

医药整体稳健增长，子行业分化较为明显

2019年医药行业三季报综述

核心结论

2019年前三季度医药工业利润增速为10%，整体趋势向下。截至2019年9月，医药工业累计实现营业收入18,184.20亿元，同比增长8.4%；累计实现利润总额2,390.30亿元，同比增长10.0%。医药工业整体趋势持续向下，2019上半年收入端和利润端增速逐步回暖，进入到三季度，收入端增速环比小幅下降，利润端增速环比小幅提高。

医药板块业绩迎来改善，估值处于历史底部。2019前三季度医药板块收入同比增长21.15%，归母净利润同比增长12.95%，业绩迎来改善；市盈率(TTM整体法)为40.91倍，在28个申万一级子行业排名第11位，处于全市场中游水平。横向对比来看，2019前三季度医药板块收入端同比增速位于申万28个一级子行业中第5位，利润端同比增速位于申万28个一级子行业中第17位，收入端增速仍然相对较快，利润端增速受政策影响相对较慢。从经营情况来看，板块整体毛利率、净利率均同比下降，期间费用率、资产周转率、应收账款周转率和存货周转率等指标变化幅度较小，行业整体经营情况维持稳定。

子板块分化加剧，生物制品、医疗器械等表现突出。2019年前三季度生物制品、医疗器械、CRO、专科服务和零售药店等受益于政策或政策免疫的细分板块表现相对较好，医药流通板块因两票制负面影响的消退迎来恢复性增长，化学制剂、化学原料药和中药等板块受政策影响较大，增速相对较慢。从估值水平来看，医疗服务、医疗器械和生物制品估值水平较高，中药、化学制剂和化学原料药估值水平较低，商业领域中流通板块估值一直处于行业最低水平，但药店板块估值水平较高。

投资建议：带量采购、高值耗材集采、医保支付目录的调整背后的政策推手依然是支付端，而医保局的成立加速了这一进程，在医疗需求持续上升、医保筹资有限的情况下这一进程将不会改变，从医保的不合理支出向有效支出转变，具备高药物经济学的创新药讲长期收益。

重点关注：1、创新药械：恒瑞医药(600276.SH)、长春高新(000661.SZ)、康泰生物(300601.SZ)、迈瑞医疗(300760.SZ)；**CRO：**药明康德(603259.SH)、泰格医药(300347.SZ)。2、景气度高的政策免疫领域泛消费领域。**专科服务：**金域医学(603882.SH)、通策医疗(600763.SH)；**药店：**大参林(603233.SH)；**中药消费：**云南白药(000538.SZ)、片仔癀(600436.SH)，月度重点关注长春高新、华海药业(600521.SZ)。

风险提示：带量采购、耗材集采降价超预期风险；其他政策不确定性风险

行业评级 超配

前次评级 超配

评级变动 维持

近一年行业走势



相对表现	1个月	3个月	12个月
医药生物	4.36	18.33	25.58
沪深300	2.54	9.34	25.43

分析师

吴文华 S0800519080002
021-38584246
wuwenhua@research.xbmail.com.cn

联系人

马云涛
mayuntao@research.xbmail.com.cn

相关研究

医药生物：病理行业，诊断“金标准”贡献超三百亿潜在市场—病理行业深度报告 2019-11-06
医药生物：仓位环比提升，龙头加仓趋势显著—19Q3医药行业基金持仓分析 2019-11-04
医药生物：注射剂一致性评价脚步渐进，关注进展较快品种—医药行业政策点评 2019-10-17

索引

内容目录

一、医药板块业绩整体改善，子板块分化加剧	4
1.1. 2019 年前三季度利润增速为 10%，医药工业整体趋势向下	4
1.2. 医药板块业绩整体改善，估值水平处于历史底部	4
二、细分子行业分化加剧，生物制品、医疗器械表现较好	8
2.1. 细分子行业分化加剧，生物制品、医疗器械表现较好	8
2.1. 化学制剂：两票制影响消除，龙头公司增速稳健	9
2.2. 化学原料药：利润增速逐季提高，特色原料药表现较好	10
2.3. 中药：业绩增速逐季下降，龙头企业经营情况稳健	12
2.4. 医疗器械：板块内部分化明显，创新器械、化学发光等领域保持高增长	14
2.5. 医疗服务：ICL、专科医疗服务、CRMO 表现出色	15
2.6. 生物制品：企业间分化明显，疫苗与消费属性生物企业表现较好	17
2.7. 医药商业：流通板块迎来恢复，零售药店持续高增长	19
三、投资建议	21
四、风险提示	21

图表目录

图 1：医药工业营收整体趋势向下	4
图 2：医药工业利润总额整体趋势向下	4
图 3：19Q1-Q3 医药生物行业收入端同比增速位于申万 28 个一级子行业中第 5 位	4
图 4：19Q1-Q3 医药生物行业利润端同比增速位于申万 28 个一级子行业中第 17 位	5
图 5：19Q1-Q3 医药板块营收迎来改善	5
图 6：19Q1-Q3 医药板块归母净利润迎来改善	5
图 7：19Q1-Q3 医药板块毛利率同比下降 0.86pct	6
图 8：19Q1-Q3 医药板块净利率同比下降 0.52pct	6
图 9：19Q1-Q3 医药板块期间费用率保持平稳	6
图 10：19Q1-Q3 医药板块营运情况保持稳健	6
图 11：SW 医药板块经营性净现金流/净利润指标逐季改善	7
图 12：SW 医药板块市盈率处于中游水平（剔除通信行业异常值）	7
图 13：SW 医药板块估值溢价率处于历史底部水平（扣除银行和非银金融）	8
图 14：化学制剂板块营收增速逐步放缓	9
图 15：化学制剂板块归母净利润增速逐步放缓	9
图 16：化学原料药板块营收增速保持平稳	11
图 17：化学原料药板块归母净利润增速逐季提高	11

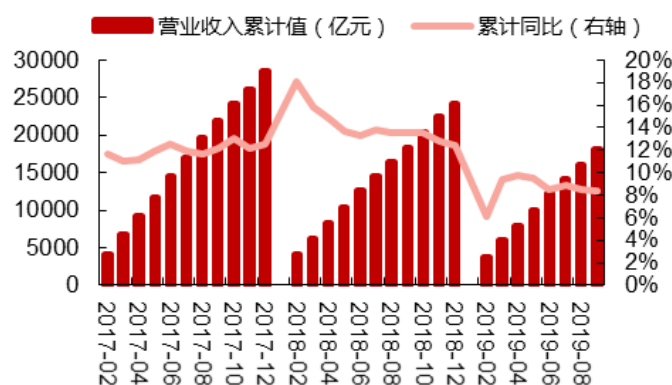
图 18: 19Q1-Q3 中药板块营收增速逐季下降	13
图 19: 19Q1-Q3 中药板块归母净利润增速逐季下降	13
图 20: 19Q1-Q3 医疗器械板块营收增速逐季放缓	14
图 21: 19Q1-Q3 医疗器械板块归母净利润增速逐季放缓	14
图 22: 19Q1-Q3 医疗服务板块营收增速回暖	16
图 23: 19Q1-Q3 医疗服务板块归母净利润增速逐季回暖	16
图 24: 19Q1-Q3 生物制品板块营收增速放缓	18
图 25: 19Q1-Q3 生物制品板块归母净利润增速持续高增长	18
图 26: 19Q1-Q3 医药商业板块营收平稳增长	20
图 27: 19Q1-Q3 医药商业板块归母净利润增速下降	20
表 1: 生物制品、中药和医药商业板块收入端增速相对较高	8
表 2: 生物制品和医疗器械板块利润端增速相对较高	8
表 3: 化学制剂板块财务指标整体保持平稳	10
表 4: 化学制剂龙头公司的经营情况保持稳健	10
表 5: 化学原料药板块财务指标整体保持平稳	11
表 6: 大宗原料药企业业绩波动较大	12
表 7: 肝素和特色原料药代表性企业业绩相对较好	12
表 8: 中药板块财务指标整体保持平稳	13
表 9: 中药龙头企业业绩保持平稳	14
表 10: 器械板块财务指标整体保持平稳	15
表 11: 器械板块龙头企业业绩保持高速增长	15
表 12: 医疗服务板块财务指标整体保持平稳	16
表 13: ICL、民营医疗等龙头企业业绩保持高速增长	17
表 14: CRO/CMO 龙头企业业绩保持高速增长	17
表 15: 生物制品板块财务指标整体保持平稳	18
表 16: 消费属性代表性生物制品企业业绩增速较高	19
表 17: 血制品代表性企业业绩平稳增长	19
表 18: 疫苗类代表性企业业绩保持高增长	19
表 19: 医药商业板块财务指标整体保持平稳	20
表 20: 龙头流通企业业绩迎来恢复性增长	21
表 21: 零售药店业绩持续高增长	21

