

信义山证 汇通天下

证券研究报告

医药生物

医药行业 18 年年报/19 年 1 季报总结

维持评级

报告原因：年报季报总结

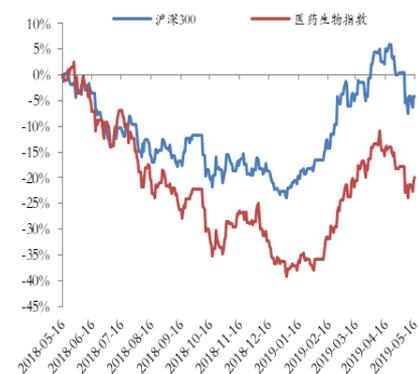
关注“不确定市场”中的“确定性机会”

看好

2019 年 5 月 16 日

行业研究/深度报告

医药行业近一年市场表现



分析师：

王腾蛟

执业证书编号：S0760518090002

电话：0351-8686978

邮箱：wangtengjiao@sxzq.com

刘建宏

执业证书编号：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层北京市西城区平安里西大街 28 号中海国
际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **行业整体下滑明显，未来仍面临较大压力。**根据国家统计局数据，2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较去年同期下降 0.1 个百分点；利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较去年同期下降 8.3 个百分点。2019 年一季度主营业务收入与利润总额分别同比增长 9.4%、7.6%，较去年同期分别下降 6.7、14.9 个百分点。上市公司层面，剔除不可比数据，2018 年医药行业收入增速 17.43%，较去年同期下降 1.61 个百分点，净利润增速 12.35%，较去年同期下降 5.84 个百分点。不论是工业数据还是上市公司数据，可以看出 18 年由于流行情形导致年初医药行业业绩爆发，之后在医保控费的大环境下开始逐渐回落，特别是在 18 年年底由于部分公司进行大额商誉减值导致净利润大幅下滑；而进入 19 年后，由于带量采购开始实施，再叠加 18 年 1 季度的高基数，导致 19 年 1 季度整个行业业绩增速下滑明显，未来随着集采的持续推进，整个行业仍面临较大压力。

➢ **细分行业分化较大，非药板块表现亮眼。**从细分行业的业绩增速来看，18 年医疗服务及医疗器械由于行业高景气持续表现亮眼，19 年一季度由于带量采购影响化学制剂下滑明显，**医疗服务、医疗器械依旧维持较高的业绩增速，医药商业净利增速不论同比环比都有明显的回升。**总的来说，受制于医保控费的大环境，整个制药板块特别是医保范围内的药品都面临较大的压力，以量换价将是未来药品行业的一大趋势，而以中药注射剂为代表的“落后产能”则面临量价齐跌的压力，医保基金迎来腾笼换鸟，那些疗效不明确且占用大量医保资金的药品将逐步被那些疗效明确且临床急需的药品所替代，19 年随着带量采购的持续推进，制药板块将持续承压；而非药板块中以服务、部分器械为代表，受政策影响较小，且仍处于较高的景气周期，业绩正处于快速释放期。

➢ **医药行业市场表现。**今年以来医药生物行业上涨 24.57%，跑赢沪深 300 指数 0.77 个百分点，在 28 个申万一级行业中排名第九。医药行业子板块中，化学制药领涨，医药商业及中药涨幅靠后。截至 2019 年 5 月 15 日，申万一级医药行业 PE(TTM)为 34.53 倍，相对沪深 300 最新溢价率为 189%，今年以来行业估值有所抬升，但仍处于历史相对低位。医药子板块估值分化明显，其中医疗服务估值最高，达到 78.17 倍，中药及医药商业估值较

低，分别为 25.05 倍和 16.86 倍。

➤ **投资策略。**当下医药行业的主要矛盾主要是快速释放的医疗服务需求与增长乏力的医保基金之间的矛盾。在医保控费的大背景下，医保基金面临腾笼换鸟，医药行业的“落后产能”将逐步被淘汰，取而代之的是那些**临床急需疗效明确，符合政策鼓励方向的“新动能”**。建议投资者关注以下三条主线：

➤ 1.关注以生物药为代表创新属性较强的研发型药企，**研发实力将成为未来药企的最重要的核心竞争力**，特别是随着科创板的推出，创新药的估值中枢有望得到抬升，建议关注那些研发投入大且研发管线丰富的药企，例如恒瑞医药、复星医药等。

➤ 2.关注“政策避风港”的确定性机会，在目前贸易战持续发酵的背景下，可以说不论世界经济还是资本市场未来都面临着较大的不确定性，在这种**不确定的市场下确定性将会明显受到资金的青睐**。对于医疗服务、部分医疗器械及药店等子行业来说，**同属“政策避风港”，而且业绩确定性较强**，建议投资者关注这些不确定市场下“确定性较高”的行业及公司，例如爱尔眼科、鱼跃医疗、一心堂等等。

➤ 3.关注仿制药龙头企业，在带量采购等政策背景下，仿制药行业进入大洗牌阶段，尽管整个行业面临比较大的利空影响，但之后**一定会有真正优秀的企业走出来，对于投资者来说只是需要一个合适的价格参与**。对于一些研发实力突出的药企，由于政策压力导致公司的仿制药业务面临较大压力，但如果公司**能持续有新产品上市，将逐步实现由仿制药企到创新药企的转型**，建议投资者持续关注研发实力较强的仿制药龙头企业的中长期投资机会，例如中国生物制药等。

风险提示：

➤ 行业政策风险、药品安全风险、研发风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

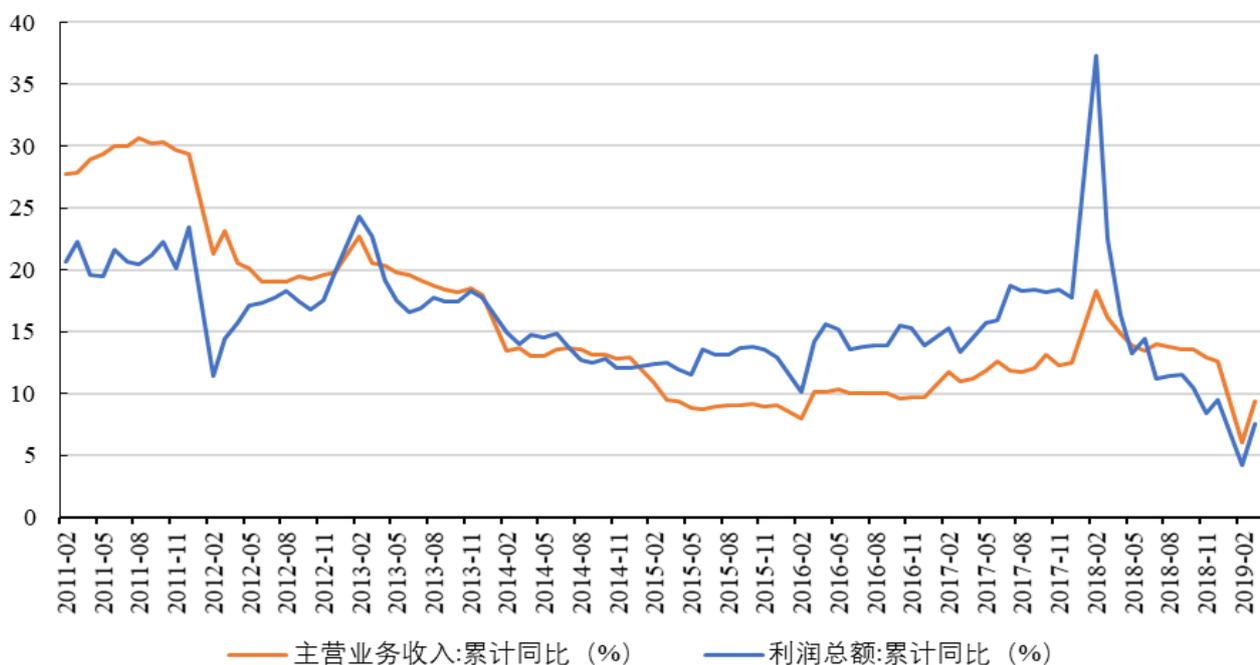
目录

1.行业整体下滑明显，未来仍面临较大压力	4
2.细分行业分化较大，非药板块表现亮眼	5
2.1 化学制药：带量采购持续推进，仿制药承压较大	6
2.2 原料药：大宗原料药价格高位，特色原料药价格仍处于上涨周期	7
2.3 中药：医保控费加剧，中药注射剂下滑明显	8
2.4 生物药：受疫苗事件拖累有所回落，不改长期发展趋势	9
2.5 医药商业：负面影响得到改善，业绩增速有所回升	10
2.6 医疗器械：受益于进口替代，细分 IVD 板块保持快速增长	11
2.7 医疗服务：专科连锁及 CRO 仍处于高景气周期	12
3. 医药行业市场表现	13
3.1 市场整体表现	13
3.2 行业估值	14
4. 投资策略	14
5.风险提示	15

1.行业整体下滑明显，未来仍面临较大压力

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较去年同期下降 0.1 个百分点；利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较去年同期下降 8.3 个百分点。2019 年一季度主营业务收入与利润总额分别同比增长 9.4%、7.6%，较去年同期分别下降 6.7、14.9 个百分点。

图 1：2011-2019Q1 医药制造业主营业务收入及利润总额累计同比



数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

上市公司层面，剔除不可比数据，2018 年医药行业收入增速 17.43%，较去年同期下降 1.61 个百分点，净利润增速 12.35%，较去年同期下降 5.84 个百分点，扣非后净利润增速 13.49%，较去年同期下降 0.41 个百分点；2019 年一季度收入增速 13.33%，净利润增速 3.44%，扣非后净利润增速-0.92%，相比 18 年一季度的高基数下滑明显。

不论是工业数据还是上市公司数据，可以看出 18 年由于流行情导致年初医药行业业绩爆发，之后在医保控费的大环境下开始逐渐回落，特别是在 18 年年底由于部分公司进行大额商誉减值导致净利润大幅下滑；而进入 19 年后，由于带量采购开始实施，再叠加 18 年 1 季度的高基数，导致 19 年 1 季度整个行业业绩增速下滑明显，未来随着集采的持续推进，整个行业仍面临较大压力。受高开影响行业毛利率及销售费

用率有明显上升，净利率保持相对平稳。

图 2：2011-2018 医药上市公司业绩增速

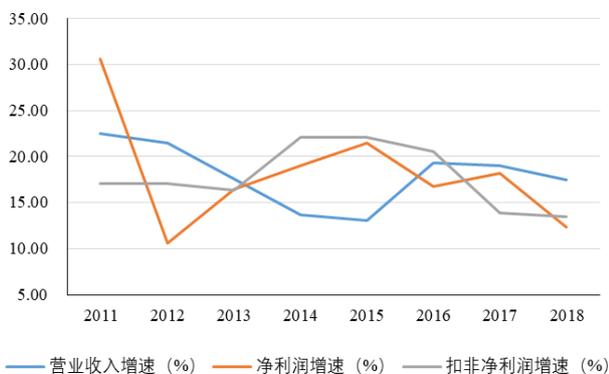
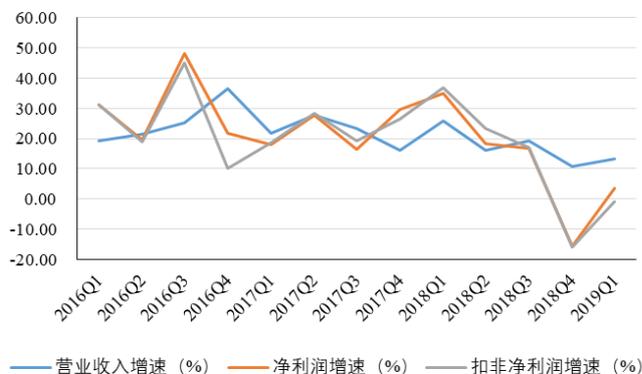


图 3：2016Q1-2019Q1 医药上市公司业绩增速



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

图 4：2011-2018 医药上市公司毛利率及净利率（整体法）

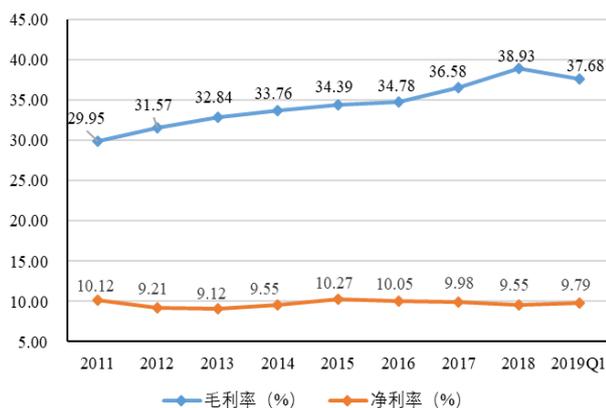
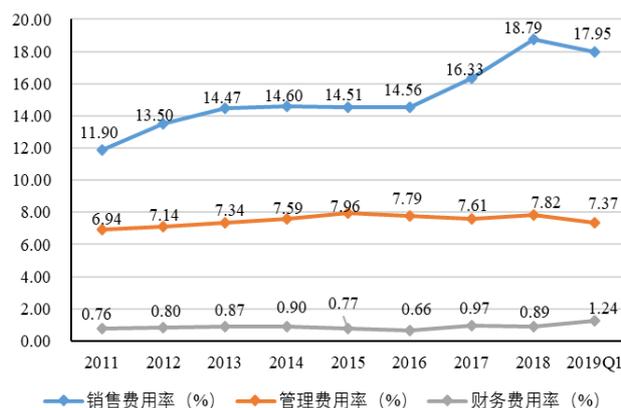


图 5：2011-2018 医药上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

2. 细分行业分化较大，非药板块表现亮眼

从细分行业的业绩增速来看，18 年医疗服务及医疗器械由于行业高景气持续表现亮眼，19 年一季度由于带量采购影响化学制剂下滑明显，医疗服务、医疗器械依旧维持较高的业绩增速，医药商业净利增速不论同比环比都有明显的回升。

表 1 17/18 年及 18Q1/19Q1 医药各子行业营业收入及净利润增速

板块名称	2017A		2018A		2018Q1		2019Q1	
	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速
医疗服务	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
医疗器械	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
化学制剂	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
医药商业	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5

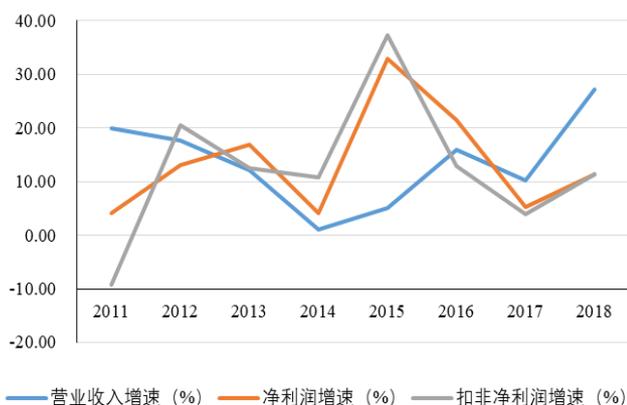
医药生物	19.04	18.19	17.43	12.35	25.99	34.92	13.33	3.44
化学制剂	10.30	5.19	27.29	11.31	34.95	30.37	10.88	-5.44
化学原料药	20.94	31.99	20.25	24.13	41.44	162.43	-0.02	-34.82
中药	14.68	13.37	10.29	2.31	19.89	18.91	7.27	8.85
生物制品	25.61	26.01	34.56	8.40	45.60	21.51	20.81	10.05
医药商业	19.87	28.46	12.56	14.45	19.42	23.49	17.09	20.34
医疗器械	27.95	21.59	24.37	22.03	24.97	25.04	22.53	29.13
医疗服务	47.42	22.87	28.70	40.49	43.54	40.40	20.02	24.70

数据来源：Wind、山西证券研究所

2.1 化学制药：带量采购持续推进，仿制药承压较大

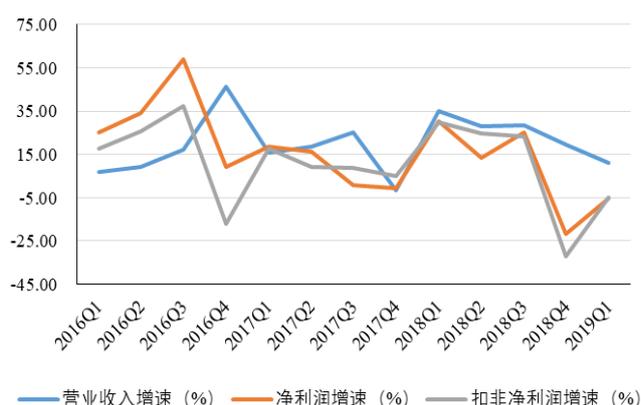
化学制剂行业 2018 年营业收入同比增长 27.29%，净利润同比增长 11.31%，扣非后净利润同比增长 11.41%；2019 一季度营业收入同比增长 10.88%，净利润同比下降 5.44%，扣非后净利润同比下降 4.86%。整个行业受高开及流感等因素影响，业绩相比 17 年有明显回升，年末个别公司进行大额商誉减值导致 18 年 Q4 净利润增速大幅下降。19 年由于集采开始实施，叠加 18 年 Q1 的高基数，导致 19 年 Q1 同比出现明显下滑。受高开影响行业毛利率及销售费用率出现明显上升，管理费用率与财务费用率基本维持稳定。随着后续集采的持续推进，仿制药企将持续承压。

图 6：2011-2018 化学制剂营业收入、净利润及扣非后净利润同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

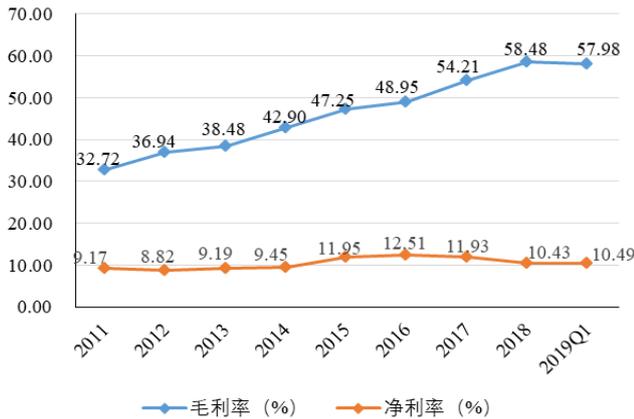
图 7：2016Q1-2019Q1 化学制剂营业收入、净利润及扣非后净利润同比



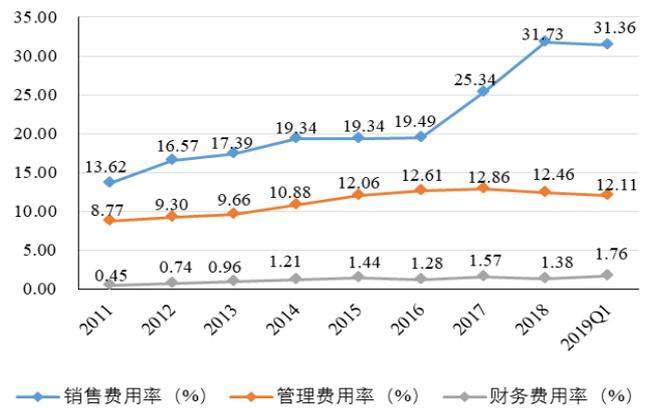
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 8：2011-2018 化学制剂毛利率及净利率（整体法）

图 9：2011-2018 化学制剂期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所



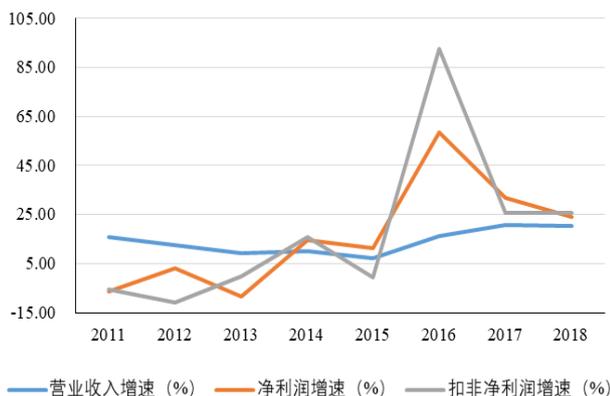
数据来源：Wind、山西证券研究所

2.2 原料药：大宗原料药价格高位，特色原料药价格仍处于上涨周期

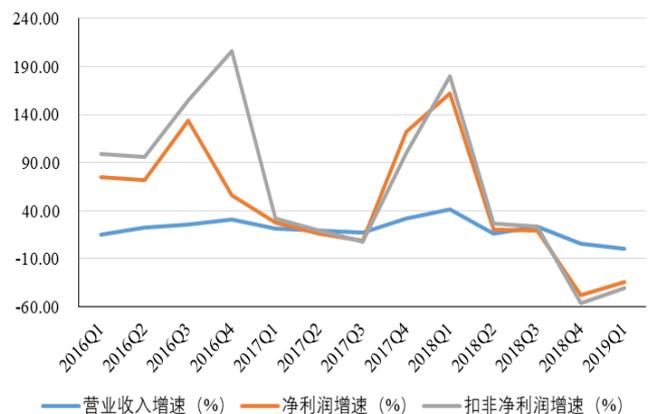
化学原料药行业 2018 年营业收入同比增长 20.25%，净利润同比增长 24.13%，扣非后净利润同比增长 25.85%；2019 年一季度营业收入同比下降 0.02%，净利润同比下降 34.82%，扣非后净利润同比下降 40.33%。受环保趋严及供给侧改革影响，17 年开始大宗原料药等产品价格持续上涨，带动原料药企业业绩高速增长，去年部分原料药价格有所回落叠加去年同期的高基数导致 18 年下半年开始行业增速有所下滑。部分特色原料药由于供需失衡目前仍处于高景气周期。由于原料药价格上涨行业毛利率上升明显，19 年 Q1 有所回落，净利率稳步上升，费用率方面销售费用率上升明显，管理费用率和财务费用率保持相对平稳。

图 10：2011-2018 化学原料药营业收入、净利润及扣非后净利润同比

图 11：2016Q1-2019Q1 化学原料药营业收入、净利润及扣非后净利润同比



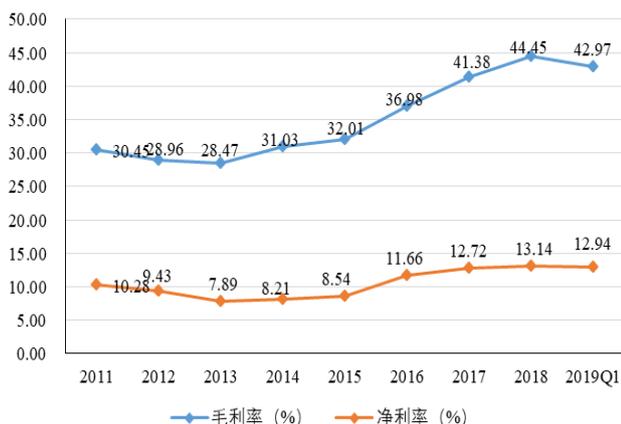
数据来源：Wind、山西证券研究所



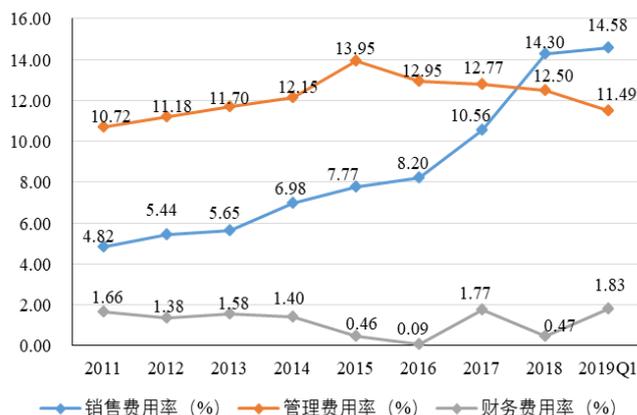
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 12：2011-2018 化学原料药毛利率及净利率（整体法）

图 13：2011-2018 化学原料药期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

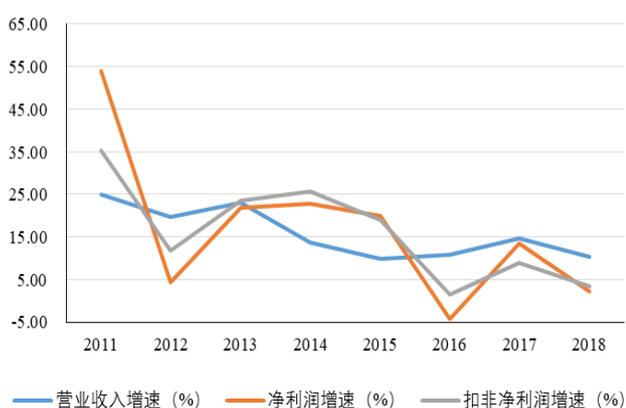


数据来源：Wind、山西证券研究所

2.3 中药：医保控费加剧，中药注射剂下滑明显

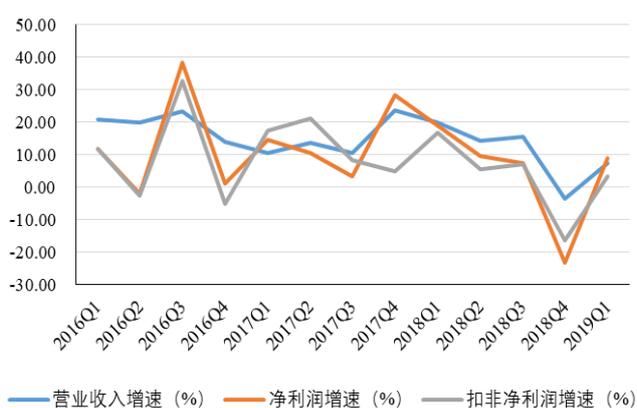
中药行业 2018 年营业收入同比增长 10.29%，净利润同比增长 2.31%，扣非后净利润同比增长 3.50%；2019 年一季度营业收入同比增长 7.27%，净利润同比增长 8.85%，扣非后净利润同比增长 3.23%。受医保控费力度加大影响，多家药企的中药注射剂大品种营收出现大幅下降，从而拖累整个行业的业绩增速，而部分中药 OTC 及品牌中药等仍维持较快增长。由于高开影响行业毛利率和销售费用率有明显提升，净利率 18 年有所下滑 19 年 Q1 略微上升，管理费用率和财务费用率保持平稳。

图 14：2011-2018 中药营业收入、净利润及扣非后净利润同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

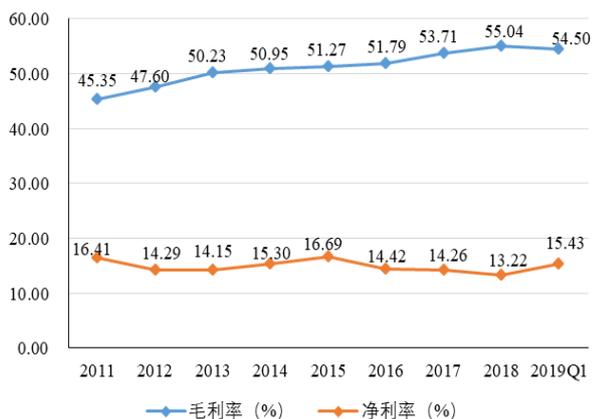
图 15：2016Q1-2019Q1 中药营业收入、净利润及扣非后净利润同比



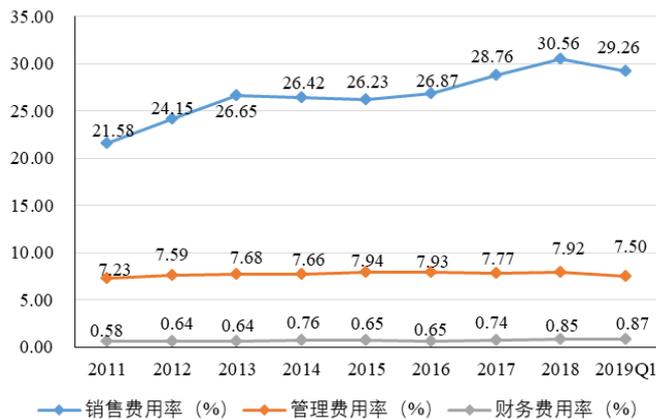
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 16：2011-2018 中药毛利率及净利率（整体法）

图 17：2011-2018 中药期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所



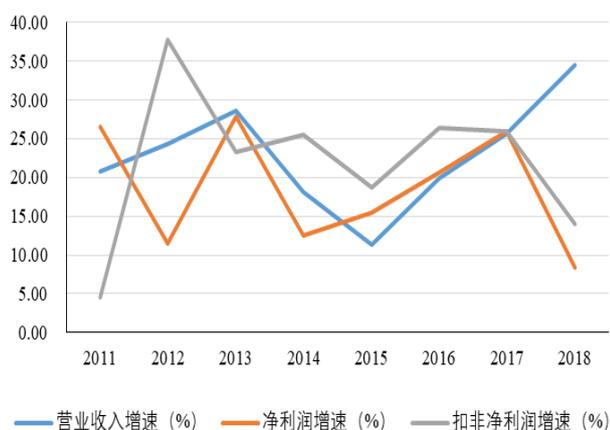
数据来源：Wind、山西证券研究所

2.4 生物药：受疫苗事件拖累有所回落，不改长期发展趋势

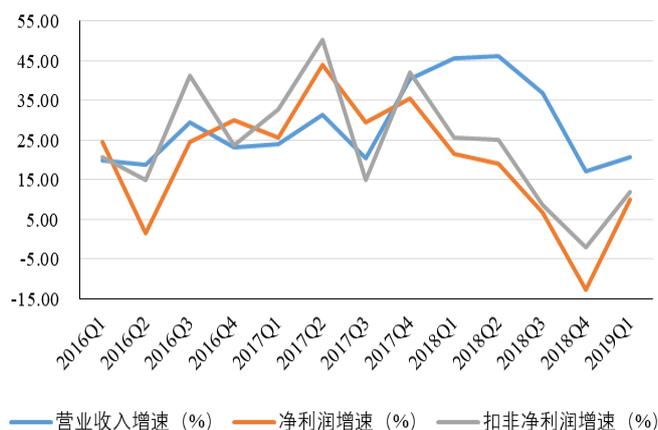
生物制品行业2018年营业收入同比增长34.56%，净利润同比增长8.40%，扣非后净利润同比增长14.00%；2019年一季度营业收入同比增长20.81%，净利润同比增长10.05%，扣非后净利润同比增长12.06%。18年及19年Q1行业毛利率保持相对平稳，净利率有所下滑，主要是整体销售费用率有所抬升，而管理费用率及财务费用率较为平稳。疫苗受长生疫苗事件影响，行业整体有所回落，但总体仍保持快速增长。生物制品行业中以长春高新、华兰生物、智飞生物等企业为代表仍处于业绩快速释放期。生物制药产业是目前医药产业中发展最快、活力最强、技术壁垒最高的领域之一，并且是国家重点支持的战略性新兴产业，2018年诸多国产重磅生物药已逐步开启上市之路，国内生物制药将进入黄金时代。

图 18：2011-2018 生物制品营业收入、净利润及扣非后净利润同比

图 19：2016Q1-2019Q1 生物制品营业收入、净利润及扣非后净利润同比



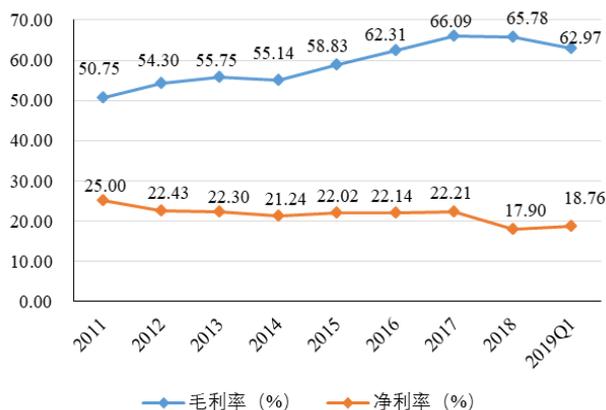
数据来源：Wind、山西证券研究所



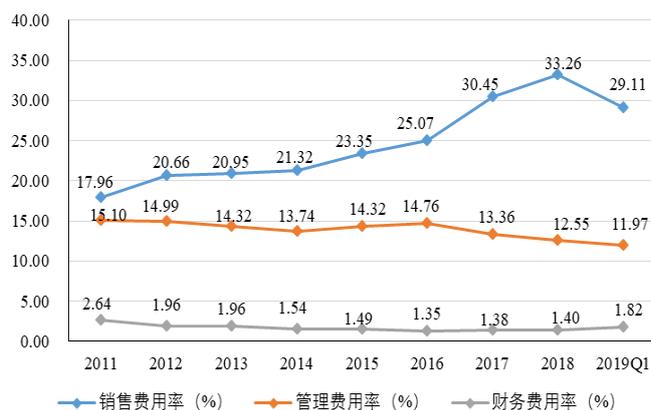
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 20：2011-2018 生物制品毛利率及净利率（整体法）

图 21：2011-2018 生物制品期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

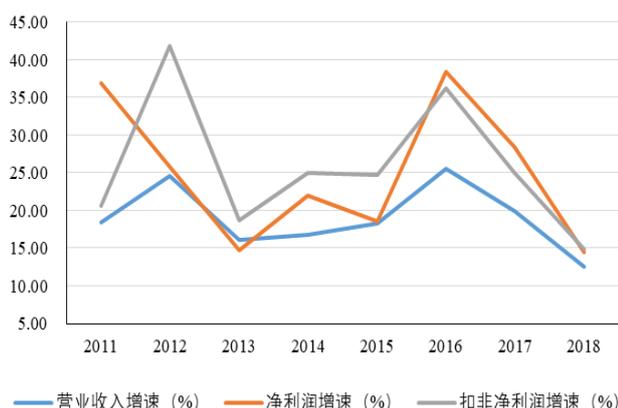


数据来源：Wind、山西证券研究所

2.5 医药商业：负面影响得到改善，业绩增速有所回升

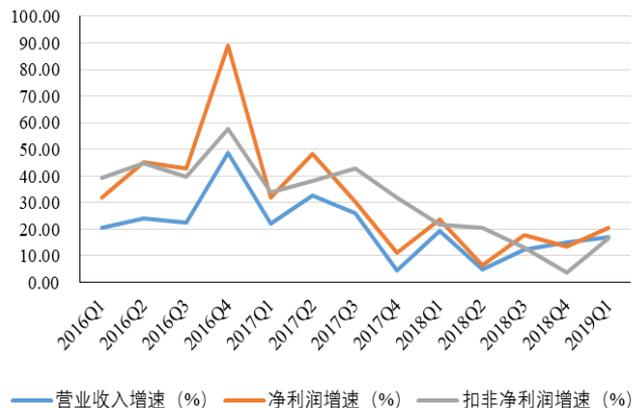
医药商业行业 2018 年营业收入同比增长 12.56%，净利润同比增长 14.45%，扣非后净利润同比增长 14.92%；2019 年一季度营业收入同比增长 17.09%，净利润同比增长 20.34%，扣非后净利润同比增长 16.77%。行业毛利率逐渐上升，净利率继续呈现企稳回升态势，费用方面除销售费用率有所上升外，管理费用率及财务费用率均保持稳定。分销企业主要由于零加成、调拨业务调整及流动性紧张等原因导致 18 年分销企业承压较大，而随着这些负面影响逐步得到改善，分销企业整体业绩有望企稳回升。零售药店 19 年 Q1 整体业绩表现亮眼，未来将持续受益于集中度提升及处方外流趋势，同时对标国外仍有巨大的成长空间。

图 22：2011-2018 医药商业营业收入、净利润及扣非后净利润同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

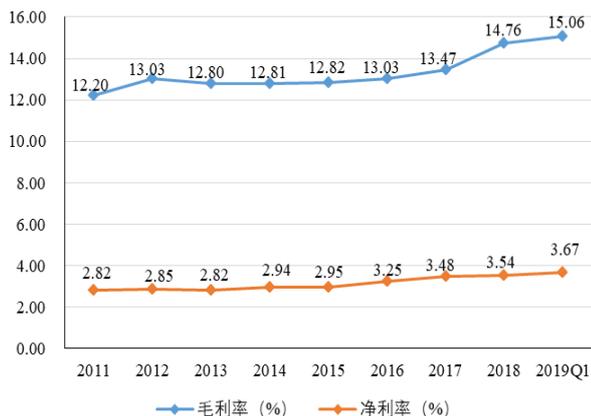
图 23：2016Q1-2019Q1 医药商业营业收入、净利润及扣非后净利润同比



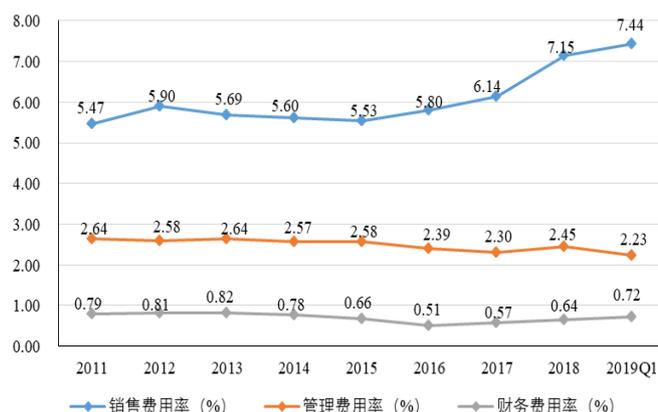
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 24：2011-2018 医药商业毛利率及净利率（整体法）

图 25：2011-2018 医药商业期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

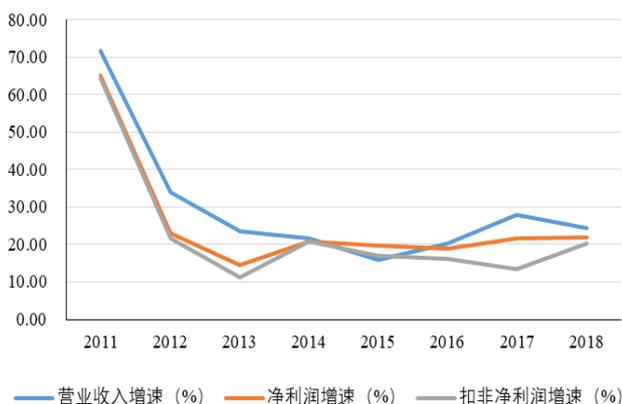


数据来源：Wind、山西证券研究所

2.6 医疗器械：受益于进口替代，细分 IVD 板块保持快速增长

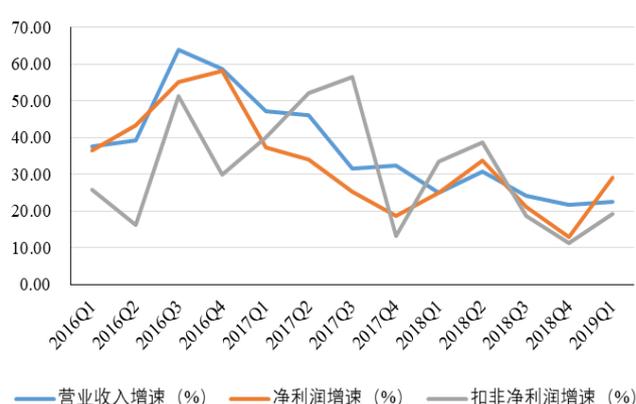
医疗器械行业 2018 年营业收入同比增长 24.37%，净利润同比增长 22.03%，扣非后净利润同比增长 20.14%；2019 年一季度营业收入同比增长 22.53%，净利润同比增长 29.13%，扣非后净利润同比增长 19.41%。整体行业毛利率稳步上升，净利率相对平稳，费用率方面销售费用率和管理费用率维持上升趋势，财务费用率 19 年 Q1 有所增加。器械整体依旧维持较高的增速，主要由于国内器械市场相比国外仍仍有巨大的提升空间，而且长期来看器械将持续受益于国产替代的逻辑，同时以 IVD 板块为代表的细分行业仍处于业绩快速释放期。

图 24：2011-2018 医疗器械营业收入、净利润及扣非后净利润同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

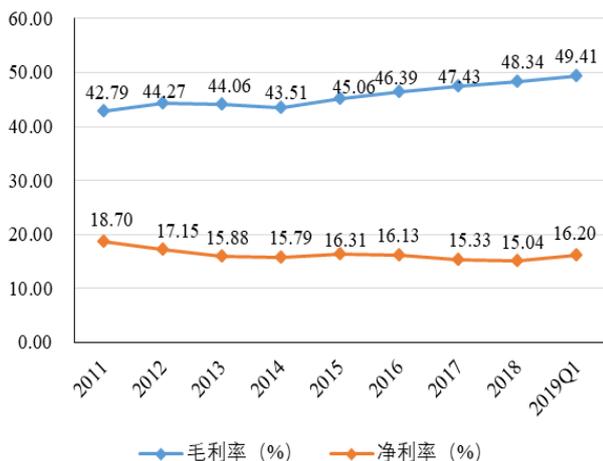
图 25：2016Q1-2019Q1 医疗器械营业收入、净利润及扣非后净利润同比



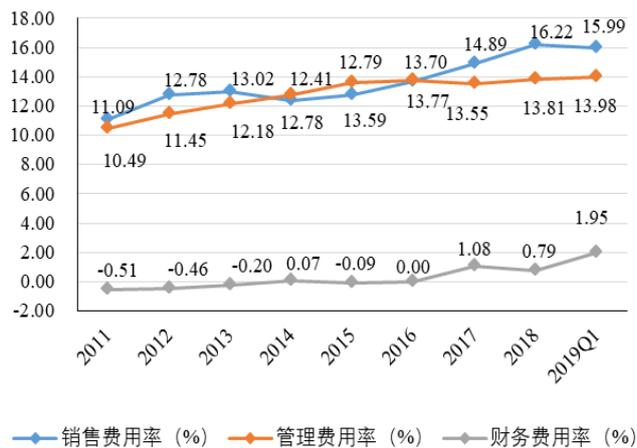
数据来源：Wind、山西证券研究所

图 26：2011-2018 医疗器械毛利率及净利率（整体法）

图 27：2011-2018 医疗器械期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

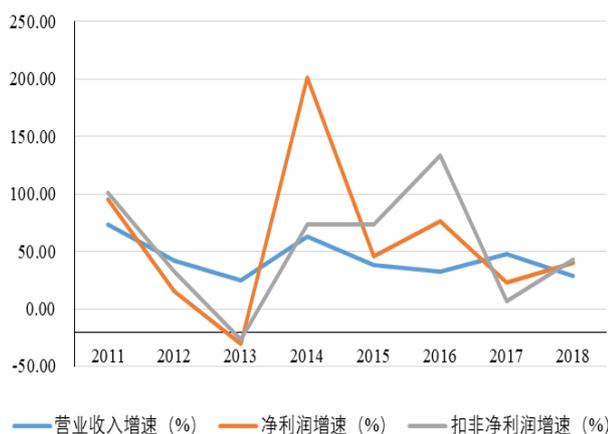


数据来源：Wind、山西证券研究所

2.7 医疗服务：专科连锁及 CRO 仍处于高景气周期

医疗服务行业 2018 年营业收入同比增长 28.70%，净利润同比增长 40.49%，扣非后净利润同比增长 42.95%；2019 年一季度营业收入同比增长 20.02%，净利润同比增长 24.70%，扣非后净利润同比下降 21.54%。整体行业盈利能力相对平稳，19 年 Q1 有所下滑，费用率方面管理费用率呈现平稳下降，销售费用率 19 年 Q1 有所上升，财务费用率近期呈现上升趋势。CRO 企业受益于一致性评价及医药创新等政策利好业绩高速增长；以爱尔眼科为代表的专科连锁受益于消费升级大趋势同样处于高景气周期。

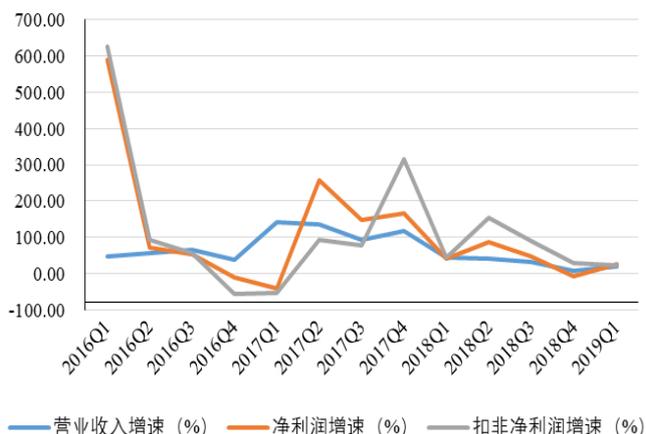
图 28：2011-2018 医疗服务营业收入、净利润及扣非后净利润同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

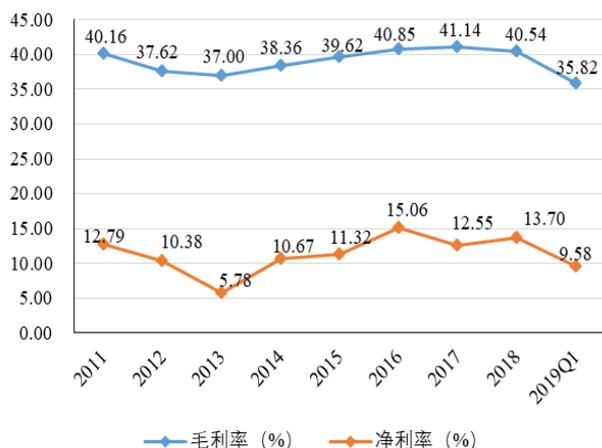
图 30：2011-2018 医疗服务毛利率及净利率（整体法）

图 29：2016Q1-2019Q1 医疗服务营业收入、净利润及扣非后净利润同比

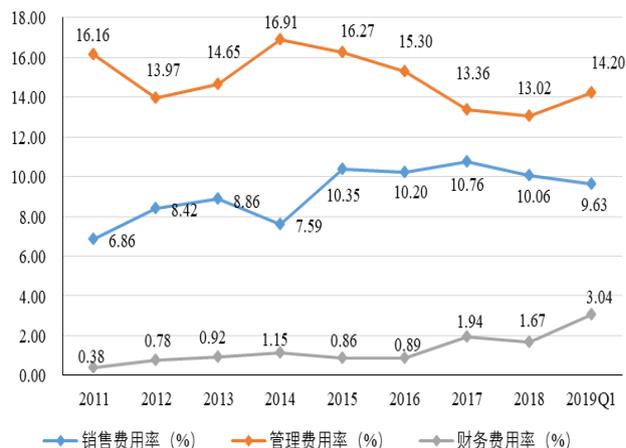


数据来源：Wind、山西证券研究所

图 31：2011-2018 医疗服务期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所

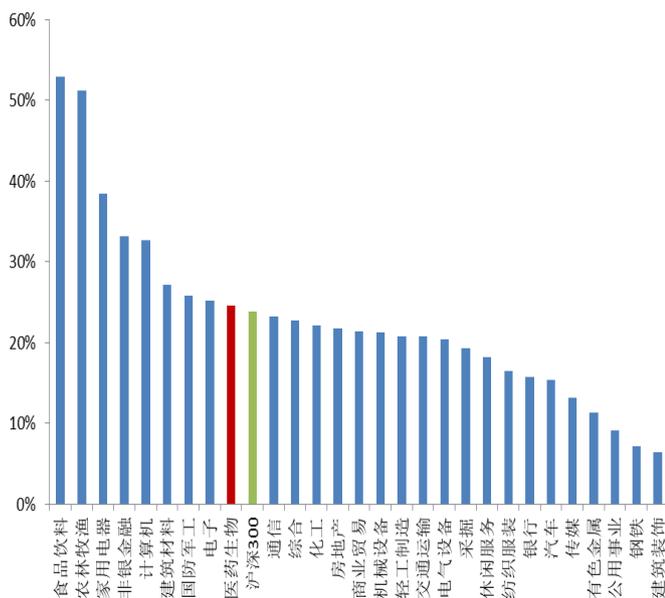
3. 医药行业市场表现

3.1 市场整体表现

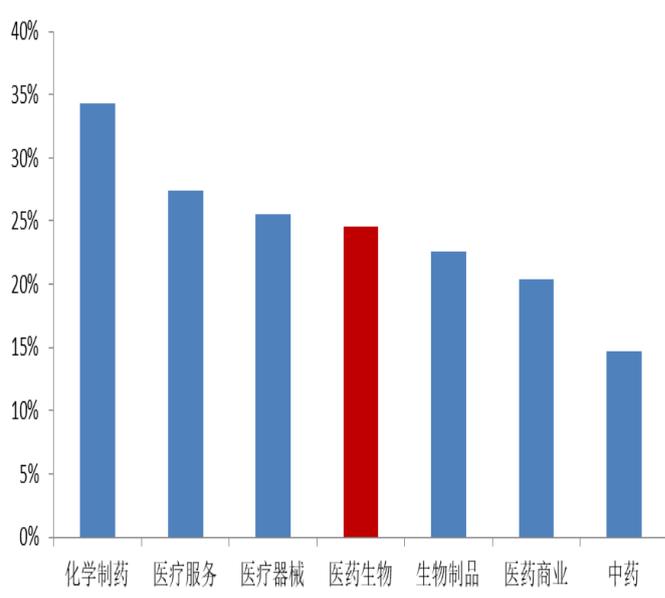
今年以来沪深 300 指数上涨 23.80%，报 3727.09 点。申万一级行业全部飘红，其中医药生物行业上涨 24.57%，跑赢沪深 300 指数 0.77 个百分点，在 28 个申万一级行业中排名第九。医药行业子板块中，化学制药领涨，医药商业及中药涨幅靠后。

图 34：申万行业及大盘涨跌幅对比（截至 5 月 15 日）

图 35：医药生物行业各子板块涨跌幅对比



数据来源：wind、山西证券研究所

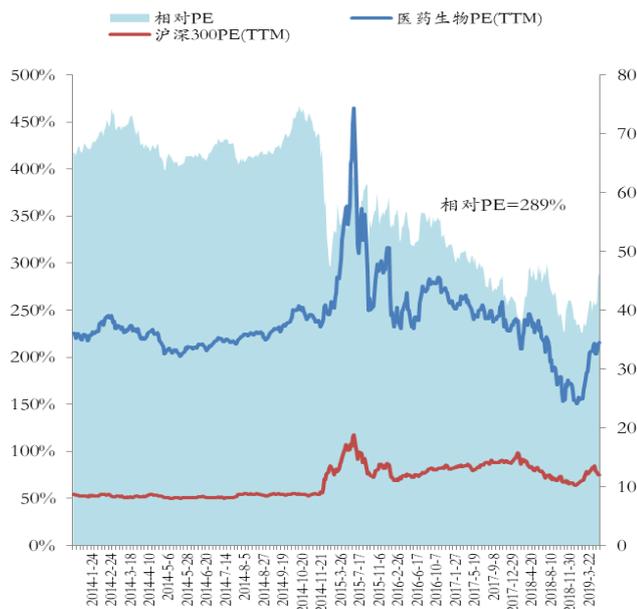


数据来源：wind、山西证券研究所

3.2 行业估值

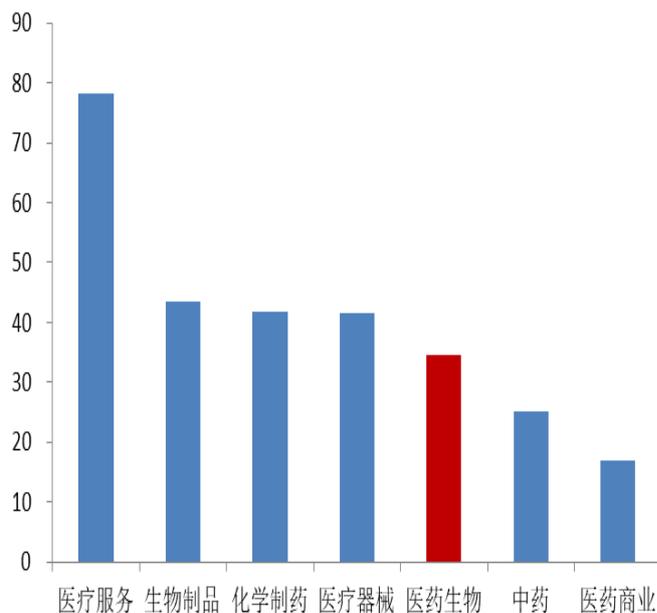
截至 2019 年 5 月 15 日，申万一级医药行业 PE(TTM)为 34.53 倍，相对沪深 300 最新溢价率为 189%，今年以来行业估值有所抬升，但仍处于历史相对低位。医药子板块估值分化明显，其中医疗服务估值最高，达到 78.17 倍，中药及医药商业估值较低，分别为 25.05 倍和 16.86 倍。

图 36：申万一级医药生物行业及沪深 300 指数估值



数据来源：wind、山西证券研究所

图 37：医药各子行业估值情况



数据来源：wind、山西证券研究所

4. 投资策略

当下医药行业的主要矛盾主要是快速释放的医疗服务需求与增长乏力的医保基金之间的矛盾。在医保控费的大背景下，医保基金面临腾笼换鸟，医药行业的“落后产能”将逐步被淘汰，取而代之的是那些临床急需疗效明确，符合政策鼓励方向的“新动能”。

建议投资者关注以下三条主线：

1. 关注以生物药为代表创新属性较强的研发型药企，研发实力将成为未来药企的最重要的核心竞争力，特别是随着科创板的推出，创新药的估值中枢有望得到抬升，建议关注那些研发投入大且研发管线丰富的药企，例如恒瑞医药、复星医药等。

2. 关注“政策避风港”的确定性机会，在目前贸易战持续发酵的背景下，可以说不论世界经济还是资本市场未来都面临着较大的不确定性，在这种不确定的市场下确定性将会明显受到资金的青睐。对于医

疗服务、部分医疗器械及药店等子行业来说，同属“政策避风港”，而且业绩确定性较强，建议投资者关注这些不确定市场下“确定性较高”的行业及公司，例如爱尔眼科、鱼跃医疗、一心堂等等。

3.关注仿制药龙头企业，在带量采购等政策背景下，仿制药行业进入大洗牌阶段，尽管整个行业面临比较大的利空影响，但之后一定会有真正优秀的企业走出来，对于投资者来说只是需要一个合适的价格参与。对于一些研发实力突出的药企，由于政策压力导致公司的仿制药业务面临较大压力，但如果公司能持续有新产品上市，将逐步实现由仿制药企到创新药企的转型，建议投资者持续关注研发实力较强的仿制药龙头企业的中长期投资机会，例如中国生物制药等。

5.风险提示

行业政策风险、药品安全风险、研发风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。