

# 深度报告——18年&19Q1医药财报分析

## Q1将是业绩低点，现金流持续好转

证券分析师：杜佐远 执业资格证书编码： S1190517110001

证券分析师：蔡明子 执业资格证书编码： S1190518050001

证券分析师：王斌 执业资格证书编码： S1190118050039

联系人：苑建 执业资格证书编码： S1190117120042

联系人：云天洋 执业资格证书编码： S1190118070036

2019年5月8日



# 投资要点

## 医药行业：18年剔除资产减值影响扣非增长13%，19Q1扣非下滑将是业绩低点，现金流持续好转

业绩整体情况：2018年医药行业（上市公司）收入增长19%，扣非净利润下降7%（剔除原料药下降10%），剔除资产减值影响，扣非净利润增长13%。19Q1收入增长17%、扣非净利润下降5%（剔除原料药增长2%）。VS：统计局公布的医药制造业（包含原料药）18年&19Q1收入增长12.4%、9.4%；利润总额增长9.5%、7.6%。

18年收入提速源于：“两票制”实施后低开转高开”，体现为毛利润、销售费用大幅增长且高于收入增速。

18年利润下滑源于：1）18年医药行业合计资产减值233亿元，同比增长224%，其中商誉减值为129亿元，同比增长486%；2）”疫苗事件“、“” 缙沙坦事件“等行业黑天鹅事件频发；3）部分企业财务问题暴露，如康美药业、尔康制药等。

19Q1利润下滑源于：1）18Q1出现流感疫情导致业绩基数高；2）18Q1维生素、抗生素原料药价格处于高位，19Q1价格同比出现下滑；3）18Q1为“两票制”执行初期，高开后增加的销售费用尚未完全计入表内，导致表观利润偏高。

现金流持续好转：“应收账款+票据”增速17年快于收入增速，体现为经营性净现金流17年负增长；18年已经出现好转，经营性现金流净额增速高于收入增速，19Q1延续好转趋势。

## 投资建议：综合成长性和估值，回调中买入不受政策影响&高景气度的细分领域

原料药价格一季度以来持续回升，流感因素不在，预计19Q1是业绩低点，刨除资产减值因素，全年扣非净利润同比增长~10%。但不同细分领域和公司之间业绩分化态势仍然持续。维持行业至上而下景气度判断：新型疫苗、医药创新、医疗服务、零售药店、品牌消费、血制品、商业配送、医药仿制、现代中药；其中新型疫苗可归为医药创新。

# 医药行业：19Q1将是业绩低点，现金流持续好转

**业绩整体情况：**2018年医药行业（上市公司合计）收入增长19%，扣非净利润下降7%（剔除原料药下降10%），**剔除资产减值影响，扣非净利润增长13%**。19Q1收入增长17%、扣非净利润下降5%（剔除原料药增长2%）。VS：统计局公布的医药制造业（包含原料药）18年&19Q1收入增长12.4%、9.4%；利润总额增长9.5%、7.6%。

**18年收入增长提速源于：**“两票制”实施后低开转高开”，体现为毛利润、销售费用大幅增长且高于收入增速。

**18年利润下滑源于：**1) 18年医药行业合计资产减值233亿元，同比增长224%，其中商誉减值为129亿元，同比增长486%；2) “疫苗事件”、“缙沙坦事件”等行业黑天鹅事件频发；3) 部分企业财务问题暴露，如康美药业、尔康制药等。

**19Q1利润下滑源于：**1) 18Q1出现流感疫情导致业绩基数高；2) 18Q1维生素、抗生素原料药价格处于高位，19Q1价格同比出现下滑；3) 18Q1为“两票制”执行初期，高开后增加的销售费用尚未完全计入表内，导致表观利润偏高。

**现金流持续好转：**“应收账款+票据”增速17年快于收入增速，体现为经营性净现金流17年负增长；18年已经出现好转，经营性净现金流净额增速高于收入增速，19Q1延续好转趋势。

**展望2019年全年：**原料药价格一季度以来持续回升，流感因素不在，**预计19Q1是业绩低点，剔除资产减值因素，全年扣非净利润同比增长~10%**。但不同细分领域和公司之间业绩分化态势仍然持续。维持行业至上而下景气度判断：**新型疫苗、医药创新、医疗服务、零售药店、品牌消费、血制品、商业配送、医药仿制、现代中药**；其中新型疫苗可归为医药创新。

表：医药板块核心财务指标（亿元）

	2018A	增速	2017A	增速	19Q1	增速	18Q1	增速
收入	13733	19%	11504	15%	3750	17%	3195	20%
毛利润	4681	23%	3813	23%	1239	12%	1109	36%
销售费用	2275	32%	1728	30%	591	16%	509	49%
管理费用	667	17%	569	—	171	15%	149	—
研发费用	293	26%	232	—	69	24%	56	—
财务费用	158	27%	124	54%	51	22%	41	69%
资产减值损失	233	224%	72	7%	6	-30%	8	42%
营业利润	1162	-10%	1293	29%	391	13%	345	25%
归母净利润	848	-12%	964	17%	300	13%	266	24%
扣非净利润	731	-7%	783	12%	252	-5%	266	32%
应收账款+票据	4454	21%	3669	27%	4344	7%	4068	29%
存货	2694	14%	2363	32%	2691	18%	2281	25%
固定资产	2805	9%	2567	9%	2798	11%	2530	9%
在建工程	747	20%	623	16%	827	23%	674	16%
商誉	1325	6%	1246	28%	1326	4%	1281	28%
长期股权投资	810	11%	730	25%	848	12%	758	18%
经营性净现金流	974	60%	610	-17%	-6	-92%	-74	45%

表：医药板块（扣除原料药）核心财务指标（亿元）

	2018A	增速	2017A	增速	19Q1	增速	18Q1	增速
收入	12730	19%	10692	14%	3488	19%	2937	19%
毛利润	4306	22%	3529	22%	1144	15%	997	31%
销售费用	2151	30%	1654	29%	557	16%	480	46%
管理费用	603	18%	511	—	155	15%	135	—
研发费用	257	26%	204	—	61	25%	48	—
财务费用	147	38%	106	39%	44	34%	33	55%
资产减值损失	201	212%	64	7%	5	-26%	7	968%
营业利润	1058	-18%	1195	30%	355	20%	295	14%
归母净利润	777	-12%	881	17%	270	20%	224	13%
扣非净利润	638	-10%	708	11%	230	2%	226	21%
应收账款+票据	4223	22%	3455	28%	4134	8%	3817	29%
存货	2482	13%	2193	33%	2479	18%	2102	25%
固定资产	2321	9%	2129	9%	2798	34%	2096	9%
在建工程	627	16%	539	20%	827	42%	581	19%
商誉	1214	6%	1144	29%	1215	3%	1178	31%
长期股权投资	786	11%	707	24%	816	11%	732	17%
经营性净现金流	844	57%	536	-19%	-19	-79%	-91	51%

资料来源：太平洋证券研究院

# 新型疫苗——重点公司分析

表：新型疫苗—重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增 速	扣非净 利增速	收入增 速	扣非净 利增速	2019E	2020E		
康泰生物	74%	134%	-15%	-9%	27%	41%	61	国内新型疫苗龙头，三年三倍空间。四联苗稳健增长，20年销量有望超预期；13价肺炎、二倍体狂苗19年下半年陆续报产，21年开始贡献业绩弹性；联手国际疫苗企业/巨匠打造新型疫苗研发新模式，未来更多国际化合作值得期待。
智飞生物	289%	237%	174%	103%	81%	58%	26	HPV放量带动业绩持续高增长，三联苗19年销量600万支，冻干三联苗19年底有望报产，期待预防用微卡等重磅品种获批。
华兰生物	36%	32%	24%	28%	27%	1%	28	血制品小拐点向上，四价流感需求旺盛
沃森生物	32%	158%	50%	2144%	-78%	34%	179	财务状况好转，23价肺炎放量迅速，新品有望陆续获批

资料来源：wind，太平洋证券经济研究所

**“新型疫苗”投资逻辑逐步兑现，未来2-3年，新型疫苗仍为医药板块最高景气。** 18年初我们在《生命至上，预防第一》疫苗行业报告中全市场最早讲清楚“新型疫苗”核心投资逻辑——“需求未满足，消费升级”下，中国进入“新型疫苗”时代，重磅品种尽显新型疫苗暴力美学，18年EV71收入45亿/利润20亿以上、HPV收入35亿/代理利润9亿-10亿、四联苗收入11亿/4亿+净利润。18年上半年康泰、智飞引领医药板块涨幅，半年不到分别翻了3倍和2倍，全市场瞩目。未来2-3年仍是投资“新型疫苗”板块的好机会，重磅疫苗品种获批放量，新品种上市3-5年时间有望为相关企业带来10亿级别净利润，新型疫苗未来2-3年仍是医药板块最高景气。1) **康泰生物**：四联苗终端恢复迅速，19年销量450万支，20年550万支（20年销量存超预期可能），在研管线媲美海外疫苗巨头，国内新型疫苗龙头潜质显现，中期四联苗&五联苗+三代狂苗+13价肺炎+EV71+IPV，将演绎“50亿净利润是如何炼成的”，疫苗业务合理市值1000亿；2) **智飞生物**：自研&代理品种凭借最强销售渠道，业绩爆发式增长，19年智飞净利润将持续爆发式增长，三联苗再注册不影响19年销售，年底冻干粉针有望报产，未来预防用微卡、15价肺炎、二倍体狂苗等新品种获批，中期疫苗业务80亿净利润，疫苗业务合理市值千亿以上；3) **华兰生物**：血制品业务迎来向上小拐点，公司为国内流感疫苗龙头，四价流感疫苗19年有望翻倍式增长。血制品、疫苗、生物药大布局稳步推进，未来生物药若取得突破，中期市值有望突破500亿元。

**国内疫苗市场规模存三倍以上空间，利润存5倍以上空间，19-21年仍是布局“新型疫苗”最好时机。** 未来2-3年仍是投资“新型疫苗”板块的好机会，重磅疫苗品种预防用微卡、13价肺炎、二倍体狂苗等为代表的新型疫苗有望自19年开始陆续获批上市，参考EV71疫苗放量速度和力度，新品种上市3-5年时间有望为相关企业带来10亿级别净利润，将打开相关企业的成长空间。2018年国内疫苗市场规模300亿左右，中长期有望达到千亿规模以上，存三倍以上空间，中国疫苗市场具备孕育千亿市值以上疫苗企业的土壤。

**监管趋严，壁垒增高，行业集中度有望大幅提升。**《疫苗管理法（征求意见稿）》加强了疫苗监管和提高了企业违法成本，行业壁垒进一步提高。目前国内40多家疫苗企业，和国外相比行业集中度较低，且大多小企业品种单一，研发水平较低，而龙头企业具有明显的生产、研发、销售先发优势，未来有望逐步抢占市场份额，甚至兼并小企业，而且壁垒提升导致很难再有新进入者，行业集中度有望大幅提升。

# 医药创新——重点公司分析

表：医药创新重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
恒瑞医药	26%	23%	29%	28%	30%	28%	55	业绩持续稳健增长，新产品放量，肿瘤药增值税下降受益，PD1单抗近期有望获批
复星医药	34%	-11%	18%	1%	15%	16%	23	短期研发拖累业绩，利妥昔单抗获批，研发创新进入收获期
乐普医疗	40%	23%	31%	40%	40%	30%	28	新东港新增45%股权并表，药品&Nano、GuReater支架快速增长，可降解支架上市销售
丽珠集团	4%	16%	10%	15%	11%	16%	19	产品结构优化，二线品种持续高增长
贝达药业	19%	-31%	32%	23%	15%	18%	81	医保放量持续释放，研发投入增加拖累业绩，创新药步入收获期
亿帆医药	6%	-43%	-9%	-54%	51%	3%	15	泛酸钙价格进入上升通道，医保基药品种放量，生物药研发进入收获期
长春高新	31%	56%	72%	97%	33%	30%	37	国内基因工程药物龙头，生长激素持续高增长，机制理顺释放管理层活力
信立泰	12%	1%	6%	-23%	5%	6%	15	氯吡格雷政策影响短期销售，二线品种快速放量，新品种陆续获批
科伦药业	43%	699%	9%	-2%	31%	26%	25	大规模研发投入，大输液盈利能力提升，川宁原料药满产，非输液制剂贡献弹性
人福医药	21%	-576%	19%	3%	扭亏	36%	19	逐步剥离非核心亏损资产，核心医药工业快速增长，19年业绩观点明确
康弘药业	5%	0%	2%	3%	29%	27%	38	康柏西普快速增长，国际化布局稳步推进，传统药品短期拖累业绩
通化东宝	6%	-2%	-1%	0%	18%	20%	33	渠道库存调整接近尾声，三代、速效品种升级管线
安科生物	33%	8%	24%	12%	40%	32%	40	业绩低点已过，业绩重回高增长，水针获批在即，贡献业绩弹性
海正药业	-4%	-332%	-1%	469%	-221%	261%	106	低点已过，拐点将临，瀚晖制药CSO逻辑逐步兑现，生物药、小分子创新药进入收获期
健帆生物	41%	44%	43%	52%	35%	32%	47	渗透率提升&适应症拓展，行业龙头地位稳固
我武生物	30%	27%	29%	32%	29%	30%	46	精准营销效果显现，粉尘螨滴剂持续高增长，新品报产有望贡献弹性
东诚药业	46%	65%	34%	50%	36%	25%	23	核药继续快速增长，诊断用核药将持续受益于设备装机量提升

资料来源：太平洋证券经济研究所

# 医药创新——重点公司分析

**化学制剂龙头业绩有分化，内部结构持续深入调整。**总体看医药创新板块受医保控费、支付方式改革逐步推进、基药目录调整影响下，企业间业绩分化，内部收入结构持续优化。医保放量，降价影响逐步减弱。国家启动抗癌药医保品种集中采购，11城市试点“带量采购”，基药目录调整，“以价换量”有望持续深入、更广范围推进，现有肿瘤品种临床价值高，肿瘤药物品种储备丰富和销售能力强的企业将受益。

**化学制剂企业有分化，部分企业受新品放量影响业绩提速，部分企业研发投入增加为中长期稳健发展奠定基础，短期业绩承压。**从公司层面分析，恒瑞医药（创新药+制剂出口持续放量）持续稳健增长，丽珠集团（内部结构持续优化，二三线品种快速放量，后续研发值得期待）、复星医药（研发拖累业绩，生物药研发进入收获期）、信立泰（“4+7”政策短期影响氯吡格雷销售，二线品种放量迅速）等收入端保持稳健增长，但由于研发投入较大，短期业绩承压；传统普药企业如科伦药业传统大输液盈利能力提升，川宁原料药满产，非输液制剂有望贡献业绩探险，全年业绩有望快速增长；贝达药业（医保放量抵消降价影响，研发费用率有望企稳）收入、利润重回增长，业绩有望筑底。核医学龙头——东诚药业业绩持续高增长，诊断用核药将持续受益设备装机量提升，核医药产业链整合基本完毕，pet-ct、spet-ct配置审批权限下放驱动业绩加速。

**生物药业绩分化，整体增速有所下滑。**生长激素双雄（长春高新、安科生物）业绩有分化，长春高新业绩增长加速，全年净利润有望持续30%以上增长；安科生物生长激素生产车间GMP再认证影响18年业绩，19Q1为恢复期，二季度有望逐步恢复，水针下半年有望获批贡献业绩弹性；通化东宝（渠道库存调整接近尾声，业绩低预期）一季度净利润与去年持平，康弘药业（医保加速放量，传统药品销售拖累业绩）、我武生物（营销改革效果显现，收入快速增长）业绩保持快速增长。

**19Q1创新器械企业延续高增长态势，均保持40%以上增速，符合预期。**乐普医疗（渠道拓展，药品&器械高增长，新东港新增45%股权并表）、健帆生物（渗透率提升&适应症拓展，行业龙头稳固）。

**各公司研发持续高投入，为中期发展奠定更扎实的基础。**

# 医疗服务——品牌服务重点公司分析

表：医疗服务—品牌服务重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
美年健康	35%	34%	4%	-174%	40%	35%	41	加强医质、新产品、新技术保证未来更扎实增长，19业绩企稳回升，中长期空间大
爱尔眼科	34%	39%	29%	30%	34%	31%	61	眼科天花板高，内生增速稳定，合伙人+股权激励充分调动医生积极性
通策医疗	31%	54%	28%	51%	35%	32%	54	省内口腔业务扩张顺利，盈利能力大幅提升

资料来源：wind，太平洋证券研究院

## 品牌服务：景气度较高，业绩稳定的龙头企业产生超额收益

► **医疗服务板块进一步分化，品牌服务龙头恒强**：18年整个医疗服务板块因受整体医药板块回调、部分企业受医保控费影响等因素，板块跌幅18%（总市值加权平均，下同），但美年、爱尔、通策组成的品牌服务板块涨幅8%，板块内部进一步分化。19Q1品牌服务板块涨幅30%，其中美年、爱尔、通策区间涨幅分别为24%、29%、49%。差异化的根本原因还是业绩表现，Q1除美年仍受前期事件影响业绩增速外，其他两家保持快速增长。

► 我们认为**品牌服务龙头企业继续保持领先优势**，主要有三个要素：1) 规范化运营提升质量，抵御风险能力强，有能力引领民营行业技术和革新，如爱尔的技术和美年的新产品；2) 盈利模式立体化，由单一产业向全产业链延伸，人工智能、远程诊断、大数据等加速应用，服务内涵不断丰富提升粘性和客单价；3) 牢牢掌握核心医生资源，有完善的培养体系和激励机制。

► 长期看，整体多渠道融资渠道和杠杆的合理应用只是辅助工具，**成熟的管理架构和人才队伍才是支撑企业稳健运营和抢占、深耕市场的核心**，既能对整体医疗质量有严格的把控，又能保证每年的新增目标不低于预期。

# 医疗服务——品牌服务重点公司分析

## 美年健康：Q1业绩处于历史底部，Q2有望企稳回升

2018年公司核心经营指标增长稳定，体检中心数量增长符合预期，参股体检中心扩张加速。18Q4及19Q1业绩增速有所放缓，主要是行业舆论影响个检、淡季资本开支增加、提升医质管理的投入等因素所致，但是我们认为前两项只是阶段性因素，最后一项是保证公司长远发展的必备支出，Q2起随着团检的逐步签单及体检淡季的结束，以及公司医质管理的强化和服务内涵的提升，业绩有望企稳回升，量价核心驱动因素没有改变。在经营平稳的态势下，19年目标有望达成，除医质提升等保障性因素外，技术和创新驱动因素将在未来更加凸显。

## 爱尔眼科：消费与技术升级驱动量价齐升，18年报及19一季报业绩靓丽

2018年公司收入利润增长延续高增长，Q1、Q2、Q3、Q4分别实现收入17.47亿（+45.86%）、20.33亿（+46.00%）、23.44亿（+30.80%）、18.84亿（+19.23%），扣非净利润2.09亿（+38.34%）、3.18亿（+48.85%）、3.93亿（+34.70%）、1.59亿（+33.48%），2019年Q1实现收入22.45亿（+28.50%），扣非净利润2.72亿（+30.15%）。其中四季度利润增速有所下降，主要与公司12月向湖南爱眼公益基金会捐赠人民币8000万元有关，营业外支出增加，从扣非增速来看，仍保持高速稳定增长。2018年爱尔眼科在各学科协同发展、医教研一体化、分级连锁网络扩张、服务体系升级、合伙人激励等方面均取得了显著成效，公司品牌影响力持续增强，龙头优势进一步巩固，市场占有率稳步增加；同时，随着经营规模不断扩大，集团连锁运营效率持续优化，经营业绩亮点频现。

## 通策医疗：业绩持续高增长，分院增速强劲，人才激励助力异地成功复制

公司在杭州口腔医院的品牌拉动下，分院业务快速增长，2017年起业绩进入高速增长阶段，18Q1-19Q1收入增速分别27%、42%、32%、24%、28%；扣非增速分别为43%、59%、50%、67%、51%。分区域看，浙江区域分院18年服务收入增速36%，高于总院的18%，人次增速20%，高于总院的8%。分业务看，种植业务收入同比增长40%，正畸收入同比增长36%，儿科业务收入同比增长37%，综合业务收入同比增长24%。长期提升空间大：人才搭建-蒲公英计划、基金激励，大学合作保证人才输送；品牌搭建-与大学和公立医院合作，迅速切入市场，扩大市占率；资金搭建-定增+增持+基金保证有序扩张；业务优化带来的量价齐升（正畸提升，新业务、新技术应用）；体内体外医院运营正常，盈利能力处于提升期。



# 医疗服务——基因测序重点公司分析

表：医疗服务—基因测序重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
华大基因	21%	-3%	13%	11%	12%	17%	56	多方向丰富产品线，支撑业绩稳步增长
贝瑞基因	23%	13%	12%	8%	58%	16%	29	NIPT检测龙头，布局肿瘤检测业务，并向上游器械延伸拓展业务空间

资料来源：wind，太平洋证券研究院

## 基因测序：龙头企业先发优势与平台、技术优势明显，将进一步提升市占率

目前基因检测的应用领域主要集中在：1) 生殖生育，代表产品是 NIPT（商业化最成功）；2) 胚胎植入前遗传学诊断 PGS/PGD（小众），代表公司华大基因、贝瑞基因、安诺优达、达安基因等；3) 遗传病筛查，代表公司华大基因、博奥；4) 肿瘤个体化诊疗，主要是检测肿瘤突变基因，达到量体裁药目的，代表公司华大基因、广州燃石、厦门艾德。推动业绩增长的主要因素是产品线的扩张和上下游的延伸，龙头企业凭借技术与平台优势，市占率将进一步提升；同时，龙头企业市场先发优势和品牌竞争力能够充分享受到政策红利带来的市场机会，确保业绩稳定增长。

### 华大基因：多方向拓展丰富产品线

华大核心业务覆盖全产业链，上游测序仪和配套试剂自主可控，聚焦生育健康、肿瘤、感染等领域，2018-19Q1业绩增长稳定：1) 公司依托基因测序技术，构建丰富的产品管线，同时公司拥有自主测序仪，更好的实现成本控制；2) 生育健康业务持续增长，肿瘤检测等有望打开新空间；3) 另外，公司在复杂疾病、药物研发等领域积极布局，尤其是肿瘤检测领域。

### 贝瑞基因：NIPT检测龙头，布局肿瘤检测业务，并向上游器械延伸拓展业务空间

公司的竞争优势主要体现在技术、产品、品牌、渠道、规模、累积数据等方面，确保公司持续健康发展，夯实公司业绩增长的基础。18年公司常规的NIPT检测已经为累计超过300万的孕妇提供服务，NIPT Plus的检测把可筛查的染色体病及基因组病扩展到100种，全外显子组检测可覆盖7000多种单基因遗传病；公司依托其独家肿瘤的液态活检系统昂科益，肿瘤检测业务将成公司第二大现金流业务，未来空间大。公司预测19H1归母净利润盈利在2.35-2.7亿元之间，同比增长61%-85%，主因非经损益。

# 医疗服务——第三方检验重点公司分析

表：医疗服务—第三方检验重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
迪安诊断	39%	50%	52%	15%	26%	27%	23	ICL利润大幅增长，产品+服务协同效应显著
金域医学	19%	35%	27%	3537%	27%	29%	54	ICL逐步进入盈利期带来业绩提速，股权激励彰显信心

资料来源：wind，太平洋证券研究院

## 第三方医学实验室：成长空间巨大，行业&龙头拐点显现

### ► 独立医学实验室（ICL）行业高速扩容，星星之火渐成燎原之势

独立医学实验室在15年“社会办医”、医保控费等政策推动下，行业进入快速成长期，17年市场规模达144亿，过去8年CAGR 41.57%，渗透率约10%（假设扣率50%）。经详细模型测算，与医院检验科相比，ICL具有明显的规模优势，且能明显提升医院检验利润率。因此从理论和实际效果上，ICL模式具备可推广性，前景广阔。

### ► 区域和等级医院差异决定外包推广的长期性

由于各地医保控费力度有差异，ICL与医院的合作，更多是区域性的开展业务，总体看基层地区推行易于一线城市。从医院层级看，各级医院外包后检验科净利率都有提升，因此外包动力较强，但目前三级医院外包量暂时不大，二级以下医院外送项目增速较明显。因此未来ICL的增量在于：1）三级医院特殊项目、基因检测等特检、高端检测外包；2）二级和基层医院诊疗数量提升后外包数量增加——总而言之，会是一个长期、逐步的过程。

### ► 空间测算：十年5倍空间，二十年10倍以上空间

调研发现，目前各级公立医院外包比例偏低（北京地区1%），如果将特检、高端检验等外包给ICL，外包比例可达30-40%，17年市场规模144亿，但短期理论空间可达349亿，短期有两倍以上提升空间。长期看，假设医院检验市场每年5-10%的增长及ICL渗透率每年提升约0.5pct，ICL市场规模在2028年有望突破700亿规模，2038年有望突破1700亿——十年约5倍空间，二十年10倍以上空间。市场空间足够大，能够迅速跑马圈地抢占市场、并在质量和技术领域领先的第三方企业将脱颖而出。

### ► 当前看行业拐点：招标回归良性竞争，龙头集中度提升

15年开始特检尤其是基因检测实验室爆发增长，ICL数量从15年356家增长至18年1200余家，但随着持续价格竞争，“烧钱”模式不可持续，招标回归良性竞争，龙头集中度提升。从金域和迪安18年报及19一季报看，业绩提速趋势明显。从实地调研结果来看，目前价格竞争已趋于缓和，相关企业有望从19年开始陆续进入净利润增速>收入增速的新阶段，其中金域医学19年有望开始实现，迪安诊断20年有望开始实现。

# 医疗服务——第三方检验重点公司分析

## 金域医学：ICL逐步进入盈利期，业绩逐季稳步提升

- **18Q4及19Q1业绩超预期，业务结构逐步优化。**18Q1-19Q1收入增速分别14.62%、19.91%、20.15%、21.78%、26.74%；18Q3-19Q1扣非增速分别为17.99%、179.16%、3537%。另费用率也稳中有降，前期投入逐步进入盈利期。从近三年趋势看，公司高端检验项目占比逐步提升：化学发光占比呈下降趋势，新型检验基因医学占比快速提升，2017年已经成为公司第一大检验项目。随着公司对该项目的不断深耕和市场对高端检验项目需求的提升，基因组学类检验收入占比有望进一步提升。
- **超半数ICL进入盈利期，带来业绩加速及超预期可能。**公司拥有的37家实验室已超过半数达到盈利，其中23家设立于2015年以前的实验室实现盈利19家，实验室整体盈利状况良好，未来随着更多实验室进入盈利期，公司业绩还将有加速及超预期可能——19年3月，公司拟向45名中高层及核心技术人员授予限制性股票，对应业绩考核为：以18年归母净利润为基数，19-22年增速不低于22%、48.84%、81.59%、121.54%（剔除股权激励费用），假设每年均完成目标，则19-22年的归母净利润增速均不低于22%。

## 迪安诊断：ICL利润大幅增长，产品+服务协同效应显著

- **内生牵引力不断增强，现金流显著改善。**18年业绩呈提速趋势，主要在于内生牵引力的增强，包括：1）服务业务：已经完成全国省级布局，规模稳步增长，持续精耕细作，规模化、标准化、成本领先优势继续增强；2）产品代理业务：客户覆盖度和业务规模稳步提升，不断加强渠道业务转型升级，促进产品与服务的有效融合和协同发展；3）合作共建业务：严格把控项目质量，联合渠道资源优选项目，最大化发挥自身平台优势；4）全力打造基因测序和生物质谱技术平台，并持续深化肿瘤、病理、感染等特色学科的建设等。此外，经营现金流大幅改善，与净利润匹配，19年随着定增资金到账、资本开支预计减少等因素，现金流预计继续改善。
- **渠道、服务外包、合作共建核心业务协同效应明显，ICL利润大幅增长。**ICL来看，杭州迪安检验中心18年收入24.5亿（yoy29.5%），净利润1.52亿（+72%）；合作共建来看，目前合作共建400余家医院，其中18年新增项目60多家，签约三甲医院10余家，新增福建、湖北、吉林、新疆等区县市场25个。
- **高端技术平台建设持续加码，加深护城河。**公司重点打造质谱+NGS两大高端技术平台，推进精准中心建设，18年取得的进展有：1）在上游产品转化方面共取得三类注册证2项，二类注册证1项，备案产品增加到23项，目前有2个三类诊断试剂产品进入注册程序；2）质谱实验室杭州凯莱谱在多个省份ICL协助建立质谱平台，协助多个大型三级医院建立标准化临床质谱实验室，同时与迪安生物及迪赛思继续战略合作（试剂盒转化生产；3）迪赛思（与SCIEX中国子公司合资成立）取得两个一类产品备案并已开始生产和销售；4）与美国Agena达成战略合作，合作授权迪安指定生产平台就Agena的核酸质谱相关体外诊断产品进行中国本土化注册与生产；5）2018年4月，与FM及罗氏分别签订独家协议，建立FMI美国本土以外的第一个迪安肿瘤精准诊断实验室，6）9月，FMI项目首款全面基因组测序分析服务产品正式运营，到年底已与多家医疗机构和医院签订合同。

# 医疗服务——CRO重点公司分析

表：医疗服务——CRO重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
药明康德	24%	59%	29%	88%	3%	25%	41	国内鼓励创新&全球业务拓展，业绩保持稳健增长
药明生物	57%	153%			60%	60%	86	国内生物药CMO龙头，在手订单强劲增长，产能扩充驱动业绩持续高增长
泰格医药	36%	49%	29%	61%	40%	35%	48	服务订单量价齐升，全球化布局已见成效
亚太药业	21%	3%	15%	-21%	5%	20%	40	业绩低预期，营业成本大幅增加，临床CRO业务有望较快增长
昭衍新药	36%	37%	44%	-18%	44%	39%	45	国内鼓励创新政策下，行业延续高景气，新产能投产在即

资料来源：太平洋证券经济研究所

**CRO业务分类：**临床前CRO（药明康德、药明生物、昭衍新药）和临床CRO服务（泰格医药），国内部分企业可提供一站式服务，如亚太药业，细分新药研发环节上看，临床前小分子生物大分子合成（药明康德、药明生物、亚太药业）、生物药临床前安全性评价（昭衍新药）、临床研究（泰格医药、亚太药业）。

**国内鼓励创新&研发投入加大，CRO行业持续高景气。**创新药研发和一致性评价BE快速推进，CRO企业订单持续增长，特别是临床CRO业务呈现量价齐升趋势。临床CRO及临床前安全性评价CRO增速高于传统临床前小分子化合物合成CRO，生物药CRO增速明显高于传统化学小分子CRO。

**各公司分析：**临床业务为主的**泰格医药**服务订单量价齐升，18年和19Q1利润增速显著高于收入增速，主要原因是收入结构优化，高毛利数据统计、SMO、生物分析等业务高速增长，另外企业开启国际化布局，已初步具备承接国际多中心临床业务，全球化布局已现雏形。临床前安全性评价为核心业务的**昭衍新药**18年扣非净利润增速37%，公司在动物GLP领域具备领先优势，19Q1扣非净利润下滑18%，主要原因是苏州新产能投产在即带来人力成本增加，短期拖累业绩，投入使用后将极大增厚公司业绩；以单抗药为主的生物药为医药创新发展趋势，而生物药CRO快速发展，且行业壁垒高，竞争格局好，生物药CRO龙头**药明生物**为行业内龙头，18年报收入增速57%，扣非净利润增速153%，增速明显快于传统小分子CRO服务为主的**药明康德**（同期收入增速24%，扣非净利润增速59%），预计19年将延续高增长态势。**亚太药业**可提供一站式CRO服务，19年一季度扣非净利润下滑明显，业绩不及预期，未来临床CRO业务值得期待。

# 医疗服务——CMO重点公司分析

表：医疗服务——CMO重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
凯莱英	29%	24%	31%	52%	34%	30%	34	国外产业转移&国内创新药研发崛起，订单持续放量
九洲药业	8%	31%	-16%	-44%	75%	30%	22	一季度订单延迟确认短期影响业绩，CDMO订单量和特色原料销量增加带动整体业绩快速增长
博腾股份	0%	-20%	19%	145%	25%	35%	29	业务结构优化，战略转型带动API业务拓展，业绩有望逐季改善
药石科技	75%	80%	53%	74%	47%	45%	50	沛爱拉动业绩高速增长,外延并购向产业链下游拓展

资料来源：太平洋证券经济研究所

## CMO：整体向好，部分订单确认延时影响业绩

CMO行业19年整体向好，CMO公司客户较为集中，业绩受下游订单，所服务创新药销售情况影响较大。**博腾股份**业务结构持续优化，临床前及早期临床项目规模持续增加，客户分散度提高。**凯莱英**业绩保持快速增长，Q1汇兑正向影响较高，经营方面除了国际业务稳步增长外，国内商业化订单开始放量，承接国内创新药CMC服务，MAH业务，制剂研发，一致性评价，临床试验服务等新业务，未来国内业务将成为新增长点。**九洲药业**业绩下滑主要系部分订单延迟确认，影响收入，诺华entresto18年销售金额突破10亿美金，公司entresto订单和CDMO项目数量增加有望驱动业绩快速增长。**药石科技**，项目储备丰富，业绩持续高速增长，18年新增产能整合逐步完成，公司产能瓶颈将得到解决，预计未来2-3年公司业绩持续快速增长。

# 零售药店——重点公司分析

表：零售药店重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
益丰药房	44%	24%	67%	48%	33%	32%	41	内生外延齐发力，持续收购区域龙头，强大整合能力助力业绩高速增长
老百姓	26%	20%	23%	16%	23%	23%	31	门店维持较快扩张速度，培育期过后业绩释放有望加快
大参林	19%	8%	27%	28%	20%	21%	30	华南继续深耕布局带动业绩增长，跨省经营能力不断增强
国药一致	5%	14%	16%	4%	12%	14%	14	业绩逐季提速，工商业均有改善，国大药房战略优化成效明显
一心堂	18%	31%	19%	30%	24%	23%	24	新开店速度显著提升，公司进入持续盈利、净利润提升期，业绩改善空间最大

资料来源：wind，太平洋证券研究院

## 零售药店行业：集中度提升及处方外流加速，胜者为王

2017年药店板块经历了高度景气发展时期，主要受OTC终端提价、营改增、新版GSP、飞行检查带来的集中度提升，以及几大上市公司募资后加速门店扩张所致；2018一季度由于广东实行药店分级、流感爆发及药店前期新建门店逐步进入盈利期，整体板块涨幅达12.61%（总市值加权平均，下同）；但在二三四季度，尽管有减税降费、分类分级等积极因素，但受1）整体医药板块回调及药店板块整体估值偏高，2）一级市场收购价格偏高、大部分企业放缓收购速度，3）各地开展专项检查，规范非药品销售及医保刷卡等因素影响，季度板块涨跌幅较大，分别为-13%、-19%、-32%。

进入19年以来，零售药店政策及事件频出，包括产业资本放缓收购，以及市场价格逐步回归理性，以及“315”后挂证行为整治、工业巨头布局零售渠道、多家药企停止向部分电商平台供货、浙江医保局允许慢病处方流向药店及允许连锁药店参与配送（目前处于征求意见阶段）、《药品管理法（修订草案）》明确禁止网售第三方平台销售处方药等都对连锁龙头带来实质性利好，19Q1板块涨幅达32%。

一句话概括：零售药店的两大核心驱动——集中度提升和处方外流呈现加速趋势，长期看龙头企业业绩确定性较高，行业红利长期存在。

# 零售药店——重点公司分析

**18-19年药店部分重点政策及行业事件梳理（完整版请参考4月24日《零售药店更新报告：集中度提升及处方外流加速，胜者为王》）：**

➤ **严查执业药师“挂证”，大量小药店逐步边缘化**

19年3月19日，国家药监局发布通知，决定在全国范围开展为期6个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治，随后各地积极响应，部分省份扩大了整治范围。同时，药监局、人社部发布了关于执业药师职业资格及考试的制度规定，执业药师报名资格提高、考试周期延长，拿证难度增加。

执业药师短缺对上市药房影响有限，此前的药房分类分级指导意见稿表明，三类药店中实行网上集中审方的门店可视为配有一名执业药师，使得上市公司在门店集中的地区，人工成本不会大幅上升。预计监管部门将严格查处药店“挂证”行为，单体药店或在药店分级中被逐步边缘化，或人力成本大幅提升，但终归会带来市场集中度的提升，利好上市药房。

➤ **多家药企停止向部分电商平台供货，对单体药店影响较大**

19年4月，包括扬子江在内的多家药企发出通知，停止向部分B2B电商平台供货，甚至有药企停止对网络平台所有电商供货，原因是部分电商长期低价销售，对药品价格体系和渠道管理产生影响。无论针对的是个别还是全部电商平台，平台上的终端药品供货和供货价格都会受到影响。

B2B电商平台对接的是药品供应商（药企或经销商）与终端（药店、诊所等），以药师帮为例，其目标市场以小连锁、单体药店、民营医院/诊所、村卫生室等为主，而上市药房及区域连锁龙头一般直接向药企采购，部分具备批零一体，对B2B平台依赖程度有限，基本不受影响；而小的单体药店进货渠道受限，或采购成本上升，利润空间进一步缩小。

➤ **国家集采背景下，药企更加重视零售渠道，上市药房议价能力提升**

药店受带量采购影响小，药店可以通过品类结构调整，替换低价药，同时在控费降价背景下，药企更加注重零售渠道布局。以处方药企业为例，近两年，包括阿斯利康、默沙东、赛诺菲等在内的多家领头医药厂商都组建了零售团队，负责零售渠道的维护。4月11日，恒瑞宣布进军零售药店市场，以慢病用药作为突破口，零售团队3年目标规模为销售额20亿元，销售队伍3000人。

# 零售药店——重点公司分析

## 益丰药房：强大整合能力助力业绩高速增长

从18年报及19一季报看，整体业绩保持较快增长，新开门店和并购门店在短期内处于培育期或整合期，阶段性影响了毛利率，但长期看精细化管理输出及整合能力将显著提升公司盈利能力。近年公司扩张步伐稳定，12-18年门店年复合增长率达34.91%，销售额年复合增长率28.44%，利润年复合增长率35.06%，企业销售规模稳步快速提升，门店网络布局日益成熟。

## 老百姓：门店维持较快扩张速度，培育期过后业绩释放有望加快

18年公司新增直营和并购门店 919 家，其中自建506家，收购413家，关店64家，总门店数达到3864家，扩张速度进一步提升，集中开店也使得公司期间费用增长较快，利润增速暂时低于收入增速，预计19年随着前期门店逐步盈利，老店将更有能力支撑新店扩张。从18年的坪效看，旗舰店坪效较17年有提升，大店和中小店考虑扩张加快，坪效略有下降，但整体运营能力仍是高效的。从18年的费用率看，管理费用率及销售费用率总体呈下降趋势，在门店扩张加速的态势下，更显示公司规模效应下较好的控费能力及较强的门店整合能力。

## 一心堂：市场结构持续优化，省外扩张取得阶段成果

从18年报及19一季报来看，收入增速稳定，表明成熟门店在稳定贡献业绩。扣非增速放缓主要是子公司美国瑞富进出口贸易有限公司商誉计提1906.7万，以及Q4开店数量加快，产生费用较多所致。扣除商誉因素，Q4仍维持了前三季度的增速水平。从各省级区域经营情况来看，云南、四川、广西、贵州表现突出，云南区域营收增长为19.41%；省外各区域通过近两年的大力拓展，获得较快发展，四川、广西、贵州2018年营业收入同比增长分别为27.71%、20.29%、20.47%，均高于公司合并口径18.39%的同比营收增速。



# 零售药店——重点公司分析

## 大参林：华南继续深耕布局带动业绩增长，规模优势进一步提升

从18年报来看，18年主营业务毛利率40.08%，较17年提升了1.20个百分点，主要原因是：1) 随着各区域的门店规模扩大，管理成本进一步分摊，品牌与规模效应同步显现，公司在商品采购、销售合作方面的议价能力获得长足提升，促进公司盈利水平加速提升。2) 公司加强与部分品牌厂家深度合作，通过销售规模的不断提升从而取得供应商的更多合作资源；通过科学调整大健康品类结构。公司在优势区域（广东、广西）以自建为主，借助原有品牌与规模优势迅速占领市场，现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。其他地区并购+自建双管齐下，广西、河南、福建重点发展的区域业绩均取得重大的突破，广西新增门店243家，营业收入同比增长37.41%；河南新增门店137家，营业收入同比增长36.98%——公司跨省扩张经营能力逐步增强，区域内竞争壁垒不断提升。

## 国药一致：业绩逐季提速，工商业均有改善，国大药房战略优化成效明显

1) 公司的分销业务居两广区域规模第一，在31个地级以上城市的医院直销市场竞争排名前3甲。在国内药品批发行业增速不断放缓的背景下，公司净利润仍能平稳增长，主要依靠分销网络进一步扩展（区域做“深”）及积极发展创新业务，终端覆盖面的提升持续带来上游品种的丰富和议价能力的提升。

2) 在零售板块，公司采取优势区域布点下沉，强化区域管理的战略，在医保店、院边店加大布局力度，提升精细化管理能力。

3) 沃博联参股国大药40%股权，已经完成交割，合资后的国大药房新一届董事会对未来3-5年的战略规划达成了共识，并形成具体战略举措，在线下门店扩张与管理、线上新零售业务方面布局有望加速。

# 医药仿制——药品重点公司分析

表：医药仿制-药品重点公司分析

		表：医药仿制-药品重点公司分析							
		2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
000963	华东医药	10%	29%	24%	30%	23%	21%	18	18年核心品种持续放量带动医药工业高速增长（收入+24%，利润+39%），商业逐步回暖。
002262	恩华药业	14%	40%	13%	24%	23%	22%	18	原有大品种依托咪酯、咪达唑仑稳健增长，右美、瑞芬太尼等低基数品种快速放量
000813	德展健康	48%	17%	-39%	-32%	-15%	5%	28	18年阿乐稳健增长（销量+10%）；19Q1受4+7政策影响，产品销售单价下降。
002038	双鹭药业	75%	61%	6%	6%	10%	10%	27	白介素-11、重组人碱性成纤维细胞生长因子、替莫唑胺、依诺肝素钠等快速增长；复合辅酶销售趋于稳定。
002020	京新药业	33%	654%	39%	20%	35%	25%	17	瑞舒伐等主力品种稳健增长，匹伐他汀、精神神经用药快速放量，原料药盈利能力逐步提升。19年扣非利润增长有望逐季提升。
002332	仙琚制药	27%	51%	1%	37%	35%	25%	17	Newchem并表增厚利润，专科制剂继续快速增长。
002653	海思科	85%	33%	76%	267%	-15%	15%	46	产品结构逐步调整，治疗性用药收入占比提升，扣非后利润重回增长轨道。
300199	翰宇药业	1%	-212%	-28%	-49%	扭亏为盈	15%	27	成纪药业业绩大幅下滑，计提商誉减值5.29亿元导致18年亏损；18年国内制剂收入放缓，19Q1收入开始下滑；原料药收入下滑。
600521	华海药业	2%	-81%	-3%	-29%	-15%	20%	205	缙沙坦事件导致公司原料药收入下滑，销售费用、资产减值大幅增加，18年扣非后净利润大幅下滑。
603707	健友股份	53%	35%	40%	25%	40%	35%	33	肝素原料药销量、单位销量毛利额持续提升，低分子肝素制剂快速放量，制剂出口CDMO逐步贡献利润。
300630	普利制药	92%	97%	67%	126%	93%	53%	37	抗过敏、抗炎药物等老品种稳健增长，转报品种阿奇霉素贡献业绩增量。
600062	华润双鹤	28%	12%	23%	7%	15%	13%	13	输液包材结构持续调整，收入、毛利率稳健提升；慢病、专科用药稳健增长，并购湘中制药增厚专科药收入。18Q1流感疫情业绩基数高，19Q1利润增速放缓，全年业绩增速有望逐步提升。

资料来源：太平洋证券研究院

# 医药仿制——药品重点公司分析

## “两票制”影响逐步消除，专科药企业稳健增长

由于“两票制”开始执行，德展健康、京新药业、海思科、华润双鹤、双鹭药业等公司18年收入增速大幅提升，且超过利润增速。19Q1起已恢复正常，收入和利润增速匹配。

糖尿病用药、精神麻醉用药、心脑血管疾病用药景气度较好，受益于新标/新版医保目录执行，以及公司积极顺应分级诊疗政策趋势，通过销售渠道下沉等多方面积极因素，华东医药、恩华药业、京新药业等专科药公司的业绩在18年稳健增长（京新药业因17年计提商誉减值，18年表观增速高）。双鹭药业、海思科由于辅助性用药收入占比下降，治疗性用药持续增长，业绩出现边际改善。

## “4+7”城市带量采购已开始执行，仿制药公司业绩面临较大不确定性

“4+7”城市带量采购已经于19年3月下旬起在各地陆续开始执行，由于已临近1季度末，对当季业绩影响有限。2季度起，带量采购对于业绩的负面影响将逐步体现，存量规模大中标企业由于产品价格大幅下降，净利率会逐步下行；“4+7”城市带量采购对中标产品设置了基础采购量，根据国家医保局披露的带量采购进展情况，截至4月14日，25个中选品种在11个试点地区采购总量达到了4.38亿片支，总金额5.33亿元，完成约定采购总量的27.31%，采购量超出预期，未中标产品市场份额将出现下滑。若带量采购实施范围、覆盖品种范围继续扩大，最低价独家中标的规则继续维持，仿制药企业业绩将面临较大不确定性。

## 行业发展趋势预判：持续受压，品种丰富的大企业有望最终“剩出”，目前19年PE不到20倍体现了集采的预期

长期来看，药品审批提速加大了仿制药供给；新成立的国家医保局集招标、医保资金管理、医保支付标准制定等诸多职能于一身，议价能力大幅提升，仿制药价格将持续面临压力，国内仿制药企业的盈利水平将向国际同业靠拢（毛利率40%-50%，净利率10%）。

我们认为决定仿制药盈利能力的核心因素仍然是品种的竞争格局，竞争格局较好的品种仍能保持较高的盈利水平。包括：1) 首仿品种，但由于药品审批提速，与此前相比，首仿地位维持时间将变短；2) 具有技术壁垒的特殊剂型，如缓控释片剂、微球、吸入剂等；3) 制剂出口，海外市场注射剂竞争格局要好于口服制剂，利润率也较高；4) 有较高进入壁垒，具有垄断属性的特殊品种，如核药、麻药等；5) 单价较低，降价空间不大，竞争格局稳定的品种，如大输液等。具体到企业层面，我们认为：1) 现有品种丰富，临床价值高，空间大，竞争格局好；2) 在研品种充足，可持续不断得提升新的业绩增量；3) 实现原料药-制剂一体化生产，成本控制力强；4) 现有业务能提供稳定现金流，可持续支撑创新药研发公司值得长期关注。

# 医药仿制——药品重点公司分析

## 重点个股简要分析。

**华东医药：**18年通过渠道下沉，主力品种快速增长，阿卡波糖增长约30%；百令系列约10%。二线品种中，免疫线增长约30%，泮托拉唑系列产品20%以上增长，吡格列酮二甲双胍翻倍增长，吲哚布芬增长达70%。19Q1各品种均继续保持良好的增长态势。后续产品线逐步丰富，利拉鲁肽于19Q1全面进入三期临床，20年初有望报产；卡泊芬净、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、阿纳曲唑、西格列汀二甲双胍有望于19年获批。创新药中，迈华替尼已启动二期临床；TTP-273已申报临床；HD-118处于一期临床，19年有望进入二期临床。18年公司完成Sinclair并购，未来Sinclair公司海外医美业务仍有较大空间，目前正在开展中国市场注册。

**恩华药业：**18年麻醉、精神和神经产品线收入分别增长40%、24%和34%，与17年相比增速均有所提升。主要由于：1) 咪达唑仑、依托咪酯稳健增长；2) 二线品种右美托咪定、瑞芬太尼、丙泊酚、度洛西汀、阿立哌唑等品种受益于进入新版医保、中标范围扩大而快速增长。研发方面，1类新药丁二酸齐洛那平片和D20140305-1盐酸盐片、2类新药普瑞巴林缓释胶囊获得临床批件；利培酮普通片、利培酮分散片、氯氮平片、盐酸右美托咪定注射液申报一致性评价。

**京新药业：**18年成品药增长47%（有高开因素），其中核心品种瑞舒伐他汀、康复新液、地衣芽孢杆菌保持稳健增长，匹伐他汀、左乙拉西坦翻倍增长。他汀类、左乙拉西坦等特色原料药持续增长，带动原料药业务整体增长超过30%。瑞舒伐他汀、左乙拉西坦、氨氯地平在集采中中标，增厚19年业绩。

**健友股份：**猪瘟疫情蔓延使得生猪产能去化，肝素粗品供应紧张，导致肝素原料药价格上涨。公司粗品储备充足，成本低，肝素销量和单位产量毛利额均稳健增长。低分子肝素制剂快速放量。CDMO/注射剂出口业务逐步贡献利润。18年苯磺酸阿曲库铵、博来霉素、肝素钠、吉西他滨获得ANDA，19年依诺肝素在欧洲获批，注射剂出口业务进行快速增长期。

**普利制药：**抗过敏药等原有制剂继续放量，海外转报品种阿奇霉素开始贡献业绩增量。

**华润双鹤：**输液包材结构持续优化，毛利率稳步提升。慢病用药整体稳健增长，并购湘中制药提升专科药增速。

# 医药仿制——医疗器械重点公司分析

表：医疗器械—重点公司分析

表：医疗器械—重点公司分析		2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
300760	迈瑞医疗	23%	43%	21%	28%	23%	22%	37	国内医疗器械绝对龙头；在国外市场受益于彩超和监护高端市场的开拓增速提升，国内市场增速超国外市场；三大产品线生命信息与支持类产品（监护仪、麻醉仪和除颤仪等）、体外诊断和医学影像产品增速均超过20%。
603658	安图生物	38%	29%	32%	30%	29%	29%	38	磁微粒化学发光持续高增长(+34%)，装机超过3000台；生化检测逐步放量；微生物检测稳健增长。
300463	迈克生物	36%	19%	39%	20%	24%	24%	23	自产试剂继续快速增长，其中生化试剂收入增长23.94%、自产免疫试剂增长32.55%、自产血球试剂增长52.48%。
002022	科华生物	25%	-15%	12%	1%	15%	15%	23	自产生化和酶免试剂增速4%，化学发光产品已开始终端推广；整合销售队伍成立营销中心，充分发挥公司试剂和仪器销售队伍的协同效应。
002030	达安基因	-4%	-14%	-35%	-2%	20%	15%	75	国内分子诊断龙头，拥有多个品牌优势；高校控股企业，管理层利益未理顺。
300289	利德曼	14%	-47%	-32%	-67%	-25%	15%	97	18年体外诊断试剂毛利率下滑，销售/管理费用增加拖累业绩。19Q1部分子公司业绩不达预期，母公司降低渠道库存量，加强信用账期管理加大应收账款催收力度导致业绩下滑。
300406	九强生物	12%	5%	6%	3%	10%	10%	24	18Q4血凝业务增长恢复；投资2亿元建设高端血凝分析系统研发及产业化项目，积极布局生化诊断以外的细分检验领域。
300439	美康生物	21%	7%	6%	9%	10%	10%	20	试剂和服务互相协同；近40家区域检验共享中心可有效带动自产产品的增长，集采业务增加。低毛利率代理品牌试剂收入占比增加拉低整体毛利率。
300482	万孚生物	44%	50%	28%	40%	35%	33%	28	国内POCT龙头，产品线齐全，受益于分级诊疗政策下基层医疗市场扩容。慢病、传染病检测产品增长迅速；妊娠、毒品检测产品稳健增长。
300396	迪瑞医疗	8%	28%	24%	47%	31%	29%	20	采取仪器与试剂闭环销售模式，持续带动了试剂耗材产品营业收入的增长。推出多个生化分析、妇科分泌物分析和化学发光免疫分析新仪器/试剂。
002901	大博医疗	30%	24%	40%	21%	27%	27%	28	脊柱类产品、神经外科类产品稳健增长，关节和微创外科业务快速增长；推出第二品牌博益宁，双品牌策略助力公司提升市场份额。
300633	开立医疗	24%	28%	0%	-97%	32%	29%	36	超声、彩超稳健增长，内窥镜快速增长。一季度是行业销售的淡季，业绩绝对数较小，波动幅度较大，全年仍有望高速增长。
300595	欧普康视	47%	41%	57%	41%	36%	34%	44	角膜塑形镜行业壁垒高，公司业务持续高速增长；护理产品进口替代空间大；DreamVision开拓高端市场；服务网络建设稳步推进。
300642	透景生命	20%	3%	26%	8%	22%	25%	22	18年三级医院的整体增速放缓，随逐步开展二级医院市场，但营业收入同比增速仍放缓。股票激励摊销、装机数量增多导致销售费用增长，净利润增速小于营业收入的增速。19Q1收入增速恢复，但仪器投放折旧费用和员工薪酬增大导致净利润增速小于营业收入的增速。
300685	艾德生物	33%	35%	34%	24%	14%	35%	49	多个靶向药相继进入医保显著拉动伴随诊断试剂销量；液体活检、NGS检测和多联检测上市，未来将逐步贡献业绩增量。股票激励费用摊销影响19年表现利润增速。
603387	基蛋生物	40%	23%	44%	12%	31%	28%	23	心标、炎症诊断试剂稳健增长。18年推出Getein1600 5th 荧光免疫仪器/试剂、CM-800全自动生化分析仪、MAGICL6800 3rd 全自动化学发光测定仪及其配套试剂
002382	蓝帆医疗	68%	94%	117%	47%	70%	31%	26	柏盛国际完成业绩承诺，并表增厚业绩，国内市占率达21%。40亿支/年丁腈手套已经部分投产，总产能超过180亿支/年。
300298	三诺生物	50%	9%	18%	-21%	0%	15%	23	零售端增速不及预期，医院端增长迅速。投资收益同比大幅减少导致19Q1净利润下滑。
300326	凯利泰	16%	-20%	24%	62%	-33%	30%	25	骨科类产品收入稳定增长，椎体扩张球囊快速增长；易生科技收入、利润下滑。收购Elliquence股权，增厚19年业绩。
300639	凯普生物	21%	19%	28%	25%	32%	33%	23	HPV检测试剂稳健增长，地贫基因检测、耳聋易感基因检测产品、STD检测销售高速增长。布局第三方医疗实验室服务业务。
600529	山东药玻	11%	40%	10%	32%	28%	24%	26	模制瓶重回两位数增长，棕色瓶保持20%以上增长；产品价格提升，高价产品收入占比增加增厚毛利率；注射剂一致性评价推进，而公司为国内唯一有中硼玻璃模制注射剂注册的企业。

资料来源：太平洋证券研究院

# 医药仿制——医疗器械重点公司分析

## 医疗器械行业：政策环境友好，国产加速替代进口

2017年我国医疗器械整体市场规模为4450亿元，同比增长超20%，其中医学影像、体外诊断和低值耗材市场占比位居前三，分别为16%、14%和13%。目前中国的药械比约为1:0.351，远高于发达国家1:0.98，潜力巨大。医疗器械行业整体政策环境友好，国产品牌有望加速替代进口

**1、新医改促使医院愈加重视医疗器械，国家鼓励国产设备采购：**药品零加成、控制药占比、医保控费、药品带量采购等政策的实施或方案，促使医院愈加重视检验、介入医学、影像等科室，而医院对器械成本的敏感度提升，以及国家政策对国产优质设备的鼓励（如2015年国务院印发的《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，明确提出要逐步提高国产医用设备配置水平），医院对优质的中高端国产设备和耗材的倾向性会更加明显，从而有力地推动优质国产器械在大型公立医院对进口品牌的替代。

**2、分级诊疗释放基层需求，创新器械受政策优待：**分级诊疗政策的不断实施和完善，释放了基层医疗机构对器械的需求（基层需要“补缺口”和“升级”），而基层因为预算有限，采购时会明显偏向于国产；另一方面，CFDA在创新器械的审批上有足够优待措施，针对具有我国发明专利、技术上具有国内首创、国际领先水平，并且具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道。2014-2018H1年，分别有17、29、45、64和28个器械产品进入创新器械特别审批程序。以NGS诊断试剂盒为例，今年已有世和基因、诺禾致源、燃石医学和艾德生物4家企业产品获批上市，特别审批制度的设立加快了优质器械上市进程。

### 3、大型医疗分类调整，配置许可放宽

新版《大型医用设备配置许可管理目录》将PET-CT由甲类调整为乙类、800毫安以上DSA、SPECT、64排以下CT、1.5T以下MRI被调整出乙类目录，将由医疗机构自主决定配置，不需要主管部门审批。配置许可放宽有望加快相关设备增长。

随着国产器械质量提升，在政策利好下，国产器械替代进口的趋势将持续加速。

我国医疗器械各细分领域中，医学影像、体外诊断、低值耗材、心血管器械和骨科器材销售规模靠前，销售总和占比达50%以上；国内企业在体外诊断、心脏支架、监护仪器、低值耗材等领域已大部分实现进口替代，但是在人工关节、高端影像、分子诊断、化学发光等领域，国内企业与国际巨头相比仍有相当差距，未来国产替代空间最大。

# 医药仿制——医疗器械重点公司分析

## 医疗器械上市公司：个股差异大，优选高景气领域

2018年医疗器械上市公司之间业绩分化明显，景气度较好以及国产替代空间大的的领域，如心脏支架、化学发光、POCT、彩超、内窥镜、麻醉机、肿瘤基因检测、骨科等，相应的公司迈瑞、乐普、安图、万孚、开立、艾德、大博和基蛋等，业绩增速快；而景气度已经下滑或竞争过于激烈的领域，如生化、酶免、血糖监测等，相应公司科华、利德曼、九强、三诺等，业绩增速较低或负增长，虽各自在积极布局高景气行业，但因为时间太晚失去先发优势，或技术、产品性能不足等，短时间难有突破。

## 迈瑞医疗：国内医疗器械龙头，全球化布局优势明显

**器械进口替代最受益公司，近20年研发走在前列。**进口替代最受益的器械公司：进口替代和分级诊疗的行业和政策趋势下，迈瑞作为龙头最为受益；多种产品位列国内市场前列：监护仪、麻醉机、除颤仪、彩超、血球等均居国内市场前列，品牌认可度非常高；**高研发投入**：2016-2018年研发投入分别达10.89、11.31和14.2亿元，远超国内同行；**业绩情况**：预计公司未来3年可保持复合20%-25%左右的增速，预计2019-2021年归母净利润分别为45.7亿、55.9亿和67.9亿元，对应PE分别为35倍、29倍和24倍。

## 乐普医疗：优秀的业务布局和整合能力，创新将公司带上新台阶

**“器械+药品+AI”的完整战略布局，创新打开新空间。**器械：Nano支架加速替代Partner支架提升支架整体毛利率，GuReater支架快速增长，可降解支架NeoVas已于19年2月获批上市，是未来3年最大亮点，峰值有望贡献10亿净利润；药品：阿托和氯吡格雷持续高速增长，三款降压药高速增长，甘精胰岛素已经完成III期临床试验有望于19年上半年报产，后续药品储备丰富；AI：人工智能 AI-ECG 心电分析诊断软件系统已经获得美国 FDA 批准注册和欧盟 CE 认证；**业绩情况**：在药品+器械双重带动下，公司未来3年可保持复合30%+的增速，预计2018-2020年归母净利润分别为17.1亿、22.4亿和29.3亿，对应PE分别为26倍、20倍和15倍。

## 安图生物：磁微粒化学发光持续高增长，全自动化流水线系统打开新空间

**化学发光进口替代产生大机会，流水线系统打开新空间。**享受行业溢价：化学发光行业未来3年仍能保持高速增长的态势，安图作为国内龙头企业优势明显。**磁微粒化学发光持续高增长**：产品已进入1500+家三级医院，仪器存量达3000台以上，正加快进口替代；**自动化流水线进展顺利**：Aotolas A-1为国产第一套流水线系统10月完成首条装机，开始进口替代；质谱Autofms于第三季度正式销售。**业绩情况**：未来3年可保持复合30%左右的增速，预计2019-2021年净利润分别为7.2亿、9.3亿和12亿，对应PE分别为36倍、28倍和22倍。

# 医药仿制——医疗器械重点公司分析

## 万孚生物：国内POCT龙头，心标、炎症等定量产品持续高增长

**POCT高增长最受益公司，定量产品持续高增长。**POCT行业高速增长：分级诊疗、胸痛中心建设以及医疗机构临床科室对POCT产品的需求助推行业保持20%+高速增长，万孚是国内行业龙头；**仪器快速铺设**：目前仪器投放共超过3万台；**定量产品高增长**：传染、心血管、炎症等定量产品检测高速增长；**业绩情况**：预计2019-2021年净利润分别为4.17亿、5.52亿和7.14亿，对应PE分别为25倍、19倍和15倍。

## 开立医疗：彩超和内窥镜加速进口替代

**政策利好**：政府采购优先国产政策，推动彩超和内窥镜的国产进口替代加速；**分级诊疗**：基层医院新增大量设备采购需求。

**高端彩超和高清内窥镜加快进口替代**：公司彩超高端产品S50/P50系列快速渗透市场，增速快、盈利强，18年新推出S60产品，性能在S50基础上有了较大提升，S50/S60推出后高端彩超的销售占比将逐渐提高。高清内镜增速快且打破外资长期垄断（唯一可生产高清内窥镜的国内企业）；**收购威尔逊及和一医疗**：丰富了内窥镜相关配套产品，未来将与内窥镜良好协同。**业绩情况**：未来3年可保持30%增速，预计2019-2021年净利润分别达3.34亿、4.31亿和5.48亿，对应PE分别为34倍、26倍和21倍。

## 艾德生物：肿瘤基因检测龙头持续高增长，靶向药物市场快速增长直接受益者

**行业高景气度下受益公司，液态活检、NGS布局领先。**行业高景气：肿瘤患者增加、靶向药物不断在国内上市并迅速进入医保使得伴随诊断需求不断增加，肿瘤基因检测行业可保持5年30%以上增速，艾德生物直接受益。人类EGFR突变基因检测试剂盒（Super-ARMS，ctDNA）、肺癌多基因联合检测产品（PCR）、人类10基因突变联合检测试剂盒（NGS）、人类BRCA1基因和BRCA2基因突变检测试剂盒（NGS）等多个基于不同技术平台的新产品于18年获批，可以满足各种肿瘤基因检测的临床需求，布局领先。**业绩情况**：预计2019-2021年净利润分别达1.45亿、1.95亿和2.59亿，对应PE分别为45倍、33倍和25倍。



# 品牌消费——重点公司分析

表：品牌消费——重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
片仔癀	28%	45%	21%	25%	30%	30%	44	片仔癀系列量价齐升，全新销售模式促进销售增长，二线业务初具规模，未来3年整体业绩30%左右增速
云南白药	10%	5%	10%	9%	13%	12%	23	各板块业绩差异明显，健康产品事业部平稳增长，中药资源事业部良好增长，受医保控费影响，药品事业部同比下滑，混改深化有助于公司长远发展。
东阿阿胶	0%	-2%	-24%	-38%	3%	5%	13	渠道改革影响仍在，短期业绩承压。
同仁堂	6%	0%	7%	10%	7%	10%	34	业绩增速回升，一线产品（安宫牛黄丸、同仁大活络丸等）稳定增长，二三线品种逐步放量，管理层调整有望带来积极变化
白云山	102%	10%	161%	57%	-5%	15%	21	王老吉控费稳价，量价齐升，金戈、华佗再造丸等重点品种持续发力
华润三九	21%	12%	3%	11%	13%	13%	16	出售医院资产带来投资收益，期间费用率同比下降，中药配方颗粒持续快速增长，中药注射剂占比持续降低
千金药业	5%	22%	16%	43%	15%	13%	14	中药保持稳健增长态势，中药材降价提升毛利率，化药去库存结束后快速增长，商业保持稳定增长，卫生用品较快增长
马应龙	26%	16%	23%	17%	100%	20%	21	痔疮疾病用药领域龙头，马应龙麝香痔疮膏提价，肛肠医院逐步开始扭亏
葵花药业	16%	34%	11%	29%	23%	21%	13	核心品种终端价格提升，小儿肺热咳喘口服液、胃康灵、护肝片等量价齐升，流感带动儿童感冒类药物销售爆发，小儿肺热咳喘系列药物进入医保后放量
仁和药业	15%	35%	14%	34%	32%	24%	17	销售模式从“渠道驱动转向终端驱动”，收入结构优化和费用控制，利润增速高于收入增速
中新药业	12%	33%	9%	2%	24%	22%	16	各项指标重回高增长，内生动力充足，速效提价、二线品种放量利好逐步体现，国改预期持续升温
羚锐制药	11%	21%	4%	16%	29%	19%	16	业绩略低预期，第一大单品通络祛痛膏18年增速10%左右，19年有望恢复到15%增速，渠道调整后口服制剂销售有望改善
亚宝药业	14%	33%	7%	34%	26%	25%	15	销售模式从“渠道驱动转向终端驱动”，消肿止痛贴放量迅速，未来三年业绩有望持续较快增长
鱼跃医疗	18%	25%	15%	16%	21%	22%	25	家用医疗器械龙头，品牌居天猫医药馆第一；电子血压计、电动轮椅、制氧机等高速增长；中优、上械等整合效果逐步显现。

资料来源：太平洋证券经济研究所

# 品牌消费——重点公司分析

## 品牌消费：政策推动品牌OTC发展，消费升级驱动品牌消费

品牌消费药械包括稀缺品牌OTC、大众品牌OTC（药品、器械），在消费升级、政策以及企业销售改革的推动下，品牌消费发生了中长期的变化。

**1、品牌OTC“周期减弱，成长增强” & “量价齐升+“集中度提升”。** 行业逻辑1、行业政策变革，渠道净化：16/17年流通行业政策巨变（94号文、营改增、两票制等），净化了OTC渠道库存，相关企业轻松上阵，同时促使OTC营销模式改革（从渠道拉动到终端消费驱动），OTC企业周期属性弱化，成长属性增强。另一方面，小型OTC企业各种成本上升，也逐步退出，供给侧改革大幕拉起，品牌OTC集中度逐步提升。16/17年渠道净化完成后，给未来增长奠定基础。行业逻辑2、提价、综合服务深度绑定连锁药店，满足药店对高毛利、品牌化的追求；行业逻辑3：消费者品牌偏好提升。

**2、消费升级带动品牌消费：**居民收入和生活水平的提升，带动了有消费属性的品牌消费药械需求提升，有稀缺性（原材料稀缺性、处方稀缺性、品牌稀缺性等）和较强品牌力的产品受益明显，而原材料价格上涨为品牌药械提价提供了充分的依据。2017-2018，以片仔癀、东阿阿胶、佛慈制药等为代表的品牌产品，均有不同程度的提价，其中片仔癀提价并未影响销量。

**3、“两票制+营改增”对渠道库存影响逐步消除，企业营销由“渠道”推动向“终端”需求推动转变：**2016-2017年“两票制+营改增”政策在各省逐步落地，对流通环节影响巨大，使得生产企业主动/被动进行营销改革和渠道调整，部分公司渠道库存较大（如亚宝、康恩贝等），短时间影响了生产企业的业绩。18年品牌OTC企业（葵花、亚宝、羚锐）收入、扣非后利润增速20%-40%，品牌OTC向上拐点已至，且成长性有望持续。

**4、企业和渠道的营销改革带动终端销售：**产品提价扩大了产业链盈利空间，企业通过增加销售投入（如片仔癀加快设立体验馆）、部分让利给终端促进其产品推广（如亚宝、康恩贝）等方式扩大其产品销售。

因此我们认为，在政策、消费升级、企业营销模式改革、盈利改善等多因素推动下，品牌消费持续向好。

## 品牌消费上市公司：提价和营销改革成关键因素

2017-2019Q1品牌消费上市公司业绩分化明显，有提价能力的公司如片仔癀，业绩持续快速增长；营销改革有效果的公司如亚宝药业、仁和药业、羚锐，核心品种通络祛痛膏、消肿止痛贴有望实现快速增长。

# 品牌消费——重点公司分析

## 片仔癀：片仔癀系列量价齐升，未来3年30%+增速

**片仔癀系列仍存量价齐升逻辑。** 提价进程：片仔癀系列2016年开启新的提价周期，2017年持续，目前天然麝香稀缺性和牛黄等原材料涨价，预计19-20年片仔癀系列提价有望持续。销售改革：2017Q4开始大幅增加营销投入（2017年和2018销售费用分别为4.04亿和3.92亿），同时积极开设体验馆，目前已覆盖全国大部分省会和主要经济发达城市，另外采取VIP模式稳固高端人群，销售的大力推广以及新的销售模式的推广将确保片仔癀系列产品的内销增长。业绩情况：在片仔癀系列的量价齐升驱动下，我们预计2019年净利润可达15亿左右，20年约20亿，对应PE分别为44倍和344倍。

## 羚锐制药：估值较低，业绩有望持续快速增长

**贴膏剂焕发新生，营销改革效果体现。** 贴膏剂：第一大单品通络祛痛膏18年销售增速10%左右，随着营销改革成果体现，预计19年恢复至15%以上增速；其他产品：小儿退热贴18年销量增速50%左右，预计19年维持较高增长，口服制剂各品种销售有分化；业绩情况：我们预计2019年和2020年净利润可达3.1亿和3.7亿，对应PE分别为16倍和13倍。

## 亚宝药业：双重拐点，市值低廉

**品牌OTC行业拐点已现：**处于“量价齐升”+“集中度提升”阶段（详见前一页行业观点）；**公司拐点已至，未来2-3年业绩保持高速增长态势：**1) 销售模式从“渠道驱动型”转变为“终端驱动型”，业绩成长周期性减弱，持续成长性增强；2) 公司研发投入在品牌OTC企业中居前列，18年费用化研发投入超1.1亿元，未来研发投入保持稳定；3) 新品种&一致性评价品种陆续获批，有望贡献业绩弹性，公司已开展10个一致性评价项目，其中苯磺酸氨氯地平已通过一致性评价，马来酸依那普利已经申报，预计19年获批，恩替卡韦片、甲钴胺片、莫沙必利片19年有望完成BE后申报，仿制药苯甲酸阿格列汀片及原料药已报产，19年有望获批上市。

## 中新药业：速效救心丸量价齐升，业绩延续高增长。

公司在管理和经营层面均迎来拐点，18年公司速效救心丸出厂价提升、二线品种发力将显著增厚业绩。新一任管理层履新&国改进程提速也将促使公司业绩释放。预计19/20年归母净利润分别为7/8.5亿元，增速为24%/22%。对应PE分别为16X、13X。

## 鱼跃医疗：家用器械龙头品牌价值有望凸显

**家用器械龙头有望再次跃龙门。**公司是家用医疗器械龙头，“鱼跃”品牌常年居天猫医药馆第一；家用医疗板块稳定增长，18年核心电子血压计、血糖保持快速增长，新品睡眠呼吸剂18年80%以上增速；上械生产线技改导致收入同比下滑；业绩情况：我们预计2019年和2020年净利润可达8.8亿和10.7亿，对应PE分别为25倍和21倍。

# 血制品——重点公司分析

表：血制品重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
华兰生物	36%	32%	24%	28%	27%	1%	26	血制品小拐点向上，流感疫苗有望持续放量，生物药进入收获期
博雅生物	68%	32%	32%	27%	27%	25%	20	内生+外延，高成长低估值的千吨血浆级龙头企业初现
上海莱士	-6%	-75%	84%	189%	417%	10%	47	业绩预测和PE是扣非后，血制品龙头，估值合理
天坛生物	18%	22%	27%	22%	20%	20%	34	业绩快速增长，整合效果显现，采浆能力持续提升，血制品龙头地位稳固

资料来源：太平洋证券经济研究所

## 血制品：血制品供需向好，价格体系稳定，行业迎向上小拐点；上市公司业绩持续向好

血制品经历17年之前的量价齐升后，白蛋白供需格局恶化，产品降价等因素影响，17年经营业绩普遍回落，经历库存清理、渠道改革的阵痛后，供需恢复，价格体系稳定，血制品行业迎来向上小拐点：1) 血制品企业渠道改革，自建销售团队后收入端明显提速，扣非净利润也实现较快增长；2) 行业从“资源属性”向“资源+学术推广”转变，即采浆能力和学术推广两条腿走路，未来行业增长主要来自终端需求增长，血制品行业存5倍空间，行业规模有望突破千亿；3) 血制品行业集中度有望持续提升，具备内生+外延持续开拓浆站能力企业有望成为行业龙头。

**华兰生物**19Q1收入增速24%，扣非后净利润增速28%，收入和扣非净利润均保持较快增长，主要原因是渠道改革和血制品产品结构优化后，血制品业务稳健增长，19年流感疫苗有望翻倍增长，全年公司净利润增速预计27%左右。

**博雅生物**血制品业务增速最高的企业，未来内生和外延双重驱动下，采浆量有望突破千吨，预计19年血制品业绩维持30%左右增速，整体业绩增速27%左右，未来丹霞血浆调拨和注入将大幅增厚公司业绩。

**天坛生物**17年剥离疫苗业务，专注血制品，受益血制品行业回暖和内部整合效果显现，公司业绩有望持续稳健增长；

**上海莱士**18年收入、扣非净利润负增长，19年有望逐步恢复。

# 商业配送——重点公司分析

表：商业配送重点公司分析

	2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019 E	2020 E		
上海医药	22%	-7%	26%	4%	11%	10%	12	工业重点品种发力贡献业绩，工商一体协同性最强
国药股份	7%	24%	10%	12%	5%	12%	12	重组完成后并购整合提升空间大，北京配送业务低点已过
国药一致	5%	14%	16%	4%	12%	14%	14	业绩同比改善，国大药房战略优化成效明显
九州通	18%	22%	11%	16%	24%	23%	17	医保支付改革及基层下沉带来新机遇，高毛利业务逐步进入收获期
柳州医药	24%	32%	25%	37%	26%	26%	14	高毛利业务提速带来业绩加速，零售、工业增速超预期
海王生物	54%	-87%	15%	-19%	-10%	5%	28	药品、器械并购推动收入端增长，也应关注商誉减值风险
嘉事堂	26%	23%	28%	13%	24%	22%	10	基层配送能力强提升市占率，器械领域布局打开成长空间
瑞康医药	46%	-69%	23%	-32%	13%	14%	13	现金流改善趋势明显，器械及省外继续保持快速增长
中国医药	2%	-11%	24%	8%	-9%	9%	11	积极推进“一体两翼”战略，商业及贸易板块增速较快
鹭燕医药	38%	41%	32%	35%	20%	20%	15	现金流改善明显，跨省分销网络初步形成

资料来源：wind，太平洋证券研究院

表：商业配送重点公司经营性现金流净额好转趋势（亿元）

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2016全年	2017全年	2018全年
上海医药	3.76	8.83	5.86	8.03	0.96	<b>9.85</b>	<b>6.53</b>	<b>14.02</b>	1.54	19.47	26.49	31.35
国药股份	0.75	-5.44	-1.08	16.52	0.30	<b>4.84</b>	<b>4.10</b>	<b>0.57</b>	-8.49	5.97	10.74	9.82
国药一致	-5.02	7.31	2.83	7.74	-8.65	<b>10.90</b>	<b>3.39</b>	<b>7.59</b>	-7.59	14.73	12.85	13.23
九州通	-26.65	-10.28	-13.13	39.95	-38.75	<b>-10.20</b>	<b>6.69</b>	<b>54.48</b>	-32.64	4.31	-10.12	12.22
柳药股份	-7.26	1.11	-3.36	6.18	-8.34	<b>3.32</b>	<b>-2.56</b>	<b>7.79</b>	-3.05	1.08	-3.33	0.22
海王生物	-9.08	2.29	-3.01	-14.53	-10.58	<b>1.08</b>	<b>5.54</b>	<b>-7.40</b>	0.69	-14.97	-24.33	-11.35
嘉事堂	-2.04	-0.84	6.08	-6.94	-5.35	<b>2.14</b>	<b>-1.12</b>	<b>1.41</b>	-0.50	1.16	-3.74	-2.92
瑞康医药	-9.78	-3.62	-9.09	-1.73	-23.48	<b>-0.34</b>	<b>14.98</b>	<b>7.15</b>	1.05	-17.59	-24.22	-1.69
中国医药	-6.54	-1.37	-0.96	13.96	-14.47	<b>-0.33</b>	<b>-3.04</b>	<b>17.85</b>	-13.94	10.04	5.09	0.01
鹭燕医药	-1.60	-5.30	-1.40	3.83	-5.39	<b>3.15</b>	<b>1.43</b>	<b>2.07</b>	-6.41	-1.28	-4.47	1.27

资料来源：wind，太平洋证券研究院

# 商业配送——重点公司分析

## 商业配送：国内药品流通行业中长期逻辑存在，整体现金流改善明显，拐点初现

从以上标的构成的板块区间涨跌幅来看，18年板块跌幅32%，Q1-Q4涨跌幅分别为3%、-11%、-12%、-15%，主要是上半年受两票制调整、下半年受带量采购等影响，市场对板块较为谨慎，19Q1涨幅20%。虽然整体板块表现不佳，但国药一致、上海医药、柳药股份、国药股份、九州通仍跑赢板块，获得超额收益，核心还是在于业绩和现金流的双重改善。上表中18年营收增长10%以下的有3家——国药股份、国药一致、中国医药；增长在10%~20%的是九州通，增长18%；增速超过20%的有上海医药、柳药股份、海王生物、嘉事堂、鹭燕医药和瑞康医药，营收增长都超20%。

**短期看现金流有望改善：**2018年以来，我国利率水平总体呈下行走势，加上“两票制”已在全国31个省份全面执行，其对纯销的正面影响更加显现，现金流压力未来有望逐步改善。从流通企业各季度现金流来看，医药商业18Q2开始业绩增速有所回暖&现金流大幅改善，18Q3趋势延续，现金流环比&同比均改善明显。上表中季度及18年现金流改善明显的有：上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药、中国医药、鹭燕医药等。

**中长期看集中度提升，业务结构调整打开空间：**行业政策进一步推动小企业被收购兼并/逐步退出，龙头公司份额长期提升；18年政府及金融机构相继出台实质性政策降低民企融资成本，公立医院账期过长的问题得到缓解，企业将更多精力放在业务创新、上下游延伸上，长期看将带来毛利率、净利率的提升，也带来业绩超预期的可能。

## 带量采购对行业影响有限，更多将带来现金流改善

带量采购对行业影响有限，旧仿制药的低迷会被新的仿制药与创新药抵消，行业整体仍保持稳定增长。对行业来说，核心是净利率不是毛利率，带采后流通企业毛利率下降，但净利率会稳定在1.6%左右，跟带采前净利率变化不大，因为回款变好，资金成本降了，如果严格执行带采，医保局直接约束医疗机构回款，带来现金流好转。

# 商业配送——重点公司分析

## 上海医药：工业重点品种发力贡献业绩，工商一体，协同性最强

上海医药经营净现金流量近年始终为正，且同比增长率保持稳定，同比增长18.36%，主要得益于工业板块的贡献。

- 1) 工业板块：通过实施重点产品聚焦战略保持快速增长和毛利率的提升，18年收入增速29.86%，较17年继续提速，毛利率达到58.87%。60个重点品种的增速达到28.52%，一致性评价和产品研发进展顺利。
- 2) 分销版块：继续完成全国布局，和康德乐整合顺利，18年毛利率略有提升至7.01%，收入增速20.06%，在进口代理方面与施贵宝、罗氏、雅培签署战略合作，受两票制影响逐步消除。
- 3) 零售板块：大力布局DTP与院边店，积极参与上海社区综改厨房延伸项目，在上海市占率70%。18年云健康与江苏大学附属医院达成战略合作协议，共同探索互联网医院发展模式，合作共建全国首家“益药·云医院-网上江滨医院”。18年板块收入增速27.70%，毛利率15.14%。

## 国药股份：重组减弱同业竞争因素，创新业务发展较快

经营净现金流量方面，公司从2017年四季度开始转正，19年经营净现金流有望进一步提升。

- 1) 在配送板块，公司是国药集团在北京地区唯一分销平台，覆盖北京100%二三级医院+超300家基层，普药分销覆盖全国31省市，麻精特药分销占全国80%以上市场份额，整体保持稳健增长。
- 2) 在创新业务板块，通过医院合作项目、专业化药房等多方式探索，18年耗材业务增速21.39%；借助专业投资平台，在麻药、口腔和其他创新平台中提前布局，突破原有瓶颈，带来业绩和现金流的改善。

## 九州通：医院纯销及药店终端快速增长

- 1) 在配送业务上，公司网络覆盖全国95%以上省市，全布局多以自建为主，并购时议价能力强，商誉仅占净资产比例0.7%；渠道加速下沉，终端销售占比快速提升，18年医院纯销（二级及以上医院）同比增长24.49%，有效客户达5,200余家；二级及以下基层医疗机构同比增长49.55%，有效客户达77,000余家；零售药店（批发）同比增速33.78%，主要原因是营改增影响下，零售药店原有向区域小批发商无票低价采购模式无法持续，进而转向公司采购。预计19年基层医疗机构和零售终端（含FBBC）增速分别超过40%、30%。
- 2) 在战略板块，中药饮片、器械、消费品、增值业务等高毛利业务高速增长，其中器械18年增速60.85%，同时信息化供应链平台促使了企业盈利能力和现金流好转，预计19年净利润增速在20%以上。

# 商业配送——重点公司分析

## 瑞康医药：现金流改善趋势明显，器械及省外继续保持快速增长

### 1) 业绩保持高增长，医疗器械配送、省外业务高速增长

公司基本完成全国网络布局，18年对前期并购的控股子公司执行信息、财务、人事一体化管理，全面上线SAP系统，并适时削减或裁撤了部分经营不善的业务线及子公司，计提商誉减值7.24亿元，但由于前期并购条款规定未完成业绩对赌的子公司，公司无须按最高档估值支付股权对价款，因此利润表冲回公允价值变动收益6.38亿元，有效降低了商誉减值准备对公司净利润带来的冲击，2019年轻装上阵，后期商誉减值风险可控。从区域分布上看，2018年山东省内实现收入147.21亿（+3.76%，较17年2.46%有所提升），省外实现收入192.1亿（+108%），销售占比达到57%。公司整体业务保持稳定增长，完成收购的省外公司盈利水平上升，省外业务增长较快。

### 2) 18Q3-19Q1现金流均为正，资金运转效率上升

2018年二季度以来，公司利用集中度提升的产业趋势，通过强化应收账款的账期管理、优化支付方式和工具，回款账期和经营性现金流得到了大幅度的改善。18Q1-19Q1经营现金流净额分别为-23.48亿、-0.34亿、14.98亿、7.15亿、1.05亿，连续3个季度现金流为正，标志着公司正由外延式发展向内涵式发展过渡，从追求快速增长、快速提升市场占有率过渡到追求在稳健增速下的高质量内涵式增长。

## 柳州医药：18年业绩稳定增长，零售、工业增速超预期

1) 分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为27、28、32、30亿，同比增长25.32%、23.06%、23.72%、24.02%；归母净利润分别为1.13、1.42、1.35、1.37亿，同比增长35.27%、31.68%、38.26%、22.91%；季度间较平稳。总体上上半年的增速高于下半年，主要原因是17下半年两票制在广西5个地级市执行，市占率提升带来高增长，基数较高。净利率水平看，四个季度净利率分别为4.13%、5.40%、4.51%、5.15%，18全年净利率4.85%，较17年4.53%提升0.32个百分点，盈利能力呈上升趋势，主要原因是市场份额的进一步扩大，议价能力随之提升和其他高毛利板块贡献加大。

2) 公司在广西省占率20%，业务涵盖医院纯销、第三终端、商业调拨、器械、IVD集采、零售药店、工业（中药饮片、普药）等，产业链齐全。公司在广西深耕细作，通过医院供应链管理项目换取区内15-20家三甲医院和30-50家二甲医院的药械优先或独家配送权，下游医院资源的广泛、扎实、稳定是公司的核心竞争力。这一核心竞争力不仅保证公司在两票制推行和新标切换时能够较其他对手更快抢占市场份额，更重要的是，还能助力公司的零售、IVD、工业等板块迅速释放业绩。批零一体、工商联动的协同效应使得公司业绩保持25%-30%以上增长，业务结构的优化更能带来净利率的提升、现金流压力的减缓，是商业板块优质、潜力大的标的。



# 现代中药——重点公司分析

表：现代中药-重点公司分析

		表：现代中药—重点公司分析							19PE	投资要点
		2018		19Q1		净利增速预测				
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E			
600535	天士力	12%	2%	16%	10%	14%	15%	19	18Q4主动降低渠道库存，控制发货；计提资产减值等因素影响18年利润，19Q1已经逐步恢复正常。普佑克受销售渠道调整影响销售额低于预期，19年有望逐步恢复。天士力生物启动H股上市，开启价值重估。	
603858	步长制药	-1%	5%	19%	68%	5%	5%	14	脑心通等口服制剂保持增长，丹红等注射剂受正常影响出现下滑，扣非后净利润总体稳定。	
002603	以岭药业	18%	12%	-2%	-10%	20%	15%	21	莲花清瘟受益于流感疫情大幅增长85%，心脑血管药物因控货收入基本持平。18Q1由于流感疫情业绩基数较高，此外19Q1为保证莲花清瘟生产对其他产品进行控货，导致19Q1利润小幅下滑，后续有望逐步恢复。	
600566	济川药业	28%	38%	-2%	6%	22%	21%	14	清热解毒、儿科、呼吸用药均继续快速增长。消化类增速放缓。18Q1由于流感疫情业绩基数较高，导致利润增速大幅放缓。	
300026	红日药业	25%	-57%	8%	7%	160%	10%	19	计提超思电子和展望药业商誉2.82亿导致18年业绩大幅下滑。中药配方颗粒收入稳健增长，血必净受高开等因素影响出现恢复性上涨。19Q1业绩基本稳定。	
600557	康缘药业	17%	14%	20%	19%	15%	15%	17	口服剂型收入稳健增长(+16%)，其中口服液增长78%。注射剂中，热毒宁销量恢复增长(+12%)，银杏二萜内酯葡胺受益于纳入新版医保快速放量，销量增长66%。	
600329	中新药业	12%	33%	9%	2%	24%	22%	17	速效救心丸提价效应逐步体现，18年收入增长15%；重点大品种放量明显(+28.25%)。19Q1受中美史克投资收益下降影响扣非利润增速出现下滑。	
600422	昆药集团	21%	-2%	8%	26%	15%	15%	23	口服制剂品种稳健增长，注射用血塞通出现恢复性增长。	
600594	益佰制药	21%	-329%	-14%	-40%	扭亏为盈	10%	20	计提商誉减值10.28亿元导致18年扣非后亏损，艾迪注射液和银杏达莫注射液销量下滑。	
002317	众生药业	20%	26%	3%	4%	10%	5%	17	中药、化药均稳健增长。	
600252	中恒集团	61%	-15%	31%	15%	5%	5%	17	18年受两票制政策影响收入上升，血栓通销量出现下滑。	
300039	上海凯宝	-4%	-8%	-23%	-33%	-25%	-10%	30	痰热清注射液销量下滑。	

资料来源：太平洋证券研究院

**中药配方颗粒政策友好，景气度较高。**保留药品加成，不计入药占比更能满足医院的利益诉求。但目前中药配方颗粒目前限制在二级以上医院使用，且仅进入部分地区地方医保。如政策限制逐步放开，全国性企业仍具优势，18年**红日药业子公司康仁堂**收入增长30%。

**中成药上市公司业绩分化持续。**由于两票制后施行高开，18年中药企业收入普遍保持了正增长，利润端能够更准确的反映企业经营情况。口服药为主的**天士力、以岭药业、济川药业、中新药业、众生药业**凭借着销售渠道、品种优势在2017年业绩均保持正增长。纳入辅助用药监控目录、医保支付受限等政策导致中药注射液持续承压，**中恒集团、上海凯宝**以中药注射液为主的公司业绩持续下滑。**康缘药业、昆药集团**等兼有口服和注射剂的公司通过产品结构调整，恢复增长。**益佰制药、红日药业**计提大额商誉减值，18年利润大幅下滑。

# 维生素——重点公司分析

表：维生素-重点公司分析

表：维生素—重点公司分析		2018		19Q1		净利增速预测		19PE	投资要点
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	2019E	2020E		
002019	亿帆医药	6%	-43%	-9%	-54%	51%	3%	15	18年泛酸钙价格前高后低影响当年和19Q1业绩，泛酸钙价格自19Q1起已开始回升，业绩迎来拐点。制剂未来3年30%复合增长。生物药步入收获期。
002001	新和成	39%	75%	-40%	-68%	-16%	25%	14	18Q1Va、Ve价格大幅上涨显著增厚18年全年业绩，BASF复产后价格下跌；香料香精业务稳健增长；蛋氨酸贡献业绩增量；18Q1业绩基数高导致19Q1负增长。
600216	浙江医药	20%	77%	-11%	-84%	33%	16%	19	18Q1Ve价格上涨显著增厚18年全年业绩，BASF复产后价格下跌；制剂出口、保健品尚处于投入期整体拉低利润；18Q1业绩基数高导致19Q1负增长。
600299	安迪苏	10%	-30%	-9%	-17%	40%	21%	23	蛋氨酸竞争激烈价格下滑，汇兑损失增加。
002626	金达威	38%	41%	-11%	-61%	-30%	25%	19	18Q1Va价格大幅上涨显著增厚18年全年业绩，BASF复产后价格下跌，计提VB公司1.62亿元商誉减值拉低18年业绩；辅酶Q10价格略有下跌；18Q1业绩基数高导致19Q1负增长。
002562	兄弟科技	-10%	-103%	-26%	-147%	扭亏为盈	15%	38	18年VK3、VB1和烟酰胺价格同比大幅下降导致业绩负增长；19Q1VK3、VB1仍在低位，但逐步提升，泛酸钙提价逐步贡献业绩增量。

资料来源：太平洋证券研究院

**亿帆医药：**18年泛酸钙价格下滑导致业绩下滑；19Q1起由于厂家联合意愿强，山东地区环保监管严格，新发/华辰产能受到影响，泛酸钙价格稳步提升，公司业绩有望于19Q2迎来拐点。制剂、生物药进入收获期。

**新和成、浙江医药：**17年10月BASF发生事故后导致全球Va和Ve供应短缺，价格在17Q4和18Q1迎来大幅上涨，新和成、浙江医药18年业绩均同比大幅增长。BASF复产后二者价格均从高位大幅回落，但后续走势出现分化。由于BASF柠檬醛供应一直较为紧张，导致全球Va供需仍处于紧平衡状态，Va价格持续高位震荡。Ve由于能特科技的进入，处于供大于求的状态，价格一度下跌至厂家成本价附近；目前DSM已经完成对于能特科技的整合，全球Ve供应格局有望得到改善，Ve价格有望迎来回升。19Q1业绩大幅下滑主要是由于去年同期业绩基数高，由于Va和Ve价格在18年呈现出前高后低的态势，**预计新和成、浙江医药19年业绩将逐季回升**。目前新和成已有5万吨/年蛋氨酸产能，2期10万吨/年有望于19-20年投产，商务部启动蛋氨酸反倾销调查，利好国内蛋氨酸企业。

**金达威：**辅酶Q10价格下滑，但Va价格大幅上涨显著增厚业绩。18Q1业绩基数高导致19Q1业绩同比下滑。公司积极谋求转型，布局保健品业务。

**安迪苏：**全球蛋氨酸龙头，18年产能为42.5万吨/年，占全球25%。18年蛋氨酸价格持续下滑，Va价格上涨增厚公司业绩，功能性产品业务毛利整体略有下滑。收购纽葛迪强化在特种饲料添加剂领域市场地位。公司有望受益蛋氨酸反倾销调查

**兄弟科技：**18年公司主要品种价格均大幅下跌。Vb1:新发药业2500吨/年Vb1生产线于18年投产；Vk3:重庆民丰、振华股份等新产能陆续进入。烟酰胺：产能过剩，18Q2上游厂家去库存。19Q1公司虽出现亏损，但Vb1和Vk3价格已从底部开始反弹，同时公司将受益于泛酸钙涨价，19Q2公司有望迎来拐点。苯二酚及其衍生物/碘造影剂项目有望于19年投产，提供新的业绩增长点。

# 太平洋医药团队介绍

**杜佐远：**太平洋医药行业首席分析师，9年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司，伴随公司中长期成长。

**蔡明子：**太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

**苑建：**太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

**王斌：**太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。

**云天洋：**太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士。2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协助组内成员开展工作。

# 投资评级说明

## 投资评级说明

### ■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### ■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

# 重要声明



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。