

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50588666-8045

强者恒强, 挑战与机遇并存

——医药行业 2019 年度策略

## 证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

医药相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2018 年 12 月 14 日



### 投资要点:

- **2018 年, 医药行业继续保持着良好的发展态势。**2018 年 1-2 月医药制造业的利润增速达到了近五年来的最高水平, 同比增长 37.30%。2018 年 3 月之后, 同比增速有所回落, 主要是受到原料药价格回归到合理水平, 以及上年同期基数上涨过快等因素影响。统计局数据显示, 2018 年 1-9 月医药制造业的收入和利润增长有所回落, 医药制造业收入同比增长 13.6% (较 1-2 月回落 4.7 个百分点), 利润总额同比增长 11.50% (较 1-2 月回落 25.8 个百分点)。
- **医药行业二级市场走势分化, 动态 PE 创近三年新低。**从估值情况看, 目前申万生物医药指数的动态 PE 约为 28.11 倍, 创近 3 年来的新低。然而从另一个较直观反映医药行业运行状况的指标来看, 医药行业景气指数从去年下半年开始持续回升, 截至 2018 年 6 月, 达到一个较高的水平, 基本位于 2001 年以来的较高水平。考虑到两者的反差, 我们判断医药指数行情有望随着投资者信心的恢复而修复, 但子板块表现仍将出现分化, 给予医药行业“同步大市”的投资评级。
- **投资建议。**2019 年原料药企业集中度将进一步提升, 建议关注板块内的优质龙头企业; 制剂领域建议关注具备较好的成本掌控能力, 创新能力、拥有重磅产品、渠道拓展能力强、研发管线合理和获得一致性评价的龙头企业; 中药板块关注配方颗粒领域的新进入企业的进展; 生物制品板块关注疫苗和血制品; 医药商业板块关注全国和区域性龙头企业, 医疗器械关注细分领域龙头企业, 医疗服务板块关注 CRO 细分领域的龙头企业, 如: 昭衍新药 (603127) 等。
- **风险提示:** 政策风险, 研发风险, 渠道拓展风险

### 相关报告

- 1 《医药行业月报: 2018 年 10 月医药行业回顾》 2018-11-01
- 2 《医药行业月报: 1-8 月医药行业运行状况回顾》 2018-09-08
- 3 《医药行业 6 月月报: 2018 年 06 月医药行业回顾》 2018-07-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

## 内容目录

<b>1. 2018 年前三季度行业及上市公司经营回顾</b> .....	<b>3</b>
1.1. 2018 年前三季度行业收入和利润稳步增长 .....	3
1.2. 医药行业二级市场走势分化 .....	5
1.3. 行业估值低位，景气度仍维持高位，后期信心有望修复 .....	6
<b>2. 化学原料药板块投资机会分析</b> .....	<b>7</b>
<b>3. 化学制剂板块投资机会分析</b> .....	<b>10</b>
<b>4. 中药板块投资机会分析</b> .....	<b>14</b>
<b>5. 生物制品板块投资机会分析</b> .....	<b>18</b>
<b>6. 医药商业板块投资机会分析</b> .....	<b>20</b>
<b>7. 医疗器械板块投资机会分析</b> .....	<b>22</b>
<b>8. 医疗服务板块投资机会分析</b> .....	<b>25</b>
<b>9. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

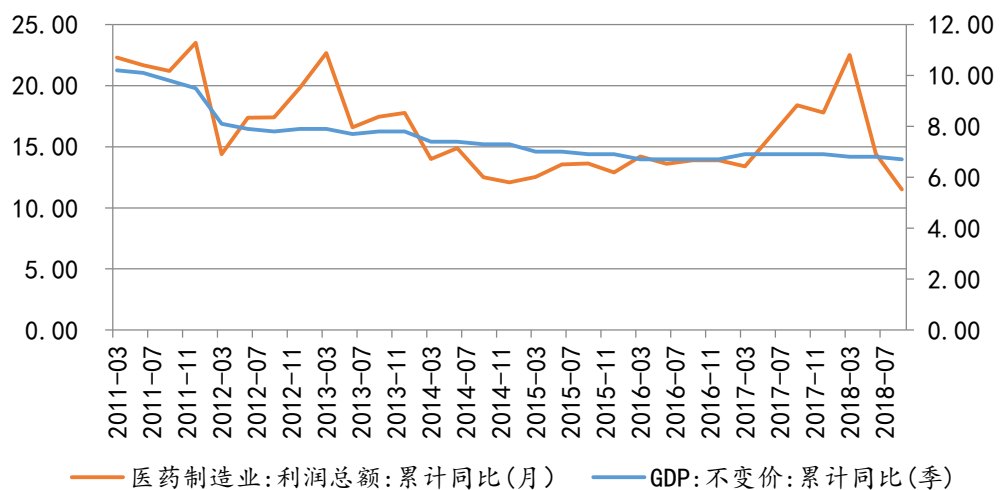
图 1: 医药制造业利润总额同比增速与 GDP 同比增速对比 .....	3
图 2: 近三年医药行业分季度收入和利润增长比较 .....	4
图 3: 医药制造业毛利率，三项费用率及盈利能力走势 .....	5
图 4: 2018 年上半年申万生物医药指数跑赢大市 .....	6
图 5: 2018 年下半年申万生物医药指数弱于大市 .....	6
图 6: 医药各子板块 2018 年 1 月 1 日至今走势 .....	6
图 7: 医药各子板块 2018 年 7 月 11 日至今走势 .....	6
图 8: 医药制造业景气指数 .....	7
图 9: 饲料用维生素价格指数 .....	8
图 10: 4+7 带量采购流程示意图 .....	10
图 11: 已批准的各级中药配方颗粒试点生产企业 .....	14
表 1: 近年来我国医药制造业主要运行指标（亿元，%） .....	3
表 2: 子板块三季报财务数据 .....	5
表 3: SW 原料药板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	8
表 4: SW 原料药板块上市公司费用率情况 .....	9
表 5: SW 制剂板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	11
表 6: SW 制剂板块上市公司费用率情况 .....	12
表 7: SW 中药板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	15
表 8: SW 中药板块上市公司费用率情况 .....	16
表 9: SW 生物制品板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	18
表 10: SW 生物制品板块上市公司费用率情况 .....	19
表 11: SW 医药商业板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	21
表 12: SW 医药商业板块上市公司费用率情况 .....	21
表 13: SW 医疗器械板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	22
表 13: SW 医疗器械板块上市公司费用率情况 .....	24
表 14: SW 医疗服务板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况 .....	25
表 15: SW 医疗服务板块上市公司费用率情况 .....	26

## 1. 2018 年前三季度行业及上市公司经营回顾

### 1.1. 2018 年前三季度行业收入和利润稳步增长

从近年来医药行业利润总额增速与 GDP 同比增速对比看，医药行业利润增速波动较大，与 GDP 变化的相关性较小，行业发展主要受国家卫生政策影响较大，近五年，随着医保控费越来越严、医院药占比越来越低、药品飞行检查加强、药品招标降价和辅助用药、抗生素、大输液等限制力度越来越大，医药行业依赖医保扩张的传统增长模式被打破，2012 年-2016 年行业利润总额增速一路下滑，并低位徘徊，艰难转型；2017 年在供给侧改革大背景下，一些落后产能被淘汰，原料药市场价格良性回升，带动医药行业的整体利润增速快速提升，。2017 年全行业实现主营业务收入 2.82 万亿元，同比增长 12.50%；实现利润总额 3314 亿元，同比增长 17.80%，实现销售利润率 11.76%。

图 1：医药制造业利润总额同比增速与 GDP 同比增速对比



资料来源：wind 资讯，中原证券

表 1：近年来我国医药制造业主要运行指标

(亿元，%)

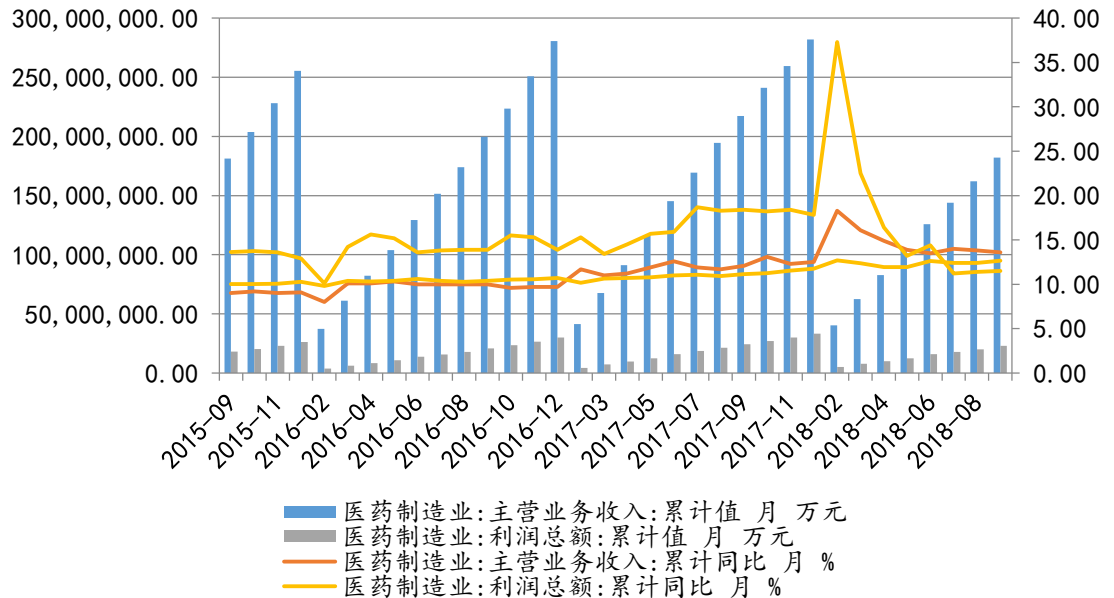
	主营业务收入	主营业务收入 同比增幅	利润总额	利润总额 同比增幅	销售利润率 %
2016 年	28,062.90	9.70	3,002.90	13.90	10.70
2017 年	28,185.50	12.50	3,314.10	17.80	11.76
2018 年 (1-2)	4,029.30	18.30	512.00	37.30	12.71
2018 年 (1-4)	8,267.50	14.90	987.90	16.40	11.95
2018 年 (1-9)	18203.7	13.60	2305.9	11.50	12.67

