

医药生物

2017 年年报和 2018 年一季报总结：医药生物行业盈利能力稳步提升，重点推荐创新药、高端医疗器械、大健康消费和疫苗

医药工业盈利能力稳步提升，原料药对增速的贡献较小

EDB 数据显示，2018 年 3 月医药制造业规模以上企业累计收入同比增长 15.80%（2017 年 3 月 11.00%），利润总额累计同比增长 22.50%（2017 年 3 月 13.40%）。医药工业盈利能力提升，主要受益于医药工业的内生增长和行业集中度的提升。我们认为不考虑化学原料药板块的影响，非原料药的医药生物企业利润总额增速为 15-20%，虽然原料药板块受益于环保盈利能力大幅提升，但我们判断原料药板块对医药工业利润总额增速贡献不大。

医药生物行业业绩趋势向好，板块增速有所分化

2017 年医药生物行业扣非净利润增速为 14.85%，其中化学原料药、生物制品、医药商业、医疗服务等子板块跑赢行业平均增速，分别为 20.87%、20.29%、21.76% 和 25.97%；2018 年一季度医药生物行业扣非净利润增速为 33.37%，化学原料药、医疗服务跑赢行业平均增速，分别为 162.71%、52.32%，化学制剂、中药、生物制品、医疗器械平均增速均超过 20%，分别为 27.33%、21.32%、24.23% 和 26.29%。

分板块看，化学原料药增速较快主因环保趋严导致产品价格提升，盈利能力同比大幅增长。中药板块增速稳健，其中 OTC 板块表现亮眼，我们认为 OTC 板块景气度逐步提升，具备中长期配置价值。生物制品板块中，疫苗板块同比增速明显，生长激素、胰岛素类企业实现较快增长。受益“两票制”的执行，医药商业的行业集中度进一步提升。医疗器械板块分化明显，高端医疗器械迎来发展良机。医疗服务板块盈利能力逐步增强，龙头效应明显。化学制剂板块，短期受到招标降价等因素影响，未来一致性评价将带动行业集中度提升，创新药仍是医药企业长期发展的方向。

重点推荐创新药、高端医疗器械、消费升级领域、高景气度的疫苗等板块

1. 创新药-用药结构存量调整带来创新药红利。2017 年 10 月，国务院发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，要求加快药品审批，创新药品和医疗器械将优先获准上市，国家从顶层设计的角度鼓励创新。创新药领域重点关注 3 类企业：I、由“仿入创”类，重点关注恒瑞医药、复星医药、丽珠集团、科伦药业等；II、立足创新类，重点关注贝达药业、康弘药业、亿帆医药、天士力等；III、创新产业链领域，重点关注药明康德、泰格医药、博济医药等；

2. 高端医疗器械-大国制造和崛起，医疗器械依然是重点领域。高端医疗器械板块具备以下三大逻辑支撑行业发展：1. 高端医疗器械，已经具备国产替代的资质；2. 内外环境共振，加速优质高端器械进口替代；3. 创新药品的估值重构，将有望持续蔓延到创新器械。国产高端医疗器械迎发展良机，国内需求在过去两年逐步旺盛，相应的器械龙头增速惊人，因此创新叠加需求景气度提升，我们看好医疗器械未来的发展。重点推荐：安图生物、迈克生物、乐普医疗、开立医疗、万东医疗；

3. 消费升级-品牌企业享受溢价，重点推荐品牌 OTC、家用医疗器械和医疗专科服务龙头。消费升级趋势下，消费者更关注药品的安全性和有效性，价格相对不敏感，品牌企业享受溢价。品牌 OTC 领域，重点关注片仔癀、云南白药、广誉远、东阿阿胶、华润三九等；家用医疗器械领域，重点关注奥佳华、鱼跃医疗等；医疗服务领域，重点关注美年健康、爱尔眼科等；

4. 疫苗-业绩迎来向上拐点，行业景气度持续提升。重点关注：智飞生物、沃森生物、康泰生物等。

风险提示：1. 处方药产品招标降价风险；2. 新药研发进度不及预期；3. 公司业绩不及预期

证券研究报告

2018 年 05 月 10 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郑薇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110003

zhengwei@tfzq.com

潘海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517080006

panhaiyang@tfzq.com

王金成

联系人

wangjincheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:医药浪潮有望填平低估洼地，消费升级盛夏高潮迭起》 2018-05-06
- 2 《医药生物-行业投资策略:“吃药”行情仍在，细分龙头与创新升级齐飞》 2018-05-02
- 3 《医药生物-行业点评:抗肿瘤药增值税大幅降低，阶段性利好相关上市公司》 2018-05-02



内容目录

1. 行业运行：医药工业收入与利润总额增速提升	3
2. 医药行业上市公司业绩总结：业绩趋势向好，板块分化明显	3
2.1. 化学原料药受益于提价，2018 年一季度增长明显	4
2.2. 化学制剂增长平稳，个股分化明显	4
2.3. 中药板块持续增长，OTC 品牌企业实现高增长	5
2.4. 生物制品板块实现较快增长，疫苗板块表现突出	6
2.5. 受益两票制的执行，医药商业行业集中度进一步提升	6
2.6. 医疗器械板块分化明显，国产替代利好研发能力较强标的	7
2.7. 医疗服务板块盈利能力持续提升，龙头效应明显	7
3. 重点覆盖公司跟踪	8
3.1. 重点覆盖公司业绩统计	8
3.2. 重点覆盖公司年报&一季报点评	11
3.3. 重点覆盖公司年报&一季报电话会议	12
4. 市场表现与估值	12
4.1. 市场表现维度	12
4.2. 估值维度	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	3
图 2：医药生物行业业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	4
图 3：化学原料药板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	4
图 4：化学制剂板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	5
图 5：中药板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	6
图 6：生物制品板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	6
图 7：医药商业板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	7
图 8：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	7
图 9：医疗服务板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）	8
图 10：各板块 2018 年以来涨跌幅（截止到 2018 年 4 月 30 日，总市值加权平均）	13
图 11：2017 年个股行业涨跌幅比较	13
图 12：2018 年至今各子行业涨跌幅比较（截止到 2018 年 4 月 30 日）	13
图 13：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）	14
表 1：重点医药企业 2017 年&2018Q1 业绩概述	8
表 2：重点公司年报或一季报点评列表	11
表 3：重点覆盖公司年报&一季报电话会议列表	12

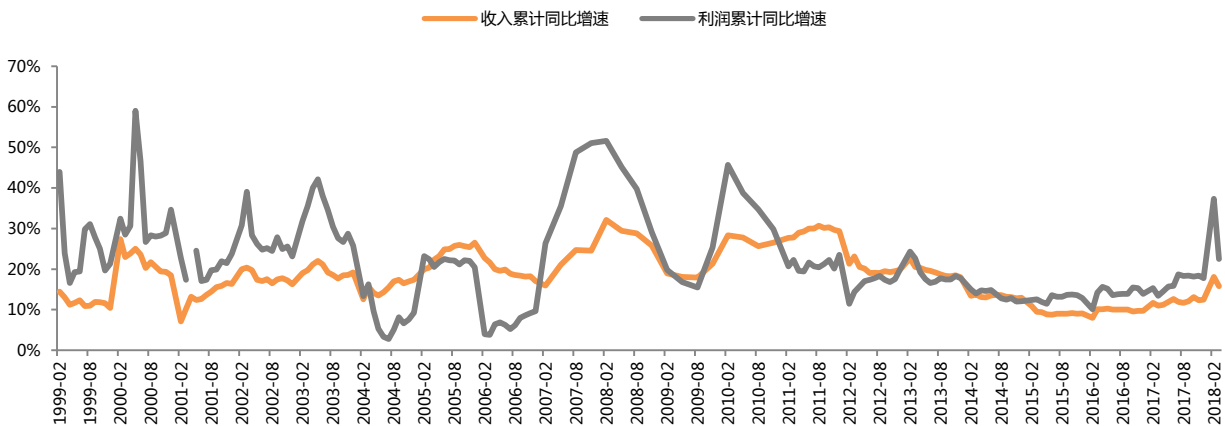
1. 行业运行：医药工业收入与利润总额增速提升

2018 年 3 月医药制造业累计收入同比增长 15.80% (2017 年 3 月 11.00%)，利润总额累计同比增长 22.50% (2017 年 3 月 13.40%)，利润总额提升速度快于营收的提升速度，行业盈利能力正在逐步提升。我们认为收入和利润总额增速提升，主要原因在于医药工业内生增长和规模以上企业受益于行业集中度的提升。

根据 Wind 的行业运行数据显示，2018 年 1-3 月份，医药生物行业规模以上企业（年营收>2000 万元）利润总额同比增长 22.50%，我们认为不考虑化学原料药板块的影响，非原料药的医药生物企业利润总额增速为 15-20%，虽然原料药板块受益于环保盈利能力大幅提升，但我们判断原料药板块对医药工业收入增速贡献不大。

从医药已上市企业数据分析：Wind 数据显示，2017 年一季度医药行业上市公司利润总额为 281 亿元，其中化学原料药板块利润总额 25 亿元，2018 年一季度医药行业上市公司利润总额为 378 亿元，同比增长 34%，其中化学原料药板块利润总额为 55 亿元，非原料药的医药企业利润总额由 256 亿元上升至 323 亿元，增速为 26%。按照已上市企业与规模企业的同比例测算，预计规模以上非原料药的医药企业利润总额增速为 15-20%。

图 1：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速

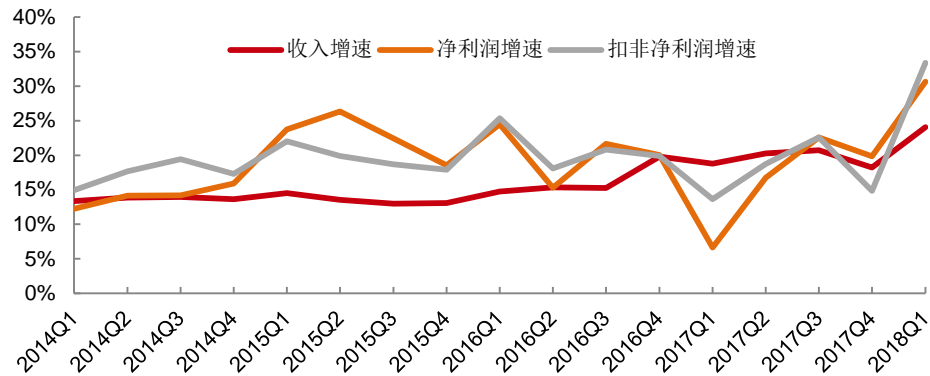


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 医药行业上市公司业绩总结：业绩趋势向好，板块分化明显

2017 年医药生物行业扣非净利润增速为 14.85%，其中化学原料药、生物制品、医药商业、医疗服务等子板块跑赢行业平均增速，分别为 20.87%、20.29%、21.76%和 25.97%；2018 年一季度医药生物行业扣非净利润增速为 33.37%，化学原料药、医疗服务跑赢行业平均增速，分别为 162.71%、52.32%，化学制剂、中药、生物制品、医疗器械平均增速均超过 20%，分别为 27.33%、21.32%、24.23%和 26.29%。

图 2：医药生物行业业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）

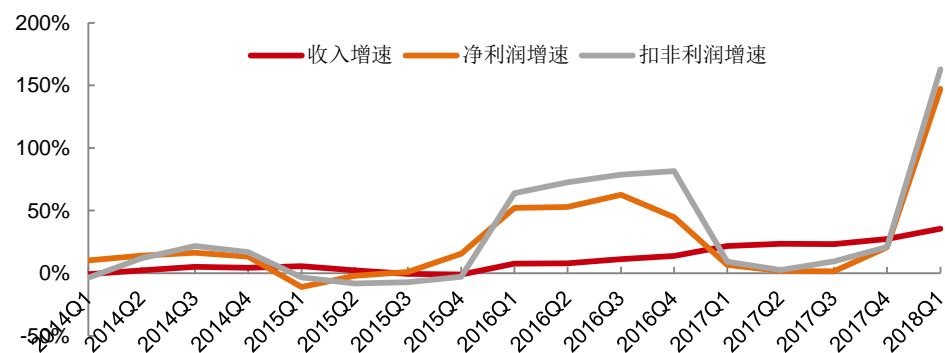


资料来源：wind, 天风证券研究所

2.1. 化学原料药受益于提价，2018 年一季度增长明显

2017 年化学原料药板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 27.33%、20.76%、20.87%；2018 年 Q1 季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 35.42%、147.15%、162.71%，增幅较快的主要原因是受益于环保政策趋严，短期供货紧张引发价格上涨，同时由于新进入者的进入周期变长和政策壁垒变高，我们判断次轮提价的周期相比以往持续性更强。个股方面维生素类生产企业表现抢眼，花园生物、新和成、金达威、浙江医药等维生素生产企业 2018 年 Q1 季度业绩均实现了较快的增长。此外抗生素中间体、激素类原料药、肝素特色原料药均有不同幅度提价，整体上带动了整体原料药板块盈利能力提升。2016 年 Q4 化学原料药板块的增速开始下滑，到 2017 年下半年，受益原料药产品提价，行业利润增速开始反弹，2018 年一季度实现阶段性的高增长。我们认为 2018 年原料药行业仍将处于高景气周期，同比 2017 年有望延续业绩快速增长。

图 3：化学原料药板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）



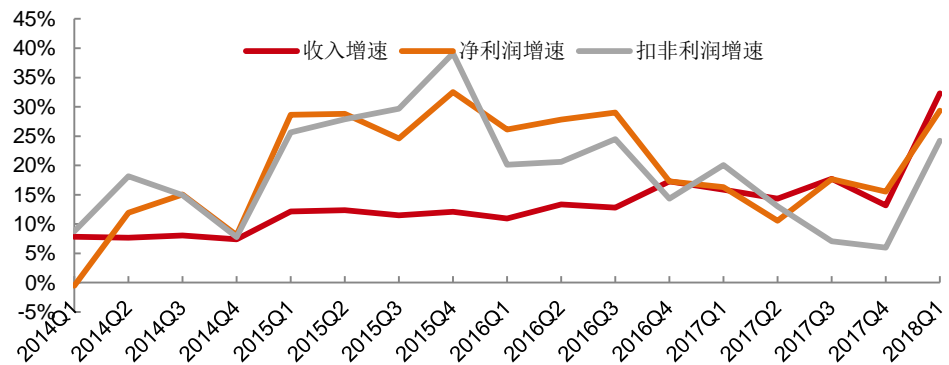
资料来源：wind, 天风证券研究所

2.2. 化学制剂增长平稳，个股分化明显

2017 年化学制剂板块分别营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别实现 13.20%、15.52%、5.99% 的增长，2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 32.32%、29.33%、24.23%，整体来看业绩表现平稳（归母净利润不考虑 2017 年丽珠集团等变动较大的个股）。个股方面分化明显，2017 年恒瑞医药、丽珠集团、华润双鹤、济川药业等个股扣非净利润增速较快，均保持了 20% 以上的增长速度。展望 2018 年，我们认为创新研发能力强，拥有优质大品种以及渠道影响能力的化药龙头竞争能力更强，我们看好具有丰富的研发管线、产品储备丰富以及国际化道路快速发展的化药制药企业，行业强者恒强的局面

将继续保持。

图 4：化学制剂板块业绩分季度业绩表现（2014Q1-2018Q1）



资料来源：wind，天风证券研究所 注：不考虑丽珠集团、健康元在 2017 年归母净利润变动较大的影响

2.3. 中药板块持续增长，OTC 品牌企业实现高增长

2017 年中药板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 14.47%、13.70%、14.80%；2018 年一季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 21.04%、23.27%、21.32%，中药板块扣非净利润实现稳健增长。从 2016Q2 开始，中药板块就一直保持稳健增长，其中拥有品牌的 OTC 类企业表现抢眼。随着消费升级趋势到来，消费者对品牌的忠诚度更高，价格相对不敏感。OTC 企业通过品牌产品提价或加强营销拓展实现产品的量或价的提升。

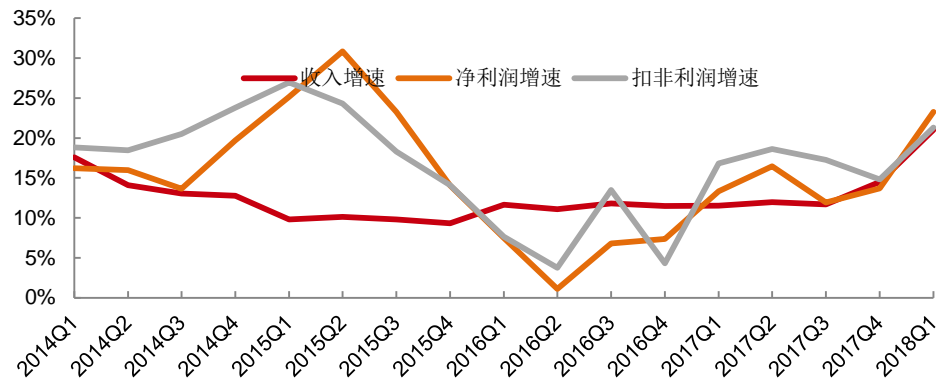
我们认为 OTC 板块景气度持续提升，具备中长期持续配置的价值。已公告数据 OTC 个股一季报整体表现良好，已公告数据显示，济川药业、葵花药业、亚宝药业、康恩贝一季报归属上市公司股东净利润同比增速均超过 40%，仁和药业、以岭药业增速超过 30%。

品牌 OTC 企业享受估值溢价。对 OTC 品种而言，提价往往能提振收入增厚利润，但大多数品种由于竞争基本充分，格局相对稳定，定价权往往不高，从提价的企业品种角度来看，两个因素至关重要：1.品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；2.自身品牌过硬。重点推荐：片仔癀（5 月金股，具备持续提价潜力）、云南白药（品牌优势明显，具备提价能力）。

营销改善，估值低的个股。主要表现为产品销售由渠道拉动模式向终端驱动模式转变，提振业绩并减少业绩波动性，主要表现为三类：1.拓展终端渠道；2.加大终端宣传；3.提价并让利渠道终端。重点推荐：亚宝药业（营销改善，低估值）、仁和药业（业绩改善，低估值）、康恩贝（业绩稳步增长，低估值）。

其他高景气细分领域：儿童用药、感冒药、品牌普药等。重点关注：济川药业、葵花药业、以岭药业、精华制药、健民集团等。

图 5：中药板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）

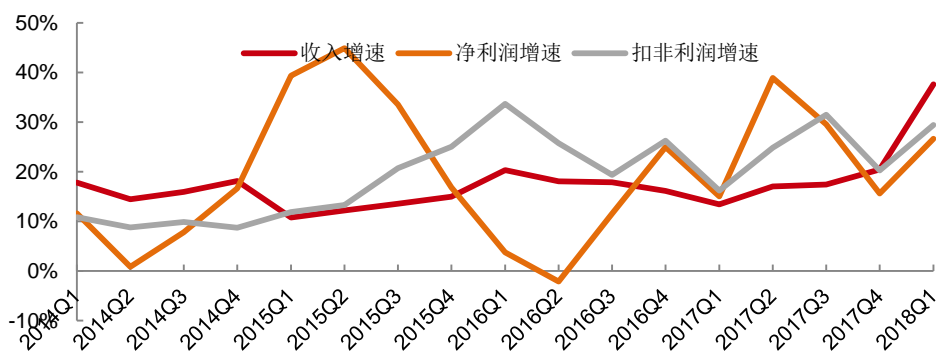


资料来源：wind, 天风证券研究所

2.4. 生物制品板块实现较快增长，疫苗板块表现突出

2017 年生物制品板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 20.46%、15.62%、20.29%；2018 年 Q1 营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 37.59%、26.62%、29.43%。个股表现方面，智飞生物、长春高新、通化东宝、安科生物等个股 2017 年与 2018 年 Q1 季度扣非后净利润均实现了 30%以上的较快增长。子板块方面，疫苗板块受益于行业景气度提升，智飞生物、康泰生物、长生生物等业绩维持向上趋势。我们认为具有优秀品种储备以及良好竞争格局的企业在未来有望持续受益行业景气度的提升。

图 6：生物制品板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）

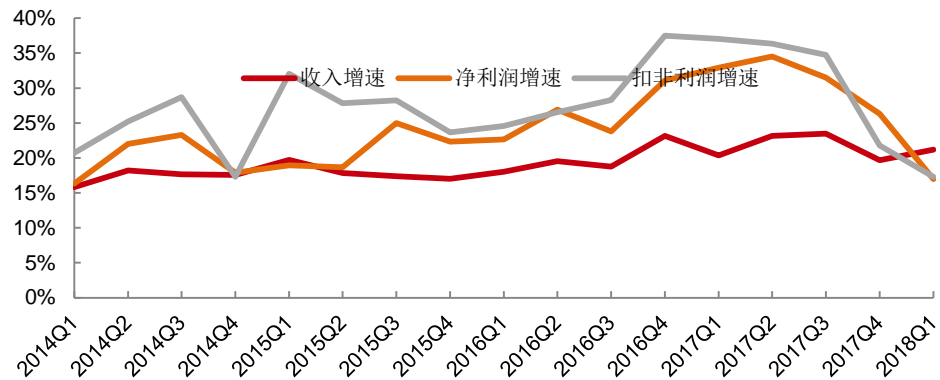


资料来源：wind, 天风证券研究所 注：不考虑上海莱士 2017 年以来业绩变动的影响

2.5. 受益两票制的执行，医药商业行业集中度进一步提升

2017 年医药商业板块营收、归母净利润以及扣非后归母净利润分别增长 19.68%、26.31%、21.76%；2018 年 Q1 营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别增长 21.21%、16.99%以及 17.28%。整体来看，医药商业板块整体增长稳定，受两票制影响，医药流通企业调拨业务增速放缓，纯销业务受益行业集中度的提升，实现了较快提升。具体从医药流通和医药零售子行业来看，医药零售企业比如益丰药房、老百姓以及大参林等企业，在营改增、处方外流等背景下，行业跑马圈地加速，各家企业纷纷布局处方外流以及创新模式的开创等；医药流通企业在两票制影响下，小的经销商逐渐被淘汰以及被并购，利好纯销业务占比较高的企业。总的来看，医药商业板块受政策的影响较大行业整体向更高集中度发展，未来全国性龙头、区域性龙头有望凭借整合优势，率先领跑行业发展。

图 7：医药商业板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）



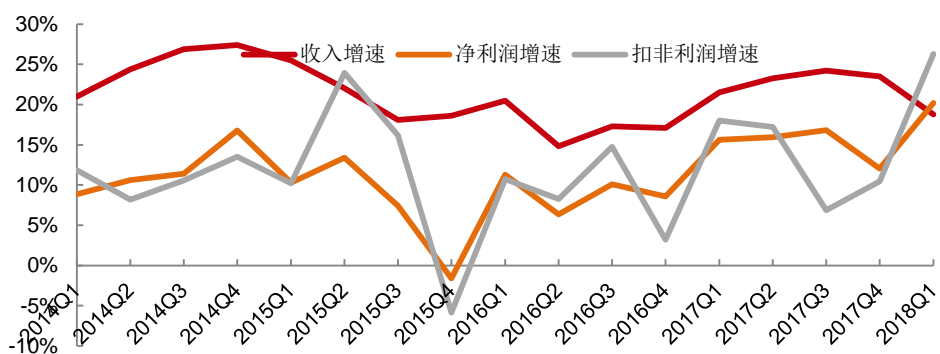
资料来源：wind，天风证券研究所

2.6. 医疗器械板块分化明显，国产替代利好研发能力较强标的

医疗器械板块 2017 年营收、归母净利润以及扣非后归母净利润分别实现 23.50%、12.04% 以及 10.44% 的增长；2018 年 Q1 营收、归母净利润以及扣非后归母净利润分别实现 18.79%、20.19%、26.29% 的增长。2017 年以及 2018 年 Q1 季度，医疗器械板块个股呈现分化态势。三诺生物、万东医疗、万孚生物、乐普医疗等个股 2017 年以及 2018 年 Q1 季度业绩均表现靓丽，显示了较好的成长性；随着国产器械进口替代的进程进一步推进，国产医疗器械迎来行业发展的快速增长的机遇，国产高端医疗器械已经具备了和进口品牌同台竞争的优势。

从大趋势上来看，高端医疗器械板块具备以下三大逻辑支撑行业发展：1. 高端医疗器械，已经具备国产替代的资质；2. 内外环境共振，加速优质高端器械进口替代；3. 创新药品的估值重构，将有望持续蔓延到创新器械。国产高端医疗器械迎发展良机，国内需求在过去两年逐步旺盛，相应的器械龙头增速惊人，因此创新叠加需求景气度提升，我们看好医疗器械未来的发展。重点推荐：安图生物、迈克生物、乐普医疗、开立医疗、万东医疗。

图 8：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）



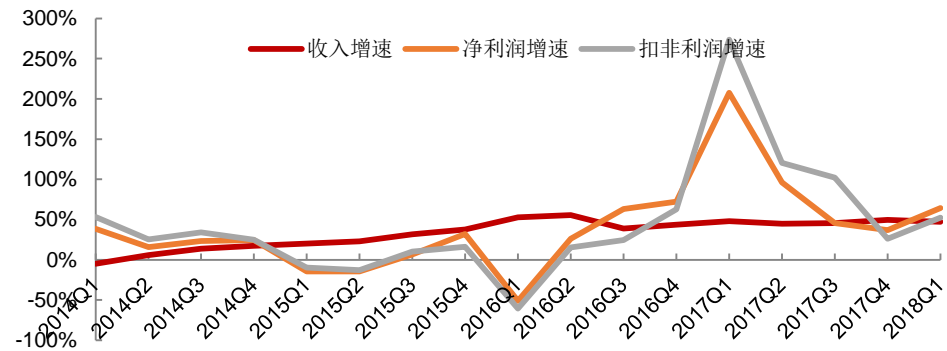
资料来源：wind，天风证券研究所

2.7. 医疗服务板块盈利能力持续提升，龙头效应明显

医疗服务板块 2017 年整体运行良好，营业收入、归母净利润以及扣非后归母净利润增速分别为 49.50%、36.96% 和 25.97%。2018 年 Q1 医疗服务板块营业收入、归母净利润以及扣非后归母净利润增速分别为 47.14%、64.46% 和 52.32%，行业景气度持续提升。个股方面，爱尔眼科、美年健康、迪安诊断、泰格医药、润达医疗、通策医疗等细分领域龙头企业表现较好，龙头效应强者恒强。2017 年与 2018Q1 季度 CRO 企业业绩实现较高

增长，主要是受益国家鼓励创新药和企业一致性评价工作的持续推进，CRO 企业的营收和利润增长迅速提升，预计 2018 年 CRO 行业企业仍将享受行业的景气度提升；专科医疗服务领域，爱尔眼科、美年健康以及通策医疗等企业业绩均保持了较高增长（美年健康一季度为传统淡季，亏损幅度大幅降低），受益于消费升级以及居民健康意识的提升，专科服务领域的需求不断增加，在公司层面，客流量与客单价均实现提升，量价提升齐带动公司业绩的提升。我们认为，未来 3 年专科服务领域的景气度仍将持续提升，商业模式以及壁垒优势将继续巩固龙头强者恒强的趋势。

图 9：医疗服务板块业绩分季度表现（2014Q1-2018Q1）



资料来源：wind, 天风证券研究所 注：不考虑宜华健康、*ST 海投、百花村等业绩变动较大个股

3. 重点覆盖公司跟踪

3.1. 重点覆盖公司业绩统计

我们重点覆盖的标的，2017 年大部分业绩表现良好。其中 17 家标的公司 2017 年扣非净利润增速超过 30%，16 家标的公司 2018 年一季度扣非净利润增速超过 30%。2018 年我们投资策略的主题为“产业与政策共振，创新与品牌升级”，主要的投资主线：

- 1、由“仿”入“创”，创新开启新的时代红利，重点关注：恒瑞医药、贝达药业、泰格医药、丽珠集团、科伦药业、康弘药业、复星医药、天士力；
- 2、药政落地，供给侧改革和进口替代，重点关注：信立泰、华东医药、通化东宝、长春高新、迈克生物、安图生物、开立医疗；
- 3、消费升级，品牌企业享受溢价，重点关注：片仔癀、江中药业、康恩贝、云南白药、奥佳华、东阿阿胶；
- 4、平台型企业，逐步筑起独特护城河，重点关注：美年健康、乐普医疗、万东医疗、爱尔眼科、鱼跃医疗；
- 5、业绩拐点，景气度上行的疫苗行业，重点关注：智飞生物、沃森生物和康泰生物。

表 1：重点医药企业 2017 年&2018Q1 业绩概述

公司	2017 年 归母净利润 增速	2017 年扣 非归母净 利润增速	2018 年 Q1 归母净利润 增速	2018 年 Q1 扣非归母 净利润增速	业绩描述
恒瑞医药	24.25%	19.76%	16.95%	12.28%	1、创新龙头，创新药自主研发产品逐步进入收获期，重磅产品有望于 18 年获；2、海内外临床申报进入井喷期；3、海外制剂业务 17 年获批的 ANDA 产品有望于 18 年开始放量 4、招标降价压力逐步释放，首仿优先审评产品打

					造国内仿制药制剂业务新增长点
贝达药业	-30.12%	-34.30%	-43.36%	-20.80%	凯美纳医保放量可期，支撑公司中期成长；研发管线顺利推进，保证公司未来长期发展
泰格医药	114.01%	146.05%	121.07%	60.86%	1、药政改革优先受益者，创新+一致性评价双重获益；2、主业恢复性增长，一致性评价 BE 业务放量，创新节点型公司围绕产业链整合布局内生+外延延续高增长；3、产业链投资收益稳健可期
丽珠集团	433.63%	20.16%	26.31%	19.56%	1、业绩增长良好，2017 年制剂板块平稳增长，艾普拉唑等表现靓丽；2、原料药业务进一步突破；3、加速推进研发，打造世界一流研发型企业
天士力	17.01%	13.91%	16.77%	15.60%	1、业绩增长稳健，普佑克进入国家医保有望放量；2、丹滴引领中药国际化；3、“四位一体”战略加速创新转型
华东医药	23.01%	23.29%	21.17%	22.94%	1、业绩维持高增长；2、公司在产品研发管线领域自主研发+BD 引进打造系列产品管线有望提升估值）
通化东宝	30.52%	34.00%	30.20%	28.23%	1、二代胰岛素快速稳健增长，具备持续业绩驱动力；2、研发布局加速推进，公司将迎来产品收获期；3、公司胰岛素刚性用药，市场空间大且药政受益，后续甘精胰岛素上市有望为公司贡献可观的业绩增量，开启公司二次成长期，看好公司长期发展。
长春高新	36.53%	37.92%	46.26%	27.33%	1、生长激素高增长；2、疫苗业务恢复高增长；3、金赛药业与上市公司目标战略协同
迈克生物	19.91%	28.51%	24.51%	27.22%	1、产品线最齐全公司之一；2、集采模式划分市场格局；3、布局测序上游产品，临床应用可期
安图生物	27.68%	23.59%	42.43%	52.88%	1、2017 年与 2018 年 Q1 业绩表现优异；2、核心产品化学发光高增长，东芝仪器带动生化试剂高增长；3、研发投入持续加码，增长长期实力；4、外延收购，细分业务产业链渐完善
开立医疗	45.69%	72.33%	107.92%	66.74%	1、推出高端彩超，彩超业务迎高增长；2、高端内窥镜填补国内空白；3、产品结构优化，毛利率提升
片仔癀	50.53%	48.40%	44.07%	44.36%	1、年报预告超预期；2、片仔癀系列持续放量增长；3、继续发力营销改革，日化稳健表现，牙膏市场推广持续深入
江中药业	10.01%	12.08%	6.25%	0.19%	品牌 OTC 龙头企业，拥有健胃消食片、草珊瑚含片等多个知名品牌；存在国改预期，已公告停牌
康恩贝	61.23%	43.29%	41.75%	20.15%	大品种战略已显成效，OTC 类大品种表现亮眼。2017 年净利润同比快速增长，2018 年一季度业绩延续高增长
云南白药	7.71%	3.01%	11.18%	0.17%	2017 年各业务板块均实现较为稳定的增长，创新营销，大健康品牌形象持续提升
奥佳华	37.51%	36.52%	50.23%	-72.18%	1、产品导入期，增长空间大；2、行业标杆，研发创新能力强
东阿阿胶	10.36%	12.73%	0.80%	2.02%	业绩稳步增长，加强上游原材料掌控，重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆持续提价；期间费用率保持平稳，品牌宣传费用继续增加
美年健康	35.89%	71.33%	30.54%	7.61%	1、客单价提升，门店数量增长带动体检人次增加；2、生态链价值强化，多领域布局
乐普医疗	32.36%	28.60%	30.70%	30.24%	业绩快增长，平台化公司价值凸显；各大业务板块平衡

					发展，药品业务实现跨越式发展；研发费用持续投入，提升综合实力。
爱尔眼科	33.31%	41.87%	39.16%	38.34%	业绩表现靓丽，量价齐升，内生增长快速，加快全国投资布局，国际化战略稳步推进，整体盈利能力稳步提升。
鱼跃医疗	18.45%	4.80%	15.05%	11.32%	业绩表现稳定，家用板块增长亮眼，临床板块保持增速；外延扩张逐步整合，丰富品类完善结构
华兰生物	5.19%	12.02%	-18.80%	-18.19%	血制品品种业内最全、血浆综合利用率位居前列，并持续提升工艺，提高高附加值产品产出
智飞生物	1229.25%	1500.82%	330.44%	353.14%	业绩高速增长，自主及代理疫苗均大幅增长，自主二类苗量价齐升；四价 HPV 疫苗将迎来销售大年；五价轮状疫苗获批上市，有望贡献 4.8 亿元业绩弹性；锁定九价 HPV 疫苗代理权，有望贡献可观业绩弹性
康泰生物	149.04%	137.10%	290.61%	365.83%	1、疫苗事件影响逐步消除，行业恢复+公司主动营销产品量价齐升，推动 2017 年业绩实现高增长；2、产品研发储备日益丰富，新产品有望在 2018 之后陆续上市增厚公司业绩。
万东医疗	52.52%	41.53%	52.56%	325.73%	万东产品+渠道+远程读片，美年健康、阿里等优秀伙伴入驻，导流和补足技术短板，看好万东独特的优势和布局
花园生物	197.91%	219.51%	493.55%	529.45%	1、VD3 提价具备持续性；2、NF 级胆固醇和 25-羟基维生素 VD3 稳步放量增长
北陆药业	625.40%	22.02%	8.85%	18.36%	战略布局肿瘤个性化诊疗领域，提前卡位肿瘤基因检测；以对比剂为核心带动业绩稳健增长，新业务有望带来新增量
上海医药	10.14%	-2.73%	2.07%	6.08%	两票制影响商业板块增速，零售业务加速布局处方外流市场；作为全国性商业龙头,公司上下游产业链逐渐完善,工业板块盈利能力增强
益丰药房	40.03%	42.14%	45.57%	39.85%	坚持“新开+并购”的战略实施外延扩展，公司优秀的外延并购整合能力推动业务规模与市占率的提升，规模效应与精细化的内部管理提升公司整体盈利能力
健帆生物	40.72%	26.29%	50.89%	40.09%	1、深耕责任制扩大销售，积极拓展海外市场；2、坚持创新开发，激励优秀人才；3、快速产业拓展，完善战略布局
贝瑞基因	54.12%	57.81%	69.37%	71.95%	现有平台开发新检测服务项目同时，实现原有检测服务项目向产品化的延伸；通过“服务+产品”的模式为医疗机构提供完备的综合方案，提升市场竞争力
金域医学	10.86%	2.46%	33.30%	64.34%	进军上游试剂，聚焦远程病理会诊，首创全国三级网络病理会诊系统
华大基因	19.66%	34.79%	6.71%	4.87%	以基因测序技术为基础，多方向拓展丰富产品线；同时公司拥有自主测序仪，更好的实现成本控制
千红制药	-18.47%	-30.37%	19.40%	20.14%	肝素制剂销量大幅增长，低分子肝素依托渠道优势有望加速放量；公司立足蛋白酶和肝素类产品，积极布局创新药领域
恩华药业	27.41%	18.97%	19.27%	19.40%	一线品种增速稳健，二线品种加速放量；研发管线储备丰富，加大研发投入，一致性评价稳步推进
亚宝药业	788.94%	501.03%	47.81%	33.55%	加大重点产品营销建设，与连锁药店合作培育新品种；创新与仿制并重，持续推进一致性评价

仁和药业 2.11% 7.48% 34.05% 34.68%

公司渠道优势明显，加大自有品牌营销力度，药品毛利率水平提升；经过多年市场培育，已形成品牌产品集群

资料来源：wind, 天风证券研究所

3.2. 重点覆盖公司年报&一季报点评

表 2：重点公司年报或一季报点评列表

序号	公司	报告题目
1	长春高新	生长激素引领业绩高增长，龙头地位持续稳固
2	北陆药业	对比剂带动业绩稳健增长，提前布局肿瘤个性化诊疗
3	乐普医疗	多平台协同发展，构建心血管垂直细分全产业链
4	东阿阿胶	加强阿胶上游原材料掌控，持续推进品牌价值回归
5	翰宇药业	国内制剂全面恢复，海外业务延展快速发展
6	华润三九	品牌和渠道优势助力业绩稳步增长，补充新品种以完善产品布局
7	柳州医药	产业链延伸培育增长新空间，驱动业绩稳定增长，
8	智飞生物	17 年业绩高增长，18 年 HPV 疫苗将迎来销售大年
9	国药一致	分销业务增速放缓，零售业务表现亮眼
10	国药股份	北京地区商业龙头地位稳固，新国药、新看点
11	上海医药	营收增速放缓，工业板块驱动业绩提升
12	益丰药房	“跑马圈地”加速，区域龙头稳健增长
13	丽珠集团	业绩表现靓丽，研发创新成果有望逐步落地
14	天士力	业绩快速增长，研发持续推进、产品管线不断丰富
15	安图生物	高端产品不断推出，未来成长可期
16	安科生物	业绩高增长，精准医疗布局进展迅速
17	华海药业	业绩增速超预期，三轮驱动国内制剂业务高速增长
18	金城医药	制剂板块利润占比大幅提升，公司顺利实现产业转型
19	开立医疗	高端产品不断突破，业绩实现高速增长
20	南京新百	大健康战略转型初显成效，打造医养结合龙头企业
21	中国医药	工、商、贸齐发力，推动公司业绩增长
22	艾德生物	产品研发和销售双管齐下，进一步扩大行业优势
23	健帆生物	加大营销研发投入，助力业绩高速增长
24	花园生物	VD3 产业链一体化优势明显，布局医药制剂领域研发
25	贝瑞基因	17 年完成业绩承诺，轻装上阵未来可期
26	云南白药	2017 年变革之年，新白药新征程起航
27	花园生物	一季度净利润同比高增长，VD3 价格有望维持高位
28	片仔癀	2017 年业绩惊艳，2018 年发展态势有望继续向好
29	美年健康	慈铭并表增厚公司业绩，体检龙头高增长
30	通化东宝	业绩持续高增长，三代胰岛素有望开启公司新成长
31	金域医学	从专注于检验服务到布局全产业链，未来业绩可期
32	华大基因	基因测序航空母舰，多方向拓展丰富产品线
33	迈克生物	经营模式持续推进，公司业绩稳健增长
34	爱尔眼科	内生增长强劲，眼科龙头持续扩张
35	鱼跃医疗	业绩稳步增长，整体经营稳健
36	千红制药	从原料药向内销制剂转型，布局创新药研发
37	长春高新	一季报开门红，生长激素延续高增长态势
38	丽珠集团	一季度业绩延续快速增长，看好公司创新药布局
39	爱尔眼科	一季度业绩同比增长 39%，眼科龙头表现亮眼
40	开立医疗	一季报业绩迎开门红，全年国内外销售业绩可期
41	恩华药业	一季度业绩保持稳步增长，全年二线品种有望加速放量

42	康泰生物	2017 年完美表现, 2018 年有望继续高飞
43	九州通	各项业务齐头并进, 业绩稳步增长
44	奥佳华	品牌建设成效显著, 新的一年进入业绩冲刺期
45	康恩贝	业绩保持快速增长, OTC 类大品种表现亮眼
46	片仔癀	一季度业绩再超市场预期, 增长势头锐不可当
47	以岭药业	2018 年开门红, 内外业务均向好
48	通化东宝	一季报延续高增长, 合作再添两大胰岛素重磅品种
49	透景生命	一季度产品市占率提升, 逐步落实 18 年经营计划
50	美年健康	淡季”不淡”, 体检龙头品牌价值渐显
51	乐普医疗	一季度迎业绩开门红, 平台化公司价值凸显
52	贝瑞基因	一季报业绩抢眼, 扣非后归母净利润高速增长
53	万东医疗	17 年业绩稳步增长, 18 年有望实现突破
54	亚宝药业	加强品牌和营销网络建设, 核心品种增长势头良好
55	万孚生物	17 年收入翻倍, 凸显 POCT 龙头效应

资料来源: 天风证券研究所

3.3. 重点覆盖公司年报&一季报电话会议

表 3: 重点覆盖公司年报&一季报电话会议列表

上市公司	出席上市公司高管	主持人
1.乐普医疗	董秘 郭同军	郑薇
2.柳州医药	董秘 申文捷	郑薇
3.美年健康	董事长 俞熔	郑薇
4.透景生命	董秘 王小清	郑薇
5.迈克生物	总经理 吴明建、董秘 史炜	郑薇
6.安图生物	董事长 苗拥军、财务总监 冯超姐 董秘 房瑞宽	郑薇
7.以岭药业	董秘 吴瑞、财务总监 李晨光	潘海洋
8.泰格医药	财务总监 陈岚	廖庆阳
9.康恩贝	董秘 杨俊德、副总裁 陈岳忠、财务总监 袁振贤	杨烨辉
10.九州通	董秘 林新扬	郑薇
11.万孚生物	董秘 陈斌、财务总监余芳霞等	郑薇

资料来源: 天风证券研究所

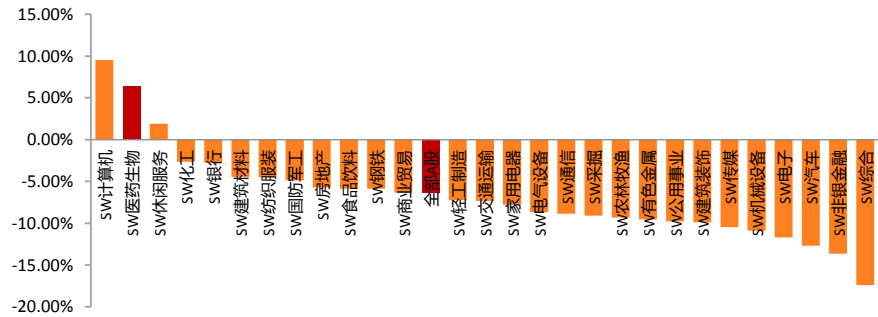
4. 市场表现与估值

4.1. 市场表现维度

2018 年以来大盘整体呈现下跌趋势, 全部 A 股下跌 6.3%; 计算机板块与医药生物板块表现较好, 分别上涨 9.5%、6.3%。医药生物在市场各板块中涨幅排名第二。

在市场整体下跌的情形下, 医药生物整体跑赢大盘 12.6 个百分点, 表现出较好的防守属性与配置价值。年初至今, 我们一直强调医药生物从估值角度、业绩成长性以及政策预期等多方面表现出了板块的配置价值, 从 2018 年年初至今板块的涨幅情况来看, 符合我们的判断。

图 10：各板块 2018 年以来涨跌幅（截止到 2018 年 4 月 30 日，总市值加权平均）

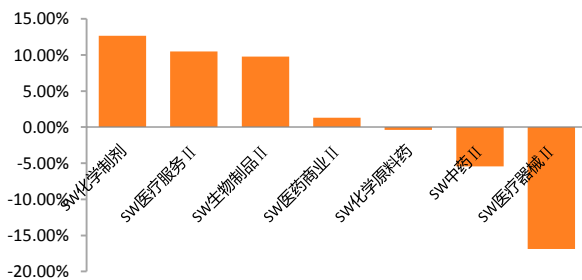


资料来源：wind，天风证券研究所

2017 年具体来看，化学制剂、医疗服务、生物制品子板块表现良好，分别实现 12.7%、10.5%、9.8%，医药商业板块 2017 年整体较为稳定，实现 1.3% 的小幅增长；化学原料药、中药以及医疗器械增表现较弱，分别下跌 0.4%、5.4%、16.9%。

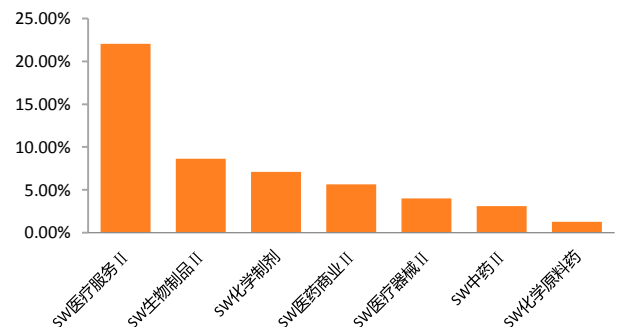
2018 年以来，医药生物各自行业全线上涨，整体表现亮眼。其中医疗服务、生物制品、化学制剂涨幅靠前；医疗器械、中药以及化学原料药涨幅略靠后。

图 11：2017 年个行业涨跌幅比较



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2018 年至今各子行业涨跌幅比较（截止到 2018 年 4 月 30 日）



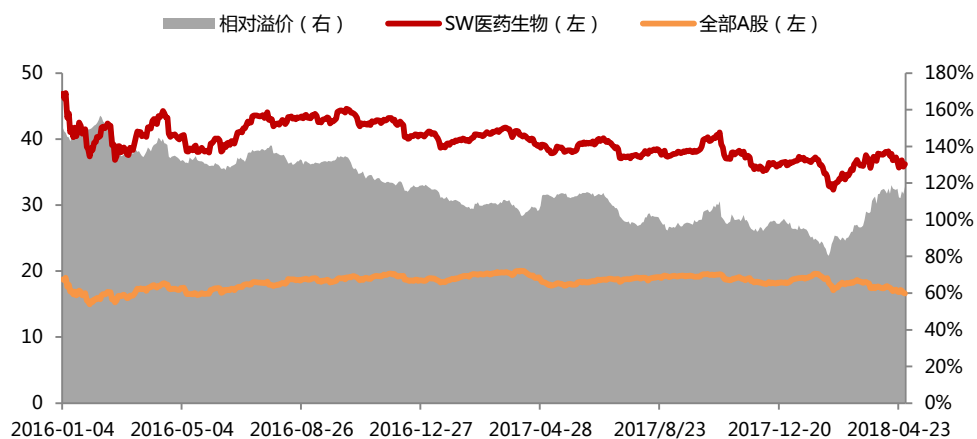
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值维度

截至 4 月 30 日，全部 A 股估值为 16.60 倍，医药生物估值为 36.19 倍，相对 A 股溢价率为 118%，2018 年以来医药生物整体估值水平整体略有下降。

从 2017 年情况以及 2018 年以来医药生物估值来看，医药生物板块 2017 年估值水平呈现下跌趋势，相对 A 股溢价率略有下降，2018 年以来开始呈现回升趋势。目前医药生物各子板块估值水平分别为：医药商业 26.19 倍，中药 29.16 倍，化学原料药 34.62 倍，化学制剂 36.32 倍，生物制品 49.01 倍，医疗器械估值为 54.45 倍，医疗服务最高为 83.26 倍。医疗服务与医疗器械估值水平仍旧处于行业上游水平。

图 13：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）



资料来源：wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

1. 处方药品种招标降价风险；2. 新药研发进度不及预期；3. 公司业绩不及预期

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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，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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com