

医药
行业分析

2018年&2019一季报总结：政策继续加码，行业洗牌后有望轻装前行

投资要点

◆ **行业整体向好，减值损失导致净利下滑：**2018年医药上市公司合计实现营业收入14532.79亿元，同比增长19.99%，创下了近5年来的新高，表明行业整体持续向好；然而，归母净利润960.40亿元，同比下降10.07%，最近5年来首次出现了下滑；扣非净利润829.51亿元，同比下降0.43%。营业收入的高增长与扣非净利润的下滑形成了显著反差，主要由于2018年会计减值测试规则趋严，不少公司计提了大笔的资产减值损失，如商誉减值、存货跌价等；归母净利润的增速与扣非净利润之间也存在较大差距，主要是2017年部分公司（如丽珠集团）产生了较大的非经常性收益所致，我们预计2019年将回归正常水平。2019Q1实现营业收入3986.67亿元，同比增长17.45%；归母净利润335.43亿元，同比增长13.28%；扣非净利润284.90亿元，同比增长3.59%。整体来看，2019Q1的增速虽然仍维持了平稳增长，但较2018年略有下降，扣非净利润增速更是远低于2018Q1的增长水平，我们认为国内整体经济下行是主要动因。

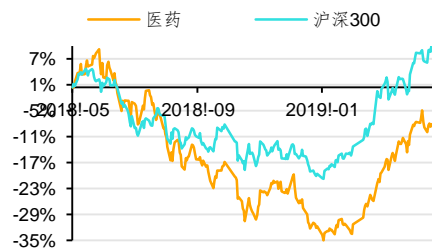
◆ **行业内部持续分化：**在医保控费的大背景下，医药行业内部持续分化。在营收增速方面，2018年生物制品和医疗服务领跑整个医药行业，2019Q1除化学原料药和化学制剂板块偏低外，其他板块增速相近；在毛利率方面，2018年和2019Q1生物制品板块均位列第一，化学制剂板块紧随其后；净利率方面，2018年和2019Q1生物制品均高居榜首。（1）**化学原料药：**近年环保监管趋严，原料药供应端收紧，2016-2018年维生素等产品经历了一轮价格上涨，板块的营业收入也相应增长，目前价格已回调，导致2019Q1营收增速放缓、净利润下滑。（2）**化学制剂：**医保控费是本轮医改的大方向，调整终端用药结构，持续利好研发创新能力强、拥有临床价值明确的品种的公司；同时，监管层推行带量采购模式的决心非常坚定，未来仿制药的价格将逐步下降，但考虑到目前带量采购品种的覆盖面还不广、药企完成大部分药品的一致性评价也还需要时间，我们认为带量采购大面积推广的时间周期会比较长，短期内对大部分企业的业绩影响有限。（3）**中药：**行业整体受政策打压，板块发展压力较大，但云南白药、片仔癀等消费属性较强的品种仍有发展空间。（4）**生物制品：**“长生生物疫苗事件”已经告一段落，重磅疫苗的上市有望为行业增长提供较强的助力。（5）**医药商业：**医药流通行业持续并购整合，行业集中度不断提高；零售药店强势崛起。（6）**医疗器械：**行业较为分散，国产器械进口替代是行业增长的重要动力；带量采购模式在医疗耗材领域推行已是箭在弦上，政策出台以后会对相关产品产生一定的负面影响。（7）**医疗服务：**龙头公司业绩持续高增长，拉动板块整体景气度。

◆ **投资建议：**建议积极关注医药创新龙头**恒瑞医药（600276.SH）**，国内脱敏行业的引领者**我武生物（300357.SZ）**，药物发现CRO和小分子化药CMO双领

 投资评级 **同步大市-B 维持**

首选股票		评级
600276	恒瑞医药	买入-A
300357	我武生物	增持-B
603259	药明康德	买入-B
300601	康泰生物	增持-A
002675	东诚药业	买入-B
603707	健友股份	买入-B
300009	安科生物	增持-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.03	8.26	-16.25
绝对收益	-2.77	29.64	-11.52

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

医药：科创板拉开序幕，医药创新或迎来价值重估 2019-03-25

医药：医保目录动态调整元年，支付端变革推动行业前行 2019-03-18

医药：集采品种医保支付标准调整，关注支付端动态变化 2019-03-10

医药：增值税税率下调，终端需求刺激有望带动产业链共振 2019-03-06

医药：首个国产单抗生物类似药获批，单抗行业进入收获期 2019-03-04

域龙头企业**药明康德 (603259.SH)**，研发进度领先、临床数据优异、产品线丰富的单抗药物龙头企业**复星医药 (600196.SH)**，产品布局合理的生长激素供应商**安科生物 (300009.SZ)**，研发实力雄厚的老牌疫苗企业**康泰生物 (300601.SZ)**，经营困境有望逆转的**人福医药 (600079.SH)**和**海正药业 (600267.SH)**，核药稀缺标的**东诚药业 (002675.SZ)**，专注肝素领域的**健友股份 (603707.SH)**，临床前 CRO 小龙头**昭衍新药 (603127.SH)**。

◆ **风险提示：**政策风险，产品研发进度不达预期，行业性事件风险。

内容目录

一、行业整体向好，减值损失导致净利下滑	5
二、七大子行业 2018 年&2019Q1 业绩汇总	5
(一) 化学原料药：受行业周期影响，2019Q1 产品价格同比下降明显	5
(二) 化学制剂：带量采购短期影响有限，长期仿制药价格下降是趋势	8
(三) 中药：医保控费下政策压力将持续，中药消费品仍值得关注	11
(四) 生物制品：行业黑天鹅事件频发，但整体向好	14
(五) 医药商业：政策变革下强者恒强，重点关注药房股	17
(六) 医疗器械：耗材带量采购箭在弦上，相关领域或受冲击	20
(七) 医疗服务：龙头企业引领行业增长	23
(八) 业绩总结	25
三、投资逻辑与重点推荐公司	26
(一) 恒瑞医药：医药创新龙头股，“创新+国际化”助力可持续发展	26
(二) 我武生物：国内脱敏行业的引领者	27
(三) 药明康德：纵深发展传统业务，前瞻布局新兴技术	27
(四) 复星医药：单抗药物行业龙头	28
(五) 安科生物：生长激素、法医检测保障业绩增长，精准医疗提供想象空间	29
(六) 康泰生物：重磅在研产品打开公司高成长空间	30
(七) 人福医药：归核化战略持续推进，困境有望逆转	30
(八) 海正药业：在研产品进入收获期，业绩拐点确立	31
(九) 东诚药业：核药双寡头格局稳定，静待行业爆发	31
(十) 健友股份：专注肝素领域，原料、制剂双轮驱动	32
(十一) 昭衍新药：临床前 CRO 小龙头，对标 Charles River	33
四、风险提示	33

图表目录

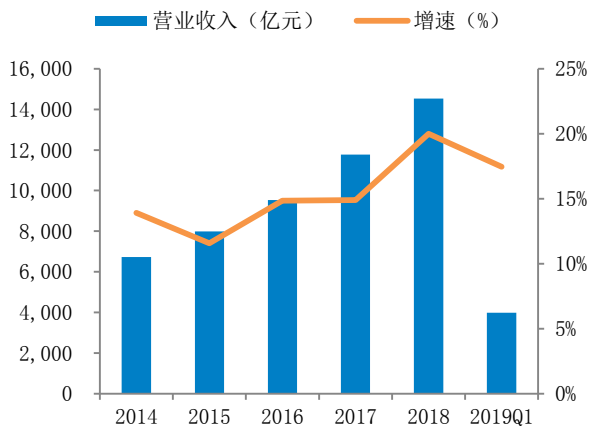
图 1：2014-2019Q1 医药上市公司营业收入	5
图 2：2014-2019Q1 医药上市公司（扣非）归母净利润	5
图 3：2014-2019Q1 化学原料药板块营业收入	6
图 4：2014-2019Q1 化学原料药板块（扣非）归母净利润	6
图 5：2014-2019Q1 化学原料药板块毛利率与净利率	6
图 6：2014-2019Q1 化学原料药板块期间费用率	6
图 7：2014-2019Q1 化学制剂板块营业收入	9
图 8：2014-2019Q1 化学制剂板块（扣非）归母净利润	9
图 9：2014-2019Q1 化学制剂板块毛利率与净利率	9
图 10：2014-2019Q1 化学制剂板块期间费用率	9
图 11：2014-2019Q1 中药板块营业收入	12
图 12：2014-2019Q1 中药板块（扣非）归母净利润	12
图 13：2014-2019Q1 中药板块毛利率与净利率	12
图 14：2014-2019Q1 中药板块期间费用率	12
图 15：2014-2019Q1 生物制品板块营业收入	15
图 16：2014-2019Q1 生物制品板块（扣非）归母净利润	15
图 17：2014-2019Q1 生物制品板块毛利率与净利率	15

图 18: 2014-2019Q1 生物制品板块期间费用率	15
图 19: 2014-2019Q1 医药商业板块营业收入	18
图 20: 2014-2019Q1 医药商业板块(扣非)归母净利润	18
图 21: 2014-2019Q1 医药商业板块毛利率与净利率	18
图 22: 2014-2019Q1 医药商业板块期间费用率	18
图 23: 2014-2019Q1 医疗器械板块营业收入	21
图 24: 2014-2019Q1 医疗器械板块(扣非)归母净利润	21
图 25: 2014-2019Q1 医疗器械板块毛利率与净利率	21
图 26: 2014-2019Q1 医疗器械板块期间费用率	21
图 27: 2014-2019Q1 医疗服务板块营业收入	24
图 28: 2014-2019Q1 医疗服务板块(扣非)归母净利润	24
图 29: 2014-2019Q1 医疗服务板块毛利率与净利率	24
图 30: 2014-2019Q1 医疗服务板块期间费用率	24
表 1: 2018 年&2019Q1 化学原料药板块营收和净利增速前十公司	6
表 2: 2018 年&2019Q1 化学制剂板块营收和净利增速前十公司	9
表 3: 2018 年&2019Q1 中药板块营收和净利增速前十公司	12
表 4: 2018 年&2019Q1 生物制品板块营收和净利增速前十公司	15
表 5: 2018 年&2019Q1 医药商业板块营收和净利增速前十公司	18
表 6: 2018 年&2019Q1 医疗器械板块营收和净利增速前十公司	21
表 7: 2018 年医疗服务板块上市公司营收与归母净利增速汇总	24
表 8: 2019Q1 医疗服务板块上市公司营收与归母净利增速汇总	25
表 9: 2018 年&2019Q1 子行业同比变化趋势	26

一、行业整体向好，减值损失导致净利下滑

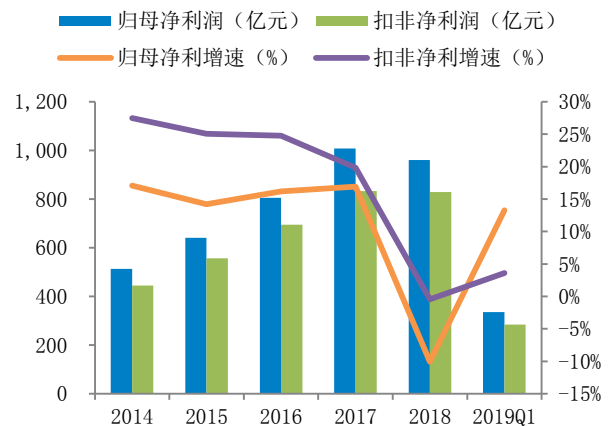
2018年医药上市公司合计实现营业收入14532.79亿元，同比增长19.99%，创下了近5年来的新高，表明行业整体持续向好；然而，归母净利润960.40亿元，同比下降10.07%，最近5年来首次出现了下滑；扣非净利润829.51亿元，同比下降0.43%。营业收入的高增长与扣非净利润的下滑形成了显著反差，主要由于2018年会计减值测试规则趋严，不少公司计提了大笔的资产减值损失，如商誉减值、存货跌价等；归母净利润的增速与扣非净利润之间也存在较大差距，主要是2017年部分公司（如丽珠集团）产生了较大的非经常性收益所致，我们预计2019年将回归正常水平。2019Q1实现营业收入3986.67亿元，同比增长17.45%；归母净利润335.43亿元，同比增长13.28%；扣非净利润284.90亿元，同比增长3.59%。整体来看，2019Q1的增速虽然仍维持了平稳增长，但较2018年略有下降，扣非净利润增速更是远低于2018Q1的增长水平，我们认为国内整体经济下行是主要动因。

图 1：2014-2019Q1 医药上市公司营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2014-2019Q1 医药上市公司（扣非）归母净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、七大子行业 2018 年&2019Q1 业绩汇总

