



强于大市

医药生物行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

轻装上阵、2019 有望前低后高、重视商业板块

2018 年医药板块利润端下滑，净利润同比增速为-11.45%。业绩下滑的主要原因在于商誉减值，2018 年全年资产减值损失达到 259 亿元。资产减值高峰期过后，上市公司轻装上阵，板块业绩增速逐步提升。2019 年 Q1 板块利润重回增长，净利润增速达到 15.12%。经过上一轮的普涨，板块估值基本修复到位，在当前时点我们需要更加重视股票的基本面驱动因素，建议重点关注：1) 高景气度细分子行业的龙头；2) 公司布局完善且管理层执行力强的公司。

■ 2018 年 A 股医药生物板块收入端增长稳健，2016-2018 年板块收入增速分别为：19.55%/18.26%/18.90%。毛利率稳步提高，2016-2018 年板块毛利率分别为：31.34%/33.37%/34.66%。费用率保持稳定，2016-2018 年板块期间费用率分别为 21.20%/22.88%/22.68%。毛利率提升体现两票制之后低开转高开的影响，费用率保持稳定体现了行业对两票制的环境基本适应，渠道利润逐步降低将为带量采购和工业端带来改革资本。但 2018 年净利润出现同比下滑，2016-2018 年板块增速分别为：16.82%/20.26%/-11.45%。净利润下滑的主要原因来自资产减值损失（主要来自商誉减值），2018 年板块商业减值高达 259 亿元，2015-2017 年商誉减值仅为：63 亿/72 亿/82 亿。资产减值高峰期过后，2019 年板块业绩增速有望逐步提升。

■ 2019 年 Q1 板块利润重回增长。2019 年 Q1 收入端继续延续了稳定增长的态势，增速达到 19.73%，毛利率达到 33.56%，同比下降 0.86 个百分点。期间费用率达到了 21.82%，同比下降 1.76 个百分点，环比保持稳定。商誉减值恢复正常，2019 年 Q1 板块资产减值仅有 6.46 亿元。营业利润和归母净利的增速分别为 15.69% 和 15.12%，业绩重新回到增长轨道。

■ 高增长行业基本来自政策扰动较少的行业、重视配送板块可能的边际拐点。医疗服务、化学原料药、医药零售业等高景气度行业，均较少受到集采和医保谈判等政策扰动。而从边际变化来看，医药配送部分优质公司如柳药股份等出现收入利润增速加快的趋势，我们判断医药配送上市公司有可能逐步度过了两票制的调整期，边际拐点隐现；考虑到医药配送板块持续下跌后普遍估值处于历史低位，提醒投资者重点关注。

■ 投资建议：经过 4 个月的 32.80% 的涨幅，医药板块估值基本修复到历史中值水平，当前对应 2018-2019 医药板块市盈率 PE（整体法）为 33.7 倍/28.08 倍。今年以来的市场呈现风险偏好较高的游资行情，低价股、题材股、垃圾股普遍涨幅较大积累了较大的风险。下一阶段将进入精选个股的阶段，在当前时点我们需要更加重视股票的基本面驱动因素。政策面上：今年年中有可能到来的第二批带量采购以及新一轮医保目录调整都将对行业带来一定的压力（主要是降价因素），但是优秀的企业在行业变局中能够抓住机会扩大市场份额，并远期享受门槛提高带来的护城河红利。建议重点关注：1) 高景气度细分子行业的龙头；2) 公司布局完善且管理层执行力强的公司。我们持续推荐：1) 创新药及其相关产业链 CRO/CMO：推荐凯莱英、昭衍新药；创新性制药工业推荐：康弘药业；2) 化学原料药中间体：推荐普洛药业；3) 政策免疫的消费板块：推荐片仔癀、安科生物，同时关注云南白药；4) 连锁药店：推荐一心堂；5) 受益于国外靶向药进口的艾德生物；6) 血液制品行业：推荐华兰生物、振兴生化。

风险提示：

■ 板块内个股业绩低于预期，带量采购、医保降价等政策扰动。

相关研究报告

《医药生物行业 2019 年一季报前瞻》20190414

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001



目录

化药板块：制剂板块趋于分化，原料药可能进入新一轮浪淘沙	5
生物药板块：消费品种保持稳健增长，龙头公司经营策略调整影响短期	8
中药板块：整体业绩承压，看好中药消费品板块	10
医疗器械板块：分化加剧，高值耗材集采不确定背景下关注优质龙头公司	12
医疗服务板块：增长分化明显，龙头企业保持 30% 以上高增长	14
医药商业板块：优质公司利润增速加快，边际拐点隐现	16
风险提示	19



图表目录

图表 1. A 股医药板块 18/17、17/16 主要财务指标对比.....	4
图表 2. A 股医药板块 19Q1/18Q1、18Q1/17Q1 主要财务指标对比.....	4
图表 3. A 股化药板块 2017/2018 主要财务指标对比（剔除后）	6
图表 4. A 股化药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比（剔除后）	6
图表 5. 化药板块重点公司分析	7
图表 6. A 股生物药板块 2017/2018 主要财务指标对比（剔除后）	8
图表 7. A 股生物药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比（剔除后）	9
图表 8. 生物药板块重点公司分析.....	9
图表 9. A 股中药板块 2017/2018 主要财务指标对比.....	10
图表 10. A 股中药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比.....	11
图表 11. 中药板块重点公司分析	11
图表 12. A 股医疗器械板块 2017/2018 主要财务指标对比	12
图表 13. A 股医疗器械板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比.....	13
图表 14. 医疗器械板块重点公司分析（单位：亿元）	13
图表 15. A 股医疗服务板块 2017/2018 主要财务指标对比	14
图表 16. A 股医疗服务板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比.....	15
图表 17. 医疗服务板块重点公司分析	15
图表 18. A 股医药商业批发板块 2017/2018 主要财务指标对比.....	16
图表 19. A 股医药商业批发板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比	17
图表 20. A 股医药商业零售板块 2017/2018 主要财务指标对比.....	17
图表 21. A 股医药商业零售板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比	18
图表 22. 医药商业板块重点公司分析	18
附录图表 23. 报告中提及上市公司估值表.....	20



