

# 医药

# 行业分析

## 中报数据彰显板块分化明显，紧抓创新与龙头

### 投资要点

- ◆ **医药板块业绩增长创新高**：2018年上半年，医药上市公司合计实现营业收入6,834.80亿元，同比增长20.95%，远高于最近5年同期13.57%的平均增速；归母净利润612.81亿元，同比增长22.12%，亦接近最近5年同期的峰值（2015H1增速23.10%）；扣非净利润555.38亿元，同比增长28.39%。整体来看，医药板块各项财务指标均有明显改善，行业逐步回暖。
- ◆ **板块分化明显**：整体来看，在医保控费的大背景下，医药上市公司的业绩仍然稳健增长，各板块持续分化。在营收增速方面，生物制品和医疗服务领跑整个医药行业；在毛利率方面，生物制品位列第一，紧随其后的是化学制剂；净利率方面，生物制品仍高居榜首。（1）**化学原料药**：化学原料药板块2018H1实现营业收入583.45亿元，同比增长27.17%；归母净利润73.33亿元，同比增长76.49%，环保趋严带动原料药价格上涨，2018H2业绩增速或放缓；（2）**化学制剂**：化学制剂板块2018H1实现营业收入920.13亿元，同比增长28.06%；归母净利润114.97亿元，同比增长24.42%，医改政策落地促进产业结构调整，具有明确临床价值的药物将首先受益；（3）**中药**：中药板块2018H1实现营业收入1,482.51亿元，同比增长16.73%；归母净利润203.01亿元，同比增长19.39%，行业发展压力大，中药消费品仍值得关注；（4）**生物制品**：生物制品板块2018H1实现营业收入335.85亿元，同比增长40.82%；归母净利润55.32亿元，同比下降12.69%，板块内部分化较大，疫苗板块一波三折；（5）**医药商业**：医药商业板块2018H1实现营业收入2,943.46亿元，同比增长16.92%；归母净利润92.53亿元，同比增长11.78%，两票制促使医药流通集中度提高，零售药房受益处方外流异军突起；（6）**医疗器械**：医疗器械板块2018H1实现营业收入321.25亿元，同比增长20.71%；归母净利润43.41亿元，同比增长26.01%，高值耗材和IVD板块整体向好，医疗器械进口替代的步伐亦不断加快；（7）**医疗服务**：医疗服务板块2018H1实现营业收入248.16亿元，同比增长36.64%；归母净利润30.26亿元，同比增长75.38%，龙头盈利能力加强，引领板块增长。
- ◆ **投资建议**：近年来，医药改革持续深入，供给侧改革深入进行，在医药研发和生产环节，通过政策引导，调整用药结构，促使真正具有临床价值的药品取代疗效不明确的药物对医药资金的占用，从而缓解医保资金压力，一方面鼓励创新，利好国内创新药龙头企业，建议重点关注研发实力雄厚、管线丰富的医药龙头恒瑞医药（600276.SH），同时创新药研发需求增长为CRO/CMO行业带来了新的发展机遇，建议关注CRO龙头企业药明康德（603259.SH），另外拥有核心技术优势的子行业龙头健帆生物（300529.SZ）也值得重点关注。医药流通行业的改革也在深入进行，压缩流通环节，迫使着医药流通行业的供给侧改革。我们认为随着两票制、药品零加成、控制药占比等政策影响的逐渐消化，医药流通行业下半年将迎来触底反弹，建议重点关注药械流通龙头股瑞康医药（002589.SZ）、批零一体化龙头股国药一致（000028.SZ）；医药分开、处方外流趋势愈加明显，零售药房有望首先受益，建议重点关注一心堂（002727.SZ）。
- ◆ **风险提示**：医改政策风险，系统性风险，行业事件风险，竞争加剧。

投资评级

同步大市-B 维持

首选股票	评级
600276	恒瑞医药 买入-A
603259	药明康德 增持-A
300529	健帆生物 增持-A
002589	瑞康医药 增持-A
000028	国药一致 增持-A
002727	一心堂 增持-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-6.94	7.51
绝对收益	-3.31	-18.50	-5.44

分析师

郑巧

 SAC 执业证书编号：S0910518070003  
 zhengqiao@huajinsec.cn  
 021-20377052

报告联系人

李伟

 liwei@huajinsec.cn  
 021-20377053

### 相关报告

医药：基药目录调整在即，质优价廉药品有望受益 2018-09-02

医药：中报出炉，医药板块业绩增长加速 2018-09-02

医药：业绩为本，半年报中寻找公司亮点 2018-08-27

医药：上海第三批带量采购落地，进一步促进行业升级 2018-08-20

医药：基因治疗：医学革命正在到来（下篇·应用） 2018-08-13

## 内容目录

一、医药板块业绩增长创新高.....	4
二、七大子行业 2018H1 业绩汇总.....	4
(一) 化学原料药：环保趋严带动原料药价格上涨，2018H2 业绩增速或放缓.....	4
(二) 化学制剂：医改政策落地促进产业结构调整，具有明确临床价值的药物将首先受益.....	6
(三) 中药：行业发展压力大，中药消费品仍值得关注.....	8
(四) 生物制品：疫苗板块一波三折.....	9
(五) 医药商业：渠道整合，行业集中度继续提高.....	11
(六) 医疗器械：内生外延并举，进口替代加速.....	12
(七) 医疗服务：几大龙头企业业绩高丽，引领行业增长.....	14
(八) 业绩总结.....	15
三、投资逻辑与重点推荐公司.....	16
(一) 恒瑞医药：医药创新龙头股，多款重磅新药进入收获期.....	16
(二) 药明康德：业绩增长稳健，CRO 龙头地位难以撼动.....	17
(三) 健帆生物：产品放量持续加速，公司步入快速发展通道.....	18
(四) 瑞康医药：全国性药械流通龙头企业，业绩维持高增长.....	19
(五) 国药一致：批零一体化标的，Q2 净利润增速明显提高.....	19
(六) 一心堂：医药零售龙头企业，川渝市场发展顺利.....	20
四、风险提示.....	21

## 图表目录

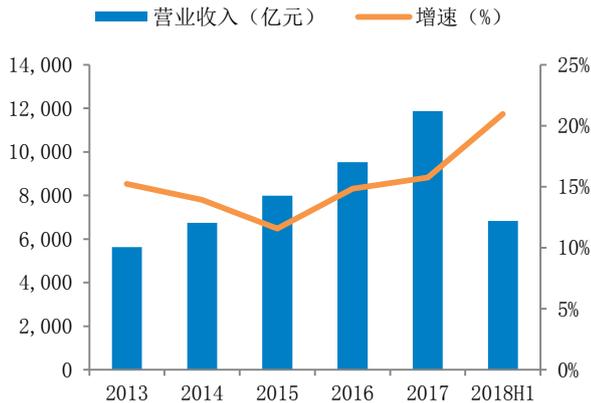
图 1：2013-2018H1 医药上市公司营业收入.....	4
图 2：2013-2018H1 医药上市公司归母净利润.....	4
图 3：2013-2018H1 化学原料药板块营业收入.....	5
图 4：2013-2018H1 化学原料药板块归母净利润.....	5
图 5：2013-2018H1 化学原料药板块毛利率与净利率.....	5
图 6：2013-2018H1 化学原料药板块期间费用率.....	5
图 7：2013-2018H1 化学制剂板块营业收入.....	6
图 8：2013-2018H1 化学制剂板块归母净利润.....	6
图 9：2013-2018H1 化学制剂板块毛利率与净利率.....	7
图 10：2013-2018H1 化学制剂板块期间费用率.....	7
图 11：2013-2018H1 中药板块营业收入.....	8
图 12：2013-2018H1 中药板块归母净利润.....	8
图 13：2013-2018H1 中药板块毛利率与净利率.....	8
图 14：2013-2018H1 中药板块期间费用率.....	8
图 15：2013-2018H1 生物制品板块营业收入.....	10
图 16：2013-2018H1 生物制品板块归母净利润.....	10
图 17：2013-2018H1 生物制品板块毛利率与净利率.....	10
图 18：2013-2018H1 生物制品板块期间费用率.....	10
图 19：2013-2018H1 医药商业板块营业收入.....	11
图 20：2013-2018H1 医药商业归母净利润.....	11
图 21：2013-2018H1 医药商业板块毛利率与净利率.....	12
图 22：2013-2018H1 医药商业板块期间费用率.....	12

