

行业保持稳健增长，子板块分化加剧

2019年医药行业中报综述

核心结论

医药行业保持稳健增长，估值处于历史底部。受政策影响，2019H1医药板块业绩增速持续下行，市盈率（TTM整体法）为39.15倍，在28个申万一级子行业排名第12位，处于全市场中游水平，估值溢价率处于历史底部。从经营情况来看，板块整体毛利率、净利率均同比下降，期间费用率、资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等指标变化幅度较小，行业整体经营情况维持稳定。

子板块分化加剧，生物制品、医疗器械等表现突出。上半年生物制品、医疗器械、CRO、专科服务和零售药店等受益于政策或政策免疫的细分板块表现相对较好，医药流通板块因两票制负面影响的消退迎来恢复性增长，化学制剂、化学原料药和中药等板块受政策影响较大，增速相对较慢。从估值水平来看，医疗服务、医疗器械和生物制品估值水平较高，中药、化学制剂和化学原料药估值水平较低，商业领域中流通板块估值一直处于行业最低水平，但药店板块估值水平较高。

投资建议：带量采购、高值耗材集采、医保支付目录的调整背后的政策推手依然是支付端，而医保局的成立加速了这一进程，在医疗需求持续上升、医保筹资有限的情况下这一进程将不会改变，从医保的不合理支出向有效支出转变，具备高药物经济学的创新药讲长期收益。重点关注**创新器械**：恒瑞医药（600276.SH）、科伦药业（002422.SZ）、康泰生物（300601.SZ）、沃森生物（300142.SZ）、迈瑞医疗（300760.SZ）；**CRO**：药明康德（603259.SH）、泰格医药（300347.SZ）。

在下半年政策扰动的情况下，同时重点关注景气度高的政策免疫领域。**专科服务**：金城医学（603882.SH）、通策医疗（600763.SH）；**药店**：大参林（603233.SH）；**中药消费**：云南白药（000538.SZ）、片仔癀（600436.SH）。

风险提示：4+7第二批带量采购降幅超过预期；集采政策不确定的风险；行业医保控费超预期的影响

行业评级

超配

前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现

1个月

3个月

12个月

医药生物

9.64

10.69

6.27

沪深300

2.83

6.10

16.01

分析师



吴文华 S0800519080002



021-38584246



wuwenhua@research.xbmail.com.cn

相关研究

医药生物：新版医保目录出台，关注新进品种与谈判药品 — 2019 新版医保目录调整分析 2019-09-03

医药生物：《药品管理法》表决通过，改革创新主线突出—行业政策点评 2019-08-29

医药生物：继续看好业绩稳定、不受政策影响的品牌医药股—医药生物行业周报 2017-10-08

索引

内容目录

一、医药板块保持稳健增长，子板块分化加剧	5
1. 医药工业整体趋势平稳，收入利润保持 10%左右增速	5
2. 医药板块增速平稳，估值水平处于历史底部	5
二、细分子行业分化加剧，生物药、器械、药店表现较好	9
1. 细分子行业分化加剧，生物药、器械、药店表现较好	9
2. 化药板块：制剂板块增长稳健，产品价格下降拖累原料药板块业绩	10
2.1. 化学制剂：两票制影响消除，龙头公司增速稳健	10
2.2. 化学原料药：产品价格同比回落影响增速，中短期竞争格局仍稳定	11
3. 生物制品：企业间分化明显，疫苗与消费属性生物企业表现较好	13
4. 中药：营收增速稳健，利润率小幅下滑，营运指标向好	15
5. 医疗器械：IVD 行业整体增速放缓，高值耗材仍是高景气细分板块	16
5.1. IVD：行业整体增速放缓，化学发光是未来竞争主战场	16
5.2. 高值耗材：行业增速依然超过 30%，创新医疗器械受益于国家政策支持	18
6. 医药商业：药店板块持续高增长，流通板块迎来恢复	19
6.1. 医药流通：行业集中度持续提升，板块业绩迎来恢复性增长	19
6.2. 零售药店：受益政策持续利好，板块业绩持续高速增长	21
7. 医疗服务：CRO、专科服务景气度持续提升	22
7.1. CRO：创新浪潮带动下，板块景气度持续提升	22
7.2. CMO：业绩增速持续恢复，行业未来成长空间巨大	23
7.3. 专科服务：专科医院持续受益于消费升级	25
三、投资建议	26
四、风险提示	26
五、附录：医药各子板块上市公司一览	27

图表目录

图 1：医药工业营收与增速	5
图 2：医药工业利润总额与增速	5
图 3：申万一级行业 2019 年中报营业收入同比增速对比（%）	5
图 4：申万一级行业 2019 年中报归母净利润同比增速对比（%）	6
图 5：SW 医药板块整体营收与增速	6
图 6：SW 医药板块整体归母净利润与增速	6

图 7: SW 医药板块整体毛利率	7
图 8: SW 医药板块整体净利率	7
图 9: SW 医药板块整体期间费用率 (管理费用包含研发费用)	7
图 10: SW 医药板块营运能力	7
图 11: SW 医药板块经营性净现金流/净利润	8
图 12: 申万各级行业 PE (TTM) 对比 (剔除异常值传媒行业)	8
图 13: SW 医药板块相比其他行业 (扣除银行和非银金融) 估值溢价率	9
图 14: 化学制剂板块营收及增速	10
图 15: 化学制剂板块归母净利润及增速	10
图 16: 化学原料药板块营收及增速	11
图 17: 化学原料药板块归母净利润及增速	11
图 18: 生物制品板块营收及增速	13
图 19: 生物制品板块归母净利润及增速	13
图 20: 中药板块营收及增速	15
图 21: 中药板块归母净利润及增速	15
图 22: IVD 板块营收及增速	17
图 23: IVD 板块归母净利润及增速	17
图 24: 高值耗材板块营收及增速	18
图 25: 高值耗材板块归母净利润及增速	18
图 26: 医药流通板块营收与增速	20
图 27: 医药流通板块归母净利润与增速	20
图 28: 零售药店板块营收与增速	21
图 29: 零售药店板块归母净利润与增速	21
图 30: CRO 板块营收与增速	23
图 31: CRO 板块归母净利润与增速	23
图 32: CMO 板块营收与增速	24
图 33: CMO 板块归母净利润与增速	24
图 34: 专科服务板块营收及增速	25
图 35: 专科服务板块归母净利润及增速	25
表 1: SW 医药各子板块营业收入增速情况	9
表 2: SW 医药各子板块归母净利润增速情况	9
表 3: 化学制剂板块财务指标情况	10
表 4: 龙头公司的经营情况分析	11
表 5: 化学原料药板块财务指标情况	12
表 6: 龙头公司的经营情况分析	12
表 7: 肝素和特色原料药代表性企业经营情况分析	13
表 8: 生物制品板块财务指标情况	14

表 9: 消费属性代表性生物制品企业经营情况分析	14
表 10: 血制品代表性企业经营情况分析	14
表 11: 疫苗类代表性企业经营情况分析	15
表 12: 中药板块财务指标情况	16
表 13: 龙头公司的经营情况分析	16
表 14: IVD 板块财务指标情况	17
表 15: 龙头公司的经营情况分析	18
表 16: 高值耗材板块财务指标情况	19
表 17: 龙头公司的经营情况分析	19
表 18: 医药流通板块财务指标情况	20
表 19: 龙头公司的经营情况分析	21
表 20: 零售药店板块财务指标情况	22
表 21: 龙头公司的经营情况分析	22
表 22: CRO 板块财务指标情况	23
表 23: 龙头公司的经营情况分析	23
表 24: CMO 板块财务指标情况	24
表 25: 龙头公司的经营情况分析	25
表 26: 专科服务板块财务指标情况	26
表 27: 龙头公司的经营情况分析	26
表 28: 化学制剂板块上市公司一览	27
表 29: 化学原料药板块上市公司一览	28
表 30: 生物制品板块上市公司一览	28
表 31: 中药板块上市公司一览	28
表 32: IVD 板块上市公司一览	29
表 33: 高值耗材板块上市公司一览	30
表 34: 医药流通板块上市公司一览	30
表 35: 零售药店板块上市公司一览	30
表 36: CRO 板块上市公司一览	30
表 37: CMO 板块上市公司一览	31
表 38: 专科服务板块上市公司一览	31

一、医药板块保持稳健增长，子板块分化加剧

1. 医药工业整体趋势平稳，收入利润保持10%左右增速

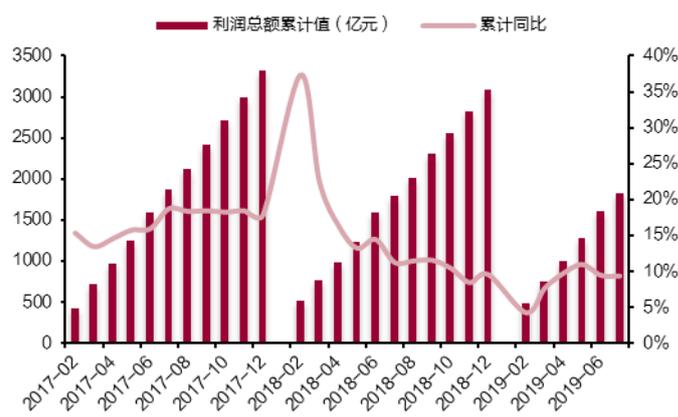
截至2019年7月，医药工业累计实现营业收入14,112.80亿元，同比增长8.9%；累计实现利润总额1,822.20亿元，同比增长9.3%。医药工业整体趋势持续向下，但是2019上半年月度增速环比有所回暖。

图1：医药工业营收与增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：医药工业利润总额与增速

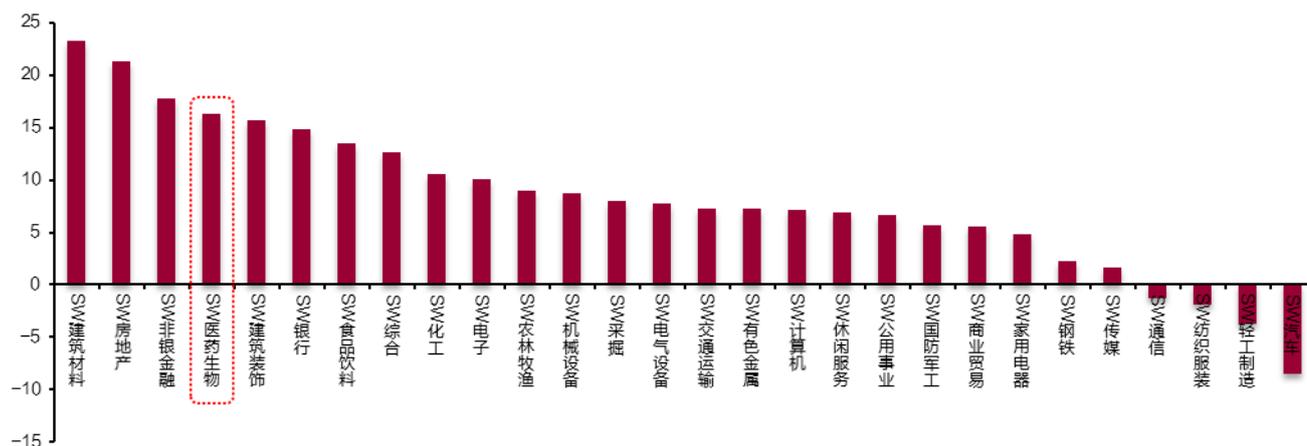


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2. 医药板块增速平稳，估值水平处于历史底部

2019年上半年医药板块收入端同比增速位于申万28个一级子行业中第4位，利润端同比增速位于申万28个一级子行业中第16位，收入端增速仍然相对较快，利润端增速受政策影响相对较慢。

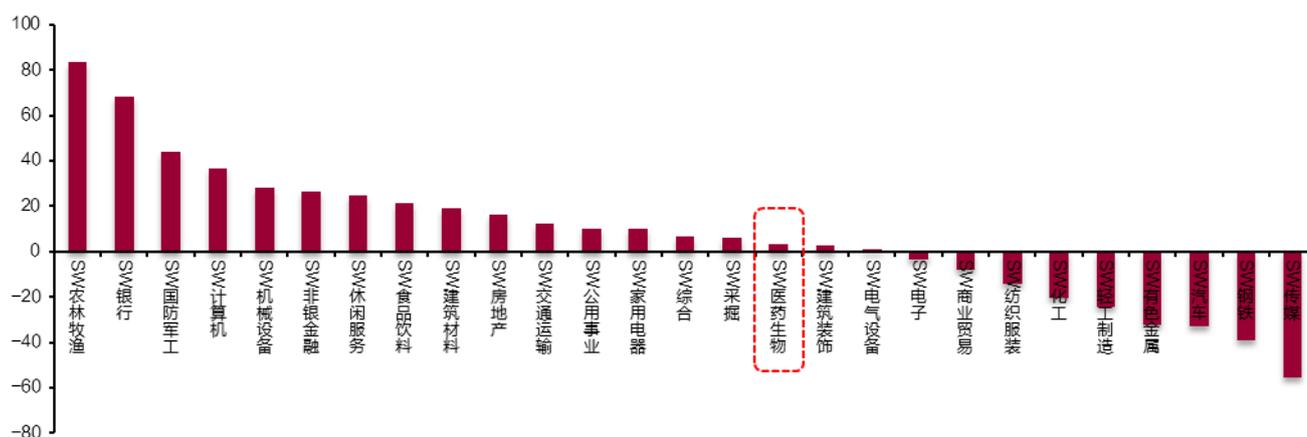
图3：申万一级行业2019年中报营业收入同比增速对比 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

行业点评 | 医药生物

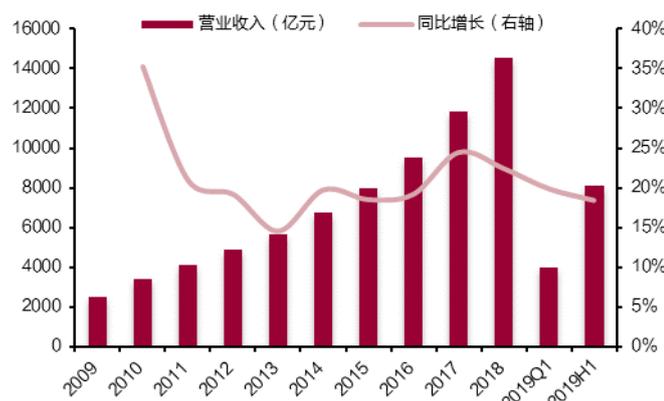
图 4：申万一级行业 2019 年中报归母净利润同比增速对比（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2019H1 医药板块实现营业收入 8,107.06 亿元，同比增长 18.49%；实现归母净利润 677.99 亿元，归母净利润同比增长 10.21%。2013-2017 年，医药板块整体增速持续上行，利润端增速高于收入端增速，2018 年受到商誉减值影响明显，增速出现非正常的低值，2019 年基本恢复正常。

图 5：SW 医药板块整体营收与增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：SW 医药板块整体归母净利润与增速

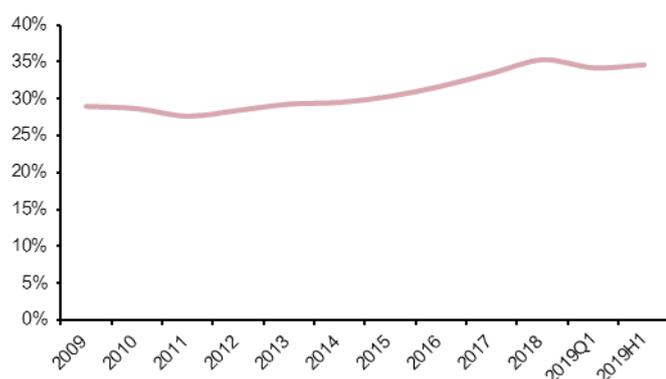


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2019 年上半年医药板块毛利率为 34.60%，同比下降 0.44pct；净利率为 9.04%，同比下降 0.63pct。2012-2017 年，医药板块毛利率和净利率持续上行，进入 2018 年，两票制的全国大范围施行以及原料药的提价进一步带动工业企业毛利率提升，但是 2018 年医药板块商誉减值较大，净利率出现明显下滑。2019 年上半年受到带量采购等降价政策的影响，医药板块毛利率和净利率同比均出现下降，预计随着带量采购等降价政策覆盖范围的进一步扩大，医药板块毛利率和净利率将进一步承压。

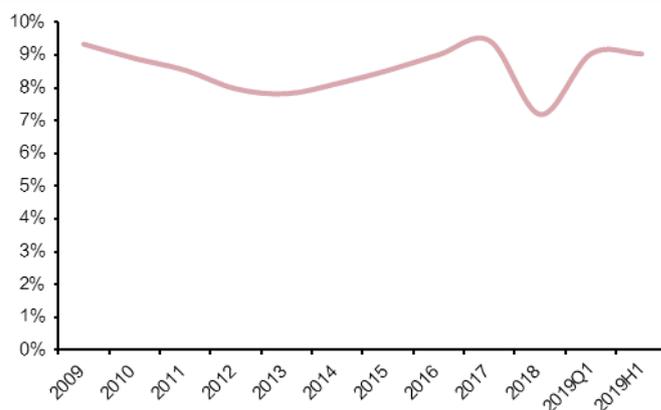
行业点评 | 医药生物

图 7: SW 医药板块整体毛利率



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

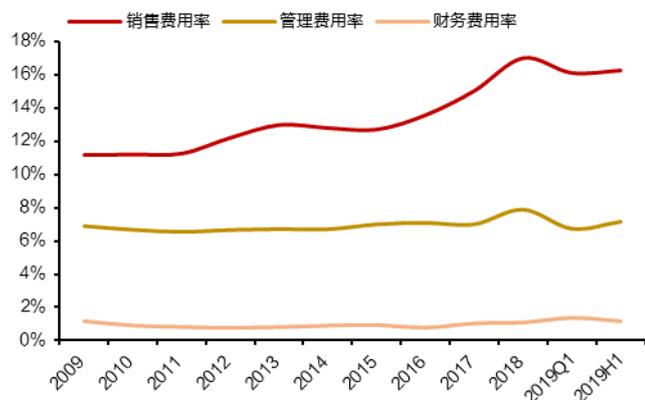
图 8: SW 医药板块整体净利率



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

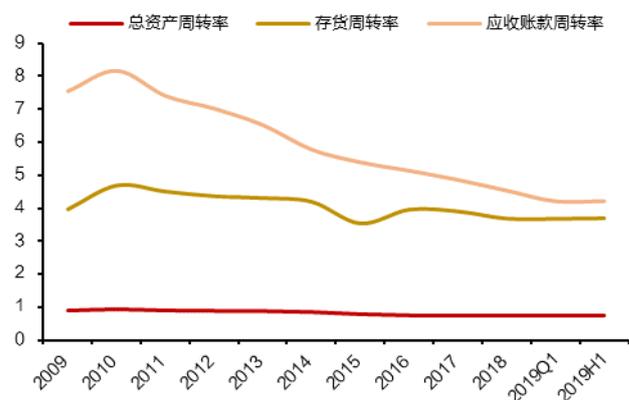
2019年上半年医药板块销售费用率 16.25%，同比增长 0.23pct；管理费用率 7.17%，同比下降 1.61pct；财务费用率 1.19%，同比增长 0.14pct。销售费用率自 2010 年以来持续上行，与我国医药行业销售模式、仿制药和创新药的大量上市以及行业竞争加剧有密切的关系。管理费用率整体趋势上行，今年上半年同比下降主要因 2018 年药企加大研发投入，导致研发费用基数较高所致。2019 年上半年医药板块总资产周转率为 0.38，与去年同期持平；存货周转率为 1.85，同比下降 0.04；应收账款周转率为 2.10，同比下降 0.17。

图 9: SW 医药板块整体期间费用率 (管理费用包含研发费用)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 10: SW 医药板块营运能力



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2019Q2 医药板块经营性净现金流/净利润指标环比 2019Q1 大幅好转，与医药流通行业经营性净现金流的大幅转正有较大关系。

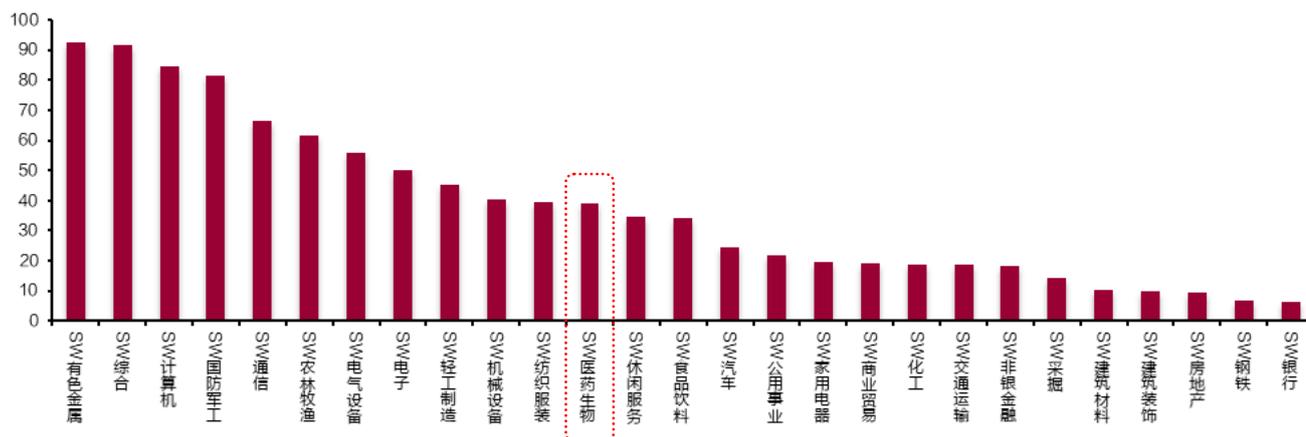
图 11: SW 医药板块经营性净现金流/净利润



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

截至 2019 年 8 月 30 日, 医药板块市盈率 (TTM 整体法) 为 39.15 倍, 在 28 个申万一级子行业排名第 12 位, 处于全市场中游水平。

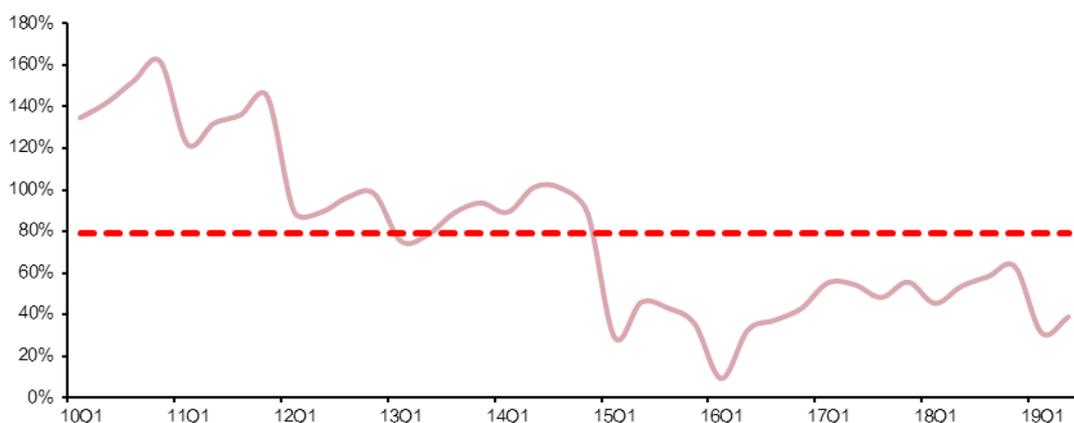
图 12: 申万各级行业 PE (TTM) 对比 (剔除异常值传媒行业)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

自从 2010 年以来, 医药板块估值溢价率持续下降, 与医药行业受到政策打压, 行业增速持续下行有关, 2016 年到达历史底部后估值溢价率企稳回升, 随后 2018 年下半年受带量采购政策影响, 行业估值水平大幅下降, 随着带量采购影响逐步消退, 估值溢价率有所回升, 但仍处于历史底部位置。

图 13: SW 医药板块相比其他行业（扣除银行和非银金融）估值溢价率



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、细分子行业分化加剧，生物药、器械、药店表现较好

1. 细分子行业分化加剧，生物药、器械、药店表现较好

从收入端横向对比来看，2019H1 生物制品、中药、医药商业、医疗服务板块增速相对较高，化学原料药板块增速相对较低。

表 1: SW 医药各子板块营业收入增速情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
化学原料药	46.66%	30.72%	28.99%	23.13%	-1.01%	9.51%
化学制剂	27.57%	24.44%	24.91%	21.00%	15.16%	15.24%
中药	18.79%	16.14%	20.89%	19.59%	25.19%	20.35%
生物制品	41.49%	45.65%	42.22%	36.87%	28.26%	24.07%
医药商业	26.74%	21.96%	17.62%	18.53%	19.95%	19.99%
医疗器械	22.77%	25.00%	22.72%	21.68%	19.11%	14.50%
医疗服务	40.93%	42.95%	38.93%	27.52%	19.66%	19.49%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

从利润端横向对比来看，2019H1 生物制品和医疗器械板块增速相对较高，化学原料药、医疗服务和中药板块增速相对较低。

表 2: SW 医药各子板块归母净利润增速情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
化学原料药	204.80%	100.23%	70.95%	29.24%	-34.50%	-15.03%
化学制剂	29.26%	26.22%	-9.05%	-26.41%	12.60%	10.22%
中药	23.59%	22.96%	19.82%	0.70%	19.51%	6.28%
生物制品	-12.55%	-13.04%	-17.30%	-6.08%	56.96%	33.82%
医药商业	21.25%	15.76%	10.63%	4.53%	9.62%	10.30%
医疗器械	26.67%	30.35%	27.20%	21.35%	53.33%	30.56%
医疗服务	19.29%	52.82%	36.08%	12.29%	23.42%	-4.68%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

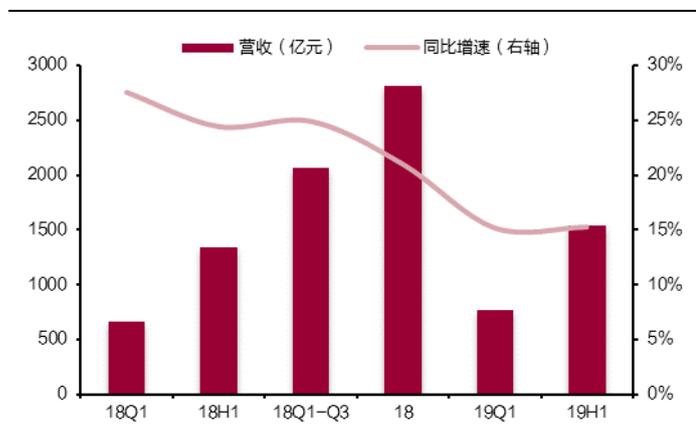
2. 化药板块：制剂板块增长稳健，产品价格下降拖累原料药板块业绩

2.1. 化学制剂：两票制影响消除，龙头公司增速稳健

化学制剂板块 19H1 实现营业收入 1,545.57 亿元，同比增长 15.24%，增速较 Q1 略有提升，整体上化学制药企业营收增长处于放缓趋势，19Q1 和 H1 与 18 年同期相比增速下滑幅度较大，主要原因在于 2018 年两票制正式全国铺开，企业低开转高开现象普遍，也导致 18 年营收增速较快，在高基数效应下 19 年增长有所放缓。

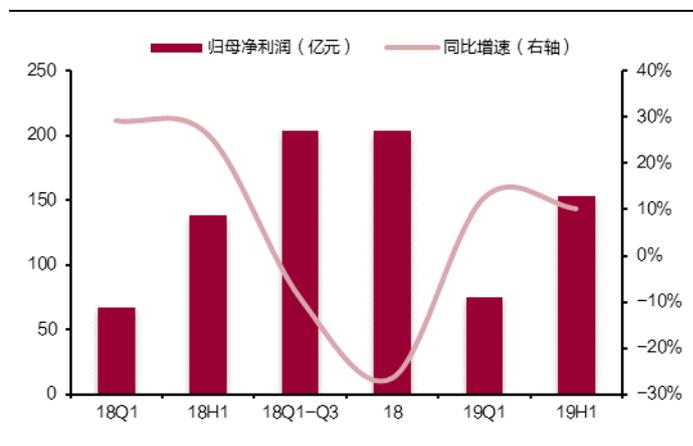
利润端 19H1 化学制剂企业总体归母净利润为 152.72 亿元，同比增长 10.22%，与 19Q1 相比增速同样略有下降，从近年来整体趋势来看，化药制剂企业利润增速处于持续放缓态势（2018 年受部分企业大额商誉减值影响），一方面前期医保扩容红利逐渐消化，现有产品竞争趋于成熟和激烈，制剂企业利润水平会向自然增速靠拢；另一方面医改政策频出尤其是医保局主导各项政策均旨在降低药价、优化医保基金支出，企业盈利水平出现下滑。

图 14：化学制剂板块营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 15：化学制剂板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务指标方面，尽管药品终端价格承压，但得益于两票制对于流通环节的简化，药品出厂价低开转高开明显提升，体现在报表端 18~19 年企业毛利率处于提升趋势，同样销售渠道的重构也导致企业销售费用率有所提升，管理费用率（包含研发费用率）19H1 同比 18 年约提升 1pct，财务费用率则相对稳定，毛利率提升与费用率同步提升使得企业净利率与 18 年基本持平。营运方面总资产周转率与存货周转率 18、19 年同期大体一致，应收账款周转有所放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19 年同比 18 年提升较多，表明企业净利润“含金量”提升。19 年资产负债率相比 18 年同期略有提升，ROE 也有所增加。

表 3：化学制剂板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	52.04%	52.50%	53.22%	54.13%	54.73%	55.11%
销售费用率	27.15%	27.39%	28.25%	29.23%	28.94%	29.51%
管理费用率	9.67%	9.68%	6.25%	6.65%	6.28%	6.30%
研发费用率			4.13%	4.82%	4.08%	4.47%
财务费用率	1.52%	1.22%	1.16%	1.23%	1.63%	1.41%
净利率	11.12%	11.38%	11.02%	8.25%	11.29%	11.15%
总资产周转率	0.16	0.32	0.48	0.65	0.17	0.33
存货周转率	0.85	1.65	2.46	3.23	0.83	1.62
应收账款周转率	0.90	1.79	2.86	3.75	0.95	1.90

行业点评 | 医药生物

经营性现金流/净利润	0.45	0.71	0.90	1.38	0.63	1.01
资产负债率	41.26%	41.49%	41.09%	42.37%	42.23%	43.11%
ROE	2.71%	5.62%	8.08%	8.06%	2.82%	5.70%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面,从利润端来看各项医改政策对中小企业的影 响大于龙头企业,企业的产品竞争力决定着企业抗风险能力,龙头公司如恒瑞医药、华东医药或是部分品种竞争格局较好、经营稳健的公司如恩华药业等业绩表现相对稳定。我们预计政策驱动下未来企业表现将持续分化,产品疗效确切、研发管线齐全的化药龙头企业优势将愈发明显。

表 4: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
恒瑞医药	25.89	28.77	29.19	26.39	25.61	26.32	1.19	1.52	1.91	67.06	52.60	41.94
华东医药	10.17	23.84	19.08	27.41	37.63	23.42	1.60	1.94	2.33	17.92	14.78	12.28
科伦药业	43.00	9.05	14.50	62.04	-12.40	-5.91	0.97	1.22	1.49	28.52	22.68	18.53
康弘药业	4.70	2.43	9.79	7.88	2.44	9.67	0.97	1.18	1.47	37.00	30.45	24.58

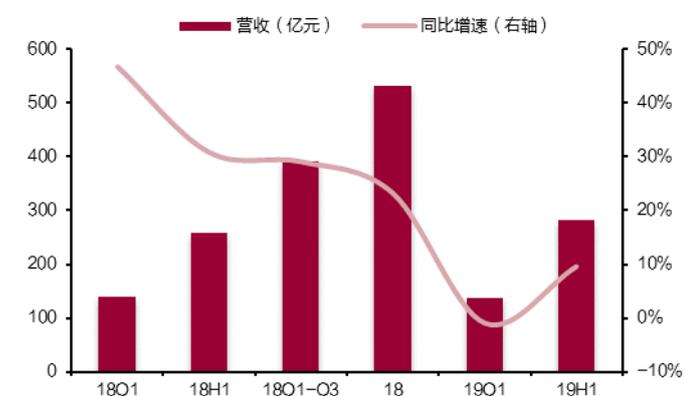
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.2. 化学原料药: 产品价格同比回落影响增速, 中短期竞争格局仍稳定

原料药板块 19H1 实现营业收入 283.29 亿元, 同比增长 9.51%, 增速较 Q1 显著回暖, 主要是由于维生素等原料药在 17 年末至 18 年初达到高位, 原料药企业利润端也 18Q1 达到较高水平, 而随后 18Q2 各原料药价格迅速回落, 企业盈利也随之回落, 因此在基数效应下 19Q1 营收呈同比下滑状态, 19H1 增速则有所提升。

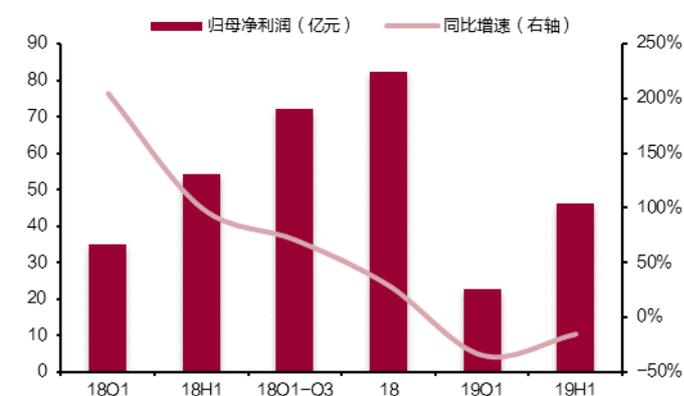
利润端 19H1 原料药企业总体归母净利润为 46.25 亿元, 同比减少 15.03%, 利润端增速的变化同收入端类似, 基数效应对增速影响较大。从 19 年价格情况来看, 维生素方面除 Vc 外其他维生素价格略有回暖, 抗生素价格则由于大产能企业相继开工整体仍处于历史较低水平, 后续仍需关注供求变化与环保对企业的影响。

图 16: 化学原料药板块营收及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 17: 化学原料药板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面,原料药企业毛利率与净利率随产品价格波动,呈现一定的周期性,费用端 19H1 三项费用率从相比 18H1 均有所提升,其中销售费用率提升幅度相对较大。营运方面 19 年原料药企业各项资产的周转率相比 18 年同期均有下降趋势,表明企业各项资产的周转略有放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19 年同比 18 年下降较多,企业净利润中经营现金贡献减少。资产负债率同比有所提升,同化学制剂变化趋势一致,ROE 与利润端类似,随产品价格波动。

行业点评 | 医药生物

表 5：化学原料药板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	52.04%	45.77%	43.31%	42.50%	39.43%	40.01%
销售费用率	8.94%	9.42%	10.16%	10.81%	11.40%	11.09%
管理费用率	8.30%	9.15%	5.95%	6.42%	5.84%	5.94%
研发费用率			4.15%	4.39%	3.85%	3.95%
财务费用率	3.29%	0.92%	0.27%	0.52%	2.54%	1.27%
净利率	25.19%	20.95%	18.41%	15.42%	16.59%	16.33%
总资产周转率	0.15	0.28	0.41	0.54	0.13	0.26
存货周转率	0.62	1.26	1.92	2.59	0.61	1.20
应收账款周转率	1.27	2.54	3.91	5.19	1.26	2.61
经营性现金流/净利润	0.36	0.70	0.89	1.19	0.12	0.44
资产负债率	28.24%	28.96%	31.72%	33.47%	33.26%	37.10%
ROE	5.25%	8.17%	10.87%	12.30%	3.25%	6.61%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

原料药企业主要包括主营大宗原料药以及原料药（大部分为特色原料药）制剂一体化企业，大宗原料药主要是维生素原料药，与化工品类似，周期性较强，寡头垄断、格局稳定，国内企业在全世界处于领导地位。2017 年末受到环保影响产品价格暴涨，维生素龙头企业 18Q1 业绩优异，随后维生素原料药价格迅速回落，目前略有回升。我们认为大宗原料药行业新进入企业少，未来竞争主要在于工艺技术以及环保优势，成本是制胜要点。

表 6：龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
新和成	39.27	-39.71	-16.85	80.64	-65.82	-43.87	1.23	1.57	1.88	19.15	15.03	12.53
浙江医药	20.49	-10.60	5.69	44.01	-71.43	-40.09	0.58	0.78	1.00	22.83	16.83	13.21
花园生物	57.24	0.51	30.36	135.74	5.98	49.97	0.74	0.82	~	21.32	19.24	~
亿帆医药	5.91	-9.33	8.27	-43.50	-54.75	-10.04	0.92	1.07	1.28	13.91	12.01	10.03
金达威	37.80	-11.03	16.82	44.97	-61.21	-24.50	1.13		~	11.28	~	~

资料来源：Wind，西部证券研发中心

肝素原料药属于生物制品类原料药，下游制剂如依诺肝素钠使用广泛，大多数企业属于原料药——制剂一体化企业，全球供应集中于国内企业。肝素粗品来源于猪小肠，其价格受猪供给影响，在非洲猪瘟事件后国内用于收集肝素的猪数量减少导致粗品与肝素原料药涨价，原料药端弹性大于粗品，肝素龙头企业的肝素原料药业务在 19 年均实现较快增长。

特色原料药行业则受益于全球产业链分工，龙头企业凭借质量与信誉市场占有率提升，成熟品种如沙坦类逐渐集中于少数企业，美诺华等企业受益于供给减少、产品涨价实现较快增长。另外部分企业从纯代工生产国外成熟品种逐渐升级，其产业链地位也逐渐上移成为 CDMO 型企业，我们看好客户关系良好、订单稳定的 CDMO 企业的未来发展。

行业点评 | 医药生物

表 7: 肝素和特色原料药代表性企业经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
海普瑞	69.34	6.65	-3.00	213.33	636.43	144.08	0.87	0.84	0.98	23.87	24.85	21.12
健友股份	52.81	40.02	38.44	35.11	22.38	27.34	0.83	1.13	1.46	41.67	30.53	23.61
常山药业	16.37	19.68	26.29	-28.91	24.85	16.20	~	~	~	~	~	~
普洛药业	14.85	15.86	15.58	44.42	64.62	50.61	0.45	0.58	0.72	24.24	18.72	14.92
美诺华	40.25	64.38	61.31	115.66	436.95	91.57	1.02	1.35	1.75	20.16	15.18	11.72

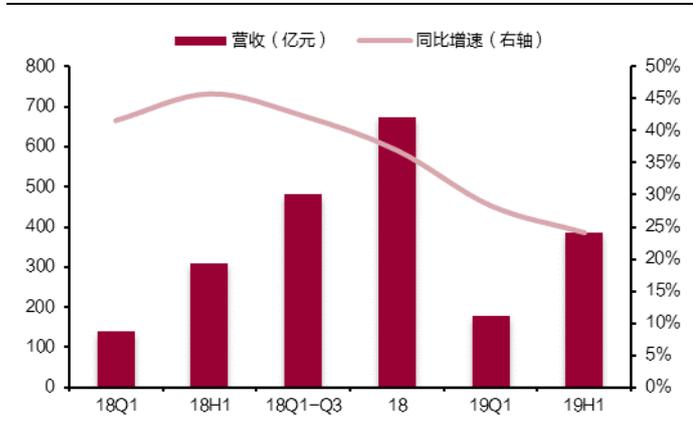
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

3. 生物制品: 企业间分化明显, 疫苗与消费属性生物企业表现较好

生物制品板块 19H1 实现营业收入 385.36 亿元, 同比增长 24.07%, 增速较 Q1 略有下降, 同比 18H1 也有所下滑, 主要是 18 年上半年疫苗企业如智飞生物、康泰生物重点品种四价 HPV 疫苗、四联苗放量较快以及复星医药等制剂受两票制影响增速较快, 而 19 年康泰生物竞争对手重新进入市场导致四联苗获批数量减少、通化东宝等受渠道库存调整增速放缓, 导致营收增速不及 18 年。

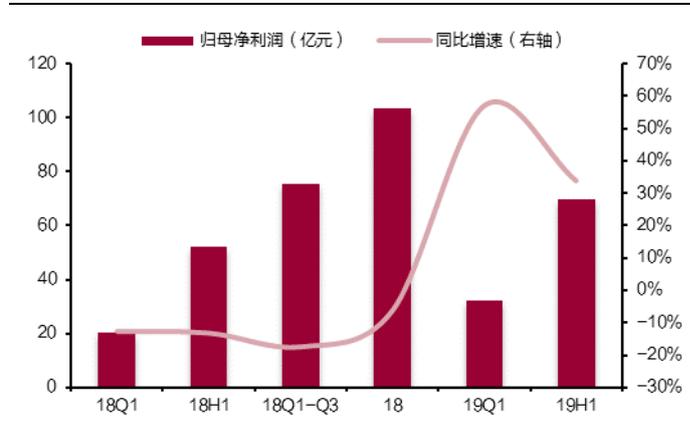
利润端 19H1 生物制品企业总体归母净利润为 69.79 亿元, 同比增长 33.82%, 增速较 Q1 下降较多, 主要是受到上海莱士 18 年投资收益亏损较多, 若剔除此影响 19Q1 和 19H1 归母净利润增速分别为 9.48%、8.31%。从细分企业来看, 19 年偏消费属性的企业如长春高新、我武生物利润增长情况较好, 血制品企业虽处于两票制后的复苏阶段, 但部分企业报表端体现不明显, 其他带有辅助用药属性的生物制品企业盈利则持续下滑。

图 18: 生物制品板块营收及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 19: 生物制品板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 毛利率方面 19 年整体毛利率低于 18 年同期, 主要是 19 年部分企业如智飞生物 (增速较快的九价 HPV 疫苗毛利率较低) 和长春高新 (非主营业务毛利率下降) 毛利率有所下滑, 总体来看除部分企业辅助用药受政策影响毛利率下降外, 其他企业毛利率稳中略有提升。费用端 19 年销售费用率改善明显, 同比 18 年降低约 1pct; 管理费用率同比持平, 财务费用率则略有下降, 综合起来净利率同比提升较多 (受上海莱士影响)。营运方面生物制品企业营运效率相比 18 年显著提升, 主要是血制品企业逐渐消化两票制对渠道的影响, 库存也处于出清阶段。经营性现金流/净利润同比也有提升, 主要是血制品等企业回款好转; 资产负债率略有下降, ROE 变化趋势与净利率大体一致。

行业点评 | 医药生物

表 8：生物制品板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	64.95%	65.35%	65.07%	64.71%	62.27%	62.62%
销售费用率	28.71%	29.04%	29.32%	30.81%	26.81%	27.93%
管理费用率	12.50%	10.29%	8.02%	8.30%	7.59%	7.17%
研发费用率			5.07%	5.32%	5.01%	4.99%
财务费用率	1.90%	1.48%	1.37%	1.41%	1.62%	1.30%
净利率	16.73%	18.55%	17.39%	17.02%	19.90%	20.08%
总资产周转率	0.09	0.20	0.30	0.41	0.10	0.22
存货周转率	0.29	0.64	0.98	1.36	0.35	0.75
应收账款周转率	0.99	2.08	3.18	4.39	1.03	2.09
经营性现金流/净利润	0.35	0.62	0.75	0.88	0.53	0.70
资产负债率	35.91%	37.19%	34.87%	35.79%	35.47%	35.59%
ROE	2.08%	5.22%	7.26%	9.85%	2.82%	6.10%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

偏消费属性的生物制品企业主要包括长春高新、安科生物和我武生物等企业，这类企业重点品种如生长激素、粉尘螨滴剂适应症明确，竞争优势显著、且终端市场需求旺盛，身处“黄金赛道”带来企业营收以净利润持续快速增长，此外这类产品大多免疫医保政策影响，我们预计未来增长持续性较强，建议重点关注。胰岛素龙头通化东宝近期受到二代胰岛素渠道调整影响增速放缓，仍需关注在研管线中三代胰岛素等新型胰岛素以及引进的超速效型胰岛素类似物的研发进展。

表 9：消费属性代表性生物制品企业经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
长春高新	31.03	72.07	23.36	52.05	73.67	32.60	8.24	10.89	13.85	40.75	30.31	23.76
安科生物	33.32	24.16	21.71	-5.25	11.41	13.15	0.34	0.46	0.60	43.76	32.62	25.13
通化东宝	5.80	-0.70	-1.96	0.25	-0.06	-0.85	0.48	0.58	0.70	36.26	29.88	24.17
我武生物	29.87	29.13	25.43	25.14	27.30	25.53	0.57	0.75	0.99	61.14	46.45	35.33

资料来源：Wind，西部证券研发中心

血制品企业前期渠道端受两票制影响较大，生产企业出货受到影响，库存有所增加，也导致大部分血制品企业 2018 年增速放缓。2019 年两票制影响逐步消化完毕，各企业报表端营运能力提升迹象显著，大品种人血白蛋白与静丙去库存情况良好，下半年复苏迹象或将更加显著，中长期我们仍看好静丙学术推广加强、适应症增加以及凝血因子等小品种的市场空间。

表 10：血制品代表性企业经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华兰生物	35.84	23.83	16.77	38.83	25.16	11.94	1.02	1.24	1.45	31.90	26.39	22.41
天坛生物	18.03	27.49	27.87	-56.57	19.39	22.21	0.60	0.73	0.91	46.20	37.97	30.47
博雅生物	67.84	31.82	25.95	31.57	22.99	11.63	1.30	1.59	1.93	24.51	20.03	16.49
振兴生化	25.46	-18.88	-5.81	270.43	-13.77	16.26	0.72	0.99	1.34	44.38	32.18	23.64
卫光生物	10.36	28.88	20.53	1.22	9.04	1.98	~	~	~	~	~	~

资料来源：Wind，西部证券研发中心

疫苗企业前后经历两次疫苗事件，对行业造成较大影响，且产品端目前处于变革时期，疫苗企

行业点评 | 医药生物

业营收与净利润波动幅度也较大，新型创新疫苗与多联多价苗市场热度较高，如智飞生物代理四价与九价 HPV 疫苗以及康泰生物四联苗均能为公司带来丰厚现金流，我们看好研发能力较强的疫苗企业，在研重磅品种如 13 价肺炎球菌结合疫苗等上市将能为上市公司带来较大利润弹性。

表 11：疫苗类代表性企业经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (×)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
智飞生物	289.43	173.58	143.19	235.75	93.39	68.08	1.58	2.20	2.76	30.19	21.73	17.29
康泰生物	73.69	-15.31	-24.07	102.92	-9.25	-9.84	0.85	1.17	1.99	90.35	65.45	38.17
沃森生物	31.54	49.72	33.63	294.77	68.80	16.09	0.14	0.57	0.82	188.87	47.69	32.99

资料来源：Wind，西部证券研发中心

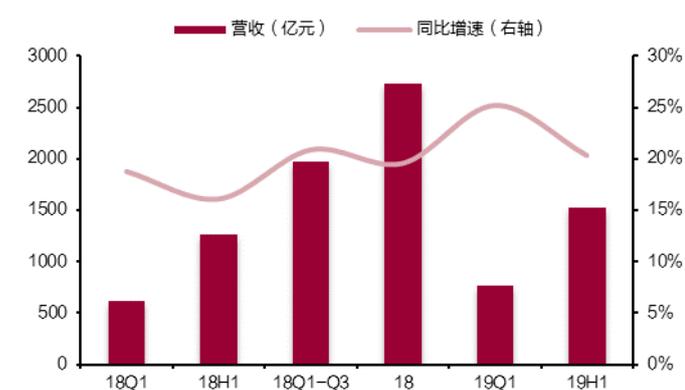
生物药方面预计辅助性生物药市场将逐渐萎缩，而我国单抗等创新性生物药处于发展早期，龙头企业如复星医药、华兰生物等在研储备丰富，预计于未来 2-3 年将有个生物类似物单抗上市，有望在癌症、类风湿性关节炎等空间巨大的领域凭借性价比抢占市场份额。

4. 中药：营收增速稳健，利润率小幅下滑，营运指标向好

中药板块 19H1 实现营业收入 1,524.7 亿元，同比增长 20.35%，增速较 Q1 略有下降，整体上中药企业营收增长处于同比上升趋势，19Q1 与 19H1 同比增速均略有提升。预计部分受到季节性的影响，可能是一季度流感加上高端中药消费需求较高。

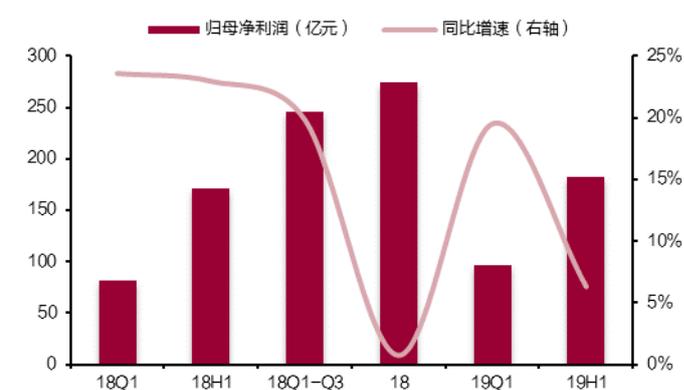
利润端 19H1 中药企业总体归母净利润为 182.05 亿元，同比增长 6.28%，与 19Q1 相比增速明显下降，主要受到东阿阿胶的影响（2019H1 归母净利润 1.93 亿元，同比下降 78%）。

图 20：中药板块营收及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 21：中药板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务指标方面，2019 年 Q1 与 H1 毛利率分别为 46.69%和 46.75%，相较去年同期均略有下降，1H19 管理费用率为 5.04%，同比 18 年下降约 2pct，销售费用率为 25.44%，同比下降约 3pct，中药企业研发费用率一直保持较低的平稳状态。营运方面，1H19 总资产周转率、应收账款周转率均有小幅上升，公司整体运营效率均有提升。2019 资产负债率与 ROE 较 2018 同期相比基本稳定。

表 12: 中药板块财务指标情况

	1Q18	1H18	1-3Q18	18A	1Q19	1H19
毛利率	52.70%	51.81%	50.00%	49.51%	46.69%	46.75%
销售费用率	28.08%	28.08%	27.48%	27.89%	24.86%	25.44%
管理费用率	7.41%	7.09%	5.32%	5.37%	4.92%	5.04%
研发费用率			1.92%	2.13%	1.70%	1.88%
财务费用率	0.67%	0.71%	0.73%	0.72%	0.71%	0.72%
净利率	13.68%	14.07%	12.94%	10.54%	13.10%	12.48%
总资产周转率	0.17	0.33	0.51	0.70	0.18	0.36
存货周转率	0.51	1.01	1.60	2.20	0.61	1.19
应收账款周转率	0.88	1.72	2.66	3.60	0.90	1.79
经营性现金流/净利润	0.33	0.64	0.73	1.03	0.10	0.59
资产负债率	33.23%	36.89%	36.01%	37.21%	36.19%	36.04%
ROE	3.32%	6.99%	9.86%	10.99%	3.66%	6.71%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, 龙头企业的品种力、品牌力仍起到决定性的抗风险作用。中药龙头企业如片仔癀、云南白药、同仁堂表现相对稳定, 部分品种竞争力较强的公司如白云山、华润三九等企业表现亦佳。随着 2020 年版《中国药典》的颁布, 我们预计品种力、品牌力极强, 研发与销管并行的中药龙头企业核心竞争力将会进一步巩固, 强大的品牌优势将进一步确立。在消费者的消费习惯和品牌信誉不出现重大波动的情况下, 我们将持续看好此类企业的长期前景。

表 13: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	1H19	18A	19Q1	1H19	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
白云山	101.55	161.32	124.67	33.20	55.42	-2.73	2.02	2.38	2.69	18.23	15.52	13.73
云南白药	9.84	10.04	7.12	5.14	4.97	37.59	3.20	3.60	4.06	23.98	21.33	18.87
华润三九	20.75	3.02	10.73	10.02	175.91	108.39	2.22	1.89	2.15	13.32	15.62	13.77
片仔癀	28.33	21.45	20.40	41.62	23.99	20.89	2.41	3.04	3.82	41.45	32.79	26.09
同仁堂	6.23	6.73	-1.52	11.49	10.18	3.33	0.89	0.96	1.08	31.39	28.86	25.79

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

5. 医疗器械: IVD行业整体增速放缓, 高值耗材仍是高景气细分板块

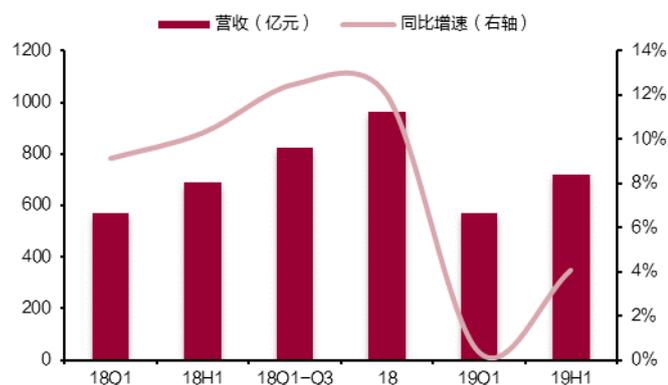
5.1. IVD: 行业整体增速放缓, 化学发光是未来竞争主战场

IVD 板块 19H1 实现营业收入 252.34 亿元, 同比增长 16.15%, 增速较 Q1 有所下降, 整体上 IVD 企业营收增长处于放缓趋势, 19Q1 和 H1 与 18 年同期相比增速下滑幅度较大, 主要原因在于传统的生化诊断产品技术简单、相对成熟、竞争加剧, 整个行业增速下降。

利润端 19H1 IVD 企业总体归母净利润为 50.55 亿元, 同比增长 19.85%, 与 19Q1 相比增速同样略有下降, IVD 企业利润增速处于持续放缓态势, 其原因与营收一致, 生化诊断技术市场较为成熟, 市场空间较小; 化学发光将是未来 3-5 年国产替代主要战场。

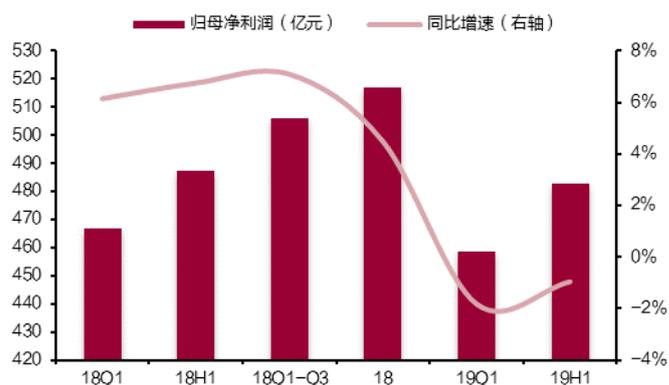
行业点评 | 医药生物

图 22: IVD 板块营收及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 23: IVD 板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, IVD 企业毛利率较为平稳保持在 55%左右, 净利率环比有所提高, 费用端 19H1 三项总费用率相比 18H1 略有提升, 其中管理费用率提升幅度相对较大。营运方面 19 年 IVD 企业总资产周转率与 18 年大致相同, 其中存货周转率和应收账款周转率同比均有所下降, 表明企业回款速度有所放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19 年同比 18 年有所上升, 企业净利润中经营现金贡献增加。资产负债率同比下降, ROE 水平同比也下降。

表 14: IVD 板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	55.58%	54.57%	54.30%	54.24%	55.33%	55.06%
销售费用率	17.30%	17.03%	17.47%	18.13%	17.27%	17.33%
管理费用率	13.84%	10.21%	6.61%	6.85%	6.45%	6.24%
研发费用率			6.68%	6.97%	7.05%	6.82%
财务费用率	2.85%	0.78%	0.26%	0.47%	2.25%	0.35%
净利率	19.09%	20.30%	20.31%	18.59%	19.56%	20.93%
总资产周转率	0.15	0.33	0.50	0.65	0.15	0.32
存货周转率	0.72	1.83	2.35	3.27	0.73	1.55
应收账款周转率	0.88	1.93	2.69	3.66	0.81	1.69
经营性现金流/净利润	0.10	0.54	0.60	0.98	0.16	0.69
资产负债率	33.81%	34.82%	33.67%	30.17%	29.17%	30.53%
ROE	4.32%	9.89%	14.76%	17.15%	3.95%	9.06%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, IVD 细分行业较多, 生化和免疫临床占比较大。生化方面, 国产企业已经发展的较为成熟, 进口替代基本完成, 国产企业同质化竞争较为激烈, 相比之下, 化学发光将明显受益于技术驱动和产品替代, 成为未来 3-5 年的主战场。化学发光由于其系统封闭化的特点, 率先布局的企业具有先发优势, 包括安图生物、迈克生物、迈瑞医疗等, 是我国化学发光第一梯队。在高端诊断试剂研发方面, 艾德生物、华大基因是国内龙头企业, 未来将受益于国内基因检测需求增加以及 NGS 技术发展, 我们持续看好这类企业。

表 15: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
迈瑞医疗	23.09	20.69	20.52	43.65	24.59	26.57	3.76	4.60	5.58	49.60	40.55	33.37
安图生物	37.82	31.85	39.03	25.98	26.10	29.85	1.73	2.24	2.88	49.97	38.62	30.13
迈克生物	36.31	39.21	21.73	18.92	18.02	16.27	0.97	1.21	1.51	22.30	17.87	14.30
万孚生物	44.05	27.62	20.89	46.06	31.50	27.40	1.20	1.58	2.05	36.65	27.88	21.51
艾德生物	32.89	34.11	31.32	34.73	30.46	12.34	1.01	1.37	1.84	52.92	38.92	29.04

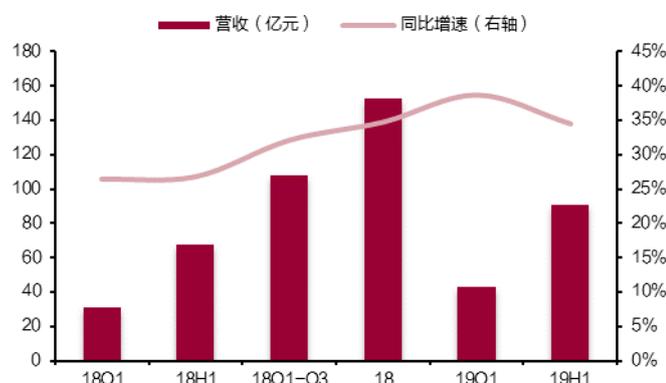
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

5.2. 高值耗材: 行业增速依然超过30%, 创新医疗器械受益于国家政策支持

医疗器械高值耗材板块 19H1 实现营业收入 90.71 亿元, 同比增长 34%, 增速较 19Q1 略有下降, 但和 18 年同期相比增速明显上升, 其主要原因是因为国家对创新医疗器械的鼓励与支持, 对具有明显临床价值的创新器械实施优先审批, 缩短产品上市时间; 同时, 高值耗材集中采购短期内对生产企业压力较大, 但长期来看优质国产高值耗材有望加速放量, 进口替代率提高, 行业集中度增加, 有利于企业以及整个行业的良性发展。

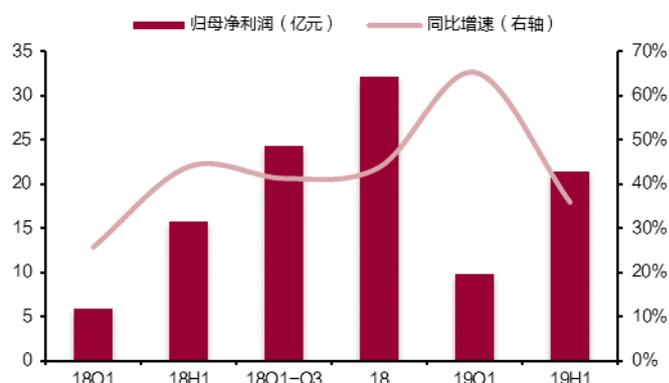
利润端 19H1 医疗服务企业总体归母净利润为 21.46 亿元, 同比增长 36%, 与 19Q1 相比增速下降, 主要原因是企业销售费用率和研发费用率增长所致。从近年来整体趋势来看, 该板块自 18H1 以来归母净利润一直维持 30% 以上的高速增长, 为高景气细分子行业。

图 24: 高值耗材板块营收及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 25: 高值耗材板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 高值耗材企业毛利率自 18Q1 以来持续增加, 主要是因为高毛利创新医疗器械产品陆续上市, 对低毛利低端产品不断市场替代所致, 费用端 19H1 总三项费用率相比 18H1 有所提升。营运方面 19H1 高值耗材企业总资产周转率基本与 18H1 持平, 应收账款周转率明显提高, 表明企业应收账款回款速度提升。经营性现金流净额/净利润指标在 19H1 同比 18H1 有所下降, 企业净利润中经营现金贡献减少。资产负债率同比有所下降, 而 ROE 同比略有提高。

行业点评 | 医药生物

表 16: 高值耗材板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	60.55%	60.67%	61.79%	61.56%	63.00%	63.62%
销售费用率	19.95%	19.39%	20.48%	22.47%	22.20%	21.56%
管理费用率	13.88%	14.02%	8.37%	8.25%	7.81%	7.56%
研发费用率			6.34%	6.64%	6.41%	6.73%
财务费用率	2.55%	1.47%	1.31%	1.66%	3.21%	2.24%
净利率	20.39%	24.12%	23.08%	21.41%	23.24%	24.13%
总资产周转率	0.12	0.21	0.32	0.45	0.10	0.21
存货周转率	0.65	1.30	1.91	2.76	0.66	1.31
应收账款周转率	0.89	1.79	2.80	4.05	0.98	2.01
经营性现金流/净利润	0.50	0.76	0.86	1.06	0.42	0.64
资产负债率	34.24%	43.14%	42.24%	40.38%	40.15%	39.00%
ROE	3.43%	8.07%	11.54%	15.10%	3.87%	8.38%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, 19H1 乐普医疗新一代生物可降解支架市场推广顺利, 贡献新的业绩增长点, 预计冠脉产品结构将持续优化升级, 可降解支架将对市场上的第三代支架不断替代, 同时药物球囊、切割球囊将陆续获批上市, 冠脉治疗从此进入“介入无植入”时代; 左心耳封堵器因房颤病人数量庞大, 未来空间广阔, 乐普产品预计明年上市。蓝帆医疗冠脉支架新品逐步进入放量期, 收购 NVT 进入主动脉瓣膜领域, 未来国内潜力巨大。创新医疗器械一直受到国家政策鼓舞, 且目前该领域主要是进口企业主导, 预计未来 DRGs 推广下国内企业将明显受益, 进口替代空间大, 我们持续看好国内高端介入医疗器械龙头企业。

表 17: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
乐普医疗	40.08	30.81	32.71	35.55	92.22	42.68	0.96	1.25	1.64	28.12	21.57	16.42
健帆生物	41.48	42.90	44.39	41.34	44.02	45.63	1.33	1.77	2.31	56.11	42.22	32.38
凯利泰	16.03	24.49	24.49	137.24	48.88	38.56	0.43	0.55	0.7	25.27	19.54	15.3
大博医疗	30.04	40.31	54.27	25.68	20.58	18.46	1.15	1.44	1.81	33.21	26.44	21.09
欧普康视	47.10	56.74	51.08	43.34	41.79	39.75	0.73	0.99	1.34	60.42	44.64	33.16

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

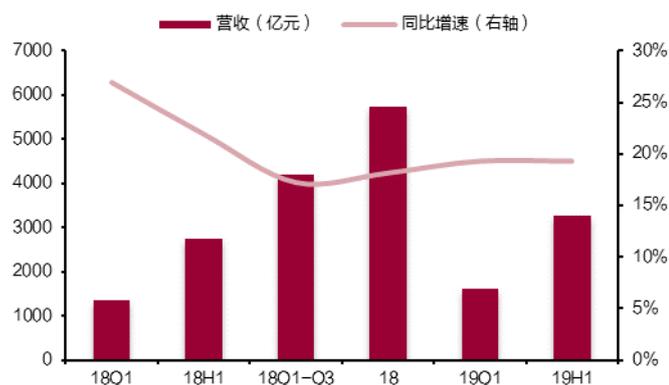
6. 医药商业: 药店板块持续高增长, 流通板块迎来恢复

6.1. 医药流通: 行业集中度持续提升, 板块业绩迎来恢复性增长

医药流通板块 19H1 实现营业收入 3257.95 亿元, 同比增长 19.29%; 实现归母净利润 76.27 亿元, 同比增长 7.98%, 整体来看, 医药流通板块相比 2018 年实现了恢复性增长。两票制从 2017 年下半年开始试运行, 2018 年开始在全国大范围推进, 大型流通企业的调拨业务因不满足两票制要求受到最直接影响, 2018Q1 开始流通板块业绩增速逐步下行, 随后医药流通企业调拨业务逐步转变为纯销业务, 两票制的不利影响逐步消化, 2018Q3 收入端迎来拐点, 但因部分企业计提商誉减值等, 利润端增速仍然下行。进入 2019 年, 收入端增速逐步恢复, 利润端迎来拐点, 预计随着行业集中的持续提升, 医药流通板块有望维持平稳增长。

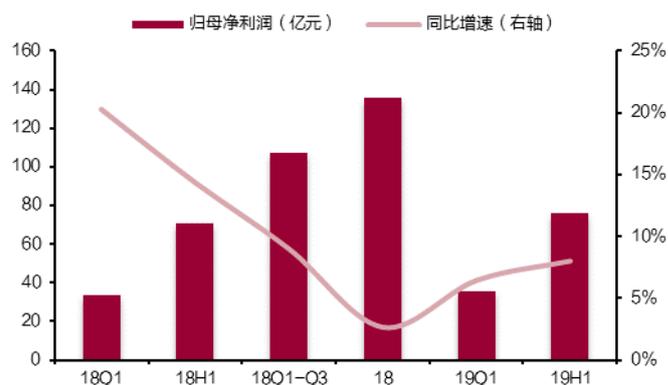
行业点评 | 医药生物

图 26：医药流通板块营收与增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 27：医药流通板块归母净利润与增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务指标方面，2019H1 毛利率同比微弱下降 0.14pct，与流通行业整体议价能力下降有关。销售费用率和管理费用率基本维持稳定，财务费用率同比增长 0.20pct，增幅相对较大，虽然今年上半年融资成本下行，但流通企业普遍采用应收账款保理、应收账款 ABS 等多种手段改善现金流，导致财务费用有所增长，净利率和 ROE 下降，但经营性现金流/净利润指标大幅好转，表明经营质量进一步提升。

表 18：医药流通板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	11.89%	12.15%	12.05%	12.16%	11.74%	12.01%
销售费用率	5.08%	5.05%	5.02%	5.17%	5.04%	5.01%
管理费用率	2.31%	2.17%	2.18%	2.25%	2.15%	2.12%
研发费用率			0.22%	0.24%	0.20%	0.22%
财务费用率	0.75%	0.80%	0.90%	0.92%	0.95%	1.00%
净利率	2.91%	3.10%	3.05%	2.82%	2.69%	2.87%
总资产周转率	0.37	0.73	1.09	1.46	0.36	0.72
存货周转率	1.83	3.72	5.54	7.45	1.87	3.84
应收账款周转率	0.87	1.74	2.58	3.55	0.83	1.69
经营性现金流/净利润	(3.95)	(1.47)	(0.75)	0.19	(2.53)	(0.37)
资产负债率	63.34%	63.94%	64.10%	64.82%	65.20%	65.78%
ROE	2.41%	5.05%	7.51%	9.41%	2.28%	4.84%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

医药流通行业目前已经形成“全国龙头+区域龙头+中小企业”的竞争格局，目前 A 股上市的企业中，上海医药作为全国龙头，营收和利润规模最大，其余企业均是区域性龙头，在本省市占率较高。目前我国医药流通企业数量众多，竞争格局分散，整合空间巨大，预计随着两票制的执行以及带量采购覆盖区域和品种范围的进一步扩大，流通行业集中度有望持续提升，龙头企业增速将持续超越行业平均增速。

行业点评 | 医药生物

表 19: 龙头公司的经营情况分析

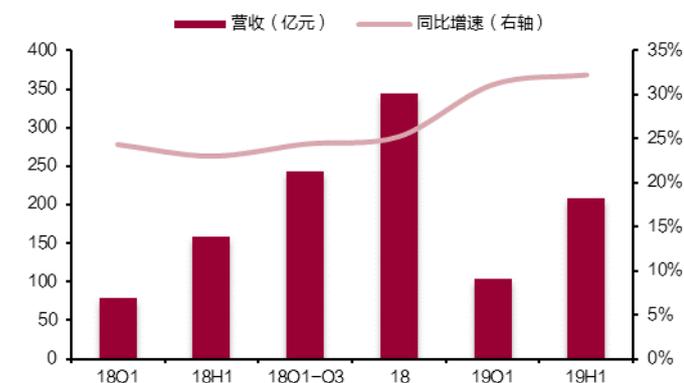
	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
上海医药	21.58	26.44	22.00	10.24	10.42	12.45	1.51	1.68	1.86	12.46	11.21	10.15
九州通	6.77	10.07	11.99	23.01	12.41	18.66	0.90	1.11	1.34	14.84	12.03	9.96
国药股份	4.50	15.82	21.41	14.46	2.53	1.42	2.02	2.29	2.58	14.52	12.79	11.36
国药一致	17.84	11.04	14.09	-7.26	47.78	38.46	3.15	3.62	4.15	15.12	13.13	11.46
柳州医药	24.00	24.89	30.47	31.59	41.68	39.35	2.68	3.37	4.16	13.95	11.12	9.01

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

6.2. 零售药店: 受益政策持续利好, 板块业绩持续高速增长

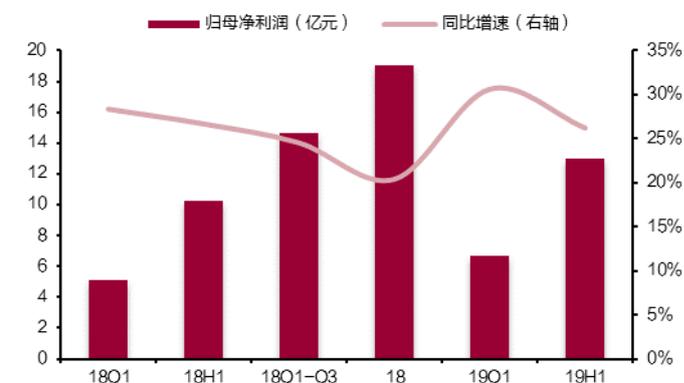
零售药店板块 19H1 实现营业收入 208.94 亿元, 同比增长 32.20%; 实现归母净利润 12.96 亿元, 同比增长 26.22%, 收入端和利润端持续快速增长。近几年我国零售药店资产证券化速度加快, 2014 年至今已经有 4 家企业完成上市, 上市后企业资金实力大幅增强, 外延式发展速度加快, 业绩也随着外延速度的变化而变化, 呈现一定规律性。2018 年产业资本快速进入药店领域, 拉动药店一级市场估值提升, 4 家上市药店并购速度明显放缓, 转而大幅自建门店, 导致业绩增速下降, 进入 2019 年, 产业资本进入整合阶段, 并购放缓, 药店一级市场估值下行, 4 家上市药店并购速度逐步恢复, 外加个别企业前期自建门店进入盈利周期以及税改带来一定的利润增量, 药店板块业绩进入高增长阶段。

图 28: 零售药店板块营收与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 29: 零售药店板块归母净利润与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 2019H1 毛利率同比下降 1.94pct, 主要因处方外流加速, 毛利率较低的处方药销售占比提升所致。销售费用率、管理费用率和财务费用率整体维持稳定, 净利率同比小幅下降 0.17pct, 主要因毛利率下滑所致。总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率、经营性现金流/净利润和 ROE 等指标同比改善, 与处方外流的推进、药店渠道价值的提升以及 DTP 等创新业务的加速开展有关, 标志药店板块整体经营情况逐步向好。

行业点评 | 医药生物

表 20: 零售药店板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	39.33%	39.87%	39.54%	39.19%	37.78%	37.93%
销售费用率	25.66%	25.97%	26.09%	26.13%	24.45%	24.59%
管理费用率	3.79%	4.12%	4.22%	4.45%	3.88%	4.13%
研发费用率			0.05%	0.02%	0.00%	0.00%
财务费用率	0.40%	0.43%	0.47%	0.38%	0.38%	0.40%
净利率	6.75%	6.76%	6.26%	5.78%	6.82%	6.59%
总资产周转率	0.32	0.64	0.94	1.26	0.34	0.66
存货周转率	0.85	1.70	2.49	3.40	0.90	1.86
应收账款周转率	3.61	7.42	11.04	15.48	3.83	8.21
经营性现金流/净利润	0.16	0.70	1.09	1.47	1.06	1.27
资产负债率	46.88%	47.81%	50.17%	51.48%	51.04%	51.55%
ROE	3.91%	7.94%	11.05%	13.87%	4.45%	8.47%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

目前我国零售药店行业规模维持平稳快速增长, 渐进式的处方外流又为行业带来千亿增量空间, 处药店行业整体增长潜力巨大。目前行业已经形成“区域龙头+中小药店”的竞争格局, 尚无全国龙头, 连锁化率和集中度仍然较低, 预计随着分级分类管理等政策的持续推进, 行业集中度将持续提升, 龙头药店有望通过外延式发展获得高速增长。

表 21: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
大参林	19.38	26.77	28.65	11.93	25.20	32.21	1.30	1.61	1.97	45.00	36.43	29.75
老百姓	26.26	23.37	24.71	17.32	22.1	22.08	1.87	2.30	2.85	40.39	32.78	26.44
一心堂	18.39	18.77	17.90	23.27	33.51	15.31	1.10	1.33	1.61	23.03	19.04	15.78
益丰药房	43.79	66.67	68.65	32.83	45.77	36.78%	1.51	2.00	2.59	50.82	38.26	29.63

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

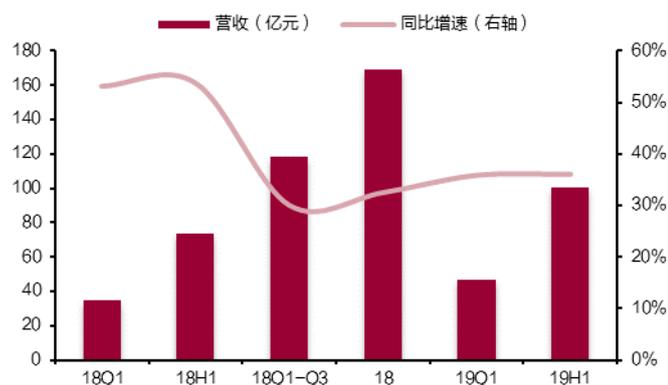
7. 医疗服务: CRO、专科服务景气度持续提升

7.1. CRO: 创新浪潮带动下, 板块景气度持续提升

CRO 板块 19H1 实现营业收入 100.68 亿元, 同比增长 36.14%; 实现归母净利润 17.32 亿元, 同比下降 0.94%; 实现扣非后归母净利润 15.77 亿元, 同比增长 25.64%, 归母净利润下降主要因龙头企业药明康德投资收益下降所致, 营业收入和扣非后归母净利润则继续维持高速增长。海外产能向国内转移带动我国 CRO 行业的第一波发展, 近几年随着国内创新药利好政策不断出台以及仿制药降价政策的倒逼, 传统仿制药企业纷纷转型创新, 加之国内生物医药一级市场融资的不断活跃以及港交所、科创板等新的上市政策的出台, 国内创业型新药研发企业数量大幅增加, 融资额快速提升, 进而带动 CRO 行业迎来新一轮发展, 板块景气度持续上行。

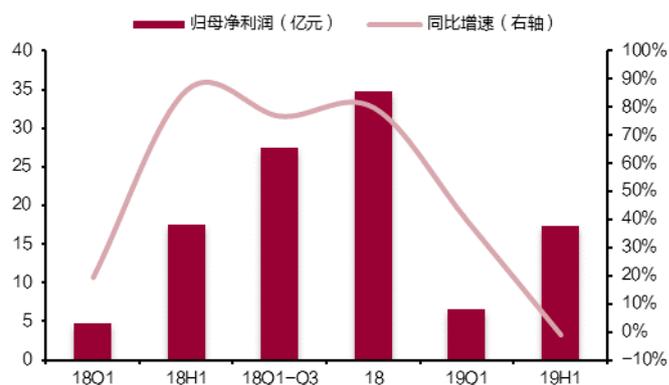
行业点评 | 医药生物

图 30: CRO 板块营收与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 31: CRO 板块归母净利润与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 2019H1 毛利率同比下降 0.5pct, 销售费用率同比增长 0.03pct, 管理费用率和研发费用率合计同比增长 1.07pct, 毛利率和费用率水平维持平稳, 净利率和 ROE 分别同比下降 6.42pct 和 4.52pct, 主要因部分企业投资收益下降。总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率维持稳定, 经营性现金流/净利润和资产负债率改善较明显, 经营情况持续向好。

表 22: CRO 板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	40.13%	40.09%	40.34%	39.86%	39.01%	39.59%
销售费用率	3.18%	3.21%	3.02%	3.13%	3.35%	3.24%
管理费用率	15.15%	15.19%	12.40%	12.69%	12.44%	12.21%
研发费用率			3.93%	4.11%	3.94%	4.05%
财务费用率	5.50%	1.33%	0.23%	0.75%	4.00%	0.95%
净利率	14.12%	24.30%	23.80%	21.29%	14.65%	17.88%
总资产周转率	0.16	0.28	0.43	0.56	0.12	0.25
存货周转率	1.87	3.56	5.48	7.84	1.88	3.77
应收账款周转率	1.24	2.21	3.52	4.92	1.17	2.32
经营性现金流/净利润	0.38	0.57	0.73	0.98	0.66	0.84
资产负债率	37.70%	37.12%	35.90%	26.74%	26.87%	29.74%
ROE	3.60%	10.58%	16.15%	16.86%	2.35%	6.06%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

受益于海外产能向国内转移以及国内创新药研发火热, CRO 行业景气度持续上行, 是目前医药板块为数不多业绩高增长且确定性强的子板块, 国内 CRO 行业渗透率相比欧美仍较低, 未来成长空间巨大。近几年国内临床 CRO 龙头泰格医药、博济医药和临床前 CRO 龙头药明康德、康龙化成等陆续上市, 竞争实力快速提升, 海外布局加速推进, 有望打入全球研发产业链。

表 23: 龙头公司的经营情况分析

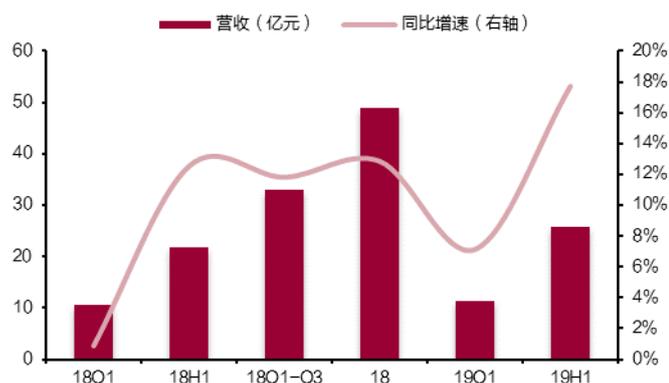
	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
药明康德	23.80	29.31	33.68	84.22	32.97	-16.91	1.38	1.74	2.20	62.82	49.81	39.39
康龙化成	26.76	31.12	28.80	46.94	33.24	32.06	0.70	0.95	1.25	59.92	44.18	33.48
泰格医药	36.37	28.69	29.49	56.86	51.72	61.04	0.91	1.24	1.65	67.06	49.32	36.86

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

7.2. CMO: 业绩增速持续恢复, 行业未来成长空间巨大

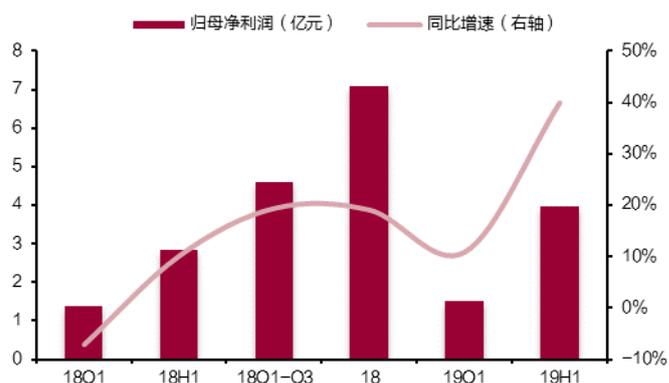
CMO 板块 19H1 实现营业收入 25.75 亿元，同比增长 17.75%；实现归母净利润 3.97 亿元，同比增长 39.87%；实现扣非后归母净利润 3.52 亿元，同比增长 35.12%，业绩增速同比、环比均实现明显增长，CMO 板块公司数量较少，上半年凯莱英业绩持续高速增长以及博腾股份业绩的大幅好转带动整个板块业绩回暖。显著的成本优势和突出的专利保护意识促使 CMO 从欧美向我国转移，同时国内创新药研发持续火热，依赖生产外包的中小型企业数量增多，加之 MAH 制度的施行，共同带动我国 CMO 行业快速发展。

图 32: CMO 板块营收与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 33: CMO 板块归母净利润与增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面，2019H1 毛利率同比增长 1.12pct，销售费用率同比增长 0.52pct，管理费用率和研发费用率合计同比增长 0.70pct，财务费用率同比下降 1.60pct，净利率和 ROE 分别同比增长 3.50pct 和 0.79pct，随着企业承接产品数量的增多以及产能利用率的提升，板块整体体现出了一定的规模效应。总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率和经营性现金流/净利润等指标整体维持稳定，行业运营情况维持稳定。

表 24: CMO 板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	40.24%	37.31%	37.28%	38.31%	35.84%	38.43%
销售费用率	2.13%	2.36%	2.49%	2.78%	2.84%	2.88%
管理费用率	18.19%	18.00%	12.77%	12.23%	12.30%	11.63%
研发费用率			6.86%	6.52%	6.90%	7.07%
财务费用率	7.97%	2.05%	0.41%	0.51%	2.77%	0.40%
净利率	11.59%	11.89%	13.07%	13.80%	13.45%	15.39%
总资产周转率	0.12	0.23	0.35	0.50	0.10	0.24
存货周转率	0.58	1.22	1.80	2.62	0.55	1.20
应收账款周转率	0.97	1.98	2.98	3.97	0.90	1.89
经营性现金流/净利润	1.46	1.26	1.15	1.30	1.27	1.28
资产负债率	27.64%	24.39%	21.88%	24.78%	22.88%	21.29%
ROE	2.16%	4.02%	6.45%	9.82%	1.84%	4.81%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

随着海外产能向国内转移以及国内创新药研发的持续火热，我国 CMO 行业发展空间巨大，目前 CMO 企业上市数量较少，部分原料药企业凭借生产优势逐步向 CMO 转型，如普洛药业、九洲药业等。我国 CMO 行业发展时间仍然较短，商业化订单数量较少，所以也就造成企业业绩波动较大，预计随着临床项目的逐步转化，商业化订单数量的增多，企业业绩稳定性有望持续提升。

表 25: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (×)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
凯莱英	28.94	31.03	44.27	25.49	45.00	46.37	2.46	3.23	4.19	44.53	33.97	26.15

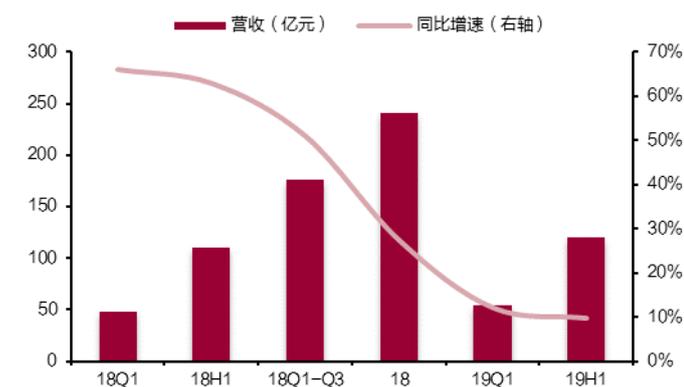
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

7.3. 专科服务: 专科医院持续受益于消费升级

医疗服务板块 19H1 实现营业收入 120.28 亿元, 同比增长 9.69%, 增速较 Q1 有所下降, 整体上服务类企业营收增长处于放缓趋势, 19Q1 和 H1 与 18 年同期相比增速下滑幅度较大, 主要原因在于爱尔眼科、金域医学等企业高基数效应下增速放缓。

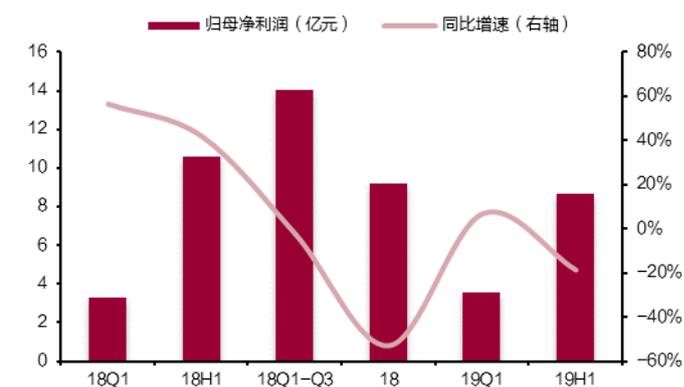
利润端 19H1 医疗服务企业总体归母净利润为 8.65 亿元, 同比下降 18.51%, 主要是由于个股恒康医疗频繁并购陷业绩困局, 19 年上半年亏损超 6000 万, 拖累整个板块。从整体趋势看, ICL 行业在国家政策、外包渗透率提高、技术驱动升级推动下维持高速增长, 行业竞争格局逐渐改善, 龙头企业率先受益; 专科医院依然延续高增长, 全国陆续布局网点, 未来将继续受益于消费升级的大趋势。

图 34: 专科服务板块营收及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 35: 专科服务板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 医疗服务企业毛利率 1-3 季度呈逐步升高的趋势, 费用端 19H1 三项费用率相比 18H1 有所下降, 主要原因是 ICL、专科医院企业全国扩张进度基本完成, 开始受益于规模效益。营运方面 19 年医疗服务企业总资产周转率与 18 年基本持平, 其中存货周转率有所提升, 而应收账款周转率下降, 回款速度有所放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19H1 同比 18H1 上升, 企业净利润中经营现金贡献增加。资产负债率同比有所提升, 而 ROE 同比下降。

行业点评 | 医药生物

表 26: 专科服务板块财务指标情况

	18Q1	18H1	18Q1~Q3	18A	19Q1	19H1
毛利率	39.46%	42.59%	43.32%	41.44%	36.15%	38.59%
销售费用率	12.15%	14.20%	13.58%	13.01%	12.36%	12.71%
管理费用率	14.32%	11.69%	11.37%	11.14%	14.37%	11.19%
研发费用率			0.58%	0.70%	0.92%	0.83%
财务费用率	2.59%	2.65%	2.82%	4.08%	3.31%	3.73%
净利率	7.86%	11.02%	9.37%	5.03%	6.92%	8.21%
总资产周转率	0.12	0.26	0.40	0.56	0.12	0.26
存货周转率	2.08	4.40	7.72	11.96	3.55	7.59
应收账款周转率	1.09	2.21	3.30	4.89	0.96	2.08
经营性现金流/净利润	1.07	0.87	1.35	3.55	0.39	1.00
资产负债率	50.54%	53.68%	54.26%	55.49%	56.40%	57.52%
ROE	1.63%	5.24%	6.86%	4.57%	1.75%	4.29%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, ICL 龙头企业如金域医学、迪安诊断利润增速明显加快, 行业开始进入特检项目驱动的 2.0 时代。我们预计未来行业环境将持续改善, 一方面因为普检行业中 IVD 流通企业由于低价竞争、前期投入太大以及服务的不专业将继续被淘汰, 另一方面由于特检行业中一些专业的小型特检公司缺乏市场和渠道, 没有品牌效应, 盈利模式壁垒较高长期难以生存, 未来行业大概率出现类似于美国的寡头垄断的格局, 龙头企业将持续受益。此外, 专科医院延续高速增长趋势, 通策医疗省内蒲公英计划、种植倍增计划持续推进, 省外项目陆续开始营业, 有望继续复制省内模式, 我们持续看好这类企业的长期前景。

表 27: 龙头公司的经营情况分析

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
金域医学	19.35	26.74	20.26	23.77	349.22	78.92	0.72	0.92	1.16	69.35	54.28	42.67
迪安诊断	39.22	51.80	35.17	11.16	15.56	21.51	0.80	1.00	1.23	27.22	21.74	17.67
爱尔眼科	34.31	28.50	25.64	35.88	37.84	36.53	0.44	0.58	0.76	77.35	58.61	44.63
通策医疗	31.05	27.77	23.58	53.34	53.71	54.07	1.47	1.92	2.48	67.17	51.37	39.92
美年健康	35.70	4.40	4.48	33.70	-	-90.07	0.28	0.37	0.49	44.41	33.57	25.10

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

三、投资建议

带量采购、高值耗材集采、医保支付目录的调整背后的政策推手依然是支付端, 而医保局的成立加速了这一进程, 在医疗需求持续上升、医保筹资有限的情况下这一进程将不会改变, 从医保的不合理支出向有效支出转变, 具备高药物经济学的创新药讲长期收益。重点关注**创新药械**: 恒瑞医药 (600276.SH)、科伦药业 (002422.SZ)、康泰生物 (300601.SZ)、沃森生物 (300142.SZ)、迈瑞医疗 (300760.SZ); **CRO**: 药明康德 (603259.SH)、泰格医药 (300347.SZ)。

在下半年政策扰动的环境下, 同时重点关注景气度高的政策免疫领域。**专科服务**: 金域医学 (603882.SH)、通策医疗 (600763.SH); **药店**: 大参林 (603233.SH); **中药消费**: 云南白药 (000538.SZ)、片仔癀 (600436.SH)。

四、风险提示

4+7 第二批带量采购降幅超过预期；集采政策不确定的风险；行业医保控费超预期的影响

五、附录：医药各子板块上市公司一览

表 28：化学制剂板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
奥赛康	974.48	1693.70	919.32	6009.95	3998.44	4909.98	康弘药业	4.70	2.43	9.79	7.88	2.44	9.67
北大医药	7.92	-7.16	7.42	31.87	3.46	6.86	康芝药业	83.59	112.92	90.53	-73.37	34.38	-82.43
北陆药业	16.37	41.64	29.01	24.36	41.08	32.27	科伦药业	43.00	9.05	14.50	62.04	-12.40	-5.91
贝达药业	19.27	31.70	31.08	-35.27	20.83	30.99	莱美药业	21.86	-4.31	15.51	76.39	-54.32	-33.29
诚意药业	60.10	18.82	34.77	39.97	35.31	51.68	力生制药	46.06	10.32	11.11	58.35	8.55	29.16
德展健康	48.22	-38.92	-44.50	16.73	-32.09	-45.48	丽珠集团	3.86	10.06	8.20	-75.56	13.07	16.67
东北制药	31.54	7.84	9.65	64.04	10.13	2.21	联环药业	47.91	9.30	19.69	4.27	5.28	6.93
东诚药业	46.20	33.67	39.60	62.44	48.66	59.14	灵康药业	66.10	12.19	2.51	13.48	10.70	58.32
东阳光	57.59	93.09	61.27	108.50	250.07	57.84	鲁抗医药	28.10	6.74	17.52	41.27	-46.73	-33.56
恩华药业	13.69	13.31	12.41	32.99	23.64	22.87	普利制药	92.07	67.06	40.34	84.37	125.11	70.81
丰原药业	16.88	5.26	6.27	-6.77	44.63	48.54	干红制药	24.05	8.46	24.92	20.95	6.29	6.97
福安药业	27.67	-4.78	-1.53	-226.39	-16.48	-11.55	仟源医药	21.04	-6.32	3.23	-66.59	171.47	142.04
辅仁药业	8.92	1.02	-10.93	126.67	17.26	-11.45	人福医药	20.64	18.59	19.05	-213.97	-2.65	-32.93
广生堂	35.89	25.31	32.35	-50.89	-37.46	161.95	润都股份	33.93	53.35	44.81	17.86	45.23	25.18
哈三联	89.11	5.99	13.16	13.66	-13.76	-19.01	赛隆药业	19.78	-27.03	-24.85	-5.58	-43.92	-41.36
哈药股份	-10.02	-6.43	-2.09	-14.95	-203.51	-111.67	莎普爱思	-35.30	-21.10	-19.45	-186.42	-52.42	-49.50
海辰药业	56.45	28.73	33.51	26.86	31.10	29.68	山大华特	-13.64	-29.95	1.89	-46.67	-67.65	8.96
海南海药	35.47	14.99	22.12	38.03	1.31	-45.76	神奇制药	6.75	23.52	6.30	-18.14	-21.34	-2.43
海思科	84.61	75.50	57.00	40.28	-16.64	61.55	天药股份	23.13	38.58	27.89	18.21	46.82	19.61
翰宇药业	1.46	-28.22	-30.32	-203.35	-47.01	-63.46	天宇股份	23.45	66.75	51.30	63.36	529.73	526.37
恒瑞医药	25.89	28.77	29.19	26.39	25.61	26.32	通化金马	37.67	13.65	6.51	28.30	-12.88	-14.95
华北制药	19.52	8.26	13.00	703.03	16.46	28.54	卫信康	77.54	0.17	15.70	-27.71	-39.35	-33.62
华东医药	10.17	23.84	19.08	27.41	37.63	23.42	仙琚制药	26.97	0.70	5.74	45.85	43.23	40.88
华海药业	1.85	-3.22	4.50	-83.18	-16.23	45.95	现代制药	32.91	2.10	6.87	36.78	6.83	-9.27
华仁药业	5.49	3.03	9.42	3.36	116.59	-20.99	信立泰	11.99	5.52	3.92	0.44	-22.57	-19.90
华润双鹤	28.08	23.16	19.03	14.95	9.55	9.47	兴齐眼药	19.78	24.81	24.38	-65.37	-141.52	-404.22
济民制药	15.75	17.40	8.58	-39.37	0.42	-13.94	亚太药业	20.94	14.71	-13.30	2.79	-13.28	-69.36
健康元	3.94	11.05	9.34	-67.21	35.29	28.32	海正药业	-3.63	-0.86	6.27	-3730.15	194.06	254.51
金城医药	7.89	-23.34	-15.08	-7.84	35.43	113.85	一品红	3.57	-9.40	0.71	32.88	27.01	31.58
京新药业	32.66	38.81	31.92	39.97	49.25	52.89	誉衡药业	80.20	4.98	7.77	-59.35	-12.91	2.81
景峰医药	0.08	-23.07	-29.83	15.26	26.84	-5.80	振东制药	-8.36	16.32	21.75	-148.90	1.59	15.20
九典制药	49.93	5.82	18.19	4.98	-18.58	2.17	辰欣药业	28.54	4.74	4.52	37.12	6.46	7.56

资料来源：Wind，西部证券研发中心

行业点评 | 医药生物

表 29: 化学原料药板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
奥翔药业	1.54	17.01	11.33	-17.26	286.98	30.78	普洛药业	14.85	15.86	15.58	44.42	64.62	50.61
尔康制药	-16.74	53.85	37.07	-58.55	-17.30	-41.10	赛托生物	33.95	19.38	3.42	37.88	8.35	-9.32
富祥股份	21.42	-3.25	-4.74	9.67	-13.54	-13.49	山河药辅	26.28	6.27	4.13	39.28	22.89	22.62
广济药业	5.27	-26.11	-8.79	63.22	-64.16	-46.30	圣达生物	-3.12	2.74	17.04	-38.65	-41.32	-9.03
海普瑞	80.32	28.20	6.21	369.19	1107.56	149.39	司太立	25.25	49.35	48.54	12.70	84.25	43.32
常山药业	16.37	39.68	26.29	-28.91	24.85	16.20	同和药业	-9.97	13.94	55.01	-62.52	-26.40	35.93
花园生物	57.24	0.51	30.36	135.74	5.98	49.97	新和成	39.27	-39.71	-16.85	80.64	-65.82	-43.87
健友股份	52.81	40.02	38.44	35.11	22.38	27.34	新华制药	15.33	14.14	15.34	19.68	11.62	19.54
金达威	37.80	-11.03	16.82	44.97	-61.21	-24.50	亿帆医药	5.91	-9.33	8.27	-43.50	-54.75	-10.04
美诺华	40.25	64.38	61.31	115.66	436.95	91.57	永安药业	7.79	22.50	27.19	34.12	-85.01	-68.77

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 30: 生物制品板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
安科生物	33.32	24.16	21.71	-5.25	11.41	13.15	四环生物	14.29	-21.23	-3.83	-503.92	-458.80	-1011.21
博雅生物	67.84	31.82	25.95	31.57	22.99	11.63	天坛生物	66.05	27.49	27.87	-56.82	19.39	22.21
东宝生物	27.09	14.44	0.37	51.57	10.52	17.36	通化东宝	5.80	-0.70	-1.96	0.25	-0.06	-0.85
复星医药	34.45	17.67	19.51	-13.33	0.92	-2.84	卫光生物	10.36	28.88	20.53	1.22	9.04	1.98
海特生物	-21.24	18.64	18.73	-33.89	25.74	20.10	未名医药	-42.83	-14.25	1.98	-124.66	-115.69	358.62
华兰生物	35.84	23.83	16.77	38.83	25.16	11.94	我武生物	29.87	29.13	25.43	25.14	27.30	25.53
康辰药业	73.08	4.96	11.45	-44.88	22.10	48.65	沃森生物	31.54	49.72	33.63	-294.77	68.80	16.09
康泰生物	73.69	-15.31	-24.07	102.92	-9.25	-9.84	溢多利	17.94	1.62	8.41	41.14	-257.36	24.92
莱茵生物	-22.68	-6.28	-14.80	-60.35	-41.45	-37.46	长春高新	31.03	72.07	23.36	52.05	73.67	32.60
赛升药业	90.37	-27.83	-6.61	0.53	-25.19	-29.17	振兴生化	25.46	-18.88	-5.81	270.34	-13.77	16.26
上海莱士	-6.41	84.15	35.01	-281.66	-131.74	-148.75	智飞生物	289.43	173.58	143.19	235.75	93.38	68.08
舒泰神	-41.92	-36.85	-22.43	-49.03	-49.74	-63.12	中源协和	51.62	49.50	57.57	-420.99	-72.83	-76.64
双成药业	36.66	-17.68	0.60	-1199.89	157.87	-22.58	博晖创新	40.19	4.62	6.74	78.73	-183.42	-91.01
双成药业	36.66	-17.68	0.60	-1199.89	157.87	-22.58	博晖创新	40.19	4.62	6.74	78.73	-183.42	-91.01

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 31: 中药板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
白云山	101.55	161.32	124.67	66.90	55.42	-2.73	片仔癀	28.33	21.45	20.40	41.62	23.99	20.89
步长制药	-1.44	18.61	11.43	15.29	37.79	13.96	奇正藏药	15.20	11.78	12.44	5.96	9.98	6.28
大理药业	47.20	-24.98	-20.74	-75.93	-14.60	1281.05	启迪古汉	-45.91	48.49	54.67	-299.13	97.67	345.00
东阿阿胶	-0.46	-23.83	-36.69	1.98	-35.48	-77.62	千金药业	4.58	16.48	13.61	22.91	32.61	25.74
方盛制药	45.83	-4.07	5.23	22.31	2.38	16.26	仁和药业	14.56	13.98	8.25	33.20	34.20	32.48
佛慈制药	8.67	9.25	14.01	0.25	-41.60	5.01	上海凯宝	-4.41	-23.19	-13.10	-16.71	-28.07	-16.46

行业点评 | 医药生物

广誉远	38.51	-7.56	-17.35	57.98	10.99	-18.69	寿仙谷	38.24	30.79	12.12	21.12	19.72	-13.44
贵州百灵	21.03	3.60	2.86	7.05	5.32	-18.84	太安堂	2.36	18.25	15.37	-6.72	-35.92	-36.88
桂林三金	-1.94	9.21	4.48	-10.99	5.11	1.69	太极集团	22.38	38.08	19.51	-28.40	803.48	64.07
汉森制药	11.09	-5.44	-2.02	35.60	10.52	18.49	太龙药业	2.26	-13.09	1.71	-2349.17	519.68	848.78
红日药业	25.19	8.23	16.50	-53.23	5.13	1.38	泰合健康	7.19	19.73	29.81	-81.84	132.74	287.08
华润三九	20.75	3.02	10.73	10.02	175.91	108.39	特一药业	28.83	20.11	15.39	46.27	61.83	20.53
华森制药	18.80	16.24	14.76	22.67	6.05	47.82	天目药业	103.23	-16.23	-33.44	-209.09	-0.42	-69.27
黄山胶囊	3.06	3.17	6.83	-22.52	-17.63	-10.72	天士力	11.78	15.66	11.10	12.25	20.64	-2.86
吉药控股	34.52	118.31	42.47	7.01	-18.72	-72.10	同仁堂	6.23	6.73	-1.52	11.49	10.18	3.33
济川药业	27.76	-2.26	2.71	37.96	9.28	14.38	沃华医药	6.57	1.18	16.73	-19.95	-21.44	-17.59
嘉应制药	14.72	-6.06	0.59	-116.71	0.24	21.93	西藏药业	12.26	39.64	36.66	-6.11	2.99	21.33
健民集团	-20.28	4.43	3.48	-10.53	-6.47	-2.67	香雪制药	14.49	11.41	7.43	-14.41	18.87	3.90
江中药业	0.49	16.72	27.44	12.55	9.50	10.35	新光药业	-11.13	0.87	4.81	-17.11	-1.16	3.79
金陵药业	-9.17	-22.52	-17.62	76.32	346.50	154.06	新天药业	1.84	3.66	13.92	7.35	1.25	6.50
精华制药	20.86	4.84	3.24	31.00	12.51	1.11	信邦制药	9.63	3.27	0.12	-505.97	-16.09	-37.99
九芝堂	-18.61	11.17	-6.23	-54.63	-43.42	-46.00	亚宝药业	14.05	6.76	9.06	36.53	25.23	10.21
康恩贝	28.20	-5.27	2.06	13.03	-34.22	-28.94	以岭药业	17.97	-1.94	10.51	10.82	-7.18	1.50
康惠制药	2.33	16.63	14.36	-11.73	0.71	-16.49	易明医药	28.53	16.76	6.00	-58.24	6.80	-23.07
康缘药业	16.77	20.45	22.67	15.41	18.02	20.24	益佰制药	1.98	-14.44	-15.00	-287.21	-41.54	-38.42
葵花药业	16.00	11.17	2.18	32.85	11.30	8.03	益盛药业	-5.74	-4.88	-3.47	15.00	-17.12	1.96
昆药集团	21.35	8.24	10.96	1.65	25.32	30.31	云南白药	9.84	10.04	7.12	5.14	4.97	37.59
羚锐制药	11.07	4.41	5.88	12.05	35.89	25.12	珍宝岛	-11.31	29.41	16.26	-11.22	7.49	-4.55
龙津药业	10.36	-21.29	-21.77	-60.55	-27.68	-87.73	中恒集团	61.10	31.29	20.04	1.39	47.70	7.81
陇神戎发	-24.64	0.38	-0.45	-28.25	4.13	-24.69	中新药业	11.77	8.56	13.54	17.98	9.60	10.64
马应龙	25.53	22.86	18.93	-44.94	94.47	111.34	众生药业	20.23	2.82	9.44	3.70	2.95	10.24
盘龙药业	29.90	27.89	35.96	47.95	24.69	25.77	紫鑫药业	-0.17	-53.04	-38.94	-53.15	-113.59	-79.08
佐力药业	-8.02	19.93	9.36	-54.03	20.82	-20.27							

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 32: IVD 板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)			
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1	
贝瑞基因	22.93	12.01	16.87	15.18	155.36	71.95	万孚生物	44.05	27.62	20.89	46.06	31.50	27.40
达安基因	-4.13	-35.03	-35.87	17.51	1.67	1.61	艾德生物	32.89	34.11	31.32	34.73	30.46	12.34
迪瑞医疗	7.58	23.51	12.48	18.12	39.23	24.01	华大基因	21.04	12.86	13.20	-2.88	-2.54	-4.70
基蛋生物	40.45	43.85	42.40	28.67	27.75	17.85	美康生物	73.67	50.16	4.68	12.60	11.57	1.49
九强生物	11.51	5.52	3.87	10.07	4.03	15.05	明德生物	6.82	24.48	4.05	-6.22	18.15	3.95
凯普生物	21.14	27.98	27.02	22.39	38.84	29.34	塞力斯	43.12	38.41	46.50	0.33	15.54	16.46
科华生物	24.85	11.80	15.39	-4.58	2.18	1.29	三诺生物	50.10	18.03	6.98	20.34	-41.15	-22.94
理邦仪器	17.72	15.60	11.31	111.70	43.94	30.32	透景生命	20.46	26.37	24.35	11.73	21.73	6.37
迈瑞医疗	23.09	20.69	20.52	43.65	24.59	26.57	阳普医疗	0.06	-10.50	0.09	-1325.99	29.27	28.30
安图生物	37.82	31.85	39.03	25.98	26.10	29.85	润达医疗	38.10	18.23	17.88	19.51	20.40	20.97
迈克生物	36.31	39.21	21.73	18.92	18.02	16.27	利德曼	13.69	-31.91	-26.65	-44.61	-67.65	-78.70

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

行业点评 | 医药生物

表 33: 高值耗材板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
冠昊生物	1.80	35.48	6.39	-20.41	31.36	41.03	凯利泰	16.03	24.49	24.49	137.24	48.88	38.56
开立医疗	24.04	-0.40	0.74	32.94	-42.35	-38.58	大博医疗	30.04	40.31	54.27	25.68	20.58	18.46
健帆生物	41.48	42.90	44.39	41.34	44.02	45.63	欧普康视	47.10	56.74	51.08	43.34	41.79	39.75
康德莱	15.41	10.56	9.97	23.65	28.02	17.51	维力医疗	18.41	48.68	43.49	1.31	219.49	182.35
乐普医疗	40.08	30.81	32.71	35.55	92.22	42.68	正海生物	17.92	30.18	26.09	39.15	23.60	27.55
蓝帆医疗	68.35	117.16	74.23	72.61	64.47	58.83							

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 34: 医药流通板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
重药控股	11.97	30.2	33.80	-37.5	-4.28%	49.70	人民同泰	-11.91	15.20	13.88	1.44	5.78	4.73
第一医药	-24.39	-1.72	4.45	8.53	22.62	42.40	瑞康医药	45.61	22.62	15.80	-22.77	-32.26	-33.99
国药股份	6.77	10.07	11.99	23.01	12.41	18.66	南京医药	13.94	16.05	21.31	10.46	8.93	15.09
国药一致	4.50	15.82	21.41	14.46	2.53	1.42	上海医药	21.58	26.44	22.00	10.24	10.42	12.45
海王生物	53.90	14.58	18.80	-34.84	-13.49	-37.64	同济堂	10.01	7.05	4.32	2.70	4.33	18.23
华通医药	11.22	6.16	12.13	-17.83	0.54	-5.45	浙江震元	10.87	9.66	14.36	16.05	12.20	8.05
嘉事堂	26.13	27.73	20.17	24.27	12.48	13.98	中国医药	3.00	25.22	16.04	18.94	-4.06	-17.99
九州通	17.84	11.04	14.09	-7.26	47.78	38.46	英特集团	8.38	10.93	16.86	12.41	32.09	95.28
柳药股份	24.00	24.89	30.47	31.59	41.68	39.35	鹭燕医药	37.93	31.83	34.97%	38.1	37.15	48.65

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 35: 零售药店板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
老百姓	26.26	23.37	24.71	17.32	22.13	22.08	益丰药房	43.79	66.67	68.65	32.83	45.77	36.78
大参林	19.38	26.77	28.65	11.93	25.20	32.21	一心堂	18.39	18.77	17.90	23.27	33.51	15.31

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 36: CRO 板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
博济医药	31.58	14.75	22.11	-130.22	-72.78	-48.69	药明康德	23.80	29.31	33.68	84.22	32.97	-16.91
量子生物	262.05	276.79	136.22	178.63	134.79	-9.27	康龙化成	26.76	31.12	28.80	46.94	33.24	32.0
昭衍新药	35.69	44.13	48.65	41.72	37.27	78.86	泰格医药	36.37	28.69	29.49	56.86	51.72	61.04
药石科技	75.02	53.07	37.80	98.52	66.88	30.31							

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

行业点评 | 医药生物

表 37: CMO 板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
博腾股份	0.07	18.92	22.46	15.86	-25.16	69.56	九洲药业	8.43	-16.31	-6.72	6.46	-15.82	15.51
凯莱英	28.94	31.03	44.27	25.49	45.00	46.37							

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

表 38: 专科服务板块上市公司一览

	收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)				收入增速 (%)			归母净利润增速 (%)		
	18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1		18A	19Q1	19H1	18A	19Q1	19H1
金域医学	19.35	26.74	20.26	23.77	349.22	78.92	美年健康	35.70	4.40	4.48	33.70	20.38	-90.07
迪安诊断	39.22	51.80	35.17	11.16	15.56	21.51	通策医疗	31.05	27.77	23.58	53.34	53.71	54.07
爱尔眼科	34.31	28.50	25.64	35.88	37.84	36.53	宜华健康	4.15	-8.83	-18.67	1.77	-47.30	-96.30
恒康医疗	12.92	-1.05	-0.48	-799.09	-47.62	-184.80							

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

西部证券—行业投资评级说明

超配:	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配:	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配:	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售助理	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李思	广州	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。