



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

# 2019年5月医药行业投资策略

## 业绩为王、坚持轻药重医方向

西南证券研究发展中心

2019年5月

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力

执业证号：S1250515090002

电话：023-67898264

邮箱：hzl@swsc.com.cn

分析师：陈铁林

执业证号：S1250516100001

电话：023-67909731

邮箱：ctl@swsc.com.cn

# 核心观点

237家医药上市公司2018年收入和归母净利润总额增速分别为18.3%和19.6%，2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为12.1%和13.5%，归母净利润总额增长分别为-7.4%和7.3%。结合医药工业2018年累计收入和净利润同比增速分别为12.6%和9.5%，2019Q1分别为9.4%和7.6%，我们判断全年行业收入端整体或维持约10%增长，上市公司整体快于行业增长。考虑到2018年上半年的高基数，2019年行业净利润或为前低后高态势。从细分领域看，疫苗、CRO、药店、血制品和体外诊断等为代表的子行业仍保持快速增长态势。

随着科创板设立加快医药产业升级，创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；对创新药产业链，尤其创新药标的估值形成较大影响。虽然仿制药带量采购及医保调整持续推进，回避受影响个股、对板块非理性影响有限。在坚持“轻药重医”的方向下，我们认为创新药产业链、政策相对友好增速有保障的医疗设备、2C器械及医疗服务等领域仍是投资主线。在当前市场波动加大的背景下，坚定配置产业趋势明确，业绩靓丽的个股，具体投资策略如下：

- ◆**业绩持续高增长，且不受医保控费影响的消费板块**，重点推荐长春高新（000661）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）和莱美药业（300006）等；
- ◆**在国家鼓励创新和科创板推动下，创新产业链为战略性配置方向**，重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、和药石科技（300725）等；
- ◆**坚持轻药重医，建议配置医疗器械板块**，重点推荐迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、万东医疗（600055）、理邦仪器（300306）等；
- ◆**药店产业链位置重要、业绩提速增长**，重点推荐老百姓（603883）、益丰药房（603939）等。

**风险提示：**药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

# 目 录

---

## 1 医药行业回顾表现

2 行业数据：整体承压，进入增长新常态

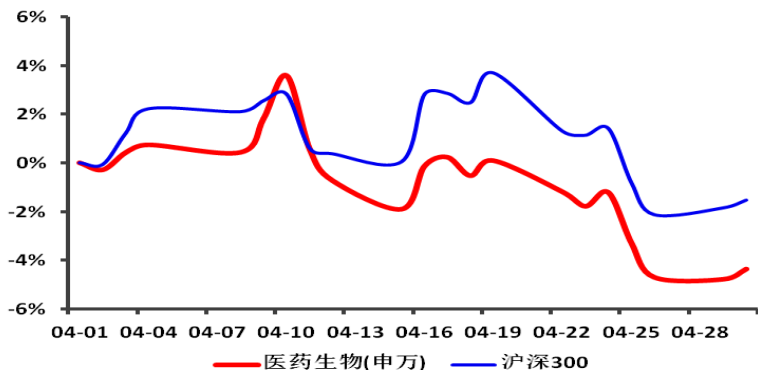
3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高

4 2019年5月医药行业投资策略及标的

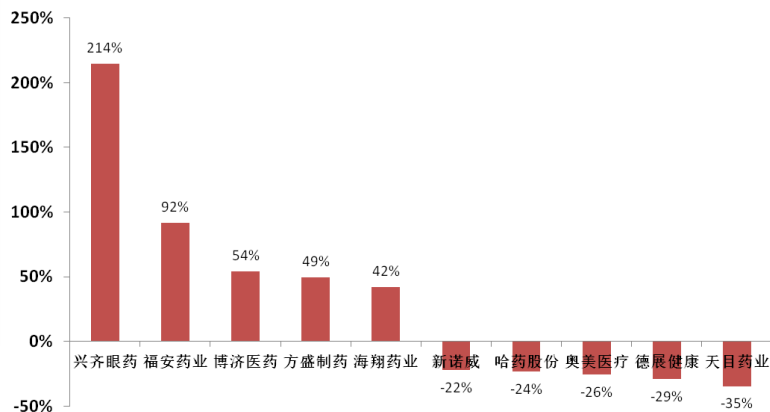
# 1 医药行业回顾表现

## 1.1 医药二级市场表现

### 医药指数相对沪深300走势

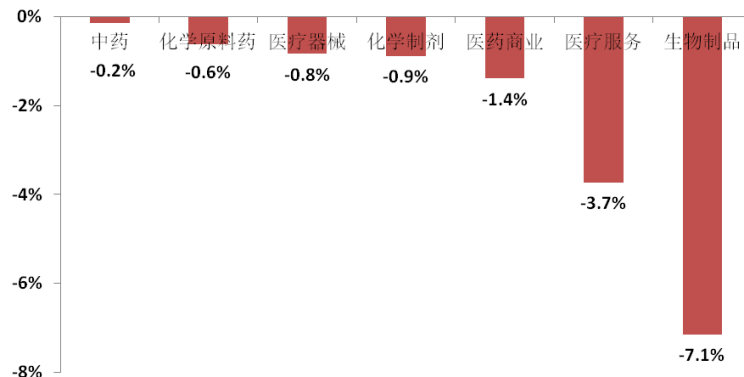


### 医药个股涨跌幅排名



数据来源: Wind, 西南证券整理

### 医药子行业二级市场涨跌幅

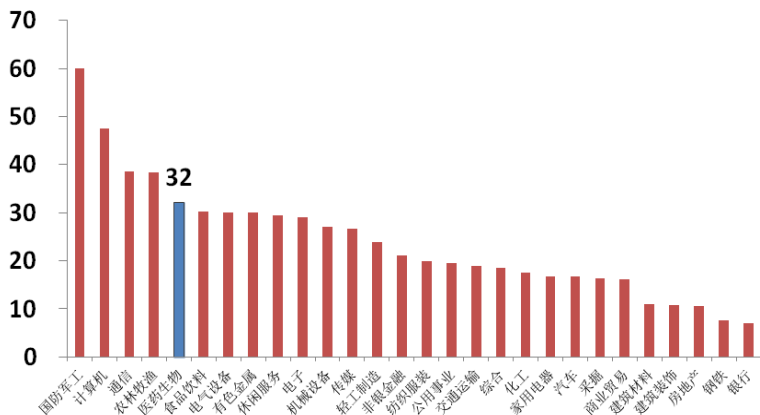


- ◆ 2019年4月申万医药指数下跌4.4%，跑输沪深300指数约2.8个百分点。
- ◆ 按流通市值加权计算，2019年4月医药行业子板块均为下跌，其中中药板块跌幅最小（-0.2%），生物制品跌幅最大（-7.1%）。
- ◆ 2019年4月医药上市公司中涨幅最大的分别为兴齐眼药（+215%）、福安药业（+92%），博济医药（+54%）；跌幅最大的天目药业（-35%）、德展健康（-29%）、奥美医疗（-26%）。

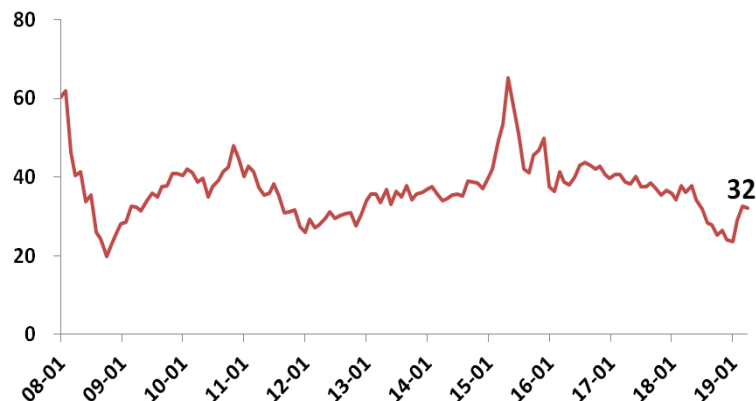
# 1 医药行业回顾表现

## 1.2 医药行业市盈率和溢价率出现明显回落，比较具有吸引力

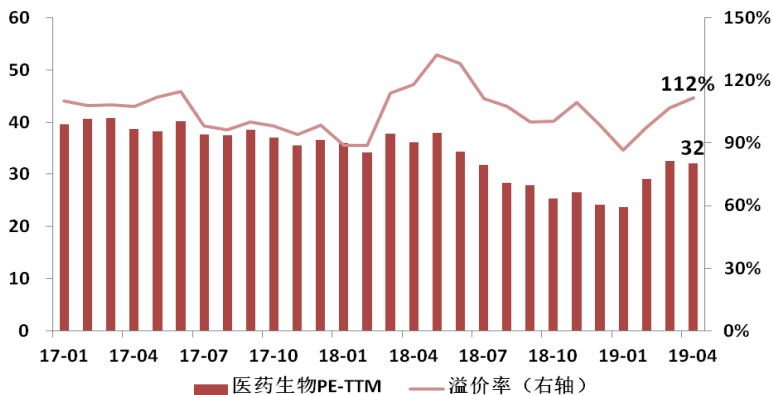
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药历史市盈率变化趋势（TTM整体法）



申万医药市盈率及与A股溢价率



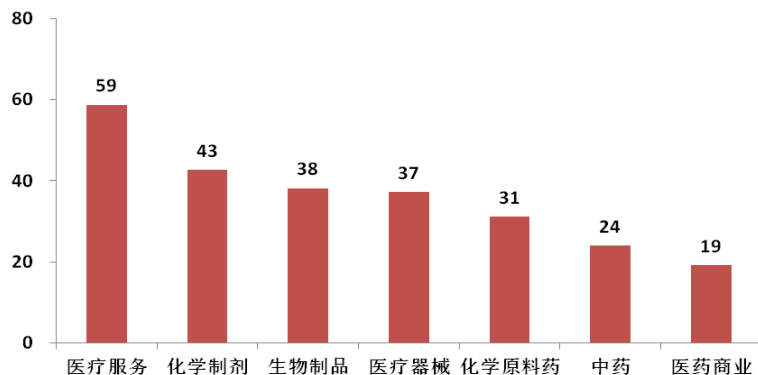
- ◆ 横向看：医药行业PE(TTM)为32倍，在申万一级行业中处于中等水平。
- ◆ 纵向看：2008年以来医药行业PE(TTM)区间为20-62倍，平均值37倍，目前为32倍，仍处于历史底部、医药估值较为合理。
- ◆ 医药行业相对于全部A股估值溢价率为112%，环比提升约5个百分点。

数据来源：Wind，西南证券整理。均为剔除负值  
www.swsc.com.cn

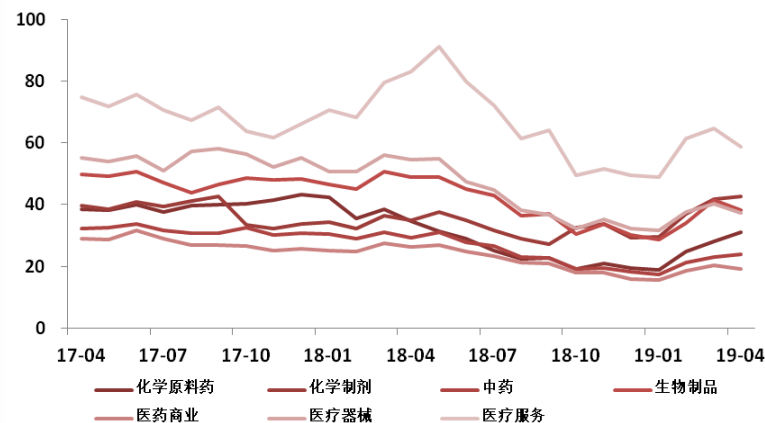
# 1 医药行业回顾表现

## 1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

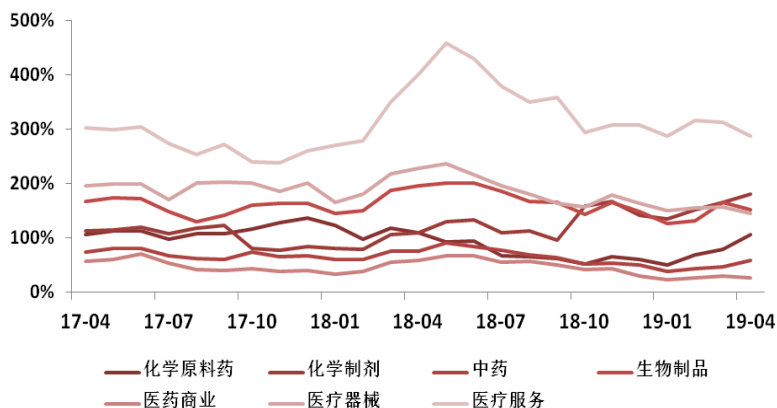
### 申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



### 申万医药子行业历史市盈率变化趋势



### 申万医药子行业相对A股的溢价率



- ◆ 横向看：医疗服务（59倍）和化学制剂（43倍）的PE(TTM)最高，中药（24倍）和医药商业（19倍）市盈率最低。
- ◆ 纵向看：医疗服务、医疗器械、医药商业、生物制品估值环比下降，化药制剂、化学原料药、中药为上升趋势；与此同时，医疗服务、医疗器械、医药商业、生物制品板块相对A股溢价率均呈现上升趋势。

# 目 录

---

1 医药行业回顾表现

**2 行业数据：整体承压，进入增长新常态**

3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高

4 2019年5月医药行业投资策略及标的

## 2 行业数据：产业整合，进入增长新常态

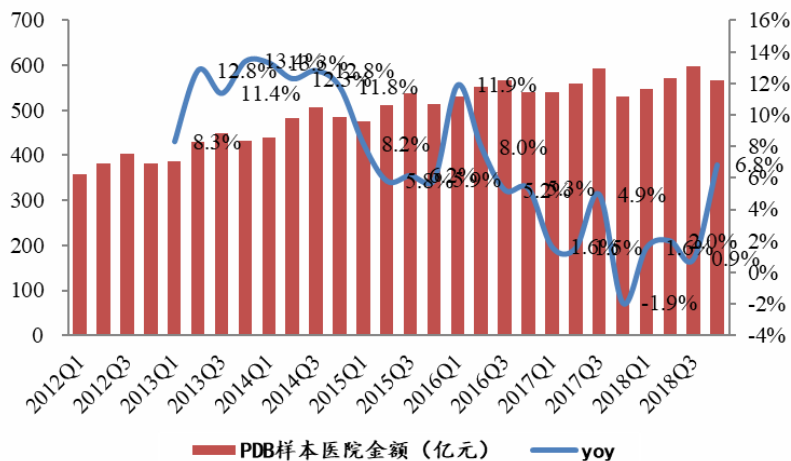
- 国家统计局规模以上医药制造业数据**：2018年累计收入和净利润同比增速分别为12.6%和9.5%，较2017年略有下降，全年呈现前高后低态势。2019Q1实现收入和净利润同比增速分别为9.4%和7.6%，考虑到2018年前高后低的基数，我们判断2019年净利润或前低后高。
- PDB样本医院药品数据**：2018年PDB样本医院药品收入增速2.7%，与2017年的1.6%相比，提升了1.1个百分点。从单季度看，2018Q1-Q4增速分别为1.6%、2.0%、0.9%和6.8%，第四季度增速略有回升，或受流感影响。由于样本医院主要统计大中城市的等级医院，对OTC和第三终端反应不充分，该增速较医药工业统计数据较低。
- 我们认为**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。医药工业收入增速约10%，但结构上分化愈加明显，创新药等或成行业主要增长动力。

医药工业上市公司收入总额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

医药行业上市公司归母净利润总额及增速



数据来源：PDB，西南证券整理



# 目 录

---

1 医药行业回顾表现

2 行业数据：整体承压，进入增长新常态

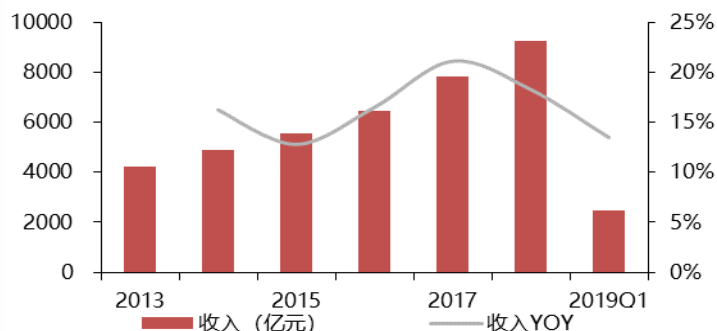
**3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高**

4 2019年5月医药行业投资策略及标的

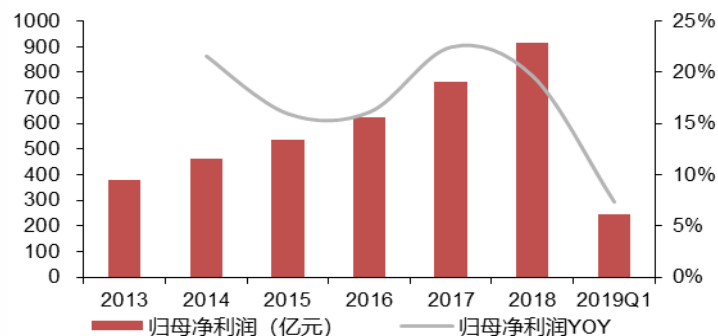
### 3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高

- 237家医药上市公司2018年收入总额增速为18.3%、归母净利润总额增速为19.6%。
- 237家医药上市公司2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为12.1%和13.5%，归母净利润总额增长分别为-7.4%和7.3%。整体上收入端呈2位数增长，但利润端在带量采购和商誉减值后明显下滑，2019Q1略有回升，我们判断2019年行业净利润或成前低后高态势。

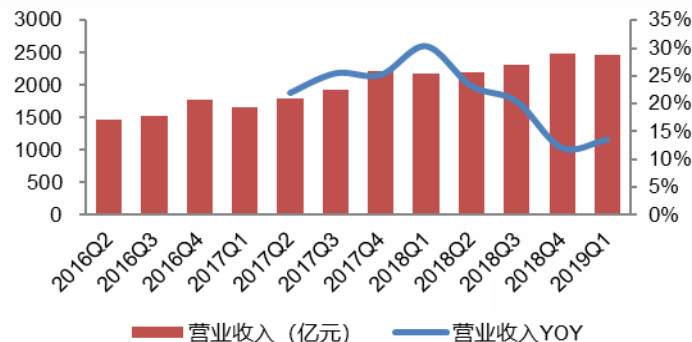
医药行业上市公司收入总额及增速



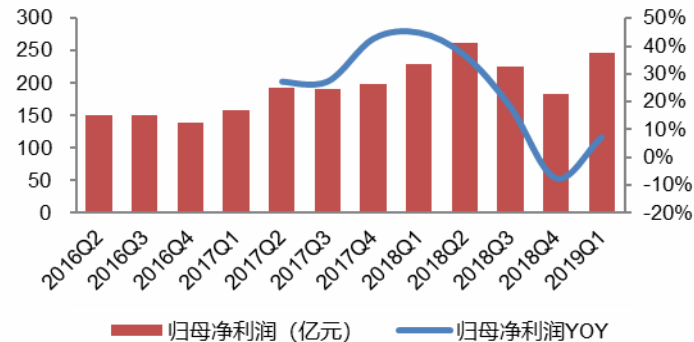
医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业上市公司收入总额及增速（分季度）



医药上市公司归母净利润总额及增速（分季度）



数据来源：Wind，西南证券整理。剔除不可同比公司详见个子行业分析  
www.swsc.com.cn

### 3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高

疫苗、CRO、药店、原料药表现靓丽

- 2018年：
  - 收入增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、血制品、CRO；
  - 利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、化药原料药。
- 2019Q1季报：
  - 收入增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、药店；
  - 利润增长最快的三个细分领域依次为：疫苗、CRO、药店。

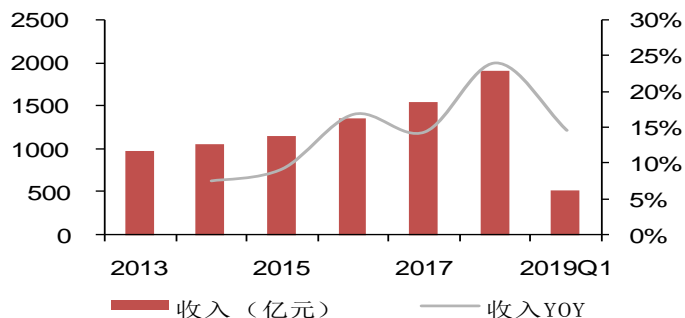
2018年半年报及2018Q2医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2018A		2019Q1	
	收入 yoy	净利润 yoy	收入 yoy	净利润 yoy
237 家上市公司合计	18.3%	19.6%	13.5%	7.3%
化药制剂	24.0%	6.3%	14.6%	2.0%
化药原料药	24.2%	41.5%	1.6%	-23.4%
中药	9.8%	7.6%	7.8%	0.4%
其中：品牌中药	9.6%	11.4%	5.8%	-1.9%
其中：口服中药	11.1%	10.6%	6.6%	-2.3%
其中：注射中药	6.7%	-7.3%	14.9%	17.2%
生物药	42.8%	27.1%	34.0%	24.1%
其中：血制品	40.5%	36.3%	20.5%	20.2%
其中：疫苗	189.4%	191.7%	112.2%	62.9%
其中：其他生物药	21.6%	-0.5%	16.4%	13.0%
医疗器械	20.1%	8.0%	19.4%	26.1%
其中：IVD	31.6%	19.3%	23.2%	19.8%
其中：其他医疗器械	20.9%	31.4%	18.5%	27.8%
创新药产业链	26.8%	64.6%	28.7%	31.9%
其中：CMO	12.9%	19.0%	7.2%	10.8%
其中：CRO	31.7%	79.2%	35.4%	38.3%
医药流通	15.8%	-6.1%	16.1%	14.8%
药店	25.2%	20.4%	31.1%	30.6%
医疗服务	29.2%	16.2%	21.3%	24.3%

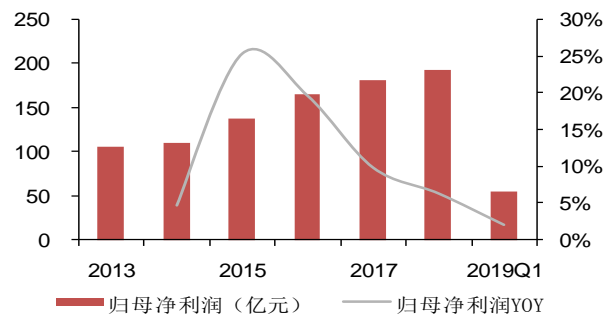
### 3.1 化学制剂：个股分化明显，龙头增长趋势不改

- 剔除新股与大额商誉计提公司，44家化学制剂公司2018年收入总额增速为24%、归母净利润总额增速为6.3%；
- 受行业两票制与商誉计提影响，化学制剂行业2018Q4收入与归母净利润增速分别为18.3%、-22.7%；2019Q1年收入总额增速为14.6%、归母净利润总额增速为2.0%。

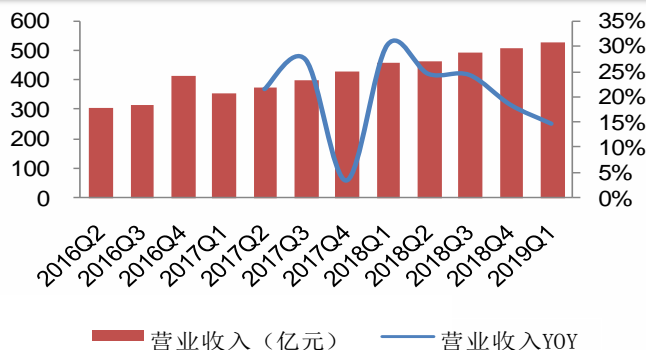
化学制剂上市公司收入总额及增速



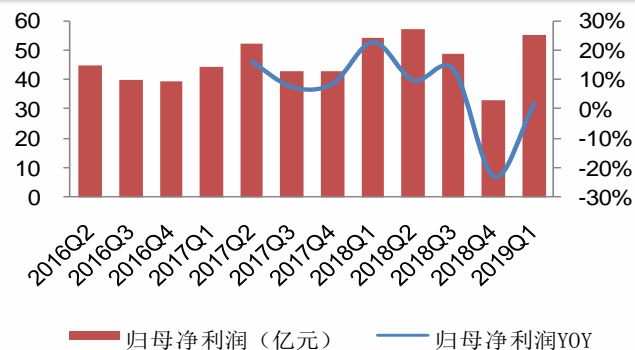
化学制剂上市公司归母净利润总额及增速



化学制剂上市公司收入总额及增速 (单季度)



化学制剂上市公司归母净利润总额及增速 (单季度)



数据来源：Wind，西南证券整理，剔除复旦复华、中关村、国农科技、华邦健康、奥赛康、昂利康、润都股份、金石东方、健康元、丽珠集团、人福医药、翰宇药业

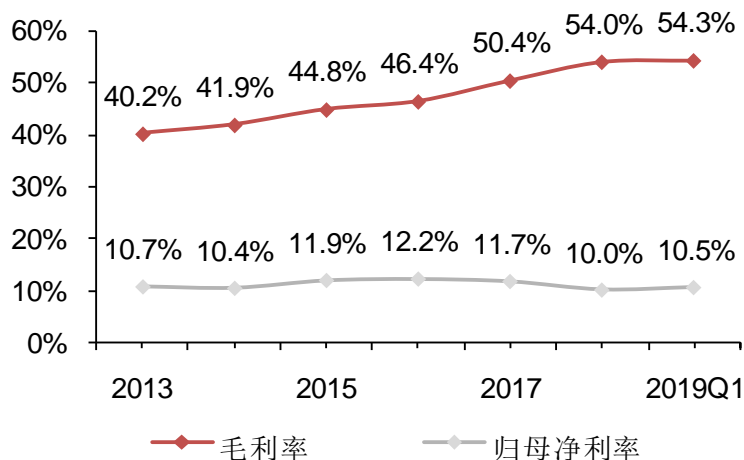
### 3.1 化学制剂：个股分化明显，龙头增长趋势不改

受两票制的影响，盈利能力方面，化学制剂上市公司2018年和2019Q1的毛利率整体趋势向上：

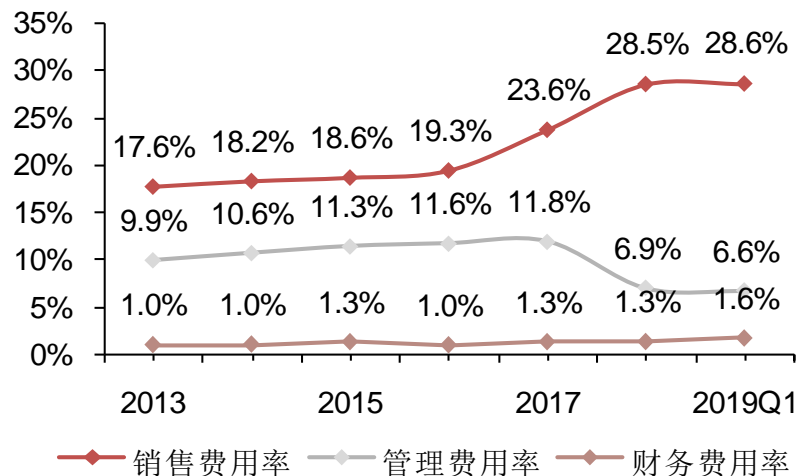
- 毛利率整体趋势向上：两票制2018年全面实施。
- 销售费用率略有升高：两票制实施下销售费用内化导致。
- 管理费用率下降：主要系研发费用单列。
- 财务费用率保持平稳。

西南证券医药团队观点：化学制剂正处于转型升级过程中，一致性评价实现仿制药供给侧改革，创新加速实现行业由仿制药向创新药的结构转型；未来化药公司分化将会更加明显。

化学制剂上市公司毛利率及净利率（整体法）



化学制剂上市公司期间费用率（整体法）

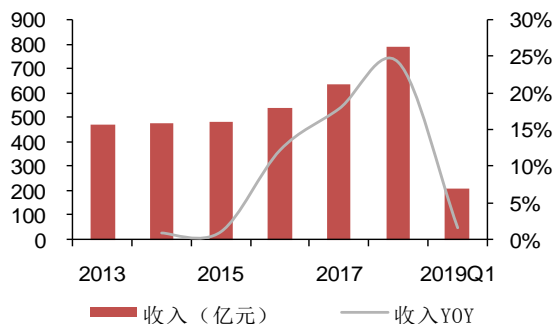


数据来源：Wind，西南证券整理

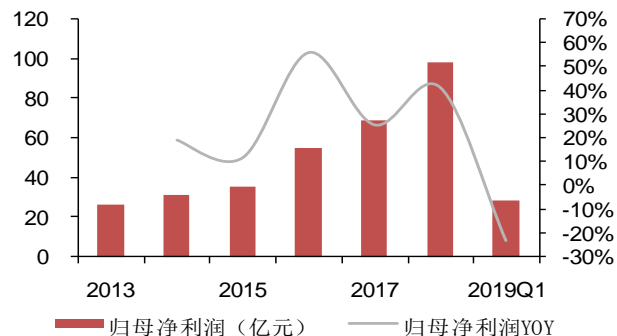
## 3.2 原料药：响水事件后，行业有望快速恢复上升趋势

- 剔除商誉减值公司，28家原料药公司2018收入总额增速24.2%、归母净利润总额增速41.5%。
- 28家原料药公司2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为10.2%和1.6%，净利润总额增长分别为-34.2%和-23.4%，收入和利润增速呈下降趋势。

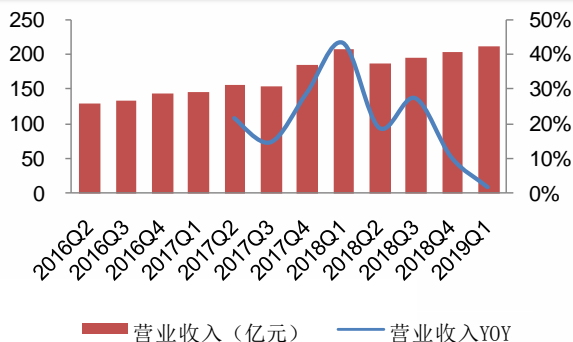
### 原料药上市公司收入总额及增速



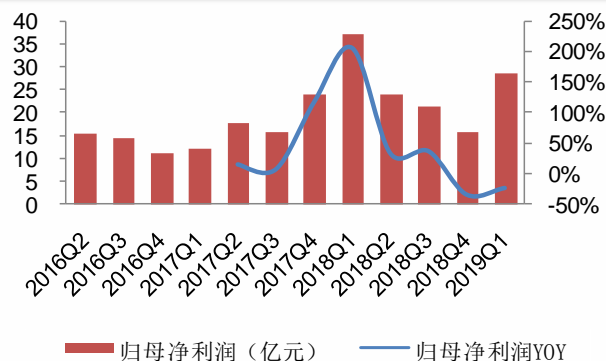
### 原料药上市公司归母净利润总额及增速



### 原料药上市公司收入总额及增速 (单季度)



### 原料药上市公司归母净利润总额及增速 (单季度)



数据来源：Wind，西南证券整理。剔除福安药业

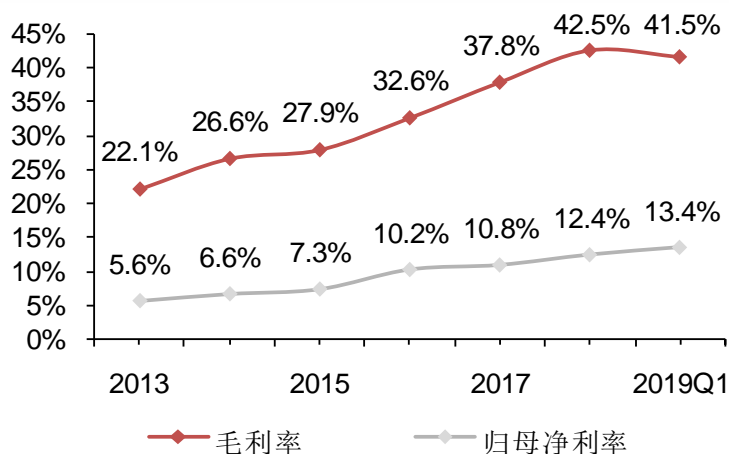
## 3.2 原料药：响水事件后，行业有望快速恢复上升趋势

盈利能力方面，原料药上市公司2018年和2019Q1的毛利率趋势略微下降，其中：

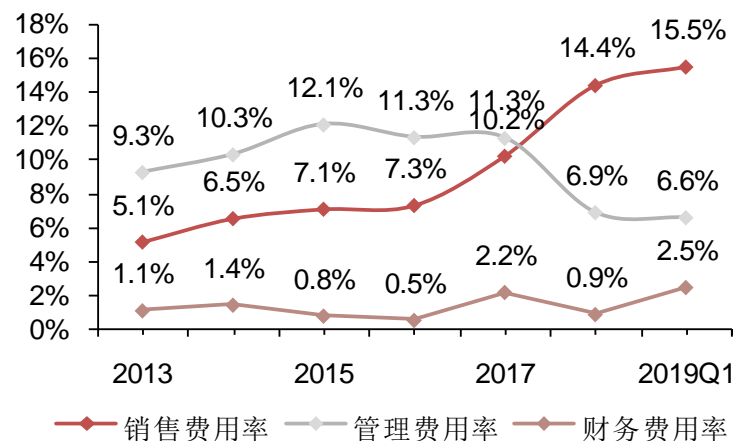
- 毛利率整体趋势向上：1) 供给侧改革，供给端减少，产品提价；2) 景气周期短期结束。
- 销售费用率提升：部分原料药企业含有制剂业务，制剂销售费用增大所致。
- 管理费用率下降：主要系研发费用单列。
- 财务费用率保持正常水平。

**西南证券医药团队观点：国内原料药行业短期正处于景气周期下行趋势、单价下降导致收入与利润的增速短期呈下滑态势；受供给侧改革的持续推进和响水事件发生，原料药行情或将短期恢复向上趋势**

原料药上市公司毛利率及净利率（整体法）



原料药上市公司期间费用率（整体法）

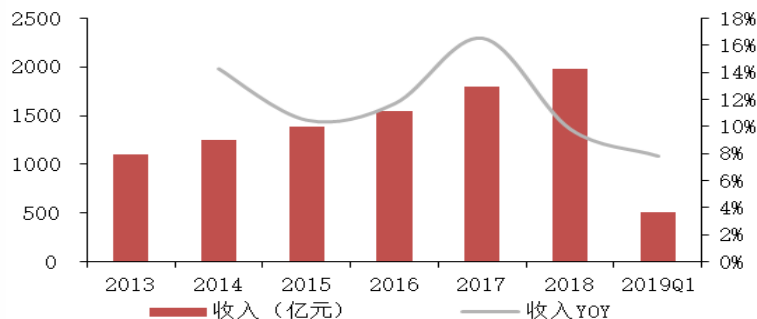


数据来源：Wind，西南证券整理

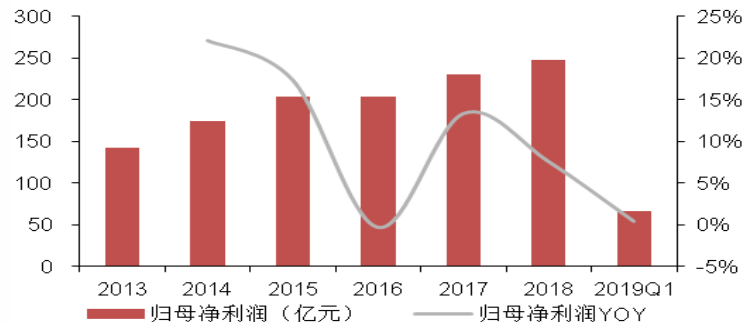
### 3.3 中药：整体增速较为低迷，品牌中药仍较看好

- 58家中药上市公司2018年收入总额增速为9.8%、归母净利润总额增速为7.6%；
- 中药行业2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为-4.3%和7.8%，净利润总额增长分别为-12.8%和0.4%，行业整体环比呈加速增长态势。

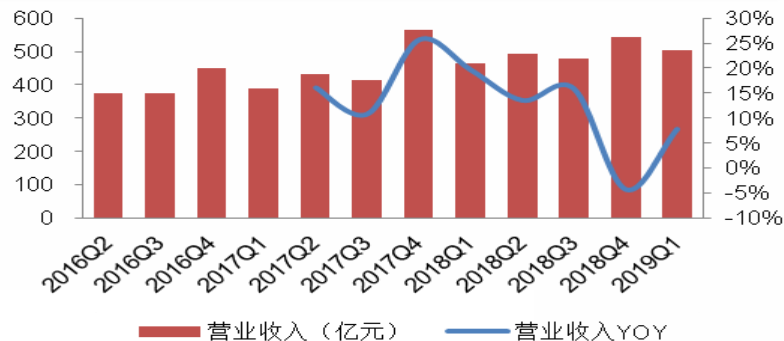
#### 中药上市公司收入总额及增速



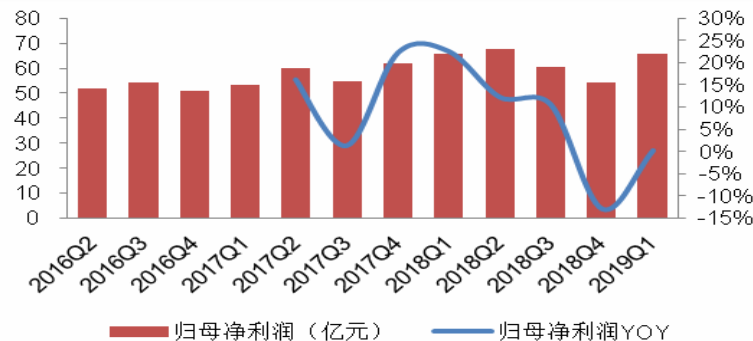
#### 中药上市公司归母净利润总额及增速



#### 中药上市公司收入总额及增速 (单季度)



#### 中药上市公司归母净利润总额及增速 (单季度)



数据来源：Wind，西南证券整理，剔除金陵药业、振东制药、益佰制药、红日药业、康美药业、马应龙、太极集团、太龙药业、白云山、华润三九、誉衡药业、吉林敖东



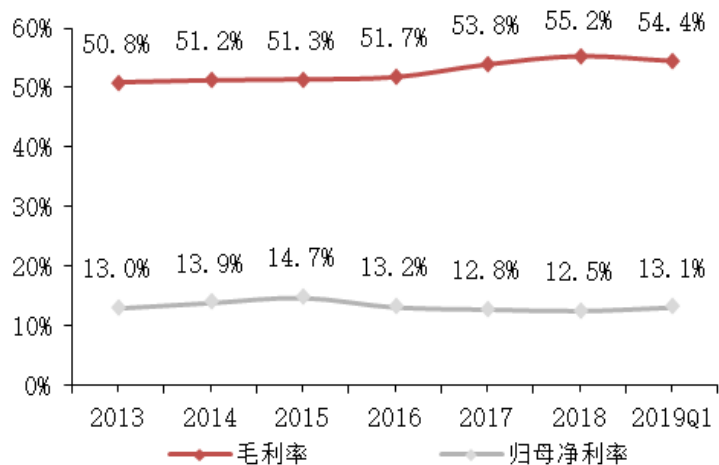
### 3.3 中药：整体增速较为低迷，品牌中药仍较看好

盈利能力方面，中药上市公司2018年和2019Q1毛利率均略有回落、但净利率提升明显，其中：

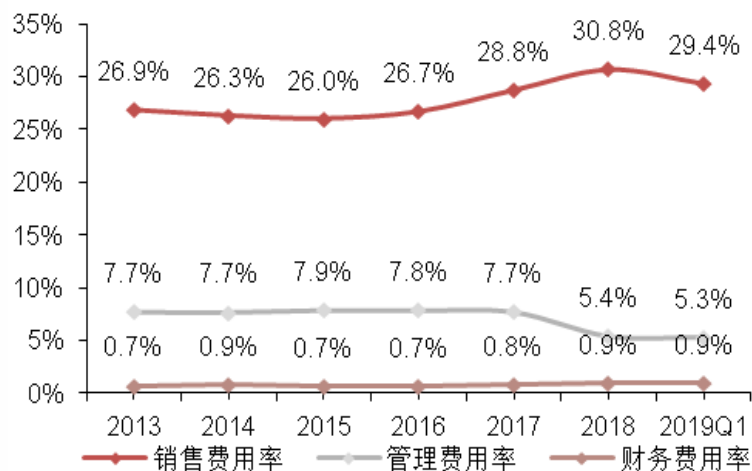
- ❑ 毛利率略有回落：1) 原材料成本上升；2) 收入贡献结构变化；
- ❑ 销售费用率回落：行业性销售模式调整完毕，Q1费用投入放缓；
- ❑ 管理费用率明显下降：规模效应逐步体现；
- ❑ 财务费用率保持平稳。

**西南证券医药团队行业观点：**由于医保支出结构中加强控制辅助用药，对中药注射剂压力增大。受益于消费升级及治疗未病意识增强等，中药行业内部分化加剧，中药饮片、品牌中药等业绩增速均高于中药行业水平。

#### 中药上市公司毛利率及净利率率（整体法）



#### 中药上市公司期间费用率（整体法）

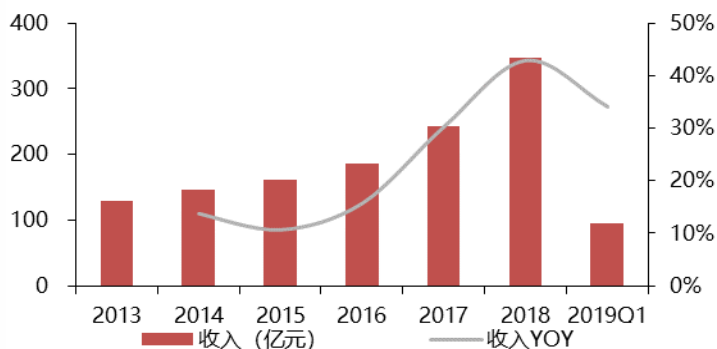


数据来源：Wind，西南证券整理

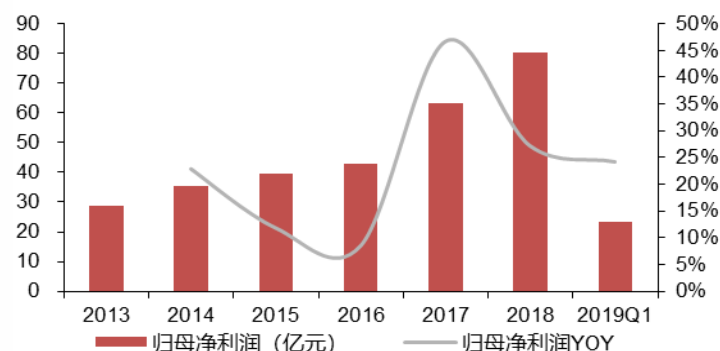
### 3.4 生物药：朝阳领域，延续高增长态势

- 20家生物制品公司2018年收入总额增速为42.8%、归母净利润总额增速为27.1%；
- 生物药行业2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为31.1%和34.0%，净利润总额增长分别为13.2%和24.1%，2018Q4利润增速下滑主要系行业商誉减值影响，2019Q1利润环比快速增长。

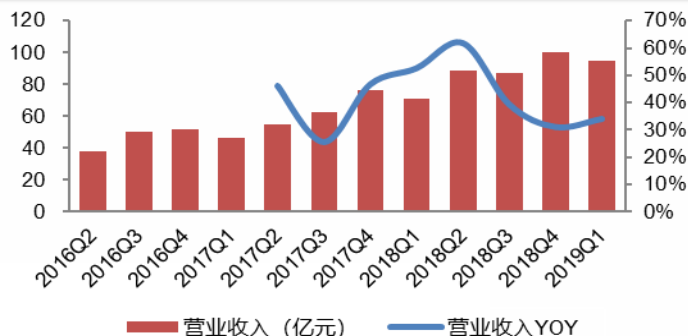
#### 生物药上市公司收入总额及增速



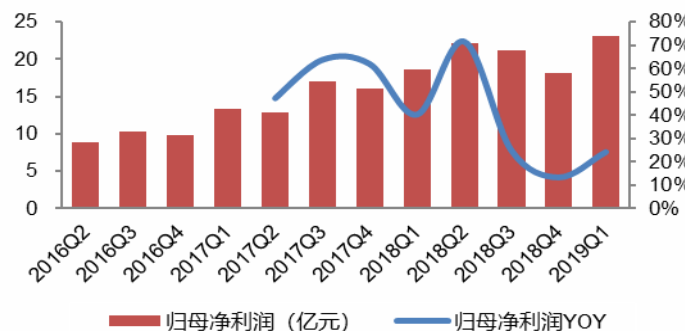
#### 生物药上市公司归母净利润总额及增速



#### 生物药上市公司收入总额及增速（单季度）



#### 生物药上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理。剔除不可比的中源协和、西藏药业、未名医药、天坛生物、沃森生物和上海莱士  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

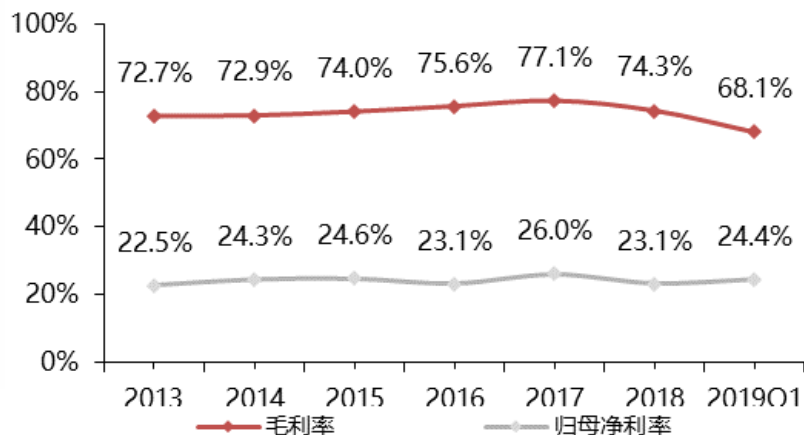
### 3.4 生物药：朝阳领域，延续高增长态势

盈利能力方面，生物药上市公司2018年和2019Q1毛利率略有回落、但净利率略有回升，其中：

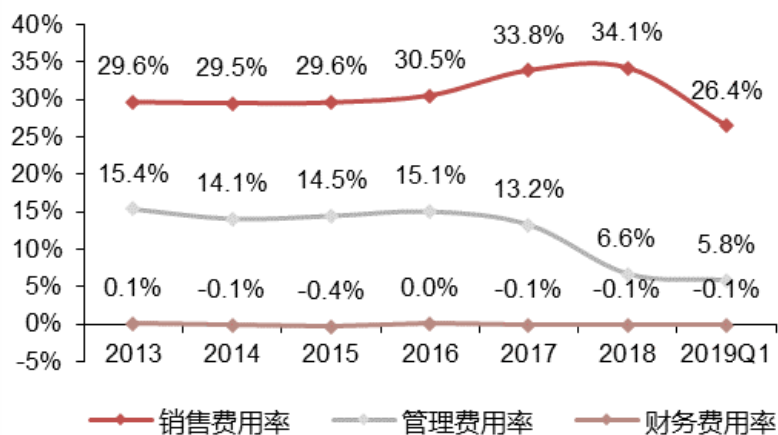
- 毛利率略有回落：1) 部分产品价格略有下降；2) 部分生物药企业收入贡献结构变化。
- 销售费用率回落：2018年主要受两票制全面实施影响提升，2019Q1影响逐步减弱。
- 管理费用率明显下降：主要系研发费用单列所致。
- 财务费用率保持平稳。

西南证券医药团队行业观点：生物药是目前全球发展最快的领域，国内在鼓励创新的大政策推动下，以重组蛋白和单抗为代表的新品正加速上市，上市后有望通过医保价格谈判纳入医保放量，我们认为行业高景气度将中长期延续。

