

行业保持稳健增长，内部分化延续

—医药行业 2018 半年报总结

医药行业

推荐 维持评级

核心观点:

● 上半年行业整体情况: 运营数据维持低位, 上市公司业绩稳健增长

1. 医保基金: 受两保合一影响, 筹资和支出增速波动较大。

2018年1-7月城镇基本医疗保险参保人数12.02亿人, 同比增长9.53%, 筹资额11995.3亿元, 同比增长14.7%; 支出8959.0亿元, 同比增长21.2%。

2. 医疗机构和医院业务量: 受年初流感影响, 有所回升。

2018年1-6月, 全国医疗机构诊疗人次增速(+3.8%)和出院人数增速(+7.9%)有所回升, 我们认为主要与流感疫情大爆发有关。其中, 医院业务量增速好于基层, 民营医院就诊人次和出院人次虽明显低于公立医院, 但增速明显更快。

3. 医院终端数据: 增速维持低位, 品种间分化显著加大。

2018年1-6月行业增速维持低位, 医院终端药品增速为2.84%, 剔除抗生素后增速为2.03%。品种间的销售分化显著加大, 辅助用药及部分中药注射剂销售大幅下滑, 临床刚需的治疗性品种保持快速增长。

4. 公募基金 18Q2 医药持仓情况: 比重和集中度提升。

18Q2 主动非债基金医药股持仓比例15.19%, 剔除医药医疗健康行业基金后持仓比重11.50%, 比重持续提升。同时, 从前30名&前20名基金重仓股占重仓总市值&数量的情况来看, 18Q2 重仓股集中度有所提升。

5. 上市公司中报概览: 整体保持稳健增长, 板块间分化加剧

剔除新股和并表因素, 上半年收入和扣非净利润增速分别为18.51%和20.07%, 业绩增速有所提升, 主要系流感因素导致Q1提速。Q2增速分别为17.84%和12.82%, 利润端同比基本持平, 收入端有所提升。

生物制品、商业和器械Q2改善明显。三个子行业Q2扣非净利润增速分别为67.13%、26.15%、22.58%, Q1扣非净利润增速分别为25.80%、15.80%、12.04%。我们认为生物制品环比改善原因是疫苗及双鹭、高新等新产品上市销售带动; 医药商业环比改善主要是行业从去年开始受两票制政策的影响逐步消退, 预计下半年仍将继续改善; 医疗器械环比改善主要是个股性原因。

● 各子行业分析: 子行业间差异较大, 个股间分化明显

1. 医药商业: 业绩同比放缓但Q2改善明显, 其中药店保持高增长, 流通Q2已触底反弹

2. 生物制品: 板块整体高速增长, 逐季提速明显

3. 医疗器械: 内生增长提速且Q2明显好于Q1, IVD板块业绩亮眼

4. 医疗服务: 利润增速低于收入增速, 社会办医与CRO龙头表现亮眼

5. 化学制剂: 两票制拉升收入增速, 板块整体增长承压

6. 中药: 二季度业绩增速大幅下滑, 个股分化加剧

7. 原料药: Q1高景气带动业绩大幅提速, Q2增速环比大幅下滑

分析师

李平祝

☎: (8610) 83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

实习生: 殷梦雅

对本报告的编制提供信息

相关研究

1. 药明康德(603259)半年报深度跟踪: 业绩保持高速增长, 医药外包龙头领跑国内-20180828
2. 柳药股份(603368)半年报跟踪: 区域龙头地位稳固, 业务结构持续改善-20180830
3. 亿帆医药(002019)半年报跟踪: 泛酸钙拖累业绩, 部分核心药品高速增长初见端倪-20180830
4. 仁和药业(000650)半年报跟踪: 业绩健康&快速增长, 继续重点推荐-20180829
5. 九州通(600998)中报点评: 实际扣非业绩增速30%以上, 发力FBBC-20180828
6. 华兰生物(002007)半年报跟踪: 血制品触底回升, 看好疫苗业务增长提速-20180827
7. 爱尔眼科(300015)半年报跟踪: 各项业务稳健发展, 继续看好-20180827
8. 长春高新(000661)半年报跟踪: 业绩增速好于预期, 继续强烈推荐-20180822
9. 沃森生物(300142)半年报跟踪: 上半年业绩扭亏, 静待PCV13上市带动业绩爆发-20180820
10. 天士力(600535)中报点评: 普佑克淡季放量, 研发管线全面进展-20180820
11. 凯莱英(002821)半年报跟踪: 业绩保持高速增长, 全产业链布局加速落地-20180820
12. 恒瑞医药(600276)半年报跟踪: 业绩稳定增长, 重磅品种陆续步入收获期-20180815
13. 乐普医疗(300003)半年报跟踪: 业绩保持高速增长, 多维度布局确保中长期发展-20180814
14. 安图生物(603658)半年报跟踪: 二季度增速放缓, 无碍长期发展前景-20180810
15. 2018Q2公募基金医药持仓比重和集中度提升-20180723
16. 健友股份(603707)半年报跟踪: 业绩符合预期, 继续重点推荐-20180720
17. 仁和药业(000650)深度报告: 进入快速增长阶段的OTC龙头-20180702
18. 创新药产业深度报告暨2018年中期投资策略: 医药创新的收获期逐渐来临-2018-06-27
19. 创新药产业深度报告暨2018年投资策略: 拥抱医药创新的新时代-2018-01-08
20. 肿瘤医疗行业深度报告: 医疗服务领域的好赛道-2018-05-21

目 录

| | |
|--|-----------|
| 一、行业整体情况：运营数据维持低位，上市公司业绩稳健增长 | 3 |
| (一) 医保基金：前7月支出增速大于筹资增速 | 3 |
| (二) 医疗机构和医院业务量：受年初流感影响，增速有所回升 | 4 |
| (三) 医院终端数据：增速维持低位，品种间分化显著加大 | 6 |
| (四) 公募基金 18Q2 医药持仓情况：比重和集中度提升 | 7 |
| (五) 上市公司中报概览：整体保持稳健增长，板块间分化加剧 | 9 |
| 1. 医药行业整体：上半年业绩增速有所提升，主要系流感因素导致 Q1 提速 | 9 |
| 2. 各子行业：分化加剧，生物制品、商业和器械 Q2 改善明显 | 10 |
| 二、各板块分析：子行业间差异较大，个股间分化明显 | 13 |
| (一) 医药商业：业绩同比放缓但 Q2 改善明显，其中药店保持高增长，流通 Q2 已触底反弹 | 13 |
| 1. 收入端：内生增速下滑，其中药店增速提升，流通增速下滑但 Q2 环比略有反弹 | 13 |
| 2. 利润端：流通拖累整体业绩但 Q2 明显好转，药店增长提速 | 15 |
| 3. 财务指标分析 | 19 |
| (二) 生物制品：板块整体高速增长，逐季提速明显 | 21 |
| 1. 收入端：上半年内生整体大幅增长，Q2 进一步提速，并购重组亦提振明显 | 21 |
| 2. 利润端：扣非净利润与收入同步高速增长，二季度大幅提速 | 23 |
| 3. 财务指标分析 | 27 |
| (三) 医疗器械：内生增长提速且 Q2 明显好于 Q1，IVD 板块业绩亮眼 | 28 |
| 1. 收入端：上半年内生增速略有提升，Q2 提速明显 | 29 |
| 2. 利润端：Q2 增速大幅提升带动整体增长提速，板块景气度进一步提升 | 31 |
| 3. 财务指标分析 | 34 |
| 4. IVD 表现好于板块整体，POCT&化学发光领跑 | 35 |
| (四) 医疗服务：利润增速低于收入增速，社会办医与 CRO 龙头表现亮眼 | 38 |
| 1. 收入端：内生保持高速增长，并购重组提振效应明显 | 38 |
| 2. 利润端：扣非净利润保持较快增长，但低于收入端增速，样本量较少参考意义有限 | 40 |
| 3. 财务指标分析 | 43 |
| 4. 龙头个股分析：社会办医与 CRO 龙头表现持续靓丽 | 44 |
| (五) 化学制剂：两票制拉升收入增速，板块整体增长承压 | 47 |
| 1. 收入端：受流感疫情、两票制全面推开影响，板块整体增长提速 | 48 |
| 2. 利润端：板块整体承压，个股分化明显，并购重组提振作用减小 | 50 |
| 3. 财务指标分析 | 54 |
| (六) 中药：二季度业绩增速大幅下滑，个股分化加剧 | 55 |
| 1. 收入端：上半年增速高开低走，整体高于去年同期 | 55 |
| 2. 利润端：整体下滑明显，内部分化加剧 | 57 |
| 3. 财务指标分析 | 62 |
| (七) 原料药：Q1 高景气带动业绩大幅提速，Q2 增速环比大幅下滑 | 63 |
| 1. 收入端：内生增长提速，并购重组提振作用高于去年同期 | 63 |
| 2. 利润端：Q1 高景气大幅提速，Q2 明显回落，上半年整体高速增长 | 66 |
| 3. 财务指标分析 | 69 |

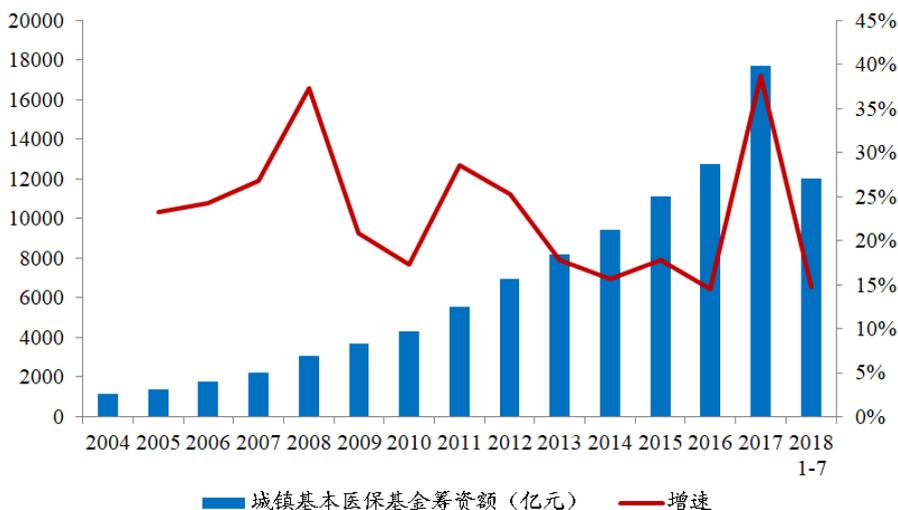
| | |
|------------------|----|
| 三、个股业绩增速统计 | 71 |
| 附录：样本库说明 | 79 |

一、行业整体情况：运营数据维持低位，上市公司业绩稳健增长

（一）医保基金：前7月支出增速大于筹资增速

2018年1-7月城镇基本医疗保险参保人数12.02亿人，同比增长9.53%，筹资额11995.3亿元，同比增长14.7%；支出8959.0亿元，同比增长21.2%。前7月收入增速比前6月上升0.3个百分点，支出增速比前6月下降0.9个百分点。同时，自4月开始，年初以来的累计收入增速低于支出增速，且收入增速呈明显下降趋势，收入增速和支出增速呈逐渐拉大趋势，考虑到国家加速推进以抗癌药为主的医保准入谈判工作，更快地将更多的临床急需药品纳入医保目录，我们认为医保基金支出增速高于收入增速的情况有可能会延续。不过根据人社部《2017年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》，医保基金总收入增速超出总支出增速水平高于往年，前期有大量医保基金结余。

图1：城镇基本医疗保险基金筹资额（亿元）及增速



资料来源：人社部，中国银河证券研究院

图 2: 城镇基本医疗保险基金支出额 (亿元) 及增速

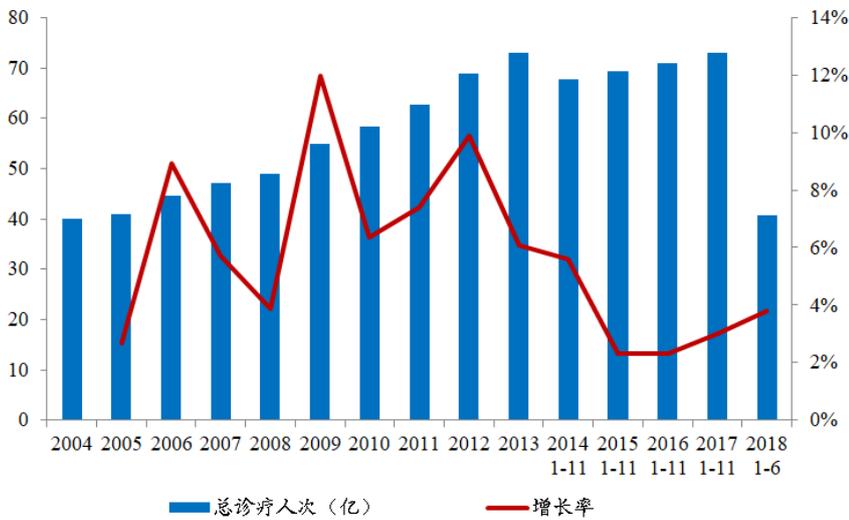


资料来源: 人社部, 中国银河证券研究院

(二) 医疗机构和医院业务量: 受年初流感影响, 增速有所回升

2018 年 1-6 月, 全国医疗机构诊疗人次增速 (+3.8%) 和出院人数增速 (+7.9%) 有所回升, 我们认为主要与流感疫情大爆发有关。按医疗机构划分来看, 医院的业务量增速好于基层业务量增速。医院诊疗人次增速 (+5.9%) 与出院人次增速 (+8.8%) 均高于整体 (+3.8%, +7.9%), 而基层医疗卫生机构的诊疗人次增速与出院人次增速分别为 2.1% 和 5.3%。医院中, 虽然公立医院就诊人次 (14.8 亿人) 及出院人数总量 (8005 万人) 均明显高于民营医院 (2.5 亿人, 1718.1 万人), 但民营医院诊疗人次增速 (+16.9%) 和出院人次增速 (+18.6%) 明显高于公立医院 (+4.3%, +7.0%), 说明社会办医在国家政策的积极鼓励下正迅速发展。

图 3: 2004 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



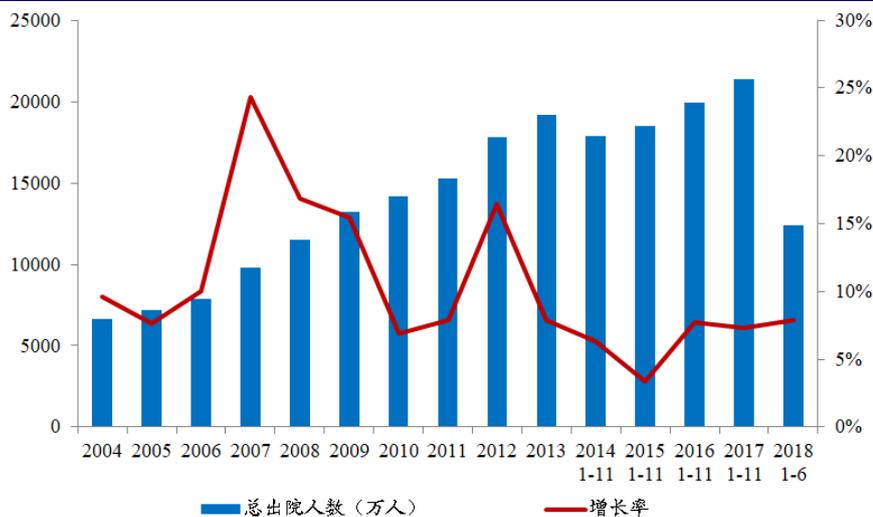
资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 4: 2004 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 5: 2004 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况



资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

图 6: 2004 年至今全国医院出院人数变化情况

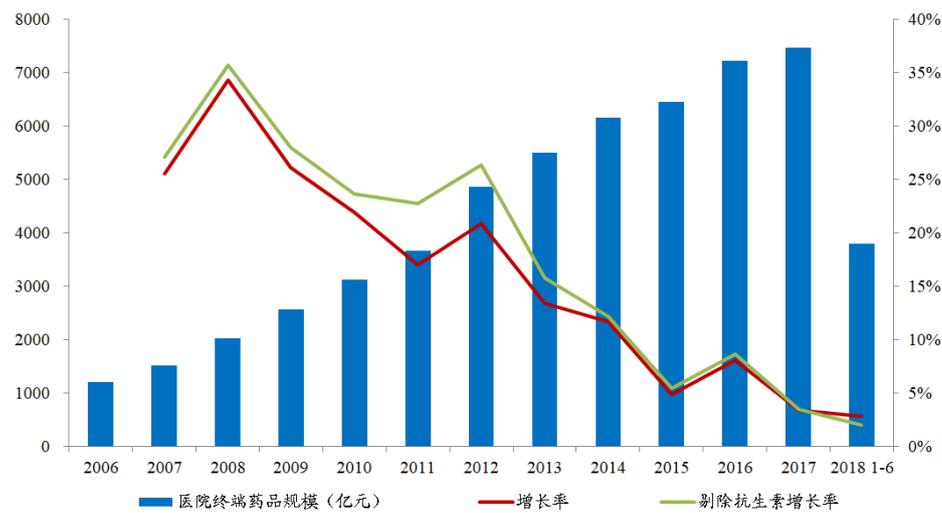


资料来源: 卫计委, 中国银河证券研究院

(三) 医院终端数据: 增速维持低位, 品种间分化显著加大

2018 年 1-6 月行业增速维持低位, 医院终端药品增速为 2.84%, 剔除抗生素后增速为 2.03%。其中中药销售增速为 -5.6%, 较去年下滑速度加快。从我们对 2018 年上半年大品种的销售数据分析来看, 品种间的销售分化显著加大。临床价值不明确的辅助用药及部分中药注射剂销售大幅下滑, 如齐鲁的神经节苷脂下滑 38.3%, 江西青峰的喜炎平下滑 51.0%, 四环的脑苷肌肽下滑 27.9%。与此同时, 临床刚需的治疗性品种保持快速增长, 如阿斯利康的布地奈德增速 17.5%, 辉瑞制药的舒普深增速 24.1%, 石药的丁苯酞增速 22.5%, 南京优科的莫西沙星增速 37.7%。

图 7: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究院

(四) 公募基金 18Q2 医药持仓情况: 比重和集中度提升

1. 18Q2 主动/非债基金医药股持仓占比提升明显

18Q2 主动/非债基金医药股持仓占比提升明显。2018Q2 基金医药持仓比例 15.19%，较 18Q1 提升较快，但仍低于历史高点。我们统计了所有主动/非债基金所持的十大重仓股情况，基于重仓股（剔除港股）信息，我们测算的主动型非债券基金医药股持仓比例为 15.19%，较 2018Q1 上升了 3.20 个百分点，较 2017Q4 上升 5.52 个百分点。2010 年至今的医药持仓变化如下图所示。

图 8: 基金医药持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们逐个剔除医疗医药健康行业基金后, 18Q2 主动型非债券基金的医药股持仓比重为 11.50%。18Q2 医药持仓占比全行业第二, 且较 18Q1 同期上升 2.50 个百分点, 自 17Q3 达到底部, 17Q4 至 18Q2 持续回升。剔除行业基金后, 主动型非债券基金中医药股持仓比重 18Q1 为 8.99%, 17Q4 为 7.11%, 17Q3 为 6.42%, 17Q2 为 8.09%, 17Q1 为 8.98%, 16Q4 为 9.59%, 16Q3 为 8.74%。

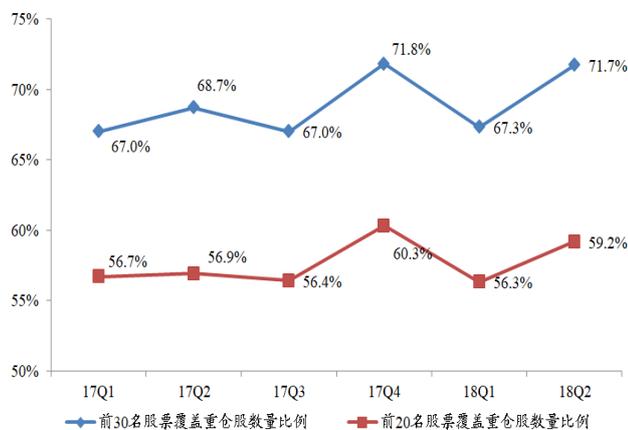
2. 重仓股集中度有所提升

18Q2 主动非债公募基金总计重仓医药股 3097 次, 被重仓股数为 141 只, 持有总市值为 1089.57 亿元。对于 18Q1, 主动非债公募基金总计重仓医药股 2452 次, 被重仓股数为 146 支, 持有总市值为 904.80 亿元。具体对比来看:

从前 30 名 & 前 20 名基金重仓股占比重仓总市值的情况来看, 18Q2 重仓股集中度比 18Q1 有所提升。18Q2 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 82.6%; 前二十重仓市值覆盖 71.3%。对于 18Q1 情况: 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 80.4%; 前二十重仓市值覆盖 69.3%。

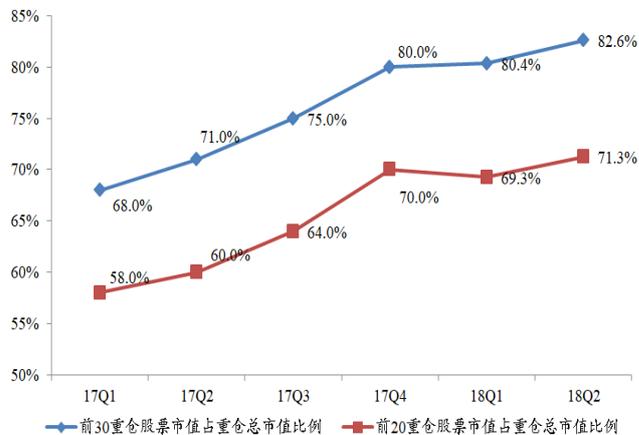
从前 30 名 & 前 20 名基金重仓股占比重仓股数量的情况来看, 18Q2 重仓股集中度有所提升。18Q2 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 71.7%; 前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 59.2%。对比 18Q1 情况: 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 67.3%; 前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 56.3%。

图 9：基金重仓持有数量覆盖率（前 30 名&前 20 名）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：基金重仓持有市值覆盖率（前 30 名&前 20 名）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）上市公司中报概览：整体保持稳健增长，板块间分化加剧

我们通过建立的样本库，对行业整体和 7 个子行业分别进行了分析（详情见附录）。同时，为更直观地体现内生发展、外延并购以及影响较大个股对行业和子行业的影响，我们通过 3 个维度分析行业的运营状况，即：

- （1）内生 A：剔除新股/次新股，不可比个股，以及重组、并表变化较大的个股；
- （2）内生 B：在内生 A 的基础上，进一步剔除对板块整体影响较大的龙头公司；
- （3）内生+外延：仅剔除新股/次新股，不可比个股。比较并购重组对板块业绩的提振作用。

1. 医药行业整体：上半年业绩增速有所提升，主要系流感因素导致 Q1 提速

从内生层面来看，医药行业上半年业绩增速有所提升，主要系 Q1 流感因素影响，Q2 增速与去年同期基本持平。2018 年上半年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 18.51%、21.15%、20.07%，二季度增速分别为 17.84%、13.33% 和 12.82%。若剔除影响较大的龙头公司，上半年行业整体的收入、归母净利润和扣非归母净利润增速分别为 16.85%、12.58% 和 11.54%，二季度增速分别为 16.52%、8.64% 和 8.06%。我们认为一季度增速较高，二季度放缓的原因主要是一季度有流感因素的影响。

从内生+外延层面来看，2018 年上半年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 20.98%、21.04%、22.03%，二季度增速分别为 17.73%、12.24% 和 15.19%。并购重组对业绩的提振作用略低于去年同期。

我们对医药行业未来几年的增长判断如下：终端药品增速 5-10%，其中医院终端增

速较低，而基层和零售药店增速相对较快。上市公司为行业中的佼佼者，近年来马太效应较为明显，预计上市公司收入利润增速保持 10-15%。但是，同时，板块内部分化将继续进行，部分品种和部分上市公司保持快速增长，而部分品种和公司将出现下滑的情况。

表 1: 医药行业增速情况 (剔除新股、并表, 即内生 A)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 13.83% | 14.37% | 14.79% | 19.20% | 17.84% | 18.51% |
| 净利润增速 | 15.73% | 13.40% | 14.66% | 29.96% | 13.33% | 21.15% |
| 扣非后净利润增速 | 12.69% | 16.44% | 12.98% | 27.99% | 12.82% | 20.07% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 2: 医药行业增速情况 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 13.46% | 14.15% | 14.10% | 17.20% | 16.52% | 16.85% |
| 净利润增速 | 13.87% | 11.80% | 12.34% | 17.05% | 8.64% | 12.58% |
| 扣非后净利润增速 | 11.04% | 16.56% | 11.23% | 15.34% | 8.06% | 11.54% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3: 医药行业增速情况 (仅剔除新股, 即内生+外延)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 20.84% | 19.48% | 18.73% | 24.53% | 17.73% | 20.98% |
| 净利润增速 | 22.21% | 17.84% | 16.81% | 31.61% | 12.24% | 21.04% |
| 扣非后净利润增速 | 15.90% | 18.96% | 12.37% | 29.73% | 15.19% | 22.03% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 各子行业: 分化加剧, 生物制品、商业和器械 Q2 改善明显

剔除并表和新股后, 生物制品、医药流通及医疗器械三个子行业二季度环比改善明显, 三个行业 Q2 的收入增速分别为 54.99%、16.84%、24.39%, Q1 收入增速分别为 32.08%、16.67%、19.98%; 三个子行业 Q2 扣非净利润增速分别为 67.13%、26.15%、22.58%, Q1 扣非净利润增速分别为 25.80%、15.80%、12.04%。我们认为生物制品环比改善原因是疫苗及双鹭、高新等新产品上市销售带动; 医药商业环比改善主要是行业从去年开始受两票制政策的影响逐步消退, 预计下半年仍将继续改善; 医疗器械环比改善主要是个股性原因。

各子行业的收入和扣非归母净利润的增速如下表所示:

