

医药生物行业 2018 年&2019 年 Q1 总结

医药行业整体承压，商誉减值拖累业绩，创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速 增持（维持）

2019 年 05 月 09 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiadzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

研究助理 李颖睿

021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

投资要点

■ **医药工业整体承压，医院端增速反弹明显**：上市公司业绩增长超越行业，医药产业升级，龙头企业强者恒强。工信部数据显示，2018 年医药工业增加值同比增长 9.70%，增速较上年同期下降 2.70 个百分点，高于全国工业整体增速 3.5 个百分点，位于工业全行业前列。PDB 数据显示，重点城市样本医院 2018 年销售额 2284 亿元，同比增长 2.7%，较 2017 年增速有所反弹。

■ **2018 年和 2019 年 Q1 医药行业整体业绩呈现下降趋势**：2018 年医药行业收入端整体增长 19.08%，表现好于 2016 年和 2017 年同期水平，但由于部分公司大量计提商誉减值、以及行业突发事件等因素影响，医药行业在归母利润端出现负值增长的情况。在 2018 年流感等因素带来的医药行业收入和利润高基数的基础上，2019 年 Q1 医药行业收入端同比增长 15.14%，归母净利润增长 8.27%，虽然不及 2018 年 Q1 的数据，但在高基数上仍维持了稳定的增长。

■ **医药子版块分化加剧，生物制品、医疗服务、医疗器械、原料药继续领跑**：从 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩方面，子行业出现了较大的分化，尤其是之前并购较多的子行业受到商誉减值的冲击显著，以及 2018 年 Q1 流感爆发带来的业绩加成，致使利润端 2018 年和 2019Q1 的增速大幅下滑甚至负增长。我们剔除一次性重大影响后，生物制品、医疗服务、医疗器械和原料药几个行业增速较快，2018 年收入增速分别达到 43.84%、26.6%、20.68%、21.78%；归母净利润增速分别达到 78.54%、50.65%、25.43%、26.5%。

■ **创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，阶段性成为推动医药行业发展重要动力**：细分行业看，CRO 行业和医药自主消费领域表现亮眼。CRO 行业 2018 年收入同比增长 27.55%，归母净利润、扣非归母净利润分别增长 76.83%、59.04%。医药自主消费行业 2018 年实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为 30.39%、43.89%和 46.83%，成为推动医药行业发展的重要动力。

■ **2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，沪（深）港通增持明显**：我们统计了 2019Q1 基金的医药股持仓，2019Q1 基于重仓股的医药股持仓比例约 11.3%，较 2018 全年的 10.8%略有提升，基本处在历史均值水平。2019Q1 沪（深）港通增持明显，对医药股持股比例达 1.15%。

■ **风险提示**：医改政策落地风险；招标不及预期的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

行业走势



相关研究

- 1、《医药生物行业：基金医药持仓比例 11.3%，较 2018 年略有提升，建议积极关注有业绩保障的公司》2019-04-29
- 2、《医药生物行业：关注医保局动态，把握医药科创板行情》2019-04-21
- 3、《医药生物行业报告：渠道库存消化明显，血制品迎来行业发展上升期》2019-04-17

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002007	华兰生物	388.09	41.49	1.22	1.63	1.98	34.01	25.45	20.95	增持
300347	泰格医药	313.41	62.66	0.95	1.36	1.90	65.96	46.07	32.98	买入
600436	片仔癀	654.24	108.44	1.89	2.48	3.18	57.38	43.73	34.10	买入
300357	我武生物	140.43	26.82	0.80	1.02	1.31	33.53	26.29	20.47	增持
000661	长春高新	501.88	295.03	5.92	8.39	11.46	49.84	35.16	25.74	买入

资料来源：Wind、东吴证券研究所

内容目录

1. 带量采购等政策落地，行业持续调整	7
1.1. 医药工业：受医保控费影响，整体增速放缓	7
1.2. 医院终端：诸多政策调整后，整体销售增速反弹	8
1.3. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，预计第二批名单年内出炉	9
1.4. 国家医保药品目录调整方案出炉，8月确定整体调整结果	11
2. 2018 年和 2019 年 Q1 医药行业整体业绩呈现下降趋势	13
2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 247 家标的）为 15.00%，略好于去年同期水平	13
2.2. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行，但随着销售费用率等增长，净利润率略有下降	18
2.3. 2018 年和 2019 年 Q1 医药行业经营性净现金流、应收账款、存货等均有好转，医药上市公司更加注重业绩增长的质量	19
3. 医药子版块分化加剧，商誉减值成为拖累子版块业绩的重要原因	20
3.1. 化学制剂子版块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹	21
3.2. 由于康美药业等个股因素导致中药子版块增速低于去年同期水平	24
3.3. 血液制品回暖叠加生长激素板块放量推动行业快速增长	28
3.4. 受商誉减值及权重股美年健康事件影响，2018 年医疗服务行业经营指标恶化，2019Q1 净利润及经营性现金流明显改善	31
3.5. 医疗器械上市公司呈现稳定增长，但整体略差于 2018 年和 2019 年 Q1 同期业绩增速水平	34
3.6. 医药商业板块经营指标逐渐好转，利润指标受商誉减值影响失真明显，集中度提升带来经营改善的逻辑仍然成立	37
3.7. 环保政策持续影响化学原料药供给，2019Q1 价格回落	39
4. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力	42
4.1. 带量采购加速药企转型，创新药企及 CRO 企业盈利能力凸显	42
4.2. 医药自主消费升级类产品放量增长显著，收入和利润均进入爆发增长期	44
4.3. 内生外延发展驱动连锁药店细分行业延续 2018 年以来的高速增长态势	46
4.4. OTC 行业在消费升级和集中度提升的驱动下，收入和利润增速延续高速增长	47
4.5. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升，行业起底回升	49
4.6. “长生生物事件”带来批签发放缓拖累企业业绩，“疫苗法”预期颁布使得行业回暖	51
5. 上市公司业绩延续 2018 年上升趋势：169 家医药企业实现增长	52
6. 2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，沪（深）港通增持明显	60
6.1. 2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，较 2018 年年底有所提升	60
6.2. 2019Q1 沪（深）港通增持明显，对医药股持股比例达 1.15%	61
7. 风险提示	63
8. 附录：标的选择说明	63

图表目录

图 1: 医药制造业工业增加值情况	7
图 2: 医药制造业收入&利润 (2017.2-2019.3)	7
图 3: 医药制造业收入&利润 (2002-2017)	7
图 4: 医药制造业工业增加值情况	8
图 5: 重点城市样本医院药品销售情况 (按年度)	9
图 6: 重点城市样本医院药品销售情况 (按季度)	9
图 7: 2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排	12
图 8: 医药上市公司销售收入情况 (亿元)	13
图 9: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	13
图 10: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	14
图 11: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元)	14
图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)	15
图 13: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	15
图 14: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况	19
图 15: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元)	19
图 16: 医药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	20
图 17: 医药上市公司应收账款变化情况 (亿元)	20
图 18: 医药上市公司存货变化情况 (亿元)	20
图 19: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)	22
图 20: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)	22
图 21: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	22
图 22: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)	22
图 23: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)	23
图 24: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归扣非净利润情况 (亿元)	23
图 25: 化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况	24
图 26: 化学制剂行业费用情况 (亿元)	24
图 27: 中药子行业销售收入情况 (亿元)	25
图 28: 中药子行业归母净利润情况 (亿元)	25
图 29: 中药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	26
图 30: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况 (亿元)	26
图 31: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况 (亿元)	26
图 32: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归扣非净利润情况 (亿元)	26
图 33: 中药行业毛利率&净利率以及费用率情况	27
图 34: 中药行业费用情况 (亿元)	27
图 35: 中药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	27
图 36: 中药上市公司应收账款变化情况 (亿元)	28

图 37: 中药上市公司存货变化情况 (亿元)	28
图 38: 生物制品子行业销售收入情况 (亿元)	29
图 39: 生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)	29
图 40: 生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)	29
图 41: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况 (亿元)	29
图 42: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)	30
图 43: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)	30
图 44: 生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	30
图 45: 生物制品子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	30
图 46: 生物制品子行业经营性净现金流情况 (亿元)	31
图 47: 生物制品子行业存货情况 (亿元)	31
图 48: 生物制品子行业应收账款情况 (亿元)	31
图 49: 医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)	32
图 50: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	32
图 51: 医疗服务子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	32
图 52: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)	32
图 53: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)	33
图 54: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元)	33
图 55: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	33
图 56: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	33
图 57: 医疗服务子行业经营性净现金流情况 (亿元)	34
图 58: 医疗服务子行业应收账款情况 (亿元)	34
图 59: 医疗服务子行业存货情况 (亿元)	34
图 60: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)	35
图 61: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)	35
图 62: 医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)	35
图 63: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)	35
图 64: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)	35
图 65: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)	35
图 66: 医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	36
图 67: 医疗器械子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	36
图 68: 医疗器械上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	37
图 69: 医疗器械上市公司应收账款变化情况 (亿元)	37
图 70: 医疗器械上市公司存货变化情况 (亿元)	37
图 71: 医药商业子行业销售收入情况 (亿元)	38
图 72: 医药商业子行业归母净利润情况 (亿元)	38
图 73: 医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况	38
图 74: 医药商业子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)	38
图 75: 医药商业子行业经营性净现金流情况 (亿元)	39

图 76: 医药商业子行业应收账款情况 (亿元)	39
图 77: 医药商业子行业存货情况 (亿元)	39
图 78: 化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)	40
图 79: 化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)	40
图 80: 化学原料药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)	40
图 81: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)	40
图 82: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)	41
图 83: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况 (亿元)	41
图 84: 原料药行业毛利率&净利率以及费用率情况	42
图 85: 原料药行业费用情况 (亿元)	42
图 86: 创新药企销售收入情况 (亿元)	43
图 87: 创新药企净利润和扣非净利润情况 (亿元)	43
图 88: CRO 企业销售收入情况 (亿元)	44
图 89: CRO 企业净利润和扣非净利润情况 (亿元)	44
图 90: 自主消费升级类公司销售收入情况 (亿元)	45
图 91: 自主消费升级类公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)	45
图 92: 自主消费升级类公司经营净现金流变化情况 (亿元)	45
图 93: 自主消费升级类公司应收账款和存货变化情况 (亿元)	45
图 94: 连锁药店销售占比及药店连锁化率情况	46
图 95: 零售药店板块销售收入情况 (亿元)	46
图 96: 零售药店板块净利润和扣非净利润情况 (亿元)	46
图 97: 连锁药店上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	47
图 98: 连锁药店上市公司应收账款和存货变化情况 (亿元)	47
图 99: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元)	48
图 100: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元)	48
图 101: OTC 上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)	49
图 102: OTC 上市公司应收账款和存货变化情况 (亿元)	49
图 103: 人血白蛋白批签发数量变化趋势	50
图 104: 静丙批签发数量变化趋势	50
图 105: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)	50
图 106: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)	50
图 107: 血液制品细分领域经营性净现金流情况 (亿元)	51
图 108: 血液制品细分领域应收账款及存货情况 (亿元)	51
图 109: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元)	52
图 110: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)	52
图 111: 疫苗行业细分领域经营性净现金流情况 (亿元)	52
图 112: 疫苗行业细分领域应收账款和存货情况 (亿元)	52
图 113: 基金医药持仓比例变化	60
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况	9

表 3: 第二批带量采购潜在品种	10
表 4: 医药子行业收入、归母净利润及扣非净利润变化情况 (全部 285 家样本)	15
表 5: 全部样本医药子行业收入和归母净利润变化情况	17
表 6: 剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 247 个样本测算医药子行业收入、归母净利润和扣非净利润变化情况	17
表 7: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和归母净利润变化情况	18
表 8: 创新药企盈利能力及费用情况 (亿元)	43
表 9: 国内 CRO 行业市场预测 (单位: 十亿美元)	44
表 10: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元)	48
表 11: OTC 行业细分领域扣非净利润变化情况 (亿元)	49
表 12: 化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况	54
表 13: 中药子行业个股扣非净利润增速情况	55
表 14: 生物制品子行业个股扣非净利润增速情况	56
表 15: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况	57
表 16: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况	57
表 17: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况	58
表 18: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况	59
表 19: 基金医药持仓市值前十	61
表 20: 基金医药加仓市值前十	61
表 21: 2019Q1 医药行业沪 (深) 港通持股前十	62
表 22: 2019Q1 医药行业沪 (深) 港通加仓股数提升最快前十	62
表 23: 沪 (深) 港通持股占比提升最快前十	63

1. 带量采购等政策落地，行业持续调整

2018年延续了近年来医药行业提质增效为目标的医药政策，同时为满足重大疾病药品的临床需求，国家在相关药品的审批和使用上有了较为明显的政策放宽。与此同时，报告期内药品的带量采购、肿瘤治疗用药的谈判降价、基药目录的出台，延续了2017年以后新医保目录与谈判目录、降低抗癌药品增值税的政策指引。我们认为医药政策清晰的指向：1) 供给侧改革，去芜存菁，向龙头企业集中；2) 支付端向优质药品倾斜，保障用药的同时惠及更多大病治疗患者。

因此，我们判断，大方向上医药行业的发展演变也是由支付端需求的转变逐渐向上游传导，加上医药相关政策的引导，国内医药消费需求向优质药品升级，市场整合向龙头企业集中的趋势明显，有利于医药上市公司的业绩持续增长。

1.1. 医药工业：受医保控费影响，整体增速放缓

工信部数据显示，2018年医药工业增加值同比增长9.70%，增速较上年同期下降2.70个百分点，高于全国工业整体增速3.5个百分点，位于工业全行业前列。2019年1-3月同比增长6.40%，增速较上年同期下降5个百分点。我们预计去年由于两票制“高开因素”造成整体基数较高，同时持续的招标降价以及带量采购政策进一步影响医药工业。

图1：医药制造业工业增加值情况

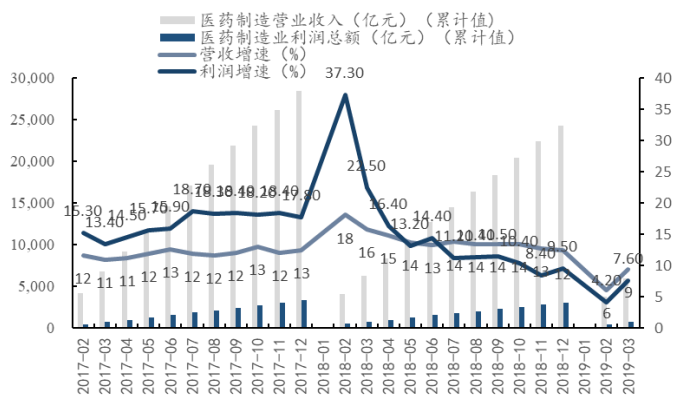


数据来源：工信部，东吴证券研究所

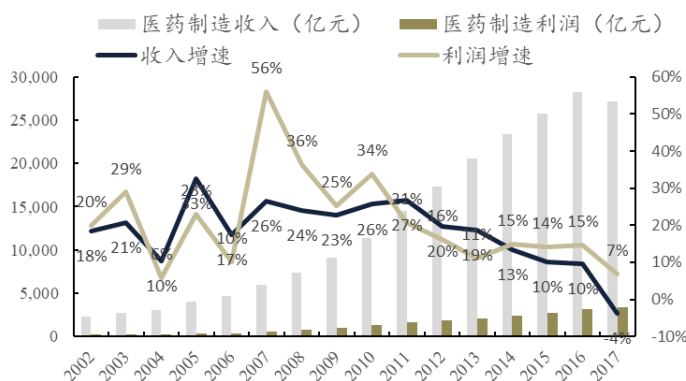
医药工业的销售收入和利润总额稳步增长，2018年医药主营业务收入增速为12.40%，利润总额增速为9.50%。医药行业自2014年开始进入医改深水区，伴随着招标降价等因素导致行业进入调整时期，经历2015年的阵痛后，从2016年开始医药行业逐渐确立了底部，业绩开始稳中有升。通过工信部的医药工业数据可以看到，医药行业整体在政策引导、大健康产业发展、人口结构调整等多重作用下，逐渐迎来产业结构调整后的新的发展周期。

图2：医药制造业收入&利润（2017.2-2019.3）

图3：医药制造业收入&利润（2002-2017）



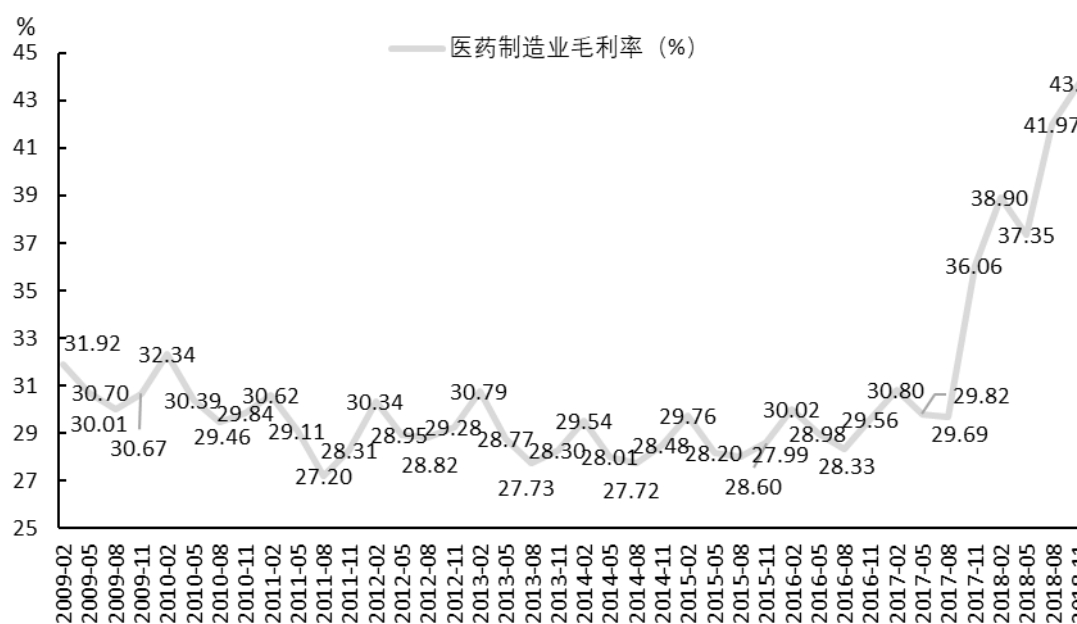
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

医药工业 2017 年起维持了上升的趋势：2016 年 2 月的数据显示毛利率为 30.02%，2017 年 11 月上升至 36.06%，2018 年 11 月份毛利率上升至 43.70%。我们认为毛利率快速上升的主要原因为“两票制”促使的“低开转高开”。

图 4：医药制造业工业增加值情况

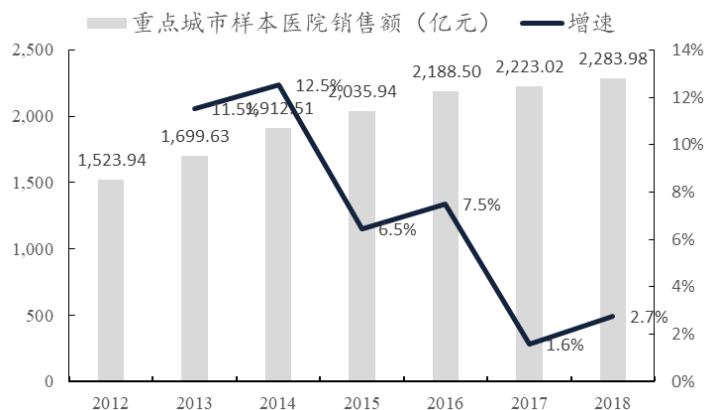


数据来源：Wind，工信部，东吴证券研究所

1.2. 医院终端：诸多政策调整后，整体销售增速反弹

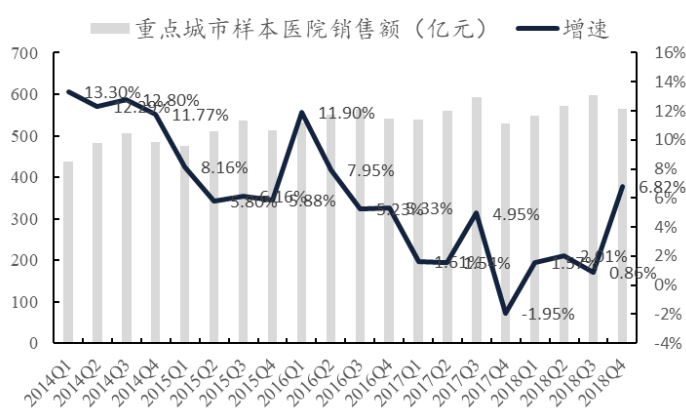
PDB 数据显示，重点城市样本医院 2018 年销售额 2284 亿元，同比增长 2.7%，较 2017 年增速有所反弹。按季度观察，2018 前三季度增速分别为 1.57%、2.01%、0.86%，2018Q4 增速上升至 6.82%，在药品招标降价、4+7 带量采购的环境下，医院终端收入的增长体现了终端旺盛的需求。无论逐季或者逐年观察，我们均认为随着药品结构调整工作不断推进，老龄化问题不断加剧，未来医院终端药品销售额增长将逐渐恢复。

图 5：重点城市样本医院药品销售情况（按年度）



数据来源：PDB，东吴证券研究所

图 6：重点城市样本医院药品销售情况（按季度）



数据来源：PDB，东吴证券研究所

1.3. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，预计第二批名单年内出炉

2018 年 11 月份首批“4+7”城市带量采购首批品种出炉，6 个产品流标，平均降幅 52.21%。4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件提出，未中选品种中的最高价药品梯度降价；非最高价药品挂网价低于调整后的最高价药品挂网价。

表 2：首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况

4+7品种名称	4+7规格	预计投标产品	采购数量(万片)	采购金额(万元)	全国最低中标价(元)	市场份额(PDB)	单片报价(元)	降幅
阿托伐他汀口服常释剂型	20mg	北京嘉林	15762.18	14776.63	5.64	18.00%	0.94	-83.29%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	浙江京新	8285.70	6451.01	3.06	5.52%	0.78	-74.56%
氟吡格雷口服常释剂型	75mg	深圳信立泰	5746.59	18274.16	7.61	29.15%	3.18	-58.21%
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	华海药业	4432.42	895.98	0.53	0.65%	0.20	-61.99%
氨氯地平口服常释剂型	5mg	京新药业	29382.02	4407.30	0.23	0.00%	0.15	-34.78%
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	正大天晴	4133.51	2562.78	10.55	45.45%	0.62	-94.12%
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	四川科伦	1003.44	4435.20	5.36	8.00%	4.42	-17.58%
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	华海药业	1851.66	3092.27	3.50	45.78%	1.67	-52.29%
奥氮平口服常释剂型	10mg	豪森药业	1047.36	10096.55	13.23	60.43%	9.64	-27.14%
头孢唑辛酯(头孢唑辛)口服常释剂型	250mg	成都倍特	3351.59	1720.48	0.67	0.00%	0.51	-23.53%
利培酮口服常释剂型	1mg	华海药业	3401.05	578.18	0.36	5.61%	0.17	-53.05%
吉非替尼口服常释剂型	250mg	阿斯利康	49.15	2688.51	228.00	80.83%	54.70	-76.01%
福辛普利口服常释剂型	10mg	施贵宝	2304.47	1942.34	2.70	77.78%	0.84	-68.82%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	华海药业	9215.60	10045.00	2.39	4.29%	1.09	-54.36%
赖诺普利口服常释剂型	10mg	华海药业	208.71	48.00	1.16	42.80%	0.23	-80.17%
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	成都倍特	621.82	367.29	6.50	16.45%	0.59	-90.91%
氯沙坦口服常释剂型	50mg	华海药业	6281.99	6596.09	2.14	7.46%	1.05	-50.93%
依那普利口服常释剂型	10mg	扬子江	1418.88	794.57	0.78	77.27%	0.56	-28.32%
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	浙江京新	647.76	1554.62	3.04	0.97%	2.40	-21.12%
伊马替尼口服常释剂型	100mg	江苏豪森	253.66	2638.06	14.05	11.95%	10.40	-25.98%
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	民生滨江	2632.23	10213.05	0.00%	0.00%	3.88	
蒙脱石口服散剂	3g	先声药业	1699.32	1155.54	0.80	3.34%	0.68	-15.00%
培美曲塞注射剂	100mg	四川汇宇	3.91	3167.10	2707.60	0.00%	810.00	-70.08%
	500mg	四川汇宇	2.29	6359.26	9283.20	0.00%	2776.97	-70.09%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	泰德制药	516.41	11335.20	39.27	96.84%	21.95	-44.10%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	扬子江	134.23	17852.59	187.00	0.00%	133.00	-28.88%
平均								-52.21%

数据来源：上海药品集采网，东吴证券研究所

首批带量采购执行时间各城市略有差异，天津执行的时间比较早，在 3 月 1 日开始实施，而上海、北京、重庆、深圳、沈阳、大连、西安、厦门执行的时间较晚，在 3 月

中下旬开始实施，均集中在 2019 年 3-4 月份。各地医保部门积极推进，截至 4 月 14 日 24 时，25 个中选品种在 11 个试点地区采购总数量达 4.38 亿片支，总金额为 5.33 亿元，完成约定采购总量的 27.31%。

鉴于首批带量采购品种医院采购量较好，我们预计第二批品种有望于下半年出炉，并且主要集中在抗感染类、降压降糖类、心脑血管疾病等慢性疾病的药品，同时终端销售额大，并且由厂家通过一致性评价，基于以上核心假设，我们整理了符合条件的部分产品，包括阿卡波糖、克拉霉素片、盐酸二甲双胍片等品种。

表 3：第二批带量采购潜在品种

药品大类	品种名称	2018 年 PDB 总销售额 (万元)	通过一致性评价品种家数	通过一致性评价的厂家	相关上市公司	备注
抗感染类	克拉霉素片	18,918	1	广东东阳光药业	东阳光、现代制药	现代制药、贝得药业审评审批中
	阿奇霉素片	9,323	1	石药集团欧意药业	石药、三九、京新	三九、苏州东瑞、京新审评审批中
	异烟肼片	2,608	2	华中药业 沈阳红旗制药		
	盐酸克林霉素胶囊	367	2	重庆药友制药有限责任公司 四川科伦药业	复星、科伦	
	盐酸莫西沙星片	23,830	2	四川国为制药 广东东阳光药业 四川海思科制药		
	恩替卡韦胶囊	9,540	4	江西青峰药业 南京正大天晴制药 福建广生堂药业 珠海联邦制药	海思科、正大天晴、广生堂	
	阿莫西林胶囊	3,375	4	湖南科伦制药 浙江金华康恩贝生物制药 石药集团中诺药业(石家庄)	联邦、科伦、康恩贝、石药	
	拉米夫定片	9,638	1	石家庄龙泽制药	广生堂、千金	安徽贝克、广生堂、千金、迪赛诺等审评审批中
	阿昔洛韦片	502	2	四川科伦药业 山东齐都药业	科伦	
	卡托普利片	211	2	常州制药厂 石药集团欧意药业	石药、上药	
降血压类	吲达帕胺片	1,899	2	重庆药友制药 广东安诺药业股份	复星医药	
	阿卡波糖片	111,266	1	杭州中美华东制药	华东、绿叶、海正、石药	阿卡波糖胶囊 四川绿叶审评审批中； 海正已经进入优先评审,还有石药集团、博康泰、信泰制药在审评
降血糖类	盐酸二甲双胍片	61,035	4	贵州天安药业	石药、四环	

		广东华南药业集团 石药集团欧意药业 北京四环制药 扬子江药业集团广州海瑞药业 江苏万邦生化医药集团			复星医药	
	格列美脲片	29,411	2			
	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	216,765	2	江苏恒瑞医药 石药集团欧意药业	恒瑞、石药	该 PDB 数据为紫杉醇，没有紫杉醇白蛋白单品种数据
抗肿瘤药	多西他赛注射液	137,932	1	四川汇宇制药		齐鲁、恒瑞、天晴审评审批
	替莫唑胺胶囊	72,993	1	江苏天士力帝益药业	天士力、双鹭	双鹭审评审批中
	阿那曲唑片	38,571	1	扬子江药业集团 湖南汉森制药	海正	海正、重庆华邦审评审批中
消化系统用药	碳酸氢钠片	2,443	3	远大医药(中国) 福州海王福药制药		
	聚乙二醇 4000 散	2,542	3	重庆赛诺生物药业 湖南华纳大药厂 重庆华森制药		
呼吸系统用药	孟鲁司特钠咀嚼片	55,905	1	杭州民生滨江制药		
免疫抑制剂	环孢素软胶囊	42,900	1	杭州中美华东制药	华东、华北	华北制药审评审批中
防治心绞痛类	盐酸曲美他嗪缓释片	37,793	2	江苏恒瑞医药 齐鲁制药	恒瑞	
镇痛类	对乙酰氨基酚片	415	2	地奥集团成都药业 宜昌人福药业	人福	
	地氯雷他定片	29,738	1	深圳信立泰药业	信立泰、普利	普利审评审批中
抗组胺药	盐酸左西替利嗪片	4,248	3	齐鲁制药 湖南九典制药 重庆华邦制药		
神经系统用药	盐酸多奈哌齐片	27,586	2	浙江华海药业 重庆植恩药业	华海	
抗凝药	替格瑞洛片	27,376	1	深圳信立泰药业	信立泰、东阳光	东阳光药转报形式，拟纳入优先审评

数据来源：PDB、CDE、东吴证券研究所整理

1.4. 国家医保药品目录调整方案出炉，8月确定整体调整结果

4月17日，国家医保局公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》（以下简称《方案》）。时隔两年，我国医保目录再次启动调整，将在确保基金可承受的前提下，努力实现药品结构更加优化，管理更加规范，有效缓解参保人员用药难用药贵的问题。

图 7：2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排



数据来源：国家医保局、东吴证券研究所

方案主要明确以下几个方面：

1) 强调药品结构优化，提高医保资金使用效益。

2) **明确药品信息时间**：调入的西药和中成药应当是**2018年12月31日**（含）以前经国家药品监督管理局注册上市的药品。即今年获批上市品种将不在考虑范围，包括备受关注的复宏汉霖利妥昔单抗、信达恒瑞的PD-1等。

3) **强调优先考虑基本药物**：先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等。在甲乙类别调整过程中，优先考虑基本药物。

4) **药品调入方式细分**：调入分为**常规准入和谈判准入两种方式**，在满足有效性、安全性等前提下，价格（费用）与药品目录内现有品种相当或较低的，可以通过常规方式纳入目录，价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入。

5) **中药饮片纳入调整范围**：中药饮片采用准入法管理，国家层面调整的对象仅限按国家药品标准炮制的中药饮片。

7) **组织形式上增设测算专家和谈判专家**：专家组分为咨询专家、遴选专家、测算专家、谈判专家，主要由临床医学、药学专家为主，包括一定数量的医疗保险专家、药物经济学专家，分别负责药品咨询、遴选等具体评审工作以及谈判药品测算等。咨询专家与遴选专家互不交叉。

本次医保目录调整也是延续过去几年整体医保调整工作，包括常规目录调整，以及重大品种医保谈判准入、肿瘤药谈判目录等，另外去年10月2018版基药目录正式发布，包括新进多款靶向药等抗癌药物等。我们认为这也将为更多致力于创新药品研发的药企

提供更多药品放量的机会。

2. 2018 年和 2019 年 Q1 医药行业整体业绩呈现下降趋势

2018 年医药行业收入端整体增长 19.08%，表现好于 2016 年和 2017 年同期水平，但由于部分公司大量计提商誉减值、以及行业突发事件等因素影响，医药行业在归母净利润端出现负值增长的情况，仅为-16.1%。其中如南京新百、华业资本、中珠医疗等 2015 年以来转型进入医药行业的公司，以及之前并购较多的人福医药、信邦制药、益佰制药等医药行业传统公司均出现了较大额度的商誉减持。如剔除相关事件导致收入和利润大幅波动的标的之后，医药行业 2018 年收入增长 19.27%，归母净利润增长 15.00%，均好于 2017 年同期水平。

在 2018 年流感等因素带来的医药行业收入和利润高基数的基础上，2019 年 Q1 医药行业收入端同比增长 15.14%，归母净利润增长 8.27%，虽然不及 2018 年 Q1 的数据，但在高基数上仍维持了稳定的增长。

2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 247 家标的）为 15.00%，略好于去年同期水平

2018 年医药行业整体(285 家标的公司)收入增速略有提升,实现同比增长 19.08%，好于 2017 年同期 17.42%的水平；剔除后的 247 家标的收入增速为 19.27%，略高于 2017 年同期 0.16 个百分点。

2019 年 Q1 统计数据，285 家样本公司合计实现销售收入增长 15.14%，剔除后的 247 家标的收入增速达到 15.59%，均低于 2018 年 Q1 的增长水平，医药行业上市公司收入端整体仍处于稳定增长阶段。

归母净利润方面 2018 年和 2019 年医药行业上市增速出现显著下滑,2018 年和 2019 年 Q1，全部 285 家医药上市公司实现归母净利润同比增长-16.01%和 8.27%。2018 年行业整体出现负增长的主要原因为 65 家标的出现商誉减值，其中人福医药、信邦制药、益佰制药、南京新百、华业资本、中珠医疗等均出现较大额度的商誉减值，拖累了行业整体业绩的增速，导致负增长。2019 年 Q1 增速较 2018 年同期较差的原因为，2018 年 Q1 爆发流感，OTC、大输液、抗生素、IVD 等多个板块迎来业绩爆发式增长，导致 2019 年 Q1 在 2018 年高基数上增速放缓。剔除事件因素外的 247 家公司 2018 年和 2019Q1 的归母净利润增长分别为 15.00%和 8.65%，对比 2017 年和 2018 年 Q1 的同期业绩增速，分别提高 0.51 个百分点和下降 27.88 个百分点(2018 年 Q1 行业业绩增长 36.53%)。

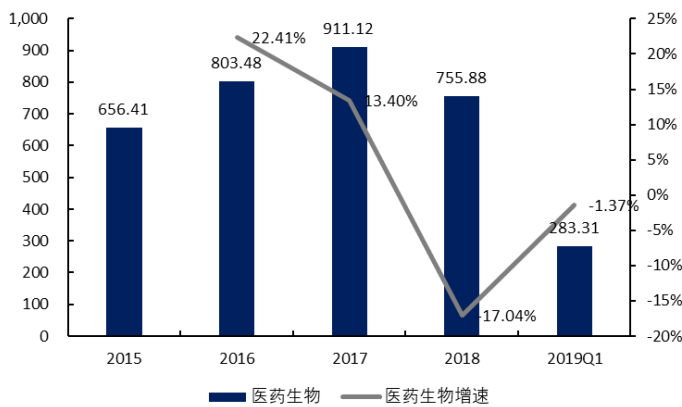
图 8：医药上市公司销售收入情况（亿元）

图 9：医药上市公司归母净利润情况（亿元）

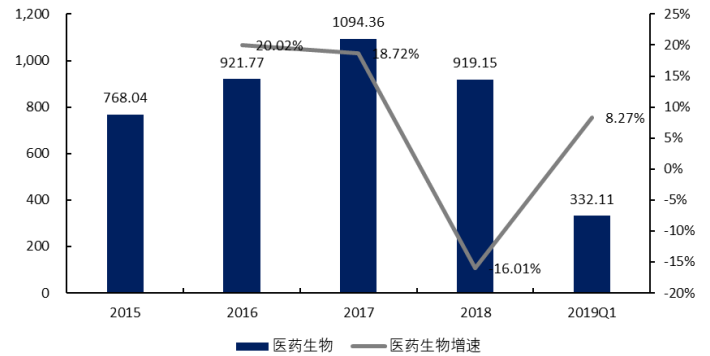


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：285 家样本公司，选取情况详见附录

图 10：医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）

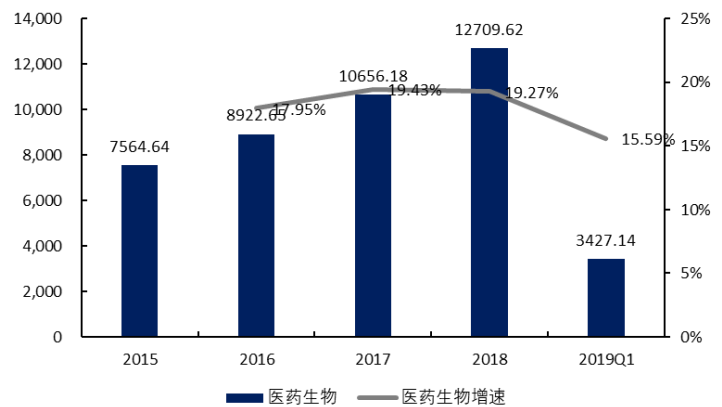


数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：285 家样本公司，选取情况详见附录



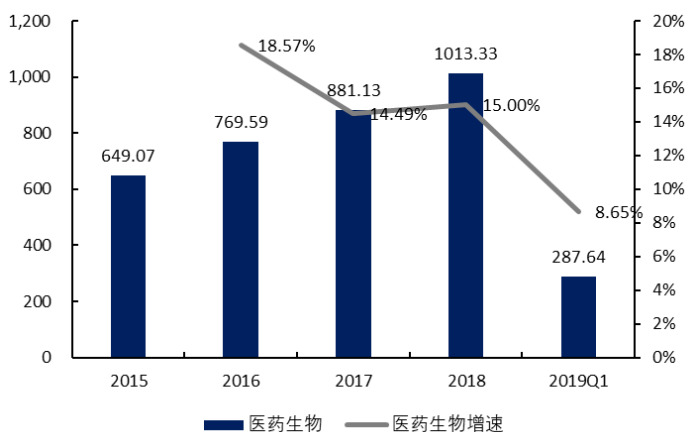
数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：285 家样本公司，选取情况详见附录

图 11：剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：247 家样本公司，选取情况详见附录

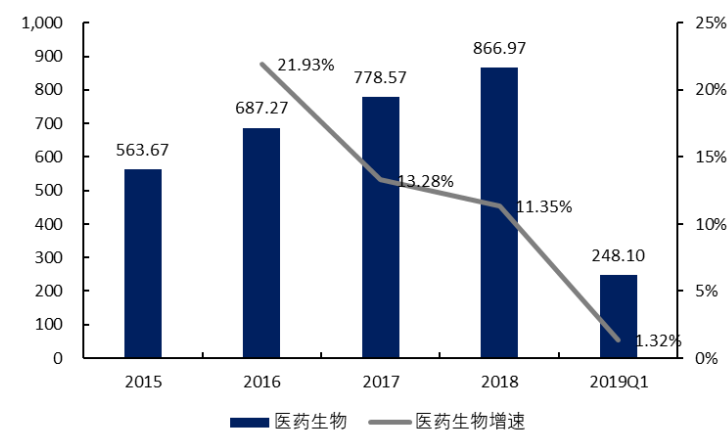
图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附件

图 13: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附件

从 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩方面, 子行业出现了较大的分化, 尤其是之前并购较多的子行业受到商誉减值的冲击显著, 以及 2018 年 Q1 流感爆发带来的业绩加成, 致使利润端 2018 年和 2019 年的增速大幅下滑甚至负增长。子版块中影响较大的板块包括: 化学制剂、医疗服务、生物制品等几个子行业。

表 4: 医药子行业收入、归母净利润及扣非净利润变化情况 (全部 285 家样本)

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	1625.77	1894.82	2173.29	2632.17	722.78
化学制剂增速		16.55%	14.70%	21.11%	13.34%
中药	2061.70	2299.09	2548.74	3021.03	840.28
中药增速		11.51%	10.86%	18.53%	16.13%
生物制品	369.47	409.66	480.15	540.15	128.47
生物制品增速		10.88%	17.21%	12.50%	9.56%
医疗服务	367.70	466.14	577.87	684.61	152.97
医疗服务增速		26.77%	23.97%	18.47%	7.16%
医疗器械	598.83	689.12	842.82	1000.44	247.62
医疗器械增速		15.08%	22.30%	18.70%	12.45%
医药商业	3341.00	4127.66	4983.90	5925.63	1652.54
医药商业增速		23.55%	20.74%	18.90%	19.29%
原料药	481.63	554.10	652.16	793.63	207.59
原料药增速		15.05%	17.70%	21.69%	0.92%
医药生物	8846.10	10440.59	12258.93	14597.66	3952.24
医药生物增速		18.02%	17.42%	19.08%	15.14%
归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	152.13	181.40	260.20	165.31	65.56
化学制剂增速		19.24%	43.44%	-36.47%	4.69%
中药	300.02	308.55	320.50	318.46	106.29
中药增速		2.84%	3.88%	-0.64%	5.26%

生物制品	49.61	68.11	86.06	61.28	27.31
生物制品增速		37.30%	26.34%	-28.79%	89.19%
医疗服务	32.66	59.24	54.99	-12.32	13.32
医疗服务增速		81.39%	-7.19%	-122.41%	7.17%
医疗器械	78.10	96.03	116.45	103.35	42.46
医疗器械增速		22.95%	21.27%	-11.25%	34.05%
医药商业	86.91	112.56	143.25	153.14	42.01
医药商业增速		29.52%	27.27%	6.91%	8.64%
原料药	44.01	67.82	81.67	102.84	28.04
原料药增速		54.13%	20.41%	25.93%	-27.87%
医药生物	768.04	921.77	1094.36	919.15	332.11
医药生物增速		20.02%	18.72%	-16.01%	8.27%
扣非净利润(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	135.10	158.61	165.28	134.23	59.40
化学制剂增速		17.40%	4.20%	-18.78%	5.67%
中药	253.74	267.20	305.30	268.75	89.20
中药增速		5.30%	14.26%	-11.97%	-5.94%
生物制品	39.08	55.91	72.13	56.87	26.69
生物制品增速		43.05%	29.02%	-21.15%	51.16%
医疗服务	23.47	48.82	49.25	-28.46	9.58
医疗服务增速		107.97%	0.89%	-157.78%	-9.22%
医疗器械	73.99	84.95	93.13	88.12	32.56
医疗器械增速		14.81%	9.63%	-5.38%	14.85%
医药商业	76.43	104.04	127.31	122.66	39.67
医药商业增速		36.13%	22.37%	-3.65%	6.03%
原料药	38.02	63.03	75.26	92.80	20.91
原料药增速		65.76%	19.40%	23.32%	-43.39%
医药生物	656.41	803.48	911.12	755.88	283.31
医药生物增速		22.41%	13.40%	-17.04%	-1.37%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285家样本公司，选取情况详见附录

表 5: 全部样本医药子行业收入和归母净利润变化情况

收入增速	2019Q1	增速同比变化	2018	增速同比变化	归母净利润增速	2019Q1	增速同比变化	2018	增速同比变化
化学制剂	13.34%	-14.03%	21.11%	6.42%	化学制剂	4.69%	-20.10%	-36.47%	-79.91%
中药	16.13%	-6.37%	18.53%	7.67%	中药	5.26%	-18.91%	-0.64%	-4.51%
生物制品	9.56%	-19.00%	12.50%	-4.71%	生物制品	89.19%	96.19%	-28.79%	-55.13%
医疗服务	7.16%	-25.04%	18.47%	-5.50%	医疗服务	7.17%	-22.88%	-122.41%	-115.22%
医疗器械	12.45%	-35.99%	18.70%	-3.60%	医疗器械	34.05%	-31.87%	-11.25%	-32.52%
医药商业	19.29%	-3.04%	18.90%	-1.85%	医药商业	8.64%	-8.15%	6.91%	-20.36%
原料药	0.92%	-43.16%	21.69%	4.00%	原料药	-27.87%	-192.44%	25.93%	5.52%
医药生物	15.14%	-11.33%	19.08%	1.66%	医药生物	8.27%	-24.60%	-16.01%	-34.73%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录; 医疗服务子行业标的较少, 上市公司非医疗服务收入占比较高等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

表 6: 剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 247 个样本测算医药子行业收入、归母净利润和扣非净利润变化情况

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	1295.36	1450.32	1669.34	2055.83	561.16
化学制剂增速		11.96%	15.10%	23.15%	14.35%
中药	1616.39	1794.16	2066.99	2311.96	588.31
中药增速		11.00%	15.21%	11.85%	8.80%
生物制品	139.03	160.12	212.36	305.46	86.20
生物制品增速		15.17%	32.62%	43.84%	42.58%
医疗服务	220.18	294.03	400.45	506.97	124.72
医疗服务增速		33.54%	36.19%	26.60%	22.70%
医疗器械	483.46	556.75	688.24	830.55	212.17
医疗器械增速		15.16%	23.62%	20.68%	14.53%
医药商业	3341.00	4127.66	4983.90	5925.63	1652.54
医药商业增速		23.55%	20.74%	18.90%	19.29%
原料药	469.22	539.61	634.90	773.21	202.04
原料药增速		15.00%	17.66%	21.78%	0.63%
医药生物	7564.64	8922.65	10656.18	12709.62	3427.14
医药生物增速		17.95%	19.43%	19.27%	15.59%
归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	124.91	147.20	158.04	165.26	52.79
化学制剂增速		17.85%	7.36%	4.57%	4.64%
中药	257.01	252.77	269.54	282.65	88.54
中药增速		-1.65%	6.64%	4.87%	16.44%
生物制品	22.11	38.29	44.03	78.61	20.01
生物制品增速		73.18%	14.98%	78.54%	30.76%
医疗服务	20.50	37.15	43.44	65.44	12.84
医疗服务增速		81.21%	16.92%	50.65%	50.28%
医疗器械	70.79	88.54	112.95	141.67	37.23

医疗器械增速		25.08%	27.56%	25.43%	21.80%
医药商业	86.91	112.56	143.25	153.14	42.01
医药商业增速		29.52%	27.27%	6.91%	8.64%
原料药	42.24	65.02	78.64	99.48	27.09
原料药增速		53.92%	20.95%	26.50%	-28.89%
医药生物	649.07	769.59	881.13	1013.33	287.64
医药生物增速		18.57%	14.49%	15.00%	8.65%
扣非净利润(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
化学制剂	110.74	133.45	132.10	142.46	48.28
化学制剂增速		20.51%	-1.01%	7.84%	5.41%
中药	213.21	217.40	239.34	248.14	72.47
中药增速		1.97%	10.09%	3.68%	2.96%
生物制品	24.13	33.81	45.16	66.38	19.66
生物制品增速		40.12%	33.57%	46.99%	37.05%
医疗服务	17.19	35.16	36.83	53.56	9.66
医疗服务增速		104.47%	4.76%	45.43%	32.30%
医疗器械	68.84	82.12	102.04	123.21	33.07
医疗器械增速		19.29%	24.27%	20.74%	20.67%
医药商业	76.43	104.04	127.31	122.66	39.67
医药商业增速		36.13%	22.37%	-3.65%	6.03%
原料药	36.57	60.37	72.32	89.65	19.99
原料药增速		65.08%	19.79%	23.97%	-45.89%
医药生物	563.67	687.27	778.57	866.97	248.10
医药生物增速		21.93%	13.28%	11.35%	1.32%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：247家样本公司，选取情况详见附录

表 7：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和归母净利润变化情况

收入增速	2019Q1				2018			
	2019Q1	增速同比变化	2018	增速同比变化	2019Q1	增速同比变化	2018	增速同比变化
化学制剂	14.35%	-14.27%	23.15%	8.05%	4.64%	-22.24%	4.57%	-2.79%
中药	8.80%	-12.53%	11.85%	-3.36%	16.44%	-2.28%	4.87%	-1.77%
生物制品	42.58%	-8.84%	43.84%	11.22%	30.76%	-10.06%	78.54%	63.56%
医疗服务	22.70%	-16.76%	26.60%	-9.59%	50.28%	12.20%	50.65%	33.73%
医疗器械	14.53%	-45.15%	20.68%	-2.94%	21.80%	-49.50%	25.43%	-2.13%
医药商业	19.29%	-3.04%	18.90%	-1.85%	8.64%	-8.15%	6.91%	-20.36%
原料药	0.63%	-39.99%	21.78%	4.13%	-28.89%	-188.21%	26.50%	5.55%
医药生物	15.59%	-11.59%	19.27%	-0.16%	8.65%	-27.88%	15.00%	0.51%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：247家样本公司，选取情况详见附录；医疗服务子行业标的较少，上市公司含非医疗服务收入较大，等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

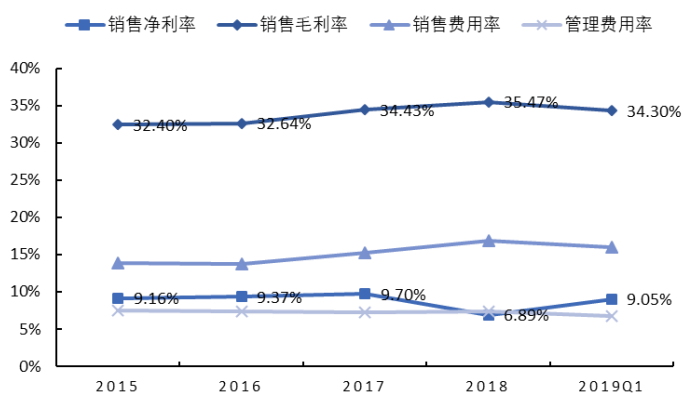
2.2. 医药行业变革引领医药行业毛利率上行，但随着销售费用率等增长，净利润率略有下降

由于医药行业迎来消费升级,需求逐步向高端产品转移以及两票制等行业政策导致的变革驱动医药企业顺势而为,调整产品结构和销售策略。从285家样本公司数据分析,医药上市公司2018年和2019年Q1的平均毛利率分别为35.47%和34.30%,同比2017年的34.43%大幅上升。但与此同时,行业平均的净利润率在销售费用增加等因素的影响下,销售净利率出现了一定的下滑。2018年和2019年Q1行业的净利润率分别为6.89%和9.05%,下降趋势明显。

在医药行业迎来变革,毛利率提升的过程中,销售费用和管理费用亦大幅提高。2018年,285家样本公司合计销售费用达到2458.76亿元,远高于2017年的1873.22亿元,同比增长31.26%,其中销售费用率的上升有药品出售“低开转高开”以及企业加大销售推广等原因所导致的。同期的管理费用也出现了一定程度的上升,2018年,285家样本公司合计管理费用分别1078.50亿元(含研发费用),同比口径增长21.27%,快于收入增速。

2019年Q1全部医药上市公司的销售费用和管理费用(含研发费用)分别为633.80亿元和268.57亿元,同比口径分别增长14.76%和19.15%,费用增长下降显著,推动公司的净利润率在2019年Q1有所上升,达到9.05%。

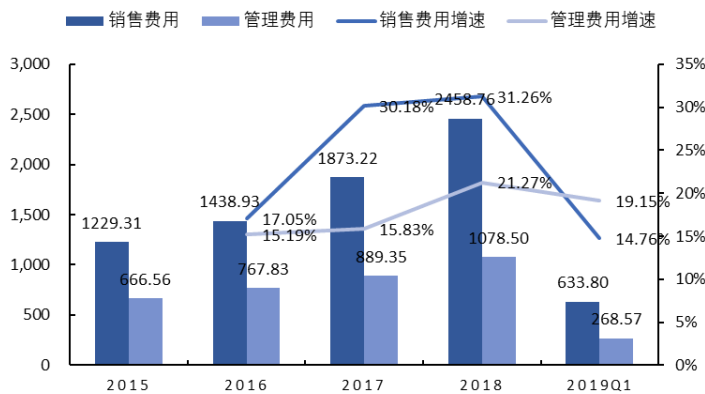
图 14: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285家样本公司, 选取情况详见附录