#### 生物药上市公司毛利率及净利润率（整体法）



#### 生物药上市公司期间费用率（整体法）

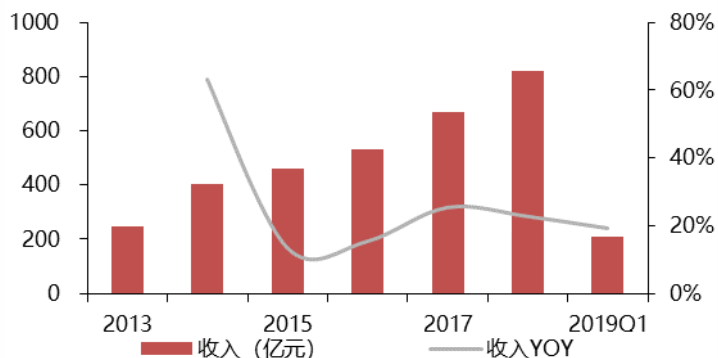


数据来源：Wind，西南证券整理

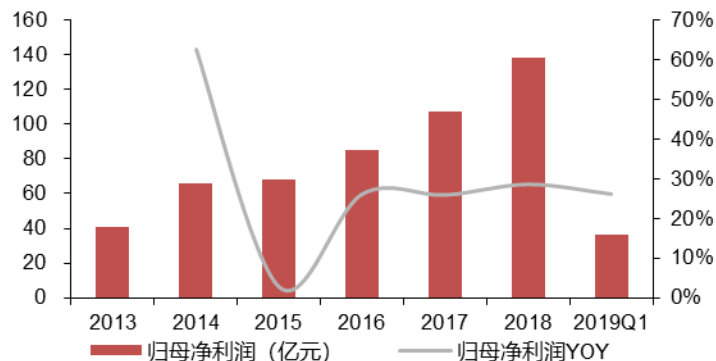
## 3.5 医疗器械：分级诊疗和进口替代下，行业保持高景气状态

- 49家医疗器械上市公司2018年收入总额增速为20.1%、归母净利润总额增速为8.0%。
- 49家医疗器械上市公司2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为22.2%和19.4%，净利润总额增长分别为29.6%和26.1%，行业整体仍然保持快速增长态势。

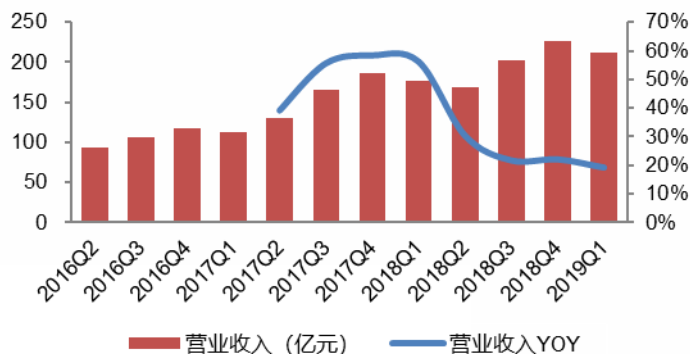
医疗器械上市公司收入总额及增速



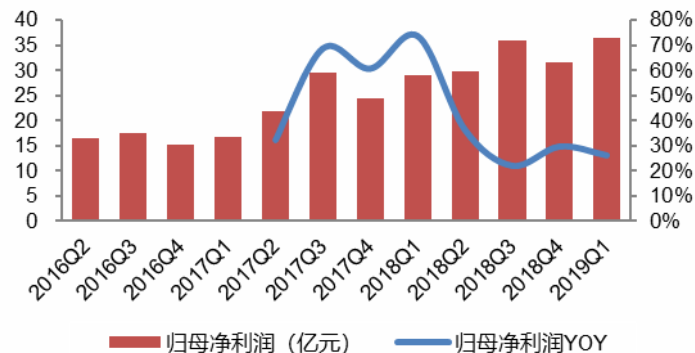
医疗器械上市公司归母净利润总额及增速



医疗器械上市公司收入总额及增速 (单季度)



医疗器械上市公司归母净利润总额及增速 (单季度)



数据来源：Wind，西南证券整理。剔除利德曼、新华医疗和千山药机

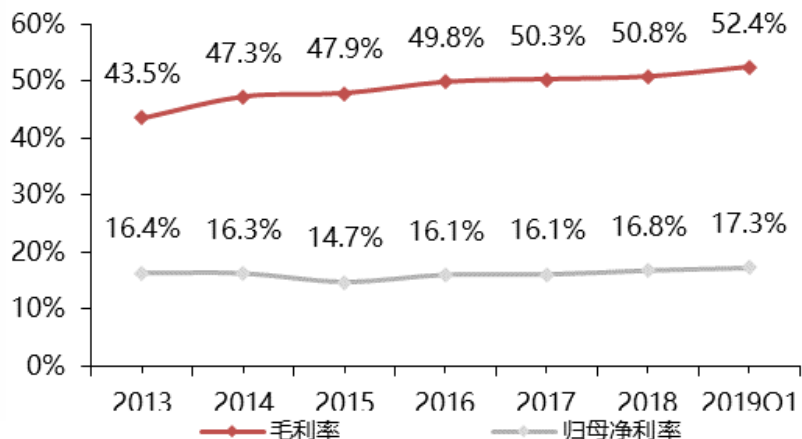
### 3.5 医疗器械：分级诊疗和进口替代下，行业保持高景气状态

盈利能力方面，49家医疗器械上市公司2018年和2018Q1的毛利率、净利率整体趋势向上，其中：

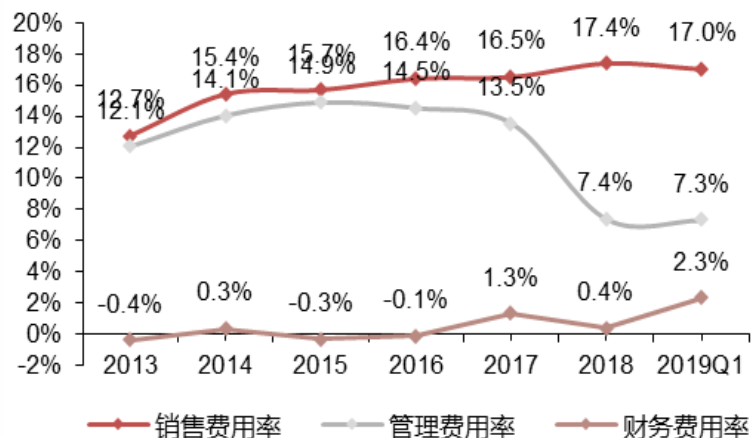
- 毛利率整体趋势向上：1) 高毛利率产品放量且占比提升；2) 规模效应逐步体现；
- 销售费用率略有升高并正企稳：产品推广力度加大；
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现；
- 财务费用率升高：债务融资规模增加。

**西南证券医药团队行业观点：其他医疗器械产品技术提升且价格低于进口，逐步替代进口产品，且国内企业并购重组，综合竞争力提升，长期发展前景广阔。**

医疗器械上市公司毛利率及净利率（整体法）



医疗器械上市公司期间费用率（整体法）

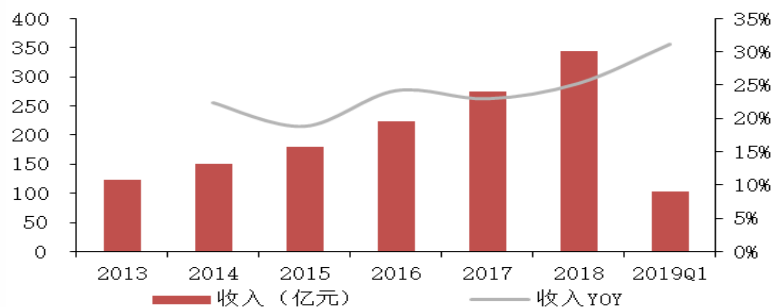


数据来源：Wind，西南证券整理

## 3.6 药店：行业增长仍然强劲，盈利能力显著提升

- 4家药店行业上市公司2018年收入总额增速为25.2%、归母净利润总额增速为20.4%；
- 药店行业2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为27.4%和31.1%，净利润总额增速分别约为8.3%和30.6%，行业整体环比呈加速增长态势。

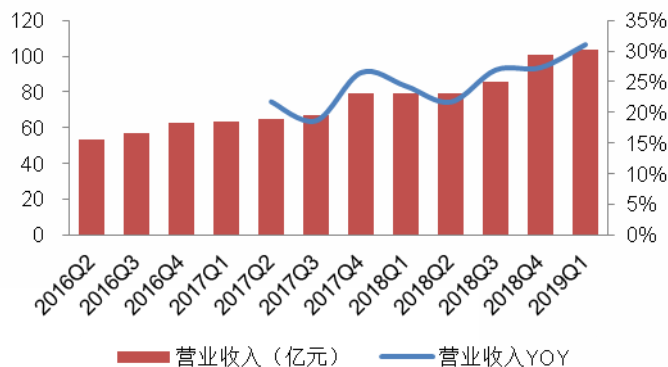
### 药店行业上市公司收入总额及增速



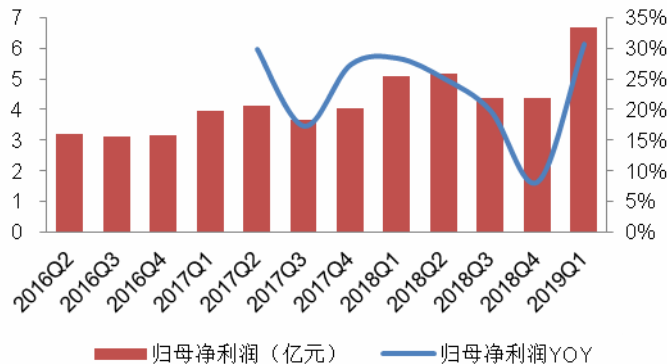
### 药店行业上市公司归母净利润总额及增速



### 药店行业上市公司收入总额及增速 (单季度)



### 药店行业上市公司归母净利润总额及增速 (单季度)



数据来源：Wind，西南证券整理

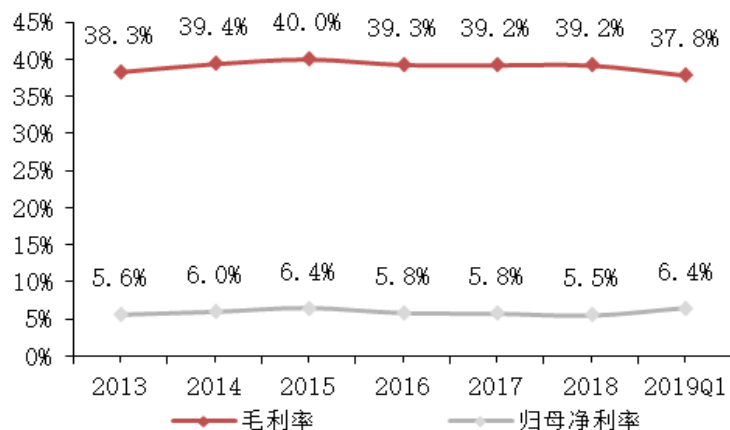
## 3.6 药店：行业增长仍然强劲，盈利能力显著提升

盈利能力方面，药店行业上市公司2019Q1毛利率略有回落、但期间净利率提升明显，其中：

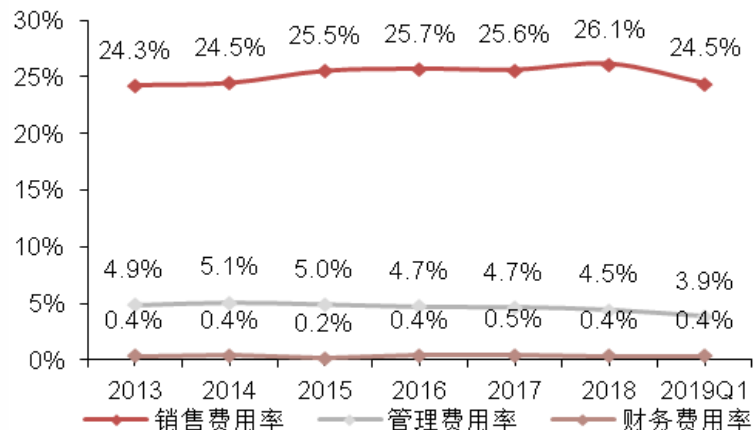
- 毛利率略有回落：1) 采购成本上升；2) 产品收入贡献结构变化。
- 销售费用率下降：Q1为销售推广淡季；
- 管理费用率平稳：规模效应体现；
- 财务费用率保持平稳。

**西南证券医药团队行业观点：**药店增长主要来至内生和外延两方面，内生增长主要是老店（包含处方外流影响），外延可分为新建门店及并购。由于药店的产业链位置，对上游议价及下游回款能力均较强。且随着规模效应体现，盈利能力将呈现提升趋势。

药店行业上市公司毛利率及净利润率（整体法）



药店行业上市公司期间费用率（整体法）

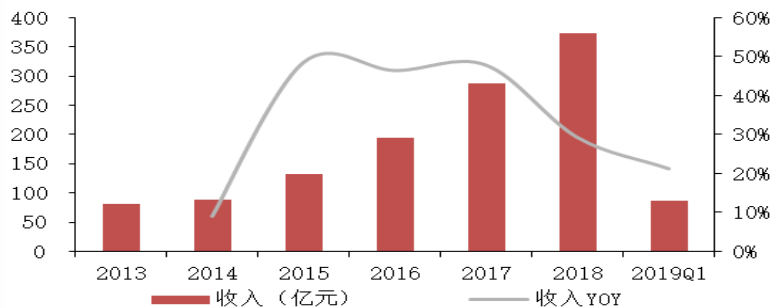


数据来源：Wind，西南证券整理

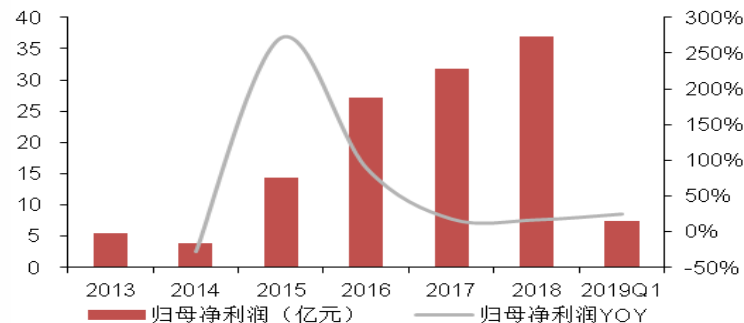
## 3.7 医疗服务：行业景气度高，维持高增长趋势

- 8家医疗服务公司2018年收入总额增速为29.4%、归母净利润总额增速为16.2%。
- 8家医疗服务公司2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为7%和21.3%，净利润总额增速分别约为-22.7%和24.3%，行业整体环比呈加速增长态势。

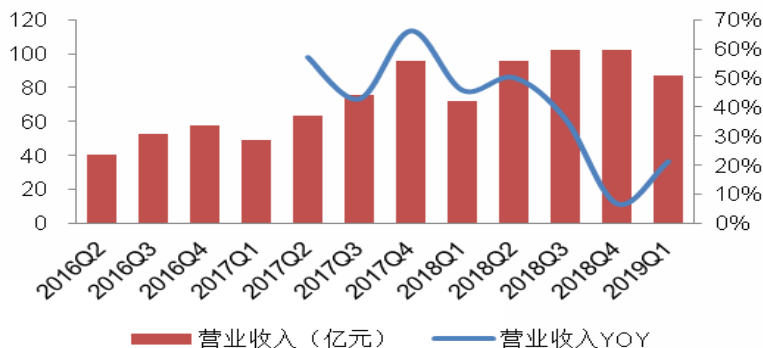
### 医疗服务上市公司收入总额及增速



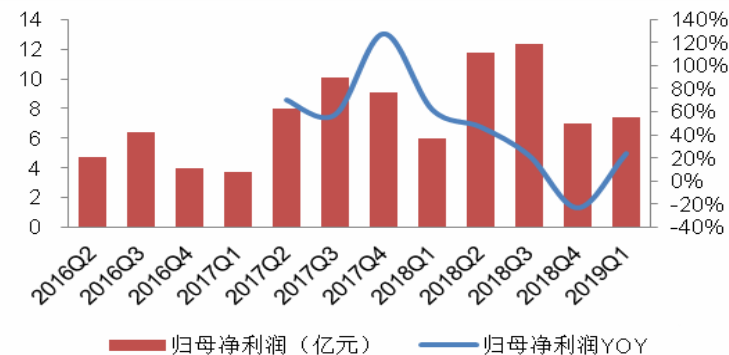
### 医疗服务上市公司利润总额及增速



### 医疗服务上市公司收入总额及增速 (单季度)



### 医疗服务上市公司收入总额及增速 (单季度)



数据来源：wind，西南证券整理。剔除国际医学、恒康医疗、信邦制药

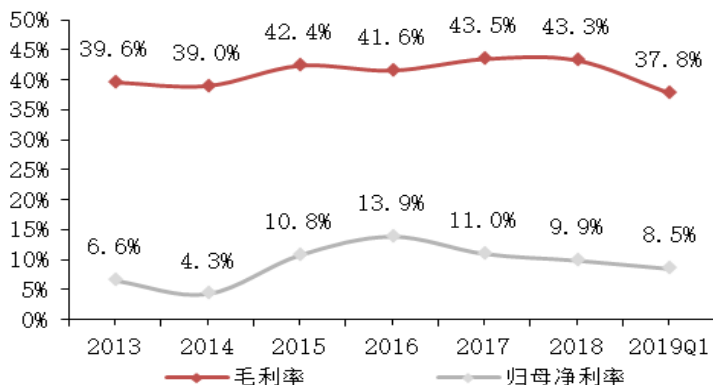


## 3.7 医疗服务：行业景气度高，维持高增长趋势

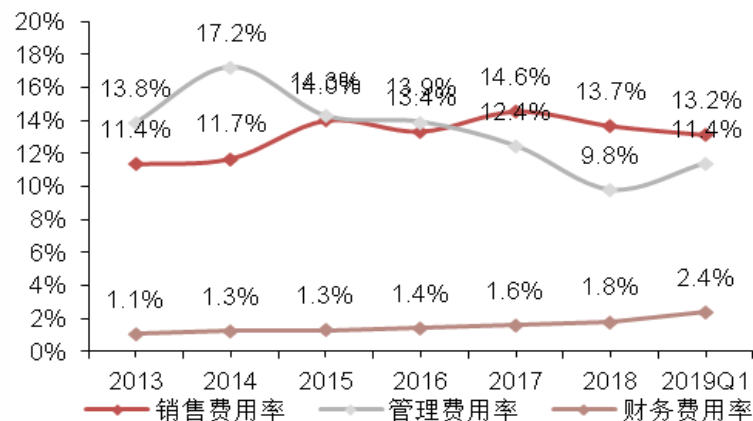
- 盈利能力方面，医疗服务上市公司2018全年毛利率及净利率均有所下滑，其中：毛利率下滑1.0pp，归母净利率下滑5.0pp；销售费用率稳中有降；管理费用率下降2.2pp，主要系规模效应逐步体现；财务费用上涨0.9pp，主要系债务融资规模增加。
- 医疗服务上市公司2019Q1毛利率有所下滑，净利率有所提升，其中：毛利率下滑3.8pp，归母净利率提升2.5pp；销售费用率稳中有降；管理费用率有所提升主要系为提高整体医疗服务质量，部分公司加强内部管理所致；财务费用稳中有降。

西南证券医药团队行业观点:行业处于高速成长周期,政策红利将进一步释放,在健康中国战略和医改推进的大背景下,鼓励社会办医和医疗服务价格改革等政策将会进一步落地,推动医疗服务行业的发展;看好业务模式较为成熟的爱尔眼科(300015)、美年健康(002044)。

### 医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）



### 医疗服务上市公司期间费用率（整体法）

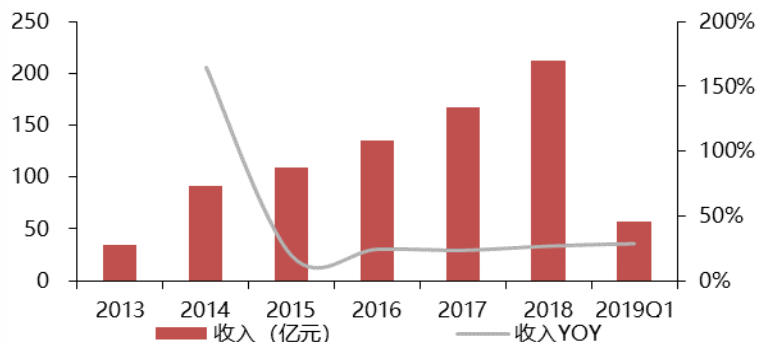


数据来源：wind，西南证券整理

## 3.8 创新产业链：行业维持高景气，上市公司业绩高增长

- 10家创新链上市公司2018年收入总额增速为26.8%、归母净利润总额增速为64.6%，主要因为行业龙头药明康德主营高速增长（扣非归母净利润增速59.2%）叠加药明康德非经常性收益7.0亿元。
- 2018年Q4和2019Q1收入增速分别为31.6%、28.7%，归母净利润增速分别为63.4%、31.9%。2018Q4归母净利润增速主要因为药明康德2017年Q4确认1.41亿资产减值损失导致基数低所致。

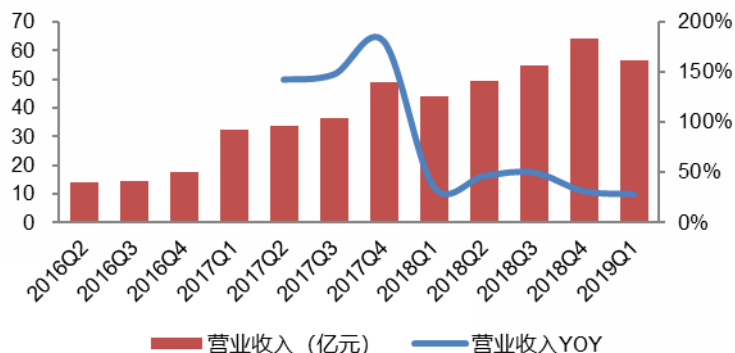
创新产业链上市公司收入总额及增速



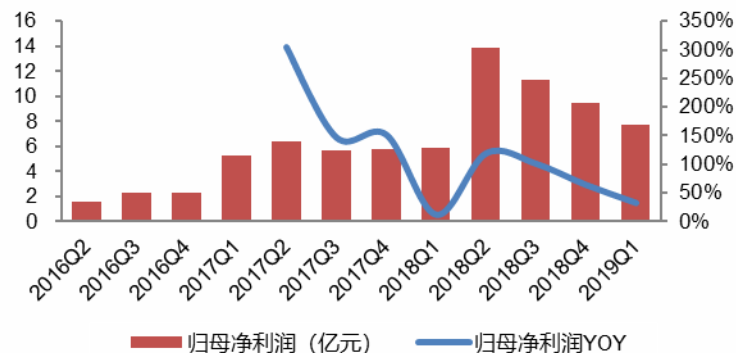
创新产业链上市公司归母净利润总额及增速



创新产业链上市公司收入总额及增速（单季度）



创新产业链上市公司归母净利润总额及增速（单季度）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

注. 百花村收购的南京华威未完成盈利承诺，导致2017年资产减值损失增加6.2亿元，2018年资产减值损失9.1亿元，大幅影响财务数据，不在本次统计范围内。

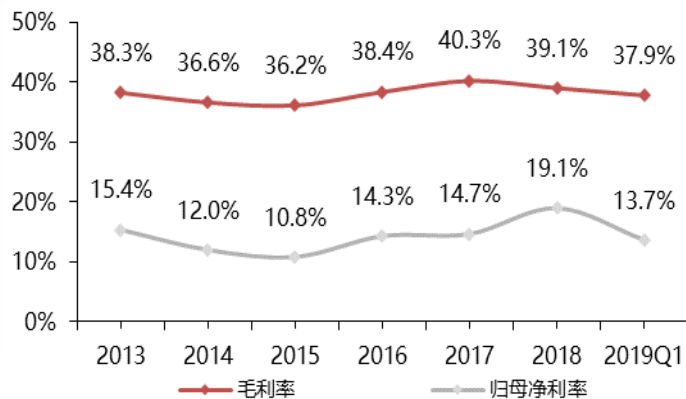
## 3.8 创新产业链：行业维持高景气，上市公司业绩高速增长

盈利能力方面，10家创新产业链上市公司2018年和2019Q1的毛利率略有回落，净利率上升后回落，其中：

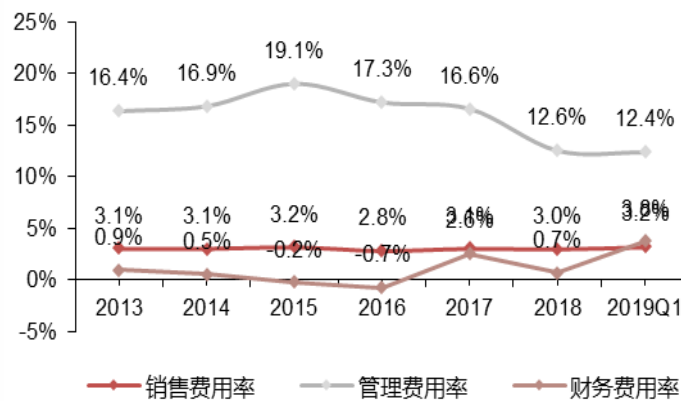
- ❑ 毛利率略有下滑：行业规模效应、成本管控、新签项目提价等因素可以提高毛利率水平，但是行业高景气，企业倾向于选择低毛利策略进行快速扩张，综合结果是毛利率略有下滑。
- ❑ 归母净利率上升后下降：主要因为行业龙头公司药明康德2018年确认公允价值变动。
- ❑ 管理费用率下降：规模效应体现、管理效率提升。
- ❑ 财务费用率及销售费用率保持稳定。

