

增持

——维持

日期：2018年11月08日

行业：医药商业



分析师：金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518030001

证券研究报告/行业研究/行业专题研究

医药行业整体利润增速回归常态 细分行业业绩分化明显

——医药行业 2018 年三季度报总结

■ 主要观点

Q3 医药上市公司利润增速回归常态

目前，医药板块除ST长生以外的上市公司2018年三季度报已披露完毕，剔除部分次新股、数据异常个股后，我们对249家医药上市公司进行统计，2018年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为21.70%、24.55%、22.20%，收入增速较上半年持平，利润增速较上半年有所下降。医药板块上市公司前三季度业绩同比增速较2017年全年均进一步提升，处在近5年的高位水平。

分季度来看，医药上市公司2018Q3实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长21.18%、19.02%、15.37%，利润增速回归常态，较2018Q1有所放缓，较2018Q2基本持平。

同期医药制造业稳健增长

医药制造业 2018 年 1-9 月实现主营业务收入 18,203.7 亿元，同比增长 13.6%；实现利润总额 2,305.9 亿元，同比增长 11.5%，同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为 21.79%、20.14%。分季度来看，医药制造业 2018 年 7-9 月实现主营业务收入 5,626.4 亿元，同比增长 13.6%；实现利润总额 720.2 亿元，同比增长 5.7%。同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为 21.23%、9.46%，高于医药制造业整体。从医药行业来看，国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加。医药行业已经进入新的景气周期，这个新的景气周期将以创新品种、优质品种、优质企业为主导。目前政策导向清晰，审评审批制度改革、仿制药一致性评价、“两票制”等医药政策调控下，产业结构趋向优化，行业集中度不断提升，强者恒强。未来医药行业将在存量市场的结构优化和创新驱动带来的行业的增量发展中稳步前行，龙头企业在医药行业整体保持稳健增长的基础上，有望享受集中度提升带来的红利，保持高于医药制造业整体的业绩增速。

细分板块业绩分化明显，龙头企业表现亮眼

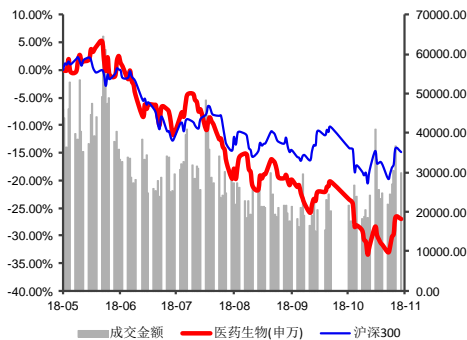
化学原料药板块 Q3 受部分产品降价等因素影响拖累业绩增速：化学制剂板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 30.03%、22.72%、20.03%。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 27.97%、24.25%、18.49%，延续了上半年较快的业绩增速水平，较 2017 年明显改善。长期来看，随着一致性评价、药品上市许可持有人试点、优化药品审评审批、集中采购等政策逐步推进，龙头药企有望享受政策红利，凭借研发优势、渠道优势等竞争优势进一步扩大市场份额，提升制剂行业集中度水平，带动化学制剂板块整体增速进一步提升。

化学制剂板块业绩持续快速增长：化学制剂板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 30.03%、22.72%、20.03%。

行业数据 (Y18M9)

累计产品销售收入 (亿元)	18,203.7
累计产品销售收入同比增长	13.6%
累计利润总额 (亿元)	2,305.9
累计利润总额同比增长	11.5%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 27.97%、24.25%、18.49%，延续了上半年较快的业绩增速水平，较 2017 年明显改善。长期来看，随着一致性评价、药品上市许可持有人试点、优化药品审评审批、集中采购等政策逐步推进，龙头药企有望享受政策红利，凭借研发优势、渠道优势等竞争优势进一步扩大市场份额，提升制剂行业集中度水平，带动化学制剂板块整体增速进一步提升。

生物制品板块业绩增速 Q3 有所下降，看好中长期发展：生物制品板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 45.72%、46.83%、44.87%；分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 37.30%、25.07%、29.79%。短期来看，受狂犬事件、渠道库存调整、辅助用药医保严控等因素影响，生物制品企业 Q3 业绩增速较 2018H1 有所下降。长期来看，在生物产业被列为国家战略性新兴产业的政策背景下，单抗药等临床价值高的优质靶向药有望持续享受政策红利，加速上市并具有良好的进口替代空间，前景广阔。

医疗服务板块整体表现亮眼，业绩持续高增长：医疗服务板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 46.90%、47.60%、48.51%。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 37.38%、29.58%、37.83%，利润端同比增速较 2018H1 有所回落，但扣非净利润仍保持高速增长。医疗服务板块业绩表现靓丽，一方面，爱尔眼科、通策医疗等龙头企业保持较强内生性增长的同时凭借外延式收购贡献业绩弹性；另一方面，CRO 企业受益于 CRO 行业回暖、一致性评价政策推进带来订单放量等因素影响，业绩同比快速增长。

医疗器械板块业绩分化明显，龙头表现靓丽：医疗器械板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 22.38%、26.63%、25.54%。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.23%、25.89%、25.43%，医疗器械板块整体延续 2018H1 较快增长的态势。医疗器械板块业绩分化明显，乐普医疗、欧普康视等龙头企业在细分领域竞争优势明显，叠加外延式收购等因素，业绩维持高速增长。