一、医药板块业绩整体改善，子板块分化加剧

1.1. 2019年前三季度利润增速为10%，医药工业整体趋势向下

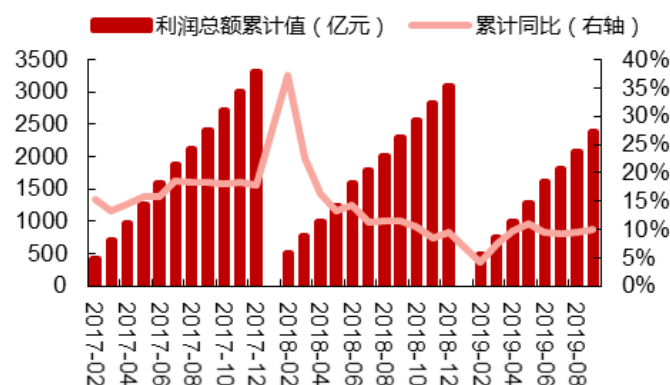
截至2019年9月，医药工业累计实现营业收入18,184.20亿元，同比增长8.4%；累计实现利润总额2,390.30亿元，同比增长10.0%。医药工业整体趋势持续向下，2019上半年收入端和利润端增速逐步回暖，进入到三季度，收入端增速环比小幅下降，利润端增速环比小幅提高。

图1：医药工业营收整体趋势向下



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：医药工业利润总额整体趋势向下

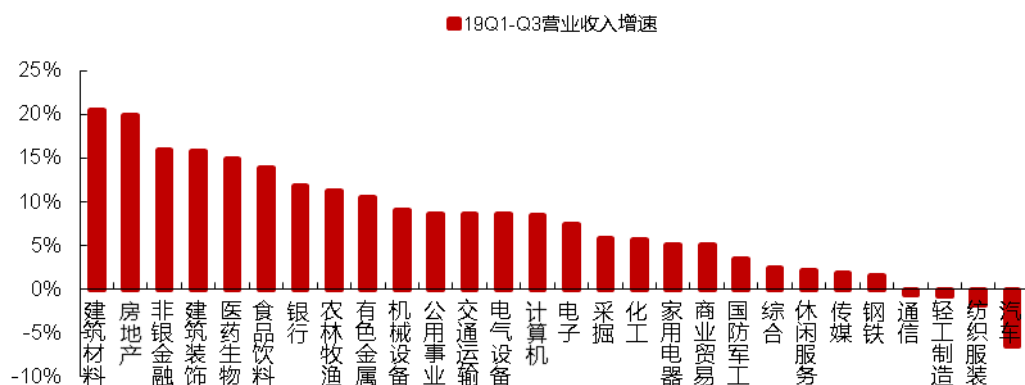


资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.2. 医药板块业绩整体改善，估值水平处于历史底部

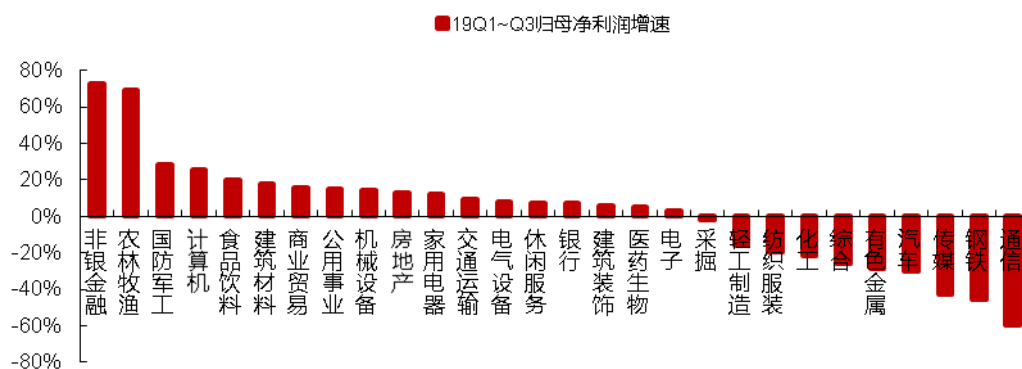
2019Q1-Q3医药板块收入端同比增速位于申万28个一级子行业中第5位，利润端同比增速位于申万28个一级子行业中第17位，收入端增速仍然相对较快，利润端增速受政策影响相对较慢。

图3：19Q1-Q3医药生物行业收入端同比增速位于申万28个一级子行业中第5位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

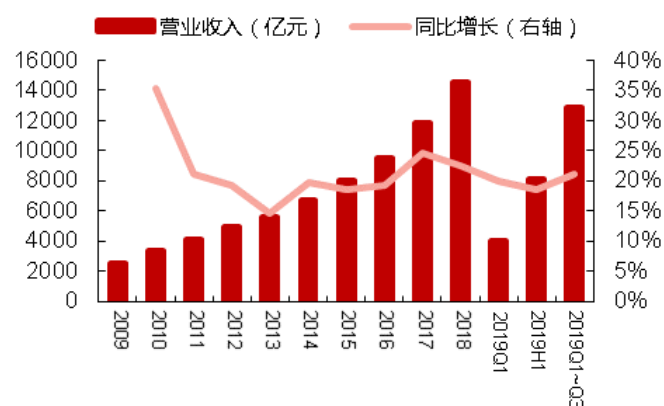
图 4：19Q1-Q3 医药生物行业利润端同比增速位于申万 28 个一级子行业中第 17 位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

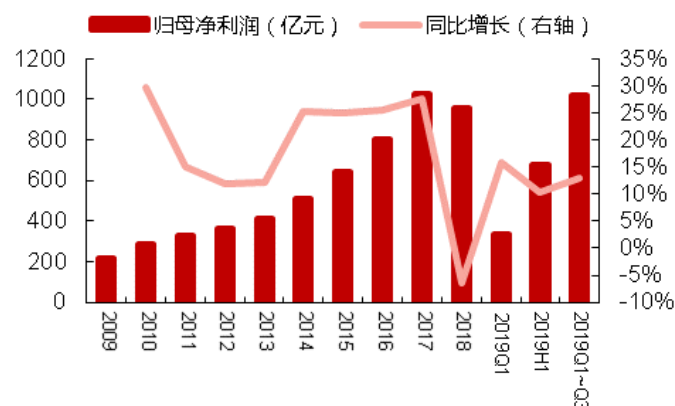
2019Q1-Q3 医药板块实现营业收入 12,863.97 亿元，同比增长 21.15%；实现归母净利润 1018.53 亿元，归母净利润同比增长 12.95%，业绩环比改善。2013-2017 年，医药板块整体增速持续上行，利润端增速高于收入端增速，2018 年受到商誉减值影响明显，增速出现非正常的低值，2019 年基本恢复正常。

图 5：19Q1-Q3 医药板块营收迎来改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

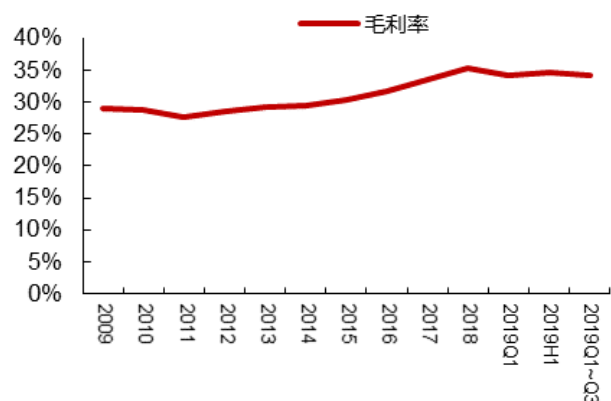
图 6：19Q1-Q3 医药板块归母净利润迎来改善



资料来源：Wind，西部证券研发中心

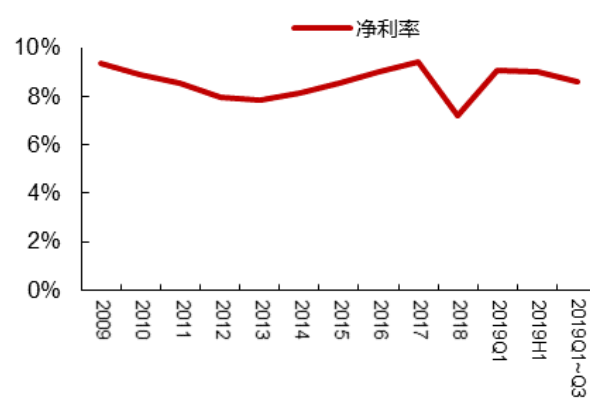
2019 年前三季度医药板块毛利率为 34.08%，同比下降 0.86pct；净利率为 8.62%，同比下降 0.52pct。2012-2017 年，医药板块毛利率和净利率持续上行，进入 2018 年，两票制的全国大范围施行以及原料药的提价进一步带动工业企业毛利率提升，但是 2018 年医药板块商誉减值较大，净利率出现明显下滑。2019 年前三季度受到带量采购等降价政策的影响，医药板块毛利率和净利率同比均出现下降，预计随着带量采购等降价政策覆盖范围的进一步扩大，医药板块毛利率和净利率将进一步承压。

