

# 行业集中过程的阵痛

## 医药生物行业 2019 半年报分析

投资建议: 优异

上次建议: 优异

### 投资要点:

#### ► 行业保持增长, 但是增速大幅下滑

2019年上半年医药制造业营业收入与利润继续增长, 增速较上年同下滑5个百分点, 上半年行业利润增速创近年新低。医药品外贸逆差持续扩大, 医疗器械的外贸基本平衡。

上市公司方面与医药全行业呈现相同特征, 无论是营收, 还是净利润都保持了增长势头, 但增速大幅度下降。2019年上半年医药上市公司实现营收7730亿, 增长14.94%, 增速同比下降10.75个百分点, 实现归母净利润634亿元, 同比提升7.02%, 增速下降20.71个百分点。上市公司的营收和净利润增长速度相较2018年上半年均大幅度下降。

子行业方面, 以扣非净利润为主要参考指标, 2019上半年医疗器械和生物制品板块表现良好, 归母净利增速在20%左右, 医药商业表现次之, 扣非归母净利增速为7.9%, 化学制剂、医疗服务, 扣非归母净利增速分别为2.7%、2.2%, 中药板块扣非净利润更是出现了2%左右的下滑。

#### ► 重点关注医疗器械与生物制品板块

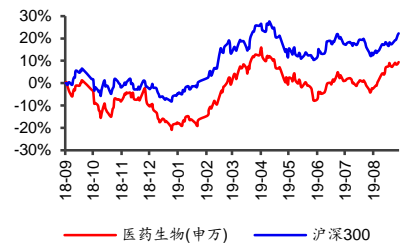
从营收增速和归母净利增速来看, 医疗器械及生物制品板块增速靠前。医药商业、中药及化学制剂板块虽然收入增长靠前, 但是净利只有个位数增长。

展望未来, 中国医疗器械市场是个高速发展的市场, 目前保持良好的发展势头, 行业近年增速通常在20%以上, 在国家政策支持、贸易摩擦、行业内升级要求下, 正加速进口替代。生物制品领域的疫苗子板块将长期向好, 血制品行业库存消化进入尾声, 将启动新一轮景气度, 生长激素等板块受益消费升级。化学制剂领域, 创新是重要方向, 仿制药集中度在集采背景下快速提升。医疗服务领域继续关注CDMO及连锁医院。医药商业方面, 正在快速集中, 无论是零售药店还是医药批发都呈现向头企业集中趋势, 关注零售药店龙头企业及批发龙头企业。

#### ► 风险提示

政策推进进度不及预期, 产品销售不及预期。

### 一年内行业相对大盘走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-85182970

邮箱: wangts@glsc.com.cn

周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

夏禹 分析师

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

肖永胜 联系人

电话: 0510-82832787

邮箱: xiaoy@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《关注医保谈判目录, 县域医共体试点推行》  
《医药生物》
- 2、《药品管理法修订, 互联网医疗服务出台意见》  
《医药生物》
- 3、《2019 版国家医保目录发布》  
《医药生物》

## 正文目录

1.	医药制造业行业简析.....	4
1.1.	全行业分析.....	4
1.2.	医药进出口分析.....	5
2.	医药上市公司盈利能力分析.....	6
2.1.	原料药.....	7
2.2.	化学制剂.....	8
2.3.	生物制品.....	9
2.4.	医疗服务.....	10
2.5.	医疗器械.....	11
2.6.	医药商业.....	12
2.7.	中药.....	13
3.	医药上市公司三费情况.....	14
4.	医药上市公司营运能力分析.....	16
5.	估值水平和涨跌幅.....	17
6.	行业推荐.....	18
7.	风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1:	医药生物行业 2011 年以来收入变化.....	4
图表 2:	医药生物行业 2011 年以来利润变化.....	4
图表 3:	2011 年以来医药生物行业毛利率和利润率.....	5
图表 4:	2011 年以来医药生物行业期间费用率.....	5
图表 5:	2011 年以来药品与器械进口金额情况变化.....	5
图表 6:	2011 年以来药品与器械出口金额情况变化.....	5
图表 7:	医药上市公司营收.....	6
图表 8:	医药上市公司归母净利.....	6
图表 9:	医药上市公司扣非归母净利.....	6
图表 10:	医药上市公司 ROE.....	6
图表 11:	各子板块营收和归母净利情况.....	7
图表 12:	原料药板块营收和净利增长情况.....	7
图表 13:	原料药板块 ROE.....	7
图表 14:	原料药板块归母净利增速较快的企业情况.....	8
图表 15:	化学制剂板块营收和净利增长情况.....	8
图表 16:	化学制剂板块 ROE.....	8
图表 17:	化学制剂板块归母净利增速较快的企业情况.....	9
图表 18:	生物制品板块营收和净利增长情况.....	10
图表 19:	生物制品板块 ROE.....	10
图表 20:	生物制品板块归母净利增速较快的企业情况.....	10
图表 21:	医疗服务板块营收和净利增长情况.....	11
图表 22:	医疗服务板块 ROE.....	11
图表 23:	医疗服务板块归母净利增速较快的企业情况.....	11
图表 24:	医疗器械板块营收和净利增长情况.....	12
图表 25:	医疗器械板块 ROE.....	12
图表 26:	医疗器械板块归母净利增速较快的企业情况.....	12
图表 27:	医药商业板块营收和净利增长情况.....	13

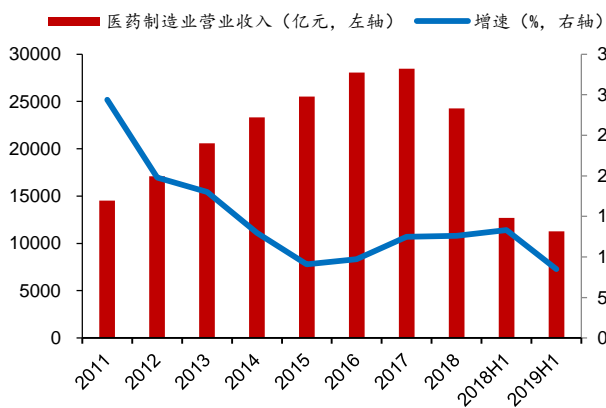
图表 28: 医药商业板块 ROE.....	13
图表 29: 医药商业板块归母净利增速较快的企业情况.....	13
图表 30: 中药板块营收和净利增长情况.....	14
图表 31: 中药板块 ROE.....	14
图表 32: 中药板块归母净利增速较快的企业情况.....	14
图表 33: 销售费用率.....	15
图表 34: 管理费用率.....	15
图表 35: 财务费用率.....	16
图表 36: 存货周转率.....	16
图表 37: (应收账款+应收票据) 周转率.....	17
图表 38: 医药生物行业估值水平.....	17
图表 39: 医药生物行业 19 年上半年涨跌幅前 10 企业.....	18
图表 40: 医药生物 2019H1 情况.....	18

## 1. 医药制造业行业简析

### 1.1. 全行业分析

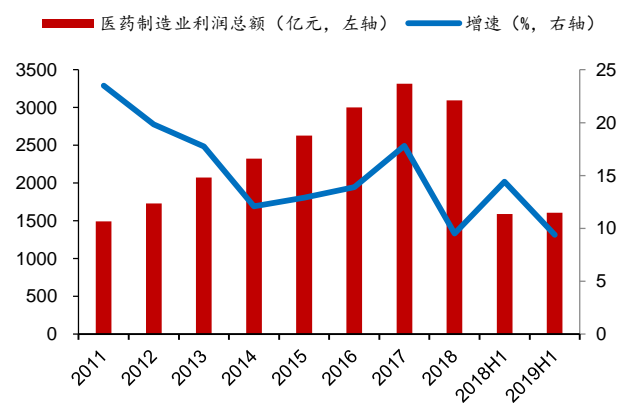
根据 wind 数据，2019 年上半年医药制造业实现营业收入 11265.70 亿元，同比增长 8.50%，增速较上年同期下降 4.80 个百分点；利润总额为 1608.20 亿元，同比增长 9.40%，增速较上年同下滑 5 个百分点。从数据走势可以看出，行业收入与利润保持增长态势，2015 年至 2018 年行业收入增速见底回升，但今年上半年行业收入增速再次下探；从行业利润端看，2018 年全年增速已经下跌至近年来的低位附近，今年上半年行业利润增速再创近年新低。