资料来源：Wind 资讯，中原证券

进入 2018 年，医药行业继续保持着良好的发展态势，2018 年 1-2 月医药制造业的利润增速达到了近五年来的最高水平，同比增长 37.30%。2018 年 3 月之后，同比增速有所回落，主要

是受到原料药价格回归到合理水平,以及上年同期基数上涨过快等因素影响。统计局数据显示,2018年1-9月医药制造业的收入和利润增长有所回落,医药制造业收入同比增长13.6%(较1-2月回落4.7个百分点),利润总额同比增长11.50%(较1-2月回落25.8个百分点)。

图 2: 近三年医药行业分季度收入和利润增长比较

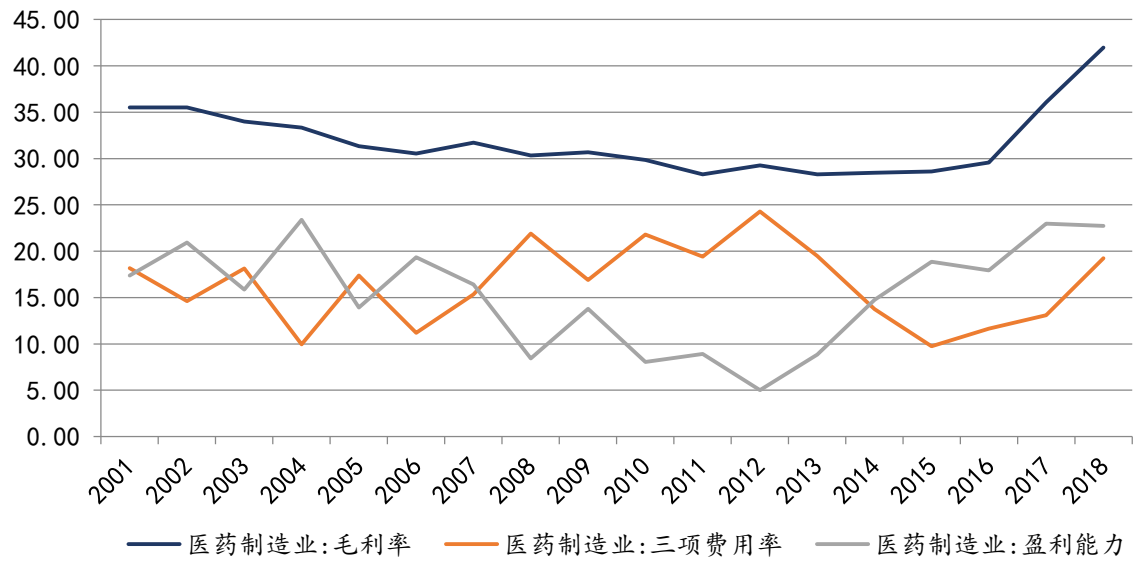


资料来源: Wind 资讯, 中原证券

医保政策加强对创新产品的支持,国家对创新品种加速审评、仿制药一致性评价的施行使得优质品种脱颖而出,新版医保目录调整,药品上市许可持有人制度试行均有利于整个医药行业的市场集中度进一步提升,行业整体运行态势向好,从盈利能力看,医药制造业的盈利能力处于 2001 年以来的相对高位水平。

上市公司三季报数据显示,2018 年前三季度,医药上市公司实现营业总收入 10618.32 亿元,同比增长 25.36%,利润总额 1170.09 亿元,同比增长 10.71%。收入较全行业增长较快,但利润总额略低于行业水平。销售费用率 16.35%较上年同期(14.10%)有所上升,管理费用率 4.74%,较上年同期有所下降(上年同期 6.67%),财务费用率 1.03%,与上年同期相当(上年同期 1/04%)。上市公司平均毛利率为 34.95%,较上年同期(32.59%)略有提升,(低于全国医药制造业平均水平),三项费用率为 22.09%,高于行业平均水平 19.24%,盈利能力为 12.86%,低于行业平均水平。主要源于上市公司规范管理,两票制带来期间费用增加等因素。

图 3: 医药制造业毛利率, 三项费用率及盈利能力走势



资料来源: wind 资讯, 中原证券

从子板块的三季报情况看, 医疗服务, 医疗器械, 医药商业, 中药板块, 化学原料药板块主营业务收入和净利润都实现了同比正增长, 其中, 医疗服务净利润同比大幅增长 112.91%; 化学原料药板块净利润同比大幅增长 62.12%; 医疗器械净利润同比大幅增长 39.14%。而生物制品和化学制剂的三季报净利润同比出现下滑, 但我们看到, 生物制品第三季度的业绩表现还是较上半年有较大改善, 在医药各子板块中一枝独秀。

表 2: 子板块三季报财务数据

板块	3Q2018 主营业务收入 (十亿元)	同比增速	与中报增 速的差额	3Q2018 归母净利润 (十亿元)	同比增速	与中报增 速的差额	销售毛利率 %	同比变化 (个百分点)
SW 化学原料药	79.7055	28.20%	0.84%	9.8424	62.12%	-1.04%	38.7349	2.92
SW 化学制剂	146.6590	34.97%	3.66%	15.7276	-20.31%	-45.49%	57.3319	1.63
SW 中药 III	230.8507	25.10%	3.11%	30.2168	22.80%	-2.27%	48.1921	0.29
SW 生物制品 III	54.5094	43.01%	39.48%	8.7955	-9.93%	7.08%	65.9646	-0.58
SW 医药商业 III	483.6385	16.37%	-7.27%	14.7748	16.56%	-5.72%	14.6632	1.48
SW 医疗器械 III	56.8966	35.41%	-11.16%	7.6791	39.14%	-11.53%	45.4096	2.75
SW 医疗服务 III	35.6935	55.66%	-51.49%	4.2854	112.91%	-68.03%	40.0983	0.63

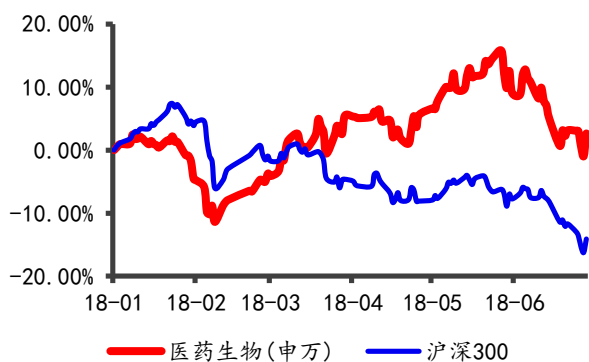
资料来源: Wind 资讯, 中原证券

## 1.2. 医药行业二级市场走势分化

从二级市场表现看, 2018 年上半年中万生物医药指数整体跑赢沪深 300, 在 7 月份长生生物疫苗事件后, 医药生物指数走势显著弱于大盘。全年各个子板块均呈下跌态势, 其中, 化学原料药、中药子板块跌幅均超过 20%, 走势弱于沪深 300; 其中中药子板块下

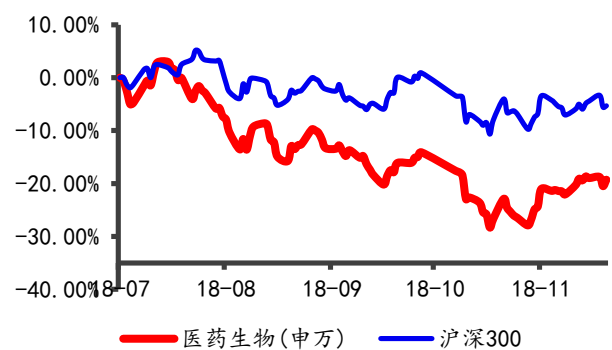
跌主要受到限制辅药、中药注射剂、医保目录调整、医保控费等政策因素影响，2018年4月28日、5月29日，6月11日、6月12日国家药监局相继发布公告，修订参麦注射液、柴胡注射液、双黄连注射液、丹参注射剂等多个中药注射剂的说明书，增加禁忌项包括：“新生儿、婴幼儿禁用”，“孕妇、哺乳期妇女禁用”，这些都造成了中药板块的大幅下跌；化学原料药板块下跌主要为前期涨幅较大，原料药价格合理回归所致；化学制剂，生物制品，医疗器械，医疗服务走势强于沪深300，其中生物制品下跌幅度最小，主要受到创新药获批加速，业绩改善预期支撑，生物药企业赴港上市加速因素影响；化学制剂走势较强主要受到一致性评价利好仿制药因素影响；医疗服务和医疗器械的全年走势受到业绩支撑的因素较大。但由于第三季度业绩环比降幅过大，相比其他子板块，医疗服务下半年跌幅较大。

图 4：2018 年上半年申万生物医药指数跑赢大市



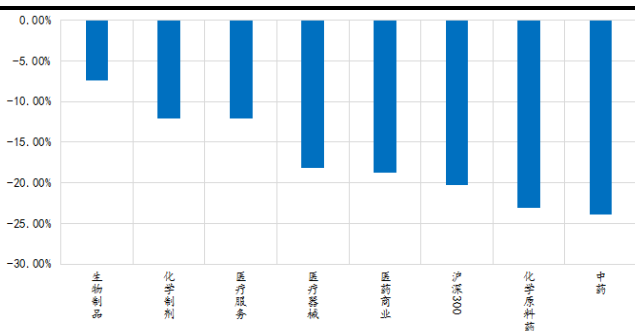
资料来源：wind 资讯，中原证券

图 5：2018 年下半年申万生物医药指数弱于大市



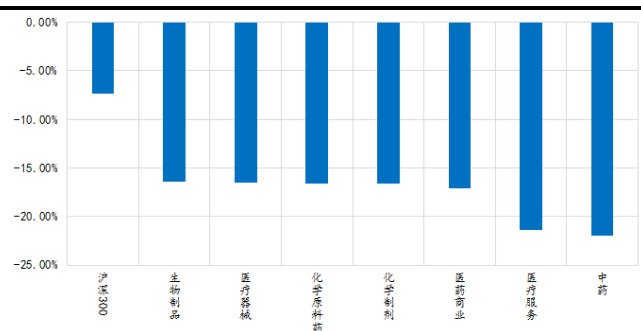
资料来源：wind 资讯，中原证券

图 6：医药各子板块 2018 年 1 月 1 日至今走势



资料来源：Wind 资讯，中原证券

图 7：医药各子板块 2018 年 7 月 11 日至今走势

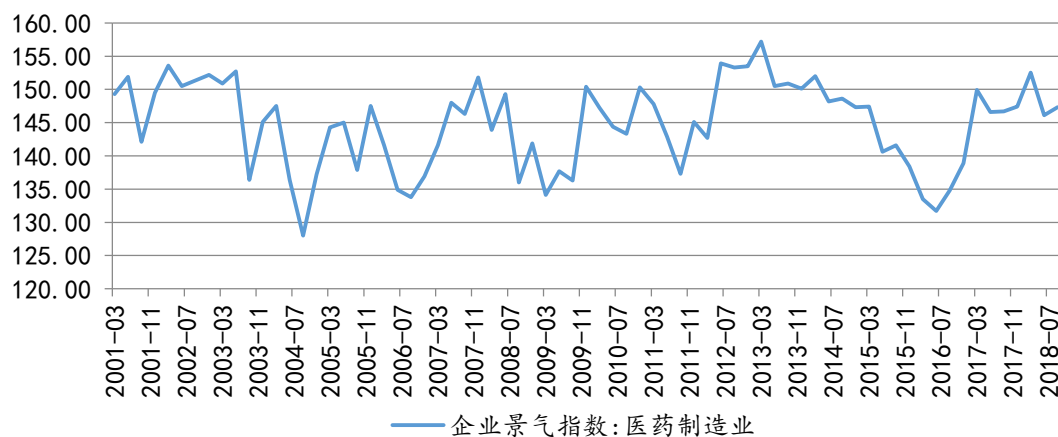


资料来源：Wind 资讯，中原证券

### 1.3. 行业估值低位，景气度仍维持高位，后期信心有望修复

从估值情况看，目前申万生物医药指数的动态 PE 约为 28.11 倍，创近 3 年来的新低。然而从另一个较直观反映医药行业运行状况的指标来看，医药行业景气指数从去年下半年开始持续回升，截至 2018 年 6 月，达到一个较高的水平，基本位于 2001 年以来的较高水平。考虑到两者的反差，我们判断医药指数行情有望随着投资者信心的恢复而修复，但子板块表现仍将出现分化，给予医药行业“同步大市”的投资评级。

图 8: 医药制造业景气指数



资料来源: Wind 资讯, 中原证券

## 2. 化学原料药板块投资机会分析

2018 年前三季度，化学原料药板块实现营业收入 804.99 亿元，同比增长 26.52%，较 2018 中报期增速（28.06%）有所回落；实现归属于母公司股东的净利润 98.42 亿元，同比大增 57.62%，但增速比 2018 中报期（76.34%）有所放缓。

2017 年下半年，环保政策收紧及突发因素停产使得部分维生素品种主要厂家停产，导致一季度维生素等产品价格大涨，业绩大增；随着维生素价格逐步回落，收入与利润增速环比下降。未来原料药企业面临三方面的挑战，1、环保挑战：医药企业治污费用极高，以往环保执法不严、惩罚力度不强，企业即使屡遭罚款也不愿意主动加大投入提升三废处理条件，但几次环保督察下来，我们判断，环保高压常态化是大趋势，环保达标、可持续合法合规生产，是原料药企业生存的根本；2、工艺优化能力。目前下游制剂生产企业的一致性评价面临质量提升压力，将倒逼已合作的原料药厂家的质量体系进行升级，没有能力提升技术的企业将，面临淘汰；3、监管趋严压力。我国先后施行 MAH 制度和原辅包关联审评审批制度，意味着我国原辅包审批制向 DMF 制度的过渡；原食药监总局已于去年加入 ICH，并正在研究加入 PIC/S 组织，预示我国对原料药的监管正逐渐与世界接轨，相关法规变动会更加频繁；能够更快适应法规变化的企业，将在竞争中胜出；4、结构调整压力。“限抗令”下原料药企业要具备产品结构调整能力才能立于不败之地。

综上所述我们认为2019年原料药企业集中度将进一步提升,建议关注板块内的优质龙头企业。另外,大宗原料药如出现趋势性价格上涨机会可关注相关上市公司。

图 9: 饲料用维生素价格指数



资料来源: Wind 资讯, 中原证券

表 3: SW 原料药板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润(万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
600216.SH	浙江医药	510473.75	30.28	50802.76	526.52	43.91
002399.SZ	海普瑞	333200.94	78.36	45088.33	494.33	39.38
002001.SZ	新和成	671942.72	64.20	253738.91	181.56	56.04
002626.SZ	金达威	207881.85	51.62	65097.72	176.96	54.46
300583.SZ	赛托生物	84714.02	68.33	9976.96	153.78	25.22
002102.SZ	ST冠福	1073841.44	71.78	39309.05	152.63	6.42
300401.SZ	花园生物	47578.79	53.40	22474.54	115.29	65.95
000597.SZ	东北制药	561722.97	34.02	15671.24	94.00	41.01
600488.SH	天药股份	186613.22	29.72	11316.77	84.21	47.72
000739.SZ	普洛药业	466880.99	17.48	27340.43	77.49	30.03
002099.SZ	海翔药业	206409.49	19.88	48302.04	76.91	43.33
000788.SZ	北大医药	161713.74	0.06	3795.20	75.33	37.71
000952.SZ	广济药业	60793.09	5.81	13224.86	66.84	57.67
300725.SZ	药石科技	33912.21	73.23	9401.54	66.33	57.03
300452.SZ	山河药辅	31120.71	36.07	5019.33	58.22	33.72
002821.SZ	凯莱英	120496.26	34.49	26089.87	52.68	46.25
603707.SH	健友股份	130439.24	66.39	33446.40	45.86	48.58
000756.SZ	新华制药	395968.97	14.68	19333.12	45.51	27.93
002365.SZ	永安药业	72801.06	12.85	15182.86	35.70	37.94



300233.SZ	金城医药	216284.44	15.70	23501.04	31.35	46.39
002020.SZ	京新药业	223240.39	44.40	34100.70	30.42	62.90
300497.SZ	富祥股份	89235.05	26.83	17269.79	29.87	39.06
603520.SH	司太立	63418.88	14.97	8479.43	29.54	41.44
002550.SZ	千红制药	100413.13	32.62	21074.38	25.56	48.26
603456.SH	九洲药业	126893.81	2.81	9474.53	13.55	30.99
603538.SH	美诺华	55854.60	30.09	6439.70	7.23	29.63
603079.SH	圣达生物	35462.76	-4.05	5171.22	-2.59	35.99
603229.SH	奥翔药业	15425.19	10.42	3233.98	-10.55	43.91
002019.SZ	亿帆医药	343358.08	12.02	71106.92	-18.40	45.28
300363.SZ	博腾股份	83668.62	0.85	10478.26	-21.18	33.89
600521.SH	华海药业	384284.16	9.48	25537.99	-33.57	60.33
300267.SZ	尔康制药	154632.65	-31.86	29776.72	-47.16	43.12
300636.SZ	同和药业	18739.58	-15.73	2621.72	-67.65	28.17
600267.SH	海正药业	780469.18	-4.55	711.36	-514.44	39.17

资料来源: Wind 资讯, 中原证券

表 4: SW 原料药板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
600521.SH	华海药业	22.10	22.44	2.72	47.26
002020.SZ	京新药业	33.92	12.70	0.00	46.62
600488.SH	天药股份	28.43	8.45	0.68	37.56
000597.SZ	东北制药	26.40	8.58	1.82	36.80
600267.SH	海正药业	22.89	9.96	2.87	35.73
000788.SZ	北大医药	27.63	5.30	0.28	33.20
300233.SZ	金城医药	15.56	15.77	-0.35	30.97
600216.SH	浙江医药	21.36	8.95	-0.02	30.30
300363.SZ	博腾股份	2.22	20.60	3.92	26.74
000952.SZ	广济药业	3.88	18.19	4.62	26.69
603229.SH	奥翔药业	2.53	32.58	-8.68	26.43
300725.SZ	药石科技	4.85	20.69	-1.04	24.50
002821.SZ	凯莱英	3.57	20.94	-0.11	24.40
603520.SH	司太立	1.09	16.81	4.75	22.65
000739.SZ	普洛药业	12.20	10.66	-0.24	22.63
002550.SZ	千红制药	20.98	10.68	-9.10	22.56
603707.SH	健友股份	11.05	8.68	1.00	20.74
000756.SZ	新华制药	12.62	7.65	0.45	20.72
002019.SZ	亿帆医药	10.94	8.96	0.52	20.42
300636.SZ	同和药业	3.79	16.57	-0.34	20.02
300267.SZ	尔康制药	10.71	9.36	-1.45	18.61
603538.SH	美诺华	2.23	15.79	0.42	18.44
603079.SH	圣达生物	3.28	16.07	-1.09	18.25
603456.SH	九洲药业	1.65	17.75	-1.41	17.99
002399.SZ	海普瑞	5.67	11.69	0.45	17.81

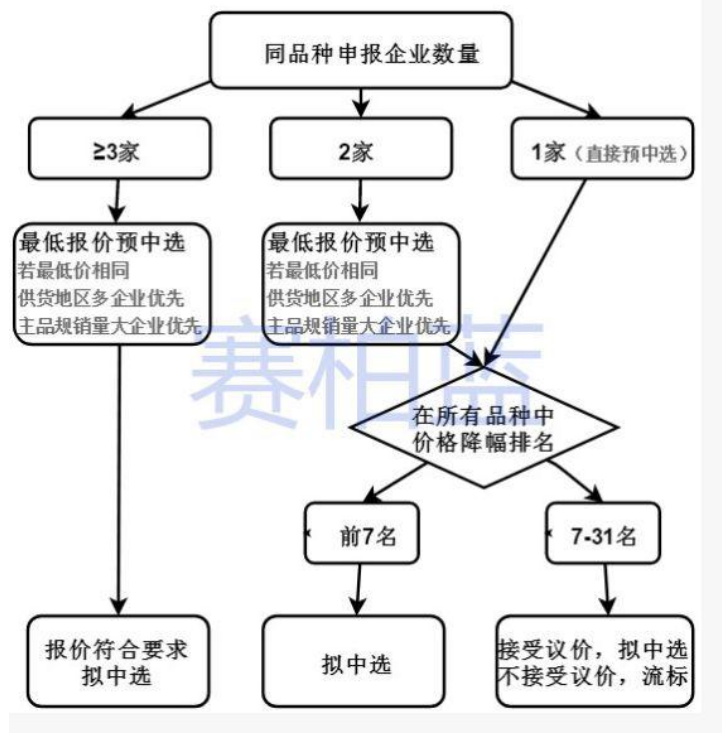
002626.SZ	金达威	5.71	11.68	-1.14	16.25
300452.SZ	山河药辅	7.88	7.52	-0.14	15.25
300497.SZ	富祥股份	2.13	12.50	0.53	15.16
002099.SZ	海翔药业	1.13	16.35	-2.37	15.11
002365.SZ	永安药业	6.26	9.06	-1.45	13.88
300401.SZ	花园生物	2.52	10.77	-0.55	12.74
300583.SZ	赛托生物	1.03	9.16	1.81	12.00
002001.SZ	新和成	2.85	8.56	0.39	11.80
002102.SZ	ST冠福	0.47	1.18	0.48	2.13

资料来源：Wind 资讯，中原证券

### 3. 化学制剂板块投资机会分析

2018 年前三季度，化学制剂板块实现营业总收入 1478.48 亿元，同比增长 26.42%；实现归属于母公司股东的扣非后的净利润 138.61 亿元，同比增长 15.09%。未来影响该板块最大的不确定因素就是“带量采购，招标降价”。

图 10: 4+7 带量采购流程示意图



资料来源：赛柏蓝，中原证券

2018 年 11 月 15 日，上海阳光医药采购网发布《4+7 城市药品集中采购文件》。集采文件中明确要求申报品种必须满足如下条件之一：原研药，一致性评价参比制剂，通过一致性评价，或 2016 年 51 号文后新注册产品。

根据规则，一家中标，三家以上杀价中标，两家以下企业要参考三家以上杀价降幅再杀价

中标，这次集采药品规模占全国约 1/3 左右的市场，可能带来的影响如下：

- 1) 本次集采减弱甚至消除了原研药质量优势，从而达到降低原研药价格的目的，而参与药企间的竞价也将非常激烈，药品价格降低是大趋势；中标企业以量换价，短期利润可能出现大幅增长，利好成本控制力较强的制剂企业以及后入的企业；
- 2) 企业为降低成本将进一步进行成本控制，从而压缩上游企业利润；
- 3) 在采购量分配高度集中的情况下，仿制药生产企业一旦招标失利，招标周期内必须面临极大的企业生存风险，行业将重新洗牌；具有一定实力的仿制药制药企业为避免企业风险而转型，从依赖仿制药品销售的企业转型为依赖创新药品销售的企业。

建议关注具备较好的成本掌控能力，创新能力、拥有重磅产品、渠道拓展能力强、研发管线合理和获得一致性评价的龙头企业。

表 5: SW 试剂板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润(万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
600227.SH	圣济堂	171648.75	58.32	18645.61	334.78	32.99
600789.SH	鲁抗医药	237364.54	25.98	14402.32	186.66	31.05
002422.SZ	科伦药业	1223179.06	54.63	102337.85	135.65	59.14
300434.SZ	金石东方	61065.75	90.57	6618.53	121.88	62.20
300630.SZ	普利制药	40218.51	102.50	12115.75	100.17	82.35
603811.SH	诚意药业	39961.82	76.21	7117.86	71.01	62.40
300086.SZ	康芝药业	63724.33	91.03	4546.34	68.13	45.75
002675.SZ	东诚药业	163058.61	44.57	19370.30	50.36	57.06
002332.SZ	仙琚制药	265014.43	33.25	21166.71	47.07	59.04
002728.SZ	特一药业	63286.47	28.73	12139.92	42.50	56.46
002411.SZ	延安必康	570307.78	73.26	60280.51	41.74	25.28
600380.SH	健康元	863625.55	5.22	64137.53	41.28	63.15
300584.SZ	海辰药业	52562.40	74.19	6229.65	36.09	86.23
600420.SH	现代制药	848493.36	28.82	57699.17	35.80	49.93
002262.SZ	恩华药业	288898.22	14.71	42219.86	34.38	54.31
000153.SZ	丰原药业	223121.86	24.56	5643.51	28.68	37.24
300723.SZ	一品红	108329.94	4.38	12836.73	24.33	69.89
600276.SH	恒瑞医药	1245876.83	23.77	291192.09	22.16	86.54
300199.SZ	翰宇药业	90503.72	26.67	29357.93	21.15	86.13
603669.SH	灵康药业	118187.29	104.74	16613.86	20.49	87.82
000566.SZ	海南海药	205007.83	62.95	22901.07	19.04	52.95
000513.SZ	丽珠集团	684143.59	4.90	94010.47	17.15	62.64
600062.SH	华润双鹤	630950.87	32.66	84395.60	16.11	64.69
300016.SZ	北陆药业	46404.22	10.95	12633.35	16.02	67.48

002940.SZ	昂利康	88492.25	49.84	9920.15	12.26	70.53
600513.SH	联环药业	72514.52	51.55	5661.15	11.78	66.25
002653.SZ	海思科	208378.32	58.41	30316.11	11.68	63.83
000908.SZ	景峰医药	149197.87	7.06	11670.63	11.54	73.53
002370.SZ	亚太药业	95870.81	16.28	16657.10	11.04	46.25
002773.SZ	康弘药业	218246.24	3.95	50645.67	8.60	92.42
002898.SZ	赛隆药业	32546.79	30.47	4734.07	6.65	56.39
600851.SH	海欣股份	80088.59	8.88	10378.60	6.48	42.87
002923.SZ	润都股份	75053.75	34.12	8085.80	6.33	74.19
002435.SZ	长江润发	335507.67	69.84	28099.21	5.07	61.13
002393.SZ	力生制药	110006.29	44.06	10495.68	4.48	70.86
002294.SZ	信立泰	353510.78	13.96	115000.74	3.71	80.72
002437.SZ	誉衡药业	396191.37	99.17	31407.42	2.65	73.88
600812.SH	华北制药	708007.59	24.25	7693.12	1.08	38.51
300702.SZ	天宇股份	100365.47	13.67	7886.21	-2.80	36.03
300705.SZ	九典制药	56133.51	60.41	4442.06	-4.54	58.91
300194.SZ	福安药业	205176.87	38.46	22898.59	-6.91	62.57
300110.SZ	华仁药业	100668.99	10.12	2785.34	-6.95	57.76
603222.SH	济民制药	53938.08	19.72	3691.22	-12.14	44.87
300006.SZ	莱美药业	106031.42	22.49	10002.45	-14.18	60.26
600079.SH	人福医药	1353790.80	26.71	64843.06	-14.19	39.88
000915.SZ	山大华特	127917.94	-5.04	14327.65	-15.50	65.46
300558.SZ	贝达药业	92759.05	20.74	14775.94	-17.71	95.47
002900.SZ	哈三联	157559.05	135.96	18173.93	-20.53	84.10
600664.SH	哈药股份	810364.14	-12.03	24291.28	-23.07	26.03
603676.SH	卫信康	47690.62	69.82	6439.32	-28.69	48.27
300254.SZ	仟源医药	82237.65	22.92	2184.72	-46.67	75.94
603168.SH	莎普爱思	49647.32	-29.34	7792.40	-61.81	74.32
300573.SZ	兴齐眼药	33697.19	19.82	1319.67	-70.20	71.31
300158.SZ	振东制药	238222.48	0.60	6155.83	-77.18	64.12
300436.SZ	广生堂	28561.63	28.23	603.34	-82.24	84.09

资料来源：Wind 资讯，中原证券

表 6: SW 试剂板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
300436.SZ	广生堂	51.63	29.11	-1.70	79.04
300558.SZ	贝达药业	42.48	33.54	1.72	77.74
603669.SH	灵康药业	72.05	5.28	-0.05	77.28
002900.SZ	哈三联	66.04	8.41	-0.48	73.97
300254.SZ	仟源医药	54.41	15.81	1.13	71.35
300584.SZ	海辰药业	62.11	8.43	0.42	70.96
002773.SZ	康弘药业	52.05	16.66	-1.49	67.22
300573.SZ	兴齐眼药	44.60	19.62	0.71	64.93

002437.SZ	誉衡药业	51.87	8.35	3.00	63.22
002923.SZ	润都股份	51.45	10.93	0.16	62.53
000908.SZ	景峰医药	39.54	17.75	4.12	61.40
300158.SZ	振东制药	49.34	10.30	0.72	60.36
603168.SH	莎普爱思	44.77	14.92	-0.20	59.48
002393.SZ	力生制药	41.73	17.97	-1.17	58.54
600276.SH	恒瑞医药	37.26	21.97	-0.80	58.43
002940.SZ	昂利康	51.12	6.39	-0.06	57.44
300723.SZ	一品红	44.03	11.47	1.12	56.62
002653.SZ	海思科	44.98	11.03	0.56	56.57
600513.SH	联环药业	44.65	10.98	-0.48	55.15
300006.SZ	莱美药业	38.50	10.69	3.31	52.50
300110.SZ	华仁药业	39.79	10.02	2.56	52.37
300199.SZ	翰宇药业	39.33	13.21	-0.34	52.20
300630.SZ	普利制药	23.07	27.16	-0.06	50.18
002435.SZ	长江润发	44.95	4.30	0.56	49.81
002422.SZ	科伦药业	35.54	10.01	3.84	49.38
300705.SZ	九典制药	39.14	10.01	-0.14	49.01
300194.SZ	福安药业	40.26	8.91	-0.22	48.95
600062.SH	华润双鹤	39.61	7.69	-0.10	47.19
300434.SZ	金石东方	28.94	17.85	0.22	47.01
002332.SZ	仙琚制药	31.49	12.36	2.21	46.07
600380.SH	健康元	35.79	10.90	-0.96	45.73
000513.SZ	丽珠集团	37.15	10.67	-2.19	45.64
000566.SZ	海南海药	27.22	8.69	6.82	42.72
002294.SZ	信立泰	29.23	13.18	-0.19	42.23
600851.SH	海欣股份	24.83	16.55	-0.46	40.91
603811.SH	诚意药业	29.31	10.81	-0.32	39.80
600420.SH	现代制药	27.75	8.69	1.38	37.81
002898.SZ	赛隆药业	28.47	9.53	-0.54	37.46
603676.SH	卫信康	26.71	10.94	-0.22	37.43
300016.SZ	北陆药业	26.87	10.40	-0.49	36.78
300086.SZ	康芝药业	19.43	16.38	0.80	36.61
600812.SH	华北制药	26.33	5.39	4.32	36.04
002675.SZ	东诚药业	22.89	9.30	3.18	35.38
002262.SZ	恩华药业	27.88	7.64	-0.47	35.04
000915.SZ	山大华特	26.78	7.30	0.23	34.31
002728.SZ	特一药业	17.19	12.23	4.33	33.75
000153.SZ	丰原药业	24.22	6.90	1.02	32.14
600079.SH	人福医药	20.01	8.83	3.17	32.02
603222.SH	济民制药	17.26	12.02	2.51	31.79
300702.SZ	天宇股份	1.90	21.75	0.16	23.81
002370.SZ	亚太药业	12.32	10.41	0.97	23.70
600789.SH	鲁抗医药	14.51	7.85	0.68	23.03
600664.SH	哈药股份	5.66	14.94	-0.17	20.42

600227.SH	圣济堂	10.62	6.46	2.25	19.33
002411.SZ	延安必康	4.16	4.82	3.76	12.75

资料来源: Wind 资讯, 中原证券

#### 4. 中药板块投资机会分析

2018 年前三季度, 中药板块实现营业总收入 2323.17 亿元, 同比增长 24.14%; 实现归母净利润 301.52 亿元, 同增 19.76%, 增速比中报 (22.32%) 略低。未来相当数量的中药企业会面临限制辅药、中药注射剂、医保目录调整、医保控费等政策压力。

未来我们重点关注中药配方颗粒领域, 中药配方颗粒产业属于中药新型产业, 是中药现代化的重要标志。配方颗粒相比传统中药饮片具有成分可控、便携、易于储存等优点, 对中药饮片将产生部分替代。数据显示, 中药配方颗粒增长快速, 2018 年上半年, 中药配方颗粒收入 34.9 亿元, 毛利 20.4 亿元, 净利润 6.3 亿元, 配方颗粒呈现加速增长趋势, 略超预期。配方颗粒覆盖医院增至 2907 家, 配药机投入达到 4546 台。配方颗粒销售智能化水平提高, 通过配药机销售比例由 29.6% 增加至 44.4%。

目前中药配方颗粒已经纳入饮片管理但产销环节受行政管制, 生产原来限制于 6 家国家级试点企业, 使用限制二级以上医院, 目前 29 家省级企业陆续获批。2017 年市场规模在 130 亿元左右, 未来 3-5 年有望增长至 300 亿元左右的市场, 假设近期批准的 29 家省级企业能够最终获得 2017 年总量 50% 的市场份额, 平均每家企业能够获得 2 亿元左右的市场空间。未来中药配方颗粒市场前景广阔。建议关注获得省级中药配方颗粒试点资格的相关公司。

图 11: 已批准的各级中药配方颗粒试点生产企业

省	小计	国家级试点	省级试点	省级科研专项/试点
安徽	6			安徽华润金鹰药业、亳州 5 家【安徽济人药业、安徽九洲方圆制药、华佗国药股份、安徽广印堂中药、安徽协和成制药】
河南	6			仲景宛西制药股份、河南润弘本草制药、上海凯宝新道 (新乡) 药业、河南辅仁堂制药、保和堂 (焦作) 制药、河南天鸿医药集团
浙江	4			浙江惠松、浙江华通康岳堂、佐力药业、贝尼菲特药业
江西	3			天德康中药股份、百神药业、青春康源制药
广东	4	华润三九、广东一方		康美药业、香雪制药
湖北	6			李时珍医药集团、劲牌生物医药、湖北普连药业、湖北恒安芙林药业、马应龙药业集团、国药集团中联药业
河北	1			神威药业 (石家庄)
吉林	1			吉林敖东、力源药业
江苏		江阴天江药业		
北京	1	北京康仁堂		
广西	1	培力药业		
四川	1	四川新绿色		
合计	35			

资料来源: 中原证券, 文件公告, 张自然博士整理

表 7: SW 中药板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润(万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
600781.SH	辅仁药业	476755.48	12.46	73098.05	5599.88	45.72
000790.SZ	泰合健康	43083.32	6.08	1583.45	1064.25	67.15
300147.SZ	香雪制药	184395.10	13.01	9188.82	142.17	33.33
600771.SH	广誉远	102162.24	38.48	22597.89	135.62	82.20
002118.SZ	紫鑫药业	127770.57	70.25	32933.01	124.70	67.37
600211.SH	西藏药业	74128.54	15.34	23114.73	94.14	79.42
000650.SZ	仁和药业	333632.39	22.88	39276.89	56.07	42.74
600332.SH	白云山	2987582.46	87.11	343929.34	50.99	25.58
600566.SH	济川药业	554398.83	31.57	130876.80	45.06	84.57
600351.SH	亚宝药业	223527.44	21.54	21347.80	41.53	57.36
600436.SH	片仔癀	358587.74	30.65	91994.64	39.50	43.82
002412.SZ	汉森制药	66184.70	11.12	8636.19	36.92	73.82
002737.SZ	葵花药业	313476.73	19.62	34545.15	35.13	57.43
600479.SH	千金药业	229064.26	0.45	13846.14	33.70	47.76
002349.SZ	精华制药	92364.64	16.03	17218.16	31.96	50.69
002198.SZ	嘉应制药	33501.92	14.17	1702.56	30.95	70.04
600329.SH	中新药业	468880.52	9.21	40090.63	28.77	42.60
002566.SZ	益盛药业	75006.35	0.34	5312.98	27.85	76.59
600572.SH	康恩贝	539420.16	42.57	76664.36	22.08	76.00
002317.SZ	众生药业	174244.71	24.42	35048.37	21.93	61.16
600518.SH	康美药业	2542843.06	30.31	384729.58	21.11	30.37
002603.SZ	以岭药业	382615.76	25.05	56181.00	20.67	66.35
600285.SH	羚锐制药	159482.93	22.25	21277.62	20.58	76.17
600129.SH	太极集团	774322.82	16.91	14650.45	19.13	42.03
600222.SH	太龙药业	85008.88	6.67	564.67	17.38	34.18
600993.SH	马应龙	159227.31	33.71	12068.60	16.73	44.31
002424.SZ	贵州百灵	199962.86	14.42	38274.61	16.17	62.36
002287.SZ	奇正藏药	85624.78	23.82	24575.73	15.07	88.22
002907.SZ	华森制药	53424.08	21.20	11201.56	14.88	66.91
600671.SH	天目药业	29022.05	243.48	2973.29	13.59	38.37
000999.SZ	华润三九	944429.74	26.20	111245.48	13.43	68.54
600538.SH	国发股份	16259.03	-46.95	-579.40	12.18	18.65
600535.SH	天士力	1302465.58	16.69	136901.75	12.12	35.34
603896.SH	寿仙谷	32434.31	38.88	6000.05	7.36	86.14
002644.SZ	佛慈制药	40468.39	24.51	5718.74	7.08	32.75
600750.SH	江中药业	129154.97	-1.23	35361.76	6.45	67.98
002275.SZ	桂林三金	111246.75	3.06	36682.65	4.81	73.44
002390.SZ	信邦制药	502517.16	14.83	26391.88	3.52	21.59
600085.SH	同仁堂	1047699.40	7.09	84976.18	3.36	48.22
600557.SH	康缘药业	275403.36	14.22	31759.39	3.23	75.51
600976.SH	健民集团	159150.29	-24.76	7286.88	2.45	38.67

002873.SZ	新天药业	52200.45	-0.66	6500.91	1.59	78.98
300026.SZ	红日药业	302974.22	26.83	46323.28	0.57	71.04
000538.SZ	云南白药	1972366.31	9.53	273215.37	0.31	30.41
603567.SH	珍宝岛	198056.38	2.73	37271.41	-2.15	73.46
000766.SZ	通化金马	137299.56	50.52	17944.12	-3.21	84.80
000919.SZ	金陵药业	230677.61	-6.47	11932.54	-5.53	24.89
300534.SZ	陇神戎发	15335.25	-20.63	1063.83	-5.59	40.12
002864.SZ	盘龙药业	33853.21	23.90	4626.33	-5.64	71.06
000423.SZ	东阿阿胶	438428.54	-2.16	110406.58	-6.09	64.35
600422.SH	昆药集团	505044.55	23.00	26624.41	-8.19	50.07
300519.SZ	新光药业	20400.16	-8.43	6623.65	-13.27	56.19
603858.SH	步长制药	928634.83	-1.69	121564.06	-13.43	82.82
300039.SZ	上海凯宝	114992.99	-8.26	23845.14	-15.96	83.30
300108.SZ	吉药控股	60185.89	14.36	10160.60	-19.59	31.51
002433.SZ	太安堂	232516.92	4.99	15444.21	-20.29	33.32
600252.SH	中恒集团	246191.47	54.21	47765.65	-23.52	89.00
603998.SH	方盛制药	79769.88	53.72	6092.70	-23.63	74.07
002107.SZ	沃华医药	55963.33	8.61	4611.19	-23.88	79.51
002817.SZ	黄山胶囊	21199.97	0.01	2884.46	-25.42	33.01
603139.SH	康惠制药	24816.19	6.74	3283.76	-28.71	52.69
000623.SZ	吉林敖东	239664.82	20.60	89588.45	-31.31	72.24
600613.SH	神奇制药	129402.63	12.81	6471.94	-32.46	55.39
900904.SH	神奇 B 股	129402.63	12.81	6471.94	-32.46	55.39
600594.SH	益佰制药	291149.65	1.29	19631.34	-39.54	73.82
000989.SZ	九芝堂	254763.03	-7.38	33447.49	-43.25	65.37
300181.SZ	佐力药业	52855.43	-11.76	2570.28	-51.32	63.97
002826.SZ	易明医药	33599.46	26.85	1095.10	-76.30	63.28
603963.SH	大理药业	30694.32	57.31	540.63	-106.47	80.19
002750.SZ	龙津药业	25172.55	17.05	1452.38	-108.50	90.80
000590.SZ	启迪古汉	12882.00	-41.17	-1120.86	-228.91	47.66

资料来源：Wind 资讯，中原证券

表 8: SW 中药板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
600518.SH	康美药业	3.12	4.21	4.32	11.66
600436.SH	片仔癀	8.33	5.85	-0.23	13.94
002390.SZ	信邦制药	6.22	6.95	1.31	14.48
002644.SZ	佛慈制药	11.25	8.78	-5.03	15.01
000538.SZ	云南白药	12.85	1.71	0.56	15.12
000919.SZ	金陵药业	5.92	10.49	-0.01	16.39
600332.SH	白云山	12.20	5.26	-0.17	17.28
300108.SZ	吉药控股	3.78	7.88	6.51	18.18
300519.SZ	新光药业	10.01	11.73	-2.68	19.06



002817.SZ	黄山胶囊	11.22	10.71	-2.36	19.57
600535.SH	天士力	13.33	5.89	2.89	22.12
600538.SH	国发股份	12.91	12.19	-2.11	23.00
002433.SZ	太安堂	13.29	5.96	4.26	23.51
000650.SZ	仁和药业	18.09	7.15	-0.67	24.56
600781.SH	辅仁药业	13.08	8.51	3.68	25.26
002349.SZ	精华制药	13.54	11.79	0.09	25.42
600993.SH	马应龙	21.99	6.05	-0.16	27.88
600085.SH	同仁堂	20.58	9.70	-0.11	30.17
300147.SZ	香雪制药	14.87	9.42	6.17	30.46
300534.SZ	陇神戎发	20.83	10.29	-0.22	30.90
600222.SH	太龙药业	9.95	16.60	5.30	31.85
600671.SH	天目药业	18.98	11.02	2.10	32.09
000423.SZ	东阿阿胶	25.69	7.32	0.10	33.11
002275.SZ	桂林三金	22.63	12.19	-0.97	33.85
600329.SH	中新药业	29.23	5.30	0.05	34.59
600750.SH	江中药业	29.56	5.63	-0.56	34.63
600976.SH	健民集团	28.35	7.14	0.06	35.56
002424.SZ	贵州百灵	29.17	6.94	0.49	36.61
002317.SZ	众生药业	29.51	7.07	0.31	36.89
603139.SH	康惠制药	29.35	8.40	-0.24	37.51
002118.SZ	紫鑫药业	9.97	12.94	14.89	37.81
600129.SH	太极集团	27.24	8.68	2.71	38.63
600479.SH	千金药业	31.94	7.38	-0.48	38.83
002737.SZ	葵花药业	31.14	11.63	-0.04	42.73
600422.SH	昆药集团	37.14	5.53	0.62	43.28
600351.SH	亚宝药业	32.05	12.06	1.07	45.18
002907.SZ	华森制药	39.13	6.14	-0.09	45.19
002603.SZ	以岭药业	37.70	10.05	-0.33	47.43
600613.SH	神奇制药	41.56	7.06	0.56	49.17
900904.SH	神奇 B 股	41.56	7.06	0.56	49.17
600211.SH	西藏药业	45.80	5.59	-1.19	50.20
000989.SZ	九芝堂	44.10	6.73	-0.08	50.75
300026.SZ	红日药业	40.20	11.24	-0.23	51.21
603567.SH	珍宝岛	35.44	14.68	1.81	51.93
600771.SH	广誉远	41.56	9.87	0.88	52.31
000999.SZ	华润三九	46.35	7.45	0.01	53.82
000590.SZ	启迪古汉	24.09	32.69	-1.65	55.14
002826.SZ	易明医药	47.22	7.84	0.14	55.20
600566.SH	济川药业	50.76	5.72	0.06	56.54
002287.SZ	奇正藏药	48.58	7.60	0.88	57.05
002412.SZ	汉森制药	46.16	9.79	1.51	57.45
002864.SZ	盘龙药业	48.40	9.61	-0.51	57.50
600572.SH	康恩贝	49.46	7.77	0.94	58.17
300039.SZ	上海凯宝	51.39	8.27	-0.82	58.85

600285.SH	羚锐制药	50.94	7.49	0.46	58.90
000623.SZ	吉林敖东	46.49	11.15	1.33	58.96
600557.SH	康缘药业	46.62	12.30	1.24	60.16
603998.SH	方盛制药	50.85	9.94	-0.34	60.45
000790.SZ	泰合健康	52.01	10.08	-0.72	61.36
002198.SZ	嘉应制药	48.78	12.52	0.36	61.65
300181.SZ	佐力药业	46.10	12.94	3.27	62.31
600594.SH	益佰制药	49.43	11.83	2.24	63.50
002873.SZ	新天药业	46.14	17.15	0.30	63.59
002566.SZ	益盛药业	52.76	9.55	2.27	64.59
002107.SZ	沃华医药	59.27	7.57	0.39	67.23
600252.SH	中恒集团	61.75	7.95	-1.40	68.30
603858.SH	步长制药	59.49	8.98	0.57	69.04
000766.SZ	通化金马	58.35	9.44	2.14	69.93
603896.SH	寿仙谷	48.57	21.60	-0.23	69.94
603963.SH	大理药业	68.01	9.78	0.14	77.94
002750.SZ	龙津药业	69.75	19.33	-0.28	88.81

资料来源：Wind 资讯，中原证券

## 5. 生物制品板块投资机会分析

生物制品板块 2018 前三季度实现营业收入 551.22 亿元，同增 37.53%，增速比 2018 上半年（41.46%）略低；扣非后归母净利润 92.59 亿元，同比增长 22.68%。扣非前归母净利润同比下滑，主要是部分公司产生较多非经常性损益，如上海莱士金融资产投资损失等。

2018 年上半年，疫苗公司获益于一票制低开转高开以及多联苗多价苗的爆发，业绩增长较快，但三季度受到长生疫苗事件影响，疫苗批签发速度下降，收入与利润增速回落。目前长生事件影响逐渐消退，建议关注四价流感疫苗相关公司。

血制品板块受进口白蛋白竞争加剧和两票制影响较大，2018 年已到底部，目前调研情况显示，经销商存货回归至正常水平，核心品种白蛋白、静丙批签发逐季改善，新版医保目录实施带来血制品扩容，行业底部回暖趋势确立。建议关注血制品领域龙头企业。

表 9：SW 生物制品板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润 (万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
600645.SH	中源协和	97134.55	1.23	1460.94	489.84	69.62
300122.SZ	智飞生物	349487.92	354.44	108658.82	291.63	56.87
300142.SZ	沃森生物	57336.81	31.80	9112.06	236.79	80.20
600530.SH	交大昂立	19990.14	-2.92	8292.39	192.46	53.76
300601.SZ	康泰生物	149995.95	88.82	37619.84	169.27	90.67

000661.SZ	长春高新	413963.09	56.36	83862.96	74.55	85.31
300653.SZ	正海生物	16546.97	25.15	6515.23	69.04	92.83
002038.SZ	双鹭药业	155102.61	100.47	53195.24	66.05	84.08
300239.SZ	东宝生物	32229.65	32.89	2278.48	58.10	21.88
000004.SZ	国农科技	25617.86	260.83	-259.18	38.86	82.43
600161.SH	天坛生物	205658.84	27.68	39659.62	37.96	48.27
300381.SZ	溢多利	124005.57	27.34	7440.07	34.62	36.09
300294.SZ	博雅生物	168661.56	100.86	28636.50	34.46	61.47
300009.SZ	安科生物	101802.76	39.09	23157.83	28.77	80.81
300357.SZ	我武生物	38569.37	31.36	18933.88	28.46	93.91
300685.SZ	艾德生物	31048.73	27.96	9587.28	28.08	91.25
603590.SH	康辰药业	69593.98	78.57	15693.75	23.19	94.98
600080.SH	金花股份	54684.02	-0.44	3485.94	21.35	67.42
300255.SZ	常山药业	115120.15	30.71	16097.99	20.39	70.71
002007.SZ	华兰生物	203590.28	22.19	75958.82	19.32	61.28
000813.SZ	德展健康	264709.36	94.30	73011.25	15.32	92.70
000403.SZ	振兴生化	63371.46	23.21	8038.81	14.72	53.41
002030.SZ	达安基因	118617.25	2.84	7846.01	10.46	41.13
300485.SZ	赛升药业	93968.81	94.08	21016.61	6.07	86.18
300289.SZ	利德曼	52357.00	34.60	6114.96	3.86	48.97
600867.SH	通化东宝	200879.13	8.43	68760.79	3.68	71.94
002680.SZ	*ST 长生	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
002880.SZ	卫光生物	46850.96	6.26	10807.10	-1.93	42.34
002166.SZ	莱茵生物	45547.78	-16.40	7747.87	-13.75	34.19
600196.SH	复星医药	1814238.49	39.99	209415.24	-14.22	58.27
002252.SZ	上海莱士	140903.62	-3.99	-129281.72	-16.76	66.44
300204.SZ	舒泰神	63412.48	-41.55	11885.07	-49.28	90.99
300683.SZ	海特生物	41205.12	-28.59	7598.58	-56.89	94.18
002581.SZ	未名医药	49289.57	-35.26	1259.29	-97.49	84.15
600796.SH	钱江生化	33299.14	-3.24	-1872.23	-172.86	16.76
000518.SZ	四环生物	28141.10	-1.73	-939.21	-217.42	75.44
002693.SZ	双成药业	25910.13	61.39	-3245.20	-271.86	63.39

资料来源：Wind 资讯，中原证券

表 10: SW 生物制品板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
000004.SZ	国农科技	76.80	8.80	-0.41	85.19
002693.SZ	双成药业	48.23	25.60	6.38	80.20
002581.SZ	未名医药	51.64	20.91	5.94	78.50
000518.SZ	四环生物	54.28	22.20	0.75	77.24
300204.SZ	舒泰神	58.19	17.26	-0.63	74.83
300683.SZ	海特生物	62.51	9.21	-1.37	70.35
603590.SH	康辰药业	61.59	8.59	-2.69	67.49
300142.SZ	沃森生物	36.77	28.38	-0.16	64.98

300601.SZ	康泰生物	50.00	11.54	0.46	62.01
300485.SZ	赛升药业	54.27	7.03	-0.08	61.22
300685.SZ	艾德生物	37.15	24.23	-1.57	59.81
000813.SZ	德展健康	52.90	6.01	-0.22	58.69
600080.SH	金花股份	50.26	8.07	0.32	58.65
600645.SH	中源协和	24.06	32.95	0.83	57.85
300009.SZ	安科生物	41.85	11.53	0.18	53.56
300255.SZ	常山药业	39.00	12.27	2.17	53.44
600530.SH	交大昂立	27.10	26.69	-1.34	52.45
300653.SZ	正海生物	37.19	14.75	-0.48	51.46
600196.SH	复星医药	32.86	15.01	2.73	50.59
000661.SZ	长春高新	36.56	11.67	-0.13	48.09
002038.SZ	双鹭药业	38.18	6.95	-1.03	44.11
300294.SZ	博雅生物	30.52	7.90	0.30	38.72
000403.SZ	振兴生化	14.67	19.21	3.15	37.03
300357.SZ	我武生物	30.23	8.45	-1.68	37.00
002030.SZ	达安基因	15.61	16.26	2.07	33.94
600867.SH	通化东宝	22.98	9.45	0.29	32.71
002252.SZ	上海莱士	7.95	20.53	2.83	31.32
300381.SZ	溢多利	9.03	14.73	4.80	28.55
300289.SZ	利德曼	12.17	15.60	0.68	28.45
002007.SZ	华兰生物	11.03	10.10	-0.07	21.06
300122.SZ	智飞生物	13.51	5.26	0.20	18.97
002166.SZ	莱茵生物	5.19	10.34	2.19	17.73
002880.SZ	卫光生物	4.11	11.47	0.32	15.90
600161.SH	天坛生物	5.57	8.39	-0.25	13.71
600796.SH	钱江生化	1.49	11.46	0.65	13.60
300239.SZ	东宝生物	4.28	7.74	0.54	12.56
002680.SZ	*ST 长生	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：Wind 资讯，中原证券

## 6. 医药商业板块投资机会分析

2018 年前三季度医药商业板块实现营业收入 4527.79 亿元，同增 17.62%，增速与 2018 上半年（17.62%）基本持平。实现扣非归母净利润 125.63 亿元，同增 14.51%，增速比 2017 年全年（39.87%）明显下滑，主要原因是两票制推行下，板块分销业务受到影响。

由于各省份基本已执行新标和零加成，两票制的影响正逐渐得到消化。短期看，带量采购对医药流通领域有一定的影响，中长期来看，两票制施行和带量采购带来行业集中度提升，建议关注全国和区域性龙头企业。

表 11: SW 医药商业板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润(万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
600272.SH	开开实业	64302.99	-10.25	1792.02	108.96	24.80
002788.SZ	鹭燕医药	840513.44	40.36	13613.35	41.01	7.73
603716.SH	塞力斯	92778.59	50.26	7109.45	40.98	32.65
603368.SH	柳药股份	871012.13	24.00	39080.93	34.81	10.29
002727.SZ	一心堂	661912.61	18.15	41853.62	34.54	40.87
603939.SH	益丰药房	466565.52	36.46	30875.91	33.24	40.49
600511.SH	国药股份	2877711.65	6.32	95048.80	27.57	8.77
000411.SZ	英特集团	1526625.27	9.55	7485.33	27.06	6.51
002462.SZ	嘉事堂	1316358.09	28.78	26019.30	24.51	9.93
600998.SH	九州通	6374601.71	17.05	77136.60	23.20	8.15
000963.SZ	华东医药	2320447.39	8.18	180908.12	20.53	29.51
002589.SZ	瑞康医药	2455584.86	47.45	83338.01	18.65	19.72
603883.SH	老百姓	677196.99	28.77	32466.31	18.08	35.56
600713.SH	南京医药	2259569.98	10.48	19748.24	15.41	6.39
000028.SZ	国药一致	3176670.71	1.56	92697.16	14.46	11.49
200028.SZ	一致 B	3176670.71	1.56	92697.16	14.46	11.49
600056.SH	中国医药	2219723.67	2.71	124026.14	14.13	22.01
000705.SZ	浙江震元	205491.79	9.12	5596.15	10.61	21.13
603233.SH	大参林	629893.67	18.86	41399.09	8.66	41.70
601607.SH	上海医药	11760158.33	18.75	337188.83	4.49	14.13
600090.SH	同济堂	797392.86	14.83	40280.15	1.27	13.03
600829.SH	人民同泰	534602.47	-14.30	20204.82	-2.50	12.65
000078.SZ	海王生物	2782378.99	72.23	43188.78	-4.75	12.62
002872.SZ	天圣制药	167852.95	4.15	14494.94	-13.38	26.98
600833.SH	第一医药	85873.24	-27.04	2920.68	-25.45	19.72
002758.SZ	华通医药	112715.50	11.36	2754.64	-28.67	14.71

资料来源: Wind 资讯, 中原证券

表 12: SW 医药商业板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
600511.SH	国药股份	2.78	0.95	0.44	4.17
603368.SH	柳药股份	2.15	1.72	0.43	4.29
600713.SH	南京医药	2.39	1.15	1.12	4.66
000411.SZ	英特集团	2.41	1.45	0.81	4.67
002462.SZ	嘉事堂	2.93	1.08	1.01	5.02
600090.SH	同济堂	3.56	1.27	0.30	5.13
002788.SZ	鹭燕医药	1.85	2.24	1.09	5.18
600998.SH	九州通	3.20	2.18	0.96	6.34
600829.SH	人民同泰	3.34	3.73	0.31	7.39
000028.SZ	国药一致	6.16	1.70	0.25	8.11

200028.SZ	一致 B	6.16	1.70	0.25	8.11
000078.SZ	海王生物	4.52	2.84	1.96	9.32
601607.SH	上海医药	6.73	3.15	0.91	10.79
002758.SZ	华通医药	5.92	4.50	1.02	11.44
002589.SZ	瑞康医药	6.61	4.09	1.89	12.59
600056.SH	中国医药	10.98	2.52	0.25	13.74
600833.SH	第一医药	10.23	6.56	-0.53	16.26
600272.SH	开开实业	9.79	8.74	-2.02	16.52
603716.SH	塞力斯	7.76	7.24	1.98	16.98
000705.SZ	浙江震元	12.22	5.40	-0.31	17.31
002872.SZ	天圣制药	9.86	6.96	1.79	18.61
000963.SZ	华东医药	14.56	4.23	0.18	18.97
603883.SH	老百姓	22.84	4.70	0.64	28.17
603939.SH	益丰药房	27.49	3.69	0.26	31.45
002727.SZ	一心堂	26.97	4.11	0.53	31.60
603233.SH	大参林	27.62	4.42	0.39	32.43

资料来源：Wind 资讯，中原证券

## 7. 医疗器械板块投资机会分析

2018 年前三季度医疗器械板块实现营业收入 574.57 亿元，同增 20.24%，增速较 2018 上半年（23.40%）有所降低。实现扣非归母净利润 67.35 亿元，同比增长 36.78%，增速低于 2018 上半年（41.58%）。

从上市公司前三季度业绩表现看，该板块分化严重，其中，具备核心技术，产品线丰富、渠道整合能力强的龙头公司持续保持高增长的趋势。随着分级诊疗的推进，物美价廉的国产产品有望在基层市场取得突破。建议关注 IVD 化学发光细分龙头企业。

表 13: SW 医疗器械板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润 (万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
300238.SZ	冠昊生物	30652.39	-4.25	1395.91	677.05	73.60
300562.SZ	乐心医疗	53276.08	-17.55	1754.32	264.25	25.21
600587.SH	新华医疗	725221.60	2.27	15369.35	226.02	20.14
300273.SZ	和佳股份	77423.74	11.61	8691.94	98.78	54.64
300318.SZ	博晖创新	43563.01	41.96	2314.27	94.70	50.64
603367.SH	辰欣药业	279152.81	42.12	37564.25	94.29	58.22
300482.SZ	万孚生物	115303.44	52.41	22246.32	56.42	60.64
000710.SZ	贝瑞基因	102824.34	26.58	23898.62	54.30	58.28

300529.SZ	健帆生物	69810.48	41.95	30590.00	46.50	84.80
300760.SZ	迈瑞医疗	1027980.99	23.19	289663.87	41.42	66.90
300206.SZ	理邦仪器	72855.09	15.54	8880.69	40.98	54.70
300003.SZ	乐普医疗	458448.00	39.33	114344.28	40.50	73.34
300633.SZ	开立医疗	79271.12	24.20	17040.27	40.26	70.57
300595.SZ	欧普康视	33015.82	48.47	16548.33	39.90	78.66
600529.SH	山东药玻	192068.21	12.67	26240.54	37.04	35.26
603658.SH	安图生物	136020.52	38.39	41101.37	31.24	66.78
600055.SH	万东医疗	61971.78	15.70	8839.97	28.29	44.46
603987.SH	康德莱	106952.95	14.12	11330.17	28.22	34.15
300396.SZ	迪瑞医疗	66746.97	9.83	15772.74	25.35	65.30
002901.SZ	大博医疗	54539.15	23.48	28333.43	23.70	82.44
300049.SZ	福瑞股份	58413.79	0.16	5857.10	23.08	69.56
603387.SH	基蛋生物	45364.15	37.38	18023.24	21.82	80.68
300463.SZ	迈克生物	195470.45	44.11	35549.65	21.63	52.27
002223.SZ	鱼跃医疗	318043.75	18.12	62807.18	17.38	40.17
300639.SZ	凯普生物	40480.97	20.52	7851.89	16.81	83.63
300439.SZ	美康生物	234835.82	33.34	19814.33	13.52	33.71
002432.SZ	九安医疗	40814.37	-14.15	-6097.92	11.26	28.58
603976.SH	正川股份	45485.10	18.87	6645.83	10.48	28.75
300244.SZ	迪安诊断	488573.29	32.93	29198.34	10.15	33.58
002022.SZ	科华生物	147211.92	29.07	20078.59	8.21	41.84
300677.SZ	英科医疗	137552.17	5.15	12877.02	7.07	24.54
002932.SZ	明德生物	13245.41	12.89	4800.48	4.02	77.98
300642.SZ	透景生命	23985.53	23.53	9102.64	3.52	77.66
300298.SZ	三诺生物	115820.29	51.87	23798.07	2.50	63.38
300406.SZ	九强生物	53238.04	12.76	19481.91	1.13	68.90
300676.SZ	华大基因	181394.82	25.39	32016.02	0.81	55.51
300326.SZ	凯利泰	68726.88	20.18	15898.60	-1.82	61.50
603301.SH	振德医疗	102808.44	8.57	8525.59	-9.37	30.17
300246.SZ	宝莱特	59689.63	15.33	4983.44	-12.65	36.87
603880.SH	南卫股份	35037.11	-2.79	5250.48	-13.22	25.35
300453.SZ	三鑫医疗	37413.00	28.79	2920.08	-13.60	29.33
603309.SH	维力医疗	49980.41	11.60	4224.58	-16.63	32.83
300030.SZ	阳普医疗	39268.84	4.46	1516.22	-24.81	43.58
002551.SZ	尚荣医疗	134788.80	-10.94	10258.45	-32.84	25.41
300314.SZ	戴维医疗	19558.67	-8.02	3750.61	-37.91	50.06
300358.SZ	楚天科技	114783.93	32.71	6528.57	-44.14	34.09
300412.SZ	迦南科技	31667.32	13.46	2646.65	-47.60	37.78
300171.SZ	东富龙	135602.51	13.45	6573.90	-69.12	31.54
300216.SZ	千山药机	17471.03	-32.77	-40355.61	-112.90	26.35

资料来源: Wind 资讯, 中原证券

表 14: SW 医疗器械板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
603976.SH	正川股份	5.43	6.03	-2.23	9.23
002551.SZ	尚荣医疗	3.27	9.01	-0.10	12.19
300677.SZ	英科医疗	6.28	7.75	-1.30	12.73
603880.SH	南卫股份	3.04	10.76	1.01	14.81
600587.SH	新华医疗	8.02	5.76	1.82	15.61
600529.SH	山东药玻	7.61	9.88	-1.54	15.95
002223.SZ	鱼跃医疗	9.85	7.67	-1.05	16.47
603987.SH	康德莱	7.66	11.49	-1.60	17.56
300453.SZ	三鑫医疗	11.73	8.73	-0.33	20.12
300562.SZ	乐心医疗	10.07	12.39	-0.93	21.53
300439.SZ	美康生物	9.57	10.21	2.52	22.31
603301.SH	振德医疗	8.17	12.38	1.96	22.52
300244.SZ	迪安诊断	8.65	11.38	2.49	22.52
002022.SZ	科华生物	12.71	10.43	-0.11	23.02
603309.SH	维力医疗	9.16	14.86	-0.94	23.09
002901.SZ	大博医疗	13.65	13.55	-3.27	23.93
300595.SZ	欧普康视	14.15	10.63	-0.18	24.61
300406.SZ	九强生物	13.30	12.54	-0.28	25.56
300171.SZ	东富龙	6.46	21.24	-1.82	25.88
300246.SZ	宝莱特	15.34	10.54	0.17	26.05
300463.SZ	迈克生物	16.26	8.40	1.73	26.40
300358.SZ	楚天科技	11.73	15.03	0.82	27.59
300412.SZ	迦南科技	11.76	17.47	-0.06	29.17
000710.SZ	贝瑞基因	17.95	12.55	0.26	30.76
603658.SH	安图生物	15.77	15.39	0.19	31.35
300314.SZ	戴维医疗	13.74	20.44	-2.31	31.87
600055.SH	万东医疗	16.92	15.38	-0.37	31.92
300676.SZ	华大基因	18.67	14.74	0.01	33.42
300326.SZ	凯利泰	19.22	12.90	1.70	33.82
300396.SZ	迪瑞医疗	13.86	20.20	-0.01	34.05
300760.SZ	迈瑞医疗	22.78	14.62	-1.76	35.65
300482.SZ	万孚生物	20.10	17.24	-0.61	36.72
300529.SZ	健帆生物	25.46	12.89	-0.53	37.82
002932.SZ	明德生物	19.84	18.96	-0.53	38.27
603387.SH	基蛋生物	20.94	18.69	-0.80	38.84
300030.SZ	阳普医疗	15.57	19.76	4.17	39.50
300273.SZ	和佳股份	17.33	13.40	9.23	39.96
300642.SZ	透景生命	23.82	18.07	-1.76	40.13
603367.SH	辰欣药业	31.71	10.03	-0.09	41.65
300318.SZ	博晖创新	18.33	20.31	3.17	41.82
300298.SZ	三诺生物	28.01	16.02	-0.15	43.88
300003.SZ	乐普医疗	25.94	15.58	3.40	44.91
300206.SZ	理邦仪器	23.24	25.89	-0.84	48.29



300049.SZ	福瑞股份	24.06	25.74	0.07	49.86
002432.SZ	九安医疗	14.35	38.32	-0.08	52.59
300633.SZ	开立医疗	28.76	25.47	-1.08	53.14
300639.SZ	凯普生物	37.61	26.11	-0.35	63.37
300238.SZ	冠昊生物	45.11	24.56	2.80	72.47
300216.SZ	千山药机	15.12	58.69	133.10	206.91

资料来源：中原证券

## 8. 医疗服务板块投资机会分析

2018 年前三季度，医疗服务板块实现营业收入 357.98 亿元，同增 38.51%；扣非归母净利润 31.92 亿元，同比大幅增长 65.47%，板块整体景气度较高。其中，医药 CRO 受一致性评价、仿制药企业向创新药转型等因素影响，利润快速增长。医疗服务行业基数较小，行业集中度不高，处于高速增长周期，具备较大的发展空间。建议关注昭衍新药（603127）。

表 15: SW 医疗服务板块上市公司主营业务收入、扣非归母净利润以及毛利率情况

代码	简称	主营业务收入 (万元)	主营业务 收入同比 增速%	扣非后归属于母公司 净利润(万元)	扣非后归属于母 公司净利润同比 增速%	毛利率%
300404.SZ	博济医药	11283.02	26.74	414.72	204.98	48.06
002044.SZ	美年健康	581869.37	43.04	41387.31	92.30	46.34
300347.SZ	泰格医药	159444.59	35.70	31792.16	55.87	42.66
600767.SH	ST 运盛	9362.07	67.21	-1835.70	52.63	28.25
603127.SH	昭衍新药	24376.01	43.58	5722.25	52.38	53.29
600763.SH	通策医疗	116346.65	33.71	27539.31	50.95	44.76
603108.SH	润达医疗	433634.02	48.17	24321.24	47.56	27.38
603259.SH	药明康德	692113.50	21.90	192837.63	45.81	40.68
300015.SZ	爱尔眼科	612427.63	39.75	89483.37	40.14	47.83
000503.SZ	国新健康	4662.44	-58.42	-11327.29	15.33	-112.44
000150.SZ	宜华健康	167407.73	20.71	20571.75	13.29	36.32
603882.SH	金域医学	331749.86	18.48	16432.47	12.33	39.04
002173.SZ	创新医疗	79343.19	30.85	12265.45	4.22	42.47
600721.SH	百花村	36051.71	11.45	7008.09	0.00	35.36
300143.SZ	星普医科	38621.85	58.00	6772.24	-17.86	47.90
600896.SH	*ST 海投	4015.50	20.32	3631.24	-83.37	-85.14

002219.SZ	恒康医疗	277128.33	38.39	-38669.47	-262.35	30.63
-----------	------	-----------	-------	-----------	---------	-------

资料来源：Wind 资讯，中原证券

表 16: SW 医疗服务板块上市公司费用率情况

代码	简称	销售费用率%	管理费用率%	财务费用率%	期间总费用率%
600721.SH	百花村	0.17	10.51	0.16	10.85
600763.SH	通策医疗	0.68	12.97	1.61	15.27
603108.SH	润达医疗	7.14	5.63	3.24	16.01
603259.SH	药明康德	3.37	15.38	0.05	18.80
002173.SZ	创新医疗	1.11	16.11	1.85	19.08
300143.SZ	星普医科	0.33	18.71	0.42	19.46
300347.SZ	泰格医药	2.25	18.39	0.05	20.69
000150.SZ	宜华健康	4.85	10.67	5.57	21.08
300015.SZ	爱尔眼科	10.84	14.04	0.46	25.34
002219.SZ	恒康医疗	4.12	16.81	6.30	27.23
603127.SH	昭衍新药	1.74	29.32	-1.23	29.82
603882.SH	金域医学	15.35	16.43	0.64	32.43
002044.SZ	美年健康	26.06	7.61	3.10	36.77
300404.SZ	博济医药	6.76	31.31	-0.83	37.24
600767.SH	ST 运盛	9.31	40.07	-1.01	48.38
000503.SZ	国新健康	12.01	194.16	-32.03	174.14
600896.SH	*ST 海投	5.33	159.41	120.41	285.14

资料来源：Wind 资讯，中原证券

## 9. 风险提示

- 1) 政策风险
- 2) 研发风险
- 3) 渠道拓展风险

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。