

医药行业：景气延续，强者恒强

——2019 年秋季策略

2019 年 09 月 08 日

看好/维持

医药

行业报告

投资摘要：

8 月市场回顾：

8 月申万医药生物指数上涨 6.65%，同期沪深 300 指数下跌 0.93%。医药生物板块在申万 28 个一级行业中排名第 2 位，医药生物行业涨幅处于领先水平。分子行业来看，医疗服务涨幅为 16.63%，化学制药涨幅为 7.81%，医药商业涨幅为 7.04%，医疗器械涨幅为 5.58%，生物制品涨幅为 4.99%，中药跌幅为 0.41%。

本月投资策略：

政策发布符合预期，仿制药短期压力趋缓，创新药看医保谈判。8 月份医药行业政策密集出台，新药品管理法和 2019 版医保目录发布，带量采购扩面文件也正式出台，影响产业的多个层面。对于仿制药，前期沟通会已提出中标规则的调整，最终落地文件也确认了非独家最低价中标，政策风向趋缓。对于创新药，国家医保局此轮初步确定 128 个药品纳入拟谈判准入范围，其中西药 109 个，主要是一些临床价值高但价格昂贵或对基金影响较大的专利独家药品。参考前两次医保谈判后纳入医保报销的品种销量情况，新纳入品种有望受益医保带来的销售放量。

高景气领域延续，强者依然恒强。总结 2019 年医药各子行业的业绩表现，创新药服务商（CXO）和疫苗等高景气的细分领域依然延续高增长，2019 年 Q2 扣非净利增速分别为 53.71% 和 32.35%。支撑 CXO 高增长趋势的动力，可以从化学制剂行业研发支出增加得到印证。疫苗、口腔、眼科等细分领域的高增长有消费升级和重磅新产品上市驱动的支撑。医药制造业分化趋势延续，医保控费叠加带量采购的降价影响，扣非业绩下滑比例的上市公司比例增加，从子行业看，中成药子行业 Q2 扣非下滑 5.75%，部分品种调出医保后继续承压，而生物制药子行业 Q2 扣非增长 22.04%。上市公司业绩分化更为显著，资源进一步向头部企业集中，强者恒强。在化学制剂、医疗器械和医药流通领域，一线龙头的业绩增长更为确定。

目前医药行业板块 2019 年动态估值为 30 倍，相对于沪深 300 的溢价率为 166%，较 7 月份进一步提升，仍处于历史中等偏上水平。考虑到市场政策趋向温和，高景气领域和龙头企业业绩增长的确定性，医药板块有望在接下来的 4 季度实现估值切换，维持行业看好评级。

子行业逻辑及个股推荐：

1) 先选赛道，聚焦高景气细分领域。政策主要影响医保报销领域，而自费用药、自费耗材和服务项目等受政策干扰少，具有确定性的优势。服务方向，眼科需求增长稳定，民营占比仍有较大提升空间，推荐**爱尔眼科**；

未来 3-6 个月行业大事：

2019-12-1 起，执行新版《药品管理法》

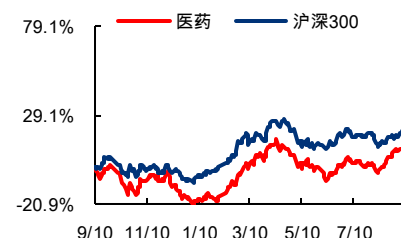
2020-1-1 起，正式实施 2019 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》

行业基本资料

占比%

股票家数	295	8.04%
重点公司家数	-	-
行业市值	41776.96 亿元	6.68%
流通市值	31130.01 亿元	6.82%
行业平均市盈率	34.99	/
市场平均市盈率	17.41	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：李勇

010-66554041

liyong_yjs@dxzq.net.cn

研究助理：殷一凡

010-66554041

yinyf@dxzq.net.cn

研究助理：许睿

010-66554049

xurui@dxzq.net.cn

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

医疗器械方向，民营口腔种植牙市场处于井喷阶段，持续带动口腔修复膜等耗材增长，重点推荐**正海生物**。药品方向，白蛋白院外市场增长迅速，企业库存消耗快，推荐**华兰生物**。

2) 布局创新产业链。国产创新药逐步迎来收获期，创新药研发企业推荐**恒瑞医药**、**科伦药业**、**众生药业**和**海辰药业**。医疗器械研发企业，推荐**乐普医疗**和**迈瑞医疗**。创新药服务商推荐**药明康德**和**昭衍新药**。

3) 发掘供给侧变化，而且具有升级转型潜力的公司。看好泛酸钙和 VE 的继续提价，推荐**亿帆医药**和**浙江医药**。缬沙坦事件影响已基本计提，长期有望逐步恢复，推荐**华海药业**。

风险提示：政策变动风险，公司业绩不及预期，药品监管风险。

目录

1. 医药市场回顾	7
1.1 板块走势	7
1.2 板块估值水平	9
1.3 板块个股表现	9
2. 2019年医药各子行业中报总结	10
2.1 化学原料药：业绩增速回暖，下半年增速有望进一步提高	10
2.1.1 维生素：大品种上涨拉升行业整体增速	11
2.1.2 心血管类原料药：沙坦类原料药供应持续紧缩，他汀类原料药受集采业务刺激价格上涨	12
2.1.3 肝素原料药：肝素处于高景气周期，受猪瘟影响景气度仍将持续	13
2.2 化学制剂：收入利润逐季度增速平稳，研发投入显著加大	14
2.3 中药：行业整体增速承压，品牌 OTC 贡献增量	16
2.3.1 整体面临增长压力，品牌 OTC 企业表现亮眼	16
2.3.2 品牌 OTC 子板块—消费升级和产品结构优化驱动增长	17
2.3.3 其他中成药板块—整体压力下寻求破局	19
2.4 生物制品：整体延续高增长，疫苗血制品表现亮眼	20
2.4.1 整体延续高增长，权重股影响增速放缓	20
2.4.2 疫苗子板块：重磅品种放量驱动，持续高增长表现亮眼	22
2.4.3 血制品子板块：收入利润稳定增长，行业持续恢复	22
2.5 医疗器械：创新驱动拓宽企业成长空间	23
2.6 医药商业：经营性现金流明显改善，零售药店板块持续景气	26
2.6.1 整体增长稳定，经营性现金流明显改善	26
2.6.2 医药流通子板块—全国和区域龙头增长稳定	28
2.6.3 零售药店子板块—内生外延共同驱动高景气度	29
2.7 医疗服务：政策避风港，大品牌大连锁发展体系持续受益	31
2.8 创新药服务商（CXO）：行业持续高景气，板块高增长表现亮眼	33
3. 行业政策分析	35
3.1 8月20日，2019版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》发布	35
3.2 8月26日，《中华人民共和国药品管理法》由第十三届全国人大常委会第十二次会议修订通过	47
3.3 9月1日，上海阳光采购网发布联盟地区药品集中采购文件，国家在4+7及已跟进省份基础上组织相关地区形成联盟，开展跨区域联盟药品集中带量采购	49
4. 热点数据追踪	50
4.1 基金重仓持股之医药持仓情况更新（更新至2019Q2）	50
4.2 血液制品批签发数据情况（2019年1-8月累计值）	52
4.3 原料药价格变动情况分析	56
5. 投资策略与推荐个股	59
6. 风险提示	59
相关报告汇总	61

表格目录

表 1: 8 月医药生物板块个股涨跌幅前 10 名	9
表 2: 中药板块上市公司重要财务数据 (百万元)	16
表 3: 中药板块整体重要财务指标	17
表 4: 品牌 OTC 子板块盈利能力情况	18
表 5: 品牌 OTC 子板块成长能力情况	18
表 6: 其他中成药重点企业盈利能力情况	19
表 7: 其他中成药重点企业成长能力情况	20
表 8: 生物制品板块收入利润情况	21
表 9: 生物制品板块重点财务指标	21
表 10: 疫苗子板块收入利润情况	22
表 11: 血制品子板块收入利润情况 (未剔除天坛生物)	23
表 12: 血制品板块收入利润情况 (剔除天坛生物)	23
表 13: 医疗器械板块上市公司重要财务数据 (百万元)	23
表 14: 医疗器械板块整体重要财务数据	24
表 15: 重点公司盈利能力情况	25
表 16: 重点公司成长能力情况	26
表 17: 医药商业板块上市公司重要财务数据 (百万元)	27
表 18: 医药商业板块整体重要财务指标	28
表 19: 医药流通子板块重点企业盈利能力情况	29
表 20: 医药流通子板块重点企业成长能力情况	29
表 21: 零售药店子板块重点企业盈利能力情况	30
表 22: 零售药店子板块重点企业成长能力情况	30
表 23: 医疗服务板块上市公司重要财务数据 (百万元)	31
表 24: 医疗服务板块整体重要财务数据	31
表 25: 重点公司盈利能力情况	32
表 26: 重点公司成长能力情况	33
表 27: CXO 板块收入利润情况	34
表 28: CXO 板块重点财务指标	34
表 29: 《药品目录》由凡例、西药、中成药、谈判药品、中药饮片五部分构成	35
表 30: 2019 版相对 2017 版医保目录药品数量整体变化较小	35
表 31: 2019 版药品目录调入品种 (西药部分)	36
表 32: 2019 版药品目录调入品种 (中成药部分)	38
表 33: 2019 版药品目录调出品种 (西药部分)	40
表 34: 2019 版药品目录调出品种 (中成药部分)	42
表 35: 2019 版药品目录中备注报销范围进一步加强规范 (部分中成药品种)	43
表 36: 2019 版药品目录中协议期内谈判药品部分	45
表 37: 《药品管理法》修订后重要新增与改动内容	47

表 38: 本轮联盟采购相对 4+7 规则	49
表 39: 基金重仓持股中医药持仓变化情况 (2009-2019Q2)	51
表 40: 抗生素主要品种价格变化 (2019-09)	57
表 41: 解热镇痛主要品种价格变化 (2019-09)	57
表 42: 激素主要品种价格变化 (2019-07)	58
表 43: 解热镇痛主要品种价格变化 (2019-06)	58

插图目录

图 1: 医药生物板块 2013 年以来的市场表现	7
图 2: 医药生物板块月度涨跌幅	7
图 3: 8 月中万一级行业涨跌幅	7
图 4: 8 月医药生物各子行业涨跌幅	8
图 5: 2017 年至今医药生物板块估值水平及估值溢价率	9
图 6: 化学原料药子板块上市公司重要财务指标 (单位: 百万元)	10
图 7: 原料药行业费率	11
图 8: 维生素行情 (单位: 元/kg)	12
图 9: 心血管原料药行情 (单位: 元/g)	12
图 10: 肝素原料药行情 (单位: 元/g)	13
图 11: 化学制剂子板块上市公司重要财务指标 (单位: 百万元)	14
图 12: 化学制剂子板块上市公司重要财务指标	15
图 13: 化学药临床试验申报例数	15
图 14: 2018 年 CDE 药品申请类型受理情况	15
图 15: 2019H1 品牌 OTC 子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	17
图 16: 2019H1 其他中成药重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	19
图 17: 2019H1 医疗器械板块细分行业重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	24
图 18: 2012 年以来医药商业收入增速与终端市场销售额增速	27
图 19: 2019H1 医药流通子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	28
图 20: 2019H1 零售药店子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	30
图 21: 2019H1 医疗服务板块企业营业收入增速与扣非净利润增速情况	32
图 22: 基金重仓持股中医药持仓变化情况 (2009-2019Q2)	50
图 23: 人血白蛋白 (进口+国产) (折合 10g, 按年)	52
图 24: 人血白蛋白 (进口+国产) (折合 10g, 按季度)	52
图 25: 人血白蛋白 (进口+国产份额) (折合 10g, 按年)	52
图 26: 人血白蛋白 (国产) (折合 10g, 按年)	52
图 27: 人血白蛋白 (国产) (折合 10g, 按季度)	52
图 28: 人血白蛋白 (国产份额) (折合 10g, 2019 (1-7))	52
图 29: 人血白蛋白 (华兰生物) (折合 10g, 按年)	53
图 30: 人血白蛋白 (博雅生物) (折合 10g, 按年)	53

图 31：人血白蛋白（天坛生物）（折合 10g，按年）	53
图 32：人免疫球蛋白（国产）（折合 2.5g，按年）	53
图 33：人免疫球蛋白（国产）（折合 2.5g，按季度）	54
图 34：人免疫球蛋白（国产份额）（折合 2.5g，2019（1-7））	54
图 35：人免疫球蛋白（华兰生物）（折合 2.5g，按年）	54
图 36：人免疫球蛋白（博雅生物）（折合 2.5g，按年）	54
图 37：人免疫球蛋白（天坛生物）（折合 2.5g，按年）	54
图 38：人纤维蛋白原（国产）（折合 0.5g，按年）	54
图 39：人纤维蛋白原（国产）（折合 0.5g，按季度）	55
图 40：人纤维蛋白原（国产份额）（折合 0.5g，2019（1-7））	55
图 41：人纤维蛋白原（华兰生物）（折合 0.5g，按年）	55
图 42：人纤维蛋白原（博雅生物）（折合 0.5g，按年）	55
图 43：人纤维蛋白原（天坛生物）（折合 0.5g，按年）	55
图 44：人凝血酶原复合物（国产）（折合 200IU，按年）	55
图 45：人凝血酶原复合物（国产）（折合 200IU，按季度）	56
图 46：人凝血酶原复合物（华兰生物）（折合 200IU，按年）	56
图 47：人凝血因子 VIII（国产）（折合 200IU，按年）	56
图 48：人凝血因子 VIII（国产）（折合 200IU，按季度）	56
图 49：人凝血因子 VIII（华兰生物）（折合 200IU，按年）	56

1. 医药市场回顾

1.1 板块走势

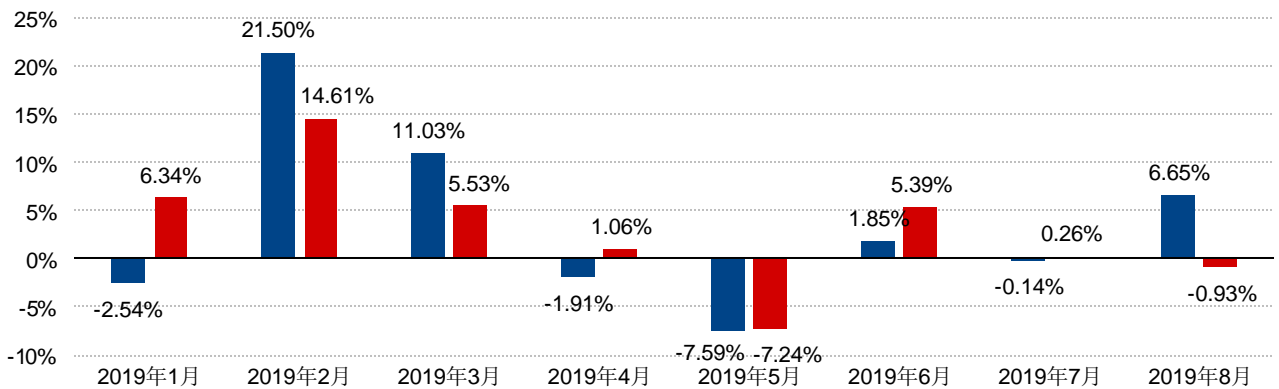
8月申万医药生物指数上涨6.65%，同期沪深300指数下跌0.93%。医药生物板块在申万28个一级行业中排名第2位，医药生物行业涨幅处于领先水平。

图 1:医药生物板块 2013 年以来的市场表现



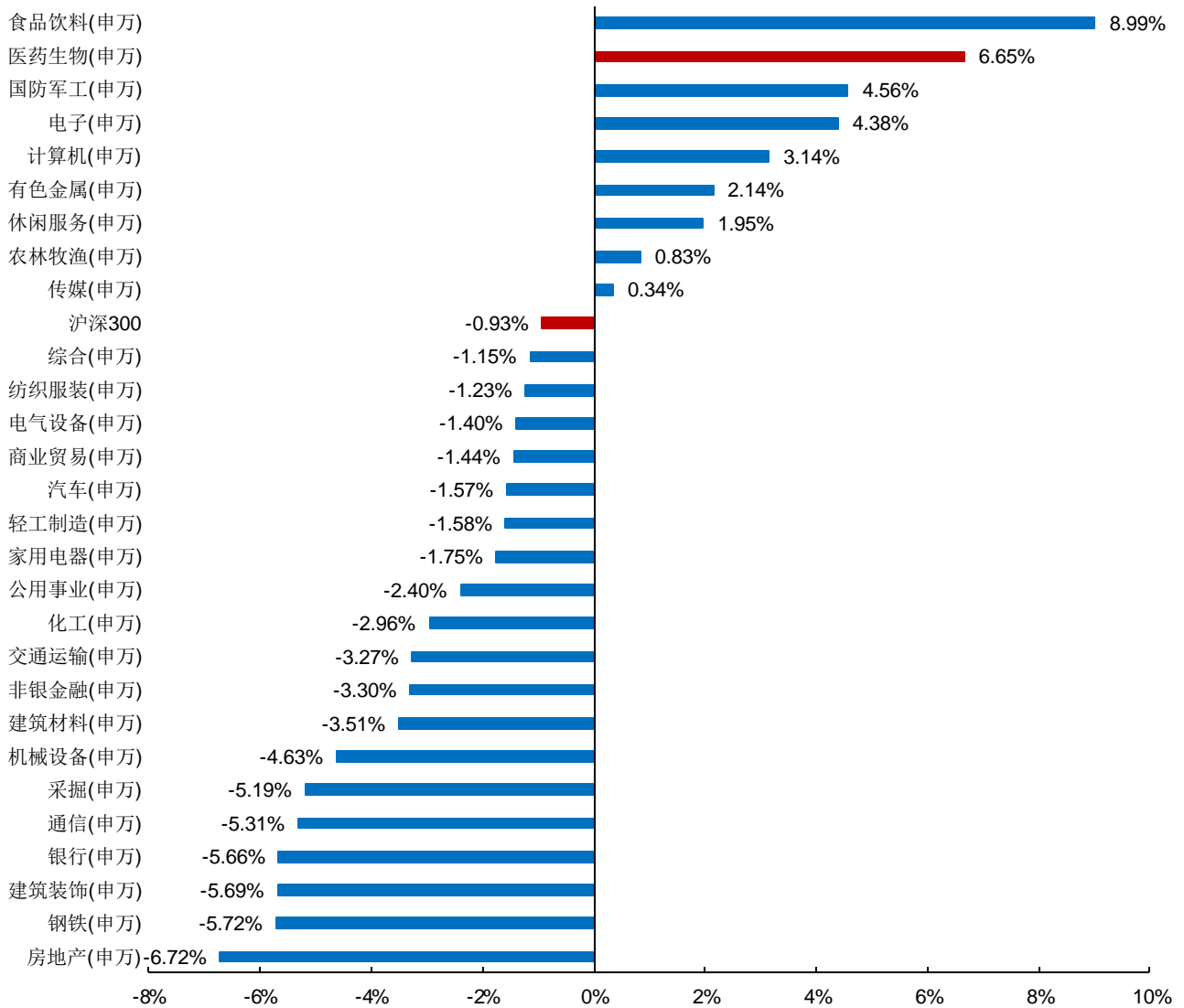
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2:医药生物板块月度涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

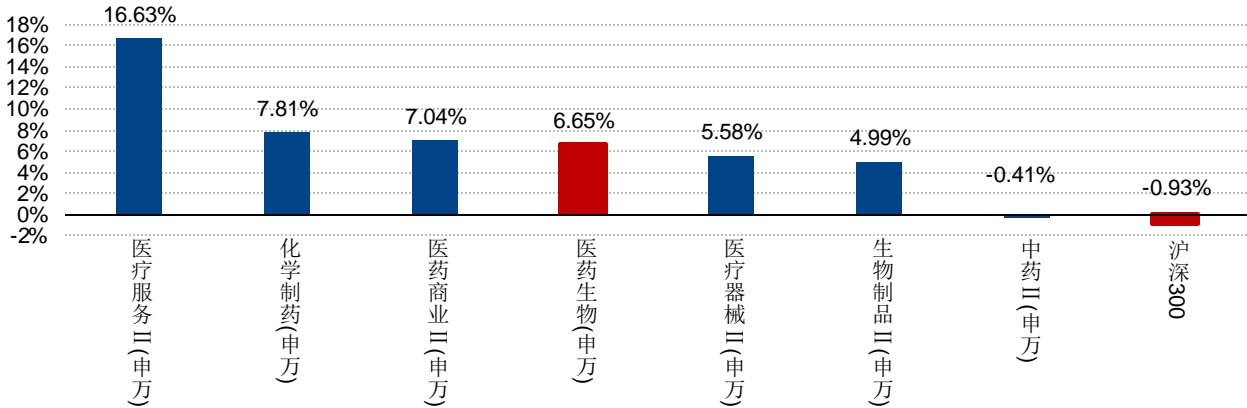
图 3: 8 月申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分子行业来看，医疗服务(申万)涨幅为 16.63%，化学制药(申万)涨幅为 7.81%，医药商业(申万)涨幅为 7.04%，医疗器械(申万)涨幅为 5.58%，生物制品(申万)涨幅为 4.99%，中药(申万)跌幅为 0.41%。

图 4：8 月医药生物各子行业涨跌幅

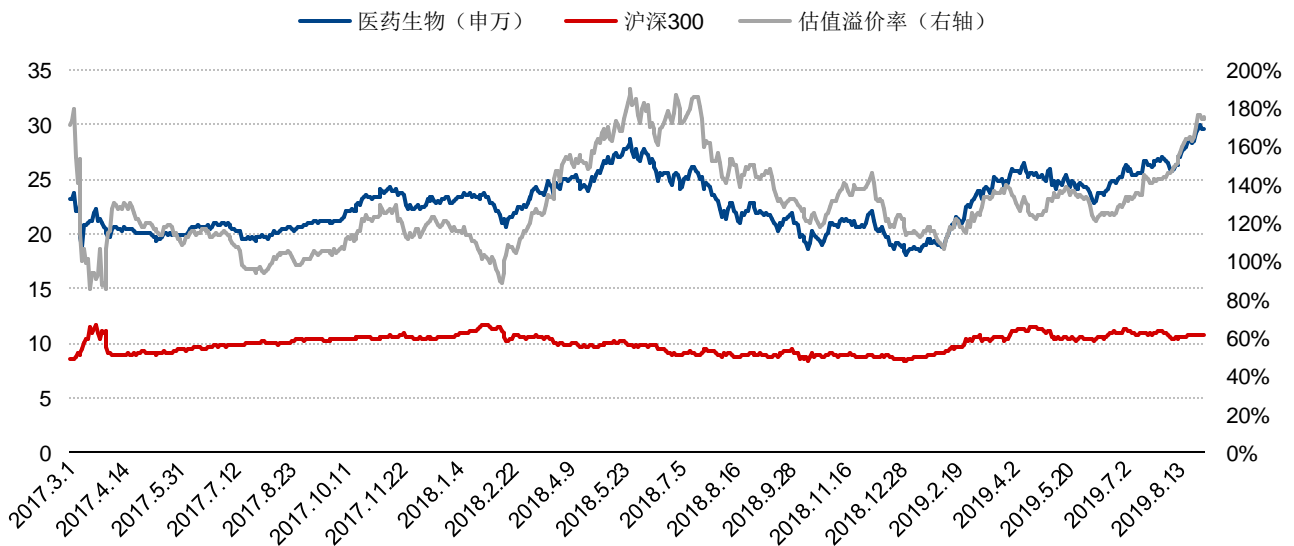


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 板块估值水平

医药生物板块整体估值溢价率呈上升趋势。目前医药行业板块 2019 年动态估值（预测市盈率，整体法，剔除负值）为 30.00 倍，相对于沪深 300 的溢价率为 166%，和历史溢价率相比仍处于中等偏上水平。

图 5:2017 年至今医药生物板块估值水平及估值溢价率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 板块个股表现

在涨幅榜上，8 月医药生物板块 162 只个股上涨，其中华北制药、龙津药业、药明康德、金域医学、博腾股份、众生药业等个股涨幅居前。在跌幅榜上，8 月医药板块 142 只个股下跌，跌幅前五为亚太药业、汉森制药、花园生物、科伦药业、和佳股份等个股。

表 1: 8 月医药生物板块个股涨跌幅前 10 名

月涨幅前 10 名			月跌幅前 10 名		
证券代码	证券名称	本月涨幅	证券代码	证券名称	本月涨幅
600812.SH	华北制药	83.94%	002370.SZ	亚太药业	-26.61%
002750.SZ	龙津药业	37.22%	002412.SZ	汉森制药	-22.45%
603259.SH	药明康德	33.41%	300401.SZ	花园生物	-13.60%
603882.SH	金域医学	33.11%	002422.SZ	科伦药业	-11.73%
300363.SZ	博腾股份	30.47%	300273.SZ	和佳股份	-11.62%
002317.SZ	众生药业	27.45%	300434.SZ	金石东方	-9.82%
300725.SZ	药石科技	26.77%	600851.SH	海欣股份	-9.50%
600211.SH	西藏药业	26.34%	600538.SH	国发股份	-9.44%
603456.SH	九洲药业	26.32%	300108.SZ	吉药控股	-9.34%
300702.SZ	天宇股份	26.14%	002728.SZ	特一药业	-9.17%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 2019 年医药各子行业中报总结

2.1 化学原料药：业绩增速回暖，下半年增速有望进一步提高

我们总计统计 A 股 34 家化学原料药上市公司(剔除 2018 年上市次新股)，化学原料药板块 2018、2019Q1、2019H1 收入分别同比增长 21.19%、2.67%、8.17%，上半年整体收入增长回暖表现来看主要是今年 Q2 收入高增长拉动，而 Q2 高增长内在原因是 2018 年底部分维生素类原料药自底部回暖，并在 2019Q2 得到体现，同时其他特色原料药（心血管及肝素类）公司增速也相对不错。展望全年，由于主要维生素如泛酸钙、VE 等品种涨价时间在 2018 年 10 月，因此我们预计下半年维生素板块业绩回暖趋势有进一步扩大可能，化学原料药板块仍将有相对可观的表现。

图 6：化学原料药子板块上市公司重要财务指标（单位：百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	57220	8.17%	29408	13.94%	27812	2.67%	106704	21.19%
毛利润	22263	6.78%	11698	28.50%	10565	-10.06%	41060	30.54%
销售费用	7401	20.38%	3858	21.63%	3543	19.06%	13673	63.16%
管理费用+研发费用	5762	15.88%	2962	14.94%	2800	16.88%	11773	19.29%
财务费用	752	38.62%	152	-166.23%	600	-22.24%	948	-40.71%
所得税	1420	1.02%	747	41.76%	673	-23.41%	2101	16.69%
归母净利润	7134	0.41%	3791	37.57%	3343	-23.14%	7315	-17.21%
扣非净利润	5945	-10.47%	3421	37.81%	2525	-39.29%	9354	21.84%
应收账款	19755	7.40%	19755	7.40%	19872	2.13%	17800	10.97%
存货	25992	15.59%	25992	15.59%	24687	18.63%	24825	27.98%
固定资产净值	49701	13.25%	49701	13.25%	46854	8.49%	49192	13.45%
在建工程	21590	43.42%	21590	43.42%	13373	-2.92%	17050	32.49%
长期股权投资	2978	26.19%	2978	26.19%	3087	17.82%	2337	-9.74%
经营性现金流	4881	5.40%	3732	22.57%	1148	-27.57%	13952	73.73%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

利润端：行业利润率显著提升，提价利润逐步兑现，预计持续至年底

主要受益于VE和泛酸钙提价业绩在2019Q2兑现，行业利润增速改善明显，化学原料药板块2018、2019Q1、2019Q2扣非净利润分别增长-17.21%、-23.14%、37.81%，同收入增速趋势基本相同，同时行业毛利率和扣非净利率也有显著提升，2018、2019Q1、2019Q2行业毛利率为38.48%、37.99%和39.78%，扣非净利率为8.72%、9.08%和10.39%，扣非净利率提升更为明显。

图 7：原料药行业费率

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A
毛利率	38.91%	39.78%	37.99%	38.48%
归母净利润率	12.47%	12.89%	12.02%	6.86%
扣非净利率	10.39%	11.63%	9.08%	8.77%
销售费用率	12.94%	13.12%	12.74%	12.81%
研发费用率	3.62%	3.78%	3.45%	

资料来源：Wind，东兴证券研究所

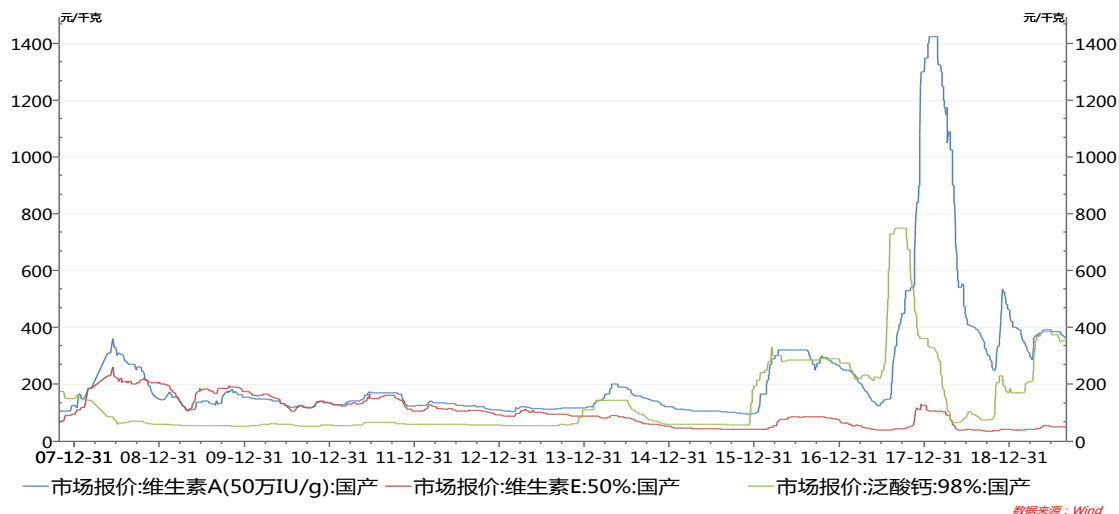
2.1.1 维生素：大品种上涨拉升行业整体增速

相对上一轮环保引起的高景气周期来说，本轮维生素原料上涨并不具有行业整体特性，相对幅度也较小，主要是由大品种VE和泛酸钙上涨带动（VA在今年也有部分涨幅），原因更多是来自市场博弈的改善和对未来供应格局边际紧缩的判断。

分品种来看，按涨幅排序依次是泛酸钙、维生素E和维生素A。

- 泛酸钙价格变化主要是源于市场博弈的改善，2018年初受厂家激烈竞争及新进产能预期刺激，泛酸钙价格从年初350元/kg降至5月份65元/kg，底部徘徊至10月底后逐步回暖，今年初受主要厂家限产及新产能不达预期等影响，泛酸钙价格继续走强，当前报价为360元/kg，且成交价超过350元/kg，未来价格有进一步上涨可能。
- VE上涨主要是源于对未来供应格局预期紧缩的逐步落地，VE价格在2017年环保督查时迎来阶段性行情，后因能特科技扩产价格下跌至低点，并于2018年10月开始回暖，今年初能特和DSM公告框架协议整合，进一步推动VE上涨，当前双方合资公司已经完成资产过户，预计在9月初停产检修，短期来看能特停产供应紧缩将奠定当前价格基础，长期来看双方整合后VE市场有望向2008-2013年寡头垄断格局看齐，市场由无序变为有序，寡头恢复对价格掌控，VE有望迎来新一轮价格的高景气度长周期。
- VA在今年也迎来上涨，逐季度同比增速改善，主要源于龙头巴斯夫VA工厂故障导致供应紧缩，并且影响持续超预期，明年上半年保持较低开工率，下半年有可能全面停产，预计2020全年巴斯夫供应VA非常有限，VA进一步紧缩，未来价格仍有上涨可能。

图 8: 维生素行情 (单位: 元/kg)



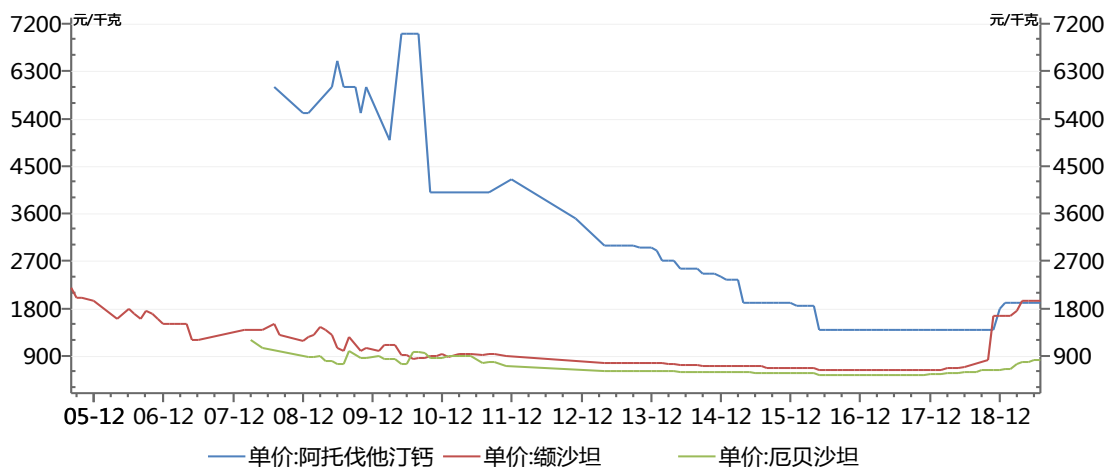
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.1.2 心血管类原料药：沙坦类原料药供应持续紧缩，他汀类原料药受集采业务刺激价格上涨

缬沙坦事件影响延续，并继续影响相关公司业绩表现。自 2018 年 7 月华海上报缬沙坦杂质事件以来，价格从 700 元/kg 左右开始上涨，全球大型药企的仿制药及原料药后续也相继检测出类似杂质，全球供需缺口持续加大推动价格上涨，且今年年初响水事件后沙坦类上游产品邻氯苯腈供需失衡导致中间体提价，沙坦类原料药价进一步上涨，当前缬沙坦报价 1950 元/kg。本轮价格于 2018 年下旬开始上涨，于 2019 年初逐步兑现业绩，受供应紧张影响当前缬沙坦价格仍在高位徘徊，预计下半年天宇股份等相关公司仍有较好业绩表现。

由于国内集采业务刺激下游厂家需求增加，他汀类原料药也表现不俗，阿托伐他汀价格自 2018 年底开始上涨，从 1400 元/kg 涨至今年 1900 元/kg，当前联盟扩面采购正式展开，瑞舒伐他汀及阿托伐他汀原料药需求量有望成倍增长，且中效降脂药匹伐他汀制剂在国内快速放量，预计未来他汀类原料药价格仍将保持较高景气度。

图 9: 心血管原料药行情 (单位: 元/kg)



数据来源：Wind

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.1.3 肝素原料药：肝素处于高景气周期，受猪瘟影响景气度仍将持续

受益于环保核查淘汰劣效产能、上游粗品被纳入质控体系、下游需求量增长、制剂厂商补库存等多种因素叠加，肝素原料自 2016 年开始进入长上升周期，提价动力足持续时间长，出口量大幅增加。肝素出口价自 2016 年 3 月（出口价 3387.78 美元/kg）开始反弹，此后一直处于上升状态，景气度持续高涨，2019 年 7 月肝素出口价 5933.07 美元/kg，较 2016 年 3 月上涨 75.13%。从出口量来看，下游厂家从 2015 年开始进行补库存阶段，我国肝素出口量显著提升，2018 年出口量约 200 吨，相比 2014 年出口量翻了一番，肝素原料药量价齐升趋势十分显著。

肝素上游肝素粗品来源于健康猪的小肠粘膜，今年初开始受猪瘟严重影响生猪供应大幅减少，近日甚至有地区对猪肉进行限量供应，我们认为上半年猪瘟的心理影响大于实际影响，生猪供应短缺在下半年仍持续体现，未来对肝素价格产生较大刺激作用，肝素粗品价格仍有望继续走高。肝素原料药出口企业在原料药库存上存在差异，从粗品涨价传导至下游企业，业绩影响存在时差。

图 10: 肝素原料药行情（单位：元/kg）



数据来源：Wind

资料来源：Wind，东兴证券研究所

原料药中维生素是典型订单制品种，业绩兑现节奏受订单周期影响，海外出口往往以长单（季单、半年单）为主，且出口占大部分原料药主要需求方向，因此维生素品种涨价的业绩兑现往往延滞 1-2 个季度，本轮 VE 和泛酸钙业绩兑现主要体现在 2019Q2，因此 2019H1 利润端增速显著高于 2018，且 VE 和泛酸钙后续仍有上涨趋势，VA 未来有较强上涨预期，同时心血管原料药及肝素行业景气度也持续高涨，因此我们预计原料药行业的业绩兑现将持续至年底甚至明年。

行业未来增量与格局变化：环保质量优势+规模成本效益

长期来看环保高压常态化是大趋势，环保达标、可持续生产是原料药企业核心竞争力，尤其是投入大、污染处理难度大的品种；其次规模成本是企业的核心竞争力，原料药企业在行业产能过剩情况下只有占据成本优势，才能在激烈的竞争中抢占市场获取更多利润。

2.2 化学制剂：收入利润逐季度增速平稳，研发投入显著加大

收入端：收入增速较去年回落，两票制影响基本消失

我们总计统计 A 股 57 家化学制剂公司（剔除 2018 年 8 月后上市次新股），化学制剂板块 2018A、2019Q1、2019H1 收入分别同比增长 22.08%、12.50%、13.04%，2019 年收入增速同 2018 年相比有所回落，略低于 2017 年收入增速，基本回归至“两票制”实施前水平，销售费用高开导致较高增速也明显回落，2018A、2019Q1、2019H1 销售费用增速分别为 46.97%、16.68%、19.52%，可见“两票制”对公司收入端增速影响基本消失。

图 11：化学制剂子板块上市公司重要财务指标（单位：百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	145002	13.04%	73157	13.58%	71845	12.50%	265607	22.08%
毛利润	79435	15.01%	40327	16.05%	39108	13.96%	143555	31.49%
销售费用	43482	19.52%	22093	22.41%	21389	16.68%	78320	46.97%
管理费用+研发费用	15732	34.22%	8221	47.06%	7511	22.51%	29889	24.99%
财务费用	2154	28.37%	877	19.78%	1277	35.01%	3513	6.33%
所得税	3238	3.27%	1684	2.33%	1554	4.30%	5237	-29.93%
归母净利润	15147	1.38%	7662	-1.95%	7485	5.03%	21096	-31.04%
扣非净利润	13337	0.39%	6699	-2.89%	6638	3.93%	17156	-15.52%
应收账款	66503	14.39%	66503	14.39%	63008	10.90%	58497	16.00%
存货	39534	8.15%	39534	8.15%	37968	8.01%	38476	12.16%
固定资产净值	92329	4.57%	92329	4.57%	73933	-15.76%	92141	3.62%
在建工程	25879	10.60%	25879	10.60%	9430	-56.52%	23887	20.52%
长期股权投资	50206	11.84%	50206	11.84%	49410	10.16%	48173	9.33%
经营性现金流	13806	21.84%	9771	43.59%	4035	-10.85%	31126	23.23%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

利润端：研发费用增加削弱行业净利润增速

化学制剂板块 2018、2019Q1、2019H1 扣非后净利润增速分别为 -15.52%、3.93%、0.39%，2019 年利润端增速显著低于收入端，2019H1 毛利率较 2018H1 提升约 1pct，扣非净利率却下降约 1.2pct（2018 全年

行业归母扣非净利润下跌-15.52%主要是由于人福大幅亏损所致，该数据不具有代表性)。

图 12: 化学制剂子板块上市公司重要财务指标

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A
毛利率	54.78%	55.12%	54.43%	54.05%
归母净利润率	10.45%	10.47%	10.42%	7.94%
扣非净利率	9.20%	9.16%	9.24%	6.46%
销售费用率	29.99%	30.20%	29.77%	29.49%
研发费用率	4.65%	5.04%	4.25%	

资料来源：Wind，东兴证券研究所

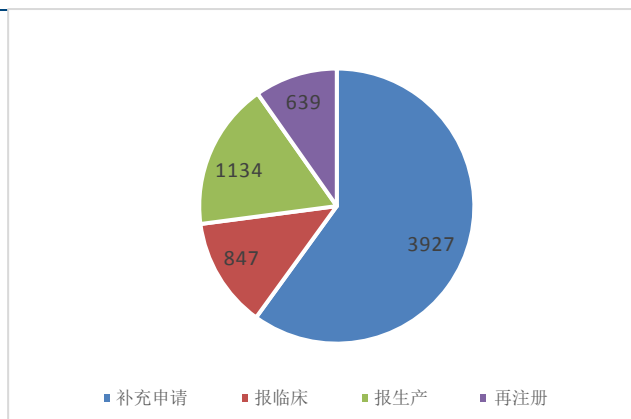
我们认为行业利润下滑主要是研发费用增加+带量采购影响两点原因：

1) 一致性评价推进+临床试验增加使得研发费用大幅增加

从研发费用端看，2018、2019Q1、2019H1 管理+研发费用增速分别为 24.99%、22.51%、34.22%（2018 年年中会计准则变更将研发费用单列，为保持口径一致仍将管理费用和研发费用加和比较），2019 年研发+管理费用相比 2018 年有显著增加，其中研发费用贡献大部分增量，主要源于一致性评价持续推进及临床试验投入大幅增加。

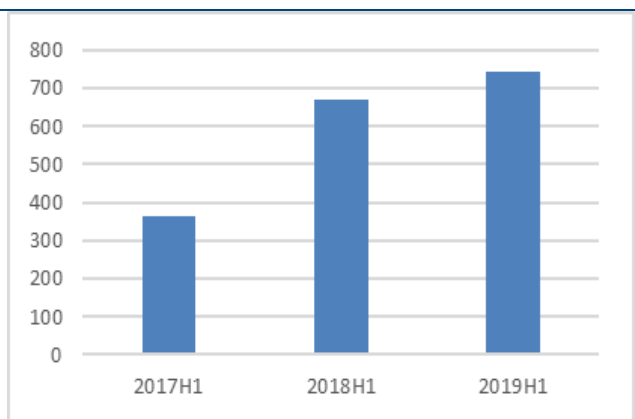
受集采业务影响，企业均积极推进仿制药一致性评价工作，对化学制药企业的研发费用造成一定压力，CDE 申报数据显示近两年补充申请受理号明显增加，叠加后期注射剂再评价展开，预计未来一段时间一致性评价仍将增厚企业研发费用；另外创新药大规模进入临床也是重要因素，临床费用在新药研发费用中占比最大，从 CDE 化学药临床申报例数来看，2017 年新药临床申请出现井喷式增长，临床投入在未来的 3-4 年内会集中体现，研发费用大幅增加，且长远来看新药临床申报数量仍在持续增加，未来企业研发费用也将持续增加。

图 13: 化学药临床试验申报例数



资料来源：CDE，东兴证券研究所

图 14: 2018 年 CDE 药品申请类型受理情况



资料来源：药智网，东兴证券研究所

2、带量采购颠覆传统仿制药销售模式

4+7 带量采购以 25 个品种为基础在全国 11 个城市展开，多数药品价格降幅远超预期，虽然带量采购免去中间推广环节，但部分企业的销售不能快速调整模式，影响了利润增长。随后河北和福建陆续跟标执行 4+7 价格，部分未中标企业为应对激烈竞争纷纷下调价格，进一步拉低行业整体利润增速；其次是本次全国医保目录更改及联盟采购文件发布，集采扩面全国推广+地方医保增补取消+部分金额大效果有限的辅助用药剔除将继续拉低整个化学制剂行业的利润增速，未进国家医保品种但在省医保内品种有三年缓冲期，预计后续这些品种会陆续降价以应付风险，未来对化学药行业增速也会造成一定影响。

行业未来增量与格局变化：仿制药集群化收益+创新药收获期

仿制药集群化：从本次联盟采购规则可以看出，规模化效益和供应稳定性为重要考量因素，最低价三家中标使得头部企业先发优势得以凸显，丢标风险大大降低。未来行业将持续整合，进一步向头部集中，淘汰劣效产能，优质企业有望通过大领域、集群化、规模化仿制药生产来弥补单品受损的利润，从而获得稳定利润来源。

创新药收获期：企业新业务增量来自前期大量投入后创新药收获期到来，创新药毛利率高，利润贡献大，上市后快速放量能够给企业带来较大利润增量，同时国家医保目录也加快对创新药引进，药品通过医保后将进一步加快放量，给企业带来更可观利润。以恒瑞吡咯替尼为例，吡咯替尼于 2018 年 8 月获批，适应症为复发或转移性乳腺癌，根据米内网样本医院数据，2019Q1 销售收入约 200 万元，放大 5 倍计算 2019Q1 吡咯替尼全国销售额超过 1000 万，2019 全年销售额有望超过 5000 万元。

2.3 中药：行业整体增速承压，品牌 OTC 贡献增量

中药板块样本标的筛选过程：

- 1) 选取申万医药生物—中药板块的 67 支标的。
- 2) 剔除主营业务非中药的标的（国发股份、信邦制药、黄山胶囊），剔除因特殊情况导致不可比的标的（ST 康美），剔除壳公司（天目药业）。
- 3) 纳入主营业务为中药的标的（通化金马、景峰医药、莱茵生物、福瑞股份、振东制药、神奇制药）。
- 4) 将共计 68 支标的纳入分析

2.3.1 整体面临增长压力，品牌 OTC 企业表现亮眼

收入端：2018H1 中药板块实现收入 1540.25 亿元，同比增长 20.28%。其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现收入同比增长 15.65%和 25.20%。**利润端：**2019H1 实现归母净利润 184.68 亿元，同比增长 6.26%；实现扣非净利润 150.55 亿元，同比增长 0.15%。受辅助用药和医保控费等相关政策的影响，中药板块整体增长依然承压。但以片仔癀、仁和药业等为代表的品牌 OTC 依然持续贡献增量。

表 2：中药板块上市公司重要财务数据（百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	154025.14	20.28%	76281.74	15.65%	77743.40	25.20%	276860.35	18.96%
毛利润	73856.87	8.49%	36714.87	6.18%	37142.00	10.88%	141214.52	14.54%

销售费用	40723.34	8.96%	20664.32	6.84%	20059.02	11.22%	80804.62	18.90%
管理费用+研发费用	10910.21	17.77%	5649.17	23.29%	5261.04	12.36%	21328.51	15.03%
财务费用	1120.86	20.23%	546.93	11.76%	573.94	29.58%	2022.95	33.97%
所得税	3767.73	14.12%	1768.43	6.76%	1999.31	21.52%	5810.56	1.96%
归母净利润	18468.15	6.26%	8664.55	-5.35%	9803.60	19.19%	29339.03	4.63%
扣非净利润	15055.26	0.15%	6940.68	-5.75%	8114.58	5.82%	24481.79	-2.31%
应收账款	66254.73	10.62%	66254.73	10.62%	65050.25	36.15%	58061.03	37.84%
存货	70465.83	6.59%	70465.83	6.59%	68304.70	12.70%	69383.59	16.02%
固定资产净值	66119.17	10.31%	66119.17	10.31%	57129.41	-0.30%	65653.71	10.90%
在建工程	17911.81	8.82%	17911.81	8.82%	14564.56	-8.52%	15568.11	8.17%
长期股权投资	11866.51	20.65%	11866.51	20.65%	11427.63	32.97%	10938.60	32.28%
经营性现金流	11390.13	-7.34%	10686.97	13.52%	703.16	-75.57%	30552.13	52.19%

资料来源：wind，东兴证券研究所

重点财务指标：2019年半年报显示，2019Q2 中药板块的毛利率达到 48.13%，销售费用率 27.09%，扣非净利率 9.10%，与 2019Q1 相比，费用率略有升高，利润率有所下降，主要受到原材料成本增加和产品结构调整的影响。

表 3：中药板块整体重要财务指标

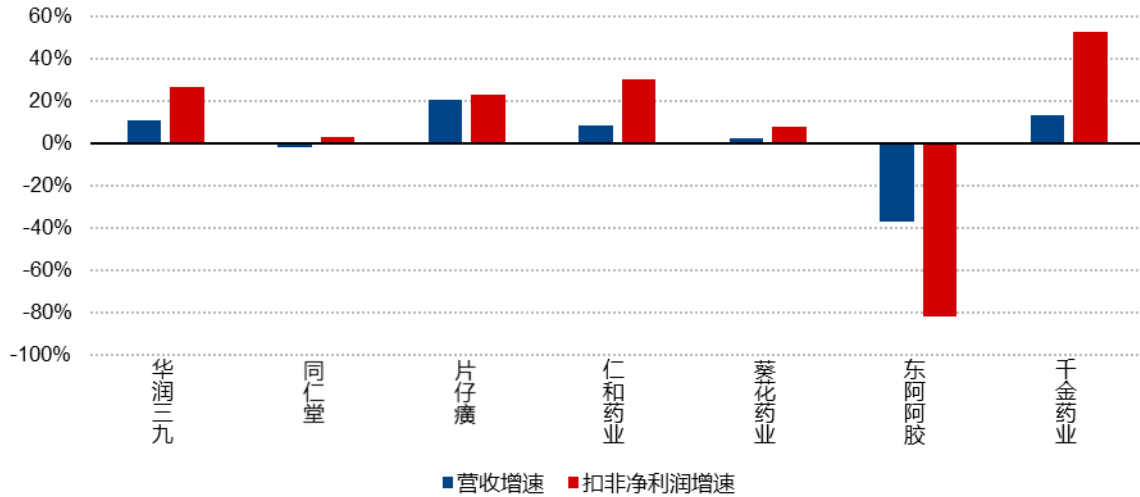
	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2017A
毛利率	47.95%	48.13%	47.78%	51.01%	52.97%
归母净利润率	11.99%	11.36%	12.61%	10.60%	12.05%
扣非净利率	9.77%	9.10%	10.44%	8.84%	10.77%
销售费用率	26.44%	27.09%	25.80%	29.19%	29.20%
期间费用率	34.25%	35.21%	33.31%	37.62%	37.82%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3.2 品牌 OTC 子板块—消费升级和产品结构优化驱动增长

2019年半年报显示，除东阿阿胶因渠道调整导致数据异常外，重点品牌 OTC 企业的营业收入与扣非净利润保持持续增长，其中片仔癀、仁和药业、千金药业等企业增速较高。

图 15：2019H1 品牌 OTC 子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

重点财务指标：根据行业头部企业的统计数据来看，片仔癀、仁和药业等品牌 OTC 的核心财务指标好于行业平均水平，持续保持有利的盈利情况，仁和药业的毛利率、扣非净利率水平持续优化，“重点打造自有品牌、依托 OME 丰富产品线”的经营策略收效明显。

表 4：品牌 OTC 子板块盈利能力情况

股票代码	公司名称	毛利率	2019H1		2018H1		
			总体费用率	扣非净利率	毛利率	总体费用率	扣非净利率
000999.SZ	华润三九	66.06%	47.89%	13.63%	67.43%	51.10%	11.94%
600085.SH	同仁堂	49.37%	29.68%	9.15%	49.76%	30.34%	8.75%
600436.SH	片仔癀	44.86%	13.52%	25.74%	44.59%	14.53%	25.17%
000650.SZ	仁和药业	42.75%	23.75%	12.88%	42.65%	26.00%	10.72%
002737.SZ	葵花药业	57.16%	39.72%	11.35%	58.26%	41.89%	10.75%
000423.SZ	东阿阿胶	55.67%	42.73%	7.61%	63.19%	30.35%	26.12%
600479.SH	千金药业	44.33%	35.83%	5.04%	47.44%	40.24%	3.75%

资料来源：wind，东兴证券研究所

品牌 OTC 子板块趋势观点：在当前用药背景下，以医院终端为主要渠道的中成药持续承压，行业整体增速受限。但受益于消费升级和产品结构的优化，具有较高品牌溢价的 OTC 企业有望保持增长。

表 5：品牌 OTC 子板块成长能力情况

股票代码	公司名称	2019H1		
		营收增速	扣非净利润增速	经营性现金流净额增速
000999.SZ	华润三九	10.73%	26.37%	9.50%
600085.SH	同仁堂	-1.52%	3.04%	8.51%
600436.SH	片仔癀	20.40%	23.10%	-1563.28%
000650.SZ	仁和药业	8.25%	30.09%	39.55%

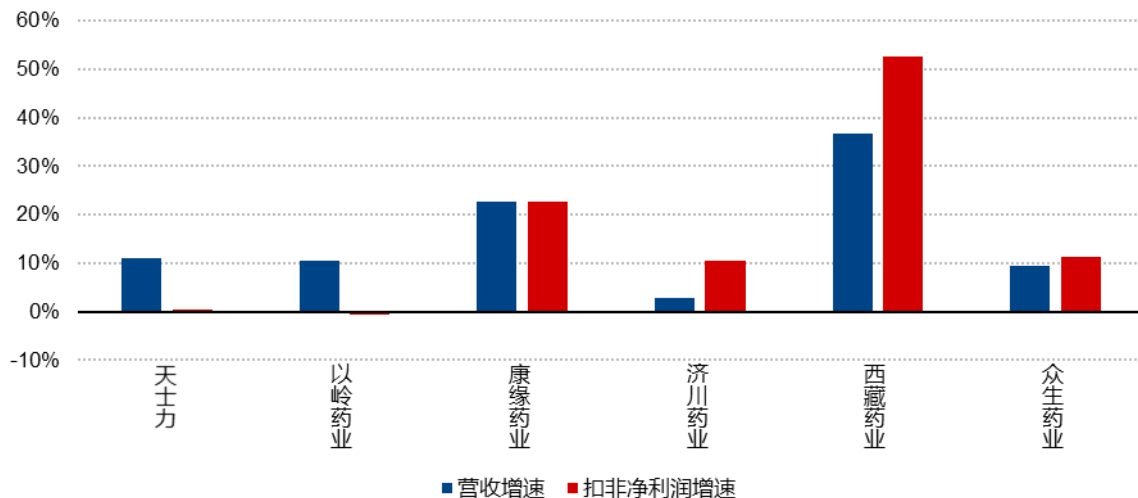
002737.SZ	葵花药业	2.18%	7.88%	52.93%
000423.SZ	东阿阿胶	-36.69%	-81.55%	10.67%
600479.SH	千金药业	13.61%	52.76%	-5.24%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.3.3 其他中成药板块—整体压力下寻求破局

除品牌 OTC 企业外，部分其他中成药板块公司业绩差异分化，其中西藏药业 2019H1 实现营业收入同比增长 36.66%，扣非净利润同比增长 52.61%，主要是受公司核心产品“新活素”销量高速增长驱动。康缘药业 2019H1 实现营业收入同比增长 22.67%，扣非净利润同比增长 22.65%，主要是受核心产品“银杏二萜内酯葡胺”快速放量的推动。但整体而言，中成药尤其是中药注射剂板块仍承担较大压力。

图 16：2019H1 其他中成药重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

重点财务指标：2019H1 重点公司济川药业、西藏药业、众生药业扣非净利率相比于 2018H1 均有不同程度提升，行业整体盈利能力也在 2019H1 单期略有改善，但主要是受上年同期低基数的影响。

表 6：其他中成药重点企业盈利能力情况

股票代码	公司名称	毛利率	2019H1		2018H1		
			总体费用率	扣非净利率	毛利率	扣非净利率	
600535.SH	天士力	33.16%	21.08%	8.88%	35.11%	21.37%	9.82%
002603.SZ	以岭药业	67.29%	48.24%	14.35%	66.62%	45.69%	15.98%
600557.SH	康缘药业	79.64%	65.49%	10.45%	75.25%	60.69%	10.46%
600566.SH	济川药业	85.12%	55.78%	23.33%	84.72%	56.96%	21.68%
600211.SH	西藏药业	84.41%	53.92%	25.38%	79.51%	51.52%	22.73%
002317.SZ	众生药业	62.15%	34.20%	22.74%	60.44%	32.28%	22.36%

资料来源：wind，东兴证券研究所

其他中成药板块趋势性观点：伴随着新版医保目录调整的压力，中药注射剂将进一步承压。中药口服药由于可以替代部分中药注射剂市场，相比较下压力较小。此外，部分传统中成药企业通过谋求转型打造未来增长点。例如众生药业在非酒精性脂肪性肝炎和甲型流感领域的创新药研究进展居前，天士力在生物药领域的布局也值得期待。

表 7：其他中成药重点企业成长能力情况

股票代码	公司名称	营收增速	2019H1	
			扣非净利润增速	经营性现金流净额增速
600535.SH	天士力	11.10%	0.44%	36.66%
002603.SZ	以岭药业	10.51%	-0.77%	120.88%
600557.SH	康缘药业	22.67%	22.65%	77.07%
600566.SH	济川药业	2.71%	10.49%	7.65%
600211.SH	西藏药业	36.66%	52.61%	209.72%
002317.SZ	众生药业	9.44%	11.27%	156.41%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.4 生物制品：整体延续高增长，疫苗血制品表现亮眼

生物制品板块样本标的筛选过程：

- 1) 剔除主营业务非生物制品的标的（交大昂立、钱江生化、金花股份、四环生物、溢多利、东宝生物、莱茵生物、复星医药、常山药业、海特生物、利德曼）。
- 2) 剔除所需报告期内财务数据不可比的标的（长生生物、康辰药业）。
- 3) 剔除自身财务数据波动较大的标的（上海莱士、辽宁成大、天坛生物）。
- 4) 同时特别指出，智飞生物、长春高新、通化东宝、华兰生物 4 家公司合计收入利润的板块占比均在 50% 以上，对板块影响较大，建议从板块数据看整体趋势的同时，重点关注头部公司自身情况对板块的影响。

2.4.1 整体延续高增长，权重股影响增速放缓

营业收入：

2019H1 实现收入同比增长 28.31%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现收入同比增长 22.82% 和 35.15%，收入端整体延续了 2018H1 和 2018A 的高增长态势，但受到权重股影响，增速有所放缓。

2019H1 相对 2018H1 增速下降 20.13 个百分点，主要受到智飞生物、长春高新、通化东宝、双鹭药业、康泰生物等权重股 18H1 高基数而增速放缓的影响。2019Q2 相对 2019Q1 增速下降 12.33 个百分点，也主要受到智飞生物、长春高新、康泰生物等权重股增速放缓影响。

归母净利润、扣非后归母净利润：

2019H1 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 12.49%、22.04%，其中 2019Q2 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 10.57%、18.69%，2019Q1 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 14.65%、25.78%。利润端整体延续了 2018H1 和 2018A 的高增长态势，主要受收入端影响，增速有所放缓。

归母净利润增速 2019H1 相对 2018H1 同比下降 12.41 个百分点，扣非后归母净利润增速 2019H1 相对 2018H1 同比下降 26.65 个百分点。利润端增速低于收入端增速主要受到权重股智飞生物收入结构调整以及华兰生物疫苗业务低预期等带来引起毛利率净利率下降的影响。

表 8：生物制品板块收入利润情况

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速	2018H1	增速
营业收入	21966	28.31%	11675	22.82%	10292	35.15%	38038	42.37%	17120	48.44%
归母净利润	5075	12.49%	2643	10.57%	2431	14.65%	9172	37.56%	4511	24.90%
扣非净利润	4867	22.04%	2498	18.69%	2369	25.78%	7570	31.12%	3988	48.69%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

重点财务指标方面：

毛利率、归母净利率、扣非净利率：

2019H1 实现毛利率、归母净利率、扣非净利率分别为 66.77%、23.10%、22.16%，相对 2018H1 分别同比降低 6.89 个百分点、3.25 个百分点、1.13 个百分点。毛利率和净利率的下降主要受到部分权重股的影响，包括智飞生物报告期内相对较低毛利水平的代理业务占比增加，华兰生物疫苗业务低于预期等，若剔除该部分权重股的影响，板块毛利率与净利率水平相对 2018H1 基本维持稳定。

销售费率、财务费率、管理费率：

2019H1 实现销售费率、财务费率、管理费率（考虑统一口径均合并研发费用）分别为 26.09%、0.06%、10.77%，销售费率同比降低 4.35 个百分点，财务费率与管理费率同比略有降低基本稳定。销售费率的降低主要受到权重股智飞生物代理业务占比提高后销售费用降低以及部分血制品企业前期加大销售推广后销售费用企稳回落的影响。

表 9：生物制品板块重点财务指标

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2018H1
毛利率	66.77%	66.63%	66.94%	72.02%	73.66%
归母净利率	23.10%	22.64%	23.62%	24.11%	26.35%
扣非净利率	22.16%	21.40%	23.01%	19.90%	23.29%
销售费用率	26.09%	27.53%	24.45%	31.29%	30.44%
财务费用率	0.06%	0.00%	0.13%	0.16%	0.10%
管理费用率	6.44%	6.26%	6.64%	12.75%	11.48%
研发费用/营业收入	4.33%	4.24%	4.43%		

资料来源：Wind，东兴证券研究所

生物制品板块趋势观点：

生物制品板块虽然由于部分权重股去年同期高基数的影响，收入利润增速有所放缓，但整体增速持续保持较高水平，且细分领域均值得重点关注。疫苗子板块持续高增长表现亮眼，后续受益于各龙头公司的重磅品种逐步上市，高增长趋势不变；血制品子板块稳定增长，从重要子公司业绩表现与重要品种批签发趋势来看，行业持续恢复，景气度逐步回升，且属稀缺的资源品行业，未来有望持续稳定增长；其他如生长激素等生物制品不在医保范围内，具备消费品属性与政策规避属性，具备较高的成长天花板与增长空间。

2.4.2 疫苗子板块：重磅品种放量驱动，持续高增长表现亮眼

我们选取了智飞生物、康泰生物、沃森生物 3 个标的作为疫苗子板块分析的样本。

营业收入、归母净利润、扣非净利润：

2019H1 实现收入同比增长 80.81%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现收入同比增长 64.38% 和 106.82%，2019H1 实现归母净利润同比增长 43.01%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现归母净利润同比增长 30.77% 和 63.22%，2019H1 实现扣非后归母净利润同比增长 50.13%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现扣非后归母净利润同比增长 32.35% 和 80.49%。疫苗子板块由于去年同期基数较高，2019H1 收入利润同比增速有所放缓，但依然保持快速增长表现亮眼，我们认为主要来自于龙头公司智飞生物重磅品种 HPV 疫苗（代理）快速放量驱动。

表 10: 疫苗子板块收入利润情况

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速	2018H1	增速
营业收入	6347	80.81%	3536	64.38%	2811	106.82%	8124	156.12%	3510	199.71%
归母净利润	1490	43.01%	848	30.77%	642	63.22%	2933	2570.45%	1042	422.73%
扣非净利润	1503	50.13%	836	32.35%	667	80.49%	1993	397.41%	1001	421.62%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

疫苗子板块趋势观点：

自 2018 年长生生物疫苗事件影响以来，行业监管趋严，随着《疫苗管理法》的实施，具有创新能力规模优势的龙头企业有望持续受益于行业集中度的提高，其在研重磅创新品种成为后续重要看点，智飞生物的预防性微卡、沃森生物的 13 价肺炎疫苗、康泰生物的人用狂犬疫苗（二倍体细胞）等在研品种后续有望逐步上市推动疫苗子板块持续高增长。

2.4.3 血制品子板块：收入利润稳定增长，行业持续恢复

我们选取了华兰生物、博雅生物、振兴生化、卫光生物、天坛生物 5 个标的作为血制品子板块分析的样本，但值得注意的是，天坛生物在所需分析报告期内由于重大重组事项，利润波动较大，收入分析时可作为数据来源，但利润分析时需予以剔除。

营业收入、归母净利润、扣非净利润：

收入端，未剔除天坛生物，2019H1 实现收入同比增长 20.32%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现收入同比增长 18.49% 和 22.46%。

利润端，剔除天坛生物，2019H1 实现归母净利润同比增长 11.35%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现归母净利润同比增长 4.77%和 20.19%，2019H1 实现扣非后归母净利润同比增长 11.23%，其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现扣非后归母净利润同比增长 5.00%和 19.57%。

从收入端来看，血制品行业 2019H1 实现 20%以上稳定增长，若剔除振兴生化收入同比下滑影响，其他血制品公司平均收入增速达到 23%以上，我们认为随着白蛋白等血制品渠道库存逐步消化行业持续恢复，利润端增速低于收入端增速的主要原因为华兰生物相关费用增加以及博雅生物加大产品销售推广力度，带来期间费用上升，引起归母净利率及扣非后归母净利率的下滑。

表 11: 血制品子板块收入利润情况（未剔除天坛生物）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速	2018H1	增速
营业收入	5101	20.32%	2702	18.49%	2399	22.46%	10147	47.00%	4239	35.40%
归母净利润	1162	13.91%	630	9.24%	532	19.99%	2355	-7.06%	1020	-38.35%
扣非净利润	1083	14.28%	589	9.82%	494	20.09%	2168	27.96%	948	12.61%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 12: 血制品板块收入利润情况（剔除天坛生物）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速	2018H1	增速
营业收入	3541	17.27%	1847	14.49%	1693	20.47%	7216	40.46%	3019	38.06%
归母净利润	868	11.35%	468	4.77%	400	20.19%	1845	36.31%	780	9.94%
扣非净利润	790	11.23%	427	5.00%	363	19.57%	1663	29.83%	711	8.85%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

血制品子板块趋势观点：

血制品子板块 2019H1 收入同比增速 20%以上稳定增长，库存同比增速相对 2018H1 降低 10 个百分点，结合 2019H1 国产白蛋白批签发量实现 9%的增长，我们判断血制品行业随着渠道库存消化正在持续回暖，后续有望持续稳定增长。

2.5 医疗器械：创新驱动拓宽企业成长空间

2019 年半年报显示，医疗器械板块整体业绩依然保持较高的成长速度，根据对医疗器械板块的 47 个上市公司统计结果来看，其中行业营业收入总计达到 447.26 亿元，同比增长 13.47%，行业扣非归母净利润达到 76.49 亿元，同比增长 21.23%。行业的整体收入增速较 2018 年全年增速有所下滑，主要是受行业采购政策的影响与上市公司业务调整影响，但受益于整体费用增速的下降，公司利润端有较好的表现。半年报行业经营性现金流达到 59.20 亿元，同比增长 107.32%，公司的经营质量有所提升。

表 13: 医疗器械板块上市公司重要财务数据（百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	44726	13.47%	23616	10.52%	21109	16.96%	83421	20.00%
毛利润	23520	20.87%	12490	19.53%	11031	22.43%	41513	23.50%

销售费用	7551	24.13%	4009	20.97%	3542	27.91%	14229	28.34%
管理费用+研发费用	5788	36.99%	3036	56.66%	2752	20.32%	10957	22.75%
财务费用	341	15.63%	-128	-9.44%	469	7.50%	469	-50.37%
所得税	1558	17.41%	856	14.08%	701	21.74%	2313	12.23%
归母净利润	9087	30.27%	4768	18.29%	4319	46.67%	13485	29.41%
扣非净利润	7649	21.23%	4356	20.59%	3293	22.08%	11586	28.05%
应收账款	24098	21.26%	24098	21.26%	21956	14.46%	21667	20.45%
存货	15441	24.44%	15441	24.44%	14524	8.69%	14577	15.26%
固定资产净值	24917	28.04%	24917	28.04%	23260	10.60%	23875	15.17%
在建工程	6998	47.33%	6998	47.33%	6209	29.92%	6059	34.72%
长期股权投资	4919	77.74%	4919	77.74%	4774	57.52%	3684	18.23%
经营性现金流	5920	107.32%	5246	65.08%	674	-309.03%	13587	37.08%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2019年半年报显示，医疗器械板块的毛利率达到52.59%，销售费用率16.88%，扣非净利率17.10%，与2018年全年相比，行业毛利率、净利率保持稳定上升，销售费用率水平在各季度保持持平。

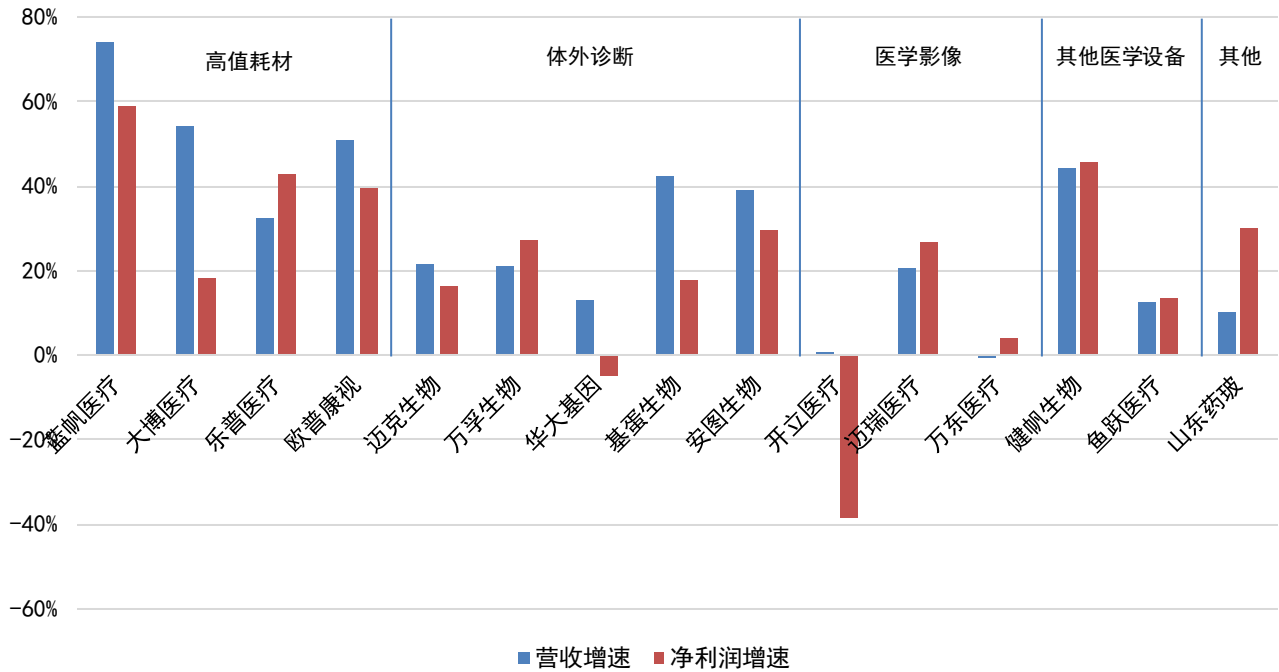
表 14：医疗器械板块整体重要财务数据

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2017A
毛利率	52.59%	52.88%	52.25%	49.76%	48.35%
归母净利润率	20.32%	20.19%	20.46%	16.16%	14.99%
扣非净利率	17.10%	18.44%	15.60%	13.89%	13.02%
销售费用率	16.88%	16.97%	16.78%	17.06%	15.95%
研发费用率	6.29%	6.36%	6.21%		

资料来源：wind，东兴证券研究所

从头部企业看细分领域：2019年半年报显示，医疗器械板块中高值耗材、体外诊断子领域的头部企业依然实现高速增长。其中高值耗材头部企业平均增速大于20%，市场需求强劲；体外诊断行业中，POCT、化学发光免疫等壁垒较高的细分领域呈现较高的成长趋势。医学影像学、其他医学设备子领域龙头企业的业绩受市场影响波动较大，其中迈瑞医疗凭借过硬的产品质量与良好的国际品牌效应依然在细分领域中表现优异。

图 17：2019H1 医疗器械板块细分子行业重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力情况：根据行业头部企业的统计数据来看，公司的毛利率、净利率指标整体明显好于行业平均水平，其中，大博医疗、乐普医疗、迈克生物、健帆生物、欧普康视、开立医疗、万孚生物、迈瑞医疗、万东医疗、基蛋生物、安图生物等龙头行业企业保持强劲的盈利能力。

表 15：重点公司盈利能力情况

股票代码	公司名称	2019H1			2018H1		
		毛利率	总体费用率	扣非净利率	毛利率	总体费用率	扣非净利率
002223.SZ	鱼跃医疗	41.67%	16.46%	20.43%	40.24%	14.18%	20.09%
002382.SZ	蓝帆医疗	45.39%	20.92%	13.00%	31.66%	10.18%	15.33%
002901.SZ	大博医疗	84.65%	38.70%	35.22%	82.36%	25.45%	43.51%
300003.SZ	乐普医疗	73.31%	42.55%	23.45%	72.80%	41.86%	22.68%
300463.SZ	迈克生物	53.07%	26.88%	17.68%	52.01%	24.71%	18.43%
300482.SZ	万孚生物	65.18%	38.71%	19.94%	60.69%	35.55%	18.53%
300529.SZ	健帆生物	85.65%	34.86%	41.31%	84.44%	36.09%	38.83%
300595.SZ	欧普康视	78.05%	34.10%	37.29%	76.31%	26.92%	40.40%
300633.SZ	开立医疗	67.71%	60.30%	9.86%	34.27%	15.51%	18.27%
300676.SZ	华大基因	57.84%	36.91%	13.78%	54.55%	32.28%	14.69%
300760.SZ	迈瑞医疗	65.23%	32.68%	28.38%	67.65%	36.75%	27.05%
600055.SH	万东医疗	46.55%	36.52%	10.39%	44.34%	36.21%	9.59%
600529.SH	山东药玻	37.60%	17.48%	15.31%	34.27%	15.51%	12.99%
603387.SH	基蛋生物	71.55%	34.83%	34.89%	80.51%	35.93%	37.46%

603658.SH	安图生物	65.35%	29.55%	26.09%	66.72%	28.74%	27.77%
-----------	------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：wind，东兴证券研究所

成长能力情况：2019年半年报显示，行业平均营业收入增速为13.47%，扣非净利润增速为21.23%，经营性现金流净额增速为107.32%。其中，蓝帆医疗、大博医疗、欧普康视、安图生物、乐普医疗、迈瑞医疗、迈克生物、万孚生物营业收入增速均在15%以上。蓝帆医疗、乐普医疗、健帆生物、欧普康视、山东药玻、安图生物的归母净利润增速高于行业平均增长速度，公司盈利质量保持良好发展态势。

表 16：重点公司成长能力情况

股票代码	公司名称	2019H1		
		营收增速	扣非净利润增速	经营性现金流净额增速
002223.SZ	鱼跃医疗	12.53%	14.42%	-33.38%
002382.SZ	蓝帆医疗	74.23%	47.73%	29.11%
002901.SZ	大博医疗	54.27%	24.90%	-11.25%
300003.SZ	乐普医疗	32.71%	37.21%	31.59%
300463.SZ	迈克生物	21.73%	16.72%	-160.59%
300482.SZ	万孚生物	20.89%	30.10%	107.88%
300529.SZ	健帆生物	44.39%	53.62%	46.85%
300595.SZ	欧普康视	51.08%	39.42%	27.39%
300633.SZ	开立医疗	0.74%	-45.62%	-41.18%
300676.SZ	华大基因	13.20%	6.24%	55.35%
300760.SZ	迈瑞医疗	20.52%	26.43%	39.45%
600055.SH	万东医疗	-0.61%	7.67%	-25.04%
600529.SH	山东药玻	10.40%	30.08%	15.15%
603387.SH	基蛋生物	42.40%	11.57%	-36.70%
603658.SH	安图生物	39.03%	30.62%	11.36%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.6 医药商业：经营性现金流明显改善，零售药店板块持续景气

医药商业板块样本标的筛选过程：

- 1) 选取申万医药生物—医药商业板块的 27 支标的。
- 2) 剔除因转型、重组而不可比的标的（开开实业、重药控股），剔除 B 股（开开 B 股、一致 B），剔除主营业务非医药商业的标的（ST 天圣）。
- 3) 纳入主营业务为医药商业的标的（北大医药、国发股份、润达医疗）。
- 4) 将共计 25 支标的纳入分析。特别指出，上海医药、国药一致、国药控股等 3 家公司合计收入和利润的板块占比超 40%，对板块影响较大。

2.6.1 整体增长稳定，经营性现金流明显改善

2019H1 医药商业板块整体业绩平稳。

收入端：2019H1 医药商业实现营业收入 3358.70 亿元，增速为 19.38%。其中 2019Q2 和 2019Q1 营业收入分别同比增长 19.35%和 19.41%，较 2018A 营业收入增速有所提升，主要受龙头公司的医疗机构覆盖面拓宽、分销渠道下沉、市占率进一步提升的推动。根据米内网数据，2019H1 全国公立医院、零售药店、公立基层医疗三大终端药品累计销售额增速为 5.80%，医药商业收入增速长期高于终端销售额增速。

利润端：2019H1 医药商业板块实现归母净利润 87.14 亿元，同比增长 9.01%；实现扣非净利润 82.44 亿元，增速为 8.12%。其中 2019Q2 扣非净利润同比增长 8.79%，较 2019Q1 扣非净利润同比增速增加了 1.38 个百分点。受龙头企业盈利能力改善的影响，医药商业整体利润端增速有所提升。

经营性现金流：2019Q2 经营性现金流量净额为 87.02 亿元，同比增加 102.91%。2019Q1 经营性现金流量净额同比增速为-39.31%。受龙头公司的销售规模扩大、销售回款增加及收现率提升的影响，医药商业板块现金流方面表现出明显改善。

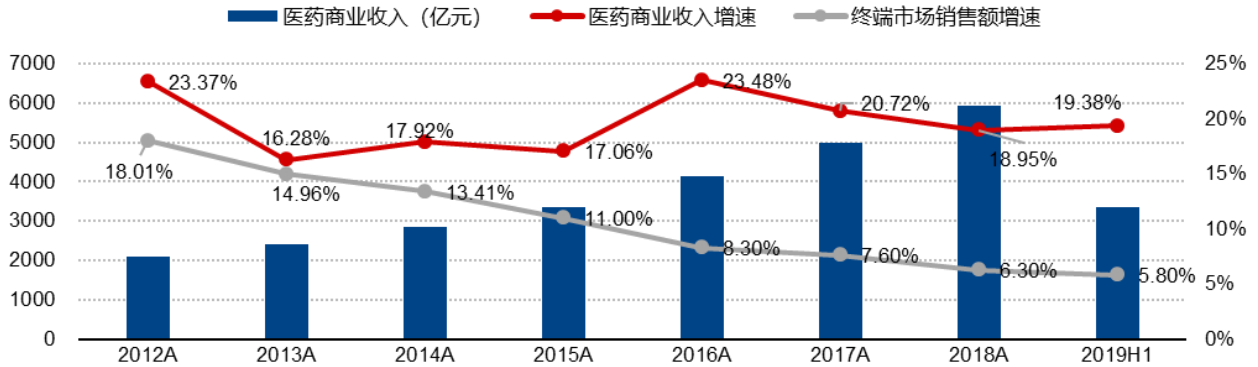
财务费用：在收入端和利润端稳步增长的基础上，2019Q2 财务费用同比增速为 41.75%，医药商业板块的资金压力仍然较大，但相比于 2019Q1 同比增速 46.73%和 2018A 同比增速 69.16%呈现增速下降态势。基于货币政策趋向宽松，融资利率降低将会为企业业绩带来积极影响。

表 17：医药商业板块上市公司重要财务数据（百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	335870.41	19.38%	170803.79	19.35%	165066.63	19.41%	592054.43	18.95%
毛利润	47173.25	18.59%	24389.67	18.50%	22783.59	18.69%	83827.14	29.97%
销售费用	21648.83	19.84%	10972.78	20.09%	10676.05	19.59%	38970.65	39.19%
管理费用+研发费用	8497.19	28.72%	4325.70	34.92%	4171.49	22.86%	15983.80	25.89%
财务费用	3264.15	44.06%	1720.46	41.75%	1543.69	46.73%	5403.90	69.16%
所得税	3156.00	11.82%	1677.13	10.37%	1478.87	13.51%	5399.22	7.73%
归母净利润	8713.94	9.01%	4513.83	7.81%	4200.11	10.32%	15191.84	7.89%
扣非净利润	8243.76	8.12%	4280.37	8.79%	3963.40	7.41%	12152.32	-2.76%
应收账款	190915.89	18.14%	190915.89	18.14%	185814.73	20.56%	167606.24	29.67%
存货	80218.09	9.35%	80218.09	9.35%	82694.07	12.27%	80661.36	23.67%
固定资产净值	28704.27	13.72%	28704.27	13.72%	27939.25	13.88%	28230.45	15.76%
在建工程	6966.80	29.39%	6966.80	29.39%	5288.89	2.56%	5058.30	15.30%
长期股权投资	10537.91	8.78%	10537.91	8.78%	9962.76	4.72%	9655.56	11.37%
经营性现金流	183.61	-101.88%	8701.71	102.91%	-8518.09	-39.31%	8354.20	670.88%

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 18：2012 年以来医药商业收入增速与终端市场销售额增速



资料来源：wind，米内网，东兴证券研究所

注：终端市场销售额为公立医院终端、零售药店终端、公立基层医疗终端累计销售额

重点财务指标：2019Q2 医药商业板块的毛利率达到 14.28%，归母净利率 2.64%，扣非净利率 2.51%，相比于 2019Q1 分别上升了 0.12、0.07、0.46 个百分点。此外，2019Q2 实现销售费用率 6.42%，相比于 2019Q1 下降了 0.06 个百分点。行业毛利率、净利率有所提升，销售费用率水平下降表明整体经营呈向好趋势。

表 18：医药商业板块整体重要财务指标

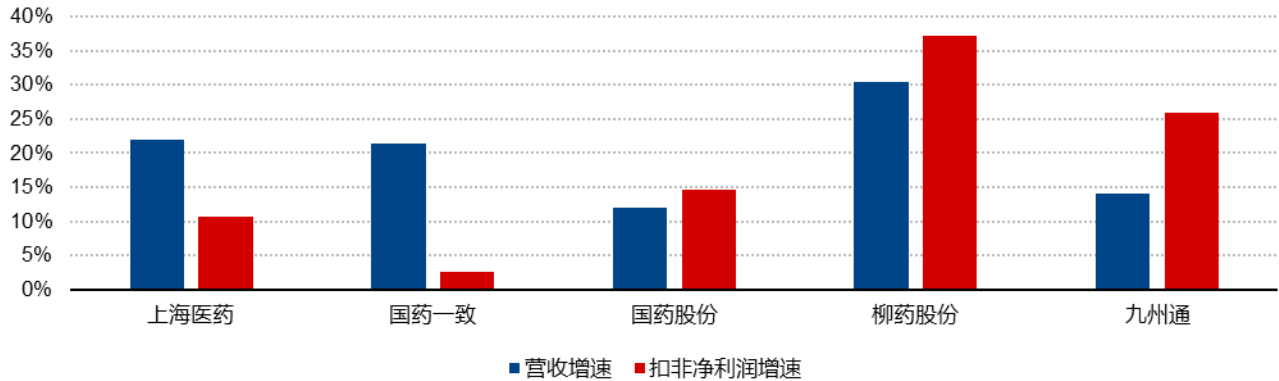
	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2017A
毛利率	14.05%	14.28%	13.80%	14.16%	12.96%
归母净利润率	2.59%	2.64%	2.54%	2.57%	2.83%
扣非净利率	2.45%	2.51%	2.40%	2.05%	2.51%
销售费用率	6.45%	6.42%	6.47%	6.58%	5.63%
期间费用率	9.95%	9.96%	9.93%	10.19%	8.82%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.6.2 医药流通子板块—全国和区域龙头增长稳定

我们选取了上海医药、国药一致、国药控股、九州通、柳药股份等 5 家全国及区域流通龙头进行分析。2019 年半年报显示，医药商业板块中全国流通龙头保持稳定增长，以柳药股份为代表的区域龙头也有较好表现。2019H1 柳药股份营业收入同比增长 30.47%，扣非净利润同比增长 37.22%，主要受公司纯销业务和零售药店业务较快增长的驱动。

图 19：2019H1 医药流通子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind, 东兴证券研究所

重点财务指标：根据行业头部企业的统计数据来看，公司的毛利率、净利率指标整体明显好于行业平均水平。其中，国药股份、国药一致、柳药股份等全国及区域流通龙头分别实现了 3.46%、2.54%、4.86% 的扣非净利润率，显著高于流通行业平均水平 2.22%，进一步验证了龙头公司的优势地位。

表 19：医药流通子板块重点企业盈利能力情况

股票代码	公司名称	2019H1			2018H1		
		毛利率	总体费用率	扣非净利率	毛利率	总体费用率	扣非净利率
601607.SH	上海医药	14.35%	10.85%	2.26%	14.43%	10.76%	2.50%
000028.SZ	国药一致	11.15%	7.79%	2.54%	11.61%	8.10%	3.00%
600511.SH	国药股份	8.50%	3.51%	3.46%	9.15%	4.33%	3.38%
603368.SH	柳药股份	12.12%	5.19%	4.86%	10.23%	4.07%	4.62%
600998.SH	九州通	8.38%	6.39%	1.27%	8.10%	6.18%	1.15%

资料来源：wind, 东兴证券研究所

医药流通板块趋势性观点：医药流通板块中，龙头流通企业优势持续。随着行业并购整合加速，中小流通企业市场份额逐渐萎缩，龙头公司的业绩增速也将进一步提升。此外，在两票制、零加成等政策的负面影响减弱的背景下，龙头公司更有望实现收入加速增长。

表 20：医药流通子板块重点企业成长能力情况

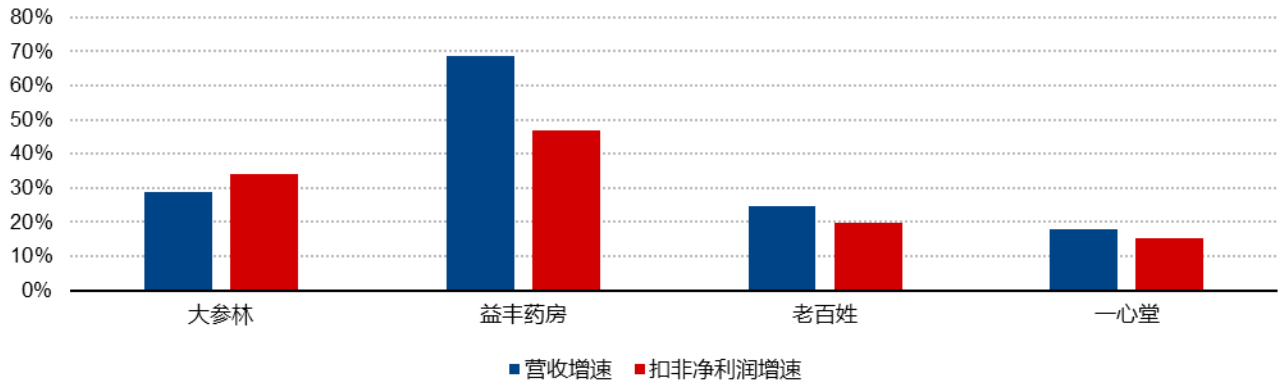
股票代码	公司名称	2019H1		
		营收增速	扣非净利润增速	经营性现金流净额增速
601607.SH	上海医药	22.00%	10.66%	87.20%
000028.SZ	国药一致	21.41%	2.63%	416.40%
600511.SH	国药股份	11.99%	14.64%	34.41%
603368.SH	柳药股份	30.47%	37.22%	-27.37%
600998.SH	九州通	14.09%	25.91%	-38.83%

资料来源：wind, 东兴证券研究所

2.6.3 零售药店子板块—内生外延共同驱动高景气度

我们对大参林、益丰药房、老百姓、一心堂等 4 家零售药店企业进行分析。2019 年半年报显示，四大零售药店表现优异，零售药店整体实现了 32.20% 的营业收入增速和 28.01% 的扣非净利润增速。其中益丰药房营收增速达 68.65%，扣非净利增速达 46.69%。收入端和利润端的高速增长的主要原因，一方面是老店的同比内生增长；另一方面是公司加速了新店建设和同行业并购。

图 20：2019H1 零售药店子板块重点企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

重点财务指标：2019H1 零售药店子板块平均实现毛利率 37.93%，扣非净利率 6.06%，相比于 2018 年同期基本稳定，四大零售企业保持着强劲的盈利能力。2019H1 子板块总体费用率 29.13%，较 2018 年同期下降了 1.39 个百分点。由于已有门店在收入内生增长的同时对销售费用的有效控制，板块总体费用率有所改善。

表 21：零售药店子板块重点企业盈利能力情况

股票代码	公司名称	毛利率	2019H1		2018H1		
			总体费用率	扣非净利率	毛利率	总体费用率	扣非净利率
603233.SH	大参林	40.00%	29.73%	7.10%	41.67%	31.84%	6.82%
603939.SH	益丰药房	39.09%	29.77%	6.01%	40.58%	30.67%	6.91%
603883.SH	老百姓	34.12%	26.72%	4.62%	35.86%	27.82%	4.81%
002727.SZ	一心堂	38.79%	30.48%	6.61%	41.82%	31.95%	6.78%

资料来源：wind，东兴证券研究所

零售药店板块趋势性观点：零售药店板块保持高景气，2019H1 大参林、益丰药房、老百姓、一心堂四家零售公司扣非净利增速分别达到了 33.93%、46.69%、19.78% 和 15.09%。我们认为受益于行业集度的进一步提升和处方药外流带来的增量，在自建与并购的双重驱动下，零售药店高速增长有望继续。

表 22：零售药店子板块重点企业成长能力情况

股票代码	公司名称	2019H1		经营性现金流净额增速
		营收增速	扣非净利润增速	
603233.SH	大参林	28.65%	33.93%	253.06%
603939.SH	益丰药房	68.65%	46.69%	146.09%
603883.SH	老百姓	24.71%	19.78%	21.14%

002727.SZ 一心堂 17.90% 15.09% 570.70%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.7 医疗服务：政策避风港，大品牌大连锁发展体系持续受益

2019年半年报显示，医疗服务板块整体业绩依然亮眼，根据对医疗服务板块的9家上市公司统计结果来看，其中行业营业收入总计达到202.36亿元，同比增长8.50%，行业扣非净利润总计达到13.13亿元，同比增长-1.64%，主要是行业内样本数量过少，其中美年健康处在重大战略转型的调整期，信邦制药新投入的医院运营效率与医疗服务收入尚未达到预期目标，因此对行业整体的扣非净利润有较大拖累，但行业内公司在2019年Q2已经实现恢复性增长。经营性现金流总计达到12.42亿元，同比增长448.85%，主要系上市公业的规模化发展模式基本逐渐完成，主营业务带来较为稳定的经营性活动现金流，未来将逐渐形成精细化管理与个性化服务的发展路径。

表 23：医疗服务板块上市公司重要财务数据（百万元）

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速
营业收入	20236	8.50%	11193	9.67%	9044	7.09%	39688	18.58%
毛利润	7312	6.33%	4349	6.45%	2963	6.15%	15090	25.63%
销售费用	2338	3.77%	1287	-3.31%	1051	13.98%	4695	21.65%
管理费用+研发费用	2389	12.98%	1195	7.89%	1194	18.57%	4499	22.97%
财务费用	430	58.73%	230	62.21%	201	54.93%	661	51.19%
所得税	534	-59.08%	329	-70.62%	205	10.51%	1887	92.96%
归母净利润	1449	-60.33%	934	-70.62%	515	8.86%	3751	29.71%
扣非净利润	1313	-1.64%	1022	14.70%	292	-34.39%	1372	-46.52%
应收账款	11938	16.63%	11938	16.63%	10766	32.80%	10206	36.45%
存货	2862	-12.46%	2862	-12.46%	2699	-1.84%	2981	10.88%
固定资产净值	11595	16.44%	11595	16.44%	10030	-1.60%	11183	13.96%
在建工程	3966	87.05%	3966	87.05%	3936	98.45%	3090	52.49%
长期股权投资	1578	18.78%	1578	18.78%	1534	22.82%	1405	13.48%
经营性现金流	1242	448.85%	1281	132.10%	-39	-88.08%	3549	-19.42%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2019年半年报显示，医疗服务板块的毛利率达到36.13%，销售费用率11.55%，扣非净利率6.49%，与去年同期相比，行业毛利率维持稳定增长，扣非净利率在经过2018年的低潮期后，在2019年二季度实现9.13%的增长。

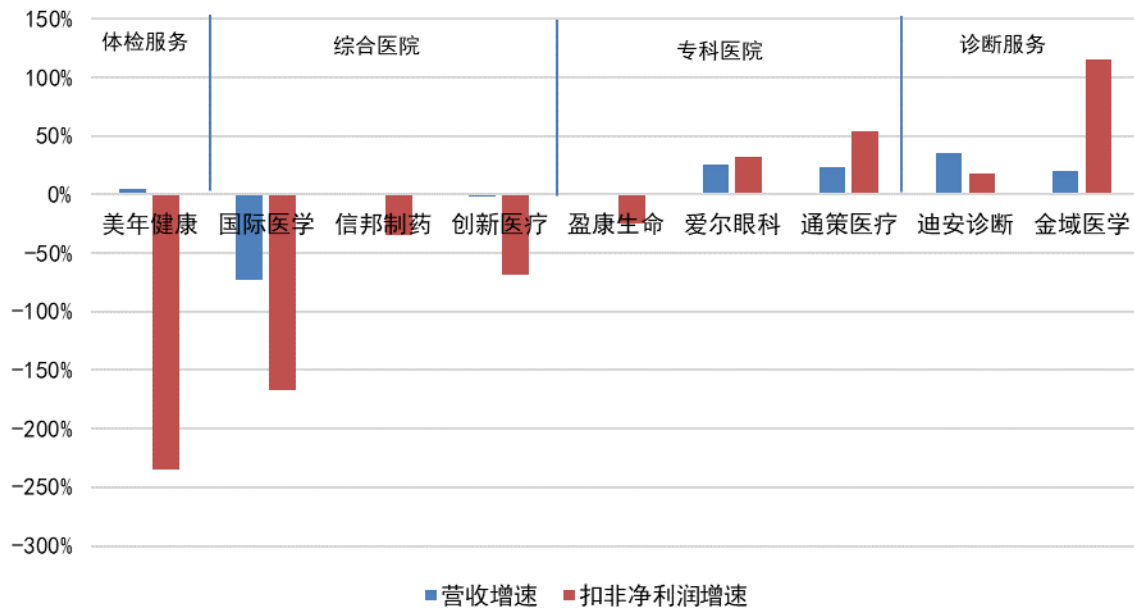
表 24：医疗服务板块整体重要财务数据

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2017A
毛利率	36.13%	38.86%	32.76%	38.02%	35.89%
归母净利润率	7.16%	8.34%	5.69%	9.45%	8.64%
扣非净利率	6.49%	9.13%	3.22%	3.46%	7.66%
销售费用率	11.55%	11.50%	11.62%	11.83%	11.53%
研发费用率	1.78%	1.80%	1.77%		

资料来源：wind，东兴证券研究所

从头部企业看细分领域：2019年半年报显示，专科医疗服务机构龙头的营业收入与扣非净利润保持持续增长，爱尔眼科、通策医疗依然保持高速增长，另外，特检龙头企业净利润实现大幅增长，前期销售渠道的铺设已经形成较强盈利能力。作为体检领域龙头企业，美年健康在2018年-2019年期间，果断进行重大战略转型，因此在财务数据上出现大幅波动；在综合医院领域，国际医学、信邦制药、创新医疗已经在综合医院领域进行布局，医院的运营效率与服务收入有待进一步提升。

图 21：2019H1 医疗服务板块企业营业收入增速与扣非净利润增速情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

盈利能力情况：根据行业头部企业的统计数据来看，爱尔眼科、通策医疗的核心财务指标明显好于行业平均水平，持续保持有利的盈利情况，金域医学的毛利率、扣非净利率水平持续优化，特检龙头优势不断显现。

表 25：重点公司盈利能力情况

股票代码	公司名称	毛利率	2019H1		2018H1		
			总体费用率	扣非净利率	毛利率	总体费用率	扣非净利率
000516.SZ	国际医学	26.59%	26.62%	-2.27%	20.32%	12.78%	0.93%
002044.SZ	美年健康	35.62%	39.26%	-3.74%	44.70%	38.48%	2.90%
002173.SZ	创新医疗	29.11%	21.32%	4.57%	42.45%	18.80%	14.09%
002390.SZ	信邦制药	20.94%	15.46%	3.56%	23.05%	15.07%	5.45%
300015.SZ	爱尔眼科	47.14%	24.73%	14.64%	47.66%	26.78%	13.94%
300143.SZ	盈康生命	46.11%	26.39%	12.48%	48.55%	18.53%	16.93%
300244.SZ	迪安诊断	32.92%	21.33%	5.71%	33.56%	21.33%	6.56%
600763.SH	通策医疗	45.60%	14.28%	24.07%	41.82%	17.13%	19.33%
603882.SH	金域医学	39.79%	30.85%	6.38%	39.02%	33.04%	3.57%

资料来源：wind，东兴证券研究所

成长能力情况：2019 年半年报显示，行业平均营业收入增速为 8.50%，扣非净利润增速为-1.64%，经营性现金流净额增速为 448.85%。其中，迪安诊断报告期内合并范围增加与扩大业务规模实现营业收入高速增长。爱尔眼科、通策医疗、金域医学的扣非净利润增速高于营业收入增速，公司通过在行业内进行大连锁路径铺设，已经形成显著的规模效应与品牌效应，后续成长空间不断打开。

表 26：重点公司成长能力情况

股票代码	公司名称	2019H1		
		营收增速	扣非净利润增速	经营性现金流净额增速
000516.SZ	国际医学	-72.47%	-167.27%	239.77%
002044.SZ	美年健康	4.48%	-235.06%	148.69%
002173.SZ	创新医疗	-1.89%	-68.20%	58.25%
002390.SZ	信邦制药	0.12%	-34.54%	-177.77%
300015.SZ	爱尔眼科	25.64%	31.93%	28.14%
300143.SZ	盈康生命	1.52%	-25.17%	-1.70%
300244.SZ	迪安诊断	35.17%	17.52%	-67.09%
600763.SH	通策医疗	23.58%	53.85%	68.56%
603882.SH	金域医学	20.26%	114.99%	35.49%

资料来源：wind，东兴证券研究所

2.8 创新药服务商（CXO）：行业持续高景气，板块高增长表现亮眼

CXO 板块样本标的筛选过程：

- 1) 剔除所需报告期内财务数据不可比的标的（药明康德、康龙化成）。
- 2) 剔除自身财务数据波动较大的标的（博济医药）。
- 3) 纳入其他主营业务为 CRO 或 CMO/CDMO 的标的（药石科技、凯莱英、博腾股份）。
- 4) 同时特别指出，泰格医药、凯莱英 2 家公司合计收入利润的板块占比均在 60%以上，对板块影响较大，建议从板块数据看整体趋势的同时，重点关注头部公司自身情况对板块的影响。

营业收入：

2019H1 实现收入同比增速 34.01%，相对 2018H1 提高 8.29 个百分点，我们认为在国内创新药投入加大，国外医药研发离岸外包趋势加剧等医药创新环境下，国内 CXO 行业持续高景气，CXO 公司订单充足，人员产能匹配快速增加，驱动整个 CXO 板块持续高增长。

其中 2019Q2 和 2019Q1 分别实现收入同比增速 37.04%和 30.35%，2019Q2 相对 2019Q1 提升 6.69 个百分点，主要由于部分 CXO 公司收入利润确认具有季度间波动的影响，但各季度均保持高速增长。

归母净利润、扣非后归母净利润：

2019H1 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 54.49%、55.61%，其中 2019Q2 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 63.55%、53.71%，2019Q1 实现归母净利润、扣非净利润分别同比增长 42.47%、58.93%。

得益于收入端的持续高增长，利润端实现同步高增长，且增速水平明显高于收入增速，主要原因为泰格医药等 CXO 公司订单质量不断提升，毛利净利水平不断提高，同时随着人员增加产能投放，CXO 公司规模效应逐步体现，期间费率持续降低。此外 2019Q2 同比增速相对 2019Q1 有所提高，也主要由于部分 CXO 公司收入利润确认季度间波动的影响。

表 27: CXO 板块收入利润情况

	2019H1	增速	2019Q2	增速	2019Q1	增速	2018A	增速	2018H1	增速
营业收入	3546	34.01%	1982	37.04%	1564	30.35%	6207	27.50%	2646	25.72%
归母净利润	756	54.49%	457	63.55%	300	42.47%	1267	41.79%	489	40.65%
扣非净利润	642	55.61%	404	53.71%	238	58.93%	1007	32.71%	413	40.23%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

重点财务指标方面：**毛利率、归母净利率、扣非净利率：**

2019H1 实现毛利率、归母净利率、扣非净利率分别为 45.61%、21.32%、18.10%，相对 2018H1 分别同比提高 0.73 个百分点、2.82 个百分点、2.51 个百分点。毛利率净利率的提升主要受到泰格医药高利润率业务占比提升、去年同期具有上市费用扰动因素以及博腾股份产能利用率提升、规模优势逐步体现的影响。

销售费率、财务费率、管理费用率：

2019H1 实现销售费率、财务费率、管理费用率（考虑统一口径均合并研发费用）分别为 3.21%、0.65%、18.55%，同比基本保持稳定，CXO 公司作为创新药研发的“卖水人”，凭借服务质量与技术水平得到客户认可后，客户黏性不断提高，同时 CXO 产业链不同阶段业务的客户存在相互导流，所需销售推广费用较少，整体财务指标表现良好。

表 28: CXO 板块重点财务指标

	2019H1	2019Q2	2019Q1	2018A	2018H1
毛利率	45.61%	46.74%	44.17%	44.06%	44.88%
归母净利率	21.32%	23.03%	19.16%	20.41%	18.50%
扣非净利率	18.10%	20.36%	15.24%	16.22%	15.59%
销售费用率	3.21%	3.23%	3.19%	2.99%	3.02%
财务费用率	0.65%	-0.51%	2.12%	0.62%	2.13%
管理费用率	11.64%	10.82%	12.68%	19.26%	20.04%
研发费用/营业收入	6.91%	6.64%	7.27%		

资料来源：东兴证券研究所

CXO 板块趋势观点：

CXO 作为创新药研发的“卖水人”，能够深度嵌入药物研发全产业链，协助客户降低研发成本，缩短研发周期，提高研发效率，在服务过程中获取收益，先于药企实现业绩爆发，具有优秀的商业模式。在国

内创新药投入快速增长、科创板出台为中小创新药企拓宽融资渠道，进一步提高研发外包渗透率、国外药物研发离岸外包趋势加剧等因素驱动下，国内 CXO 行业有望长期保持极高的景气度，本土 CXO 企业有望持续受益，带动板块持续高增长。

3. 行业政策分析

3.1 8月20日，2019版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》发布

事件：

2019年8月20日，按照党中央、国务院决策部署，为进一步提高参保人员用药保障水平，规范医疗保险、工伤保险和生育保险用药管理，根据《中华人民共和国社会保险法》及相关文件要求，按照《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，国家医保局、人力资源社会保障部组织专家调整制定了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称《药品目录》）。

表 29：《药品目录》由凡例、西药、中成药、谈判药品、中药饮片五部分构成

主体部分	主要内容
凡例	对《药品目录》的编排格式、名称剂型规范、限定支付范围等内容的解释和说明
西药	化学药品和生物制品
中成药	中成药和民族药
谈判药品	尚处于谈判协议期内的药品
中药饮片	基金予以支付的饮片范围以及地方不得调整纳入基金支付的饮片范围

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

1) 动态调整，有进有出，优化药品结构，规范支付限定

从常规准入的品种看，调整前后药品数量变化不大，但通过动态调整、有进有出，药品结构发生了较大变化。

- 2017年版目录中共 2588 个药品（含 2017、2018 年两次谈判准入药品），包括西药 1345 个、中成药 1243 个（含民族药 88 个）；中药饮片采用排除法规定了基金不予支付费用的及单味使用不予支付费用的饮片。
- 本次发布的常规准入部分共 2643 个药品，包括西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个）；中药饮片采用准入法管理，共纳入有国家标准的中药饮片 892 个，地方可根据本地实际按程序增补。

表 30：2019 版相对 2017 版医保目录药品数量整体变化较小

主体部分	2017	2019
西药	1345	1322
中成药	1243	1321
总数	2588	2643

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

从调入的品种看，本次目录调整常规准入部分共调入 148 个品种，新增药品覆盖了要优先考虑的国家基

本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药等。其中通过常规准入新增重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单，并将 74 个基本药物由乙类调整为甲类。另外，上述领域的一些药品，特别是癌症、罕见病等用药主要被列入拟谈判名单，下一步经过谈判就价格达成一致的，将按规定纳入目录范围。

表 31: 2019 版药品目录调入品种（西药部分）

药品名称	医保分类	剂型	药品名称	医保分类	剂型
30/70 混合重组人胰岛素	甲	注射剂	哌罗匹隆	乙	口服常释剂型
50/50 混合重组人胰岛素	甲	注射剂	培哌普利氨氯地平 I 培哌普利氨氯地平 II 培哌普利氨氯地平 III	乙	口服常释剂型
阿比多尔	乙	口服常释剂型	培哌普利吲达帕胺	乙	口服常释剂型
阿比特龙	乙	口服常释剂型	瑞格列奈二甲双胍 I 瑞格列奈二甲双胍 II	乙	口服常释剂型
阿托西班	乙	注射剂	色甘荼甲那敏	乙	鼻用喷雾剂
艾曲泊帕乙醇胺	乙	口服常释剂型	沙格列汀二甲双胍 I 沙格列汀二甲双胍 II 沙格列汀二甲双胍 III	乙	缓释控释剂型
奥布卡因	乙	滴眼剂	生理氯化钠	乙	冲洗剂
奥美沙坦酯氨氯地平	乙	口服常释剂型	生理氯化钠	乙	溶液剂
奥硝唑	乙	口服常释剂型	薯蓣皂苷	乙	口服常释剂型
比格列酮二甲双胍	乙	口服常释剂型	双氧芬酸 双氧芬酸 II	乙	栓剂
肠内营养粉(AA)	乙	P 口服粉剂	双歧杆菌四联活菌	乙	口服常释剂型
肠内营养粉(AA-PA)	乙	口服粉剂	水飞蓟素	乙	口服常释剂型
唯二醇/唯二醇地屈孕酮	乙	口服常释剂型	索利那新	乙	口服常释剂型
德谷胰岛素	乙	注射剂	他卡西醇	乙	软膏剂
地诺孕素	乙	口服常释剂型	他扎罗汀	乙	软膏剂
地特胰岛素	乙	注射剂	他扎罗汀	乙	凝胶剂
短肽型肠内营养剂	乙	口服粉剂	他扎罗汀倍他米松	乙	软膏剂
多磺酸粘多糖	乙	软膏剂	替米沙坦氨氯地平	乙	口服常释剂型
恩他卡朋双多巴 恩他卡朋双多巴 II 恩他卡朋双多巴 III	乙	口服常释剂型	托珠单抗	乙	注射剂
二甲双胍格列吡嗪	乙	口服常释剂型	维生素 AD	乙	口服液体剂
二甲双胍格列维格列汀 II	乙	口服常释剂型	维生素 K4	乙	口服常释剂型
二甲双胍格列维格列汀 III	乙	口服常释剂型	戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮	乙	口服常释剂型
复方卡比多巴	乙	口服常释剂型	西格列汀二甲双胍 I 西格列汀二甲双胍 II	乙	口服常释剂型
复方罗布麻	乙	口服常释剂型			

甘精胰岛素	乙	注射剂	西甲硅油	乙	口服液体剂
戈利木单抗	乙	注射剂	胰岛素	甲	注射剂
谷赖胰岛素	乙	注射剂	银杏达莫	乙	注射剂
加替沙星	乙	滴眼剂	银杏蜜环	乙	口服液体剂
加替沙星	乙	眼用凝胶剂	银杏叶提取物	乙	口服常释剂型
精蛋白生物合成人胰岛素	甲	注射剂	银杏叶提取物	乙	口服液体剂
精蛋白生物合成人胰岛素 (预混 30R)	甲	注射剂	银杏叶提取物	乙	注射剂
精蛋白生物合成人胰岛素 (预混 50R)	甲	注射剂	吲达帕胺 II	乙	缓释控释剂型
精蛋白锌胰岛素(30R)	甲	注射剂	巯粟乙碘油	乙	注射剂
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混 合(25R)	乙	注射剂	整蛋白型肠内营养剂	乙	口服粉剂
精蛋白锌重组赖脯胰岛素混 合(50R)	乙	注射剂	重组甘精胰岛素	乙	净注射剂
精蛋白锌重组人胰岛素	甲	注射剂	重组赖脯胰岛素	乙	注射剂
精蛋白锌重组人胰岛素混合	甲	注射剂	左旋氯地平(左旋氯氯地平)	乙	口服常释剂型
精蛋白重组人胰岛素	甲	注射剂	唑尼沙胺	乙	口服常释剂型
精蛋白重组人胰岛素(预混 30/70)	甲	注射剂	肠内营养剂(SP)	乙	口服混悬剂
精蛋白锌重组人胰岛素混合 (30/70)	甲	注射剂	肠内营养剂(TP)	乙	口服粉剂
精蛋白锌重组人胰岛素混合 (40/60)	甲	注射剂	肠内营养剂(TP)	乙	口服混悬剂
精蛋白锌重组人胰岛素混合 (50/50)	甲	注射剂	肠内营养剂(TP)	乙	口服乳剂
卡泊三醇倍他米松	乙	软膏剂	肠内营养剂(TPF)	乙	口服混悬剂
卡泊三醇倍他米松	乙	凝胶剂	肠内营养剂(TPF)	乙	乳剂
卡左双多巴(左旋多巴/卡比 多巴)	乙	缓释控释剂型	肠内营养剂(TPF-D)	乙	口服混悬剂
坎地氢噻	乙	口服常释剂型	肠内营养剂(TPF-D)	乙	乳剂
抗人T细胞猪免疫球蛋白	乙	注射剂 1	肠内营养剂(TPF-DM)	乙	口服混悬剂
拉考沙胺	乙	口服常释剂型	肠内营养剂(TPF-FOS)	乙	口服混悬剂
赖脯胰岛素	乙	小产注射剂	肠内营养剂(TPF-T)	乙	乳剂
雷沙吉兰	乙	口服常释剂型	肠内营养剂(TP-HE)	乙	乳剂
利格列汀二甲双胍 I 利格列 汀二甲双胍 II	乙	口服常释剂型	肠内营养剂(TP-MCT)	乙	口服混悬剂
利斯的明	乙	贴剂	肠内营养剂(TPSPA)	乙	口服混悬剂
洛匹那韦利托那韦	乙	口服常释剂型	肠内营养剂 II (TP)	乙	口服混悬剂
氯喹那多普罗雌烯	乙	阴道片	肠内营养粉(AA)	乙	口服粉剂
门冬胰岛素	乙	注射剂	卡络磺钠(肾上腺色腺)	乙	注射剂

门冬胰岛素 30	乙	注射剂	果糖	乙	注射剂
门冬胰岛素 50	乙	注射剂	硼替佐米	乙	注射剂
纳曲酮	乙	口服常释剂型	米那度胺	乙	口服常释剂型
浓氧化钠	甲	注射剂			
利妥昔单抗	乙	注射剂			

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

表 32: 2019 版药品目录调入品种（中成药部分）

调入品种	2019 报销等 级	备注	调入品种	2019 报销等 级	备注
小儿感冒颗粒	乙		猴头健胃灵片	乙	
小儿感冒退热糖 浆	乙		舒肝消积丸	乙	▲
小儿退热合剂	乙		健胃消食口服 液	乙	▲
小儿退热口服液	乙		胃痞消颗粒	乙	▲；限有明确诊断证据的萎缩性 胃炎患者
小儿保安丸	乙		复方小活络丸	乙	
山蜡梅叶颗粒	乙		祛风骨痛巴布 膏	乙	▲
小儿双解止泻颗 粒	乙		威灵骨刺膏	乙	▲
三仁合剂	乙		狼疮丸	乙	
小儿暑感宁糖浆	乙		舒筋通络颗粒	乙	
养阴通秘胶囊	乙		补肾通淋颗粒	乙	
益气通便颗粒	乙		舟车丸	乙	
黄栀花口服液	乙	▲	分清五淋丸	乙	▲
四季抗病毒合剂	乙		黄莩胶囊	乙	
蛇伤解毒片	乙		龙金通淋胶囊	乙	▲
重楼解毒酊	乙		双冬胶囊	乙	▲
儿童清肺口服液	乙		益肾化湿颗粒	乙	▲
健肝乐颗粒	乙		生肌八宝散	乙	
猪苓多糖胶囊	乙		提毒散	乙	
茵陈退黄胶囊	乙		消癌平口服液	乙	限中晚期癌症
肠炎宁片	乙		通关藤注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期癌 症
虎地肠溶胶囊	乙		妇科再造胶囊	乙	▲
连番止泻胶囊	乙		经前舒颗粒	乙	▲
香连止泻片	乙		香附调经止痛	乙	▲

		丸			
抱龙丸	乙		化痰散结灌肠液	乙	
清热定惊散	乙		加味生化颗粒	乙	
纯阳正气丸	乙		妇可靖胶囊	乙	
济生橘核丸	乙		椿乳凝胶	乙	
标准桃金娘油肠溶胶囊	乙	▲	妇必舒阴道泡腾片	乙	▲
小儿哮喘颗粒	乙		安坤片	乙	▲
小儿宣肺止咳颗粒	乙		安坤胶囊	乙	▲
小儿咳嗽宁糖浆	乙		定坤丸	乙	▲；限月经不调，行经腹痛
小儿清热宣肺贴膏	乙	限急性支气管炎患儿	复方熊胆滴眼液	乙	
麻杏宣肺颗粒	乙		止血祛瘀明目片	乙	
小儿麻甘颗粒	乙		复方血栓通滴丸	乙	▲
丹龙口服液	乙		冰连滴耳剂	乙	
肉蔻四神丸	乙		小儿鼻炎片	乙	
小儿广朴止泻口服液	乙		苍耳子鼻炎滴丸	乙	
潞党参口服液	乙	限儿童	八味锡类散	乙	
醒脾胶囊	乙	▲	甘桔清咽颗粒	乙	
养胃舒片	乙	▲	正骨紫金丸	乙	
半夏和胃颗粒	乙		关节镇痛巴布膏	乙	
小儿腹泻宁	乙		恒古骨伤愈合剂	乙	
小儿厌食颗粒	乙	▲	全杜仲胶囊	乙	限肾虚腰痛
青蒿鳖甲片	乙		疤痕止痒软化膏	乙	限工伤保险
津力达口服液	乙		复方青黛丸	乙	
参芪消渴颗粒	乙	▲	复方硫黄乳膏	乙	▲
麦芪降糖丸	乙	▲	蛇脂参黄软膏	乙	▲
生脉饮（人参方）	乙	▲	银屑胶囊	乙	▲
+			银屑颗粒	乙	▲
炙甘草合剂	乙		郁金银屑片	乙	
六味安神胶囊	乙	▲	安神丸	乙	
榆梳止血颗粒	乙				

药品名称	医保分类	剂型	药品名称	医保分类	剂型
大株红景天片	乙	限有冠心病、心绞痛的明确诊断证据	六味明目丸	乙	
芪参通络胶囊	乙		六味安消丸	乙	
补虚通瘀颗粒	乙		凉血十味散	乙	
灵宝护心丹	乙		凉血十味片	乙	
龙加通络胶囊	乙	▲	消白软膏	乙	
芪丹通脉片	乙		保妇康凝胶	乙	
通心舒胶囊	乙	▲	明目地黄胶囊	乙	
银杏叶酊	乙	▲	生脉饮口服液	乙	▲
复脉定胶囊	乙		血塞通滴丸	乙	▲
复方龙血竭胶囊	乙		血塞通分散片	乙	▲
脑栓康复胶囊	乙		滑膜炎胶囊	乙	
消癥丸	乙		消炎利胆分散片	乙	
心速宁胶囊	乙		胆木浸膏糖浆	乙	▲

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

从调出的品种看，共调出 150 个品种，其中约一半是被国家药监部门撤销文号的药品，其余主要是临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品，而此前在 6 月份卫健委发布的第一批国家重点监控合理用药药品目录中的 20 个重点监控品种也全部调出。

表 33: 2019 版药品目录调出品种（西药部分）

药品名称	医保分类	剂型	药品名称	医保分类	剂型
阿莫西林舒巴坦	乙	注射剂	精制破伤风抗毒素	乙	注射剂
氨鲁米特	甲	口服常释剂型	糠馏油	乙	软膏剂
苯丙醇	乙	口服常释剂型	抗蝮蛇毒血清	甲	注射剂
苯丙酸诺龙	甲	注射剂	雷奈酸锶	乙	干混悬剂
苯甲酸	乙	软膏剂	硫利达嗪	乙	口服常释剂型
吡硫醇	乙	注射剂	硫氯酚	甲	口服常释剂型
标准桃金娘油	乙	口服常释剂型	硫喷妥钠	甲	注射剂
丙磺舒	乙	口服常释剂型	氯丙那林	乙	口服常释剂型
丙卡巴胂	甲	口服常释剂型	氯霉素甘油	乙	滴耳剂
布桂嗪	甲	口服常释剂型	氯霉素氯化可的松	乙	滴耳剂
布桂嗪	乙	注射剂	氯哌噻吨	乙	注射剂
草木犀流浸液	乙	口服常释剂型	氯硝柳胺	乙	口服常释剂型
醋氨茶碱	甲	注射剂	麦角胺咖啡因	甲	口服常释剂型
大黄碳酸氢钠	甲	口服常释剂型	美洛西林舒巴坦	乙	注射剂
胆影葡胺	甲	注射剂	米诺地尔	乙	口服常释剂型
氮甲	乙	口服常释剂型	帕尼培南倍他米隆	乙	注射剂
地红霉素	甲	口服常释剂型	泮库溴铵	乙	注射剂

碘苯酯	甲	注射剂	喷他脞	甲	口服常释剂型
碘番酸	甲	口服常释剂型	喷他脞	乙	注射剂
碘曲仑	乙	注射剂	喷替酸钙钠	甲	注射剂
碘塞罗宁	乙	口服常释剂型	普拉睾酮	乙	注射剂
碘他拉葡甲胺	乙	注射剂	普鲁卡因	甲	注射剂
动物骨多肽制剂	乙	注射剂	普鲁卡因胺	甲	注射剂
动物源短效胰岛素	甲	注射剂	普通胰岛素预混	甲	注射剂
动物源预混胰岛素	甲	注射剂	前列地尔	乙	注射剂
动物源长效胰岛素	甲	注射剂	硫乙胺	甲	注射剂
动物源中效胰岛素	甲	注射剂	曲匹布通	乙	口服常释剂型
短效胰岛素类似物	乙	注射剂	人中效胰岛素	乙	注射剂
二乙基二硫代氨基甲酸 钠	甲	注射剂	升华硫	乙	软膏剂
酚酞	甲	口服常释剂型	十一烯酸	乙	外用液体剂 软膏剂
氟芬那酸	乙	口服常释剂型	舒洛地特	乙	口服常释剂型
氟甲松龙	乙	滴眼剂入	舒托必利	乙	注射剂
氟哌噻吨	乙	口服常释剂型	鼠神经生长因子	乙	注射剂
氟哌噻吨	乙	注射剂	双复磷	甲	注射剂
氟轻松	甲	软膏剂	双氨麦角胺	乙	口服常释剂型
复方安息香酞	乙	外用液体剂	司他夫定	乙	口服散剂
复方氨基酸(3AA)	乙	注射剂	四环素醋酸可的松	甲	软膏剂
复方茶碱	乙	口服常释剂型	四氢帕马丁	乙	口服常释剂型
复方醋酸曲安奈德	乙	滴耳剂	铁羧葡胺	乙	注射剂
复方地芬诺酯	甲	口服常释剂型	托西溴苄铵	乙	注射剂
复方碘溶液	甲	口服液体剂	妥拉唑啉	乙	注射剂
复方甲硝唑(甲硝维参)	乙	阴道泡腾片 栓剂	乌苯美司	乙	口服常释剂型
复方磷酸可待因	乙	溶液剂	西拉普利	乙	口服常释剂型
复方诺氟沙星	乙	滴鼻剂	小儿大黄碳酸氢钠	甲	口服常释剂型
复方羟甲唑啉	乙	吸入剂	小牛血清去蛋白	乙	眼用凝胶
复方曲安缩松	乙	软膏剂 贴膏剂	小牛血去蛋白提取物	乙	眼用凝胶
复方樟脑	乙	口服液体剂	澳丙胺太林	乙	口服常释剂型
复合磷酸氢钾	乙	注射剂	液状石蜡	乙	口服液体剂
桂利嗪	乙	口服常释剂型	依达拉奉	乙	注射剂
桂哌齐特	乙	注射剂	依酚氯铵	乙	注射剂

果糖二磷酸钠	乙	注射剂	依米丁	乙	注射剂
后马托品	乙	眼膏剂	依那普利氢氯噻嗪 依那普利氢氯噻嗪II	乙	口服常释剂型
磺苄西林	乙	注射剂	胰岛素类似物预混	乙	注射剂
蒿三硫	乙	口服常释剂型	乙胺嗪	甲	口服常释剂型
己酸羟孕酮	乙	注射剂	乙琥胺	乙	口服常释剂型 口服液体剂
甲睾酮	甲	口服常释剂型	乙酰螺旋霉素	乙	口服常释剂型
甲硫氨酸维 B1	乙	注射剂	异氟烷	甲	液体剂 吸入剂
甲紫	乙	外用液体剂	右旋糖酐(20、40、70)氯化钠	甲	注射剂
胶体磷[32P]酸锗	乙	注射剂	鱼肝油酸钠	甲	注射剂
结合雌激素/甲羟孕酮	乙	口服常释剂型	扎鲁司特	乙	口服常释剂型
精制抗狂犬病血清	乙	注射剂	长春碱	乙	谢注射剂
精制抗蛇毒血清	乙	注射剂	长春西汀	乙	口服常释剂型
精制抗炭疽血清	乙	注射剂	长春西汀	乙	注射剂
长效胰岛素类似物	乙	注射剂			

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

表 34: 2019 版药品目录调出品种（中成药部分）

调出医保品种	2017 报销等级	调出医保品种	2017 报销等级
玉泉片	甲	脑血康丸	乙
三七片	甲	脑血康胶囊	乙
三七胶囊	甲	脑血康颗粒	乙
青黛散	甲	脑血康口服液	乙
柴黄胶囊	乙	消痰康片	乙
感咳双清胶囊	乙	消痰康胶囊	乙
牛黄清感胶囊	乙	滇白珠糖浆	乙
维 C 银翘胶囊	乙	朝阳丸	乙
重感灵片	乙	朝阳胶囊	乙

重感灵胶囊	乙	胃疼宁片	乙
胆木浸膏胶囊	乙	脉君安片	乙
抗病毒丸	乙	山绿茶降压片	乙
抗病毒片	乙	山绿茶降压胶囊	乙
雪胆素片	乙	石龙清血颗粒	乙
澳泰乐片	乙	中风回春颗粒	乙
澳泰乐胶囊	乙	复方梅笠草片	乙
澳泰乐颗粒	乙	丹田降脂丸	乙
肝苏丸	乙	泰脂安胶囊	乙
乙肝健胶囊	乙	脂康颗粒	乙
新雪丸	乙	九一散	乙
四物膏	乙	生肌散	乙
心脑欣丸	乙	安多霖胶囊	乙
强肝丸	乙	螺旋藻片	乙
养血安神丸	乙	螺旋藻胶囊	乙
养血安神糖浆	乙	得生丸	乙
荷叶丸	乙	乳块消丸	乙
心灵丸	乙	八宝眼药	乙
盾叶冠心宁片	乙	脱牙敏糊剂	乙
地奥心血康颗粒	乙	沈阳红药、沈阳红药片	乙
薯蓣皂苷片	乙	湿毒清片	乙
保利尔胶囊	乙	湿毒清胶囊	乙
豨红通络口服液	乙	鼻炎滴剂	乙
豨荃通栓丸	乙	银黄注射液	乙
银杏叶注射液	乙	逍遥胶囊	乙
清热解毒注射液	乙	祖师麻注射液	乙

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

本次目录调整除了调入调出品种外，在支付范围限定方面进行加强规范，进一步提高用药合理性与医保资金支付效用：1) 所有的支付限定都在药监部门批准的说明书适应症范围内；2) 确保能够满足临床合理用药需求，应该保的保障到位。3) 对容易过度使用的药品，综合考虑其临床价值、临床地位、可替代程度、费用水平等因素确定了支付限定。4) 要加强限定支付范围的执行。

表 35: 2019 版药品目录中备注报销范围进一步加强规范（部分中成药品种）

品种	报销等级	2019 备注	2017 备注
疤痕止痒软化乳膏	乙	限工伤保险	▲
消风止痒颗粒	乙	限儿童	▲
枸杞颗粒	乙	限弱视	▲；限弱视
仙灵骨葆胶囊	甲	限中、重度骨质疏松	▲；限有骨质疏松并导致骨折的临床证据
仙灵骨葆片（颗粒）	乙	限中、重度骨质疏松	▲；限有骨质疏松并导致骨折的临床证据

脉络通、脉络通片(胶囊、颗粒)	乙	限周围血管血栓性病变	▲; 限周围血管血栓性病变
定坤丹	乙	▲; 限月经不调, 行经腹痛	▲
丹鹿胶囊	乙	▲; 限乳腺增生	▲
归芪活血胶囊	乙	▲; 限神经根型颈椎病	▲
血栓通胶囊	乙	▲;限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	▲
茵栀黄注射液	甲	限二级及以上医疗机构	
喘可治注射液	乙	限二级及以上医疗机构支气管哮喘急性发作的患者	
肿节风注射液	乙	限二级及以上医疗机构	
止喘灵注射液	乙	限二级及以上医疗机构	
刺五加注射液	乙	限二级及以上医疗机构	
健脾益肾颗粒	乙	限恶性肿瘤放化疗血象指标低下及免疫功能低下的患者	限恶性肿瘤放化疗血象指标低下及免疫功能低下
黄芪注射液	乙	限二级及以上医疗机构病毒性心肌炎患者	限恶性肿瘤放化疗血象指标低下及免疫功能低下
清开灵注射液	甲	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫、神志不清的患者
丹红注射液	乙	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症抢救患者	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症患者
注射用丹参多酚酸盐	乙	限二级及以上医疗机构并有明确冠心病稳定型心绞痛诊断的患者	限二级及以上医疗机构并有明确冠心病、心绞痛诊断患者
参附注射液	甲	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急危重症患者
金复康口服液	乙	限原发性非小细胞肺癌	限肺癌
安宫牛黄丸	甲	限高热惊厥或中风所致的昏迷急救、抢救时使用	限高热、出血性脑中风引起的神昏抢救时使用
紫雪、紫雪胶囊(颗粒)	甲	限高热惊厥急救、抢救时使用	限高热、出血性脑中风引起的神昏抢救时使用
安脑丸(片)	乙	限高热、出血性脑中风引起的神昏急救、抢救时使用	限高热、出血性脑中风引起的神昏抢救时使用
局方至宝丸	乙	限高热惊厥急救、抢救时使用	限高热惊厥
银杏达莫注射液	乙	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者, 支付不超过 14 天
银杏叶提取物注射液	乙	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者; 限耳部血流及神经障碍患者。 支付不超

过 14 天			
注射用银杏叶提取物	乙	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者；限耳部血流及神经障碍患者。支付不超过 14 天
康艾注射液	乙	限二级及以上医疗机构说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗	限说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗
参松养心胶囊	甲	限有室性早搏的诊断证据	限有明确的冠心病室性早搏的诊断证据
参芪扶正注射液	乙	限二级及以上医疗机构；与肺癌、胃癌放化疗同步使用并有血象指标低下及免疫功能低下证据的患者	限与肺癌、胃癌放化疗同步使用
艾迪注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限中晚期癌症
复方苦参注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限中晚期癌症
消癌平注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限中晚期癌症
鸦胆子油乳注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限中晚期癌症
康莱特注射液	乙	限二级及以上医疗机构中晚期肺癌或中晚期肝癌	限中晚期肺癌和肝癌
瓜蒌皮注射液	乙	在二级及以上医疗机构并有冠心病稳定型心绞痛明确诊断证据的患者	在二级及以上医疗机构并有冠心病、心绞痛明确诊断的患者

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

2) 开展谈判准入，提高临床价值较高但价格较贵的药品可及性

谈判准入是近年来医保药品目录准入方式方面的一个重大创新，2017 年和 2018 年，医保部门通过谈判方式在医保药品目录中分别纳入了 36 个和 17 个药品，包括了利拉鲁肽、曲妥珠单抗、来那度胺、奥西替尼等，对于提高参保人员用药保障水平、保证基金平稳运行起到了非常重要的作用。

本次目录调整对谈判准入的方法做了进一步完善，对于临床价值高但价格昂贵或对基金影响较大的专利独家药品，通过专家评审和投票遴选，初步确定 128 个药品纳入拟谈判准入范围，包括 109 个西药和 19 个中成药。主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。大部分都是近几年国家药监局批准的新药，亦包括国内重大创新药品。

下一步，医保局将按程序征求拟谈判药品企业意愿，组织企业按要求提供材料，由测算专家进行药物经济学和基金承受能力评估，确定谈判底线，由谈判专家与企业谈判，形成双方认可的全国统一的支付标准后，按程序纳入目录范围，以确保基金安全。对于 2017 年谈判准入的、协议将于 2019 年底到期且目前尚无仿制药上市的 31 个药品的续约谈判，将与 128 个拟谈判药品的准入谈判同步进行。

表 36: 2019 版药品目录中协议期内谈判药品部分

药品名称	剂型	医保支付标准
利拉鲁肽	注射剂	410 元 (3ml:18mg/支, 预填充注射笔)

重组人尿激酶原	注射剂	1020元(5mg(50万IU)/支)
重组人凝血因子VIIa	注射剂	5780元(1mg(50KIU)/支)
重组人脑利钠肽	注射剂	585元(0.5mg(500U)/瓶)
托伐普坦	口服常释剂型	99元(15mg/片) 168.3元(30mg/片)
阿利沙坦酯	口服常释剂型	7.05元(240mg/片) 3.04元(80mg/片)
奥曲肽	微球注射剂	7911元(30mg/瓶);5800元(20mg/瓶)
吗啉硝唑氯化钠	注射剂	106元(100ml: 500mg 吗啉硝唑和 900mg 氯化钠/瓶)
泊沙康唑	口服液体剂	2800元(40mg/ml 105ml/瓶)
阿扎胞苷	注射剂	1055元(100mg/支)
曲妥珠单抗	注射剂	7600元(440mg(20ml)/瓶)
贝伐珠单抗	注射剂	1998元(100mg(4ml)/瓶)
尼妥珠单抗	注射剂	1700元(10ml: 50mg/瓶)
西妥昔单抗	注射剂	1295元(100mg(20ml)/瓶)
厄洛替尼	口服常释剂型	195元(150mg/片) 142.97元(100mg/片)
阿法替尼	口服常释剂型	200元(40mg/片);160.5元(30mg/片)
奥希替尼	口服常释剂型	510元(80mg/片);300元(40mg/片)
克唑替尼	口服常释剂型	260元(250mg/粒);219.2元(200mg/粒)
塞瑞替尼	口服常释剂型	198元(150mg/粒)
安罗替尼	口服常释剂型	487元(12mg/粒);423.6元(10mg/粒);357元(8mg/粒)
拉帕替尼	口服常释剂型	70元(250mg/片)
阿帕替尼	口服常释剂型	136元(250mg/片) 185.5元(375mg/片) 204.15元(425mg/片)
阿昔替尼	口服常释剂型	207元(5mg/片);60.4元(1mg/片)
索拉非尼	口服常释剂型	203元(0.2g/片)
舒尼替尼	口服常释剂型	448元(50mg/粒);359.4元(37.5mg/粒);263.5元(25mg/粒);155元(12.5mg/粒)
培唑帕尼	口服常释剂型	272元(400mg/片);160元(200mg/片)
瑞戈非尼	口服常释剂型	196元(40mg/片)
维莫非尼	口服常释剂型	112元(240mg/片)
尼洛替尼	口服常释剂型	94.7元(200mg/粒);76元(150mg/粒)
伊布替尼	口服常释剂型	189元(140mg/粒)
重组人血管内皮抑制素	注射剂	630元(15mg/2.4×10 ⁵ U/3ml/支)
西达本胺	口服常释剂型	385元(5mg/片)
伊沙佐米	口服常释剂型	4933元(4mg/粒);3957.9元(3mg/粒);3229.4元(2.3mg/粒)
培门冬酶	注射剂	2980元(5ml:3750IU/支);1477.7元(2ml:1500IU/支)
氟维司群	注射剂	2400元(5ml: 0.25g/支)
重组人干扰素β-1b	注射剂	590元(0.3mg/支)
依维莫司	口服常释剂型	148元(5mg/片) 87.05元(2.5mg/片)
喹硫平	缓释控释剂型	3.72元(50mg/片) 10.76元(200mg/片) 14.68元(300mg/片)
帕罗西汀	肠溶缓释片	4.59元(12.5mg/片) 7.8元(25mg/片)

康柏西普	眼用注射液	5550 元 (10mg/ml 0.2ml/支)
雷珠单抗	注射剂	5700 元 (10mg/ml 0.2ml/支、10mg/ml 0.165ml/支 (预充式))
司维拉姆	口服常释剂型	8.1 元 (800mg/片)
碳酸铜	咀嚼片	14.65 元 (500mg/片) 19.98 元 (750mg/片) 24.91 元 (1000mg/片)
银杏二萜内酯葡胺注射液		316 元 (5ml/支, 含银杏二萜内酯 25mg)
银杏内酯注射液		79 元 (2ml/支, 含萜类内酯 10mg)
复方黄黛片		10.5 元 (0.27g/片)
注射用黄芪多糖		278 元 (250mg/瓶)
参一胶囊		6.65 元 (含人参皂苷 Rg3 10mg/粒)

资料来源：国家医疗保障局，东兴证券研究所

观点：

对产业的影响：本次药品目录调整是国家医保局成立后首次全面调整，也是自 2000 年第一版药品目录以来对原有目录品种的一次全面梳理，确定了“突出重点、补齐短板、优化结构、鼓励创新”的调整思路，优先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等。通过调整，国家医保药品目录实现了药品“有进有出”，基金支出“腾笼换鸟”。目录内药品结构进一步优化，管理更加严格规范，用药保障质量和水平进一步提高。本次目录调整有利于减轻广大参保人员药品费用负担，有利于提升医保资金的使用效益，也有利于促进医药产业创新发展。

对投资的影响：从本次药品目录调整的品种结构优化可以看出，创新药、高质量仿制药等临床价值较高的药品是未来通过进出调整、谈判目录等手段纳入医保目录的主要方向，就本次药品目录已经有进有出的品种来看，新纳入目录品种较多的企业有望受益医保带来的销售放量，如恒瑞医药、中国生物制药、瀚森制药等；就未来药品谈判纳入目录来看，拥有创新药等临床价值较高的药品的企业有望持续受益，如恒瑞医药等。

3.2 8 月 26 日，《中华人民共和国药品管理法》由第十三届全国人大常委会第十二次会议修订通过

事件：

根据中华人民共和国主席令（第三十一号），《中华人民共和国药品管理法》（以下简称药品管理法）已由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十二次会议于 2019 年 8 月 26 日修订通过，并将于 2019 年 12 月 1 日起施行。

本次修订后的药品管理法对药品上市许可持有人制度、药品追溯制度、药品审批制度等重要制度进行建立健全改革完善，对是否允许互联网销售处方药、如何处理进口未注册海外上市药品等社会关切问题作出细致全面的指导。

表 37：《药品管理法》修订后重要新增与改动内容

重要板块	重要新增或改动内容
药品研制和研发	支持以临床价值为导向、对人体疾病具有明确或者特殊疗效的药物创新，鼓励具有新的治疗

机理、治疗严重危及生命的疾病或者罕见病、对人体具有多靶向系统性调节干预功能等的新药研制，推动药品技术进步

鼓励运用现代科学技术和传统中药研究方法开展中药科学研究和药物开发，建立和完善符合中药特点的技术评价体系，促进中药传承创新。

鼓励儿童用药品的研制和创新，支持开发符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格，对儿童用药品予以优先审评审批。

药物临床试验机构实行备案管理

对治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病以及公共卫生方面急需的药品、药物，临床试验已有数据显示疗效并能预测其临床价值的，可以附条件批准，并在药品注册证书中载明相关事项

药品上市许可持有人制度

药品上市许可持有人是指取得药品注册证书的企业或者药品研制机构等

药品上市许可持有人依法对药品研制、生产、经营、使用全过程中药品的安全性、有效性和质量可控性负责

药品上市许可持有人可以自行生产药品，也可以委托药品生产企业生产血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、药品类易制毒化学品不得委托生产；但是，国务院药品监督管理部门另有规定的除外

药品追溯制度

制定统一的药品追溯标准和规范，推进药品追溯信息互通互享，实现药品可追溯建立药物警戒制度，对药品不良反应及其他与用药有关的有害反应进行监测、识别、评估和控制

药品经营

鼓励、引导药品零售连锁经营。从事药品零售连锁经营活动的企业总部，应当建立统一的质量管理制度，对所属零售企业的经营活动履行管理责任

药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品不得在网络上销售

药品储备和供应

实行药品储备制度，建立中央和地方两级药品储备

实行基本药物制度，满足疾病防治基本用药需求

实行短缺药品清单管理制度

鼓励短缺药品的研制和生产，对临床急需的短缺药品、防治重大传染病和罕见病等疾病的新药予以优先审评审批

药品监督管理与法律责任

修改假药、劣药范围，“必须批准而未经批准生产、进口，或者依照本法必须检验而未经检验即销售的药品”未列在假药范围内

未经批准进口少量境外已合法上市的药品，情节较轻的，可以依法减轻或者免于处罚

资料来源：《中华人民共和国药品管理法》，东兴证券研究所

观点：

对产业的影响：

药品管理法最初制定于1984年，于2001年2月进行过修订，此后除了对个别条款作有所修改以外，未进行过大的修改，本次修订是时隔18年后的全面化、系统性、结构性的重大修订，对药品研发生产销售等环节相关的重要制度进行补全完善，对社会关注度高的公众问题进行规范指导，在鼓励医药创新、优

化审评审批效率、明确网售药品规定、规范未注册海外药品进口管理、完善药品追溯制度与药物警戒制度等多方面对整个医药产业影响深远。

对投资的影响：

1) 通过建立健全药品上市许可持有人制度、鼓励高临床价值新药研发、简化临床短缺高质量药品审批流程、对儿童药品、床急需的短缺药品、防治重大传染病和罕见病等疾病的新药予以优先审评审批等手段，进一步鼓励国产医药创新、加速上市安排，利好国内创新药企业与创新药研发外包服务企业，如恒瑞医药、泰格医药等；2) 鼓励药品零售连锁经营，接触网售药品对于处方药的限制，利于处方外流和药品销售渠道基层下沉，利好国内流通企业龙头与零售药店龙头，如九州通、益丰药房等；3) 完善药品追溯制度与药物警戒制度，加强对假药劣药违法责任人的处罚力度，药品行业规范进一步提高，市场集中度有望提升，利好具备高质量药品品种，高标准研发生产销售管理能力的传统大型药企与提供相关监督管理服务的相关企业，如恒瑞医药、中国生物制药、昭衍新药等。

3.3 9月1日，上海阳光采购网发布联盟地区药品集中采购文件，国家在4+7及已跟进省份基础上组织相关地区形成联盟，开展跨区域联盟药品集中带量采购

事件：

9月1日上海阳光采购网发布联盟地区药品集中采购文件，国家在4+7及已跟进省份基础上组织相关地区形成联盟，开展跨区域联盟药品集中带量采购。本次带量采购的试点扩面如期而至，囊括大陆地区除4个直辖市(4+7内)及河北、福建外的(跟进)全部省份(联盟地区内4+7城市除外)，带量采购正式全国推开，试点成果进一步扩大，集采市场明显扩容。

表 38: 本轮联盟采购相对4+7规则

采购量	首年约定采购量基数
采购量	中选1家采购首年约定基数的50%；中选2家采购基数60%；中选3家采购则采购基数70%，次年约定采购量则按首年实际采购量进行同比例约定。
采购周期	中选企业2家及以内为1年；中选企业3家为2年，每年一签，视情况可延长一年。采购周期内若超过约定采购量部分中选企业仍按中选价供应，直至采购周期满。
申报价	按实际供应价申报，报企业按主品规最小采购单元报价(符合药品差比价规则)，申报价不应高于“4+7采购按差比价规则折算后价格，且不应高于本企业同品种2019年7月31日之前联盟地区省级集中采购最低价。
品种确定规则	按现行药品差比价规则进行比价，确定最低3家企业获得拟中选资格(申报企业不足3家的以实际为准)，然后进行供应地区确认。企业申报价格相同时：4+7城市中标优先；2018年供应省区数量多优先；2018年联盟地区销售量优先；原料药自产优先；通过一致性评价时间在前优先。
地区确认规则	拟中选企业应结合产能确认供应地区，按申报价格由低到高(当价格相同时按上述顺序)依次交替确认供应地区，每个企业每次选择一个省，至全部确认完毕，不得弃权，否则视为放弃资格。

资料来源：上海阳光采购网，东兴证券研究所

点评：

本轮招标按申报价格最低 3 家中标进入下一轮，企业压力明显缓解，对已获得一定市场份额且品种竞争格局较好的企业有较大利好，有望进一步扩大品种市场份额，丢标风险也大大降低。在价格相同情况下优先次序核心考虑仍然是保证试点地区供应稳定性，其次再考虑生产成本等其他因素，对产能较大及原先市场份额较大的龙头企业来说仍然具有相对优势。

进一步压价是必然趋势，且此前国家反复摸查企业的产能及成本，一是确保供应稳定性，二是考察投标企业的生产成本，因此我们预计未来仿制药的毛利率可能要向规模制造业看齐，只保留一定比例的附加利润，大部分品种价格仍有压缩空间。

就具体品种降价空间而言，首先竞争在三家以内的基本没有丢标压力，尤其独家竞争品种将独享本轮扩面成果，预计降幅极为有限；对于 2-3 家企业竞争来说，各企业基本在安全区内，由于多家中标企业报低价排挤其他家情况基本不存在，预计降幅有限；而对于 3 家以上企业来说，肯定有企业有丢标风险，价格竞争预计较为激烈，根据此前 4+7 的经验我们认为规模效益较好的企业将脱颖而出。

本次扩面基本解决试点和非试点地区价格差异问题，全国价格均等化，为后续政策制定及品种扩大奠定基础，所有相关厂家将必须适应新模式规则，积极调整自身业务模式。仿制药行业将加速升级，不具成本效益、无稳定产能的企业、一致性评价滞后的企业将逐步被淘汰，行业向头部集中。

从受益厂家来看，我们认为本轮扩面采购还是原有独家品种较多的企业受益显著，结合上表综合考虑我们认为华海药业及翰森制药在本轮扩面采购中受益相对显著。

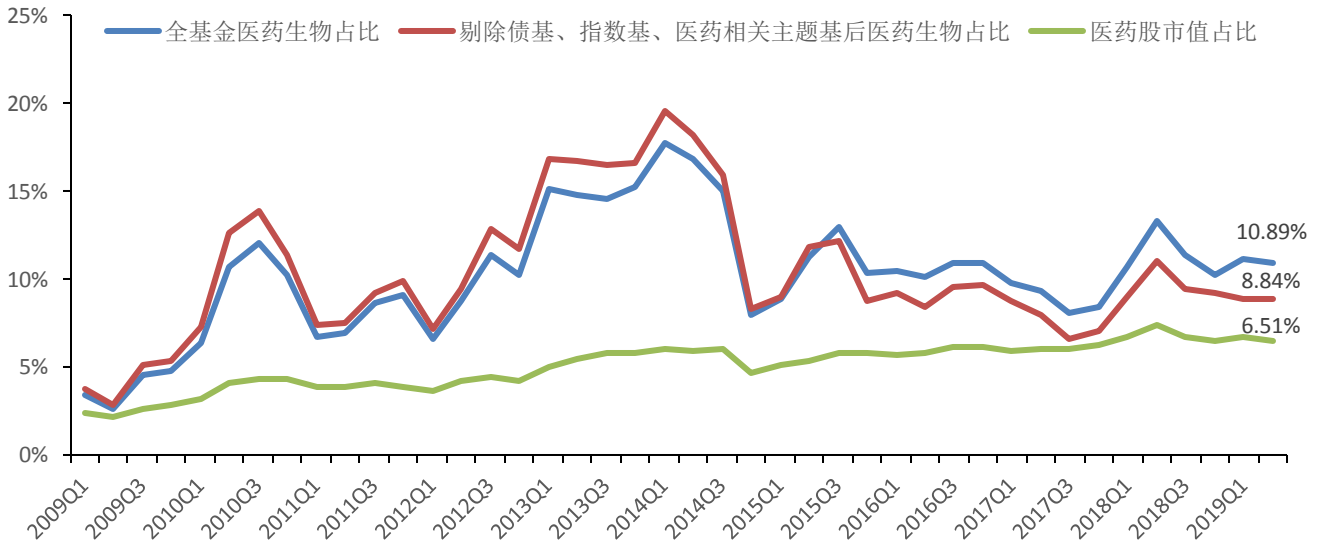
长期来看我们仍继续看好产品储备丰富、原料制剂一体化以及细分领域龙头的仿制药企业，如科伦药业、华海药业、京新药业、乐普医疗、翰森制药（港股）、中国生物制药（港股）等。

4. 热点数据追踪

4.1 基金重仓持股之医药持仓情况更新（更新至 2019Q2）

1) 整体来看，2019Q2 基金重仓持股中医药占比相对 2019Q1 略微下降，截至 2019.7.21，基于基金重仓股（前十）信息，全基金重仓医药占比为 10.89%，环比下降 0.26 个百分点，剔除债基、指数基、医药相关主题后的基金重仓医药占比为 8.84%，环比下降 0.03 个百分点。

图 22: 基金重仓持股中医药持仓变化情况（2009-2019Q2）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

2) 医药股基金重仓持有基金数来看：排名前5的医药生物标的分别为恒瑞医药、长春高新、泰格医药、爱尔眼科和通策医疗，增幅排名前5的标的分别为恒瑞医药、益丰药房、爱尔眼科、通策医疗、迈瑞医疗

3) 医药股基金重仓持股市值来看：排名前5的医药生物标的分别为恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、泰格医药和通策医疗，增幅排名前5的标的分别为恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、迈瑞医疗、泰格医药

表 39: 基金重仓持股中医药持仓变化情况 (2009-2019Q2)

医药股基金重仓持有基金数/持市值增长情况 (Top20)									
代码	名称	19Q2 持有基金数	19Q1 持有基金数	19Q2相对19Q1 持有基金数增加	代码	名称	19Q2 持有市值 (亿元)	19Q1 持有市值 (亿元)	19Q2相对19Q1 持有市值增加 (亿元)
600276.SH	恒瑞医药	448	271	177	600276.SH	恒瑞医药	150.2	119.1	31.1
603939.SH	益丰药房	74	27	47	000661.SZ	长春高新	128.6	103.4	25.2
300015.SZ	爱尔眼科	134	89	45	300015.SZ	爱尔眼科	77.4	54.3	23.1
600763.SH	通策医疗	120	76	44	300760.SZ	迈瑞医疗	39.9	19.0	20.9
300760.SZ	迈瑞医疗	101	60	41	300347.SZ	泰格医药	50.5	31.0	19.5
000661.SZ	长春高新	360	324	36	603939.SH	益丰药房	25.7	10.4	15.2
002001.SZ	新和成	54	20	34	300142.SZ	沃森生物	25.8	12.8	13.0
603259.SH	药明康德	54	23	31	002001.SZ	新和成	14.0	4.1	9.9
300347.SZ	泰格医药	136	106	30	600161.SH	天坛生物	11.7	2.0	9.6
300142.SZ	沃森生物	59	33	26	600529.SH	山东药玻	18.5	9.5	9.0
600332.SH	白云山	53	27	26	002422.SZ	科伦药业	16.5	8.0	8.4
600529.SH	山东药玻	60	35	25	300357.SZ	我武生物	14.0	6.2	7.8
603233.SH	大参林	34	9	25	603883.SH	老百姓	15.9	8.6	7.3
002422.SZ	科伦药业	55	40	15	603233.SH	大参林	9.2	3.2	6.0
002007.SZ	华兰生物	61	48	13	600763.SH	通策医疗	49.8	44.0	5.8
300630.SZ	普利制药	55	44	11	603882.SH	金城医学	10.7	4.9	5.8
002223.SZ	鱼跃医疗	49	38	11	603259.SH	药明康德	9.4	3.8	5.6
300529.SZ	健帆生物	42	32	10	300630.SZ	普利制药	17.7	12.8	4.9
000538.SZ	云南白药	63	54	9	600739.SH	辽宁成大	4.6	0.0	4.6
603883.SH	老百姓	41	32	9	300463.SZ	迈克生物	6.2	1.9	4.3

资料来源：wind, 东兴证券研究所

4.2 血液制品批签发数据情况（2019年1-8月累计值）

1) 人血白蛋白：折合 10g 规格，进口+国产（3093 万支，同比-8.4%），国产（1351 万支，同比+1.7%），华兰（180 万支，同比+11.6%），博雅（50 万支，同比-2.0%），天坛（287 万支，同比+3.8%）。

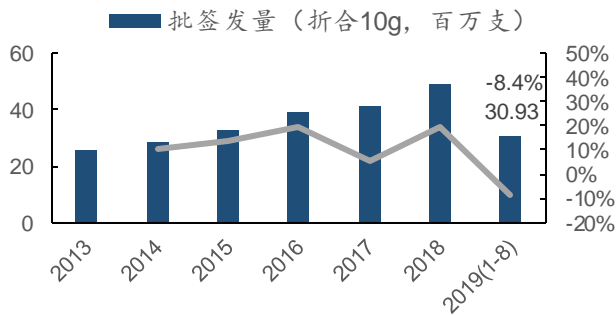
2) 人免疫球蛋白：折合 2.5g 规格，整体（734 万支，同比-7.3%），华兰（106 万支，同比+27.0%），博雅（39 万支，同比-20.0%），天坛（191 万支，同比-3.8%）。

3) 人纤维蛋白原：折合 0.5g 规格，整体（51.3 万支，同比-14.2%），华兰（0.2 万支，同比-96.0%），博雅（21.7 万支，同比-34.8%）。

4) 人凝血酶原复合物：折合 200IU 规格，整体（65.5 万支，同比-14.7%），华兰（24.8 万支，同比-46.5%）。

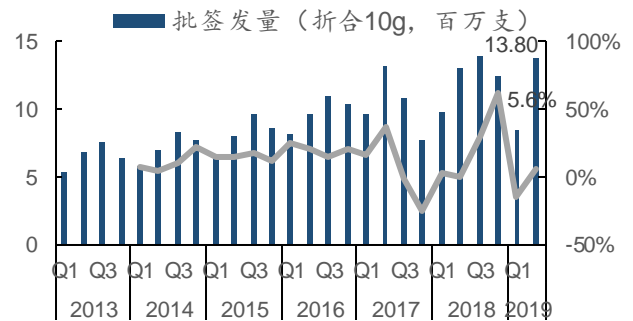
5) 人凝血因子 VIII：折合 200IU 规格，整体（98.1 万支，同比-23.7%），华兰（338.5 万支，同比-32.9%）。

图 23：人血白蛋白（进口+国产）（折合 10g，按年）



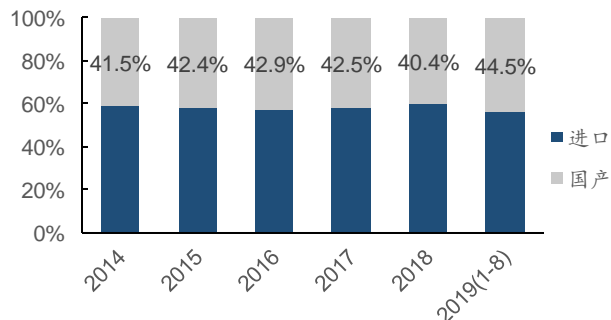
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 24：人血白蛋白（进口+国产）（折合 10g，按季度）



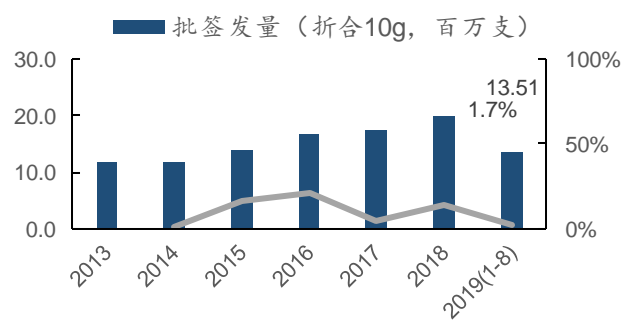
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 25：人血白蛋白（进口+国产份额）（折合 10g，按年）



资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

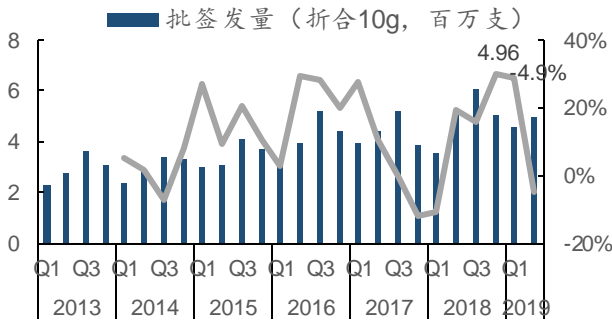
图 26：人血白蛋白（国产）（折合 10g，按年）



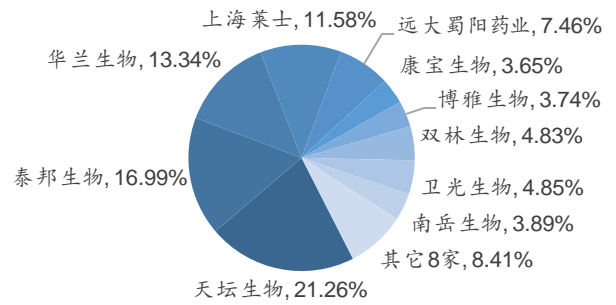
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 27：人血白蛋白（国产）（折合 10g，按季度）

图 28：人血白蛋白（国产份额）（折合 10g，2019（1-7））



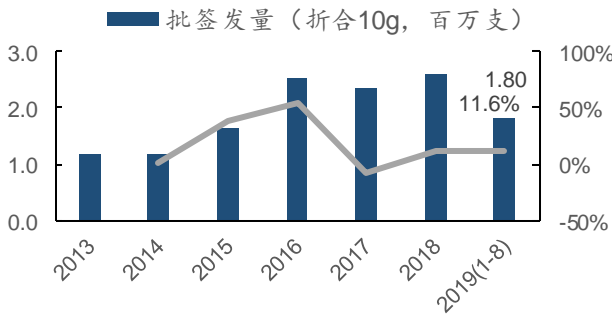
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所



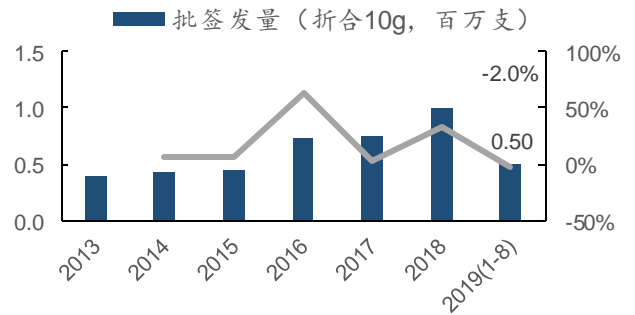
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 29: 人血白蛋白（华兰生物）（折合 10g，按年）

图 30: 人血白蛋白（博雅生物）（折合 10g，按年）



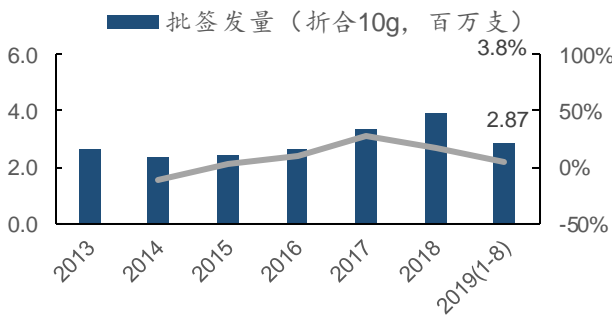
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所



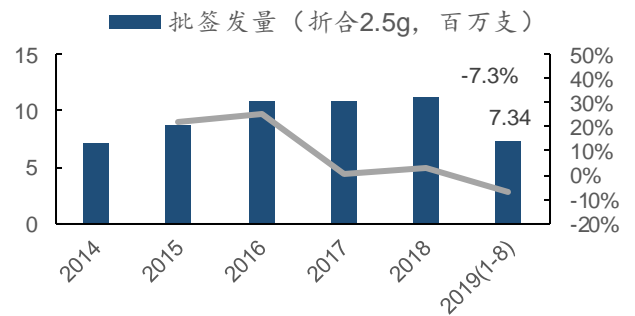
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 31: 人血白蛋白（天坛生物）（折合 10g，按年）

图 32: 人免疫球蛋白（国产）（折合 2.5g，按年）

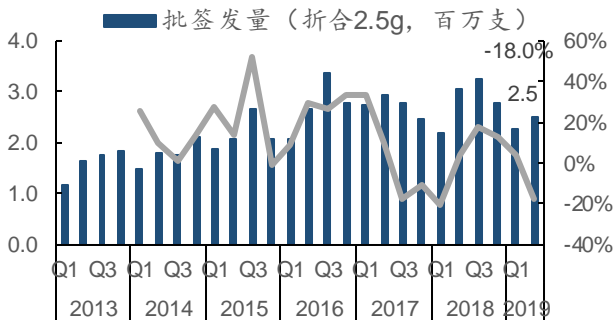


资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所



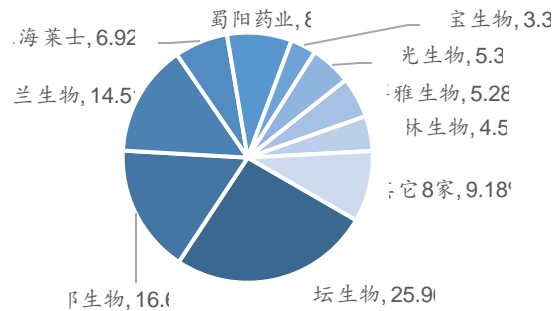
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 33：人免疫球蛋白（国产）（折合 2.5g，按季度）



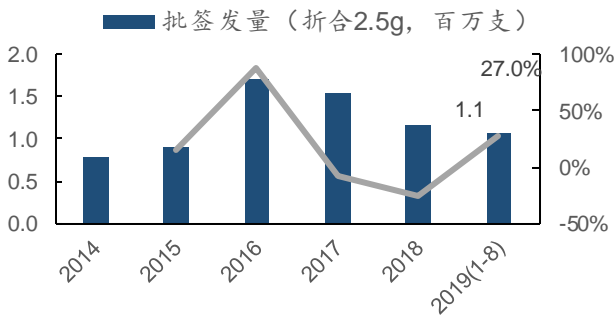
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 34：人免疫球蛋白（国产份额）（折合 2.5g，2019（1-7））



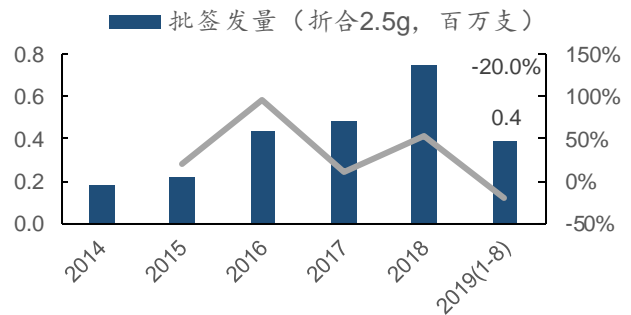
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 35：人免疫球蛋白（华兰生物）（折合 2.5g，按年）



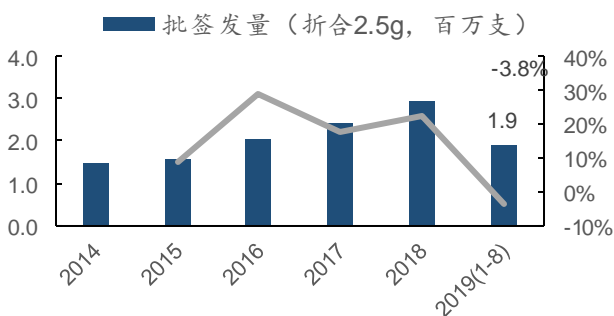
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 36：人免疫球蛋白（博雅生物）（折合 2.5g，按年）



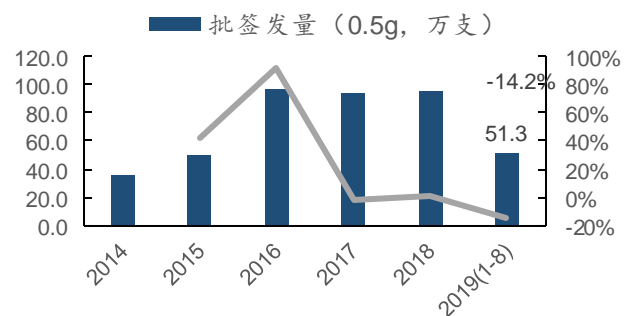
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 37：人免疫球蛋白（天坛生物）（折合 2.5g，按年）



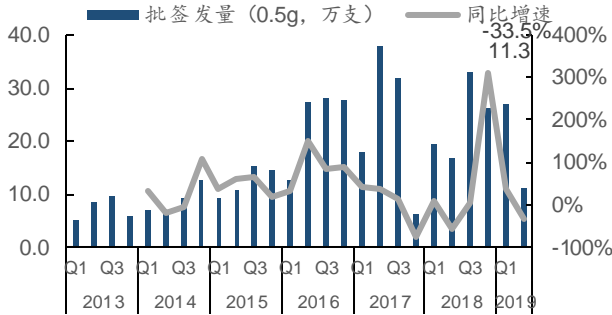
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 38：人纤维蛋白原（国产）（折合 0.5g，按年）



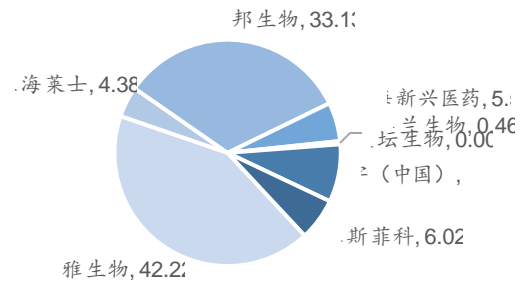
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 39：人纤维蛋白原（国产）（折合 0.5g，按季度）



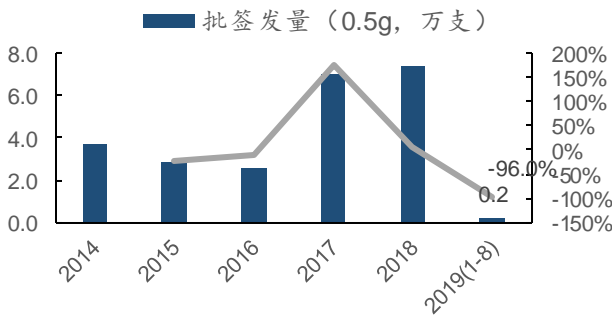
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 40：人纤维蛋白原（国产份额）（折合 0.5g，2019（1-7））



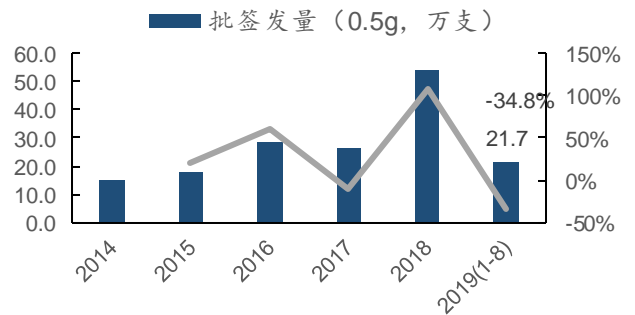
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 41：人纤维蛋白原（华兰生物）（折合 0.5g，按年）



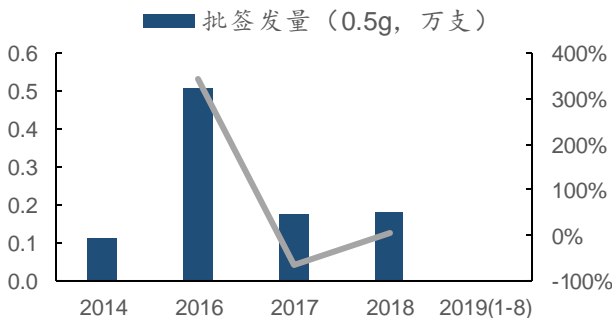
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 42：人纤维蛋白原（博雅生物）（折合 0.5g，按年）



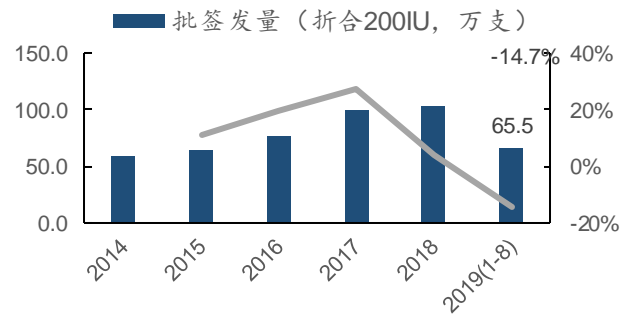
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 43：人纤维蛋白原（天坛生物）（折合 0.5g，按年）



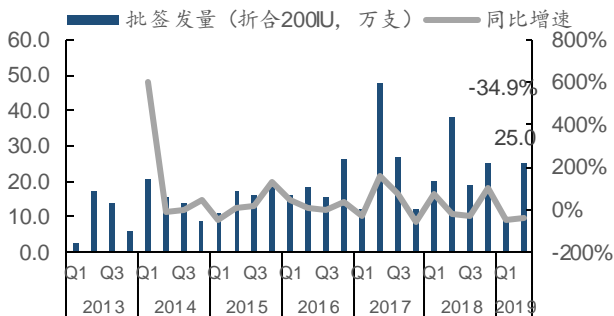
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 44：人凝血酶原复合物（国产）（折合 200IU，按年）



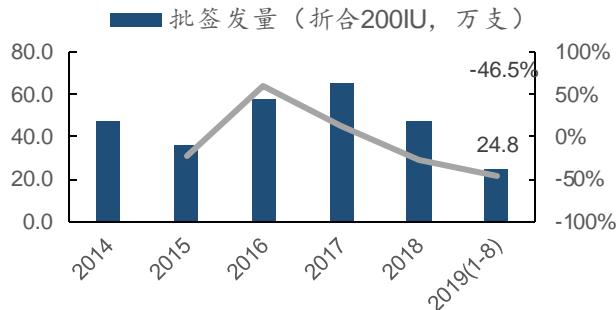
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 45：人凝血酶原复合物（国产）（折合 200IU，按季度）



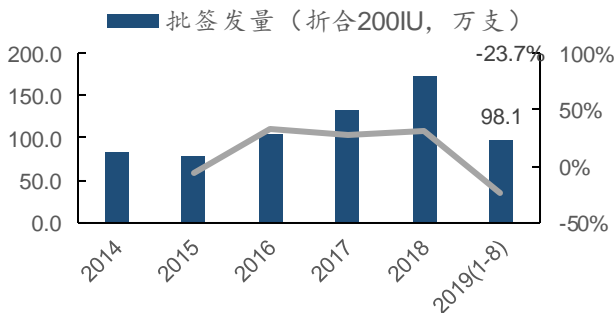
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 46：人凝血酶原复合物（华兰生物）（折合 200IU，按年）



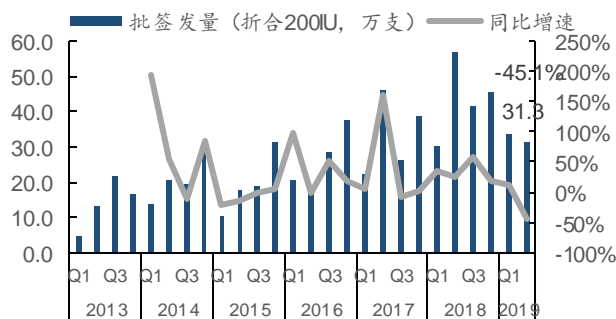
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 47：人凝血因子 VIII（国产）（折合 200IU，按年）



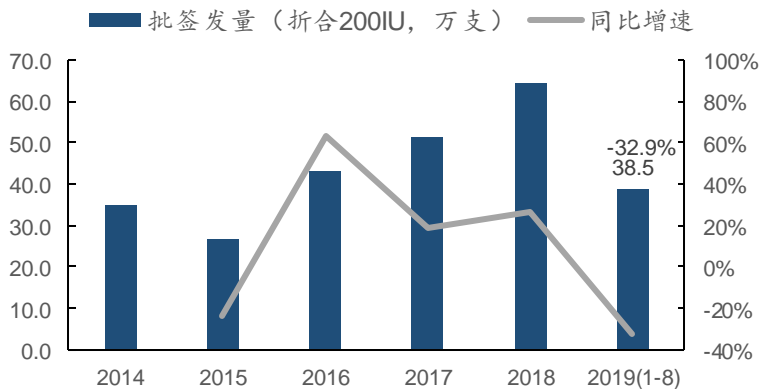
资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 48：人凝血因子 VIII（国产）（折合 200IU，按季度）



资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

图 49：人凝血因子 VIII（华兰生物）（折合 200IU，按年）



资料来源：wind 医药库，药智数据，东兴证券研究所

4.3 原料药价格变动情况分析

1) 抗生素类

本月硫氰酸红霉素价格下行明显，系主要参与厂家川宁公司大幅降低报价所致

表 40: 抗生素主要品种价格变化(2019-09)

	国内最新 报价(元/ 千克)	8月环比 涨幅	相比年初 涨幅	历史最 高价	历史 最低 价	年度 均价	距本周 期起点 涨跌幅	周期开 始时间	本周 期起 点价	相关公司
青霉素工业盐	60	0.00%	-2.44%	150	47	59	27.7%	2016-7	47	联邦制药、华北制药、鲁抗集团
6-APA	150	0.00%	-14.29%	490	135	161	11.1%	2016-6	135	联邦制药、现代制药、科伦药业
7-ACA	410	-2.38%	-6.82%	1000	330	431	24.2%	2017-4	330	科伦药业、健康元、石药集团、华北制药、现代制药
硫氰酸红霉素	350	0.00%	-24.73%	540	270	421	18.6%	2016-9	295	科伦药业、东阳光药、宁夏启元、宁夏泰瑞、河南华星
阿莫西林	195	0.00%	8.33%	485	130	190	50.0%	2016-6	130	现代制药、联邦制药、华北制药

数据来源:wind, 健康网, 东兴证券研究所

2) 扑热息痛类

由于7月13日八一化工装置检修发生爆鸣事故致一死一伤，本月扑热息痛依旧处于停报状况。

表 41: 解热镇痛主要品种价格变化(2019-09)

	国内最新报价 (元/千克)	7月环 比涨幅	相比年 初涨幅	历史 最高 价	历史 最低 价	年 度 均 价	距本周 期起 点 涨 跌 幅	周期开 始时间	本周 期起 点 价	相关公司
安乃近	69.5	0.00%	-0.71 %	71	37	70	17.8%	2016-1 1	59	新华制药、武汉武药、浙江海森、河北冀衡
布洛芬	170	0.00%	-5.56 %	180	67.5	173	151.9 %	2011-2	67.5	湖北百科、山东新华、浙江巨化等
阿司匹 林	24	-4.00 %	-5.88 %	31	16	25	6.7%	2016-2	22.5	山东新华制药、南京制药厂、吉林恒和制药等
咖啡因	82.5	0.00%	10.00	92	52	79	43.5%	2014-1	57	石药集团、国龙制药、新华制药、

		%				5		吉林舒兰合成等
扑热息痛	报价价差较大	51.5	18	47	2017-6	23		鲁安药业、利康药业、华港药业、河北冀衡、康乐药业等

数据来源:wind, 健康网, 东兴证券研究所

3) 激素类

表 42: 激素主要品种价格变化(2019-07)

	国内最新报价 (元/千克)	7月环比涨幅	相比年初涨幅	历史最高价	历史最低价	年度均价	距本周 期起点 涨跌幅	周期开 始时间	本周 期起 点价 格	相关公司
4-AD 皂素	510	-1.92%	-12.07%	1200	380	549	34.2%	2017-3	380	保定九孚、赛托生物、仙琚制药
地塞米松	8300	2.47%	1.84%	14500	7300	8119	-42.8%	2013-8	14500	恒源医药、华驰医药、百科药业等 仙琚制药、天发药业、天津天药、 津津药业、瑞丰制药等

数据来源:wind, 健康网, 东兴证券研究所

4) 心血管类

表 43: 解热镇痛主要品种价格变化(2019-06)

	国内最新报价 (元/千克)	7月环比 涨幅	相比年 初涨幅	历史 最高 价	历史 最低 价	年度 均价	距本周 期起点 涨跌幅	周期开 始时间	本周 期起 点价 格	相关公司
厄贝沙坦	825	6.45%	26.92%	1200	525	738	57.1%	2017-4	525	华海药业、天宇药 业、润都制药、美 诺华、瑞天医药等
缬沙坦	1950	0.00%	18.18%	2200	625	1817	212.0%	2017-4	625	天宇药业、美诺华、 润都制药、新赛科、 瑞天医药等
赖诺普利	2800	-13.85%	-31.71%	8000	2800	3458	-62.7%	2012-10	7500	华海药业、上海青 平、浙江昌明、中 孚药业
马来酸依那普利	890	2.30%	42.40%	900	380	788	76.2%	2017-8	505	华海药业、浙江昌 明、美诺华、诺柏 医药

阿托伐他汀钙	1900	0.00%	11.76%	7000	1400	1867	35.7%	2018-11	1400	京新药业、新东港、乐普医疗、嘉林药业、阿尔法药业等
--------	------	-------	--------	------	------	------	-------	---------	------	---------------------------

数据来源:wind, 健康网, 东兴证券研究所

5. 投资策略与推荐个股

政策发布符合预期，仿制药短期压力趋缓，创新药看医保谈判。8月份医药行业政策密集出台，新药品管理法和2019版医保目录发布，带量采购扩面文件也正式出台，影响产业的多个层面。对于仿制药，前期沟通会已提出中标规则的调整，最终落地文件也确认了非独家最低价中标，政策风向趋缓。对于创新药，国家医保局此轮初步确定128个药品纳入拟谈判准入范围，其中西药109个，主要是一些临床价值高但价格昂贵或对基金影响较大的专利独家药品。参考前两次医保谈判后纳入报销的品种销量情况，新纳入品种有望受益医保带来的销售放量。

高景气领域延续，强者依然恒强。总结2019年医药各子行业的业绩表现，创新药服务商（CXO）和疫苗等高景气的细分领域依然延续高增长，2019年Q2扣非净利增速分别为53.71%和32.35%。支撑CXO高增长趋势的动力，可以从化学制剂行业研发支出增加得到印证。疫苗、口腔、眼科等系列领域的高增长有消费升级和重磅新产品上市驱动的支撑。医药制造业分化趋势延续，医保控费叠加带量采购的降价影响，扣非业绩下滑比例的上市公司比例增加，从子行业看，中成药子行业Q2扣非下滑5.75%，部分品种调出医保后继续承压，而生物制药子行业Q2扣非增长22.04%。上市公司业绩分化则更为显著，资源进一步向头部企业集中，强者恒强。在化学制剂、医疗器械和医药流通领域，一线龙头的业绩增长更为确定。

目前医药行业板块2019年动态估值为30倍，相对于沪深300的溢价率为166%，较7月份进一步提升，仍处于历史中等偏上水平。考虑到市场政策趋向温和，高景气领域和龙头企业业绩增长的确定性，医药板块有望在接下来的4季度实现估值切换，维持行业看好评级。

子行业逻辑及个股推荐：

- 1) **先选赛道，聚焦高景气细分领域。**政策主要影响医保报销领域，而自费用药、自费耗材和服务项目等受政策干扰少，具有确定性的优势。服务方向，眼科需求增长稳定，民营占比仍有较大提升空间，推荐**爱尔眼科**；医疗器械方向，民营口腔种植牙市场处于井喷阶段，持续带动口腔修复膜等耗材增长，重点推荐**正海生物**。药品方向，白蛋白院外市场增长迅速，企业库存消耗快，推荐**华兰生物**。
- 2) **布局创新产业链。**国产创新药逐步迎来收获期，创新药研发企业推荐**恒瑞医药**、**科伦药业**、**众生药业**和**海辰药业**。医疗器械研发企业，推荐**乐普医疗**和**迈瑞医疗**。创新药服务企业，推荐**药明康德**和**昭衍新药**。
- 3) **发掘供给侧变化，而且具有升级转型潜力的公司。**看好泛酸钙和VE的继续提价，推荐**亿帆医药**和**浙江医药**。缬沙坦事件影响已基本计提，长期有望逐步恢复，推荐**华海药业**。

6. 风险提示

政策变动风险；公司业绩不及预期；药品安全监管风险；

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	仁和药业 (000650.SZ)：OME 产品高速增长，业绩好转趋势持续	2019-9-4
行业	东兴证券联盟地区药品集中采购文件点评：医药行业，招采规则趋于缓和，头部企业优势得以凸显	2019-9-3
公司	恒瑞医药 (600276.SH)：分线改革提升销售水平，创新成果拉动业绩增长	2019-9-2
公司	爱尔眼科 (300015.SZ)：引进世界级战投资本，深入推动国际化进程	2019-9-2
公司	华兰生物 (002007.SZ)：业绩略低预期，期待下半年四价流感疫苗放量	2019-8-30
公司	美年健康 (002044.SZ)：由规模驱动向内生发展驱动转型，构建大健康产业集群	2019-8-30
公司	云南白药 (000538.SZ)：中报业绩相对平稳，混改完成乘风起航	2019-8-29
公司	科伦药业 (002422.SZ)：重磅仿制药放量迅速，一致性评价品种储备丰富	2019-8-29
公司	迈瑞医疗 (300760.SZ)：一站式整体解决方案服务商，强化研发创新推动产品高端化升级	2019-8-29
公司	亿帆医药 (002019.SZ)：中报利润改善明显，海外销售实现开门红	2019-8-29
公司	博雅生物 (300294.SZ)：业绩略低预期，关注丹霞后续进展	2019-8-28
公司	乐普医疗 (300003.SZ)：支架系统业绩弹性增加，产品丰富度提升扩大成长空间	2019-8-28
公司	浙江医药 (600216.SH)：利润改善明显，核心品种有望维持高景气	2019-8-28
公司	京新药业 (002020.SZ)：深耕心血管+精神神经领域，多点开花助力业绩高增长	2019-8-27
公司	爱尔眼科 (300015.SZ)：收购国际领先眼科集团，完善全球化眼科生态圈	2019-8-27
公司	振兴生化 (000403.SZ)：2019 年中报点评，业绩符合预期，经营持续改善	2019-8-27
公司	片仔癀 (600436.SH)：中报业绩符合预期，日化产品未来可期	2019-8-27
公司	迪瑞医疗 (300396.SZ)：业绩稳定释放，产品结构优化奠定中长期增长基础	2019-8-26
公司	爱尔眼科 (300015.SZ)：加速布局立体医疗网络，夯实业绩增长基础	2019-8-26
公司	正海生物 (300653.SZ)：口腔膜保持高速增长，生物骨业绩高弹性可期	2019-8-23
公司	药明康德 (603259.SH)：中报业绩超预期，龙头价值持续体现	2019-8-22
公司	昭衍新药 (603127.SH)：2019 年中报点评，中报业绩超预期，全年高增长趋势不变	2019-8-13
公司	众生药业 (002317.SZ)：业绩环比提升，研发成果逐步显现	2019-8-8
公司	海辰药业 (300584.SZ)：2019 半年报暨引进 NMS 1111b 项目点评，核心产品高增长，海外引进创新药开启新篇章	2019-8-5

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：李勇

医药生物行业分析师，上海社会科学院世界经济学硕士、山东大学药学学士，曾就职于基业常青经济研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖医疗器械、医疗服务领域。

研究助理：殷一凡

医药生物行业研究员，北京大学药剂学硕士、药学学士，2018年水晶球第六名团队核心成员，2018年加盟东兴证券研究所，重点关注CRO、生物药领域。

研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

研究助理：王敏杰

医药生物行业分析师，中央财经大学金融学硕士、中山大学医学学士，2019年加入东兴证券研究所，主要覆盖中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。