

增持

——维持

日期：2019年05月10日

行业：医药生物



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC证书编号：S0870518030001

证券研究报告/行业研究/行业专题研究

行业增速同比有所放缓 细分领域龙头业绩表现靓丽

——医药行业 2018 年年报及 2019 年一季报总结

■ 主要观点

19Q1 医药上市公司利润增速同比放缓

目前，医药板块上市公司2019年一季报已披露完毕，剔除不可比、商誉减值较大的公司后，医药板块上市公司2018年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长20.30%、14.61%、13.52%，2018H1医药板块业绩同比增速处在历史高位，下半年有所回落，2018Q4部分上市公司进行商誉减值进一步拖累全年利润增速；2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长15.91%、5.80%、1.58%，利润增速环比回暖但较上年同期有所下降，主要是受2018Q1流感行情导致基数偏高、部分原料药产品价格同比有所回落等因素影响。

医药制造业今年业绩增速下滑至个位数

根据国家统计局数据，医药制造业2018年实现主营业务收入23,986.30亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3,094.2亿元，同比增长9.5%。医药制造业2019年1-3月实现营业收入5,981.2亿元，同比增长9.4%；实现利润总额753.0亿元，同比增长7.6%。受医保控费、招采降价、医保目录谈判等多重因素影响，医药制造业今年业绩增速下滑至个位数，2019年后三季度受带量采购、医保目录调整等政策影响，有待进一步观察。

细分子板块业绩继续分化，大部分龙头企业保持快速增长的态势

化学原料药板块 19Q1 增速下滑，后三季度有望改善：化学原料药板块2018年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为17.80%、17.38%、20.34%，受环保趋严等因素影响，落后产能被淘汰，部分原料药产品价格处在历史高位，推动原料药板块整体保持较快增长；2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长2.11%、下降21.83%、下降36.94%，同比增速较上年同期明显下降，主要是2018Q1导致上年同期基数偏高，但肝素等特色原料药受供需失衡等因素影响保持较高景气度。

化学制剂板块业绩表现分化，龙头企业保持较快增速：化学制剂板块2018年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为24.37%、21.15%、24.19%，同比增速较2017年有所提升；2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长12.02%、下降1.68%、下降1.80%，同比增速较上年同期明显下降，主要是2018Q1流感行情扰动等因素所致。

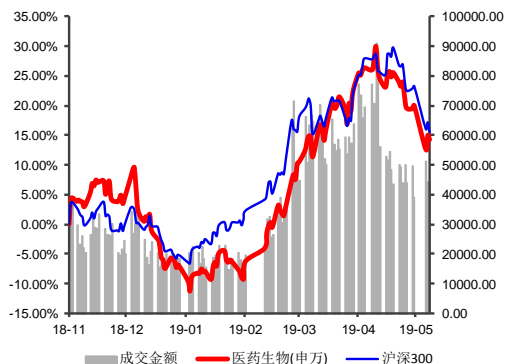
生物制品板块疫苗龙头企业 19Q1 业绩表现靓丽：生物制品板块2018年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为36.23%、14.23%、15.58%，利润增速低于收入增速的主要原因是商誉减值、上年同期非经常性损益偏高等因素所致；2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长21.47%、7.76%、16.54%，其中智飞生物、沃森生物等疫苗龙头企业保持较好的业绩增速。

医疗服务板块维持高速增长态势：医疗服务板块2018年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为28.58%、38.36%、43.33%，呈高速增长的态势；2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净

行业数据 (Y19M3)

累计产品销售收入(亿元)	5,981.2
累计产品销售收入同比增长	9.4%
累计利润总额(亿元)	753.0
累计利润总额同比增长	7.6%

近6个月行业指数与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

利润分别同比增长 20.68%、27.42%、29.37%，维持高速增长的态势。**医疗器械板块业绩继续分化，龙头表现靓丽：**医疗器械板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 26.55%、30.79%、29.49%；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 24.89%、30.52%、26.02%，医疗器械板块整体 2019Q1 延续 2018 年快速增长的态势。

医药商业板块 19Q1 业绩增速较 18 年全年小幅提升：医药商业板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 16.91%、12.21%、8.29%，利润增速低于收入增速，主要是“两票制”全面推行后低开转高开、商誉减值等因素所致；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 20.54%、13.56%、9.75%，业绩增速较 2018 年全年小幅上升。

中药板块整体业绩增速放缓：中药板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 10.37%、3.81%、3.24%，同比增速较 2017 年有所放缓；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 7.58%、8.33%、3.13%。

■ 风险提示

政策推进不及预期风险；药品招标降价风险；药品质量风险；商誉减值风险等。

目 录

一、前三季度医药板块维持较快增速	5
1.1 19Q1 医药上市公司利润增速同比放缓	5
1.2 医药制造业今年业绩增速下滑至个位数	6
1.3 医药板块 2019 年以来随市上涨	6
1.4 2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例有所回升	8
二、细分板块业绩概况及盈利指标分析	9
2.1 化学原料药板块 19Q1 增速下滑，后三季度有望改善	9
2.2 化学制剂板块业绩表现分化，龙头企业保持较快增速	10
2.3 生物制品板块疫苗龙头企业 19Q1 业绩表现靓丽	10
2.4 医疗服务板块维持高速增长的态势	11
2.5 医疗器械板块业绩继续分化，龙头表现靓丽	12
2.6 医药商业板块 19Q1 业绩增速较 18 年全年小幅提升	13
2.7 中药板块整体业绩增速放缓	14
三、风险提示	15

图

图 1 2012-2019Q1 医药上市公司营业收入概况 (亿元)	5
图 2 2012-2019Q1 医药上市公司归母净利润概况 (亿元) ...	5
图 3 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润 (亿元)	5
图 4 2015-2019Q1 医药上市公司业绩增速 (单季度)	5
图 5 2012-2019Q1 医药制造业业绩概况 (亿元)	6
图 6 年初至今医药板块指数走势图	7
图 7 近 1 个月医药板块指数走势图	7
图 8 近年医药板块绝对估值情况	7
图 9 近年医药板块估值溢价率	7
图 10 2011-2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例变化	8
图 11 2012-2019Q1 化学原料药板块业绩增速概况	9
图 12 2015-2019Q1 化学原料药板块单季度业绩增速概况	9
图 13 2012-2019Q1 化学制剂板块业绩增速概况	10
图 14 2015-2019Q1 化学制剂板块单季度业绩增速概况	10
图 15 2012-2019Q1 生物制品板块业绩增速概况	11
图 16 2015-2019Q1 生物制品板块单季度业绩增速概况	11
图 17 2012-2019Q1 医疗服务板块业绩增速概况	12
图 18 2012-2019Q1 医疗器械板块业绩增速概况	13
图 19 2015-2019Q1 医疗器械板块单季度业绩增速概况	13
图 20 2012-2019Q1 医药商业板块业绩增速概况	14
图 21 2015-2019Q1 医药商业板块单季度业绩增速概况	14
图 22 2012-2019Q1 中药板块业绩增速概况	15
图 23 2015-2019Q1 中药板块单季度业绩增速概况	15

表

表 1 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 5 月 8 日）	7
表 2 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法）	8
表 3 2013-2019Q1 化学原料药板块财务分析	9
表 4 2013-2019Q1 化学制剂板块财务分析	10
表 5 2013-2019Q1 生物制品板块财务分析	11
表 6 2013-2019Q1 医疗服务板块财务分析	12
表 7 2013-2019Q1 医疗器械板块财务分析	13
表 8 2013-2019Q1 医药商业板块财务分析	14
表 9 2013-2019Q1 中药板块财务分析	15

一、前三季度医药板块维持较快增速

1.1 19Q1 医药上市公司利润增速同比放缓

目前，医药板块上市公司 2019 年一季报已披露完毕，剔除不可比、商誉减值较大的公司后，医药板块上市公司 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 20.30%、14.61%、13.52%，2018H1 医药板块业绩同比增速处在历史高位，下半年有所回落，2018Q4 部分上市公司进行商誉减值进一步拖累全年利润增速；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 15.91%、5.80%、1.58%，利润增速环比回暖但较上年同期有所下降，主要是受 2018Q1 流感行情导致基数偏高、部分原料药产品价格同比有所回落等因素影响。

图 1 2012-2019Q1 医药上市公司营业收入概况（亿元）

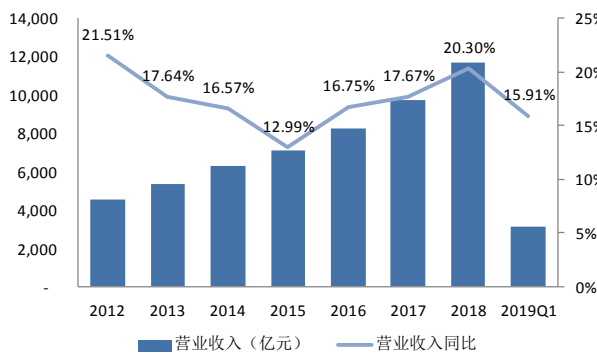
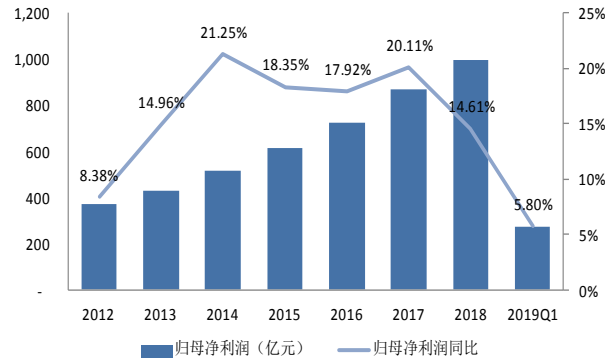


图 2 2012-2019Q1 医药上市公司归母净利润概况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

图 3 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润（亿元）

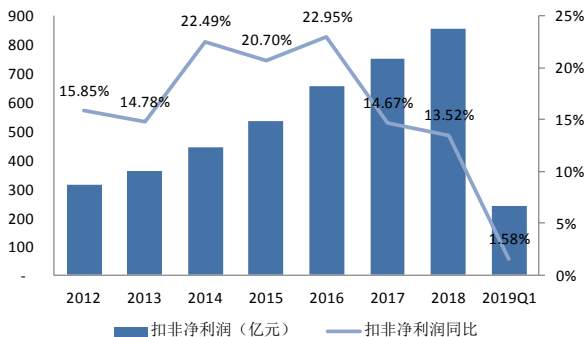
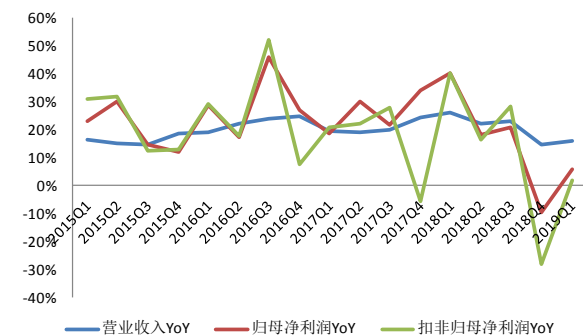


图 4 2015-2019Q1 医药上市公司业绩增速（单季度）



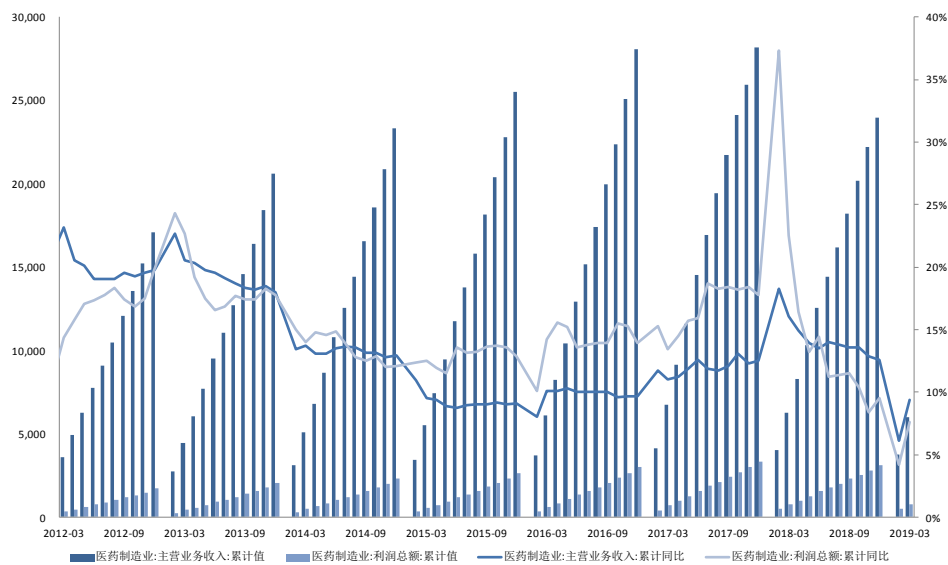
数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

1.2 医药制造业今年业绩增速下滑至个位数

根据国家统计局数据，医药制造业 2018 年实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%。医药制造业 2019 年 1-3 月实现营业收入 5,981.2 亿元，同比增长 9.4%；实现利润总额 753.0 亿元，同比增长 7.6%。受医保控费、招采降价、医保目录谈判等多重因素影响，医药制造业今年业绩增速下滑至个位数，2019 年后三季度受带量采购、医保目录调整等政策影响，有待进一步观察。

图 5 2012-2019Q1 医药制造业业绩概况 (亿元)

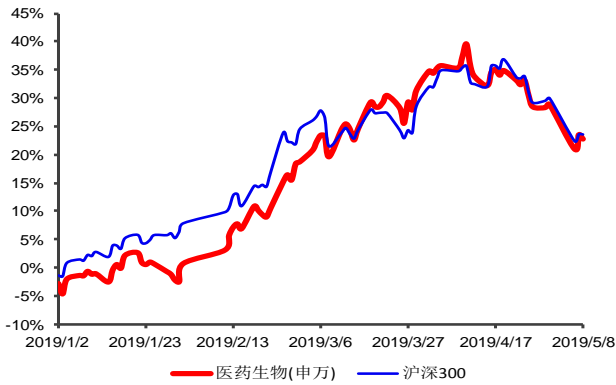


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

1.3 医药板块 2019 年以来随市上涨

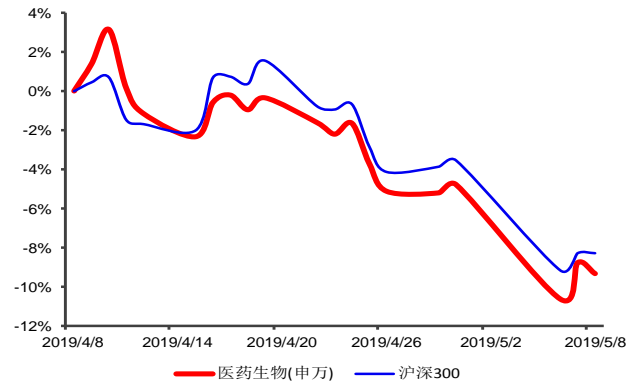
截至 5 月 8 日，年初至今医药指数上涨 22.80%，跑输沪深 300 指数 0.78 个百分点，子板块中，化学制剂板块涨幅最大，上涨 35.43%，中药板块涨幅最小，上涨 16.34%；以一个月区间统计，医药指数下跌 9.34%，跑输沪深 300 指数 1.04 个百分点，子板块中跌幅最小的是化学制剂板块，下跌 5.00%，跌幅最大的是中药板块，下跌 11.75%。

图 6 年初至今医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 7 近 1 个月医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

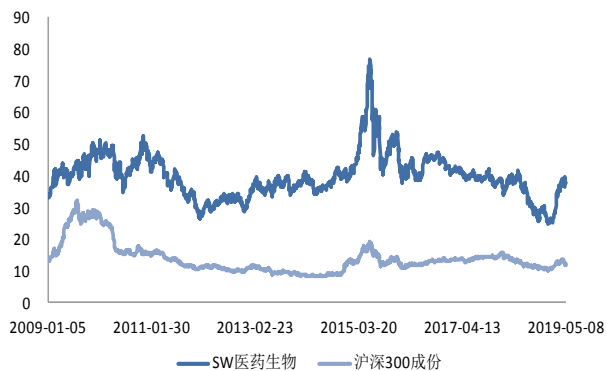
表 1 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现 (截至 5 月 8 日)

子行业	年初至今			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	20.78%	-2.02%	-1.04%	-5.36%	3.99%	4.25%
化学制剂	35.43%	12.63%	13.61%	-5.00%	4.34%	4.60%
中药	16.34%	-6.45%	-5.47%	-11.75%	-2.41%	-2.14%
生物制品	19.90%	-2.89%	-1.91%	-10.59%	-1.25%	-0.98%
化学原料药	25.22%	2.43%	3.41%	-11.59%	-2.25%	-1.98%
医疗器械	22.68%	-0.12%	0.86%	-6.74%	2.60%	2.86%
医疗服务	26.24%	3.45%	4.43%	-8.83%	0.51%	0.77%
医药生物	22.80%	N/A	0.98%	-9.34%	N/A	0.26%
沪深 300	21.82%	N/A	N/A	-9.61%	N/A	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所

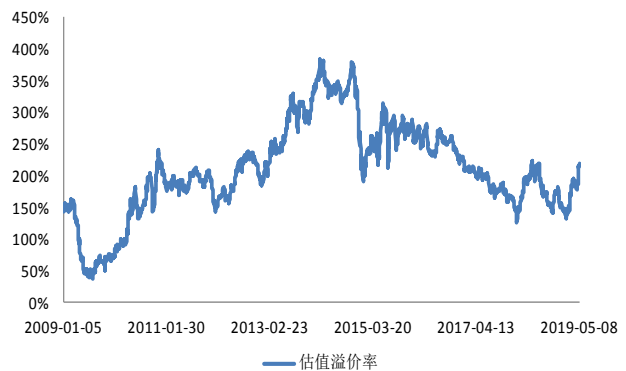
截止 5 月 8 日, 医药板块绝对估值 PE (历史 TTM 整体法) 为 37.66 倍, 相对于沪深 300 的估值溢价率约 218.62%, 绝对估值、相对估值均处在近十年的中位水平。

图 8 近年医药板块绝对估值情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 9 近年医药板块估值溢价率



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显, 医疗服务子板块估值较高, PE 为 94.78 倍。医药商业子板块估值较低, PE 为 18.94 倍。

表 2 医药各细分板块的 PE 估值 (TTM_整体法)

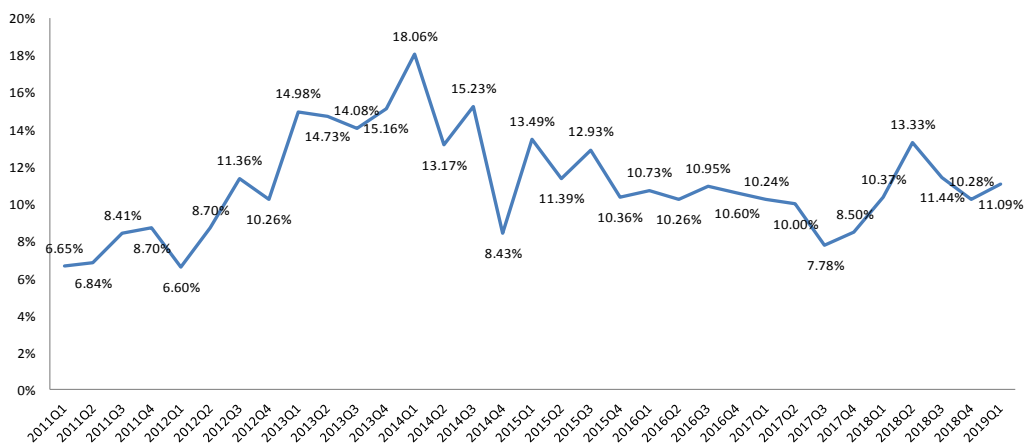
板块名称	PE	溢价率
化学原料药	45.87	282.78%
化学制剂	54.08	351.29%
生物制品	45.80	282.19%
医疗器械	43.22	260.66%
医药商业	18.94	58.05%
中药	26.25	119.05%
医疗服务	94.78	690.92%
医药生物	37.66	214.27%
沪深 300	11.98	

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 5 月 8 日

1.4 2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例有所回升

根据 Wind 数据, 我们对所有基金 2019Q1 重仓持股进行统计, 医药板块的配置比例为 11.09%, 同比提升 0.73 个百分点, 环比上升 0.81 个百分点。受医药行业部分个股出现黑天鹅事件、带量采购政策冲击等因素影响, 医药配置比例 2018H2 持续回落, 2019Q1 环比、同比均有所回升。

图 10 2011-2019Q1 基金重仓持股对医药公司的配置比例变化



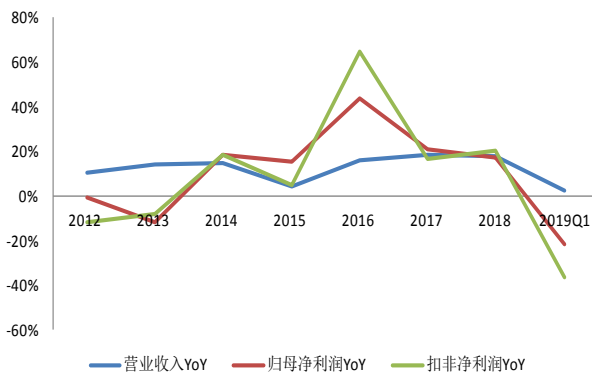
数据来源: Wind 上海证券研究所

二、细分板块业绩概况及盈利指标分析

2.1 化学原料药板块 19Q1 增速下滑，后三季度有望改善

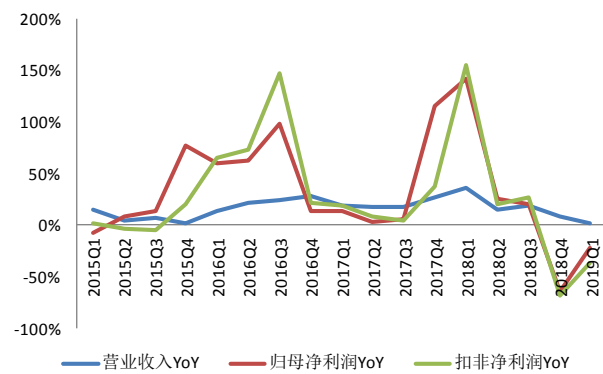
化学原料药板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 17.80%、17.38%、20.34%，受环保趋严等因素影响，落后产能被淘汰，部分原料药产品价格处在历史高位，推动原料药板块整体保持较快增长；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 2.11%、下降 21.83%、下降 36.94%，同比增速较上年同期明显下降，主要是 2018Q1 导致上年同期基数偏高，但肝素等特色原料药受供需失衡等因素影响保持较高景气度。短期来看，响水事件后安全生产专项检查、环保督查的力度有所提升，部分原料药品种有望重回价格上行区间；长期来看，受环保趋严、淘汰落后产能、行业集中度提升等因素影响，原料药企业的收入规模、盈利能力有望逐步改善。

图 11 2012-2019Q1 化学原料药板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 2015-2019Q1 化学原料药板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 3 2013-2019Q1 化学原料药板块财务分析

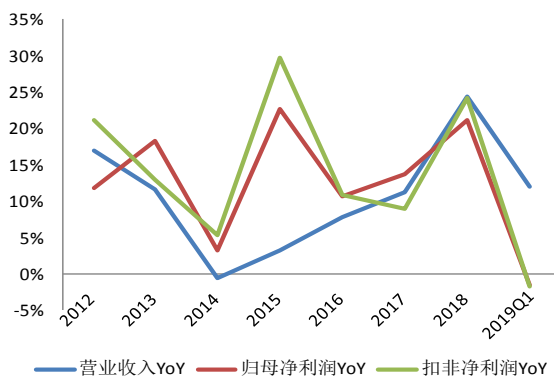
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	29.58%	31.70%	32.22%	35.92%	39.42%	43.68%	42.47%	47.65%
销售费用率	7.04%	7.86%	8.30%	8.66%	10.79%	14.93%	14.88%	12.77%
管理费用率	11.55%	12.04%	13.46%	12.45%	12.17%	12.36%	11.10%	9.70%
财务费用率	1.03%	1.11%	0.47%	0.26%	1.92%	0.86%	2.32%	3.21%
净利率	8.16%	8.44%	8.96%	11.12%	11.38%	11.43%	13.59%	17.54%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.2 化学制剂板块业绩表现分化，龙头企业保持较快增速

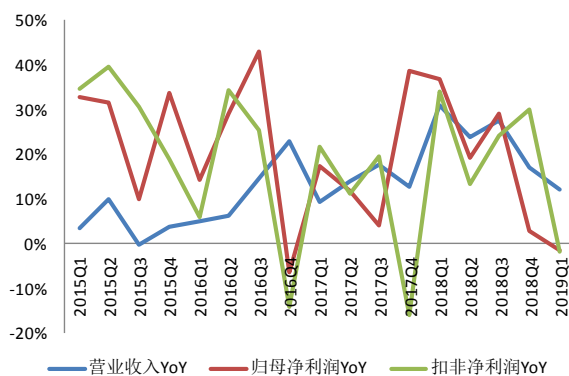
化学制剂板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 24.37%、21.15%、24.19%，同比增速较 2017 年有所提升；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 12.02%、下降 1.68%、下降 1.80%，同比增速较上年同期明显下降，主要是 2018Q1 流感行情扰动等因素所致。短期来看，医保目录调整、第一批带量采购品种全面执行、招采降价等因素对化学制剂板块后三季度的业绩表现造成一定的压力；长期来看，随着一致性评价、药品上市许可持有人试点、优化药品审评审批、集中采购等政策逐步推进，龙头药企有望享受政策红利，凭借研发优势、渠道优势等竞争优势进一步扩大市场份额，提升制剂行业集中度水平，带动化学制剂板块整体增速进一步提升。

图 13 2012-2019Q1 化学制剂板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 2015-2019Q1 化学制剂板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 4 2013-2019Q1 化学制剂板块财务分析

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	36.33%	37.23%	41.90%	45.62%	48.99%	55.11%	60.43%	59.79%
销售费用率	16.16%	16.34%	18.72%	18.89%	20.40%	26.19%	32.29%	31.77%
管理费用率	9.31%	9.68%	10.97%	12.24%	12.95%	13.26%	13.34%	13.24%
财务费用率	0.83%	1.03%	1.19%	1.32%	0.94%	1.41%	1.25%	1.56%
净利率	8.65%	9.06%	9.39%	11.16%	11.70%	11.93%	11.50%	11.09%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 生物制品板块疫苗龙头企业 19Q1 业绩表现靓丽

生物制品板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 36.23%、14.23%、15.58%，利润增速低于收入增速的主要原因是商誉减值、上年同期非经常性损益偏高等因素所致；

2019年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长21.47%、7.76%、16.54%，其中智飞生物、沃森生物等疫苗龙头企业保持较好的业绩增速。长期来看，在生物产业被列为国家战略性新兴产业的政策背景下，单抗药等临床价值高的优质靶向药有望持续享受政策红利，加速上市并具有良好的进口替代空间，前景广阔。

图 15 2012-2019Q1 生物制品板块业绩增速概况

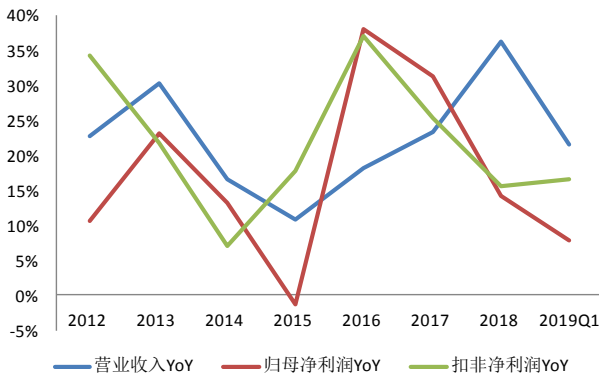
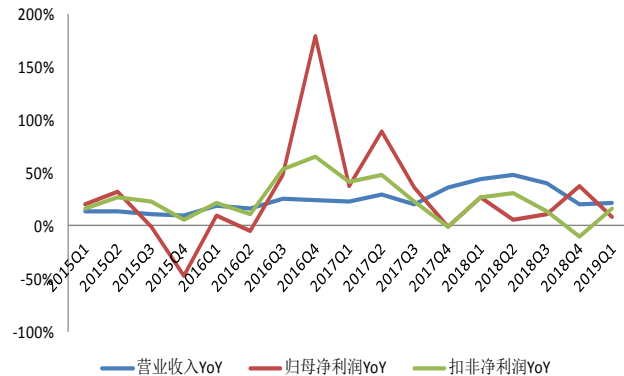


图 16 2015-2019Q1 生物制品板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 5 2013-2019Q1 生物制品板块财务分析

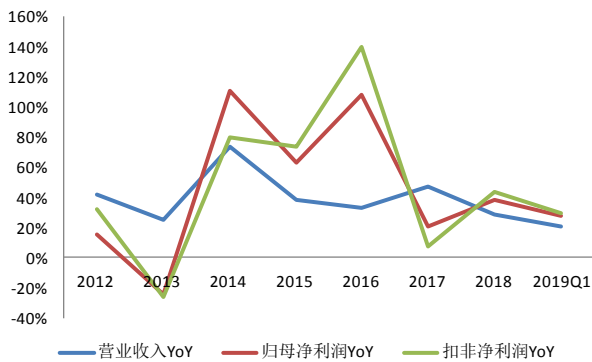
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	55.75%	57.15%	55.91%	58.45%	62.00%	66.13%	65.64%	63.04%
销售费用率	20.13%	21.06%	21.15%	22.49%	24.03%	29.86%	32.48%	28.54%
管理费用率	15.43%	15.12%	15.25%	15.48%	15.68%	13.85%	13.03%	12.31%
财务费用率	1.86%	1.97%	2.13%	2.04%	1.72%	1.51%	1.26%	1.63%
净利率	22.87%	21.78%	20.61%	18.73%	21.50%	22.75%	19.28%	19.13%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 医疗服务板块维持高速增长的态势

医疗服务板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增长分别为 28.58%、38.36%、43.33%，呈高速增长的态势；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 20.68%、27.42%、29.37%，维持高速增长的态势。医疗服务板块业绩表现靓丽，一方面，爱尔眼科、通策医疗等部分龙头企业保持较强内生性增长的同时凭借外延式收购贡献业绩弹性，美年健康短期受“广州富海”事件影响业绩增速有所放缓；另一方面，CRO 企业受益于新药研发提速、一致性评价政策推进带来订单放量等因素影响，业绩同比快速增长。

图 17 2012-2019Q1 医疗服务板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 18 2015-2019Q1 医疗服务板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 6 2013-2019Q1 医疗服务板块财务分析

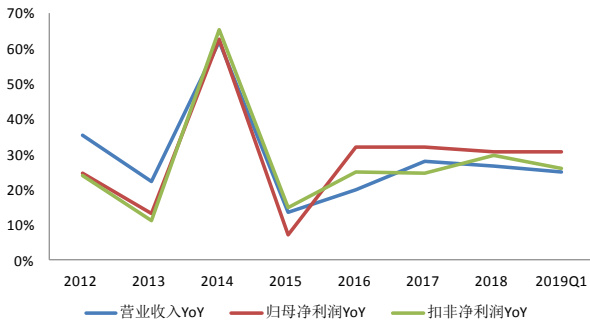
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	37.62%	37.09%	37.69%	38.90%	40.09%	40.62%	40.05%	35.63%
销售费用率	8.42%	8.85%	7.23%	9.83%	9.67%	10.22%	9.57%	9.12%
管理费用率	13.97%	14.63%	16.95%	16.38%	15.29%	13.41%	13.12%	14.34%
财务费用率	0.78%	0.92%	1.18%	0.85%	0.83%	2.08%	1.66%	3.17%
净利率	10.38%	5.77%	10.19%	11.04%	14.79%	12.39%	13.58%	9.40%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.5 医疗器械板块业绩继续分化，龙头表现靓丽

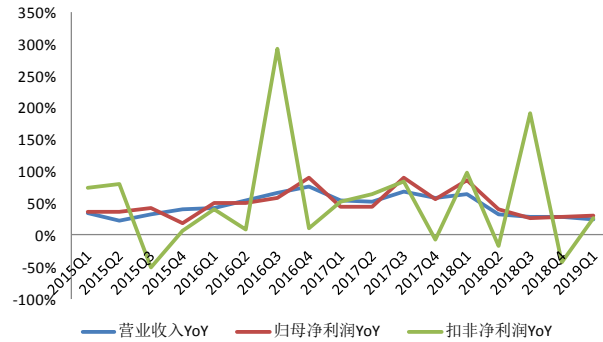
医疗器械板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 26.55%、30.79%、29.49%；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 24.89%、30.52%、26.02%，医疗器械板块整体 2019Q1 延续 2018 年快速增长的态势。医疗器械板块业绩继续分化，健帆生物、乐普医疗、欧普康视等龙头企业在细分领域竞争优势明显，叠加进口替代等因素，业绩维持高速增长。

图 18 2012-2019Q1 医疗器械板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 2015-2019Q1 医疗器械板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 7 2013-2019Q1 医疗器械板块财务分析

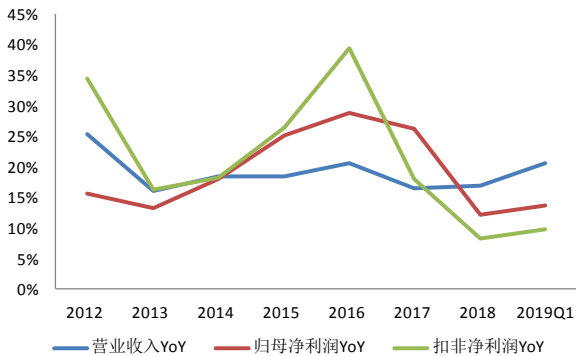
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	43.81%	43.86%	47.37%	48.53%	50.29%	51.89%	52.50%	53.26%
销售费用率	12.77%	13.18%	15.55%	15.92%	16.39%	17.07%	18.01%	17.19%
管理费用率	11.08%	11.82%	14.47%	15.02%	14.56%	13.53%	13.76%	13.56%
财务费用率	-0.23%	0.08%	0.51%	-0.11%	-0.04%	1.20%	0.44%	2.13%
净利率	17.10%	15.98%	16.05%	15.30%	16.94%	17.58%	18.05%	18.57%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.6 医药商业板块 19Q1 业绩增速较 18 年全年小幅提升

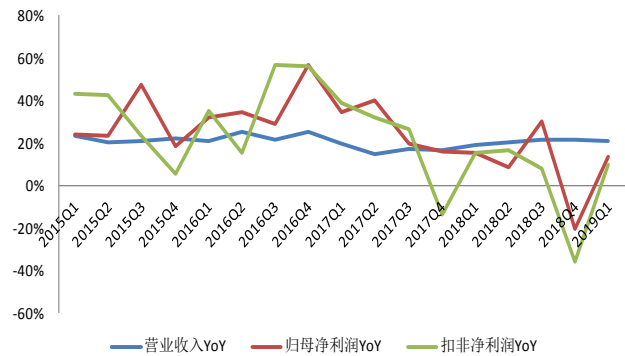
医药商业板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 16.91%、12.21%、8.29%，利润增速低于收入增速，主要是“两票制”全面推行后低开转高开、商誉减值等因素所致；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 20.54%、13.56%、9.75%，业绩增速较 2018 年全年小幅上升。一方面，医药批发企业逐步消化“两票制”全面推行的影响后业绩增长稳健，长期来看，批发龙头企业有望凭借规模优势、终端覆盖能力强等竞争优势占据更多存量市场份额，提升行业集中度水平；另一方面，医药零售企业凭借资本优势保持较快的门店扩张速度，叠加处方外流、公立医院药品零差率等医改政策影响，药品零售连锁化率、龙头企业销售额占比均有进一步提升的空间。

图 20 2012-2019Q1 医药商业板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 2015-2019Q1 医药商业板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 8 2013-2019Q1 医药商业板块财务分析

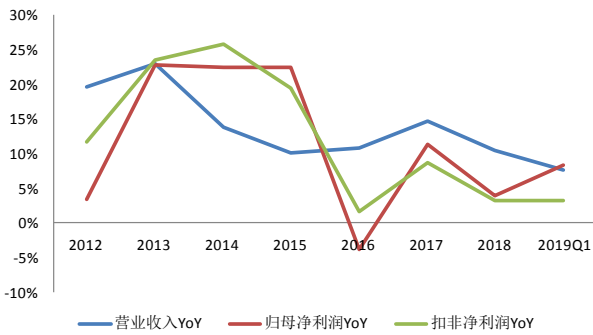
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	13.86%	13.53%	13.24%	13.20%	13.21%	14.29%	15.42%	15.61%
销售费用率	6.30%	6.12%	5.90%	5.77%	5.73%	6.35%	7.24%	7.51%
管理费用率	3.06%	3.08%	2.91%	2.90%	2.68%	2.79%	2.98%	2.78%
财务费用率	0.69%	0.72%	0.77%	0.71%	0.58%	0.65%	0.95%	0.98%
净利率	3.03%	2.96%	2.90%	3.01%	3.27%	3.53%	3.20%	3.41%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.7 中药板块整体业绩增速放缓

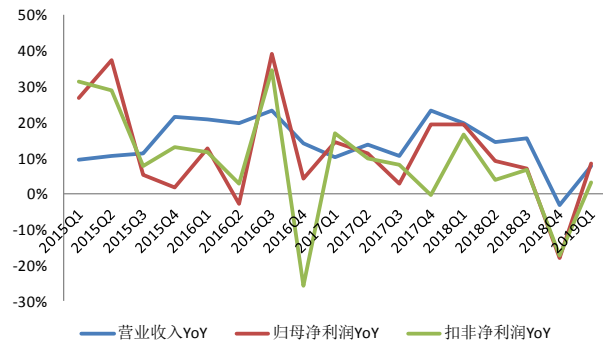
中药板块 2018 年营业收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 10.37%、3.81%、3.24%，同比增速较 2017 年有所放缓；2019 年第一季度营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 7.58%、8.33%、3.13%。中药板块上市公司业绩继续分化，一方面，片仔癀、济川药业等企业业绩保持快速增长的态势；另一方面，中药注射剂受安全性、有效性等因素影响，面临长期业绩下行的压力。

图 22 2012-2019Q1 中药板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 2015-2019Q1 中药板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 9 2013-2019Q1 中药板块财务分析

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2018Q1
毛利率	47.59%	50.22%	50.92%	51.21%	51.73%	53.65%	54.94%	54.32%
销售费用率	24.12%	26.62%	26.37%	26.12%	26.76%	28.67%	30.44%	29.13%
管理费用率	7.60%	7.68%	7.66%	7.94%	7.92%	7.77%	7.94%	7.50%
财务费用率	0.64%	0.64%	0.77%	0.67%	0.66%	0.75%	0.87%	0.89%
净利率	14.30%	14.15%	15.30%	16.70%	14.47%	14.31%	13.27%	15.40%

数据来源: Wind 上海证券研究所

三、风险提示

政策推进不及预期风险; 药品招标降价风险; 药品质量风险; 商誉减值风险等。

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。