图表 1. A 股医药板块 18/17、17/16 主要财务指标对比

(亿元)	2016	2017	同比变动(%)	2017(可比 18 年口径)	2018	同比变动(%)
营业总收入	10,427.00	12,331.00	18.26	12,699.19	15,098.77	18.90
营业成本	7,157.00	8,292.00	15.86	8,461.38	9,865.26	16.59
毛利率	31.34	32.76	1.42	33.37	34.66	1.29
销售费用	1,398.00	1,818.00	30.06	1,880.10	2,516.73	33.86
销售费用率	13.40	14.74	1.34	0.15	16.67	1.86
管理费用	732.00	843.00	15.19	892.40	744.18	(16.61)
管理费用率	7.02	6.84	(0.18)	7.03	4.93	(2.10)
财务费用	80.00	124.00	54.96	133.06	163.73	23.05
财务费用率	0.77	1.01	0.24	1.05	1.08	0.04
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.01	5.32	60,185.99
投资净收益	125.00	231.00	84.65	236.02	138.92	(41.14)
对联营企业和合营企业的投资收益	46.00	5,059.01	10.19	50.14	41.53	(17.17)
营业利润	1,044.00	1,396.00	33.65	1,465.09	1,333.41	(8.99)
营业外收支净额	76.00	479.68	(93.66)	11.15	(11.43)	(202.53)
利润总额	1,120.00	1,400.00	25.05	1,476.24	1,321.98	(10.45)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	965.00	1,215.00	25.93	1,279.19	1,230.71	(3.79)
所得税	190.00	254.00	33.80	266.75	246.81	(7.47)
实际所得税率	16.93	18.11	1.18	18.07	18.67	0.60
归属母公司股东的净利润	876.00	1,053.00	20.26	1,115.45	987.77	(11.45)

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. A 股医药板块 19Q1/18Q1、18Q1/17Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2017Q1	2018Q1	同比变动(%)	2018Q1(可比 19 年口径)	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	2,720.00	3,373.00	23.99	3,542.52	4,114.55	19.73
营业成本	1,885.00	2,222.00	17.85	2,299.07	2,733.56	21.30
毛利率	31.03	34.42	3.39	35.10	33.56	(0.86)
销售费用	353.00	524.00	48.50	561.62	651.56	20.82
销售费用率	12.98	15.54	2.57	15.85	15.84	0.14
管理费用	173.00	209.00	20.31	227.64	190.37	(11.77)
管理费用率	6.37	6.18	(0.19)	6.43	4.63	(1.80)
财务费用	24.00	41.00	69.59	46.01	55.94	33.97
财务费用率	0.89	1.21	0.33	1.30	1.36	0.06
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	(8.42)	10.71	(211.77)
投资净收益	21.00	26.00	23.59	24.81	46.89	81.66
对联营企业和合营企业的投资收益	13.00	13.00	(2.28)	12.76	15.96	23.89
营业利润	280.00	369.00	31.85	400.30	438.31	15.69
营业外收支净额	10.00	3.00	(66.33)	3.53	2.38	(31.21)
利润总额	290.00	372.00	28.40	403.83	440.69	15.27
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	272.00	356.00	30.84	396.67	396.66	5.63
所得税	52.00	65.00	24.24	69.76	76.01	14.64
实际所得税率	17.96	17.38	(0.58)	17.28	17.25	(0.03)
归属母公司股东的净利润	221.00	286.00	29.27	312.29	338.96	15.12

资料来源：万得，中银国际证券



化药板块：制剂板块趋于分化，原料药可能进入新一轮浪淘沙

2018 年报情况：我们统计 92 家化药上市公司 2018 年总收入 3,145 亿元，同比增速 22.32%；扣除短期投资收益和营业外收支净额后的利润总额 301 亿元，同比减少 7.34%；归母净利润 224 亿元，同比减少 32.08%。

考虑到人福医药和丽珠集团/健康元在 2017 年有处置子公司获得的一次性大额投资收益影响同比增速计算，剔除这三家公司及 2018 年后上市的新诺威、威尔药业、昂利康、润都股份四家新股，化药板块营业总收入为 2714 亿元，同比增长率为 23.97%；营业利润 300 亿元，同比增长 1.73%基本与上年同期持平；归属母公司股东净利润为 224 亿元，同比减少 6.00%。

2019 年一季报情况：板块 19 年一季度营业总收入 829 亿元，同比增速 8.27%；归属母公司股东净利润 87 亿元，同比减少 11.29%。剔除上述 7 家公司后的营业总收入 704 亿元，同比增速 7.06%；营业利润 95 亿元，同比减少 13.54%；归属母公司股东净利润 77 亿元，同比减少 14.06%。

化学原料药板块：2018 年营业总收入 1,085 亿元，同比增长 11.37%；归母净利润 77 亿元，同比下降 15.90%。2019 年一季度收入 287 亿元 (-4.14%)，归母净利润 35 亿元 (-22.00%)。2017 年由于 2016 的下半年开始，由于产能清退、环保限产等措施造成的中小产能大面积退出效果明显，因此价格同比有较高涨幅。去年以来涨价相对温和，因此一季度收入端基本持平，而利润出现下滑。但今年 3 月起发生多起生产安全事件，江苏首当其冲受到较大影响，中间体项目在此之前就已停止新批。浙江、山东、福建等地也将陆续开始环保清查，因此稍有缓和的供给退出又站上风口浪尖，今年有可能进一步趋严，造成供给的更加偏紧，原料药中间体行业集中度进一步提升。而今年一季度领涨的 CMO/CRO 板块受益科创板对科技创新的带动以及国内创新药产业热度的持续高涨，有望提高自身综合竞争力的同时站上更高台阶。看好尤其受益的 CMO 板块仍然为全年主题旋律，年度有更佳表现。

化学制剂板块：2018 年营业总收入 2,028 亿元，同比增长 31.25%；归母净利润 142 亿元，同比下降 40.97%。2019 年一季度收入 540 亿元 (+17.17%)，归母净利润 52 亿元 (-7.30%)。收入端拥有较高增速而利润端明显下降的主要原因还是去年两票制的影响仍然比较大，这也造成了板块收入、毛利率和销售费用率均有明显上升的原因之一。2018 年子板块毛利率较上年升高 1.14 个百分点达 57.54%，而销售费用率升高了 4.39 个百分点，19 年一季度同比仍有 0.61 个百分点的上涨。因此板块实际增速并不高，虽然集采的执行可降低销售费率，但仍需要地区和品种的覆盖度以及时间。公司中的白马股大多保持稳健增速，部分新进医保目录品种（如康弘药业的康柏西普）和新上市品种开始加速放量。板块内分化将进一步加剧，一致性评价、集采、关联审评等政策将使得公司间差距拉大，第二批带量采购以及新一轮医保目录调整可能对行业产生扰动，看好具有研发优势和有竞争力的产品管线的优质公司抓住机遇扩张自己份额。



图表 3. A 股化药板块 2017/2018 主要财务指标对比 (剔除后)

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	2189	2,714.00	23.97
营业成本	1349	1,545.00	14.59
毛利率(%)	38.40	43.06	4.66
销售费用	416	664.00	59.41
销售费用率(%)	19.02	24.45	5.44
管理费用	265	323.00	21.72
管理费用率(%)	12.11	11.89	(0.22)
财务费用	36	31.00	(13.48)
财务费用率(%)	0.52	1.13	0.61
公允价值变动净收益	0	(2.00)	(4,652.20)
投资净收益	20	20.00	(1.62)
对联营企业和合营企业的投资收益	3	0.00	(100.18)
营业利润	295	300.00	1.73
营业外收支净额	3	(15.00)	(576.30)
利润总额	298	285.00	(4.37)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	278	283.00	1.74
所得税	50	51.00	0.71
实际所得税率(%)	16.83	17.73	0.89
归属母公司股东的净利润	239	224.00	(6.00)

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. A 股化药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比 (剔除后)

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	658	704	7.06
营业成本	368	408	11.07
毛利率(%)	44.12	42.02	(2.09)
销售费用	147	171	16.49
销售费用率(%)	22.28	24.24	1.96
管理费用	66	50	(25.05)
管理费用率(%)	10.08	7.06	(3.02)
财务费用	14	13	(4.38)
财务费用率(%)	2.10	1.87	(0.22)
公允价值变动净收益	0	1	135.23
投资净收益	3	9	164.88
对联营企业和合营企业的投资收益	1	0	(100.66)
营业利润	109	95	(13.54)
营业外收支净额	1	1	(53.02)
利润总额	111	95	(13.92)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	106	84	(20.69)
所得税	18	16	(12.98)
实际所得税率(%)	16.16	16.34	0.18
归属母公司股东的净利润	89	77	(14.06)

资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 5.化药板块重点公司分析

	2018		2018		2019Q1		净利润增速预测			关注要点
	收入	归母净利	收入增速 (%)	归母净利增速 (%)	收入增速 (%)	归母净利增速 (%)	2019E	2020E	2021E	
恒瑞医药	174.18	40.66	25.89	26.39	28.77	25.61	30.24	26.22	24.84	创新药龙头企业，产品招标后放量可期
康弘药业	29.17	6.95	4.70	7.88	2.43	2.44	19.0	18.1	24.1	康柏西普新进医保放量，眼科治疗用药市场空间广阔，竞争格局好
信立泰	46.52	14.58	11.99	0.44	11.89	(22.57)	15.32	17.65	16.59	产品线布局逐渐完善，二线品种持续放量
翰宇药业	12.64	(3.41)	1.46	(203.35)	(28.22)	(47.01)	50.08	51.52	34.49	国内制剂加速放量，海外市场有望实现高增长
普洛药业	63.76	3.71	14.85	44.42	15.86	64.62	38.4	27.7	30.4	行业景气度提高及内部整合提效增利，迎来业绩拐点
凯莱英	18.35	4.28	28.94	25.49	31.03	45.00	33.1	29.6	28.3	受益国内创新药市场崛起快速成长，上下游产业链布局逐步完善

资料来源：万得，中银国际证券

生物药板块：消费品种保持稳健增长，龙头公司经营策略调整影响短期

2018 年报情况：在我们统计的 37 家生物药公司中，2018 年度营业总收入 761 亿元，同比增速 30.97%；营业利润 146 亿元，同比减少 12.91%；扣除短期投资收益和营业外收支净额后的利润总额 139 亿元，同比增速为 33.72%；归母净利润 112 亿元，同比降低 14.85%。剔除非经影响较大的复星医药、上海莱士、沃森生物和天坛生物四家公司后，板块收入 456 亿元(+29.41%)，归母净利润 84 亿元(-1.03%)。

2019 年一季报情况：剔除上述 4 家公司后营业总收入 115 亿元，同比增速 18.48%；营业利润 32 亿元，同比增速 7.83%；扣除短期投资收益和营业外收支净额后的利润总额 30 亿元，同比增速为 10.65%；归母净利润 25 亿元，同比增速为 3.38%。

生物药各子板块间仍有较大差异，收入端增速接近长春高新等龙头企业保持快速增长，生长激素、胰岛素、疫苗等具有消费升级属性的企业仍享受稳健高增长。部分企业如通化东宝、安科生物等由于销售策略调整或生产资质重新认证等因素影响短期业绩。疫苗行业仍有较好表现，尤其今年一季度仍有较高利润增长，智飞生物、康泰生物等疫苗领军企业仍有极高增速。血制品行业整体趋稳，今年渠道整合已见成效，看好行业后续发展。细分小而美龙头如我武生物、艾德生物也保持稳健的高增速。建议关注具有技术或市场销售壁垒、渠道渗透能力强、在细分行业具有突出优势的企业，以及在慢病和急重症以及相关诊断治疗技术方面具有领先优势的企业。后续可重点关注血制品及疫苗子板块。