医药商业板块龙头企业持续受益于集中度提升、处方外流等政策红利：医药商业板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 17.72%、19.75%、14.05%，维持稳健增长。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.19%、26.79%、7.33%，扣非净利润增速较 2018H1 有所下降，主要原因是部分上市公司工业板块业务短期业务调整、研发费用同比大幅增长等因素带来的短期扰动。一方面，医药批发企业 2017 年以来受“两票制”实施影响，调拨业务同比大幅减少，导致业绩增速有所放缓，长期来看，批发龙头企业有望凭借规模优势、终端覆盖能力强等竞争优势占据更多存量市场份额，提升行业集中度水平；另一方面，医药零售企

业凭借资本优势保持较快的门店扩张速度，叠加处方外流、公立医院药品零差率等医改政策影响，药品零售连锁化率、龙头企业销售额占比均有进一步提升的空间。

中药板块整体业绩增长稳健，OTC企业维持较快业绩增速：中药板块2018年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为18.23%、12.80%、10.23%。分季度来看，2018Q3营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长17.74%、8.83%、7.39%，同比增速较2018Q1有所回落，较2018Q2基本持平。一方面，片仔癀、济川药业等品牌OTC企业业绩保持快速增长的态势；另一方面，中药注射剂受安全性、有效性等因素影响，面临长期业绩下行的压力。

■ 风险提示

政策推进不及预期风险；药品招标降价风险；药品质量风险等。

目 录

一、前三季度医药板块维持较快增速	6
1.1 Q3 医药上市公司利润增速回归常态	6
1.2 同期医药制造业稳健增长	7
1.3 医药近期延续调整行情	8
1.4 2018Q3 基金重仓持股中医药配置比例环比有所回落	9
二、细分板块业绩概况及盈利指标分析	10
2.1 化学原料药板块 Q3 受部分产品降价等因素影响拖累业绩增速	10
2.2 化学制剂板块业绩持续快速增长	11
2.3 生物制品板块业绩增速 Q3 有所下降，看好中长期发展	12
2.4 医疗服务板块整体表现亮眼，业绩持续高增长	12
2.5 医疗器械板块业绩分化明显，龙头表现靓丽	13
2.6 医药商业板块龙头企业持续受益于集中度提升、处方外流等政策红利	14
2.7 中药板块整体业绩增长稳健，OTC 企业维持较快业绩增速	15
三、风险提示	16

图

图 1 2012-2018Q3 医药上市公司营业收入概况 (百万元) ...	6
图 2 2012-2018Q3 医药上市公司归母净利润概况 (百万元)	6
图 3 2012-2018Q3 医药上市公司扣非净利润 (百万元)	6
图 4 2015-2018Q3 医药上市公司业绩增速 (季度)	6
图 5 2012-2018Q3 医药制造业业绩概况 (亿元)	7
图 6 年初至今医药板块指数走势图	8
图 7 近 1 个月医药板块指数走势图	8
图 8 近年医药板块绝对估值情况	9
图 9 近年医药板块估值溢价率	9
图 10 2011-2018Q3 基金重仓持股中医药配置比例概况	10
图 11 2012-2018Q3 化学原料药板块业绩增速概况	10
图 12 2015-2018Q3 化学原料药板块单季度业绩增速概况	10
图 13 2012-2018Q3 化学制剂板块业绩增速概况	11
图 14 2015-2018Q3 化学制剂板块单季度业绩增速概况	11
图 15 2012-2018Q3 生物制品板块业绩增速概况	12
图 16 2015-2018Q3 生物制品板块单季度业绩增速概况	12
图 17 2012-2018Q3 医疗服务板块业绩增速概况	13
图 18 2012-2018Q3 医疗器械板块业绩增速概况	14
图 19 2015-2018Q3 医疗器械板块单季度业绩增速概况	14
图 20 2012-2018Q3 医药商业板块业绩增速概况	15
图 21 2015-2018Q3 医药商业板块单季度业绩增速概况	15
图 22 2012-2018Q3 中药板块业绩增速概况	16
图 23 2015-2018Q3 中药板块单季度业绩增速概况	16

表

表 1 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 11 月 5 日）	8
表 2 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值）	9
表 3 2012-2018Q3 化学原料药板块财务分析	11
表 4 2012-2018Q3 化学制剂板块财务分析	11
表 5 2012-2018Q3 生物制品板块财务分析	12
表 6 2012-2018Q3 医疗服务板块财务分析	13
表 7 2012-2018Q3 医疗器械板块财务分析	14
表 8 2012-2018Q3 医药商业板块财务分析	15
表 9 2012-2018Q3 中药板块财务分析	16

一、前三季度医药板块维持较快增速

1.1 Q3 医药上市公司利润增速回归常态

目前，医药板块除 ST 长生以外的上市公司 2018 年三季报已披露完毕，剔除部分次新股、数据异常个股后，我们对 249 家医药上市公司进行统计，2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 21.70%、24.55%、22.20%，收入增速较上半年持平，利润增速较上半年有所下降。医药板块上市公司前三季度业绩同比增速较 2017 年全年均进一步提升，处在近 5 年的高位水平。

图 1 2012-2018Q3 医药上市公司营业收入概况 (百万元)

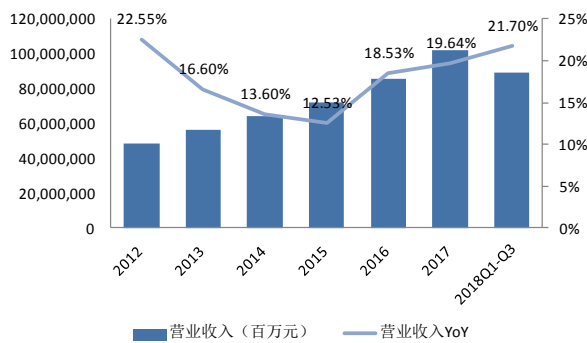
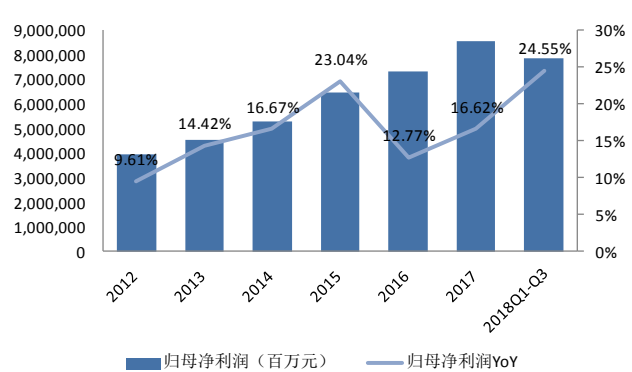


图 2 2012-2018Q3 医药上市公司归母净利润概况 (百万元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

分季度来看，医药上市公司 2018Q3 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 21.18%、19.02%、15.37%，利润增速回归常态，较 2018Q1 有所放缓，较 2018Q2 基本持平。

图 3 2012-2018Q3 医药上市公司扣非净利润 (百万元)

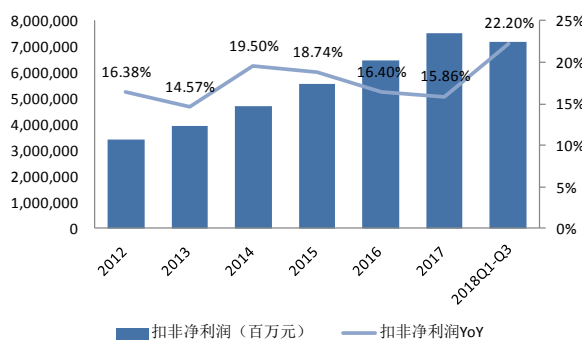
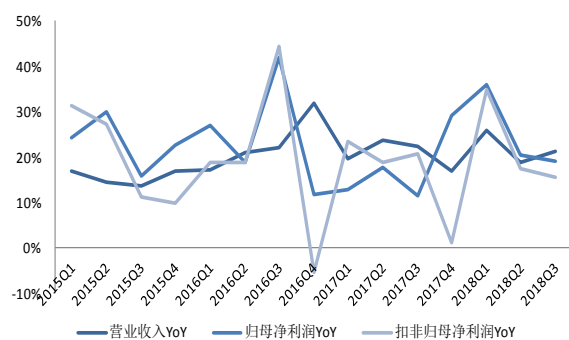


图 4 2015-2018Q3 医药上市公司业绩增速 (季度)



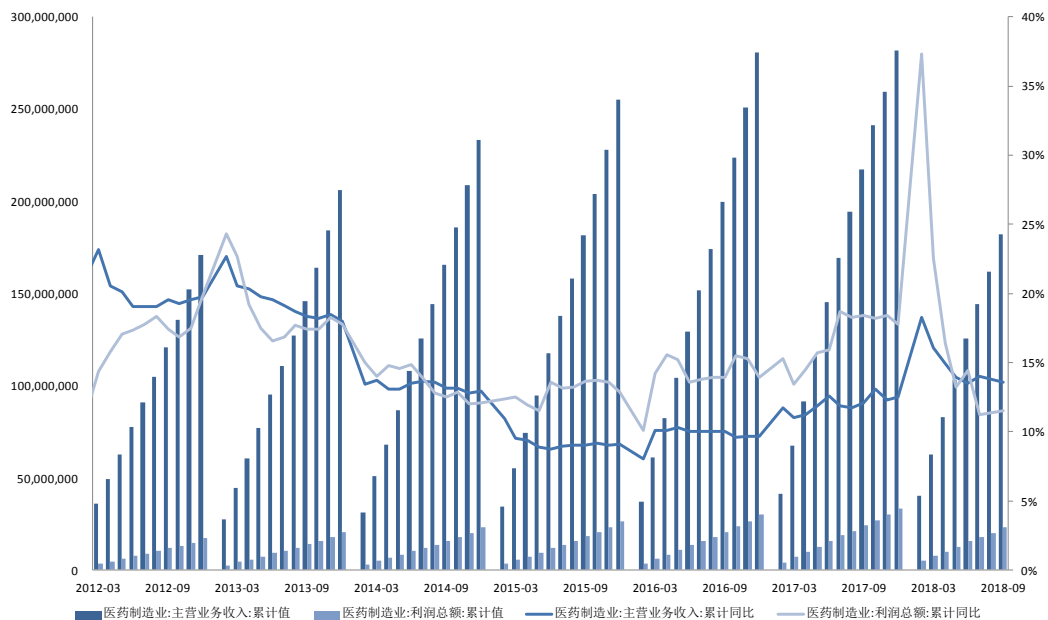
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 同期医药制造业稳健增长

根据国家统计局数据,医药制造业2018年1-9月实现主营业务收入18,203.7亿元,同比增长13.6%;实现利润总额2,305.9亿元,同比增长11.5%,同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为21.79%、20.14%。分季度来看,医药制造业2018年7-9月实现主营业务收入5,626.4亿元,同比增长13.6%;实现利润总额720.2亿元,同比增长5.7%。同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为21.23%、9.46%,高于医药制造业整体。从医药行业来看,国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛,且对高端产品和服务的需求持续增加。医药行业已经进入新的景气周期,这个新的景气周期将以创新品种、优质品种、优质企业为主导。目前政策导向清晰,审评审批制度改革、仿制药一致性评价、“两票制”等医药政策调控下,产业结构趋向优化,行业集中度不断提升,强者恒强。未来医药行业将在存量市场的结构优化和创新驱动带来的行业的增量发展中稳步前行,龙头企业在医药行业整体保持稳健增长的基础上,有望享受集中度提升带来的红利,保持高于医药制造业整体的业绩增速。

图 5 2012-2018Q3 医药制造业业绩概况 (亿元)

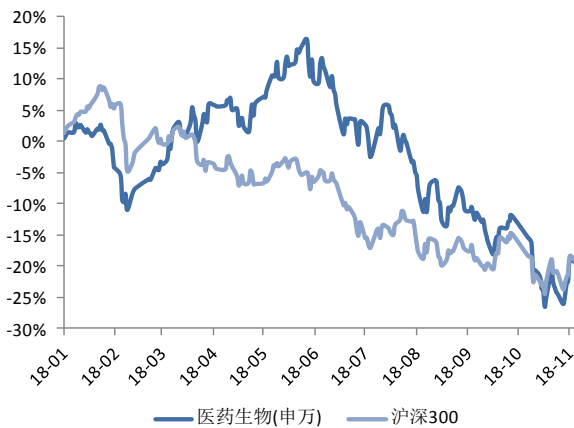


数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

1.3 医药近期延续调整行情

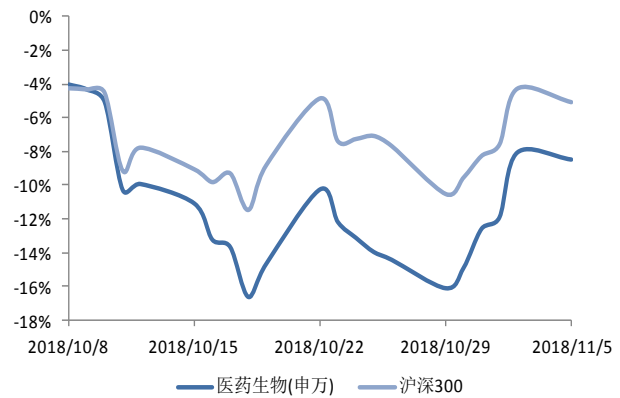
截至 11 月 5 日，年初至今医药指数下跌 19.31%，跑输沪深 300 指数 0.25 个百分点，子板块中，化学制剂板块跌幅最小，下跌 12.55%，化学原料药跌幅最大，下跌 27.59%；以一个月区间统计，医药指数下跌 8.50%，跑输沪深 300 指数 3.38 个百分点，子板块中跌幅最小的是化学制剂板块，下跌 2.54%，跌幅最大的是生物制品板块，下跌 12.44%。

图 6 年初至今医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 7 近 1 个月医药板块指数走势图



数据来源: Wind 上海证券研究所

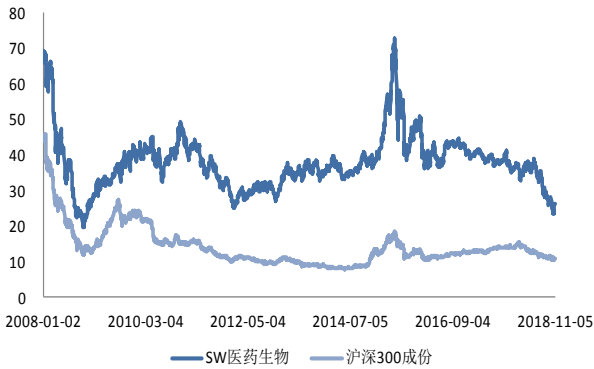
表 1 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现 (截至 11 月 5 日)

子行业	年初至今			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	-18.90%	0.40%	0.15%	-6.26%	2.25%	-1.14%
化学制剂	-12.55%	6.76%	6.51%	-2.54%	5.96%	2.58%
中药	-25.26%	-5.95%	-6.20%	-11.64%	-3.14%	-6.52%
生物制品	-13.67%	5.64%	5.39%	-12.44%	-3.93%	-7.32%
化学原料药	-27.59%	-8.29%	-8.54%	-8.46%	0.04%	-3.34%
医疗器械	-22.04%	-2.73%	-2.99%	-5.12%	3.38%	0.00%
医疗服务	-15.86%	3.45%	3.19%	-11.20%	-2.69%	-6.08%
医药生物	-19.31%	N/A	-0.25%	-8.50%	N/A	-3.38%
沪深 300	-19.05%	N/A	N/A	-5.12%	N/A	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所

截止 11 月 5 日，医药板块绝对估值 PE（历史 TTM 整体法，剔除负值）为 26.15，处于近十年的中低位水平，相对于沪深 300 的估值溢价率约 142.23%，仍处于近十年中低位水平。

图 8 近年医药板块绝对估值情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 9 近年医药板块估值溢价率



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，医疗服务子板块估值较高，PE 为 67.78。医药商业子板块估值较低，PE 为 16.57。

表 2 医药各细分板块的 PE 估值 (TTM_整体法, 剔除负值)

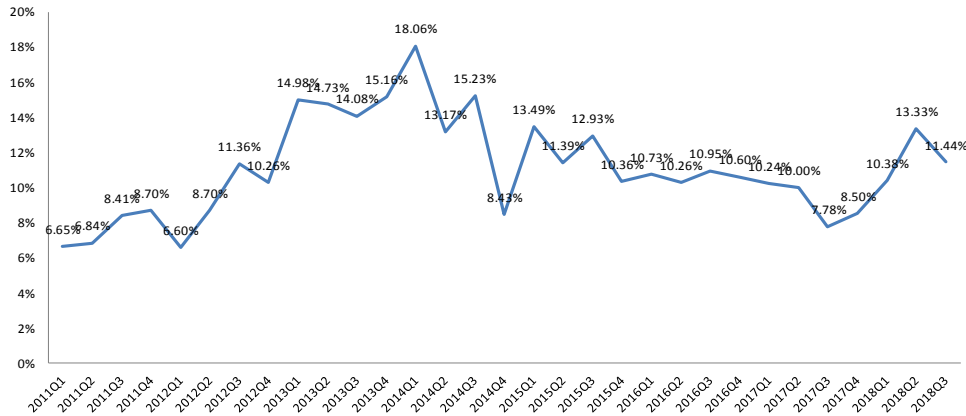
板块名称	PE	溢价率
化学原料药	19.51	77.81%
化学制剂	35.36	222.26%
生物制品	41.01	273.76%
医疗器械	37.22	239.21%
医药商业	16.57	51.02%
中药	19.44	77.17%
医疗服务	67.78	517.73%
医药生物	27.28	148.62%
沪深 300	10.97	

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 9 月 5 日

1.4 2018Q3 基金重仓持股中医药配置比例环比有所回落

根据 Wind 数据，我们对所有基金 2018Q3 重仓持股进行统计，医药板块的配置比例为 11.44%，同比提升 3.66 个百分点，环比下降 1.89 个百分点。受医药行业持续调整行情、部分个股出现黑天鹅事件等因素影响，医药配置比例 2018Q3 结束了 2017Q4-2018Q2 连续三个季度回升的态势，环比有所回落。

图 10 2011-2018Q3 基金重仓持股中医药配置比例概况



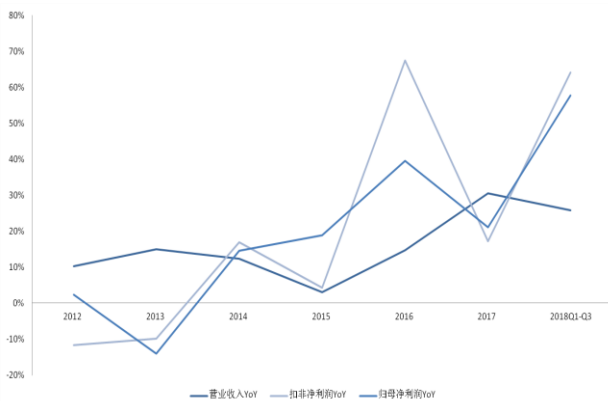
数据来源: Wind 上海证券研究所

二、细分板块业绩概况及盈利指标分析

2.1 化学原料药板块 Q3 受部分产品降价等因素影响拖累业绩增速

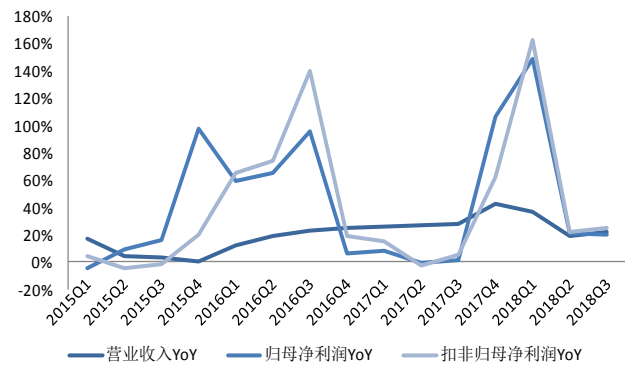
化学原料药板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 25.87%、57.73%、64.12%；分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 22.04%、19.90%、25.02%，同比增速较 2018Q2 基本持平。短期来看，维生素 A、维生素 D3、维生素 E、泛酸钙等部分原料药产品价格 Q3 均呈下降趋势，原料药上市公司业绩同比增速面临下行压力；长期来看，受环保趋严、淘汰落后产能、行业集中度提升等因素影响，原料药企业的收入规模、盈利能力有望逐步改善。

图 11 2012-2018Q3 化学原料药板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 2015-2018Q3 化学原料药板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 3 2012-2018Q3 化学原料药板块财务分析

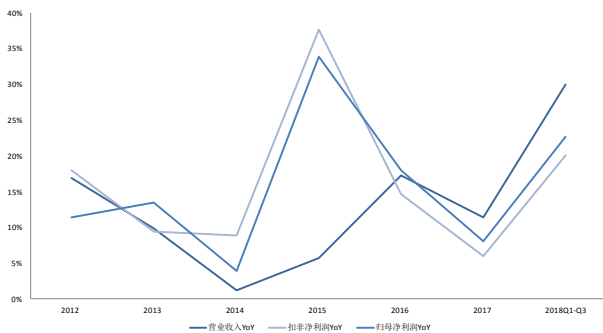
板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	29.23%	28.95%	31.05%	31.95%	35.55%	35.57%	38.49%	33.41%
销售费用率	5.95%	7.15%	7.81%	8.32%	8.55%	9.69%	12.60%	8.91%
管理费用率	11.25%	11.33%	11.91%	13.45%	12.41%	11.07%	10.02%	10.62%
财务费用率	0.79%	1.11%	1.23%	0.63%	0.37%	1.84%	0.55%	1.76%
净利率	9.88%	7.83%	8.02%	8.89%	10.86%	10.07%	12.28%	9.77%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.2 化学制剂板块业绩持续快速增长

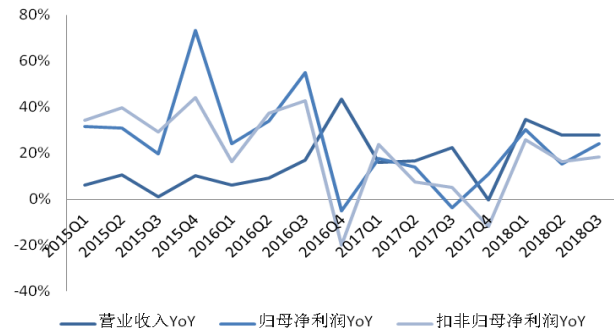
化学制剂板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 30.03%、22.72%、20.03%。分季度来看, 2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 27.97%、24.25%、18.49%, 延续了上半年较快的业绩增速水平, 较 2017 年明显改善。长期来看, 随着一致性评价、药品上市许可持有人试点、优化药品审评审批、集中采购等政策逐步推进, 龙头药企有望享受政策红利, 凭借研发优势、渠道优势等竞争优势进一步扩大市场份额, 提升制剂行业集中度水平, 带动化学制剂板块整体增速进一步提升。

图 13 2012-2018Q3 化学制剂板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 2015-2018Q3 化学制剂板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 4 2012-2018Q3 化学制剂板块财务分析

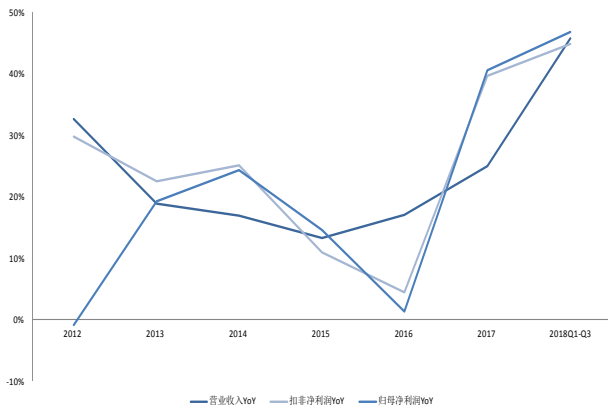
板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	38.27%	40.01%	44.11%	48.43%	50.09%	55.41%	59.04%	53.62%
销售费用率	17.62%	18.81%	20.74%	20.89%	21.14%	26.77%	32.09%	24.46%
管理费用率	9.42%	9.65%	10.69%	11.84%	12.29%	12.52%	11.36%	11.93%
财务费用率	0.68%	0.90%	1.17%	1.44%	1.28%	1.49%	1.22%	1.65%
净利率	8.89%	9.20%	9.44%	11.75%	12.32%	14.50%	12.06%	16.24%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 生物制品板块业绩增速 Q3 有所下降，看好中长期发展

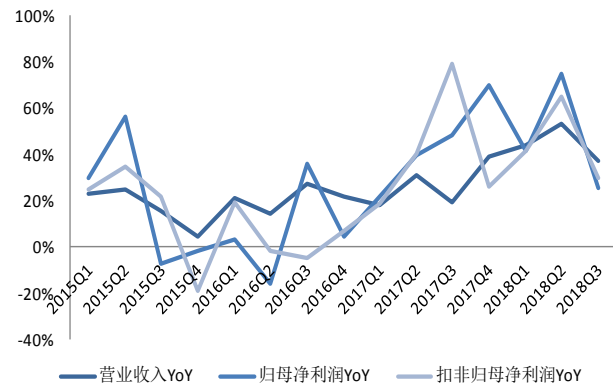
生物制品板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 45.72%、46.83%、44.87%；分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 37.30%、25.07%、29.79%。短期来看，受狂苗事件、渠道库存调整、辅助用药医保严控等因素影响，生物制品企业 Q3 业绩增速较 2018H1 有所下降。长期来看，在生物产业被列为国家战略性新兴产业的政策背景下，单抗药等临床价值高的优质靶向药有望持续享受政策红利，加速上市并具有良好的进口替代空间，前景广阔。

图 15 2012-2018Q3 生物制品板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 2015-2018Q3 生物制品板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 5 2012-2018Q3 生物制品板块财务分析

板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	56.18%	56.30%	54.86%	58.16%	60.76%	64.62%	64.57%	65.19%
销售费用率	21.35%	21.06%	21.11%	22.87%	24.40%	29.54%	30.38%	28.47%
管理费用率	15.57%	15.61%	15.12%	15.72%	16.01%	14.42%	13.55%	14.28%
财务费用率	1.80%	2.02%	1.96%	1.90%	1.74%	1.73%	1.42%	1.80%
净利率	23.08%	21.79%	21.17%	19.40%	20.86%	20.01%	19.71%	22.81%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 医疗服务板块整体表现亮眼，业绩持续高增长

医疗服务板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 46.90%、47.60%、48.51%。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 37.38%、29.58%、37.83%，利润端同比增速较 2018H1 有所回落，但扣非净利润仍保持高速增长。医疗服务板块业绩表现靓丽，一方面，爱尔眼科、通

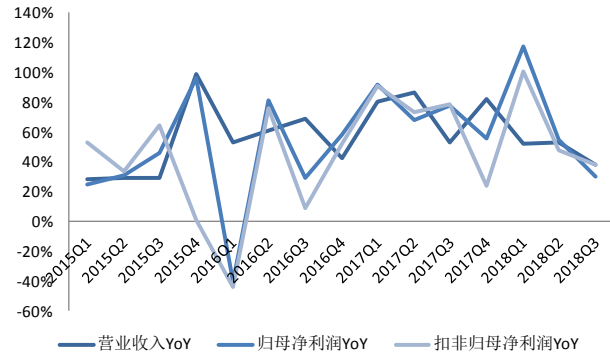
策医疗等龙头企业保持较强内生性增长的同时凭借外延式收购贡献业绩弹性；另一方面，CRO企业受益于CRO行业回暖、一致性评价政策推进带来订单放量等因素影响，业绩同比快速增长。

图 17 2012-2018Q3 医疗服务板块业绩增速概况



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 18 2015-2018Q3 医疗服务板块单季度业绩增速概况



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 6 2012-2018Q3 医疗服务板块财务分析

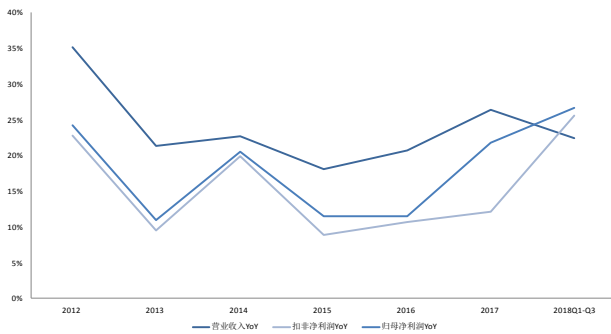
板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	37.21%	37.96%	40.26%	43.34%	42.26%	41.82%	41.77%	42.14%
销售费用率	8.68%	9.56%	9.84%	13.62%	13.46%	13.62%	13.02%	13.19%
管理费用率	12.67%	14.31%	15.74%	14.75%	14.29%	12.20%	11.90%	12.66%
财务费用率	0.84%	1.03%	1.05%	0.83%	1.10%	1.40%	1.70%	1.50%
净利率	10.81%	7.71%	10.08%	10.98%	10.53%	11.28%	11.88%	11.70%

数据来源：Wind 上海证券研究所

2.5 医疗器械板块业绩分化明显，龙头表现靓丽

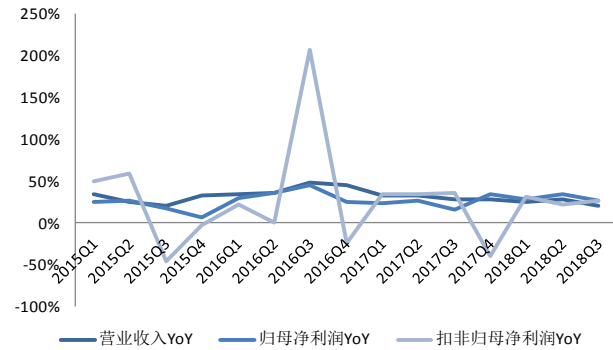
医疗器械板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 22.38%、26.63%、25.54%。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.23%、25.89%、25.43%，医疗器械板块整体延续 2018H1 较快增长的态势。医疗器械板块业绩分化明显，乐普医疗、欧普康视等龙头企业在细分领域竞争优势明显，叠加外延式收购等因素，业绩维持高速增长。

图 18 2012-2018Q3 医疗器械板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 2015-2018Q3 医疗器械板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 7 2012-2018Q3 医疗器械板块财务分析

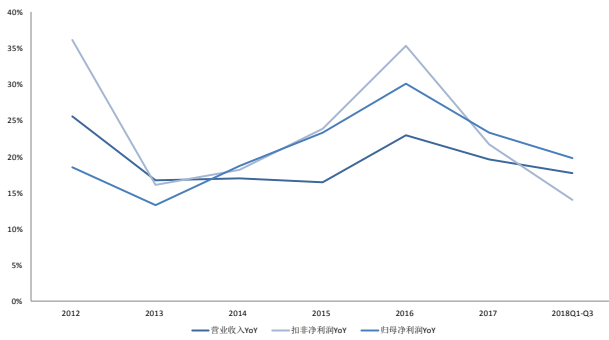
板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	43.55%	43.43%	42.56%	42.66%	43.58%	44.64%	46.06%	44.57%
销售费用率	12.96%	13.25%	12.60%	12.85%	13.68%	14.77%	15.32%	13.88%
管理费用率	11.04%	11.76%	12.08%	12.72%	12.88%	12.82%	12.69%	12.46%
财务费用率	-0.47%	-0.26%	0.02%	0.23%	0.34%	1.14%	0.88%	0.97%
净利率	16.75%	15.56%	15.37%	14.71%	13.83%	13.38%	14.80%	14.41%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.6 医药商业板块龙头企业持续受益于集中度提升、处方外流等政策红利

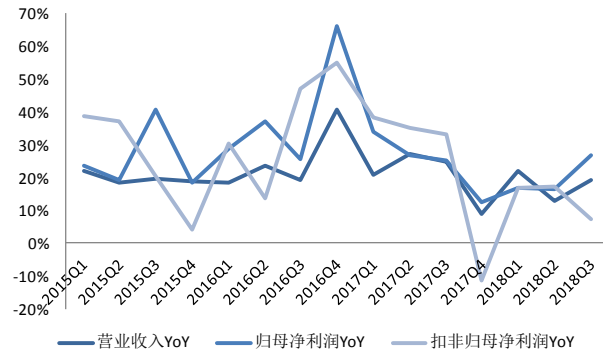
医药商业板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 17.72%、19.75%、14.05%，维持稳健增长。分季度来看，2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 19.19%、26.79%、7.33%，扣非净利润增速较 2018H1 有所下降，主要原因是部分上市公司工业板块业务短期业务调整、研发费用同比大幅增长等因素带来的短期扰动。一方面，医药批发企业 2017 年以来受“两票制”实施影响，调拨业务同比大幅减少，导致业绩增速有所放缓，长期来看，批发龙头企业有望凭借规模优势、终端覆盖能力强等竞争优势占据更多存量市场份额，提升行业集中度水平；另一方面，医药零售企业凭借资本优势保持较快的门店扩张速度，叠加处方外流、公立医院药品零差率等医改政策影响，药品零售连锁化率、龙头企业销售额占比均有进一步提升的空间。

图 20 2012-2018Q3 医药商业板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 2015-2018Q3 医药商业板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 8 2012-2018Q3 医药商业板块财务分析

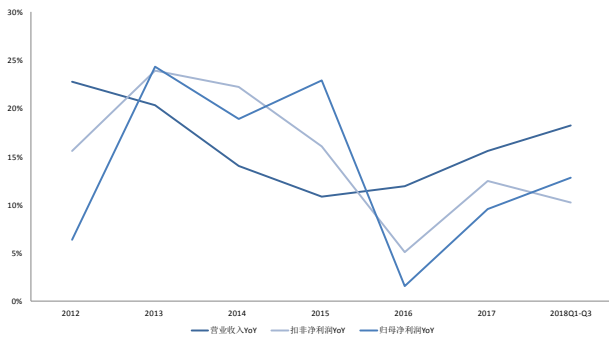
板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
毛利率	14.22%	13.79%	13.50%	13.45%	13.66%	14.41%	15.73%	14.01%
销售费用率	6.36%	6.13%	5.90%	5.83%	6.05%	6.46%	7.33%	6.13%
管理费用率	3.14%	3.11%	2.92%	2.86%	2.68%	2.65%	2.73%	2.47%
财务费用率	0.65%	0.65%	0.69%	0.61%	0.44%	0.55%	0.83%	0.53%
净利率	3.29%	3.21%	3.19%	3.33%	3.58%	3.73%	3.92%	3.80%

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.7 中药板块整体业绩增长稳健, OTC 企业维持较快业绩增速

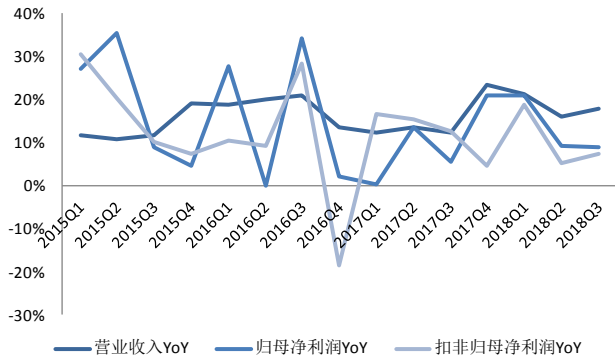
中药板块 2018 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 18.23%、12.80%、10.23%。分季度来看, 2018Q3 营业收入、归母净利润、扣非净利润分别同比增长 17.74%、8.83%、7.39%, 同比增速较 2018Q1 有所回落, 较 2018Q2 基本持平。一方面, 片仔癀、济川药业等品牌 OTC 企业业绩保持快速增长的态势; 另一方面, 中药注射剂受安全性、有效性等因素影响, 面临长期业绩下行的压力。

图 22 2012-2018Q3 中药板块业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 2015-2018Q3 中药板块单季度业绩增速概况



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 9 2012-2018Q3 中药板块财务分析

板块	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3	2017Q1-Q3
营业收入YoY	45.84%	48.16%	48.25%	48.37%	48.77%	50.46%	51.44%	49.69%
归母净利润YoY	22.83%	24.74%	24.30%	24.10%	24.29%	25.92%	26.77%	24.63%
扣非归母净利润YoY	7.40%	7.45%	7.38%	7.74%	7.86%	7.56%	7.22%	7.20%
其他	0.97%	0.98%	1.13%	1.01%	1.04%	1.15%	1.39%	1.11%
其他	13.35%	13.64%	14.28%	15.56%	14.09%	13.57%	13.65%	14.30%

数据来源: Wind 上海证券研究所

三、风险提示

政策推进不及预期风险; 药品招标降价风险; 药品质量风险等。

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。