图 15: 医药上市公司销售费用和管理费用情况(亿元)



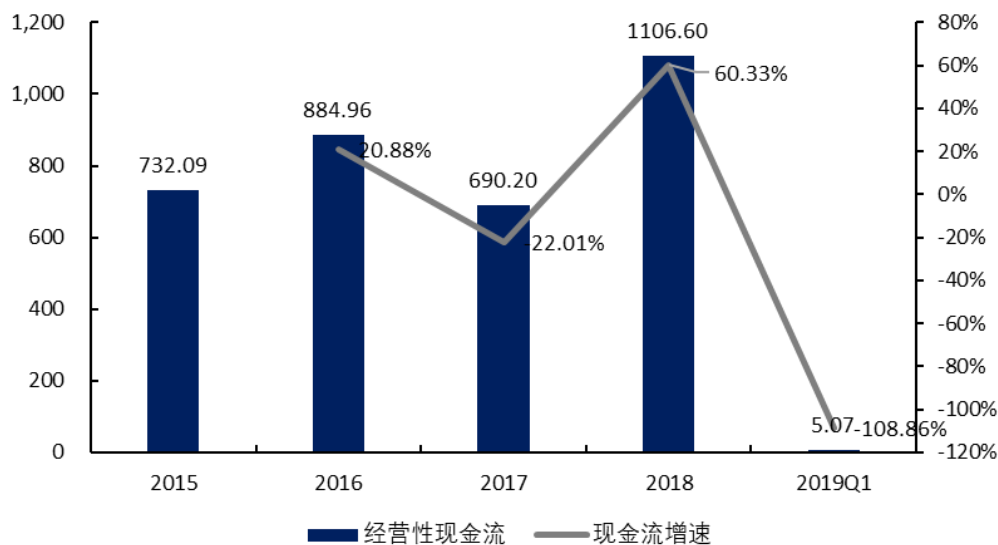
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285家样本公司, 选取情况详见附录

2.3. 2018年和2019年Q1医药行业经营性净现金流、应收账款、存货等均有好转,医药上市公司更加注重业绩增长的质量

2018年和2019年Q1全部285家医药上市公司合计的经营性净现金流分别为1106.60亿元和5.07亿元,分别同比增长60.33%和由负转正,均好于2017年和2018年Q1同期的经营性净现金流情况。

图 16: 医药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)

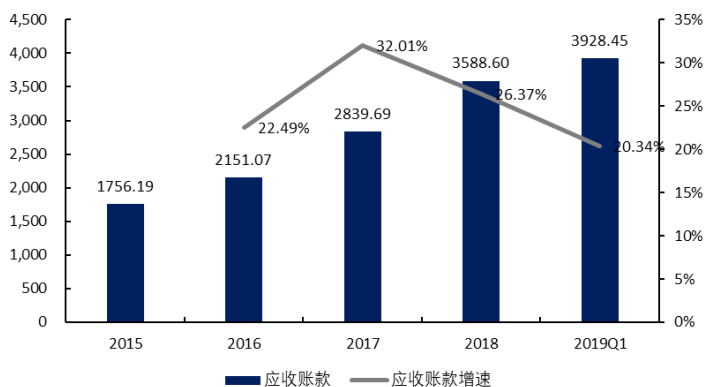


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录; 2018 年 Q1 经营性净现金流为 -57.22 亿元

通过统计分析 285 家医药上市公司的应收账款和存货的数据, 2018 年和 2019 年 Q1 开始医药行业的应收账款和存货增速均有下降, 结合经营性净现金流的大幅改善, 充分说明医药上市公司开始注重业绩增长的质量, 行业进入良性发展。

图 17: 医药上市公司应收账款变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

图 18: 医药上市公司存货变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

3. 医药子版块分化加剧, 商誉减值成为拖累子版块业绩的重要因素

2018 年的业绩情况总体来看, 医药子版块分化加剧, 尤其是并购较多、商誉较大的子行业受到减值影响大, 拖累了 2018 年业绩; 而 2019 年 Q1 业绩则受到 2018 年 Q1 的

高基数影响，导致收入和利润增速均低于 2018 年同期水平。具体子板块中影响较大包括了化学制剂、医疗服务、生物制品等几个领域。

3.1. 化学制剂子板块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹

化学制剂板块在龙头企业和国企改革的带动下，收入和净利润保持了稳定的增长，由于全国“两票制”逐步落地，制剂企业低开转高开逐渐完成过渡，化学制剂板块 2018 年前三季度收入增速明显提升，高于利润增速。招标及取消药品加成带来的药品降价影响相对逐步减弱，板块内生增长速度呈现出反弹。其中恒瑞医药、复星医药、华东医药、华润双鹤、丽珠集团、科伦药业等企业体量大，利润增速快，稳定了化学制剂子板块的增速。化学制剂子板块中国有企业改革、资产置换，以及外延并购活跃，收益于整体医保目录调整，加上新一轮药品招标不断落地，成为 2018 年前三季度增长的重要动力。

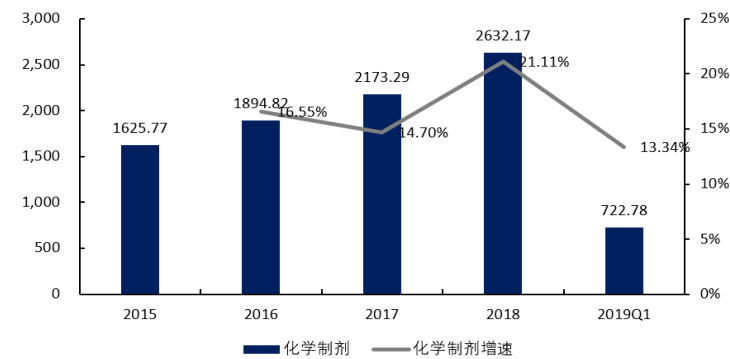
2018 年化学制剂子行业受两票制、招标降价、取消药品加成等政策影响，行业经历了调整阶段。2018 销售收入实现增长 21.11%，相比 2017 全年上升 6.42 个百分点，主要由于整体药品销售“高开”基本调整完毕。整体归母净利润增速为-36.47%，相比 2017 全年下降 79.91 个百分点，主要由于板块中 2017 年丽珠集团土地处置款，现代制药作为国药化药平台针对国药系内部药企进行种族整合，人福医药处置中原瑞德股权，导致 2017 年板块归母净利润大幅提升，同时翰宇药业、人福药业、海正药业、必康股份等 2018 年大幅计提商誉减值。整体扣非归母净利润增速为-18.78%，相比 2017 全年下降 22.99 个百分点。

扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 23.15%，高于 2017 年全年 8.05 个百分点，归母净利润增速为 4.57%，低于 2017 年全年 2.79 个百分点，扣非净利润增速为 7.84%，高于 2017 年全年 8.86 个百分点。

2019 年化学制剂子行业迎来业绩回落。2019Q1 销售收入实现增长 13.34%，同比下降 14.03 个百分点，整体归母净利润增速为 4.69%，同比下降 20.1 个百分点。整体扣非归母净利润增速实现增长 5.67%，同比下降 16.67 个百分点，主要由于信立泰、科伦等利润占比较高的标的受带量采购等因素影响业绩同比下降，哈药股份 2019Q1 扣非归母净利润为-1.63 亿元。

扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 14.35%，同比下降 14.27%，归母净利润增速为 4.64%，同比下降 22.24%，扣非净利润增速为 5.41%，同比下降 20.16%。

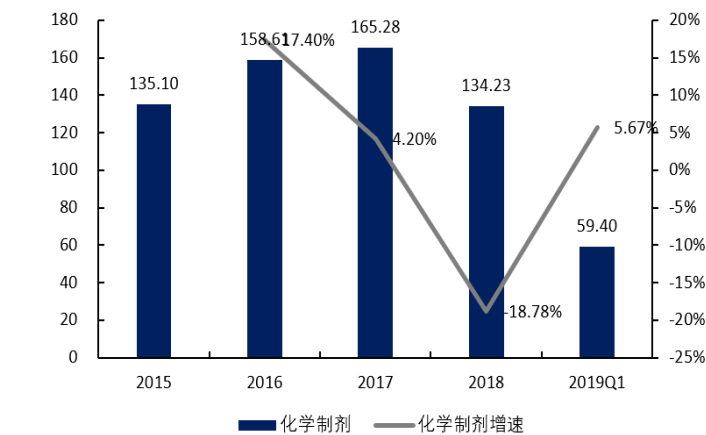
图 19: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

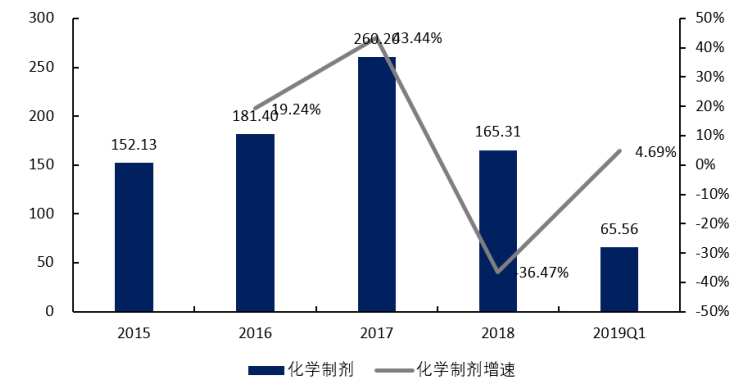
图 21: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

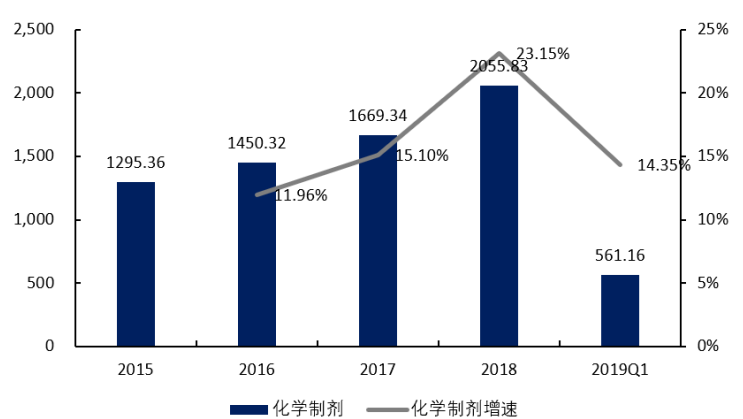
图 20: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

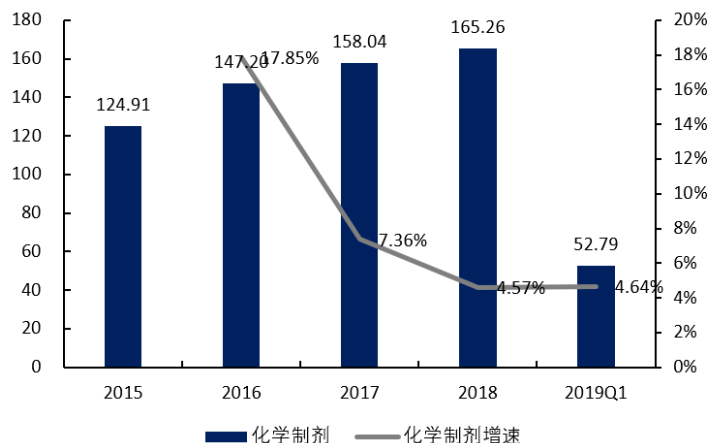
图 22: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录

图 23：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：50 家样本公司，选取情况详见附件

图 24：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业扣非净利润情况（亿元）



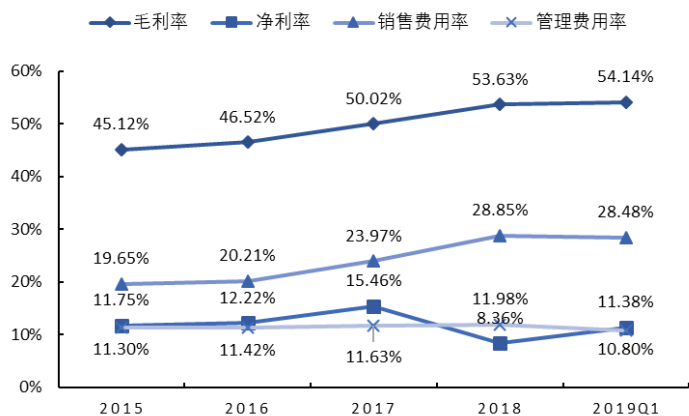
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：50 家样本公司，选取情况详见附件

化学制剂板块 2018 年毛利率为 53.63%，同比增长 3.61 个百分点；净利率 8.36%，同比下降 7.1 个百分点；销售费用率为 28.85%，同比增长了 4.88 个百分点；管理费用率（含研发费用）为 11.98%，同比增长了 0.35 个百分点。行业毛利率提升主要由于受两票制全面推行影响，公司药品低开转高开，同时销售费用大幅提升所致。药品招标降价使整体净利率出现略微下滑。药企由于构建销售自营体系，销售费用率大幅提升，相比传统药品代理商，药企在规模效应以及营销体系上仍有较大差距，因此营销效率仍有不断提升的空间。

2019Q1 毛利率为 54.14%，高于去年同期 0.51 个百分点，净利率 11.38%，同比上升 2.94 个百分点，销售费用率为 28.48%，低于去年全年 0.37 个百分点，管理费用率（含研发费用）为 10.8%，低于去年全年 1.18 个百分点。

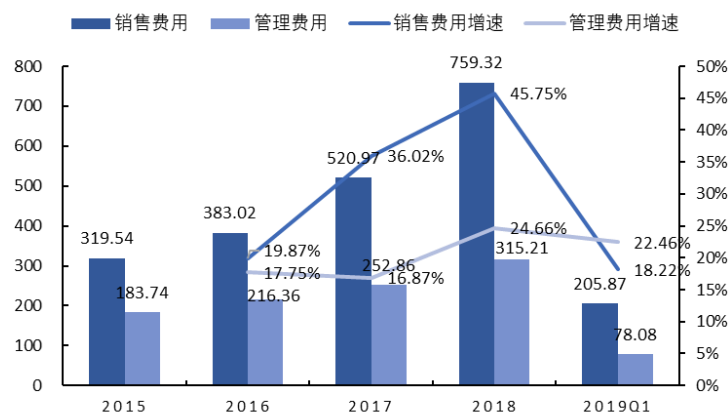
图 25：化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：57 家样本公司，选取情况详见附录

图 26：化学制剂行业费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：57 家样本公司，选取情况详见附录

化药板块中，以恒瑞、华东为代表的龙头白马，2018 年扣非增速保持在在 20% 以上，增长稳健。其中恒瑞受益于 19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇陆续上市以及重磅品种 PD-1 预期年内上市，未来几年公司有望持续高增长，而华东医药 2018 年研发费用 7.06 亿元，同比增长 52.9%，公司着力转型。

辅助用药影响持续，产品结构调整有待加速。复星医药、丽珠集团受到辅助用药影响，增速有所下滑，小牛血清、参芪扶正注射液等样本医院上半年同比下滑超过 20%，随着二线品种以及研发管线不断丰富推进，未来有望逐步恢复。科伦药业业绩受益于川宁 2 期投产，原料药大幅增厚业绩，在大输液业务毛利率稳步升、制剂板块布延伸、研发管线上市品种逐步增多的情形下，公司不断完成产业升级过程，带量采购等方案对于公司以及华海药业这类产品批文多、销售能力有待提升的药企而言，有望加快市场推广实现产业升级。

医保受益品种放量显著，寻找后续增长动力成重点。精麻类细分龙头恩华药业右美托咪定受益于新进医保目录叠加新一轮药品招标影响，同比增长超过 60%，带动公司业绩高速增长，康弘药业康柏西普同比增速超过 40%，随着药品销售体量增大，公司急需加强产品布局。

带量采购成双刃剑，产品储备+研发创新成为药企主要方向。随着带量采购推进，化药板块尤其是以仿制药为主的药企面对大幅降价的压力，我们认为小型药企有望通过短期降价迅速切入，但考虑到药品空间下降以及生存周期缩短，注重产品储备提升企业造血能力，加强创新研发提升产品竞争力是药企重点发展方向。

3.2. 由于康美药业等个股因素导致中药子板块增速低于去年同期水平

2018 年以来中药子板块迎来重要行业变化：1) 医院端销售受到两票制、招标降价、

取消药品加成、抑制辅助用药等政策影响，以及“低开转高开”边际效应的减弱，整体医院内中药销售增长乏力；2) OTC 端迎来了消费升级，涨价+集中度提升放量的发展时期，同时叠加流感等因素为 OTC 行业的增长提供了充足的动力，成为中药领域表现最为突出的细分领域。虽然中药注射剂企业受到行业政策影响较大，但中药配方颗粒、中药饮片、中成药产品实现稳定增长。中药板块整体在 2018 年和 2019 年 Q1 业绩稳定，但整体增速低于去年同期水平。

1) 中药子板块 2018 年和 2019 年 Q1 的增长情况整体弱于 2017 年和 2018 年 Q1 同期水平。

2018 年中药子行业全部 70 家公司实现销售收入 3021.03 亿元，同比增长 18.53%，同比上升 7.67 个百分点，其主要原因既包括了 OTC 终端中成药销售放量，也涵盖了医院端中药低开转高开，以及部分公司并表业务带来的收入增加。扣除事件影响外，中药子行业全部 63 家公司实现销售收入 2311.96 亿元，同比增速 11.85%，低于去年同期 3.36 个百分点。

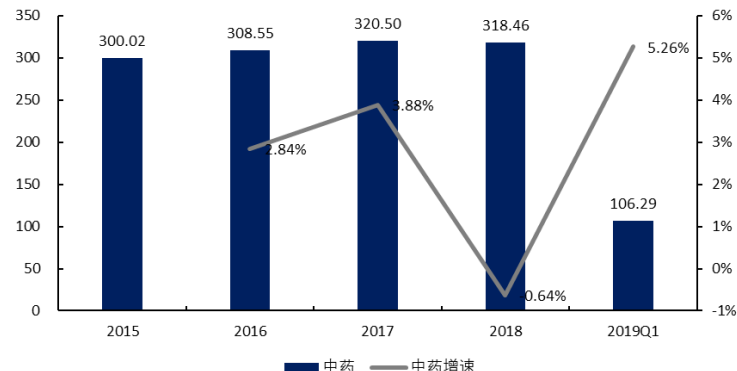
全部中药企业整体归母净利润和扣非净利润增长稳定，分别达到 318.46 亿元和 268.75 亿元，同比增长分别为 -0.64% 和 -11.97%，主要原因包括了康美药业财务差错以及益佰制药、信邦药业等公司的商誉减值。扣除事件影响外，63 家中药公司归母净利润和扣非净利润分别为 282.65 亿元和 248.14 亿元，分别同比增速 4.87% 和 3.68%，低于 2017 年同期水平。

2019 年 1-3 月，中药子行业同比和环比增速均有所提高，但整体不及 2018 年同期水平。2019 年 Q1 中药子行业整体收入、归母净利润和扣非净利润分别为 840.28 亿元、106.29 亿元和 89.20 亿元，分别同比增长 16.13%、5.26% 和 -5.94%；扣除事件影响外的标的合计收入、归母净利润和扣非净利润分别为 588.31 亿元、88.54 亿元、72.47 亿元，同比增速分别为 8.80%、16.44% 和 2.96%，明显低于 2017 年同期水平。

图 27：中药子行业销售收入情况（亿元）



图 28：中药子行业归母净利润情况（亿元）



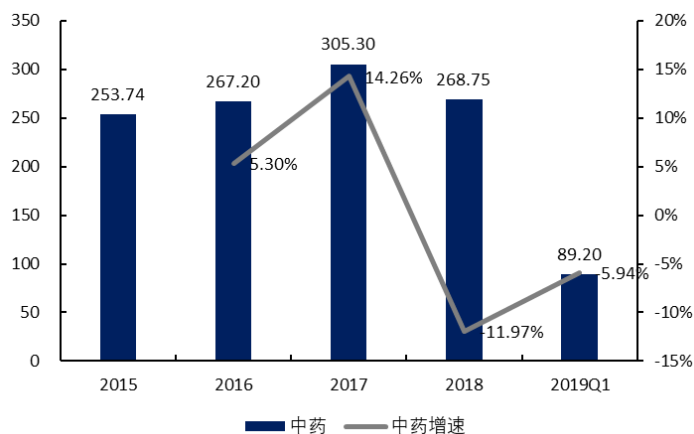
数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：70 家样本公司，选取情况详见附录

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：70 家样本公司，选取情况详见附录

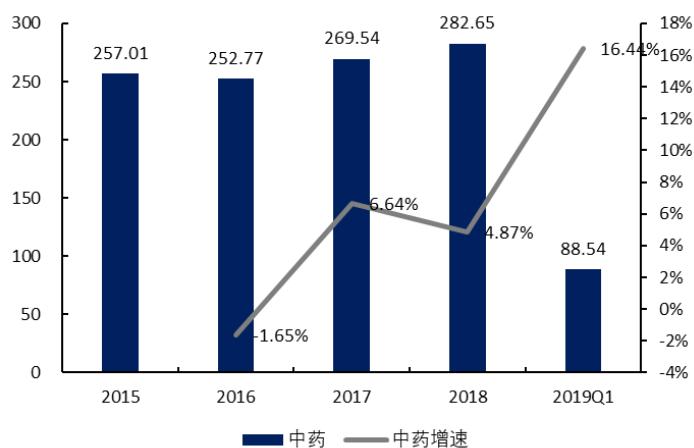
图 29：中药子行业扣非归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：70 家样本公司，选取情况详见附录

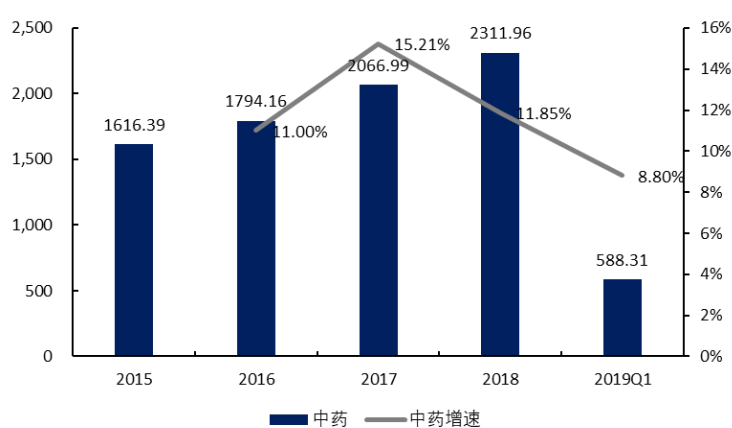
图 31：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：63 家样本公司，选取情况详见附录

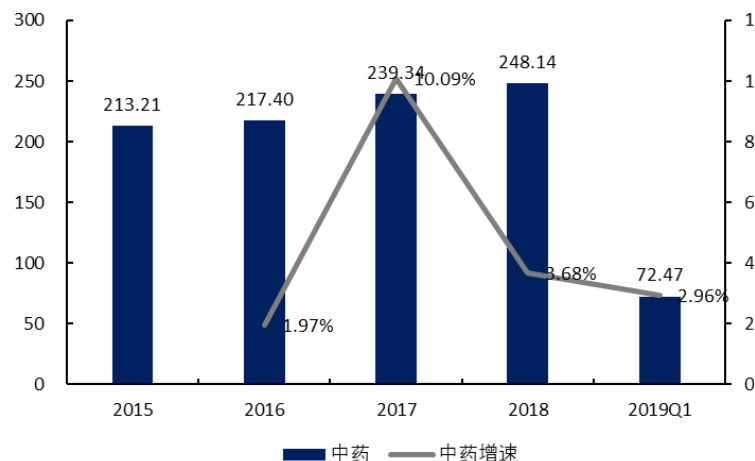
图 30：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：63 家样本公司，选取情况详见附录

图 32：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

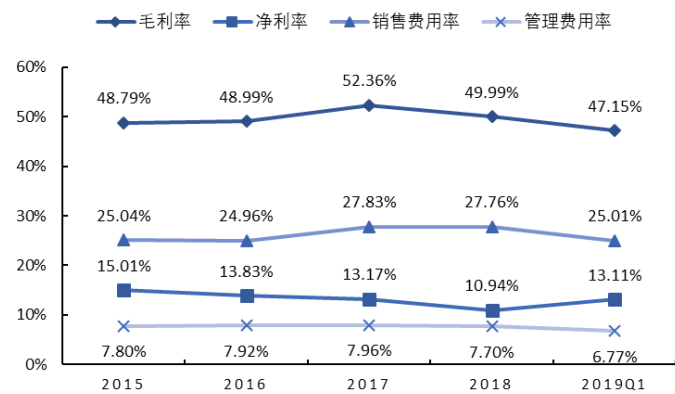
备注：63 家样本公司，选取情况详见附录

2) 中药子板块 2018 年的毛利率和净利率略有下滑，2019 年 Q1 出现一定程度的回升。

中药子板块 2018 年的毛利率与净利润率略有下降，毛利率为 49.99%，低于 2017 年 52.36% 的毛利率；净利率为 10.94%，低于 2017 年同期 13.17% 的水平；2019 年 Q1 中药子板块的毛利率和净利润率分别 47.15% 和 13.11%，净利润率略有回升。

销售费用和管理费用增速明显下滑，带动费用率呈现下降趋势。2018 年和 2019 年 Q1 的销售费用率分别为 27.76% 和 25.01%，低于去年同期水平；同期的管理费用率（含研发费用的同比口径）分别为 7.70% 和 6.77%，也低于去年同期水平。

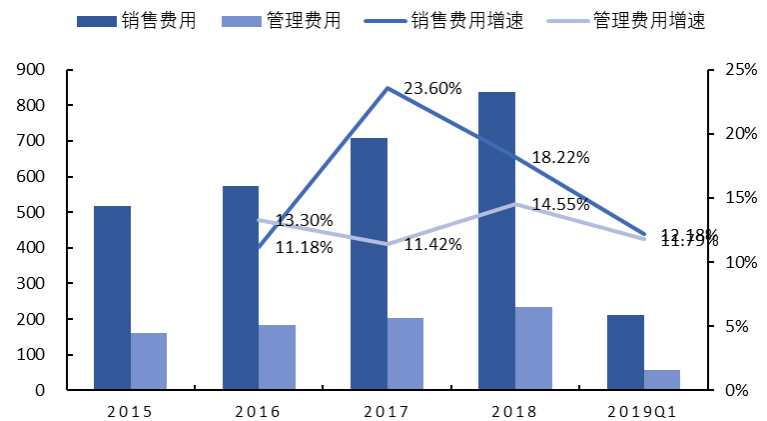
图 33: 中药行业毛利率&净利率以及费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

图 34: 中药行业费用情况 (亿元)



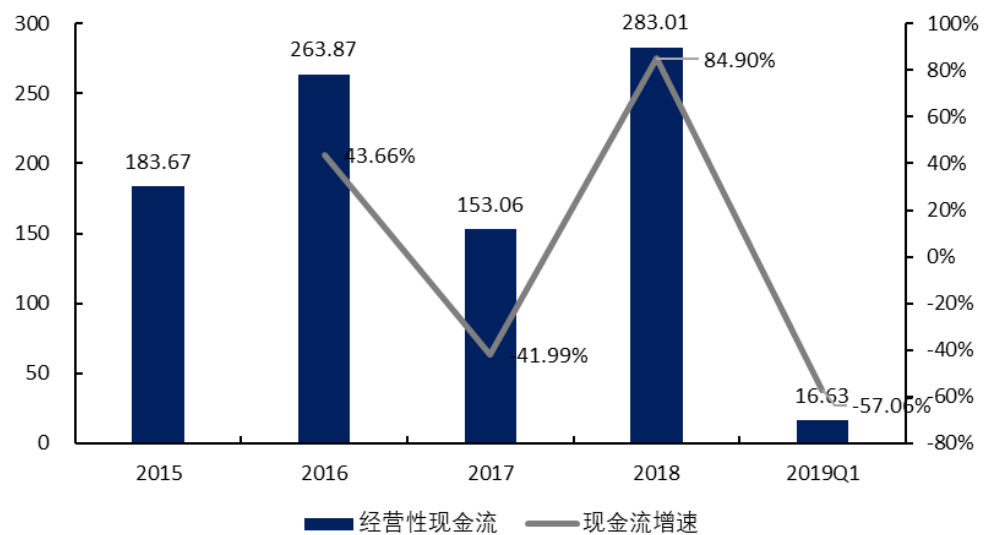
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

3) 中药子行业 2018 年经营性净现金流、应收账款、库存水平均有所提高。

2018 年和 2019 年 Q1 中药子板块 70 家上市公司合计的经营性净现金流分别为 283.01 亿元和 16.63 亿元, 分别同比增长 84.90%和-57.06%, 分别好于 2017 年同期水平和弱于 2018 年 Q1 的经营性净现金流。

图 35: 中药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)

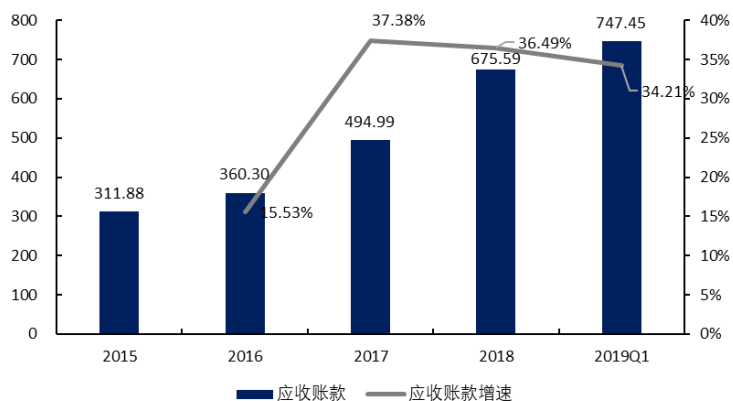


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

通过统计分析 70 家中药上市公司的应收账款和存货的数据, 2018 年和 2019 年 Q1 开始行业的应收账款和存货增速均有下降, 经营性净现金流情况改善, 行业经营状况整体向好。

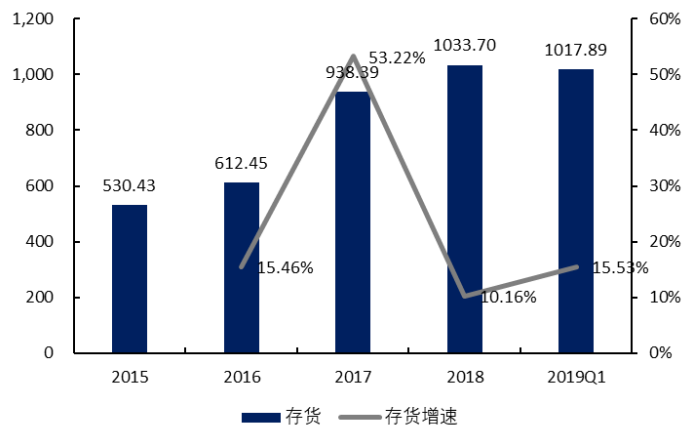
图 36: 中药上市公司应收账款变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附件

图 37: 中药上市公司存货变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附件

3.3. 血液制品回暖叠加生长激素板块放量推动行业快速增长

生物制品中, 血液制品行业在经历 2017 年及 2018 年的去库存后, 自 2019Q1 迎来增长。2017 年随着“两票制”的影响, 血液制品板块渠道库存压力增加, 使得行业增速放缓。随着 2017 年下半年及 2018 年的库存消化, 2019Q1 行业实现触底回升, 重拾增长。

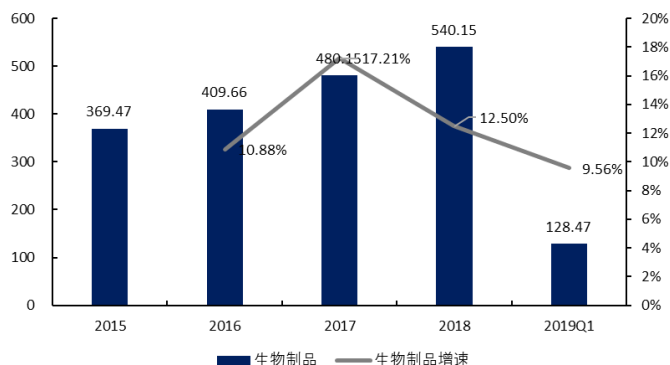
随着 7 月份的“疫苗事件”爆发, 疫苗板块整体批签发进度放缓, 2018 年下半年国产二类疫苗企业增速均有所下滑。2019Q1 事件带来批签发进度放缓的情况仍然存在, 我们草根调研亦发现终端市场疫苗产品供不应求现象严重。我们认为, 2019 年下半年疫苗法有望颁布, 随着法案的颁布, 疫苗行业将更加规范, 批签发速度有望恢复到“疫苗事件”之前的水平, 2019 年下半年疫苗行业有望恢复增长。

生长激素行业仍然维持快速增长。2019 年一季度, 根据草根调研, 我们认为行业增速在 45% 以上。生长激素板块的快速增长推动长春高新和安科生物的快速增长。同时我武生物所在的脱敏领域随着企业的学术推广实现了稳定增长。这些企业的放量均贡献了生物制品企业的快速增长。

2018 年生物制品子行业销售收入实现增长 12.50%, 扣除并表以及事件影响外, 收入增速达到 43.84%, 相较于去年同期分别低于 4.71 和高于 11.22 个百分点。2019Q1 销售收入实现增长 9.56%, 扣除并表以及事件影响外, 收入增速达到 42.58%, 相较于去年同期分别低于 19.00 和 8.84 个百分点。

扣非净利润增速由于疫苗行业的下滑, 最终带动上市公司 2018 年实现 -21.15% 的增速, 随着血液制品行业好转, 且长春高新、我武生物等公司的快速放量增长, 2019Q1 带动行业增速在 51.16%。

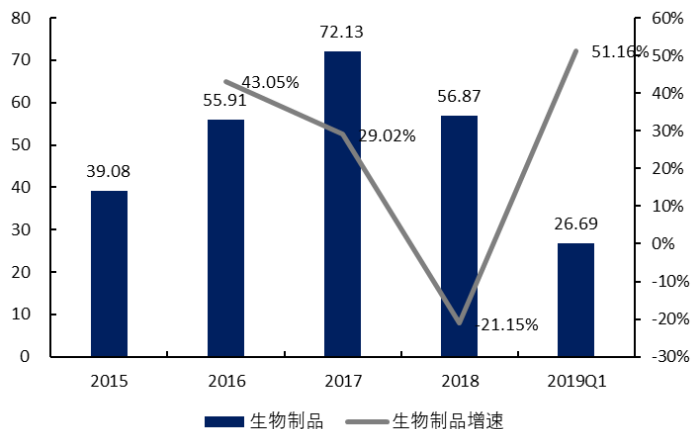
图 38: 生物制品子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

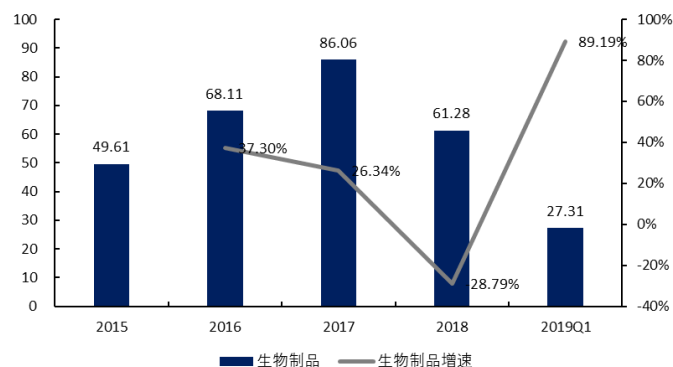
图 40: 生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 39: 生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

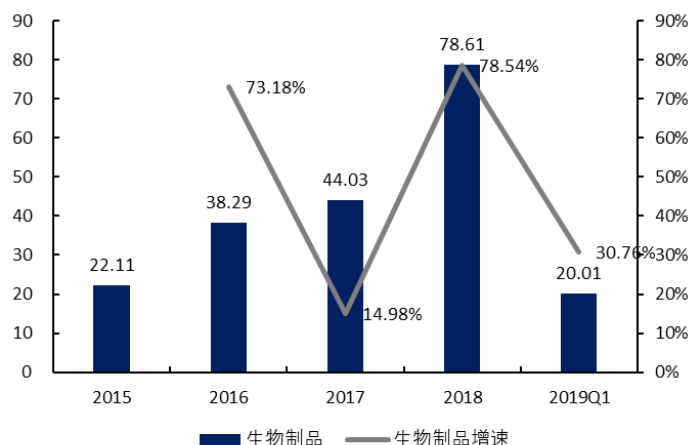
图 41: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 15 家样本公司, 选取情况详见附录

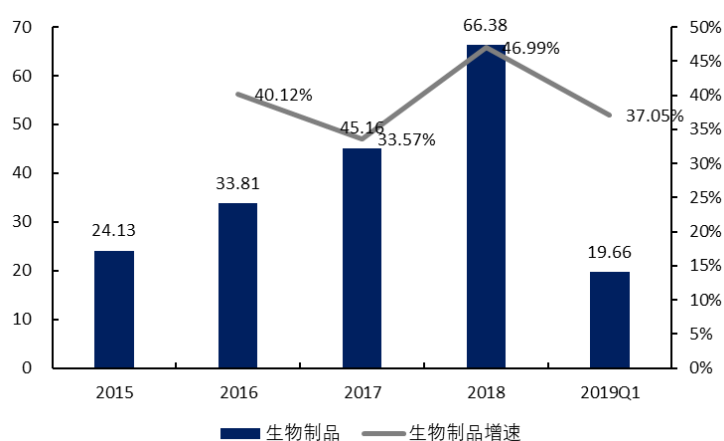
图 42: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 15 家样本公司, 选取情况详见附录

图 43: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)



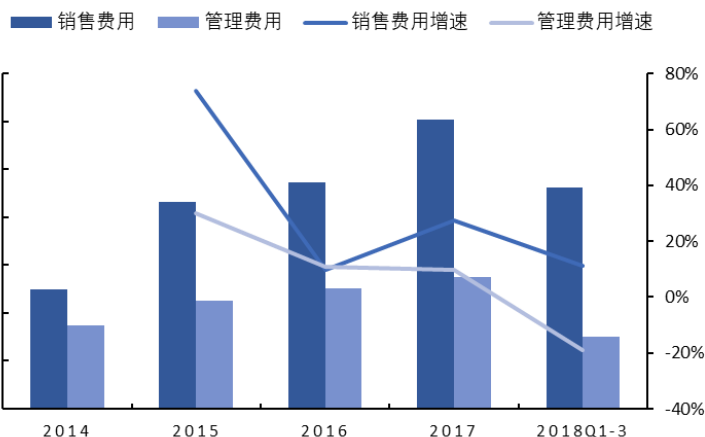
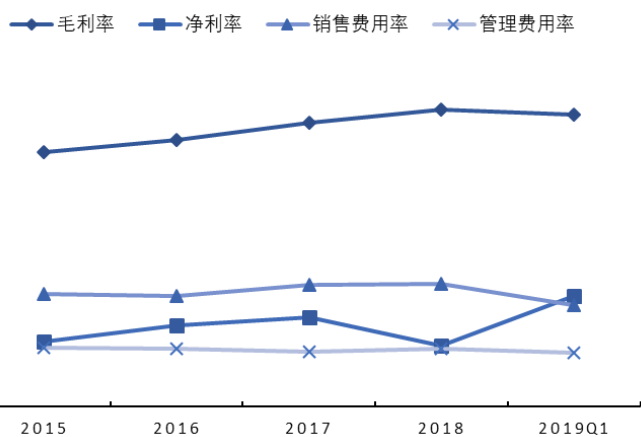
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 15 家样本公司, 选取情况详见附录

由于 2017 年开始推行的两票制, 致使疫苗企业以外的生物制品企业逐步开始“低开转高开”, 因此可以看出 2018 年企业整体毛利率出现上升, 从 2017 年的 59.96% 提升至 62.86%。由于一些标的事件影响导致非经常性损益加大, 整体净利率下滑明显, 从 2017 年的 18.80% 下降至 12.90%。2019Q1 两票制调整完毕, 企业整体毛利率趋于稳定, 为 61.79%, 随着事件影响的褪去叠加血液制品行业回暖, 净利率达到 23.31% 的水平。

图 44: 生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费率情况

图 45: 生物制品子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

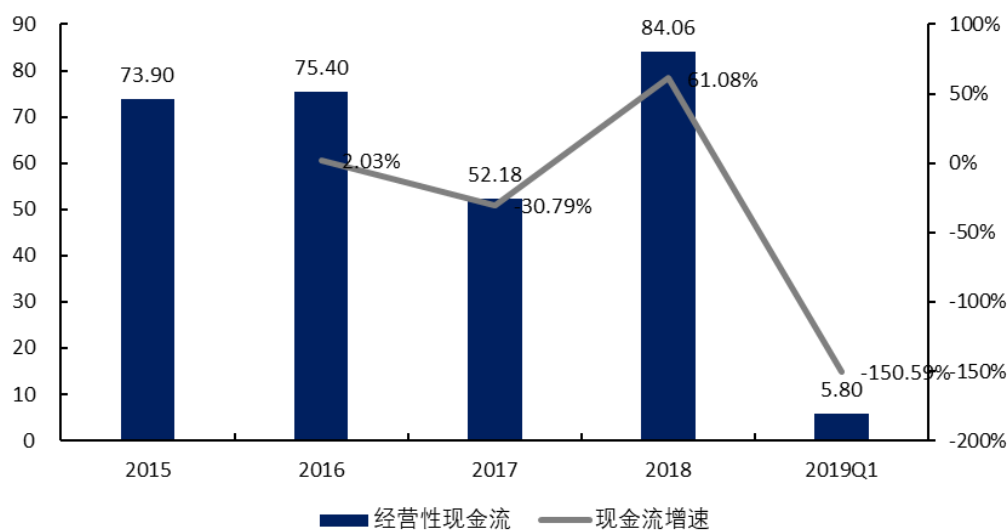
备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

2019Q1 生物制品公司经营性净现金流下滑明显, 我们认为主要原因为南京新百、智飞生物等经营性净现金流为负带来。南京新百由于并表因素使得经营性净现金流出现较大负值; 智飞生物由于代理 HPV 疫苗, 因此需要预付款项囤货, 由此使得经营性净现金流出现负值。

图 46: 生物制品子行业经营性净现金流情况 (亿元)

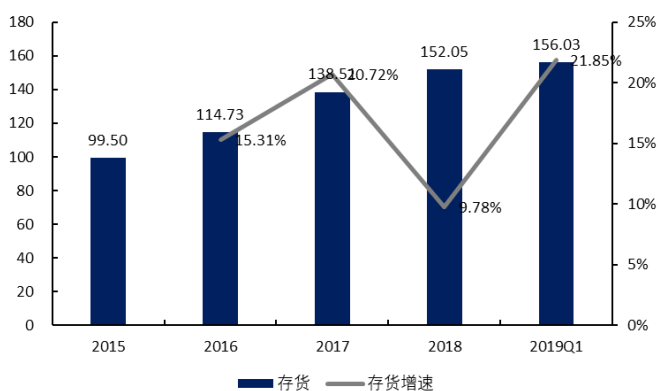


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

生物制品子行业应收账款增速则维持稳定。生物制品行业存货仍然稳定增长, 我们认为主要原因为血液制品公司在行业回暖阶段加大原材料血浆的库存, 及智飞生物采购的 HPV 疫苗在批签发前主要为企业内部库存。

图 47: 生物制品子行业存货情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 48: 生物制品子行业应收账款情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

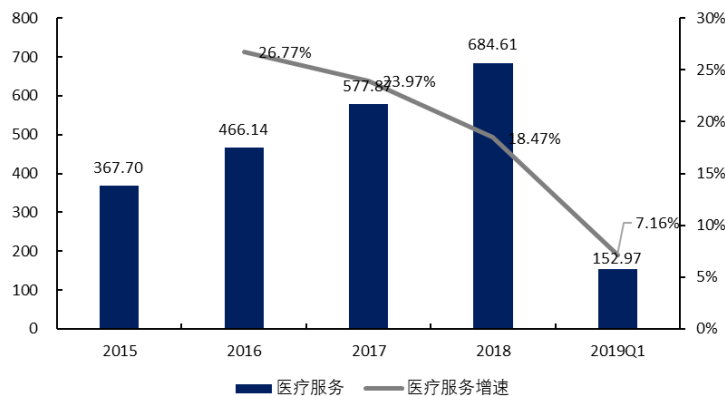
备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

3.4. 受商誉减值及权重股美年健康事件影响, 2018 年医疗服务行业经营指标恶化, 2019Q1 净利润及经营性现金流明显改善

2018 年, 医疗服务行业销售收入呈现增速放缓, 2018 年实现营业收入同比增长 18.47%, 收入放缓原因主要是权重股美年健康的事件影响。归母净利润及扣非归母净利润均呈现下滑趋势, 2018 年实现归母净利润-12.32 亿, 扣非归母净利润-28.46 亿元, 主要原因是 3 家上市公司涉及巨额商誉减值。我们剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入 507 亿, 同比增长 26.6%; 扣非净利润同比增长 45.43%, 依旧体现了较好的成长性。

2019Q1，医疗服务子行业收入增长 7.16%，较 2018 年全年下降明显，主要原因系金陵药业、国际医学、华业资本、百花村等公司在 2019Q1 收入负增长，拉低了行业增速。由于资产减值的影响降低，2019Q1 扣非净利润下降趋势减缓，实现-9.22%的增速。

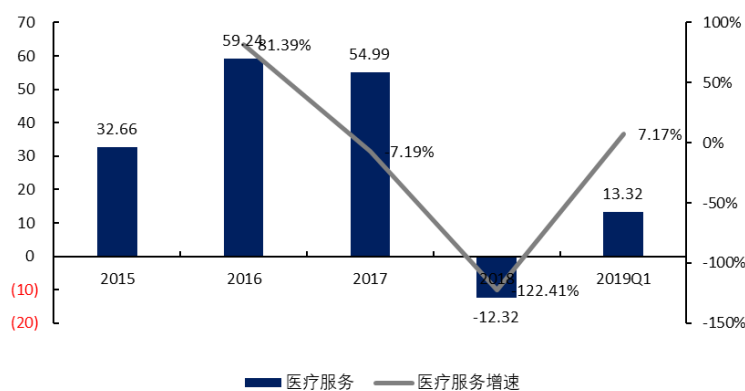
图 49：医疗服务子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附录

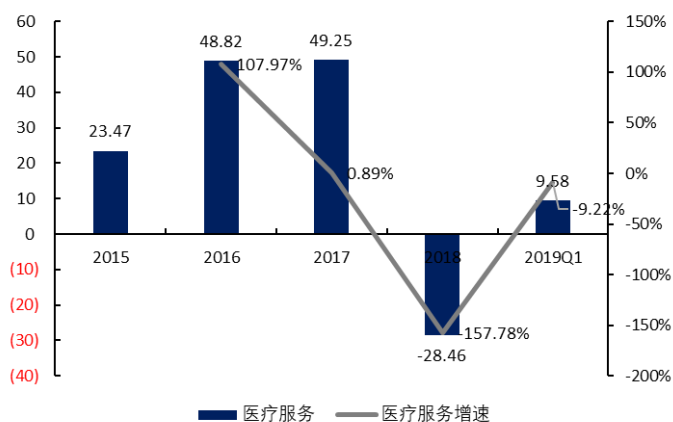
图 50：医疗服务子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附录

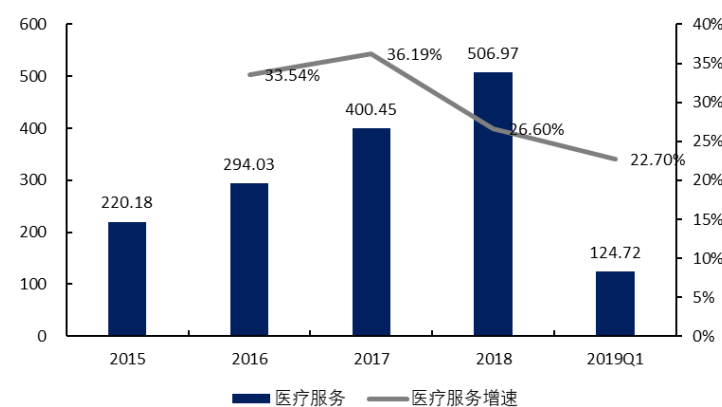
图 51：医疗服务子行业扣非归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：19 家样本公司，选取情况详见附录

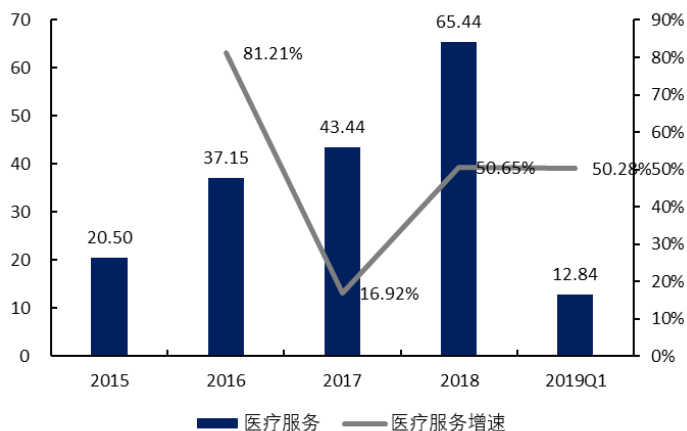
图 52：剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：14 家样本公司，选取情况详见附录

图 53: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)

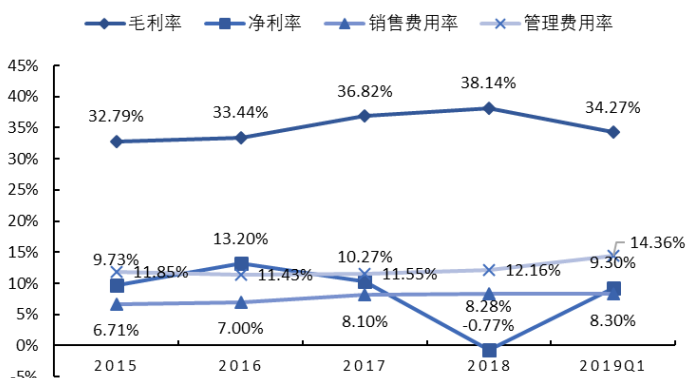


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 14 家样本公司, 选取情况详见附录

2018 年医疗服务毛利率略有提升, 同比去年提升 1.32pp。费用方面, 销售费用率提升 0.18pp; 管理费用率提升 0.61pp, 基本在正常水平。

图 55: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



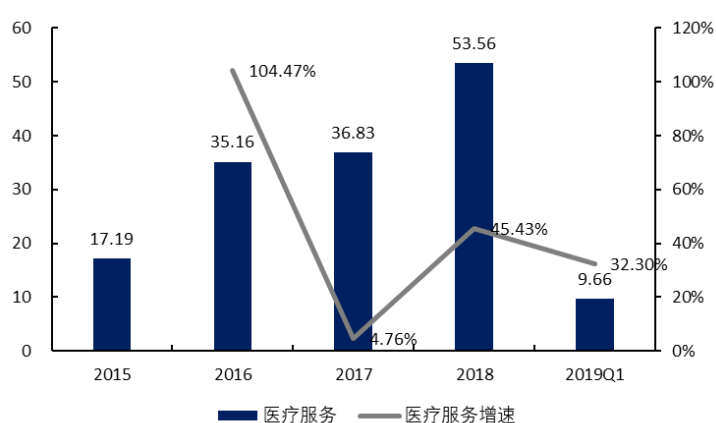
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

2018 年医疗服务子行业经营性净现金流改善明显, 2018 年经营性现金流同比增长 43.69%, 主要原因为金域医学、迪安诊断现金流增长明显。行业的应收账款、存货基本维持在正常水平。

2019Q1 医疗服务子行业经营性净现金流增速达到 445.73%, 主要原因是美年健康经营性现金流大幅改善, 我们认为随着美年健康事件的影响的逐渐消除, 医疗服务行业恢复高速增长可期。

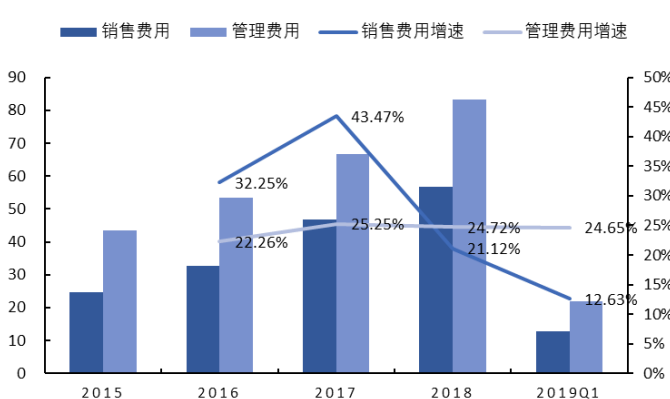
图 54: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 14 家样本公司, 选取情况详见附录

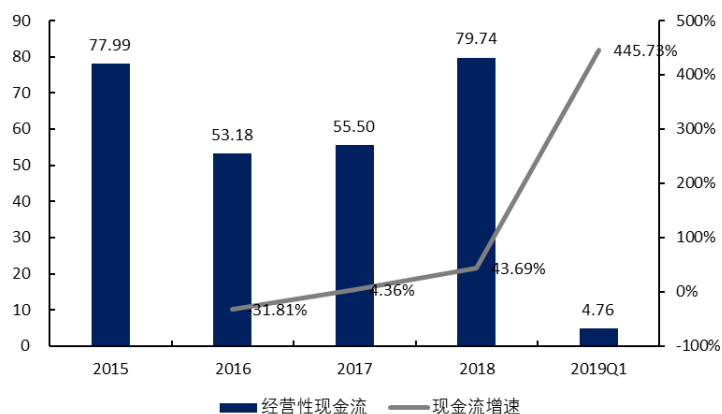
图 56: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 57: 医疗服务子行业经营性净现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 58: 医疗服务子行业应收账款情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 59: 医疗服务子行业存货情况 (亿元)



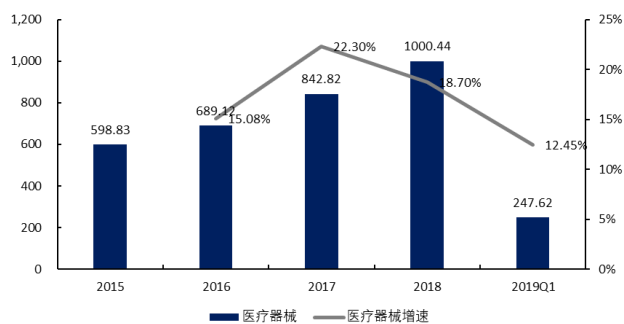
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

3.5. 医疗器械上市公司呈现稳定增长, 但整体略差于 2018 年和 2019 年 Q1 同期业绩增速水平

医疗器械子行业的核心逻辑在于通过不断地外延发展获取更多的产品、技术、市场份额等优势。整个板块在经历了 2015 年的业绩低谷后, 通过“内生+外延”的发展模式, 逐渐恢复活力, 但 2018 年包括中珠医疗等标的商誉减值等因素, 导致医疗器械子行业 (58 家标的) 在利润端出现了下滑。在剔除事件影响后的 51 家标的整体表现依然处于稳健增长。

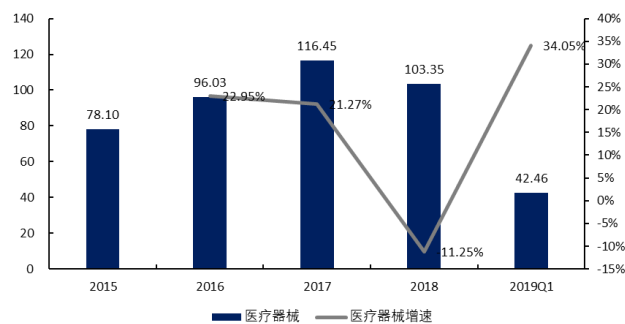
图 60: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 58 家样本公司, 选取情况详见附录

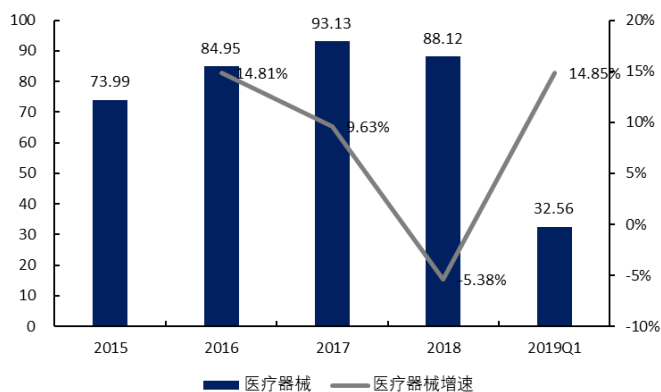
图 61: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 58 家样本公司, 选取情况详见附录

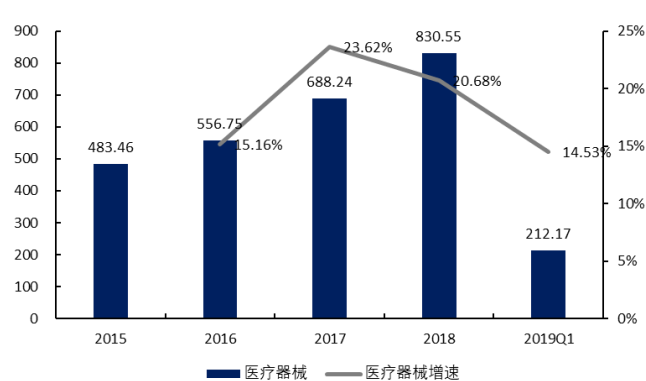
图 62: 医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 58 家样本公司, 选取情况详见附录

图 63: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 51 家样本公司, 选取情况详见附录

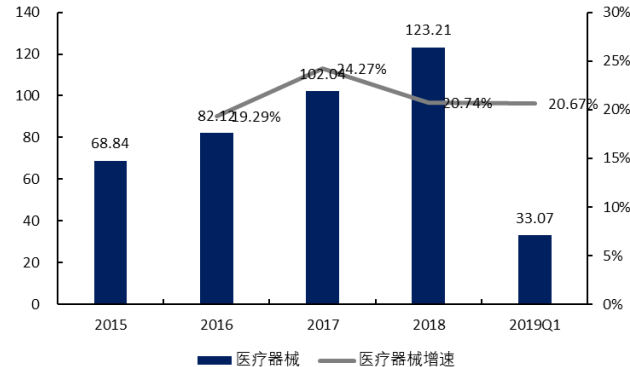
图 64: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 51 家样本公司, 选取情况详见附录

图 65: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 51 家样本公司, 选取情况详见附录

1) 剔除事件影响后的 51 家医疗器械公司在收入、利润呈现稳定增长, 2018 年和 2019 年 Q1 整体低于去年同期增速水平。

2018年医疗器械子行业（58家标的公司）合计实现销售收入1000.44亿元，同比增长18.70%，低于2017年同期3.60个百分点；扣除事件影响外，51家标的公司合计实现收入增速达到830.55亿元，同比增长20.68%，低于去年同期2.94个百分点。2018年医疗器械子板块归母净利润和扣非净利润增速低于去年同期水平，分别为-11.25%和-5.38%，主要由于中珠医疗等部分企业大幅资产减值和商誉减值导致行业业绩出现负增长；扣除事件影响外，51家标的公司的归母净利润和扣非净利润合计分别为141.67亿元和123.21亿元，同比分别增长25.43%和20.74%，略低于2017年同期增速水平。

2019年Q1，医疗器械子行业整体增长有所下降，收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为12.45%、34.05%和14.85%；扣除事件影响外，收入、归母扣非净利润增速分别为14.53%、21.80%和20.67%，医疗器械子行业整体增速对比去年同期水平略有下滑。

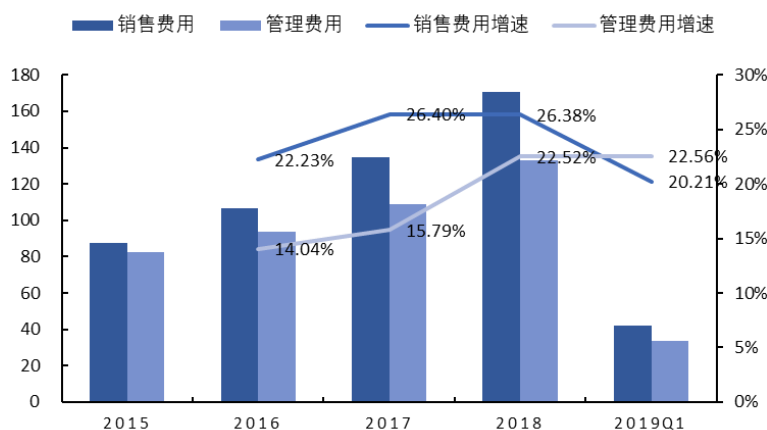
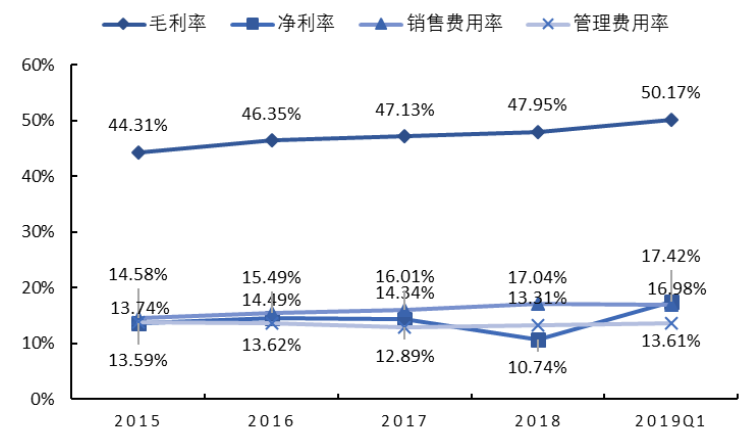
2) 医疗器械子行业毛利率稳步提升，净利润略有波动。

伴随着产品升级和外延发展，医疗器械行业的毛利率稳步上升，2018年毛利率和净利率分别为47.95%和10.74%，较2017年同期水平分别上升0.82%和下降3.60%，整体处于稳定水平。2019年Q1的毛利率和净利润率均有提升，分别为50.17%和17.42%，好于去年同期水平，主要驱动因素在于销售费用率和管理费用率的下降。

医疗器械样本公司合计销售费用和管理费用在2018年和2019年Q1的增速得到有效控制，驱动整体费用率水平处于下降趋势。2018年和2019年Q1销售费用率分别为17.04%和16.98%；管理费用率（含研发费用的同比口径）分别为13.31%和13.61%。

图 66：医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费率情况

图 67：医疗器械子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：58家样本公司，选取情况详见附录

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：58家样本公司，选取情况详见附录

3) 医疗器械上市公司经营性净现金流明显好转，行业盈利质量提高。

2018年和2019年Q1医疗器械子板块58家上市公司合计的经营性净现金流分别为

143.60 亿元和 7.20 亿元，分别同比增长 52.78% 和由负转正，均好于 2017 年和 2018 年 Q1 同期经营性净现金流水平。

图 68：医疗器械上市公司经营性净现金流变化情况（亿元）

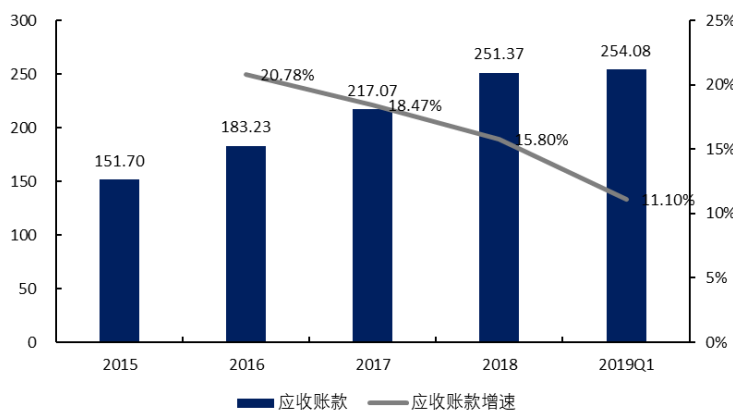


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：58 家样本公司，选取情况详见附录

通过统计分析 58 家中药上市公司的应收账款和存货的数据，2018 年和 2019 年 Q1 开始医疗器械行业的应收账款和存货增速均有下降，结合经营性净现金流的改善情况，表明医疗器械上市公司经营情况逐渐改善，收益质量提高。

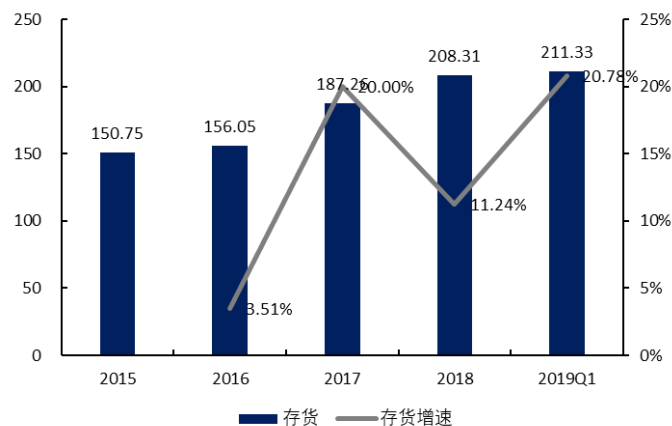
图 69：医疗器械上市公司应收账款变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：58 家样本公司，选取情况详见附录

图 70：医疗器械上市公司存货变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

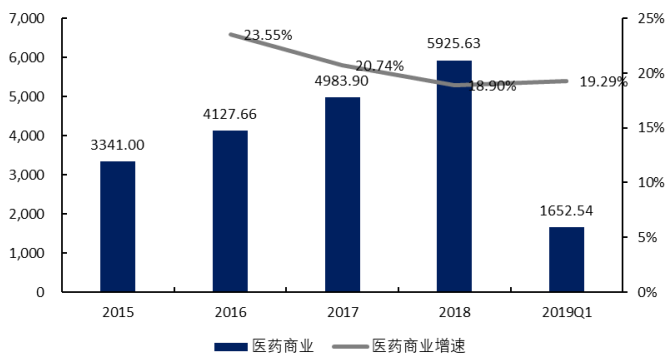
备注：58 家样本公司，选取情况详见附录

3.6. 医药商业板块经营指标逐渐好转，利润指标受商誉减值影响失真明显，集中度提升带来经营改善的逻辑仍然成立

2018 年，医药商业子行业各项指标有所好转，收入同比增长 28.9%。归母净利润及扣非归母净利润增速下降明显，主要原因是海王生物、瑞康医药、第一医药、天圣制药

等公司巨额商誉减值，若剔除这五家公司，行业的扣非利润增速达到 17.59%，基本和收入增速匹配。我们认为随着两票制各省份的逐渐推进，行业集中度提升后经营改善，龙头未来将长期受益。

图 71：医药商业子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

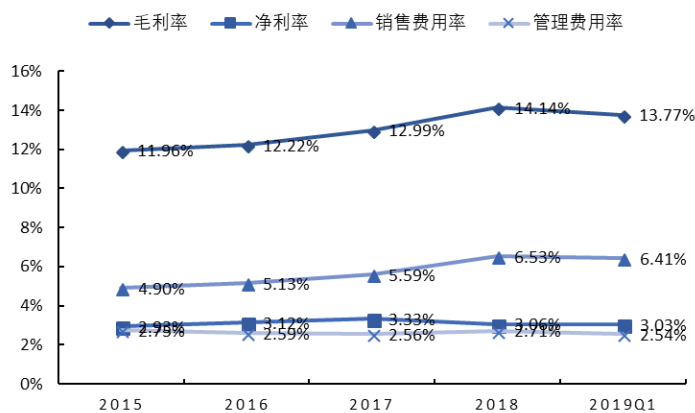
图 72：医药商业子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

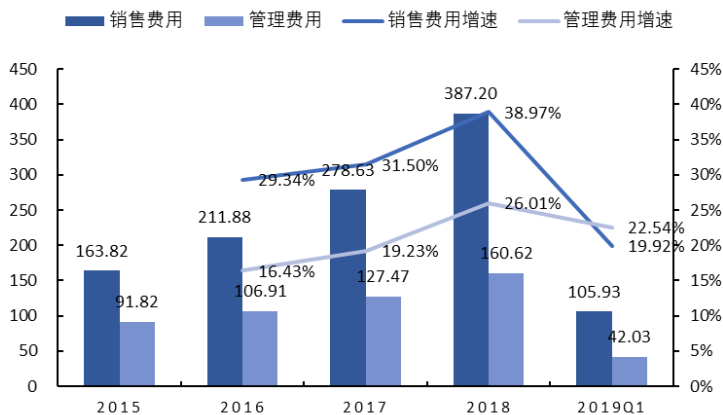
医疗商业的行业毛利率稳步上升，2018 年毛利率为 14.14%，同比增长 1.15pp；净利润率为 6.53%，同比增长 0.94pp。销售费用率、管理费用率基本维持在正常水平。

图 73：医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

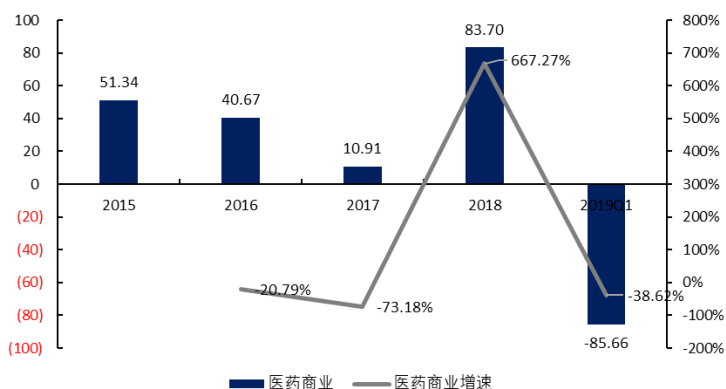
图 74：医药商业子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所
备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

2018 年，医药商业子行业经营性现金流改善明显，2018 年经营性净现金流增速达到 667.27%。同时，应收账款增速明显降低，库存增速保持稳定，实现有质量的增长。

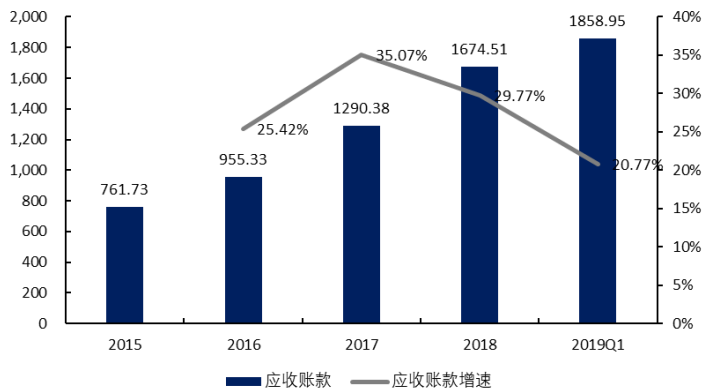
图 75: 医药商业子行业经营性净现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

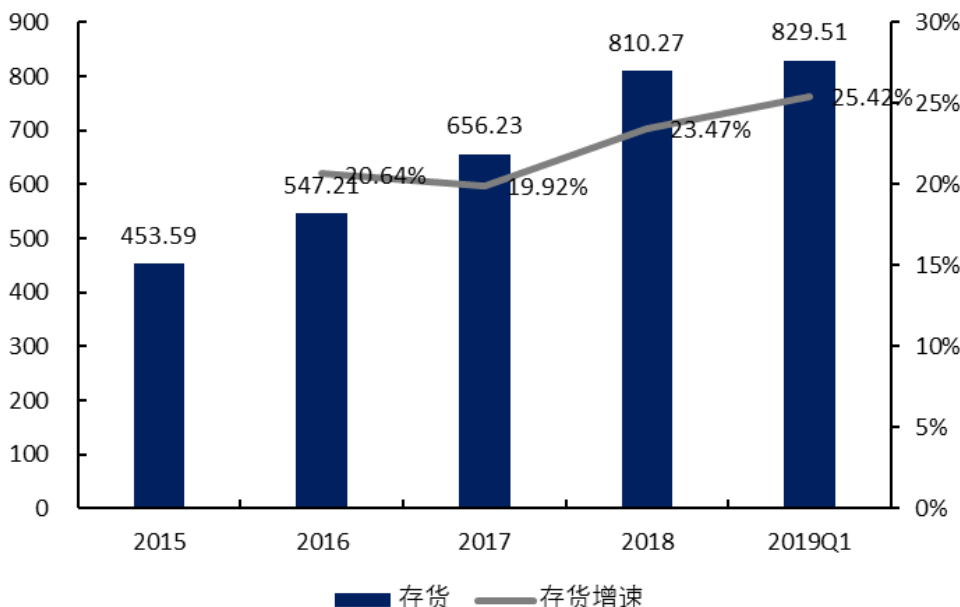
图 76: 医药商业子行业应收账款情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 77: 医药商业子行业存货情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

3.7. 环保政策持续影响化学原料药供给, 2019Q1 价格回落

化学原料药子行业在 2017 年以来受到环境监管以及相关生产政策趋严, 导致生产端去落后产能明显, 带动维生素 (VA、VE、泛酸钙等) 等原料药价格上涨, 驱动行业在 2018 年进入周期性的盈利高点。

2018 化学原料药子行业迎来明显增长。2018 销售收入实现增长 21.69%, 相比 2017 全年上升 4.00 个百分点; 扣除并表以及事件影响外, 收入增速达到 21.78%, 高于 2017 全年 4.13 个百分点。

整体归母净利润呈现大幅上升，2018 年增长 25.93%，相比 2017 年全年增长 5.52 个百分点；扣除并表以及事件影响外，归母净利润增长 26.5%，相比 2018 年全年增长 5.55 个百分点。

整体扣非净利润 2018 增长 23.32%，相比去年全年增长 3.92 个百分点；扣除并表以及事件影响外，扣非净利润增长 23.97%，相比去年全年增长 4.17 个百分点。

2019Q1 化学原料药子行业销售收入实现增长 0.92%，同比下降 43.16 个百分点；扣除并表以及事件影响外，收入增速为 0.63%，同比下降 39.99 个百分点，主要由于 2018 年下半年原料药价格逐步下降，新和成、浙江医药、亿帆医药等业绩出现同比大幅下滑。

整体归母净利润呈现大幅下降，2019Q1 增速为-27.87%，同比下降 192.44 个百分点；扣除并表以及事件影响外，归母净利润为-28.89%，同比下降 188.21 个百分点。

图 78：化学原料药子行业销售收入情况（亿元）

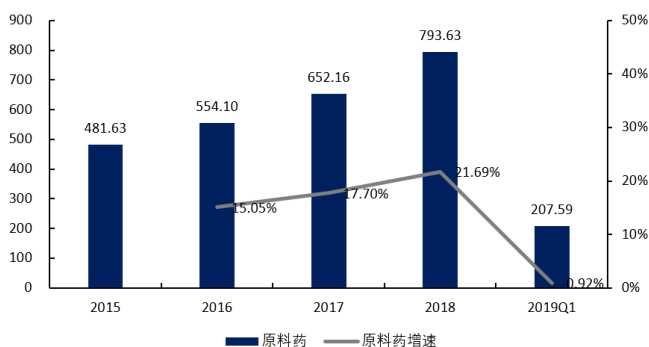


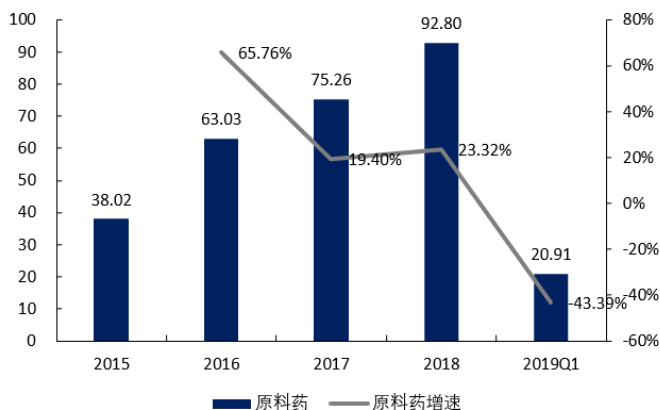
图 79：化学原料药子行业归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附录

图 80：化学原料药子行业扣非归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附录

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附录

图 81：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：28 家样本公司，选取情况详见附录

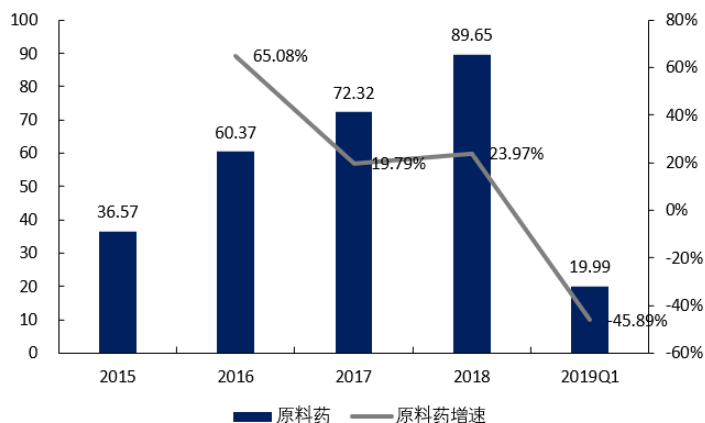
图 82: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 28 家样本公司, 选取情况详见附录

图 83: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 28 家样本公司, 选取情况详见附录

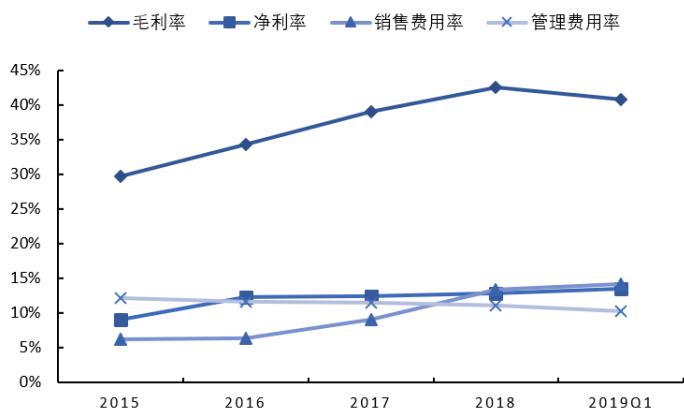
整体扣非净利润 2019Q1 下降 43.39%，相比去年同期下降 218.43 个百分点；扣除并表以及事件影响外，扣非净利润下降 45.89%，相比去年全年下降 220.93 个百分点。

受益于 2017 年下半年到 2018 年维生素大幅涨价影响，板块龙头公司业绩大幅提升。其中新和成、金达威以及亿帆医药、浙江医药受益于维生素大幅涨价 2018 年大幅增长，但随着下半年价格回落，业绩环比下滑，亿帆由于去年 Q1 为泛酸钙业绩高点，因此 2019Q1 出现业绩同比下滑。

2018 年毛利率为 42.55%，相比 2017 年全年增长 3.57 个百分点，净利率 12.9%，相比 2017 年全年上升 0.48 个百分点，销售费用率为 13.33%，相比去年全年增长了 4.3 个百分点，管理费用率（含研发费）为 11.06%，相比 2017 年全年下降 0.45 个百分点，

2019Q1 毛利率为 40.75%，相比 2018 年全年下降 1.8 个百分点，净利率 13.48%，相比 2018 年全年上升 0.58 个百分点，销售费用率为 14.25%，相比 2018 年全年增长了 0.92 个百分点，管理费用率（含研发费用）为 10.28%，相比 2018 年全年下降 0.78 个百分点，基本持平。2018 年行业毛利率提升主要受到环保趋严，落后产能淘汰，供应端紧张导致原料药价格提高所致，提价带来的毛利增加大部分转化为净利润，因此整体的净利率得到大幅提升。销售费用率的提升除了整体销售增加以外，部分原料药企业的制剂业务发展大力建设销售渠道也一定程度上提高了销售费用率。

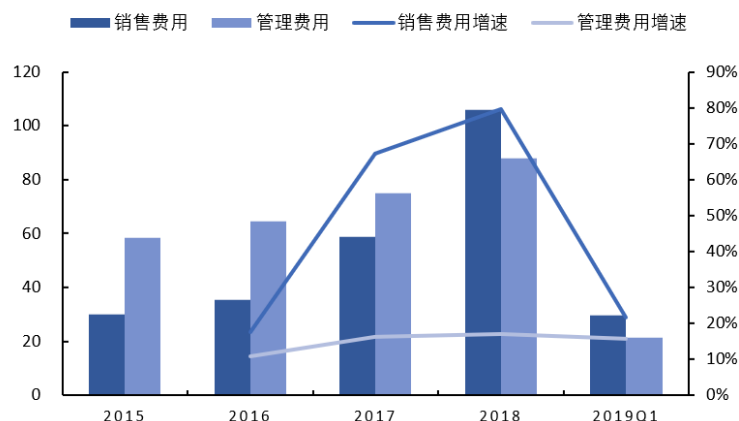
图 84：原料药行业毛利率&净利率以及费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附录

图 85：原料药行业费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附录

4. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力

4.1. 带量采购加速药企转型，创新药企及 CRO 企业盈利能力凸显

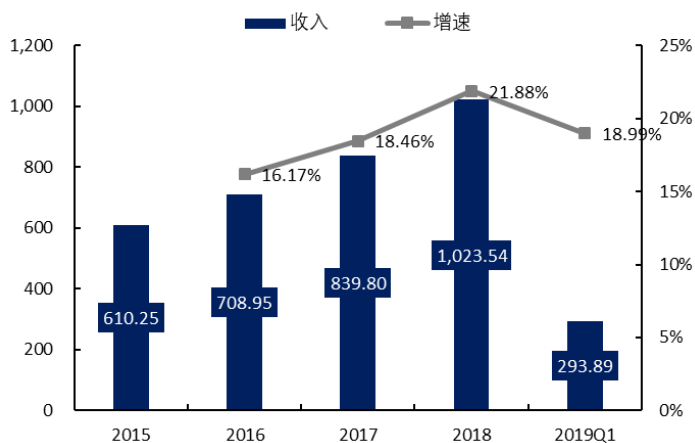
带量采购大幅降低仿制药盈利能力，随着后续品种扩增以及各省价格联动，仿制药企业经营压力将不断增加。因此，积极转型致力于创新药研发成为药企重要转型方向，同时，由于大部分药企研发基础薄弱，科创板推行增加了研发型药企的融资能力，创新药产业链 CRO 药企将直接受益。

1) 创新药——盈利能力高，在研产品丰富，研发投入大

仿制药持续价格承压背景下，创新研发成为药企重拾竞争力的重要手段。我们选取着力创新药研发的企业进行研究，样本标的包括：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、康弘药业、贝达药业、科伦药业等。

2018 年创新药行业上市公司收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 21.88%、-14.32%（丽珠 2017 年土地处置款大幅提升当期基数）和 33.78%，行业的收入和扣非净利润增速同比均有显著提高。2019 年 Q1 在 2018 年同期的高基数上，创新药行业依然实现了快速的增长，单季度收入、归母净利润和扣非净利率增速分别达到 18.99%、19.44% 和 20.91%。

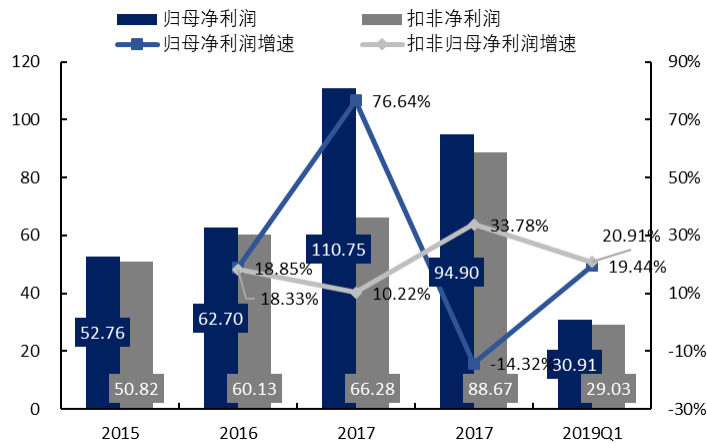
图 86: 创新药企销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 7 家样本公司, 选取情况详见附录

图 87: 创新药企净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 7 家样本公司, 选取情况详见附录

当前阶段创新药竞争力更强, 药品定价方面更具优势, 毛利率较高, 2018 年及 2019Q1 持续提升, 2019Q1 毛利率为 57.37%。由于创新药研发投入较大, 因此创新药企管理费用率持续提升至 2019Q1 的 11.63%, 2018 年、2019Q1 管理费用增速分别达到 34.22%、34.50%, 为后续产品研发奠定基础。

表 8: 创新药企盈利能力及费用情况 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019Q1
毛利率	48.33%	50.28%	53.58%	56.28%	57.37%
净利润率	13.42%	13.70%	17.81%	12.49%	13.77%
销售费用率	23.13%	24.58%	27.05%	29.68%	29.78%
管理费用率	10.84%	11.17%	11.90%	13.10%	11.63%
销售费用	141.15	174.23	227.18	303.76	87.52
销售费用增速	-	23.44%	30.39%	33.71%	21.46%
管理费用 (含研发费用)	66.18	79.21	99.93	134.13	34.17
管理费用增速	-	19.70%	26.15%	34.22%	34.50%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2) CRO——创新产业链集中受益者

根据 Frost & Sullivan 的预测, 2014 年-2018 年期间, 全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%, 2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元, CRO 行业将占整体研发投入支出的 58.3%。

在国际制药企业研发外包往新兴国家转移, 生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展, 一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下, 我国 CRO 行业实现跨越式发展。根据 Frost & Sullivan 预测, 2016~2020 年期间我国 CRO 行业年复合增长率为 21%, 至 2020 年末我国 CRO 行业市场规模将超过 600 亿元。

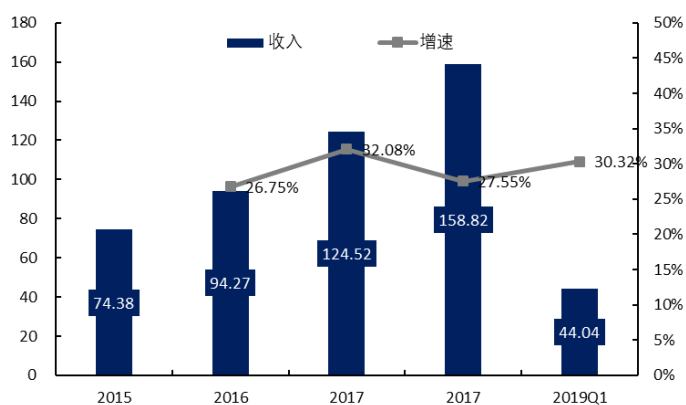
表 9：国内 CRO 行业市场预测（单位：十亿美元）

国内市场	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
化学、制造和控制	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	1	1.2	1.4	1.7	2
临床前	0.7	0.9	1	1.3	1.5	1.9	2.3	2.7	3.2	3.9
临床	1.1	1.3	1.7	2.3	3.2	4.4	6	8	10.4	13.3
临床增速		18.2%	30.8%	35.3%	39.1%	37.5%	36.4%	33.3%	30.0%	27.9%
合计	2.1	2.6	3.3	4.2	5.5	7.3	9.5	12.1	15.3	19.1
合计增速		23.8%	26.9%	27.3%	31.0%	32.7%	30.1%	27.4%	26.4%	24.8%

数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

我们选取 CRO 行业 6 家公司分析（药明康德、泰格医药、博济医药、药石科技、昭衍新药、康龙化成），2018 年收入同比增长 27.55%，归母净利润、扣非归母净利润分别增长 76.83%、59.04%。2019Q1 收入同比增长 30.32%，归母净利润、扣非归母净利润分别增长 37.28%、92.58%。随着创新药政策不断推进，仿制药降价不断延续，整体创新研发趋势确立，作为创新药产业链不可或缺的一环，整体 CRO 企业将持续受益。

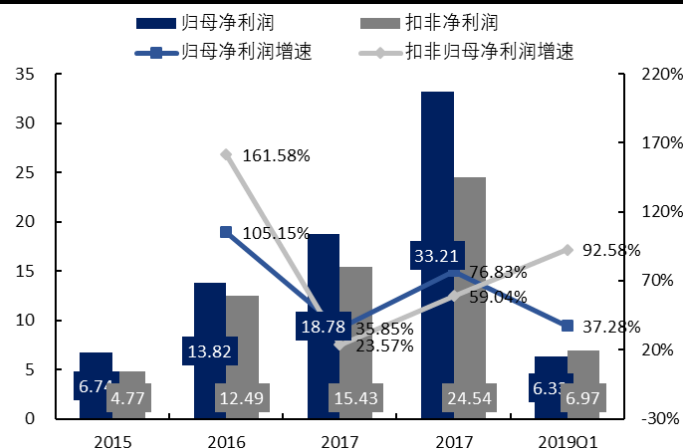
图 88：CRO 企业销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：6 家样本公司，选取情况详见附录

图 89：CRO 企业净利润和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：6 家样本公司，选取情况详见附录

4.2. 医药自主消费升级类产品放量增长显著，收入和利润均进入爆发增长长期

医药消费升级已经成为我国居民消费需求增长最快的组成部分。我们列举了 4 家具有典型消费升级产品的标的进行分析，标的包括：片仔癀、长春高新、我武生物、欧普康视。

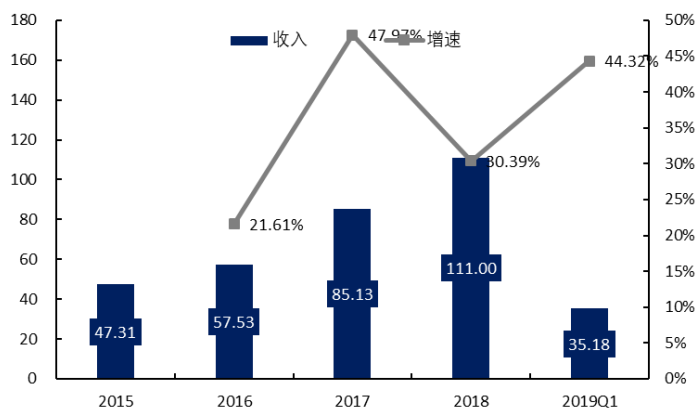
标的产品具备共同的消费升级特点：

- 1) 产品单价高；
- 2) 产品使用人群少，但适用人群广，渗透率低；
- 3) 产品属于可选消费，但其疗效显著，具备一定的刚需属性。

医药自主消费类的公司主要以内生为主，其需求驱动、产品驱动的属性十分明显。

4家公司在2016年以来进入高速增长的爆发期，其业绩表现靓丽。2018年实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为30.39%、43.89%和46.83%；2019年Q1实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为44.32%、42.02%和48.60%，收入和净利润增速均保持高速增长。

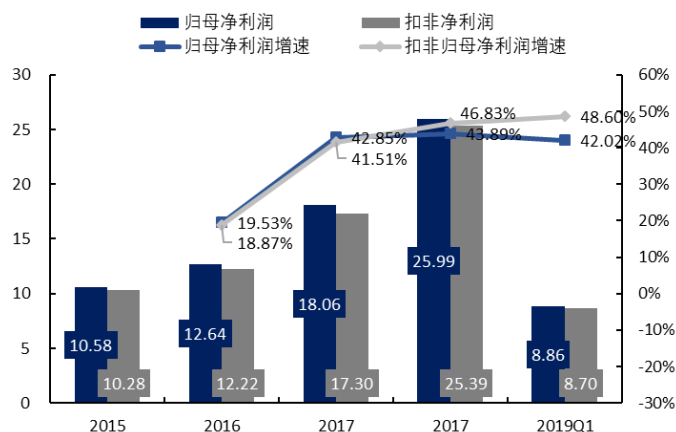
图 90：自主消费升级类公司销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4家样本公司，选取情况详见附录

图 91：自主消费升级类公司净利润和扣非净利润情况（亿元）

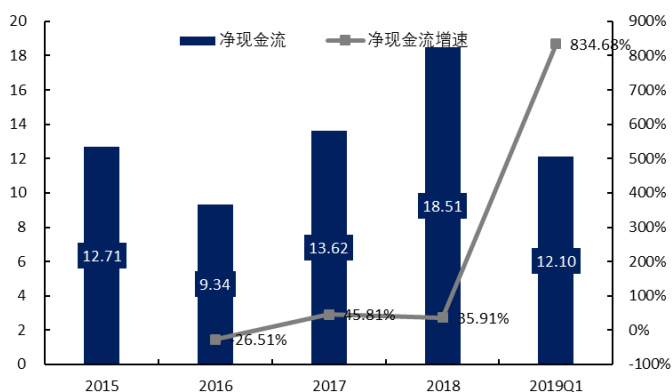


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4家样本公司，选取情况详见附录

2018年和2019年Q1样本上市公司合计的经营性净现金流分别为18.51亿元和12.10亿元，分别同比增长35.91%和834.68%，均好于2017年和2018年Q1同期经营性净现金流水平。

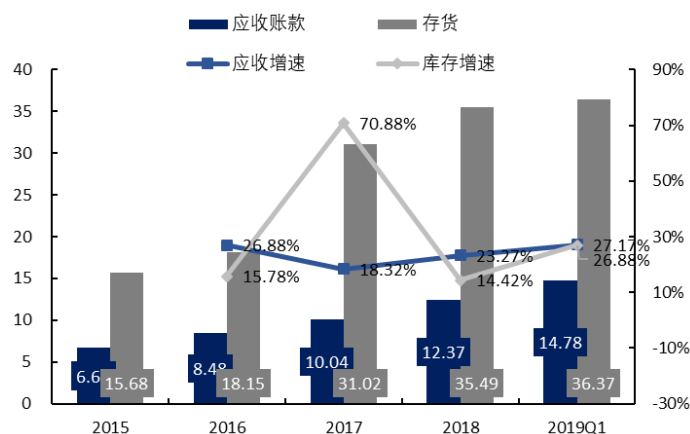
图 92：自主消费升级类公司经营性净现金流变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4家样本公司，选取情况详见附录

图 93：自主消费升级类公司应收账款和存货变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

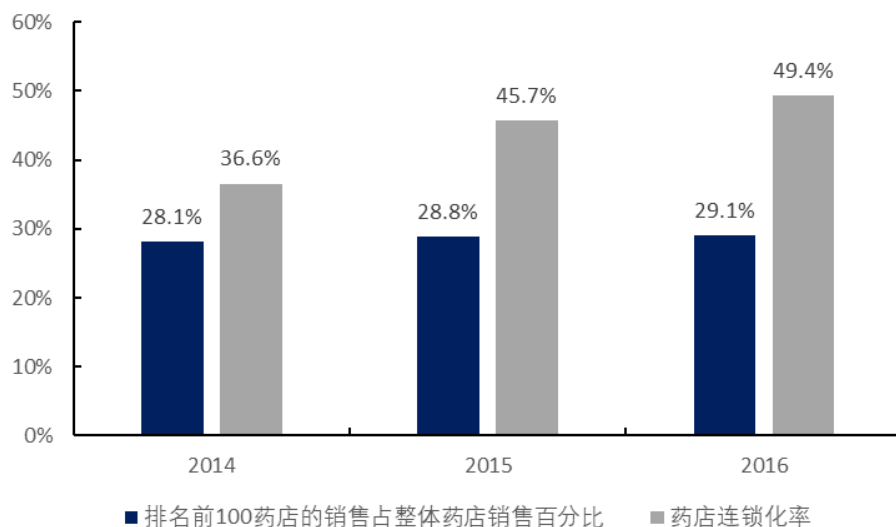
备注：4家样本公司，选取情况详见附录

通过统计分析4家上市公司的应收账款和存货的数据，2018年和2019年Q1的应收账款和存货均增速基本保持了25%左右的稳定水平。医药消费升级类型的公司在行业高速发展的过程中，获得有质量的业绩爆发。

4.3. 内生外延发展驱动连锁药店细分行业延续 2018 年以来的高速增长态势

药店板块的核心逻辑外延提高集中度在 2018 年再次得到印证，包括多起并购式发展，其中益丰药房并购新兴药房规模最大，再次提高行业的集中度。目前全国药店的连锁化率在 50% 左右，销售排名前 100 的药店占整个药品零售行业收入的 30% 左右，可见外延发展集中度提升的空间依然很大。

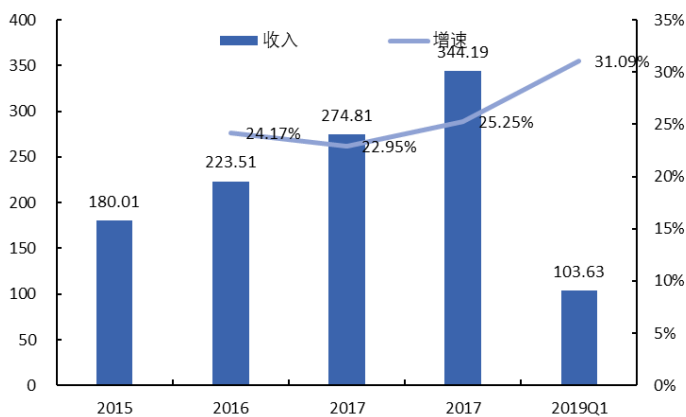
图 94：连锁药店销售占比及药店连锁化率情况



数据来源：《药品流通行业统计报告 2014-2016》，东吴证券研究所

内生方面，在 OTC 药品的涨价周期刚刚起步，叠加处方外流以及医保接入药店数量的快速增长，药店的内生发展也迎来了高峰期。2018 年在内生和外延的带动下，连锁药店延续亮眼增长，实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为 25.25%、20.37% 和 19.56%；2019 年 Q1 实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为 31.09%、30.63% 和 29.39%，收入和净利润增速持续保持高速增长。

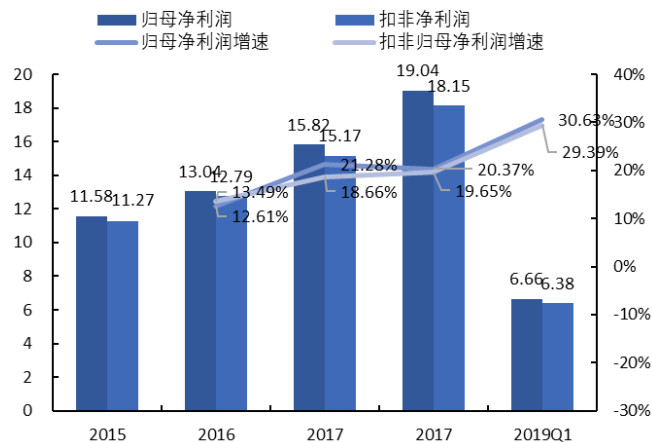
图 95：零售药店板块销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

图 96：零售药店板块净利润和扣非净利润情况（亿元）

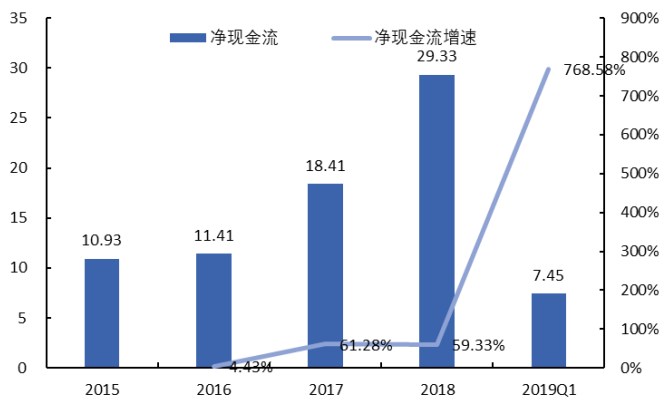


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

2018 年和 2019 年 Q1 连锁药店 4 家上市公司合计的经营性净现金流分别为 29.33 亿元和 7.45 亿元，分别同比增长 59.33% 和 768.58%，均好于 2017 年和 2018 年 Q1 同期经营性净现金流水平。

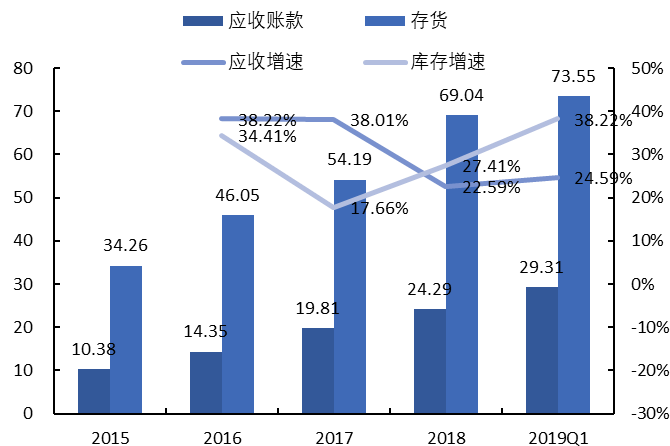
图 97：连锁药店上市公司经营性净现金流变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

图 98：连锁药店上市公司应收账款和存货变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4 家样本公司，选取情况详见附录

通过统计分析 4 家连锁药店上市公司的应收账款和存货的数据，2018 年和 2019 年 Q1 的应收账款和存货均有所上升，主要是由行业通过内生和外延的快速扩张方式所致。

4.4. OTC 行业在消费升级和集中度提升的驱动下，收入和利润增速延续高速增长

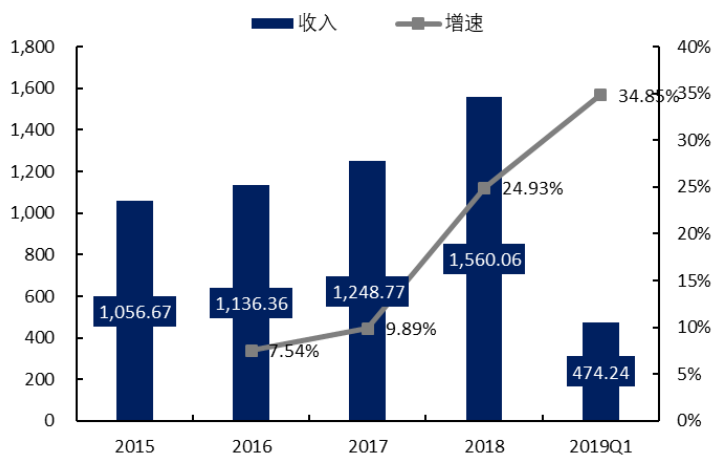
2017 年以来，OTC 行业上市公司业绩显现快速增长，除了 2017 年底至 2018 年初的流感因素之外，OTC 药品的价格上涨、集中度提升的趋势成为推动行业快速发展的核心。其中，价格上涨始于 2016 年，OTC 药企在试探之后，在 2017 年逐渐形成有规模的产品价格上涨。OTC 行业的集中度在 2016 年之后悄然开启，从需求端到供给端均出现了集中度提升的趋势。

1) 价格上涨：源自 2015 年 OTC 药品价格放开的政策，压抑多年的药价开始市场化。在 OTC 药企经过 2015 年的观望和 2016 年的试探之后，同时在整体必须消费类产品（食品饮料等）涨价之后，2017 年 OTC 开始进入涨价中期。由于 OTC 产品品种多，药企大都采取轮动涨价，因此，2018 年成为价格上涨之后业绩兑现最为显著的第一年，未来涨价周期将持续 2-3 年。

2) 集中度提升：主要考虑需求端和供给端的变化。需求端，消费者品牌认知加强，自主选择显著提高，叠加网络售药的兴起，需求端品种集中度显著提升。供给端，小药厂面临的环保和 GMP 检查压力显著提升，驱动成本上升，同时 2016 年营改、两票制、94 号文等政策导致小渠道商成本大幅上升，退出市场，致使小药厂—>小渠道—>当地药店的产业链破碎。

3) **流感因素**: 2018年Q1和2019年Q1连续两年流感发病率远超历史平均水平, 导致患病人数激增, 带动OTC行业的主要品类——上呼吸道/感冒发烧类产品放量销售, 驱动行业业绩爆发增长。

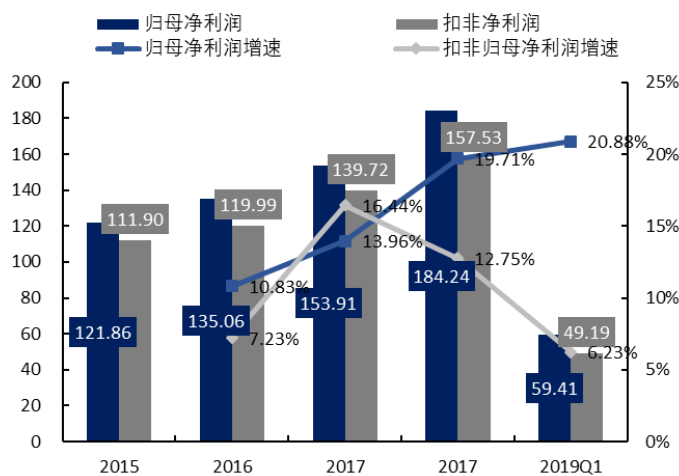
图 99: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19家样本公司, 选取情况详见附录

图 100: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19家样本公司, 选取情况详见附录

2018年OTC行业上市公司收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为24.93%、19.71%和12.75%，OTC行业的收入和扣非净利润增速同比均有显著提高。2019年Q1在2018年同期的高基数上，OTC行业依然实现了快速的增长，单季度收入、归母净利润和扣非净利润增速分别达到34.85%、20.88%和6.23%。相关样本标的包含：片仔癀、东阿阿胶、广誉远、同仁堂、云南白药、山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业、桂林三金、贵州百灵、白云山、羚锐制药、千金药业、江中药业、华润三九、仁和药业、香雪制药、哈药股份。

伴随消费升级的涨价周期是OTC行业发展的必然阶段。此轮涨价过程中，首先以片仔癀为代表的品牌中药进行提价，其次常用OTC药品也进入了大规模价格调整的周期，相关标的包括片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、云南白药、广誉远。儿童药是近年来政策鼓励发展的重点医药领域，也是OTC行业增长的重要动力，涨价周期的到来，以及2017年末发生的流感疫情，都成为儿童药快速增长的重要因素，相关样本标的包含：山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业。

表 10: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元)

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
OTC	1,056.67	1,136.36	1,248.77	1,560.06	474.24
增速		7.54%	9.89%	24.93%	34.85%
品牌中药	393.11	440.64	499.46	546.40	139.32
增速		12.09%	13.35%	9.40%	5.44%
儿童药	101.01	113.92	138.23	161.24	44.33
增速		12.78%	21.34%	16.65%	-0.25%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

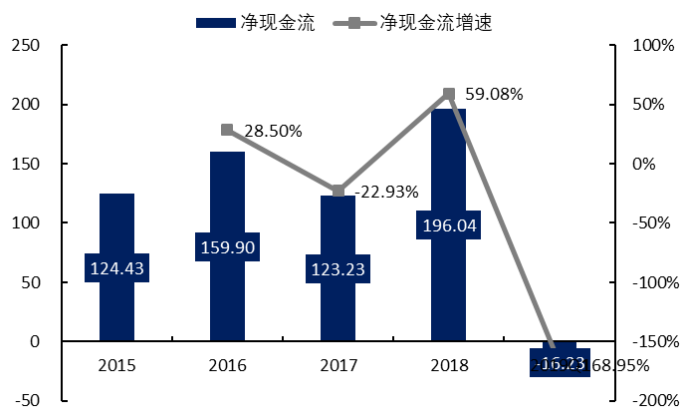
表 11: OTC 行业细分领域扣非净利润变化情况 (亿元)

归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019Q1
OTC	121.86	135.06	153.91	184.24	59.41
增速		10.83%	13.96%	19.71%	20.88%
品牌中药	57.40	63.64	72.51	80.43	20.50
增速		10.88%	13.92%	10.93%	-2.84%
儿童药	13.68	14.58	20.91	26.54	7.72
增速		6.61%	43.40%	26.94%	3.35%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2018 年和 2019 年 Q1 的 OTC 行业 19 家上市公司合计的经营性净现金流分别为 196.04 亿元和 -16.23 亿元, 分别同比增长 59.08% 和 -168.95% (2018 年 Q1 为经营性净现金流 23.54 亿元), 分别好于 2017 年和差于 2018 年 Q1 同期经营性净现金流水平。

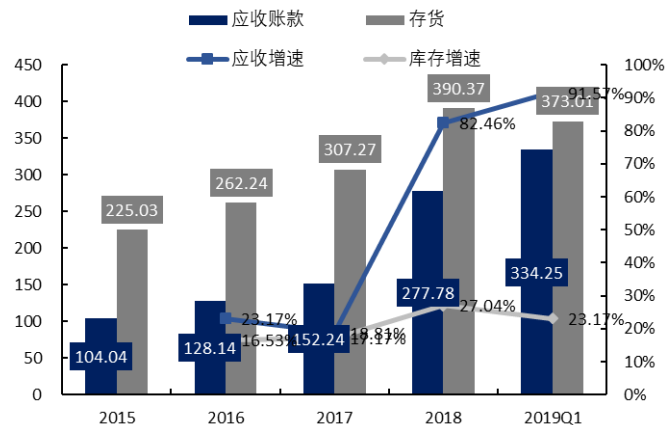
图 101: OTC 上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附件

图 102: OTC 上市公司应收账款和存货变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附件

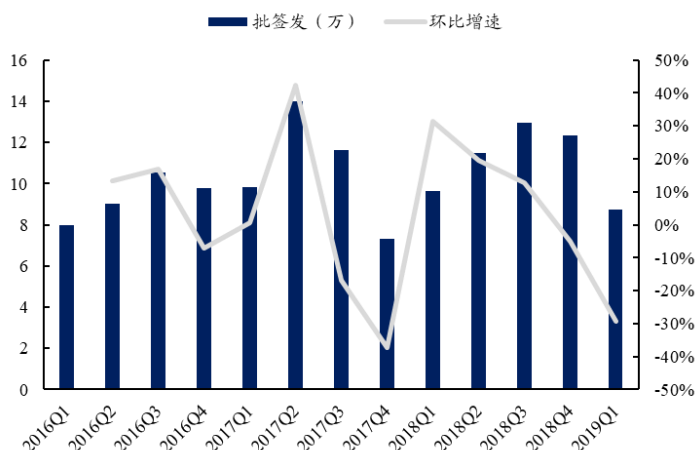
通过统计分析 19 家连锁药店上市公司的应收账款和存货的数据, 2018 年和 2019 年 Q1 的应收账款有所上升, 存货略有下降, 基本与收入增长匹配。

4.5. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升, 行业起底回升

血液制品随着两票制的推行, 渠道库存亟待消化。随着 2017 年及 2018 年上半年的消化, 我们认为血液制品渠道库存出清完毕, 迎来上升趋势。从批签发数据可以看出, 2018 年开始, 血液制品中白蛋白批签发开始出现环比增长。2019Q1 出现下滑的主要原因是进口产品下滑严重。批签发数据可以看出进口产品 2019Q1 下滑 40%, 国产产品增速为 12%。进口产品的下滑为国产产品的销售让出了市场, 利好国产企业。

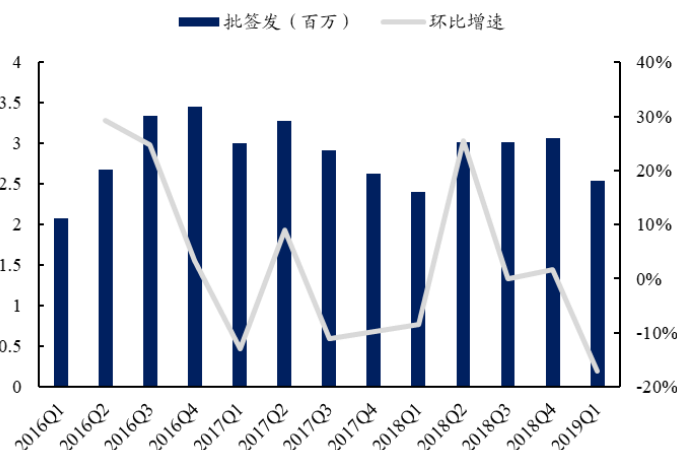
静丙 2019Q1 仍然有所下滑, 我们认为其与特免的增长有关。由于血液制品生产的限制, 生产特免后的血液制品无法生产静丙。近年来我国特免类血液制品增速较快, 随着特免的快速增长, 静丙的增速有所放缓。

图 103: 人血白蛋白批签发数量变化趋势



数据来源: 中检所, 东吴证券研究所

图 104: 静丙批签发数量变化趋势

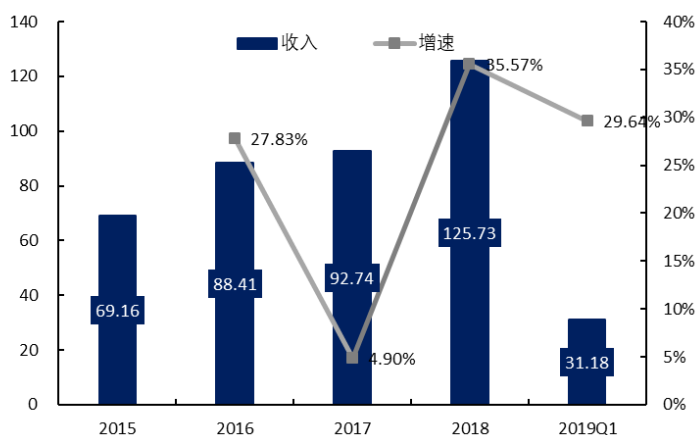


数据来源: 中检所, 东吴证券研究所

2018年,血液制品上市公司收入和扣非净利润增速分别为35.57%和11.11%;2019Q1则分别为29.64%和41.32%。随着血液制品价格底部的逐渐确认,两票制在全国推行完毕,2018年血液制品批签发逐季度向好,我们认为全年将延续该态势,整个行业逐步向好。相关样本标的包含:天坛生物、华兰生物、ST生化、博雅生物、博晖创新、上海莱士。

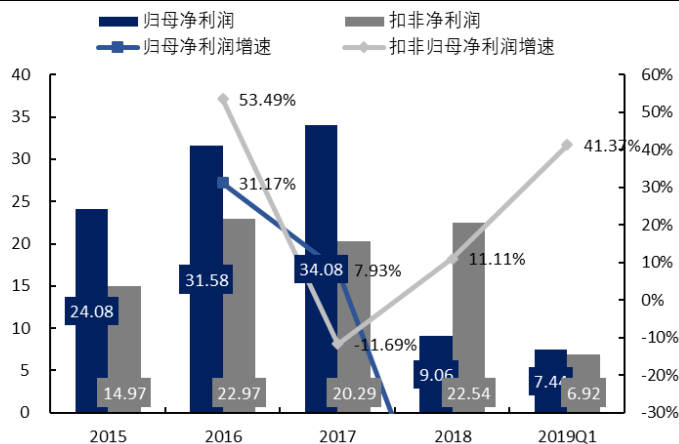
血液制品公司经营性净现金流下滑显著,主要原因为博雅生物、振兴生化及博晖创新经营性净现金流下滑明显造成。血液制品企业应收账款自2018年开始出现明显下滑,2019Q1继续维持下滑趋势。我们认为主要原因为血液制品行业回暖带来。企业库存仍有大幅度上升,我们认为企业库存的上升主要原因为行业回暖推动的企业增加采浆带来。随着采浆量的增加,原材料变为公司内部库存,使得行业存货增加。

图 105: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)



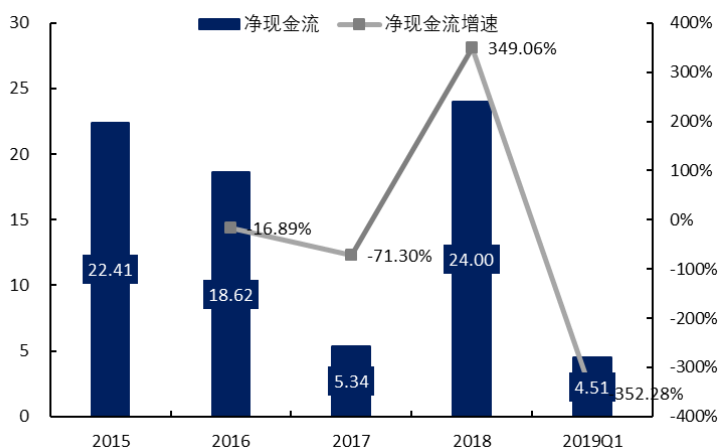
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 106: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



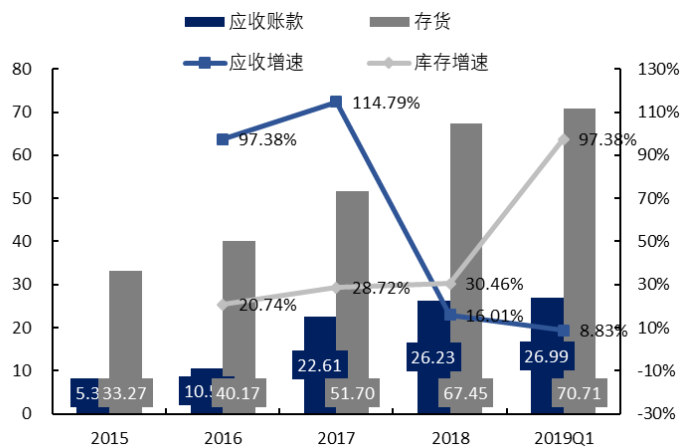
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 107: 血液制品细分领域经营性净现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 108: 血液制品细分领域应收账款及存货情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

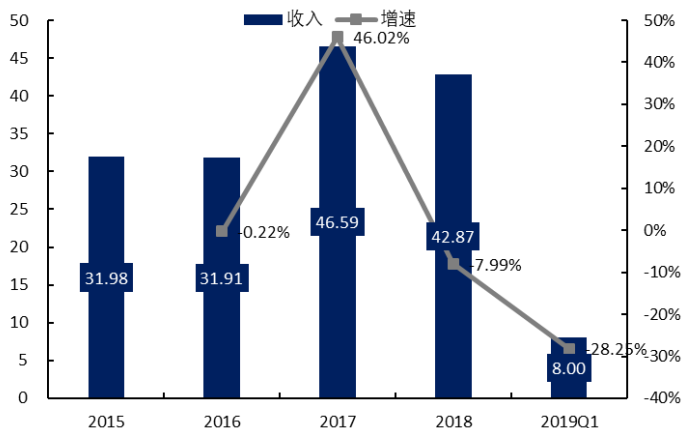
4.6. “长生生物事件”带来批签发放缓拖累企业业绩，“疫苗法”预期颁布使得行业回暖

2017年下半年与2018年上半年,我国重磅疫苗产品相继实现上市:HPV疫苗2017年获批上市销售;13价肺炎疫苗沃森生物获批上市;五价轮状病毒疫苗获批上市。但随着7月份“疫苗事件”带来的负面影响,国产二类疫苗均受到较大不良影响,居民自发接种国产疫苗的愿望大幅度下降。2019年,虽然疫苗事件对居民接种疫苗的影响逐渐褪去,但批签发放速度放缓,导致疫苗类企业业绩受到影响。

2018年,疫苗行业上市公司的收入和扣非净利润增速分别为-7.99%和11.25%;2019Q1则为-28.25%和-29.71%。受7月份的疫苗事件影响,我国二类疫苗市场均将受到影响。2019Q1由于批签发放缓,根据草根调研我们发现终端市场供不应求明显。我们认为,随着下半年疫苗法的颁布,符合要求严格执法的上市疫苗企业将得到利好,批签发放进度亦有望恢复。

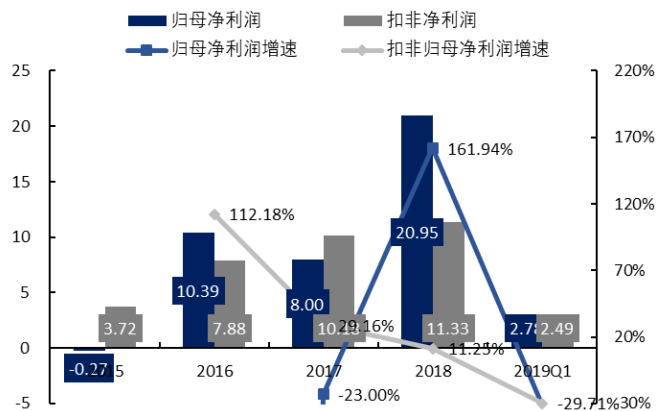
疫苗企业经营性净现金流自2018年以来呈现下降趋势,我们认为主要原因为智飞生物获得HPV疫苗的代理权后采购疫苗带来。智飞生物根据采购协议每年需要采购规定数量的HPV疫苗,在产品获得批签发放前作为存货储存在公司内部,这也使得整个行业的存货量出现上升。但由于批签发放进度放缓,终端市场供不应求明显,疫苗类企业的应收账款出现下滑。相关样本标的包含:智飞生物、成大生物、康泰生物。

图 109: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元)



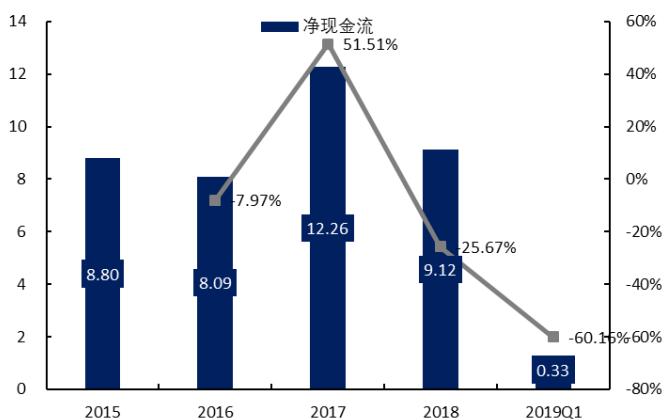
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 110: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



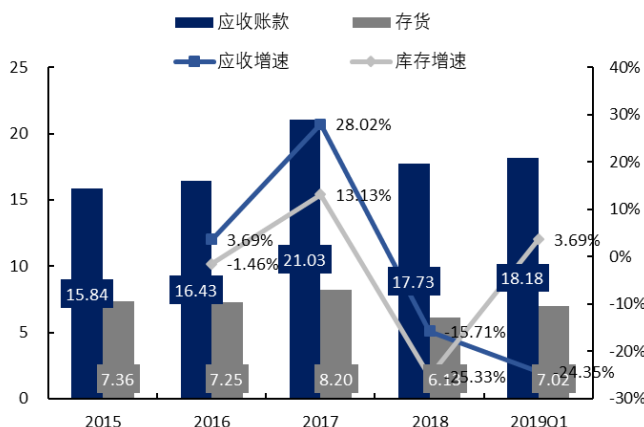
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 111: 疫苗行业细分领域经营性净现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 112: 疫苗行业细分领域应收账款和存货情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 上市公司业绩延续 2018 年上升趋势: 169 家医药企业实现增长

2018 年医药行业扣非净利润增速在 100% 以上的个股 11 家; 50%-100% 增长的个股共有 21 家; 30%-50% 增长的个股共有 44 家; 0-30% 增长企业 83 家。2019 年 Q1 医药行业扣非净利润增速在 100% 以上的个股 23 家; 50%-100% 增长的个股共有 19 家; 30%-50% 增长的个股共有 28 家; 0-30% 增长企业 99 家。

1) 化药: 2018 年化药行业 57 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家; 50%-100% 增长的个股共有 6 家; 30%-50% 增长的个股共有 9 家; 0-30% 增长企业 14 家。2019 年 Q1 化药行业 57 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 5 家; 50%-100% 增长的个股共有 1 家; 30%-50% 增长的个股共有 8 家; 0-30% 增长企业 19 家。

2) 中药: 2018 年中药行业 70 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家; 50%-100% 增长的个股共有 2 家; 30%-50% 增长的个股共有 7 家; 0-30% 增长企业 21 家。2019 年 Q1 中药行业 70 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家; 50%-100% 增长的个股共有 6 家; 30%-50% 增长的个股共有 4 家; 0-30% 增长企业 33 家。

3) 生物制品: 2018 年生物制品行业 26 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家; 50%-100% 增长的个股共有 3 家; 30%-50% 增长的个股共有 2 家; 0-30% 增长企业 5 家。2019 年 Q1 生物制品行业 26 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 5 家; 50%-100% 增长的个股共有 1 家; 30%-50% 增长的个股共有 1 家; 0-30% 增长企业 9 家。

4) 医疗服务: 2018 年医疗服务行业 19 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 0 家; 50%-100% 增长的个股共有 3 家; 30%-50% 增长的个股共有 7 家; 0-30% 增长企业 1 家。2019 年 Q1 医疗服务行业 19 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 0 家; 50%-100% 增长的个股共有 4 家; 30%-50% 增长的个股共有 1 家; 0-30% 增长企业 1 家。

5) 医疗器械: 2018 年医疗器械行业 58 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 2 家; 50%-100% 增长的个股共有 1 家; 30%-50% 增长的个股共有 9 家; 0-30% 增长企业 24 家。2019 年 Q1 医疗器械行业 58 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 5 家; 50%-100% 增长的个股共有 4 家; 30%-50% 增长的个股共有 6 家; 0-30% 增长企业 20 家。

6) 医药商业: 2018 年医药商业行业 25 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 0 家; 50%-100% 增长的个股共有 0 家; 30%-50% 增长的个股共有 3 家; 0-30% 增长企业 14 家。2019 年 Q1 医药商业行业 25 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 0 家; 50%-100% 增长的个股共有 0 家; 30%-50% 增长的个股共有 5 家; 0-30% 增长企业 14 家。

7) 化学原料药: 2018 年化学原料药行业 30 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 3 家; 50%-100% 增长的个股共有 6 家; 30%-50% 增长的个股共有 7 家; 0-30% 增长企业 4 家。2019 年 Q1 化学原料药行业 30 家企业中, 扣非净利润增速在 100% 以上的个股 6 家; 50%-100% 增长的个股共有 3 家; 30%-50% 增长的个股共有 3 家; 0-30% 增长企业 3 家。

表 12: 化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	7	3	2	5	科伦药业(698.96%), 京新药业(653.97%)	昂利康(同期为零), 天宇股份(708.17%), 普利制药(126.41%), 康芝药业(118.53%), 华仁药业(115.71%)
50%-100%	3	4	6	1	普利制药(97.19%), 天宇股份(86.98%), 东诚药业(65.41%), 双鹭药业(61.20%), 力生制药(51.60%), 仙琚制药(51.00%)	特一药业(85.78%)
30%-50%	7	6	9	8	复星医药(47.38%), 诚意药业(46.58%), 特一药业(46.26%), 鲁抗医药(41.81%), 思华药业(39.90%), 新华制药(38.37%), 海思科(33.41%), 海辰药业(33.01%), 北陆药业(31.94%)	东诚药业(49.51%), 复星医药(47.38%), 健康元(41.98%), 北陆药业(38.02%), 仙琚制药(37.16%), 诚意药业(36.27%), 海辰药业(31.26%), 华东医药(30.45%)
10%-30%	12	13	9	9	华东医药(28.52%), 北大医药(26.83%), 健康元(26.35%), 千红制药(24.76%), 恒瑞医药(22.60%), 一品红(18.69%), 丽珠集团(15.51%), 联环药业(12.45%), 华润双鹤(11.57%)	恒瑞医药(27.76%), 思华药业(23.93%), 润都股份(23.66%), 贝达药业(23.17%), 一品红(20.70%), 京新药业(20.43%), 丽珠集团(15.28%), 新华制药(11.42%), 莱美药业(11.41%)
0-10%	6	6	5	10	九典制药(5.40%), 亚太药业(2.71%), 润都股份(2.06%), 信立泰(0.66%), 康弘药业(0.35%)	力生制药(8.98%), 华润双鹤(7.13%), 丰原药业(6.37%), 双鹭药业(6.24%), 千红制药(5.86%), 灵康药业(5.76%), 联环药业(3.25%), 康弘药业(2.73%), 人福医药(2.52%), 北大医药(0.83%)
扭亏	2	1	0	3		海正药业(-468.65%), 海思科(-267.06%), 兴齐眼药(-101.95%)
负增长	14	18	17	20	现代制药(-1.71%), 灵康药业(-3.70%), 昂利康(-4.49%), 莱美药业(-8.47%), 丰原药业(-10.13%), 赛隆药业(-10.41%), 哈药股份(-15.80%), 华仁药业(-21.43%), 哈三联(-27.69%), 贝达药业(-30.74%), 卫信康(-32.28%), 山大华特(-37.57%), 必康股份(59.82%), 兴齐眼药(-69.94%), 广生堂(-70.77%), 华海药业(-81.05%), 誉衡药业(-99.62%)	现代制药(-0.63%), 科伦药业(-2.04%), 海南海药(-3.59%), 福安药业(-13.91%), 济民制药(-19.09%), 亚太药业(-20.75%), 信立泰(-22.91%), 誉衡药业(-27.75%), 必康股份(-28.13%), 华海药业(-28.62%), 九典制药(-28.73%), 赛隆药业(-31.57%), 哈三联(-33.34%), 卫信康(-33.40%), 鲁抗医药(-46.59%), 莎普爱思(-47.33%), 翰宇药业(-49.40%), 广生堂(-57.97%), 山大华特(-67.87%), 仟源医药(-71.05%)

亏损	2	2	9	1	人福医药(-576.17%)，仟源医药(-519.64%)，济民制药(-293.15%)，福安药业(-245.75%)，莎普爱思(-220.55%)，翰宇药业(-212.32%)，康芝药业(-130.82%)，海南海药(-97.24%)，海正药业(332.50%)	哈药股份(-223.72%)
----	---	---	---	---	--	----------------

合计	53	53	57	57
----	----	----	----	----

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 13：中药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	7	1	2	2	辅仁药业(3655.55%)，泰合健康(132.31%)	泰合健康(231.85%)，启迪古汉(192.90%)
50%-100%	2	5	2	6	广誉远(81.43%)，精华制药(73.47%)	佐力药业(92.29%)，太极集团(78.37%)，步长制药(68.30%)，西藏药业(66.70%)，吉林敖东(64.23%)，白云山(57.36%)
30%-50%	4	4	7	4	片仔癀(44.97%)，济川药业(37.98%)，仁和药业(34.71%)，葵花药业(34.12%)，亚宝药业(33.43%)，中新药业(32.90%)，汉森制药(31.88%)	香雪制药(43.20%)，千金药业(43.18%)，亚宝药业(34.17%)，仁和药业(33.60%)
10%-30%	12	20	15	16	众生药业(26.42%)，方盛制药(23.53%)，华森制药(23.15%)，千金药业(21.98%)，羚锐制药(20.80%)，景峰医药(18.02%)，益盛药业(17.74%)，马应龙(15.77%)，寿仙谷(15.59%)，康缘药业(14.33%)，以岭药业(11.94%)，盘龙药业(11.79%)，贵州百灵(11.56%)，华润三九(11.53%)，白云山(10.12%)	珍宝岛(29.07%)，葵花药业(28.67%)，盘龙药业(27.67%)，昆药集团(26.18%)，片仔癀(24.57%)，康缘药业(19.39%)，寿仙谷(17.54%)，华森制药(16.59%)，马应龙(16.56%)，羚锐制药(15.59%)，辅仁药业(15.19%)，中恒集团(14.62%)，神奇制药(14.21%)，易明医药(11.75%)，华润三九(11.29%)，天士力(10.28%)
0-10%	12	9	6	17	江中药业(8.46%)，康恩贝(8.31%)，步长制药(5.23%)，云南白药(4.91%)，天士力(2.13%)，同仁堂(0.22%)	太龙药业(9.71%)，同仁堂(9.65%)，黄山胶囊(8.57%)，云南白药(8.54%)，红日药业(7.31%)，汉森制药(6.91%)，济川药业(6.06%)，桂林三金(4.76%)，贵州百灵(4.60%)，龙津药业(4.48%)，众生药业(4.13%)，江中药业(4.08%)，陇神戎发(3.92%)，奇正藏药(1.97%)，中新药业(1.68%)，精华制药(0.74%)，健民集团(0.44%)
扭亏	2	4	1	2	嘉应制药(-116.00%)	紫鑫药业(-117.70%)，景峰医药(-1017.71%)

负增长	25	23	29	22	奇正藏药(-0.29%),昆药集团(-1.61%),东阿阿胶(-2.32%),西藏药业(-5.26%),新天药业(-6.20%),上海凯宝(-8.28%),桂林三金(-11.97%),中恒集团(-14.88%),健民集团(-15.17%),黄山胶囊(-16.38%),通化金马(-16.63%),新光药业(-19.57%),神奇制药(-19.96%),珍宝岛(-20.90%),佛慈制药(-23.85%),沃华医药(-24.43%),康惠制药(-30.12%),陇神戎发(-33.02%),福瑞股份(-46.09%),吉林敖东(-48.57%),吉药控股(-54.49%),紫鑫药业(-56.23%),红日药业(-57.46%),九芝堂(-62.47%),易明医药(-68.32%),康美药业(-74.65%),太安堂(-84.23%),龙津药业(-84.67%),大理药业(-93.73%)	东阿阿胶(-38.36%),新天药业(-0.12%),新光药业(-2.54%),方盛制药(-2.72%),振东制药(-5.16%),康惠制药(-8.31%),以岭药业(-9.53%),嘉应制药(-14.85%),益盛药业(-16.35%),广誉远(-17.86%),通化金马(-27.41%),沃华医药(-28.75%),上海凯宝(-32.62%),福瑞股份(-34.36%),康恩贝(-34.38%),益佰制药(-39.74%),太安堂(-40.64%),大理药业(-40.73%),九芝堂(-46.81%),佛慈制药(-55.00%),吉药控股(-55.27%),康美药业(-87.94%)
亏损	5	3	8	1	启迪古汉(-465.04%),益佰制药(-329.18%),香雪制药(-69.71%),振东制药(-166.28%),佐力药业(-116.75%),太极集团(-229.91%),太龙药业(-38645.05%),天目药业(71.99%)	天目药业(43.94%)
合计	69	69	70	70		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 14: 生物制品子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	4	2	2	5	智飞生物(237.12%),康泰生物(133.93%)	康辰药业(同期为零),沃森生物(2144.10%),中源协和(691.92%),上海莱士(188.90%),智飞生物(102.79%)
50%-100%	1	3	3	1	ST 生化(79.66%),东宝生物(60.32%),长春高新(55.74%)	长春高新(96.93%)
30%-50%	6	5	2	1	华兰生物(31.74%),博雅生物(31.56%)	我武生物(32.47%)
10%-30%	7	6	3	7	我武生物(27.33%),天坛生物(22.19%),康辰药业(11.05%)	海特生物(29.11%),华兰生物(27.62%),博雅生物(27.35%),常山药业(21.59%),天坛生物(21.57%),新开源(18.52%),安科生物(11.74%)
0-10%	0	2	2	2	安科生物(7.86%),卫光生物(2.38%)	卫光生物(9.29%),通化东宝(0.41%)
扭亏	2	0	1	1	沃森生物(-157.88%)	南京新百(-596.19%)

负增长	3	3	8	6	赛升药业(-0.46%),新开源(-2.35%),通化东宝(-2.46%),常山药业(28.87%),海特生物(-46.30%),舒泰神(-54.21%),上海莱士(-74.86%),长生生物(-100.00%)	东宝生物(-8.09%),康泰生物(-8.65%),赛升药业(-31.11%),ST生化(-43.90%),舒泰神(-49.41%),长生生物(-100.00%)
亏损	2	4	5	3	中源协和(1296.39%),四环生物(103.18%),双成药业(71.68%),未名医药(-123.19%),南京新百(-301.61%)	双成药业(-16.75%),四环生物(-437.88%),未名医药(-116.44%)
合计	25	25	26	26		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 15: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	1	1	0	0		
50%-100%	2	3	3	4	药石科技(80.15%),药明康德(59.18%),通策医疗(53.56%)	康龙化成(同期为零),药明康德(87.54%),药石科技(74.13%),泰格医药(61.26%),通策医疗(51.08%)
30%-50%	2	3	7	1	迪安诊断(49.53%),康龙化成(48.88%),泰格医药(48.83%),爱尔眼科(39.12%),昭衍新药(36.92%),金域医学(34.60%),美年健康(33.55%)	爱尔眼科(30.15%)
10%-30%	3	0	0	1		迪安诊断(15.38%)
0-10%	3	1	1	0	金陵药业(1.61%)	
扭亏	0	0	2	1	ST 运盛(-113.34%),博济医药(-114.74%)	金域医学(-3537.04%)
负增长	2	5	1	8	宜华健康(-19.54%)	信邦制药(-15.53%),昭衍新药(-18.13%),百花村(-18.97%),宜华健康(-47.23%),金陵药业(-51.11%),恒康医疗(-52.12%),博济医药(-88.24%),国际医学(-89.49%)
亏损	3	3	5	3	百花村(43.60%),国际医学(-117.04%),华业资本(-515.44%),信邦制药(-535.92%),恒康医疗(-826.17%)	美年健康(174.28%),ST 运盛(-14.41%),华业资本(-223.88%)
合计	16	16	19	19		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 16: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	2	3	2	5	理邦仪器(367.91%),乐心医疗(150.58%)	理邦仪器(325.73%),维力医疗(311.94%),奥佳华(172.21%),奥美医疗(同期为零),爱朋医疗(同期为零)
50%-100%	6	6	1	4	万东医疗(59.56%)	英科医疗(75.05%),凯利泰(61.68%),金花股份(52.45%),健帆生物

					(51.66%)
30%-50%	9	12	9	6	万孚生物(49.6%),正海生物(47.7%),辰欣药业(43.93%),健帆生物(43.67%),迈瑞医疗(43.05%),欧普康视(40.53%),山东药玻(39.97%),艾德生物(35.01%),奥佳华(30.91%)
10%-30%	17	15	17	15	安图生物(29.17%),狄瑞医疗(28.42%),开立医疗(28.14%),鱼跃医疗(25.26%),康德莱(24.5%),博医疗(24.08%),基蛋生物(23.19%),乐普医疗(23.06%),大爱朋医疗(20.5%),荣泰健康(20.18%),凯普生物(19.42%),迈克生物(19.4%),诚益通(17.85%),英科医疗(15.31%),金花股份(12.33%),振德医疗(11.63%),宝莱特(11.14%)
0-10%	8	7	7	5	正川股份(8.05%),美康生物(6.86%),维力医疗(6.79%),九强生物(5.14%),和佳股份(4.19%),透景生命(2.94%)
扭亏	2	0	0	1	新华医疗(-4.01%)
负增长	11	10	16	16	奥美医疗(-2.66%),华大基因(-3.36%),三鑫医疗(-3.39%),达安基因(-13.66%),科华生物(-14.53%),明德生物(-16.29%),迦南科技(-19.46%),凯利泰(-20.03%),星普医科(-37.08%),利德曼(-46.93%),南卫股份(-52.66%),尚荣医疗(-64.24%),戴维医疗(-66.44%),冠昊生物(-67.75%),东富龙(-71.28%),楚天科技(-84.54%)
亏损	3	5	6	6	中珠医疗(4197.58%),千山药机(188.6%),九安医疗(-23.83%),新华医疗(-52.07%),博晖创新(-75.6%),阳普医疗(-4703.89%)
合计	58	58	58	58	迪瑞医疗(46.92%),欧普康视(41.26%),万孚生物(40.17%),乐普医疗(39.71%),山东药玻(32.15%),安图生物(30.14%)
					迈瑞医疗(28.34%),凯普生物(25.49%),康德莱(24.98%),艾德生物(24.38%),正海生物(23.04%),大博医疗(20.63%),迈克生物(19.95%),诚益通(16.71%),鱼跃医疗(16.36%),和佳股份(14.27%),基蛋生物(11.58%),正川股份(11.43%),华大基因(11.29%),明德生物(10.84%),迦南科技(10.22%)
					辰欣药业(9.34%),美康生物(8.75%),透景生命(7.82%),九强生物(3.47%),科华生物(0.62%)
					万东医疗(-1.21%),达安基因(-2.36%),振德医疗(-13.74%),宝莱特(-16.31%),三诺生物(-21.04%),南卫股份(-23.06%),荣泰健康(-26.25%),三鑫医疗(-28.95%),东富龙(-34.02%),戴维医疗(-49.11%),尚荣医疗(-50.33%),利德曼(-66.64%),楚天科技(-96.12%),开立医疗(-96.85%),星普医科(-97.13%),乐心医疗(-188.48%)
					千山药机(73.43%),九安医疗(34.27%),冠昊生物(-102.00%),中珠医疗(-114.88%),博晖创新(-186.03%),阳普医疗(-2177.98%)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 17: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	4	1	0	0		
50%-100%	3	4	0	0		

30%-50%	2	1	3	5	鹭燕医药(41.45%),柳州医药(31.52%),一心堂(30.74%)	益丰药房(47.98%),柳州医药(36.56%),鹭燕医药(35.38%),浙江震元(32.1%),一心堂(30.5%)
10%-30%	13	11	10	8	浙江震元(29.58%),国药股份(24.36%),益丰药房(23.53%),嘉事堂(22.72%),九州通(21.61%),老百姓(20.22%),南京医药(17.87%),润达医疗(15.44%),英特集团(13.89%),国药一致(13.57%)	英特集团(29.73%),大参林(27.58%),润达医疗(19.13%),塞力斯(16.93%),老百姓(16.01%),九州通(15.51%),嘉事堂(13.26%),国药股份(12.45%)
0-10%	2	5	4	6	塞力斯(9.77%),大参林(7.59%),人民同泰(3.96%),同济堂(3.45%)	中国医药(7.55%),南京医药(6.51%),人民同泰(4.44%),国药一致(4.36%),上海医药(4.42%),同济堂(4.25%)
扭亏	0	0	0	0		
负增长	1	3	8	6	海王生物(-87.16%),瑞康医药(-69.07%),第一医药(-54.77%),天圣制药(-52.5%),华通医药(-27.53%),开开实业(-16.11%),中国医药(-10.99%),上海医药(-6.8%)	华通医药(-9.06%),开开实业(-16.93%),海王生物(-18.88%),瑞康医药(-31.73%),第一医药(-35.37%),天圣制药(-83.08%)
亏损	0	0	0	0		
合计	25	25	25	25		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 18: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2018 公司列表	2019Q1 公司列表
100%+	7	4	3	6	海普瑞(929.45%),花园生物(132.94%),海翔药业(100.77%)	美诺华(433.91%),海翔药业(341.53%),奥翔药业(164.9%),博腾股份(144.82%),威尔药业(同期为零),新诺威(同期为零)
50%-100%	5	4	6	3	美诺华(77.51%),浙江医药(76.69%),新和成(75.48%),普洛药业(63.45%),司太立(59.61%),天药股份(58.77%)	司太立(93.51%),普洛药业(70.24%),凯莱英(51.87%)
30%-50%	1	2	7	3	山河药辅(49%),广济药业(46.03%),赛托生物(41.38%),金达威(41.28%),健友股份(34.54%),九州药业(30.64%),永安药业(30.27%)	天药股份(45.06%),金城医药(35.73%),山河药辅(31.68%)
10%-30%	2	4	3	2	凯莱英(24.22%),富祥股份(15.68%),新诺威(11.76%)	健友股份(25.28%),东北制药(12.62%)
0-10%	2	2	1	1	华北制药(2.45%)	花园生物(5.39%)
扭亏	2	2	0	0		
负增长	9	12	9	14	威尔药业(-0.97%),金城医药(-10.38%),博腾股份(-19.98%),奥翔药业(-33.26%),圣达生物(-37.26%),亿帆医药(-42.73%),尔康制药(-43.2%),东北制药(-63.18%),同和药业(-78.35%)	赛托生物(-0.22%),华北制药(-0.55%),九州药业(-43.6%),同亿帆医药(-54.15%),圣达生物(-56.68%),金达威(-60.64%),广济药业(-65.5%),新和成(-67.52%),海普瑞(-70.75%),

浙江医药 (-84.45%), 永安药业 (-97.01%)

亏损	2	0	1	1	兄弟科技(-102.78%)	兄弟科技(-146.6%)
合计	30	30	30	30		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，沪（深）港通增持明显

6.1. 2019Q1 基金医药持仓比例 11.3%，较 2018 年年底有所提升

我们统计了 2019Q1 基金的医药股持仓，2019Q1 基于重仓股的医药股持仓比例约 11.3%，较 2018 全年的 10.8%略有提升，基本处在历史均值水平。我们测算剔除医药行业主题基金医药持仓比例约 7.4%。

图 113: 基金医药持仓比例变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

基金集中持仓明显，恒瑞医药持股总市值 136 亿，326 支基金持股；长春高新持股总市值 128 亿，383 支基金持股。

表 19：基金医药持仓市值前十

代码	名称	持股总市值 (万元)
600276.SH	恒瑞医药	1362826
000661.SZ	长春高新	1283744
300015.SZ	爱尔眼科	616844
002044.SZ	美年健康	597339
600763.SH	通策医疗	510226
002007.SZ	华兰生物	440185
300122.SZ	智飞生物	351384
300347.SZ	泰格医药	324180
300003.SZ	乐普医疗	323782
600436.SH	片仔癀	310553

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基金医药持仓个数前十

代码	名称	持有基金数
000661.SZ	长春高新	383
600276.SH	恒瑞医药	326
300122.SZ	智飞生物	129
300347.SZ	泰格医药	123
300015.SZ	爱尔眼科	110
002044.SZ	美年健康	99
600763.SH	通策医疗	94
600436.SH	片仔癀	83
002821.SZ	凯莱英	77
300601.SZ	康泰生物	75

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 20：基金医药加仓市值前十

代码	名称	加仓市值(万元)
600276.SH	恒瑞医药	745424
000661.SZ	长春高新	672368
600763.SH	通策医疗	193770
002007.SZ	华兰生物	187633
300347.SZ	泰格医药	184689
300015.SZ	爱尔眼科	174855
002044.SZ	美年健康	151948
002773.SZ	康弘药业	99525
603882.SH	金域医学	96326
603707.SH	健友股份	92457

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基金医药减仓个数前十

代码	名称	减仓市值(万元)
600566.SH	济川药业	-126275
300253.SZ	卫宁健康	-112423
600085.SH	同仁堂	-73477
000963.SZ	华东医药	-67037
600196.SH	复星医药	-58566
600201.SH	生物股份	-54691
300168.SZ	万达信息	-40125
300199.SZ	翰宇药业	-36374
002737.SZ	葵花药业	-30549
300146.SZ	汤臣倍健	-23054

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 2019Q1 沪（深）港通增持明显，对医药股持股比例达 1.15%

根据我们统计，沪（深）港通截至 2019Q1 持有医药股的股份数量达到 24 亿股，2018 年底持股数为 20 亿股，因此沪港通持有 A 股医药股股本数比例从 2018 年年底的 0.97% 上升至 1.15%。从个股看，沪（深）港通持股占总股本数量最多的是恒瑞医药，沪港通持股占比达 13%，2019Q1 加仓 1.5 亿股。从沪港通持股数增长占总体股本数看，提升最快的为药明康德，从 2018 年的 0.64% 提升至 7.4%。

表 21: 2019Q1 医药行业沪（深）港通持股前十

证券代码	证券简称	沪港通持股数量（百万股）	沪港通持股占比（%）
600276.SH	恒瑞医药	574.26	13.03
300347.SZ	泰格医药	44.91	8.97
000538.SZ	云南白药	84.73	8.13
603939.SH	益丰药房	29.35	8.09
000999.SZ	华润三九	77.18	7.88
603259.SH	药明康德	7.72	7.40
300015.SZ	爱尔眼科	174.19	7.30
000423.SZ	东阿阿胶	45.59	6.97
600867.SH	通化东宝	123.17	6.30
002727.SZ	一心堂	35.57	6.26

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 22: 2019Q1 医药行业沪（深）港通加仓股数提升最快前十

证券代码	证券简称	增持数量（百万股）	沪港通持股数量（百万股）
600276.SH	恒瑞医药	149.93	574.26
300015.SZ	爱尔眼科	50.43	174.19
002044.SZ	美年健康	37.92	54.50
002727.SZ	一心堂	27.36	35.57
300122.SZ	智飞生物	23.25	41.28
002223.SZ	鱼跃医疗	19.93	26.28
002614.SZ	奥佳华	18.26	28.82
600572.SH	康恩贝	17.68	23.12
600380.SH	健康元	13.44	22.49
000739.SZ	普洛药业	13.33	28.95

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 23：沪（深）港通持股占比提升最快前十

证券代码	证券简称	沪港通持股 比例提升(%)	沪港通持股占比 (%)
603259.SH	药明康德	6.76	7.40
002727.SZ	一心堂	4.82	6.26
002614.SZ	奥佳华	3.25	5.13
603939.SH	益丰药房	3.17	8.09
000028.SZ	国药一致	3.15	4.06
300298.SZ	三诺生物	2.14	3.12
300015.SZ	爱尔眼科	2.11	7.30
002223.SZ	鱼跃医疗	1.99	2.62
300244.SZ	迪安诊断	1.81	3.41
300347.SZ	泰格医药	1.58	8.97

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

医改政策落地风险；招标带来的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

8. 附录：标的选择说明

本报告在分析中采用两组样本标的进行行业分析，包括全部标的（285 个医药相关上市公司）和剔除数据不全的新股以及事件对公司造成一次性重大影响后的样本标的（247 家医药相关上市公司）。

样本标的剔除原则：1) 2018 年 1-3 月财务数据不全的新股；2) 2017 年度至 2019Q1 标有重大事件对标的产生一次性业绩重大影响，包括商誉减值、资产减值等因素。具体标的选择情况

1) 化学制剂：全部标的 57 个

选用标的 50 个：海正药业，鲁抗医药，科伦药业，普利制药，北大医药，双鹭药业，诚意药业，东诚药业，康芝药业，华仁药业，仙琚制药，海辰药业，新华制药，济民制药，亚太药业，丰原药业，特一药业，恩华药业，京新药业，华东医药，灵康药业，恒瑞医药，康弘药业，赛隆药业，华润双鹤，北陆药业，联环药业，千红制药，信立泰，哈药股份，誉衡药业，复星医药，福安药业，力生制药，山大华特，莱美药业，哈三联，仟源医药，卫信康，贝达药业，莎普爱思，海思科，海南海药，天宇股份，广生堂，必康股份，兴齐眼药，润都股份，一品红，九典制药

剔除标的 7 个：丽珠集团，人福医药，健康元，华海药业，现代制药，翰宇药业，昂利康

2) 中药：全部标的 70 个

选用标的 63 个：辅仁药业，紫鑫药业，广誉远，太极集团，西藏药业，仁和药业，济川药业，片仔癀，益盛药业，千金药业，葵花药业，精华制药，亚宝药业，以岭药业，福瑞股份，羚锐制药，汉森制药，寿仙谷，红日药业，佛慈制药，珍宝岛，马应龙，贵州百灵，健民集团，天士力，华润三九，众生药业，吉药控股，奇正藏药，嘉应制药，沃华医药，同仁堂，桂林三金，江中药业，康缘药业，盘龙药业，新天药业，景峰医药，云南白药，东阿阿胶，陇神戎发，神奇制药，上海凯宝，康惠制药，九芝堂，新光药业，步长制药，昆药集团，佐力药业，黄山胶囊，吉林敖东，易明医药，中恒集团，太安堂，香雪制药，龙津药业，大理药业，通化金马，康恩贝，中新药业，方盛制药，天目药业，华森制药

剔除标的 7 个：启迪古汉，白云山，康美药业，泰合健康，益佰制药，振东制药，太龙药业

3) 生物制品：全部标的 26 个

选用标的 17 个：智飞生物，长春高新，我武生物，博雅生物，赛升药业，通化东宝，常山药业，安科生物，ST 生化，新开源，华兰生物，卫光生物，海特生物，沃森生物，舒泰神，康泰生物

剔除标的 9 个：上海莱士，东宝生物，天坛生物，长生生物，康辰药业，四环生物，中源协和，未名医药，双成药业，南京新百

4) 医疗服务：全部标的 19 个

选用标的 14 个：美年健康，昭衍新药，泰格医药，通策医疗，爱尔眼科，迪安诊断，金域医学，金陵药业，博济医药，康龙化成，药明康德，宜华健康，ST 运盛，药石科技

剔除标的 5 个：恒康医疗，信邦制药，国际医学，华业资本，百花村

5) 医疗器械：全部标的 58 个

选用标的 51 个：正海生物，万孚生物，三诺生物，和佳股份，诚益通，开立医疗，金花股份，艾德生物，基蛋生物，乐普医疗，健帆生物，安图生物，荣泰健康，山东药玻，理邦仪器，奥佳华，欧普康视，迈克生物，迪瑞医疗，大博医疗，康德莱，万东医疗，星普医科，凯普生物，达安基因，鱼跃医疗，九安医疗，正川股份，科华生物，凯利泰，英科医疗，九强生物，华大基因，尚荣医疗，宝莱特，透景生命，阳普医疗，利德曼，三鑫医疗，南卫股份，楚天科技，迦南科技，戴维医疗，东富龙，冠昊生物，乐心医疗，奥美医疗，爱朋医疗，迈瑞医疗，明德生物，辰欣药业

剔除标的 7 个：千山药机，博晖创新，振德医疗，中珠医疗，维力医疗，美康生物，新华医疗，

6) 医药商业：全部标的 25 个

选用标的 23 个：开开实业，润达医疗，塞力斯，南京医药，国药股份，益丰药房，一心堂，柳州医药，鹭燕医药，嘉事堂，中国医药，英特集团，老百姓，瑞康医药，国药一致，大参林，上海医药，天圣制药，人民同泰，浙江震元，第一医药，华通医药，海王生物，同济堂，九州通

剔除标的 0 个：

7) 原料药：全部标的 30 个

选用标的 28 个：浙江医药，东北制药，华北制药，赛托生物，广济药业，天药股份，花园生物，健友股份，永安药业，凯莱英，山河药辅，九洲药业，富祥股份，普洛药业，司太立，金城医药，亿帆医药，海翔药业，圣达生物，奥翔药业，美诺华，尔康制药，兄弟科技，同和药业，博腾股份，海普瑞，新和成，金达威

剔除标的 2 个：威尔药业，新诺威

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