图表 6. A 股生物药板块 2017/2018 主要财务指标对比 (剔除后)

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	352	456.00	29.41
营业成本	101	135.00	32.87
毛利率(%)	71.22	70.45	(0.77)
销售费用	108	151.00	40.52
销售费用率(%)	30.51	33.13	2.62
管理费用	46	55.00	19.68
管理费用率(%)	12.94	11.97	(0.97)
财务费用	2	2.00	19.84
财务费用率(%)	0.52	1.13	0.61
公允价值变动净收益	0	0.00	(184.55)
投资净收益	14	7.00	(49.95)
对联营企业和合营企业的投资收益	1	(1.00)	(191.26)
营业利润	105	107.00	2.22
营业外收支净额	0	(1.00)	4,637.84
利润总额	105	106.00	1.23
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	92	99.00	7.93
所得税	16	17.00	1.03
实际所得税率(%)	15.63	15.60	(0.03)
归属母公司股东的净利润	85	84.00	(1.03)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 7. A 股生物药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比 (剔除后)

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	97	115	18.48
营业成本	27	39	44.91
毛利率(%)	72.12	65.90	(6.22)
销售费用	31	31	0.08
销售费用率(%)	31.70	26.78	(4.92)
管理费用	11	13	17.50
管理费用率(%)	11.48	11.38	(0.09)
财务费用	1	1	(18.23)
财务费用率(%)	0.71	0.49	(0.22)
公允价值变动净收益	0	0	133.02
投资净收益	3	2	(43.31)
对联营企业和合营企业的投资收益	1	0	(117.15)
营业利润	30	32	7.83
营业外收支净额	0	0	(853.07)
利润总额	30	32	6.36
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	27	30	10.65
所得税	4	5	18.01
实际所得税率(%)	14.93	16.57	1.63
归属母公司股东的净利润	24	25	3.38

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 8. 生物药板块重点公司分析

	2018		2018		2019Q1		净利润增速预测(%)			关注要点
	收入	归母净利	收入增速(%)	归母净利增速(%)	收入增速(%)	归母净利增速(%)	2019E	2020E	2021E	
长春高新	53.75	10.06	31.03	52.05	72.07	73.67	30.24	26.22	24.84	生长激素市场龙头, 产品销售稳健增长
通化东宝	26.93	8.39	5.80	0.25	(0.70)	(0.06)	17.4	18.7	20.2	深耕胰岛素基层市场, 期待新品上市放量
安科生物	14.62	2.63	33.32	(5.25)	24.16	11.41	41.2	31.2	26.0	生长激素维持高增长, GMP 再认证对产能影响已基本消除
我武生物	5.01	2.33	29.87	25.14	29.13	27.30	29.46	30.90	31.68	脱敏疗法细分行业一枝独秀, 产品线完善进一步占有市场
沃森生物	8.79	10.46	31.54	294.77	49.72	68.80	(77.2)	34.4	48.0	经营持续向好, 自主产品保持稳健增长
华兰生物	32.17	11.40	35.84	38.83	23.83	25.16	22.2	22.7	19.3	疫苗高速增长, 血制品业务企稳回升
博雅生物	24.51	4.69	67.84	31.57	31.82	22.99	25.9	32.9	32.2	血制品增长稳健, 化药板块加速增长
振兴生化	8.60	0.80	25.46	270.34	(18.88)	(13.77)	171.1	40.5	32.0	收入端持续稳步增长, 全年业绩客气

资料来源: 万得, 中银国际证券

中药板块：整体业绩承压，看好中药消费品板块

2018 年报情况：我们统计的 70 家中药板块公司 18 年收入 3,049.39 亿元，同比增速 18.50%；营业利润 378.21 亿元，同比增速-4.36%；利润总额 381.28 亿元，同比增速为-4.79%；归属母公司股东净利润 306.95 亿元，同比增速为-4.02%。

2019 年一季报情况：我们统计了 70 家中药企业，19 年一季度收入 848.91 亿元，同比增速 15.69%；营业利润 133.04 亿元，同比增速 8.11%；利润总额 133.65 亿元，同比增速为 7.70%；归属母公司股东净利润 108.25 亿元，同比增速为 6.73%。

由于 2018 年两票制“低开转高开”的影响，中药板块 2018 年收入端增速明显高于利润端增速，板块整体毛利率有所上升，相应的销售费用上升，同比增长 18.51%。近年来在医保控费的大背景下，无论是从医保目录调整还是医保支付政策等，限制及监控辅助用药愈演愈烈，中药注射液面临的形式依然严峻，中药制剂类发展依然承压。中药板块内部，相较而言，我们比较看好中药消费品细分领域，属于医保控费之外，受益于居民健康意识觉醒，保健保养需求增长的细分领域，包括高端滋补品、品牌 OTC 等，代表公司片仔癀（核心产品量价齐升，营销改革释放活力）、华润三九（品牌 OTC，业绩稳健，估值低）等。此外，关注主要品种为终端刚需，公司积极谋求转型，并且有资金、人才等硬实力支持转型的公司，代表公司天士力（工业品种终端刚需，积极转型创新研发，天士力生物港股上市在即）。

图表 9. A 股中药板块 2017/2018 主要财务指标对比

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	2,573.43	3,049.39	18.50
营业成本	1,266.76	1,565.50	23.58
毛利率(%)	57.77	58.09	0.31
销售费用	685.94	812.91	18.51
销售费用率(%)	30.98	33.28	2.30
管理费用	201.35	167.54	(16.79)
管理费用率(%)	9.73	10.29	0.56
财务费用	28.20	41.54	47.31
财务费用率(%)	0.97	0.91	(0.06)
公允价值变动净收益	3.64	(0.71)	(119.45)
投资净收益	29.32	38.74	32.14
对联营企业和合营企业的投资收益	19.74	13.32	(32.52)
营业利润	395.44	378.21	(4.36)
营业外收支净额	5.01	3.07	(38.65)
利润总额	400.45	381.28	(4.79)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	314.86	289.61	(8.02)
所得税	65.51	61.99	(5.37)
实际所得税率(%)	16.36	16.26	(0.10)
归属母公司股东的净利润	319.80	306.95	(4.02)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 10. A 股中药板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	733.76	848.91	15.69
营业成本	367.30	456.89	24.39
毛利率(%)	58.71	58.06	(0.65)
销售费用	183.43	205.45	12.01
销售费用率(%)	31.80	31.96	0.17
管理费用	51.18	42.72	(16.52)
管理费用率(%)	9.07	9.53	0.46
财务费用	7.74	11.01	42.23
财务费用率(%)	0.79	1.13	0.35
公允价值变动净收益	(0.46)	5.34	1262.72
投资净收益	6.39	15.95	149.52
对联营企业和合营企业的投资收益	4.20	6.55	55.87
营业利润	123.06	133.04	8.11
营业外收支净额	1.04	0.61	(41.19)
利润总额	124.10	133.65	7.70
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	48.17	(30.32)	(162.94)
所得税	19.59	21.45	9.50
实际所得税率(%)	15.79	16.05	0.26
归属母公司股东的净利润	101.42	108.25	6.73

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 11. 中药板块重点公司分析

(亿元)	2018		2018		2019Q1		净利润增速预测(%)			关注要点
	收入	归母净利	收入增速 (%)	归母净利增速(%)	收入增速 (%)	归母净利增速(%)	2019E	2020E	2021E	
片仔癀	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	30.4	34.1	31.2	核心品种片仔癀量价齐升; 营销改革助力销售增长; 日化产品快速增长
天士力	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	16.4	19.8	13.3	中药、化药、生物药协同发展; 商业增长迅速; 创新研发管线初具规模
华润三九	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	错误!链接无效。	13.02	12.02	10.25	OTC 行业龙头; 品牌和渠道优势明显; 内生+外延双轮驱动

资料来源: 万得, 中银国际证券

医疗器械板块：分化加剧，高值耗材集采不确定背景下关注优质龙头公司

2018 年报情况：剔除新股，保持口径一致，我们统计的 47 家医疗器械公司 18 年收入 812.45 亿元，同比增速 21.60%；营业利润 102.97 亿元，同比增速 4.37%；利润总额 102.86 亿元，同比增速为-2.71%；归属母公司股东净利润 78.26 亿元，同比增速为-3.62%，利润端下滑的主要原因受板块内千山药机和阳普医疗等发生大额商誉计提，造成 2018 年利润大幅减少。剔除发生重大商誉减值的千山药机和阳普医疗，2018 年收入增速 22.04%；归母净利润增速 23.66%，板块整体保持较快增长。

2019 年一季报情况：，我们统计的 48 家医疗器械公司 19 年一季度收入 205.89 亿元，同比增速 18.60%；营业利润 39.61 亿元，同比增速 43.28%；利润总额 39.94 亿元，同比增速为 42.72%；归属母公司股东净利润 32.93 亿元，同比增速为 50.07%，利润端大幅增长受乐普转让君实生物股权、新华医疗转让威士达医疗股权投资收益增加影响，剔除该因素后，归母净利润同比增速 23.04%。

医疗器械整体保持稳健增长，但板块内部业绩分化明显，细分领域龙头公司依然能保持较快增长，例如迈瑞医疗（国内医疗器械龙头，扣非归母净利润 2018 年 43.05%、2019 年一季度 24.59%）、乐普医疗（创新医疗器械、支架龙头地位稳固，扣非归母净利润 2018 年 23.06%、2019 年一季度 39.71%）、艾德生物（分子检测小龙头，扣非归母净利润 2018 年 35.01%、2019 年一季度 24.38%）等；低值耗材、传统检验设备领域竞争激烈，部分公司业绩增速明显放缓。我们认为，器械行业相比药品市场，细分种类繁多，市场更加分散，多数器械公司利润体量较小，外延并购仍是提高行业集中度的重要途径，也是企业发展必经之路；政策导向鼓励采购国产医疗器械，有助于加快进口替代；市场较为担忧的高值耗材集采是否对器械类公司冲击过大，我们认为，高值耗材集采不可避免，需重点关注的是研发能力突出，能推出创新产品，产品梯度良好的公司，这样的公司能够通过技术驱动产品升级，用不同的产品梯度对冲降价的风险，例如乐普医疗，公司历经十年研发成功全球第二代可降解支架 NeoVas，这是国内首款获准上市的生物可吸收支架，在支架方面，形成了 Partner、Nano、NeoVas 的产品梯度，通过优化产品结构对冲降价的风险。

图表 12. A 股医疗器械板块 2017/2018 主要财务指标对比

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	668.13	812.45	21.60
营业成本	374.97	444.62	18.58
毛利率(%)	50.56	49.58	(0.98)
销售费用	94.76	126.81	33.82
销售费用率(%)	15.96	16.75	0.79
管理费用	84.96	61.89	(27.16)
管理费用率(%)	16.01	17.06	1.05
财务费用	9.47	11.44	20.75
财务费用率(%)	2.12	4.78	2.66
公允价值变动净收益	4.01	(2.10)	(152.33)
投资净收益	6.45	14.95	131.77
对联营企业和合营企业的投资收益	0.12	(0.67)	(643.32)
营业利润	98.66	102.97	4.37
营业外收支净额	7.19	(0.11)	(101.55)
利润总额	105.85	102.86	(2.82)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	105.13	102.28	(2.71)
所得税	19.54	18.57	(5.00)
实际所得税率(%)	18.46	18.05	(0.41)
归属母公司股东的净利润	81.20	78.26	(3.62)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 13. A 股医疗器械板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	173.60	205.89	18.60
营业成本	95.88	109.31	14.00
毛利率(%)	49.53	49.67	0.14
销售费用	25.10	32.14	28.01
销售费用率(%)	15.73	16.83	1.10
管理费用	21.45	15.95	(25.62)
管理费用率(%)	16.20	16.98	0.78
财务费用	3.59	4.97	38.63
财务费用率(%)	3.13	5.32	2.19
公允价值变动净收益	(3.52)	1.48	(141.89)
投资净收益	4.93	7.70	56.14
对联营企业和合营企业的投资收益	0.04	(0.40)	(1049.76)
营业利润	27.65	39.61	43.28
营业外收支净额	0.34	0.33	(2.93)
利润总额	27.98	39.94	42.72
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	26.94	18.28	(32.14)
所得税	4.76	5.83	22.66
实际所得税率(%)	16.99	14.61	(2.39)
归属母公司股东的净利润	21.94	32.93	50.07

资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 医疗器械板块重点公司分析 (单位: 亿元)

(亿元)	2018		2018		2019Q1		关注要点
	收入	归母净利	收入增速 (%)	归母净利增速 (%)	收入增速 (%)	归母净利增速 (%)	
乐普医疗	63.56	12.19	40.08	35.55	30.81	92.22	心脑血管平台型公司；可降解支架上市；药品核心品种通过一致性评价，保持快速增长
鱼跃医疗	41.83	7.27	错误!链接无效。 18.12	22.82	15.33	15.41	核心品种稳定增长；电商平台带动销售；外延并购
迈瑞医疗	137.53	37.19	23.09	43.65	20.69	24.59	研发和外延成就器械龙头公司，三大主业齐头并进
迈克生物	26.85	4.45	36.31	18.92	39.21	18.02	生化及化学发光领域竞争优势明显
三诺生物	15.51	3.10	50.10	20.34	18.03	(41.15)	血糖监测龙头，国内医院市场放量，海外市场减亏

资料来源：万得，中银国际证券

医疗服务板块：增长分化明显，龙头企业保持 30% 以上高增长

2018 年报情况：板块内 8 家重点医疗服务公司 18 年收入 322 亿元，同比增速 23.23%；营业利润 11.83 亿元，同比增速-67.58%；归属母公司股东净利润-2.95 亿元，同比增速为-111.67%。年报业绩下滑的主要原因是信邦制药大额商誉减值所致，除此之外，板块内优质公司爱尔眼科、通策医疗等均保持快速增长的趋势（30%-60%）。

2019 年一季报情况：19 年一季度收入 72.76 亿元，同比增速 8.92%；营业利润 6.69 亿元，同比增速-6.03%；归属母公司股东净利润 4.51 亿元，同比增速为-6.79%。

医疗服务板块收入增速有所下滑（从 30% 以上降低到 20%-30%），板块内部业绩分化明显。专科医疗服务龙头美年健康、爱尔眼科、通策医疗实现了高速增长，带动整个板块收入端实现了 20% 以上的增速。其中美年健康 2019Q1 由于广州事件的影响，个检业务有所影响，因此一季度业绩下滑，抛开这种一过性影响，我们认为目前处于网点下沉阶段的专科医疗服务公司，在医药整体大环境政策趋严的情况下，可以实现稳健的业绩增长，此类公司目前业绩的高增长来自 3-5 年前网点的布局和运营改善，因此商业模式具有可持续性，且不受医保等行业政策的影响。但是在扩张整合阶段也会带来大量的三费费用（如新增人员工资、房租等，尤其是财务费用随着规模的扩张对资金规模的要求提高）拉低利润端的增长，因此需要对公司扩张的规模和节奏有充分的预期下才能较好的预测未来利润端的增长。相对而言我们更看好基本完成布局阶段、不断实现网点下沉的龙头公司，如爱尔眼科、美年健康和通策医疗。

图表 15. A 股医疗服务板块 2017/2018 主要财务指标对比

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	261.28	321.99	23.23
营业成本	227.60	313.58	37.77
毛利率(%)	37.23	37.34	0.28
销售费用	28.25	35.75	26.52
销售费用率(%)	10.81	11.10	2.66
管理费用	26.27	33.41	27.19
管理费用率(%)	10.05	10.38	3.21
财务费用	5.82	11.34	94.97
财务费用率(%)	2.23	3.52	58.22
公允价值变动净收益	0.00	0.12	0.00
投资净收益	1.85	2.47	33.34
营业利润	36.49	11.83	(67.58)
利润总额	35.42	9.48	(73.24)
所得税	8.11	9.19	13.39
实际所得税率(%)	22.89	96.98	323.67
归属母公司股东的净利润	25.33	(2.95)	(111.67)
扣除非经常性损益后的净利润	23.64	(3.73)	(115.78)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 16. A 股医疗服务板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	66.80	72.76	8.92
营业成本	42.75	49.09	14.82
毛利率(%)	36.00	32.54	(9.63)
销售费用	6.83	7.58	11.01
销售费用率(%)	10.23	10.42	1.92
管理费用	8.56	9.44	10.31
管理费用率(%)	12.81	12.97	1.28
财务费用	1.42	2.05	44.47
财务费用率(%)	2.13	2.82	32.64
公允价值变动净收益	0.00	1.94	0.00
投资净收益	0.22	1.04	364.38
营业利润	7.12	6.69	(6.03)
利润总额	7.03	6.44	(8.39)
所得税	1.76	1.86	5.62
实际所得税率(%)	25.07	28.91	15.30
归属母公司股东的净利润	4.84	4.51	(6.79)
扣除非经常性损益后的净利润	4.67	2.55	(45.49)