图 7：19Q1-Q3 医药板块毛利率同比下降 0.86pct



资料来源：Wind，西部证券研发中心

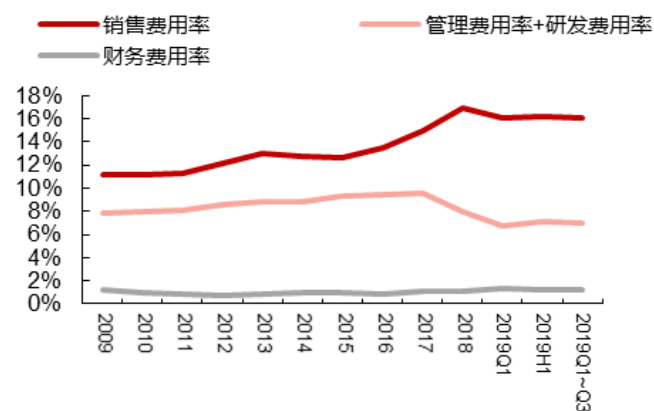
图 8：19Q1-Q3 医药板块净利率同比下降 0.52pct



资料来源：Wind，西部证券研发中心

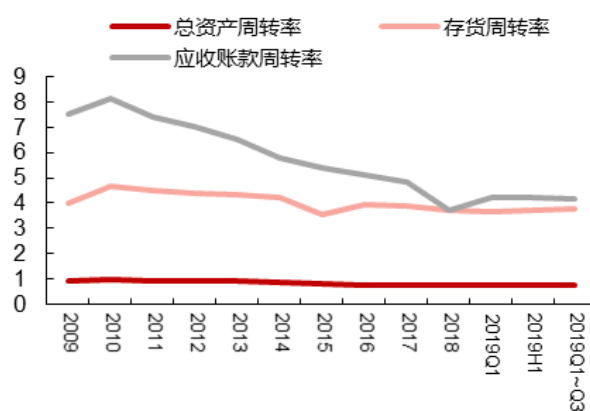
2019 年前三季度医药板块销售费用率 16.12%，同比下降 0.23pct；管理费用率（包含研发费用率）6.96%，同比增长 0.19pct；财务费用率 1.18%，同比增长 0.15pct。销售费用率自 2010 年以来持续上行，与我国医药行业销售模式、仿制药和创新药的大量上市以及行业竞争加剧有密切的关系。管理费用率（包含研发费用率）整体趋势上行，今年前三季度同比下降主要因 2018 年药企加大研发投入，导致研发费用基数较高所致。2019 年前三季度医药板块总资产周转率为 0.58，同比增长 0.01；存货周转率为 2.84，同比持平；应收账款周转率为 3.12，同比下降 0.12，运营情况整体维持稳健。

图 9：19Q1-Q3 医药板块期间费用率保持平稳



资料来源：Wind，西部证券研发中心

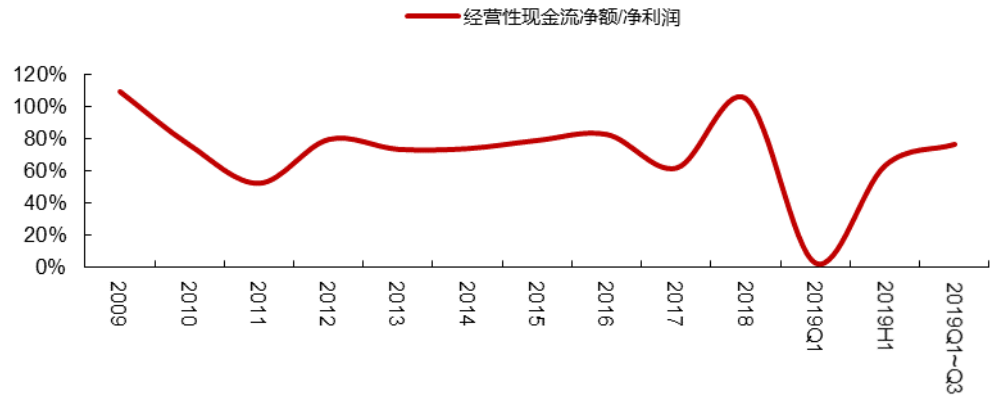
图 10：19Q1-Q3 医药板块运营情况保持稳健



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2019Q1-Q3 医药板块经营性净现金流/净利润指标环比持续好转，与医药流通行业经营性净现金流的持续好转有较大关系。

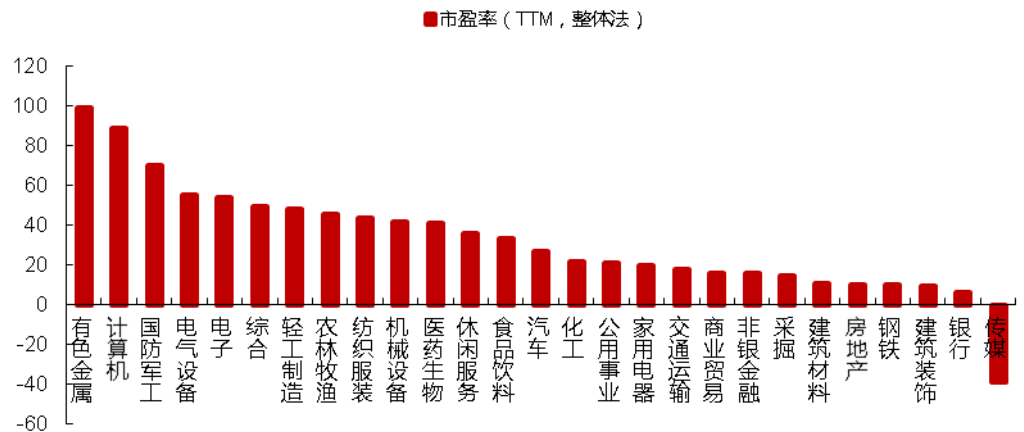
图 11: SW 医药板块经营性净现金流/净利润指标逐季改善



资料来源: 西部证券研发中心

截至 2019 年 11 月 8 日, 医药板块市盈率 (TTM 整体法) 为 40.91 倍, 在 28 个申万一级子行业排名第 11 位, 处于全市场中游水平。

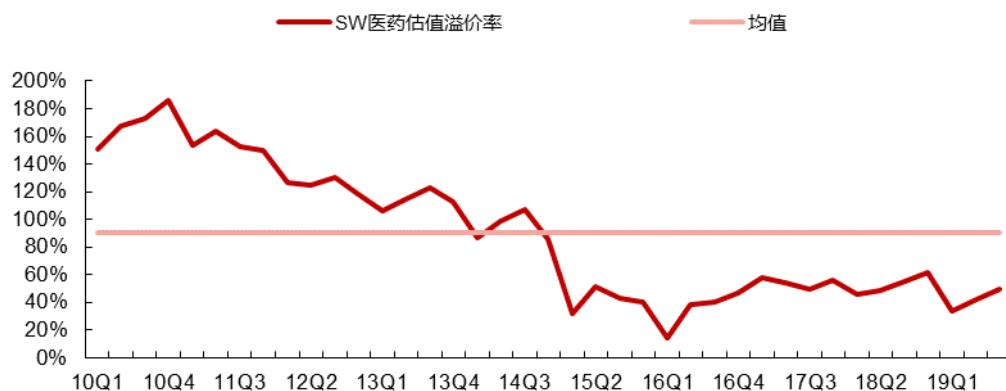
图 12: SW 医药板块市盈率处于中游水平 (剔除通信行业异常值)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

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

图 13: SW 医药板块估值溢价率处于历史底部水平 (扣除银行和非银金融)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

二、细分子行业分化加剧，生物制品、医疗器械表现较好

2.1. 细分子行业分化加剧，生物制品、医疗器械表现较好

从收入端横向对比来看，2019Q1-Q3 生物制品、中药和医药商业板块增速相对较高，化学原料药板块增速相对较低。

表 1: 生物制品、中药和医药商业板块收入端增速相对较高

子板块	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
化学原料药	32.86%	21.78%	20.89%	17.53%	0.01%	9.87%	9.05%
化学制剂	30.19%	27.11%	26.90%	22.46%	15.44%	15.06%	13.00%
中药	18.64%	16.03%	20.77%	19.47%	25.18%	20.34%	15.21%
生物制品	37.07%	43.59%	41.40%	35.45%	18.67%	17.56%	16.79%
医药商业	26.79%	22.01%	17.67%	18.58%	19.99%	20.05%	18.95%
医疗器械	22.57%	24.57%	22.24%	21.25%	18.39%	13.76%	12.95%
医疗服务	47.25%	38.17%	30.75%	19.45%	6.30%	8.98%	11.92%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

从利润端横向对比来看，2019Q1-Q3 生物制品和医疗器械板块增速相对较高，化学制剂、医疗服务和中药板块增速相对较低。

表 2: 生物制品和医疗器械板块利润端增速相对较高

子板块	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
化学原料药	164.96%	87.45%	67.88%	25.12%	-28.09%	-7.73%	14.06%
化学制剂	28.16%	22.43%	-9.17%	-27.49%	13.69%	8.93%	-1.32%
中药	23.65%	23.03%	19.85%	0.59%	19.52%	6.29%	-0.21%
生物制品	-27.28%	-17.05%	-20.09%	-17.33%	74.43%	35.63%	41.01%
医药商业	21.28%	15.83%	10.72%	4.50%	9.61%	10.33%	7.08%
医疗器械	29.36%	32.11%	28.96%	22.82%	50.71%	29.40%	23.58%
医疗服务	63.77%	185.02%	108.09%	71.29%	16.99%	-50.59%	-27.29%

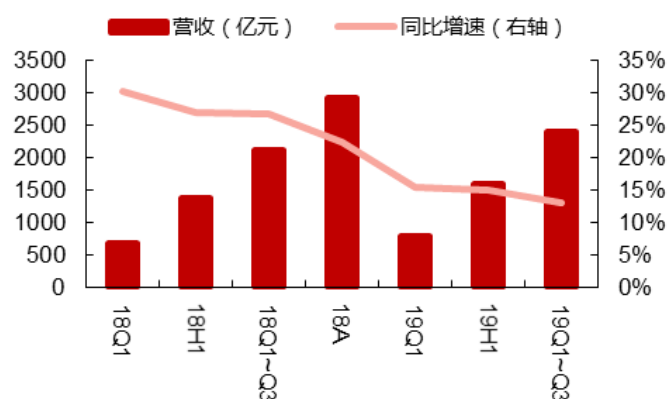
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.1. 化学制剂：两票制影响消除，龙头公司增速稳健

化学制剂板块 19Q1-Q3 实现营业收入 2,407.38 亿元,同比增长 13.00%,增速环比略有下降,整体上化学制药企业营收增长处于放缓趋势,19Q1、19H1 和 19Q1-Q3 与 18 年同期相比增速下滑幅度较大,主要原因在于 2018 年两票制正式全国铺开,企业低开转高开现象普遍,也导致 18 年营收增速较快,在高基数效应下 19 年增长有所放缓。

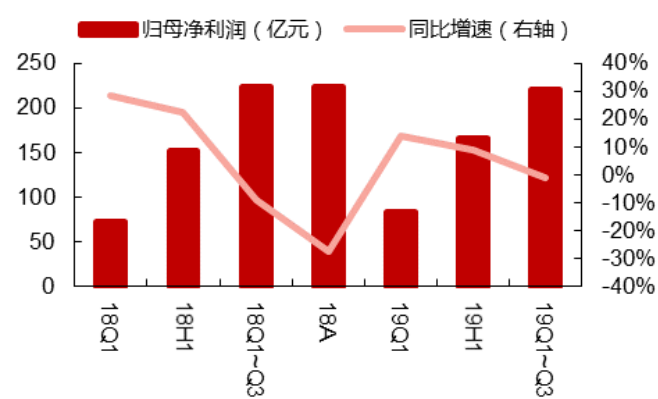
利润端 19Q1-Q3 化学制剂企业总体归母净利润为 220.31 亿元,同比下降 1.32%。从近年来整体趋势来看,化药制剂企业利润增速处于持续放缓态势(2018 年受部分企业大额商誉减值影响),一方面前期医保护容红利逐渐消化,现有产品竞争趋于成熟和激烈,制剂企业利润水平会向自然增速靠拢;另一方面医改政策频出尤其是医保局主导各项政策均旨在降低药价、优化医保基金支出,企业盈利水平出现下滑。

图 14: 化学制剂板块营收增速逐步放缓



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 化学制剂板块归母净利润增速逐步放缓



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面,尽管药品终端价格承压,但得益于两票制对于流通环节的简化,药品出厂价低开转高开明显提升,体现在报表端 18-19 年企业毛利率处于提升趋势,同样销售渠道的重构也导致企业销售费用率有所提升,其次管理费用率同比增长 0.18pct,研发费用率同比增长 0.89pct,财务费用率同比增长 0.21pct,费用率提升相对较快,所以净利率有所下降。营运方面总资产周转率与存货周转率 18、19 年同期大体持平,应收账款周转有所放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19 年同比 18 年提升较多,表明企业净利润“含金量”提升。19 年资产负债率相比 18 年同期略有提升,ROE 也有所下降。

行业点评 | 医药生物

表 3：化学制剂板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	52.33%	52.40%	53.00%	53.76%	54.37%	54.53%	54.67%
销售费用率	27.47%	27.33%	28.12%	29.00%	29.05%	29.32%	29.51%
管理费用率	9.58%	9.51%	6.28%	6.66%	6.31%	6.31%	6.46%
研发费用率			3.89%	4.48%	3.87%	4.28%	4.78%
财务费用率	1.46%	1.22%	1.19%	1.20%	1.64%	1.40%	1.40%
净利率	11.59%	11.87%	11.48%	8.56%	11.85%	11.57%	10.23%
总资产周转率	0.15	0.30	0.45	0.61	0.15	0.31	0.46
存货周转率	0.84	1.65	2.47	3.28	0.83	1.64	2.46
应收账款周转率	0.87	1.75	2.78	3.64	0.91	1.81	2.72
经营性现金流/净利润	0.51	0.68	0.84	1.30	0.56	0.87	1.08
资产负债率	38.51%	38.73%	38.61%	39.96%	39.89%	40.67%	40.18%
ROE	2.55%	5.31%	7.64%	7.63%	2.69%	5.36%	7.06%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

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

表 4：化学制剂龙头公司的经营情况保持稳健

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
恒瑞医药	25.89	28.77	29.19	36.01	26.39	25.61	26.32	28.26	1.19	1.54	1.94	76.54	59.42	47.15
华东医药	10.17	23.84	19.08	19.06	27.41	37.63	23.42	22.33	1.59	1.93	2.32	16.91	13.97	11.61
科伦药业	43.00	9.05	14.50	5.94	62.04	-12.40	-5.91	-10.66	0.93	1.17	1.43	26.49	21.09	17.24
康弘药业	4.70	2.43	9.79	10.41	7.88	2.44	9.67	9.05	0.96	1.16	1.44	32.51	26.80	21.66

资料来源：Wind，西部证券研发中心

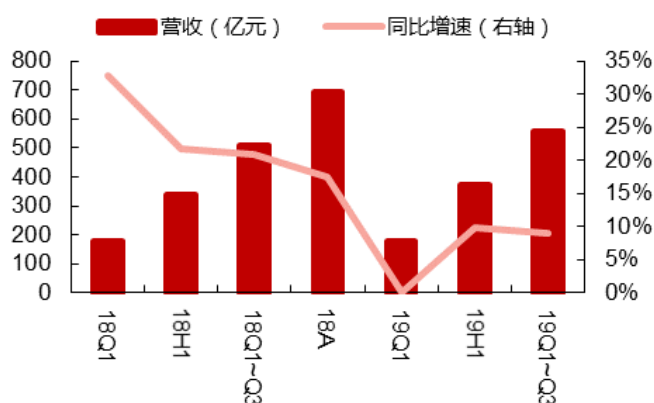
2.2. 化学原料药：利润增速逐季提高，特色原料药表现较好

原料药板块 19Q1-Q3 实现营业收入 557.00 亿元，同比增长 9.05%，增速维持平稳，主要是由于维生素等原料药在 17 年末至 18 年初达到高位，原料药企业收入端也在 18Q1 达到较高水平，而随后各原料药价格迅速回落，企业盈利也随之回落，因此在基数效应下 19Q1 营收呈同比下滑状态，19Q1-Q3 增速则有所提升。

利润端 19Q1-Q3 原料药板块归母净利润为 91.23 亿元，同比增长 14.06%，利润端增速的变化同收入端类似，基数效应对增速影响较大。从 19 年价格情况来看，维生素方面除 VC 外其他维生素价格略有回暖，抗生素价格则由于大产能企业相继开工整体仍处于历史较低水平，后续仍需关注供求变化与环保对企业的影响。

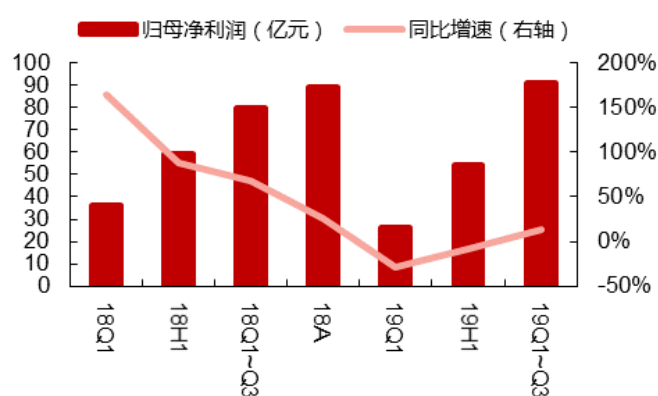
行业点评 | 医药生物

图 16：化学原料药板块营收增速保持平稳



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 17：化学原料药板块归母净利润增速逐季提高



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务指标方面，原料药企业毛利率与净利率随产品价格波动，呈现一定的周期性，费用端19Q1-Q3 三项费用率同比均有所提升。营运方面原料药企业各项资产的周转率相比18年同期均有下降趋势，表明企业各项资产的周转略有放缓。经营性现金流净额/净利润指标同比下降较多，企业经营质量小幅下降。资产负债率同比有所提升，ROE 因产品价格提升也有所提升。

表 5：化学原料药板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	48.01%	43.39%	41.67%	41.48%	39.58%	40.53%	40.55%
销售费用率	9.22%	9.92%	10.60%	11.17%	11.36%	11.56%	11.75%
管理费用率	9.05%	9.96%	6.70%	7.23%	6.59%	6.60%	6.97%
研发费用率			4.20%	4.77%	3.90%	4.01%	4.65%
财务费用率	3.89%	1.22%	0.52%	0.89%	2.70%	1.52%	1.36%
净利率	20.76%	17.87%	16.06%	13.13%	15.15%	15.04%	16.77%
总资产周转率	0.14	0.26	0.39	0.52	0.13	0.26	0.38
存货周转率	0.69	1.37	2.05	2.74	0.66	1.29	1.87
应收账款周转率	1.31	2.56	3.95	5.24	1.27	2.59	3.85
经营性现金流/净利润	0.52	0.78	1.02	1.38	0.30	0.62	0.66
资产负债率	33.93%	34.29%	35.96%	37.39%	37.15%	39.54%	39.34%
ROE	4.36%	7.00%	9.50%	10.54%	2.95%	6.15%	10.06%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

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

行业点评 | 医药生物

表 6：大宗原料药企业业绩波动较大

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
新和成	39.27	-39.71	-16.85	-14.20	80.64	-65.82	-43.87	-32.77	1.15	1.49	1.77	18.33	14.15	11.98
浙江医药	20.49	-10.60	5.69	4.21	44.01	-71.43	-40.09	-30.00	0.54	0.86	1.10	24.04	14.93	11.74
花园生物	57.24	0.51	30.36	21.56	135.74	5.98	49.97	37.47	-	-	-	-	-	-
亿帆医药	5.91	-9.33	8.27	10.56	-43.50	-54.75	-10.04	4.37	0.85	1.05	1.25	16.12	13.00	10.93
金达威	37.80	-11.03	16.82	10.47	44.97	-61.21	-24.50	-18.88	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，西部证券研发中心

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

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

表 7：肝素和特色原料药代表性企业业绩相对较好

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
海普瑞	69.34	6.65	-3.00	-5.79	213.33	636.43	144.08	48.88	0.75	0.79	0.94	21.44	20.26	17.16
健友股份	52.81	40.02	38.44	40.14	35.11	22.38	27.34	34.11	0.83	1.13	1.47	51.87	38.10	29.16
常山药业	16.37	19.68	26.29	24.11	-28.91	24.85	16.20	20.66	-	-	-	-	-	-
普洛药业	14.85	15.86	15.58	15.99	44.42	64.62	50.61	57.87	0.45	0.60	0.76	27.91	21.09	16.55
美诺华	40.25	64.38	61.31	52.43	115.66	436.95	91.57	98.71	1.04	1.43	1.95	23.18	16.86	12.34

资料来源：Wind，西部证券研发中心

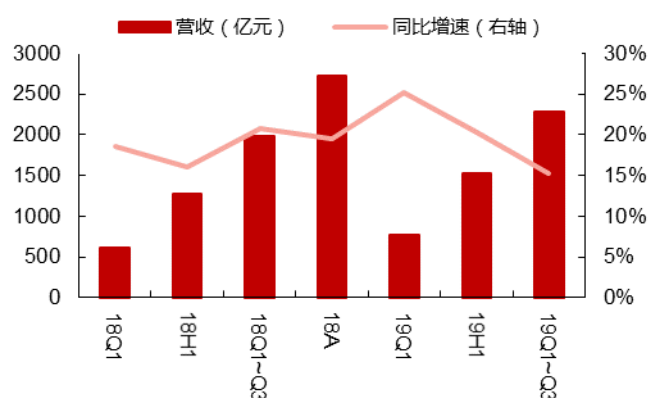
2.3. 中药：业绩增速逐季下降，龙头企业经营情况稳健

中药板块 19Q1-Q3 实现营业收入 2277.67 亿元，同比增长 15.21%；Q3 单季实现营业收入 751.85 亿元，同比增长 6.04%，增速环比 Q2 下降 9.73pct，呈逐季下滑趋势。中药处方药板块受到政策影响，中药注射剂销售受到较大压力，辅助用药监控趋严，部分省级医保产品未来面临调出医保目录的风险，预计未来销售压力仍将持续；政策免疫的中药消费板块中，龙头企业东阿阿胶由于去渠道库存原因，Q3 营收增速持续大幅下滑，同比下降 32.79%，对子行业营收增长造成较大影响。

中药板块 19Q1-Q3 实现归母净利润 244.81 亿元，同比下降 0.21%；Q3 单季实现归母净利润 62.81 亿元，同比下降 15.24%，增速环比 Q2 下降 9.58pct，亦呈逐季下滑趋势，受到东阿阿胶影响明显（Q3 实现归母净利润 1532 万元，同比下降 95.61%）。

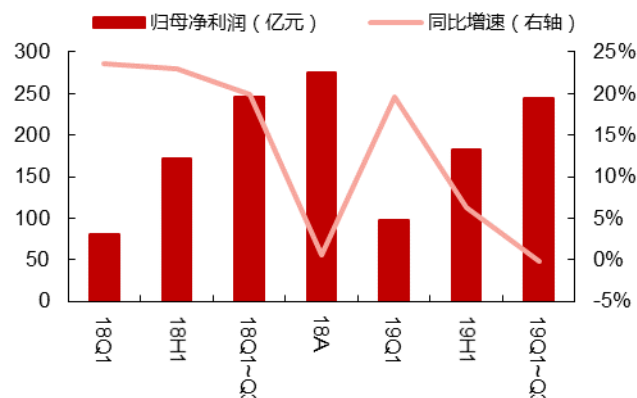
行业点评 | 医药生物

图 18: 19Q1-Q3 中药板块营收增速逐季下降



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 19: 19Q1-Q3 中药板块归母净利润增速逐季下降



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

盈利能力方面, 19Q1-Q3 毛利率 46.30%, 较去年同期下降 3.68pct; 销售费用率为 25.70%, 同比下降 1.77pct, 管理费用率为 5.08%, 同比下降 0.24pct, 中药企业研发费用率维持较低的平稳状态。营运能力方面, 19Q1-Q3 总资产周转率、应收账款周转率同比基本保持稳定, 整体运营效率维持稳定状态。19Q1-Q3 中药板块 ROE 为 8.89%, 同比下降 0.94pct, 主要由净利润下滑所致。

表 8: 中药板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	52.68%	51.78%	49.98%	49.49%	46.66%	46.72%	46.30%
销售费用率	28.07%	28.07%	27.46%	27.88%	24.85%	25.43%	25.70%
管理费用率	7.41%	7.10%	5.32%	5.38%	4.93%	5.04%	5.08%
研发费用率			1.91%	2.12%	1.70%	1.88%	1.90%
财务费用率	0.67%	0.70%	0.72%	0.72%	0.71%	0.72%	0.73%
净利率	13.67%	14.06%	12.92%	10.52%	13.09%	12.47%	11.26%
总资产周转率	0.17	0.33	0.51	0.70	0.18	0.36	0.53
存货周转率	0.51	1.01	1.60	2.20	0.61	1.19	1.76
应收账款周转率	0.88	1.71	2.66	3.59	0.89	1.78	2.64
经营性现金流/净利润	0.33	0.64	0.73	1.03	0.10	0.59	0.77
资产负债率	33.20%	36.85%	35.96%	37.17%	36.15%	36.00%	35.21%
ROE	3.31%	6.96%	9.83%	10.95%	3.65%	6.69%	8.89%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, 我们持续看好政策免疫的中药消费龙头企业。偏消费属性且主要在 OTC 渠道销售的中药消费龙头具有强品种力与品牌力支撑, 长期存在量价齐升空间。Q3 单季在中药行业整体营收与净利润增速走弱的环境下, 片仔癀仍实现 20%左右的营收与净利润增速, 云南白药仍维持较稳定的收入与净利润增速。

行业点评 | 医药生物

表 9: 中药龙头企业业绩保持平稳

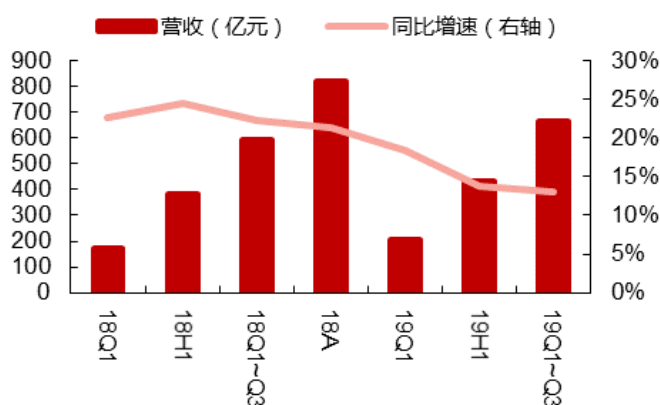
公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H	19Q1-Q3	2019	2020	2021	2019	2020	2021
片仔癀	28.33%	21.45%	20.40%	21.07%	41.62%	23.99%	20.89%	20.56%	2.36	2.97	3.70	45.76	36.46	29.25
云南白药	9.84%	10.04%	5.72%	8.36%	5.14%	4.97%	8.59%	7.46%	2.99	3.37	3.79	29.60	26.26	23.35
华润三九	20.75%	3.02%	10.73%	7.87%	10.02%	175.91%	108.39%	77.03%	2.33	1.92	2.20	12.98	15.70	13.74
白云山	101.55%	161.32%	124.67%	67.57%	66.90%	55.42%	-2.73%	-8.13%	2.05	2.40	2.71	16.98	14.50	12.84
同仁堂	6.23%	6.73%	-1.52%	-4.95%	11.49%	10.18%	3.33%	0.04%	0.85	0.92	1.00	32.12	29.69	27.37

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.4. 医疗器械: 板块内部分化明显, 创新器械、化学发光等领域保持高增长

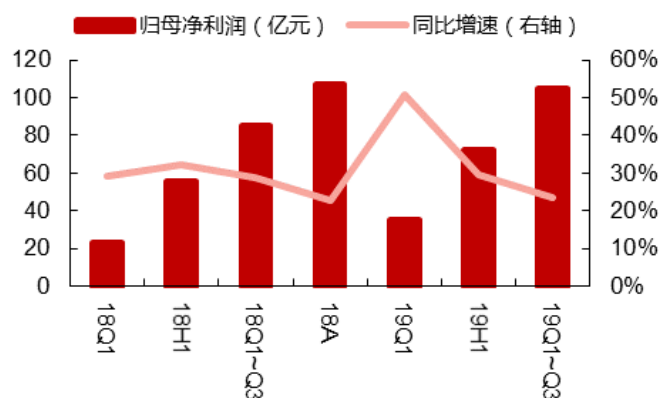
医疗器械板块 19Q1-Q3 实现营业收入 790.96 亿元, 同比增长 14.06%; Q3 实现营业收入 273.78 亿元, 同比增长 12.71%, 增速较前 2 季度有所下降; 利润端 19Q1-Q3 医疗器械企业总体归母净利润为 141.64 亿元, 同比增长 16.15%, 与 19H1 相比增速同样略有下降, 整体上医疗器械企业利润增速处于略微放缓趋势。器械板块内部分化明显, IVD 传统生化诊断、低值耗材市场成熟, 增速缓慢; 创新型医疗器械企业, 包括部分高值耗材、化学发光企业保持较高增长。

图 20: 19Q1-Q3 医疗器械板块营收增速逐季放缓



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 21: 19Q1-Q3 医疗器械板块归母净利润增速逐季放缓



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 医疗器械企业 2019 年毛利率较为平稳保持在 50%以上, Q3 净利率环比有所下降, 但 Q1-Q3 同比上升明显; 费用端 19Q3 三项总费用率环比有所提升, 其中管理费用率提升幅度相对较大, 三项费用率 Q1-Q3 同比 18 年变化不大。营运方面 19 年 Q1-Q3 医疗器械企业总资产周转率与 18 年同期大致相同, 其中存货周转率和应收账款周转率同比均有所下降, 表明企业回款速度有所放缓。经营性现金流净额/净利润指标在 19 年 Q1-Q3 同比 18 年有所上升, 企业净利润中经营现金贡献增加。资产负债率同比下降, ROE 水平同比略有上升。

行业点评 | 医药生物

表 10: 器械板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	49.11%	48.60%	48.93%	48.82%	50.62%	50.93%	50.75%
销售费用率	15.83%	15.68%	16.21%	16.96%	16.67%	16.65%	16.99%
管理费用率	12.47%	10.77%	6.99%	7.06%	6.90%	6.71%	6.83%
研发费用率			5.69%	6.03%	6.15%	6.13%	6.17%
财务费用率	2.30%	0.82%	0.47%	0.67%	2.17%	0.88%	0.56%
净利率	15.98%	17.27%	17.10%	15.63%	19.07%	19.22%	18.50%
总资产周转率	0.14	0.29	0.43	0.58	0.13	0.28	0.42
存货周转率	0.69	1.55	2.14	3.03	0.69	1.42	2.09
应收账款周转率	0.89	1.89	2.84	3.86	0.88	1.79	2.69
经营性现金流/净利润	-0.16	0.37	0.54	0.97	0.09	0.61	0.74
资产负债率	35.17%	38.43%	38.02%	35.71%	34.89%	35.10%	34.89%
ROE	3.32%	7.63%	11.26%	13.67%	3.78%	8.00%	11.52%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

企业方面, 主要分为 IVD 行业和高值耗材行业。IVD 细分行业较多, 生化和免疫临床占比较大。生化方面, 国产企业已经发展的较为成熟, 进口替代基本完成, 国产企业同质化竞争较为激烈, 相比之下, 化学发光将明显受益于技术驱动和产品替代, 成为未来 3-5 年的主战场, 率先布局的企业具有先发优势, 包括安图生物、迈瑞医疗等, POCT 细分行业龙头是万孚生物; 在高值耗材类企业中, 我们看好生产角膜塑形镜的企业欧普康视, 高毛利的梦戴维、DreamVision 放量速度较快, 渠道转型带来出厂价稳定提升, 量价齐升带来业绩的持续增长。

表 11: 器械板块龙头企业业绩保持高速增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
迈瑞医疗	23.09	20.69	20.52	20.42	43.65	24.59	26.57	26.74	3.80	4.66	5.67	51.25	41.89	34.42
安图生物	37.82	31.85	39.03	39.22	25.98	26.10	29.85	30.87	1.75	2.28	2.94	61.36	47.14	36.49
万孚生物	44.05	27.62	20.89	23.51	46.06	31.50	27.40	30.44	1.20	1.58	2.05	41.40	31.48	24.24
欧普康视	47.10	56.74	51.08	46.90	43.34	41.79	39.75	38.60	0.74	1.01	1.36	71.91	52.56	38.95
健帆生物	41.48	42.90	44.39	39.13	41.34	44.02	45.63	36.62	1.34	1.82	2.41	58.73	43.42	32.74

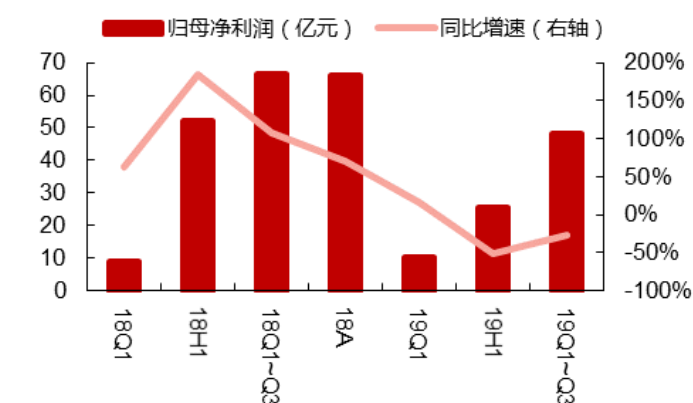
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2.5. 医疗服务: ICL、专科医疗服务、CRMO 表现出色

医疗服务板块 19Q1-Q3 实现营业收入 447.96 亿元, 同比增长 11.92%, 增速逐季提升, 利润端 19 Q1-Q3 医疗服务企业总体归母净利润为 48.37 亿元, 同比下降 27.29%。整体来看, 医疗服务个子行业中, ICL 行业在国家政策、外包渗透率提高、技术驱动升级推动下维持高速增长, 行业竞争格局逐渐改善, 龙头企业率先受益; 专科医院依然延续高增长, 全国陆续布局网点, 未来将继续受益于消费升级的大趋势; CRO 和 CMO 受益于海外产能向国内转移以及国内创新药研发火热, 景气度不断提升, 业绩持续高增长。

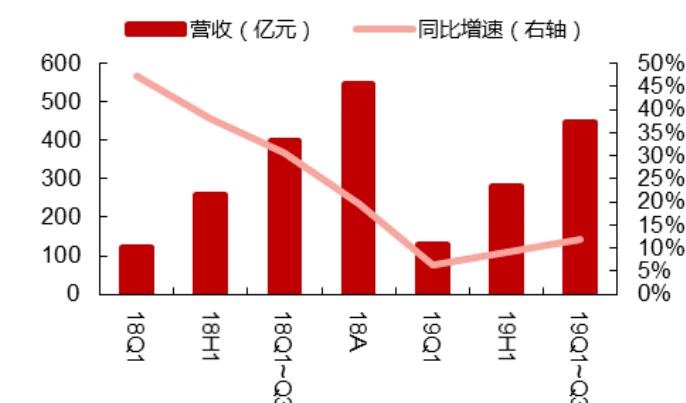
行业点评 | 医药生物

图 22: 19Q1-Q3 医疗服务板块营收增速回暖



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 23: 19Q1-Q3 医疗服务板块归母净利润增速逐季回暖



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 医疗服务企业毛利率 19Q1-Q3 呈逐步下降的趋势, 费用端基本维持稳定, 净利率因毛利率下降较大而下降。营运方面医疗服务企业总资产周转率与去年同期持平, 但存货周转率和应收账款周转率有所下降, 表明经营质量有所降低。经营性现金流净额/净利润指标同比下降, 企业净利润中经营现金贡献降低。资产负债率同比有所提升, 而 ROE 同比下降。

