

业绩与行情分化持续，强者恒强

--医药行业2019年半年报总结

证券研究报告 2019年9月

分析师: 黄卓

执业资格证: S0020519080001

电话: 021-51097188 E-MAIL: 黄卓@gyzq.com.cn

分析师: 刘慧敏

电话: 021-51097188 E-MAIL: liuhuimin@gyzq.com.cn

分析师: 汤芬芬

电话: 021-51097188-1859 E-MAIL: tangfenfen@gyzq.com.cn

分析师: 刘巧

电话: 021-51097188-1859 E-MAIL: liuqiao@gyzq.com.cn

➤ 整体表现承压，增速放缓，业绩与行情“双分化”

- 整体医药上市公司整体营业收入达8107.06亿元，同比增长18.49%，增幅放缓，实现归母净利677.99亿元，同比增长10.21%。现金流情况整体好转，经营活动净现金流大幅增长。毛利率和净利率较去年同期小幅下滑。
- 2018年受“两票制”低开转高开影响，增速较快，2019年H1整体表现为业绩增速放缓。
- 受到国家供给侧改革，实行一致性评价、带量采购以来，中标企业和落标企业形成较鲜明分化。预计随着政策逐步落地，**19年下半年医药板块整体业绩或有所改善，但仍需要在“振荡”结构性行情中寻找业绩具备确定性的领域。**

➤ 化药板块：行业承压，转型迫在眉睫

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为12.94%和15.55%，同比增速放缓。受到两票制、一致性评价、带量采购、重点品种监控等各项政策施压，多数传统化药企业受到影响，转型创新进行中。
- 板块内部分化加剧，研发驱动增长。
- **推荐**受带量采购影响小、创新逐步强化的**恒瑞医药**；原料制剂一体化具有规模效应的**华海药业**，**建议关注京新药业。**

➤ 生物制品板块：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为14.21%和21.37%，增速显著放缓。
- 子版块疫苗、血液制品处于行业政策收紧、行业景气度回升阶段。疫苗行业关注重磅在研产品即将落地。血液制品行业原材料稀缺性，盈利能力持续改善。
- **推荐**康泰生物、智飞生物、天坛生物、华兰生物，**建议关注沃森生物、博雅生物。**

➤ 原料药板块：行业修复中，特色原料药先行

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为7.26%和-19.43%，业绩波动较大。板块营收和利润水平受产品价格波动影响较大。
- 2018年H1维生素原料景气，基数较高，2019年3月江苏“响水”爆炸事故触发环保核查进一步趋严，大宗原料药供给端紧张、价格上涨显著，2019下半年业绩或有望受益提升。特色原料药以技术和产能优势增强企业议价能力，呈现长期景气行情。

➤ 中药板块：受到医保控费和限控影响，板块下行明显

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为7.66%和1.05%，受医保整体控费的提升、新版医保目录调整带来中药品种受挫、辅助药受限制和中药注射剂因临床使用变化，预计2019年中药子板块下行压力将持续延续。细分品牌中药、消费类中药及中药注射剂政策等仍有待观察。

➤ 医疗器械板块：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为18.06%和21.75%，增速有所放缓。相较于其他板块，医疗器械整体表现较为优异，主要系分级诊疗+国产替代，景气度持续较高。
- 2019H1呈现内部分化，消费类和POCT细分表现抢眼。影像类企业受到上半年基层采购平淡，2017、2018采购基数较高影响，呈现出一定程度波动。
- 平台型企业产品线齐全、布局广阔，能够抵御部分医疗器械天花板来临、行业平淡的周期性变化，业绩确定性高。
- 推荐迈瑞医疗、欧普康视，建议关注万东医疗、开立医疗。

➤ 医疗服务板块：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为12.38%和-0.44%，主要系美年健康业务转型影响板块情况。
- 眼科、口腔专科医疗服务扩张模式逐渐成熟，复制能力得到印证，老店新店高增长，业绩持续保持在30%+。
- CXO板块受益于仿制药企业创新转型，推动板块高景气。

➤ 医药流通板块：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 2019H1营业收入和扣非归母净利润增速分别为19.21%和7.78%，较2018全年水平有显著改善。
- 医药流通：带量采购落地执行，集中度提升，强者恒强。中小型企业呈现较大程度下滑。
- 医药零售：四大零售药房仍然保持较高扩张增速，药事能力较高的上市药房有望承接处方外流、DTP等。
- 推荐老百姓、一心堂、益丰药房、大参林，建议关注上海医药、国药股份、重药控股、柳药股份

➤ 风险提示

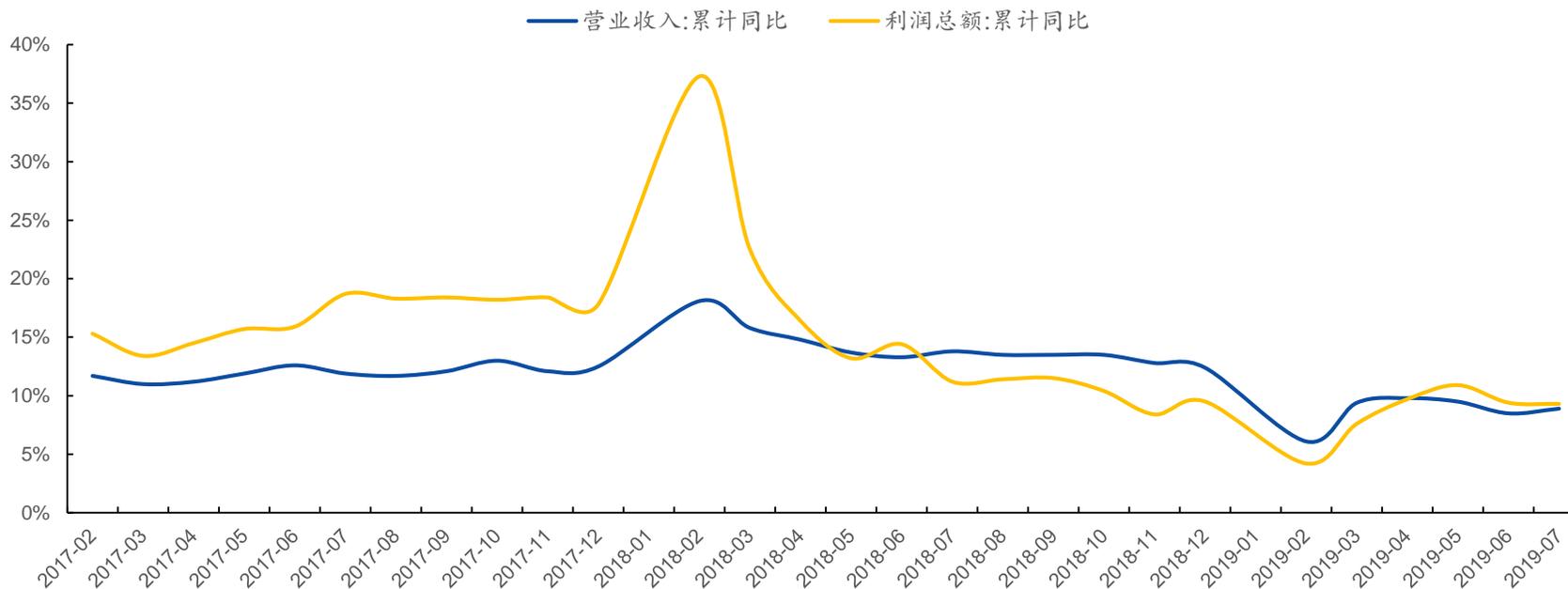
- 创新药物市场竞争提升，销售不达预期，政策落地具有不确定性，耗材两票制、耗材带量采购等恐对行业具有较大负面影响。

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

从制造业表现来看，整体表现承压，增速放缓

- 整体承压，增速放缓：截止2019年7月，医药制造业收入同比增长8.9%，利润总额同比增长9.3%，增速较2018年同期分别下滑4.9pct和1.9pct
- 2018年受“两票制”低开转高开影响，增速较快，目前行业总体增速呈现回升趋势，Q2较Q1有较为显著的提升
- 预计随着重点监控合理用药药品目录和仿制药集采政策的落地和平稳过渡，带量采购“放量”、创新能力提升带来结构性“提价”，行业逐步进行结构化改革，后续业绩仍有望持续改善。