表 4: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表, 即内生 A)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 化药 | 7.58% | 8.51% | 10.46% | 20.89% | 15.71% | 18.25% |
| 中药 | 13.10% | 12.68% | 12.30% | 17.34% | 12.28% | 14.72% |
| 生物制品 | 23.72% | 15.29% | 19.64% | 32.08% | 54.99% | 44.21% |
| 原料药 | 12.89% | 15.77% | 18.29% | 36.51% | 13.65% | 24.77% |
| 医药商业 | 18.22% | 18.34% | 17.96% | 16.67% | 16.84% | 16.76% |
| 医疗器械 | 21.14% | 22.12% | 22.46% | 19.98% | 24.39% | 22.32% |
| 医疗服务 | 38.56% | 33.24% | 46.07% | 49.77% | 44.56% | 46.97% |
| 整体 | 13.83% | 14.37% | 14.79% | 19.20% | 17.84% | 18.51% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 5: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 化药 | 5.62% | 6.98% | 8.07% | 19.36% | 13.91% | 16.57% |
| 中药 | 12.66% | 11.56% | 11.46% | 16.97% | 10.43% | 13.51% |
| 生物制品 | 20.06% | 14.65% | 14.49% | 15.64% | 18.66% | 17.21% |
| 原料药 | 14.97% | 19.44% | 17.65% | 18.89% | 13.12% | 15.95% |
| 医药商业 | 18.22% | 18.34% | 17.96% | 16.67% | 16.84% | 16.76% |
| 医疗器械 | 19.98% | 21.16% | 21.52% | 17.51% | 23.43% | 20.66% |
| 医疗服务 | 38.50% | 31.70% | 43.67% | 53.44% | 43.21% | 47.94% |
| 整体 | 13.46% | 14.15% | 14.10% | 17.20% | 16.52% | 16.85% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 6: 医药各子行业收入增速对比 (仅剔除新股, 即内生+外延)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 化药 | 14.57% | 16.07% | 11.75% | 27.53% | 20.96% | 24.19% |
| 中药 | 13.24% | 12.84% | 15.26% | 20.59% | 15.54% | 17.98% |
| 生物制品 | 19.63% | 15.36% | 17.58% | 33.37% | 57.21% | 45.88% |
| 原料药 | 15.19% | 15.52% | 19.31% | 39.42% | 16.36% | 27.38% |
| 医药商业 | 20.49% | 22.72% | 18.34% | 21.15% | 18.56% | 19.84% |
| 医疗器械 | 25.81% | 24.19% | 23.11% | 19.66% | 23.57% | 21.77% |
| 医疗服务 | 48.51% | 43.95% | 62.64% | 65.41% | 57.76% | 61.06% |
| 整体 | 20.84% | 19.48% | 18.73% | 24.53% | 17.73% | 20.98% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 7: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表, 即内生 A)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 化药 | 6.37% | 11.77% | 9.31% | 15.48% | 5.80% | 10.43% |
| 中药 | 15.86% | 16.84% | 12.53% | 18.35% | 4.16% | 10.98% |
| 生物制品 | 37.23% | 19.54% | 11.98% | 25.80% | 67.13% | 45.77% |
| 原料药 | -4.76% | 9.72% | 20.65% | 163.14% | 16.45% | 80.70% |
| 医药商业 | 32.66% | 37.46% | 28.02% | 15.80% | 26.15% | 21.00% |
| 医疗器械 | 5.82% | 15.38% | 7.67% | 12.04% | 22.58% | 18.00% |
| 医疗服务 | 61.19% | 38.26% | 22.88% | 30.33% | 22.57% | 25.81% |
| 整体 | 12.69% | 16.44% | 12.98% | 27.99% | 12.82% | 20.07% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 8: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| 化药 | 1.79% | 8.06% | 4.33% | 15.46% | 1.73% | 8.17% |
| 中药 | 13.69% | 17.02% | 12.28% | 17.56% | 4.47% | 10.72% |
| 生物制品 | 31.85% | 24.77% | 7.00% | 16.95% | 11.65% | 14.44% |
| 原料药 | -1.25% | 14.88% | 19.73% | 24.85% | 8.76% | 16.10% |
| 医药商业 | 32.66% | 37.46% | 28.02% | 15.80% | 26.15% | 21.00% |
| 医疗器械 | 1.32% | 11.92% | 3.64% | 7.21% | 18.13% | 13.47% |
| 医疗服务 | 83.76% | 41.91% | 7.97% | 23.45% | -0.64% | 9.50% |
| 整体 | 11.04% | 16.56% | 11.23% | 15.34% | 8.06% | 11.54% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 9: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (仅剔除新股, 即内生+外延)

| 子行业 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 化药 | 15.91% | 20.72% | 7.66% | 19.65% | 12.16% | 15.76% |
| 中药 | 15.78% | 16.72% | 12.08% | 20.29% | 7.67% | 13.75% |
| 生物制品 | 33.21% | 24.17% | 15.85% | 25.02% | 62.58% | 43.52% |
| 原料药 | -7.54% | 2.49% | 15.76% | 166.99% | 26.86% | 87.63% |
| 医药商业 | 33.34% | 41.09% | 33.33% | 20.80% | 21.13% | 20.98% |
| 医疗器械 | 15.92% | 17.08% | -9.36% | 13.91% | 8.67% | 10.83% |
| 医疗服务 | 65.65% | 59.33% | 30.54% | 69.36% | 28.12% | 38.67% |
| 整体 | 15.90% | 18.96% | 12.37% | 29.73% | 15.19% | 22.03% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、各板块分析：子行业间差异较大，个股间分化明显

（一）医药商业：业绩同比放缓但 Q2 改善明显，其中药店保持高速增长，流通 Q2 已触底反弹

板块内样本调整流程：

剔除新股/次新股：天圣制药、大参林。

剔除不可比个股：剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股，包括华东医药、上海医药，在板块分析中剔除，但在对医药行业整体分析中保留。

并表因素相关个股包括：鹭燕医药、塞力斯、同济堂、海王生物、国药一致、国药股份。

此外，手动扣除九州通 2017 年卖地收益 3.86 亿元。

同时，根据主营业务不同，我们从医药商业板块中的内生增长公司中，分别选出一批以医药流通为主的上市公司和一批以零售药店业务为主的上市公司，以单独研究医药流通和零售药店这两个子版块。其中，

医药流通为主上市公司：中国医药、瑞康医药、九州通、柳州医药、嘉事堂、南京医药、人民同泰、英特集团、华通医药

零售药店为主上市公司：一心堂、益丰药房、老百姓

1. 收入端：内生增速下滑，其中药店增速提升，流通增速下滑但 Q2 环比略有反弹

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，医药商业板块 2018 年上半年和二季度的收入增速分别为 16.76% 和 16.84%。18 上半年收入增速低于 17 上半年，同比下滑 1.58pp；18 年二季度增速环比小幅回升 0.17pp。医药流通子行业上半年和二季度收入增速分别为 16.51% 和 16.77%，同比下滑 1.65pp 和 1.34pp。零售药店子行业上半年和二季度收入增速分别为 25.45% 和 23.86%，同比提升 0.58pp 和 0.93pp。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度增速分别为 18.44% 和 10.78%，并购重组对收入的提振作用在二季度出现反转，主要系国药股份 Q2 收入端下滑明显所致（-31.31%）。

表 10：医药商业板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 18.22% | 18.34% | 17.96% | 16.67% | 16.84% | 16.76% |
| 剔除新股 | 35.75% | 30.20% | 25.60% | 27.39% | 10.78% | 18.44% |
| 医药流通为主上市公司 | 18.10% | 18.16% | 17.70% | 16.24% | 16.77% | 16.51% |
| 零售药店为主上市公司 | 22.94% | 24.87% | 24.77% | 27.06% | 23.86% | 25.45% |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

(1) 内生：流通子行业增速放缓，导致整体增速有所下滑

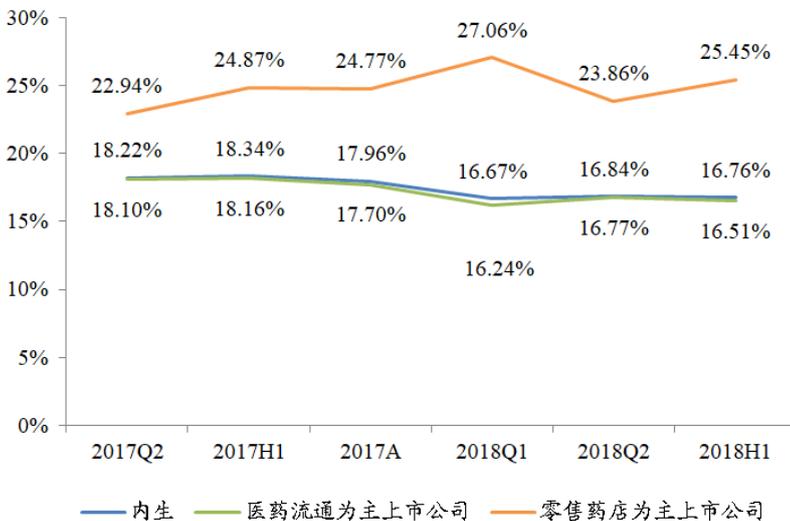
18年上半年医药商业收入端增速整体放缓，主要受流通子行业影响。剔除并表等因素相关个股后，医药商业子行业18H1的内生收入增速16.76%，较17H1的18.34%下降了1.58pp；二季度内生收入增速16.84%，环比一季度小幅回升0.17pp。我们可以看出：

(1) 受到医药流通子行业影响，医药商业增速持续放缓。由于医药商业板块的样本公司中以医药流通公司为主，因此医药商业主要受医药流通行业影响，整体增速放缓。

(2) 医药流通Q1触底，Q2略有反弹，后续有望迎来提速。医药流通为主的上市公司收入增速于一季度触底（16.24%），随后二季度增速小幅反弹（16.77%）。之前由于两票制导致调拨业务迅速流失，以及药占比、零加成、药品新标带来的价格压力传导到流通环节，医药流通收入增速大幅放缓。不过由于大多数省份2018年前已经实施了两票制，按照3-6个月的过渡期，预计两票制影响于今年第二季度基本消除。因此我们判断后续医药流通收入增速有望持续提升，并且推动整个医药商业板块迎来转折点。

(3) 零售药店二季度收入增速回落。零售药店为主的上市公司今年一季度收入增速27.06%，二季度增速为23.86%，环比回落3.20pp，同比提升0.93pp。上半年整体增速25.45%，较17H1的24.87%提升0.58pp。

图 11: 医药商业板块收入增速比较（内生 vs 流通 vs 药店）



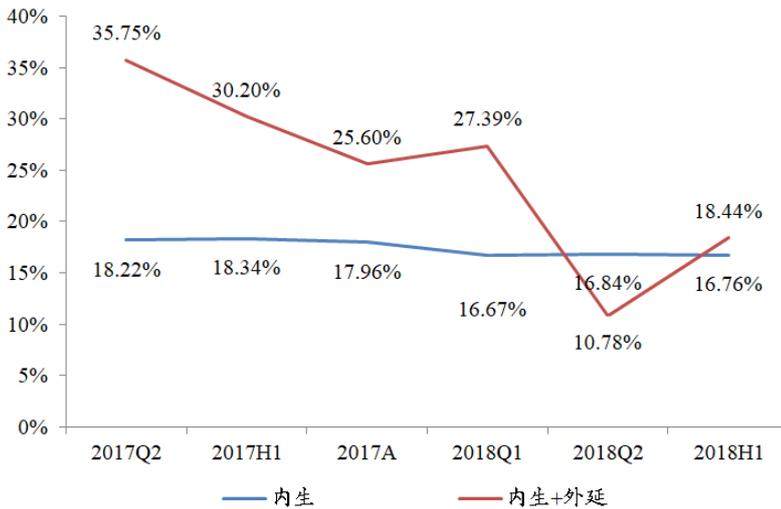
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(2) 内生+外延：并购重组提振作用减弱，第二季度拖累业绩

和前几年并购重组大幅拉升业绩情况不同，18年以来并购重组对业绩提振作用明显减弱，受国药股份影响第二季度甚至拖累业绩。自17年下半年至18年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括鹭燕医药、塞力斯、同济堂、海王生物、国药一致、国药股份，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），医药商业子行业18H1收入增速为18.44%，相对内生收入整体提升1.68pp。18Q2收入增速10.78%，相对内生收入整体拖累6.06pp，主要系国药股份

Q2 收入规模大幅缩减所致 (-31.31%)。若再剔除国药股份，医药商业上半年内生+外延的收入增速为 19.84%，Q2 为 18.56%，仍低于去年同期水平。

图 12: 医药商业板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，医药商业板块上半年收入增速下滑主要系受到流通子行业的影响，但同时我们注意到随着利空陆续出尽，流通 Q2 的收入增速已有所反弹，后续有望迎来提速。此外，上半年并购整合对收入的提振作用不及往年，不过长期看行业整合依旧是医药商业发展的大方向。

2. 利润端：流通拖累整体业绩但 Q2 明显好转，药店增长提速

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，医药商业板块上半年和第二季度内生扣非净利润增速分别为 21.00%和 26.15%，同比下降 16.46pp 和 6.51pp，主要系受到流通子行业影响。但扣非净利润增速持续跑赢收入增速，反映了医药商业盈利能力的提升。其中，医药流通子行业 18H1 和 18Q2 的扣非净利润增速分别为 19.52%和 26.72%，Q2 扣非净利润增速明显加快，且高于收入增速；零售药店子行业 18H1 和 18Q2 的扣非净利润增速分别为 27.78%和 29.07%。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度扣非净利润增速分别为 20.98%和 21.13%，相比内生扣非净利润增速分别下降 0.02pp 和 5.02pp，且较 17H1 的 41.09%和 17Q2 的 33.34%亦显著下滑。18 年上半年并购重组从提升利润变为拖累利润。

表 11: 医药商业板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 33.67% | 37.86% | 31.76% | 18.35% | 29.91% | 24.15% |
| 剔除新股 | 32.00% | 39.01% | 30.01% | 22.42% | 20.06% | 21.15% |
| 医药流通为主上市公司 | 33.91% | 41.97% | 33.19% | 15.74% | 30.62% | 23.14% |
| 零售药店为主上市公司 | 30.60% | 24.04% | 26.64% | 29.60% | 33.22% | 31.42% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 12: 医药商业板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

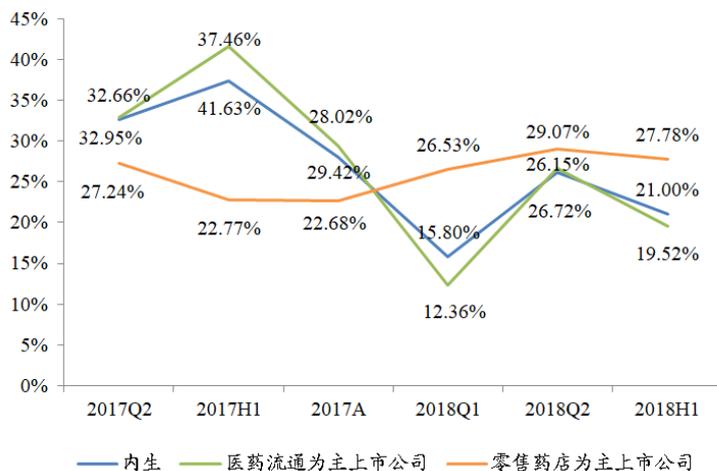
| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 32.66% | 37.46% | 28.02% | 15.80% | 26.15% | 21.00% |
| 剔除新股 | 33.34% | 41.09% | 33.33% | 20.80% | 21.13% | 20.98% |
| 医药流通为主上市公司 | 32.95% | 41.63% | 29.42% | 12.36% | 26.72% | 19.52% |
| 零售药店为主上市公司 | 27.24% | 22.77% | 22.68% | 26.53% | 29.07% | 27.78% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 利润增速跑赢收入增速, 但整体仍低于去年同期

从扣非归母净利润端来看, 18 年上半年板块整体业绩增速同比放缓, 其中利润增速于一季度触底, 第二季度有所反弹。利润增速整体跑赢收入增速。剔除并表等因素相关个股后, 医药商业子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 21.00%, 较 17H1 的 37.46% 下降了 16.46pp。18Q2 内生扣非净利润增速 26.15%, 虽然同比下滑 1.38pp, 但环比改善明显 (+10.35pp), 且利润增速快于收入增速。

图 13: 医药商业板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 流通 vs 药店)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们对变化分析如下：

(1) 上半年板块整体利润增速放缓主要系受流通子行业影响。由于两票制导致调拨业务迅速流失，以及药占比、零加成、药品新标带来的价格压力传导到流通环节，医药流通子行业短期增长承压，18Q1 净利润增速仅 12.36%，尽管 Q2 明显好转，但上半年增速仅 19.52%，环比下降 22.11pp，拖累上半年商业板块业绩。

(2) 流通行业利空陆续出尽，Q2 业绩环比已显著改善，后续有望恢复高速增长。由于大多数省份 2018 年前已经实施了两票制，按照 3-6 个月的过渡期，预计两票制对调拨业务的影响和药占比、零加成等政策的负面影响于今年第二季度基本消除。同时，行业集中度提升的大逻辑下，流通龙头业绩逐步恢复。医药流通二季度增速 26.72%，环比提高 14.36pp。预计随着两票制的全面落地，纯销业务不断提升，未来盈利状况将继续好转。

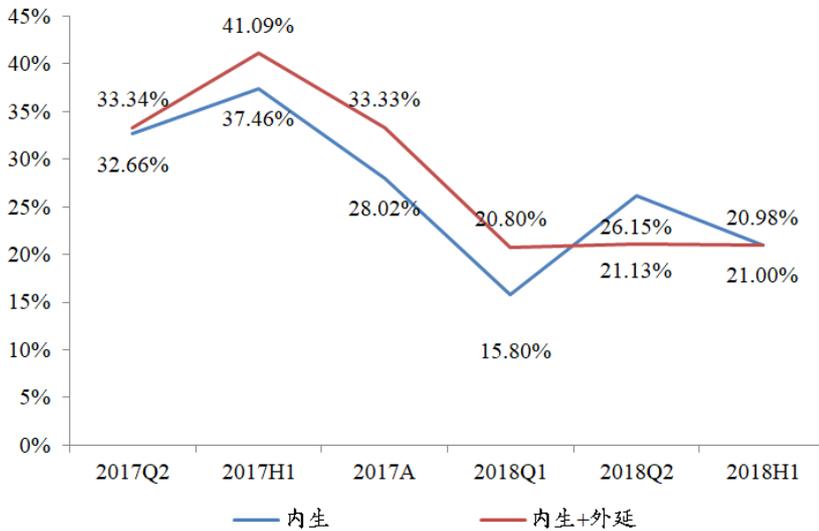
(3) 零售药店利润增长持续加速，前期投入逐步释放业绩。零售药店在二季度收入环比下滑的情况下，扣非净利润增速高达 30.47%，环比上升 1.69pp，体现了药店盈利能力的提升。我们认为这主要是前期零售药店布局的新门店逐步进入利润释放期。随着前期新设门店经营更加成熟，各项费用率逐步降低，提升了药店盈利能力，推动了利润的加速增长。同时样本中选择的一心堂、益丰药房、老百姓三巨头，在药店连锁化趋势下也具有更强的竞争优势。

(2) 内生+外延：并购重组拖累盈利

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括鹭燕医药、塞力斯、同济堂、海王生物、国药一致、国药股份，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），板块整体业绩变化如下：

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后医药商业板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 20.98%和 21.13%，较去年同期分别下降 20.11pp 和 12.21pp。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别拖累当期归母净利润端整体增速 0.02pp 和 5.02pp，17H1 和 17Q2 分别提升 3.63pp 和 0.68pp。

图 14: 医药商业板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析: 并购重组对利润提振作用减弱是因为, 前几年大规模并购导致市场上优质标的比较稀缺, 目前外延扩张并购进来的标的往往需要更长的磨合期才能释放利润, 导致外延扩张利润提振效应大幅减弱, 甚至会拖累利润。

综上所述, 受流通子行业拖累, 上半年医药商业板块利润增速下滑明显。但是, 我们注意到, 自二季度以来流通子行业净利润环比提速明显, 且增速高于收入增速, 表明前期两票制对调拨业务的影响已逐步消除, 以及对纯销业务的不断提升。在行业集中度提升的大逻辑下, 流通子行业有望恢复高速增长。此外, 零售药店业绩增长始终保持较高水平。同时, 二季度开始并购重组拖累利润增速, 我们认为可能是由于目前市场上并购优质标的稀缺, 并购之后需要更多的投入和更长的磨合期, 业绩释放难度加大。

表 13: 医药商业板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序)

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 开开实业 | 0.25% | 0.39% | 0.27% | -5.35% | 98.01% |
| 塞力斯 | 0.32% | 0.87% | 0.92% | 59.46% | 46.40% |
| 南京医药 | 8.25% | 2.51% | 2.66% | 9.45% | 44.76% |
| 国药股份 | 10.48% | 11.50% | 11.97% | 6.63% | 39.71% |
| 益丰药房 | 1.67% | 4.07% | 3.90% | 33.71% | 37.27% |
| 一心堂 | 2.40% | 5.29% | 5.48% | 17.53% | 35.62% |
| 柳州医药 | 3.08% | 4.62% | 4.80% | 24.16% | 32.95% |
| 鹭燕医药 | 2.97% | 1.48% | 1.54% | 45.49% | 30.90% |

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 嘉事堂 | 4.76% | 3.35% | 3.44% | 30.36% | 23.53% |
| 海王生物 | 9.80% | 5.91% | 5.47% | 90.32% | 21.89% |
| 九州通 | 23.70% | 9.71% | 9.23% | 17.17% | 20.54% |
| 中国医药 | 8.11% | 15.19% | 14.54% | 1.91% | 20.52% |
| 英特集团 | 5.64% | 0.90% | 0.93% | 9.88% | 19.53% |
| 老百姓 | 2.48% | 4.00% | 4.02% | 28.45% | 16.33% |
| 瑞康医药 | 8.66% | 10.50% | 10.91% | 49.21% | 14.77% |
| 国药一致 | 11.60% | 11.61% | 11.75% | 1.24% | 14.10% |
| 人民同泰 | 1.93% | 2.43% | 2.45% | -13.63% | -4.88% |
| 同济堂 | 2.89% | 4.14% | 4.34% | 12.44% | -5.74% |
| 浙江震元 | 0.76% | 0.77% | 0.65% | 9.08% | -10.25% |
| 第一医药 | 0.33% | 0.38% | 0.39% | -27.84% | -13.86% |
| 华通医药 | 0.41% | 0.37% | 0.34% | 11.04% | -21.60% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率有所提升:** 医药商业板块 18 年上半年毛利率 14.21%, 较 17 年上半年的 12.23% 和 17 年全年的 12.85% 均有所提升。18 年二季度毛利率为 14.68%, 同比提升 2.07pp, 环比提高 0.94pp。我们认为板块整体毛利率的提升主要是因为一方面流通业务中纯销比例提高、全行业中高毛利零售业务占比提升以及公司开拓供应链管理等高附加值业务, 另一方面零售药店盈利能力提升。

(2) **净利率二季度显著提升, 主要系流通回暖带动:** 18H1 和 18Q2 净利率分别为 3.31% 和 3.55%, 同比提升 0.31pp 和 0.56pp。18H1 净利率环比上升 0.30pp, 18Q2 净利率环比上升 0.48pp。考虑到商业板块自身净利率的低基数, 可见板块的净利率在二季度显著提升, 主要系流通行业触底反弹所致。

(3) **销售费用率提升明显:** 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 6.43% 和 6.51%, 同比提升 1.35pp 和 1.34pp, 环比提升 0.84pp 和 0.17pp。我们认为销售费用率提升主要系两票制所致。

(4) **期间费用率在销售费用带动下提升:** 18H1 和 18Q2 的期间费用率分别为 9.61% 和 9.80%, 同比提升 1.61pp 和 1.55pp, 环比提升 0.83pp 和 0.38pp。

(5) **应收账款增速较高:** 18H1 应收账款增速为 28.78%, 较 17H1 的 28.94% 基本不变。应收账款增速高于收入增速, 主要是医院终端回款压力较大。

(6) **经营性现金流/营业收入二季度有所好转:** 18H1 和 18Q2 的经营性现金流净额分别占比营业收入的 -7.75% 和 2.15%, 同比下降 0.98pp 和上升 2.64pp。二季度现金流质量提升可能是由于一季度药品销量增加带来二季度回款增加所致。

表 14: 医药商业板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 12.61% | 12.23% | 12.85% | 13.74% | 14.68% | 14.21% |
| 净利率 | 2.99% | 3.00% | 3.01% | 3.07% | 3.55% | 3.31% |
| 销售费用率 | 5.17% | 5.08% | 5.59% | 6.34% | 6.51% | 6.43% |
| 期间费用率 | 8.25% | 8.00% | 8.78% | 9.42% | 9.80% | 9.61% |
| 应收账款增速 | NA | 28.94% | 30.91% | 27.28% | NA | 28.78% |
| 经营性现金流/营业收入 | -0.49% | -6.77% | -0.72% | -17.82% | 2.15% | -7.75% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

接下来分别考察以医药流通为主的上市公司的财务指标。整体说来医药流通业务第二季度的毛利率同环比均显著提升,且提升幅度超过期间费用率的提升幅度,带动净利率显著提升。我们认为主要系两票制下纯销业务占比不断提升,且对调拨业务的影响自二季度逐步消除所致,后续子行业有望恢复高速增长。应收账款增速同比变化不大,由于零加成等导致医院终端回款压力增大,医药流通企业应收账款增速高于收入增速。

表 15: 医药流通样本财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 9.97% | 9.61% | 10.22% | 11.00% | 12.06% | 11.54% |
| 净利率 | 2.66% | 2.70% | 2.75% | 2.71% | 3.21% | 2.96% |
| 销售费用率 | 3.22% | 3.14% | 3.59% | 4.28% | 4.53% | 4.40% |
| 期间费用率 | 6.03% | 5.80% | 6.51% | 7.15% | 7.64% | 7.40% |
| 应收账款增速 | NA | 29.31% | 31.06% | 27.58% | NA | 29.44% |
| 经营性现金流/营业收入 | -1.11% | -7.93% | -1.51% | -20.18% | 1.54% | -9.20% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

接下来分别考察以零售药店业务为主的上市公司的财务指标。整体说来零售药店业务毛利率和销售费用率均高于医药商业行业平均水平,同时净利率也高于全行业平均水平,体现出零售药店业务较强的盈利能力。零售药店财务指标近期来变化幅度不大,得益于药店连锁化下可复制的标准化规范化经营模式,预计零售药店目前业绩增长主要依靠积极扩张带来的规模效应。

表 16: 零售药店样本财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 39.15% | 38.84% | 38.84% | 38.92% | 39.57% | 39.25% |
| 净利率 | 6.11% | 6.19% | 5.67% | 6.61% | 6.76% | 6.68% |
| 销售费用率 | 25.23% | 25.08% | 25.52% | 25.61% | 25.54% | 25.57% |
| 期间费用率 | 30.82% | 30.23% | 30.80% | 29.69% | 30.43% | 30.06% |
| 应收账款增速 | NA | 30.50% | 41.17% | 41.47% | NA | 26.78% |
| 经营性现金流/营业收入 | 4.10% | 3.07% | 5.98% | 1.37% | 8.65% | 5.00% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 生物制品: 板块整体高速增长, 逐季提速明显

板块内样本调整流程:

剔除新股/次新股: 包括海特生物、卫光生物、康泰生物。

剔除不可比个股: (1) 剔除主营非药个股, 包括交大昂立、钱江生化; (2) 剔除受重大事件影响的个股, 长生生物; (3) 剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股, 包括金花股份、复星医药, 在板块分析中剔除, 但在对行业整体分析中保留。

个股跨行业调入/调出: 调入无; 调出国农科技、广生堂、海王生物、利德曼、九强生物、达安基因、溢多利、艾德生物、正海生物。

并表因素相关个股包括: 天坛生物、博雅生物。

此外, 计算归母净利及净利润时手动剔除上海莱士, 主要原因系买卖股票导致的非经常性损益波动太大。

1. 收入端: 上半年内生整体大幅增长, Q2 进一步提速, 并购重组亦提振明显

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算, 生物制品板块 2018 年上半年内生收入增速为 44.21%, 同比提升 28.92pp, 2018 年二季度内生收入增速 54.99%, 同比提升 31.27pp, 环比提升 22.90pp。我们认为, 生物制品板块整体收入呈现高速增长态势, 一方面, 疫苗行业景气度提升, 业绩表现出色; 另一方面, 受益于专科用药、慢病管理及消费升级等, 相关细分领域龙头发展稳健且势头迅猛。同时, 血制品自二季度触底回暖亦有所贡献。

若将并表因素考虑在内, 上半年收入增速为 45.88%, 同比增长 30.52pp, 二季度收入增速为 57.21%, 同比增长 37.59pp, 环比增长 23.84pp。与此同时, 并购重组对收入端的提振作用高于去年同期。

表 17: 生物制品板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 23.72% | 15.29% | 19.64% | 32.08% | 54.99% | 44.21% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 20.06% | 14.65% | 14.49% | 15.64% | 18.66% | 17.21% |
| 剔除新股 | 19.63% | 15.36% | 17.58% | 33.37% | 57.21% | 45.88% |

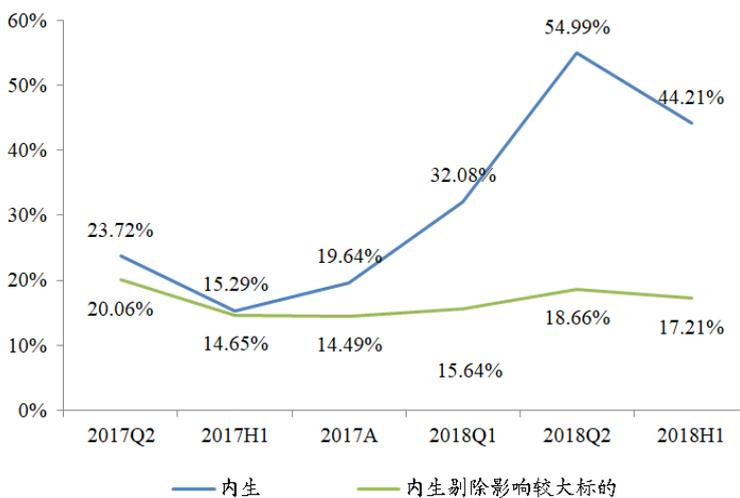
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 细分领域龙头拉动整体业绩增长, Q2 业绩继续提速

18 年上半年生物制品子行业收入端整体增长提速, 主要系各细分领域龙头带动。剔除并表等因素相关个股后, 生物制品子行业 18H1 的内生收入增速 44.21%, 较 17H1 的 15.29% 增长了 28.92pp。同时, 我们注意到智飞生物、长春高新对板块整体表现影响较大: 智飞生物上半年收入 20.72 亿元 (+365.42%), 占比板块整体内生收入端的 16.38%, 长春高新上半年收入 27.49 亿元 (+71.82%), 占比板块整体内生收入端的 21.74%。因此, 若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后, 18H1 生物制品板块整体内生的收入增速为 17.21%, 较 17H1 的 14.65% 增长了 2.56pp。可以看出, 细分领域龙头对板块整体业绩的提振作用明显。

18 年二季度内生收入增速同环比提升明显。剔除并表等因素相关个股后, 生物制品子行业 18Q2 的内生收入增速 54.99%, 同比提升 31.27pp, 环比提升 22.90pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司, 18Q2 板块整体内生的收入增速为 18.66%, 同比下降 1.40pp, 环比提升 3.02pp。

图 15: 生物制品板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

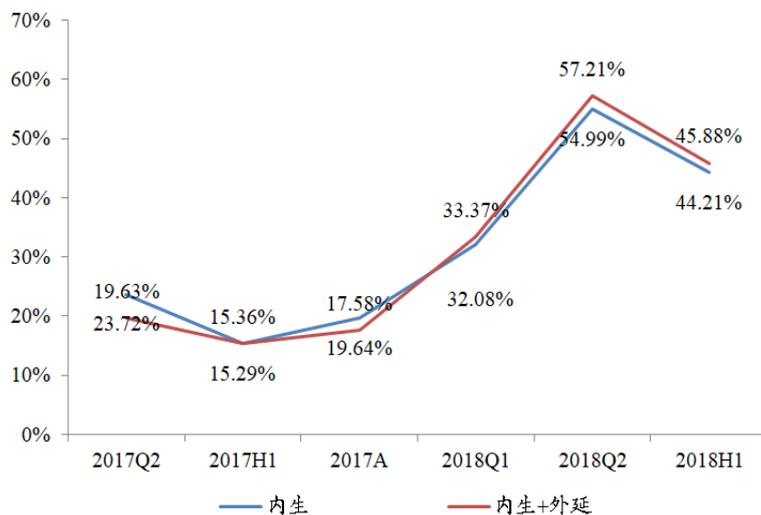
我们认为, 生物制品板块整体收入呈现高速增长态势, 一方面, 疫苗行业上半年景气度提升, 业绩表现出色; 另一方面, 受益于专科用药、慢病管理及消费升级等, 相关细分领域

龙头发展稳健且势头迅猛。同时，血制品自二季度触底回暖亦有所贡献。

(2) 内生+外延：并购重组提振业绩增速，拉动效应高于去年同期

并购重组相关个股拉升板块 18H1 和 Q2 的收入端增速，且拉动效应高于去年同期。自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括天坛生物、博雅生物，若将上述个股考虑在内(即仅剔除新股)，生物制品子行业 18H1 收入增速为 45.88%(+30.52pp)，相对内生收入整体提升 1.67pp。18Q2 收入增速 57.21% (+37.59pp)，相对内生收入整体提升 2.23pp。比较来看，17H1 和 17Q2 并购重组因素分别提升收入端整体增速约 0.07pp 和-4.10pp，可见并购重组对板块整体收入增速的拉动效应高于去年同期。

图 16: 生物制品板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，生物制品板块 2018 年上半年收入逐季度持续提速，整体加速成长，主要系疫苗、专科用药、慢病管理及消费升级等相关概念细分领域龙头带动。此外，并购重组提振板块整体的收入端增速，且拉动效应高于去年同期。

2. 利润端：扣非净利润与收入同步高速增长，二季度大幅提速

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，生物制品板块 2018 年上半年内生扣非归母净利润增速 45.77%，同比提升 26.23pp，2018 年二季度内生扣非归母净利润增速 67.13%，同比 29.91pp，环比提升 41.34pp。我们认为，板块整体内生净利润呈现高速增长态势，主要系疫苗、专科用药、慢病管理及消费升级相关细分领域龙头带动所致：(1) 疫苗行业在过去需求未满足的背景下，受研发创新、消费升级、多联多价苗替代老产品等因素驱动，18H1 行业景气度大幅提升，相关标的如智飞生物(+306.82%)、沃森生物(+209.54%)表现亮眼。

(2) 受益于专科用药、慢病管理及消费升级等因素, 长春高新(+88.37%)、双鹭药业(+74.20%)、我武生物(+33.02%)和通化东宝(+28.23%)等增速明显, 拉动板块业绩增长。

若将并表因素考虑在内, 上半年扣非归母净利增速为 43.52%, 同比增长 19.36pp, 二季度扣非归母净利增速 62.58%, 同比增长 29.37pp, 环比增长 37.56pp。与此同时, 并购重组对利润端的提振作用低于去年同期。

表 18: 生物制品板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 54.43% | 37.52% | 9.36% | 46.81% | 73.52% | 59.92% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 24.91% | 26.36% | -7.91% | 26.95% | 31.58% | 29.14% |
| 剔除新股 | 136.79% | 85.48% | 32.53% | 41.72% | 3.32% | 18.12% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 19: 生物制品板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 37.23% | 19.54% | 11.98% | 25.80% | 67.13% | 45.77% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 31.85% | 24.77% | 7.00% | 16.95% | 11.65% | 14.44% |
| 剔除新股 | 33.21% | 24.17% | 15.85% | 25.02% | 62.58% | 43.52% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 扣非净利润增长提速, 二季度增速明显高于一季度

①18 年上半年分析:

从扣非归母净利润端来看, 18 年上半年板块整体内生业绩增速提升, 主要系龙头股对板块整体的提振作用所致。剔除并表等因素相关个股后, 生物制品子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 45.77%, 较 17H1 的 19.54% 提升了 26.23pp。同时, 我们注意到智飞生物、长春高新对板块整体表现影响较大: 智飞生物上半年扣非归母净利润 6.85 亿元(+306.82%), 占比板块整体内生扣非净利润端的 21.33%, 主要系四价 HPV 疫苗和 AC-Hib 三联苗带动。长春高新上半年扣非归母净利润 5.15 亿元(+88.37%), 占比板块整体内生扣非净利润端的 16.05%, 主要受益于生产激素业务高速增长。因此, 若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后, 18H1 板块整体内生的净利润增速为 14.44%, 与 17H1 的 24.77% 相比下降了 10.34pp。可见龙头个股表现持续稳健, 对板块整体业绩的提振作用明显, 继续验证强者恒强概念。从个股方面来看, 一方面疫苗板块受研发创新、消费升级、多联多价苗替代老产品等因素驱动 18H1 景气度较高, 其中, 沃森生物 18H1 扣非归母净利润 4388.71 万元, 同比增速 209.54%, 主要受益于 Hib 疫苗的带动。另一方面受益于专科用药、慢病管理及消费升级等因素, 部分标的增幅较快拉动业绩增长。如我武生物 18H1 扣非归母净利润 9910.25 万元, 同比增速 33.02%, 主要受益于脱敏治疗产品渗透率提升销售持续放量。通化东宝 18H1 扣非归母净利润 5.20 亿元,

同比增速 28.23%，主要受益于胰岛素系列产品稳定增长。**双鹭药业** 18H1 扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增速 74.20%，主要受益于替莫唑胺、依诺肝素钠以及白介素-11 等产品增量以及新品来那度胺上市销售。同时，我们认为**血制品**自二季度触底回暖亦对板块业绩有所贡献。此外，上半年扣非净利润同比下滑的公司仅包括**舒泰神**（-35.30%）、**未名医药**（-100.14%）。

我们对变化分析如下：

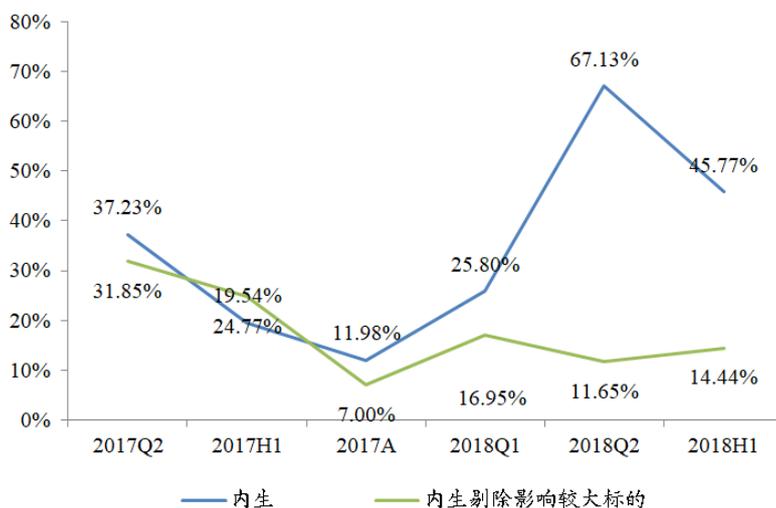
一方面，上半年板块整体内生扣非净利润增速与收入增速同步，且大幅提升，板块发展态势良好。

另一方面，疫苗、专科用药、慢病管理、消费升级等相关概念细分领域龙头业绩持续强劲。

②18 年二季度分析：

从扣非归母净利润端来看，二季度板块内生扣非归母净利润同环比提速明显。剔除并表等因素相关个股后，生物制品子行业 18Q2 的内生的扣非归母净利润增速 67.13%，环比提升 41.34pp，同比提升 29.91pp。其中，**智飞生物** 二季度扣非归母净利润增速 282.66%；**长春高新** 二季度扣非归母净利润增速 155.20%。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块内生的扣非净利润增速为 11.65%，环比下降 5.30pp，同比下降 20.21pp。从个股方面来看，**沃森生物** 18Q2 扣非归母净利润增速 359.13%；**华兰生物** 18Q2 扣非归母净利润增速 33.01%；**我武生物** 18Q2 扣非归母净利润增速 33.02%；**通化东宝** 18Q2 扣非归母净利润增速 28.22%；**双鹭药业** 18Q2 扣非归母净利润亿元，同比增速 86.91%。

图 17：生物制品板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

我们对变化分析如下：

首先，板块内生扣非归母净利润同环比提速明显。二季度内生扣非归母净利润 67.13%，

环比提升 41.34pp，同比提升 29.91pp，板块景气度高。

其次，疫苗、专科用药、慢病管理和消费升级等相关细分领域龙头公司持续走强。智飞生物二季度扣非归母净利润增速 282.66%，长春高新增速+155.20%，沃森生物增速+359.13%，我武生物增速+33.02%，通化东宝增速+28.22%，双鹭药业增速+86.91%。

再次，血制品自二季度触底回暖对 Q2 业绩有所贡献，如华兰生物 Q2 扣非净利润增速 +33.01%。

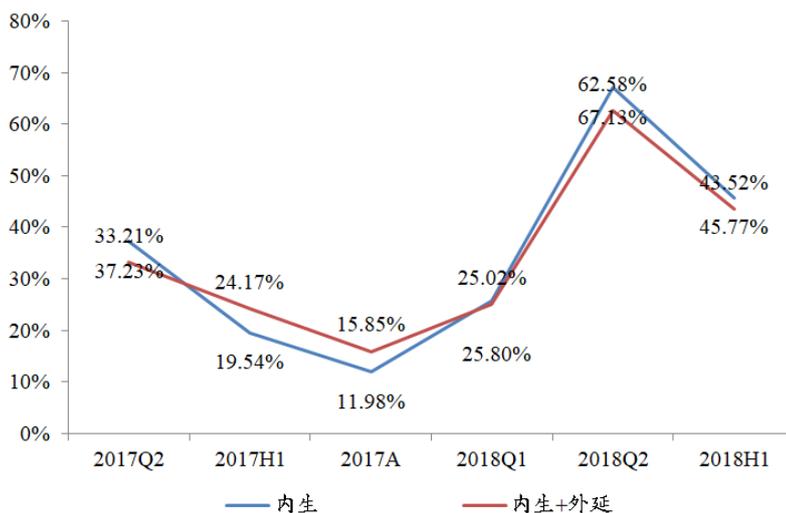
最后，个股间分化明显。二季度扣非净利润增速中枢为 46.32%，均值 75.21%。样本标的中，增速为负的共 2 个，增速在(0, 30%]之间的共 3 个，(30%, 100%]的共 5 个，100%以上的共 4 个。

(2) 内生+外延：并购重组因素拉低业绩增速

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括天坛生物、博雅生物，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），板块整体业绩变化如下：

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后生物制品板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 43.52% 和 62.58%，较去年同期分别提升 19.36pp 和 29.37pp。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别降低当期归母净利润端整体增速 2.25pp 和 4.55pp，17H1 和 17Q2 分别提升 4.62pp 和 -4.01pp。

图 18：生物制品板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生+外延）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

分析：上半年并购重组因素拉低板块整体业绩，我们认为原因可能系并购重组带来的成本正在加大，体现并购后整合的重要性。

综上所述，生物制品板块 2018 年上半年利润端与收入端保持同步高速增长，且二季度环比进一步加速。我们认为主要原因是疫苗、专科用药、慢病管理、消费升级等相关概念细分领域龙头业绩持续强劲。同时，血制品自二季度触底回暖亦对业绩有所贡献。此外，并购重组拉低板块整体的利润端增速，体现并购后整合的重要性。

表 20: 生物制品板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|-------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 智飞生物 | 13.85% | 18.12% | 18.88% | 365.42% | 306.92% |
| 沃森生物 | 2.50% | 1.94% | 1.21% | 45.92% | 209.54% |
| 中源协和 | 2.84% | 7.18% | 0.23% | 3.92% | 193.08% |
| 四环生物 | 1.21% | 0.03% | 0.01% | -8.31% | 110.37% |
| 长春高新 | 18.38% | 14.55% | 14.21% | 71.82% | 88.37% |
| 双鹭药业 | 6.56% | 9.30% | 9.25% | 110.41% | 74.20% |
| 东宝生物 | 1.54% | 0.45% | 0.42% | 41.90% | 45.76% |
| 我武生物 | 1.46% | 2.76% | 2.73% | 32.44% | 33.02% |
| 博雅生物 | 7.30% | 5.07% | 4.94% | 102.11% | 31.96% |
| 通化东宝 | 9.78% | 14.25% | 14.35% | 23.85% | 28.23% |
| 天坛生物 | 8.16% | 6.38% | 6.55% | 29.24% | 25.60% |
| 安科生物 | 4.19% | 3.46% | 3.36% | 40.21% | 25.25% |
| ST 生化 | 2.85% | 1.77% | 1.69% | 32.72% | 20.70% |
| 上海莱士 | 6.42% | -22.50% | 8.46% | 10.77% | 12.82% |
| 华兰生物 | 8.03% | 12.03% | 11.17% | 18.59% | 3.04% |
| 舒泰神 | 2.97% | 2.57% | 2.54% | -37.30% | -35.30% |
| 未名医药 | 1.96% | 0.15% | -0.01% | -44.60% | -100.14% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率有所下降**: 生物制品板块 18 年上半年毛利率 72.58%, 较 17 年上半年的 74.91% 下降了 2.33pp, 较 17 年全年的 73.13% 下降了 1.28pp。18Q2 毛利率 72.16%, 同比下降 2.60pp。我们认为可能与板块内影响较大的智飞生物代理疫苗产品爆发式增长有关, 同时血制品行业毛利率也有所降低。

(2) **净利率提升明显**: 18H1 和 18Q2 净利率分别为 28.38% 和 26.77%, 同比提升 3.19pp 和 3.43pp。

(3) **销售费用率有所下降**: 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 25.97% 和 25.81%, 同比下降 0.87pp 和 3.43pp。主要原因系智飞生物和长春高新的销售费用率下降所致。

(4) **期间费用率有所下降**: 18H1 和 18Q2 的期间费用率分别为 38.57% 和 37.43%，同比降低 3.82pp 和 6.57pp，环比下降 4.84pp 和 2.65pp。

(5) **应收账款增速提升**: 18H1 应收账款增速为 47.09%，较 17H1 的 31.56% 提升 15.53pp。我们认为主要系销售收入大幅增长所致，应收账款增速与收入增速相近。

(6) **经营性现金流/营业收入提升明显**: 18H1 和 18Q2 的经营性现金流净额分别占比营业收入的 13.30% 和 18.15%，同比提升 7.56pp 和 9.38pp。

表 21: 生物制品板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 74.76% | 74.91% | 73.86% | 73.13% | 72.16% | 72.58% |
| 净利率 | 23.34% | 25.19% | 20.25% | 30.51% | 26.77% | 28.38% |
| 销售费用率 | 29.24% | 26.85% | 27.98% | 26.18% | 25.81% | 25.97% |
| 期间费用率 | 44.00% | 42.39% | 43.42% | 40.08% | 37.43% | 38.57% |
| 应收账款增速 | NA | 31.56% | 46.91% | 49.93% | NA | 47.09% |
| 经营性现金流/营业收入 | 8.77% | 5.74% | 16.19% | 6.89% | 18.15% | 13.30% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 医疗器械: 内生增长提速且 Q2 明显好于 Q1, IVD 板块业绩亮眼

版块内样本调整流程:

剔除新股/次新股: 包括艾德生物、正海生物、南卫股份、开立医疗、英科医疗、辰欣药业、凯普生物、透景生命、华大基因、大博医疗、欧普康视、基蛋生物、明德生物、振德医疗、正川股份、贝瑞基因 (17 年借壳, 前期业绩不可比)。

剔除不可比个股: 无

个股跨行业调入/调出: 调入艾德生物 (新股剔除)、正海生物 (新股剔除)、利德曼、九强生物、安图生物、诚益通、奥佳华、达安基因、迪安诊断; 调出无。

并表因素相关个股包括: 博晖创新、健帆生物、三诺生物、万孚生物、美康生物、新华医疗、楚天科技、冠昊生物、千山药机。

此外, **手动扣除**迪安诊断 2017 年 1.28 亿非流动资产处置损益。

1. 收入端：上半年内生增速略有提升，Q2 提速明显

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，2018 年上半年收入增速 22.32%，较去年同期略有提升。第二季度增速为 24.39%，同环比均显著提升。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度增速分别为 21.77% 和 23.57%，分别低于内生增速 0.56pp 和 0.82pp。

表 22: 医疗器械板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 21.14% | 22.12% | 22.46% | 19.98% | 24.39% | 22.32% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 19.98% | 21.16% | 21.52% | 17.51% | 23.43% | 20.66% |
| 剔除新股 | 25.81% | 24.19% | 23.11% | 19.66% | 23.57% | 21.77% |

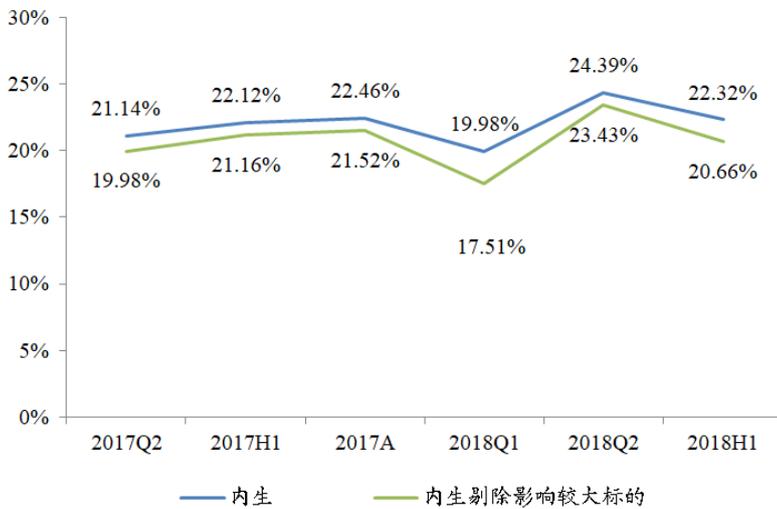
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生：上半年收入增速较 17H1 基本持平，Q2 明显提速

18 年上半年医疗器械子行业收入端增速与去年同期基本持平，细分领域龙头对板块提振明显。剔除并表等因素相关个股后，化学制剂子行业 18H1 的内生收入增速 22.32%，较 17H1 的 22.12% 增长了 0.20pp。同时，我们注意到乐普医疗业绩对板块整体表现影响较大：2018 年上半年，乐普医疗实现营收 29.55 亿元（+35.37%），占比板块整体内生收入端的 12.51%。因此，若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后，18H1 医疗器械板块整体内生的收入增速为 20.66%，较 17H1 的 21.16% 降低 0.50pp。同时，我们可以看出，上半年龙头股表现快于行业整体，对板块收入增速提振明显，如乐普医疗（+35.37%）、安图生物（+45.63%）、迈克生物（+47.82%）、奥佳华（+31.61%）、健帆生物（+38.91%）、三诺生物（+54.41%）、万孚生物（+78.52%）等。

18 年二季度收入增速同环比均明显提升。剔除并表等因素相关个股后，医疗器械子行业 18Q2 的内生收入增速 24.39%，同比提升 3.25pp，环比提升 4.41pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块整体内生的收入增速为 23.43%，同比提升 3.45pp，环比提升 5.92pp。同时，18Q2 收入增速中枢为 20.63%，均值为 18.87%，绝大部分企业收入保持正向增长，有 4 家企业呈现负增长，分别为达安基因（-1.41%）、戴维医疗（-8.45%）、乐心医疗（-15.43%）、九安医疗（-23.22%）。

图 19: 医疗器械板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)

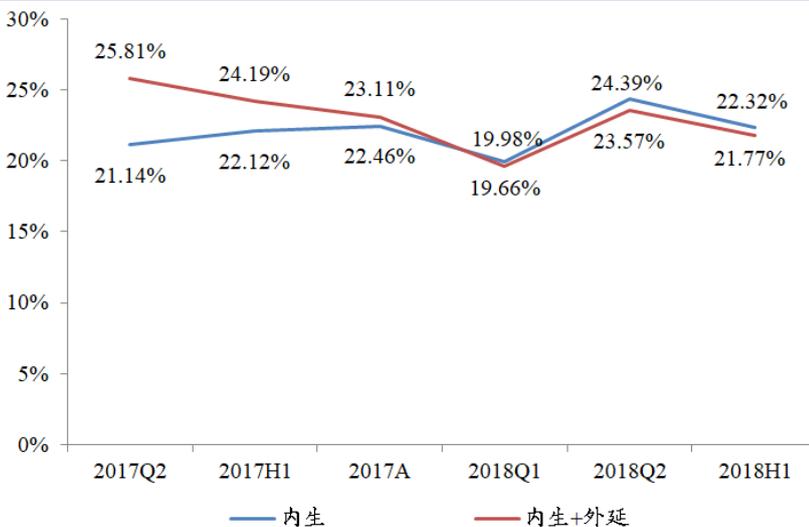


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(2) 内生+外延: 并购重组拉低收入增速

并购重组相关个股拉低板块 18H1 和 Q2 的收入端增速。自 17 年下半年至 18 年上半年, 并购重组等因素影响较大的相关个股包括博晖创新、健帆生物、三诺生物、万孚生物、美康生物、新华医疗、楚天科技、冠昊生物、千山药机。若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股), 医疗器械子行业 18H1 收入增速为 21.77%, 相对内生收入整体下降 0.56pp。主要原因系受新华医疗 (+2.95%, 占比板块整体内生+外延收入端的 14.03%) 影响。与此同时, 18Q2 收入增速 23.57%, 相对相对内生收入整体下降 0.82pp。比较来看, 17H1 和 17Q2, 并购重组因素分别提升收入端整体增速约 2.07pp 和 4.67pp。

图 20: 医疗器械板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，医疗器械板块 2018 年上半年收入增速与去年同期基本持平，二季度收入提速明显。同时，并购重组拉低板块整体收入增速。

2. 利润端：Q2 增速大幅提升带动整体增长提速，板块景气度进一步提升

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，医疗器械板块上半年和二季度的内生净利润增速分别为 23.56% 和 31.06%，同比提升 10.01pp 和 19.38pp。内生扣非净利润增速分别为 18.00% 和 22.58%，同比提升 2.63pp 和 16.76pp。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度净利润增速分别为 16.94% 和 16.44%，扣非净利润增速分别为 10.83% 和 8.67%，均低于内生利润增速。主要原因系受千山药机、新华医疗、冠昊生物和楚天科技影响，若剔除上述 4 个样本，18H1 和 18Q2 的内生+外延的扣非归母净利润增速分别为 21.69% 和 25.46%，拉升板块整体业绩增速。

表 23: 医疗器械板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 11.68% | 13.55% | 8.61% | 13.92% | 31.06% | 23.56% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 8.30% | 10.23% | 4.52% | 9.85% | 18.26% | 14.64% |
| 剔除新股 | 22.82% | 16.67% | 7.62% | 17.65% | 16.44% | 16.94% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 24: 医疗器械板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 5.82% | 15.38% | 7.67% | 12.04% | 22.58% | 18.00% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 1.32% | 11.92% | 3.64% | 7.21% | 18.13% | 13.47% |
| 剔除新股 | 15.92% | 17.08% | -9.36% | 13.91% | 8.67% | 10.83% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生：上半年增长提速，其中二季度高速增长

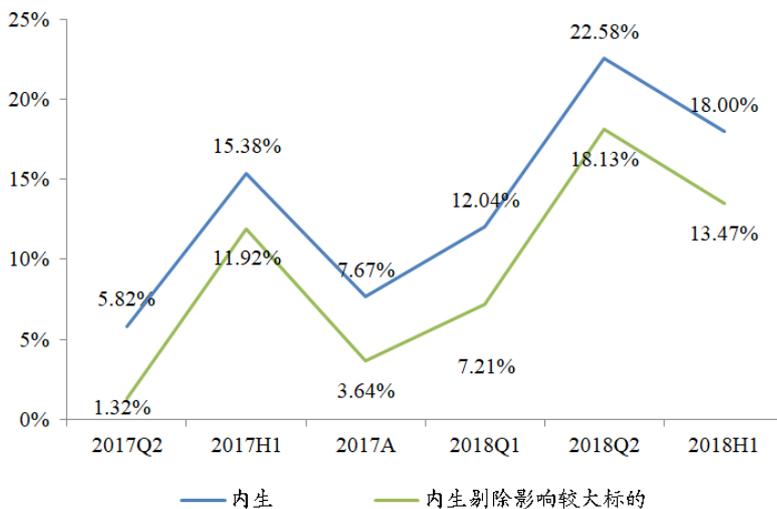
①18 年上半年分析：

从扣非归母净利润端来看，18 年上半年板块整体业绩增长提速。剔除并表等因素相关个股后，医疗器械子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 18.00%，较 17H1 的 15.38% 提升了 2.63pp。在剔除对板块整体影响较大的龙头公司（乐普医疗扣非净利润占比 22.62%，增速 36.67%）后，18H1 板块整体内生的净利润增速为 13.47%，与 17H1（11.92%）相比略有提升。同时，上半年扣非净利润同比下滑的公司包括尚荣医疗（-1.90%）、东富龙（-61.62%）、利德曼（-12.41%）、宝莱特（-2.47%）、维力医疗（-36.76%）、戴维医疗（-47.11%）、三鑫医疗（-17.18%）、迦南科技（-40.78%）、阳普医疗（-11.44%）、九安医疗（-14.16%）。

②18年二季度分析:

从扣非归母净利润端来看，二季度板块业绩增速同环比提速明显。剔除并表等因素相关个股后，医疗器械子行业 18Q2 的内生的扣非净利润增速 22.58%，环比提升 10.54pp，同比提升 16.76pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块内生的扣非净利润增速为 18.13%，环比提升 10.92pp，同比提升 16.82pp。

图 21: 医疗器械板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们对变化分析如下:

一方面，器械板块整体业绩的提速主要系细分领域龙头在部分高端器械领域正加速进口替代过程，行业景气度有所提升。并且，一季度流感因素亦带动部分 IVD 公司业绩高速增长。

另一方面，同质化程度高、中低端企业之间的竞争加剧，业绩增长乏力。

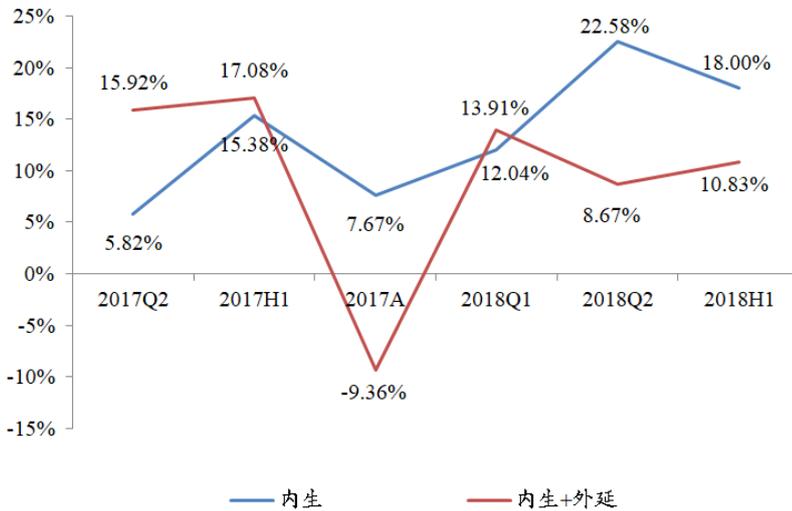
(2) 内生+外延: 并购重组因素拉低业绩增速

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括博晖创新、健帆生物、三诺生物、万孚生物、美康生物、新华医疗、楚天科技、冠昊生物和千山药机，若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股)，板块整体业绩变化如下:

从扣非归母净利润端来看，并购重组拉低业绩增速。考虑并购重组因素后，医疗器械板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 10.83% 和 8.67%，较去年同期分别下降 6.25pp 和 7.25pp。同时，18H1 和 18Q2 业绩增速分别较内生整体下降 7.17pp 和 13.91pp，而 17H1 和 17Q2 分别提升 1.71pp 和 10.10pp。主要系样本中的千山药机、冠昊生物、新华医疗和楚天科技的业绩下滑严重，同比分别降低 1021.11%、101.54%、41.43% 和 23.36%。若将上述样本剔除，18H1 和

18Q2 的内生+外延的扣非归母净利润增速分别为 21.69% 和 25.46%，拉升板块整体业绩增速。

图 22: 医疗器械板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，医疗器械板块 2018 年上半年内生业绩增长提速，且二季度增速进一步加快。我们认为器械板块整体业绩的提速主要系细分领域龙头在部分高端器械领域正加速进口替代过程，行业景气度有所提升。并且，一季度流感因素亦带动部分 IVD 公司业绩高速增长。若考虑并购因素，由于部分公司并购整合效果太差，导致内生+外延的业绩增速放缓。

表 25: 医疗器械板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序)

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 博晖创新 | 0.83% | 0.43% | 0.43% | 43.64% | 213.51% |
| 乐心医疗 | 1.01% | 0.22% | 0.07% | -15.83% | 113.45% |
| 万孚生物 | 2.42% | 4.11% | 4.37% | 78.52% | 63.39% |
| 三诺生物 | 2.30% | 4.26% | 4.01% | 54.41% | 58.19% |
| 和佳股份 | 1.56% | 1.65% | 1.22% | 25.90% | 55.72% |
| 诚益通 | 0.99% | 1.22% | 1.40% | 33.25% | 43.84% |
| 乐普医疗 | 8.93% | 20.54% | 19.73% | 35.37% | 36.67% |
| 健帆生物 | 1.38% | 5.33% | 5.22% | 38.91% | 35.58% |
| 安图生物 | 2.56% | 6.26% | 6.93% | 45.63% | 34.85% |
| 山东药玻 | 3.93% | 4.25% | 4.97% | 13.05% | 32.46% |
| 理邦仪器 | 1.47% | 1.61% | 1.15% | 16.39% | 31.41% |
| 奥佳华 | 6.68% | 3.65% | 2.90% | 31.61% | 29.82% |
| 迈克生物 | 3.77% | 5.88% | 6.76% | 47.82% | 24.50% |

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|-----------|
| 迪瑞医疗 | 1.33% | 2.58% | 2.83% | 10.73% | 23.75% |
| 康德莱 | 2.06% | 1.60% | 1.79% | 14.43% | 21.89% |
| 万东医疗 | 1.15% | 1.08% | 1.07% | 14.85% | 20.30% |
| 美康生物 | 4.41% | 3.24% | 3.02% | 101.66% | 17.40% |
| 达安基因 | 2.43% | 1.51% | 1.46% | 4.27% | 16.30% |
| 鱼跃医疗 | 6.72% | 11.92% | 13.15% | 19.44% | 15.98% |
| 科华生物 | 2.94% | 3.48% | 3.92% | 29.74% | 10.85% |
| 迪安诊断 | 8.93% | 5.18% | 5.71% | 27.42% | 10.05% |
| 凯利泰 | 1.38% | 2.82% | 2.85% | 24.64% | 4.61% |
| 九强生物 | 1.03% | 2.91% | 3.35% | 18.80% | 3.22% |
| 尚荣医疗 | 3.24% | 2.44% | 2.66% | 5.50% | -1.90% |
| 宝莱特 | 1.18% | 0.86% | 0.88% | 20.73% | -2.47% |
| 阳普医疗 | 0.78% | 0.32% | 0.22% | 10.26% | -11.44% |
| 利德曼 | 1.04% | 0.97% | 1.03% | 33.96% | -12.41% |
| 九安医疗 | 0.81% | -1.16% | -1.61% | -18.44% | -14.16% |
| 三鑫医疗 | 0.75% | 0.42% | 0.43% | 33.11% | -17.18% |
| 楚天科技 | 2.32% | 1.31% | 1.36% | 43.67% | -23.36% |
| 维力医疗 | 0.96% | 0.64% | 0.63% | 9.71% | -36.76% |
| 迦南科技 | 0.58% | 0.42% | 0.37% | 24.59% | -40.78% |
| 新华医疗 | 14.03% | 1.45% | 0.88% | 2.95% | -41.43% |
| 戴维医疗 | 0.39% | 0.64% | 0.53% | -9.98% | -47.11% |
| 东富龙 | 2.77% | 1.09% | 0.81% | 16.69% | -61.62% |
| 冠昊生物 | 0.59% | 0.15% | -0.01% | -1.38% | -101.54% |
| 千山药机 | 0.37% | -5.28% | -6.50% | -72.52% | -1021.11% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率略有提升**: 医疗器械板块 18 年上半年毛利率 44.78%, 较 17 年上半年的 44.15% 和 17 年全年的 43.82% 均有所提升。我们认为板块整体毛利率的提升的原因主要包括产品升级及结构优化等因素。

(2) **净利率有所提升**: 18H1 净利率为 15.16%, 同比上升 0.09pp; 18Q2 净利率为 16.59%, 同比上升 0.66pp, 环比上升 3.11pp。

(3) **销售费用率略有提升**: 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 13.45% 和 13.04%, 同比提升 0.69pp 和 0.19pp。我们认为销售费用率提升可能与加大销售推广力度有关。

(4) **期间费用率略有提升**: 18H1 期间费用率为 26.98%, 同比增长 0.69%, 主要系销售

费用率提升带动。

(5)应收账款增速略有提升: 18H1 应收账款增速为 22.17%, 较 17H1 的 21.85% 提升 0.32pp。

(6)经营性现金流/营业收入上半年有所下降, 二季度同环比提升: 18H1 的经营性现金流净额占比营业收入的 1.11%, 同比下降 0.28pp; 18Q2 的营性现金流净额占比营业收入的 9.86%, 同比提升 3.81pp, 环比提升 19.01pp

表 26: 医疗器械板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 45.02% | 44.15% | 43.82% | 45.08% | 44.53% | 44.78% |
| 净利率 | 15.93% | 15.07% | 13.27% | 13.48% | 16.59% | 15.16% |
| 销售费用率 | 12.86% | 12.77% | 13.96% | 13.94% | 13.04% | 13.45% |
| 期间费用率 | 26.55% | 26.29% | 28.42% | 29.00% | 25.27% | 26.98% |
| 应收账款增速 | NA | 21.85% | 18.13% | 18.68% | NA | 22.17% |
| 经营性现金流/营业收入 | 6.05% | 1.39% | 7.70% | -9.15% | 9.86% | 1.11% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. IVD 表现好于板块整体, POCT&化学发光领跑

2018 年上半年 IVD 板块业绩表现十分出色, 好于医疗器械子行业整体。2018 年上半年 IVD 板块营收同比增长 39.39% (+9.83pp), 归母净利润同比增长 23.60% (5.24%), 扣非归母净利同比增长 23.83% (+5.34pp), 主要系一方面流感疫情影响感染类检测增多, 另一方面进口替代加速所致。比较可知, 18 年上半年 IVD 板块的业绩表现好于医疗器械子行业整体。

表 27: IVD 板块收入及利润增速对比

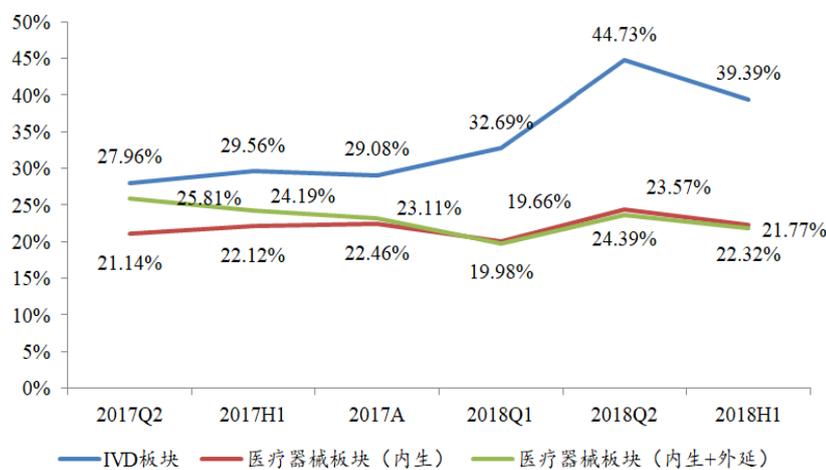
| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 27.96% | 29.56% | 29.08% | 32.69% | 44.73% | 39.39% |
| 净利润增速 | 26.01% | 18.35% | 17.31% | 31.24% | 18.83% | 23.60% |
| 扣非后净利润增速 | 12.71% | 18.49% | 20.13% | 29.47% | 20.31% | 23.83% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们认为 IVD 板块表现抢眼的原因主要包括: (1) 政策扶持利好 IVD 行业发展。近年来, 国家相关扶持政策密集落地, 如分级诊疗、加快医疗器械转型升级、鼓励创新医疗器械、推动化学发光免疫分析仪等, 利好 IVD 行业发展。随着分级诊疗政策的不断落实与推进, 基层医疗机构的初诊待测样本量快速增加。(2) 优质国产 IVD 产品将加速实

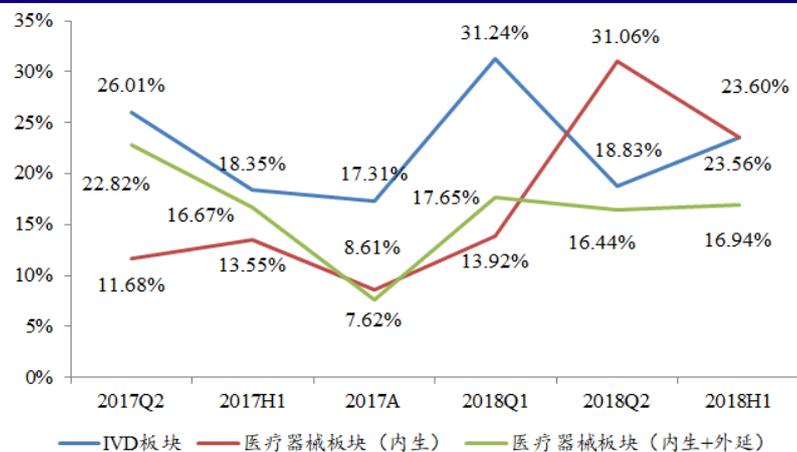
现进口替代。国产部分仪器的性能与仪器质量与进口产品的差距正在不断减小，甚至水平相当。同时国产产品具备明显的价格优势。在当前公立医院严控耗占比及加速推进分级诊疗政策的大环境下，国产企业可以通过多种渠道实现进口替代。**(3) 打包模式带动业务增长。**目前两票制政策在各省市不断落实与推进逐渐进入快速发展阶段，部分 IVD 企业开始在各省推广打包模式。对于医院而言，打包模式可以节约采购成本；对于 IVD 企业而言，通过试剂和仪器打包可以增加客户黏性，推动 IVD 产品在医院终端的放量。未来随着 IVD 渠道整合的不断推进，打包模式有望持续带动业务增长。**(4) 其他影响因素。**如流感疫情爆发带动感染类检测试剂快速放量等。

图 23: IVD 板块与医疗器械板块营业收入增速对比



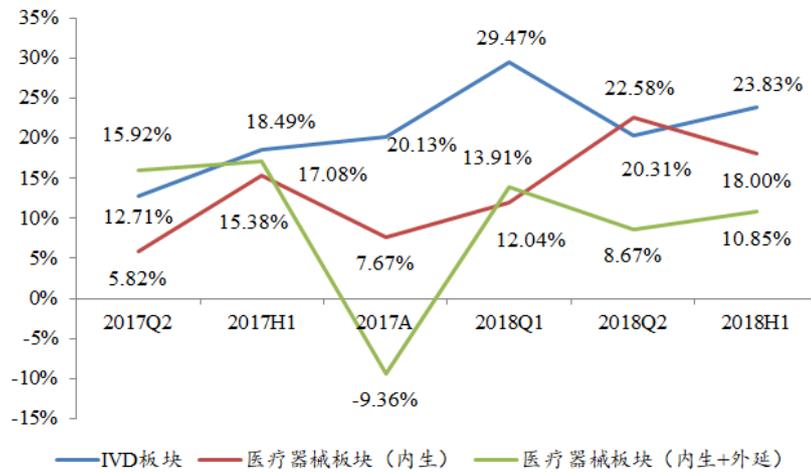
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: IVD 板块与医疗器械板块归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: IVD 板块与医疗器械板块扣非归母净利润增速对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

个股层面, POCT 和化学发光公司业绩增长最为迅猛。一方面, 即时检测 (POCT) 中, 三诺生物和万孚生物表现亮眼, 分别实现扣非净利润 1.36 亿元和 1.48 亿元, 同比增速 58.19%和 63.39%; 另一方面, 化学发光中, 安图生物和迈克生物保持高速增长, 分别实现扣非净利润 2.36 亿元和 2.30 亿元, 同比增长 34.85%和 24.50%。

IVD 个股业绩表现如下表所示:

表 28: IVD 板块上半年业绩表现

| 公司 | 18H1 收入 (百万元) | 同比增速 | 18H1 归母净利 (百万元) | 同比增速 | 18H1 扣非归母净利 (百万元) | 同比增速 |
|------|------------------|---------|--------------------|--------|----------------------|---------|
| 安图生物 | 848.30 | 45.63% | 246.64 | 28.84% | 235.56 | 34.85% |
| 迈克生物 | 1246.44 | 47.82% | 231.72 | 20.18% | 229.76 | 24.50% |
| 科华生物 | 974.39 | 29.74% | 137.02 | 8.50% | 133.07 | 10.85% |
| 九强生物 | 341.10 | 18.80% | 114.53 | 5.34% | 113.90 | 3.22% |
| 迪瑞医疗 | 438.82 | 10.73% | 101.53 | 11.40% | 96.04 | 23.75% |
| 达安基因 | 803.99 | 4.27% | 59.55 | 2.49% | 49.43 | 16.30% |
| 利德曼 | 342.97 | 33.96% | 38.35 | -5.21% | 35.08 | -12.41% |
| 迪安诊断 | 2955.05 | 27.42% | 204.07 | 12.70% | 193.93 | 10.05% |
| 三诺生物 | 761.34 | 54.41% | 168.10 | 79.65% | 136.30 | 58.19% |
| 万孚生物 | 800.57 | 78.52% | 162.09 | 48.37% | 148.35 | 63.39% |
| 美康生物 | 1457.85 | 101.66% | 127.60 | 34.92% | 102.71 | 17.40% |
| 总计 | 10970.82 | 39.39% | 1591.20 | 23.60% | 1474.13 | 23.83% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

财务指标方面，2018年上半年毛利率为46.46%，同比下降2.53pp，原因可能系一方面IVD产品招标降价影响，另一方面集采业务对毛利率有部分影响。销售费用率13.12%，同比下降0.80pp，基本持平；期间费用率为26.91%，同比下降1.37pp。此外应收账款增速51.82%，同比增长23.80pp，我们认为可能与打包业务扩张以及医院账期普遍较长有关。经营性现金流占比收入3.23%，同比下降-1.94pp。

表 29: IVD 板块财务指标对比

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 49.37% | 48.99% | 48.82% | 47.77% | 45.50% | 46.46% |
| 净利率 | 19.61% | 17.83% | 16.64% | 15.33% | 16.73% | 16.14% |
| 销售费用率 | 12.82% | 13.92% | 14.78% | 14.69% | 11.97% | 13.12% |
| 期间费用率 | 26.75% | 28.28% | 29.83% | 30.41% | 24.35% | 26.91% |
| 应收账款增速 | NA | 28.02% | 30.77% | 35.27% | NA | 51.82% |
| 经营性现金流/营业收入 | 13.33% | 5.16% | 7.68% | -9.25% | 12.37% | 3.23% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 医疗服务: 利润增速低于收入增速, 社会办医与 CRO 龙头表现亮眼

板块内样本调整流程:

剔除新股/次新股: 金域医学、昭衍新药、药明康德。

剔除不可比个股: 剔除主营非药个股, 包括*ST海投、运盛医疗、百花村、宜华健康。

个股跨行业调入/调出: 调出迪安诊断。

并表因素相关个股包括: 星普医科、博济医药、国新健康、美年健康、润达医疗。

1. 收入端: 内生保持高速增长, 并购重组提振效应明显

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算, 医疗服务板块 2018 年上半年和二季度的收入增速分别为 46.97% 和 44.56%, 均快于 17 年同期增速, 分别同比提升 13.73pp 和 6.00pp。且二季度收入增速略高于一季度。

若将并表因素考虑在内, 上半年和二季度增速分别为 61.06% 和 57.76%, 并购重组大幅拉升收入增速, 并且提振效应明显强于去年同期。

表 30: 医疗服务板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 38.56% | 33.24% | 46.07% | 49.77% | 44.56% | 46.97% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 38.50% | 31.70% | 43.67% | 53.44% | 43.21% | 47.94% |
| 剔除新股 | 48.51% | 43.95% | 62.64% | 65.41% | 57.76% | 61.06% |

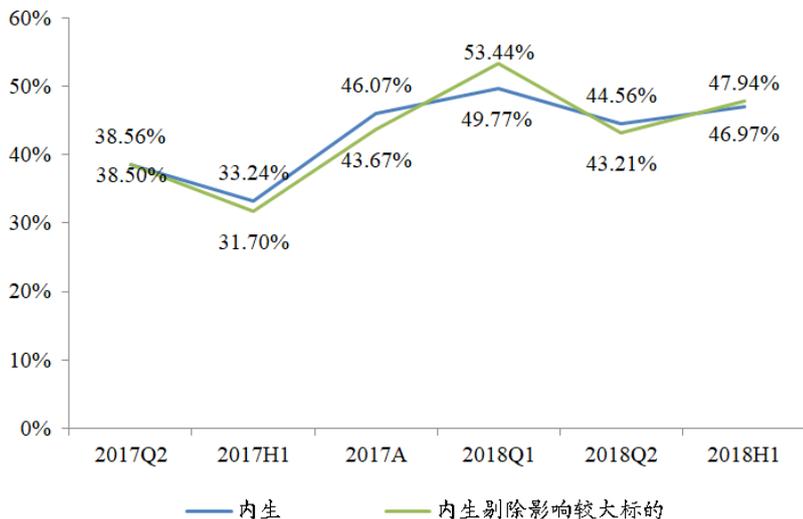
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 收入维持高速增长, 剔除影响较大个股后增速进一步提高

18 年上半年医疗服务子行业收入端保持高速增长, 体现高景气、高成长性。剔除并表等因素相关个股后, 医疗服务子行业 18H1 的内生收入增速 46.97%, 较 17H1 的 33.24% 增长了 13.73pp。同时, 我们注意到爱尔眼科对板块整体表现影响较大: 爱尔眼科上半年收入 37.80 亿元(+45.94%), 占内生整体的 48.12%。进一步剔除对板块分析影响较大的爱尔眼科后, 18H1 医疗服务板块整体内生的收入增速为 47.94%, 较 17H1 的 31.70% 增长了 16.24pp。

18 年二季度收入保持高速增长, 增速同比提升、环比略有下降。剔除并表等因素相关个股后, 医疗服务子行业 18Q2 的内生收入增速 44.56%, 同比上升 6.00pp, 环比下降 2.53pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的爱尔眼科, 18Q2 板块整体内生的收入增速为 43.21%, 同比上升 4.70pp, 环比下降 10.23pp。

图 26: 医疗服务板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)



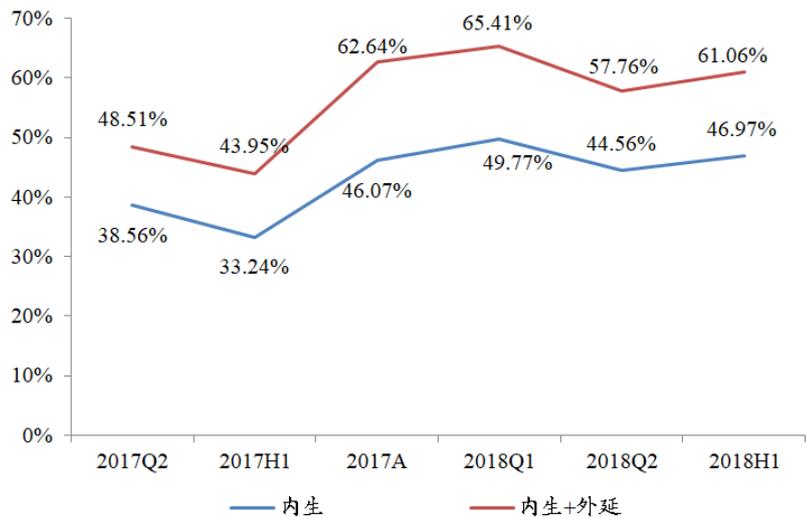
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(2) 内生+外延: 并购重组大幅提振收入, 拉动效应强于去年同期

并购重组相关个股继续拉升板块 18H1 和 Q2 的收入端增速, 且拉动效应强于去年同期。自 17 年下半年至 18 年上半年, 并购重组等因素影响较大的相关个股包括星普医科、博济医药、国新健康、美年健康、润达医疗, 若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股), 医疗服务子行业

18H1 收入增速为 61.06%，相对内生收入整体提升 14.09pp。18Q2 收入增速 57.76%，相对内生收入整体提升 13.20pp。比较来看，17H1 和 17Q2 并购重组因素分别提升收入端整体增速约 10.71pp 和 9.95pp，可见并购重组对板块整体收入增速的拉动效应强于去年同期。

图 27: 医疗服务板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，医疗服务板块 2018 年上半年维持高速增长。我们认为，医疗服务是高景气、成长性佳、市场空间大的子行业，一方面，爱尔眼科、通策医疗、美年健康等持续受益于国家鼓励社会办医政策利好；另一方面，泰格医药等 CRO 公司受益于国内创新药研发浪潮来袭。同时，我们注意到并购重组继续拉升板块整体的收入端增速，并且拉动效应强于去年同期。

2. 利润端：扣非净利润保持较快增长，但低于收入端增速，样本量较少参考意义有限

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，医疗服务板块上半年内生扣非净利润增速为 25.81%，同比下降 12.45pp；第二季度增速为 22.57%，环比下降 7.76pp。可见利润端虽保持较快增长，但增速低于收入端。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度扣非净利润增速分别为 38.67% 和 28.12%，并购重组对业绩的提振作用不及去年同期。

表 31: 医疗服务板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 39.67% | 27.16% | 18.56% | 38.69% | 21.77% | 28.97% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 44.81% | 22.83% | 8.30% | 38.29% | 5.25% | 19.21% |
| 剔除新股 | 46.56% | 51.63% | 34.76% | 48.89% | 38.16% | 41.36% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 32: 医疗服务板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 61.19% | 38.26% | 22.88% | 30.33% | 22.57% | 25.81% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 83.76% | 41.91% | 7.97% | 23.45% | -0.64% | 9.50% |
| 剔除新股 | 65.65% | 59.33% | 30.54% | 69.36% | 28.12% | 38.67% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 利润保持较快增长但低于收入增速和去年同期增速

从扣非归母净利润端来看, 18 年上半年板块利润保持较快增长, 但不及收入增速。剔除并表等因素相关个股后, 医疗服务子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 25.81%, 较 17H1 的 38.26% 下降了 12.45pp。我们注意到医疗服务龙头爱尔眼科(上半年扣非归母净利 5.27 亿, 占比内生整体的 53.5%) 对行业整体利润拉升作用较大。剔除掉对行业拉升影响较大的爱尔眼科后, 18H1 板块整体内生的扣非净利润增速仅为 9.50%, 比 17H1 (41.91%) 下降 32.41pp。

18 年二季度板块整体扣非归母净利润增速为 22.57%, 同比下滑 38.62pp, 环比下滑 7.76pp。若剔除影响较大的爱尔眼科后增速为 -0.64%, 同比下滑 -84.40%, 环比下滑 24.09%。

图 28: 医疗服务板块扣非净利润增速比较(内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

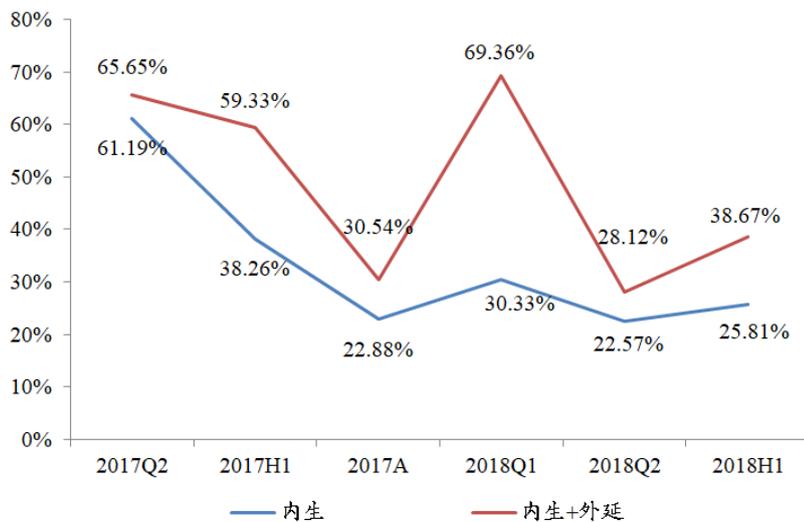
我们认为由于板块中样本量较小，统计结果的参考意义有限，因此我们随后在第四部分对板块中的优质龙头公司进行分析。

(2) 内生+外延：并购重组对业绩提振不及去年同期

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括星普医科、博济医药、国新健康、美年健康、润达医疗，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），板块整体业绩变化如下：

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后医疗服务板块 18H1 和 18Q2 的扣非净利润增速分别为 38.67% 和 28.12%，较去年同期分别下降 20.66pp 和 37.53pp。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别提升当期归母净利润端整体增速 12.86pp 和 5.56pp，17H1 和 17Q2 分别提升 21.07pp 和 4.46pp。虽然并购重组对业绩提振作用不及去年同期，但是仍然对行业利润有着明显的拉升作用。

图 29：医疗服务板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生+外延）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 33：医疗服务板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|--------|--------|---------|---------|----------|
| 博济医药 | 0.53% | 0.44% | 0.41% | 40.13% | 1562.20% |
| 美年健康 | 24.06% | 13.04% | 8.53% | 114.93% | 530.51% |
| 泰格医药 | 7.13% | 16.82% | 15.99% | 38.96% | 80.90% |
| 润达医疗 | 19.29% | 11.10% | 12.16% | 58.56% | 54.85% |
| 通策医疗 | 4.73% | 10.37% | 11.19% | 34.91% | 51.57% |
| 爱尔眼科 | 26.09% | 39.15% | 44.50% | 45.94% | 44.50% |
| 星普医科 | 1.73% | 3.50% | 3.59% | 94.95% | 17.14% |

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 创新医疗 | 3.42% | 6.80% | 5.90% | 25.63% | -1.22% |
| 国新健康 | 0.15% | -6.79% | -7.83% | -72.53% | -25.88% |
| 恒康医疗 | 12.86% | 5.56% | 5.57% | 67.86% | -57.50% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率略有提升**: 医疗服务板块 18 年上半年毛利率 42.66%, 较 17 年上半年的 42.27% 和 17 年全年的 41.22% 均有所提升。18 年二季度毛利率为 43.05%, 同比下降 0.13pp, 环比提高 0.82pp。整体而言医药服务仅考虑内生增长情况下的毛利率变化不大。

(2) **净利率同比有所下降**: 18H1 和 18Q2 净利率分别为 14.27% 和 14.69%, 同比下降 1.51pp 和 2.38pp。18H1 净利率环比上升 1.21pp, 18Q2 净利率环比上升 0.89pp。

(3) **销售费用率季度间有所波动, 但整体稳定**: 18H1 的销售费用率为 7.24%, 同比略微下降 0.20pp, 环比略微提升 0.31pp。18Q2 的销售费用率为 8.84%, 同比上升 0.74pp, 环比提升 3.38pp。

(4) **期间费用率亦略有波动, 整体略有提升**: 18H1 和 18Q2 的期间费用率分别为 23.70% 和 22.98%, 同比均提升 1.39pp。18H1 期间费用率环比上升 0.66pp, 18Q2 环比下降 1.51pp。

(5) **应收账款增速下降**: 18H1 应收账款增速为 39.84%, 较 17H1 的 49.96% 下降 10.12pp。

(6) **经营性现金流/营业收入有所提升**: 18H1 和 18Q2 的经营性现金流净额分别占比营业收入的 17.13% 和 23.45%, 同比提高 4.41pp 和 5.57pp, 经营质量有所改善。

表 34: 医疗服务板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 43.18% | 42.27% | 41.22% | 42.22% | 43.05% | 42.66% |
| 净利率 | 17.07% | 15.78% | 13.06% | 13.80% | 14.69% | 14.27% |
| 销售费用率 | 8.10% | 7.44% | 6.93% | 5.45% | 8.84% | 7.24% |
| 期间费用率 | 21.59% | 22.30% | 23.03% | 24.49% | 22.98% | 23.70% |
| 应收账款增速 | NA | 49.96% | 37.44% | 36.59% | NA | 39.84% |
| 经营性现金流/营业收入 | 17.89% | 12.72% | 15.18% | 10.04% | 23.45% | 17.13% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 龙头个股分析：社会办医与 CRO 龙头表现持续靓丽

由于医疗服务行业个股较少，细分领域差异大，行业整体业绩受到几大龙头影响较大，因此我们选取爱尔眼科、美年健康、通策医疗和泰格医药这四家龙头单独分析：

（一）爱尔眼科

收入利润均保持快速增长，预计未来高增速仍可持续。公司 2018H1 收入增速 45.94%，扣非净利润增速 44.50%，均维持快速增长。公司目前是国内最大规模的连锁眼科医疗机构，兼具规模优势和品牌优势，是独一无二的眼科龙头。报告期内公司继续加快完善分级连锁网络体系，推进医疗网络建设，高速扩张得以持续。目前广阔的眼科市场需求仍未得到满足，预计公司将继续快速扩张，利用规模优势和品牌优势持续加强网络建设，未来几年仍可保持稳健的高速增长。爱尔眼科在板块内龙头效应明显，18 上半年扣非净利润占医疗服务板块样本的 44.50%，对整个医疗服务板块的利润有较大拉升。

表 35: 爱尔眼科业绩增长情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 38.63% | 34.92% | 49.06% | 45.86% | 46.00% | 45.94% |
| 净利润增速 | 33.93% | 32.73% | 33.19% | 39.16% | 41.71% | 40.61% |
| 扣非后净利润增速 | 41.50% | 34.30% | 41.87% | 38.34% | 48.85% | 44.50% |

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

得益于标准化连锁扩张模式，财务指标较为稳定。公司毛利率、净利率、销售费用率和期间费用率都维持小幅波动。由于连锁扩张模式具有标准化优势，公司得以在快速扩张之下保持财务指标的稳定。公司应收账款增速持续高于收入增速，公司快速扩张面临一定回款压力。不过公司上半年经营性现金流收入占比同比提升 4.43pp，盈利质量有所改善。

表 36: 爱尔眼科财务指标

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 49.45% | 46.96% | 46.28% | 44.66% | 50.23% | 47.66% |
| 净利率 | 16.49% | 15.12% | 13.30% | 13.54% | 15.28% | 14.48% |
| 销售费用率 | 14.95% | 13.23% | 12.98% | 8.92% | 15.06% | 12.22% |
| 期间费用率 | 27.78% | 27.30% | 27.88% | 25.98% | 27.47% | 26.78% |
| 应收账款增速 | NA | 58.89% | 80.97% | 72.01% | NA | 67.61% |
| 经营性现金流/营业收入 | 18.63% | 16.16% | 22.31% | 16.88% | 23.78% | 20.59% |

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

（二）美年健康

上半年营收增长提速，公司促销措施保障淡季增长靓丽。美年健康是以体检为中心的医疗服务集团。公司 2018H1 收入增速 114.93%，扣非净利润增速 530.51%，相比 17 年同期（55.52%，153.07%）均有较大提速。公司上半年业绩增长靓丽主要是因为公司开展促销措施，平衡淡旺季需求。上半年是体检淡季，公司最近三年一季度扣非净利润均为亏损。为了解决需求全年分配不均的问题，公司今年推出“新春卡”等爆款产品，积极引流消费者上半年消费，促使 18 年上半年业绩增长靓丽。随着人民健康意识逐渐增强，未来体检市场规模将会进一步扩大。看好公司作为体检龙头，利用自身品牌优势，继续扩大规模，保证业绩快速增长。

表 37: 美年健康业绩增长情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入增速 | 45.38% | 55.52% | 102.25% | 120.71% | 111.93% | 114.93% |
| 净利润增速 | 25.98% | 227.03% | 81.11% | 7.06% | 99.48% | 494.65% |
| 扣非后净利润增速 | 24.27% | 153.07% | 71.33% | 7.61% | 62.55% | 530.51% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

规模效应推动盈利能力提升，扩张中现金流压力有所增大。公司 18H1 毛利率、净利率较去年同期均有所提升，其中净利率从去年同期的 2.25% 提升到了目前的 6.34%，表明随着公司扩张，规模效应促使盈利能力得到改善。公司上半年经营性现金流收入占比 -6.96%，比去年同期的 -4.80% 有所降低，现金流压力有所增大，主要是因为公司规模扩大，体检中心数量增加，固定支出也随之增加。

表 38: 美年健康财务指标

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 52.33% | 43.73% | 46.96% | 32.70% | 51.20% | 44.70% |
| 净利率 | 14.02% | 2.25% | 11.14% | -8.12% | 14.18% | 6.34% |
| 销售费用率 | 25.12% | 27.97% | 23.87% | 30.06% | 26.54% | 27.78% |
| 期间费用率 | 35.47% | 40.10% | 33.10% | 42.91% | 36.08% | 38.48% |
| 应收账款增速 | NA | 48.84% | 62.26% | 68.98% | NA | 83.12% |
| 经营性现金流/营业收入 | 12.14% | -4.80% | 23.18% | -13.13% | -3.62% | -6.96% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）通策医疗

收入保持较快增长，盈利能力提升推动利润加速增长。公司 2018H1 收入增速 34.91%，和去年同期水平（33.91%）基本一致；扣非净利润增速 51.57%，比去年同期水平（23.81%）大幅提速。公司上半年利润大幅提速主要是因为公司控制费用。目前公司医院集团定位初见成

效，坚持“区域总院+分院”模式稳步增长，预计未来将保持稳健增长。

表 39: 通策医疗业绩增长情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入增速 | 30.24% | 33.91% | 34.25% | 27.11% | 42.05% | 34.91% |
| 净利润增速 | 29.26% | 22.05% | 59.05% | 43.98% | 60.85% | 52.68% |
| 扣非后净利润增速 | 27.19% | 23.81% | 60.54% | 43.48% | 59.37% | 51.57% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

费用端控制提升盈利能力，现金流状况明显改善。公司 18H1 销售费用率仅为 0.77%，较去年同期水平（1.15%）有所下降，主要是因为公司减少了广告宣传费等费用。费用率降低推动净利率提升，公司上半年盈利能力有所改善。公司应收账款增速比去年同期大幅降低，同时公司经营性现金流收入占比也从去年同期 17.01% 提升到了 22.35%，现金流状况明显改善。

表 40: 通策医疗财务指标

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 38.36% | 41.07% | 41.36% | 42.96% | 40.89% | 41.82% |
| 净利率 | 17.62% | 18.14% | 19.22% | 20.81% | 21.62% | 21.26% |
| 销售费用率 | 0.84% | 1.15% | 0.99% | 0.77% | 0.76% | 0.77% |
| 期间费用率 | 17.72% | 18.84% | 17.70% | 18.40% | 16.09% | 17.13% |
| 应收账款增速 | NA | 152.88% | 121.19% | 69.82% | NA | 79.81% |
| 经营性现金流/营业收入 | 31.65% | 17.01% | 29.38% | 2.75% | 38.40% | 22.35% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（四）泰格医药

受益于国内创新药浪潮和仿制药一致性评价，公司业绩保持高速增长。作为国内临床 CRO 龙头，受益于创新药浪潮和一致性评价带来的业务增量，公司 2018H1 收入增速 38.96%，与去年同期相比（31.36%）有所提速；扣非净利润增速 80.90%，比去年同期水平（52.77%）大幅提速。一方面国内兴起的医药创新浪潮，带动了临床试验服务需求增加；另一方面一致性评价的执行，给公司的 BE 试验等业务带来新的增量。因此公司未来几年业绩有望持续高速增长，看好公司作为临床 CRO 龙头的业绩表现。

表 41: 泰格医药业绩增长情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|----------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 收入增速 | 33.16% | 31.36% | 43.63% | 33.16% | 44.28% | 38.96% |
| 净利润增速 | 100.96% | 53.07% | 114.01% | 121.07% | 60.99% | 82.78% |
| 扣非后净利润增速 | 92.04% | 52.77% | 146.05% | 60.86% | 94.87% | 80.90% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

毛利率上行提升盈利能力。公司 18H1 毛利率 45.83%，较去年同期水平（43.15%）有所提升。由于销售团队增加和市场营销费用增加，公司销售费用率也从去年同期水平 1.68% 上升到 2.87%。由于毛利率上升幅度快于期间费用率，公司净利率从去年同期 18.96% 提升到现在的 22.65%，盈利能力明显改善。尽管公司应收账款增速同比大幅提升，应收账款较期初增幅 24.68%，但同时公司预收账款也增加 22.53%，公司收款回款情况良好。

表 42: 泰格医药财务指标

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 43.47% | 43.15% | 42.94% | 44.93% | 46.59% | 45.83% |
| 净利率 | 23.05% | 18.96% | 19.69% | 21.04% | 24.01% | 22.65% |
| 销售费用率 | 0.73% | 1.68% | 2.36% | 2.81% | 2.91% | 2.87% |
| 期间费用率 | 17.81% | 20.11% | 20.01% | 24.07% | 19.50% | 21.59% |
| 应收账款增速 | NA | 4.85% | 41.31% | 53.31% | NA | 53.41% |
| 经营性现金流/营业收入 | 5.44% | 14.81% | 18.67% | 18.11% | 20.21% | 19.25% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（五）化学制剂：两票制拉升收入增速，板块整体增长承压

板块内样本调整流程：

剔除新股/次新股：包括海辰药业、一品红、九典制药、哈三联、普利制药、卫信康、诚意药业、润都股份。

剔除不可比个股：一方面，剔除主营非药个股，包括海欣股份、圣济堂、长江润发。另一方面，剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股，包括亚太药业、人福医药和必康股份，因此在板块分析中剔除，但在对行业整体分析中保留。

个股跨行业调入/调出：调入国农科技、广生堂、千红制药、常山药业、华海药业、华北制药、司太立、德展健康、；调出景峰医药、红日药业、济川药业、广誉远、安图生物、天宇股份、赛隆药业。

并表因素相关个股包括：现代制药、海南海药、金石东方、国农科技、德展健康、科伦药业（石四药集团会计核算变更）。

此外，**手动扣除**丽珠集团 2017 年卖地收益 34.98 亿元，以及健康元（持股丽珠集团）。

1. 收入端：受流感疫情、两票制全面推开影响，板块整体增长提速

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，受年初流感疫情及两票制全面推开影响，化学制剂板块 2018 年上半年和二季度的收入增速分别为 18.25% 和 15.71%，较去年同期均提速。但二季度增速环比下滑 5.18pp，主要系流感因素消退。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度增速分别为 24.19% 和 20.96%，并购重组拉升收入增速的效应均低于去年同期。

表 43: 化药板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 7.58% | 8.51% | 10.46% | 20.89% | 15.71% | 18.25% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 5.62% | 6.98% | 8.07% | 19.36% | 13.91% | 16.57% |
| 剔除新股 | 14.57% | 16.07% | 11.75% | 27.53% | 20.96% | 24.19% |

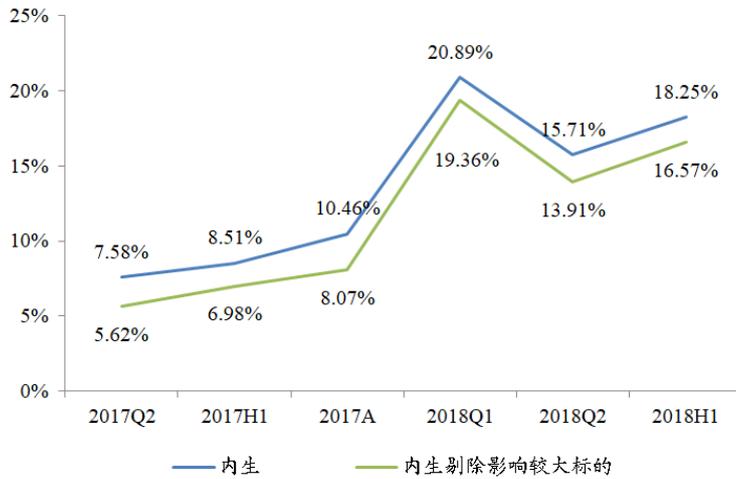
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生：流感与两票制拉动业绩，龙头股表现稳健

18 年上半年化学制剂子行业收入端整体增长提速，主要系 Q1 流感因素与两票制导致。剔除并表等因素相关个股后，化学制剂子行业 18H1 的内生收入增速 18.25%，较 17H1 的 8.51% 增长了 7.79pp。同时，我们注意到恒瑞医药、华润双鹤对板块整体表现影响较大：恒瑞医药上半年收入 77.61 亿元（+22.32%），占比板块整体内生收入端的 12.7%，华润双鹤上半年收入 40.87 亿元（+32.89%），占整体的 6.69% 且增速较快。因此，若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后，18H1 化学制剂板块整体内生的收入增速为 16.57%，较 17H1 的 6.98% 增长了 9.59pp。我们可以看出：（1）**龙头个股表现持续稳健**，对板块整体业绩的提振作用明显，继续验证强者恒强概念；（2）**由于年初的流感大爆发，带动上半年板块整体提速**。（3）**两票制影响收入端增速**。我们认为自 18 年以来两票制在全国范围内的全面推开、企业由低开转高开也对板块整体收入端的提速有所贡献。最为明显的如誉衡药业、赛升药业、灵康药业、双成药业等，收入端增速均超过 100%。而莎普爱思、山大华特和哈药股份上半年收入端为负增长。

18 年二季度收入增速环比下降，同比提升。剔除并表等因素相关个股后，化学制剂子行业 18Q2 的内生收入增速 15.71%，同比提升 8.13pp，环比下降 5.18pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块整体内生的收入增速为 13.91%，同比提升 8.29pp，环比下降 5.45pp。我们认为 18Q2 收入增速环比下降主要系流感疫情的消退，同比提升主要系两票制因素所致。同时，18Q2 收入增速中枢为 21.15%，均值为 31.52%，绝大部分企业收入保持正向增长，仅哈药股份、康弘药业、山大华特、莎普爱思呈现负增长。

图 30: 化学制剂板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)

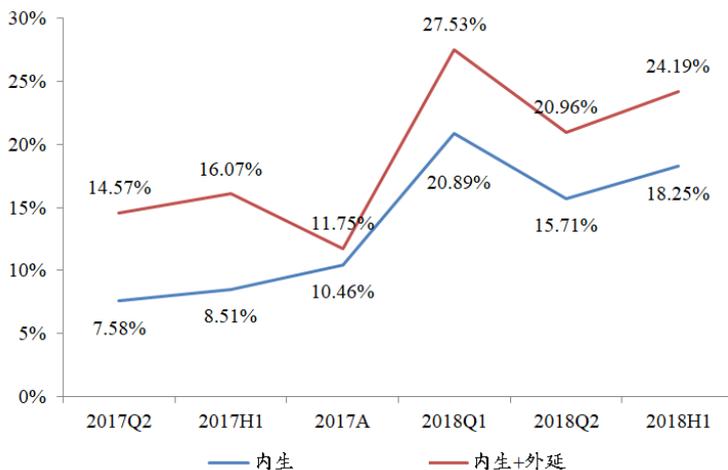


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(2) 内生+外延: 并购重组提振收入增速, 但拉动效应低于去年同期

并购重组相关个股继续拉升板块 18H1 和 Q2 的收入端增速, 但拉动效应低于去年同期。自 17 年下半年至 18 年上半年, 并购重组等因素影响较大的相关个股包括国农科技、德展健康、现代制药、海南海药、金石东方和科伦药业 (石四药会计核算方法变更), 若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股), 化学制剂子行业 18H1 收入增速为 24.19%, 相对内生收入增速整体提升 5.94pp。18Q2 收入增速 20.96%, 相对内生收入增速整体提升 5.25pp。比较来看, 17H1 和 17Q2, 并购重组因素分别提升收入端整体增速约 7.56pp 和 6.99pp, 可见并购重组对板块整体收入增速的拉动效应低于去年同期。

图 31: 化学制剂板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，由于年初流感疫情及两票制全面推开，化学制剂板块 2018 年上半年和二季度的收入增长提速，但随着流感影响的逐渐消退，二季度增速环比下滑。同时，我们注意到诸多优秀龙头股内生成长稳定。此外，并购重组虽然可继续拉升板块整体的收入端增速，但效应已低于去年同期。

2. 利润端：板块整体承压，个股分化明显，并购重组提振作用减小

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，化学制剂板块上半年和二季度的内生净利润增速分别为 13.54% 和 7.39%，同比提升 3.87pp 和 0.56pp。内生扣非净利润增速分别为 10.43% 和 5.80%，同比下降 1.33pp 和 0.58pp。可见虽然年初流感疫情对业绩有所提振，但板块整体增长仍然承压，个股间分化明显。同时，净利润增速低于收入增速，体现两票制的影响。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度净利润增速分别为 19.88% 和 15.60%，扣非净利润增速分别为 15.76% 和 12.16%，且并购重组对业绩的提振作用低于去年同期。

表 44：化药板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 6.83% | 9.67% | 8.62% | 20.14% | 7.39% | 13.54% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 2.47% | 5.73% | 3.13% | 20.48% | 2.66% | 11.12% |
| 剔除新股 | 14.72% | 17.38% | 9.71% | 24.44% | 15.60% | 19.88% |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 45：化药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 6.37% | 11.77% | 9.31% | 15.48% | 5.80% | 10.43% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 1.79% | 8.06% | 4.33% | 15.46% | 1.73% | 8.17% |
| 剔除新股 | 15.91% | 20.72% | 7.66% | 19.65% | 12.16% | 15.76% |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

(1) 内生：业绩增速进一步放缓，行业整体承压，个股分化明显

①18 年上半年分析：

从扣非归母净利润端来看，18 年上半年板块整体业绩增速进一步放缓。剔除并表等因素相关个股后，化学制剂子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 10.43%，较 17H1 的 11.77% 下降了 1.33pp。在剔除对板块整体影响较大的龙头公司后（恒瑞医药扣非净利润占比 25.8%，华润双鹤净利润占比 7.9%，但业绩波动较大），18H1 板块整体内生的净利润增速为 8.17%，与 17H1（8.06%）基本持平。上半年扣非净利润同比下滑的公司包括哈药股份（-3.42%）、华海药业（-19.99%）、福安药业（-11.67%）、海思科（-47.92%）、山大华特（-16.10%）、莱美药业

(-18.90%)、力生制药(-12.97%)、贝达药业(-40.79%)、莎普爱思(-42.37%)、仟源医药(-26.70%)、广生堂(-85.06%)、兴齐眼药(-111.35%)和双成药业(-62.31%)。

我们对变化分析如下：

首先，虽然年初流感疫情对板块业绩有所提振，但上半年业绩增速仍然下滑，可见板块发展整体依然承压。

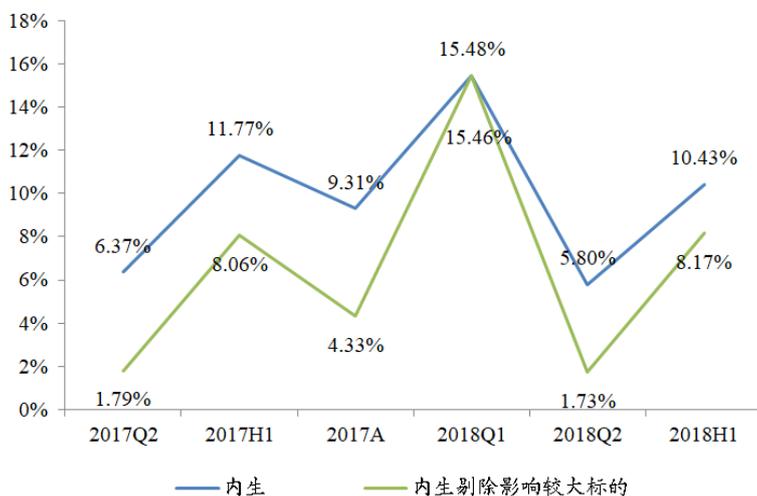
其次，扣非净利润增速低于收入增速，体现两票制的影响。

最后，白马龙头强者恒强。恒瑞医药 18H1 净利润 19.10 亿，占比整个板块的 24.57%，同比增速仍有 21.38%；丽珠集团、恩华药业、翰宇药业、康弘药业同比增速分别为 25.45%、25.12%、26.62%和 15.59%，均高于行业整体增速。

②18 年二季度分析：

从扣非归母净利润端来看，二季度板块业绩增速同比基本持平、环比下降明显。剔除并表等因素相关个股后，化学制剂子行业 18Q2 的内生的扣非净利润增速 5.80%，环比下降 9.68pp，同比下降 0.58pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块内生的扣非净利润增速为 1.73%，环比下降 13.73pp，同比下降 0.06pp。

图 32：化学制剂板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司）



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

我们对变化分析如下：

首先，板块内生增速较去年同期进一步下滑，板块整体承压。二季度内生剔除影响较大后的扣非净利润增速仅 1.73%，与去年同期基本持平，但远低于 2014 年（14.35%）和 2015 年（8.81%），且近年呈现明显下降趋势。我们认为随着医保控费、招标降价成为主旋律，板

块整体的增长承压。

其次，二季度增速环比下滑，主要系流感疫情减退所致；

再次，龙头股稳健成长，对业绩提振作用明显。18Q2 对内业绩提振 4.07pp，与去年同期（4.58pp）基本持平。

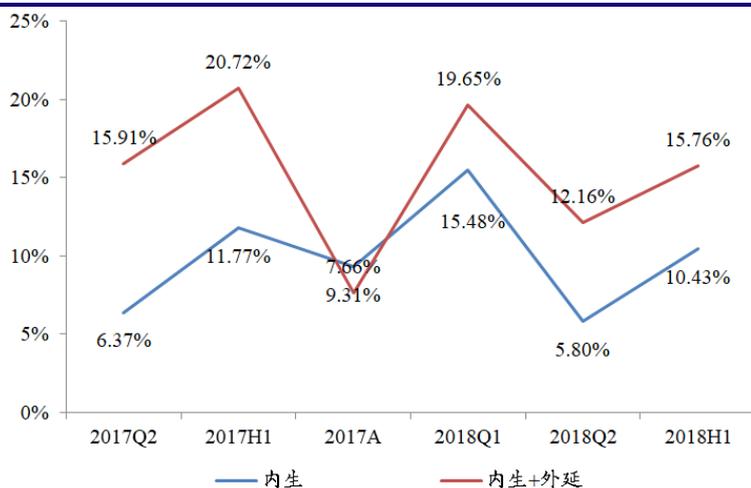
最后，个股间分化明显。二季度扣非净利润增速中枢为 6.30%，样本标的中，增速为负的共 16 个，增速在(0, 10%]之间的共 3 个，(10%, 30%]的共 7 个，(30%, 50%]的共 6 个，50%以上的共 5 个。

(2) 内生+外延：并购重组对业绩的提振作用低于去年同期

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括国农科技、德展健康、现代制药、海南海药、金石东方和科伦药业（石四药会计核算方法变更），若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），板块整体业绩变化如下：

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后化学制剂板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 15.76%和 12.16%，较去年同期分别下降 4.96pp 和 3.76pp。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别提升当期归母净利润端整体增速 5.32pp 和 6.36pp，17H1 和 17Q2 分别提升 8.95pp 和 9.54pp。

图 33: 化学制剂板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生+外延）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析：上半年并购重组因素虽然仍可提振板块整体业绩，但拉升的效应低于去年同期，板块整体扣非归母净利润的增速较去年同期下滑明显。我们认为一方面发生并购重组的个股数量和标的规模相对较小，另一方面体现出并购重组带来的成本正在加大，以及并购后整合的重要性。

综上所述，化学制剂板块 2018 年上半年的扣非归母净利增速同比放缓，二季度增速环比下滑明显、同比基本持平。分析可知，首先，虽然年初流感疫情对板块业绩有所提振，但随着医保控费和招标降价成为主旋律，上半年增速依然有所下滑，板块整体承压。其次，从个股角度看，一方面龙头股成长稳健，另一方面个股间分化明显。最后，并购重组对业绩的提振作用低于去年同期。

表 46：化药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|-------|--------|---------|---------|---------|
| 鲁抗医药 | 2.02% | 1.28% | 1.21% | 23.68% | 310.15% |
| 金石东方 | 0.55% | 0.52% | 0.53% | 199.16% | 293.98% |
| 华北制药 | 6.04% | 0.64% | 0.59% | 17.87% | 199.15% |
| 科伦药业 | 9.97% | 8.06% | 8.27% | 57.68% | 171.93% |
| 国农科技 | 0.20% | 0.02% | 0.00% | 427.49% | 101.22% |
| 康芝药业 | 0.35% | 0.38% | 0.26% | 18.09% | 57.20% |
| 华仁药业 | 0.83% | 0.17% | 0.14% | 10.95% | 47.59% |
| 仙琚制药 | 2.25% | 1.28% | 1.33% | 38.06% | 46.92% |
| 健康元 | 7.35% | 4.43% | 4.49% | 5.59% | 34.89% |
| 济民制药 | 0.45% | 0.30% | 0.31% | 22.82% | 34.82% |
| 丰原药业 | 1.89% | 0.40% | 0.43% | 27.21% | 30.15% |
| 赛升药业 | 0.73% | 1.37% | 1.42% | 117.02% | 29.85% |
| 台城制药 | 0.53% | 0.79% | 0.76% | 27.75% | 26.64% |
| 翰宇药业 | 0.83% | 2.19% | 2.28% | 35.06% | 26.62% |
| 常山药业 | 0.91% | 1.11% | 1.19% | 39.00% | 25.87% |
| 丽珠集团 | 5.84% | 6.60% | 6.56% | 6.78% | 25.45% |
| 恩华药业 | 2.39% | 2.73% | 3.00% | 11.18% | 25.12% |
| 司太立 | 0.55% | 0.68% | 0.73% | 7.79% | 22.94% |
| 灵康药业 | 1.04% | 0.72% | 0.70% | 144.92% | 20.38% |
| 恒瑞医药 | 9.93% | 19.89% | 21.00% | 22.32% | 16.31% |
| 康弘药业 | 1.77% | 3.23% | 3.07% | 1.03% | 15.59% |
| 华润双鹤 | 5.23% | 6.07% | 6.43% | 32.89% | 11.61% |
| 北陆药业 | 0.40% | 0.88% | 0.89% | 10.21% | 9.99% |
| 现代制药 | 7.49% | 4.27% | 4.47% | 27.81% | 9.85% |
| 联环药业 | 0.59% | 0.40% | 0.44% | 56.71% | 9.43% |
| 千红制药 | 0.86% | 1.70% | 1.21% | 30.51% | 8.72% |
| 信立泰 | 2.90% | 8.23% | 8.77% | 11.42% | 7.31% |
| 德展健康 | 2.13% | 4.62% | 5.06% | 108.86% | 4.11% |
| 哈药股份 | 7.21% | 3.78% | 3.34% | -8.66% | -3.42% |
| 誉衡药业 | 3.25% | 2.35% | 2.39% | 100.53% | -4.97% |

| | | | | | |
|------|-------|--------|--------|---------|----------|
| 福安药业 | 1.84% | 1.80% | 1.81% | 52.25% | -11.67% |
| 力生制药 | 0.98% | 0.72% | 0.79% | 46.45% | -12.97% |
| 山大华特 | 1.02% | 0.85% | 1.41% | -7.95% | -16.10% |
| 莱美药业 | 0.88% | 0.84% | 0.36% | 29.65% | -18.90% |
| 华海药业 | 3.25% | 2.39% | 2.34% | 8.01% | -19.99% |
| 仟源医药 | 0.69% | 0.18% | 0.16% | 28.32% | -26.70% |
| 贝达药业 | 0.74% | 0.69% | 0.70% | 16.70% | -40.79% |
| 莎普爱思 | 0.42% | 0.53% | 0.53% | -21.32% | -42.37% |
| 海思科 | 1.52% | 1.51% | 0.61% | 42.04% | -47.92% |
| 海南海药 | 1.48% | 1.56% | 0.35% | 51.06% | -49.09% |
| 双成药业 | 0.23% | -0.20% | -0.34% | 131.25% | -62.31% |
| 广生堂 | 0.21% | 0.05% | 0.05% | 8.04% | -85.06% |
| 兴齐眼药 | 0.26% | -0.02% | -0.04% | 10.57% | -111.35% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率提升明显**: 化学制剂板块 18 年上半年毛利率 61.48%, 较 17 年上半年的 56.73% 和 17 年全年的 58.69% 均有所提升。18 年二季度毛利率为 61.90%, 同比提升 3.81pp, 环比基本持平。我们认为板块整体毛利率的提升虽然包括药品产品升级及结构优化的因素, 但主要还是由于两票制后低开转高开所致。

(2) **净利率有所下滑**: 18H1 和 18Q2 净利率分别为 13.77% 和 13.44%, 同比下降 0.54pp 和 1.07pp, 环比下降 0.90pp 和 0.68pp。我们认为净利率下滑主要系两票制带来的高开所致。

(3) **销售费用率提升明显**: 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 31.63% 和 32.11%, 同比提升 5.83pp 和 5.34pp, 环比提升 3.26pp 和 0.96pp。我们认为销售费用率提升主要系两票制所致。

(4) **期间费用率在销售费用带动下亦提升明显**: 18H1 和 18Q2 的期间费用率分别为 43.66% 和 43.34%, 同比提升 4.79pp 和 3.44pp, 环比分别提升 1.10pp, 下降 0.65pp。

(5) **应收账款增速提升**: 18H1 应收账款增速为 16.69%, 较 17H1 的 12.08% 提升 4.61pp, 我们认为一方面与两票制高开有关, 另一方面或体现出流通龙头的话语权提升。

(6) **经营性现金流/营业收入有所下降**: 18H1 和 18Q2 的经营性现金流净额分别占比营业收入的 9.98% 和 11.23%, 同比下降 1.16pp 和 1.74pp, 环比分别下降 3.92pp, 提升 2.50pp。

表 47: 化药板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 58.09% | 56.73% | 58.69% | 61.07% | 61.90% | 61.48% |
| 净利率 | 14.51% | 14.32% | 14.67% | 14.11% | 13.44% | 13.77% |
| 销售费用率 | 26.77% | 25.80% | 28.36% | 31.15% | 32.11% | 31.63% |
| 期间费用率 | 39.90% | 38.87% | 42.56% | 43.98% | 43.34% | 43.66% |
| 应收账款增速 | NA | 12.08% | 16.26% | 19.71% | NA | 16.69% |
| 经营性现金流/营业收入 | 12.97% | 11.14% | 13.90% | 8.73% | 11.23% | 9.98% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(六) 中药: 二季度业绩增速大幅下滑, 个股分化加剧

板块内样本调整流程:

剔除新股/次新股: 盘龙药业、寿仙谷、新天药业、华森制药、康惠制药、大理药业。

剔除不可比个股: 一方面, 剔除主营非药个股, 包括*ST 易桥、莱茵生物、国发股份、吉林敖东、白云山。另一方面, 剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股, 包括通化金马、福瑞股份, 因此在板块分析中剔除, 但在对行业整体分析中保留。

个股跨行业调入/调出: 调入景峰医药、红日药业、济川药业、广誉远; 调出黄山胶囊。

并表因素相关个股包括: 华润三九、辅仁药业、天目药业、泰合健康。

1. 收入端: 上半年增速高开低走, 整体高于去年同期

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算, 受年初流感疫情、两票制全面推开及消费升级概念影响, 中药板块 2018 年上半年收入增速 14.72%。18 年二季度, 随着流感因素消退, 行业整体依然面临中药注射剂限用、医保控费等负面政策影响, 同质性较强的个股竞争加剧, 导致 18Q2 收入增速迅速回落至 12.28%, 环比下滑 5.06pp, 同比亦低于去年同期。

若将并表因素考虑在内, 上半年和二季度增速分别为 17.98% 和 15.54%, 并购重组拉升收入增速的效应明显强于去年同期。

表 48: 中药板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 13.10% | 12.68% | 12.30% | 17.34% | 12.28% | 14.72% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 12.66% | 11.56% | 11.46% | 16.97% | 10.43% | 13.51% |
| 剔除新股 | 13.24% | 12.84% | 15.26% | 20.59% | 15.54% | 17.98% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

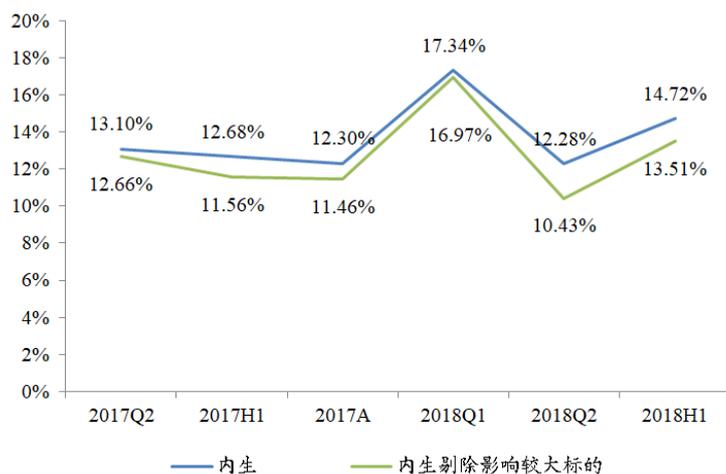
(1) 内生：一季度流感短暂提振业绩，二季度增速回落略低于 17Q2

18 年上半年中药子行业收入端整体增长提速，主要系 Q1 流感因素暂时提振。剔除并表等因素相关个股后，中药子行业 18H1 的内生收入增速 14.72%，较 17H1 的 12.68% 增长了 2.04pp。同时，我们注意到康美药业、云南白药对板块整体表现影响较大：康美药业上半年收入 169.59 亿元（+27.88%），占比板块整体内生收入端的 12.72%，云南白药上半年收入 129.74 亿元（+8.47%），占整体的 9.73%。因此，若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后，18H1 中药板块整体内生的收入增速为 13.51%，较 17H1 的 11.56% 增长了 1.95pp。我们可以看出：

(1) 由于年初的流感大爆发，Q1 增速明显提升，带动上半年板块整体提速。(2) 两票制今年上半年在全国范围全面推开。(3) 消费升级也对收入增长有所贡献，如片仔癀、紫鑫药业、广誉远等。

18 年二季度收入增速同环比均下降，一方面系流感因素消退，另一方面系中药注射剂限用、行业竞争加剧等负面因素影响所致。剔除并表等因素相关个股后，中药子行业 18Q2 的内生收入增速 12.28%，同比下降 0.82pp，环比下降 5.06pp。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块整体内生的收入增速为 10.43%，同比下降 2.23pp，环比下降 6.54pp。我们认为 18Q2 收入增速环比下降主要系流感疫情的消退；环比下降的主要原因是除龙头、消费属性、OTC 及核心品种新进医保等相关个股外，中药子行业由于中药注射剂限用、鲜有新品种上市、医保控费等因素影响，整体增长并不乐观。

图 34：中药板块收入增速比较（内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司）



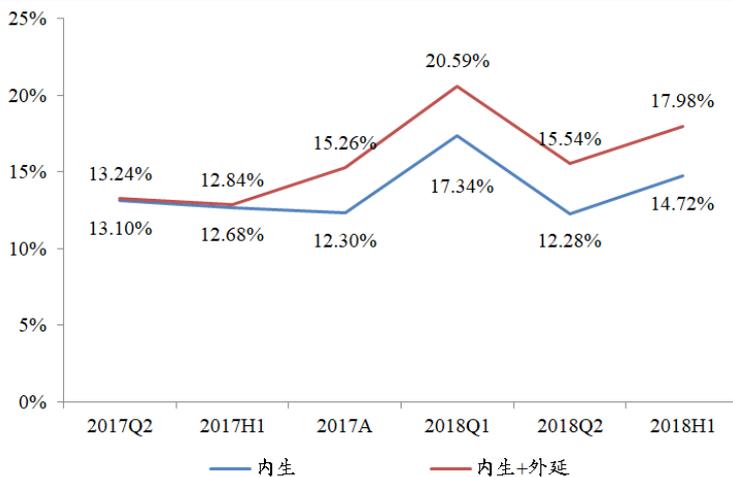
资料来源：wind，中国银河证券研究院

(2) 内生+外延：并购重组对收入的提振作用强于去年同期

并购重组相关个股继续拉升板块 18H1 和 Q2 的收入端增速，且拉动效应强于去年同期。自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括华润三九、辅仁药业、天目药业、泰合健康，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），中药子行业 18H1 收入增速

为 17.98%，相对内生收入增速整体提升 3.26pp。18Q2 收入增速 15.54%，相对内生收入增速整体提升 3.26pp。比较来看，17H1 和 17Q2，并购重组因素分别提升收入端整体增速约 0.16pp 和 0.14pp，可见并购重组对板块整体收入增速的拉动效应强于去年同期，主要系辅仁药业和天目药业的影响较大，18H1 收入增速分别达到 1083.57%和 386.70%，18Q2 分别为 1282.90%和 500.68%。

图 35: 中药板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，中药板块上半年整体收入增长提速，主要系年初流感疫情、两票制和消费相关个股贡献，尤其是一季度流感因素对板块的提振作用最为明显。二季度随着流感影响的消退，行业整体依然面临诸多负面因素影响，收入增速迅速回落并略低于去年同期。同时，在以辅仁药业、天目药业为代表的相关个股带动下，并购重组对板块整体收入增速的拉动作用强于去年同期。

2. 利润端：整体下滑明显，内部分化加剧

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，中药板块上半年内生净利润增速为 14.13%，同比提升 8.02pp；第二季度内生净利润增速为 8.15%，同比下降 6.20pp。上半年和第二季度内生扣非净利润增速分别为 10.98%和 4.16%，同比下降 5.86pp 和 11.70pp。（值得注意的是，由于步长制药、易明医药和陇神戎发是 16 年上市，未单独披露其 16Q1/Q2 单季度扣非净利润，导致计算 17Q2 和 18Q2 增速有所失真，若剔除上述 3 个标的，18Q2 的扣非净利润增速为 6.02%，同比下降 13.52pp）。可见虽然年初流感疫情对业绩有所提振，但板块整体增长仍然承压。

若将并表因素考虑在内，上半年和二季度净利润增速分别为 17.19%和 11.77%，扣非净利润增速分别为 13.75%和 7.67%，并购重组对业绩的提振作用强于去年同期。

表 49: 中药板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 14.35% | 6.11% | 7.09% | 20.69% | 8.15% | 14.13% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 11.13% | 2.49% | 4.35% | 19.37% | 9.47% | 14.17% |
| 剔除新股 | 14.14% | 6.51% | 8.86% | 23.10% | 11.77% | 17.19% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 50: 中药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 15.86% | 16.84% | 12.53% | 18.35% | 4.16% | 10.98% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 13.69% | 17.02% | 12.28% | 17.56% | 4.47% | 10.72% |
| 剔除新股 | 15.78% | 16.72% | 12.08% | 20.29% | 7.67% | 13.75% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 18Q2 同环比增速均大幅下滑, 板块整体承压, 个股分化加剧

①18 年上半年分析:

从扣非归母净利润端来看, 18 年上半年板块整体业绩增速明显放缓。剔除并表等因素相关个股后, 中药子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 10.98%, 较 17H1 的 16.84% 下降了 5.86pp。在剔除对板块整体影响较大的龙头公司后 (康美药业扣非净利润占比 15.96%, 增速较快, 云南白药扣非净利润占比 8.77%), 18H1 板块整体内生的净利润增速为 10.72%, 比 17H1 (17.02%) 下降 6.30pp。

我们对变化分析如下:

一方面, 虽然年初流感疫情对板块业绩有所提振, 但上半年业绩增速仍然下滑, 可见板块发展整体依然承压。

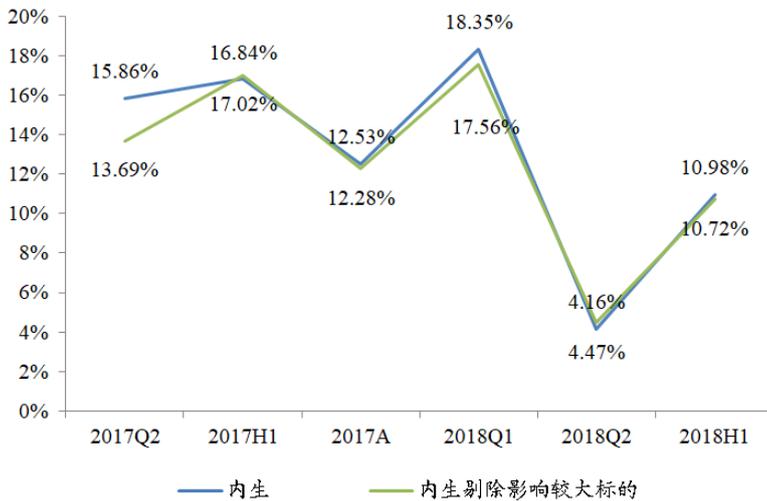
另一方面, 个股分化加剧, 在 61 个样本公司里, 上半年扣非净利润同比下滑的公司就有 19 个, 几乎占了三分之一。同时, OTC (仁和药业、葵花药业、亚宝药业、济川药业)、消费 (片仔癀、紫鑫药业、广誉远)、中新药业 (核心产品提价)、西藏药业 (核心品种新进医保) 表现较好。

②18 年二季度分析:

从扣非归母净利润端来看, 二季度板块业绩增速同环比均大幅度下降。剔除并表等因素相关个股后, 中药子行业 18Q2 的内生的扣非净利润增速 4.16%, 环比下降 14.19pp, 同比下降 11.70pp (值得注意的是, 由于步长制药、易明医药和陇神戎发是 16 年上市, 未单独披露其 16Q1/Q2 单季度扣非净利润, 导致计算 17Q2 和 18Q2 增速有所失真, 若剔除上述 3 个标的, 18Q2 的扣非净利润增速为 6.02%, 同比下降 13.52pp)。若进一步剔除对板块分析影响较大的

龙头公司，18Q2 板块内生的扣非净利润增速为 4.47%，环比下降 13.09pp，同比下降 9.22pp。

图 36: 中药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们对变化分析如下:

首先，板块内生增速较去年同期大幅度下滑，板块整体成长性不容乐观。二季度内生剔除影响较大后的扣非净利润增速仅 4.47%，远低于 17Q2 (13.69%)、2014 年 (14.35%) 和 2015 年 (8.81%)。我们认为中药子行业由于中药注射剂限用、鲜有新品种上市、医保控费等因素影响，整体增长并不乐观。

其次，二季度增速环比下滑，主要系流感疫情减退所致；

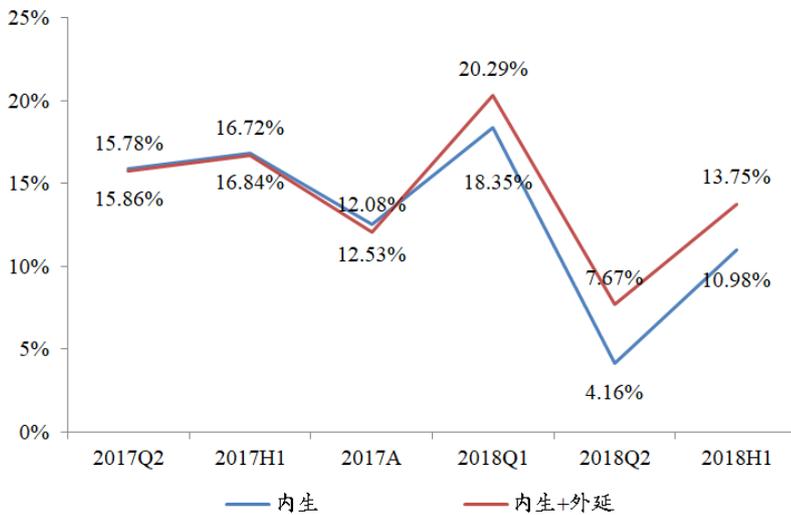
最后，个股间分化明显。二季度扣非净利润增速中枢为 7.18%，61 个样本标的中，增速为负的共 24 个，增速在 (0, 10%] 之间的共 11 个，(10%, 40%] 的共 16 个，40% 以上的共 10 个。

(2) 内生+外延: 并购重组对业绩的提振作用强于去年同期

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括华润三九、辅仁药业、天目药业、泰合健康，若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股)，板块整体业绩变化如下:

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后中药板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 13.75% 和 7.67%，较去年同期分别下降 2.97pp 和 8.11pp。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别提升当期归母净利润端整体增速 2.77pp 和 3.51pp，17H1 和 17Q2 分别拉低 0.12pp 和 0.08pp。

图 37: 中药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析: 上半年并购重组仍可提振板块整体业绩, 且拉升的效应强于去年同期。但板块整体扣非归母净利润的增速较去年同期依然有所下滑, 原因已在内生部分分析。

综上所述, 中药板块 2018 年上半年的扣非归母净利润增速同比降低, 二季度增速同环比下滑幅度巨大。分析可知, 虽然年初流感疫情对板块业绩有所提振, 但由于中药注射剂限用、鲜有新品种上市、医保控费等因素影响, 整体增长并不乐观。

表 51: 中药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序)

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|-------|-------|---------|----------|----------|
| 辅仁药业 | 2.33% | 2.57% | 2.55% | 1083.57% | 4508.47% |
| 紫鑫药业 | 0.63% | 1.58% | 1.66% | 85.47% | 186.51% |
| 广誉远 | 0.49% | 0.82% | 0.87% | 30.04% | 94.26% |
| 太极集团 | 3.86% | 0.31% | 0.32% | 15.79% | 73.92% |
| 西藏药业 | 0.34% | 0.74% | 0.64% | 3.99% | 57.69% |
| 仁和药业 | 1.70% | 1.40% | 1.50% | 26.68% | 53.78% |
| 济川药业 | 2.85% | 4.81% | 5.10% | 35.36% | 51.22% |
| 片仔癀 | 1.80% | 3.53% | 3.74% | 37.14% | 45.15% |
| 益盛药业 | 0.39% | 0.22% | 0.23% | 6.47% | 44.12% |
| 千金药业 | 1.12% | 0.39% | 0.34% | -1.56% | 43.50% |
| 葵花药业 | 1.75% | 1.62% | 1.55% | 19.39% | 37.57% |
| 中新药业 | 2.33% | 1.79% | 1.89% | 4.18% | 35.60% |
| 精华制药 | 0.46% | 0.73% | 0.76% | 6.01% | 30.61% |

| | | | | | |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 亚宝药业 | 1.08% | 0.83% | 0.84% | 22.36% | 29.71% |
| 信邦制药 | 2.46% | 1.12% | 1.10% | 19.06% | 28.03% |
| 以岭药业 | 2.03% | 2.56% | 2.67% | 20.29% | 26.38% |
| 康恩贝 | 2.68% | 3.13% | 3.01% | 52.82% | 25.56% |
| 羚锐制药 | 0.83% | 0.84% | 0.91% | 32.56% | 20.75% |
| 康美药业 | 12.72% | 14.88% | 15.96% | 27.88% | 20.32% |
| 汉森制药 | 0.32% | 0.35% | 0.36% | 8.65% | 19.54% |
| 红日药业 | 1.47% | 1.97% | 2.01% | 36.04% | 18.54% |
| 天目药业 | 0.17% | 0.18% | -0.04% | 386.70% | 17.07% |
| 佛慈制药 | 0.21% | 0.24% | 0.25% | 22.99% | 14.70% |
| 珍宝岛 | 0.95% | 1.42% | 1.07% | 8.48% | 14.66% |
| 马应龙 | 0.80% | 0.59% | 1.14% | 37.10% | 14.59% |
| 贵州百灵 | 0.99% | 1.50% | 1.62% | 7.12% | 14.24% |
| 健民集团 | 0.81% | 0.33% | 0.31% | -27.13% | 12.80% |
| 天士力 | 6.36% | 5.28% | 5.15% | 16.68% | 12.39% |
| 华润三九 | 4.85% | 4.72% | 4.78% | 29.49% | 11.17% |
| 众生药业 | 0.90% | 1.57% | 1.65% | 24.28% | 10.12% |
| 吉药控股 | 0.30% | 0.43% | 0.30% | 21.20% | 9.80% |
| 奇正藏药 | 0.41% | 1.09% | 1.10% | 18.33% | 9.21% |
| 嘉应制药 | 0.16% | 0.07% | 0.07% | 14.23% | 8.55% |
| 沃华医药 | 0.27% | 0.22% | 0.23% | 10.06% | 7.39% |
| 同仁堂 | 5.45% | 3.65% | 3.93% | 3.82% | 6.80% |
| 桂林三金 | 0.57% | 1.54% | 1.61% | 3.65% | 6.79% |
| 江中药业 | 0.67% | 1.30% | 1.39% | 2.00% | 4.08% |
| 康缘药业 | 1.38% | 1.15% | 1.19% | 10.90% | 3.49% |
| 太龙药业 | 0.44% | 0.02% | 0.00% | 18.19% | 1.51% |
| 景峰医药 | 0.74% | 0.38% | 0.30% | 8.21% | 0.32% |
| 云南白药 | 9.73% | 9.33% | 8.77% | 8.47% | -1.21% |
| 方盛制药 | 0.39% | 0.26% | 0.26% | 62.35% | -3.95% |
| 东阿阿胶 | 2.24% | 4.93% | 4.82% | 1.76% | -7.01% |
| 陇神戎发 | 0.08% | 0.06% | 0.06% | -14.89% | -7.02% |
| 神奇制药 | 0.64% | 0.33% | 0.30% | 22.71% | -7.08% |
| 金陵药业 | 1.17% | 0.51% | 0.56% | -8.54% | -7.84% |
| 益佰制药 | 1.42% | 0.95% | 0.97% | -3.03% | -8.11% |
| 上海凯宝 | 0.68% | 1.05% | 1.10% | -2.85% | -11.70% |
| 九芝堂 | 1.35% | 1.87% | 1.77% | 1.29% | -17.04% |
| 新光药业 | 0.10% | 0.24% | 0.25% | -13.07% | -18.91% |
| 步长制药 | 4.31% | 4.00% | 3.30% | -0.06% | -19.18% |
| 昆药集团 | 2.54% | 1.03% | 0.89% | 23.99% | -25.14% |

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 佐力药业 | 0.29% | 0.20% | 0.19% | -11.24% | -25.40% |
| 易明医药 | 0.16% | 0.09% | 0.09% | 14.81% | -32.15% |
| 中恒集团 | 1.13% | 1.93% | 1.60% | 61.71% | -32.61% |
| 太安堂 | 1.16% | 0.39% | 0.42% | -1.97% | -38.39% |
| 振东制药 | 1.22% | 0.53% | 0.53% | 0.40% | -40.16% |
| 泰合健康 | 0.20% | 0.05% | 0.05% | 1.21% | -58.13% |
| 香雪制药 | 0.92% | 0.31% | 0.05% | 10.36% | -69.82% |
| 启迪古汉 | 0.08% | 0.02% | 0.01% | -37.00% | -91.88% |
| 龙津药业 | 0.13% | 0.06% | 0.00% | 26.37% | -96.84% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率提升明显:** 中药板块 18 年上半年毛利率 50.48%，较 17 年上半年的 48.15% 和 17 年全年的 49.93% 均有所提升。18 年二季度毛利率为 50.91%，同比提升 2.13pp，环比提高 0.88pp。我们认为板块整体毛利率的提升虽然包括药品产品升级及结构优化的因素，但主要还是由于两票制后低开转高开所致。

(2) **净利率同比略有下滑:** 18H1 和 18Q2 净利率分别为 13.64% 和 13.40%，同比下降 0.12pp 和 0.49pp。18H1 净利率环比上升 0.83pp，18Q2 净利率环比下降 0.47pp。净利率在历史均值附近波动。

(3) **销售费用率提升明显:** 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 25.63% 和 26.45%，同比提升 2.52pp 和 2.28pp，环比提升 0.15pp 和 1.66pp。我们认为销售费用率提升主要系两票制所致。

(4) **期间费用率在销售费用带动下有所提升:** 18H1 和 18Q2 的期间费用率分别为 33.96% 和 34.84%，同比提升 2.58pp 和 2.84pp。18H1 期间费用环比小幅下降 0.16pp，18Q2 期间费用环比提升 1.79pp。

(5) **应收账款增速提升:** 18H1 应收账款增速为 27.22%，较 17H1 的 17.64% 提升 9.58pp，我们认为一方面与两票制高开有关，另一方面或体现出流通龙头的话语权提升。

(6) **经营性现金流/营业收入有所提升:** 18H1 和 18Q2 的经营性现金流净额分别占比营业收入的 7.87% 和 11.27%，同比提高 2.40pp 和 2.61pp。

表 52: 中药板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 48.78% | 48.15% | 49.93% | 50.03% | 50.91% | 50.48% |
| 净利率 | 13.89% | 13.76% | 12.81% | 13.87% | 13.40% | 13.64% |
| 销售费用率 | 24.17% | 23.11% | 25.48% | 24.79% | 26.45% | 25.63% |
| 期间费用率 | 32.00% | 31.11% | 34.12% | 33.05% | 34.84% | 33.96% |
| 应收账款增速 | NA | 17.64% | 28.45% | 28.31% | NA | 27.22% |
| 经营性现金流/营业收入 | 8.66% | 5.47% | 7.92% | 4.37% | 11.27% | 7.87% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(七) 原料药: Q1 高景气带动业绩大幅提速, Q2 增速环比大幅下滑

板块内样本调整流程:

剔除新股/次新股: 包括天宇股份、赛隆药业、健友股份、圣达生物、赛托生物、美诺华、奥翔药业、同和药业、药石科技。

剔除不可比个股: 一方面, 剔除主营非药个股, 包括诚志股份、雅本化学、冠福股份。另一方面, 剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股, 包括海正药业, 在板块分析中剔除, 但在对行业整体分析中保留。

个股跨行业调入/调出: 调入溢多利、兄弟科技、黄山胶囊、天宇股份(新股剔除)、赛隆药业(新股剔除); 调出千红制药、常山药业、华海药业、华北制药、司太立。

并表因素相关个股包括: 海普瑞、天药股份、山河药辅。

1. 收入端: 内生增长提速, 并购重组提振作用高于去年同期

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算, 原料药板块 2018 年上半年收入增速 24.77%, 同比增长 9.00pp。2018 年一季度收入增速 36.51%, 二季度增速 13.65% (同比增长 0.77pp, 环比下降 22.85pp)。一季度收入增速较高, 我们认为主要系 2017 年大宗原料药高景气的延续, 二季度收入增速放缓, 主要系价格回落所致。

若将并表因素考虑在内, 2018 年上半年收入增速 27.38%, 同比增长 11.87pp。2018 年一季度收入增速 39.42%, 二季度收入增速 16.36% (同比增长 1.17pp, 环比下降 23.06pp)。同时, 并购重组对业绩的提振作用高于去年同期。

表 53: 原料药板块按不同统计口径的收入增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 12.89% | 15.77% | 18.29% | 36.51% | 13.65% | 24.77% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 14.97% | 19.44% | 17.65% | 18.89% | 13.12% | 15.95% |
| 剔除新股 | 15.19% | 15.52% | 19.31% | 39.42% | 16.36% | 27.38% |

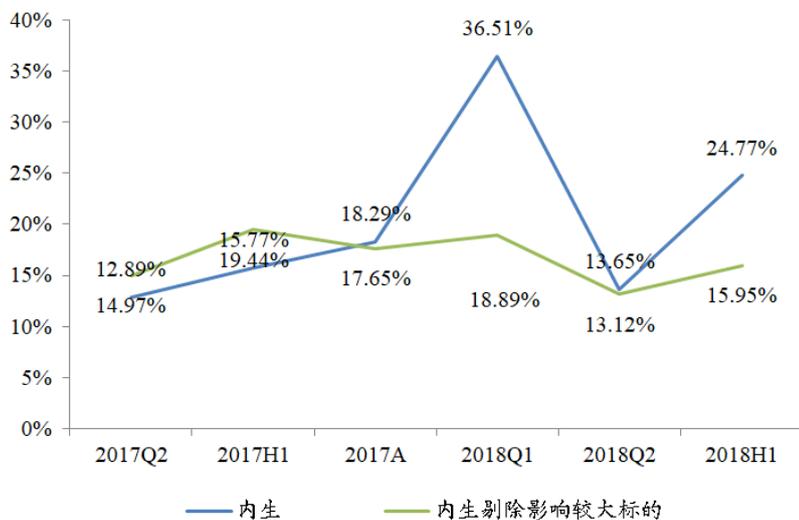
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生: 原料药 Q1 高景气拉升整体增速, Q2 增速放缓

受益于部分原料药高景气, 相关龙头带动 18 年上半年子行业收入端整体增长提速。剔除并表等因素相关个股后, 原料药子行业 18H1 的内生收入增速 24.77%, 较 17H1 的 15.77% 增长了 9.00pp。同时, 我们注意到由于 VA、VE 以及辅酶 Q10 等提价, 相关原料药龙头等业绩增速较快, 且对板块整体表现影响较大: 新和成上半年收入 46.51 亿元 (+78.34%), 占比板块整体内生收入端的 13.59%; 浙江医药上半年收入 33.93 亿元 (+36.51%), 占比板块整体内生收入端的 9.91%; 金达威上半年收入 13.30 亿元 (+46.97%), 占比板块整体内生收入端的 3.89%。因此, 若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司后, 18H1 原料药板块整体内生的收入增速为 15.95%, 较 17H1 的 19.44% 降低了 3.49pp。

18 年一季度高速增长, 二季度增速放缓。剔除并表等因素相关个股后, 原料药子行业 18Q1 的内生收入增速为 36.51%, 18Q2 的内生收入增速为 13.65% (同比提升 0.77pp, 环比下降 22.85pp)。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司, 18Q1 收入增速为 18.89%, 18Q2 收入增速为 13.12% (同比下降 1.85pp, 环比下降 5.77pp)。可以看出 18 年一季度收入实现高速增长, 二季度增速相对放缓。我们认为二季度增速放缓的原因一方面是原料药价格由高位向下回落, 另一方面各大生产企业已逐渐适应环保趋严的新常态, 产能恢复, 市场竞争有所加剧。同时, 绝大部分企业收入保持正向增长, 仅尔康制药 (-38.22%)、博腾股份 (-14.04%)、黄山胶囊 (-1.49%) 收入呈现负增长。

图 38: 原料药板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)

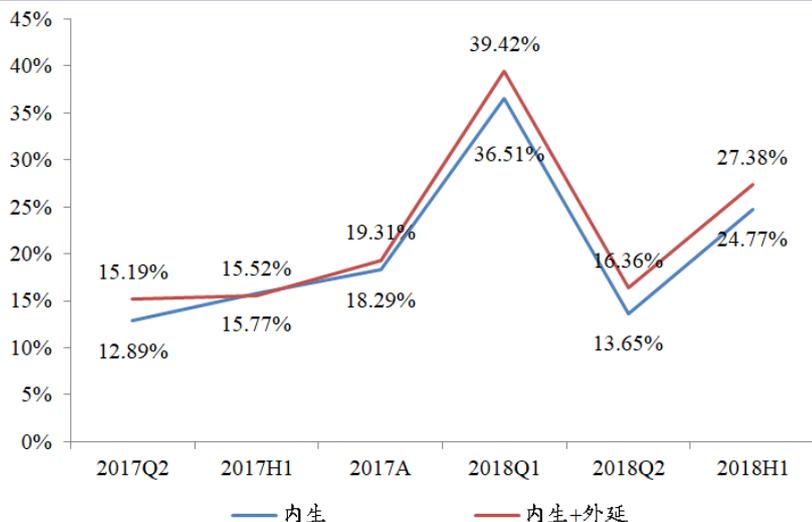


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(2) 内生+外延: 并购重组提振收入增速, 且拉动效应高于去年同期

并购重组相关个股继续拉升板块收入端增速, 且拉动效应高于去年同期。自 17 年下半年至 18 年上半年, 并购重组等因素影响较大的相关个股包括海普瑞、天药股份、山河药辅, 若将上述个股考虑在内 (即仅剔除新股), 原料药子行业 18H1 收入增速为 27.38%, 相对内生收入整体提升 2.61pp。18Q1、18Q2 收入增速分别为 39.42% 和 16.36%, 相对内生收入分别提升 2.91pp 和 2.70pp。比较来看, 17H1 和 17Q2 并购重组因素分别提升收入端整体增速约 -0.25pp 和 2.30pp, 可见并购重组对板块整体收入增速的拉动效应高于去年同期。

图 39: 原料药板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，18年上半年原料药子行业收入端整体增长提速。其中，一季度大部分原料药维持高景气，带动整体高速增长。二季度随着价格回落和市场竞争加剧，增速放缓。此外，并购重组提振收入增速，且拉动效应高于去年同期。

2. 利润端：Q1 高景气大幅提速，Q2 明显回落，上半年整体高速增长

按照剔除新股、并表因素相关公司后样本计算，原料药板块上半年内生扣非净利润增速 80.70% (+70.98pp)，二季度内生扣非净利润增速 16.45% (+21.21pp)，一季度内生净利润增速 163.14%。可见一季度高速增长，二季度增速放缓。

若将并表因素考虑在内，上半年扣非净利润增速 87.63% (+85.13pp)，二季度扣非净利润增速 26.86% (+34.40pp)，一季度扣非净利润增速 166.99%，且并购重组对业绩的提振作用增强，高于去年同期。

表 54: 原料药板块按不同统计口径的归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | 0.83% | 12.42% | 29.54% | 149.21% | 15.16% | 74.09% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | 6.17% | 17.74% | 32.02% | 21.61% | 5.11% | 12.62% |
| 剔除新股 | 0.13% | 4.41% | 24.08% | 153.23% | 22.17% | 78.50% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 55: 原料药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 剔除新股、并表 | -4.76% | 9.72% | 20.65% | 163.14% | 16.45% | 80.70% |
| 剔除新股、并表及影响较大的龙头 | -1.25% | 14.88% | 19.73% | 24.85% | 8.76% | 16.10% |
| 剔除新股 | -7.54% | 2.49% | 15.76% | 166.99% | 26.86% | 87.63% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(1) 内生：整体业绩高速增长，其中 Q1 大幅提速、Q2 增速放缓

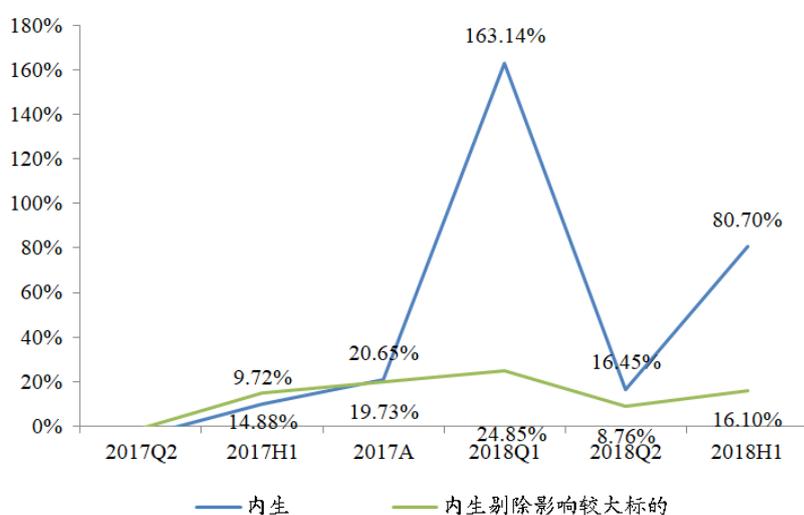
①18 年上半年分析：

从扣非归母净利润端来看，18年上半年板块整体业绩高速增长。剔除并表等因素相关个股后，原料药子行业 18H1 的内生扣非净利润增速 80.70%，较 17H1 的 9.72% 大幅提升了 70.98pp。在剔除对板块整体影响较大的龙头公司后，18H1 板块整体内生的净利润增速为 16.10%，与 17H1 (14.88%) 相比提升了 1.22pp。上半年扣非净利润同比下滑的公司包括尔康制药 (-46.86%)、兄弟科技 (-51.13%)、博腾股份 (-69.18%)、黄山胶囊 (-25.91%)。

②18 年单季度分析：

从扣非归母净利润端来看，一季度增速大幅提升，二季度增速放缓。剔除并表等因素相关个股后，原料药子行业 18Q2 的内生扣非净利润增速为 16.45%，同比提升 21.21pp，环比下降-146.70pp（值得注意的是，由于凯莱英和黄山胶囊是 16 年上市，未单独披露其 16Q1/Q2 单季度扣非净利润，导致计算 17Q2 和 18Q2 增速有所失真，若剔除上述 2 个标的，18Q2 的扣非净利润增速为 14.56%，同比增长 16.07pp）。18Q1 的内生扣非净利润增速为 163.14%。若进一步剔除对板块分析影响较大的龙头公司，18Q2 板块内生的扣非净利润增速为 8.76%，环比下降 16.09pp。18Q1 板块内生的扣非净利润增速为 24.85%。

图 40: 原料药板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

我们对变化分析如下:

首先，一季度大部分大宗原料药仍处于高景气阶段，如 VA、VC、VE、VD3、辅酶 10 等提价，推动相关龙头公司业绩大幅提升，包括浙江医药 (2313.69%)、新和成 (577.95%)、东北制药 (+560.91%)、花园生物 (+529.45%)、金达威 (+406.31%)、亿帆医药 (+75.20%) 等一季度的扣非净利润增速大幅提升。

其次，二季度增速放缓。我们认为主要系原料药价格由高位向下回落，同时各大生产企业已逐渐适应环保趋严的新常态，产能恢复，市场竞争有所加剧。

最后，个股间分化明显。上半年内生扣非净利润增速中枢为 37.75%，均值为 75.21%，样本标的中，增速为负的共 4 个，增速在(0, 30%]的共 5 个，(30%, 60%]的共 5 个，(60%, 100%]的共 2 个，100%以上的共 7 个。

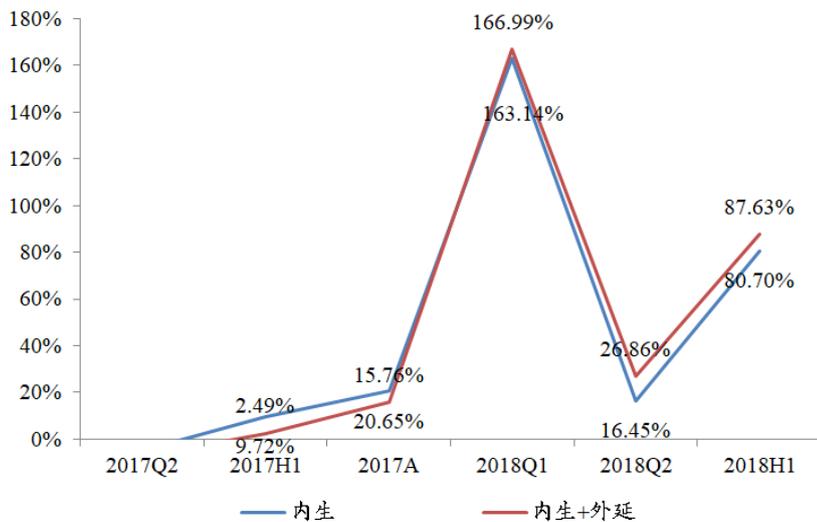
(2) 内生+外延: 并购重组对业绩的提振作用高于去年同期

自 17 年下半年至 18 年上半年，并购重组等因素影响较大的相关个股包括海普瑞、天药股

份、山河药辅，若将上述个股考虑在内（即仅剔除新股），板块整体业绩变化如下：

从扣非归母净利润端来看，考虑并购重组因素后原料药板块 18H1 和 18Q2 的业绩增速分别为 87.63% 和 26.86%，较去年同期分别提升 85.13pp 和 34.40pp。18Q1 业绩增速高达 166.99%。同时，比较并购重组对业绩的提振作用，18H1 和 18Q2 分别提升当期归母净利润端整体增速 6.92pp 和 10.42pp，17H1 和 17Q2 分别降低 7.23pp 和 2.78pp，并购重组对业绩的提振作用高于去年同期。

图 41: 原料药板块扣非净利润增速比较（内生 vs 内生+外延）



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

综上所述，18 年上半年原料药子行业收入增长提速，扣非净利润大幅提速。其中，Q1 业绩大幅提速，Q2 增速环比明显回落。我们认为 Q1 的高景气主要系大部分大宗原料药仍处于价格高位或涨价阶段。而 Q2 价格向下回落，同时各大生产企业已逐渐适应环保趋严的新常态，产能恢复，市场竞争有所加剧。同时，并购重组提振业绩增速的效应高于去年同期。

表 56: 原料药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）

| 公司 | 收入占比 | 净利润占比 | 扣非净利润占比 | 收入增速 | 扣非净利润增速 |
|------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 海普瑞 | 5.31% | 3.51% | 3.51% | 90.88% | 5601.84% |
| 浙江医药 | 8.99% | 7.51% | 7.81% | 36.51% | 436.13% |
| 新和成 | 12.33% | 32.98% | 33.49% | 78.34% | 260.17% |
| 金达威 | 3.53% | 7.85% | 7.85% | 46.97% | 224.99% |
| 东北制药 | 9.93% | 1.86% | 1.76% | 35.54% | 223.10% |
| 广济药业 | 1.06% | 1.87% | 1.90% | 11.46% | 128.60% |
| 北大医药 | 2.81% | 0.43% | 0.45% | 1.26% | 114.38% |
| 天药股份 | 3.43% | 1.22% | 1.28% | 30.53% | 112.01% |

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 花园生物 | 0.85% | 2.45% | 2.44% | 37.70% | 103.86% |
| 永安药业 | 1.34% | 1.70% | 1.66% | 18.33% | 71.66% |
| 东诚药业 | 2.52% | 1.79% | 1.98% | 34.94% | 65.74% |
| 凯莱英 | 2.01% | 2.51% | 2.37% | 37.38% | 54.83% |
| 山河药辅 | 0.57% | 0.54% | 0.50% | 39.81% | 45.94% |
| 九洲药业 | 2.44% | 1.42% | 1.69% | 15.19% | 44.95% |
| 新华制药 | 7.12% | 1.98% | 2.01% | 11.83% | 37.75% |
| 富祥股份 | 1.65% | 2.11% | 2.16% | 31.06% | 36.30% |
| 普洛药业 | 8.14% | 2.99% | 2.65% | 12.05% | 32.11% |
| 京新药业 | 3.73% | 3.41% | 3.20% | 41.08% | 24.67% |
| 金城医药 | 4.00% | 2.44% | 2.46% | 24.65% | 21.43% |
| 亿帆医药 | 6.16% | 8.64% | 8.66% | 25.24% | 18.62% |
| 海翔药业 | 3.62% | 4.42% | 4.54% | 11.24% | 14.59% |
| 溢多利 | 2.09% | 0.50% | 0.39% | 24.00% | 8.94% |
| 黄山胶囊 | 0.39% | 0.33% | 0.26% | -1.49% | -25.91% |
| 尔康制药 | 2.61% | 3.55% | 3.48% | -38.22% | -46.86% |
| 兄弟科技 | 2.01% | 1.37% | 1.21% | 16.13% | -51.13% |
| 博腾股份 | 1.35% | 0.62% | 0.30% | -14.04% | -69.18% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 财务指标分析

我们仅从内生角度对板块内财务指标进行分析:

(1) **毛利率提升明显**: 原料药板块 18Q1 和 Q2 毛利率分别为 50.36% 和 39.99%, 18 年上半年毛利率 45.51%, 较 17 年上半年的 36.97% 提升了 8.54pp。我们认为主要原因系原料药价格上涨所致。

(2) **净利率有所提升**: 18H1 和 18Q2 的销售费用率分别为 17.39% 和 13.81%, 同比提升 4.83pp 和 0.11pp。我们认为净利率提升主要系提价效应所致。

(3) **销售费用率有所提升**: 18H1 销售费用率为 12.68%, 同比增长 4.27pp。18Q2 为 13.43%, 提升 5.04pp。

(4) **期间费用率在销售费用带动下提升**: 18H1 期间费用率为 23.70%, 同比增长 2.20pp。18Q2 为 22.64%, 同比增长 0.94pp。我们认为期间费用率的提升主要系销售费用提升所致。

(5) **应收账款增速提升**: 18H1 应收账款增速为 29.72%, 较 17H1 的 12.87% 提升 16.85pp。

(6) **经营性现金流/营业收入有所提升**: 18H1 的经营性现金流净额占比营业收入的 13.45%, 同比提升 3.28pp, 环比提升 1.83pp。

表 57: 原料药板块财务指标对比 (剔除新股及并表)

| 项目 | 2017Q2 | 2017H1 | 2017A | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018H1 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 38.27% | 36.97% | 40.59% | 50.36% | 39.99% | 45.51% |
| 净利率 | 13.70% | 12.56% | 13.04% | 20.53% | 13.81% | 17.39% |
| 销售费用率 | 8.39% | 8.41% | 9.98% | 12.02% | 13.43% | 12.68% |
| 期间费用率 | 21.69% | 21.50% | 23.78% | 24.63% | 22.64% | 23.70% |
| 应收账款增速 | NA | 12.87% | 31.59% | 47.14% | NA | 29.72% |
| 经营性现金流/营业收入 | 12.62% | 10.17% | 11.62% | 10.15% | 17.21% | 13.45% |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、个股业绩增速统计

2018年上半年，扣非后净利润增速在100%以上的个股共24家，其中

化学制剂板块5家，包括：鲁抗医药、华北制药、科伦药业、国农科技、金石东方；

医疗器械板块2家，包括：乐心医疗、博晖科技；

中药板块2家：紫鑫药业、辅仁药业；

生物制品板块4家：中源协和、沃森生物、四环生物、智飞生物；

原料药板块共9家：花园生物、广济药业、东北制药、北大医药、新和成、金达威、浙江医药、海普瑞、天药股份；

医疗服务板块2家，包括：博济医药、美年健康。

2018年上半年，扣非后净利润增速在50-100%的个股共18家，其中

化学制剂板块1家：康芝药业；

医疗器械板块3家：和佳股份、三诺生物、万孚生物；

中药板块5家：济川药业、仁和药业、广誉远、西藏药业、太极集团；

生物制品板块2家：双鹭药业、长春高新；

原料药板块3家：凯莱英、东诚药业、永安药业；

医药商业板块1家：开开实业；

医疗服务板块3家，包括：泰格医药、通策医疗、润达医疗。

2018年第二季度，扣非后净利润增速在100%以上的个股共20家，其中

化学制剂板块4家，包括：鲁抗医药、华北制药、华仁药业、科伦药业；

医疗器械板块3家，包括：阳普医疗、乐心医疗、博晖创新；

中药板块5家，包括：紫鑫药业、西藏药业、千金药业、景峰医药、辅仁药业；

生物制品板块4家，包括：中源协和、沃森生物、智飞生物、长春高新；

原料药板块4家，包括：东北制药、博腾股份、北大医药、海普瑞；

2018年第二季度，扣非后净利润增速在50-100%的个股共27家，其中

化学制剂板块3家，包括：健康元、司太立、国农科技；

医疗器械板块4家，包括：理邦仪器、诚益通、三诺生物、万孚生物；

中药板块3家，包括：仁和药业、广誉远、益盛药业；

生物制品板块4家，包括：双鹭药业、东宝生物、四环生物、上海莱士；

原料药板块9家，包括：海翔药业、凯莱英、富祥股份、东诚药业、九洲药业、新和成、金达威、天药股份、山河药辅；

医药商业板块1家：南京医药；

医疗服务板块3家，包括：泰格医药、通策医疗、美年健康。

表 58: 化学制药公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|--|---|
| 100%以上 | 5 | 6 | 4 | 5 | 鲁抗医药 (310.15%)、华北制药 (199.15%)、科伦药业 (171.93%)、国农科技 (101.22%)、金石东方 (293.98%) | 鲁抗医药 (105.93%)、华北制药 (101.39%)、华仁药业 (118.59%)、科伦药业 (377.75%) |
| 50%-100% | 3 | 2 | 3 | 1 | 康芝药业 (57.20%) | 健康元 (61.74%) 司太立 (58.93%)、国农科技 (90.85%) |
| 30%-50% | 3 | 2 | 6 | 5 | 健康元 (34.89%)、仙琚制药 (46.92%)、丰原药业 (30.15%)、济民制药 (34.82%)、华仁药业 (47.59%) | 丽珠集团 (31.92%)、翰宇药业 (36.91%)、常山药业 (47.67%)、台城制药 (34.77%)、康芝药业 (41.17%)、济民制药 (40.18%) |
| 10%-30% | 14 | 15 | 8 | 11 | 丽珠集团 (25.45%)、康弘药业 (15.59%)、恩华药业 (25.12%)、翰宇药业 (26.62%)、赛升药业 (29.85%)、常山药业 (25.87%)、台城制药 (26.64%)、灵康药业 (20.38%)、司太立 (22.94%)、恒瑞医药 (16.31%)、华润双鹤 (11.61%) | 恩华药业 (29.06%)、誉衡药业 (14.53%)、赛升药业 (28.69%)、仙琚制药 (18.55%)、灵康药业 (29.83%)、丰原药业 (25.66%)、恒瑞医药 (20.55%)、现代制药 (10.20%) |
| 0%-10% | 4 | 5 | 4 | 6 | | |
| 0%以下 | 14 | 13 | 18 | 15 | | |
| 其中：扭亏 | 2 | 2 | 0 | 1 | | |
| 亏损 | 3 | 3 | 4 | 2 | | |
| 总计 | 43 | 43 | 43 | 43 | | |

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

表 59: 中药公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|---|---|
| 100%以上 | 5 | 5 | 5 | 2 | 紫鑫药业 (186.51%)、辅仁药业 (4508.47%) | 紫鑫药业 (125.55%)、西藏药业 (682.76%)、千金药业 (123.63%)、景峰医药 (118.42%)、辅仁药业 (7647.04%) |
| 50%-100% | 5 | 5 | 3 | 5 | 济川药业 (51.22%)、仁和药业 (53.78%)、广誉远 (94.26%)、西藏药业 (57.69%)、太极集团 (73.92%) | 仁和药业 (72.64%)、广誉远 (83.13%)、益盛药业 (81.71%) |
| 30%-50% | 4 | 10 | 6 | 6 | 片仔癀 (45.15%)、中新药业 (35.60%)、葵花药业 (37.57%)、精华制药 (30.61%)、千金药业 (43.50%)、益盛药业 (44.12%) | 济川药业 (31.35%)、片仔癀 (46.08%)、康恩贝 (30.82%)、中新药业 (34.55%)、葵花药业 (35.13%)、珍宝岛 (43.97%) |
| 10%-30% | 16 | 13 | 12 | 17 | 天士力 (12.39%)、康恩贝 (25.56%)、以岭药业 (26.38%)、红日药业 (18.54%)、众生药业 (10.12%)、贵州百灵 (14.24%)、珍宝岛 (14.66%)、信邦制药 (28.03%)、羚锐制药 (20.75%)、亚宝药业 (29.71%)、马应龙 (14.59%)、汉森制药 (19.54%)、健民集团 (12.80%)、佛慈制药 (14.70%)、康美药业 (20.32%)、华润三九 (11.17%)、天目药业 (17.07%) | 天士力 (10.06%)、贵州百灵 (18.38%)、信邦制药 (14.81%)、羚锐制药 (16.14%)、亚宝药业 (27.29%)、马应龙 (11.28%)、吉药控股 (12.44%)、汉森制药 (11.44%)、太极集团 (28.11%)、沃华医药 (19.35%)、嘉应制药 (17.38%)、华润三九 (11.65%) |
| 0%-10% | 8 | 14 | 11 | 10 | | |
| 0%以下 | 23 | 14 | 24 | 21 | | |
| 其中: 扭亏 | 4 | 1 | 0 | 0 | | |
| 亏损 | 3 | 1 | 4 | 2 | | |
| 总计 | 61 | 61 | 61 | 61 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 60: 医疗器械公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|---|---|
| 100%以上 | 1 | 2 | 3 | 2 | 乐心医疗 (113.45%)、博晖创新 (213.51%) | 阳普医疗 (120.48%)、乐心医疗 (118.92%)、博晖创新 (106.16%) |
| 50%-100% | 2 | 3 | 4 | 3 | 和佳股份 (55.72%)、三诺生物 (58.19%)、万孚生物 (63.39%) | 理邦仪器 (77.26%)、诚益通 (60.53%)、三诺生物 (80.86%)、万孚生物 (58.09%) |
| 30%-50% | 4 | 5 | 5 | 6 | 安图生物 (34.85%)、山东药玻 (32.46%)、理邦仪器 (31.41%)、诚益通 (43.84%)、乐普医疗 (36.67%)、健帆生物 (35.58%) | 山东药玻 (42.80%)、奥佳华 (47.78%)、康德莱 (37.11%)、乐普医疗 (42.30%)、健帆生物 (32.07%) |
| 10%-30% | 9 | 6 | 6 | 10 | 鱼跃医疗 (15.98%)、迈克生物 (24.50%)、奥佳华 (29.82%)、科华生物 (10.85%)、迪瑞医疗 (23.75%)、康德莱 (21.89%)、达安基因 (16.30%)、万东医疗 (20.30%)、迪安诊断 (10.05%)、美康生物 (17.40%) | 鱼跃医疗 (20.25%)、安图生物 (25.58%)、迈克生物 (22.52%)、迪瑞医疗 (22.66%)、万东医疗 (11.43%)、迪安诊断 (10.88%) |
| 0%-10% | 5 | 7 | 5 | 2 | | |
| 0%以下 | 16 | 14 | 14 | 14 | | |
| 其中: 扭亏 | 0 | 1 | 1 | 1 | | |
| 亏损 | 4 | 3 | 4 | 3 | | |
| 总计 | 37 | 37 | 37 | 37 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 61: 生物制品公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|--|---|
| 100%以上 | 1 | 2 | 4 | 4 | 中源协和 (193.08%)、沃森生物 (209.54%)、四环生物 (110.37%)、智飞生物 (306.92%) | 中源协和 (141.30%)、沃森生物 (359.13%)、智飞生物 (282.66%)、长春高新 (155.20%) |
| 50%-100% | 2 | 2 | 4 | 2 | 双鹭药业 (74.20%)、长春高新 (88.37%) | 双鹭药业 (86.91%)、东宝生物 (59.62%)、四环生物 (79.06%)、上海莱士 (99.53%) |
| 30%-50% | 5 | 4 | 4 | 3 | 东宝生物 (45.76%)、博雅生物 (31.96%)、我武生物 (33.02%) | 华兰生物 (33.01%)、我武生物 (33.02%)、天坛生物 (40.19%)、博雅生物 (30.99%) |
| 10%-30% | 2 | 4 | 2 | 5 | 通化东宝 (28.23%)、安科生物 (25.25%)、ST 生化 (20.70%)、上海莱士 (12.82%)、天坛生物 (25.60%) | 通化东宝 (28.22%)、安科生物 (20.89%) |
| 0%-10% | 1 | 1 | 1 | 1 | | |
| 0%以下 | 6 | 4 | 2 | 2 | | |
| 其中: 扭亏 | 0 | 1 | 2 | 3 | | |
| 亏损 | 3 | 0 | 1 | 1 | | |
| 总计 | 17 | 17 | 17 | 17 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 62: 医药商业公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|--|--|
| 100%以上 | 0 | 1 | 0 | 0 | | |
| 50%-100% | 4 | 3 | 1 | 1 | 开开实业 (98.01%) | 南京医药 (98.61%) |
| 30%-50% | 1 | 4 | 6 | 7 | 一心堂 (35.62%)、柳州医药 (32.95%)、益丰药房 (37.27%)、南京医药 (44.76%)、鹭燕医药 (30.90%)、塞力斯 (46.40%)、国药股份 (39.71%) | 瑞康医药 (36.82%)、一心堂 (34.62%)、柳州医药 (32.15%)、益丰药房 (35.11%)、英特集团 (30.47%)、塞力斯 (42.71%) |
| 10%-30% | 11 | 6 | 7 | 8 | 中国医药 (20.52%)、瑞康医药 (14.77%)、九州通 (20.54%)、老百姓 (16.33%)、嘉事堂 (23.53%)、英特集团 (19.53%)、海王生物 (21.89%)、国药一致 (14.10%) | 中国医药 (26.03%)、九州通 (20.49%)、老百姓 (18.70%)、嘉事堂 (24.34%)、鹭燕医药 (24.33%)、国药一致 (23.02%)、国药股份 (21.32%) |
| 0%-10% | 3 | 4 | 1 | 0 | | |
| 0%以下 | 2 | 3 | 6 | 5 | | |
| 其中: 扭亏 | 0 | 1 | 0 | 0 | | |
| 亏损 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 总计 | 21 | 21 | 21 | 21 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 63: 原料药公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|--|--|
| 100%以上 | 5 | 9 | 4 | 9 | 花园生物 (103.86%)、广济药业 (128.60%)、东北制药 (223.10%)、北大医药 (114.38%)、新和成 (260.17%)、金达威 (224.99%)、浙江医药 (436.13%)、海普瑞 (5601.84%)、天药股份 (112.01%) | 东北制药 (128.26%)、博腾股份 (489.74%)、北大医药 (151.80%)、海普瑞 (2212.76%) |
| 50%-100% | 5 | 3 | 9 | 3 | 凯莱英 (54.83%)、东诚药业 (65.74%)、永安药业 (71.66%) | 海翔药业 (85.88%)、凯莱英 (97.22%)、富祥股份 (53.14%)、东诚药业 (79.82%)、九洲药业 (84.51%)、新和成 (54.60%)、金达威 (82.31%)、天药股份 (90.32%)、山河药辅 (60.80%) |
| 30%-50% | 3 | 4 | 2 | 5 | 普洛药业 (32.11%)、富祥股份 (36.30%)、新华制药 (37.75%)、九洲药业 (44.95%)、山河药辅 (45.94%) | 普洛药业 (31.74%)、永安药业 (43.27%) |
| 10%-30% | 1 | 5 | 4 | 4 | 亿帆医药 (18.62%)、海翔药业 (14.59%)、京新药业 (24.67%)、金城医药 (21.43%) | 京新药业 (26.21%)、金城医药 (11.26%)、新华制药 (23.29%)、溢多利 (14.30%) |
| 0%-10% | 2 | 1 | 1 | 1 | | |
| 0%以下 | 10 | 4 | 6 | 4 | | |
| 其中: 扭亏 | 1 | 1 | 0 | 1 | | |
| 亏损 | 0 | 0 | 1 | 0 | | |
| 总计 | 26 | 26 | 26 | 26 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 64: 医疗服务公司扣非后净利润增速情况对比

| 扣非利润增速 | 17A | 18Q1 | 18Q2 | 18H1 | 2018H1 公司名单 | 2018Q2 公司名单 |
|----------|-----|------|------|------|---|---|
| 100%以上 | 2 | 2 | 0 | 2 | 博济医药 (1562.20%)、美年健康 (530.51%) | |
| 50%-100% | 3 | 3 | 3 | 3 | 泰格医药 (80.90%)、通策医疗 (51.57%)、润达医疗 (54.85%) | 泰格医药 (94.87%)、通策医疗 (59.37%)、美年健康 (62.55%) |
| 30%-50% | 1 | 2 | 2 | 1 | 爱尔眼科 (44.50%) | 爱尔眼科 (48.85%)、润达医疗 (37.67%) |
| 10%-30% | 0 | 0 | 0 | 1 | 星普医科 (17.14%) | |
| 0%-10% | 0 | 1 | 0 | 0 | | |
| 0%以下 | 4 | 2 | 5 | 3 | | |
| 其中: 扭亏 | 0 | 1 | 0 | 1 | | |
| 亏损 | 2 | 2 | 2 | 1 | | |
| 总计 | 10 | 10 | 10 | 10 | | |

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

附录：样本库说明

以上分析样本库的建立依据以下方法：

以 SW 医药生物成分股（283 家公司）和自选股（303 家公司）为基础，做并集。

第一，剔除不可比的公司。

1. 剔除非医药主业、医药主业占比较小、其他非医药主业变动影响较大的公司，包括：

悦心健康、荣泰健康、诚志股份、雅本化学、*ST 易桥、莱茵生物、海欣股份、交大昂立、钱江生化、中珠医疗、*ST 海投、新日恒力、青海春天、东阳光科、银河生物、瑞普生物、棒杰股份、江苏吴中、和仁科技、荣之联、复旦复华、东软集团、南华生物、姚记扑克、国际医学、中元股份、恒基达鑫、汤臣倍健、瀚叶股份、三星医疗、海顺新材、思创医惠、中牧股份、天康生物、绿景控股、延华智能、万达信息、华业资本、卫宁健康、南京新百、冠福股份、圣济堂、长江润发、国发股份、长生生物、吉林敖东、白云山、运盛医疗、*ST 百花、宜华健康，共计 50 个。

2. 剔除主营业务横跨多个板块且各业务占比均较大的个股，包括通化金马、福瑞股份、华东医药、上海医药、金花股份、亚太药业、人福医药、海正药业、新开源、复星医药、必康股份，共计 11 个，在板块分析中剔除，但在对行业整体分析中保留。

3. 由于上海莱士上半年炒股损益较大，故分析利润时剔除。

第二，**板块跨行业调整**。将国农科技、广生堂从生物制品调入化学制剂；千红制药、常山药业、华海药业、华北制药、司太立从化学原料药调入化学制剂；艾德生物、正海生物、利德曼、九强生物、达安基因从生物制品调入医疗器械，安图生物从化学制剂调入医疗器械，迪安诊断从医疗服务调入医疗器械，诚益通和奥佳华从其他板块调入医疗器械；景峰医药、红日药业、济川药业和广誉远从化学制剂调入中药；海王生物从生物制品调入医药商业；天宇股份和赛隆药业从化学制剂调入化学原料药，溢多利从生物制品调入化学原料药，黄山胶囊从中药调入化学原料药，兄弟科技调入化学原料药。德展健康从铜调入化学制剂。

第三，**剔除新股/次新股**，包括盘龙药业、寿仙谷、新天药业、华森制药、康惠制药、大理药业、天圣制药、大参林、艾德生物、正海生物、南卫股份、开立医疗、英科医疗、辰欣药业、凯普生物、透景生命、华大基因、大博医疗、欧普康视、基蛋生物、明德生物、振德医疗、正川股份、金域医学、昭衍新药、药明康德、悦心健康、荣泰健康、海特生物、卫光生物、康泰生物、海辰药业、一品红、九典制药、哈三联、普利制药、卫信康、诚意药业、润都股份、天宇股份、赛隆药业、健友股份、圣达生物、赛托生物、美诺华、奥翔药业、同和药业、药石科技、贝瑞基因（2017 年借壳，前期业绩不可比），共计 49 个。

第四，**剔除重组、并表变化**，包括泰合健康、华润三九、天目药业、辅仁药业、海王生物、国药一致、鹭燕医药、国药股份、同济堂、塞力斯、千山药机、冠昊生物、三诺生物、博晖创新、楚天科技、美康生物、万孚生物、健帆生物、新华医疗、国新健康、美年健康、博济医药、润达医疗、星普医科、博雅生物、天坛生物、国农科技、德展健康、海南海药、科伦药业、现代制药、金石东方、海普瑞、山河药辅、天药股份，共计 35 个。

第五，对于行业内生分析影响较大的龙头公司单独讨论，包括云南白药、康美药业、乐普医疗、爱尔眼科、上海莱士（分析利润时剔除）、长春高新、智飞生物、华润双鹤、恒瑞医药、新和成、金达威、浙江医药，共计 12 个。

经过以上调整，子行业分析数据库包含样本家公司 180 个，情况如下：

i.化学制剂部分：信立泰、丽珠集团（手动扣除卖地 34.98 亿）、健康元（手动扣减 17 年 15.74 亿来自丽珠的卖地利润）、哈药股份、康弘药业、恩华药业、华海药业、誉衡药业、翰宇药业、福安药业、千红制药、海思科、赛升药业、仙琚制药、鲁抗医药、常山药业、北陆药业、山大华特、莱美药业、台城制药、灵康药业、力生制药、贝达药业、司太立、华北制药、莎普爱思、联环药业、丰原药业、康芝药业、济民制药、仟源医药、华仁药业、广生堂、兴齐眼药、双成药业、恒瑞医药、华润双鹤，共计 37 个。

ii.中药部分：天士力、济川药业、步长制药、同仁堂、片仔癀、康恩贝、以岭药业、红日药业、中恒集团、九芝堂、中新药业、葵花药业、紫鑫药业、众生药业、桂林三金、贵州百灵、珍宝岛、仁和药业、江中药业、康缘药业、信邦制药、奇正藏药、上海凯宝、昆药集团、益佰制药、羚锐制药、亚宝药业、广誉远、西藏药业、精华制药、马应龙、振东制药、金陵药业、吉药控股、太安堂、千金药业、景峰医药、汉森制药、神奇制药、健民集团、太极集团、香雪制药、方盛制药、佛慈制药、新光药业、益盛药业、沃华医药、佐力药业、易明医药、嘉应制药、龙津药业、陇神戎发、启迪古汉、太龙药业、东阿阿胶、康美药业、云南白药，共计 57 个。

iii.生物制品部分：通化东宝、华兰生物、双鹭药业、中源协和、安科生物、我武生物、舒泰神、沃森生物、ST 生化、东宝生物、未名医药、四环生物、上海莱士（分析利润时剔除）、智飞生物、长春高新，共计 15 个。

iv.化学原料部分：亿帆医药、海翔药业、尔康制药、京新药业、普洛药业、凯莱英、花园生物、金城医药、富祥股份、新华制药、广济药业、东北制药、东诚药业、永安药业、九州药业、兄弟科技、博腾股份、溢多利、北大医药、黄山胶囊、新和成、金达威、浙江医药，共计 23 个。

v.医药商业部分：中国医药、瑞康医药、九州通（手动扣减 3.86 亿土地收益）、一心堂、柳州医药、益丰药房、老百姓、嘉事堂、南京医药、人民同泰、英特集团、浙江震元、开开实业、第一医药、华通医药，共计 15 个。

vi.医疗器械部分：鱼跃医疗、安图生物、迈克生物、山东药玻、奥佳华、科华生物、九强生物、凯利泰、迪瑞医疗、尚荣医疗、和佳股份、理邦仪器、康德莱、达安基因、诚益通、东富龙、万东医疗、利德曼、宝莱特、维力医疗、戴维医疗、三鑫医疗、迦南科技、阳普医疗、乐心医疗、九安医疗、迪安诊断（手动扣减 17 年 1.28 亿非流动资产处置损益）、乐普医疗，共计 28 个。

vii.医疗服务部分：泰格医药、通策医疗、创新医疗、恒康医疗、爱尔眼科，共计 5 个。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 城镇基本医疗保险基金筹资额 (亿元) 及增速 | 3 |
| 图 2: 城镇基本医疗保险基金支出额 (亿元) 及增速 | 4 |
| 图 3: 2004 年至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况 | 5 |
| 图 4: 2004 年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次) | 5 |
| 图 5: 2004 年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况 | 6 |
| 图 6: 2004 年至今全国医院出院人数变化情况 | 6 |
| 图 7: 近年来医院终端药品整体增长情况 (亿元) | 7 |
| 图 8: 基金医药持仓比例变化 | 8 |
| 图 9: 基金重仓持有数量覆盖率 (前 30 名 & 前 20 名) | 9 |
| 图 10: 基金重仓持有市值覆盖率 (前 30 名 & 前 20 名) | 9 |
| 图 11: 医药商业板块收入增速比较 (内生 vs 流通 vs 药店) | 14 |
| 图 12: 医药商业板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 15 |
| 图 13: 医药商业板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 流通 vs 药店) | 16 |
| 图 14: 医药商业板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 18 |
| 图 15: 生物制品板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 22 |
| 图 16: 生物制品板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 23 |
| 图 17: 生物制品板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 25 |
| 图 18: 生物制品板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 26 |
| 图 19: 医疗器械板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 30 |
| 图 20: 医疗器械板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 30 |
| 图 21: 医疗器械板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 32 |
| 图 22: 医疗器械板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 33 |
| 图 23: IVD 板块与医疗器械板块营业收入增速对比 | 36 |
| 图 24: IVD 板块与医疗器械板块归母净利润增速对比 | 36 |
| 图 25: IVD 板块与医疗器械板块扣非归母净利润增速对比 | 37 |
| 图 26: 医疗服务板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 39 |
| 图 27: 医疗服务板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 40 |
| 图 28: 医疗服务板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 41 |
| 图 29: 医疗服务板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 42 |
| 图 30: 化学制剂板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 49 |
| 图 31: 化学制剂板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 49 |
| 图 32: 化学制剂板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 51 |
| 图 33: 化学制剂板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 52 |
| 图 34: 中药板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 56 |
| 图 35: 中药板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 57 |
| 图 36: 中药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 59 |
| 图 37: 中药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 60 |
| 图 38: 原料药板块收入增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司) | 65 |
| 图 39: 原料药板块收入增速比较 (内生 vs 内生+外延) | 65 |

图 40: 原料药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生剔除影响较大的龙头公司)67
图 41: 原料药板块扣非净利润增速比较 (内生 vs 内生+外延)68

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 医药行业增速情况 (剔除新股、并表, 即内生 A) | 10 |
| 表 2: 医药行业增速情况 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B) | 10 |
| 表 3: 医药行业增速情况 (仅剔除新股, 即内生+外延) | 10 |
| 表 4: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表, 即内生 A) | 11 |
| 表 5: 医药各子行业收入增速对比 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B) | 11 |
| 表 6: 医药各子行业收入增速对比 (仅剔除新股, 即内生+外延) | 11 |
| 表 7: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表, 即内生 A) | 12 |
| 表 8: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表、影响较大的龙头公司, 即内生 B) | 12 |
| 表 9: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (仅剔除新股, 即内生+外延) | 12 |
| 表 10: 医药商业板块按不同统计口径的收入增速情况 | 13 |
| 表 11: 医药商业板块按不同统计口径的归母净利增速情况 | 16 |
| 表 12: 医药商业板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况 | 16 |
| 表 13: 医药商业板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序) | 18 |
| 表 14: 医药商业板块财务指标对比 (剔除新股及并表) | 20 |
| 表 15: 医药流通样本财务指标对比 (剔除新股及并表) | 20 |
| 表 16: 零售药店样本财务指标对比 (剔除新股及并表) | 21 |
| 表 17: 生物制品板块按不同统计口径的收入增速情况 | 22 |
| 表 18: 生物制品板块按不同统计口径的归母净利增速情况 | 24 |
| 表 19: 生物制品板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况 | 24 |
| 表 20: 生物制品板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序) | 27 |
| 表 21: 生物制品板块财务指标对比 (剔除新股及并表) | 28 |
| 表 22: 医疗器械板块按不同统计口径的收入增速情况 | 29 |
| 表 23: 医疗器械板块按不同统计口径的归母净利增速情况 | 31 |
| 表 24: 医疗器械板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况 | 31 |
| 表 25: 医疗器械板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序) | 33 |
| 表 26: 医疗器械板块财务指标对比 (剔除新股及并表) | 35 |
| 表 27: IVD 板块收入及利润增速对比 | 35 |
| 表 28: IVD 板块上半年业绩表现 | 37 |
| 表 29: IVD 板块财务指标对比 | 38 |
| 表 30: 医疗服务板块按不同统计口径的收入增速情况 | 39 |
| 表 31: 医疗服务板块按不同统计口径的归母净利增速情况 | 41 |
| 表 32: 医疗服务板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况 | 41 |
| 表 33: 医疗服务板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速 (按扣非净利润增速排序) | 42 |
| 表 34: 医疗服务板块财务指标对比 (剔除新股及并表) | 43 |
| 表 35: 爱尔眼科业绩增长情况 | 44 |
| 表 36: 爱尔眼科财务指标 | 44 |
| 表 37: 美年健康业绩增长情况 | 45 |
| 表 38: 美年健康财务指标 | 45 |
| 表 39: 通策医疗业绩增长情况 | 46 |

| | |
|--|----|
| 表 40: 通策医疗财务指标..... | 46 |
| 表 41: 泰格医药业绩增长情况..... | 47 |
| 表 42: 泰格医药财务指标..... | 47 |
| 表 43: 化药板块按不同统计口径的收入增速情况..... | 48 |
| 表 44: 化药板块按不同统计口径的归母净利增速情况..... | 50 |
| 表 45: 化药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况..... | 50 |
| 表 46: 化药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）..... | 53 |
| 表 47: 化药板块财务指标对比（剔除新股及并表）..... | 55 |
| 表 48: 中药板块按不同统计口径的收入增速情况..... | 55 |
| 表 49: 中药板块按不同统计口径的归母净利增速情况..... | 58 |
| 表 50: 中药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况..... | 58 |
| 表 51: 中药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）..... | 60 |
| 表 52: 中药板块财务指标对比（剔除新股及并表）..... | 63 |
| 表 53: 原料药板块按不同统计口径的收入增速情况..... | 64 |
| 表 54: 原料药板块按不同统计口径的归母净利增速情况..... | 66 |
| 表 55: 原料药板块按不同统计口径的扣非归母净利增速情况..... | 66 |
| 表 56: 原料药板块 18 年上半年各样本公司收入、扣非净利润占比及增速（按扣非净利润增速排序）..... | 68 |
| 表 57: 原料药板块财务指标对比（剔除新股及并表）..... | 70 |
| 表 58: 化学制药公司扣非后净利润增速情况对比..... | 72 |
| 表 59: 中药公司扣非后净利润增速情况对比..... | 73 |
| 表 60: 医疗器械公司扣非后净利润增速情况对比..... | 74 |
| 表 61: 生物制品公司扣非后净利润增速情况对比..... | 75 |
| 表 62: 医药商业公司扣非后净利润增速情况对比..... | 76 |
| 表 63: 原料药公司扣非后净利润增速情况对比..... | 77 |
| 表 64: 医疗服务公司扣非后净利润增速情况对比..... | 78 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

| | | | |
|-------|-----|---------------|-------------------------------|
| 深广地区： | 詹璐 | 0755-83453719 | zhanlu@chinastock.com.cn |
| 海外机构： | 尚薇 | 010-83574522 | shangwei@chinastock.com.cn |
| 北京地区： | 王婷 | 010-66568908 | wangting@chinastock.com.cn |
| 海外机构： | 舒英婷 | 010-66561317 | shuyingting@chinastock.com.cn |
| 上海地区： | 何婷婷 | 021-20252612 | hetingting@chinastock.com.cn |