

谨慎推荐 (维持)

医药生物行业 2018 年年报及 2019 年一季报业绩综述

风险评级：中风险

一季度增速环比回暖 下半年预计持续复苏

2019 年 5 月 20 日

投资要点：

卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理

刘佳

S0340118010084

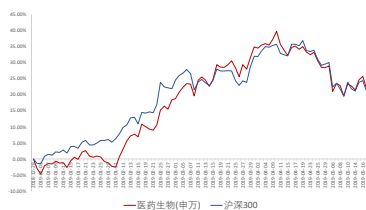
电话：0769-23320059

邮箱：liujia@dgzq.com.cn

细分行业评级

医药商业	谨慎推荐
中药	谨慎推荐
化学原料药	谨慎推荐
化学制剂	谨慎推荐
生物制品	谨慎推荐
医疗器械	谨慎推荐
医疗服务	谨慎推荐

医药生物（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

《医药生物行业 2019 年 5 月月报：年报一季报披露完毕，遴选估值匹配的安全品种》

- 2018年医药生物行业上市公司分别实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润12151.53、1049.64和929.64亿元，分别同比增长19.17%、9.00%和16.11%；2019年一季度实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润3347.92、302.79和263.15亿元，同比增速分别为18.83%、12.30%和5.31%。
- 一季度增速环比回暖，下半年预计持续复苏。2018年行业业绩受一季度流感因素扰动，全年营收增长显著高于前五年水平；从利润端看，带量采购主导的医保控费、辅助用药和中药注射剂限制使用、原料药价格大幅回落等因素使行业公司在2018年二季度到四季度的业绩显著承压，尤其四季度许多公司计提了大量减值损失，导致行业单季度的扣非净利润同比大幅下降18.13%。2019年一季度行业业绩环比明显回暖，在去年同期业绩基数较高的情况下，营业总收入增速仍达到了18%以上的高水平，扣非净利润虽然只实现了5.31%的单位数增长，但部分子行业如商业与中药相比去年全年已有所复苏。
- 行业由高增速阶段进入到高质量导向的稳增长阶段。2018年一季度的高增长基数，使2019年一季度行业整体的盈利增速显著下滑，从结构上看，虽然扣非净利润40%以上增速的公司数量下降，许多公司下降至单位数增速，但负增长的公司占比并无增长。从纵向看，2019年一季度业绩中枢下行，行业由高增速阶段进入到高质量导向的稳增长阶段。
- 医药制造业盈利增速回落至单位数区间。2019年1-4月医药制造业工业增加值同比增长7.2%，增速比去年同期大幅放缓3.7pct，继2016年上半年以后再次回到单位数增长区间。增速下滑除了去年上半年增长基数较高的因素外，还与控费控质等政策收紧导致的行业整合加速有关。
- 投资策略：维持谨慎推荐评级。5月份，贸易摩擦升温加重避险情绪，在指数出现回调的情况下，医药板块有望再次成为避险资金配置的方向。子行业及细分方向关注医疗服务板块的连锁医疗、医疗器械板块的高值耗材、医药商业的工商一体龙头和低估值零售药房。择股方面，关注一季报超预期、产品竞争格局良好、估值匹配业绩增速的公司。
- 主线一：业绩弹性高、政策免疫或获益的品种，推荐个股：长春高新、我武生物、通策医疗；主线二：估值业绩匹配程度高或存在股价修复预期的品种，推荐个股：华东医药、一心堂、乐普医疗
- 风险提示：政策不确定风险；研发不及预期风险；行业竞争加剧风险。

目 录

1. 板块综述.....	5
1.1 盈利状况：一季度业绩增速环比回落明显，预计下半年回暖.....	5
1.2 行业比较.....	9
1.3 板块股价走势.....	9
2. 行业数据.....	11
3. 子行业及相关重点公司业绩.....	12
3.1 化学原料药.....	13
3.1.1 原料药价格高位回落，一季度利润下滑明显.....	13
3.1.2 重点公司一季报业绩.....	13
3.2 化学制剂.....	14
3.2.1 带量采购长期制约业绩增长，强者恒强逻辑凸显.....	14
3.2.2 重点公司一季报业绩.....	15
3.3 中药.....	16
3.3.1 政策压力长期存在，重点考虑安全性.....	16
3.3.2 重点公司一季报业绩.....	17
3.4 生物制品.....	18
3.4.1 蛋白药物闪耀，血制品见底企稳.....	18
3.4.2 重点公司一季报业绩.....	18
3.5 医药商业.....	19
3.5.1 零售药房业绩超预期，两票制影响基本落地.....	19
3.5.2 重点公司一季报业绩.....	20
3.6 医疗器械.....	21
3.6.1 业绩稳健增长，具备政策免疫价值.....	21
3.6.2 重点公司一季报业绩.....	22
3.7 医疗服务.....	22
3.7.1 行业维持高景气，CRO 与连锁医疗高增长可持续.....	22
3.7.2 重点公司一季报业绩.....	23
4. 投资策略.....	25
5. 风险提示.....	26

插图目录

图 1 2009 年至今医药板块营业收入增速 (%)	5
图 2 2009 年至今医药板块各季度归母净利润增速 (%)	6
图 3 2009 年至今医药板块各季度扣非归母净利润增速 (%)	6
图 4 2009 年至今医药板块各季度毛利率和净利率	7
图 5 2009 年至今医药板块各季度费用率	7
图 6 2018 年年报医药公司营收增速分布	7
图 7 2018 年年报医药公司扣非净利润增速分布	7
图 8 2019 年一季报医药公司营收增速分布	8
图 9 2019 年一季报医药公司扣非净利润增速分布	8
图 10 2017-2019Q1 营业总收入增速区间分布	8
图 11 2017-2019Q1 扣非净利润增速区间分布	8
图 12 2018 年申万一级子行业营业收入增速 (%)	9
图 13 2018 年申万一级子行业归母净利润增速 (%)	9
图 14 2019Q1 申万一级子行业营业收入增速 (%)	9
图 15 2019Q1 申万一级子行业归母净利润增速 (%)	9
图 16 2019 年截至 5.17 医药生物行业与沪深 300 指数走势	10
图 17 2019 年截至 5.17 申万一级子行业涨跌幅 (%)	10
图 18 医药制造业当月工业增加值增速 (%)	11
图 19 2014-2019Q1 医药制造业营业收入及增速	11
图 20 2014-2019Q1 医药制造业利润总额及增速	11
图 21 2014-2019Q1 医药制造业费用率	11
图 22 2018 年医药申万子行业业绩增速	12
图 23 2019 年一季度医药申万子行业业绩增速	12
图 24 化学原料药营业总收入及其增速	13
图 25 化学原料药归母净利润及其增速	13
图 26 化学原料药毛利率净利率	13
图 27 化学原料药费用率	13
图 28: 化学制剂营业收入及其增速	14
图 29: 化学制剂净利润及其增速	14
图 30: 化学制剂毛利率净利率	15
图 31: 化学制剂费用率	15
图 32: 中药营业收入及其增速	16
图 33: 中药净利润及其增速	16
图 34: 中药毛利率净利率	16
图 35: 中药费用率	16
图 36: 生物制品营业收入及其增速	18
图 37: 生物制品净利润及其增速	18
图 38: 生物制品毛利率净利率	18
图 39: 生物制品费用率	18
图 40: 医药商业营业收入及其增速	19
图 41: 医药商业净利润及其增速	19
图 42: 医药商业毛利率净利率	20

图 43: 医药商业费用率	20
图 44: 医疗器械营业收入及其增速	21
图 45: 医疗器械净利润及其增速	21
图 46: 医疗器械毛利率净利率	21
图 47: 医疗器械费用率	21
图 48: 医疗服务营业收入及其增速	22
图 49: 医疗服务净利润及其增速	22
图 50: 医疗服务毛利率净利率	23
图 51: 医疗服务费用率	23

表格目录

表 1: 2019 年 Q1 化学原料药龙头业绩增速	13
表 2: 2019 年 Q1 化学原料药龙头盈利能力	14
表 3: 2019 年 Q1 化学制剂龙头业绩增速	15
表 4: 2019 年 Q1 化学制剂龙头盈利能力	15
表 5: 2019 年 Q1 中药龙头业绩增速	17
表 6: 2019 年 Q1 中药龙头盈利能力	17
表 7: 2019 年 Q1 生物制品龙头业绩增速	18
表 8: 2019 年 Q1 生物制品龙头盈利能力	19
表 9: 2019 年 Q1 医药商业龙头业绩增速	20
表 10: 2019 年 Q1 医药商业龙头盈利能力	20
表 11: 2019 年 Q1 医疗器械龙头业绩增速	22
表 12: 2019 年 Q1 医疗器械龙头盈利能力	22
表 13: 2019 年 Q1 医疗服务龙头业绩增速	23
表 14: 2019 年 Q1 医疗服务龙头盈利能力	23
表 15: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/5/17)	25

1. 板块综述

1.1 盈利状况：一季度业绩增速环比回落明显，预计下半年回暖

2018 年医药生物行业上市公司分别实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润 12151.53、1049.64 和 929.64 亿元，分别同比增长 19.17%、9.00%和 16.11%；2019 年一季度行业实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润 3347.92、302.79 和 263.15 亿元，同比增速分别为 18.83%、12.30%和 5.31%。

2018 年行业业绩受一季度流感因素扰动，全年营收增长显著高于前五年水平；从利润端看，带量采购主导的医保控费、辅助用药和中药注射剂限制使用、原料药价格大幅回落等因素使行业公司在 2018 年二季度到四季度的业绩显著承压，尤其四季度许多公司计提了大量减值损失，导致行业单季度的扣非净利润同比大幅下降 18.13%。

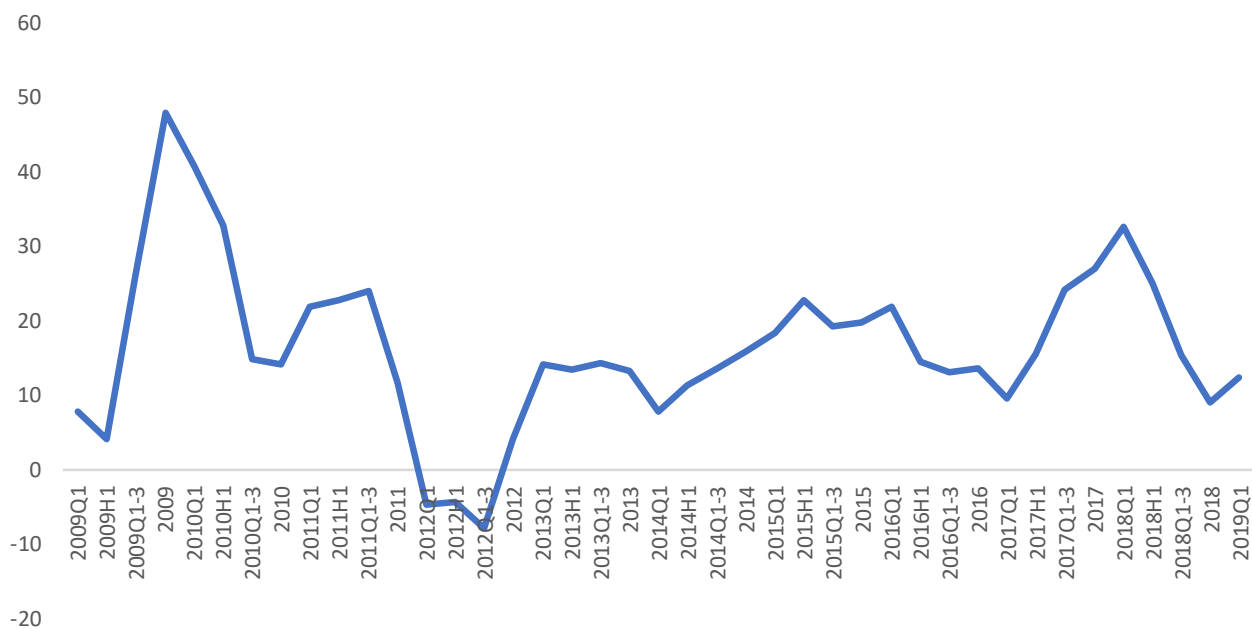
2019 年一季度行业业绩环比明显回暖，在去年同期业绩基数较高的情况下，营业总收入增速仍达到了 18%以上的高水平，扣非净利润虽然只实现了 5.31%的单位数增长，但部分分子行业如商业与中药相比去年全年已有所复苏。

图 1 2009 年至今医药板块营业收入增速 (%)



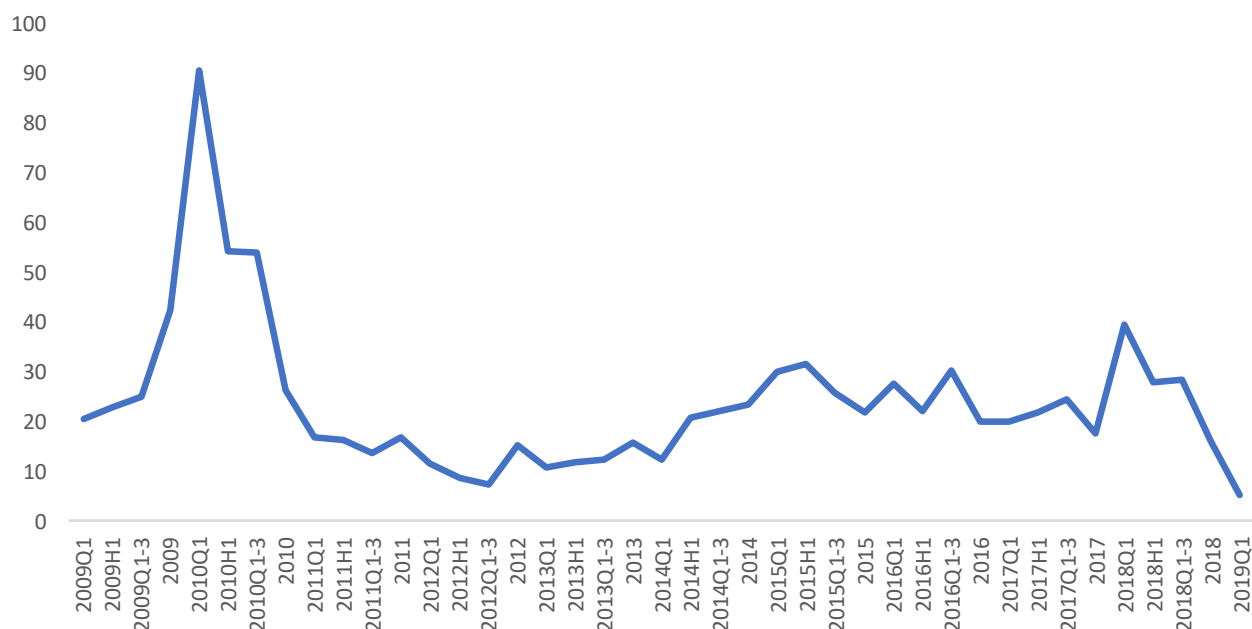
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 2 2009 年至今医药板块各季度归母净利润增速 (%)



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 3 2009 年至今医药板块各季度扣非归母净利润增速 (%)



数据来源：东莞证券研究所，wind

统计口径：一共把 232 家上市公司纳入统计，剔除了部分非经常性损益占比过高、资产减值占比过高、公司运营不正常或财务发生变化的公司。

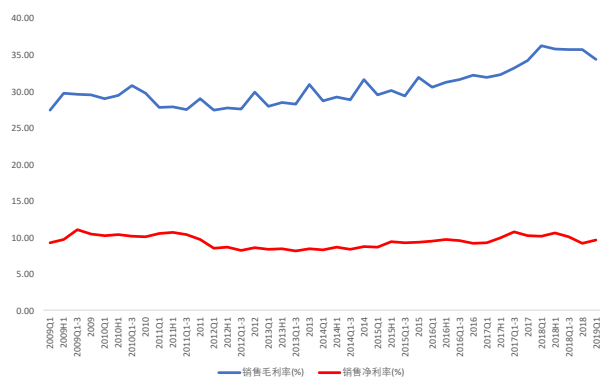
盈利指标方面，2018 年行业的销售毛利率与销售净利率分别为 35.80%和 9.22%，销售毛利率同比上升 1.50pct，但净利率同比下滑 1.06pct；销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 17.18%、4.71%和 0.68%，同比变动幅度分别为 1.69%、-2.26%和-0.10%。2019

年一季度行业毛利率与净利率分别为 34.44%和 9.67%，同比下滑 1.89pct 和 0.54pct；销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 16.17%、4.44%和 1.04%，比去年同期均有所下降，同比下降幅度分别为 0.54%、1.97%和 0.05%。

2018 年行业毛利率上升至最近 10 年最高的水平，化学原料药、化学制剂、医药商业与医疗器械的毛利率均上升至 10 年最高水平，除了承受较大政策压力的中药板块，其他子行业的毛利率保持在比较稳定的高水平；但净利率下降至 10%以下的水平，主要原因在于四季度企业计提大量减值以及行业调整带来的销售费用增长，前三季度净利率均位于 10%以上。

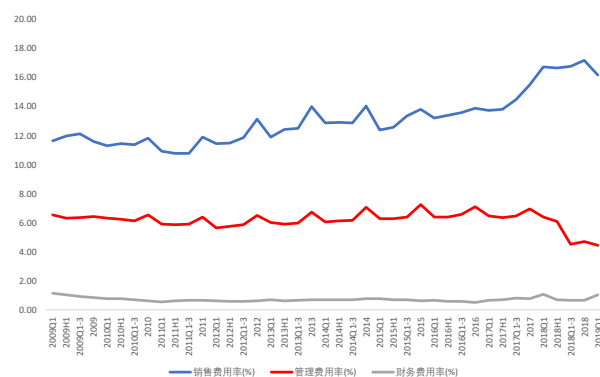
2019 年一季度毛利率下降的原因除了原料药价格比去年同期大幅下降，还在于生物制品与中药两个板块的毛利率下跌。生物制品毛利下降主要是因为去年的高基数，拉长期限来看，一季度仍位于最近十年较高的水平；中药则在政策端压力明显，延续了去年的下滑趋势。受行业毛利率下降影响，一季度医药上市公司的净利率亦有所下降，但由于一季度行业的运营改善，期间费用率下降，净利率同比下降的幅度低于毛利率。

图 4 2009 年至今医药板块各季度毛利率和净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 5 2009 年至今医药板块各季度费用率

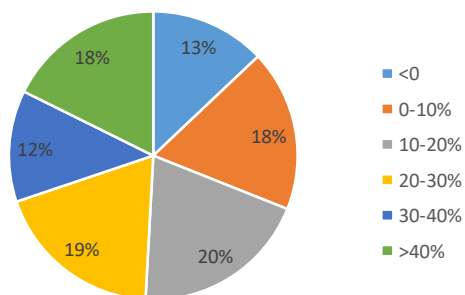


资料来源：东莞证券研究所，wind

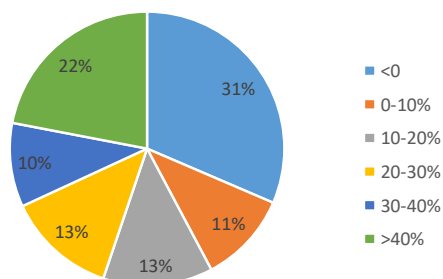
2018 年年报：从横向看，大部分公司录得正增长，利润端头尾分化剧烈。在 232 家纳入统计的医药上市公司中，共有 202 家公司的收入录得正增长，接近一半的公司收入增速高于 20%；有 159 家公司的扣非净利润录得正增长，104 家增速高于 20%，但也应留意到扣非净利润负增长的公司达到了 73 家，占比高达 31%，尾部公司的利润端表现不佳，相比之下扣非净利润增速 40%以上的公司达到 51 家，头部公司运营效率明显更高。

