

医药生物

证券研究报告

2019年09月05日

2019H1 拥抱核心资产，2019H2 “守正”为主，辅助“出奇”

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郑薇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业投资策略:医药政策进入密集发布期,把握结构性机会,关注增量变化》2019-09-03
- 2 《医药生物-行业专题研究:成都先导——DNA 编码化合物技术的领先者》2019-09-02
- 3 《医药生物-行业研究周报:带量采购全面铺开,仿制药行业将加速整合》2019-09-01

医药板块整体平稳, 内部存在一定分化

2019H1 收官, 医药板块整体录得相对较好的成绩; 2019H1 医药板块营收同比增长 15.21%, 归母净利润同比增长 4.35%; 扣非后归母净利润同比略有下滑。从细分领域来看, 六大板块存在一定分化, 高景气赛道表现优秀。2019H1 医疗器械、医疗服务、医药商业、生物制品、等板块维持了快速平稳的增长, 细分板块整体业绩较好。其营收分别同比增长 9.98%、21.71%、19.43%、22.81%; 归母净利润分别同比增长 28.6%、0.69%、10.85%、11.95%; 扣非后归母净利润分别同比增长 15.88%、12.47%、9.02%、19.79%, 其中商业板块业绩改善明显。另外化学制剂板块、化学原料药板块、中药板块 2019H1 营收分别同比增长 12.52%、8.8%、11.43%; 归母净利润分别同比+2.09%、-0.79%、-7.07%; 扣非后归母净利润分别同比下滑 1.42%、11.38%、-13.91%。整体来看, 化药、原料药与中药板块上半年略有承压, 我们判断与“两票制”等政策和原料药涨价导致 2018H1 高基数有关, 同时随着相关医药政策的推进, 相关企业的经营调整逐步到位, 板块有望逐步企稳回升。

细分领域各有千秋, 研发投入的持续增加推动行业的稳步发展

2019H1 各细分领域表现各有千秋, 整体来看, 创新药、疫苗、专科医疗服务、CRO/CMO、连锁药店医疗器械等高景气度细分赛道录得较好成绩。我们认为随着人口老龄化程度的提升, 医保控费的加强, 我国医药产业的发展将朝着更加创新、更加专业化发展, 完成从“营销”为主导向“创新研发”为主导的方向转变。2019H1 医药板块研发投入持续加大, 合计达到 200 亿元, 细分领域中器械、化药等研发投入持续增加。另一方面板块费用率下行, ROE 出现一些分化, 其中器械板块 ROE 提升态势明显。

细分来看, 2019H1 以恒瑞为代表的创新药企业业绩靓丽, 重磅产品 PD-1 获批未来有望持续为公司贡献业绩; 器械领域持续保持快速增长, 迈瑞医疗、迈克生物、安图生物等国内器械领军表现靓丽, 细分领域欧普康视、健帆生物取得快速发展; 在刚性消费领域: 疫苗、生长素、胰岛素等细分领域快速增长, 2019H2 有望继续维持快速增长态势。另外以药明康德、泰格医药、凯莱英等为代表的 CRO/CMO 表现靓丽; 益丰药房、大参林等连锁药店、爱尔眼科、通策医疗等专科连锁服务表现优秀。2019H1 医药流通板块业绩改善明显, 现金流情况逐步好转, 我们预计随着“4+7”政策的全面推行, 行业拐点逐步临近。

2019H1 医药拥抱核心资产, 2019H2 “守正”为主, “出奇”为辅

2019 年年初至今 (2019 年 9 月 3 日), 医药生物指数走势整体超过大盘, 涨幅为 35.25%, 我们认为医药具有一定的刚需性, 需求端在不断提升, 具备长期配置价值。上半年至今医药板块 245 支标的取得正收益, 90 支标的得到超过医药生物指数的超额收益。其中一线龙头 (恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗等) 均实现较高涨幅, 细分龙头: 长春高新、欧普康视、健帆生物等也实现较高增长。2019H1 市场环境震荡, 中美贸易摩擦不断, 在医药板块展示了其一定的防御性, 尤其是核心资产, 风险相对可控, 录得较好成绩。2019H2 我们认为市场依旧存在一定的不确定性因素, 但在医药板块坚守“核心”“资产”为主, 同时可关注业绩成长性高, 估计相对便宜的标的, 做好“守正”之时, 亦可适当“出奇”。

风险提示: 医保控费不断加强, 药品降价幅度超市场预期、研发创新进展低于预期, 一致性评价进展低于预期, 消费升级低于预期, 企业并购整合低于预期等。



内容目录

1.2019H1 板块存在一定分化，整体表现优秀	4
1.1 六大板块存在一定分化，坚守高景气赛道.....	4
1.2 研发投入持续走高，盈利能力出现一定分化.....	7
2 细分领域各有千秋，“核心资产”是增长主线	9
2.1 创新药板块业绩靓丽.....	9
2.2 医疗器械板块稳健增长，精选符合产业趋势标的.....	11
2.3 生物制品业绩表现亮眼.....	13
2.4 中药板块业绩整体相对平稳.....	16
2.5 化学制剂与化学原料药板块逐步回升.....	17
2.6 专科医疗服务：龙头企业规模持续提升，建立核心壁垒.....	18
2.7 CRO、CDMO/CMO：产业、资本、政策共振，迎来黄金发展期.....	19
2.8 医药流通拐点渐临，连锁药店高景气度持续.....	20
2.8.1 医药流通板块现金流改善明显，行业拐点渐临.....	20
2.8.2 连锁药店高景气度发展，龙头市占率稳步提升.....	21
3.上半年拥抱核心资产，2019H2 医药有望继续延续行情	22
3.1 核心资产表现优异，上半年拥抱高景气度板块.....	23
3.2 科创助力，医药企业向创新的转变.....	24

图表目录

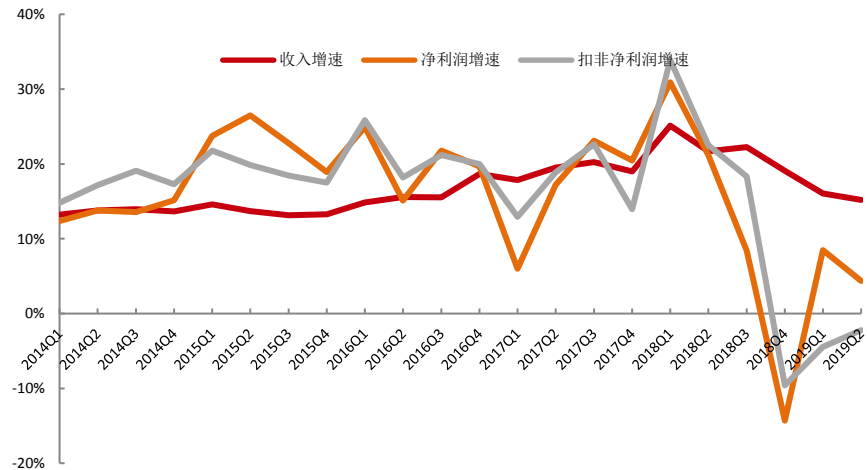
图 1：医药生物 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	4
图 2：医疗器械板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	4
图 3：生物制品板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	4
图 4：医疗服务板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	5
图 5：医药商业板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	5
图 6：化学制剂板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	6
图 7：化学原料药板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	6
图 8：中药板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	7
图 9：各板块研发费用合计情况（亿元）.....	7
图 10：各板块平均净资产收益率（ROE）情况.....	8
图 11：各板块期间费用率情况.....	8
图 12：2016-2019H 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	9
图 13：2016-2019H 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	9
图 14：2016-2019H 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	10
图 15：2016-2019H 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）.....	10

图 16: 2016-2019Q1 营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	10
图 17: 2016-2019Q1 归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	10
图 18: 医疗器械板块业绩分季度表现 (2014Q1-2019H1)	11
图 19: 医疗器械板块毛利率及净利率情况	12
图 20: 主要上市血制品企业营收 (亿元) 变化	14
图 21: 2019H1 上市血制品企业收入增长率分布	14
图 22: 主要上市血制品企业存货周转天数变化 (按年)	15
图 23: 主要上市血制品企业存货周转天数变化 (按季度)	15
图 24: 主要血制品企业应收票据及应收账款周转天数变化 (按年)	15
图 25: 主要血制品企业应收票据及应收账款周转天数变化 (按季度)	15
图 26: 生物制品板块研发支出情况 (算术平均)	16
图 27: 中药公司销售费用率和管理费用率 (算术平均) 有所降低	17
图 28: 中药公司销售费用增长率 (算术平均) 有所降低	17
图 29: 化学原料药板块研发支出 (算术平均) 情况	18
图 30: 医疗服务板块销售和管理能力逐渐提升	20
图 31: 医疗服务领域管理效率逐渐提高	20
图 32: 医药流通公司现金流情况 (亿元)	21
图 33: 医药流通重点公司 2015-2019H1 经营活动现金流净额情况分析 (亿元)	21
图 34: 医药板块上半年走势与大盘比较 (截至 2019 年 9 月 3 日)	23
图 35: 医药细分板块年初至今涨跌幅 (截止 2019 年 8 月 31 日)	23
表 1: 疫苗相关企业 2018&2019H1 表现	13
表 2: 血制品企业业绩表现	14
表 3: 血制品公司现金流比较 (百万元)	15
表 4: 生长激素、胰岛素及脱敏制剂相关企业 2018&2019H1 表现	16
表 5: 中药龙头企业整体业绩增长稳健	16
表 6: 特色及专利原料药企业业绩增速亮眼	17
表 7: 专科连锁三只标的业绩情况 (亿元)	18
表 8: 外包型 (CRO、CDMO/CMO) 相关企业 2018&2019Q1 表现	19
表 9: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元)	20
表 10: 连锁药房四家标的公司业绩情况 (亿元)	22
表 11: 四家连锁药店门店等数据	22
表 12: 年初至今涨幅超过 80% 的标的 (截止 2019 年 9 月 3 日)	24
表 13: 科创板三支标的相关业绩情况 (截止 2019 年 9 月 3 日) 单位: 亿元	24

1.2019H1 板块存在一定分化，整体表现优秀

2019 年上半年医药生物整体表现相对平稳：营收端实现较快增长，利润端略有提升，扣非后归母净利润略有下滑。2019 年上半年，医药行业营收同比增长 15.21%、归母净利润同比增长 4.35%，扣非后归母净利润同比下滑 2.22%。分细分板块来看，原料药等板块以及中药等板块对整体业绩的下滑略有拖累，医疗器械、生物制品等行业依旧保持了快速的增长。

图 1：医药生物 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

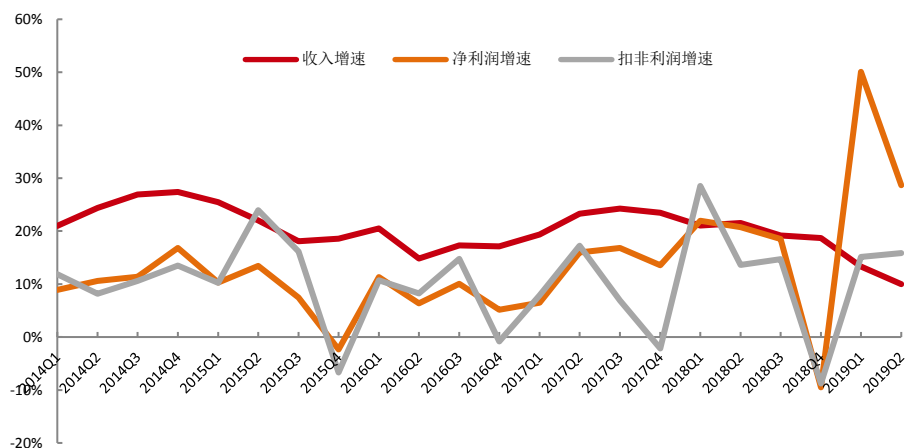


资料来源：wind, 天风证券研究所

1.1 六大板块存在一定分化，坚守高景气赛道

医疗器械：2019 年上半年医疗器械板块继续保持了快速的增长，行业景气度不断提升。2019 年上半年，器械板块收入同比增长 9.98%，归母净利润同比增长 28.65%、扣非后归母净利润同比增长 15.88%（未做剔除）。收入端的增速相对平稳，利润端增速维持相对较高水平的增长。

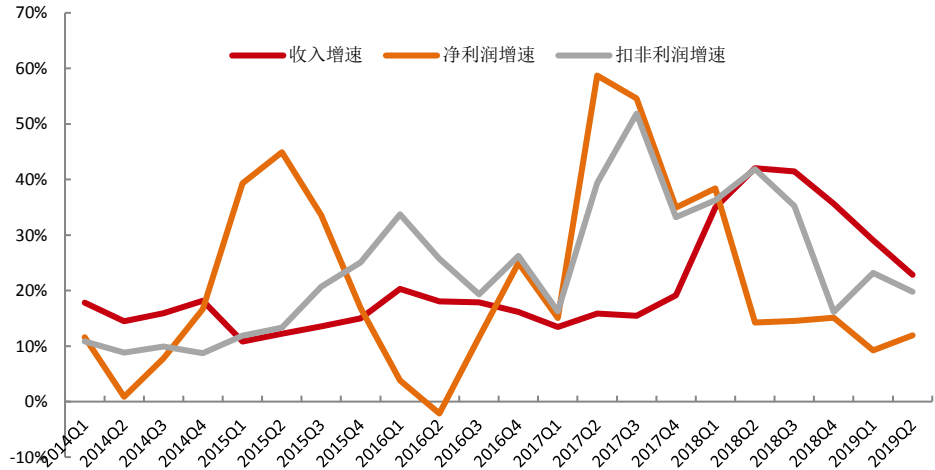
图 2：医疗器械板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

2019 年上半年生物制品板块收入同比增长 22.81%、归母净利润同比增长 11.95%，扣非后归母净利润 19.79%整体表现较为优秀。我们判断其中血制品、疫苗等行业的景气度的不断的回升是行业保持稳步快速的发展的重要因素。

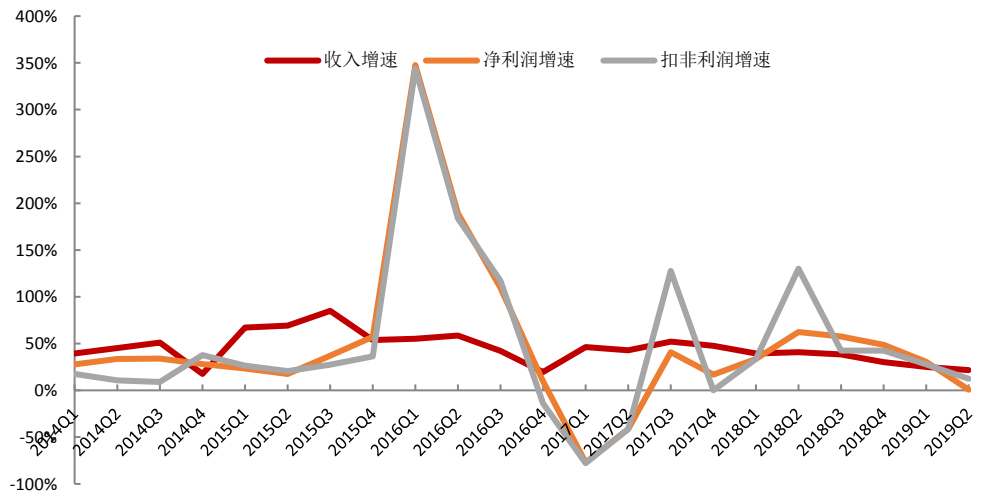
图 3：生物制品板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年, 医疗服务板块收入同比增长 21.71%, 归母净利润同比增长 0.69%, 扣非后归母净利润同比增长 12.47%。长期来看, 医疗服务板块是高景气度板块, 细分领域中 CRO/CMO 行业、专科连锁服务行业保持了快速增长。

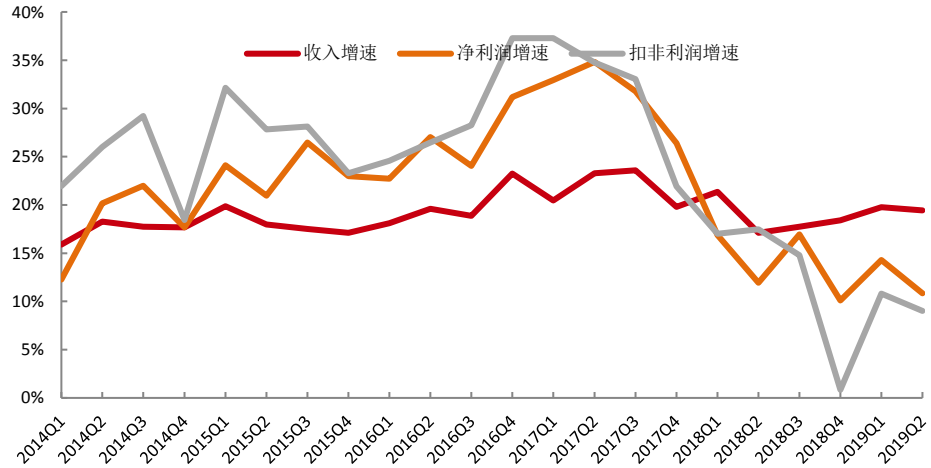
图 4: 医疗服务板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

医药商业板块表现靓丽, 医药流通行业改善明显。2019 年上半年医药商业板块收入同比增长 19.43%, 归母净利润同比增长 10.85%, 扣非后归母净利润同比增长 9.02%。行业整体表现靓丽, 其中连锁药房继续维持了快速增长, 医药流通板块业绩改善明显。商业板块整体表现靓丽, 景气度逐步回升。

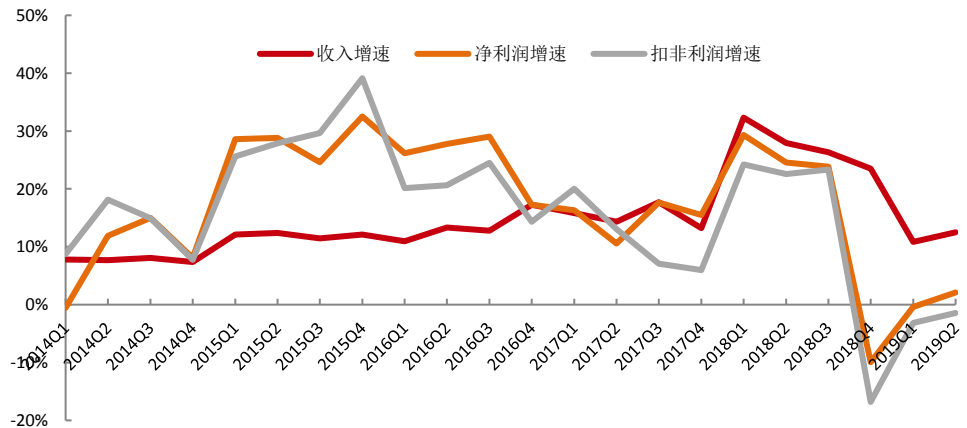
图 5: 医药商业板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年化学制剂板块收入同比增长 12.52%，归母净利润同比增长 2.09%，扣非后归母净利润同比下滑 1.42%。化制剂板块从 2018 年四季度开始业绩承压，2019 上半年业绩逐步回升，业绩下滑速度不断缩窄。

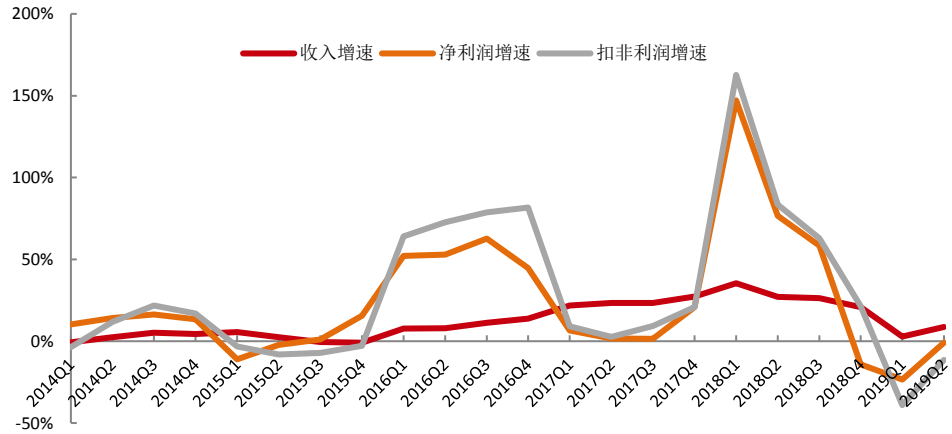
图 6: 化学制剂板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年化学原料板块收入同比增长 8.8%，归母净利润同比下滑 0.79%，扣非后归母净利润同比下滑 11.38%，整体来看，化学原料药板块的收入增速逐步回升，利润端下滑幅度不断缩窄。2018 受到原料药涨价的影响，行业增长相对较高，因此基数也较高，2019 年下半年行业增速有望逐步恢复到正常水平。

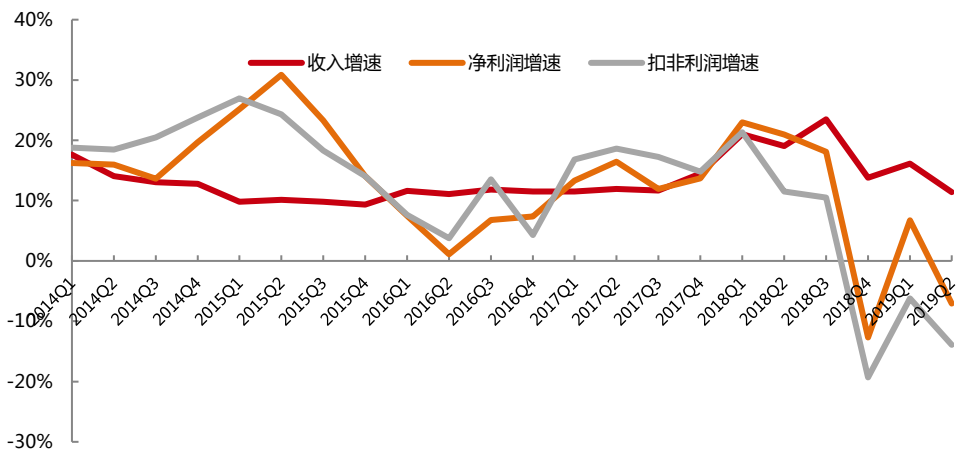
图 7: 化学原料药板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年中药板块的表现存在一定压力, 营收同比增长 11.43%, 归母净利润同比下滑 7.07%; 扣非后归母净利润同比下滑 13.91%。

图 8: 中药板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

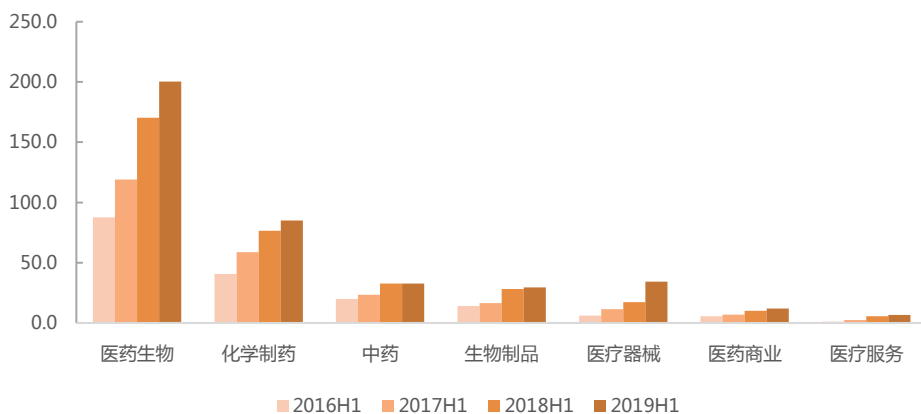


资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2 研发投入持续走高, 盈利能力出现一定分化

2019 年上半年医药生物板块的研发投入持续加大, 合计达到 200.2 亿元。从细分板块来看, 化学制药、医疗器械、中药、生物制品等板块的研发投入持续加强, 其中医疗器械板块 2019H1 研发费用增速为 99.18%, 我们判断器械龙头迈瑞医疗 A 股上市, 对板块整体研发费用的带动有较大的作用, 但创新器械的前景整体值得期待。

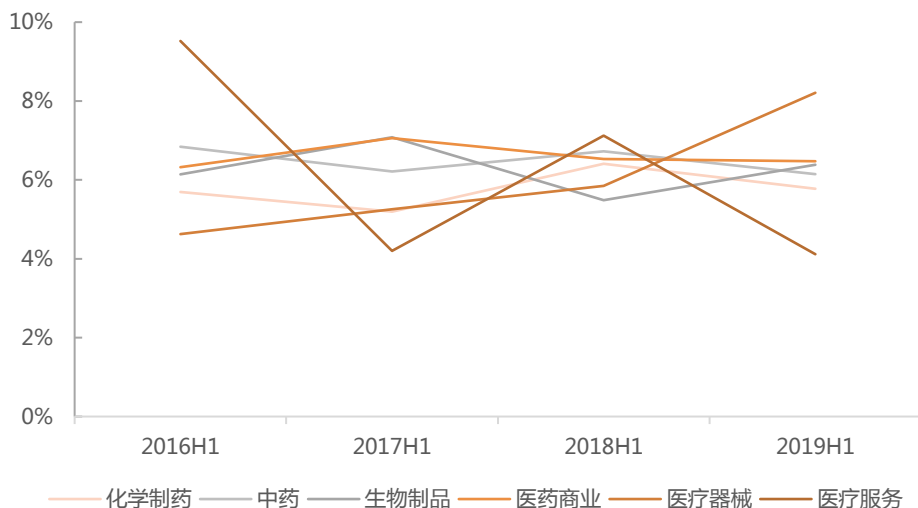
图 9: 各板块研发费用合计情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

从各板块 ROE 水平来看, 2019H1 医疗器械板块整体盈利能力得到提升, 并且近三年均呈现逐年提升的态势; 生物制品 2018H1ROE 处于相对低的位置, 2019H1 开始向上, 我们预计, 随着血制品、疫苗板块的逐步恢复与增长, 生物制品板块的

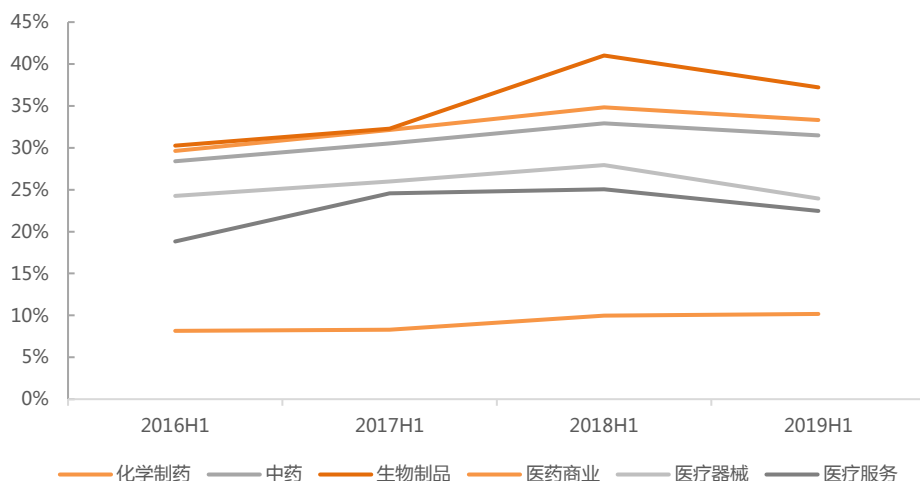
图 10: 各板块平均净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019H1 各板块期间费用率较 2018H1 略有下降, 其中医疗器械、生物制品板块下滑幅度较为明显。医药板块整体费用率的下滑, 也进一步说明板块目前已经企稳, 逐步由“营销型”向创新研发型进行转变。其中尤其是医疗器械板块的表现可圈可点: ROE 提升, 期间费用率下降, 同时研发支出不断创新高。

图 11: 各板块期间费用率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2 细分领域各有千秋, “核心资产” 是增长主线

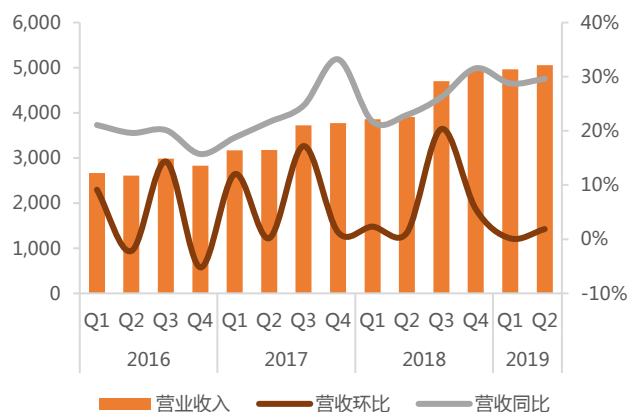
我们对整个医药板块的细分领域进行分拆来看, 医疗器械、创新药、CXO、疫苗、血制品、专科医疗服务、医药商业等整体表现优秀, 景气度呈现不断向或稳步提升的态势。随着“4+7”等相关政策的推行, 我们预计未来医药产业的主线会逐步的向更加专业化、创新化的方向发展, 在这一过程中, 依旧看好医疗器械、创新药、刚性消费、CXO 等板块的投资机会。

2.1 创新药板块业绩靓丽

随着国内药政改革的落地, 新药审评审批的不断提速, 创新药的供给明显增加; 而医保支付端的加持使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快。目前, 国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期, 业绩有望持续跑赢整体。

恒瑞医药:以龙头恒瑞为例, 2019年上半年公司实现营业收入100.26亿元, 同比增长29.19%; 归母净利润24.12亿元, 同比增长26.32%; 扣除非经常性损益后归母净利润22.89亿元, 同比增长25.21%。其中Q2单季度营收同比增长29.61%, 归母净利润同比增长27.03%。公司作为国内创新药龙头企业, 自主研发的创新药产品开始步入收获期, 公司2018年包括硫酸培非格司亭(19K)、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市, 超重磅产品PD-1已经获批上市。短期来看, 公司创新药业绩有望迎来高速增长期; 长期来看, 公司研发管线储备众多潜力品种, 靶点布局全面, 研发进度国内领先, 长期业绩有望持续稳定增长, 建议投资者长期持续关注。

图 12: 2016-2019H 营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

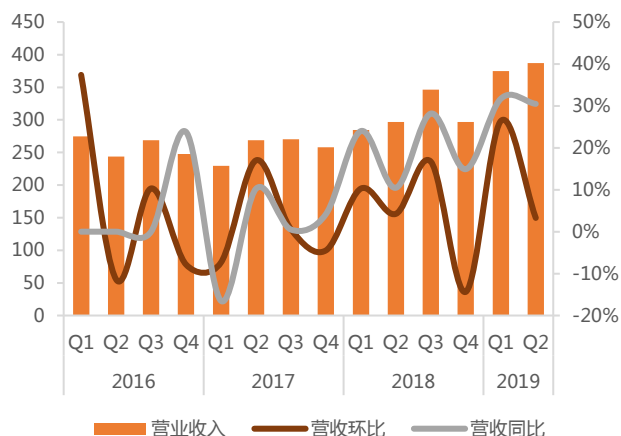
图 13: 2016-2019H 归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)



资料来源: wind, 天风证券研究所

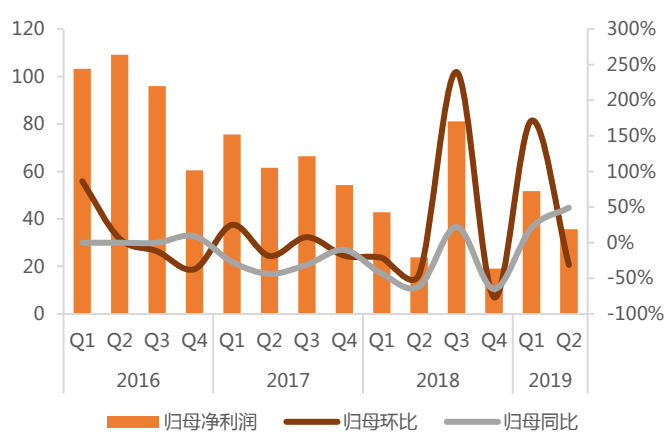
贝达药业：2019 年上半年公司实现营业收入 7.62 亿元，同比增长 31.08%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比增长 30.99%；扣除非经常性损益后归母净利润 0.75 亿元，同比增长 23.41%。业绩增长主要来自公司核心产品埃克替尼持续放量，上半年埃克替尼实现销售额 7.56 亿元，同比增长 30.07%，销量同比增长 31.26%。随着公司核心产品埃克替尼增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望年底前获批，同时帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量，因此 2019 年有望成为公司业绩的拐点年。

图 14：2016-2019H 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

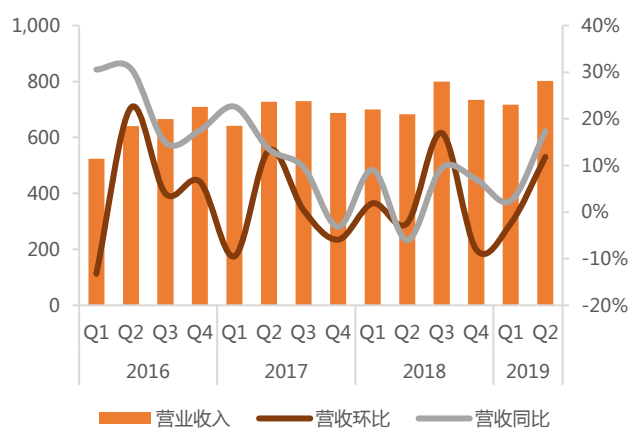
图 15：2016-2019H 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

康弘药业：公司 2019 年上半年实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 9.8%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比增长 9.7%；实现扣非净利润为 3.2 亿元，同比增长 18.1%。公司业绩增长主要受传统中药和化药板块拖累，生物创新药康柏西普仍保持高增长，2019H1 康柏西普实现销售收入 5.6 亿元，同比增长 26.8%，实现净利润 1.73 亿元，同比增长 62.7%。预计随着扩展适应症的获批及国际化的推进，其高增长有望持续。

图 16：2016-2019Q1 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：2016-2019Q1 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

港股创新药：中国生物制药的安罗替尼依然保持高速增长，预计上半年销售额约 13 亿元人民币，全年销售额有望达到 28-30 亿元。石药集团创新药业务增长强劲，上半年实现收入 61.49 亿元，同比增长 55.4%，占上半年总收入比重提升至 55.0%，营收结构不断优化。此外，君实生物和信达生物的 PD-1 在 2018 年 12 月获批后放量迅速，2019H1 分别实现收入 3.08 亿元和 3.316 亿元，预计其有望凭借广阔的市场空间和先发优势继续保持高速增长。

2019 年 8 月 20 日，国家医保局、人社部《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生

育保险药品目录>的通知》发布，正式公布了国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险常规准入部分药品名单。本次药品目录调整是国家医保局成立后首次全面调整，涉及西药、中成药、中药饮片三个方面，为动态调整，包括药品调入和药品调出，本目录自 2020 年 1 月 1 日起正式实施。

从此次常规准入的品种看，本次调整前后药品数量变化相对不大，但通过动态调整使得药品结构发生了较大变化。目录调整常规准入部分新增 148 个品种，其中，西药 47 个，中成药 101 个。本次调整后常规准入药品共 2643 个，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，共计 892 个。本次目录中含甲类药品 640 个，较 2017 年增加 46 个，其中西药 398 个，中成药 242 个。品种调出方面，此次共调出 150 个品种，除去被撤销文号的品种外，共调出 79 个品种，主要是一些临床价值不高，存在明显终端滥用，或者有更好替代品的品种。值得注意的是，本次调整将 6 月份国家卫健委发布的《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》所涉及的 20 个品种全部调出。我们认为，此举虽然会对部分药企造成影响，但也有利于医保资金的进一步“腾笼换鸟”，为调入更多疗效确切、具备高临床价值的药品腾出空间。

除了常规目录，依据专家评审和投票结果，还初步确定了 128 个拟谈判药品品种，为临床价值较高但价格相对较贵的独家品种。主要涉及癌症、罕见病等重大疾病用药，以及丙肝、乙肝、高血压、糖尿病等慢病用药，许多产品为近年国家药监局批准上市的新药，其中不乏重磅创新药。预计下一步医保局将依照医保管理专家的评估，在充分考量药物经济学的基础上，与相关企业开展谈判确定支付标准，将谈判成功的品种纳入目录。

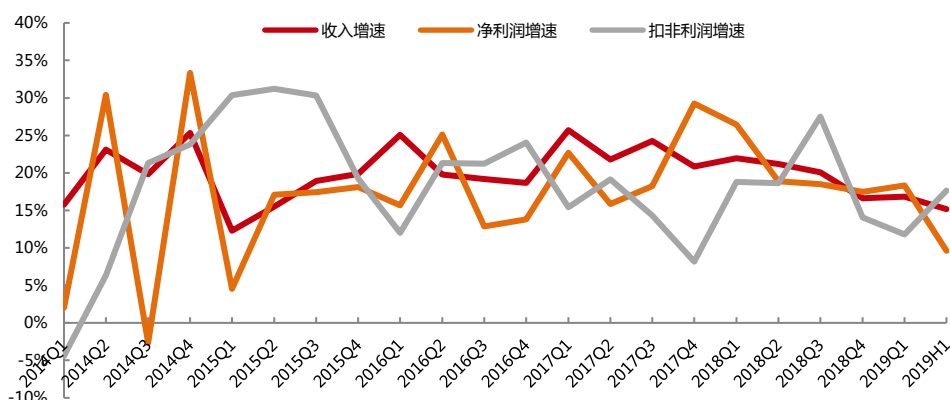
本次医保局明确了地方的权限，要求各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围。对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在 3 年内逐步消化。消化过程中，各省应优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出支付范围。医保局同样强化药品目录的落实，要求各省级医疗保障部门要及时按规定将目录内药品纳入当地药品集中采购范围，并根据辖区内医疗机构和零售药店药品使用情况，及时更新完善信息系统药品数据库，建立完善全国统一的药品数据库，并将定点医药机构执行使用药品目录情况纳入定点服务协议管理和考核范围。

我们认为，相关纳入医保目录的品种将十分有望迎来放量，同时接下来的医保谈判目录将更加值得期待，建议关注：**恒瑞医药**（阿比特龙、罂粟乙碘油进常规目录，吡咯替尼、19K 预计谈判）、**中国生物制药**（来那度胺、硼替佐米、替格瑞洛、阿哌沙班、阿比特龙、吉非替尼进常规目录）、**贝达药业**（埃克替尼进常规目录），PD-1 能否进医保尚存在不确定性，关注君实生物与信达生物。

2.2 医疗器械板块稳健增长，精选符合产业趋势标的

2019H1 医疗器械板块营收、归母净利润以及扣非后归母净利润平均增速分别为 15.15%、9.64%、17.65% 的增长（剔除显著异常值），医疗器械板块整体呈现稳健增长态势。2019H1 营收增速超过 20% 有 18 家医疗器械公司，占比为 33%，超过 40% 的有 7 家，占比为 13%。

图 18：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2019H1）

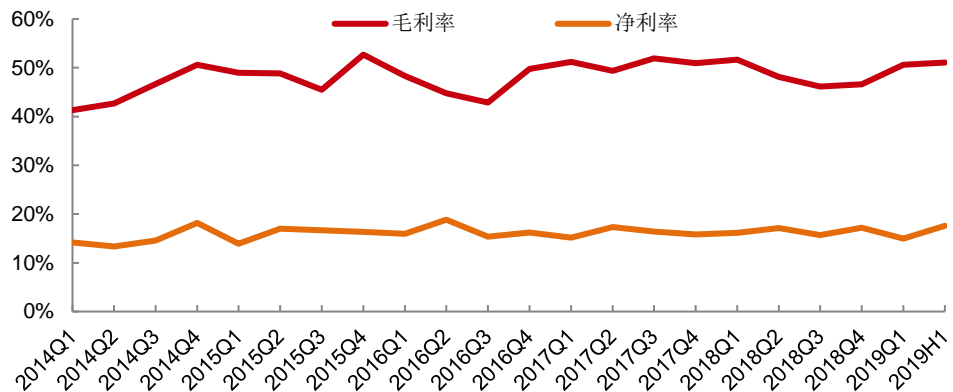


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019H1 医疗器械板块平均毛利率、净利率分别为 51.06%、17.58%，毛利率较 2019Q1 略有提升，我们判断主要原因如下：1. 4 月 1 日起执行的增值税减免带来了部分利好；2. 规模化效应下毛利率的提升。

从长期趋势上来看，医疗器械毛利率和净利率水平趋于稳定，较少出现波动较大的情况，长期来看，终端医疗器械产品价格存在波动，老产品会逐年降价，但是对于企业的影响较小，具备自主研发能力的医疗器械企业通过不断推出新产品，寻求新定价，进而维持毛利率和净利率的稳定。

图 19：医疗器械板块毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从细分子行业角度来看，两类公司增长较快：

1. 所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头企业；
2. 所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业。

新兴高景气度市场：市场空间大，且具有较强的产品衍生能力，标的具有稀缺性。

欧普康视：角膜塑形镜领域细分龙头（1、青少年近视带来庞大的市场空间；2、竞争格局优良，海内外品牌已获国内产品上市批件较少；3、渠道优势，公司产品深耕市场多年，已经渗透至多数终端医疗机构）；

健帆生物：血液净化领域龙头（1、行业处于快速成长初期，中性估计未来 5 年我们看市场空间是 25 亿以上，年复合增速超过 30%；2、公司目前是这个领域的龙头公司，具有独家专利技术，并且已有多中心临床数据支持，产品在终端逐步形成品牌粘性；3、新领域肝病产品收入快速增长，有望复制肾病产品发展路径，我们预计 19-21 年 EPS 为 1.32/1.78/2.38 元/股）；

存量进口替代的优质企业：存量巨大市场，国产占比普遍偏低，近年来随着创新政策和产业升级的共振，优质企业增速不断超越行业增速，从而进行替代。同时新增基层市场带来增量的有效市场。双重动力下，企业普遍保持稳定、良好的增速，甚至部分企业呈现加速替代的趋势，比如体外诊断行业、骨科行业、心血管行业等。

迈瑞医疗：国产医疗器械龙头，进口替代的主力军，同时立足全球视野，海内外共同发展，三大产线均衡增长。2019H1 实现收入 82.06 亿元，同比增长 20.52%，归母净利润为 23.69 亿元，同比增长 26.57%，扣非后归母净利润为 23.29 亿元，同比增长 26.43%，业绩稳健增长。我们认为迈瑞医疗是重要的核心资产，未来价值还将逐步得到体现，我们预计 19-21 年 EPS 为 3.83/4.73/5.72 元/股。（详情请关注我们两篇深度报告：《迈瑞医疗百场路演疑问反馈与价值思考》、《迈瑞医疗：医疗器械龙头登陆 A 股，国之重器高瞻远瞩》）

迈克生物：今年以来迈克基本面向上，产品布局逐步进入收获期，包括新化学发光仪，根据中报，自主产品仪器按计划实现全国范围的装机数量，自主产品毛利率逐年稳中有升，经营业绩保持稳健增长的态势。我们认为新化学发光仪将逐步贡献增量收入，推动自产产品收入比例的提升，我们预计 19-21 年 EPS 分别为 0.98/1.26/1.64 元/股，作为我们 9 月金股进行推荐。

安图生物：化学发光老牌厂家，持续推出具备竞争力的化学发光产品，A2000 和 A2000 Plus 为 200 速仪器，定位县级以上医院，满足大样本量的检测需求，100 速仪器适合基层医院小样本量使用，同时流水线加速渗透医院，产品能够满足不同客户需求。我们认为随着行业持续发展，安图将充分享受行业红利，预计 19-21 年 EPS 分别为 1.71 元/股、2.15 元/股、2.68 元/股。

我们重点覆盖和推荐符合产业创新趋势的标的：艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物等。

2.3 生物制品业绩表现亮眼

1、疫苗板块：延续良好的增长态势，国产大品种世代有望开启

疫苗的主要利润贡献来自于非免疫规划疫苗，是典型的自主消费级产品，符合消费升级逻辑。疫苗代表性公司沃森生物、智飞生物、康泰生物等 2018 年均实现了高速增长，2019 年上半年整体也呈现尚佳表现。

智飞生物上半年在 HPV 疫苗的带动下收入增长超过 140%，归母净利润增长达到 68%，2018 年 11 月，智飞与默沙东公司就四价、九价 HPV 疫苗约定了自 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日期间共计约 180.02 亿元的产品基础采购金额，为后续市场供应奠定了基础；

康泰生物 2018 年抓住赛诺菲巴斯德五联苗暂时性退出中国市场的机遇，加大四联苗的市场推广，四联苗实现了快速增长。2019 年上半年，公司业绩下滑约 10%，主要是去年基数相对较高，上半年重点四联苗上半年批签发仅为 90 万支，但 7 月份单月达到 115 万支，为下半年四联苗销售奠定了坚实的基础，公司下半年业绩基数低，销售有望回升。

沃森生物 2018-2019 年预计是中长期的拐点，2018 年沃森生物在 23 价肺炎疫苗（营收增长超过 200%）、AC 多糖疫苗等产品放量下业绩实现了由亏转赢，2019 年上半年业绩在自主疫苗持续增长带动下增长 16%，扣非后增长达到 85%。

其他公司：华兰生物上半年疫苗收入 0.12 亿元，同比下降 76.25%，公司新的流感疫苗车间已通过 GMP 认证，流感疫苗产能翻倍，为下半年销售旺季奠定了坚实基础。长春高新疫苗子公司百克生物上半年收入下降 32%，主要原因是 2018 年提升工艺等导致 2019 年上半年可供销售产品不足，发货量有所减少，公司采取相应策略，调整生产计划，合理增加产量确保疫苗入库量以应对供不应求，疫苗的供应有望下半年逐步恢复。新厂区建设方面已完成水痘减毒活疫苗预充包装线设备验证及现场备案工作，现已投入生产使用，冻干鼻喷流感减毒活疫苗已启动现场核查准备工作，有望在年内获批，下半年公司疫苗收入增速有望恢复。

2018 年 7 月下旬爆发的“长生事件”，促进了监管的进一步强化，未来在生产、流通、及终端接种等全流程的监管进一步趋严。直接推动了《疫苗管理法》的出台，进一步从立法层面加强对疫苗的管理。我们认为，未来疫苗管理趋严、质量标准、规范进一步提升，未来行业的产业升级及兼并重组有望加速推进，行业集中度有望提升，国有企业及骨干的民企有望受益。

年内有望获批品种方面值得重点期待的有沃森的 13 价肺炎疫苗，智飞生物的母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人用）以及厦门万泰的 2 价 hpv 疫苗等，将开始国产疫苗大品种的新时代。

表 1：疫苗相关企业 2018&2019H1 表现

公司	2018 年营收	2018 年归母净	2018 年归母扣	2019 年 H1 收	2019 年 H1 归母	2019 年 H1 归母
----	----------	-----------	-----------	-------------	--------------	--------------

	增速	利润增速	非净利润增速	入增速	净利润增速	扣非净利润增速
沃森生物	31.54%	294.77%	157.88%	33.63%	16.09%	84.86%
智飞生物	289.43%	235.75%	237.12%	143.19%	68.08%	71.85%
康泰生物	73.69%	102.92%	133.93%	-24.07%	-9.84%	-10.00%
华兰生物/疫苗子公司	181.75%	351.38%	-	-76.25%	-	-
长春高新/疫苗子公司	40.30%	61.79%	-	-29.2%	-30.8%	-

资料来源: wind, 公告公告, 天风证券研究所

注: 华兰生物及长春高新数据为子公司收入及净利润增速

2、血制品: 整体稳健增长, 公司运营能力逐步改善

血制品行业延续了良好的景气度, 重点公司看: 华兰生物 19 年上半年业绩稳步增长 11.94%, 血制品收入增长 20.76%; 博雅生物 2019 年半年度业绩同比增长 11.63%, 其中复大经销业务收入同比增长 40.34%, 静丙收入同比增长 29.86%; 天坛生物 2019 年半年度业绩同比增加 22.21%。

血制品行业经过 2015 年的价格调整后, 价格-供需基本理顺, 经过 2017 年以来的持续下滑, 渠道库存有望逐步优化, 后续存在补库存潜力。包括博雅生物、天坛生物、华兰生物等在内的公司通过持续的渠道布局和加大产品的学术推广(如博雅生物布局血制品经销商并加大纤原的学术推广、华兰生物加大静丙推广力度等), 从终端进一步发掘消费潜力, 有望促进市场的持续扩容, 使得行业延续良好的景气度。

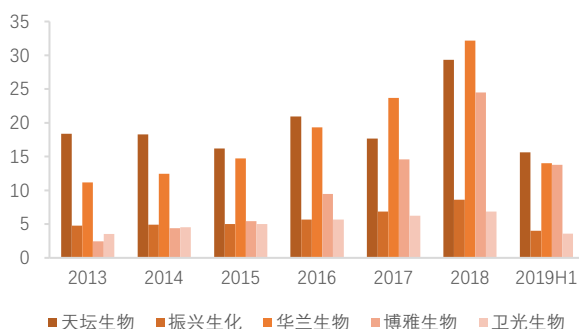
表 2: 血制品企业业绩表现

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)						归母净利润 (亿元)					
		2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019H1 增速	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019H1 增速
002252.SZ	上海莱士	9.61	14.09	18.04	5.85	12.97	35%	-8.47	-12.93	-15.18	2.19	4.13	149%
600161.SH	天坛生物	12.20	20.57	29.31	7.06	15.60	28%	2.40	3.97	5.09	1.31	2.94	22%
000403.SZ	振兴生化	4.27	6.34	8.60	1.77	4.02	-6%	0.67	0.80	0.80	0.24	0.78	16%
002007.SZ	华兰生物	12.01	20.36	32.17	6.96	14.03	17%	4.53	7.60	11.40	2.60	5.07	12%
300294.SZ	博雅生物	10.92	16.87	24.51	6.51	13.76	26%	1.91	2.86	4.69	0.89	2.13	12%
002880.SZ	卫光生物	2.99	4.69	6.88	1.69	3.61	21%	0.69	1.08	1.57	0.27	0.71	2%

资料来源: wind, 天风证券研究所

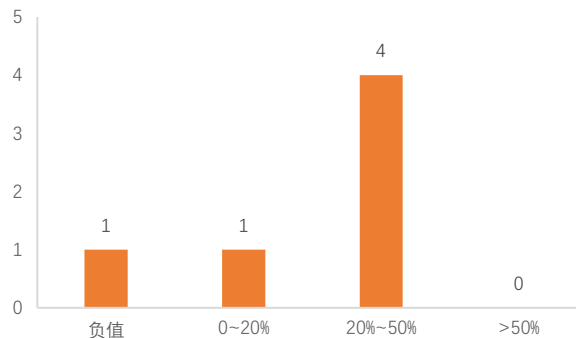
6 家上市企业中, 2019 年上半年营业收入增速在 20%~50% 的有 4 家, 整体营收表现优异。

图 20: 主要上市血制品企业营收 (亿元) 变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 2019H1 上市血制品企业收入增长率分布

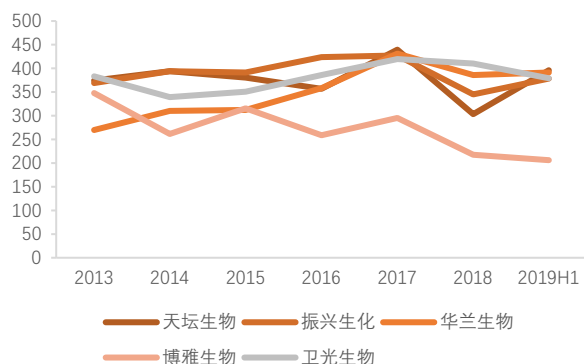


资料来源: wind, 天风证券研究所

营运能力: 从存货周转天数变化来看, 2019Q2 相较于 2019Q1 有所下降, 存货变现加快。上半年应收票据及应收账款周转天数比起 2018 年全年有所上涨, 但季度间边际变化显著,

呈明显下降趋势，企业营运能力逐渐回升。

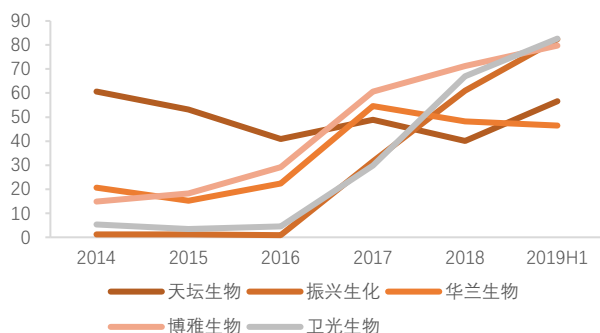
图 22：主要上市血制品企业存货周转天数变化（按年）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：华兰生物和博雅生物仅统计母公司

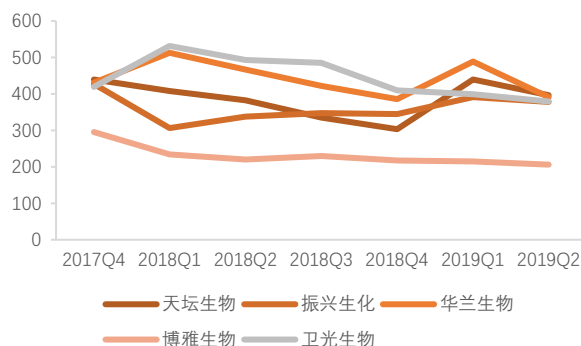
图 24：主要血制品企业应收票据及应收账款周转天数变化（按年）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：华兰生物和博雅生物仅统计母公司

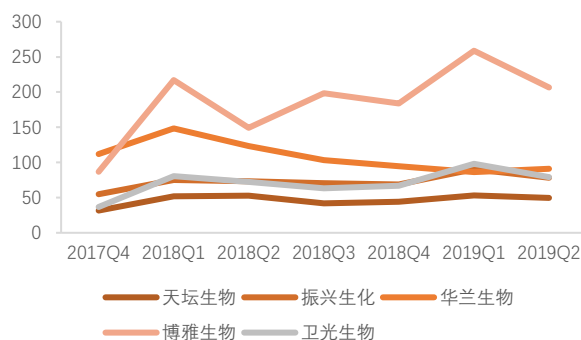
图 23：主要上市血制品企业存货周转天数变化（按季度）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：华兰生物和博雅生物仅统计母公司

图 25：主要血制品企业应收票据及应收账款周转天数变化（按季度）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：华兰生物和博雅生物仅统计母公司

各企业现金流净额均表现良好，其中华兰生物和天坛生物现金流均超过 4.5 亿元。博雅生物由于上半年购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金增多，上半年现金流净额为负。

表 3：血制品公司现金流比较（百万元）

代码	证券简称	2019 中报	2018 年报	2017 年报	2016 年报
	最高值	540.0	1292.6	264.9	638.2
	平均值	225.5	414.0	104.9	297.4
600161.SH	天坛生物	456.6	677.9	218.4	428.4
002007.SZ	华兰生物	540.0	1292.6	177.4	329.9
300294.SZ	博雅生物	-100.9	34.9	-23.8	198.8
002252.SZ	上海莱士	353.8	262.5	264.9	638.2
000403.SZ	振兴生化	42.6	116.6	-35.9	62.5
002880.SZ	卫光生物	60.7	99.5	28.6	126.4

资料来源：wind，天风证券研究所

3、生长激素：行业持续扩容

生长激素上市公司主要有两家；长春高新和安科生物。长春高新的生长激素产品持续高增长，2019 年上半年经营生长激素的核心子公司金赛药业收入增长达到 42%，净利润增长达到 48%。金赛拥有长效-水针-粉针的多层次产品搭配，市场优势明显，同时不断加大营销力度，加强产品覆盖率，龙头优势持续巩固。

安科生物 2019 年生物制品收入增长 16%，预计生长激素实现了快速的增长，第四季度因母公司所有生产车间准备 GMP 再认证，短时间内未能完全满足市场高增长带来的大量供货需求，一定程度上限制了营收增速，目前供应逐步恢复，增速有望持续回升。安科生物积极建设第三终端队伍，拓展第三终端销售，积极加强对民营医院的销售工作，加强对生殖、儿科、妇产医院的开发，通过精细化营销有望助力生长激素等产品保持快速的增长。同时安科生物的生长激素水针已获批，增加公司产品实力，有望为公司创造良好的业绩增量。

4、胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素三代值得期待，脱敏制剂延续快速增长

胰岛素代表性企业通化东宝 2018 年实施了去库存，使得胰岛素收入相对平稳。2019 年上半年胰岛素系列收入增长 7.5%，同时现金流大幅改善，渠道库存持续优化，公司 2019 年有望恢复快速的增长。公司的三代胰岛素甘精胰岛素已经报产，有望三季度获批，为公司有望带来新的增量。

我武生物的核心品种粉尘螨滴剂收入 2018 年同比增长 31%，2019 年上半年增长 26%，延续快速增长势头，脱敏诊疗市场空间广阔，临床接受度和认可度越来越高。公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长，助力公司业绩持续增长。公司“黄花蒿粉滴剂”用于治疗变应性鼻炎 III 期临床研究已完成，生产申报已被受理，未来有望成为另一个重要的品种。

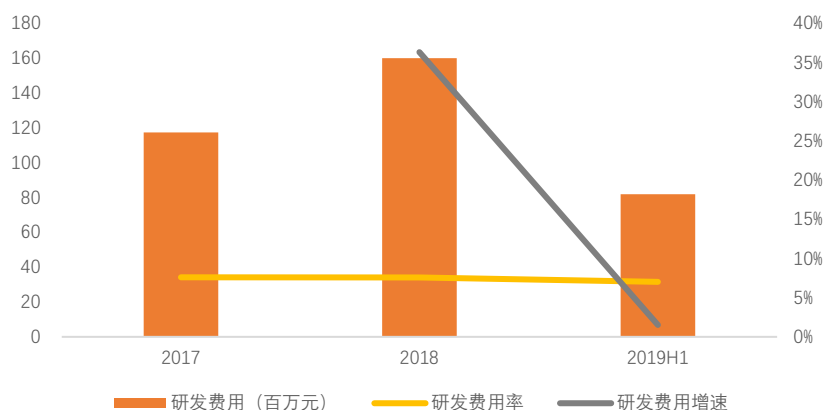
表 4：生长激素、胰岛素及脱敏制剂相关企业 2018&2019H1 表现

公司	2018 年营收增速	2018 年归母净利润增速	2018 年归母扣非净利润增速	2019 年 H1 收入增速	2019 年 H1 归母净利润增速	2019 年 H1 归母扣非净利润增速
长春高新	31.03%	52.05%	55.74%	23.36%	32.60%	39.47%
安科生物	33.32%	-5.25%	7.86%	21.71%	13.15%	16.69%
通化东宝	5.80%	0.25%	-2.46%	-1.96%	-0.85%	1.00%
我武生物	29.87%	25.14%	27.33%	25.43%	25.53%	28.65%

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

研发支出方面，2019 年 H1 研发费用算术平均值为 0.82 亿元，同比增长 1.52%。疫苗板块业绩快速增长，同时我国疫苗的市场需求较大，未来企业在研发支出方面仍会不遗余力研发创新性产品，以在市场竞争中赢得优势地位。

图 26：生物制品板块研发支出情况（算术平均）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4 中药板块业绩整体相对平稳

中药龙头企业除康美药业和东阿阿胶外，整体表现相对稳健。

表 5：中药龙头企业整体业绩增长稳健

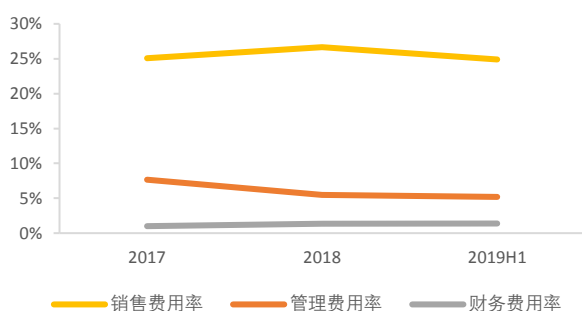
公司	2018 年收入增	2018 年归母净	2018 年扣非后归	2019 年 Q1	2019 年 Q1 归母	2019 年 Q1 扣非后
----	-----------	-----------	------------	-----------	--------------	---------------

	速	利润增速	归母净利润增速	收入增速	净利润增速	归母净利润增速
云南白药	9.84%	5.14%	4.91%	10.04%	4.97%	8.54%
片仔癀	28.33%	41.62%	44.97%	21.45%	23.99%	24.57%
同仁堂	6.23%	11.49%	0.22%	6.73%	10.18%	9.65%
天士力	11.78%	12.25%	2.13%	15.66%	20.64%	10.28%
济川药业	27.76%	37.96%	37.98%	-2.26%	9.28%	6.06%
华润三九	20.75%	10.02%	11.53%	3.02%	175.91%	11.29%

资料来源: wind, 天风证券研究所

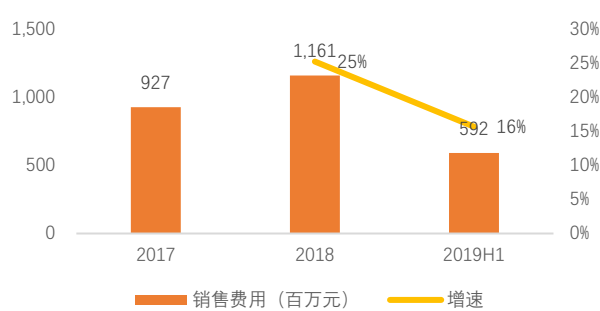
中药处方药面临政策变数, 随着医保战略购买的持续实施, 基于临床疗效的药物经济学成为医保的重要考量。未来中药处方药需要更多的从循证角度证明自己的临床价值。7月初, 卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)的通知》, 提出: 中医类别医师应该按照规定开具中药处方, 非中医类别医师在经过不少于1年系统并考核合格后, 遵照中医临床基本的辨证施治原则开具中成药处方, 未来政策还存在较大的不确定性。

图 27: 中药公司销售费用率和管理费用率(算术平均)有所降低



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 28: 中药公司销售费用增长率(算术平均)有所降低



资料来源: wind, 天风证券研究所

持续重点关注医药大消费领域, 尤其是一些相对滞涨的 OTC 标的: 消费者对于药品最重要的是安全性和有效性, 对药品的品牌有较高的认可度, 品牌 OTC 企业享受估值溢价。对 OTC 品种而言, 提价往往能提振收入增厚利润, 但大多数品种由于竞争基本充分, 格局相对稳定, 定价权往往不高, 从提价的企业品种角度来看, 两个因素至关重要: I. 品种自身具备稀缺性(原料稀缺或处方稀缺); II. 自身品牌过硬。重点推荐: 片仔癀(通过片仔癀体验馆、VIP 会员销售模式及海外渠道拓展营销, 叠加提价可能性)、云南白药(重组后提升运营效率, 核心产品具备提价基础)。

2.5 化学制剂与化学原料药板块逐步回升

2019 年上半年化学制剂与化学原料药板块逐步回升, 个股方面维生素类生产企业业绩波动较为明显, 特色及专利原料药相关企业表现亮眼。我们认为随着环保的持续趋严, 行业进入门槛进一步提高, 原料药企业的盈利稳定性有望得到提升, 周期特征下降。

表 6: 特色及专利原料药企业业绩增速亮眼

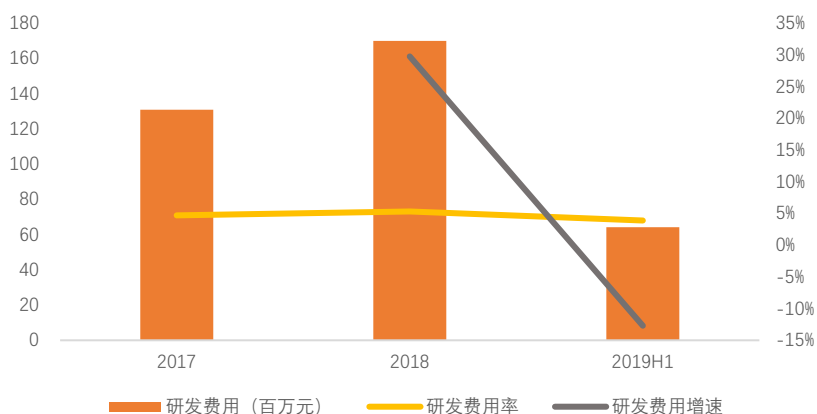
公司	2018 年收入增速	2018 年归母净利润增速	2018 年扣非后归母净利润增速	2019 年 H1 收入增速	2019 年 H1 归母净利润增速	2019 年 H1 扣非后归母净利润增速
美诺华	40.25%	115.66%	77.51%	61.31%	91.57%	312.21%
天宇股份	23.45%	63.36%	86.98%	51.30%	526.37%	574.31%
普洛药业	14.85%	44.42%	63.45%	15.58%	50.61%	83.99%
健友股份	52.81%	35.11%	34.54%	38.44%	27.34%	30.13%

凯莱英	28.94%	25.49%	24.22%	44.27%	46.37%	42.75%
博腾股份	0.07%	15.86%	-19.98%	22.46%	69.56%	224.82%
药石科技	75.02%	98.52%	80.15%	37.80%	30.31%	35.28%

资料来源：Wind，天风证券研究所

研发支出方面，2019H1 年化学原料药板块平均研发支出 0.64 亿元，同比减少 13%，研发费用率维持在 4%~5%。特色及专利原料药领域需要长期的研发投入支撑，才能保持企业的长期发展。

图 29：化学原料药板块研发支出（算术平均）情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2.6 专科医疗服务：龙头企业规模持续提升，建立核心壁垒

医疗服务持续受益国内医疗健康需求提升，持续维持高景气度的发展态势。同时社会资本参与的专科连锁服务作为我国医疗资源的重要补充，受益国家政策的支持，具有一定的政策免疫性，在行业长期发展过程中，医疗服务持续维持了高景气度的发展态势。

表 7：专科连锁三只标的业绩情况（亿元）

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
2019H1			
营收	47.49	8.47	36.41
yoy	25.64%	23.58%	2.93%
归母净利润	6.93	2.07	0.17
yoy	36.53%	54.07%	-89.40%
扣非后归母净利润	6.95	2.04	-1.36
yoy	31.93%	53.85%	-251.24%
2019Q2			
营收	25.04	4.53	23.62
yoy	23.18%	20.14%	2.24%
归母净利润	3.97	1.13	1.35
yoy	35.56%	54.37%	-49.92%
扣非后归母净利润	4.23	1.11	1.34
yoy	33.10%	56.24%	-32.74%

资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年上半年，A 股三家专科医疗连锁服务企业整体表现稳中向上，Q2 季度都有比较好的回升趋势。其中爱尔眼科、通策医疗 2019 年上半年均录得较好成绩，营收分别同比增长 25.64%、23.58%；归母净利润分别同比增长 36.53%、54.07%。美年健康目前业绩正处于恢复期，上半年收入实现同比增长 2.93%；归母净利润同比下滑 89.40%；Q2 单季度改善较为明显；2019 年 Q2 季度，公司营收同比增长 2.24%，归母净利润同比下滑 49.92%；扣非

后归母净利润同比下滑 32.7%。

2.7CRO、CDMO/CMO：产业、资本、政策共振，迎来黄金发展期

从 2018 年年报及 2019 年上半年看，外包型行业业绩总体保持高速增长，在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。

产业趋势上看：在国内医药市场需求持续增长，医药行业细分趋势加剧、全球化外包趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 企业大量涌现，通过投入研发资金、吸引海内外高端研发人才、建立起了符合欧美标准的质量和管理体系，同时相对于欧美 CRO 企业具备明显的成本优势，成为欧美研发和委托生产转移的重要市场，有力的推动力国内外包行业的增长。国内代表性企业大多数收入来自于海外。

政策上看：我国医药政策顶层设计是鼓励创新和高端仿制，提升制药工业水平，国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有利于外包行业的持续发展，“4+7”带量采购政策方向确定后，仿制药盈利能力进一步承压，倒逼企业投入研发创新，提升核心竞争力。2018 年 A 股医药公司整体研发投入超过 420 亿元，同比增长 32.2%，增速进一步提升，创新的兴起令外包型企业有更多的机会涉足到企业研发的全流程环节：包括分子筛选建模、安评、工艺改进、临床 CRO 等；而一致性评价的推进也为 CRO 企业创造了丰厚的订单基础。

资本方面：科创板等多层次资本市场的不断丰富和完善，有利于 CRO、CDMO/CMO 等外包型行业的发展，科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而生物科技型公司由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投入更多的倾向于外包，有助于推动外包业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。总体来看，国内外包型行业受益于政策、产业、资本的共振，迎来了黄金发展机遇。

CRO 重点公司方面：行业龙头药明康德 2018 年 CRO 业务收入增长 23%，CDMO/CMO 业务同比增长 28%，值得一提的是，国内产业的持续发展给相应企业良好的发展机遇，药明康德境内业务收入增长达到 59%，显著高于境外的 16%。2019 年一季报，公司延续良好的增长势头，收入增速 29%，归母净利润增速 33%，扣非后增速达到 88%。临床 CRO 龙头泰格医药持续高增长态势，2018 年临床试验技术服务收入增长达到 35%，临床研究相关咨询服务收入增长 45%。与药明康德相似，国内业务取得了更快发展，收入增长达到 81%，2019 年一季报公司收入增长 29%，归母净利润增长 52%，归母扣非后净利润增速达到 61%。

CDMO 方面，凯莱英商业化阶段的定制研发生产收入增长达到 36%，临床阶段定制化研发生产收入增速 11%，大陆地区收入同比增长 51%。2019 年一季度公司延续强劲增长态势，收入端增速达到 31%，归母净利润增速达到 45%。

表 8：外包型（CRO、CDMO/CMO）相关企业 2018&2019Q1 表现

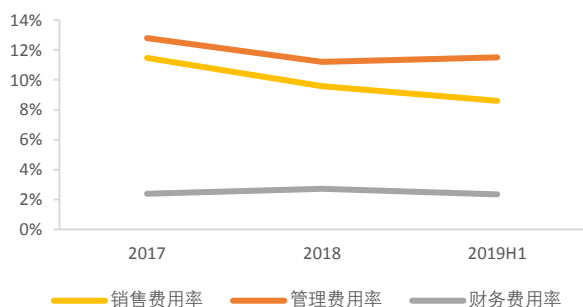
公司	2018 年营收 增速	2018 年归母净 利润增速	2018 年归母扣 非净利润增速	2019 年 H1 收 入增速	2019 年 H1 归母 净利润增速	2019 年 H1 归母 扣非净利润增速
药明康德	23.80%	84.22%	59.18%	33.68%	-16.91%	20.05%
康龙化成	26.76%	46.94%	48.88%	28.80%	38.51%	34.38%
量子生物	262.05%	178.63%	207.32%	136.22%	-9.27%	-6.94%
药石科技	75.02%	98.52%	80.15%	37.80%	30.31%	35.28%
昭衍新药	35.69%	41.72%	36.92%	48.65%	78.86%	87.21%
泰格医药	36.37%	56.86%	48.83%	29.49%	61.04%	51.96%
博济医药	31.58%	130.22%	114.74%	22.11%	-48.69%	-72.56%
亚太药业	20.94%	2.79%	2.71%	-13.30%	-69.37%	-75.68%
*ST 百花	-0.07%	-43.21%	-43.60%	-39.49%	-29.88%	-40.62%
凯莱英	28.94%	25.49%	24.22%	44.27%	46.37%	42.75%
博腾股份	0.07%	15.86%	-19.98%	22.46%	69.56%	224.82%

九州药业	18.62%	1.57%	6.46%	-6.72%	15.51%	-9.01%
------	--------	-------	-------	--------	--------	--------

资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

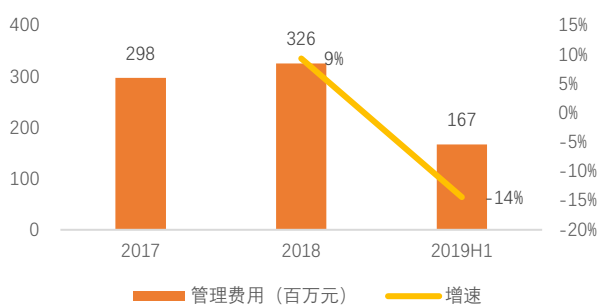
作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一, 外包型行业迎来产业、资本、政策的共振, 迎来了黄金的发展机遇, 建议重点关注: 泰医药 (CRO 高景气度, 公司为国内临床 CRO 龙头)、凯莱英 (CRO 高景气度, 公司关键技术领域达到国际领先水平)、药明康德 (CRO 高景气度, 公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头), 同时关注康龙化成、药石科技、昭衍新药、量子生物、博济医药等外包型企业。

图 30: 医疗服务板块销售和管理能力逐渐提升



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 医疗服务领域管理效率逐渐提高



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.8 医药流通拐点渐临, 连锁药店高景气度持续

2.8.1 医药流通板块现金流改善明显, 行业拐点渐临

2019 年大部分医药流通企业取得较好的成绩, 随着“两票制”等政策带来的经营调整逐步到位, 医药流通企业行业竞争环境逐步净化, 头部企业市场份额不断提升; 另一方面, 随着“4+7”政策的推行, 具备较强配送能力, 网络布局较广的龙头配送企业, 获得更多的市场份额以及与工业企业更加紧密的渠道业务关系, 与此同时“4+7”带量采购品种也使得医药流通公司现金流压力得到一定的缓解。

表 9: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元)

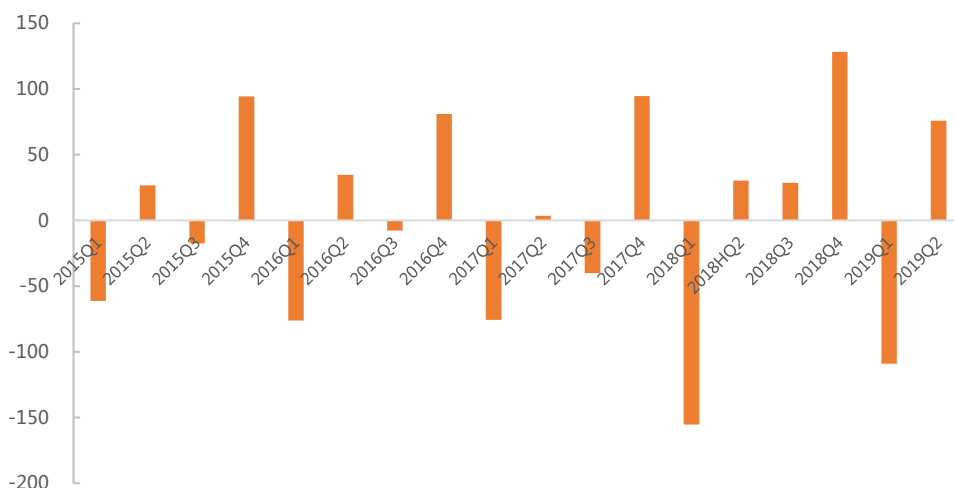
	国药一致	第一医药	上海医药	国药股份	嘉事堂	九州通	瑞康医药	柳药股份	中国医药
2019H1									
营收	252.28	6.17	925.75	210.22	102.39	484.29	179.57	71.97	168.60
yoy	21.42%	4.45%	22.00%	11.99%	20.17%	14.09%	15.80%	30.47%	16.04%
归母净利润	6.51	0.93	23.00	7.58	2.11	7.41	3.83	3.56	6.88
yoy	1.42%	42.40%	12.45%	18.66%	13.98%	38.46%	-33.99%	39.35%	-17.99%
扣非后归母净利润	6.40	0.23	20.95	7.28	2.10	6.17	3.74	3.50	6.64
yoy	2.63%	11.95%	10.66%	14.64%	15.29%	25.91%	-35.46%	37.22%	-13.91%
2019Q2									
营收	133.49	3.09	465.69	109.73	54.00	237.66	92.16	38.10	86.15
yoy	26.87%	11.42%	17.92%	13.82%	14.12%	17.43%	10.00%	35.86%	9.45%
归母净利润	3.51	0.16	11.60	4.68	1.13	4.16	1.93	1.96	2.79
yoy	0.48%	65.92%	14.48%	22.85%	15.34%	31.91%	-35.61%	37.50%	-30.54%
扣非后归母净利润	3.42	0.16	10.55	4.43	1.12	3.77	1.83	1.95	2.55
yoy	1.17%	69.43%	17.58%	16.09%	17.14%	33.55%	-38.94%	37.74%	-34.76%

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们对 2019 年上半年医药流通公司的现金流情况进行分析: 上半年板块现金流情况改善

较为明显，我们分析其中的原因主要有：1、部分流通企业加强对应收账款的管理，通过催收以及其他金融手段与方式（ABS 等）提前取得应收账款；2、增值税降税对流通企业现金流产生积极影响；3、部分医药流通企业通过其他业务如：零售、工业等获取更好的现金流，同时“4+7”带量采购品种在某些地区是预付或者账期缩短，对企业现金流产生积极影响。

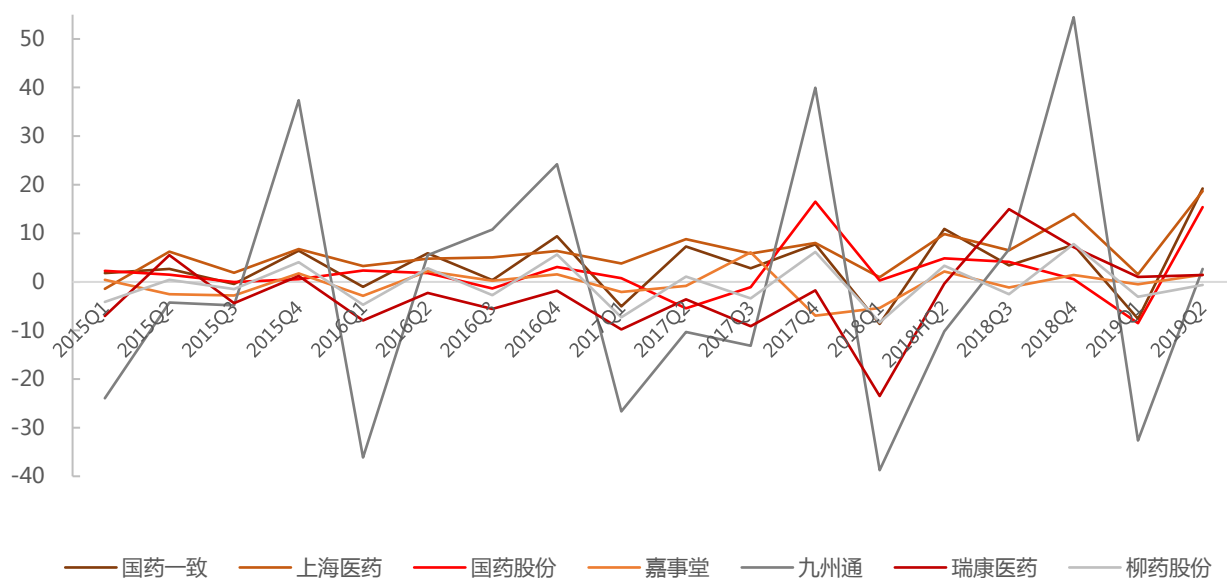
图 32：医药流通公司现金流情况（亿元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

对医药流通重点公司的现金流请款进行分下，也能看到在 2019 年上半年，现金流净额的增长较为明显，均处于回升态势。

图 33：医药流通重点公司 2015-2019H1 经营活动现金流净额情况分析（亿元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

我们判断随着“两票制”、“4+7”等行业政策的不断推行，医药流通行业集中度将迎来更加快速的提速，龙头企业的市场占有率有望快速提升。随着医药流通企业的业绩逐步释放，以及现金流情况的逐步好转，我们认为行业拐点有望逐步来临。

2.8.2 连锁药店高景气度发展，龙头市占率稳步提升

医药零售行业维持了较高景气度的发展，2019 年上半年四家连锁药店大部分维持了快速的

增长。上半年医药零售行业既有增值税降税、小规模纳税人等优惠政策的积极影响，同时也受到执业药师不足等问题的限制，整体来看，行业发展趋势依旧是头部企业市场份额不断提升的态势，行业集中度不断提高，龙头企业的议价能力不断加强。

表 10：连锁药房四家标的公司业绩情况（亿元）

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
2019H1				
营收	50.60	50.48	55.34	52.52
yoy	17.90%	68.65%	24.71%	28.65%
归母净利润	3.37	3.08	2.70	3.81
yoy	15.31%	36.78%	22.08%	32.21%
扣非后归母净利润	3.35	3.03	2.55	3.73
yoy	15.09%	46.69%	19.78%	33.93%
2019Q2				
营收	24.72	25.79	28.06	26.74
yoy	17.00%	70.59%	26.03%	30.51%
归母净利润	1.62	1.61	1.11	1.97
yoy	0.48%	29.47%	22.01%	39.52%
扣非后归母净利润	1.62	1.61	1.10	1.96
yoy	2.25%	45.57%	25.20%	40.26%

资料来源：wind, 天风证券研究所

2019 年四家连锁药店企业门店数继续不断提升，上半年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂当期净增门店数分别为 516 家、273 家、384 家、430 家。大部分企业依旧采取并购+自建的方式进行门店的扩张。从整体经营情况来看，连锁药店企业均拥有相对健康的现金流，随着门店数量的不断提升，未来新开门店的逐步成熟，与并购门店不断贡献业绩，有望推动龙头企业继续稳步的发展。

表 11：四家连锁药店门店等数据

	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂
门店总数	4127	4153	4579	6129
直营店	3871	4114	3673	6129
加盟店	256	39	906	
当期净增门店	516	273	384	430
当期新建（不含加盟店）	281	156	292	
当期并购	206	118	136	
医保店比例	75.51%	76.6%	87.08%（2018 年）	80.32%
日均平效（元/平方米）	62.39	87.5	51	44.79
销售毛利率	39.09%	40%	34.12%	38.79%
销售净利率	6.76%	7.22%	5.78%	6.66%
经营活动现金流净额（亿元）	4.33	5.75	4.43	3

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

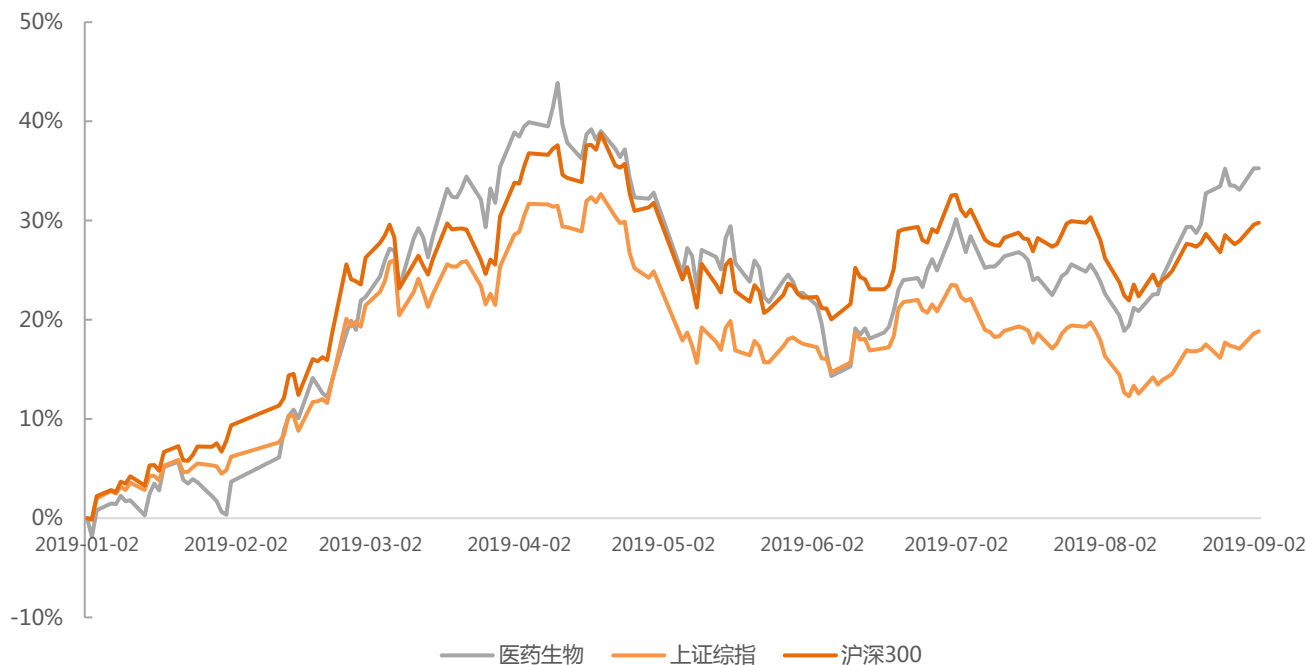
3.上半年拥抱核心资产，2019H2 医药有望继续延续行情

2019 年年初至今，医药生物指数走势整体超过大盘，涨幅达到 35.25%。从走势上来看，一季度市场表现积极，医药指数与大盘均取得较成绩。2019 年 2 季度再外部环境变动，中美

贸易战不确定性情况增加情况下，市场整体收到压制。

医药具有一定的刚需性，随着人口老龄化程度的提升，医药行业的需求度还将迎来不断的增长，因此医药板块具有长期配置的价值；同时市场环境以及外部环境不确定增强的情形下，医药板块整体的防御价值有望凸显。

图 34：医药板块上半年走势与大盘比较（截至 2019 年 9 月 3 日）

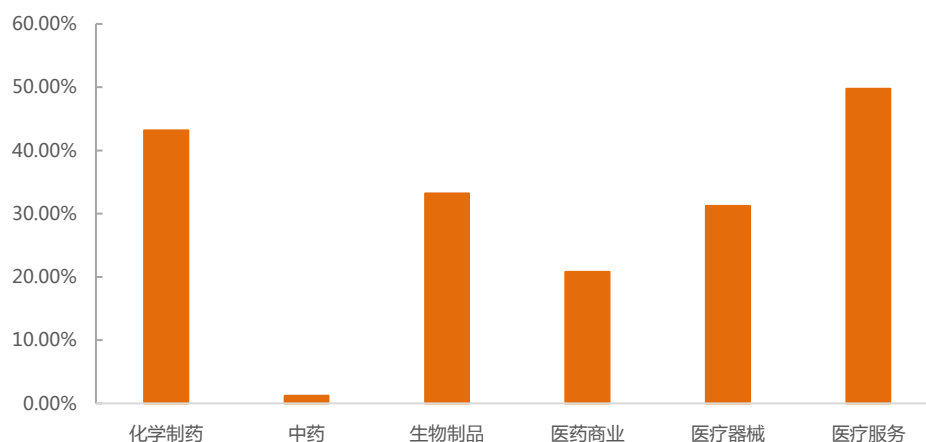


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1 核心资产表现优异，上半年拥抱高景气度板块

从细分领域来看，医疗服务、化学制剂、生物制品、医疗器械板块整体涨幅较高。上半年，CXO、专科医疗服务等企业整体取得较高的增长，对整个医疗服务板块的做出了较高贡献。而年初至今，中药板块的涨幅相对较低。

图 35：医药细分板块年初至今涨跌幅（截止 2019 年 8 月 31 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年年初至今（2019/9/3），医药生物 302 支标的中（剔除 B 股、不考虑科创板）中，245 支标的取得正收益；90 支标的取得超过医药生物指数的超额收益。从个股的表现上来看，一线龙头（恒瑞医药、爱尔眼科、迈瑞医疗等）均实现较高的涨幅；二线龙头（长春

高新、欧普康视、通策医疗、健帆生物、我武生物等) 都取得较好的增长。

表 12: 年初至今涨幅超过 80% 的标的 (截止 2019 年 9 月 3 日)

证券简称	市值 (最新)	PE(TTM)	年初至今涨跌幅
兴齐眼药	70	328	405.75%
康龙化成	287	76	297.12%
济民制药	152	540	249.14%
健友股份	261	54	152.46%
冠昊生物	64	132	152.20%
龙津药业	54	1,270	142.86%
博济医药	36	782	136.12%
圣达生物	41	100	129.66%
金城医学	229	74	125.51%
泰格医药	463	76	117.34%
华北制药	137	81	111.49%
欧普康视	183	73	111.06%
康泰生物	484	119	110.47%
通策医疗	317	78	108.22%
天宇股份	81	22	105.13%
长春高新	597	50	100.96%
九洲药业	99	58	98.02%
昭衍新药	105	84	92.77%
大参林	303	48	91.79%
益丰药房	297	59	88.92%
维力医疗	36	32	87.01%
昆药集团	87	22	86.39%
安图生物	367	58	81.11%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年 CXO、专科医疗服务、连锁药店以及一些二线龙头整体表现优异。上半年, 市场资金更多将风险控制放在较高位置, 在标的的选择上, 更加倾向于高景气度赛道, 有业绩支撑, 风险相对较小的板块与赛道。

3.2 科创助力, 医药企业向创新的转变

2019 年 7 月 22 日科创板正式开始, 其中心脉医疗、南微医学作为第一批科创上市标的, 备受关注。目前科创板拥有心脉医疗、南微医学、微芯生物三支医学标的, 主要涉及医疗器械、药品领域。我们医药最为国家发展过程中举足轻重的产业, 其相关企业研发创新能力的提升, 将更加有助于提升其竞争实力。目前医药行业的相关政策的推出不断在倒逼医药企业由原来以“营销”为主导向“创新研发”为主导进行转变

表 13: 科创板三支标的相关业绩情况 (截止 2019 年 9 月 3 日) 单位: 亿元

	市值	PE	2019H1 营收	2019H1 营收 YOY	2019H1 归母净利润	2019H1 归母净利润 YOY	2019H1 扣非后归母净利润	2019H1 扣非后归母净利润 YOY	2019H1 研发支出
心脉医疗	114.5	99.4	1.72	41.64%	0.85	40.54%	0.77	38.66%	0.19
南微医学	197.7	86.8	6.18	40.14%	1.5	30.61%	1.49	45.26%	0.3
微芯生物	311.4	1,012.6	0.82	12.77%	0.18	-2.33%	0.15	31.60%	0.22

资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com