

医药生物行业

持续关注创新主线，优选一季度高景气行业

核心观点：

● **4月申万医药指数下跌1.9%，整体表现不佳**

2019年4月份wind全A指数下跌1.4%、沪深300指数上涨1.06%；申万医药指数下降1.9%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第12位，接近全市场平均表现。申万食品饮料和申万农林牧渔指数涨幅最高；目前申万医药指数的估值溢价率为111.7%PE估值，处于7年来的最低估值附近。申万医药板块涨幅前十的个股包括兴齐眼药、福安药业、博济医药、方盛制药等，个股和子行业分化仍较显著。

● **年报一季报业绩回顾：收入保持较快增速，净利润压力提升**

2018年SW医药生物行业营收增长19.73%，显著领先其他行业，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为1.9%；2019年Q1医药行业营收增长17.35%，横向对比居行业第7，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为-4.8%。行业毛利率同比减少2个pct，扣非净利率同比减少1.5个pct，环比增加5.4个pct。一季度基本维持四季度的经营趋势，整体经营现金流略有压力，主要来自美年健康、哈药股份两家企业一季度大额亏损和现金流恶化的影响。

● **创新药进入收获期，专科医院高增长，生长激素与疫苗维持高景气**

受商誉计提影响，2018年化学制剂上市公司整体净利润和扣非净利润较2017年分别下滑25.7%和3.4%。医疗服务整体行业营收保持高速增长，2018年增速为35.1%，2019年Q1为20%，增速有所下降。2018扣非净利润增速为52.2%，2019年Q1为-10.2%，主要由于美年健康和博济医药的负增长导致。原料药供给增加导致价格有所波动，原料药上市公司整体营收与上年同期基本持平，净利润下滑。高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度，血制品行业自18年下半年开始复苏。中药板块利润环比变差，OTC维持景气；器械板块盈利指标稳健提升，关注细分领域龙头。

● **第二批临床急需境外新药公布，关注行业“民生”建设政策主线**

3月28日，CDE发布第二批临床急需境外新药，共30个品种入选；本次纳入的30个品种包括15个罕见病用药、9个疗效显著品种、3个涉及重大公共卫生的治疗用药、2个儿童用药和1国内尚无治疗药物的疾病治疗用药。2018年11月，CDE发布第一批临床急需境外新药名单，共40个品种纳入，主要为罕见病用药。NMPA/CDE从国内患者药物可及性出发，加快境外上市新药(罕见病、疗效显著优势)国内上市，填补国内部分领域治疗空白，纳入药品品种与国内药企研发布局重叠度底，建议持续关注国内研发体系完善、研发决策和执行高效的企业。

● **投资策略：布局创新药产业链，关注一季报绩优标的**

医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新药布局丰厚短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。此外，重点关注政策免疫相关子行业：创新疫苗处于快速放量期，是好行业的最好成长阶段。专科医疗服务业绩快速成长，估值虽然略高，静待时间的玫瑰。5月投资组合：恒瑞医药，科伦药业，长春高新，康泰生物，金城医学，益丰药房，华兰生物，通策医疗，爱尔眼科。

● **风险提示**

控费政策推进速度高于预期；药品审评进度低于预期；中美贸易战影响大于预期

行业评级

买入

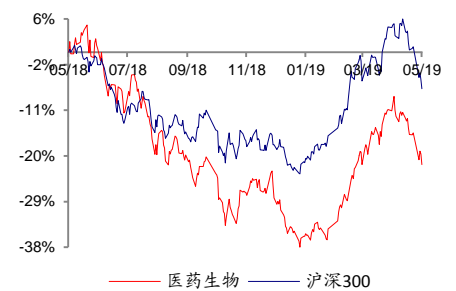
前次评级

买入

报告日期

2019-05-13

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师：

吴文华



SAC 执证号：S0260516090001



SFC CE No. BFX489



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

请注意，罗佳荣、孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

康弘药业(002773.SZ):业绩符合预期，康柏西普快速放量	2019-04-29
智飞生物(300122.SZ):业绩符合预期，新型重磅疫苗快速放量	2019-04-29
康泰生物(300601.SZ):四联苗快速放量，研发管线步入收获期	2019-04-26

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价		EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/5/13	合理价值 (元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
恒瑞医药	600276.SH	买入	CNY	64.12	77.35	1.22	1.60	52.71	40.12	44.78	33.96	20.8	21.5
科伦药业	002422.SZ	买入	CNY	28.66	36.20	1.11	1.33	25.82	21.55	16.97	14.94	11.2	11.8
长春高新	000661.SZ	买入	CNY	295.87	290.88	8.08	10.48	36.62	28.22	20.01	14.85	21.4	22.7
爱尔眼科	300015.SZ	买入	CNY	35.12	44.33	0.58	0.75	60.98	47.00	35.14	27.04	19.4	20.1
济川药业	600566.SH	买入	CNY	33.80	45.59	2.53	3.18	13.34	10.64	9.77	7.37	27.4	25.6
华东医药	000963.SZ	买入	CNY	36.20	40.90	1.95	2.39	18.59	15.18	12.87	10.58	22.2	21.4
片仔癀	600436.SH	买入	CNY	106.98	128.00	2.51	3.22	42.67	33.21	34.18	26.56	23.6	23.3
华兰生物	002007.SZ	买入	CNY	42.33	47.40	1.52	1.74	27.86	24.32	22.03	19.66	21.7	21.1
康弘药业	002773.SZ	买入	CNY	45.46	45.27	1.42	1.90	31.94	23.95	27.16	17.99	19.0	20.2
天士力	600535.SH	买入	CNY	20.41	27.79	1.16	1.32	17.63	15.48	13.15	12.10	14.2	13.9
云南白药	000538.SZ	买入	CNY	80.01	101.58	3.50	3.86	22.84	20.72	18.54	16.54	15.6	14.6
仁和药业	000650.SZ	买入	CNY	9.16	10.34	0.52	0.65	17.73	14.18	8.64	6.41	15.9	16.6
泰格医药	300347.SZ	买入	CNY	63.28	74.38	1.32	1.71	47.85	36.98	35.88	26.71	19.9	20.4
中新药业	600329.SH	买入	CNY	15.07	21.39	0.93	1.16	16.28	12.95	13.15	10.01	12.8	13.9
通策医疗	600763.SH	买入	CNY	77.00	79.65	1.35	1.74	56.83	44.36	36.66	28.16	24.8	24.1
康泰生物	300601.SZ	买入	CNY	50.30	51.84	0.92	1.29	54.78	38.93	47.62	32.69	24.9	26.0
智飞生物	300122.SZ	买入	CNY	40.28	57.40	1.54	2.30	26.18	17.52	22.81	15.34	41.0	43.7
药明康德	603259.SH	买入	CNY	78.28	114.40	2.08	2.60	37.66	30.15	32.69	24.72	12.0	13.0
药明康德	02359.HK	买入	HKD	86.35	126.47	2.40	3.00	35.96	28.79	32.69	24.72	12.0	13.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

行情回顾：4月医药板块跌幅居中，估值溢价率处于历史底部	6
1.1 申万医药指数下跌1.9%，接近全市场平均表现	6
1.2 医药股估值溢价率处于历史底部	6
1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加	6
年报一季报业绩回顾：收入保持较快增速，净利润压力提升	7
2.1 2018年医药行业营收增长19.73%，显著领先其他行业	7
2.2 2019年Q1医药行业营收增长17.35%，横向对比居行业第7	8
2.3 行业整体收入维持稳健增长，不同子行业分化显著	9
细分领域：创新药迎来收获期，专科医疗维持高景气度	10
3.1 化学制剂：一季度高基数影响同比增速，创新药维持高增长	10
3.2 化学原料药：原料药供给增加导致价格有所波动，维生素价格走势分化	13
3.3 医疗服务：专科医院延续高增长，龙头出现分化	14
3.4 医药商业：药店监管政策温和落地，一季度维持高景气	17
3.5 中药：利润环比变差，OTC维持景气	19
3.6 器械：盈利指标稳健提升，关注细分领域龙头	22
3.7 生物制品：板块呈现分化，生长激素与疫苗维持高景气度	24
行业重要数据跟踪：维生素价格走势分化，血制品行业温和复苏	27
4.1 中药材价格：环比3月略有增长	27
4.2 原料药价格：维生素价格走势分化，肝素出口量价平稳	29
4.3 生物制品批签发数据：疫苗四季度监管趋严，血制品行业温和复苏	30
2019年5月股东大会信息	33
5.1 23家上市公司召开股东大会一览	33
风险提示	34

图表索引

图 1: 2019 年初至今医药板块与大盘走势比较 (%)	6
图 2: 2019 年 4 月各板块涨跌幅比较 (%)	6
图 3: 4 月底各板块滚动市盈率比较 (申万指数, TTM)	6
图 4: 申万医药板块相对 A 股整体 PE 估值溢价率 (TTM)	6
图 5: 4 月申万医药板块涨跌幅前十个股 (%)	7
图 6: 4 月申万医药板块上市公司市值分布情况	7
图 7: 各一级行业 2018 年收入增速	7
图 8: 各一级行业 2018 年净利润增速	7
图 9: 医药上市公司 2018 年营收增速分布	8
图 10: 医药上市公司 2018 年扣非净利润增速分布	8
图 11: 各一级行业 2019 年 Q1 收入增速	8
图 12: 各一级行业 2019 年 Q1 净利润增速	8
图 13: 医药上市公司 2019 年 Q1 营收增速分布	9
图 14: 医药上市公司 2019 年 Q1 扣非净利润增速分布	9
图 15: 化学制剂上市公司经营指标增长情况	11
图 16: 化学制剂上市公司经营指标增长情况	13
图 17: 医疗服务 2018 年及 2019 年 Q1 增长情况与同期对比	15
图 18: 医药商业 2018 年及 2019 年 Q1 增长情况与同期对比	17
图 19: 2018、2019Q1 增长情况与 2017、2018Q1 对比	19
图 20: 2018、2019Q1 增长情况与 2017、2018Q1 对比	22
图 21: 生物制品行业 2018 年及 19 年一季度营收与净利润增长情况	24
图 22: 2013 年至今中药材天地网综合 200 指数变化情况	28
图 23: 肝素原料药出口数量和均价	30
图 24: 白蛋白历年批签发量 (折合 10g/瓶, 万瓶)	30
图 25: 进口人血白蛋白历年占比	30
图 26: 静丙历年批签发情况 (折合 2.5g/瓶)	31
图 27: 2019 年一季度静丙国内竞争格局	31
图 28: 13 价肺炎疫苗历年各季度批签发情况	31
图 29: 23 价肺炎疫苗历年批签发情况 (万支)	31
图 30: HPV 疫苗历年批签发情况 (万支)	32
图 31: 三联苗、四联苗、五联苗历年批签发情况 (万支)	33
表 1: 年报一季报医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 百万)	9
表 2: 各子行业收入增长率 (%)	10
表 3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)	10
表 4: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)	11
表 5: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	12

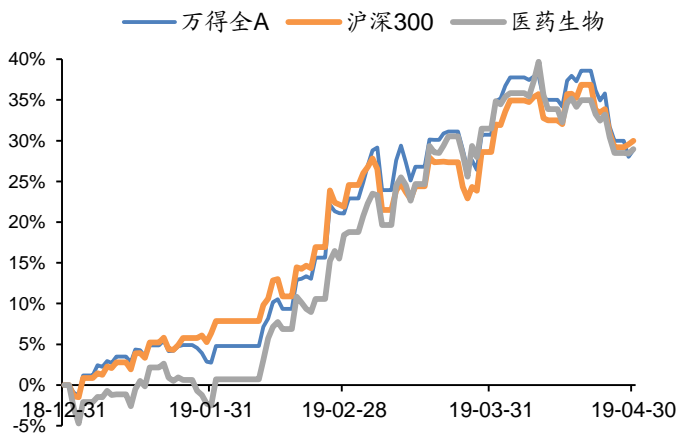
表 6: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)	13
表 7: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况.....	14
表 8: 2019 年第一季度医疗服务经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	15
表 9: 医疗服务重点公司财务指标.....	16
表 10: 2019 年第一季度医药商业经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	17
表 11: 医药商业重点公司财务指标.....	18
表 12: 连锁药房重点公司财务指标.....	18
表 13: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)	20
表 14: 现代中药重点公司财务指标.....	20
表 15: 传统中药重点公司财务指标.....	20
表 16: 申万分类下中药板块内公司收入及扣非净利润增速情况	21
表 17: 医疗器械行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)	22
表 18: 医疗器械重点公司财务指标.....	23
表 19: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况.....	23
表 20: 生物制品行业基本财务指标 (剔除部分次新股成分调整后, 百万元)	24
表 21: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况.....	25
表 22: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况	25
表 23: 蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况.....	26
表 24: 生物药行业重点跟踪公司财报情况.....	27
表 25: 2019 年 4 月, 6 味价格下跌, 2 味上涨	28
表 26: 2019 年 3 月, 13 味主要中药材价格保持稳定	28
表 27: 维生素主要品种 3 月价格变化	29
表 28: 2019 年 3 月抗生素中间体品种涨跌情况.....	29
表 29: SW 医药板块 2019 年 5 月股东大会召开信息	33

行情回顾：4月医药板块跌幅居中，估值溢价率处于历史底部

1.1 申万医药指数下跌1.9%，接近全市场平均表现

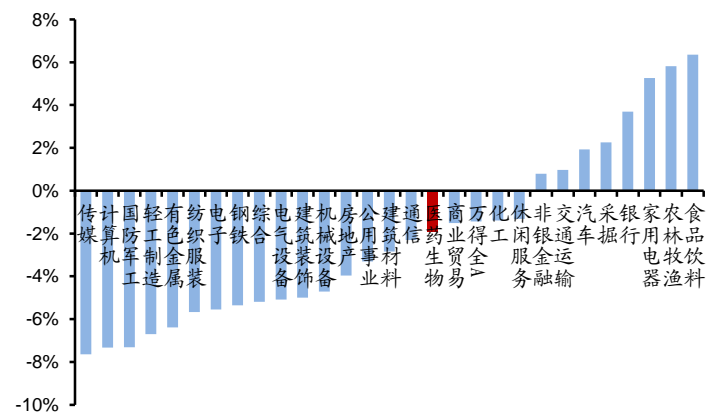
2019年4月份wind全A指数下跌1.4%、沪深300指数上涨1.06%；申万医药指数下降1.9%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第12位，接近全市场平均表现。申万食品饮料和申万农林牧渔指数涨幅最高（截至19年4月30日）。

图1：2019年初至今医药板块与大盘走势比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2019年4月申万行业指数各板块涨跌幅比较（%）

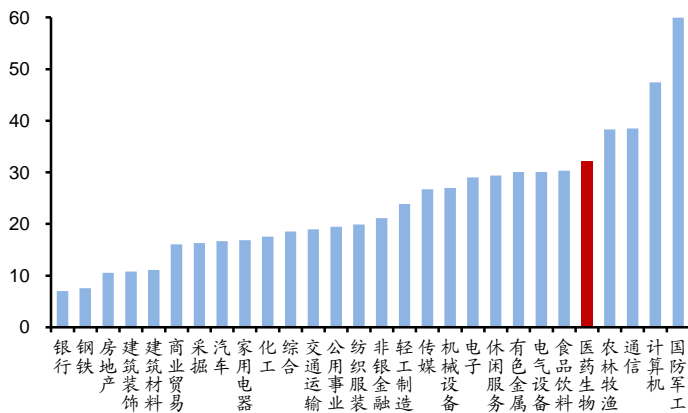


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.2 医药股估值溢价率处于历史底部

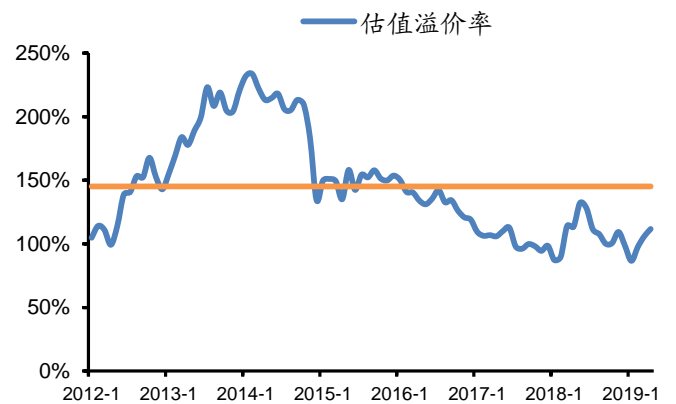
4月30号，申万医药生物指数TTM估值为32.16倍，在28个申万一级子行业中处于中上水平。从2012年以来7年历史数据来看，行业估值溢价率平均为145.15%，而目前申万医药指数的PE估值溢价率为111.7%（对比2012年初），处于7年来的最低估值附近。我们认为去年底板块的大幅下跌基本反映了带量采购等不利政策的潜在影响（数据截止于19年4月30日），行业整体仍有估值提升潜力。

图3：4月底各板块滚动市盈率比较（申万指数，TTM）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：申万医药板块相对A股整体PE估值溢价率（TTM）



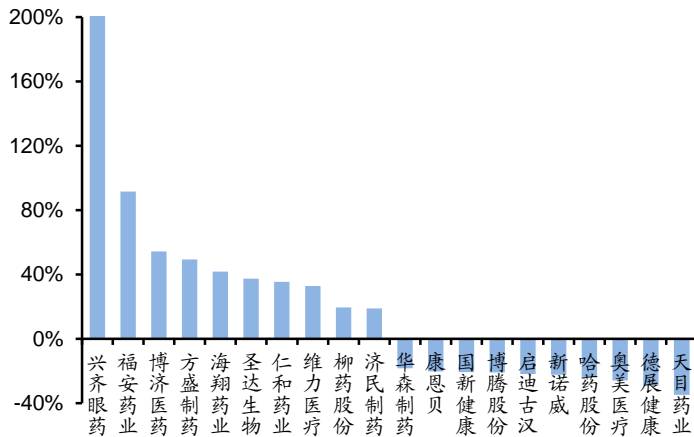
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加

申万医药板块涨幅前十的个股包括兴齐眼药、福安药业、博济医药、方盛制药

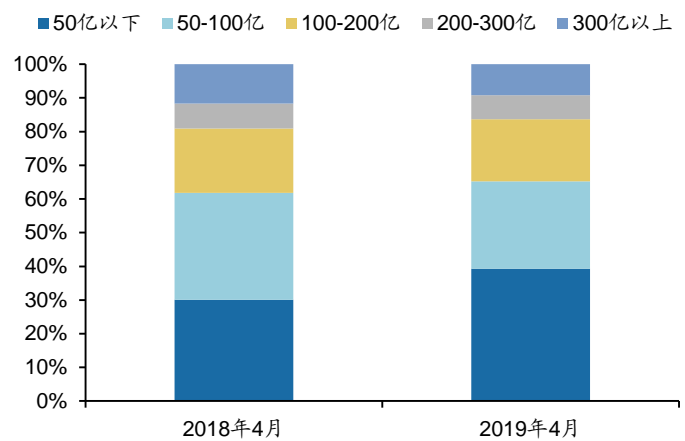
等，下跌居前的有天目药业、德展健康、奥美医疗、哈药股份等，多数因为业绩表现不佳。根据19年4月底医药上市公司市值分布来看，300亿以上市值公司占比显著下降，其它50-300亿的几个层级的公司市值占比都明显缩小，50亿以下市值公司明显增加，比例从2018年4月份的30%提高到2019年4月份的39%（截止于19年4月30日）。

图5：4月申万医药板块涨跌幅前十个股(%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：4月申万医药板块上市公司市值分布情况



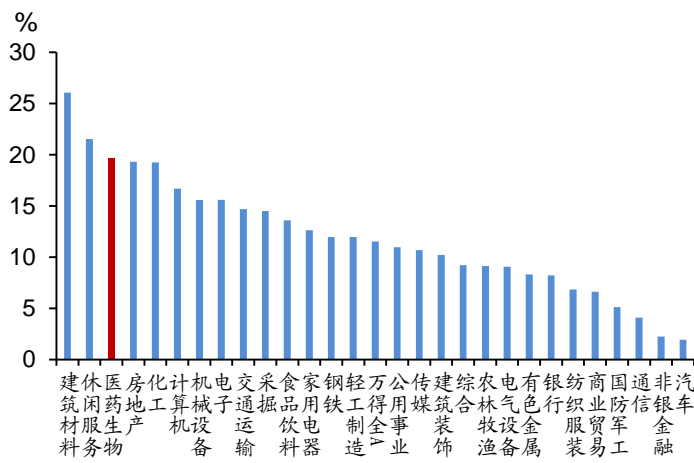
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

年报一季报业绩回顾：收入保持较快增速，归母净利润压力提升

2.1 2018年医药行业营收增长19.73%，显著领先其他行业

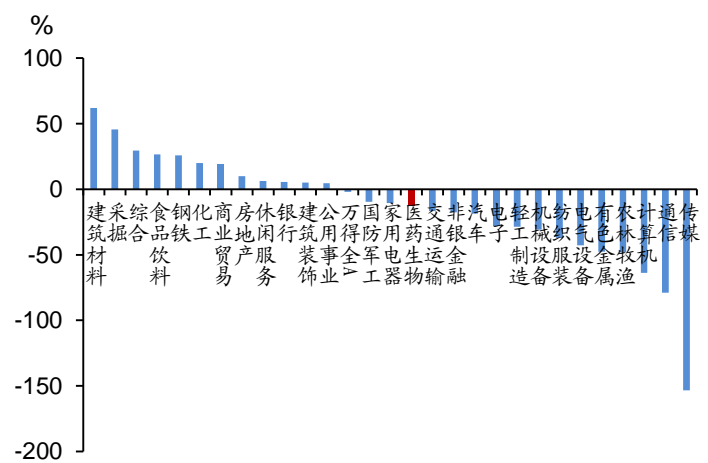
根据上市公司2018年年报，2018年28个行业全部实现行业营收增长，共有17个行业营收增速超过10%，其中医药生物行业营收增长为19.73%，在28个一级行业中排在第3位。2018年医药行业净利润增速为-12.75%，在28个一级行业中排在第15位（下文净利润均指归母净利润）。

图7：各一级行业2018年收入增速（申万行业指数）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：各一级行业2018年净利润增速

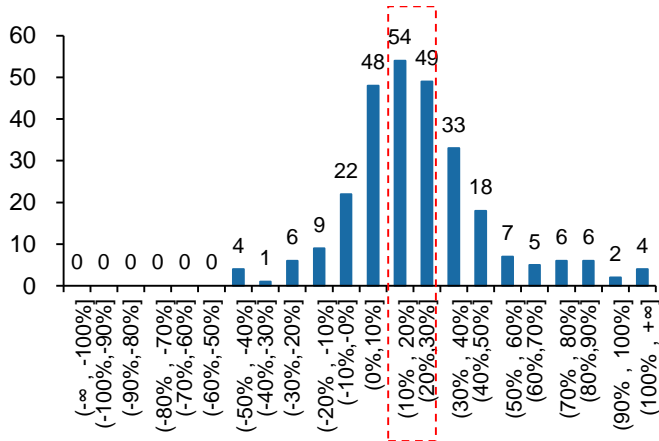


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从医药上市公司2018年增速分布来看，有103家医药上市公司营收增速集中在

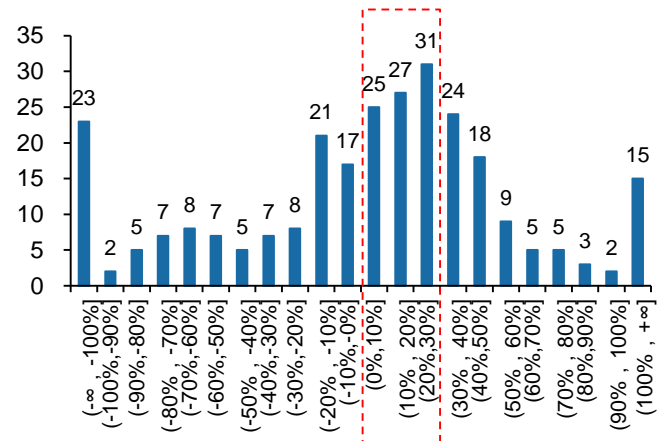
10-30%，这个增速区间比重达到38%，集中度较高；有83家医药上市公司扣非净利润增速集中在0%-30%，占比30%。还有15家公司扣非净利润增速超过100%，多数业绩压力较大的公司与前期收购标的的计提资产减值准备相关，导致部分公司出现巨亏，大量公司净利润收到不同程度的影响；医疗服务、创新药公司业绩表现突出。

图9：医药上市公司2018年营收增速分布



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：医药上市公司2018年扣非净利润增速分布

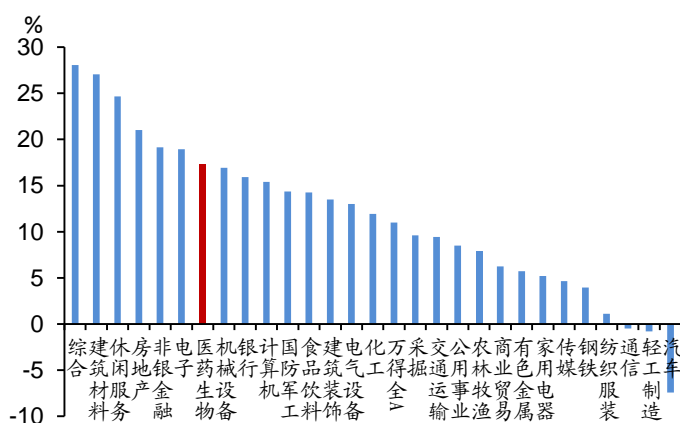


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2.2 2019年Q1医药行业营收增长17.35%，横向对比居行业第7

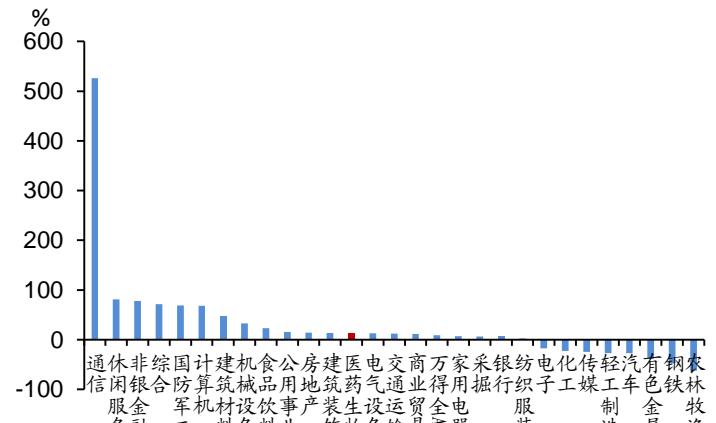
根据上市公司2019年一季报，一季度共有25个行业实现行业营收增长，共有15个行业营收增速超过10%，其中医药生物行业营收增长为17.35%，在28个一级行业中排在第7位。2019年第1季度医药行业净利润增速为12.7%，在28个一级行业中排在第13位。

图11：各一级行业2019年Q1收入增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

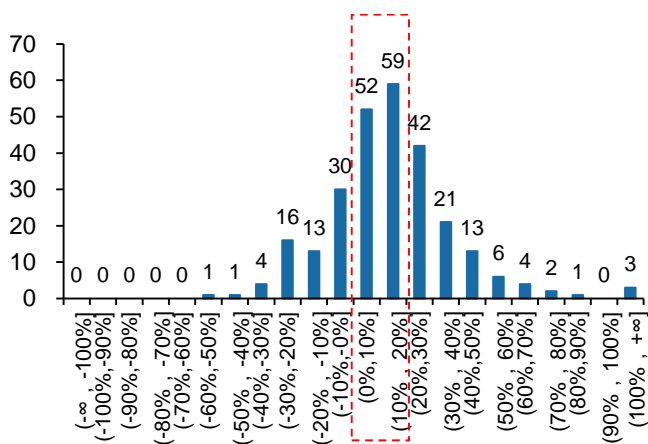
图12：各一级行业2019年Q1净利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

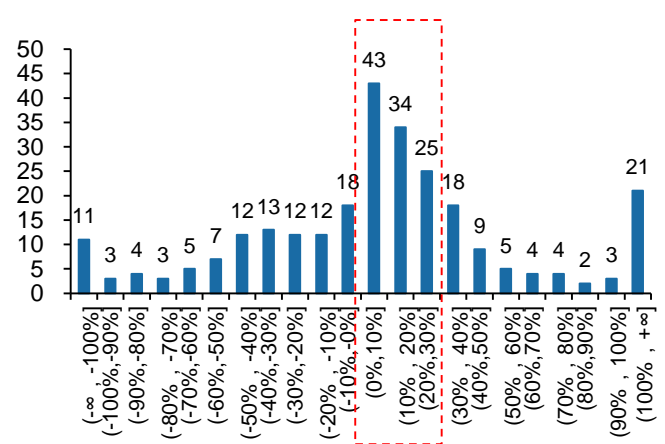
从医药上市公司2019年第一季度增速分布来看，有111家医药上市公司营收增速集中在0-20%，这个增速区间比重达到41%，集中度较高；有102家医药上市公司扣非净利润增速集中在0%-30%，占比38%。还有21家公司扣非净利润增速超过100%。一季度扣非净利润同比增速较四季度有明显提升，一方面是一季度没有减值准备影响，另一方面一季度基数较低，部分子行业2018年下半年两个季度旺季增长较快，一季度边际增量表现更显著。

图13: 医药上市公司2019年Q1营收增速分布



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 医药上市公司2019年Q1扣非净利润增速分布



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.3 行业整体收入维持稳健增长, 不同子行业分化显著

我们剔除次新股和非经常因素调整后处理了医药行业及子行业数据, 以整体指标来看, 2018年医药板块营收增速为19.1%, 同比增加0.7个pct。扣非净利润增速同比为1.9%。行业毛利率同比增加2个pct, 扣非净利率同比减少1个pct。考虑到收入增速有两票制低开转高开影响的, 实际的行业增速比表观更低。净利润四季度十几家公司大额计提资产减值, 拉低了整体增速, 实际的利润增速比表观更高。2019年第一季度医药板块营收增速为16.5%, 同比减少7.9个pct, 环比增加5.1个pct。第一季度扣非净利润增速同比为-4.8%。行业毛利率同比减少2个pct, 扣非净利率同比减少1.5个pct, 环比增加5.4个pct。一季度基本维持四季度的经营趋势, 整体经营现金流略有压力, 主要来自美年健康、哈药股份两家企业一季度大额亏损和现金流恶化的影响。同时考虑到去年同期是流感高发期, 很多公司基数较高, 所以化学制剂等子行业一季度数据都较差。

表1: 年报一季报医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 百万)

行业总体	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
收入	934714	249313	272872	522186	275449	797635	308966	1106601	310263	322053	632316	341798	974114	344311	1318425	361392
收入增速	17.5%	16.9%	21.0%	19.0%	20.7%	19.6%	15.5%	18.4%	24.4%	18.0%	21.1%	24.1%	22.1%	11.4%	19.1%	16.5%
净利润	76639	20534	24671	45205	26249	71454	22630	94084	27543	29168	56711	25741	82452	11814	94266	28926
净利润增速	16.9%	11.5%	21.7%	16.9%	38.2%	23.9%	19.4%	22.8%	34.1%	18.2%	25.5%	-1.9%	15.4%	-47.8%	0.2%	5.0%
扣非净利润	67148	19243	21717	40960	19513	60473	16587	77061	25566	25544	51109	22817	73926	4594	78520	24332
扣非净利润增速	20.0%	24.8%	16.3%	20.1%	16.9%	19.1%	1.4%	14.8%	32.9%	17.6%	24.8%	16.9%	22.2%	-72.3%	1.9%	-4.8%
毛利率	32%	32%	32%	32%	33%	32%	36%	33%	35%	35%	35%	34%	35%	35%	35%	33%
扣非净利率	7.2%	7.7%	8.0%	7.8%	7.1%	7.6%	5.4%	7.0%	8.2%	7.9%	8.1%	6.7%	7.6%	1.3%	6.0%	6.7%
经营现金流/净利润	0.95	-0.20	0.70	0.29	0.48	0.36	1.82	0.71	-0.16	0.92	0.40	1.10	0.62	3.90	1.03	-0.06
加应收票据后经营现金流/净利润	1.55	2.07	2.50	1.27	2.10	0.96	4.26	1.30	1.79	2.56	1.24	2.73	1.13	8.68	1.63	1.71
营业成本	637084	170652	185126	355778	184647	540425	197122	737546	201682	209707	411389	226101	637490	224717	862207	240595
经营现金流/净利润	73112	-4044	17229	13185	12595	25780	41223	67002	-4392	26947	22555	28343	50898	46018	96915	-1723
应收票据	45947	46448	44448	44448	42605	42605	55155	55155	53589	47636	47636	41957	41957	56555	56555	51092

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

不同板块分化显著: 化学原料药2016-2018Q3营收保持稳定增长, 大概在15%-20%。2018年Q4下降到7.8%, 2019年Q1营收增速仅为1%。生物制品2018年1-3Q营收高速增长, 增速超40%, 2018年Q4和2019年Q1回落至约20%-25%, 仍维持较高景气度。医疗服务营收保持高速增长, 龙头爱尔眼科和通策医疗表现高

于市场预期，行业整体Q1收入增长20%。医疗器械和医药商业营收增速均稳定维持在20%左右。中药2018年Q4营收增速下降至-8.6%，2018全年为14.7%，2019年Q1恢复到15.8%。化学制剂2018年Q4营收增速下降至14.7%，2018全年为21.6%，2019年Q1为10.6%，维持稳健增长。

表 2: 各子行业收入增长率 (%)

	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
化学原料药	16.4	16.2	15.2	15.7	15.8	15.7	21.6	17.3	32.5	12.0	21.9	19.2	20.9	7.8	17.2	1.0
生物制品	16.2	15.8	20.4	18.2	18.1	18.2	33.1	22.5	41.2	46.7	44.2	41.0	43.0	21.9	36.4	25.4
医疗服务	30.0	47.0	51.1	49.3	63.9	55.0	102.8	69.6	61.3	61.7	61.5	41.1	53.1	3.5	35.1	20.0
医疗器械	22.3	25.9	23.8	24.8	27.8	25.9	23.4	25.1	19.8	26.1	23.2	18.7	21.6	18.9	20.8	17.4
医药商业	21.0	18.5	27.9	23.3	24.1	23.6	10.9	20.0	21.5	13.2	17.1	18.8	17.7	20.8	18.5	20.0
中药	11.0	11.6	12.1	11.9	11.1	11.6	22.9	14.8	22.2	17.6	19.8	34.1	24.5	-8.6	14.7	15.8
化学制剂	16.4	16.1	13.4	14.7	21.8	17.1	-1.2	11.3	27.7	22.1	24.9	23.2	24.3	14.7	21.6	10.6
行业整体	17.5	16.9	21.0	19.0	20.7	19.6	15.5	18.4	24.4	18.0	21.1	24.1	22.1	11.4	19.1	16.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年扣非净利润增速最高的子行业是医疗服务(52.2%)，接下来依次是化学原料药(20.2%)、医疗器械(18.5%)、生物制品(9%)、医药商业(0.7%)、化学制剂(-3.4%)、中药(-8.2%)。化学原料药2018年Q4扣非净利润增速下降至-80.6%，2019年Q1为-41.7%。生物制品2018年Q4扣非净利润增速下降至-43.3%，2019年Q1恢复到18.5%增长。医疗服务2018年Q4扣非净利润增速下降至26.5%，2019年Q1为-10.2%。医疗器械2018年Q4扣非净利润增速下降至-2.7%，2019年Q1为17.9%。医药商业2018年Q4扣非净利润增速下降至-48.9%，2019年Q1为11%。中药2018年Q4扣非净利润增速下降至-95.1%，2019年Q1为-7.9%。化学制剂2018年Q4扣非净利润增速下降至-101%，2019年Q1为-2.1%。整体看各行业Q4的负增长基本主要来源于计提减值准备。

表 3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)

	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
化学原料药	73.9	15.8	-5.9	2.5	1.8	2.3	34.7	10.1	153.9	22.2	79.7	26.2	62.2	-80.6	20.2	-41.7
生物制品	25.7	25.0	29.5	27.4	49.0	34.5	13.8	29.3	29.2	32.9	31.2	11.1	23.9	-43.3	9.0	18.5
医疗服务	11.7	210.1	49.7	66.3	59.2	62.6	60.0	61.8	121.6	66.1	76.8	51.2	63.6	26.5	52.2	-10.2
医疗器械	11.4	42.9	20.5	29.3	16.9	25.0	-48.6	6.1	15.8	21.3	18.9	26.8	21.5	-2.7	18.5	17.9
医药商业	30.5	38.4	31.0	34.5	27.1	32.1	-1.7	22.5	17.7	19.0	18.4	8.8	15.4	-48.9	0.7	11.0
中药	9.3	18.6	19.5	19.1	14.8	17.7	8.0	15.5	24.9	7.3	15.7	15.1	15.5	-95.1	-8.2	-7.9
化学制剂	16.8	21.5	1.0	10.1	0.2	6.9	-16.1	1.8	19.3	19.3	19.3	17.0	18.6	-101.0	-3.4	-2.1
总计	20.0	24.8	16.3	20.1	16.9	19.1	1.4	14.8	32.9	17.6	24.8	16.9	22.2	-72.3	1.9	-4.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

细分领域: 创新药迎来收获期, 专科医疗维持高景气度

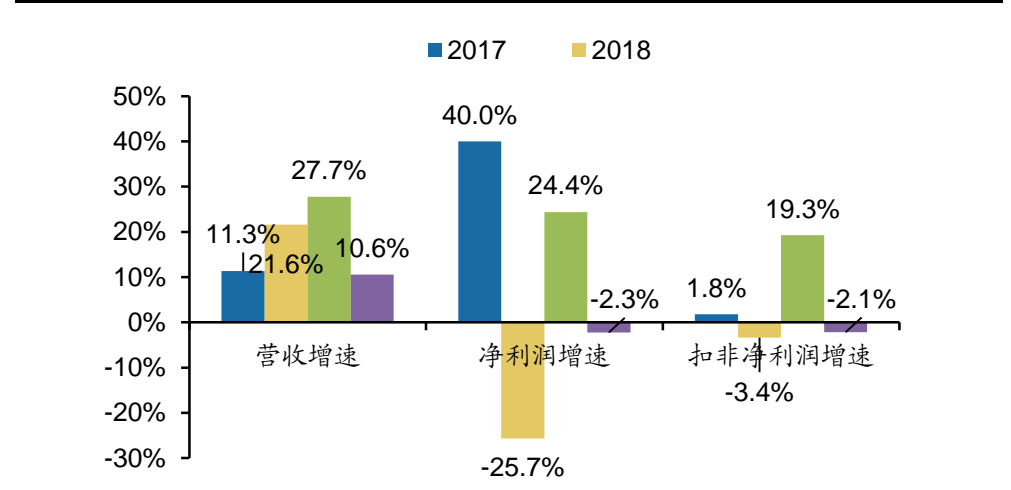
3.1 化学制剂: 一季度高基数影响同比增速, 创新药维持高增长

2018年化学制剂上市公司整体营业收入增速21.6%，增速较2017年提升16.4pct，增速提升主要源于行业集中度提升、低开转高开以及2018年Q1流感疫情影响。受商

誉计提影响，2018年化学制剂上市公司整体净利润和扣非净利润较2017年分别下滑25.7%和3.4%。

2019年一季度，化学制剂上市公司整体营收、净利润和扣非后净利润增速均较2018年一季度有所下滑，主要缘于2018年一季度受流感疫情影响，行业营收和利润高基数所致。

图15: 化学制剂上市公司经营指标增长情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年化学制剂上市公司整体毛利率为59%，较2017年提升3pct；扣非归母净利润率略有下滑，由9.4%下滑至7.4%。2019年一季度整体毛利率59%，较2018年同期提升1pct，扣非归母净利润率9.4%，较上年同期略有下滑。

表4: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学制剂	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q17	18A	1Q19
收入	123146	31418	32769	64187	34667	98854	38238	137092	40136	40008	80144	42707	122851	43877	166728	44379
收入增速	16.4%	16.1%	13.4%	14.7%	21.8%	17.1%	-1.2%	11.3%	27.7%	22.1%	24.9%	23.2%	24.3%	14.7%	21.6%	10.6%
净利润	14296	3779	4130	7909	8536	16445	3573	20018	4701	4797	9497	4315	13813	1061	14873	4594
净利润增速	20.5%	14.5%	7.2%	10.5%	136.1%	52.7%	1.3%	40.0%	24.4%	16.2%	20.1%	-49.4%	-16.0%	-70.3%	-25.7%	-2.3%
扣非净利润	12630	3561	3714	7275	3217	10492	2359	12851	4248	4431	8679	3765	12444	-24	12420	4157
扣非净利润增速	16.8%	21.5%	1.0%	10.1%	0.2%	6.9%	-16.1%	1.8%	19.3%	19.3%	19.3%	17.0%	18.6%	-101.0%	-3.4%	-2.1%
毛利率	52%	53%	55%	54%	57%	55%	60%	56%	58%	59%	59%	60%	59%	59%	59%	59%
扣非净利率	10.3%	11.3%	11.3%	11.3%	9.3%	10.6%	6.2%	9.4%	10.6%	11.1%	10.8%	8.8%	10.1%	-0.1%	7.4%	9.4%
经营现金流/净利润	1.44	0.66	1.19	0.93	0.57	0.74	1.85	0.94	0.98	0.72	0.85	1.51	1.05	6.98	1.48	0.78
加应收票据后的经营现金流/净利润	2.12	3.32	3.47	2.13	1.68	1.32	5.11	1.52	3.13	2.82	1.91	2.99	1.51	16.60	2.16	2.61
营业成本	59285	14793	14810	29602	15068	44670	15336	60006	16681	16354	33036	17193	50229	17814	68042	18149
经营现金流/净利润	20618	2491	4895	7386	4854	12240	6604	18844	4606	3434	8040	6497	14537	7406	21943	3574
应收票据	9625	10071	9436	9436	9496	9496	11653	11653	10086	10102	10102	6386	6386	10203	10203	8407

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年，化学制剂上市公司中，41家上市公司中37家实现营收同比增长，4家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的企业中，有1家企业增幅在100%以上，有10家企业增长幅度在30%-100%之间，7家在10%-30%之间。

2019年一季度，上述41家上市公司中33家实现营收同比增长，8家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的22家企业中，有3家企业增幅在100%以上，有7家企

业增长幅度在30%-100%之间，6家在10%-30%之间。

表5: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学制剂	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2017	2018	2018Q1	2019Q1
海思科	29.29	84.61	75.14	75.50	-46.35	40.28	38.46	-16.64	-59.85	33.41	-197.60	267.06
华仁药业	5.04	5.49	19.23	3.03	56.75	3.36	-45.41	116.59	52.35	-21.43	-39.79	115.71
兴齐眼药	6.17	19.78	2.57	24.81	-27.34	-65.37	-130.02	141.52	-14.68	-69.94	-142.78	101.95
特一药业	4.74	28.83	34.31	20.11	12.20	46.27	32.50	61.83	8.57	46.26	11.91	85.78
康芝药业	1.98	32.12	10.88	41.97	8.75	-75.93	34.29	6.36	3.00	-125.41	75.98	51.94
东诚药业	37.74	46.20	26.33	33.67	31.83	62.44	38.93	48.66	42.47	65.41	47.45	49.51
健康元	10.88	3.94	9.08	11.05	372.52	-67.21	17.85	35.29	58.39	26.35	15.59	41.98
北陆药业	4.75	16.37	5.23	41.64	625.40	24.36	8.85	41.08	22.02	31.94	18.36	38.02
仙琚制药	13.93	26.97	46.62	0.70	41.35	45.85	149.45	43.23	43.08	51.00	160.23	37.16
海辰药业	62.03	56.45	116.44	28.73	45.02	26.86	116.19	31.10	36.50	33.01	113.13	31.26
恒瑞医药	24.72	25.89	21.70	28.77	24.25	26.39	16.95	25.61	19.76	22.60	12.28	27.76
恩华药业	12.46	13.69	10.49	13.31	27.41	32.99	19.27	23.64	18.97	39.90	19.40	23.93
贝达药业	-0.84	19.27	23.99	31.70	-30.12	-35.27	-43.36	20.83	-34.30	-30.74	-20.80	23.17
丽珠集团	11.49	3.86	11.43	10.06	433.63	-75.56	26.31	13.07	20.16	15.51	19.56	15.28
莱美药业	29.47	21.86	32.72	-4.31	695.88	76.39	108.31	-54.32	454.71	-8.47	-10.24	11.41
海欣股份	-1.12	9.82	12.56	7.94	17.04	28.44	79.89	24.21	47.43	27.58	78.17	10.33
力生制药	21.56	46.06	38.19	10.32	1.05	58.35	0.54	8.55	-5.57	51.60	0.40	8.98
华润双鹤	16.87	28.08	39.90	23.16	17.98	14.95	27.94	9.55	24.09	11.57	26.84	7.13
丰原药业	26.77	16.88	35.52	5.26	42.57	-6.77	22.12	44.63	27.65	-10.13	43.40	6.37
灵康药业	110.01	66.10	168.18	12.19	4.60	13.48	15.54	10.70	20.35	-3.70	10.18	5.76
联环药业	13.93	47.91	70.06	9.30	12.53	4.27	21.51	5.28	4.69	12.45	27.96	3.25
康弘药业	9.70	4.70	9.03	2.43	29.68	7.88	35.88	2.44	28.67	0.35	26.63	2.73
华北制药	-4.62	19.52	13.94	8.26	-65.52	703.03	96.02	16.46	142.85	2.45	972.27	-0.55
现代制药	-6.66	32.91	31.36	2.10	8.15	36.78	8.64	6.83	162.45	-1.71	9.39	-0.63
科伦药业	33.49	43.00	61.54	9.05	28.04	62.04	98.91	-12.40	-74.09	698.96	78.16	-2.04
海南海药	18.17	35.48	61.68	14.99	-47.38	38.03	9.38	1.31	-123.06	97.24	19.17	-3.59
振东制药	13.66	-8.36	7.60	16.32	48.49	-148.90	-11.83	1.59	50.77	-166.28	-10.87	-5.16
福安药业	61.20	27.67	69.48	-4.78	28.32	-226.39	-1.49	-16.48	21.99	-245.75	-6.67	-13.91
济民制药	33.86	15.75	23.32	17.40	29.32	-39.37	29.39	0.42	33.26	-293.15	27.60	-19.09
亚大药业	25.51	20.94	29.48	14.71	61.35	2.79	40.05	-13.28	64.42	2.71	38.85	-20.75
信立泰	8.36	11.99	15.86	5.52	3.97	0.44	10.33	-22.57	1.14	0.66	8.26	-22.91
誉衡药业	1.95	80.20	99.94	4.98	-56.79	-59.35	-18.94	-12.91	-60.11	-99.62	-20.74	-27.75
延安必康	44.15	57.35	119.61	13.55	-6.40	-54.72	29.98	-28.34	-14.81	-59.82	28.99	-28.13
鲁抗医药	3.74	28.10	38.46	6.74	292.54	41.27	589.15	-46.73	312.23	41.81	542.26	-46.59
莎普爱思	-4.07	-35.30	-15.52	-21.10	-46.92	-186.42	-18.40	-52.42	-35.68	-220.55	-15.86	-47.33
翰宇药业	45.75	1.46	30.39	-28.22	12.95	-203.35	25.22	-47.01	20.28	-212.32	16.26	-49.40
广生堂	-5.36	35.89	5.58	25.31	-49.46	-50.89	-40.74	-37.46	-53.30	-70.77	-45.17	-57.97
山大华特	14.40	-13.64	1.82	-29.95	22.59	-46.67	-14.56	-67.65	22.30	-37.57	-14.84	-67.87
仟源医药	25.85	21.04	45.99	-6.32	-28.11	-66.59	14.45	171.47	-47.86	-519.64	-6.67	-71.05

哈药股份	-14.93	-10.02	-7.38	-6.43	-48.36	-14.95	201.22	-203.51	-59.30	-15.80	234.00	-223.72
景峰医药	-2.15	0.08	8.39	-23.07	-52.33	15.26	-54.40	26.84	-55.21	18.02	-79.64	-1017.7

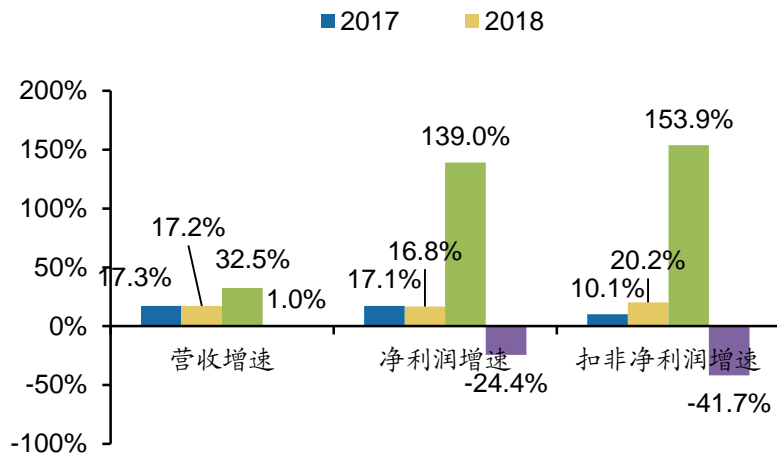
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.2 化学原料药: 原料药供给增加导致价格有所波动, 维生素价格走势分化

2018年原料药上市公司整体营业收入增速17.2%, 增速与2017年持平; 净利润增速16.8%, 与2017年基本持平, 扣非净利润增速20.2%, 较2017年提升10.1pct。

2019年一季度, 原料药上市公司整体营收与上年同期基本持平, 增速较2018年一季度大幅下滑, 净利润和扣非后净利润增速均较2018年一季度有较大幅度下滑。主要源于2019年一季度主要原料药厂家在环保整改后陆续复产, 导致价格下滑。

图16: 化学原料药上市公司经营指标增长情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年化学原料药上市公司整体毛利率为44%, 较2017年提升5pct; 扣非归母净利润率基本持平。2019年一季度整体毛利率42%, 较2018年同期下滑6pct, 扣非归母净利润率9.3%, 较上年同期下滑6.8pct。

表6: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学原料药	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q17	18A	1Q19
收入	66570	17835	19265	37100	18926	56026	22089	78115	23626	21584	45211	22552	67762	23808	91571	23856
收入增速	16.4%	16.2%	15.2%	15.7%	15.8%	15.7%	21.6%	17.3%	32.5%	12.0%	21.9%	19.2%	20.9%	7.8%	17.2%	1.0%
净利润	7171	1670	2177	3848	1920	5768	2631	8400	3992	2632	6624	2345	8969	840	9809	3020
净利润增速	45.8%	7.7%	-2.0%	2.0%	1.0%	1.7%	75.7%	17.1%	139.0%	20.9%	72.2%	22.1%	55.5%	-68.1%	16.8%	-24.4%
扣非净利润	6575	1502	1936	3438	1671	5109	2128	7237	3814	2366	6179	2109	8289	413	8701	2225
扣非净利润增速	73.9%	15.8%	-5.9%	2.5%	1.8%	2.3%	34.7%	10.1%	153.9%	22.2%	79.7%	26.2%	62.2%	-80.6%	20.2%	-41.7%
毛利率	36%	34%	37%	36%	38%	37%	46%	39%	48%	41%	45%	42%	44%	44%	44%	42%
扣非净利率	9.9%	8.4%	10.0%	9.3%	8.8%	9.1%	9.6%	9.3%	16.1%	11.0%	13.7%	9.4%	12.2%	1.7%	9.5%	9.3%
经营现金流/净利润	1.21	0.60	0.80	0.71	1.31	0.91	1.10	0.97	0.43	1.13	0.71	1.74	0.98	6.28	1.43	0.52
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.48	1.84	1.80	1.28	2.53	1.32	2.15	1.30	1.12	2.11	1.10	2.85	1.27	9.49	1.71	1.38
营业成本	42736	11700	12121	23821	11736	35557	11960	47517	12341	12695	25036	13189	38225	13428	51653	13780
经营现金流/净利润	8697	1010	1736	2746	2524	5269	2902	8171	1720	2983	4703	4087	8790	5275	14065	1568
应收票据	1922	2058	2177	2177	2335	2335	2765	2765	2739	2557	2557	2595	2595	2694	2694	2605

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年，化学原料药上市公司中，27家上市公司中25家实现营收同比增长，2家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的企业中，有4家企业增幅在100%以上，有12家企业增长幅度在30%-100%之间，4家在10%-30%之间。

2019年一季度，上述41家上市公司中16家实现营收同比增长，11家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的16家企业中，有3家企业增幅在100%以上，有6家企业增长幅度在30%-100%之间，3家在10%-30%之间。

表7：申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学原料药	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2017	2018	2018Q1	2019Q1
北大医药	3.65	7.92	13.93	-7.16	172.80	31.87	109.91	3.46	241.51	26.83	90.71	0.83
博腾股份	-10.74	0.07	-40.57	18.92	-37.23	15.86	-60.88	-25.16	-48.16	-19.98	-92.33	144.82
东北制药	17.90	31.54	36.39	7.84	400.23	64.04	380.21	10.13	1121.65	-63.18	560.91	12.62
尔康制药	4.51	-16.74	-36.82	53.85	-34.31	-58.55	-52.87	-17.30	-38.18	-43.20	-49.99	-15.68
富祥股份	25.46	21.42	32.26	-3.25	2.09	9.67	21.75	-13.54	4.95	15.68	21.33	-29.27
广济药业	12.15	5.27	43.63	-26.11	-25.82	63.22	239.32	-64.16	-21.01	46.03	262.48	-65.50
海普瑞	18.10	69.34	75.15	6.65	-66.91	213.33	447.55	636.43	-85.89	929.45	423.68	-82.89
海翔药业	-5.13	17.74	4.54	36.21	52.08	76.79	-61.51	352.29	-27.56	100.77	-61.78	341.53
海正药业	8.61	-3.63	3.06	-0.86	114.37	-3730.1	57.95	194.06	50.09	-332.50	-380.06	468.65
花园生物	27.58	57.24	171.66	0.51	197.91	135.74	493.55	5.98	219.51	132.94	529.45	5.39
华海药业	22.21	1.85	9.69	-3.22	27.64	-83.18	15.56	-16.23	33.00	-81.05	25.34	-28.62
金城医药	96.29	7.89	44.49	-23.34	79.62	-7.84	32.94	35.43	96.64	-10.38	35.02	35.73
金达威	25.37	37.80	79.63	-11.03	58.14	44.97	409.96	-61.21	59.22	41.28	406.31	-60.64
京新药业	18.32	32.66	34.53	38.81	32.35	39.97	19.54	49.25	-76.69	653.97	22.49	20.43
凯莱英	28.99	28.94	25.36	31.03	35.04	25.49	29.34	45.00	20.58	24.22	13.68	51.87
普洛药业	16.34	14.85	9.24	15.86	-2.40	44.42	38.33	64.62	1.52	63.45	32.67	70.24
千红制药	37.23	24.05	38.73	8.46	-18.47	20.95	19.40	6.29	-30.37	24.76	20.14	5.86
赛托生物	38.24	33.95	133.51	19.38	-9.07	37.88	583.23	8.84	-26.70	41.38	511.18	0.29
山河药辅	18.49	26.28	44.52	6.27	3.18	39.28	35.73	22.89	-5.67	49.00	31.05	31.68
司太立	5.65	25.25	0.39	49.35	9.19	12.70	-21.03	84.25	-17.83	59.61	-14.29	93.51
天药股份	16.75	23.13	49.77	38.58	32.83	18.21	19.58	46.82	62.54	58.77	144.36	45.06
新和成	32.77	39.27	148.00	-39.71	41.72	80.64	544.56	-65.82	43.46	75.48	577.95	-67.52
新华制药	12.47	15.33	9.42	14.14	71.42	19.68	31.12	11.62	66.70	38.37	52.87	11.42
亿帆医药	24.79	5.91	44.62	-9.33	85.18	-43.50	63.11	-54.75	76.95	-42.73	75.20	-54.15
永安药业	69.78	7.79	27.58	22.50	113.74	34.12	73.91	-85.01	208.84	30.27	135.37	-97.01
浙江医药	7.83	20.49	61.68	-10.60	-43.76	44.01	1838.06	-71.43	-53.29	76.69	2313.69	-84.45

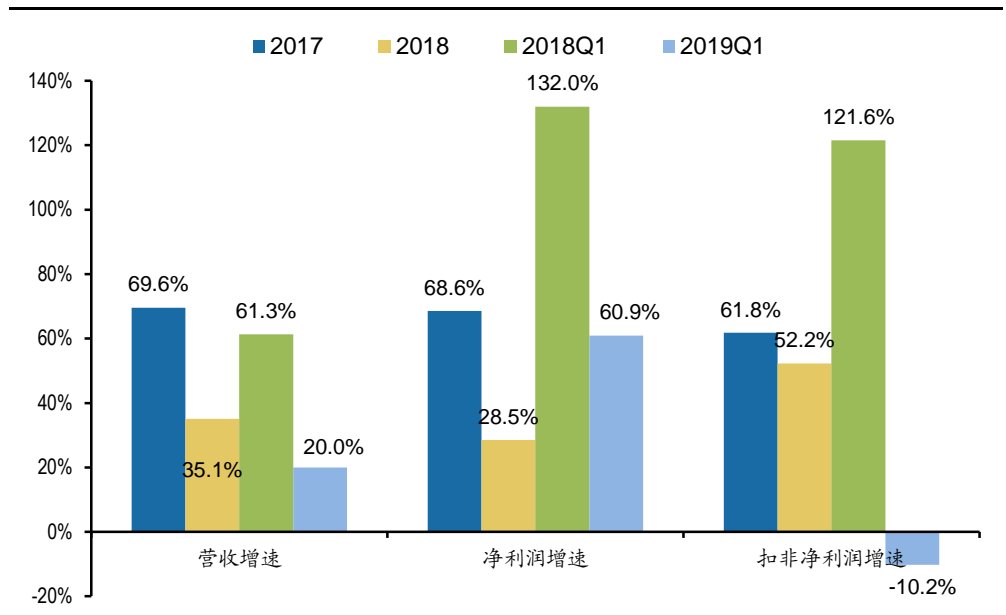
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3.3 医疗服务：专科医院延续高增长，龙头出现分化

医疗服务整体行业营收保持高速增长，2018年增速为35.1%，2019年Q1为20%，增速有所下降。净利润保持较快增长，2018年度、2019年Q1分别为28.5%、60.9%。2018年扣非净利润增速为52.2%，2019年Q1为-10.2%，主要由于美年健康和博济医药的负增长导致。2018年行业整体毛利率为42%，同比上升1个百分点，整体行业净利率保持稳定。综合看医疗服务行业呈现一定分化，不像去年

一季度多数龙头表现出一致的高增长从而带动行业增速维持较高水平。

图 17: 医疗服务2018年及2019年Q1增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

医疗服务中专科医院延续高增长趋势, 一季度爱尔眼科和通策医疗业绩均高于市场预期, 归母净利润增速分别达到了37.84%和53.71%, 眼科和口腔医疗作为两个最重要的专科医院板块, 整体仍然保持了旺盛的终端需求以及客单价提升趋势。

表 8: 2019 年第一季度医疗服务经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)

医疗服务	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
收入	11684	3166	4228	7394	5207	12600	7209	19810	5107	6836	11943	7347	19290	7463	26753	6127
收入增速	30.0%	47.0%	51.1%	49.3%	63.9%	55.0%	102.8%	69.6%	61.3%	61.7%	61.5%	41.1%	53.1%	3.5%	35.1%	20.0%
净利润	1263	117	466	584	662	1246	883	2129	272	808	1080	940	2020	716	2736	438
净利润增速	14.0%	202.0%	44.1%	61.0%	72.8%	67.1%	70.7%	68.6%	132.0%	73.2%	85.0%	41.9%	62.1%	-18.9%	28.5%	60.9%
扣非净利润	1037	109	454	562	602	1164	514	1678	240	753	994	910	1904	650	2554	216
扣非净利润增速	11.7%	210.1%	49.7%	66.3%	59.2%	62.6%	60.0%	61.8%	121.6%	66.1%	76.8%	51.2%	63.6%	26.5%	52.2%	-10.2%
毛利率	42%	37%	44%	41%	44%	42%	41%	41%	37%	44%	41%	43%	42%	42%	42%	35%
扣非净利率	8.9%	3.4%	10.7%	7.6%	11.6%	9.2%	7.1%	8.5%	4.7%	11.0%	8.3%	12.4%	9.9%	8.7%	9.5%	3.5%
经营现金流/净利润	1.27	-1.09	0.78	0.41	0.72	0.57	3.02	1.59	0.53	1.08	0.94	1.19	1.06	3.20	1.62	-0.07
加应收票据后经营现金流/净利润	1.28	-1.02	0.80	0.42	0.74	0.59	3.05	1.60	0.69	1.13	0.98	1.23	1.08	3.24	1.63	0.02
营业成本	6764	2006	2385	4391	2931	7322	4268	11590	3232	3827	7059	4190	11248	4308	15557	4003
经营现金流/净利润	1609	-128	366	238	475	713	2662	3375	145	873	1018	1122	2140	2293	4433	-31
应收票据	8	8	9	9	16	16	29	29	42	36	36	33	33	28	28	41

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从爱尔眼科经营数据看眼科行业增长趋势: 爱尔2018年门诊量574万人次, 同比增长13.00%, 手术量增长9.07%, 剔除白内障的手术量同比增长18.26%。整体看屈光手术表现突出, 增速达到45.59%, 其次是视光业务增长26.04%, 白内障业务增长放缓, 增速9%。整体看与眼科行业的经营趋势相匹配, 屈光业务占比达到了历史上最高的35%, 贡献了最大的收入和利润增量, 后续屈光产品迭代将贡献主

要的收入增量，新一代ICL晶体植入正在成为下一个驱动力：全飞秒的下一代技术是ICL晶体植入，最新的V4c晶体2014-2015年进入中国市场，价格比全飞秒贵30%以上，该术式可以额外覆盖大量原来不满足全飞秒手术的人群，同时具有可逆性，虽然目前占比不高（2017年约12%），但参考收入水平高和观念前卫的深圳地区的业务结构，有望在后续几年成为推动手术单价提升的核心驱动力。

从通策医疗经营数据看口腔行业发展趋势：在去年一季度已经有44%的业绩增速的基础上，今年增速继续维持在50%以上，充分体现了去年以来口腔医疗行业的高景气度以及公司内部经营效率的持续提升。且公司整体仍在前期杭口总院和城西分院扩建后的业绩红利期，其他中小型分院的盈利能力也在持续提升。2019年公司还提出了口腔种植业务的倍增计划，从而更好地覆盖不同价格区间的患者需求，也加强了对年轻医生的招聘和培养。年初签订的10家蒲公英计划医院也在有序推进，预计2019年内可以全面营业，通策医疗再浙江省内的影响力仍在快速提升。可见口腔行业的规模效益正在提升，通策区域总院+分院的模式正在得到浙江省和全国范围内的广泛认可，也可以看到通策模式具备更高的盈利能力。

龙头出现分化，板块整体受到一定拖累。整体医疗服务板块扣非净利润增速受到美年健康和博济医药的大幅下滑的影响，主要来自于公司本身前期的事件性影响，而非行业性影响。体检行业和临床CRO行业长期仍是景气向上的。

表 9：医疗服务重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

医疗服务		收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS			投资要点
		2017	2018	18Q1	19Q1	2017	2018	18Q1	19Q1	2017	2018	18Q1	19Q1	2019E	2020E	2021E	
连锁 医疗	爱尔眼科	49.1	34.3	45.9	28.5	33.3	35.9	39.2	37.8	41.9	39.1	38.3	30.2	0.57	0.75	0.98	全国化连锁眼科，视光业务具备长期爆发潜力
	通策医疗	34.2	31.1	27.1	27.8	59.1	53.3	44.0	53.7	60.5	53.6	43.5	51.1	1.39	1.84	2.43	连锁口腔龙头，前期投入进入回报期，扩张加速
	美年健康	44.5	34.6	65.0	4.2	35.9	40.5	30.5	-6.5	71.3	33.6	7.6	-174.3	0.37	0.52	0.70	最大的连锁体检机构，后续经营有望改善
CRO 服务 商	泰格医药	43.6	36.4	33.2	28.7	114.0	56.9	121.1	51.7	146.1	48.8	60.9	61.3	1.34	1.81	2.43	创新药临床 CRO 需求快速增长，今年订单均价提升
	药明康德	27.0	23.8	21.1	29.3	25.9	84.2	-13.7	33.0	11.5	59.2	-	87.5	1.94	2.42	3.04	全球临床前 CRO 龙头，细胞治疗 CDMO 有长期潜力
	康龙化成	40.4	26.8	0.0	31.1	30.5	46.9	0.0	33.2	17.7	48.9	0.0	32.3	0.73	1.00	1.26	CRO 平台，增速显著高于行业，上市后持续扩大规模
IVD 服务 商	润达医疗	99.5	38.1	70.6	18.2	88.3	19.5	70.0	20.4	105.8	15.4	89.3	19.1	0.65	0.78	0.95	检验科综合服务商，持续外延整合，基本面有所改善
	金城医学	17.7	19.3	14.6	26.7	10.9	23.8	-	349.2	2.5	34.6	-	3,537	0.65	0.83	1.08	第三方实验室快速扩张，经营逐步进入收获期

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

创新药服务产业链：

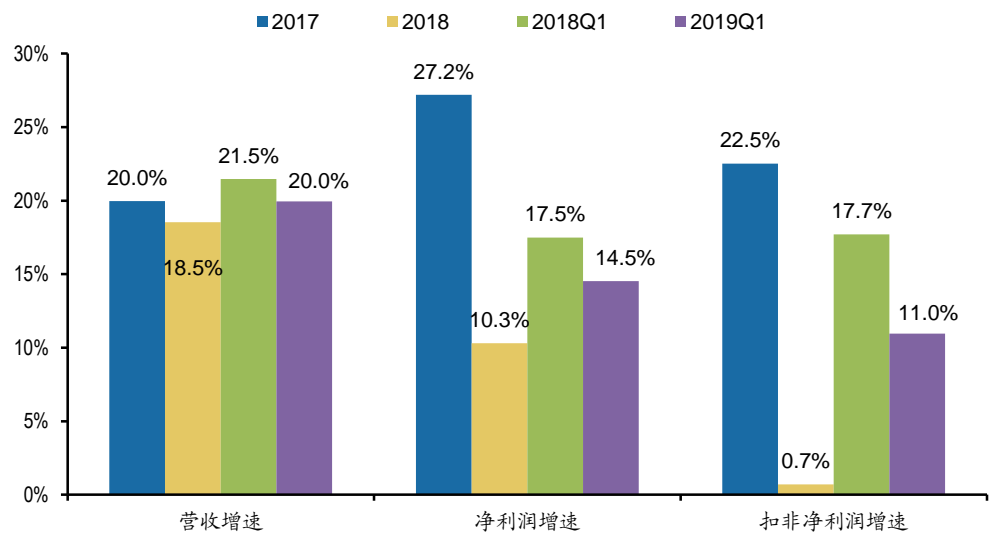
三大龙头药明康德、泰格医药、康龙化成表现突出，2018年净利润增速分别为84.2%、56.9%、53.3%、46.9%。2019年Q1净利润增速分别为33%、51.7%、53.7%、33.2%。药明康德是全球临床前CRO龙头，创新药研发全产业链布局，今年一季度高速增长一方面来自去年同期基数较低，另一方面联营企业投资的基石药业再港股上市公司了一部分业绩增量，同时从收入增长看，29.3%的收入增速超过过去四个季度，业绩表现可圈可点，细分业务看临床CRO业务保持高速增长，研发费用投入大幅增长61.89%，项目经验和实力持续积累；泰格医药创新药临床CRO需求快速增长，订单均价持续提价，利润增速快于收入增速，部分也来源于投资收益和财务费用减少的影响；CRO平台康龙化成延续了过去几个季度的高增速，同时维持了较高的经营质量，从毛利率看仍有后续提升的潜力。

趋势预判: 2019年1季度, NMPA共批准7个新药上市, 7个新药均为进口; FDA共批准6个新药上市, 包括2个生物药、4个化药; 随着进口药品审批的加速和海外已上市药品快速通过审批进入国内, 跨国企业在国内的CRO业务需求尤其是临床CRO业务需求增长显著增加, 国内有创新药需求的独角兽企业和亟待转型的传统企业仍有持续的创新药研发外包需求, 国内高质量CRO的业务仍然是供不应求的, 国内平均研发投入比例的提升也将进一步驱动CRO行业价格和订单量的高景气增长。

3.4 医药商业: 药店监管政策温和落地, 一季度维持高景气

医药商业整体行业营收增速稳定维持在20%左右, 2018年增速降至18.5%, 2019年Q1为20%, 同比减少1.5个pct。净利润增速显著下降, 2018年度、2019年Q1分别为10.3%、14.5%。2018年扣非净利润增速下降至0.7%, 2019年Q1为11%。2018年行业整体毛利率为15%, 同比上升2个pct, 整体行业净利率保持稳定。

图18: 医药商业2018年及2019年Q1增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

商业领域“两票制+营改增”规范流通环节基本推行完毕, 产业集中度正在提升, 但受制于行业本身的资金依赖性以及资金面偏紧的影响, 2018年业绩表现仍不佳, 随着2018Q4和2019Q1行业整体现金流情况有所改善, 经营质量有所提升。预计未来区域性龙头加快省外平台建设, 国企商业公司仍将积极进行渠道整合。

表 10: 2019 年第一季度医药商业经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)

医药商业	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
收入	424897	116900	128927	245827	130557	376384	133402	509786	142015	145968	287984	155143	443127	161122	604249	170349
收入增速	21.0%	18.5%	27.9%	23.3%	24.1%	23.6%	10.9%	20.0%	21.5%	13.2%	17.1%	18.8%	17.7%	20.8%	18.5%	20.0%
净利润	11889	3635	4284	7919	3372	11291	3831	15122	4270	4644	8914	4359	13273	3407	16680	4891
净利润增速	25.3%	28.1%	40.8%	34.7%	22.9%	30.9%	17.4%	27.2%	17.5%	8.4%	12.6%	29.3%	17.6%	-11.1%	10.3%	14.5%
扣非净利润	11031	3526	3670	7196	3235	10431	3086	13517	4150	4367	8517	3520	12037	1576	13613	4605
扣非净利润增速	30.5%	38.4%	31.0%	34.5%	27.1%	32.1%	-1.7%	22.5%	17.7%	19.0%	18.4%	8.8%	15.4%	-48.9%	0.7%	11.0%

毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	15%	13%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	15%
扣非净利率	2.6%	3.0%	2.8%	2.9%	2.5%	2.8%	2.3%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	2.3%	2.7%	1.0%	2.3%	2.7%
经营现金流/净利润	0.41	-2.51	0.41	-0.93	-0.67	-0.85	3.22	0.18	-3.37	1.32	-0.93	0.89	-0.33	4.35	0.63	-2.01
加应收票据后经营现金流/净利润	1.27	0.22	2.80	0.36	2.01	-0.05	5.92	0.86	-0.84	3.39	0.15	2.81	0.30	7.83	1.34	0.68
营业成本	370774	101563	112297	213860	113299	327160	114009	441169	121209	124084	245293	132934	378227	137015	515242	145075
经营现金流/净利润	4873	-9116	1739	-7376	-2252	-9628	12317	2689	-14409	6145	-8264	3869	-4395	14822	10427	-9847
应收票据	10249	9933	10263	10263	9029	9029	10349	10349	10812	9596	9596	8373	8373	11865	11865	13161

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

鹭燕医药、柳药股份、嘉事堂、国药股份表现突出, 2018年净利润增速分别为38.1%、31.6%、24.3%、23%; 2019年Q1净利润增速分别为37.2%、41.7%、12.5%、12.4%。鹭燕医药作为区域龙头, 新招标带来省内配送权的大比例提升; 柳药股份是广西医药流通龙头企业, 受益于广西新标带来的市占率提升; 嘉事堂是心血管高值耗材商业龙头, GPO模式领先行业; 国药股份麻药流通壁垒很高。

表 11: 医药商业重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

医药商业	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS			投资要点
	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2019 E	2020 E	2021 E	
上海医药	8.3	21.6	9.8	26.4	10.1	10.2	2.1	10.4	-2.7	-6.8	6.1	4.4	1.52	1.67	1.82	医药商业龙头, 业绩成长稳健的低估值蓝筹
瑞康医药	49.1	45.6	43.2	22.6	70.7	-22.8	-4.0	-32.3	66.8	-69.1	-2.1	-31.7	0.71	0.84	0.90	综合器械商业龙头, 整合后竞争力强
中国医药	16.0	2.1	-1.2	23.8	36.7	17.6	29.2	-6.5	28.0	-11.0	15.3	7.6	1.31	1.43	1.62	工商贸一体化的央企医药平台, 一季度有改善
嘉事堂	29.8	26.1	25.0	27.7	18.2	24.3	23.5	12.5	19.6	22.7	22.7	13.3	1.62	1.97	2.37	心血管高值耗材商业龙头, GPO 模式领先行业
国药股份	4.8	6.8	4.2	10.1	15.3	23.0	9.2	12.4	88.5	24.4	81.0	12.5	1.94	2.18	2.45	国药北京区域平台, 麻药流通壁垒高
柳药股份	25.0	24.0	25.3	24.9	25.0	31.6	35.3	41.7	26.2	31.5	34.0	36.6	2.60	3.23	4.03	区域龙头, 继续受益于广西新标带来的市占率提升
鹭燕医药	19.4	37.9	60.3	31.8	13.0	38.1	39.5	37.2	8.6	41.5	42.5	35.4	0.00	0.00	0.00	区域龙头, 新招标带来省内配送权的大比例提升

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

连锁药房一季度表现突出, 收入利润维持高增长。其中益丰药房、一心堂、老百姓表现突出, 2018年净利润增速分别为32.8%、23.3%、17.3%; 2019年Q1净利润增速分别为45.8%、33.5%、22.1%。益丰药房是管理优秀的中部和东部地区龙头, 新开+并购推进门店整合; 一心堂是西南地区药店龙头, 外延并购加速规模扩增; 老百姓是中部地区龙头, 门店数扩增, 延伸用药产业链。

表 12: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS			投资要点
	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2017	2018	2018 Q1	2019 Q1	2019 E	2020 E	2021 E	
老百姓	23.1	26.3	27.9	23.4	24.9	17.3	15.2	22.1	21.3	20.2	14.7	16.0	1.87	2.29	2.81	中部地区龙头, 2018 大量扩张后今年有望有快速增长
益丰药房	28.8	43.8	37.4	66.7	40.0	32.8	45.6	45.8	42.1	23.5	39.9	48.0	1.50	1.99	2.57	新增大量高质量门店, 2019 内生和并表业绩均较高
一心堂	24.0	18.4	20.1	18.8	19.6	23.3	35.0	33.5	15.3	30.7	36.8	30.5	1.16	1.44	1.74	西南地区药店龙头, 受政策影响较小, 边际改善显著
大参林	18.3	19.4	17.1	26.8	10.4	11.9	25.4	25.2	7.9	7.6	16.5	27.6	1.61	1.93	2.34	华南地区药店龙头, 外省扩张节奏加快
国药一致	0.0	4.5	0.3	15.8	-10.9	14.5	7.4	2.5	24.1	13.6	5.1	4.4	3.19	3.62	4.14	批发零售协同, 依托国控平台优势显著

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

药店分级、社保缴纳、增值税减税是2018年药店行业的三个核心关注点。市

市场一度认为监管环境趋严的大趋势下，药店行业的景气度可能受到影响，从一季度的情况看，上市公司受到各方监管政策的影响较小，行业监管也没有采用一刀切的基金政策，在药师配备方面通过远程审方解决了一部分原来的不规范问题，增值税减税和小规模纳税人都已经执行，也足以对冲政策带来的扰动，整体看药店行业表现高于市场平均预期。

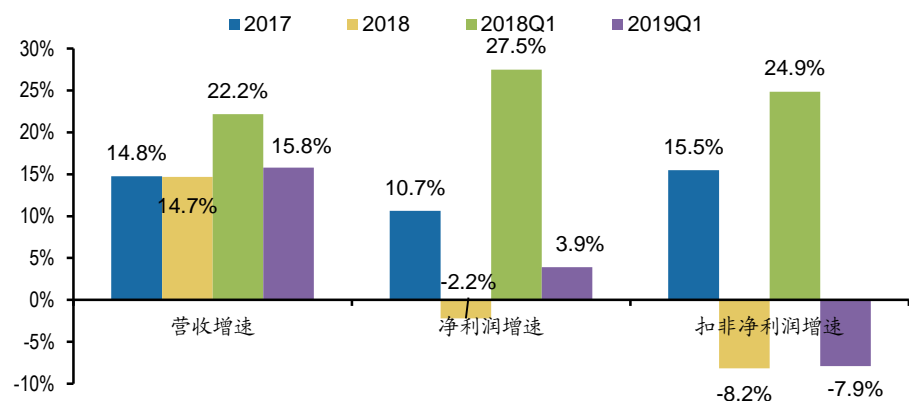
执业药师是药店分级改革的重要考核标准，但对上市公司的影响有限。药店分级整体要求趋严当然也会带来管理和经营成本的提升，其中执业药师和信息化系统是增加的主要成本；虽然全国药店执业药师整体供给不足，对于上市公司，执业药师数量的配比普遍较高，我们预计政策全国化落地整体利好上市公司。从执业药师认证中心的数据看，几家行业龙头的执业药师配置比例普遍较高，基本都达到了1:1以上的官方要求标准，且这仅是2017年3月数据，后续上市公司也已经纷纷储备更多的执业药师人才，预计多数上市公司门店目前已经符合药店分级政策的三级门店的最高要求。

从未来趋势看对药店的医保使用规范化的监管仍在持续，非上市药店影响较大。我们预计一级市场估值在目前监管条件下有望进一步下降，给上市公司带来整合空间，同时由于非上市药店多数有不同程度的不规范，收购标的严格尽调更加重要。预计未来上市药店仍将以一定的进度持续推动行业整合，集中度有望进一步提升，建议持续关注益丰药房、一心堂、老百姓、大参林、国药一致。

3.5 中药：利润环比变差，OTC 维持景气

营收增速、利润增速、毛利率、净利润率等盈利能力指标整体呈下降趋势。营收增速2018年为14.7%，同比降低0.1pct，1Q19为15.8%，同比降低6.4pct；扣非后净利润增速2018年为-8.2%，同比降低23.7pct，1Q19为-7.9%，同比降低32.8pct；行业毛利率2018年、1Q19分别为49%、46%，同比下降1pct、4pct；扣非净利润率2018年、1Q19分别为8.9%、10.3%，同比下降2.2pct、2.6pct，盈利能力整体减弱。

图19：2018、2019Q1增长情况与2017、2018Q1对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表13: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)

中药	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q17	18A	1Q19
收入	222122	57785	62096	119880	59165	179046	75839	254885	70602	73012	143613	79341	222954	69319	292273	81757
收入增速	11.0%	11.6%	12.1%	11.9%	11.1%	11.6%	22.9%	14.8%	22.2%	17.6%	19.8%	34.1%	24.5%	-8.6%	14.7%	15.8%
净利润	28320	7577	8321	15898	7408	23305	8031	31337	9660	10303	19963	8769	28733	1916	30648	10037
净利润增速	5.6%	-0.1%	16.6%	8.0%	6.7%	7.6%	20.6%	10.7%	27.5%	23.8%	25.6%	18.4%	23.3%	-76.1%	-2.2%	3.9%
扣非净利润	24413	7287	7919	15206	6949	22155	6036	28191	9099	8495	17594	7996	25591	297	25888	8381
扣非净利润增速	9.3%	18.6%	19.5%	19.1%	14.8%	17.7%	8.0%	15.5%	24.9%	7.3%	15.7%	15.1%	15.5%	-95.1%	-8.2%	-7.9%
毛利率	48%	48%	49%	48%	50%	49%	52%	50%	50%	50%	50%	46%	48%	50%	49%	46%
扣非净利率	11.0%	12.6%	12.8%	12.7%	11.7%	12.4%	8.0%	11.1%	12.9%	11.6%	12.3%	10.1%	11.5%	0.4%	8.9%	10.3%
经营现金流/净利润	0.91	0.24	0.70	0.48	0.51	0.49	1.28	0.69	0.42	0.86	0.65	0.94	0.73	3.40	0.90	0.16
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.67	3.16	3.14	1.75	3.12	1.32	4.62	1.55	3.14	2.98	1.74	3.33	1.46	17.83	1.80	2.50
营业成本	115794	29957	31785	61741	29296	91037	36497	127534	35114	36851	71965	42908	114873	34331	149204	43814
经营现金流/净利润	25722	1795	5817	7611	3786	11397	10270	21667	4036	8843	12879	8216	21095	6509	27604	1602
应收票据	21620	22146	20286	20286	19322	19322	26828	26828	26254	21891	21891	20970	20970	27652	27652	23443

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

现代中药: 以处方中药为主, 新产品获批困难影响行业发展。注射剂类公司受到医保控费影响较大, 口服产品受政策影响小。

表 14: 现代中药重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

	收入增速		归母净利润 (亿元) 及增速				预测 EPS			投资要点
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E	
天士力	11.8%	15.7%	15.5	4.5	12.2%	20.6%	1.18	1.35	1.55	现代中药龙头研发能力优秀, 大品种开始发力
济川药业	27.8%	-2.3%	16.9	5.1	38.0%	9.3%	2.53	3.08	3.72	儿科用药受医保控费影响小, 公司销售能力强, 存在外延并购预期
康缘药业	16.8%	20.4%	4.3	1.1	15.4%	18.0%	-	-	-	研发能力强, 产品储备丰富, 长期看好
西藏药业	12.3%	39.6%	2.2	0.7	-6.1%	3.0%	1.98	2.59	3.27	优势产品叠加大股东康哲优秀销售能力

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

传统中药: 以OTC药品为主, 受到医保控费的影响较小, 近几年产品价格有所提升, 在中药领域属于景气的细分子行业。稀缺品牌OTC公司以大体量国企为主, 整体维持中低的稳定增速, 重点关注体制机制改善带来的机会, 比如片仔癀、中新药业等经营改善明显。大众品牌OTC重点关注渠道销售能力, 仁和药业、羚锐制药等机制灵活的民营企业业绩持续表现良好。

表 15: 传统中药重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

	收入增速		归母净利润 (亿元) 及增速				预测 EPS			投资要点
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E	
云南白药	9.8%	10.0%	33.1	8.5	5.1%	5.0%	3.65	4.13	4.56	传统药品稳健增长, 日化板块竞争力强
东阿阿胶	-0.5%	-23.8%	20.8	3.9	2.0%	-35.5%	3.28	3.44	3.81	阿胶龙头, 业绩增速较快, 估值便宜
同仁堂	6.2%	6.7%	11.3	3.5	11.5%	10.2%	0.88	0.97	1.08	传统中药龙头企业, 具备品牌、产品的双重优势, 长期看好
片仔癀	28.3%	21.4%	11.4	4.0	41.6%	24.0%	2.49	3.22	4.13	传统产品片仔癀稳定增长, 价格有望持续提升
中新药业	11.8%	8.6%	5.6	1.9	18.0%	9.6%	0.90	1.10	1.33	传统中药底蕴深厚, 新管理层上台带来经营变动
华润三九	20.8%	3.0%	14.3	11.7	10.0%	175.9%	2.19	1.83	2.03	OTC 龙头企业, 医保控费对公司影响小, 业绩稳健增长
仁和药业	14.6%	14%	5.1	1.4	33.2%	34.2%	0.54	0.67	0.76	直控终端, 渠道销售能力强, 产品丰富

羚锐制药 11.1% 4.4% 2.4 1.0 12.0% 35.9% 0.53 0.65 0.72 国内贴膏剂龙头企业之一，营销改革推动业绩扩张

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2018年，中药子行业中，55家企业实现营收同比增长，17家同比下降。在扣非净利润同比增长的企业中，有3家企业增幅在100%以上，有9家企业增长幅度在30%-100%之间，25家企业增幅在0%-30%之间。

表 16: 申万分类下中药板块内公司收入及扣非净利润增速情况

排名	证券简称	营收增速		扣非净利润增		排名	证券简称	营收增速		扣非净利润增	
		2018	2019Q1	速 2018	2019Q1			2018	2019Q1	速 2018	2019Q1
1	东阿阿胶	-0.46%	-23.83%	-2.32%	-38.36%	37	振东制药	-8.36%	16.32%	-166.28%	-5.16%
2	云南白药	9.84%	10.04%	4.91%	8.54%	38	佐力药业	-8.02%	19.93%	-116.75%	92.29%
3	启迪古汉	-45.91%	48.49%	-465.04%	192.90%	39	新光药业	-11.13%	0.87%	-19.57%	-2.54%
4	仁和药业	14.56%	13.98%	34.71%	33.60%	40	陇神戎发	-24.64%	0.38%	-33.02%	3.92%
5	通化金马	37.67%	13.65%	-16.63%	-27.41%	41	同仁堂	6.23%	6.73%	0.22%	9.65%
6	泰合健康	7.19%	19.73%	132.31%	231.85%	42	太极集团	21.84%	38.08%	-230.71%	78.37%
7	金陵药业	-9.17%	-22.52%	1.61%	-51.11%	43	西藏药业	12.26%	39.64%	-5.26%	66.70%
8	九芝堂	-18.61%	11.17%	-62.47%	-46.81%	44	大龙药业	2.26%	-13.09%	-38645.05%	9.71%
9	华润三九	20.75%	3.02%	11.53%	11.29%	45	中恒集团	61.10%	31.29%	-14.88%	14.62%
10	沃华医药	6.57%	1.18%	-24.43%	-28.75%	46	羚锐制药	11.07%	4.41%	20.80%	15.59%
11	紫鑫药业	-0.17%	-53.04%	-56.23%	-117.70%	47	中新药业	11.77%	8.56%	32.90%	1.68%
12	莱茵生物	-22.68%	-6.28%	-18.83%	-40.25%	48	白云山	101.55%	161.32%	10.12%	57.36%
13	嘉应制药	14.72%	-6.06%	116.00%	-14.85%	49	亚宝药业	14.05%	6.76%	33.43%	34.17%
14	桂林三金	-1.94%	9.21%	-11.97%	4.76%	50	昆药集团	21.35%	8.24%	-1.61%	26.18%
15	奇正藏药	15.20%	11.78%	-0.29%	1.97%	51	片仔癀	28.33%	21.45%	44.97%	24.57%
16	众生药业	20.23%	2.82%	26.42%	4.13%	52	千金药业	4.58%	16.48%	21.98%	43.18%
17	精华制药	20.86%	4.84%	73.47%	0.74%	53	康美药业	10.11%	0.18%	-50.84%	-32.29%
18	信邦制药	9.63%	3.27%	-535.92%	-15.53%	54	天士力	11.78%	15.66%	2.13%	10.28%
19	汉森制药	11.09%	-5.44%	31.88%	6.91%	55	国发股份	-48.32%	14.43%	-47.47%	-1.33%
20	贵州百灵	21.03%	3.60%	11.56%	4.60%	56	康缘药业	16.77%	20.45%	14.33%	19.39%
21	大安堂	2.36%	18.25%	-84.23%	-40.64%	57	康恩贝	28.20%	-5.27%	8.31%	-34.38%
22	益盛药业	-5.74%	-4.88%	17.74%	-16.35%	58	益佰制药	1.98%	-14.44%	-329.18%	-39.74%
23	以岭药业	17.97%	-1.94%	11.94%	-9.53%	59	神奇制药	6.75%	23.52%	-19.96%	14.21%
24	佛慈制药	8.67%	9.25%	-23.85%	-55.00%	60	天目药业	103.23%	-16.23%	-71.99%	-43.94%
25	葵花药业	16.00%	11.17%	34.12%	28.67%	61	江中药业	0.49%	16.72%	8.46%	4.08%
26	龙津药业	10.36%	-21.29%	-84.67%	4.48%	62	广誉远	38.51%	-7.56%	81.43%	-17.86%
27	黄山胶囊	3.06%	3.17%	-16.38%	8.61%	63	辅仁药业	8.92%	1.02%	3655.55%	15.19%
28	易明医药	28.53%	16.76%	-68.32%	11.75%	64	健民集团	-20.28%	4.43%	-15.17%	0.44%
29	盘龙药业	29.90%	27.89%	11.79%	27.67%	65	马应龙	25.53%	22.86%	15.77%	16.56%
30	新天药业	1.84%	3.66%	-6.20%	-0.12%	66	康惠制药	2.33%	16.63%	-30.12%	-8.31%
31	华森制药	18.80%	16.24%	23.15%	16.59%	67	珍宝岛	-11.34%	29.38%	-20.90%	29.07%
32	红日药业	25.19%	8.23%	-57.46%	7.31%	68	步长制药	-1.44%	18.61%	5.23%	68.30%
33	上海凯宝	-4.41%	-23.19%	-8.28%	-32.62%	69	寿仙谷	38.24%	30.79%	15.59%	17.54%
34	福瑞股份	5.31%	-0.43%	-36.83%	-34.36%	70	大理药业	47.20%	-24.99%	-93.73%	-40.73%
35	吉药控股	34.52%	118.31%	-54.49%	-55.27%	71	方盛制药	45.83%	-4.07%	23.53%	-2.72%

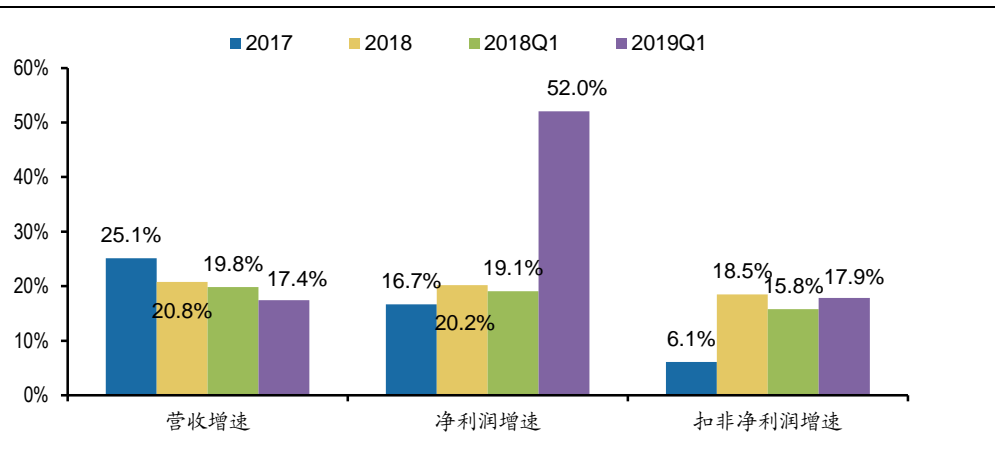
36	香雪制药	14.49%	11.41%	69.71%	43.20%	72	神奇B股	6.75%	23.52%	-19.96%	14.21%
----	------	--------	--------	--------	--------	----	------	-------	--------	---------	--------

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.6 器械: 盈利指标稳健提升, 关注细分领域龙头

营收增速稳中略有下降, 利润增速指标同比好转。营收增速2018年为20.8%, 同比降低4.3pct, 1Q19为17.4%, 同比降低2.4pct; 扣非后净利润增速2018年为18.5%, 同比提高12.4pct, 1Q19为17.9%, 同比提高2.1pct; 行业毛利率2018年、1Q19分别为45%、47%, 同比提高1pct、2pct; 扣非净利率2018年、1Q19分别为9.6%、11.6%, 同比下降0.2pct、持平。医疗器械整体行业增速保持稳定, 收入的增加部分来源于业务的增长及行业加速整合, 行业整体毛利率较去年有所提升, 扣非净利率略微下降。

图20: 2018、2019Q1增长情况与2017、2018Q1对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表17: 医疗器械行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)

医疗器械	16A	1Q17	2Q17	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q17	18A	1Q19
收入	45914	12120	14039	26160	14614	40774	16680	57454	14526	17700	32226	17351	49577	19825	69402	17057
收入增速	22.3%	25.9%	23.8%	24.8%	27.8%	25.9%	23.4%	25.1%	19.8%	26.1%	23.2%	18.7%	21.6%	18.9%	20.8%	17.4%
净利润	6063	1583	2075	3657	1829	5486	1587	7073	1884	2661	4545	2258	6804	1697	8501	2865
净利润增速	12.0%	19.2%	16.9%	17.9%	17.0%	17.6%	13.5%	16.7%	19.1%	28.3%	24.3%	23.5%	24.0%	6.9%	20.2%	52.0%
扣非净利润	5310	1454	1885	3339	1593	4933	702	5635	1684	2288	3972	2021	5993	683	6675	1985
扣非净利润增速	11.4%	42.9%	20.5%	29.3%	16.9%	25.0%	-48.6%	6.1%	15.8%	21.3%	18.9%	26.8%	21.5%	-2.7%	18.5%	17.9%
毛利率	44%	44%	45%	44%	44%	44%	44%	44%	45%	44%	45%	46%	45%	45%	45%	47%
扣非净利率	11.6%	12.0%	13.4%	12.8%	10.9%	12.1%	4.2%	9.8%	11.6%	12.9%	12.3%	11.6%	12.1%	3.4%	9.6%	11.6%
经营现金流/净利润	0.94	-0.22	0.70	0.30	0.48	0.36	2.33	0.80	-0.65	0.73	0.15	0.82	0.37	3.36	0.97	-0.09
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.10	0.23	1.11	0.54	0.94	0.52	3.13	0.98	0.02	1.22	0.44	1.38	0.56	4.26	1.15	0.37
营业成本	25756	6846	7706	14553	8248	22801	9365	32165	7952	9880	17832	9412	27244	10892	38137	8989
经营现金流/净利润	5719	-340	1445	1104	886	1990	3694	5684	-1232	1930	698	1842	2540	5698	8239	-268
应收票据	948	698	858	858	837	837	1277	1277	1265	1321	1321	1278	1278	1531	1531	1324

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

医疗器械领域, 优质上市公司如乐普医疗 (心血管生态圈落地)、安图生物 (化学发光诊断领导者)、健帆生物 (血灌龙头, 从中国原创到世界原创)、金

域医学（ICL龙头企业，实验室布局迎来收获期）、迈瑞医疗（器械领域国内龙头）依托自身优势，保持25%-30%以上高业绩增速。未来随着产品管线的逐渐丰富与行业加速整合，龙头公司后续有望继续快速增长。

表18: 医疗器械重点公司财务指标（盈利预测取Wind一致预期）

医疗器械	收入增速		归母净利润（亿元）及增速				EPS			投资要点
	2018A	2019Q1	2018A	2019Q1	2018A	2019Q1	2019E	2020E	2021E	
乐普医疗	40.1%	30.8%	12.2	5.8	35.5%	92.2%	0.96	1.27	1.66	围绕心血管疾病的器械及药品等不断放量
安图生物	37.8%	31.9%	5.6	1.2	26.0%	26.1%	1.73	2.24	2.86	化学发光诊断领导者，产品管线丰富，高端产品推进
健帆生物	41.5%	42.9%	4.0	1.3	41.3%	44.0%	1.30	1.72	2.23	血灌龙头，走向世界，高质量增长态势明显
金城医学	19.4%	26.7%	2.3	0.4	23.8%	349.2%	0.65	0.83	1.08	ICL行业龙头，实验室布局迎来收获期
鱼跃医疗	18.1%	15.3%	7.3	2.5	22.8%	15.4%	0.88	1.07	1.30	家用器械收益线上增长，医用领域子公司业绩改善
迈瑞医疗	23.1%	20.7%	37.2	10.1	43.7%	24.6%	3.76	4.59	5.58	器械领域国内龙头，研发实力强

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2018年年报，医疗器械子行业中，35家企业实现营收同比增长，7家同比下降；在扣非净利润同比增长的企业中，有2家企业增幅在100%以上，有3家企业增长幅度在50%-100%之间。2019年一季度，医疗器械子行业中，33家企业实现营收同比增长，9家同比下降。在扣非净利润同比增长的企业中，有3家企业增幅在100%以上，有3家企业增长幅度在50%-100%之间。

表19: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况

排名	证券简称	营收增速	营收增速	扣非净利润	扣非净利润增	排名	证券简称	营收增速	营收增速	扣非净利润	扣非净利润增
		2018	2019Q1	增速 2018	速 2019Q1			2018	2019Q1	增速 2018	速 2019Q1
1	万孚生物	44.05%	27.62%	49.60%	40.17%	22	华大基因	21.04%	12.86%	-3.36%	11.29%
2	美康生物	21.32%	5.83%	6.77%	8.73%	23	维力医疗	18.41%	48.68%	6.79%	311.94%
3	英科医疗	8.12%	16.62%	15.31%	75.05%	24	和佳股份	7.57%	22.54%	4.19%	14.27%
4	迦南科技	30.05%	-2.04%	-19.46%	10.22%	25	理邦仪器	17.72%	15.60%	367.91%	325.73%
5	凯利泰	16.03%	24.49%	-20.03%	61.68%	26	凯普生物	21.14%	27.98%	19.42%	25.49%
6	冠昊生物	-0.46%	27.09%	-37.28%	-156.03%	27	宝莱特	14.32%	2.70%	11.14%	-16.31%
7	九安医疗	-5.69%	25.24%	23.83%	-34.27%	28	新华医疗	3.01%	-6.84%	52.07%	-4.01%
8	开立医疗	24.04%	-0.40%	28.14%	-96.85%	29	辰欣药业	28.54%	4.74%	43.93%	7.33%
9	鱼跃医疗	18.12%	15.33%	25.26%	16.36%	30	戴维医疗	-1.19%	-0.08%	-66.44%	-49.11%
10	欧普康视	47.10%	56.74%	40.53%	41.26%	31	迪瑞医疗	7.58%	23.51%	28.42%	46.92%
11	基蛋生物	40.45%	43.85%	23.19%	11.58%	32	科华生物	24.85%	11.80%	-14.53%	0.62%
12	迈克生物	36.31%	39.21%	19.40%	19.95%	33	山东药玻	10.91%	10.37%	39.97%	32.15%
13	健帆生物	41.48%	42.90%	43.67%	51.66%	34	乐心医疗	-10.56%	9.18%	150.58%	188.48%
14	楚天科技	27.44%	19.46%	-84.54%	-96.12%	35	康德莱	15.41%	10.56%	24.50%	24.98%
15	透景生命	20.46%	26.37%	2.94%	7.82%	36	南卫股份	-1.82%	-15.62%	-52.66%	-23.06%
16	乐普医疗	40.08%	30.81%	23.06%	39.71%	37	博晖创新	40.19%	4.62%	75.60%	-186.03%
17	东富龙	11.13%	-4.96%	-71.28%	-34.02%	38	万东医疗	7.98%	20.37%	59.56%	-1.21%
18	三诺生物	50.10%	18.03%	8.73%	-21.04%	39	正川股份	17.12%	6.81%	8.05%	12.25%
19	大博医疗	30.04%	40.31%	24.08%	20.63%	40	阳普医疗	0.06%	-10.50%	4703.39%	-2177.98%
20	三鑫医疗	31.55%	13.19%	-3.39%	-28.95%	41	尚荣医疗	-18.74%	-29.52%	-64.24%	-50.33%

21	振德医疗	9.37%	19.29%	11.63%	-13.74%	42	千山药机	-34.78%	-17.84%	-188.60%	-73.43%
----	------	-------	--------	--------	---------	----	------	---------	---------	----------	---------

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

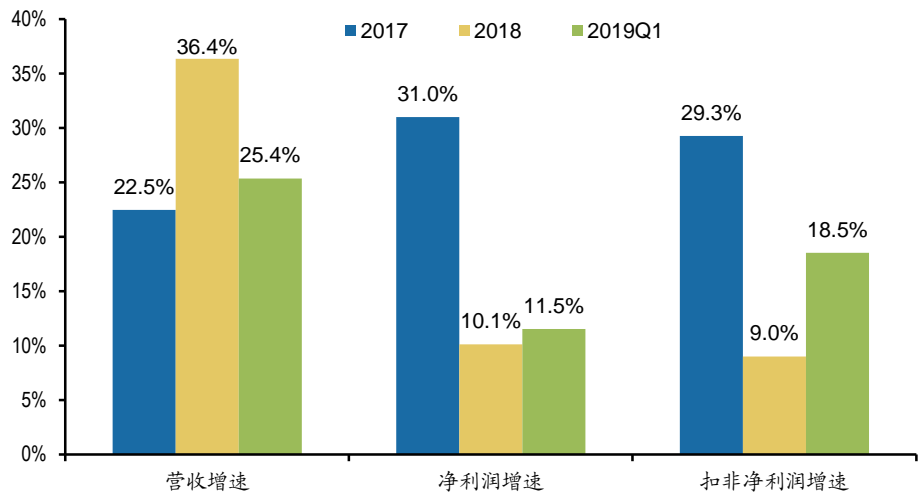
3.7 生物制品: 板块呈现分化, 生长激素与疫苗维持高景气度

2018年及19年第一季度, 生物制品板块上市公司合计分别实现收入674.48亿元、178.66亿元, 增速分别为36.4%、25.4%, 行业快速增长主要与疫苗子行业与生长激素子行业高速增长、血制品子行业回暖有关。2018年第四季度与2019年第一季度增速有所放缓, 主要与18年7月长生事件后疫苗企业发货与产品批签发量环比下滑导致疫苗板块增速放缓有关。

2018年及19年第一季度, 生物制品板块上市公司合计分别归母净利润110.18亿元、30.81亿元, 增速分别为10.1%、11.5%; 非净利润分别实现86.69亿元、27.63亿元, 增速分别为9%、18.5%, 净利润增速大幅低于收入增速主要与权重较大的上海莱仕大额非经常性损益以及天坛生物重组有关。

从生物制品各细分领域来看, 高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度, 血制品行业自18年下半年开始复苏。而鼠神经生长因子等临床辅助用药伴随着医保控费、临床用药结构优化等政策影响出现大幅下滑。

图21: 生物制品行业2018年及19年一季度营收与净利润增长情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表20: 生物制品行业基本财务指标 (剔除部分次新股成分调整后, 百万元)

生物制品	16A	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19
收入	40381	15508	49459	14251	16945	31196	17356	48552	18897	67448	17866
收入增速	16.2%	33.1%	22.5%	41.2%	46.7%	44.2%	41.0%	43.0%	21.9%	36.4%	25.4%
净利润	7637	2094	10006	2762	3324	6087	2754	8841	2177	11018	3081
净利润增速	28.2%	-0.1%	31.0%	27.1%	3.3%	12.9%	9.2%	11.7%	4.0%	10.1%	11.5%
扣非净利润	6152	1763	7952	2331	2843	5174	2496	7670	999	8669	2763
扣非净利润增速	25.7%	13.8%	29.3%	29.2%	32.9%	31.2%	11.1%	23.9%	-43.3%	9.0%	18.5%
毛利率	60%	63%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	63%	64%	62%
扣非净利率	15.2%	11.4%	16.1%	16.4%	16.8%	16.6%	14.4%	15.8%	5.3%	12.9%	15.5%

经营现金流/净利润	0.77	1.33	0.66	0.27	0.82	0.57	0.98	0.70	1.84	0.93	0.54
加应收票据后的经营现金流/净利润	0.98	2.40	0.88	1.13	1.47	0.92	1.83	0.96	3.03	1.16	1.23
营业成本	15976	5686	17564	5152	6016	11169	6275	17444	6928	24371	6785
经营现金流/净利润	5873	2774	6571	741	2738	3480	2711	6190	4015	10205	1679
应收票据	1575	2254	2254	2390	2132	2132	2321	2321	2582	2582	2111

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

血制品行业呈现复苏迹象，收入与净利润增速有所回升。从血制品相关的上市公司2018年报及19年一季报来看，各企业的血制品业务收入与净利润季度环比稳步提升，经营活动产生的现金净流量环比大幅改善，应收账款与票据以及库存逐步企稳，说明终端需以及销售渠道正在逐渐好转，因此我们判断血制品行业已开始温和复苏。

根据中检院及各地药检所披露，受年初上海新兴事件以及部分外资企业GMP到期重新认证等因素影响，进口人血白蛋白批签发量自2月份开始下滑明显，目前行业渠道库存较为紧张，部分企业的出厂价有所回升。另外，人凝血因子VIII、狂犬病人免疫球蛋白、纤维蛋白原等小品类产品的批签发量维持快速增长，临床需求较为强劲。

表21: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1
华兰生物	32.17 (+35.84%)	6.96 (+23.83%)	11.4 (+38.83%)	2.6 (+25.16%)	10.02 (+31.74%)	2.4 (+27.62%)
博雅生物	24.51 (67.84%)	6.51 (+31.82%)	4.69 (+31.57%)	0.89 (+22.99%)	4.44 (+31.56%)	0.82 (+27.35%)
天坛生物	29.31 (+18.03%)	7.06 (+27.49%)	5.09 (-56.57%)	1.32 (+19.39%)	5.06 (+22.19%)	1.31 (+21.57%)
上海莱仕	18.04 (-6.41%)	5.85 (+84.15%)	-15.18 (-281.66%)	2.19 (+131.74%)	1.55 (-74.86%)	2.04 (+188.9%)
卫光生物	6.88 (+10.36%)	1.69 (+28.88%)	1.57 (+1.22%)	0.27 (+9.04%)	1.48 (+2.38%)	0.26 (+9.29%)
ST 生化	8.60 (+25.46%)	1.77 (-18.89%)	0.8 (+270.34%)	0.24 (-13.77%)	0.69 (+25.34%)	0.16 (-43.9%)

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

受益于重磅产品迅速放量，国内疫苗上市公司2018年收入与净利润均呈现高速增长态势。伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄，可及性大幅提升驱动行业迅速扩容，未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度。2018年康泰生物与智飞生物分别实现收入20.17亿元、52.28亿元，增速分别为73.69%、289.43%；扣非净利润分别实现4.13亿元、14.59亿元，增速分别为133.93%、237.12%，均实现了高速增长。

然而，受2018年7月长生生物事件影响，中检院的批签发制度执行趋严，18年第四季度及19年第一季度国内疫苗批签发总量均呈现同比下滑现象，其中多个品种如人用狂犬病疫苗、水痘减毒活疫苗、EV71疫苗、23价肺炎疫苗、IPV疫苗的批签发量同比下滑明显，且具有批签发记录的疫苗企业数量不断减少，行业集中度逐渐

提升，疫苗强监管时代即将到来，未来头部疫苗企业的商业化价值将大幅提升。

表22: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1
康泰生物	20.17 (+73.69%)	3.42 (-15.31%)	4.36 (+102.92%)	1.0 (-9.24%)	4.13 (+133.93%)	0.96 (-8.65%)
智飞生物	52.28 (+289.43%)	22.94 (+173.58%)	14.51 (+235.75%)	5.02 (+93.38%)	14.59 (+237.12%)	5.32 (+102.79%)
沃森生物	8.79 (+31.54%)	1.76 (+49.72%)	10.46 (+294.77%)	0.40 (+68.8%)	1.21 (+157.88%)	0.39 (+2144%)

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从蛋白药物行业相关的上市公司2018年报及19年一季报来看，业绩呈现分化现象。生长激素、脱敏粉尘螨滴剂等终端需求旺盛的偏消费属性药品以及的康柏西普等临床亟需的单抗类药物表现亮眼，相关上市公司长春高新、我武生物、康弘药业的业绩呈现较快增长，而拥有辅助用药的相关上市如未名医药、舒泰神受医保控费、临床用药结构优化等政策影响，业绩出现大幅下滑。

表23: 蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2018	2019Q1
长春高新	53.75 (+31.03%)	17.75 (+72.07%)	10.07 (+52.05%)	3.65 (+73.67%)	10.01 (+55.74%)	3.58 (+96.93%)
安科生物	14.62 (+33.32%)	3.47 (+24.16%)	2.63 (-5.25%)	0.66 (+11.41%)	2.69 (+7.86%)	0.65 (+11.74%)
康弘药业	29.17 (+4.7%)	7.17 (+2.43%)	6.95 (+7.88%)	2.11 (+2.44%)	6.29 (+0.35%)	1.98 (+2.73%)
我武生物	5.01 (+29.87%)	1.38 (+29.13%)	2.33 (+25.14%)	0.66 (+27.3%)	2.25 (+27.33%)	0.65 (+32.47%)
通化东宝	26.93 (+5.8%)	7.14 (-0.7%)	8.39 (+0.25%)	2.74 (-0.06%)	8.14 (-2.46%)	2.7 (+0.41%)
舒泰神	8.06 (-41.92%)	1.73 (-36.85%)	1.34 (-49.03%)	0.28 (-49.74%)	1.2 (-54.21%)	0.28 (-49.41%)
未名医药	6.65 (-42.83%)	1.26 (-14.25%)	-0.96 (-124.66%)	-0.13 (-115.69%)	-0.89 (-123.19%)	-0.13 (-116.44%)

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

生物制品行业我们重点推荐生长激素与疫苗两个子行业，一方面生长激素市场空间超百亿元，近几年受益于消费升级及渠道下沉保持快速增长，未来成长空间较大，在此领域中我们重点推荐国内生长激素龙头企业长春高新，子公司金赛药业少数股权问题有望近期得到解决，公司将步入新的发展阶段；另一方面，伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄，可及性大幅提升驱动行业迅速扩容，未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度，在此领域中我们重点推荐康泰生物，纵观国内疫苗企业的研发管线，公司的在研产品无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位，年内重磅在研产品13价肺炎球菌结合疫苗以及人二倍体细胞狂犬疫苗有望报

产，明年起将步入收获期。

表24: 生物药行业重点跟踪公司财报情况 (盈利预测取Wind一致预期)

主要企业	营业收入 (亿元)		扣非净利润 (亿元)		盈利 EPS (元)			投资要点
	2018	2019Q1	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E	
长春高新	53.75 (+31.03%)	17.75 (+72.07%)	10.01 (+55.74%)	3.58 (+96.93%)	8.08	10.48	13.35	生长激素绝对龙头，业绩持续高增长
安科生物	14.62 (+33.32%)	3.47 (+24.16%)	2.69 (+7.86%)	0.65 (+11.74%)	0.33	0.44	0.58	生长激素市场需求旺盛，创新药小龙头
康泰生物	20.17 (+73.69%)	3.42 (-15.31%)	4.13 (+133.93%)	0.96 (-8.65%)	0.92	1.29	3.34	研发管线步入集中收获期，重磅品种将陆续上市
智飞生物	52.28 (+289.43%)	22.94 (+173.58%)	14.59 (+237.12%)	5.32 (+102.79%)	1.54	2.3	2.09	HPV 疫苗与五价口服轮状病毒疫苗快速放量，重磅自主在研产品微卡即将获批
康弘药业	29.17 (+4.7%)	7.17 (+2.43%)	6.29 (+0.35%)	1.98 (+2.73%)	1.42	1.9	2.49	康柏西普市场潜力较大，正处于快速放量期
华兰生物	32.17 (+35.84%)	6.96 (+23.83%)	10.02 (+31.74%)	2.4 (+27.62%)	1.52	1.74	1.94	血制品标杆企业之一，布局疫苗和单抗打开空间
博雅生物	24.51 (67.84%)	6.51 (+31.82%)	4.44 (+31.56%)	0.82 (+27.35%)	1.32	1.57	1.88	血制品新锐布局销售渠道，大股东资源丰富
天坛生物	29.31 (+18.03%)	7.06 (+27.49%)	5.06 (+22.19%)	1.31 (+21.57%)	0.7	0.84	1.05	国内血制品龙头，经营效率有望持续提升
通化东宝	29.17 (+4.7%)	7.17 (+2.43%)	6.29 (+0.35%)	1.98 (+2.73%)	0.48	0.6	0.74	销售推广能力突出，甘精胰岛素上市在即

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

行业重要数据跟踪: 维生素价格走势分化, 血制品行业温和复苏

4.1 中药材价格: 环比 3 月略有增长

中药材200综合指数环比3月略有增长。2019年4月30号中药材天地网综合200指数为2221.83, 相比3月27号的2190.32略有增长。中药材价格指数2016年上涨较大, 2017年稳中略降, 2018年初略有上涨, 下半年缓慢下降, 2019年初有所下滑。

图22: 2013年至今中药材天地网综合200指数变化情况



数据来源: 药通网、广发证券发展研究中心

23味主要中药材中, 6味价格下跌, 2味上涨, 其余价格持平。4月份, 根据药通网数据, 在我们跟踪的23味中药材中, 虫草、板蓝根、太子参、川芎、丹参、冰片价格下跌, 跌幅分别为8.33%、8.05%、7.02%、6.67%、4.00%、3.03%。当归、党参价格上涨, 涨幅分别为13.04%、12.50%。其余药材价格均保持环比持平。

表25: 2019年4月, 6味价格下跌, 2味上涨

中药材	规格	19年4月价格	19年3月价格	单位	环比涨跌	同比涨跌
当归	草把	26	23	元/千克	13.04%	-35.00%
党参	纹党	45	40	元/千克	12.50%	-10.00%
冰片	白雪	320	330	元/千克	-3.03%	15.63%
丹参	统	12	12.5	元/千克	-4.00%	-29.42%
川芎	统	14	15	元/千克	-6.67%	-12.50%
太子参	统	53	57	元/千克	-7.02%	-32.05%
板蓝根	统	8.0	8.7	元/千克	-8.05%	-2.44%
虫草	3500条	110000	120000	元/千克	-8.33%	持平

数据来源: 药通网、广发证券发展研究中心

表26: 2019年3月, 13味主要中药材价格保持稳定

中药材	规格	19年4月价格	19年3月价格	单位	环比涨跌	同比涨跌
茯苓	统块	16	16	元/千克	持平	6.67%
红花	统	122	122	元/千克	持平	20.79%
红参	小抄	130	130	元/千克	持平	-7.14%
熟地	三四五级	11.5	11.5	元/千克	持平	8.00%
黄芩	全撞皮	34	34	元/千克	持平	3.03%
金银花	统	190	190	元/千克	持平	35.71%
两面针	统	5	5	元/千克	持平	持平
菊花	统	23	23	元/千克	持平	-23.33%
天麻	混级	135	135	元/千克	持平	3.85%
苦参	统	12	12	元/千克	持平	-7.69%
三七	120头	145	145	元/千克	持平	-38.30%

牛黄	天然胆黄	400000	400000	元/千克	持平	25.00%
石斛	统	30	30	元/千克	持平	-14.29%
黄芪	统	23	23	元/千克	持平	4.55%
山楂	统	6	6	元/千克	持平	20.00%

数据来源：药通网、广发证券发展研究中心

4.2 原料药价格：维生素价格走势分化，肝素出口量价平稳

根据wind统计数据显示，2019年4月国产维生素价格走势品种分化较大，部分品种如泛酸钙、维生素A、维生素B7出现较大幅度上涨，维生素B12下滑7.69%，其余品种基本保持平稳。

表 27：维生素主要品种 3 月价格变化

产品	单位	月初报价	月末报价	月涨跌(%)	上年同期月末报价	同比涨跌(%)	历史最高报价	历史最低报价
VE	元/千克	41	42.5	3.66%	71.5	-40.56%	175	34
包衣 VC	元/千克	30	30	0.00%	49	-38.78%	80	26
VC 粉	元/千克	27.5	27.5	0.00%	47	-41.49%	80	24
泛酸钙	元/千克	210	370	76.19%	75	393.33%	750	52
VA	元/千克	307.5	375	21.95%	1025	-63.41%	1425	95
VB ₁	元/千克	167.5	180	7.46%	385	-53.25%	630	101
VB ₂	元/千克	130	130	0.00%	250	-48.00%	470	118
VB ₆	元/千克	162.5	170	4.62%	400	-57.50%	560	127.5
VB ₁₂	元/千克	227.5	210	-7.69%	305	-31.15%	1150	130
VB ₇	元/千克	82.5	100	21.21%	100	0.00%	165	47
VD ₃	元/千克	285	292.5	2.63%	305	-4.10%	600	52

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心(数据截止 5 月 05 日)

根据健康网数据显示，头孢类抗生素中间体价格在前期下滑后基本稳定，硫氢酸红霉素价格仍在高位震荡。

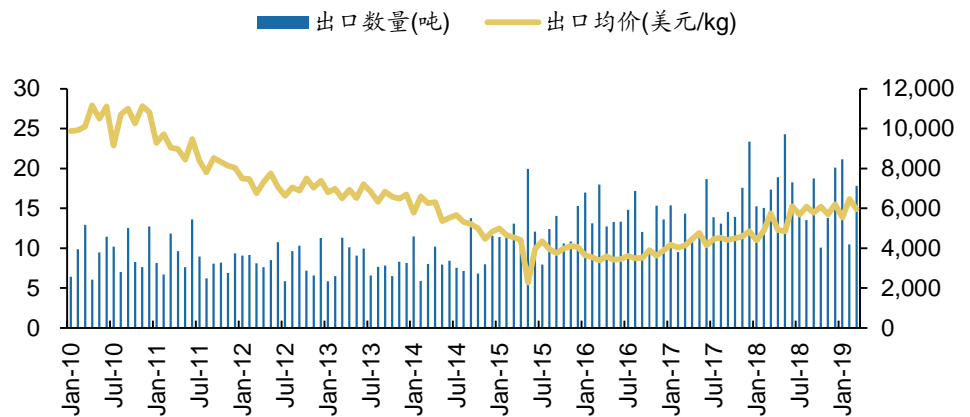
表 28：2019年3月抗生素中间体品种涨跌情况

产品	单位	月初报价	月末报价	月涨跌(%)	上年同期月末报价	同比涨跌(%)	历史最高报价	历史最低报价
青霉素工业盐	元/BOU	55	59	7.27%	75	-21.33%	82.5	47
6-APA	元/kg	165	165	0.00%	245	-32.65%	245	135
7-ACA	元/kg	440	440	0.00%	465	-5.38%	1000	330
7-ADCA*	元/kg	465	465	0.00%	500	-7.00%	500	290
硫氢酸红霉素	元/kg	435	410	-5.75%	370	10.81%	540	270
阿莫西林(酶法)	元/kg	192.5	192.5	0.00%	195	-1.28%	240	130

数据来源：健康网、广发证券发展研究中心(数据截止 5 月 05 日)

肝素出口价格持续回暖。根据Wind数据显示，2016年中之后肝素出口均价缓慢上涨，2019年3月肝素出口均价为5961.65美元/kg，同比上涨3.63%，环比下滑7.87%；3月出口量为17.83吨，同比增长2.8%，环比增长70.27%。

图23: 肝素原料药出口数量和均价

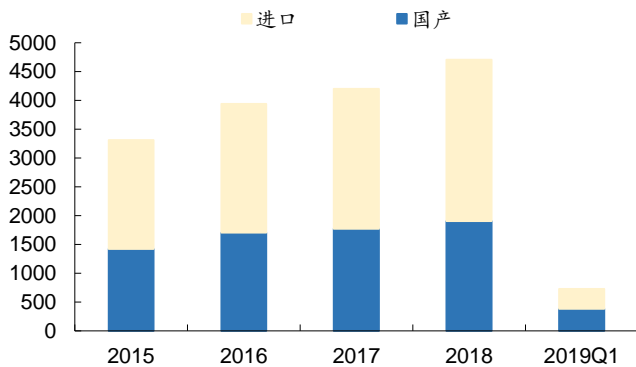


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(数据截至2019年03月31日)

4.3 生物制品批签发数据: 疫苗四季度监管趋严, 血制品行业温和复苏 人血白蛋白批签发总量同比有所下滑, 进口占比大幅下降

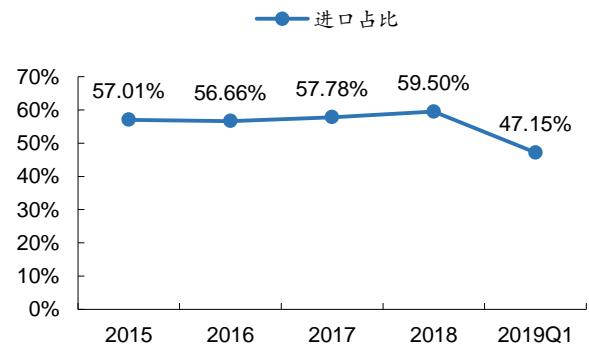
根据中检院及各地药检所披露, 2019年一季度国内人血白蛋白批签发总量(折合10g/瓶)为731.83瓶, 同比下降24.2%, 其中国产人血白蛋白批签发量为386.74万瓶(+14.8%)、进口人血白蛋白345.09万瓶(-45.1%), 进口占比较18年末下降12.35pp至47.15%。受年初上海新兴事件以及部分外资企业GMP到期重新认证等因素影响, 进口人血白蛋白批签发量自2月份开始下滑明显, 目前行业渠道库存较为紧张。

图24: 白蛋白历年批签发量(折合10g/瓶, 万瓶)



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

图25: 进口人血白蛋白历年占比

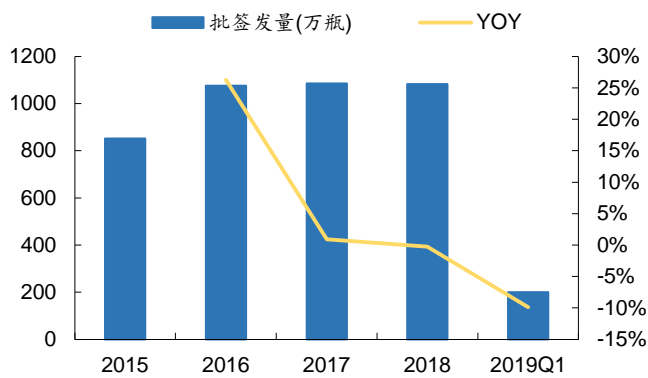


数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

受上海新兴事件影响静丙批签发短期承压, 后续有望逐渐恢复正常

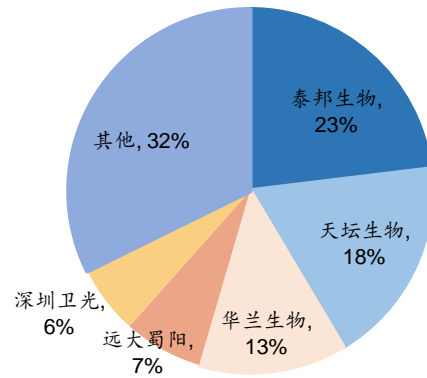
一季度, 静丙实现批签发总量(折合2.5g/瓶)201.05万瓶, 同比下降9.9%, 其中1月、2月、3月分别获得批签发量120.19万瓶、17.21万瓶、63.64万瓶, 受年初上海新兴的静丙检验出HIV抗体阳性事件影响, 自2月份开始静丙批签发量下降明显。然而, 我们认为上海新兴事件为浆站管理不善的个体性事件, 不会对整个血制品行业造成较大影响, 静丙批签发后续有望逐渐恢复正常。

图26: 静丙历年批签发情况 (折合2.5g/瓶)



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

图27: 2019年一季度静丙国内竞争格局



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

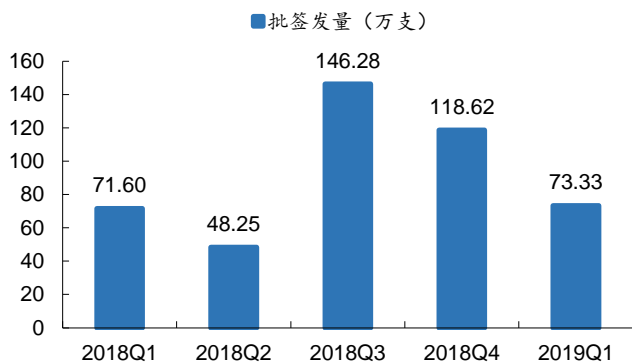
关注血液产品的结构性变化, 八因子与狂免批签发量增长较快

一季度, 人凝血因子VIII (折合200IU/瓶) 实现批签发量33.65万瓶, 同比增长45%, 近几年来保持快速增长, 其中华兰生物已连续多年市占率排名第一; 纤维蛋白原实现批签发量 (折合0.5g/瓶) 26.34万瓶, 同比增长34.3%, 主要原因是山东泰邦批签发量同比大幅增长; 狂犬病人免疫球蛋白实现批签发量 (折合200IU/瓶) 167.78万瓶, 同比大幅增长86.3%, 其中华兰生物与四川远大蜀阳的批签发量增长较快, 分别为28.71万瓶 (+403.6%)、38.45万瓶 (+101.7%); 人凝血酶原复合物 (PCC) 实现批签发量 (折合200IU/瓶) 11.65万瓶, 较往年同期下滑42.7%, 主要由于华兰生物无批签发所致; 破伤风人免疫球蛋白 (折合250IU/瓶) 与乙型肝炎人免疫球蛋白 (折合200IU/瓶) 分别获得批签发量103.66万瓶 (+49.3%)、7万瓶 (-82.3%)。

血制品行业温和复苏, 重点关注华兰生物与博雅生物

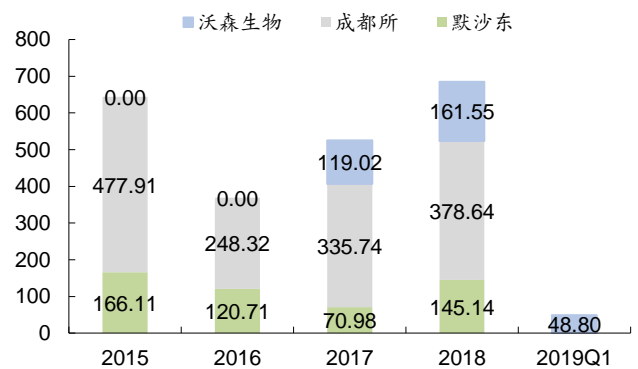
从血制品相关的上市公司财报来看, 各企业的血制品业务收入季度环比稳步提升, 经营活动产生的现金净流量环比大幅改善, 应收账款与票据以及库存逐步企稳, 说明终端需以及销售渠道正在逐渐好转, 因此我们判断血制品行业正处于温和复苏阶段。建议重点关注业内血浆利用率高的华兰生物和积极布局推广渠道的博雅生物。

图28: 13价肺炎疫苗历年各季度批签发情况



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

图29: 23价肺炎疫苗历年批签发情况 (万支)



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

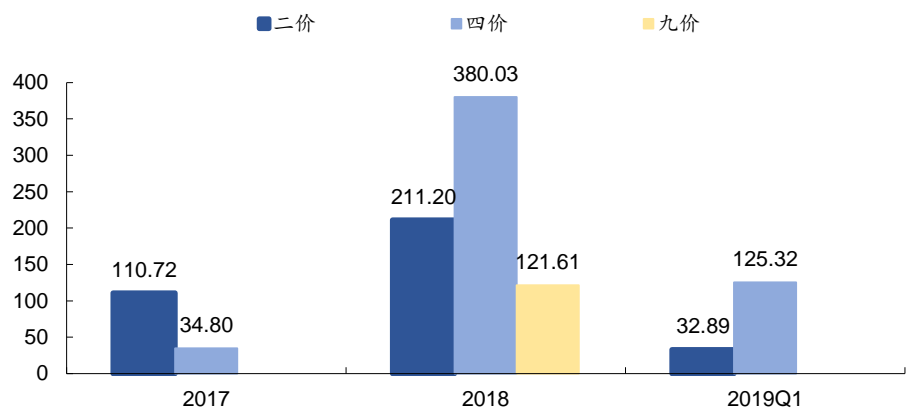
中检院的批签发制度执行趋严, 疫苗强监管时代到来

受2018年7月长生生物事件影响，中检院的批签发制度执行趋严，18年第四季度及19年第一季度国内疫苗批签发总量均呈现同比下滑现象，其中多个品种如人用狂犬病疫苗、水痘减毒活疫苗、EV71疫苗、23价肺炎疫苗、IPV疫苗的批签发量同比下滑明显。1月4日疫苗管理法草案通过十三届全国人大常委会审议以及4月2日国务院办公厅同意建立疫苗管理部际联席会议制度，意味着疫苗强监管时代到来。

19年第一季度疫苗批签发量同比下滑是普遍现象

根据中检院披露，2019年第一季度13价肺炎疫苗实现批签发总量73.33万支(+2%)、2价HPV疫苗32.89万支(-47%)、4价HPV疫苗125.32万支(+2%)、EV71疫苗477.44万支(-10%)、人用狂犬病疫苗1349.39万支(-56%)、水痘减毒活疫苗225.94万支(-48%)、IPV疫苗510.85万支(-41%)、百白破疫苗1403.44万支(+148%)，4价流感疫苗10.51万支、5价口服轮状病毒疫苗33.53万支、DTaP-IPV-Hib五联苗83.35万支，9价HPV疫苗、AC-Hib疫苗与DTaP-Hib四联苗无批签发记录。

图30: HPV疫苗历年批签发情况(万支)

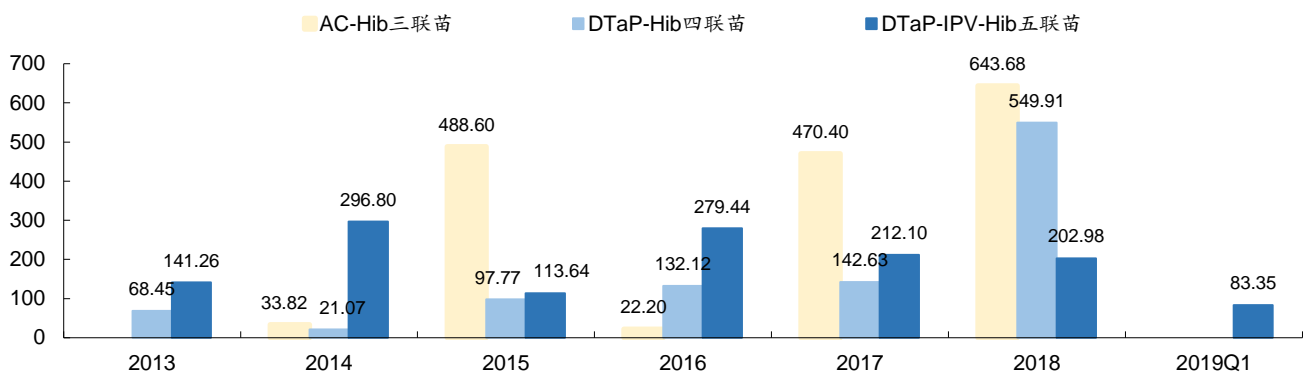


数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

具有批签发记录的疫苗企业数量不断减少，行业集中度逐渐提升

根据中检院披露，2017年国内具有批签发记录的疫苗企业共计45家(外资4家、本土41家)，然而2018年以及19年第一季度国内具有批签发记录的疫苗企业数量分别减少至39家(外资4家、本土35家)、29家(外资4家、本土25家)。从细分产品的角度来看，上市时间久且同质化较为严重的疫苗如Hib疫苗、流感疫苗、AC多糖疫苗、狂犬病疫苗等相关生产厂家，随着行业监管趋严，一些小疫苗生产企业的批签发逐渐停滞，行业集中度逐渐提升，未来龙头企业将显著受益。

图31: 三联苗、四联苗、五联苗历年批签发情况(万支)



数据来源: 中检院、广发证券发展研究中心

基于国内疫苗企业研发管线的布局与商业化价值, 重点关注康泰生物

国内疫苗产品的换代升级是趋势, 重点关注创新型创新疫苗与多价多联疫苗的上市进度。纵观国内疫苗企业的研发管线, 康泰生物的在研产品无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位。根据CDE及药智网披露的康泰生物在研产品评审与临床进度, 我们预计重磅在研产品13价肺炎球菌结合疫苗以及人二倍体细胞狂犬病疫苗下半年有望报产, 从明年起公司的研发管线将进入集中收获期, 公司的价值有望得到重估。

2019年5月股东大会信息

5.1 23家上市公司召开股东大会一览

2019年5月, 总计有23家上市公司召开股东大会, 其中有5家公司召开临时股东大会, 剩余18家均为股东大会。

表29: SW医药板块2019年5月股东大会召开信息

证券代码	证券简称	会议日期	会议类型
603811.SH	诚意药业	2019-05-06	股东大会
603229.SH	奥翔药业	2019-05-06	股东大会
600479.SH	千金药业	2019-05-06	股东大会
300765.SZ	新诺威	2019-05-06	临时股东大会
300181.SZ	佐力药业	2019-05-06	股东大会
002172.SZ	澳洋健康	2019-05-06	股东大会
600587.SH	新华医疗	2019-05-07	股东大会
300558.SZ	贝达药业	2019-05-07	股东大会
300149.SZ	量子生物	2019-05-07	股东大会
002880.SZ	卫光生物	2019-05-07	股东大会
002433.SZ	太安堂	2019-05-07	股东大会
002382.SZ	蓝帆医疗	2019-05-07	股东大会
000566.SZ	海南海药	2019-05-07	临时股东大会

000518.SZ	四环生物	2019-05-07	股东大会
300562.SZ	乐心医疗	2019-05-08	股东大会
002566.SZ	益盛药业	2019-05-08	股东大会
000931.SZ	中关村	2019-05-08	股东大会
000788.SZ	北大医药	2019-05-08	股东大会
603963.SH	大理药业	2019-05-09	股东大会
600867.SH	通化东宝	2019-05-09	股东大会
600511.SH	国药股份	2019-05-09	临时股东大会
300723.SZ	一品红	2019-05-09	临时股东大会
300108.SZ	吉药控股	2019-05-09	临时股东大会

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

控费政策推进速度高于预期; 药品审评进度低于预期; 中美贸易战影响大于预期

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：资深分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与量子生物(300149)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与济民制药(603222)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与凯普生物(300639)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。