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 医疗服务板块重点公司分析

(亿元)	2018		2019Q1		净利润增速预测(%)			关注要点		
	收入	归母净利	收入增速(%)	归母净利增速(%)	收入增速(%)	归母净利增速(%)	2019E		2020E	2021E
爱尔眼科	80.09	10.09	34.31	35.88	28.50	37.84	34.09	31.49	31.94	网点继续下沉, 高端术式占比逐渐提高
美年健康	84.58	8.21	34.64	40.53	4.21	(6.45)	40.81	39.42	32.55	2020 年 1000 家门店, 美年收入和利润端双三十五增长
通策医疗	15.46	3.32	31.05	53.34	27.77	53.71	34.56	31.91	32.23	核心医院带领小医院形成服务“医联体”, 成熟模式覆盖浙江省内空白区域
信邦制药	65.80	(12.97)	9.63	(505.97)	3.27	(16.09)	136.48	18.60	-	服务板块业务快速扩张, 流通和工业板块平稳增长

资料来源: 万得, 中银国际证券



医药商业板块：优质公司利润增速加快，边际拐点隐现

2018 年报情况：批发板块内 18 家医药商业公司 18 年收入 5,499.85 亿元，同比增速 18.35%；营业利润 199.71 亿元，同比增速 4.17%；归属母公司股东净利润 130.19 亿元，同比增速为 5.06%。零售板块内 4 家医药零售公司 18 年收入 344.19 亿元，同比增速 25.25%；营业利润 26.10 亿元，同比增速 26.92%；归属母公司股东净利润 19.04 亿元，同比增速为 20.37%。

2019 年一季报情况：19 年一季度，批发板块收入 1527.45 亿元，同比增速 18.57%；营业利润 53.22 亿元，同比增速 7.66%；归属母公司股东净利润 34.38 亿元，同比增速为 5.03%。零售板块收入 103.63 亿元，同比增速 31.09%；营业利润 9.10 亿元，同比增速 33.63%；归属母公司股东净利润 6.66 亿元，同比增速为 30.63%

2017 年以来由于两票制的影响，部分医药批发企业归母净利增速由两位数下降到了个位数的增长，甚至有个别企业出现了负增长，板块整体利润端的增速低于收入端增速。受两票制影响较小的医药批发公司 2018 年业绩增长较快，如柳药股份收入和归母利润增速分别为 24.00%和 31.59%、嘉事堂收入和归母利润增速分别为 26.13%和 24.27%、鹭燕医药收入和归母利润增速分别为 37.93%和 38.10%、国药股份收入和归母利润增速分别为 6.77%和 23.00%、上海医药收入和归母利润增速分别为 21.58%和 10.24%。医药零售板块 2018 年收入增速 25.25%、归母净利增速 20.37%、毛利率 39.19%，同比下降了 0.08pp；2019Q1 零售板块收入增速 31.09%、归母净利增速 30.63%、毛利率 37.38%，同比下降 3.92pp。零售渠道处方药占比提升以及促销等因素毛利率略有下降，随着零售板块行业集中度持续提升、对于上游企业话语权的增强收入和利润端稳健增长，行业环境逐渐向好（处方药外流倾斜以及政策面禁止网售处方药），品种毛利率的提高和精益化管理的加强收入和利润增速会持续保持在 20%-25%以上。

图表 18. A 股医药商业批发板块 2017/2018 主要财务指标对比

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	4647.08	5499.85	18.35
营业成本	4483.23	5343.49	19.19
毛利率(%)	11.24	12.37	10.08
销售费用	202.77	290.90	43.46
销售费用率(%)	4.36	5.29	21.22
管理费用	110.17	125.75	14.14
管理费用率(%)	2.37	2.29	(3.55)
财务费用	29.60	50.99	72.25
财务费用率(%)	0.64	0.93	45.54
公允价值变动净收益	(0.16)	6.58	(4255.82)
投资净收益	15.64	28.06	79.34
营业利润	191.71	199.71	4.17
利润总额	189.81	201.17	5.98
所得税	44.41	45.63	2.76
实际所得税率(%)	23.40	22.68	(3.04)
归属母公司股东的净利润	123.91	130.19	5.06
扣除非经常性损益后的净利润	108.84	100.82	(7.37)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 19. A 股医药商业批发板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	1288.22	1527.45	18.57
营业成本	1132.20	1344.72	18.77
毛利率(%)	12.11	11.96	(1.22)
销售费用	66.64	79.02	18.57
销售费用率(%)	5.17	5.17	0.00
管理费用	30.12	33.30	10.59
管理费用率(%)	2.34	2.18	(6.73)
财务费用	9.83	14.53	47.73
财务费用率(%)	0.76	0.95	24.59
公允价值变动净收益	0.00	0.01	126.47
投资净收益	4.22	3.97	(5.96)
营业利润	49.44	53.22	7.66
利润总额	49.34	53.79	9.01
所得税	11.11	12.18	9.57
实际所得税率(%)	22.52	22.64	0.52
归属母公司股东的净利润	32.74	34.38	5.03
扣除非经常性损益后的净利润	31.64	32.32	2.13

资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. A 股医药商业零售板块 2017/2018 主要财务指标对比

(亿元)	2017	2018	同比变动(%)
营业总收入	274.81	344.19	25.25
营业成本	255.01	319.64	25.34
毛利率(%)	39.23	39.19	(0.08)
销售费用	70.42	89.95	27.72
销售费用率(%)	25.63	26.13	1.98
管理费用	12.94	15.33	18.46
管理费用率(%)	4.71	4.45	(5.42)
财务费用	1.37	1.29	(5.44)
财务费用率(%)	0.50	0.38	(24.50)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	1.12	155.69
营业利润	20.56	26.10	26.92
利润总额	21.03	26.29	25.03
所得税	4.91	6.38	29.91
实际所得税率(%)	23.35	24.26	3.91
归属母公司股东的净利润	15.82	19.04	20.37
扣除非经常性损益后的净利润	15.17	18.15	19.64

资料来源：万得，中银国际证券



图表 21. A 股医药商业零售板块 2018Q1/2019Q1 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1	2019Q1	同比变动(%)
营业总收入	79.05	103.63	31.09
营业成本	47.96	64.47	34.43
毛利率(%)	39.33	37.78	(3.92)
销售费用	20.29	25.34	24.92
销售费用率(%)	25.66	24.45	(4.71)
管理费用	3.00	4.02	34.11
管理费用率(%)	3.79	3.88	2.31
财务费用	0.31	0.39	23.58
财务费用率(%)	0.40	0.38	(5.73)
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.18	0.06	(67.84)
营业利润	6.81	9.10	33.63
利润总额	6.90	9.14	32.47
所得税	1.57	2.08	32.64
实际所得税率(%)	22.69	22.72	0.13
归属母公司股东的净利润	5.10	6.66	30.63
扣除非经常性损益后的净利润	4.93	6.38	29.39

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 22. 医药商业板块重点公司分析

(亿元)	2018			2019Q1			净利润增速预测(%)			关注要点
	收入	归母净利	收入增速(%)	归母净利	收入增速	归母净利增	2019E	2020E	2021E	
			增速(%)	增速(%)	(%)	速(%)				
上海医药	1590.84	38.81	21.58	10.24	26.44	10.42	11.34	9.74	8.85	全国布点基本完成, 调拨业务影响消退, 工业核心品种稳健增长
老百姓	94.71	4.35	26.26	17.32	23.37	22.13	22.76	22.79	22.08	分类管理政策加速行业集中度持续提高、在处方药销售产业链地位逐渐提升、医保政策逐渐倾斜, 未来 3-5 年行业龙头收入端可以保持 20% 以上的高增长, 利润端增速在 20%-30%。
益丰药房	69.13	4.16	43.79	32.83	66.67	45.78	36.30	32.22	29.84	
一心堂	91.76	5.21	18.39	23.27	18.77	33.51	26.48	23.59	20.85	
大参林	88.59	5.32	19.38	11.93	26.77	25.20	20.87	20.45	21.11	

资料来源: 万得, 中银国际证券



风险提示

板块内个股业绩低于预期，带量采购、医保降价等政策扰动。

附录图表 23. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600535.SH	天士力	买入	21.92	331.58	1.02	1.19	21.46	18.42	7.27
600436.SH	片仔癀	买入	115.30	695.62	1.89	2.47	60.86	46.68	9.13
002773.SZ	康弘药业	买入	49.95	336.43	1.03	1.23	48.41	40.61	6.38
002294.SZ	信立泰	增持	24.06	251.67	1.39	1.42	17.26	16.94	5.88
300199.SZ	翰宇药业	买入	10.78	100.07	(0.37)	0.72	(29.36)	14.97	3.46
002044.SZ	美年健康	增持	15.31	477.91	0.26	0.35	58.24	43.74	2.06
002390.SZ	信邦制药	增持	5.96	99.37	(0.78)	0.28	(7.66)	21.29	2.86
002727.SZ	一心堂	买入	29.05	164.94	0.92	1.24	31.65	23.43	6.83
603939.SH	益丰药房	增持	60.05	226.27	1.11	1.48	54.34	40.57	11.16
002821.SZ	凯莱英	买入	91.21	210.44	1.86	2.47	49.13	36.93	11.28
300244.SZ	迪安诊断	买入	20.02	124.22	0.63	0.80	31.96	25.03	6.03
600867.SH	通化东宝	增持	15.80	321.37	0.41	0.48	38.32	32.92	2.46
603127.SH	昭衍新药	买入	46.40	74.70	0.67	0.97	68.95	47.84	3.70
300142.SZ	沃森生物	增持	27.25	418.95	0.68	0.15	40.04	181.67	3.02
300685.SZ	艾德生物	买入	49.13	70.75	0.88	1.15	55.82	42.72	5.48
000739.SZ	普洛药业	买入	9.98	117.62	0.31	0.44	31.74	22.68	2.93
002007.SZ	华兰生物	买入	42.66	399.03	1.22	1.49	35.02	28.63	6.30
300294.SZ	博雅生物	买入	29.94	129.74	1.08	1.36	27.65	22.01	8.42
300009.SZ	安科生物	增持	15.27	160.38	0.25	0.35	60.94	43.63	2.37
000403.SZ	振兴生化	增持	29.51	80.44	0.29	0.80	100.57	37.07	2.43
600276.SH	恒瑞医药	未有评级	65.75	2,908.15	0.92	1.20	71.53	54.79	4.62
000661.SZ	长春高新	未有评级	304.01	517.16	5.92	8.08	51.38	37.63	32.47
300357.SZ	我武生物	未有评级	47.92	139.39	0.80	1.04	59.85	46.08	3.57
000999.SZ	华润三九	未有评级	29.50	288.78	1.46	2.21	20.16	13.35	12.25
300003.SZ	乐普医疗	未有评级	26.64	474.63	0.68	0.96	39.18	27.75	3.84
002223.SZ	鱼跃医疗	未有评级	23.46	235.18	0.73	0.88	32.14	26.66	5.73
300760.SZ	迈瑞医疗	未有评级	140.84	1,712.18	3.06	3.76	46.03	37.46	13.29
300463.SZ	迈克生物	未有评级	22.69	126.61	0.80	0.99	28.36	22.92	5.05
300298.SZ	三诺生物	未有评级	12.59	71.17	0.55	0.62	22.89	20.31	4.69
300015.SZ	爱尔眼科	未有评级	37.33	889.72	0.42	0.57	88.88	65.49	2.51
600763.SH	通策医疗	未有评级	77.28	247.79	1.04	1.39	74.31	55.60	4.40
601607.SH	上海医药	未有评级	19.68	559.32	1.37	1.52	14.36	12.95	14.11
603883.SH	老百姓	未有评级	58.06	166.37	1.53	1.86	37.95	31.22	11.35
603233.SH	大参林	未有评级	47.90	191.60	1.33	1.61	36.02	29.75	8.06

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 4 月 30 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371