图. 医疗制造业收入和利润增速逐渐恢复



数据来源：Wind，国元证券研究中心

医药板块整体表现承压，增速放缓

- 整体医药上市公司整体营业收入达8107.06亿元，同比增长18.49%，增幅放缓，实现归母净利677.99亿元，同比增长10.21%。现金流情况整体好转，经营活动净现金流大幅增长。毛利率和净利率较去年同期小幅下滑。
- 19年下半年医药板块整体业绩或有所改善，但仍需要在“振荡”结构性行情中寻找业绩具备确定性的领域。

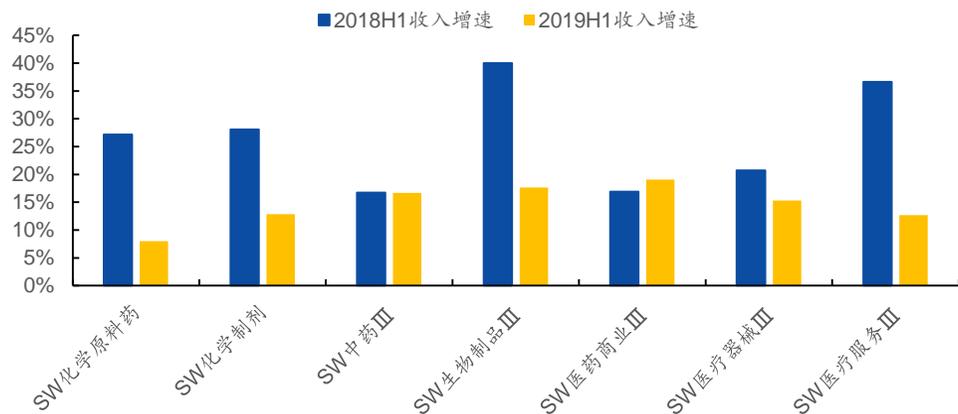
表：生物医药板块整体财务数据情况（单位：亿元）

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	6841.74	27.18%	14532.95	22.49%	8107.06	18.49%
毛利	2397.26	39.23%	5129.36	29.15%	2804.78	17.00%
销售费用	1095.72	50.98%	2469.60	38.62%	1317.43	20.23%
管理费用	430.71	22.77%	724.23	-13.03%	381.35	-11.46%
财务费用	71.77	36.85%	161.54	29.19%	96.73	34.78%
归属母公司股东的净利润	615.16	28.05%	960.40	-6.55%	677.99	10.21%
归母扣非净利润	557.44	28.86%	829.51	-0.43%	586.92	5.29%
应收账款	3501.13	38.03%	3590.12	29.14%	4100.58	17.12%
存货	2480.88	29.10%	2832.24	27.47%	2888.59	16.43%
经营活动产生的现金流量净额	239.92	78.94%	1100.61	59.00%	464.57	93.63%
毛利率	35.04%		35.30%		34.60%	
净利率	9.67%		7.20%		9.04%	
销售费用率	16.02%		16.99%		16.25%	
管理费用率	6.30%		4.98%		4.70%	
财务费用率	1.05%		1.11%		1.19%	
ROE	5.57%		8.92%		5.57%	

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

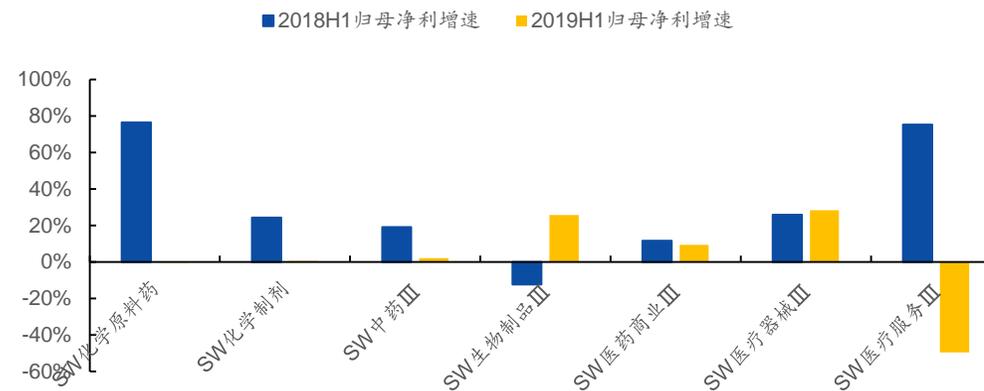
医药板块整体表现承压，板块呈现分化业绩

图. 生物医药各细分板块收入增速情况



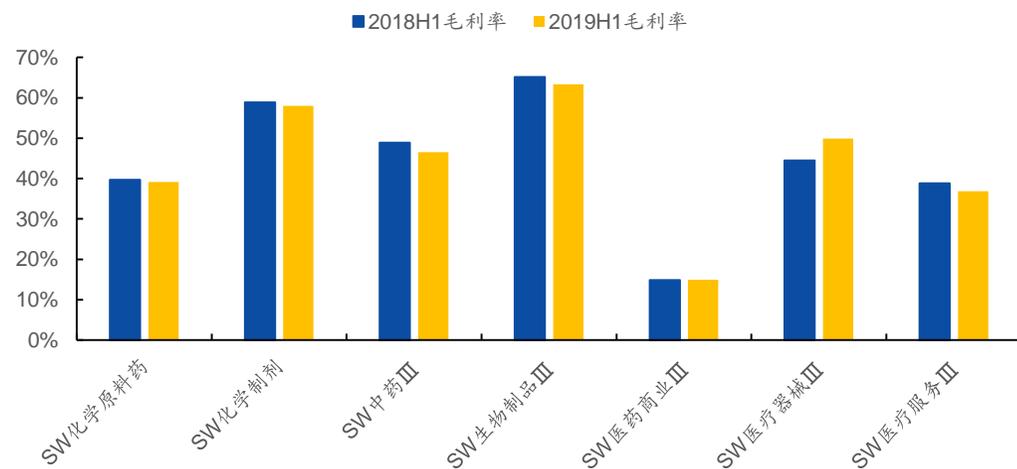
数据来源: Wind, 国元证券研究中心

图. 生物医药各细分板块归母净利增速情况



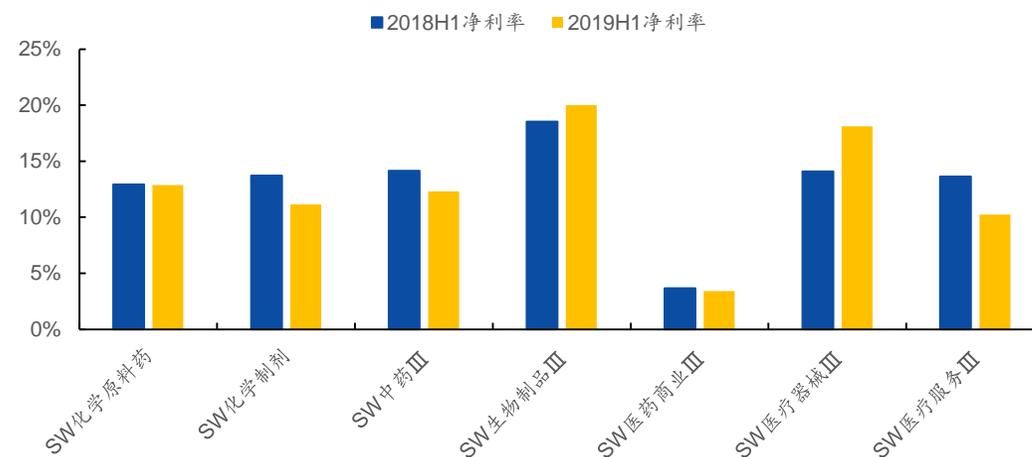
数据来源: Wind, 国元证券研究中心

图. 生物医药各细分板块毛利率情况



数据来源: Wind, 国元证券研究中心

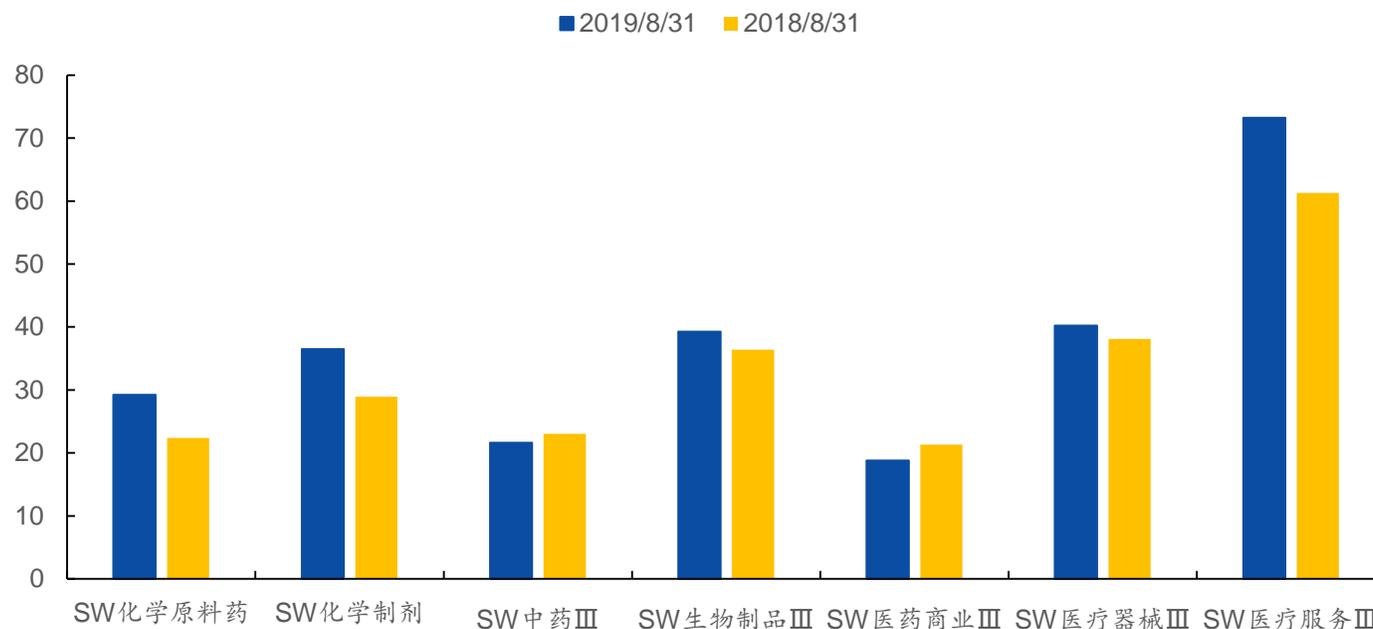
图. 生物医药各细分板块净利率情况



数据来源: Wind, 国元证券研究中心

- 截止2019年8月，生物医药行业整体估值较去年同期上升，整体估值从28.30增长至32.52。
- 从各细分板块来看，原料药、化药制剂、生物制品、医疗器械和医疗服务板块估值上升，中药和医药商业板块估值下滑；其中医疗服务目前整体估值为73.25，在各板块中最高。

图. 生物医药各细分板块市盈率(TTM, 整体法, 剔除负值)

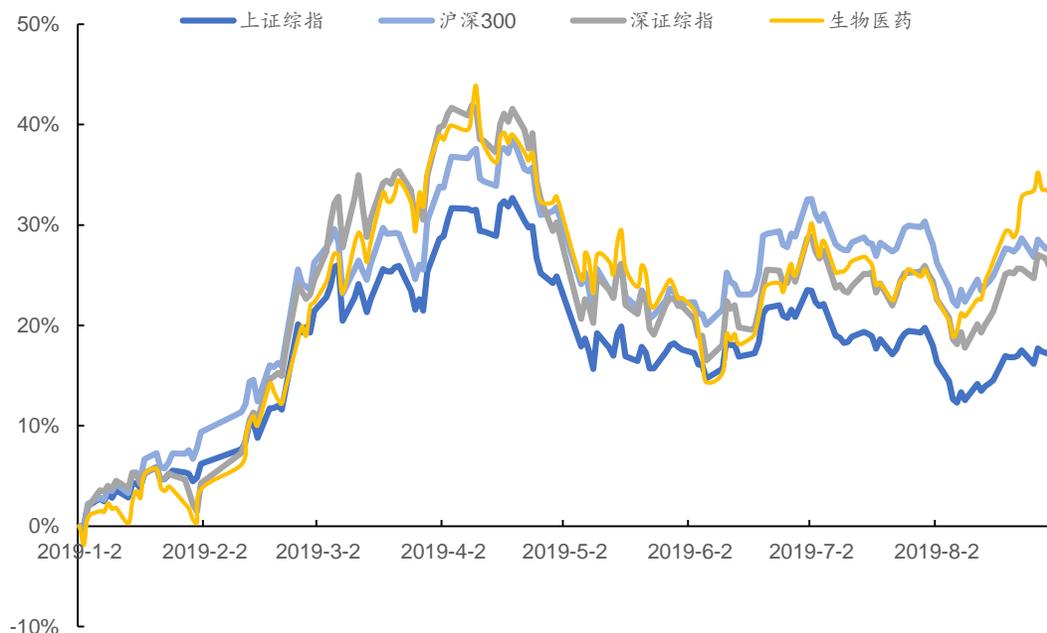


数据来源: Wind, 国元证券研究中心

整体医药板块跑赢大盘，服务板块增速最快

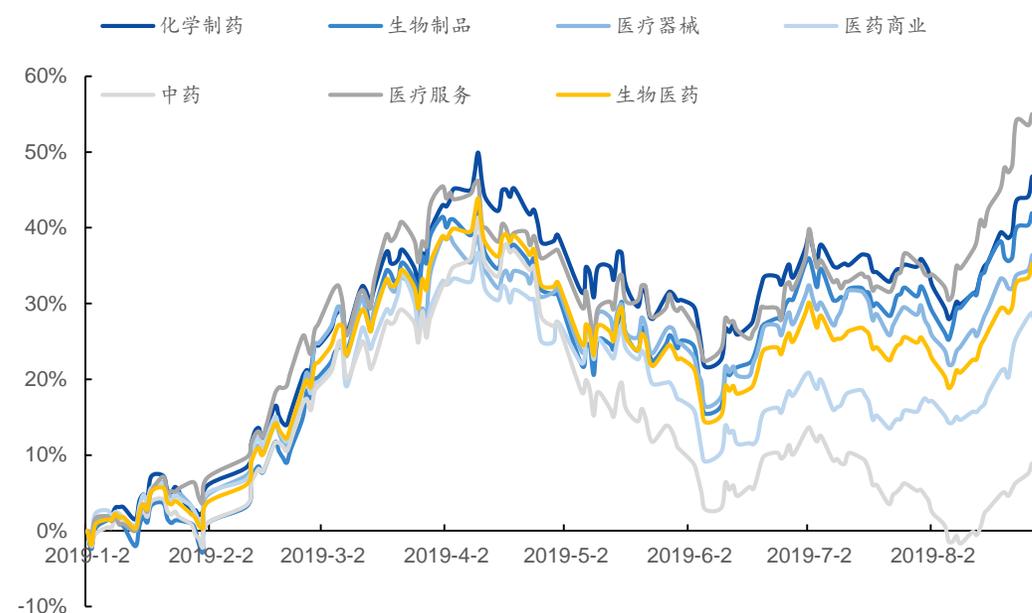
- 年初至2019年8月底，上证综指增长17.07%，深证综指增长25.70%，沪深300增长27.95%，生物医药整体板块增长33.10%，总体跑赢大盘。
- 从细分板块来看，各板块行情呈现分化局势，医疗服务增速最快，达56.20%，中药板块增速最慢。

图. 生物医药板块整体跑赢大盘



数据来源: Wind, 国元证券研究中心

图. 医药细分板块行情分化

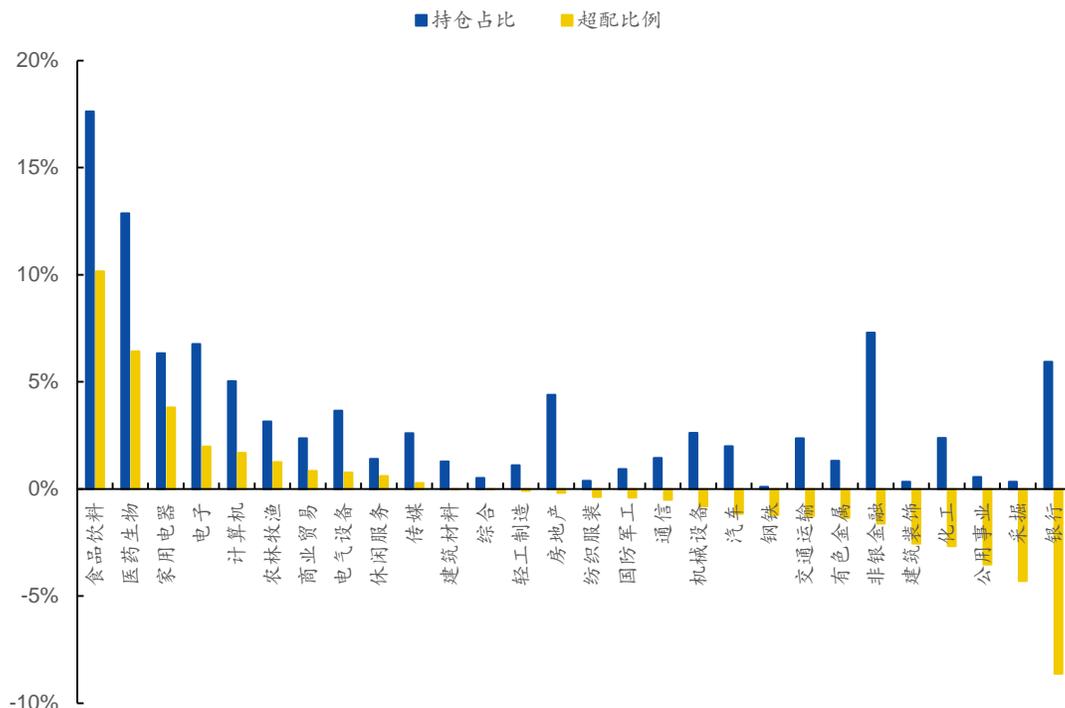


数据来源: Wind, 国元证券研究中心

医药板块结构性行情下确定性较高，基金超配

- 截止2019年中报，生物医药板块持仓占比为12.87%，超配比例为6.42%，目前仅次于食品饮料行业。
- 细分情况来看，长春高新和恒瑞医药持仓市值最高，医疗服务类的美年健康、爱尔眼科、通策医疗等持仓数量较多。

图. 基金持仓行业情况



数据来源: Wind, 国元证券研究中心

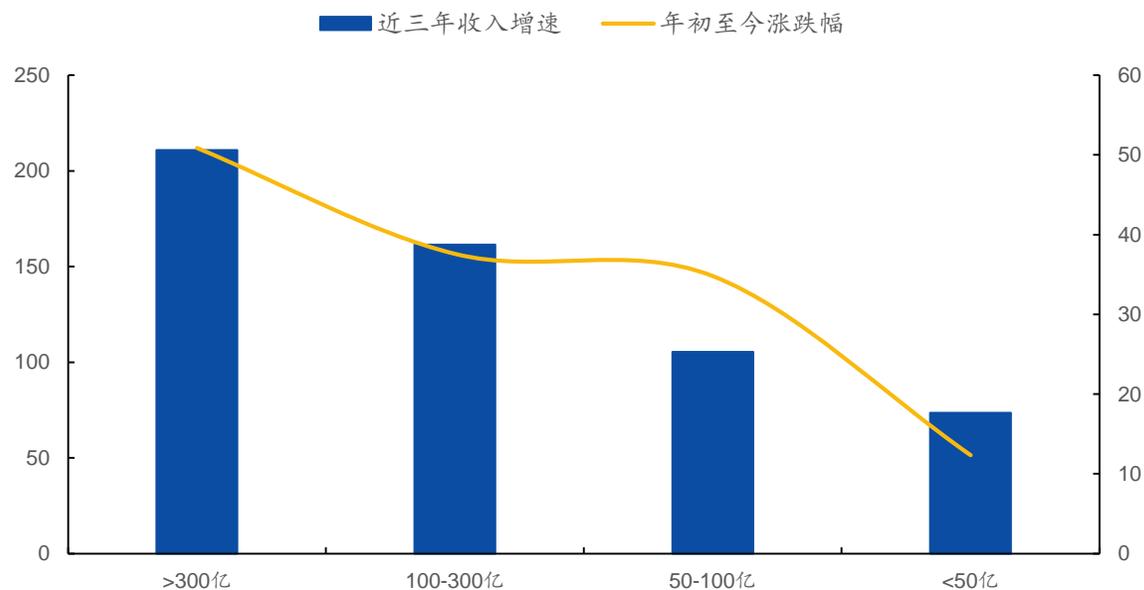
表: 2019Q2基金医药股持股情况

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
000661.SZ	长春高新	319	3769.96	-92.41	22.18%	1274246.21
600276.SH	恒瑞医药	308	12472.39	790.93	2.83%	823177.94
600763.SH	通策医疗	109	6123.70	-820.44	19.10%	542498.63
300015.SZ	爱尔眼科	93	16959.95	5479.52	6.75%	525249.53
002007.SZ	华兰生物	48	13061.58	5501.71	10.85%	398247.47
300347.SZ	泰格医药	94	4759.60	1038.60	13.49%	365488.95
300760.SZ	迈瑞医疗	79	2203.89	401.22	18.12%	359675.48
002044.SZ	美年健康	42	27639.34	-2698.53	9.63%	343075.09
600436.SH	片仔癀	61	2299.43	-271.42	3.81%	264894.47
603939.SH	益丰药房	69	3512.24	1014.49	9.68%	244749.02
002223.SZ	鱼跃医疗	46	8973.20	369.09	10.35%	220920.26
600529.SH	山东药玻	56	7843.02	2211.22	15.55%	178663.90
300630.SZ	普利制药	51	3021.75	1236.17	20.35%	174113.18
300003.SZ	乐普医疗	27	7134.39	41.37	4.71%	164233.64
002821.SZ	凯莱英	51	1574.44	-92.18	12.87%	154420.75

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

- 医药板块延续龙头白马行情，结构化行情之中继续把握龙头价值。
- 我们将医药板块个股按市值划分为4档，市场龙头效应显著。企业在过去三年收入增长率与今年以来的涨幅相匹配，在医保逐步进行腾笼换鸟、供给侧改革和行业政策收紧环境下，促进企业强者恒强，龙头白马行情将持续进行。

图. 不同行业基金持仓情况



数据来源：Wind，国元证券研究中心

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

受集采降价影响，化药板块整体承压，创新转型迫在眉睫

- 2018年受两票制影响，收入端低开转高开，收入端增速较快，同时销售费用同比大幅增长。
- 2018年下半年，在医保局正式成立的背景下，仿制药带量采购政策开始实行，仿制药整体行业面临大幅降价的形势。
- 2019年上半年，NMPA发布《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》，行业将逐渐出清疗效不确切的药品，淘汰落后产能。
- 2019年9月1日，《联盟地区药品集中采购文件》正式公布，意味着更大范围的带量采购将迅速展开。

整体来看，2019H1行业收入端和利润端增速下降，毛利率和净利率略有改善，销售费用率小幅增长，现金流回款情况好转。

表：化药板块整体财务情况（单位：亿元）

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	1135.26	24.38%	2346.19	20.95%	1282.14	12.94%
毛利	357.11	63.24%	779.37	45.99%	425.85	19.25%
销售费用	119.42	11.03%	178.72	-27.09%	90.06	-24.58%
管理费用	16.36	9.14%	34.64	1.07%	21.10	28.97%
财务费用	128.86	17.79%	173.26	-36.58%	132.77	3.04%
归属母公司股东的净利润	112.02	12.76%	135.95	-21.75%	115.34	2.96%
归母扣非净利润	665.93	38.34%	1392.31	29.68%	769.48	15.55%
应收账款	327.53	18.97%	346.64	13.77%	355.37	8.50%
存货	516.78	21.83%	501.81	13.68%	569.62	10.23%
经营活动产生的现金流量净额	107.66	20.19%	297.18	16.69%	157.79	46.57%
毛利率	58.66%		59.34%		60.02%	
净利率	12.66%		8.49%		11.70%	
销售费用率	31.46%		33.22%		33.21%	
管理费用率	10.52%		7.62%		7.02%	
财务费用率	1.44%		1.48%		1.65%	
ROE	5.13%		7.53%		5.05%	

资料来源：Wind，国元证券研究中心

以sw化药制剂为基础；剔除B股、润都股份、昂立康、长江润发、圣济堂、金石东方、天宇股份；加入海正药业、京新药业、华海药业、普利制药、复星医药

从净利润规模前20的化药企业来看，整体呈现分化行情：

- 受带量采购影响较小的恒瑞医药等企业仍保持稳健的增长态势；
- 由原料药转型仿制药，具备较高成本和规模优势的华海药业、京新药业等保持收入和利润的较快增长；
- 而产品较为单一，直面集采冲击的德展健康、信立泰等传统企业则面临业绩下滑的局面。
- 此外，部分传统企业目前已基本消化政策负面影响，例如丽珠集团、海思科等。
- 推荐恒瑞医药，建议关注华海药业。

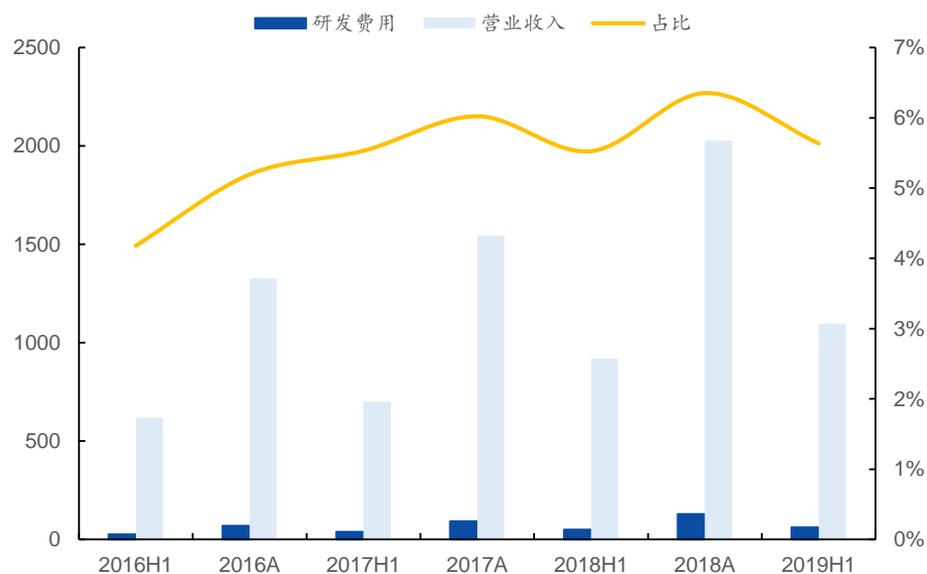
表：化药板块归母净利润TOP20企业

证券代码	证券简称	营业总收入	归母净利润	收入同比	归母净利润同比	销售费用率	毛利率	净利率
600276.SH	恒瑞医药	100.26	24.12	29.19%	26.32%	36.42%	86.69%	24.07%
000963.SZ	华东医药	182.49	15.96	19.08%	23.42%	16.73%	33.35%	9.11%
600196.SH	复星医药	141.73	15.16	19.51%	-2.84%	35.27%	60.49%	12.84%
000513.SZ	丽珠集团	49.39	7.39	8.20%	16.67%	36.38%	64.88%	16.90%
002422.SZ	科伦药业	89.22	7.28	14.50%	-5.91%	36.33%	59.91%	8.66%
600062.SH	华润双鹤	48.66	6.38	19.03%	9.47%	38.32%	64.38%	13.28%
002294.SZ	信立泰	23.56	6.33	3.92%	-19.90%	32.62%	79.47%	26.75%
600673.SH	东阳光	73.94	6.08	22.08%	-13.40%	16.94%	45.53%	14.41%
600380.SH	健康元	62.85	5.46	9.34%	28.32%	36.21%	65.71%	17.21%
600781.SH	辅仁药业	27.69	3.99	-10.93%	-11.45%	14.58%	46.20%	14.50%
002755.SZ	奥赛康	23.01	3.82	17.76%	18.38%	61.68%	92.80%	16.58%
600420.SH	现代制药	62.55	3.72	6.87%	-9.27%	31.31%	51.33%	8.41%
002773.SZ	康弘药业	15.19	3.40	9.79%	9.67%	50.23%	92.39%	22.41%
600079.SH	人福医药	105.22	3.37	19.05%	-32.93%	18.93%	39.53%	5.35%
600521.SH	华海药业	26.53	3.35	4.50%	45.95%	17.35%	58.70%	13.25%
002020.SZ	京新药业	18.59	3.26	31.92%	52.89%	35.13%	63.27%	17.56%
002262.SZ	恩华药业	20.97	3.22	12.41%	22.87%	31.27%	59.12%	15.10%
000813.SZ	德展健康	9.22	2.42	-44.50%	-45.48%	44.10%	86.55%	26.24%
002653.SZ	海思科	18.69	2.35	57.00%	61.55%	43.89%	63.29%	12.33%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

- 在带量采购政策影响下，传统化药产业将面临较大的转型危机，行业亟待转型，近年来，行业整体研发支出不断增长，截止2019H1，达61.82亿元。
- 恒瑞医药、科伦药业研发费用超5亿元，占比不断提高。

图. 化药板块研发支出及其占比情况



数据来源：Wind，国元证券研究中心

表：化药行业研发费用情况（单位：亿元）

		研发支出		研发支出/营业收入	
		2019H1	2018H1	2019H1	2018H1
600276.SH	恒瑞医药	14.84	9.95	19.12%	9.93%
002422.SZ	科伦药业	6.66	5.02	8.54%	5.63%
000963.SZ	华东医药	4.69	2.64	3.06%	1.45%
600380.SH	健康元	3.60	3.85	6.26%	6.13%
002294.SZ	信立泰	3.24	2.55	14.31%	10.81%
300558.SZ	贝达药业	3.23	2.66	55.58%	34.93%
000513.SZ	丽珠集团	2.88	2.44	6.32%	4.94%
002773.SZ	康弘药业	2.84	1.26	20.53%	8.28%
600079.SH	人福医药	2.50	3.05	2.83%	2.90%
002653.SZ	海思科	2.29	1.37	19.20%	7.31%
600521.SH	华海药业	1.95	2.26	7.70%	8.51%
600420.SH	现代制药	1.69	1.92	2.89%	3.07%
600673.SH	东阳光	1.60	0.86	3.48%	1.17%
002755.SZ	奥赛康	1.45	0.08	64.20%	0.37%
002020.SZ	京新药业	1.40	1.26	9.90%	6.80%
600781.SH	辅仁药业	1.02	1.00	3.27%	3.61%

资料来源：Wind，国元证券研究中心
注：东阳光研发费用包括医药和电子材料两部分

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 医疗生物制品板块收入增速有所放缓，2019H1营收和扣非归母同比增长14.21%和21.37%，仍保持较高增速。
- 个股影响较大，辽宁成大、智飞生物、长春高新和天坛生物占据超过50%的营收占比，收益于疫苗板块景气度回升，整体板块趋势向上。
- 整体盈利能力提升，盈利能力处于领先地位，板块净利润率达到了18.44%，有较大程度提升，预计仍有提升空间。费用率显著下降，销售费用、管理费用和财务费用均显著低于收入增速。
- 整体板块趋势向上，子板块表现较为亮眼、政策免疫：疫苗板块行业政策收紧，新品申报、审批、生产和上市后监管均更为严格，促进强者恒强，二类创新苗渗透率仍有较大提升空间；血制品板块是长期原材料稀缺板块；生长激素板块不受医保制约，儿童消费天花板较高。

表：申万生物制品板块财报情况（亿元）

	2018H1	同比	2018	同比	2019H1	同比
营业收入	305.6205	43.28%	648.0438	31.56%	349.0557	14.21%
毛利	159.9447	40.85%	332.2703	24.65%	177.6820	11.09%
销售费用	64.6130	51.77%	145.4165	34.59%	69.2498	7.18%
管理费用	27.6776	20.07%	40.6331	-24.19%	19.9767	-27.82%
财务费用	4.3938	1.26%	8.2003	-4.74%	3.7124	-15.51%
归属母公司股东的净利润	45.5100	-19.38%	79.4594	-23.11%	64.3733	41.45%
归母扣非净利润	49.8282	27.15%	76.5549	-7.82%	60.4743	21.37%
应收账款	136.5373	41.24%	128.1046	17.32%	155.6204	13.98%
存货	176.0687	26.07%	181.0025	13.41%	189.3615	7.55%
经营活动产生的现金流量净额	25.3733	268.55%	81.2468	53.94%	39.9297	57.37%
毛利率	52.33%		51.27%		50.90%	
净利率	14.89%		12.26%		18.44%	
销售费用率	21.14%		22.44%		19.84%	
管理费用率	9.06%		6.27%		5.72%	
财务费用率	1.44%		1.27%		1.06%	
ROE	3.11%		8.46%		5.57%	

资料来源：国元证券研究中心
以sw生物制剂为基础；剔除复星医药至化学制剂板块。

数据说明：生物制品板块移动复星医药至化药板块。

- 受2018年长生疫苗案影响，疫苗行业整体监管环境趋严，随着《疫苗管理法》的落地，行业即将迎来新格局
- 从上半年业绩来看，智飞生物在HPV疫苗、五价轮状病毒疫苗等创新品种的带动下业绩持续高速发展，同时销售费用率维持在较低水平；智飞生物的预防性微卡等待生产检查，均有望于年内获批；
- 沃森生物受上半年整体疫苗市场供应不足影响，产品批签发保持较高速度增长，业绩呈现上升趋势，目前沃森生物的13价肺炎结合疫苗进入生产检查阶段，2价HPV疫苗处于3期临床
- 康泰生物上半年受排产以及去年五联苗断货来带的高基数影响，业绩呈现下降趋势，但从全面来看，有望继续保持增长；13价肺炎球菌结合疫苗已提交预申请，有望于年内报产，人用狂犬疫苗（二倍体细胞）也顺利完成3期临床。
- 推荐康泰生物、智飞生物，建议关注沃森生物。

表：疫苗行业主要上市公司中报业绩

证券代码	证券简称	营业总收入	归母净利润	收入同比	归母净利润同比	销售费用率	毛利率	净利率
300122.SZ	智飞生物	50.39	11.47	143.19%	68.08%	8.72%	41.17%	22.76%
300142.SZ	沃森生物	5.01	0.85	33.63%	16.09%	38.85%	78.79%	21.93%
300601.SZ	康泰生物	8.08	2.58	-24.07%	-9.84%	37.89%	91.29%	31.97%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

血制品子板块：板块修复进行中，龙头效率显著提升

- 血制品板块（6家公司）2019H1总营收达63.98亿元，同比增长23.04%；归母净利润达15.75亿元，同比增长32.78%。2019H1除振兴生化负增长以外，血制品公司平均25%左右的增速，匹配浆量增速。
- 天坛生物重组后经营效益明显改善，19H1实现营收15.6亿元（+27.87%），归母净利润同比增速达22.21%。华兰生物血液制品业务，伴随着去库存带来的增长弹性，19H1实现营收13.82亿元（占比达98.58%），较去年同期增长20.76%，流感疫苗新增产线，有望达到700-800万支，下半年业绩有望发力。博雅生物收入端符合行业增速，但受销售费用大幅提升影响，归母净利润增速放缓。上海莱士受投资收益影响，19H1归母净利润波动较大（+148.75%）。
- 推荐天坛生物、华兰生物，建议关注博雅生物。

表：2019H1血制品板块主要上市公司财务数据

证券代码	证券简称	营业总收入	归母净利润	收入同比	归母净利润同比	销售费用率	毛利率	净利率
000403.SZ	振兴生化	4.02	0.78	-5.81%	16.26%	15.13%	52.78%	18.94%
002007.SZ	华兰生物	14.03	5.07	16.77%	11.94%	7.17%	59.25%	35.51%
002252.SZ	上海莱士	12.97	4.13	35.01%	148.75%	8.56%	63.92%	31.74%
002880.SZ	卫光生物	3.61	0.71	20.53%	1.98%	2.58%	34.95%	19.56%
300294.SZ	博雅生物	13.76	2.13	25.95%	11.63%	32.79%	61.02%	16.06%
600161.SH	天坛生物	15.60	2.94	27.87%	22.21%	6.94%	49.10%	27.72%

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 原料药板块（剔除个别异常股和调整后）2018H1、2018全年和2019H1营收的同比增速分别为38.16%、27.45%和7.26%，扣非归母净利润的同比增速分别为96.66%、33.25%和-19.43%。板块整体营收和利润水平受产品价格波动影响较大。
- 受安全事件影响，大宗原料药环保持续高压。19年3月江苏响水“321”爆炸事故触发环保核查进一步趋严，维生素类大宗原料药供给端紧张，价格上涨较快，但是由于2018年高基数制约，19H1增速较低，有待持续跟踪。
- 特色原料药受益于竞争格局的优势，拥有技术和产能优势的企业议价能力有望持续提升，呈现一定的景气度。

表：2019H1原料药板块上市公司-重要财务指标

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	340.12	38.16%	694.35	27.45%	364.80	7.26%
毛利	129.08	61.80%	242.90	30.44%	125.82	-2.52%
销售费用	20.93	90.08%	47.98	67.66%	26.75	27.85%
管理费用	27.50	11.61%	40.83	-24.82%	20.81	-24.34%
财务费用	2.96	-30.03%	2.91	-71.46%	3.41	14.89%
归属母公司股东的净利润	62.65	90.74%	68.00	-9.48%	56.76	-9.40%
归母扣非净利润	60.00	96.66%	92.29	33.25%	48.35	-19.43%
应收账款	100.78	33.95%	100.37	8.21%	112.94	12.07%
存货	137.52	30.41%	152.06	33.92%	165.78	20.55%
经营活动产生的现金流量净额	42.30	92.88%	108.52	74.87%	28.76	-32.01%
毛利率	37.95%		34.98%		34.49%	
净利率	18.28%		9.59%		15.57%	
销售费用率	6.15%		6.91%		7.33%	
管理费用率	8.08%		5.88%		5.70%	
财务费用率	0.87%		0.42%		0.93%	
ROE	7.74%		10.28%		7.33%	

资料来源：Wind，国元证券研究中心

以sw原料药为基础，剔除了海正药业和海普瑞，调入了黄山胶囊、千红制药和天宇股份。

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 中药板块（剔除个别异常股和调整后）2018H1、2018全年和2019H1营收的同比增速分别为14.16%、11.18%和7.66%，扣非归母净利润的同比增速分别为12.80%、-2.87%和-1.05%，**板块业绩增长继续承压。**
- 在经济下行的趋势下，中药消费品受消费抑制影响持续加深；受医保整体控费的提升、新版医保目录调整带来中药品种受挫、辅助药受限制和中药注射剂因临床使用变化，预计2019年中药子板块下行压力将持续延续。细分品牌中药、消费类中药及中药注射剂政策等仍有待观察。

表：2019H1中药板块上市公司-重要财务指标

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	848.79	14.16%	1,736.74	11.18%	913.84	7.66%
毛利	489.59	21.94%	992.02	13.83%	521.76	6.57%
销售费用	271.74	29.50%	571.15	18.38%	292.85	7.77%
管理费用	70.81	14.02%	109.64	-20.44%	56.04	-20.86%
财务费用	8.42	36.85%	17.11	23.30%	9.18	9.04%
归属母公司股东的净利润	107.43	16.46%	180.22	0.43%	110.51	2.87%
归母扣非净利润	98.99	12.80%	155.00	-2.87%	100.03	1.05%
应收账款	396.23	26.01%	376.18	13.96%	424.73	7.19%
存货	413.72	19.53%	424.82	8.37%	429.63	3.85%
经营活动产生的现金流量净额	82.24	77.06%	185.57	43.35%	118.14	43.65%
毛利率	57.68%		57.12%		57.10%	
净利率	13.42%		11.03%		12.86%	
销售费用率	32.01%		32.89%		32.05%	
管理费用率	8.34%		6.31%		6.13%	
财务费用率	0.99%		0.99%		1.00%	
ROE	5.52%		8.43%		5.26%	

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：中药板块剔除了云南白药、康美药业、东阿阿胶、白云山、华润三九、盘龙药业、大理药业、华森制药、华东药业、信邦药业、黄山胶囊、西藏药业；加入了福瑞股份和延安必康。

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 医疗器械板块**根据申万分类，共有53家，整体板块实现营收增速18.06%、归母净利润增速21.75%的优异表现。器械板块细分领域较多，内部呈现出显著分化的业绩表现。
- 板块个股差异较大，消费类器械、POCT等保持高景气状态：**欧普康视角膜塑形镜受益于渗透率提升，实现营收和归母增速分别为51.07%和39.75%。POCT板块配合国家基层政策，呈现超预期增长。
- 影像类板块上半年较为平淡，下半年有望回升。**以基层集采为推动的影像板块在上半年表现较平淡，万东医疗DR略有下滑，但全年MRI和DSA下沉工作有序进行，收入确认有望在下半年完成；开立医疗上半年扩充营销队伍，加上超声销售较为平淡，业绩有所下滑；迈瑞医疗持续发挥平台型作用，抵抗影像淡周期，IVD和监护线竞争力持续提升，国际化进程加速。
- 推荐迈瑞医疗、欧普康视，建议关注万东医疗、开立医疗。**

表：申万医疗器械板块财报情况（亿元）

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	420.11	53.62%	892.35	24.25%	495.99	18.06%
毛利	217.61	66.90%	464.69	25.92%	264.55	21.57%
销售费用	68.63	81.06%	158.61	30.85%	84.23	22.72%
管理费用	47.46	33.41%	66.81	-31.90%	34.97	-26.32%
财务费用	2.93	28.49%	4.97	-45.62%	3.89	32.98%
归属母公司股东的净利润	77.14	77.14%	149.71	28.11%	93.16	20.76%
归母扣非净利润	69.53	72.85%	130.14	26.49%	84.66	21.75%
应收账款	219.36	32.14%	242.12	27.11%	275.74	25.70%
存货	121.75	26.30%	155.35	21.74%	168.39	38.31%
经营活动产生的现金流量净额	30.21	75.40%	142.96	41.79%	60.96	101.80%
毛利率	51.80%		52.08%		53.34%	
净利率	18.36%		16.78%		18.78%	
销售费用率	16.34%		17.77%		16.98%	
管理费用率	11.30%		7.49%		7.05%	
财务费用率	0.70%		0.56%		0.79%	
ROE	7.31%		14.09%		7.25%	

资料来源：Wind, 国元证券研究中心
以sw医疗器械为基础，剔除一次性确认收入较大的新华医疗

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- **医疗服务板块**共有18家，成分相对较少，受到主要涵盖专科医疗服务、CXO和ICL等细分板块。
- **整体板块业绩放缓**：2019年H1实现营收12.38%，扣非归母净利润水平出现0.44%的下滑，较2018年H1和2018年底情况，增速均有较大程度放缓，主要系板块中营收较大的美年健康、恒康医疗和宜华健康盈利波动较大所致。
- **板块盈利能力有所提升**：2019H1销售费用同比上升3.76%，管理费用同比提升0.72%，均显著低于收入水平。但受到如美年健康等影响，财务费用有较大幅度提升。经营性现金流有较大程度改善，同比增速42.49%。
- **ICL板块**：营收增速放缓但净利润表现优异。区域检验中心盈利能力较为有限，但特检业务快速提升，带动盈利贡献。
- **CXO板块**：创新鼓励政策推动，企业转型动力增强，推动CXO板块持续高景气，如药明康德、康龙化成、泰格医药和昭衍新药均实现约30%的营收高增长。

表：申万医疗服务板块财报情况（亿元）

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	229.3187	41.83%	493.0519	19.83%	257.7026	12.38%
毛利	90.7258	42.83%	194.6568	21.10%	98.9923	9.11%
销售费用	21.6686	53.12%	44.1985	21.26%	22.4841	3.76%
管理费用	31.2834	42.10%	59.1052	5.78%	31.5086	0.72%
财务费用	4.0111	69.54%	11.5186	35.80%	5.7155	42.49%
归属母公司股东的净利润	51.4620	846.67%	57.9227	46.09%	26.0336	-49.41%
归母扣非净利润	23.2593	109.58%	25.7018	-16.75%	23.1571	-0.44%
应收账款	113.0427	100.98%	113.6905	27.92%	132.9195	17.58%
存货	39.1067	41.88%	27.8199	0.00%	30.8902	-21.01%
经营活动产生的现金流量净额	20.8744	64.60%	76.5344	12.18%	26.2109	25.56%
毛利率	39.56%		39.48%		38.41%	
净利率	22.44%		11.75%		10.10%	
销售费用率	9.45%		8.96%		8.72%	
管理费用率	13.64%		11.99%		12.23%	
财务费用率	1.75%		2.34%		2.22%	
ROE	6.89%		6.05%		3.11%	

资料来源：Wind，国元证券研究中心

以sw医疗服务为基础，剔除非医药标的华塑控股、光正集团、览海投资；移动润达医疗至医药商业

▶▶▶ 专科服务子版块：消费升级持续高涨，量价齐升盈利增强

- 专科服务板块仅有三家上市公司，整体收入和利润增速分别为16.2%和0.31%，主要系美年健康正在业务转型期，较大程度上影响了板块整体水平。单就爱尔眼科和通策医疗来看，收入持续保持在20%以上、扣非净利润增速保持在30%以上，业绩持续表现出确定性高增长。
- 爱尔眼科业务模式和扩张模式均已成熟，前期培育门店仍保持20%左右的增长，全球化脚步进一步加强。尽管白内障手术受到医保收紧影响，增速稍有放缓，公司已经布局进入下一个十年，依托成熟的连锁模式、人才培养和激励机制，有望形成国际化布局，眼科服务强者恒强。
- 通策医疗正逐步验证复制能力，早期分院仍然保持较高增速，规模效应逐步显现，盈利能力增强。体内省内蒲公英计划有序进行，体外省外已建成武汉、重庆和西安，有望突破牙科可复制性。
- 美年健康正处于由B端业务向B端C端双路线转型，仍有待从去年的行业和公司事件中恢复。健康体检作为国家推进预防医学、早筛早治的重要手段，看好行业的长期发展逻辑。
- 推荐爱尔眼科、通策医疗，建议关注美年健康。

表：医疗服务板块半年报重要财务指标（亿元）

证券代码	证券简称	营业收入	扣非归母净利润	收入同比	扣非净利润同比	销售费用率	毛利率	扣非净利率
300015.sz	爱尔眼科	47.49	6.95	25.6%	31.93%	10.25%	47.14%	14.6%
002044.sz	美年健康	36.41	-1.36	4.5%	-235.06%	25.00%	35.62%	-3.7%
600763.sh	通策医疗	8.47	2.04	23.6%	53.85%	0.60%	45.60%	24.1%
	总体	92.37	7.63	16.2%	0.31%	15.18%	42.46%	8.26%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

1. 整体放缓，呈现板块业绩和行情分化
2. 化药：行业承压，转型迫在眉睫
3. 生物制品：多为政策免疫，疫苗、血制品板块表现亮眼
4. 原料药：行业修复中，特色原料药先行
5. 中药：受到医保控费和限控影响，板块下行明显
6. 医疗器械：内部分化明显，消费属性和平台企业抗风险强
7. 医疗服务：板块增速放缓，不改消费趋势，核心企业持续保持确定性高增长
8. 医药流通：政策逐步落地，流通与药房有望提速

- 医药商业政策逐步落地，上半年流通行业政策温和，零售药店政策压力较大。流通板块两票制、药品零加成等主要政策均在2017年推出，2018年后逐步落地，今年上半年暂无影响较大政策出炉。零售药店板块则受3.15后执业药师在职在岗新政影响较大，新增药店速度放缓，人员费用增加。但随着远程审方等配套政策实施，零售药店经营压力有望在下半年降低。
- 收入及利润增速同比下降，但较18年末已有回升。19H1医药商业板块营收增速为19.21%，较去年同期25.68%略有下降，但相较于18年年末18.27%增速已有回升。板块归母净利润增速为9.47%，同样较18年年末9.03%增速略有回升。
- 现金流状况大幅好转，主要系应收账款周转速度加快。受到药品零加成及两票制影响，药品流通企业应收账款回款周期被拉长（二级经销商变一级经销商），但进入19年后该负面影响边际效应递减，经营性现金流改善，同比增速达114.02%。

表：医药商业板块2019H1主要财务指标

	2018H1	同比	2018A	同比	2019H1	同比
营业收入	2943.46	25.68%	6172.62	18.27%	3508.93	19.21%
毛利	436.98	47.05%	910.54	28.63%	522.78	19.64%
销售费用	200.15	57.70%	425.77	36.38%	242.70	21.26%
管理费用	71.03	30.11%	150.73	11.46%	81.81	15.18%
财务费用	22.12	70.15%	53.28	68.08%	32.46	46.76%
归属母公司股东的净利润	92.53	22.77%	173.20	9.03%	101.29	9.47%
归母扣非净利润	88.39	29.99%	142.47	-0.02%	95.27	7.78%
应收账款	1647.04	42.30%	1706.74	29.24%	1948.94	18.33%
存货	758.35	35.62%	837.54	23.19%	829.18	9.34%
经营活动产生的现金流量净额	-87.86	23.88%	98.70	247.57%	12.32	114.02%
毛利率	14.85%		14.75%		14.90%	
净利率	3.66%		3.26%		3.41%	
销售费用率	6.80%		6.90%		6.92%	
管理费用率	2.41%		2.44%		2.33%	
财务费用率	0.75%		0.86%		0.93%	
ROE	6.30%		11.46%		6.33%	

资料来源：国元证券研究中心，数据来源依据申万二级行业，剔除B股数据另加入润达医疗

- 医药流通板块19H1平均行业增速为16.42%，较去年18%的水平略有下滑。归母净利润平均增速为9.43%，造成收入利润差值较大的原因有上海医药收购天普股权，国药一致对应收账款进行保理，财务费用增加等。
- 医药流通板块呈现出较为明显的分化现象。上海医药、国药控股、九州通等大型公司收入及利润增速均保持平稳增长，前四大流通企业收入占比达到56%。中小企业生存空间进一步压缩，瑞康医药、海王生物等均出现较大幅度利润下滑。
- 毛利率、净利率已趋于稳定，现金流情况改善。随着两票制和带量采购的逐步落地，其负面影响的边际效应减弱，流通企业毛利率、净利率已基本维持稳定，随着应收账款质量回升现金流状况也有望好转。
- 建议关注：上海医药、国药股份、重药控股、柳药股份

表：医药流通板块19H1主要指标

证券代码	证券简称	营业总收入	归母净利润	收入同比	归母净利润同比	销售费用率	毛利率	净利率
601607.SH	上海医药	925.75	22.86	22.00%	12.45%	6.95%	14.35%	2.97%
600511.SH	国药股份	210.22	7.55	11.99%	18.66%	2.29%	8.50%	4.14%
600998.SH	九州通	484.29	7.43	14.09%	38.46%	3.12%	8.38%	1.57%
600056.SH	中国医药	168.60	6.88	16.04%	-17.99%	10.49%	20.22%	5.05%
000028.SZ	国药一致	252.28	6.51	21.42%	1.42%	5.88%	11.15%	3.04%
000950.SZ	重药控股	162.06	4.63	33.80%	49.70%	2.84%	9.09%	3.33%
002589.SZ	瑞康医药	179.57	3.83	15.80%	-33.99%	7.11%	18.94%	3.51%
603368.SH	柳药股份	71.97	3.56	30.47%	39.35%	2.30%	12.12%	5.47%
600090.SH	同济堂	53.97	2.71	4.32%	18.23%	2.85%	12.76%	5.37%
002462.SZ	嘉事堂	102.39	2.11	20.17%	13.98%	3.60%	10.38%	3.44%
000078.SZ	海王生物	208.51	2.04	18.80%	-37.64%	4.21%	12.77%	1.80%
600713.SH	南京医药	179.14	1.60	18.21%	15.01%	2.52%	6.59%	1.15%
600829.SH	人民同泰	39.37	1.41	13.88%	4.73%	3.67%	12.78%	3.57%
002788.SZ	鹭燕医药	71.73	1.21	34.97%	48.65%	1.60%	7.65%	1.70%
000411.SZ	英特集团	117.99	0.97	16.86%	95.28%	2.55%	6.88%	1.83%
603716.SH	塞力斯	8.42	0.56	46.50%	16.46%	7.01%	29.99%	8.82%
000705.SZ	浙江震元	15.65	0.46	14.36%	8.05%	12.76%	20.91%	3.06%
600833.SH	第一医药	6.17	0.30	4.45%	42.40%	10.58%	20.14%	4.89%
002758.SZ	华通医药	8.28	0.19	12.13%	-5.45%	6.61%	14.93%	2.14%
603108.SH	润达医疗	59.64	1.75	17.88%	20.97%	7.63%	26.36%	8.16%

资料来源：Wind，国元证券研究中心，数据依据申万二级行业，剔除B股数据，另加入润达医疗

- 零售药店板块19H1受政策影响较大，执业药师在职在岗新政短期内压制新增药店数量，但长期有利于企业专业度提升。远程审方等配套措施出炉也有望缓解药店经营压力。互联网医疗鼓励处方共享平台及第三方配送，有望扩大零售药店销售规模。税制改革为零售药店增厚利润。两票制、带量采购等政策影响正逐步减弱，未来零售药店有望进入集中度提高、合规化经营的新阶段。

表：零售药店主要政策梳理

政策	核心内容	短期影响	长期影响	潜在应对做法
处方外流	鼓励处方逐步从医院流向院外药店	⊖受基层医疗发展限制以及医保统筹的影响，外流率有限	⊕有望扩大零售药店终端市场规模	收购基层医疗机构；提升零售药店服务水平；布局DTP药房、慢病药房等专业化服务药房
执业药师	严厉处罚执业药师“挂证”行为	⊖因执业药师配备不达标，零售药店无法开展业务	⊕药品零售企业逐渐规范化、标准化	招聘、培育执业药师；开展远程审方；零售药店分类分级；建立慢性病患者档案管理制度
两票制	压缩药品流通环节	⊖压缩渠道利润，考验零售药店议价能力	⊕连锁药店凭借规模性和较强议价能力赢得更多市场份额	合规经营；提高与上游企业的议价能力
带量采购	国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担	⊖降低中标药品价格，零售药店承压，甚至产生处方回流	⊖医院药房成为成本端，加速推动处方外流，但政策变化尚待观察	调整品类结构，制定差异化定价策略；提高与供应商的议价能力；布局DTP药房、慢病药房等专业化服务药房承接处方外流红利
医保改革	取消城乡居民医保的个人账户；严查医保盗刷，加强医保控费	⊖冲击零售药店OTC销售，中小药店的生存压力增加	⊖影响零售药店医保销售额；公立医院周边医保门店优势凸显	规范药店经营；向允许医保个人账户支付种类范围更广、医保政策更利好的区域开拓新门店
药店分类分级	将药店按经营范围分类，并按经营服务能力分类	⊖限制小型药店经营范围，政策支持高评级药店	⊕提升大型连锁药店竞争优势，促进其高质量发展	大型连锁药店专注处方药及专业化药事服务；小型药店发展多元化零售药店经营模式
互联网医疗	推动开展电子处方共享平台，发展第三方配送服务	⊕以线上销售带动线下门店客流量，加速推动处方外流；加大实体零售药店竞争压力	⊕具备布局线上销售能力的大型连锁药店获利明显	零售药店布局电商业务平台，建设物流配送中心，为未来网售处方药做准备
税费改革	上调小规模纳税人标准，下调增值税率；升级“金税三期”	⊖降低税费，提升利润	⊕严厉打击非法纳税企业，不合规小型药店逐步退出，大型合规药店竞争优势凸显	积极规范公司纳税流程；多布局中小型门店

资料来源：国元证券研究中心

- 业绩增速稳中有升，一心堂受执业药师影响最大。四家上市零售药店19H1收入增速除一心堂外均在20%以上，与19年Q1水平基本持平，但利润增速除一心堂外均有提速，其中大参林增速提升幅度最大，同比增速达到28.60%。一心堂增速较慢主要归咎于其门店重点分布在执业药师密度较低的西南地区，执业药师新政对其业务开展影响较大。
- 益丰保持高增速，老百姓加速扩张。益丰药房在营收/利润增速上排名第一且与其他三家优势较大，这说明益丰药房尚处于快速扩张期且管理能力突出。而从经营效率角度来看，依托产品高毛利的优势，大参林在扣非归母净利率、日均平效等指标上处于领先地位。一心堂仍是门店总数最多，应付账款周转率最低的公司，这反映出其区域优势明显，议价能力强。老百姓则是营收、总资产规模最大的公司，值得注意的是老百姓2019上半年门店同比增速达到65.15%，远远领先于其他药店，这说明其作为最早布局全国的上市药店已开启新一轮扩张。
- 推荐老百姓、一心堂、益丰药房及大参林。

表：零售药店19H1主要指标

单位：亿元	老百姓	一心堂	大参林	益丰药房
2019H1门店（加盟）	4579 (906)	6129	4153 (39)	412 (256)
同比增速 (%)	65.15%	16.43%	22.00%	36.04%
营业收入	55.3	50.6	52.5	50.48
同比增速 (%)	24.70%	17.90%	28.60%	68.65%
净利润	3.2	3.37	3.79	3.41
归母净利润	2.7	3.37	3.81	3.08
同比增速 (%)	22.10%	15.31%	32.20%	36.78%
归母净利率 (%)	4.90%	6.66%	7.20%	6.10%
扣非归母净利润	2.55	3.35	3.73	2.06
同比增速 (%)	19.80%	15.09%	33.90%	46.69%
扣非净利率 (%)	4.60%	6.62%	7.10%	4.08%
总资产	94.49	76.19	76.98	80.99
净资产	37.22	43.21	34	44.79
日均平效 (元/平方米)	51	44.79	87.51	62.39
应付账款周转率 (次)	3.01	2.45	3.02	4.31
存货周转率 (次)	2.05	1.71	1.63	2.14

资料来源：国元证券研究中心



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。



一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn