

# 医药工业持续回升，关注业绩确定性龙头

## 医药生物行业

投资建议： 优异

上次建议： 优异

### 投资要点：

#### 医药工业持续上行，出口增速加快

2018年上半年医药制造业实现主营业务收入12577.30亿元，同比增长13.50%，增速较上年同期提高0.90个百分点；利润总额为1585.70亿元，同比增长14.40%，增速较上年同下滑1.50个百分点，主要与基数有关。考虑到逐步增长的健康需求和卫生支出，我们认为医药行业有望持续10%以上增速。2018年上半年医药品累计进口金额为140.13亿美元，同比增长5.82%，累计出口金额为89.53亿美元，同比增长29.28%，进口受限于外部形势，出口得益于原料药价格的提升。

#### 上市公司增长加速，行业结构性分化明显

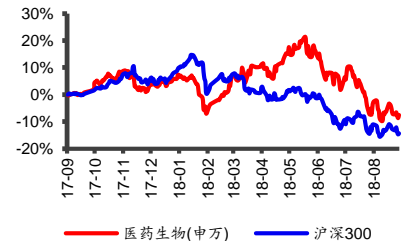
18H1上市公司实现营收6607亿，增长21.9%，实现归母净利582亿元，同比提升25.6%；受1季度流感因素基数高，2季度环比增速有所下滑，实现营收3369亿，同比增长20.1%；实现归母净利润299亿，同比增加17.6%。总体来看，自2015年以来上市公司营收增速逐年提升，2018H1上市公司收入及利润增速创近年来的新高。随着医改的逐步深化和落实、一致性评价和两票制效果逐步显现，国内创新热潮的涌现和持续，行业结构性分化趋势愈加明显，优胜劣汰、强者恒强的逻辑开始得到验证。从细分领域来看，医疗服务及原料药表现较好，而医药商业表现较差。

#### 建议关注业绩确定性高的细分龙头

从营收增速和归母净利增速来看，化学制剂、原料药和中药板块两项指标均加快。生物制品和医疗服务营收加快而利润增速下降，医疗器械的营收增速下降但利润增速加快，而医药商业营收和利润增速皆有所下滑。整体来看，医药商业受益于两票制下集中度的提升以及处方药外流的趋势，未来增长确定性高，建议关注九州通(600998.SH)和一心堂(002727.SZ)等。医疗器械板块建议关注IVD优质企业安图生物(603658.SH)和基蛋生物(603387.SH)，另外细分领域的龙头乐普医疗(300003.SH)、欧普康视(300595.SZ)等也有较大的机会。仿制药一致性评价招标红利逐步释放，进度靠前的企业京新药业(002020.SZ)、华海药业(600521.SH)值得关注。原料药板块则具备制剂一体化优势企业有望维持业绩高增长。中药板块，建议关注市场格局好、增速快的品牌OTC企业如羚锐制药(600285.SH)。生物制品板块重点推荐疫苗行业，血制品调整近尾声，华兰生物(002007.SZ)有望迎来新增长。医疗服务领域整体增速快，可连锁复制扩张的医疗连锁机构通策医疗(600763.SH)有望维持较快增长。综上，建议关注医药商业、医疗器械、化学制剂及医疗服务板块。

风险提示 政策推进进度不及预期，产品销售不及预期

### 一年内行业相对大盘走势



汪太森 分析师

执业证书编号：S0590517110002

电话：0510-85182970

邮箱：wangts@glsc.com.cn

夏禹 分析师

执业证书编号：S0590518070004

电话：0510-85607875

邮箱：yuxia@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《疫苗企业未发现质量安全问题，进口抗癌药专项采购启动》2018.09.10
- 2、《医改工作重点发布，一致性评价提出批量要求》2018.09.04
- 3、《一致性评价采购红利释放，BMS公布 Opdivo 价格》2018.08.27

## 正文目录

1	医药制造业行业简析.....	4
1.1	全行业分析.....	4
1.2	医药进出口分析.....	5
2	医药上市公司盈利能力分析.....	6
2.1	化学制剂.....	7
2.2	原料药.....	8
2.3	中药.....	9
2.4	生物制品.....	11
2.5	医药商业.....	12
2.6	医疗器械.....	13
2.7	医疗服务.....	15
3	医药上市公司三费情况.....	16
4	医药上市公司营运能力分析.....	17
5	估值水平和涨跌幅.....	18
6	行业推荐.....	19
7	风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1:	医药生物行业 2011 年以来收入变化 (亿元).....	4
图表 2:	医药生物行业 2011 年以来利润变化 (亿元).....	4
图表 3:	2011 年以来医药生物行业毛利率和利润率.....	5
图表 4:	2011 年以来医药生物行业期间费用率.....	5
图表 5:	2016 年以来医药进口金额情况变化.....	5
图表 6:	2016 年以来医药出口金额情况变化.....	5
图表 7:	医药上市公司营收.....	6
图表 8:	医药上市公司归母净利.....	6
图表 9:	医药上市公司扣非归母净利.....	6
图表 10:	医药上市公司 ROE.....	6
图表 11:	各子板块营收和归母净利情况.....	7
图表 12:	化药制剂板块营收和净利增长情况.....	7
图表 13:	化药制剂板块 ROE.....	7
图表 14:	化学制剂板块归母净利增速较快的企业情况.....	8
图表 15:	原料药板块营收和净利增长情况.....	9
图表 16:	原料药板块 ROE.....	9
图表 17:	原料药板块归母净利增速较快的企业情况.....	9
图表 18:	中药板块营收和净利增长情况.....	10
图表 19:	中药板块 ROE.....	10
图表 20:	中药板块归母净利增速较快的企业情况.....	10
图表 21:	生物制品板块营收和净利增长情况.....	11
图表 22:	生物制品板块 ROE.....	11
图表 23:	生物制品板块归母净利增速较快的企业情况.....	11
图表 24:	医药商业板块营收和净利增长情况.....	12
图表 25:	医药商业板块 ROE.....	12
图表 26:	医药商业板块归母净利增速较快的企业情况.....	13
图表 27:	医疗器械板块营收和净利增长情况.....	13

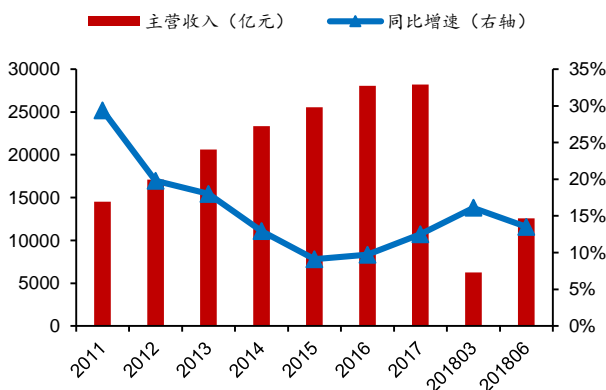
图表 28: 医疗器械板块 ROE.....	13
图表 29: 医疗器械板块归母净利增速较快的企业情况.....	14
图表 30: 医疗服务板块营收和净利增长情况.....	15
图表 31: 医疗服务板块 ROE.....	15
图表 32: 医疗服务板块归母净利增速较快的企业情况.....	15
图表 33: 销售费用率.....	16
图表 34: 管理费用率.....	16
图表 35: 财务费用率.....	16
图表 36: 存货周转率.....	17
图表 37: (应收账款+应收票据) 周转率.....	17
图表 38: 医药生物行业估值水平.....	18
图表 39: 医药生物行业 18 年初至今涨跌幅前 10 企业.....	19
图表 40: 医药生物 2018H1 情况.....	19

## 1 医药制造业行业简析

### 1.1 全行业分析

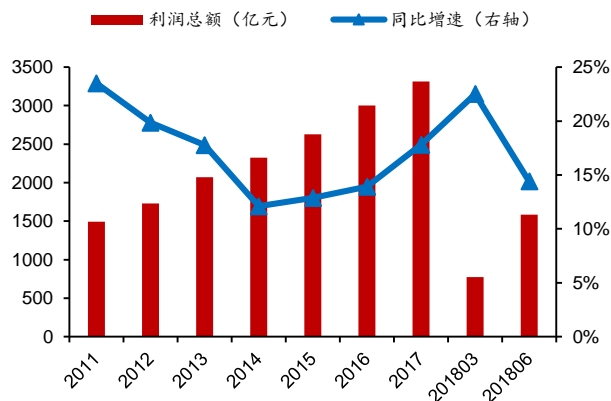
根据 wind 数据，2018 年上半年医药制造业实现主营业务收入 12577.30 亿元，同比增长 13.50%，增速较上年同期提高 0.90 个百分点；利润总额为 1585.70 亿元，同比增长 14.40%，增速较上年同下滑 1.50 个百分点。从数据走势可以看出，从 2015 年行业增速见底以来，逐步企稳回升，增速下滑主要与基数有关。考虑到逐步增长的健康需求和卫生支出，我们认为医药行业有望持续 10% 以上增速。

图表 1: 医药生物行业 2011 年以来收入变化 (亿元)



来源: wind 国联证券研究所

图表 2: 医药生物行业 2011 年以来利润变化 (亿元)

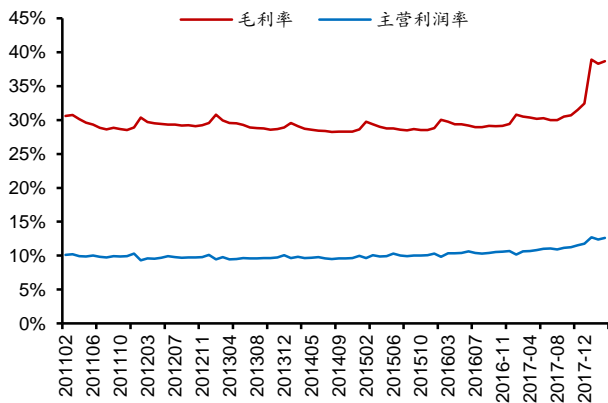


来源: wind 国联证券研究所

**行业盈利能力持续提高。**2018 年上半年医药制造业主营业务毛利率为 38.68%，同比提升 8.44 个百分点。主营利润率上半年为 12.61%，同比提高 1.61 个百分点。我们认为随着落后产能的淘汰和规模效应的增强，再考虑到部分提价效应和两票制减少中间环节，整体行业运行越显健康，强者恒强的带动下，行业高盈利能力得以持续。

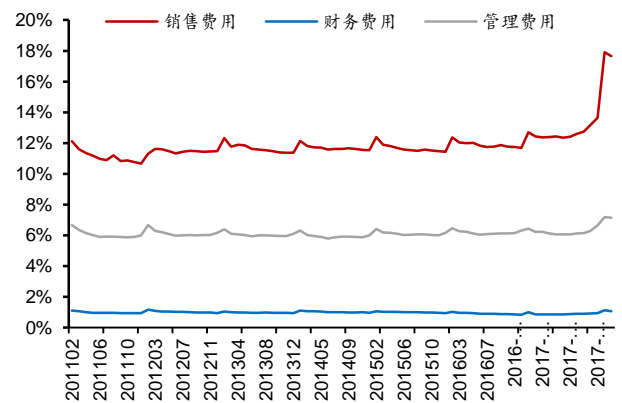
2018 年上半年行业销售费用、管理费用和财务费用分别为 2292.50 亿元、929.70 亿元和 111.60 亿元，分别同比增长 39.20%、17%和 1.90%，其中销售费用增长较大表明整体行业推广力度加大，投入增多，部分由于“低开转高开”原因。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 18.23%、7.39%、0.89%，销售费用率和管理费用率、财务费用率同比分别提高 5.79、1.33 和 0.04 个百分点

图表 3：2011 年以来医药生物行业毛利率和利润率



来源：国家统计局 国联证券研究所

图表 4：2011 年以来医药生物行业期间费用率

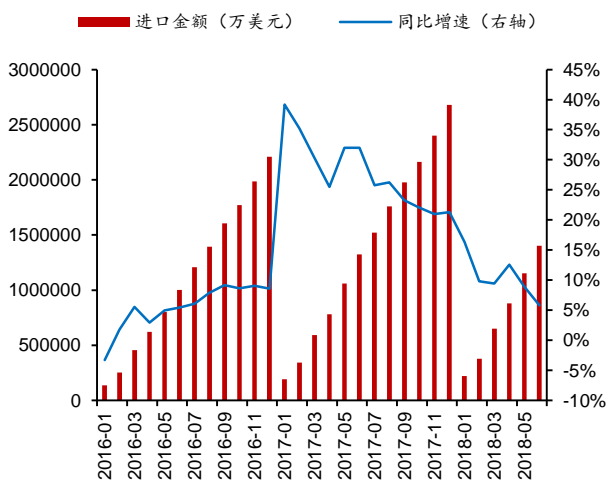


来源：国家统计局 国联证券研究所

## 1.2 医药进出口分析

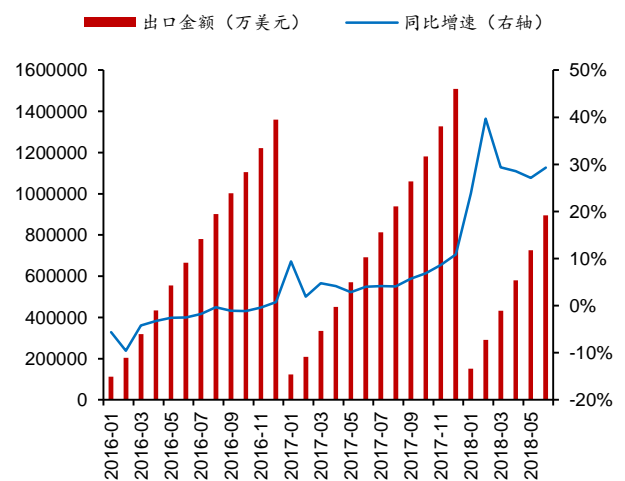
根据 wind 数据，2018 年上半年医药品累计进口金额为 140.13 亿美元，同比增长 5.82%，累计出口金额为 89.53 亿美元，同比增长 29.28%。从走势上来看，今年上半年由于外部形式的严峻，进口确实受到部分程度的影响，不过出口金额来看，今年增速明显提高，主要与平均单价提高有关，反映了目前原料药价格上升的趋势。

图表 5：2016 年以来医药进口金额情况变化



来源：wind，国联证券研究所

图表 6：2016 年以来医药出口金额情况变化



来源：wind，国联证券研究所

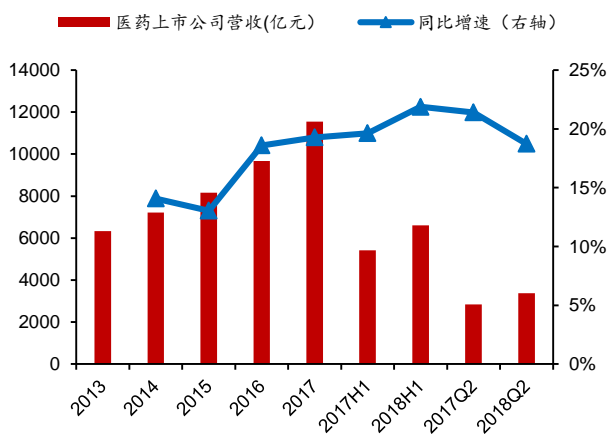
## 2 医药上市公司盈利能力分析

医药行业整体保持了较高的增长态势，2018 年上半年医药上市公司实现营收 6607 亿，增长 21.9%，增速同比提升 2.2 个百分点，实现归母净利 582 亿元，同比提升 25.6%，增速提升 8.2 个百分点。上市公司的营收和净利润增长速度相较 2017 年上半年均有显著提升，营收自 2015 年以来增长逐年提速。

2018 年 2 季度实现营收 3369 亿，同比增长 20.1%，增速同比下滑 2.7 个百分点；实现归母净利润 299 亿，同比增加 17.6%，增速同比下滑 5.2 个百分点。

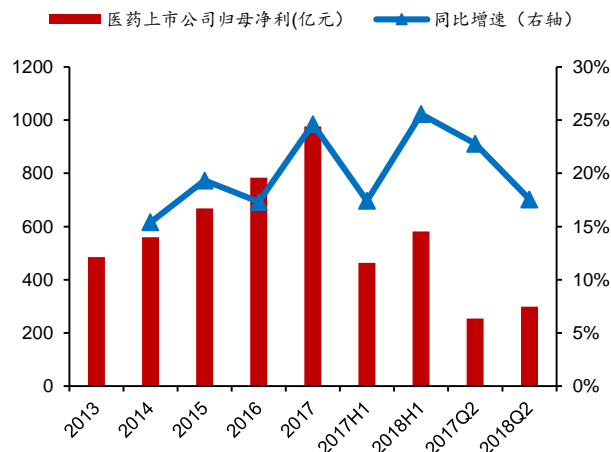
医药上市公司整体 ROE 在 2017 年略有回升，18 年上半年相比同期持续提升。17 年 ROE 为 11.30%，同比上升 0.29 个百分点，18 年上半年医药上市公司 ROE 为 6.09%，同比上升 0.46 个百分点。

图表 7：医药上市公司营收



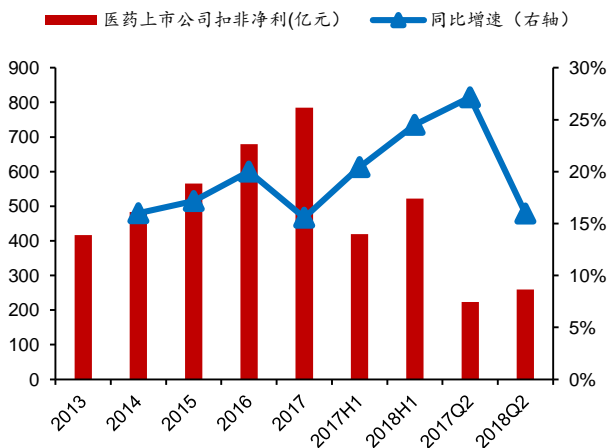
来源：wind，国联证券研究所

图表 8：医药上市公司归母净利

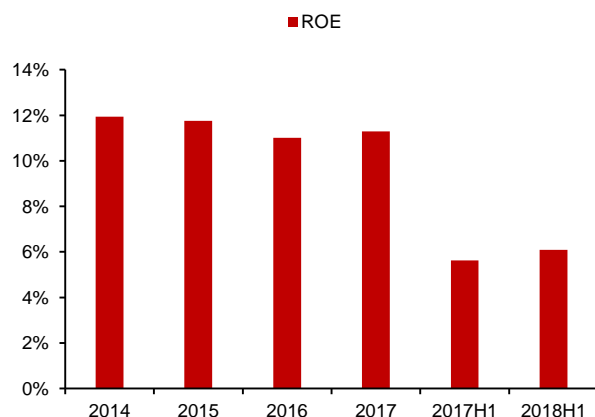


来源：wind，国联证券研究所

图表 9：医药上市公司扣非归母净利



图表 10：医药上市公司 ROE





来源: wind, 国联证券研究所

来源: wind, 国联证券研究所

细分板块来看, 以归母净利润为主要参考指标, 2018 上半年原料药和医疗服务板块表现良好, 归母净利增速在 40% 以上, 中药、化学制剂和医疗器械表现次之, 归母净利增速在 20% 以上, 医药商业表现较弱, 归母净利增速为 11.8%。在 2018 年 2 季度, 原料药和医疗服务板块表现依旧靓丽, 归母净利和扣非归母净利增速均在 24% 以上, 从扣非净利润增速来看化学制品和原料药相比 2017 年上半年而言增长加速。

图表 11: 各子板块营收和归母净利情况

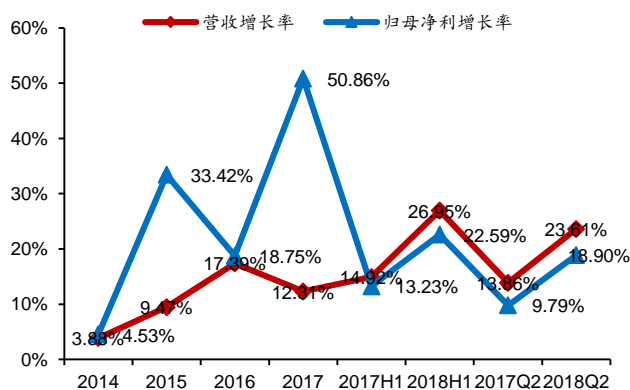
	营收增长率			归母净利增长率			扣非净利增长率		
	2017H1	2018H1	2018Q2	2017H1	2018H1	2018Q2	2017H1	2018H1	2018Q2
化学制剂	14.9%	27.0%	23.6%	13.2%	22.6%	18.9%	15.3%	19.8%	18.1%
原料药	25.8%	27.6%	18.9%	1.9%	77.1%	21.4%	3.6%	84.1%	23.4%
中药	11.8%	19.7%	17.8%	8.1%	25.6%	23.8%	18.9%	15.8%	7.5%
生物制品	18.0%	43.3%	45.5%	44.8%	12.9%	3.7%	29.6%	30.3%	32.0%
医药商业	23.2%	17.0%	13.1%	35.2%	11.8%	7.6%	31.8%	17.6%	18.0%
医疗器械	25.2%	23.1%	25.0%	17.1%	22.1%	21.1%	19.9%	16.2%	13.2%
医疗服务	43.9%	61.1%	57.8%	51.6%	41.4%	38.2%	59.3%	38.7%	28.1%

来源: wind, 国联证券研究所

## 2.1 化学制剂

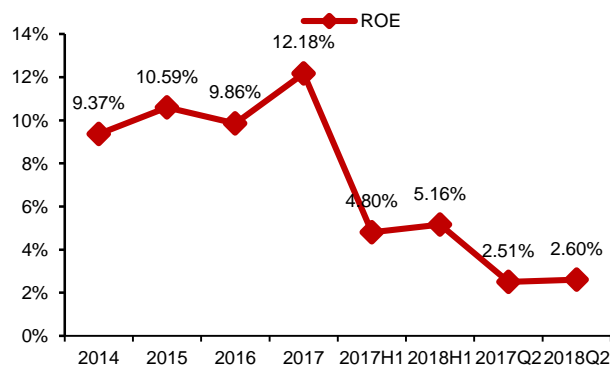
化学制剂 2018H1 实现营业收入 927 亿, 同比增长 26.95%, 实现归母净利 104 亿, 同比增长 22.59%, 营收、净利润增速同比提升 12.0、9.35 个百分点, 其中收入端增速较高主要是由于两票制实行后“低开转高开”造成的。第二季度化学制剂板块实现营收 464 亿, 同比增长 23.61%, 实现归母净利 53 亿, 同比增长 18.90%。化学制剂医药上市公司 18 年上半年 ROE 为 5.16%, 同比提升 0.36 个百分点。

图表 12: 化药制剂板块营收和净利增长情况



来源: wind, 国联证券研究所

图表 13: 化药制剂板块 ROE



来源: wind, 国联证券研究所

上半年化药企业中, 利润体量较大的科伦药业受益于伊犁川宁产能释放, 利润增长快; 专科制剂板块, 海辰药业、亚太药业、丽珠集团的拉唑类制剂、仙琚制药的呼

吸科产品、丽珠集团的亮丙瑞林微球等品种均保持快速增长态势；输液类、抗生素类企业由于流感因素业绩提振；环保督查趋严，部分具备原料药业务的制剂企业受益竞争对手的减产停产或产品涨价，利润增长。目前品种通过一致性评价的药企产品销售增长暂时没有反应到上半年业绩中，后续部分地区带量采购的政策、未通过一致性评价品种不予再注册（上海）等政策有利于通过一致性评价的药企。

**图表 14：化学制剂板块归母净利增速较快的企业情况**

证券简称	18H1 归母净利增速	18Q2 归母净利增速	18Q1 扣非归母净利增速	18Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
鲁抗医药	284.3%	71.4%	310.2%	115.9%	泰乐菌素生产增加
科伦药业	202.2%	515.5%	171.9%	377.8%	伊犁川宁产能释放
普利制药	125.2%	87.8%	128.1%	104.2%	抗过敏、抗生素类药物快速增长
华北制药	100.7%	104.3%	199.1%	101.4%	乙肝疫苗、抗感染类如头孢噻肟钠制剂等产品实现量价齐升
莱美药业	85.9%	63.2%	-18.9%	-27.1%	投资收益增加
东诚药业	53.7%	64.7%	65.7%	79.8%	那屈肝素钙、云克注射液销售增长及合并范围增加南京江原安迪科正电子研究发展有限公司所致
仙琚制药	51.9%	27.5%	46.9%	18.6%	专科制剂增长、原料药涨价、收购 Newchem
诚意药业	49.8%	71.3%	68.2%	104.3%	关节类及维生素类等制剂产品销量增加
特一药业	39.6%	43.4%	26.7%	34.8%	中成药销量增加
海辰药业	38.6%	10.3%	39.2%	12.4%	托拉塞米、兰索拉唑快速增长
人福医药	33.5%	82.0%	-28.5%	-41.4%	出售中原瑞德剩余 20% 股权确认的投资收益
康弘药业	33.1%	28.0%	15.6%	-5.5%	中成药下滑但康柏西普快速增长
海南海药	31.6%	62.6%	-49.1%	-905.2%	投资收益增加
翰宇药业	30.9%	36.4%	26.6%	36.9%	制剂和原料药业务增加
健康元	30.2%	47.6%	34.9%	61.7%	丽珠业绩好、7-ACA 利润贡献提升
亚太药业	29.3%	20.1%	34.2%	29.9%	抗生素、非抗生素类制剂（拉唑类产品）、临床研究服务增长
丽珠集团	25.7%	24.9%	25.4%	31.9%	亮丙瑞林增长、原料药销售增长
恩华药业	25.2%	29.3%	25.1%	29.1%	麻醉、精神、神经类用药快速增长
恒瑞医药	21.4%	26.1%	16.3%	20.6%	制剂出口创收、手术麻醉、造影剂、特色输液增长

