

证券研究报告：行业深度报告

2020年5月3日

【医药持续分化后，2019和2020Q1各细分领域如何演绎？】

医药行业2019年年报及2020年一季报总结



张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001
缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003
祁 瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003
邓云龙 分析师 执业证书编号：S0680519100002
杨春雨 研究助理
应沁心 研究助理
殷一凡 研究助理

核心结论

➤ **医药行业上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2019年医药上市公司整体的收入增速为15.09%、净利润增速13.15%、扣非净利润增速11.12%，**2019年全年收入端和扣非后的净利润端整体承压**。2020年Q1医药上市公司整体的收入增速为-4.52%、净利润增速-6.69%、扣非净利润增速-6.52%，尽管因为疫情影响Q1较去年同期下滑较多，但放在全行业比较中，医药内需且刚需的属性表现出了强韧性。我们认为**19年全年整体数据放缓**主要有几方面的影响：1) 药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整对部分药企产品收入和利润产生较大冲击。2) 经济下行抑制消费，叠加不利舆论环境使中药企业经营压力增大。3) 两票制低开转高开后带来利润内化而后费用向外转化受影响，从而导致2018年有较高的基数，尤其以18年上半年更为明显。4) 大宗原料药价格波动影响，2018H1原料药价格高点造成大宗原料药企业业绩高基数，19年整体增速大幅放缓。5) 多个高景气细分领域在2018业绩爆发性高增长，拉高2018所属板块基数（例如疫苗、CRO等）。

➤ **各子行业：增速呈现分化状态**，2019年医疗服务、医疗器械、生物制品依然保持较高景气度，而医药商业在政策影响减弱后出现明显好转；2020年Q1在疫情环境下，医疗器械表现亮眼，其次则是医药商业、医疗服务、化学原料药等子领域在收入端表现出较强韧性。**此外，由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出12个细分领域进行重点跟踪分析，19年全年，化药龙头、创新药、创新药服务商、创新疫苗、肝素、药房、品牌连锁医疗服务、IVD、流通等9个细分领域维持较高景气度或景气度向上；20年Q1，血制品、药房、化药龙头、医药健康消费、创新药等5个细分领域在疫情环境下表现较好。**

➤ **医药制造业数据：**2019年全年医药制造业收入增速为7.4%，利润总额增速为5.90%，Q4季度同比、环比均呈现下降趋势，医保控费中的带量采购、重点监控用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。2020年Q1医药制造业收入增速为-8.90%，利润总额增速为-15.70%，同比下降主要是受到疫情影响。

➤ **药品终端数据：**根据米内网数据，2019年全年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为17955亿元，同比增长4.81%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。

➤ **基金持仓情况：**2020Q1，全基金重仓医药持股占比为14.69%，相较2019Q4提高4.29个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金中重仓医药持股占比为12.80%，相较2019Q4提高3.85个百分点，相对于医药股市值占比提高更加明显。全基金与非医药主题主动基金重仓医药持股占比均创近5年新高，医药大幅超配。我们判断，在全球疫情对全行业的客观冲击与疫情后续发展的不确定性下，A股大环境处于震荡状态，而医药行业需求刚性与需求内生为主的两大特点得以凸显，具备行业比较优势，成为各类公募基金配置的偏好。一方面，医药主题基金进一步加大医药配置，重仓医药持股占比大幅提高4.58个百分点；另一方面，大量非医药资金涌入医药，重仓医药持股占比大幅提高3.85个百分点。此外，公募基金重仓医药的个股层面亦有所体现。

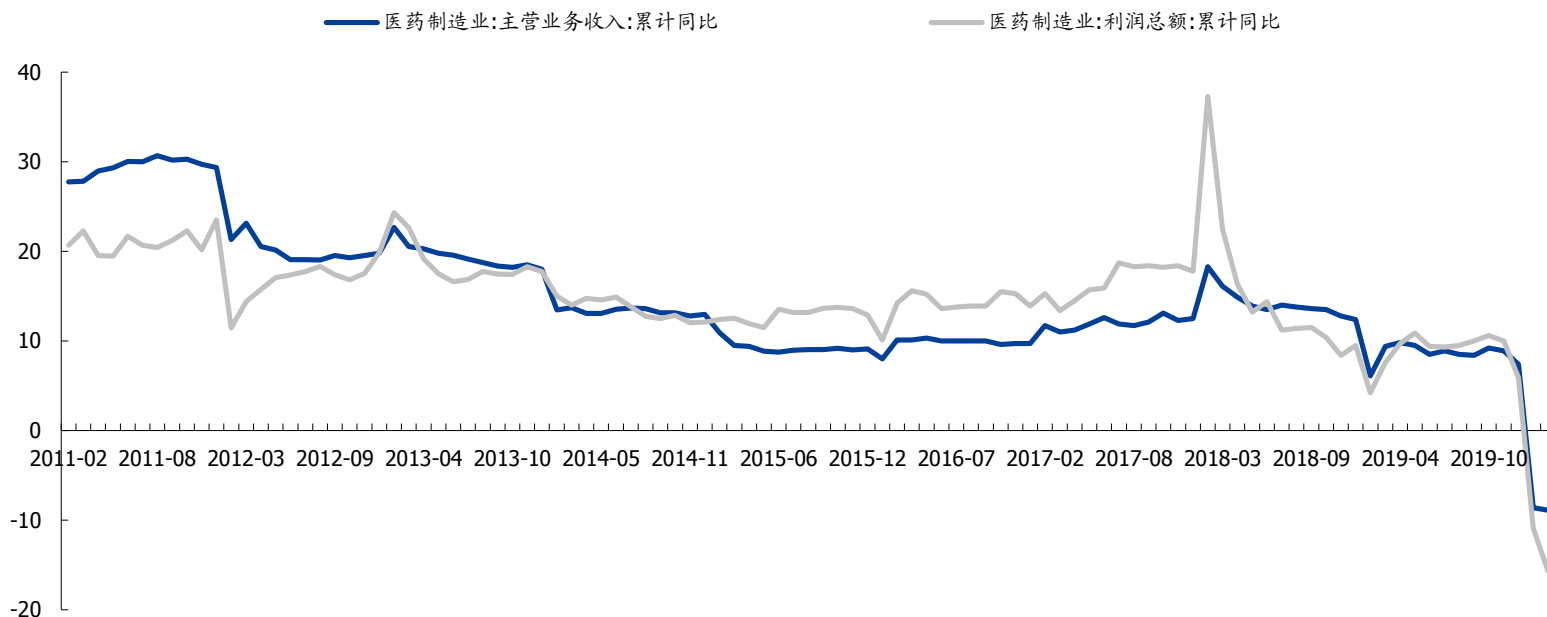
➤ **风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

- ❑ 行业整体情况：多因素导致**19**年行业增速承压，**20年Q1**表现出内需且刚需的强韧性
- ❑ 子行业分析：板块分化加剧，19年生物制品、医疗服务、器械、商业表现较好，20年Q1器械表现亮眼
- ❑ 十二大细分领域分析：个股时代，百花齐放

行业数据：医药制造业数据2019年全年承压，Q1受疫情影响有所下滑

医药制造业数据：2019年全年医药制造业收入增速为7.4%，利润总额增速为5.90%，Q4季度同比、环比均呈现下降趋势，我们认为医保控费中的带量采购、辅助用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。2020年Q1医药制造业收入增速为-8.90%，利润总额增速为-15.70%，同比下降主要是受到疫情影响。

图表1：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（%）（2011-2019Q3）



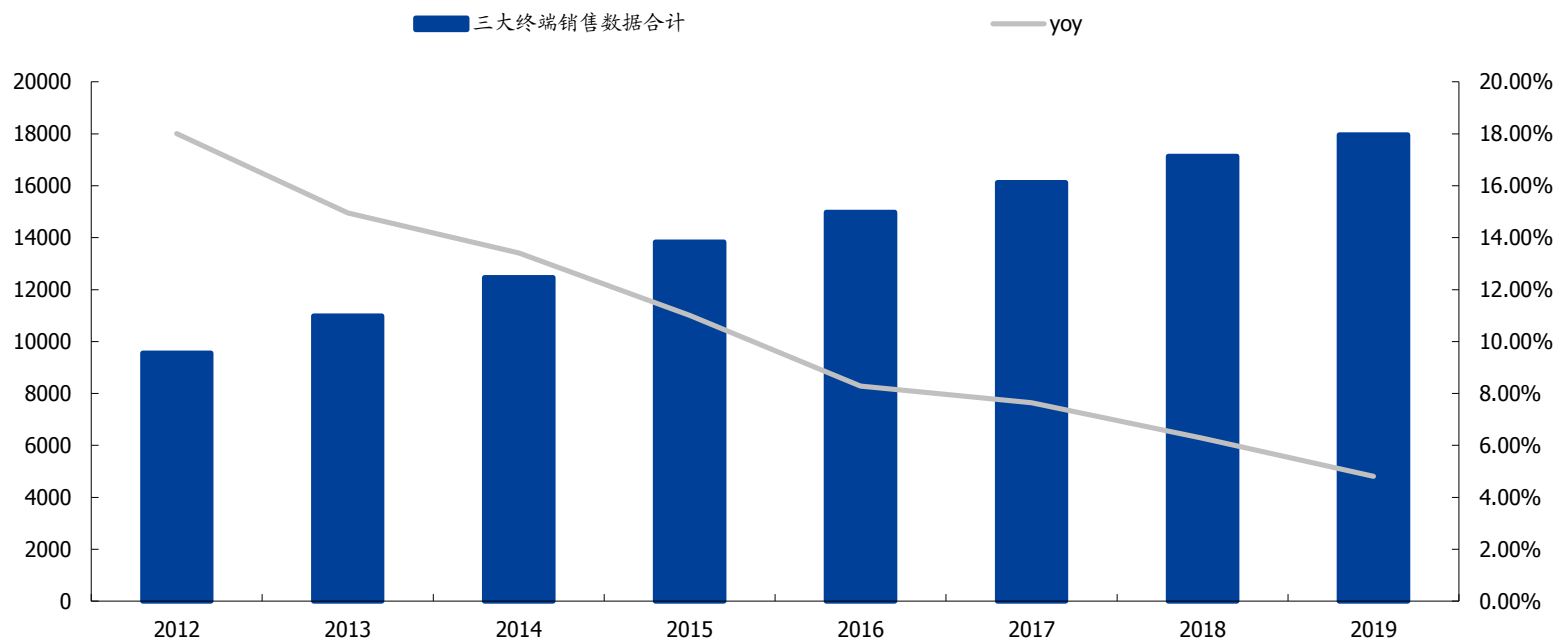
资料来源：WIND，国盛证券研究所

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业利润总额”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

行业数据：2019年药品终端数据收入增速放缓，终端数据对控费降价较为敏感

药品终端数据：根据米内网数据，2019年全年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为17955亿元，同比增长4.81%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。

图表2：医药行业第一终端、第二终端、第三终端的合计销售数据（亿元）（2012-2019）



资料来源：米内网，国盛证券研究所

行业数据：2019年医药行业增速整体承压，2020年Q1表现内需且刚需的强韧性

上市公司整体情况：从剔除不可比样本的数据端口来看，2019年医药上市公司整体的收入增速为15.09%、净利润增速13.15%、扣非净利润增速11.12%，**2019年全年收入端和扣非后的净利润端整体承压**。2020年Q1医药上市公司整体的收入增速为-4.52%、净利润增速-6.69%、扣非净利润增速-6.52%，尽管因为疫情影响**Q1**较去年同期下滑较多，但放在全行业比较中，医药内需且刚需的属性表现出了强韧性。

图表3：医药行业整体收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	17.68%	15.09%	16.24%	16.38%	-4.52%
净利润增速	3.72%	13.15%	9.89%	6.09%	-6.69%
扣非后净利润增速	15.46%	11.12%	10.88%	3.68%	-6.52%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

我们认为**19**年全年整体数据放缓主要有几方面的影响：

- 1) 药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整对部分药企产品收入和利润产生较大冲击。
- 2) 经济下行抑制消费，叠加不利舆论环境使中药企业经营压力增大。
- 3) 两票制低开转高开后带来利润内化而后费用向外转化受影响，从而导致**2018**年有较高的基数，尤其以**18**年上半年更为明显。
- 4) 大宗原料药价格波动影响，**2018H1**原料药价格高点造成大宗原料药企业业绩高基数，**19**年整体增速大幅放缓。
- 5) 多个高景气细分领域在**2018**业绩爆发性高增长，拉高**2018**所属板块基数（例如疫苗、CRO等）；

子行业：子行业增速分化，19年器械、服务、生物制品持续高景气，商业拐点向上

从各子行业的收入端来看：增速呈现分化状态，政策免疫子领域及龙头个股表现突出，我们反复重申医药行业已进入结构优化、百花齐放的时代。2019年生物制品、医疗服务、医疗器械依然保持较高景气度，而医药商业在政策影响减弱后出现明显好转；2020年Q1在疫情环境下，医疗器械表现亮眼，其次则是医药商业、医疗服务、化学原料药等子领域在收入端表现出较强韧性。

图表4：各子行业收入增速

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
医药行业	17.68%	15.09%	16.24%	16.38%	-4.52%
化学制剂	18.66%	10.40%	11.26%	11.80%	-9.96%
中药	12.32%	6.55%	7.73%	10.56%	-9.54%
生物制品	36.37%	20.52%	23.06%	26.70%	-7.50%
医疗器械	22.18%	18.49%	18.11%	20.99%	15.18%
医疗服务	28.67%	28.94%	29.62%	28.94%	-4.56%
医药商业	15.49%	18.53%	20.10%	20.18%	-2.64%
化学原料药	23.83%	11.17%	10.53%	1.60%	-4.81%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表5：各子行业扣非后净利润增速

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
医药行业	15.46%	11.12%	10.88%	3.68%	-6.52%
化学制剂	14.50%	6.31%	6.70%	9.24%	-16.10%
中药	-1.64%	-1.40%	1.13%	3.70%	-13.29%
生物制品	19.83%	22.44%	21.68%	19.01%	-10.42%
医疗器械	25.51%	23.20%	20.69%	24.90%	26.67%
医疗服务	61.26%	34.23%	40.54%	65.55%	-51.46%
医药商业	12.91%	18.32%	15.89%	11.35%	-8.37%
化学原料药	30.41%	-0.71%	-0.68%	-41.36%	20.84%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

➤ 从各子行业的扣非后净利润来看：内生增速在利润端的分化比收入端更加明显。2019年整体来看，生物制品、医疗器械、医疗服务依然表现亮眼，医药商业利润端比收入端的好转幅度更大；2020年Q1在疫情环境下，医疗器械表现亮眼，化学原料药在价格上涨的背景下也实现了较好的正增长。

子行业：子行业增速分化，19年器械、服务、生物制品持续高景气，商业拐点向上

- **医疗器械：**2019年继续保持高增长，2020年Q1受疫情影响板块分化严重，疫情相关产品爆发式增长；随着二季度医院诊疗秩序恢复，板块整体高增长将持续，后疫情时代关注医疗设备采购需求，同时新冠检验常态化也将带来试剂和服务的部分增量。
- **医疗服务：**2019年板块收入利润持续高增长，毛利率净利率水平同比提高，2020Q1疫情引起医院客流减少与延期复工带来一过性影响，板块长期高景气度趋势不变。
- **生物制品：**2019年保持较快增长态势，一季度受到疫情影响但中长期趋势不变。板块整体看趋势，龙头个股建议重点跟踪，景气度高的细分领域如疫苗、血液制品、生长激素建议重点关注。
- **医药商业：**2019年业绩与现金流出现明显拐点，由于板块以流通企业为主，改善的原因主要系两票制、零加成的边际影响减弱。后续流通行业主要看带量采购带来的变化以及利率进入下行通道的利润弹性，药店行业则有望在行业集中度提高、处方外流逻辑加持下维持高景气。
- **化学原料药：**大宗原料药波动性较大，特色原料药加速增长，财务指标基本稳定，净利率与期间费用率小幅上升。未来特色原料药受益于供给侧出清、欧美产能转移、企业逐渐技术壁垒提高以及打通原料制剂一体化供应链等，企业议价能力及盈利水平将持续性提升。
- **化学制剂：**2019年化学制剂板块收入利润承压，大量公司进行了资产减值。2019年板块毛利率提升，销售费用率提升，两票制影响仍有体现。2020年Q1化学制剂板块收入利润下滑，毛利率下降，销售费用率下降，但期间费用大幅度提升，反应疫情对于板块的影响。化学制剂板块内分化剧烈，未来投资趋势是结构性的。建议关注特色细分领域如创新药、制剂出口、精麻领域、核药、吸入制剂等。
- **中药：**2019年中药板块收入增速放缓，利润下滑，现金流有所改善。2020Q1受到疫情影响，总体收入和利润增速均出现明显下滑，后续板块仍面临增长压力，新冠肺炎中部分中成药的亮眼表现可能可能成为中药行业发展契机，建议关注细分领域中药品牌消费品。

细分领域：12大细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

从各细分领域的情况来看：19年全年，化药龙头、创新药、创新药服务商、创新疫苗、肝素、药房、品牌连锁医疗服务、IVD、流通等9个细分领域维持较高景气度或景气度向上；20年Q1，血制品、药房、化药龙头、医药健康消费、创新药等5个细分领域在疫情环境下表现较好。

► **化学制剂龙头**：2019全年化学制剂龙头收入利润增速远高于行业平均。2020年Q1低于风险能力也强于其他企业。化学制剂龙头企业2019年财务指标基本稳定，毛利率水平提升较大（与产品结构调整相关），期间费用率控制良好，稳中有降。2020年Q1龙头销售费用率有所下降，但研发投入加大导致期间费用率上升。未来预计龙头强者恒强，抵御风险能力强。

► **创新研发型企业**：2019年全年创新研发型企业收入增速快于行业平均，毛利率高于化学制剂板块约12pp，整体盈利能力相对较强，研发投入保持在较高水平所以期间费用率相较行业平均更高（比行业平均高10%）。当前创新研发型企业大品种陆续进入收获期，值得重点关注。

图表6：各细分领域收入增速

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
化药龙头	13.43%	19.63%	22.03%	22.87%	-3.76%
创新药	27.68%	16.76%	17.61%	16.74%	-4.85%
创新药服务商	23.29%	30.10%	31.34%	23.88%	14.12%
医药流通	15.85%	18.69%	20.12%	19.57%	-3.81%
创新疫苗	156.12%	68.04%	77.04%	106.82%	4.01%
血制品	47.00%	14.59%	22.57%	22.46%	3.62%
肝素	34.92%	31.42%	29.18%	31.15%	1.14%
医药健康消费品	15.69%	9.56%	9.78%	21.79%	-11.12%
特色品牌 OTC	10.61%	6.70%	9.13%	12.57%	-16.50%
药房	25.25%	26.56%	29.17%	31.09%	23.32%
品牌连锁医疗服务	33.77%	24.38%	25.59%	28.39%	-30.48%
IVD	24.47%	18.96%	18.87%	15.88%	0.96%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表7：各细分领域扣非后净利润增速

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
化药龙头	23.39%	25.18%	22.67%	26.79%	8.40%
创新药	20.55%	15.18%	15.17%	13.43%	-7.59%
创新药服务商	48.69%	32.58%	42.50%	63.58%	-8.26%
医药流通	16.44%	21.87%	19.44%	8.58%	-8.47%
创新疫苗	397.41%	52.77%	53.81%	80.49%	-24.00%
血制品	27.96%	13.96%	22.69%	20.09%	5.02%
肝素	24.26%	27.62%	32.16%	24.78%	-9.76%
医药健康消费品	28.47%	30.90%	25.72%	35.50%	7.64%
特色品牌 OTC	24.06%	5.94%	10.50%	22.32%	-11.02%
药房	19.65%	26.49%	27.14%	29.39%	28.92%
品牌连锁医疗服务	42.23%	33.86%	36.69%	34.91%	-99.34%
IVD	8.41%	13.29%	5.68%	10.57%	-33.51%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

细分领域：12大细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

- **创新服务商：**2019年收入利润均快于行业平均，景气度较高，毛利率也稳中有升。2020Q1受复工延迟影响收入增速略降，但仍明显快于行业平均。未来在海外产业持续转移+国内创新药热潮+资本助推的驱动下，创新药服务商有望保持持续的高景气度。疫情短期影响不改创新产业趋势。
- **疫苗：**板块高增长态势不变，现金流改善明显，疫情之下中长期有望进一步受益。大产品背景+监管趋严&兼并重组+疫情影响下的后续催化（接种意识提高+疾病预防投入加大）三大逻辑驱动板块发展
- **药店：**2019年业绩保持高速增长，一季度在疫情影响下依然实现高速成长，名副其实的避风港。未来尽管政策扰动较多，但药店板块仍然有望在行业集中度提高、处方外流逻辑加持下维持高景气。
- **品牌连锁医疗服务：**剔除2019年大幅资产减值的美年健康，爱尔眼科与通策医疗2019年收入利润保持高速增长，2020Q1业绩下滑受疫情影响较大，预计Q2开始营收逐步恢复正常增长水平，眼科口腔专科医疗服务市场空间大且市占率仍有提高空间，尚未达到成长天花板。
- **医药健康消费品：**2019年收入增速有所减缓，利润端仍保持快速增长，中间费用率下降带来利润率提升。2020Q1在疫情下利润端仍表现出较强韧性，增速在各个子领域中表现突出。后续医药健康消费升级和高净值人口红利将继续兑现，关注生长激素、眼科用药、脱敏制剂、中药消费品龙头。
- **肝素：**2019年行业整体量价齐升，受疫情全球化影响供给端紧张加剧，需求端短期制剂需求受影响不改行业长期供需失衡大趋势，拥有充沛原料库存并完成制剂原料一体化全球布局企业继续享受行业红利。
- **血制品：**整体稳定增长态势延续，关注疫情后未来“量价关系”变化。后血制品时代，更多企业投入学术推广，疫情催生静丙渠道和公司端库存进一步减少，叠加短期采浆影响，未来板块有望迎来“量价变化”。
- **流通：**2019年业绩与现金流出现明显拐点，主要系两票制、零加成的边际影响减弱。后续主要看带量采购带来的变化以及利率进入下行通道的利润弹性。

细分领域：12大细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

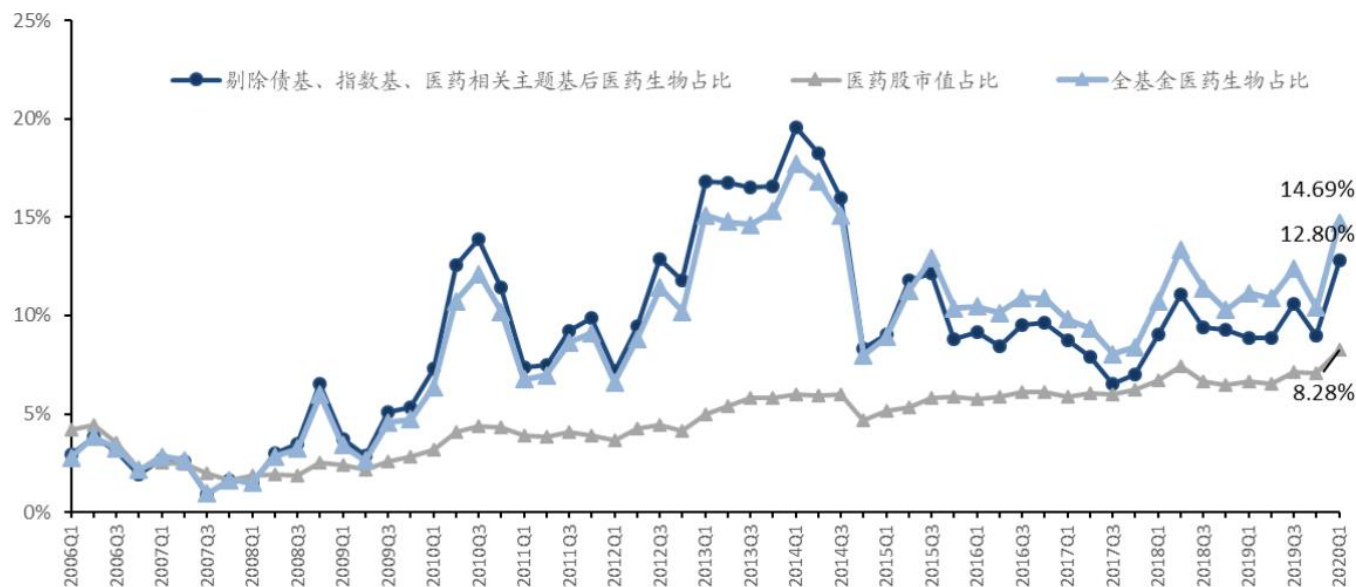
- **IVD**：受2020Q1医院诊疗量大幅下降影响，常规检测类产品同比下滑，4月以来开始逐渐恢复，继续关注如化学发光、POCT、分子类IVD企业。
- **特色品牌OTC**：2019年年收入端和利润端增速均出现明显降低，2020Q1受疫情影响收入和利润均出现下滑，在2018-2019上半年提价和营销改革带来的增量减弱后，短期内子领域承压；后续行业规范度、集中度提升带来的红利释放仍需时间。

基金持仓：2020Q1公募基金医药大幅超配创近5年新高

医药大幅超配：2020Q1，全基金重仓医药持股占比为14.69%，相较2019Q4提高4.29个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金中重仓医药持股占比为12.80%，相较2019Q4提高3.85个百分点，相对于医药股市值占比提高更加明显。全基金与非医药主题主动基金重仓医药持股占比均创近5年新高，医药大幅超配。

我们判断：在全球疫情对全行业的客观冲击与疫情后续发展的不确定性下，A股大环境处于震荡状态，而医药行业需求刚性与需求内生为主的两大特点得以凸显，具备行业比较优势，成为各类公募基金配置的偏好。一方面，医药主题基金进一步加大医药配置，重仓医药持股占比大幅提高4.58个百分点；另一方面，大量非医药资金涌入医药，重仓医药持股占比大幅提高3.85个百分点。此外，公募基金重仓医药的个股层面亦有所体现。

图表8：基金十五年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2020Q1）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

基金持仓：2020Q1公募重仓全面聚焦医药硬核资产，疫情相关标的收获较高热度

► **2020Q1重仓持股全面聚焦医药硬核资产的特点尤为突出：**持股基金数前30标的的基金持有数量均呈现环比增加，重仓股持股总市值前30标的中，有28个标的重仓股持股市值占总市值占比呈现环比增加，走出了区别于历史季度的持股变化趋势，我们认为进一步验证了疫情之下医药整体的行业比较优势凸显。

图表9：生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）

生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）										
基金重仓持有基金数（支）					基金重仓持股市值（亿元）及占股票总市值比重					
代码	名称	2020Q1 持有基金数	2019Q4 持有基金数	20Q1相对19Q4 持有基金数变动↓	代码	名称	2020Q1重仓 持股总市值	2020Q1重仓 持股总市值占比	2019Q4重仓 持股总市值占比	20Q1相对19Q4重仓 持股总市值占比变动↓
300760.SZ	迈瑞医疗	416	178	238	600529.SH	山东药玻	35.1	17.6%	4.9%	12.64%
600276.SH	恒瑞医药	814	585	229	000739.SZ	普洛药业	26.2	11.2%	1.6%	9.58%
000661.SZ	长春高新	457	285	172	300601.SZ	康泰生物	88.4	12.0%	7.0%	4.93%
300601.SZ	康泰生物	181	63	118	603882.SH	金域医学	29.4	11.4%	6.7%	4.72%
300122.SZ	智飞生物	149	36	113	300003.SZ	乐普医疗	56.9	8.8%	4.2%	4.60%
002007.SZ	华兰生物	132	48	84	002821.SZ	凯莱英	35.3	8.9%	4.7%	4.24%
603233.SH	大参林	102	31	71	300630.SZ	普利制药	15.5	8.8%	4.7%	4.13%
300003.SZ	乐普医疗	149	84	65	300326.SZ	凯利泰	15.3	10.3%	6.3%	4.00%
002821.SZ	凯莱英	98	48	50	300529.SZ	健帆生物	43.8	11.1%	7.1%	3.92%
600521.SH	华海药业	66	16	50	300558.SZ	贝达药业	16.9	6.0%	2.4%	3.63%
600216.SH	浙江医药	58	8	50	603658.SH	安图生物	21.9	4.4%	1.1%	3.25%
300529.SZ	健帆生物	96	47	49	603707.SH	健友股份	18.8	5.2%	2.1%	3.07%
600529.SH	山东药玻	81	33	48	002007.SZ	华兰生物	67.7	10.1%	7.0%	3.04%
000739.SZ	普洛药业	55	7	48	300760.SZ	迈瑞医疗	199.7	6.3%	3.4%	2.90%
600161.SH	天坛生物	56	13	43	300122.SZ	智飞生物	38.2	3.5%	0.7%	2.79%
002001.SZ	新和成	78	36	42	002044.SZ	美年健康	33.8	7.3%	4.6%	2.67%
300630.SZ	普利制药	48	13	35	000661.SZ	长春高新	174.8	15.8%	13.1%	2.62%
600436.SH	片仔癀	75	41	34	603233.SH	大参林	18.0	5.2%	2.7%	2.50%
603883.SH	老百姓	53	19	34	300357.SZ	我武生物	20.0	8.5%	6.1%	2.49%
603707.SH	健友股份	48	15	33	600276.SH	恒瑞医药	291.8	7.2%	5.0%	2.17%
603259.SH	药明康德	253	221	32	603883.SH	老百姓	17.6	7.9%	5.8%	2.10%
300015.SZ	爱尔眼科	131	102	29	603939.SH	益丰药房	16.4	4.6%	2.6%	2.06%
600196.SH	复星医药	50	22	28	600161.SH	天坛生物	22.0	5.8%	3.9%	1.89%
603882.SH	金域医学	53	27	26	300482.SZ	万孚生物	15.0	5.6%	3.8%	1.82%
000513.SZ	丽珠集团	49	24	25	300015.SZ	爱尔眼科	76.2	6.2%	4.6%	1.61%
603939.SH	益丰药房	52	28	24	300142.SZ	沃森生物	22.6	4.6%	3.5%	1.18%
000538.SZ	云南白药	72	57	15	002001.SZ	新和成	15.4	2.6%	2.3%	0.28%
300347.SZ	泰格医药	105	93	12	603259.SH	药明康德	71.5	4.8%	4.6%	0.16%
600763.SH	通策医疗	97	87	10	600763.SH	通策医疗	38.6	11.2%	11.2%	-0.03%
300142.SZ	沃森生物	58	53	5	300347.SZ	泰格医药	34.4	7.2%	7.4%	-0.23%

基金持仓：2020Q1公募重仓全面聚焦医药硬核资产，疫情相关标的收获较高热度

► **疫情相关标的收获较高热度：**全球疫情之下，中国有望逐步成为疫情相关物资产能的重要输出国（部分器械、耗材、防护产品、原料药等），短期带来业务增量的同时长期有望改变国际化竞争格局，相关标的收获较高热度，在所有标的重仓股持股市值占总市值占比增幅前20中，英科医疗、普洛药业、天宇股份、浙江医药等个股增幅明显。

图表10：2020Q1医药重仓持股市值总市值占比变动前20标的的重仓持股变化分析

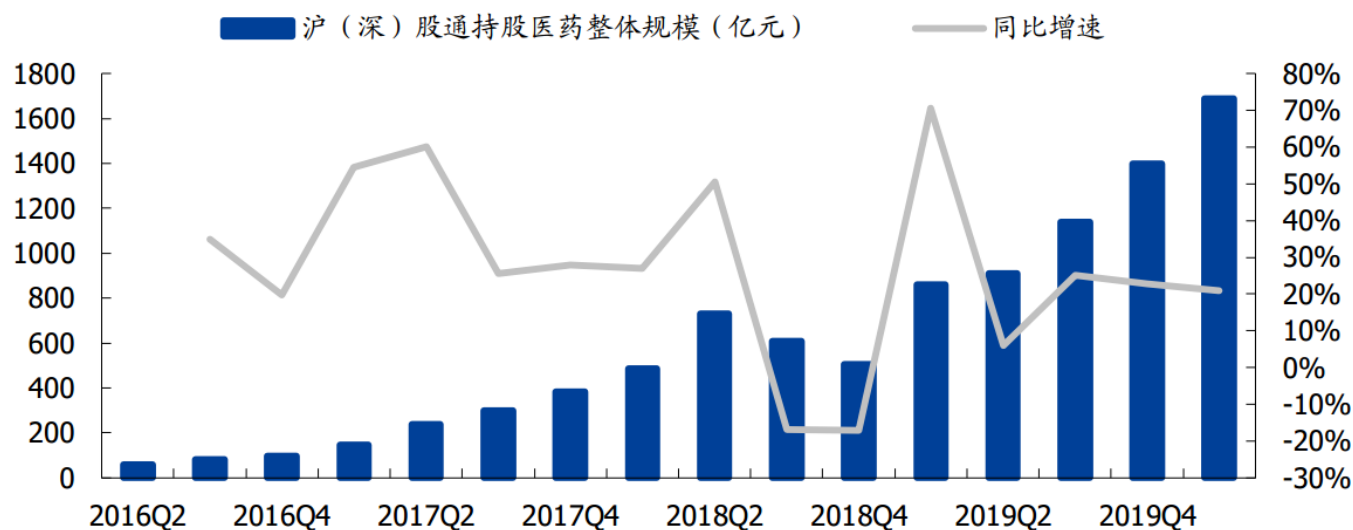
代码	名称	20Q1-19Q4 持有基金数变动 (支)	20Q1-19Q4 持股总市值变动(万 元)	20Q1-19Q4 持股总市值占公司总市值比重变动 (百分点)
600529.SH	山东药玻	48	269961	12.6%
300677.SZ	英科医疗	22	97788	9.6%
000739.SZ	普洛药业	48	237031	9.6%
300702.SZ	天宇股份	28	92891	5.7%
600216.SH	浙江医药	50	101403	5.2%
300601.SZ	康泰生物	118	486117	4.9%
603456.SH	九洲药业	30	83462	4.7%
603882.SH	金域医学	26	137130	4.7%
300003.SZ	乐普医疗	65	320215	4.6%
000756.SZ	新华制药	13	25936	4.3%
002821.SZ	凯莱英	50	213792	4.2%
688358.SH	祥生医疗	12	24693	4.2%
603520.SH	司太立	16	47810	4.2%
300630.SZ	普利制药	35	81735	4.1%
300636.SZ	同和药业	1	13282	4.1%
300326.SZ	凯利泰	23	91156	4.0%
300529.SZ	健帆生物	49	223669	3.9%
002727.SZ	一心堂	13	58256	3.8%
300558.SZ	贝达药业	24	106497	3.6%
300725.SZ	药石科技	12	40207	3.6%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

基金持仓：2020Q1沪（深）股通持股医药规模持续增加

- 从持股市值绝对值来看：2020Q1沪（深）股通持股医药整体规模大幅增加271亿元至1668亿元，环比增长25.2%；其中2020Q1沪（深）股通持股医药Top20公司的持股市值均值65亿元，环比增长21.4%。
- 从持股市值的总市值占比来看：剔除2020Q1与2019Q4均未有沪（深）股通持股的个股后，2020Q1沪（深）股通在A股持股占比均值1.45%，环比提高0.03个百分点，2020Q1沪（深）股通持股医药整体市值占比均值2.0%，环比提高0.2个百分点；2020Q1沪（深）股通持股医药Top20公司的市值占比均值6.5%，环比提高0.9个百分点。

图表11：沪（深）股通持股医药整体规模变化与增速（2016Q2-2020Q1）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

基金持仓：医药硬核资产更受外资偏好，外资持股医药整体占比有望持续提升

➤ 从沪（深）股通持股医药配置结构来看：恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科等行业龙头与其他细分领域硬核资产最受偏好。

➤ 从近三年沪（深）股通持股市值Top20公司的持股数量占总股本比例来看：均值从2017Q1的1.5%逐年递增至2020Q1的6.5%，其中2017Q1仅有恒瑞医药的沪（深）股通持股占比接近10%，而2020Q1泰格医药、益丰药房已经接近15.0%，恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德、迪安诊断沪（深）股通持股比例提高至9%-12%之间，且仍有其他众多细分龙头沪（深）股通持股比例低于5%，配置强度仍有较大提升空间，有望拉动后续外资持股医药的持续提升。

图表12：沪（深）股通持股市值Top10公司对比情况（2020Q1vs2017Q1）

代码	公司	2020Q1		代码	公司	2017Q1	
		沪（深）股通持股市值（亿）	沪（深）股通持股市值总市值占比			沪（深）股通持股市值（亿）	沪（深）股通持股市值总市值占比
300347.SZ	泰格医药	70.9	14.8%	600276.SH	恒瑞医药	117.1	9.2%
603939.SH	益丰药房	46.7	13.7%	600535.SH	天士力	13.6	3.3%
600276.SH	恒瑞医药	462.4	11.4%	002022.SZ	科华生物	2.8	2.7%
300244.SZ	迪安诊断	14.8	10.2%	000538.SZ	云南白药	19.9	2.3%
603259.SH	药明康德	88.1	9.7%	000423.SZ	东阿阿胶	8.9	2.1%
300015.SZ	爱尔眼科	109.6	9.0%	600196.SH	复星医药	7.4	1.4%
000538.SZ	云南白药	86.5	7.9%	600867.SH	通化东宝	3.7	1.3%
000999.SZ	华润三九	21.4	7.8%	600329.SH	中新药业	1.0	1.0%
300003.SZ	乐普医疗	38.2	5.9%	600750.SH	江中药业	1.0	1.0%
300142.SZ	沃森生物	28.4	5.8%	600079.SH	人福医药	1.8	0.8%
002007.SZ	华兰生物	33.2	4.9%	601607.SH	上海医药	3.6	0.8%
300760.SZ	迈瑞医疗	123.0	3.9%	002019.SZ	亿帆医药	1.1	0.6%
300122.SZ	智飞生物	40.9	3.8%	000999.SZ	华润三九	1.4	0.5%
002223.SZ	鱼跃医疗	13.4	3.7%	600566.SH	济川药业	1.3	0.5%
603658.SH	安图生物	17.5	3.5%	000963.SZ	华东医药	2.2	0.5%
002001.SZ	新和成	19.5	3.3%	600332.SH	白云山	1.4	0.4%
600436.SH	片仔癀	24.8	3.3%	300015.SZ	爱尔眼科	1.3	0.4%
000661.SZ	长春高新	32.6	2.9%	600056.SH	中国医药	1.0	0.4%
600196.SH	复星医药	12.9	1.9%	600085.SH	同仁堂	1.6	0.4%
300601.SZ	康泰生物	13.0	1.8%	600518.SH	康美药业	2.9	0.4%
平均值		64.9	6.5%	平均值		9.7	1.5%

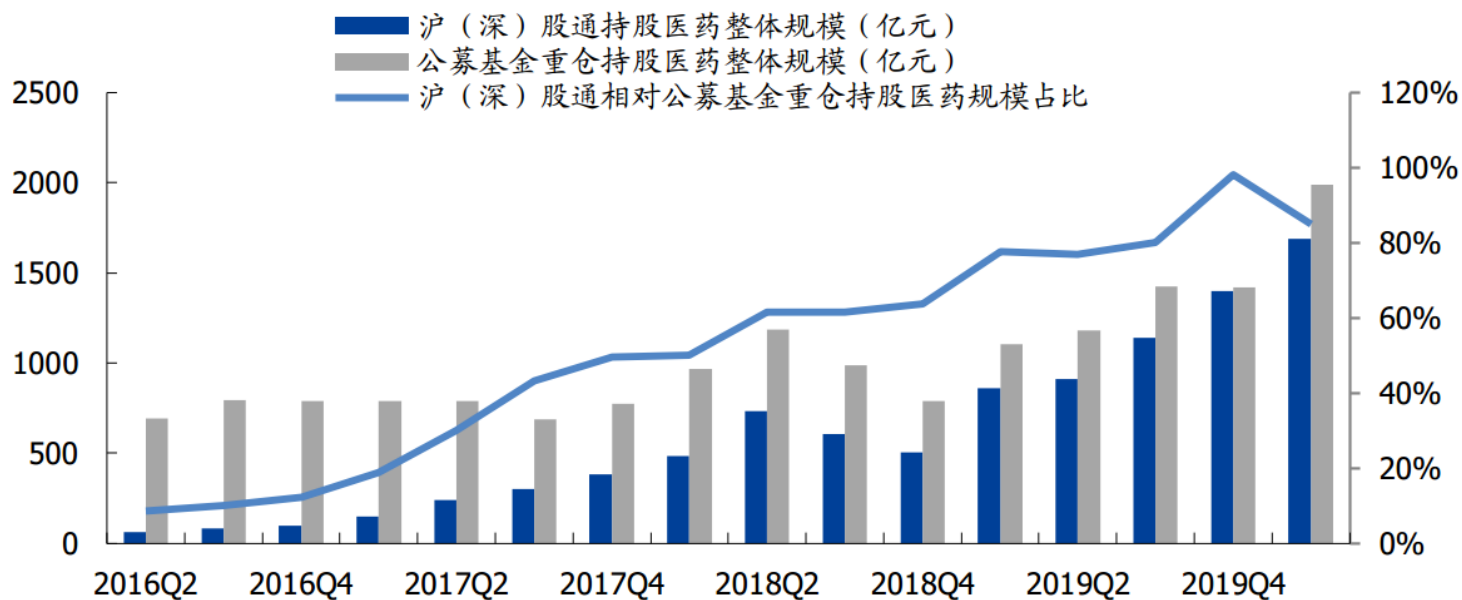
资料来源：WIND，国盛证券研究所

基金持仓：对比公募基金重仓医药持股，外资稳定剂作用持续增强

➤ 整体来看，随着沪（深）股通持股医药规模与持股占比的快速提升，在绝对值水平上公募基金重仓持股规模及占比已逐步接近（虽然公募基金重仓持股医药规模不完全等同于公募基金全部持股医药规模，但仍具较强参考意义）。

➤ 从头部公司来看，2020Q1沪（深）股通持股医药Top10公司的持股市值中，有7个公司的沪（深）股通持股市值及占比已超过公募基金重仓持股市值及占比。医药板块外资稳定剂的作用在持续增强，建议关注后续外资的持续流入与流出情况。

图表13：沪（深）股通持股医药整体规模与相对公募基金重仓持股医药整体规模占比变化（2016Q2-2020Q1）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

- 行业整体情况：多因素导致19年行业增速承压，20年Q1表现出内需且刚需的强韧性
- 子行业分析：板块分化加剧，**19年生物制品、医疗服务、器械、商业表现较好，20年Q1器械表现亮眼**
- 十二大细分领域分析：个股时代，百花齐放

医疗器械：板块整体继续保持较快增长，疫情带来一季度业绩分化严重

板块整体继续保持较快增长，疫情带来一季度业绩分化严重：

► 营业收入：

医疗器械板块长期保持高速增长态势，2019全年及2020年Q1增速依然保持15%以上，随着行业体量的不断增长增速有所放慢；2020Q1受疫情影响，防护耗材、病毒检测、医疗设备类上市公司业绩爆发式增长，而常规IVD、高值耗材等企业受影响较为严重。

► 归母净利润&扣非后归母净利润：

对比2018年，2019年归母及扣非后归母净利润也呈现出下滑趋势，板块个股业绩增速差异较大，高景气领域及龙头企业依然保持加速增长状态，如万孚生物（POCT龙头，扣非归母增38.28%）、欧普康视（角膜塑形镜，扣非归母增速40.88%）、健帆生物（血液灌流器，扣非归母增速48.19%）、安图生物（IVD龙头，扣非归母净利润增速38.29%）表现亮眼，而其他如医用耗材、生化试剂等子领域公司表现较为低迷；2020年Q1疫情带来医疗器械产品相关公司业绩爆发式增长，如防护耗材类振德医疗（扣非归母增速912.34%）、英科医疗（扣非归母增速276.05%）、病毒检测类达安基因（扣非归母增速653.94%）、医疗设备类理邦仪器（扣非归母增速140.23%）。

数据调整说明：我们剔除数据扰动较大（并表、商誉减值、药品集采导致收入端变化较大）及分类模糊的：新华医疗、正川股份、山东药玻、乐普医疗、尚荣医疗、和佳医疗、楚天科技、美康生物、迪安诊断、博晖创新、九安医疗、冠昊生物。

图表14：医疗器械板块收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	22.18%	18.49%	18.11%	20.99%	15.18%
净利润增速	29.05%	19.21%	20.17%	25.55%	22.36%
扣非后净利润增速	25.51%	23.20%	20.69%	24.90%	26.67%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

数据调整说明：我们将振德医疗、鱼跃医疗、英科医疗、万孚生物、万东医疗、理邦仪器、华大基因、达安基因作为疫情相关器械企业样本库。

图表15：疫情相关器械企业收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	15.32%	10.31%	9.05%	11.15%	44.44%
净利润增速	21.77%	3.17%	8.40%	17.89%	108.83%
扣非后净利润增速	22.56%	8.43%	13.19%	23.86%	120.26%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医疗器械：财务指标整体稳定，疫情相关器械企业话语权提升，经营状况大幅改善

医疗器械板块整体财务指标基本稳定：

➤ **毛利率&净利率：**

2019年全年：随着国内医疗器械产品水平的不断提高，可以观察到板块整体毛利率和净利率水平同比有所上升，创新类产品的获批提高整体毛利率；另外也受到部分两票制低开转高开的影响；

2020年Q1：疫情受益的器械企业观察到明显毛利率和净利率提升，但常规器械类企业生产成本提升较多，对毛利率带来不利影响。

➤ **费用率：**2019年全年医疗器械板块销售费用率和期间费用率均保持平稳状态，创新型医疗器械企业（如迈瑞医疗、安图生物、万孚生物等）即使在疫情期间依然保持较高比例的研发投入。

➤ **应收账款：**

2019年：应收账款增速基本保持平稳，整体水平略高于收入端增速（营收增速18.49%），医疗器械的零加成、集采和两票制未来将进一步改善医疗器械营收账款情况；

2020年Q1：疫情相关产品紧急采购多采用现款现货，疫情相关器械受限于产能使得企业话语权提升，应收账款增速快速回落。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年经营性现金流营收占比小幅提升，往年一季度受代理商返款等因素经营性现金流收入占比水平较低；2020年Q1疫情带动相关器械产品预付款激增，现金流短期快速改善。

图表16: 医疗器械板块财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	53.80%	55.38%	55.31%	54.67%	55.26%
净利率	19.38%	19.40%	20.90%	19.18%	20.28%
销售费用率	18.24%	18.82%	17.97%	17.67%	17.24%
期间费用率	34.25%	32.89%	31.44%	26.14%	32.03%
应收账款增速	23.91%	19.90%	NA	26.73%	11.35%
经营性现金流/ 营业收入	19.37%	20.09%	NA	2.89%	22.60%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表17: 疫情相关器械企业财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	43.46%	45.41%	45.48%	44.30%	51.79%
净利率	14.13%	12.40%	14.87%	14.86%	21.10%
销售费用率	14.79%	15.95%	14.89%	13.81%	14.08%
期间费用率	29.76%	30.17%	28.18%	21.66%	27.26%
应收账款增速	16.22%	7.68%	NA	25.38%	-8.04%
经营性现金流/ 营业收入	12.02%	11.87%	NA	-11.55%	46.48%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医疗器械：板块长期将继续保持高景气状态，创新器械确保长期盈利

➤ 板块未来趋势判断：

短期来看：随着疫情的常态化和各地逐渐复工复产，4月起医院诊疗量已开始快速恢复，非疫情相关企业的经营状态转好，尤其是临床刚需产品（如收入植入类耗材）有望在未来2-3个季度逐渐补回产品销量，而复工复产带来的病毒检测需求也将在未来几个季度继续拉动试剂销售和检测服务类企业，医疗器械整体增长结构将逐渐正常化。

长期来看：医疗器械板块子领域众多，分化明显，长期来看拥有创新属性、进口替代能力以及市场独占性产品的医疗器械企业将长期受益于行业持续高增长红利。近年来国内获批创新医疗器械加速（以分子诊断，心脏介入产品为主，均为全球范围内市场规模最大和发展速度最快的产品领域），高技术壁垒产品将保障公司长期盈利性。

医疗服务：毛利率净利率趋势向好，疫情引起短期波动

医疗服务板块受权重股与疫情影响较大，财务指标整体良好。

➤ 毛利率&净利率：

1) 2019年板块毛利率相对前三季度略有下滑，但相比去年同期仍保持提高趋势；2019年净利率有所下滑（主要受权重股药明康德公允价值收益大幅变动等影响），若剔除药明康德，净利率19.9%，同比大幅提高；

2) 2020Q1，受疫情影响，板块毛利率净利率均出现明显下滑，其中专科医疗服务类公司毛利率净利率下降较多。

➤ 费用率：2019与2020Q1，板块销售费率与期间费率水平同比均有所下降稳中有降，费用水平控制较好。

➤ 应收账款：2019与2020Q1，板块应收账款增速均略高于当期的收入增速，整体应收账款的账期有所延长。

➤ 经营性现金流/营业收入：2019与2020Q1，板块经营性现金流/收入均实现同比增加，且明显高于当期净利率，与部分权重股行业模式有关（部分医药研发服务类公司在签订合同时会有一定比例预收款等），整体现金流水平良好。

图表18：医疗服务财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	42.68%	43.83%	43.93%	41.67%	33.64%
净利率	18.95%	17.62%	19.43%	15.40%	9.33%
销售费用率	5.66%	5.68%	5.84%	5.76%	5.20%
期间费用率	23.74%	22.04%	20.82%	24.82%	22.39%
应收账款增速	33.15%	42.75%	NA	30.65%	8.14%
经营性现金流/营业收入	19.02%	22.36%	NA	12.01%	18.54%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医疗服务：疫情一过性影响不改产业趋势，坚守赛道长期高景气

医疗服务板块整体来看，**2019**年全年的收入端延续高增长，利润端增速受权重股影响；**2020Q1**疫情对服务板块整体收入与利润端有较大影响。部分个股存在大幅商誉减值，对板块收入利润变化影响较大，考虑分析判断相对客观，分析前予以剔除。

► 营业收入：

2019全年，医疗服务收入增速较前三季度略有放缓，但是较2018年全年仍为持续向好趋势。2020Q1，由于疫情带来医院客流减少与延期复工，医疗服务收入增速明显下滑。

► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019全年，1) 归母净利润增速较去年同期大幅下降（主要受权重股药明康德公允价值收益大幅变动等影响），若剔除药明康德，利润端增速65.8%，较去年同期大幅提高；2) 扣非后净利润增速较去年同期下降，但整体仍保持30%以上的高增速水平。

2020Q1，受疫情影响，归母净利润与扣非后净利润增速均出现大幅下滑，医药研发服务类公司受到一定的延期复工影响，专科医疗服务类公司受医院客流下降影响较大。

医疗服务观点：板块权重股主要以专科医疗服务、CRO为主体，行业景气度高，剔除个别权重股非经营性影响，2019全年延续高增长趋势；2020Q1疫情对板块尤其是专科医疗服务类公司存在客观影响，随着疫情收尾业务有望逐步恢复，疫情一过性影响不改产业趋势，长期来看医疗服务板块仍有望持续高速增长。

数据调整说明：我们将金域医学移至医疗器械，将信邦制药移至医疗服务，剔除主业非医药的ST华塑、光正集团、览海医疗，剔除新股康龙化成、美迪西、成都先导，剔除存在大幅商誉减值影响的ST运盛、创新医疗、美年健康、宜华健康、盈康生命、恒康医疗、信邦制药，剔除了业务重大变更财务数据不可比的国际医学、量子生物、ST百花

图表19：医疗服务收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	28.67%	28.94%	29.62%	28.94%	-4.56%
净利润增速	56.57%	18.46%	14.65%	43.37%	-36.89%
扣非后 净利润增速	61.26%	34.23%	40.54%	65.55%	-51.46%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表20：医疗服务收入及利润增速情况（未剔除存在大幅商誉减值影响的个股）

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	23.92%	12.87%	14.88%	14.81%	-18.04%
净利润增速	-42.83%	-179.86%	4.93%	15.30%	-119.75%
扣非后 净利润增速	-56.41%	-267.52%	26.09%	7.94%	-138.25%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

生物制品：19年保持较快增长态势，一季度受到疫情影响但中长期趋势不变

生物制品板块：19年保持较快增长态势，一季度受到疫情影响但中长期趋势不变

➤ **收入端：**板块整体19年同比增长20.52%，基本同19年Q1-Q3持平，略微放缓，同比18年有所下滑，主要是部分个股智飞生物（继续高增速，17年低基数）、天坛生物（18年重组影响）、康泰生物、博雅生物的影响。细分领域龙头个股继续表现突出，智飞生物、长春高新、沃森生物、我武生物等细分领域龙头，继续保持高速的增长。华兰生物、天坛生物、复星生物等细分领域龙头标的标的，相比Q1-Q3增速有所放缓，但也保持了稳定增长。20年Q1由于疫情影响，生物制品板块主要细分领域疫苗、血制品以及生长激素增速都有所放缓，但我们认为几个细分领域高景气度仍然维持，中长期增长趋势不变，同时疫苗和血制品中长期看因为疫情的后续影响甚至有望保持更快增长态势。

➤ **利润端：**同收入端趋势，19年归母净利润保持稳定增长，同比增长16.26%，扣非净利润增长22.44%，相较于19Q1-Q3和18年增速基本持平。全年看增速表现突出的个股有智飞生物、康泰生物（疫苗板块）、长春高新（生长激素）、我武生物（脱敏制剂）、双林生物（血制品），仍然以高景气细分领域为主要增长点。归母端复星医药成分占比较大（板块占比达到25%左右），公司19Q4投资收益贡献较多，若剔除复星医药，归母端增速在15%左右，相比剔除前略微下降，但扣非增速提升到27%左右。

数据调整说明：我们剔除业绩波动大的上海莱士和辽宁成大，同时剔除中源协和和ST昂立；将常山药业移至化学制剂；将利德曼移至医疗器械；将西藏药业归入生物制品。我们认为整个生物制品板块受个股影响较大，板块统计29只个股，其中长春高新、智飞生物、复星医药、华兰生物四只个股归母利润占比达到板块整体的50%左右，个股对板块趋势影响明显，建议**板块整体看趋势，龙头个股重点跟踪，景气度高的细分领域如疫苗、血液制品、生长激素建议重点关注。**

图表21：生物制品收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	36.37%	20.52%	23.06%	26.70%	-7.50%
净利润增速	16.88%	16.26%	17.13%	13.44%	-9.17%
扣非后净利润增速	19.83%	22.44%	21.68%	19.01%	-10.42%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

➤ **板块未来趋势判断：**生物制品板块虽然整体增长趋势放缓，但依然值得重点关注。板块中子领域疫苗板块依然表现最为亮眼，生长激素以及血制品保持景气度高，这几个细分领域赛道好，向上趋势明显，相关产品基本都不在医保范围内，属政策免疫标的，是重点中的重点，我们认为未来板块依然以这几个重点子领域作为优选。同时20年Q1虽然短期受疫情有所影响，但是疫苗和血制品中长期逻辑看有望受益，高景气度有望再次提升。

生物制品：19年财务指标整体向好，一季度受疫情影响销售费用下降明显

19年财务指标上整体向好，一季度受疫情影响销售费用下降明显：

➤ **毛利率&净利率**：19年毛利率保持稳定，同比18年下降2个百分点左右，其中智飞生物由于代理业务占比增大，毛利率下降12.72pp，剔除智飞生物影响，板块整体毛利率达到65.50%，同比提升0.45个百分点，基本持平；净利率下滑0.47pp，具体个股影响较大有智飞生物下降5.41pp，博雅生物下降4.59pp、安科生物下降11.66pp。20年Q1毛利率基本持平，但净利率下降到58.01%，主要是整体受疫情影响。

➤ **费用率**：期间费用率下降明显，19年相比18年下降3.88pp，其中销售费用率下降2.19pp。具体个股看智飞生物影响较大，公司代理业务占比大幅扩大后，费用率降低明显，剔除智飞影响，板块期间费用率达到了47.62%，相比18年下降1.68pp，销售费用率下降0.7pp基本持平。20年Q1期间费用率继续同比19年Q1下降3.05pp，其中销售费用率下降3.92pp，主要还是疫情影响销售推广工作的原因。

➤ **应收账款**：19年应收账款增速29.19%，与18年基本持平，相比收入端增速（20.52%）增加较多，主要还是受到部分个股自身业务性质，造成的回款影响，比如智飞生物，剔除智飞影响，板块收入增速和应收账款增速基本匹配，整体呈现良性状态。20年Q1应收账款增速26.33%，主要是疫情发生后，企业销售节奏被打乱，整体回款都受到影响。

➤ **经营性现金流/营业收入**：19年现金流占比继续改善，达到16.68%，主要是智飞生物、康泰生物、沃森生物以及长春高新等权重个股改善明显。20年看占比有所提高，达到13.79%，主要是我武生物、双鹭生物、天坛生物、安科生物等个股大幅改善，叠加整体板块收入端有所下滑的综合影响。

图表22：生物制品板块财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	64.22%	62.32%	62.70%	61.97%	58.01%
净利率	19.66%	19.19%	19.72%	19.36%	18.03%
销售费用率	31.47%	29.28%	29.06%	27.70%	23.78%
期间费用率	46.99%	43.11%	41.92%	41.77%	38.72%
应收账款增速	28.62%	29.19%	NA	26.64%	26.33%
经营性现金流/营业收入	15.19%	16.68%	NA	10.74%	13.79%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医药商业：2019年业绩确认拐点，一季度疫情影响医院客流

医药商业板块整体来看，**2019**年全年的收入端和利润端均呈现加速增长的趋势，而**2020年Q1**由于疫情影响医院客流，商业板块整体的收入、利润端均受到影响。

► 营业收入：

2019年医药商业板块收入增速为18.53%，较前三季度增速有所放缓，但是较18年全年仍然是小幅向好的趋势。

2020年Q1由于疫情影响医院客流，医药商业板块收入增速为-2.64%。

► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年医药商业板块归母净利润增速为9.84%，扣非后净利润增速为18.32%，扣非后增速同比以及环比向好的趋势非常明显。

2020年Q1因为疫情因素，医药商业板块归母净利润为-2.56%，扣非后净利润增速为-8.37%。

板块整体趋势判断：

商业板块仍然以流通为主，目前两票制短期对调拨业务的影响已经逐步消除，医药商业板块处于行业集中度提高的长逻辑中，疫情结束后，未来收入端增速有望保持相对较高的增速。同时，叠加利率进入下行通道，对流通企业的财务费用有正向影响，因此利润端的增速有望好于收入端。

数据调整说明：我们剔除一致B及开开B股，同时将不可比的*ST天圣（2019年信用减值、资产减值近1亿，同时此前存在重大会计差错）、海王生物（2017年扣非净利润过大）、瑞康医药（2019年商誉减值18.37亿）剔除；将润达医疗移至医药商业。

图表23：医药商业收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	15.49%	18.53%	20.10%	20.18%	-2.64%
净利润增速	8.59%	9.84%	10.86%	14.08%	-2.56%
扣非后净利润增速	12.91%	18.32%	15.89%	11.35%	-8.37%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表24：医药商业收入及利润增速情况（仅剔除新股、非医药）

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	18.59%	16.94%	18.77%	19.76%	-5.60%
净利润增速	3.72%	-4.79%	5.49%	8.16%	-6.20%
扣非后净利润增速	0.28%	3.46%	10.01%	5.68%	-12.20%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医药商业：充分验证我们此前判断的“2019年年报是流通企业现金流拐点”

医药商业板块**2019**年年报整体财务指标基本稳定，现金流改善明显；由于**2020年Q1**存在疫情影响，流通企业与药店的产品销售结构发生变化，财务指标会被大幅扰动，因此不过多分析。

➤ **毛利率&净利率**：2019年商业板块的毛利率与净利率均有小幅下滑，主要系权重股中国医药利润下滑较多，假设剔除后，商业板块毛利率、净利率均为持平状态。

➤ **费用率**：2019年商业板块销售费用率有所下降，带来整体期间费用率下降。

➤ **应收账款增速**：2019年商业板块应收账款增速（12.75%）显著低于板块收入增速（18.53%），整体应收账款的账期好转。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019年商业板块经营性现金流明显好转，近几年来“经营性现金流/营业收入”的指标首次高于板块的净利率水平，主要原因系在2017年开始执行的零加成及两票制的边际影响逐渐减弱，充分验证我们此前判断的“2019年年报是流通企业现金流拐点”。

图表25：医药商业财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	13.93%	13.76%	13.55%	13.52%	13.66%
净利率	3.05%	2.61%	3.02%	2.98%	2.88%
销售费用率	6.40%	6.34%	6.19%	6.25%	6.38%
期间费用率	9.99%	9.88%	9.71%	9.71%	10.05%
应收账款增速	30.30%	8.68%	NA	21.49%	0.46%
经营性现金流/营业收入	1.08%	3.31%	NA	-5.85%	-7.53%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

化学原料药：大宗原料药波动性较大，特色原料药加速增长

化学原料药板块分化明显：大宗原料药波动性较大，特色原料药加速增长。

► 营业收入：

化学原料药板块2019年收入整体情况较去年提升11.17%。维生素类企业收入及利润占板块较大比例，由于供给侧改革带来环保高压以及外界因素（如BASF爆炸等）共同影响，导致2018年初维生素类大宗原料药价格快速上涨，2018年基数较高，因此2019年增速低于2018年增速；特色原料药企业（肝素、沙坦类等）由于供需失衡（猪供给量、产能受限）等原因价格持续上涨，在收入端贡献较大增量。2020Q1受疫情影响，收入同比下滑4.81%。

► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年归母端增速较快，主要是由于权重股ST冠福在2018年有27亿非经常损失造成2018年基数较低，若剔除冠福，则增速为3.85%。2019年归母端和扣非端增速较低主要是由于2018年初大宗原料药价格上涨所致。2020Q1业绩增速表现良好，主要是由于2019Q1基数较低。

► 板块未来趋势判断：

大宗原料药：供给侧出清趋势明显，但受国家政策及突发事件影响较大，走势有待持续跟踪。

特色原料药：受益于供给侧出清、欧美产能转移、企业逐渐技术壁垒提高以及打通原料制剂一体化供应链等，企业议价能力及盈利水平将持续性提升。

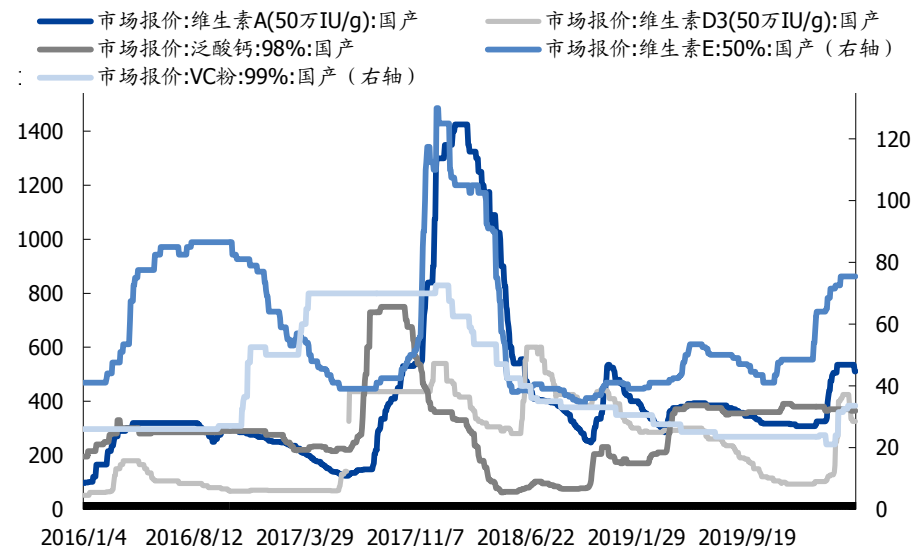
数据调整说明：将海正药业移至化学制剂，将黄山胶囊、千红制药、天宇股份移至化学原料药，剔除受非经常损益影响较大的海普瑞以及新股威尔药业、新诺威剔除。

图表26：化学原料药板块收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	23.83%	11.17%	10.53%	1.60%	-4.81%
净利润增速	-13.38%	56.65%	3.67%	-37.36%	17.85%
扣非后净利润增速	30.41%	-0.71%	-0.68%	-41.36%	20.84%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表27：部分维生素类原料药价格走势（2016年-至今）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

化学原料药：财务指标基本稳定，净利率与期间费用率小幅上升

化学原料药板块整体财务指标基本稳定：

➤ **毛利率&净利率：**2019年毛利率与2018年基本持平，净利率小幅上升。2020Q1由于大宗原料药价格上涨导致毛利率与净利率均有所提升。

➤ **费用率：**2019年销售费用率基本与2018年持平。2020Q1销售费用率有所下降，主要是由于企业在疫情之下，销售开支有所减少。2019年与2020Q1期间费用率总体保持稳定，可见企业固定开支变化不大，特色原料药企业的制剂研发持续投入。

➤ **应收账款：**2019年增速略高于2018年，但都显著低于板块收入增速，整体回款情况良好。2020Q1应收账款增速有所提升。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年整体经营性现金流同比有所下降，主要是由于大宗原料药板块回落；由于前期猪瘟的影响，肝素原料企业自2018年下半年开始提高肝素粗品库存采购量，也导致2019Q1板块经营性现金流收入占比有所下降，2020Q1现金流情况已有明显改善。

图表28：化学原料药板块财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	34.53%	34.27%	34.29%	33.69%	37.81%
净利率	9.04%	12.91%	14.72%	13.33%	16.43%
销售费用率	7.50%	7.52%	7.54%	7.70%	6.78%
期间费用率	18.49%	18.86%	17.52%	18.82%	18.49%
应收账款增速	4.90%	5.83%	NA	-2.93%	3.76%
经营性现金流/营业收入	15.17%	14.12%	NA	4.79%	11.17%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

化学制剂：行业收入利润承压，资产减值公司远超往年，板块内分化剧烈

化学制剂板块：2018年收入端受两票制影响增速拔高，2019年年逐步回归正常，利润端2019年承压，大量公司进行了资产减值。

➤ 营业收入：

2019年全年：2018年两票制的执行使得收入端增速提升迅速，化学制剂板块2018年收入增速为18.66%；2019年年恢复稳健增长（10.40%），与行业增速一致。Q4增速有所放缓，我们推测主要与四季度医保控费更严有关。

2020年Q1：化学制剂板块2019年Q1增速为-9.96%，相较2019年Q1大幅度下滑，主要受疫情医院门诊量减少影响。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年全年：2018年企业整体利润增速均低于收入增速，主要是由于两票制低开转高开后主要反应在收入端，2018年整体企业扣非后利润增速在14.50%。2019年在两票制影响相对减弱后，企业利润增速依然远远慢于收入增速（扣非增速仅6.31%），与2018年相比出现明显下滑，体现整体行业的压力。另外2019年有许多公司做了资产减值，若不剔除这些公司，整体化学制剂板块扣非增速为-47.31%。虽然2018年也有公司进行了减值，但是2019年减值的公司远远超过2018年。

2020年Q1：化学制剂板块2020年Q1利润增速为-16.10%，也是受疫情影响。

数据调整说明：我们剔除了主业非医药的圣济堂、神奇B股、海欣B股、东阳光，剔除了泽璟制药、微芯生物、南新制药、博瑞医药、昂利康几只新股、剔除重组不可比的中关村、奥赛康以及海正药业（扣非亏损25亿）、长江健康（商誉减值8亿）、誉衡药业（商誉减值26.2亿）、亚太药业（投资损失+减值17.8亿）、人福医药（2018年减值31亿）、通化金马（商誉减值20.6亿）、景峰医药（资产+商誉减值6.3亿）、翰宇药业（商誉+资产减值13.2亿）、莱美药业（商誉+资产减值2.7亿）、振东制药（2018年资产减值1.7亿）、江苏吴中（2018年减值3.7亿）、济民制药（2018年商誉减值1.7亿）、海南海药（2019年减值1.2亿）、福安药业（2018年商誉减值6亿）。将常山药业、海正药业、辰欣药业移至化学制剂，将延安必康移至中药。另外我们在处理样本的时候，手动减去了丽珠集团土地处置收益34.98亿，健康元收益15.74亿，更真实的反应行业增速。

图表29：化学制剂收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	18.66%	10.40%	11.26%	11.80%	-9.96%
净利润增速	11.06%	8.70%	9.38%	10.77%	-13.90%
扣非后净利润增速	14.50%	6.31%	6.70%	9.24%	-16.10%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表30：化学制剂收入及利润增速情况（仅剔除新股）

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	20.47%	9.90%	12.47%	14.64%	-12.04%
净利润增速	-27.93%	-23.28%	3.49%	13.68%	-15.10%
扣非后净利润增速	-13.24%	-47.31%	-7.65%	11.46%	-24.58%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

化学制剂：行业收入利润承压，资产减值公司远超往年，板块内分化剧烈

化学制剂板块实际利润增速比我们计算出的**6.31%**应该更低一些。原因是这些资产减值的公司若不进行资产减值，大概率增速也是慢于平均增速的（从剔除前后的收入增速也可以看出来）。

关于收入和利润之间的差异，我们粗略统计，有约一半的企业（26/53）扣非利润增速慢于收入增速。其中有如下几类：

- 第一类是信立泰和德展健康等受集采降价影响较大的企业；
- 第二类是恒瑞和科伦等研发投入力度大的企业；
- 第三类是两票制仍有影响的企业；
- 第四类是受行业影响较大，增长乏力、利润下滑的企业。

我们粗略统计了一下，化药企业中，有**1/3**以上企业（**19/53**）**2019**全年扣非净利润利润增速是下滑的（体现行业承压明显）。所以单纯看板块整体增速已经不能体现子领域正在发生的变革。一定要看特色细分领域。

化学制剂企业中**2020年Q1**扣非净利润增速为负的企业超过**60%**（**34/53**），体现疫情对于整体板块的影响。增速为正的**19**家企业主要有制剂龙头恒瑞医药、丽珠集团、华东医药、恩华药业、健康元、华海药业等抵御风险能力较强的传统化药企业；以及贝达药业（刚需肿瘤创新）、普利制药（制剂出口）、联环药业（疫情相关）、哈药股份（疫情相关）等；

板块未来趋势判断：化学制剂板块两极分化明显，未来仍有结构性投资机会。传统龙头企业如恒瑞医药、华东医药、丽珠集团等依旧能够维持业绩均高速增长。特色细分龙头如注射剂制剂出口普利制药、造影剂北陆药业、核药东诚药业、呼吸科仙琚制药、精麻领域恩华药业等仍有较快增长。未来化学制剂板块将以创新为永恒主题，优先审评审批、MAH制度、药品谈判等政策鼓励国内药企开发真正意义上的创新药；同时，优质仿制药企将通过大量采购以量换价，进一步巩固市场份额。我们判断未来化学制剂板块将出现大幅分化。

化学制剂：毛利率上升、销售费用率上升、期间费用率上升，两票制影响仍在继续

化学制剂板块2019年全年相较2018年全年毛利率提升，销售费用率提升，两票制影响仍有体现。2020年Q1化学制剂板块毛利率下降，销售费用率下降，但期间费用大幅度提升，反应疫情对于板块的影响：

➤ 毛利率&净利率：

2019年全年：化学制剂板块毛利率比为56.30%，相较2018全年（55.35%）提升0.95pp，净利率下降0.17pp。

2020年Q1：化学制剂板块毛利率为55.35%，相较2019您Q1（55.82%）略有下降，净利润率下降0.52pp。

➤ 费用率：

2019年全年：化学制剂板块销售费用率仍在提升（30.03% VS 29.79%），也体现两票制还没有转换完全；另一方面同时，企业对于研发投入的重视和加大，研发投入加大，但是其他费用控制较好，整体期间费用率稳中略降。

2020年Q1：化学制剂板块销售费用率下降幅度较大（28.85% VS 30.15%），体现疫情之下企业销售相关开支有所减少。期间费用率持平略降，我们预计与疫情之下企业各项开支缩减相关。

➤ **应收账款：**2018年板块应收账款增速较高（11.87%），主要是两票制拉动的收入增速提高，应收账款增速与收入增速相匹配。2019年板块应收账款增速降到6.43%，企业回款情况有较大改善。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年化学制剂板块经营性现金流/营业收入为12.49%同比有所改善，但2020年Q1为8.07%，相较2019年全年有所下降（我们判断与疫情相关）。未来随着医改持续深入、回款情况改善，化药企业的经营性现金流情况有望持续改善。

图表31：化学制剂财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	55.35%	56.30%	56.35%	55.82%	55.35%
净利率	11.00%	10.83%	11.84%	12.27%	11.75%
销售费用率	29.79%	30.03%	30.16%	30.14%	28.85%
期间费用率	43.89%	43.78%	42.98%	42.50%	42.19%
应收账款增速	11.87%	6.43%	NA	3.32%	6.73%
经营性现金流/营业收入	12.27%	12.49%	NA	6.58%	8.07%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

中药：收入增速放缓，业绩压力较大

中药板块：**2019**年收入和利润整体增速下降，**2020Q1**由于疫情原因收入和利润出现明显负增长：

➤ 营业收入：

2019年收入增速由2018年的两位数下降至2019年的个位数。我们判断，收入增速下滑的主要原因是：1) 经济下行压力增大抑制消费；2) 不利的舆论环境导致的行业发展压力增大；3) 新版医保目录出台后，部分企业未进医保后3年后面临退出省医保，调整压力较大。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019利润端呈现负增长，我们认为主要原因是：1) 收入增速明显下滑；2) 行业竞争加剧，原料和人工成本提升、薪资提升，毛利率下降，导致的净利率下降，利润增速低于收入增速。3) 部分企业投资负收益、计提坏账、资产减值对利润产生冲击。

➤ 板块未来趋势判断：

受医保控费、新版医保目录及医保品种纳入规则调整、限制辅助用药和中药注射剂等政策，经济下行导致的消费减弱以及中药龙头公司负面消息、外部不利舆论的影响，中药板块收入与利润增速在短期内仍面临着较大压力。2020年新冠肺炎中连花清瘟等中成药表现亮眼可能成为中药行业发展契机，后续中药的价值有望被社会重新认知，消费者对于中药认可度可能提升，政策友好度和媒体环境预计将改善。但未来中药板块将面临大浪淘沙，具有可持续核心竞争优势的部分中药消费品企业和具备真正具备临床价值的中成药有望在行业利空逐步消化后涌现投资价值。

数据调整说明：我们将重组不可比的云南白药剔除，异常情况导致业绩重大变化的康美药业、东阿阿胶剔除，重大并表变化的白云山和华润三九剔除，大额商誉/资产减值的吉药控股、精华制药、康恩贝、嘉应制药、益佰制药、亚宝药业剔除，同时剔除次新股贵州三力；将信邦制药移至医疗服务，黄山胶囊移至化学原料药，西藏药业移至生物制品；将福瑞股份、延安必康移至中药。

图表32：中药收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	12.32%	6.55%	7.73%	10.56%	-9.54%
净利润增速	1.09%	-1.92%	1.83%	11.82%	-21.34%
扣非后净利润增速	-1.64%	-1.40%	1.13%	3.70%	-13.29%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

中药：利润率小幅降低，现金流有所改善

中药板块整体财务指标：利润率有所降低，经营性现金流改善明显：

➤ **毛利率&净利率：**2019中药公司毛利率和净利率同比小幅下滑，主要是原料及人工成本提升、管理费用提升所致。2020Q1毛利率和净利率下降主要原因是疫情期间成本进一步提升。

➤ **费用率：**2019年期间费用率小幅下降，主要是企业控制销售费用，销售费用率有所降低。2020Q1费用率下降为疫情期间短期现象，参考价值较小。

➤ **应收账款：**2019年和2020Q1应收账款增速同比明显下降，一方面是收入增速下滑；另一方面，中药企业加强重视渠道库存优化和资金周转，使得回款加快，应收账款增速同比减缓。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年和2020Q1中药板块经营性现金流有所改善。我们判断，在行业增速压力增大情况下，渠道上下游均加强了对现金流的要求，压货明显减少；部分中药公司对报表收入增速的要求放低，转而追求终端动销和财务指标的改善，回款的加快使得经营性金流转好。

图表33：中药财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	54.68%	53.40%	54.15%	54.51%	51.84%
净利率	11.25%	10.34%	12.06%	13.41%	11.41%
销售费用率	30.80%	30.41%	30.15%	29.86%	27.65%
期间费用率	40.69%	40.43%	39.54%	38.80%	37.27%
应收账款增速	14.30%	9.26%	NA	14.58%	1.58%
经营性现金流/营业收入	10.60%	10.97%	NA	8.44%	9.17%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

- ❑ 行业整体情况：多因素导致19年行业增速承压，20年Q1表现出内需且刚需的强韧性
- ❑ 子行业分析：板块分化加剧，19年生物制品、医疗服务、器械、商业表现较好，20年Q1器械表现亮眼
- ❑ 十二大细分领域分析：个股时代，百花齐放

化学制剂龙头企业：强者恒强，研发投入力度持续加大，抵御风险能力显著强于其他

化学制剂龙头企业：2019全年收入利润增速远高于行业平均。2020年Q1低于风险能力也强于其他企业。

➤ 营业收入：

2019年全年：整体龙头收入增速19.63%（主要是恒瑞拉动），在2019年整个化学制剂板块同比增速下降的情况下，龙头企业营收增速还是提速的。龙头均已较早完成两票制转变，因而没有两票制的影响。

2020年Q1：龙头收入增速为-3.76%，受疫情影响较小。

➤ 净利润&扣非后净利润：

2019年全年：龙头扣非利润增速25.18%，快于收入增速，主要与毛利率的提升有关。

2020年Q1：龙头整体扣非利润增速8.4%，远好于行业平均增速。

➤ 财务指标：

2019年全年：龙头企业财务指标基本稳定，毛利率水平提升较大（与产品结构调整相关），期间费用率控制良好，稳中有降。

2020年Q1：龙头销售费用率有所下降，但研发投入加大导致期间费用率上升。整体龙头财务指标较为稳定。

数据调整说明：我们将恒瑞医药、丽珠集团、华东医药这3个标的作为龙头企业样本库。

图表34：化学制剂龙头收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	13.43%	19.63%	22.03%	22.87%	-3.76%
净利润增速	25.11%	27.36%	23.44%	27.43%	14.82%
扣非后净利润增速	23.39%	25.18%	22.67%	26.79%	8.40%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表35：化学制剂龙头财务指标对比

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	51.76%	55.38%	54.81%	54.21%	59.61%
净利率	13.41%	14.26%	13.91%	14.89%	17.57%
销售费用率	24.64%	25.57%	25.63%	26.47%	27.93%
期间费用率	39.34%	39.24%	38.43%	38.17%	39.84%
应收账款增速	14.39%	15.61%	NA	16.85%	-0.34%
经营性现金流/营业收入	10.68%	11.14%	NA	2.74%	12.78%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

创新研发型药企：收入增速快于行业平均，盈利能力相对较强

创新研发型药企：收入增速快于行业平均，盈利能力相对较强

➤ 营业收入：

2019年全年：创新企业2018年收入增速较快，达27.68%，主要是两票制高开的科伦和复星拉动，同时科伦还有流感影响；2019年收入增速16.75%，同比下降10.92pp，主要也是科伦和复星恢复正常增速。但这几家创新企业整体快于行业平均增速。

2020年Q1：创新企业2020年Q1整体收入增速-4.85%，收到疫情影响，但整体好于行业平均增速。

➤ 净利润&扣非后净利润：

2019年全年：创新企业2019年扣非利润增速15.18%，快于行业平均增速。其中康弘复星稳健；贝达、恒瑞和丽珠加速、科伦下滑。

2020年Q1：创新企业2020年Q1扣非利润增速-7.59%，好于行业平均，其中科伦下滑较多，若把科伦剔除，则创新企业2020Q1扣非利润增速6.12%。

➤ **财务指标：**创新研发型药企较化学制剂板块整体毛利率高出约12个百分点，毛利率随着创新药的不断获批还将进一步提升；研发投入保持在较高水平所以期间费用率相较行业平均更高（比行业平均高10%）；2019年应收账款增速略有提升，经营性现金流整体稳定。

数据调整说明：我们将恒瑞医药、丽珠集团、复星医药、科伦药业、康弘药业、贝达药业这6个标的作为创新研发型药企样本库。

图表36：创新研发型药企收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	27.68%	16.76%	17.61%	16.74%	-4.85%
净利润增速	11.30%	19.22%	11.54%	9.93%	-9.50%
扣非后净利润增速	20.55%	15.18%	15.17%	13.43%	-7.59%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表37：创新研发型药企财务指标对比

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	67.96%	69.85%	69.95%	68.47%	67.42%
净利率	14.49%	14.93%	14.64%	15.79%	14.70%
销售费用率	36.38%	36.01%	36.48%	35.02%	31.67%
期间费用率	57.75%	56.01%	55.15%	54.30%	51.94%
应收账款增速	14.45%	19.60%	NA	12.46%	5.50%
经营性现金流/营业收入	14.76%	14.80%	NA	10.34%	13.12%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

创新研发型药企：国产创新药陆续进入收获期

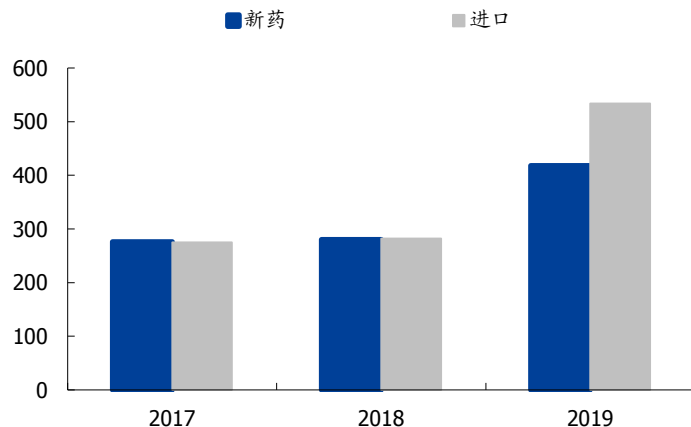
国产创新药陆续进入收获期：创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，2019-2020Q1已有多款国产创新药获批上市，其中不乏重磅品种，且2019年国产新药和进口IND申报数量都显著增加，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市。

图表38：2019-2020 Q1中国自主创新药获批情况



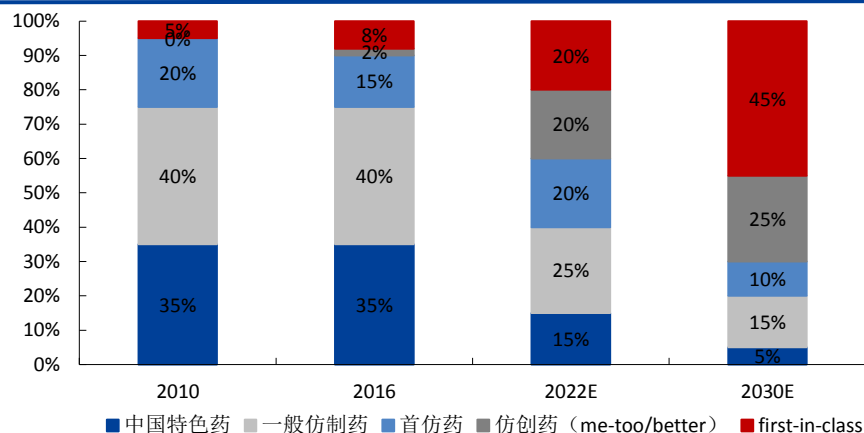
资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表39：我国新药临床IND申报情况（单位：件）（2017-2019）



资料来源：insight，国盛证券研究所

图表40：未来国内药品将以创新药为主



资料来源：华夏基石，国盛证券研究所

创新研发型药企：国产新药2019年度成绩单，增长势头强劲

国产新药**2019年度成绩单**亮眼：中国几家典型biotech的第一个产品已经上市或即将上市，从2019年的情况来看，核心产品增长势头良好，盈利能力较好。Biotech正在向biopharma转变，首个产品的商业化能否成功至关重要，在渠道和销售方面，传统药企有较强的优势，但从现在的情况来看，biotech公司也并不逊色。后续应关注这些新获批国产新药医保谈判的情况。

图表41：代表国产新药NDA情况

品种	靶点	适应症	公司	NDA承办时间
ZL-2401	-	急性细菌性皮肤感染	海正药业/再鼎医药	2020/2/14
康泰唑胺	-	急性细菌性皮肤感染	华海药业/盟科药业	2020/1/4
艾氟替尼	EGFR	肺癌	艾力斯	2019/12/10
奥布替尼	BTK	血液肿瘤	合全药业/诺诚健华	2019/11/22
索凡替尼	VEGFR、FGFR	肿瘤	和记黄埔	2019/11/13
氟唑帕利	BRCA1/2	卵巢癌	恒瑞医药	2019/10/29
西格列他钠	PPAR	糖尿病	微芯生物	2019/9/21
依米他韦	-	丙肝	东阳光药	2019/9/13
黄花蒿粉滴剂	-	过敏	我武生物	2019/4/26
奥美替尼	EGFR	肺癌	翰森制药	2019/4/18
重组人促性素	-	辅助生殖	丽珠集团	2019/2/20
海泽麦布	NPC1L1	原发性高胆固醇血症	海正药业	2019/1/17
恩沙替尼	ALK	肺癌	贝达药业	2019/1/2

资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表42：代表国产新药2019年销售情况概览

药品	公司	2019	2018	增速	数据来源	备注
呋喹替尼	和黄医药	1.23亿	-	-	年报	2018下半年1200万
信迪利单抗	信达生物	10.16亿	-	-	年报	2019年3月开始销售，毛利率88.1，销售费用6.9亿
特瑞普利单抗	君实生物	7.74亿	-	-	年报	2019年2月开始销售，毛利率88.3，销售费用3.2亿
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	约11亿	-	-	年报+样本医院	2019年5月获批上市
达诺瑞韦	歌礼生物	1.24亿	-	-	年报	2018年6月获批上市，毛利率71.7，销售费用1.0亿
埃克替尼	贝达药业	15.02亿	12.08亿	24.28%	年报	累计销售额突破70亿
安罗替尼	中国生物制药	7.70亿	0.77亿	999%	样本医院	2018年5月获批上市

资料来源：公司年报，样本医院终端，国盛证券研究所（恒瑞医药数据为根据年报数据和样本医院数据测算值）

创新研发型药企：科创助力创新，小型biotech焕发活力

科创板的设立在医药行业创新药发展中具备里程碑式的意义，激发创新药研发热情：创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，属于高风险投资，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为投资方带来巨额回报。科创板的设立将使一级市场资本退出的路径更加短平化、多元化，从而激发一级市场资本对于创新药的投资热情，中小型biotech企业有望获得足够的资金支持，从而加速研发创新进程。目前，科创板已有多家创新企业获批上市，后续管线布局丰富，有望助力国产创新药焕发活力。

图表43：科创板创新药企概览

公司名称	上市时间	营收（百万元）	归母（百万元）	扣非（百万元）	研发投入（百万元）	主要产品进度
南新制药	2020-03-26	1,014.22	91.47	88.17	71.76	帕拉米韦获批上市，在研产品均处于I期临床或临床前研究
特宝生物	2020-01-17	729.67	64.29	86.44	64.75	聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液、注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子注射液和注射用重组人白介素-11已上市，Y型聚乙二醇重组人生长激素处于II/III期临床，Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子处于III期临床，Y型聚乙二醇重组人促红素处于II期临床等
微芯生物	2019-08-12	173.80	19.42	13.79	78.24	西达本胺已上市，西格列他钠NDA，西奥罗尼处于II期临床
百奥泰	2020-02-21	0.70	-1,022.62	-685.55	636.51	阿达木单抗生物类似药已上市，BAT2094已提交NDA，托珠单抗、贝伐珠单抗、HER2-ADC处于III期临床等
泽璟制药	2020-01-23	0.00	-461.88	-271.74	183.84	多纳非尼NDA，外用重组人凝血酶III期临床，奥卡替尼、杰克替尼II期临床等

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

化学制剂龙头+创新企业整体业绩概览及未来趋势判断

化学制剂龙头&创新研发企业整体2019全年及2020Q1整体表现概览：

- **恒瑞医药：收入利润持续超预期。**恒瑞2019全年收入增速34%，扣非净利润增速31%，主要由PD-1、白蛋白紫杉醇、吡咯替尼等新品拉动。2020Q1收入增速11%，扣非利润增速11%，疫情之下彰显稳健和抗风险能力。未来国内医药龙一地位不可撼动。
- **华东医药：收入利润符合预期。**华东2019全年收入增速16%，扣非净利润增速15%。2020Q1收入增速-11%，扣非利润增速0.11%，疫情之下彰显稳健和抗风险能力。其中工业端中美华东表现强劲，研发力度加大。传统龙头未来主要看创新转型进度。
- **丽珠集团：收入符合预期，利润持续超预期。**丽珠2019全年收入增速6%，扣非净利润增速26%（加回激励费用更高）2020Q1收入增速-3.94%，扣非利润增速23%。扣非业绩持续超预期。体现聚焦、提效、转型效果以及整体抗风险能力。未来看艾普拉唑放量以及创新方面的转型进度。
- **贝达药业：大超预期。**贝达2019全年收入增速27%，扣非净利润增速50%，埃克替尼销售超预期。2020Q1收入增速73%，扣非利润增速172%，疫情之下大超预期。公司研发管线稳步推进，进入收获期，恩沙替尼上市在即，后续还有CM082、贝伐珠单抗类似物等。
- **科伦药业：低于预期。**科伦2019全年收入增速7.86%，扣非净利润增速-29%。2020Q1收入增速-18%，扣非净利润增速-105%。2019年受川宁抗生素中间体价格波动影响，业绩低于预期，2020Q1又受到疫情影响，公司进入业绩阵痛期。整体长期逻辑不变，输液板块维稳、仿制药进入收获期，以仿制带动创新，制剂板块未来弹性大。
- **康弘药业：基本符合预期。**康弘2019全年收入增速12%，扣非净利润增速2%。2019全年康柏西普增速31%，基本符合预期。2020Q1收入-12%，扣非净利润增速-24%，非刚需品种受疫情影响较大。2020年看新适应症纳入医保后康柏西普持续放量。
- **复星医药：基本符合预期。**复星2019全年收入增速15%，扣非净利润增速7%，收入端和利润端均较为稳健。2020Q1收入增速-13%，扣非利润增速-18%，受疫情影响整体符合预期。未来看创新平台逐步落地，创新驱动成长。

化学制剂龙头+创新企业整体业绩概览及未来趋势判断

细分领域未来趋势判断：

- **龙头强者恒强**，医药龙头企业将凭借不断布局研发管线以及成熟的销售体系等优势，未来将持续增长，整体龙头抵御行业压力能力较强。
- **创新是永恒的主题，关注大品种进度**。优先审评审批、MAH制度、药品谈判等政策鼓励国内药企开发真正意义上的创新药。我国的创新药正在从“中国新”转变为“全球新”，未来将增强与外企竞争的實力。创新药带来的收益显著高于整体，未来更多的企业将通过自有研发体系建设和管线布局从传统向创新转型，例如信立泰、海思科、众生药业等，也有一些企业通过收购转型创新例如华东医药、海辰药业。另外2019年科创板上市了较多创新研发型企业，大品种陆续进入收获期，值得重点关注。

图表44：部分企业大品种获批时间及峰值销售

交易代码	上市公司	市值 (亿元)	产品	领域	获批时间	预计获批时间	预计销售峰值 (亿元)
600276.SH	恒瑞医药	4113	氟唑帕利	肿瘤		2020(下半年)	25
			贝伐珠单抗类似物	肿瘤		2020(下半年)	10
			SHR1316 (PD-L1)	肿瘤		2021	30
			SHR3680 (AR抑制剂)	肿瘤		2021	15
			SHR6390 (CDK4/6)	肿瘤		2021	20
			M6G	麻醉		2021	10
			法米替尼	肿瘤		2021	10
			瑞格列汀	糖尿病		2021	10
			恒格列净	糖尿病		2021	10
300558.SZ	贝达药业	379	恩沙替尼	肿瘤		2020(上半年)	国内+海外30
			MIL-60	肿瘤		2021	10
			CM-082	肿瘤		2021	15
			D-0316	肿瘤		2021	20
002422.SZ	科伦药业	280	伐地那非	男科		2020(下半年)	20
			达泊西汀	男科		2020(下半年)	15
			KLA167 (PD-L1)	肿瘤		2021	15
002653.SZ	海思科	214	HSK3486	麻醉		2020	30
600812.SH	华北制药	143	重组人源抗狂犬病毒单抗	单抗		2021	20
002437.SZ	誉衡药业	64	PD-1	肿瘤		2020(上半年)	20
688321.SH	微芯生物	202	西格列他钠	糖尿病		2020	10

创新药服务商：疫情短期影响不改创新产业趋势，长期有望持续高景气

从创新药服务商的8个标的来看，行业持续高景气：

➤ 营业收入：

2019全年：创新服务商平均收入增速高达30.10%，相比前三季度略有下滑，主要受部分个股影响（如泰格剥离部分子公司与业务）；但相比2018年收入增速大幅提升，创新产业趋势进一步体现。

2020Q1：创新服务商平均收入增速14.12%，主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，但整体仍明显高于医药行业平均增速，高增长确定性强。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019全年：创新服务商平均归母增速与扣非后增速大幅相比2018年均出现下降，主要受权重股药明康德影响（公允价值变动收益变动等影响），剔除药明康德，相比2018年均明显增加。

2020Q1：疫情影响下，收入增速放缓同时成本端也有所上升，利润端增速有所下降。

➤ 财务指标：

2019全年：创新服务商毛利率稳中略升，净利率有所下降（权重股药明康德影响较大）。此外销售费用率略有提升，期间费用率稳中有降（规模效应）。2019年底应收账款增速略高于收入增速，回款效率下降。

2020Q1：2020Q1毛利率与净利率有所下滑（主要受疫情影响），应收改善，与行业订单周期规律有关。经营性现金流/营收明显增加，整体财务指标良好。

数据调整说明：我们将药明康德、泰格医药、昭衍新药、药石科技、博济医药、凯莱英、博腾股份、九洲药业作为创新药服务商的细分领域样本库（康龙化成、美迪西、成都先导作为新股被剔除，量子生物重组不可比）。

图表45：创新药服务商细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	23.29%	30.10%	31.34%	23.88%	14.12%
净利润增速	64.55%	8.63%	9.58%	31.07%	7.83%
扣非后净利润增速	48.69%	32.58%	42.50%	63.58%	-8.26%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表46：创新药服务商财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	40.47%	40.89%	40.87%	39.33%	38.41%
净利率	21.10%	18.08%	19.66%	16.00%	14.58%
销售费用率	3.17%	3.21%	3.19%	3.46%	3.77%
期间费用率	23.02%	20.67%	19.34%	25.07%	21.36%
应收账款增速	25.59%	36.70%	NA	17.82%	11.41%
经营性现金流/营业收入	19.04%	22.49%	NA	9.97%	27.63%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

创新服务商整体业绩概览及未来趋势判断

创新服务2019全年及2020Q1整体表现概览：

➤ **药明康德：**年报略超预期，一季报符合预期。2019年收入增速+33.9%，归母净利润增速-18.0%，业绩下滑主要受公允价值变动收益同比大幅减少所致，剔除多项影响因素，经调整Non-IFRS归母净利润增速+38.2%，主营业务保持强劲增长。2020Q1收入增速+15.1%，归母净利润增速-21.6%，业绩下滑主要受公允价值变动收益应占联合营企业亏损影响，剔除多项影响因素，经调整Non-IFRS归母净利润增速+10.8%，通过执行连续性计划快速应对疫情影响，保持快速增长。

➤ **泰格医药：**年报符合预期，一季报符合预期。2019年收入增速+21.9%，归母净利润增速+78.2%，扣非后净利润增速+56.3%；收入增速下滑主要由于低毛利业务的剥离，高毛利业务的快速增长与稳定的投资收益驱动业绩持续高增长。2020Q1收入增速+6.8%，归母净利润增速+75.2%，扣非后净利润增速+3.5%；Q1执行新会计准则增加较多公允价值变动收益（去年同期未体现）导致非经常性损益大幅增加；Q1医院端业务（大临床、SMO）受疫情影响较大，预计Q2项目恢复正常开展。

➤ **昭衍新药：**年报超预期，一季报超预期。2019年收入增速+56.4%，归母净利润增速+64.6%，扣非后净利润增速+71.4%；Q3结题较少，大量合同于Q4完成结题，核心业务安评持续高增长。2020Q1收入增速+107.9%，归母净利润增速+59.0%，扣非后净利润增速+223.6%；Biomere并表贡献增量，疫情相关项目贡献增量，新签订单增长良好，在手订单充沛，2020年进入新产能收获期全年有望持续高增长。

➤ **康龙化成：**年报符合预期，一季报符合预期。2019年收入增速+29.2%，归母净利润增速+64.3%，扣非后净利润增速+58.25%。收入增长稳健，业绩提速明显，主要由于上下游业务间协同增强与CMC业务产能利用率的不断提高。2020Q1收入增速+25.7%，归母净利润增速+87.2%，扣非后净利润增速+127.8%；利润端高增长主要受到财务费用大幅下降影响（利息收入大幅度增加等），持续看好后续能力持续拓展与业务间协同效应的体现下的高速增长。

➤ **凯莱英：**符合预期。凯莱英2019全年收入增速34%，扣非净利润增速33%，经营指标良好。2020Q1受到疫情影响收入增速-0.21%，扣非净利润增速16%。CDMO龙头稳中有进，未来三年业绩增速有望维持30%-35%，后续看大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO一体化战略推进。

创新服务商整体业绩概览及未来趋势判断

创新服务2019全年及2020Q1整体表现概览：

➤ **药石科技：基本符合预期。**药石2019全年收入增速38%，归母净利润增速16%。2019全年收入端亮眼，利润增速低于收入增速的主要原因：子公司晖石的亏损、营业成本上升，研发费用高投入。2020Q1收入增速12%，扣非净利润增速-19%，主要受疫情和股权激励费用影响。未来看公司基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。

➤ **博腾股份：持续超预期。**博腾2019全年收入增速31%，扣非净利润增速125%，扣非净利润增速192%。扣非增速超预期，战略转型初见成效。2020Q1收入增速55%，扣非净利润增速364%，持续超预期。未来看收入结构优化，客户丰富，产能利用率提升。

➤ **九洲药业：收入符合预期，利润超预期。**九洲2019全年收入增速8%，扣非净利润增速27%。2020Q1收入增速-1.61%，扣非净利润增速21%，利润端持续超预期，经营拐点已现。未来看CDMO板块的弹性。

细分领域未来趋势判断：未来在海外产业持续转移+国内创新药热潮+资本助推的驱动下，创新药服务商有望保持持续的高景气度。

➤ **业绩具备高增长高确定性：**鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，国内的研发投入将进一步加大并转变为CRO等创新服务商的业绩爆发，而且看2017、2018年的趋势，业绩的高增长会继续。同时，无论创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中就实现了盈利，相对创新药而言，风险较小。

➤ **科创板有望助力创新药服务商估值继续提升：**科创板允许未盈利的研发型企业上市，首先将进一步鼓励药企研发的动力，从产业层面直接利好创新药服务商，同时，医药企业有望从PEG的估值体系走向PEG+在研管线折现的估值体系，创新药及创新产业链均有望受益于估值重塑。

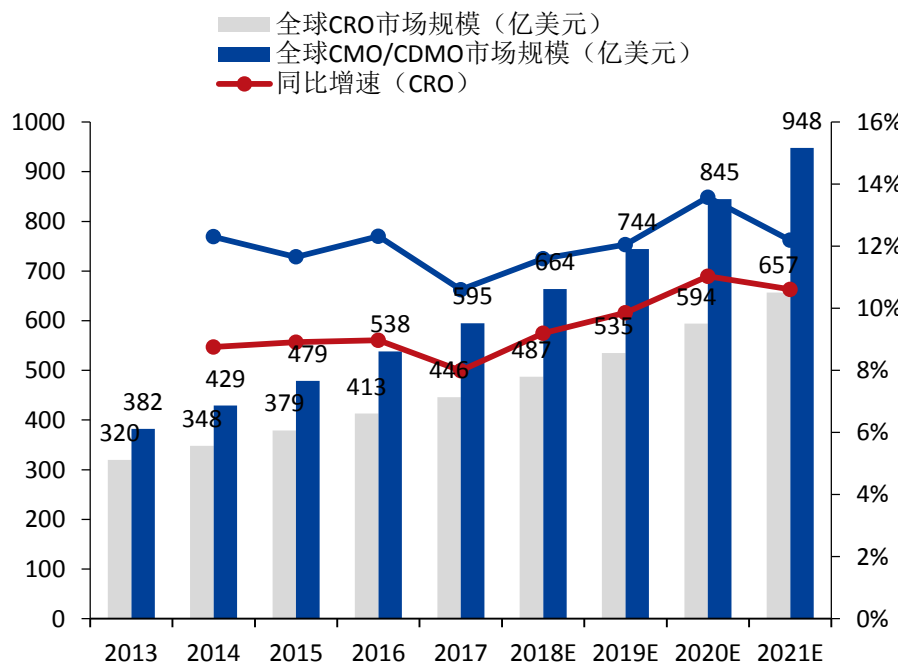
➤ **疫情影响后续有待观察，但长期逻辑不变：**疫情可能影响到一些海外药企中短期的投入，后续持续观察。

创新药服务商：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期

海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期:

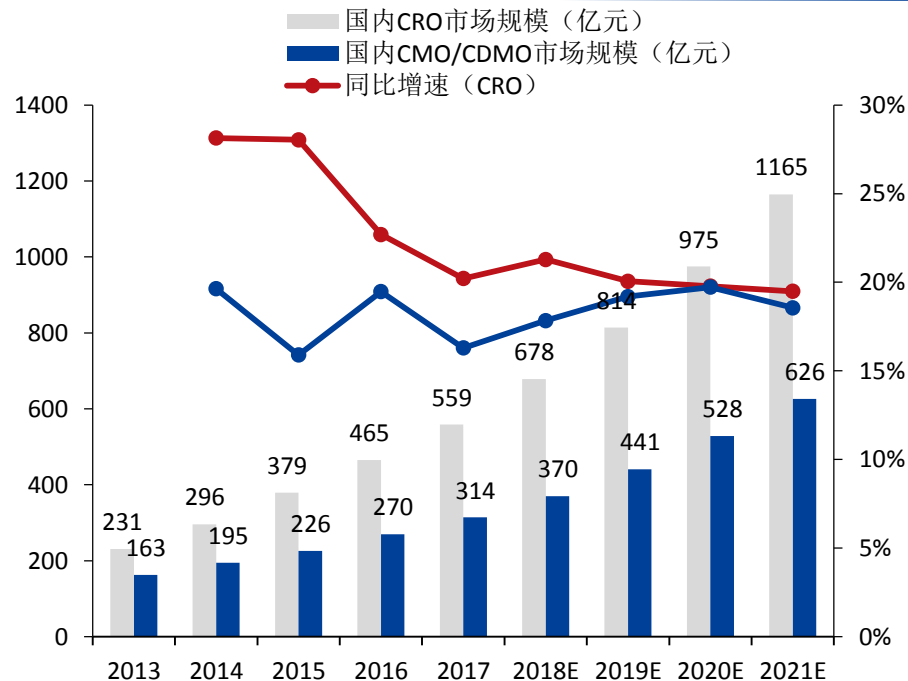
CXO呈现全球化竞争的特性（尤其是临床前CRO和CMO，临床CRO可能呈现区域性），2017年全球CRO市场规模为446亿美元，而CMO市场规模为595亿美元，维持着8%-15%的增速；而2017年国内CRO市场规模为559亿人民币，CMO为314亿人民币，保持着20%左右的高速增长。

图表47: CRO、CMO全球市场规模及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 南方所, 国盛证券研究所

图表48: CRO、CMO国内市场规模与增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

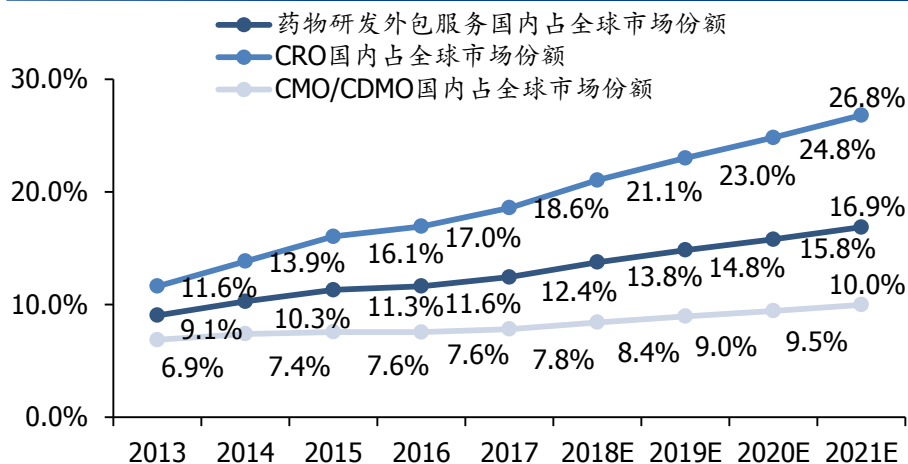
创新药服务商：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期

我们判断,未来在海外产业持续转移以及国内创新药热潮的驱动下,创新药服务商有望保持持续的高景气度:

➤ **海外产业转移:** 中国拥有工程师红利,研发和运营成本远低于欧美发达市场,同时也掌握了药物研发生产环节的核心技术,从而引导CRO、CDMO产业转移至国内。从2017年来看,中国CRO行业仅占全球CRO行业18.6%的市场份额,CMO更是仅有7.8%的市场份额,未来仍有巨大的可提升空间。

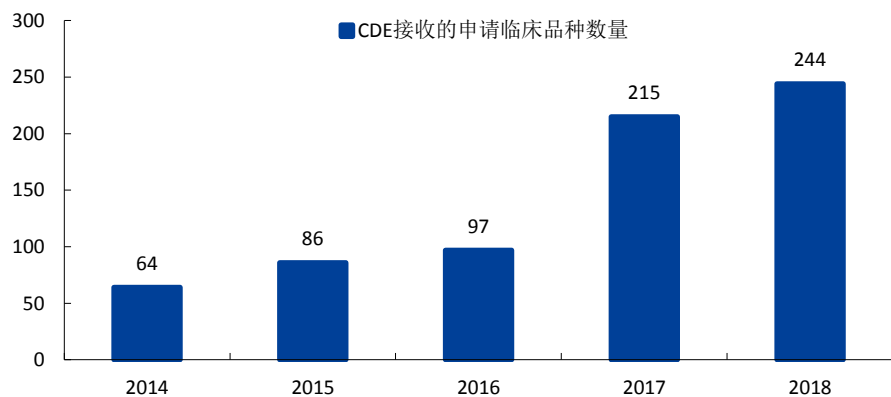
➤ **创新药热潮:** 包括审评审批加速,医保谈判准入,上市许可人制度、新化药注册分类在内的一系列创新药配套政策推动国内医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”,两办发布“国36条”更是将创新上升至国家高度,以及科创板的出台,国内政策鼓励的创新药热潮将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。从CDE近年接受的1、2类新药申报情况来看,也验证了创新药的热度。

图表49: 国内CRO、CMO全球市场份额占比



资料来源: Frost & Sullivan, 南方所, 国盛证券研究所

图表50: CDE每年接收的申请临床的1、2类品种数量 (2014-2018)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

疫苗板块：板块高增长态势不变，现金流改善明显，疫情之下中长期有望进一步受益

板块整体继续保持高速增长：

➤ 收入端：

19年继续保持高速增长，虽然整体相比18年和19Q1-Q3有所放缓，但是增长趋势保持良好，增速远高于生物制品板块增速。具体个股看，19年智飞生物增速103%（HPV+五价轮状快速放量）、沃森生物增速28%（自主产品继续快速增长，23价增速提升明显）、康泰生物增速-4%（Q1-Q3单季度增速-7%，四联苗持续恢复中）。

➤ 利润端：

19年归母利润增速为5.10%，扣非增速52.77%，归母数值较小，主要是18年沃森生物确认嘉和投资收益数值较大的原因，整体利润端同样是保持了高速增长，远高于生物制品板块。20年Q1受到疫情影响，企业发货少，同时生产持续，整体利润下滑较大，但3月份开始接种点接种已经快速恢复，后续随着民众接种意识的提高叠加疾控中心投入的加大，我们对疫苗板块全年以及未来中长期业绩持乐观态度。

➤ 财务指标：

财务指标上，毛利率19年同比18年下降明显，但是相比19Q1-Q3持平，达到52.19%，主要是智飞生物代理占比增大的原因。净利率和费用端下降的原因，和毛利率一致，同样也是智飞生物代理影响。

其他财务指标上，现金流占比19年出现好转，占比达到14.17%，相比18年提升3.62个百分点，三家疫苗企业的现金流占比都有所增加。20年Q1板块短期受到疫情影响较大，但我们认为是一过性影响，中长期向好趋势不变。

数据调整说明：剔除ST长生，板块个股包括智飞生物、沃森生物以及康泰生物。

图表51：疫苗板块细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	156.12%	68.04%	77.04%	106.82%	4.01%
净利润增速	2570.45%	5.10%	48.92%	63.22%	-22.00%
扣非后净利润增速	397.41%	52.77%	53.81%	80.49%	-24.00%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表52：疫苗板块细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	66.56%	52.19%	52.06%	48.58%	41.47%
净利率	36.31%	22.96%	23.88%	23.15%	17.13%
销售费用率	26.10%	17.43%	16.02%	12.43%	9.11%
期间费用率	31.90%	25.03%	22.92%	17.17%	17.72%
应收账款增速	113.60%	83.56%	NA	105.36%	61.75%
经营性现金流/营业收入	10.55%	14.17%	NA	-16.03%	-20.99%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

疫苗龙头业绩概览

疫苗整体表现概览：

➤ **智飞生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入106亿元，增长103%，归母净利润24亿元，增长63%。20年Q1受到疫情影响，收入端增长15%，归母净利润增长3%，业绩优于同行表现。公司HPV和五价轮状病毒疫苗持续放量，EC诊断试剂已经获批，预防微卡预计将于20年Q2获批，研发管线中23价肺炎、二倍体狂犬、四价流感都处于临床III期阶段，15价肺炎也于近期开始临床III期，20年开始公司管线将持续估值重塑，建议重点关注。

➤ **沃森生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入11.21亿元，增长28%，归母净利润1.42亿元，增长-86%，扣非净利润1.28亿元，增长6.07%，公司利润增速低于收入增速主要是19年确认期权激励费用造成。20年Q1受到疫情影响公司收入和利润出现较大下滑，但是不改长期发展趋势，同时公司13价肺炎疫苗已经获批上市，目前批签发和招投标公司进展顺利，20年有望迎来业绩爆发。

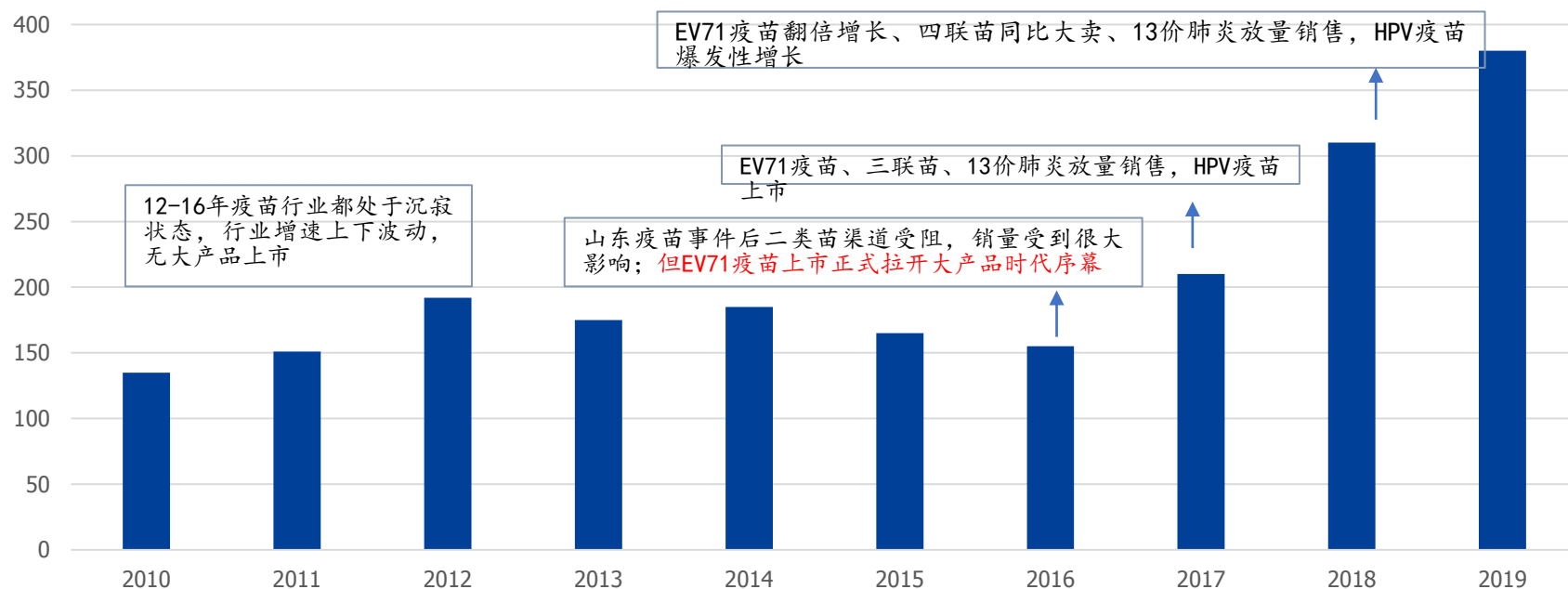
➤ **康泰生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入19.43亿元，增长-4%，归母净利润5.75亿元，增长32%，扣非净利润5.29亿元，增长28%，20年Q1受到疫情影响公司收入和利润出现较大下滑。管线中13价肺炎已经报产，二倍体狂犬疫苗有望20年报产，未来研发管线孕育较大潜力。

疫苗板块：板块逻辑持续向好，继续关注第二波大浪潮产品后续放量情况

行业发展背景与趋势：

- 疫苗板块迎来大产品大时代：近几年的发展看产品的同质化也相对严重，难以引起投资者的关注，但陆续有EV71疫苗、HPV疫苗、13价肺炎疫苗、多联苗等大品种上市销售，都将为企业业绩带来非常大的爆发性。
- 第二波大浪潮产品迎来放量时间点。17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前沃森和康泰的13价肺炎多糖结合疫苗临床进展+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂，目前沃森的13价肺炎已经上市，智飞生物预防性微卡有望Q2获批，建议重点关注后续产品放量情况。
- 板块逻辑：监管趋严+兼并重组+疫情影响下的后续催化（接种意识提高+疾病预防投入加大）
- 综合能力分析判断企业：产品研发能力，研发管线梯队，生产&质量管理体系，销售能力&终端覆盖能力

图表53：历年疫苗行业产值变化趋势（亿元）



药店：行业整体维持高景气度，2020年Q1业绩避风港

药店板块**2019**年收入端及利润端均保持高速增长，而**2020年Q1**在疫情环境下保持高速增长：

➤ 营业收入：

2019年药店板块整体收入增长较2018年有小幅提升，Q4单季度同比、环比均有所下降，降幅较大的主要原因是益丰收购的河北新兴于18年9月开始并表带来的基数变化。2020年Q1药店板块在疫情环境下成为主要的购药渠道之一，同样保持快速增长，同比增速下滑主要是新兴并表的基数变化。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年全年的净利润与扣非后净利润增速提速，规模优势逐步体现。2020年Q1药店板块增速基本与去年持平，在疫情环境下成为疫情避风港。

➤ 财务指标：

2019全年药店行业毛利率有所下降，我们认为主要是与相对低毛的处方药占比提升所致，而销售费用率、期间费用率的整体下降体现药店行业的规模效应提升，带来整体净利率的持平；应收账款增速开始大幅低于收入增长，体现规模效应提升后药店在产业链中议价能力的提升，也带来了经营性现金流的持续好转。2020年Q1由于销售的产品结构发生变化，财务指标出现较大波动，但是现金流持续向好的趋势延续。

数据调整说明：我们将一心堂、老百姓、益丰药房、大参林作为药店细分领域的样本库。

图表54：药店细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	25.25%	26.56%	29.17%	31.09%	23.32%
净利润增速	20.37%	23.89%	26.39%	30.63%	30.94%
扣非后净利润增速	19.65%	26.49%	27.14%	29.39%	28.92%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表55：药店细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	39.19%	37.60%	37.95%	37.78%	36.30%
净利率	5.78%	5.79%	6.26%	6.82%	7.32%
销售费用率	26.13%	25.09%	25.00%	24.45%	22.90%
期间费用率	30.98%	29.92%	29.67%	28.71%	27.02%
应收账款增速	22.59%	11.25%	NA	24.59%	-2.70%
经营性现金流/营业收入	8.52%	10.76%	NA	7.19%	8.75%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

药店核心公司业绩表现

从细分领域内的核心个股来看：

➤ **益丰药房：**年报、一季报均符合预期。

2019年实现营收102.76亿元，同比增长48.66%；归母净利润5.44亿元，同比增长30.58%；扣非净利润5.37亿元，同比增长40.87%。

2020年Q1实现营收30.48亿元，同比增长23.43%；归母净利润1.91亿元，同比增长29.68%；扣非后归母净利润1.83亿元，同比增长28.94%。

➤ **老百姓：**年报低于预期，一季报符合预期。

2019年实现营收116.6亿元，同比增长23.15%；归母净利润5.09亿元，同比增长16.94%；扣非净利润4.78亿元，同比增长14.86%。公司**Q4**单季度利润端低于预期：主要是总部搬迁的摊销费用、股权激励摊销、可转债溢折价摊销等费用因素。

2020Q1实现营收32.8亿元，同比增长20.34%；归母净利润1.96亿元，同比增长23.01%；扣非净利润1.70亿元，同比增长16.19%。

➤ **大参林：**年报符合预期，一季报超预期。

2019年实现营收111.41亿元，同比增长25.76%；归母净利润7.03亿元，同比增长32.17%；扣非净利润6.90亿元，同比增长35.48%。

2020年Q1实现营收33.62亿元，同比增长30.39%；归母净利润2.80亿元，同比增长52.28%；扣非后归母净利润2.71亿元，同比增长52.69%。超预期原因：**Q1**老店增速**13%**，规模效应后费用率下降。

➤ **一心堂：**年报、一季报均符合预期。

2019年实现营收104.8亿元，同比增长14.2%；归母净利润6.04亿元，同比增长15.9%；扣非净利润5.91亿元，同比增长16.22%。

2020年Q1实现营收30.87亿元，同比增长19.30%；归母净利润2.05亿元，同比增长16.81%；扣非净利润为1.99亿元，同比增长15.25%。

药店：行业整体维持高景气度，2020年Q1业绩避风港

图表56：药店2019/2020Q1各项指标横向对比

指标大类	细分指标	益丰药房			一心堂			老百姓			大参林		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
基本经营数据	营业收入（亿元）	69.13	102.76	30.48	91.76	104.79	30.87	94.71	116.63	32.82	88.59	111.41	33.62
	yoy	43.79%	48.66%	23.43%	18.39%	14.20%	19.30%	26.26%	23.14%	20.34%	19.38%	25.76%	30.39%
	归母净利润（亿元）	4.16	5.44	1.91	5.21	6.04	2.05	4.35	5.09	1.96	5.32	7.03	2.80
	yoy	32.83%	30.58%	29.68%	23.27%	15.90%	16.81%	17.26%	17.01%	23.01%	11.92%	32.17%	52.28%
	经营性现金流（亿元）	5.10	9.60	2.95	6.36	9.83	3.01	9.13	10.33	2.01	8.74	17.08	3.21
	yoy	61.20%	88.24%	48.34%	62.66%	54.56%	207.14%	85.57%	13.14%	1.86%	36.51%	95.42%	28.40%
门店情况	覆盖省份数量	9	9	9	10	10	10	19	22	22	6	10	10
	直营门店数量	3442	4366	4450	5758	6266	6402	3289	3894	4115	3880	4756	4885
	报告期内新增直营	1505	1020	108	953	718	136	919	709	242	895	892	147
	加盟店数量	169	386	419	—	—	—	575	1234	1323	13	54	76
	报告期内新增加盟	89	217	33	—	—	—	290	676	114	13	41	22
	各区域门店数量	中南：1633 华东：1482 华北：496	中南：2159 华东：2035 华北：558	中南：2200 华东：2103 华北：566	西南：4636 华南：769 华北：331 华东：10 华中：12	西南：5028 华南：842 华北：371 华东：9 华中：16	西南：5162 华南：839 华北：375 华东：10 华中：16	华中：1037 华南：299 华北：421 华东：1052 西北：80	华中：1231 华南：343 华北：524 华东：1252 西北：544	华中：1400 华南：348 华北：529 华东：1290 西北：548	华南：3265 华中：394 华东：221	华南：3815 华中：339 华东：432 东北华北与西北：170	华南：3926 华中：346 华东：441 东北华北与西北：172
	医保店整体比例	74.96%	76.82%	78.72%	79.77%	83.32%	84.54%	87.08%	89.47%	90.47%	77.78%	76.31%	74.98%
会员销售情况	会员数（万）	2300	3693	—	1800	2000	—	1029	4148	—	2700	—	—
	会员销售占比	81.45%	83.01%	—	81.41%	83.88%	—	74.92%	76.00%	—	83.00%	—	—
	销售毛利率	39.73%	39.01%	38.18%	40.53%	38.70%	36.18%	35.21%	33.59%	33.08%	40.08%	39.48%	37.84%
盈利指标	销售净利率	6.39%	5.93%	7.07%	5.66%	5.76%	6.63%	5.32%	5.27%	7.00%	5.93%	6.25%	8.47%
	整体日均平效（元/平方米）	61.05	59.43	61.95	46.30	44.34	—	53.00	60.00	61.00	85.06	85.97	89.25
	净营业周期（天）	78.13	75.63	70.36	64.79	52.50	38.72	63.74	61.66	57.82	73.90	56.80	41.76
营运效率	存货周转天数	95.25	93.65	90.19	115.19	109.11	93.80	88.66	85.97	87.67	125.44	105.21	94.14
	应收账款周转天数	24.56	23.73	22.11	15.25	18.56	17.68	33.05	31.07	29.45	10.64	10.22	9.30
	应付账款周转天数	41.69	41.76	41.94	74.01	76.01	72.76	57.97	55.38	59.30	62.17	58.63	61.68

资料来源：各公司公告，WIND，国盛证券研究所

药店：未来政策扰动较多，但行业集中度提升叠加长期处方外流趋势不变

从未来几年的维度来看，药店相关的政策推进相对较多：**1）个人医保账户改革**：国务院深化医保改革的文件中明确提出了推进个人医保账户改革，未来具体的改革方式还有待明确；**2）药店分级分类管理**：继广东之后，山东也全面执行了药店分级分类管理，未来有望推向全国；**3）网售处方药**：网售处方药具体细则文件有望推出，但O2O应该是最为主流的方式，药店端口价值仍然很高；**4）带量采购持续**：短期可能对药店企业收入、利润有所影响，但会加快行业集中度提升以及处方外流的进程；**5）医保目录变化**：滋补品、保健品、乙类OTC的增量未来将不纳入医保，但是存量如何变化还有待明确。

我们认为，尽管有政策扰动，但不影响药店行业集中度持续提升以及处方外流的长逻辑，药店板块龙头有望保持高速增长：

➤ **政策同样推动集中度迅速提高**：政策环境变动，单体药店及小型连锁药店承压，将驱动行业集中度迅速提高。自2017年开始，零加成、两票制、带量采购以及药店分级分类管理的陆续执行，导致单体药店及小型连锁药店的生存环境恶化，规模化具备与上游议价能力以及具备融资能力的上市药企将强者恒强，行业集中度有望迅速提升。

➤ **处方外流长趋势不可逆**：医药分家、处方外流一直是政策组合拳的最终目的之一。从2017年开始，对公立医院药品占比30%的限制以及取消药品加成，核心目的之一就是为了降低医院与药品之间的利益关联，促进处方外流；而在当下，逐渐落地的带量采购政策与统筹账户对接药店的特慢病消费，将加速处方外流的进程。

品牌连锁医疗服务：疫情一过性影响不改产业趋势，坚守赛道长期高景气

品牌连锁医疗服务由两大行业龙头爱尔眼科、通策医疗构成，**2019**年全年收入利润延续高增长趋势，**2020Q1**收入利润下滑，受疫情影响较大：

➤ 营业收入：

2019全年，板块实现收入增速相比去年同期与2019年三季度有所下滑，但两大龙头公司仍保持20%以上增速增长；2020Q1收入增速为负下滑明显，主要受疫情影响。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019全年，两大龙头公司仍然保持利润端的高速增长，有序扩张顺利进行中；2020Q1利润增速为负大幅下滑，主要受疫情影响。

➤ 财务指标：

2019全年，两大龙头公司毛利率与净利率相比去年同期均实现提升，各项财务指标良好，销售费用率与期间费用率水平变化幅度较小，应收账款增速小于收入增速，账期好转，经营性现金流/收入明显高于净利率水平，现金流情况良好。

2020Q1，疫情对经营影响较大，财务指标整体变动较大。

数据调整说明：2019年美年健康由于大幅资产减值影响，我们予以剔除，将爱尔眼科、通策医疗作为品牌连锁医疗服务的细分领域样本库。

图表57：品牌连锁医疗服务细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	33.77%	24.38%	25.59%	28.39%	-30.48%
净利润增速	39.82%	37.36%	39.34%	41.35%	-84.53%
扣非后 净利润增速	42.23%	33.86%	36.69%	34.91%	-99.34%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表58：品牌连锁医疗服务财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019 Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	46.40%	48.79%	48.34%	45.62%	28.00%
净利率	14.91%	16.32%	19.14%	15.87%	2.22%
销售费用率	8.75%	8.92%	9.01%	8.46%	8.38%
期间费用率	24.51%	23.98%	22.94%	24.93%	27.41%
应收账款增 速	68.21%	32.49%	NA	63.08%	11.50%
经营性现金 流/营业收入	19.56%	22.94%	NA	20.72%	-4.27%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

品牌连锁医疗服务核心公司业绩表现

品牌连锁医疗服务核心公司业绩表现：

➤ 爱尔眼科：年报符合预期，一季报符合预期。

2019年，实现营收99.90亿元，同比增长24.74%；归母净利润13.79亿元，同比增长36.67%；扣非净利润14.29亿元，同比增长32.42%；核心医院保持快速增长，持续推进国内扩张。

2020年Q1，实现营收16.42亿元，同比增长26.86%；归母净利润0.79亿元，同比下降73.41%；扣非后归母净利润0.26亿元，同比下降90.50%；主要受到疫情影响，4月份营收逐步恢复，全年**30%**业绩增长预期不变。

➤ 通策医疗：基本符合预期。

2019年，实现营业收入 18.94 亿元，同比增长 22.52%，实现归母净利润 4.63亿元，同比增长 39.44%，实现扣非后归母净利润 4.53 亿元，同比增长 38.60%，；核心医院保持高增长。

2020年Q1，实现营业收入 1.93 亿元，同比下降 51.08%，实现归母净利润-1855万元，同比下降 119.58%，实现扣非后归母净利润-2339 万元，同比下降 125.18%；一季度下滑主要受到疫情影响，3月份营收逐步恢复并超过去年同期，有望在**Q2**开始逐步恢复至正常增长水平。

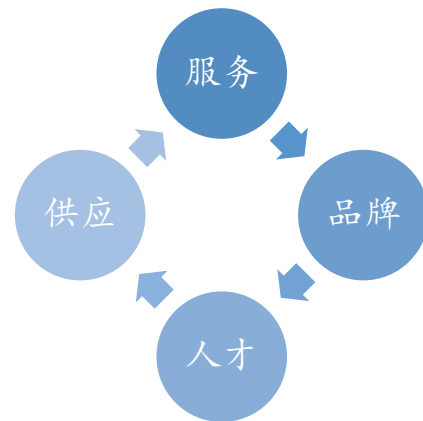
品牌连锁医疗服务：多点开花+消费升级，医疗服务长期持续高景气

品牌连锁医疗服务未来趋势：

在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，医疗服务行业维持着长期的高景气度。龙头企业逐渐在优质的赛道中形成了品牌影响力、人才培养能力、供应链管理、优质服务能力的强大壁垒，未来有望强者恒强，保持高速增长。

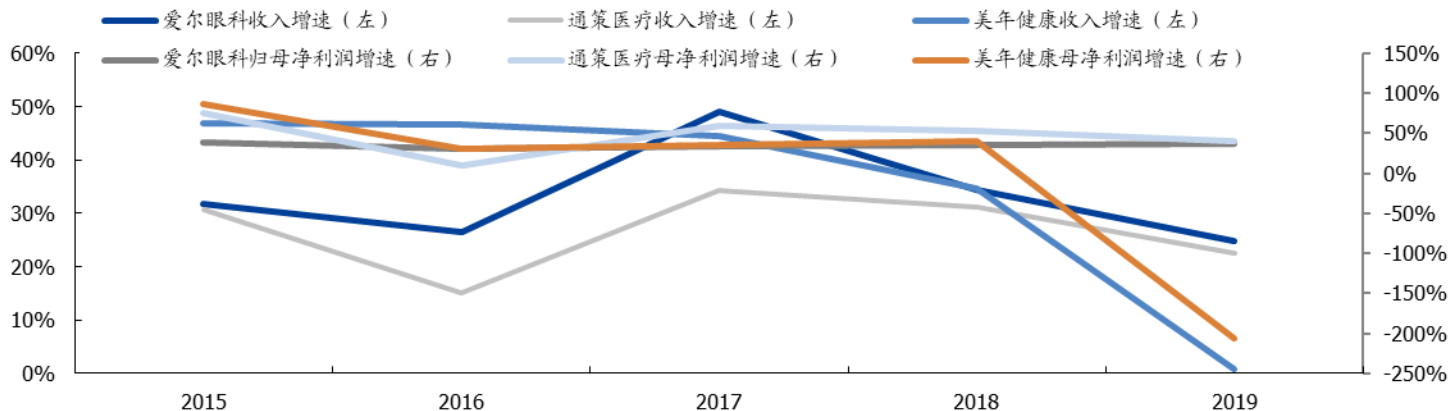
爱尔眼科、通策医疗、美年健康离天花板仍然很远。尽管三大品牌连锁医疗服务企业上市以来保持着高速的复合增长，但目前整体的市占率仍然不高，未来随着在各地的多点开花、消费升级带来高端需求提升等多因素影响下，保持高速增长。

图表59：品牌连锁医疗服务四大壁垒



资料来源：国盛证券研究所

图表60：爱尔眼科、通策医疗、美年健康收入、归母净利润增速（2014-2019）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

医药健康消费品：利润端保持快速增长，利润率提升

医药健康消费品细分领域**2019**收入端有所下滑、与利润端仍保持较快增速，**2020Q1**由于疫情因素，收入和利润增速均明显下滑：

► 营业收入：

2019年收入增速表观看同比有一定下滑，如排除同仁堂则基本持平；细分领域中成分股2019增速出现明显分化，同仁堂出现负增长，长春高新，我武生物、欧普康视、片仔癀仍保持较快增速，兴齐眼药增速大幅提升。标的分化主要原因为消费需求降低下，竞争格局、需求刚性、库存水平、营销能力的差异开始显现。

数据调整说明：我们将长春高新、我武生物、欧普康视、兴齐眼药、同仁堂、片仔癀这6个标的作为医药健康消费品的样本库。云南白药因重组吸收合并白药控股，东阿阿胶因经营异常，安科生物因计提较大额商誉减值，本次不纳入样品库。

图表61：医药健康消费品收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	15.69%	9.56%	9.78%	21.79%	-11.12%
净利润增速	30.87%	27.48%	24.45%	31.77%	6.63%
扣非后净利润增速	28.47%	30.90%	25.72%	35.50%	7.64%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年利润端仍保持30%左右的快速增长，部分标的产品结构优化，利润率回升是主要原因。2020Q1利润端仍有个位数正增长，体现了优质医药消费品公司的韧性。

► 细分领域未来趋势判断：

医药健康消费品标的属于优质稀缺资源，在各自领域的品牌力、产品力、市场掌控和定价权、研发创新、市场营销等方面具备强大优势。作为可选消费，医药健康消费不受医保资金限制，不受政策打压，风险较小。短期的中药消费品需求减弱及事件性的影响不影响医药健康消费品的长期发展，在医药健康消费升级加速兑现、高净值潜在消费群体数量增长的外部环境下，有望持续快速增长。

医药健康消费品：利润端保持快速增长，利润率提升

医药健康消费品细分领域**2019**年整体利润率有所提升、应收账款增速减缓，经营性现金流改善，**2020Q1**由于疫情因素，指标参考意义小，不做过多讨论：

➤ **毛利率&净利率**：2019年毛利率与净利率分别提高2.80和2.07pct，主要原因为为各公司高毛品种占比提升，产品结构优化所致。

➤ **费用率**：2019年期间费用率同比下降0.88pct，主要是企业控制销售费用，销售费用率下降所致。

➤ **应收账款**：2019年应收账款增速同比小幅下滑，主要是收入增速下降及部分公司清理渠道库存所致。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019年经营性现金流表观较2018年有所恶化，但排除同仁堂、片仔癀（大额定期存款因素），经营性现金流明显改善。

图表62：医药健康消费品财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	55.86%	58.66%	59.95%	57.04%	60.60%
净利率	18.90%	20.97%	22.60%	21.30%	21.92%
销售费用率	22.83%	22.13%	22.50%	21.87%	24.00%
期间费用率	32.97%	32.09%	31.76%	30.05%	33.17%
应收账款增速	11.45%	10.87%	NA	9.18%	1.27%
经营性现金流/营业收入	14.86%	13.87%	NA	21.84%	16.03%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医药健康消费品：2019年和2020Q1核心个股表现分化

医药健康消费品企业核心个股表现概览：

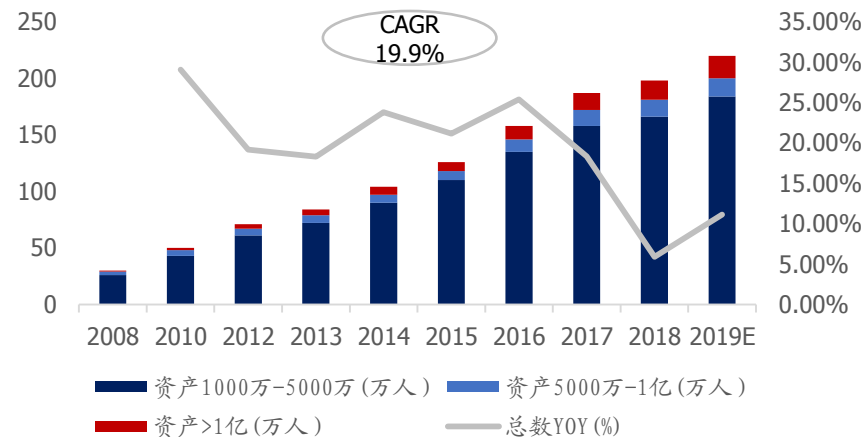
- **长春高新：年报超预期、一季报符合预期。**2019年收入+37.19%；业绩+76.36%；2020Q1 收入-6.43%，业绩+48.59%。主要是生长激素加速增长，水痘疫苗回暖带动。20年看生长激素、促卵泡素继续放量，鼻喷流感疫苗流感季爆发，存量疫苗回暖，新品研发与引入陆续进入收获期，重点推荐。
- **安科生物：符合预期。**2019年收入+17.2%，业绩-58.3%；2020Q1收入-9.2%，业绩+22.7%。2019年业绩大幅下滑主要是商誉和资产减值影响，内生业绩增速正常，2020年看生长激素水针放量、长效报产、生长激素产能提升、HER-2单抗报产。
- **我武生物：年报符合预期、一季报略低预期。**2019年收入+27.7%；业绩+28.1%；2020Q1 收入-20.1%，业绩-37.5%。2020Q1业绩下滑主要是疫情一过性影响，2020年黄花蒿粉滴剂有望获批，继续看好业绩长期复合30%成长。
- **兴齐眼药：符合预期。**2019年收入+25.8%；业绩+162.8%；2020Q1 收入-25.5%，业绩-1082.2%。疫情对2020Q1经营带来一定压力，但核心产品硫酸阿托品滴眼液和环孢素带来的成长逻辑不变，长期上涨空间巨大，重点推荐。
- **片仔癀：符合预期。**2019年收入+20.1%；业绩+20.3%；2020Q1 收入+15.5%，业绩+15.7%。核心主业保持快速增长，2020年看片仔癀提价、日化进入收获期对于业绩和股价的催化。
- **云南白药：年报符合预期、一季报超预期。**2019年收入+9.8%；业绩+19.8%；2020Q1 收入+10.5%，业绩-34.5%，扣非+39.8%。2020Q1超预期主要是牙膏确认收入大幅增加及费用减少所致，激励方案出台后业绩和股价拐点已到，2020年确定性受益强。
- **同仁堂：略低预期。**2019年收入-6.6%；业绩-13.1%；2020Q1 收入-22.5%，业绩-31.6%。市场环境不佳导致增速下滑、阿胶市场去库存导致同仁堂科技经营压力较大，安牛提价带来一定业绩增量，业绩明确改善仍需等待公司机制捋顺，新产能充分释放。
- **东阿阿胶：符合预期。**2019年收入-59.7%；业绩-121.3%；2020Q1 收入-66.1%，业绩-121.3%。战略去渠道库存持续进行中，2020年渠道库存出清后可能出现明显的恢复性增长，2020年下半年重点关注。

医药健康消费品：持续受益于健康消费升级和高净值人口红利

医药健康消费水平和占比提升：中国年人均医疗保健支出近7年保持13.03%的复合增速，但基数较小，2019年仅1902元，未来增长空间巨大；我国人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%，消费者对健康消费愈加重视，按美国18%的医疗健康支出占比水平（数据来自健康界），我国仍有较大提升空间。

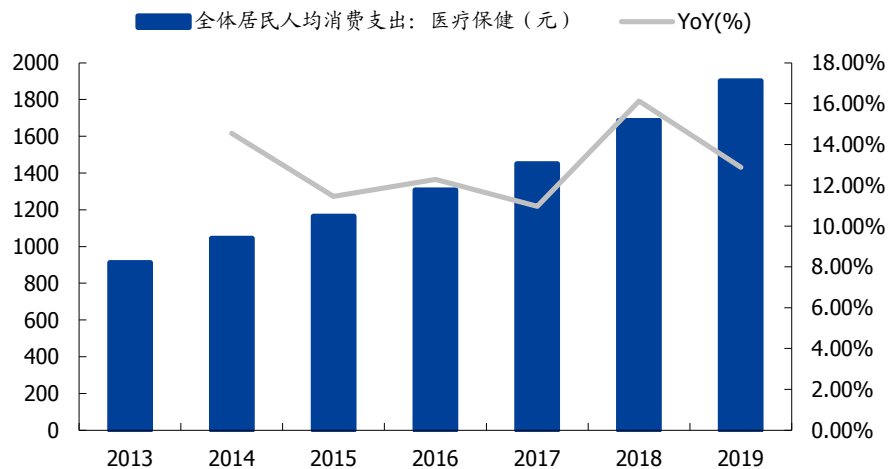
高端健康消费潜在群体快速增加：我国2008-2019年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至220万，复合增速19.9%。据胡润财富，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。

图表63：中国高净值人群数量（2008-2019E）



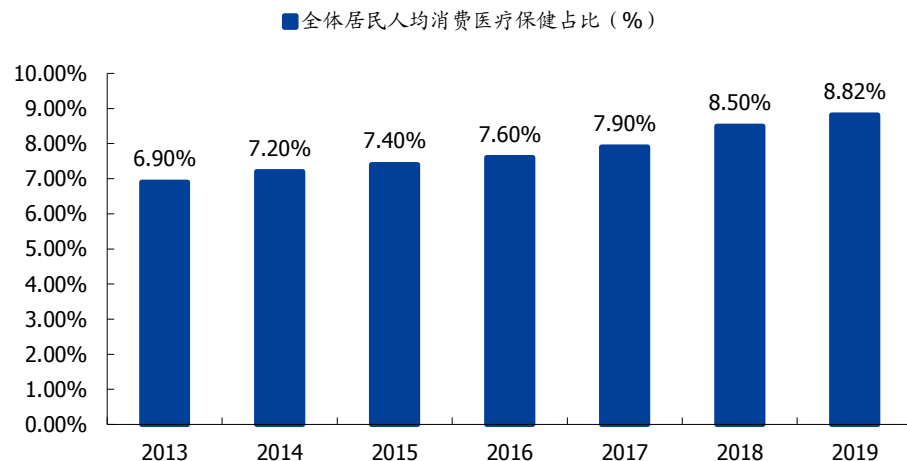
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表64：全国居民人均医疗健康消费支出（2013-2019）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表65：全国居民人均消费中医疗保健占比（2013-2019）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

肝素原料：疫情不改全球肝素行业供需失衡大格局，拥有原料库存企业受益

肝素原料：猪瘟加剧全球肝素行业供需失衡，拥有原料库存企业受益

➤ 营业收入：

2019年：肝素原料行业自2017年下半年以来的量价齐升带来行业内部公司2018年收入端高速增长，由于猪瘟的影响，肝素粗品涨价速度较快，2018年底行业供给量持续收紧，因此除肝素库存较为充足的健友股份以外，其他肝素企业2019年收入端增速逐渐下降。

2020年Q1：目前各肝素原料企业均已开始进行制剂端转型，受疫情影响国内各类制剂销售承压，收入端增速进一步下降。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

由于受海普瑞收购股权及一次性处置股权收益影响较大，在剔除海普瑞后2019年归母净利润/扣非归母净利润增速分别为16.99%/27.62%，2020年Q1归母净利润/扣非归母净利润增速分别为-16.06%/-9.76%。

➤ 财务指标：

一方面肝素原料价格快速上涨，另一方面肝素原料企业逐步实现原料制剂一体化，毛利率及净利率水平逐步提高，同时制剂的研发和销售也带来了销售费用率及期间费用率的上升；随着行业高景气状态的持续，应收账款增速快速回落，而经营性现金流由于上游肝素粗品产量和企业采购量的下降而有所回升。

数据调整说明：我们将海普瑞、健友股份、千红药业、东诚药业、常山药业作为肝素原料细分领域样本库。

图表66：肝素原料细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	50.33%	17.01%	15.35%	30.13%	13.42%
净利润增速	68.57%	37.11%	34.30%	157.50%	-35.72%
扣非后净利润增速	70.90%	20.93%	4.14%	13.03%	71.36%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表67：肝素原料细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	50.20%	51.20%	50.90%	49.14%	50.93%
净利率	14.79%	17.51%	19.39%	29.23%	16.70%
销售费用率	18.02%	21.00%	20.42%	17.50%	16.47%
期间费用率	30.14%	33.60%	32.02%	27.35%	29.84%
应收账款增速	24.87%	20.56%	NA	26.92%	22.43%
经营性现金流/营业收入	13.04%	-1.95%	NA	-11.20%	-15.45%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

肝素原料龙头业绩概览及未来趋势判断

肝素原料龙头年报一季报表现：

➤ **健友股份：符合预期。**公司2019年收入端增长45.25%，归母净利润增长34.11%，2020年Q1单季度利润端增长37.30%。公司肝素原料库存充足，2020年Q1库存金额34亿元，未来将长期受益于战略储备。肝素制剂下游打通，2019年依诺肝素制剂分别在欧洲、巴西、美国获批，标准肝素制剂也在美国获批，肝素原料制剂一体化布局完成，自2020年Q4开始肝素类制剂国际化逐渐贡献利润；另外，公司其他业务快速推进，国内低分子肝素制剂销售、美国其他注射剂ANDA获批及出口、注射剂CDMO业务等均处于快速发展期，目前已获批16个注射剂ANDA，国内第一，非肝素类注射剂将在未来快速放量，公司作为注射剂国际化龙头企业，**建议重点关注。**

肝素原料板块未来趋势判断：

➤ 板块未来趋势判断：

（1）供给端持续减少：中国生猪出栏确定性大量去化（预计猪瘟带来2019年减少40-50%出栏量，中国猪出栏量占全球50%），在开放养殖、疫苗顺利上市、猪瘟得到有效控制等假设的情况下也需要较长时间恢复出栏，未来2-3年全球肝素原料供应（小肠/肝素粗品）确定性大幅减少；2020年以来，新冠疫情也对国内及海外肝素粗品生产带来部分影响，供给端依然处于紧张状态。

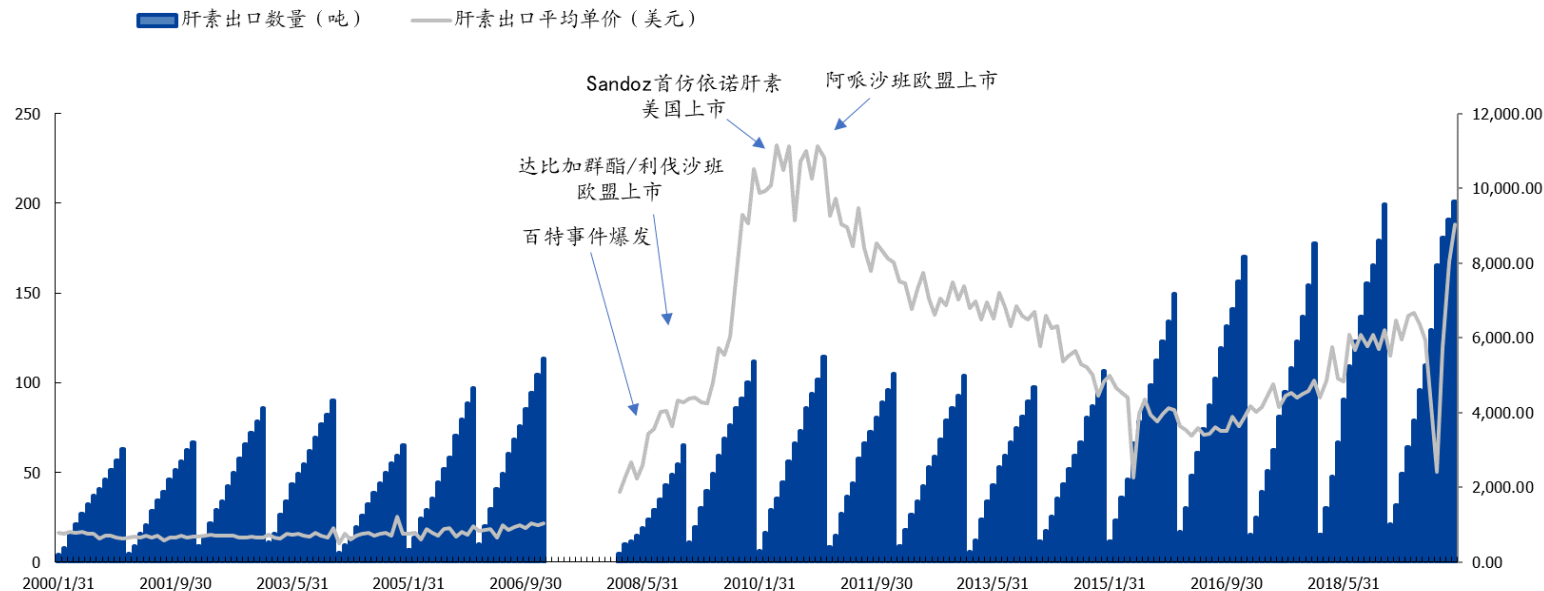
（2）需求端依然紧张：全球肝素制剂使用量依然稳定增长（5-8%），但Sanofi/Pfizer等主要肝素制剂厂家肝素原料库存水平已较低（自2018年以来在欧洲和美国均发生肝素制剂缺货事件），欧美市场肝素制剂市场已出现断货和涨价；新冠疫情对于全球肝素使用量短期内有影响，但是在供需失衡的大背景下，未来肝素行业依然会保持高景气状态。

肝素原料:拥有资源品属性, 优质企业将持续受益于肝素原料制剂一体化

肝素原料短缺将进一步传导至肝素制剂端:在目前全球肝素制剂企业库存已处于低位的情况下, 未来中国1-2年肝素原料的供应减少将持续推动肝素原料涨价, 同时下游制剂企业在原料采购量下降的情况下也出现制剂供给不足、终端制剂价格提升的一系列状况, 由于短缺从原料端向制剂端的传导需要一定时间, 我们判断2020-2021年开始将能逐渐观察到欧美等主要肝素制剂市场发生产品缺货和提价的情况。

肝素粗品库存价值亟待重估:目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业(前五家为上市公司), 通过报表口径观察及草根调研情况来判断, 除健友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断, 基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展, 自2015年以来逐步建立肝素粗品库存, 未来有望持续受益于肝素粗品/原料的供需失衡状态。

图表68: 中国肝素原料出口数量及单价(截止2019年12月)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

血制品板块：整体稳定增长态势延续，关注疫情后未来“量价关系”变化

血制品板块增长态势延续，财务数据持续改善：

➤ 收入端：

19年全年保持稳定增长，增长达到14.59%，相比Q1-Q3有望放缓，主要是Q3单季度华兰生物高增速拉动影响。18年之后血制品企业开始在营销体系变化以及院内市场开拓后，成效显著，近两年保持稳定增长。疫情发生后，虽然静丙在需求端得到大量使用，但是由于20Q1手术等院内市场受到较大冲击，因此20Q1整体增速有所放缓。但由于疫情发生对静丙库存消耗和学术推广的促进，同时叠加采浆的影响，中长期后续的量价变化有望衍变为量价齐升逻辑，建议重点关注后续变化。

➤ 利润端：

19年利润端延续增长态势，整体看基本后收入端匹配，具体个股情况，博雅生物下滑9%（加强市场拓展，销售费用增大）、双林生物增长101%（内生经营效率提高，毛利净利全面提高），其他个股保持稳定增长。20年Q1受到疫情影响，增速放缓。

➤ 财务指标：

财务指标上，19年整体保持稳定。应收账款增速明显下降，主要华兰、博雅等个股明显降低的原因。现金流占比保持稳定，同比18年下降2.49pp。20年Q1整体看疫情发生后，发货和物流都发生影响，包括产品结构上，静丙发货量要远大于白蛋白，整体财务数据预计后续将逐渐恢复向好趋势。

数据调整说明：我们剔除业绩波动大的上海莱士。板块个股包括华兰生物、博雅生物、天坛生物、卫光生物以及双林生物。

图表69：血制品细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	47.00%	14.59%	22.57%	22.46%	3.62%
净利润增速	-7.06%	12.64%	21.76%	19.99%	0.04%
扣非后净利润增速	27.96%	13.96%	22.69%	20.09%	5.02%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表70：血制品细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	56.46%	56.92%	56.06%	56.15%	51.75%
净利率	26.24%	26.18%	26.87%	24.75%	23.75%
销售费用率	16.38%	16.20%	14.98%	15.12%	11.92%
期间费用率	23.60%	26.67%	24.85%	22.98%	22.56%
应收账款增速	36.05%	16.38%	NA	22.06%	18.89%
经营性现金流/营业收入	21.89%	19.50%	NA	15.68%	27.10%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

➤ 板块未来趋势判断：

后血制品时代，板块在18年后开始逐渐复苏，血制品企业更多投入营销队伍、积极开拓院内市场、加大小产品推广，渠道持续库存减少，20年疫情发生后进一步消耗了静丙在公司和渠道端的库存，同时也对学术推广大大促进，未来我们预计板块有望迎来量价齐升的逻辑，未来建议继续重点关注板块发展变化。

血制品板块整体业绩概览

血制品重点个股年报一季报整体表现概览：

- **华兰生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入37亿元，增长103%，归母净利润13亿元，增长13%，扣非净利润11亿元，同比增长14%。20年Q1受到疫情影响，收入端下滑3%，归母净利润下滑5%。公司近年两年血制品业绩稳定增长，同时疫苗板块高速发展，预计20年四价流感销售有望达到1600万支左右，建议重点关注。
- **博雅生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入29亿元，增长19%，归母净利润4亿元，下滑9%。20年Q1受到疫情影响，收入端增长0%，归母净利润增长8%。19年公司销售端推广增加，费用有所影响，但长远看学术推广将不断提升公司竞争力。博雅广东已恢复GMP，根据公司公告，未来有望注入上市公司，建议重点关注。
- **天坛生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入33亿元，增长12%，归母净利润6亿元，同比增长20%，扣非净利润6亿元，同比增长21%。20年Q1受到疫情影响，收入端增长7%，归母净利润增长0%。公司不断加大品牌建设和学术推广，同时加强内部资源整合，研发产品持续推进，未来有望利用自身产业和吨浆优势持续快速发展，建议重点关注。
- **双林生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入9亿元，增长6%，归母净利润1.6亿元，增长101%，扣非净利润1.4亿元，同比增长105%。20年Q1受到疫情影响，收入端增长19%，归母净利润增长3%，扣非增长72%，主要是公司19Q1低基数的原因。公司在浙民投进入后，近两年业绩持续改善，同时公司内部经营效率不断提高，公司近期还发布股权激励计划，未来有望持续快速发展，建议重点关注。
- **卫光生物：19年和2020Q1业绩符合预期**，营业收入8亿元，增长19%，归母净利润1.7亿元，同比增长9%，扣非净利润1.6亿元，同比增长11%。20年Q1收入端增长12%，归母净利润增长17%。公司19年开始经营效率不断提升，同时公布员工持股计划，未来有望不断释放经营活力，建议重点关注。

全国及区域流通龙头：19年收入、利润、现金流全面向好，2020Q1受疫情影响

当把样本库锁定在较为纯正的全国性及区域性的药品流通龙头以后，**19年**全年的收入端、利润端、现金流呈现全面向好状态，而**2020Q1**下滑主要是疫情影响：

➤ 营业收入：

2019全年实现收入增速18.69%，同比改善，Q4相较于前三季度增速有所放缓，主要与基数相关（18年Q3是两票制全面执行后的第一个季度，收入增速开始恢复，基数略高于2018H）；2020Q1收入增速为-3.81%，主要受疫情影响。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年全年扣非后归母净利润增速为21.87%，同比、环比均大幅向好。2020年扣非后归母净利润增速为-8.47%，主要受疫情影响。

➤ 财务指标：

在两票制已经完全落地的情况下，2019年毛利率、净利率基本已经保持稳定。而在零加成、两票制对于应收账款与应付账款的负面影响边际减弱的情况下，流通企业2019年全年的现金流明显大幅改善。2020年Q1由于疫情影响，产品销售结构有所变化，财务指标波动相对较大。

数据调整说明：我们将重药控股、英特集团、上海医药、人民同泰、南京医药、鹭燕医药、柳药股份、九州通、嘉事堂、国药一致、国药股份等11个标的作为全国及区域流通龙头的样本。

图表71：流通细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	15.85%	18.69%	20.12%	19.57%	-3.81%
净利润增速	27.16%	3.62%	15.92%	5.78%	10.66%
扣非后净利润增速	16.44%	21.87%	19.44%	8.58%	-8.47%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表72：流通细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	10.85%	10.88%	10.60%	10.59%	10.79%
净利率	2.57%	2.53%	2.58%	2.43%	2.44%
销售费用率	4.68%	4.59%	4.46%	4.66%	4.72%
期间费用率	7.74%	7.57%	7.49%	7.65%	7.88%
应收账款增速	28.82%	12.36%	NA	19.30%	3.14%
经营性现金流/营业收入	1.10%	2.54%	NA	-8.02%	-9.30%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

全国及区域流通龙头核心公司业绩表现

从细分领域内的核心个股来看：

➤ **上海医药：年报、一季报均符合预期。**

2019年实现收入1865.66亿元，同比增长17.27%；归母净利润40.81亿元，同比增长5.15%；扣非净利润34.61亿元，同比增长30.49%。扣非后高增长主要与公司2018年Q3、Q4基数较低有关。

2020年Q1实现收入404.5亿元，同比降低12.08%。归母净利润10.4亿元，同比下降7.8%。扣非净利润9.8亿元，同比下降5.4%。Q1业绩主要受到疫情影响。

➤ **九州通：年报符合预期，一季报超预期。**

2019年实现收入994.97亿，同比增长14.19%；归母净利润17.27亿，同比增长28.79%；扣非净利润15.25亿，同比增长24.21%。全年延续了高增长。

2020年Q1实现收入271.73亿，同比增长10.18%；实现归母净利润5.77亿，同比增长76.28%；实现扣非净利润3.62亿，同比增长51.02%。**20年一季报利润端超预期：**收入端由于公司主要市场在基层、药房，相对受影响较小，同时公司代理业务（如奥司他韦）放量以及降税费等补贴带来利润超预期。

➤ **柳药股份：年报、一季报均符合预期。**

2019年实现营收148.57亿元，同比增长26.8%；归母净利润6.85亿元，同比增长29.8%；扣非净利润6.71亿元，同比增长27.0%。全年延续高增长。

2020年Q1，实现营业收入36.2亿元，同比增长6.8%；归母净利润1.85亿元，同比增长15.3%；扣非后归母净利润1.76亿元，同比增长14.2%。疫情影响医院客流，但由于公司同时具备零售业务，影响相对较小。

➤ **国药股份：年报超预期，一季报略低于预期。**

2019年实现营收446.44亿元，同比增长15.24%；归母净利润16.04亿元，同比增长14.23%；扣非净利润15.66亿元，同比增长23.82%。**Q4扣非后增速超预期：**参股子公司宜昌人福利润超预期。

2020年Q1实现营收82.10亿元，同比下降-18.30%；归母净利润2.32亿元，同比下降19.02%；扣非净利润1.94亿元，同比下降32.10。一季报低于预期主要是受到疫情影响。

全国及区域流通龙头：关注带量采购的后续影响以及利率进入下行通道

在两票制、零加成的边际影响逐渐减弱之后，**2019**年已经是全国及区域流通龙头在业绩、现金流上的拐点，后续需要关注带量采购的持续影响以及利率进入下行通道带来的利润弹性：

➤ **带量采购**：尽管目前只做了两批带量采购，对于流通整体的盘子影响较小，但长期影响不容忽视：**1）利好：集中度提高&账期向好**。一方面，带量采购直接影响小流通商的核心职能（临床推广），因此从长期来看，行业集中度将进一步提高；另一方面，目前带量采购基本要求30天内回款，对于行业目前3-9个月的平均账期将有大幅好转。**2）利空：影响相应品种的单盒配送利润**。由于药品价格下降，势必会传导一部分给流通企业，从而导致单盒的配送利润下降。因此，整体来看，我们认为，带量采购给流通企业带来的长期影响是收入上升（医药整体盘子不会缩小，行业集中度提高）、**ROE**下降（单盒配送的利润在下降）、现金流大幅转好（账期缩小），具体到净利润的影响则需要看带量采购降价的力度与品种的覆盖程度。

➤ **信用利差缩小乃至降息预期有望给业绩及估值带来正面影响**。由于流通企业“垫资”属性的存在，财务费用占净利润比重往往较大（如九州通财务费用占净利润比例在60-70%之间），流通企业估值与其融资成本呈现较强的负相关性，如果后续信用利差能够缩小或者能够降贷款基准利率，有望给流通企业带来正面影响。

IVD：非疫情相关类IVD产品短期受疫情影响较大

IVD领域：非疫情相关类IVD产品短期受疫情影响较大

➤ **营业收入：**

2019年：在2017-2018年部分企业快速收购下游渠道和拓展检验打包业务的前提下，IVD行业2019年继续呈高速增长状态，IVD行业依旧高景气。

2020年Q1：由于疫情带来医院诊疗量的快速下降，检验需求同步下滑，除疫情相关产品（如病毒核酸、抗体、其他呼吸道病原体及微生物检测）以外的普检项目受到较大压力，2020年Q1收入端下滑。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**

2019年：利润端不同公司之间分化严重，免疫化学发光/POCT/分子诊断类的细分领域头部企业表现优异（安图生物、万孚生物、凯普生物等），生化类产品增速较慢但有好转迹象（九强生物生化类产品增速有所提升）。

2020年Q1：疫情期间人员、运输、防疫成本提升使得大部分IVD企业利润端下滑幅度大于收入端。

➤ **财务指标：**

2019年IVD板块的毛利率明显高于医疗器械板块整体水平并保持稳定，并随着新产品不断上市有所提升；销售费用率、期间费用率呈现上升的状态并影响了净利率水平，一方面企业研发投入不断增加，另一方国产同类产品的竞争加剧也导致了销售费用有所提高；此外，IVD企业的应收账款和经营性现金流变化趋势与医疗器械板块整体保持一致；2020年Q1疫情期间经营成本受防疫需求提升较快。

数据调整说明：我们将利德曼、透景生命、明德生物、科华生物、凯普生物、九强生物、基蛋生物、华大基因、贝瑞基因、安图生物、艾德生物等11个标的作为IVD细分领域样本库。

图表73：IVD细分领域收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	28.15%	19.83%	19.55%	20.78%	-1.92%
净利润增速	14.74%	15.65%	12.79%	27.80%	-31.65%
扣非后净利润增速	12.86%	16.46%	10.21%	14.37%	-26.69%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表74：IVD细分领域财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	60.83%	61.68%	61.76%	62.55%	57.66%
净利率	21.95%	21.12%	22.26%	24.36%	15.64%
销售费用率	19.54%	20.10%	19.57%	20.15%	19.59%
期间费用率	38.03%	37.32%	36.23%	29.11%	39.49%
应收账款增速	35.79%	23.82%	NA	41.66%	15.28%
经营性现金流/营业收入	16.19%	17.72%	NA	-6.36%	2.40%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

IVD核心公司业绩表现及未来趋势判断

IVD龙头年报一季报表现：

➤ **安图生物：符合预期。**公司2019年收入端增长38.85%，归母净利润增长37.61%，磁微粒化学发光试剂收入增速约为45%，装机量约为1100台，累计装机接近4200台，继续保持快速增长，同时微生物、生化也保持较快增长速度，流水线（近20条）及质谱（50台+）装机进度符合预期；2020年Q1受医院打包业务拉动收入保持同比持平，自产产品同比下滑约15-20%，整体归母净利润同比下滑23.08%，但发光装机和流水线订单保持快速增长，4月以来产品销售已逐步恢复正常。

➤ **万孚生物：2020年Q1略超预期。**公司2019年收入端增长25.59%，归母净利润增长25.90%，扣非净利润增长38.74%，心标、炎症、传染病检测等主要产品继续保持快速增长，中国区优生优育类产品增长加快，同时美国市场毒检增速在业务调整后重回增长；2020年Q1公司受胶体金新冠病毒抗体检测产品的拉动利润端继续保持高速增长，同时如电化学平台等相关产品也应用于方舱医院，归母净利润同比增长34.82%，随着疫情在海外的继续蔓延，新冠病毒检测产品有望继续放量。

➤ **艾德生物：符合预期。**公司2019年收入端增长31.73%，归母净利润增长6.89%（扣除股权激励费用后同比增长约35%），肺癌产品保持稳定增长，PCR9基因产品入院带动单价提升，BRCA检测试剂盒（NGS）产品继续爆发式增长；2020年Q1在疫情影响下营收同比下滑23.96%，随着医院诊疗秩序恢复，肿瘤病人的快速回流将带来收入端的快速恢复。

细分领域未来趋势判断：

➤ **得研发者得天下**，IVD行业产品更新换代速度快，对于企业研发投入及产品储备有较强要求，在目前国产替代的大背景下，研发型头部企业通过丰富的产品线和不断迭代的新产品享受行业红利，不断提升市场占有率。

IVD :细分领域处于红利期，未来保持快速增长

细分领域处于红利期，保持快速增长：

国内IVD市场处于快速发展红利期，随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张，进口替代水平低/创新类IVD产品将持续放量，其中免疫诊断、分子诊断和POCT细分领域将保持快速增长。

➤ 免疫诊断（以磁微粒化学发光产品为主）：

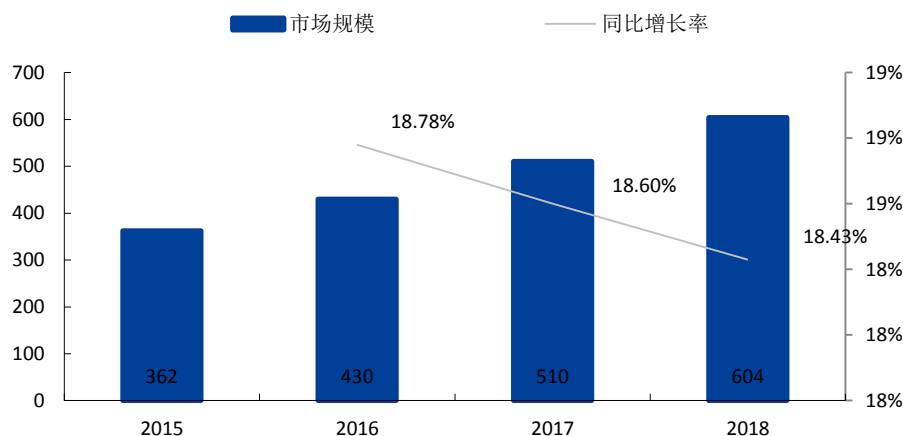
是目前最为主流检测方式，IVD行业占比最大

（200亿市场，占IVD市场整体三分之一），高速增长（平均增速20%，安图生物等头部企业增速接近50%），进口替代空间大（80%以上的化学发光市场由罗氏、丹纳赫、雅培和西门子占领，以三级医院为主），磁微粒化学发光试剂的主流地位仍将保持较长时间。

➤ **分子诊断：**国内分子诊断起步较晚但增速迅猛，未来有赶超之势（平均增速20%），产前诊断、肿瘤基因检测、个体化用药等应用场景将成为未来主流趋势，需求将快速释放。

➤ **POCT：**体外诊断行业新兴细分领域，检测时间短（几分钟内出结果）、对环境和使用要求低（仪器体积小可便携、操作人员不需要过多专业培训上手快），可满足急诊、ICU、基层医院等多种应用场景。POCT市场属于起步阶段，未来随着小型机在方法学和检测精度方面的不断提升，行业POCT化进程将加速。

图表75：中国体外诊断市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国盛证券研究所

图表76：2018年中国体外诊断市场细分市场占比

分类	增速	市场占比
整体	15-20%	100%
免疫诊断	20%	35%
生化诊断	6-7%	20-25%
分子诊断	20%	10%
POCT	25%	10+%
血液体液诊断	10%	10%
微生物诊断	10+%	5%
病理	10+%	3%

资料来源：中国体外诊断行业年度报告，国盛证券研究所

特色品牌OTC：增长面临压力，行业格局重塑仍需时间

特色品牌OTC细分领域2019年收入端和利润端增速均出现明显降低，2020Q1受疫情影响收入和利润均出现下滑：

➤ 营业收入：

2019年增速同比降低3.91pct。我们判断，收入增速下滑主要原因是1) 流感造成的2018年Q1高基数使部分企业2019年Q1增涨压力较大；2) 公司产品结构优化，减少了部分低毛利产品收入；3) 渠道库存清理，控制发货影响了收入增速。

➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年利润端由2018年20%+的增速下降至个位数增速，主要是收入增速减缓所致，在2018-2019年上半年这一轮提价增利、增强高毛大单品占比所带来的增量减弱后，利润增长需要新的逻辑。

➤ 细分领域未来趋势判断：

特色品牌OTC企业在各自的核心领域均具有明显的品牌和产品优势。短期内，竞争加剧会增加企业增长压力。长期看，随着市场规范度提高下OTC行业集中度提升、消费升级以及消费者品牌意识增强、药店连锁化加快下高毛利品牌产品比较优势加强、特色品牌OTC有望在行业供给侧改革完成，过剩企业逐步出清后迎来市占率的提升。细分领域内个股的成长性将出现分化，营销改革、公司治理、渠道和终端管控将成为关键。

数据调整说明：我们将仁和药业、葵花药业、羚锐制药、千金药业和江中药业这5个标的作为特色品牌OTC的样本库。华润三九因2019年重大并表影响、亚宝药业因2019年大额资产减值影响，本次不纳入样本。

图表77：特色品牌OTC收入及利润增速情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
收入增速	10.61%	6.70%	9.13%	12.57%	-16.50%
净利润增速	23.79%	5.74%	12.06%	21.32%	-13.11%
扣非后净利润增速	24.06%	5.94%	10.50%	22.32%	-11.02%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

特色品牌OTC：增长面临压力，行业格局重塑仍需时间

特色品牌OTC整体财务指标整体稳定，2019年应收增加明显，2020Q1由于疫情因素，指标参考意义小，不做过多讨论：

➤ **毛利率&净利率：**2019年毛利率和净利率基本持平。此前利润率提升的趋势在2019年表现不明显。

➤ **费用率：**2019年中间费用率下降0.98pct，主要是销售费用率有所降低所致。

➤ **应收账款与票据：**2019年应收增速约31%，明显高于收入增速，可能是公司加强OTC终端的开拓，维护医院端销售过程中，仍然面临着一定压力，给与更长的账期。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年与2018年基本持平。

图表78：特色品牌OTC财务指标情况

项目	2018A	2019A	2019Q1-Q3	2019Q1	2020Q1
毛利率	55.16%	55.05%	54.40%	55.64%	53.75%
净利率	13.80%	13.93%	13.87%	14.55%	14.75%
销售费用率	29.85%	29.09%	29.06%	29.91%	27.55%
期间费用率	38.34%	37.36%	36.70%	36.53%	34.20%
应收账款增速	1.46%	30.85%	NA	42.58%	-3.87%
经营性现金流/营业收入	17.12%	17.10%	NA	10.96%	16.90%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

特色品牌OTC：核心个股表现相对低迷

特色品牌OTC重点公司业绩表现：

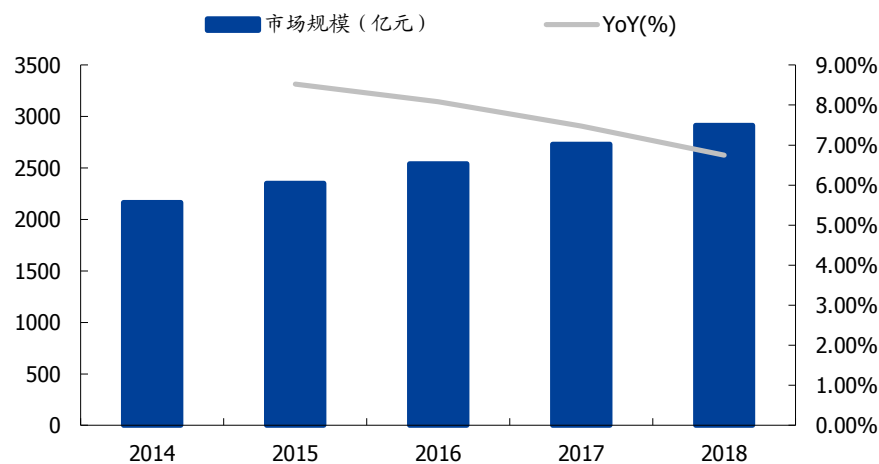
- **华润三九：低于预期。**2019年收入+9.5%；业绩+47.5%，扣非净利润-4.1%；2020Q1 收入-9.9%，业绩+48.6%，扣非净利润+2.28%。2019年归母净利润大幅增长主要是出售三九医院所致。2020Q1疫情期间，公司多个产品进入新冠肺炎防控指南，受影响相对较小。
- **羚锐制药：符合预期。**2019年收入+5.1%；业绩+21.0%；2020Q1 收入-15.4%，业绩-24.2%。董事长换届后进行营销改革，主打核心贴膏运动损伤概念，业绩增速稳定，2020Q1受疫情影响较大，全年看核心贴膏和搽剂在运动损伤领域能否突破。
- **仁和药业：低于预期。**2019年收入+4.0%；业绩+6.2%；2020Q1 收入-25.9%，业绩-27.7%。在2018年和2019年上半年快速增长后，增速明显减缓。
- **葵花药业：低于预期。**2019年收入-2.2%；业绩+0.4%；2020Q1 收入-25.0%，业绩-5.5%。在2017年和2018年连续30%+的快速增长后增长出现放缓。

特色品牌OTC：未来将受益于行业规范度、集中度提升

受益行业规范度、集中度提升：我国药店连锁化率2006年为38%，在14年开始加速，18年达到52%。药店连锁化率提高、药品零售行业在新版药品管理法实施下规范度提升将有利于特色品牌OTC加强与终端联结，利用品牌、规模、产品力优势抢占非品牌企业市场。

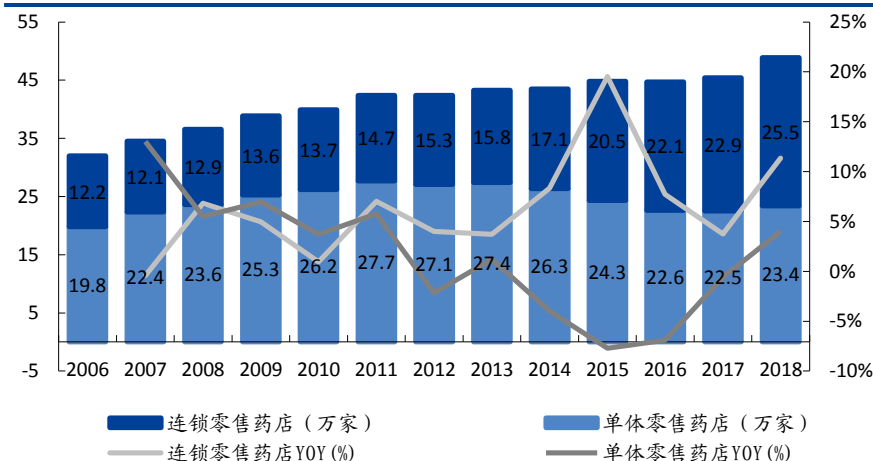
行业规模持续扩大：国内的OTC市场从2014年的2165.4亿元上升至2018年的2914.2亿元，其中中成药约占55%，行业的体量相对现有重点企业销售规模，空间充足；药店市场规模在2011~2019年实现近10%的CAGR，药店市场的持续扩容为特色品牌OTC的未来发展不断。

图表80：中国非处方药市场规模（2014-2018）



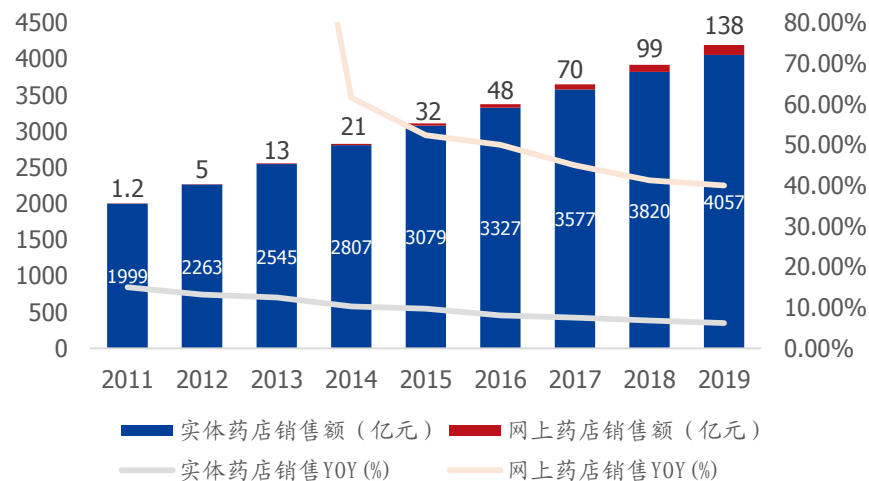
资料来源：非处方药协会，国盛证券研究所

图表79：中国连锁药店与单体店数量（2006-2018）



资料来源：商务部，国家药监局，国盛证券研究所

图表81：全国药店市场销售额（2011-2019）



资料来源：米内网，国盛证券研究所

风险提示

- 负向政策持续超预期：由于医保控费的压力，导致集采范围扩大或其他医药降价政策的实施
- 行业增速不及预期：部分板块及产品竞争格局恶化，以及负向政策的扰动，导致增速不及预期

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。



Thank You