

# 医药生物行业 2019H1 业绩总结

**行业增速放缓, 龙头引领增长, 聚焦创新药产业链、创新生物制品、医疗服务等景气细分赛道**  
**增持 (维持)**

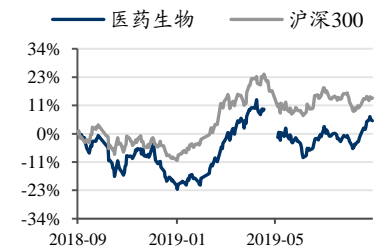
2019年09月02日

**投资要点**

- **政策逐步落地, 医药行业在龙头带领下稳步前行。**2019H1, 行业整体延续了2018年行业政策影响和长生物等事件影响的不利因素以及2018年行业高基数的影响, 业绩增速出现下滑, 但医药行业整体仍然保持了较好的绝对增速。在各个子行业中, 行业集中度提升、龙头超越行业增长的趋势明显, 其中恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、泰格医药、通策医疗、药明康德等行业龙头保持了高速稳定的增长。PDB数据显示, 重点城市样本医院2019年Q1销售额601亿元, 同比增长9.65%, 较2018年增速反弹明显。按季度观察, 为2017年至今的增速高点。
- **2019H1 医药行业业绩在 2018 年同期高基数上出现下降:**2019年1-6月, 医药行业整体仍然保持了较好的增长, 医药行业(全部285家标的)收入端整体增长14.28%, 归母净利润同比增长-0.49%, 扣非净利润增速为-0.21%。由于2018年同期的高基数, 以及2018年H2到2019年H1, 医药行业发生“4+7”带量采购政策的变化、长生物事件、和康美药业事件等多项因素影响, 导致2019年H1医药行业增速水平显著低于2018年同期。
- **医药子版块分化加剧, 生物制品、医疗服务、医疗器械等子版块在龙头带动下保持强劲增长:**2019H1, 医药上市公司的业绩情况总体受2018年政策和事件影响, 出现一定波动, 但是在2018H1高基数的情况下, 医药行业依然保持了稳健的增长。从板块来看, 医药子版块分化加剧, 中药、化药等受到政策和价格等影响较大, 但生物制品、医疗服务、医疗器械等领域在龙头公司带动下依然保持强劲增长。
- **创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速, 继续领跑:**细分行业看, CRO行业和医药自主消费领域表现亮眼。2019H1创新药7家上市公司收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为18.92%、13.31%和11.95%, 在高研发投入的情况下表现出较好的增长。4家消费升级的标的增速略有放缓, 但依旧表现出较高的韧性。实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为23.03%、30.95%和27.15%, 继续领跑全行业。
- **2019H1 基金医药持仓比例 11.6%, 沪(深)港通继续增持医药:**2019H1基于重仓股的医药股持仓比例约11.6%, 与2019Q1基本持平。沪(深)港通截至2019Q1持有医药股的股份数量达到30亿股, 持仓市值达到1113亿元, 占医药股流通市值比例达到8.2%。从个股看, 沪(深)港通持股占流通股本数量最多的是恒瑞医药, 沪港通持股占比达11.62%
- **风险提示:**医改政策落地风险; 行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

证券分析师 全铭  
 执业证号: S0600517010002  
 021-60199793  
 quanm@dwzq.com.cn  
 证券分析师 焦德智  
 执业证号: S0600516120001  
 021-60199793  
 jiaodzh@dwzq.com.cn  
 证券分析师 许汪洋  
 执业证号: S0600519060002  
 021-60199793  
 xuwy@dwzq.com.cn  
 研究助理 李颖睿  
 021-60199793  
 liyr@dwzq.com.cn

**行业走势**



**相关研究**

- 1、《医药生物行业点评: 谈判目录数量超预期, 再次确认腾笼换鸟、结构优化的改革方向》2019-08-21
- 2、《疫苗事件后行业批签发出现下滑, 疫苗行业有望迎来去芜存菁市场集中度提升的重要时点》2019-08-13
- 3、《医药生物行业: 关注科创板南微医学和心脉医疗》2019-07-21

表 1: 重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300347	泰格医药	457.34	61.00	0.63	0.91	1.25	96.83	67.03	48.80	买入
300601	康泰生物	495.47	76.79	0.68	0.89	1.25	112.93	86.28	61.43	买入
300357	我武生物	182.47	34.85	0.44	0.57	0.74	79.20	61.14	47.09	增持
000661	长春高新	598.20	351.65	5.92	8.39	11.46	59.40	41.91	30.68	买入
002007	华兰生物	457.40	32.60	0.81	1.09	1.32	40.25	29.91	24.70	增持

资料来源: Wind、东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 政策逐步落地，医药行业在龙头带领下稳步前行</b> .....	<b>6</b>
1.1. 医药工业：受医保控费影响，整体增速放缓 .....	6
1.2. 医院终端：诸多政策调整后，整体销售增速反弹 .....	7
1.3. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，正式推广至全国 .....	8
1.4. 国家医保药品目录调整方案出炉，医保逐步落实“腾笼换鸟” .....	10
<b>2. 2019H1 医药行业业绩在 2018 年同期高基数上出现下降</b> .....	<b>11</b>
2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 247 家标的）为 7.25%，低于去年同期水平 .....	11
2.2. 医药行业成本端基本稳定，销售费用率和管理费用率下降推动净利润率略有提升 .....	16
<b>3. 2019 年 1-6 月医药行业业绩增速同比放缓，生物制品、医疗服务、医疗器械等子板块在龙头带动下保持强劲增长。</b> .....	<b>17</b>
3.1. 化学制剂子板块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹 .....	17
3.2. 中药板块整体承压，东阿阿胶、云南白药等传统龙头增速下滑拖累板块 .....	20
3.3. 疫苗与血液制品均起底回升，带动生物制品板块业绩增长 .....	22
3.4. 医疗服务依旧是景气度最高的子行业，增速受到国际医学、美年健康影响失真较大 .....	24
3.5. 医疗器械上市公司呈现保持 20% 左右稳健增长，但整体略差于 2018 年同期水平 .....	26
3.6. 医药商业板块经营指标逐渐好转，集中度提升后龙头规模和盈利能力均有所提高 .....	28
3.7. 环保政策持续影响化学原料药供给，2019H1 价格回落 .....	31
<b>4. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速，继续领跑</b> .....	<b>33</b>
4.1. 带量采购加速药企转型，创新药企及 CRO 企业盈利能力凸显 .....	33
4.2. 医药自主消费升级类产品增速表现出较高的韧性 .....	35
4.3. 2019 年 H1 连锁药店细分行业保持高速增长，业绩增速 26.22% .....	36
4.4. OTC 行业在 2018 年同期的高基数基础上增速放缓，东阿阿胶、贵州百灵、哈药股份等标的拖累板块业绩 .....	37
4.5. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升，行业起底回升 .....	39
4.1. 疫苗行业终端市场仍然景气，下半年批签发有望加速 .....	40
<b>5. 上市公司业绩延续上升趋势：181 家医药企业实现增长</b> .....	<b>41</b>
<b>6. 2019H1 基金医药持仓比例 11.6%，沪（深）港通继续增持医药</b> .....	<b>47</b>
6.1. 2019H1 基金医药持仓比例 11.6%，与 2019Q1 基本持平 .....	47
6.2. 沪（深）港通继续增持医药 .....	48
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>49</b>
<b>8. 附录：标的选择说明</b> .....	<b>49</b>

## 图表目录

图 1: 医药制造业工业增加值情况.....	6
图 2: 医药制造业收入&利润 (2017.2-2019.7) .....	6
图 3: 医药制造业工业增加值情况.....	7
图 4: 重点城市样本医院药品销售情况 (按年度) .....	8
图 5: 重点城市样本医院药品销售情况 (按季度) .....	8
图 6: 2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排.....	10
图 7: 医药上市公司销售收入情况 (亿元) .....	11
图 8: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元) .....	11
图 9: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元) .....	12
图 10: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元) .....	12
图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元) .....	12
图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元) .....	12
图 13: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况.....	16
图 14: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元) .....	16
图 15: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元) .....	18
图 16: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元) .....	18
图 17: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元) .....	18
图 18: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元) .....	18
图 19: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元) .....	18
图 20: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归扣非净利润情况 (亿元) .....	18
图 21: 化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况 .....	19
图 22: 化学制剂行业费用情况 (亿元) .....	19
图 23: 中药子行业销售收入情况 (亿元) .....	21
图 24: 中药子行业归母净利润情况 (亿元) .....	21
图 25: 中药子行业扣非归母净利润情况 (亿元) .....	21
图 26: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况 (亿元) .....	21
图 27: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况 (亿元) .....	21
图 28: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归扣非净利润情况 (亿元) .....	21
图 29: 中药行业毛利率&净利率以及费用率情况 .....	22
图 30: 中药行业费用情况 (亿元) .....	22
图 31: 生物制品子行业销售收入情况 (亿元) .....	23
图 32: 生物制品子行业归母净利润情况 (亿元) .....	23
图 33: 生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	23
图 34: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况 (亿元) .....	23

图 35: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况 (亿元) .....	24
图 36: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	24
图 37: 生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况.....	24
图 38: 生物制品子行业销售费用及管理费用情况 (亿元) .....	24
图 39: 医疗服务子行业销售收入情况 (亿元) .....	25
图 40: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元) .....	25
图 41: 医疗服务子行业扣非归母净利润情况 (亿元) .....	25
图 42: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况 (亿元) .....	25
图 43: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元) .....	25
图 44: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	25
图 45: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况.....	26
图 46: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元) .....	26
图 47: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元) .....	26
图 48: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元) .....	26
图 49: 医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	27
图 50: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况 (亿元) .....	27
图 51: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元) .....	27
图 52: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	27
图 53: 医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况.....	28
图 54: 医疗器械子行业销售费用及管理费用情况 (亿元) .....	28
图 55: 医药商业子行业销售收入情况 (亿元) .....	29
图 56: 医药商业子行业归母净利润情况 (亿元) .....	29
图 57: 医药商业子行业扣非归母净利润情况 (亿元) .....	29
图 58: 医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况.....	29
图 59: 医药商业子行业销售费用及管理费用情况 (亿元) .....	29
图 60: 医药商业子行业财务费用情况 (亿元) .....	30
图 61: 医药商业子行业应收账款情况 (亿元) .....	30
图 62: 医药商业子行业库存情况 (亿元) .....	30
图 63: 化学原料药子行业销售收入情况 (亿元) .....	31
图 64: 化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元) .....	31
图 65: 化学原料药子行业扣非归母净利润情况 (亿元) .....	31
图 66: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况 (亿元) .....	31
图 67: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元) .....	32
图 68: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况 (亿元) .....	32
图 69: 原料药行业毛利率&净利率以及费用率情况 .....	32
图 70: 原料药行业费用情况 (亿元) .....	32

图 71: 创新药企销售收入情况 (亿元) .....	33
图 72: 创新药企净利润和扣非净利润情况 (亿元) .....	33
图 73: 创新药企研发支出情况 (亿元) .....	34
图 74: CRO 企业销售收入情况 (亿元) .....	35
图 75: CRO 企业净利润和扣非净利润情况 (亿元) .....	35
图 76: 自主消费升级类公司销售收入情况 (亿元) .....	36
图 77: 自主消费升级类公司净利润和扣非净利润情况 (亿元) .....	36
图 78: 公立医院总收入、药品收入 (亿元) 及药占比变化情况.....	36
图 79: 零售药店板块销售收入情况 (亿元) .....	37
图 80: 零售药店板块净利润和扣非净利润情况 (亿元) .....	37
图 81: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元) .....	38
图 82: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元) .....	38
图 83: 人血白蛋白批签发数量变化趋势.....	39
图 84: 静丙批签发数量变化趋势.....	39
图 85: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元) .....	40
图 86: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元) .....	40
图 87: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元) .....	40
图 88: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元) .....	40
图 89: 基金医药持仓比例变化.....	47
表 1: 重点公司估值.....	1
表 2: 首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况.....	8
表 3: 医药子行业收入和扣非净利润变化情况 (全部 288 家样本) .....	13
表 4: 全部样本医药子行业收入和扣非净利润变化情况.....	14
表 5: 剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 255 个样本测算医药子行业收 入和扣非净利润变化情况.....	14
表 6: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和扣非净利润变化情 况.....	16
表 7: 国内 CRO 行业市场预测 (单位: 十亿美元) .....	35
表 8: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元) .....	38
表 9: OTC 行业细分领域扣非净利润变化情况 (亿元) .....	39
表 10: 化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况.....	41
表 11: 中药子行业个股扣非净利润增速情况.....	42
表 12: 生物制品子行业个股扣非净利润增速情况.....	43
表 13: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况.....	44
表 14: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况.....	44
表 15: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况.....	45
表 16: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况.....	46
表 17: 基金医药持仓市值前十.....	47
表 18: 基金医药加仓市值前十.....	48
表 19: 沪 (深) 港通持股前十.....	48

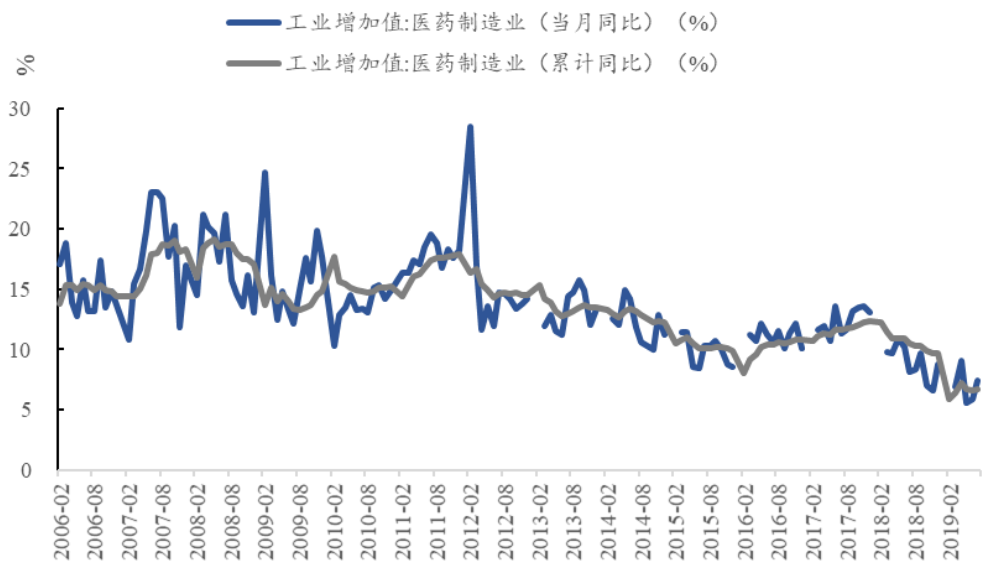
## 1. 政策逐步落地，医药行业在龙头带领下稳步前行

2019年1-6月，行业整体延续了2018年H2行业政策影响和长生生物等事件影响的不利因素以及2018年行业高基数的影响，业绩增速出现下滑，但医药行业整体仍然保持了较好的绝对增速。在各个子行业中，行业集中度提升、龙头超越行业增长的趋势明显，其中恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗、泰格医药、通策医疗、药明康德等行业龙头保持了高速稳定的增长。PDB数据显示，重点城市样本医院2019年Q1销售额601亿元，同比增长9.65%，较2018年增速反弹明显。按季度观察，为2017年至今的增速高点。

### 1.1. 医药工业：受医保控费影响，整体增速放缓

工信部数据显示，2019年1-7月医药工业增加值同比增长6.70%，增速较上年同期下降3.80个百分点，高于全国工业整体增速0.9个百分点，位于工业全行业前列。我们预计去年由于两票制“高开因素”造成整体基数较高，同时持续的招标降价以及带量采购政策进一步影响医药工业。

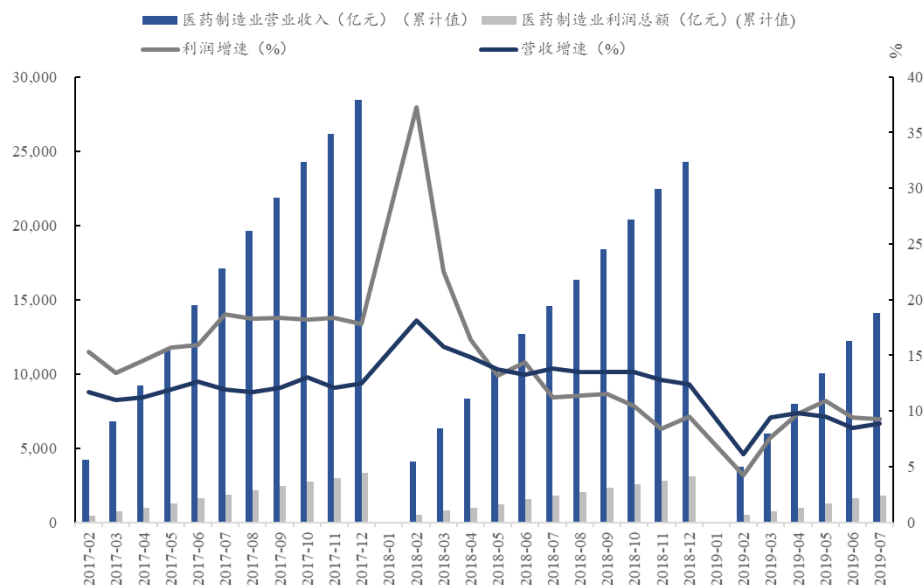
图1：医药制造业工业增加值情况



数据来源：工信部，东吴证券研究所

医药工业的销售收入和利润总额稳步增长。医药行业自2014年开始进入医改深水区，伴随着招标降价等因素导致行业进入调整时期，经历2015年的阵痛后，从2016年开始医药行业逐渐确立了底部，业绩开始稳中有升。通过工信部的医药工业数据可以看到，医药行业整体在政策引导、大健康产业发展、人口结构调整等多重作用下，逐渐迎来产业结构调整新的发展周期。

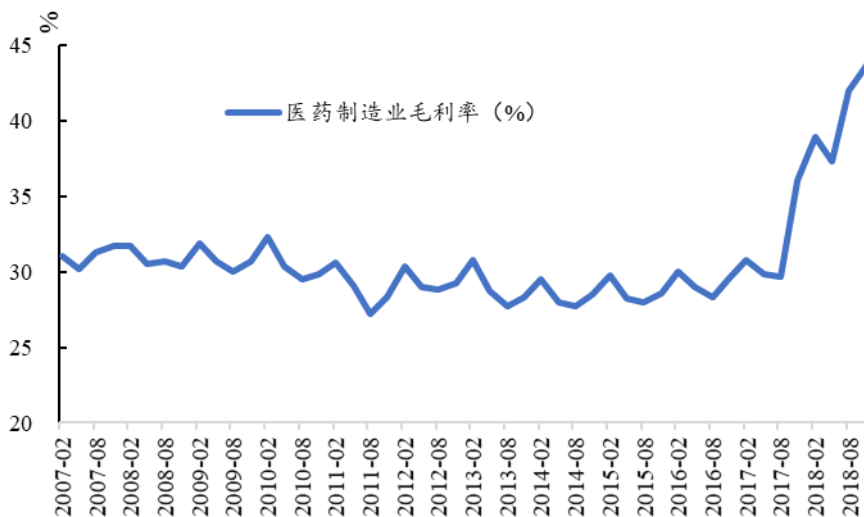
图2：医药制造业收入&利润（2017.2-2019.7）



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

医药工业 2017 年起维持了上升的趋势: 2016 年毛利率为 29.56%, 2017 年上升至 36.06%, 2018 年 6-11 月份毛利率上升至 43.70%。我们认为毛利率快速上升的主要原因因为“两票制”促使的“低开转高开”。

图 3: 医药制造业工业增加值情况



数据来源: Wind, 工信部, 东吴证券研究所

## 1.2. 医院终端: 诸多政策调整后, 整体销售增速反弹

PDB 数据显示, 重点城市样本医院 2019 年 Q1 销售额 601 亿元, 同比增长 9.65%, 较 2018 年增速反弹明显。按季度观察, 为 2017 年至今的增速高点。在药品招标降价、4+7 带量采购的环境下, 医院终端收入的增长体现了终端旺盛的需求。无论逐季或者逐

年观察，我们均认为随着药品结构调整工作不断推进，老龄化问题不断加剧，未来医院终端药品销售额增长将逐渐恢复。

图 4：重点城市样本医院药品销售情况（按年度）

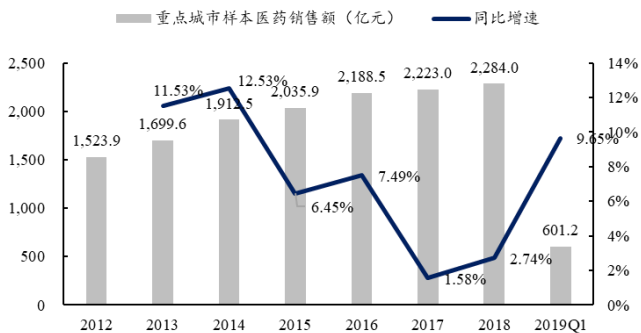
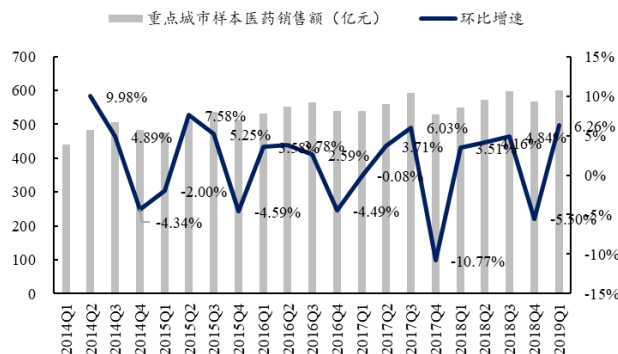


图 5：重点城市样本医院药品销售情况（按季度）



数据来源：PDB，东吴证券研究所

数据来源：PDB，东吴证券研究所

### 1.3. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，正式推广至全国

2018 年 11 月份首批“4+7”城市带量采购首批品种出炉，6 个产品流标，平均降幅 52.21%。4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件提出，未中选品种中的最高价药品梯度降价；非最高价药品挂网价低于调整后的最高价药品挂网价。

表 2：首批“4+7”城市带量采购首批品种中标情况

4+7品种名称	4+7规格	预计投标产品	采购数量(万片)	采购金额(万元)	全国最低中标价(元)	市场份额(PDB)	单片报价(元)	降幅
阿托伐他汀口服常释剂型	20mg	北京嘉林	15762.18	14776.63	5.64	18.00%	0.94	-83.29%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	浙江京新	8285.70	6451.01	3.06	5.52%	0.78	-74.56%
氟吡格雷口服常释剂型	75mg	深圳信立泰	5746.59	18274.16	7.61	29.15%	3.18	-58.21%
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	华海药业	4432.42	895.98	0.53	0.65%	0.20	-61.99%
氨氯地平口服常释剂型	5mg	京新药业	29382.02	4407.30	0.23	0.00%	0.15	-34.78%
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	正大天晴	4133.51	2562.78	10.55	45.45%	0.62	-94.12%
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	四川科伦	1003.44	4435.20	5.36	8.00%	4.42	-17.58%
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	华海药业	1851.66	3092.27	3.50	45.78%	1.67	-52.29%
奥氮平口服常释剂型	10mg	豪森药业	1047.36	10096.55	13.23	60.43%	9.64	-27.14%
头孢唑辛酯(头孢唑辛)口服常释剂型	250mg	成都倍特	3351.59	1720.48	0.67	0.00%	0.51	-23.53%
利培酮口服常释剂型	1mg	华海药业	3401.05	578.18	0.36	5.61%	0.17	-53.05%
吉非替尼口服常释剂型	250mg	阿斯利康	49.15	2688.51	228.00	80.83%	54.70	-76.01%
福辛普利口服常释剂型	10mg	施贵宝	2304.47	1942.34	2.70	77.78%	0.84	-68.82%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	华海药业	9215.60	10045.00	2.39	4.29%	1.09	-54.36%
赖诺普利口服常释剂型	10mg	华海药业	208.71	48.00	1.16	42.80%	0.23	-80.17%
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	成都倍特	621.82	367.29	6.50	16.45%	0.59	-90.91%
氯沙坦口服常释剂型	50mg	华海药业	6281.99	6596.09	2.14	7.46%	1.05	-50.93%
依那普利口服常释剂型	10mg	扬子江	1418.88	794.57	0.78	77.27%	0.56	-28.32%
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	浙江京新	647.76	1554.62	3.04	0.97%	2.40	-21.12%
伊马替尼口服常释剂型	100mg	江苏豪森	253.66	2638.06	14.05	11.95%	10.40	-25.98%
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	民生滨江	2632.23	10213.05		0.00%	3.88	
蒙脱石口服散剂	3g	先声药业	1699.32	1155.54	0.80	3.34%	0.68	-15.00%
培美曲塞注射剂	100mg	四川汇宇	3.91	3167.10	2707.60	0.00%	810.00	-70.08%
	500mg	四川汇宇	2.29	6359.26	9283.20	0.00%	2776.97	-70.09%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	泰德制药	516.41	11335.20	39.27	96.84%	21.95	-44.10%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	扬子江	134.23	17852.59	187.00	0.00%	133.00	-28.88%
平均								-52.21%



数据来源：上海药品集采网，东吴证券研究所

首批带量采购执行情况超预期，集采模式获得医保局认可，因此我们认为带量采购仍将持续展开。

#### 4+7 扩展至全国，行业集中度提升加快

9月1日，上海阳光采购发布《联盟地区药品集中采购文件》，文件指出：在4+7城市及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法合规开展跨区域联盟药品集中带量采购。

联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含新疆生产建设兵团)。

本次采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种。具体采购品种(指定规格)目录、首年约定采购量计算基数及相应比例采购量已根据各地上报数量进行汇总公布。

**竞争格局允许多家中标。**首年约定采购量按以下规则确定：实际中选企业为1家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的50%；实际中选企业为2家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的60%；实际中选企业为3家的，约定采购量为首年约定采购量计算基数的70%。

次年约定采购量按该采购品种(指定规格)首年实际采购量一定比例确定：实际中选企业为1家的，约定采购量为首年实际采购量的50%；实际中选企业为2家的，约定采购量为首年实际采购量的60%；实际中选企业为3家的，约定采购量为首年实际采购量的70%。次年约定采购量原则上不少于该中选品种首年约定采购量。

**采购周期有所缓和延长：**中选企业不超过2家(含)的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。采购周期内采购协议每年一签。

拟中选企业及供应地区确认的优先顺序：

- (1) “4+7城市药品集中采购”中选的企业优先；
- (2) 2018年在联盟地区供应省(区)数多的企业优先；
- (3) 2018年在联盟地区销售量大的企业优先，多个规格的品种，销售量合并计算；
- (4) 原料药自产的企业优先(限指原料药和制剂生产企业为同一法人)；
- (5) 通过或视同通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价时间在前的企业优先(以国家药品监督管理局批准日期为准)。

我们认为具备原料药生产供应能力的企业具有更强的竞争力。随着 4+7 带量采购在全国推广，未来种类不断拓展，我们预计整体集中度将加快提升。

#### 1.4. 国家医保药品目录调整方案出炉，医保逐步落实“腾笼换鸟”

4 月 17 日，国家医保局公布《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》（以下简称《方案》）。时隔两年，我国医保目录再次启动调整，将在确保基金可承受的前提下，努力实现药品结构更加优化，管理更加规范，有效缓解参保人员用药难用药贵的问题。

图 6：2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排



数据来源：国家医保局、东吴证券研究所

8 月 20 日，国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新版医保目录共计纳入 2643 个药品，其中包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个），中药饮片采用准入法管理，共纳入 892 个。

本次目录调整常规准入部分共新增了 148 个品种，其中，西药 47 个，中成药 101 个。新增药品优先覆盖了国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药等，其中通过常规准入新增重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个（主要为口服复方降糖药/降压药、三代胰岛素等），儿童用药 38 个（主要为中药）。绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单，并将 74 个基本药物由乙类调整为甲类。

调出的 150 个品种，除被国家药监部门撤销文号的药品，其余 79 个品种主要是临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品。此外重点参考了 6 月份国家卫生健康委发布的第一批国家重点监控合理用药药品目录，将国家医保药品目录中的重点监控药品全部调出（包括前列地尔、鼠神经生长因子、依达拉奉长春西汀、桂哌齐特等）。

正式公布 2019 年版医保目录。医保目录整体呈现扩容状态，但扩容规模有限，主要变化体现在药品结构调整，辅助性用药、临床价值不明确药物被进一步压缩等方面。《第一批国家重点监控合理用药药品目录》品种全部被调出医保目录，临床必须、疗效确切品种比例进一步升高，**药品目录结构趋于合理。地方增补权力基本被取消，医保目录调整权力收归国家医保局，目录准入趋于严格**，并再次强调由具有相应资质的医师开具的中成药处方和中药饮片处方，基金方可按规定支付。除常规目录外，目录还公布了拟谈判的 128 个独家药品名单，治疗领域主要覆盖癌症、乙肝、丙肝及糖尿病等重大疾病，通过谈判准入，优质创新药进入医保目录的时间大大缩短。进入医保后可实现迅速放量，**切实利好国内创新药企**。预期谈判药品目录将于近期发布，建议关注相关药企。

## 2. 2019H1 医药行业业绩在 2018 年同期高基数上出现下降

2019 年 1-6 月，医药行业整体仍然保持了较好的增长，医药行业（全部 285 家标的的）收入端整体增长 14.28%，归母净利润同比增长-0.49%，扣非净利润增速为-0.21%。由于 2018 年同期的高基数，以及 2018 年 H2 到 2019 年 H1，医药行业发生“4+7”带量采购政策的变化、长生生物事件、和康美药业事件等多项因素影响，导致 2019 年 H1 医药行业增速水平显著低于 2018 年同期。

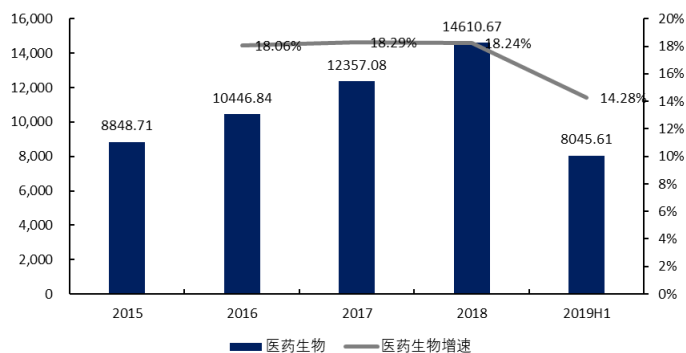
### 2.1. 医药行业上市公司整体业绩增速（剔除后 247 家标的的）为 7.25%，低于去年同期水平

2019 年 H1 医药行业整体（285 家标的的公司）收入 8045.61 亿元，同比增长 14.28%；归母净利润为 645.11 亿元，同比增长-0.49%；扣非净利润为 574.68 亿元，同比增长-0.21%。考虑到对行业影响较大的一次性事件之后，剔除了 33 家标的的，剩余 247 家标的的收入 7331.48 亿元，同比增长 16.52%；归母净利润为 632.56 亿元，同比增长 7.25%；扣非净利润为 543.65 亿元，同比增长 0.84%。医药行业在 2019 年 H1 业绩增速整体受到 2018 年同期高基数，以及多重事件的影响，整体增速有所下降。

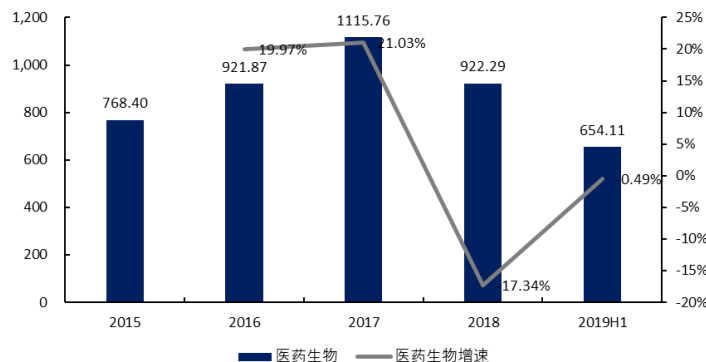
2019 年 Q2 统计数据，285 家样本公司合计实现销售收入 4093.12 亿元，同比增长 13.46%；归母净利润为 321.98 亿元，同比增长-8.21%；扣非净利润为 291.39 亿元，同比增长 0.95%，各项指标略低于 2019 年 Q1 的增长水平，但医药行业上市公司收入端整体仍处于稳定增长阶段。考虑到对行业影响较大的一次性事件之后，剔除了 33 家标的的，剩余 247 家公司 2019Q2 实现收入 3762.08 亿元，同比增长 15.10%；归母净利润为 331.82 亿元，同比增长 12.10%；扣非净利润为 276.48 亿元，同比增长 7.39%。

图 7: 医药上市公司销售收入情况 (亿元)

图 8: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元)

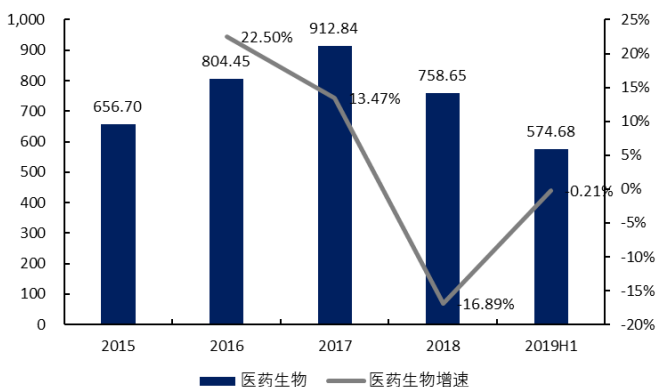


数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录



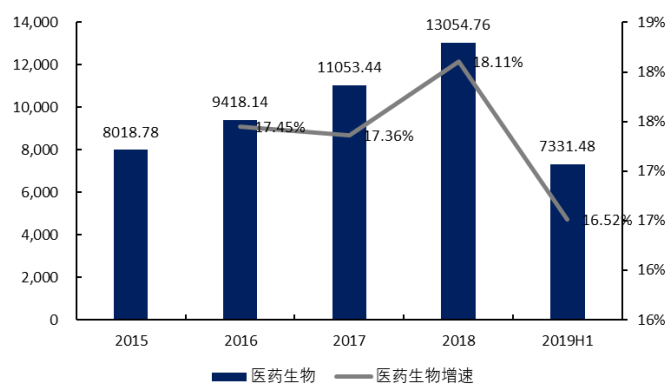
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

图 9: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



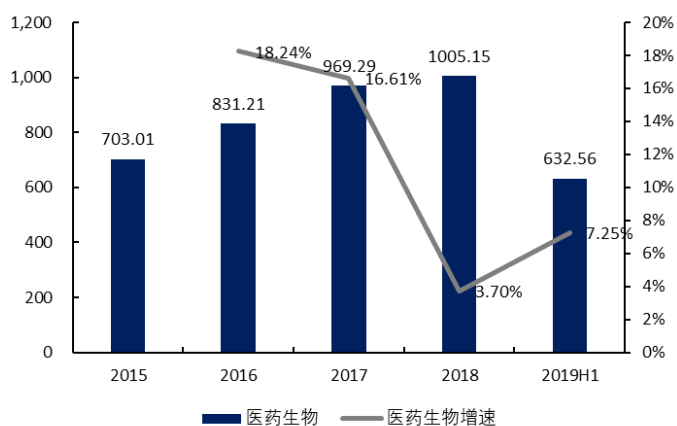
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 285 家样本公司, 选取情况详见附录

图 10: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元)



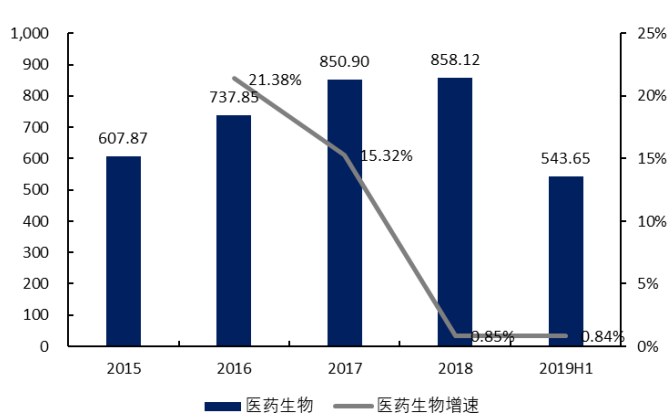
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附录

图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附录

图 12: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附录

2019 年 1-6 月业绩增速变化情况, 很大程度受到 2018 年同期流感、低开转高开等

因素影响，叠加 2018 年下半年行业出现政策、疫苗等行业事件催化，并延续至今，至整体行业增速放缓，子版块中影响较大包括了化学制剂、医疗服务、生物制品、中药等多个子行业。

表 3: 医药子行业收入和扣非净利润变化情况 (全部 285 家样本)

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
化学制剂	1625.77	1894.82	2173.29	2632.17	1460.91	738.13
化学制剂增速		16.55%	14.70%	21.11%	14.65%	15.96%
中药	2061.70	2299.09	2637.73	3021.03	1648.45	808.17
中药增速		11.51%	14.73%	14.53%	11.54%	7.14%
生物制品	369.47	410.51	481.26	541.63	284.83	156.10
生物制品增速		11.11%	17.23%	12.54%	4.83%	1.27%
医疗服务	367.70	466.14	577.87	684.61	333.33	180.37
医疗服务增速		26.77%	23.97%	18.47%	2.04%	-1.93%
医疗器械	601.44	694.51	850.88	1011.97	531.37	283.75
医疗器械增速		15.47%	22.51%	18.93%	10.51%	8.87%
医药商业	3341.00	4127.66	4983.90	5925.63	3359.39	1706.84
医药商业增速		23.55%	20.74%	18.90%	19.21%	19.12%
原料药	481.63	554.10	652.16	793.63	427.34	219.75
原料药增速		15.05%	17.70%	21.69%	9.36%	18.75%
<b>医药生物</b>	<b>8848.71</b>	<b>10446.84</b>	<b>12357.08</b>	<b>14610.67</b>	<b>8045.61</b>	<b>4093.12</b>
医药生物增速		18.06%	18.29%	18.24%	14.28%	13.46%
归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
化学制剂	176.73	209.46	291.45	192.39	149.62	76.93
化学制剂增速		18.52%	39.14%	-33.99%	5.39%	6.44%
中药	300.02	308.55	340.01	318.46	194.82	88.52
中药增速		2.84%	10.20%	-6.34%	-6.50%	-17.74%
生物制品	49.66	68.17	86.30	61.59	62.00	34.68
生物制品增速		37.25%	26.60%	-28.63%	206.90%	506.43%
医疗服务	32.66	59.24	54.99	-12.32	6.14	-7.18
医疗服务增速		81.39%	-7.19%	-122.41%	-90.66%	-113.48%
医疗器械	78.41	96.07	118.09	106.19	93.71	51.26
医疗器械增速		22.52%	22.92%	-10.08%	23.76%	16.39%
医药商业	86.91	112.56	143.25	153.14	87.07	45.07
医药商业增速		29.52%	27.27%	6.91%	7.45%	6.36%
原料药	44.01	67.82	81.67	102.84	60.75	32.71
原料药增速		54.13%	20.41%	25.93%	-5.63%	28.26%
<b>医药生物</b>	<b>768.40</b>	<b>921.87</b>	<b>1115.76</b>	<b>922.29</b>	<b>654.11</b>	<b>321.98</b>
医药生物增速		19.97%	21.03%	-17.34%	-0.49%	-8.21%
扣非净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
化学制剂	151.67	179.54	188.74	155.13	131.61	66.92
化学制剂增速		18.38%	5.12%	-17.81%	5.89%	6.53%

中药	253.74	267.20	305.30	268.75	159.92	70.71
中药增速		5.30%	14.26%	-11.97%	-13.17%	-20.85%
生物制品	39.08	55.92	72.22	57.05	60.32	33.64
生物制品增速		43.10%	29.14%	-21.00%	147.04%	398.16%
医疗服务	23.47	48.82	49.25	-28.46	28.15	18.57
医疗服务增速		107.97%	0.89%	-157.78%	-23.68%	-29.48%
医疗器械	74.28	85.90	94.76	90.71	79.26	46.71
医疗器械增速		15.64%	10.32%	-4.28%	17.21%	18.94%
医药商业	76.43	104.04	127.31	122.66	82.31	42.64
医药商业增速		36.13%	22.37%	-3.65%	6.71%	7.35%
原料药	38.02	63.03	75.26	92.80	50.67	29.76
原料药增速		65.76%	19.40%	23.32%	-17.42%	21.89%
<b>医药生物</b>	<b>656.70</b>	<b>804.45</b>	<b>912.84</b>	<b>758.65</b>	<b>574.68</b>	<b>291.39</b>
医药生物增速		22.50%	13.47%	-16.89%	-0.21%	0.95%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285 家样本公司，选取情况详见附录

表 4：全部样本医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入增速	2019H1	增速同比变化	2019Q2	增速同比变化	归母净利润增速	2019H1	增速同比变化	2019Q2	增速同比变化
化学制剂	14.65%	-9.81%	15.96%	-5.70%	化学制剂	5.39%	-12.10%	6.44%	-7.81%
中药	11.54%	-8.38%	7.14%	-10.41%	中药	-6.50%	-28.08%	-17.74%	-37.23%
生物制品	4.83%	-27.77%	1.27%	-34.29%	生物制品	206.90%	167.53%	506.43%	458.42%
医疗服务	2.04%	-27.09%	-1.93%	-28.78%	医疗服务	-90.66%	-82.57%	-113.48%	-112.31%
医疗器械	10.51%	-33.17%	8.87%	-31.02%	医疗器械	23.76%	-39.46%	16.39%	-30.92%
医药商业	19.21%	1.39%	19.12%	5.37%	医药商业	7.45%	-3.24%	6.36%	0.71%
原料药	9.36%	-18.60%	18.75%	4.94%	原料药	-5.63%	-79.20%	28.26%	30.82%
<b>医药生物</b>	<b>14.28%</b>	<b>-8.24%</b>	<b>13.46%</b>	<b>-5.51%</b>	<b>医药生物</b>	<b>-0.49%</b>	<b>-25.57%</b>	<b>-8.21%</b>	<b>-27.24%</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285 家样本公司，选取情况详见附录；医疗服务子行业标的较少，上市公司含非医疗服务收入较大等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

表 5：剔除新上市导致数据不全和事件造成公司重大影响的 247 个样本测算医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
化学制剂	1295.36	1450.32	1669.34	2055.83	1172.88	611.71
化学制剂增速		11.96%	15.10%	23.15%	13.39%	12.52%
中药	2043.17	2277.01	2557.11	2936.41	1611.98	789.47
中药增速		11.45%	12.30%	14.83%	12.40%	8.21%
生物制品	143.94	168.37	219.20	328.66	197.86	104.97
生物制品增速		16.97%	30.19%	49.93%	32.87%	23.17%
医疗服务	177.65	245.28	347.37	455.94	252.99	139.61
医疗服务增速		38.07%	41.62%	31.26%	25.11%	22.26%
医疗器械	475.44	547.27	678.27	819.77	443.21	233.74
医疗器械增速		15.11%	23.94%	20.86%	11.70%	9.17%

医药商业	3211.39	3970.73	4711.89	5520.11	3142.10	1599.76
医药商业增速		23.65%	18.67%	17.15%	19.44%	19.05%
原料药	446.30	517.01	608.20	725.06	395.81	204.00
原料药增速		15.84%	17.64%	19.21%	9.33%	20.53%
<b>医药生物</b>	<b>8018.78</b>	<b>9418.14</b>	<b>11053.44</b>	<b>13054.76</b>	<b>7331.48</b>	<b>3762.08</b>
医药生物增速		17.45%	17.36%	18.11%	16.52%	15.10%
<b>归母净利润(亿元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019H1</b>	<b>2019Q2</b>
化学制剂	149.51	175.26	189.28	192.34	124.67	64.76
化学制剂增速		17.22%	8.00%	1.62%	2.39%	0.78%
中药	299.50	305.36	330.47	307.90	190.13	86.02
中药增速		1.96%	8.22%	-6.83%	-5.33%	-16.80%
生物制品	20.07	37.91	55.63	82.82	46.14	24.96
生物制品增速		88.88%	46.73%	48.87%	23.98%	16.38%
医疗服务	17.91	27.91	40.33	61.25	30.12	19.91
医疗服务增速		55.86%	44.49%	51.89%	7.83%	-4.57%
医疗器械	69.75	87.34	111.18	140.85	83.11	46.53
医疗器械增速		25.22%	27.31%	26.68%	21.34%	20.03%
医药商业	80.24	106.13	134.40	147.89	84.98	44.40
医药商业增速		32.27%	26.64%	10.04%	10.83%	10.45%
原料药	36.45	61.05	77.33	93.32	53.56	31.54
原料药增速		67.52%	26.66%	20.68%	-11.48%	38.17%
<b>医药生物</b>	<b>703.01</b>	<b>831.21</b>	<b>969.29</b>	<b>1005.15</b>	<b>632.56</b>	<b>331.82</b>
医药生物增速		18.24%	16.61%	3.70%	7.25%	12.10%
<b>扣非净利润(亿元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019H1</b>	<b>2019Q2</b>
化学制剂	127.30	154.38	155.56	163.36	110.88	57.31
化学制剂增速		21.27%	0.76%	5.01%	4.97%	5.04%
中药	253.74	265.23	301.16	259.05	155.78	68.47
中药增速		4.53%	13.55%	-13.98%	-12.02%	-19.71%
生物制品	21.57	33.12	46.02	69.98	44.81	24.06
生物制品增速		53.58%	38.94%	52.07%	27.54%	15.72%
医疗服务	14.91	25.69	33.91	50.96	26.68	17.77
医疗服务增速		72.34%	32.01%	50.27%	19.97%	8.40%
医疗器械	68.28	81.22	98.00	121.55	75.47	42.99
医疗器械增速		18.95%	20.67%	24.03%	21.42%	21.16%
医药商业	73.42	97.94	118.13	120.71	80.12	41.80
医药商业增速		33.39%	20.62%	2.18%	9.28%	9.99%
原料药	31.15	57.48	71.91	85.45	48.33	28.45
原料药增速		84.52%	25.11%	18.82%	-16.06%	35.46%
<b>医药生物</b>	<b>607.87</b>	<b>737.85</b>	<b>850.90</b>	<b>858.12</b>	<b>543.65</b>	<b>276.48</b>
医药生物增速		21.38%	15.32%	0.85%	0.84%	7.39%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 247家样本公司, 选取情况详见附录

表 6: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药子行业收入和扣非净利润变化情况

收入增速	2019H1	增速同比变化	2019Q2	增速同比变化	归母净利润增速	2019H1	增速同比变化	2019Q2	增速同比变化
化学制剂	13.39%	-9.33%	12.52%	-5.32%	化学制剂	2.39%	-13.24%	0.78%	-9.68%
中药	12.40%	-5.05%	8.21%	-6.61%	中药	-5.33%	-23.55%	-16.80%	-32.81%
生物制品	32.87%	-32.72%	23.17%	-52.98%	生物制品	23.98%	-1.80%	16.38%	2.32%
医疗服务	25.11%	-24.12%	22.26%	-30.04%	医疗服务	7.83%	-64.72%	-4.57%	-95.93%
医疗器械	11.70%	-38.63%	9.17%	-33.87%	医疗器械	21.34%	-39.46%	20.03%	-30.92%
医药商业	19.44%	4.50%	19.05%	7.41%	医药商业	10.83%	1.04%	10.45%	5.24%
原料药	9.33%	-13.45%	20.53%	12.49%	原料药	-11.48%	-79.20%	38.17%	30.82%
<b>医药生物</b>	<b>16.52%</b>	<b>-8.18%</b>	<b>15.10%</b>	<b>-1.83%</b>	<b>医药生物</b>	<b>7.25%</b>	<b>-24.96%</b>	<b>12.10%</b>	<b>3.42%</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 247 家样本公司, 选取情况详见附录; 医疗服务子行业标的较少, 上市公司含非医疗服务收入较大, 等多个因素导致医疗服务子行业波动较大。

## 2.2. 医药行业成本端基本稳定, 销售费用率和管理费用率下降推动净利润率略有提升

近年来医药行业迎来政策变革、研发驱动、消费升级等行业发展的新发向, 行业从仿制药、中成药逐步向创新药、高端消费服务等方向升级, 在此过程中向行业龙头集中的趋势显著, 也推动行业整体在毛利率稳定的情况下, 净利润率逐步提升。从 285 家样本公司数据分析, 医药上市公司 2019 年 H1 和 2019 年 Q2 的平均毛利率分别为 34.77% 和 35.23%, 同比 2018 年同期水平略有下降, 略好于 2019 年 Q1 毛利率水平。

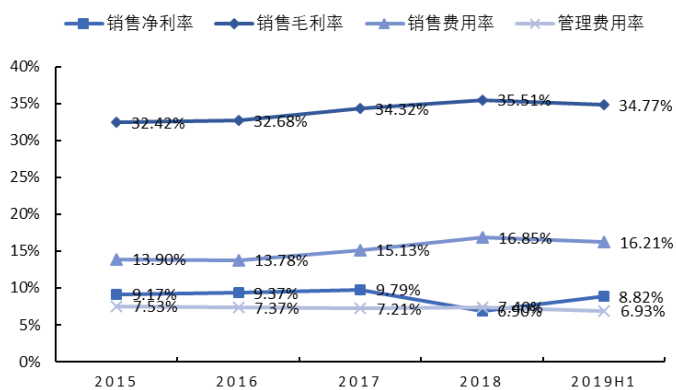
在费用率方面, 销售费用率和管理费用率同比与 2018 年同期水平有所下降, 分别为 16.21% 和 6.93%。2019 年 H1, 285 家样本公司合计销售费用达到 1304.38 亿元, 同比增长 14.34%; 2019 年 Q2 的销售费用为 670.59 亿元, 同比增长 13.96%, 低于 2018 年同期和 2019 年 Q1 的增速水平。同期的管理费用也得到有效控制, 2019 年 H1 和 Q2, 285 家样本公司合计管理费用分别为 557.57 亿元和 287.00 亿元 (含研发费用), 同比口径增长分别为 16.53% 和 16.01%。

在费用率得到有效管控下, 2019 年 H1 和 Q2 医药行业的净利润率相对于去年同期有所上升, 分别为 8.82% 和 8.59%。

图 13: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况

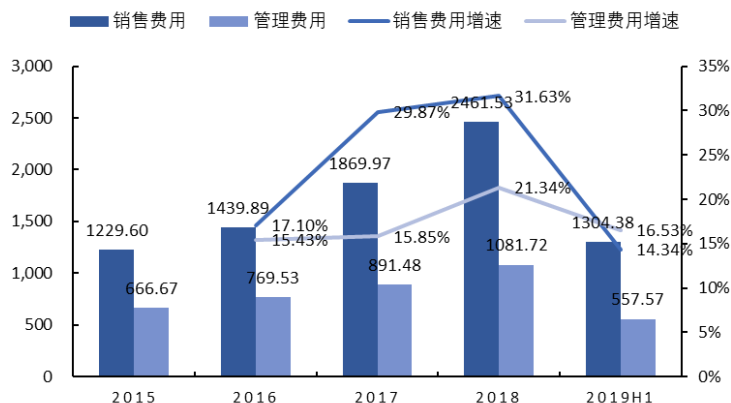
图 14: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元)





数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285 家样本公司，选取情况详见附录



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：285 家样本公司，选取情况详见附录

### 3. 2019 年 1-6 月医药行业业绩增速同比放缓，生物制品、医疗服务、医疗器械等子版块在龙头带动下保持强劲增长。

2019 年 H1，医药上市公司的业绩情况总体受 2018 年政策和事件影响，出现一定波动，但是在 2018 年 H1 高基数的情况下，医药行业依然保持了稳健的增长。从板块来看，医药子版块分化加剧，中药、化药等受到政策和价格等影响较大，但生物制品、医疗服务、医疗器械等领域在龙头公司带动下依然保持强劲增长。

#### 3.1. 化学制剂子版块受两票制影响收入端提升明显，内生增速逐步反弹

化学制剂板块在龙头企业和国企改革的带动下，收入和净利润保持了稳定的增长，由于全国“两票制”逐步落地，制剂企业低开转高开逐渐完成过渡，化学制剂板块 2018 年收入增速明显提升，高于利润增速。招标及取消药品加成带来的药品降价影响相对逐步减弱，板块内生增长速度呈现反弹。其中恒瑞医药、复星医药、华东医药、华润双鹤、丽珠集团、科伦药业等企业体量大，利润增速快，稳定了化学制剂子板块的增速。化学制剂子版块中国有企业改革、资产置换，以及外延并购活跃，受益于整体医保目录调整，以及新一轮药品招标不断落地，成为 2019H1 增长的重要动力。

2018 年化学制剂子行业受两票制、招标降价、取消药品加成等政策影响，行业经历了调整阶段，在带量采购等政策逐步实施落地后，2019H1 销售收入实现增长 14.65%，相比 2018H1 下降 1.31 个百分点，主要由于 2018 年上半年整体药品销售“高开”大幅提升销售增速。整体归母净利润增速为 5.39%，相比 2018H1 下降 1.05 个百分点，主要由于带量采购影响，信立泰等公司受药品价格大幅下降影响影响整体板块净利润增速。整体扣非归母净利润增速为 5.89%，相比 2018H1 下降 0.64 个百分点。

扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 13.39%，高于 2018 年上半年 0.87 个百分点，归母净利润增速为 2.39%，高于 2018 年上半年 1.60 个百分点，扣非净利润增速为

4.97%，低于 2018 年上半年 0.06 个百分点。

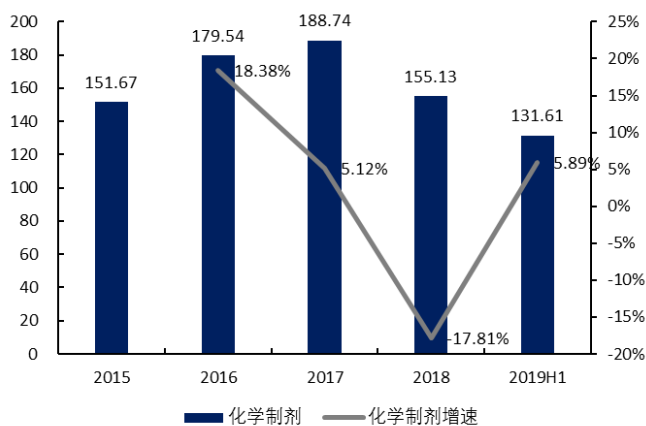
图 15: 化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

图 17: 化学制剂子行业扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

图 19: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)

图 16: 化学制剂子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

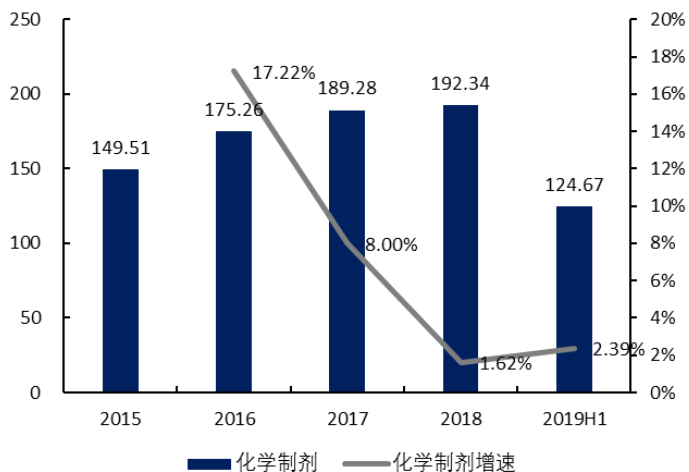
图 18: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业销售收入情况 (亿元)



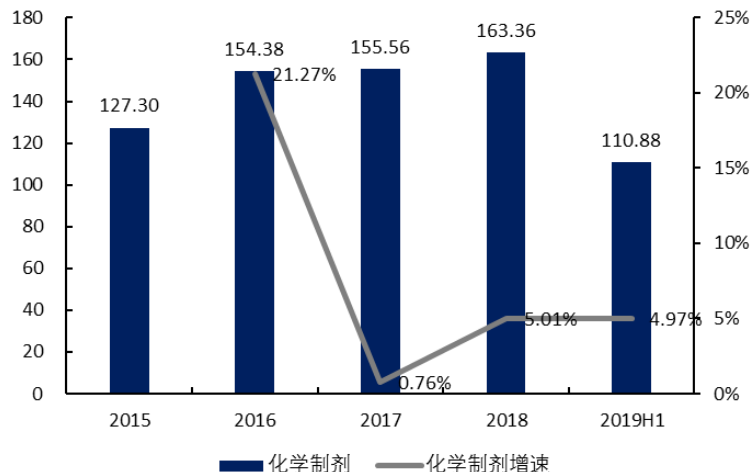
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录

图 20: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学制剂子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录



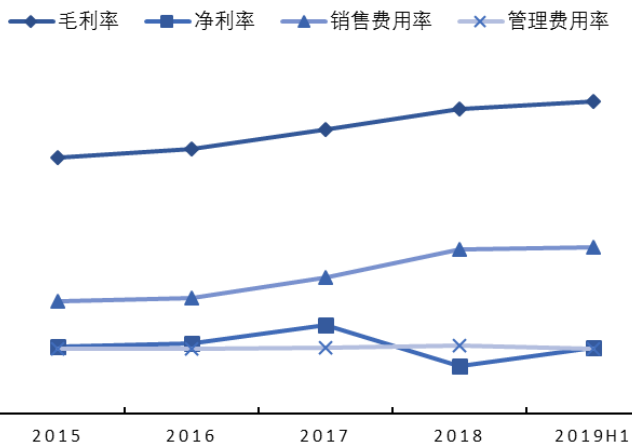
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录

化学制剂板块 2019 年上半年毛利率为 54.86%，相比 2018 年全年增长 1.23 个百分点；净利率 11.50%，相比 2018 年全年增长 3.14 个百分点；销售费用率为 29.23%，相比 2018 年全年增长了 0.38 个百分点；管理费用率（含研发费用）为 11.26%，相比 2018 年全年下降了 0.71 个百分点。行业毛利率提升主要受两票制全面推行影响，公司药品低开转高开，2018 年上半年尚未完全实施。药企由于构建销售自营体系，销售费用率开始提升，相比传统药品代理商，药企在规模效应以及营销体系上仍有较大差距，因此营销效率仍有不断提升的空间。

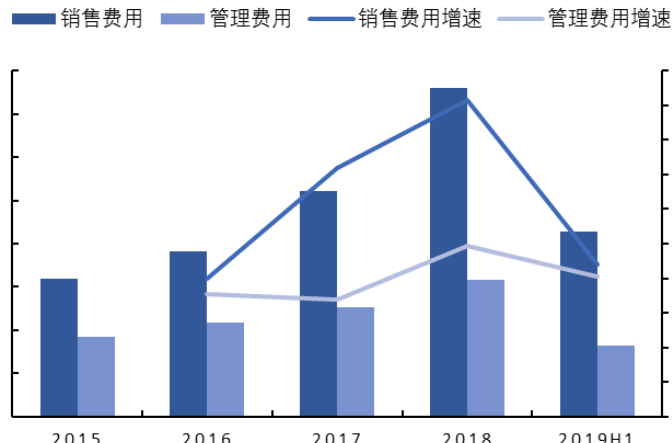
2019Q2 毛利率为 55.57%，高于去年全年 1.94 个百分点，净利率 11.62%，相比去年全年上升 3.26 个百分点，销售费用率为 29.96%，高于去年全年 1.11 个百分点，管理费用率（含研发费用）为 11.35%，低于去年全年 0.63 个百分点。

图 21: 化学制剂行业毛利率&净利率以及费用率情况

图 22: 化学制剂行业费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 57 家样本公司, 选取情况详见附录

化药板块中，以恒瑞、华东为代表的龙头白马，2018 年扣非增速保持在 20% 以上，

**增长稳健。**其中恒瑞受益于 19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇陆续上市以及重磅品种 PD-1 预期年内上市，未来几年公司有望持续高增长，而华东医药 2019H1 研发费用 4.62 亿元，同比增长 75.17%，公司着力转型。

**辅助用药影响持续，产品结构调整有待加速。**复星医药、丽珠集团受到辅助用药影响，增速有所下滑，小牛血清、参芪扶正注射液等样本医院上半年同比下滑超过 20%，随着二线品种以及研发管线不断丰富推进，未来有望逐步恢复。科伦药业业绩受益于川宁 2 期投产，原料药大幅增厚业绩，在大输液业务毛利率稳步提升、制剂板块布延伸、研发管线上市品种逐步增多的情形下，公司不断完成产业升级过程，带量采购等方案对于公司以及华海药业这类产品批文多、销售能力有待提升的药企而言，有望加快市场推广实现产业升级。

**医保受益品种放量显著，寻找后续增长动力成重点。**精麻类细分龙头恩华药业右美托咪定受益于新进医保目录叠加新一轮药品招标影响，保持高增长，带动公司业绩高速增长，康弘药业康柏西普同比增速 26.8%，随着药品销售体量增大，公司急需加强产品布局。

**带量采购成双刃剑，产品储备+研发创新成为药企主要方向。**随着带量采购推进，化药板块尤其是以仿制药为主的药企面对大幅降价的压力，我们认为小型药企有望通过短期降价迅速切入，但考虑到药品空间下降以及生存周期缩短，注重产品储备提升企业造血能力，加强创新研发提升产品竞争力是药企重点发展方向。

### 3.2. 中药板块整体承压，东阿阿胶、云南白药等传统龙头增速下滑拖累板块

中药子版块受到行业政策影响较大，在 2019 年 H1 和 Q2 业绩增速下滑，显著低于去年同期水平。其核心原因为中药子版块在 2018 年多项原因推动下，2018 年 H1 的业绩基数较高。其中，1) 医院端销售受到两票制、招标降价、取消药品加成、抑制辅助用药等政策影响，以及“低开转高开”导致 2018 年 H1 的基数较大；2) 2018 年流感等因素为 OTC 行业的增长提供了充足的动力，导致整体基数扩大，对 2019 年 H1 的版块增长放缓。

#### 1) 中药子版块 2019 年 H1 和 Q2 的增长情况整体弱于 2018 年同期。

2019 年中药子行业全部 70 家公司实现销售收入 1648.45 亿元，同比增长 11.54%；扣除事件影响外，中药子行业全部 66 家公司实现销售收入 1611.98 亿元，同比增速 12.40%。中药子版块整体增速低于 2018 年同期水平。

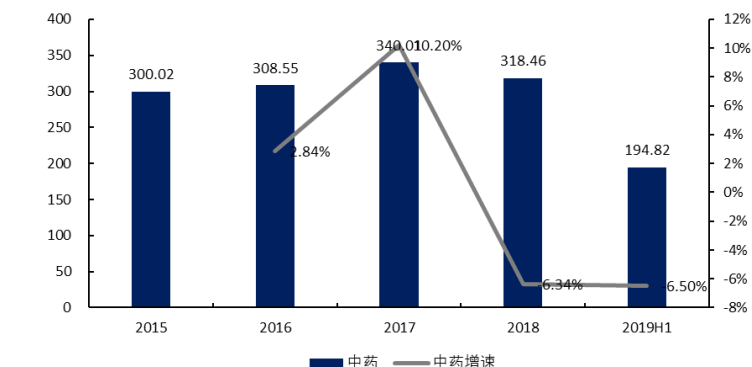
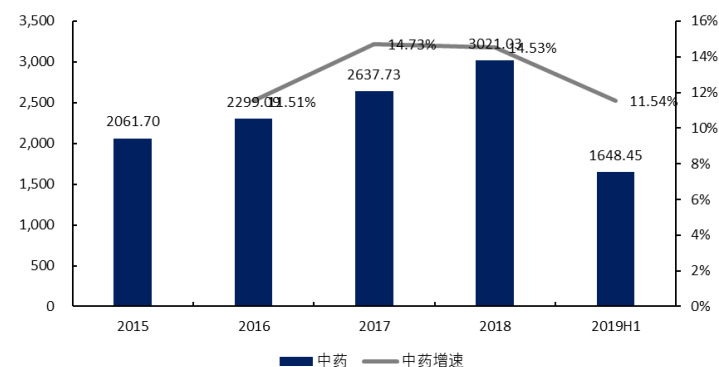
全部中药企业整体归母净利润和扣非净利润增长稳定，分别达到 194.82 亿元和 159.92 亿元，同比增长分别为-6.50%和-13.17%；扣除事件影响外，66 家中药公司归母净利润和扣非净利润分别为 190.13 亿元和 155.78 亿元，同比增速分别为-5.33%和-

12.02%，低于 2017 年同期水平。整体行业受到几个龙头公司负增长的影响明显，其中东阿阿胶和云南白药 2019 年 H1 的扣非净利润增速分别为-81.55%和-19.95%，对行业影响较大。

2019 年 4-6 月，中药子行业同比和环比增速均有所提高，但整体不及 2018 年同期水平。2019 年 Q2 中药子行业整体收入、归母净利润和扣非净利润分别为 808.17 亿元、88.52 亿元和 70.71 亿元，分别同比增长 7.14%、-17.74%和-20.85%；扣除事件影响外的标的合计收入、归母净利润和扣非净利润分别为 789.47 亿元、86.02 亿元、68.47 亿元，同比增速分别为 8.21%、-16.80%和-19.71%，明显低于 2018 年同期水平。

图 23: 中药子行业销售收入情况 (亿元)

图 24: 中药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

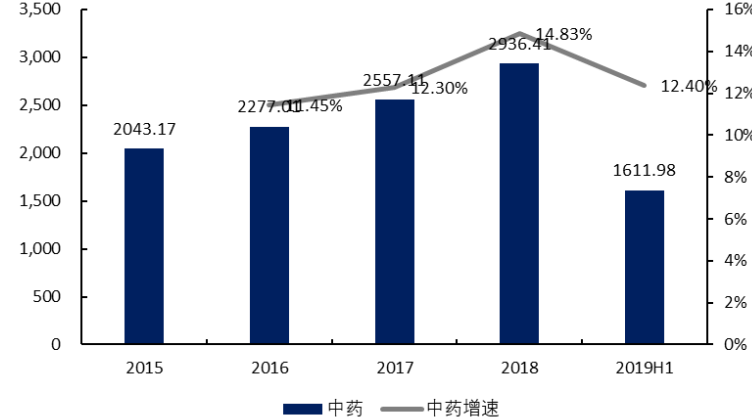
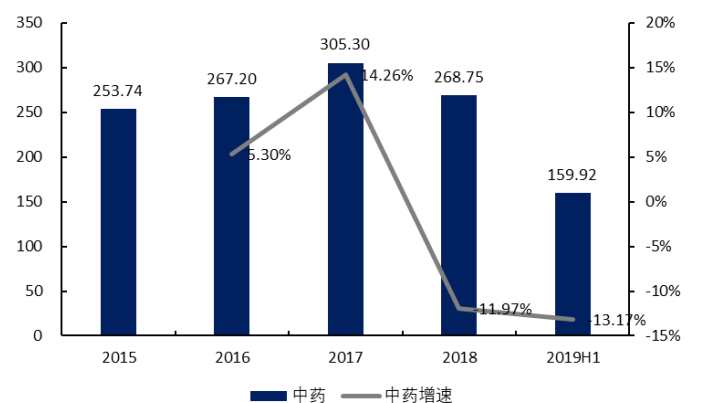
备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

图 25: 中药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

图 26: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

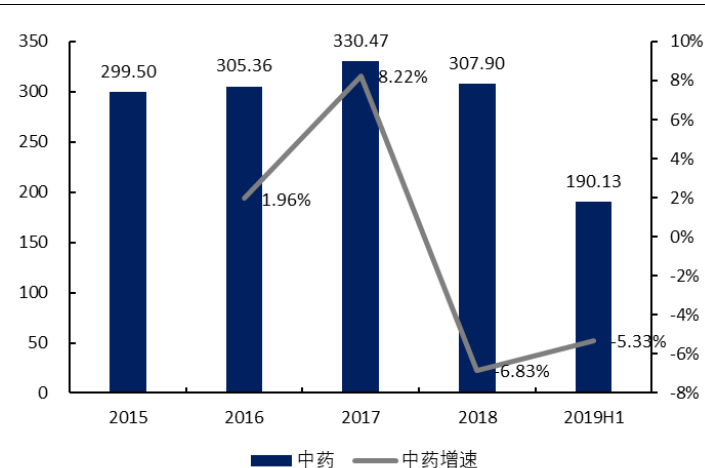
备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

图 27: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归母净利润情况 (亿元)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

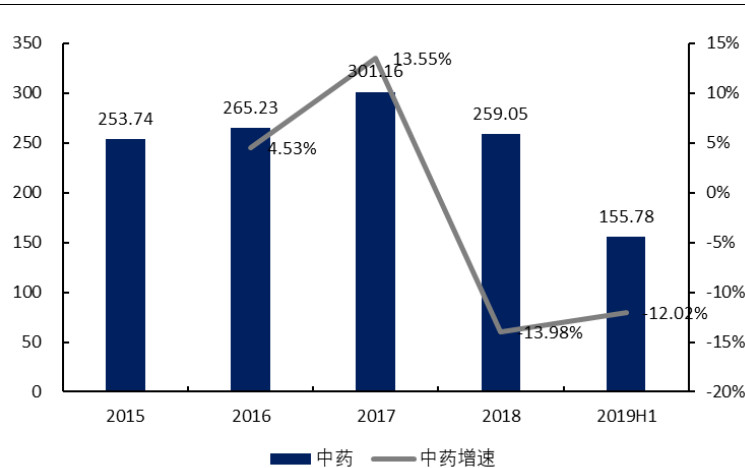
备注: 66 家样本公司, 选取情况详见附录

图 28: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的中药子行业归扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 66 家样本公司, 选取情况详见附录



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 66 家样本公司, 选取情况详见附录

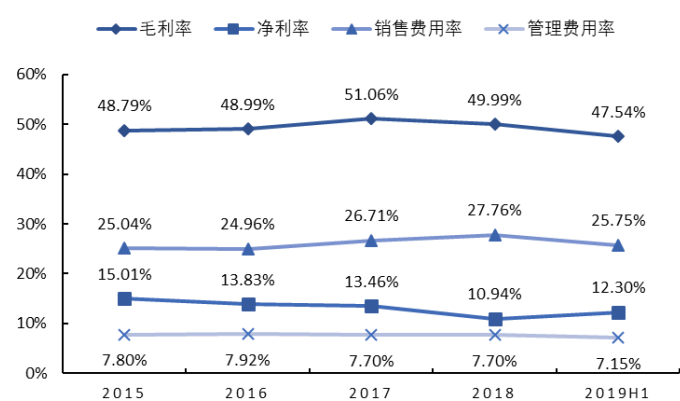
### 2) 中药子行业 2019 年 H1 的毛利率略有下滑, 净利率延续 Q1 的态势

中药子行业 2019 年 H1 的毛利率略有下滑, 净利率则延续 Q1 的态势。2019 年 H1 的毛利率为 47.54%, 低于 2018 年 49.99% 的毛利率; 净利率为 12.30%, 好于 2018 年 10.94% 的水平, 整体上延续了毛利率稳定, 净利率提升的趋势。2019 年 Q2 中药子板块的毛利率和净利率分别 47.94% 和 11.46%, 同比略有提升。

销售费用和管理费用增速明显下滑, 带动费用率呈现下降趋势。2019 年 H1 的销售费用率和管理费用率 (含研发费用的同比口径) 分别为 25.75% 和 7.15%; 2019 年 Q2 的销售费用率和管理费用率分别为 26.52% 和 7.20%, 相对去年同期, 整体趋势略有下降。

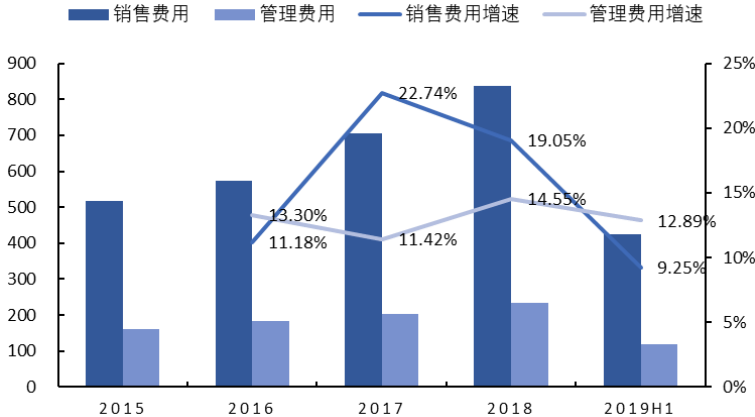
图 29: 中药行业毛利率&净利率以及费用率情况

图 30: 中药行业费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 70 家样本公司, 选取情况详见附录

### 3.3. 疫苗与血液制品均起底回升, 带动生物制品板块业绩增长

生物制品中, 血液制品行业在经历 2017 年及 2018 年的去库存后, 自 2019 年上半年迎来增长。2017 年随着“两票制”的影响, 血液制品板块渠道库存压力增加, 使得行业增速放缓。随着 2017 年下半年及 2018 年的库存消化, 2019Q1 行业实现触底回升,

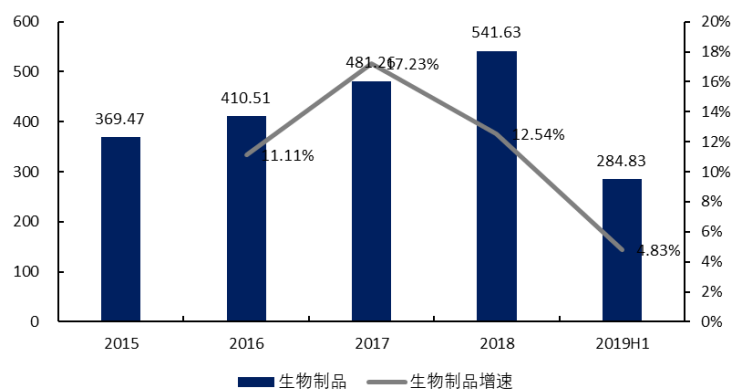
重拾增长。

随着7月份“疫苗事件”的爆发，疫苗板块整体批签发进度放缓，2018年下半年国产二类疫苗企业增速均有所下滑。2019H1事件带来批签发进度放缓的情况仍然存在，我们草根调研亦发现终端市场疫苗产品供不应求现象严重。我们认为，随着下半年《疫苗法》的颁布，疫苗的批签发进度将恢复正常水平，疫苗行业增速将快于上半年。

生长激素行业仍然维持快速增长。2019年一季度，根据草根调研，我们认为行业增速在45%以上。二季度新患入组增速仍然良好，我们推测在40%以上。生长激素板块的快速增长推动长春高新和安科生物的快速增长。同时我武生物所在的脱敏领域随着企业的学术推广实现了稳定增长。这些企业的放量均贡献了生物制品企业的快速增长。

2019H1生物制品子行业销售收入实现增长4.8%，扣除并表以及事件影响外，收入增速达到32.9%。扣非净利润由于新股上市等因素影响，其增速为147.0%。疫苗行业的回暖，血液制品行业好转，且长春高新、我武生物等公司的快速放量增长，带动扣除并表利润增速在27.5%。

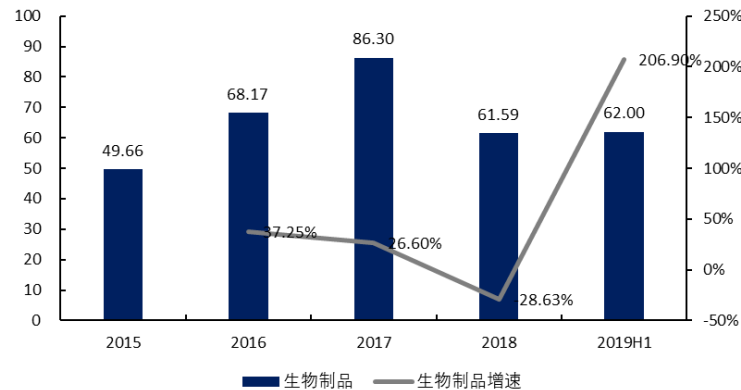
图 31: 生物制品子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 27家样本公司, 选取情况详见附录

图 32: 生物制品子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

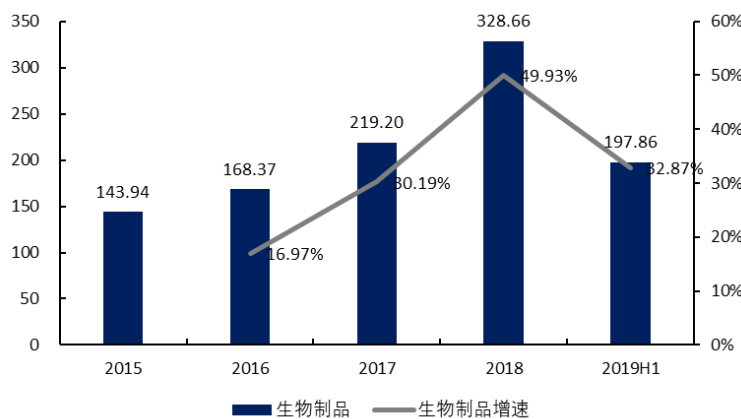
备注: 27家样本公司, 选取情况详见附录

图 33: 生物制品子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

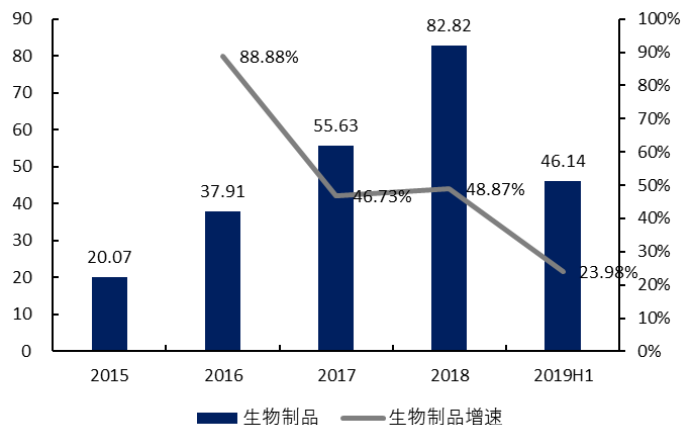
图 34: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注：27 家样本公司，选取情况详见附录

图 35：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业归母净利润情况（亿元）

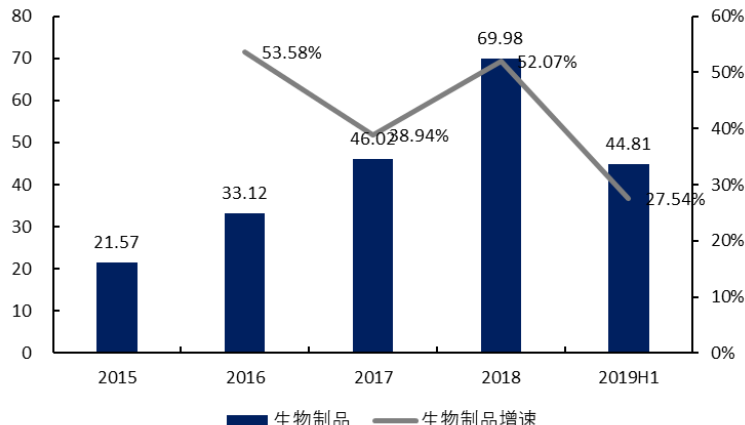


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：18 家样本公司，选取情况详见附录

备注：18 家样本公司，选取情况详见附录

图 36：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品子行业扣非净利润情况（亿元）

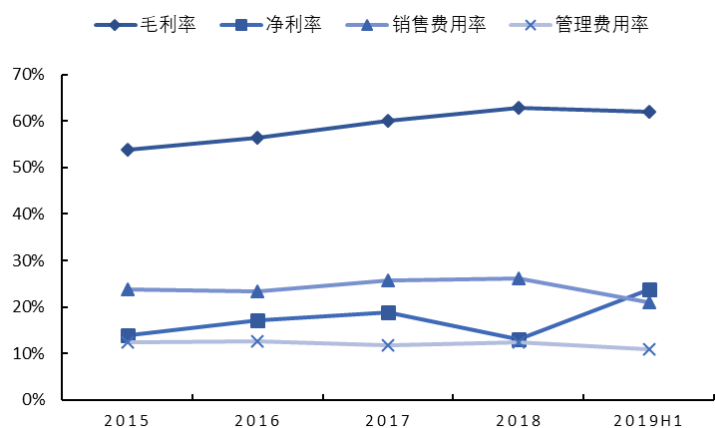


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：18 家样本公司，选取情况详见附录

由于 2017 年开始推行的两票制，致使疫苗企业以外的生物制品企业逐步开始“低开转高开”，因此可以看出 2018 年企业整体毛利率出现上升。政策推行完毕，使得 2019H1 整体毛利率维持在 2018 年的水平。由于一些标的事件影响非经常性损益加大，整体净利率下滑明显。

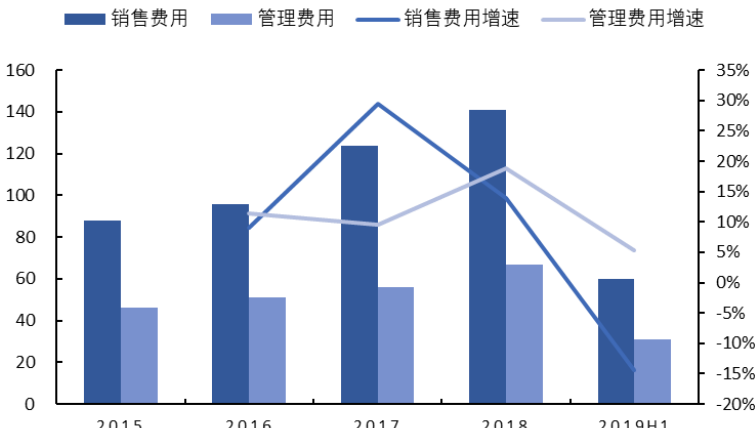
图 37：生物制品子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：27 家样本公司，选取情况详见附录

图 38：生物制品子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：27 家样本公司，选取情况详见附录

### 3.4. 医疗服务依旧是景气度最高的子行业，增速受到国际医学、美年健康影响失真较大

2019H1，医疗服务板块收入同比增长 2.04%，归母净利润同比下滑 90.66%，扣非归母净利润下滑 23.68%。收入端明显放缓主要受到国际医学剥离零售业务影响较大。利润



端较 2018 年改善明显，主要系 2018 年年末多家上市公司计提巨额商誉减值。

我们剔除一次性重大事件影响的 7 个标的后，医疗服务行业实现收入同比增长 25.11%，净利润增长 7.83%，扣非净利润增长 19.97%。行业增速受到美年健康事件影响，拖累较为明显。若不考虑美年健康，行业收入增速、净利润增速、扣非净利润增速分别达到 35.96%、21.36、45.42%，表现出强劲增长。

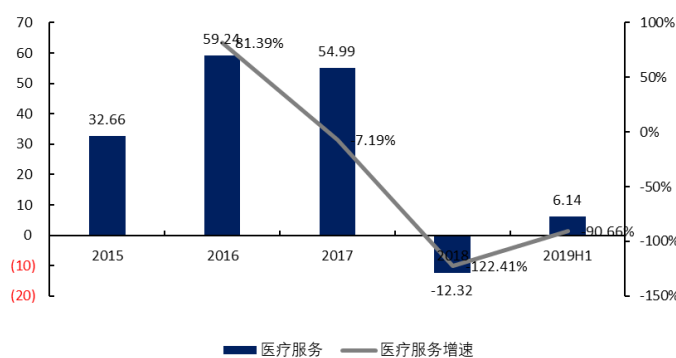
图 39: 医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

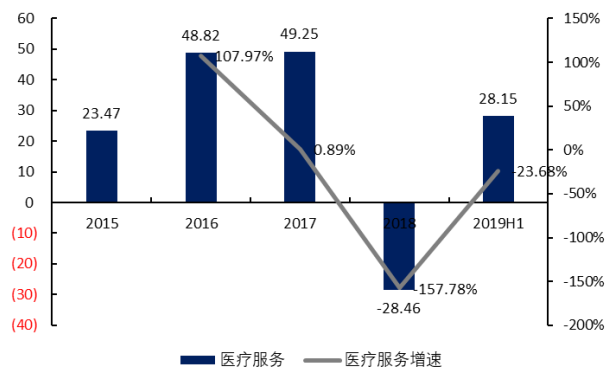
图 40: 医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 41: 医疗服务子行业扣非归母净利润情况 (亿元)

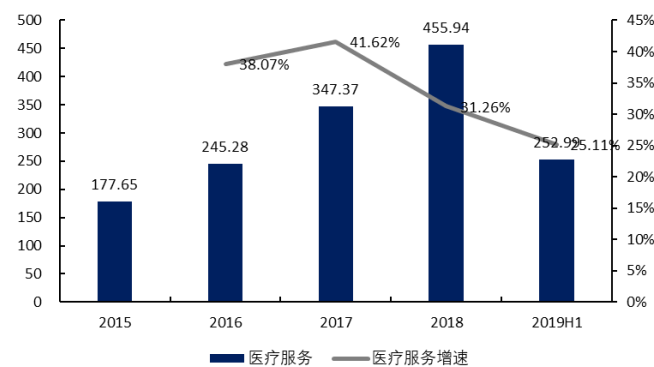


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 43: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业归母净利润情况 (亿元)

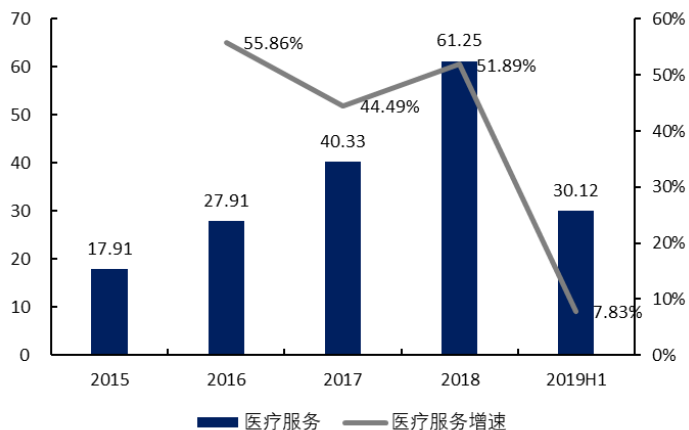
图 42: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 12 家样本公司, 选取情况详见附录

图 44: 剔除事件对公司造成一次性重大影响后的医疗服务子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 12 家样本公司, 选取情况详见附录

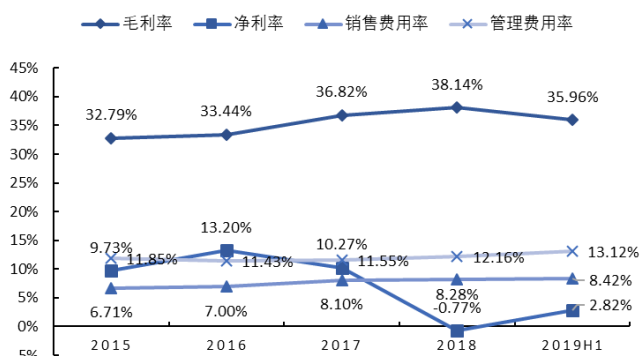


数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 12 家样本公司, 选取情况详见附录

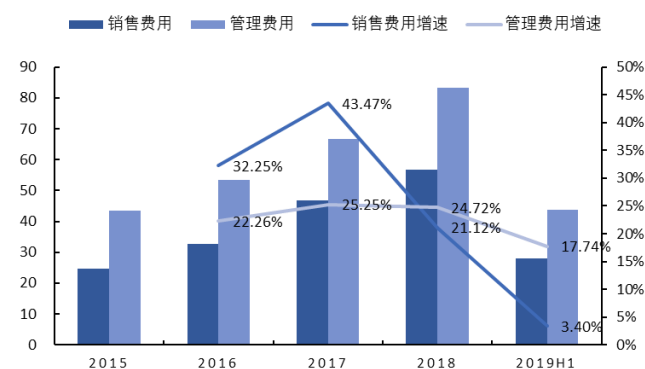
2019H1, 医疗服务行业毛利率 35.96%, 净利率 2.82%, 较 2018 年略有提升。管理费用同比增长 17.74%, 销售费用同比增长 3.4%, 基本维持平稳增长。2019H1, 行业平均管理费用率 13.12%, 销售费用率 8.42%。

图 45: 医疗服务子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况

图 46: 医疗服务子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录



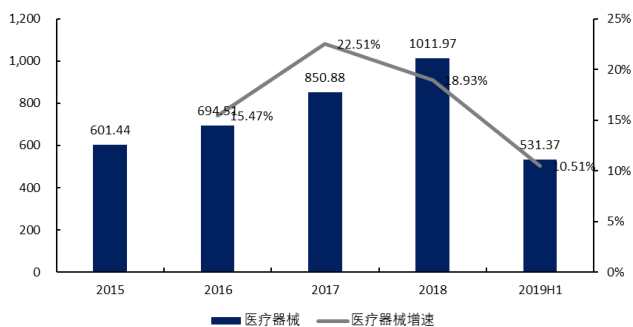
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

### 3.5. 医疗器械上市公司呈现保持 20% 左右稳健增长, 但整体略差于 2018 年同期水平

医疗器械子版块的核心逻辑在于通过不断地外延发展和内生的产品创新和产品跌点, 获取更多的产品、技术、市场份额等优势。整个板块在经历了 2015 年的业绩低谷后, 通过“内生+外延”的发展模式, 逐渐恢复活力, 2019 年 H1 延续 2018 年以来的增长趋势, 虽然整体增速略差与 2018 年同期, 但依然保持了 20% 左右的高速增长。

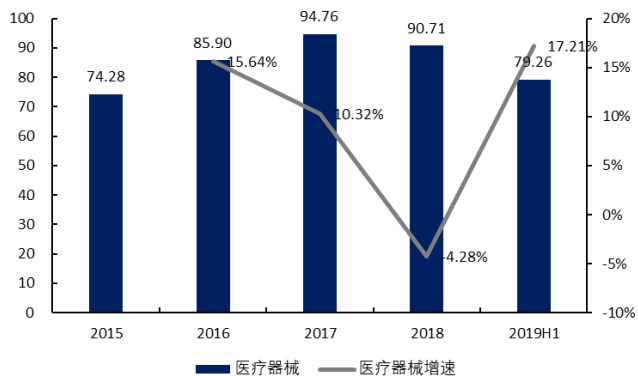
图 47: 医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)

图 48: 医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)

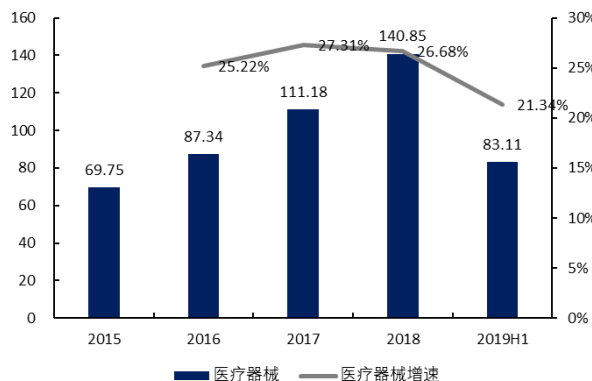


数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 60 家样本公司, 选取情况详见附录

图 49: 医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)



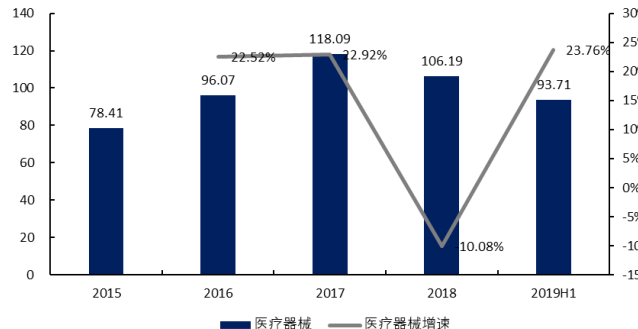
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 60 家样本公司, 选取情况详见附录  
图 51: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业归母净利润情况 (亿元)



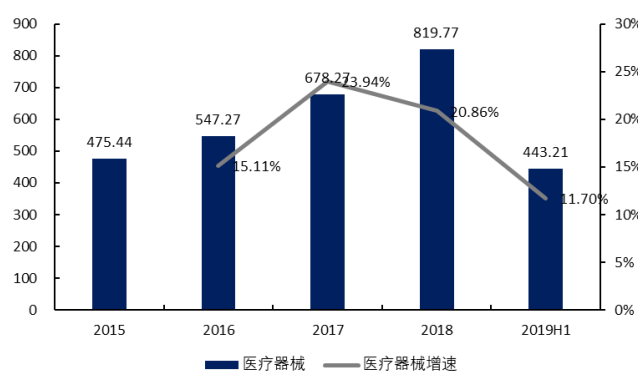
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录

1) 剔除事件影响后的 50 家医疗器械公司业绩增加 21.34%。

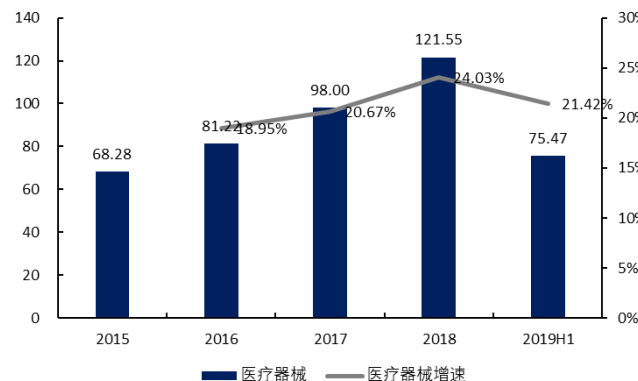
2019 年 H1 医疗器械子行业 (60 家标的公司) 合计实现销售收入 531.37 亿元, 同比增长 10.51%; 扣除受事件影响的标的, 50 家标的公司合计实现收入增速达到 443.21



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 60 家样本公司, 选取情况详见附录  
图 50: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录  
图 52: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医疗器械子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 50 家样本公司, 选取情况详见附录

亿元，同比增长 11.70%，均低于去年同期水平。但 2019 年 H1 医疗器械子板块归母净利润和扣非净利润保持高速增长，分别为 23.76%和 17.21%。低于去年水平的主要原因是中珠医疗、新华医疗、和佳股份等部分企业有资产整合和减值等因素所致；扣除事件影响外，50 家标的公司的归母净利润和扣非净利润合计分别为 83.11 亿元和 75.47 亿元，同比分别增长 21.34%和 21.42%，保持了高速增长的水平。

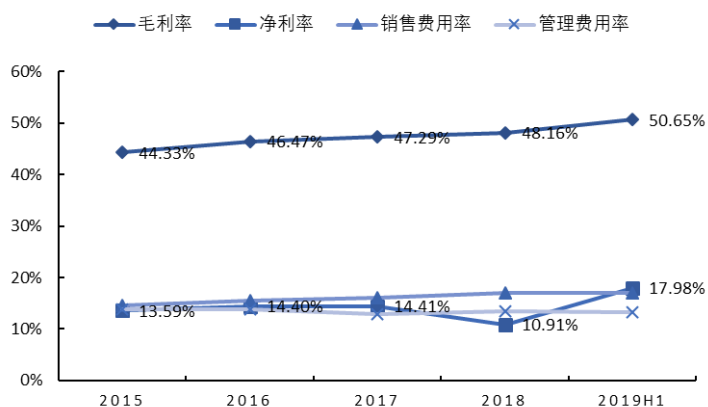
2019 年 Q2，医疗器械子行业整体增速环比有所下降，收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 8.87%、16.39%和 18.94%；扣除事件影响外，收入、归母扣非净利润增速分别为 9.17%、20.03%和 21.16%，医疗器械子行业整体增速对比去年同期水平略有下滑。

## 2) 医疗器械子行业毛利率和净利润均有所提升。

伴随着产品升级和外延发展，医疗器械行业的毛利率稳步上升，2019 年 H1 毛利率和净利率分别为 50.65%和 17.98%，较 2018 年同期水平稳步提升。2019 年 Q2 的毛利率和净利率环比也有提升，分别为 51.08%和 18.47%，好于去年同期水平，也好于 2019 年 Q1 水平。

医疗器械样本公司合计销售费用和管理费用在 2019 年 H1 的增速得到有效控制，驱动整体费用率水平处于下降趋势。2019 年 H1 和 Q2 销售费用率分别为 17.02%和 17.05%；管理费用率（含研发费用的同比口径）分别为 13.34%和 13.44%。

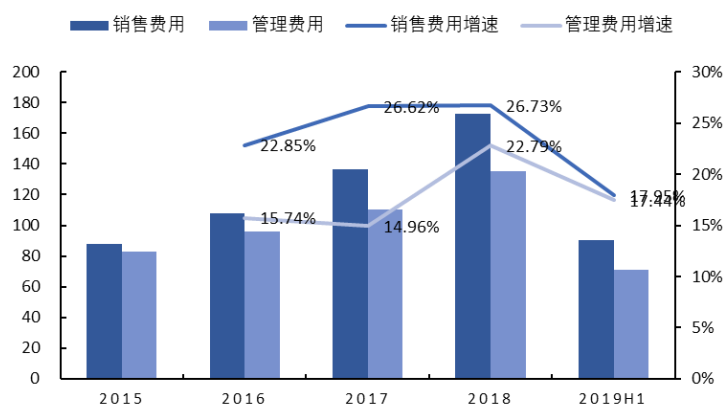
图 53: 医疗器械子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：60 家样本公司，选取情况详见附录

图 54: 医疗器械子行业销售费用及管理费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

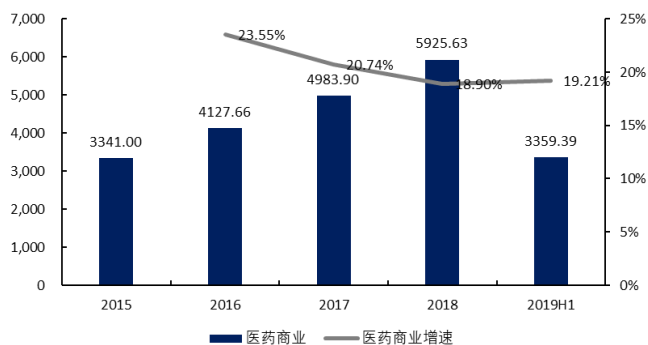
备注：60 家样本公司，选取情况详见附录

## 3.6. 医药商业板块经营指标逐渐好转，集中度提升后龙头规模和盈利能力均有所提高

2019H1，医药商业子行业各项指标有所好转。收入、归母净利润及扣非归母净利润增速分别为 19.21%、7.45%、6.71%，利润指标失真与部分公司计提商誉减值有关。商业板块毛利率 14.01%，与 2018 年基本持平。净利率 3.14%，较 2018 年提升 0.09%，主要

来自销售费用率和管理费用的降低。目前两票制已在全国实施，医药商业企业经历集中度提升后，龙头市场规模逐渐扩大，受益于集中度提升带来的规模及盈利能力的提升。

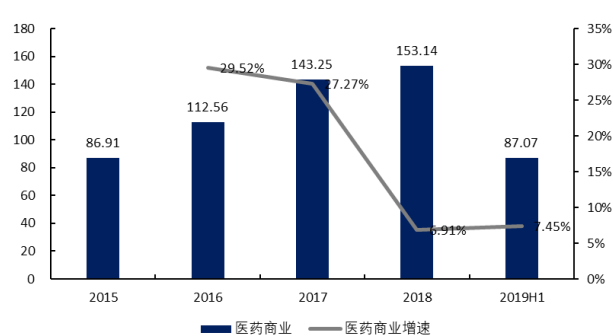
图 55: 医药商业子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 56: 医药商业子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 57: 医药商业子行业扣非归母净利润情况 (亿元)

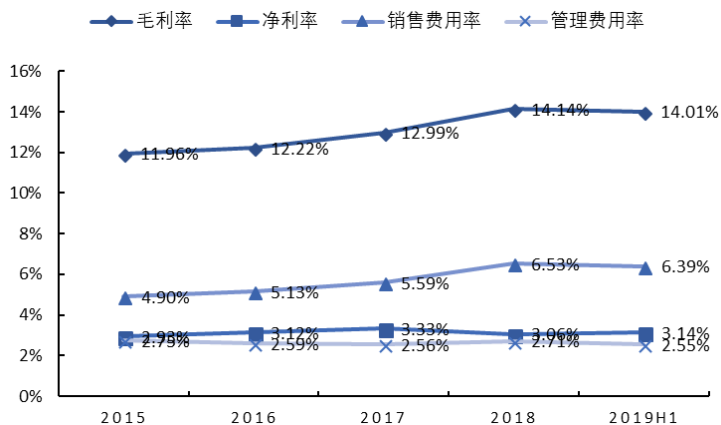


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

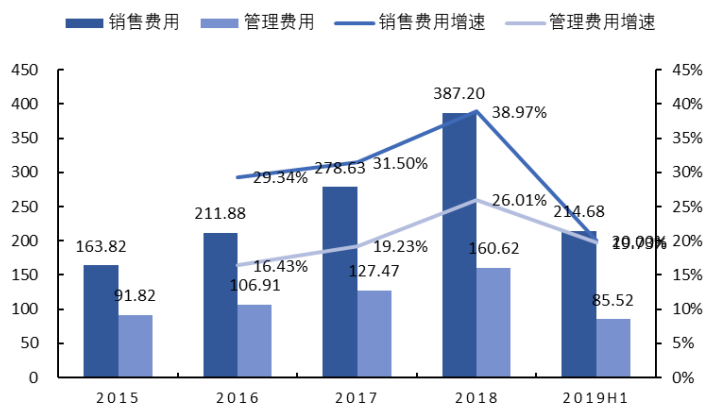
图 58: 医药商业子行业毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况

图 59: 医药商业子行业销售费用及管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

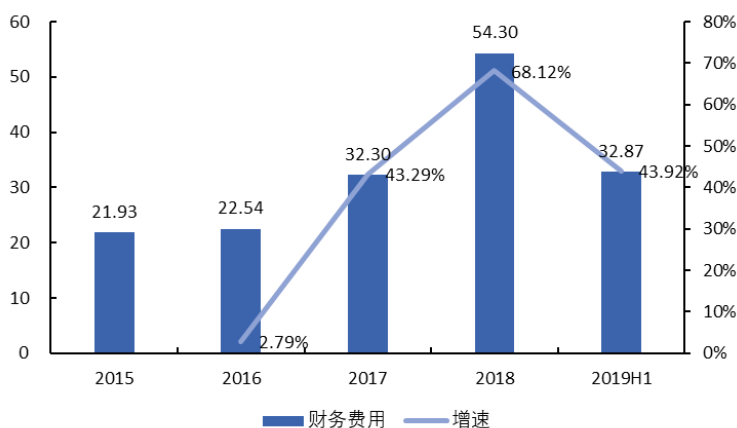
备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

图 60: 医药商业子行业财务费用情况 (亿元)

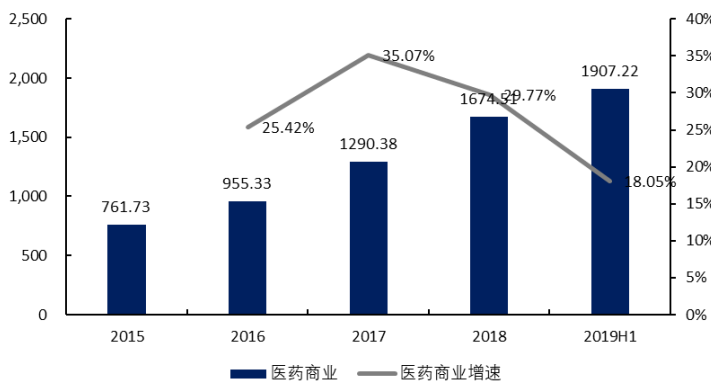


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 25 家样本公司, 选取情况详见附录

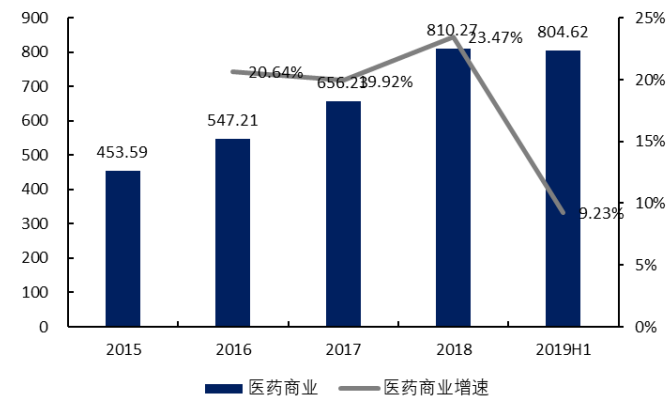
医药商业板块应收账款明显改善, 同比增速 18.05%, 2018 年全年为 20.77%。库存增速也进一步降低, 同比增长为 9.23%, 实现了有质量的增长。

图 61: 医药商业子行业应收账款情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 62: 医药商业子行业库存情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

备注：25 家样本公司，选取情况详见附件

### 3.7. 环保政策持续影响化学原料药供给，2019H1 价格回落

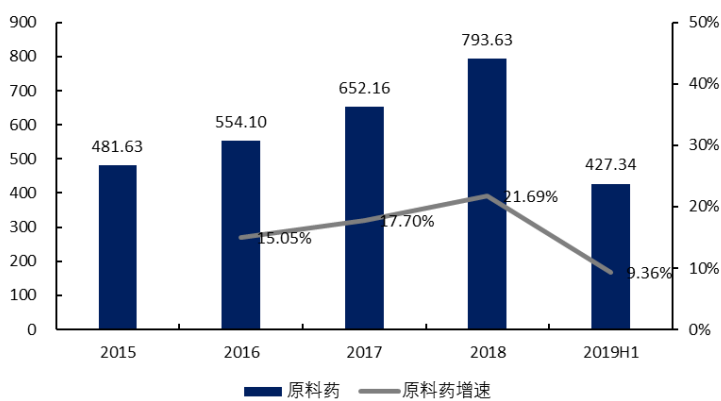
化学原料药子行业在 2017 年以来受到环境监管以及相关生产政策趋严，导致生产端去落后产能明显，带动维生素（VA、VE、泛酸钙等）等原料药价格上涨，驱动行业在 2018 年进入周期性的盈利高点，2019 年随着行业监管略有松动，企业整顿基本完成，价格逐步下降。

2018 化学原料药子行业迎来明显增长，2019 年逐步回落。2019H1 销售收入实现增长 9.36%，相比 2017H1 下降 9.38 个百分点；扣除并表以及事件影响外，收入增速达到 9.33%，低于去年同期 11.20 个百分点。

整体归母净利润呈现下滑，2019H1 下降 5.63%，相比 2018H1 下降了 33.89 个百分点；扣除并表以及事件影响外，归母净利润下降 11.48%，相比 2018H1 下降 49.65 个百分点。

整体扣非净利润 2019H1 下降 17.42%，相比 2018H1 下降了 39.31 个百分点；扣除并表以及事件影响外，扣非净利润下降 16.06%，相比 2018H1 下降了 51.52 个百分点。

图 63: 化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)

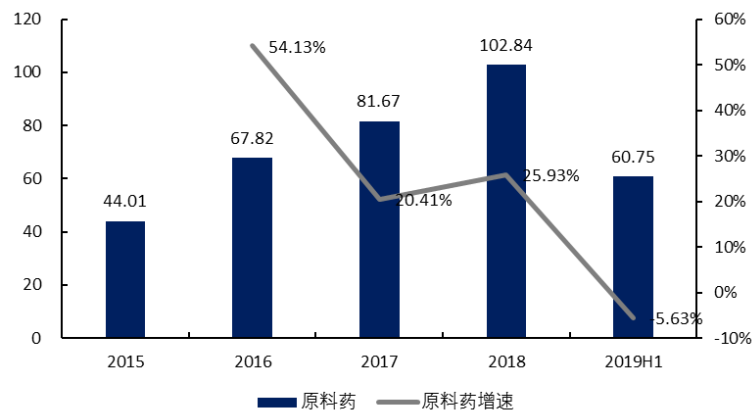


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附件

图 65: 化学原料药子行业扣非归母净利润情况 (亿元)

图 64: 化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：30 家样本公司，选取情况详见附件

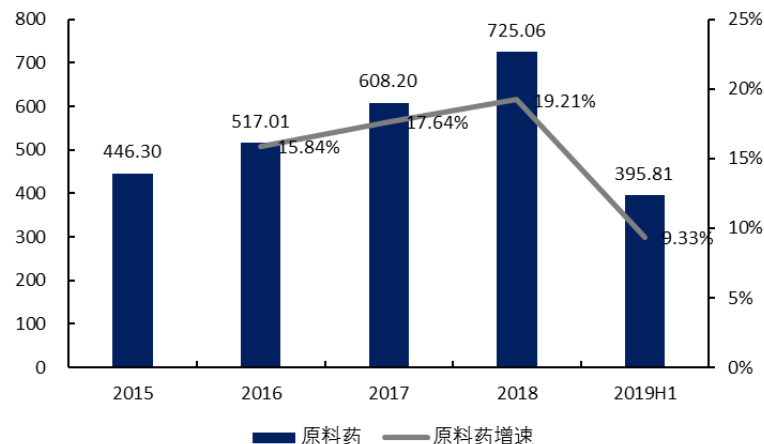
图 66: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 30 家样本公司, 选取情况详见附录

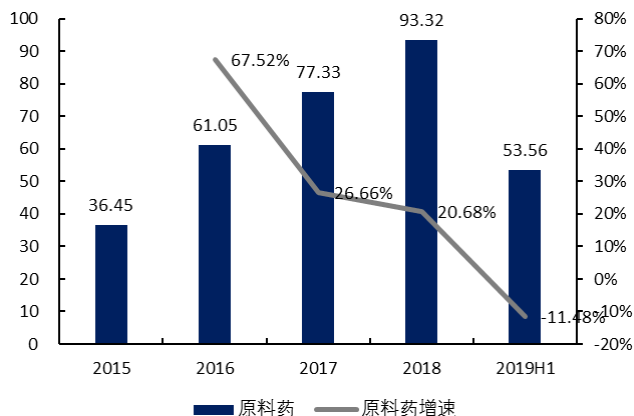
图 67: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 27 家样本公司, 选取情况详见附录

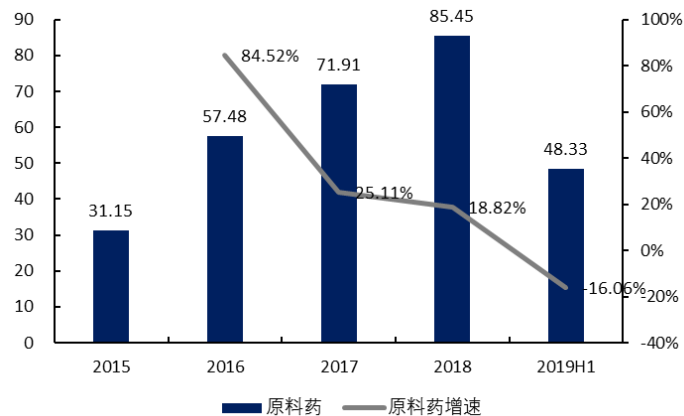
图 68: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的化学原料药子行业扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 27 家样本公司, 选取情况详见附录

图 69: 原料药行业毛利率、净利率及费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

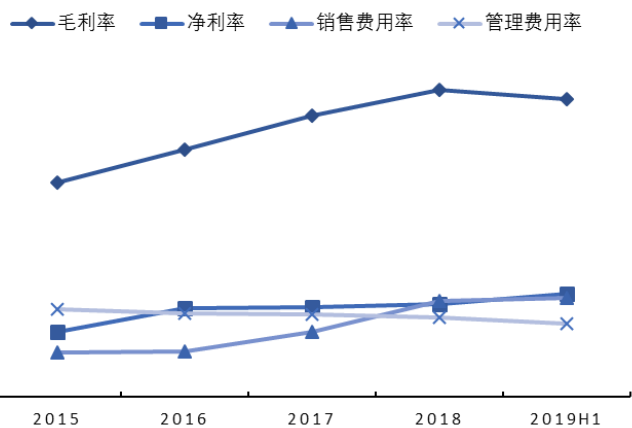
备注: 27 家样本公司, 选取情况详见附录

图 70: 原料药行业费用情况 (亿元)

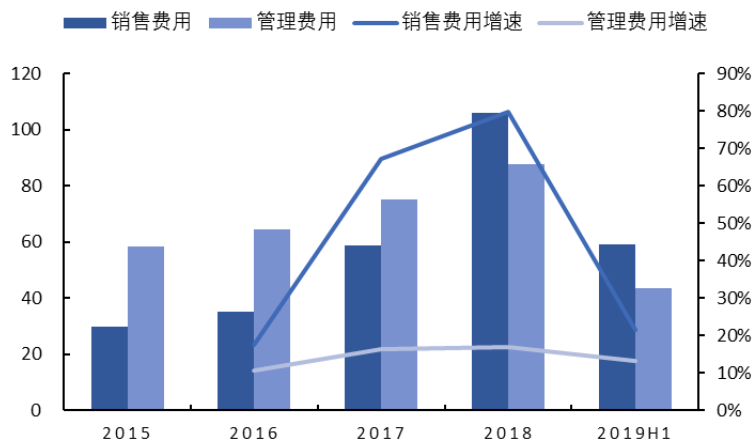
2019H1 毛利率为 41.32%，相比 2018 年全年下降 1.23 个百分点；净利率 14.26%，相比 2018 年全年上升 1.36 个百分点；销售费用率为 13.80%，相比去年全年增长了 0.48 个百分点；管理费用率（含研发费）为 10.20%，相比 2018 年全年下降 0.86 个百分点。

2019Q2 毛利率为 41.86%，相比 2018 年全年下降 0.70 个百分点；净利率 15.00%，相比 2018 年全年上升 2.10 个百分点；销售费用率为 13.38%，相比 2018 年全年增长了 0.05 个百分点；管理费用率（含研发费用）为 10.29%，相比 2018 年全年下降 0.77 个百分点，基本持平。2018 年行业毛利率提升主要受到环保趋严，落后产能淘汰，供应端紧张导致原料药价格提高所致，提价带来的毛利增加大部分转化为净利润，2019 年价格有所滑落，因此毛利率下滑。销售费用率的提升除了由于整体销售增加，部分原料药企业的制剂业务发展大力建设销售渠道也一定程度上提高了销售费用率。





数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 30 家样本公司, 选取情况详见附录



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
备注: 30 家样本公司, 选取情况详见附录

## 4. 创新药产业链和医药自主消费领域增长迅速, 继续领跑

### 4.1. 带量采购加速药企转型, 创新药企及 CRO 企业盈利能力凸显

带量采购大幅降低仿制药盈利能力, 随着后续品种扩增以及各省价格联动, 仿制药企业经营压力将不断增加。因此, 积极转型致力于创新药研发成为药企重要转型方向, 同时, 由于大部分药企研发基础薄弱, 科创板推行增加了研发型药企的融资能力, 创新药产业链 CRO 药企将直接受益。

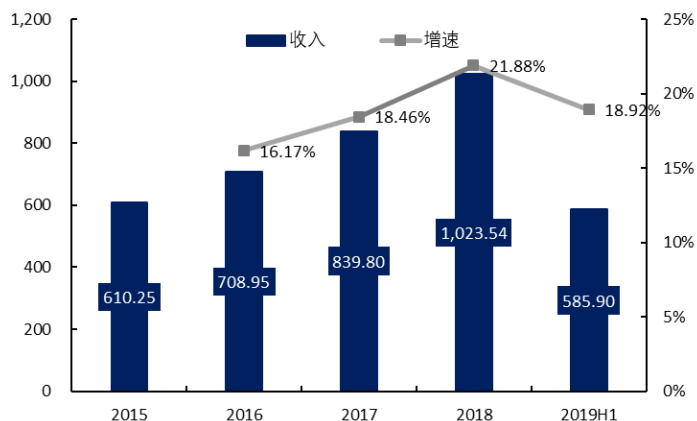
#### 1) 创新药——盈利能力高, 在研产品丰富, 研发投入大

仿制药持续价格承压背景下, 创新研发成为药企重拾竞争力的重要手段。我们选取着力于创新药研发的企业进行研究, 样本标的包括: 恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、康弘药业、贝达药业、科伦药业等。

2019H1 创新药行业上市公司收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 18.92%、13.31%和 11.95%, 行业的收入和扣非净利润增速同比略有下滑, 主要受所选标的公司的仿制药品种收到招标降价影响。

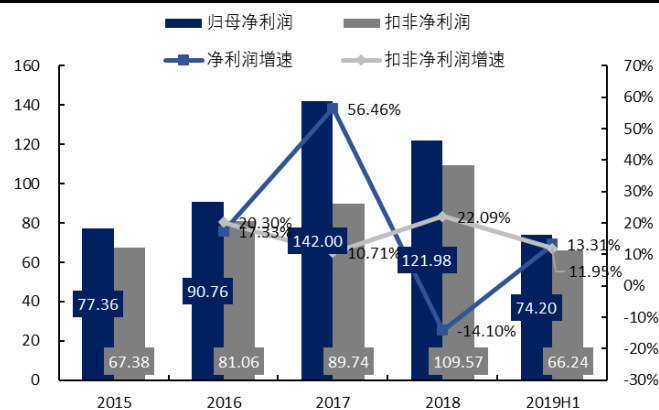
图 71: 创新药企销售费用情况 (亿元)

图 72: 创新药企净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：7家样本公司，选取情况详见附录

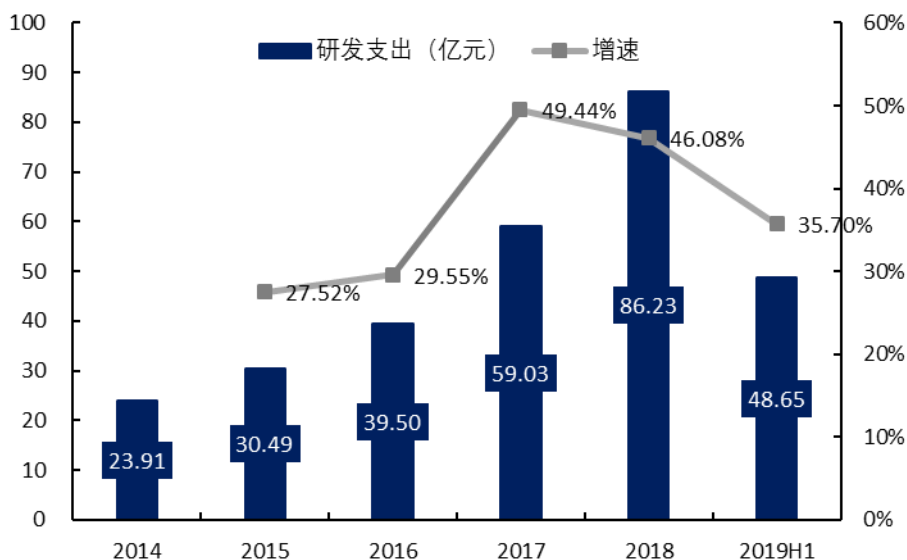


数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：7家样本公司，选取情况详见附录

创新药企持续加大研发投入，去年同比增长达到 46.08%，2019H1 增速也维持在 35.70%，包括恒瑞药业、复星医药、华东医药等。随着临床 III 期项目增多，开展新药研发项目增加，研发投入持续加大，而整体创新药企净利润增速仍然维持较高水平，我们认为以恒瑞为首的创新药企正逐步踏入正轨，高研发创新投入将助力公司业绩不断提升。

图 73：创新药企研发支出情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：7家样本公司，选取情况详见附录

当前阶段创新药竞争力更强，药品定价方面更具优势，毛利率较高。由于创新药研发投入较大，因此创新药企费用率持续提升，为后续产品研发奠定基础。

## 2) CRO——创新产业链集中受益者

根据 Frost & Sullivan 的预测，2014 年-2018 年期间，全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%，2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元，CRO 行业将占整体研发投

入支出的 58.3%。

在国际制药企业研发外包往新兴国家转移，生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展，一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 行业实现跨越式发展。根据 Frost & Sullivan 预测，2016~2020 年期间我国 CRO 行业年复合增长率为 21%。

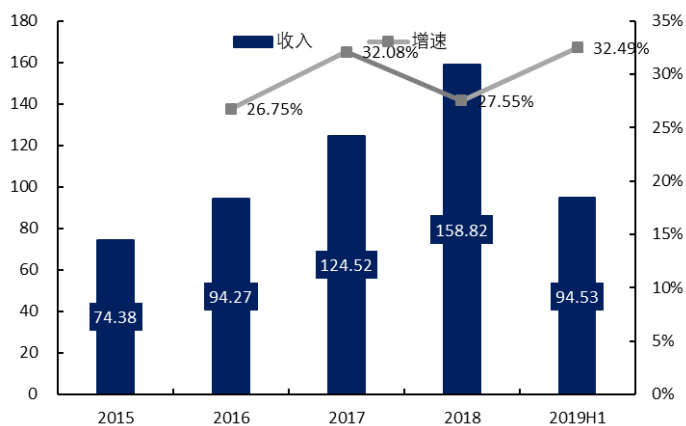
表 7: 国内 CRO 行业市场预测 (单位: 十亿美元)

国内市场	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
化学、制造和控制	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	1	1.2	1.4	1.7	2
临床前	0.7	0.9	1	1.3	1.5	1.9	2.3	2.7	3.2	3.9
临床	1.1	1.3	1.7	2.3	3.2	4.4	6	8	10.4	13.3
临床增速		18.2%	30.8%	35.3%	39.1%	37.5%	36.4%	33.3%	30.0%	27.9%
合计	2.1	2.6	3.3	4.2	5.5	7.3	9.5	12.1	15.3	19.1
合计增速		23.8%	26.9%	27.3%	31.0%	32.7%	30.1%	27.4%	26.4%	24.8%

数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

我们选取 CRO 行业 6 家公司分析 (药明康德、泰格医药、博济医药、药石科技、昭衍新药、康龙化成), 2019H1 收入同比增长 32.49%, 归母净利润、扣非归母净利润分别增长 -0.68%、26.96%。2019Q2 收入同比增长 34.44%, 归母净利润、扣非归母净利润分别增长 -14.88%、-1.14%, 主要因为 2018 年药明康德投资收益较高所致。随着创新药政策不断推进, 仿制药降价不断延续, 整体创新研发趋势确立, 作为创新药产业链不可或缺的一环, 整体 CRO 企业将持续受益。

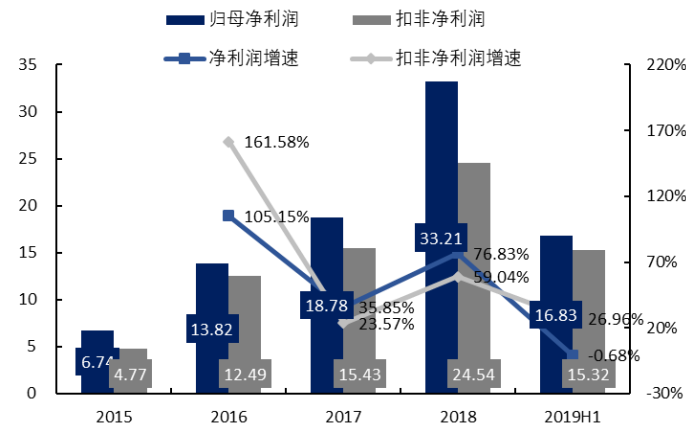
图 74: CRO 企业销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 6 家样本公司, 选取情况详见附录

图 75: CRO 企业净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 6 家样本公司, 选取情况详见附录

## 4.2. 医药自主消费升级类产品增速表现出较高的韧性

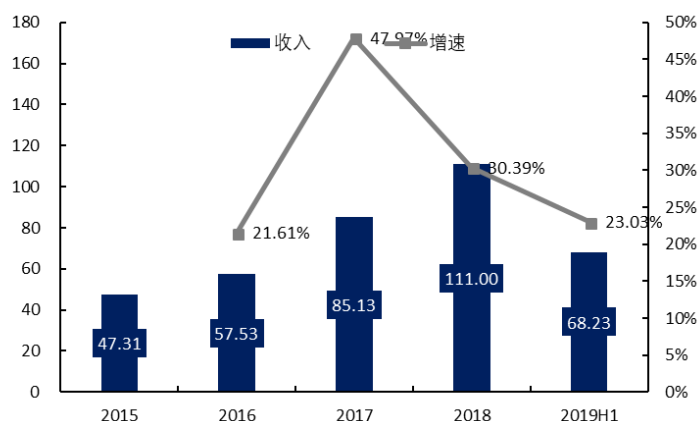
医药消费升级已经成为我国居民消费需求增长最快的组成部分。我们列举了 4 家具有典型消费升级产品的标的进行分析, 标的包括: 片仔癀、长春高新、我武生物、欧普康视。

标的产品具备共同的消费升级特点:

- 1) 产品单价高;
- 2) 产品使用人群少, 但适用人群广阔, 渗透率低;
- 3) 产品属于可选消费, 但其疗效显著, 具备一定的刚需属性。

医药自主消费类的公司主要以内生为主, 其需求驱动、产品驱动的属性十分明显。4家公司在2016年以来进入高速增长的爆发期, 其业绩表现靓丽。2019H1受到消费数据下滑的影响, 4家消费升级的标的增速略有放缓, 但依旧表现出较高的韧性。实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为23.03%、30.95%和27.15%, 增速较2018年略有放缓。

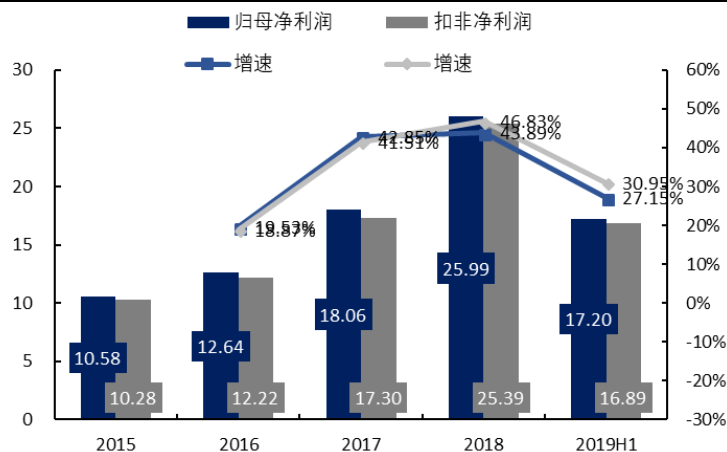
图 76: 自主消费升级类公司销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 4家样本公司, 选取情况详见附件

图 77: 自主消费升级类公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)



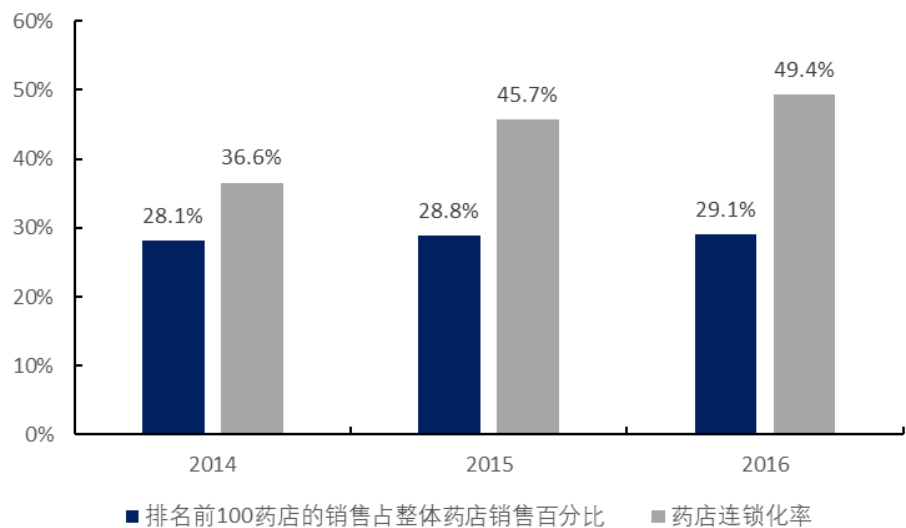
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 4家样本公司, 选取情况详见附件

### 4.3. 2019年H1连锁药店细分行业保持高速增长, 业绩增速26.22%

药店板块延续了提高行业集中度与处方外流的逻辑, 并且去年同期的外延并购也在逐渐体现其业绩增速的加强。目前全国药店的连锁化率在50%左右, 销售排名前100的药店占整个药品零售行业收入的30%左右, 可见外延发展集中度提升的空间依然很大。

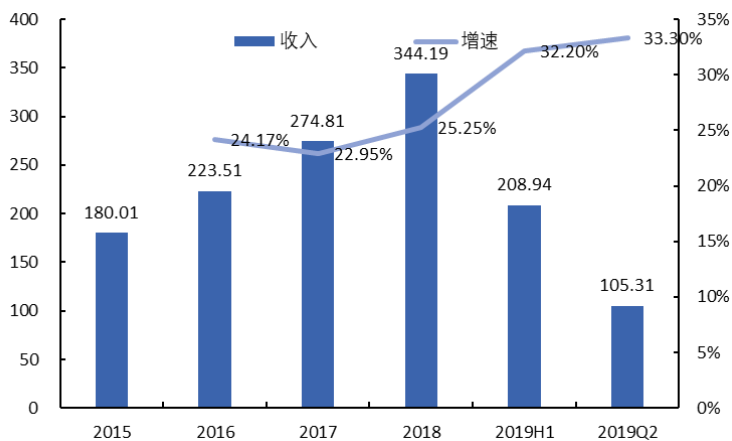
图 78: 公立医院总收入、药品收入 (亿元) 及药占比变化情况



数据来源：《药品流通行业统计报告 2014-2016》，东吴证券研究所

老百姓、益丰药房、一心堂和大参林四家公司均保持了较好的增速水平，推动整个板块进入业绩持续增长期。2019年1-6月，连锁药店板块实现营业收入、归母净利润和扣非净利润分别为208.94亿元、12.96亿元和12.66亿元，同比增速分别为32.20%、26.22%和28.01%；其中，2019年Q2实现营业收入、归母净利润和扣非净利润分别为105.31亿元、6.30亿元和6.28亿元，分别同比增长33.30%、21.87%和26.63%。整个板块的各项指标均好于2018年同期增速水平。

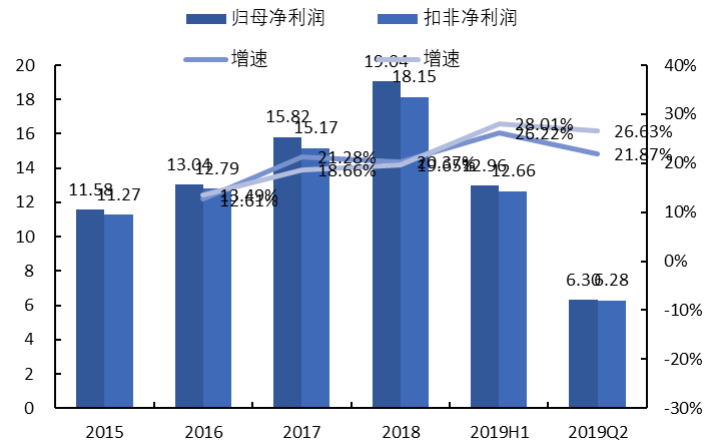
图 79：零售药店板块销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：4家样本公司，选取情况详见附录

图 80：零售药店板块净利润和扣非净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

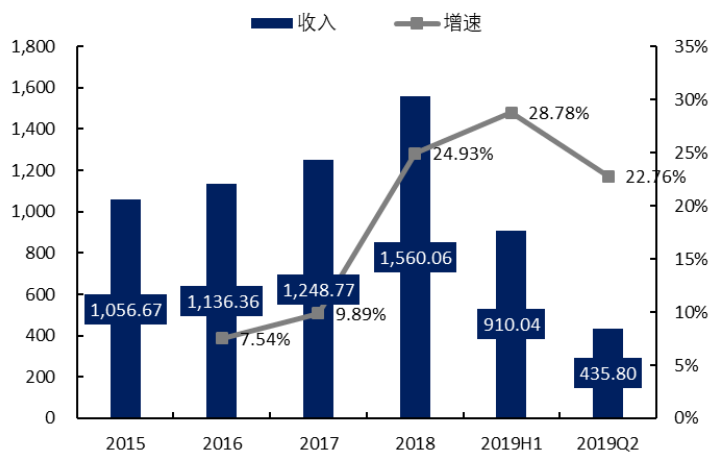
备注：4家样本公司，选取情况详见附录

#### 4.4. OTC 行业在 2018 年同期的高基数基础上增速放缓，东阿阿胶、贵州百灵、哈药股份等标的拖累板块业绩

2018 年 OTC 行业迎来了药品的价格上涨、集中度提升以及流感爆发等多重利好因素的叠加，导致 2018 年 H1 的收入和业绩基数较高。2019 年 1-6 月，OTC 行业的价格

和集中度均有所提升，但在高基数和流感因素减弱下，整个板块业绩增速下降显著。同时，东阿阿胶、贵州百灵、哈药股份等标的大面积的库存和渠道整理，导致严重负增长，成为拖累行业的主要个股原因。

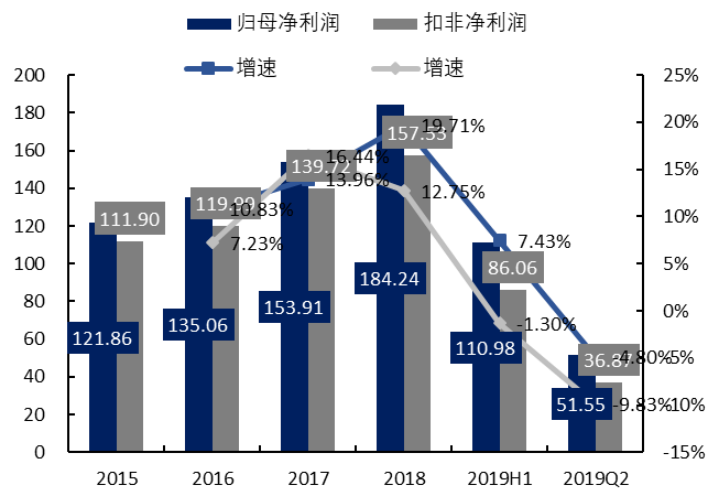
图 81: OTC 上市公司的销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

图 82: OTC 上市公司的归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 19 家样本公司, 选取情况详见附录

2019 年 H1, OTC 行业 19 家上市公司合计收入、归母净利润和扣非净利润分别为 910.04 亿元、110.98 亿元和 86.06 亿元, 同比增速分别为 28.78%、7.43%和-1.30%; 2019 年 Q2 实现单季度收入、归母净利润和扣非净利润分别为 435.80 亿元、51.55 亿元和 36.87 亿元, 同比增速分别 22.76%、-4.80%和-9.83%。相关样本标的包含: 片仔癀、东阿阿胶、广誉远、同仁堂、云南白药、山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业、桂林三金、贵州百灵、白云山、羚锐制药、千金药业、江中药业、华润三九、仁和药业、香雪制药、哈药股份。

2019 年 H1 随着东阿阿胶进入库存调整期, 以及云南白药处于国企改革的进程中, 导致品牌中药收入和利润增速出现下滑, 但行业仍处于消费升级的过程中, 品牌中药有望在调整之后迎来新的增长期, 相关标的包括片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、云南白药、广誉远。

儿童药是近年来政策鼓励发展的重点医药领域, 也是 OTC 行业增长的重要动力, 随着涨价周期的到来, 但在 2018 年同期高基数的影响下, 2019 年 H1 和 Q2 业绩增速均有所下滑, 但增速的环比提高比较明显, 相关样本标的包含: 山大华特、葵花药业、济川药业、亚宝药业。

表 8: OTC 行业细分领域收入变化情况 (亿元)

收入 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
OTC	1,056.67	1,136.36	1,248.77	1,560.06	910.04	435.80
增速		7.54%	9.89%	24.93%	28.78%	22.76%
品牌中药	393.11	440.64	499.46	546.40	263.80	124.48

增速		12.09%	13.35%	9.40%	0.36%	-4.77%
儿童药	101.01	113.92	138.23	161.24	86.78	42.45
增速		12.78%	21.34%	16.65%	3.58%	7.90%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 9: OTC 行业细分领域归母净利润变化情况 (亿元)

归母净利润 (亿元)	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q2
OTC	121.86	135.06	153.91	184.24	110.98	51.55
增速		10.83%	13.96%	19.71%	7.43%	-4.80%
品牌中药	57.40	63.64	72.51	80.43	39.64	19.14
增速		10.88%	13.92%	10.93%	1.75%	7.17%
儿童药	13.68	14.58	20.91	26.54	15.18	7.46
增速		6.61%	43.40%	26.94%	12.27%	23.31%

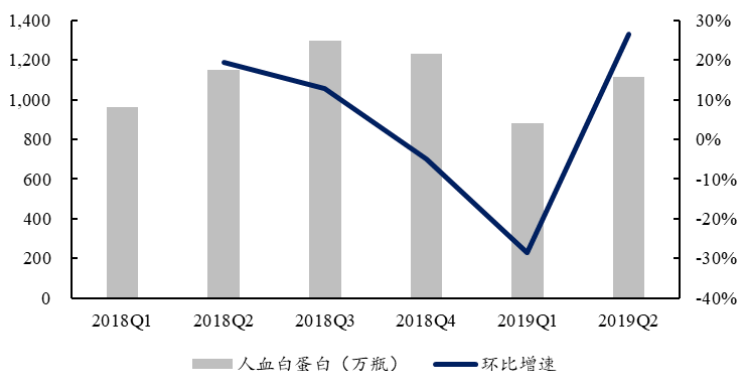
数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.5. 血制品价格稳定、批签发量缓慢回升，行业起底回升

血液制品随着两票制的推行，渠道库存亟待消化。随着 2017 年及 2018 年上半年的消化，我们认为血液制品渠道库存出清完毕，迎来上升趋势。从批签发数据可以看出，2018 年开始，血液制品中白蛋白批签发开始出现环比增长。2019H1 人血白蛋白环比增速亮眼，超过 20%。批签发数据可以看出进口产品 2019H1 继续下滑，进口产品的下滑为国产产品的销售让出了市场，利好国产企业。

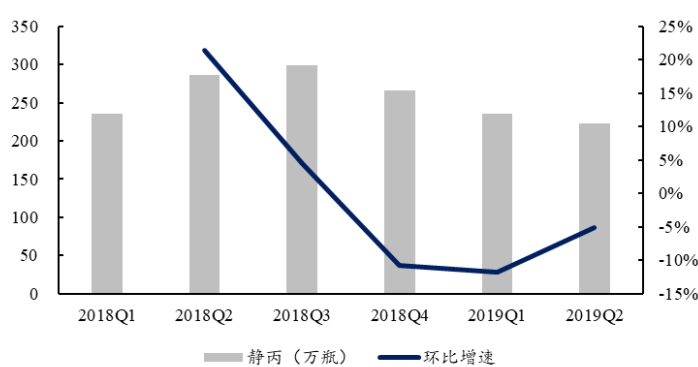
静丙 2019H1 环比仍然有所下滑，我们认为其与特免的增长有关。由于血液制品生产的限制，生产特免后的血液制品无法生产静丙。近年来我国特免类血液制品增速较快，随着特免的快速增长，静丙的增速有所放缓。

图 83: 人血白蛋白批签发数量变化趋势



数据来源：中检所，东吴证券研究所

图 84: 静丙批签发数量变化趋势

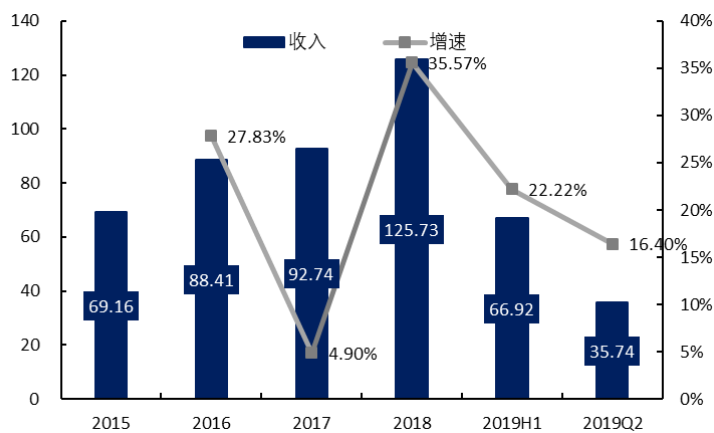


数据来源：中检所，东吴证券研究所

2019H1，血液制品上市公司收入和扣非净利润增速分别为 22.2%和 17.42%。随着血液制品价格底部的逐渐确认，两票制在全国推行完毕，2018 年血液制品批签发逐季度

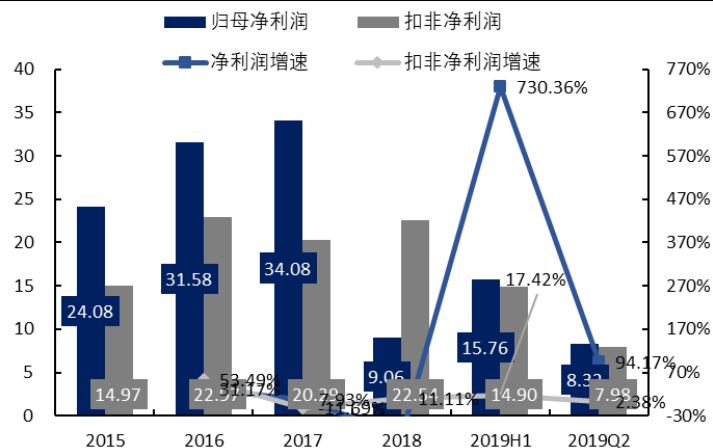
向好，我们认为全年将延续该态势，整个行业逐步向好。相关样本标的包含：天坛生物、华兰生物、ST生化、博雅生物、博晖创新、上海莱士。

图 85: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 86: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



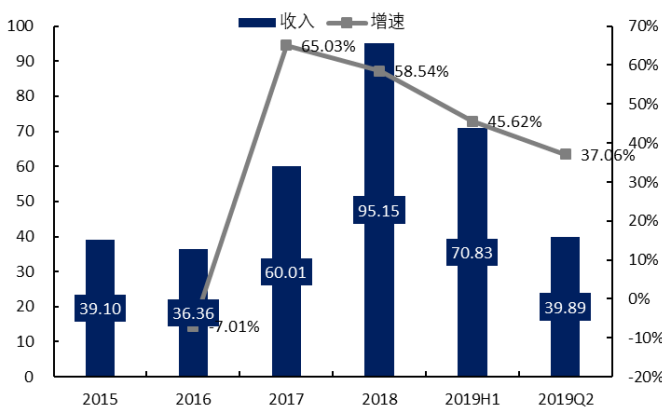
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.1. 疫苗行业终端市场仍然景气，下半年批签发有望加速

随着 2018 年 7 月份“疫苗事件”带来的负面影响，国产二类疫苗均受到较大不良影响，批签发进度放缓。根据草根调研我们发现，终端市场疫苗产品供不应求明显。批签发速度放缓，导致疫苗类企业业绩受到影响。

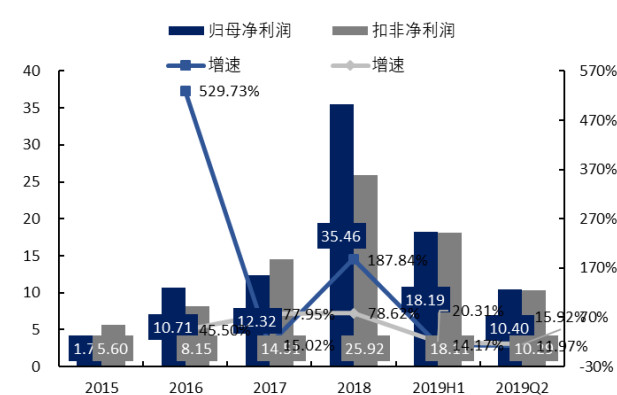
2019H1，疫苗行业上市公司的收入和扣非净利润增速分别为 45.62%和 20.31%。我们认为，随着下半年《疫苗法》的颁布，符合要求严格落实监管规定的上市疫苗企业将得到利好，批签发进度亦有望恢复，下半年疫苗企业整体收入与利润增速有望好于上半年。

图 87: 疫苗行业细分领域销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 88: 疫苗行业细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 5. 上市公司业绩延续上升趋势:181家医药企业实现增长

2019年H1医药行业扣非净利润增速在100%以上的个股11家；50%-100%增长的个股共有21家；30%-50%增长的个股共有36家；0-30%增长企业113家。

1) 化药：2019年H1化药行业57家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股2家；50%-100%增长的个股共有3家；30%-50%增长的个股共有6家；0-30%增长企业24家。

2) 中药：2019年H1中药行业70家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股2家；50%-100%增长的个股共有3家；30%-50%增长的个股共有4家；0-30%增长企业30家。

3) 生物制品：2019年H1生物制品行业26家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股1家；50%-100%增长的个股共有2家；30%-50%增长的个股共有5家；0-30%增长企业10家。

4) 医疗服务：2019年H1医疗服务行业19家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股1家；50%-100%增长的个股共有3家；30%-50%增长的个股共有2家；0-30%增长企业3家。

5) 医疗器械：2019年H1医疗器械行业60家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股2家；50%-100%增长的个股共有3家；30%-50%增长的个股共有9家；0-30%增长企业25家。

6) 医药商业：2019年H1医药商业行业25家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股0家；50%-100%增长的个股共有0家；30%-50%增长的个股共有5家；0-30%增长企业13家。

7) 化学原料药：2019年H1化学原料药行业30家企业中，扣非净利润增速在100%以上的个股3家；50%-100%增长的个股共有3家；30%-50%增长的个股共有5家；0-30%增长企业6家。

表 10: 化学制剂子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	7	3	2	5	2	天宇股份(574.31%)、海思科(105.46%)
50%-100%	3	4	6	1	3	海南海药(93.17%)、普利制药(69.21%)、东诚药业(58.46%)
30%-50%	7	6	9	8	6	仙琚制药(41.28%)、一品红(38.64%)、北陆药业(34.07%)、诚意药业(31.63%)、特一药业(30.50%)、华海药业(30.21%)

10%-30%	12	13	9	9	16	海辰药业(29.65%)、健康元(29.23%)、京新药业(29.12%)、人福医药(28.12%)、力生制药(27.02%)、恒瑞医药(25.21%)、贝达药业(23.41%)、恩华药业(23.25%)、润都股份(22.92%)、莱美药业(18.80%)、康弘药业(18.07%)、华东医药(16.16%)、丽珠集团(15.32%)、哈三联(14.50%)、新华制药(12.97%)、千红制药(10.84%)
0-10%	6	6	5	10	8	华仁药业(7.34%)、华润双鹤(7.14%)、丰原药业(6.39%)、北大医药(5.35%)、联环药业(5.30%)、灵康药业(2.56%)、九典制药(1.06%)、誉衡药业(0.18%)
扭亏	2	1	0	3	2	海正药业(-108.72%)、兴齐眼药(-226.67%)
负增长	14	18	17	20	19	复星医药(-2.75%)、福安药业(-9.27%)、现代制药(-9.63%)、昂利康(-9.96%)、科伦药业(-10.55%)、双鹭药业(-13.15%)、信立泰(-23.68%)、必康股份(-27.32%)、济民制药(-28.26%)、山大华特(-28.81%)、卫信康(-30.61%)、鲁抗医药(-35.58%)、赛隆药业(-38.32%)、仟源医药(-42.21%)、翰宇药业(-67.77%)、莎普爱思(-72.06%)、亚太药业(-75.68%)、广生堂(-86.11%)、康芝药业(-92.30%)
亏损	2	2	9	1	1	哈药股份(-100.00%)
合计	53	53	57	57	57	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 11: 中药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	7	1	2	2	2	泰合健康 (231.85%), 启迪古汉 (192.90%)
50%-100%	2	5	2	6	3	佐力药业 (92.29%), 太极集团 (78.37%), 步长制药 (68.30%), 西藏药业 (66.70%), 吉林敖东 (64.23%), 白云山 (57.36%)
30%-50%	4	4	7	4	4	香雪制药 (43.20%), 千金药业 (43.18%), 亚宝药业 (34.17%), 仁和药业 (33.60%)
10%-30%	12	20	15	16	17	珍宝岛 (29.07%), 葵花药业 (28.67%), 盘龙药业 (27.67%), 昆药集团 (26.18%), 片仔癀 (24.57%), 康缘药业 (19.39%), 寿仙谷 (17.54%), 华森制药 (16.59%), 马应龙 (16.56%), 羚锐制药 (15.59%), 辅仁药业 (15.19%), 中恒集团 (14.62%), 神奇制药 (14.21%), 易明

						医药(11.75%), 华润三九(11.29%), 天士力(10.28%)
						太龙药业(9.71%), 同仁堂(9.65%), 黄山胶囊(8.57%), 云南白药(8.54%), 红日药业(7.31%), 汉森制药(6.91%), 济川药业(6.06%), 桂林三金(4.76%), 贵州百灵(4.60%), 龙津药业(4.48%), 众生药业(4.13%), 江中药业(4.08%), 陇神戎发(3.92%), 奇正藏药(1.97%), 中新药业(1.68%), 精华制药(0.74%), 健民集团(0.44%)
0-10%	12	9	6	17	13	紫鑫药业(-117.70%), 景峰医药(-1017.71%)
						东阿阿胶(-38.36%), 新天药业(-0.12%), 新光药业(-2.54%), 方盛制药(-2.72%), 振东制药(-5.16%), 康惠制药(-8.31%), 以岭药业(-9.53%), 嘉应制药(-14.85%), 益盛药业(-16.35%), 广誉远(-17.86%), 通化金马(-27.41%), 沃华医药(-28.75%), 上海凯宝(-32.62%), 福瑞股份(-34.36%), 康恩贝(-34.38%), 益佰制药(-39.74%), 太安堂(-40.64%), 大理药业(-40.73%), 九芝堂(-46.81%), 佛慈制药(-55.00%), 吉药控股(-55.27%), 康美药业(-87.94%)
扭亏	2	4	1	2	2	天目药业(43.94%)
负增长	25	23	29	22	25	
亏损	5	3	8	1	4	
合计	69	69	70	70	70	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 12: 生物制品子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	4	2	2	5	1	康辰药业(同期为零), 沃森生物(2144.10%), 中源协和(691.92%), 上海莱士(188.90%), 智飞生物(102.79%)
50%-100%	1	3	3	1	2	长春高新(96.93%)
30%-50%	6	5	2	1	5	我武生物(32.47%)
10%-30%	7	6	3	7	7	海特生物(29.11%), 华兰生物(27.62%), 博雅生物(27.35%), 常山药

0-10%	0	2	2	2	3	业(21.59%),天坛生物(21.57%),新开源(18.52%),安科生物(11.74%)
扭亏	2	0	1	1	2	卫光生物(9.29%),通化东宝(0.41%) 南京新百(-596.19%)
负增长	3	3	8	6	4	东宝生物(-8.09%),康泰生物(-8.65%),赛升药业(-31.11%),ST生化(-43.90%),舒泰神(-49.41%),长生生物(-100.00%)
亏损	2	4	5	3	2	双成药业(-16.75%),四环生物(-437.88%),未名医药(-116.44%)
合计	25	25	26	26	26	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 13: 医疗服务子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	1	1	0	0	1	金域医学(114.99%)
50%-100%	2	3	3	4	3	昭衍新药(87.21%)、通策医疗(53.85%)、泰格医药(51.96%)
30%-50%	2	3	7	1	2	药石科技(35.28%)、爱尔眼科(31.93%)
10%-30%	3	0	0	1	3	康龙化成(28.09%)、药明康德(20.05%)、迪安诊断(17.52%)
0-10%	3	1	1	0	0	
扭亏	0	0	2	1	0	
负增长	2	5	1	8	5	金陵药业(-11.83%)、信邦制药(-34.54%)、百花村(-40.62%)、博济医药(-72.56%)、宜华健康(-96.54%)
亏损	3	3	5	3	5	ST 运盛(35.86%)、华业资本(-100.00%)、国际医学(-167.27%)、恒康医疗(-214.54%)、美年健康(-235.06%)
合计	16	16	19	18	19	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 14: 医疗器械子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	2	3	2	5	2	乐心医疗(366.18%)、维力医疗(128.57%)
50%-100%	6	6	1	4	3	理邦仪器(76.74%)、健帆生物(53.62%)、凯利泰(50.32%)

30%-50%	9	12	9	6	9	新华医疗(48.70%)、南微医学(45.26%)、欧普康视(39.42%)、心脉医疗(38.66%)、凯普生物(38.28%)、乐普医疗(37.21%)、安图生物(30.62%)、万孚生物(30.10%)、山东药玻(30.08%)
10%-30%	17	15	17	15	12	奥美医疗(29.40%)、迈瑞医疗(26.43%)、迪瑞医疗(26.16%)、正海生物(25.30%)、大博医疗(24.90%)、爱朋医疗(20.11%)、迦南科技(17.16%)、迈克生物(16.72%)、美康生物(14.55%)、鱼跃医疗(14.42%)、康德莱(13.42%)、基蛋生物(11.57%)
0-10%	8	7	7	5	13	透景生命(9.43%)、英科医疗(9.21%)、三鑫医疗(9.13%)、九强生物(9.04%)、艾德生物(8.14%)、万东医疗(7.67%)、达安基因(7.64%)、振德医疗(7.33%)、和佳股份(6.38%)、华大基因(6.24%)、辰欣药业(3.26%)、金花股份(1.96%)、奥佳华(0.89%)
扭亏	2	0	0	1	0	
负增长	11	10	16	16	16	科华生物(-1.71%)、南卫股份(-2.83%)、阳普医疗(-4.95%)、三诺生物(-10.37%)、诚益通(-10.44%)、宝莱特(-13.53%)、明德生物(-14.24%)、戴维医疗(-23.40%)、星普医科(-25.17%)、正川股份(-32.26%)、荣泰健康(-35.59%)、开立医疗(-45.62%)、尚荣医疗(-46.97%)、东富龙(-48.64%)、楚天科技(-72.29%)、利德曼(-80.57%)
亏损	3	5	6	6	5	冠昊生物(931.79%)、千山药机(35.62%)、九安医疗(-100.00%)、博晖创新(-101.89%)、中珠医疗(-134.70%)
合计	58	58	58	58	60	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 15: 医药商业子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
-------	------	------	------	--------	--------	-------------

100%+	4	1	0	0	0	
50%-100%	3	4	0	0	0	
30%-50%	2	1	3	5	5	益丰药房 (46.69%), 鹭燕医药 (43.38%), 英特集团 (43.38%), 柳州医药 (37.22%), 大参林 (33.93%)
10%-30%	13	11	10	8	11	九州通 25.91%, 润达医疗 24.23%, 老百姓 19.78%, 塞力斯 17.24%, 嘉事堂 15.29%, 一心堂 15.09%, 国药股份 14.64%, 同济堂 14.07%, 南京医药 13.89%, 第一医药 11.95%, 上海医药 10.66
0-10%	2	5	4	6	2	人民同泰 (7.9%), 国药一致 (2.63%)
扭亏	0	0	0	0	0	
负增长	1	3	8	6	7	浙江震元 (-4.07%), 华通医药 (-11.80%), 中国医药 (-13.91%), 海王生物 (-24.67%), 瑞康医药 (-35.46%), 开开实业 (-61.00%), 天圣制药 (-99.98%)
亏损	0	0	0	0	0	
合计	25	25	25	25	25	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 16: 化学原料药子行业个股扣非净利润增速情况

扣非净利润	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1	2019H1 公司列表
100%+	7	4	3	6	3	美诺华 (312.21%)、博腾股份 (224.82%)、同和药业 (139.14%)
50%-100%	5	4	6	3	3	普洛药业 (83.99%)、海翔药业 (77.67%)、花园生物 (51.63%)
30%-50%	1	2	7	3	5	金城医药 (46.58%)、司太立 (43.03%)、凯莱英 (42.75%)、奥翔药业 (30.65%)、健友股份 (30.13%)
10%-30%	2	4	3	2	4	威尔药业 (28.59%)、山河药辅 (23.25%)、天药股份 (17.33%)、新诺威 (11.49%)
0-10%	2	2	1	1	2	华北制药 (5.94%)、东北制药 (0.47%)
扭亏	2	2	0	0	0	

负增长	9	12	9	14	12	九洲药业(-9.01%)、赛托生物(-12.49%)、亿帆医药(-16.66%)、圣达生物(-17.91%)、富祥股份(-18.05%)、金达威(-23.01%)、尔康制药(-40.22%)、新和成(-47.34%)、广济药业(-47.90%)、浙江医药(-52.55%)、海普瑞(-68.70%)、永安药业(-77.28%)
亏损	2	0	1	1	1	兄弟科技(-119.45%)
合计	30	30	30	30	30	

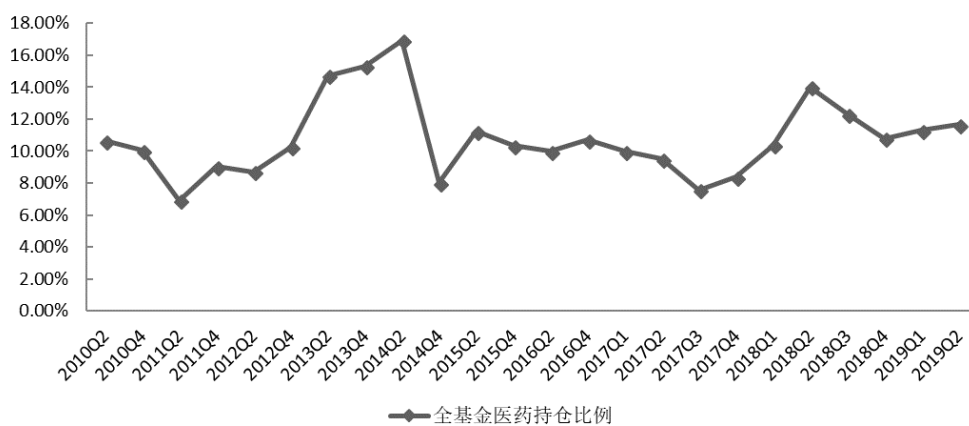
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6. 2019H1 基金医药持仓比例 11.6%，沪（深）港通继续增持医药

### 6.1. 2019H1 基金医药持仓比例 11.6%，与 2019Q1 基本持平

我们统计了 2019Q1 基金的医药股持仓，2019H1 基于重仓股的医药股持仓比例约 11.6%，与 2019Q1 基本持平。

图 89: 基金医药持仓比例变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

基金集中持仓明显，恒瑞医药持股总市值 154 亿，471 支基金持股。

表 17: 基金医药持仓市值前十

基金医药持仓个数前十

代码	名称	持股总市值 (万元)	代码	名称	持有基金数
600276.SH	恒瑞医药	1540640	600276.SH	恒瑞医药	471
000661.SZ	长春高新	1341588	000661.SZ	长春高新	379
300015.SZ	爱尔眼科	808518	300015.SZ	爱尔眼科	142
600763.SH	通策医疗	568288	300347.SZ	泰格医药	142
300347.SZ	泰格医药	516281	600763.SH	通策医疗	130

300760.SZ	迈瑞医疗	459528	300760.SZ	迈瑞医疗	108
002007.SZ	华兰生物	436604	600436.SH	片仔癀	86
002044.SZ	美年健康	354682	300253.SZ	卫宁健康	83
600436.SH	片仔癀	287108	603939.SH	益丰药房	81
300003.SZ	乐普医疗	287004	000538.SZ	云南白药	68

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 18: 基金医药加仓市值前十

代码	名称	加仓市值(万元)
300760.SZ	迈瑞医疗	211451
300347.SZ	泰格医药	192101
300015.SZ	爱尔眼科	191674
600276.SH	恒瑞医药	177814
603939.SH	益丰药房	111987
300142.SZ	沃森生物	102809
600161.SH	天坛生物	97481
002001.SZ	新和成	80710
300253.SZ	卫宁健康	79217
002422.SZ	科伦药业	73113

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基金医药减仓个数前十

代码	名称	减仓市值(万元)
002044.SZ	美年健康	(242657)
300122.SZ	智飞生物	(228776)
002614.SZ	奥佳华	(53698)
000028.SZ	国药一致	(47159)
600196.SH	复星医药	(47036)
000538.SZ	云南白药	(40543)
603883.SH	老百姓	(38266)
300529.SZ	健帆生物	(37982)
300003.SZ	乐普医疗	(36777)
603707.SH	健友股份	(36401)

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6.2. 沪(深)港通继续增持医药

根据我们统计,沪(深)港通截至 2019Q1 持有医药股的股份数量达到 30 亿股,持仓市值达到 1113 亿元,占医药股流通市值比例达到 8.2%。从个股看,沪(深)港通持股占流通股本数量最多的是恒瑞医药,沪港通持股占比达 11.62%,持股市值达到 394 亿元。沪港通持仓市值占流通市值最大的个股为一心堂,持股比例达到 17.17%。

表 19: 沪(深)港通持股前十

代码	名称	持股市值(元)	占流通 A 股(%)
600276.SH	恒瑞医药	39378641626	11.62
300015.SZ	爱尔眼科	8121427734	9.71
000538.SZ	云南白药	7324123496	15.72
300347.SZ	泰格医药	5516960706	17.17
603259.SH	药明康德	3803671936	4.57
300760.SZ	迈瑞医疗	3572830452	16.41
300122.SZ	智飞生物	2867406514	6.82
000999.SZ	华润三九	2735645185	9.35
603939.SH	益丰药房	2283562596	8.17
600867.SH	通化东宝	2139494092	6.07

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 7. 风险提示

医改政策落地风险；招标带来的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

## 8. 附录：标的选择说明

本报告在分析中采用两组样本标的进行行业分析，包括全部标的（285个医药相关上市公司）和剔除数据不全的新股以及事件对公司造成一次性重大影响后的样本标的（247家医药相关上市公司）。

样本标的剔除原则：1）2018年1-3月财务数据不全的新股；2）2017年度至2019Q1标有重大事件对标的产生一次性业绩重大影响，包括商誉减值、资产减值等因素。具体标的选择情况

### 1) 化学制剂：全部标的 57 个

选用标的 50 个：天宇股份，海正药业，广生堂，仟源医药，普利制药，海思科，东诚药业，灵康药业，京新药业，诚意药业，丰原药业，仙琚制药，北陆药业，一品红，贝达药业，海辰药业，力生制药，恒瑞医药，润都股份，华东医药，恩华药业，特一药业，新华制药，康弘药业，华润双鹤，山大华特，千红制药，联环药业，北大医药，誉衡药业，九典制药，双鹭药业，复星医药，科伦药业，福安药业，济民制药，必康股份，哈三联，信立泰，华仁药业，莱美药业，鲁抗医药，卫信康，赛隆药业，海南海药，莎普爱思，亚太药业，康芝药业，哈药股份，兴齐眼药

剔除标的 7 个：丽珠集团，人福医药，健康元，华海药业，现代制药，翰宇药业，昂利康

### 2) 中药：全部标的 70 个

选用标的 66 个：东阿阿胶，云南白药，景峰医药，仁和药业，通化金马，九芝堂，华润三九，康恩贝，益佰制药，江中药业，广誉远，济川药业，健民集团，马应龙，沃华医药，嘉应制药，桂林三金，奇正藏药，众生药业，精华制药，汉森制药，贵州百灵，太安堂，益盛药业，红日药业，上海凯宝，福瑞股份，香雪制药，振东制药，佐力药业，同仁堂，太极集团，西藏药业，太龙药业，中恒集团，佛慈制药，羚锐制药，葵花药业，中新药业，白云山，亚宝药业，昆药集团，片仔癀，千金药业，康美药业，天士力，神奇制药，康缘药业，以岭药业，方盛制药，吉药控股，龙津药业，珍宝岛，新光药业，陇神戎发，黄山胶囊，步长制药，易明医药，康惠制药，寿仙谷，新天药业，大理药业，吉林敖东，天目药业，盘龙药业，华森制药

剔除标的 4 个：启迪古汉，泰合健康，紫鑫药业，辅仁药业

## 3) 生物制品: 全部标的 27 个

选用标的 18 个: ST 生化, 博雅生物, 长春高新, 通化东宝, 华兰生物, 安科生物, 智飞生物, 沃森生物, 东宝生物, 天坛生物, 我武生物, 常山药业, 新开源, 康泰生物, 卫光生物, 海特生物, 康辰药业, 微芯生物

剔除标的 9 个: 中源协和, 上海莱士, 舒泰神, 双成药业, 南京新百, 未名医药, 赛升药业, 长生生物, 四环生物

## 4) 医疗服务: 全部标的 19 个

选用标的 12 个: ST 运盛, 通策医疗, 泰格医药, 爱尔眼科, 迪安诊断, 美年健康, 博济医药, 昭衍新药, 金域医学, 康龙化成, 药明康德, 药石科技

剔除标的 7 个: 金陵药业, 恒康医疗, 信邦制药, 华业资本, 百花村, 国际医学, 宜华健康

## 5) 医疗器械: 全部标的 60 个

选用标的 50 个: 戴维医疗, 凯利泰, 三诺生物, 利德曼, 迪瑞医疗, 楚天科技, 科华生物, 达安基因, 鱼跃医疗, 九安医疗, 尚荣医疗, 乐普医疗, 阳普医疗, 东富龙, 理邦仪器, 冠昊生物, 万东医疗, 金花股份, 迦南科技, 山东药玻, 博晖创新, 宝莱特, 奥佳华, 九强生物, 诚益通, 迈克生物, 三鑫医疗, 健帆生物, 安图生物, 乐心医疗, 康德莱, 荣泰健康, 欧普康视, 开立医疗, 凯普生物, 透景生命, 正海生物, 华大基因, 基蛋生物, 英科医疗, 艾德生物, 南卫股份, 正川股份, 大博医疗, 万孚生物, 奥美医疗, 爱朋医疗, 迈瑞医疗, 明德生物, 辰欣药业

剔除标的 10 个: 千山药机, 新华医疗, 星普医科, 美康生物, 维力医疗, 中珠医疗, 振德医疗, 南微医学, 心脉医疗, 和佳股份

## 6) 医药商业: 全部标的 25 个

选用标的 23 个: 国药一致, 浙江震元, 南京医药, 人民同泰, 第一医药, 九州通, 上海医药, 嘉事堂, 瑞康医药, 一心堂, 同济堂, 国药股份, 英特集团, 中国医药, 柳州医药, 老百姓, 华通医药, 开开实业, 益丰药房, 鹭燕医药, 塞力斯, 大参林, 润达医疗

剔除标的 2 个: 海王生物, 天圣制药

## 7) 原料药: 全部标的 30 个

选用标的 27 个: 金城医药, 美诺华, 海翔药业, 博腾股份, 普洛药业, 花园生物, 凯莱英, 司太立, 同和药业, 奥翔药业, 华北制药, 健友股份, 山河药辅, 天药股份, 九洲药业, 东北制药, 圣达生物, 赛托生物, 亿帆医药, 富祥股份, 金达威, 浙江医药, 尔康制药, 新和成, 广济药业, 永安药业, 兄弟科技

剔除标的 3 个：威尔药业，新诺威，海普瑞

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

