

年报及一季报显示化药与中药板块承压导致行业业绩明显下滑，分化态势加剧并将延续 核心看点（04.28-04.30）

1. 一周行业热点

药监局：启动中国药品监管科学行动计划

2. 最新观点

上周 SW 医药指数上涨 0.36%，我们的进攻组合上涨 2.44%，稳健组合上涨 2.37%。当前我们进攻组合 19 年初以来累计收益 49.84%，稳健组合累计收益 40.25%，分别跑赢医药指数 20.87 和 11.28 个百分点。

18 年报和 19 年一季报显示，医药行业整体业绩明显下滑，主要系（1）化药和中药板块受商誉减值损失影响较大，且辅助用药和抗生素限用导致业绩承压；（2）原料药景气度变化；（3）流感疫情导致业绩基数变化。剔除新股和并表因素，18 年收入和扣非净利润增速分别为 16.74% 和 -4.63%，同比 +2.97pp 和 -17.21pp。18Q4 增速分别为 14.58%（-0.02pp）和 -84.39%（-93.45pp）。19Q1 增速分别为 15.24%（-2.99pp）和 -2.98%（-32.20pp）。18 年按扣非净利润增速排序为生物制品（+45.82%）、医疗服务（+33.59%）、原料药（+23.32%）、医药商业（+20.57%）、医疗器械（+13.52%）、化药（-7.73%）和中药（-11.46%）。19Q1 排序为生物制品（+40.69%）、医疗服务（+32.35%）、医疗器械（+22.00%）、医药商业（+21.27%）、化药（-0.14%）、中药（-1.91%）和原料药（-48.05%）。

我们对各板块的业绩变化进行了详细的分析，见周报正文。我们认为虽然行业整体业绩下滑明显，但龙头表现依然稳健靓丽，行业整体进入良币驱逐劣币的健康发展轨道，未来结构性行情仍将延续。

3. 核心组合上周表现

表 1. 核心组合上周表现

股票代码	股票简称	周涨幅	累计涨幅	相对收益率（入选至今）
000650	仁和药业	1.9%	56.0%	72.9%
002821	凯莱英	-2.6%	24.4%	20.5%
300142	沃森生物	2.2%	142.0%	149.9%
603707	健友股份	7.5%	148.6%	146.1%
002007	华兰生物	2.2%	22.8%	38.9%
600998	九州通	0.4%	-7.3%	-9.7%
000661	长春高新	0.3%	125.2%	126.7%
300015	爱尔眼科	3.5%	150.0%	166.5%
300003	乐普医疗	2.2%	11.4%	27.9%
600276	恒瑞医药	5.5%	221.6%	238.1%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：年初等权重分配）

风险提示：降价与控费压力超预期的风险

医药生物

推荐 维持评级

分析师

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

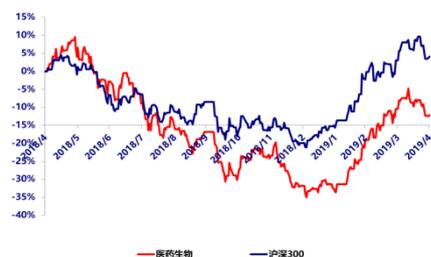
刘晖

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

2019-04-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

银河医药周观点 0428：19Q1 主动公募医药持仓占比持平，以重仓结构变化为主

银河医药周观点 0421：医保目录调整方案正式公布，关注潜在获益品种

银河医药周观点 0414：坚守优质赛道，珍惜优秀个股的回调机会

银河医药周观点 0407：从国内外药物研发靶点和药企研发支出对比看创新服务产业链发展空间

银河医药周观点 0331：医药流通行业有望实现业绩估值双修复

银河医药周观点 0324：带量采购各城市落地细则总结与分析

银河医药周观点 0317：盘点医保目录调整潜在收益品种，基药与新药值得关注

目 录

1. 最新研究观点	3
1.1 一周热点动态跟踪	3
1.2 最新观点	4
1.3 推荐组合	12
1.4 国内外行业及公司估值情况	13
1.5 风险提示	20
附录:	21
投资观点——基金持仓	21
银河活动——调研回顾	22
行情跟踪——行业行情	22
行情跟踪——子行业行情	23
行情跟踪——个股行情	23
行业动态——行业新闻及点评	24
近期研究报告	25
股东大会时间披露	26

1. 最新研究观点

1.1 一周热点动态跟踪

表 2: 热点事件及分析

重点政策	我们的理解
1.药监局:启动中国药品监管科学行动计划(2019/04/30) 国家药品监督管理局 4 月 30 日发布通知,决定开展药品、医疗器械、化妆品监管科学研究,启动实施中国药品监管科学行动计划,并确定首批九个重点研究项目。	【评】 药监局启动中国药品监管科学行动计划,预计未来将在相关领域制定一批行业监管标准和质量评价体系。用现代科学标准对相关产品进行评价和监管,是现代医学发展的基础。本次细胞和基因治疗产品、药械组合产品、人工智能医疗器械、中药安全评价研究等首批立项,预计未来会在生物药、器械和中药等领域推出产品评价指标和监管标准,甚至有可能出现类似于仿制药“一致性评价”的标准,有利于各领域产品质量监管把控和产品安全有效。

资料来源:药监局,中国银河证券研究院整理 注:详细内容见附录部分

1.2 最新观点

上周 SW 医药指数上涨 0.36%，我们的进攻组合上涨 2.44%，稳健组合上涨 2.37%。当前我们进攻组合 19 年初以来累计收益 49.84%，稳健组合累计收益 40.25%，分别跑赢医药指数 20.87 和 11.28 个百分点。

19 年初至今，我们的进攻组合夏普比率为 4.63，稳健组合夏普比率为 4.90。

上周医药板块上涨 0.36%，沪深 300 指数上涨 0.62%。19 年初至今医药板块上涨 28.96%，整体表现差于沪深 300。医药板块中，涨幅最大的是医药商业 II 子板块，上涨 2.11%，跌幅最大的是中药 II 子板块，下跌 0.55%。

我们对医药行业上市公司 18 年报和 19 年一季报的表现进行了分析，主要结论如下：

1. 18 年行业整体扣非净利润增速明显下滑（同比-17pp），主要系一方面体量排名前二的化药、中药板块受商誉减值损失，辅助用药、抗生素限用和两票制影响，业绩持续承压；另一方面原料药板块自 18Q4 景气度明显回落。

2. 19Q1 行业整体扣非净利润增速下滑（同比-32pp），主要系一方面去年同期流感疫情带动业绩大幅增长，另一方面原料药板块景气度处于低点所致。

3. 虽然行业整体业绩明显下滑，但各细分领域龙头业绩持续靓丽，分化行情延续。

4. 化药和中药板块体量排名前二位，业绩大幅下滑，主要系（1）18Q4 计提以商誉减值为主的资产减值损失较多，分别影响扣非净利润增速 16.1 个和 16.4 个百分点。（2）辅助用药和抗生素限用。（3）两票制下渠道调整，销售费用大幅增加。且两个板块收入增速明显高于扣非净利润增速，体现两票制的影响。

5. 流通行业业绩持续好转，经营性现金流大幅好转，两票制造成的短期波动已逐步消退，未来持续看好板块业绩与估值双修复。

6. 零售药店子行业保持高速增长，虽然个别样本在 18Q4 业绩出现下滑，但我们认为短期毛利率下降、期间费用率上升属于加速扩张过程中的正常现象。同时行业正处于连锁化、处方药外流及消费升级的良好态势中（药店与 OTC 关联度高，因此品牌 OTC 也受益），我们认为未来有望延续高增长态势。

7. 医疗服务板块样本量较少，应当逐一分析。社会办医（国家鼓励，且社会资本受限制较少，扩张更快）和 CRO（受益于国内创新浪潮，卖水者逻辑）的相关个股表现都很好，我们持续看好未来发展。

8. 生物制品板块业绩同比大幅提升。我们认为一方面系国内对高端疫苗需求持续旺盛，如智飞生物、华兰生物等均体量较大且业绩高增长。另一方面强消费属性产品亦保持高景气，如长春高新、我武生物等。同时血制品回暖亦对板块业绩有所贡献。

我们对 18 年报和 19 年一季报行业整体和各板块的具体业绩表现及分析如下：

18 年和 19Q1 医药上市公司整体扣非净利润增速同比出现大幅度下滑，主要系化药和中药板块业绩承压，原料药景气度回落，以及流感疫情导致去年同期业绩基数较高。剔除新股和并表因素，18 年全年收入和扣非净利润增速分别为 16.74%和-4.63%，分别同比+2.97pp 和 -17.21pp。全年业绩下滑主要系 18Q4 业绩同比出现大幅下滑所致，18Q4 扣非净利润增速 -84.39%，与 17Q4 的 9.06%的增速相比下滑明显。我们认为 18 年行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为（1）体量排名前二的化药和中药子行业受商誉减值损失、两票制、辅助用药和抗生素限用影响较大。（2）原料药板块自 18Q4 景气度大幅回落。同时，医药行业 19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 15.24%和-2.98%，同比分别-2.99pp 和-32.20pp。我们认为 19Q1 行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为（1）18Q1 流感疫情推动业绩高速增长。（2）原料药板块景气度处于低点。

经营性现金流状况同比明显改善。剔除新股，2018 年医药行业整体经营性现金流/净利润为 113.04%，同比提高 41.26pp；若只考虑内生增长情况，再剔除并表因素，18 年整体经营性现金流/净利润为 111.82%，同比提高 34.51pp。