图 23: 2013-2018H1 医疗器械板块营业收入 .....	13
图 24: 2013-2018H1 医疗器械板块归母净利润 .....	13
图 25: 2013-2018H1 医疗器械板块毛利率与净利率 .....	13
图 26: 2013-2018H1 医疗器械板块期间费用率 .....	13
图 27: 2013-2018H1 医疗服务板块营业收入 .....	14
图 28: 2013-2018H1 医疗服务板块归母净利润 .....	14
图 29: 2013-2018H1 医疗服务板块毛利率与净利率 .....	15
图 30: 2013-2018H1 医疗服务板块期间费用率 .....	15
表 1: 化学原料药板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	5
表 2: 化学制剂板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	7
表 3: 中药板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	9
表 4: 生物制品板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	10
表 5: 医药商业板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	12
表 6: 医疗器械板块 2018H1 营收和净利增速前十公司 .....	13
表 7: 2018 年医疗服务板块上市公司营收与归母净利增速汇总 .....	15
表 8: 2018H1 子行业同比变化趋势 .....	16
表 9: 重点覆盖公司盈利预测 .....	21

## 一、医药板块业绩增长创新高

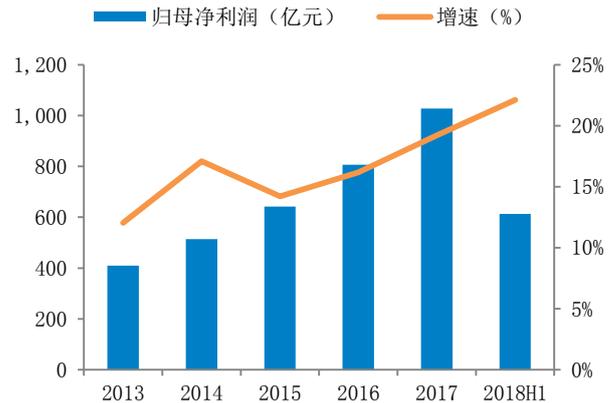
2018年上半年，医药上市公司合计实现营业收入**6,834.80**亿元，同比增长**20.95%**，远高于最近5年同期**13.57%**的平均增速；归母净利润**612.81**亿元，同比增长**22.12%**，亦接近最近5年同期的峰值（2015H1增速**23.10%**）；扣非净利润**555.38**亿元，同比增长**28.39%**。整体来看，医药板块各项财务指标均有明显改善，行业逐步回暖。

图 1：2013-2018H1 医药上市公司营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2013-2018H1 医药上市公司归母净利润



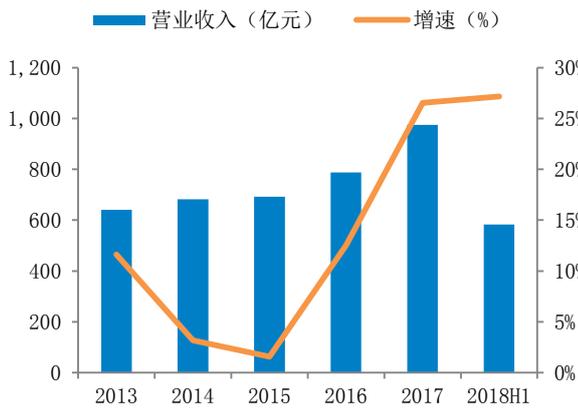
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、七大子行业 2018H1 业绩汇总

### （一）化学原料药：环保趋严带动原料药价格上涨，2018H2 业绩增速或放缓

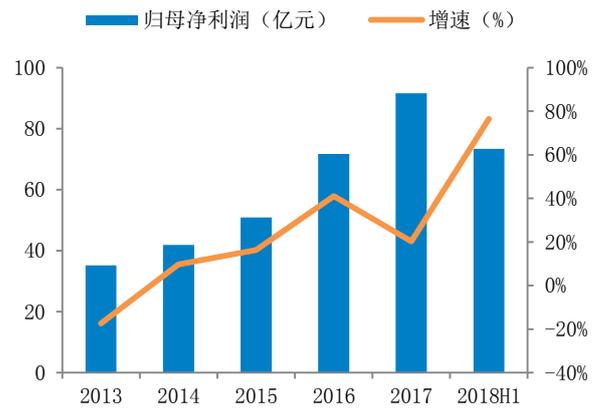
化学原料药板块 2018H1 实现营业收入**583.45**亿元，同比增长**27.17%**；归母净利润**73.33**亿元，同比增长**76.49%**。近年来，环保部门持续严监管，原料药价格相应上涨，营业收入同比增速持续上行；2017年入冬以来，环保压力进一步加大，各大原料药产品价格再创新高，带来业绩高增长；2018H1部分原料药价格有所回落，但相对2017H1仍处于较高的水平，导致2018H1业绩维持了高增长。由于2017年下半年原料药价格涨幅普遍较大，我们认为2018年下半年原料药板块的业绩同比增速可能会有所放缓。

图 3: 2013-2018H1 化学原料药板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 2013-2018H1 化学原料药板块归母净利润

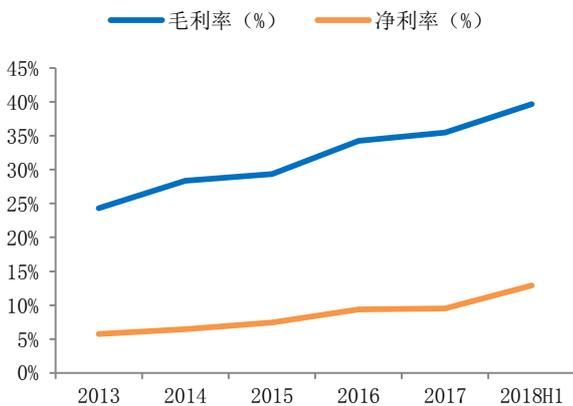


资料来源: Wind, 华金证券研究所

同样地, 由于供应端收紧导致的产品价格上涨, 化学原料药板块的毛利率和净利率均呈现持续上升趋势, 2018H1 更是达到了近几年的高点, 毛利率和净利率分别为 39.66%和 12.92%。

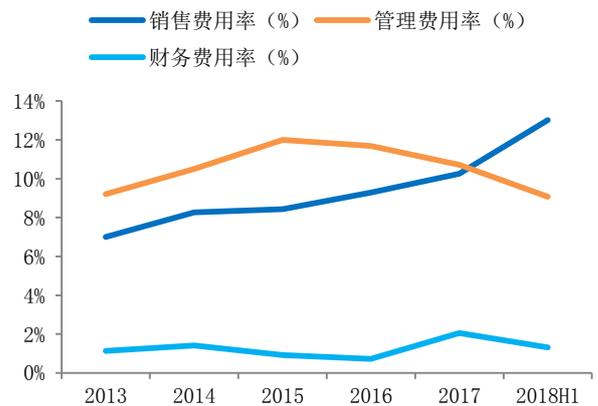
从期间费用来看, 近几年销售费用率有所上升, 2018H1 分别为 13.01%; 随着营业收入的增长, 管理费用率有所下降, 2018H1 降至 9.08%; 财务费用率变动不大。

图 5: 2013-2018H1 化学原料药板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 2013-2018H1 化学原料药板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 化学原料药板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
按 2018H1 营收增速排序					
002399.SZ	海普瑞	2,004	90.88	219	2,840.84
300583.SZ	赛托生物	561	83.32	70	150.51
002102.SZ	冠福股份	7,140	82.11	329	318.26
002001.SZ	新和成	4,651	78.34	2,059	251.32
603707.SH	健友股份	850	75.65	227	84.24
300725.SZ	药石科技	211	72.83	53	67.45
002626.SZ	金达威	1,330	46.97	490	228.58

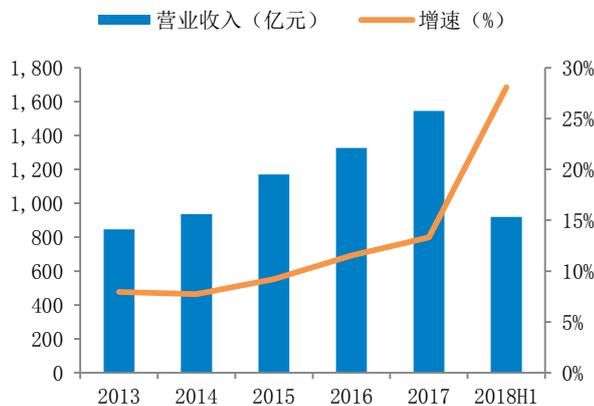
002020.SZ	京新药业	1,409	41.08	213	25.34
300452.SZ	山河药辅	214	39.81	33	33.20
300401.SZ	花园生物	321	37.70	153	103.68
按 2018H1 归母净利润增速排序					
002399.SZ	海普瑞	2,004	90.88	219	2,840.84
600216.SH	浙江医药	3,393	36.51	469	419.86
002102.SZ	冠福股份	7,140	82.11	329	318.26
002001.SZ	新和成	4,651	78.34	2,059	251.32
002626.SZ	金达威	1,330	46.97	490	228.58
000597.SZ	东北制药	3,749	35.54	116	193.21
300583.SZ	赛托生物	561	83.32	70	150.51
000952.SZ	广济药业	401	11.46	117	130.56
300401.SZ	花园生物	321	37.70	153	103.68
603707.SH	健友股份	850	75.65	227	84.24

