

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333（107）

邮箱：feiyi@wanhesec.com

研究助理：沈彦东

联系电话：0755-82830333（195）

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：熊浩

联系电话：0755-82830333（197）

邮箱：xionghao@wanhesec.com

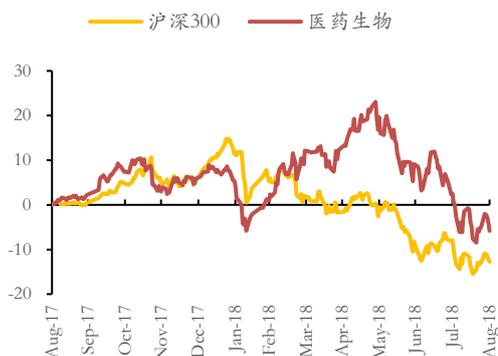
整体增长稳健，业绩分化延续

——2018年医药中报综述

主要观点：

医药行业整体呈复苏态势，未来增长可期 2018上半年，医药制造业主营收入同比增长13.5%，利润同比增长14.4%，较一季度增速有所回落主要由于流感行情和原料药普涨行情基本结束。行业整体呈复苏态势，在老龄化加剧、新版医保目录调整、药企竞争格局不断优化的大背景下，随着医改红利逐步释放，招标降价和医保控费的干扰趋于稳定，我们认为未来医药行业有望维持稳健的增长，行业龙头的优越性越发彰显。

SW医药生物板块近一年走势（%）



医药板块整体增速符合预期，业绩分化较严重 医药板块所有上市公司上半年营业收入同比增长20.84%，归母净利润同比增长27.48%，扣非后净利润同比增长23.97%，上半年增速较一季度均有所回落，但高于医药制造业整体的增速。原料药、医疗服务和生物制品板块利润增速靠前，分别同比增长86.81%、43.27%、37.71%，中药、医药商业、医疗器械板块相对靠后。大部分行业龙头业绩符合预期，186家医药企业业绩取得了正增长，61家企业下滑或亏损。

回归盈利估值匹配思路，结构性机会凸显 医药板块无论从估值还是业绩角度看，都富有配置价值。目前医药板块整体估值为30倍PE，性价比较高。带量采购的政策对部分仿制药品种的竞争格局和企业的盈利能力会带来显著的影响，预计未来盈利估值匹配这一传统思路将更加受到重视，并在这一基础上给予创新一定溢价，建议关注行业白马和细分龙头。两票制的推进规模较小生产企业受到挤压，长期会使得行业集中度提升。随着两票制带来的行业压力释放完全，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转，行业景气度有望提升，建议关注药械流通龙头股。

风险提示：政策推进不及预期，药品降价幅度高于预期，医保放量效果不及预期，药品招标及评审政策趋严。

目录

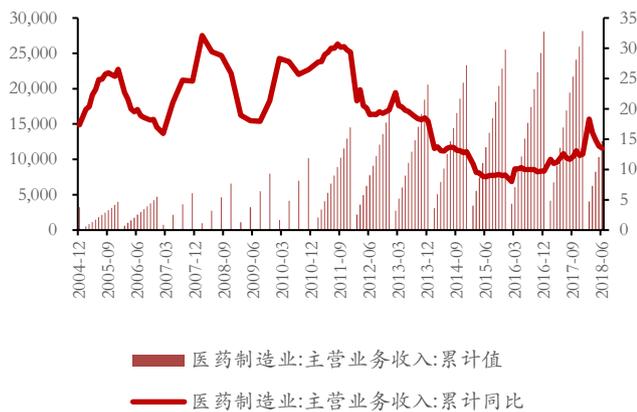
一、医药行业运行情况.....	4
二、医药生物板块回顾.....	4
(一) 盈利总体稳健，分化明显.....	4
(二) 涨跌幅排名靠前，支撑良好.....	6
(三) 估值震荡下行.....	7
三、医药上市公司各子行业小结.....	9
(一) 原料药：上半年增速回落，“供给侧改革”催化板块股价.....	9
(二) 化学制剂：龙头增长稳健，政策推动“去芜存菁”.....	10
(三) 生物制品：业绩整体增速较快，内部分化加剧.....	11
(四) 中药板块：OTC 板块景气度提升，寻觅结构性发展机会.....	12
(五) 医疗服务：板块业绩表现亮眼，龙头业绩高增长.....	13
(六) 医疗器械：业绩分化明显，强者恒强.....	13
(七) 医药商业：政策压力释放，行业景气度有望提升.....	14
四、投资策略.....	15
五、风险提示.....	16

图表 1 医药制造业主营收入及增速 (亿元, %)	4
图表 2 医药制药业利润总额及增速 (亿元, %)	4
图表 3 2018 上半年医药生物子板块个股利润增速统计 (个)	5
图表 4 上半年医药生物个股利润增速统计 (% , 个)	5
图表 5 2018 上半年医药生物子行业利润增速 (%)	5
图表 6 2018 上半年 A 股申万行业利润增速 (%)	6
图表 7 申万一级行业涨跌幅情况 (%)	6
图表 8 细分板块涨跌幅情况 (%)	7
图表 9 医药板块与沪深 300 走势对比 (%)	7
图表 10 原料药板块经营情况 (百万元, %)	10
图表 11 化学制剂板块经营情况 (百万元, %)	11
图表 12 生物制品板块经营情况 (百万元, %)	11
图表 13 中药板块经营情况 (百万元, %)	12
图表 14 医疗服务板块经营情况 (百万元, %)	13
图表 15 医疗器械板块经营情况 (百万元, %)	14
图表 16 医药商业板块经营情况 (百万元, %)	14

一、医药行业运行情况

2018 年上半年,医药制造业主营收入累计为 12577.3 亿元,同比增长 13.5%,利润总额 1585.7 亿,同比增长 14.4%。2018 年一季度医药制造业整体主营收入增速 16.1%,利润总额同比增长 22.5%,主要是受两票制导致“底价转高开”、原料药涨价和流感行情等因素拉动,增长较快。二季度流感行情和原料药普涨行情基本结束导致行业增速有所回落,整体仍然呈现复苏态势。在老龄化加剧、新版医保目录调整、制药企业竞争格局不断升级的大背景下,随着医改红利逐步释放,招标降价和医保控费的干扰趋于稳定,我们认为未来医药行业有望维持稳健的增长,行业龙头的优越性越发彰显。

图表 1 医药制造业主营收入及增速 (亿元, %)



图表 2 医药制造业利润总额及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、医药生物板块回顾

(一) 盈利总体稳健, 分化明显

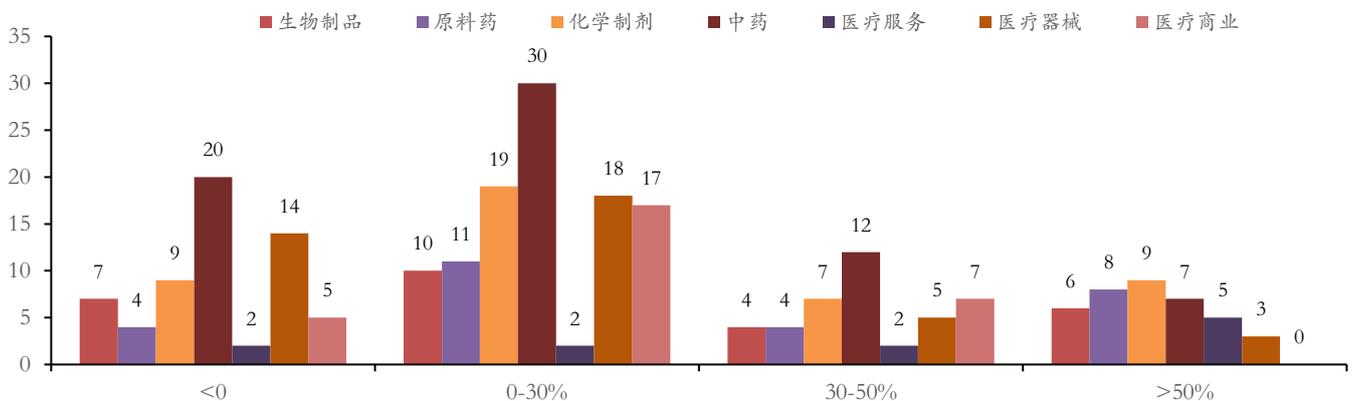
日前医药板块所有上市公司的 2018 年中报已披露完毕, 我们以申万医药生物行业为样本, 对板块内有可比数据的 247 家上市公司进行了统计分析(考虑到实际情况, 在做板块及行业分析时, 剔除了新股、次新股、ST 股以及非经常性损益较大的个股)。

医药板块所有上市公司上半年营业收入 6741.25 亿元, 同比增长 20.84%, 一季度营收同比增长 24.08%; 上半年归母净利润 580.72 亿元, 同比增长 27.48%,

一季度同比增长 35.31%;上半年扣非后净利润 524.84 亿元,同比增长 23.97%,一季度同比增长 33.78%。上半年增速较一季度均有所回落,但高于医药制造业整体的增速。

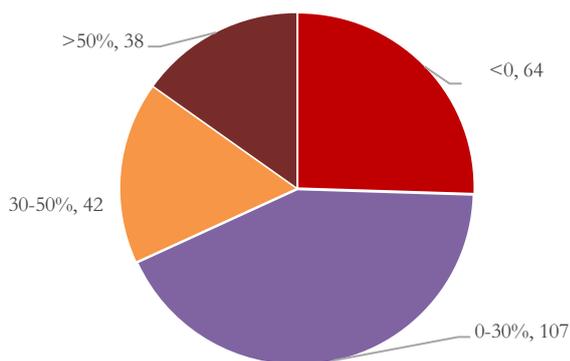
归母净利润同比增幅超过 50%的有 38 家,增幅在 30-50%之间的有 41 家,增幅在 0-30%的有 107 家,业绩下滑或亏损的共 61 家。总体来看,大部分医药企业业绩取得了正增长,但业绩分化比较严重。

图表 3 2018 上半年医药生物子板块个股利润增速统计 (个)

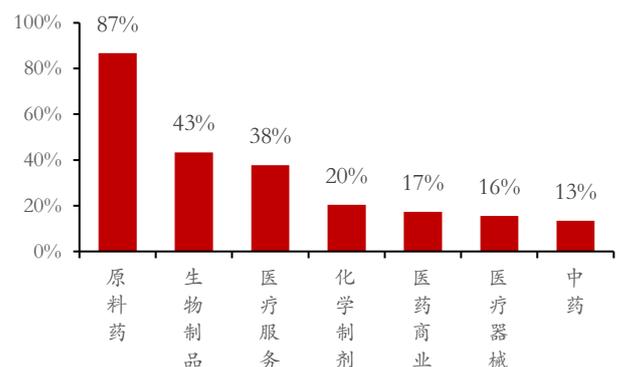


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 4 上半年医药生物个股利润增速统计 (% , 个)



图表 5 2018 上半年医药生物子行业利润增速 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

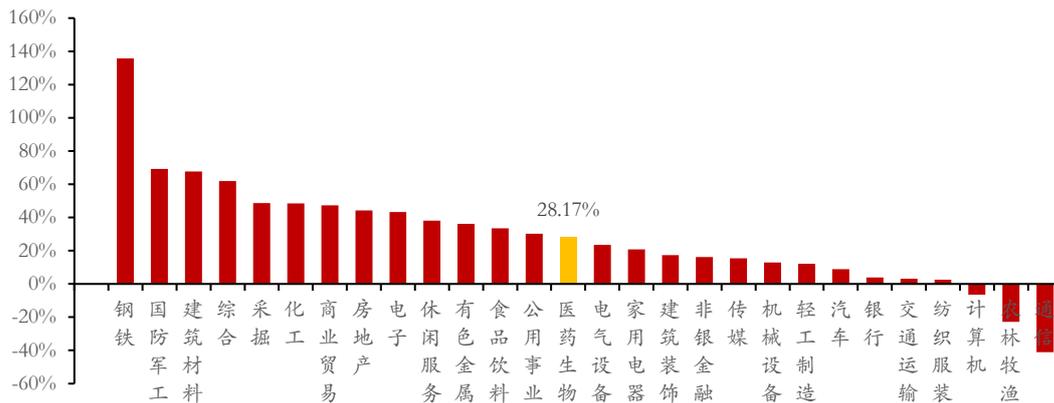
资料来源: Wind, 万和证券研究所

各细分子行业来看,化学原料、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械、医疗服务扣非后净利润增速分别为 86.81%、20.43%、13.48%、43.27%、17.40%、15.51%、37.71%,原料药、生物制品和医疗服务扣非净利润行业领跑。

2018 上半年医药生物板块利润增速 SW 排名 14/28。利润增速高于医药生物

的行业依次为钢铁、国防军工、建材、综合、采掘、化工、商业贸易、房地产、电子、休闲服务、有色金属、食品饮料、公用事业，其中部分为强周期性行业，盈利受到供给侧收缩和价格上涨的影响提升幅度较大，另外新兴产业链受短期爆发、外延发展战略以及周期性成本下降等因素拉动，也取得了较大增长，部分传统行业如农林牧渔增长乏力。

图表 6 2018 上半年 A 股申万行业利润增速

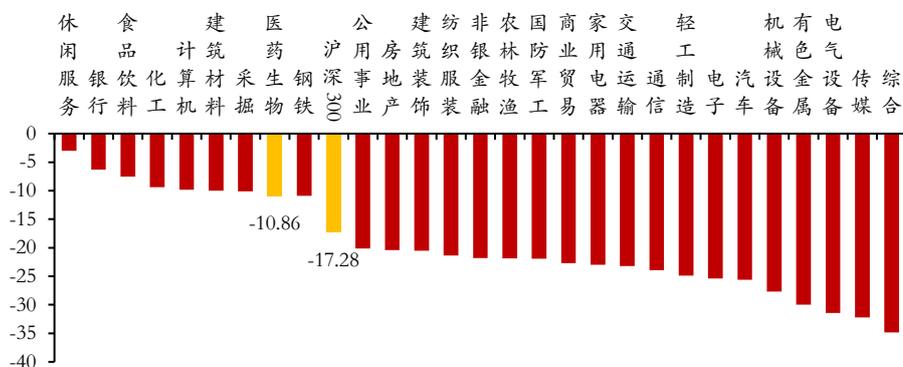


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 涨跌幅排名靠前，支撑良好

截至 2018 年 8 月 31 日，医药板块整体下跌 10.86%，沪深 300 指数下跌 17.28%，跑赢沪深 300 指数 6.42 个百分点，跑赢上证综指 6.54 个百分点；医药板块在 A 股所有板块涨跌幅中排名 8/28。

图表 7 申万一级行业涨跌幅情况 (%)



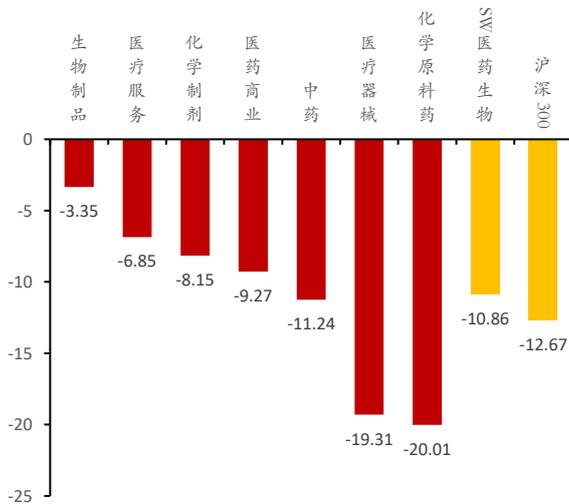
资料来源：Wind，万和证券研究所

2018 年以来大盘整体呈现下跌趋势，医药板块受“长生生物疫苗”事件影响和医保控费、两票制等政策压力，出现了相当程度的回调，但是和其他

板块相比仍然表现出了良好的支撑性。

截至2018年8月31日,今年医药各子板块涨跌幅依次为生物制品(-3.35%)、医疗服务(-6.85%)、化学制剂(-8.15%)、医药商业(-9.27%)、中药(-11.24%)、医疗器械(-19.31%)原料药(-20.01%)，生物制品、医疗服务、化学制剂、医药商业和中药板块均跑赢沪深300指数，支撑性良好。

图表8 细分板块涨跌幅情况 (%)



图表9 医药板块与沪深300走势对比



资料来源: Wind, 万和证券研究所

资料来源: Wind, 万和证券研究所

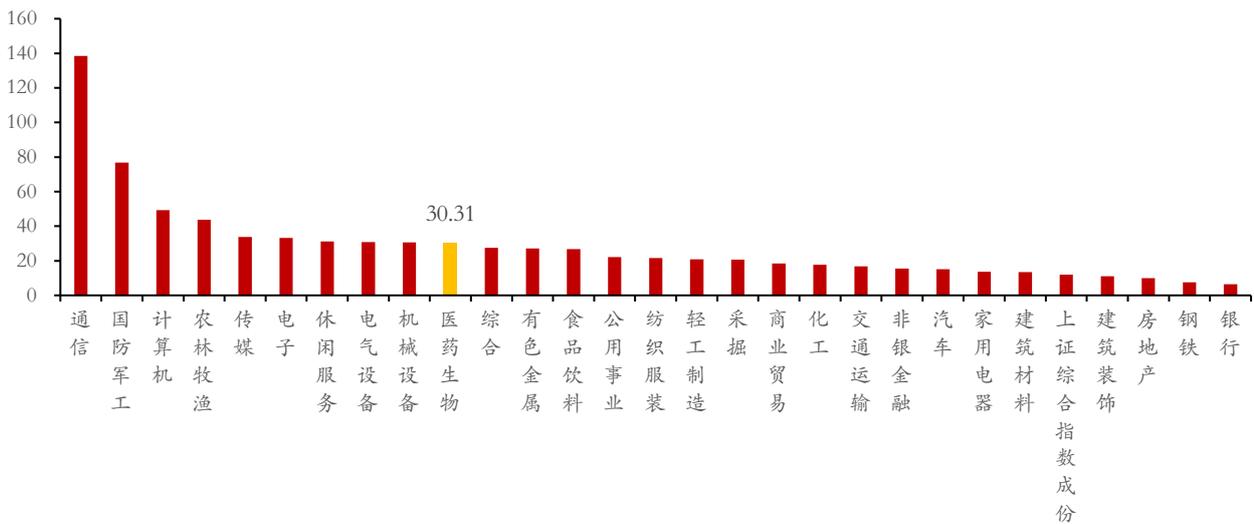
总体看来,2018年医药行业增速呈逐步复苏的态势,我们认为在新医改不断深化的背景下,板块的结构性机会日益凸显。受益于政策利好和行业发展趋势的创新药板块、由研发需求和一致性评价拉动的CRO行业、通过一致性评价且原市场份额较低的仿制药企业消费升级背景下中药OTC品牌都有望获得稳健增长。

(三) 估值震荡下行

1、行业与市场对比

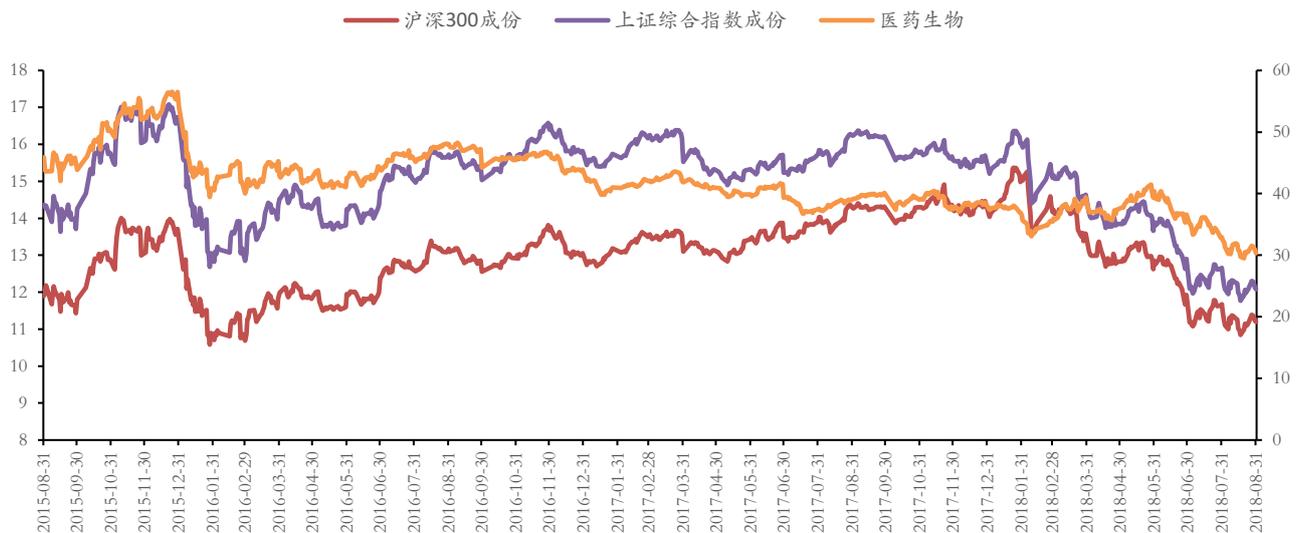
截至2018年8月31日,申万医药生物行业PE(TTM)为30.31倍,行业排名相对靠前(10/28)。从历史估值情况来看,医药板块震荡下行,估值溢价率总体呈现震荡下行趋势。医药板块对于沪深300和上证综指的估值溢价率分别从2015年8月31日的285.56%和219.39%下降到170.66%和150.87%。

图表 10 申万一级行业 PE (TTM)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 医药板块（右轴）、上证指数与沪深 300 PE 情况

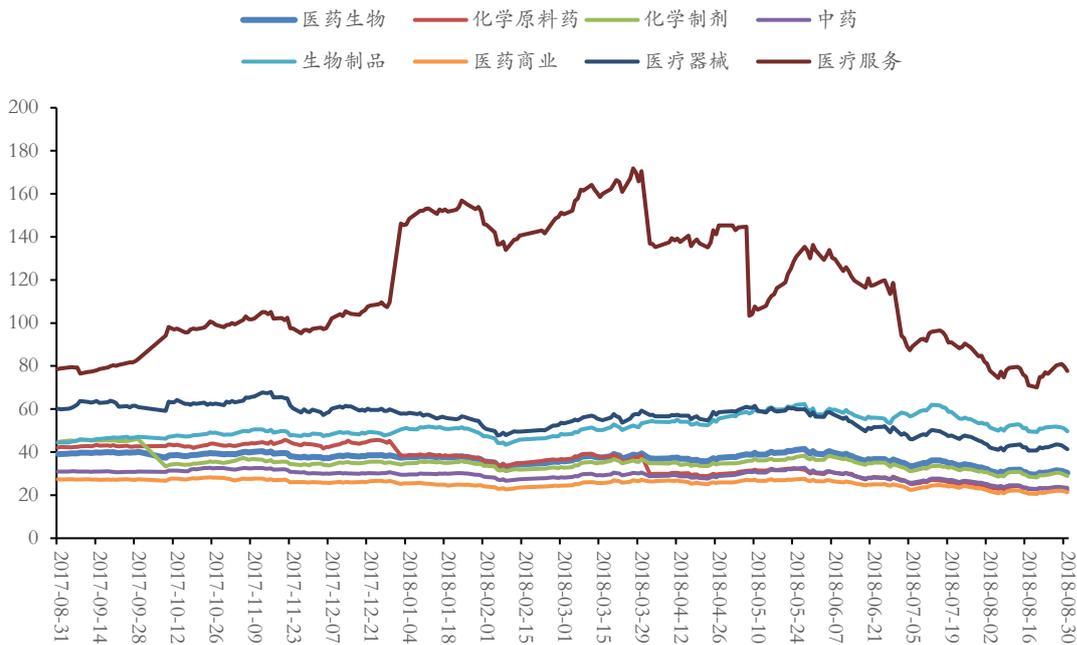


资料来源：Wind，万和证券研究所

2、细分子行业历史估值

截至 2018 年 8 月 31 日，各子行业估值分别为：化学原料药 22.4 倍、化学制剂 28.95 倍、中药 23.35 倍、生物制品 49.64 倍、医药商业 21.36 倍、医疗器械 41.35 倍、医疗服务 77.74 倍。医疗服务估值波动较大，且远高于其余板块，此外生物制品估值高位震荡、医疗器械板震荡下行。

图表 12 医药细分板块 PE 情况



资料来源：Wind，万和证券研究所

三、医药上市公司各子行业小结

纵观 2018 年上半年医药板块各子行业的表现，化学原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械、医疗服务扣非后净利润增速分别为 86.81%、20.43%、13.48%、43.27%、17.40%、15.51%、37.71%，原料药、医疗服务和生物制品板块扣非净利润行业领跑，中药、医药商业、医疗器械利润增速靠后。

(一) 原料药：上半年增速回落，“供给侧改革”催化板块股价

2018 年上半年营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 27.33%、79.69%、86.81%；2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 37.17%、155.41%、168.56%，上半年增速较一季度明显回落。一季度原料药板块增幅较快主要是由于环保限产，短期供货紧张引发的维生素等周期性产品价格上涨；二季度相关产品价格企稳并下跌，原料药板块营收和净利润随之下跌。

个股方面，维生素类生产企业表现亮眼，浙江医药、花园生物、金达威、新和成等维生素生产企业第一季度实现业绩较快增长。抗生素中间体，激

素类原料药、肝素特色原料药均有不同幅度提价，带动原料药板块盈利能力整体提升。第二季度部分产品价格开始下滑，维生素业绩贡献边际作用递减。考虑到原料药存在订单滞后的特点，预计下半年原料药板块盈利有持续下滑的趋势。我们认为未来对“供给侧改革”的预期和对产能的消化能力是原料药板块股价的重要催化剂。

图表 13 原料药板块经营情况 (百万元, %)

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	18,952.50	39,707.25	60,226.27	84,740.42	25,996.20	50,558.68
营业收入增速	24.66%	26.28%	26.89%	30.97%	37.17%	27.33%
归母净利润	1,623.80	3,707.44	5,577.59	8,138.85	4,147.31	6,661.75
归母净利润增速	6.62%	1.77%	1.95%	21.80%	155.41%	79.69%
扣非净利润	1,477.08	3,348.52	4,987.28	7,057.28	3,966.88	6,255.37
扣非净利润增速	9.82%	3.48%	3.67%	18.65%	168.56%	86.81%
毛利率	31.67%	32.65%	33.21%	35.41%	43.65%	39.72%
营业成本	12,950.07	26,741.31	40,222.12	54,735.91	14,649.66	30,478.58
研发费用	-	1,684.03	-	4,110.71	-	2,241.07
研发费用增速	-	30.22%	-	28.95%	-	33.08%
销售费用	1,610.61	3,379.62	5,509.84	8,451.08	3,046.91	6,249.72
经营现金流	-	2,405.97	-	8,182.81	-	4,724.05

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 化学制剂: 龙头增长稳健, 政策推动“去芜存菁”

2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 30.32%，27.93%，22.3%；2018 上半年营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 26.71%，23.73%，20.43%。上半年整体业绩增速较为平稳，二季度增速略低于一季度主要由于流感疫情的影响逐步消除。另一方面，招标降价的压力逐步释放，新品种逐步开启放量周期。利润增速较收入增速慢，主要由于费用增加较多。

化学制剂板块大部分龙头企业业绩符合预期，保持了稳健的增长。2018 年上半年恒瑞医药、丽珠集团、科伦药业、双鹭药业、济川药业、恩华药业等个股扣非净利润增速较快，均在 25%以上。2014 年以来，行业政策逐步转变，在医保控费等改革逐步推进的背景下，化学制剂的增速开始逐步超越中成药。我们认为未来随着招标降价的压力逐步释放，新品种放量加速，纳入医保目录的品种加速成长，未来化学制剂行业依然能保持稳健增长，上市公司也会出现分化，产品疗效明确、创新研发能力强、销售能力强的企业有望脱颖而出。

图表 14 化学制剂板块经营情况 (百万元)

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	35289.31	72564.71	112227.6	156953.2	45990.64	91943.85
营业收入增速	16.22%	15.03%	17.02%	12.32%	30.32%	26.71%
归母净利润	3888.168	8283.664	18379.98	22218.64	4974.112	10249.78
归母净利润增速	18.70%	13.76%	66.55%	53.20%	27.93%	23.73%
扣非净利润	3682.452	7614.24	10951.13	13485.68	4503.599	9169.545
扣非净利润增速	21.51%	15.66%	11.28%	8.92%	22.30%	20.43%
毛利率	50.69%	51.32%	52.15%	53.38%	56.20%	56.23%
营业成本	17401.21	35325.08	53696.59	73166.25	20142.93	40245.24
研发费用	-	3692.537	-	8616.018	-	4574.279
研发费用增速	-	40.89%	-	28.75%	-	23.88%
销售费用	7675.233	16500.69	27301.06	40901.74	13581.02	27179.95
经营现金流		7231.861	-	19081.35	-	7729.273

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 生物制品: 业绩整体增速较快, 内部分化加剧

2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 45.34%, 41.08%, 37.78%, 业绩整体增速较快; 2018 上半年生物制品板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 50.77%、48.27%、43.27%。(不考虑长生生物、天坛生物、复星医药、上海莱士)

疫苗板块中报同比利润保持高速增长, 上半年智飞生物、康泰生物扣非后净利润同比增长超过 300%; 血制品领域受产量增加、渠道整合等多项医疗改革政策影响有所承压, 血制品龙头公司如华兰生物表现平平, 扣非后净利润同比仅增长 3.03%, 未来有望回升企稳; 胰岛素、生长激素等刚需用药优质企业增速稳健, 长春高新、通化东宝、安科生物等扣非净利润实现 25% 以上的较快增长。

生物药行业进入壁垒较高、产品独占性强, 我们认为生物医药未来仍将保持良好的发展态势, 同时内部分化也将加剧。疗效明确, 技术含量高的品种有望获得持续较快的发展, 而辅助性用药的品种可能在医保控费、药占比的大环境中承压。

图表 15 生物制品板块经营情况 (百万元, %)

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	5,997.28	13,045.19	20,914.14	31,185.20	8,716.44	19,667.65
营业收入增速	16.09%	23.09%	18.33%	25.07%	45.34%	50.77%
归母净利润	1,490.37	3,162.83	5,042.35	6,437.23	2,102.56	4,689.55

归母净利润增速	32.96%	54.27%	37.36%	24.13%	41.08%	48.27%
扣非净利润	1,343.43	2,887.90	4,639.26	5,925.11	1,851.03	4,137.48
扣非净利润增速	0.3358	55.01%	40.83%	33.59%	37.78%	43.27%
毛利率	0.6890	69.81%	70.93%	69.89%	71.32%	70.92%
营业成本	1,865.13	3,938.73	6,079.21	9,390.52	2,499.45	5,718.68
研发费用	-	874.12	-	2,235.62	-	1,479.74
研发费用增速	-	17.22%	-	14.90%	-	69.28%
销售费用	1,477.03	3,490.14	5,923.11	9,339.10	2,738.95	6,126.73
经营现金流	-	545.26	-	4,091.98	-	1,970.47

资料来源：Wind，万和证券研究所

(四) 中药板块：OTC 板块景气度提升，寻觅结构性发展机会

2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 21.9%、25.03%、23%；2018 上半年中药板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 19.81%、22.46%、13.48%。受益于流感行情，一季度增长较快，上半年增速放缓主要是由于流感疫情的影响逐步消除和医保控费压力下中药注射剂企业盈利能力下滑。

我们认为 OTC 板块景气度持续提升。OTC 企业品牌价值高，消费者的价格弹性较低，OTC 企业通过产品提价或加强营销实现销售额的突破。个股方面片仔癀（45%）、白云山（36%）、仁和药业（53%）、康恩贝（25%）等扣非净利润均有较快增速。

辅助用药限制是制约中药收入端增长的关键因素，但在国家加大扶持中医药发展的背景下，中药消费品、部分口服中成药、妇儿专科药以及中医领域的新业态有望获得结构性发展机会。

图表 16 中药板块经营情况（百万元，%）

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	60,310.72	125,357.17	187,825.70	267,322.71	73,517.10	150,185.14
营业收入增速	11.38%	11.87%	11.64%	14.55%	21.90%	19.81%
归母净利润	8,121.17	17,114.23	25,185.72	33,972.64	10,154.05	20,957.92
归母净利润增速	0.55%	8.28%	7.62%	10.79%	25.03%	22.46%
扣非净利润	7,755.42	16,325.02	23,875.21	30,488.97	9,538.98	18,525.06
扣非净利润增速	16.14%	18.09%	16.60%	15.07%	23.00%	13.48%
毛利率	0.48	0.48	0.49	0.50	0.50	0.50
营业成本	20,864.09	43,273.71	63,990.46	89,617.12	25,083.39	51,830.91
研发费用	-	2,410.99	-	6,557.83	-	3,268.45
研发费用增速	-	7.38%	-	17.08%	-	35.56%
销售费用	13,806.08	29,659.35	45,847.05	68,543.62	18,361.87	38,029.69

经营现金流	-	7,763.01	-	22,358.75	-	12,831.60
-------	---	----------	---	-----------	---	-----------

资料来源：Wind，万和证券研究所

（五）医疗服务：板块业绩表现亮眼，龙头业绩高增长

医疗服务板块 2018 年一季度营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 62.03%、49.64%、68.53%；2018 上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 58.94%、40.44%、37.71%，板块业绩表现亮眼。

随着中国居民健康意识的提升，人们对高端医疗服务的需求会越来越高，医疗服务行业的景气度仍在较高水平。1) 专科医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康作为专科医疗服务的龙头在 2018 年上半年均有较快增长，未来随着品牌成熟度的提升，专科医院的客单价和门诊量将维持快速增长，“价量齐升”带动公司盈利能力提升。2) 创新药服务产业链：泰格医药、药明康德作为市场 CRO 企业的代表，根据中报业绩，泰格医药扣非归母净利润增长 80.9%，增速进一步提升；药明康德在保持超大研发投入的前提同样具有 32.3%的扣非增速。未来随着一致性评价的推进，龙头 CRO 行业仍将继续享受政策红利，公司业绩将维持在快速释放期。

图表 17 医疗服务板块经营情况（百万元，%）

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	4,025	9,252	15,721	24,749	6,522	14,705
营业收入增速	38.25%	41.57%	48.60%	57.60%	62.03%	58.94%
归母净利润	294	964	1,785	1,987	440	1,354
归母净利润增速	190.71%	108.89%	49.19%	-2.22%	49.64%	40.44%
扣非净利润	238	897	1,672	1,517	401	1,235
扣非净利润增速	176.61%	131.60%	97.49%	6.40%	68.53%	37.71%
毛利率	36.12%	39.58%	40.88%	40.02%	37.45%	39.93%
营业成本	2,571	5,590	9,294	14,846	4,079	8,834
销售费用	425	1,021	1,709	2,804	672	1,741
经营现金流	-	419	-	3,251	-	1,348

资料来源：Wind，万和证券研究所

（六）医疗器械：业绩分化明显，强者恒强

医疗器械板块：2018 年一季度营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 21.28%、22.56%、45.01%；2018 上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 23.26%、21.39%、15.51%。板块内部分化较大，部分个股表现亮眼。在医疗器械子行业中，26 家企业实现营收同比增长，4 家同比下

降。扣非归母净利润增幅 100%以上的有 1 家，博晖创新 (213.5%)；增幅在 50%-100%的有 3 家，三诺生物(58.2%)、禾嘉股份(55.7%)、万孚生物(63.4%)；增幅在 20%-50%有 9 家企业。

图表 18 医疗器械板块经营情况 (百万元, %)

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	12,161	26,515	41,937	58,444	14,749	32,684
营业收入增速	23.12%	24.88%	27.13%	25.70%	21.28%	23.26%
归母净利润	1,473	3,585	5,552	6,788	1,806	4,353
归母净利润增速	9.51%	17.63%	18.73%	14.02%	22.56%	21.39%
扣非净利润	1,345	3,269	4,992	4,912	1,609	3,777
扣非净利润增速	22.10%	26.21%	26.23%	-2.56%	19.64%	15.51%
毛利率	42.92%	43.98%	44.21%	43.95%	45.01%	44.49%
营业成本	6,941	14,855	23,398	32,757	8,111	18,141
销售费用	1,574	3,425	5,628	8,330	2,093	4,476
经营现金流	-	985	-	4,083	-	831

资料来源：Wind，万和证券研究所

(七) 医药商业：政策压力释放，行业景气度有望提升

2018 年一季度营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.58%、16.32%、16.52%；2018 上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 15.83%、12.24%、17.40%。受两票制等因素的影响，医药商业板块收入与归母净利润增速均有下滑。两票制的执行，长期会使得行业集中度提升，随着两票制带来的行业压力释放完全，行业景气度有望提升。

图表 19 医药商业板块经营情况 (百万元, %)

项目	17Q1	17H1	17Q3	17A	18Q1	18H1
营业收入	129,579	271,423	415,324	561,868	154,951	314,381
营业收入增速	21.97%	24.66%	24.97%	18.03%	19.58%	15.83%
归母净利润	4,044	8,737	12,516	16,733	4,704	9,806
归母净利润增速	32.04%	32.19%	30.25%	23.32%	16.32%	12.24%
扣非净利润	3,926	7,994	11,629	15,086	4,574	9,385
扣非净利润增速	36.59%	34.69%	33.26%	22.15%	16.52%	17.40%
毛利率	12.95%	12.85%	12.92%	13.30%	14.43%	14.60%
营业成本	112,798	236,535	361,651	487,119	132,593	268,480
销售费用	7,489	15,118	23,477	33,425	10,666	21,234
经营现金流	-	-6,155	-	4,253	-	-8,563

资料来源：Wind，万和证券研究所

四、投资策略

业绩整体改善，结构分化明显 2018年上半年，医药制造业主营收入累计为12577.3亿元，同比增长13.5%，利润总额1585.7亿，同比增长14.4%。2018年一季度医药制造业整体主营收入增速16.1%，利润总额同比增长22.5%，各细分子行业来看，扣非后净利润同比增速分别为化学原料药86.81%>医疗服务37.71%>生物制品27.33%>化学制剂20.43%>中药13.48%>医药商业17.40%>医疗器械15.51%，原料药、医疗服务和生物制品板块扣非归母净利润行业领跑。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（利润增速：龙头公司>上市公司>非上市公司）。

回归盈利估值匹配思路，关注细分行业龙头 近年来药监系统已经推出了一系列大力度的改革政策，从新药审批提速、优先审批、推行MAH制度到加入ICH、推动一致性评价等等鼓励创新的政策，有力的支撑了过去一年创新药板块行情。但创新药具有科技股属性，投资者对创新的估值溢价边际变化较大。我国制药企业收入结构依然以仿制药为主，带量采购的政策对部分仿制药品种的竞争格局和企业的盈利能力会带来显著的影响，我们预计未来盈利估值匹配这一传统思路将更加受到重视，并在这一基础上给予创新一定溢价。

经过前期调整，医药板块无论从估值还是业绩角度看，都富有配置价值。目前医药板块整体估值为30倍PE,性价比较高。中报业绩保持较快增长，营收同比增长20.84%，扣非净利同比增长23.97%。建议关注估值处于合理区间，业绩良好的白马，如创新药龙头恒瑞医药，研发需求催生的CRO行业龙头药明康德以及高成长的细分市场龙头，如长春高新、通化东宝。

行业政策提高集中度，医药流通景气度有望提升 随着两票制的执行，以前依靠过票的规模较小生产企业流通将会受到挤压，长期会使得行业集中度提升，目前两票制在主要省级市场已落地，调拨业务影响逐步削弱，随着两票制带来的行业压力释放完全，板块业绩有望在三、四季度开始出现好转，行业景气度有望提升，建议重点关注药械流通龙头股瑞康医药、批零一体化龙头股国药一致。零售药店受益于产品提价、处方外流等因素带来的量价齐升，各家连锁药房业绩表现亮眼，随着药店“分级分类”管理制

度将逐步推广，利好行业龙头整合，“新建+并购”为连锁药店业绩增长提供充足动力，重点关注精细化管理连锁药店益丰药房。

五、风险提示

政策推进不及预期，药品降价幅度高于预期，医保放量效果不及预期，药品招标及评审政策趋严。

(实习生潘宇昕、刘紫祥对本文有所贡献.)

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>