图 6 2018 年年报医药公司营收增速分布

图 7 2018 年年报医药公司扣非净利润增速分布



资料来源：东莞证券研究所，wind

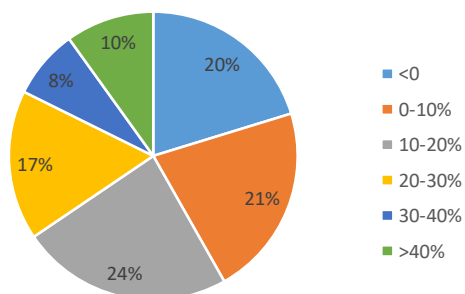


资料来源：东莞证券研究所，wind

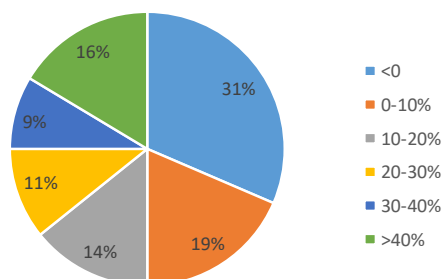
2019 年一季度：同期高基数使头部公司增速放缓，业绩尾部并未扩大。共有 185 家公司的收入录得正增长，159 家公司的扣非净利润实现正增长。去年一季度的高增长，使行业整体的盈利增速显著下滑，从结构上看，虽然扣非净利润 40% 以上增速的公司数量下降，许多公司下降至单位数增速，但负增长的公司占比并无增长。

图 8 2019 年一季度医药公司营收增速分布

图 9 2019 年一季度医药公司扣非净利润增速分布



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

从纵向看，2019 年一季度业绩中枢下行，行业由高增速阶段进入到高质量导向的稳增长阶段。从 2017 年到 2019 年一季度的行业业绩增速分布可看出，行业的增速中枢呈现一定的下行趋势，在市场有所饱和，医保控费推进，质量标准要求提升的大环境下，行业已经从高增速阶段进入到高质量导向的稳增长阶段。

图 10 2017-2019Q1 营业总收入增速区间分布

图 11 2017-2019Q1 扣非净利润增速区间分布

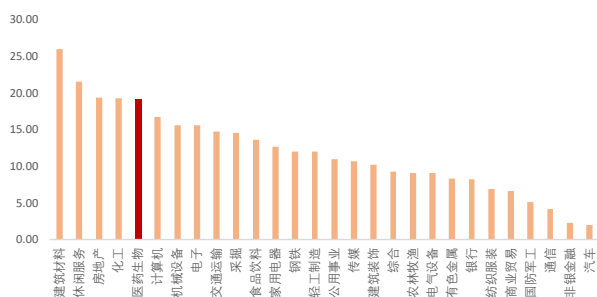
资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

1.2 行业比较

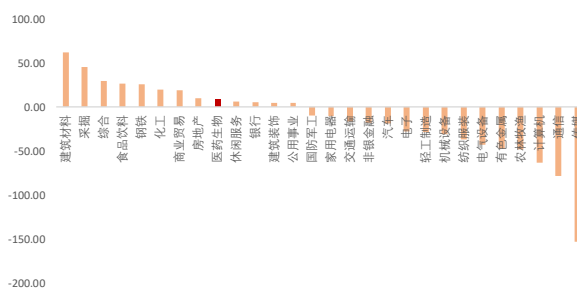
2018 年，医药生物行业的营业收入和归母净利润在 28 个申万一级子行业中分别排名第 5 和第 9 位，2019 年一季度对应的增速为第 7 和第 15 位。今年一季度排名略有下降，除了 2018 年较高的业绩基数，还与去年许多行业盈利下滑、一季度有所恢复有关。整体来看，医药生物行业营收增速维持在高增长梯队，行业需求稳定增长，利润端在所有行业中位于中上水平，短期内行业整合、质量与价格监管严格会使利润端面临一定压力，预计下半年行业净利润增速会有所恢复，今年全年依然有望维持在去年 9%左右的增速。

图 12 2018 年申万一级子行业营业收入增速 (%)



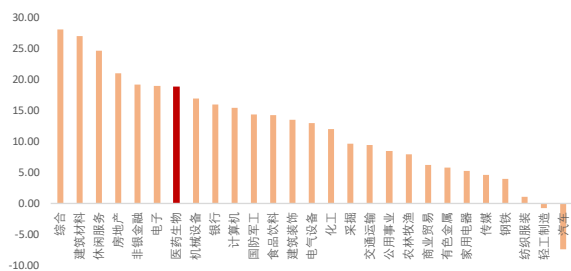
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 13 2018 年申万一级子行业归母净利润增速 (%)



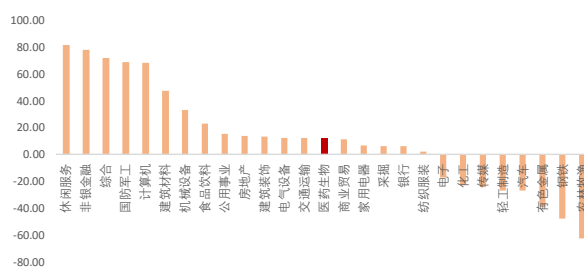
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 14 2019Q1 申万一级子行业营业收入增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 15 2019Q1 申万一级子行业归母净利润增速 (%)

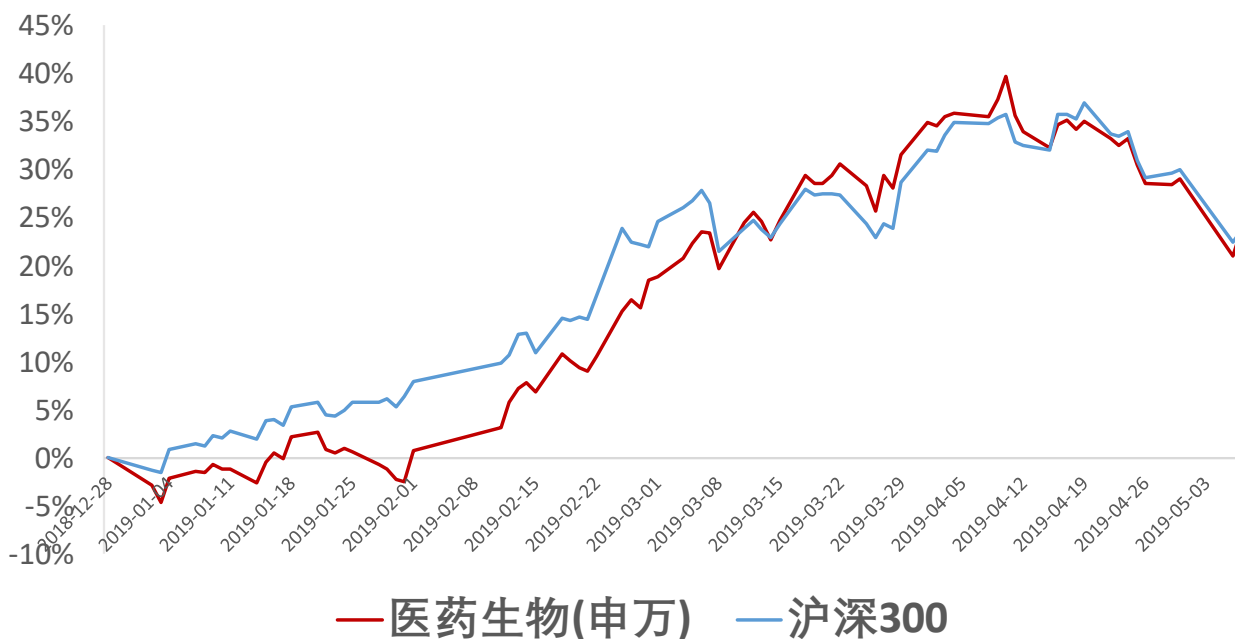


资料来源：东莞证券研究所，wind

1.3 板块股价走势

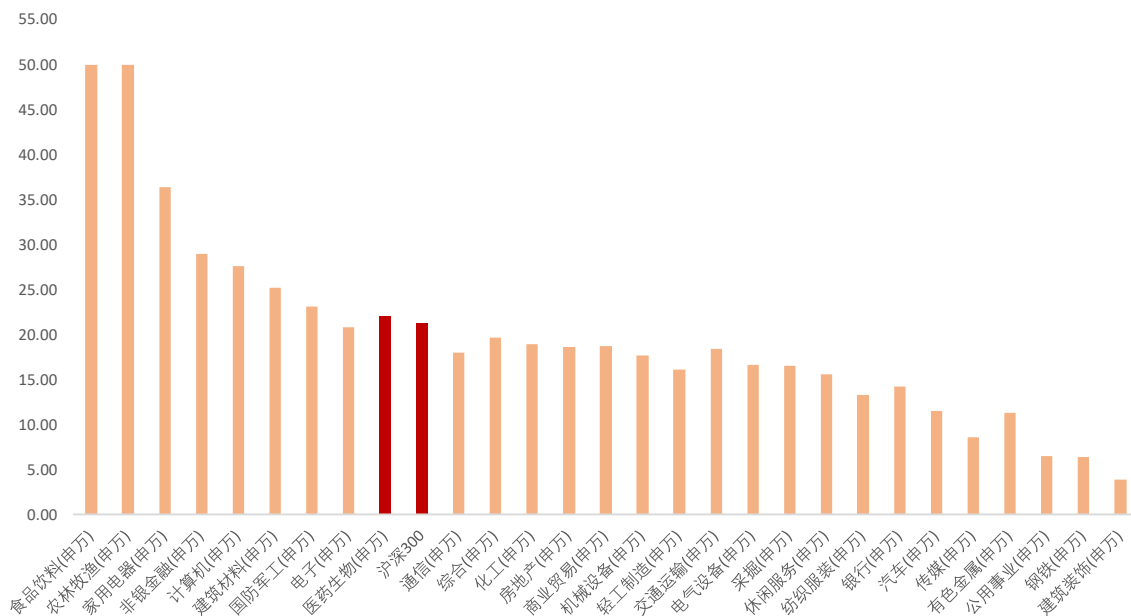
由年初至 5 月 17 日，医药生物行业申万指数上涨 22.09%，跑赢沪深 300 指数 0.90pct，在所有申万一级子行业中排名第 9。1 月到 2 月期间，受疫苗行业事件及带量采购余波影响，板块涨幅落后于大盘，但 3 月和 4 月随着市场回暖以及年报一季报的陆续披露，业绩向好的龙头带动板块赶上大盘涨幅。在大盘出现回调的 5 月份，外围有来自贸易摩擦升温的压力，但医药板块的消息面相对平淡，板块走势基本保持与大盘一致。

图 16 2019 年截至 5.17 医药生物行业与沪深 300 指数走势



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 17 2019 年截至 5.17 申万一级子行业涨跌幅（%）



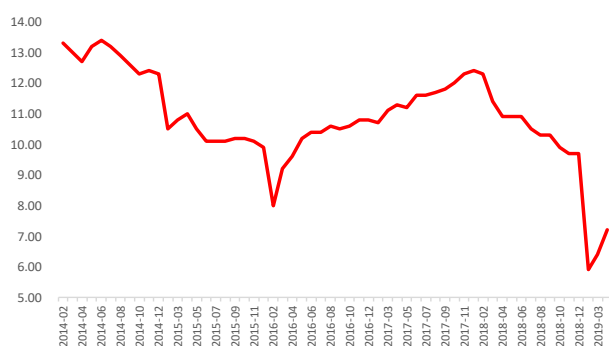
数据来源：东莞证券研究所，wind

2. 行业数据

盈利增速回落至单位数区间

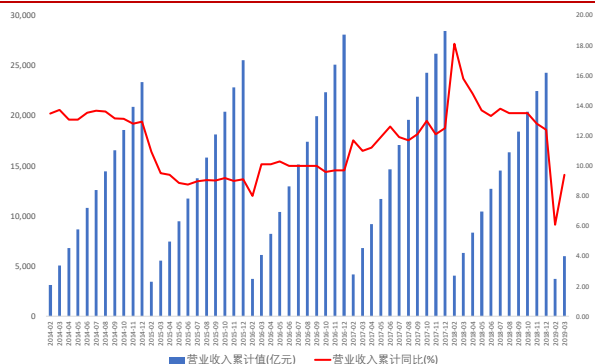
根据国家统计局披露的数据，2019 年 1-4 月医药制造业工业增加值同比增长 7.2%，增速比去年同期大幅放缓 3.7pct，继 2016 年上半年以后再次回到单位数增长区间。增速下滑除了去年上半年增长基数较高的因素外，还与控费控质等政策收紧导致的行业整合加速有关；2019 年 1-3 月医药制造业实现营业收入 5981.2 亿元，同增 9.4%；利润总额 753.0 亿元，同增 7.6%。2016 年至 2017 年，医药制造业经历了快速增长的 2 年，在 2018 年一季度达到峰值后，营收与利润的增速逐步下行，2019 年 1-2 月增速骤降至阶段性的底部，3 月增速有所恢复，若考虑 2018 年 1-2 月高增长基数的因素，医药制造业的增长并不悲观，2017Q1-2019Q1 营收和利润的 CAGR 分别仍达到了 12.55% 和 14.81%。但在流感过后，利润增速的回落较快，表现差于营收端，这主要与销售费用与管理费用的提升有关，行业公司在两票制、带量采购、医保目录执行等因素的影响下加大销售费用投入，此外企业持续投入研发，行业管理费用率在 2018-2019Q1 也呈现出了逐步增长的趋势。

图 18 医药制造业当月工业增加值增速(%)



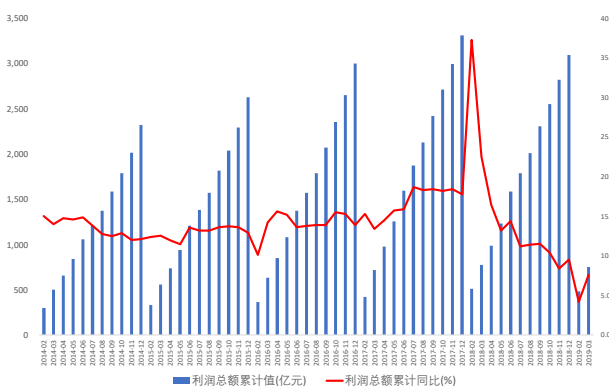
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 19 2014-2019Q1 医药制造业营业收入及增速



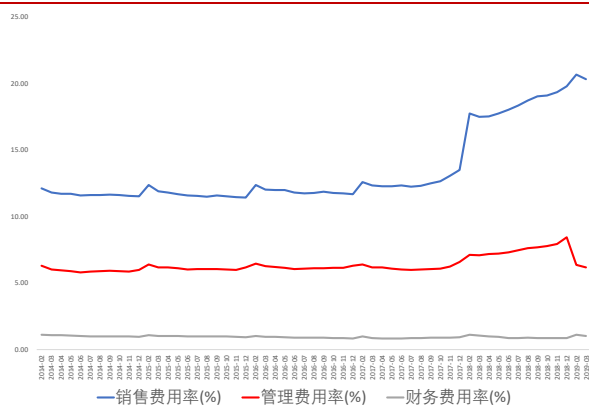
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 20 2014-2019Q1 医药制造业利润总额及增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 21 2014-2019Q1 医药制造业费用率

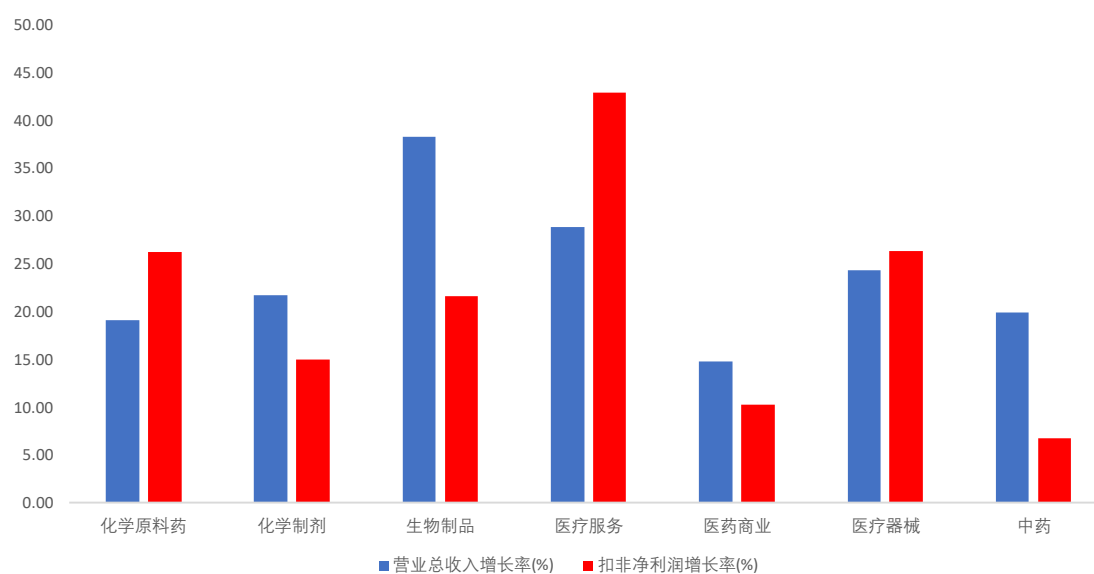


资料来源：东莞证券研究所，wind

3. 子行业及相关重点公司业绩

2018 年，医药板块各个子行业营业总收入增速由高到低的排序分别为生物制品、医疗服务、医疗器械、化学制剂、中药、化学原料药、医药商业；扣非净利润增速由高到低分别为医疗服务、医疗器械、化学原料药、生物制品、化学制剂、医药商业、中药。

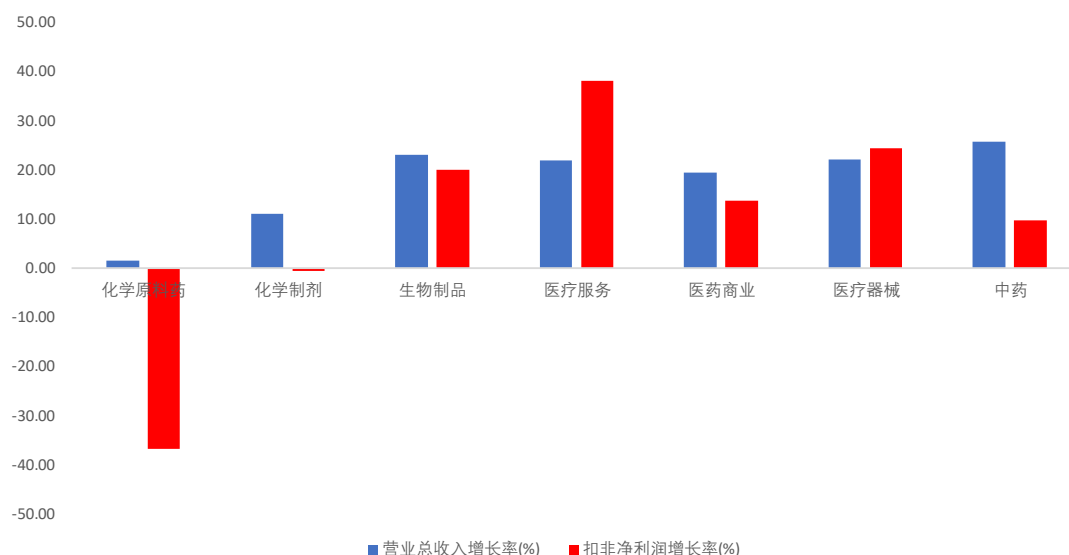
图 22 2018 年医药申万子行业业绩增速



数据来源：东莞证券研究所，wind

2019 年一季度，医药板块各个子行业营业总收入增速由高到低的排序分别为中药、生物制品、医疗器械、医疗服务、医药商业、化学制剂、化学原料药；归母净利润增速由高到低分别为医疗服务、医疗器械、生物制品、医药商业、中药、化学制剂、化学原料药。

图 23 2019 年一季度医药申万子行业业绩增速



数据来源：东莞证券研究所，wind

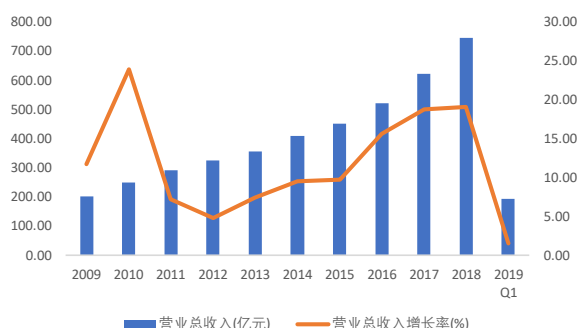
3.1 化学原料药

3.1.1 原料药价格高位回落，一季度利润下滑明显

2019 年一季度原料药营收同增 1.49%，扣非净利润同减 36.96%，业绩增速回落明显。2017 年年底到 2018 年年初在环保高压等因素的影响下，原料药价格尤其是 VA 和泛酸钙的价格到达了一个历史的高位，直接导致 2018 年一季度的业绩增长基数很高。在 2018 年初达到峰值后至 2019 年一季度，原料药价格整体出现价格大幅回落的趋势，虽然近期价格有所反弹，但毛利率的大幅下降已经直接反映到了利润端的增速。

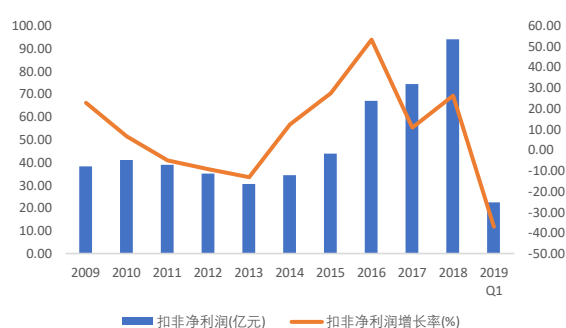
VA 与泛酸钙价格在经历了去年下半年的大幅回落后，下游市场库存正在逐步得到消化，市场询价积极，厂商提价意愿强，拉长期限来看，目前仍位于底部区间，未来价格有望继续走强。其他原料药品种还可以关注肝素，我国是全球最大的肝素原料药出口国，在非洲猪瘟扩散的情况下，肝素重要来源优质猪小肠的供应将显著下降，肝素原料药未来存在较大的涨价空间。推荐**健友股份、亿帆医药、新和成**。

图 24 化学原料药营业总收入及其增速



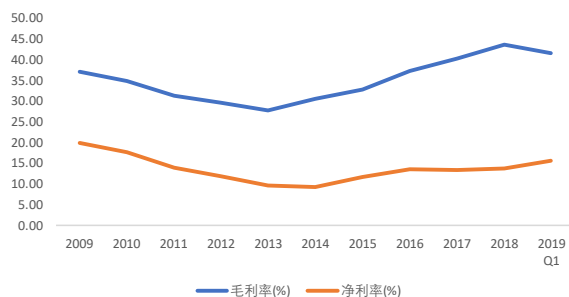
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 25 化学原料药归母净利润及其增速



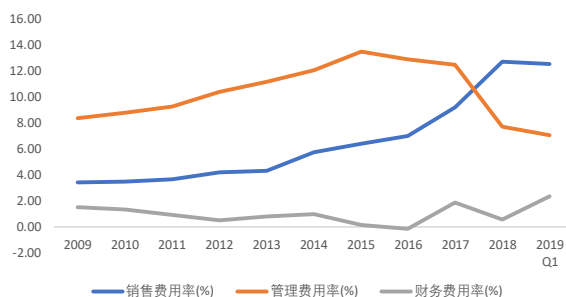
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 26 化学原料药毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 27 化学原料药费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.1.2 重点公司一季报业绩

表 1：2019 年 Q1 化学原料药龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
002042.SZ	新和成	30.96	5.12	19.78	-35.10
600626.SH	浙江医药	90.70	-24.22	-8.17	-371.64
000726.SZ	亿帆医药	19.14	-11.40	1.67	27.05
601339.SH	花园生物	-2.51	-17.83	13.07	9.03
002087.SZ	华海药业	16.25	192.83	13.74	48.73
002083.SZ	金达威	11.35	-39.12	-4.86	31.00
002394.SZ	凯莱英	13.28	-14.93	-8.05	10.54
601599.SH	海正药业	11.27	229.61	6.01	-67.63
600987.SH	健友股份	15.97	10.71	-6.00	12.19

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 2：2019 年 Q1 化学原料药龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
002001.SZ	新和成	10.44	5.03	1.53	3.31	2.59
600216.SH	浙江医药	9.18	12.07	3.07	7.87	1.71
002019.SZ	亿帆医药	30.56	12.78	2.59	10.82	2.00
300401.SZ	花园生物	15.72	8.09	1.99	6.61	4.32
600521.SH	华海药业	16.60	5.17	1.81	4.57	4.06
002626.SZ	金达威	22.01	10.87	3.64	3.49	4.01
002821.SZ	凯莱英	17.30	7.86	3.94	5.42	1.39
600267.SH	海正药业	18.32	1.65	6.07	5.01	4.96
603707.SH	健友股份	14.49	8.21	1.16	4.48	0.30

资料来源：东莞证券研究所，wind

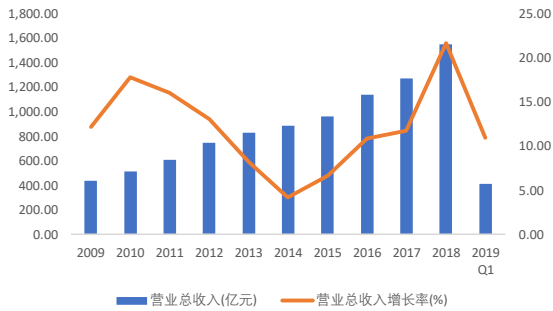
3.2 化学制剂

3.2.1 带量采购长期制约业绩增长，强者恒强逻辑凸显

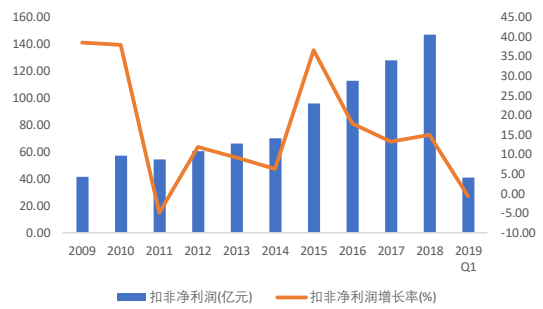
2019 年一季度化学制剂营业总收入同增 10.94%，扣非净利润同减 0.69%，板块受带量采购影响，整体已步入低速增长期。由于带量采购从试点城市推广到全国范围的趋势比较明确，化药的价格将面临更大的下行压力，但从长远来看也有利于化学仿制药行业的发展。从一季度的业绩来看，板块整体并不乐观，利润负增长的公司不少，尽管还应考虑到去年较高的增长基数。但我们同时也可以看到恒瑞医药、恩华药业、科伦药业等白马公司的业绩要显著高于板块整体，板块内部的分化正在加剧，具备较高研发护城河的龙头公司能利用行业整合的机会提升市场份额。推荐恒瑞医药、科伦药业、丽珠集团。

图 28：化学制剂营业收入及其增速

图 29：化学制剂净利润及其增速

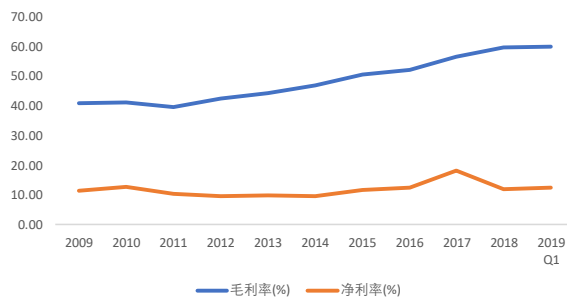


资料来源：东莞证券研究所，wind



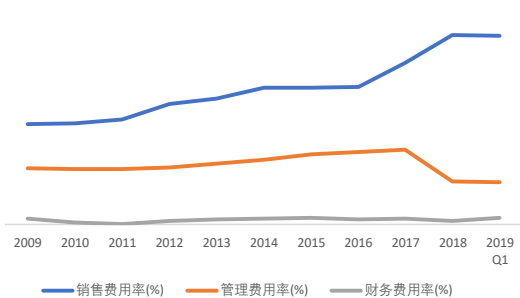
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 30：化学制剂毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 31：化学制剂费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2.2 重点公司一季报业绩

表 3：2019 年 Q1 化学制剂龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
600276.SH	恒瑞医药	21.70	12.28	28.77	27.76
000513.SZ	丽珠集团	11.43	19.56	10.06	15.28
300558.SZ	贝达药业	23.99	-20.80	31.70	23.17
002422.SZ	科伦药业	61.54	78.16	9.05	-2.04
002294.SZ	信立泰	15.86	8.26	5.52	-22.91
600062.SH	华润双鹤	39.90	26.84	23.16	7.13
002262.SZ	恩华药业	10.49	19.40	13.31	23.93
600079.SH	人福医药	33.28	-17.87	18.59	2.52
600380.SH	健康元	9.08	15.59	11.05	41.98

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：2019 年 Q1 化学制剂龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
600276.SH	恒瑞医药	86.38	24.03	35.75	22.33	-0.12
000513.SZ	丽珠集团	64.99	16.90	36.03	10.21	0.01
300558.SZ	贝达药业	94.08	13.43	39.93	35.45	2.10

002422.SZ	科伦药业	58.30	8.44	34.01	11.51	3.46
002294.SZ	信立泰	79.52	26.93	31.52	15.65	0.29
600062.SH	华润双鹤	64.03	12.63	39.17	8.04	0.07
002262.SZ	恩华药业	57.29	11.69	33.31	8.25	-0.33
600079.SH	人福医药	40.08	5.78	19.26	8.27	3.81
600380.SH	健康元	66.36	17.61	35.43	9.95	0.71

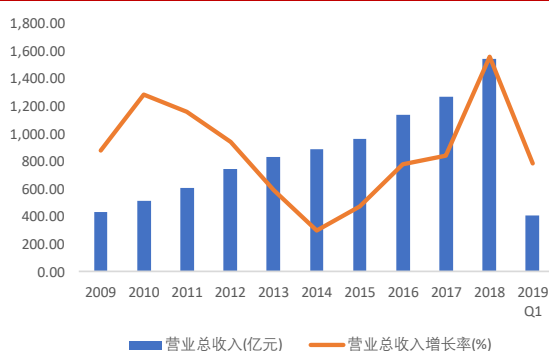
资料来源：东莞证券研究所，wind

3.3 中药

3.3.1 政策压力长期存在，重点考虑安全性

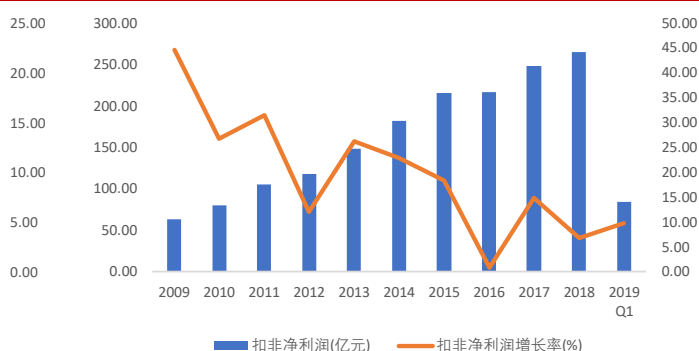
2019 年一季度中药营业总收入同增 25.80%，扣非净利润同增 9.64%。中药板块的营业总收入增速在所有医药子行业中排名第一，但主要是受绝对权重白云山并表影响。公司层面，龙头表现参差不齐。品牌中药除了仍位于增长快车道的片仔癀，其他大部分公司增速均为单位数；OTC 厂商如仁和药业和葵花药业在去年高增长的情况下仍交出了靓丽的业绩。我们认为未来中药板块依然会面临较大的政策压力，如中药注射剂进一步收紧、重点品种被纳入辅药监控目录等，产品质量安全会成为择股优先考虑的因素。未来对中药股的关注点在于政策压力小、业绩估值匹配程度高的防御型公司。推荐仁和药业、片仔癀。

图 32：中药营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

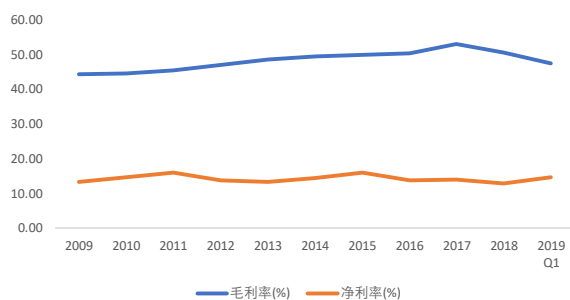
图 33：中药净利润及其增速



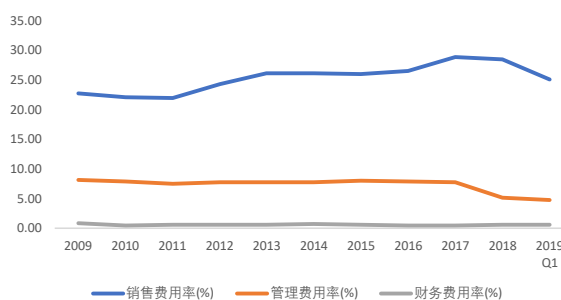
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 34：中药毛利率净利率

图 35：中药费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.3.2 重点公司一季报业绩

表 5：2019 年 Q1 中药龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
000423.SZ	东阿阿胶	1.17	2.02	-23.83	-38.36
000538.SZ	云南白药	7.26	0.17	10.04	8.54
600436.SH	片仔癀	42.06	44.36	21.45	24.57
600535.SH	天士力	18.06	15.60	15.66	10.28
000623.SZ	吉林敖东	41.23	-20.36	16.17	64.23
600332.SH	白云山	30.66	88.89	161.32	57.36
600085.SH	同仁堂	-0.09	8.29	6.73	9.65
000999.SZ	华润三九	37.59	10.70	3.02	11.29
603858.SH	步长制药	0.09	-16.41	18.61	68.30
002603.SZ	以岭药业	20.23	38.03	-1.94	-9.53
600572.SH	康恩贝	62.51	20.15	-5.27	-34.38

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：2019 年 Q1 中药龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
000423.SZ	东阿阿胶	66.98	30.19	20.86	8.24	-0.38
000538.SZ	云南白药	28.30	12.12	11.90	2.07	0.71
600436.SH	片仔癀	46.05	27.75	7.36	5.47	-0.06
600535.SH	天士力	33.98	9.90	12.98	5.86	2.62
000623.SZ	吉林敖东	73.59	78.31	50.50	15.19	0.99
600332.SH	白云山	24.98	8.11	10.58	4.03	0.21
600085.SH	同仁堂	47.44	14.53	20.31	9.02	-0.32
000999.SZ	华润三九	62.85	33.55	38.96	6.96	-0.05
603858.SH	步长制药	82.28	9.89	59.20	9.18	0.92
002603.SZ	以岭药业	64.90	18.58	32.17	8.81	0.09
600572.SH	康恩贝	76.26	11.23	49.89	9.20	1.80

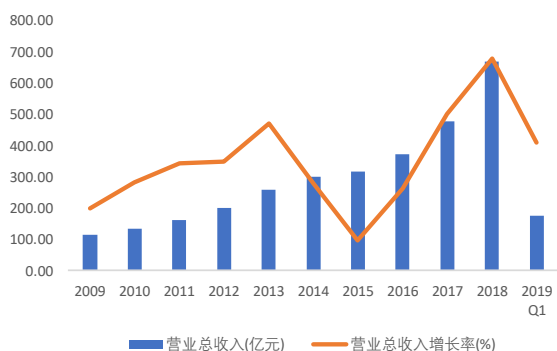
资料来源：东莞证券研究所，wind

3.4. 生物制品

3.4.1 蛋白药物闪耀，血制品见底企稳

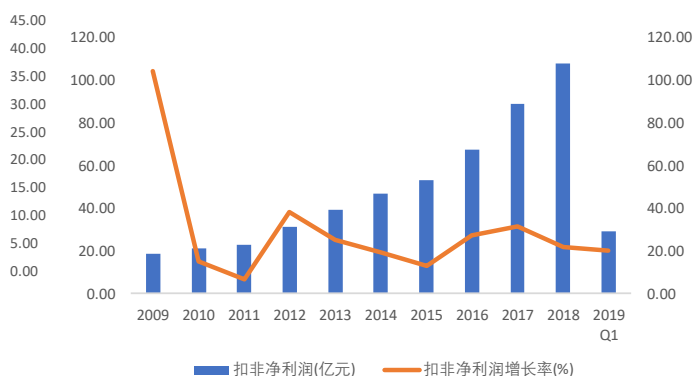
一季度生物制品营业总收入同增 23.11%，扣非净利润同增 15.11%。蛋白药物类公司贡献了最高的业绩弹性，长春高新、我武生物等公司的产品持续放量，一季度业绩增速均在 30% 以上；疫苗股的增长也比较可观，二类苗爆发性增长为主要原因，但经历了 2018 年下半年以及 2019 年年初的疫苗安全事件，今年疫苗的批签发收严已基本成定局；血制品公司一季度业绩增长稳健，目前估值位于历史的底部位置，可予以关注。推荐长春高新、华兰生物。

图 36：生物制品营业收入及其增速



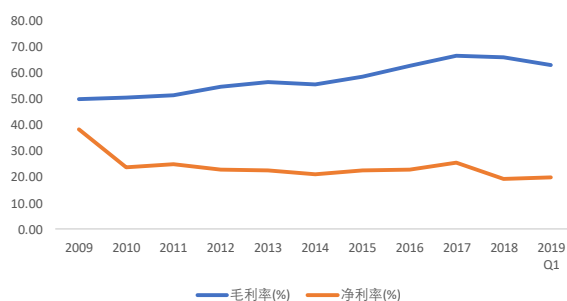
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 37：生物制品净利润及其增速



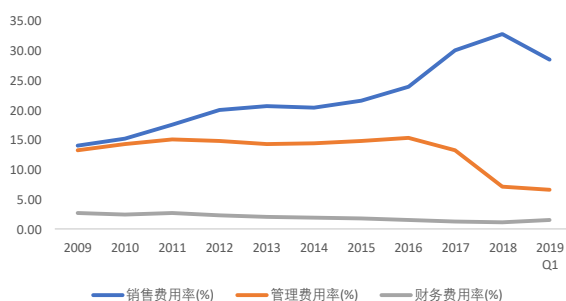
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 38：生物制品毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 39：生物制品费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.4.2 重点公司一季报业绩

表 7：2019 年 Q1 生物制品龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)

600196.SH	复星医药	47.38	1.72	17.67	0.53
600867.SH	通化东宝	27.23	28.23	-0.70	0.41
000661.SZ	长春高新	39.27	27.33	72.07	96.93
300142.SZ	沃森生物	36.59	107.24	49.72	2,144.10
300601.SZ	康泰生物	54.05	96.05	0.00	0.00
002038.SZ	双鹭药业	176.25	365.83	-15.31	-8.65
300122.SZ	智飞生物	94.31	63.63	5.79	6.24
002007.SZ	华兰生物	416.73	353.14	173.58	102.79
300009.SZ	安科生物	4.44	-18.19	23.83	27.62

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 8：2019 年 Q1 生物制品龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
600196.SH	复星医药	59.12	12.64	33.61	13.92	3.84
600867.SH	通化东宝	75.02	38.27	21.94	8.01	0.91
000661.SZ	长春高新	81.84	28.96	34.95	11.05	-0.45
300142.SZ	沃森生物	76.09	27.80	33.26	27.17	1.88
300601.SZ	康泰生物	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
002038.SZ	双鹭药业	92.79	29.19	37.10	19.06	0.95
300122.SZ	智飞生物	84.65	42.60	31.13	9.68	-1.65
002007.SZ	华兰生物	39.88	21.89	7.15	3.08	0.45
300009.SZ	安科生物	66.55	36.59	11.31	12.03	-0.02

资料来源：东莞证券研究所，wind

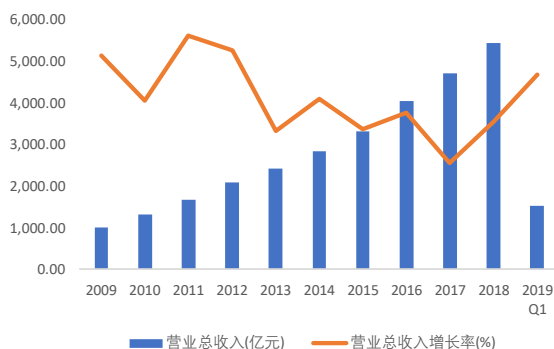
3.5. 医药商业

3.5.1 零售药房业绩超预期，两票制影响基本落地

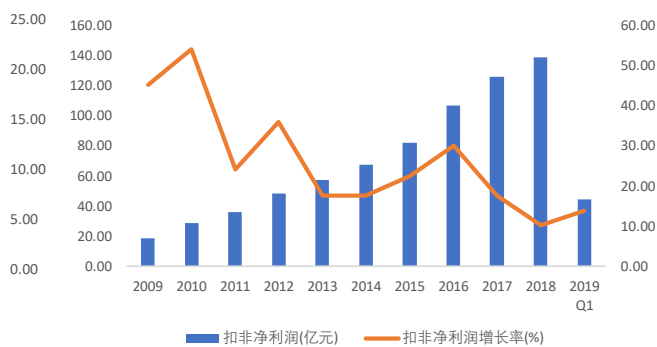
商业板块是一季报唯一业绩增速同比上升的板块，一季度医药商业营业总收入同增 19.50%，扣非净利润同增 13.77%。分销类公司仍处在后两票制的调整期，但从 2018 年年报和 2019 年一季报的数据来看，很多流通商通过拓展直销业务，毛利率有所提升，流通业务对工商一体的龙头公司的贡献程度将进一步降低；零售药房龙头的扩张逻辑不改，一季报一心堂、益丰药房和大参林等均实现了 20% 以上的利润增速。建议关注估值业绩匹配程度高、增长确定性强的公司。推荐**华东医药**、**一心堂**、**柳药股份**。

图 40：医药商业营业收入及其增速

图 41：医药商业净利润及其增速

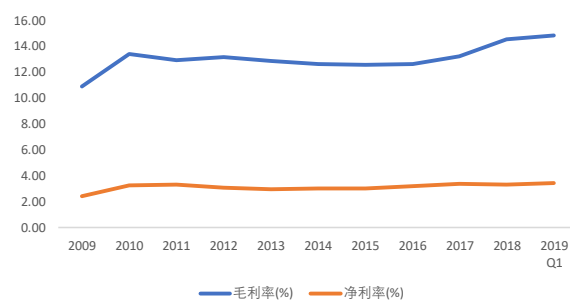


资料来源：东莞证券研究所，wind



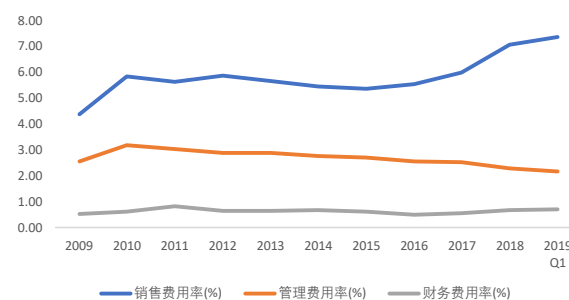
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 42：医药商业毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 43：医药商业费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.5.2 重点公司一季报业绩

表 9：2019 年 Q1 医药商业龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
000963.SZ	华东医药	9.61	22.94	23.84	30.45
601607.SH	上海医药	9.83	6.08	26.44	4.42
600511.SH	国药股份	4.20	80.97	10.07	12.45
000028.SZ	国药一致	0.33	5.06	15.82	4.36
603883.SH	老百姓	27.90	14.74	23.37	16.01
002727.SZ	一心堂	20.12	36.84	18.77	30.50
603233.SH	大参林	17.11	16.54	26.77	27.58
603939.SH	益丰药房	37.41	39.85	66.67	47.98
600056.SH	中国医药	-1.20	15.33	23.84	7.55
600998.SH	九州通	18.05	20.61	11.04	15.51

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 10：2019 年 Q1 医药商业龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
000963.SZ	华东医药	34.85	9.66	19.15	3.75	0.37
601607.SH	上海医药	14.35	2.99	7.20	3.10	0.72
600511.SH	国药股份	7.72	3.22	2.46	0.93	0.32
000028.SZ	国药一致	10.96	2.90	6.03	1.50	0.26
603883.SH	老百姓	34.20	6.67	21.66	3.79	0.46
002727.SZ	一心堂	38.12	6.79	25.55	3.77	0.14
603233.SH	大参林	39.63	7.09	25.20	4.12	0.21
603939.SH	益丰药房	39.47	6.72	25.61	3.84	0.70
600056.SH	中国医药	20.93	6.22	10.50	2.48	0.45
600998.SH	九州通	7.78	1.26	3.07	2.08	1.20

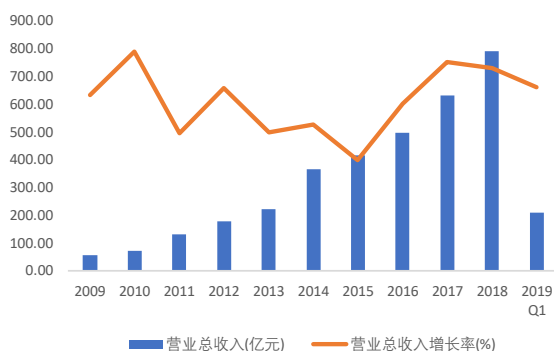
资料来源：东莞证券研究所，wind

3.6. 医疗器械

3.6.1 业绩稳健增长，具备政策免疫价值

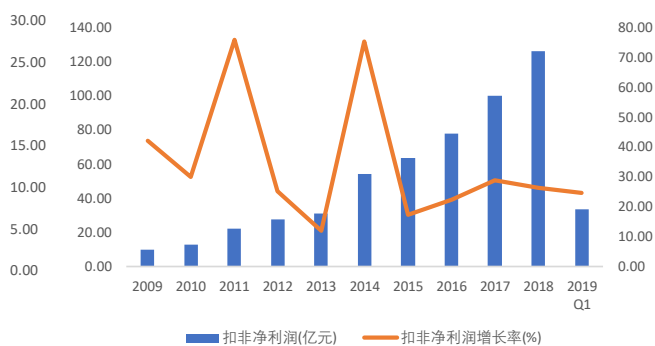
一季度医疗器械营业总收入同增 22.08%，扣非净利润同增 24.45%。近年来器械板块的利润增长率能持续维持在 20% 以上，龙头公司一季度均有较好表现，绝对权重迈瑞医疗实现了接近 30% 的扣非净利润增长，乐普医疗也有接近 40% 的增速，细分领域的高值耗材健帆生物也超预期增长；IVD 领域虽然已经不再处于高速增长期，但大部分公司仍实现了双位数增长，未来关注竞争格局逐渐明朗的化学发光、POCT 细分领域厂商。推荐山东药玻、乐普医疗。

图 44：医疗器械营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

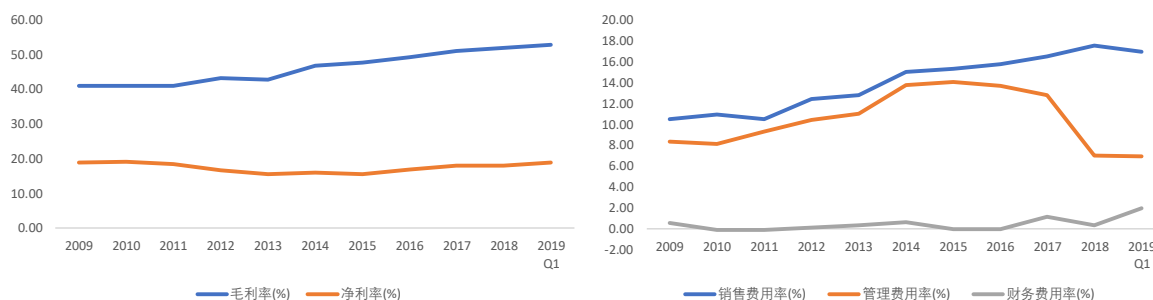
图 45：医疗器械净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 46：医疗器械毛利率净利率

图 47：医疗器械费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

3.6.2 重点公司一季报业绩

表 11: 2019 年 Q1 医疗器械龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
300003.SZ	乐普医疗	39.18	30.24	30.81	39.71
002223.SZ	鱼跃医疗	15.49	11.32	15.33	16.36
300298.SZ	三诺生物	33.96	42.90	18.03	-21.04
300463.SZ	迈克生物	42.90	27.22	39.21	19.95
300676.SZ	华大基因	33.13	4.87	12.86	11.29

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 12: 2019 年 Q1 医疗器械龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
300003.SZ	乐普医疗	73.75	30.80	26.09	14.20	4.48
002223.SZ	鱼跃医疗	41.11	20.52	9.21	6.99	0.42
300298.SZ	三诺生物	66.47	13.25	25.75	15.85	0.70
300463.SZ	迈克生物	51.84	17.89	17.38	7.70	2.12
300676.SZ	华大基因	58.06	16.95	19.63	18.76	0.07

资料来源：东莞证券研究所，wind

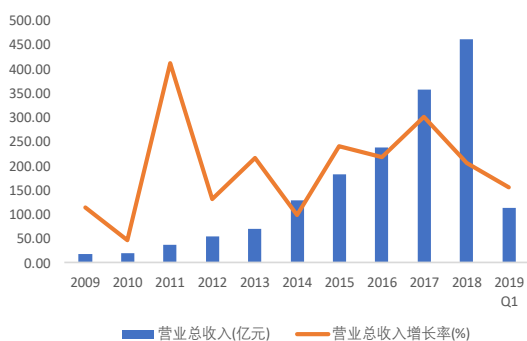
3.7. 医疗服务

3.7.1 行业维持高景气，CRO 与连锁医疗高增长可持续

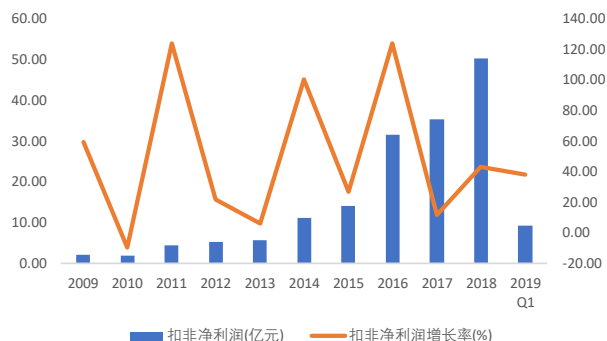
一季度医疗服务板块营业总收入同增 21.81%，扣非净利润同增 38.10%。由于服务板块个股不多，除了一些财务上存在问题的公司，其他大部分公司一季度均维持了高速增长。连锁医疗的扩张逻辑持续进行，通策医疗更是大超预期；创新产业链的 CRO 实现了 60% 的平均增速。整体来看，目前医疗服务行业的基数仍较小，行业集中度不高，未来仍有较高成长空间，高速增长的趋势仍会持续。

图 48: 医疗服务营业收入及其增速

图 49: 医疗服务净利润及其增速

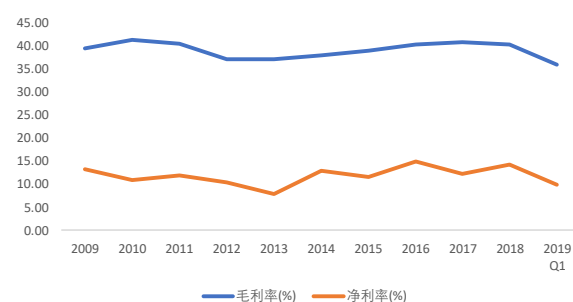


资料来源：东莞证券研究所，wind



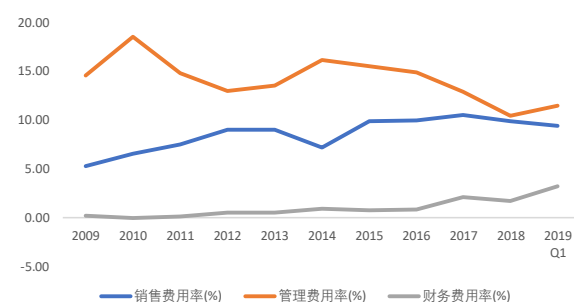
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 50: 医疗服务毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 51: 医疗服务费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.7.2 重点公司一季报业绩

表 13: 2019 年 Q1 医疗服务龙头业绩增速

代码	名称	2018Q1 营收同比 (%)	2018 Q1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 Q1 营收同比 (%)	2019 Q1 扣非归母净利润同比 (%)
000503.SZ	国新健康	-68.98	-45.52	38.94	4.76
300347.SZ	泰格医药	33.16	60.86	28.69	61.26
002044.SZ	美年健康	65.00	7.61	4.21	-174.28
600763.SH	通策医疗	27.11	43.48	27.77	51.08
300244.SZ	迪安诊断	15.81	8.24	51.80	15.38
300015.SZ	爱尔眼科	45.86	38.34	28.50	30.15
603882.SH	金域医学	14.62	64.34	26.74	3,537.04

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 14: 2019 年 Q1 医疗服务龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
000503.SZ	国新健康	-151.79	-297.31	17.91	157.58	-19.77
300347.SZ	泰格医药	44.68	24.92	2.98	17.58	0.83
002044.SZ	美年健康	20.32	-10.59	30.08	12.76	6.53

600763.SH	通策医疗	46.67	26.70	0.65	13.31	1.59
300244.SZ	迪安诊断	31.02	6.51	8.74	10.54	3.09
300015.SZ	爱尔眼科	45.44	13.97	9.83	16.53	0.78
603882.SH	金城医学	37.82	3.74	16.20	15.61	0.67

资料来源：东莞证券研究所，wind

4. 投资策略

5 月份，贸易摩擦升温加重避险情绪，在指数出现回调的情况下，医药板块有望再次成为避险资金配置的方向。子行业及细分方向关注**医疗服务板块的连锁医疗、医疗器械板块的高值耗材、医药商业的工商一体龙头和低估值零售药房**。择股方面，关注一季报超预期、产品竞争格局良好、估值匹配业绩增速的公司。

(1) 主线一：业绩弹性高、政策免疫或获益的品种

推荐个股：长春高新、我武生物、通策医疗

(2) 主线二：估值业绩匹配程度高或存在股价修复预期的品种

推荐个股：华东医药、一心堂、乐普医疗

表 15：重点公司盈利预测及投资评级（2019/5/17）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
300357	我武生物	29.48	0.44	1.03	1.35	66.28	28.55	21.84	谨慎推荐	维持
600276	恒瑞医药	62.76	0.92	1.23	1.57	68.28	51.02	39.97	推荐	维持
002422	科伦药业	28.77	0.84	1.10	1.36	34.15	26.22	21.13	谨慎推荐	维持
600566	济川药业	33.08	2.07	2.56	3.11	15.97	12.92	10.64	推荐	维持
600055	万东医疗	11.09	0.28	0.38	0.48	39.12	29.54	23.29	谨慎推荐	维持
000513	丽珠集团	33.65	1.51	1.73	2.00	22.36	19.41	16.84	谨慎推荐	维持
300529	健帆生物	61.11	0.96	1.30	1.72	63.60	46.89	35.55	推荐	维持
600535	天士力	19.55	1.02	1.18	1.34	19.14	16.57	14.58	谨慎推荐	维持
002737	葵花药业	15.09	0.96	1.21	1.54	15.65	12.47	9.80	推荐	维持
000661	长春高新	306.50	5.92	7.95	10.28	51.80	38.55	29.82	推荐	维持
002007	华兰生物	43.05	1.22	1.52	1.81	35.34	28.31	23.83	谨慎推荐	维持
000963	华东医药	35.40	1.55	1.91	2.26	22.77	18.53	15.66	推荐	维持
002727	一心堂	30.10	0.92	1.16	1.44	32.80	25.92	20.97	推荐	维持
300347	泰格医药	69.78	0.94	1.33	1.81	73.92	52.30	38.66	推荐	维持
600763	通策医疗	77.02	1.04	1.39	1.84	74.36	55.28	41.91	推荐	维持
603259	药明康德	80.46	1.93	1.97	2.46	41.65	40.87	32.75	推荐	维持
300003	乐普医疗	24.76	0.68	0.96	1.27	36.20	25.78	19.50	谨慎推荐	维持
600867	通化东宝	13.96	0.41	0.54	0.67	33.86	25.85	20.84	谨慎推荐	维持
603368	柳药股份	34.94	2.04	2.60	3.23	17.14	13.43	10.83	谨慎推荐	维持
603939	益丰药房	64.35	1.11	1.50	1.99	58.23	42.78	32.39	谨慎推荐	维持
002044	美年健康	14.10	0.26	0.37	0.52	53.63	37.93	27.08	谨慎推荐	维持
300015	爱尔眼科	36.30	0.42	0.57	0.75	85.75	63.90	48.61	推荐	维持
600196	复星医药	25.87	1.06	1.30	1.55	24.48	19.98	16.69	谨慎推荐	维持
002262	恩华药业	11.21	0.51	0.63	0.78	21.79	17.66	14.41	谨慎推荐	维持
300122	智飞生物	43.05	0.91	1.65	2.21	47.46	26.09	19.48	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

5. 风险提示

行业政策不确定性风险；研发不及预期风险；行业竞争加剧风险。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: www.dgzq.com.cn