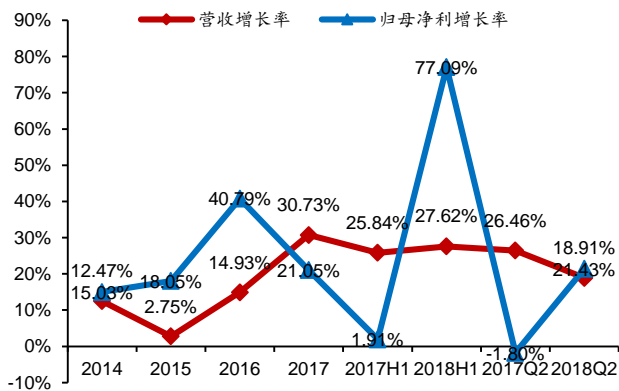
来源：wind，国联证券研究所

## 2.2 原料药

原料药板块，18 年上半年实现营收 524 亿，同比增长 27.62%，实现归母净利 70 亿，同比增长 77.09%，上半年 ROE 为 6.35%，较 17 年同期提升了 1.95 个百分点。18 年 2 季度营收增速为 18.91%，增速较一季度放缓。

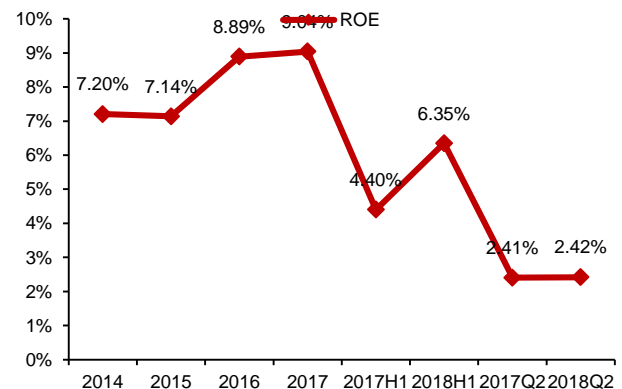


图表 15: 原料药板块营收和净利增长情况



来源: wind, 国联证券研究所

图表 16: 原料药板块 ROE



来源: wind, 国联证券研究所

原料药板块多个企业受益产品涨价, 部分维生素(如 VA、VE)一季度价格上涨, 冠福股份、浙江医药、新和成受益, VD3 价格相比去年价格大幅上涨, 花园生物业绩上涨, 肝素钠原料药价格高位, 海普瑞等受益; 富祥股份上调了多个产品价格, 舒巴坦类产品价格上涨约 100%。环保趋严, 受益竞争对手停产或减产, 部分原料药企业竞争格局向好, 利润好转。除此之外, 上半年人民币贬值, 出口型企业汇兑收益增加, 出口量较大的原料药企业如普洛药业受益。

图表 17: 原料药板块归母净利润增速较快的企业情况

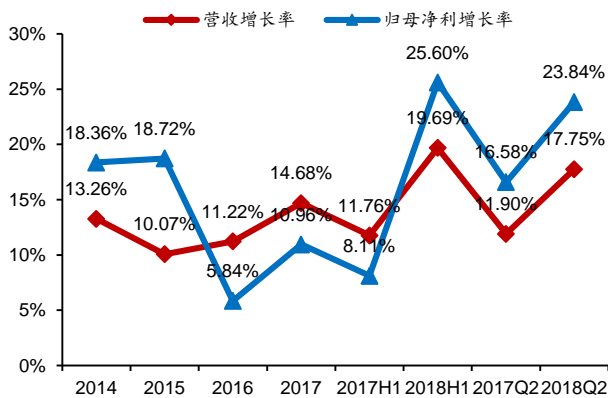
证券简称	18Q1 归母净利增速	18Q2 归母净利增速	18H1 扣非归母净利增速	18Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
海普瑞	2840.9%	806.9%	-5597.1%	2211.6%	肝素钠原料药和胰酶原料药的销售量和销售价格上涨
浙江医药	419.9%	-94.9%	436.2%	-107.8%	一季度 VA、VE 涨价
冠福股份	318.3%	47.9%	258.0%	91.6%	VE 涨价
新和成	251.3%	59.5%	260.2%	54.6%	一季度 VE 涨价
金达威	228.6%	83.5%	225.0%	82.3%	VA 涨价
东北制药	193.2%	122.6%	223.1%	128.3%	Vc 出口价提升、制剂增长
赛托生物	150.6%	71.1%	181.5%	101.5%	甾体原料药涨价
广济药业	130.6%	22.0%	128.6%	10.0%	VB2 价格上升
花园生物	103.7%	-42.8%	103.9%	-51.2%	VD3 涨价、胆固醇销量增长
永安药业	48.5%	33.9%	71.7%	43.3%	牛磺酸价格高位
普洛药业	43.5%	46.6%	32.1%	31.7%	汇兑收益增加, 政府补助增加
美诺华	37.2%	90.2%	-37.9%	-30.7%	购买日之前持有的燎原药业股权投资成本小于购买日公允价值, 确认的投资收益较多
山河药辅	33.2%	31.0%	45.9%	60.8%	药用辅料增长叠加并表

来源: wind, 国联证券研究所

### 2.3 中药

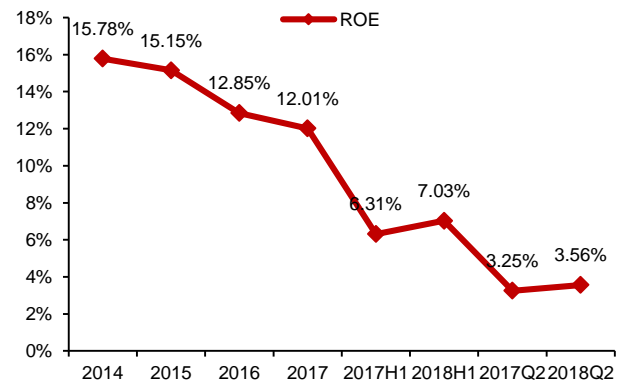
中药 2018H1 实现营业收入 1474 亿,同比增长 19.69%,实现归母净利 202 亿,同比增长 25.6%,营收增速同比增长 0.57 个百分点,净利润增速同比增长 8.7 个百分点。18 年 2 季度,中药板块实现营收 751 亿,同比增长 17.75%,实现归母净利 105 亿,同比增长 23.84%,营收增速和归母净利增速分别提升 5.85、7.25 个百分点。中药板块 ROE17 上半年为 7.03%,同比增加 0.72 个百分点。

图表 18: 中药板块营收和净利增长情况



来源: wind, 国联证券研究所

图表 19: 中药板块 ROE



来源: wind, 国联证券研究所

中药板块具备品牌优势以及加大渠道推广力度的企业实现了快速增长。上半年,广誉远新开发二级以上医院 600 余家(期末共 4791 家),布局好孕专柜 2700 余家,重点围绕九州通、重庆医药、广州医药、国药控股等流通企业布局 OTC 市场,OTC 终端上升至 12 万家(15 年 2 万家);亚宝药业有效覆盖连锁药店总部达一千余家,药店终端覆盖数量从去年二十万家提升至二十八万家。康恩贝通过自有的多个药品专业化营销公司与分区域合作的多级药品流通销售客户,零售药店终端覆盖超过 30 万个。

图表 20: 中药板块归母净利增速较快的企业情况

证券简称	18H1 归母净利增速	18Q2 归母净利增速	18H1 扣非归母净利增速	18Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
紫鑫药业	150.9%	87.5%	186.5%	125.5%	人参系列销售增加
白云山	126.1%	154.5%	36.7%	0.5%	大南药、凉茶增长
西藏药业	122.9%	1410.4%	57.7%	682.5%	汇兑收益+政府补助
广誉远	83.3%	70.1%	94.2%	83.1%	传统中药快速增长,医院、商务、KA 拓展
太极集团	56.3%	31.6%	74.0%	28.1%	益保世灵、洛芬待因、天麻素注射液等销售增长、医院配送、零售药店升级
仁和药业	51.3%	67.9%	53.8%	72.6%	主业增长+毛利率提升
千金药业	48.4%	89.4%	43.5%	123.6%	经营法式、毛利率提升、零售业绩增长
葵花药业	47.6%	46.2%	37.6%	35.1%	品牌模式、普药模式、处方模式、大健康模式的收入均呈现良好的增长态势,流感因素、部分品种提价

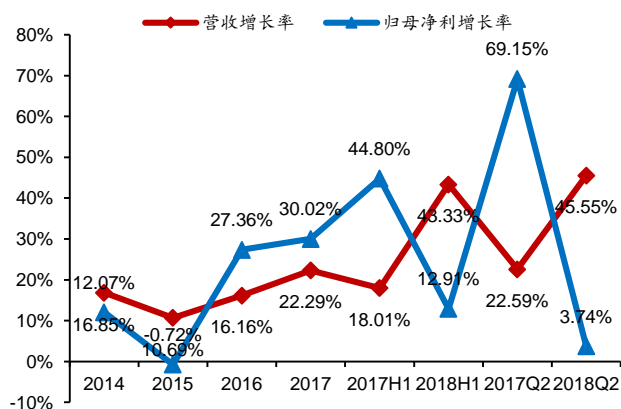
济川药业	44.8%	29.1%	51.2%	31.3%	蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等产品的销售收入高速增长
康恩贝	42.6%	43.5%	25.6%	30.8%	感冒药、胃肠用药以及部分处方药快速增长
片仔癀	42.6%	40.9%	45.2%	46.1%	片仔癀量价齐升
亚宝药业	35.5%	27.9%	29.7%	27.3%	渠道加强
益盛药业	33.8%	71.6%	44.1%	81.7%	三项费用率降低
信邦制药	33.5%	29.6%	28.0%	14.8%	医疗器械、医疗服务快速增长，药品增长稳健
以岭药业	32.1%	14.7%	26.4%	4.4%	终端拓展+抗感冒类药物快速增长

来源：wind，国联证券研究所

## 2.4 生物制品

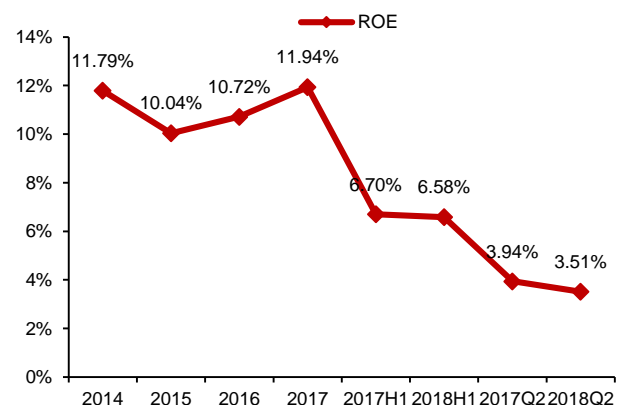
生物制品 2018H1 实现营业收入 319 亿，同比增长 43.3%，实现归母净利 62.2 亿，同比增长 12.91%，营收增速同比下滑 31.9 个百分点，净利润增速大下滑主要是受到天坛生物主营业务置换的影响，除开天坛生物生物制品板块归母净利润同比增长 31.01%。生物制品板块 2018 年 2 季度实现营收 173.21 亿，同比增加 45.55%，实现归母净利 34.1 亿，同比增加 3.74%。ROE 略有下滑。

图表 21：生物制品板块营收和净利增长情况



来源：wind，国联证券研究所

图表 22：生物制品板块 ROE



来源：wind，国联证券研究所

生物制品板块血制品行业调整已接近尾声，各类血制品招标价总体稳定，但从批签发数据来看，18H1 进口人血白蛋白批签发占比仍维持 60%，两票制后血制品企业业绩恢复增长主要依靠自身产品恢复稳定销售，如华兰生物在 Q2 显示出良好的边际改善，破免、狂免以及凝血因子类均实现快速增长。疫苗板块受益于各类疫苗的持续回暖实现高速增长，一方面传统疫苗如 Hib 疫苗批签发量快速恢复；另一方面多联苗和新型疫苗市场需求旺盛，销售情况优异，助推疫苗企业盈利能力快速提升。拥有市场空间大、竞争格局良好品种的企业同样在 18H1 实现了快速增长，如长春高新的水针生长激素和正海生物的生物膜类产品均实现快速增长。

图表 23：生物制品板块归母净利增速较快的企业情况

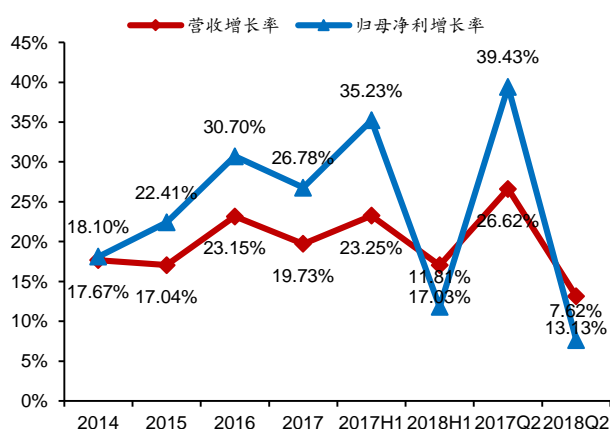
证券简称	18H1 归母净利润增速	18Q2 归母净利润增速	18H1 扣非归母净利润增速	18Q2 扣非归母净利润增速	增长促进因素
中源协和	3120.6%	912.2%	193.1%	141.3%	处置子公司部分股权确认投资收益
康泰生物	305.9%	316.1%	327.7%	306.7%	四联苗销量大增
智飞生物	297.2%	279.3%	306.9%	282.7%	AC-Hib 三联苗和 4 价 HPV 疫苗放量
沃森生物	270.1%	460.1%	209.6%	359.2%	Hib 疫苗、23 价肺炎疫苗放量
国农科技	152.5%	96.9%	101.3%	90.8%	投资火舞软件产生的投资收益
长春高新	92.9%	140.7%	88.4%	155.2%	生长激素放量，百克和地产子公司贡献利润
正海生物	91.4%	38.0%	84.8%	31.4%	口腔修复膜和生物膜快速增长，经销模式提升降低费用率
双鹭药业	50.4%	58.8%	74.2%	86.9%	基因工程产品销量增长较快
溢多利	50.1%	101.4%	9.0%	14.3%	生殖保健系统、呼吸和免疫系统用药原料药增速较快

来源：wind，国联证券研究所

## 2.5 医药商业

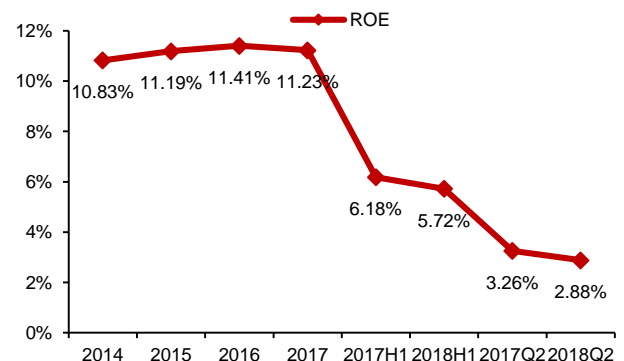
医药商业板块 2018H1 实现营业收入 2902 亿，同比增长 17.03%，实现归母净利润 90 亿，同比增长 11.81%，营收、净利润增速同比下滑 6.2、23.4 个百分点，营收增速下滑主要是 17H1 受到国药系中国药一致和国药股份资产重组增速较快和 18H1 中国医药等受两票制影响调拨业务有所下滑；利润增速下滑主要是受 17H1 九州通转让土地确认一次性收益以及海王生物等的并购或增资增速较快。2018 年 2 季度实现营收 1472 亿，同比增长 13.13%，实现归母净利润 46 亿，同比增长 7.62%。商业板块 ROE 同比略有下滑，18H1 为 5.72%。医药商业板块中大部分公司归母净利润同比有所增长，仅小部分公司业绩有所下滑。

图表 24：医药商业板块营收和净利增长情况



来源：wind，国联证券研究所

图表 25：医药商业板块 ROE



来源：wind，国联证券研究所

2018 年两票制全国正式落地，一方面对医药流通企业调拨业务的冲击仍在，另一方面对于区域性流通龙头而言，其调拨转为纯销渠道相对容易，两票制下中小分销

商的出清为公司带来市场份额的进一步扩大，如柳药股份、鹭燕医药和嘉事堂的医药流通业务 18H1 均实现了较快增长。此外，目前医药流通行业不论是药品流通还是器械流通其市场集中度均较低，而在国家缩减中间渠道环节的各项政策指引之下，上市公司也会通过并购等方式扩大自身业务范围，如海王生物 18H1 并购 29 家渠道商、塞力斯并购和成立子公司持续整合 IVD 流通渠道。展望未来，两票制政策走向正轨之后各大流通企业调拨业务的调整也将逐渐趋于稳定，医疗机构客户的开拓会给资金流转带来压力，但长期来看市场集中度提升趋势确定，纯销业务占比增加也会流通企业的盈利能力。

18H1 医药零售板块增速仍在细分子行业中位居前列，相比于流通行业，医药零售集中度更低，但随着各大药店龙头陆续上市开启并购扩张之路，叠加行业内经营成本日益提升、税收以及配送规范下中小药店的退出，行业整合与连锁化趋势渐显。近年来医药零售上市公司均保持快速增长，一方面上市公司如益丰药房、一心堂资金充裕，通过自建或并购提升当地市场份额；另一方面品牌效应扩大后老店也能实现稳定内生增长。

**图表 26：医药商业板块归母净利增速较快的企业情况**

证券简称	18H1 归母净利 增速	18Q2 归母净利 增速	18H1 扣非归 母净利 增速	18Q2 扣非归 母净利 增速	增长促进因素
益丰药房	45.5%	45.4%	37.3%	35.1%	门店扩张，老店内生增长
海王生物	38.7%	21.1%	21.9%	-6.2%	并购整合渠道商
一心堂	35.3%	35.6%	35.6%	34.6%	门店扩张，川渝地区经营向好
柳药股份	33.2%	31.7%	32.9%	32.2%	纯销业务快速增长，药店整合推动零售增长
开开实业	31.0%	25.7%	98.1%	9.9%	降本增效，成本控制较好
塞力斯	30.1%	31.7%	46.4%	42.7%	并购和成立子公司扩大业务范围
嘉事堂	29.8%	36.1%	23.5%	24.3%	药品流通盈利恢复快速增长
中国医药	28.6%	27.9%	20.5%	26.0%	工、商、贸业务盈利能力提升
鹭燕医药	28.6%	22.3%	30.9%	24.3%	阳光采购下省内流通份额扩大，省外并购扩张

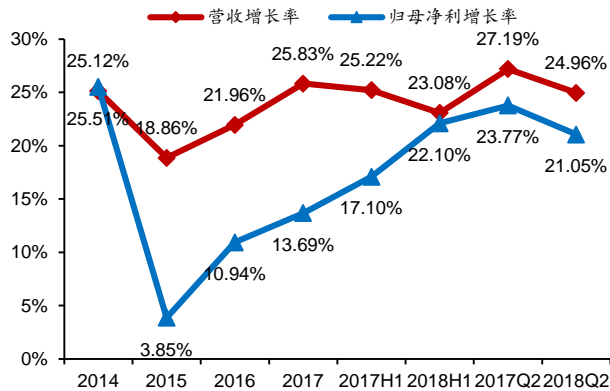
来源：年报，wind，国联证券研究所

## 2.6 医疗器械

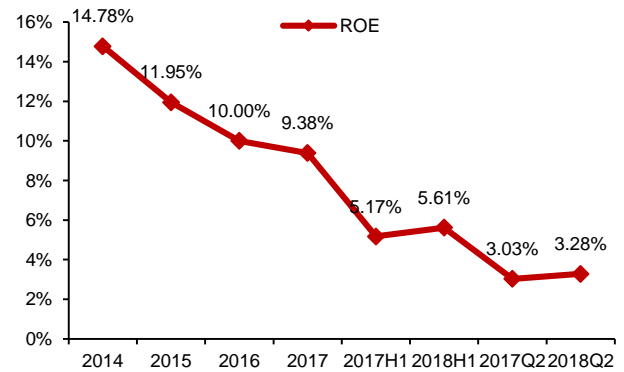
医疗器械板块 2018 年上半年实现营业收入 315 亿，同比增长 23.08%，实现归母净利润 41 亿，同比增长 22.10%，营收增速同比下滑 2.16 个百分点，净利润增速同比增长 5 个百分点。2018 年 2 季度医疗器械板块实现营收 173 亿，同比增长 24.96%，实现归母净利润 24 亿，同比增长 21.05%，营收及净利润增速皆有所下滑（主要是收入占比较大的新华医疗拖累，制药装备企业收入及净利润利润大幅下滑）。2018H1 医疗器械板块 ROE 为 5.61%，同比上升 0.44 个百分点，2018 年 2 季度 ROE 同比上涨 0.16 个百分点。

**图表 27：医疗器械板块营收和净利增长情况**
**图表 28：医疗器械板块 ROE**





来源: wind, 国联证券研究所



来源: wind, 国联证券研究所

取消药品加成、降低药占比等政策驱动了医疗器械板块的新一轮发展,上半年医疗器械公司整体维持了较高的增速,政策及自主技术进步等多方面因素推动下的进口替代,家用器械普及率的提升、诊断需求的持续增加以及龙头聚集效应将成为推动行业持续发展的主动力。增速较快的企业中,贝瑞基因、理邦仪器主要是扭亏或是调整会计准则所致。IVD 板块仍处于高景气状态,国内化学发光龙头安图生物及 POCT 龙头万孚生物表现亮眼,新产品开发及渠道拓展保障其长期发展,三诺生物血糖仪有望加快进口替代。另外,各细分板块龙头乐普医疗、开立医疗、欧普康视、健帆生物等竞争优势明显,业绩有望维持快速增长。

器械板块我们重点推荐乐普医疗(300003.SZ)、欧普康视(300595.SZ)和安图生物(603658.SH),建议关注开立医疗、健帆生物等。

图表 29: 医疗器械板块归母净利润增速较快的企业情况

证券简称	18H1 年 归母净利 增速	18Q2 归 母净利增 速	18H1 扣 非归母净 利增速	18Q2 扣 非归母净 利增速	增长促进因素
贝瑞基因	2081.9%	2479.8%	1477.1%	1620.4%	扭亏为盈,业绩加速增长
三诺生物	79.7%	74.3%	58.2%	80.9%	内生增长,三诺健康并表,投资收益大幅转正
乐普医疗	65.3%	92.4%	36.7%	42.3%	处置股权投资收益增加,内生增长强劲,支架稳定增长,氯吡格雷及阿托伐他丁快速增长
开立医疗	60.1%	52.6%	40.7%	36.9%	高端彩超及内窥镜推广迅速,政府补助及软件退税收入增加
万孚生物	48.4%	44.3%	63.4%	58.1%	国内外业务同步拓展,新增子公司并表
欧普康视	42.8%	52.0%	28.6%	36.0%	角膜塑形镜及护理产品销售良好,去年二季度业绩基数低
健帆生物	40.9%	34.2%	35.6%	32.1%	血液灌流器稳定增长,肝病产品推广超预期
万东医疗	40.5%	39.4%	20.35%	11.4%	DR 产品维持稳定增长,超导核磁高增长
理邦仪器	29.8%	61.8%	31.4%	77.3%	主营业务稳步推进,新的会计准则调整政府补助及软件退税至其他收益,而去年同期不调整
安图生物	28.8%	21.4%	34.9%	25.6%	化学发光持续高增长,生化业务超预期

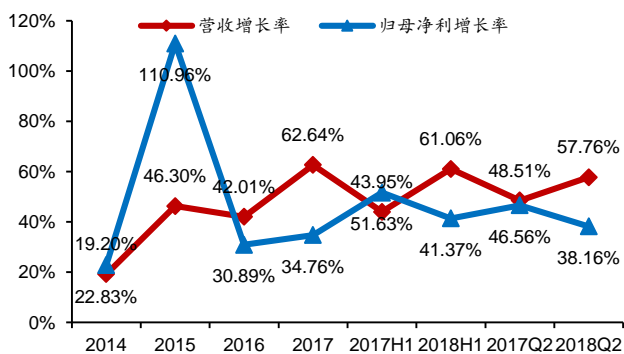
来源: wind, 国联证券研究所



## 2.7 医疗服务

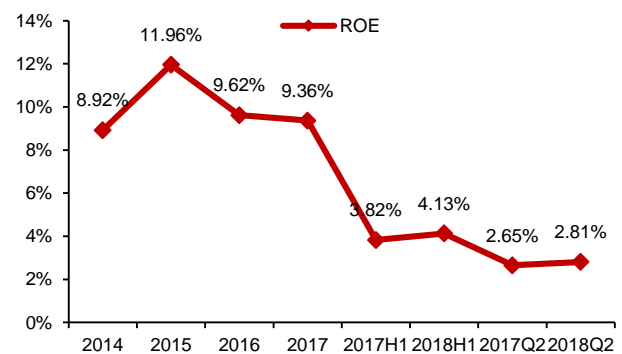
医疗服务板块 2018H1 实现营业收入 145 亿，同比增长 61.1%，实现归母净利 13 亿，同比增长 41.4%，营收增速同比大幅增长，而归母净利润增速下滑较多（主要是恒康医疗合并报表发生变化后相应费用率大幅增加，另外国新健康持续亏损）。18 年 2 季度医疗服务板块实现营业收入 81 亿，同比增加 57.8%，实现归母净利 8 亿，同比增加 38.2%。医疗服务 ROE 在 18 年上半年好转明显。

图表 30：医疗服务板块营收和净利增长情况



来源：wind，国联证券研究所

图表 31：医疗服务板块 ROE



来源：wind，国联证券研究所

医疗服务板块延续了高增长态势，其中净利润增速超过 30% 的企业美年健康、通策医疗、爱尔眼科以及润达医疗均得益于内生及外延的双轮驱动发展。体检门店可规范化、标准化，因而易于复制扩张并连锁化，随着客单价的提升业绩高增长有望持续。民营专科医疗服务机构受益于分级诊疗、政策鼓励社会办医、消费升级等驱动因素表现较好。在国内创新热潮及仿制药一致性评价的推动下，CRO 企业迎来黄金发展期，有望实现订单数量及毛利率的双升。

医疗连锁机构方面我们重点推荐通策医疗（600763.SH），建议关注美年健康和爱尔眼科，CRO 行业景气度有望持续，关注泰格医药及港股的药明生物。

图表 32：医疗服务板块归母净利润增速较快的企业情况

证券简称	18H1 归母净利增速	18Q2 归母净利增速	18H1 扣非归母净利增速	18Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
美年健康	494.7%	99.5%	530.4%	62.6%	体检门店快速扩张，体检项目量价齐升
泰格医药	82.8%	61.0%	80.9%	94.9%	内生增长叠加毛利率提升，投资收益增厚利润
通策医疗	52.7%	60.8%	51.6%	59.4%	分院经营周期优化，新建分院业绩加速兑现
爱尔眼科	40.6%	41.7%	44.5%	48.8%	内生及外延扩张带来手术量增长
润达医疗	50.0%	39.4%	54.9%	37.7%	内生+外延驱动，集成业务规模不断扩大

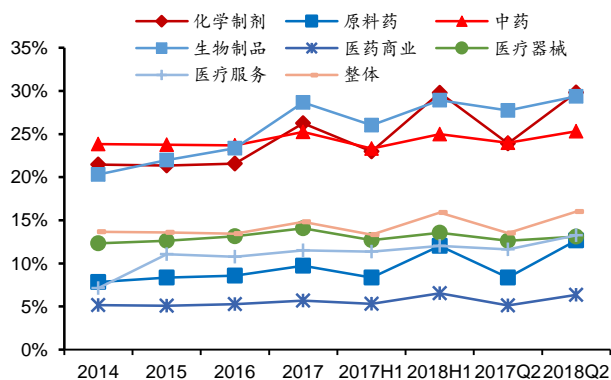
来源：wind，国联证券研究所

### 3 医药上市公司三费情况

销售费用率在 2018 年上半年有所提升，18H1 医药上市公司销售费用率为 15.88%，同比增加 2.56 个百分点。化学制剂、原料药和生物制品板块的销售费用率增加较多，同比增加 6.81、3.69 和 2.90 个百分点。2018 年 2 季度医药上市公司整体销售费用率 15.98%，同比增加 2.47 个百分点，其中化学制剂、原料药和生物制品的销售费用率增加较多，分别增加 5.93、4.31 和 1.63 个百分点。

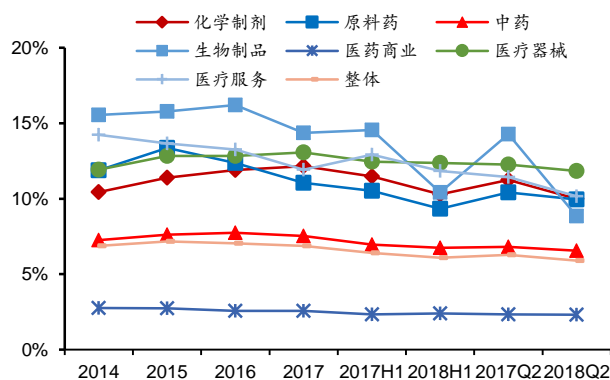
管理费用率：18 年上半年医药上市公司管理费用率为 6.09%，同比减少 0.30 个百分点。生物制品、化学制剂和原料药板块管理费用率减少较多，分别减少 4.14、1.20 和 1.18 个百分点。18 年 2 季度行业整体管理费用率为 5.90%，同比减少 0.38 个百分点，其中，生物制品、医疗服务和化学制剂板块管理费用率下降较多，分别下降 5.44、1.28 和 1.26 个百分点。

图表 33：销售费用率



来源：wind，国联证券研究所

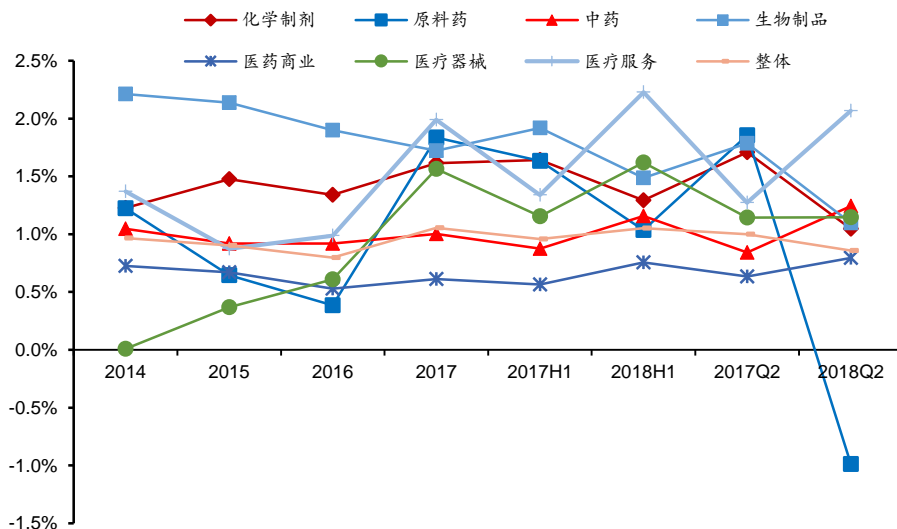
图表 34：管理费用率



来源：wind，国联证券研究所

财务费用率：18 年上半年医药上市公司财务费用率为 1.05%，同比上升 0.10 个百分点。医疗服务、医疗器械、中药板块财务费用率增加较多，同比增加 0.89、0.46 和 0.28 个百分点。18 年 2 季度行业整体财务费用率为 0.86%，同比减少 0.14 个百分点，其中，原料药、生物制品和化学制剂财务费用率减少较多。

图表 35：财务费用率

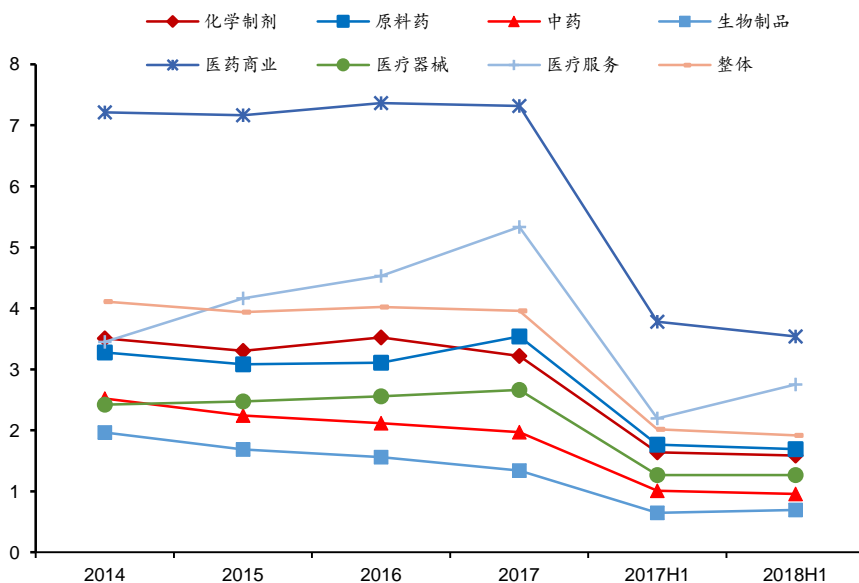


来源: wind, 国联证券研究所

#### 4 医药上市公司营运能力分析

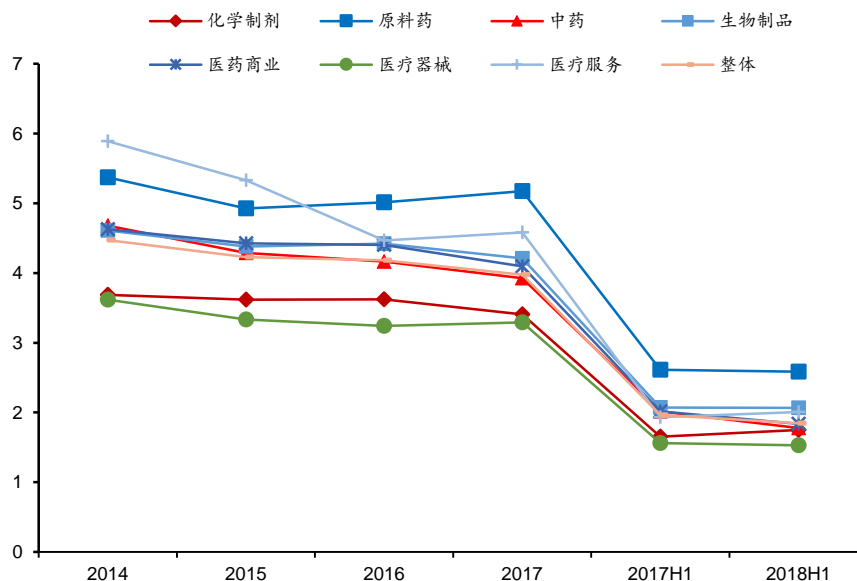
在存货周转上, 医药上市公司整体存货周转率为 1.92, 同比有送下降, 医药商业板块略有下滑而医疗服务板块同比上升较多, 其他板块整体维持稳定。2018 年上半年医药整体应收项目的周转速度为 1.85 (次), 仍处于下降态势, 同比下降 0.12; 主要是医药商业板块在两票制的影响下对医疗机构纯销业务占比提升, 导致应收项目的增加。

图表 36: 存货周转率



来源: wind, 国联证券研究所

图表 37: (应收账款+应收票据) 周转率

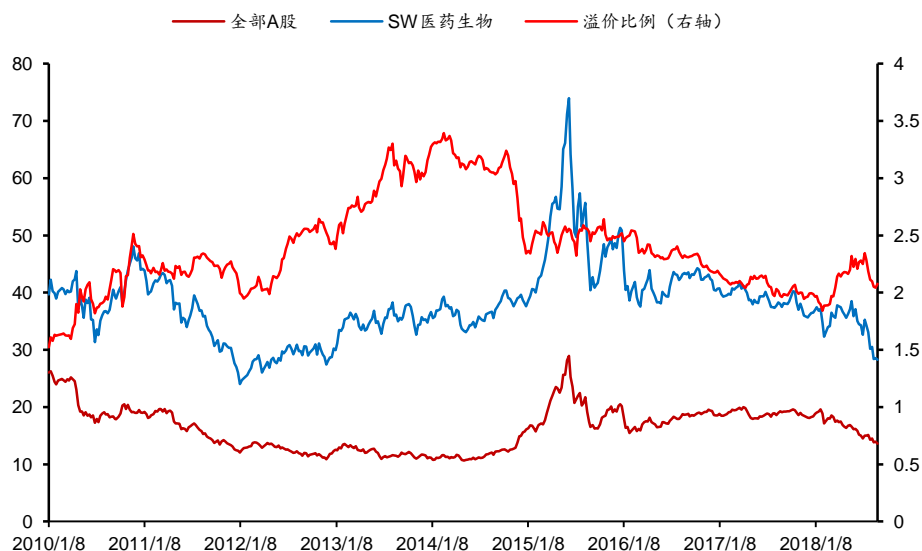


来源: wind, 国联证券研究所

## 5 估值水平和涨跌幅

我们回顾 SW 医药行业的历史估值水平，可以看到医药行业估值在牛市时随大盘上行。受到创新药、处方药外流、疫苗行业复苏、原料药涨价、流感等因素影响，创新药企、零售药店、疫苗企业以及产品提价的原料企业表现好，2017 年末至 2018 年年中，医药行业估值震荡上行。下半年医药企业安全问题频发，多个企业产品安全问题导致对医药企业的情绪偏悲观，6 月份医药企业估值下行。医药企业 IPO 速度放缓，上半年仅 4 家医药企业上市（去年同期 18 家），医药企业审核从严。当前的动态市盈率为 28.3 倍，相对全部 A 股的溢价比例 2.08 倍，在大盘震荡整理的背景下，部分优质医药企业估值下行，有更强的安全边际。

图表 38: 医药生物行业估值水平



来源：wind，国联证券研究所

从 2018 年上半年涨跌幅来看，除去新股和次新股，医疗服务企业如通策医疗、泰格医药和爱尔眼科由于长期业绩增长趋势稳健涨幅相对较大，而品牌 OTC 如片仔癀和仁和药业以及产品竞争格局良好、市场空间大的生物药企业如正海生物和我武生物也都表现良好，原料药企业鲁抗医药由于泰乐菌素生产增加涨幅居前。部分业绩下滑或不达预期的公司股价表现不佳。

**图表 39：医药生物行业 18 年初至今涨跌幅前 10 企业**

证券代码	证券简称	涨跌幅前十	证券代码	证券简称	涨跌幅前十
600789.SH	鲁抗医药	60.32	300216.SZ	千山药机	-73.92
600763.SH	通策医疗	60.22	002219.SZ	恒康医疗	-71.9
300653.SZ	正海生物	58.94	300110.SZ	华仁药业	-64.11
600436.SH	片仔癀	57.24	002581.SZ	未名医药	-59.62
300357.SZ	我武生物	56.91	300639.SZ	凯普生物	-57.68
300122.SZ	智飞生物	53.25	600227.SH	圣济堂	-53.31
300347.SZ	泰格医药	47.65	002198.SZ	嘉应制药	-53.05
300015.SZ	爱尔眼科	46.76	000503.SZ	国新健康	-51.44
000650.SZ	仁和药业	41.43	000566.SZ	海南海药	-51.2
300584.SZ	海辰药业	38.35	300238.SZ	冠昊生物	-49.93

来源：wind，国联证券研究所

## 6 行业推荐

从营收增速和归母净利增速来看，化学制剂、原料药和中药板块两项指标均加快。生物制品和医疗服务营收加快而利润增速下降，医疗器械品的营收增速下降但利润增速加快，而医药商业营收和利润增速皆有所下滑。

展望未来，两票制政策走向正轨之后各大流通企业调拨业务的调整也将逐渐趋于稳定，医疗机构客户的开拓会给资金流转带来压力，但长期来看市场集中度提升趋势确定，建议关注业绩增长确定性高的九州通。零售药店方面受益于行业整合和处方外流，龙头企业如益丰药房和一心堂等有望维持快速增长。在仿制药一致性评价药品招标红利逐步释放的背景下，进度靠前的企业如京新药业、华海药业值得关注。原料药板块则具备制剂一体化优势以及竞争格局优有涨价预期的特色原料药企业有望业绩高速增长。医疗器械板块建议关注 IVD 优质企业安图生物和基蛋生物，另外各细分领域的龙头乐普医疗、欧普康视、开立医疗、健帆生物等也有较大的机会。生物制品板块多点开花，血制品调整接近尾声，疫苗行业持续回暖保持高速增长，相关上市公司如智飞生物、华兰生物业绩有望超预期，另外建议持续关注长春高新、正海生物等。医疗服务板块，易于复制扩张的医疗连锁机构有望持续发展，重点关注通策医疗。中药领域出现分化，传统中药注射剂受政策限制，而部分品牌 OTC 企业有望崛起。综上，建议关注医药商业、化学制剂、医疗器械和生物制品板块。

**图表 40：医药生物 2018H1 情况**

半年度情况	营收增速	归母净利增速
增加	化学制剂、原料药、中药、生物制品、医疗服务	化学制剂、原料药、中药、医疗器械
减少	医药商业、医疗器械	生物制品、医药商业、医疗服务

来源：国联证券研究所

样本说明：所用样本：应用申万医药行业分类，样本剔除 17 年 6 月 30 日以后上市的公司，另外由于重组、医药业务占比较低或其他因素；化学制剂剔除海欣股份；中药板块剔除吉林敖东、太极集团；医疗服务板块剔除 ST 运盛、百花村、宜华健康、\*ST 海投；生物制品板块剔除沃森生物、上海莱士、ST 长生。

## 7 风险提示

政策推进进度不及预期，产品销售不及预期



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810