

投资评级:增持(维持)

## 2018年医药行业中报总结分析

暂时无方向性，自下而上选择为主

最近一年行业指数走势



## 联系信息

张文录

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

沈瑞

SAC 证书编号: S0160517040001

shenr@ctsec.com

刘闯

liuc@ctsec.com

分析师

分析师

021-68592283

联系人

## 相关报告

1 《市场已见大底部区域，选择 PEG 高性价比公司布局：医药生物行业周报》

2018-09-03

2 《市场已见大底部区域，选择 PEG 高性价比公司布局：医药生物行业周报》

2018-08-27

3 《27.8 倍的估值，或许是左侧布局的起点：医药生物行业周报》 2018-08-20

## 投资要点:

## ● 化学制剂强者恒强，原料药企业长期看一致性评价和 CDMO

化学制剂领域 CR5 占比 53 家化学制剂公司净利润比重近两年 50% 左右，CR5 增长模式逐渐从仿制药转向创新药，包括恒瑞的阿帕替尼、吡咯替尼、聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液和 PD-1 单抗；复星医药的利妥昔、曲妥珠、阿达木和贝伐珠单抗类似；信立泰的艾力沙坦和科伦药业的系列高端仿创药等，集中度将继续提升。哑铃型结构明显，就是新药+完善的自营销渠道，这些衡量能否成功的两个标志。创新驱动带来新药研发大机遇，行业将螺旋式上市。

原料药行业，国内环保政策的趋于严格，新增产能受限，原料药价格飙升，2018 年利润的大幅上涨对市值或者 PB 是有天花板效应的。更加关注原料药—制剂—仿制药一致性评价产业链配套齐全的公司，通过掌控原料药优势、通过一致性评价洗牌行业。重点关注京新药业、华海药业和金城医药等公司；CDMO 独行，受益于全球医药产业链大分工合作。

## ● 生物药投资最热，品牌中药在众多中药企业中独树一帜

生物制药行业始终是投资热度和估值最高的细分领域，上半年主要公司收入与利润增速平均在 50% 以上，主要是疫苗和生长激素带动，相对随着生物类似物的陆续获批，此领域继续保持高增长势头。

中药领域的高增长主要来自于流感疫情和品牌中药，目前来看，中药处方药收到政策打压还是比较严重。强品牌中药消费品包括片仔癀、广誉远和济川蒲地蓝等高速增长，OTC 领域稳健增长，中药处方药哪怕是口服用药增速已经落后于市场。

## ● 服务、器械是诞生单一细分龙头的最佳地，医药商业处于底部

服务与器械领域商业模式与产品众多，可比性不强，CRO、眼科、口腔、POCT、化学发光和血液灌流等领域持续突出。医药商业是资金密集型行业，资金成本上升破坏投资逻辑；医药零售是处方外流的第二承接地，社区基层医院增速更高，零售的估值有较大压力。

## ● 投资标的

医药行业短期的吸引力在下降，行业估值在做底中，也是市场寻找新的投资逻辑的时候，在方向不明确的时候倾向于选择偏防御、低估值、高 PEG 性价比公司。重点推荐个股，疫苗：华兰生物；仿制药一致性评价：京新药业、华海药业、乐普医疗；商业和零售：九州通、一心堂；消费品：白云山；消费品医药：欧普康视、长春高新、济川药业、健帆生物；其他：东诚药业、我武生物等。

## ● 风险提示：行业增速下滑带来的估值整体下滑

医药生物

证券研究报告

行业专题报告

行业研究

财通证券研究所

## 内容目录

1、医药行业收入增速持平，盈利增速提升	4
2、原料药受价格影响收入利润均大幅提升	5
3、化学制剂受高开影响收入增速提升，盈利增长略缓	8
4、医药商业业绩受两票制冲击但逐渐消化	10
5、生物制品景气度迈上新台阶	12
6、中药行业受高开影响收入增长提升，盈利增长下滑	15
7、医疗服务受 CRO 和医院双轮驱动更上新台阶	18
8、医疗器械稳定较快增长	21
9、医药浙股整体好于行业，受原料药拉动，医疗服务表现突出	24

## 图表目录

图 1：医药行业历年营业收入	4
图 2：医药行业 历年归母净利润及扣非净利润	4
图 3：医药上市公司整体历年收入利润同比增速	5
图 4：医药行业整体历年毛利率及费用率	5
图 5：原料药历年营业收入	6
图 6：原料药历年归母净利润及扣非净利润	6
图 7：原料药历年收入利润同比增速	7
图 8：原料药历年毛利率及费用率	7
图 9：原料药历年扣非 ROE	7
图 10：化学制剂历年营业收入	8
图 11：化学制剂历年归母净利润及扣非净利润	9
图 12：化学制剂历年收入利润同比增速	9
图 13：化学制剂历年毛利率及费用率	9
图 14：化学制剂历年扣非 ROE	10
图 15：医药商业历年营业收入	10
图 16：医药商业历年归母净利润及扣非净利润	11
图 17：医药商业历年收入利润同比增速	11
图 18：医药商业历年毛利率及费用率	11
图 19：医药商业历年扣非 ROE	12
图 20：医药商业存货周转天数	12
图 21：医药商业应收账款周转天数	12
图 22：生物制品细分领域历年营业收入情况	13
图 23：生物制品细分领域历年归母净利润	13
图 24：生物制品细分领域历年扣非净利润	13
图 25：生物制品细分领域收入、利润同比增速	14
图 26：生物制品细分领域历年毛利率及费用率	14
图 27：生物制品细分领域历年扣非 ROE	14
图 28：中药细分领域历年营业收入情况	15
图 29：中药细分领域历年归母净利润	16
图 30：中药细分领域历年扣非净利润	16
图 31：中药细分领域收入、利润同比增速	16
图 32：中药细分领域历年毛利率及费用率	17
图 33：中药细分领域历年扣非 ROE	18

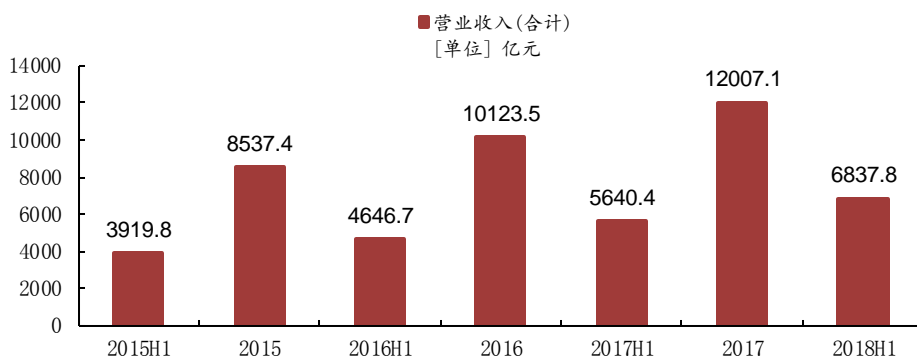
图 34: 医疗服务历年营业收入情况.....	19
图 35: 医疗服务行业历年归母净利润.....	19
图 36: 医疗服务行业历年扣非净利润.....	19
图 37: 医疗服务收入、利润同比增速.....	19
图 38: 医疗服务历年毛利率及费用率.....	20
图 39: 医疗服务历年扣非 ROE.....	20
图 40: 医疗器械历年营业收入情况.....	21
图 41: 医疗器械行业历年归母净利润.....	21
图 42: 医疗器械行业历年扣非净利润.....	21
图 43: 医疗器械收入、利润同比增速.....	22
图 44: 医疗器械毛利率及费用率.....	22
图 45: 医疗服务历年扣非 ROE.....	23
图 46: 浙股医药收入及增速.....	24
图 47: 浙股医药细分营收.....	24
图 48: 浙股医药归母净利润及增速.....	25
图 49: 浙股医药细分归母净利润.....	25
图 50: 浙股医药扣非净利润及增速.....	25
图 51: 浙股医药细分扣非净利润.....	25
图 52: 医药浙股与医药行业整体 ROE 比较.....	26
图 53: 医药浙股与行业整体毛利率比较.....	26
图 54: 医药浙股与行业整体净利率比较.....	26
图 55: 浙股医药三费率.....	27
图 56: 浙股中药饮片收入利润增速.....	27
图 57: 浙股中药饮片毛利率及费用率.....	27
图 58: 浙股中成药收入利润增速.....	27
图 59: 浙股中成药毛利率及费用率.....	27
图 60: 浙股医药流通收入利润增速.....	28
图 61: 浙股医药流通毛利率及费用率.....	28
图 62: 浙股医疗器械收入利润增速.....	29
图 63: 浙股医疗器械毛利率及费用率.....	29
图 64: 浙股医疗服务收入利润增速.....	29
图 65: 浙股医疗服务毛利率及费用率.....	29
图 66: 浙股生物药收入利润增速.....	30
图 67: 浙股生物药毛利率及费用率.....	30
图 68: 浙股化学制剂收入利润增速.....	30
图 69: 浙股化学制剂毛利率及费用率.....	30
图 70: 浙股原料药收入利润增速.....	31
图 71: 浙股原料药毛利率及费用率.....	31

## 1、医药行业收入增速持平，盈利增速提升

医药行业 2018 年上半年营业收入 6837.8 亿 (+21.2%)，增速较 2017 年全年提升 2.5pp，增速较去年同期增加 2pp，基本持平；收入增长主要是由于两票制高开以及原料药高增长带动。医疗服务和生物药景气度高，但占比不大。医药商业受两票制影响，调拨业务萎缩，抵消了收入增速的提高。

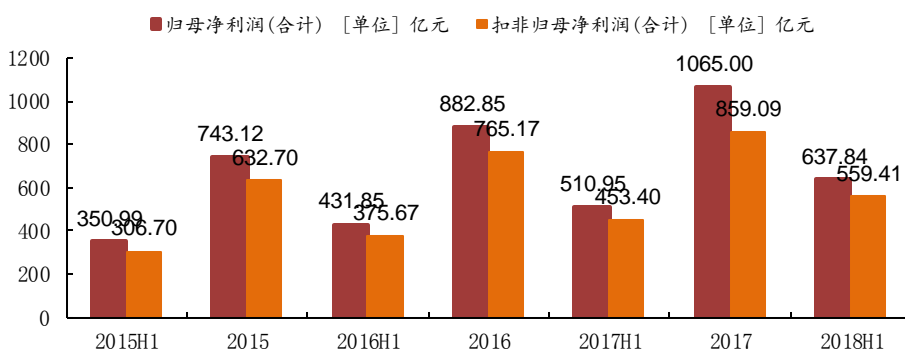
扣非净利润 559.4 亿 (+24.8%)，较去年底提升 11pp，较去年同期增加近 5pp，净利润增速回暖，主要是原料药价格处于高位、医疗服务景气度高、生物药也有一定正面拉动贡献。

图1：医药行业历年营业收入



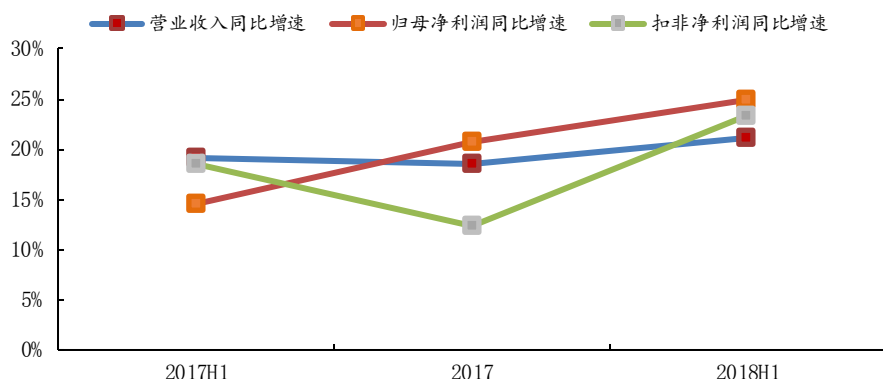
数据来源：财通证券研究所

图2：医药行业历年归母净利润及扣非净利润



数据来源：财通证券研究所

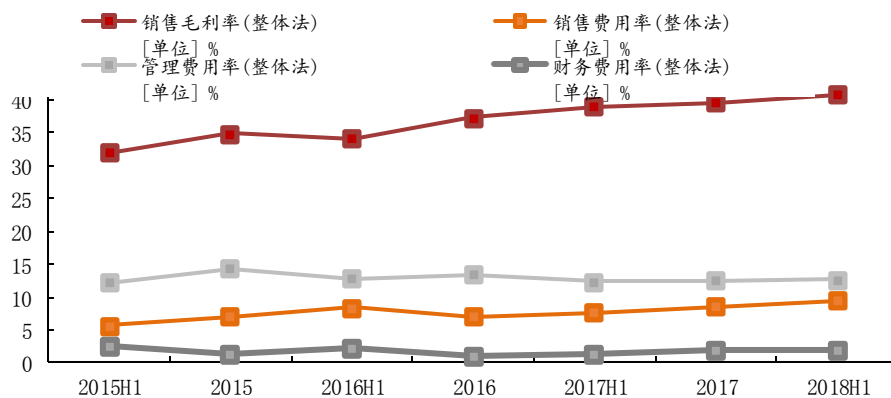
图3：医药上市公司整体历年收入利润同比增速



数据来源：财通证券研究所

医药行业2018年上半年毛利率33.4%，较去年同期增加1.1pp；销售费用率16.1%，较去年同期增加2.5pp；管理费用率6.4%，较去年中下降0.2个pp基本持平；财务费用率1.0%也基本持平。两票制高开影响较大，另外原料药价格提高导致毛利率提高，医疗服务、生物药景气度较高。

图4：医药行业整体历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

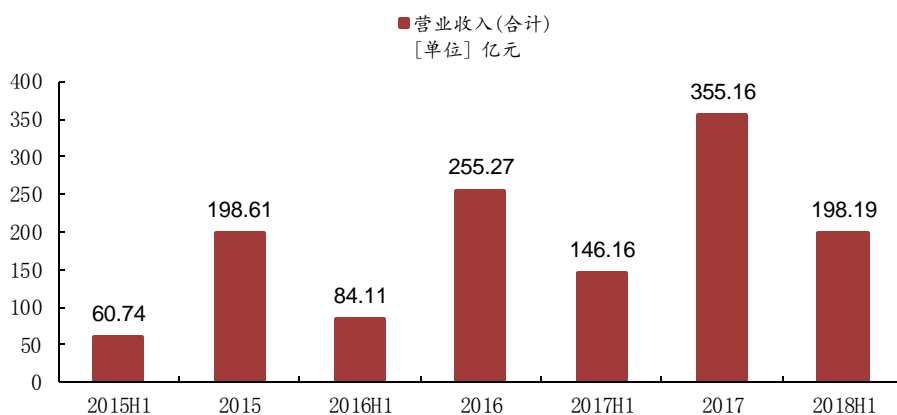
## 2、原料药受价格影响收入利润均大幅提升

财通医药分类中原料药公司共计35家，主要涉及维生素、肝素、辅料和特色原料药等。2018年上半年原料药收入498.8亿(+24.0%)，较去年同期+13pp，较去年底+9pp；归母净利润69.7亿(+64.0%)，较去年同期大幅提高67pp，较去年底+50pp；扣非净利润65.5亿(+79%)，较去年同期大幅提高83pp，较去年底+67pp。

2018年上半年,原料药行业毛利率42.1%(较去年同期+7.2pp),销售费用率12.3%(较去年同期+4pp)。毛利率显著提升主要是产品价格提升导致。

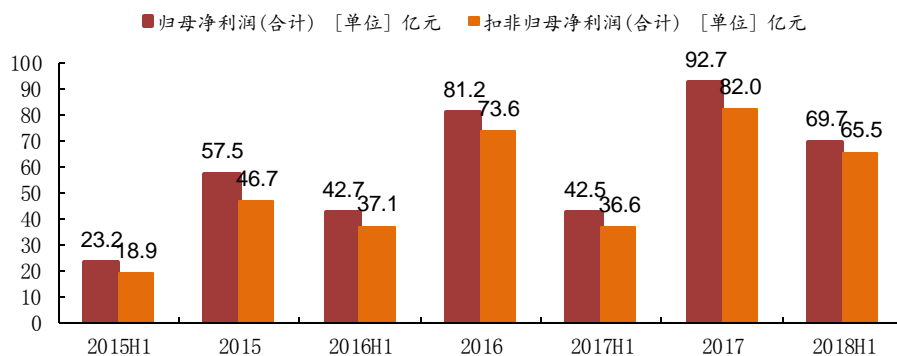
国内环保政策的趋于严格,新增产能受限,使得原料药价格从2016年起开始上升,盈利能力的回升对股价的刺激2017年得以体现,但2018年即使利润在上升,对股价刺激的效应在减弱甚至在维生素等行业开始形成负面,市值或者PB是有天花板效应的。我们更加关注原料药—制剂—仿制药一致性评价产业链配套齐全的公司,通过掌控原料药优势、通过一致性评价洗牌行业。重点关注金城医药等公司;此外,CDMO领域是独行,受益于全球医药产业链大分工合作,重点关注翰宇药业、凯莱英等。

图5: 原料药历年营业收入



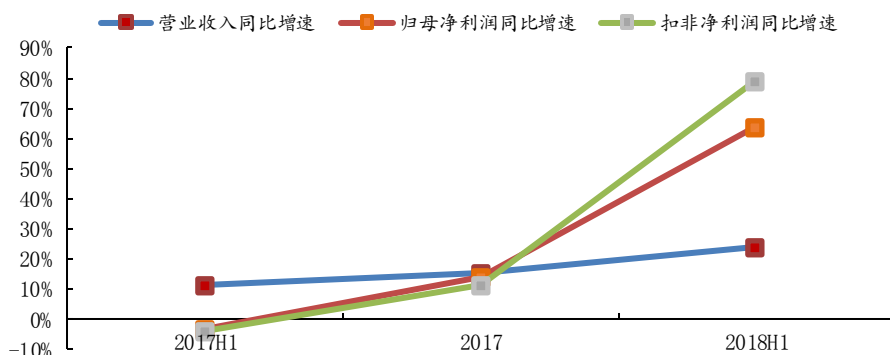
数据来源: 财通证券研究所

图6: 原料药历年归母净利润及扣非净利润



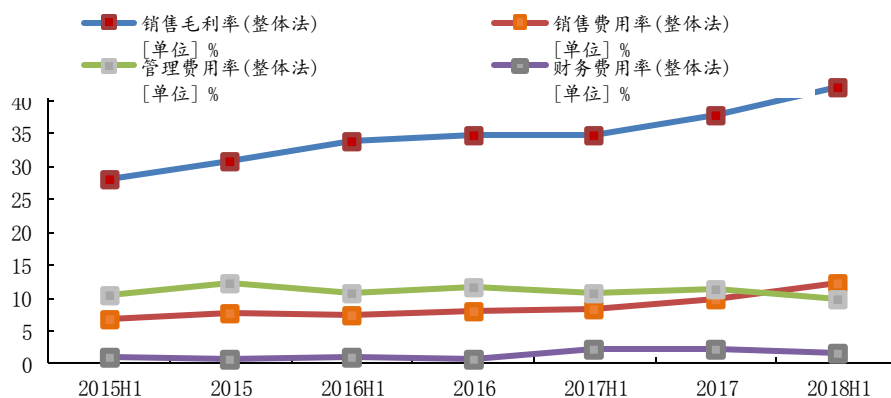
数据来源: 财通证券研究所

图7：原料药历年收入利润同比增速



数据来源：财通证券研究所

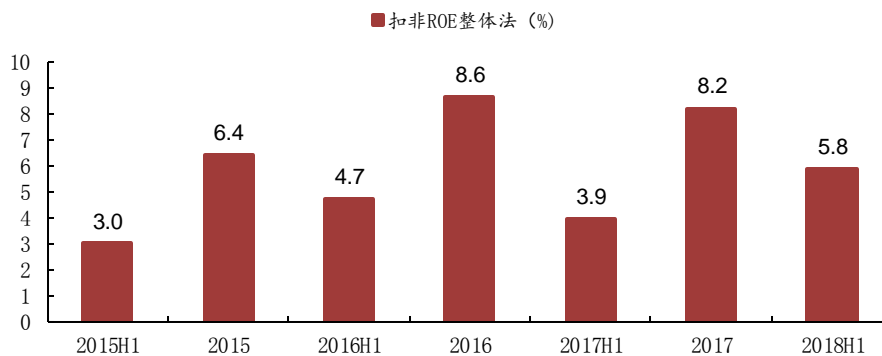
图8：原料药历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

上半年 ROE 较去年同期显著提升也反映了盈利水平明显改善。

图9：原料药历年扣非ROE



数据来源：财通证券研究所

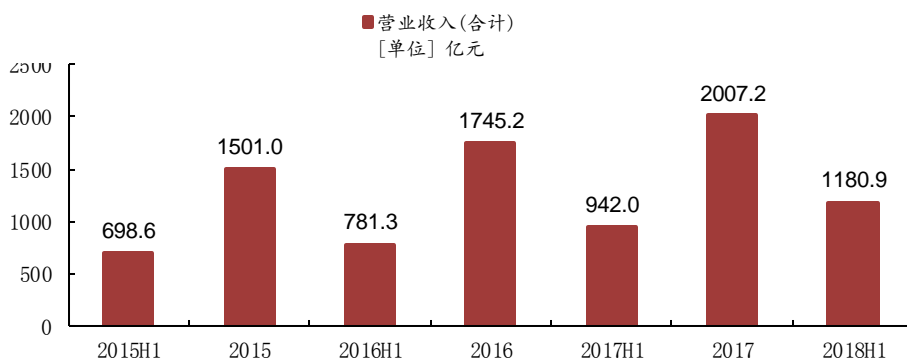


### 3、化学制剂受高开影响收入增速提升，盈利增长略缓

财通医药分类的化学制剂企业 53 家，2018H1 收入 1177 亿，同比增长 25.10%，扣非后净利润 116 亿，同比增长 14.95%，较去年同期增速 16.80% 继续下滑。前五大盈利公司分别为恒瑞医药、华东医药、复星医药、信立泰和科伦药业，扣非后净利润分别为 18.28/12.69/12.01/7.63/7.20 亿元，总计 58 亿元，CR5 占比净利润比重为 46%；去年 top5 为恒瑞、复星、华东、信立泰和华润双鹤，总利润为 51 亿元，CR5 净利润比重为 53%，集中度变低主要是复星医药和信立泰的产品线短期增长乏力所致。未来这些公司的增长动力开始逐渐向创新药上转移，包括恒瑞的阿帕替尼、吡咯替尼、聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子注射液和 PD-1 单抗；复星医药的利妥昔、曲妥珠、阿达木和贝伐珠单抗类似；信立泰的艾力沙坦和科伦药业的系列高端仿创药等，集中度将继续提升。总结一句话，化药生物药的哑铃型结构明显，就是新药+完善的自营销售渠道，这些衡量化药行业能否成功的两个标志。创新驱动带来新药研发大机遇，行业将螺旋式上市。短期对新药投资的过度乐观将使得行业回调，仿制药一致性评价优秀企业将短期突围，较低的估值以及对未来盈利能力的乐观，自上而下选择京新药业、华海药业和乐普医疗等。

营业收入增速提高主要是两票制高开的影响，对利润没有影响。同时高开票也导致了销售毛利率和销售费用率的提升。毛利率较去年同期+5pp，销售费用率较去年同期+7pp。

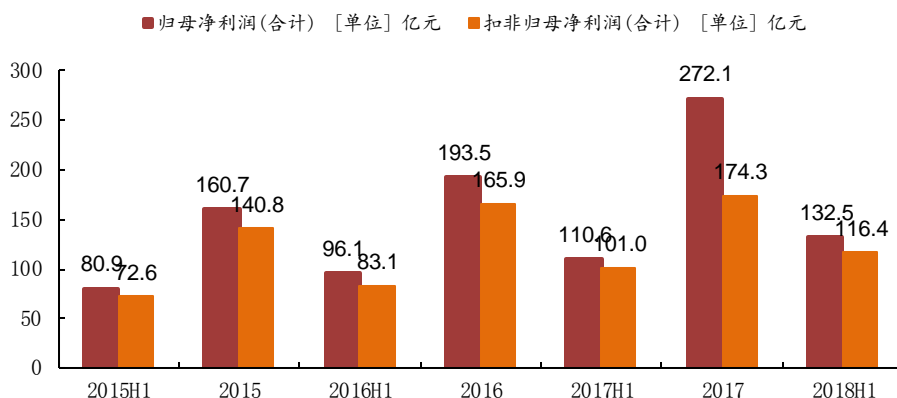
图10：化学制剂历年营业收入



数据来源：财通证券研究所

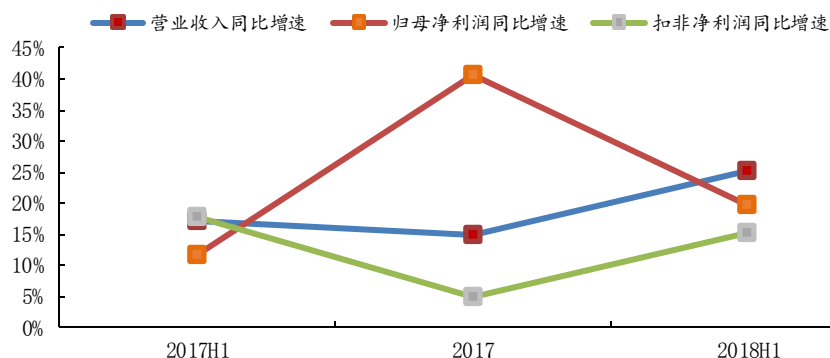


图11：化学制剂历年归母净利润及扣非净利润



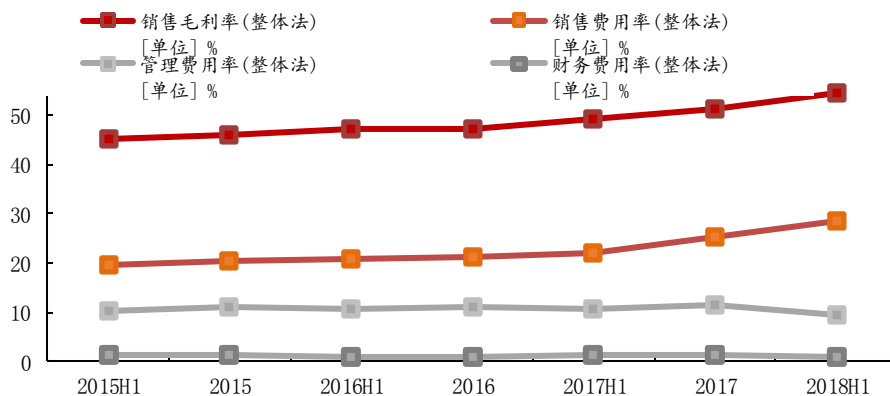
数据来源：财通证券研究所

图12：化学制剂历年收入利润同比增速



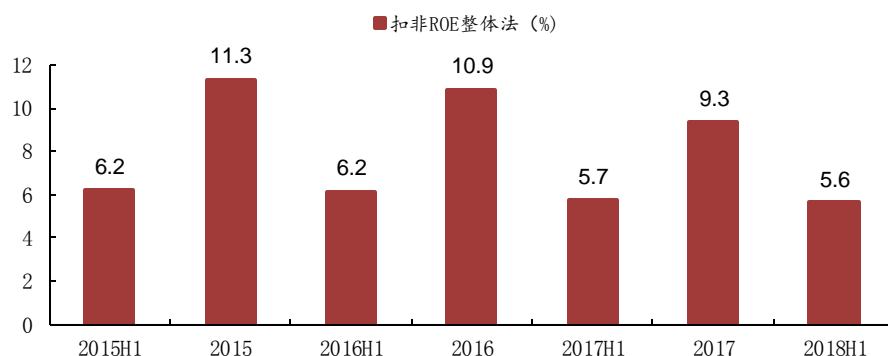
数据来源：财通证券研究所

图13：化学制剂历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

图14：化学制剂历年扣非ROE

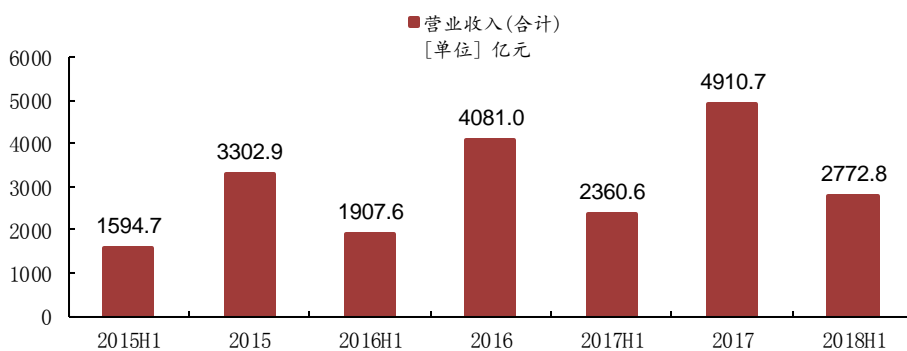


数据来源：财通证券研究所

#### 4、医药商业业绩受两票制冲击但逐渐消化

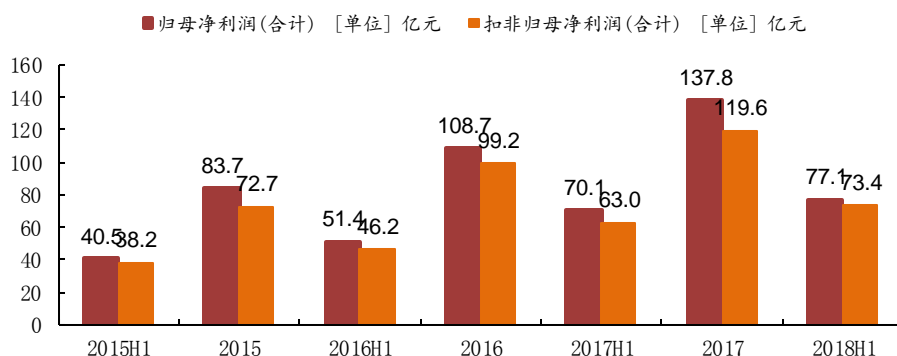
财通医药商业包括23家公司,包括零售和批发。医药商业上半年2773亿(+17.5%),较去年底-3pp,较去年中-6pp,增速不断下降;扣非净利润73.4亿(+16.2%),较去年底-4pp,较去年中-20pp。民营医药商业公司九州通、瑞康对行业整体的拉动贡献较大。两票制的医药商业的冲击仍在但逐渐消化。扣非净利润贡献较大的主要是国药股份、九州通等以及药品零售的内生和外延增长。

图15：医药商业历年营业收入



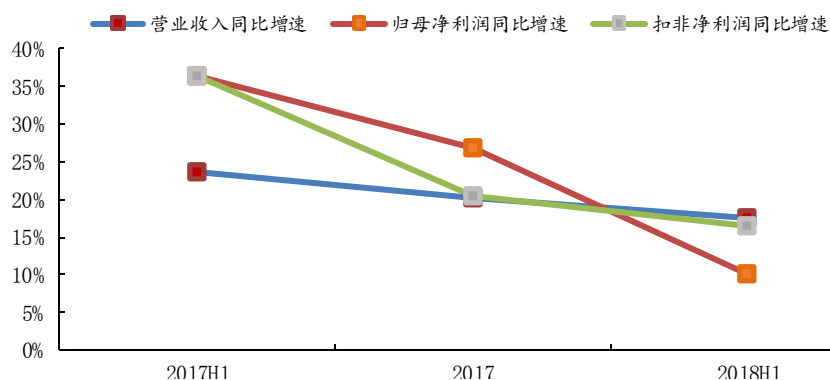
数据来源：财通证券研究所

图16：医药商业历年归母净利润及扣非净利润



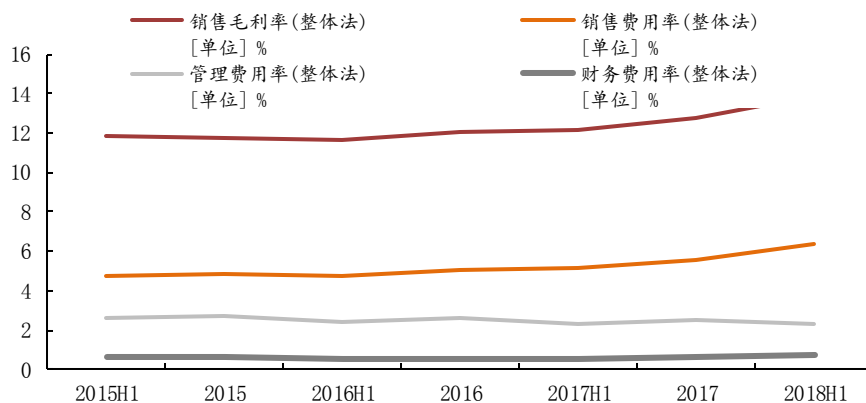
数据来源：财通证券研究所

图17：医药商业历年收入利润同比增速



数据来源：财通证券研究所

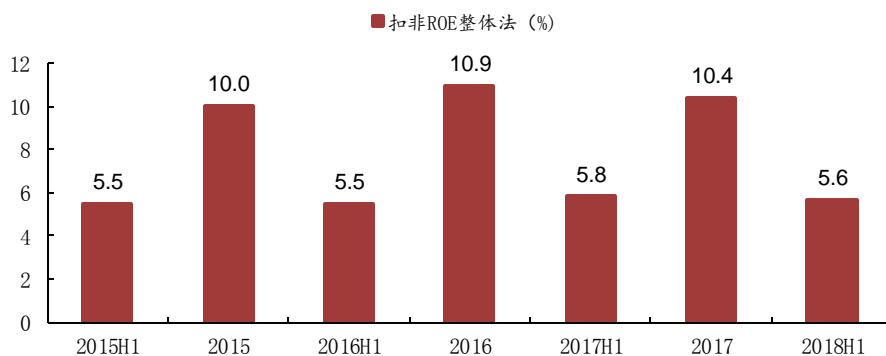
图18：医药商业历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

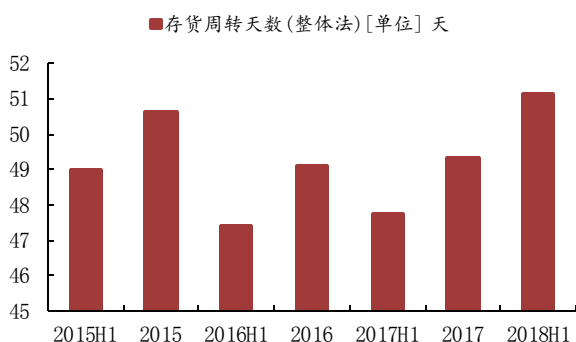
2018年H1毛利率13.9%，较去年同期增加1.7pp；2018年H1销售费用率6.3%，较去年同期增加1.2pp；管理费用率与去年持平，财务费用率较去年同期增加0.2pp。ROE较去年同期略有下降。

图19：医药商业历年扣非ROE



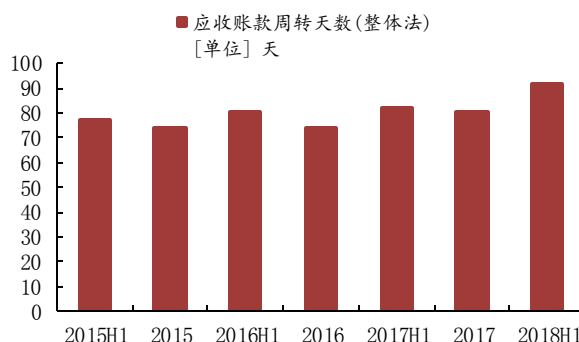
数据来源：财通证券研究所

图20：医药商业存货周转天数



数据来源：财通证券研究所

图21：医药商业应收账款周转天数



数据来源：财通证券研究所

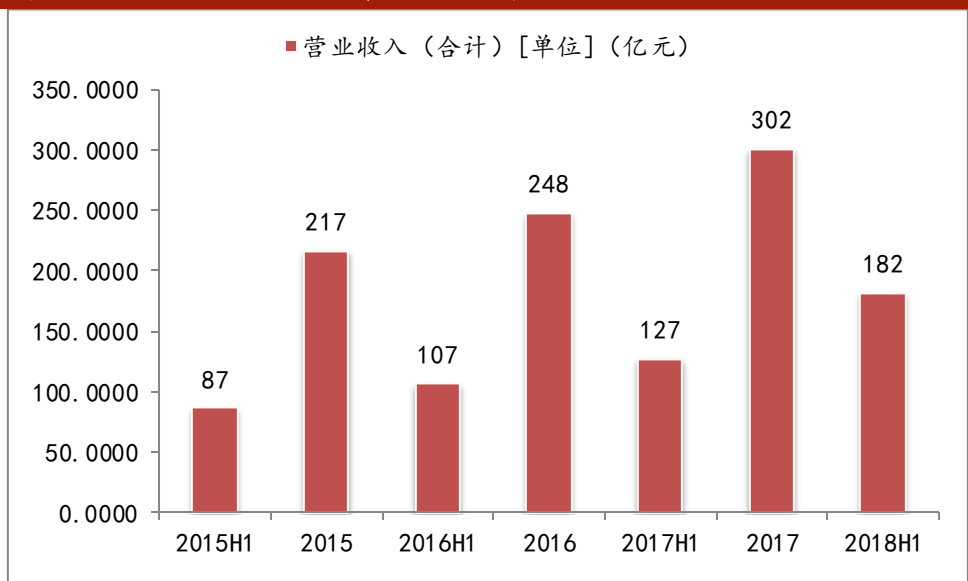
## 5、生物制品景气度迈上新台阶

生物制品是目前全球制药领域发展最快的细分方向之一，主要包括血制品、疫苗、生物生化药物等几大类。2018H1生物制品细分领域上市公司合计营收181.82亿元，相比去年同期增加54.45亿元，同比增长42.75%，保持高速增长的趋势，2018H1生物制品细分领域公司合计归母净利润总额35.72亿元，同比减少20.61%；但公司合计扣非后归母净利润总额42.21亿元，同比增加37.23%。若剔除上海莱士、天坛生物、长生生物，生物制品细分领域2018H1营收总额增速为50.4%，归母净利润总额增速为60.1%，行业整体呈加速增长态势，疫苗行业的反转成为

业绩最大贡献者。特别是多联多价疫苗持续放量及 HPV 等大品种贡献弹性，疫苗相关公司业绩保持高增长。

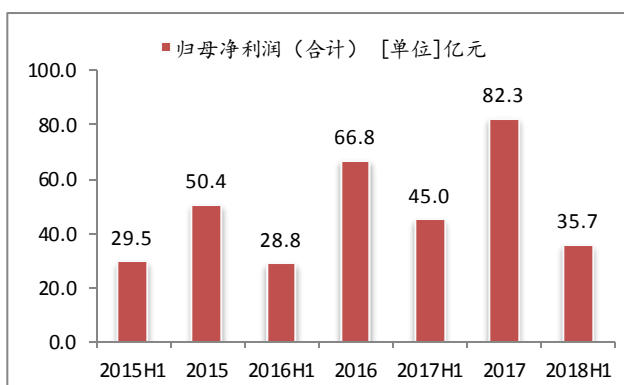
2018H1 生物制品细分领域公司扣非后净资产收益率 ROE 为 6.62%，与去年同期相比增加 24.65%。生物药依然会延续前期的增长趋势，将会是未来医药行业内盈利能力最强的领域之一。

图22：生物制品细分领域历年营业收入情况



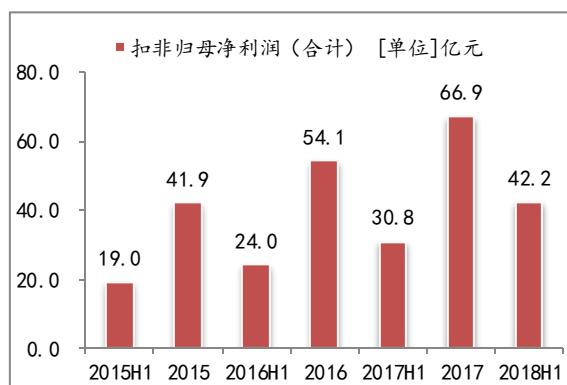
数据来源：财通证券研究所

图23：生物制品细分领域历年归母净利润



数据来源：财通证券研究所

图24：生物制品细分领域历年扣非净利润

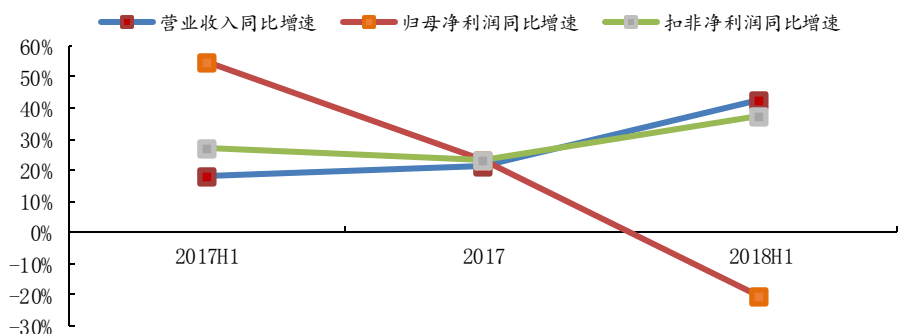


数据来源：财通证券研究所

2018H1 生物制品细分领域公司销售毛利率为 72.4%，相比去年同期减少 2.31pp；主要是疫苗与血制品类企业的毛利率有所下降导致拖累整个细分领域的毛利率。销售费用率为 29.3%，相比去年同期增加 6.82pp；管理费用率为 11.1%，相比去

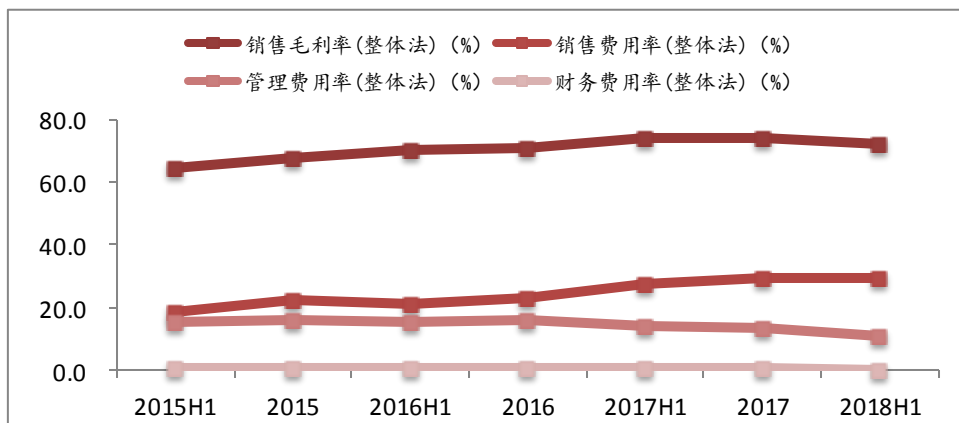
年同期减少 22.11pp；财务费用率为 0.30%，相比去年同期减少 60.84pp，细分领域期间费用率与去年同期相比总体变化不大。

图25：生物制品细分领域收入、利润同比增速



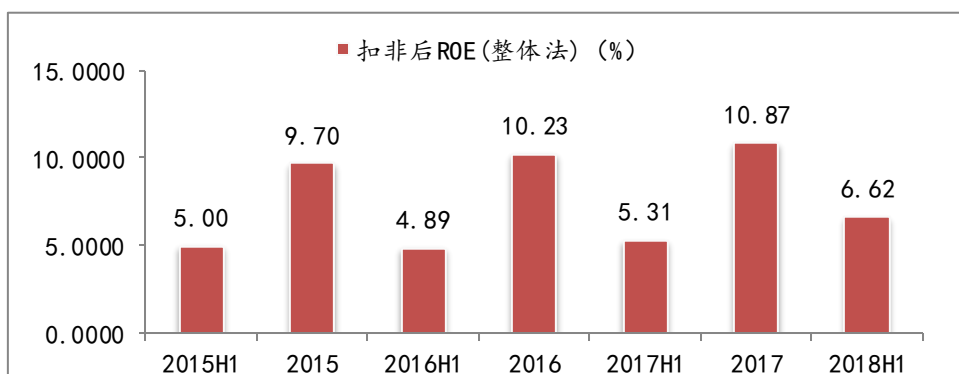
数据来源：财通证券研究所

图26：生物制品细分领域历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

图27：生物制品细分领域历年扣非ROE



数据来源：财通证券研究所

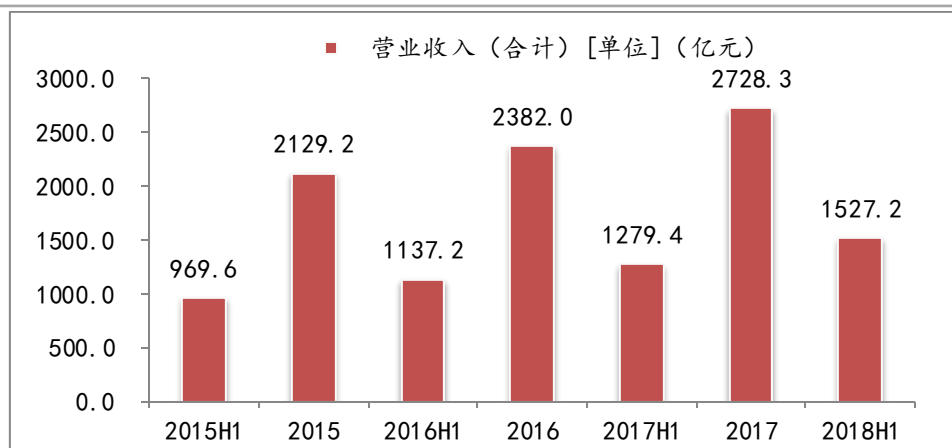
今年生物制品细分领域关注度最高的子板块疫苗仍保持年初以来高速增长态势，智飞生物、康泰生物、沃森生物利润增长均在 2 倍以上，疫苗板块 2018H1 年收入端实现 61.68% 的增长，利润端 64.33% 的增长，扣非后 60.39% 的增长，相比一季也有明显提高。其中智飞生物扣非净利润增速为 306.92%，主要是 AC-Hib 三联苗以及四价 HPV 疫苗的带动；康泰生物扣非净利润增速为 327.71%，主要是百白破-Hib 四联苗的带动。同时由于某行业不良事件，短期对国产疫苗接种量可能造成影响，但长期大品种仍有较大成长空间。长春高新以生长激素为主的金赛药业收入 15.10 亿 (+60%)，净利润 5.57 亿 (+60%)；以水痘和狂犬疫苗为主的百克生物营业收入 5.74 亿 (+90%)，净利润 1.38 亿 (+120%)，公司生长激素产品线完备，儿童消费大浪潮下仍将保持 40% 高速增长。另外四价流感疫苗和将获批的狂犬疫苗带来华兰生物未来业绩高弹性。

目前在国内鼓励创新的大政策推动下，以抗肿瘤药物的各类单抗和重组蛋白为代表的品种正在加速上市，上市后有望通过医保价格谈判纳入医保实现放量增长，我们认为生物制品行业未来将会持续保持高增长态势。目前，生物创新药正蓄势待发，将迎来最好的时代，是未来最重要投资主线之一；国内制药产业核心将从仿制向创新逐渐过渡，创新药将成为未来十年国内医药投资最重要、弹性最大的主线之一。2017 年 10 月两办发布的药审改革、鼓励创新，更是将创新提高到国家层面；随着国家审评审批制度改革、MAH 制度、仿制药一致性评价等一系列政策的落地，医药企业正面临创新改革发展的阵痛期，优先审评模式将大大加速新药上市速度。认为创新将是未来长期趋势，创新药将是未来 5-10 年乃至长期医药的投资热点之一。国内创新药产业将于 2018 年进入爆发期，预计将有 15-20 个自主创新药将在未来 3-5 年内持续密集获批。

## 6、 中药行业受高开影响收入增长提升， 盈利增长下滑

图28： 中药细分领域历年营业收入情况





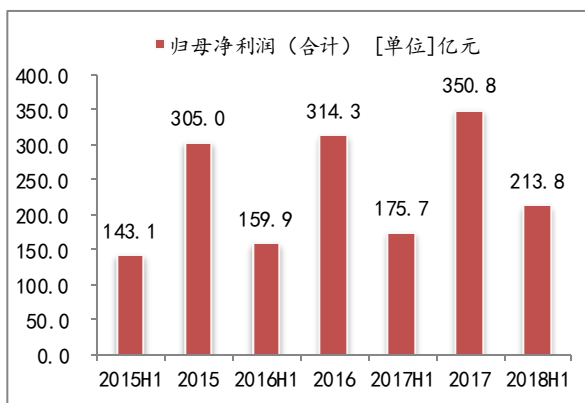
数据来源：财通证券研究所

具有品牌、产品、市场和渠道优势，护城河大的中药消费品企业成为稀缺资源，中药饮片及品牌 OTC 企业盈利保持稳定增长，中药注射剂企业面临业绩持续下滑的压力。

2018H1 中药细分领域公司合计营收 1527.3 亿元，相比去年同期增加 247.8 亿元，同比增长 19.36%，主要为转高开因素导致。

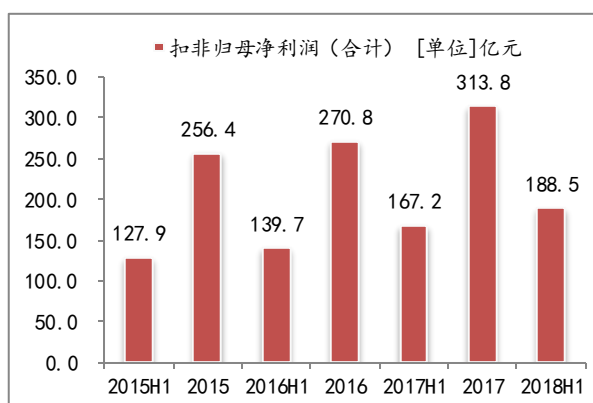
2018H1 中药领域公司合计归母净利润 213.8 亿元，相比去年同期增加 38.1 亿元，同比增加 21.69%；公司合计扣非后归母净利润 188.5 亿元，相比去年同期增加 21.3 亿元，同比增加 12.79%。

图29：中药细分领域历年归母净利润



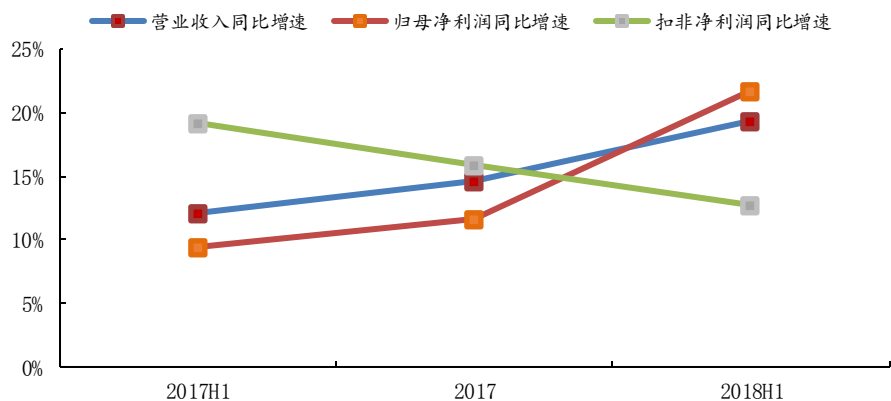
数据来源：财通证券研究所

图30：中药细分领域历年扣非净利润



数据来源：财通证券研究所

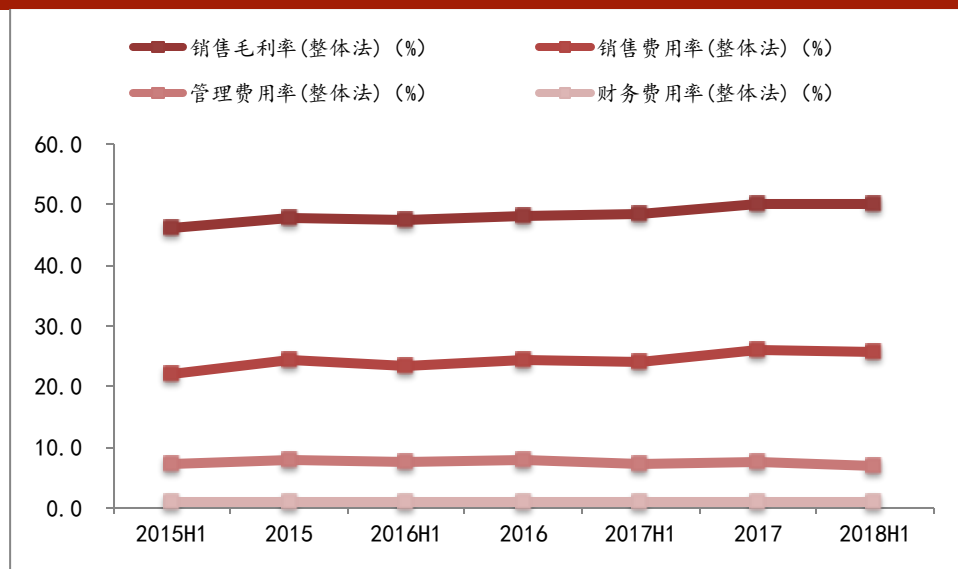
图31：中药细分领域收入、利润同比增速



数据来源：财通证券研究所

2018H1 中药领域公司销售毛利率为 50.2%，相比去年同期增加 3.26pp；销售费用率为 25.8%，相比去年同期增加 7.71pp；管理费用率为 6.9%，相比去年同期减少 2.82pp；财务费用率为 1.1%，相比去年同期增加 30.96pp。我们估计毛利率上升主要来自于品牌中药的提价，其提价来自于原材料、中药材价格上涨的成本推动以及消费升级下 OTC 企业的定价策略的改变，另外部分企业低开转高开对毛利率提升也有一定影响。

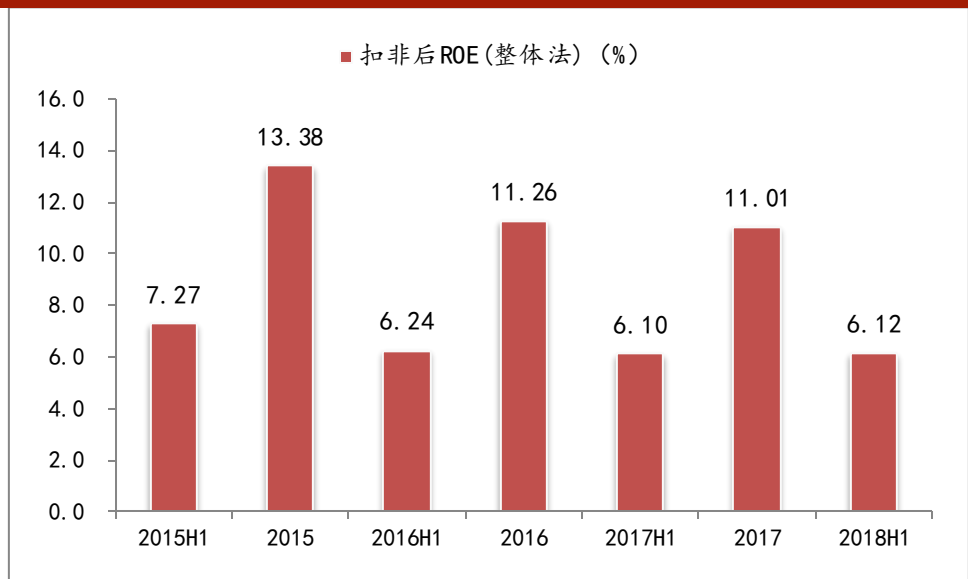
图32：中药细分领域历年毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

2018H1 中药细分领域公司扣非后净资产收益率 ROE 为 6.12%，相比去年同期增加 0.36pp。

图33：中药细分领域历年扣非ROE



数据来源：财通证券研究所

国家一方面出台中医药法、加强对中药行业政策支持，鼓励中药饮片行业整合、鼓励配方颗粒和经典名方发展；另一方面出台限制中药注射剂及辅助用药使用、加大对中药饮片等中药产业的检查力度等政策的大背景下，中药企业已经进入行业大变革、大洗牌、自我优化和产业升级的新阶段。从中药板块增长的情况来看，2018H1 收入端增速较去年同期明显提升，利润端增速略有提升。2018 年上半年中药企业收入和利润增速保持稳步增长主要有以下几大原因：两票制全面实施以来，部分产品从低开转高开模式，对收入端增速也有明显的贡献。另外前期两票制、医保控费、药占比、限制中药注射剂及辅助用药等利空政策已经被行业逐步消化，企业也采取控制中间费用、开拓新渠道等手段对冲政策影响。其次 2018 年一季度受流感因素影响，中成药及部分中药注射剂企业出现放量增长，部分企业提前大量发货，业绩大量提前兑现。

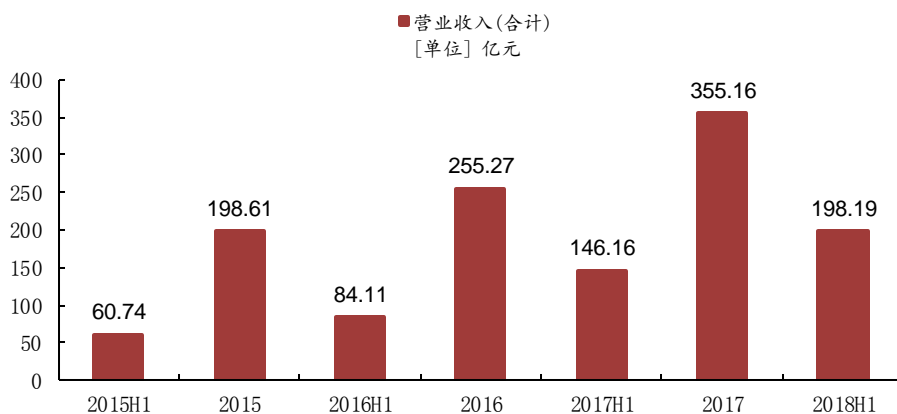
个股方面，我们依然看好现代中药龙头以及具有强大生物创新药研发能力的天士力（子公司天士力生物即将港股上市）、持续受益于分级诊疗和处方外流政策，成本低回款快的 OTC 零售渠道有很大提升空间的济川药业、精品中药发力带动增长的传统保健消费老字号广誉远。

## 7、医疗服务受 CRO 和医院双轮驱动更上新台阶

根据财通医药分类，医疗服务领域共有 14 家公司，其中一半是 CRO，一半是医疗服务（医院）。2018 年上半年医疗服务上市公司营业收入 198.2 亿（+35.6%），较去年下降 3.5 个 pp，较去年同期+6.5pp；扣非净利润 23.2 亿（+14.0%），

较去年底+23pp，较去年同期+36pp。收入增长较快主要是爱尔眼科、美年健康两大巨头的内生加外延快速驱动引起的。另外 CRO 领域景气度很高，受益于创新药政策、一致性评价、海外订单的支撑，也保持快速增长。

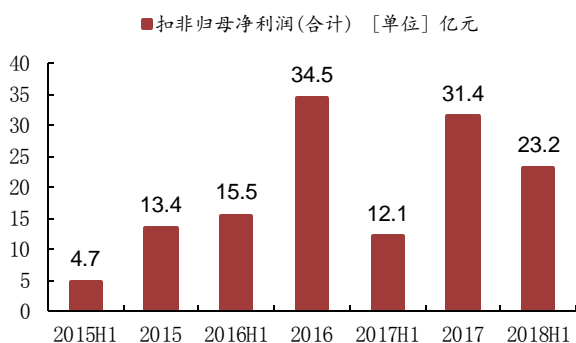
图34：医疗服务历年营业收入情况



数据来源：财通证券研究所

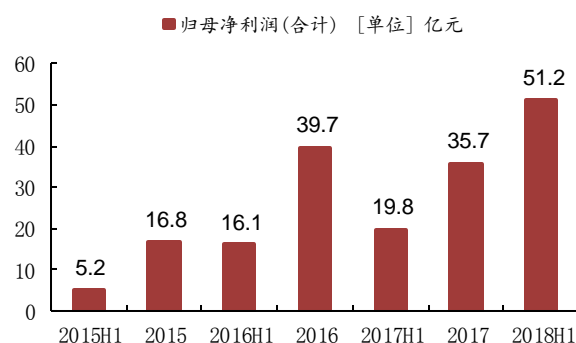
扣非净利润增长主要是行业龙头药明康德的带动，药明康德中国区业务、临床 CRO、CMO 均保持快速增长，毛利率水平提高。其次则是医疗服务龙头爱尔的贡献。另外泰格的扣非净利润增速也贡献较大，大临床增速迈上新台阶，毛利率明显提升。其他较小的 CRO 药石科技和昭衍新药也表现亮眼，但所占权重较少，反映出行业整体兴旺。通策医疗也增长较旺，巨头美年健康上半年表现好于往年，主要是下半年贡献利润。

图35：医疗服务行业历年归母净利润



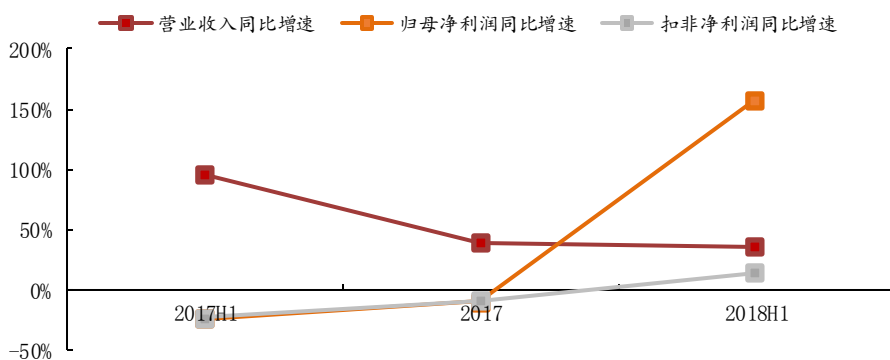
数据来源：财通证券研究所

图36：医疗服务行业历年扣非净利润



数据来源：财通证券研究所

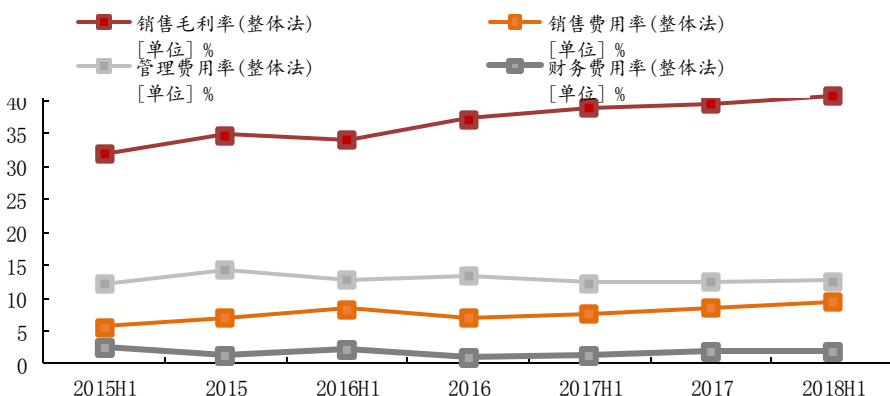
图37：医疗服务收入、利润同比增速



数据来源: 财通证券研究所

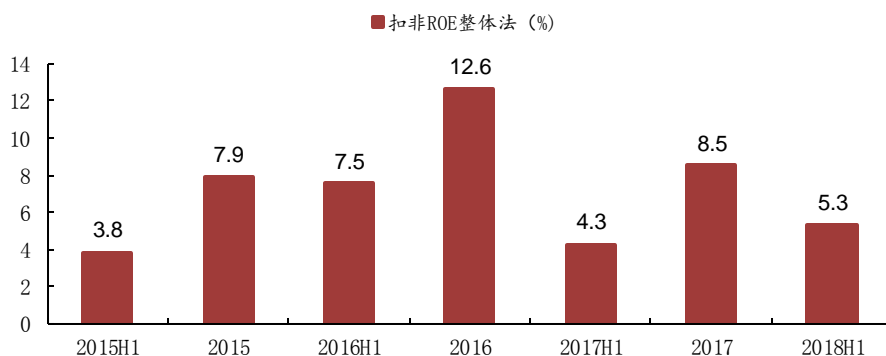
医疗服务行业毛利率提升主要是 CRO 行业毛利率提升带动, 即药明康德、泰格医药等。财务费用率提升主要是医疗机构是重资产, 融资成本有所提升导致。行业 ROE 提升体现了行业盈利水平和盈利质量有所提升。

图38: 医疗服务历年毛利率及费用率



数据来源: 财通证券研究所

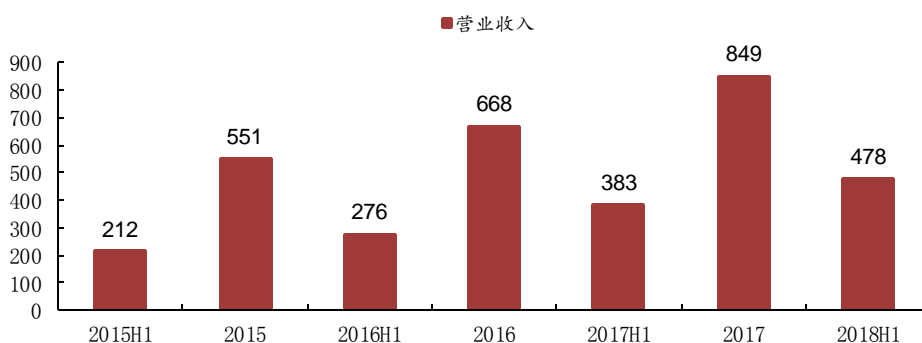
图39: 医疗服务历年扣非ROE



数据来源：财通证券研究所

## 8、医疗器械稳定较快增长

图40：医疗器械历年营业收入情况

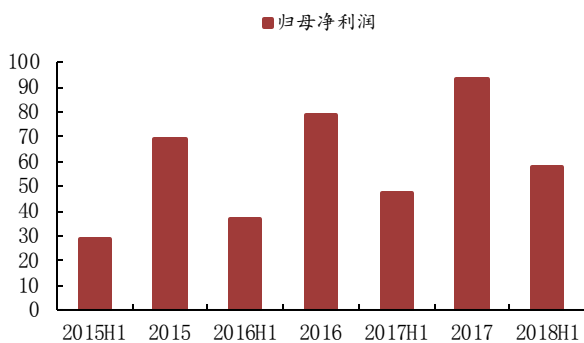


数据来源：财通证券研究所

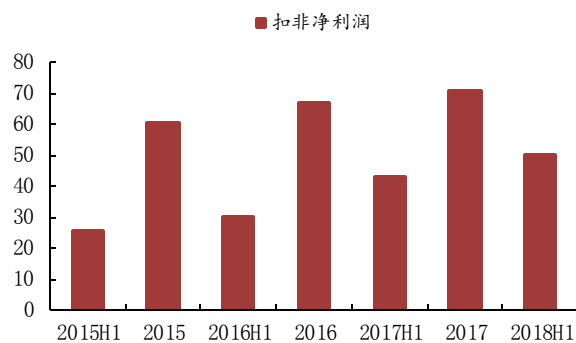
2018年上半年，医疗器械板块收入端同比增长24.66%，较2017年同期增速下滑2.10个百分点，归母净利润同比增长21.53%，较去年同期增速提高0.74个百分点，扣非净利润同比增长16.71%，同比下滑0.61个百分点。从收入端和利润端增速变况看，医疗器械板块仍然保持较高的景气度，外延并购对行业发展有一定的促进作用。

图41：医疗器械行业历年归母净利润

图42：医疗器械行业历年扣非净利润

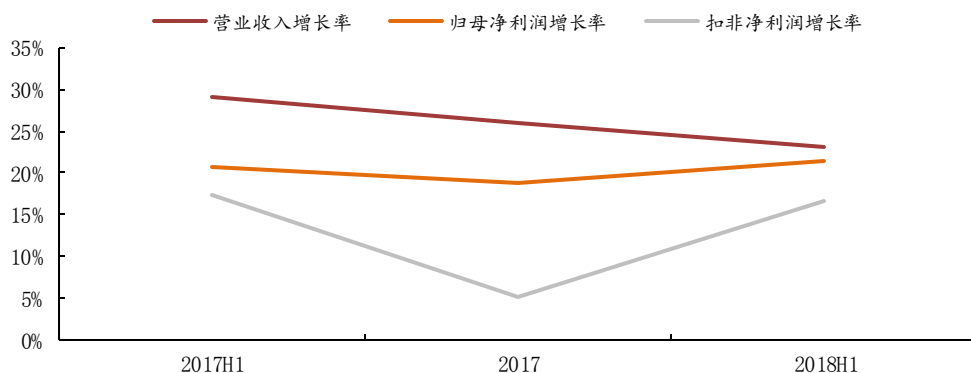


数据来源：财通证券研究所



数据来源：财通证券研究所

图43：医疗器械收入、利润同比增速

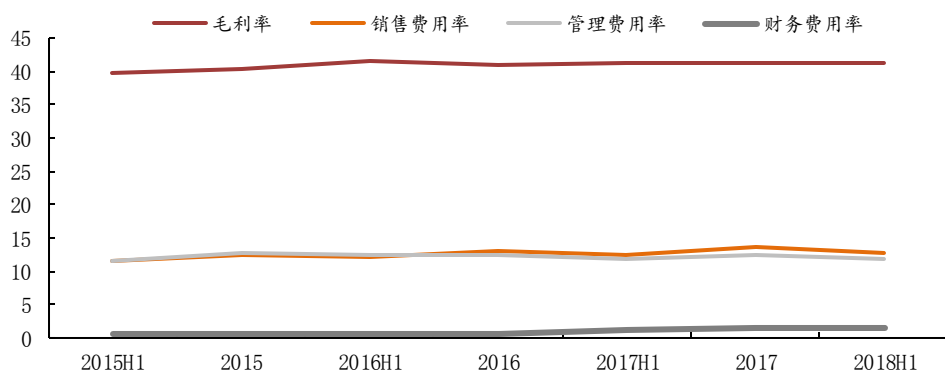


数据来源：财通证券研究所

从毛利率和费用率方面看，2018年上半年医疗器械板块整体毛利率为41.28%，较去年同期略有提升，销售费用率为12.89%，较去年同期提升0.34个百分点，管理费用率为11.76%，较去年同期下滑0.11个百分点，财务费用率为1.40%，较去年同期（1.18%）提高0.22个百分点，行业整体运营比较平稳。从资产收益率方面来看，2018年上半年扣非后净资产平均收益率为5.16%，较去年同期（5.17%）基本持平，但近三年来整体处于下滑趋势。

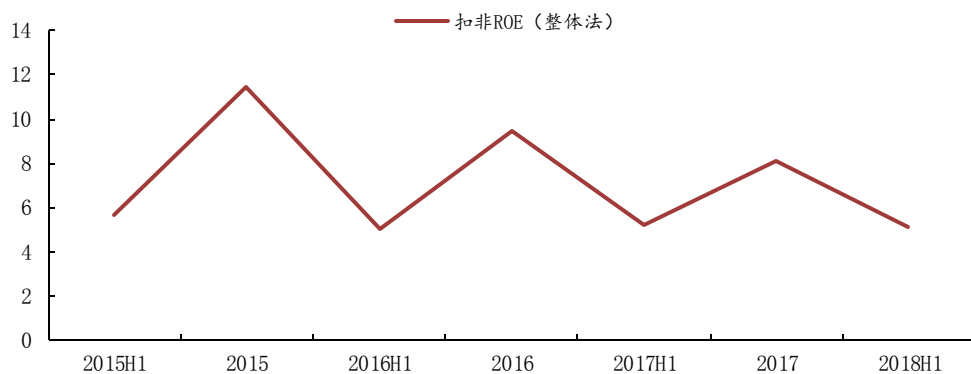
图44：医疗器械毛利率及费用率





数据来源：财通证券研究所

图45: 医疗服务历年扣非ROE



数据来源：财通证券研究所

从细分领域看，低值耗材领域增速表现相对较差，高值耗材领域表现较好，如健帆生物（血液灌流器，+38.91%）、大博医疗（骨科耗材，+27.60%）等增长较快，体外诊断行业整体收入维持快速增长，其中POCT领域表现尤为亮眼（基蛋生物增长46.74%，万孚生物增长78.52%），但生化试剂等企业表现一般。

个股来看，乐普医疗上半年收入增速35.37%，净利润增速63.48%，主要因为药品板块高增速所致，其中器械板块收入增长15.56%，表现较为平稳；安图生物、开立医疗等拥有优秀品种的企业，受益于国产替代等趋势，业绩表现较好，安图生物上半年收入增速45.63%，净利润同比增长28.84%，开立医疗上半年收入增长27.55%，净利润同比增长60.16%。欧普康视（角膜塑形镜，+45.32%）、健帆生物（血液灌流器，+38.91%）等个别领域受益于需求提升+市场开拓，销售保持快速增长。

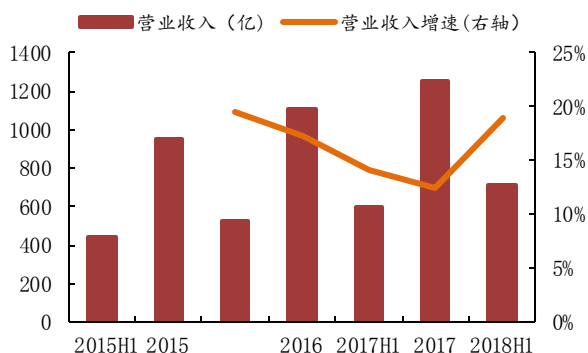
总的来说，器械板块仍维持较高的景气度，但行业内部分化较为明显，传统领域如制药设备、低值耗材等整体增长乏力，骨科耗材、心脏支架等高值耗材增长较

为平稳，彩超、化学发光等中高端技术正处于国产替代的快速成长中。我们建议重点关注具备国产替代的机会的个股如安图生物（化学发光）、开立医疗（中高端彩超）、大博医疗（脊柱、关节）等，以及掌握核心技术的个股如乐普医疗（可降解支架、起搏器）、健帆生物（灌流器）等。

## 9、医药浙股整体好于行业，受原料药拉动，医疗服务表现突出

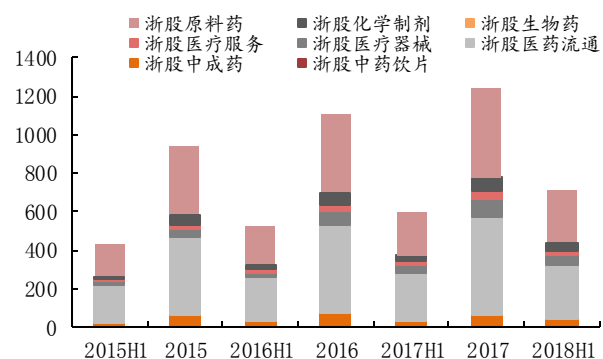
浙股医药整体 2018 年上半年实现营业收入 709 亿(+18.8%)，较去年同期+4.8pp；较去年增+6.4PP。与医药行业上市公司整体基本持平，从营业收入细分可以看出，原料药和商业占了绝大部分比重，商业受到两票制的影响增速较慢，原料药中浙江医药、新和成、仙琚药业受产品价格上涨影响，增速较快。其他版块如中药、医疗服务、医疗器械均保持 30% 以上的快速增长，但权重占比不大。

图46：浙股医药收入及增速



数据来源：财通证券研究所

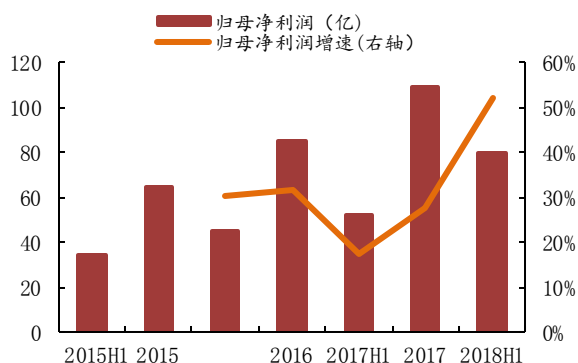
图47：浙股医药细分营收



数据来源：财通证券研究所

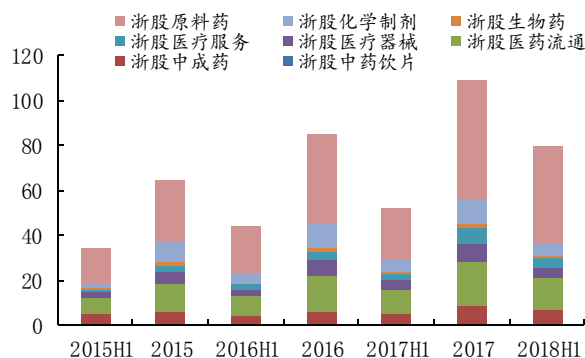
浙股医药归母净利润 2018 上半年 79.7 亿(+52.3%)，较去年同期增加 35 个 pp，较去年底增加 25 个 pp。明显高于医药行业上市公司整体增速，快近 30 个 PP。归母净利润贡献较大的是原料药，主要是新和成、浙江医药、亿帆医药贡献较大，主要是相关产品价格处于相对去年同期的高位。另外华东医药制剂对净利润增长较大，尽管划分在医药流通。医疗服务整体增速最高，其次是中药和生物药增速较快。

图48：浙股医药归母净利润及增速



数据来源：财通证券研究所

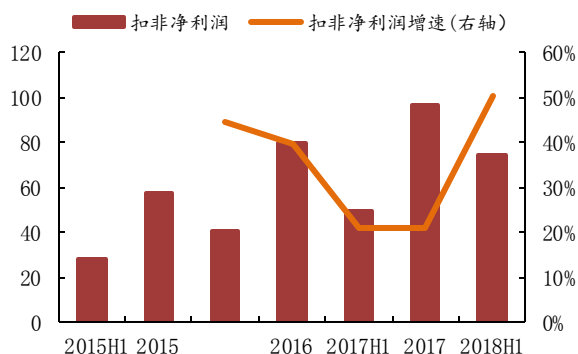
图49：浙股医药细分归母净利润



数据来源：财通证券研究所

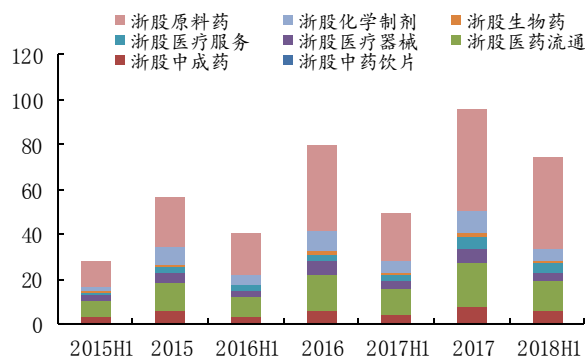
浙股医药扣非净利润 2018 年上半年 74.1 亿 (+50.1%)，较去年同期增加约 30 个百分点，较去年底亦然。较医药整体快 27 个 pp。即使扣除原料药的因素，也反映出浙江医药公司景气度较高。

图50：浙股医药扣非净利润及增速



数据来源：财通证券研究所

图51：浙股医药细分扣非净利润

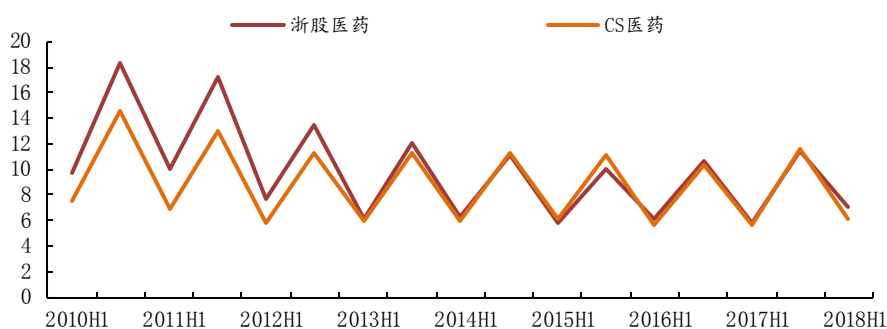


数据来源：财通证券研究所

从盈利水平来看，近年来医药浙股上市公司与医药上市公司整体盈利水平差异不大，今年上半年浙股医药无论 ROE、毛利率、净利率都显著超过了行业整体。主要是由于浙股原料药企业价格处于相对去年同期的低位，带动了盈利大幅提高，主要有新和成、浙江医药、仙琚药业、亿帆医药和花园生物等。

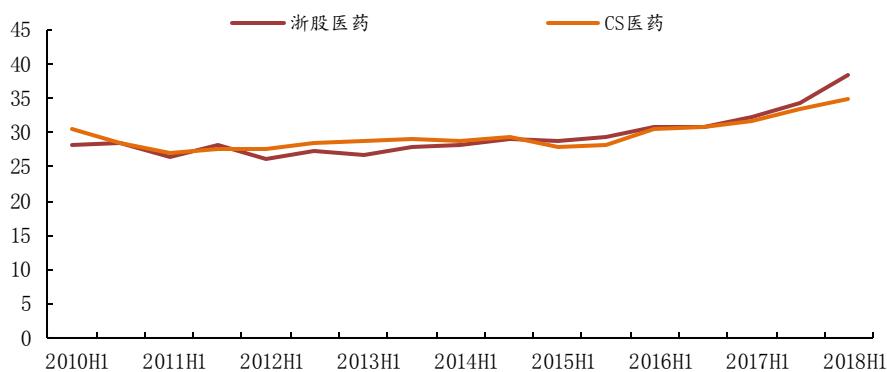
另外受两票制影响，也导致医药公司毛利率和销售费用率提升，比如康恩贝、诚意药业等公司影响。浙江医药公司在生物药、医疗服务虽然公司不多，但表现优异，如我武生物、泰格医药、通策医疗等，增速盈利均较为亮眼，中药饮片也景气度提升。

图 52：医药浙股与医药行业整体 ROE 比较



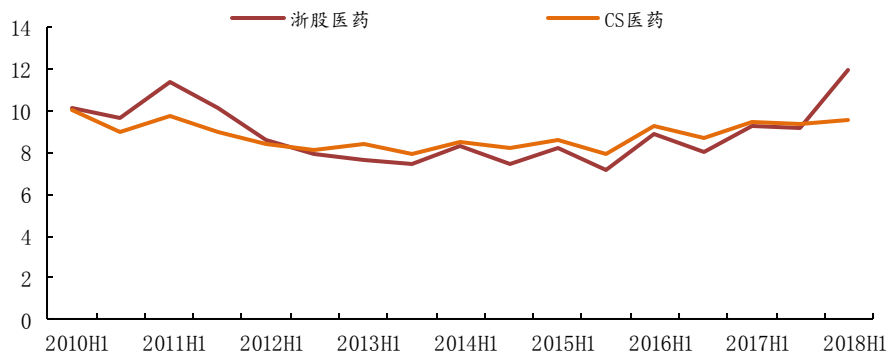
数据来源：财通证券研究所

图 53：医药浙股与行业整体毛利率比较



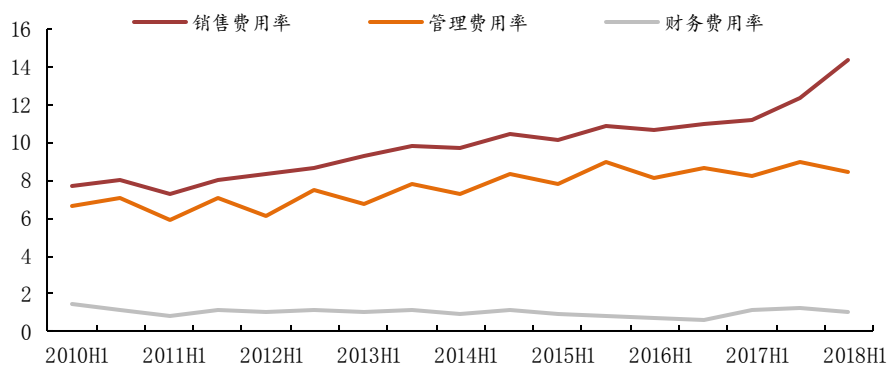
数据来源：财通证券研究所

图 54：医药浙股与行业整体净利率比较



数据来源：财通证券研究所

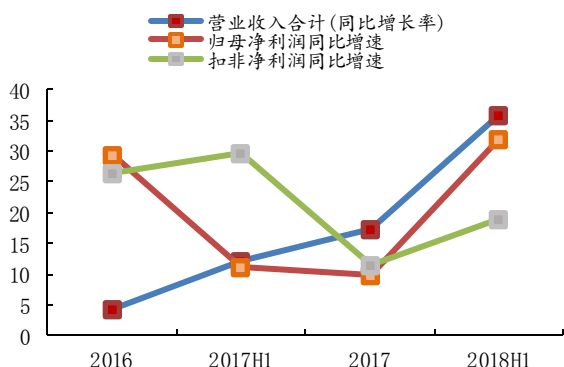
图 55：浙股医药三费率



数据来源：财通证券研究所

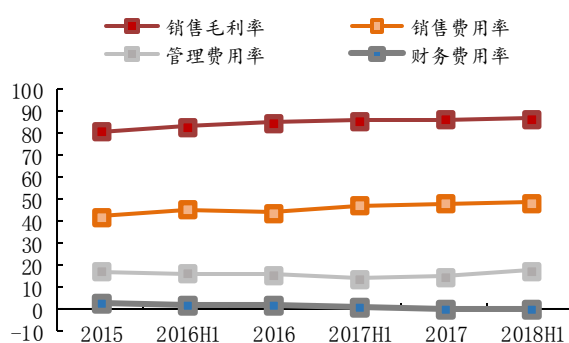
中药饮片只有寿仙谷一家公司，今年上半年收入和净利润增速均大幅提升，主要是由于灵芝孢子粉和铁皮石斛均出现价涨量增的局面，销售方面省内省外齐步前进，线上高速增速。管理费用率和销售费用率保持稳定。

图 56：浙股中药饮片收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

图 57：浙股中药饮片毛利率及费用率

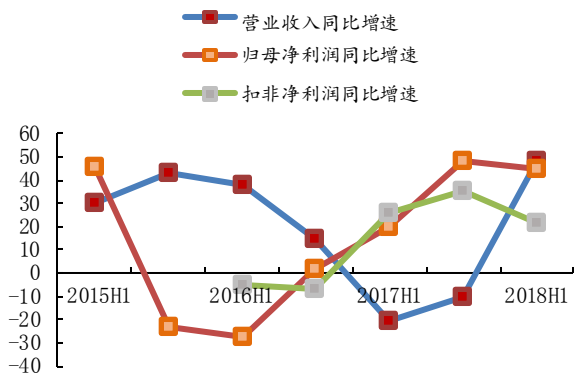


数据来源：财通证券研究所

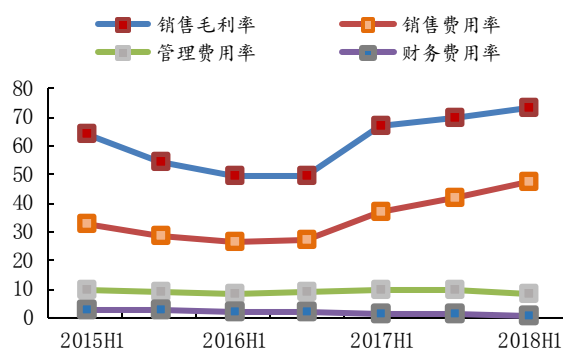
中成药收入增速由负转正，大幅提高，扣非净利润增速基本持平，主要是受康恩贝影响，康恩贝增速提升主要是营销改革的促进和两票制高开因素导致。扣非仍维持快速增长。毛利率和销售费用率提升主要是受两票制影响。

图 58：浙股中成药收入利润增速

图 59：浙股中成药毛利率及费用率



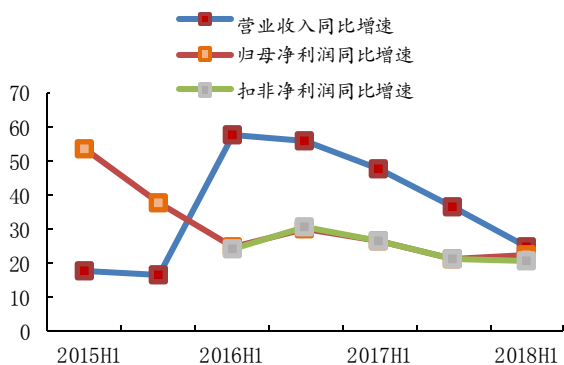
数据来源：财通证券研究所



数据来源：财通证券研究所

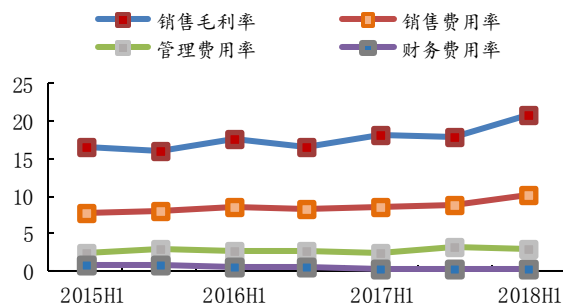
浙股医药流通收入增速近两年持续下滑，主要受两票制影响，净利润增速维持低位。由于华东医药其实是制剂生产的为主的企业，拉动了子版块净利润增速和毛利率的高企。

图60：浙股医药流通收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

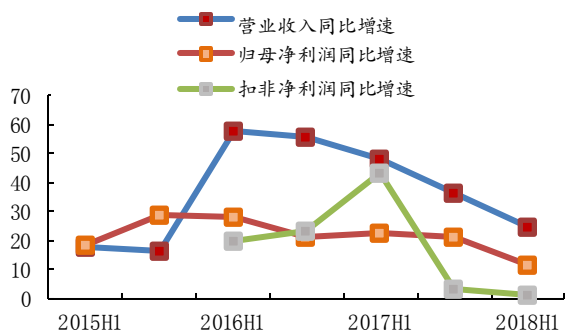
图61：浙股医药流通毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

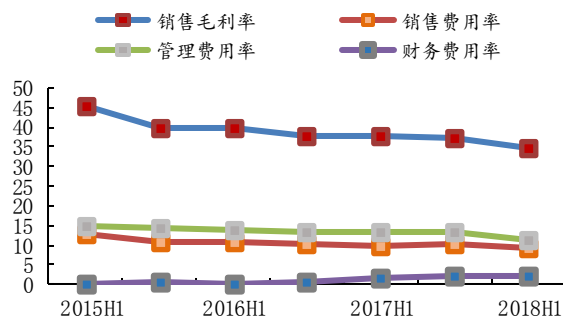
医疗器械收入增速近年逐步下滑，扣非净利润和归母净利润增速也在不断下降。主要是两家 IVD 企业迪安和美康影响，波动较大主要是因为外延并购导致的。另外类似于流通企业，竞争压力大，行业整合过程中，盈利增速也在下降。

图62：浙股医疗器械收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

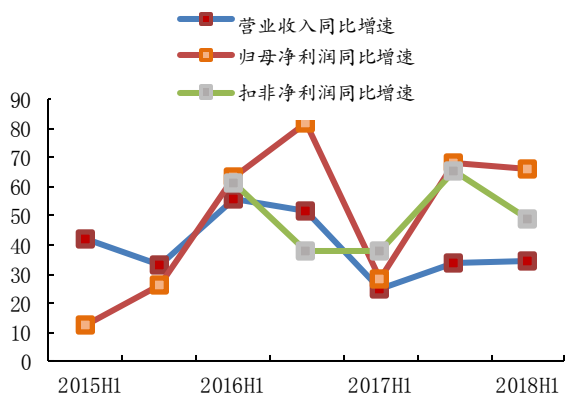
图63：浙股医疗器械毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

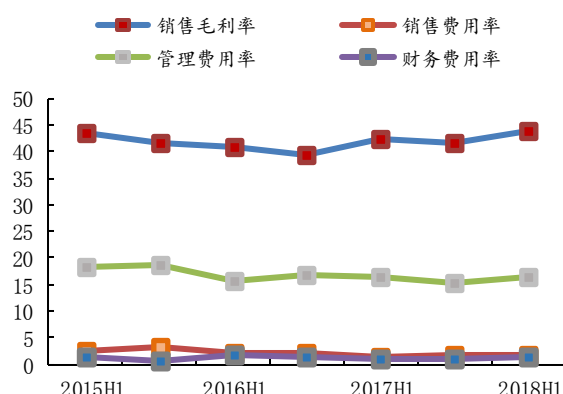
医疗服务领域景气度很高，较去年同期收入利润增速均明显提高。主要是由于泰格医药 CRO 行业景气度快速上升，上半年归母和扣非净利润增速均 80%左右。主要是创新药和 BE 试验项目的拉动。通策医疗和创新医疗也保持着高速增长。

图64：浙股医疗服务收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

图65：浙股医疗服务毛利率及费用率

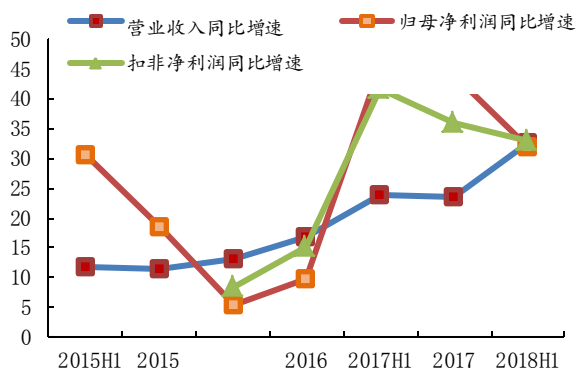


数据来源：财通证券研究所

生物药行业只有一家公司我武生物，公司收入增速上了新台阶，达到 30%以上，主要是标准处方政策的推广，一次开药 3-6 个月，降低了患者脱落率。费用率控制较好，成本率有所上升主要是投料原因，半成品数量临时减少。净利润增速有所下降仍然保持高位。

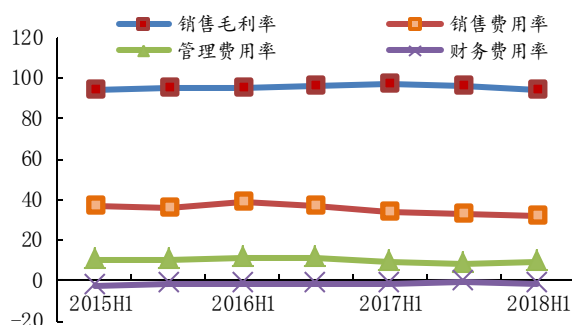


图66：浙股生物药收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

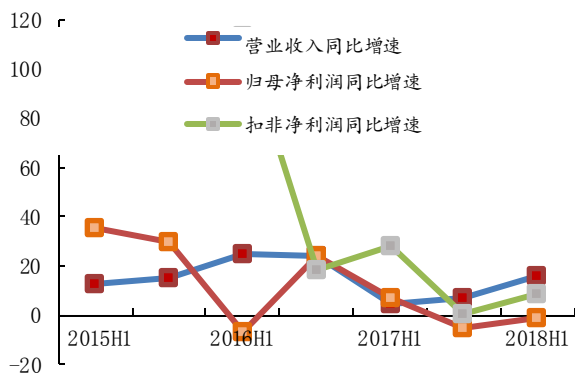
图67：浙股生物药毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

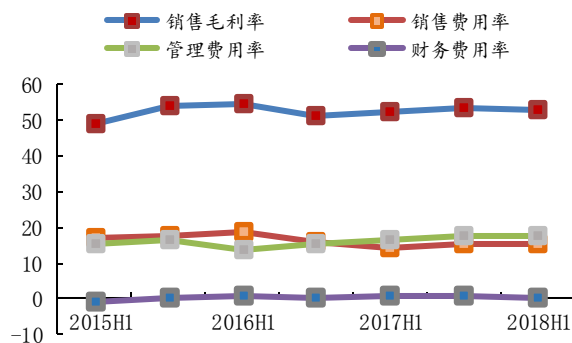
化学制剂领域收入增速较去年同期有所提高，但归母净利润和扣非净利润增速有所下降。收入增长受到诚意药业的两票制高开和花园生物的产品价格因素影响较大，亚太药业 CRO 也增速较快。行业增长分化较大，莎普爱思景气度快速下降。净利润增速下降主要是受到贝达药业、天宇药业、莎普爱思的影响。行业内部差异明显，业绩分化较大，整体增速意义不大。

图68：浙股化学制剂收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

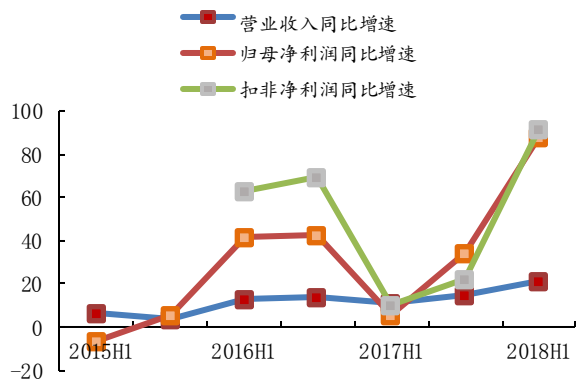
图69：浙股化学制剂毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

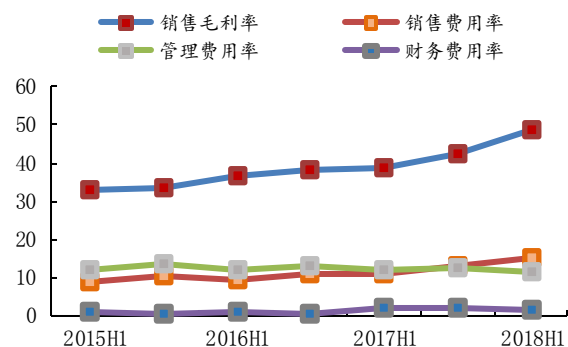
原料药板块是对浙股医药影响较大的板块，收入增长 21%，提升 12 个百分点；归母净利润及扣非净利润增长约 90%，较去年同期提高大约 80 个 PP。主要是由于新和成、浙江医药、仙琚药业、亿帆医药产品价格相对去年同期处于高位，也导致毛利率显著提升。

图70：浙股原料药收入利润增速



数据来源：财通证券研究所

图71：浙股原料药毛利率及费用率



数据来源：财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。