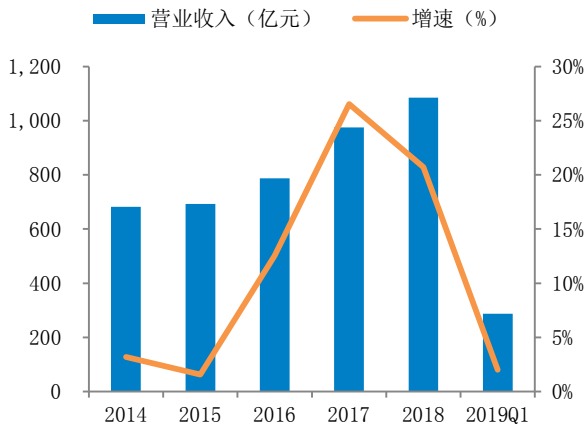
（一）化学原料药：受行业周期影响，2019Q1 产品价格同比下降明显

化学原料药板块2018年实现营业收入1085.35亿元，同比增长20.70%；归母净利润76.99亿元，同比下降16.33%；扣非净利润96.66亿元，同比增长21.20%。2019Q1实现营业收入287.04亿元，同比增长2.03%；归母净利润34.68亿元，同比下降23.34%；扣非净利润26.52亿元，同比下降37.36%。

近两年，环保部门监管趋严，原料药价格上涨，2018年化学原料药板块的营业收入和扣非净利润也相应增长。然而，2018年冠福股份非经常性损益高达-31亿元，严重拖累了整个板块的归母净利润水平，导致了归母净利润增速与扣非净利润增速相背离的现象。此外，受到行业周

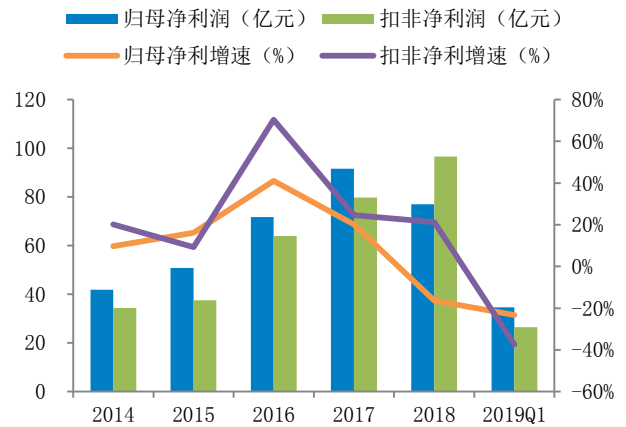
期的影响，2019Q1 与 2018Q1 相比，维生素等原料药的价格明显下降，直接导致 2019Q1 整个板块业绩不佳。

图 3: 2014-2019Q1 化学原料药板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 2014-2019Q1 化学原料药板块 (扣非) 归母净利润

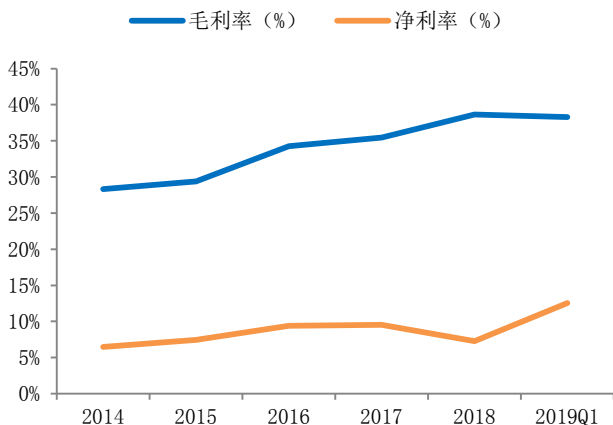


资料来源: Wind, 华金证券研究所

由于供应端收紧导致的产品价格上涨，近年来化学原料药板块的毛利率和净利率呈现上升趋势(2018 年净利率下滑主要是冠福股份非经常性损益所致)。然而，随着产品价格的下滑，2019Q1 的毛利率虽然与 2018 年全年的数值基本持平，但已明显低于 2018Q1 的水平。

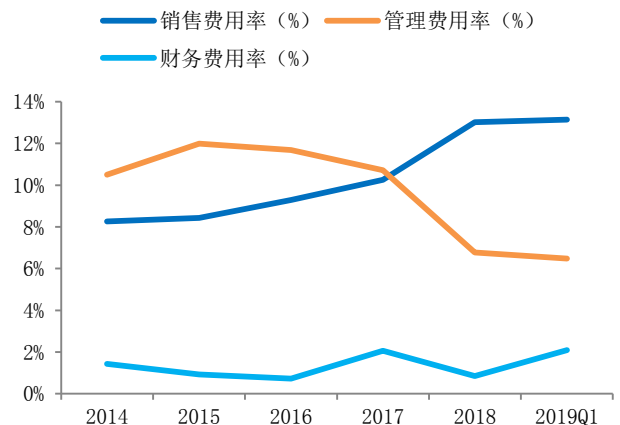
从期间费用来看，近几年销售费用率有所上升，2019Q1 与 2018 年基本持平；管理费用率略有下降，2018 年和 2019Q1 的大幅下降主要是会计政策调整导致的研发费用单独列出而不再并入管理费用所致；财务费用率一直维持在较低水平。

图 5: 2014-2019Q1 化学原料药板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 2014-2019Q1 化学原料药板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 1: 2018 年&2019Q1 化学原料药板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名 称	2018 年				2019Q1			
		营业收入	营收增 速	扣非净利 润	扣非净利润增 速	营业收入	营收增 速	扣非净利 润	扣非净利润增 速

		(百万元)	(%)	(百万元)	(%)	(百万元)	(%)	(百万元)	(%)
按 2018 年营业收入增速排序									
300725.SZ	药石科技	478	75.02	118	80.15	152	53.07	32	74.13
002399.SZ	海普瑞	4815	69.34	421	929.45	1023	6.65	11	-82.89
300401.SZ	花园生物	660	57.24	286	132.94	237	0.51	127	5.39
603707.SH	健友股份	1700	52.81	411	34.54	610	40.02	144	25.28
002102.SZ	ST冠福	14293	46.81	395	40.44	3410	6.53	148	-38.82
603538.SH	美诺华	849	40.25	60	77.51	254	64.38	37	433.91
002001.SZ	新和成	8683	39.27	2889	75.48	1836	-39.71	482	-67.52
002626.SZ	金达威	2873	37.80	649	41.28	672	-11.03	127	-60.64
300583.SZ	赛托生物	1052	33.95	103	41.38	287	19.38	26	0.29
002020.SZ	京新药业	2944	32.66	316	653.97	893	38.81	94	20.43
按 2018 年扣非净利润增速排序									
002399.SZ	海普瑞	4815	69.34	421	929.45	1023	6.65	11	-82.89
002020.SZ	京新药业	2944	32.66	316	653.97	893	38.81	94	20.43
300401.SZ	花园生物	660	57.24	286	132.94	237	0.51	127	5.39
002099.SZ	海翔药业	2719	17.74	605	100.77	832	36.21	193	341.53
300725.SZ	药石科技	478	75.02	118	80.15	152	53.07	32	74.13
603538.SH	美诺华	849	40.25	60	77.51	254	64.38	37	433.91
600216.SH	浙江医药	6859	20.49	377	76.69	1719	-10.60	74	-84.45
002001.SZ	新和成	8683	39.27	2889	75.48	1836	-39.71	482	-67.52
000739.SZ	普洛药业	6376	14.85	342	63.45	1675	15.86	108	70.24
603520.SH	司太立	890	25.25	95	59.61	294	49.35	42	93.51
按 2019Q1 营业收入增速排序									
603538.SH	美诺华	849	40.25	60	77.51	254	64.38	37	433.91
300267.SZ	尔康制药	2354	-16.74	263	-43.20	754	53.85	82	-15.68
300725.SZ	药石科技	478	75.02	118	80.15	152	53.07	32	74.13
603520.SH	司太立	890	25.25	95	59.61	294	49.35	42	93.51
603707.SH	健友股份	1700	52.81	411	34.54	610	40.02	144	25.28
002020.SZ	京新药业	2944	32.66	316	653.97	893	38.81	94	20.43
600488.SH	天药股	2428	23.13	151	58.77	870	38.58	39	45.06

002099.SZ	海翔药业	2719	17.74	605	100.77	832	36.21	193	341.53
002821.SZ	凯莱英	1835	28.94	369	24.22	476	31.03	80	51.87
002365.SZ	永安药业	1005	7.79	164	30.27	279	22.50	1	-97.01

按 2019Q1 扣非净利润增速排序

600267.SH	海正药业	10187	-3.63	-612	-332.50	2798	-0.86	25	468.65
603538.SH	美诺华	849	40.25	60	77.51	254	64.38	37	433.91
002099.SZ	海翔药业	2719	17.74	605	100.77	832	36.21	193	341.53
603229.SH	奥翔药业	244	1.54	34	-33.26	58	17.01	5	164.90
300363.SZ	博腾股份	1185	0.07	72	-19.98	252	18.92	10	144.82
603520.SH	司太立	890	25.25	95	59.61	294	49.35	42	93.51
300725.SZ	药石科技	478	75.02	118	80.15	152	53.07	32	74.13
000739.SZ	普洛药业	6376	14.85	342	63.45	1675	15.86	108	70.24
002821.SZ	凯莱英	1835	28.94	369	24.22	476	31.03	80	51.87
600488.SH	天药股份	2428	23.13	151	58.77	870	38.58	39	45.06

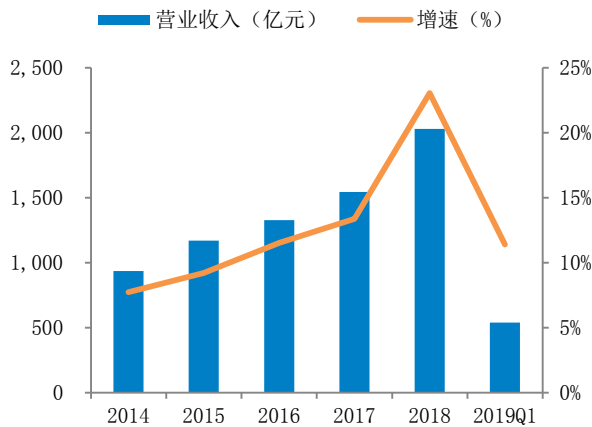
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 化学制剂: 带量采购短期影响有限, 长期仿制药价格下降是趋势

化学制剂板块 2018 年实现营业收入 2027.89 亿元, 同比增长 23.05%; 归母净利润 142.31 亿元, 同比下降 39.30%; 扣非净利润 112.36 亿元, 同比下降 26.14%。2019Q1 实现营业收入 540.03 亿元, 同比增长 11.40%; 归母净利润 51.95 亿元, 同比下降 1.64%; 扣非净利润 46.39 亿元, 同比下降 8.16%。

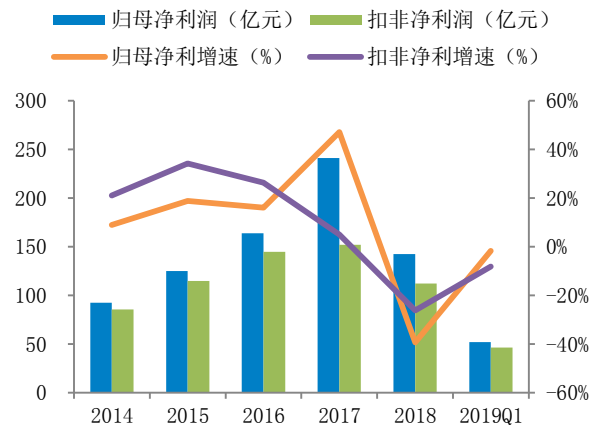
2018 年扣非净利润大幅下降的主要原因是部分公司计提的大额商誉减值, 而归母净利润增速与扣非净利润增速的差异主要是 2017 年丽珠集团转让资产产生的一次性大额收入所致。2019Q1 营业收入增速放缓主要是 2018Q1 部分公司增速较高, 营收基数变高所致。归母净利润增速与营业收入相背离主要是期间费用增长所致。第一批带量采购于 2019 年 3 月下旬正式实施, 带量采购对行业的影响还没有反应到业绩上来。同时, 第一批带量采购所覆盖的品种和城市都还不多, 虽然存在中标产品非试点城市价格联动的情况, 但考虑到品种覆盖面不广, 且第二批带量采购正式实施预计最早要到 2019 年四季度, 我们认为带量采购对 2019 年业绩的影响有限, 但长期来看, 仿制药的价格终将逐步下降, 对行业结构产生深刻的影响。

图 7: 2014-2019Q1 化学制剂板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 2014-2019Q1 化学制剂板块 (扣非) 归母净利润