**西南证券医药团队行业观点：受益于1) 国内医药创新政策的催化，国内药企在专科用药方面开始崛起，预计将维持高强度的研发投入；2) 全球医药研发与生产外包有向亚太新兴市场转移的趋势，我们认为中国 CRO、CDMO行业接下来将继续高速发展，行业将中长期维持高景气度。**

创新产业链上市公司毛利率及净利率（整体法）



创新产业链上市公司期间费用率（整体法）

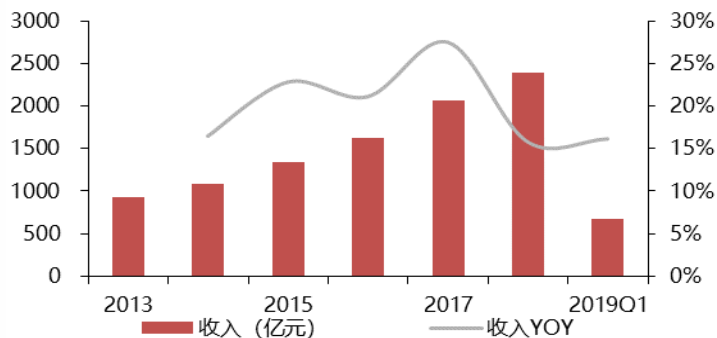


数据来源：Wind，西南证券整理

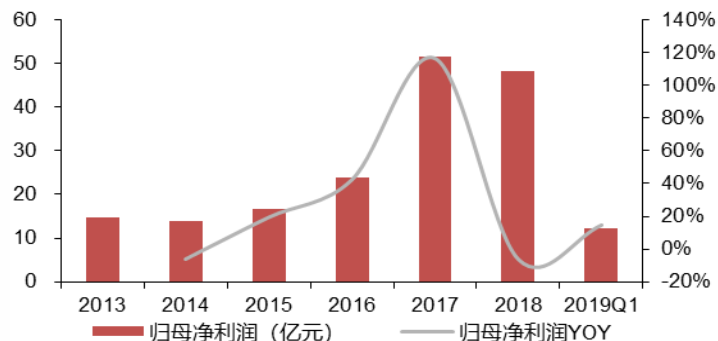
### 3.9 医药流通：行业整合与产业链延伸为主要趋势

- 15家医药流通公司2018年收入总额增速为15.8%、归母净利润总额增速为-6.1%。
- 2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为18.5%和16.1%，净利润总额增长分别为2.1%和14.8%。医药流通行业收入端持续向好，反应集中度持续提速，2019Q1净利润略有回升。

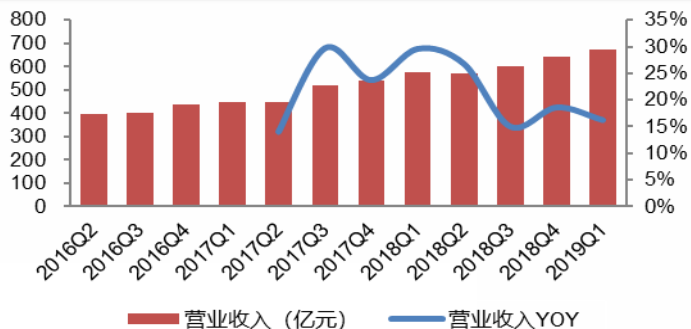
医药流通上市公司收入总额及增速



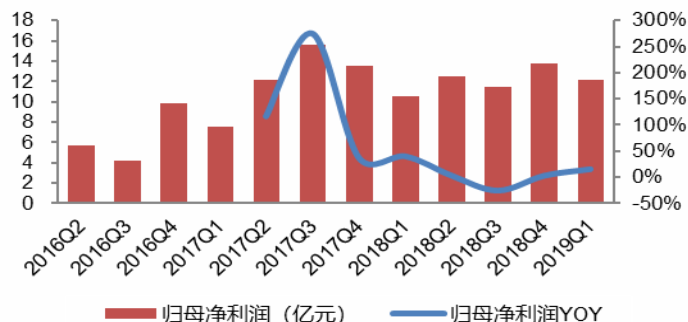
医药流通上市公司利润总额及增速



医药流通上市公司收入总额及增速 (单季度)



医药流通上市公司收入总额及增速 (单季度)



数据来源：wind，西南证券整理。剔除上海医药、海王生物、中国医药、瑞康医药、国药股份和国药一致  
www.swsc.com.cn

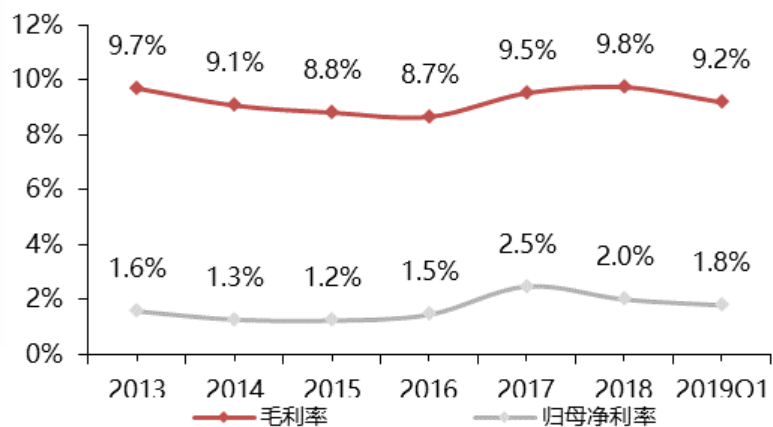
### 3.9 医药流通：行业整合与产业链延伸为主要趋势

盈利能力方面，医药零售上市公司2018年和2019Q1的毛利率和净利润率有所回落。其中：

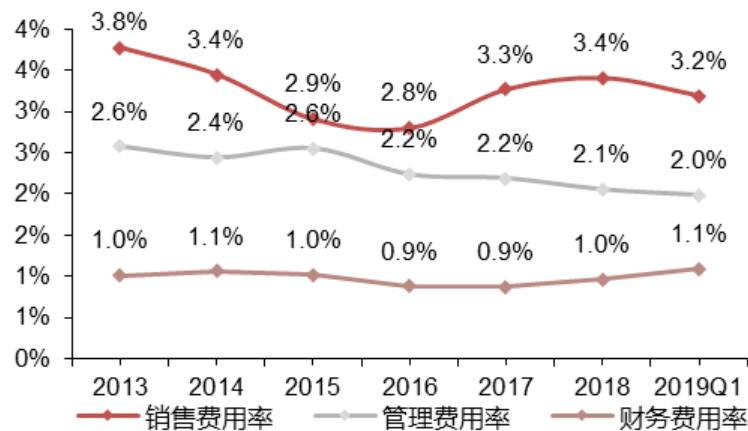
- 毛利率提升后有所回落：2018年两票制后纯销占比增加和高毛利的器械流通占比提升，2019Q1主要系带量采购陆续执行，行业仍存降价压力；
- 销售费用率略有下降：部分公司开展器械流通、零售药店、中药饮片等销售费用率较高的业务；
- 管理费用率下降：规模效应逐步体现和研发费用单列；
- 财务费用率提升：受利率上行影响。

**西南证券医药团队行业观点：两票制将进一步提升行业集中度，在带量采购陆续执行和医药分家政策背景下，流通商面临向医院综合服务商转型的机遇，在产业链延伸方面打开成长空间，我们重点看好：上海医药（601607）和柳药股份（603368）。**

#### 医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）



#### 医疗服务上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 目 录

---

1 医药行业回顾表现

2 行业数据：整体承压，进入增长新常态

3 上市公司：增速显著高于行业，2019年或前低后高

**4 2019年5月医药行业投资策略及标的**

# 核心观点

237家医药上市公司2018年收入和归母净利润总额增速分别为18.3%和19.6%，2018Q4和2019Q1营业收入总额增长分别为12.1%和13.5%，归母净利润总额增长分别为-7.4%和7.3%。结合医药工业2018年累计收入和净利润同比增速分别为12.6%和9.5%，2019Q1分别为9.4%和7.6%，我们判断全年行业收入端整体或维持约10%增长，上市公司整体快于行业增长。考虑到2018年上半年的高基数，2019年行业净利润或为前低后高态势。从细分领域看，疫苗、CRO、药店、血制品和体外诊断等为代表的子行业仍保持快速增长态势。

随着科创板设立加快医药产业升级，创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；对创新药产业链，尤其创新药标的估值形成较大影响。虽然仿制药带量采购及医保调整持续推进，回避受影响个股、对板块非理性影响有限。在坚持“轻药重医”的方向下，我们认为创新药产业链、政策相对友好增速有保障的医疗设备、2C器械及医疗服务等领域仍是投资主线。在当前市场波动加大的背景下，坚定配置产业趋势明确，业绩靓丽的个股，具体投资策略如下：

- ◆**业绩持续高增长，且不受医保控费影响的消费板块**，重点推荐长春高新（000661）、智飞生物（300122）、康泰生物（300601）和莱美药业（300006）等；
- ◆**在国家鼓励创新和科创板推动下，创新产业链为战略性配置方向**，重点推荐恒瑞医药（600276）、科伦药业（002422）、药明康德（603259）、和药石科技（300725）等；
- ◆**坚持轻药重医，建议配置医疗器械板块**，重点推荐迈瑞医疗（300760）、鱼跃医疗（002223）、万东医疗（600055）、理邦仪器（300306）等；
- ◆**药店产业链位置重要、业绩提速增长**，重点推荐老百姓（603883）、益丰药房（603939）等。

**风险提示：**药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

# 恒瑞医药（600276）：创新获重大突破，进入新的快速发展周期

## 投资逻辑

- **国内创新药绝对龙头企业，创新正踢动公司加速成长。**公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，是受仿制药降价趋势影响最小的标的，随着19K、吡咯替尼、PD-1等重磅创新产品获批，我们认为从2018年开始创新将强势推动公司进入新的增长周期。
- **研发投入再创新高，创新药2018年喜获丰收。**2018年，公司研发投入26.7亿元，同比增长51.8%，占收入比例15.3%，创公司历史新高。2018年是公司创新药研发重要年份，19K与吡咯替尼两个重磅创新药获批上市；其中，吡咯替尼凭借优异的乳腺癌临床数据成为公司首个以II期临床数据获批的创新药品种，未来有望获批HER2阳性乳腺癌的全阶段治疗适应症。2018H1，PD-1单抗也以霍奇金淋巴瘤的II期临床数据申报生产上市，目前已完成所有技术审评工作，有望于2019Q1获批，成为国内首批获批的第三家国产PD-1。此外，重磅仿制药紫杉醇（白蛋白结合型）成功获批，瑞马唑仑进入申报上市阶段；PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6抑制剂等多重磅品种临床已进入III期；2018年新申报8个1类创新药品种，获批创新药临床批件16个，两者数量国内均遥遥领先。
- **创新转型加速，积极防御仿制药带量采购影响。**首批“4+7”城市已试点带量采购政策，入选品种报价降幅明显，未来仿制药低价趋势不可逆，唯有创新才是出路。公司核心仿制药品种均为注射剂，在一致性评价进程中要晚于固体口服制剂；认为，仿制药带量采购对公司影响比其他企业延迟1-2年，而未来2年公司创新药即将从数量和销售额上快速崛起，快速实现仿制向创新的战略转型，将有效抵御仿制药降价带量采购对公司收入和业绩造成的负面影响。2017-2018年公司累计申报21个创新药品种，在研创新品种总数达到30个左右，未来每年仍将申报多个创新品种，这些品种也将加速推动公司的创新转型。

## 盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年归母净利润分别为54.1亿元/71亿元/89.6亿元，对应PE分别为49/38/30倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。



# 鱼跃医疗（002223）：产业布局景气度高，品牌力带动流量变现

## 投资逻辑

- **符合老龄化市场需要，产品布局赛道好。**2018年我国65岁以上老年人数量已经超过1.7亿，占比达到12%，全国老龄委预计2025年将达到3亿人。且65岁以上老年人慢病患病率达到54%，对血压计、血糖仪、呼吸、供氧等常用家用医疗器械的需求持续增长。与此同时，医保基金持续保持稳定增长、中产以上收入群体占比增加、对于健康等相关话题日益关心等均将推进行业发展。公司产品为家庭康复护理系列，能享受老龄化带来的产业红利。
- **品牌知名度高，导流能力和定价能力强。**公司是国内家用医疗器械龙头企业，是中国前10大医疗器械品牌，品牌影响力吸引消费者主动搜索鱼跃产品，在家用医疗器械品牌里的百度搜索指数排名仅次于欧姆龙。公司从2013年开始启动电商销售，品牌导流能力强，预计2018年电商收入达到13亿，保持约50%的复合增长，高达9个产品品类线上销售排名第一。鱼跃品牌定位中高端市场，区别于主打中低端市场的其他国产品牌，定价能力更强，终端售价高20%以上。
- **产品线丰富且协同作用明显，产能释放后或有新增长。**1) 制氧机占比为行业第一。中国慢阻肺患者超过1亿人，按照10%渗透率测算家用制氧机需求高达1000万台，成长空间巨大，未来有望保持20%左右的稳定增长；2) 呼吸机为潜在的爆款。中国睡眠呼吸暂停患者数量超过1亿，按照5%渗透率测算，呼吸机峰值保有量不低于500万台，瑞思迈为全球呼吸机龙头，公司产品定位与其类似但价格优势明显，后期将逐步实现进口替代，有望保持50%左右高速放量；3) 血糖监测系列及轮椅产能即将解决。电子血压计、血糖仪、轮椅车等常用家庭医疗器械产品渗透率低，市场仍在持续扩容阶段。血糖仪及试纸是唯一一家从医院端向零售端拓展的国产品牌，随着19年产能瓶颈解除有望实现50%左右的高速放量；4) 上械集团和中优医药的产能瓶颈在19年逐步解除，增速有望提升。

## 盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为9亿元/11.2亿元/13.8亿元，对应PE为26倍/21倍/17倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 产品销量或低于预期的风险、并购整合或低于预期的风险。

# 长春高新（000661）：业绩符合预期，股价或迎戴维斯双击

## 投资逻辑

- **金赛业绩超市场预期，生长激素延续高速增长态势。**公司实现归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为52.1%和55.7%，符合前期中值预期。分子公司看：1）金赛药业：全年收入32.0亿元，同比增长53%，净利润11.3亿元，同比增长65%，其中2018Q4金赛药业收入和净利润增速分别为63%和157.7%，结构上业绩超市场预期。考虑到新患持续增长和用药时间延长，判断生长激素未来三年仍将延续复合30%以上增速；2）百克生物：2018年预计2-2.3亿元，同比增长近80%，考虑到疫苗事件后，水痘疫苗和狂犬疫苗格局变化，认为公司有望占据部分空白市场，2019年疫苗业务将显著增长；3）高新地产：预计全年业绩9000万左右，同比基本持平。
- **公司治理结构改善下，股价或迎戴维斯双击。**复盘公司历史股价走势，上行基本为定期报告业绩靓丽或超预期推动，2017-2018年期间大跌波动主要系市场对公司治理结构的担忧，担心金赛药业灵魂人物金磊离开公司。根据重组预案，认为有两大亮点：1）金磊和林殿海将持有上市公司股权以及可转债，即将正式与上市公司深度股权和债券绑定，消除市场疑虑，同时完全并表后，地产占比降低到10%以内，公司估值或将积极修复。2）金磊持有的上市公司股权正式与金赛药业业绩增长挂钩，参考胰岛素行业，未来公司净利润率或将逐步提升，即在收入高增长下，业绩也将高增长，公司股价或迎戴维斯双击。

## 盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年EPS分别为8.09元/10.87元/14.65元，对应PE分别为37倍/28倍/21倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；再次发生类同2013年长沙事件的行业风险；因不可预知因素导致重大资产重组失败的风险。

# 智飞生物（300122）：销售与研发兼备，重磅产品放量驱动业绩爆发

## 投资逻辑

- **国内步入新型疫苗放量时代。**疫苗具有重大的社会和经济效益，为国之战略行业，是疾病预防一线方案。疫苗为国内最像国外创新药的行业，重磅产品频出，以HPV疫苗、13价肺炎疫苗和人二倍体狂犬疫苗的上市为代表，中国步入新型疫苗陆续上市爆发的时代，行业景气度极高。
- **公司销售与研发兼备，业绩正在爆发的疫苗龙头企业。**公司为疫苗行业龙头，通过自产+代理，公司拥有A股最丰富产品线。目前代理的HPV疫苗已成公司主要利润来源，从代理到自主研发，公司已上市三联苗，即将上市结核仿制用EC诊断试剂和微卡产品，叠加后续产品梯队储备，公司业绩正在爆发。
- 1) **自产:**三联苗和结核防治均为利润10亿量级重磅产品。AC-Hib三联苗：正在放量，10亿净利润量级重磅品种；结核预防产品线：全球首创，有望2019-2020年上市，10亿净利润量级。
- 2) **代理：**牵手默沙东，HPV和五价轮状疫苗驱动公司业绩爆发。公司销售网络全国最强，战略合作下已成“默沙东中国”。4/9价HPV疫苗：存量市场巨大，近五年将高速增长，2.5年采购额对应终端销售可达400亿，净利润贡献100亿元，HPV代理峰值净利润或超35亿。五价轮状疫苗：2018年底已上市，2019年开始放量，预计5亿净利润量级。

## 盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为26.1亿元/39.4亿元/51.2亿元，对应PE为28倍/18.5倍/14倍，“买入”评级。

## 风险提示：

- 行业出现疫苗事件或政策变化的风险；在研产品进度或低于预期的风险；重磅产品销售情况或低于预期的风险；默沙东代理关系或取消的风险；三联苗再注册进展或进一步低于预期的风险。

# 康泰生物（300601）：重磅产品储备最丰富的研发向疫苗企业

## 投资逻辑

- **长生疫苗事件阶段性告一段落，新疫苗管理法下行业剩者为王。**2019年2月2日，中央纪委国家监委发布《原国家食品药品监督管理局党组成员、副局长吴浈严重违纪违法被开除党籍》，同时发布《吉林长春长生公司问题疫苗案件相关责任人被严肃处理》，对长生疫苗事件中相关责任人的行政处罚阶段性重要总结。结合《国家药监局全面排查疫苗生产企业（除长生公司外所有其他疫苗生产企业）未发现影响疫苗质量安全问题》以及《中华人民共和国疫苗管理法（草案）》，疫苗行业仍为国家战略性行业，行业环境越来越好，以质量取胜的企业终将胜出。
- **国内在研疫苗产品最丰富的民营企业，为持续成长性最强疫苗上市公司。**通过自研+对外合作已构建丰富的疫苗产品梯队，公司5-8年峰值净利润或到50-60亿元。1) 百白破-Hib四联苗：已上市，独家，10亿利润量级，正向五联苗、六联苗、七联苗等升级，峰值15-20亿利润量级；2) 13价肺炎结合疫苗：国内进度第二，2019年5月底报生产，100亿市场，占25%-30%份额，即有10-15亿利润量级；3) 冻干人二倍体狂犬：国内进度第一，2019年8月左右报生产，20%替代率，即有10-15亿利润量级；4) 麻腮风-水痘：国内潜力第一，临床前，预计10-15亿净利润量级；5) EV71基因工程疫苗：产能国内第一，目前II期临床中，预计10亿净利润量级；

## 盈利预测与估值

- 预计2019-2021年归母净利润为5.6亿元/7.6亿元/14.3亿元，对应PE为59倍/43倍/23倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

# 莱美药业（300006）：欣炜歌放量或超预期，公司发展进入快车道

## 投资逻辑

- **他达拉非（欣炜歌）为公司新代理的重磅品种，放量速度或超预期。**该药物为礼来原研，适应症为勃起功能障碍（ED），早于2005年在中国上市。2019年长春海悦完成国内首仿，其并将中国区的销售代理权授予莱美。因为他达拉非具有作用时间长且不受酒精及饮食限制等优点，全球销售规模高于西地拉非，而国内刚好相反。如参考白云山金戈（西地拉非）的历史案例，2014年10月上市后年内即销售约290万粒，2018年销量超过4700万粒，该领域市场空间巨大。按照欣炜歌的整体进度估算，预计4月份将开始铺货上市销售，且不受带量采购影响，保守估计2019年他达拉非带来的收入增量或超过2亿元；
- **核心产品纳米炭、艾司奥美拉唑进入快速放量阶段。**1) 纳米炭混悬注射液（卡纳琳）是国内唯一获批的淋巴示踪剂，其不属于医保，但可以避免手术风险，临床使用意愿较强，降价压力小。目前在甲状腺癌、乳腺癌、胃癌、肠癌等领域使用，未来将向整个实体瘤推广，预计随着渗透率提升及适应症拓展，收入或将快速增长；2) 艾司奥美拉唑为国内独家首仿4类新药，口服剂型且免一致性评价。但随着各省招标推进，现已基本上全国中标，从各省中标价格来看维护较好，维持在65元/盒以上，已经进入快速放量阶段；
- **子公司湖南康源亏损或收窄。**子公司成都金星和湖南康源的亏损对公司当期业绩影响较大，2018年成都金星、湖南康源亏损幅度预计均在2000万以上。其中湖南康源由于前期固定资产投入较多，且已经折旧多年，故仍将继续打造高端大输液基地。2019年看点是混药器上市销售，该产品的亮点在于减少配液过程中的污染，如能顺利实现销售规划，湖南康源有望减亏。

## 盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年EPS分别为0.19元/0.30元/0.46元，对应PE分别约为35倍/22倍/14倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 产品销售或低于预期、药品降价风险、子公司亏损风险、其他不可预知风险。

# 药石科技（300725）：业绩高速增长的小分子砌块龙头

## 投资逻辑

- **小分子砌块龙头，独特业务模式，有别于传统CRO/CMO模式。**公司业务与传统CRO/CMO企业相比，在业务模式、产业链所处位置、研发能力等多方面有所不同。1) 公司主动设计、生产和销售产品，传统CRO/CMO企业被动接受药企订单的模式，即前者为产品模式、后者为服务模式；2) 分子砌块业务处于创新药先导化合物到候选化合物最早期，下游客户既包含传统创新药企，也包含下游CRO/CMO药企；3) 分子砌块模式对研发能力要求更高，研发投入占收入比例约8%，60%以上毛利率为最好佐证。
- **与全球砌块龙头相比，具有明显成长空间。**Sigma-Aldrich公司是全球最大的化合物与生物试剂供应商，是该领域的全球龙头，产品库拥有25万个产品；与Sigma相比，药石科技小分子砌块产品库规模仍然有很大的发展空间；公司当前砌块库规模仅有4万余个，未来仍将处于一个快速的增长周期，现有砌块业务空间仍然巨大，未来砌块产品库规模有望达到25万，甚至更大的规模。
- **公司以分子砌块为基础，协同拓展新发展模式。**公司多年砌块研发积累了丰富的药物设计与合成能力。1) 公司处于产业链最前端，有利于从分子砌块业务扩大到下游更大市场空间的CMO业务，2021年国内CMO市场有望超过600亿元；公司收购上虞新产能为现有充裕订单以及后续拓展做好CMO产能准备；2) 公司研发能力强、利用公开信息研发分子砌块，与客户利益不冲突，与原有砌块研发业务协同作用明显。若国内5000家药企中的10%未来选择创新转型，每个企业每年购买2个创新药分子，按照每个分子2000-3000万的价格计算，国内创新药研发市场需求有望每年达到200-300亿。

## 盈利预测与投资建议

- 预计2019-2021年EPS分别为1.75元/2.46元/3.42元，对应PE分别为52倍/37倍/27倍，“买入”评级。

## 风险提示

- 汇兑损益风险、高环保要求风险、砌块产品研发低于预期风险。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn