

证券研究报告——医药生物2019年5月策略报告

业绩公布后回归价值，关注医药政策

2019-05-14

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

证券分析师：张智聪 021-60933151 zhangzhicong@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030001

联系人：朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn

联系人：马步云 0755-81981847 mabuyun@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

投资摘要：业绩公布后回归价值，关注医药政策

- **4月以来医药板块跟随市场调整，各板块中位居中上游。**年初至5月10日，以算术平均值计算，A股医药生物板块上涨25.54%，比4月月报有所回落；在28个行业中排名上升至第7位，位居中上游水平，体现出市场调整时医药板块的防御性。4月以来医药板块跟随市场调整，部分行业龙头、低估值板块具有较强的抗跌属性，取得一定的超额收益；取得绝对收益的个股主要包括：1）近视眼药等主题概念股；2）市场参与度低的超跌个股反弹；3）低估值板块及不受带量采购影响的细分领域龙头。
- **年报季报业绩公布，板块间及板块内呈现分化。**全部A股已公布2018年报及2019年一季报。商誉减值、会计差错更正等黑天鹅事件，使得市场回归价值、更加关注财务报表质量。回顾分析年报及一季报，非药板块（零售、器械、服务）业绩增长较快，原料药从景气高点回落，药品板块（化学制剂、中药、生物及批发）增长有所放缓。各板块内部也有明显分化，仿制药4+7带量采购、辅助用药限制、高值耗材降价等政策以及疫苗、体检事件导致部分公司业绩受到影响；但各细分领域龙头公司经营稳健、聚焦主业，2018年大多保持了稳定增长。
- **市场由主题回归价值，业绩真空期关注医药政策。**五一节后，市场情绪突然由热转凉，前期上涨较多的主题概念股有所调整，同时估值压力也得到一定程度的释放。年报季报期业绩公布后缺乏新的基本面因素变化，业绩真空期市场更多关注医药政策与事件。重点关注的医药政策包括医保目录2019年调整（常规及谈判准入），仿制药第二批4+7带量采购预期，医保个人账户改革动向；事件层面，2019年ASCO会议将在5月底至6月初举行，创新药企业将在会上公布各自产品的临床进展，这些将成为相关个股的催化剂。
- **风险提示：第二批4+7带量采购超预期；高值耗材降价改革进度超预期；中美贸易摩擦程度超预期。**
- **投资建议：回归价值，关注医药政策。**2019年5月国信医药A股组合：恒瑞医药、迈克生物、天坛生物、上海医药；5月国信医药港股组合为：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药。此外，推荐医疗器械龙头企业。

投资收益回顾：市场调整中稳健组合表现较好

- 年度策略A股组合与板块整体涨幅相当，表现优异的主要包括科伦药业、恒瑞医药、丽珠集团、迪安诊断；港股组合中金斯瑞生物科技、三生制药、中国生物制药、石药集团等均大幅跑赢指数。
- 4月组合回顾：A股稳健组合中恒瑞医药、华润三九及器械龙头等公司保持上涨，进取组合中迈克生物表现较好，在市场调整中体现出超额收益；其他个股与板块表现相近。
- 市场经过4月中下旬、5月初的调整，估值压力得到一定程度的释放；年报季报期业绩公布后缺乏新的基本面因素变化，市场更多关注政策与事件。2019年重点关注的政策包括医保常规及谈判目录推进，仿制药第二批4+7带量采购预期，医保个人账户改革动向；事件层面，2019年ASCO会议将在5月底至6月初举行，创新药企业将在会上公布各自产品的临床进展，这些将成为相关个股的催化剂。

表：国信证券组合收益情况

策略名称	投资组合	策略收益	医药板块	超额收益
2019年投资策略《创 新才是硬道理》	A股：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、乐普医疗、华兰生物、智飞生物、科伦药业、迈瑞医疗、鱼跃医疗、迪安诊断、益丰药房。	31.3%	29.5%	1.8%
	港股：中国生物制药、石药集团、中国中药、三生制药、金斯瑞生物科技、李氏大药厂。	38.9%	10.9%	28.0%
1月投资策略《预期稳 定，估值恢复》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、天坛生物、博雅生物	10.4%	1.8%	8.5%
	港股：石药集团、中国生物制药、中国中药	10.1%	5.6%	4.6%
2月投资策略《期待年 报盈喜，关注政策变化》	A股：恒瑞医药、华东医药、乐普医疗、华兰生物、博雅生物	9.6%	17.4%	-7.8%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	3.8%	5.5%	-1.6%
3月投资策略《“4+7”集 采落地后，聚焦两会和 创新》	A股稳健组合：恒瑞医药、乐普医疗、天坛生物	11.2%	20.3%	-9.1%
	A股弹性组合：泰格医药、贝达药业、博雅生物、安科生物、康弘药业、迪安诊断、迈克生物、国药股份	11.1%	20.3%	-9.2%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国生物制药、中国中药、先健科技。	14.4%	3.4%	10.9%
4月投资策略《回归价 值，重视估值优势》	A股稳健组合：恒瑞医药、迈瑞医疗、上海医药、华润三九	1.5%	-6.7%	8.2%
	A股进取组合：迪安诊断、迈克生物、天坛生物、凯普生物、博雅生物、恩华药业、天士力、国药股份	-5.1%	-6.7%	1.6%
	港股：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药	-6.7%	-2.1%	-4.5%

资料来源：国信证券经济研究所整理，截止4月30日

5月组合：回归价值、关注可持续增长

- 随着市场出现调整，以及五一节后对中美贸易摩擦加剧的担忧，上涨热点迅速缩小，市场和整个板块出现回调，表现出三大特点：1) 风险偏好回落，此前热点炒作的主体概念股出现明显回调或盘整。2) 低估值板块表现较为稳健，包括低估值的化药仿制药、OTC品牌中药、医药商业等个股。3) 部分细分领域优质公司较为强势，回调幅度较小或继续小幅上涨。
- 年报季报业绩公布后，5月组合中我们更加重视GARP类个股，具有明确的成长空间和可持续性、CAGR较为稳健、估值相对合理；在风险偏好下行阶段，我们也关注估值较低的价值类个股，具有较好的防御性。
- 2019年5月国信医药A股组合：恒瑞医药、迈克生物、天坛生物、上海医药；5月国信医药港股组合为：金斯瑞生物科技、石药集团、中国中药。此外，推荐医疗器械龙头企业。

表：国信医药2019年5月投资组合

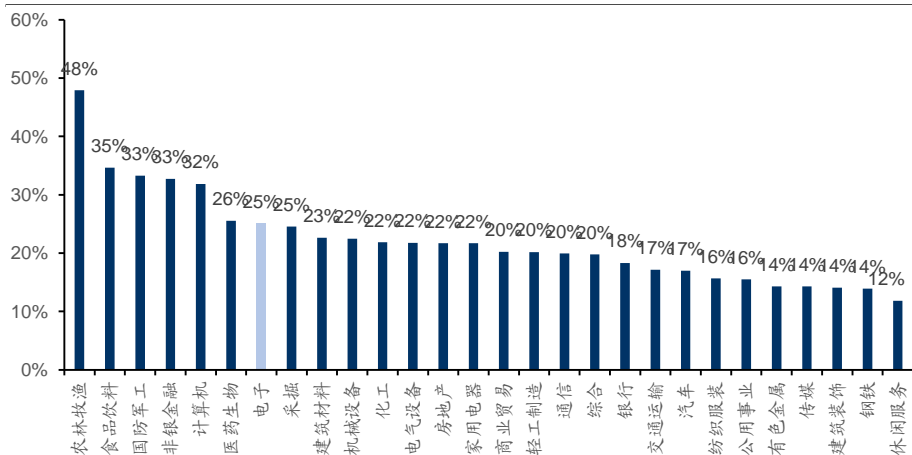
代码	公司简称	股价 05-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
A股组合														
600276	恒瑞医药	64.12	2,836	0.92	1.21	1.56	1.99	69.8	53.0	41.2	32.2	20.6	1.8	买入
300463	迈克生物	21.47	120	0.80	1.02	1.29	1.70	26.9	21.1	16.6	12.7	16.5	0.9	买入
600161	天坛生物	24.47	213	0.58	0.72	0.87	1.25	41.8	33.9	28.1	19.5	15.1	1.2	买入
601607	上海医药	18.70	484	1.37	1.60	1.84	1.82	13.7	11.7	10.2	10.3	9.9	1.2	买入
港股组合														
1093.HK	石药集团	13.84	863	0.59	0.73	0.91	1.12	23.61	18.83	15.23	10.60	21.4	0.8	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	18.44	342	0.09	0.10	0.12	0.14	203.4	185.2	157.8	113.69	4.4	12.6	买入
0570.HK	中国中药	4.25	214	0.29	0.35	0.44	0.55	12.73	10.27	8.24	6.57	9.3	0.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

市场有所调整，医药生物板块涨幅位居中上游

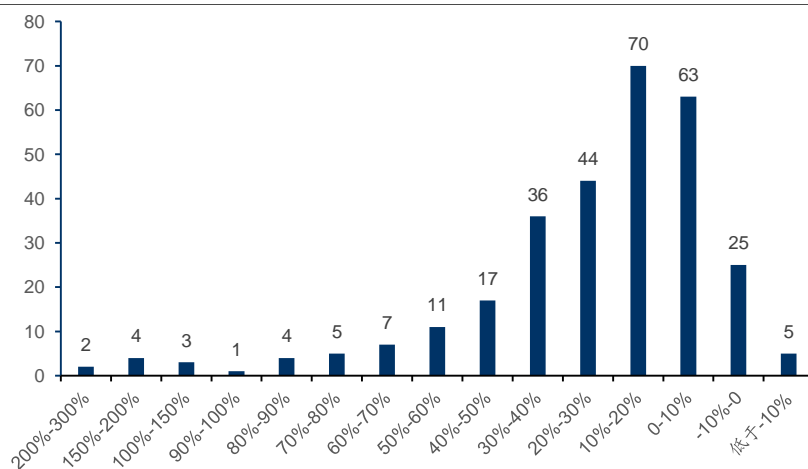
- 2019年4月上半月延续3月风格，主题概念股较为活跃，包括前期超跌个股、科创、大麻、眼药等；下半月，医药指数跟随市场有所盘整，行业龙头表现相对稳定；五一节后，因中美贸易摩擦加剧的担忧，市场出现明显调整，医药板块也回吐年初以来的部分涨幅。
- 年初至5月10日，以算术平均值计算，医药生物板块上涨25.54%，比4月月报有所回落；在28个行业中排名上升至第7位，位居中上游水平，体现出市场调整时医药板块的防御性。
- 医药生物板块内，涨幅中位数为28%，涨幅低于此在板块中已经属于相对滞涨。

图：年初至5月10日各板块涨幅（算术平均）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：年初至5月10日医药板块个股涨幅范围分布



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

● 医药生物板块18A/19Q1财报分析

A股医药生物板块2018A主要财务指标对比

■ 2018年收入保持稳定增长，商誉减值拖累利润增速

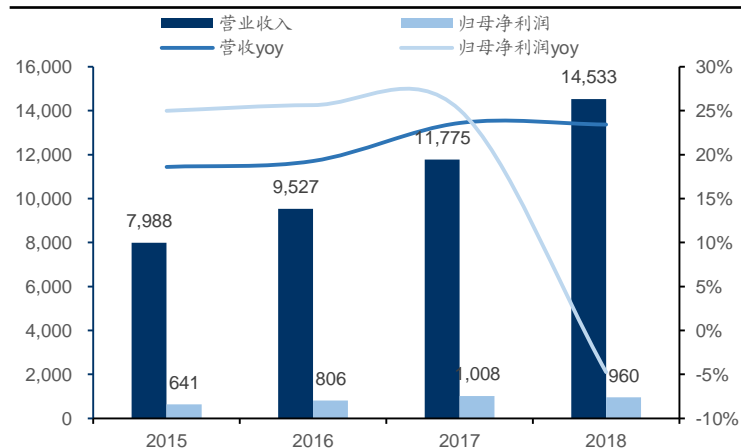
2018年A股医药生物板块收入1.45万亿元(+23.4%)，延续2017年的增长势头；但因商誉减值131亿元(2017年商誉减值26亿元)，导致归母净利润下滑4.7%(扣非后仅增长2%)，显著拖累利润增速。

表：A股医药板块2015-2018年度主要财务指标

项目(亿元)	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	7,988	9,527	11,775	14,533
YOY	18.6%	19.3%	23.6%	23.4%
营业成本	5,563	6,504	7,816	9,403
毛利率	30.4%	31.7%	33.6%	35.3%
销售费用	1,013	1,291	1,787	2,470
费用率	12.7%	13.6%	15.2%	17.0%
管理费用	560	677	833	724
费用率	7.0%	7.1%	7.1%	5.0%
研发费用	180	227	304	427
费用率	2.3%	2.4%	2.6%	2.9%
净利润	682	859	1,100	1,046
净利率	8.5%	9.0%	9.3%	7.2%
归母净利润	641	806	1,008	960
YOY	25.0%	25.6%	25.1%	-4.7%
扣非归母净利润	557	695	814	830
YOY	25.1%	24.8%	17.0%	2.0%
经营性净现金流	540	711	625	1,101
ROE	10.9%	11.3%	11.0%	8.9%
总资产周转率	0.67	0.62	0.63	0.63
资产负债率	34.5%	32.1%	31.7%	33.2%

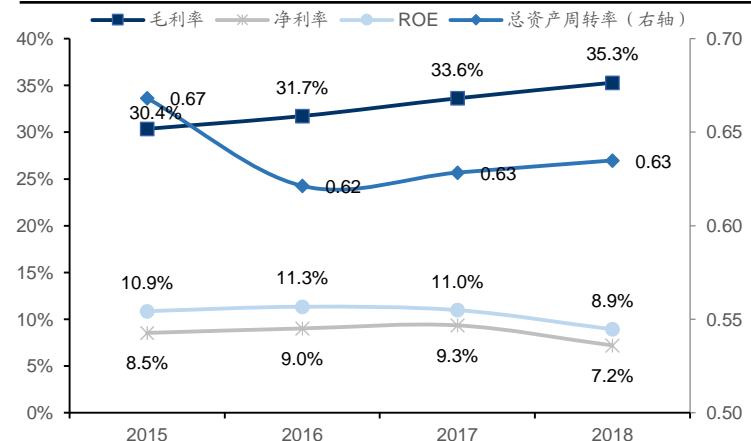
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2015-2018年A股医药板块营收及归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2015-2018年A股医药板块重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

A股医药生物板块2019Q1主要财务指标对比

■ 2019Q1保持正常开局，基数效应导致增速放缓

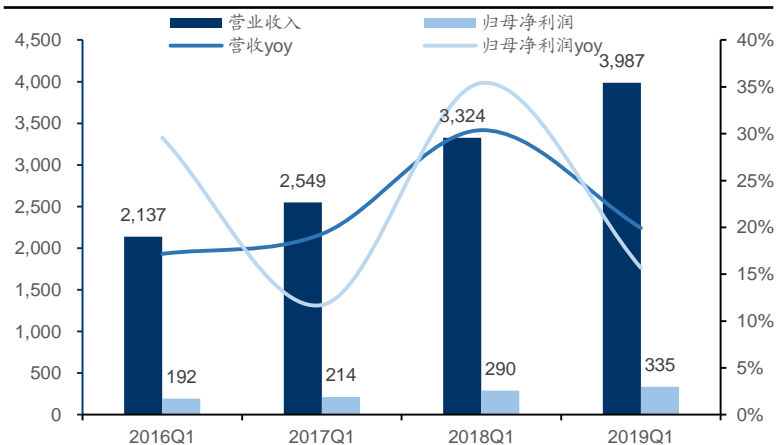
2019年一季度A股医药板块收入3987亿元（+19.9%），归母净利润335亿元（+15.7%，扣非+3.6%），主要因2018Q1基数较高；剔除基数效应看，收入及利润增速相比去年同期仍有所放缓。

表：A股医药板块2016-2019年一季度主要财务指标

项目 (亿元)	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
营业收入	2,137	2,549	3,324	3,987
YOY	17.2%	19.3%	30.4%	19.9%
营业成本	1,502	1,746	2,156	2,623
毛利率	29.7%	31.5%	35.1%	34.2%
销售费用	259	337	531	642
费用率	12.1%	13.2%	16.0%	16.1%
管理费用	140	168	213	188
费用率	6.6%	6.6%	6.4%	4.7%
研发费用	1	3	5	81
费用率	0.0%	0.1%	0.1%	2.0%
净利润	204	230	311	361
净利率	9.6%	9.0%	9.4%	9.0%
归母净利润	192	214	290	335
YOY	29.6%	11.7%	35.4%	15.7%
扣非归母净利润	170	200	275	285
YOY	26.3%	18.0%	37.4%	3.6%
经营性净现金流	-51	-53	-45	8
ROE	2.9%	2.4%	2.8%	2.5%
总资产周转率	0.15	0.14	0.15	0.15
资产负债率	34.1%	31.8%	31.3%	32.7%

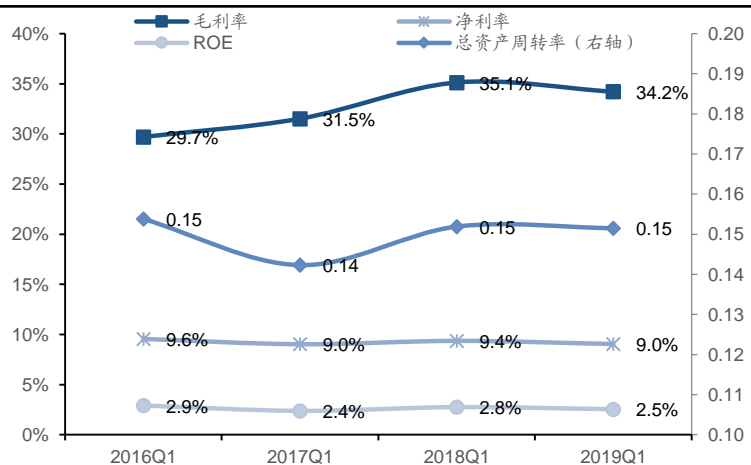
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016Q1-2019Q1年A股医药板块营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016Q1-2019Q1年A股医药板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

A股医药生物板块18A/19Q1分析： 增长趋势性放缓，板块间及板块内呈现分化

■ 2018A/2018Q1财报分析：增长趋势性放缓

2018年A股医药板块整体增长放缓，营收增速23.4%同比基本持平，毛利率35.3%同比+1.7pp，但包含了两票制影响，销售、管理、研发费用率都有所提升。因有较大规模的商誉减值损失，导致归母净利润下滑5%（扣非增长2%）；剔除商誉减值损失影响，归母净利润同比增长约4%，比2017年显著放缓，反映出2018年行业整体经营压力增大及个别公司黑天鹅事件的影响。

2019Q1板块继续延续2018年整体趋势，剔除2018Q1基数效应看，收入和利润增速继续放缓。

■ 非药、药品板块间呈现分化

回顾分析2018年报及2019年一季报，药品和非药板块间呈现一定程度的分化。非药板块中，零售、器械、服务等子行业营收增速均在20%附近或更高，业绩增长整体处于较快水平；药品板块中，原料药从景气高点回落，化学制剂、中药、生物制品、药品批发等子行业，因两票制影响带动收入增速比2017年有所提升，但扣非并剔除商誉减值等因素后，净利润增长比2017年进一步放缓，均跌落至10%以内的个位数增长或负增长。

■ 板块内个股呈现分化，细分领域龙头公司经营稳健

各板块内部也有明显分化。仿制药4+7带量采购、辅助用药限制、高值耗材降价等政策以及疫苗、体检事件，导致部分公司业绩受到影响；但各细分领域龙头公司经营稳健、聚焦主业，较少依赖外延并购，也没有受到商誉减值的影响，2018年大多保持了稳定增长。如恒瑞医药、华东医药、云南白药、长春高新、华兰生物、益丰药房、乐普医疗、爱尔眼科、药明康德、泰格医药等，这些重点公司构成了A股医药生物板块的稳定器和压舱石，也是公募基金及陆股通等机构投资者的重仓持股标的。

A股医药生物板块2018A商誉减值分析

■ 2018A商誉减值概况

A股医药生物板块在2013-2015年进行了众多并购外延扩张，同时也埋下了业绩不达预期进而商誉减值的压力。2017-2018年计提的商誉减值损失成倍扩大，尤其是2018年医药生物板块共计提131亿元商誉减值损失，同比增加4倍，占到当期板块归母净利润的11.6%。

■ 商誉减值影响较大的板块及个股

- **化药制剂**：52亿元减值占板块净利润32%，主要个股有人福医药、福安药业、翰宇药业；
- **中药**：31亿元减值占板块净利润10%，主要个股有信邦制药、益佰制药；
- **医药商业**：17亿元减值占板块净利润9%，主要个股有瑞康医药、上海医药；
- **医疗服务**：14亿元减值占板块净利润35%，主要个股有ST百花；
- 其他板块减值占净利润比例较低或较为零散。

■ 商誉减值并非突发事件

部分公司在2018年大额计提商誉减值损失之前，在2017年已经表现出减值压力，是有迹可循的；从股价表现看，并购后业绩显著低于预期的公司2018年持续跑输市场。另外有部分公司经过2018年大额计提商誉减值损失后，商誉的账面余额仍然较大或占净资产比例较高；如果业绩继续不达预期，2019年末商誉减值测试也将会有较大压力。

表：A股医药生物板块2016-2018A商誉减值损失

子行业及公司 (亿元)	2016A	2017A	2018A	三年累计
化学原料药	0.64	2.07	4.30	7.01
化学制剂	0.89	2.15	51.70	54.74
中药	0.22	4.14	31.00	35.36
生物制品	0.10	0.47	6.81	7.38
医药商业	0.16	0.84	17.41	18.41
医疗器械	1.46	9.35	5.98	16.79
医疗服务	0.38	6.89	14.18	21.45
板块合计	3.86	25.90	131.38	139.69
YOY		+571%	+407%	
人福医药 化学制剂		0.52	28.94	29.46
信邦制药 中药			15.37	15.37
益佰制药 中药		6.23	9.08	15.31
ST百花 医疗服务		0.04	10.28	10.33
瑞康医药 医药商业	0.08	0.20	7.24	7.52
上海医药 医药商业		0.53	6.32	6.85
福安药业 化学制剂			6.07	6.07
翰宇药业 化学制剂	0.40	0.26	5.29	5.95
新华医疗 医疗器械	1.43	2.24	1.22	4.89
红日药业 中药		1.24	2.82	4.06
千山药机 医疗器械		3.38	0.04	3.42
博晖创新 医疗器械		2.70	0.70	3.40
誉衡药业 化学制剂	0.16	0.44	2.66	3.26
延安必康 化学制剂	0.01		3.22	3.24

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

原料药子行业分析：景气高点已过，季度利润负增长

■ 化学原料药子行业：进入景气高点下行阶段

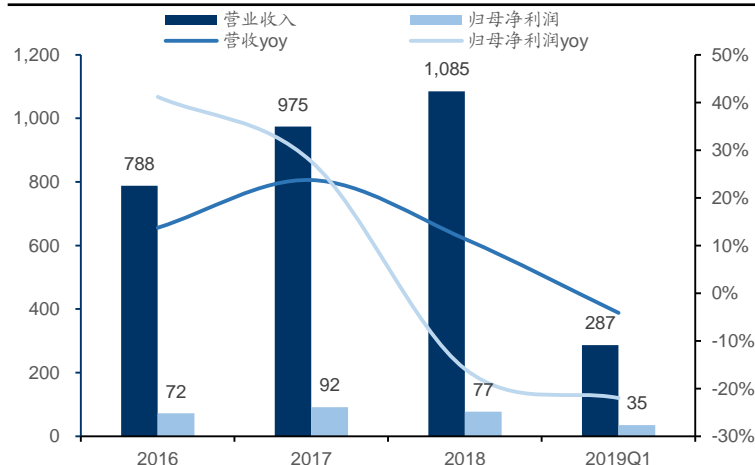
从单季增速及毛利率看，原料药行业整体景气周期已于2018Q3结束，2018Q4、2019Q1连续两个季度收入、归母净利润呈现负增长。

表：A股化学原料药子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	788	975	1,085	287
YOY	13.7%	23.7%	11.4%	-4.1%
营业成本	518	629	666	177
毛利率	34.3%	35.5%	38.6%	38.3%
销售费用	73	100	141	38
费用率	9.3%	10.3%	13.0%	13.1%
管理费用	92	104	73	19
费用率	11.7%	10.7%	6.8%	6.5%
研发费用	36	46	58	10
费用率	4.6%	4.7%	5.3%	3.5%
净利润	74	93	79	36
净利率	9.4%	9.5%	7.3%	12.5%
归母净利润	72	92	77	35
YOY	41.2%	27.6%	-15.9%	-22.0%
扣非归母净利润	64	80	97	27
YOY	70.4%	24.7%	21.2%	-37.4%
经营性净现金流	83	87	146	13
ROE	10.2%	10.6%	8.2%	3.2%
总资产周转率	0.52	0.58	0.59	0.15
资产负债率	34.9%	31.3%	34.6%	33.5%

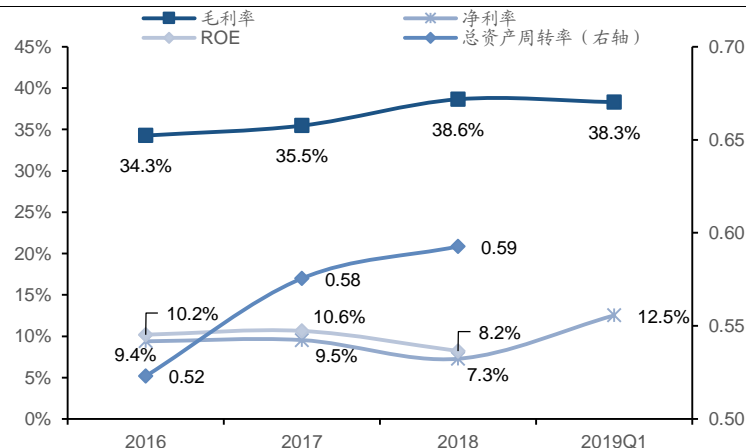
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股化学原料药营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股化学原料药子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

原料药子行业重点公司：制剂一体化和CMO成为亮点

■ 化学原料药重点公司

原料药板块中，原料药与制剂一体化模式的企业2018年保持较快增长，个别公司因自身原因导致利润大幅下滑；维生素板块2018年见景气高点后回落；因业务模式对价格波动影响较小，CMO板块保持较快增长。

- **华海药业**：2018年受到沙坦类原料药基因毒性杂质事件的影响，出现年度大幅亏损；2019Q1已恢复盈利；若后续诉讼等事项逐步落地，2019年经营业绩将呈现恢复性增长。
- **海正药业**：因开发支出转入费用、计提减值准备、销售费用增长、补偿款较少等原因，2018年亏损4.92亿元（扣非亏损6.12亿元），2019Q1扭亏为盈；预计阿达木单抗类似药有望在今年底获批上市，丰富生物药产品线。
- **凯莱英**：2018年、2019Q1收入、利润均保持较快增长，得益于前期产能扩张带来的规模效应提升，CMO业务模式受价格和毛利率波动影响较小，主要驱动力来自于客户、项目及生产规模的持续增长。

表：A股化学原料药子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
002001	新和成	86.83	18.36	90.56	30.79	5.11	26.40	80.6%	-65.8%	-14.3%	408	无评级
002019	亿帆医药	46.32	11.36	57.09	7.37	1.47	11.04	-43.5%	-54.8%	49.7%	160	无评级
002821	凯莱英	18.35	4.76	24.16	4.28	0.92	5.74	25.5%	45.0%	34.0%	204	无评级
600267	海正药业	101.87	27.98	115.50	-4.92	0.32	1.01	-3730.1%	194.1%	-120.4%	105	无评级
600521	华海药业	50.95	11.99	NA	1.08	1.36	NA	-83.2%	-16.2%	NA	179	无评级
603707	健友股份	17.00	6.10	24.83	4.25	1.49	5.96	35.1%	22.4%	40.5%	172	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：上述公司2019E为Wind一致预期

化药制剂子行业分析：整体经营稳定，两票制和商誉减值影响收入和利润增速

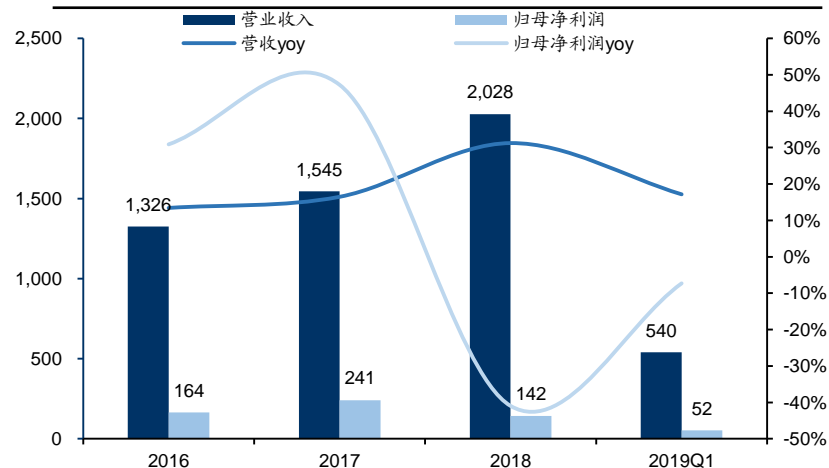
■ 化学制剂子行业：两票制驱动收入增长，商誉减值影响利润
2018年化药制剂收入增长31.2%，主要因两票制导致部分公司收入口径变化；板块整体计提52亿元商誉减值损失，导致净利润大幅下滑，剔除后扣非净利润比2017年仅有个位数小幅增长。

表：A股化药制剂子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	1,326	1,545	2,028	540
YOY	13.4%	16.5%	31.2%	17.2%
营业成本	601	674	861	230
毛利率	54.7%	56.4%	57.5%	57.4%
销售费用	326	421	641	168
费用率	24.6%	27.2%	31.6%	31.2%
管理费用	163	194	146	37
费用率	12.3%	12.5%	7.2%	6.9%
研发费用	69	93	129	24
费用率	5.2%	6.0%	6.4%	4.5%
净利润	179	278	163	58
净利率	13.5%	18.0%	8.0%	10.8%
归母净利润	164	241	142	52
YOY	30.9%	47.2%	-41.0%	-7.3%
扣非归母净利润	145	152	112	46
YOY	26.3%	5.0%	-26.1%	-8.2%
经营性净现金流	230	208	246	38
ROE	10.8%	12.9%	7.9%	2.3%
总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.15
资产负债率	29.1%	30.5%	33.1%	32.4%

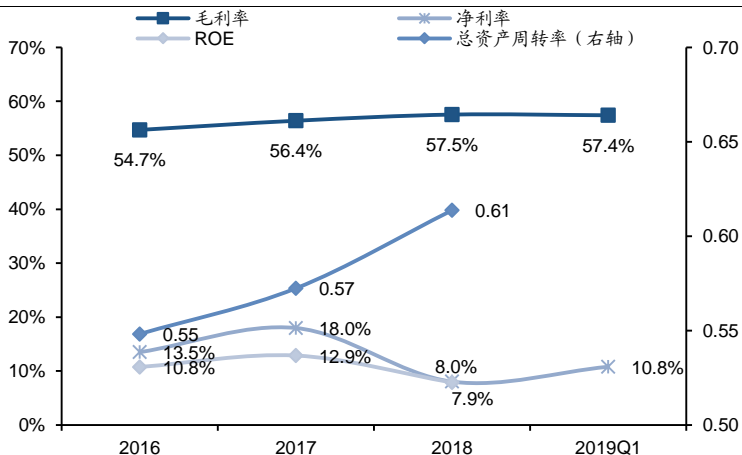
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股化学制剂营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股化学制剂子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

化药制剂子行业重点公司：龙头公司保持稳健增长

■ 化药制剂重点公司

化药制剂板块重点公司多采用研发驱动的内生增长模式，产品管线丰富、多为自营销售模式，受两票制及商誉减值影响较小，2018年经营业绩保持了稳健增长，成为化药制剂板块乃至整个医药生物板块的稳定器和压舱石。

- **恒瑞医药**：2018年在主营业务稳定增长的基础上受益于降税，研发投入强度进一步增加，费用率达到15.3%；未来三年，重磅创新药上市放量及后续研发管线进展，将成为经营业绩的驱动力和股价上涨的催化剂。
- **复星医药**：因研发投入加大、辅助用药受限、财务费用提高、投资收益减少等多方面因素影响，2018年利润小幅负增长；2019Q1已经同比持平微增，预计增长将逐季提升，生物类似药、创新药、CAR-T都将成为新看点。
- **贝达药业**：2018年埃克替尼销量依然保持30.45%的较快增长，后续面临的主要挑战是竞品吉非替尼大幅降价；2019年起创新药产品管线将逐步进入收获期，恩莎替尼、CM082等小分子及大分子有望陆续注册获批。
- **科伦药业**：2018年川宁抗生素产能释放，叠加大输液产能结构持续优化，贡献核心利润及现金流；制剂板块仿制药及创新药研发投入力度进一步加大，有望贡献业绩弹性。

表：A股化药制剂子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
600276	恒瑞医药	174.18	49.67	224.07	40.66	11.93	53.54	26.4%	25.6%	31.7%	2,836	买入
600196	复星医药	249.18	67.30	298.52	27.08	7.12	30.95	-13.3%	0.9%	14.3%	650	买入
300558	贝达药业	12.24	3.75	14.67	1.67	0.52	2.10	-35.3%	20.8%	26.0%	161	无评级
000963	华东医药	306.63	97.05	359.59	22.67	9.07	28.19	27.4%	37.6%	24.2%	528	买入
002422	科伦药业	163.52	42.88	194.73	12.13	3.36	15.33	62.0%	-12.4%	26.4%	413	买入
002294	信立泰	46.52	11.89	51.53	14.58	3.22	15.10	0.4%	-22.6%	3.6%	244	无评级
002262	恩华药业	38.58	10.49	47.72	5.25	1.26	6.31	33.0%	23.6%	20.2%	115	增持

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：贝达药业、信立泰2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

中药子行业分析：OTC稳健，注射剂承压

表：A股中药子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	2,270	2,591	3,068	853
YOY		14.1%	18%	23%
营业成本	1,255	1,274	1,573	459
毛利率	44.7%	50.8%	48.7%	46.2%
销售费用	568	693	821	207
费用率	25.0%	26.8%	26.8%	24.3%
管理费用	186	203	232	57
费用率	8.2%	7.8%	7.6%	6.7%
研发费用		54	63	14
费用率		2.1%	2.1%	1.7%
净利润	323	336	320	112
净利率	14.2%	13.0%	10.4%	13.2%
归母净利润	311	321	308	108
YOY		3.3%	-4.1%	20.4%
扣非归母净利润	266	286	257	90
YOY		7.6%	-10.0%	-5.5%
经营性净现金流	267	160	280	19
ROE	13.2%	11.6%	10.2%	3.4%
总资产周转率	60.4%	58.4%	60.9%	15.8%
资产负债率	36.6%	38.3%	41.9%	41.0%
流动比率	2.17	2.14	2.06	2.16
商誉减值	0.22	4.15	31.00	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

■ 中药子行业：OTC稳健，注射剂承压

中药子行业共计71家公司，从收入口径看2018年和2019Q1营收增速相对2017年仍有提高，增速较快的企业我们估计主要是低开转高开带来的影响，实际部分企业可能还有用量的下降和净利润下滑；OTC类龙头企业基本仍维持稳健10%左右增速；部分传统品牌消费属性龙头增速达到30%以上。

■ 商誉减值：部分公司大幅增加

2018年全行业31亿的商誉减值相对2017年4亿大幅增加。主要是益佰制药、信邦制药分别达到10亿和15亿的减值贡献的。另外持续减值的还有红日药业（18年2.8亿，17年1.2亿）。若剔除商誉减值影响，2018年行业扣非归母净利润基本持平。

■ 2019Q1趋势：辅助用药继续下行影响行业

2019Q1行业毛利率继续下行，通过控制销售、管理和研发费用后扣非归母净利润仍有小幅下行，预计全年中药注射剂下行尚未完成，板块内重点关注OTC、消费属性品牌中药细分领域。

中药子行业重点公司：关注低估值品牌中药

■ 中药重点公司：关注品牌中药中的低估值品种

中药领域大致可分为品牌中药与现代中药，总体看好品牌中药继续保持稳定，现代中药中的中药注射剂未来持续承压，除非转型有明确进展或者估值过度反应风险，否则建议短期回避。在4月策略中，我们强调个股低估值优势推荐华润三九以及白云山，近期市场受到宏观贸易冲突影响，我们仍然维持这一观点。

■ **白云山：**公司在2018年完成了两大核心子公司的股权增加，大南药板块调整了中药的渠道库存，大健康板块具备竞争压力降低带来的费用率降低、毛利提升、提价等因素带来的净利润率提升潜力，业绩超出预期我们上调了盈利预测，预计2019~2020年净利润为29.7/33.6/37.3亿，对应当前股价PE估值为22.7/20.0/18.1X。以2020年分部净利润及持有现金估计，公司一年期合理估值在788~943亿，对应涨幅17~40%，维持“买入”评级。

■ **华润三九：**中药注射剂的营收与利润占比已经不高（小于10%），考虑到增量品种继续稳健放量，OTC端有望整体保持高于行业增速。通过分部估值我们认为2019年公司合理市值在285~371亿，对6~38%向上空间，预计2019~2020年公司净利润为22.30/17.01/18.99亿，对应当前PE为12.0/15.8/14.1x，继续维持“买入”评级。

表：A股中药子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
000538	云南白药	267.08	69.73	297.53	33.07	8.46	38.41	9.8%	10.0%	16.2%	833	增持
000999	华润三九	134.28	34.82	150.47	14.32	11.67	22.30	20.8%	3.0%	55.7%	272	买入
600535	天士力	179.90	45.71	203.99	15.45	4.48	17.69	11.8%	15.7%	14.5%	309	买入
600332	白云山	422.34	180.55	640.75	34.41	14.07	29.70	101.6%	161.3%	-13.7%	680	买入
000423	东阿阿胶	73.38	12.92	75.47	20.85	3.93	21.04	-0.5%	-23.8%	0.9%	268	无评级
600436	片仔癀	47.66	14.84	60.27	11.43	4.04	15.01	28.3%	21.4%	31.3%	645	无评级
600085	同仁堂	142.09	39.11	155.45	11.34	3.49	12.10	6.2%	6.7%	6.7%	407	增持
600566	济川药业	72.08	20.79	85.78	16.88	5.10	20.61	27.8%	-2.3%	22.1%	275	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：华润三九、白云山2019E为国信预测，其余为Wind一致预期

生物制品子行业分析：血制品景气、疫苗监管趋严

表：A股生物制品子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	474	578	761	197
YOY		21.9%	32%	22%
营业成本	179	198	262	73
毛利率	62.2%	65.7%	65.6%	63.1%
销售费用	109	165	243	55
费用率	23.0%	28.5%	32.0%	27.9%
管理费用	74	52	62	15
费用率	15.7%	9.0%	8.2%	7.5%
研发费用		30	40	10
费用率		5.3%	5.2%	5.0%
净利润	115	135	122	39
净利率	24.2%	23.4%	16.1%	20.0%
归母净利润	108	126	112	36
YOY		16.7%	-11.2%	48.5%
扣非归母净利润	87	104	103	32
YOY		20.2%	-0.8%	14.8%
经营性净现金流	74	77	115	23
ROE	8.1%	7.9%	6.1%	1.8%
总资产周转率	35.8%	36.5%	41.5%	10.1%
资产负债率	34.6%	39.1%	39.5%	38.7%
流动比率	2.30	2.16	2.13	2.35
商誉减值	0.1	0.5	6.0	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

■ 生物制品：整体向好，少数公司承压

生物制品板块合计37家企业，近年来营收端持续高增长。主要细分领域血制品、疫苗、重组基因工程药物均表现不错。部分公司受到退市、严控辅助用药影响或非经常损益影响利润大幅下滑。剔除相关的五家公司后，板块归母扣非净利润增速在22%左右，继续维持了高于医药行业的增速。

■ 商誉减值：三家公司合计贡献5.5亿

横向比较生物制品板块其实商誉减值影响不大。中源协和、上海莱士、未名医药三家公司贡献了大部分的减值。主要在于生物制品板块此前外延发展较少，多数细分领域格局稳定，透过内生成长为主。

■ 血制品：2019Q1进入高景气

血制品在2018年营收端行业恢复至20%左右，2019Q1重新出现部分品种供不应求现象，我们认为主要是2018H1行业投浆增速降低，预计下半年供应有所好转。

■ 疫苗：重磅品种待上市，监管趋严

疫苗板块2018年受益与提价、重磅品种上市业绩高速增长，未来13价肺炎苗等品种上市有望延续高速增长。工信部导向行业集中度提升，疫苗管理法修订案不断推进，预期行业内长生事件后监管趋严，集中度将加速提升。

生物制品子行业重点公司：看好血制品

■ 生物制品重点公司：

生物制品领域整体业绩在医药板块内相对较好，血制品在今年上半年预计供不应求趋势将保持。当前时点继续看好血制品全行业，结合采浆量潜力、成长确定性等因素重点推荐天坛生物。生长激素继续维持高景气，长春高新注入金赛少数股权，解决长期管理机制，预计仍将维持板块内龙头地位。疫苗领域关注潜在Hib进入一类苗以及AC-Hib品种佐剂对注册的影响以及重磅品种肺炎球菌13价结合苗审批进度。

- **长春高新**：确定性强、医保体系外优势凸显，金赛药业2019年有望继续维持40%高增长，产品管线值得期待。
- **通化东宝**：2018Q3调整渠道库存导致全年业绩低于预期，2019Q1业绩承压因房地产结算；二代人胰岛素稳步增长，甘精胰岛素顺利步入生产现场核查环节，预计2019Q3获批，带动公司业绩新一轮增长。
- **天坛生物**：预计未来三年采浆量每年增长150~200吨，2020年中永安工厂投产后迎来吨浆营收利润跳升增长。
- **康弘药业**：康柏西普海外临床推进，海外分部估值确定性逐渐提升。国内康柏西普新适应症扩展、外资原有渠道替代共同助力市场份额提升。中药板块调整后实现恢复性增长。

表：A股生物制品子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
000661	长春高新	53.75	17.75	70.98	10.06	3.65	18.50	31.0%	72.1%	83.8%	503	买入
600867	通化东宝	26.93	7.14	32.00	8.39	2.74	10.43	5.8%	-0.7%	24.4%	294	买入
002007	华兰生物	32.17	6.96	44.52	11.40	2.60	15.30	35.8%	23.8%	34.3%	396	买入
600161	天坛生物	29.31	7.06	32.96	5.09	1.31	6.28	18.0%	27.5%	23.3%	213	买入
300294	博雅生物	24.51	6.51	28.97	4.69	0.89	5.70	67.8%	31.8%	21.5%	127	买入
300009	安科生物	14.62	3.47	18.32	2.63	0.66	3.73	33.3%	24.2%	41.8%	155	增持
002773	康弘药业	29.17	7.17	36.79	6.95	2.11	9.93	4.7%	2.4%	42.9%	306	增持
300122	智飞生物	52.28	22.94	89.55	14.51	5.02	25.48	289.4%	173.6%	75.6%	644	增持
300601	康泰生物	20.17	3.42	22.18	4.36	1.00	5.83	73.7%	-15.3%	33.8%	324	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：康泰生物2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

医药商业子行业分析： 零售受益并购成本下降，批发现金流仍受关注

表：A股医药商业子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	4,583	5,245	6,181	1,737
YOY		14.4%	18%	19%
营业成本	4,006	4,532	5,269	1,479
毛利率	12.6%	13.6%	14.8%	14.9%
销售费用	246	314	427	124
费用率		6.0%	6.9%	7.1%
管理费用	115	121	151	40
费用率	2.5%	2.3%	2.5%	2.3%
研发费用		16	21	5
费用率		0.3%	0.3%	0.3%
净利润	150	182	201	58
净利率	3.3%	3.5%	3.3%	3.4%
归母净利润	131	159	174	50
YOY		22.1%	8.9%	12.5%
扣非归母净利润	117	143	143	48
YOY		21.8%	0.0%	9.5%
经营性净现金流	60	31	99	-90
ROE	4.8%	4.6%	4.0%	1.0%
总资产周转率	167.3%	152.7%	144.0%	35.7%
资产负债率	62.2%	63.8%	67.8%	68.1%
流动比率	1.44	1.38	1.38	1.38
商誉减值	0.2	0.8	17.4	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

■ 医药商业：零售、批发现金流与增速差异较大

医药商业民营零售企业4家、其余以大批发为主的企业合计18家。两个板块在估值、成长性表现上差异巨大，零售整体营收25%增长、扣非归母净利润20%增长，而批发营收增速17%，扣非归母净利润负增长2.4%。在财务指标上，零售的经营性净现金流连续两年大于归母净利润，且增速达到62%，2C消费属性优势明显。而大批发的经营性净现金流表现并未出现大幅好转，仍仅为净利润一半左右，且Q1因为季节因素，继续出现大幅负净现金流。

■ 商誉减值：批发企业风险更高

整个板块商誉减值在2018年达到17亿，主要由瑞康医药（7.2亿）、上海医药（6.3亿）、海王生物（2.6亿）三家公司贡献。零售板块个股商誉减值继续维持极低水平。若剔除商誉减值，批发板块扣非归母净利润增速在11%左右。

■ 零售政策迭出，批发维持稳定

零售领域政策较多、包括税务变化、药师配置要求、地方慢病用药流出等多方面。其中最重要的行业变化还是在于资本推动的一级市场并购PE下降。批发领域集中度提升潜力不大，且下游医院控费压力仍强，预计未来维持稳定。

医药商业子行业分析：零售vs批发领域财务比较

表：A股医药零售领域2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	224	275	344	104
YOY		23.0%	25%	31%
营业成本	136	167	209	64
毛利率	39.3%	39.2%	39.2%	37.8%
销售费用	57	70	90	25
费用率	25.7%	25.6%	26.1%	24.5%
管理费用	11	13	15	4
费用率	4.7%	4.7%	4.5%	3.9%
研发费用		0	0	0
费用率		0.0%	0.0%	0.0%
净利润	14	16	20	7
净利率	6.0%	5.9%	5.8%	6.8%
归母净利润	13	16	19	7
YOY		21.3%	20.4%	30.6%
扣非归母净利润	13	15	18	6
YOY		18.7%	19.6%	29.4%
经营性净现金流	11	19	29	7
ROE	8.9%	7.3%	7.0%	2.2%
总资产周转率	153.3%	127.3%	125.9%	33.7%
资产负债率	53.9%	48.7%	53.1%	52.8%
流动比率	1.66	1.21	1.21	1.65
商誉减值	0.1	0.1	0.2	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表：A股医药批发领域2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	4,360	4,970	5,837	1,633
YOY		14.0%	17%	19%
营业成本	3,871	4,365	5,059	1,414
毛利率	11.2%	12.2%	13.3%	13.4%
销售费用	189	244	337	98
费用率		4.9%	5.8%	6.0%
管理费用	105	108	136	36
费用率	2.4%	2.2%	2.3%	2.2%
研发费用	4	16	21	5
费用率	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%
净利润	136	166	181	51
净利率	3.1%	3.3%	3.1%	3.1%
归母净利润	117	143	155	44
YOY		22.2%	7.7%	10.2%
扣非归母净利润	104	128	125	41
YOY		22.1%	-2.4%	7.0%
经营性净现金流	48	13	70	-98
ROE	4.5%	4.5%	3.8%	1.0%
总资产周转率	168.1%	154.4%	145.2%	35.8%
资产负债率	62.8%	64.8%	68.7%	69.1%
流动比率	1.43	1.39	1.39	1.37
商誉减值	0.1	0.8	17.2	0.0

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

医药商业子行业重点公司：继续关注现金流和费用结构

■ 医药商业重点公司

两票制的余波已经基本消化，大批发领域市场重点关注现金流情况。大批发作为2B端业务，且下游医院普遍较为强势，当前估值很低，我们认为具有行业地位，工商业结合的龙头企业已经具备相对吸引力。零售方面此前市场对于正面、负面政策有了更为充分的理解，我们认为一级市场估值偏低这一核心优势不变的情况下，人力、房租两大费用端影响因素预计稳定，2C端现金流优势明显，继续看好这一细分板块。

■ **上海医药**：工商业龙头，收购康德乐后获得大量外资肿瘤等创新药国内配送和渠道。工业端保持稳健，当前估值极低，推荐买入。

■ **一心堂**：长期营收增速超越利润增速，当前处于逐渐转移至利润释放阶段，估值在民营药房企业中偏低，维持买入评级。

表：A股医药商业子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
603939	益丰药房	69.13	24.69	90.33	4.16	1.47	5.86	43.8%	66.7%	40.7%	232	增持
603883	老百姓	94.71	27.27	120.24	4.35	1.59	6.20	26.3%	23.4%	42.5%	172	买入
002727	一心堂	91.76	25.88	110.89	5.21	1.75	6.51	18.4%	18.8%	24.9%	170	买入
603233	大参林	88.59	25.78	112.08	5.32	1.84	7.07	19.4%	26.8%	33.0%	210	增持
000028	国药一致	431.22	118.79	469.41	12.11	3.00	13.33	4.5%	15.8%	10.1%	176	增持
601607	上海医药	1,590.84	460.07	1,760.81	38.81	11.26	43.28	21.6%	26.4%	11.5%	484	买入
600511	国药股份	387.40	100.49	422.60	14.04	2.86	14.80	6.8%	10.1%	5.4%	177	买入
603368	柳药股份	117.15	33.86	146.47	5.28	1.60	6.54	24.0%	24.9%	23.8%	92	买入
002462	嘉事堂	179.60	48.39	220.33	3.28	0.99	4.06	26.1%	27.7%	23.8%	41	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：国药股份、嘉事堂2019E为Wind一致预期，其余为国信预测

医疗器械子行业分析：部分细分领域增速较快

- **医疗器械子行业**：2018年营收增速20%，在各医药子行业中较快，扣非后利润增速12.3%，与上年基本持平。作为集采政策避风港，表现稳定。国产替代和基层扩容促进医疗器械行业稳定增长。销售费用率有所提升，相应净利润率有所下降。IVD领域化学发光、POCT公司均保持高增速，国产替代进行时。

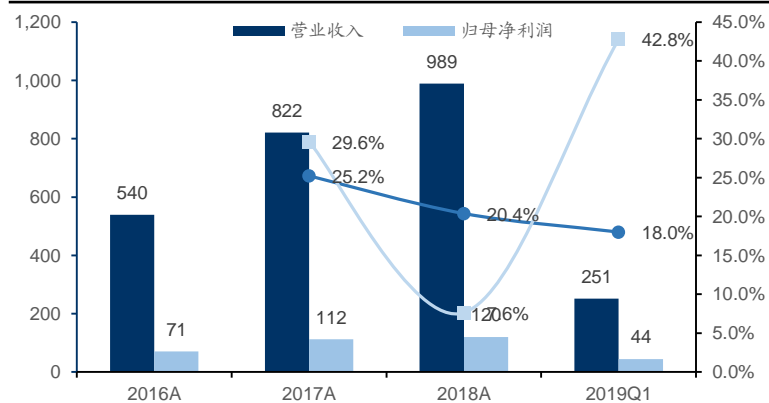
表：A股医疗器械子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	540	822	989	251
YOY		25.2%	20%	18%
营业成本	305	440	515	126
毛利率	43.5%	46.5%	47.9%	49.7%
销售费用	72	125	162	41
费用率		15.2%	16.4%	16.2%
管理费用	69	61	73	18
费用率	12.7%	7.5%	7.3%	7.2%
研发费用		45	58	15
费用率		5.5%	5.9%	6.0%
净利润	75	117	126	45
净利率	13.9%	14.2%	12.8%	17.9%
归母净利润	71	112	120	44
YOY		29.6%	7.6%	42.8%
扣非归母净利润	81	91	103	33
YOY		12.6%	12.3%	21.3%
经营性净现金流	65	95	144	3
ROE	7.6%	8.4%	7.0%	2.3%
总资产周转率	58.2%	61.9%	57.5%	13.1%
资产负债率	36.8%	41.1%	40.6%	39.7%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

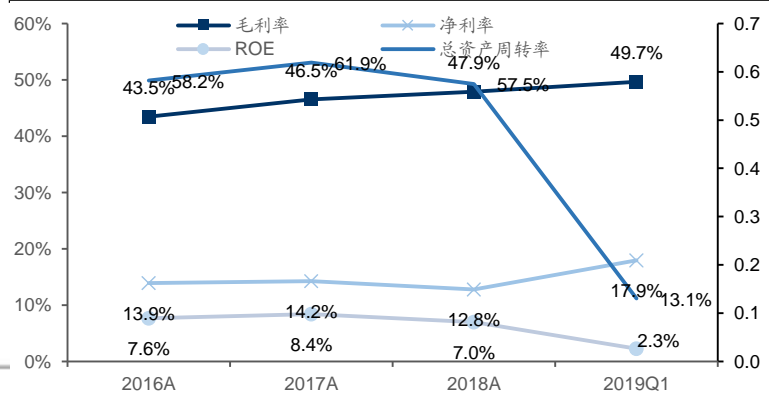
注：2017A收入、利润、扣非利润YOY均剔除新上市公司影响

图：2016-2019Q1年A股医疗器械营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股医疗器械子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械子行业重点公司：行业龙头符合预期

■ 医疗器械重点公司

- **乐普医疗**：医疗器械板块保持20%左右稳健增长，重磅创新产品NeoVas生物可吸收支架获批后迅速放量。药品板块保持快速增长，制剂业务OTC渠道销售贡献提升，原料药国内外需求旺盛。公司进入创新医疗器械产品研发收获期，业绩持续保持30%增长，在人工智能、糖尿病、肿瘤免疫治疗等创新领域布局完善。
- **鱼跃医疗**：业绩略超预期，线上增速依旧维持高速，线下调整初现成效，利润率提升，临床产品线随着技改完成、产能扩充，业绩有望好转。
- **迈克生物**：高速化学发光仪器配套试剂逐渐获批，预计将带动新一轮增长。
- **迪安诊断**：现金流大幅改善，实验室检测业务超预期增长，有望迎来拐点。

表：A股医疗器械子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
300003	乐普医疗	63.56	18.78	88.36	12.19	5.83	17.18	35.5%	92.2%	41.0%	446	买入
300463	迈克生物	26.85	7.22	33.91	4.45	1.18	5.68	18.9%	18.0%	27.7%	120	买入
300244	迪安诊断	69.67	18.36	90.20	3.89	0.73	4.90	11.2%	15.6%	26.1%	120	买入
002223	鱼跃医疗	41.83	12.01	51.07	7.27	2.47	8.94	22.8%	15.4%	22.9%	234	买入
300642	透景生命	3.65	0.68	4.55	1.42	0.16	1.69	11.7%	21.7%	19.3%	37	买入
300639	凯普生物	5.80	1.37	7.23	1.14	0.17	1.42	22.4%	38.8%	24.5%	33	买入
002382	蓝帆医疗	26.53	8.36	46.65	3.47	0.96	7.90	72.6%	64.5%	127.9%	139	增持
300633	开立医疗	12.27	2.30	15.80	2.53	0.12	3.34	32.9%	-42.3%	32.2%	121	无评级
603658	安图生物	19.30	5.48	25.70	5.63	1.21	7.27	26.0%	26.1%	29.2%	268	无评级
603882	金域医学	45.25	11.64	55.67	2.33	0.42	2.97	23.8%	349.2%	27.4%	162	无评级
000710	贝瑞基因	14.40	3.33	18.02	2.68	1.68	4.23	15.2%	155.4%	57.6%	127	无评级
300482	万孚生物	16.50	4.52	21.75	3.08	0.73	4.17	46.1%	31.5%	35.4%	113	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：开立医疗、安图生物、金域医学、贝瑞基因、万孚生物2019EWind一致预期，其余为国信预测

医疗服务子行业分析：保持持续较快增长

■ 医疗服务子行业：保持较快增长

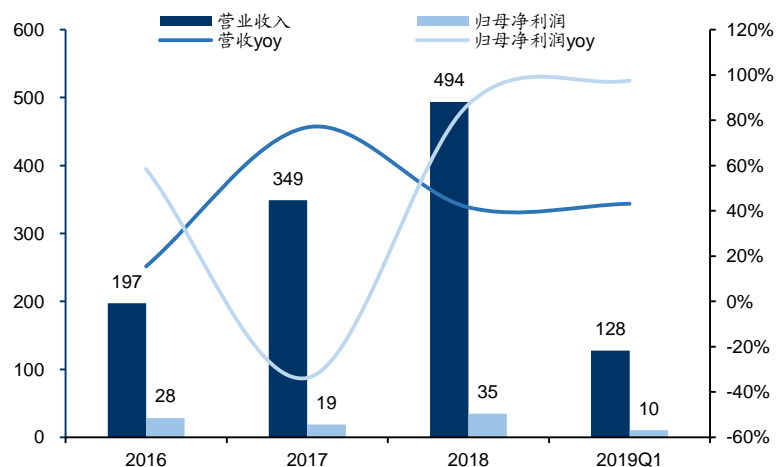
2018A/2019Q1医疗服务板块收入同比增长41%、43%，净利润受部分公司商誉减值影响，剔除后收入、利润保持快速增长。

表：A股医疗服务子行业2016-2019Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2016A	2017A	2018A	2019Q1
营业收入	197	349	494	128
YOY	15.5%	76.9%	41.5%	43.1%
营业成本	124	214	301	82
毛利率	36.9%	38.8%	38.9%	35.5%
销售费用	20	40	47	11
费用率	10.0%	11.5%	9.6%	8.7%
管理费用	26	45	55	16
费用率	13.2%	12.8%	11.2%	12.7%
研发费用	4	8	11	3
费用率	1.8%	2.2%	2.3%	2.2%
净利润	28	22	41	11
净利率	14.4%	6.4%	8.3%	8.9%
归母净利润	28	19	35	10
YOY	58.5%	-33.8%	87.0%	97.5%
扣非归母净利润	22	17	22	9
YOY	39.9%	-22.5%	24.2%	102.9%
经营性净现金流	4	33	79	3
ROE	10.8%	6.2%	3.2%	1.5%
总资产周转率	0.49	0.50	0.47	0.10
资产负债率	35.1%	41.3%	36.3%	36.9%

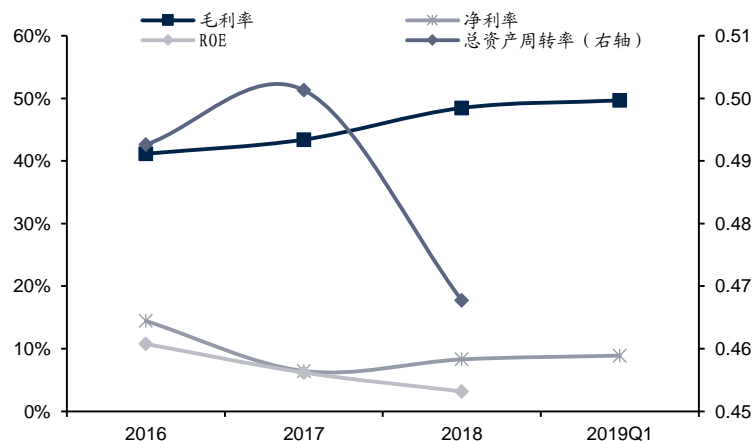
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股医疗服务营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年A股医疗服务子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗服务子行业重点公司：龙头公司增长趋势向好

■ 医疗服务重点公司

医疗服务各细分领域重点公司2018年经营较为稳健，大多取得了较快增长。

- **爱尔眼科**：2018年收入、利润均保持35%左右较快增长，2019Q1继续延续增长趋势。2018年并购了5家子公司51-55%股权，剔除并购影响，内生增速在30%左右；随着地市级医院逐步成熟，未来将不断并入体内。
- **美年健康**：2018年收入+35%、归母净利润+41%（扣非+34%）；尽管年中受广州美年富海事件影响，下半年旺季低于预期，但全年仍然实现了较快增长。目前体系内共布局633家体检中心、覆盖301个核心城市；同时控股美因基因、参股艾迪康，进一步完善全国市场布局和生态圈布局。
- **药明康德**：2018A、2019Q1收入增长24%、29%，归母净利润增长84%、33%；剔除合营公司投资收益贡献，CRO、CDMO等核心业务利润保持持续较快增长。
- **泰格医药**：2018A、2019Q1收入增长36%、29%，归母净利润增长57%、51%；按不同项目分拆，临床CRO服务及相关咨询服务、国内及海外市场，各业务条线都保持了均衡的较快增长势头。

表：A股医疗服务子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E	2018A	2019Q1	2019E		
300015	爱尔眼科	80.09	22.45	103.29	10.09	2.99	13.67	35.9%	37.8%	35.5%	837	增持
002044	美年健康	84.58	12.79	113.68	8.21	-1.18	10.89	40.5%	-6.5%	32.7%	450	增持
600763	通策医疗	15.46	3.94	20.45	3.32	0.95	4.47	53.3%	53.7%	34.6%	247	无评级
603882	金域医学	45.25	11.64	55.67	2.33	0.42	2.97	23.8%	349.2%	27.4%	162	无评级
603259	药明康德	96.14	27.69	120.79	22.61	3.86	23.17	84.2%	33.0%	2.5%	912	无评级
300347	泰格医药	23.01	6.09	30.07	4.72	1.46	6.68	56.9%	51.7%	41.5%	317	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：爱尔眼科、美年健康2019E为国信预测，其余为Wind一致预期

港股医药板块分析：整体毛利率和净利率稳步提升

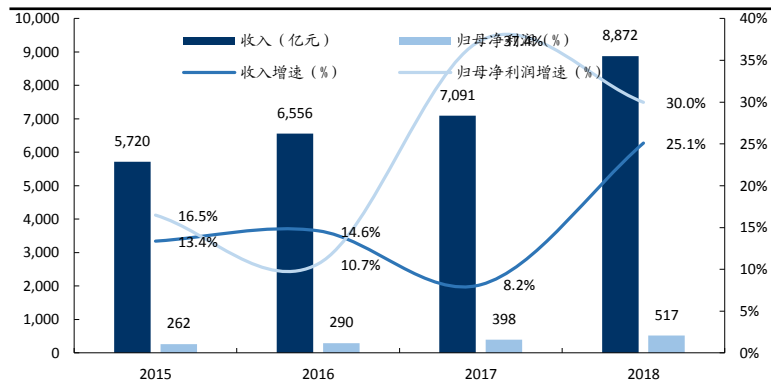
■ 在全部港股医疗板块中，港股通标的收入占比高达95%，本报告选取已披露年报的港股通标的来分析。三大工商业综合体公司（国药控股、华润医药、上海医药）的收入占比在港股通医药板块中高达75%，使得整体费用率等指标相对偏向医药商业公司特性，但仍可看出整体毛利率、净利率及研发费用率的上升趋势。

表：港股医药生物板块2015-2018主要财务指标

项目(亿元)	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	5,720	6,556	7,091	8,872
YOY	13.4%	14.6%	8.2%	25.1%
营业成本	4,604	5,254	5,574	6,868
毛利率	19.5%	19.9%	21.4%	22.6%
销售费用	471	559	664	918
费用率	8.1%	8.2%	8.5%	9.4%
管理费用	218	246	260	323
费用率	3.7%	3.8%	3.8%	3.7%
研发费用	59	69	87	136
费用率	1.8%	1.8%	2.1%	2.6%
净利润	334	369	484	618
净利率	5.8%	5.6%	6.8%	7.0%
归母净利润	262	290	398	517
YOY	16.5%	10.7%	37.4%	30.0%
扣非归母净利润	207	264	355	386
YOY	13.2%	27.6%	34.2%	8.7%
经营性净现金流	330	390	311	460
ROE	11.00%	9.77%	12.13%	12.16%
总资产周转率	1.049	1.024	1.006	0.962
资产负债率	54.59%	52.94%	53.36%	54.58%

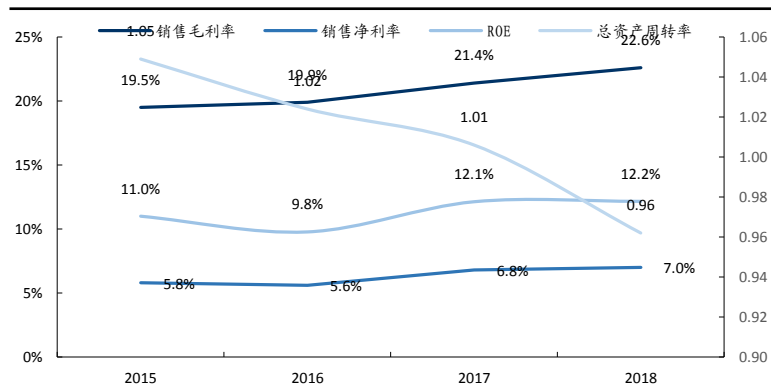
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年港股医药板块营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年干股医药板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

港股通医药板块（除三大工商综合体）分析： 研发支出不断增加，净利率维持较高水平

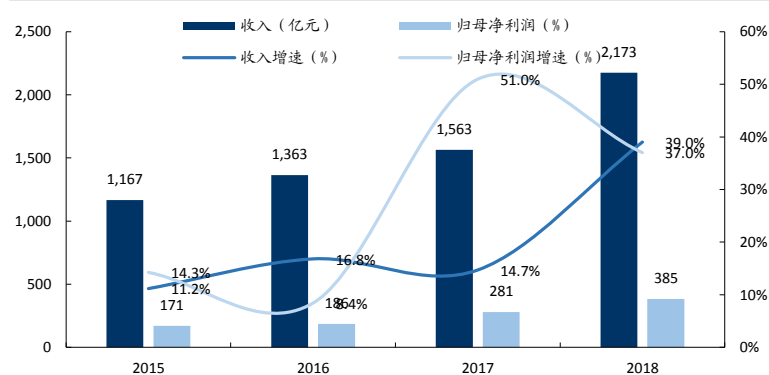
■ 剔除三大工商业综合体公司（国药、华润、上药）之后，可以看出2018年收入和利润显著增加，主要由于中国生物制药、白云山等大型并购所致。港股通医药板块整体毛利率稳步上升，净利润相对较高，研发费用率逐步提升至5.8%，考虑中国中药等中药公司研发费用率较低，实际制药企业研发费用率提升至较可观水平。

表：港股医药生物板块2015-2018主要财务指标

项目(亿元)	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	1,167	1,363	1,563	2,173
YOY	11.2%	16.8%	14.7%	39.0%
营业成本	556	622	675	1,005
毛利率	53.8%	55.6%	58.1%	59.9%
销售费用	273	334	401	543
费用率	23.4%	24.5%	25.6%	25.0%
管理费用	87	114	130	142
费用率	8.3%	9.7%	9.5%	9.1%
研发费用	46	56	71	114
费用率	4.4%	4.6%	5.2%	5.8%
净利润	192	208	307	413
净利率	18.3%	16.5%	21.1%	21.5%
归母净利润	171	186	281	385
YOY	15.0%	8.4%	51.0%	37.0%
扣非归母净利润	134	175	252	271
YOY	12.1%	30.0%	44.4%	7.6%
经营性净现金流	129	138	248	237
ROE	12.82%	10.69%	14.35%	14.45%
总资产周转率	0.512	0.480	0.473	0.484
资产负债率	40.16%	40.52%	42.44%	41.73%

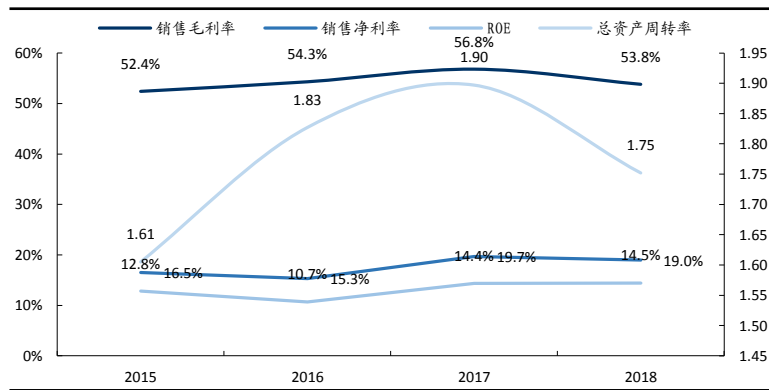
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：毛利率和净利率计算未计入白云山，右图同

图：2016-2019Q1年港股医药（剔除三大）营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2016-2019Q1年港股医药（剔除三大）重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

港股医药生物板块：重点覆盖公司增长强劲，财务稳健

■ 港股医药生物板块重点公司

重点覆盖公司2018年均保持较为强劲的增长，财务情况稳健。

- **金斯瑞生物科技**：基因合成业务增长略超预期，生物药CDMO业务贡献较大业绩增量，细胞治疗的里程碑付款也推动收入的强劲增长，受研发和扩张期各项费用支出的增加当前公司利润尚未释放。公司BCMA CAR-T中美进展顺利，且获得美国FDA孤儿药和欧洲EMA优先审评认证，有望在两年内实现美国、中国、欧洲的全球上市，贡献较大的业绩弹性，2019年的研发进展值得期待。
- **石药集团**：收入增长36%，归母净利润增长31.9%，当前核心产品仍处于高速成长期，普药组合受带量采购影响较小，公司通过自主研发和合作引进不断拓展创新在研管线，长期成长可期。
- **中国中药**：作为中药配方颗粒的龙头公司，2018年中药配方颗粒业务增速高达30%。市场普遍对中药配方颗粒市场竞争可能加剧存在担忧，实际公司中药配方颗粒业务增长不断提速：2016年营收增长21.8%，2017年营收增长26.2%，2018年营收增长30.0%，成长确定性不断加强。行业试点放开后，公司更有望成为最为受益。股价经过调整后当前仅4.25港元，低于平安入股的4.43港元，对应19/20年的PE仅为10/8x，投资价值显著。

表：港股医药重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E		
1548.HK	金斯瑞	1.53	2.31	2.97	0.26	0.21	0.23	-0.2%	-18.8%	9.9%	342	买入
1093.HK	石药集团	154.6	210.3	266.7	27.7	36.5	45.8	31.9%	31.9%	25.4%	863	买入
0570.HK	中国中药	83.4	112.6	144.4	11.7	14.4	17.8	21.0%	22.9%	24.0%	214	买入
1177.HK	中国生物	148.2	208.9	265.0	21.7	90.5	31.3	32.6%	37.0%	12.0%	929	买入
1530.HK	三生制药	37.3	45.8	55.1	9.4	12.8	14.2	31.3%	36.5%	11.5%	362	买入

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：金斯瑞业绩为美元，石药集团业绩为港元，中国生物制药2018、2019为扣非归母净利润YOY，总市值均为港元

●行业及重点公司观点更新

化药：关注医保目录调整及ASCO会议

- 2019年4月，化药板块涨幅超过50%的个股有：兴齐眼药（近视眼药概念）、福安药业（大麻概念）；此前热点炒作的个股明显回落，行业龙头及优质公司4月表现较为平稳，相对板块有超额收益。
- **原料药**：景气高点过后，关注业务增长持续、波动较小的非周期性细分领域，以及走出前期业绩低点、业务持续回暖的个股。
- **仿制药**：4+7带量采购对仿制药板块2019年业绩影响较小，但对估值影响较大；我们认为需要跟踪第一批4+7带量采购的落地执行情况，以及第二批4+7带量采购预期。如果第二批试点区域和品种范围扩大，将对相关公司2020年盈利预测产生一定程度的影响。
- **创新药**：2019年医保目录调整工作将成为产业界和市场关注的政策重点；我们认为，无论是常规准入或谈判准入，进入医保目录对创新药销售的影响将是正面的。事件层面，2019年ASCO会议将在5月底至6月初举行，创新药企业将在会上公布各自产品的临床进展，这些将成为相关个股的催化剂。推荐恒瑞医药、复星医药，关注其他创新药上市公司。

表：化药板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评 级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	(17A)	(18E)	
600276	恒瑞医药	64.12	2,836	0.92	1.21	1.56	1.99	69.8	53.0	41.2	32.2	20.6	1.8	买入
600196	复星医药	26.50	650	1.06	1.21	1.45	1.72	25.1	21.9	18.2	15.4	9.7	1.2	买入
000963	华东医药	36.20	528	1.55	1.93	2.35	2.82	23.3	18.7	15.4	12.8	22.8	0.9	买入
002422	科伦药业	28.66	413	0.84	1.06	1.32	1.56	34.0	26.9	21.8	18.4	9.5	1.2	买入
300558	贝达药业	40.20	161	0.42	0.52	0.65	0.91	96.6	76.7	61.7	44.3	7.6	2.6	无评级

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：贝达药业为Wind一致预期，其余为国信预测

中药：低估值消费属性龙头

- 中药板块当前处于明显分化之中，中药注射剂承压明显，个股估值也较低。OTC领域中药主要公司为国企，成长性稳健但并不高，陆股通、险资对这类个股也持续保持热度。这类个股如：白云山、华润三九等，当前涨幅也远逊于医药板块整体幅度，未来我们认为随着情绪向滞涨板块蔓延，有望获得相对收益。
- 现代中药方面，同样受制于对核心品种成长性、渠道库存的担心，龙头标的如天士力也处于滞涨之中。但是我们同样注意到，以天士力等龙头公司为代表，透过外延参股、控股创新药、生物药标的，储备未来产品管线也早已在进行中，因此若未来参股、控股标的登陆资本市场，母公司同样有望获得估值重估。

表：中药板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600332	白云山	43.18	680	2.12	1.83	2.07	2.29	20.4	23.6	20.9	18.8	15.9	1.2	买入
000999	华润三九	27.76	272	1.46	2.28	1.74	1.94	19.0	12.2	16.0	14.3	13.2	0.8	买入
600085	同仁堂	29.66	407	0.83	0.88	0.97	1.08	35.9	33.6	30.6	27.6	12.2	2.4	增持
600436	片仔癀	106.98	645	1.89	2.49	3.22	4.13	56.5	43.0	33.2	25.9	22.8	1.4	无评级
002603	以岭药业	12.13	146	0.50	0.60	0.70	0.82	24.4	20.2	17.3	14.8	7.9	1.0	无评级
600566	济川药业	33.80	275	2.07	2.53	3.07	3.71	16.3	13.4	11.1	9.1	30.9	0.6	无评级
000538	云南白药	80.01	833	3.18	3.63	4.11	4.52	25.2	22.0	19.5	17.7	16.7	1.2	增持
600535	天士力	20.41	309	1.02	1.17	1.34	1.54	20.0	17.5	15.2	13.3	14.7	0.9	买入
000423	东阿阿胶	29.66	407	3.19	3.22	3.39	3.72	12.9	12.8	12.1	11.0	18.4	1.5	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：白云山、华润三九为国信预测，其余为Wind一致预测

生物制品：继续推荐血制品

生物制品板块近期新闻众多：

- **血制品**：预计天坛生物2020年血制品7.58亿已经相当于2018年华兰生物单纯血制品部分利润，当前仍存在较大估值差，重点推荐。
- **疫苗**：主要公司均跟随大盘有一定下跌，且市场预期IPV、Hib潜在进入一类苗，对头部公司有一定影响，重点关注重磅品种放量的智飞生物。
- **重组基因工程药物**：头部公司如长春高新由于金赛换股、规避带量采购消费属性、行业高增长，已经在前期获得较大涨幅，预计估值优势有望维持。康弘药业由于前期财报略不达预期，出现较大回调，我们认为若扣除海外康柏西普估值（粗估100亿）后再看，已经具备投资价值，推荐“买入”。