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 化学制剂: 医改政策落地促进产业结构调整, 具有明确临床价值的药物将首先受益

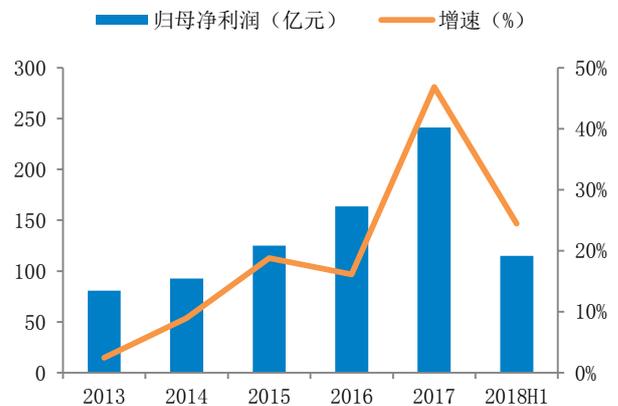
化学制剂板块 2018H1 实现营业收入 920.13 亿元, 同比增长 28.06%; 归母净利润 114.97 亿元, 同比增长 24.42%。

图 7: 2013-2018H1 化学制剂板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2013-2018H1 化学制剂板块归母净利润



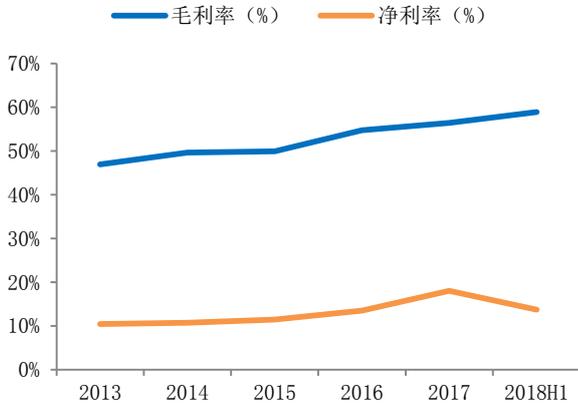
资料来源: Wind, 华金证券研究所

近年来化学制剂板块整体的毛利率和净利率水平提升较大, 主要原因是国家监管政策的持续收紧, 包括一致性评价、医保目录调整、药品审评审批制度改革等, 对医药行业正本清源, 鼓励创新, 同时促进真正具有临床价值的仿制药的发展, 淘汰市场上的劣质药品, 对市场化学制剂的结构进行调整, 逐步结束了化学制剂市场的价格战。

然而, 相比于毛利率的快速上升, 净利率的增速经慢一些, 2018H1 甚至发生了下降, 主要是受到了两票制的影响。两票制广泛推广以后, 药品生产企业低开转高开, 导致收入增长, 毛利率提高, 但销售费用率也同步大幅上涨, 从而引起净利率下降。

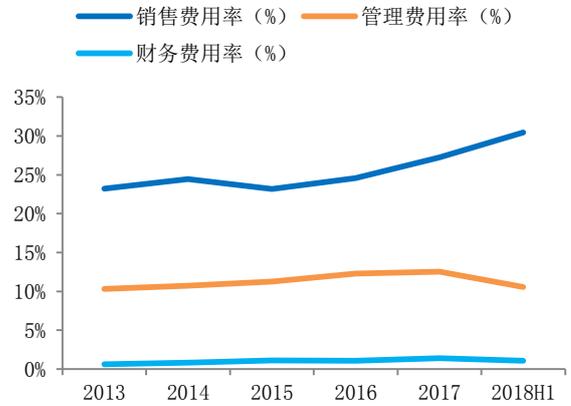
此外，管理费用率近年稳中有升，但 2018H1 降至 10.56%，主要由于政策引导下各制药企业研发投入普遍加大所致；财务费用率也有所上升，主要由于行业发展逐步成熟，公司间的并购项目逐渐增多，导致贷款金额的增加带来了更多的利息费用。

图 9：2013-2018H1 化学制剂板块毛利率与净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：2013-2018H1 化学制剂板块期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：化学制剂板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
按 2018H1 营收增速排序					
300434.SZ	金石东方	428	199.16	50	259.31
002900.SZ	哈三联	995	160.62	144	78.14
002411.SZ	必康股份	3,800	119.51	431	-5.50
002437.SZ	誉衡药业	2,537	100.53	226	3.09
300584.SZ	海辰药业	341	98.10	41	38.61
002435.SZ	长江润发	2,167	78.37	186	22.34
002898.SZ	赛隆药业	229	60.36	34	6.00
002422.SZ	科伦药业	7,792	57.68	774	202.17
300194.SZ	福安药业	1,435	52.25	173	-4.80
000566.SZ	海南海药	1,153	51.06	149	31.61
按 2018H1 归母净利润增速排序					
300434.SZ	金石东方	428	199.16	50	259.31
002422.SZ	科伦药业	7,792	57.68	774	202.17
300110.SZ	华仁药业	651	10.95	16	93.82
300006.SZ	莱美药业	689	29.65	81	85.92
002900.SZ	哈三联	995	160.62	144	78.14
002675.SZ	东诚药业	950	34.94	112	53.68
002332.SZ	仙琚制药	1,759	38.06	123	51.91
002728.SZ	特一药业	414	27.75	76	39.64
300584.SZ	海辰药业	341	98.10	41	38.61
002773.SZ	康弘药业	1,383	1.03	310	33.13

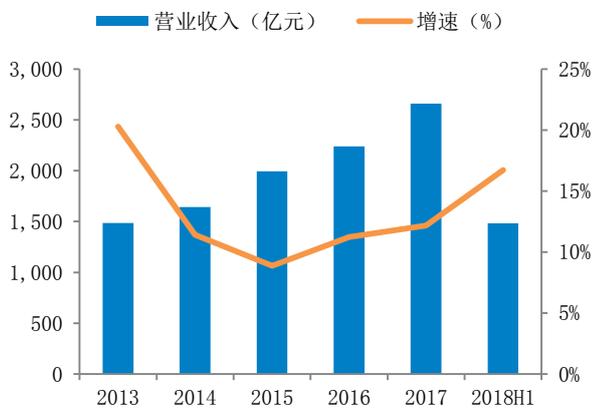
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）中药：行业发展压力大，中药消费品仍值得关注

中药板块 2018H1 实现营业收入 1,482.51 亿元，同比增长 16.73%；归母净利润 203.01 亿元，同比增长 19.39%。近几年中药板块的业绩增速波动较大。

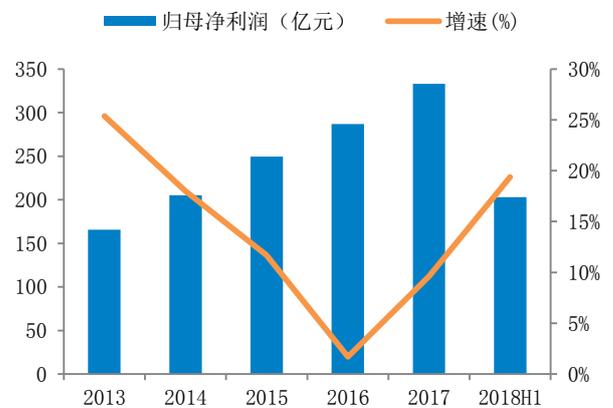
医保控费始终是近年医改最重要的方针政策，鼓励临床治疗效果明确的新药和仿制药的发展，而中成药天然就带有成份不明确、作用机制不清晰、药物起效慢的基因，再加上早年药品审批过于宽松导致大量劣质中药注入市场，因此本轮医改对部分中药品种打压较大，比如中药注射剂、辅助用药等。我们认为中药板块中的大部分药物在未来一段时期内的发展压力仍然较大，但中药消费品（如云南白药）以及治疗效果相对明确的药物（如片仔癀）的市场前景依旧乐观，有望继续支撑起板块的发展。

图 11：2013-2018H1 中药板块营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

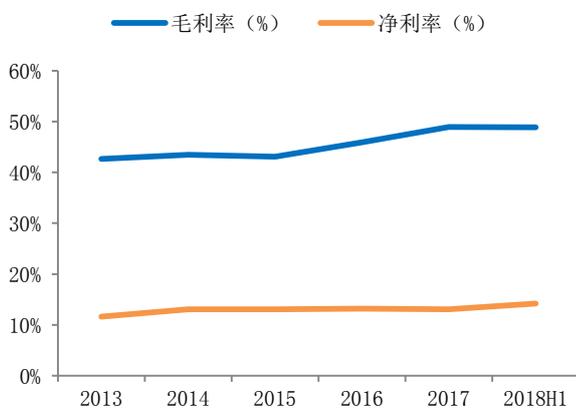
图 12：2013-2018H1 中药板块归母净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

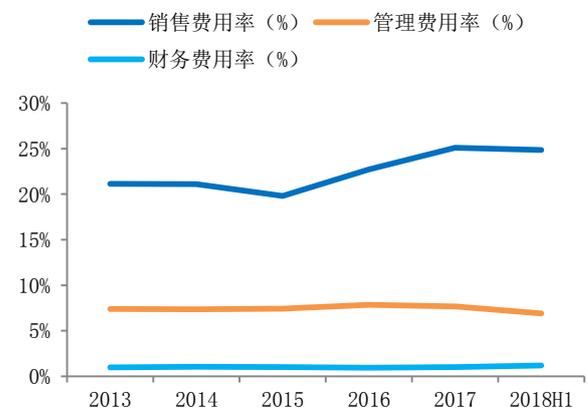
在行业环境不利的情况下，近几年中药板块的综合毛利率和净利率仍然相对稳定，略有上升，主要由于中药产品多为公司独家品种，产品竞争压力远不如其他医药产品、用户黏性较高。在费用端，销售费用率有所上升，2018H1 为 24.85%，管理费用率和财务费用率一直维持相对稳定。

图 13：2013-2018H1 中药板块毛利率与净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：2013-2018H1 中药板块期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3: 中药板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
<b>按 2018H1 营收增速排序</b>					
002118.SZ	紫鑫药业	841	85.47	277	150.88
000766.SZ	通化金马	861	54.30	139	11.53
300026.SZ	红日药业	1,964	36.04	346	22.35
000999.SZ	华润三九	6,472	29.50	827	11.50
002864.SZ	盘龙药业	208	29.13	30	71.07
000623.SZ	吉林敖东	1,581	28.95	608	-33.25
000650.SZ	仁和药业	2,265	26.68	244	51.27
002750.SZ	龙津药业	168	26.37	11	-53.33
002317.SZ	众生药业	1,194	24.28	274	10.75
002907.SZ	华森制药	353	24.13	62	35.09
<b>按 2018H1 归母净利润增速排序</b>					
002118.SZ	紫鑫药业	841	85.47	277	150.88
002864.SZ	盘龙药业	208	29.13	30	71.07
000650.SZ	仁和药业	2,265	26.68	244	51.27
002737.SZ	葵花药业	2,336	19.39	283	47.62
002907.SZ	华森制药	353	24.13	62	35.09
002566.SZ	益盛药业	523	6.47	39	33.82
002390.SZ	信邦制药	3,274	19.06	196	33.51
002603.SZ	以岭药业	2,700	20.29	448	32.06
002349.SZ	精华制药	617	6.01	127	31.99
002644.SZ	佛慈制药	273	22.99	42	22.85

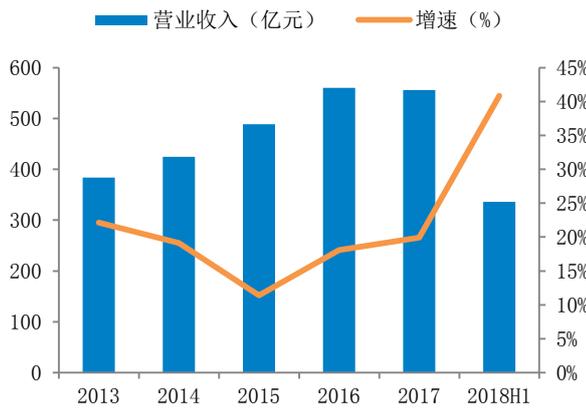
资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### (四) 生物制品: 疫苗板块一波三折

生物制品板块 2018H1 实现营业收入 335.85 亿元, 同比增长 40.82%; 归母净利润 55.32 亿元, 同比下降 12.69%。

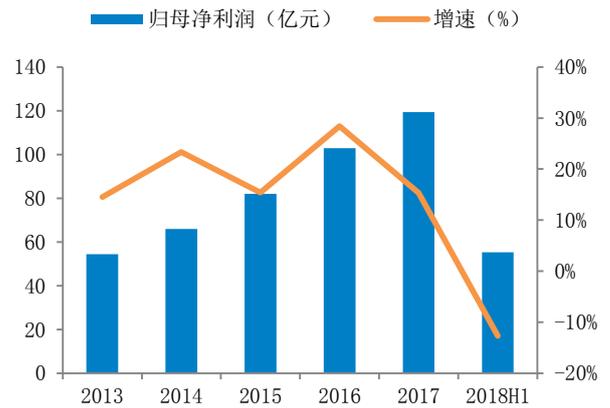
受“山东疫苗事件”影响, 2016 年疫苗行业进入低谷; 随着“山东疫苗事件”影响的逐渐消除, 2017 年疫苗行业逐渐回暖, 拉动了整个生物制品板块的增长; 然而, “长生生物疫苗”事件的意外爆发又给复苏中的行业浇了一盆冷水, 今年下半年疫苗板块的业绩或受到一定程度的影响。随着近期几个重磅疫苗品种, 如 9 价 HPV 疫苗等的上市, 我们认为未来疫苗板块仍有很大的增长潜力, “长生生物疫苗”事件的影响消除后疫苗行业有望继续引领整个板块景气度的回升。虽然 2018H1 生物制药板块营业收入增速领跑整个医药板块, 但归母净利润反而下滑, 主要原因是销售费用增幅较大, 达到 54.33%。

图 15: 2013-2018H1 生物制品板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

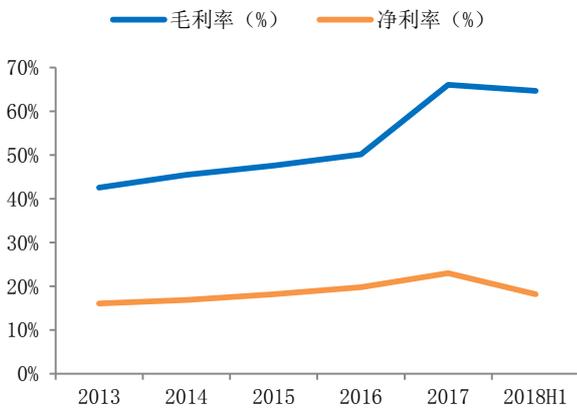
图 16: 2013-2018H1 生物制品板块归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

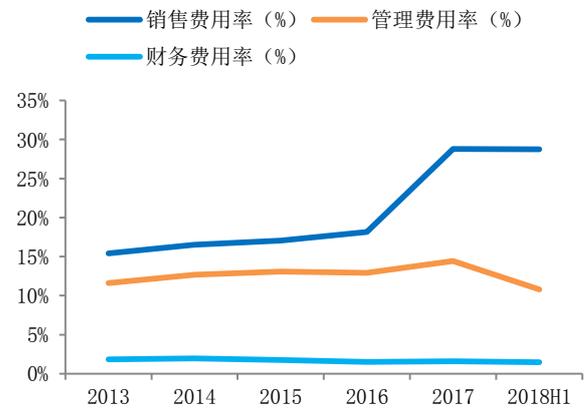
在毛利率和净利率方面, 2017 年以前均相对稳定, 增幅不大; 2016 年“山东疫苗事件”发生以后, 整个疫苗行业的配送体系发生了根本性的变革, 由“经销”改为“直销”, 一方面产品的出厂价有所提高, 提升毛利率, 另一方面企业需要自己开拓市场, 销售费用率上升, 一加一减, 导致 2018H1 净利率出现了下滑; 其他生物制品子行业受到两票制的影响, 低开转高开, 也产生了类似的现象。

图 17: 2013-2018H1 生物制品板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 2013-2018H1 生物制品板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 生物制品板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
按 2018H1 营收增速排序					
000004.SZ	国农科技	154	427.49	2	152.59
300122.SZ	智飞生物	2,072	365.42	682	297.22
002693.SZ	双成药业	177	131.25	-19	-7.22
300601.SZ	康泰生物	1,064	126.65	286	305.92
300485.SZ	赛升药业	573	117.02	132	25.16
002038.SZ	双鹭药业	981	110.41	350	50.44
300294.SZ	博雅生物	1,092	102.11	191	21.07

000661.SZ	长春高新	2,749	71.82	548	92.93
300142.SZ	沃森生物	375	45.92	73	270.08
600196.SH	复星医药	11,859	41.97	1,560	-7.61
<b>按 2018H1 归母净利润增速排序</b>					
600645.SH	中源协和	424	3.92	270	3,121.37
300601.SZ	康泰生物	1,064	126.65	286	305.92
300122.SZ	智飞生物	2,072	365.42	682	297.22
300142.SZ	沃森生物	375	45.92	73	270.08
000004.SZ	国农科技	154	427.49	2	152.59
000661.SZ	长春高新	2,749	71.82	548	92.93
300653.SZ	正海生物	105	25.10	40	91.39
300685.SZ	艾德生物	202	36.22	70	57.86
002038.SZ	双鹭药业	981	110.41	350	50.44
300381.SZ	溢多利	789	24.00	31	50.17

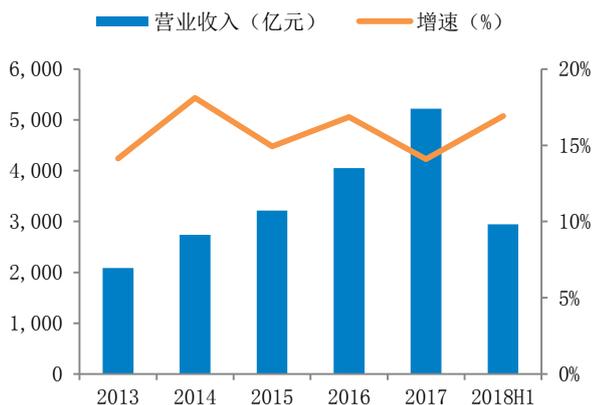
资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (五) 医药商业: 渠道整合, 行业集中度继续提高

医药商业板块 2018H1 实现营业收入 2,943.46 亿元, 同比增长 16.92%; 归母净利润 92.53 亿元, 同比增长 11.78%; 扣非净利润 88.39 亿元, 同比增长 29.99%。

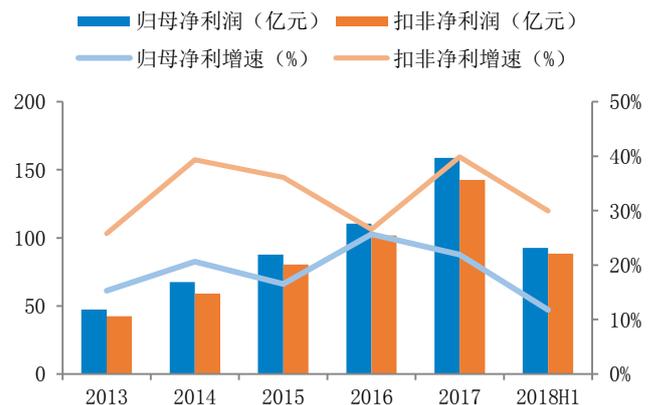
近年来医药商业板块的业绩增长一直非常亮丽, 扣非净利润更是多年保持在 30% 以上的增速, 公司业绩增长一个很重要的动因是外延并购。随着两票制的全面展开, 医药流通行业发生了很大的变革, 小规模流通商难以生存, 上游龙头企业不断并购, 强者恒强; 另一方面, 在医院药品零加成、降低药占比、处方外流等因素的驱动下, 连锁药房不断发展壮大, 药房龙头持续受益。

图 19: 2013-2018H1 医药商业板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

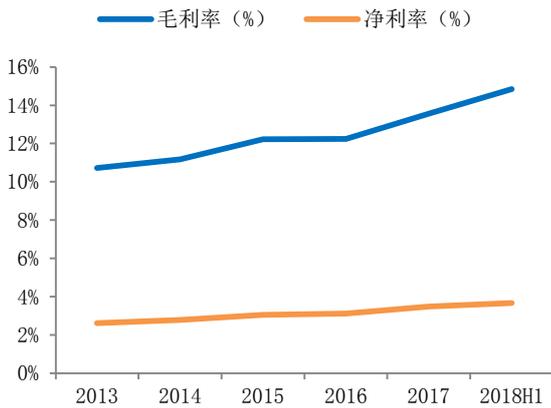
图 20: 2013-2018H1 医药商业归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

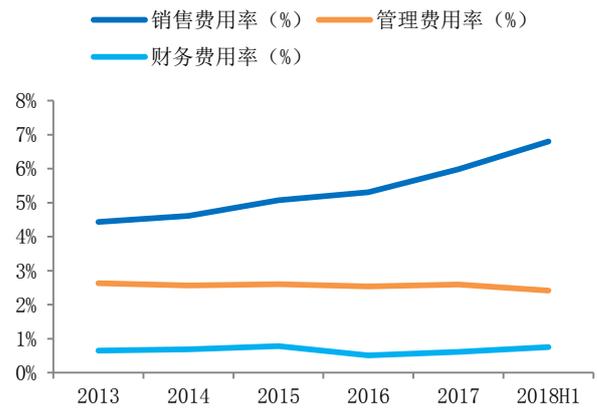
在两票制的大背景下, 医药流通行业不断向龙头企业集中, 流通产业链被逐步压缩, 毛利率提升。同时, 两票制也导致中间代理商被逐步剔除, 流通公司需要加大市场开拓力度, 销售费用率不断提升。毛利率和销售费用率的提高相互抵消, 导致净利率基本维持稳定, 略有上升。

图 21: 2013-2018H1 医药商业板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 2013-2018H1 医药商业板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 5: 医药商业板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
<b>按 2018H1 营收增速排序</b>					
000078.SZ	海王生物	17,551	90.32	327	38.66
603716.SH	塞力斯	574	59.46	48	30.05
002589.SZ	瑞康医药	15,507	49.21	580	12.89
002788.SZ	鹭燕医药	5,314	45.49	82	28.57
603939.SH	益丰药房	2,993	33.71	225	45.48
002462.SZ	嘉事堂	8,520	30.36	185	29.82
603883.SH	老百姓	4,437	28.45	221	15.65
603368.SH	柳药股份	5,516	24.16	256	33.25
002727.SZ	一心堂	4,292	17.53	292	35.30
600998.SH	九州通	42,449	17.17	537	-32.31
<b>按 2018H1 归母净利润增速排序</b>					
603939.SH	益丰药房	2,993	33.71	225	45.48
000078.SZ	海王生物	17,551	90.32	327	38.66
002727.SZ	一心堂	4,292	17.53	292	35.30
603368.SH	柳药股份	5,516	24.16	256	33.25
600272.SH	开开实业	444	-5.35	21	31.05
900943.SH	开开 B 股	444	-5.35	21	31.05
603716.SH	塞力斯	574	59.46	48	30.05
002462.SZ	嘉事堂	8,520	30.36	185	29.82
002788.SZ	鹭燕医药	5,314	45.49	82	28.57
600056.SH	中国医药	14,529	0.41	840	26.41

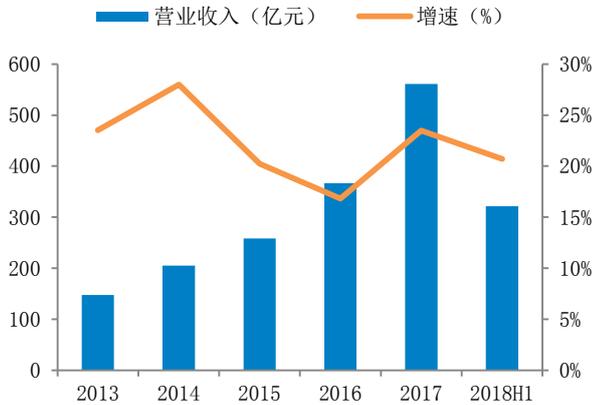
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (六) 医疗器械: 内生外延并举, 进口替代加速

医疗器械板块 2018H1 实现营业收入 321.25 亿元，同比增长 20.71%；归母净利润 43.41 亿元，同比增长 26.01%。

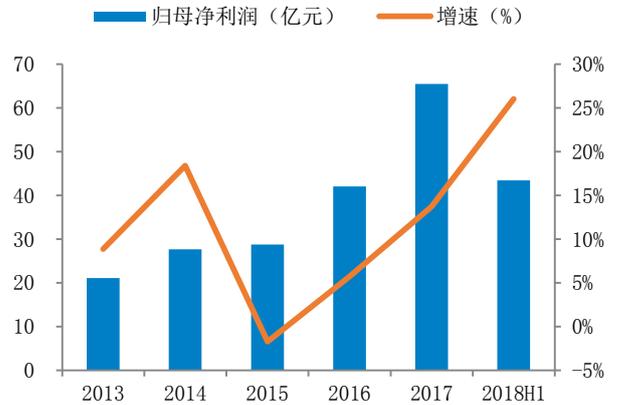
医疗器械板块细分领域众多，产品较为分散，其中高值耗材和 IVD 板块整体向好，内生、外延并举，其他医疗器械进口替代的步伐亦不断加快。

图 23: 2013-2018H1 医疗器械板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

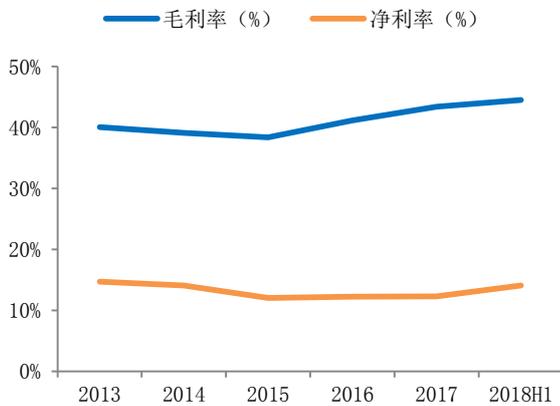
图 24: 2013-2018H1 医疗器械板块归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

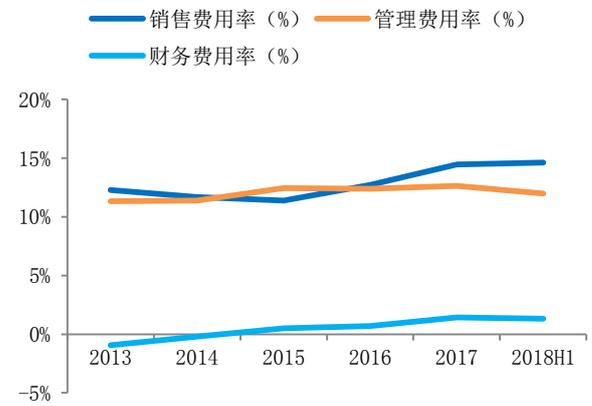
近两年医疗器械板块综合毛利率和销售费用率均有所提升，随着未来“耗材两票制”的逐步明确和落地，二者均有继续上升的趋势，但净利率的变动不会特别大。财务费用率略有上升，主要由于并购整合对资金的需求较大。

图 25: 2013-2018H1 医疗器械板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 2013-2018H1 医疗器械板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 6: 医疗器械板块 2018H1 营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润增速 (%)
按 2018H1 营收增速排序					
300482.SZ	万孚生物	801	78.52	162	48.37
300298.SZ	三诺生物	761	54.41	168	79.65
300463.SZ	迈克生物	1,246	47.82	232	20.18

300595.SZ	欧普康视	174	45.32	83	42.80
300358.SZ	楚天科技	768	43.67	52	-17.01
300318.SZ	博晖创新	275	43.64	17	8.82
300529.SZ	健帆生物	456	38.91	210	40.90
300003.SZ	乐普医疗	2,955	35.37	810	63.48
300439.SZ	美康生物	1,458	33.23	128	31.06
300453.SZ	三鑫医疗	247	33.11	17	-17.43
<b>按 2018H1 归母净利润增速排序</b>					
300562.SZ	乐心医疗	335	-15.83	9	157.58
300298.SZ	三诺生物	761	54.41	168	79.65
300003.SZ	乐普医疗	2,955	35.37	810	63.48
300633.SZ	开立医疗	540	27.55	118	60.16
000710.SZ	贝瑞基因	645	23.09	146	50.26
300482.SZ	万孚生物	801	78.52	162	48.37
300595.SZ	欧普康视	174	45.32	83	42.80
300529.SZ	健帆生物	456	38.91	210	40.90
002901.SZ	大博医疗	352	27.60	175	33.12
300439.SZ	美康生物	1,458	33.23	128	31.06

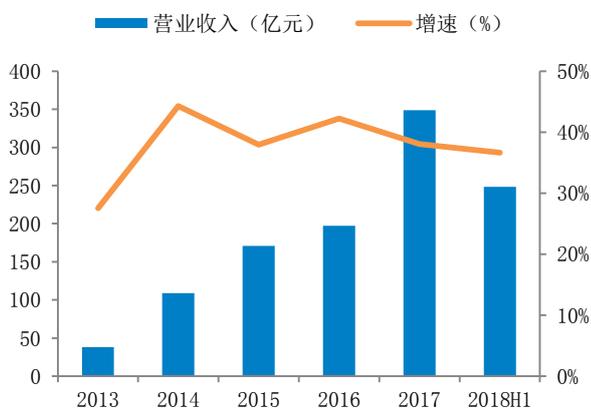
资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (七) 医疗服务: 几大龙头企业业绩高丽, 引领行业增长

医疗服务板块 2018H1 实现营业收入 248.16 亿元, 同比增长 36.64%; 归母净利润 30.26 亿元, 同比增长 75.38%。

2017 年, 医疗服务板块在营收继续高速增长的情况归母净利润出现了 30% 的下降, 主要是览海投资和百花村的巨额亏损所致; 而美年健康、爱尔眼科、泰格医药、药明康德等细分行业龙头公司在 2017 年和 2018H1 均维持了 30% 以上的利润增长, 行业龙头盈利能力持续向好。

图 27: 2013-2018H1 医疗服务板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

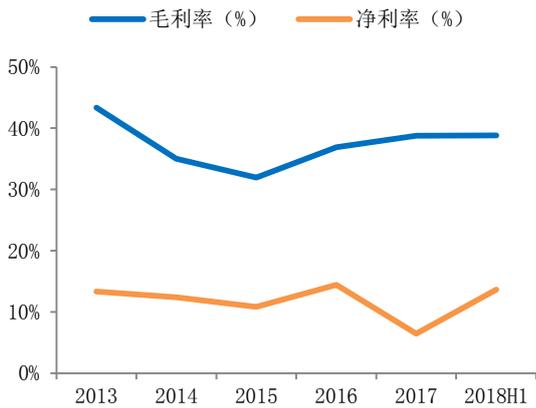
图 28: 2013-2018H1 医疗服务板块归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

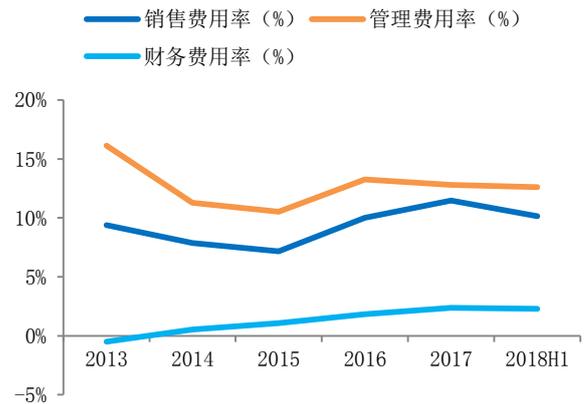
近年来, 医疗服务板块的毛利率和净利率在初期下降后已经基本维持稳定。我们认为行业发展前景广阔, 在渡过前期的布局阶段后, 行业的各项指标均有望回归正常的水平。

图 29: 2013-2018H1 医疗服务板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 30: 2013-2018H1 医疗服务板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 7: 2018 年医疗服务板块上市公司营收与归母净利润增速汇总

增速	上市公司
下滑	百花村、国新健康
0-5%	*ST 海投
5-10%	—
10-20%	金城医学
20-30%	宜华健康、创新医疗、药明康德
30%以上	ST 运盛、星普医科、恒康医疗、润达医疗、美年健康、爱尔眼科、昭衍新药、博济医药、泰格医药、通策医疗
下滑	国新健康、星普医科、恒康医疗
0-5%	—
5-10%	—
10-20%	金城医学
20-30%	百花村
30%以上	博济医药、美年健康、*ST 海投、昭衍新药、泰格医药、药明康德、宜华健康、ST 运盛、通策医疗、创新医疗、润达医疗、爱尔眼科

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (八) 业绩总结

整体来看,在医保控费的大背景下,医药上市公司的业绩仍然稳健增长,各板块持续分化。在营收增速方面,生物制品和医疗服务领跑整个医药行业;在毛利率方面,生物制品位列第一,紧随其后的是化学制剂;净利率方面,生物制品仍高居榜首。

具体总结各行业 2017 年和 2018H1 的特点:

化学原料药:环保监管趋严,原料药供应端收紧,经历了 2017H2 业绩高增长后,2018H2 业绩增速可能放缓

化学制剂：医保控费是本轮医改的大方向，调整终端消费结构，持续利好研发创新能力强、拥有临床价值明确的品种的公司；

中药：行业整体受政策打压，板块发展压力较大，但中药消费品仍有发展空间；

生物制品：疫苗行业黑天鹅频发，2018H2 业绩增长或受影响，但长期来看近期上市的重磅疫苗有望为行业增长提供较大的助力；

医药商业：医药流通行业持续并购整合，行业集中度不断提高；零售药店强势崛起，行业持续向好；

医疗器械：行业较为分散，IVD、高端耗材以及国产器械进口替代是行业增长的重要动力；

医疗服务：龙头公司业绩持续高增长，拉动板块整体景气度。

表 8：2018H1 子行业同比变化趋势

	营业增速	毛利率	净利率
SW 医药生物	20.95%	34.98%	9.65%
SW 化学原料药	27.17%	39.66%	12.92%
SW 化学制剂	28.06%	58.90%	13.70%
SW 中药	16.73%	48.87%	14.17%
SW 生物制品	40.82%	64.65%	18.15%
SW 医药商业	16.92%	14.85%	3.66%
SW 医疗器械	20.71%	44.47%	14.08%
SW 医疗服务	36.64%	38.81%	13.64%

资料来源：Wind，华金证券研究所；注：红色表示高于医药行业平均水平

### 三、投资逻辑与重点推荐公司

近年来，医药改革持续深入，供给侧改革深入进行，在医药研发和生产环节，通过政策引导，调整用药结构，促使真正具有临床价值的药品取代疗效不明确的药物对医药资金的占用，从而缓解医保资金压力，一方面鼓励创新，利好国内创新药龙头企业，建议重点关注研发实力雄厚、管线丰富的医药龙头恒瑞医药（600276.SH），同时创新药研发需求增长为 CRO/CMO 行业带来了新的发展机遇，建议关注 CRO 龙头企业药明康德（603259.SH），另外拥有核心技术优势的子行业龙头健帆生物（300529.SZ）也值得重点关注。

医药流通行业的改革也在深入进行，压缩流通环节，迫使着医药流通行业的供给侧改革。我们认为随着两票制、药品零加成、控制药占比等政策影响的逐渐消化，医药流通行业下半年将迎来触底反弹，建议重点关注药械流通龙头股瑞康医药（002589.SZ）、批零一体化龙头股国药一致（000028.SZ）；医药分开、处方外流趋势愈加明显，零售药房有望首先受益，建议重点关注一心堂（002727.SZ）。

#### （一）恒瑞医药：医药创新龙头股，多款重磅新药进入收获期

公司作为国内最具创新能力的大型制药企业之一，致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管及抗感染药等领域的创新发展，研发实力雄厚，管线产品丰富。

**重点品种市场格局稳定向好：**（1）抗肿瘤药物：阿帕替尼是公司自主研发的 VEGFR 小分子靶向创新药，上市时间还不长，增长潜力很大；伊立替康的市场份额稳步增长，多西他赛、来曲唑、替吉奥的市场份额相对稳定，奥沙利铂和环磷酰胺受原研厂家的竞争市场份额有所下滑，但已基本止住继续下滑的趋势。在抗肿瘤药物板块，公司成熟的品种大多市场份额稳定，新晋品种增长较快，将持续享受抗肿瘤药物市场需求增长带来的红利。（2）手术麻醉药品：随着恩华药业等竞争对手陆续进入市场，公司右美托咪定的市场份额遭到部分蚕食，但从体量上来看，公司仍是市场上绝对的龙头，市场地位难以撼动。阿曲库铵的市场份额相对稳定，而七氟烷的市场份额则呈现快速增长的趋势。在麻醉镇静领域，公司始终稳坐市场的头把交椅，地位稳固。（3）造影剂：公司碘佛醇的市场份额已经很高，2017 年达到 90%；碘克沙醇市场份额快速增长，目前也已超过 50%。造影剂业务未来有望持续保持较高的增长水平。

**多款重磅新药近期有望密集上市：**公司持续高强度投入新药的研发，研发费用率也由 2013 年的 9.08% 逐渐增长至目前的 12.82%。多年的研发投入换来了公司丰富的在研产品线。根据研发进度，最近两三年公司将有多款重磅新药集中上市。其中，硫培非格司亭注射液（聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液，19K）已于今年 5 月获批上市。该药物在临床上主要用于预防和治疗肿瘤放疗或化疗后引起的白细胞减少症等，是国内外临床指南首推的用于放化疗相关中性粒细胞减少症治疗药物。公司的 19K 是继齐鲁制药和石药集团之后国内第三个上市的长效 G-CSF 药物。借助于公司成熟的抗肿瘤产品的销售渠道，19K 上市以后将快速放量，预计今年下半年开始贡献业绩，有望成长为 20 亿以上销售额的重磅品种。此外，公司的另一个重磅抗肿瘤药物吡咯替尼也于 8 月获批，还有多个重磅药物处于上市申报阶段，如 PD1 单抗等，这些产品上市后将为公司业绩增长提供强大的助力。

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.05、1.34 和 1.71 元。基于（1）已上市重点产品销售的稳健增长（2）近期将有多款重磅新药密集上市（3）公司国内、国外双线布局的逐步完善，我们维持公司买入-A 评级。

**风险提示：**研发风险，政策风险，市场竞争加剧。

## （二）药明康德：业绩增长稳健，CRO 龙头地位难以撼动

公司是中国规模最大、全球排名前列的小分子医药研发服务企业，主要业务包括临床前 CRO 和 CMO/CDMO 两块。公司凭借行业龙头地位和丰富的客户资源，维持较高的业绩增长速度，2017 年营业收入已经达到了 77.65 亿元，2014-2017 年的营业收入的 CAGR 为 23.33%，2018 年上半年实现营业收入 44.09 亿元，同比增长 20.29%；净利润方面，公司 2017 年净利润 12.27 亿元，2014-2017 年的净利润的 CAGR 为 38.54%，2018 年上半年归母净利润 12.72 亿元，同比增长 71.31%，业绩增长迅速。

**医药合同外包市场需求巨大，公司龙头地位稳固：**目前我国医药行业正在发生着剧烈的变革，近年来多项重磅政策陆续出台，鼓励国产创新，国内新药研发热度也快速上升，而新药研发过程复杂、研发周期长、失败率极高，这就催生了医药合同外包行业巨大的市场需求，药企通过把非

核心的研发及生产过程外包，以实现研发和生产效率的提高。同时，一致性评价政策的出台导致短期内产生了大量的仿制药生物等效性研究，而原研药物的专利悬崖也刺激了国内诸如单抗药物等研发项目的井喷式增长，这些都为 CRO 以及 CMO 行业带来了重大的发展机遇。在 CRO 行业（CMO/CDMO 行业）中，公司处于国内绝对龙头的地位，营收和净利润均远超同行业的其他上市公司，我们认为，未来，公司的规模优势会进一步显现，龙头地位难以撼动。公司拥有全面的业务覆盖领域，构建了开放式、全方位、一体化的研发服务平台，可提供研发全产业链的服务支持。同时，公司客户众多，数量超过 3,000 家，主要客户覆盖全球排名前 20 位的大型药企及各类新药研发机构，从公司历年的前十大客户看，公司主要客户基本稳定，均为跨国药企巨头，公司也不存在对单一客户的重大依赖，公司业务能力稳定。

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.69、1.93 和 2.36 元。基于（1）国内新药研发市场需求引起的 CRO 业务和 CMO 业务稳定增长（2）行业龙头估值溢价，给予公司增持 -A 评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，政策风险，境外经营风险

### （三）健帆生物：产品放量持续加速，公司步入快速发展通道

公司主要从事血液灌流相关产品的研发、生产与销售，自主研发的一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、DNA 免疫吸附柱及血液净化设备等产品广泛应用于尿毒症、中毒、重型肝病、自身免疫性疾病、多器官功能衰竭等领域的治疗，可有效挽救患者生命或提高病患者生活质量。目前公司产品已覆盖全国 3,700 余家二级及以上医院，品牌影响力不断提升，产品销售收入呈现快速增长趋势。

**多中心 RCT 试验公布，助力公司产品疗程化推广：**解放军总医院陈香美院士发起并组织全国 37 家临床中心开展的健帆 HA130 多中心 RCT 研究历时四年，开创了维持性血液透析患者血液干灌流治疗循证医学研究的先河，临床试验结果表明：（1）健帆 HA130 血液灌流器联合血液透析治疗具有良好的安全性。（2）血液透析患者每周使用一次健帆 HA130 血液灌流治疗具有显著降低透析患者  $\beta$ 2-微球蛋白和 PTH（即“甲状旁腺素”）水平以及改善瘙痒症状的效果，为防治透析并发症建立了适宜的治疗模式（3）研究证实低通量血液透析联合健帆 HA130 血液灌流具有优于高通量血液透析的疗效。目前，血液灌流技术在终末期肾病患者的使用率较低，其中一个主要原因就是缺少权威大样本循证医学证据，导致医生对血液灌流技术的治疗效果和使用范围临床认知不足，而本次多中心 RCT 临床研究为健帆 HA130 血液灌流器防治血液透析并发症提供了极具价值的临床指南，大大提升了临床医生的使用信心，为公司产品在国内外的推广提供了强有力的 A 类循证医学证据，将显著促进公司产品的推广。

**血液灌流适应症广泛，未来发展空间较大：**在肾病领域，血液灌流器能够显著的改善透析患者的并发症，而根据全国血液净化病例信息登记系统登记的信息看，2016 年我国国内接受规律透析治疗的患者约 50 万人，预计未来将保持 15%-20% 的增速增长，而使用血液灌流产品的病人仅 10 万左右，在透析患者中的渗透率仅为 20%，未来随着人们对血液灌流技术的认可，透析患者数量的增加+灌流技术渗透率的提升，未来血液灌流技术在肾病领域发展空间较大。同时，血液灌流技术的适应症也在不断拓展，公司深入布局肝病领域。公司首创的双重血浆分子吸附系

