

医药生物 2018 年报及 2019 年 1 季报总结—行业分化，聚焦业绩

—医药生物周报

核心观点

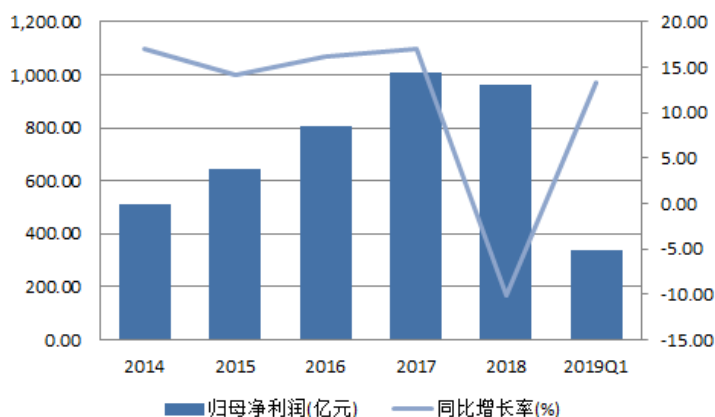
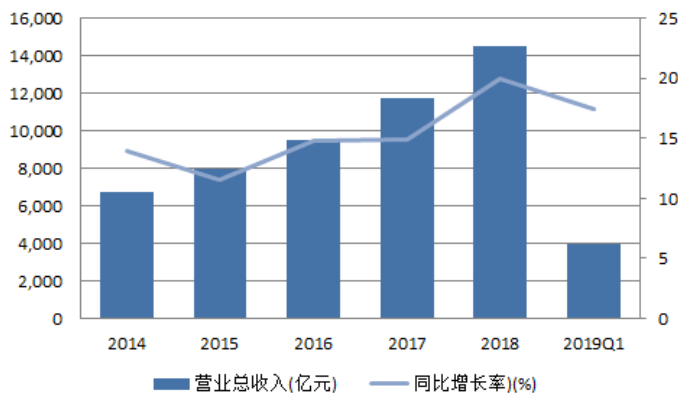
一、2018&2019Q1 行业整体情况

2018 医药板块上市公司营收大幅增加，但净利润下滑。2018 年 295 家医药生物上市公司合计实现营业收入 1.45 万亿，行业整体持续向好，同比增长 19.99%，增速为近五年新高，2018 年全面实行“两票制”使得药品价格“低开”转“高开”，使得营收增速大幅提升。医药生物板块营收同比大幅增长的同时净利润却出现下滑，2018 年板块合计归母净利润为 960.4 亿元，同比下降 10%，扣非后归母净利润为 829.51 亿元，同比下降 0.43%，主要是由于医保控费压力提升，加之 2018 年会计政策变化减值测试规则趋严，许多医药公司进行了大额的资产减值损失，如存货跌价、商誉减值等。

2019Q1 医药板块上市公司营收、净利润增速下滑。2019 年 Q1 医药生物上市公司合计实现营业收入 3987 亿元，同比增长 17.45%，较 2018 年同期 22.07%下降了 4.62 个百分点；2019Q1 合计实现归母净利润 335.43 亿元，同比增长 13.28%，较 2018 年同期大幅下降 17.20 个百分点；扣非后归母净利润为 284.90%，同比增长 3.59%。我们认为 2019Q1 医药板块上市公司营收、增速的下滑主要受国内经济下行、2018Q1 高基数影响。

行业表现对比图

相关报告



研究员：王树宝

电话：010-84183369

Email：wangshubao@guodu.com

执业证书编号：S0940511080001

联系人：傅达理

电话：010-84183172

Email：fudali@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

二、2018&2019Q1 医药生物板块各子行业情况

表 1: 各细分行业收入及归母净利润增速

	营业收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)			
	2017	2018	2018Q1	2019Q1	2017	2018	2018Q1	2019Q1
SW 化学原料药	26.53	20.70	34.64	2.03	20.22	-16.33	145.35	-23.34
SW 化学制剂	13.35	23.05	32.42	11.40	47.08	-39.30	29.25	-1.64
SW 中药	8.42	18.48	18.88	22.79	3.18	-4.02	22.12	20.58
SW 生物制品	19.91	31.84	37.77	21.77	15.20	-11.16	-8.55	48.52
SW 医药商业	14.10	17.91	16.16	19.30	21.91	8.98	14.20	12.53
SW 医疗器械	23.47	19.46	21.02	18.00	13.70	6.64	22.24	42.80
SW 医疗服务	38.03	26.84	42.36	18.08	-30.67	17.16	485.22	21.01

数据来源: wind, 国都证券

化学原料药板块 2018 年实现营业收入 1085.35 亿元, 同比增长 20.70%; 归母净利润 76.99 亿元, 同比下降 16.33%; 扣非净利润 96.66 亿元, 同比增长 21.20%。2019Q1 实现营业收入 287.04 亿元, 同比增长 2.03%; 归母净利润 34.68 亿元, 同比下降 23.34%; 扣非净利润 26.52 亿元, 同比下降 37.36%。2018 受环保政策趋严影响, 供给端整改减少供应导致价格上涨, 带动板块营收增长。2019Q1 原料药板块增速下滑主要因为 2018Q1 主要原料药维生素 A、维生素 E 等单价处于高点, 高基数效应。

化学制剂板块 2018 年实现营业收入 2027.89 亿元, 同比增长 23.05%; 归母净利润 142.31 亿元, 同比下降 39.30%; 扣非净利润 112.36 亿元, 同比下降 26.14%。2019Q1 实现营业收入 540.03 亿元, 同比增长 11.40%; 归母净利润 51.95 亿元, 同比下降 1.64%; 扣非净利润 46.39 亿元, 同比下降 8.16%。化学制剂板块 2018 年收入端受两票制影响增速大幅提升, 2019Q1 增速回归正常。2018 净利润大幅下滑主要受部分公司计提大额商誉减值影响, 2019Q1 净利润下滑则主要受“4+7”集采落地实施导致的药品降价。

中药板块 2018 年实现营业收入 3049.34 亿元, 同比增长 18.48%; 归母净利润 306.95 亿元, 同比下降 4.02%; 扣非净利润 256.45 亿元, 同比下降 13.71%。2019Q1 实现营业收入 848.91 亿元, 同比增长 22.79%; 归母净利润 108.25 亿元, 同比增长 20.58%; 扣非净利润 90.01 亿元, 同比下降 1.78%。2018 中药板块净利润下滑同样受部分公司计提大额商誉减值影响, 收入增速方面 2019Q1 基本保持稳定。

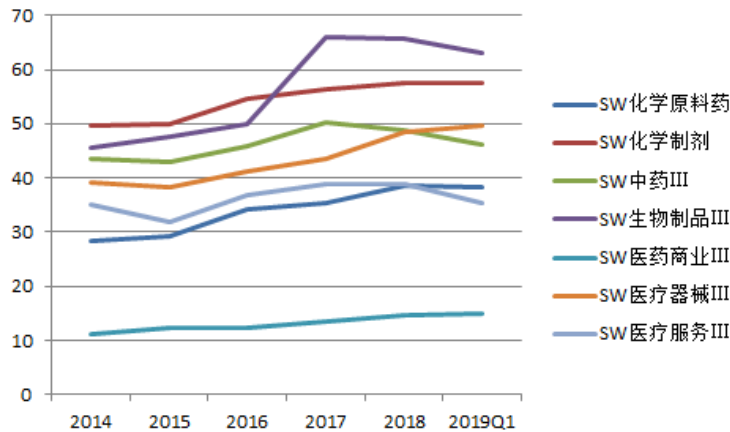
生物制品板块 2018 年实现营业收入 761.32 亿元, 同比增长 31.85%; 归母净利润 111.52 亿元, 同比下降 11.16%; 扣非净利润 103.28 亿元, 同比增长 6.72%。2019Q1 实现营业收入 197.44 亿元, 同比增长 21.77%; 归母净利润 35.84 亿元, 同比增长 48.52%; 扣非净利润 32.23 亿元, 同比增长 20.81%。2018 年生物制品虽然受“长生生物疫苗”事件影响, 但重磅疫苗品种如 9 价 HPV 疫苗等产品上市推动生物板块高速增长。受资产减值损失、销售费用增长, 以及部分公司出现大额非经常性损益影响, 板块 2018 净利润出现下滑。2019Q1 板块表现较好, 主要受重磅产品上市放量以及行业回暖影响。

医药商业板块 2018 年实现营业收入 6172.62 亿元，同比增长 17.91%；归母净利润 173.20 亿元，同比增长 8.98%；扣非净利润 142.47 亿元，同比下降 0.02%。2019Q1 实现营业收入 1734.28 亿元，同比增长 19.30%；归母净利润 50.40 亿元，同比增长 12.53%；扣非净利润 47.53 亿元，同比增长 9.55%。医药商业增长稳定，大的投资逻辑仍是集中度提升。

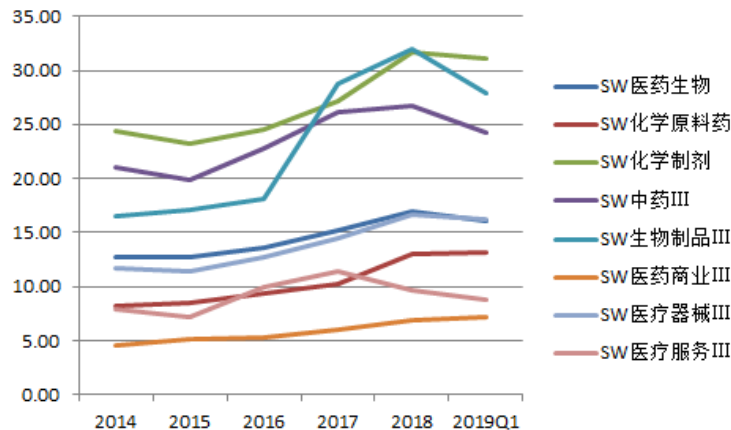
医疗器械板块 2018 年实现营业收入 942.48 亿元，同比增长 19.46%；归母净利润 114.60 亿元，同比增长 6.64%；扣非净利润 96.73 亿元，同比增长 104.03%。2019Q1 实现营业收入 251.26 亿元，同比增长 18.00%；归母净利润 43.86 亿元，同比增长 42.80%；扣非净利润 33.37 亿元，同比增长 107.34%。2018 年板块营收净利润增速不匹配主要受部分公司产生较大的非经常性损益所致。2019Q1 板块受龙头公司带动，保持收入、净利润高增长。

医疗服务板块 2018 年实现营业收入 493.78 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润 34.84 亿元，同比增长 17.16%；扣非净利润 21.54 亿元，同比增长 24.22%。2019Q1 实现营业收入 127.71 亿元，同比增长 18.08%；归母净利润 10.46 亿元，同比增长 21.01%；扣非净利润 8.84 亿元，同比增长 102.92%。医疗服务板块整体收入和利润均稳健增长，呈现良好发展态势。

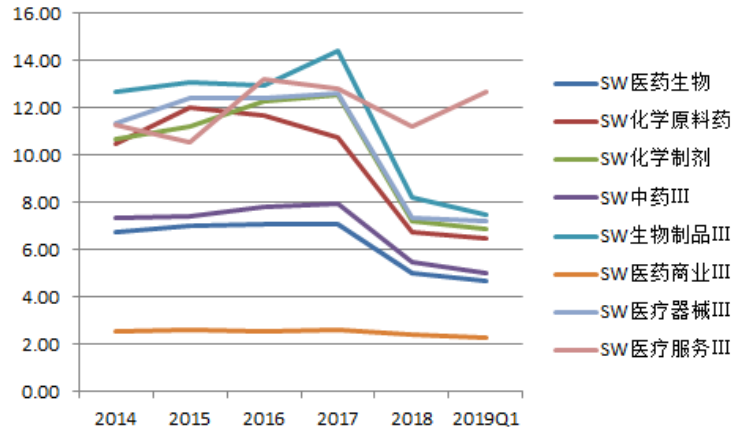
两票制推动化学制剂毛利率持续提升，2019 预计将呈下滑趋势。



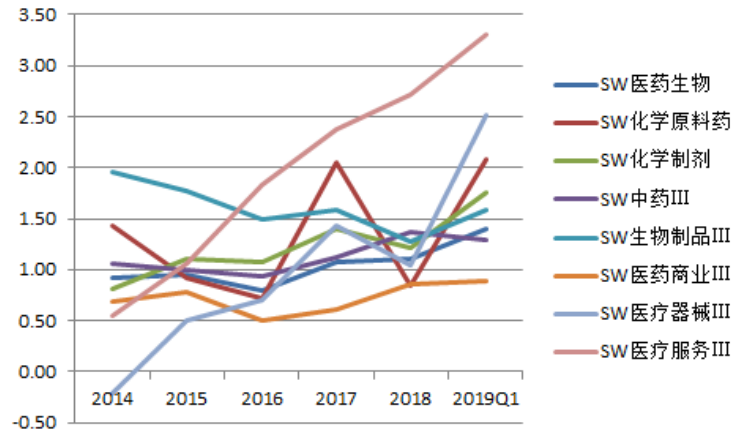
两票制推动销售费用率提升，2019 全年来看有望回落。



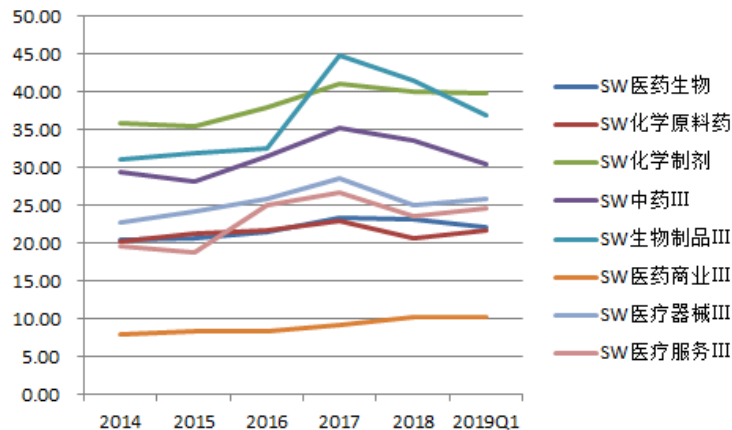
2018 年开始研发费用剥离，管理费用率下降明显



财务费用占比偏小，医药商业受影响大



2018 年医药板块期间费用率合计 23.09%，与 2017 年的 23.33% 相比下降 0.24 个百分点。其中，2018 年销售费用率 16.99%，较 2017 年上升 1.82 个百分点；管理费用率 4.98%，较 2017 年下降 2.09 个百分点，费用率基本保持稳定。预计 2019 全年将保持稳定。



2018年医药板块整体应收账款周转天数79.66天，较去年同期增长4.74天，其中中药板块、医药商业板块应收账款周转天数分别增加8.75、8.56天。医药板块2018年整体存货周转天数增加3.76天，其中化学原料药、中药板块增长明显。

表2：应收账款周转天数变化

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
SW 医药生物	62.46	66.92	70.24	74.92	79.66	85.96
SW 化学原料药	60.31	66.78	66.53	59.65	58.86	62.31
SW 化学制剂	71.58	72.87	78.86	79.80	75.41	81.54
SW 中药	40.86	42.28	49.95	61.17	69.92	76.78
SW 生物制品	82.31	91.11	95.85	79.24	75.78	82.14
SW 医药商业	67.30	72.94	72.07	79.71	88.28	93.87
SW 医疗器械	94.14	102.02	104.63	95.92	89.06	95.08
SW 医疗服务	64.83	78.78	83.08	84.79	83.25	97.50

数据来源：wind，国都证券

表3：存货周转天数变化

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
SW 医药生物	85.78	101.70	90.90	97.57	101.32	97.74
SW 化学原料药	103.23	116.03	117.71	107.60	115.66	123.09
SW 化学制剂	108.34	100.38	105.52	112.54	113.79	112.41
SW 中药	144.85	212.52	172.24	224.21	227.52	202.72
SW 生物制品	117.91	130.72	133.25	254.89	257.28	254.06
SW 医药商业	48.83	51.01	49.69	49.92	51.91	51.48
SW 医疗器械	167.87	158.19	152.15	137.32	131.25	142.64
SW 医疗服务	58.83	55.39	93.10	68.77	58.02	42.55

数据来源：wind，国都证券

三、投资策略

结合 2018 年报及 2019 年一季报情况来看，我们认为目前医药生物板块前期估值修复的主要投资逻辑已基本结束，市场关注重点已开始切换至业绩增速快、政策免疫程度高的绩优白马股。短期来看，第二批集采药品出台仍将对化药仿制药板块产生负面影响，预计第二批名单最快或在 6 月出台，结合前期医保支付价格的出台，以及政策吹风会上集采试点城市采购量超预期来看，我们认为第二批集采的价格降幅或高于目前市场普遍预期，试点城市的扩大进度或快于市场普遍预期，故短期仍建议布局相关政策免疫板块。中长期来看，随着对“4+7”集采政策形成长期稳定预期，市场有望对于后续政策的反应逐步“脱敏”，政策变动带来的影响将下降，且随着 QFII 扩容和纳入 MSCI 之后的红利，国际投资者占比不断增多，医药生物板块的估值体系也将发生变化，我们持续看好医药生物板块的长期发展。现阶段我们推荐 3 条投资主线：1) 受益于国内创新转型、科创板出台等政策的医药创新产业链，具体推荐恒瑞医药、泰格医药和凯莱英；2) 消费属性高、政策免疫的医疗器械板块，具体推荐鱼跃医疗；3) 受益于药品零售集中度提升，处方外流趋势明确的连锁药店龙头，具体推荐益丰药房。

1、恒瑞医药

公司创新药及重磅仿制药进入收获期。重磅产品卡瑞利珠单抗 (PD-1) 有望于近期获批，同时公司积极推进 PD-1/PD-L1 联合用药策略，部分临床试验已经完成，有望在 ASCO、CSCO 等学术会议上陆续公布结果。如果都能获得阳性结果，未来有望进军 PD-1 大适应症市场，抢占市场份额。公司研发管线丰厚，研发产品有望陆续获批，国际化稳步推进。2018 年公司获批的吡咯替尼 (治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌实体瘤患者的创新药)、批硫培非格司亭注射液 (用于放疗相关中性粒细胞减少症治疗的生物制品) 以及紫杉醇白蛋白 (用于治疗联合化疗失败的转移性乳腺癌或辅助化疗后 6 个月内复发的乳腺癌) 等重磅品种都有希望受益 2019 新医保目录调整，若成功进入医保目录将实现快速放量，增厚公司业绩。公司 Q1 业绩保持高增长，研发费用大幅增加有望为公司后期带来持续收益。公司 Q1 实现营业收入 49.69 亿元，同比增加 28.77%，实现归母净利润 11.93 亿元，同比增加 25.61%，扣非后归母净利润 11.55 亿元，同比增加 27.76%。Q1 公司研发费用 6.62 亿元，同比增长 56.67%。

2、泰格医药

公司为国内临床 CRO 绝对龙头，临床机构资源优势明显。受益于鼓励创新药和仿制药一致性评价政策、并购整合带来业务结构变化，盈利能力得到提升。公司不断通过外延并购，临床 CRO 业务延伸向上下游延伸，打造临床一体化的服务平台，同时公司通过收购布局国际多中心临床业务，承接创新药高速增长带来的国际多中心临床需求，并通过收购快速切入医疗器械 CRO 领域，此外公司设立大量的并购基金有望贡献股权投资业务业绩增量。公司 Q1 营业收入 6.09 亿元，同比增加 28.69%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比增加 51.72%，扣非后实现归母净利润 1.11 亿元，同比增加 61.26%，业绩保持高速增长。

3、凯莱英

公司立足于小分子 CDMO 优势业务，进一步拓展多肽、多糖及寡核苷酸等化学大分子业务，布局生物大分子业务，享受 MAH 制度带来的政策红利，随着 Biotech 公司及虚拟型创新药研发公司的不断增加，公司业绩有望维持高速增长。同时公司大力推进“轻资产”模式的创新药临床 CRO 业务板块发展，逐步打造完善的创新药一体化服务生态，为公司的商业化生产持续引流，我们看好公司未来的发展趋势。公司 Q1 营业收入实现收入 4.76 亿元，同比增加 31.03%，实现归母净利润 9206 万元，同比增加 45%，扣非后归母净利润 8024 万元，同比增加 51.87%，公司预计 2019H1 净利润增速在 35%-55%，公司业绩保持高速增长。

4、鱼跃医疗

公司作为国内家用医疗领域的龙头企业，2018 年业绩增速回升，现金流改善明显。未来将充分受益于人口老龄化趋势，市场空间广阔。公司“家用+医用”双线发力，家用端受益电商持续放量，医用端随着中优完全并表和上械整合及技改完成，亦将是公司新的利润增长点。公司为医疗器械平台型企业，资本运作能力突出，外延并购预期明确。2019Q1 公司营业收入 12.01 亿元，同比增加 15.33%；归母净利润 2.47 亿元，同比增加 15.41%；扣非后归母净利润 2.38 亿元，同比增加 16.36%；经营活动产生的现金流量净额-1.19 亿元，同比减少 555.84%，公司 Q1 业绩保持中高速增长，主要受销售费用、研发费用大幅增加拖累，短期的扰动并不改变公司业绩增长的大逻辑，看好公司 2019 年增速持续回升。

5、益丰药房

我们认为目前医药零售行业尚存较大整合空间，在药店分级、行业整治等多项政策推动下，同时基于发达国家成熟经验来看我国零售药店连锁率及集中度仍将继续提升，龙头药店将显著受益。目前阶段零售药店的主要成长逻辑是扩张获取新增客流量的同时，深耕存量提升价值，长期逻辑则主要看处方药外流，连锁零售药店是处方外流的最大获益者。我们认为零售药店将成为越来越重要的药品销售终端，看好龙头零售药店的未来发展前景。公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。通过在区域市场进行门店的密集合理布局，形成区域优势和规模效应，从而提升议价能力、降低物流及管控成本，实现公司盈利能力的持续增长。2019Q1 公司实现收入 24.69 亿元，同比增长 66.67%，实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 45.77%，扣非后归母净利润 1.42 亿元，同比增长 47.98%。截至 2019 年 Q1 公司拥有门店 3958 家，2018 年公司净增加门店 1552 家，2019Q1 净增加 347 家。公司以精细化管理著称，通过加强门店的专业化服务和规范运营等方式降低管理费用，通过加强产品的营销力度、树立良好的品牌信誉等多种方式，增加门店的客单量和销售收入，从而提升门店坪效。我们看好公司精细化运营能力，或将快速整合并购标的，业绩有望高速增长。

四、风险提示

政策变动超预期风险，市场竞争加剧风险，业绩不达预期风险。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoysin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	李树峰	传媒、互联网	lishufeng@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
李兰	宏观、金融	Lilan@guodu.com	朱天辉	机械、军工	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shyingchao@guodu.com	傅达理	医药生物、医疗服务	fudali@guodu.com