表 12: 医疗服务板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	34.52%	36.66%	38.09%	37.47%	35.71%	37.36%	38.61%
销售费用率	8.05%	9.11%	9.07%	8.99%	8.87%	9.03%	8.95%
管理费用率	13.16%	12.43%	11.03%	11.15%	12.74%	11.34%	11.08%
研发费用率			2.00%	2.15%	2.32%	2.33%	2.40%
财务费用率	3.04%	2.01%	1.80%	2.56%	3.20%	2.36%	2.05%
净利率	8.22%	21.50%	18.00%	13.40%	8.94%	10.31%	12.03%
总资产周转率	0.13	0.26	0.41	0.54	0.12	0.25	0.38
存货周转率	1.30	2.66	4.07	6.97	2.18	4.47	6.59
应收账款周转率	1.14	2.20	3.28	4.65	0.95	1.98	2.99
经营性现金流/净利润	0.36	0.39	0.51	1.06	0.39	0.88	0.92
资产负债率	44.25%	43.56%	43.51%	40.11%	41.17%	43.06%	44.50%
ROE	1.75%	9.56%	12.09%	11.37%	1.57%	3.85%	7.21%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

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

行业点评 | 医药生物

表 13: ICL、民营医疗等龙头企业业绩保持高速增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
金域医学	19.35	26.74	20.26	18.17	23.77	349.22	78.92	94.16	0.87	1.12	1.46	61.70	48.00	36.86
迪安诊断	39.22	51.80	35.17	27.10	11.16	15.56	21.51	20.47	0.78	0.96	1.17	28.76	23.22	19.09
爱尔眼科	34.31	28.50	25.64	26.25	35.88	37.84	36.53	37.55	0.44	0.58	0.76	93.50	70.79	54.16
通策医疗	31.05	27.77	23.58	22.11	53.34	53.71	54.07	45.13	1.48	1.92	2.47	74.38	57.13	44.49
美年健康	35.70	4.40	4.48	7.89	33.70	-6.45	-90.07	-5.46	0.27	0.34	0.45	61.83	47.82	36.80

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

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

表 14: CRO/CMO 龙头企业业绩保持高速增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
药明康德	23.80	29.31	33.68	34.06	84.22	32.97	-16.91	-8.46	1.38	1.76	2.23	68.51	53.82	42.47
康龙化成	26.76	31.12	28.80	29.03	46.94	33.24	32.06	46.25	0.72	0.98	1.31	76.97	56.22	42.06
泰格医药	36.37	28.69	29.49	27.38	56.86	51.72	61.04	66.12	0.92	1.26	1.67	73.38	53.84	40.56
凯莱英	28.94	31.03	44.27	44.61	25.49	45.00	46.37	40.48	2.46	3.24	4.23	52.97	40.12	30.75

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

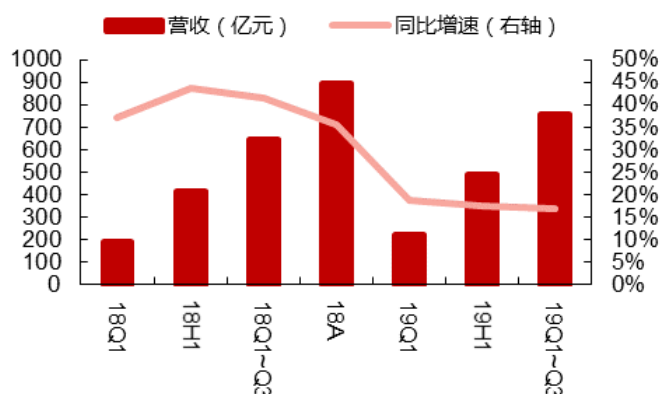
2.6. 生物制品: 企业间分化明显, 疫苗与消费属性生物企业表现较好

生物制品板块 19 年前三季度实现营业收入 756.02 亿元, 同比增长 16.79%, 增速较上半年略有下降, 同比 18 年前三季度也有所下滑; 19Q3 单季度板块营收为 265.84 亿元, 同比增长 15.40%, 主要是部分疫苗企业在经历 18 年高速增长之后回归正常, 高基数效应下增速有所放缓。

利润端 19 年前三季度生物制品企业总体归母净利润为 120.24 亿元, 同比增长 41.01%, 剔除上海莱士影响增速为 16.28%, 环比 H1 增速有所提升。受益于智飞生物、长春高新等企业持续快速增长以及部分血制品企业业绩回暖, 生物制品板块盈利能力得到进一步提升, 但从企业角度而言分化现象仍较为明显, 赛道优异、产品疗效明确的企业业绩表现远远优于其他公司。

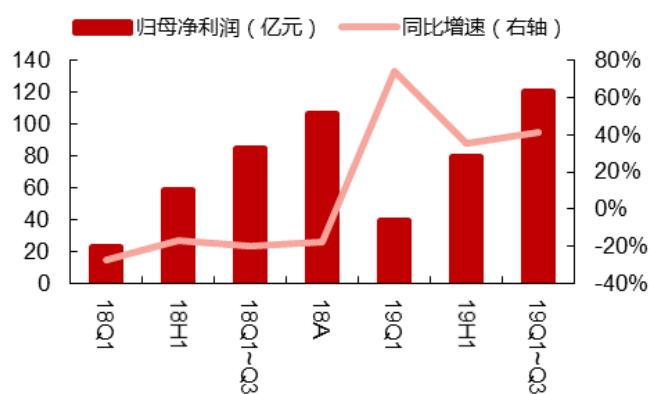
行业点评 | 医药生物

图 24: 19Q1-Q3 生物制品板块营收增速放缓



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 25: 19Q1-Q3 生物制品板块归母净利润增速持续高增长



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

财务指标方面, 19 年前三季度生物制品板块毛利率为 54.19%, 相比 18 年同期略有提升, 其中大多数企业毛利率同比均有提升, 部分企业辅助用药受政策影响以及智飞生物 (增速较快的九价 HPV 疫苗毛利率较低) 毛利率下滑。费用端 19 年前三季度销售费用率同比变化不大; 管理费用率和财务费用率略有改善, 综合净利率同比提升 0.33pct (若剔除上海莱士影响)。营运方面总资产周转率与存货周转率相对稳定, 应收账款周转率有所下降。经营性现金流/净利润显著好转; 资产负债率略有下降, ROE 变化趋势与净利率大体一致。

表 15: 生物制品板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	52.54%	53.40%	53.35%	53.25%	54.12%	53.66%	54.19%
销售费用率	23.61%	24.03%	24.31%	25.67%	23.90%	24.29%	24.53%
管理费用率	10.44%	8.73%	6.71%	6.99%	6.65%	6.31%	6.41%
研发费用率			4.02%	4.20%	4.26%	4.15%	4.18%
财务费用率	2.38%	1.89%	1.76%	1.71%	2.09%	1.70%	1.48%
净利率	13.61%	15.50%	14.71%	13.26%	19.45%	17.93%	17.77%
总资产周转率	0.10	0.21	0.32	0.43	0.10	0.22	0.33
存货周转率	0.46	1.00	1.52	2.10	0.48	1.03	1.53
应收账款周转率	1.14	2.39	3.65	5.08	1.13	2.36	3.52
经营性现金流/净利润	0.22	0.55	0.69	0.93	0.47	0.62	0.73
资产负债率	36.24%	36.94%	35.01%	35.75%	35.57%	35.53%	34.92%
ROE	1.81%	4.61%	6.48%	8.08%	2.80%	5.58%	8.19%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

消费属性生物制品企业业绩在 19 年前三季度仍有分化, 长春高新长效和水针生长激素、我武生物粉尘螨滴剂均保持高速增长; 而通化东宝 Q3 库存清理仍在持续, 安科生物生长激素增速稳定但受干扰素等业务增长下滑导致整体业绩增速低于 19H1, 但从产品来看胰岛素与生长激素竞争格局仍然较好, 国内市场仍有拓展空间, 从行业特点上我们看好此类医保免疫的消费品种的未来市场空间。

行业点评 | 医药生物

表 16: 消费属性代表性生物制品企业业绩增速较高

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
长春高新	31.03	72.07	23.36	31.50	52.05	73.67	32.60	47.93	8.25	10.96	14.00	56.28	42.28	33.06
安科生物	33.32	24.16	21.71	14.24	-5.25	11.41	13.15	10.95	0.35	0.47	0.59	46.72	34.80	27.45
通化东宝	5.80	-0.70	-1.96	2.41	0.25	-0.06	-0.85	0.08	0.47	0.57	0.70	32.75	26.91	22.20
我武生物	29.87	29.13	25.43	29.64	25.14	27.30	25.53	30.23	0.57	0.75	0.99	85.24	64.87	49.31

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

血制品企业 19Q1-Q3 业绩虽然同比 18 年处于复苏态势, 但部分血制品企业如博雅生物由于 Q3 销售费用投入、天坛生物 18Q3 高基数导致三季度业绩增速略有放缓; 华兰生物则受益于 Q3 四价流感疫苗放量实现较快增长。需求端来看, 血制品终端需求相对稳健, 未来需关注静丙新适应症的学术推广进度。

表 17: 血制品代表性企业业绩平稳增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华兰生物	35.84	23.83	16.77	29.60	38.83	25.16	11.94	26.89	1.02	1.22	1.41	35.06	29.49	25.54
天坛生物	18.03	27.49	27.87	22.50	-56.57	19.39	22.21	17.72	0.60	0.72	0.90	45.74	37.60	30.16
博雅生物	67.84	31.82	25.95	24.64	31.57	22.99	11.63	11.20	1.23	1.50	1.82	27.57	22.44	18.19
振兴生化	25.46	-18.88	-5.81	1.09	270.43	-13.77	16.26	58.39	0.69	0.95	1.29	49.20	35.35	26.11
卫光生物	10.36	28.88	20.53	13.98	1.22	9.04	1.98	1.23	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

疫苗企业中智飞生物自有三联苗虽然面临批文问题, 但代理品种仍保持快速增长; 康泰生物单三季度四联苗批签发恢复良好; 沃森生物 Q3 增速较快主要是原有一类苗和二类苗批签发量稳健增长。从行业层面来看目前新型疫苗如 HPV 疫苗仍供不应求, 在研 13 价肺炎球菌结合疫苗市场空间广阔, 叠加疫苗法规行业促进集中度提升, 我们持续看好国内疫苗产业长期发展空间。

表 18: 疫苗类代表性企业业绩保持高增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
智飞生物	289.43	173.58	143.19	119.35	235.75	93.39	68.08	62.25	1.53	2.12	2.68	31.63	22.87	18.05
康泰生物	73.69	-15.31	-24.07	-7.05	102.92	-9.25	-9.84	14.53	0.86	1.21	2.11	98.19	70.07	40.03
沃森生物	31.54	49.72	33.63	39.09	294.77	68.80	16.09	32.10	0.14	0.53	0.77	232.93	60.75	41.90

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

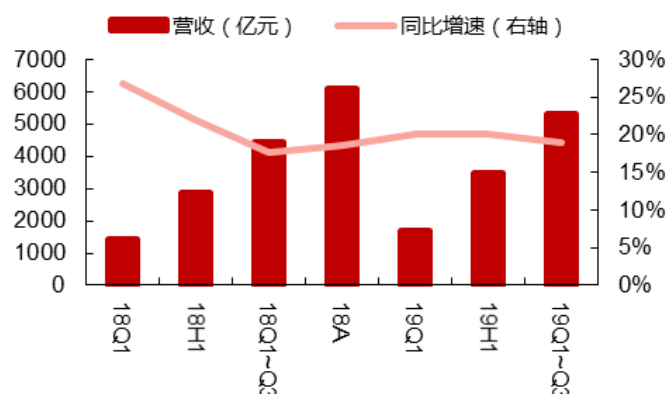
2.7. 医药商业: 流通板块迎来恢复, 零售药店持续高增长

医药商业板块 19Q1-Q3 实现营业收入 5,301.38 亿元, 同比增长 18.95%; 实现归母净利润 131.58 亿元, 同比增长 7.08%。整体来看, 医药行业板块中的医药流通板块相比 2018 年实现了恢复性增长。两票制从 2017 年下半年开始试运行, 2018 年开始在全国大范围推进, 大型流通企业的调拨业务因不满足两票制要求受到最直接影响, 2018Q1 开始流通板块业绩增速逐步下行, 随后医药流通企业调拨业务逐步转变为纯销业务, 两票制的不利影响逐步消化, 2018Q3 收入端迎来拐点, 但因部分企业计提商誉减值等, 利润端增速仍然下行。进入 2019 年, 收入端增速逐步恢复, 利润端迎来拐点, 预计随着行业集中的持续提升, 医药流通板块有望维持平稳增长。此外, 商业板块中的零售药店子板块受益于处方外流和行业集中度提升, 板块收入和

行业点评 | 医药生物

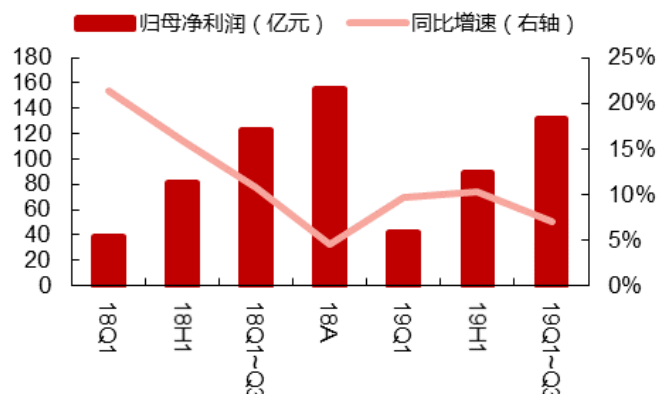
净利润持续高增长，也从一定程度上提振了医药商业板块的整体业绩。

图 26：19Q1-Q3 医药商业板块营收平稳增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 27：19Q1-Q3 医药商业板块归母净利润增速下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

财务指标方面，2019Q1-Q3 毛利率同比小幅下降 0.21pct，与流通行业整体议价能力下降有关；销售费用率和管理费用率均同比小幅下降，与商业企业精细化管理能力增强有较大关系；财务费用率同比增长 0.10pct，增幅相对较大，虽然今年融资成本下行，但流通企业普遍采用应收账款保理、应收账款 ABS 等多种手段改善现金流，导致财务费用有所增长，净利率和 ROE 下降，但经营性现金流/净利润指标大幅好转，表明经营质量进一步提升。

表 19：医药商业板块财务指标整体保持平稳

指标	18Q1	18H1	18Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3
毛利率	13.46%	13.71%	13.59%	13.73%	13.35%	13.61%	13.38%
销售费用率	6.22%	6.19%	6.18%	6.36%	6.22%	6.19%	6.14%
管理费用率	2.41%	2.29%	2.30%	2.39%	2.27%	2.25%	2.27%
研发费用率			0.21%	0.23%	0.19%	0.20%	0.20%
财务费用率	0.73%	0.78%	0.88%	0.89%	0.92%	0.96%	0.98%
净利率	3.13%	3.32%	3.24%	3.00%	2.95%	3.11%	2.98%
总资产周转率	0.36	0.72	1.08	1.44	0.36	0.71	1.07
存货周转率	1.75	3.55	5.29	7.10	1.78	3.66	5.47
应收账款周转率	0.91	1.81	2.69	3.71	0.87	1.77	2.64
经营性现金流/净利润	-3.45	-1.23	-0.56	0.32	-2.03	-0.16	0.12
资产负债率	62.25%	62.82%	63.08%	63.81%	64.16%	64.72%	64.51%
ROE	2.54%	5.28%	7.79%	9.78%	2.45%	5.14%	7.44%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

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

行业点评 | 医药生物

表 20: 龙头流通企业业绩迎来恢复性增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
上海医药	21.58	26.44	22.00	19.57	10.24	10.42	12.45	0.80	1.53	1.72	1.91	12.17	10.85	9.72
九州通	6.77	10.07	11.99	15.11	23.01	12.41	18.66	32.05	0.90	1.10	1.32	15.21	12.44	10.7
国药股份	4.50	15.82	21.41	13.67	14.46	2.53	1.42	12.71	2.05	2.32	2.62	12.37	10.91	9.65
国药一致	17.84	11.04	14.09	22.38	-7.26	47.78	38.46	3.79	3.13	3.63	4.17	14.34	12.39	10.77
柳州医药	24.00	24.89	30.47	27.53	31.59	41.68	39.35	40.10	2.73	3.45	4.26	13.22	10.47	8.46

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

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

表 21: 零售药店业绩持续高增长

公司	收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)				EPS (元)			PE (x)		
	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	18A	19Q1	19H1	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
大参林	19.38	26.77	28.65	27.65	11.93	25.20	32.21	34.34	1.33	1.67	2.05	39.60	31.56	25.80
老百姓	26.26	23.37	24.71	23.59	17.32	22.1	22.08	21.44	1.86	2.30	2.85	38.62	31.26	25.22
一心堂	18.39	18.77	17.90	15.75	23.27	33.51	15.31	15.66	1.09	1.31	1.57	22.77	18.97	15.81
益丰药房	43.79	66.67	68.65	58.36	32.83	45.77	36.78%	35.48	1.50	1.98	2.57	58.26	44.09	33.99

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

三、投资建议

带量采购、高值耗材集采、医保支付目录的调整背后的政策推手依然是支付端, 而医保局的成立加速了这一进程, 在医疗需求持续上升、医保筹资有限的情况下这一进程将不会改变, 从医保的不合理支出向有效支出转变, 具备高药物经济学的创新药讲长期收益。

重点关注: 1、创新药械: 恒瑞医药 (600276.SH)、长春高新 (000661.SZ)、康泰生物 (300601.SZ)、迈瑞医疗 (300760.SZ); **CRO:** 药明康德 (603259.SH)、泰格医药 (300347.SZ)。2、景气度高的政策免疫领域泛消费领域。 **专科服务:** 金域医学 (603882.SH)、通策医疗 (600763.SH); **药店:** 大参林 (603233.SH); **中药消费:** 云南白药 (000538.SZ)、片仔癀 (600436.SH), 月度重点关注长春高新、华海药业 (600521.SZ)。

四、风险提示

带量采购、耗材集采降价超预期风险; 其他政策不确定性风险

西部证券—行业投资评级说明

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

联系我们

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

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lvyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

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

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

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

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

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

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

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