表：医药行业 18 年和 19Q1 内生增速情况（剔除新股及并表因素）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%
净利润增速	13.71%	12.98%	30.72%	6.90%	-55.25%	0.52%	0.28%
扣非后净利润增速	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%
经营性现金流/净利润	196.67%	77.31%	-11.36%	92.84%	567.62%	111.82%	7.41%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：新剔除康美药业，因此导致本次总结时计算的前期数据与 18H、18Q3 总结数据有所出入。

其中，18 年各板块扣非净利润增速及同比变化情况分别为：中药为-11.46% (-22.44pp)、化药为-7.73% (-15.99pp)、医疗服务为 33.59% (-17.28pp)、医药商业为 20.57% (+0.40pp)、原料药为 23.32%(+2.67pp)、医疗器械为 13.52%(+5.85pp)和生物制品为 45.82%(+24.44pp)。

18Q4 各板块扣非净利润增速及同比变化情况分别为：原料药为-53.49% (-129.52pp)、化药为-89.93% (-96.33pp)、医疗服务为-2.02% (-87.25pp)、中药为-79.13% (-80.62pp)、医药商业为 16.02%(-2.04pp)、医疗器械为-15.36%(+0.39pp)和生物制品为 14.30%(+32.78pp)。

19Q1 各板块扣非净利润增速及同比变化情况分别为：原料药为-48.05% (-211.19pp)、中药为-1.91% (-17.24pp)、化药为-0.14% (-15.25pp)、医疗服务为 32.35% (-13.53pp)、医药商业为 21.27% (-1.28pp)、生物制品为 40.69% (-0.27pp)和医疗器械为 22.00%(+9.96pp)。

表：医药各子行业收入增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	10.94%	9.94%	21.41%	19.40%	13.79%	17.58%	11.13%
中药	10.85%	11.09%	15.69%	11.90%	3.74%	9.99%	8.25%
生物制品	41.62%	25.53%	39.70%	48.21%	31.09%	45.67%	55.60%
原料药	25.64%	18.29%	36.51%	20.43%	7.58%	18.71%	-2.39%
医药商业	14.02%	14.99%	16.18%	15.44%	18.97%	16.31%	16.24%
医疗器械	24.85%	22.46%	19.98%	19.20%	18.23%	20.36%	17.91%
医疗服务	60.95%	42.81%	39.18%	31.59%	19.91%	32.66%	26.25%
整体	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：新剔除康美药业，因此导致本次总结时计算的整体和中药板块的前期数据与18H、18Q3总结数据有所出入。

表：医药各子行业扣非归母净利润增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	6.40%	8.26%	15.10%	14.80%	-89.93%	-7.73%	-0.14%
中药	1.50%	10.98%	15.34%	0.79%	-79.13%	-11.46%	-1.91%
生物制品	-18.48%	21.38%	40.96%	48.45%	14.30%	45.82%	40.69%
原料药	76.03%	20.65%	163.14%	14.52%	-53.49%	23.32%	-48.05%
医药商业	18.06%	20.17%	22.55%	21.29%	16.02%	20.57%	21.27%
医疗器械	-15.75%	7.67%	12.04%	20.46%	-15.36%	13.52%	22.00%
医疗服务	85.23%	50.87%	45.89%	34.63%	-2.02%	33.59%	32.35%
整体	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：新剔除康美药业，因此导致本次总结时计算的整体和中药板块的前期数据与18H、18Q3总结数据有所出入。

由于化药和中药板块的体量最大，内生扣非净利润均在百亿规模以上，因此行业整体业绩的大幅下滑主要系化药和中药板块持续承压导致的。对此，我们重点讨论了化药和中药板块业绩出现下滑的原因，并分别分析了各个板块的业绩变化情况。

1. 化药板块：18Q4和19Q1利润端下滑显著，分化行情加剧，龙头公司表现稳健

剔除新股和并表因素影响，化药板块18年收入增速17.58%，同比+7.74pp，扣非净利润增速-7.73%，同比-15.99pp。18Q4收入和扣非净利润增速分别为13.79%（+2.85pp）和-89.93%（-96.33pp）；19Q1收入和扣非净利润增速分别为11.13%（-10.28pp）和-0.14%（-15.25pp）。收入端增速持续高于利润端，主要系两票制自2018年在全国全面推开所致。

我们对18Q4化药板块业绩出现大幅跳水的原因进行分析：板块内剔除新股和并表因素后共包含36个样本，其中18年扣非净利润增速同比放缓的个股共24个，22个业绩增速同比降低10pp及以上。经分析我们认为主要原因包括（1）商誉减值损失。共6家公司在18Q4

大幅度计提商誉减值，合计商誉减值损失 17.77 亿元，占上述公司 17 年扣非净利润总数的 147%，影响化药板块 18 年扣非净利润增速约 16.1 个百分点。（2）**辅助用药、抗生素限用**。（3）**两票制下渠道调整，且销售费用大幅增加**。

龙头公司表现持续稳健，恒瑞医药 18 年扣非净利润占化药板块内生整体的 37.4%，18 年扣非净利润增速 22.60%，同比+2.84pp；19Q1 增速 27.76%，同比+15.48pp。

表：化药板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	10.94%	9.94%	21.41%	19.40%	13.79%	17.58%	11.13%
净利润增速	12.66%	7.78%	20.34%	24.30%	-66.40%	-1.63%	-1.79%
扣非后净利润增速	6.40%	8.26%	15.10%	14.80%	-89.93%	-7.73%	-0.14%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

2. 中药板块：18Q4 和 19Q1 利润端显著下滑原因与化药板块类似，消费和 OTC 表现较好

剔除新股和并表因素影响，中药板块 18 年收入增速 9.99%，同比-1.10pp，扣非净利润增速-11.46%，同比-22.44pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 3.74%（-7.11pp）和-79.13%（-80.62pp）；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 8.25%（-7.44pp）和-1.91%（-17.24pp）。**收入端增速持续高于利润端，主要系两票制自 2018 年在全国全面推开所致。**

我们对 18Q4 中药板块业绩出现大幅跳水的原因进行分析：板块内剔除新股和并表因素后共包含 56 个样本，其中 18 年扣非净利润增速同比放缓的共 36 家，27 家业绩增速同比降低 10pp 及以上。经分析我们认为主要原因包括（1）**同质化严重，行业竞争加剧**。（2）**资产减值损失，以商誉减值损失为主**。根据我们统计，业绩明显下滑的个股中有 8 个系因为 18Q4 出现较大的资产减值损失，包括商誉减值损失、可供出售金融资产减值损失等。合计资产减值损失 35.11 亿元，占上述 8 个样本 17 年扣非净利润总数的 187.4%，影响中药板块 18 年扣非净利润增速 16.4 个百分点。（3）**以中药注射剂为主的辅助用药被限用**。（4）**两票制下业务模式变化，渠道调整**。

个股分化持续明显，盈利增速较好的个股主要集中于消费属性、OTC 龙头。OTC 龙头，如仁和药业、亚宝药业、葵花药业和济川药业 18 年扣非净利润增速均在 30% 以上。消费属性龙头中，片仔癀 18 扣非净利润增速 44.97%，广誉远为 81.43%。

表：中药板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	10.85%	11.09%	15.69%	11.90%	3.74%	9.99%	8.25%
净利润增速	7.24%	4.78%	18.33%	1.84%	-58.66%	-7.05%	4.53%
扣非后净利润增速	1.50%	10.98%	15.34%	0.79%	-79.13%	-11.46%	-1.91%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：新剔除康美药业，因此导致本次总结时计算的中药板块的前期数据与 18H、18Q3 总结数据有所出入。

3. 医药商业：流通业绩持续修复，药店保持高速增长

剔除新股和并表因素影响，医药商业板块 18 年收入增速 16.31%，同比+1.32pp，扣非净利润增速 20.57%，同比+0.40pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 18.97% (+4.95pp) 和 16.02% (-2.04pp)；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 16.24% (+0.05pp) 和 21.27% (-1.28pp)。

表：医药商业板块收入及利润增速对比（剔除新股、并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	14.02%	14.99%	16.18%	15.44%	18.97%	16.31%	16.24%
净利润增速	22.41%	22.27%	21.93%	25.91%	12.26%	21.67%	30.80%
扣非后净利润增速	18.06%	20.17%	22.55%	21.29%	16.02%	20.57%	21.27%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

按流通和药店子行业拆分来看：

医药流通子行业 18 年收入和扣非净利润增速同比提升，经营性现金流占比净利润明显好转。18 年流通子行业收入增速 15.51%，同比+1.33pp；扣非净利润增速 20.04%，同比+1.26pp。18Q4 收入增速 17.94%(+5.20pp)，扣非净利润增速 19.57%(+2.90pp)。19Q1 收入增速 14.34%(-1.22pp)，扣非净利润增速 17.18%(-1.72pp)。可见 18Q4 流通子行业收入和扣非净利润增速持续提升，带动 18 年全年业绩提速。同时，**经营性现金流情况大幅好转**，18 年全年经营性现金流占比净利润为 34.21%，同比+77.71pp。其中 18Q4 为 791.04%，同比+54.52pp。

我们认为医药流通行业有望实现业绩与估值双修复。

从业绩角度看：1. **两票制全国推广实施对医药流通行业所造成的短期波动已逐步消退。**截至 18 年 1 月 1 日，全部省份已启动实施两票制；截至 18 年年末，全国各省均已完成两票制过渡阶段，进入正式阶段。考虑两票制对一省流通行业造成波动时长约 3-6 个月，其推广实施对各省流通企业造成的换票等短期波动已结束。2. **4+7 带量采购对全国流通市场收入影响十分有限，预计影响收入的 0.5-3.3%之间；**3. **流动性宽松、利率下行趋势明显，减少流通企业财务费用。**

从估值角度看：1. **当前各医药流通龙头企业均处于十年以上的估值绝对底部，估值修复空间充裕；**2. **我们研究了最近三轮牛市中医药商业板块涨幅并与生物医药行业和 A 股市场整体做以对比，发现牛市中医药商业板块弹性并不小，甚至超过医药行业整体；**3. **前期压制流通龙头估值的主要因素是应收账款账期和经营活动净现金流，随着市场风险偏好上升和流通龙头对账期、回款的把控力度增强，这一压制估值的主要因素影响将逐渐减退。**

表：医药流通子行业收入、利润增速及经营性现金流占比净利润对比

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	12.74%	14.19%	15.55%	14.50%	17.94%	15.51%	14.34%
净利润增速	18.32%	20.02%	18.30%	26.65%	14.18%	21.48%	30.79%
扣非后净利润增速	16.67%	18.78%	18.90%	18.17%	19.57%	20.04%	17.18%
经营性现金流/净利润	726.51%	-43.50%	-1115.52%	-89.17%	791.04%	34.21%	-757.27%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

零售药店子行业业绩保持高速增长。18年收入增速27.42%，同比+2.65pp；扣非净利润增速25.12%，同比+0.84pp。18Q4收入增速29.82%（+2.85pp），扣非净利润增速14.10%（-11.11pp）。18Q4扣非净利润增速放缓主要系受到益丰药房在第四季度毛利率下降和期间费用增加所致。19Q1收入增速32.59%（+5.53pp），扣非净利润增速30.10%（+1.32pp）。

我们认为受益于行业集中度提升、处方外流以及DTP等新业务模式的发展，零售药店子行业未来将保持快速增长。同时，行业中的龙头公司如一心堂、益丰药房、老百姓等，在药店连锁化的大趋势下更具备扩张潜力。

表：零售药店子行业收入、利润增速对比

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	26.97%	24.77%	27.06%	28.34%	29.82%	27.42%	32.59%
净利润增速	33.16%	26.64%	29.60%	26.08%	8.12%	23.98%	32.83%
扣非后净利润增速	25.21%	24.27%	28.78%	26.61%	14.10%	25.12%	30.10%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

4. 生物制品板块：业绩同比大幅提升，主要受益于消费升级、创新疫苗和血制品回暖

剔除新股和并表因素影响，生物制品板块18年收入增速45.67%，同比+20.15pp，扣非净利润增速45.82%，同比+24.44pp。18Q4收入和扣非净利润增速分别为31.09%（-10.53pp）和14.30%（+32.78pp）；19Q1收入和扣非净利润增速分别为55.60%（+15.90pp）和40.69%（-0.27pp）。我们认为板块整体的高速增长主要由各细分领域龙头带动：

（1）**受益于专科用药、消费升级等因素**，如**长春高新**18年和19Q1扣非净利润增速分别为55.74%和96.93%，主要系生长激素和疫苗业务保持高速增长；**我武生物**18年和19Q1扣非净利润增速分别为27.33%和32.47%，主要受益于脱敏治疗产品渗透率提升销售持续放量。

（2）**疫苗板块中**，**智飞生物**业绩维持爆发式增长，18年和19Q1扣非净利润增速分别达到237.12%和102.79%，占比板块整体内生扣非净利润端的30%以上。**华兰生物**4价流感疫苗增厚业绩，18年和19Q1业绩增速分别为31.74%和27.62%。同时，沃森生物虽然当前业绩体量并不大，但业绩均处于快速提升阶段，且若13价成功上市将大幅增厚公司业绩。

（3）**血制品持续回暖亦对板块有所贡献**。华兰生物血制品营销改革持续推进，在18Q1血制品业绩低点的基础上不断回暖，最终全年血制品营收增速15%，19Q1增速接近30%。

同时，我们发现部分企业的主营产品具有辅助用药属性、被限用或重点监控，导致业绩持续下滑。如**舒泰神**18年扣非净利润同比降低54.21%，19Q1同比降低49.41%。

表：生物制品板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	41.62%	25.53%	39.70%	48.21%	31.09%	45.67%	55.60%
净利润增速	-63.73%	4.17%	50.91%	42.63%	335.51%	92.61%	21.78%
扣非后净利润增速	-18.48%	21.38%	40.96%	48.45%	14.30%	45.82%	40.69%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

5. 医疗器械：业绩同比提速明显，IVD 板块增速有所放缓

剔除新股和并表因素影响，医疗器械板块 18 年收入增速 20.36%，同比-2.10pp，扣非净利润增速 13.52%，同比+5.85pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 18.23% (-6.63pp) 和-15.36% (+0.39pp)；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 17.91% (-2.07pp) 和 22.00% (+9.96pp)。18Q4 扣非净利润环比明显下滑(-35.82pp)，主要系当期乐普医疗和阳普医疗分别计提 1.92 亿元和 1.25 亿元资产减值损失所致，剔除该影响因素后板块 18Q4 扣非净利润增速 31.02%。

表：医疗器械板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	24.85%	22.46%	19.98%	19.20%	18.23%	20.36%	17.91%
净利润增速	-8.07%	8.61%	13.92%	21.56%	41.47%	26.31%	31.00%
扣非后净利润增速	-15.75%	7.67%	12.04%	20.46%	-15.36%	13.52%	22.00%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

对于 IVD 子行业，剔除新股和并表因素影响，18 年收入增速 34.69%，同比+5.61pp，扣非净利润增速 17.37%，同比-2.76pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 26.42% (+1.73pp) 和 15.36% (-5.87pp)；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 27.25% (-5.44pp) 和 12.57% (-16.90pp)。

我们认为 18 年，特别是 18Q4 扣非净利润增速放缓的原因主要系部分公司计提资产减值损失（主要系可供出售金融资产、商誉减值损失）所致。而 19Q1 业绩增速明显放缓主要系去年同期流感因素带动部分 IVD 公司业绩高速增长。

表：IVD 子行业收入及利润增速对比

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	24.69%	29.08%	32.69%	35.89%	26.42%	34.69%	27.25%
净利润增速	5.81%	17.31%	31.24%	10.33%	35.11%	22.05%	7.46%
扣非后净利润增速	21.23%	20.13%	29.47%	7.80%	15.36%	17.37%	12.57%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

6. 医疗服务板块：社会办医与 CRO 龙头表现持续亮眼

剔除新股和并表因素影响，医疗服务板块 18 年收入增速 32.66%，同比-10.15pp，扣非净利润增速 33.59%，同比-17.28pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 19.91% (-41.04pp) 和-2.02% (-87.25pp)；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为 26.25% (-12.93pp) 和 32.35% (-13.53pp)。我们认为医疗服务板块本身个股较少、细分领域差异大。在上述前提下，创新医疗在 18Q4 发生大幅资产减值损失是业绩增速同比大幅放缓的主因（主要以商誉减值损失为主，共计 1.23 亿元，去年同期 1960 万元），若剔除该样本的资产减值损失影响 18 年医疗服务板块扣非净利润增速为 42.8%，同比降低 8pp。

从个股来看，社会办医与 CRO 业绩表现持续亮眼。从扣非净利润增速来看，爱尔眼科 18 年为 39.12%，19Q1 为 30.15%。通策医疗 18 年为 53.56%，19Q1 为 51.08%。泰格医药 18 年为 48.83%，19Q1 为 61.26%。

表：医疗服务板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	60.95%	42.81%	39.18%	31.59%	19.91%	32.66%	26.25%
净利润增速	53.06%	47.61%	56.91%	37.04%	-20.00%	31.56%	37.26%
扣非后净利润增速	85.23%	50.87%	45.89%	34.63%	-2.02%	33.59%	32.35%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

7. 原料药板块：受景气度回落影响，业绩自 18Q4 出现下滑

原料药板块 18 年收入增速 18.71%，同比+0.42pp，扣非净利润增速 23.32%，同比+2.67pp。18Q4 收入和扣非净利润增速分别为 7.58%（-18.06pp）和-53.49%（-129.52pp）；19Q1 收入和扣非净利润增速分别为-2.39%（-38.90pp）和-48.05%（-211.19pp）。

原料药板块自 18Q4 业绩明显下滑，主要系景气度同比大幅回落所致。

表：原料药板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	25.64%	18.29%	36.51%	20.43%	7.58%	18.71%	-2.39%
净利润增速	118.20%	29.54%	149.21%	15.14%	-48.95%	20.78%	-43.59%
扣非后净利润增速	76.03%	20.65%	163.14%	14.52%	-53.49%	23.32%	-48.05%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

虽然 18 年报和 19Q1 行业整体业绩下滑明显，但龙头公司业绩依然稳健靓丽，行业整体进入良币驱逐劣币的健康发展轨道，未来结构性行情仍将延续。投资策略上，我们认为板块仍将以结构性和个股性机会为特征，我们坚持推荐（1）具有持续性创新能力的创新药械公司和创新服务产业链；（2）OTC 板块龙头；（3）看好医药流通行业受招标及两票制影响消退，龙头增速回暖；（4）看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展。同时，当前重点关注创新服务产业链中低估值、高成长的九洲药业。

我们对行业保持长期乐观，当前我国正处于人口老龄化进程加速（统计局数据显示 18 年 65 岁及以上人口比重 11.9%，较 5 年前提升 2.2pp，较 10 年前提升 3.6pp），行业集中度提升+国际化发展（药监局发文鼓励高质量发展，支持企业兼并重组、联合发展）的进程之中，而板块估值和溢价率均低于历史均值。我们对行业的投资观点如我们年度策略报告标题所言《继续把握大趋势下的结构性机会》，我们对于政策的预判和把握已经体现在前期我们组合股票的筛选上。医药板块的表现仍将继续保持分化。仿制药和辅助用药原本也在我们的回避范围，我们组合中受相关政策影响的品种较少。我们认为医药板块的特点是股票多，差异化强，以自下而上选股为主要特点。

展望未来，我们认为医药板块仍将以结构性和个股性机会为特征。我们对于医药板块的投资策略如下：一方面，我们认为创新药投资是医药投资的战略方向，建议关注以恒瑞为首

的代表中国医药产业未来的创新药企。同时，继续看好其他我们认为业绩增长较为确定的医药板块的龙头公司，如健友股份（603707）、长春高新（000661）、乐普医疗（300003）、爱尔眼科（300015）、仁和药业（000650）等。此外，我们认为医药商业龙头有望实现业绩与估值的双修复，建议关注九州通（600998）为代表的商业龙头。

此外，我们认为 OTC 板块值得看好，一方面，OTC 行业目前整体上处于集中度提升过程，品牌壁垒和销售渠道的壁垒都在提升，在前期的营改增、两票制、广告法等政策下小企业加速退出。同时，医药消费升级，医药消费者的品牌意识提升，也利于拥有品牌的龙头企业。另一方面，从医改角度讲，OTC 主要为药店消费的自费药，不受医保控费、降价、药占比等政策的影响。我们重点推荐仁和药业（000650），关注亚宝药业（600351）、羚锐制药（600285）等。

1.3 推荐组合

进攻组合:

- 仁和药业（000650）、华兰生物（002007）、健友股份（603707）、沃森生物（300142）、凯莱英（002821）

稳健组合:

- 长春高新（000661）、九州通（600998）、爱尔眼科（300015）、乐普医疗（300003）、恒瑞医药（600276）

重点关注:

- 华兰生物（002007）、天士力（600535）、中新药业（600329）、丽珠集团（000513）、信立泰（002294）、通化东宝（600867）、国药股份（600511）、信邦制药（002390）、美年健康（002044）、亚宝药业（600351）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、鱼跃医疗（002223）、恩华药业（002262）等。

表 3：推荐组合及推荐理由

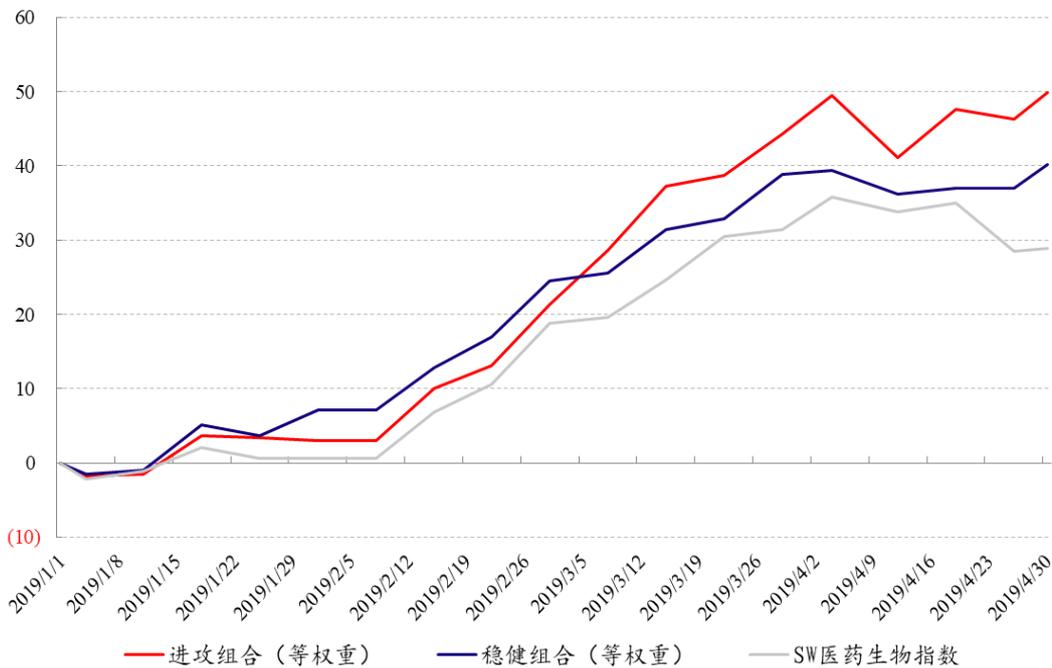
重点公司	推荐理由	周涨幅	累计涨幅	加入组合时间
仁和药业	OTC 行业龙头企业。估值低，增速高，盈利质量高	1.9%	56.0%	2018.5.20 周报
凯莱英	国内 CDMO 龙头，打造药物研发与生产服务一体化生态圈	-2.6%	24.4%	2018.8.26 周报
沃森生物	生物药龙头，重磅品种陆续取得阶段性进展	2.2%	142.0%	2016.12.3 周报
健友股份	潜力很大的肝素原料药及注射剂出口龙头	7.5%	148.6%	2017.8.5 周报
华兰生物	血液制品经营触底回升，四价流感前景可期	2.2%	22.8%	2018.6.10 周报
九州通	流通龙头企业，估值合理	0.4%	-7.3%	2016.4.8
长春高新	进入新一轮快速成长期的生物药龙头	0.3%	125.2%	2017.9.2 周报
爱尔眼科	社会资本办医龙头	3.5%	150.0%	2015.7.19 周报
乐普医疗	心血管生态圈龙头	2.2%	11.4%	2015.7.19 周报
恒瑞医药	创新药及国际化的绝对龙头	5.5%	221.6%	2015.7.19 周报

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

上周 SW 医药指数上涨 0.36%，我们的进攻组合上涨 2.44%，稳健组合上涨 2.37%。当前我们进攻组合 19 年初以来累计收益 49.84%，稳健组合累计收益 40.25%，分别跑赢医药指数 20.87 和 11.28 个百分点。

19 年初至今，我们的进攻组合夏普比率为 4.63，稳健组合夏普比率为 4.90。

图 1 推荐组合 19 年初以来表现



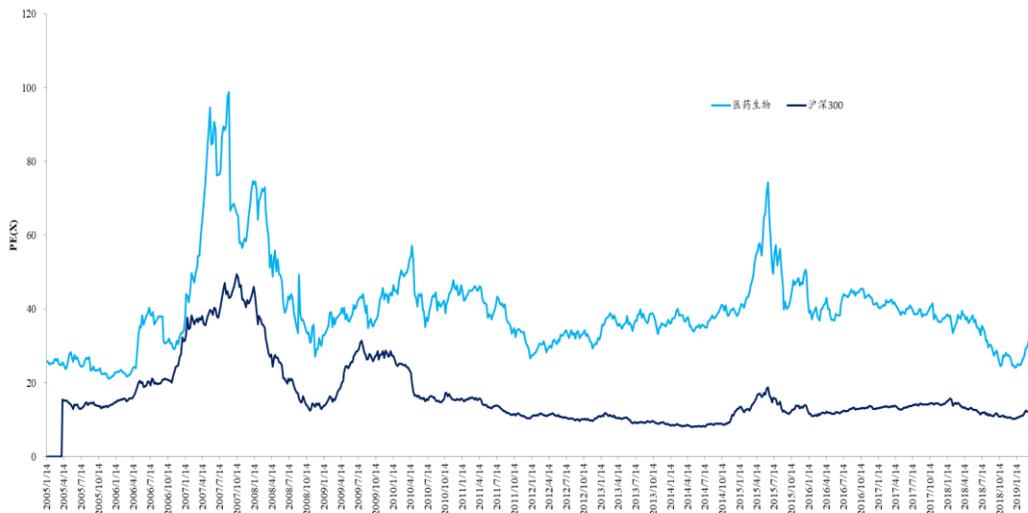
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.4 国内外行业及公司估值情况

