

原料药行业具备投资机遇

最近一年行业指数走势



联系信息

沈瑞

分析师

SAC 证书编号: S0160517040001

021-68592283

shenr@ctsec.com

相关报告

- 1 《工业增速下台阶主旋律依然是看创新能力:医药生物行业中报解读》 2019-09-06
- 2 《慢牛格局不变,医药短期超涨:医药生物漫谈第九十三期》 2019-08-26
- 3 《一系列“好事”将压制一系列“坏事”主导成长股向上:医药生物漫谈第九十二期》 2019-08-19

● 带量采购将提升医药原料药企业价值

带量采购是原料药行业质变的转折点,仿制药领域价值将上升。医保局直接介入药品带量采购,销售型中间商不必要的处方药“营销”和医生灰色收入将被挤出,关系营销时代一去不复返。原料药企业不再因销售短板而受制于制剂厂商,因为买家主要是医保部门,质量可靠、成本控制才是仿制药的核心竞争力,原料药企业有望打通产业链,向下游进军获得更多利益。

● 受益于需求增加与供给受限原料药行业景气度上升

原料药的上游是化工,中国依然具备最完善的产业链条,这个链条也很难短期转移到国外。受益国内供给侧改革,原料药新增产能受限,中国的人口老龄化带来的原料药需求依然持续扩大。供给难以持续放大,需求有一定的增量,必然带动原料药行业的景气度上升。今年中报,主要上市原料药企业的扣非净利润率达到了近五年新高的 8.48%,上升趋势仍在延续。

● 三季度是原料药企业确认收入的旺季,有望演绎三季报行情

原料药企业因生产规模较化工企业较小,但链条长,污染较大,从 2015 年开始已显现出受益于环保政策,扣非净利润增速达到 34%,2016 年增速达到 18%,2017 年短暂停滞,2018 年前三季度净利润增速达到 17%。因较大的股票市场系统性风险,股价 2018 年大幅下跌,上市公司也在 2018Q4 业绩“洗澡”做实了财务,2019 年上半年扣非净利润增速重回 20%。至少未来半年到年报行情前,原料药企业的业绩是持续高增长的。选择行业细分领域经过洗牌,竞争格局良好,需求稳定的公司将获得超额回报。抗生素领域是最大的仿制药细分领域,首推低估值的金城医药;受益于“猪周期”的肝素行业,推荐低估值的东诚药业。

风险提示:新增产能投放超预期的风险

表 1:重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (09.16)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300233	金城医药	86.38	21.97	0.67	1.54	1.48	32.79	14.27	14.84	买入
002675	东诚药业	104.21	12.99	0.35	0.49	0.63	37.11	26.51	20.62	买入

数据来源:Wind,财通证券研究所

内容目录

1、原料药行业具备投资机遇.....	3
1.1 带量采购将提升医药原料药企业价值.....	3
1.2 受益于需求增加与供给受限原料药行业景气度上升.....	3
1.3 三季度是原料药企业确认收入的旺季，有望演绎三季报行情.....	3
2、本周市场回顾.....	5
2.1 医药生物行业一周表现.....	5
2.2 子行业及个股一周表现.....	6
2.3 行业估值变化.....	7
3、重要报告摘要.....	7
3.1 研究报告：益丰药房-603939-外延快速驱动业绩，融资积极助力... 7	
3.2 研究报告：大参林-603233-深耕华南增长快，精细管理效益高.... 8	
4、周新闻资讯.....	8
5、风险提示.....	9

图表目录

图 1：原料药上市公司净利润率接近五年新高.....	3
图 2：原料药上市公司业绩持续向好.....	4
图 3：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较.....	5
图 4：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）.....	6
图 5：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）.....	6
图 6：2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）.... 7	

表 1：重点公司投资评级.....	1
表 2：主要原料药上市公司历史业绩情况.....	4
表 3：本周个股涨幅前十.....	7
表 4：本周个股跌幅前十.....	7

1、原料药行业具备投资机遇

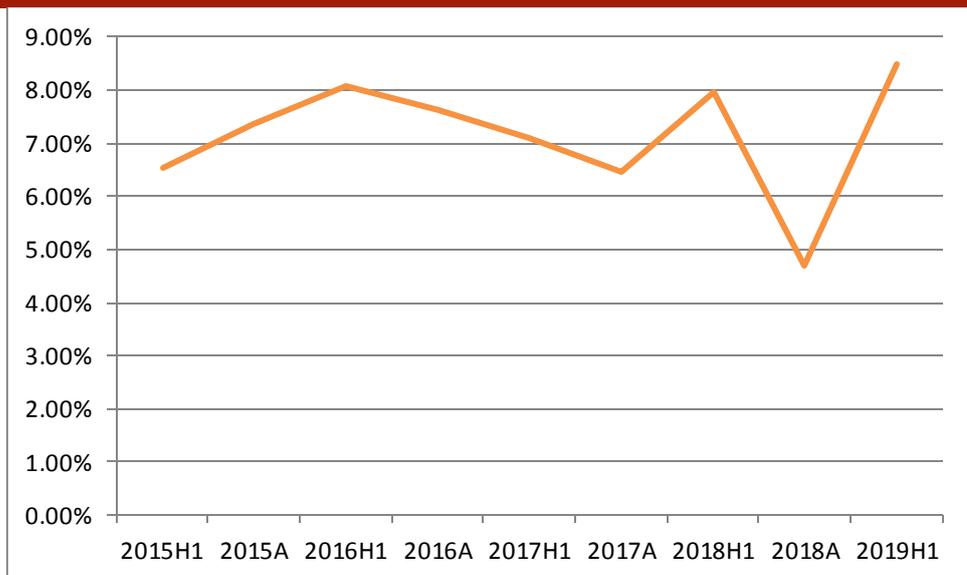
1.1 带量采购将提升医药原料药企业价值

带量采购是原料药行业质变的转折点，仿制药领域价值将上升。医保局直接介入药品带量采购，销售型中间商不必要的处方药“营销”和医生灰色收入将被挤出，关系营销时代一去不复返。原料药企业不再因销售短板而受制于制剂厂商，因为买家主要是医保部门，质量可靠、成本控制才是仿制药的核心竞争力，原料药企业有望打通产业链，向下游进军获得更多利益。

1.2 受益于需求增加与供给受限原料药行业景气度上升

原料药的上游是化工，中国依然具备最完善的产业链条，这个链条也很难短期转移到国外。受益国内供给侧改革，原料药新增产能受限，中国的人口老龄化带来的原料药需求依然持续扩大。供给难以持续放大，需求有一定的增量，必然带动原料药行业的景气度上升。今年中报，主要上市原料药企业的扣非净利润率达到了近五年新高的 8.48%，上升趋势仍在延续。

图 1：原料药上市公司净利润率到达近五年新高



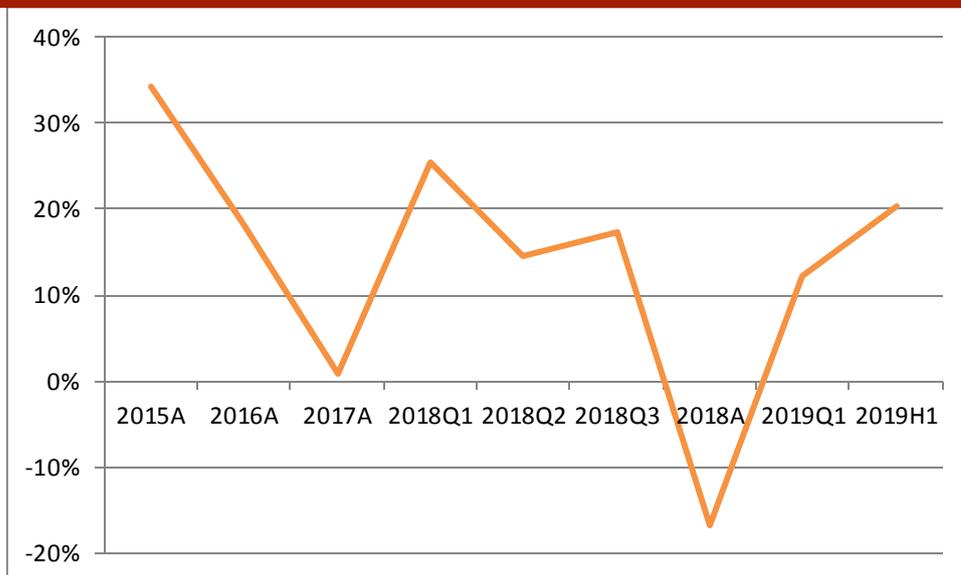
数据来源：Wind、财通证券研究所

1.3 三季度是原料药企业确认收入的旺季，有望演绎三季报行情

原料药企业因生产规模较化工企业较小，但链条长，污染较大，从 2015 年开始已显现出受益于环保政策，扣非净利润增速达到 34%，2016 年增速达到 18%，2017 年短暂停滞，2018 年前三季度净利润增速达到 17%。因较大的股票市场系统性风险，股价 2018 年大幅下跌，上市公司也在 2018Q4 业绩“洗澡”做实了财务，2019 年上半年扣非净利润增速重回 20%。至少未来半年到年报行情前，原料药企

业的业绩是持续高增长的。选择行业细分领域经过洗牌，竞争格局良好，需求稳定的公司将获得超额回报。抗生素领域是最大的仿制药细分领域，首推低估值的金城医药；受益于“猪周期”的肝素行业，推荐低估值的东诚药业。

图 2：原料药上市公司业绩持续向好



数据来源：Wind、财通证券研究所

下表是以财通证券医药组分类追踪的原料药企业，扣除了下游需求以兽用饲料为主的维生素领域。红色标记的是利润体量较大，利润增速与预期较好，股价对原料药业绩变化较为敏感的公司。业绩持续向好与底部反转的值得更多重点关注。

表 2：主要原料药上市公司历史业绩情况

证券简称	扣非净利润 2019H1	2018Q1 扣 非净利润 同比增速	2018Q2 扣 非净利润 同比增速	2018Q3 扣 非净利润 同比增速	2018A 扣 非净利润 同比增速	2019Q1 扣 非净利润 同比增速	2019H1 扣 非净利润 同比增速
天宇股份	23,971	-51%	-3%	87%	708%	574%	
美诺华	7,821	-47%	-38%	7%	78%	434%	
同和药业	2,450	-70%	-68%	-67%	-78%	-4%	
普洛药业	29,160	33%	32%	77%	63%	70%	
金城医药	21,616	35%	21%	31%	-10%	36%	
司太立	9,097	-14%	23%	30%	60%	94%	
奥翔药业	2,689	-81%	-10%	-11%	-33%	165%	
华海药业	26,476	25%	-20%	-34%	-81%	-29%	
健友股份	27,994	108%	78%	46%	35%	25%	
京新药业	24,770	22%	25%	30%	654%	20%	
山河药辅	3,681	31%	46%	58%	49%	32%	

润都股份	5,403		5%	6%	2%	24%	23%
天药股份	8,965	167%	112%	84%	59%	45%	17%
新华制药	13,579	53%	38%	46%	38%	11%	13%
北大医药	2,824	91%	114%	75%	27%	1%	5%
新光药业	4,080	-1%	-19%	-13%	-20%	-3%	1%
东宝生物	1,472	29%	46%	58%	60%	-8%	-3%
九洲药业	9,190	15%	45%	14%	31%	-44%	-9%
福安药业	14,288	-7%	-12%	-7%	-246%	-14%	-9%
赛托生物	5,343	511%	181%	151%	41%	0%	-12%
富祥股份	10,602	21%	36%	30%	16%	-29%	-18%
尔康制药	12,454	-50%	-47%	-47%	-43%	-16%	-40%
广济药业	5,922	262%	129%	67%	46%	-66%	-48%
海普瑞	6,572	-424%	-5602%	849%	929%	-71%	-69%
海正药业	546	-380%	8531%	514%	332%	-469%	-109%

数据来源: Wind、财通证券研究所

2、本周市场回顾

2.1 医药生物行业一周表现

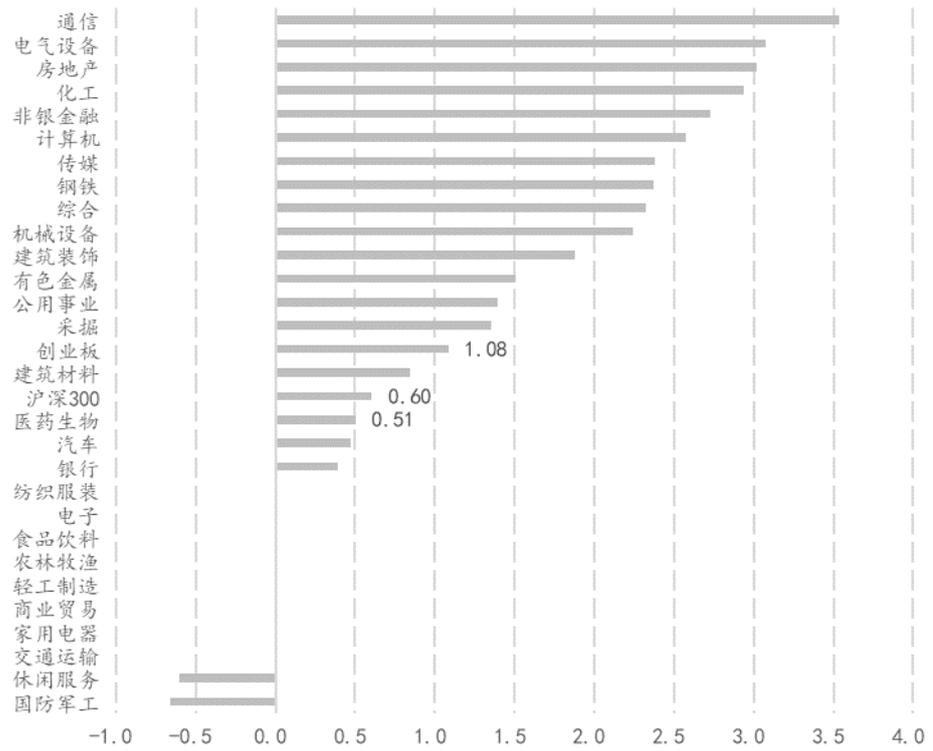
本周沪深 300 指数上升 1.20%、创业板指上升 1.27%。行业板块通信 (+3.54%)、电气设备 (+3.07%)、房地产 (+3.01%) 有所上涨,国防军工 (-0.66%)、休闲服务 (-0.60%)、交通运输 (-0.00%) 表现不好,医药生物 (+0.51%) 涨跌幅在 28 个子行业中排在第 16 位。

图 3: 一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 4：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）

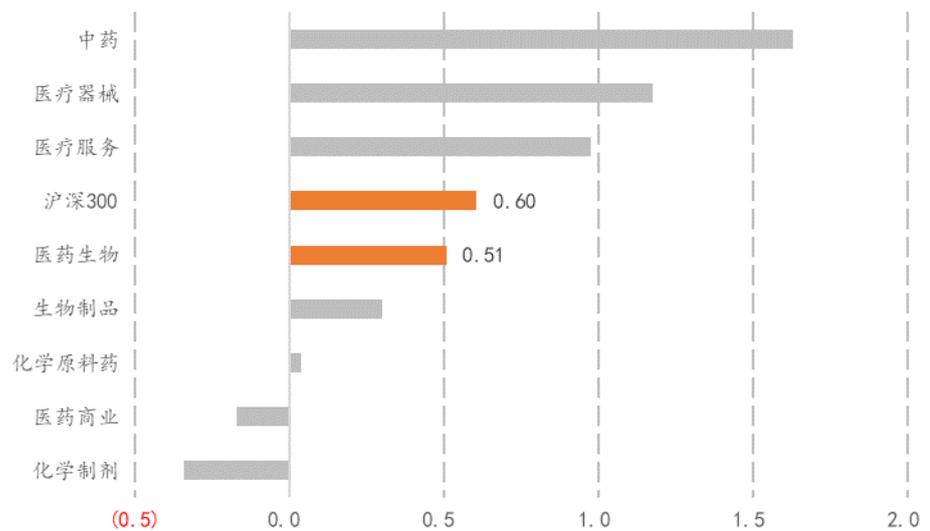


数据来源：wind，财通证券研究所

2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块表现有所分化，中药(+1.63%)、医疗器械(+1.17%)、医疗服务(+0.97%)、生物制品(+0.30%)、化学原料药(+0.04%)表现较好，化学制剂(-0.34%)、医药商业(-0.17%)表现较差。

图 5：医药生物子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind,财通证券研究所

个股方面，龙津药业(+26.58%)、宜华健康(+23.42%)、同济堂(+17.90%)涨幅居前；振东制药(-12.60%)、ST辅仁(-19.97%)、ST康美(-18.52%)相对表现不佳。

表 3：本周个股涨幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
002750.SZ	龙津药业	26.58
000150.SZ	宜华健康	23.42
600090.SH	同济堂	17.90
002118.SZ	紫鑫药业	17.41
000503.SZ	国新健康	16.97
300194.SZ	福安药业	16.55
603998.SH	方盛制药	15.77
600129.SH	太极集团	13.87
300705.SZ	九典制药	13.68
300298.SZ	三诺生物	12.46

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 4：本周个股跌幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
300158.SZ	振东制药	-12.60
600781.SH	ST辅仁	-11.43
002653.SZ	海思科	-10.74
603456.SH	九洲药业	-7.18
603883.SH	老百姓	-6.21
603669.SH	灵康药业	-5.79
002773.SZ	康弘药业	-5.28
300584.SZ	海辰药业	-4.81
300404.SZ	博济医药	-4.40
600196.SH	复星医药	-4.36

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 行业估值变化

上周医药生物板块估值为 33.12，低于 2010 年至今估值均值 37.25。相对沪深 300 估值溢价率为 171.55%。

图 6：2010 年至今医药生物板块估值变化 (TTM、整体法、剔除负值)


数据来源：Wind,财通证券研究所

3、重要报告摘要

3.1 研究报告：益丰药房-603939-外延快速驱动业绩，融资积极助力

● 快速并购带来收入高增长

公司上半年营业收入 50.5 亿(+68.7%)，增速较去年同期+35pp；归母净利润 3.08 亿(+36.8%)，增速较去年同期-9pp；扣非归母净利润 3.03 亿 (+46.7%)，增速较去年同期+9pp。

营业收入的高速增长，一是老店同比内生增长；二是公司加速了新店建设和同行业并购，报告期内，公司净增加门店 516 家，其中，新开门店 368 家（含新增加盟店 87 家），收购门店 204 家，关闭 56 家，截止 19 年中公司门店总数 4,127 家（含加盟店 256 家），半年门店数增长 14%，较去年同期门店数增长 68%，可以看出外延增长速度很高。

● **毛利率略有下降，管理费用财务费用略有提高**

上半年毛利率 39.1%，较去年同期下降 1.5pp，毛利率略有下降与新开门店较多，新店客流需要培育有关。销售费用率 24.9%，较去年同期下降约 2pp，基本保持同步增长，新开门店的推广费用增速很快。管理费用率 4.2%，较去年同期提升约 0.4pp，管理费用率的提高主要是总部管理人员薪酬及管理费用的增加，以及并购咨询费用增加导致。财务费用率 0.69%，较去年同期提升 0.5pp，主要是并购增加导致借款利息费用增加导致。

● **发行 15.8 亿可转债强化物流、门店、管理建设**

公司拟发行 10 亿不超过 270 天的超短融券满足日常资金运营需求。公司拟发行不超过 15.8 亿 6 年期可转债，3.7 亿用于上海、江苏、江西的物流中心建设，能够有效提升公司华东三省市的仓储、物流的效率，以及 6.8 亿新建约 1500 门店，增强市场话语权和提升采购的规模效应。花 1 亿老店升级改造，4000 万建设智能管理平台，从而优化管理，向管理要效益。另外补充流动资金 3.9 亿。

● **盈利预测与投资评级**

公司 19-21 年 EPS 分别为 1.54/2.01/2.65 元，对应 PE 分别为 50.2/38.4/29.1 倍。给予目标价 77.0 元。

● **风险提示：医改政策风险**

3.2 研究报告：大参林-603233-深耕华南增长快，精细化管理效益高

● **收入保持快速增长，传统业务和新兴业务两手抓**

公司上半年营业收入 52.5 亿（+28.7%），增速较去年同期增加 12pp，收入增长来源于老店销售增长、自建收购门店截止今年中，公司门店数 4153 家，净增加门店 273 家（自建 156 家、收购 118 家和关闭 40 家）。门店数较去年同期增加 22%。细分区域来看，上半年华南增长 23%，华中 49%，华东 67%，公司绝大部分业务在华南，新开拓的华中、华东增速很高。华南净增 212 家，华东 2 家，华北 40 家，华中 19 家。公司一方面稳健推进传统业务的增长，老店贡献 9% 的增长，包括客流和客单价的影响；一方面积极开拓 DTP、O2O 和处方药外流工作，上半年处方药销售占比 30%，增速 32%，高于整体增速，筹建了 45 家 DTP 药房。非处方药方面保健品增速接近整体水平，保持平稳；非药品增长偏慢；中药饮片增长较快。从大环境来看，公司受益于大湾区常住人口的增长。预计今明两年继续保持千家左右的新增店的速度。归母净利润 3.8 亿（+32.2%），增速较去年同期增加 16pp。扣非净利润 3.7 亿（+33.9%），增速较去年同期增加 23pp。除收入增长原因外，公司强化了管理，控制了费用，利润端增速更高。

● **毛利率略有下降，架构梳理见效各项费用率均下降**

公司上半年毛利率 40.0%，较去年同期下降 1.7pp。一方面毛利率较低的处方药增长较快，处方药占比提高；一方面加大了对会员消费者回馈，增强客户粘性。销售费用率 25.4%，较去年同期下降 2.2pp。管理费用率 4.05%，较去年同期下降 0.22pp。财务费用率 0.28%，较去年同期下降 0.11pp。管理费用增速比之前以及行业水平低，这是因为上半年梳理了架构，通过扁平化、自动化提升效率，从而控制后台人力成本。从公司坪效水平来看，也优于行业水平，集中于两广配送管理效率更高。

● **盈利预测与投资评级**

预计 19-21 年公司 EPS 分别为 1.35/1.71/2.18 元，对应 PE 分别为 43.6/34.5/27.0 倍。给予买入评级，目标价为 67.5 元。

● **风险提示：医保政策、互联网药品销售等**

4、周新闻资讯

2019 年 9 月，印度瑞迪博士实验室的奥氮平片已经进入“制证完毕—待发批件”

阶段，虽然 CDE 的通过一致性评价信息尚未公布其正式通过一致性评价的信息，但是业内人士已经透露该产品非常大的可能性将通过一致性评价，这也是印度瑞迪在华申报的一致性评价产品。2019 年 7 月该司申报了硫酸氢氯吡格雷片的一致性评价补充申请，其硫酸氢氯吡格雷片在 2018 年上市。

9 月 11 日，陕西省卫健委、陕西省中医药管理局发布通知，转发了《第一批国家重点监控合理用药药品目录》。此外，陕西省卫健委规定了各医疗机构制定重点监控合理用药药品目录的时间，如何加强重点监控合理用药目录内药品临床应用管理，西医如何开具中成药长期处方，如何加强重点监控药品临床使用监测和绩效考核等方面内容。

9 月 11 日，国家医保局对人大代表关于制订医院垫付医保金支付时限政策的建议作出答复，同时提出，国家在推进基本医保全民覆盖过程中，也将改善促进商业健康保险发展并发挥其作用。

9 月 11 日，据财政部官网消息，根据《国务院关税税则委员会关于试行开展对美加征关税商品排除工作的公告》（税委会公告〔2019〕2 号），国务院关税税则委员会组织对申请主体提出的有效申请进行审核，并按程序决定，对第一批对美加征关税商品，第一次排除部分商品，分两个清单实施排除措施。

9 月 9 日，北京市医疗保障局发布《关于药品阳光采购实行动态调整机制等有关问题的通知》（以下简称《通知》），进一步加强药品采购管理，规范药品购销行为。

5、风险提示

场剧烈波动风险；医保控费加剧风险、政策波动风险

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。