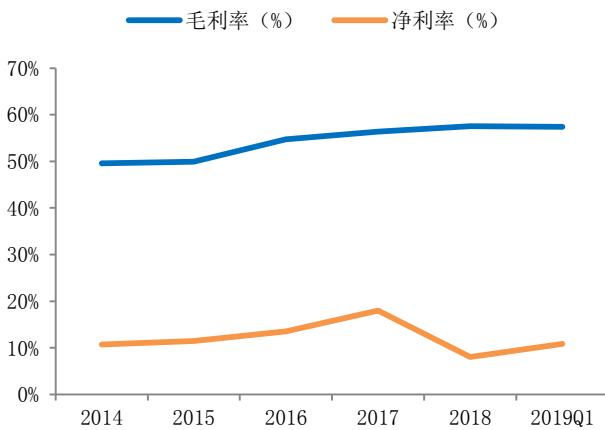


资料来源: Wind, 华金证券研究所

近年来化学制剂板块整体的毛利率和销售费用率水平均提升较大,主要原因是两票制的影响。两票制全面推广以后,药品生产企业低开转高开,导致收入增长、毛利率提高,但销售费用率也同步大幅上涨。受到商誉减值等因素的影响,2018年净利率下滑明显,2019Q1有所回升。

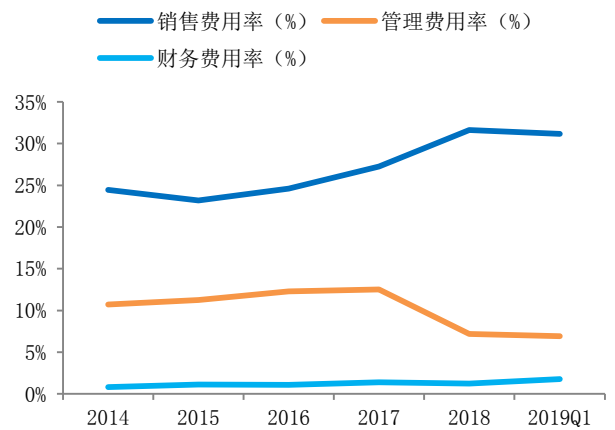
管理费用率近年稳中有升,主要由于政策引导下各药企研发投入普遍加大所致,2018年和2019Q1降幅较大主要是会计政策调整导致的研发费用单独列出而不再并入管理费用的原因;财务费用率小幅上升,主要是企业融资成本上升所致。

图 9: 2014-2019Q1 化学制剂板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 2014-2019Q1 化学制剂板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 2: 2018 年&2019Q1 化学制剂板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	2018 年				2019Q1			
		营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)	营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)
按 2018 年营业收入增速排序									
300630.SZ	普利制	624	92.07	171	97.19	157	67.06	70	126.41

	药								
002900.SZ	哈三联	2173	89.11	118	-27.69	501	5.99	18	-33.34
002653.SZ	海思科	3427	84.61	132	33.41	839	75.50	35	267.06
002437.SZ	誉衡药 业	5481	80.20	1	-99.62	1259	4.98	69	-27.75
603676.SH	卫信康	746	77.54	49	-32.28	155	0.17	11	-33.40
603669.SH	灵康药 业	1669	66.10	109	-3.70	365	12.19	28	5.76
603811.SH	诚意药 业	546	60.10	95	46.58	146	18.82	23	36.27
002411.SZ	延安必 康	8447	57.35	306	-59.82	2062	13.55	148	-28.13
002435.SZ	长江润 发	4674	56.47	305	5.40	1202	18.39	54	-27.63
300584.SZ	海辰药 业	712	56.45	82	33.01	211	28.73	21	31.26

按 2018 年扣非净利润增速排序

002422.SZ	科伦药 业	16352	43.00	1113	698.96	4288	9.05	317	-2.04
600227.SH	圣济堂	2431	43.58	222	673.55	423	-18.32	-34	-178.32
000566.SZ	海南海 药	2472	35.48	-1	97.24	756	14.99	64	-3.59
300630.SZ	普利制 药	624	92.07	171	97.19	157	67.06	70	126.41
300702.SZ	天宇股 份	1467	23.45	178	86.98	498	66.75	109	708.17
002675.SZ	东诚药 业	2333	46.20	279	65.41	534	33.67	69	49.51
002393.SZ	力生制 药	1504	46.06	163	51.60	434	10.32	45	8.98
002332.SZ	仙琚制 药	3622	26.97	282	51.00	836	0.70	56	37.16
603811.SH	诚意药 业	546	60.10	95	46.58	146	18.82	23	36.27
002728.SZ	特一药 业	885	28.83	144	46.26	245	20.11	39	85.78

按 2019Q1 营业收入增速排序

002653.SZ	海思科	3427	84.61	132	33.41	839	75.50	35	267.06
300630.SZ	普利制 药	624	92.07	171	97.19	157	67.06	70	126.41
300702.SZ	天宇股 份	1467	23.45	178	86.98	498	66.75	109	708.17
002923.SZ	润都股 份	1044	33.93	85	2.06	341	53.35	23	23.66
002940.SZ	昂利康	1255	43.74	86	-4.49	383	43.32	28	-8.66
300086.SZ	康芝药	883	32.12	-7	-125.41	266	41.97	26	51.94

代码	行业	营业收入	毛利率	净利润	扣非净利润	营业收入	毛利率	净利润	扣非净利润
300016.SZ	北陆药业	608	16.37	135	31.94	172	41.64	39	38.02
002675.SZ	东诚药业	2333	46.20	279	65.41	534	33.67	69	49.51
300558.SZ	贝达药业	1224	19.27	139	-30.74	375	31.70	48	23.17
600276.SH	恒瑞医药	17418	25.89	3803	22.60	4967	28.77	1155	27.76

按 2019Q1 扣非净利润增速排序

300702.SZ	天宇股份	1467	23.45	178	86.98	498	66.75	109	708.17
002653.SZ	海思科	3427	84.61	132	33.41	839	75.50	35	267.06
300630.SZ	普利制药	624	92.07	171	97.19	157	67.06	70	126.41
300110.SZ	华仁药业	1384	5.49	34	-21.43	333	3.03	5	115.71
300573.SZ	兴齐眼药	431	19.78	11	-69.94	111	24.81	0	101.95
002728.SZ	特一药业	885	28.83	144	46.26	245	20.11	39	85.78
300086.SZ	康芝药业	883	32.12	-7	-125.41	266	41.97	26	51.94
002675.SZ	东诚药业	2333	46.20	279	65.41	534	33.67	69	49.51
600380.SH	健康元	11204	3.94	631	26.35	3342	11.05	277	41.98
300016.SZ	北陆药业	608	16.37	135	31.94	172	41.64	39	38.02

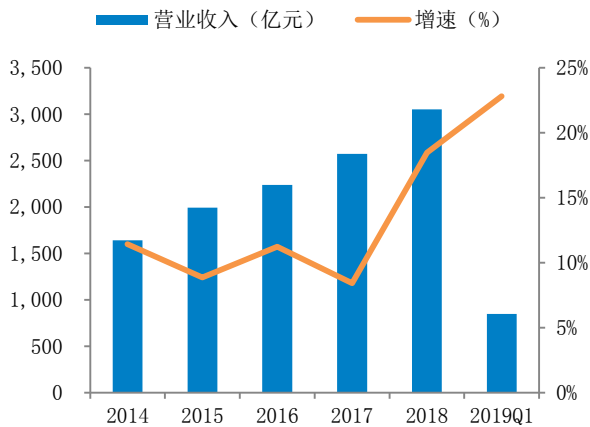
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 中药: 医保控费下政策压力将持续, 中药消费品仍值得关注

中药板块 2018 年实现营业收入 3049.34 亿元, 同比增长 18.48%; 归母净利润 306.95 亿元, 同比下降 4.02%; 扣非净利润 256.45 亿元, 同比下降 13.71%。2019Q1 实现营业收入 848.91 亿元, 同比增长 22.79%; 归母净利润 108.25 亿元, 同比增长 20.58%; 扣非净利润 90.01 亿元, 同比下降 1.78%。

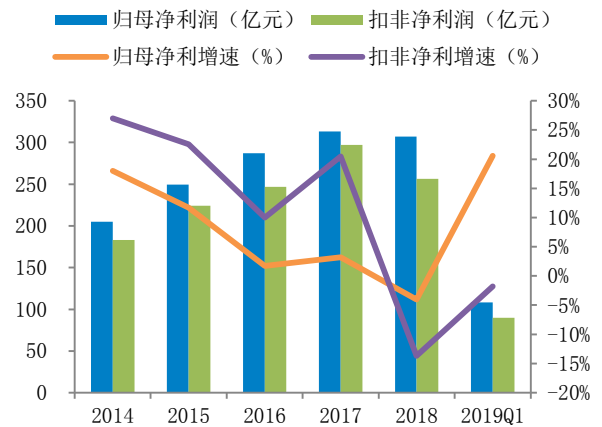
2018 年扣非净利润大幅下降的主要原因是部分公司计提的大额商誉减值, 而归母净利润增速与扣非净利润增速的差异主要是 2019Q1 华润三九产生了 7.31 亿元的大额非经常性损益所致。我们认为医保资金紧张的根源在于人口结构的改变, 医保控费是必然的趋势, 继而产生了调整用药结构的政策方针, 鼓励临床治疗效果明确的药物的使用, 因此成份不明确、作用机制不清晰的中药产品以及大量辅助用药将长期受到较大的政策压力, 但消费属性较强的中药品种, 如云南白药、片仔癀等存在行业护城河, 仍值得关注。

图 11: 2014-2019Q1 中药板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

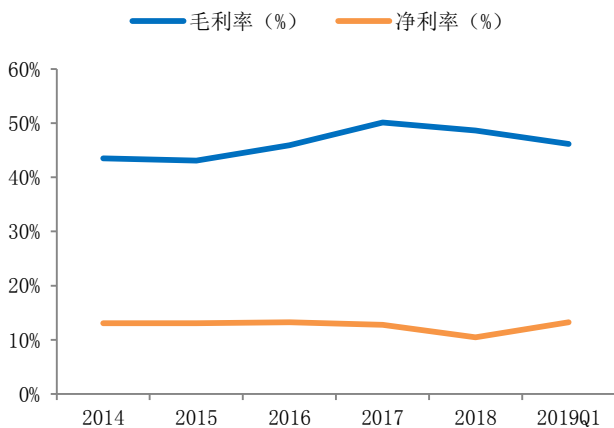
图 12: 2014-2019Q1 中药板块 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

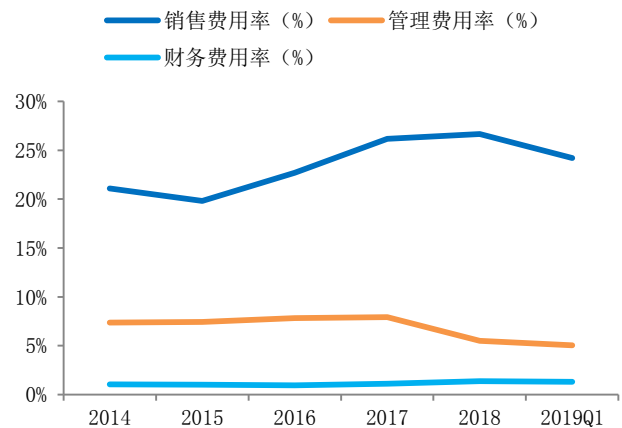
在行业环境不利的情况下,近几年中药板块的综合毛利率和净利率略有波动,但总体仍然相对稳定,主要由于中药产品多为公司独家品种,产品竞争压力远不如其他医药产品。在期间费用方面,销售费用率自2018年达到高点后有所回落,管理费用率(剔除会计政策调整的因素)和财务费用率一直维持相对稳定。

图 13: 2014-2019Q1 中药板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 2014-2019Q1 中药板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 2018 年&2019Q1 中药板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	2018 年				2019Q1			
		营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)	营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)
按 2018 年营业收入增速排序									
600671.SH	天目药业	358	103.23	-26	-71.99	76	-16.23	-3	-43.94
600332.SH	白云山	42234	101.55	2131	10.12	18055	161.32	1373	57.36
600252.SH	中恒集	3299	61.10	514	-14.88	876	31.29	125	14.62

603963.SH	大理药业	401	47.20	2	-93.73	83	-24.99	4	-40.73
603998.SH	方盛制药	1051	45.83	61	23.53	239	-4.07	22	-2.72
600771.SH	广誉远	1619	38.51	376	81.43	271	-7.56	42	-17.86
603896.SH	寿仙谷	511	38.24	90	15.59	165	30.79	38	17.54
000766.SZ	通化金马	2095	37.67	205	-16.63	409	13.65	41	-27.41
300108.SZ	吉药控股	942	34.52	45	-54.49	299	118.31	5	-55.27
002864.SZ	盘龙药业	489	29.90	47	11.79	121	27.89	10	27.67

按 2018 年扣非净利润增速排序

600781.SH	辅仁药业	6317	8.92	829	3655.55	1370	1.02	190	15.19
000790.SZ	泰合健康	633	7.19	28	132.31	157	19.73	12	231.85
002198.SZ	嘉应制药	537	14.72	34	116.00	88	-6.06	7	-14.85
600771.SH	广誉远	1619	38.51	376	81.43	271	-7.56	42	-17.86
002349.SZ	精华制药	1355	20.86	219	73.47	342	4.84	60	0.74
300147.SZ	香雪制药	2504	14.49	-46	69.71	653	11.41	10	43.20
600436.SH	片仔癀	4766	28.33	1124	44.97	1484	21.45	403	24.57
600566.SH	济川药业	7208	27.76	1593	37.98	2079	-2.26	472	6.06
000650.SZ	仁和药业	4403	14.56	493	34.71	1190	13.98	141	33.60
002737.SZ	葵花药业	4472	16.00	490	34.12	1213	11.17	155	28.67

