

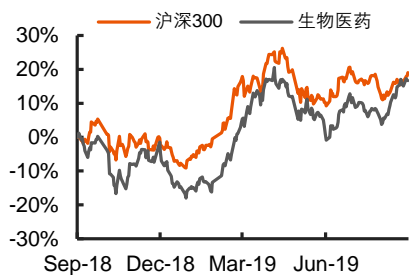
## 医药行业 2019 年中报业绩综述

# Q2 保持稳健增长，医药子行业持续分化

### 强于大市（维持）

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*生物医药\*4+7带量采购扩面，关注行业竞争格局变化》 2019-09-04

《行业周报\*生物医药\*4+7带量采购扩面，细则基本符合市场预期》 2019-09-02

《行业专题报告\*生物医药\*新版医保延续腾笼换鸟思路，纳入品种迎放量机会》 2019-08-29

《行业周报\*生物医药\*新版医保目录落地，政策导向鼓励创新》 2019-08-25

《行业周报\*生物医药\*边际政策趋于温和，行业抗风险能力带来关注度提升》 2019-08-20

#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**倪亦道** 投资咨询资格编号  
S1060518070001  
021-38640502  
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **2019Q2 利润增速继续回暖，药品相关公司承压较大。**剔除不可比公司后，2019 年上半年医药上市公司营业收入增速 17.9%，扣非净利润增速 3.5%。分季度来看，2019Q2 收入增速 16.7%，扣非净利润增速 4.3%，利润增速显著低于收入一方面为药品板块价格变化（带量采购、原料药价格回落等）所致，另一方面则是部分转型医疗服务的公司运转不佳。短期看，医药上市公司业绩增速有望持续回暖。但在医保控费趋严背景下，带量采购等负面影响仍将持续，中长期看上市公司的分化不可避免，整体业绩或持续承压。

■ **医药子行业保持分化，生物制品、医药商业、医疗器械总体较好。**从子行业层面看，2019Q2 收入增速由高到低分别为生物制品（20%）、医药商业（20%）、医疗服务（17%）、中药（16%）、化学制剂（13%）、化学原料药（12%）和医疗器械（10%），扣非净利润增速由高到低分别为医疗器械（17%）、医药商业（12%）、生物制品（8%）、化学制剂（2%）、医疗服务（-3%）、中药（-6%）和化学原料药（-18%）。

■ 各子版块业绩分化情况较 2018 年有所收敛，但主要是由于上年基数原因，各细分行业的分化趋势本身并没有改变：**（1）中药**板块依旧承压，受辅助用药限制明显；**（2）化学制剂**降价压力大，尽管与 2018 年底相比，近期采购政策有所回暖，但主要是边际改善，价格承压本质并未变化，未来向创新药企业转型是大势所趋；**（3）生物制品**增速有所回落，背后原因包括复星非生物制品板块拖累，血制品边际改善减弱及疫苗上半年同期基数较大等，基于生物药持续受到国家鼓励创新和纳入医保的影响，具有创新要素的生物药、疫苗领域的高景气趋势并未改变；**（4）医疗器械**保持较好表现，大部分医疗器械企业所在领域未受到降价政策波及，除少数几家企业业绩表现不甚理想，大部分公司均取得正向增长；**（5）医药商业**回暖延续，两票制影响消退。此外，药店 2019Q2 仍保持较快增长态势；**（6）医疗服务**龙头为王，2C 的医疗服务、第三方检测、创新药外包产业链等各领域龙头表现良好，且增长具有可持续性。板块利润增速显著低于收入增速主要系体检龙头美年健康及部分转型医疗服务的公司业绩下滑所致；**（7）化学原料药**下滑趋势收拢，大宗原料药周期影响减小。

■ **投资策略：**医药行业上市公司业绩整体保持良好增长态势。短期看业绩仍是影响股价的核心因素，建议综合考虑业绩弹性、估值性价比等因素，同时仍然保持对政策扰动的高度警惕。长期看，研发创新、消费升级仍是行业发展的主旋律，我们继续推荐影像、口腔和创新药三大主线：1)

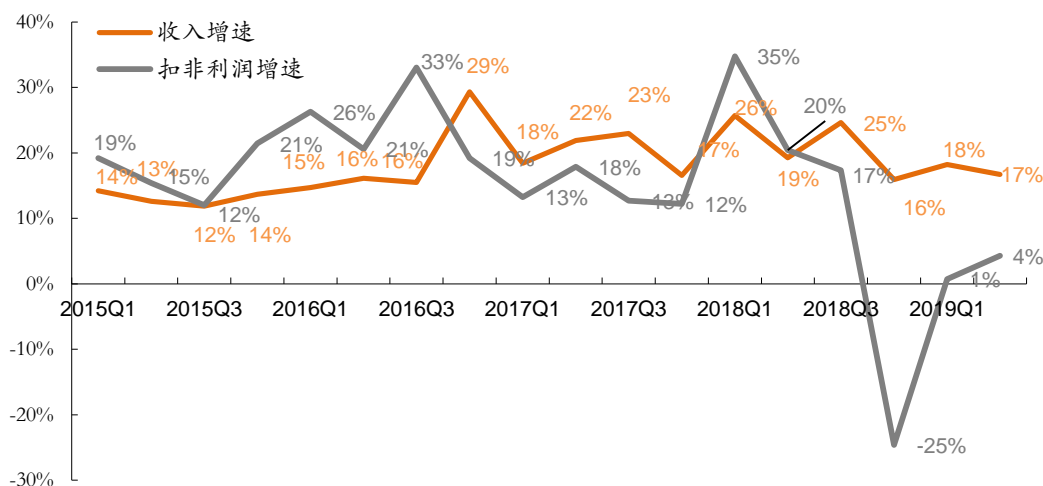
影像诊断产业链，包括影像设备、示踪药物、影像服务产业，建议关注东诚药业、万东医疗、司太立；2）口腔医疗及相关耗材受益于消费升级，建议关注正海生物、通策医疗；3）创新药储备丰富或在创新药产业链中占据重要地位的上市公司值得关注，如科伦药业、海辰药业、药明康德、凯莱英、泰格医药、智飞生物等。

- **风险提示：**1）政策风险：降价控费等政策对行业负面影响较大；2）研发风险：医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3）环保相关风险：医药制造企业，尤其是原料药生产企业普遍污染性大，环保要求高，若出现相关问题，则对自身有较大影响。

## 一、2019Q2 利润增速继续回暖，药品相关公司承压较大

**2019Q2 利润增速继续回暖，药品相关公司承压较大。**剔除不可比公司后，2019 年上半年医药上市公司营业收入增速 17.9%，扣非净利润增速 3.5%。分季度来看，2019Q2 收入增速 16.7%，扣非净利润增速 4.3%，利润增速显著低于收入一方面为药品板块价格变化(带量采购、原料药价格回落等)所致，另一方面则是部分转型医疗服务的公司运转不佳。短期看，医药上市公司业绩增速有望持续回暖。但在医保控费趋严背景下，带量采购等负面影响仍将持续，中长期看上市公司的分化不可避免，整体业绩或持续承压。

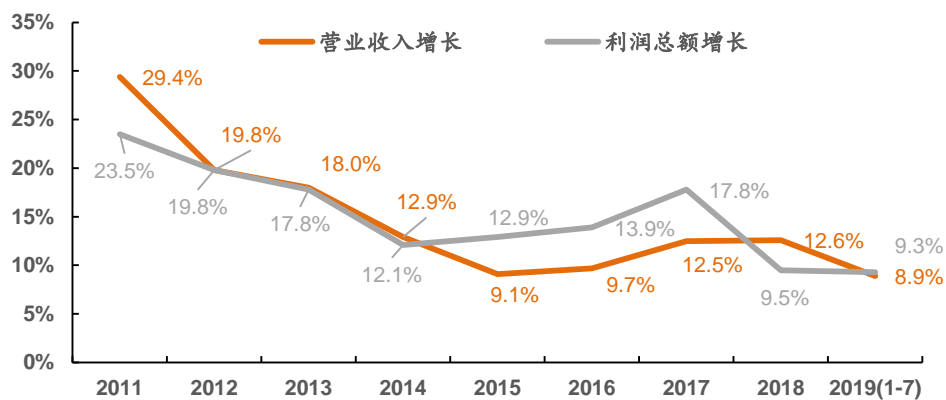
图表1 医药上市公司单季收入及利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

**医药制造业增速持续承压。**根据国家统计局数据，2019 年 1-7 月医药制造业主营业务收入增速 8.9%，利润总额增速 9.3%，较 2018 年同期分别下降 4.6 个 pp 和 1.9 个 pp。两票制和流感影响消退后，医药制造业重回 10%以下增长时代。

图表2 我国医药制造业主营业务收入增速及利润总额增速

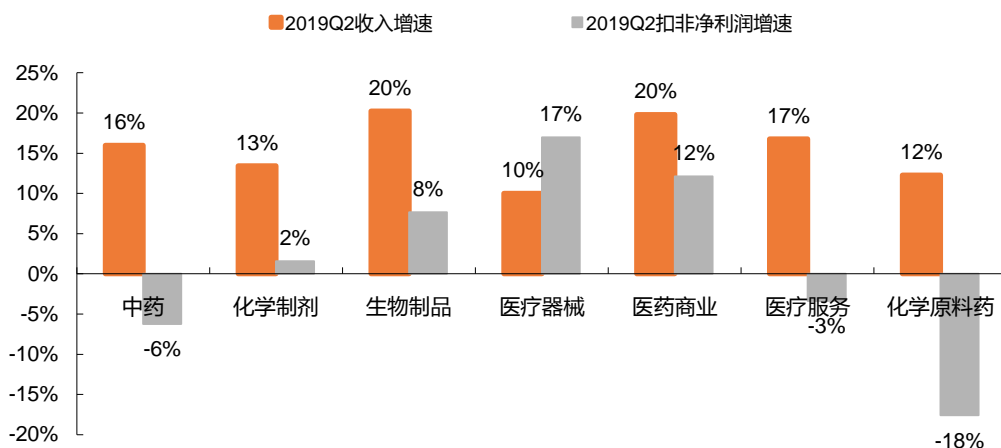


资料来源：国家统计局、平安证券研究所

## 二、医药子行业保持分化，生物、商业、器械总体较好

从子行业层面看，2019Q2 收入增速由高到低分别为生物制品（20%）、医药商业（20%）、医疗服务（17%）、中药（16%）、化学制剂（13%）、化学原料药（12%）和医疗器械（10%），扣非净利润增速由高到低分别为医疗器械（17%）、医药商业（12%）、生物制品（8%）、化学制剂（2%）、医疗服务（-3%）、中药（-6%）和化学原料药（-18%）。

图表3 2019Q2 医药子行业收入增速及扣非净利润增速

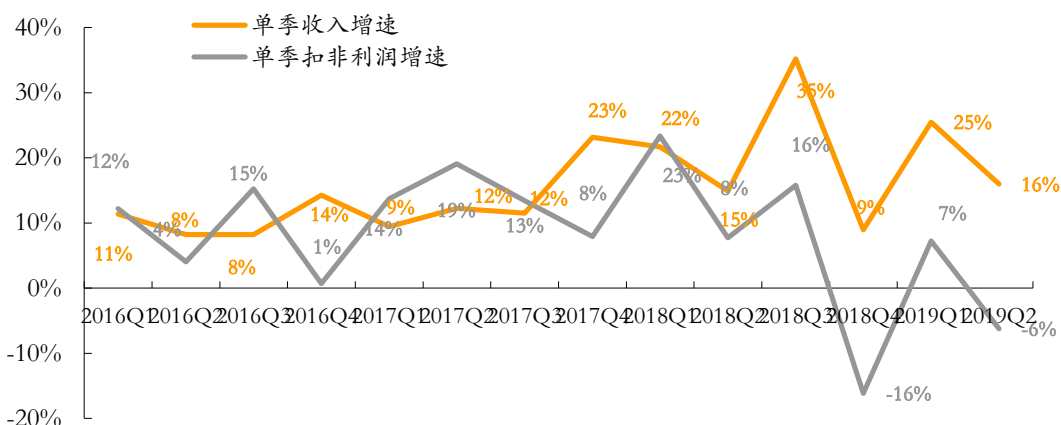


资料来源：WIND、平安证券研究所

各子版块业绩分化情况较 2018 年有所收敛，但主要是由于上年基数原因，各细分行业的分化趋势本身并没有改变。

**中药板块依旧承压，受辅助用药限制明显。**该版块 2019Q2 收入增速 16%，扣非净利润增速-6%。受辅助用药影响中药注射剂大品种仍然呈现增速降低或下滑态势。权重较大的个股中，白云山存在并表情况，OTC 产品为主的片仔癀取得较快增长，带动板块整体增长有所好转。

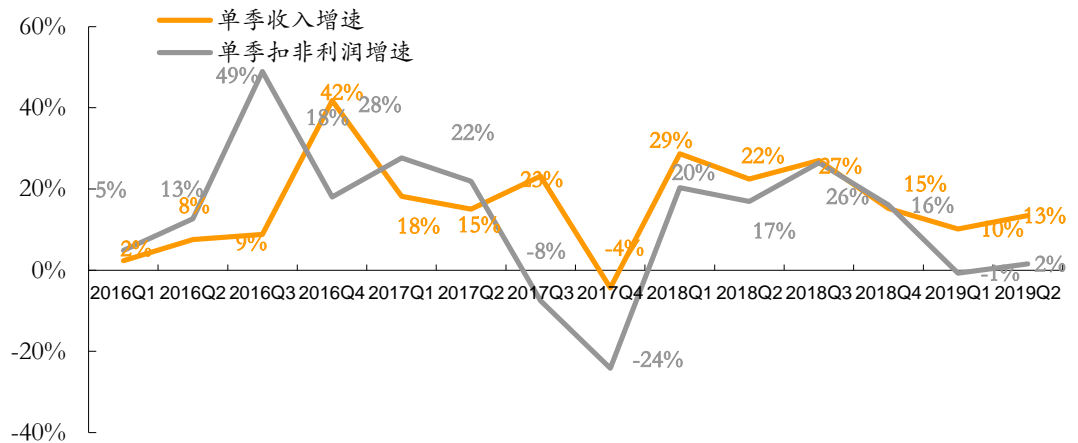
图表4 中药板块单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

化学制剂降价压力大，创新药转型是方向。化学制剂板块收入和扣非净利润增速相比 Q1 稍有改善，但和上年同期相比仍不乐观，2019Q2 收入、利润增速分别为 13%和 2%。我国化学制剂行业以仿制药为主，在带量采购背景下降价压力大。尽管与 2018 年底相比，近期采购政策有所回暖，但主要是边际改善，价格承压本质并未变化，未来向创新药企业转型是大势所趋。

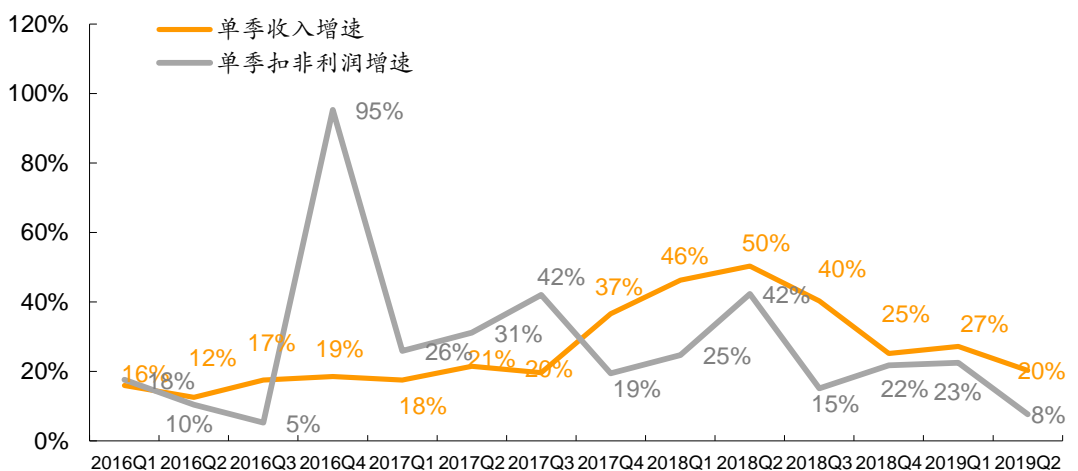
图表5 化学制剂单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

生物制品增速有所回落，强势子版块的方向并未改变。生物制品包括生物大分子药物、血制品、疫苗等，Q2 相比之前几个季度增速回落主要是因为复星、华兰、智飞、康泰等权重较大的公司 Q2 增长较慢所致，其背后原因包括复星非生物制品板块拖累、血制品边际改善减弱及疫苗上年同期基数较大。基于生物药持续受到国家鼓励创新和纳入医保的影响，我们认为生物制品尤其是具有创新能力的生物药、疫苗领域的高景气趋势并未改变。

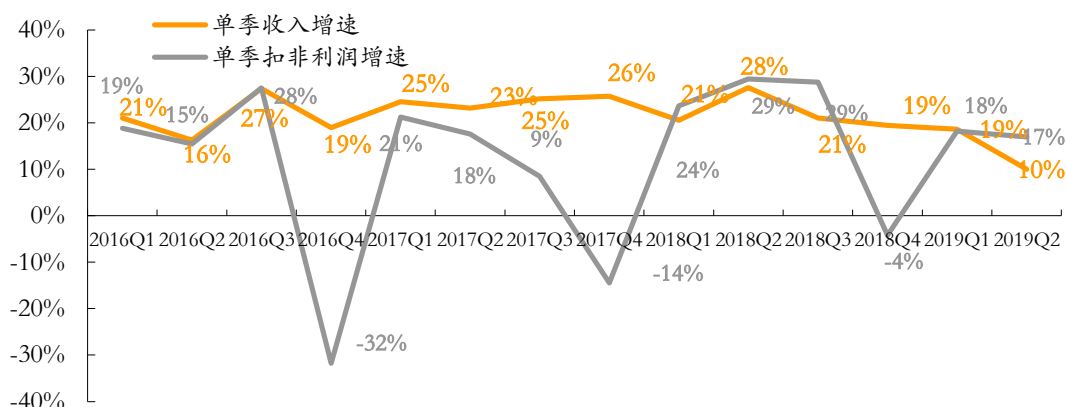
图表6 生物制品单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

医疗器械保持较好表现，多数企业实现正向增长。2019Q2 收入增速 10%，净利润增速 17%。目前大部分医疗器械企业所在领域未受到降价政策波及，除少数几家企业业绩表现不甚理想，大部分公司均取得正向增长。

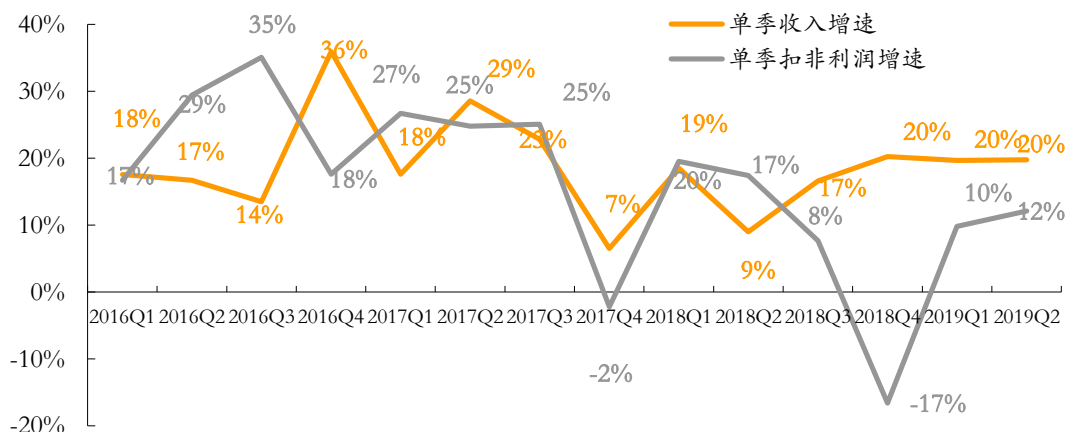
图表7 医疗器械单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

**医药商业回暖延续，龙头占比高。**医药商业 2017Q4-2018Q2 受两票制影响，收入和利润增速均受到一定影响，2018Q3 开始收入增速逐步回升，2018Q3-2019Q2 增速回到 20%左右。医药商业板块龙头占比高，2019Q2 利润增速主要由上海医药、九州通、国药股份等贡献，对整个行业影响较大。此外，药店 2019Q2 仍保持较快增长态势。

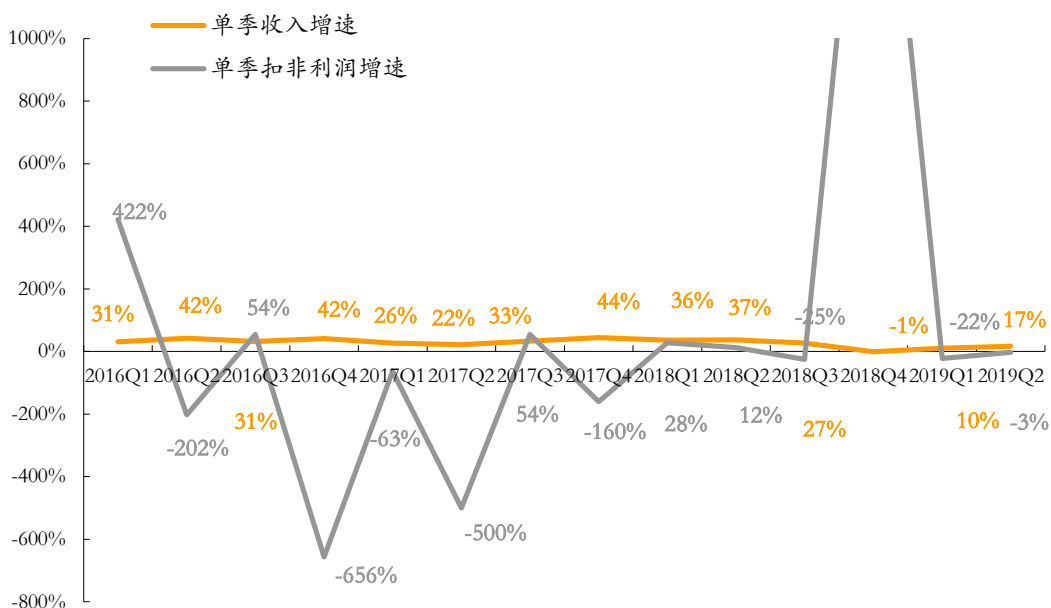
图表8 医药商业单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

**医疗服务龙头为王，各细分领域多有增长。**2019Q2 收入增速和利润增速分别为 17%和-3%，收入增速较 Q1 有所提升。医疗服务板块中各领域龙头表现良好，包括 2C 的医疗服务龙头爱尔眼科、通策医疗，第三方检测龙头金城医学、迪安诊断，创新药外包产业链龙头泰格医药、凯莱英（药明由于缺乏去年同期数据未纳入比较）等均有良好表现，且其较快增长具有可持续性。板块利润增速显著低于收入增速主要系体检龙头美年健康及部分转型医疗服务的公司业绩下滑所致。

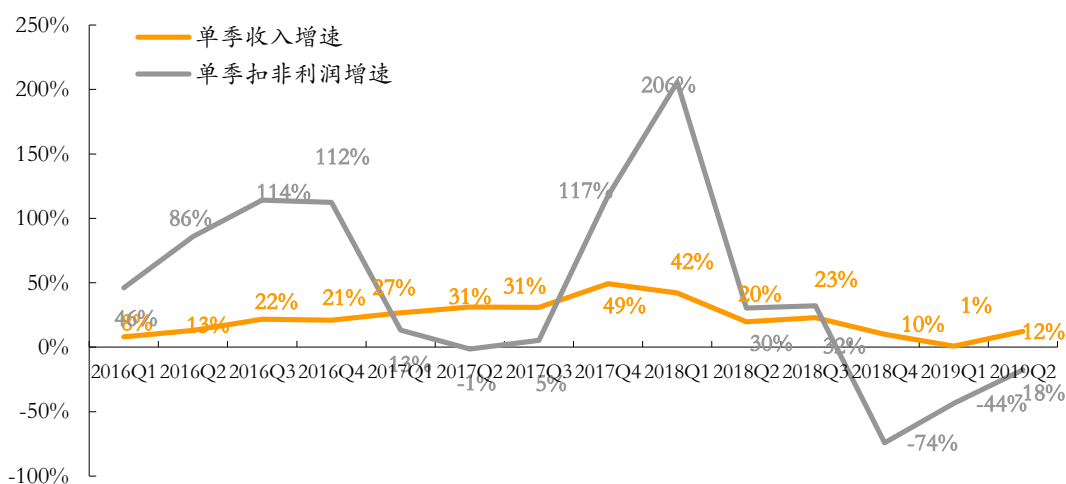
图表9 医药商业单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

化学原料药下滑趋势收拢，大宗原料药周期影响减小。化学原料药板块以大宗原料药为主，2017Q4部分品种进入新一轮涨价周期，导致2017Q4和2018Q1基数较高。新和成、亿帆医药、金达威等大宗原料药企业利润占比高，随着产品价格的周期性回落，2018Q4和2019Q1业绩降幅较大，2019Q2该下滑趋势收拢，收入端增长12.3%，利润端增长-17.6%，相较Q1的+0.8%和-43.6%有所改观。

图表10 化学原料药单季度收入增速及扣非净利润增速



资料来源：WIND、平安证券研究所

### 三、 投资策略

医药行业上市公司业绩整体保持良好增长态势。短期看业绩仍是影响股价的核心因素，建议综合考虑业绩弹性、估值性价比等因素，同时仍然保持对政策扰动的高度警惕。长期看，研发创新、消费升级仍是行业发展的主旋律，我们继续推荐影像、口腔和创新药三大主线：1) 影像诊断产业链，包括影像设备、示踪药物、影像服务产业，建议关注东诚药业、万东医疗、司太立；2) 口腔医疗及相关耗材受益于消费升级，建议关注正海生物、通策医疗；3) 创新药储备丰富或在创新药产业链中占据重要地位的上市公司值得关注，如科伦药业、海辰药业、药明康德、凯莱英、泰格医药、智飞生物等。

### 四、 风险提示

1) 政策风险：降价控费等政策对行业负面影响较大；2) 研发风险：医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3) 环保相关风险：医药制造企业，尤其是原料药生产企业普遍污染性大，环保要求高，若出现相关问题，则对自身有较大影响。



## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033