表：生物制品板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
600867	通化东宝	14.46	294	0.41	0.51	0.61	0.71	35.1	28.4	23.7	20.4	17.8	1.4	买入
000661	长春高新	295.87	503	5.92	8.85	11.79	15.22	50.0	33.4	25.1	19.4	19.0	0.9	买入
002007	华兰生物	42.33	396	1.22	1.64	1.88	2.18	34.7	25.8	22.5	19.4	20.6	1.2	买入
300294	博雅生物	29.34	127	1.08	1.32	1.57	1.88	27.1	22.2	18.7	15.6	12.7	1.1	买入
600161	天坛生物	24.47	213	0.58	0.72	0.87	1.25	41.8	34.0	28.1	19.6	15.1	1.2	买入
300122	智飞生物	40.28	644	0.91	1.62	2.21	2.61	44.4	25.3	21.3	15.4	34.7	0.6	增持
002773	康弘药业	45.46	306	1.03	1.33	1.69	2.10	44.1	30.9	24.1	21.7	17.0	1.1	增持
300009	安科生物	14.71	155	0.25	0.36	0.48	0.61	58.7	38.7	30.6	24.1	13.7	1.2	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：智飞生物、康弘药业、安科生物为Wind一致预期，其余为国信预测

医药商业：重视零售全板块及低估值批发龙头

- 医药零售板块：**作为近期规避带量采购、受益处方外流、一二级市场估值差拉大、2C现金流优异的细分板块，在医药板块内相对强势。我们的分析框架中关注：1) 一二级市场估值差；2) 长期营收和利润成长匹配程度（行业稳态净利润率差异不大）；3) 工资、房租两大主要费用的增长趋势。当前来看这三者都基本稳定。2018年全行业门店数量增长近10%，连锁率进一步提升，我们预计三年未来四大龙头合计表观营收和利润复合增速在20~30%左右，其中行业内生部分5~8%，大部分增长来自于新自开门店和外延整合，考虑估值差和增发股本摊薄，等效增速估计在15~25%左右。综合估值与成长性，推荐**一心堂、老百姓、益丰药房、大参林**。
- 医药批发板块：**当前估值普遍在12~13倍左右，与固定收益品种比较已经具备横向比较优势（医药板块成长性高于利率），且部分企业如**柳药股份、上海医药**尚有工商业联动和独特业务如**创新药代理（上药康德乐）、中药器械商业（柳药股份）、精麻药独特稳定渠道（国药股份）**。当前估值具备很强的安全边际，建议超配。

表：商业板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
002727	一心堂	30.02	170	0.92	1.15	1.43	1.75	32.7	26.1	21.0	17.2	13.5	1.0	买入
603233	大参林	52.58	210	1.33	1.61	1.93	2.34	39.6	29.7	24.2	22.5	18.4	1.4	增持
603939	益丰药房	61.60	232	1.11	1.50	1.99	2.57	55.7	39.7	30.3	24.0	11.5	1.1	增持
603883	老百姓	60.16	172	1.52	1.87	2.29	2.81	39.6	27.7	21.6	21.4	14.6	1.3	买入
000028	国药一致	43.75	176	2.83	3.19	3.62	4.14	15.5	14.1	12.6	10.6	11.5	0.9	增持
603368	柳药股份	35.48	92	2.04	2.60	3.23	4.03	17.4	14.0	11.2	8.8	14.4	0.5	买入
601607	上海医药	18.70	484	1.37	1.52	1.67	1.82	13.7	11.7	10.2	10.3	10.6	1.2	买入
600511	国药股份	23.15	177	1.84	1.94	2.18	2.45	12.6	11.9	10.6	9.4	16.1	1.2	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：一心堂为国信预测，其余为Wind一致预测。

医疗器械：跑赢医药板块，业绩确定性强

- 医疗器械板块4月1日-5月8日下跌4.4%，但仍跑赢医药生物板块，2019年PE31倍（剔除负值），处于相对低位。5月初受到中美贸易谈判不确定性影响，从4月月度涨跌幅，我们前期重点推荐的迈克生物月涨幅12.3%，排名第四。
- 在药品集采落地的推进期，医疗器械作为政策避风港，仍具吸引力，我们继续推荐医疗器械板块的头部公司，持续研发投入、创新产品不断、业绩确定性强。IVD和POCT领域从业绩表现来看也都维持高速增长，我们重点推荐**迈克生物**，化学发光高速机器随着配套试剂逐渐补齐，将进攻三级医院，迎来新一轮增长期。第三方检测实验室增速超预期，继续推荐**迪安诊断**。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	18A	19E	
300244	迪安诊断	19.26	120	0.63	0.79	1.02	1.32	30.8	24.4	18.8	14.6	10.6	0.9	买入
300463	迈克生物	21.47	120	0.80	1.02	1.29	1.70	26.9	21.1	16.6	12.7	16.5	0.7	买入
002382	蓝帆医疗	14.47	139	0.36	0.82	0.92	0.95	40.2	17.7	15.7	15.2	4.4	0.5	增持
300003	乐普医疗	25.03	446	0.68	0.73	0.98	1.29	36.6	26.0	19.9	14.9	19.2	0.7	买入
002223	鱼跃医疗	23.37	234	0.73	0.71	1.07	1.28	32.2	26.2	21.8	18.2	13.3	1.3	买入
300642	透景生命	41.23	37	1.40	1.86	2.48	3.29	26.4	22.2	18.4	14.7	13.8	1.0	买入
300633	开立医疗	30.37	121	0.63	0.63	1.08	1.38	48.1	36.4	28.1	22.0	19.3	1.2	无评级
603658	安图生物	63.82	268	1.34	1.34	2.24	2.86	47.6	36.9	28.5	22.3	29.2	1.3	无评级
603882	金城医学	35.34	162	0.51	0.51	0.83	1.08	69.4	54.4	42.4	32.9	12.2	1.9	无评级
000710	贝瑞基因	35.95	127	0.76	1.19	1.38	1.58	47.6	30.2	27.3	22.7	14.1	1.1	无评级
300639	凯普生物	15.33	33	0.52	0.66	0.84	1.06	29.2	23.2	18.2	14.5	11.8	0.9	买入
300482	万孚生物	33.00	113	0.90	1.22	1.61	2.08	36.8	27.2	20.5	15.8	15.9	0.8	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：开立医疗、安图生物、金城医学、贝瑞基因、万孚生物为Wind一致预期，其余为国信预测

港股医药：关注龙头公司一季报情况及医保调整

■ 4月份港股医药板块相对A股医药板块表现更好：

2019年4月A股较为震荡，全部A股下跌1.14%。2月份和3月份SW医药生物板块连续上涨，4月份略有调整，整体下跌2.07%。整体来看，2月份港股wind医疗保健板块和医药生物（SW港股通）板块上涨略色于A股，但是4月份港股医疗保健上涨0.59%，医药生物（SW港股通）上涨1.5%，表现好于A股。个股上看，金斯瑞生物科技受来自美国FDA孤儿药认证和欧洲EMA优先审评认证等一系列利好影响，股价一枝独秀上涨35%。受贸易战悲观预期影响，5月开市第一天港股医药出现较大幅度的调整，医药生物港股通板块估值进一步降低至17.3x。部分业绩稳健，当前政策影响较小的公司（中国中药、东阳光药等）2019年估值已调整至10x，安全边际高，投资价值显著。

■ 关注一季报及医保目录动态调整可能带来的利好：

从2018年年报来看，石药集团、三生制药、中国中药、绿叶制药等重点公司维持靓丽业绩。5月份石药集团和中国生物制药等龙头公司将相继披露2019年一季报，由于带量采购价格在3月底才开始实行，目前来看医药公司1季度业绩普遍好于预期。当前港股医药整体估值相较A股仍有优势，建议关注部分一季报可能好于预期的公司，以及2019年医保目录动态调整可能带来的利好，例如三生制药（促红素非肾、GLP-1、益赛普扩大适应症）、石药集团（多美素、白蛋白紫杉醇）等。

表：港股医药重点标的估值情况一览

代码	公司简称	股价 19-5-10	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE 18A	PEG 19E	投资 评级
				18A	19E	120	21E	18A	19E	120	21E			
1093.HK	石药集团	13.84	863	0.59	0.73	0.91	1.12	23.61	18.83	15.23	10.60	21.4	0.8	买入
1177.HK	中国生物制药	7.38	929	0.23	0.25	0.29	0.34	27.49	24.99	21.84	18.73	31.0	1.8	买入
1530.HK	三生制药	14.30	362	0.50	0.56	0.68	0.83	24.29	21.79	17.90	14.75	14.8	1.2	买入
1548.HK	金斯瑞生物科技	18.44	342	0.09	0.10	0.12	0.14	203.4	185.2	157.8	113.69	4.4	12.6	买入
0570.HK	中国中药	4.25	214	0.29	0.35	0.44	0.55	12.73	10.27	8.24	6.57	9.3	0.4	买入

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

恒瑞医药2019Q1点评：增长符合预期，研发管线推进

■ 2019Q1收入及利润增速符合预期

2019年一季度营收49.67亿元（+28.77%），归母净利润11.93亿元（+25.61%），扣非归母净利润11.55亿元（+27.76%），均符合预期。

■ 销售管理费用率稳中有降，研发费用保持增长

2019Q1毛利率86.4%，与去年同期和去年全年相比基本持平；销售费用同比+26.95%、费用率35.75%（同比-0.51pp），管理费用同比+20.48%、费用率9.01%（同比-0.62pp），研发费用同比+56.67%、费用率13.32%（同比+2.37pp）。2019Q1，销售和管理费用率控制良好，研发费用继续保持较快增长，利润增速略低于收入增速。

■ 现有产品组合保持稳定增长，研发管线不断推进增厚

2019Q1预计肿瘤仿制药产品组合增长约25%，主要因白蛋白紫杉醇等新产品上市；影像、麻醉、综合事业部增长约25%，主要因多个非肿瘤仿制品种获批；肿瘤创新药组合保持较快增长，其中阿帕替尼增速比去年同期略有放缓，新近上市的吡咯替尼、硫培非格司亭同比贡献新增量。

研发管线中，卡瑞利珠单抗第一个适应症（r/r cHL）的注册申请有望于近期获批，后续多个适应症的注册临床试验在稳步推进中；公司是国内PD-1单抗竞争者中适应症布局最全面、联用方案最丰富的企业，预计2019年起多项注册临床试验结果将陆续揭晓。2019年来小分子管线也有新进展，吡咯替尼、海曲泊帕、SHR3162（PARP）、SHR6390（CDK4/6）分别启动或增加了新的注册临床试验，这些新产品或新适应症有望在未来几年内提交注册申请。

■ 风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；仿制药降价幅度超预期。

■ 投资建议：维持盈利预测，重申“买入”评级。

预计2019-2021年营收224/283/357亿元，同比增速29/26/26%；归母净利润54/69/88亿元，同比增速32/28/28%；按最新总股本计算，摊薄EPS=1.21/1.55/1.99元，当前股价对应PE=54/42/33x。公司多个重磅创新药上市销售驱动业绩快速增长，临床及注册进展确认和提升研发管线估值，创新药国际化战略打开长期市值空间，重申“买入”评级。

华东医药：业绩超预期，加快创新转型

■ 工商业共同发力，业绩大超预期

2018年公司实现营收306.63亿（+10.17%），归母净利润22.67亿（+27.41%）；2019年一季度公司实现营收97.05亿（+23.84%），归母净利润9.07亿（+37.63%）。公司工业板块净利润增长超预期，商业板块同比增速恢复，工商业共同发力，业绩大超预期。

■ 中美华东核心产品稳健增长，加快创新产品布局

工业板块核心子公司杭州中美华东2019Q1营收同比增长35.91%，增长势头强劲。公司产品“卡博平”是目前国内唯一通过一致性评价的阿卡波糖产品，受益于进口替代和基层放量，仍然保持30%以上增长。公司掌握国内70%以上阿卡波糖原料药产能，竞争优势明显。百令胶囊进入国家基药目录，保持10%以上稳健增长。免疫抑制剂、泮托拉唑等二线产品持续放量；利拉鲁肽顺利进入3期临床，研发进展国内领先；预计未来两年内有超过20个仿制药品种申报生产，产品管线快速丰富。公司加快创新药布局，预计未来3年布局超10个创新在研产品。

■ 商业板块恢复双位数增长，Sinclair并表加速全球化发展

商业板块重回10%以上增长，两票制带来的影响已全部消除，公司进一步增加创新产品的代理业务，提升商业业务毛利率水平。英国Sinclair公司完成并表，开启公司全球化发展新阶段。未来引进Sinclair的微球、埋线等高端医美产品，与宁波子公司的优势渠道协同，增厚公司利润。

■ **风险提示：**招标降价、带量采购造成产品大幅降价；阿卡波糖产能不足；在研产品研发进展不及预期。

■ **投资建议：**

公司工业板块现已发展成为横跨多领域的慢病平台，受益于一致性评价进口替代和基层渠道放量，核心产品有望保持稳健增长，同时加快向创新药转型。公司商业板块是浙江省内区域性医药流通龙头，收入增速重回10%以上，国际医美并购实现全球化布局。我们预计2019-2021年EPS分别为1.93/2.35/2.82元，当前股价对应PE为18.7/15.4/12.8x，维持“买入”评级。

科伦药业：业绩高速增长，期待制剂放量

■ 业绩高速增长，盈利能力提升

2018年实现营收163.52亿元(+43.0%)，归母净利润12.1亿(+62.0%)，均达历史新高，主要是川宁项目满产、制剂销售放量、大输液高速增长，其中石四药贡献1.56亿利润。毛利率提升至59.6%，净利率上升到7.8%(+0.66pp)。销售费用大幅增长至近60亿，销售费用率达到36.6%(+9.74pp)，主要是由于“两票制”和新药学术推广的影响。2019年一季度实现营收42.88亿元(+9.05%)，归母净利润为3.36亿(-12.40%)，扣非后归母净利润为3.17亿(-2.04%)。营收增速回落以及净利润同比下滑一部分是由于2018年一季度流感爆发，为公司大输液历史出货量峰值；另一部分是由于去年全国各省全面实行两票制，导致基数较高。去年同期有非经常性损益主要为浙江国镜和四川科伦万和仓库的搬迁处置收益，税后影响额估计在5000~6000万，扣非后净利润同比下降为2%，基本符合预期。

■ 大输液：产品结构持续优化，营养型输液厚积薄发

2018年输液业务实现收入98.8亿元(+30.37%)，毛利率达71.18%，剔除高开影响，收入约为78亿。大输液销量为44.98亿瓶/袋(+0.7%)，主要是年初流感使基础输液销量上升。产品结构持续优化，高毛利的营养型和治疗型输液产品收入占比不断提升。2017年获批的肠外营养线新产品多蒙捷收入达1.39亿元，销售业绩极为亮眼。

■ 抗生素：川宁产能释放，净利贡献超6亿

2018年抗生素中间体、原料药实现销售收入32.94亿元(+79.62%)。子公司伊犁川宁二期技改通过验收，4月满产，全年收入32.86亿元，净利润6.09亿元，扭亏为盈。三大产品中硫红竞争格局良好，价格仍处于上行区间，7-ACA市场稳定，6-APA由于威奇达年初部分复产，价格有所下降，但价格战估计不会长期持续，公司将通过不断的技术改造、工艺优化、菌种改善而提升生产效率和产品收率，凭借成本优势和环保优势保证行业领先地位，川宁项目也将为公司长期可持续发展奠定坚实的现金流基础。

■ 非输液制剂：研发投入巨大，新药快速放量

自2013年以来公司研发投入累计超过38亿元，2018年达11.14亿元(+31.74%)，其中费用化率接近80%，占营收比例的6.8%。2018年共获得25个生产批件，位居国内首位。2018年非输液制剂类产品实现销售收入28.57亿元(+51.14%)，其中“4+7”集采独家中标品种草酸艾司西酞普兰的销售额2.08亿(+73%)。随着管线进一步扩充，非输液制剂收入贡献将大幅提升公司业绩弹性。

■ 风险提示：带量采购政策风险，非输液制剂产品推广不及预期，研发不及预期。

■ 投资建议：现金牛构筑安全垫、制剂形成增量，维持“买入”评级

预测2019-2021年归母净利润为15.33/18.96/22.40亿元，CARG约28%，当前股价对应PE24/19/16X。川宁满产带来持续收益，大输液回暖，非输液制剂捷报频传，创新药物重磅可期，继续维持“买入”评级。

通化东宝：库存调整完成，研发稳步推进

■ 业绩低于预期，调整渠道库存导致业绩低点

2018年度公司实现营业收入26.93亿元（+5.80%），归母净利润8.39亿元（+0.25%），扣非归母净利润8.14亿元（-1.23%），业绩低于预期。2018Q3公司主动降低渠道库存，导致当期营收和净利润增速下滑，造成短期业绩低点。公司深耕基层胰岛素市场多年，渠道优势明显，2019年三代胰岛素获批贡献增量，二代人胰岛素保持10%~15%的稳健增长，公司主业将恢复稳健增长。

■ 降糖产品线快速扩充，借优势渠道放量增厚业绩

公司甘精胰岛素目前正等待接受生产现场检查，获批上市在即。门冬胰岛素的上市注册申请已获得受理，有望在明年获批上市。其他三代胰岛素类似物在研产品进展顺利，门冬30、门冬50正在进行临床3期试验。利拉鲁肽已进入临床三期试验，研发进展处于国内领先地位。口服降糖药磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片的报产申请已获得受理。随着甘精胰岛素等重磅产品陆续获批上市，降糖药品产品线将快速扩充，有望借优势渠道快速放量，增厚业绩。

■ 期间费用率和毛利率保持基本稳定

2018年公司销售队伍大幅扩张，销售费用率26.03%（+1.56pp）；管理费用率9.70%（-0.55pp），财务费用率0.38%（-0.17pp），期间费用率保持大体稳定。公司毛利率72.33%（-2.35pp），主要由于二代人胰岛素制剂调整渠道库存，导致当期增速放缓，而人胰岛素原料药、医疗器械和房地产等低毛利业务收入占比增加，拉低公司整体毛利率水平；公司净利润率31.15%（-1.86pp）出现小幅下滑，盈利能力保持基本稳定。

■风险提示：三代胰岛素研发和上市推广进展不及预期；二代人胰岛素竞争恶化、招标降价风险；厦门特宝在科创板IPO进展不及预期等。

■ 投资建议：

预计EPS分别为0.51/0.61/0.71元，当前股价对应PE分别为28.3/23.7/20.4x。公司在胰岛素的基础推广渠道、生产成本控制、产品品牌等方面优势明显，二代人胰岛素业绩增长压力释放，甘精胰岛素获批在即，有望带量业绩弹性，子公司厦门特宝有望登陆科创板，我们给予2020年合理估值30-32倍，对应股价18.3-19.5元，维持“买入”评级。

白云山2019年一季报点评：春季发货助力利润高增长

■ 2019Q1年并表广药王老吉药业营收大增，春季发货利润大增

2019Q1营收180.55亿元（+161.32%），归母净利润14.07亿元（+55.42%），扣非归母净利润13.73亿元（+57.36%）。剔除并表因素后2019Q1营收86.53亿（+25.2%），利润总额16.82亿（+47.1%），业绩成长超出市场预期。

■ 大南药、大健康均存在四季度环比大幅改善

剔除并表口径工业及少数商业营收同比增长25%，估计商业维持个位数增速。大南药增长中仍然存在部分低开转高开或费用上升影响，实际利润成长在17%。2018Q4大南药核心母公司报表仅7亿营收，远少于2019Q1的18亿营收；大健康方面2018Q4合同负债及预收账款从2018Q3的11亿增加至37亿，在2019Q1下降至13亿，说明此前的春季备货销售情况良好。预计大健康板块净利润率不断上升，净利润增长大于营收增速，预计增速提升至20%左右。

■ 展望：发展新阶段、员工持股计划到期、大健康竞争压力降低

继医药、王老吉药业两大子公司成功并表后，近期公司已成功从控股股东收购商标组合。公司2015年定增3.35亿股，其中员工持股386万股，均应在今年8月解除限售。大健康方面竞品竞争压力降低，已经出现毛利提升，未来潜在出厂价提升以及费用降低将大幅改善净利润率水平。

■ 风险提示：大南药中药继续承压；大健康不达预期；大流通底部反转不达预期

■ 投资建议：发展进入新阶段，现金储备丰厚，有望迎来改革加速，维持“买入”评级

公司在2018年完成了两大核心子公司的股权增加，大南药的中药部分也调整了渠道库存，大健康方面具备竞争压力降低带来的费用率降低、毛利提升、提价等因素带来的净利润率提升潜力，业绩超出预期我们上调了盈利预测，预计2019~2020年净利润为29.7/33.6/37.3亿，对应当前股价PE估值为24.9/22.0/19.8X。以2020年分部净利润及持有现金估计，公司一年期合理估值在788~943亿，对应涨幅13~35%，维持“买入”评级。

博雅生物2018年年报点评：符合预期，期待调浆获批

■ 业绩符合预期，血制品增速略低于30%

2018年营收24.51亿（+67.84%），归母净利润4.69亿（+31.57%），扣非净利润4.44亿（+31.56%），业绩符合预期。分板块看，血制品业务营收9.04亿（+21.72%），归母净利润3.27亿（+28.29%），其中白蛋白营收3.00亿，占血制品板块的34.2%，静丙2.38亿，占比27.1%，纤原2.94亿，占比33.6%；天安、新百、复大净利润分别为6036万（+23.45%）/6541万（+20.98%）/3097万。19Q1营收6.51亿（+31.82%），归母净利润8920万（+22.99%），扣非净利润8190万（+27.35%）；血制品业务营收2.05亿（+29.86%），净利润5819万（+24.10%）。

■ 2019年依托库存消化血制品预期25%成长

公司4月更新与丹霞的血浆调拨协议，假设调浆获批要到今年下半年，由于血制品生产周期较长，今年的投浆量将依赖博雅本部的内生增长，19年的业绩将主要由存量血浆投浆以及存货消化驱动。当前丹霞采浆能力我们预计有所压制，若达到20吨/站效率可望达到500吨采浆，江西母公司12家存量血浆站3年预计可达480吨，且仍存在新批浆站预期，因此千吨潜力仍然具备。

■ 风险提示：血浆调拨不及预期、丹霞复产及注入不及预期、应收账款及票据大幅增长。

■ 投资建议：中期调拨获批概率高，继续推荐“买入”

公司当前估值显著低于行业龙头，已经充分反映丹霞血浆调拨获批进度不及预期，但不改三年潜在采浆千吨预期。2021年后可能有层析法静丙的上市、千吨产能的投产等支撑公司长期的成长。由于我们此前的盈利预测假设了2019年调拨兑现利润，而公司近期更改调拨方案后预计调拨兑现利润时间有所推迟，因此我们下调了2019年盈利预测。我们预计公司2019~2021年净利润为5.70/6.82/10.21亿，考虑2021年丹霞注入潜在稀释股本20%（假设注入时为160亿市值，注入金额40亿），EPS为1.32/1.57/1.88元，对应当前PE为22.4/18.7/15.6X。以2020年调拨200吨血浆预期计算，一年期合理市值在175~209亿左右，潜在涨幅为36~63%（对应股价40~48元），继续维持“买入”评级。

乐普医疗：创新驱动成长，业绩弹性较大

■ 业绩持续高增长，符合市场预期

2018全年实现营收63.56亿元（+40.08%），归母净利润12.19亿元（+35.55%），连续三年保持30%以上的业绩高速增长，经营性现金流净额15.01亿元（+64.33%），公司财务状况良好，收益质量较高。其中四季度单季营收17.72亿元（+42.05%），归母净利润0.75亿元（-53.21%），公司营业收入保持逐季度提升，2018Q4单季度净利润增速下滑是基于公司的审慎评估，商誉和长期股权投资共发生减值损失1.29亿元。

■ NeoVas支架业绩弹性巨大，药品板块进口替代持续放量

支架系统维持20%左右平稳增长，封堵器、起搏器国内领先，IVD、外科器械和其他自产器械产品等收入稳定增长。创新产品NeoVas支架获批上市有望带来巨大的业绩弹性，对冲药品板块潜在降价悲观预期。公司药品板块仍高速增长，未来将采取更加灵活的价格策略参与集采竞争，逐渐丰富品种，同时加强在OTC、第三终端等渠道的推广力度，加速进口替代。

■ 研发费用大幅提升，进入创新产品收获期

人工智能AI-ECG心电诊断软件系统获得美国FDA和欧盟CE认证，国际第二代生物可吸收支架NeoVas获得国家药监局批准上市。未来2-3年内，公司将陆续迎来新一代药物球囊、可吸收封堵器、介入生物瓣膜、微型起搏器、人工智能AI-ECG心电诊断硬件设备等重大创新医疗设备的上市。公司药品板块也将迎来甘精胰岛素等重磅品种上市，以及公司通过股权投资布局的PD-1/PD-L1单抗、溶瘤病毒、液态活检等肿瘤免疫治疗产品也有望取得临床的积极进展。

■ 风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；仿制药降价幅度超预期；高值耗材降价超预期。

■ 投资建议：维持“买入”投资评级，合理估值区间37~40元

预计公司2019-2021年EPS分别为0.96/1.26/1.68元，当前股价对应PE分别为29.3/22.5/16.8x。考虑公司是国内心血管创新器械龙头，进入创新产品收获期，NeoVas支架带来巨大业绩弹性，药品板块进口替代持续放量，人工智能、精准医疗布局完善，继续维持“买入”投资评级，未来二年期合理估值预期为37~40元（对应2021年PE22~24x）。

迈克生物：高速发光仪器蓄势待发

■ 业绩高速增长，符合预期

2018年实现营收26.85亿元（+36.31%），归母净利润4.45亿元（+18.92%），扣非归母净利润4.36亿元（+19.40%），业绩高速增长，符合预期。2019Q1实现营收7.22亿元（+39.2%），归母净利润1.18亿元（+18.0%）

■ 毛利率下降，现金流改善

2018年销售毛利率51.80%（-1.95pp），其中自产试剂毛利率的提升抵消了一部分代理试剂毛利率的下降。销售费用率16.88%（+0.02pp）基本稳定，管理费用率（含研发）9.12%（-0.29pp），财务费用率1.82%（+1.15pp），主要是借款增加导致财务费用率上升。三项费用率合计27.82%（+0.88pp），销售净利率17.98%（-2.75pp）。经营活动产生的现金流量净额为1.94亿元（+145%）大幅改善，与净利润比值达44%。

■ I3000配套试剂逐渐获批，伴随装机有望放量

I3000高速化学发光仪器目前已获批甲功七项、传染病乙肝五项、艾滋、丙肝、梅毒等15项配套试剂，到2019年底预计会有25-30个配套试剂项目获证，2018年末已开始装机，2019年预计达到500台，将有力拉动营收，并提升单台产出。2018年研发投入1.63亿元（+49.59%），占自产产品收入比重为16.49%。拥有研发人员428人，占员工总数的18.98%，核心技术人员稳定。已获得国内产品注册证332项，新增28项，国际产品注册证482项，增加185项。本年度取得肌酐二代产品注册证获得抗药物干扰专利，该项专利实现了在全球范围内的首例技术突破。血型检测卡产品已于11月启动销售。

■ 自产和代理业务齐发力，自产试剂毛利提升

代理产品销售收入同比增长42.53%，自产产品销售收入同比增长27.01%。自产试剂收入9.61亿（+26.58%），毛利率81.58%（+1.85pp），其中自产生化试剂收入同比增长23.94%、自产免疫试剂同比增长32.55%、自产血球试剂同比增长52.48%；代理试剂收入14.59亿（+47.79%），毛利率37.26%（-1.89pp）。

■ 风险提示：化学发光新品推广不达预期。

■ 投资建议：高速仪器装机带来新一轮增长，维持“买入”评级

预测2019-2021年归母净利润5.68/7.20/9.46亿元增速28%/27%/31%，三年CAGR29%，当前股价对应PE为22.3/17.6/13.4X。工欲善其事必先利其器，随着高速化学发光仪器i3000配套检测试剂逐渐补齐，仪器装机将带来新一轮增长，按照2019年25-30X，合理估值25.5~30.6元，维持“买入”评级。

鱼跃医疗：线上维持高增长，线下调整显成效

■ 增速稳健，业绩略超预期

2018年实现营收41.83亿元（+18.12%），归母净利润7.27亿元（+22.82%），扣非归母净利润6.42亿元（+25.26%），业绩略超预期。

■ 临床产品线受技改产能影响，2019年有望恢复

中优利康实现营业收入5.24亿元（+23.18%），净利润1.21亿元（+24.96%），随着Q2丹阳新产能释放、盈利能力提升，有望进一步释放业绩。上械由于技改等原因业绩略下降，实现营业收入5.67亿元（-3.89%），净利润6958万元（-0.75%），管理层调整基本完成，随着新的管理考核要求以及技改的完成，估计2019业绩会好转。

■ 家用医疗器械线上维持高速增长，线下调整初显成效

2018年家用器械实现收入15.34亿元（+17.05%），毛利率35.64%，提高4.04pp。电商平台表现依旧亮眼，同比增速在40%以上，其中，核心产品制氧机、电子血压计、雾化器、血糖仪及试纸、中医器械等继续保持快速增长，新品额温枪、电动轮椅等借助现有渠道快速放量。线下平台在人员、机构调整、终端精细化策略的影响下，也达到10%以上的增长。

■ 毛利率、费用率基本稳定，现金流充裕

2018年销售毛利率39.83%（+0.17pp），销售费用率12.83%（+1.54pp），主要是加大营销体系建设以及品牌推广力度所致，管理费用率5.90%（-0.32pp），财务费用率-0.73%（-1.06pp），主要是美元升值引起美元存单账面汇兑利得所致；研发费用率3.64%（-0.09pp）。期间费用率合计21.64%（+0.25pp），销售净利率17.95%（+0.23pp）。公司收紧销售回款政策，加强应收账款管理，经营活动产生的现金流量净额为7.98亿元，（+229.68%），与净利润比值达110%。

■ 风险提示：引入产品销售不达预期；上械整合不达预期。

■ 投资建议：维持“买入”评级

我们看好公司作为稀缺的医疗器械平台型公司，家用医疗器械电商业务保持快速增长，通过研发+外延并购不断丰富产品线导入平台销售。估计随着产能瓶颈解决，业绩将维持高速增长。预测2019-2021年实现归母净利润为8.94/10.73/12.87亿元，增速23%/20%/20%，当前股价对应PE为26.8/22.3/18.6X，维持“买入”评级。

迪安诊断：检测业务超预期，内生增长强劲

■ 业绩高速增长，拐点临近

2018年实现营收69.70亿元（+39.28%），归母净利润3.87亿（+10.73%），扣非归母净利润约3.2亿（+47%）。Q1-Q4收入（15.81%、36.93%、42.33%、56.88%）逐季提升、利润增速（12.16%、12.94%、27.75%、4.70%）。扣非后利润3.30亿，实现49.53%高速增长。2019Q1实现营收18.36亿元（+51.80%），归母净利润7258万（+15.56%），扣非后净利润6894万（+15.38%）。收入高速增长与并表有关，利润方面由于受到财务费用影响以及投资收益下降，与并表贡献相抵消，内生增速估计18%左右。我们测算了过去三年的剔除并表后内生增速，可以看到逐年加快的趋势。

■ 经营性现金流改善明显，定增完成降低资产负债率

本年度公司加强应收账款管理，全年经营性现金流净额3.7亿，达到净利润的96%，现金流改善明显。非公开发行股票于2018年12月26日完成，募集资金净额为10.62亿元，降低资产负债率，将改善偿债能力。

■ 实验室检测业务高速增长，超出预期

杭州迪安业务收入24.50亿（+29.49%），净利润1.52亿（+72.33%），剔除不可比因素后仍可看到ICL业态的高速增长，超出此前我们预期，预计伴随余下20家实验室逐渐盈利，将持续改善业绩。产品收入44.71亿（+49.22%）；合作共建增速超50%，覆盖400家医院（10家三甲医院）。

■ 布局上游产品，聚焦精准诊断领域

上游产品丰富化，共取得三类注册证2项，二类注册证1项，备案产品增加到23项，目前有2个三类诊断试剂产品进入注册程序。冷链物流、健检、CRO观合医药均高速增长。NGS与质谱两大平台进展顺利，与FMI共建的肿瘤全面基因测序实验室开始全面运营，预计2019年将放量；与全球质谱龙头丹纳赫旗下SCIEXs合作的迪赛思GMP工厂已经投产并有2个试剂获批；与美国Agena Bioscience合作已完成仪器国产化设计。

■ 风险提示：IVD耗材集采降价、新产品开发推广不及预期，商誉减值风险。

■ 投资建议：维持“买入”评级

预测2019-2021年归母净利润为4.90/6.35/8.19亿元，三年CAGR28%，当前股价对应PE27/21/16X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业，对标海外Labcorp，产品代理、外包检测服务和合作共建三种业务模式共同发展，引领业绩增长，本年度通过加强账款管理，现金流改善明显，实验室检测业务增速超预期，随着实验室逐渐步入成熟期，业绩将持续改善。目前估值具安全边际，业绩拐点临近，给予2020年28-32xPE，合理估值28.56~32.64元，继续维持“买入”评级。

一心堂：业绩高速增长，盈利能力提升

■ 业绩高速增长，符合预期

2018年实现营收91.76亿（+18.39%），归母净利润5.21亿（+23.27%），扣非净利润5.08亿（+30.74%），Q4商誉减值1900万影响利润，扣非业绩仍符合预期。

■ 加快扩张门店，突破省外地区，深入县镇，激活云南增长

2018年底拥有直营连锁门店5758家，较2017年净增加692家，覆盖10个省/直辖市，进驻260多个县级以上城市，逐步形成云南以外的川渝、桂琼、晋三个重点突破区域，云南3559家、广西544家、四川678家、山西324家、贵州206家、海南225家、重庆193家。2019年计划新开1200门店，年底有望达到7000家。本年新建门店方式基本为自建，显著降低建店成本。高密度布局，深入县镇，公司整体薪酬房租成本也有所降低，县级门店盈利能力最强，并且新店盈利周期短。云南区域虽市占率高于50%，高密度县镇布局激活增长，增速达19%左右。公司五年以上老店仍有7%以上增速，而伴随2019年新店数量增加，店龄结构变化也会为业绩带来有力支撑。

■ 费用率管控良好，精细化管理改善盈利能力

毛利率40.87%，下降0.99pp。公司持续加强精益化管理，降本增效，销售费用率26.75%，同减1.08pp，管理费用率4.35%，同减0.23pp，财务费用率0.45%，同减0.27pp。现金流/净利润达1.22，随着供应链管理和议价能力的提升，库存和应付周转率改善，公司盈利水平显著提升，净利率提升0.21pp至5.66%。

■ 风险提示：新店建设进展不达预期；政策变化；市场竞争加剧。

■ 投资建议：维持“买入”评级

预测公司2019-2021年EPS=1.15/1.43/1.75元，增速25%/24%/23%，当前股价对应PE=20/16/13X。药店行业集中度持续提升，处方外流及非中标品种院外销售都为药店带来增量。公司省外布局初成，云南保持高增长同时开辟川渝等新市场，已经从利润增速不及营收增速的阶段进入到了利润增速超过营收增速的阶段，管理效率提升，盈利能力改善，各项经营指标向好。目前是连锁零售药店中估值最低、性价比最高的标的，维持“买入”评级。

中国生物制药（1177.HK）： 肿瘤用药增长强劲，创新和成长可期

■ 2018年收入增长41.0%，调整后归母净利润增长37.0%，基本符合预期

公司2018年实现营收208.9亿元，同比增长41.0%，收入增长符合预期；毛利润166.9亿元，同比增长42.3%；归母净利润90.5亿元，同比增长316.7%；调整后净利润28.4亿元，同比增长37.0%，利润增长基本符合预期。毛利率微升至79.9%（+0.8pct），整体来看2018年Q4和2019年Q1基本没有受到带量采购影响。

■ 抗肿瘤业务板块增长强劲，未来发展值得期待

抗肿瘤类药物在安罗替尼的推动下同比增长99.6%，占比提升至15.3%，超过心脑血管药物，成为公司第二大业务领域。新上市产品（安罗替尼、替诺福韦、硼替佐米、利多卡因贴剂等）、抗肿瘤产品、受益医保目录调整的产品和通过一致性评价的产品推动公司增长。即使部分老化品种有所下滑，整体收入增长仍然可观。公司于2018年底搭建肿瘤专线销售队伍，规模迅速拓展至上千人，且肿瘤药物研发布局丰富，未来的发展值得期待。

■ 研发进入收获期，且创新程度不断提高

2018年公司获得生产批件18件，预期未来五年每年都有10-15个产品获批上市。硼替佐米、来那度胺等产品已如期上市，目前公司已报产的待批品种也不乏布地奈德、重组VIII因子等潜在重磅，上市后有望迅速贡献业绩增量。公司在研产品线创新程度不断提高，正大天晴储备创新药品种达50个，其中20个已经进入临床，生物药品种达25个，处于临床阶段的7个。不断批量上市的优质仿制药和未来陆续上市的创新药将成为公司强者恒强的驱动力。

■ 风险提示：核心产品销量不达预期，研发进展不达预期

■ 投资建议：以创新和新产品支撑未来成长，维持“买入”评级

不考虑即将获批新品种带来的增量，预测2019-2021年营收233.0/265.0/311.7亿元，增速为11.5/13.7/17.6%，归母净利润为31.8/36.4/42.5亿元，增速为12.0/14.4/16.6%，EPS0.25/0.29/0.34元，当前股价对应PE为25.0/21.8/18.7x。必须看到公司正迎来产品密集上市时期，新产品和创新产品将是公司未来持续强劲增长的动力，短期因部分产品降价对增速的影响并不改变公司长期的增长趋势。给予2020年PE28-30x，未来一年合理估值9.46-10.14港元，距当前股价7.38港元有28-37%收益空间，维持“买入”投资评级。

金斯瑞生物科技 (1548.HK) : 中国原创创新药走向欧美

■ FDA孤儿药资格认定+EMA优先审评药物认定，中国原创创新药真正走向欧美市场

继2019年2月美国FDA授予公司的CAR-T细胞疗法孤儿药认证资格后，2019年3月28日，欧洲EMA授予其优先审评药物认定。两项认定是欧美药监部门对创新药的积极背书，表明对传奇BCMA CAR-T优秀疗效和显著优势的认可。代表中国原创创新药首次真正走向欧美市场，且享有优惠政策：有望加速上市、减免税收并拥有7年市场独占期。

■ CAR-T细胞免疫疗法在多发性骨髓瘤治疗领域的临床疗效显著，金斯瑞传奇表现最优、弯道超车可期

在2018年12月的美国血液学年会（ASH）上，全球多家制药公司均发布了针对多发性骨髓瘤的疗效数据，我们总结出如下重要信息：1）对于多发性骨髓瘤，细胞免疫疗法的治疗数据远胜现有传统疗法；2）BCMA是治疗多发性骨髓瘤非常优秀的靶点，以BCMA为靶点的CAR-T疗法其成药性已不容置疑，并可以预见，细胞免疫疗法在2017年相继攻克血液瘤领域的淋巴瘤和白血病之后（2017年全球上市两个CAR-T疗法药物），血液瘤领域三大恶性肿瘤中的骨髓瘤也有望被治愈。血液瘤的攻坚战已结果明朗，未来全球细胞免疫疗法的攻克难点将转为异体通用型CAR-T和实体瘤；3）金斯瑞传奇的LCAR-B38M细胞免疫疗法药物在临床疗效指标上明显优于全球其它公司，且安全可控，处于行业领先地位。

■ 最终获批全球上市的确信性不断提升，弯道超车值得期待

作为中国首个在中美两国同时推进临床试验的first-in-class创新细胞治疗药物，我们预计2019年将有更多临床进展数据陆续披露，获得多次里程碑付款。预计产品将于2020-2021年全球上市，并逐步从治疗多发性骨髓瘤的末线疗法推进至二线、甚至一线疗法。通过与跨国制药巨头的深度合作，金斯瑞传奇将获得生物制药前沿治疗领域的产业化经验，这有利于金斯瑞传奇其它在研细胞治疗药物的未来商业化推进，提升中国生物制药企业在前沿生物技术领域的科研转化和全球商业化水平。

■ 投资建议：原有业务安全边际高，CAR-T疗法弹性大，维持“买入”评级

预计2019-2021年，主要基于原有业务的营业收入分别为2.97/3.65/4.50亿美元，增速分别为28.4%/23.0%/23.1%，归母净利润分别为2332/2737/3251万美元，EPS为0.013/0.015/0.018美元。估算金斯瑞原有业务和细胞治疗药物LCAR-B38M从末线疗法推进到二线治疗的每股价值为28.83-30.08港元。随着后续中国临床研究数据的公布和中美欧临床试验的推进、以及其它细胞治疗在研产品线的研发进展，金斯瑞传奇的平台价值将逐步反映在公司业绩和市值中。

国信证券医药行业近期研究报告一览（实习生更新）

报告日期	标题	报告类型
2019-04-30	迈克生物-300463-2018年报暨2019年一季度点评：高速发光仪器蓄势待发	财报点评
2019-04-29	迈瑞医疗-300760-2019年一季度点评：业绩稳健，符合预期	财报点评
2019-04-28	天坛生物-600161-2018年年报点评：采浆与产能利用率稳步提升	财报点评
2019-04-28	爱尔眼科-300015-2018年年报暨2019年一季度点评：业绩高速增长，内生强劲	财报点评
2019-04-28	迪安诊断-300244-2019年一季度点评：营收高增长，内生强劲	财报点评
2019-04-26	美年健康-002044-2018年年报暨2019年一季度点评：增速放缓，完善生态圈布局	财报点评
2019-04-26	博雅生物-300294-2018年年报暨2019年一季度点评：符合预期，期待调浆获批	财报点评
2019-04-25	透景生命-300642-2018年年报暨2019年一季度点评-仪器投放加快，期待新品上市	财报点评
2019-04-24	迈瑞医疗-300760-2018年年报点评：产品不断升级，创新引领增长	财报点评
2019-04-22	通化东宝-600867-2018年年报点评：库存调整完成，研发稳步推进	财报点评
2019-04-22	科伦药业-002422-2019年一季度点评：业绩基本符合预期，研发投入加大	财报点评
2019-04-19	鱼跃医疗-002223-2018年年报点评：线上维持高增长，线下调整显成效	财报点评
2019-04-18	恒瑞医药-600276-2019年一季度点评：增长符合预期，研发管线推进	财报点评
2019-04-12	医药生物2019年4月投资策略：回归价值，重视估值优势	行业投资策略
2019-04-08	金斯瑞生物科技-1548.HK-重大事件快评：EMA授予优先审批认定，走向欧美的原创创新药	重大事件快评
2019-04-02	中国生物制药-1177.HK-2018年年报点评：肿瘤用药强劲，创新和成长可期	财报点评
2019-04-01	华兰生物-002007-2018年年报点评：业绩靓丽，稳健前行	财报点评
2019-04-01	迪安诊断-300244-2018年年报点评：检测业务超预期，内生增长强劲	财报点评

国信证券医药近期重点推荐报告（各自负责更新）

■ 公司深度报告：《迈瑞医疗-300760-迈向全球，械中恒“瑞”》

迈瑞医疗深耕行业二十余年，是国内医疗器械营收、利润、专利数量等排名第一的优质龙头，已经构筑全球研发、制造、销售一体化平台，在部分细分领域成功进入欧美高端市场。公司持续投入研发，不断引领技术创新，注重产品质量，开拓全球市场。随着分级诊疗继续推动基层医疗器械配置需求提升和产品升级，公司的生命信息与支持、体外诊断、医学影像三条业务线将保持20%以上快速发展，而规模效益使得公司毛利率进一步提升，管理费用率和销售费用率下降，盈利能力进一步增强。堪比械中恒“瑞”，给予“买入”评级。

■ 公司深度报告：《科伦药业-002422-科技创新，无与伦比的美丽》

公司以大输液起家，经过二十年发展成为国内市占率第一的厂商。上市后提出“三发驱动”战略，输液领域保持绝对领先地位，完善抗生素全产业链布局，同时大力投入仿制药和创新药的研发，研发投入雄踞行业前列。抗生素川宁项目投产，具有成本和环保优势，带来持续收益；大输液行业回暖，非输液制剂捷报频传，创新药物重磅可期。现金牛构筑安全垫、制剂形成增量，给予“买入”评级。

■ 公司深度报告：《丽珠集团-000513-深度报告：绚丽明珠，转型升级》

国内专科制剂龙头，转型期业绩有底。产品收入结构优化，基本面快速改善。看好“微球+单抗”两大研发平台，液体活检前景广阔。公司是国内专科制剂龙头企业，辅助生殖管线和消化道管线优势明显，公司转型期业绩有底，收入结构快速改善。公司正经历转型阵痛期，已进入历史估值低位，我们看好公司高壁垒产品管线、“微球+单抗”两大研发平台有望再次打造重磅品种，凭借公司优质销售渠道快速放量，公司精准医疗布局国内领先，转型期资金储备充足，具有外延并购预期。投资建议：通过分部估值法公司合理价值在38.9-41.7元，上调为“买入”评级。

■ 行业专题报告：《国信证券-血制品行业海外专题：慢病驱动，强者恒强》

缘起：中国血制品行业进入转折时刻，对标海外投资价值凸显。他山之石：全球血制品格局：CSL、Baxalta、Grifols三足鼎立。启示1：规模优势明显，依靠并购做大做强。启示2：发展路径多样，静丙在中国市场潜力巨大。投资建议：对标海外国内血制品估值具备吸引力，推荐买入华兰生物、天坛生物、博雅生物。

■ 公司深度报告：《博雅生物-300294-深度报告：聚焦血制品，鲤鱼跃龙门》

公司主力产品纤原适应症明确，替代品少且具有稀缺属性，国内用量还很低，未来具有成长空间，并且具有替代血凝酶等其他凝血产品不合理使用的空间。VIII因子获批在即，也将为吨浆利润提供新增量。博雅的浆站多为近两年内新建，内生增长潜力大，江西省设立浆站空间还很充足，公司未来采浆成长无忧。博雅与丹霞的血浆调拨预计在近期获批，为19年业绩的增长提供动力。公司体量小弹性大且成长性确定，推荐“买入”。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM