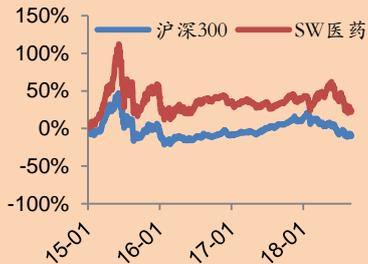




行业评级：增持（维持）

报告日期：2018-09-07



方取涛

证券执业证书编号：

S0010518080001

电话：021-60956118

邮件：fy0614@foxmail.com

翟新新

邮件：zhaixx01@foxmail.com

业绩持续回升，分化加剧，持续关注优质龙头

——2018年医药生物行业中报总结

主要观点：

□ 业绩概况：行业整体业绩持续回升

剔除不可同比次新股及重组股后，249家医药生物上市公司2018H1营业收入同比增长20.79%，同比上升2个百分点；归母净利润同比增长19.85%，同比提升3.96个百分点；扣非归母净利润同比增长21.62%，同比上升3.96个百分点。增速加快主要源于两票制执行带来的低开转高开影响、2018Q1流感爆发以及原料药价格上涨。

□ 子行业：业绩出现分化，龙头增速更快

从2018年上半年扣非归母净利润数据来看，化学原料药(+81.13%)、医疗服务(+37.57%)、生物药(+29.65%)均高于行业整体增速，医药商业(+17.80%)、化学制剂(+17.18%)、医疗器械(+15.84%)、中药(+13.49%)低于板块整体增速。子行业内业绩分化比较明显，各子板块龙头公司业绩整体增速要快于行业整体，主要是自2015年以来从上至下出台了包括鼓励创新、审批制度改革、仿制药一致性评价、两票制等等政策，龙头将受益于行业的优胜劣汰和集中度提高。

□ 策略：板块筑底，中长期看好绩优龙头观点不变

我们认为经过前期调整，无论是从估值还是从板块业绩来看，行业配置的性价比正逐步显现，医药板块已经处于筑底状态。短期建议以防御为主，中长期持续看好创新、优质仿制药、流通（连锁药店+医药商业）、优质医疗服务，短期建议关注估值和性价比较高的OTC企业**济川药业**、**仁和药业**，中长期持续推荐：（1）创新：持续推荐创新政策确定受益标的临床CRO龙头**泰格医药**。关注一线创新标的**恒瑞医药**，推荐二线创新药标的**安科生物**、**华东医药**，以及回调较多的**复星医药**。（2）优质仿制药：仿制药一致性评价继续稳步推进，建议关注制剂出口转国内申报的出口优势企业**华海药业**；（3）商业：两票制在主要省级市场已落地，调拨业务影响正逐步减弱，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转，当前医药商业板块估值已经处于历史底部，建议关注全国商业龙头**上海医药**、**九州通**、地方龙头**国药股份**、**柳药股份**。（4）连锁药店：社保追缴问题与小规模纳税人减税政策有望对冲，行业长期逻辑不变，药店“分级分类”管理制度将逐步推广（广东已经开始推行），利好行业龙头整合，推荐精细化管理连锁药店**益丰药房**、**一心堂**，关注**国药一致**、**老百姓**。（5）医疗服务与医疗器械：建议关注连锁眼科医院**爱尔眼科**，心血管平台企业**乐普医疗**。

□ 风险提示

政策推行不及预期；股市系统性风险。

目录

1 中报业绩概况：业绩整体持续向好	4
1.1 业绩总览：行业增速整体回升	4
1.2 子行业：业绩整体向好，内部分化	6
1.3 业绩展望：三季报预告整体向好	12
2.观点：正在筑底，中长期看好观点不变	13
2.1 小结：业绩持续分化，龙头优势明显	13
2.2 行业估值：溢价率持续回落	14
2.3 投资策略	15
3.风险提示	15
附录：1-8 月行业重要政策一览	16
投资评级说明	18

图表目录

图表 1 医药制造业主营业务收入与利润总额累计同比增速 (1999-2018.7)	4
图表 2 医药制造业主营业务收入与利润总额累计同比增速 (2011-2018 年 7 月)	4
图表 3 医药生物上市公司样本	5
图表 4 医药生物行业 249 家上市公司 2018H1 营业收入、归母净利润增速变化	5
图表 5 医药行业整体财务数据对比一览	5
图表 6 子行业 2018H1/2017H1 营业收入与扣非归母净利润增速	6
图表 7 化学制剂板块整体财务数据对比一览	6
图表 8 化学制剂板块上市公司典型企业净利润与增速	7
图表 9 中药板块整体财务数据对比一览	7
图表 10 中药板块上市公司典型企业净利润与增速	7
图表 11 生物药板块整体财务数据对比一览	8
图表 12 生物药板块上市公司典型企业净利润与增速	8
图表 13 医药流通整体财务数据对比一览	9
图表 14 医药流通板块上市公司典型企业净利润与增速	9
图表 15 医疗服务整体财务数据对比一览	10
图表 16 医疗服务板块上市公司典型企业净利润与增速	10
图表 17 医疗器械整体财务数据对比一览	10
图表 18 医疗器械板块上市公司典型企业净利润与增速	11
图表 19 医疗器械整体财务数据对比一览	11
图表 20VA 和 VE 市场 (国产) 报价 (元/KG)	11
图表 21 VC 市场 (国产) 报价 (元/KG)	11
图表 22VB 系 (国产) 市场报价 (元/KG)	12
图表 23VD3 与 VK3 市场报价 (元/KG)	12
图表 24 化学原料药板块上市公司典型企业净利润与增速	12
图表 25 已公告三季度业绩预告的 74 家上市公司净利润增速情况一览 (以增速上限降序)	13
图表 26 申万医药生物一级行业与沪深 300 市盈率 (TTM 整体法, 剔除负值) 及溢价率一览	14
图表 27 医药生物子板块市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值)	14

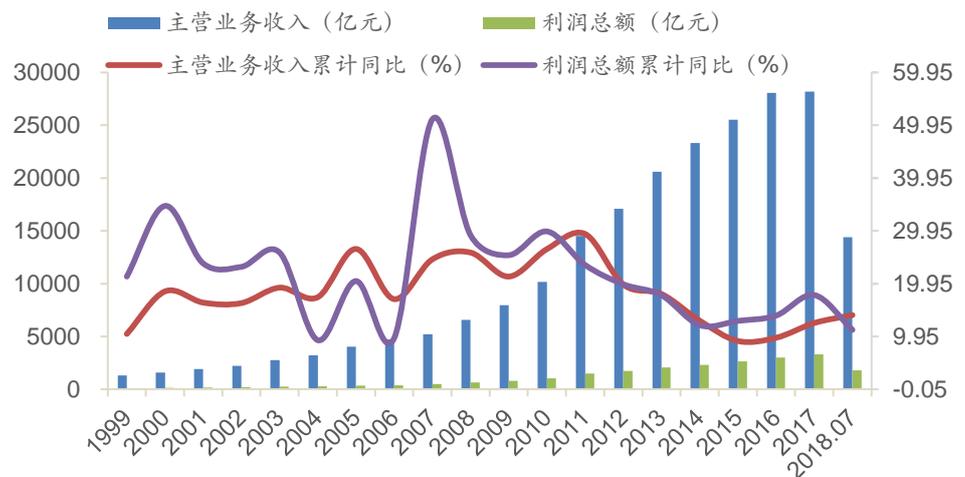
1 中报业绩概况：业绩整体持续向好

1.1 业绩总览：行业增速整体回升

1.1.1 医药制造业：工业企业收入利润增速冲高后回调

从医药工业数据来看，截至 2018 年 7 月医药制造业累计实现主营业务收入 14404 亿元，累计同比增速 14%，相较于 2017 年 7 月的 11.90 上升 2.1 个百分点；2018 年 7 月累计利润总额 1789 亿元，累计同比增速 11.20%，相较于 2017 年 7 月的 18.7% 下降 7.5 个百分点。

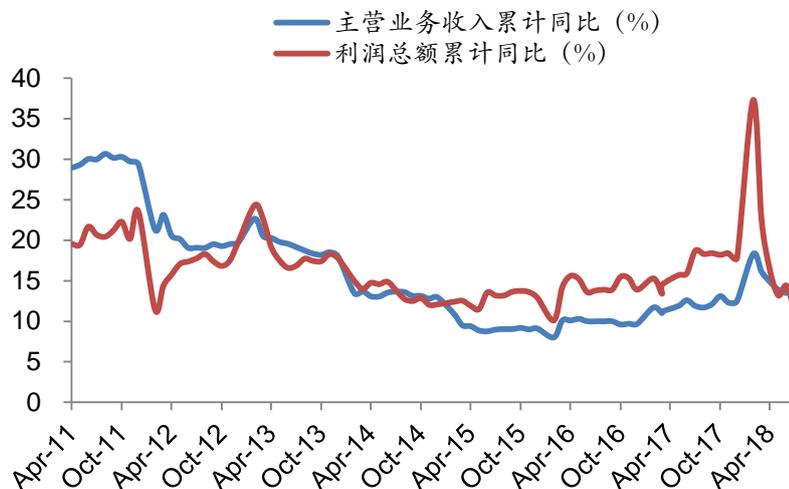
图表 1 医药制造业主营业务收入与利润总额累计同比增速（1999-2018.7）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

从月度数据增速来看，主营业务收入和利润总额累计同比增速冲高回落比较明显。今年年初由于原料药价格上涨、流感因素、两票制实施、疫苗板块回暖等因素影响增速骤增至 37.30%；截止 2018 年 7 月，主营业务收入累计同比增速 14%，利润总额累计同比增速 11.2%，回落明显，主要是流感疫情结束及原料药价格回调因素影响。

图表 2 医药制造业主营业务收入与利润总额累计同比增速（2011-2018 年 7 月）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

1.1.2 上市公司整体：业绩增速回升

从上市公司口径来看，医药生物行业业绩增速持续回升。我们以申万医药生物行业 285 只个股为基础，为了保持数据可比性，剔除了缺乏可比数据的次新股、重组股（辅仁药业、德展健康）、非医药主营个股（圣济堂、冠福股份、长江润发）以及无法出具中报的 ST 长生，最终得到了 249 家样本上市公司。

图表 3 医药生物上市公司样本

剔除的不可比上市公司	
285 家上市公司	天圣制药、卫光生物、赛隆药业、哈三联、大博医疗、华森制药、润都股份、开立医疗、透景生命、正海生物、华大基因、英科医疗、海特生物、艾德生物、天宇股份、一品红、圣达生物、昭衍新药、奥翔药业、大参林、药明康德、振德医疗、辰欣药业、基蛋生物、美诺华、康辰药业、健友股份、南卫股份、金城医学、大理药业、辅仁药业、德展健康、圣济堂、冠福股份、长江润发、ST 长生
	249 家医药生物上市公司

资料来源：华安证券研究所整理

业绩增速回升，销售费用率上升，周转率放缓

249 家医药生物上市公司 2018H1 营业收入同比增长 20.79%，相较于 2017H1 的 18.79% 上升 2 个百分点；归母净利润同比增长 19.85%，相较于 2017H1 的 16.12% 同比提升 3.96 个百分点；扣非归母净利润同比增长 21.62%，相较于 2017 年的 17.66% 上升 3.96 个百分点。

图表 4 医药生物行业 249 家上市公司 2018H1 营业收入、归母净利润增速变化

	2018H1	2017H1	变化
营业收入增速	20.79%	18.79%	+2.00pp
归母净利润增速	19.85%	16.12%	+3.73pp
扣非归母净利润增速	21.62%	17.66%	+3.96pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

整体来看，医药上市公司 2018 上半年业绩增速整体上升态势，主要是因为：

- (1) 两票制在各省逐步落地，低开转高开的模式转变使得药企收入增长明显加快，2018H1 药企收入增长尤为明显。
- (2) 2018 年一季度流感爆发，部分化药、中药企业业绩快速增长。
- (3) 因环保压力等大宗原料药价格出现上涨，原料药板块利润大幅增长。

三费率整体上升，存货、应收账款周转放缓

从费用来看，2017 年销售费用率、财务费用率同比均出现抬升，管理费用率小幅下降，其中销售费用率上涨最为明显，同比提升 2.58 个百分点，主要是两票制实施低开转高开后对药企销售费用处理方面的影响。在营运能力方面，因两票制的推广影响，存货周转率和应收账款周转率出现小幅下滑。

图表 5 医药行业整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
销售费用率	13.45%	13.09%	2.58pp
管理费用率	6.17%	6.44%	-0.27pp
财务费用率	1.06%	0.97%	0.09pp
存货周转率	1.89	1.98	-0.09
应收账款周转率	2.18	2.34	-0.16

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 子行业：业绩整体向好，内部分化

具体细分来看，医药子行业业绩分化明显。从2018年上半年扣非归母净利润数据来看，化学原料药(+81.13%)、医疗服务(+37.57%)、生物药(+29.65%)、均高于行业整体增速，医药商业(+17.80%)、化学制剂(+17.18%)、医疗器械(+15.84%)、中药(+13.49%)低于板块整体增速。具体分析见后文。

图表6 子行业 2018H1/2017H1 营业收入与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入增速 (%)	2017H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
化学原料药	22.07%	15.84%	81.13%	1.09%
化学制剂	25.80%	15.24%	17.18%	11.66%
中药	17.54%	11.64%	13.49%	17.99%
生物药	42.81%	16.31%	29.65%	19.11%
医药商业	17.07%	23.31%	17.80%	30.16%
医疗服务	56.15%	36.88%	37.57%	60.47%
医疗器械	22.99%	24.60%	15.84%	15.42%
行业整体	20.79%	18.79%	21.62%	17.66%

资料来源：Wind，华安证券研究所

化学制剂：政策影响弱化，内部两极分化明显

化学制剂子行业2018H1营业收入增速25.80%，同比增加10.56个百分点；扣非归母净利润增速17.18%，同比增加5.52个百分点。三费中，销售费用受药企低开转高开影响，费率提升明显，同比提升6.44个百分点；管理费用率、财务费用率小幅下降。

图表7 化学制剂板块整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	25.80%	15.24%	10.56pp
扣非归母净利润增速	17.18%	11.66%	5.52pp
销售费用率	29.63%	23.18%	6.44pp
管理费用率	10.49%	11.55%	-1.06pp
财务费用率	1.29%	1.62%	-0.33pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

受2017年医保目录公布、招标逐步落地、两票制带来低开转高开等政策影响，2018年上半年化药子行业业绩整体向上，龙头业绩贡献突出，呈现强者恒强趋势。仿创化药龙头恒瑞医药(2018H1扣非归母净利润18.28亿元，增速16.31%)、业绩增速稳定，科伦药业业绩受益于抗生素涨价和输液业务恢复(2018H1扣非归母净利润7.2亿元，增速171.92%)、丽珠集团(2018H1扣非归母净利润5.71亿元，增速25.45%)等业绩均稳步增长。而贝达药业受各地市招采落实时间差影响，产品虽有所放量但业绩增速低于预期，2018H1扣非归母净利润为0.61亿元，增速-40.80%。

图表 8 化学制剂板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
恒瑞医药	77.61	22.32%	18.28	16.31%
科伦药业	77.92	57.68%	7.20	171.92%
华润双鹤	40.88	32.89%	5.60	11.61%
健康元	57.48	5.59%	3.91	34.89%
丽珠集团	45.65	6.78%	5.71	25.45%
贝达药业	5.81	16.70%	0.61	-40.80%
广生堂	1.62	8.04%	0.04	-85.04%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

中药: 两票制影响逐步显现, OTC、注射剂分化显著

中药子行业 (68 家) 2018H1 营收增速 17.54%, 同比上升 8.14 个百分点, 扣非归母净利润增速 13.49%, 同比下降 4.5 个百分点。三费中销售费用率同比提升 1.94 个百分点, 管理费用率下降 0.2 个百分点, 财务费用率上升 0.25 个百分点。营业收入增速提升明显主要是两票制执行后药企的低开转高开影响, 同时销售推广费用进入体内, 相应销售费用和税务成本增加, 净利润增速出现下滑。

图表 9 中药板块整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	17.54%	11.64%	8.14pp
扣非归母净利润增速	13.49%	17.99%	-4.50pp
销售费用率	25.51%	23.57%	1.94pp
管理费用率	6.76%	6.96%	-0.20pp
财务费用率	1.10%	0.85%	0.25pp

资料来源: Wind, 华安证券研究所

中药板块业绩整体平稳, 龙头中除了云南白药因药品事业部渠道去库存较慢增速下滑 (扣非归母净利润增速-1.21%) 以外, 康美药业、白云山、济川药业、片仔癀等均增速平稳。康缘药业等中药注射剂企业业绩依然承压。受一季度流感疫情爆发影响, 儿童药企业葵花药业、济川药业、仁和药业 2018H1 扣非归母净利润均实现同比大幅增长。

图表 10 中药板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
康美药业	169.59	27.88%	25.82	20.32%
白云山	148.40	33.51%	15.41	36.72%
云南白药	129.74	8.47%	14.19	-1.21%
济川药业	38.04	35.36%	8.25	51.22%
东阿阿胶	29.86	1.76%	7.80	-7.01%
片仔癀	24.04	37.12%	6.05	45.15%
仁和药业	22.65	26.68%	2.43	53.78%
葵花药业	23.36	19.39%	2.51	37.47%
康缘药业	8.95	2.00%	2.24	4.08%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

生物药：景气度高，龙头稳增长，疫苗增速高，血制品增速回暖

生物药子行业景气度持续走高。2018H1 年板块营收增速 42.81%，同比上升 26.50 个百分点，扣非归母净利润增速 29.65%，同比上升 10.54 个百分点。三费率整体稳定。三费中因销售费用加大，销售费率同比提升 3.07 个百分点；财务费率小幅下降，管理费率下滑趋势更为明显。

图表 11 生物药板块整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	42.81%	16.31%	26.50pp
扣非归母净利润增速	29.65%	19.11%	10.54pp
销售费用率	28.45%	25.38%	3.07pp
管理费用率	10.63%	14.68%	-4.05pp
财务费用率	1.56%	1.92%	-0.36pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

具体细分来看，子板块龙头长春高新(2018H1 扣非归母净利润增速 88.38%)、通化东宝(看扣非归母增速 28.23%)、安科生物(扣非归母净利润增速 25.26%) 业绩稳步上升；脱敏领域龙头我武生物 2018H1 扣非归母净利润增速 33.02%，保持稳定；复星医药因费用增长拖累和投资收益减少影响，公司 2018H1 扣非归母净利润增速-5.32%。

疫苗板块方面，上半年疫苗行业复苏明显，量价齐升主要为两方面原因，一是受消费升级驱动，相关产品供不应求，如智飞生物(hpv 疫苗供不应求) 2018H1 扣非归母净利润同比大增 306.94%，二是传统疫苗业务需求旺盛，如康泰生物、沃森生物扣非净利润涨幅较大。

图表 12 生物药板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入(亿元)	2018H1 营业收入增速(%)	2018H1 扣非归母净利润(亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速(%)
复星医药	118.59	41.97%	12.01	-5.32%
长春高新	27.49	71.82%	5.15	88.38%
通化东宝	14.63	23.85%	5.20	28.23%
安科生物	6.27	40.20%	1.22	25.26%
天坛生物	12.20	29.24%	2.37	25.60%
华兰生物	12.01	18.59%	4.05	3.04%
博雅生物	10.92	102.11%	1.79	31.96%
智飞生物	20.72	365.42%	6.85	306.94%
康泰生物	10.64	126.65%	2.73	327.68%
沃森生物	3.74	45.92%	0.44	209.56%
我武生物	2.19	32.45%	1.00	33.02%

资料来源：Wind，华安证券研究所

医药流通：商业持续受调拨业务拖累，零售内生+外延双发力

医药流通子行业 2018 年营业收入增速 17.07%，同比下滑 6.24 个百分点，扣非归母净利润增速 17.80%，同比下滑 12.35 个百分点。主要是商业公司因两票制推广分销业务受到冲击影响所致。费用方面，各项费用率均小幅提升。

图表 13 医药流通整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	17.07%	23.31%	-6.24pp
扣非归母净利润增速	17.80%	30.16%	-12.35pp
销售费用率	6.51%	5.31%	+1.20pp
管理费用率	2.37%	2.32%	+0.05pp
财务费用率	0.75%	0.56%	+0.19pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

商业方面，受招标降价、取消药品加成和两票制的继续推行，商业流通公司的分销调拨业务仍在受影响，多数商业公司收入增速明显放缓。大型商业公司的调拨业务比重较高，影响相对较大，上海医药、九州通尤为明显；而国药股份（存在重组并表因素）、柳药股份等地区性商业流通公司影响相对较小；两票制预计对调拨业务的影响将逐步减小，商业公司增速有望实现反转。

零售方面，连锁药店各上市公司收入增速继续高增长，益丰药房、一心堂扣非归母净利润增速明显加快。药店业绩增长主要来源于老店同比保持稳定增长、已经整合完毕的并购门店贡献开始增加，新店建设和并购加快。我们认为连锁药店行业整合将继续，药店分级政策的出台将进一步加速整合进程，同时处方外流将为连锁药店带来承接部分市场的机会，有利于对龙头企业的增长。

图表 14 医药流通板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
上海医药	758.79	15.35%	18.93	6.87%
中国医药	153.25	0.41%	7.71	20.52%
国药股份	187.71	6.63%	6.35	39.71%
国药一致	207.79	1.24%	6.23	14.1%
瑞康医药	155.08	49.21%	5.78	51.22%
九州通	424.49	17.17%	4.90	20.54%
柳药股份	55.16	24.16%	2.55	32.95%
一心堂	42.91	17.53%	2.91	35.62%
老百姓	44.37	28.45%	2.13	16.33%
益丰药房	29.93	33.71%	2.07	37.27%

资料来源：Wind，华安证券研究所

医疗服务：持续高速增长，龙头业绩贡献稳定

医疗服务子行业 2018H1 营业收入增速 56.15%，同比提升 19.27 个百分点；扣非归母净利润增速 37.57%，增速大幅下滑。增速下滑主要是异常值影响，ST 海投 2016H1 扣非归母净利润亏损超 7 亿元，2017H1 亏损 0.58 亿元，导致 2017 年业绩增速较快，而 2018H1 同比回落。三费率整体偏稳定。

图表 15 医疗服务整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	56.15%	36.88%	19.27pp
扣非归母净利润增速	37.57%	60.47%	-22.91pp
销售费用率	11.32%	10.41%	+0.91pp
管理费用率	12.08%	12.92%	-0.83pp
财务费用率	2.70%	2.26%	0.44pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

医疗服务板块依然保持了高景气度，业绩增长主要贡献来源于临床 CRO 龙头**泰格医药**、连锁眼科医院龙头**爱尔眼科**、口腔医院龙头**通策医疗**、体检龙头**美年健康**业绩均同比保持高速增长。CRO 行业在经历临床自查核查影响后，受国内鼓励创新药研发注册的政策落地和一致性评价的继续推进影响，行业基本面大幅改善（包括剔除的次新股**明康德**、**昭衍新药**），业绩持续向好。专科医院龙头**爱尔眼科**持续保持内生增长+外延并表双轮驱动，持续高速增长。而**美年健康**扣非归母净利润同比大幅增长存在并表因素。

图表 16 医疗服务板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
爱尔眼科	37.80	45.94%	5.27	44.50%
泰格医药	10.33	38.96%	1.89	80.90%
润达医疗	27.95	58.56%	1.44	54.85%
通策医疗	6.85	34.91%	1.32	51.57%
美年健康	34.85	57.42%	1.01	530.51%

资料来源：Wind，华安证券研究所

医疗器械：内生贡献增长，内部分化明显

医疗器械子行业 2018H1 营业收入增速 22.99%，同比小幅减少 1.61 个百分点；扣非归母净利润增速 15.84%，同比提升 0.42 个百分点。业绩增速基本保持持平，主要是受**千山药机**影响（2018H1 扣非归母净利润亏损 2 亿元，2017H1 为 0.24 亿元）。费用方面，三费率同比基本稳定。

图表 17 医疗器械整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	22.99%	24.60%	-1.61pp
扣非归母净利润增速	15.84%	15.42%	0.42pp
销售费用率	13.16%	12.35%	0.81pp
管理费用率	12.08%	12.22%	-0.14pp
财务费用率	1.62%	1.16%	0.47pp

资料来源：Wind，华安证券研究所

龙头公司对器械子行业业绩贡献较大，心血管平台龙头**乐普医疗**、家用器械龙头**鱼跃医疗**、血糖检测龙头**三诺生物**内生增长保持稳定。与此同时，行业内部分化较为严重，以 IVD 子版块为例，**安图生物**、**迈克生物**等化学发光领域公司增速较快，而传统免疫公司**科华生物**、**九强生物**增速放缓。传统设备制造类企业如**楚天科技**、**东富龙**等公司营收增速放缓，扣非归母净利润增速持续下降。

图表 18 医疗器械板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
乐普医疗	29.55	35.10%	6.70	36.47%
鱼跃医疗	22.23	19.46%	4.47	15.46%
安图生物	8.48	45.71%	2.36	35.75%
迈克生物	12.46	47.63%	2.30	25.31%
贝瑞基因	6.45	23.02%	1.42	66.73%
三诺生物	7.61	54.60%	1.36	58.84%
科华生物	9.74	29.91%	1.33	9.75%
九强生物	3.41	19.05%	1.14	2.89%
东富龙	9.17	16.36%	0.28	-47.73%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

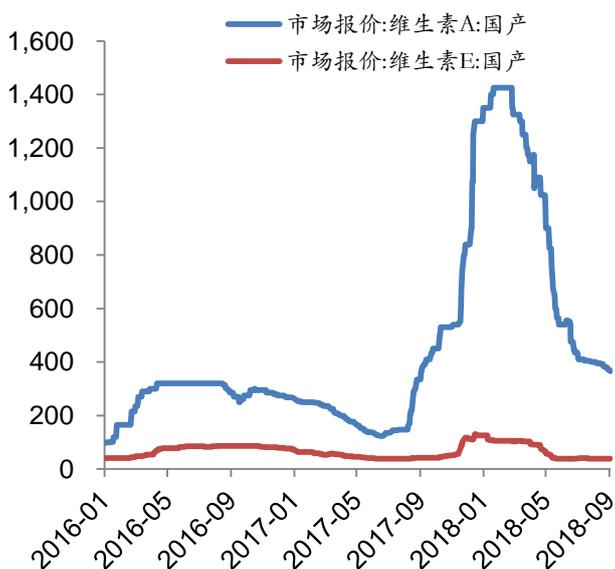
化学原料药: 原料药价格上涨增厚公司业绩

化学原料药板块 2018H1 营业收入增速 22.07%，同比上升 6.23 个百分点；扣非归母净利润增速 81.13%，同比提升 80.04 个百分点。行业业绩增速大幅提升主要是受益于维生素及肝素类原料药价格大幅涨价所致。三费率方面，除销售费率同比上升 4.69 个百分点，管理费用率、财务费率整体稳定。

图表 19 医疗器械整体财务数据对比一览

	2018H1	2017H1	变动
营业收入增速	22.07%	15.84%	6.23pp
扣非归母净利润增速	81.13%	1.09%	80.04pp
销售费用率	13.94%	9.25%	4.69pp
管理费用率	10.60%	11.42%	-0.83pp
财务费用率	1.13%	1.73%	-0.60pp

资料来源: Wind, 华安证券研究所

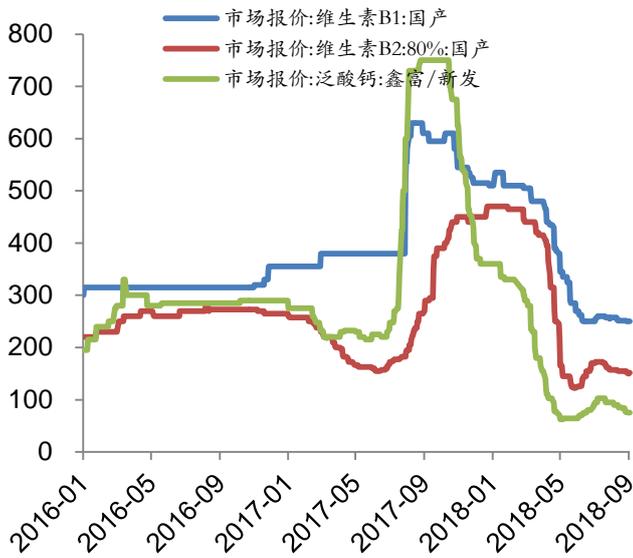
图表 20VA 和 VE 市场 (国产) 报价 (元/KG)


资料来源: wind, 华安证券研究所

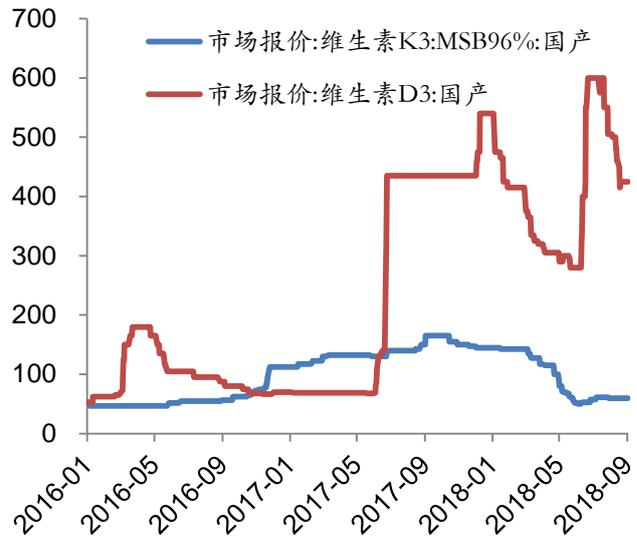
图表 21 VC 市场 (国产) 报价 (元/KG)


资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 VB 系（国产）市场报价（元/KG）



图表 23VD3 与 VK3 市场报价（元/KG）



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

受益于一季度维生素价格上涨，量价齐升带动 2018H1 原料药上市公司业绩大增：大宗原料药方面，新和成（2018H1 扣非归母净利润同比+260.17%，源于 VA 价格大幅增长）；金达威（VA 价格上涨，2018 H1 扣非归母净利润同比+224.98%）；浙江医药（VA/E 价格高位，2018 H1 扣非归母净利润同比+436.16%）。因肝素价格上涨，海普瑞 2018 H1 扣非归母净利润同比+5597.12%。特色原料药方面，九州药业 2018 H1 扣非归母净利润同比+44.95%；华海药业因原料药缬沙坦事件拖累业绩，当期扣非净利润出现下滑。

图表 24 化学原料药板块上市公司典型企业营收与扣非归母净利润增速

公司	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入增速 (%)	2018H1 扣非归母净利润 (亿元)	2018H1 扣非归母净利润增速 (%)
新和成	46.51	78.34%	20.06	260.17%
金达威	13.30	46.97%	4.70	224.98%
浙江医药	33.93	36.51%	4.68	436.16%
亿帆医药	23.25	25.24%	5.19	18.62%
海普瑞	20.04	90.88%	2.10	5597.12%
九州药业	9.20	15.19%	1.01	44.95%
京新药业	14.09	41.09%	1.92	24.67%
华海药业	25.39	8.01%	2.03	-19.99%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 业绩展望：三季度业绩预告整体向好

从已经公布三季度业绩预告的 74 家公司来看，预计归母净利润实现 20% 以上增长(增长下限)的有 24 家，占比 32.4% (若以业绩预告的业绩增速中位数为基准，则归母净利润增速在 20% 以上的为 39 家，占比 52.7%)。增速较快的主要是原料药企业（新和成、金达威、科伦药业、花园生物等）以及各子领域龙头公司（如美年健康、正海生物、乐普医疗、一心堂、贝瑞基因、凯莱英等）。

图表 25 已公告三季度业绩预告的 74 家上市公司净利润增速情况一览（以增速上限降序）

增速下限≥100%			增速下限≥0%			新天药业	20.00	5.00
乐心医疗	817.58	694.68	永安药业	65.00	15.00	润都股份	20.00	5.00
海普瑞	765.63	716.17	创新医疗	56.76	14.95	明德生物	20.00	0.00
冠福股份	237.08	159.83	哈三联	50.80	11.11	冠昊生物	20.00	0.00
新和成	200	170	佛慈制药	50.00	0.00	信立泰	15.00	5.00
金达威	191.28	149.67	盘龙药业	42.93	16.94	誉衡药业	15.00	0.00
科伦药业	230.00	180.00	信邦制药	40.00	15.00	尚荣医疗	30.00	-10.00
花园生物	145.41	116.33	鹭燕医药	40.00	10.00	必康股份	25.00	-5.00
紫鑫药业	132.82	101.36	大博医疗	40.00	10.00	达安基因	20.00	-10.00
增速下限≥20%			恩华药业	35.00	15.00	力生制药	15.00	-15.00
美年健康	85.50	46.85	瑞康医药	35.00	15.00	卫光生物	15.00	-15.00
海翔药业	78.79	50.75	康弘药业	35.00	5.00	赛隆药业	12.93	-14.52
正海生物	70.00	50.00	九安医疗	31.38	8.50	莱茵生物	10.00	-20.00
海南海药	60.00	30.00	亚太药业	30.00	10.00	黄山胶囊	10.00	-35.00
仙琚制药	60.00	30.00	千红制药	30.00	10.00	天圣制药	10.00	-10.00
东诚药业	60.00	30.00	益盛药业	30.00	10.00	增速上限<0%		
乐普医疗	57.00	49.00	汉森制药	30.00	5.00	亿帆医药	0.00	-30.00
双鹭药业	50.00	30.00	华兰生物	30.00	0.00	沃华医药	0.00	-50.00
葵花药业	50.00	30.00	鱼跃医疗	30.00	0.00	华通医药	0.00	-30.00
京新药业	40.00	30.00	桂林三金	30.00	0.00	博腾股份	0.00	-10.00
精华制药	60.00	20.00	奇正藏药	30.00	0.00	龙津药业	-10.00	-60.00
一心堂	50.00	20.00	嘉事堂	30.00	0.00	太安堂	-15.00	-25.00
特一药业	50.00	20.00	海思科	30.00	0.00	天宇股份	-27.37	-43.29
贝瑞基因	43.44	25.88	华森制药	28.52	3.65	同和药业	-39.64	-50.31
以岭药业	40.00	20.00	嘉应制药	25.00	0.00	易明医药	-40.33	-70.17
凯莱英	30.00	20.00	贵州百灵	20.00	5.00	健康元	-68.06	-73.25

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所整理

2.观点：正在筑底，中长期看好观点不变

2.1 小结：业绩持续分化，龙头优势明显

从 2018 年中报来看，医药生物行业整体业绩持续稳定增长，符合我们一直以来关于对行业业绩回暖的判断；从子行业来看，业绩分化也比较严重，各子板块的龙头公司业绩整体增速均要快于行业整体。

自 2015 年以来从上至下出台了多项政策，包括鼓励药品器械创新、审批制度改革、仿制药一致性评价、两票制等等，无论是药领域还是非药领域，政策变动都趋向于对龙头有利，龙头将受益于行业的优胜劣汰和集中度提高。但同时，行业整体业绩增速加快仍存在两票制逐步推广低开转高开带来收入大幅增长的影响，这一点我们在一季报总结时已经提到，预计 2018 年全年收入维持高增长，药企业绩存在一定程度的失真；预计下半年销售费用同比降出现较大增长，净利润增速环比将下滑。

2.2 行业估值：溢价率持续回落

截至2018年9月6日，申万一级医药生物行业市盈率（TTM整体法，剔除负值）为27.81倍，低于历史平均38.37倍PE（2006年至今），相对于沪深300的10.85倍最新PE的溢价率为156.18%，仍处于低位。

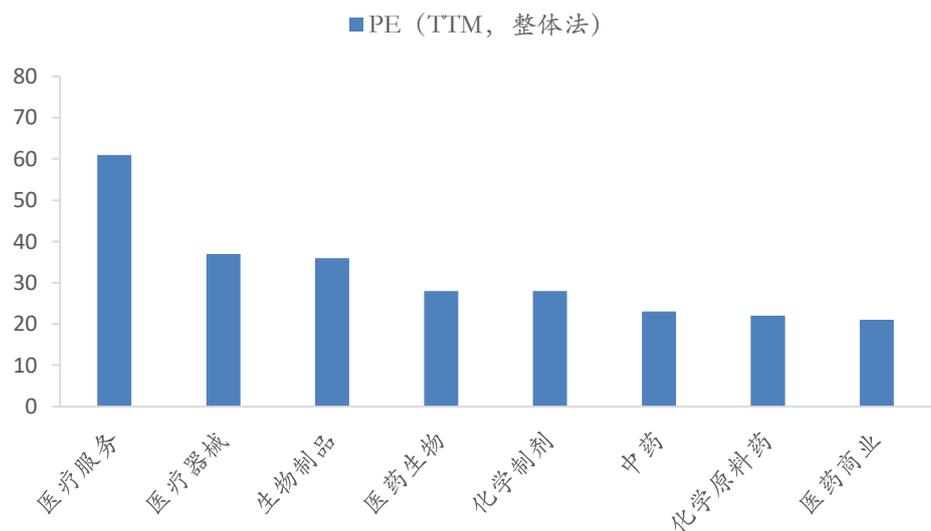
图表 26 申万医药生物一级行业与沪深300市盈率（TTM整体法，剔除负值）及溢价率一览



资料来源：wind、华安证券研究所

子板块方面，医疗服务、医疗器械、生物制品板块估值仍较高，其中，医疗服务板块估值仍最高，为61倍；医疗器械板块在37倍，生物制品板块在36倍；化学原料药、化学制剂在22-28倍左右，而中药、医药商业估值相对较低，在21-23倍。（截至2018年9月6日）

图表 27 医药生物子板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：wind、华安证券研究所

2.3 投资策略

从5月29日（申万医药行业指数的最高点）至9月1日，申万医药行业指数已经回调超过24%；主要是前期医药基金累计浮盈多、行业配置仓位高，部分公司估值较高等原因，8月因疫苗事件负面影响和药监局的人事变动也给行业带来了诸多不确定性。

我们认为经过前段时间的调整，无论是从估值（估值已经接近7年低位，板块最新TTM估值仅28倍，较于沪深300的溢价率156%，跌至年初水平）来看，还是从板块业绩（扣非归母净利润增速）来看，目前行业配置性价比正逐步显现，医药板块已经处于筑底状态。短期建议以防御为主，中长期持续看好创新、优质仿制药、流通（连锁药店+医药商业）、优质医疗服务。

短期建议以防御为主，建议关注估值和性价比较高的OTC 济川药业、仁和药业，中长期持续看好创新、优质仿制药、流通（连锁药店+医药商业）、优质医疗服务。

中长期持续推荐：

(1) 创新：随着企业研发投入不断加大，新药审批速度与国际接轨，未来3-5年将迎来第一批国产创新药上市的密集期；我们依然强调创新仍是A股未来十年的主旋律，持续推荐创新政策确定受益标的临床CRO龙头**泰格医药**（中报归母净利润增速82.78%，18-19年保持高增长）。关注一线创新标的**恒瑞医药**，推荐二线创新药标的**安科生物**（生长激素粉针剂型持续高增长，水针有望在年终完成优先审评实现上市；CAR-T申报、HER2临床处于第一梯队）、**华东医药**，以及回调较多的**复星医药**。

(2) 优质仿制药：仿制药一致性评价继续稳步推进，一致性评价将改变我国制药行业的竞争格局：

A. 优势品种企业直接受益：关注**华东医药**（阿卡波糖一致性评价通过后市场份额仍将稳步上升）；

B. 制剂出口绿色通道：前期因缬沙坦事件回调明显，建议关注**华海药业**（现已拥有45个ANDA，并仍保持每年增加5-10个的速度增长）；

C. CRO行业面临扩容，推荐临床CRO龙头**泰格医药**；

D. 药用辅料面临洗牌，推荐优质药用辅料企业**山河药辅**。

(3) 商业板块：两票制实施进入关键阶段，主要省级市场已实施，调拨业务影响正逐步减弱，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转。当前医药商业板块估值已经处于历史底部，建议关注全国商业龙头**上海医药**、**九州通**、地方龙头**国药股份**、**柳药股份**。

(4) 连锁药店龙头：社保追缴问题与小规模纳税人减税政策有望对冲，行业长期逻辑不变，药店“分级分类”管理制度将逐步推广（广东已经开始推行），利好行业龙头整合，推荐精细化管理连锁药店**益丰药房**、**一心堂**（预计2018年归母净利润增速超过33%，对应2018年PE仅25倍），关注**国药一致**、**老百姓**。

(5) 医疗服务与医疗器械：建议关注连锁眼科医院**爱尔眼科**、口腔医院**通策医疗**，心血管平台企业**乐普医疗**。

3. 风险提示

- (1) 政策推进不及预期
- (2) 股市系统性风险。

附录：1-8 月行业重要政策一览

（一）国务院：鼓励创新/优质仿制药发展，取消抗癌药进口关税，印发下半年医改工作任务

1、《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》

4月3日，国办发布《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》，旨在促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效，提高药品供应保障能力，更好地满足临床用药及公共卫生安全需求，加快我国由制药大国向制药强国跨越。具体而言，主要有以下几点意见，包括制定鼓励仿制的药品目录、加强仿制药技术攻关、完善药品知识产权保护、加快推进仿制药质量和疗效一致性评价工作、提高药用原辅料和包装材料质量、提高工艺制造水平、严格药品审评审批、加强药品质量监管、及时纳入采购目录、促进仿制药替代使用、发挥基本医疗保险的激励作用、明确药品专利实施强制许可路径、落实税收优惠政策和价格政策、推动仿制药产业国际化、做好宣传引导。

2、28项药品取消进口关税

4月23日，国务院发布28项药品取消进口关税。公告显示，将以暂定税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药品及有实际进口的中成药进口关税降为零。包括抗癌药在内，共有28项药品取消进口关税。

3、发布《关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》

8月28日，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》，内容涉及7大方面50项。

一是有序推进分级诊疗制度建设；二是建立健全现代医院管理制度；三是加快完善全民医保制度；四是推进药品供应保障制度建设；五是切实加强综合监管制度建设；六是建立优质的医疗卫生服务体系；七是统筹推进相关领域改革。

（二）财政部：《关于抗癌药品增值税政策的通知》

为鼓励抗癌制药产业发展，降低患者用药成本，现将抗癌药品增值税政策通知如下：

一、自2018年5月1日起，增值税一般纳税人生产销售和批发、零售抗癌药品，可选择按照简易办法依照3%征收率计算缴纳增值税。上述纳税人选择简易办法计算缴纳增值税后，36个月内不得变更。

二、自2018年5月1日起，对进口抗癌药品，减按3%征收进口环节增值税。

三、纳税人应单独核算抗癌药品的销售额。未单独核算的，不得适用本通知第一条规定的简易征收政策。四、本通知所称抗癌药品，是指经国家药品监督管理部门批准注册的抗癌制剂及原料药。

（三）医保局：开启试点城市药品集采工作/抗癌药谈判工作

1、计划9月正式启动试点城市的集中采购工作

8月14日，医保局计划9月正式启动试点城市的集中采购工作，预计10月结束本轮采购并公布相关结果。此次，国家医保局正在推进在国家层面进行药品的集中采购试点，涉及北京、上海、天津、重庆、沈阳、大连、广州、深圳、厦门、成都、西安11个城市。

采购范围方面：主要从通过一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种入手。在采购方式上：国家组织，联盟地区公立医疗机构为集中采购主体。采购规则：入围的生产企业在3家及以上的，采取招标采购的方式；入围生产企业为2家的，采取议价采购的方式；入围生产企业只有1家的，采取谈判采购的方式。量价挂钩方式：试点地区所有公立医疗机构年度药品总用量的60%-70%估算采购总量。

2、确认18个品种纳入抗癌药医保准入专项谈判范围

8月17日，国家医保局印发《关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通告》，确认12家企业的18个品种纳入本次抗癌药医保准入专项谈判范围。18个品种专项谈判品种中，外企16个品种，其中，诺华有4个品种：磷酸芦可替尼片、尼洛替尼胶囊、培唑帕尼片、塞瑞替尼胶囊；辉瑞有3个品种，分别是阿西替尼片、克唑替尼胶囊、苹果酸舒尼替尼胶囊。国内企业有2个品种，包括正大天晴的盐酸安罗替尼胶囊、

恒瑞的培门冬酶注射液。

(四) 卫健委：国家基本药物目录品种增至 685 种

2018 年版国家基本药物目录共调入药品 187 种,调出 22 种,目录总品种数量由原来的 520 种增加到 685 种,其中西药 417 种、中成药 268 种。在覆盖主要临床主要病种的基础上,重点聚焦癌症、儿童疾病、慢性病等病种,新增品种包括了抗肿瘤用药 12 种、临床急需儿童用药 22 种以及世卫组织推荐的全球首个也是国内唯一一个全口服、泛基因型、单一片剂的丙肝治疗新药。

此外,卫健委副主任曾益新介绍,纳入新版目录的基本药物更加注重与仿制药质量和疗效一致性评价联动,强调按程序将通过了一致性评价的药品优先纳入基本药物目录,逐步将未通过一致性评价的基本药物品种调出目录,进一步强化基本药物是安全药、放心药。

(五) 药监局:保护药品实验数据、接受境外临床数据、临床试验默示制

1、《药品试验数据保护实施办法(暂行)》

4 月 25 日,国家药品监督管理局办公室发布了《药品试验数据保护实施办法(暂行)》征求意见稿。《办法》规定,在保护期内,未经数据保护权利人同意,国家药品监督管理部门不得批准其他申请人同品种药品上市申请,但申请人依赖自行取得的试验数据或获得上市许可的申请人同意的除外。

2、药监局:《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》

7 月 10 日,国家药监局正式发布《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》(以下简称《指导原则》)。《指导原则》对接受境外临床试验数据的适用范围、基本原则、完整性要求、数据提交的技术要求以及接受程度均给予明确,旨在为境外临床试验数据用于在我国进行药品注册申请提供可参考的技术规范,以鼓励药品的境内外同步研发,加快临床急需、疗效确切、安全性风险可控的药品在我国的上市,更好满足我国患者的用药需求。

3、药监局:临床试验申请实行默示制

7 月 27 日,《国家药品监督管理局关于调整药物临床试验审评审批程序的公告(2018 年第 50 号)》发布,对药物临床试验审评审批的有关事项作出调整:在我国申报药物临床试验的,自申请受理并缴费之日起 60 日内,申请人未收到国家食品药品监督管理总局药品审评中心否定或质疑意见的,可按照提交的方案开展药物临床试验。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。