

医药生物行业

医药行业 2018 年 H1 行业业绩综述：医药行业延续上升趋势，上市公司收入增长 20.68%，归母净利润增长 19.49% 增持（维持）

2018 年 09 月 03 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

研究助理 李颖睿

021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

投资要点

- **医药上市公司整体业绩持续呈现向上趋势。**2018H1 医药行业延续了 2017 年的复苏，上市公司整体增速稳步提升。在 2017 年初的医保目录调整，谈判目录的出台，随着招标的逐渐落地，政策底部已经形成。同期，我国消费升级趋势明显，带来对健康的需求进一步旺盛，尤其是“优质”健康资源和医疗产品的消费需求体现出强劲潜力。
- **上市公司业绩增长超越行业，医药产业升级，龙头企业强者恒强。**我们选取 268 家医药上市公司作为医药行业业绩分析样本标的。2018H1 样本标的合计实现销售收入 6822.55 亿元，同比增长 20.68%；归母净利润为 609.65 亿元，同比增长 19.49%；扣非归母净利润为 535.11 亿元，同比增长 16.35%。2018 年 Q2，样本公司合计实现销售收入 3486.64 亿元，增速达到 17.29%；归母净利润为 319.08 亿元，增速为 12.21%；扣非归母净利润为 260.80 亿元，同比增速为 4.05%。268 家样本公司合计收入和利润明显好于医药工业的整体增长水平，再次印证了医药行业去芜存菁向行业龙头集中的逻辑。
- **医药子行业分化显著，内生结合外延的发展成为 2018H1 细分行业业绩增长的保障。**医院端的药品销售受到行业政策的影响，“低开转高开”的销售调整，驱动行业普遍迎来了收入高速增长的同时销售费用大幅上升，尤其是化学制剂板块影响最为显著。以连锁药店、连锁医疗服务的扩张，医药流通行业、IVD 行业的整合为代表的细分板块则体现出行业发展的活力，成为 2018H1 年业绩最靓丽的细分领域。消费升级驱动的价格上涨和集中度提升的逻辑逐步得到印证，以 OTC 行业为代表的具备消费属性的龙头企业在 2018H1 持续保持业绩高速增长。
- **2018H1 实现增长企业数量略高于 2017 年，2018H1 实现增长的企业占比 67%：**2018H1 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 19 家，50%-100% 增长的个股共有 22 家，30%-50% 增长的个股共有 43 家，全部实现正增长的企业达到 180 家，占比标的数量的 67%，略高于 2017 年全年。
- **风险提示：**医改政策落地风险；招标不及预期的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

行业走势



相关研究

- 1、《【东吴医药】周报 20180902：2018 年 H1 医药上市公司收入增长 20.68%，归母净利润增长 19.49%，医药行业延续上升趋势》2018-09-04
- 2、《【东吴医药】周报 20180826：业绩驱动医药指数底部反转，持续推荐长春高新、我武生物、OTC 等业绩高速增长标的》2018-08-27
- 3、《医药生物行业：抗癌药谈判开启，利好肿瘤药创新及肿瘤伴随诊断标的》2018-08-20

内容目录

1. 政策引导医药去芜存菁的趋势延续，行业龙头持续受益	6
1.1. 政策引导医药供给侧改革“去芜存菁”趋势显著.....	6
1.2. 医保基金收、支平稳增长，是我国医药行业长期繁荣发展的基石.....	8
1.3. 医药工业增速逐渐回升，行业迎来产业结构调整后的新的发展周期.....	8
1.4. 大众医疗消费需求稳步增长，药占比已达 30% 水平.....	9
1.5. 上市公司在行业升级整合过程中优势明显，增速远好于医药工业平均指标.....	10
1.6. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行的同时销售费用率大幅升高.....	12
2. 2018 年 H1 医药行业延续 2017 年以来的上升趋势	13
2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 234 家标的）达到 18.70%，高于去年同期 5.4 个百分点，但子行业业绩分化显著.....	13
2.2. 化学制剂子板块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹.....	17
2.3. 消费升级+中药保健成为中药板块增长动力，2018 年 H1 业绩增速稳中有升.....	19
2.4. 新品上市叠加血液制品回暖推动上半年业绩增长，疫苗事件影响下半年增速将放缓.....	21
2.5. 在消费需求升级和 CRO 等业务的带动下医疗服务子板块延续了近年来高速增长的趋势.....	23
2.6. 2018 年 H1 医疗器械板块（剔除后）收入增长 23.38%，业绩增长 21.00%，行业回到 20%+ 的高速增长阶段.....	25
2.7. 医药商业利润增速放缓，内生、外延驱动零售药店增长亮眼.....	27
2.8. 环保政策持续影响化学原料药供给，原料药子板块业绩弹性凸显.....	29
3. 顺应消费升级大趋势，自主消费类的医疗服务、连锁药店、疫苗、OTC 等细分领域增长迅速	31
3.1. 两票制等政策影响的边际效应减弱，区域性流通公司率先好转.....	32
3.2. 持续有效的外延、处方外流以及 OTC 行业的快速发展推动 2018 年 H1 药店板块成长迅速.....	32
3.3. OTC 行业业绩持续增长，涨价+集中度提升逻辑逐步印证.....	33
3.4. 活力与竞争兼具，IVD 行业竞争中快速成长.....	35
3.5. 血制品下滑趋势改善，行业逐渐回暖.....	36
3.6. 大品种疫苗陆续上市推动行业增速提升，但“长生生物事件”对行业影响很大.....	37
4. 上市公司业绩延续 2017 年上升趋势：186 家医药企业实现增长，好于去年同期水平	37
5. 2018Q2 医药持仓增加 3 个点，恒瑞医药加仓最多	44
5.1. 2018Q2 医药股基金持仓比例 13.93%.....	44
5.2. 持股集中趋势依然明显，恒瑞医药加仓最多.....	45
5.3. 持仓市值看，恒瑞医药、长春高新增加最快.....	46
6. 风险提示	47
7. 附录：标的选择说明	47

图表目录

图 1: 城镇基本医疗保险收入支出情况	8
图 2: 城镇基本医疗保险支出收入增速对比	8
图 3: 医药工业销售收入和利润总额变化情况 (亿元)	8
图 4: 医疗机构和医院端就诊人次及增速 (亿人)	9
图 5: 公立医院门诊和住院次均费用及增速 (元)	9
图 6: 公立医院总收入、药品收入 (亿元) 及药占比变化情况	10
图 7: 医药上市公司销售收入情况 (亿元)	11
图 8: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	11
图 9: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	11
图 10: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元)	11
图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	12
图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	12
图 13: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况	13
图 14: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元)	13
图 15: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)	18
图 16: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)	18
图 17: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	18
图 18: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)	18
图 19: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)	18
图 20: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业扣非净利润情况 (亿元)	18
图 21: 化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况	19
图 22: 化学制剂行业费用情况	19
图 23: 中药子行业销售收入情况 (亿元)	20
图 24: 中药子行业归母净利润情况 (亿元)	20
图 25: 中药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	20
图 26: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况 (亿元)	20
图 27: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况 (亿元)	20
图 28: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业扣非净利润情况 (亿元)	20
图 29: 中药行业毛利率&净利率以及费用率情况	21
图 30: 中药行业费用情况 (亿元)	21
图 31: 生物制品子行业销售收入情况 (亿元)	21
图 32: 生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)	21
图 33: 生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)	22
图 34: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况 (亿元)	22

图 35: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)	22
图 36: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)	22
图 37: 生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	23
图 38: 生物制品子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	23
图 39: 医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)	23
图 40: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	23
图 41: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	24
图 42: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)	24
图 43: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	24
图 44: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元)	24
图 45: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	25
图 46: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	25
图 47: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)	25
图 48: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)	25
图 49: 医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)	26
图 50: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)	26
图 51: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)	26
图 52: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)	26
图 53: 医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	27
图 54: 医疗器械子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	27
图 55: 医药商业子行业销售收入情况 (亿元)	28
图 56: 医药商业子行业归母净利润情况 (亿元)	28
图 57: 医药商业子行业扣非净利润情况 (亿元)	28
图 58: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业销售收入情况 (亿元)	28
图 59: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业扣非净利润情况 (亿元)	28
图 60: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业归母净利润情况 (亿元)	28
图 61: 医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	29
图 62: 医药商业子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	29
图 63: 化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)	30
图 64: 化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)	30
图 65: 化学原料药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	30
图 66: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)	30
图 67: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)	30
图 68: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况 (亿元)	30

元)	30
图 69: 原料药行业毛利率&净利率以及费用率情况	31
图 70: 原料药行业费用情况 (亿元)	31
图 71: 全国性商业公司销售收入情况 (亿元)	32
图 72: 全国性商业公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)	32
图 73: 区域性商业公司销售收入情况 (亿元)	32
图 74: 区域性商业公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)	32
图 75: 公立医院总收入、药品收入 (亿元) 及药占比变化情况	33
图 76: 零售药店板块销售收入情况 (亿元)	33
图 77: 零售药店板块净利润和扣非净利润情况 (亿元)	33
图 78: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元)	34
图 79: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元)	34
图 80: IVD 子行业销售收入情况 (亿元)	35
图 81: IVD 子行业归母和扣非净利润情况 (亿元)	35
图 82: 人血白蛋白批签发数量变化趋势	36
图 83: 静丙批签发数量变化趋势	36
图 84: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)	36
图 85: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)	36
图 86: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元)	37
图 87: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)	37
图 88: 2006-2018Q2 全基金医药持仓比例	44
表 1: 医药子行业收入和扣非净利润变化情况 (全部 268 家样本)	14
表 2: 全部样本医药子行业收入和扣非净利润变化情况	15
表 3: 剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 234 个样本测算医药子行业收入和扣非净利润变化情况	16
表 4: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和扣非净利润变化情况	17
表 5: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元)	35
表 6: OTC 行业细分领域扣非净利润变化情况 (亿元)	35
表 7: 化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况	38
表 8: 中药子行业个股扣非净利润增速情况	39
表 9: 生物制品子行业个股扣非净利润增速情况	40
表 10: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况	41
表 11: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况	42
表 12: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况	43
表 13: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况	43
表 14: 2018 年 Q2 基金重点持仓 TOP20——按持仓数量统计	45
表 15: 2018Q2 基金重点持仓数量变化	45
表 16: 2018 年 Q2 基金重点持仓 TOP20——按持仓数量统计 (万元)	46
表 17: 2018Q2 基金重点持仓市值变化 (万元)	47

1. 政策引导医药去芜存菁的趋势延续，行业龙头持续受益

2018年延续了近年来医药行业提质增效为目标的医药政策，同时为满足重大疾病药品的临床需求，国家在相关药品的审批和使用上有了较为明显的政策放宽。从2015年医改严厉政策，2016年各省招标的全面推进，到2017年至今的公布新医保目录与谈判目录、出台改革完善仿制药供应保障意见、降低抗癌药品增值税，到2018年不遗余力的推荐创新、仿制药一致性评价以加快进口药品的评审，可以看到我国医药行业在向“优质”转型，逐渐走出谷底的迹象。

大方向上，医药行业的发展演变也是由支付端需求的转变逐渐向上游传导，加上医药相关政策的引导，国内医药消费需求向优质药品升级，市场整合向龙头企业集中的趋势明显，有利于医药上市公司的业绩持续增长。因此，我们判断医药行业“去芜存菁、结构升级”的趋势将得到延续。

1.1. 政策引导医药供给侧改革“去芜存菁”趋势显著

1) 国务院出台一系列政策鼓励国内优质仿制药企业，促进仿制药研发和疗效提升，提高药品供应保障能力。

深度推进仿制药一致性评价优胜劣汰，逐步形成改革完善仿制药供应保障的政策环境。2017年12月，总局发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求》征求意见稿，拟全面推行化药仿制药的一致性评价工作。从年初开始，国家对一致性评价参比制剂、BE实验等各环节出台细则加以说明，至今已陆续有多批仿制药通过一致性评价，同时多省市在招标上享受与原研药相同的待遇。

2018年4月3日，国务院发布《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，从仿制药的研发、一致性评价工作以及相关配套政策入手，首次提出“药品集采，仿制和原研药，平等对待”，一方面激励企业积极的投入仿制药研发创新，有助于降低价格，减少老百姓负担，同时使国内仿制药企业扩大国际市场，促进医药供给侧结构性改革，提高药品的供应保障能力。

从政策落地的角度来看，CFDA对推动仿制药一致性评价的进程不遗余力，截止7月20日，289目录中有11个品种通过一致性评价，29个品种已提交补充申请，78个品种处在BE实验中。通过审评获批。另一方面，各个省和地区响应国家号召，已经积极配合国家落地对通过一致性评价产品的支持政策，如江苏、贵州、陕西等多地已出台政策，明确要**优先采购并使用已通过一致性评价的药品**；四川、安徽等省财政部明确仿制药一致性评价专项补助奖励政策；上海提出通过一致性评价的品种可直接挂网采购，由各医疗机构和企业自主议价的政策，真正落实了国家鼓励一致性评价的意图。

2) 国家持续出台政策加快已在境外上市新药审批、落实抗癌药降价措施、强化短缺药供应保障。

国家持续出台抗癌药政策，随着福利的逐步落地，共同推进“天价”抗癌药的降价和提升国产抗癌药的创新自主研发能力。2018年4月，国务院常务会议审议决定“为减轻广大患者特别是癌症患者的药费负担并有更多用药选择，对癌症创新药审批、进口、市场准入以及临床使用重大利好”。

自5月1日起，进口抗癌药品关税降至零，同时原来16%的增值税可选择按3%简易纳税征收。对抗癌药减免税政策具体内容包括：“进口抗癌药零关税、部分进口抗癌药按3%征收进口环节增值税、企业可选择按照简易办法依照3%缴纳流通环节的增值税”三个方面。取消关税及降低增值税率有利于肿瘤药药品进入中国市场，又有利于提高在国际市场新获批研发的创新肿瘤药进入中国市场，培育肿瘤创新药市场，给予其市场激励，增加国内公司研发。

6月20日，国务院常务会议决定，加快境外已上市新药在境内的审批。各省（区、市）对医保目录内的抗癌药要开展专项招标采购。对医保目录外的独家抗癌药物要抓紧推进医保准入谈判。这些政策的出台不仅有利于鼓励境内外新药加快上市，而且通过完善医保准入机制，打开新一轮医药降费窗口，让患者更多消费得起抗癌药，并由此鼓励相关企业的研发发展。

8月底，山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、湖南、广西、海南、贵州、甘肃、青海、宁夏、新疆和陕西等14个省（区）自愿组成省际采购联盟，把国内新上市的两个PD-1药品纳入14省的统一采购目录——除了这两个产品外，甲磺酸伊马替尼、克唑替尼、西达苯胺、西妥昔单抗注射液等共91个抗癌药被收进专项采购目录中，有利于救命的抗癌药加快进入临床阶段的使用。

深度推进仿制药一致性评价优胜劣汰，逐步形成改革完善仿制药供应保障的政策环境。2017年12月，总局发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求》征求意见稿，拟全面推行化药仿制药的一致性评价工作。从年初开始，国家对一致性评价参比制剂、BE实验等各环节出台细则加以说明，至今已陆续有多批仿制药获批，同时多省市在招标上享受与原研药相同的待遇。2018年4月，国办发布《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，利好我国仿制药的研发及质量疗效的提高。

3) 新版医保目录、谈判目录顺利推进以及各地招标的落地，为医药行业奠定稳步发展定好基调。

2017年初新版医保目录、谈判目录陆续正式出台，随着17年各地新标的陆续开展，新版医保目录下新进品种、报销比例扩大品种有望持续受益。11月15日，保监会对《健康保险管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，旨在规范健康保险的经营行为，促进健康险在我国的发展，提升人民群众的健康保障水平。我们认为，此举将引进医疗保险新的支付方，同时提出的“鼓励健康管理服务与医保合作”将在很大程度上提高医疗服务、技术在国民的可及性。

1.2. 医保基金收、支平稳增长，是我国医药行业长期繁荣发展的基石

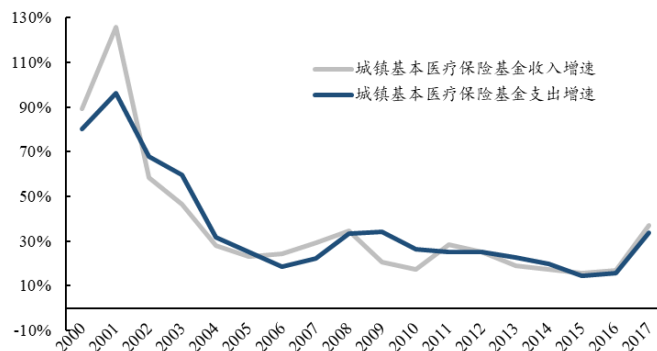
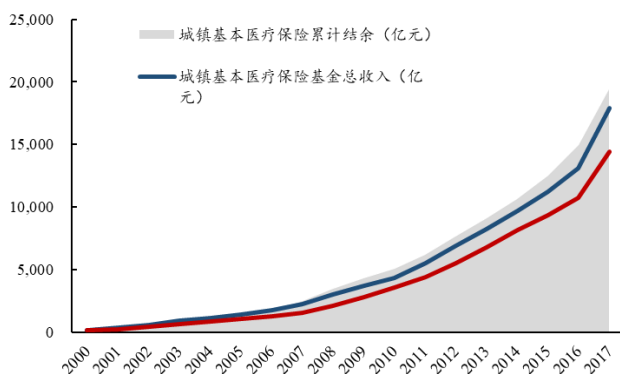
医保基金为我国医疗支付的主体，医保基金的安全运行是我国医药行业稳定发展的基础，其收支情况是来行业发展的重要源动力。根据财政部发布的《2017年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，2017年城镇基本医疗保险收入支出分别达到17932亿元、14422亿元，同比增速为37%、34%，累计结余19386亿元，同比增长30%，连续三年实现收入增速高于支出增速，医保基金总体安全运行。

2017年以来，医保控费、医保支付方式改革、控制药占比以及医药流通环节改革等措施的不断推进与落地，更为重要的是随着医保目录和谈判目录的出台，各地区招标进一步推进，医药费用将得到进一步控制。

2018年，随着两票制等政策的相继落地，我们判断医保基金支出增速将持续低于基金收入增速，医保基金运营情况将逐步趋好，成为医药行业长期发展的基石。

图1：城镇基本医疗保险收入支出情况

图2：城镇基本医疗保险支出收入增速对比



数据来源：财政部，东吴证券研究所

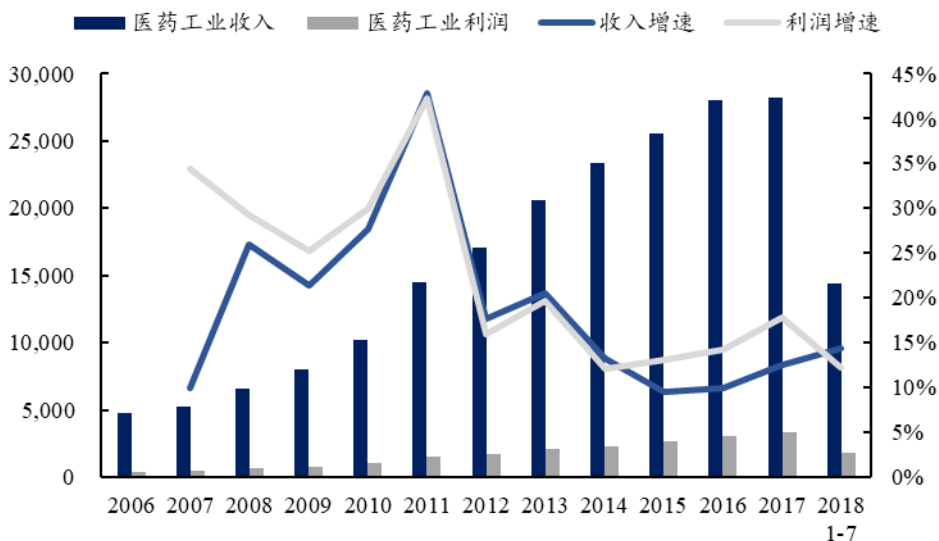
数据来源：财政部，东吴证券研究所

1.3. 医药工业增速逐渐回升，行业迎来产业结构调整后的新的发展周期

工信部数据显示，2018年1-7月，医药工业增加值同比增长10.5%，增速较上年同期下降1.1个百分点，高于全国工业整体增速3.9个百分点，位于工业全行业前列。

医药工业的销售收入和利润总额稳步增长，2018年1-7月医药主营业务收入增速为13.80%，利润总额增速为11.2%，比去年同期的18.70%增速有所放缓。医药行业自2014年开始进入医改深水区，伴随着招标降价等因素导致行业进入调整时期，经历2015年的阵痛后，从2016年开始医药行业逐渐确立了底部，业绩开始稳中有升。通过公司部的医药工业数据可以看到，医药行业整体在政策引导、大健康产业发展、人口结构调整等多重作用下，逐渐迎来产业结构调整后的新的发展周期。

图3：医药工业销售收入和利润总额变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

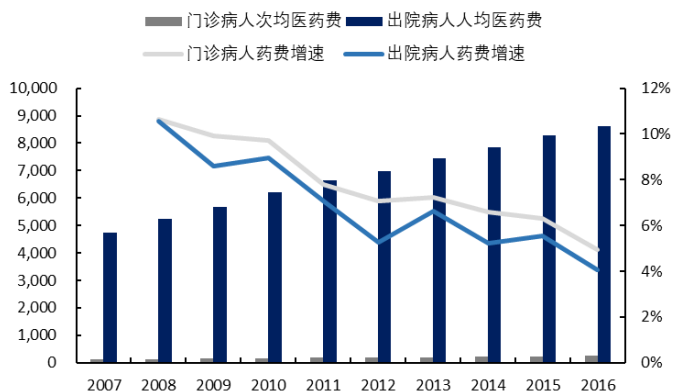
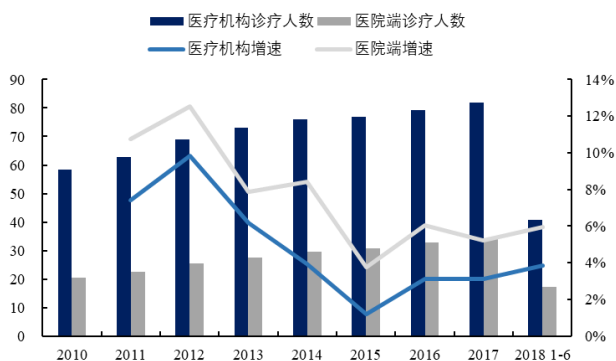
医药工业 2017 年起维持了上升的趋势：2016 年毛利率为 29.56%，2017 年上升至 36.06%，2018 年 1-5 月份毛利率上升至 37.35%。我们认为毛利率快速上升的主要原因为“两票制”促使的“低开转高开”带来。

1.4. 大众医疗消费需求稳步增长，药占比已达 30% 水平

我国国民的医疗需求显逐年上升的趋势，2017 年全国医疗卫生机构总诊疗达 81.8 亿人次，同比增长 3.1%；2018 年 1-6 月医疗机构诊疗人次数就达到了 40.67 亿人次，同比增长 3.8%。虽然诊疗次数同比增速略有下降，但无论是整体的医疗需求还是个体的医疗需求都在不断加大。我国门诊病人及出院病人人均费用均实现连续增长，人均诊疗费用的增加叠加诊疗需求的上升，我国医药行业将继续维持稳定增长。

图 4：医疗机构和医院端就诊人次及增速 (亿人)

图 5：公立医院门诊和住院次均费用及增速 (元)



数据来源：卫计委，东吴证券研究所

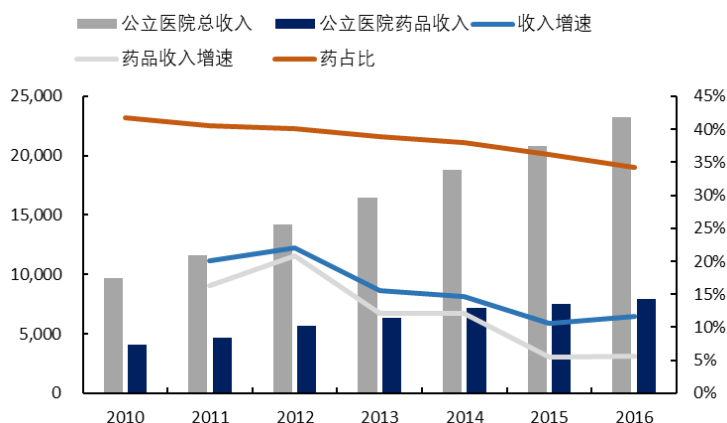
数据来源：卫计委，东吴证券研究所

公立医院作为我国医疗主题，承担了大量的医疗工作量与费用消耗，从医改开始至今，公立医院在增加医疗服务人次数的时候，医疗费用得到有效的控制。数据上看，医

院门诊、住院患者人均费用和总收入增速均出现下降，药品费用得到有效抑制，医疗服务收入占比提升，个人卫生费用支出比重继续下降。

2016 年医疗费用涨幅明显下降，且药占比不断降低，达到 34.25%，但距 30% 的药占比目标上具有一定的差距。2016 年我国医院次均门诊费用 245.5 元，同比上涨 5%，上涨幅度比上年下降 1.3 个百分点；人均住院费用 8604.7 元，同比上涨 4.1%，涨幅同比下降 2.1 个百分点。其中，医院人均住院药费为 2977.5 元，占比 34.6%，同比下降 2.2 个百分点，5 年来首次出现负增长，我们预计到 2017 年底实际药占比已经达到 30% 的目标。2018 年 1-2 月，全国三级公立医院次均门诊费用为 314.5 元，与去年同期比较，按当年价格上涨 4.3%，按可比价格上涨 2.1%；人均住院费用为 13079.0 元，与去年同期比较，按当年价格上涨 0.7%，按可比价格下降 1.5%。随着公立医院的改革不断深入，提高医疗服务质量，减轻患者医药负担，仍将是公立医院改革的主题。

图 6：公立医院总收入、药品收入（亿元）及药占比变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5. 上市公司在行业升级整合过程中优势明显，增速远好于医药工业平均指标

1) 主营业务为医药全部 268 家 A 股标的 2018 年 H1 合计实现收入增长 20.68%，归母净利润增长 19.49%，扣非净利润增长 16.35%。

我们选取 268 家医药上市公司作为医药行业业绩分析样本标的。上市公司作为行业龙头公司，在行业向优势升级、集中度提升过程中受益将更加明显，收入、利润延续了 2017 年上升的势头，扣非净利润增长显著提速。

医药样本上市公司 2018 年 H1 合计实现销售收入 6,822.55 亿元，同比增长 20.68%；归母净利润为 609.65 亿元，同比增长 19.49%；扣非归母净利润为 535.11 亿元，同比增长 16.35%。268 家样本公司 2018 年上半年合计收入和利润明显好于医药工业的整体增长水平，再次印证了医药行业去芜存菁向行业龙头集中的逻辑。

2018 年 Q2 业绩统计数据，样本公司合计实现销售收入 3486.64 亿元，增速达

到 17.29%；归母净利润为 319.08 亿元，增速为 12.21%；扣非归母净利润为 260.80 亿元，同比增速为 4.05%。2018 年 Q2 在一季度高增长的基础上略有回落，但整体归母净利润增长维持了较高水平。

2) 剔除并表和事件造成公司重大影响的标的（剔除后标的）后，医药 234 家 A 股标的 2018 年 H1 合计实现收入增长 19.32%，归母净利润增长 18.70%，扣非净利润增长 17.28%。

剔除事件造成公司重大影响的标的之后，采用剩余的 234 家医药上市公司作为样本数据进行分析，医药上市公司的整体增速依然超越医药工业指数增速，且扣非利润大幅提高，表明医药行业维持在较好的发展水平。统计剔除后的 234 家医药上市公司为样本进行分析，2018 年 1-6 月实现销售收入 5394.37 亿元，同比增长 19.32%；归母净利润为 494.90 亿元，同比增长 18.70%；扣非归母净利润为 454.47 亿元，同比增长 17.28%。

2018 年 Q2 业绩增长显著提升，实现收入合计 2778.01 亿元，同比增长 16.66%；归母净利润达到 256.26 亿元，增速为 14.74%；扣非归母净利润为 233.07 亿元，同比增速为 12.13%。Q2 增速略低于 2018 年 Q1 的业绩增长，但整体延续了 2017 年之后的上升趋势，且亦好于医药工业统计数据。

图 7：医药上市公司销售收入情况（亿元）

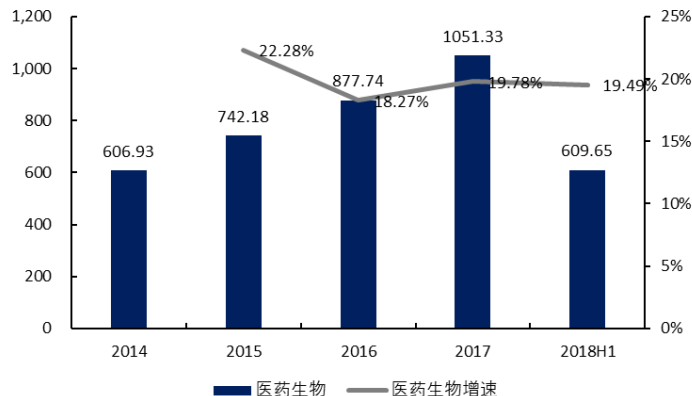


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：268 家样本公司，选取情况详见附录

图 9：医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）

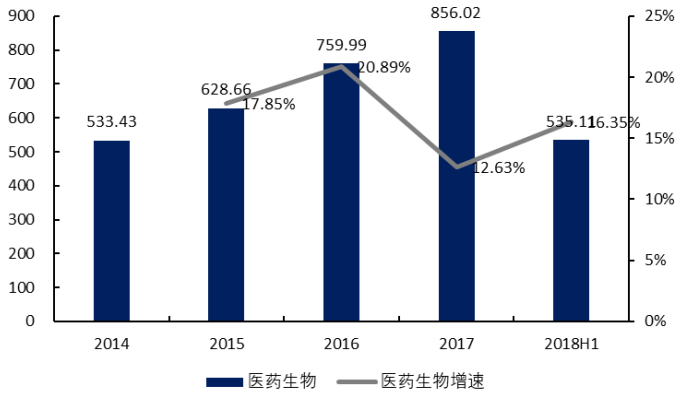
图 8：医药上市公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

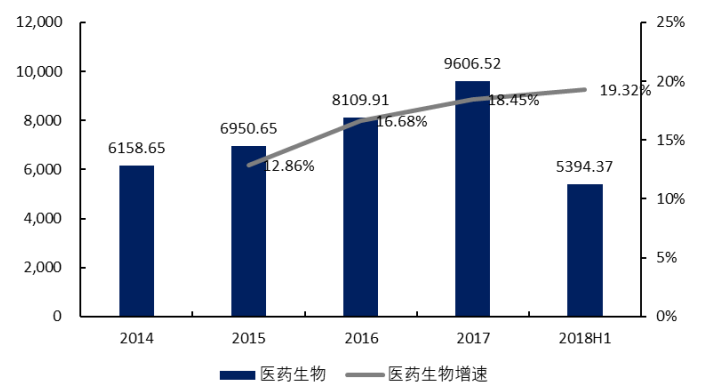
备注：268 家样本公司，选取情况详见附录

图 10：剔除并表和事件对上市公司造成绩绩重大影响后医药上市公司销售收入情况（亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 268 家样本公司, 选取情况详见附录

图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)



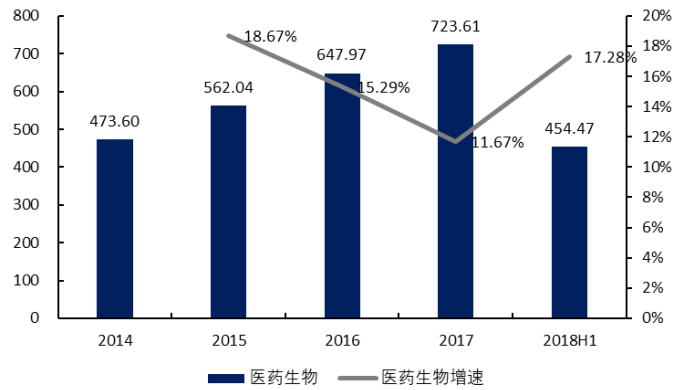
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 234 家样本公司, 选取情况详见附录

图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 234 家样本公司, 选取情况详见附录

图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 234 家样本公司, 选取情况详见附录

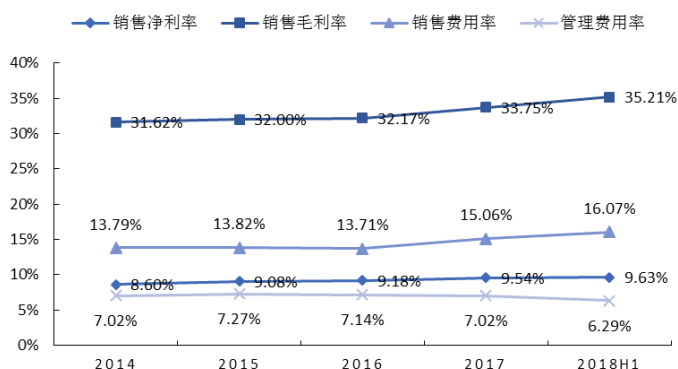
图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)

1.6. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行的同时销售费用率大幅升高

由于医药行业迎来消费升级, 需求逐步向高端产品转移以及两票制等行业政策导致的变革驱动医药企业顺势而为, 调整产品结构和销售策略。从 268 家样本公司数据分析, 医药上市公司 2017 年和 2018 年 H1 的平均毛利率分别为 33.75% 和 35.21%, 同比 2016 年的 32.17% 大幅上升。在毛利率上升的驱动下, 行业平均的净利润率也显上升趋势, 2017 年和 2018 年 H1 行业的净利润率分别为 9.54% 和 9.63%, 好于 2016 年同期水平。

在医药行业迎来变革, 毛利率提升的过程中, 销售费用亦大幅提高。2017 年和 2018 年 H1, 268 家样本公司合计销售费用达到 1808.20 亿元和 1096.19 亿元, 同比增长 29.78% 和 42.71%, 销售费用率分别上升到 15.06% 和 16.07%。同期的管理费用保持了低于收入增速的增长, 2017 年和 2018 年 H1, 268 家样本公司合计管理费用分别 842.63 亿元和 428.90 亿元, 同比增长 16.20% 和 16.41%, 管理费用率分别为 7.02% 和 6.29%, 低于 2016 年同期水平。

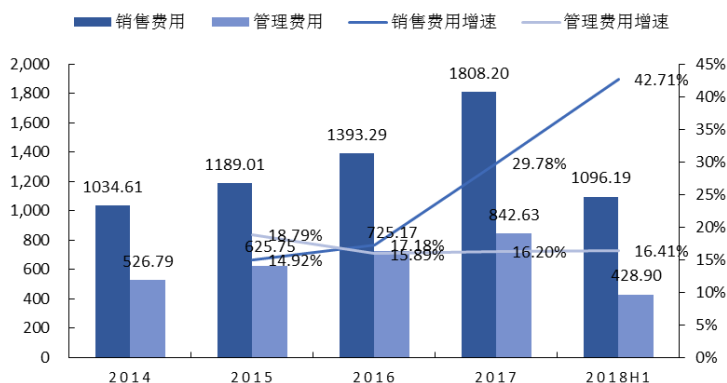
图 13：医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：268 家样本公司，选取情况详见附录

图 14：医药上市公司销售费用和管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：268 家样本公司，选取情况详见附录

2. 2018 年 H1 医药行业延续 2017 年以来的上升趋势

2017 年 1-6 月，医药行业整体表现好于 2016 年和 2017 年同期水平，连续两年行业业绩增速提高，行业表现持续好转。政策方面，创新政策、医保招标、控费、两票制等多种因素影响以及医药自主消费升级的大趋势作用下，行业出现明显分化，细分领域中医疗服务、药店、OTC、疫苗、IVD 等行业上半年表现出色。在医药行业进入去芜存菁的过程中，细分行业的各个子板块呈现了多元化的发展趋势：

1) 连锁药店、医疗服务等行业发展迅速，内生加外延驱动显著地板块维持了较高的增长；

2) 生物制品板块中血液制品已经触底，目前进入回暖期；而疫苗行业在经历了 2018 年上半年大品种带来的业绩提升后，受到了“长生生物”事件的影响导致了下半年的波动性，但我们认为疫苗在大品种上市的基础上仍是未来发展最迅速的细分板块之一；

3) 中药板块中，在消费升级的驱动下，OTC 子领域增长迅猛，业绩持续增长；但中药注射剂等医院内辅助用药受到较大控费压力，增速逐步下滑；

4) 化学制剂板块在新药研发和一致性评价等政策导向下，开启了新一轮的品种研发管线竞争，于此同时医改控费以及两票制主导的渠道调整造成了费用大幅提升的情况，致使化学制剂子领域收入维持了高速增长，但利润端出现波动；

5) 医疗器械行业中 IVD 表现最为突出，收入大幅增长，但在费用率上升的情况下利润压力较大；其他器械领域企业仍然处于调整期，收入端增速已经提升，但利润端有待改善。

2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 234 家标的）达到 18.70%，高于去年同期 5.4 个百分点，但子行业业绩分化显著

2018年H1医药行业整体收入增速上升，实现同比增长20.68%，好于2017年同期1.07个百分点；剔除后的234家标的收入增速达到19.32%，略低于2017年同期0.59个百分点。2018年Q2业绩统计数据，268家样本公司合计实现销售收入增长17.29%，剔除后的234家标的收入增速达到16.66%，均处低于2017年同期与2018年Q1增长水平，但整体仍处于高速增长取点。

净利润方面，2018年H1和Q2，全部268家医药上市公司实现归母净利润同比增长19.49%和12.21%，由于部分公司2017年一次性的营业外收入较大，导致Q2归母利润增速出现同比加大下滑。剔除后的234家标的2018H1和Q2实现归母净利润增速分别为18.70%和14.74%，分别高于去年同期5.40%和0.57%，行业整体表现虽不及2018年Q1，但仍处于上升周期。

按剔除事件造成公司重大影响的234个标的样本来看，虽然医药行业整体增速提高了5.4%，有较大提高，但各子行业分化较为明显。2018年H1业绩方面，原料药、生物制品、中药、化学制剂等子行业明显增速上升；而医疗服务、医疗器械和医药商业等子行业由于2017年同期的高基数以及行业政策编导致出现不同程度的增速下降。

表 1：医药子行业收入和扣非净利润变化情况（全部 268 家样本）

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	1599.06	1865.31	2137.62	1252.09	624.65
化学制剂增速	10.18%	16.65%	14.60%	23.81%	21.00%
中药	2057.01	2293.58	2631.81	1474.35	752.45
中药增速	9.23%	11.50%	14.75%	19.91%	17.54%
生物制品	365.11	406.20	474.25	259.23	143.80
生物制品增速	47.42%	11.25%	16.75%	26.50%	26.46%
医疗服务	306.22	386.75	474.54	267.76	153.25
医疗服务增速	40.30%	26.30%	22.70%	24.48%	22.28%
医疗器械	465.18	543.83	667.16	370.45	199.86
医疗器械增速	16.73%	16.91%	22.68%	21.97%	22.04%
医药商业	3341.00	4127.66	4983.90	2818.16	1432.88
医药商业增速	17.19%	23.55%	20.74%	17.81%	13.75%
原料药	469.22	539.61	634.90	380.52	179.75
原料药增速	3.25%	15.00%	17.66%	28.25%	16.77%
医药生物	8602.81	10162.94	12004.18	6822.55	3486.64
医药生物增速	14.64%	18.14%	18.12%	20.68%	17.29%
归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	174.33	205.85	287.28	139.50	70.87
化学制剂增速	23.34%	18.08%	39.56%	16.83%	13.52%
中药	299.29	307.59	338.89	207.96	107.28
中药增速	22.18%	2.77%	10.18%	21.68%	19.45%
生物制品	47.66	66.20	81.44	16.50	2.46
生物制品增速	21.96%	38.90%	23.02%	-62.97%	-91.51%
医疗服务	28.23	47.36	39.74	51.22	42.31

医疗服务增速	39.52%	67.76%	-16.11%	116.18%	139.95%
医疗器械	63.53	73.17	82.10	50.79	29.24
医疗器械增速	17.33%	15.17%	12.20%	15.57%	14.29%
医药商业	86.91	112.56	143.25	81.04	42.37
医药商业增速	21.01%	29.52%	27.27%	10.69%	5.65%
原料药	42.24	65.02	78.64	62.65	24.55
原料药增速	19.44%	53.92%	20.95%	81.76%	24.13%
医药生物	742.18	877.74	1051.33	609.65	319.08
医药生物增速	22.28%	18.27%	19.78%	19.49%	12.21%
扣非净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	149.18	176.36	184.90	122.22	61.43
化学制剂增速	20.87%	18.22%	4.84%	14.41%	10.28%
中药	253.12	266.41	304.40	183.61	89.03
中药增速	15.52%	5.25%	14.26%	12.74%	4.21%
生物制品	37.39	54.22	70.60	21.19	3.54
生物制品增速	21.53%	45.00%	30.21%	-30.98%	-79.19%
医疗服务	20.85	37.70	36.62	26.91	19.18
医疗服务增速	17.48%	80.84%	-2.89%	17.55%	13.03%
医疗器械	55.11	60.88	59.86	44.36	25.16
医疗器械增速	14.30%	10.47%	-1.67%	13.41%	6.97%
医药商业	76.43	104.04	127.31	77.13	39.73
医药商业增速	21.75%	36.13%	22.37%	16.97%	17.10%
原料药	36.57	60.37	72.32	59.68	22.73
原料药增速	16.49%	65.08%	19.79%	89.20%	25.53%
医药生物	628.66	759.99	856.02	535.11	260.80
医药生物增速	17.85%	20.89%	12.63%	16.35%	4.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：268 家样本公司，选取情况详见附录

表 2：全部样本医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入增速	2018H1	同比变化	2018Q2	同比变化	扣非净利润 (亿元)	2018H1	同比变化	2018Q2	同比变化
化学制剂	23.81%	6.02%	21.00%	3.85%	化学制剂	16.83%	6.02%	13.52%	2.45%
中药	19.91%	7.62%	17.54%	4.91%	中药	21.68%	7.62%	19.45%	3.15%
生物制品	26.50%	8.11%	26.46%	3.14%	生物制品	-62.97%	8.11%	-91.51%	-216.15%
医疗服务	24.48%	-5.88%	22.28%	-38.18%	医疗服务	116.18%	-5.88%	139.95%	4.08%
医疗器械	21.97%	-1.41%	22.04%	3.20%	医疗器械	15.57%	-1.41%	14.29%	-10.56%
医药商业	17.81%	-6.22%	13.75%	-12.62%	医药商业	10.69%	-6.22%	5.65%	-31.16%
原料药	28.25%	14.16%	16.77%	3.40%	原料药	81.76%	14.16%	24.13%	31.12%
医药生物	20.68%	1.07%	17.29%	-4.07%	医药生物	19.49%	1.07%	12.21%	-14.24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：268 家样本公司，选取情况详见附录；医疗服务子行业标的较少，上市公司含非医疗服务收入较大，美年健康于 2016 年借壳上市同时业绩体量大等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

表 3: 剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 234 个样本测算医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	1298.84	1439.77	1651.20	964.05	484.02
化学制剂增速	7.07%	10.85%	14.68%	23.21%	20.58%
中药	1726.75	1947.22	2278.90	1239.43	629.49
中药增速	9.75%	12.77%	17.03%	17.85%	15.28%
生物制品	122.92	150.58	195.27	124.90	70.05
生物制品增速	15.06%	22.50%	29.67%	53.22%	61.31%
医疗服务	201.50	274.06	368.84	209.65	117.55
医疗服务增速	46.63%	36.01%	34.58%	37.02%	39.93%
医疗器械	459.79	536.19	664.08	369.22	199.34
医疗器械增速	17.12%	16.61%	23.85%	23.38%	24.55%
医药商业	2721.88	3286.06	3896.52	2166.42	1119.61
医药商业增速	16.78%	20.73%	18.58%	14.53%	10.73%
原料药	418.96	476.02	551.71	320.70	157.94
原料药增速	3.59%	13.62%	15.90%	22.61%	16.75%
医药生物	6950.65	8109.91	9606.52	5394.37	2778.01
医药生物增速	12.86%	16.68%	18.45%	19.32%	16.66%
归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	149.54	170.86	186.89	115.48	58.24
化学制剂增速	18.74%	14.25%	9.38%	16.40%	11.74%
中药	276.75	279.65	301.24	170.84	84.76
中药增速	23.98%	1.05%	7.72%	13.28%	7.73%
生物制品	29.54	38.37	48.75	31.25	16.98
生物制品增速	23.87%	29.91%	27.03%	37.35%	45.45%
医疗服务	21.24	24.90	31.23	17.18	11.84
医疗服务增速	47.89%	17.20%	25.45%	33.27%	26.98%
医疗器械	63.20	72.61	85.34	52.87	30.54
医疗器械增速	19.69%	14.89%	17.53%	21.00%	23.72%
医药商业	75.08	94.88	117.28	70.11	36.51
医药商业增速	14.47%	26.36%	23.61%	15.95%	16.11%
原料药	37.10	50.00	56.86	37.17	17.38
原料药增速	46.38%	34.78%	13.72%	37.04%	12.82%
医药生物	652.46	731.26	827.58	494.90	256.26
医药生物增速	22.85%	12.08%	13.17%	18.70%	14.74%
扣非净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018H1	2018Q2
化学制剂	126.78	150.16	154.23	102.05	51.39
化学制剂增速	15.72%	18.44%	2.71%	13.53%	7.25%
中药	232.89	244.38	270.90	158.58	77.56
中药增速	15.89%	4.93%	10.86%	10.43%	3.75%
生物制品	27.17	36.08	46.70	29.58	16.02
生物制品增速	24.14%	32.75%	29.46%	38.52%	47.61%

医疗服务	18.95	22.33	27.74	15.74	10.96
医疗服务增速	30.47%	17.82%	24.27%	29.07%	24.43%
医疗器械	55.00	61.99	67.61	46.57	26.56
医疗器械增速	16.78%	12.72%	9.07%	19.79%	17.34%
医药商业	69.26	87.04	105.15	67.03	34.56
医药商业增速	19.90%	25.66%	20.82%	17.48%	19.30%
原料药	31.99	46.01	51.27	34.92	16.03
原料药增速	46.72%	43.83%	11.42%	42.36%	15.16%
医药生物	562.04	647.97	723.61	454.47	233.07
医药生物增速	18.67%	15.29%	11.67%	17.28%	12.13%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：234 家样本公司，选取情况详见附录

表 4：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入增速	2018H1	同比变化	2018Q2	同比变化	扣非净利润(亿元)	2018H1	同比变化	2018Q2	同比变化
化学制剂	23.21%	8.56%	20.58%	5.15%	化学制剂	16.40%	4.58%	11.74%	2.30%
中药	17.85%	2.72%	15.28%	-0.18%	中药	13.28%	6.85%	7.73%	-5.68%
生物制品	53.22%	31.58%	61.31%	43.80%	生物制品	37.35%	8.59%	45.45%	19.36%
医疗服务	37.02%	-7.18%	39.93%	-2.81%	医疗服务	33.27%	-7.10%	26.98%	-17.05%
医疗器械	23.38%	0.23%	24.55%	7.41%	医疗器械	21.00%	-4.05%	23.72%	3.69%
医药商业	14.53%	-9.14%	10.73%	-17.83%	医药商业	15.95%	-10.39%	16.11%	-7.28%
原料药	22.61%	8.37%	16.75%	3.40%	原料药	37.04%	39.95%	12.82%	21.37%
医药生物	19.32%	-0.59%	16.66%	-4.91%	医药生物	18.70%	5.40%	14.74%	0.57%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：234 家样本公司，选取情况详见附录；医疗服务子行业标的较少，上市公司含非医疗服务收入较大，美年健康于 2016 年借壳上市同时业绩体量大等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

2.2. 化学制剂子板块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹

化学制剂板块在龙头企业和国企改革的带动下，收入和净利润保持了稳定的增长，由于全国“两票制”逐步落地，制剂企业企业低开转高开逐渐完成过渡，化学制剂板块 2018H1 收入增速明显提升，高于利润增速。招标及取消药品加成带来的药品降价影响逐步减弱，板块内生增长速度呈现出反弹。其中恒瑞医药、复星医药、华东医药、华润双鹤、丽珠集团、科伦药业等企业体量大，利润增速快，稳定了化学制剂子板块的增速。化学制剂子板块中国有企业改革、资产置换，以及外延并购活跃，收益于整体医保目录调整，加上新一轮药品招标不断落地，成为 2018 年二季度增长的重要动力。

2018 年化学制剂子行业受两票制、招标降价、取消药品加成等政策影响，行业经历了调整阶段。2018H1 销售收入实现增长 23.81%，相比 2017 全年上升 9.21 个百分点，整体归母净利润增速实现增长 16.83%，相比 2017 全年下降 22.73 个百分点，主要由于板块中丽珠集团、现代制药等大型药企资产处置及外延并购导致归母净利润大幅提升。整体扣非归母净利润增速实现增长 14.41%，相比 2017 全年上升 9.57 个百分点；扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 23.21%，高于去年全年 8.53 个百分点，归母净利润

增速为 16.40%，高于去年全年 7.02 个百分点，扣非净利润增速为 13.53%，高于去年全
年 10.82 个百分点。

图 15: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)

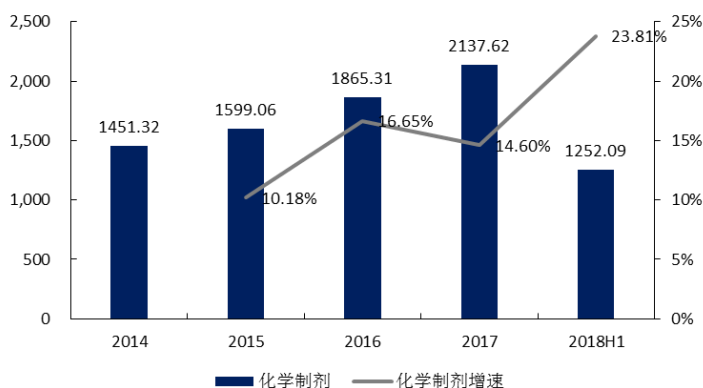
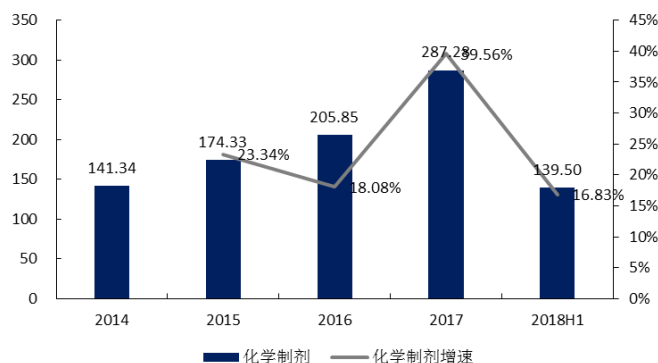


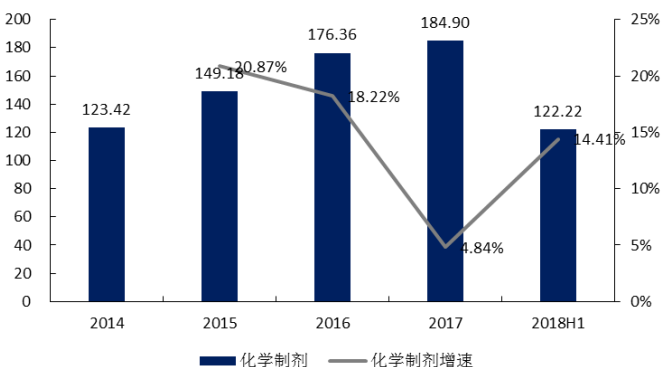
图 16: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 53 家样本公司, 选取情况详见附录

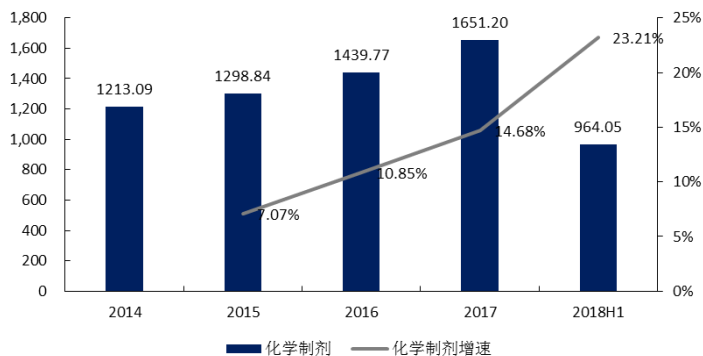
图 17: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 53 家样本公司, 选取情况详见附录

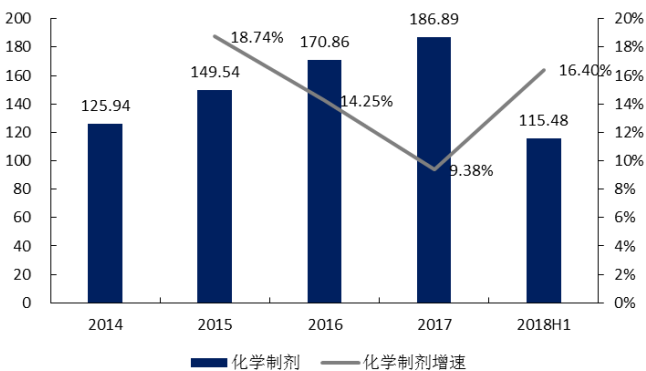
图 18: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 53 家样本公司, 选取情况详见附录

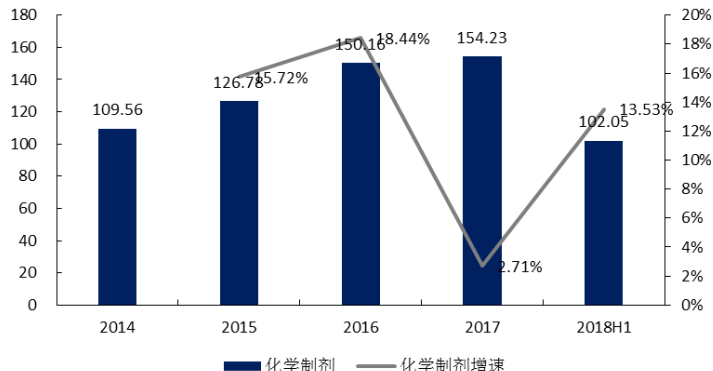
图 19: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 48 家样本公司, 选取情况详见附录

图 20: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

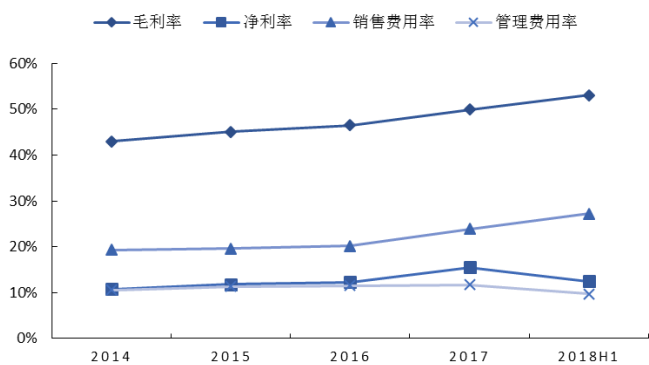
备注: 48 家样本公司, 选取情况详见附录

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 48 家样本公司, 选取情况详见附录

2018H1 毛利率为 53.07%，高于去年全年 3.17 个百分点，净利率 12.40%，同比下降 3.12 个百分点，销售费用率为 27.18%，高于去年全年 3.33 个百分点，管理费用率为 9.66%，低于去年全年 1.99 个百分点。行业毛利率提升主要由于受两票制全面推行影响，公司药品低开转高开，同时销售费用大幅提升所致。药品招标降价使整体净利率出现略微下滑。

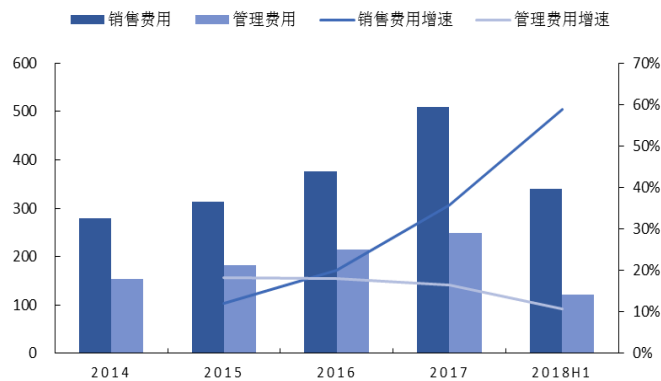
图 21：化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：53 家样本公司，选取情况详见附录

图 22：化学制剂行业费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：53 家样本公司，选取情况详见附录

2.3. 消费升级+中药保健成为中药板块增长动力，2018 年 H1 业绩增速稳中有升

2018 年以来中药子板块迎来重要行业变化：1) 医院端销售受到两票制、招标降价、取消药品加成、抑制辅助用药等政策影响，以及“低开转高开”边际效应的减弱，整体医院内中药销售增长乏力；2) OTC 端迎来了消费升级，涨价+集中度提升放量的发展时期，同时叠加流感等因素为 OTC 行业的增长提供了充足的动力，成为中药领域表现最为突出的细分领域。虽然中药注射剂企业受到行业政策影响较大，但中药配方颗粒中药饮片、中成药产品实现稳定增长。中药板块整体在 2018 年 H1 和 2018 年 Q2 业绩稳步增长。

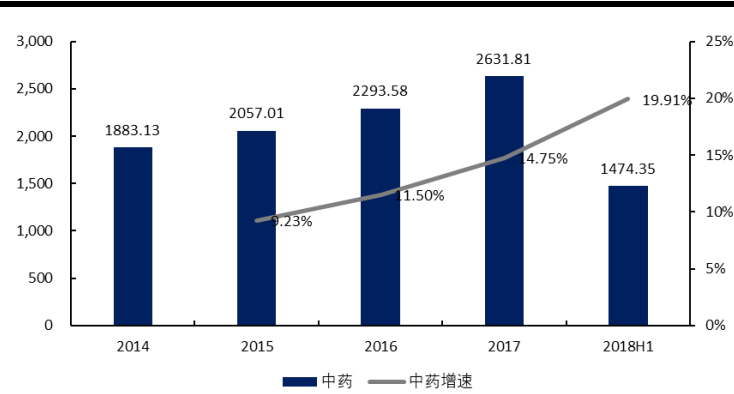
2018 年 H1 中药子行业实现销售收入 1,474.35 亿元，同比增长 19.91%，同比上升 7.62 个百分点。扣除事件影响外，实现销售收入 1,239.43 亿元，同比增速 17.85%，高于去年同期 2.72 个百分点。

整体归母净利润和扣非净利润增长稳定，分别达到 207.96 亿元和 183.61 亿元，同比增长分别为 21.68%和 12.74%，均好于去年同期水平。扣除事件影响外，归母净利润和扣非净利润分别为 170.84 亿元和 158.58 亿元，分别同比增速 13.28%和 10.43%，好于 2017 年同期水平。

2018 年 4-6 月，中药子行业在 2017 年 Q2 高基数以及行业政策整体影响下，业绩低于流感因素的 2018 年 Q1 和 2017 年同期增长水平。中药子行业整体收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 17.54%、19.45%和 4.21%；扣除事件影响外的标的合计收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 15.28%、7.73%和 3.75%，低于 2017 年同期

水平。

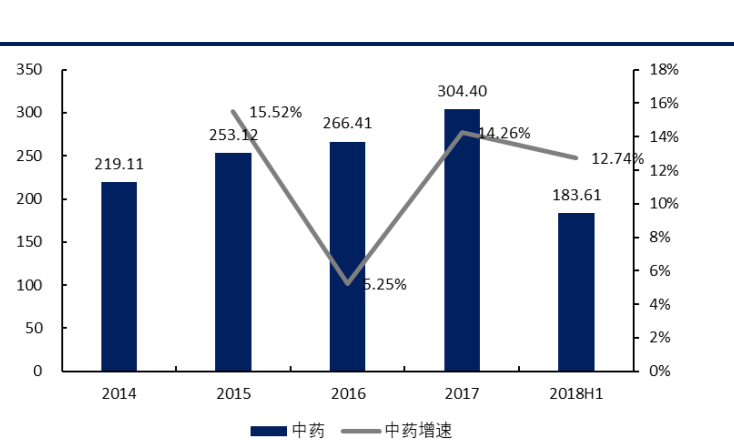
图 23: 中药子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 69 家样本公司, 选取情况详见附录

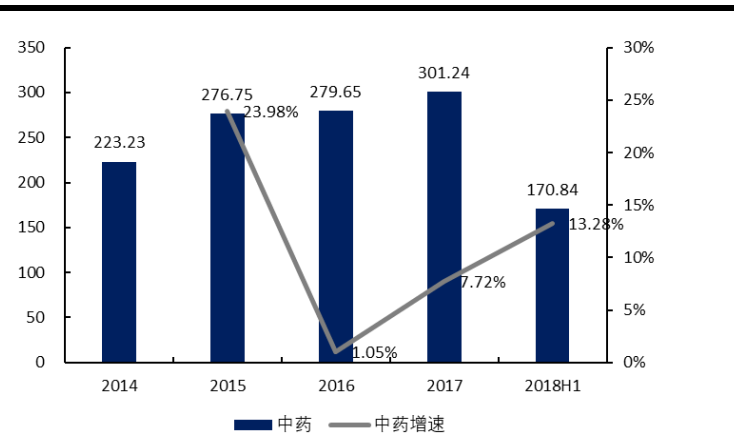
图 25: 中药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 69 家样本公司, 选取情况详见附录

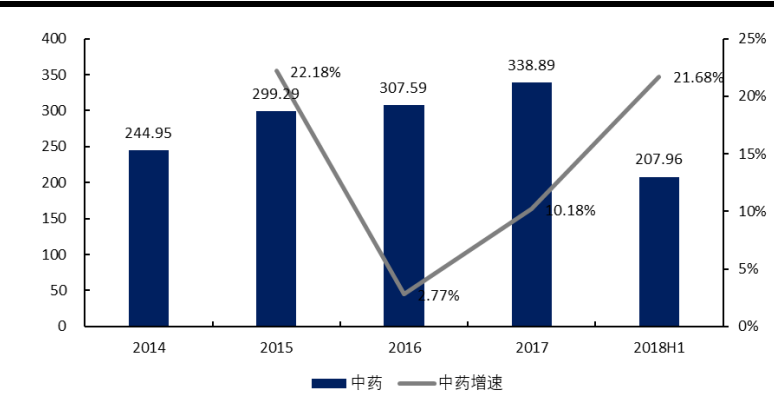
图 27: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 62 家样本公司, 选取情况详见附录

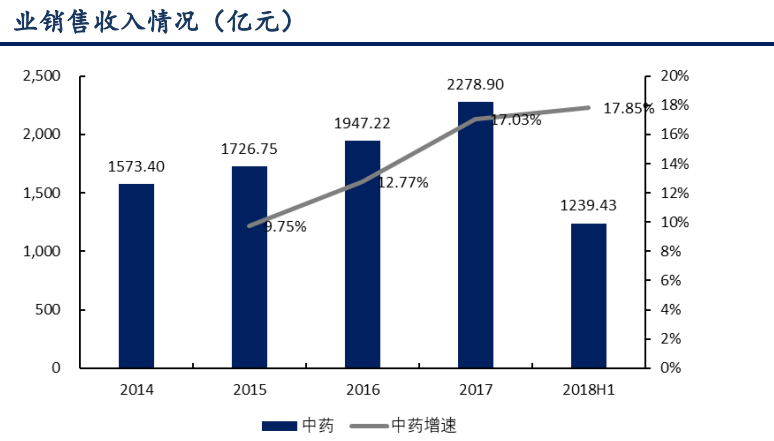
图 24: 中药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 69 家样本公司, 选取情况详见附录

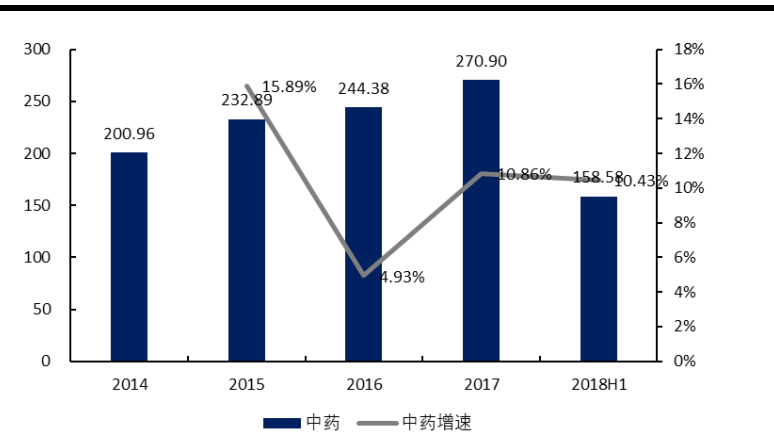
图 26: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 62 家样本公司, 选取情况详见附录

图 28: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业扣非净利润情况 (亿元)

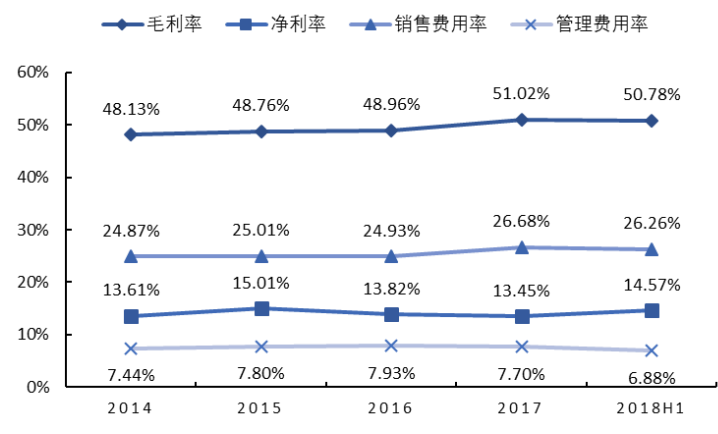


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 62 家样本公司, 选取情况详见附录

中药板块今年来的毛利率与净利润率处于上升周期，2018H1 毛利率为 50.78%，高于 2017 年同期 1.44 个百分点；净利率为 14.57%，高于 2017 年同期 0.15 个百分点。销售费用率相对稳定，2018 年 H1 为 26.26%，同比增长了 1.87 个百分点，管理费用率为 6.88%，降低 0.24 个百分点，销售费用率上升，管理费用率下降的趋势仍在延续。

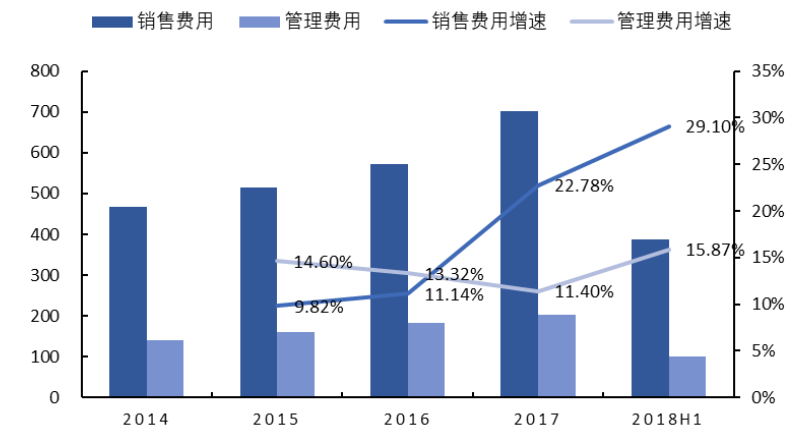
图 29：中药行业毛利率&净利率以及费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：69 家样本公司，选取情况详见附录

图 30：中药行业费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：69 家样本公司，选取情况详见附录

2.4. 新品上市叠加血液制品回暖推动上半年业绩增长，疫苗事件影响下半年增速将放缓

生物制品板块中的血液制品行业 2017 年迎来底部。2017 年由于两票制及供需关系的改变，叠加人血白蛋白进口数量的增长，白蛋白和静丙价格下滑明显。2018 年上半年，行业整体下降趋势趋缓，未来重拾增长可期。

疫苗行业则随着重磅产品的相继上市和行业的变化，为各家公司带来了快速业绩增长：智飞生物代理的 HPV 四价疫苗及三联苗、康泰生物的四联苗、长春高新的水痘疫苗及狂犬疫苗均实现了快速增长。

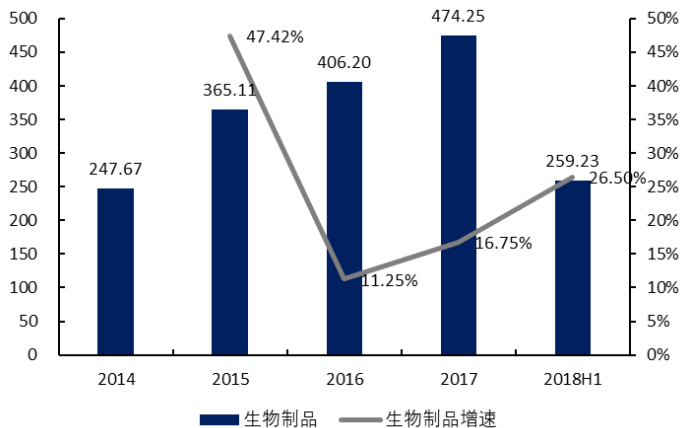
2018H1 生物制品子行业销售收入实现增长 26.50%，扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 53.22%，分别高于去年同期 8.11 和 31.58 个百分点。

扣非净利润增速由于血液制品处于底部，拉低了整个行业的增速。整体扣非净利润下滑 30.98%。

考虑 7 月份的“疫苗事件”，我们认为下半年二类国产疫苗销量增速将出现下滑，生物制品板块下半年增速将会放缓。

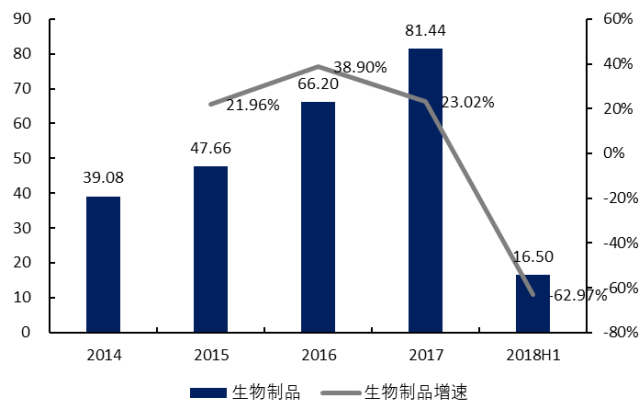
图 31：生物制品子行业销售收入情况（亿元）

图 32：生物制品子行业归母净利润情况（亿元）



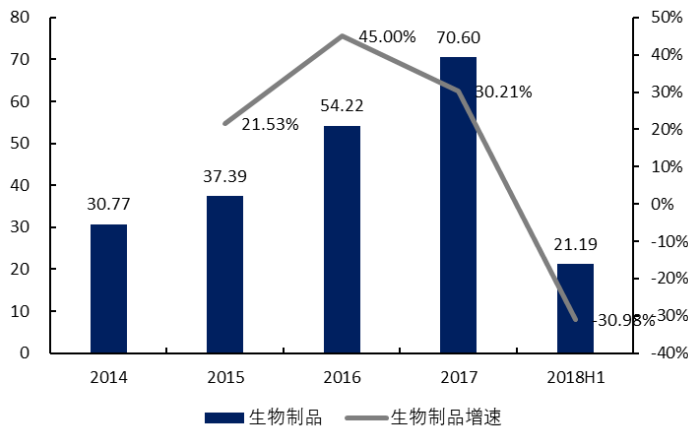
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 33：生物制品子行业扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 34：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况（亿元）



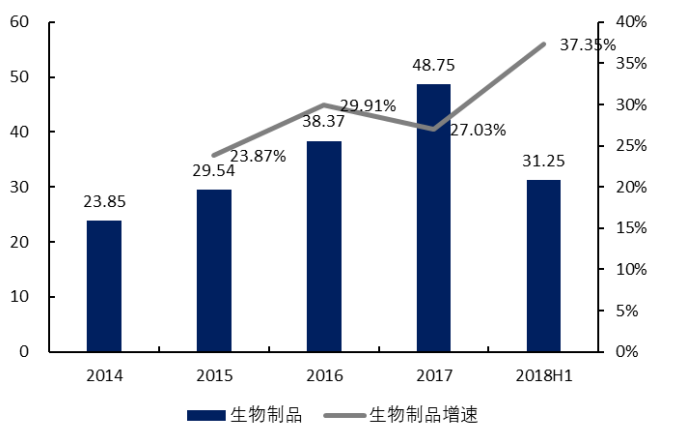
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 35：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况（亿元）

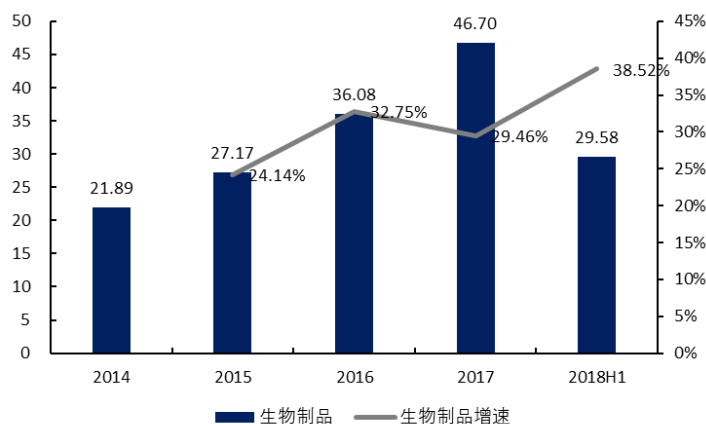


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：15 家样本公司，选取情况详见附录

图 36：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况（亿元）



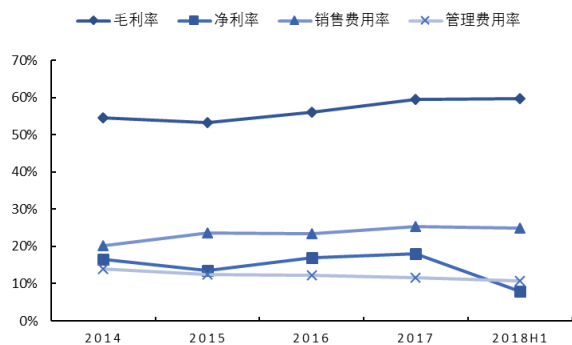
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：15 家样本公司，选取情况详见附录



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：15 家样本公司，选取情况详见附录

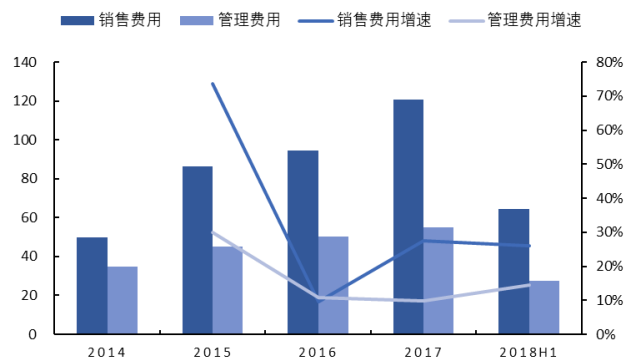
由于 2017 年开始推行的两票制，致使疫苗企业以外的生物制品企业逐步开始“低开转高开”，因此可以看出 2018 年上半年企业整体毛利率出现上升，从 2017 年的 59.55% 提升至 59.70%。由于一些标的事件影响导致带来非经常性损益加大，整体净利率下滑明显，从 2017 年的 18.06% 下降至 7.91%

图 37：生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 38：生物制品子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

2.5. 在消费需求升级和 CRO 等业务的带动下医疗服务子板块延续了近年来高速增长的趋势

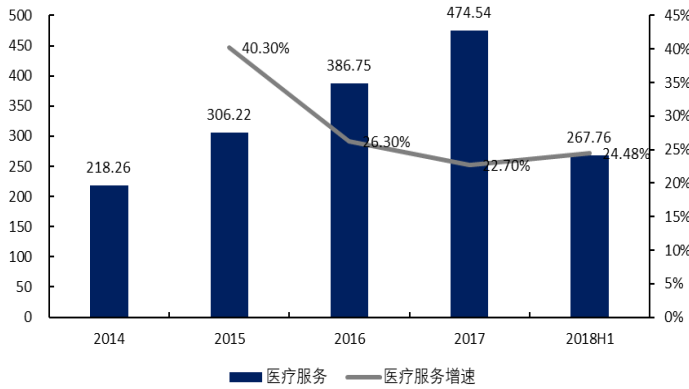
医疗服务子行业依然是最具活力的细分子板块。一方面，以美年健康、爱尔眼科为代表的连锁医院在消费升级的助力下，内生+外延双轮驱动高速增长。另一方面，以泰格医药为代表的 CRO 公司，受益于一致性评价 BE 订单增加而业绩提升。

收入端来看，2018 年 H1 医疗服务子行业实现销售收入 267.76 亿元，同比增长 24.48%；扣除事件影响外，2018 年 H1 实现销售收入 209.65 亿元，同比增长 37.02%。利润端来看，2018 年 H1 医疗服务子行业归母净利润和扣非净利润分别达到 51.22 亿元和 26.91 亿元，分别同比增长 116.18% 和 17.55%；扣除事件影响外，2018 年 H1 归母和扣非净利润为 17.18 亿元和 15.74 元，分别同比增长 33.27% 和 29.07%，板块业绩增长强劲。

2018 年 Q2 医疗服务子行业实现销售收入 153.25 亿元，同比增长 22.28%；扣除事件影响外，2018 年 Q2 收入为 117.55 亿元，增速为 39.93%。2018 年 Q2 医疗服务子板块扣除事件影响标的后，整体归母净利润和扣非净利润分别达到 11.84 亿元和 10.96 亿元，实现同比增长 26.98% 和 24.43%。医疗服务子板块在公司内生、外延等方面发展迅速，业绩提升速度快、上升空间大，成为业绩表现良好的医药细分子板块之一。

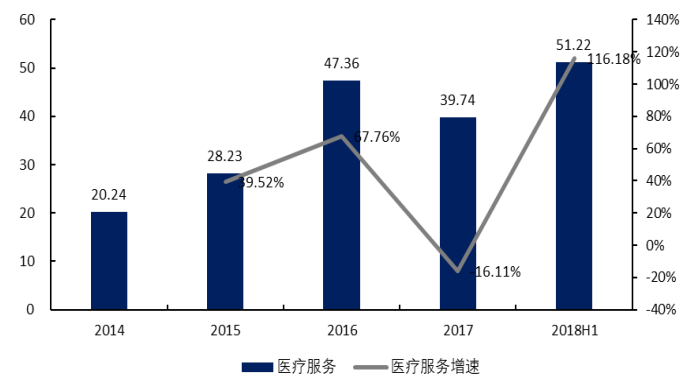
图 39：医疗服务子行业销售收入情况（亿元）

图 40：医疗服务子行业归母净利润情况（亿元）



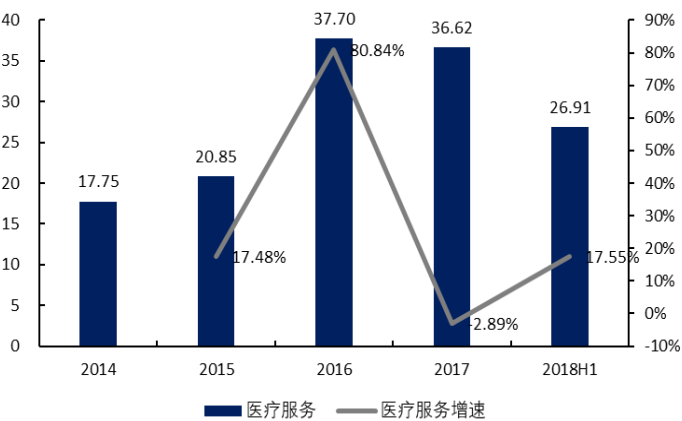
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 16 家样本公司, 选取情况详见附录

图 41: 医疗服务子行业扣非归母净利润情况 (亿元)



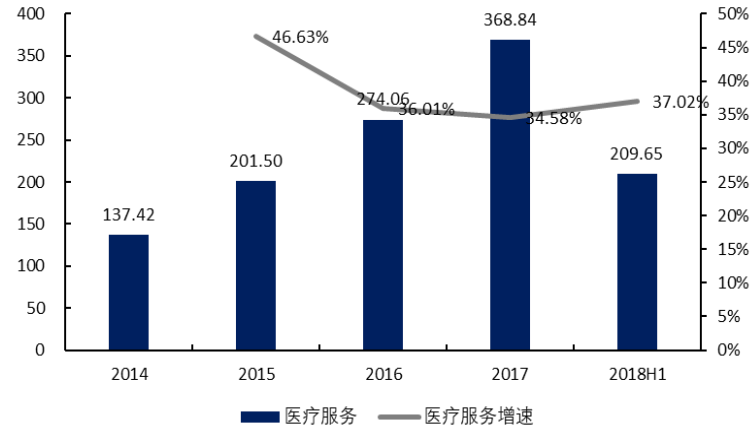
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 16 家样本公司, 选取情况详见附录

图 42: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)



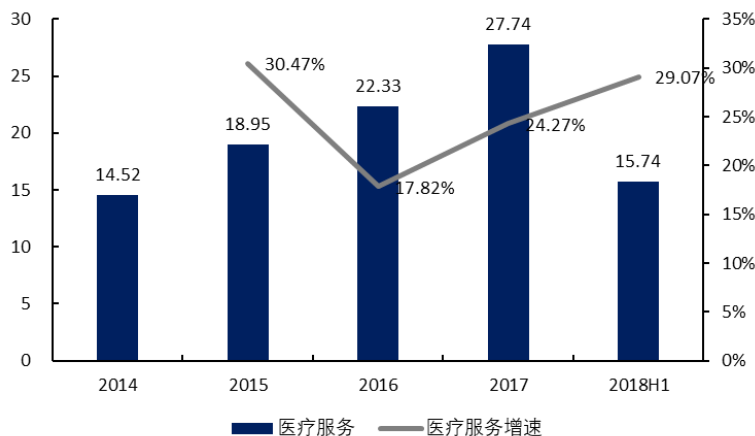
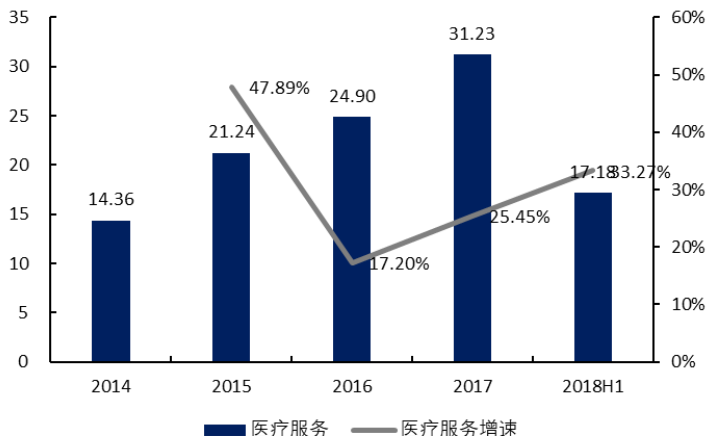
数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 16 家样本公司, 选取情况详见附录

图 43: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所
备注: 11 家样本公司, 选取情况详见附录

图 44: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 11 家样本公司, 选取情况详见附录

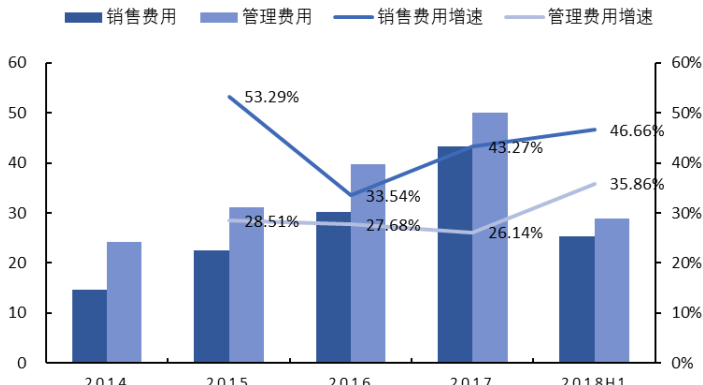
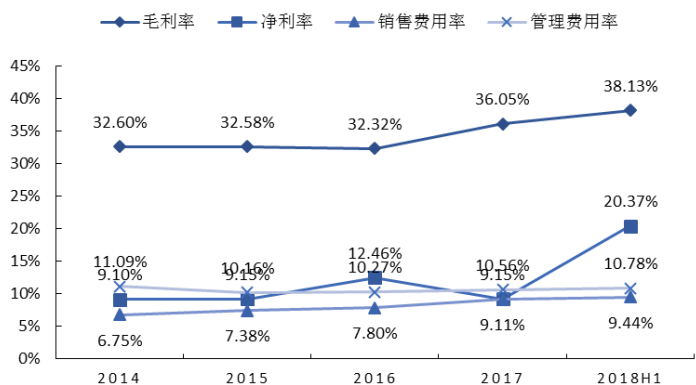
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 11 家样本公司, 选取情况详见附录

2018 年 H1 医疗服务子板块整体毛利率和净利率大幅上升, 分别达到 38.13% 和 20.37% (由于国际医学营业务收入较大, 剔除国际医学), 比上年同期分别增长 1.96pp 和 8.78pp。费用率方面, 2018 年 H1 行业整体销售费用率和管理费用率保持了稳定, 分别为 9.44% 和 10.78%, 费用增长基本与收入增长相匹配。我们认为在新医改全面理顺我国医疗服务价格后, 行业利润率有望迎来提升, 而增长较快的人力、设备折旧及租金等成本也使得费用增加较快。

图 45: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况

图 46: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 16 家样本公司, 选取情况详见附录

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

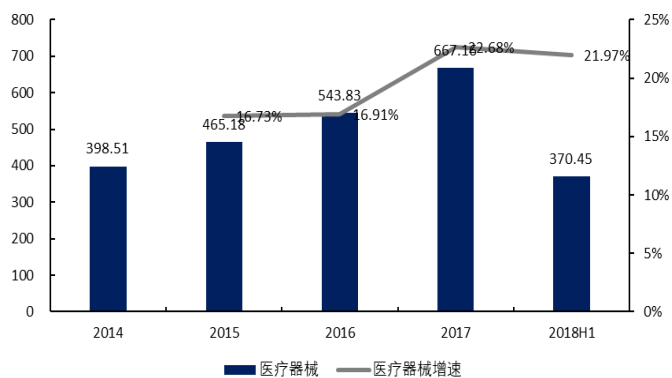
备注: 16 家样本公司, 选取情况详见附录

2.6. 2018 年 H1 医疗器械板块(剔除后)收入增长 23.38%, 业绩增长 21.00%, 行业回到 20%+ 的高速增长阶段

医疗器械子行业的核心逻辑在于通过不断地外延发展获取更多的产品、技术、市场份额等优势。整个板块在经历了 2015 年的业绩低谷后, 通过“内生+外延”的发展模式, 逐渐恢复活力, 2018 年 H1 收入和利润增速均延续了 2017 年的发展趋势。

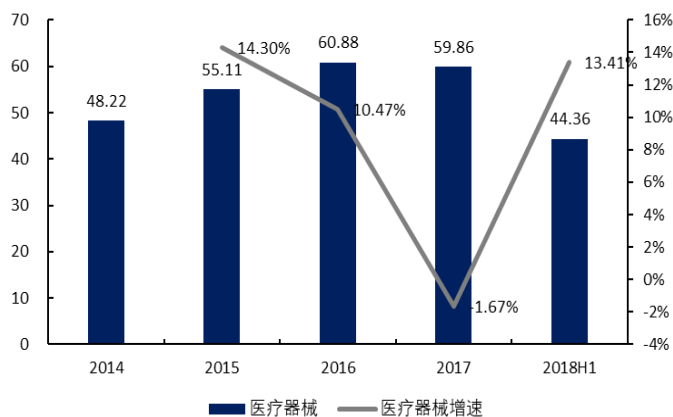
图 47: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)

图 48: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)



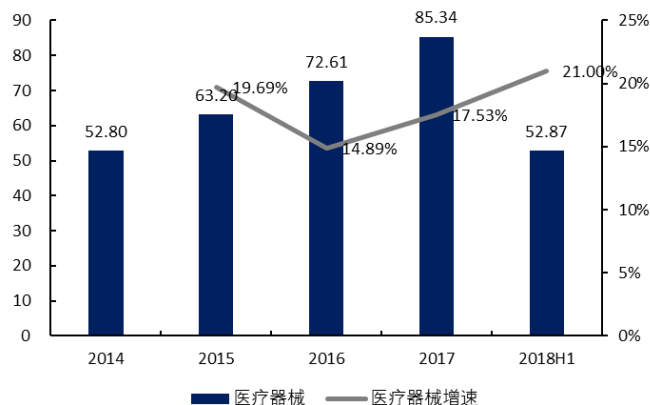
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：52 家样本公司，选取情况详见附录

图 49：医疗器械子行业扣非净利润情况（亿元）

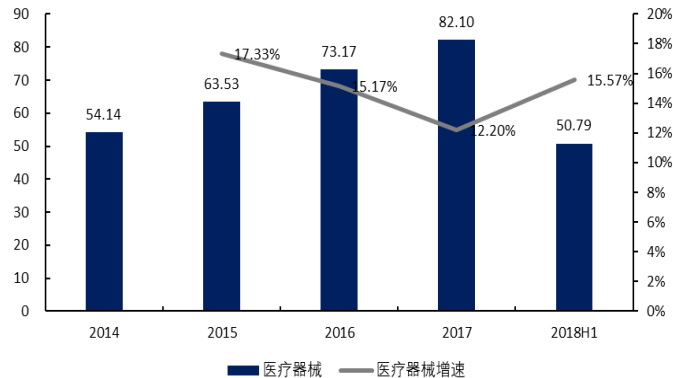


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：52 家样本公司，选取情况详见附录

图 51：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况（亿元）

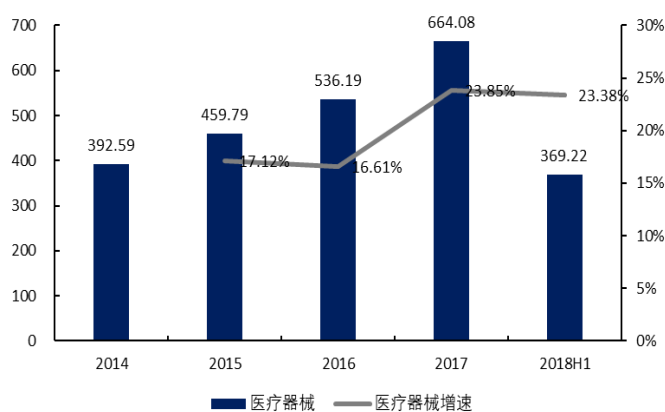


数据来源：Wind，东吴证券研究所



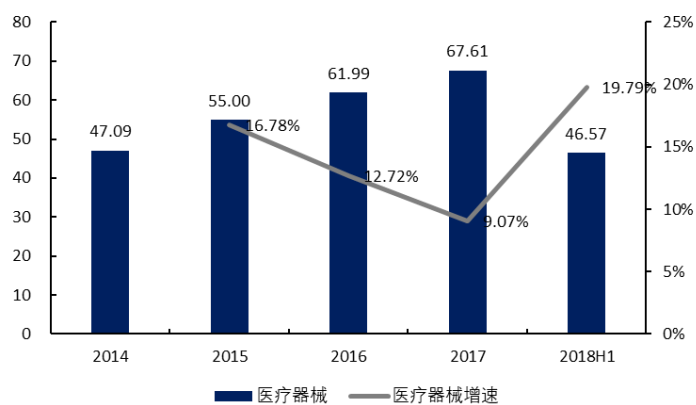
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：52 家样本公司，选取情况详见附录

图 50：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：51 家样本公司，选取情况详见附录

图 52：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

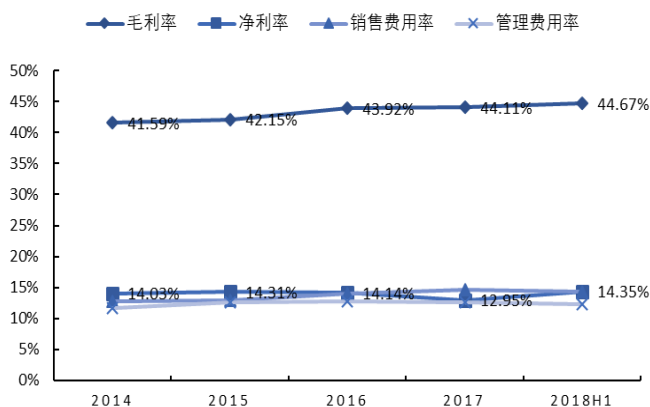
备注：51 家样本公司，选取情况详见附录

备注：51 家样本公司，选取情况详见附录

2018 年 H1 医疗器械子行业实现销售收入 370.45 亿元，同比增长 21.97%，低于 2017 年同期 1.41 个百分点；扣除事件影响外，收入增速达到 369.22 亿元，同比增长 23.38%，好于去年同期 0.23%。2018 年 1-6 月，医疗器械子板块归母净利润和扣非净利润增速低于去年同期水平，分别为 15.57% 和 13.41%，但好于 2017 年全年的增速；扣除事件影响外，归母净利润和扣非净利润增速分别为 21.00% 和 19.79%，略低于 2017 年同期增速水平。

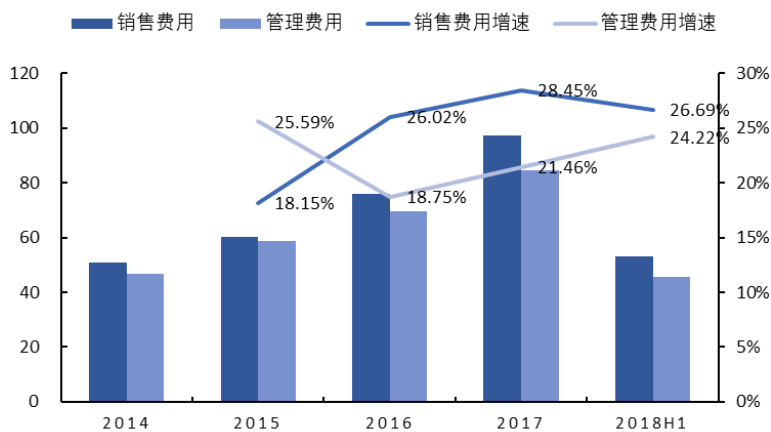
2018 年 4-6 月，医疗器械子行业整体增长有所提高，收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 22.04%、14.29% 和 6.79%；扣除事件影响外收入、归母扣非净利润增速分别为 24.55%、23.72% 和 17.34%，显著高于上年同期水平，行业增长情况持续好转。

图 53：医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：52 家样本公司，选取情况详见附录

图 54：医疗器械子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：52 家样本公司，选取情况详见附录

伴随着产品升级和外延发展，医疗器械行业的毛利率稳步上升，2018 年 H1 的毛利率和净利率分别为 44.67% 和 14.35%，较 2017 年同期水平分别上升 0.06% 和下降 0.76%，整体处于稳定水平。医疗器械样本公司合计销售费用和管理费用在 2018 年 H1 的增速得到有效控制，增速分别为 26.69% 和 24.22%，较上年同期分别下降了 2.29% 和上升了 5.73%，导致销售费用率和管理率费用率分别上升到 14.30% 和 12.34%。

2.7. 医药商业利润增速放缓，内生、外延驱动零售药店增长亮眼

在“两票制”“营改增”“94 号文”组合拳之下，医药商业子板块在近一年发生重要的变化。两票制执行初期对调拨业务影响较大，导致医药商业企业业务增速受到影响。

2018 年 H1 医药商业子行业销售收入实现增长 17.81%；扣除并表以及事件影响外，收入增速为 14.53%，收入增速比较平稳。主要原因是两票制执行过程中，直销业务的增长抵消了调拨业务的下降。

净利润端，医药商业子板块 2018H1 整体扣非净利润增速放缓，实现增长 10.69%；扣除并表以及事件影响外，扣非净利润增速为 15.95%。增速放缓的主要原因是融资成本和市场开发成本的增加。

图 55：医药商业子行业销售收入情况（亿元）

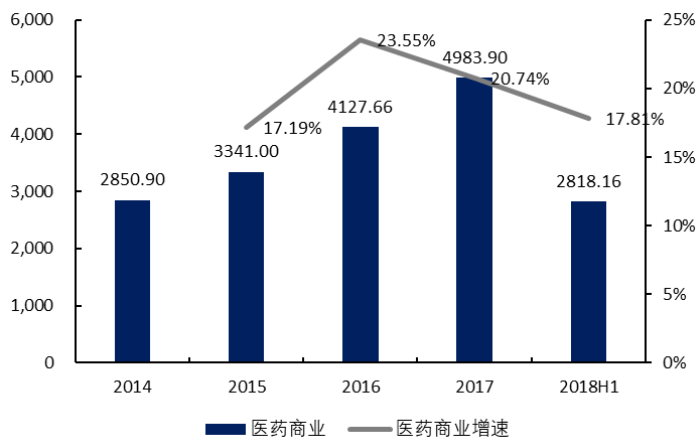
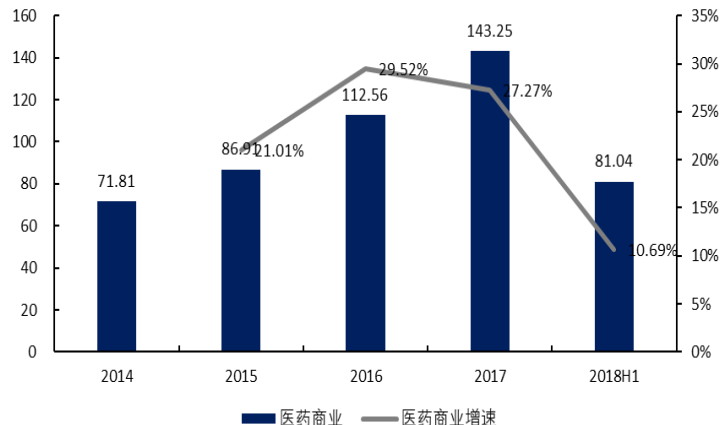


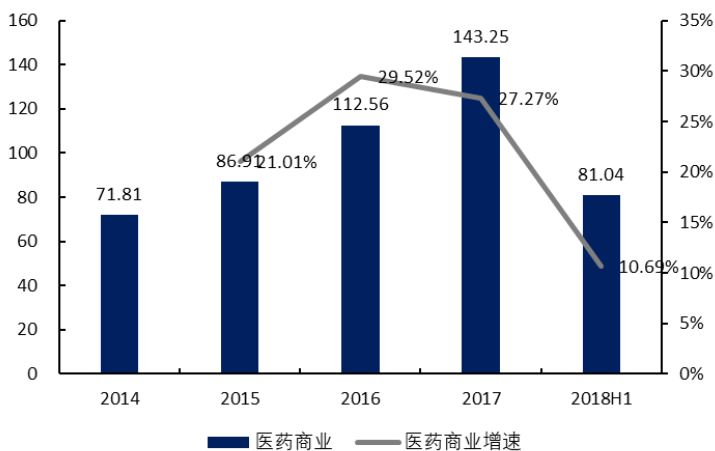
图 56：医药商业子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

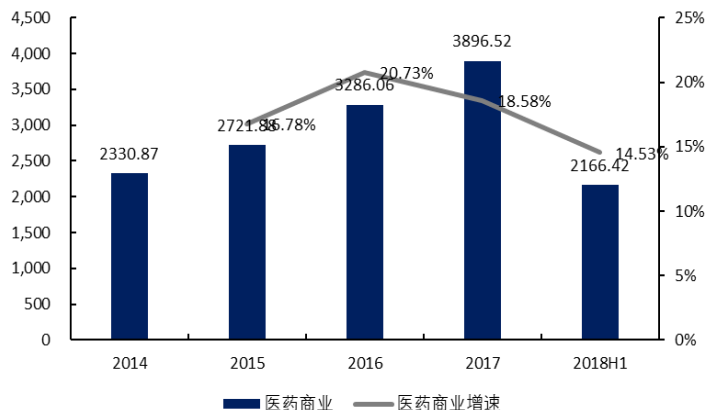
图 57：医药商业子行业扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 58：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

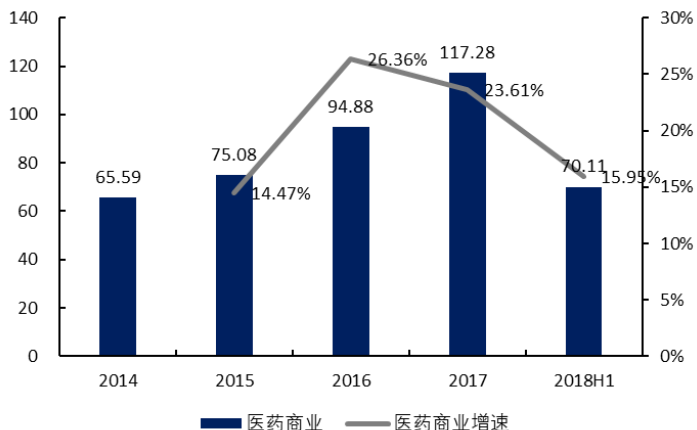
备注：25 家样本公司，选取情况详见附录

图 59：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业扣非净利润情况（亿元）

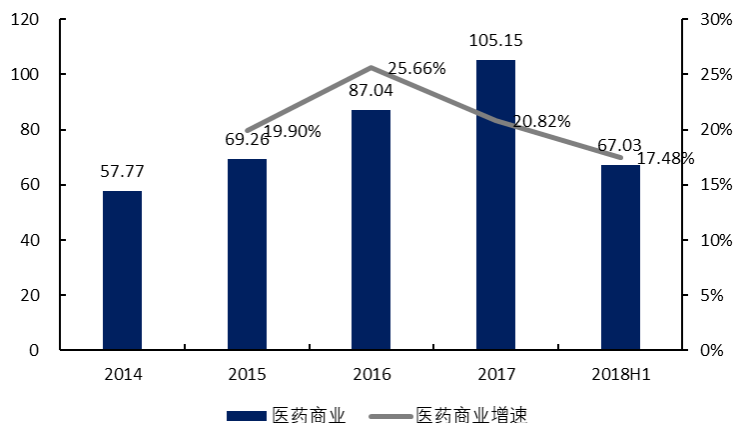
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：22 家样本公司，选取情况详见附录

图 60：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药商业子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：22 家样本公司，选取情况详见附录

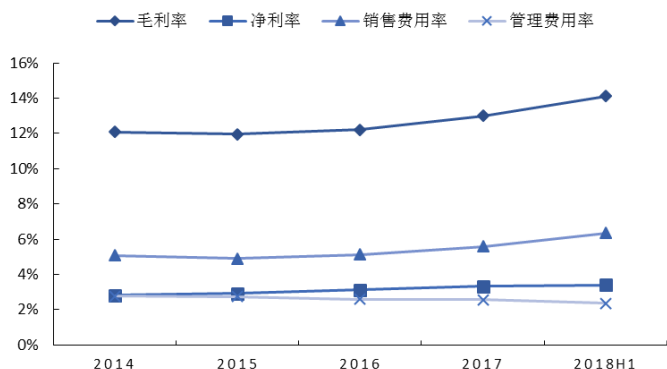


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：22 家样本公司，选取情况详见附录

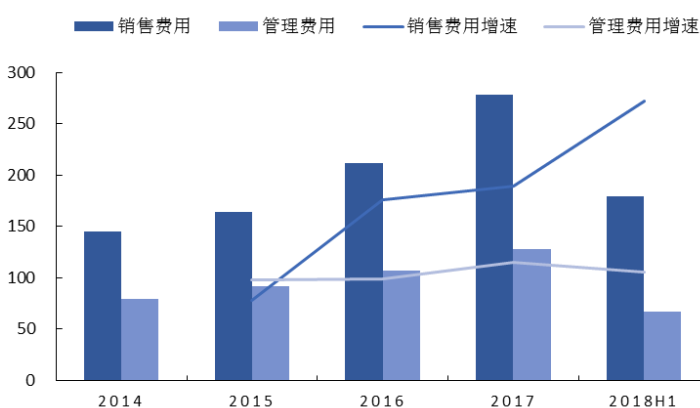
医疗商业的行业毛利率稳步上升,2018H1 毛利率为 14.12%,好于 2017 年的 12.99%;净利率略有升高,2018H1 医疗商业行业净利润率 3.41%。医药商业样本公司合计销售费用 2018H1 增速高达 45.41%,销售费用率上升为 6.35%;同期的管理费用率相对稳定,为 2.36%。

图 61: 医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况

图 62: 医药商业子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：23 家样本公司，选取情况详见附录



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：23 家样本公司，选取情况详见附录

2.8. 环保政策持续影响化学原料药供给，原料药子板块业绩弹性凸显

化学原料药子行业在 2016 年以来受到环境监管以及相关生产政策趋严，导致生产端去落后产能明显，带动维生素 (VA、VE、泛酸钙等) 等原料药价格上涨，驱动行业进入周期性的盈利高点，使整体基数处于高点，人民币年初以来持续升值对原料药出口业务的汇兑损失增大，环保趋严环保成本增加，再加上限抗对于抗生素整体板块影响持续，此外，板块占比比重较高的新和成、以及亿帆医药、浙江医药、金达威等利润端 2018H1 大幅提升，2018H1 原料药板块收入稳定增长，利润端呈现大幅上升。

2018H1 化学原料药子行业销售收入实现增长 28.25%，相比去年全年上升 10.59 个百分点；扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 22.61%，高于去年全年 6.71 个百分点。

整体归母净利润呈现大幅上升，2018H1 增长 81.76%，相比去年全年上升 60.81 个百分点；扣除并表以及事件影响外，归母净利润增长 37.04%，相比去年全年上升 23.32 个百分点。

图 63：化学原料药子行业销售收入情况（亿元）

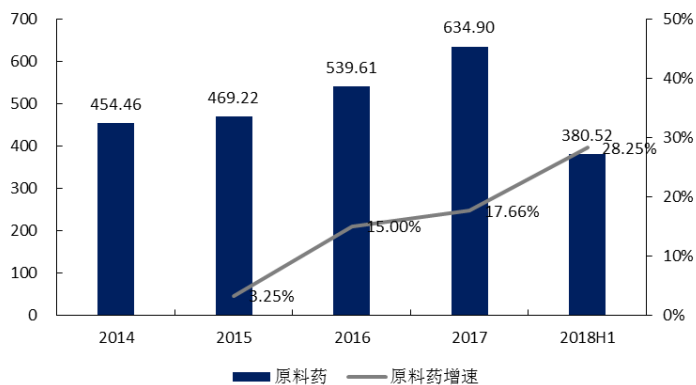
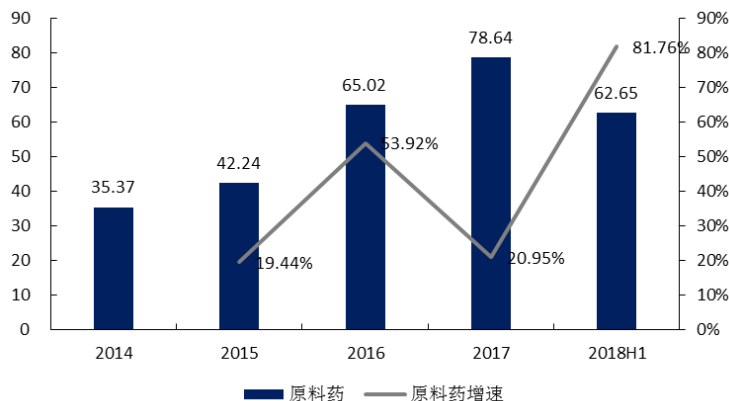


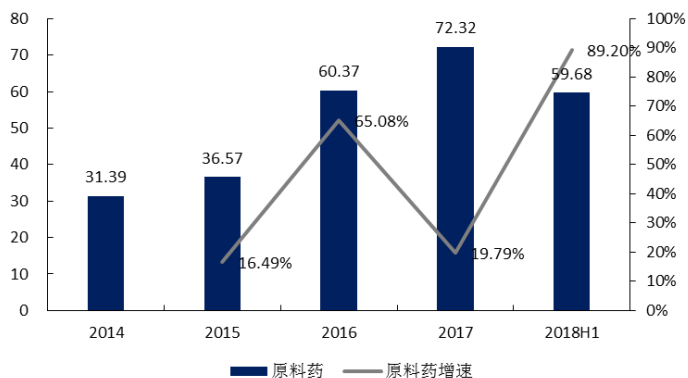
图 64：化学原料药子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：28 家样本公司，选取情况详见附录

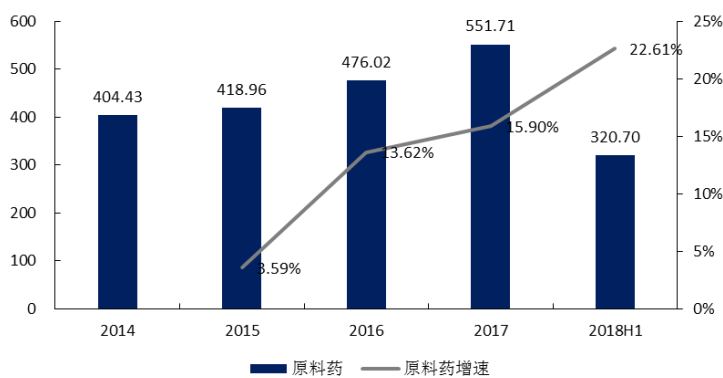
图 65：化学原料药子行业扣非归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：28 家样本公司，选取情况详见附录

图 66：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

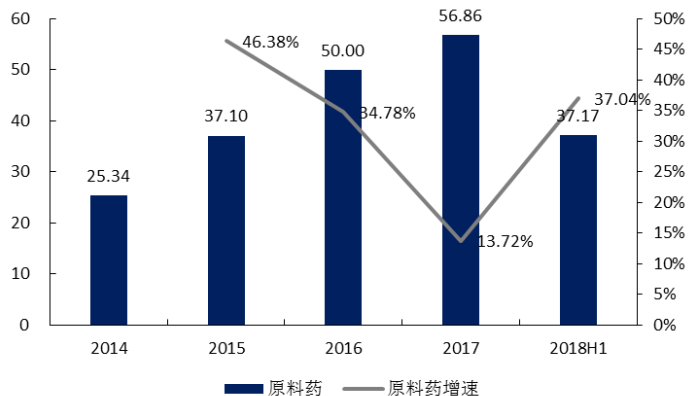
备注：28 家样本公司，选取情况详见附录

图 67：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况（亿元）

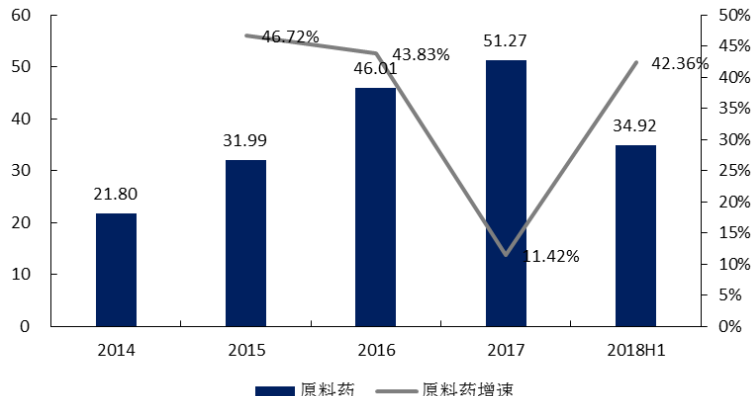
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：26 家样本公司，选取情况详见附录

图 68：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：26 家样本公司，选取情况详见附录



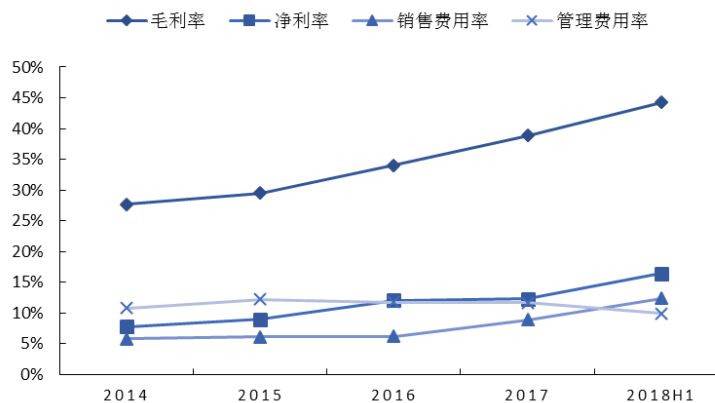
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：26 家样本公司，选取情况详见附录

整体扣非净利润 2018H1 增长 89.20%，相比去年全年上升 69.41 个百分点；扣除并表以及事件影响外，扣非净利润增长 42.36%，相比去年全年上升 30.94 个百分点。

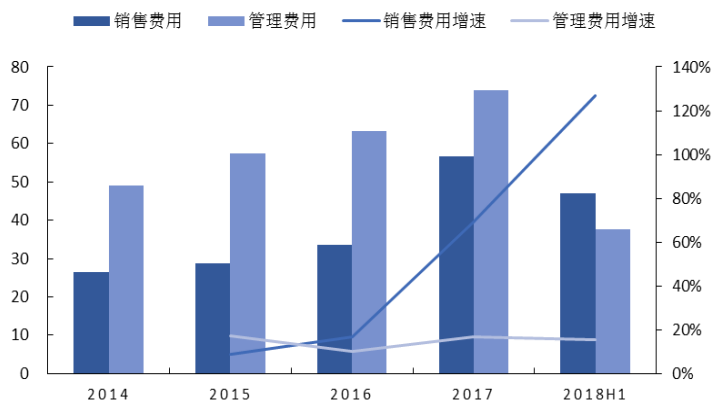
2018H1 毛利率为 44.27%，相比去年全年增长 5.41 个百分点，净利率 16.39%，相比去年全年上升 4.11 个百分点，销售费用率为 12.37%，相比去年全年增长了 3.46 个百分点，管理费用率为 9.89%，相比去年全年下降 1.73 个百分点，基本持平。行业毛利率提升主要受到环保趋严，落后产能淘汰，供应端紧张导致原料药价格提高所致，提价带来的毛利增加大部分转化为净利润，因此整体的净利率得到大幅提升。销售费用率的提升除了整体销售增加以外，部分原料药企业的制剂业务发展大力建设销售渠道也一定程度上提高了销售费用率。

图 69：原料药行业毛利率&净利率以及费用率情况

图 70：原料药行业费用情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：28 家样本公司，选取情况详见附录



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：28 家样本公司，选取情况详见附录

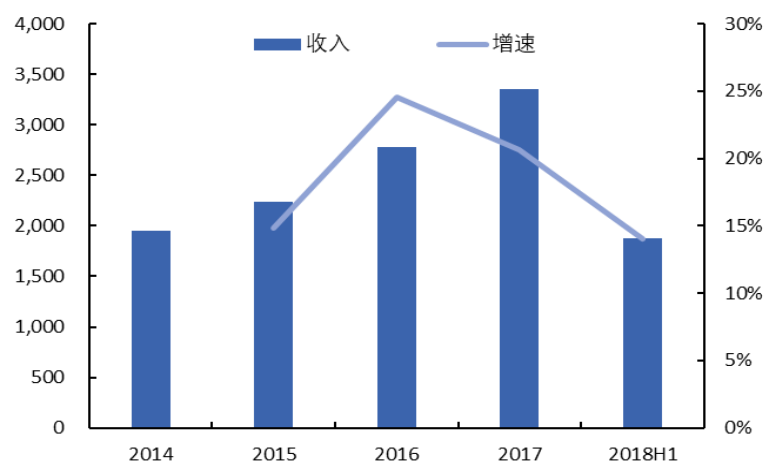
3. 顺应消费升级大趋势，自主消费类的医疗服务、连锁药店、疫苗、OTC 等细分领域增长迅速

3.1. 两票制等政策影响的边际效应减弱，区域性流通公司率先好转

两票制的推行，使得医药商业公司的商业模式发生了根本性的变化，调拨业务需要全国转变成纯销业务。由于区域性商业公司原本纯销比例较高，受两票制冲击更小，因此 2018H1 已经恢复增长，这也说明，两票制带来集中度提升，龙头公司份额变大的逻辑已经在区域性龙头公司中体现。

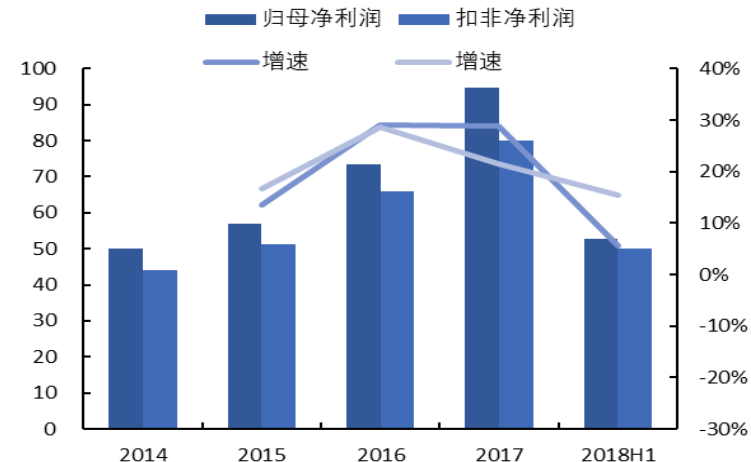
2018H1，全国性商业公司营业收入和扣非净利润增速分别为 14.04%和 15.47%，较 2017 年放缓。同期，区域性商业公司营业收入和扣非净利润增速分别为 26.29%和 15.10%，收入端较 2017 年加速明显。

图 71：全国性商业公司销售收入情况（亿元）



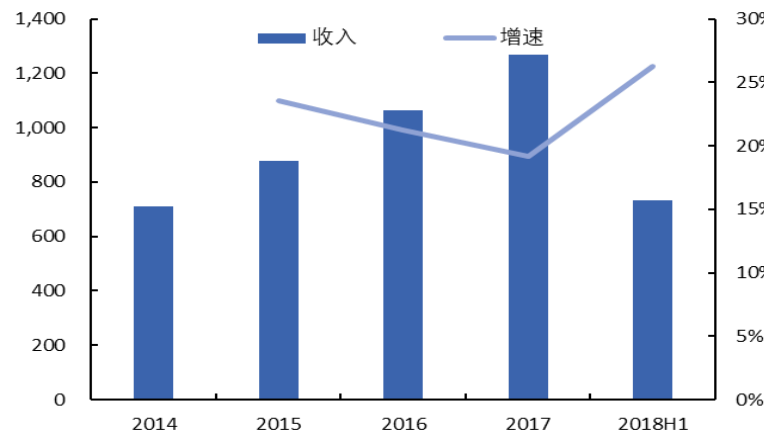
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：6 家样本公司，选取情况详见附录

图 72：全国性商业公司净利润和扣非净利润情况（亿元）



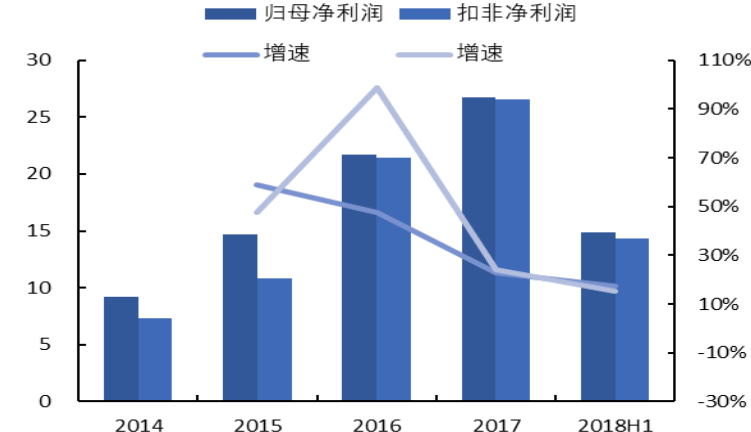
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：6 家样本公司，选取情况详见附录

图 73：区域性商业公司销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：8 家样本公司，选取情况详见附录

图 74：区域性商业公司净利润和扣非净利润情况（亿元）

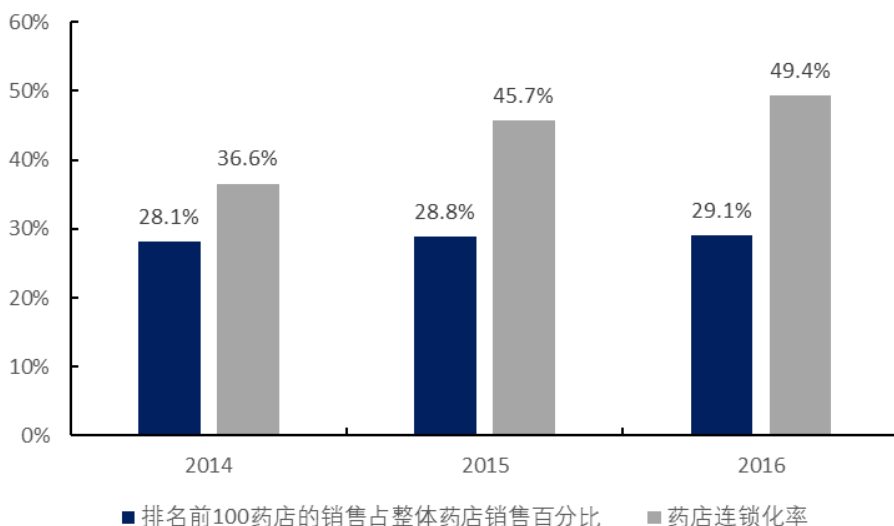


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：8 家样本公司，选取情况详见附录

3.2. 持续有效的外延、处方外流以及 OTC 行业的快速发展推动 2018 年 H1 药店板块成长迅速

药店板块的核心逻辑外延提高集中度在 2018 年再次得到印证，包括多起并购式发展，其中益丰药房并购新兴药房规模最大，再次提高行业的集中度。目前全国药店的连锁化率在 50% 左右，销售排名前 100 的药店占整个药品零售行业收入的 30% 左右，可见外延发展集中度提升的空间依然很大。

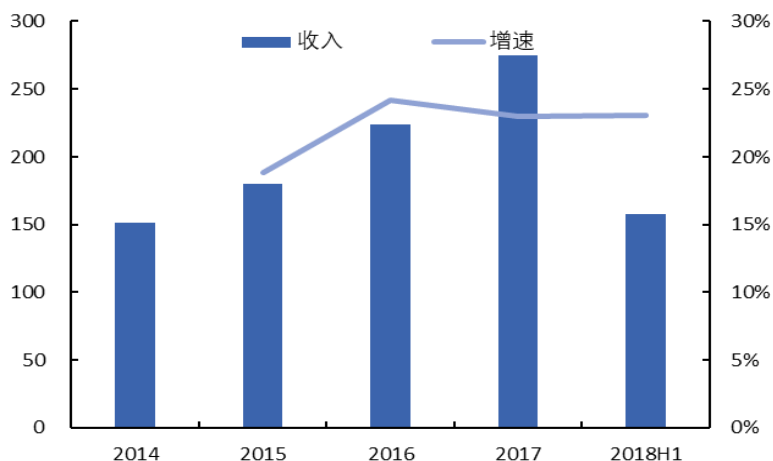
图 75：公立医院总收入、药品收入（亿元）及药占比变化情况



数据来源：《药品流通行业统计报告 2014-2016》，东吴证券研究所

内生方面，在 OTC 药品的涨价周期刚刚起步，叠加处方外流以及医保接入药店数量的快速增长，药店的内生发展也迎来了高峰期。2018 年 H1 在内生和外延的带动下，连锁药店增长亮眼，实现营业收入、净利润和扣非净利润增长分别为 23.04%、26.67% 和 23.72%，净利润增速较 2017 年增速均有所加快。

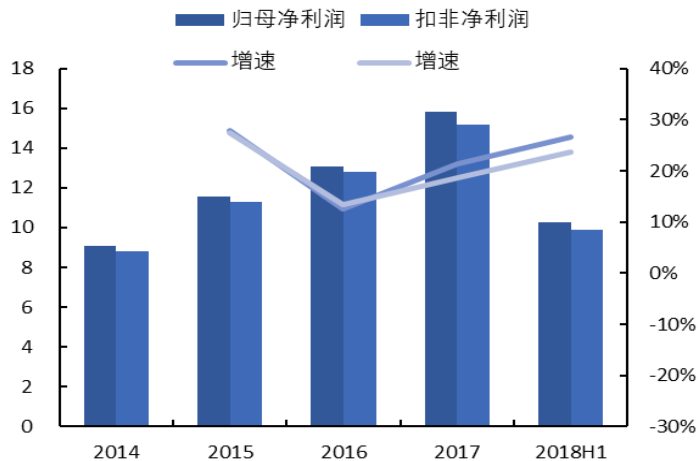
图 76：零售药店板块销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

图 77：零售药店板块净利润和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

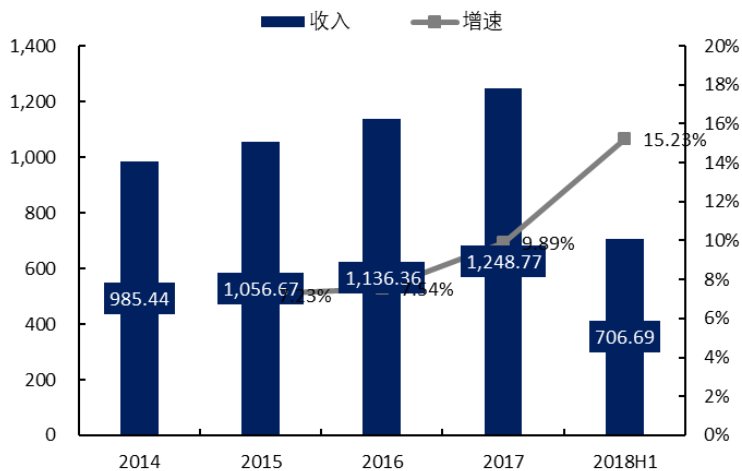
3.3. OTC 行业业绩持续增长，涨价+集中度提升逻辑逐步印证

2017 年以来，OTC 行业上市公司业绩显现快速增长，除了 2017 年底至 2018 年出的流感因素之外，OTC 药品的价格上涨、集中度提升的趋势成为推动行业快速发展的核心。其中，价格上涨始于 2016 年，OTC 药企在试探之后，在 2017 年逐渐形成有规模的产品价格上涨。OTC 行业的集中度在 2016 年之后悄然开启，从需求端到供给端均出现了集中度提升的趋势。

1) 价格上涨：源自 2015 年 OTC 药品价格放开政策，压抑多年的药价开始市场化。在 OTC 药企经过 2015 年的观望和 2016 年的试探之后，同时在整体必须消费类产品（食品饮料等）涨价之后，2017 年 OTC 开始进入涨价中期。由于 OTC 产品品种多，药企大都采取轮动涨价，因此，2018 年成为价格上涨之后业绩兑现最为显著的第一年，未来涨价周期将持续 2-3 年。

2) 集中度提升：主要考虑需求端和供给端的变化。需求端，消费者品牌认知加强，自主选择显著提高，叠加网络售药的兴起，需求端品种集中度显著提升。供给端，小药厂面临的环保和 GMP 检查压力显著提升，驱动成本上升，同时 2016 年营改、两票制、94 号文等政策导致小渠道商成本大幅上升，退出市场，致使小药厂—>小渠道—>当地药店的产业链破碎。

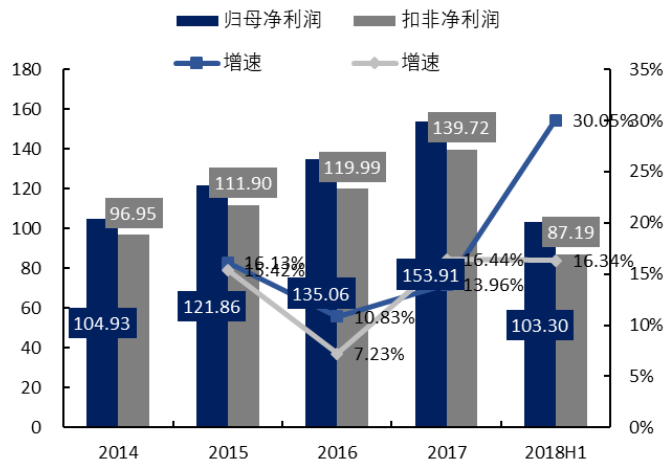
图 78：OTC 上市公司的销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附录

图 79：OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附录

2018 年 1-6 月，OTC 行业上市公司收入和扣非净利润增速分别为 15.23% 和 16.34%，OTC 行业的收入和扣非净利润增速均有显著提高。相关样本标的包含：片仔癀、东阿阿胶、广誉远、同仁堂、云南白药、山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业、桂林三金、贵州百灵、白云山、羚锐制药、千金药业、江中药业、华润三九、仁和药业、香雪制药、哈药股份。

伴随消费升级的涨价周期是 OTC 行业发展的必然阶段。本轮涨价过程中，首先以片仔癀为代表的品牌中药进行提价，其次常用 OTC 药品也进入了大规模价格调整的周期。因此，整个 OTC 行业的收入和利润增速均显加速趋势。

儿童药是近年来政策鼓励发展的重点医药领域，随着涨价周期的到来，以及 2017 年末发生的流感疫情，都成为儿童药快速增长的重要因素。2018 年 H1，儿童药行业上市公司收入和扣非净利润增速分别为 23.02% 和 36.30%，其中山大华特出现负增长外，其他儿童药行业上市公司收入和利润增速均大幅提高。相关样本标的包含：山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业。

表 5: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元)

收入 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018H1
OTC	985.44	1,056.67	1,136.36	1,248.77	706.69
增速		7.23%	7.54%	9.89%	15.23%
品牌中药	343.17	393.11	440.64	499.46	262.86
增速		14.55%	12.09%	13.35%	8.84%
儿童药	89.69	101.01	113.92	138.23	83.78
增速		12.63%	12.78%	21.34%	23.02%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 6: OTC 行业细分领域扣非净利润变化情况 (亿元)

扣非净利润 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018H1
OTC	96.95	111.90	119.99	139.72	87.19
增速		15.42%	7.23%	16.44%	16.34%
品牌中药	46.34	54.35	59.81	67.24	35.81
增速		17.27%	10.06%	12.41%	6.58%
儿童药	11.15	12.30	12.85	19.51	13.34
增速		10.32%	4.47%	51.83%	36.30%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

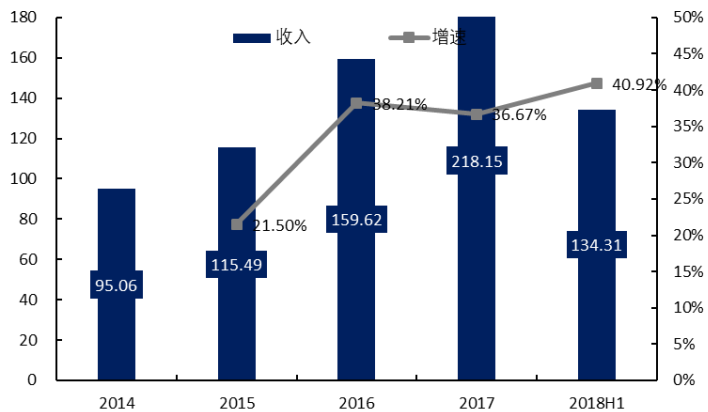
3.4. 活力与竞争兼具，IVD 行业竞争中快速成长

IVD 行业在经历一些列的外延整合渠道之后，行业进入了的内生生长加速时期。2018 年 H1，IVD 子行业销售收入总计达到 134.31 亿元，同比增长 40.92%，好于去年同期水平；2018 年 Q2 实现收入 76.20 亿元，同比增长 43.10%，好于 Q1 以及 2017 年同期水平。

2018 年 H1，行业整体归母净利润和扣非净利润分别达到 17.05 亿元和 15.99 亿元，同比增长 21.91% 和 22.20%，均好于 2017 年同期增速水平。2018 年 Q2，行业归母净利润和扣非净利润同比增速分别为 17.16% 和 14.10%，在销售费用加大投入等因素下，业绩增长略有放缓。我们认为利润增速持续提升一方面由于行业技术、政策的快速发展使得公司业务面得到迅速扩展，IVD 公司在行业上下游产业链上不断延伸，另一方面企业前期并购迎来了整合与利润释放的收获期。

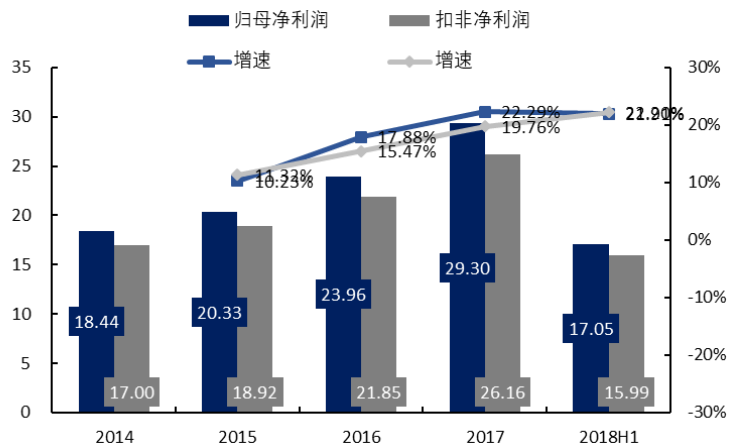
图 80: IVD 子行业销售收入情况 (亿元)

图 81: IVD 子行业归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 11 家样本公司, 选取情况详见附录



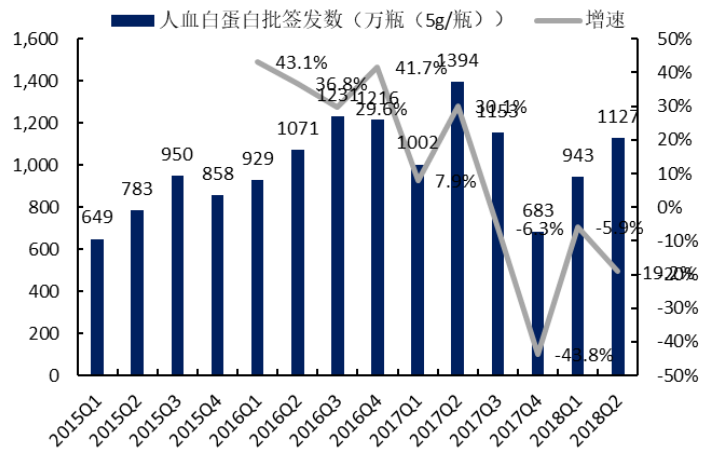
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 11 家样本公司, 选取情况详见附录

3.5. 血制品下滑趋势改善, 行业逐渐回暖

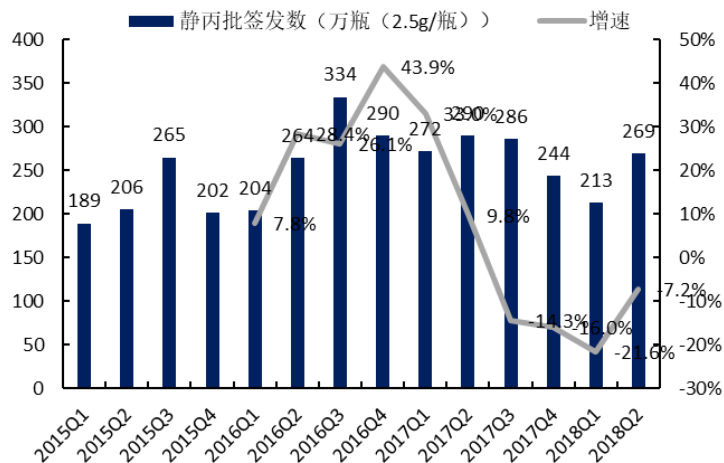
血液制品由于受限于采浆量, 一直处于供给不足的状态, 但随着人血白蛋白进口数量的增加, 这一血液制品中最大的品种出现了一定的价格波动。两票制的全国推行致使行业渠道出现调整, 一些小型经销商需要在两票制完全推开之前加紧出货, 而血液制品企业需要加紧覆盖终端渠道, 最终导致整个行业利润端下滑明显。2018 年上半年, 随着两票制的推行完毕, 血液制品行业出现回暖迹象。从批签发的数量来看, 血液制品两大核心品种人血白蛋白和静丙的批签发量环比已经显著上升。

图 82: 人血白蛋白批签发数量变化趋势



数据来源: 中检所, 东吴证券研究所

图 83: 静丙批签发数量变化趋势

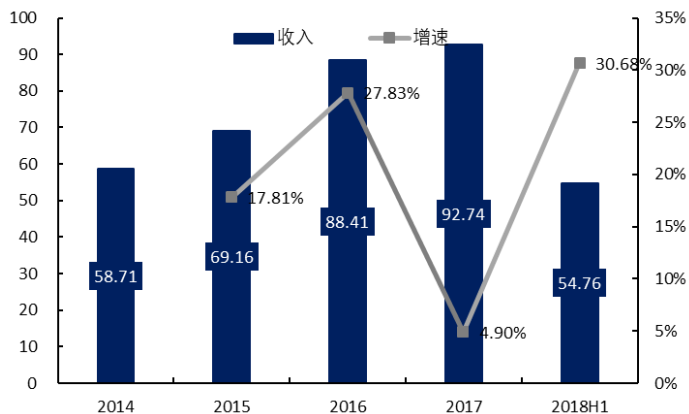


数据来源: 中检所, 东吴证券研究所

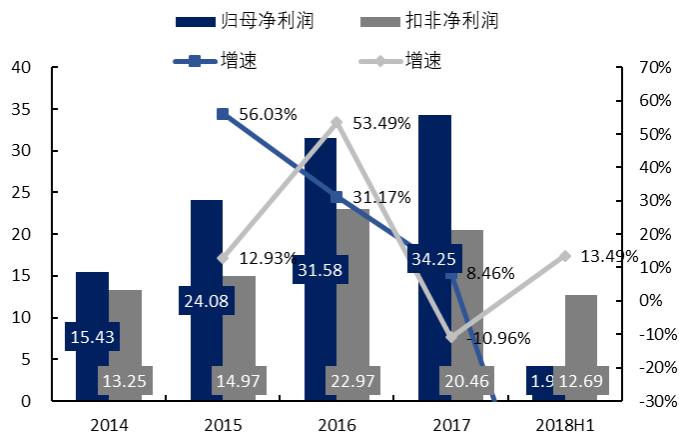
2018 年上半年, 血液制品上市公司收入和扣非净利润增速分别为 30.68% 和 13.49%。随着血液制品价格底部的逐渐确认, 两票制在全国推行完毕, 2018 年二季度血液制品增速加快, 我们认为下半年将延续该态势, 整个行业逐步向好。相关样本标的包含: 上海莱士、华兰生物、ST 生化、博雅生物、博晖创新、天坛生物。

图 84: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)

图 85: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



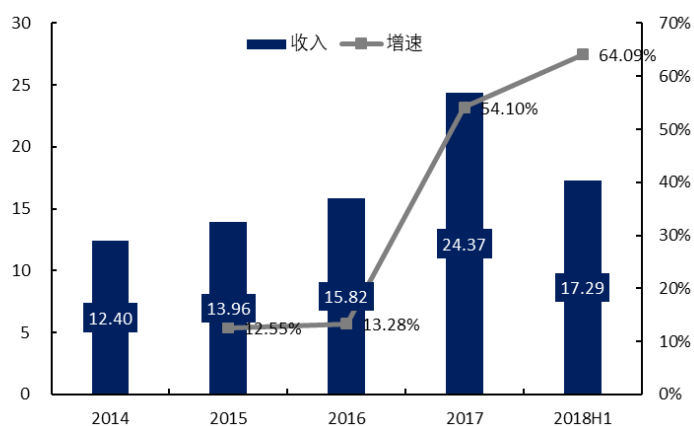
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.6. 大品种疫苗陆续上市推动行业增速提升, 但“长生生物事件”对行业影响很大

2017年下半年与2018年上半年,我国重磅疫苗产品相继实现上市:HPV疫苗2017年获批上市销售;13价肺炎疫苗沃森生物获批上市;五价轮状病毒疫苗获批上市。同时行业性事件带来疫苗公司的利好:巴斯德的五联苗一季度没有批签发,利好康泰生物的四联苗;水痘“一针改两针”为长生生物与长春高新的水痘疫苗带来增长。上述事件最终带来疫苗行业的快速增长。

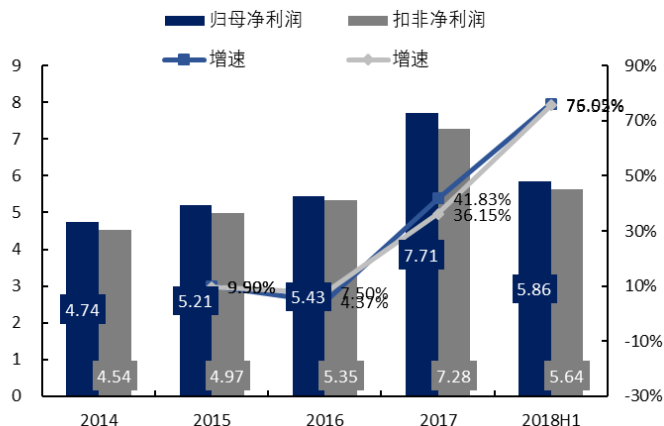
2018年上半年,疫苗行业上市公司的收入和扣非净利润增速分别为64.09%和75.52%,行业进入快速增长阶段。下半年受7月份的疫苗事件影响,我们认为我国二类疫苗市场均将受到影响,整体行业增速将放缓。相关样本标的包含:智飞生物、成大生物、康泰生物。(备注:剔除沃森生物、长生生物)

图 86: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 87: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 上市公司业绩延续 2017 年上升趋势: 186 家医药企业实现增长, 好于去年同期水平

2018 年 H1 医药行业扣非净利润增速在 100% 以上的个股 19 家；50%-100% 增长的个股共有 22 家；30%-50% 增长的个股共有 43 家；0-30% 增长企业 93 家。

1) 化药：2018 年 H1 化药行业 53 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 4 家；50%-100% 增长的个股共有 5 家；30%-50% 增长的个股共有 8 家；0-30% 增长企业 16 家。

2) 中药：2018 年 H1 中药行业 69 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家；50%-100% 增长的个股共有 5 家；30%-50% 增长的个股共有 7 家；0-30% 增长企业 29 家。

3) 生物制品：2018 年 H1 生物制品行业 25 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家；50%-100% 增长的个股共有 1 家；30%-50% 增长的个股共有 3 家；0-30% 增长企业 9 家。

4) 医疗服务：2018 年 H1 医疗服务行业 16 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 1 家；50%-100% 增长的个股共有 2 家；30%-50% 增长的个股共有 3 家；0-30% 增长企业 5 家。

5) 医疗器械：2018 年 H1 医疗器械行业 52 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 1 家；50%-100% 增长的个股共有 4 家；30%-50% 增长的个股共有 11 家；0-30% 增长企业 19 家。

6) 医药商业：2018 年 H1 医药商业行业 25 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 0 家；50%-100% 增长的个股共有 2 家；30%-50% 增长的个股共有 7 家；0-30% 增长企业 10 家。

7) 化学原料药：2018 年 H1 化学原料药行业 28 家企业中，扣非净利润增速在 100% 以上的个股 9 家；50%-100% 增长的个股共有 3 家；30%-50% 增长的个股共有 4 家；0-30% 增长企业 5 家。

表 7：化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	4	7	3	4	鲁抗医药 (312.23%)，北大医药 (241.51%)，现代制药 (162.45%)	鲁抗医药 (310.15%)，科伦药业 (171.93%)，普利制药 (128.10%)，北大医药 (114.38%)
50%-100%	6	3	4	5	新华制药 (66.70%)，，亚太药业 (64.42%)，健康元 (58.39%)，华仁药业 (52.35%)	双鹭药业 (74.20%)，必康股份 (73.25%)，诚意药业 (68.18%)，东诚药业 (65.74%)，康芝药业 (57.20%)

30%-50%	10	7	6	8	仙琚制药(43.08%), 东诚药业(42.47%), 普利制药(42.25%), 海辰药业(36.50%), 济民制药(33.26%), 华海药业(33.00%)	华仁药业(47.59%), 仙琚药业(46.92%), 海辰药业(39.19%), 新华制药(37.75%), 健康元(34.89%), 济民制药(34.82%), 亚太药业(34.22%), 丰原药业(30.15%)
10%-30%	14	12	13	11	康弘药业(28.67%), 丰原药业(27.65%), 华润双鹤(24.09%), 华东医药(23.29%), 山大华特(22.30%), 北陆药业(22.02%), 福安药业(21.99%), 灵康药业(20.35%), 翰宇药业(20.28%), 丽珠集团(20.16%), 恒瑞医药(19.76%), 恩华药业(18.97%), 复星医药(12.10%)	特一药业(26.64%), 翰宇药业(26.62%), 丽珠集团(25.45%), 恩华药业(25.12%), 京新药业(24.67%), 华东医药(23.06%), 灵康药业(20.38%), 恒瑞医药(16.31%), 康弘药业(15.59%), 赛隆药业(12.53%), 华润双鹤(11.61%)
0-10%	4	6	6	5	特一药业(8.57%), 联环药业(4.69%), 康芝药业(3.00%), 信立泰(1.14%), 诚意药业(0.22%), 赛隆药业(0.05%)	北陆药业(9.99%), 现代制药(9.85%), 联环药业(9.43%), 千红制药(8.72%), 信立泰(7.31%)
扭亏	0	2	1	0	莱美药业(-454.71%)	
负增长	12	14	18	19	人福医药(-1.00%), 哈三联(-1.38%), 力生制药(-5.57%), 兴齐眼药(-14.68%), 必康股份(-14.81%), 双鹭药业(-17.54%), 天宇股份(-18.46%), 卫信康(-28.86%), 千红制药(-30.37%), 贝达药业(-34.30%), 莎普爱思(-35.68%), 仟源医药(-47.86%), 广生堂(-53.30%), 哈药股份(-59.30%), 海思科(-59.85%), 誉衡药业(-60.11%), 科伦药业(-74.09%), 京新药业(-76.69%)	哈药股份(-3.42%), 誉衡药业(-4.97%), 复星医药(-5.32%), 福安药业(-11.67%), 力生制药(-12.97%), 山大华特(-16.10%), 莱美药业(-18.90%), 华海药业(-19.99%), 哈三联(-20.56%), 仟源医药(-26.70%), 卫信康(-26.92%), 人福医药(-3.42%), 贝达药业(-4.97%), 莎普爱思(-5.32%), 海思科(-11.67%), 海南海药(-12.97%), 天宇股份(-16.10%), 广生堂(-18.90%), 兴齐眼药(-19.99%)
亏损	3	2	2	1	海南海药(-123.06%), 海正药业(-50.09%)	海正药业(8531.34%)
合计	53	53	53	53		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 8: 中药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表		2018H1 公司列表	
					公司	增速	公司	增速
100%+	7	7	1	2	紫鑫药业(183.76%)		辅仁药业(4508.47%), 紫鑫药业(186.51%)	
50%-100%	4	2	5	5	广誉远(89.43%), 白云山(80.71%), 葵花药业(55.25%), 健民集团(51.47%), 振东制药(50.77%)		广誉远(94.26%), 太极集团(73.92%), 西藏药业(57.69%), 仁和药业	

					(53.78%)，济川药业(51.22%)	
30%-50%	6	4	4	7	片仔癀(48.40%)、康恩贝(43.29%)、汉森制药(33.07%)、珍宝岛(31.18%)	片仔癀(45.15%)，益盛药业(44.12%)，千金药业(43.50%)，葵花药业(37.57%)，白云山(36.72%)，中新药业(35.60%)，精华制药(30.61%)
10%-30%	19	12	20	17	千金药业(28.39%)、济川药业(28.00%)、羚锐制药(26.29%)、奇正藏药(23.74%)、通化金马(22.67%)、康美药业(21.55%)、沃华医药(20.42%)、中恒集团(19.41%)、辅仁药业(18.85%)、中新药业(18.06%)、桂林三金(16.05%)、佛慈制药(14.43%)、新天药业(14.19%)、天士力(13.91%)、东阿阿胶(12.73%)、太安堂(12.39%)、马应龙(12.28%)、江中药业(12.08%)、寿仙谷(11.34%)、盘龙药业(11.10%)	亚宝药业(29.71%)，以岭药业(26.38%)，康恩贝(25.56%)，福瑞股份(23.82%)，羚锐制药(20.75%)，康美药业(20.32%)，汉森制药(19.54%)，寿仙谷(18.82%)，红日药业(18.54%)，佛慈制药(14.70%)，珍宝岛(14.66%)，马应龙(14.59%)，贵州百灵(14.24%)，健民集团(12.80%)，天士力(12.39%)，华润三九(11.17%)，众生药业(10.12%)
0-10%	9	12	9	12	同仁堂(9.75%)、吉林敖东(9.66%)、九芝堂(8.97%)、仁和药业(7.48%)、康缘药业(7.14%)、华润三九(5.11%)、贵州百灵(5.02%)、云南白药(3.01%)、启迪古汉(2.02%)	吉药控股(9.80%)，奇正藏药(9.21%)，嘉应制药(8.55%)，沃华医药(7.39%)，同仁堂(6.80%)，桂林三金(6.79%)，江中药业(4.08%)，通化金马(3.77%)，康缘药业(3.49%)，盘龙药业(3.47%)，新天药业(3.43%)，景峰医药(0.32%)，
扭亏	1	2	4	0	亚宝药业(-501.03%)、益盛药业(-1298.85%)、太极集团(-114.54%)、太龙药业(-134.19%)	
负增长	19	25	23	23	易明医药(-0.05%)、西藏药业(-3.60%)、以岭药业(-4.10%)、康惠制药(-5.53%)、步长制药(-5.55%)、益佰制药(-8.32%)、上海凯宝(-9.87%)、众生药业(-10.15%)、新光药业(-10.72%)、昆药集团(-17.01%)、方盛制药(-20.48%)、精华制药(-21.58%)、吉药控股(-26.71%)、神奇制药(-27.70%)、黄山胶囊(-33.17%)、红日药业(-34.96%)、福瑞股份(-38.82%)、大理药业(-39.11%)、佐力药业(-41.63%)、景峰医药(-55.21%)、泰合健康(-66.48%)、龙津药业(-66.62%)、陇神戎发(-72.02%)	云南白药(-1.21%)，方盛制药(-3.95%)，东阿阿胶(-7.01%)，陇神戎发(-7.02%)，神奇制药(-7.08%)，益佰制药(-8.11%)，上海凯宝(-11.70%)，康惠制药(-12.10%)，九芝堂(-17.04%)，新光药业(-18.91%)，步长制药(-19.18%)，昆药集团(-25.14%)，佐力药业(-25.40%)，黄山胶囊(-25.91%)，吉林敖东(-28.75%)，易明医药(-32.15%)，中恒集团(-32.61%)，太安堂(-38.39%)，振东制药(-40.16%)，泰合健康(-58.13%)，香雪制药(-69.82%)，启迪古汉(-91.88%)，龙津药业(-96.84%)
亏损	4	5	3	3	香雪制药(-1069.45%)、嘉应制药(-490.09%)、天目药业(6.07%)、	太龙药业(-1.51%)，天目药业(-17.07%)，大理药业(-110.26%)
合计	69	69	69	69		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 9：生物制品子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	3	4	2	2	智飞生物(1500.82%), 康泰生物(137.10%)	康泰生物(327.71%), 智飞生物(306.92%)
50%-100%	2	1	3	1	天坛生物(69.20%), 南京新百(62.36%), 东宝生物(53.76%)	长春高新(88.37%)
30%-50%	2	6	5	3	长春高新(37.92%), 安科生物(36.78%), 我武生物(36.06%), ST 生化(34.89%), 通化东宝(34.00%)	东宝生物(45.76%), 我武生物(33.02%), 博雅生物(31.96%)
10%-30%	9	7	6	7	博雅生物(25.66%), 长生生物(24.92%), 新开源(15.66%), 常山药业(12.43%), 华兰生物(12.02%), 赛升药业(10.09%)	赛升药业(29.85%), 通化东宝(28.23%), 常山药业(25.87%), 天坛生物(25.60%), 安科生物(25.25%), ST 生化(20.70%), 上海莱士(12.82%)
0-10%	1	0	2	2	舒泰神(2.12%), 卫光生物(0.20%)	新开源(4.29%), 华兰生物(3.04%)
扭亏	0	2	0	0		
负增长	5	3	3	7	未名医药(-7.05%), 海特生物(-15.95%), 上海莱士(-31.55%)	卫光生物(-11.11%), 舒泰神(-35.30%), 海特生物(-59.24%), 长生生物(-100.00%), 四环生物(-110.37%), 中源协和(-193.08%), 沃森生物(-209.54%)
亏损	3	2	4	3	沃森生物(43.18%), 双成药业(-88.02%), 中源协和(-138.71%), 四环生物(-2705.75%)	双成药业(62.31%), 未名医药(-100.14%), 南京新百(-2127.04%)
合计	25	25	25	25		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 10: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	2	1	1	1	泰格医药(146.05%)	美年健康(530.51%)
50%-100%	1	2	3	2	美年健康(71.33%), 通策医疗(60.54%), 信邦制药(60.45%)	昭衍新药(82.32%), 泰格医药(80.90%)
30%-50%	2	2	3	3	昭衍新药(48.07%), 华业资本(43.60%), 爱尔眼科(41.87%)	通策医疗(51.57%), 爱尔眼科(44.50%), 宜华健康(38.85%)
10%-30%	4	3	0	4		信邦制药(28.03%), 百花村(18.70%), 华业资本(11.29%), 迪安诊断(10.05%)
0-10%	2	3	1	1	金域医学(2.46%)	金域医学(8.05%)
扭亏	0	0	0	1		博济医药(-1562.20%)
负增长	3	2	5	3	国际医学(-6.40%), 迪安诊断(-10.46%), 金陵药业(-31.15%), 恒康医疗(-46.32%), 宜华健康	金陵药业(-7.84%), 恒康医疗(-57.50%), 国际医学(-88.18%)

					(-77.88%)
亏损	2	3	3	1	博济医药(443.79%), 百花村(229.26%), ST 运盛(-35.88%)
合计	16	16	16	16	ST 运盛 (-59.90%)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 11: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	4	2	1	1	三诺生物(134.89%)	博晖创新 (213.51%)
50%-100%	4	6	6	4	星普医科(83.42%), 开立医疗(72.33%), 艾德生物(66.01%), 英科医疗(65.98%), 诚益通(63.45%), 尚荣医疗(55.01%)	正海生物 (84.77%), 万孚生物 (63.39%), 三诺生物 (58.19%), 和佳股份 (55.72%)
30%-50%	6	6	9	11	万孚生物(45.83%), 万东医疗(41.53%), 金花股份(37.50%), 正海生物(37.43%), 奥佳华(36.52%), 基蛋生物(35.32%), 华大基因(34.79%), 迪瑞医疗(30.25%), 大博医疗(30.00%)	诚益通 (43.84%), 开立医疗 (40.69%), 金花股份 (40.46%), 艾德生物 (40.27%), 基蛋生物 (38.72%), 乐普医疗 (36.67%), 健帆生物 (35.58%), 安图生物 (34.85%), 荣泰健康 (34.42%), 山东药玻 (32.46%), 理邦仪器 (31.41%)
10%-30%	12	15	13	15	欧普康视(29.75%), 乐普医疗(28.60%), 迈克生物(28.51%), 美康生物(28.49%), 健帆生物(26.29%), 透景生命(24.29%), 安图生物(23.59%), 凯利泰(23.54%), 山东药玻(21.52%), 凯普生物(15.68%), 利德曼(14.26%), 正川股份(12.66%), 康德莱(12.61%)	奥佳华 (29.82%), 欧普康视 (28.56%), 迈克生物 (24.50%), 迪瑞医疗 (23.75%), 大博医疗 (22.12%), 康德莱 (21.89%), 万东医疗 (20.30%), 美康生物 (17.40%), 星普医科 (17.14%), 凯普生物 (16.45%), 达安基因 (16.30%), 鱼跃医疗 (15.98%), 正川股份 (12.82%), 科华生物 (10.85%), 中珠医疗 (10.05%)
0-10%	6	9	6	4	荣泰健康(8.03%), 冠昊生物(6.94%), 楚天科技(6.16%), 鱼跃医疗(4.80%), 九强生物(2.07%), 三鑫医疗(0.63%)	凯利泰 (4.61%), 英科医疗 (3.93%), 九强生物 (3.22%), 华大基因 (2.62%)
扭亏	0	2	0	1		乐心医疗 (-113.45%)
负增长	17	10	12	13	科华生物(-4.48%), 南卫股份(-11.00%), 维力医疗(-11.30%), 宝莱特(-19.81%), 达安基因(-22.68%), 戴维医疗(-26.63%), 和佳股份(-31.93%), 迦南科技(-38.07%), 东富龙(-57.71%), 理邦仪器(-71.30%), 阳普医疗(-84.64%), 乐心医疗(-91.50%)	尚荣医疗 (-1.90%), 宝莱特 (-2.47%), 透景生命 (-3.53%), 阳普医疗 (-11.44%), 利德曼 (-12.41%), 三鑫医疗 (-17.18%), 南卫股份 (-17.64%), 楚天科技 (-23.36%), 维力医疗 (-36.76%), 迦南科技 (-40.78%), 新华医疗 (-41.43%), 戴维医疗 (-47.11%), 东富龙 (-61.62%)
亏损	3	2	4	3	中珠医疗(-124.04%), 博晖创新(-1404.55%), 新华医疗(185.84%), 九安医疗(24.94%)	九安医疗 (14.16%), 冠昊生物 (-101.54%), 千山药机 (-1021.11%)

合计	52	52	51	52
----	----	----	----	----

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 12: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	3	4	1	0	润达医疗(105.75%)	
50%-100%	1	3	4	2	国药股份(88.49%), 海王生物(71.97%), 瑞康医药(66.81%), 开开实业(60.02%)	开开实业 (98.01%), 润达医疗 (54.85%)
30%-50%	1	2	1	7	益丰药房(42.14%)	塞力斯 (46.40%), 南京医药 (44.76%), 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%	12	13	11	9	塞力斯(28.17%), 中国医药(28.02%), 柳州医药 (26.19%), 国药一致(24.10%), 九州通(22.29%), 老百姓(21.29%), 嘉事堂(19.60%), 浙江震元 (16.35%), 一心堂(15.29%), 南京医药(12.46%), 华通医药(10.08%)	嘉事堂 (23.53%), 海王生物 (21.89%), 九州通 (20.54%), 中国医药 (20.52%), 英特集团 (19.53%), 老百姓 (16.33%), 瑞康医药 (14.77%), 国药一致 (14.10%), 大参林 (10.83%)
0-10%	4	2	5	1	人民同泰(9.58%), 鹭燕医药(8.63%), 同济堂 (8.57%), 天圣制药(8.05%), 大参林(7.92%)	上海医药 (6.87%)
扭亏 负增长	1	0	0	0		天圣制药 (-1.29%), 人民同泰 (-4.88%), 同济堂 (-5.74%), 浙江震元 (-10.25%), 第一医药 (-13.86%), 华通医药 (-21.60%)
亏损	3	1	3	6	上海医药(-2.73%), 英特集团(-3.81%), 第一医药(-7.39%)	
合计	25	25	25	25		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 13: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2015	2016	2017	2018H1	2017 公司列表	2018H1 公司列表
100%+	4	7	4	9	花园生物(219.51%)、永安药业(208.84%)、兄弟科技(150.40%)、健友股份(130.07%)	浙江医药 (436.13%), 新和成 (260.17%), 金达威 (224.99%), 东北制药 (223.10%), 华北制药 (199.15%), 赛托生物 (181.45%), 广济药业 (128.60%), 天药股份 (112.01%), 花园生物 (103.86%)

50%-100%	6	3	4	3	金城医药(96.64%)、亿帆医药(76.95%)、金达威(59.22%)、天药股份(55.67%)	健友股份(78.18%)，永安药业(71.66%)，凯莱英(54.83%)
30%-50%	1	1	2	4	九洲药业(44.56%)、新和成(43.46%)	山河药辅(45.94%)，九洲药业(44.95%)，富祥股份(36.30%)，普洛药业(32.11%)
10%-30%	5	2	3	4	圣达生物(21.33%)、凯莱英(20.58%)、同和药业(14.21%)	司太立(22.94%)，金城医药(21.43%)，亿帆医药(18.62%)，海翔药业(14.59%)
0-10%	1	2	2	1	富祥股份(4.95%)、普洛药业(1.52%)	圣达生物(1.88%)
扭亏	2	2	2	1	华北制药(-142.85%)、东北制药(-1121.65%)	海普瑞(-5601.84%)
负增长	6	9	11	6	山河药辅(-5.67%)、奥翔药业(-6.26%)、司太立(-17.83%)、广济药业(-21.01%)、赛托生物(-26.70%)、海翔药业(-27.56%)、尔康制药(-38.18%)、博腾股份(-48.16%)、浙江医药(-53.29%)、美诺华(-54.00%)、海普瑞(-85.89%)	奥翔药业(-9.79%)，美诺华(-37.86%)，尔康制药(-46.86%)，兄弟科技(-51.13%)，同和药业(-67.70%)，博腾股份(-69.18%)
亏损	3	2	0	0		
合计	28	28	28	28		

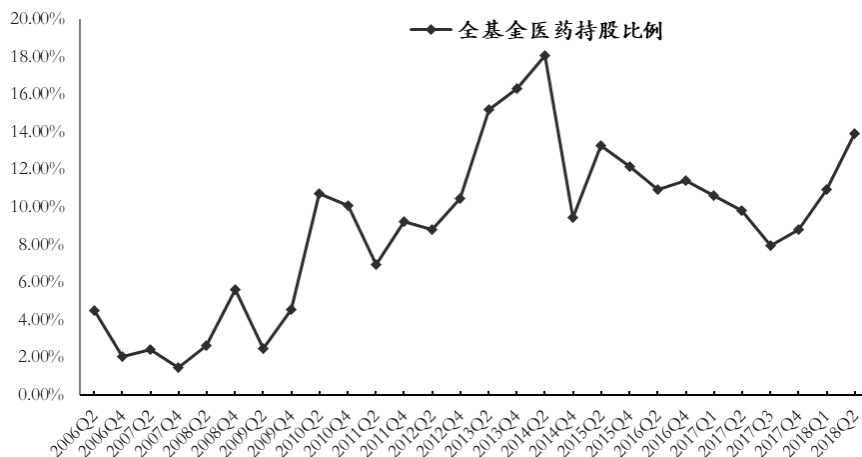
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 2018Q2 医药持仓增加 3 个点，恒瑞医药加仓最多

5.1. 2018Q2 医药股基金持仓比例 13.93%

根据我们测算，2018Q2 全基金医药持仓比例为 13.93%，较 2018Q1 基金持仓比例增加 3.03 个百分点。

图 88：2006-2018Q2 全基金医药持仓比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 持股集中趋势依然明显，恒瑞医药加仓最多

根据统计，持仓数量超过 100 支基金的医药股有 10 支，分别为恒瑞医药（349）、长春高新（251）、华东医药（155）、复星医药（155）和乐普医疗（148）、通化东宝（136）、云南白药（125）、智飞生物（116）、爱尔眼科（104）、华海药业（100）。但从增减数量看，持有基金数量集中提升最快的为恒瑞医药（+102）、长春高新（+84）、智飞生物（+68）。

表 14：2018 年 Q2 基金重点持仓 TOP20——按持仓数量统计

	证券代码	证券简称	2018Q2 持有基金数
1	600276.SH	恒瑞医药	349
2	000661.SZ	长春高新	251
3	000963.SZ	华东医药	155
4	600196.SH	复星医药	155
5	300003.SZ	乐普医疗	148
6	600867.SH	通化东宝	136
7	000538.SZ	云南白药	125
8	300122.SZ	智飞生物	116
9	300015.SZ	爱尔眼科	104
10	600521.SH	华海药业	100
11	600566.SH	济川药业	95
12	300601.SZ	康泰生物	88
13	601607.SH	上海医药	88
14	600436.SH	片仔癀	85
15	300347.SZ	泰格医药	81
16	002422.SZ	科伦药业	80
17	002044.SZ	美年健康	79
18	600763.SH	通策医疗	71
19	603883.SH	老百姓	69
20	300253.SZ	卫宁健康	68

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 15：2018Q2 基金重点持仓数量变化

	证券代码	证券简称	增减数量
1	600276.SH	恒瑞医药	102
2	000661.SZ	长春高新	84
3	300122.SZ	智飞生物	68
4	600867.SH	通化东宝	49
5	000538.SZ	云南白药	44
6	600763.SH	通策医疗	44
7	300015.SZ	爱尔眼科	41
8	002727.SZ	一心堂	41
9	300601.SZ	康泰生物	37

10	002342.SZ	恩华药业	37
11	600521.SH	华海药业	36
12	300003.SZ	乐普医疗	29
13	002821.SZ	凯莱英	29
14	300253.SZ	卫宁健康	27
15	600380.SH	健康元	27
16	000963.SZ	华东医药	25
17	603883.SH	老百姓	25
18	601607.SH	上海医药	24
19	600329.SH	中新药业	22
20	300529.SZ	健帆生物	20

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

5.3. 持仓市值看，恒瑞医药、长春高新增加最快

2018Q2，持仓市值前5名分别为恒瑞医药（127.77亿）、长春高新（81.68亿）、乐普医疗（69.74亿）、复星医药（67.95亿）、华东医药（55.83亿）。

持仓市值看增加较快的分别为恒瑞医药（+42.94亿）、长春高新（+25.17亿）、康泰生物（+23.72亿）、智飞生物（+19.71亿）和华东医药（+14.45亿）。持仓市值减少较多的分别为复星医药（-22.41亿）、中国医药（-10.89亿）和亿帆医药（-6.77亿）。

表 16：2018 年 Q2 基金重点持仓 TOP20——按持仓数量统计（万元）

	证券代码	证券简称	持股总市值（万元）
1	600276.SH	恒瑞医药	1277691
2	000661.SZ	长春高新	816781
3	300003.SZ	乐普医疗	697365
4	600196.SH	复星医药	679453
5	000963.SZ	华东医药	558327
6	300015.SZ	爱尔眼科	543422
7	600867.SH	通化东宝	527819
8	002044.SZ	美年健康	425555
9	000538.SZ	云南白药	372624
10	300601.SZ	康泰生物	364105
11	300122.SZ	智飞生物	329988
12	600566.SH	济川药业	308266
13	600436.SH	片仔癀	279983
14	600763.SH	通策医疗	244605
15	603883.SH	老百姓	241132
16	300347.SZ	泰格医药	223860
17	600521.SH	华海药业	207734
18	002007.SZ	华兰生物	196826
19	600085.SH	同仁堂	187268
20	300253.SZ	卫宁健康	185829

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 17：2018Q2 基金重点持仓市值变化（万元）

	证券代码	证券简称	增减市值
1	600276.SH	恒瑞医药	429439
2	000661.SZ	长春高新	251676
3	300601.SZ	康泰生物	237271
4	300122.SZ	智飞生物	197142
5	000963.SZ	华东医药	144533
6	300015.SZ	爱尔眼科	134332
7	600763.SH	通策医疗	129431
8	000538.SZ	云南白药	111091
9	002007.SZ	华兰生物	103626
10	002727.SZ	一心堂	95665
11	300003.SZ	乐普医疗	75743
12	002821.SZ	凯莱英	75503
13	002044.SZ	美年健康	74682
14	300253.SZ	卫宁健康	71285
15	002342.SZ	恩华药业	70146
16	601607.SH	上海医药	69347
17	600085.SH	同仁堂	69018
18	600867.SH	通化东宝	67105
19	300630.SZ	普利制药	64292
20	603883.SH	老百姓	63297

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

6. 风险提示

医改政策落地风险；招标带来的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

7. 附录：标的选择说明

本报告在分析中采用两组样本标的进行行业分析，包括全部标的（268 个医药相关上市公司）和剔除数据不全的新股以及事件对公司造成一次性重大影响后的样本标的（234 家医药相关上市公司）。

样本标的剔除原则：1) 2017 年 1-3 月财务数据不全的新股；2) 2016 年度至 2018H1 标有重大事件对标的产生一次性业绩重大影响。具体标的选择情况

1) 化学制剂：全部标的 53 个

选用标的 48 个：海正药业，鲁抗医药，科伦药业，普利制药，北大医药，双鹭药业，诚意药业，东诚药业，康芝药业，华仁药业，仙琚制药，海辰药业，新华制药，济

民制药, 亚太药业, 丰原药业, 特一药业, 翰宇药业, 恩华药业, 京新药业, 华东医药, 灵康药业, 恒瑞医药, 康弘药业, 赛隆药业, 华润双鹤, 北陆药业, 联环药业, 千红制药, 信立泰, 哈药股份, 誉衡药业, 复星医药, 福安药业, 力生制药, 山大华特, 莱美药业, 华海药业, 哈三联, 仟源医药, 卫信康, 贝达药业, 莎普爱思, 海思科, 海南海药, 天宇股份, 广生堂, 兴齐眼药

剔除标的 5 个: 丽珠集团, 健康元, 现代制药, 必康股份, 人福医药

2) 中药: 全部标的 69 个

选用标的 61 个: 辅仁药业, 紫鑫药业, 广誉远, 太极集团, 西藏药业, 仁和药业, 济川药业, 片仔癀, 益盛药业, 千金药业, 葵花药业, 精华制药, 亚宝药业, 以岭药业, 福瑞股份, 羚锐制药, 康美药业, 汉森制药, 寿仙谷, 红日药业, 佛慈制药, 珍宝岛, 马应龙, 贵州百灵, 健民集团, 天士力, 华润三九, 众生药业, 吉药控股, 奇正藏药, 嘉应制药, 沃华医药, 同仁堂, 桂林三金, 江中药业, 康缘药业, 盘龙药业, 新天药业, 景峰医药, 云南白药, 太龙药业, 东阿阿胶, 陇神戎发, 神奇制药, 益佰制药, 上海凯宝, 康惠制药, 九芝堂, 新光药业, 步长制药, 昆药集团, 佐力药业, 黄山胶囊, 吉林敖东, 易明医药, 中恒集团, 太安堂, 振东制药, 香雪制药, 龙津药业, 大理药业

剔除标的 8 个: 启迪古汉, 通化金马, 泰合健康, 康恩贝, 中新药业, 方盛制药, 天目药业, 白云山

3) 生物制品: 全部标的 25 个

选用标的 15 个: 智飞生物, 长春高新, 我武生物, 博雅生物, 赛升药业, 通化东宝, 常山药业, 安科生物, ST 生化, 新开源, 华兰生物, 卫光生物, 海特生物, 未名医药, 四环生物

剔除标的 10 个: 沃森生物, 舒泰神, 东宝生物, 中源协和, 天坛生物, 双成药业, 南京新百, 康泰生物, 长生生物, 上海莱士

4) 医疗服务: 全部标的 16 个

选用标的 11 个: 美年健康, 昭衍新药, 泰格医药, 通策医疗, 爱尔眼科, 信邦制药, 迪安诊断, 金域医学, 金陵药业, 恒康医疗, 博济医药

剔除标的 5 个: ST 运盛, 国际医学, 宜华健康, 华业资本, 百花村

5) 医疗器械: 全部标的 52 个

选用标的 51 个: 博晖创新, 正海生物, 万孚生物, 三诺生物, 和佳股份, 诚益通, 开立医疗, 金花股份, 艾德生物, 基蛋生物, 乐普医疗, 健帆生物, 安图生物, 荣泰健康, 山东药玻, 理邦仪器, 奥佳华, 欧普康视, 迈克生物, 迪瑞医疗, 大博医疗, 康德莱, 万东医疗, 美康生物, 星普医科, 凯普生物, 达安基因, 鱼跃医疗, 九安医疗, 正

川股份，科华生物，中珠医疗，凯利泰，英科医疗，九强生物，华大基因，尚荣医疗，宝莱特，透景生命，阳普医疗，利德曼，三鑫医疗，南卫股份，楚天科技，维力医疗，迦南科技，新华医疗，戴维医疗，东富龙，冠昊生物，乐心医疗

剔除标的 1 个： 千山药机

6) 医药商业：全部标的 25 个

选用标的 22 个： 开开实业，润达医疗，塞力斯，南京医药，国药股份，益丰药房，一心堂，柳州医药，鹭燕医药，嘉事堂，中国医药，英特集团，老百姓，瑞康医药，国药一致，大参林，上海医药，天圣制药，人民同泰，浙江震元，第一医药，华通医药

剔除标的 3 个： 海王生物，同济堂，九州通

7) 原料药：全部标的 28 个

选用标的 26 个： 浙江医药，东北制药，华北制药，赛托生物，广济药业，天药股份，花园生物，健友股份，永安药业，凯莱英，山河药辅，九洲药业，富祥股份，普洛药业，司太立，金城医药，亿帆医药，海翔药业，圣达生物，奥翔药业，美诺华，尔康制药，兄弟科技，同和药业，博腾股份，海普瑞

剔除标的 2 个： 新和成，金达威

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