图表 1：医药生物行业 2011 年以来收入变化



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：医药生物行业 2011 年以来利润变化

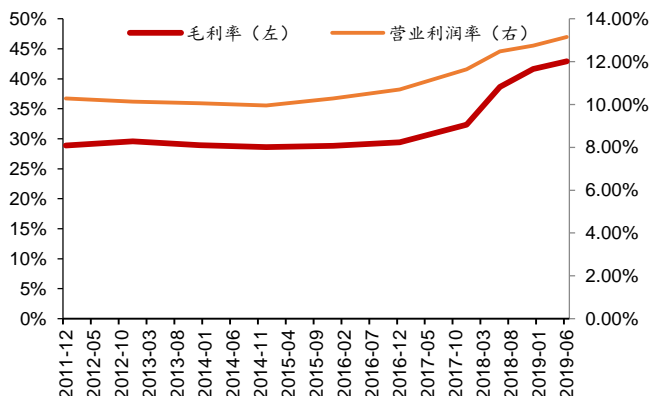


来源：Wind，国联证券研究所

**行业毛利率持续提高。**2019 年上半年医药制造业主营业务毛利率为 42.93%，同比提升 1.30 个百分点。营业利润率上半年为 13.15%，同比提高 0.4 个百分点。我们认为随着落后产能的淘汰和规模效应的增强，行业头部企业盈利能力不断强化，行业高盈利能力得以持续。

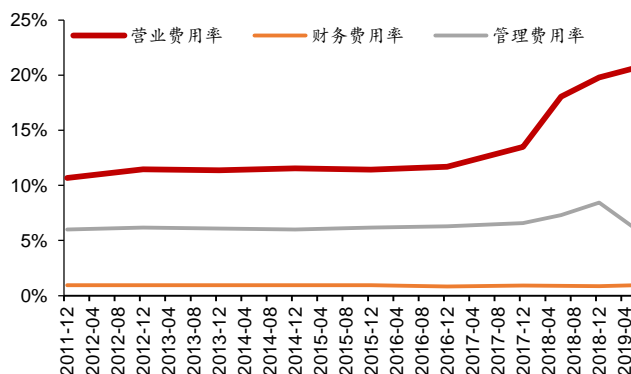
**行业营业费用与财务费用上升，管理费用大幅下降。**2019 年上半年行业营业费用、管理费用和财务费用分别为 2532 亿元、731.40 亿元和 114.50 亿元，营业费用和财务费用分别增长 10.45%、2.60%，而管理费用下降 21.32%。营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为 20.71%、5.98%、0.94%。综合来看，行业的三费同比去年上升了 1.38 个百分点。

图表 3: 2011 年以来医药生物行业毛利率和利润率



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

图表 4: 2011 年以来医药生物行业期间费用率

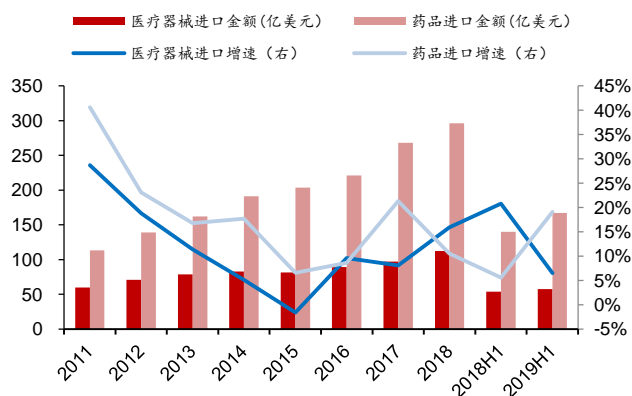


来源: 国家统计局, 国联证券研究所

## 1.2. 医药进出口分析

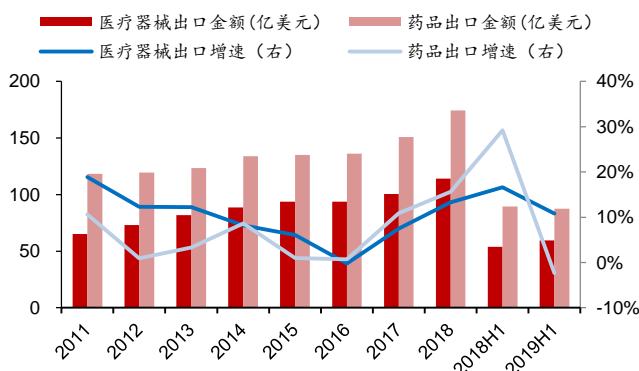
根据 wind 数据, 2019 年上半年医药品累计进口金额为 167.07 亿美元, 同比增长 19.1%, 累计出口金额为 87.39 亿美元, 同比下降 2.30%, 医药品贸易逆差有扩大趋势; 2019 年上半年医疗器械累计进口金额为 57.39 亿美元, 同比增长 6.50%, 累计出口金额为 59.41 亿美元, 同比增长 10.8%, 医疗器械对外贸易基本平衡。今年上半年药品出口受到了外贸环境影响较大, 而药品金额进口大幅度增长与国家对于抗癌药及其它临床急需药品进入医保政策相关。

图表 5: 2011 年以来药品与器械进口金额情况变化



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 2011 年以来药品与器械出口金额情况变化



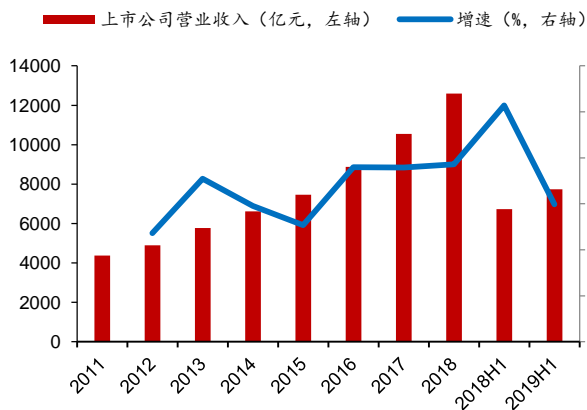
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 医药上市公司盈利能力分析

医药行业上市公司与医药全行业呈现相同特征，无论是营收，还是净利润都保持了增长势头，但增速大幅度下降。2019年上半年医药上市公司实现营收7730亿，增长14.94%，增速同比下降10.75个百分点，实现归母净利634亿元，同比提升7.02%，增速下降20.71个百分点。上市公司的营收和净利润增长速度相较2018年上半年均大幅度下降。

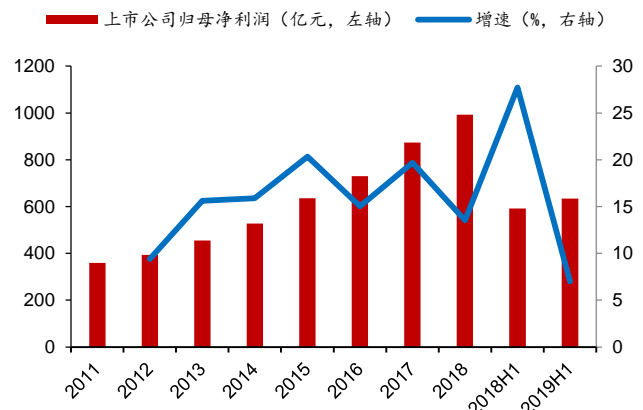
2019年2季度实现营收3954亿，同比增长15.12%，增速同比下滑7.62个百分点；实现归母净利润321亿，同比增加4.53%，增速同比下滑18.22个百分点。

图表7：医药上市公司营收



来源：Wind，国联证券研究所

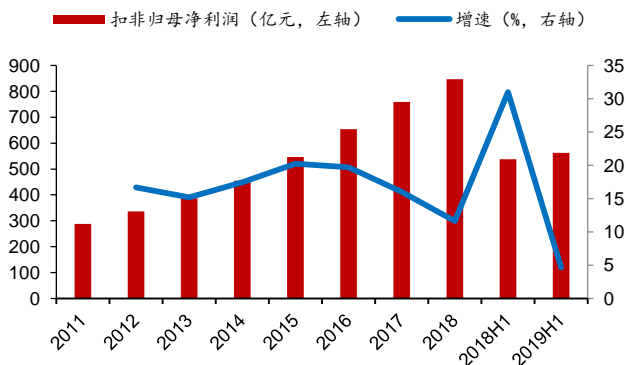
图表8：医药上市公司归母净利



来源：Wind，国联证券研究所

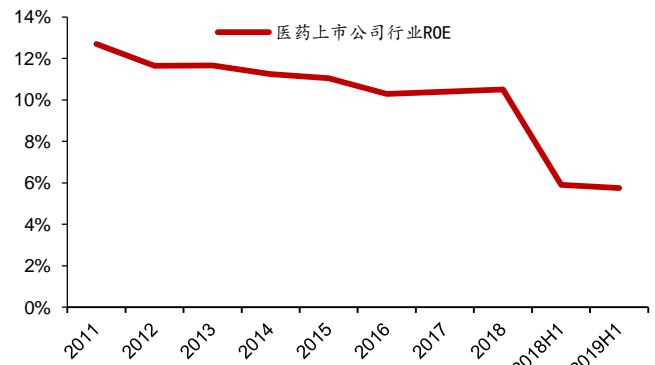
医药上市公司上半年扣除非经常性损益后的归属母公司净利润为563亿元，同比增长4.65%，增速同比下滑26.35个百分点，行业盈利增速断崖式下降。医药上市公司整体ROE小幅度下滑。2019年上半年ROE为5.75%，相比2018年上半年的5.9%，同比下降0.15个百分点。

图表9：医药上市公司扣非归母净利



来源：Wind，国联证券研究所

图表10：医药上市公司ROE



来源：Wind，国联证券研究所

细分板块来看，以扣非净利润为主要参考指标，2019 上半年医疗器械和生物制品板块表现良好，归母净利增速在 20%左右，医药商业表现次之，扣非归母净利增速为 7.9%，化学制剂、医疗服务，扣非归母净利增速分别为 2.7%、2.2%，中药板块扣非净利润更是出现了 2%左右的下滑。

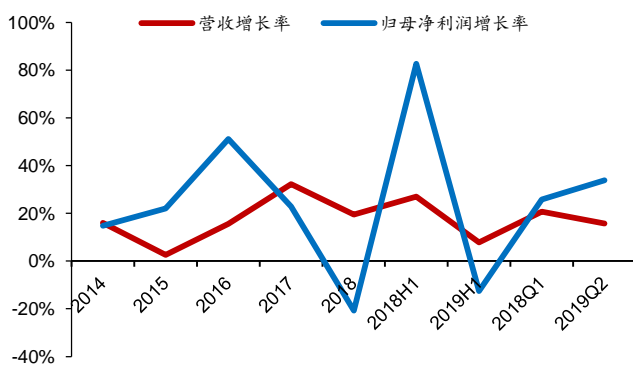
**图表 11：各子板块营收和归母净利情况**

	营收增长率			归母净利增长率			扣非净利增长率		
	2018H1	2019H1	2019Q2	2018H1	2019H1	2019Q2	2018H1	2019H1	2019Q2
医疗器械	48.47%	14.70%	11.41%	77.9%	27.9%	16.3%	73.8%	21.1%	20.3%
生物制品	45.21%	16.73%	16.34%	1.4%	16.1%	4.6%	20.6%	19.4%	10.0%
医药商业	21.89%	19.83%	19.88%	15.7%	8.8%	9.0%	22.6%	7.9%	10.1%
化学制剂	27.46%	11.88%	12.36%	22.1%	5.2%	3.8%	19.4%	2.7%	2.3%
医疗服务	51.46%	17.40%	16.75%	61.6%	-10.0%	-2.0%	129.4%	2.2%	0.4%
中药	14.61%	6.38%	5.33%	14.9%	4.7%	-7.1%	11.2%	-2.0%	-3.6%
行业合计	25.69%	14.94%	15.12%	27.7%	7.0%	4.5%	31.0%	4.7%	8.7%

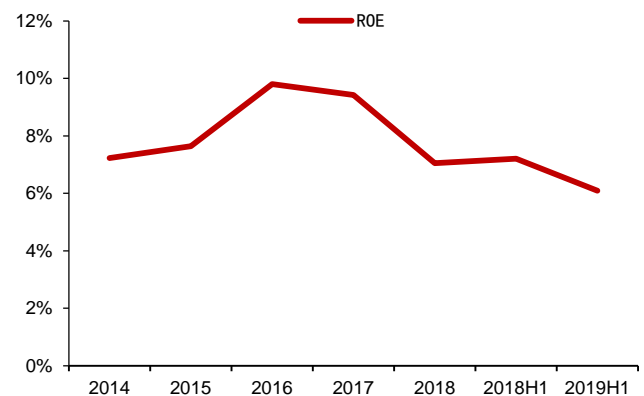
来源：Wind，国联证券研究所

## 2.1. 原料药

原料药板块，19 年上半年实现营收 435.67 亿元，同比增长 7.81%，实现归母净利 54.63 亿元，同比下降 12.55%，上半年 ROE 为 6.09%，较 18 年同期下降了 1.12 个百分点。19 年 2 季度营收增速为 15.74%，增速较一季度放缓。

**图表 12：原料药板块营收和净利增长情况**


来源：Wind，国联证券研究所

**图表 13：原料药板块 ROE**


来源：Wind，国联证券研究所

原料药板块多个企业受益产品涨价，比如健友股份（猪瘟导致猪出栏数下降，猪小肠紧缺，肝素原料药涨价）、花园生物（尽管价格回调，VD3 仍处于高位，销量增加）、美诺华（沙坦类原料药涨价）、海翔药业（染料产品涨价）。原料药产品具备和化工品类似的投资机会：环保投入的上升提升行业门槛，使得行业集中度提升；影响安全的事件也使得对原料药的标准提升，原料药有涨价预期。具体到品种，短期内仍建议供给端有波动的产品，舒巴坦（富祥股份）、肝素（健友股份）。

图表 14: 原料药板块归母净利增速较快的企业情况

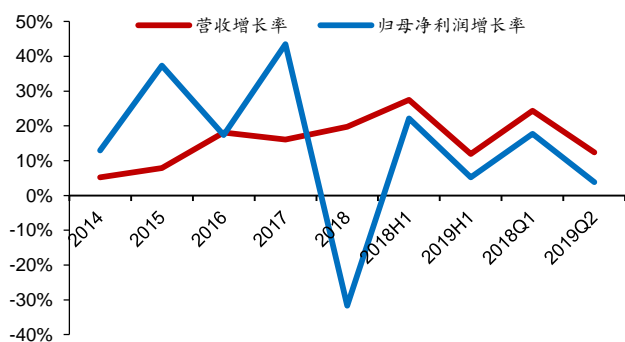
证券简称	19H1 归母 净利增速	19Q2 归母 净利增速	19H1 扣非归 母净利增速	19Q2 扣非归 母净利增速	增长促进因素
美诺华	91.54%	18.48%	312.28%	242.06%	缬沙坦涨价; 燎原药业并表
博腾股份	69.55%	196.66%	224.90%	250.00%	CMO、CRO 业务快速增长
同和药业	35.90%	63.59%	139.26%	226.06%	基数低
普洛药业	50.61%	42.73%	83.99%	93.21%	原料药中间体毛利率、收入提升
海翔药业	79.73%	26.93%	77.67%	27.01%	染料板块涨价以及活性蓝系列 快速增长; 克林霉素销量增加
花园生物	49.97%	221.57%	51.63%	268.85%	VD3 销量提升
司太立	43.31%	22.14%	43.03%	16.69%	造影剂销量增加、台州海神并表
凯莱英	46.37%	47.30%	42.75%	37.33%	临床阶段项目增加、收入增加; 商业化阶段项目收入增加
药石科技	30.30%	8.10%	35.29%	11.94%	芳香杂环类收入增长快
奥翔药业	30.80%	7.09%	30.66%	16.05%	基数低
健友股份	27.33%	33.05%	30.13%	35.74%	肝素原料药量价齐升、肝素制剂 增长

来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2. 化学制剂

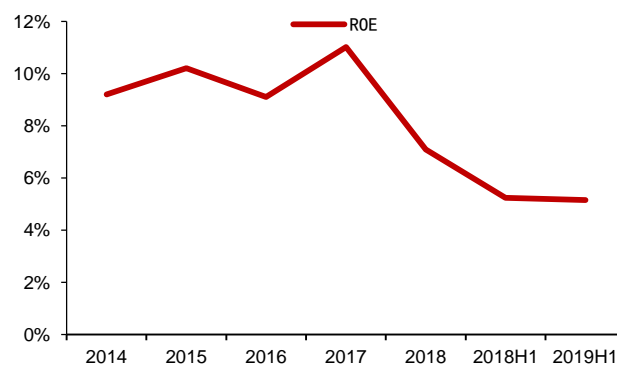
化学制剂 2019H1 实现营业收入 1498 亿元, 同比增长 11.88%, 实现归母净利 157 亿元, 同比增长 5.2%, 营收、净利润增速同比下降 15.58、16.93 个百分点。第二季度化学制剂板块实现营收 756 亿元, 同比增长 12.36%, 实现归母净利 79.88 亿元, 同比增长 3.83%。化学制剂医药上市公司 19 年上半年 ROE 为 5.16%, 同比下降 0.08 个百分点。

图表 15: 化学制剂板块营收和净利增长情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 化学制剂板块 ROE



来源: Wind, 国联证券研究所

上半年化药企业中, 有依靠原料药业务增长的企业, 如天宇股份、海南海药、仙琚制药、东诚药业; 也有依靠潜力制剂品种提升的企业, 如仙琚制药、一品红、海思科。化学仿制药是直接受集采影响的, 在集采扩面的情况下, 仿制药未来利润将下行。



顺应仿制药进口替代、产品出口逻辑的华海药业、普利制药可以关注；相比于集采品种，呼吸科的制剂竞争格局相对较好，进口产品比例高、国产产品比例低，格局好于集采品种，可以关注仙琚制药、健康元；另外，可以关注创新药产品的边际贡献大的企业。

**图表 17：化学制剂板块归母净利增速较快的企业情况**

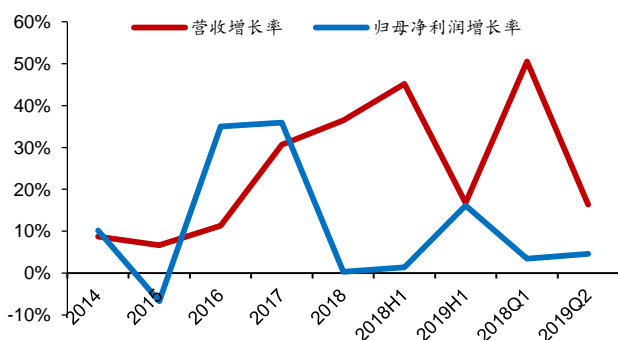
证券简称	19H1 归母 净利增速	19Q2 归母 净利增速	19H1 扣非归 母净利增速	19Q2 扣非归 母净利增速	增长促进因素
天宇股份	526.41%	522.96%	574.29%	491.78%	沙坦类原料药量价齐升
海思科	61.55%	116.13%	105.48%	0.73%	甲磺酸多拉司琼、聚普瑞辛、复方氨基酸注射液等增长快
海南海药	-45.77%	-89.91%	93.19%	-86.46%	原料药中间体增长
普利制药	70.81%	27.73%	69.20%	22.78%	海外收入及阿奇霉素注射液增长
东诚药业	59.14%	65.77%	58.46%	64.12%	肝素原料药涨价、核药房增长
金城医药	113.85%	185.14%	46.58%	56.44%	制剂（头孢类）、谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸增长快
仙琚制药	40.88%	39.73%	41.27%	43.53%	VD3 业务利润贡献大、呼吸科制剂增长快
一品红	31.57%	35.69%	38.64%	58.50%	市场开拓、潜力品种芬香清解口服液、参柏洗液、乙酰谷酰胺、溴己新等增长
吉林敖东	43.38%	-19.79%	35.37%	4.97%	投资收益增长多（广发证券）
北陆药业	32.27%	27.74%	34.08%	31.77%	对比剂增加较多

来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3. 生物制品

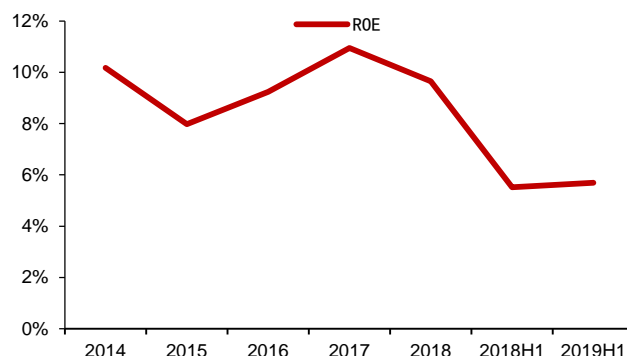
生物制品板块 2019 上半年实现营业收入 470 亿元，同比增长 16.73%，实现归母净利 74.92 亿元，同比增长 16.12%，营收增速同比下滑 28.48 个百分点，净利润增速相比去年同期提升 15.82%，主要由于血制品与疫苗板块景气度较好。生物制品板块 2019 年 2 季度实现营收 254.64 亿元，同比增加 16.34%，实现归母净利 74.92 亿元，同比增加 4.59%。2019 年上半年板块 ROE 为 5.7%，相比去年同期 5.52% 提升 0.18 个百分点。

图表 18: 生物制品板块营收和净利增长情况



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 生物制品板块 ROE



来源: Wind, 国联证券研究所

生物制品板块今年上半年扣非归母净利增速居前的公司包括辽宁成大、沃森生物、智飞生物、海特生物、长春高新、我武生物及天坛生物等。辽宁成大今年上半年主要利润来源于金融投资业务，其中医药板块贡献利润 4.23 亿元，持有广发证券及中华保险股权，分别贡献投资收益 6.8 亿元及 1.54 亿元；沃森生物疫苗业务大幅度增长，其中 AC 结合疫苗批签发增长 94.2%，百白破疫苗批签发上半年增速超过 140%，ACYW135 多糖疫苗及 23 价肺炎疫苗也保持较快增长，公司投资的嘉禾生物财务报告体现的是亏损，今年已经出表，对今年上半年扣非净利润也有较大贡献。这些上半年扣非净利润增速较高，最值得关注的标的包括智飞生物、长春高新、我武生物和天坛生物，这几个公司都是业务内生性增长驱动的，收入利润增速可持续性较强。

图表 20: 生物制品板块归母净利增速较快的企业情况

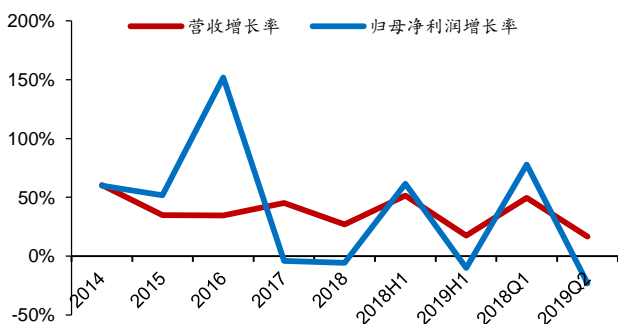
证券简称	19H1 归母净利增速	19Q2 归母净利增速	19H1 扣非归母净利增速	19Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
辽宁成大	66.16%	-54.89%	107.72%	-38.41%	广发证券及中华保险投资收益
沃森生物	16.09%	-9.25%	84.85%	0.78%	疫苗内生增长，亏损业务剥离
智飞生物	68.08%	52.55%	71.85%	52.61%	HPV 疫苗快速放量，供不应求
海特生物	20.10%	14.22%	48.97%	112.93%	新增子公司合并报表
长春高新	32.60%	7.04%	39.47%	8.08%	生长激素快速放量
我武生物	25.53%	23.75%	28.66%	24.92%	粉尘螨滴剂继续高增长
天坛生物	22.22%	24.60%	23.41%	24.93%	人血白蛋白及静丙快速增长

来源: Wind, 国联证券研究所

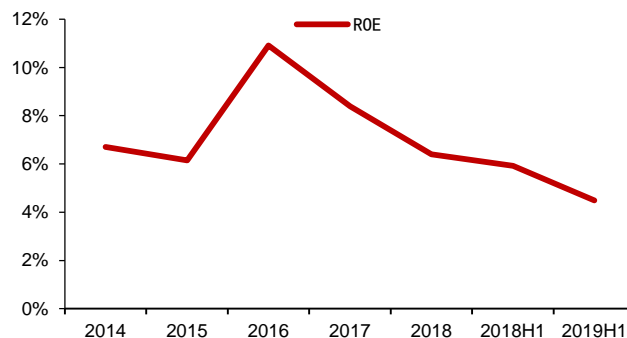
## 2.4. 医疗服务

医疗服务板块 2019 年上半年实现营业收入 280 亿，同比增长 17.4%，实现归母净利润 27.24 亿，同比下滑 10.03%，营收增速较上年同期下滑 30.06%，归母净利润增速下滑 71.59。18 年 2 季度医疗服务板块实现营业收入 152.4 亿，同比增加 16.75%，

实现归母净利 16.49 亿, 同比下降 23.04%。医疗服务 ROE 在 19 年上半年小幅上升。

**图表 21: 医疗服务板块营收和净利增长情况**


来源: Wind, 国联证券研究所

**图表 22: 医疗服务板块 ROE**


来源: Wind, 国联证券研究所

医疗服务板块今年上半年扣非净利润增速居前的公司包括金域医学、昭衍新药、通策医疗、泰格医药、爱尔眼科、润达医疗及药明康德。其中昭衍新药、泰格医药及药明康德均受益于 CDMO 行业景气度提升, 背后的驱动因素包括创新药发展的红利与一致性评价需求增长。金域医学所建立的省级检验中心, 高投入期正在过去, 随着分级诊疗政策驱动, 越来越多检验中心跨过盈亏平衡线, 快速增长将得以保持。通策医疗与爱尔眼科均为连锁医院, 目前市场占有率都还很低, 还有非常大的成长空间; 润达医疗有足够丰富的医院渠道资源, 正通过导入自有品牌, 内生性增长动力充足。

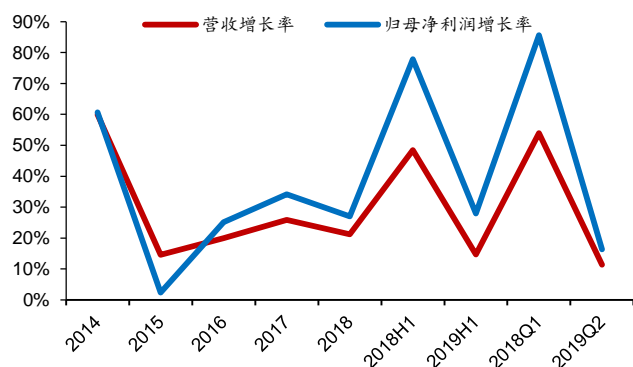
**图表 23: 医疗服务板块归母净利增速较快的企业情况**

证券简称	19H1 归母净利增速	19Q2 归母净利增速	19H1 扣非归母净利增速	19Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
金域医学	78.91%	49.49%	115.00%	62.57%	受益分诊疗, 进入收获期
昭衍新药	78.88%	105.56%	87.12%	147.63%	受益 CRO 景气度, 产能释放
通策医疗	54.07%	54.36%	53.85%	56.23%	杭口内生增长与异地扩张并进
泰格医药	61.04%	68.32%	51.96%	46.62%	CDMO 行业景气, 订单放量
爱尔眼科	36.53%	35.56%	31.93%	33.10%	医院单产提升及新增医院
润达医疗	20.98%	21.34%	24.22%	27.73%	渠道扩张, 自主品牌放量
药明康德	-16.91%	-31.69%	20.05%	-11.57%	CDMO 行业景气, 订单放量

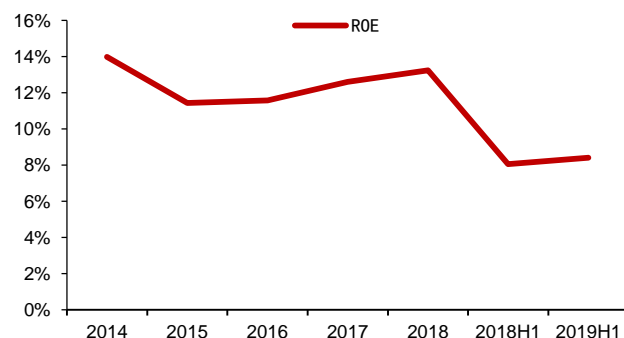
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.5. 医疗器械

医疗器械板块 2019 年上半年实现营业收入 511.15 亿, 同比增长 14.70%, 实现归母净利 96.43 亿, 同比增长 27.91%, 营收增速同比下滑 33.77 个百分点, 净利润增速同比下降 49.98 个百分点。2019 年 2 季度医疗器械板块实现营收 266.18 亿, 同比增长 11.41%, 实现归母净利 49.54 亿, 同比增长 16.31%, 营收及净利润增速皆大幅下滑。2019 年上半年医疗器械板块 ROE 为 8.41%, 同比上升 0.35 个百分点。

**图表 24: 医疗器械板块营收和净利增长情况**


来源: Wind, 国联证券研究所

**图表 25: 医疗器械板块 ROE**


来源: Wind, 国联证券研究所

医疗器械板块今年上半年扣非归母净利增速居前的公司包括乐心医疗、理邦仪器、健帆生物、凯利泰、新华医疗、欧普康视、凯普生物、乐普医疗、安图生物等。这些企业收入与利润都保持较快增长势头,核心增长因素都来源于自身的拳头产品放量增长,新华医疗与乐普医疗因出售资产贡献较大,凯利泰由于并表 Elliquence 子公司贡献较多。

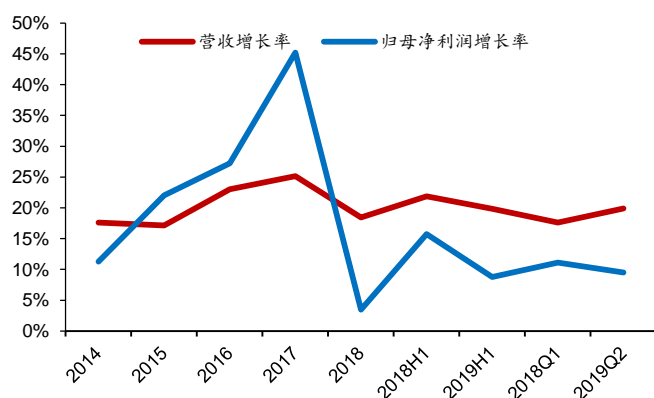
**图表 26: 医疗器械板块归母净利增速较快的企业情况**

证券简称	19H1 归母净利增速	19Q2 归母净利增速	19H1 扣非归母净利增速	19Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
冠昊生物	41.22%	-11.43%	944.83%	-52.37%	去年同期业绩基数低
乐心医疗	40.87%	77.04%	366.80%	107.74%	毛利率增加和期间费用率下降
理邦仪器	30.33%	21.12%	76.72%	25.92%	IVD 产品放量, 费用率下降
健帆生物	45.63%	46.84%	53.62%	55.23%	血液灌流器产品快速放量
凯利泰	38.56%	30.44%	50.32%	41.58%	骨科快速放量, Elliquence 并表
新华医疗	1116.94%	362.94%	48.73%	159.94%	出售子公司股权增加投资收益
欧普康视	39.75%	38.22%	39.42%	38.00%	角膜塑形镜产品量价齐升
凯普生物	29.34%	25.89%	38.28%	43.65%	产品快速放量, 销售费用率下降
乐普医疗	42.68%	13.03%	37.21%	35.20%	药品和器械高增长, 出售股权
安图生物	29.85%	32.23%	30.62%	30.91%	化学发光业务 45%以上增长
万孚生物	27.40%	25.29%	30.10%	25.14%	慢病检测业务快速放量
山东药玻	30.04%	26.65%	30.08%	28.33%	产品结构优化带来毛利率提升
迈瑞医疗	26.57%	28.08%	26.43%	25.02%	新兴高端业务快速增长

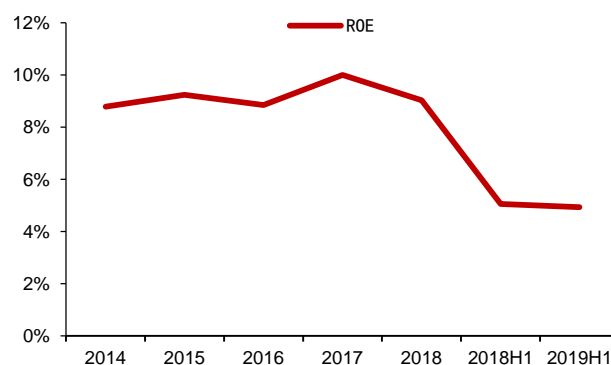
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.6. 医药商业

医药商业板块 2019 年上半年实现营业收入 3488.5 亿元, 同比增长 19.83%, 实现归母净利 89.96 亿, 同比增长 8.79%, 营收、净利润增速同比下滑 2.06、6.96 个百分点。

**图表 27: 医药商业板块营收和净利增长情况**


来源: Wind, 国联证券研究所

**图表 28: 医药商业板块 ROE**


来源: Wind, 国联证券研究所

医药商业板块今年上半年扣非归母净利润增速居前的公司包括益丰药房、鹭燕医药、重药控股、英特集团、柳药股份、大参林及九州通等。益丰药房与大参林在零售药店领域增速较好,都体现出较强的内生性增长与外延式增长的巨大潜力,行业正在向龙头企业集中。一些区域流通企业也有较高的增长,包括福建的鹭燕医药、重庆的重药控股、浙江的英特集团及广西的柳药股份。九州通正在回暖过程,不断丰富新客户群体,丰富代理品种,调拨业务在恢复增长过程。

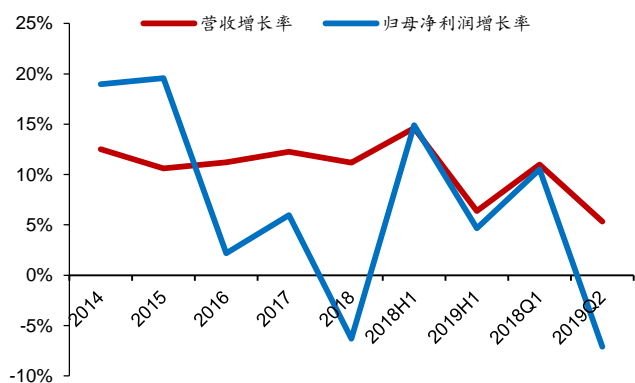
**图表 29: 医药商业板块归母净利润增速较快的企业情况**

证券简称	19H1 归母净利润增速	19Q2 归母净利润增速	19H1 扣非归母净利润增速	19Q2 扣非归母净利润增速	增长促进因素
益丰药房	36.78%	29.46%	46.69%	45.57%	老店内生增长、并购及新开门店
鹭燕医药	48.65%	56.21%	46.51%	53.73%	福建市场占有率提升、外省扩张
重药控股	49.70%	92.79%	45.63%	84.25%	投资并购销售渠道
英特集团	95.30%	149.81%	43.38%	54.86%	扩张零售药店、浙江渠道下沉
柳药股份	39.35%	37.50%	37.22%	37.75%	广西地区医药流通龙头企业
大参林	32.20%	39.51%	33.93%	40.26%	老店内生增长、并购及新开门店
九州通	38.46%	31.91%	25.91%	33.55%	新增医院客户、丰富代理品种、调拨业务回暖

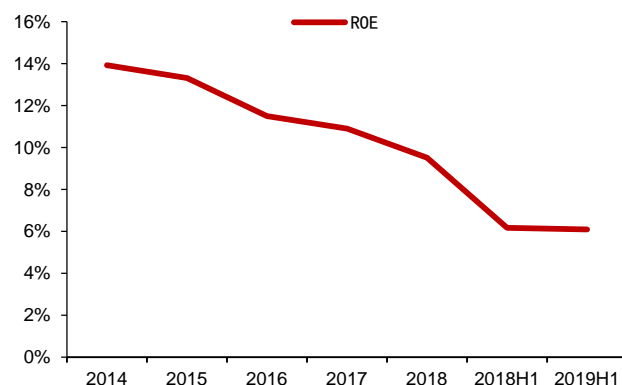
来源: 年报, Wind, 国联证券研究所

## 2.7. 中药

2019 年上半年中药板块实现营业收入 1046 亿,同比增长 6.38%,实现归母净利润 133.81 亿,同比增长 4.66%,营收增速同比下降 8.23 个百分点,净利润增速同比下降 10.25 个百分点。19 年 2 季度,中药板块实现营收 528.16 亿,同比增长 5.33%,实现归母净利润 59.5 亿,同比下降 7.11%,营收增速和归母净利润增速分别下降 5.66、17.63 个百分点。中药板块 ROE19 上半年为 6.1%,同比下降 0.06 个百分点。

**图表 30: 中药板块营收和净利增长情况**


来源: Wind, 国联证券研究所

**图表 31: 中药板块 ROE**


来源: Wind, 国联证券研究所

中药板块今年上半年扣非归母净利增速居前的公司包括启迪古汉、泰合健康、盘龙药业、千金药业、西藏药业、西藏药业等。这些中药企业增长通常来源于渠道扩张带动核心品种放量,例如启迪古汉、盘龙药业、西藏药业等公司。步长制药则是因为去年政府补助多,今年毛利率提升所致。片仔癀则因为片仔癀稳健增长,日化快速放量所致。

**图表 32: 中药板块归母净利增速较快的企业情况**

证券简称	19H1 归母净利增速	19Q2 归母净利增速	19H1 扣非归母净利增速	19Q2 扣非归母净利增速	增长促进因素
启迪古汉	345.51%	-329.50%	1416.13%	-230.97%	调整销售策略推动产品放量
泰合健康	287.08%	479.01%	371.69%	497.31%	营收和毛利提升,费用率下降
盘龙药业	25.77%	26.24%	97.31%	154.49%	主要产品销售量增加
千金药业	25.75%	18.76%	52.76%	61.06%	零售端高增长,销售费用率下降
西藏药业	21.34%	41.97%	52.61%	42.72%	新活素入医保后快速放量
昆药集团	30.31%	34.49%	39.91%	50.63%	潜力品种放量,商业快速增长
步长制药	13.96%	4.03%	32.10%	15.68%	去年政府补助多,毛利率提升
特一药业	20.53%	0.45%	30.49%	5.17%	销量增长,化药毛利率提升
仁和药业	32.49%	31.16%	30.09%	27.39%	OEM 产品高增长,销售费用下降
华润三九	108.39%	37.63%	26.37%	41.84%	减税降费及费用的延迟投放
华森制药	47.82%	85.27%	23.24%	29.00%	产品稳健增长,政府补助增加
片仔癀	20.89%	17.42%	23.10%	21.40%	片仔癀稳健增长,日化快速放量
康缘药业	20.24%	22.19%	22.65%	25.57%	银杏二萜与金振的快速放量

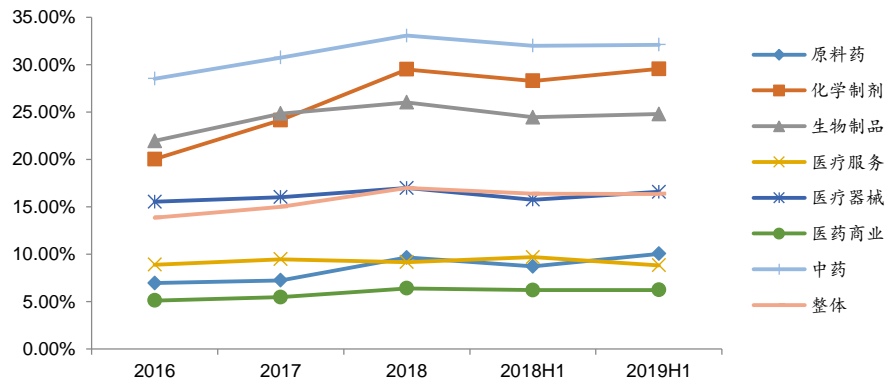
来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 医药上市公司三费情况

2019 年上半年医药上市公司销售费用率为 16.36%,与上年同期基本持平,小

幅下降了 0.01 个百分点。原料药、化学制剂和医疗器械板块的销售费用率上升居前，同比增加 1.34、1.27、和 0.84 个百分点。

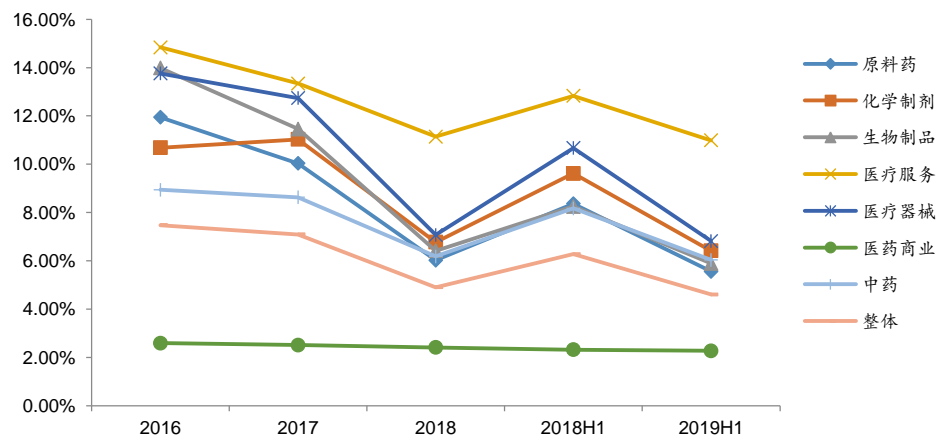
图表 33: 销售费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

管理费用率: 19 年上半年医药上市公司管理费用率为 4.61%, 同比减少 1.66 个百分点。医疗器械、化学制剂和原料药板块管理费用率降低较多, 分别减少 3.85、3.21 和 2.8 个百分点。

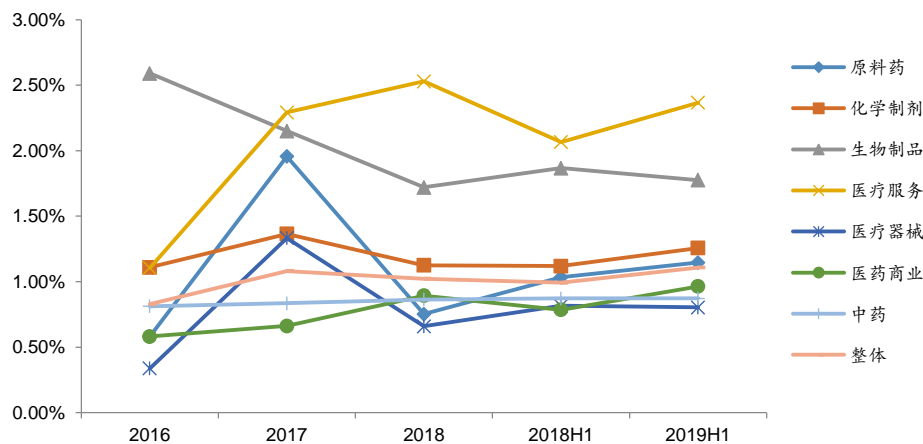
图表 34: 管理费用率



来源: Wind, 国联证券研究所

财务费用率: 19 年上半年医药上市公司财务费用率为 1.11%, 同比上升 0.12 个百分点。医疗服务、医药商业、化学制剂财务费用率增加较多, 同比增加 0.3、0.18 和 0.14 个百分点。

图表 35: 财务费用率

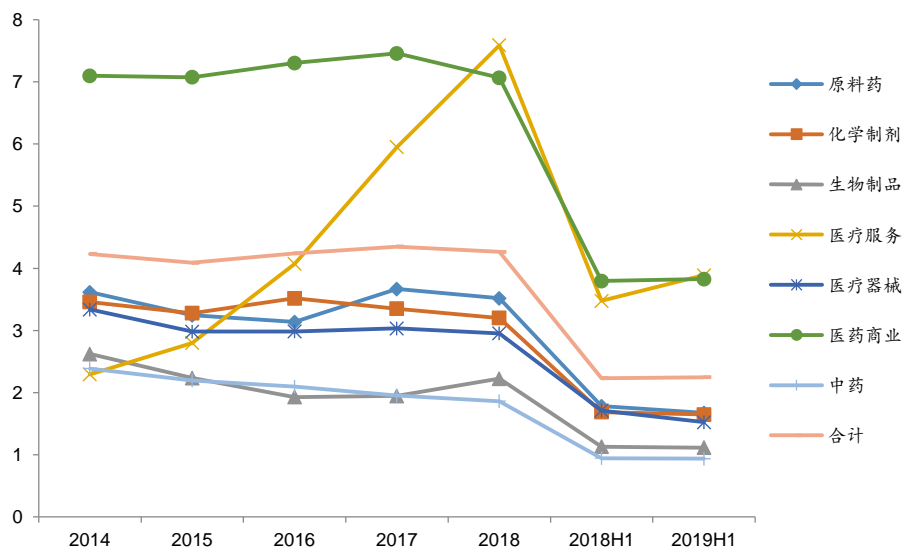


来源: Wind, 国联证券研究所

#### 4. 医药上市公司营运能力分析

在存货周转上, 医药上市公司整体存货周转率为 2.25, 同比有所上升, 医疗服务板块上升 0.41, 医药商业小幅上升, 其它板块全部普遍下滑。

图表 36: 存货周转率

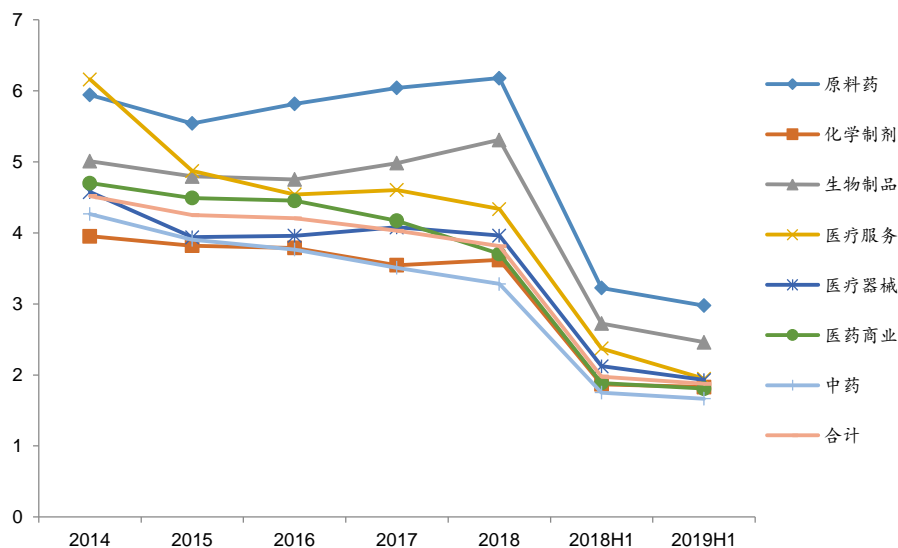


来源: Wind, 国联证券研究所

2019 年上半年医药整体应收项目的周转速度为 1.87 (次), 仍处于下降态势, 同比下降 0.1; 主要是医药商业板块在两票制的影响下对医疗机构纯销业务占比提升, 导致应收项目的增加。



图表 37: (应收账款+应收票据) 周转率

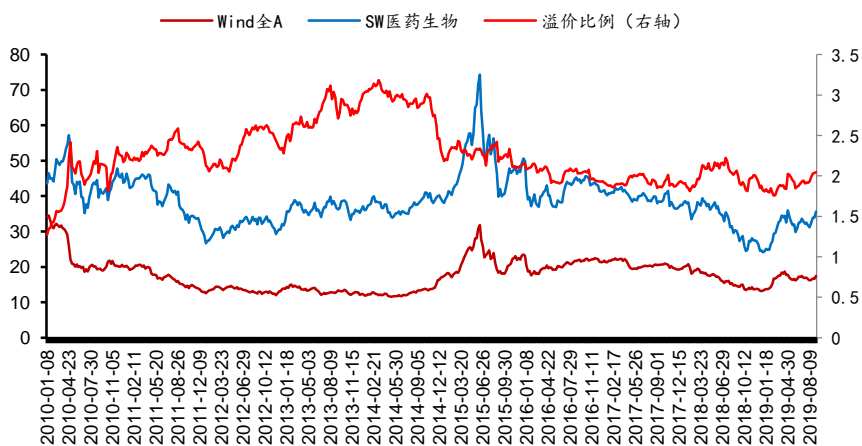


来源: Wind, 国联证券研究所

## 5. 估值水平和涨跌幅

今年上半年以来,医药生物行业估值跟随市场整体回暖有所提升。纵向对比来看,目前申万医药生物行业PE已经从年初的24.66倍左右恢复到了最新的35.59倍左右,略低于2010年以来的平均值38.72倍。横向对比来看,相比全市场的代表指数wind全A指数估值溢价率已经上升至了2.04倍,略低于历史均值2.25倍。行业内部分化较大,成长性越好的子行业估值越高,业绩增长确定性高的龙头公司享受了估值溢价。

图表 38: 医药生物行业估值水平



来源: Wind, 国联证券研究所

从2019年初至今年9月10日,医药生物行业期间涨幅居前的企业包括兴齐眼药、济民制药、冠昊生物、龙津药业、博济医药、健友股份等;期间跌幅居前的企业

包括：ST 辅仁、宜华健康、亚太药业，\*ST 天圣等。涨幅居前的个股普遍有重大利好题材或业绩驱动，例如：兴齐眼药业绩扭亏为盈并配合眼科板块景气度提升，济民制药受人造肉题材驱动，冠昊生物受益于 1 类新药本维莫德获批。而这些跌幅居前的个股基本面均出现负面因素，ST 辅仁无法正常分红并受到监管调查，宜华健康、亚太药业等业绩大幅下滑，\*ST 天圣财报被审计机构出非标结论等。

**图表 39：医药生物行业 19 年上半年涨跌幅前 10 企业**

证券代码	证券简称	涨跌幅	证券代码	证券简称	涨跌幅
300573.SZ	兴齐眼药	409.46%	600781.SH	ST 辅仁	-55.02%
603222.SH	济民制药	252.75%	000150.SZ	宜华健康	-47.05%
300238.SZ	冠昊生物	163.84%	002370.SZ	亚太药业	-35.72%
002750.SZ	龙津药业	162.68%	002872.SZ	*ST 天圣	-32.36%
300404.SZ	博济医药	151.76%	300049.SZ	福瑞股份	-17.16%
603707.SH	健友股份	143.84%	002411.SZ	延安必康	-16.18%
603079.SH	圣达生物	143.35%	000423.SZ	东阿阿胶	-14.11%
603882.SH	金域医学	131.59%	002219.SZ	恒康医疗	-13.08%
600812.SH	华北制药	119.54%	002365.SZ	永安药业	-12.62%
603456.SH	九洲药业	113.97%	002173.SZ	创新医疗	-12.40%

来源：Wind，国联证券研究所

## 6. 行业推荐

从营收增速和归母净利增速来看，医疗器械及生物制品板块增速靠前。医药商业、中药及化学制剂板块虽然收入增长靠前，但是净利只有个位数增长。

展望未来，中国医疗器械市场是个高速发展的市场，目前保持良好的发展势头，行业近年增速通常在 20% 以上，在国家政策支持、贸易摩擦、行业内升级要求下，正加速进口替代。生物制品领域的疫苗子板块将长期向好，血制品行业库存消化进入尾声，将启动新一轮景气度，生长激素等板块受益消费升级。化学制剂领域，创新是重要方向，仿制药集中度在集采背景下快速提升。医疗服务领域继续关注 CDMO 及连锁医院。医药商业方面，正在快速集中，无论是零售药店还是医药批发都呈现向头企业集中趋势，关注零售药店龙头企业及批发龙头企业。

**图表 40：医药生物 2019H1 情况**

半年度情况	营收增速	归母净利增速
增加	无	生物制品
减少	所有子板块	化学制剂、原料药、中药、医疗器械、医药商业、医疗服务

来源：国联证券研究所

样本说明：所用样本：应用申万医药行业分类，样本剔除 19 年 6 月 30 日以后上市的公司，另外由于重组、医药业务占比较低或其他因素。原料药板块剔除海普瑞；

化学制剂板块剔除国农科技、康芝药业、东阳光、奥赛康；中药板块剔除白云山、吉药控股、云南白药、ST 康美、天目药业；医疗器械板块剔除蓝帆医疗、维力医疗、达安基因；医疗服务板块剔除量子生物、光正集团、览海投资、国际医学、华塑控股；生物制品板块剔除上海莱士、\*ST 生物、\*ST 长生、中源协和。

## 7. 风险提示

政策推进进度不及预期，产品销售不及预期。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210