统(DPMAS)由一次性使用血浆胆红素吸附器 BS330 和一次性使用血液灌流器 HA330-II 组成,并于 2016 年被纳入新版《非生物型人工肝治疗肝衰竭指南》,指南指明 DPMAS 不仅能够吸附胆红素,还能清除炎症介质,不消耗血浆。目前公司血液灌流技术在肝病领域的推广刚刚起步,我们预计今年有望实现翻倍增长,未来有望成为公司的一大重要业绩支撑。

近日,公司发布 2018 年半年度报告,公司 2018 年上半年实现营业收入 4.56 亿元,同比上升 38.91%,实现归母净利润 2.10 亿元,同比上升 40.90%,扣非后归母净利润 1.77 亿元,同比上升 35.58%,业绩靓丽。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.96、1.25 和 1.65 元,给予增持-A 建议。

**风险提示:** 产品推广不达预期,行业政策风险,降价风险。

#### (四) 瑞康医药:全国性药械流通龙头企业,业绩维持高增长

公司是一家兼顾药品和器械流通的全国性医药商业公司,公司早年深耕山东药品流通市场,2013 年开始拓展器械配送业务,15 年开始通过外延并购的方式布局全国流通市场,目前已经初步形成了全国营销网络的搭建。

近期,公司发布 2018 年半年报,公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 155.07 亿元,同比上升 49.21%,实现归母净利润 5.80 亿元,同比上升 12.88%,扣除 2017 年上半年调整应收账款账龄分析法带来的一次性影响因素,2018 年上半年归母净利润同比增长 43.55%。受益于省外业务的快速拓展,公司业绩维持高增长。

**药品增速略有放缓,器械维持高增长:**2018 年上半年药品收入 96.92 亿元,同比上升 21.92%,药品收入增速有所放缓,主要由于新 ERP 系统 SAP 上线恰逢山东地区药品两票制的全面实施,带来 2017 年四季度到 2018 年一季度的业务磨合适应期。我们预计下半年随着 SAP 系统磨合期结束,对运营效率的改善将逐渐显示,山东地区药品业务将恢复较好的增长速度。器械板块公司 2018 年上半年实现营业收入 57.74 亿元,同比上升 139.67%,器械收入保持较高增速,器械业务进一步向省外拓展,已经完成了全国 31 个省份(直辖市)业务覆盖。公司通过“并购+合伙人”的模式,成功完成了遍布全国的销售网络,从全国看,公司二级以上医疗机构覆盖率超过 80%,基层医疗机构覆盖率超过 60%。同时,公司于 2017 年 10 月开始上线 SAP 系统,截至本报告期末公司 SAP 系统已上线 178 家子公司,预计 2018 年内所有子公司将全部上线 SAP 系统,实现物流、资金流、信息流、商流的一体化管理,大大提高管理效率,降低管理成本。

公司已成功转型为全国药械流通企业,有望在两票制带来的行业整合中脱颖而出。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.87、1.14 和 1.47 元,给予增持-A 建议。

**风险提示:** 药品降价风险,省外业务拓展不达预期。

#### (五) 国药一致:批零一体化标的, Q2 净利润增速明显提高

公司作为批零一体化标的,批发业务立足两广,渠道布局完善,零售业务销售规模行业第一,业务规模不断提升。近期,公司发布 2018 年半年报,公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 207.79 亿元,同比上升 1.24%,实现归母净利润 6.42 亿元,同比上升 15.39%。

**两票制对分销业务影响逐渐消除,业绩迎来拐点:**2018 年上半年公司医药分销实现营业收入 158.79 亿元,同比增长 0.79%,实现归母净利润 3.33 亿元,同比上升 8.93%。公司分销业务两广区域规模第一,两广网络建设持续完善,目前已经布局一级以上医院 1785 家,基层医疗客户 3433 家,零售终端客户 1538 家。目前调拨业务萎缩的影响已经逐步减弱,逐渐走出两票制的影响,迎来业绩拐点。同时随着公司分析业务结构的调整,逐步加大对基层、药店市场以及器械等创新业务的拓展,我们预计 2018 年全年分销业务利润增长有望达到 10%左右。

**国大药房盈利能力提升空间大,引入战投沃博联值得期待:**零售方面,公司 2018 年上半年实现营业收入 51.44 亿元,同比上升 5.23%,实现归母净利润 1.39 亿元,同比上升 40.66%。公司下属国大药房作为全国规模排名第一的医药零售企业,拥有 4004 家门店,上半年净增门店 169 家。同时公司积极迎合政策变化和市场趋势,加大医院周边店的扩展速度,上半年新增医院周边店 29 家,截至报告期末共有医院周边店 332 家。公司医药零售方面毛利率 25.16%,同比上升 0.52PCT,盈利水平仍低于益丰药房、一心堂、大参林、老百姓等连锁零售药房,未来盈利水平提升空间仍较大。同时,国大药房引进战略投资者沃博联进展顺利,沃博联是美国和欧洲最大的零售药店和保健日用品零售店,本次引进国际领先的战略投资者,有利于国大药房借鉴沃博联的品类管理经验、全渠道营销模式、开店技术、会员管理技术及全球采购能力,可以弥补国大药房的发展短板,提升国大药房的运营水平。

公司作为批零一体化企业,拥有强大的网络覆盖与布局,龙头地位显著。我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.82、3.23 和 3.76 元,给予增持-A 建议。

**风险提示:**业务整合不达预期,药品降价风险。

## (六) 一心堂:医药零售龙头企业,川渝市场发展顺利

公司作为医药零售龙头企业,逐步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区的格局,聚焦“少区域高密度网点”策略,门店数量稳步扩张,经营效率不断提高。

**线下门店稳步扩张,下半年开店有望加速:**截至 2018 年 6 月末,公司门店数达到了 5,264 家,其中报告期新建门店 349 家,净增加门店 198 家,由于城市改造及战略性区位调整等因素,关闭门店 81 家,搬迁门店 70 家,合计减少门店 151 家。2017 年末受行业情况变化的影响,并购标的的成本显著增加,对公司并购业务带来一定的影响,因此公司上半年新增门店主要以自建为主。公司下半年将以自开新店为主,兼顾并购老店,从 2018 年 6 月末到 2018 年 8 月 24 日,公司新建门店 153 家,搬迁门店 23 家,关闭门店 18 家,净增加门店 112 家,正在筹备门店 152 家,我们预计下半年公司开店速度有望加快。

**立体化店群经营深入发展,川渝市场开拓顺利:**公司坚持“少区域高密度网点”发展策略,深入进行市县乡一体化垂直渗透拓展,报告期内,公司在省级、地市级、县级、乡镇四个类型

的市场门店数分别为 1,216 家、1,361 家、1,536 家和 1,151 家，收入占比分别为 28.77%、28.60%、29.77% 和 12.86%。我们认为，乡镇、县市门店的客户群体更稳定，公司的品牌竞争力更加明显，房租及人工费用等成本均低于省会及地市，成熟周期更短，是公司有别于其他连锁药房的重要特点。公司川渝市场开拓顺利，2018H1 川渝市场销售占比达到了 12.89%，交易次数同比增加 45.76%，客单价同比增加 1.29%，川渝市场已经逐渐发展成公司既云南市场外另一大重要业绩增长点。

**医保门店叠加会员销售上升，客户粘性不断增强：**截至 2018 年 6 月底，公司开通医保支付的门店 4,303 家，占公司门店总数的 81.74%，相比年初净增加 291 家，2018H1 医保销售占比 39.99%。同时，公司会员超过 1,800 万人，2018H1 会员销售占比 79.74%，同比上升 2.93PCT，公司通过对会员进行动态分析赫尔标签设定，为会员提供个性化的产品推荐和服务，进一步增加客户粘性。

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.97、1.20 和 1.48 元，给予增持-A 建议。

**风险提示：**市场拓展不达预期，竞争加剧。

表 9：重点覆盖公司盈利预测

公司名称	EPS			PE			营业收入（百万）			净利润（百万）			市值（亿元）
	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
健帆生物	0.96	1.25	1.65	45.75	35.14	26.62	958	1,262	1,649	402	524	687	183
一心堂	0.97	1.2	1.48	26.49	21.42	17.36	9,340	11,211	13,409	548	680	839	146
瑞康医药	0.87	1.14	1.47	13.71	10.46	8.12	31,788	40,922	51,360	1,313	1,712	2,217	180
国药一致	2.82	3.23	3.76	16.55	14.45	12.41	43,840	46,969	49,993	1,207	1,385	1,611	189
药明康德	1.69	1.93	2.36	50.00	43.78	35.81	9,450	11,745	14,548	1,758	2,009	2,461	880
恒瑞医药	1.05	1.34	1.71	63.00	49.37	38.68	17,173	21,763	27,596	3,874	4,934	6,288	2,436

资料来源：wind，华金证券研究所

## 四、风险提示

医改政策风险，系统性风险，行业事件风险，竞争加剧。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

郑巧声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)