按 2019Q1 营业收入增速排序

600332.SH	白云山	42234	101.55	2131	10.12	18055	161.32	1373	57.36
300108.SZ	吉药控股	942	34.52	45	-54.49	299	118.31	5	-55.27
000590.SZ	启迪古汉	186	-45.91	-48	-465.04	88	48.49	11	192.90
600211.SH	西藏药业	1028	12.26	153	-5.26	297	39.64	71	66.70
600129.SH	太极集团	10689	21.84	-84	-230.71	3107	38.08	26	78.37
600252.SH	中恒集团	3299	61.10	514	-14.88	876	31.29	125	14.62
603896.SH	寿仙谷	511	38.24	90	15.59	165	30.79	38	17.54
603567.SH	珍宝岛	2781	-11.34	371	-20.90	789	29.38	155	29.07

002864.SZ	盘龙药业	489	29.90	47	11.79	121	27.89	10	27.67
600613.SH	神奇制药	1853	6.75	97	-19.96	426	23.52	23	14.21

按 2019Q1 扣非净利润增速排序

000790.SZ	泰合健康	633	7.19	28	132.31	157	19.73	12	231.85
000590.SZ	启迪古汉	186	-45.91	-48	-465.04	88	48.49	11	192.90
300181.SZ	佐力药业	730	-8.02	-5	-116.75	203	19.93	11	92.29
600129.SH	太极集团	10689	21.84	-84	-230.71	3107	38.08	26	78.37
603858.SH	步长制药	13665	-1.44	1529	5.23	2883	18.61	281	68.30
600211.SH	西藏药业	1028	12.26	153	-5.26	297	39.64	71	66.70
000623.SZ	吉林敖东	3324	11.67	878	-48.57	822	16.17	512	64.23
600332.SH	白云山	42234	101.55	2131	10.12	18055	161.32	1373	57.36
300147.SZ	香雪制药	2504	14.49	-46	69.71	653	11.41	10	43.20
600479.SH	千金药业	3329	4.58	211	21.98	804	16.48	41	43.18

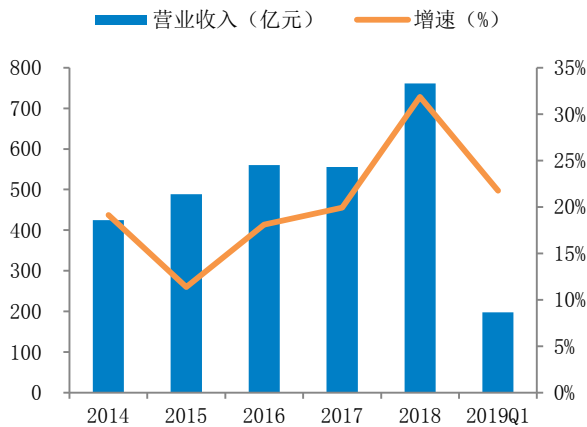
资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 生物制品: 行业黑天鹅事件频发, 但整体向好

生物制品板块 2018 年实现营业收入 761.32 亿元, 同比增长 31.85%; 归母净利润 111.52 亿元, 同比下降 11.16%; 扣非净利润 103.28 亿元, 同比增长 6.72%。2019Q1 实现营业收入 197.44 亿元, 同比增长 21.77%; 归母净利润 35.84 亿元, 同比增长 48.52%; 扣非净利润 32.23 亿元, 同比增长 20.81%。

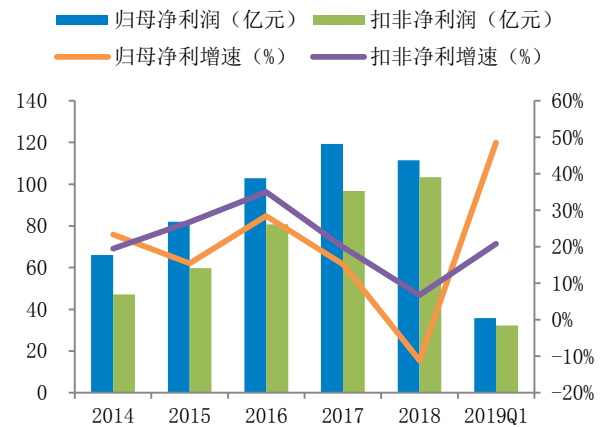
受“山东疫苗事件”影响, 2016 年疫苗行业进入低谷; 随着“山东疫苗事件”影响的逐渐消除, 2017 年疫苗行业逐渐回暖, 带动了整个生物制品板块的增长; 然而, 2018 年“长生生物疫苗”事件的爆发又给复苏中的行业浇了一盆冷水。在行业事件突发的背景下, 2018 年 9 价 HPV 疫苗等多个重磅疫苗品种的上市支撑起了疫苗板块的增长。此外, 受到疫苗配送体系改革以及两票制的影响, 生物制品板块营收增长超过了 30%, 2019Q1 仍维持在较高的水平。受到资产减值损失以及销售费用增长的影响, 2018 年生物制品板块的扣非净利润增速远低于营业收入增速, 2019Q1 已恢复正常水平。此外, 上海莱士 2018 年非经常性损益高达-16 亿元, 是生物制品板块归母净利润增速和扣非净利润增速产生较大差异的主要原因。

图 15: 2014-2019Q1 生物制品板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

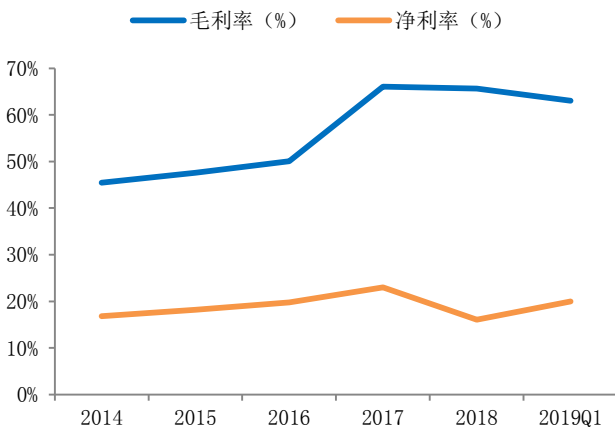
图 16: 2014-2019Q1 生物制品板块 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

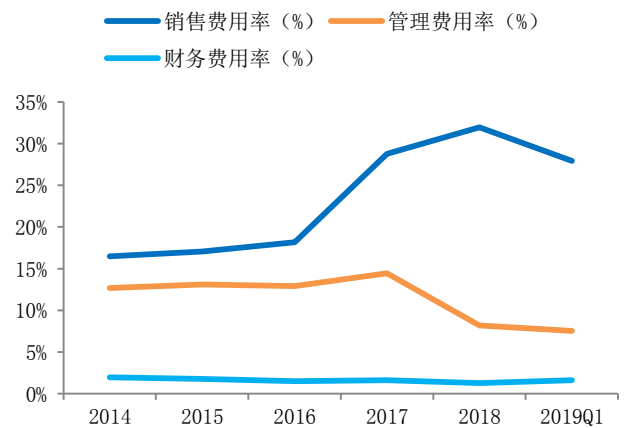
在毛利率和净利率方面, 2017 年以前均相对稳定, 增幅不大; 2016 年“山东疫苗事件”发生以后, 整个疫苗行业的配送体系发生了根本性的变革, 由“经销”改为“直销”, 一方面产品的出厂价有所提高, 提升毛利率, 另一方面企业需要自己开拓市场, 销售费用率上升; 其他生物制品子行业受到两票制的影响, 低开转高开, 也出现了类似的现象。

图 17: 2014-2019Q1 生物制品板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 2014-2019Q1 生物制品板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 2018 年&2019Q1 生物制品板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	2018 年				2019Q1			
		营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)	营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)
按 2018 年营业收入增速排序									
300122.SZ	智飞生物	5228	289.43	1459	237.12	2294	173.58	532	102.79
000004.SZ	国农科技	367	164.69	-23	-664.51	107	41.47	-5	-1628.30

300485.SZ	赛升药业	1428	90.37	262	-0.46	195	-27.83	41	-31.11
002038.SZ	双鹭药业	2167	74.50	554	61.20	466	5.79	183	6.24
300601.SZ	康泰生物	2017	73.69	413	133.93	342	-15.31	96	-8.65
603590.SH	康辰药业	1022	73.08	188	11.05	193	4.96	43	8.22
300294.SZ	博雅生物	2451	67.84	444	31.56	651	31.82	82	27.35
000813.SZ	德展健康	3291	48.22	924	17.14	481	-38.92	120	-31.85
002693.SZ	双成药业	337	36.66	-81	-71.68	79	-17.68	-11	16.75
002007.SZ	华兰生物	3217	35.84	1002	31.74	696	23.83	240	27.62

按 2018 年扣非净利润增速排序

300122.SZ	智飞生物	5228	289.43	1459	237.12	2294	173.58	532	102.79
300142.SZ	沃森生物	879	31.54	121	157.88	176	49.72	39	2144.10
300601.SZ	康泰生物	2017	73.69	413	133.93	342	-15.31	96	-8.65
002038.SZ	双鹭药业	2167	74.50	554	61.20	466	5.79	183	6.24
300239.SZ	东宝生物	453	27.09	30	60.32	113	14.44	6	-8.09
000661.SZ	长春高新	5375	31.03	1001	55.74	1775	72.07	358	96.93
300653.SZ	正海生物	216	17.92	83	47.70	61	30.18	26	23.04
300685.SZ	艾德生物	439	32.89	108	35.01	119	34.11	26	24.38
002007.SZ	华兰生物	3217	35.84	1002	31.74	696	23.83	240	27.62
300294.SZ	博雅生物	2451	67.84	444	31.56	651	31.82	82	27.35

按 2019Q1 营业收入增速排序

300122.SZ	智飞生物	5228	289.43	1459	237.12	2294	173.58	532	102.79
002252.SZ	上海莱士	1804	-6.41	155	-74.86	585	84.15	204	188.90
000661.SZ	长春高新	5375	31.03	1001	55.74	1775	72.07	358	96.93
300142.SZ	沃森生物	879	31.54	121	157.88	176	49.72	39	2144.10

000004.SZ	国农科技	367	164.69	-23	-664.51	107	41.47	-5	-1628.30
300255.SZ	常山药业	1653	16.37	136	-28.87	459	39.68	54	21.59
300685.SZ	艾德生物	439	32.89	108	35.01	119	34.11	26	24.38
300294.SZ	博雅生物	2451	67.84	444	31.56	651	31.82	82	27.35
300653.SZ	正海生物	216	17.92	83	47.70	61	30.18	26	23.04
300357.SZ	我武生物	501	29.87	225	27.33	138	29.13	65	32.47

按 2019Q1 扣非净利润增速排序

300142.SZ	沃森生物	879	31.54	121	157.88	176	49.72	39	2144.10
600645.SH	中源协和	1321	-0.02	-262	-1296.39	321	-0.09	31	691.92
002252.SZ	上海莱士	1804	-6.41	155	-74.86	585	84.15	204	188.90
300122.SZ	智飞生物	5228	289.43	1459	237.12	2294	173.58	532	102.79
000661.SZ	长春高新	5375	31.03	1001	55.74	1775	72.07	358	96.93
600080.SH	金花股份	745	-1.59	38	12.33	150	-4.63	9	52.45
300357.SZ	我武生物	501	29.87	225	27.33	138	29.13	65	32.47
300683.SZ	海特生物	591	-21.24	67	-46.30	156	18.64	26	29.11
002007.SZ	华兰生物	3217	35.84	1002	31.74	696	23.83	240	27.62
300294.SZ	博雅生物	2451	67.84	444	31.56	651	31.82	82	27.35

资料来源: Wind, 华金证券研究所

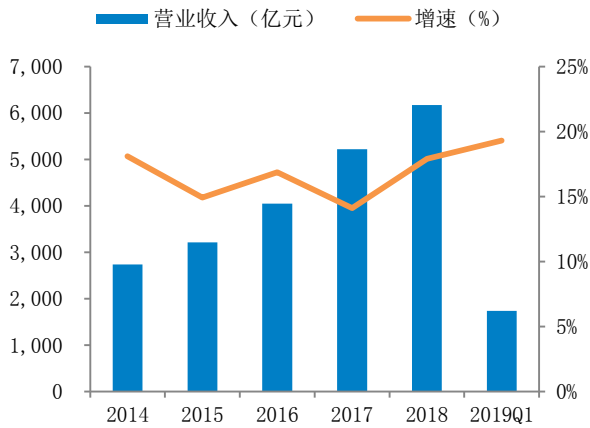
(五) 医药商业：政策变革下强者恒强，重点关注药房股

医药商业板块 2018 年实现营业收入 6172.62 亿元，同比增长 17.91%；归母净利润 173.20 亿元，同比增长 8.98%；扣非净利润 142.47 亿元，同比下降 0.02%。2019Q1 实现营业收入 1734.28 亿元，同比增长 19.30%；归母净利润 50.40 亿元，同比增长 12.53%；扣非净利润 47.53 亿元，同比增长 9.55%。

近年来医药商业板块业绩增长一个很重要的动因是外延并购。随着两票制在全国范围内覆盖面的不断扩大，医药流通行业发生了很大的变革，小规模流通商难以生存，龙头企业不断并购，强者恒强；另一方面，在医院药品零加成、降低药占比、处方外流等因素的驱动下，连锁药房不

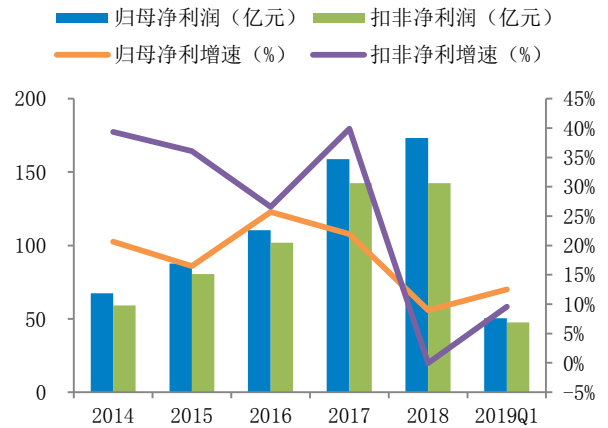
断发展壮大，药房龙头持续受益。此外，2018年商誉减值等因素产生的资产减值损失导致了板块营业收入增速与扣非净利润增速存在差异，而归母净利润增速与扣非净利润增速之间的差异主要是上海医药等公司产生的非经常性损益所致。

图 19: 2014-2019Q1 医药商业板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

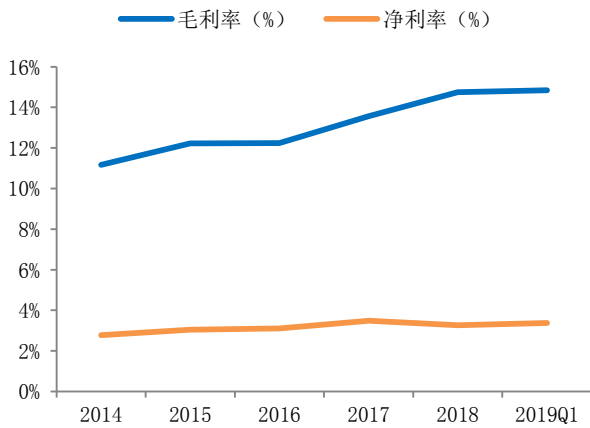
图 20: 2014-2019Q1 医药商业板块 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

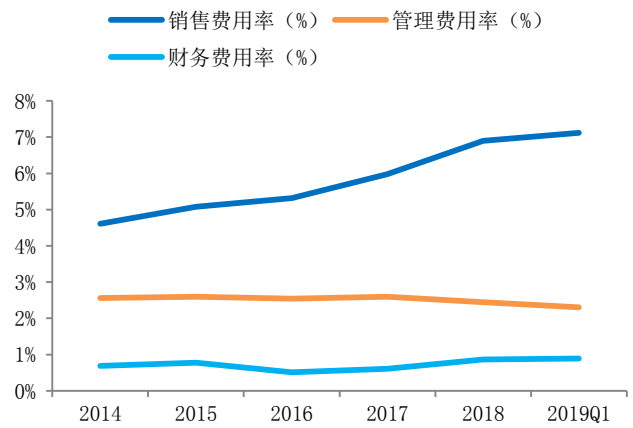
在两票制的大背景下，医药流通行业不断向龙头企业集中，流通产业链被逐步压缩，毛利率提升。同时，两票制也导致中间代理商逐步退出市场，流通公司需要加大市场开拓力度，销售费用率不断提升。毛利率和销售费用率的提高相互抵消，导致净利率基本维持稳定，略有上升。

图 21: 2014-2019Q1 医药商业板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 2014-2019Q1 医药商业板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 5: 2018 年&2019Q1 医药商业板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	2018 年				2019Q1			
		营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)	营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)
按 2018 年营业收入增速排序									
000078.SZ	海王生	38381	53.90	89	-87.16	10545	14.58	124	-18.88

物	代码	营业收入	净利润	扣非净利润	扣非净利润增速	总资产	净资产	ROE	ROA
瑞康医药	002589.SZ	33919	45.61	295	-69.07	8742	22.62	191	-31.73
益丰药房	603939.SH	6913	43.79	382	23.53	2469	66.67	142	47.98
塞力斯	603716.SH	1317	43.12	95	9.77	360	38.41	22	16.93
鹭燕医药	002788.SZ	11501	37.93	176	41.45	3427	31.83	44	35.38
老百姓	603883.SH	9471	26.26	416	20.22	2727	23.37	146	16.01
嘉事堂	002462.SZ	17960	26.13	324	22.72	4839	27.73	98	13.26
柳药股份	603368.SH	11715	24.00	529	31.52	3386	24.89	155	36.56
上海医药	601607.SH	159084	21.58	2652	-6.80	46007	26.44	1040	4.42
大参林	603233.SH	8859	19.38	509	7.59	2578	26.77	177	27.58

按 2018 年扣非净利润增速排序

鹭燕医药	002788.SZ	11501	37.93	176	41.45	3427	31.83	44	35.38
柳药股份	603368.SH	11715	24.00	529	31.52	3386	24.89	155	36.56
一心堂	002727.SZ	9176	18.39	508	30.74	2588	18.77	172	30.50
浙江震元	000705.SZ	2858	10.87	58	29.58	777	9.66	14	32.10
华东医药	000963.SZ	30663	10.17	2236	28.52	9705	23.84	856	30.45
国药股份	600511.SH	38740	6.77	1264	24.36	10049	10.07	285	12.45
益丰药房	603939.SH	6913	43.79	382	23.53	2469	66.67	142	47.98
嘉事堂	002462.SZ	17960	26.13	324	22.72	4839	27.73	98	13.26
九州通	600998.SH	87136	17.84	1228	21.61	24663	11.04	240	15.51
老百姓	603883.SH	9471	26.26	416	20.22	2727	23.37	146	16.01

按 2019Q1 营业收入增速排序

益丰药房	603939.SH	6913	43.79	382	23.53	2469	66.67	142	47.98
塞力斯	603716.SH	1317	43.12	95	9.77	360	38.41	22	16.93
鹭燕医药	002788.SZ	11501	37.93	176	41.45	3427	31.83	44	35.38
嘉事堂	002462.SZ	17960	26.13	324	22.72	4839	27.73	98	13.26
大参林	603233.SH	8859	19.38	509	7.59	2578	26.77	177	27.58
上海医药	601607.SH	159084	21.58	2652	-6.80	46007	26.44	1040	4.42
柳药股份	603368.SH	11715	24.00	529	31.52	3386	24.89	155	36.56
中国医药	600056.SH	31006	2.14	1016	-10.99	8245	23.84	409	7.55

000963.SZ	华东医药	30663	10.17	2236	28.52	9705	23.84	856	30.45
603883.SH	老百姓	9471	26.26	416	20.22	2727	23.37	146	16.01
按 2019Q1 扣非净利润增速排序									
603939.SH	益丰药房	6913	43.79	382	23.53	2469	66.67	142	47.98
603368.SH	柳药股份	11715	24.00	529	31.52	3386	24.89	155	36.56
002788.SZ	鹭燕医药	11501	37.93	176	41.45	3427	31.83	44	35.38
000705.SZ	浙江震元	2858	10.87	58	29.58	777	9.66	14	32.10
002727.SZ	一心堂	9176	18.39	508	30.74	2588	18.77	172	30.50
000963.SZ	华东医药	30663	10.17	2236	28.52	9705	23.84	856	30.45
000411.SZ	英特集团	20492	8.38	91	13.89	5682	10.93	29	29.73
603233.SH	大参林	8859	19.38	509	7.59	2578	26.77	177	27.58
603716.SH	塞力斯	1317	43.12	95	9.77	360	38.41	22	16.93
603883.SH	老百姓	9471	26.26	416	20.22	2727	23.37	146	16.01

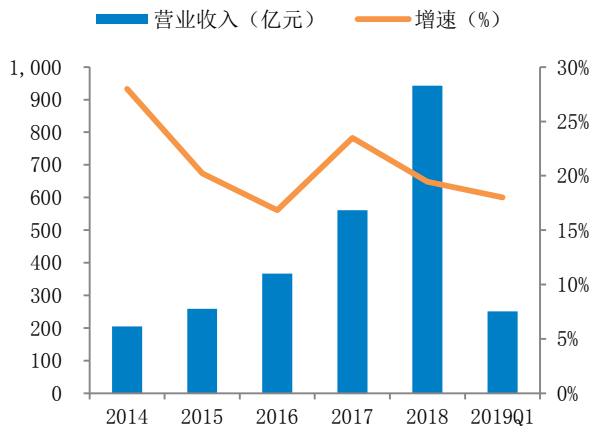
资料来源: Wind, 华金证券研究所

（六）医疗器械：耗材带量采购箭在弦上，相关领域或受冲击

医疗器械板块 2018 年实现营业收入 942.48 亿元，同比增长 19.46%；归母净利润 114.60 亿元，同比增长 6.64%；扣非净利润 96.73 亿元，同比增长 104.03%。2019Q1 实现营业收入 251.26 亿元，同比增长 18.00%；归母净利润 43.86 亿元，同比增长 42.80%；扣非净利润 33.37 亿元，同比增长 107.34%。

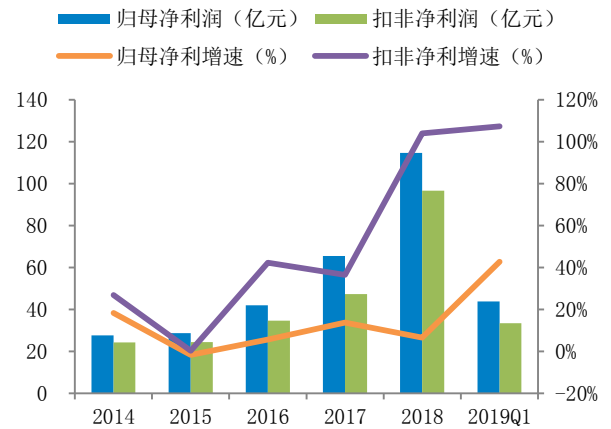
2018 年归母净利润增速与扣非净利润增速相背离的主要原因是千山药机等公司产生较大的非经常性损益所致。医疗器械板块细分领域众多，产品较为分散，内生、外延并举，进口替代的步伐亦不断加快。此外，带量采购模式在医疗耗材领域推行已是箭在弦上，政策正式出台以后会对同质化程度较高的耗材类产品产生一定的负面影响。

图 23: 2014-2019Q1 医疗器械板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

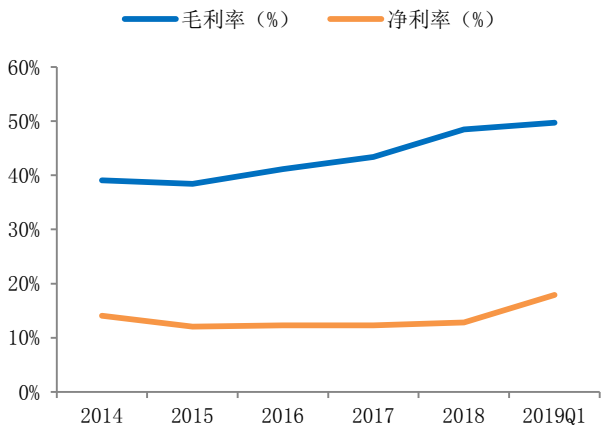
图 24: 2014-2019Q1 医疗器械板块 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

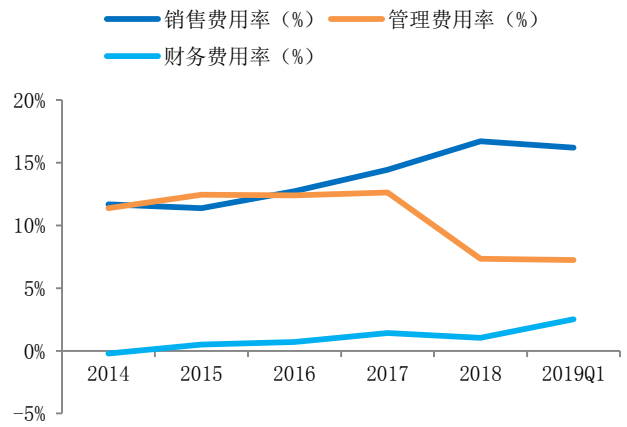
近两年医疗器械板块综合毛利率和销售费用率均有所提升, 主要是“两票制”逐步落地的结果。财务费用率略有上升, 主要由于企业并购整合对资金的需求较大产生的融资费用。

图 25: 2014-2019Q1 医疗器械板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 2014-2019Q1 医疗器械板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 6: 2018 年&2019Q1 医疗器械板块营收和净利增速前十公司

证券代码	公司名称	2018 年				2019Q1			
		营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)	营业收入 (百万元)	营收增 速 (%)	扣非净利 润 (百万元)	扣非净利润增 速 (%)
按 2018 年营业收入增速排序									
002382.SZ	蓝帆医疗	2653	68.35	388	94.00	836	117.16	81	47.28
300298.SZ	三诺生物	1551	50.10	265	8.73	370	18.03	46	-21.04
300595.SZ	欧普康视	458	47.10	190	40.53	121	56.74	43	41.26

300482.SZ	万孚生物	1650	44.05	268	49.60	452	27.62	69	40.17
300529.SZ	健帆生物	1017	41.48	352	43.67	295	42.90	121	51.66
603387.SH	基蛋生物	686	40.45	213	23.19	207	43.85	66	11.58
300318.SZ	博晖创新	622	40.19	-69	75.60	135	4.62	-6	-186.03
300003.SZ	乐普医疗	6356	40.08	1050	23.06	1878	30.81	416	39.71
300244.SZ	迪安诊断	6967	39.22	330	49.53	1836	51.80	69	15.38
603658.SH	安图生物	1930	37.82	535	29.17	548	31.85	118	30.14

按 2018 年扣非净利润增速排序

300206.SZ	理邦仪器	993	17.72	38	367.91	270	15.60	28	325.73
300562.SZ	乐心医疗	775	-10.56	16	150.58	157	9.18	2	188.48
002382.SZ	蓝帆医疗	2653	68.35	388	94.00	836	117.16	81	47.28
300318.SZ	博晖创新	622	40.19	-69	75.60	135	4.62	-6	-186.03
600055.SH	万东医疗	955	7.98	137	59.56	162	20.37	2	-1.21
600587.SH	新华医疗	10284	3.01	-65	52.07	2027	-6.84	19	-4.01
300482.SZ	万孚生物	1650	44.05	268	49.60	452	27.62	69	40.17
300244.SZ	迪安诊断	6967	39.22	330	49.53	1836	51.80	69	15.38
603367.SH	辰欣药业	3808	28.54	481	43.93	993	4.74	124	7.33
300529.SZ	健帆生物	1017	41.48	352	43.67	295	42.90	121	51.66

按 2019Q1 营业收入增速排序

002382.SZ	蓝帆医疗	2653	68.35	388	94.00	836	117.16	81	47.28
300595.SZ	欧普康视	458	47.10	190	40.53	121	56.74	43	41.26
300244.SZ	迪安诊断	6967	39.22	330	49.53	1836	51.80	69	15.38
603309.SH	维力医疗	746	18.41	59	6.79	193	48.68	16	311.94
603387.SH	基蛋生物	686	40.45	213	23.19	207	43.85	66	11.58

300529.SZ	健帆生物	1017	41.48	352	43.67	295	42.90	121	51.66
002901.SZ	大博医疗	772	30.04	325	24.08	218	40.31	74	20.63
300463.SZ	迈克生物	2685	36.31	436	19.40	722	39.21	119	19.95
603658.SH	安图生物	1930	37.82	535	29.17	548	31.85	118	30.14
300003.SZ	乐普医疗	6356	40.08	1050	23.06	1878	30.81	416	39.71

按 2019Q1 扣非净利润增速排序

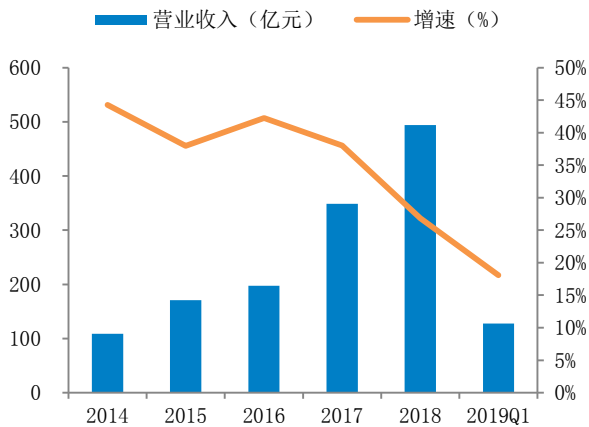
300206.SZ	理邦仪器	993	17.72	38	367.91	270	15.60	28	325.73
603309.SH	维力医疗	746	18.41	59	6.79	193	48.68	16	311.94
300562.SZ	乐心医疗	775	-10.56	16	150.58	157	9.18	2	188.48
300677.SZ	英科医疗	1893	8.12	167	15.31	494	16.62	33	75.05
300326.SZ	凯利泰	931	16.03	146	-20.03	289	24.49	68	61.68
300529.SZ	健帆生物	1017	41.48	352	43.67	295	42.90	121	51.66
002382.SZ	蓝帆医疗	2653	68.35	388	94.00	836	117.16	81	47.28
300396.SZ	迪瑞医疗	933	7.58	185	28.42	234	23.51	47	46.92
300595.SZ	欧普康视	458	47.10	190	40.53	121	56.74	43	41.26
300482.SZ	万孚生物	1650	44.05	268	49.60	452	27.62	69	40.17

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(七) 医疗服务: 龙头企业引领行业增长

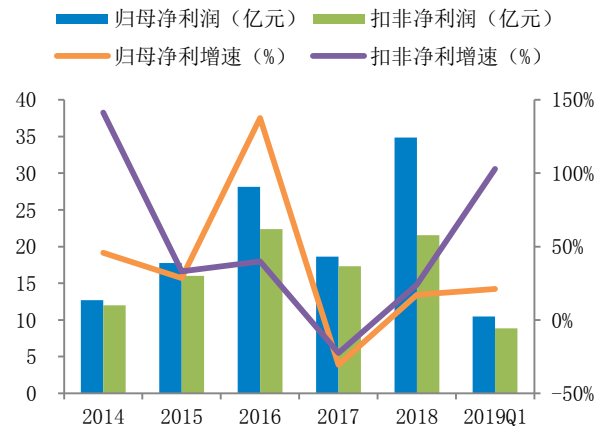
医疗服务板块 2018 年实现营业收入 493.78 亿元, 同比增长 26.84%; 归母净利润 34.84 亿元, 同比增长 17.16%; 扣非净利润 21.54 亿元, 同比增长 24.22%。2019Q1 实现营业收入 127.71 亿元, 同比增长 18.08%; 归母净利润 10.46 亿元, 同比增长 21.01%; 扣非净利润 8.84 亿元, 同比增长 102.92%。板块整体收入和利润均稳健增长, 行业呈现良好发展态势。

图 27: 2014-2019Q1 医疗服务板块营业收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

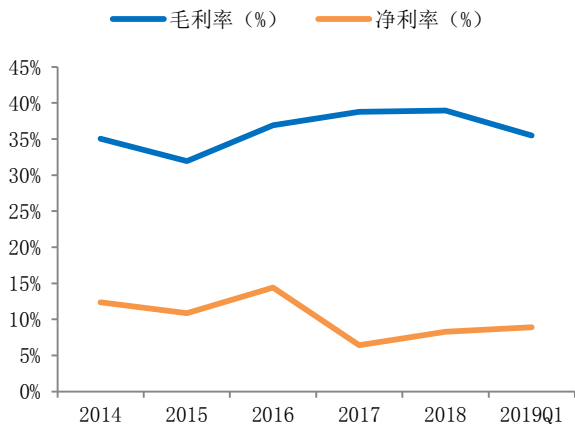
图 28: 2014-2019Q1 医疗服务板块 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

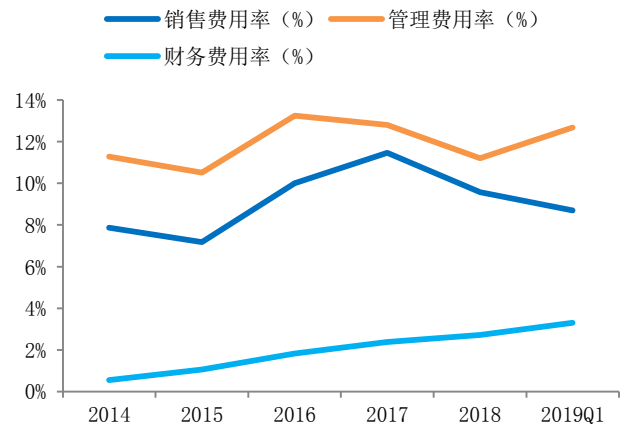
2018年起板块整体的净利率水平回升主要是药明康德、通策医疗、泰格医药等公司的带动。财务费用率的持续上升与行业内公司并购以及融资成本上升有关。

图 29: 2014-2019Q1 医疗服务板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 30: 2014-2019Q1 医疗服务板块期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 7: 2018 年医疗服务板块上市公司营收与归母净利增速汇总

增速		上市公司
收入	下滑	国新健康、*ST 百花
	0-5%	宜华健康
	5-10%	—
	10-20%	创新医疗、恒康医疗、金城医学
	20-30%	康龙化成、览海投资、药明康德
30%以上	美年健康、爱尔眼科、星普医科、泰格医药、博济医药、通策医疗、ST 运盛、润达医疗、昭衍新药	
扣非净利润	下滑	宜华健康、创新医疗、恒康医疗、星普医科、*ST 百花、览海投资
	0-5%	—
	5-10%	—
	10-20%	润达医疗

20-30%	国新健康
30%以上	美年健康、爱尔眼科、泰格医药、博济医药、康龙化成、通策医疗、ST 运盛、昭衍新药、药明康德、金域医学

资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 8: 2019Q1 医疗服务板块上市公司营收与归母净利增速汇总

	增速	上市公司
收入	下滑	宜华健康、恒康医疗、星普医科、*ST 百花、览海投资
	0-5%	美年健康、创新医疗
	5-10%	ST 运盛
	10-20%	博济医药、润达医疗
	20-30%	爱尔眼科、泰格医药、通策医疗、药明康德、金域医学
	30%以上	国新健康、康龙化成、昭衍新药
	扣非净利润	下滑
0-5%		国新健康
5-10%		览海投资
10-20%		ST 运盛、润达医疗
20-30%		—
30%以上		爱尔眼科、泰格医药、康龙化成、通策医疗、药明康德、金域医学

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(八) 业绩总结

在医保控费的大背景下，医药行业内部持续分化。在营收增速方面，2018 年生物制品和医疗服务领跑整个医药行业，2019Q1 除化学原料药和化学制剂板块偏低外，其他板块增速相近；在毛利率方面，2018 年和 2019Q1 生物制品板块均位列第一，化学制剂板块紧随其后；净利率方面，2018 年和 2019Q1 生物制品均高居榜首。

具体总结各行业 2018 年及 2019Q1 的特点：

化学原料药：近年环保监管趋严，原料药供应端收紧，2016-2018 年维生素等产品经历了一轮价格上涨，板块的营业收入也相应增长，目前价格已回调，导致 2019Q1 营收增速放缓、净利润下滑。

化学制剂：医保控费是本轮医改的大方向，调整终端用药结构，持续利好研发创新能力强、拥有临床价值明确的品种的公司；同时，监管层推行带量采购模式的决心非常坚定，未来仿制药的价格将逐步下降，但考虑到目前带量采购品种的覆盖面还不广、药企完成大部分药品的一致性评价也还需要时间，我们认为带量采购大面积推广的时间周期会比较长，短期内对大部分企业的业绩影响有限。

中药：行业整体受政策打压，板块发展压力较大，但云南白药、片仔癀等消费属性较强的品种仍有发展空间。

生物制品：“长生生物疫苗事件”已经告一段落，重磅疫苗的上市有望为行业增长提供较强的助力。

医药商业：医药流通行业持续并购整合，行业集中度不断提高；零售药店强势崛起。

医疗器械：行业较为分散，国产器械进口替代是行业增长的重要动力；带量采购模式在医疗耗材领域推行已是箭在弦上，政策出台以后会对相关产品产生一定的负面影响。

医疗服务：龙头公司业绩持续高增长，拉动板块整体景气度。

表 9：2018 年&2019Q1 子行业同比变化趋势

	2018 年营收增速	2018 年毛利率	2018 年净利率	2019Q1 年营收增速	2019Q1 年毛利率	2019Q1 年净利率
SW 医药生物	19.99%	35.30%	7.20%	17.45%	34.21%	9.05%
SW 化学原料药	20.70%	38.65%	7.28%	2.03%	38.30%	12.52%
SW 化学制剂	23.05%	57.54%	8.04%	11.40%	57.41%	10.81%
SW 中药	18.48%	48.66%	10.47%	22.79%	46.18%	13.22%
SW 生物制品	31.85%	65.63%	16.07%	21.77%	63.07%	19.98%
SW 医药商业	17.91%	14.75%	3.26%	19.30%	14.84%	3.37%
SW 医疗器械	19.46%	48.46%	12.80%	18.00%	49.68%	17.92%
SW 医疗服务	26.84%	38.95%	8.29%	18.08%	35.47%	8.90%

资料来源：Wind，华金证券研究所；注：红色表示高于医药行业平均水平

三、投资逻辑与重点推荐公司

（一）恒瑞医药：医药创新龙头股，“创新+国际化”助力可持续发展

产品线连贯，业绩增长可持续：在公司目前的收入构成中，仿制药仍占据了较大的比重。随着一致性评价和带量采购政策的逐步落地，国内仿制药市场正发生着深刻的变化，产品高毛利时代将一去不复返，仿制药最终也将回归普通制造业。然而，带量采购的前提是药品通过一致性评价，目前通过一致性评价的品种还不多，因此带量采购向更多品种推广会是一个相对漫长的过程，再加上公司是国内最早向新药研发转型的一批企业，艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼的接连上市标志着公司已基本实现转型，我们认为新品种的上市能够帮助公司顺利渡过本轮行业变革的阵痛期。此外，公司 2018 年有 56 个创新药处于临床开发阶段，在创新药开发上已基本形成了每年都有创新药申请临床、每 2-3 年有创新药上市的良好发展态势。公司的瑞马唑仑、PD1 单抗、PDL1 单抗、SHR3680、恒格列净、海曲泊帕等多个产品均已处于上市申请或临床 III 期阶段，有望于 2019-2020 年陆续上市，进一步丰富产品线，加速产品结构的转型升级，确保公司业绩增长的可持续性。

国际化战略继续推进，有望实现跨越式发展：在研发新产品的同时，公司也继续加大国际化战略的实施力度，通过产品授权和海外申报上市等方式积极拓展海外市场，以期逐步与国际接轨。在仿制药方面，公司目前共有包括右美托咪定、地氟烷、磺达肝癸钠等在内的 10 多个品种在美

国获批上市，亦有部分产品成功进入欧洲、日本等市场；同时，公司在澳大利亚、南非、中东等新兴市场也逐步加强产品注册力度。在创新药方面，公司的 SHR0302 片、INS068 注射液、SHR0410 注射液等产品也先后获准在海外开展临床试验。海外市场的不断开拓，一方面能为公司打开新的市场，带来业绩增量空间，另一方面也进一步加强公司在国际市场上的影响力和竞争力，真正实现“走出去”的目标，助力公司的发展再上一个台阶。

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.35、1.79 和 2.14 元。基于（1）近期上市的多款重磅新药陆续放量（2）在研产品上市的稳步推进（3）公司在海外市场布局的逐步完善，我们给予公司买入-A 评级。

风险提示：研发风险，政策风险，海外市场拓展进度不及预期。

（二）我武生物：国内脱敏行业的引领者

脱敏药物市场渗透率还很低，成长空间大：根据 11 个中心城市的调查数据，我国过敏性鼻炎的发病率约为 11%，合计 1.5 亿人，而尘螨又是过敏性鼻炎的主要过敏原，市场空间达到 300-500 亿。然而，脱敏药物目前的市场渗透率仅 1-2%，远远没有触及行业天花板，还存在很大的成长空间。近年来，之前产品推广的效果开始显现，医生和患者对脱敏药物的接受程度逐步提高，市场需求陆续释放，脱敏药物的市场规模也以 20%左右的年复合增长率快速增长，行业进入收获期。

国内唯一舌下含服脱敏药物供应商：目前国内上市的治疗用变应原制品仅有 3 种：我武生物的粉尘螨滴剂（畅迪）、ALK-Abello 的屋尘螨变应原制剂（安脱达）和 Allergopharma 的螨变应原注射液。三个竞品中仅我武生物的畅迪为舌下含服剂型，其余两个均为皮下注射型产品，故而畅迪的病人依从性更好。根据样本医院的统计数据，近年来畅迪的市场份额快速提升，2018Q3 已经达到 93.61%，稳居行业第一，行业龙头地位难以撼动。

后续产品有望呈梯队上市：除了已上市的产品外，公司在脱敏治疗和过敏原检测领域亦有丰富的产品管线储备。公司的黄花蒿粉滴剂已处于上市申报阶段，同时粉尘螨滴剂新增的特应性皮炎和过敏性结膜炎适应症临床试验也进入临床 III 期，这些产品上市以后将进一步增厚公司业绩。此外，公司还有一些在研产品处于临床试验早期，有望陆续上市，持续扩充公司的脱敏产品线。

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.04、1.37 和 1.78 元。基于（1）国内脱敏药物市场的高成长性（2）畅迪比竞品更好的使用依从性（3）公司后续产品上市在即，给予增持-B 建议。

风险提示：产品推广效果不达预期，市场新进入者的竞争，新产品研发风险。

（三）药明康德：纵深发展传统业务，前瞻布局新兴技术

短期看点：（1）药物发现及临床前 CRO 国内绝对龙头，地位难以撼动：药物发现及临床前 CRO 属于技术密集兼劳动力密集型行业，需求和供应之间不存在明显的地理隔离。全球市场需

求的增长以及我国的“工程师红利”为国内 CRO 公司，特别是第一梯队公司提供了发展机遇，使得国内 CRO 公司在全球市场上的竞争力整体上得到提高。从内部结构来看，药明康德目前是国内同类公司中绝对的龙头企业，由于其他竞争对手体量相对较小、增速更快，在短期内药明康德与其他头部玩家的差距会缩小，但药明康德亦能随国内企业整体的崛起而发展，在全球企业参考系中的市场份额不断提升。**(2) 欧美产能向中国转移，药明 CMO/CDMO 彰显规模优势：**受益于成本优势，近年来全球的原料药生产产能不断向中国转移，国内 CMO/CDMO 行业整体得到发展。作为国内该领域的龙头企业，药明康德亦享受行业成长带来的红利，且近年来绝对和相对市场份额均有所提升，市场竞争力进一步得到加强，未来仍会成为贡献公司业绩增长的强大动力。**(3) 资本和技术的联姻，通和毓承将大有作为：**药明康德下属的毓承资本 2017 年与通和资本合并成立通和毓承，目前旗下拥有 7 支基金，在管资金规模超过 100 亿元。药明康德团队身处研发一线，充分了解行业发展的前沿和技术变化，可为毓承资本的项目投资提供借鉴；毓承资本投资的项目孵化到一定阶段以后亦可与药明康德在产业和技术上形成互补。此外，毓承资本投资的项目也为公司带来投资收益，增厚业绩。

中期看点——临床 CRO 成长潜力大：临床 CRO 市场存在一定的地理隔离，药明康德目前主要集中于国内市场。2018 年 7 月，公司完成了美国临床 CRO 公司 ResearchPoint 的收购，拥有了全球多中心临床试验的服务能力，为北美甚至全球市场的开拓奠定了基础。从国内市场来看，泰格医药一直处于领跑地位，药明康德起步较晚，与泰格医药还存在不小的差距。临床 CRO 业务在公司整体业务中的比重还非常低，短期内不足以对公司业绩产生根本性的影响，但长期来看，临床 CRO 服务是 CRO 产业链中不可或缺的一部分，未来会重点发展。随着布局的不断完善，该业务有望成为公司新的利润增长点，同时与公司优势的 药物发现及临床前 CRO、CMO/CDMO 业务进一步发挥协同作用，从整体上增强公司的竞争力。

长期看点——紧跟行业动态，前瞻布局先进技术：(1) 药明康德和 Juno 于 2016 年合资成立药明巨诺，拟在 Juno CAR-T 和 TCR 技术的基础上进一步开发新型细胞疗法。公司的 CAR-T 产品——JWCAR029 已于 2018 年 6 月获得临床批件。基于 Juno CAR-T 产品此前良好的临床表现以及肿瘤治疗的强烈需求，我们认为细胞治疗取得突破以后具有广阔的市场前景。(2) 公司入股菲吉乐科参与新型抗菌产品的研发，其核心优势在于独特的给药技术，待产品成型以后，有望成为耐药细菌感染治疗的利器。

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 2.02、2.41 和 2.92 元。基于 (1) 公司在药物发现及临床前 CRO 领域全球领先的市场地位和强大的竞争力 (2) “工程师红利”使国内 CRO 企业具备成本领先优势 (3) 公司临床 CRO 业务增长潜力较大 (4) 全球的产能转移利好国内 CMO/CDMO 企业 (5) 药明康德在小分子药物 CMO/CDMO 领域具备规模优势 (6) 公司投资业务收益逐步显现，维持公司买入-B 评级。

风险提示：CRO 和 CMO 领域竞争加剧，汇率波动风险，投资业务的波动，商誉减值风险。

(四) 复星医药：单抗药物行业龙头

重磅单抗生物类似物进度领先：公司的单抗药物主要由子公司复宏汉霖负责研发。根据公司官网披露的信息，复宏汉霖目前共完成了 13 个产品、22 项适应症临床试验申报，产品覆盖肿瘤、

自身免疫性疾病等领域。其中进展较快的是美罗华生物类似药（HLX01）、赫赛汀生物类似药（HLX02）、修美乐生物类似药（HLX03）、安维汀生物类似药（HLX04），除 HLX01 已进行上市申报外，其余 3 个品种也都已处于 III 期临床阶段。这 4 个品种均为全球年销售额 50 亿美元以上的重磅单抗药物，市场空间巨大，因此也吸引了众多企业入场竞争，目前每个品种均有 5 家以上的企业处于上市申请或 III 期临床阶段。整体来看，每个产品复宏汉霖均处于第一梯队，研发进度领先，有望利用先发优势抢夺较大的市场份额。此外，公司的单抗药物严格按照国际的生物类似物临床试验标准开展研究，故而药物的疗效和安全性有保障，产品上市后更容易进行市场推广，进口替代的可能性也更大。

单抗新药+联合疗法双线布局：在快速推进单抗生物类似物上市以保障现金流的同时，公司也积极进行单抗新药的布局，包括 VEGFR2 单抗、PD1/PDL1 单抗、cMET 单抗等。这些品种都还处于研发早期，短期内不会为公司带来收入，但又是公司在单抗领域长期发展的必然选择，待国内单抗生物类似药市场进入成熟期以后，这些新药的陆续上市有望助力公司业绩再上一个台阶。另一方面，公司也充分发挥自身产品线的优势，进行单抗药物联合疗法的探索，其中 VEGF 单抗/PD1 单抗联合疗法已经进入临床试验阶段，有望打开新的市场。

公司单抗生物类似药研发进度国内领先，未来两年陆续上市后将提供稳定的现金流，待后续单抗新药和联合疗法临床取得突破以后，公司业绩有望再上一个台阶，给予公司增持-B 评级。

风险提示：研发风险，市场竞争加剧，政策风险。

（五）安科生物：生长激素、法医检测保障业绩增长，精准医疗提供想象空间

生长激素水针上市在即，助力业绩增长：国内生长激素市场目前由长春高新、安科生物和联合赛尔 3 家公司主导，市场份额合计达到 95% 以上，市场竞争并不激烈。从产品结构来看，安科生物目前上市销售的只有粉针剂型，与长春高新相比剂型相对单一，但公司的生长激素水针已处于上市申报阶段，有望 2019 年获批。此外，公司的长效生长激素也已处于 III 期临床阶段。这两个生长激素产品后续的上市是将丰富公司的生长激素产品线，也使公司具备与长春高新全面竞争的能力，市场份额有望得到进一步提升，成为推动业绩增长的重要助力。

法医检测成长空间大，中德美联品牌影响力强：法医检测目前在国内司法体系中的应用尚处于推广阶段，远没有达到天花板，市场增量空间还非常大。公司的法医检测业务主要由子公司中德美联负责，近年其产品协助公安机关破获多起陈年大案，品牌知名度迅速提升。同时，公司通过收购湖北三七七股权以及代理美国 Verogen 公司测序仪等方式，成功实现产业链的纵向一体化，进一步增强公司在该细分领域的市场竞争力。

长期布局精准医疗：在原有业务提供现金流支持的基础上，公司全面布局精准医疗，涉及细胞治疗、单抗药物、溶瘤病毒、液体活检等行业前沿领域。公司的 HER2 单抗已经处于 III 期临床阶段，行业领先，有望于 2020 年上市；子公司博生吉安科用于血液肿瘤治疗的 CD19-CAR-T 的临床试验申请处于审评阶段，同时也在开展实体瘤 CAR-T 治疗的相关试验。公司目前布局的

大部分精准医疗产品线短期内难以贡献业绩，但市场空间巨大，是行业未来的发展方向，也是公司谋求长期发展的必然选择，产品成熟以后有望实现公司业务结构的转型升级。

公司传统的干扰素、中药等产品提供新业务发展的现金流，生长激素和法医检测是中短期业绩增长的保障，精准医疗是长期发展的方向，业务布局合理。公司 2018 年四季度因 GMP 再认证工作影响了产品的供应，待短期因素消除以后，2019 年开始业绩将恢复正常增长。基于（1）两款生产激素新品有望于 2019 和 2020 年接连上市（2）公司法医检测业务的高成长性（3）深入布局的精准医疗板块有望成为公司长期发展的基石，我们给予公司增持-B 评级。

风险提示：政策风险，市场竞争加剧，研发风险。

（六）康泰生物：重磅在研产品打开公司高成长空间

乙肝疫苗龙头企业：公司乙肝疫苗批签发量全国第一，是国内最大的乙肝疫苗生产厂商之一。公司作为全国最早进行重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）生产的两家厂商之一，拥有国内规格最全的乙肝疫苗产品链，包括 10 μ g、20 μ g、60 μ g 三种规格。其中 60 μ g 重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）主要用于 16 岁及以上无应答人群预防乙型肝炎病毒感染，为国内独家研发生产，填补了国内空白。

独家四联苗产品放量：公司无细胞百白破 b 型流感嗜血杆菌联合疫苗，即“四联苗”用于 3 岁以上婴儿同时预防百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风梭状芽孢杆菌和 b 型流感嗜血杆菌引起的多种疾病，公司作为国内独家生产四联苗的企业，实现了国产四联疫苗零的突破。受益于赛诺菲五联苗的断货，公司四联苗销量超预期。

在研产品丰富，逐渐上市打开公司高成长空间：公司在研产品丰富，其中多个重磅产品已经进入 III 期临床试验阶段，有望近年上市。（1）13 价肺炎球菌多糖结合疫苗：公司的 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗已完成 III 期临床试验数据的揭盲工作，进入统计分析与临床研究总结阶段，预计 2019 年报产，2020 年上市，未来有望成为第二家国产 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗生产商，与沃森生物一起瓜分国内市场，市场空间超 30 亿。（2）脊髓灰质炎灭活疫苗：国际卫生组织要求停止医用口服脊髓灰质炎减毒活疫苗，至 2018 年全面实施。公司目前脊髓灰质炎灭活疫苗正处于 III 期临床，预计 2020 年上市。（3）冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）：该产品目前处于 III 期临床，预计 2020 年上市销售

公司作为老牌疫苗研发生产企业，研发实力雄厚，尤其在联苗方面优势明显，在研产品丰富，后续发展动力十足，给予增持-A 评级。

风险提示：研发不达预期，产品推广不达预期，竞争加剧。

（七）人福医药：归核化战略持续推进，困境有望逆转

商誉减值落地，减负再前行：公司 2018 年亏损 26.62 亿元，造成公司业绩大幅亏损的主要原因是熊去氧胆酸胶囊的价格于 2018 年 4 月起大幅下降，导致全资子公司 Epic 的营业收入、毛利率、净利润等经营指标均显著下滑，同时重要产品羟考酮缓释片仍在美国 FDA 审核过程中，

审批进度低于预期，多重因素叠加造成公司商誉以及无形资产减值损失合计约 30 亿元。公司于 2016 年 5 月收购 Epic，当年确认商誉 27.76 亿元，目前已全额计提减值损失，因此对 2019 年及以后年份的业绩不再有影响，业绩的压力和不确定性减小。除业绩的因素以外，Epic 在美国市场仍具备较强的销售能力，是公司打开美国市场的窗口，对未来走国际化路线具有非常重要的战略意义。

归核化战略继续推进，业务聚焦：近两年公司提出“归核化”发展战略，拟剥离医疗、土地等非核心资产，聚焦优势业务。根据公司的战略部署，原计划“归核化”战略于 2018 年底完成，但受到宏观经济的影响，战略实施进度低于预期。2019 年将继续推进“归核化”，择机剥离非核心资产，回拢资金，优化负债结构，助力公司走出目前的困境。根据现在的进展，业务结构调整预计于 2019 年上半年完成。业务聚焦以后，公司原有麻醉药品业务的重要性会进一步体现。长期以来，公司在麻醉药品领域具有很强的市场竞争力，随着现有麻醉产品未来新市场，包括产品应用领域（ICU、肿瘤晚期病人癌痛治疗等）以及海外市场（美国、南亚等）的强化和开拓，公司的业绩有望进一步提升。此外，公司在研产品阿芬太尼和磷丙泊酚等均已处于上市申报阶段，有望于 2019-2020 年先后上市，完善公司麻醉产品线，增厚业绩。

“归核化”战略完成以后，公司业务进一步聚焦，强化公司在麻醉药品领域的竞争优势，目前所处的困境有望得到逆转，建议积极关注。

风险提示：归核化战略实施进度不达预期，政策风险，麻醉药品市场竞争加剧。

（八）海正药业：在研产品进入收获期，业绩拐点确立

重磅单抗生物类似物即将密集上市：公司在研的单抗生物类似物中进展较快的是阿达木单抗、曲妥珠单抗和利妥昔单抗，均已进入上市申报或 III 期临床试验阶段，处于行业第一梯队，拥有先发优势。若进展顺利，这些重磅品种有望于今明两年密集上市，快速扩充公司单抗/融合蛋白的产品线，扭转公司业绩。此外，公司还有 IL-6 人源化单抗、RANKL 全人源单抗等多个品种处于 I 期临床试验阶段，后续产品有望呈梯队上市。

小分子创新药将迎来突破：公司首个 me too 类小分子创新药——海泽麦布的上市申请已获得国家药品监督管理局受理，拟用于治疗原发性高胆固醇血症。其对标药物为默沙东的依折麦布，2017 年全球销售额约为 34.9 亿美元。根据 III 期临床试验的结果，海泽麦布的两项 III 期临床试验均达到预设标准，可降低 LDL-C、TCH、non-HDL-C、ApoB 水平，2 周起效，起效快且效果平稳，长期使用的不良反应发生率低，安全性高，耐受性好。海泽麦布上市以后，一方面为公司贡献业绩，同时标志着公司从仿制向创新转型的加速，符合公司长期的发展战略。

2019 年是公司在研产品陆续上市的起点，同时公司内部的人事管理也已基本理清，有望迎来业绩拐点，建议积极关注。

风险提示：研发风险，政策风险，市场竞争加剧。

（九）东诚药业：核药双寡头格局稳定，静待行业爆发

大型医用设备配置证下放，行业迎来拐点：2018年4月，卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018年）》，对甲类和乙类大型医用设备目录分别作出调整，其中PET-CT由甲类调为乙类，SPECT调出目录。《目录》调整后国内核医学检测设备的普及将会进一步提速，从而带动氟[F-18]脱氧葡萄糖注射液（FDG）、锝[Tc-99m]标记影像剂等诊断性核药市场的发展。从政策出台到检测设备的配置放量预计存在1年左右的时间差，我们认为今年是国内核医学检测设备以及诊断性核药大发展的元年，行业拐点正在到来。目前国内核药行业基本被东诚药业和中国同辐所垄断。考虑到核药行业的特殊性，必须核药产品和核药房双线布局的企业才能健康发展，我们预计未来国内核药市场将长期维持双寡头的市场格局，东诚药业也将持续享受行业发展带来的红利。

肝素原料药存在涨价动力，低分子肝素制剂仍有替代空间：肝素原料药的直接原材料是肝素粗品。近两年监管部门的环保督察力度明显加大，许多环保要求不达标的小型肝素粗品生产企业纷纷关闭，造成肝素粗品供应的收缩，肝素粗品价格上涨，进而传递到产业链中游，导致肝素原料药价格从2016年6月开始触底反弹，由3400美元/千克上涨到目前的6500美元/千克左右。我们认为今后环保监管不会放松，因此肝素原料药的价格仍有上升空间。此外，去年8月起非洲猪瘟疫情在国内快速扩散，参考俄罗斯的经验，我们认为把本次非洲猪瘟完全打压下去需要比较长的时间，肉猪及猪小肠的供应在未来一段时间里仍会相对紧张。然而，去年8月初至今肝素原料药的价格并未大幅波动，疫情导致的原材料供应收缩的影响还未反应到肝素原料药的价格上，这也为未来原料药价格的上涨提供了支撑。在肝素产业链上，公司也进行了纵向一体化，那屈肝素钙制剂已上市销售。国内目前还有20%多的低分子肝素市场被“未分类低分子肝素”占据，这类药物并未根据生产工艺或分子量等标准进行明确的区分，是早期国内药品审批标准过低的历史遗留产物。我们认为在国内行业监管趋严的背景下，未来这部分非标准的低分子肝素产品会逐步退出市场，被那屈肝素钙等标准化的低分子肝素取代，公司亦有望从中受益。

我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.48、0.61和0.77元。基于（1）大型医用设备配置证下放带来的诊断性核药快速放量（2）核药行业寡头垄断的特殊性（3）核药行业标的的稀缺性（4）肝素原料药价格处于上行周期，维持公司买入-B评级。

风险提示：医院对核医学检测设备的配置进度低于预期，原料药价格波动，行业政策风险。

（十）健友股份：专注肝素领域，原料、制剂双轮驱动

肝素原料药进入上行周期：近年受到环保监管的影响，污染较严重的小型肝素粗品生产企业停产，造成产业链上游肝素粗品的供应收缩，从而导致肝素钠原料药价格进入上行周期。我们认为今后环保监管趋严是政策的大方向，因此肝素钠原料药的价格仍有上升空间。同时，2018年8月起的猪瘟疫情也进一步导致了上游供应的收缩，公司有较高的粗品存货，有望在些事件中受益。针对产业链下游，公司一方面调整战略性库存规模，在满足下游客户增量需求的同时，进一步提升了公司的议价能力；另一方面通过优化与下游大型国际医药巨头深度合作，在保证与辉瑞良好合作的基础上，进一步加强了与赛诺菲、山德士等国际大型制药企业的合作，丰富了公司的优质客户资源，提升了公司的市场竞争力。受益于产品涨价和下游客户的拓展，公司肝素原料药业务呈现量价齐升的良好局面，市场竞争力不断增强，增长潜力还非常大。

肝素制剂精准营销打开国内市场，中美双报布局海外：公司于 2014 年起正式进入肝素制剂领域，时间相对较晚，因此目前的市场份额还不高。然而，在产品销售上公司采取了独特的销售策略，通过互联网平台在利用第三方临床代表快速覆盖市场能力的同时，以学术分享、学术支持为突破口提高其深度开发市场所需的学术能力，产生“1+1>2”的效果。这种销售策略比常规医药代表推广的方式覆盖的医院范围更广，比直销进入医院更快，从而在两三年时间里快速提升了公司制剂产品的市场份额，未来有望进一步增长。公司同时也积极布局海外市场，已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售，未来随着新产品（包括依诺肝素钠注射液等）的不断上市，海外市场制剂的销售将成为公司重要的利润增长点。

基于（1）短期：肝素原料药量价齐升（2）中期：肝素制剂强力开拓国内市场（3）长期：肝素制剂海外市场布局不断完善，给予公司买入-B 评级。

风险提示：肝素原料药价格波动风险，政策风险，市场竞争加剧。

（十一）昭衍新药：临床前 CRO 小龙头，对标 Charles River

受益全球产能转移，国内 CRO 高景气：根据 Grand View Research 的统计数据，目前全球临床前 CRO 服务的市场规模为 40 亿美元左右，复合年增长率为 8.41%，高于 CRO 行业整体增速。相较于欧美发达国家，国内的人工、原材料等成本更低，在成本端更具竞争优势，因此全球产能正在不断向中国转移，国内临床前 CRO 行业整体受益，行业增速高于全球平均水平。此外，这两年国内密集出台新药研发的鼓励政策，药企研发新药的热情高涨，推动 CRO 行业的发展。

专注临床前 CRO，细分领域小龙头：公司专注于药物临床前 CRO 服务，主要包括药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务和药物筛选等。公司在北京和苏州建设了两个符合国际规范的 GLP 实验室，成为国内唯一拥有两个 GLP 机构的专业化临床前 CRO 企业，其中苏州昭衍是国内规模最大的药物安全性评价机构，为公司业务开展提供了强力支撑。目前公司在手订单充足，为公司未来几年的业绩增长提供了有效保障。从业务结构来看，公司与国际 CRO 巨头 Charles River 最为接近，随着未来业务覆盖面的不断扩大和市场影响力的加强，有望逐步向 Charles River 靠拢，成长空间较大。

受益全球 CRO 行业产能的转移，公司作为国内临床前 CRO 领域的细分龙头有望首先享受行业发展带来的机遇，建议积极关注。

风险提示：产能扩张不达预期，市场竞争加剧，政策风险。

四、风险提示

政策风险：当前国内医药行业正处于变革期，政策的不确定性会直接影响行业的发展。

产品研发进度不达预期：新药研发是高风险的项目，产品研发进展存在不确定性。

行业性事件风险：国内医药行业相对于欧美成熟市场来说仍处于初级阶段，由于历史上的原因，行业内存在一些不规范的现象，可能产生突发性事件而对行业产生负面影响。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com