1.4.1 国内与国际医药行业估值及对比

上周医药板块绝对估值小幅上升。截至 2019 年 4 月 30 日，医药行业市盈率为 35.98 倍 (TTM, 指数法)，与上一周相比上升 3.48 个单位。

图 2: 2005 年至今医药板块估值水平变化

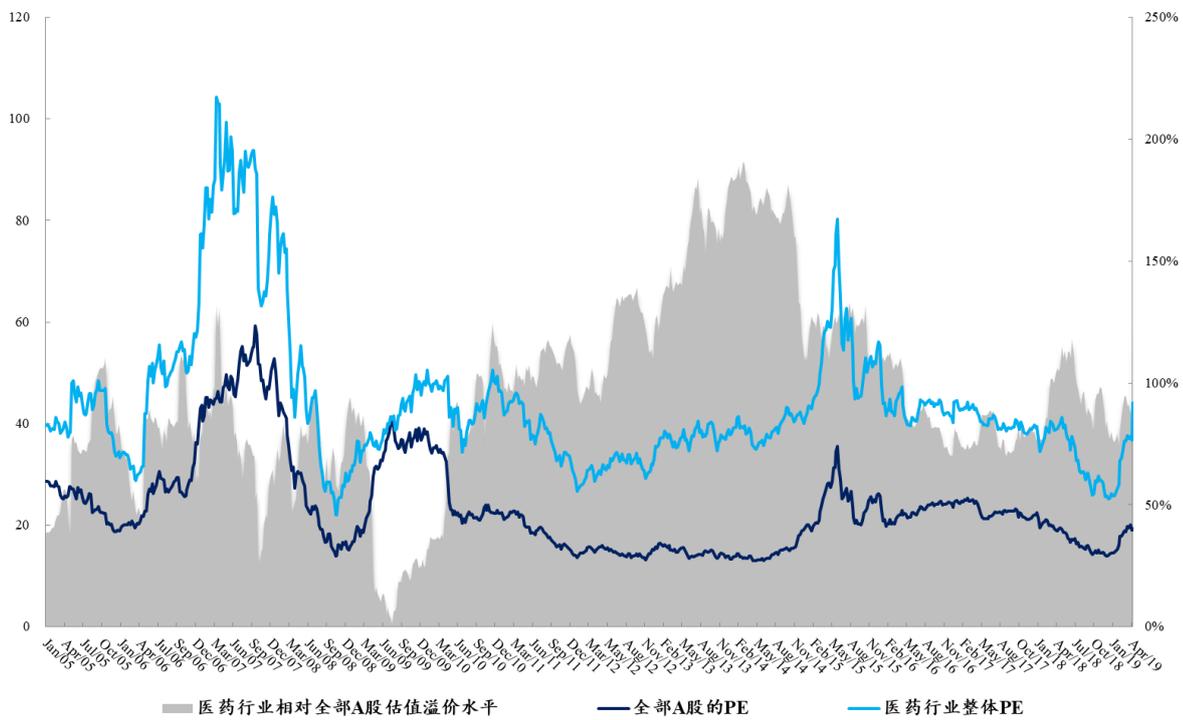


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相对估值方面，本周医药行业估值溢价率较上周上升了 35.41 个百分点，较上上周上升了 41.27 个百分点。

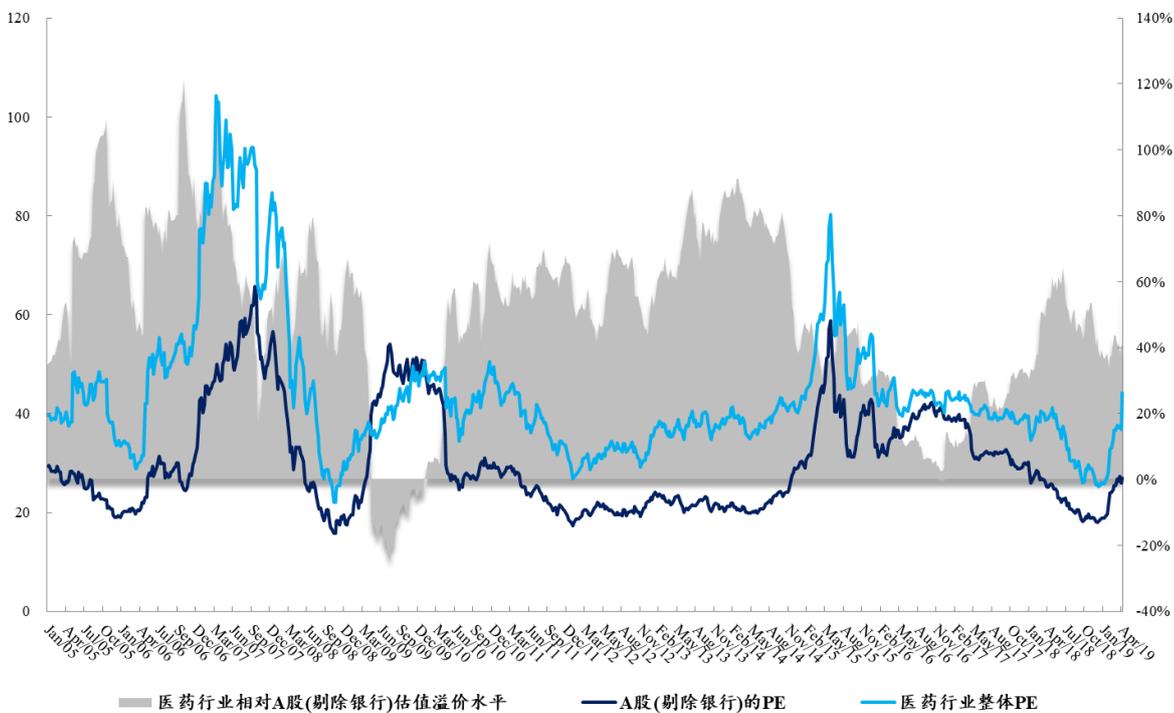
截至 4 月 30 日，医药行业一年滚动市盈率为 44.14 倍（TTM 整体法，剔除负值），全部 A 股为 19.35 倍，分别较 05 年以来的历史均值低 7.26 个单位和 4.59 个单位。本周全部 A 股 TTM 上升 0.29 个单位，医药股 TTM 上升 7.40 个单位，溢价率较 2005 年以来的平均值高 33.31 个百分点，位于相对高位，当前值为 128.06%，历史均值为 94.75%。医药股估值溢价率（A 股剔除银行股后）为 64.12%，历史均值为 49.76%，行业估值溢价率较 2005 年以来的平均值高 14.37 个百分点，位于相对较高位置。

图 3. 医药股估值溢价情况



资料来源：中国银河证券研究院

图 4. 医药股估值溢价情况-剔除银行股



资料来源：中国银河证券研究院

国内医药板块市盈率高于美国和日本，相对溢价率处于较低水平。以2019年4月29日收盘价计算，国内医药板块的动态市盈率为35.98倍（指数法，TTM）。同期美国医药板块为18.89倍，日本医药板块为23.66倍，我国医药板块PE高于美国和日本。以SW医药对各国医药板块的PE溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低59.1个百分点，当前值为90.4%，历史均值为149.5%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低32.3个百分点，当前值为52.1%，历史均值为84.4%。我们认为国内医药指数市盈率估值水平通常高于国际医药指数的原因主要是国内医药上市公司整体增速高于全球药品市场增速，国内上市公司整体增速在10-15%，而全球药品市场增速在5%左右。

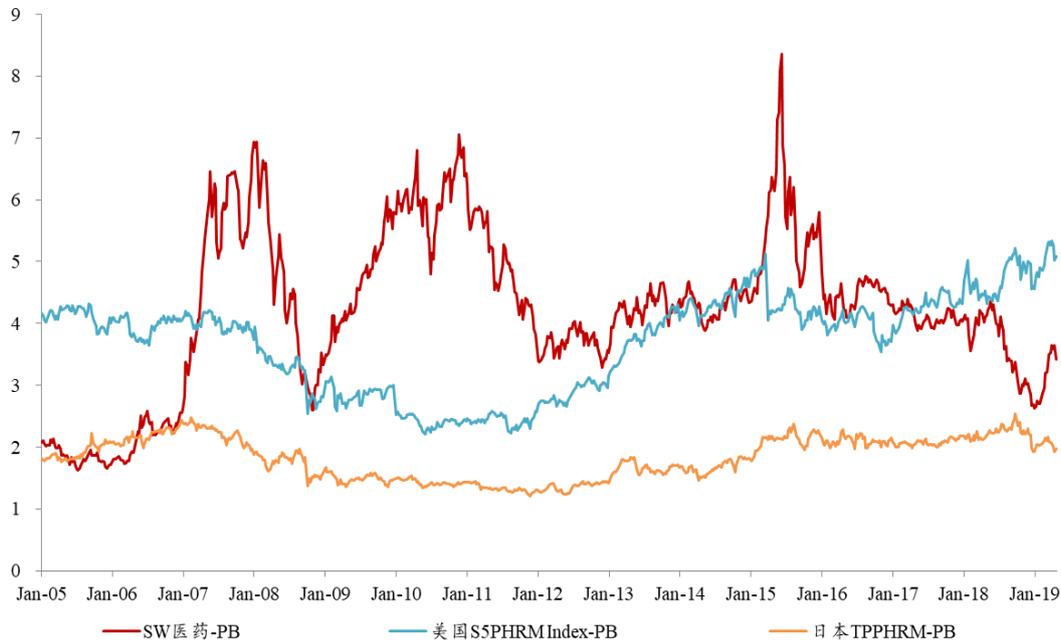
国内医药板块市净率低于美国，高于日本，相对溢价率处于历史较低水平。以2019年4月29日收盘价计算，国内医药板块的市净率为3.42倍，同期美国医药板块为5.08倍，日本医药板块为1.97倍，我国医药板块PB低于美国，高于日本。以SW医药对各国医药板块的PB溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低55.5个百分点，当前值为-32.7%，历史均值为22.9%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低68.9个百分点，当前值为73.3%，历史均值为142.2%。国内医药指数市净率估值水平低于美国而明显高于日本，主要原因是美国市场以创新药为主，盈利能力明显强于中国和日本的医药企业。

图5. 各国医药板块PE比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

图 6. 各国医药板块 PB 比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

1.4.2 国内与国际重点公司估值及对比

我们筛选全球市值在 500 亿美元以上（及接近 500 亿美元）的国际巨头及在细分领域具有代表性的共计 52 家国际医药龙头公司，计算了其 2018 年及 2017 年的收入、净利润增速及估值等（排除掉部分未出 18 年业绩的公司），详情见附表 17。从收入角度看，2018 年收入增速平均为 7.98%，中位数为 7.02%，多数处于 0%~20% 区间；2017 年收入同比增速平均为 7.46%，中位数为 5.03%，多数位于 0%~20% 区间。从净利润角度看，2018 年净利润增速平均为 163.53%，中位数为 23.75%，多数处于 -100%~400% 区间；上一年度净利润同比增速平均为 -73.30%，中位数为 2.58%，多数位于 -80%~80% 区间。而其所对应的估值（以 2019.4.29 计）平均数为 25.01 倍，估值中位数为 21.13 倍，多数处于 10~100 倍之间。

A 股市场，我们列示国内市值居前的 25 只医药行业白马股及重点覆盖公司如附表 18 所示。从收入角度看，其 2018 年收入增速均值为 20.73%，中位数为 11.99%，多数位于 0%~40% 区间；2017 年收入平均增速为 19.62%，中位数为 16.70%，多数位于 8%~35% 区间。从净利润角度看，25 只白马股 2018 年净利润增速均值为 16.25%，中位数为 16.28%，主要处于 0%~60% 之间；2017 年净利润平均增速为 19.40%，中位数为 23.01%，多数位于 5%~40% 之间。而观察其目前的估值水平（以 2019.4.30 计），市盈率平均为 9.72 倍，中位数为 27.48 倍，主要位于 10~70 倍区间。

表 4. 国际医药巨头及细分领域龙头业绩增速与估值 (市值单位: 百万美元, 截止 2019.4.29)

股票代码	公司名称	性质	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 18	
			Y18	Y17	Y18	Y17	Y18	Y17
JNJ UN	强生	国际巨头	1076.69%	-92.14%	6.71%	6.34%	1076.69%	-92.14%
UNH UN	联合健康	医疗保险	13.53%	50.46%	12.47%	8.83%	13.53%	50.46%
NOVN SE	诺华	国际巨头	63.72%	14.76%	6.05%	1.41%	63.72%	14.76%
PFE UN	辉瑞	国际巨头	-47.66%	195.33%	2.10%	-0.53%	-47.66%	195.33%
ABBV UN	艾伯维	国际巨头	7.12%	-10.82%	16.08%	10.06%	7.12%	-10.82%
MRK UN	默克	国际巨头	159.82%	-38.93%	5.41%	0.79%	159.82%	-38.93%
AMGN UW	安进	国际巨头	324.15%	-74.37%	3.93%	-0.62%	324.15%	-74.37%
NOVOB DC	诺和诺德	国际巨头	5.76%	2.69%	4.52%	2.06%	5.76%	2.69%
BMJ UN	百时美施贵宝	国际巨头	388.58%	-77.41%	8.59%	6.94%	388.58%	-77.41%
MDT UN	美敦力	国际巨头	/	-22.94%	/	0.82%	/	-22.94%
ABT UN	雅培	国际巨头	396.44%	-65.93%	11.64%	31.35%	396.44%	-65.93%
GILD UW	吉利德科学	国际巨头	17.87%	-65.72%	-15.24%	-14.09%	17.87%	-65.72%
SAN FP	赛诺菲	国际巨头	-46.49%	82.38%	3.01%	6.50%	-46.49%	82.38%
BAYN GY	拜耳	国际巨头	-75.83%	65.23%	18.25%	2.26%	-75.83%	65.23%
GSK LN	葛兰素史克	国际巨头	145.06%	59.63%	5.80%	2.85%	145.06%	59.63%
LLY UN	礼来	国际巨头	1683.54%	-107.46%	7.36%	7.77%	1683.54%	-107.46%
AZN LN	阿斯利康	国际巨头	-28.19%	-14.23%	-1.67%	-2.33%	-28.19%	-14.23%
TMO UN	赛默飞世尔	医疗器械	32.04%	10.04%	16.45%	14.47%	32.04%	10.04%
CELG UW	新基医药	创新药	37.62%	47.07%	17.52%	15.80%	37.62%	47.07%
WBA US	沃尔格林	药房	23.20%	-2.28%	11.27%	0.74%	23.20%	-2.28%
CVS US	CVS	药房	-108.97%	24.54%	5.30%	4.09%	-108.97%	24.54%
SYK UN	史赛克	医疗器械	248.33%	-38.07%	9.30%	9.88%	248.33%	-38.07%
BIIB UW	百健	创新药	74.50%	-31.43%	9.61%	7.21%	74.50%	-31.43%
ANTM UN	安森保险	医疗保险	-2.41%	55.59%	2.29%	6.10%	-2.41%	55.59%
BDX UN	碧迪	医疗器械	-71.73%	12.70%	32.17%	-3.12%	-71.73%	12.70%
AET UN	安泰保险	医疗保险	/	-16.16%	/	-4.15%	/	-16.16%
AGN UN	艾尔建	仿制药	-23.53%	-127.55%	-0.96%	9.40%	-23.53%	-127.55%
ISRG UW	直觉外科	医疗器械	68.12%	-8.83%	18.67%	16.04%	68.12%	-8.83%
FRE GY	费森尤斯集团	医疗器械	16.88%	16.21%	3.50%	18.90%	16.88%	16.21%
4502 JT	武田药品工业	创新药	/	58.64%	/	-0.26%	/	58.64%
ESRX UW	快捷药方	医疗服务	/	32.69%	/	-0.22%	/	32.69%
VRTX UW	福泰制药	创新药	695.83%	335.14%	22.46%	46.20%	695.83%	335.14%
SHP LN	沙尔制药	创新药	/	1204.67%	/	33.03%	/	1204.67%
HUM UN	Humana	医疗保险	-31.25%	298.70%	5.85%	-1.13%	-31.25%	298.70%
BSX UN	波士顿科学	医疗器械	1506.73%	-70.03%	8.57%	7.89%	1506.73%	-70.03%
BAX UN	百特	医疗器械	126.50%	-85.56%	5.36%	3.92%	126.50%	-85.56%
PHIA NA	飞利浦公司	医疗器械	-31.21%	16.78%	6.58%	4.15%	-31.21%	16.78%
HCA UN	HCA	医疗服务	70.89%	-23.32%	7.02%	5.12%	70.89%	-23.32%

REGN UW	再生元	创新药	103.95%	33.84%	14.28%	20.82%	103.95%	33.84%
ILMN UW	Illumina	医疗器械	13.77%	56.92%	21.11%	14.74%	13.77%	56.92%
MCK UN	McKesson	分销商	/	-98.68%	/	4.95%	/	-98.68%
4503 JT	安斯泰来	创新药	34.91%	-26.53%	0.42%	-3.27%	34.91%	-26.53%
EW UN	爱德华生命科学	医疗器械	23.75%	2.48%	8.37%	15.91%	23.75%	2.48%
MYL US	迈兰公司	仿制药	-49.35%	45.00%	-3.98%	7.50%	-49.35%	45.00%
CAH UN	康德乐公司	分销商	/	34.84%	/	4.23%	/	34.84%
ABC UN	美源伯根	分销商	355.00%	-74.47%	9.66%	4.29%	355.00%	-74.47%
TEVA IT	梯瓦制药	仿制药	86.78%	-5043.77%	-15.77%	2.20%	86.78%	-5043.77%
INCY UW	Incyte 有限公司	创新药	134.97%	-400.46%	22.50%	38.93%	134.97%	-400.46%
LH UN	美国实验控股	医疗服务	-27.98%	67.61%	9.95%	6.91%	-27.98%	67.61%
DGX UN	Quest Diagnostics	医疗服务	-4.66%	19.69%	1.74%	-1.50%	-4.66%	19.69%
UHS UN	环球健康服务	医疗服务	3.64%	7.10%	3.48%	6.59%	3.64%	7.10%
VAR UN	瓦里安医疗	医疗器械	-31.40%	-45.28%	11.45%	0.99%	-31.40%	-45.28%
		均值	163.53%	-73.30%	7.98%	7.46%	163.53%	-73.30%
		中位数	23.75%	2.58%	7.02%	5.03%	23.75%	2.58%
		最小值	-109%	-5044%	-16%	-14%	-109%	-5044%
		最大值	1684%	1205%	32%	46%	1684%	1205%

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

表 5: 港股及中概股龙头业绩增速与估值 (美股单位: 百万美元; 港股单位: 亿人民币)

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM	当前市值
		18Q1-Q3	Y17	18Q1-Q3	Y17		
BGNE UW	百济神州	-6621.61%	19.45%	-36.63%	23703.18%	-139.25	7661
CBPO UW	泰邦生物	0.61%	-35.16%	25.56%	8.57%	28.29	3966
1093.HK	石药集团	33.77%	31.88%	41.41%	25.01%	25.80	809
1177.HK	中国生物制药	21.96%	13.47%	37.42%	-6.36%	9.19	814
1099.HK	国药控股	7.18%	13.68%	8.48%	7.48%	12.90	785
0950.HK	李氏大药厂	5.66%	-7.72%	15.63%	8.46%	9.50	34

资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院 (市盈率根据稀释每股收益计算得出)

表 6. 国内医药白马股及重点跟踪公司业绩增速与估值（市值单位：亿人民币元；截止 2019.4.30）

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市盈率 TTM 2019/4/30	当前市值 2019/4/30
		Y18	Y17	Y18	Y17		
600276.SH	恒瑞医药	26.39%	24.25%	25.89%	24.72%	67.49	2908.15
600196.SH	复星医药	-13.33%	11.36%	34.45%	26.69%	27.48	745.80
600518.SH	康美药业	-47.20%	-35.64%	10.11%	-18.78%	-708.02	474.51
000538.SZ	云南白药	5.14%	7.71%	9.84%	8.50%	27.54	921.64
601607.SH	上海医药	10.24%	10.14%	21.58%	8.35%	14.03	559.32
600332.SH	白云山	66.90%	36.71%	101.55%	4.58%	18.76	739.57
000963.SZ	华东医药	27.41%	23.01%	10.17%	9.66%	20.23	508.90
600085.SH	同仁堂	11.49%	9.02%	6.23%	10.63%	36.65	427.49
002294.SZ	信立泰	0.44%	3.97%	11.99%	8.35%	18.44	251.67
300015.SZ	爱尔眼科	35.88%	33.31%	34.31%	49.06%	81.56	889.72
300003.SZ	乐普医疗	35.55%	32.36%	40.08%	30.85%	31.68	474.63
002773.SZ	康弘药业	7.88%	29.68%	4.70%	9.70%	48.06	336.43
600867.SH	通化东宝	0.25%	30.52%	5.80%	24.75%	38.33	321.37
600535.SH	天士力	12.25%	17.01%	11.78%	15.41%	20.44	331.58
000423.SZ	东阿阿胶	1.98%	10.36%	-0.46%	16.70%	15.33	286.40
600436.SH	片仔癀	41.62%	50.53%	28.33%	60.85%	56.96	695.62
000513.SZ	丽珠集团	16.28%	12.14%	3.86%	11.49%	21.77	245.48
600998.SH	九州通	26.53%	20.85%	17.84%	20.12%	20.38	294.79
603858.SH	步长制药	15.29%	-7.43%	-1.44%	12.52%	14.38	282.83
002422.SZ	科伦药业	62.04%	28.04%	43.00%	33.49%	35.46	413.22
000661.SZ	长春高新	52.05%	36.53%	31.03%	41.58%	44.53	517.16
600521.SH	华海药业	-83.18%	27.64%	1.85%	22.21%	230.46	187.25
600566.SH	济川药业	37.96%	30.97%	27.76%	20.61%	16.99	294.18
600056.SH	中国医药	17.60%	36.73%	2.14%	16.02%	10.46	159.74
002007.SZ	华兰生物	38.83%	5.19%	35.84%	22.41%	33.48	399.03
	均值	16.25%	19.40%	20.73%	19.62%	9.72	546.66
	中位数	16.28%	23.01%	11.99%	16.70%	27.48	413.22
	最大值	66.90%	50.53%	101.55%	60.85%	230.46	2908.15
	最小值	-83.18%	-35.64%	-1.44%	-18.78%	-708.02	159.74

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：丽珠集团 17 年净利润增速已扣除土地转让收益约 34.98 亿元，九州通 18 年净利润增速已扣除 17H1 拆迁补偿款收益约 3.86 亿元

1.5 风险提示

控费降价压力超预期的风险；新一轮招标降价逐步落地对企业影响超出预期的风险；高值耗材国家谈判的影响超出预期的风险。

附录:

投资观点——基金持仓

- 2019Q1 基金医药持仓比例 12.75%，与 18Q4 持平。我们统计了所有主动/非债基金所持的十大重仓股情况，基于重仓股（剔除港股）信息，我们测算的主动型非债券基金医药股持仓比例为 12.75%，与 2018Q4 相比保持不变（下降 0.0032pp），较 2018Q3 下降 0.49pp，较 2018Q2 下降 2.44pp。2010 年至今的医药持仓变化如下图所示。
- 我们逐个剔除医疗医药健康行业基金后，19Q1 主动型非债券基金的医药股持仓比重为 9.40%，较 18Q4 下降 0.11pp。剔除行业基金后的主动型非债券基金的医药持仓比重在 18Q2 达到近 3 年的最高点，19Q1 为 9.40%，环比下降 0.11pp，占比全行业第二。各季度历史数据依次如下：18Q4 为 9.51%，18Q3 为 9.70%，18Q2 为 11.50%，18Q1 为 8.99%，17Q4 为 7.11%，17Q3 为 6.42%，17Q2 为 8.09%，17Q1 为 8.98%，16Q4 为 9.59%，16Q3 为 8.74%。

图 7. 基金医药持仓比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

银河活动——调研回顾

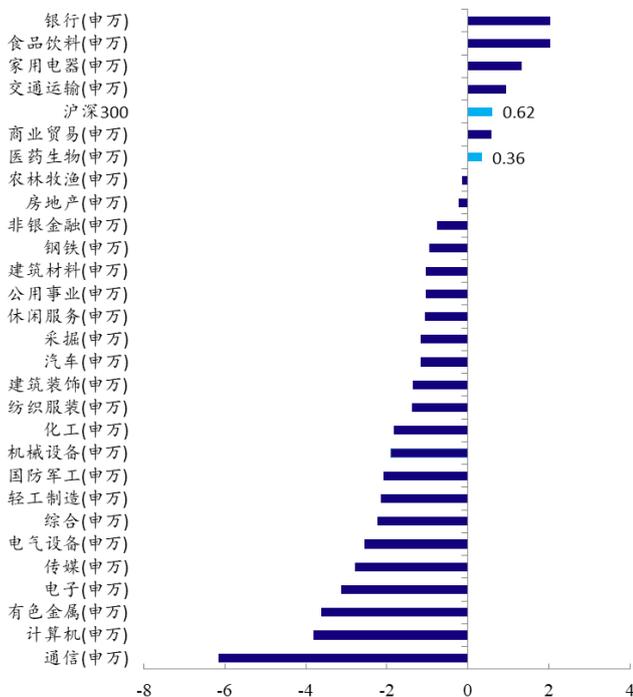
➤ 上周调研:

- **近期调研:** 康辰药业 (603590)、国药股份 (600511)、以岭药业 (002603)、蓝帆医疗 (002382)、药明康德 (603259)、九州药业 (603456)、昭衍新药 (603127)、恒瑞医药 (600276)、九州通 (600998)、健友股份 (603707)、国家带量采购专家座谈会、信立泰 (002294)、绿叶制药 (2186.HK)、乐普医疗 (300003)、长春高新 (000661)、舒泰神 (300204)、华兰生物 (002007)、双鹭药业 (002038)、辰欣药业 (603367)、华润双鹤 (600062)、天坛生物 (600161)、中国医药 (600056)、亚宝药业 (600351)、仁和药业 (000650)、智飞生物 (300122)、太极集团 (600129)、莱美药业 (300006)、山东药玻 (600529)、红日药业 (300026)、透景生命 (300642)、千红制药 (002550)、一心堂 (002727)、沃森生物 (300142)、云南白药 (000538)、凯莱英 (002821)、天士力 (600535)、贝瑞基因 (000710)、亿帆医药 (002019)、润泽生物 (872828.OC)、合全药业 (832159.OC)、复星凯特、现代制药 (600420)、成大生物 (H01045.HK)，欢迎电话交流。

行情跟踪——行业行情

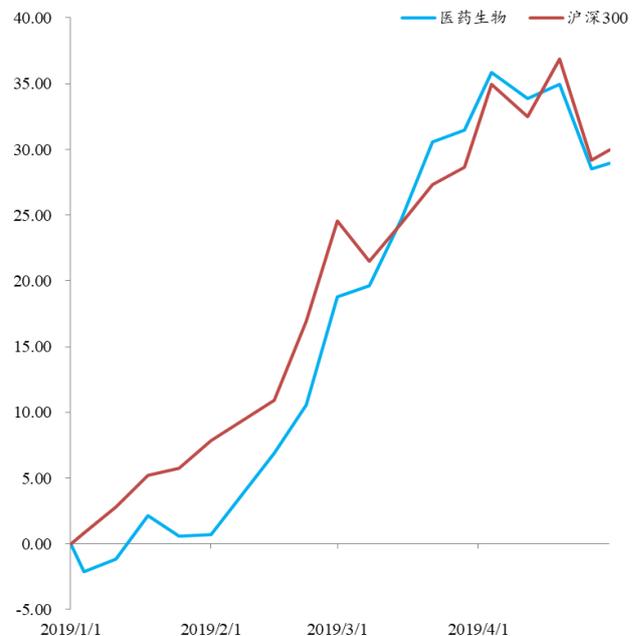
- 上周医药板块上涨 0.36%，沪深 300 指数上涨 0.62%。19 年初至今医药板块上涨 28.96%，整体表现差于沪深 300。

图 8：本周各行业涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9：医药行业 19 年初以来市场表现

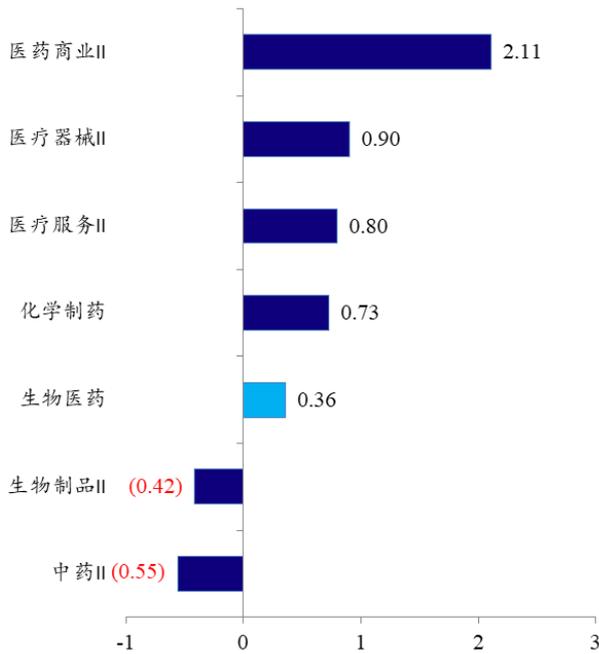


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行情跟踪——子行业行情

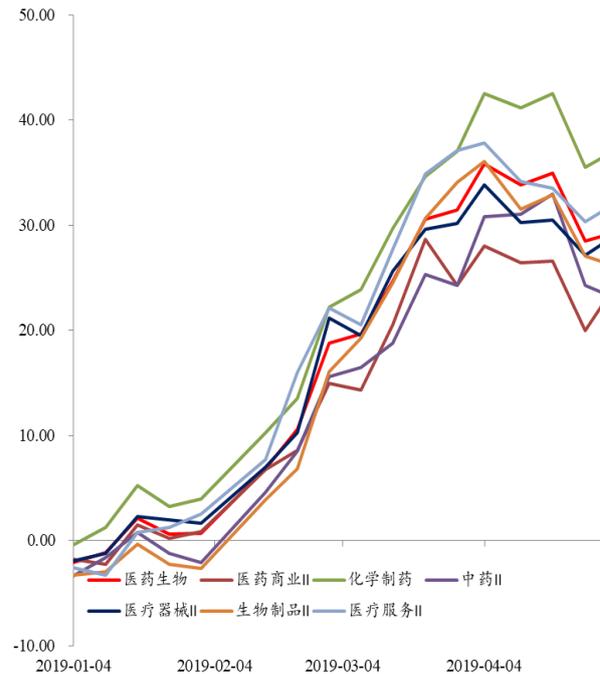
- 上周生物医药板块上涨 0.36%，涨幅最大的是医药商业 II 子板块，上涨 2.11%，跌幅最大的是中药 II 子板块，下跌 0.55%。

图 10: 本周医药各子行业涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 医药各子行业 19 年初以来市场表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行情跟踪——个股行情

表 7: 本周医药板块涨幅前十

公司	涨跌幅	备注
瑞普生物	21.0%	
国农科技	14.0%	
博济医药	11.9%	
京新药业	11.8%	
白云山	11.8%	
亚太药业	11.7%	
新华医疗	10.0%	
金城医学	9.1%	
华润三九	8.7%	
马应龙	8.3%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 8: 本周医药板块跌幅前十

公司	涨跌幅	备注
莎普爱思	-18.9%	
尔康制药	-17.9%	
启迪古汉	-14.8%	
双龙股份	-14.5%	
中珠医疗	-13.0%	
福安药业	-12.8%	
兄弟科技	-12.7%	
上海莱士	-11.1%	
中牧股份	-11.1%	
康弘药业	-10.9%	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行业动态——行业新闻及点评

1. 药监局：启动中国药品监管科学行动计划（2019/04/30）

<http://www.nmpa.gov.cn/WS04/CL2056/337150.html>

主要内容：

细胞和基因治疗产品、药械组合产品、人工智能医疗器械、中药安全评价研究等首批立项

为全面贯彻落实习近平总书记有关药品安全“四个最严”要求，围绕“创新、质量、效率、体系、能力”主题，推动监管理念制度机制创新，加快推进我国从制药大国向制药强国迈进，国家药品监督管理局今日发布通知，**决定开展药品、医疗器械、化妆品监管科学研究，启动实施中国药品监管科学行动计划，并确定首批九个重点研究项目。**

通知指出，立足我国药品监管工作实际，围绕药品审评审批制度改革创新，密切跟踪国际监管发展前沿，拟通过监管工具、标准、方法等系列创新，**经过3-5年的努力，制定一批监管政策、审评技术规范指南、检查检验评价技术、技术标准等**，有效解决影响和制约药品创新、质量、效率的突出性问题，加快实现药品治理体系和治理能力现代化。

监管科学行动计划明确了3项重点任务：建设3-5家药品监管科学研究基地；启动一批监管科学重点项目；推出一批药品审评与监管新制度、新工具、新标准、新方法。

监管科学重点项目将分批分期推出，实现关键领域突破。项目将聚焦细胞和基因治疗、再生医学、药械组合等前沿性、交叉性产品，由相关业务司局牵头，会同有关直属单位和部分省局，联合高校、科研机构、行业协会等开展创新性研究。

首批启动的行动计划项目共有九项，**分别是细胞和基因治疗产品技术评价与监管体系研究、纳米类药物安全性评价及质量控制研究、以中医临床为导向的中药安全评价研究、上市后药品的安全性监测和评价方法研究、药械组合产品技术评价研究、人工智能医疗器械安全有效性评价研究、医疗器械新材料监管科学研究、真实世界数据用于医疗器械临床评价的方法学研究、化妆品安全性评价方法研究。**

药品监管科学研究基地将依托国内知名高等院校、科研机构，围绕药品全生命周期，开展监管科学重点项目研究，开发系列新工具、新标准和新方法，夯实我国药品监管科学基础，助力药品监管科学可持续发展。同时，深入开展药品监管科学基础理论研究，推进监管科学学科建设，培养监管科学领军人才。

【评】药监局启动中国药品监管科学行动计划，预计未来将在相关领域制定一批行业监管标准和质量评价体系。用现代科学标准对相关产品进行评价和监管，是现代医学发展的基础。本次细胞和基因治疗产品、药械组合产品、人工智能医疗器械、中药安全评价研究等首批立项，预计未来会在生物药、器械和中药等领域推出产品评价指标和监管标准，甚至有可能出现类似于仿制药“一致性评价”的标准，有利于各领域产品质量监管把控和产品安全有效。

近期研究报告

1. 华东医药（000963）一季报点评：工业维持高增速，商业增速大幅回暖-20190430
2. 九州通（600998）一季报点评：收入稳定增长，当前估值处于历史低位-20190430
3. 爱尔眼科（300015）年报及一季报点评：业绩高速增长，未来成长空间广阔-20190429
4. 泰格医药（300347）年报及一季报跟踪：业绩表现持续亮眼，乘政策东风未来高成长性确定-20190429
5. 大参林（603233）年报跟踪：门店快速扩张，未来业绩有望释放-20190429
6. 九州通（600998）年报点评：经营性净现金流大幅改善，深耕基层安全垫厚实-20190426
7. 华兰生物（002007）一季报跟踪：业绩增速符合预期，看好全年高速增长-20190426
8. 健友股份（603707）年报及一季报深度跟踪：业绩略低于预期，持续看好长期高成长性-20190426
9. 天士力（600535）年报暨一季报点评：工业增速暂时放缓，未来研发仍然可观-20190425
10. 凯莱英（002821）一季报跟踪：业绩如期高速增长，持续看好长期发展前景-20190425
11. 医药生物行业点评：主动公募 19Q1 医药持仓比重持平，集中度微降-20190423
12. 华东医药（000963）年报点评：工业高速增长，研发有序推进，当前显著低估-20190422
13. 恒瑞医药（600276）一季报跟踪：业绩保持稳健较快增长，研发投入持续加大-20190419
14. 长春高新（000661）一季报跟踪：业绩表现持续靓丽，生长激素保持高速增长-20190419
15. 上海医药（601607）年报跟踪：收入增速回暖，利润有望反弹-20190410
16. 柳药股份（603368）年报跟踪：业绩保持快速增长，多元化布局发力-20190403
17. 安图生物（603658）年报跟踪：业绩整体保持稳健较快增长，核心业务化学发光保持高速增长-20190331
18. 华兰生物（002007）年报跟踪：血制品平稳增长，4价流感大幅提振业绩-20190331
19. 带量采购跟踪报告：试点城市细则落地，诸多要素确保顺利推进-20190325
20. 凯莱英（002821）年报跟踪：全年业绩低于预期，无碍未来高速增长-20190318

股东大会时间披露

表 9: 股东大会时间披露

公司	事件	时间	公司	事件	时间
千金药业(600479.SH)	年度股东大会	2019/5/6	吉药控股(300108.SZ)	股东大会	2019/5/9
佐力药业(300181.SZ)	年度股东大会	2019/5/6	恒基达鑫(002492.SZ)	股东大会	2019/5/9
诚意药业(603811.SH)	年度股东大会	2019/5/6	国药股份(600511.SH)	股东大会	2019/5/9
奥翔药业(603229.SH)	年度股东大会	2019/5/6	一品红(300723.SZ)	股东大会	2019/5/9
太安堂(002433.SZ)	年度股东大会	2019/5/7	东宝生物(300239.SZ)	年度股东大会	2019/5/10
海南海药(000566.SZ)	股东大会	2019/5/7	九典制药(300705.SZ)	年度股东大会	2019/5/10
卫光生物(002880.SZ)	年度股东大会	2019/5/7	广济药业(000952.SZ)	年度股东大会	2019/5/10
新华医疗(600587.SH)	年度股东大会	2019/5/7	鹭燕医药(002788.SZ)	年度股东大会	2019/5/10
贝达药业(300558.SZ)	年度股东大会	2019/5/7	金花股份(600080.SH)	年度股东大会	2019/5/10
北大医药(000788.SZ)	年度股东大会	2019/5/8	现代制药(600420.SH)	年度股东大会	2019/5/10
益盛药业(002566.SZ)	年度股东大会	2019/5/8	康缘药业(600557.SH)	年度股东大会	2019/5/10
乐心医疗(300562.SZ)	年度股东大会	2019/5/8	江苏吴中(600200.SH)	年度股东大会	2019/5/10
大理药业(603963.SH)	年度股东大会	2019/5/9	健康元(600380.SH)	年度股东大会	2019/5/10
通化东宝(600867.SH)	年度股东大会	2019/5/9			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王晓琦、余宇，生物医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn