

结构优化持续演绎

——医药行业 2018 年中报总结

2018 年 09 月 02 日

看好/维持

医药

深度报告

投资摘要:

行业整体情况: 短期波动影响结束, 行业增速回归正常

- ◆ **医药制造业数据:** 2018 年 1-7 月医药制造业收入、利润总额累计同比增速分别为 14.00%、11.20%, 较 Q1 有较大幅度下滑, 主要原因是两票制导致大部分药企由“低开”的销售模式转向“高开”, 带来 Q1 收入增速的大幅提升, 同时短期内销售费用未结算给下游经销商, 导致 Q1 利润内化的情况较多, 而在目前已经逐步回归行业正常增速。
- ◆ **样本医院终端数据:** 2018 年 1-6 月样本医院销售数据同比增速为 2.8%, 较 18 年 1-3 月同比增长 4.6% 有所下滑, 我们认为主要是流感因素导致。样本医院数据存在一定的局限性, 其覆盖的主要为等级医院, 反映了大医院在药占比考核和药品零加成的调整, 但对第三终端销售情况反应不充分, 另外和其覆盖重点权重品种结构也有一定关系, 所以样本医院终端数据相较统计局数据较低。
- ◆ **上市公司情况:** 从剔除不可比样本的数据端口来看, 2018 年 H1 医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非后净利润增速分别为 17.35%、22.50%、23.07%, 利润端较去年同期有大幅提高; 但是 Q2 单季来看, 单季度分别实现 14.04%、12.21%、14.32% 的同比增长, 较 Q1 环比比较放缓明显, 其中非药领域保持高景气度, 但化药、中药板块表现低迷。
- ◆ **基金持仓情况:** 2018 年 H1 基金重仓持股中医药比重与 2018 年 Q1 相比有明显上升, 达到近年较高水平。但根据我们近期路演的情况来看, 我们估计目前基金重仓持股中医药比重在 8-10% 的区间, 已经回落至近年来的标配水平。

年报季报总结&子行业分析:

- ◆ **从整体内生的角度来看,** 2018 年 H1 医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非后净利润增速分别为 17.35%、22.50%、23.07%, 利润端较去年同期有大幅提高; 但是 Q2 单季来看, 单季度分别实现 14.04%、12.21%、14.32% 的同比增长, 较 Q1 环比比较放缓明显。
- ◆ **将外延并购的样本考虑进来后, 外延对增速的提振不明显。** 考虑外延并购的标的后, 医药行业整体的收入增速有所提振, 但利润端提振效果不明显, 部分并购带来的负向影响有所体现。
- ◆ **各子行业情况: 子行业间分化持续,** 医疗服务板块持续高景气度, 而医疗器械、医药商业、生物制品均呈现环比改善的趋势, 相反, 原料药、化药、中药则呈现环比增速放缓的趋势。

风险提示: 行业政策具有不确定性。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

研究助理: 缪牧一

010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

研究助理: 胡偌碧

010-66554041

hurb@dxzq.net.cn

研究助理: 祁瑞

Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

研究助理: 邓云龙

010-66554104

dengyl@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	276	7.81%
重点公司家数	-	-
行业市值	34717.51 亿元	6.55%
流通市值	26544.77 亿元	6.98%
行业平均市盈率	25.12	/
市场平均市盈率	14.61	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

目录

1.行业整体情况：“非药”持续高景气，“药品”表现低迷	5
1.1 行业数据：药品板块 Q2 表现低迷.....	5
1.2 基金持仓：H1 基金超配，预计 7-8 月份已经回落至标配水平.....	6
1.3 上市公司中报整体情况：行业分化加剧，优选高景气赛道.....	7
1.3.1 医药行业整体：Q2 单季增速放缓.....	7
1.3.2 各子行业：行业分化加剧，服务、器械、商业、生物制品表现较好.....	8
2.各子行业分析：分化持续加剧	10
2.1 化学制剂：一季度回暖，二季度增速放缓，整体好于 2017.....	10
2.1.12018H1 制剂板块内生情况：一季度回暖，二季度放缓，整体好于 2017.....	10
2.1.22018H1 整体情况（内生+外延）：外延对于行业的拉动效应明显下降.....	14
2.1.3 看龙头：2018 年上半年虽有波动但整体稳健.....	16
2.2 中药：行业结构优化中前进，2018Q1 与 Q2 差异明显.....	19
2.2.1 内生：中药板块收入端增速较去年同期加快、利润端略有改善.....	19
2.2.2 整体情况（内生+外延）：外延进一步提升收入和利润增速.....	22
2.2.3 中药品牌 OTC：收入利润双提速，高景气度有望持续.....	25
2.3 医药商业：环比改善明显，行业拐点已现.....	27
2.3.1 内生：增速环比改善明显.....	27
2.3.2 内生+外延：外延提振增速，整体趋势一致.....	29
2.3.3 药房：利润端加速增长.....	30
2.4 医疗器械：增速分化严重，IVD 拉动板块整体快速增长.....	32
2.4.1 医疗器械板块增速分化严重.....	32
2.4.2 医疗器械板块部分核心个股对板块对产生较大影响.....	34
2.4.3IVD 子版块：化学发光/POCT 带领板块整体高增长.....	35
2.5 医疗服务：板块整体趋势向好，优质个股表现突出.....	38
2.5.1 内生：重要个股表现优异，整体延续稳定增长.....	38
2.5.2 整体情况（内生+外延）：外延贡献新的增量，收入利润稳定增长.....	41
2.5.3CRO：板块景气度极高，高速增长可期.....	42
2.6 生物制品：Q2 增速继续提升，整体向好趋势明显.....	44
2.6.1 生物制品板块增速提升明显，财务指标向好.....	44
2.6.2 板块财务数据对比（剔除新股及影响较大标的）.....	46
2.7 化学原料药：2018 一季度原料药景气度高，二季度有所放缓.....	48
2.7.1 内生角度，Q1 景气度提升，Q2 有所放缓.....	48
2.7.2 内生+外延，并购重组影响已经大大弱化.....	51
2.7.3CMO 板块：个别公司下滑，整体趋势向好.....	52
3.附录：数据库说明	54
4.风险提示	57

表格目录

表 1:医药行业增速（内生）	7
表 2:医药行业增速（内生+外延）	7
表 3:各子行业收入增速（内生）	8
表 4:各子行业收入增速（内生+外延）	8
表 5:各子行业行业扣非后净利润增速（内生）	9
表 6:各子行业行业扣非后净利润增速（内生+外延）	9
表 7:化学制剂内生收入及利润增速对比	10
表 8:化学制剂内生样本占比（2017 年）	10
表 9:化学制剂板块财务指标对比（内生）	13
表 10:化学制剂板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）	14
表 11:化学制剂板块内生+外延样本占比情况（2017 年）	14
表 12:化学制剂龙头收入及利润增速情况	16
表 13:中药板块内生收入及利润增速对比	19
表 14:中药板块内生样本占比（2018H1）	20
表 15:中药板块财务指标对比（剔除新股、并表及影响较大标的）	22
表 16:中药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股及不可比标的）	22
表 17:中药内生+外延板块占比（2018H1）	23
表 18:中药板块财务指标对比（仅剔除新股及不可比标的）	24
表 19:中药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股及不可比标的）	25
表 20:医药流通内生收入及利润增速对比	27
表 21:流通板块内生样本权重（2018H1）	27
表 22:医药流通板块财务指标对比（内生）	28
表 23:医药商业板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）	29
表 24:医药流通内生+外延板块占比（2018 年 H1）	29
表 25:药店收入及利润增速情况	30
表 26:医疗器械板块收入及利润增速对比（剔除新股及影响较大标的）	32
表 27:医疗器械板块收入及利润增速对比（剔除新股及影响较大标的）	32
表 28:医疗器械板块占比（2018 年中报/剔除新股及影响较大标的）	32
表 29:医疗器械板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）	34
表 30:医疗器械板块财务指标对比（仅剔除新股）	34
表 31:医疗器械板块占比（2018 年中报/仅剔除新股）	34
表 32:IVD 板块收入及利润增速对比	35
表 33:IVD 板块财务指标对比	35
表 34:IVD 板块占比（2017 年年报）	36
表 35:医疗服务板块收入及利润增速对比（内生）	38
表 36:医疗服务板块样本占比（内生，2018H1）	38
表 37:医疗服务板块财务指标对比（内生）	40
表 38:医疗服务板块收入及利润增速对比（内生+外延）	41

表 39:医疗服务内生+外延板块占比（2017 年）	41
表 40:CRO 板块收入及利润增速情况	42
表 41:生物制品板块收入及利润增速对比（仅剔除新股、并表及影响较大标的及特色板块）	44
表 42:生物制品板块收入及利润增速对比（剔除新股、影响较大标的及特色板块）	44
表 43:生物制品内生+外延板块占比.....	45
表 44:化学原料药板块内生收入及利润增速对比	48
表 45:化学原料药板块内生样本占比情况（2018H1）	48
表 46:化学原料药板块内生财务指标对比	49
表 47:化学原料药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）	51
表 48:化学原料药板块内生+外延样本占比情况（2018H1）	51
表 49:CMO 收入及利润增速情况.....	52
表 50:化学制剂公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	55
表 51:医药商业公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	55
表 52:医疗器械公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	55
表 53:化学原料药公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	56
表 54:生物制品公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	56
表 55:中药公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	57
表 56:医疗服务扣非后净利润增速情况对比(单位:家).....	57

插图目录

图 1:医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2011-2018M7）	5
图 2:基金十年重仓股医药持仓变化趋势图	6
图 3:化学制剂板块（内生）收入利润增速变化趋势	13
图 4:恒瑞、丽珠、华东收入总和与化药板块整体收入对比	17
图 5:龙头收入增速与板块整体收入增速对比	18
图 6:龙头利润增速与板块整体利润增速对比	18
图 7:化学原料药板块（内生）收入利润增速变化趋势	50
图 8:CMO 板块公司收入增速	53
图 9:CMO 板块公司归母利润增速	53

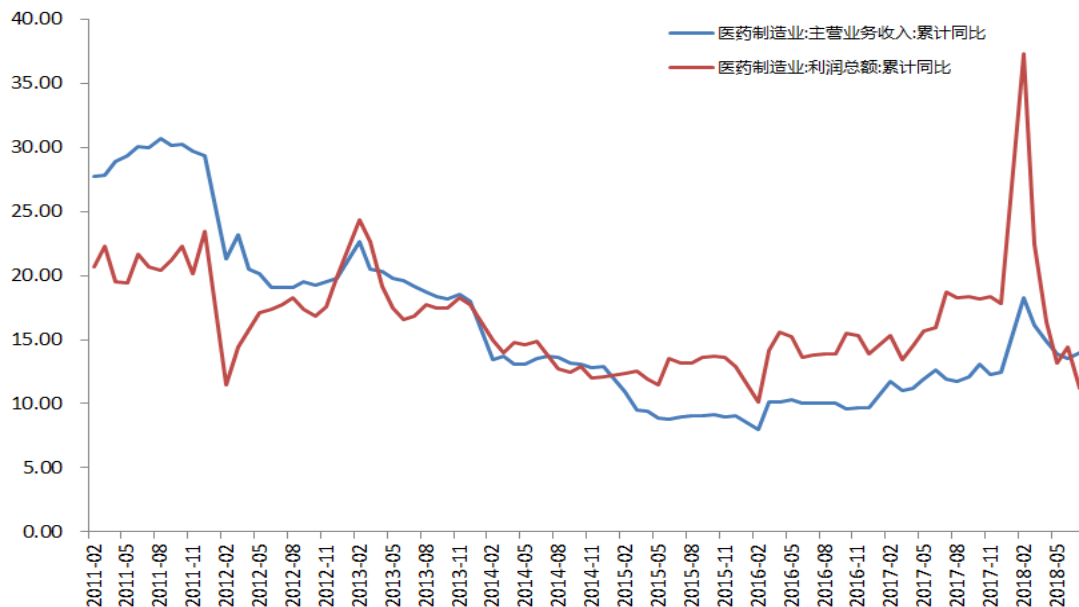
1. 行业整体情况：“非药”持续高景气，“药品”表现低迷

1.1 行业数据：药品板块 Q2 表现低迷

我们从统计局公布的医药制造业数据、医院终端数据以及上市公司的情况来跟踪行业趋势：

- ◆ **医药制造业数据：**2018 年 1-7 月医药制造业收入、利润总额累计同比增速分别为 14.00%、11.20%，较 Q1 有较大幅度下滑，主要原因是两票制导致大部分药企由“低开”的销售模式转向“高开”，带来 Q1 收入增速的大幅提升，同时短期内销售费用未结算给下游经销商，导致 Q1 利润内化的情况较多，而在目前已经逐步回归行业正常增速。
- ◆ **样本医院终端数据：**2018 年 1-6 月样本医院销售数据同比增速为 2.8%，较 18 年 1-3 月同比增长 4.6% 有所下滑，我们认为主要是流感因素导致。样本医院数据存在一定的局限性，其覆盖的主要为等级医院，反映了大医院在药占比考核和药品零加成的调整，但对第三终端销售情况反应不充分，另外和其覆盖重点权重品种结构也有一定关系，所以样本医院终端数据相较统计局数据较低。
- ◆ **上市公司情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2018 年 H1 医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非后净利润增速分别为 17.48%、22.28%、22.61%，利润端较去年同期有大幅提高；但是 Q2 单季来看，单季度分别实现 14.15%、12.48%、14.16% 的同比增长，较 Q1 环比比较放缓明显。其中非药领域保持高景气度，但化药、中药板块表现低迷。

图 1:医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速 (2011-2018M7)



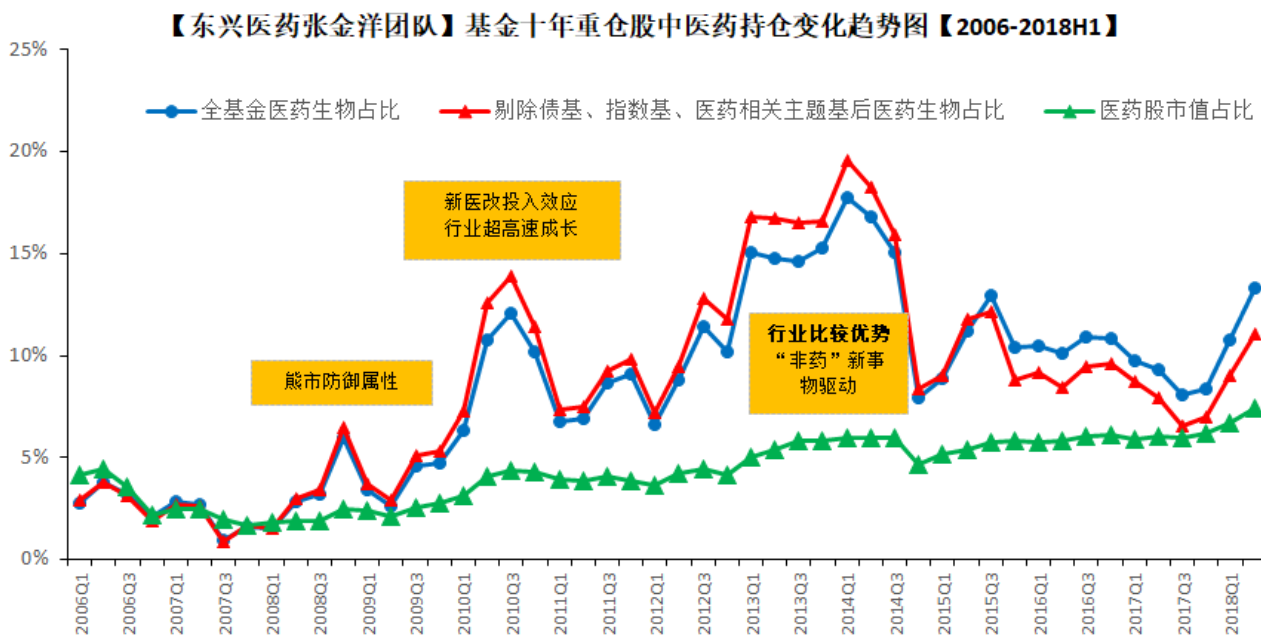
资料来源：统计局，东兴证券研究所

1.2 基金持仓：H1 基金超配，预计 7-8 月份已经回落至标配水平

2018 年 H1 基金重仓持股中医药比重与 2018 年 Q1 相比有明显上升，达到近年较高水平。基于基金 2018H1 重仓股（前十）信息，我们测算的全基金医药股重仓比例为 13.32%，较 2018 年 Q1 上升 2.58pp，持仓比例恢复近年较高水平。此次我们逐个剔除医疗医药健康基金后主动型非债券基金中医药股重仓持股比重为 11.05%，较 2018 年 Q1 上升 2.03pp，达到近年较高水平。

根据我们近期路演的情况来看，我们估计目前基金重仓持股中医药比重在 8-10% 的区间，已经回落至近年来的标配水平。

图 2:基金十年重仓股医药持仓变化趋势图



资料来源：东兴证券研究所

1.3 上市公司中报整体情况：行业分化加剧，优选高景气赛道

对于上市的整体数据，我们首先将同比不可比的新股、重组股剔除，然后立足于两个样本库进行分析，以求从不同的样本库的角度出发还原医药板块的运营趋势：

- ◆ **内生**：我们在这个样本库中将并表对收入或利润增速影响超过 10% 的标的剔除，并且对影响 5-10% 之间的标的视样本量的多少酌情处理，以还原行业相对真实的内生增速。
- ◆ **内生+外延**：这个样本库的数据反映的是在考虑并购等各种因素下，上市公司的综合性增速。

1.3.1 医药行业整体：Q2 单季增速放缓

表 1:医药行业增速（内生）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	19.02%	17.48%	20.66%	14.15%	21.07%
净利润增速	13.90%	22.28%	17.64%	12.48%	33.35%
扣非后净利润增速	12.56%	22.61%	14.59%	14.16%	31.72%

资料来源：东兴证券研究所

表 2:医药行业增速（内生+外延）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	20.28%	21.43%	21.77%	18.35%	24.79%
净利润增速	17.09%	18.11%	21.79%	9.78%	28.05%
扣非后净利润增速	14.21%	23.53%	15.46%	16.81%	30.89%

资料来源：东兴证券研究所

从内生的角度来看，2018 年 H1 医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非后净利润增速分别为 17.48%、22.28%、22.61%，利润端较去年同期有大幅提高；但是 Q2 单季来看，单季度分别实现 14.15%、12.48%、14.16% 的同比增长，较 Q1 环比比较放缓明显。

将外延并购的样本考虑进来后，外延对增速的提振不明显。考虑外延并购的标的后，医药行业整体的收入增速有所提振，但利润端提振效果不明显，部分并购带来的负面影响有所体现。

我们认为，Q2 单季度医药行业增速环比放缓的主要原因有：1) 两票制低开转高开，Q1 的时候利润内化而后费用向外转化暂时受影响，Q2 逐步回归正常；2) Q1 流感影响，拔高医药行业 Q1 整体增速；3) 中药和化药板块表现低迷，部分公司 Q2 业绩下滑，导致行业整体压力较大。

1.3.2 各子行业：行业分化加剧，服务、器械、商业、生物制品表现较好

表 3:各子行业收入增速（内生）

子行业	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
化药	15.02%	19.50%	13.39%	16.90%	22.16%
中药	12.77%	16.28%	13.66%	13.31%	19.37%
生物制品	15.26%	38.02%	16.81%	44.70%	30.79%
原料药	24.43%	29.18%	26.95%	19.92%	38.95%
医药商业	13.30%	14.71%	12.37%	16.39%	13.03%
医疗器械	20.22%	17.30%	21.17%	22.31%	12.07%
医疗服务	24.81%	37.04%	25.79%	37.70%	36.30%
整体	19.02%	17.48%	20.66%	14.15%	21.07%

资料来源：东兴证券研究所

表 4:各子行业收入增速（内生+外延）

子行业	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
化药	16.05%	22.79%	14.39%	20.10%	25.56%
中药	13.69%	12.48%	14.89%	6.19%	18.89%
生物制品	22.35%	61.68%	30.95%	67.62%	54.77%
原料药	24.08%	27.17%	25.87%	18.67%	36.26%
医药商业	16.61%	20.75%	16.09%	21.48%	20.01%
医疗器械	23.28%	23.82%	25.15%	27.20%	20.04%
医疗服务	31.56%	45.49%	29.37%	49.42%	40.70%
整体	12.56%	22.61%	14.59%	14.16%	31.72%

资料来源：东兴证券研究所

从各子行业的收入端来看：

内生增速呈现分化状态，医疗服务板块持续高景气度，而医疗器械、医药商业、生物制品均呈现环比改善的趋势，相反，原料药、化药、中药则呈现环比增速放缓的趋势。结合外延情况来看，与内生趋势一致。

表 5:各子行业行业扣非后净利润增速（内生）

子行业	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
化药	13.96%	14.23%	10.26%	10.99%	17.61%
中药	0.71%	19.17%	-7.94%	16.53%	21.94%
生物制品	10.95%	30.44%	7.63%	46.33%	16.11%
原料药	0.28%	109.33%	-5.90%	26.15%	220.20%
医药商业	18.78%	14.79%	14.25%	16.34%	13.22%
医疗器械	12.84%	5.63%	9.67%	8.65%	2.35%
医疗服务	35.20%	24.21%	50.06%	22.89%	26.15%
整体	20.28%	21.43%	21.77%	18.35%	24.79%

资料来源：东兴证券研究所

表 6:各子行业行业扣非后净利润增速（内生+外延）

子行业	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
化药	13.70%	17.80%	9.70%	16.80%	18.82%
中药	13.47%	15.76%	14.65%	10.63%	21.01%
生物制品	21.41%	60.39%	27.09%	78.41%	42.11%
原料药	1.06%	100.72%	-5.26%	29.34%	191.60%
医药商业	29.02%	16.77%	23.01%	18.37%	15.16%
医疗器械	16.78%	18.03%	13.09%	19.54%	16.18%
医疗服务	47.32%	36.79%	44.02%	33.48%	45.05%
整体	14.21%	23.53%	15.46%	16.81%	30.89%

资料来源：东兴证券研究所

从各子行业的扣非后净利润来看：

内生增速在利润端的分化趋势比收入端一致，医疗服务板块持续高景气度，而医疗器械、医药商业、生物制品均呈现环比改善的趋势，相反，原料药、化药、中药则呈现环比增速放缓的趋势；结合外延情况来看，趋势基本一致。

我们认为，未来医药行业必然是结构化的时代，行业增速的指向性意义将越来越小，建议优选景气度高的子行业。我们将医药行业整体分为三大类别：1) 医保外资金逻辑，不受政策负面扰动；2) 医保资金偏好板块，优选龙头；3) 医保资金不偏好板块，不符合产业趋势发展的板块建议小心参与。

2. 各子行业分析：分化持续加剧

2.1 化学制剂：一季度回暖，二季度增速放缓，整体好于 2017

样本处理过程：

剔除不可比：我们将海欣 B 股、赤天化两个非制剂主业标的剔除，再将润都股份、一品红、九典制药等 11 个新股剔除。

并表因素的剔除：在讨论化学制剂板块整体情况的时候，我们首先剔除了 2017 年进行过并购重组，资产处置等，且影响较大的标的（公司业绩影响超过 5%），包括济民制药、东诚药业、科伦药业（石四药会计准则变更）、人福医药（资产处置影响）。并购重组或资产处置为这些公司带来了较高的收入端或净利润端的增速，如果不进行剔除，难以真实的反应化药板块的情况。剔除并表前后的变化趋势其实反映了并购重组对行业的积极影响。

2.1.1 2018H1 制剂板块内生情况：一季度回暖，二季度放缓，整体好于 2017

表 7:化学制剂内生收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	15.02%	19.50%	13.39%	16.90%	22.16%
净利润增速	15.03%	15.22%	13.44%	9.42%	21.57%
扣非后净利润增速	13.96%	14.23%	10.26%	10.99%	17.61%

资料来源：东兴证券研究所

表 8:化学制剂内生样本占比（2017 年）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
华东医药	18.99%	13.27%	14.18%
康弘药业	1.71%	3.18%	2.99%
灵康药业	1.01%	0.71%	0.68%
广生堂	0.20%	0.04%	0.04%
特一药业	0.51%	0.78%	0.74%
莎普爱思	0.41%	0.52%	0.51%
海思科	1.47%	1.49%	0.59%
仟源医药	0.67%	0.18%	0.16%
翰宇药业	0.80%	2.15%	2.21%
福安药业	1.78%	1.77%	1.76%
华仁药业	0.81%	0.17%	0.14%
誉衡药业	3.14%	2.32%	2.32%
康芝药业	0.34%	0.37%	0.25%
必康股份	4.71%	4.42%	4.60%

力生制药	0.95%	0.71%	0.77%
仙琚制药	2.18%	1.27%	1.29%
莱美药业	0.85%	0.83%	0.35%
北陆药业	0.39%	0.87%	0.87%
信立泰	2.81%	8.10%	8.53%
恩华药业	2.31%	2.69%	2.92%
现代制药	7.25%	4.21%	4.35%
联环药业	0.57%	0.40%	0.43%
健康元	7.12%	4.37%	4.37%
恒瑞医药	9.62%	19.60%	20.42%
丰原药业	1.83%	0.39%	0.42%
山大华特	0.99%	0.84%	1.37%
华润双鹤	5.06%	5.98%	6.26%
鲁抗医药	1.95%	1.26%	1.18%
海南海药	1.43%	1.53%	0.34%
海欣股份	0.61%	0.81%	0.92%
丽珠集团	5.66%	6.50%	6.38%
京新药业	1.75%	2.19%	2.14%
华海药业	3.15%	2.35%	2.27%
哈药股份	6.98%	3.72%	3.25%
合计	100%	100%	100%

资料来源：东兴证券研究所

从整体上来看，随着医保控费的推进，医药工业发展也由高速增长转变为稳健增长。目前招标降价、零加成及医保控费政策对各个化药制剂企业收入端和净利润端的影响逐步显现，后续仍有一定影响。

2018 年上半年相较于 2017 年，制剂板块收入有所加速（一季度较为明显，上半年也有 15%以上），利润增速略快于 2017 年上半年。有一部分是由于一季度流感因素导致。板块整体利润增速慢于收入增速，一方面是由于两票制低开转高开主要反应在收入端，另一方面更重要的是企业对于研发投入的重视和加大，收入利润占比较大的恒瑞、丽珠、华东、华海、信立泰等均加大了研发投入的收入占比。另一方面，制剂板块两极分化明显，仍有结构性投资机会。龙头企业如恒瑞医药、华东医药、丽珠集团等依旧能够维持业绩均高速增长。

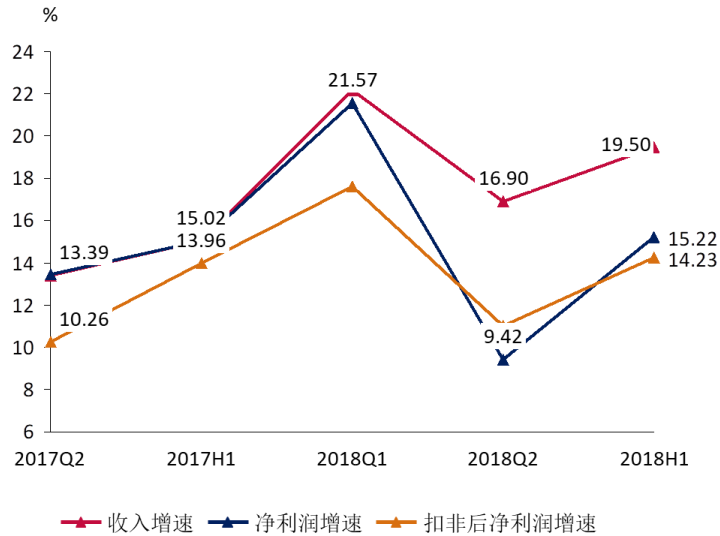
◆ **营业收入：**化学制剂板块 2018 年上半年内生收入增速为 19.50%，较去年同期（15.02%）上升 4.48pp，有较大幅度的提升；Q1 收入增速为 22.16%，Q2 收入端出现放缓趋势（16.90%），但仍然快于 2017 年同期。符合我们之前的判断（2017 年制剂板块行业见底），药企低开转高开不断进行，收入端呈现好转，且 2016 年下半年开始招标进度加速，也使得新品随着招标省份增多呈现加速趋势。另一个对行业影响较大的还有 2017Q4-2018Q1 的流感行情，科伦、鲁抗、双鹤等一季度收入

和业绩增速大幅度提升。整体板块的增速情况后续三四季度还有待观察。

- ◆ **净利润**：化学制剂板块 2018 年上半年净利润增速为 15.22%，较去年同期(15.03%)略增 0.19pp。制剂板块略有回暖。利润占比较大包括华东（利润占比 13.27%），恒瑞（利润占比 19.6%），影响行业增均超过 2%，若将恒瑞、华东一起剔除，则 2018 年上半年化学制剂板块行业内生增速仅有 11.97%，充分体现了龙头对于行业的提振作用以及板块的明显分化。
- ◆ **扣非净利润**：化学制剂板块上半年扣非后净利润增速为 14.21%，较去年同期（13.96%）上升 0.25pp；扣非后净利润增速与归母净利润趋势相同，板块略有好转。

从个股情况来看，龙头恒瑞在制剂出口、国际化、创新等各方面都走在了前端，2018 上半年年伴随着制剂出口业务和国内创新药放量，在 2017 年上半年 15 亿利润体量（2017 年上半年制剂板块整体扣非利润 85 亿）的基础上归母利润增速达 21.38%，表现可谓亮眼，拉动了整体子行业增速。2018 上半年内生增速表现较好的公司有优质仿制药龙头**华东医药**（扣非净利润 23.06%），特色专科药**白马丽珠集团**（扣非净利润增速 25.45%）、特色专科药**仙琚制药**（扣非业绩 46.92%），精麻龙头**恩华药业**（扣非业绩 25.12%）、仿制药小龙头**京新药业**（扣非业绩 24.67%）。

二季度单季度情况（图 1）：二季度单季度与一季度相比，制剂板块收入增速有所放缓，利润增速明显放缓。如此剧烈的波动在化药板块中并不常见，仔细观察个股数据可以发现，除了二季度华海药业受缬沙坦杂质事件影响，利润波动较大（Q2 增速 -56.56%）以外，其他化药板块公司季度波动也相较以前也较为剧烈，体现行业变革期的震荡，Q2 单季度利润增速下滑的公司达 14 家，许多公司与 Q1 相比，Q2 出现剧烈下滑，例如广生堂（Q1 增速-40.74%，Q2 增速-213.14%）、仟源医药（Q1 增速 14.45%，Q2 增速-32.26%）、必康股份（Q1 增速 29.98%，Q2 增速-25.81%）、力生制药（Q1 增速 0.54%，Q2 增速-26.03%）、丰原药业（Q1 增速 22.12%，Q2 增速-22.06%）、山大华特（Q1 增速-14.56%，Q2 增速-87.40%）等。。

图 3:化学制剂板块（内生）收入利润增速变化趋势


资料来源：东兴证券研究所

对未来的行业内生增速如何判断？我们认为制剂板块在 2017 年增速已经见底，2018 年有望持续好转，有结构性投资机会（降价接近尾声+神药退出历史舞台&进口替代促进销量增长+优先审评等政策带来品种增量）：本轮招标接近尾声，对价格的负向影响逐步减小。而在销量方面，刚需用药未来仍将持续增长。医保目录的调整及地方增补目录将带来结构性增量。支付端来看，医保平稳增长，但其中神药替代空间巨大。后续还有优先审评带来品种的增量以及一致性评价带来的进口替代的结构增量。

表 9:化学制剂板块财务指标对比（内生）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	50.32%	54.08%	50.55%	53.98%	54.18%
净利率	13.65%	13.18%	14.02%	13.12%	13.24%
销售费用率	22.57%	27.21%	22.59%	27.00%	27.42%
期间费用率	33.80%	37.44%	33.93%	36.76%	38.11%
应收账款增速	19.83%	16.53%	/	/	17.92%
经营性现金流/营业收入	10.25%	8.27%	15.42%	9.84%	6.74%

资料来源：东兴证券研究所

从财务指标上来看（由于财务指标上的分析必须要同比可比，因此我们在此仅分析内生样本上的财务指标）：

- ◆ **毛利率：**化学制剂板块 2018H1 整体毛利率为 54.08%，较去年同期（50.32%）上升 3.76pp，2018Q2 较 2018Q1 略有下降，但整体呈现持续上升的趋势。我们认为主要有三点原因，第一化学制剂公司在医保控费压力下，通过不断优化，降低成本，第二由于公司不断的在做结构调整，提升了高毛利品种的销售比例，第三就是许多公司今年由低开代理转为高开，在转换过程中毛利率有提升。**其中低开转高开的影**

响可能更大一些，后续我们认为毛利率还将进一步提升。

- ◆ **净利率**：化学制剂板块 2018H1 整体净利率为 13.18%，较去年同期（13.65%）下降 0.47pp，毛利率上升净利率下降一方面印证低开转高开的影响，另一方面也是企业在研发等方面投入加大所致。
- ◆ **销售费用率**：化学制剂板块 2018H1 整体销售费用率为 27.21%，较去年同期（22.57%）上升 4.64pp，显示出持续上升的趋势。销售费用率的持续性上升也从侧面体现了当前制剂企业所面临的激烈竞争环境，我们认为更主要的是低开转高开的影响。
- ◆ **期间费用率**：化学制剂板块 2018H1 整体期间费用率为 37.44%，较去年同期（33.08%）上升 4.36pp，期间费用率也呈现整体上升趋势，除了与低开转高开带来的销售费用率上升有关外，我们推测与整体研发投入增大也有一定关系。
- ◆ **应收账款增速**：化学制剂板块 2018H1 应收账款增速为 16.53%，慢于收入增速的 19.50%，应收账款的增速下降，回款情况有所改善。
- ◆ **经营性现金流/营业收入**：化学制剂板块 2018H1 整体经营性现金流/营业收入为 8.27%，较去年同期（10.25%）下降 1.98pp，经营性现金流情况有所恶化，后续有待继续观察。

2.1.2 2018H1 整体情况（内生+外延）：外延对于行业的拉动效应明显下降

表 10:化学制剂板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	16.05%	22.79%	14.39%	20.10%	25.56%
净利润增速	11.52%	21.55%	7.23%	19.57%	23.64%
扣非后净利润增速	13.70%	17.80%	9.70%	16.80%	18.82%

资料来源：东兴证券研究所

表 11:化学制剂板块内生+外延样本占比情况（2017 年）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
华东医药	15.54%	11.59%	12.60%
康弘药业	1.40%	2.78%	2.66%
灵康药业	0.83%	0.62%	0.60%
广生堂	0.16%	0.04%	0.04%
特一药业	0.42%	0.68%	0.66%
莎普爱思	0.33%	0.46%	0.46%
海思科	1.21%	1.30%	0.53%
仟源医药	0.55%	0.16%	0.14%
翰宇药业	0.66%	1.88%	1.97%

福安药业	1.45%	1.55%	1.56%
华仁药业	0.66%	0.15%	0.12%
誉衡药业	2.57%	2.02%	2.06%
康芝药业	0.28%	0.32%	0.23%
必康股份	3.85%	3.86%	4.08%
力生制药	0.78%	0.62%	0.68%
仙琚制药	1.78%	1.10%	1.15%
莱美药业	0.70%	0.72%	0.31%
北陆药业	0.32%	0.76%	0.77%
信立泰	2.30%	7.08%	7.58%
恩华药业	1.89%	2.35%	2.59%
现代制药	5.93%	3.68%	3.86%
联环药业	0.47%	0.35%	0.38%
健康元	5.83%	3.81%	3.88%
恒瑞医药	7.87%	17.11%	18.15%
丰原药业	1.50%	0.34%	0.37%
山大华特	0.81%	0.73%	1.22%
华润双鹤	4.14%	5.23%	5.56%
鲁抗医药	1.60%	1.10%	1.05%
海南海药	1.17%	1.34%	0.30%
海欣股份	0.50%	0.71%	0.82%
丽珠集团	4.63%	5.67%	5.67%
京新药业	1.43%	1.91%	1.90%
华海药业	2.57%	2.05%	2.02%
哈药股份	5.71%	3.25%	2.88%
济民制药	0.35%	0.25%	0.27%
东诚药业	0.96%	1.00%	1.18%
科伦药业	7.90%	6.93%	7.15%
人福医药	8.96%	4.49%	2.53%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

如果考虑外延并购对于整个行业的影响

- ◆ **收入端**：化学制剂板块 2018H1 整体收入增速为 22.79%，与内生公司增速（19.50%）相比有所提升，相较于 2017H1（16.05%）也有较大的提升。
- ◆ **净利润**：考虑并购重组影响后化学制剂板块 2018H1 净利润增速为 21.55%，与内生业绩增速（15.22%）相比提升 6.33pp。其中最主要为科伦药业影响，科伦整体利润体量占医药板块整体业绩 6.93%，2018H1 业绩增速达 171.93%，拉动整体增长（其中石四药并表带来的影响较大）。

- ◆ **扣非净利润：考虑外延影响后** 化学制剂板块 2018H1 扣非后净利润增速仅 17.80%，与内生公司增速（14.23%）相比有提升，相较 2017H1 增速（13.70%）也有提升，体现并购重组对业绩的拉动。

积极主动的寻找外延机会，寻找优质标的推动并购重组可以在一定程度上抵御政策对于企业的负面影响，但部分企业重组第二年业绩波动较大（现代制药等）。

积极推动外延并购的个股净利润端增速大多高于制剂板块平均水平。其中 2018H1 业绩增速较快的有济民制药（34.82%）、东诚药业（65.74%）、科伦药业（171.93%），但也有负面影响如人福医药（-28.55%）为去年资产处置后基数较高，2018 年下滑。

值得注意的是，今年起化药板块发生并购重组的公司相较去年同期显著减少，主要是因为受监管层去年出台的“史上最严”并购重组新规影响（2016 年 9 月 9 日，证监会《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》），这也一定程度上影响了行业整体增速（2016 年并表显著增厚利润的公司，2017 年平稳增长，导致整体增速平稳）。未来外延并购对行业的影响将越来越小。

2.1.3 看龙头：2018 年上半年虽有波动但整体稳健

表 12: 化学制剂龙头收入及利润增速情况

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	15.97%	11.90%	14.34%	10.78%	13.00%
净利润增速	22.48%	23.01%	24.29%	26.38%	19.94%
扣非后净利润增速	22.56%	19.95%	23.90%	23.11%	16.99%

资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **营业收入：**制剂板块三大龙头（恒瑞、华东、丽珠）2018H1 收入增速 11.09%，慢于行业内生平均增速 19.50%，较去年同期 15.97% 下降 4.88pp。龙头已经是全面高开，所以并没有两票制对收入端的影响，所以收入端没有呈现一个提速状态，反映了行业降价的压力。即使龙头，收入端依然承压。
- ◆ **净利润&扣非净利润：**制剂板块龙头上半年业绩增速 23.01%，远远快于行业内生业绩平均增速（15.22%），较去年同期增速（22.48%）出现了提速。扣非净利润略有下降。一方面行业业绩增速确实有下行，另一方面龙头业绩增速是快于收入增速的，主要是毛利率有所提升带来的，并不是压缩费用（龙头的销售费用率和期间费用率是上升的，尤其研发投入不断加大）。

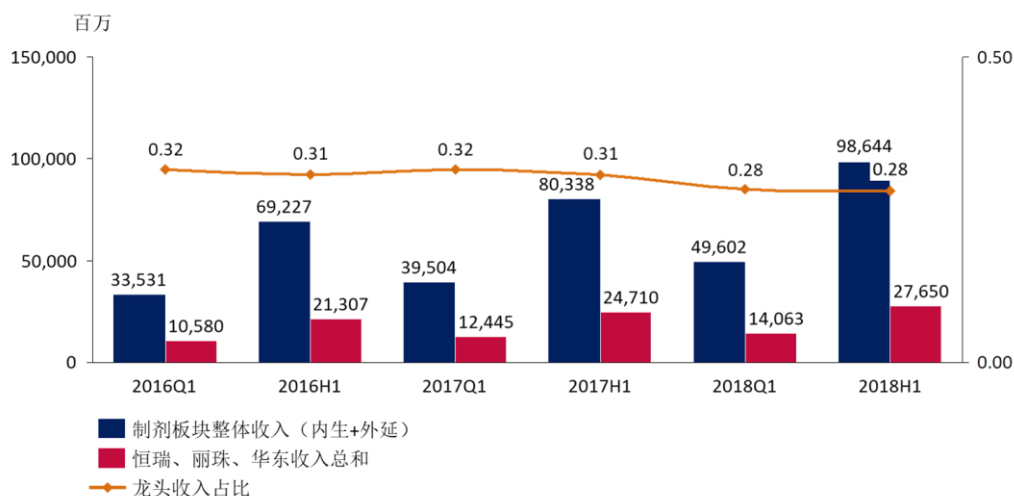
整体来看，2018 上半年恒瑞、丽珠、华东三家龙头白马企业收入总和占整体制剂板块收入接近 30%（图 2），收入占比略有下降，主要是其他企业低开转高开的影响。

龙头收入增速稳健，2017 年显著快于行业内生增速（4%左右），表现亮眼，2018Q1 行业收入增速突然提速为低开转高开影响，龙头整体已经高开，故收入增速表现上看没有行业收入增速亮眼。（图 3）

龙头净利润增速显著快于行业平均增速表现非常亮眼, 2017 年高于行业平均 10 个百分点以上 (图 4), 体现了制剂板块强者恒强的板块分化趋势, 但 2018Q1 开始, 行业整体回暖 (流感等拉动了部分公司), 龙头增速与行业平均增速持平。一季度龙头整体保持稳健, Q2 开始流感因素影响减弱, 龙头效应又开始逐步显现。

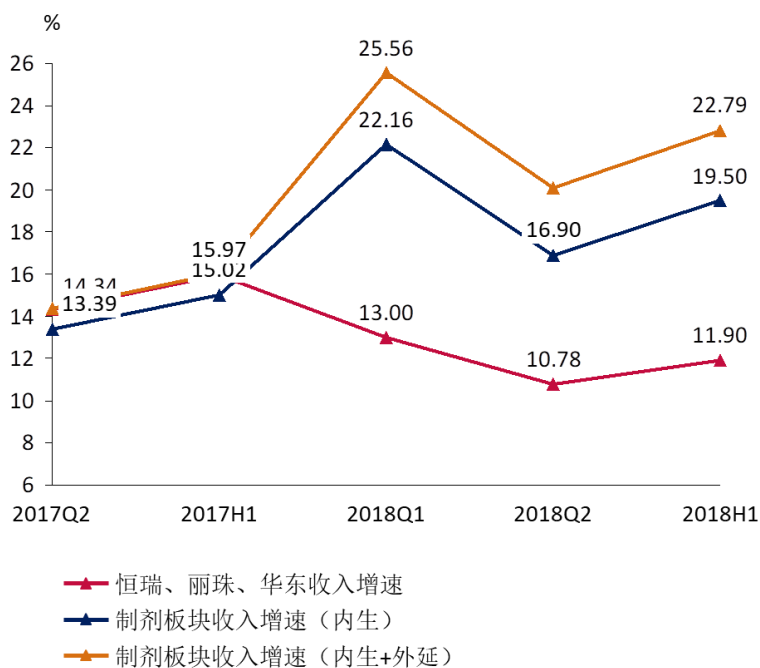
2018 年上半年部分龙头收入或利润出现波动, 个股有不同原因, 如华东医药 (收入增速 8.76%、利润增速 24.19%、扣非利润 23.06%, 收入端商业受影响、工业超预期)、丽珠集团 (收入增速 678%、利润增速 25.66%、扣非利润 25.45%, 收入端受参芪扶正和鼠神经一定影响)、恒瑞医药 (收入增速 22.32%、利润增速 21.38%、扣非利润 126.31%, 股权激励费用和少数股东权益影响), 但整体来看强者恒强趋势明显, 龙头未来仍将在大浪淘沙中脱颖而出。华海药业上半年由于颞颥事件影响收入利润较多, 未纳入龙头中做统计。

图 4:恒瑞、丽珠、华东收入总和与化药板块整体收入对比



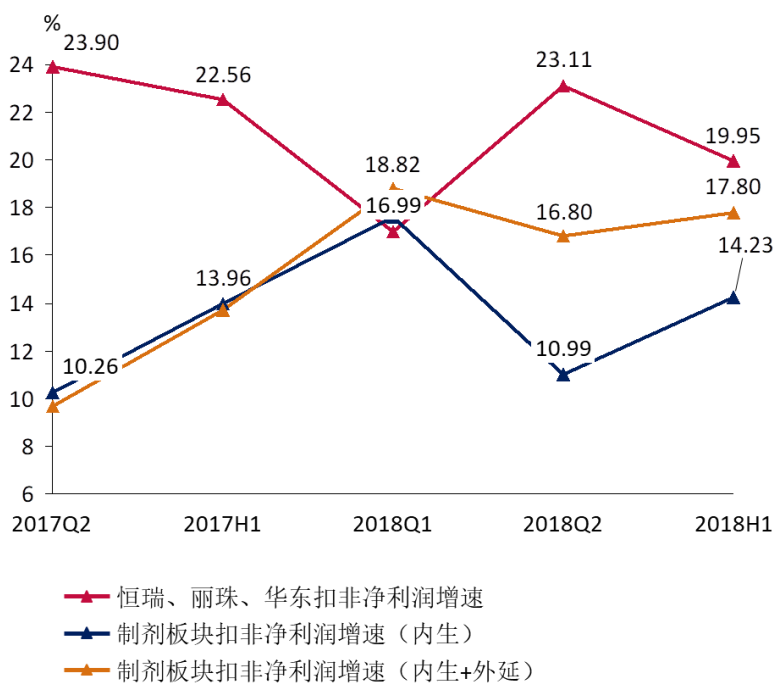
资料来源：东兴证券研究所

图 5:龙头收入增速与板块整体收入增速对比



资料来源：东兴证券研究所

图 6:龙头利润增速与板块整体利润增速对比



资料来源：东兴证券研究所

2.2 中药：行业结构优化中前进，2018Q1 与 Q2 差异明显

为了反应行业更加真实的增长情况，我们对数据样本进行了调整：

首先，剔除不可比。剔除了新股（次新股）：盘龙药业、华森制药、大理药业、新天药业、寿仙谷、康惠制药、易明医药、步长制药和陇神戎发；剔除了非医药占比高，政府高额补贴、重组导致不可比的个股：吉林敖东、振东制药、天目药业、太极集团和白云山；

其次，剔除因并购、重组导致公司营收或净利增速有较大变动的泰合健康、国发股份、辅仁药业、通化金马、广誉远、景峰医药、吉药控股；

对于行业影响较大的龙头康美药业和云南白药，必要时做剔除分析。

2.2.1 内生：中药板块收入端增速较去年同期加快、利润端略有改善

表 13: 中药板块内生收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	12.77%	16.28%	13.66%	13.31%	19.37%
净利润增速	13.55%	14.71%	13.93%	8.36%	21.31%
扣非后净利润增速	13.69%	12.48%	14.89%	6.19%	18.89%

资料来源：东兴证券研究所

从中药板块内生增长的情况来看，2018H1 收入端增速较去年同期明显提升，利润端增速略有提升，2018Q2 收入端增速较去年同期持平，利润端增速明显下降。我们认为，在国家一方面出台中医药法、加强对中药行业政策支持，鼓励中药饮片行业整合、鼓励配方颗粒和经典名方发展；另一方面出台限制中药注射剂及辅助用药使用、加大对中药饮片等中药产业的检查力度等政策的大背景下，中药企业已经进入行业大变革、大洗牌、自我优化和产业升级的新阶段。2018H1 中药企业收入和利润增速季度间波动较大主要有 4 方面的原因 1) 两票制全面实施以来，部分产品从低开转高开模式，对收入端增速也有明显的贡献，同时这一贡献在 2018Q2 逐步减少，导致 Q2 和 Q1 收入端增速差异明显。2) 前期两票制、医保控费、限制药占比、限制中药注射剂及辅助用药等利空政策已经被行业逐步消化，企业也采取控制中间费用、开拓新渠道等手段对冲政策影响，但行业中的企业已经出现明显分化，不符合国家政策发展方向和产业趋势的企业业绩可能出现较大波动，甚至快速下行。3) 2018Q1，受流感因素影响，中成药及部分中药注射剂企业出现爆发增长，部分企业提前大量发货，业绩大量提前兑现，Q2 承压明显，收入增速明显下滑。4) 两票制后，因低开转高开因素造成的费用转嫁使得部分企业中间费用在 Q2 明显增加，摊薄了利润。5) 行业龙头康美药业因 2017Q1 和 Q2 税率不同，导致利润增速出现较大差异，影响了 2018Q2 的行业利润增速。

从整体上来看，中药行业整体自 2015 年的低谷以来，经历了 2016、17 年的恢复，2018H1 有所改善。营业收入和、净利润增长加速，扣非净利润增速有所下滑。

- ◆ **营业收入**：2018H1 收入整体增速同比有所加快，上升 3.51pp；剔除掉康美药业和云南白药两个体量较大、收入增速对行业影响明显的个股，2018H1 较去年同期增速上升 3.92pp，增速提升幅度更大。
- ◆ **净利润**：2018H1 年较 2017H1 增速上升 1.16pp，剔除掉康美药业和云南白药两个个股，2018H1 较去年同期增速上升 2.92pp，净利润增速提升的趋势更加明显。
- ◆ **扣非净利润**：2018H1 年较 2017H1 增速下降 1.21pp，剔除掉康美药业和云南白药两个个股，扣非净利润增速提升 0.07pp，较去年同期增速基本持平。

表 14: 中药板块内生样本占比（2018H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
新光药业	0.15%	0.40%	0.42%
珍宝岛	1.08%	1.93%	1.55%
龙津药业	0.15%	0.09%	0.06%
葵花药业	1.93%	1.80%	1.57%
方盛制药	0.44%	0.29%	0.30%
佛慈制药	0.25%	0.27%	0.27%
以岭药业	2.80%	3.81%	4.00%
益盛药业	0.46%	0.25%	0.25%
佐力药业	0.30%	0.11%	0.07%
香雪制药	1.04%	0.32%	0.09%
太安堂	1.20%	0.68%	0.72%
贵州百灵	1.20%	1.83%	1.93%
汉森制药	0.40%	0.45%	0.47%
精华制药	0.58%	0.74%	0.78%
福瑞股份	0.31%	0.12%	0.13%
上海凯宝	0.92%	1.22%	1.27%
众生药业	1.06%	1.50%	1.56%
红日药业	1.71%	2.05%	2.13%
奇正藏药	0.40%	0.95%	1.00%
桂林三金	0.61%	1.02%	1.01%
嘉应制药	0.17%	0.10%	0.11%
紫鑫药业	0.61%	1.67%	1.72%
沃华医药	0.33%	0.21%	0.22%
马应龙	0.88%	0.84%	1.23%
健民集团	0.87%	0.35%	0.32%
康恩贝	3.15%	3.29%	2.98%
益佰制药	1.70%	1.24%	1.26%
千金药业	1.22%	0.42%	0.37%
片仔癀	2.16%	4.00%	4.20%

亚宝药业	1.36%	0.74%	0.70%
康缘药业	1.58%	1.16%	1.18%
中新药业	2.86%	2.13%	2.19%
康美药业	16.16%	17.47%	18.38%
昆药集团	2.91%	1.01%	0.82%
中恒集团	1.18%	1.44%	1.41%
羚锐制药	0.98%	0.91%	1.00%
九芝堂	1.48%	1.75%	1.59%
华润三九	5.98%	5.19%	5.07%
金陵药业	1.40%	0.58%	0.58%
太龙药业	0.55%	0.03%	0.02%
西藏药业	0.38%	0.84%	0.55%
同仁堂	6.48%	3.89%	4.08%
仁和药业	1.85%	1.31%	1.37%
江中药业	0.81%	1.42%	1.48%
东阿阿胶	3.00%	7.48%	7.75%
启迪古汉	0.10%	0.07%	0.05%
云南白药	11.21%	9.90%	9.02%
神奇制药	0.61%	0.37%	0.27%
金花股份	0.28%	0.08%	0.08%
天士力	6.99%	4.56%	4.66%
济川药业	3.76%	5.73%	5.78%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

从个股情况来看，龙头康美药业 2018H1 收入端实现 27.88% 的增速，在净利润端实现 21.06% 的增速，受益于政策对中药饮片的支持及国家淘汰中小落后企业，行业集中度提高，康美药业的中药饮片、中药材贸易和医疗器械业务快速增长，增速持续高于行业平均水平；其他个股，主要通过内生增长近期表现较好的公司有片仔癀、广誉远、济川药业、仁和药业、葵花药业等。消费升级、流感因素及主动营销等因素助推了以上个股的业绩增长。

2018 年中药行业将在行业结构优化中前行。随着前期政策逐渐执行与落实（结构调整完成，利空消化），且政策层面鼓励支持中医药发展（中华老字号、中药饮片、中药配方颗粒等），中药行业有望开启新一轮结构性的增长，中药饮片、中药消费品及品牌 OTC 龙头等符合国家政策和产业趋势的企业将会持续走强，中药注射剂企业及不具备强大护城河的中成药普药企业将面临业绩下滑的压力。

随着医药消费升级的持续，优质中药企业有望在行情转暖、政策支持，以及中药原材料和人工成本持续上升的情况下深入供给侧改革，推出新规格产品，并逐步提价，增厚利润。具有品牌、产品、市场和渠道绝对优势，护城河的强大的中药企业成为稀缺资源，此类企业有望在行业洗牌与整合后大幅改善业绩。

表 15: 中药板块财务指标对比（剔除新股、并表及影响较大标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	48.19%	50.60%	48.50%	50.68%	50.52%
净利率	14.80%	14.56%	14.81%	14.19%	14.93%
销售费用率	22.21%	25.06%	22.96%	25.39%	24.74%
期间费用率	30.05%	32.94%	30.90%	33.47%	32.42%
应收账款增速	17.22%	28.12%	/	/	30.06%
经营性现金流/营业收入	5.89%	8.60%	8.71%	11.85%	5.40%

资料来源：东兴证券研究所

从财务指标上看：

- ◆ **毛利率**：2018H1 整体毛利率同比增长 2.41pp；我们估计毛利率上升主要来自于**品牌中药的提价**，其提价来自于原材料、中药材价格上涨的成本推动以及消费升级下企业（主要 **OTC 企业**）的定价策略的改变。部分企业低开转高开对毛利率提升也有一定影响。
- ◆ **净利率**：2018H1 整体整体净利率同比下降 0.24pp；在毛利率提升的情况下净利率出现下降，主要是由于**销售费用率的上升**所致。我们认为，销售费用的增加的主要原因是两票制政策下部分产品从底价开票转向高开，高开后费用转嫁到销售费用中；另外，部分中药企业采取主动营销策略，加大广告宣传投入，也是销售费用增加的重要因素。
- ◆ **应收账款**：2018H1 应收账款增速较去年同期增长 10.90pp；应收账款增速高于营收增速，说明在两票制实施后，医院端的渠道调整以及 OTC 端的拓展（连锁药店的拓展）使企业给渠道的平均账期变长，回款周期变长，2018Q1 流感爆发下，部分企业大量向渠道和终端发货，一定程度上造成了渠道有部分压货，导致账期延长。
- ◆ **经营性现金流/营业收入**：2018H1 现金流较 2017H1 年出现改善，且二季度情况好于一季度，说明 2018H1 中药企业整体现金流保持向好态势。

2.2.2 整体情况（内生+外延）：外延进一步提升收入和利润增速

表 16: 中药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股及不可比标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	0.71%	19.17%	-7.94%	16.53%	21.94%
净利润增速	13.48%	18.16%	13.73%	12.91%	23.64%
扣非后净利润增速	13.47%	15.76%	14.65%	10.63%	21.01%

资料来源：东兴证券研究所

表 17: 中药内生+外延板块占比 (2018H1)

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
新光药业	0.14%	0.39%	0.40%
珍宝岛	1.03%	1.85%	1.50%
龙津药业	0.14%	0.09%	0.06%
葵花药业	1.84%	1.72%	1.51%
方盛制药	0.42%	0.27%	0.29%
佛慈制药	0.24%	0.26%	0.26%
以岭药业	2.67%	3.66%	3.85%
益盛药业	0.43%	0.24%	0.24%
佐力药业	0.29%	0.11%	0.07%
香雪制药	0.99%	0.31%	0.09%
太安堂	1.15%	0.66%	0.69%
贵州百灵	1.15%	1.75%	1.86%
汉森制药	0.38%	0.43%	0.45%
精华制药	0.55%	0.71%	0.75%
福瑞股份	0.30%	0.12%	0.13%
上海凯宝	0.88%	1.17%	1.22%
众生药业	1.01%	1.44%	1.50%
红日药业	1.63%	1.96%	2.05%
奇正藏药	0.38%	0.91%	0.96%
桂林三金	0.58%	0.98%	0.97%
嘉应制药	0.16%	0.10%	0.10%
紫鑫药业	0.58%	1.60%	1.66%
沃华医药	0.31%	0.20%	0.21%
马应龙	0.84%	0.80%	1.18%
健民集团	0.83%	0.34%	0.31%
康恩贝	3.01%	3.15%	2.87%
益佰制药	1.63%	1.19%	1.22%
千金药业	1.17%	0.40%	0.35%
片仔癀	2.06%	3.84%	4.05%
亚宝药业	1.30%	0.71%	0.68%
康缘药业	1.51%	1.11%	1.14%
中新药业	2.73%	2.04%	2.11%
康美药业	15.42%	16.75%	17.71%
昆药集团	2.77%	0.97%	0.79%
中恒集团	1.13%	1.38%	1.36%
羚锐制药	0.94%	0.87%	0.97%
九芝堂	1.42%	1.67%	1.53%

华润三九	5.71%	4.98%	4.89%
金陵药业	1.34%	0.55%	0.56%
太龙药业	0.53%	0.02%	0.02%
西藏药业	0.36%	0.81%	0.53%
同仁堂	6.19%	3.73%	3.93%
仁和药业	1.76%	1.25%	1.32%
江中药业	0.78%	1.37%	1.42%
东阿阿胶	2.86%	7.17%	7.46%
启迪古汉	0.10%	0.06%	0.05%
云南白药	10.70%	9.49%	8.69%
神奇制药	0.58%	0.36%	0.26%
金花股份	0.27%	0.07%	0.07%
天士力	6.67%	4.37%	4.49%
济川药业	3.59%	5.49%	5.57%
泰合健康	0.22%	0.06%	0.05%
广誉远	0.50%	0.61%	0.64%
辅仁药业	2.29%	2.16%	2.06%
国发股份	0.08%	0.00%	-0.04%
景峰医药	0.65%	0.18%	0.07%
通化金马	0.61%	0.69%	0.70%
吉药控股	0.23%	0.42%	0.15%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

表 18: 中药板块财务指标对比（仅剔除新股及不可比标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	48.61%	51.00%	49.05%	51.17%	50.82%
净利率	14.73%	14.53%	14.68%	14.22%	14.84%
销售费用率	22.51%	25.14%	23.36%	25.55%	24.73%
期间费用率	30.55%	33.31%	31.51%	33.86%	32.75%
应收账款增速	18.20%	34.31%	/	/	36.24%
经营性现金流/营业收入	5.56%	8.84%	9.29%	12.35%	5.31%

资料来源：东兴证券研究所

整体来看，外延对中药板块的收入和利润增长改善明显。

从营业收入、净利润和扣非净利润三个方面看增长均在加速：

- ◆ **营业收入**：加入外延因素后，2018H1 营收增速同比提升 18.46pp，增速大幅提高；相较内生收入增速也有 2.79PP 的提升。中药企业外延并购主要目标是优质产品和文号，以及区域性的渠道和终端，在并购后可与公司原有业务产生协同，放大收入，对收入端贡献明显；

- ◆ **净利润**：加入外延因素后，2018H1 净利润增速同比增加 4.68PP，外延因素对中药企业净利润增速的贡献为 3.45pp；
- ◆ **扣非后净利润**：加入外延因素后，2018H1 扣非后净利润增速同比增加 2.29PP，外延因素对中药企业净利润增速的贡献为 3.28pp；

18H1 中药行业并购项目体量相对较小，并表因素对行业净利润增速的整体影响有限。我们认为，**中药板块净利润增速的提高主要还是源于内生增长**。在内生增长动力充足的情况下，外延式并购重组将会加速行业洗牌和整合，有利于细分领域龙头进一步加强内生增长的动力。

2.2.3 中药品牌 OTC：收入利润双提速，高景气度有望持续

表 19: 中药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股及不可比标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	11.39%	21.82%	16.46%	14.33%	29.95%
净利润增速	15.14%	23.25%	18.93%	18.02%	29.04%
扣非后净利润增速	16.38%	25.64%	23.51%	21.69%	30.00%

资料来源：东兴证券研究所

中药品牌 OTC 板块整体上呈现了收入与业绩加速成长的状态。2018H1, 中药品牌 OTC 企业收入端增速提升 10.43 个 pp，净利润增速提升 8.09 个 pp，扣非后净利润增速提升 9.26 个 pp。我们认为，**中药品牌 OTC 已经进入了高景气度的状态，并且能够维持 2-3 年**。

为什么中药品牌 OTC 迎来了春天？

1) **中药品牌 OTC 受益于消费升级、消费者品牌意识增强，国家医药政策改革下“良币驱逐劣币”的产业趋势，业绩将迎来加速增长的黄金期。** 2) **存量品牌 OTC 企业成为优质资源。** 市场已有品牌 OTC 企业依靠长期的企业宣传、产品口碑塑造、广告营销等，在社会上形成了很高的知名度和认可度，好的企业品牌成为消费者选择产品的重要因素，而后来者再想通过传统的广告轰炸，砸钱塑造品牌已经成为不可能。3) **OTC 端行业格局变化利好品牌 OTC 企业。** 2017 年，我国药店数量达到 45 万家，连锁药店数量首次超过非连锁药店数量。与非连锁药店只看中利润空间不同，连锁药店更加重视药品的安全性和回购率，同时也要求产品具有足够的利润率，品牌 OTC 产品的质量与非品牌产品相比优势明显，在产品提价后，能够给与药店所需的高毛利，而中小药企在营改增、两票制等政策实施后，价格优势明显减弱，品牌 OTC 企业将抢占非品牌产品的市场。4) **外部环境变化带来新增量。** 在医院端限制药占比、处方外流，限制注射剂使用等政策的影响下，在药店中占据绝对优势的品牌 OTC 产品将获得医院端转来的新增流量。随着消费者自我诊疗意识的增强，品牌 OTC 产品将更加受到青睐。

2.3 医药商业：环比改善明显，行业拐点已现

首先，剔除不可比。我们将国药一致、国药股份、同济堂三个不可比的重组标的剔除，再将塞力斯、天圣制药、大参林等三个新股剔除。

其次，还原影响较大的九州通真实利润情况，对九州通 2017H 的净利润进行调整，减去 3.7 亿的土地收益以还原其真实增速。

我们将样本划分为“流通”、“药房”两个领域。其中，流通将会分别讨论内生及内生+外延情况，在做内生及外延划分的时候，我们综合考虑了外延并购对收入和利润的影响以及样本数量减少带来的失真，最终内生标的包含鹭燕医药、华通医药、柳州医药、九州通、嘉事堂、开开实业、中国医药、浙江震元、英特集团、南京医药、上海医药、人民同泰、第一医药、润达医疗等，外延标的包含海王生物、瑞康医药。药房的样本包含了一心堂、老百姓、益丰药房。

2.3.1 内生：增速环比改善明显

表 20:医药流通内生收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	13.30%	14.71%	12.37%	16.39%	13.03%
净利润增速	19.95%	15.63%	20.93%	18.40%	12.77%
扣非后净利润增速	18.78%	14.79%	14.25%	16.34%	13.22%

资料来源：东兴证券研究所

表 21:流通板块内生样本权重（2018H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
鹭燕医药	2.84%	1.50%	1.56%
华通医药	0.43%	0.36%	0.35%
柳州医药	2.96%	5.25%	5.47%
九州通	24.25%	10.26%	10.04%
嘉事堂	4.14%	4.07%	4.19%
开开实业	0.27%	0.37%	0.30%
中国医药	7.19%	19.76%	18.37%
浙江震元	0.77%	0.67%	0.51%
英特集团	5.59%	1.07%	1.09%
南京医药	8.22%	3.07%	3.25%
上海医药	39.73%	47.26%	48.13%
人民同泰	1.86%	3.22%	3.35%
第一医药	0.34%	0.53%	0.55%
润达医疗	1.41%	2.61%	2.83%
合计	100%	100%	100%

资料来源：东兴证券研究所

从内生情况来看，医药流通企业 2018 年 Q2 的收入端、利润端环比改善明显。我们认为主要是政策短期对流通行业的利空出尽，已经逐步回到行业集中度迅速提高的长逻辑中：**1) 两票制**：短期对调拨业务有影响，由于绝大部分省份在 2018 年前执行两票制，对全国性流通企业调拨业务的影响持续到今年年中，而部分区域性流通企业已经逐步走出两票制短期利空影响；**2) 零加成**：如北京、广西省等区域在 2017 年初即执行零加成，其余大部分省份在 17 年 9 月左右执行零加成，零加成伴随的二次议价会导致部分流通企业的库存在销售时存在倒挂的情况，而传导到上游一般需要 2-3 个季度，目前影响已经基本出尽。

从 2018 年 Q2 单季度的收入、归母净利润、扣非后净利润三个维度来看：

- ◆ **收入**：2018 年 Q2 收入增速出现同比、环比均大幅提高的情况，实现同比增长 16.39%。
- ◆ **归母净利润**：2018 年 Q2 归母净利润增速尽管仍然比不上 17 年 Q2 增速，但环比来看已经大幅改善，实现同比增长 18.40%。
- ◆ **扣非后净利润**：2018 年 Q2 扣非后净利润增速同样出现同比、环比均大幅提高的情况，实现同比增长 16.34%。

从个股情况来看，龙头上海医药 Q2 单季实现收入、归母净利润、扣非后净利润分别 20.96%、9.46%、7.77% 的增速（存在康德乐并表影响，主要影响收入增速，但因为对利润增速影响不大，故未将其归类为并表样本），由于其权重较大，其环比改善放大了流通板块环比改善的趋势，假设剔除后，收入端环比有小幅下滑，利润端仍然呈现大幅改善的趋势，流通板块整体趋势基本一致。而民营流通龙头九州通 Q2 单季度收入增速为 16.22%，扣非后净利润因为股权激励费用摊销的影响实现 20.49% 的同比增速（全年来看仍然在 30% 左右扣非后增速）。

对未来的行业内生增速如何判断？从政策落地的情况上来看，两票制已经在全国范围内执行，考虑到 3-6 个月的缓冲期，对调拨业务的影响将最晚持续到今年年中；而目前大部分省份已经执行新标和零加成，未来对医药商业行业的影响将逐渐减弱。因此，叠加两票制带来的纯销业务内生增长逐步加速，我们维持此前一直以来的观点，Q2 将是流通行业的拐点，Q3、Q4 的同比增速将更加好看。

表 22:医药流通板块财务指标对比（内生）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	10.58%	12.30%	10.86%	12.33%	12.26%
净利率	3.01%	2.91%	3.29%	3.05%	2.77%
销售费用率	3.94%	5.27%	4.03%	5.16%	5.39%
期间费用率	6.94%	8.32%	7.10%	8.00%	8.66%
应收账款增速	18.79%	25.45%	/	/	24.16%
经营性现金流/营业收入	-3.68%	-3.88%	0.29%	2.53%	-10.52%

资料来源：东兴证券研究所

从财务指标上来看（由于财务指标上的分析必须要同比可比，因此我们在此仅分析内生样本上的财务指标）：

- ◆ **毛利率**：18 年 Q2 的毛利率同比、环比均有提升，我们认为与两票制导致相对低毛利率的调拨业务占比减少相关。
- ◆ **净利率**：在毛利率有着较大幅度的提高的情况下，18 年 Q2 净利率相较于上年同期提升幅度并不明显。我们认为主要是纯销业务占比提升增加销售费用率与财务费用率。一方面，纯销的链条相对调拨更长，需要的费用提高，另一方面纯销需要垫资，增加财务费用率，而销售费用率以及整体的期间费用率较大幅度的提升也印证了我们观点。
- ◆ **应收账款**：应收账款增速明显高于收入增速，我们认为主要有两方面的因素：1) 两票制导致纯销占比提升，由于医院端回款时间较长，导致应收账款增加。2) 零加成导致医院回款速度拉长。
- ◆ **经营性现金流/营业收入**：应收账款增加的必然结果就是导致 2018 年 H1 的现金流出现一定的恶化。但是 Q2 单季度来看，较今年 Q1 的情况有所好转，我们判断零加成对账期的影响将持续到今年 Q3（参考福建、广西省执行零加成的情况，第一年对账期影响最长，第二年基本持稳，后续开始账期回落，而全国大部分省份在 9 月执行零加成。）

2.3.2 内生+外延：外延提振增速，整体趋势一致

表 23:医药商业板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	16.61%	20.75%	16.09%	21.48%	20.01%
净利润增速	29.60%	18.11%	28.44%	21.55%	14.60%
扣非后净利润增速	29.02%	16.77%	23.01%	18.37%	15.16%

资料来源：东兴证券研究所

表 24:医药流通内生+外延板块占比（2018 年 H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
鹭燕医药	2.41%	1.25%	1.29%
华通医药	0.36%	0.30%	0.29%
柳州医药	2.51%	4.37%	4.52%
九州通	20.58%	8.55%	8.30%
嘉事堂	3.51%	3.39%	3.47%
开开实业	0.23%	0.31%	0.25%
中国医药	6.10%	16.46%	15.19%
浙江震元	0.66%	0.56%	0.42%

英特集团	4.75%	0.89%	0.90%
南京医药	6.97%	2.56%	2.68%
上海医药	33.72%	39.36%	39.80%
人民同泰	1.58%	2.68%	2.77%
第一医药	0.29%	0.44%	0.46%
润达医疗	1.20%	2.18%	2.34%
海王生物	8.53%	5.89%	6.13%
瑞康医药	6.61%	10.82%	11.18%
合计	100%	100%	100%

资料来源：东兴证券研究所

从流通行业的整体情况来看，外延对版块整体增速提振较为明显，整体趋势和内生增速趋于一致，环比改善明显。

从 2018 年 Q2 的收入端、利润端、扣非后净利润三个维度来看：

- ◆ **收入**：2018 年 Q2 收入增速同比、环比均有大幅提高，实现同比增速 21.48%。
- ◆ **归母净利润**：2018 年 Q2 归母净利润增速尽管不如 17 年增速，但环比改善趋势明显，实现同比增速 21.55%。
- ◆ **扣非后净利润**：2018 年 Q2 扣非后增速与归母净利润增速趋势一致，实现同比增速 18.37%

我们对行业未来整体增速的趋势判断基本与内生增速变化的趋势一致，同时由于外延并购也会随着两票制完全落地而变得更加容易，我们判断行业整体增速向好的趋势将更甚于内生增速。

2.3.3 药房：利润端加速增长

表 25: 药店收入及利润增速情况

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	24.87%	25.45%	22.94%	23.86%	27.06%
净利润增速	24.04%	31.42%	30.60%	33.22%	29.60%
扣非后净利润增速	23.93%	29.62%	28.82%	30.47%	28.78%

资料来源：东兴证券研究所

零售板块整体保持高速增长的态势。从 2018 年 H1 整体来看，收入端仍然保持高速增长，而利润端加速增长：1) 次新店发力。由于此前三大药房新开门店较多，收入增速先行，而这些门店现在已经开始逐步贡献利润，带动利润增速。2) 深耕现有省份，规模效应增强。三大药房均在其现有省份深耕，渠道下沉，在收入规模进一步提升的情况下，规模效应显现。

对零售行业未来怎么看？从行业整体趋势上来说，受到处方外流的影响，我们认为行业增速有望加快，有望实现 10-15% 的行业增速。而从行业内跑马圈地的情况来看，由于两票制及营改增的执行，小型连锁药店及单店过去以低价现金交易的方式获取药品已经不再可行，盈利能力下降带来出售药店的意愿加强，未来并购的速度有望提高（但价格不会下降，买方太多）。三大药房作为零售行业的龙头，将受益于行业增速加速以及行业整合速度加快，因此我们判断零售版块整体增速未来将保持高速增长。

2.4 医疗器械：增速分化严重，IVD 拉动板块整体快速增长

2.4.1 医疗器械板块增速分化严重

表 26:医疗器械板块收入及利润增速对比（剔除新股及影响较大标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	21.34%	24.77%	23.67%	27.94%	21.26%
净利润增速	15.73%	15.95%	18.98%	14.86%	17.37%
扣非后净利润增速	14.57%	15.09%	10.05%	16.34%	13.49%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 27:医疗器械板块收入及利润增速对比（剔除新股及影响较大标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	47.52%	46.70%	48.62%	46.75%	46.65%
净利率	17.51%	16.42%	18.74%	16.99%	15.75%
销售费用率	13.25%	13.52%	13.67%	13.74%	13.25%
期间费用率	26.68%	27.26%	27.05%	26.23%	28.47%
应收账款增速	24.01%	15.89%	/	/	13.97%
经营性现金流/营业收入	2.53%	-0.59%	7.19%	6.31%	-15.02%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 28:医疗器械板块占比（2018 年中报/剔除新股及影响较大标的）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
健帆生物	2.75%	7.99%	7.50%
三鑫医疗	1.49%	0.63%	0.61%
维力医疗	1.91%	0.96%	0.90%
迦南科技	1.15%	0.63%	0.53%
楚天科技	4.63%	1.97%	1.96%
凯利泰	2.75%	4.22%	4.09%
博晖创新	1.66%	0.65%	0.61%
戴维医疗	0.77%	0.96%	0.76%
和佳股份	3.11%	2.48%	1.75%
宝莱特	2.34%	1.30%	1.27%
冠昊生物	1.18%	0.23%	-0.01%
理邦仪器	2.94%	2.41%	1.66%
尚荣医疗	6.46%	3.65%	3.82%
东富龙	5.53%	1.63%	1.17%
九安医疗	1.61%	-1.74%	-2.32%
阳普医疗	1.56%	0.49%	0.32%

鱼跃医疗	13.39%	17.88%	18.91%
山东药玻	7.83%	6.38%	7.15%
万东医疗	2.29%	1.62%	1.54%
利德曼	2.07%	1.46%	1.48%
安图生物	5.11%	9.39%	9.97%
万孚生物	4.82%	6.17%	6.28%
迈克生物	7.51%	8.82%	9.73%
三诺生物	4.59%	6.40%	5.77%
科华生物	5.87%	5.21%	5.63%
九强生物	2.05%	4.36%	4.82%
迪瑞医疗	2.64%	3.86%	4.07%
总计	100%	100%	100%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

剔除影响较大标的增长分析：

- ◆ **收入端&利润端：**器械板块受个股影响波动较大，并对板块扰动较大，在剔除乐普医疗、千山药机、新华医疗等对整体分析有较大影响个股后观察板块整体情况。

从2018年上半年板块整体来看，收入端增长24.77%（2017H1收入端增长21.34%），净利润增长15.95%，扣非增长15.09%，相比2017H1净利润（15.73%）及扣非净利（14.57%）有所提高，主要原因是IVD子领域公司如三诺生物（净利润增速79.65%）、万孚生物（净利润增速48.37%）、安图生物（净利润增速28.84%）等龙头企业拉动。器械板块其余上市公司增速分化剧烈，其中少数子领域龙头公司如健帆生物（血液灌流龙头，净利润增速40.90%）表现较好，而其他如制药设备、医院建设等子领域公司表现较为低迷。

2018年Q2收入端增长27.94%，净利润增速及扣非增速分别为14.86%和16.34%，其中鱼跃医疗对收入端贡献较大，2018Q2增速23.15%（2018Q1增速15.49%，受益于线上电商平台的持续放量和线下渠道的整合）。

- ◆ **财务指标：**

2018H1毛利率为46.70%，相较于2017H1下降0.82个百分点，主要是部分器械产品出现降价以及企业产品结构调整的原因。销售费用率13.52%，相较于2017H1增加0.27%；期间费用率为27.26%，相较于2017H1增加0.58个百分点；2018H1应收账款增速15.89%，相较2017H1（24.01%）有所下降，主要受2017年鱼跃医疗并表中优医药所影响；经营性现金流占比-0.59%，较2017H1减少3.12%，主要由于和佳股份等企业建设项目垫款增加导致现金流下降较多。

2018年一季度与2017年相比，毛利率等指标变化不大，经营性现金流占比回升较快（6.31%），受万东医疗收回中标项目前期投入等事件影响较大。

2.4.2 医疗器械板块部分核心个股对板块对产生较大影响

表 29:医疗器械板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	23.61%	21.79%	27.70%	23.49%	19.83%
净利润增速	17.39%	15.13%	26.11%	12.47%	18.81%
扣非后净利润增速	17.34%	8.83%	20.71%	3.84%	15.69%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 30:医疗器械板块财务指标对比（仅剔除新股）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	43.44%	43.96%	44.18%	43.36%	44.68%
净利率	14.71%	13.93%	15.89%	14.48%	13.28%
销售费用率	12.60%	13.51%	12.64%	13.30%	13.76%
期间费用率	25.47%	27.33%	25.14%	26.14%	28.75%
应收账款增速	24.53%	18.65%	/	/	14.22%
经营性现金流/营业收入	4.43%	2.15%	13.60%	9.96%	-7.11%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 31:医疗器械板块占比（2018 年中报/仅剔除新股）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
健帆生物	1.77%	6.15%	6.02%
三鑫医疗	0.96%	0.49%	0.49%
维力医疗	1.23%	0.74%	0.72%
迦南科技	0.74%	0.48%	0.42%
楚天科技	2.98%	1.51%	1.57%
凯利泰	1.77%	3.25%	3.28%
博晖创新	1.07%	0.50%	0.49%
戴维医疗	0.50%	0.74%	0.61%
和佳股份	2.00%	1.91%	1.41%
宝莱特	1.51%	1.00%	1.02%
冠昊生物	0.76%	0.18%	-0.01%
理邦仪器	1.89%	1.86%	1.33%
尚荣医疗	4.16%	2.81%	3.07%
东富龙	3.56%	1.26%	0.94%
九安医疗	1.03%	-1.34%	-1.86%
阳普医疗	1.01%	0.37%	0.25%
鱼跃医疗	8.62%	13.76%	15.17%
山东药玻	5.04%	4.91%	5.74%

万东医疗	1.48%	1.25%	1.24%
利德曼	1.33%	1.12%	1.19%
安图生物	3.29%	7.22%	8.00%
万孚生物	3.11%	4.75%	5.04%
迈克生物	4.84%	6.79%	7.80%
三诺生物	2.95%	4.92%	4.63%
科华生物	3.78%	4.01%	4.52%
九强生物	1.32%	3.35%	3.87%
迪瑞医疗	1.70%	2.97%	3.26%
乐普医疗	11.46%	23.72%	22.76%
新华医疗	18.01%	1.67%	1.02%
美康生物	5.66%	3.74%	3.49%
千山药机	0.48%	-6.10%	-7.50%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

医疗器械板块整体增长分析：

◆ 收入端&利润端：

从 2018H1 来看收入端增长 21.79%，相较 2017H1 同期（23.61%）下降 1.82%，2018Q2 收入增长 23.49%，净利润增速 12.47%，扣非净利润增速 3.84%，利润增速较低，主要受占比较大的新华医疗、千山药机等个股的影响。核心个股方面，乐普医疗对板块收入端及利润端贡献巨大，2018H1 公司收入端增速 35.37%，利润增速 63.48%（包含出售 Viralytics 公司股权及新东港权益并表因素），剔除乐普医疗后器械板块整体收入增速下降 1.57%（至 20.22%），净利润增速下降 7.04%（至 5.43%）

2.4.3 IVD 子板块：化学发光/POCT 带领板块整体高增长

表 32:IVD 板块收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	23.97%	41.80%	29.22%	39.62%	44.58%
净利润增速	18.84%	25.83%	30.51%	20.40%	34.50%
扣非后净利润增速	16.94%	27.57%	10.47%	24.96%	31.73%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 33:IVD 板块财务指标对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	58.33%	56.68%	58.92%	57.28%	55.94%
净利率	24.44%	22.31%	26.71%	23.77%	20.50%
销售费用率	16.67%	16.50%	15.63%	15.64%	17.54%

期间费用率	29.43%	30.09%	27.60%	27.59%	33.18%
应收账款增速	22.62%	46.58%	/	/	38.47%
经营性现金流/营业收入	17.20%	8.96%	18.89%	13.11%	3.86%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 34:IVD 板块占比（2017 年年报）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
利德曼	5.96%	3.20%	3.11%
安图生物	14.74%	20.55%	20.88%
万孚生物	13.91%	13.51%	13.15%
迈克生物	21.66%	19.31%	20.37%
三诺生物	13.23%	14.01%	12.08%
科华生物	16.93%	11.42%	11.80%
九强生物	5.93%	9.54%	10.10%
迪瑞医疗	7.63%	8.46%	8.51%
总计	100%	100%	100%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

IVD 板块增长分析：

◆ **收入端&利润端：**相比医疗器械板块整体，IVD 子板块 2018H1 表现十分出色。其中收入端增长 40.80%，相较于 2017H1 的 23.97%大幅上升，净利润增速 28.53%，扣非增速 27.57%，高于 2017H1 近 11 个百分点，个股方面，三诺生物（净利润增速 79.65%）、万孚生物（48.37%）、安图生物等（28.84%）表现亮眼。受 2018 年一季度流感疫情导致感染类检测量大幅上升的影响，2018 年二季度收入端和利润端有所回落，收入、净利润、扣非净利增速分别为 39.62%、20.40%、24.96%。

◆ 财务指标：

2018 年上半年毛利率为 56.68%，相较于 2017 年同期下降 1.65 个百分点，IVD 产品招标降价以及低毛利集采业务对毛利率有部分影响。销售费用率 16.50%，相较于 2017H1 减少 0.17%，基本持平；期间费用率为 30.09%，高于器械板块整体 2.83%，IVD 上市公司研发投入普遍较高。另外应收账款增速 46.58%，相较 2017H1（22.62%）快速上升，主要是由于打包业务的扩张导致销售量快速增长，医院账期普遍较长，同时经营性现金流也有下降趋势。

我们认为造成 IVD 板块收入端及利润端高速增长有以下几个原因：

1. 政策推动：进口替代叠加分级诊疗，推动优质 IVD 公司业绩持续增长

进口替代：生化和免疫诊断占据国内 IVD 领域市场较大份额（均达到 30%以上），其中免疫诊断以化学发光为主，而国内主要化学发光试剂和仪器生产企业均为罗氏、雅培、贝克曼、西门子等进口品牌（占据 90%左右市场份额）。随着国内化学发光试剂

及仪器生产企业对产品质量的不断提高，目前已有如安图生物、迈克生物等国内一线企业打入三甲/三级医院于进口品牌展开正面竞争，部分检测项目（如传染病等）目前已与进口产品处于同一质量水平，而价格又有较大优势。随着国家扶持国产医疗器械政策的不断深化，国产优质产品未来将产生加速替代效应（安图生物等企业 2018 年上半年化学发光试剂销量增速均大于 50%），利好安图生物、迈克生物等企业。

分级诊疗：随着分级诊疗政策的不断推进，基层医疗机构的初诊待测样本量快速增加，对于 IVD 产品的需求进一步提升，要求产品性价比高，检测方法快速、便捷易学。**POCT/小型生化免疫检测设备等**产品可以满足基层医疗机构的需要，未来将持续利好 POCT 上市公司如万孚生物、基蛋生物等。

2.IVD 渠道整合：跑马圈地，多种模式带动业务增长

自 2015 年下半年开始国内 IVD 渠道开始整合，随着各省器械两票制的不断落地目前已进入快速发展期，IVD 生产企业如迈克生物、美康生物等企业在各省推广医院集采、区域检验中心等模式。打包模式对于医院而言节约了采购成本，而对于 IVD 生产企业来说，通过试剂和仪器打包可以增加终端粘性，持续拉动自产/代理产品在医院终端的放量。IVD 公司通过在全国各地收购渠道或成立分公司的形式快速推进打包业务，可以看成是另一种形式的外延扩张。未来随着 IVD 渠道整合的不断推进，拥有大量打包医院/区域检验中心的生产企业将获益，利好迈克生物、美康生物等企业。

3.其他影响因素

IVD 领域产品呈现出较高的技术驱动属性，是一个方法学和检测项目快速迭代的细分领域，如化学发光替代酶联免疫，以及 POCT 新检测项目的快速推广（感染/血凝/慢性病）等，产品更新换代速度快的企业将持续受益，如安图生物，万孚生物等。

2.5 医疗服务：板块整体趋势向好，优质个股表现突出

样本处理过程：

首先，剔除不可比。我们将宜华健康、百花村、览海投资三个不可比标的剔除，再将药明康德、昭衍新药、金域医学三个新股剔除。

其次，还原部分影响较大标的真实利润情况，我们对美年健康 2018H1 的归母净利润进行调整，减去约 6700 万元的非流动资产处置损益（占当期归母净利润 40.5%）以还原其真实增速。

再次，在区分纯内生标的与外延标的时，我们综合考虑了外延并购对收入利润的影响以及样本数量减少带来的失真，最终确定内生标的包含 ST 运盛、通策医疗、国新健康、信邦制药、爱尔眼科、恒康医疗，外延标的包含迪安诊断、美年健康，此外，考虑 CRO 板块与医疗服务板块整体的相关性，我们细分出特殊子板块（CRO）包含博济医药、泰格医药、亚太药业。

2.5.1 内生：重要个股表现优异，整体延续稳定增长

表 35: 医疗服务板块收入及利润增速对比（内生）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	24.81%	37.04%	25.79%	37.70%	36.30%
净利润增速	21.95%	24.37%	23.41%	25.04%	23.44%
扣非后净利润增速	35.20%	24.21%	50.06%	22.89%	26.15%

资料来源：东兴证券研究所

表 36: 医疗服务板块样本占比（内生，2018H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
ST 运盛	0.69%	-1.75%	-1.48%
通策医疗	7.07%	16.66%	16.58%
国新健康	0.23%	-10.91%	-11.60%
爱尔眼科	39.01%	62.89%	65.93%
恒康医疗	19.22%	8.93%	8.25%
信邦制药	33.78%	24.17%	22.32%
合计	100%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

医疗服务板块，由于标的数量较少，在分析板块运行情况时应着重考虑收入利润占比较大的个股带来的板块拉动影响与其他个股的附加影响。

从内生情况来看，医疗服务板块在 2018H1 及 2018Q2 表现亮眼，主要原因为收入利润占比较大的爱尔眼科、信邦制药、通策医疗表现优异，增速快速提高，较大程度拉动板块增速提高。

分别从 2018H1 和 2018Q2 的收入端、利润端、扣非后净利润三个维度来看：

- ◆ **收入**：2018H1 与 2018Q2 内生增速分别为 37.04%与 37.70%，环比稳中有升，延续 2018Q1 内生 36.30%的高增速，同比大幅提高，分别提高 12.23pp 和 11.91pp。主要原因为 2018H1 与 2018Q2，以爱尔眼科、信邦制药代表的内生个股整体表现优异，除国新健康外均实现增速提高。2018H1 与 2018Q2 增速同比情况：爱尔眼科 (+11.01pp, +7.37pp)，信邦制药 (+7.70pp, +19.57pp)，通策医疗 (+1.01pp, +11.81pp)，ST 运盛 (+67.06pp, +40.56pp)，恒康医疗 (+24.53pp, -7.55pp)。
- ◆ **归母净利润**：2018H1 与 2018Q2 内生增速分别为 24.37%与 25.04%，环比稳步提高，延续 2018Q1 内生 23.44%的增速，同比稳步提高，分别提高 2.42pp 和 1.63pp。主要原因为 2018H1 与 2018Q2，利润占比较大的爱尔眼科、通策医疗和信邦制药表现优异，增速快速提高，抵消掉恒康医疗、ST 运盛、国新健康的增速负增长的同时，拉动板块增速稳中提高。2018H1 与 2018Q2 增速同比情况：爱尔眼科 (+7.88pp, +7.78pp)，通策医疗 (+30.63pp, +31.59pp)，信邦制药 (+20.77pp, +20.62pp)，ST 运盛 (-61.73pp, -143.23pp)，恒康医疗 (-71.35pp, -109.25pp)、国新健康 (-33.31pp, -68.69pp)。
- ◆ **扣非后净利润**：2018H1 与 2018Q2 内生增速分别为 24.21%与 22.89%，环比略有下降，2018Q1 内生增速 26.15%，同比下降较多，分别下降 10.99pp 和 27.17pp。主要原因为 2017H1 和 2017Q2 扣非归母净利增速处于高位，同时 2018H1 与 2018Q2，扣非归母净利润占比较大的恒康医疗出现负增长，增速大幅降低，信邦制药 2018Q2 增速有所下滑，其他个股增速稳定提高。2018H1 与 2018Q2 增速同比情况：恒康医疗 (-106.07pp, -182.19pp)，信邦制药 (+7.63pp, -18.09pp)。

从个股角度看，2018H1 和 2018Q2 内生稳定增长主要归因于收入利润占比较大的爱尔眼科、通策医疗的优异表现。

- ◆ **爱尔眼科**：眼科业务量价齐升，省市县医院布局快速推进，高端服务项目占比不断提高，业绩快速增长，增速稳步提高。2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 45.94%、40.61%、44.50%；2018Q2 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 46.00%、41.71%、48.85%。
- ◆ **通策医疗**：医院规模持续扩张，正畸、种植与儿科口腔业务增长迅速，实现诊疗人次与整体客单价双双显著提升，业绩快速增长，增速稳步提高。2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 34.91%、52.68%、44.50%；2018Q2 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 42.05%、60.85%、48.85%。

医疗服务内生板块如何看？个股表现亮眼拉动整体板块，把握内生增量迅速的成长股。

由于医疗服务板块整体标的数量较少，收入利润占比较大的个股表现对板块整体影响

较大，2018H1A 与 2018Q2，特色业务的高景气度与优质个股的亮眼表现对板块整体拉动效应明显，我们认为，宜应轻板块，重个股，内生增量迅速的成长股尤值得重点关注，推荐关注爱尔眼科，通策医疗等。

表 37: 医疗服务板块财务指标对比（内生）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	33.50%	35.08%	35.00%	35.61%	34.48%
净利率	9.33%	9.15%	10.67%	10.18%	7.99%
销售费用率	8.18%	7.77%	8.70%	8.99%	6.38%
期间费用率	20.94%	22.02%	19.87%	21.39%	22.74%
应收账款增速	46.64%	26.48%	-89.53%	819.74%	17.35%
经营性现金流/营业收入	-1.44%	2.80%	8.37%	11.76%	2.22%

资料来源：东兴证券研究所

从财务指标上来看（由于财务指标上的分析必须要同比可比，因此我们在此仅分析内生样本上的财务指标）：

- ◆ **毛利率**：从 2018H1 与 2018Q2 的情况来看，毛利率同比均有稳定增长（2018H1 同比增长 1.58pp，2018Q2 同比增长 0.61pp），我们认为主要原因是收入利润占比较大的个股高端项目或高毛利业务的占比逐渐提升，经营质量不断提升。
- ◆ **期间费用率**：2018H1 的销售费用率与期间费用率分别为 7.77%（同比下降 0.41pp）和 22.02%（同比增长 1.08pp），2018Q2 的销售费用率与期间费用率分别为 8.99%（同比上升 0.29pp）与 21.39%（同比上升 1.52pp），销售费用整体变化不大，期间费用受占比较大的信邦制药、恒康医疗影响较大，信邦制药合并范围增加较多，期间费用率增幅较大，恒康医疗投资不断增加、业务规模进一步扩大，加之市场资金成本上升，导致公司期间费用同比大幅增长。若剔除信邦制药和恒康医疗的影响，2018H1 与 2018Q2 的期间费用率均呈稳定下降趋势。
- ◆ **净利率**：从 2018H1 与 2018Q2 的情况来看，净利率同比均略有下降（2018H1 同比下降 0.18pp，2018Q2 同比下降 0.49pp），主要受到净利润占比较大的恒康医疗净利率大幅下降的影响，若剔除恒康医疗的影响，2018H1 与 2018Q2 的净利率均呈稳定增长的趋势。
- ◆ **应收账款增速**：2018Q2 应收账款增速高于同期营业收入增速，2018H1 应收账款增速低于同期营业收入增速，板块经营质量上升。
- ◆ **经营性现金流/营业收入**：2018H1 现金流情况明显好转，由上年同期的-1.44%增加至 2018 好的 2.80%；2018Q2 现金流情况明显好转，由上年同期的 8.37 增加至 2018Q2 的 11.76%。

2.5.2 整体情况（内生+外延）：外延贡献新的增量，收入利润稳定增长

表 38: 医疗服务板块收入及利润增速对比（内生+外延）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	32.09%	46.48%	29.40%	50.55%	41.46%
净利润增速	33.04%	29.71%	25.28%	27.84%	35.02%
扣非后净利润增速	44.87%	30.93%	39.94%	28.35%	38.64%

资料来源：东兴证券研究所

表 39: 医疗服务内生+外延板块占比（2017 年）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
ST 运盛	0.41%	-1.27%	-1.08%
通策医疗	4.25%	12.08%	12.11%
国新健康	0.14%	-7.91%	-8.47%
爱尔眼科	23.43%	45.61%	48.16%
恒康医疗	11.54%	6.48%	6.03%
信邦制药	20.30%	17.53%	16.31%
迪安诊断	18.32%	18.28%	17.73%
美年健康	21.60%	9.19%	9.23%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

结合外延标的情况来看，医疗服务板块 2018H1 与 2018Q2 仍然表现亮眼，收入端高速增长，外延并购为医疗服务板块提供了收入增长的另一重要驱动力。归母净利润、扣非后归母净利润增速有所下降，但仍保持较高增速，部分占比较大的个股业绩情况影响较大。

从 2018H1 和 2018Q2 的收入端、利润端、扣非后净利润三个维度来看：

- ◆ **收入**：2018H1 和 2018Q2 的增速均快速提高，分别为 46.48%（同比增长 14.39pp，相对纯内生增速增长 9.44pp）和 50.55%（同比增长 21.15pp，相对纯内生增速增长 12.85pp）。主要原因为板块内生增长迅速的同时，美年健康对慈铭体检等机构的外延收购大幅提升收入贡献，实现快速增长（2018H1 增速为 114.93%，同比增长 59.41pp，2018Q2 增速为 111.93%，同比增长 66.55pp）。
- ◆ **净利润**：2018H1 归母净利润增速为 29.71%（同比降低 3.33pp），增速有所下滑，2018Q2 归母净利润增速为 27.84%（同比增长 2.56pp），增速略有提升。主要原因为 2018H1 和 2018Q2 内，虽然美年健康外延贡献较多业绩增量，但是归母净利润占比较大的迪安诊断由于部分合作共建业务处于投入期，未盈利的实验室造成整体业绩拖累，增速下滑明显（2018H1 增速 12.70%，同比下降 20.89pp；2018Q2 增速 12.94%，同比下降 17.53pp），拖累整体板块增速。若剔除迪安诊断影响，2018H1 和 2018Q2 的归母净利润增速同比均稳步提高，同时对比纯内生板块的增速均有所提高。

- ◆ **扣非后净利润：2018H1 与 2018Q2 扣非净利润增速分别为 30.93%（同比下降 13.94pp）与 28.35%（同比下降 11.59pp），主要影响因素与净利润端基本相同，但对比纯内生板块的增速均有所提高。**

从个股角度看，2018H1 和 2018Q2 外延增量主要归因于美年健康的优异表现。

- ◆ **美年健康：**通过推进门店扩张、渠道下沉实现收入快速增长，同时收购慈铭体检，进一步巩固国内体检龙头地位，外延并购进一步增厚收入，实现快速增长。2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 57.42%、1015.48%、530.51%；2018Q2 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 53.6%、70.92%、62.55%。

医疗服务整体板块（内生+外延）怎么看？外延增量同样驱动板块增长，把握外延内生同样优秀的龙头股。

在前文关于医疗服务内生板块的分析中，我们已经提到，内生增量对板块整体拉动效应明显，同时我们认为，外延并购是板块整体增长的另一重要驱动力，内生+外延增量明显的龙头股值得重点关注，推荐关注美年健康等。

2.5.3 CRO：板块景气度极高，高速增长可期

表 40:CRO 板块收入及利润增速情况

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	27.19%	37.07%	29.07%	39.28%	34.61%
净利润增速	57.84%	60.46%	77.21%	40.73%	90.89%
扣非后净利润增速	58.45%	61.14%	71.34%	61.59%	60.56%

资料来源：东兴证券研究所

从整体情况来看，CRO 板块景气度极高，未来高速增长可期。收入保持快速增长，增速明显提高，2018H1 和 2018Q2 的增速分别实现 37.07%（同比增长 9.88pp）和 39.28%（同比增长 10.21pp），随着临床试验自查核查的负面影响逐步消退，国内医药创新政策红利利好，行业将迈入高速快车道；**归母净利润和扣非净利润保持高速增长，增速有所下滑**，2018H1 和 2018Q2 的净利润增速分别实现 60.46%（同比增长 2.62pp）和 40.73%（同比下降 36.48pp），2018H1 和 2018Q2 的扣非净利润增速分别实现 61.14%（同比增长 2.69pp）和 61.59%（同比下降 9.75pp），2016A 基数较低造成 2017A 整体增速位于高位，虽然 2018H1 与 2018Q2 增速有所下滑，但整体依然保持较高增速增长。

从个股情况来看，立足于优秀赛道，CRO 板块个股表现亮眼。

- ◆ **泰格医药：**临床自查核查带来的负面影响逐步消化，主营大临床业务实现量价齐升，临床相关咨询服务配套稳定增长，同时受益于一致性评价政策红利，BE 业务实现爆发增长，稳定的投资收益贡献增量，公司整体收入、利润增速大幅提高。2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 38.96%、82.78%、80.90%；2018Q2

收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 44.28%、60.99%、94.87%。

- ◆ **博济医药**：临床自查核查带来的负面影响逐步消化，受益于行业复苏整体业务经营水平恢复较好，新增订单合同快速增加，业绩实现扭亏为盈后快速增长，2018H1 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 40.13%、1149.63%、大幅扭亏；由于 2018 年上半年 Q1 收入利润确认较多，2017 上半年 Q2 收入利润确认较多，出现 2018Q2 业绩下滑的情况，2018Q2 收入、归母净利润、扣非后归母净利增速分别为 1.12%、-80.69%、-103.74%。

2.6 生物制品：Q2 增速继续提升，整体向好趋势明显

个股剔除及影响讨论：

体量占比过大以及影响较大的个股优先剔除：首先体量过大对板块影响加大的个股我们优先剔除，包括上海莱士、复星医药以及沃森生物（研发支出、财务费用影响利润）、天坛生物（资产重组）、未名医药（主业下滑+科兴投资收益无法确定）和某疫苗企业（未发中报），另外特色板块疫苗板块也先做剔除。

其次剔除外延并表因素个股：博雅生物。

剔除新股：海特生物、卫光生物、正海生物、兴齐眼药以及艾德生物。

特色板块：疫苗（智飞生物、康泰生物）

2.6.1 生物制品板块增速提升明显，财务指标向好

表 41:生物制品板块收入及利润增速对比（仅剔除新股、并表及影响较大标的及特色板块）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	15.26%	38.02%	16.81%	44.70%	30.79%
净利润增速	14.81%	39.72%	7.82%	57.44%	23.63%
扣非后净利润增速	10.95%	30.44%	7.63%	46.33%	16.11%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 42:生物制品板块收入及利润增速对比（剔除新股、影响较大标的及特色板块）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	16.33%	42.11%	18.25%	47.83%	35.81%
净利润增速	16.74%	38.39%	9.67%	55.21%	22.67%
扣非后净利润增速	12.10%	30.54%	9.53%	44.92%	16.95%

资料来源：wind，东兴证券研究所

对于生物制品板块，剔除新股和影响较大的个股后，板块来看分析（考虑内生+外延）2018H1 年收入端实现 42.11% 的增长，利润端 38.39%，扣非 30.54%，表观上看收入端和扣非端基本匹配。其中，扣非净利润增速角度来看，长春高新（88.37%，生长激素高速增长+地产业务结算）、双鹭药业（74.20%，替莫挫按、依诺肝素钠以及白介素-11 等产品增量以及新品来拿度胺上市销售），二者整体扣非净利润占整体比例达到 30% 左右。其他个股当中，博雅生物由于复大医药药品经销业务导致博雅自身收入端增速较为明显，增速达到 102.11%，因此我们将其列为并表因素个股。

若剔除并表个股影响，生物制品内生 2018H1 收入端实现 38.02% 的增长，利润端 39.72%，扣非 30.44%。需要指出未名医药自身主业鼠神经因子下滑较多，同时科兴财务数据无法取得，因此这部分投资收益未能确认，我们暂将未名纳入影响较大标的，若考虑未名主业下滑业务，生物制品板块整体增速应有小幅下调。

表 43:生物制品内生+外延板块占比

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
赛升药业	4.94%	4.29%	4.99%
我武生物	1.95%	3.72%	4.16%
双成药业	1.75%	-0.25%	-1.13%
常山药业	6.00%	3.25%	3.75%
东宝生物	1.81%	0.49%	0.51%
舒泰神	4.99%	3.98%	4.70%
安科生物	5.11%	4.27%	4.91%
双鹭药业	8.04%	13.07%	14.59%
华兰生物	10.26%	14.86%	15.97%
交大昂立	1.49%	2.22%	1.38%
钱江生化	1.80%	-0.39%	-0.64%
长春高新	18.84%	15.07%	15.44%
ST 生化	3.99%	2.02%	2.37%
通化东宝	13.14%	19.63%	22.85%
四环生物	1.57%	0.26%	0.32%
中源协和	3.92%	8.14%	0.33%
国农科技	1.38%	0.15%	0.03%
博雅生物	9.02%	5.20%	5.46%
合计	100%	100%	100%

资料来源：wind，东兴证券研究所

特色板块疫苗板块上半年整体表现较为出色，智飞生物和康泰生物增幅巨大，假设考虑疫苗板块作为生物板块整体驱动的因素，则板块 2018H1 年收入端实现 61.68% 的增长，利润端 64.33%，扣非 60.39%，相比一季度也有了明显提高。其中**智飞生物**扣非净利润增速 306.92%，主要是 AC-Hib 三联苗以及四价 HPV 疫苗的带动；**康泰生物**扣非净利润增速，327.71%，主要是百白破-Hib 四联苗的带动，8 月后短期四联苗受疫苗事件以及五联苗恢复可能会有所影响。疫苗板块对生物制品板块整体的业绩带动作用明显，短期可能受到疫苗事件的影响，个股业绩会有所影响，但我们认为不改板块长期成长逻辑。

表 4:生物制品板块收入及利润增速对比（剔除新股、影响较大标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	22.35%	61.68%	30.95%	67.62%	54.77%
净利润增速	25.09%	64.33%	32.85%	84.85%	43.97%
扣非后净利润增速	21.41%	60.39%	27.09%	78.41%	42.11%

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 5:特色子行业疫苗收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	135.00%	242.88%	511.93%	212.41%	302.83%
净利润增速	255.74%	299.75%	-	289.39%	317.77%
扣非后净利润增速	307.50%	312.64%	-	289.18%	356.71%

资料来源：东兴证券研究所

2.6.2 板块财务数据对比（剔除新股及影响较大标的）

表 6:生物制品板块财务指标对比（剔除新股及影响较大标的）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	74.65%	72.33%	75.36%	72.35%	72.32%
净利率	27.54%	28.08%	25.45%	28.28%	27.83%
销售费用率	29.01%	30.31%	31.90%	30.63%	29.91%
期间费用率	43.86%	41.36%	46.15%	41.00%	41.82%
应收账款增速	36.97%	63.99%	/	/	59.09%
经营性现金流/营业收入	0.93%	12.59%	-0.06%	17.69%	6.18%

资料来源：wind，东兴证券研究所

财务指标：

- ◆ 毛利率方面，18 年 H1 板块毛利率为 72.33%，略低于 17H1 的 74.65%，相比 18Q1 的 72.32%也有所降低，主要是智飞生物代理 HPV 疫苗销售占比提高，导致毛利率有所下降。

疫苗板块，智飞生物毛利率由 17 年 H1 的 92.26%降低到 18 年 H1 的 59.20%，若除去智飞生物影响，板块毛利率应为 74.41%，与 18 年 Q1 的 74.79%（同样剔除智飞生物），基本持平。

血制品板块，华兰生物毛利率 18 年 H1，60.09%同比降低 4.31 个百分点，我们认为主要是血制品价格调整带来的影响，另外博雅生物毛利率同样下滑较多，从 17H1 的 67.70%降低到 18 年 H1 的 60.31%，主要是并表低毛利业务带来的影响以及部分血制品价格有所调整。

- ◆ 净利率方面，18 年 H1 净利率为 28.08%，相比 17 年 H1 的 27.54%以及 18 年 Q1 的 27.83%基本持平；其中血液制品下滑较大 17 年 H1 的 33.47%下降到 18 年 H1 的 26.15%，下滑明显成为拖累的最主要因素，博雅生物下滑 10 个百分点（叠加低利润率并表业务），华兰生物也由 17H1 的 41.85%下滑到 18H1 的 37.25%，仅 ST 生化有所小幅增长；若去除血制品板块影响（博雅生物、华兰生物），我们认为净利润板块整体至少比 17H1 提高 2 个百分点。疫苗板块整体净利率提升较为明显，智飞代理业务占比增大净利率有所下降，但康泰生物提升明显，由 17H1 的 15.03%提高到 18 年 H1 的 26.92%，板块整体净利率由 17 年 H1 的 26.50%提高到 30.90%。

- ◆ **费用方面**，18 年 H1 整体费用率为 41.36%，相比 17 年 H1 43.86% 有所下降；18 年 H1 来看，也相比 Q1 的 41.82% 有所下降。**销售费用**来看，18 年 H1 为 30.31%，相比 17 年 H1 的 29.01% 基本持平。

血制品板块整体来看，销售费用率 17 年 H1 到 18 年 H1 有了明显的提高，17 年 H1 为 11.14%，18 年 H1 为 17.64%；

疫苗板块主要还是受智飞代理业务增大，销售费用率，相比 17 年 H1 下降 12.28 个百分点，18 年 H1 为 26.29%。长春高新，销售费用率 18 年 H1 为 35.84%，相比 17 年 H1 下降 5.92 个百分点，我们认为主要是地产业务结算增加以及销售收入增加所致。

- ◆ **应收账款方面**，随着销售费用率增长较大，市场开拓费用和投入加大以及两票制的营销，应收账款增速呈上升趋势，17 年同比增长 36.97%，18 年 Q1 同比增长 59.09%，18 年 H1 同比增长 63.99%。
- ◆ **经营性现金流方面**，经营性现金流占营业收入比重，17 年 H1 为 0.93%，18 年 Q1 为 6.18%，18 年 H1 为 12.59%，恢复明显。

血制品板块来看，对 17 年和 18 年 Q1 现金流占比有较大拉低影响，但从自身来看，17 年 H1 经营性现金流占营业收入比重为 -6.47%，18 年 Q1 为 1.27%，18 年 H1 为 17.03%，Q2 回升明显，我们认为主要是渠道内库存进一步减小的原因导致。

疫苗板块来看，18 年 H1 经营性现金流占营业收入比重为 1.87%，低于 Q1 的 5.43%，由于 17H1 的 -3.45%；康泰生物 18H1 为 6.97%，相比 Q1 的 0%，呈现明显好转；智飞生物由于四价 HPV 的销量大幅增加，18 年 H1 为 -0.75%，Q1 为 8.04%，主要是短期大量采四价 HPV 疫苗的结果，我们认为随着 HPV 的持续销售，公司现金流状况将会逐渐好转。

◆

◆

2.7 化学原料药：2018 一季度原料药景气度高，二季度有所放缓

样本处理过程：

首先，剔除不可比。我们将黄山胶囊、圣达生物、药石科技等 9 个新股剔除。

我们将样本划分为“原料药”、“CMO”两个领域（CMO 与原料药整体逻辑不同，不放在一起讨论）。其中，原料药将会分别分析内生及内生+外延情况，在做内生及外延划分的时候，我们综合考虑了外延并购对收入和利润的影响以及样本数量减少带来的失真，最终内生标的包司太立、富祥股份、花园生物、金达威、尔康制药、金城医药、千红制药、海普瑞、永安药业、海翔药业、亿帆医药、新和成、海正药业、广济药业、浙江医药、新华制药、东北制药、华北制药等，外延标的包含山河药辅、天药股份。CMO 的样本包含了普洛药业、博腾股份、九洲药业。

2.7.1 内生角度，Q1 景气度提升，Q2 有所放缓

表 44:化学原料药板块内生收入及利润增速对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	24.43%	29.18%	26.95%	19.92%	38.95%
净利润增速	-1.74%	101.70%	-5.74%	27.01%	200.86%
扣非后净利润增速	0.28%	109.33%	-5.90%	26.15%	220.20%

资料来源：东兴证券研究所

表 45:化学原料药板块内生样本占比情况（2018H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
司太立	0.95%	1.11%	1.15%
富祥股份	1.38%	2.26%	2.35%
花园生物	0.71%	2.63%	2.65%
金达威	2.94%	8.40%	8.54%
尔康制药	2.18%	3.80%	3.78%
金城医药	3.34%	2.61%	2.68%
千红制药	1.49%	2.80%	1.92%
海普瑞	4.43%	3.76%	3.81%
永安药业	1.12%	1.82%	1.81%
冠福股份	15.79%	5.64%	5.59%
海翔药业	3.02%	4.73%	4.94%
亿帆医药	5.14%	9.25%	9.42%
新和成	10.29%	35.29%	36.42%
海正药业	11.79%	0.25%	-1.14%
广济药业	0.89%	2.00%	2.06%
浙江医药	7.50%	8.03%	8.50%

新华制药	5.95%	2.11%	2.18%
北大医药	2.34%	0.46%	0.49%
东北制药	8.29%	2.00%	1.92%
华北制药	10.44%	1.06%	0.93%
合计	100%	100%	100%

资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **营业收入**：化学原料药板块 2018H1 内生收入增速为 29.18%，较去年同期(24.43%) 增加 4.75pp,上半年内生增速有所提升。其中 Q1 增速 38.95%，Q2 增速 19.92%，Q1 景气度较高，原料药价格有所上涨，Q2 有所放缓，我们认为增速下降的原因一方面在环保高压下企业产能受限，另一方面原料药价格的大幅上涨也使企业放缓发货节奏。
- ◆ **净利润**：化学原料药板块 2018H1 净利润增速为 101.70%，较去年同期 (-1.74%) 大幅度提升，Q1 增速 200.86%，Q2 增速 27.01%，整体波动较为剧烈。主要受利润占比比较大的新和成影响较大(新和成 Q1 利润增速 577.95%，Q2 增速 54.60%)，另外利润占比比较大的金达威和亿帆医药也均呈现 Q1 高增速，Q2 放缓趋势。
- ◆ 利润占比较大企业主要为新和成(利润占比 35.29%)，亿帆医药(利润占比 9.25%)，若将新和成和亿帆剔除，则 2018H1 行业内生增速将进一步放缓，另外对行业增速影响较大的还包括尔康制药(利润体量较大且下滑较多)，若剔除尔康制药，则行业内生业绩增速 136.67%，影响超过 10%。
- ◆ **扣非净利润**：化学原料药板块 2018H1 扣非后净利润增速为 109.33%，较去年同期 (0.28%) 大幅上升；分季度来看，Q1 增速 220.20%，Q2 增速 26.15%，与归母净利润变化趋势相同。

表 46:化学原料药板块内生财务指标对比

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
毛利率	29.80%	38.48%	30.73%	33.92%	42.64%
净利率	8.55%	13.34%	9.40%	10.14%	16.26%
销售费用率	8.11%	12.57%	7.95%	13.21%	11.98%
期间费用率	18.60%	21.42%	18.60%	20.73%	22.05%
应收账款增速	13.80%	25.36%	/	/	41.66%
经营性现金流/营业收入	5.10%	10.34%	6.39%	13.85%	7.14%

资料来源：东兴证券研究所

从财务指标上来看：

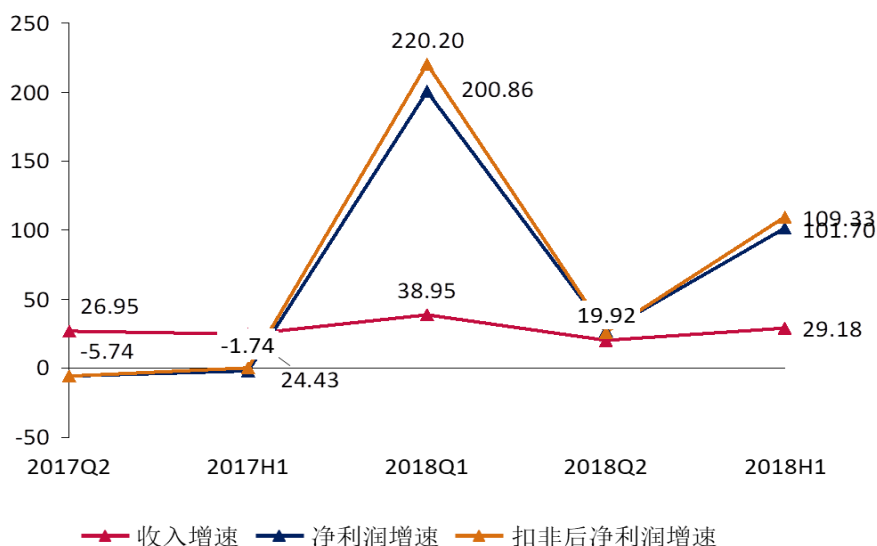
- ◆ **毛利率**：化学原料药板块 2018H1 整体毛利率为 38.48%，较去年同期 (29.80%) 上升 8.68pp。一季度在环保态势不断趋紧的情况下，原料药价格继续上涨，毛利率有所提高，随着产能出清，Q2 毛利率开始出现下滑。

- ◆ **净利率**：化学原料药板块 2018H1 整体净利率为 13.34%，较去年同期（8.55%）上升 4.79pp，提价效应有所显现。
- ◆ **销售费用率**：化学原料药板块 2018H1 整体销售费用率为 12.57%，较去年同期（8.11%）上升 4.46pp，由于业务本身属性，化学原料药板块销售费用率较低，营收带动佣金的增加对销售费用产生影响。
- ◆ **期间费用率**：化学原料药板块 2018H1 整体期间费用率为 21.42%，较去年同期（18.60%）上升 2.82pp。期间费用率上升速度较快，主要还是销售费用上升多的原因。
- ◆ **应收账款增速**：化学原料板块 2018H1 应收账款增速为 25.36%，慢于收入增速的 38.48%，原料药整体回款情况有所好转。
- ◆ **经营性现金流/营业收入**：化学原料药板块 2018H1 整体经营性现金流/营业收入为 10.34%，较去年同期（5.10%）大幅上升，经营性现金流情况随板块回暖而好转，且 Q2 好于 Q1。

从整体上来看，环保趋严推动化学原料药板块供给侧改革，河北、山东、浙江等地企业都收到不同程度的影响，未来随着环保高压的常态化，行业格局重塑，前期加大环保投入力度的原料药生产企业将占领有利位置。

从个股情况来看，2017 内生增速表现较好的公司有受益于牛磺酸涨价的永安药业（扣非净利润增速 208.84%），VD3/羊毛脂涨价的花园生物（扣非净利润增速 219.51%），VA 涨价金达威（扣非净利润增速 59.22%），泛酸钙提价亿帆医药（扣非净利润增速 76.95%）、维生素涨价新和成（扣非净利润增速 43.46%）。

图 7:化学原料药板块（内生）收入利润增速变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

2.7.2 内生+外延，并购重组影响已经大大弱化

表 47:化学原料药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	25.12%	29.26%	28.60%	19.06%	40.26%
净利润增速	-0.84%	99.10%	-3.80%	25.67%	199.04%
扣非后净利润增速	-0.02%	108.88%	-5.83%	27.46%	218.04%

资料来源：东兴证券研究所

表 48:化学原料药板块内生+外延样本占比情况（2018H1）

证券简称	收入占比	净利润占比	扣非后净利润占比
司太立	0.92%	1.09%	1.13%
富祥股份	1.33%	2.22%	2.30%
花园生物	0.69%	2.58%	2.60%
金达威	2.85%	8.24%	8.37%
尔康制药	2.11%	3.73%	3.71%
金城医药	3.23%	2.56%	2.63%
千红制药	1.44%	2.75%	1.88%
海普瑞	4.29%	3.69%	3.74%
永安药业	1.09%	1.78%	1.77%
冠福股份	15.28%	5.53%	5.49%
海翔药业	2.92%	4.64%	4.84%
亿帆医药	4.98%	9.08%	9.24%
新和成	9.96%	34.63%	35.73%
海正药业	11.41%	0.25%	-1.12%
广济药业	0.86%	1.97%	2.02%
浙江医药	7.26%	7.89%	8.34%
新华制药	5.75%	2.08%	2.14%
北大医药	2.27%	0.45%	0.48%
东北制药	8.02%	1.96%	1.88%
华北制药	10.10%	1.04%	0.91%
山河药辅	0.42%	0.56%	0.53%
天药股份	2.75%	1.28%	1.36%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：东兴证券研究所

如果考虑外延并购对于整个行业的影响

化学原料药板块 2018H1 整体收入增速为 29.26%，较去年同期(25.12%)略有提升。对比纯内生企业总体增速(29.18%)，略有提升，外延对公司营收促进作用已经弱化，主要是并购重组公司已经很少，占比很小。并购重组对整体利润和扣非净利润的增速影响也微乎其微。在此不再进一步分析。

从整体上来看，原料药一季度的大幅度回暖，我们认为还是环保标准提高，行业规范后的正面效应使得优质上市公司受益并脱颖而出。国家近年来大力推动供给侧结构性改革，主要依托监管和引导的方式逐渐淘汰落后产能，鼓励原料药企业转型升级。通过合理提高环保标准，引导龙头企业提升工艺水平增强竞争力，促使高污染不合规的企业退出市场，减少原料药市场的低价竞争者，价格维持在合理水平。

看后续：贸易战带来的不确定因素还需要一段时间进一步观察。

从个股情况来看，2018Q1 原料药有不少个股表现突出，包括维生素 D 涨价花园生物（扣非利润增速 529.45%）、维生素 A 涨价金达威（扣非利润增速 406.31%）、牛磺酸永安药业（扣非利润增速 135.37%）、维生素涨价新和成（扣非利润增速 577.95%）、浙江医药（扣非利润增速 2313.69%）、广济药业（扣非利润增速 262.48%）、东北制药（扣非利润增速 560.91%）、华北制药（扣非利润增速 972.27%）。

2.7.3 CMO 板块：个别公司下滑，整体趋势向好

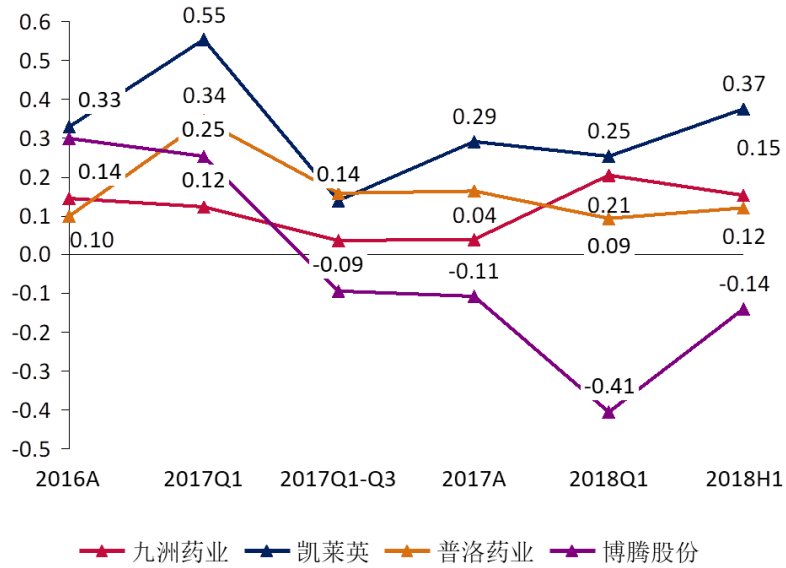
表 49: CMO 收入及利润增速情况

项目	2017H1	2018H1	2017Q2	2018Q2	2018Q1
收入增速	24.87%	25.45%	22.94%	23.86%	27.06%
净利润增速	24.04%	31.42%	30.60%	33.22%	29.60%
扣非后净利润增速	23.93%	29.62%	28.82%	30.47%	28.78%

资料来源：东兴证券研究所

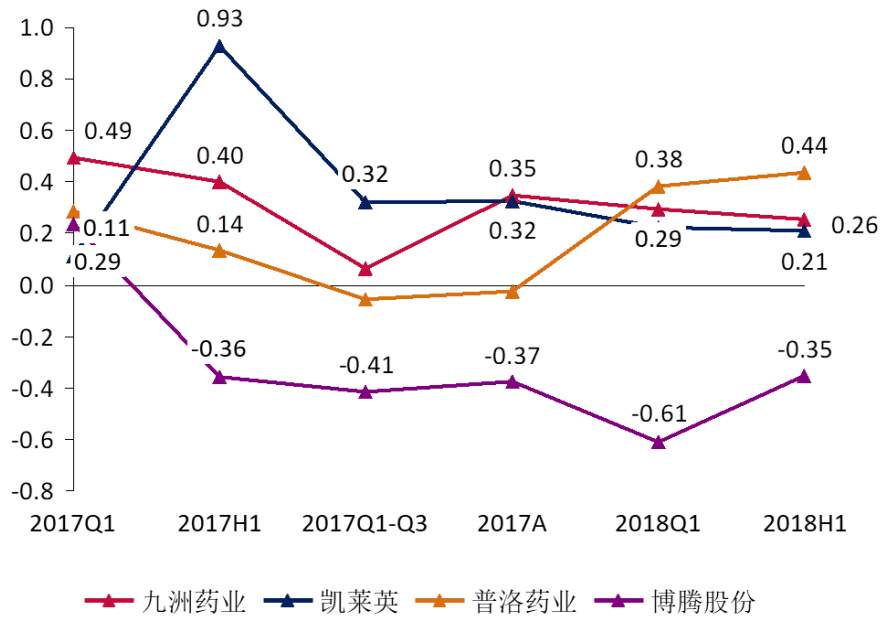
- ◆ **营业收入**：三家 CMO 企业（九洲药业、博腾股份、普洛药业）2018H1 收入增速 25.45%，收入端较去年略有提升。凯莱英属于 CMO 龙头企业，次新股数据缺失没有纳入到样本库中。
- ◆ **净利润&扣非净利润**：三家 CMO 企业 2018H1 业绩增速 31.42%，扣非净利润增速 29.62%，高于行业平均增速，且波动性比原料药板块要小很多。
- ◆ **原料药板块中 CMO 企业业绩成长性强**。我们认为 CMO 行业向亚洲转移趋势明显，我国 CMO 企业提升空间较大，还远远没有到达天花板。伴随着国家鼓励创新药政策的不断落地，CMO 企业作为创新药研发生产的上游有望攫取第一波行业红利。

图 8:CMO 板块公司收入增速



资料来源：东兴证券研究所

图 9:CMO 板块公司归母利润增速



资料来源：东兴证券研究所

3. 附录：数据库说明

以上剔除不可比的新股、重组股以及并表的样本库的建立依据以下办法：

以申万医药行业公司（280 家）作为基础进行调整。

- ◆ **剔除非医药主业、医药主业占比较小、其他非医药主业变动影响较大、重组不可比的公司**，包括复星医药、沃森生物、上海莱士、莱茵生物、神奇 B 股、开开 B 股、一致 B、览海投资、溢多利、赤天化、海欣 B 股、国药一致、国药股份、同济堂、海欣股份、振东制药、天目药业、太极集团、吉林敖东、国农科技、钱江生化、冠福股份、北大医药、宜华健康、百花村 25 家。
- ◆ **剔除不可比的新股**，包括盘龙药业，华森制药，大理药业，新天药业，寿仙谷，康惠制药，易明医药，步长制药，黄山胶囊，陇神戎发，大参林，天圣制药，塞力斯，振德医疗，辰欣药业，大博医疗，正川股份，南卫股份，英科医疗，基蛋生物，华大基因，透景生命，凯普生物，开立医疗，欧普康视，康德莱，乐心医疗，金域医学，昭衍新药，海特生物，艾德生物，卫光生物，正海生物，康泰生物，兴齐眼药，润都股份，一品红，九典制药，哈三联，天宇股份，赛隆药业，卫信康，普利制药，诚意药业，海辰药业，贝达药业，药石科技，圣达生物，健友股份，奥翔药业，美诺华，同和药业，赛托生物，凯莱英等 54 家。
- ◆ **版块调整**，将华东医药从医药商业调至化学制剂，将九强生物、利德曼从生物制品调整至医疗器械，将亚太药业从化学制剂调整至医疗服务，信邦制药从中药调至医疗服务，将金花股份从生物制品调至中药，将安图生物从化学制剂调整至医疗器械，将景峰医药、济川药业从化学制剂调至中药

最后根据并表是否影响 10% 以上收入增速来对个股进行判断，对 5-10% 之间的影响视样本量酌情处理，区分外延样本和内生样本最后得到样本量分别为 183 和 213 的“内生”和“内生+外延”两大样本库。

表 50:化学制剂公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	7	6	6	5	鲁抗医药 (310.15%)、科伦药业 (171.93%)、必康股份 (73.25%)、东诚药业 (65.74%)、康芝药业 (57.20%)
30%-50%	6	2	5	5	华仁药业 (47.59%)、仙琚制药 (46.92%)、健康元 (34.89%)、济民制药 (34.82%)、丰原药业 (30.15%)
10%-30%	14	17	10	11	
0%-10%	1	3	3	4	
扭亏	0	0	0	0	
亏损及其他	10	10	14	13	
总计	38	38	38	38	

资料来源: wind,东兴证券研究所

表 51:医药商业公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	5	4	1	2	开开实业 (98.01%)、润达医药 (54.85%)
30%-50%	6	4	8	7	南京医药(44.76%)、塞力斯(46.40%)、国药股份(39.71%)、益丰药房(37.27%)、一心堂(35.62%)、柳州医药(32.95%)、鹭燕医药 (30.90%)
10%-30%	11	12	10	13	
0%-10%	4	5	3	1	
扭亏	0	0	0	0	
亏损及其他	1	4	7	6	
总计	27	29	29	29	

资料来源: wind,东兴证券研究所

表 52:医疗器械公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	4	3	5	4	博晖创新 (213.51%)、和佳股份 (55.72%)、万孚生物 (63.39%)、三诺生物 (58.19%)
30%-50%	8	5	3	5	健帆生物 (35.58%)、山东药玻 (32.46%)、安图生物 (34.85%)、乐普医疗 (36.67%)、理邦仪器 (31.41)
10%-30%	6	7	5	7	
0%-10%	2	4	3	2	
扭亏	2	1	0	1	
亏损及其他	9	11	15	12	
总计	31	31	31	31	

资料来源: wind,东兴证券研究所



表 53:化学原料药公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	6	13	15	11	浙江医药 (436.13%)、新和成 (260.17%)、冠福股份 (258.02%)、金达威 (224.99%)、东北制药 (223.10%)、广济药业 (128.60%)、华北制药 (119.15%)、北大医药 (114.38%)、天药股份 (112.01%)、花园生物 (103.68%)、永安药业 (71.66%)、
30%-50%	1	3	2	5	山河药辅 (45.94%)、九洲药业 (44.95%)、新华制药 (37.75%)、富祥股份 (36.30%)、普洛药业 (32.11%)
10%-30%	6	3	3	4	
0%-10%	1	0	0	1	
扭亏	1	1	0	1	
亏损及其他	10	5	5	4	
总计	25	25	25	25	

资料来源: wind,东兴证券研究所

表 54:生物制品公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	4	5	7	5	双鹭药业 (74.20%)、长春高新 (88.37%)、交大昂立 (55.12%)、康泰生物 (327.71%)、智飞生物 (306.92%)
30%-50%	4	6	5	2	
10%-30%	8	4	3	7	-
0%-10%	0	2	1	1	-
扭亏	0	2	4	4	-
亏损及其他	8	5	4	5	-
总计	24	24	24	24	-

资料来源: wind,东兴证券研究所

表 55: 中药公司扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	4	7	9	6	辅仁药业 (4508.47%)、紫鑫药业 (186.51%)、广誉远 (94.26%)、西藏药业 (57.69%)、仁和药业 (53.78%)、济川药业 (51.22%)；
30%-50%	11	9	6	7	片仔癀 (45.15%)、益盛药业 (44.12%)、千金药业 (43.50%)、金花股份 (40.46%)、葵花药业 (37.57%)、中新药业 (35.60%)、精华药业 (30.61%)；
10%-30%	15	15	13	17	
0%-10%	8	13	11	10	
扭亏	0	1	0	0	
亏损及其他	21	14	20	19	
总计	59	59	59	59	

资料来源：wind, 东兴证券研究所

表 56: 医疗服务扣非后净利润增速情况对比(单位:家)

扣非利润增速	2017H1	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018H1 公司名单
50%以上	2	3	2	3	美年健康 (530.51%)、泰格医药 (80.90%)、通策医疗 (51.57%)
30%-50%	3	2	3	1	爱尔眼科 (44.50%)、亚太药业 (34.22%)
10%-30%	2	2	3	3	
0%-10%	0	0	0	0	
扭亏	1	1	1	0	
亏损及其他	3	3	2	4	
总计	11	11	11	11	

资料来源：wind, 东兴证券研究所

4. 风险提示

政策不确定风险。

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016 年 12 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

邓云龙

首都医科大学药剂学硕士，曾就职于中国医药集团。2017 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医疗器械领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作

出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。