

医药生物行业

2019 半年报子行业分化加剧，优选绩优标的

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-09-09

核心观点:

● 8 月申万医药指数上涨 6.65%，显著高于全市场平均表现

2019 年 8 月份 wind 全 A 指数下跌 0.74%、沪深 300 指数下跌 0.93%；申万医药指数上涨 6.65%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第 2 位，高于全市场平均表现。申万食品饮料和医药生物指数涨幅最高；目前申万医药指数的估值溢价率为 126.63%PE 估值，处于 7 年来的较低估值附近。申万医药板块涨幅前十的个股包括华北制药、博腾股份、龙津药业、金域医学等，个股和子行业分化仍较显著（截至 19 年 8 月 31 日）。

● 2019 半年报业绩回顾：收入稳健增长，较去年有所放缓

2019 年上半年 SW 医药生物行业营收增长 16.48%，显著领先其他行业，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为-2.2%；2019 年 Q2 医药行业营收增速为 15.3%，较 2019Q1 营收增速 17.35%有所放缓，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为 0.4%，较 2019Q1 增速-4.8%有所改善，行业毛利率及扣非净利率均维持在较高水平。总体看上半年收入稳健增长，但不同行业分化明显。

● 化学制药结构分化，医疗服务环比改善，CXO 表现突出

化学制剂行业自 2018 年下半年开始，“低开转高开”逐步完成，营业收入增速逐渐回归行业真实层面。净利润和扣非后净利润增速在 2019 年 Q2 均有所提升。医疗服务整体行业营收保持高速增长，CXO 三大龙头均保持 30%以上的高速增长，且公司内部业务线的协同导流效应增强，如康龙化成 78%的 CMC 收入来源于与药物发现服务的协同效应；各企业的血制品业务收入与净利润增速同比稳步提升，经营活动产生的现金净流量环比大幅改善，应收账款与票据以及库存逐步企稳，自 2018 年下半年开始已呈现温和复苏的现象。我们认为血制品行业的成长路径逐渐从采浆量的供给驱动逐渐向需求驱动转变，

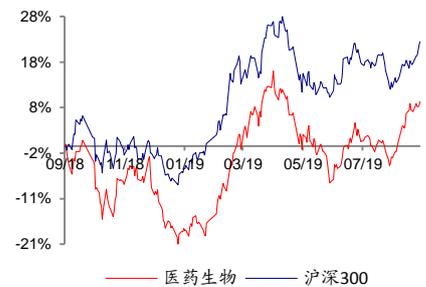
● 投资策略：布局创新药产业链，关注中报绩优标的

医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新药布局丰厚短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。此外，重点关注政策免疫相关子行业：创新疫苗处于快速放量期，是好行业的最好成长阶段。专科医疗服务业绩快速成长，CXO 行业增速有所提升。9 月关注：恒瑞医药，药明康德，长春高新，智飞生物，康泰生物，金域医学，益丰药房，华兰生物，通策医疗，爱尔眼科。

● 风险提示

控费政策推进速度高于预期；药品审评进度低于预期；中美贸易战影响大于预期

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师:

孔令岩



SAC 执证号: S0260519080001



021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

分析师:

马步云



SAC 执证号: S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

医药生物行业:新药品管理法 2019-08-27

将强化监管机制，质量安全是药企生命线

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/ 股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
恒瑞医药	600276.SH	买入	CNY	80.11	2019/6/18	77.35	1.22	1.60	65.86	50.13	51.24	38.86	20.8	21.5
科伦药业	002422.SZ	买入	CNY	28.63	2019/4/16	36.20	1.11	1.33	25.79	21.53	18.75	16.53	11.2	11.8
长春高新	000661.SZ	买入	CNY	359.60	2019/8/22	363.60	8.08	10.48	44.51	34.30	22.30	16.63	21.4	22.7
爱尔眼科	300015.SZ	买入	CNY	33.90	2019/8/26	37.80	0.45	0.57	75.33	59.47	43.97	33.53	19.4	20.1
华兰生物	002007.SZ	买入	CNY	32.76	2019/8/30	40.40	1.01	1.16	32.44	28.24	25.35	22.70	21.7	21.1
康弘药业	002773.SZ	买入	CNY	36.55	2019/8/26	46.35	1.03	1.29	35.49	28.33	29.27	20.69	19.0	20.2
泰格医药	300347.SZ	买入	CNY	59.83	2019/8/25	66.00	0.88	1.14	67.99	52.48	52.01	39.57	19.9	20.4
通策医疗	600763.SH	买入	CNY	96.76	2019/5/11	79.65	1.35	1.74	71.42	55.74	46.14	35.60	24.8	24.1
康泰生物	300601.SZ	买入	CNY	73.19	2019/7/4	51.84	0.91	1.28	80.43	57.18	69.79	48.00	24.9	26.0
智飞生物	300122.SZ	买入	CNY	52.79	2019/8/29	57.40	1.54	2.30	34.31	22.96	29.48	19.74	41.0	43.7
药明康德	603259.SH	买入	CNY	82.16	2019/8/20	114.40	1.48	1.85	55.51	44.41	47.15	36.60	12.0	13.0
药明康德	02359.HK	买入	HKD	82.45	2019/8/20	126.47	1.63	2.04	50.53	40.42	47.52	36.26	12.0	13.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

行情回顾：8月医药板块涨幅靠前，估值溢价率逐步修复	6
1.1 申万医药指数上涨 6.65%，高于全市场平均表现	6
1.2 医药股估值溢价率仍处于底部且逐步提升	6
1.3 CXO 板块涨幅领先，200 亿-300 亿市值公司占比提升显著	7
中报业绩回顾：收入保持较快增长，利润增速较去年放缓	7
2.1 2019 上半年医药行业营收增长 16.48%，利润增速较去年放缓	7
2.2 行业整体收入维持稳健增长，不同子行业分化显著	8
细分领域：创新药迎来收获期，生物制品 CXO 维持高景气度	10
3.1 化学制药：结构分化，创新者的盛宴开启	10
3.2 医疗服务：二季度环比改善，CXO 表现亮眼	14
3.3 生物制品：高端生物制剂维持高景气度，血制品持续复苏	19
3.4 医药商业：执业药师监管政策趋严，行业集中度继续提升	22
3.5 医疗器械：盈利指标稳健提升，关注细分领域龙头	25
3.6 化学原料药：环比增长情况有所缓和	28
3.7 中药：利润环比变差，OTC 维持景气	30
行业重要数据跟踪：血制品第二季度恢复正常，疫苗批签发整体趋严	32
2019 年 9 月股东大会信息	34
风险提示	35

图表索引

图 1: 2019 年初至今医药板块与大盘走势比较 (%)	6
图 2: 2019 年 8 月申万行业指数各板块涨跌幅比较 (%)	6
图 3: 8 月底各板块滚动市盈率比较 (申万指数, TTM)	6
图 4: 申万医药板块相对 A 股整体 PE 估值溢价率 (TTM)	6
图 5: 8 月申万医药板块跌涨幅前十个股 (%)	7
图 6: 8 月申万医药板块上市公司市值分布情况	7
图 7: 各一级行业 2019 上半年收入增速 (申万行业指数)	7
图 8: 各一级行业 2019 上半年净利润增速	7
图 9: 医药上市公司 2019 上半年营收增速分布	8
图 10: 医药上市公司 2019 上半年扣非净利润增速分布	8
图 11: 化学制剂上市公司经营指标增长情况	10
图 12: 化学制剂上市公司整体收入增速	10
图 13: 2019 年 1-5 月样本医院各治疗大类药品销售同比增速	13
图 14: 申万分类下化学制剂公司研发费用及占比营业收入	14
图 15: 2014 年至 2018 年累计研发费用超过 15 亿元的医药/医疗器械企业(A+H)	14
图 16: 医疗服务 2019 年 Q1、Q2 (单季度) 增长情况与同期对比	15
图 17: 生物制品行业 2019 年中报营收与净利润增长情况	19
图 18: 医药商业 2019 年 Q1Q2 单季度增长情况与同期对比	23
图 19: 医疗器械板块 2018 年及 2019 年 Q1、Q2 增长情况与同期对比	26
图 20: 化学原料药上市公司经营指标增长情况	28
图 21: 2019Q1、Q2 增长情况与 2018 Q1、Q2 对比	30
图 22: 白蛋白历年批签发量 (折合 10g/瓶, 万瓶)	32
图 23: 进口人血白蛋白历年占比	32
图 24: 静丙历年批签发情况 (折合 2.5g/瓶)	32
图 25: 2019 年上半年静丙国内竞争格局	32

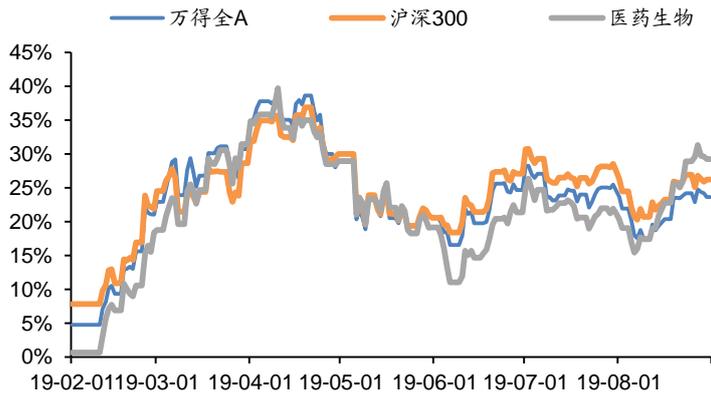
表 1: 2019 上半年医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 百万)	8
表 2: 各子行业收入增长率 (%)	9
表 3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)	9
表 4: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)	11
表 5: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	11
表 6: 国家医保谈判情况	13
表 7: 2019 年上半年医疗服务经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	15
表 8: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况	16
表 9: 医疗服务重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	17
表 10: CXO 重点公司对应分拆业务的上半年收入增速	18
表 11: 生物制品行业基本财务指标 (剔除部分次新股成分调整后, 百万元)	19
表 12: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况	20
表 13: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况	21
表 14: 蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况	21
表 15: 生物药行业重点跟踪公司财报情况	22
表 16: 2019 年上半年医药商业经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	23
表 17: 医药商业重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	24
表 18: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	24
表 19: 连锁药房上半年仍保持快速扩张趋势	25
表 20: 医疗器械行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)	26
表 21: 医疗器械不同子领域收入增速和扣非归母净利润增速情况	26
表 22: 医疗器械重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	27
表 23: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况	27
表 24: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)	29
表 25: 申万分类下化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	29
表 26: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)	30
表 27: 现代中药、传统中药重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	31
表 28: SW 医药板块 2019 年 9 月股东大会召开信息	34

行情回顾：8月医药板块涨幅靠前，估值溢价率逐步修复

1.1 申万医药指数上涨6.65%，高于全市场平均表现

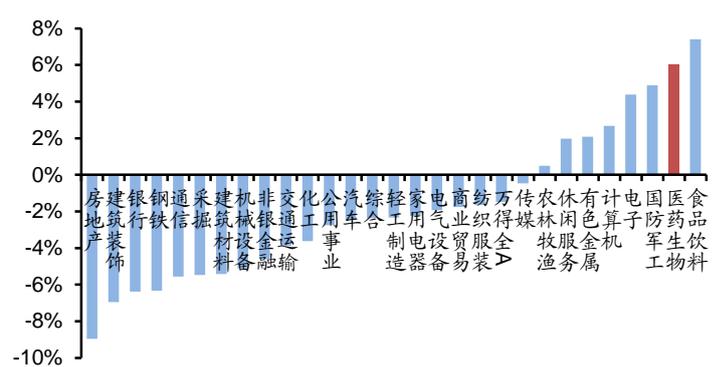
2019年8月份wind全A指数下跌0.74%、沪深300指数下跌0.93%；申万医药指数上涨6.65%，在所有申万一二级子行业中涨跌幅排名第2位，高于全市场平均表现。申万食品饮料和医药生物指数涨幅最高（截至19年8月31日）。

图1：2019年初至今医药板块与大盘走势比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2019年8月申万行业指数各板块涨跌幅比较（%）

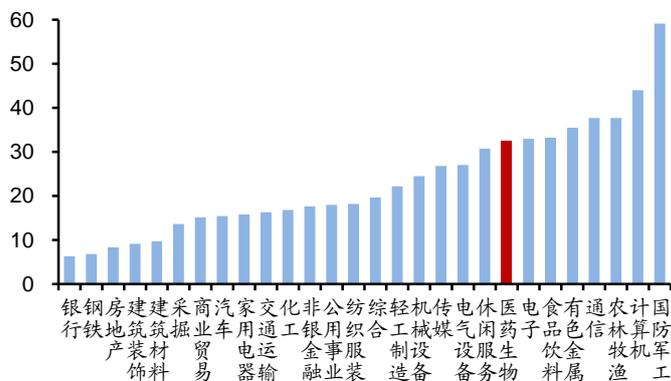


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.2 医药股估值溢价率仍处于底部且逐步提升

8月31号，申万医药生物指数PE(TTM)为32.52倍，在28个申万一二级子行业中处于中上水平。从2012年以来7年历史数据来看，行业估值溢价率平均为143.68%，而目前申万医药指数的PE估值溢价率为126.63%。我们认为去年底板块的大幅下跌基本反映了带量采购等不利政策的潜在影响，从实际的政策执行层面看有所缓和，行业整体仍有估值提升潜力。

图3：8月底各板块滚动市盈率比较（申万指数，TTM）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

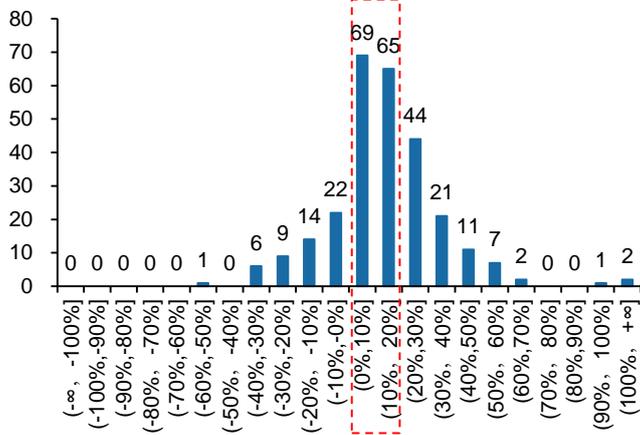
图4：申万医药板块相对A股整体PE估值溢价率（TTM）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

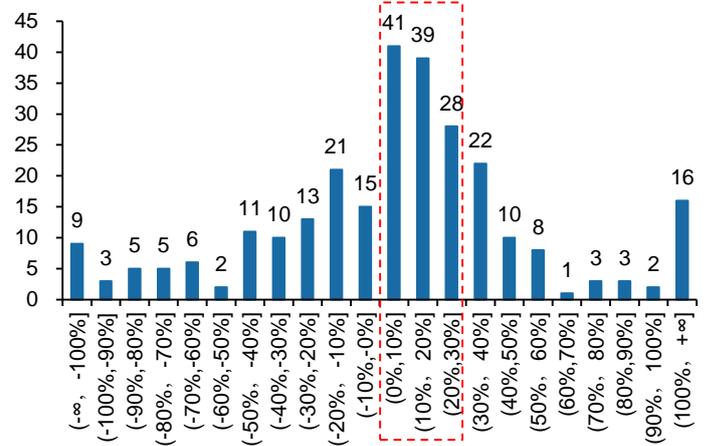
从医药上市公司2019年增速分布来看，有134家医药上市公司营收增速集中在0-20%，这个增速区间比重达到49%，集中度较高；有108家医药上市公司扣非净利润增速集中在0%-30%，占比39%。有16家公司扣非净利润增速超过100%，CXO、生物制品、医药商业公司业绩表现突出。

图9：医药上市公司2019上半年营收增速分布



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：医药上市公司2019上半年扣非净利润增速分布



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2.2 行业整体收入维持稳健增长，不同子行业分化显著

我们剔除次新股和非经常因素调整后处理了医药行业及子行业数据，以整体指标来看，2019上半年医药板块营收增速为15.9%，同比减少5.2个pct。上半年扣非净利润增速为-2.2%，Q2较Q1有所改善。行业毛利率及扣非净利率均维稳。

表 1：2019 上半年医药板块经营指标统计（剔除次新股成分和非正常因素调整后，百万）

行业总体	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	522186	275449	797635	308966	1106601	310263	322053	632316	341798	974114	344311	1318425	361392	371237	732629
收入增速	19.0%	20.7%	19.6%	15.5%	18.4%	24.4%	18.0%	21.1%	24.1%	22.1%	11.4%	19.1%	16.5%	15.3%	15.9%
净利润	45205	26249	71454	22630	94084	27543	29168	56711	25741	82452	11814	94266	28926	29484	58411
净利润增速	16.9%	38.2%	23.9%	19.4%	22.8%	34.1%	18.2%	25.5%	-1.9%	15.4%	47.8%	0.2%	5.0%	1.1%	3.0%
扣非净利润	40960	19513	60473	16587	77061	25566	25544	51109	22817	73926	4594	78520	24332	25638	49970
扣非净利润增速	20.1%	16.9%	19.1%	1.4%	14.8%	32.9%	17.6%	24.8%	16.9%	22.2%	-72.3%	1.9%	-4.8%	0.4%	-2.2%
毛利率	32%	33%	32%	36%	33%	35%	35%	35%	34%	35%	35%	35%	33%	34%	34%
扣非净利率	7.8%	7.1%	7.6%	5.4%	7.0%	8.2%	7.9%	8.1%	6.7%	7.6%	1.3%	6.0%	6.7%	6.9%	6.8%
经营现金流/净利润	0.29	0.48	0.36	1.82	0.71	-0.16	0.92	0.40	1.10	0.62	3.90	1.03	-0.06	1.33	0.64
加应收票据后经营现金流/净利润	1.27	2.10	0.96	4.26	1.30	1.79	2.56	1.24	2.73	1.13	8.68	1.63	1.71	2.73	1.35
营业成本	355778	184647	540425	197122	737546	201682	209707	411389	226101	637490	224717	862207	240595	244388	484983
经营现金流/净利润	13185	12595	25780	41223	67002	-4392	26947	22555	28343	50898	46018	96915	-1723	39202	37479
应收票据	44448	42605	42605	55155	55155	53589	47636	47636	41957	41957	56555	56555	51092	41249	41249

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

不同板块分化显著：化学原料药2019H1增速为9.5%，其中2019年Q2增速增长至18.9%，2019年Q1收入增速仅为1%，提速显著。生物制品2019H1营收维持高速增长21.3%，仍维持较高景气度。医疗服务营收保持高速增长，龙头爱尔眼科和通策医疗表现略高于市场预期，行业整体H1收入增长17.8%。医疗器械营收增速13%，较去年有所放缓，医药商业营收增速稳定维持在20%左右，考虑到去年同期有一定高开因素的影响，实际的业务改善明显。中药2019年Q1营收增速15.8%，2019年Q2降至到7.2%，2019上半年整体在11.4%。化学制剂2019年Q2营收增速增长至14.2%，2019

上半年为15.9%，2019年Q2为15.3%，维持较快增长。

表 2: 各子行业收入增长率 (%)

	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
化学原料药	15.7	15.8	15.7	21.6	17.3	32.5	12.0	21.9	19.2	20.9	7.8	17.2	1.0	18.9	9.5
生物制品	18.2	18.1	18.2	33.1	22.5	41.2	46.7	44.2	41.0	43.0	21.9	36.4	25.4	18.3	21.3
医疗服务	49.3	63.9	55.0	102.8	69.6	61.3	61.7	61.5	41.1	53.1	3.5	35.1	20.0	16.1	17.8
医疗器械	24.8	27.8	25.9	23.4	25.1	19.8	26.1	23.2	18.7	21.6	18.9	20.8	17.4	9.5	13.1
医药商业	23.3	24.1	23.6	10.9	20.0	21.5	13.2	17.1	18.8	17.7	20.8	18.5	20.0	19.4	19.7
中药	11.9	11.1	11.6	22.9	14.8	22.2	17.6	19.8	34.1	24.5	-8.6	14.7	15.8	7.2	11.4
化学制剂	14.7	21.8	17.1	-1.2	11.3	27.7	22.1	24.9	23.2	24.3	14.7	21.6	10.6	14.2	12.4
行业整体	19.0	20.7	19.6	15.5	18.4	24.4	18.0	21.1	24.1	22.1	11.4	19.1	16.5	15.3	15.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年扣非净利润增速最高的子行业是医疗器械(18.1%)，其次依次为生物制药(14.0%)、医疗服务(11.3%)、医药商业(8.8%)、化学制剂(-0.8%)、化学原料药(-13.9%)、中药(-14.3%)。化学原料药2019年H1扣非净利润增速增长至-13.9%，2019年Q2为30.8%。生物制品2018年H1扣非净利润恢复至14.0%，2019年Q2小幅下降至10.2%。医疗服务2019年H1扣非净利润增速下降至11.3%，2019年Q2为18.1%，较一季度有所改善。医疗器械2019年H1扣非净利润增速增长至18.1%，2019年Q2为18.2%。医药商业2019年H1扣非净利润维持在8.8%，2019年Q2为6.7%。中药2019年H1扣非净利润增速放缓至-14.3%，2019年Q2为-21.1%。化学制剂2019年H1扣非净利润增速改善至-0.8%，2019年Q2为0.4%。整体看各行业2019H1的负增长趋势改善基本主要来源于市场已经基本上消化带量采购政策的影响。

表 3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)

	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
化学原料药	2.5	1.8	2.3	34.7	10.1	153.9	22.2	79.7	26.2	62.2	-80.6	20.2	-41.7	30.8	-13.9
生物制品	27.4	49.0	34.5	13.8	29.3	29.2	32.9	31.2	11.1	23.9	-43.3	9.0	18.5	10.2	14.0
医疗服务	66.3	59.2	62.6	60.0	61.8	121.6	66.1	76.8	51.2	63.6	26.5	52.2	-10.2	18.1	11.3
医疗器械	29.3	16.9	25.0	-48.6	6.1	15.8	21.3	18.9	26.8	21.5	-2.7	18.5	17.9	18.2	18.1
医药商业	34.5	27.1	32.1	-1.7	22.5	17.7	19.0	18.4	8.8	15.4	-48.9	0.7	11.0	6.7	8.8
中药	19.1	14.8	17.7	8.0	15.5	24.9	7.3	15.7	15.1	15.5	-95.1	-8.2	-7.9	-21.1	-14.3
化学制剂	10.1	0.2	6.9	-16.1	1.8	19.3	19.3	19.3	17.0	18.6	-101.0	-3.4	-2.1	0.4	-0.8
总计	20.1	16.9	19.1	1.4	14.8	32.9	17.6	24.8	16.9	22.2	-72.3	1.9	-4.8	0.4	-2.2

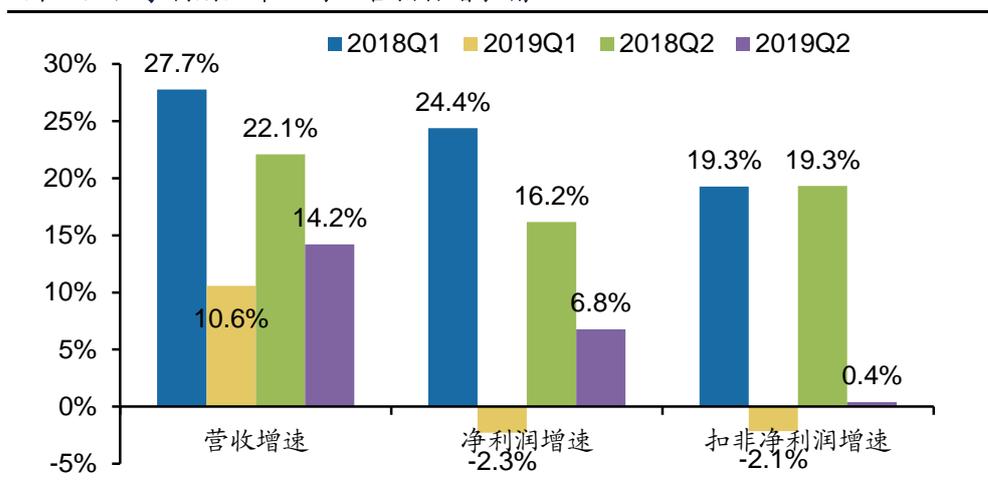
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

细分领域：创新药迎来收获期，生物制品 CXO 维持高景气度

3.1 化学制药：结构分化，创新者的盛宴开启

2019年Q2化学制剂上市公司整体营业收入增速14.2%，增速较2018年同期下滑7.9pp，Q2增速较Q1提升3.6pp；2019年Q2化学制剂上市公司净利润增速6.8%，较去年同期下滑9.4pp，较2019年Q1提升9.1pp；2019年Q2扣非后净利润增速0.4%，较2018年同期下滑18.9pp，较2019年Q1提升2.5pp。

图11：化学制剂上市公司经营指标增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

化学制剂上市公司在过去两年经历“低开转高开”，整体营业收入增速有所“失真”；2018年下半年开始，“低开转高开”逐步完成，营业收入增速逐渐回归行业真实层面。由于2018年Q1流感爆发造成的高基数，2019年Q1增速仅10.6%；2019年Q2增速14.2%，接近2018年Q4的14.7%的增速。化学制剂上市公司整体收入增速有所回暖，但仍然承压，预计短期可能在15%水平上下。净利润和扣非后净利润增速在2019年Q2均有所提升。

图12：化学制剂上市公司整体收入增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2019年上半年化学制剂上市公司整体毛利率为60%，与2018年比较基本平稳；扣非归母净利润率9.6%，相对2018年有小幅度提升。

表4: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学制剂	1H17	3Q17	1-3Q 17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q 18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	64187	34667	98854	38238	137092	40136	40008	80144	42707	122851	43877	166728	44379	45694	90074
收入增速	14.7%	21.8%	17.1%	-1.2%	11.3%	27.7%	22.1%	24.9%	23.2%	24.3%	14.7%	21.6%	10.6%	14.2%	12.4%
净利润	7909	8536	16445	3573	20018	4701	4797	9497	4315	13813	1061	14873	4594	5122	9716
净利润增速	10.5%	136.1%	52.7%	1.3%	40.0%	24.4%	16.2%	20.1%	-49.4%	-16.0%	-70.3%	-25.7%	-2.3%	6.8%	2.3%
扣非净利润	7275	3217	10492	2359	12851	4248	4431	8679	3765	12444	-24	12420	4157	4449	8605
扣非净利润增速	10.1%	0.2%	6.9%	-16.1%	1.8%	19.3%	19.3%	19.3%	17.0%	18.6%	101.0%	-3.4%	-2.1%	0.4%	-0.8%
毛利率	54%	57%	55%	60%	56%	58%	59%	59%	60%	59%	59%	59%	59%	60%	60%
扣非净利率	11.3%	9.3%	10.6%	6.2%	9.4%	10.6%	11.1%	10.8%	8.8%	10.1%	-0.1%	7.4%	9.4%	9.7%	9.6%
经营现金流/净利润	0.93	0.57	0.74	1.85	0.94	0.98	0.72	0.85	1.51	1.05	6.98	1.48	0.78	1.33	1.07
加应收票据后的经营现金流/净利润	2.13	1.68	1.32	5.11	1.52	3.13	2.82	1.91	2.99	1.51	16.60	2.16	2.61	2.87	1.88
营业成本	29602	15068	44670	15336	60006	16681	16354	33036	17193	50229	17814	68042	18149	18049	36199
经营现金流/净利润	7386	4854	12240	6604	18844	4606	3434	8040	6497	14537	7406	21943	3574	6811	10384
应收票据	9436	9496	9496	11653	11653	10086	10102	10102	6386	6386	10203	10203	8407	7896	7896

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年上半年, 纳入分析的48家化学制剂上市公司中41家实现营收同比正增长, 7家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的29家化学制剂上市公司中, 有2家企业增幅在100%以上, 有8家企业增长幅度在30%-100%之间, 12家在10%-30%之间。

表5: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学制剂	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2017	2018	2018H1	2019H1	2017	2018	2018H1	2019H1	2017	2018	2018H1	2019H1
海思科	29.3	84.6	42.0	57.0	-46.3	40.3	6.9	61.5	-59.9	33.4	-46.6	105.5
天宇股份	9.8	23.5	6.2	51.3	-18.1	63.4	-46.2	526.4	-18.5	87.0	-50.5	574.3
润都股份	19.6	33.9	27.9	44.8	3.6	17.9	12.8	25.2	11.3	2.1	4.6	22.9
普利制药	31.0	92.1	92.7	40.3	41.0	84.4	125.2	70.8	42.3	97.2	128.1	69.2
东诚药业	37.7	46.2	34.9	39.6	31.8	62.4	53.7	59.1	42.5	65.4	65.7	58.5
诚意药业	6.1	60.1	69.2	34.8	1.6	40.0	49.8	51.7	0.2	46.6	68.2	31.6
康芝药业	2.0	32.1	18.1	34.1	8.8	-75.9	13.8	-85.4	3.0	-125.4	57.2	-94.1
海辰药业	62.0	56.5	98.1	33.5	45.0	26.9	38.6	29.7	36.5	33.0	39.2	29.7
广生堂	-5.4	35.9	8.0	32.3	-49.5	-50.9	-84.1	161.9	-53.3	-70.8	-85.1	-86.1
贝达药业	-0.8	19.3	16.7	31.1	-30.1	-35.3	-51.4	31.0	-34.3	-30.7	-40.8	23.4
恒瑞医药	24.7	25.9	22.3	29.2	24.2	26.4	21.4	26.3	19.8	22.6	18.1	25.2
北陆药业	4.7	16.4	10.2	29.0	625.4	24.4	17.7	32.3	22.0	31.9	10.0	34.1
海南海药	18.2	35.5	51.1	22.1	-47.4	38.0	31.6	-45.8	-123.1	97.2	-49.1	93.2
联环药业	13.9	47.9	56.7	19.7	12.5	4.3	9.1	6.9	4.7	12.5	9.4	5.3

人福医药	25.3	20.6	28.8	19.0	148.5	-214.0	33.5	-32.9	-1.0	-576.2	-28.6	28.1
华润双鹤	16.9	28.1	32.9	19.0	18.0	15.0	12.0	9.5	24.1	11.6	11.6	7.1
九典制药	42.0	49.9	67.7	18.2	25.8	5.0	13.5	2.2	20.7	5.4	14.3	1.1
鲁抗医药	3.7	28.1	23.7	17.5	292.5	41.3	284.3	-33.6	312.2	41.8	310.2	-35.6
卫信康	-1.4	77.5	58.9	15.7	-11.6	-27.7	-12.7	-33.6	-28.9	-32.3	-26.9	-30.6
莱美药业	29.5	21.9	29.6	15.5	695.9	76.4	85.9	-33.3	454.7	-8.5	-18.9	18.8
台城制药	4.7	28.8	27.8	15.4	12.2	46.3	39.6	20.5	8.6	46.3	26.6	30.5
科伦药业	33.5	43.0	57.7	14.5	28.0	62.0	202.2	-5.9	-74.1	699.0	171.9	-10.6
哈三联	51.0	89.1	160.6	13.2	3.4	13.7	78.1	-19.0	-1.4	-27.7	-20.6	14.5
恩华药业	12.5	13.7	11.2	12.4	27.4	33.0	25.2	22.9	19.0	39.9	25.1	23.3
力生制药	21.6	46.1	46.4	11.1	1.0	58.3	-12.2	29.2	-5.6	51.6	-13.0	27.0
必康股份	44.1	57.4	119.5	10.4	-6.4	-54.7	-5.5	-17.2	-14.8	-59.8	73.3	-27.3
康弘药业	9.7	4.7	1.0	9.8	29.7	7.9	33.1	9.7	28.7	0.4	15.6	18.1
华仁药业	5.0	5.5	11.0	9.4	56.7	3.4	93.8	-21.0	52.4	-21.4	47.6	7.3
健康元	10.9	3.9	5.6	9.3	372.5	-67.2	30.2	28.3	58.4	26.4	34.9	29.2
济民制药	33.9	15.7	22.8	8.6	29.3	-39.4	42.1	-13.9	33.3	-293.2	34.8	-28.3
丽珠集团	11.5	3.9	6.8	8.2	433.6	-75.6	25.7	16.7	20.2	15.5	25.5	15.3
誉衡药业	1.9	80.2	100.5	7.8	-56.8	-59.3	3.1	2.8	-60.1	-99.6	-5.0	0.2
现代制药	-6.7	32.9	27.8	6.9	8.1	36.8	14.9	-9.3	162.5	-1.7	15.2	-9.6
丰原药业	26.8	16.9	27.2	6.3	42.6	-6.8	-12.6	48.5	27.7	-10.1	30.2	6.4
仙琚制药	13.9	27.0	38.1	5.7	41.3	45.8	51.9	40.9	43.1	51.0	46.9	41.3
信立泰	8.4	12.0	11.4	3.9	4.0	0.4	8.1	-19.9	1.1	0.7	7.3	-23.7
仟源医药	25.8	21.0	28.3	3.2	-28.1	-66.6	-18.3	142.0	-47.9	-519.6	-26.7	-42.2
海欣股份	-1.1	9.8	9.8	2.9	17.0	28.4	28.7	-11.7	47.4	27.6	27.5	-66.8
灵康药业	110.0	66.1	144.9	2.5	4.6	13.5	17.3	58.3	20.4	-3.7	20.4	2.6
山大华特	14.4	-13.6	-8.0	1.9	22.6	-46.7	-44.4	9.0	22.3	-37.6	-16.1	-28.8
一品红	10.3	3.6	14.5	0.7	14.1	32.9	15.0	31.6	23.4	18.7	12.3	38.6
福安药业	61.2	27.7	52.2	-1.5	28.3	-226.4	-4.8	-11.6	22.0	-245.8	-11.7	-9.3
哈药股份	-14.9	-10.0	-8.7	-2.1	-48.4	-14.9	4.4	-111.7	-59.3	-15.8	-3.4	-123.3
亚太药业	25.5	20.9	33.9	-13.3	61.3	2.8	29.3	-69.4	64.4	2.7	34.2	-75.7
莎普爱思	-4.1	-35.3	-21.3	-19.4	-46.9	-186.4	-43.9	-49.5	-35.7	-220.6	-42.4	-72.1
赛隆药业	42.4	19.8	60.4	-24.9	5.3	-5.6	6.0	-41.4	0.1	-10.4	12.5	-38.3
景峰医药	-2.2	0.1	8.2	-29.8	-52.3	15.3	14.0	-5.8	-55.2	18.0	0.3	-147.8
翰宇药业	45.8	1.5	35.1	-30.3	12.9	-203.4	30.9	-63.5	20.3	-212.3	26.6	-67.8

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

药品市场短期恢复性高增长, 关注结构变化 根据IMS统计的数据, 2019年1-5月IMS统计口径整体药品销售额增速11.2%, 相对2018年全年3.3%的增速水平有大幅度的提升。增速提升的核心仍然是国内整体医疗需求的增长, 叠加2018年在控费高压下形成的低基数所致; 我们预计中长期国内药品市场整体需求的增长将会保持在**5%-10%水平(医用溶液和全身用抗感染药属于全科用药品, 其正常增长水平可以作为整体医疗消费增长的粗略指标)**。从增速贡献来看, 抗肿瘤和免疫调节剂贡献22%的增长额, 同时也是唯一一类销售额占比10%以上, 并且实现高增长的药品大类; 这可能与2017年

和2018年分别通过谈判纳入国家医保的15个和17个抗癌药放量有关。从各治疗大类结构上分析，治疗性品种保持比较高的增速，背后的核心是疾病谱系的变化叠加细分领域产品的更新迭代；抗肿瘤与免疫调节剂、呼吸系统用药、感觉器官用药和诊断用药等细分领域值得长期关注。

图13: 2019年1-5月样本医院各治疗大类药品销售同比增速

治疗大类	2018年占比	2018年同比	2019年1-5月占比	2019年1-5月同比	增速差异
寄生物学	0.0%	12.9%	0.0%	32.1%	19%
抗肿瘤和免疫调节剂	10.8%	12.0%	11.3%	23.6%	12%
诊断用药	1.3%	21.7%	1.4%	19.8%	-2%
感觉器官	0.7%	11.5%	0.8%	19.5%	8%
全身性激素类药物(性激素除外)	0.8%	10.8%	0.8%	18.4%	8%
皮肤用药	0.6%	9.7%	0.6%	16.8%	7%
呼吸系统	3.8%	8.3%	4.2%	15.8%	8%
血液和造血器官	5.8%	13.1%	5.9%	15.0%	2%
泌尿生殖系统和性激素类	1.6%	7.6%	1.5%	13.2%	6%
骨骼肌肉系统	2.5%	1.3%	2.4%	12.6%	11%
总计	100.0%	3.3%	100.0%	11.2%	8%
中枢神经系统	9.5%	4.4%	9.3%	11.0%	7%
消化道和新陈代谢	12.9%	1.7%	12.6%	10.4%	9%
全身性抗感染药	15.3%	3.1%	16.0%	9.1%	6%
心血管系统	11.2%	3.7%	11.0%	9.0%	5%
医用溶液	6.8%	-1.6%	6.7%	8.8%	10%
其他(中药和其他)	16.2%	-4.9%	15.4%	4.2%	9%

数据来源: IMS, 广发证券发展研究中心

创新者的盛宴开启, 先行者已率先入席 从2018年底开始, 有医保局全权监督管理的国家医保基金, 开始由过去先提升覆盖面和覆盖深度的粗线条管理, 进入精细化管理阶段, 药品市场结构分化将持续相当长时间。医保常规目录更新周期缩短、国家医保谈判以及医疗行为规范, 为治疗性、具有高临床价值的创新品种提供了快速放量的基础。从历次国家医保谈判涉及的品种来看, 参与谈判以及最终纳入谈判目录的品种以进口产品居多, 国内仅少数用药创新药产品的厂家受益。医保谈判是为解决高治疗价值创新药在国内的可及性, 同时也大幅度解决高价值创新药的支付瓶颈; 2019年拟谈判的创新药品种高达128种, 国内创新药盛宴已经开启, 跨国企业和国内先行厂家如恒瑞医药、中国生物制药、康弘药业、贝达药业等已率先入席。

表6: 国家医保谈判情况

	2015年	2017年	2018年	2019年
拟谈判品种数	4	45	18	128
纳入谈判目录品种数	3	36	17	待确认
进口品种数	2	26	15	NA
国产品种数	1	10	2	NA

数据来源: 卫计委, 人社部, 医保局, 广发证券发展研究中心

过去五年, 化学制药上市公司整体研发投入不断加大: 2019年上半年上述化学制剂上市公司整体研发费用超过50亿元, 占比营业收入5.6%。从绝对数值上研发费用率仍有提升的空间, 但是从2014年以来, 上述企业的整体研发费用率从2.2%提升至目前5.5%的水平。

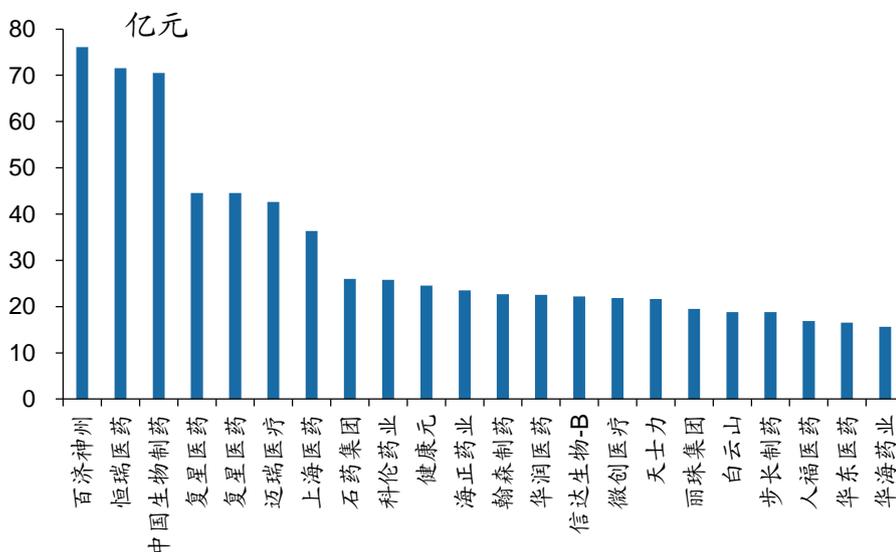
图14: 申万分类下化学制剂公司研发费用及占比营业收入



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

研发投入的分化极其明显, 在纳入分析的左右上市化学制剂企业中, 恒瑞医药过去五年的研发投入遥遥领先同行; 昔日的研发积累, 造就现阶段的产品收获。以恒瑞医药、中国生物制药为代表创新药企, 以及以君实生物、信达生物、百济神州为代表的产品进入收获期的biotech企业将率先享受国内创新药红利。

图15: 2014年至2018年累计研发费用超过15亿元的医药/医疗器械企业(A+H)



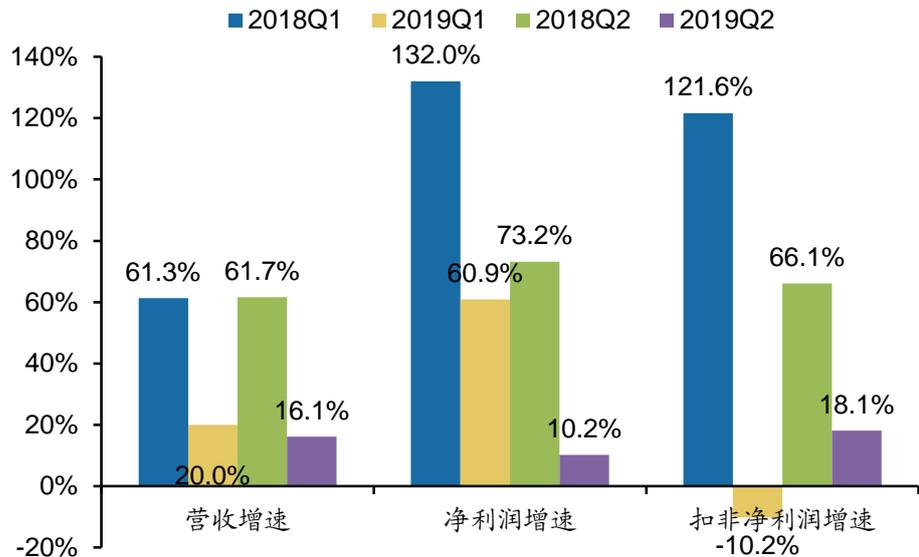
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.2 医疗服务: 二季度环比改善, CXO 表现亮眼

医疗服务整体行业营收保持高速增长, 2018年Q1Q2均保持较快的收入和利润增

速，2018Q2收入增长61.7%，扣非净利润增长66.1%，到2019年Q2增速有所放缓，收入增速16.1%，净利润增速10.2%，扣非净利润增速18.1%，主要由于美年健康和博济医药的负增长导致。上半年行业整体毛利率为39%，同比上升2个pct，整体行业净利率略有下降。综合看医疗服务行业呈现一定分化，龙头各自的品牌影响力和扩张速度也逐步产生差异，但整体仍然保持较快的人员和门店扩张速度。

图16：医疗服务2019年Q1、Q2（单季度）增长情况与同期对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

连锁医疗：专科医院延续高增长趋势，上半年爱尔眼科和通策医疗业绩均略高于市场预期，归母净利润增速分别达到了36.5%和54.1%，眼科和口腔医疗作为两个最重要的专科医院板块，整体仍然保持了旺盛的终端需求以及客单价提升趋势，客单价对收入增长的贡献仍显著大于客流增长。

表7：2019年上半年医疗服务经营指标统计（剔除次新股成分调整后，百万）

医疗服务	1-3Q 17		1-3Q 18		1-3Q 19		1-3Q 18		1-3Q 19		1-3Q 19		1-3Q 19		
	1H17	3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19		
收入	7394	5207	12600	7209	19810	5107	6836	11943	7347	19290	7463	26753	6127	7938	14066
收入增速	49.3%	63.9%	55.0%	102.8%	69.6%	61.3%	61.7%	61.5%	41.1%	53.1%	3.5%	35.1%	20.0%	16.1%	17.8%
净利润	584	662	1246	883	2129	272	808	1080	940	2020	716	2736	438	890	1328
净利润增速	61.0%	72.8%	67.1%	70.7%	68.6%	132.0%	73.2%	85.0%	41.9%	62.1%	-18.9%	28.5%	60.9%	10.2%	23.0%
扣非净利润	562	602	1164	514	1678	240	753	994	910	1904	650	2554	216	890	1106
扣非净利润增速	66.3%	59.2%	62.6%	60.0%	61.8%	121.6%	66.1%	76.8%	51.2%	63.6%	26.5%	52.2%	-10.2%	18.1%	11.3%
毛利率	41%	44%	42%	41%	41%	37%	44%	41%	43%	42%	42%	42%	35%	42%	39%
扣非净利率	7.6%	11.6%	9.2%	7.1%	8.5%	4.7%	11.0%	8.3%	12.4%	9.9%	8.7%	9.5%	3.5%	11.2%	7.9%
经营现金流/净利润	0.41	0.72	0.57	3.02	1.59	0.53	1.08	0.94	1.19	1.06	3.20	1.62	-0.07	0.87	0.56
加应收票据后经营现金流/净利润	0.42	0.74	0.59	3.05	1.60	0.69	1.13	0.98	1.23	1.08	3.24	1.63	0.02	0.92	0.59

营业成本	4391	2931	7322	4268	11590	3232	3827	7059	4190	11248	4308	15557	4003	4626	8629
经营现金流/净利润	238	475	713	2662	3375	145	873	1018	1122	2140	2293	4433	-31	776	745
应收票据	9	16	16	29	29	42	36	36	33	33	28	28	41	40	40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

爱尔眼科: 内部增长动力从屈光白内障逐步转向视光。上半年门诊量316.43万人次, 同比增长15.31%; 手术量29.96万例, 同比增长7.02%, 同时收购或新建了13家医院及9个门诊部或诊所, 经营保持快速扩张趋势。从分拆业务情况看, 上半年屈光手术收入增长21.44%, 保持较快增速, 新一代ICL晶体植入正在成为下一个驱动力: 全飞秒的下一代技术是ICL晶体植入, 最新的V4c晶体2014-2015年进入中国市场, 价格比全飞秒贵30%以上, 该术式可以额外覆盖大量原来不满足全飞秒手术的人群, 同时具有可逆性, 虽然目前占比不高(2017年约12%), 但参考收入水平高和观念前卫的深圳地区的业务结构, 有望在后续几年成为推动手术单价提升的核心驱动力。; 白内障手术增长10.92%, 主要由于各地医保政策限制下白内障筛查受到一定程度的影响, 中低端手术需求下降, 这也是整体手术量增速放缓的主要影响因素, 中高端手术的占比提升, 公司后续也将集中在中高端自主品牌手术的重点推广; 视光服务收入增长30.98%, 超出市场预期, 主要是上半年青少年近视防控在国家政策层面的推广, 公司在中小学生视力筛查建档的过程中作出重要贡献, 也扩大了品牌影响力。

通策医疗: 口腔连锁红利仍在高速释放期。去年上半年的增长基数已经较高, 今年上半年继续维持较快增长, 收入增长23.58%, 扣非净利润增长53.85%, 显著超预期。二季度单季收入增长20.14%, 扣非净利润1.11亿增长56.24%, 高基数下的高利润增速反应了更持续的内部经营改善。分拆医院来看: 杭口总院收入增长9.2%, 利润增长23%; 城西分院收入增长31%, 利润增长75%; 宁波口腔收入增长24%, 利润增长98%; 三大医院仍是最大三家利润增量贡献, 后两者利润率快速提升; 分业务看: 细分业务增速2018上半年是正畸>儿科>种植, 2019上半年是儿科>种植>正畸, 说明新的消费习惯正在形成, 公司的业务也在向潜力更大的细分行业变化, 还有一个是综合科增速提升了, 也保证了整体发展的相对均衡。综合看公司整体仍在前期杭口总院和城西分院扩建后的业绩红利期, 其他中小型分院的盈利能力也在持续提升。年初签订的10家蒲公英计划医院也在有序推进, 预计2019年内可以全面营业, 通策医疗再浙江省内的影响力仍在快速提升。可见口腔行业的规模效益正在提升, 通策区域总院+分院的模式正在得到浙江省和全国范围内的广泛认可, 也可以看到通策模式具备更高的盈利能力。

值得关注的是上半年三大服务龙头仍保持了较快的扩张趋势。一方面是来自自有品牌体系范围内的并购基金项目装入上市公司, 一方面是对外部的收购都有布局, 尤其是外部收购方面, 爱尔眼科和通策医疗均有对竞争对手的直接收购。爱尔眼科内部收购公司13家, 外部收购公司2家, 新设公司2家, 增资2家; 美年健康上半年内部收购公司19家, 外部收购公司1家, 增资2家; 通策医疗外部收购公司1家(公司过去几年几乎没有外部收购)。

表8: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况

爱尔眼科			美年健康		
被投资公司	并购类型	数目	被投资公司	并购类型	数目
晋中爱尔眼科医院有限公司	内部收购	13	安徽诺一健康管理有限公司	外部收购	1
上海爱尔睛亮眼科医院有限公司			西宁美年	内部收购	19

南京爱尔古柏医院有限公司			安阳美年		
无锡爱尔眼科医院有限公司			驻马店美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司			泸州美年		
宜春爱尔眼科医院有限公司			聊城美年		
淄博康明爱尔眼科医院有限公司			宿州美年		
湘潭市爱尔仁和医院有限公司			庆阳美年		
桂林爱尔眼科有限公司			自贡美年		
贵港爱尔眼科有限公司			眉山美年		
重庆爱尔儿童眼科医院有限公司			内江美年		
达州爱尔眼科有限公司			唐山美年		
普洱爱尔眼科有限公司			随州美年		
远翔天祐部分股权	外部收购	2	惠州美年		
ISEC Healthcare 100% 股权			阜新美年		
沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设	2	临沧美年		
湖南迈欧医疗科技有限公司			桂林美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	增资	2	太原美年		
达州爱尔眼科有限公司			平顶山美年		
通策医疗			兰州金茂		
被投资公司	并购类型	数目	美年大健康产业(集团)有限公司	增资	2
郑州安和	外部收购	1	上海美爱投资管理有限公司		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

龙头出现分化, 板块整体受到一定拖累。整体医疗服务板块扣非净利润增速受到美年健康和博济医药的大幅下滑的影响, 主要来自于公司本身前期的事件性影响, 而非行业性影响, 体检行业和临床CRO行业仍是景气向上的。

表 9: 医疗服务重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

医疗服务		收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS		
		2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2019	2020	2021
连锁 医疗	爱尔眼科	45.9	28.5	45.9	25.6	39.2	37.8	40.6	36.5	38.3	30.2	44.5	31.9	0.44	0.58	0.76
	通策医疗	27.1	27.8	34.9	23.6	44.0	53.7	52.7	54.1	43.5	51.1	51.6	53.9	1.47	1.92	2.48
	美年健康	65.0	4.2	57.4	2.9	30.5	-6.5	1,015.5	-89.4	7.6	-174.3	530.5	-251.2	0.28	0.37	0.49
CRO 服务商	泰格医药	33.2	28.7	39.0	29.5	121.1	51.7	82.8	61.0	60.9	61.3	80.9	52.0	0.91	1.24	1.66
	药明康德	21.1	29.3	20.3	33.7	-13.7	33.0	71.3	-16.9	-8.5	87.5	-	20.1	1.38	1.74	2.20
	凯莱英	25.4	31.0	37.4	44.3	29.3	45.0	25.5	46.4	13.7	51.9	54.8	42.8	2.46	3.23	4.19
	康龙化成	0.0	31.1	0.0	28.8	0.0	33.2	0.0	38.5	0.0	32.3	0.0	34.4	0.70	0.95	1.27
	昭衍	172.7	44.1	42.2	48.7	226.8	37.3	84.2	78.9	0.0	-18.1	82.3	87.2	0.96	1.34	1.82

新药															
	药石科技	86.8	53.1	72.8	37.8	59.3	66.9	67.5	30.3	39.8	74.1	51.9	35.3	1.34	1.91

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

创新药服务产业链 (CRO&CDMO): 三大龙头药明康德、泰格医药、康龙化成保持快速增长, 内生增速均在30%以上, 药明康德相对受到去年同期投资收益的影响影响表现增速。药明康德下属多个业务板块保持快速增长, 其中中国区实验室维持稳健的23.7%的增长, 美国区实验室提速到30%的增长, 毛利率也从22.9%提升到26.9%; 表现最好的是临床CRO业务, 同比增长104% (剔除收购Pharmapacehe和RPG的并表因素后增长68%), 任命Frederick H. Hausheer博士为首席医学官后业务竞争力大幅提升; CDMO业务增长42%, 据官网数据, 其中覆盖40个三期临床项目和16个商业化项目, 驱动整体收入加速增长; 泰格医药创新药临床CRO需求快速增长, 订单均价持续提价, 利润增速快于收入增速; 上半年公司员工人数达到4500人, 较去年底增长了15%, 仍处于人员快速扩张阶段。康龙化成也继续强化内部客户的跨部门成果转化, 78%的CMC收入来源于与药物发现服务的协同效应。

从细分分子行业的景气度上看, **CMO业务体现出了最高的成长性**。最大的三家龙头药明康德、凯莱英、康龙化成对应业务板块的增速分别达到了42%、44%、48%, 博腾股份也有了较大幅度的业绩改善, 在各家均持续强调客户的多部分协同开发的现状下, 国内CXO龙头的全球市占率仍在持续提升, 药物发现领域基本维持在20%+的增长速度, 但对其他子行业和部门的协同性和导客作用是较强的。细分领域龙头昭衍新药短期解决了产能瓶颈, 积累订单快速释放; 药石科技上半年基数较低, 业务保持高速增长, 有望持续开发除分子砌块外的增值业务订单。

表 10: CXO 重点公司对应分拆业务的上半年收入增速

重点公司	临床前 CRO	临床 CRO	CMO
药明康德	24.86%	104.22%	42.03%
康龙化成	24.32%	-	47.97%
睿智化学	8.87%	-	13.28%
泰格医药	-	28.96%	-
博济医药	-	50.25%	-
凯莱英	-	-	44.27%
昭衍新药	48.84%	-	-
药石科技	66.27%	-	-
博腾股份	-	-	22.46%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

趋势预判: 整体看CXO行业的不同龙头具备不同的增长驱动因素, 泰格医药主要受益于国内政策改革的影响: 国内随着进口药品审批的加速和海外已上市药品快速通过审批进入国内, 跨国企业在国内的CRO业务需求尤其是临床CRO业务需求增长显著增加; 其他CXO龙头如药明康德、康龙化成、凯莱英等同时受益于国内外创新药研发外包需求的快速增长, 一方面国内有创新药需求的独角兽企业和亟待转型的传统企业仍有持续的创新药研发外包需求, 研发投入比例的提升也将进一步驱动CRO行业价格和订单量的高景气增长; 另一方面国际大客户的成本控制需求推动外包需求增长, 小的Biotech企业需要大型CXO为产品数据真实性背书, 药明康德、康龙化成、凯莱英都

是显著受益的。此外还有一些前期相对弱势业务的补充和快速增长如药明康德在临床CRO领域的布局（上半年增长104%）、昭衍在临床一期和药物警戒领域的布局等。

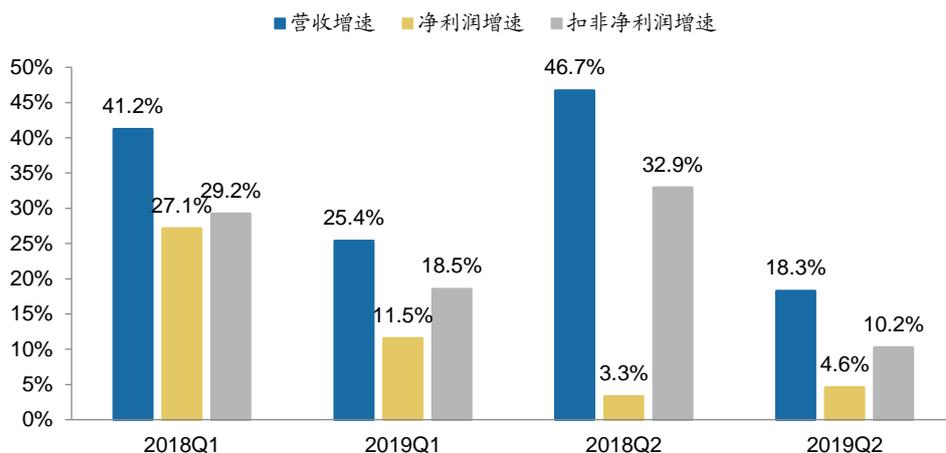
3.3 生物制品：高端生物制剂维持高景气度，血制品持续复苏

2019年上半年，生物制品板块上市公司合计实现收入379.05亿元，同比增长21.5%，行业快速增长主要与疫苗子行业与生长激素子行业维持高景气度、血制品子行业回暖有关。2019年第一季度与2019年第二季度增速有所放缓，主要系疫苗批签发制度趋严后部分疫苗品种的批签发量同比下滑与年初上海新兴事件及部分企业GMP换证对血制品的批签发量造成短暂的负面影响造成的。

2019年上半年，生物制品板块上市公司合计分别归母净利润65.57亿元，同比增长7.7%；扣非净利润实现58.98亿元，同比增长14%，净利润增速大幅低于收入增速主要与血制品公司推广投入加大以及权重较大的智飞生物的代理业务占比提升致净利润率下滑有关。

从生物制品各细分领域来看，高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度，血制品行业自18年下半年开始复苏。而鼠神经生长因子等临床辅助用药伴随着医保控费、临床用药结构优化等政策影响出现持续下滑。

图17：生物制品行业2019年中报营收与净利润增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表11：生物制品行业基本财务指标（剔除部分次新股成分调整后，百万元）

生物制品	1H17	3Q17	1-3Q 17		17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q 18		18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	21638	12313	33951	15508	49459	14251	16945	31196	17356	48552	18897	67448	17866	20040	37905
收入增速	18.2%	18.1%	18.2%	33.1%	22.5%	41.2%	46.7%	44.2%	41.0%	43.0%	21.9%	36.4%	25.4%	18.3%	21.5%
净利润	5391	2522	7912	2094	10006	2762	3324	6087	2754	8841	2177	11018	3081	3476	6557
净利润增速	46.1%	36.1%	42.8%	-0.1%	31.0%	27.1%	3.3%	12.9%	9.2%	11.7%	4.0%	10.1%	11.5%	4.6%	7.7%
扣非净利润	3943	2246	6190	1763	7952	2331	2843	5174	2496	7670	999	8669	2763	3135	5898
扣非净利润增速	27.4%	49.0%	34.5%	13.8%	29.3%	29.2%	32.9%	31.2%	11.1%	23.9%	-	9.0%	18.5%	10.2%	14.0%

毛利率	64%	67%	65%	63%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	63%	64%	62%	63%	62%
扣非净利率	18.2%	18.2%	18.2%	11.4%	16.1%	16.4%	16.8%	16.6%	14.4%	15.8%	5.3%	12.9%	15.5%	15.6%	15.6%
经营现金流/净利润	0.27	0.92	0.48	1.33	0.66	0.27	0.82	0.57	0.98	0.70	1.84	0.93	0.54	0.91	0.74
加应收票据后的经营现金流/净利润	0.54	1.54	0.68	2.40	0.88	1.13	1.47	0.92	1.83	0.96	3.03	1.16	1.23	1.45	1.03
营业成本	7809	4069	11878	5686	17564	5152	6016	11169	6275	17444	6928	24371	6785	7500	14284
经营现金流/净利润	1475	2322	3797	2774	6571	741	2738	3480	2711	6190	4015	10205	1679	3151	4830
应收票据	1417	1571	1571	2254	2254	2390	2132	2132	2321	2321	2582	2582	2111	1891	1891

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

血制品行业复苏迹象确定, 收入与净利润增速有所回升。从血制品相关的上市公司2019年中报来看, 各企业的血制品业务收入与净利润增速同比稳步提升, 经营活动产生的现金净流量环比大幅改善, 应收账款与票据以及库存逐步企稳, 自2018年下半年开始已呈现温和复苏的现象。我们认为血制品行业的成长路径逐渐从采浆量的供给驱动逐渐向需求驱动转变, 未来血制品企业的成长空间不仅与采浆潜力、产品批文数量有关, 也与公司的学术推广、品牌等方面有关。

根据中检院及各地药检所披露, 受年初上海新兴事件以及部分外资企业GMP到期重新认证等因素影响, 进口人血白蛋白、静丙的批签发量自2月份开始出现了短暂性的大幅, 致行业渠道库存较为紧张, 部分企业的出厂价有所回升。另外, 人凝血因子VIII、狂犬病人免疫球蛋白、纤维蛋白原等小品类产品的批签发量总体维持稳定增长, 临床需求较为强劲。

表12: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1
华兰生物	32.17	14.03	11.4	5.07	10.02	4.62
	(+35.84%)	(+16.77%)	(+38.83%)	(+11.94%)	(+31.74%)	(+14.06%)
博雅生物	24.51	13.76	4.69	2.13	4.44	2
	(+67.84%)	(+25.95%)	(+31.57%)	(+11.63%)	(+31.56%)	(+11.67%)
天坛生物	29.31	15.6	5.09	2.93	5.06	2.93
	(+18.03%)	(+27.87%)	(-56.57%)	(+22.21%)	(+22.19%)	(+23.41%)
上海莱仕	18.04	12.97	-15.18	4.12	1.55	4.07
	(-6.41%)	(+35.01%)	(-281.66%)	(+148.41%)	(-74.86%)	(+32.74%)
卫光生物	6.88	3.61	1.57	0.71	1.48	0.66
	(+10.36%)	(+20.53%)	(+1.22%)	(+1.89%)	(+2.38%)	(+1.43%)
振兴生化	8.6	4.02	0.8	0.78	0.69	0.62
	(+25.46%)	(-5.81%)	(+270.34%)	(+16.26%)	(+25.34%)	(+1.67%)

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

国内疫苗行业步入黄金发展期, 有望迎来新一轮扩容期。伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄, 可及性大幅提升驱动行业迅速扩容, 未来几年内国内疫苗行业

将维持高景气度。2019年上半年，智飞生物实现收入50.39亿元，同比大幅增长143.19%；扣非净利润实现11.77亿元，同比增长71.85%，均实现了高速增长。康泰生物由于18年上半年的高基数以及四联苗库存较为紧张，19年上半年实现收入8.08亿元，同比下滑24.07%，扣非净利润2.45亿元，同比下滑10%，伴随着四联苗批签发量恢复正常，下半年销售有望提速。

然而，受2018年7月长生生物事件影响，中检院的批签发制度执行趋严，18年第四季度及19年上半年国内疫苗批签发总量均呈现同比下滑现象，其中多个品种如人用狂犬病疫苗、水痘减毒活疫苗、EV71疫苗、23价肺炎疫苗、IPV疫苗的批签发量同比下滑明显，且具有批签发记录的疫苗企业数量不断减少，行业集中度逐渐提升。随着疫苗管理法的颁布，我国疫苗行业的强监管时代即将到来，未来头部疫苗企业的商业化价值将大幅提升。

表13: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1
康泰生物	20.17	8.08	4.36	2.58	4.13	2.45
	(+73.69%)	(-24.07%)	(+102.92%)	(-9.84%)	(+133.93%)	(-10%)
智飞生物	52.28	50.39	14.51	11.47	14.59	11.77
	(+289.43%)	(+143.19%)	(+235.75%)	(+68.08%)	(+237.12%)	(+71.85%)
沃森生物	8.79	5.01	10.46	0.85	1.21	0.81
	(+31.54%)	(+33.63%)	(+294.77%)	(+16.09%)	(+157.88%)	(+84.86%)

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从蛋白药物行业相关的上市公司2019年中报来看，业绩呈现分化加剧现象。生长激素、脱敏粉尘螨滴剂等终端需求旺盛的偏消费属性药品以及的康柏西普等临床亟需的单抗类药物表现亮眼，相关上市公司长春高新、我武生物的业绩呈现较快增长，而拥有辅助用药的相关上市如未名医药、舒泰神受医保控费、临床用药结构优化等政策影响，业绩出现大幅下滑。

表14: 蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2018	2019H1	2018	2019H1	2018	2019H1
长春高新	53.75	33.92	10.07	7.27	10.01	7.18
	(+31.03%)	(+23.36%)	(+52.05%)	(+32.6%)	(+55.74%)	(+39.47%)
安科生物	14.62	7.63	2.63	1.47	2.69	1.42
	(+33.32%)	(+21.71%)	(-5.25%)	(+13.15%)	(+7.86%)	(+16.69%)
康弘药业	29.17	15.19	6.95	3.4	6.29	3.16
	(+4.7%)	(+9.79%)	(+7.88%)	(+9.67%)	(+0.35%)	(+2.73%)
我武生物	5.01	2.74	2.33	1.3	2.25	1.28
	(+29.87%)	(+25.43%)	(+25.14%)	(+25.53%)	(+27.33%)	(+28.65%)
通化东宝	26.93	14.35	8.39	5.32	8.14	5.26
	(+5.8%)	(-1.96%)	(-0.85%)	(-0.06%)	(-2.46%)	(+1%)
舒泰神	8.06	3.45	1.34	3.6	1.2	4

	(-41.92%)	(-22.43%)	(-49.03%)	(-63.12%)	(-54.21%)	(-61.45%)
未名医药	6.65	3	-0.96	0.26	-0.89	0.23
	(-42.83%)	(+1.98%)	(-124.66%)	(+358.62%)	(-123.19%)	(+9236%)

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

生物制品行业我们重点推荐生长激素与疫苗两个子行业,一方面生长激素市场空间超百亿元,近几年受益于消费升级及渠道下沉保持快速增长,未来成长空间较大,在此领域中我们重点推荐国内生长激素龙头企业长春高新,子公司金赛药业少数股权问题未来有望解决,公司将步入新的发展阶段;另一方面,伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄,可及性大幅提升驱动行业迅速扩容,未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度,在此领域中我们重点推荐康泰生物,纵观国内疫苗企业的研发管线,公司的在研产品无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位,年内重磅在研产品13价肺炎球菌结合疫苗以及人二倍体细胞狂犬疫苗有望正式报产,明年起将步入收获期。

表 15: 生物药行业重点跟踪公司财报情况

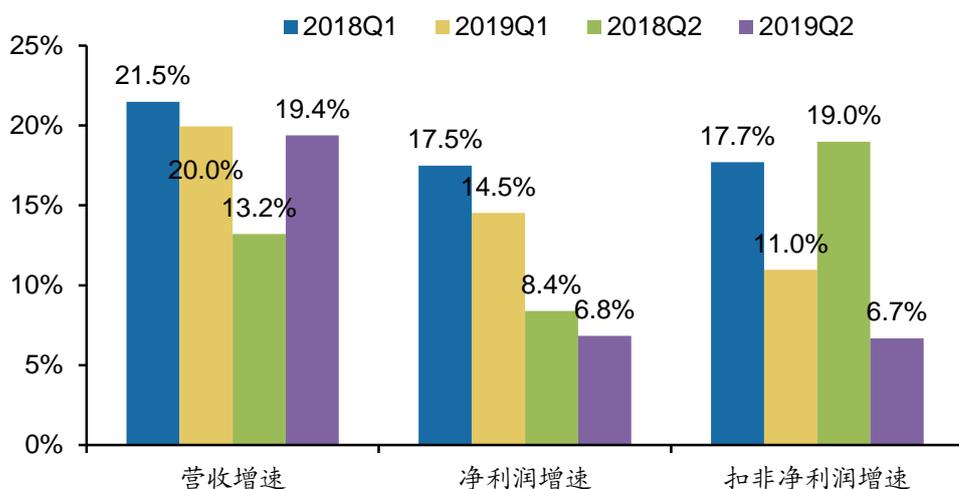
主要企业	营业收入 (亿元)		扣非净利润 (亿元)		盈利 EPS (元)		
	2018	2019H1	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
长春高新	53.75	33.92	10.01	7.18	8.08	10.48	13.35
	(+31.03%)	(+23.36%)	(+55.74%)	(+39.47%)			
康泰生物	20.17	8.08	4.13	2.45	0.91	1.28	3.32
	(+73.69%)	(-24.07%)	(+133.93%)	(-10%)			
智飞生物	52.28	50.39	14.59	11.77	1.54	2.3	2.09
	(+289.43%)	(+143.19%)	(+237.12%)	(+71.85%)			
沃森生物	8.79	5.01	1.21	0.81	0.15	0.82	1.12
	(+31.54%)	(+33.63%)	(+157.88%)	(+84.86%)			
康弘药业	29.17	15.19	6.29	3.16	1.03	1.29	1.59
	(+4.7%)	(+9.79%)	(+0.35%)	(+2.73%)			
天坛生物	29.31	15.6	5.06	2.93	0.6	0.72	0.92
	(+18.03%)	(+27.87%)	(+22.19%)	(+23.41%)			
华兰生物	32.17	14.03	10.02	4.62	1.01	1.16	1.29
	(+35.84%)	(+16.77%)	(+31.74%)	(+14.06%)			
博雅生物	24.51	13.76	4.44	2	1.25	1.46	1.68
	-67.84%	(+25.95%)	(+31.56%)	(+11.67%)			
通化东宝	29.17	14.35	6.29	5.26	0.48	0.58	0.71
	(+4.7%)	(-1.96%)	(+0.35%)	(+1%)			

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.4 医药商业: 执业药师监管政策趋严, 行业集中度持续提升

医药商业整体行业营收增速稳定维持在19%左右,增速较2018年2季度有显著提速。净利润增速略有下降,2019年Q2保持6.8%,增速放缓和沃博联入股国大药房带来的业绩稀释有关;同时二季度连锁药店行业监管政策也对销售增速产生了一定影响,一心堂单季度增速显著下降。

图18: 医药商业2019年Q1Q2单季度增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

商业领域“两票制+营改增”规范流通环节基本推行完毕,产业集中度正在提升,但受制于行业本身的资金依赖性以及资金面偏紧的影响,去年行业增速仍然不理想,今年以来行业整体现金流情况有所改善,Q2较Q1经营质量进一步提升,结合整体信用分层后大型龙头的融资成本方面受益更多,上市龙头的业绩普遍有明显改善。预计未来龙头仍将持续加快渠道整合,市场集中度加速提升。

表 16: 2019 年上半年医药商业经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)

医药商业	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	245827	130557	376384	133402	509786	142015	145968	287984	155143	443127	161122	604249	170349	174269	344618
收入增速	23.3%	24.1%	23.6%	10.9%	20.0%	21.5%	13.2%	17.1%	18.8%	17.7%	20.8%	18.5%	20.0%	19.4%	19.7%
净利润	7919	3372	11291	3831	15122	4270	4644	8914	4359	13273	3407	16680	4891	4961	9853
净利润增速	34.7%	22.9%	30.9%	17.4%	27.2%	17.5%	8.4%	12.6%	29.3%	17.6%	-11.1%	10.3%	14.5%	6.8%	10.5%
扣非净利润	7196	3235	10431	3086	13517	4150	4367	8517	3520	12037	1576	13613	4605	4659	9264
扣非净利润增速	34.5%	27.1%	32.1%	-1.7%	22.5%	17.7%	19.0%	18.4%	8.8%	15.4%	-48.9%	0.7%	11.0%	6.7%	8.8%
毛利率	13%	13%	13%	15%	13%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
扣非净利率	2.9%	2.5%	2.8%	2.3%	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%	2.3%	2.7%	1.0%	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%
经营现金流/净利润	-0.93	-0.67	-0.85	3.22	0.18	-3.37	1.32	-0.93	0.89	-0.33	4.35	0.63	-2.01	2.00	0.01
加应收票据后经营现金流/净利润	0.36	2.01	-0.05	5.92	0.86	-0.84	3.39	0.15	2.81	0.30	7.83	1.34	0.68	3.50	0.76
营业成本	213860	113299	327160	114009	441169	121209	124084	245293	132934	378227	137015	515242	145075	148203	293278
经营现金流/净利润	-7376	-2252	-9628	12317	2689	-14409	6145	-8264	3869	-4395	14822	10427	-9847	9944	97
应收票据	10263	9029	9029	10349	10349	10812	9596	9596	8373	8373	11865	11865	13161	7411	7411

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

鹭燕医药、重药控股、国药股份、柳药股份业绩表现突出,上半年扣非净利润增速分别达到了46.5%、45.6%、14.6%、37.2%;且国药股份去年增长基数已经较高,在北京地区带量采购的背景下仍有显著环比改善还是超出市场预期的。鹭燕医药和柳药股份都是省份龙头,市占率较高,且开始尝试传统配送以外的新兴业务如DTP药

房、器械、中药饮片等，省级龙头的综合竞争力和成长空间可能被低估。从几家龙头公司的情况看，除中国医药和瑞康医药外，其他龙头的二季度经营都是环比显著改善的，有以下几个方面的影响：1、前两年两票制带来的负面影响的逐步消除以及两票制推动的集中度提升效果的显现；2、带量采购短期内对价格和毛利的影响有限反而带动了一些非带量采购品种的集中配送；3、增值税减税对医药商业这种低毛利行业有收入和利润的正面影响（但因为商业公司产业链地位不高，不能享受全部的红利）；4、资金成本下降不仅提升了盈利能力还通过信用分层间接加速了中小商业公司的淘汰和龙头商业公司的加速崛起。

表 17: 医药商业重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

医药商业	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS		
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2019	2020	2021
	Q1	Q1	H1	H1	Q1	Q1	H1	H1	Q1	Q1	H1	H1	E	E	E
上海医药	9.8	26.4	15.4	22.0	2.1	10.4	5.6	12.4	6.1	4.4	6.9	10.7	1.52	1.70	1.89
瑞康医药	43.2	22.6	49.2	15.8	-4.0	-32.3	12.9	-34.0	-2.1	-31.7	14.8	-35.5	0.61	0.72	0.85
中国医药	-1.2	23.8	0.4	16.0	29.2	-6.5	26.4	-18.0	15.3	7.6	20.5	-13.9	1.31	1.43	1.60
嘉事堂	25.0	27.7	30.4	20.2	23.5	12.5	29.8	14.0	22.7	13.3	23.5	15.3	1.63	2.04	2.51
国药股份	4.2	10.1	6.6	12.0	9.2	12.4	14.8	18.7	81.0	12.5	39.7	14.6	2.02	2.29	2.58
柳药股份	25.3	24.9	24.2	30.5	35.3	41.7	33.2	39.4	34.0	36.6	33.0	37.2	2.68	3.37	4.16
重药控股	3.3	30.3	2.6	33.8	19.5	-4.3	67.4	49.7	645.6	-3.5	447.5	45.6	0.51	0.62	0.75
鹭燕医药	60.3	31.8	45.5	35.0	39.5	37.2	28.6	48.7	42.5	35.4	30.9	46.5	-	-	-

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

连锁药房增长分化，整体保持高景气。其中益丰药房、大参林表现突出，上半年净利润增速分别为36.8%、32.2%；老百姓净利润增速与一季度持平，一心堂由于去年基数较高以及受执业药师政策影响，单季度增速放缓。从扩张速度看，上半年一心堂、老百姓、益丰药房扩张门店家数类似，都在400-500家之间，大参林新增274家，略慢于其他几家。一心堂和老百姓的自建门店比例较高，老百姓仍是加盟业务拓展最快的一家。

表 18: 连锁药房重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS		
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2019	2020	2021
	Q1	Q1	H1	H1	Q1	Q1	H1	H1	Q1	Q1	H1	H1	E	E	E
老百姓	27.9	23.4	28.5	24.7	15.2	22.1	15.7	22.1	14.7	16.0	16.3	19.8	1.86	2.30	2.86
益丰药房	37.4	66.7	33.7	68.7	45.6	45.8	45.5	36.8	39.9	48.0	37.3	46.7	1.51	2.00	2.59
一心堂	20.1	18.8	17.5	17.9	35.0	33.5	35.3	15.3	36.8	30.5	35.6	15.1	1.10	1.33	1.61
大参林	17.1	26.8	16.6	28.6	25.4	25.2	15.9	32.2	16.5	27.6	10.8	33.9	1.31	1.62	1.97
国药一致	0.3	15.8	1.2	21.4	7.4	2.5	15.4	1.4	5.1	4.4	14.1	2.6	3.15	3.62	4.15

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

执业药师监管、增值税减税是上半年影响药店增长的两大核心因素。从行业监管层面看，前期医保相关政策的影响告一段落，执业药师挂靠被提上议程，在部分原来体系执业药师配置率较低的省份有一定影响，比如云南、贵州，各家多多少少受到315

之后监管政策的影响，目前阶段在药师配备方面基本通过远程审方解决了一部分原来的不规范问题，且经过了这轮监管，执业药师数量也更加客观真实，目前各上市药店执业药师数量的配比普遍较高，从执业药师认证中心的数据看，几家行业龙头的执业药师配置比例普遍较高，基本都达到了1:1以上的官方要求标准。增值税减税和小规模纳税人都已经执行，对各连锁药店收入端均有明显的贡献，利润端的贡献尚不确定占比，短期内可能用于增加促销或用于强化药企更多产品合作，可以对冲部分政策带来的扰动，整体看药店行业表现符合市场平均预期。

表 19: 连锁药房上半年仍保持快速扩张趋势

药房名称	扩张类型	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2018H2	2019H1
益丰药房	自建	156	199	310	349	546	215	331	281
	并购		63	193	167	959	209	750	204
	加盟	0	0	23	22	89	36	53	87
	关闭	—	7	33	49	42	20	22	56
老百姓	自建	179	257	193	339	506	237	269	292
	并购	81	286	295	318	413	297	116	136
	加盟	—	—	—	299	277	128	149	331
	关闭	—	59	133	61	64	29	35	44
大参林	自建	348	350	445	402	749	332	417	156
	并购			67	231	146	117	29	118
	加盟	0	0	0	0	13	0	13	17
	关闭	—	—	—	57	72	30	42	40
一心堂	自建	234	621	311	662	904	349	555	457
	并购		252	278	448	49			
	加盟	0	0	0	0	0	0	0	0
	关闭	—	—	—	—	132	81	51	27

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

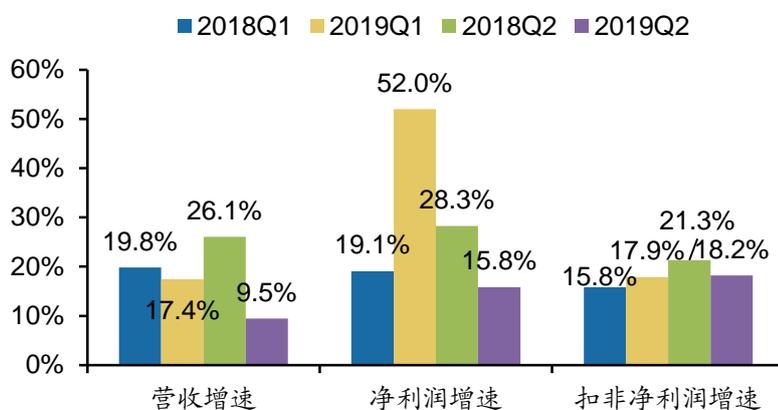
从未来趋势看对药店的医保使用规范化的监管仍在持续，非上市药店影响较大。我们预计一级市场估值在目前监管条件下有望进一步下降，给上市公司带来整合空间，同时由于非上市药店多数有不同程度的不规范，收购标的严格尽调更加重要。预计未来上市药店仍将以一定的进度持续推动行业整合，集中度有望进一步提升，建议持续关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、国药一致。

3.5 医疗器械：盈利指标稳健提升，关注细分领域龙头

整体营收增速有所下降，利润增速基本持平，行业净利润率持续提升。医疗器械整体营收增速2019H1为13.1%，较2018H1降低10个pct，2Q19为9.5%，同比降低16.6pct，1Q19为17.4%，同比降低2.4pct（若剔除尚荣医疗、新华医疗，则2019H1、2Q19和1Q19增速分别为18.9%、15.3%和23.3%）；扣非后净利润增速2019H1为18.1%，同比降低0.8个pct，2Q19为18.2%，同比降低3.1pct，1Q19为17.9%，同比提高2.1pct；行业毛利率2017H1，2018H1，2019H1分别为44%、45%和47%，毛利率持续提高；扣非净利润率2017H1，2018H1，2019H1分别为12.8%、12.3%和12.9%，2019H1数据略有提高。行业扣非净利润增速下滑幅度明显小于收入增速下滑幅度，表明实际贡献利润比重较大的龙头企业盈利能力仍然保持，行业分化加剧。从

行业盈利指标毛利率稳健提升看，我们预计行业龙头竞争力将持续得到强化，行业分化期坚守细分领域龙头。

图19: 医疗器械板块2018年及2019年Q1、Q2增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表20: 医疗器械行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)

医疗器械	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	26160	14614	40774	16680	57454	14526	17700	32226	17351	49577	19825	69402	17057	19379	36436
收入增速	24.8%	27.8%	25.9%	23.4%	25.1%	19.8%	26.1%	23.2%	18.7%	21.6%	18.9%	20.8%	17.4%	9.5%	13.1%
净利润	3657	1829	5486	1587	7073	1884	2661	4545	2258	6804	1697	8501	2865	3081	5946
净利润增速	17.9%	17.0%	17.6%	13.5%	16.7%	19.1%	28.3%	24.3%	23.5%	24.0%	6.9%	20.2%	52.0%	15.8%	30.8%
扣非净利润	3339	1593	4933	702	5635	1684	2288	3972	2021	5993	683	6675	1985	2704	4690
扣非净利润增速	29.3%	16.9%	25.0%	-48.6%	6.1%	15.8%	21.3%	18.9%	26.8%	21.5%	-2.7%	18.5%	17.9%	18.2%	18.1%
毛利率	44%	44%	44%	44%	44%	45%	44%	45%	46%	45%	45%	45%	47%	47%	47%
扣非净利率	12.8%	10.9%	12.1%	4.2%	9.8%	11.6%	12.9%	12.3%	11.6%	12.1%	3.4%	9.6%	11.6%	14.0%	12.9%
经营现金流/净利润	0.30	0.48	0.36	2.33	0.80	-0.65	0.73	0.15	0.82	0.37	3.36	0.97	-0.09	1.09	0.52
加应收票据后的经营现金流/净利润	0.54	0.94	0.52	3.13	0.98	0.02	1.22	0.44	1.38	0.56	4.26	1.15	0.37	1.49	0.73
营业成本	14553	8248	22801	9365	32165	7952	9880	17832	9412	27244	10892	38137	8989	10194	19183
经营现金流/净利润	1104	886	1990	3694	5684	-1232	1930	698	1842	2540	5698	8239	-268	3369	3101
应收票据	858	837	837	1277	1277	1265	1321	1321	1278	1278	1531	1531	1324	1215	1215

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

设备及耗材领域增速较快，进口替代空间仍然较大。具体细分领域收入增速和扣非归母净利润增速差异较明显，IVD领域由于去年基数较高导致今年表观增速略有下滑，但行业龙头公司如迈瑞医疗、安图生物、万孚生物均保持了较快增长态势。高值耗材、低值耗材以及医疗设备子版块扣非归母净利润1Q19及2Q19均有所加速，耗材领域并购并表因素带来一些影响，但剔除此影响后，高值耗材子版块仍处于较快增长阶段，骨科耗材、血液灌流器等产品临床需求广阔，医疗设备基层及民营医院采购需求处于较快增长阶段。整体看，两个子领域国产替代空间仍然较大。

表21: 医疗器械不同子领域收入增速和扣非归母净利润增速情况

细分领域	收入增速				扣非归母净利润增速			
	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2
医疗器械	19.8%	26.1%	17.4%	9.5%	15.8%	21.3%	17.9%	18.2%
IVD	31.71%	42.60%	29.27%	10.21%	29.41%	22.18%	17.80%	15.34%
医疗设备	9.08%	7.92%	10.10%	6.25%	8.43%	18.90%	22.85%	17.89%
高值耗材	26.97%	31.76%	42.13%	34.18%	25.57%	34.91%	37.96%	38.79%
低值耗材	8.40%	3.86%	17.13%	15.10%	-43.88%	14.97%	27.09%	28.64%
其他	19.41%	35.56%	6.94%	5.96%	33.91%	47.34%	-0.48%	1.44%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

不同领域分化明显, 建议关注细分领域龙头。医疗器械优质上市公司如迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、健帆生物、金域医学依托自身优势, 保持25%-30%以上高业绩增速。我们判断, 这些公司现有产品增长稳定, 叠加新产品的上市, 龙头公司后续有望继续快速增长, 同时持续的在研储备进一步强化竞争优势。

表22: 医疗器械重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

医疗器械	收入增速				扣非归母净利润增速				EPS		
	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2019E	2020E	2021E
迈瑞医疗		20.7%		20.5%		28.3%		26.4%	3.77	4.61	5.60
乐普医疗	39.2%	30.8%	35.4%	32.7%	30.2%	39.7%	36.7%	37.2%	0.96	1.25	1.64
安图生物	71.9%	31.9%	45.6%	39.0%	52.9%	30.1%	34.9%	30.6%	1.73	2.24	2.88
健帆生物	39.6%	42.9%	38.9%	44.4%	40.1%	51.7%	35.6%	53.6%	1.34	1.78	2.33
鱼跃医疗	15.5%	15.3%	19.4%	12.5%	11.3%	16.4%	16.0%	14.4%	0.87	1.04	1.26
金域医学	14.6%	26.7%	17.6%	20.3%			8.1%	115.0%	0.72	0.92	1.18
欧普康视	33.3%	56.7%	45.3%	51.1%	20.0%	41.3%	28.6%	39.4%	0.74	1.00	1.34
万孚生物	101.9%	27.6%	78.5%	20.9%	75.3%	40.2%	63.4%	30.1%	1.20	1.57	2.04
凯利泰	49.6%	24.5%	24.6%	24.5%	10.9%	61.7%	4.6%	50.3%	0.42	0.55	0.70
南微医学			38.4%	40.1%			51.9%	45.3%	2.08	2.78	3.61

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年半年报, 医疗器械子行业中, 46家企业实现营收同比增长, 8家同比下降; 在扣非净利润同比增长的企业中, 有3家企业增幅在100%以上, 有2家企业增长幅度在50%-100%之间。

表 23: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况

排名	证券简称	营收增速	营收增速	扣非净利润	扣非净利润增	排名	证券简称	营收增速	营收增速	扣非净利润增	扣非净利润增
		2019Q1	2019H1	增速 2019Q1	速 2019H1			2019Q1	2019H1	速 2019Q1	速 2019H1
1	贝瑞基因	12.01%	16.87%	8.23%	9.35%	28	迈克生物	39.21%	21.73%	19.95%	16.72%
2	科华生物	11.80%	15.39%	0.62%	-1.71%	29	万孚生物	27.62%	20.89%	40.17%	30.10%
3	达安基因	-35.03%	-35.87%	-2.36%	7.64%	30	健帆生物	42.90%	44.39%	51.66%	53.62%
4	鱼跃医疗	15.33%	12.53%	16.36%	14.42%	31	乐心医疗	9.18%	4.63%	-188.48%	366.18%
5	蓝帆医疗	117.16%	74.23%	47.28%	47.73%	32	欧普康视	56.74%	51.08%	41.26%	39.42%
6	九安医疗	25.24%	20.93%	34.27%	-4.89%	33	开立医疗	-0.40%	0.74%	-96.85%	-45.62%

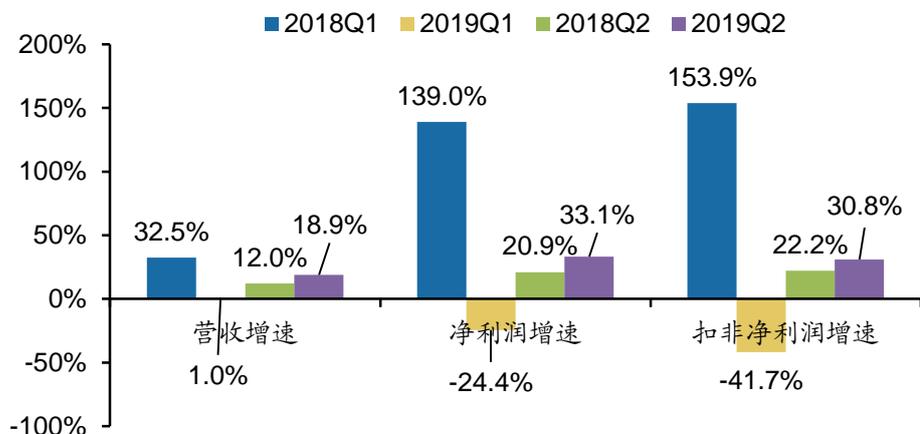
7	尚荣医疗	-29.52%	-25.75%	-50.33%	-46.97%	34	凯普生物	27.98%	27.02%	25.49%	38.28%
8	大博医疗	40.31%	54.27%	20.63%	24.90%	35	透景生命	26.37%	24.35%	7.82%	9.43%
9	明德生物	24.48%	4.05%	10.84%	-14.24%	36	正海生物	30.18%	26.09%	23.04%	25.30%
10	奥美医疗	26.51%	21.34%			37	华大基因	12.86%	13.20%	11.29%	6.24%
11	乐普医疗	30.81%	32.71%	39.71%	37.21%	38	英科医疗	16.62%	12.61%	75.05%	9.21%
12	阳普医疗	-10.50%	0.09%	-2177.98%	-4.95%	39	艾德生物	34.11%	31.32%	24.38%	8.14%
13	福瑞股份	-0.43%	-0.56%	-34.36%	-48.09%	40	爱朋医疗	28.38%	28.57%	#DIV/0!	20.11%
14	理邦仪器	15.60%	11.31%	325.73%	76.74%	41	迈瑞医疗	20.69%	20.52%	28.34%	26.43%
15	冠昊生物	35.48%	6.39%	-102.00%	931.79%	42	万东医疗	20.36%	-0.61%	-1.21%	7.67%
16	迪安诊断	51.80%	35.17%	15.38%	17.52%	43	山东药玻	10.37%	10.40%	32.15%	30.08%
17	宝莱特	2.70%	-1.25%	-16.31%	-13.53%	44	新华医疗	-6.84%	-10.11%	-4.01%	48.70%
18	和佳股份	22.54%	16.23%	14.27%	6.38%	45	振德医疗	19.29%	14.58%	-23.85%	7.33%
19	三诺生物	18.03%	6.98%	-21.04%	-10.37%	46	维力医疗	48.68%	43.49%	311.94%	128.57%
20	戴维医疗	-0.08%	7.88%	-49.11%	-23.40%	47	辰欣药业	4.74%	4.52%	9.34%	3.26%
21	博晖创新	4.62%	6.74%	-186.03%	-101.89%	48	基蛋生物	43.85%	42.40%	11.58%	11.57%
22	凯利泰	24.49%	24.49%	61.68%	50.32%	49	安图生物	31.85%	39.03%	30.14%	30.62%
23	楚天科技	19.46%	18.11%	-96.12%	-72.29%	50	南卫股份	-15.62%	-3.28%	-23.06%	-2.83%
24	迪瑞医疗	23.51%	12.48%	46.92%	26.16%	51	正川股份	6.81%	-14.83%	11.43%	-32.26%
25	九强生物	5.52%	3.87%	3.47%	9.04%	52	康德莱	10.56%	9.97%	24.98%	13.42%
26	美康生物	50.16%	4.68%	8.75%	14.55%	53	心脉医疗		41.64%		38.66%
27	三鑫医疗	13.19%	16.96%	-28.95%	9.13%	54	南微医学		40.14%		45.26%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.6 化学原料药: 环比增长情况有所缓和

2019年Q2原料药上市公司整体营业收入增速18.9%，增速较2018年同期有所提升；Q2净利润增速33.18%，相较2018年同期提升12.2pp；扣非净利润增速30.8%，较2018年同期提升8.6ppt。

图20: 化学原料药上市公司经营指标增长情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年化学原料药上市公司整体毛利率为43%，较2018年同期略有下滑；扣非归母净利润率10.7%，较2018年同期下滑3pp。

表24: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学原料药	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	37100	18926	56026	22089	78115	23626	21584	45211	22552	67762	23808	91571	23856	25657	49514
收入增速	15.7%	15.8%	15.7%	21.6%	17.3%	32.5%	12.0%	21.9%	19.2%	20.9%	7.8%	17.2%	1.0%	18.9%	9.5%
净利润	3848	1920	5768	2631	8400	3992	2632	6624	2345	8969	840	9809	3020	3504	6523
净利润增速	2.0%	1.0%	1.7%	75.7%	17.1%	139.0%	20.9%	72.2%	22.1%	55.5%	-68.1%	16.8%	-24.4%	33.1%	-1.5%
扣非净利润	3438	1671	5109	2128	7237	3814	2366	6179	2109	8289	413	8701	2225	3095	5320
扣非净利润增速	2.5%	1.8%	2.3%	34.7%	10.1%	153.9%	22.2%	79.7%	26.2%	62.2%	-80.6%	20.2%	-41.7%	30.8%	-13.9%
毛利率	36%	38%	37%	46%	39%	48%	41%	45%	42%	44%	44%	44%	42%	44%	43%
扣非净利率	9.3%	8.8%	9.1%	9.6%	9.3%	16.1%	11.0%	13.7%	9.4%	12.2%	1.7%	9.5%	9.3%	12.1%	10.7%
经营现金流/净利润	0.71	1.31	0.91	1.10	0.97	0.43	1.13	0.71	1.74	0.98	6.28	1.43	0.52	0.98	0.77
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.28	2.53	1.32	2.15	1.30	1.12	2.11	1.10	2.85	1.27	9.49	1.71	1.38	1.62	1.11
营业成本	23821	11736	35557	11960	47517	12341	12695	25036	13189	38225	13428	51653	13780	14411	28191
经营现金流/净利润	2746	2524	5269	2902	8171	1720	2983	4703	4087	8790	5275	14065	1568	3443	5010
应收票据	2177	2335	2335	2765	2765	2739	2557	2557	2595	2595	2694	2694	2605	2234	2234

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年上半年, 化学原料药上市公司中, 35家上市公司中29家实现营收同比增长, 6家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的企业中, 有4家企业增幅在100%以上, 有10家企业增长幅度在30%-100%之间, 8家在10%-30%之间。

表25: 申万分类下化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学原料药	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2017	2018	2018H1	2019H1	2017	2018	2018H1	2019H1	2017	2018	2018H1	2019H1
美诺华	4.7	40.2	14.9	61.3	-43.3	115.7	37.2	91.6	-54.0	77.5	-37.9	312.2
同和药业	18.6	-10.0	-17.8	55.0	12.9	-62.5	-42.2	35.9	14.2	-78.4	-68.4	139.1
司太立	5.6	25.3	7.8	48.5	9.2	12.7	19.2	43.3	-17.8	59.6	22.9	43.0
凯莱英	29.0	28.9	37.4	44.3	35.0	25.5	25.5	46.4	20.6	24.2	54.8	42.8
健友股份	91.2	52.8	75.6	38.4	22.2	35.1	84.2	27.3	130.1	34.5	78.2	30.1
药石科技	45.1	75.0	72.8	37.8	86.0	98.5	67.5	30.3	39.5	80.2	51.9	35.3
尔康制药	4.5	-16.7	-38.2	37.1	-34.3	-58.5	-47.6	-41.1	-38.2	-43.2	-46.9	-40.2
京新药业	18.3	32.7	41.1	31.9	32.4	40.0	25.3	52.9	-76.7	654.0	24.7	29.1
花园生物	27.6	57.2	37.7	30.4	197.9	135.7	103.7	50.0	219.5	132.9	103.9	51.6
天药股份	16.7	23.1	30.5	27.5	32.8	18.2	12.7	26.1	62.5	58.8	112.0	17.7
永安药业	69.8	7.8	18.3	27.2	113.7	34.1	48.5	-68.8	208.8	30.3	71.7	-77.3
海翔药业	-5.1	17.7	11.2	26.8	52.1	76.8	13.3	79.7	-27.6	100.8	14.6	77.7
千红制药	37.2	24.0	30.5	24.9	-18.5	21.0	13.5	7.0	-30.4	24.8	8.7	10.8
博腾股份	-10.7	0.1	-14.0	22.5	-37.2	15.9	-35.4	69.6	-48.2	-20.0	-69.2	224.8
圣达生物	5.5	-3.1	-14.5	17.0	19.2	-38.7	-10.3	-9.0	21.3	-37.3	1.9	-17.9
金达威	25.4	37.8	47.0	16.8	58.1	45.0	228.6	-24.5	59.2	41.3	225.0	-23.0
普洛药业	16.3	14.9	12.1	15.6	-2.4	44.4	43.5	50.6	1.5	63.5	32.1	84.0
新华制药	12.5	15.3	11.8	15.3	71.4	19.7	15.5	19.5	66.7	38.4	37.8	13.0
奥翔药业	20.8	1.5	28.2	11.3	-7.5	-17.3	-3.4	30.8	-6.3	-33.3	-9.8	30.7
东北制药	17.9	31.5	35.5	9.7	400.2	64.0	193.2	18.9	1121.7	-63.2	223.1	24.7

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

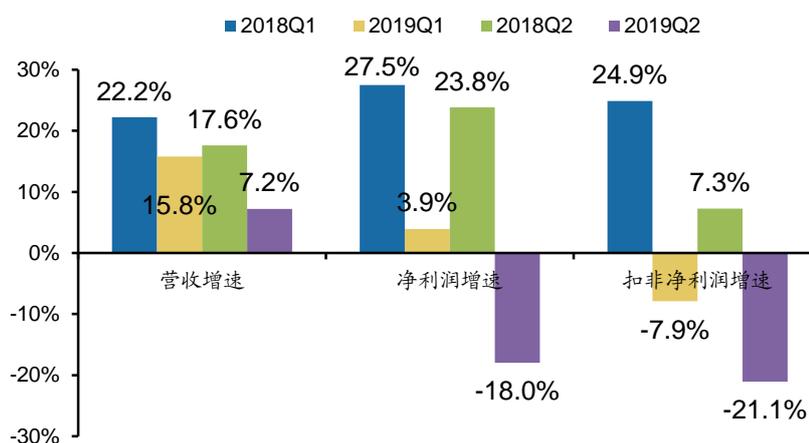
亿帆医药	24.8	5.9	25.2	8.3	85.2	-43.5	12.2	-10.0	77.0	-42.7	18.6	-16.7
威尔药业	24.3	15.5	23.1	7.4	45.8	4.1	1.1	25.1	-2.8	-1.0	-2.1	28.6
北大医药	3.7	7.9	1.3	7.4	172.8	31.9	25.7	6.9	241.5	26.8	114.4	5.4
海正药业	8.6	-3.6	-3.2	6.3	114.4	-3730.1	9.9	254.5	50.1	-332.5	-8531.3	108.7
新诺威	15.8	20.3	14.9	6.0	-5.6	14.8	3.6	24.3	19.2	11.8	1.4	12.7
浙江医药	7.8	20.5	36.5	5.7	-43.8	44.0	419.9	-40.1	-53.3	76.7	436.1	-52.6
华海药业	22.2	1.9	8.0	4.5	27.6	-83.2	-22.4	46.0	33.0	-81.1	-20.0	30.2
山河药辅	18.5	26.3	39.8	4.1	3.2	39.3	33.2	22.6	-5.7	49.0	45.9	23.3
赛托生物	38.2	34.0	83.3	3.4	-9.1	37.9	150.5	-9.1	-26.7	41.4	181.5	-12.3
海普瑞	18.1	69.3	90.9	-3.0	-66.9	213.3	2840.8	144.1	-85.9	929.5	5601.8	-63.2
富祥股份	25.5	21.4	31.1	-4.7	2.1	9.7	30.6	-13.5	5.0	15.7	36.3	-18.1
广济药业	12.1	5.3	11.5	-8.8	-25.8	63.2	130.6	-46.3	-21.0	46.0	128.6	-47.9
金城医药	96.3	7.9	24.7	-15.1	79.6	-7.8	21.6	113.9	96.6	-10.4	21.4	46.6
新和成	32.8	39.3	78.3	-16.9	41.7	80.6	251.3	-43.9	43.5	75.5	260.2	-47.3

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.7 中药: 利润环比变差, OTC 维持景气

中药板块二季度表现一般, 营收增速2019上半年为11.4%, 同比降低8.4pct, 2Q19为7.2%, 同比降低10.4pct; 扣非后净利润增速2019上半年为-14.3%, 同比降低30.0pct, 2Q19为-21.1%, 同比降低28.4pct; 行业毛利率2019上半年、2Q19分别均为47%, 同比下降均为3pct; 扣非净利润率2019上半年年、2Q19分别为9.4%、8.6%, 同比下降2.9pct、3.0pct, 盈利能力整体减弱。

图 21: 2019Q1、Q2增长情况与2018 Q1、Q2对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 26: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)

中药	1H17	3Q17	1-3Q17	4Q17	17A	1Q18	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19
收入	119880	59165	179046	75839	254885	70602	73012	143613	79341	222954	69319	292273	81757	78259	160017

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

收入增速	11.9%	11.1%	11.6%	22.9%	14.8%	22.2%	17.6%	19.8%	34.1%	24.5%	-8.6%	14.7%	15.8%	7.19%	11.4%
净利润	15898	7408	23305	8031	31337	9660	10303	19963	8769	28733	1916	30648	10037	8449	18489
净利润增速	8.0%	6.7%	7.6%	20.6%	10.7%	27.5%	23.8%	25.6%	18.4%	23.3%	-76.1%	-2.2%	3.9%	-17.98%	-7.4%
扣非净利润	15206	6949	22155	6036	28191	9099	8495	17594	7996	25591	297	25888	8381	6705	15087
扣非净利润增速	19.1%	14.8%	17.7%	8.0%	15.5%	24.9%	7.3%	15.7%	15.1%	15.5%	-95.1%	-8.2%	-7.9%	-21.07%	-14.3%
毛利率	48%	50%	49%	52%	50%	50%	50%	50%	46%	48%	50%	49%	46%	47%	47%
扣非净利率	12.7%	11.7%	12.4%	8.0%	11.1%	12.9%	11.6%	12.3%	10.1%	11.5%	0.4%	8.9%	10.3%	8.57%	9.43%
经营现金流/净利润	0.48	0.51	0.49	1.28	0.69	0.42	0.86	0.65	0.94	0.73	3.40	0.90	0.16	1.39	0.72
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.75	3.12	1.32	4.62	1.55	3.14	2.98	1.74	3.33	1.46	17.83	1.80	2.50	3.82	1.83
营业成本	61741	29296	91037	36497	127534	35114	36851	71965	42908	114873	34331	149204	43814	41405	85219
经营现金流/净利润	7611	3786	11397	10270	21667	4036	8843	12879	8216	21095	6509	27604	1602	11709	13311
应收票据	20286	19322	19322	26828	26828	26254	21891	21891	20970	20970	27652	27652	23443	20562	20562

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 27: 现代中药、传统中药重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

		收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS		
		2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2018Q1	2019Q1	2018H1	2019H1	2019	2020	2021
现代中药	天士力	18.1	15.7	16.7	11.1	16.8	20.6	22.3	-2.9	15.6	10.3	12.4	0.4	1.13	1.26	1.44
	济川药业	51.5	-2.3	35.4	2.7	60.6	9.3	44.8	14.4	73.6	6.1	51.2	10.5	2.47	2.96	3.52
	康缘药业	16.5	20.4	10.9	22.6	9.0	18.0	5.4	20.4	10.0	19.4	3.5	23.8	0.89	1.07	1.28
	西藏药业	-13.4	39.6	4.0	36.7	26.8	3.0	122.9	21.3	-26.3	66.7	57.7	52.6	2.05	2.71	3.50
传统中药	云南白药	7.3	10.0	8.5	5.7	11.2	5.0	4.3	8.6	0.2	8.5	-1.2	-25.9	2.98	3.35	3.76
	东阿阿胶	1.2	-23.8	1.8	-36.7	0.8	-35.5	-4.4	-77.6	2.0	-38.4	-7.0	-81.6	2.69	2.99	3.49
	同仁堂	-0.1	6.7	3.8	-1.5	7.8	10.2	6.6	3.3	8.3	9.7	6.8	3.0	0.88	0.97	1.08
	片仔癀	42.1	21.4	37.1	20.4	44.1	24.0	42.6	20.9	44.4	24.6	45.2	23.1	2.40	3.03	3.82
	中新药业	9.0	8.6	4.2	13.5	29.6	9.6	13.0	10.6	36.4	1.7	35.6	6.6	0.88	1.09	1.31
	华润三九	37.6	3.0	29.5	10.7	12.9	175.9	11.5	108.4	10.7	11.3	11.2	26.4	2.25	1.90	2.15
	仁和药业	26.0	14.0	26.7	8.3	34.1	34.2	51.3	32.5	34.7	33.6	53.8	30.1	0.52	0.64	0.78

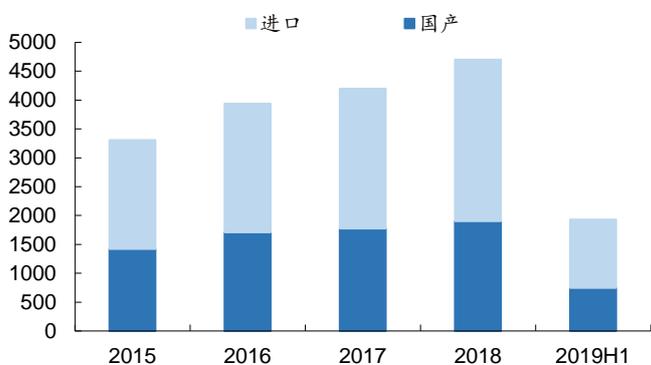
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

行业重要数据跟踪：血制品第二季度恢复正常，疫苗批签发整体趋严

✓ 第二季度进口白蛋白与静丙批签发有所恢复，关注产品结构动态变化

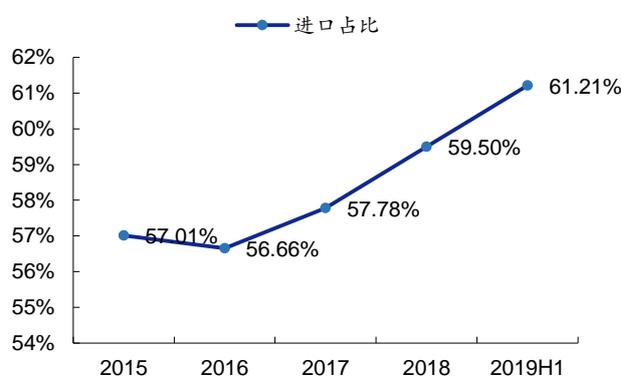
进口人血白蛋白批签发有所恢复，进口占比获得提升。根据中检院及各地药检所披露，2019年上半年，国内人血白蛋白批签发总量（折合10g/瓶）为1928.75万瓶，同比下降12%，其中国产人血白蛋白批签发量为748.08万瓶（-10.5%）、进口人血白蛋白1180.68万瓶（-13%），进口占比较18年末提升1.71pp至61.21%。受年初上海新兴事件以及部分外资企业GMP到期重新认证等因素影响，19年第一季度进口人血白蛋白批签发量下滑明显，但第二季度迅速得到恢复。

图22：白蛋白历年批签发量（折合10g/瓶，万瓶）



数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

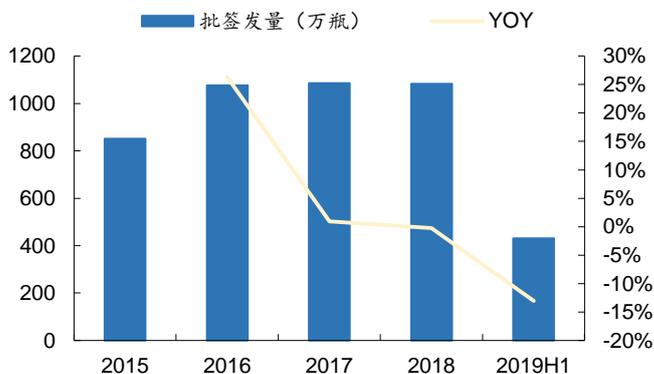
图23：进口人血白蛋白历年占比



数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

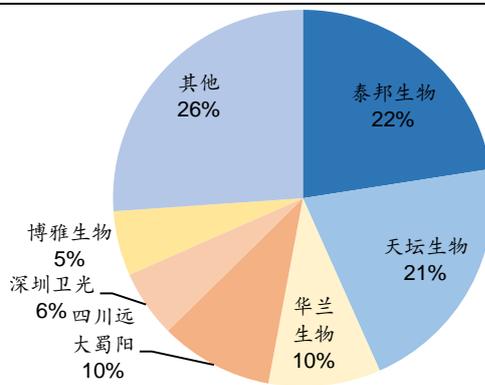
静丙批签发总量有所下滑，第二季度批签发环比有所提升。2019年上半年国内静丙实现批签发总量（折合2.5g/瓶）431.37万瓶，同比下降13.1%，其中第一季度与第二季度分别实现批签发量200.1万瓶、231.27万瓶，受年初上海新兴的静丙检验出Hiv抗体阳性事件影响，自2月份开始静丙批签发量下降明显，然而第二季度起开始有所恢复。目前，静丙市场集中度较高，其中泰邦生物（山东泰邦+贵州泰邦+西安回天）、天坛生物（成都蓉生+三所+贵州中泰）、华兰生物（本部+重庆分公司）、远大蜀阳、深圳卫光、博雅生物的市场占有率分别为22%、21%、10%、10%、6%、5%，位于国内前列，合计占据国内75%的市场份额。

图24：静丙历年批签发情况（折合2.5g/瓶）



数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

图25：2019年上半年静丙国内竞争格局



数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

关注血液制品的产品结构性变化，纤原与破免批签发量增长较快。上半年，人凝血因子VIII（折合200IU/瓶）实现批签发量65.8万瓶，同比下滑13.8%，其中华兰生物已连续多年市占率排名第一；纤维蛋白原实现批签发量（折合0.5g/瓶）39.92万瓶，同比增长19%，主要原因是山东泰邦批签发量同比大幅增长；狂犬病人免疫球蛋白实现批签发量（折合200IU/瓶）450.51万瓶，同比大幅增长12.9%，其中博雅生物、广东双林与深圳卫光批签发量获得大幅增长，分别为25.36万瓶、46.41万瓶、68.69万瓶；人凝血酶原复合物（PCC）实现批签发量（折合200IU/瓶）27.53万瓶，较往年同期下滑49.1%，主要由于华兰生物与上海新兴批签发大幅下滑所致；破伤风人免疫球蛋白（折合250IU/瓶）与乙型肝炎人免疫球蛋白（折合200IU/瓶）分别获得批签发量233.69万瓶（+67.2%）、63.27万瓶（-18.8%）。

✓ **疫苗行业进入强监管时代，批签发制度执行趋严**

行业步入强监管时代，2019年上半年部分疫苗批签发有所下滑。受2018年7月长生生物事件影响，中检院的批签发制度执行趋严，18年第四季度及19年上半年国内疫苗批签发总量均呈现同比下滑现象，其中多个品种如人用狂犬病疫苗、水痘减毒活疫苗、百白破疫苗、23价肺炎疫苗、AC结合疫苗、Hib疫苗的批签发量同比下滑明显。而13价肺炎疫苗、HPV疫苗、五价口服轮状疫苗以及三联苗、五联苗等新型疫苗与多联苗批签发量保持快速增长。

2019年上半年重点疫苗批签发情况：根据中检院披露，2019年上半年13价肺炎疫苗实现批签发量169.36万支（+41.3%）、4价HPV疫苗272.28万支（+3.7%）、9价HPV疫苗117.94万支、五价口服轮状病毒疫苗174.07万支、人二倍体细胞狂犬病疫苗90.17万支（-21.2%）、IPV疫苗1751.17万支（+6.8%）、23价肺炎疫苗242.95万支（-33.4%）、百白破疫苗2273.95万支（-24.4%）、EV71疫苗944.29万支（-43.6%）、水痘疫苗716.93万支（-41.5%）；多联苗方面，AC-Hib三联苗获得批签发量298.64万支（+6.8%）、DTaP-Hib四联苗52.05万支（-81%）、DTaP-IPV-Hib五联苗195.29万支。

具有批签发记录的疫苗企业数量不断减少，行业集中度逐渐提升。根据中检院披露，2017年国内具有批签发记录的疫苗企业共计45家（外资4家、本土41家），然而2018年以及19年上半年国内具有批签发记录的疫苗企业数量分别减少至39家（外资4家、本土35家）、29家（外资4家、本土25家）。从细分产品的角度来看，上市时间久且同质化较为严重的疫苗如Hib疫苗、流感疫苗、AC多糖疫苗、狂犬病疫苗等相关生产厂家，随着行业监管趋严，一些小疫苗生产企业的批签发逐渐停滞，行业集中度逐渐提升，未来龙头企业将显著受益。

2019年9月股东大会信息

2019年9月，总计有62家上市公司召开股东大会，全部为公司召开的临时股东大会。

表28: SW医药板块2019年9月股东大会召开信息

代码	名称	会议日期	会议类型
300639.SZ	凯普生物	2019-09-02	临时股东大会
300485.SZ	赛升药业	2019-09-02	临时股东大会
603939.SH	益丰药房	2019-09-04	临时股东大会
600267.SH	海正药业	2019-09-04	临时股东大会
000950.SZ	重药控股	2019-09-04	临时股东大会
600976.SH	健民集团	2019-09-05	临时股东大会
002864.SZ	盘龙药业	2019-09-05	临时股东大会
002788.SZ	鹭燕医药	2019-09-05	临时股东大会
002166.SZ	莱茵生物	2019-09-05	临时股东大会
603880.SH	南卫股份	2019-09-06	临时股东大会
600721.SH	*ST 百花	2019-09-06	临时股东大会
600511.SH	国药股份	2019-09-06	临时股东大会
600062.SH	华润双鹤	2019-09-06	临时股东大会
300653.SZ	正海生物	2019-09-06	临时股东大会
300357.SZ	我武生物	2019-09-06	临时股东大会
600420.SH	现代制药	2019-09-09	临时股东大会
600222.SH	太龙药业	2019-09-09	临时股东大会
002923.SZ	润都股份	2019-09-09	临时股东大会
002287.SZ	奇正藏药	2019-09-09	临时股东大会
002020.SZ	京新药业	2019-09-09	临时股东大会
600713.SH	南京医药	2019-09-10	临时股东大会
600200.SH	江苏吴中	2019-09-10	临时股东大会
300725.SZ	药石科技	2019-09-10	临时股东大会
300347.SZ	泰格医药	2019-09-10	临时股东大会
002932.SZ	明德生物	2019-09-10	临时股东大会
002755.SZ	奥赛康	2019-09-10	临时股东大会
000403.SZ	振兴生化	2019-09-10	临时股东大会
300583.SZ	赛托生物	2019-09-11	临时股东大会
002038.SZ	双鹭药业	2019-09-11	临时股东大会
002411.SZ	延安必康	2019-09-12	临时股东大会
200028.SZ	一致 B	2019-09-12	临时股东大会
600673.SH	东阳光	2019-09-12	临时股东大会
603880.SH	南卫股份	2019-09-12	临时股东大会
600671.SH	天目药业	2019-09-12	临时股东大会
300676.SZ	华大基因	2019-09-12	临时股东大会
603079.SH	圣达生物	2019-09-12	临时股东大会
000028.SZ	国药一致	2019-09-12	临时股东大会

002399.SZ	海普瑞	2019-09-12	临时股东大会
300434.SZ	金石东方	2019-09-12	临时股东大会
000597.SZ	东北制药	2019-09-12	临时股东大会
600998.SH	九州通	2019-09-16	临时股东大会
600645.SH	中源协和	2019-09-16	临时股东大会
002551.SZ	尚荣医疗	2019-09-16	临时股东大会
002030.SZ	达安基因	2019-09-16	临时股东大会
000766.SZ	通化金马	2019-09-16	临时股东大会
600594.SH	益佰制药	2019-09-17	临时股东大会
300026.SZ	红日药业	2019-09-17	临时股东大会
002223.SZ	鱼跃医疗	2019-09-17	临时股东大会
603233.SH	大参林	2019-09-18	临时股东大会
300326.SZ	凯利泰	2019-09-18	临时股东大会
002817.SZ	黄山胶囊	2019-09-18	临时股东大会
002950.SZ	奥美医疗	2019-09-19	临时股东大会
002872.SZ	*ST 天圣	2019-09-19	临时股东大会
603669.SH	灵康药业	2019-09-20	临时股东大会
603259.SH	药明康德	2019-09-20	临时股东大会
603108.SH	润达医疗	2019-09-23	临时股东大会
300529.SZ	健帆生物	2019-09-23	临时股东大会
002940.SZ	昂利康	2019-09-25	临时股东大会
002550.SZ	千红制药	2019-09-25	临时股东大会
300244.SZ	迪安诊断	2019-09-27	临时股东大会
600329.SH	中新药业	2019-09-30	临时股东大会

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

控费政策推进速度高于预期; 药品审评进度低于预期; 中美贸易战影响大于预期。

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：高级分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：联系人，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营

收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。