

分析师：费瑶瑶
执业证书：S0380518040001
联系电话：0755-82830333（107）
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：伍可心
联系电话：0755-82830333（119）
邮箱：wukx@wanhesec.com

行业景气度结构性改善，医疗器械和生物制品 领跑行业

——医药生物行业 2019 年中报点评

主要观点：

2019 年上半年医药生物行业合计实现营收 8319.56 亿元，同比增加 17.76%；实现扣非净利润 610.04 亿元，同比增加 6.30%；实现归母净利润 702.34 亿元，同比增加 6.96%。

细分行业比较：

细分领域表现分化，医疗器械、生物制品领域企业业绩表现亮眼。
原料药：19H1 原料药上市公司整体实现营收同比下降 44.70%，扣非净利润同比上涨 20.27%，主要受大宗原料药价格 2018 年同期高基数及部分特色原料药受猪价影响。
化学制剂：当前化学制剂板块受两票制、一致性评价+集采等相关新政影响较大，部分企业正在转型升级，行业结构逐步调整，未来分化将更加显著。19H1 化学制剂上市公司实现营收同比上涨 14.28%，扣非净利润同比上涨 2.55%。
中药：中药行业整体业绩增速低迷。19H1 实现营收同比上涨 7.16%，扣非净利润同比下降 1.42%。
生物制品：行业景气度高，业绩依旧亮眼。19H1 生物制品上市公司实现营收同比上涨 17.56%，扣非净利润同比上涨 20.78%。
医疗器械：整体而言，19H1 医疗器械上市公司实现营收同比上涨 15.46%，扣非净利润同比上涨 22.00%。19H1 主要受宏观经济影响，政府采购增速放缓；长期来看，行业可以维持较高景气度。细分领域，我们发现高值耗材 19H1 业绩最优。
医疗服务：细分领域 CXO 增速领跑行业，业绩亮眼。
医药商业：整体而言，19H1 医药商业上市公司实现营收同比上涨 24.37%，扣非净利润同比上涨 10.16%。细分领域方面，医药流通自 2017 年底开始受两票制冲击，目前已逐步趋于稳定；药店受益于处方外流，采购议价能力将进一步提升，行业可以实现进一步扩大。

投资策略：从 2019H1 医药生物分行业业绩来看，生物制品和医疗器械表现最为亮眼。随着国产替代、分级诊疗及集采政策的逐步落实，医药生物领域将发生巨大变化，并带动相关领域的发展，建议可关注医疗器械、生物制品板块和部分细分领域的后续投资机会。

风险提示：宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

目录

| | |
|------------------|----|
| 一、 行业整体情况 | 5 |
| 1. 板块行情表现 | 5 |
| 2. 行业业绩表现 | 6 |
| 3. 板块估值变化 | 9 |
| 二、 细分板块分析 | 10 |
| 1. 化学原料药 | 10 |
| 2. 化学制剂 | 12 |
| 3. 中药 | 13 |
| 4. 生物制品 | 14 |
| 5. 医疗器械 | 15 |
| 5.1 医疗器械 | 16 |
| 5.2 高值耗材 | 17 |
| 5.3 IVD | 18 |
| 6. 医疗服务 | 19 |
| 7. 医药商业 | 21 |
| 7.1 医药流通 | 22 |
| 7.2 医药零售 | 23 |
| 三、 投资策略与建议 | 24 |
| 四、 风险提示 | 25 |

| | | |
|-------|--|----|
| 图表 1 | 2019 年年初至 10 月 17 日行业指数走势 (%) | 5 |
| 图表 2 | 2019 年上半年申万一级行业营收同比增速 (%) | 6 |
| 图表 3 | 2019 年上半年申万一级行业利润总和合计同比增速 (%) | 6 |
| 图表 4 | 2012-2019H1 医药制造业营业总收入及同比增速 (%) | 7 |
| 图表 5 | 2012-2019H1 医药制造业利润总额及同比增速 (%) | 7 |
| 图表 6 | 医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %) | 7 |
| 图表 7 | 医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %) | 7 |
| 图表 8 | 医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %) | 8 |
| 图表 9 | 医药上市公司期间费用率 (%) | 8 |
| 图表 10 | 2018 医药上市公司业绩增速分布 | 9 |
| 图表 11 | 2019H1 医药上市公司业绩增速分布 | 9 |
| 图表 12 | 2019H1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润增速排名 | 9 |
| 图表 13 | 医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2019.9.25 | 10 |
| 图表 14 | 原料药上市公司营收及同比 (亿元, %) | 11 |
| 图表 15 | 原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 11 |
| 图表 16 | 原料药上市公司毛利率及净利率 (%) | 11 |
| 图表 17 | 原料药上市公司主要费用率 (%) | 11 |
| 图表 18 | 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %) | 12 |
| 图表 19 | 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 12 |
| 图表 20 | 化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%) | 13 |
| 图表 21 | 化学制剂上市公司主要费用率 (%) | 13 |
| 图表 22 | 中药上市公司营收及同比 (亿元, %) | 13 |
| 图表 23 | 中药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 13 |
| 图表 24 | 中药上市公司毛利率及净利率 (%) | 14 |
| 图表 25 | 中药上市公司主要费用率 (%) | 14 |
| 图表 26 | 生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %) | 15 |
| 图表 27 | 生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 15 |
| 图表 28 | 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%) | 15 |
| 图表 29 | 生物制品上市公司主要费用率 (%) | 15 |
| 图表 30 | 医疗器械板块上市公司营收及增速 (亿元, %) | 16 |
| 图表 31 | 医疗器械板块上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 16 |
| 图表 32 | 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%) | 16 |
| 图表 33 | 生物制品上市公司主要费用率 (%) | 16 |
| 图表 34 | 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %) | 17 |
| 图表 35 | 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 17 |
| 图表 36 | 医疗器械上市公司毛利率及净利率 (%) | 17 |
| 图表 37 | 医疗器械上市公司主要费用率 (%) | 17 |
| 图表 38 | 高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %) | 18 |
| 图表 39 | 高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 18 |
| 图表 40 | 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%) | 18 |
| 图表 41 | 高值耗材上市公司主要费用率 (%) | 18 |
| 图表 42 | IVD 上市公司营收及同比 (亿元, %) | 19 |
| 图表 43 | IVD 上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 19 |
| 图表 44 | IVD 上市公司毛利率及净利率 (%) | 19 |
| 图表 45 | IVD 上市公司主要费用率 (%) | 19 |
| 图表 46 | 医疗服务上市公司营收及增速 (亿元, %) | 20 |
| 图表 47 | 医疗服务上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 20 |
| 图表 48 | 医疗服务上市公司毛利率及净利率 (%) | 20 |

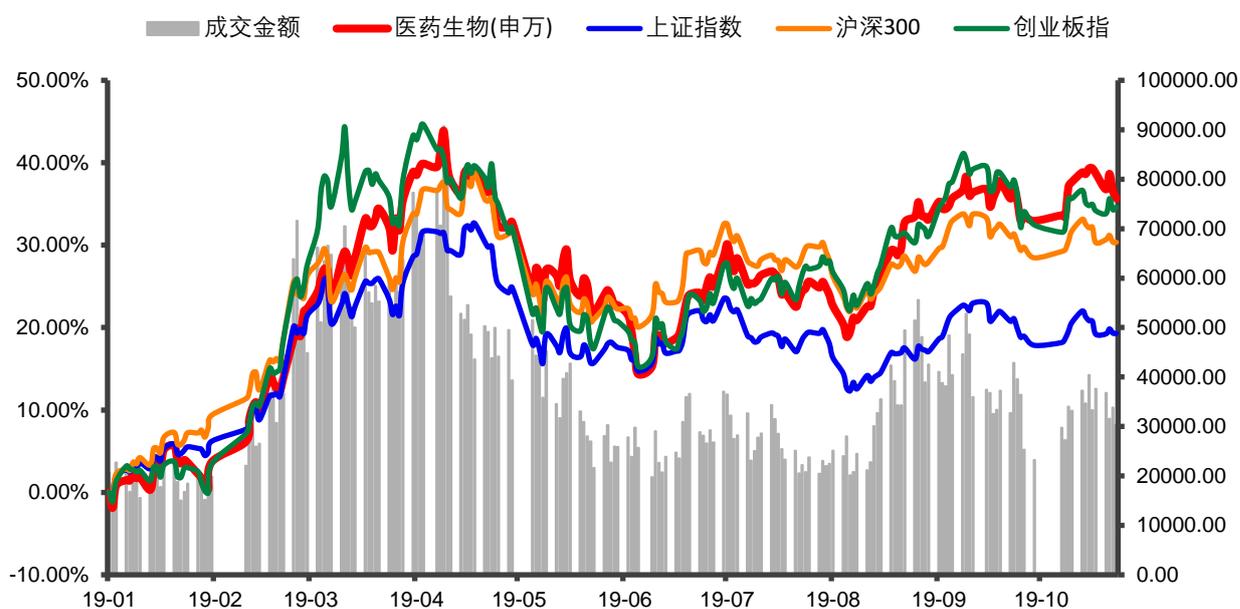
| | | |
|-------|--------------------------|----|
| 图表 49 | 医疗服务上市公司主要费用率 (%) | 20 |
| 图表 58 | CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %) | 21 |
| 图表 59 | CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 21 |
| 图表 60 | CXO 上市公司毛利率及净利率 (%) | 21 |
| 图表 61 | CXO 上市公司主要费用率 (%) | 21 |
| 图表 50 | 医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %) | 22 |
| 图表 51 | 医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 22 |
| 图表 52 | 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%) | 22 |
| 图表 53 | 医药商业上市公司主要费用率 (%) | 22 |
| 图表 50 | 医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %) | 23 |
| 图表 51 | 医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 23 |
| 图表 52 | 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%) | 23 |
| 图表 53 | 医药流通上市公司主要费用率 (%) | 23 |
| 图表 54 | 医疗药零售板块上市公司营收及增速 (亿元, %) | 24 |
| 图表 55 | 医疗药零售板块上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 24 |
| 图表 56 | 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%) | 24 |
| 图表 57 | 医疗药零售上市公司主要费用率 (%) | 24 |

一、行业整体情况

1. 板块行情表现

2019年上半年A股指数整体呈上涨趋势，医药生物行业与大盘持平。(截止至10月17日，医药生物指数大幅跑赢各主要指数，上证综指上涨20.77%，沪深300上涨32.18%，创业板指上涨34.95%，SW医药生物上涨39.33%。)

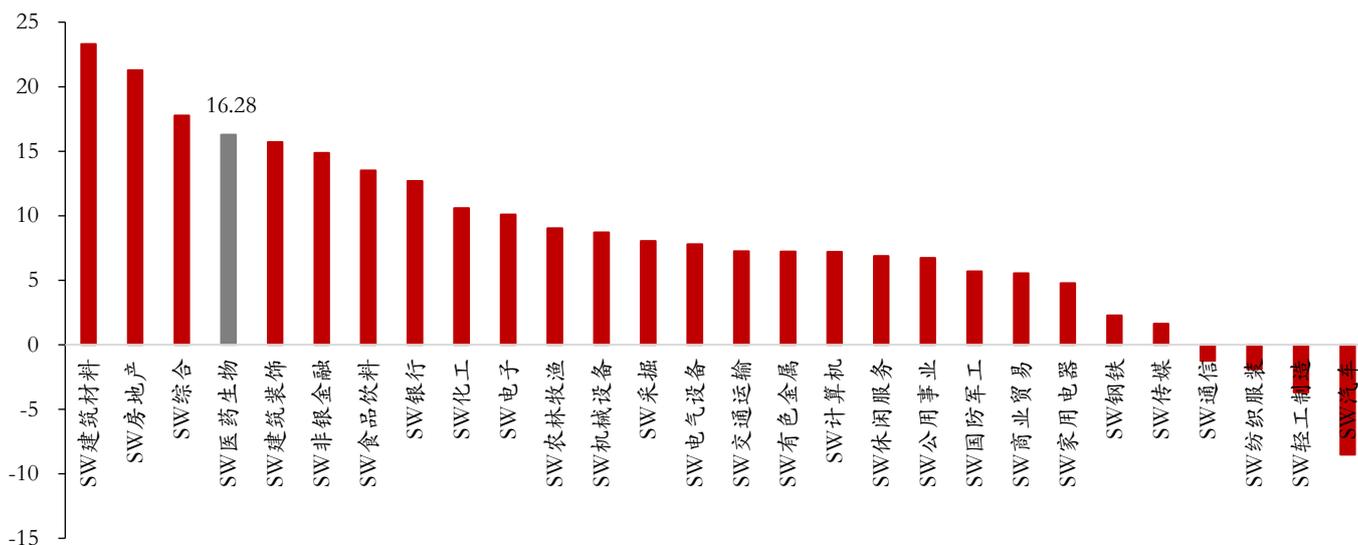
图表1 2019年年初至10月17日行业指数走势(%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

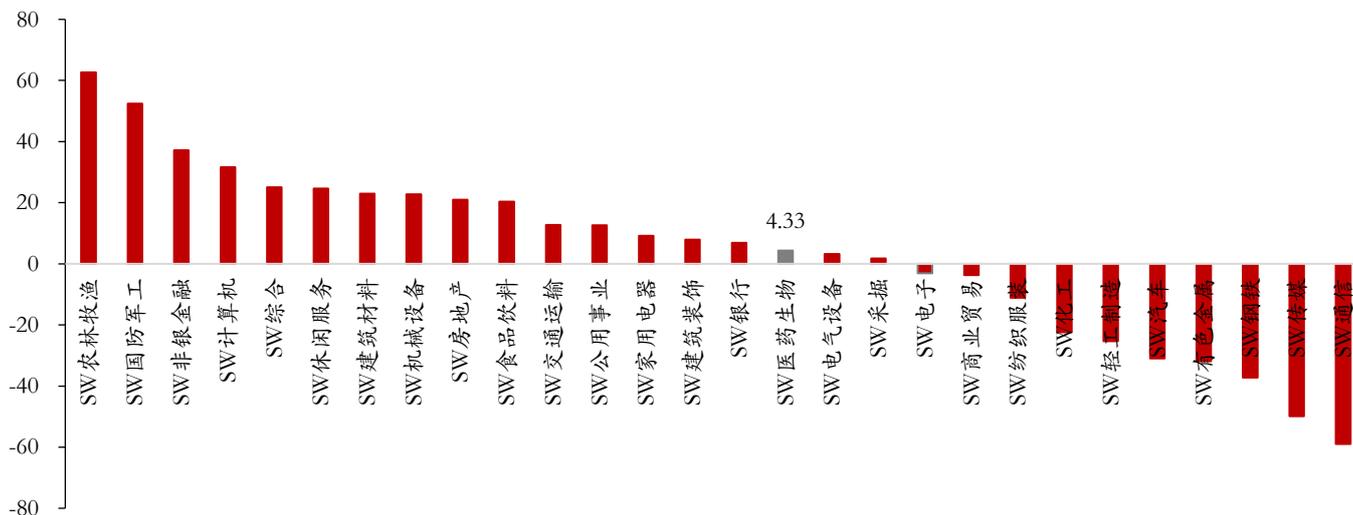
2019年上半年，申万28个行业中，医药生物行业营收增速16.28%，表现较好，处于第四位；利润总额增速4.33%，表现略显一般，处于第十六位。医药生物板块营收增长较为明显，板块利润略显疲软态势。

图表 2 2019 年上半年申万一级行业营收同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 2019 年上半年申万一级行业利润总和合计同比增速 (%)



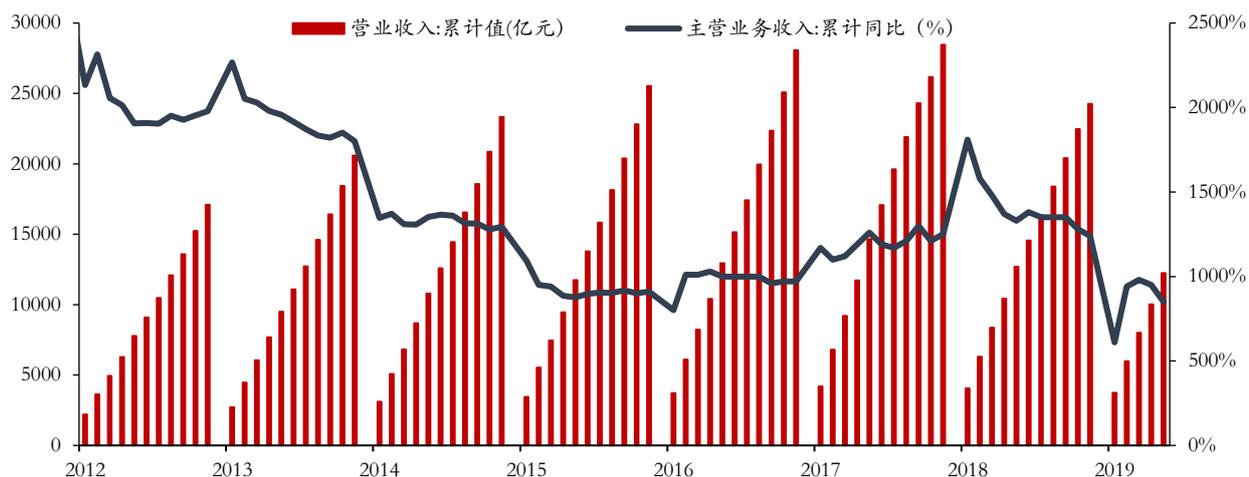
资料来源：Wind，万和证券研究所

2. 行业业绩表现

(*注释：行业情况统计我们剔除了部分 ST 及退市企业，目前统计合计 298 家 A 股医药行业上市公司。)

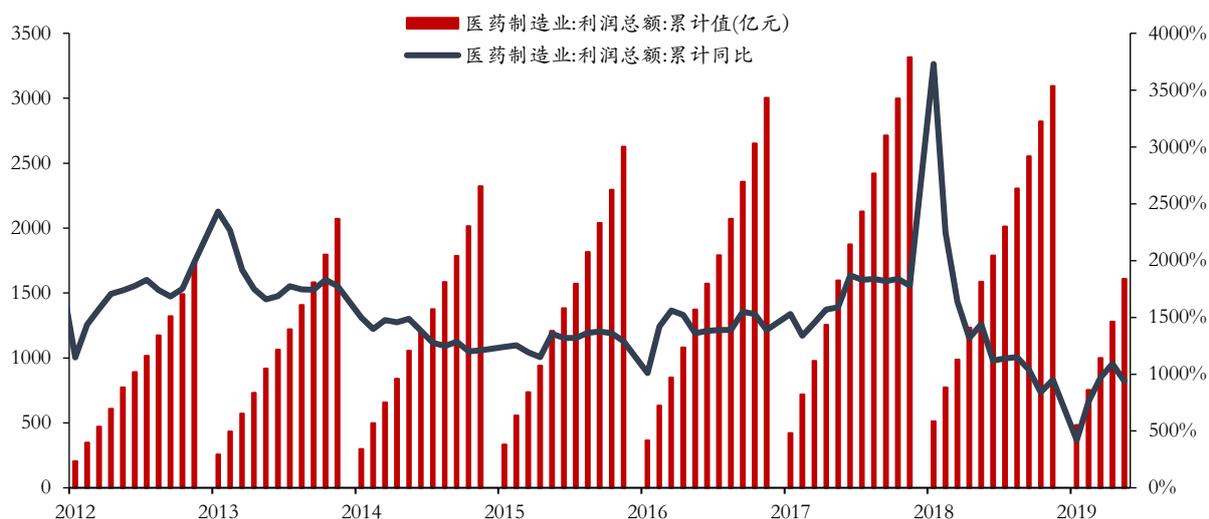
营收增速放缓、利润端承压。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2018 年医药制造业的营收及利润前高后低，受该基数影响，2019 年上半年营收和利润增速同比为 8.5%和 9.4%，业绩增速放缓，表现相对疲软。

图表 4 2012-2019H1 医药制造业营业总收入及同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，万和证券研究所（医药制造业主营业务收入指标 2018 年底停止更新，营业收入指标自 2017 年起更新，因此自 2017 起为营业收入数据。）

图表 5 2012-2019H1 医药制造业利润总额及同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，万和证券研究所

医药行业上市公司收入端优于行业，利润端有所改善。剔除部分 ST、退市的数据可比性较低的公司，我们以医药生物行业 298 家上市公司为统计对象，从营收来看，2019 年上半年医药生物行业实现营收合计 8318.56 亿元，同比上涨 17.76%；实现扣除非经常性损益的归母净利润合计 610.04 亿元，同比上涨 6.30%；实现归母净利润合计 702.34 亿元，同比上涨 6.96%。行业内上市公司营业收入增速高于行业，利润端在上半年有显著改善。

图表 6 医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %)

图表 7 医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %)

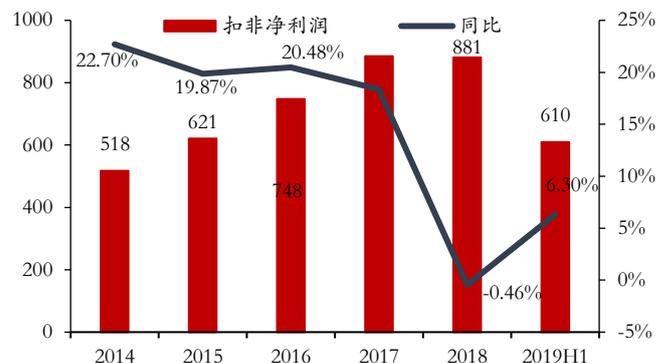


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 8 医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %)

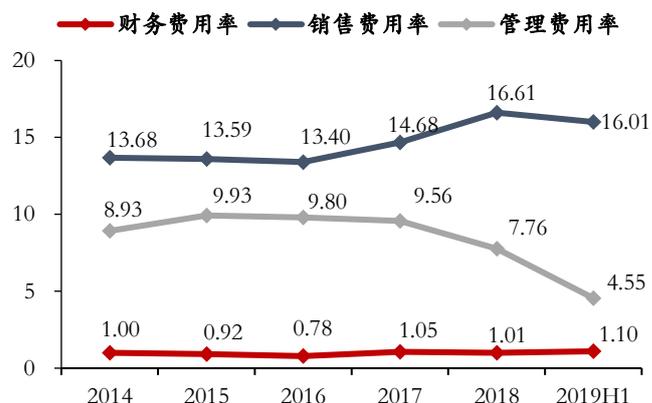


资料来源: Wind, 万和证券研究所



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 9 医药上市公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所 (注: 此处管理费用率含研发)

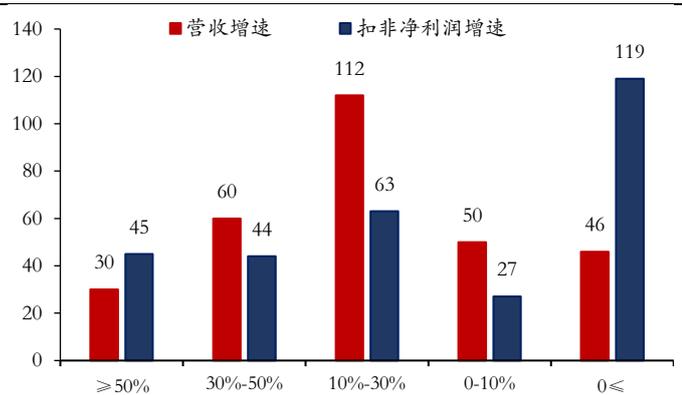
我们的观点: 在医保控费的大背景下, 医保局成立, 多项政策将持续影响行业, 在中长期内, 或将改变行业格局。2019 年上半年的业绩主要受多方面因素影响: 1) 两票制从低开票转为高开票, 利润内化; 2) 带量采购等相关政策的负面影响仍将持续, 且在中长期或将呈分化趋势; 3) 供给侧改革、环保压力增大导致行业出清、产量下降导致大宗原料药价格在 2018 年上半年走向区间高点, 大宗原料药生产企业 2018H1 业绩亮眼, 但下半年以后价格回落, 2019H1 业绩表现受同期高基数影响回落。另外, 受多个非政策因素影响, 部分细分领域 2018H1 业绩高基数, 2019H1 业绩增速回落, 如 CXO 细分领域的高景气及中药领域受 2018 同期流感因素的影响。

上市公司业绩普遍下滑。298 家医药上市公司中, 按 0%、10%-30%、30%-50% 及 50% 的增速为节点划分上市公司区间, 分析发现医药生物行业上市公司盈利能力普遍下降, 普遍的高营收景象不在, 行业开始结构性变化。

营业收入方面, 2019 年上半年较低增速的企业及负增长企业数量大幅增加, 增速为负的企业数为 62 家, 占比 20.81%, 而上年负增长企业 46 家, 占比

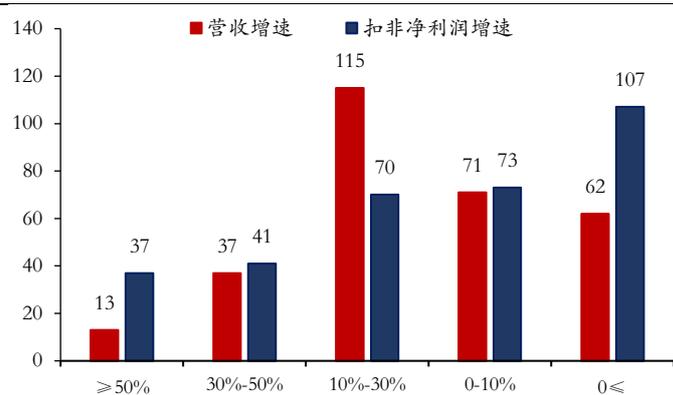
15.44%；增速在 0-10% 区间的企业总数为 71 家，占比 23.83%，较上年增加 21 家，占比提升 7.05 个百分点；中增速（增速区间在 10%-30%）企业占比基本持平；高增速（增速在 30% 以上）企业明显减少，增速大于 30% 的高增速企业 50 家，占比 16.78%，比 2018 年减少 40 家，占比减少近半。从扣非净利润来看，2019 上半年负增长企业为 107 家，较 2018 年减少 12 家，占比有所改善；低速增长企业 73 家，占比 24.50%，较上年增加 46 家；高速增长企业 78 家，较 2018 年减少 11 家。在医保控费、提升品质监控的大背景下，行业强者恒强，优势龙头企业集中受益，劣势企业则将逐步出清。

图表 10 2018 医药上市公司业绩增速分布



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 2019H1 医药上市公司业绩增速分布



资料来源：Wind，万和证券研究所

细分子版块业绩分化，生物制品与医疗器械板块业绩亮眼。2019 年上半年，医药板块各个子行业营收及利润增速均保持较高增长的有生物制品板块和医疗器械板块。医疗服务板块受 2018 同期高基数影响，2019 上半年有所回落，化学原料药板块受环保及小周期压力，表现较差。

图表 12 2019H1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润增速排名

| 细分板块 | 营收同比 (%) | 排名 | 归母净利润同比 (%) | 排名 |
|-------------|----------|----|-------------|----|
| SW 化学原料药 | 8.01 | 7 | 28.35 | 6 |
| SW 化学制剂 | 12.85 | 5 | 25.78 | 5 |
| SW 中药 III | 16.68 | 3 | 9.47 | 4 |
| SW 生物制品 III | 17.62 | 2 | 2.12 | 2 |
| SW 医药商业 III | 19.05 | 1 | 0.49 | 3 |
| SW 医疗器械 III | 15.32 | 4 | -0.24 | 1 |
| SW 医疗服务 III | 12.68 | 6 | -49.48 | 7 |

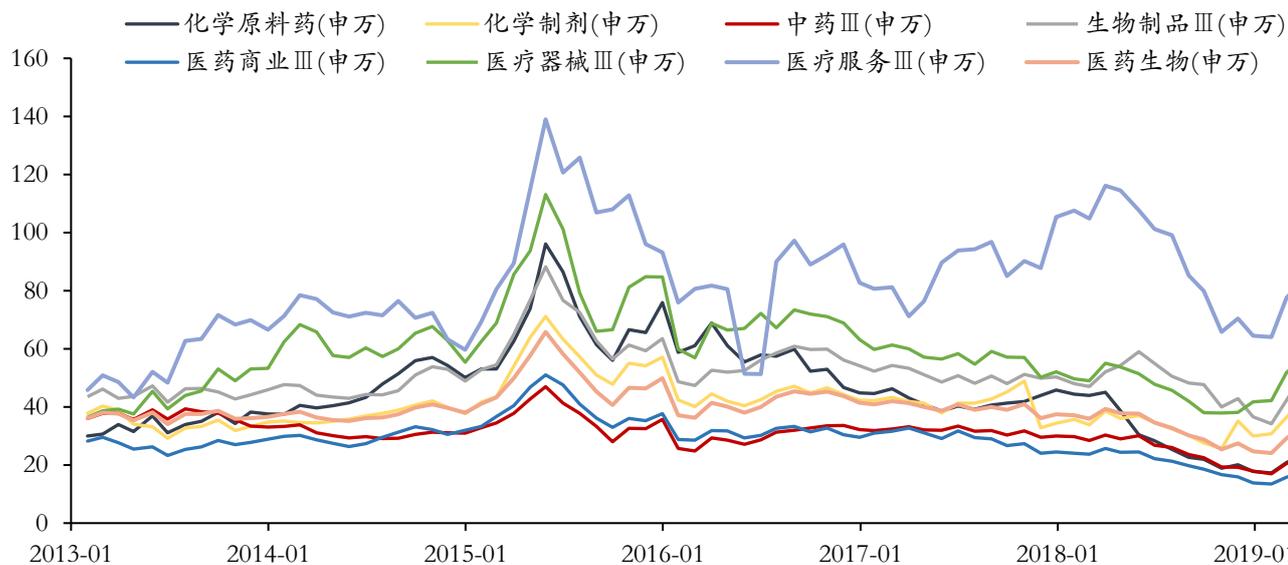
资料来源：Wind，万和证券研究所

3. 板块估值变化

截止至 2019 年 10 月 25 日，医药生物版块 PE (TTM) 为 34.71 倍。2019 年

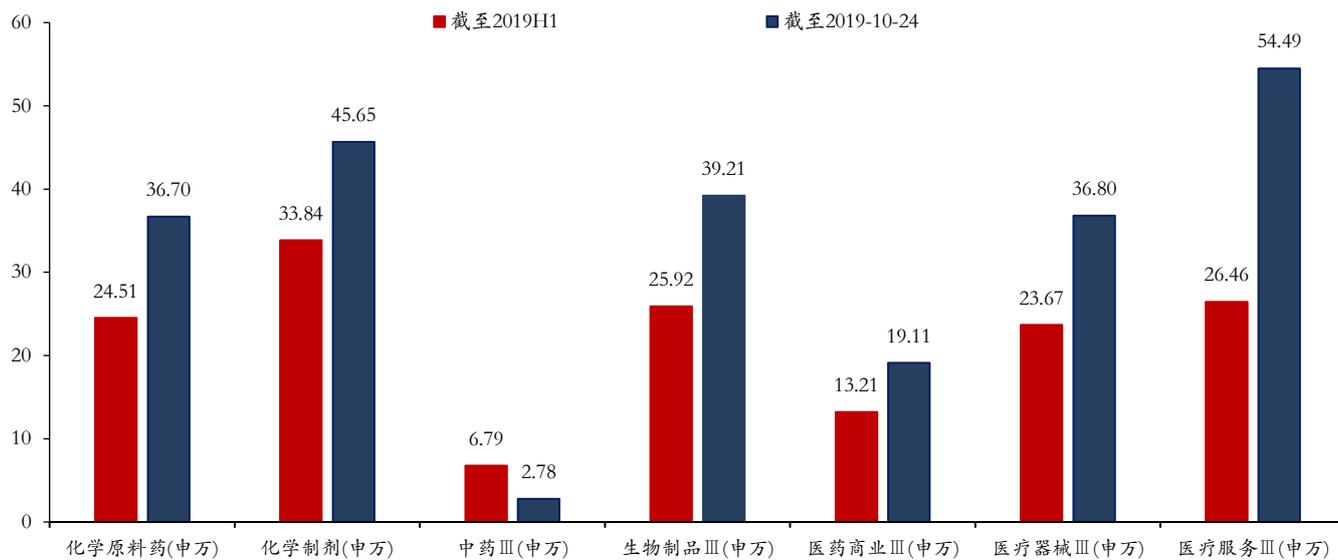
年初医药生物板块估值到达历史低位，目前得到明显修复。

图表 13 医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2019.9.25



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 14 医药生物板块 2019 年涨跌幅 (截止至 2019H1/2019-10-24)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、细分板块分析

1. 化学原料药

我们以 25 家上市公司作为化学原料药的统计对象，2019 年上半年原料药板块整体实现营收 331.49 亿元，同比下降 44.70%，主要是大宗原料药价格有

较大回落,由于供给侧改革、环保高压等因素导致部分中小生产企业出清,大宗原料药价格2018年同期迅速大幅上涨,高基数导致2019年上半年增速较低;利润端,2019年上半年原料药板块实现扣非净利润合计28.10亿元,同比上涨20.27%,主要系部分特色原料药企业受猪价影响,肝素、沙坦类等特色原料药的价格持续上涨,贡献部分增量。

图表 15 原料药上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 16 原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Choice, 万和证券研究所

从盈利能力来看,2019年上半年原料药行业毛利率为44.13%,较2018年水平略有上升,净利率11.89%,较上年有大幅提升,其中主要系供给侧改革,供给减少导致产品提价,另外,部分特色原料药企业在成长期,逐渐升级为原料药制剂的一体化供应企业,盈利能力预计将持续提升。费用方面,销售费用自2018年起大幅提升至17.96%,2019年上半年略有下降,主要系企业加大市场推广力度导致,目前规模效应逐步显现,管理费用率下降明显,财务费用率维持正常水平。

图表 17 原料药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 18 原料药上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Choice, 万和证券研究所

2. 化学制剂

当前化学制剂板块受两票制、一致性评价+集采等相关新政影响较大，部分企业正在转型升级，整个行业结构正在逐步调整，未来分化将更加显著。我们剔除了部分主营业务非化学制剂的企业，以及部分面临退市风险、波动性较大或其他不可比情况的企业，目前主要以 54 家上市公司为统计对象来分析化学制剂行业概况。

营收放缓，盈利能力逐渐修复。2019 年上半年化学制剂上市公司实现营业收入 1189.43 亿元，同比上涨 14.28%，较 2018 年 25.97% 的增速下降明显，主要系两票制在 2018 年全面实施，目前影响逐渐减弱，逐步回归正常水平。2019 年上半年实现扣非净利润 106.69 亿元，同比上涨 2.55%，较 2018 年上升 17.72%，开始出现明显修复，我们分析造成这一现象的主要原因有：1) 两票制影响仍在持续，处于需要时间逐渐弱化的过程；2) 部分企业受集采降价影响较大；3) 受仿制药控价等多方面因素影响，部分企业正在升级转型的阶段，加大研发投入力度；4) 部分企业受 1、2 因素影响较大，而创新转型乏力或药企需要周期较长，利润端持续承压。

图表 19 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 20 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)

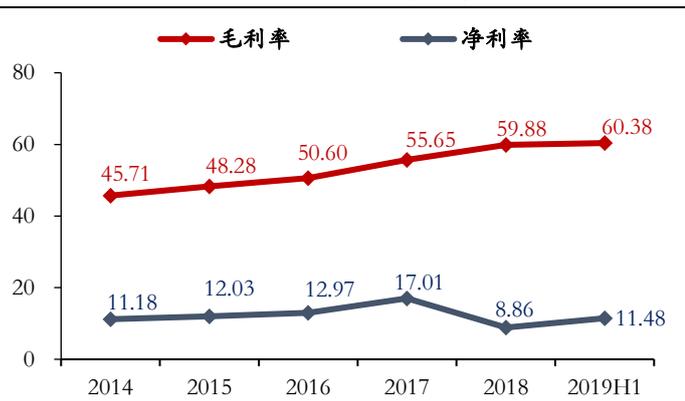


资料来源：Wind，万和证券研究所

从盈利能力来看，2019 年上半年化学制剂上市公司整体毛利率为 60.38%，基本维持 2018 年水平，净利率逐渐修复，2019 年 H1 为 11.48%，较 2018 年上升 2.61 个百分点。销售费用率在 2017 年开始大幅上升，2018 年达到 33.75%，2019H1 基本维持在 2018 年的水平，主要系两票制导致销售费用内化；管理费用率受两票制低开转高开影响，下降明显。研发支出率呈现稳步上升态势，主要系企业正在加大研发管线的投入。化学制剂行业正在发生结构性变化，创新将是行业的主旋律，仿制药受一致性评价+集采等政策影响，较原研药的优势已经明显缩窄，盈利能力持续下降，未来化学制剂公司分化将更

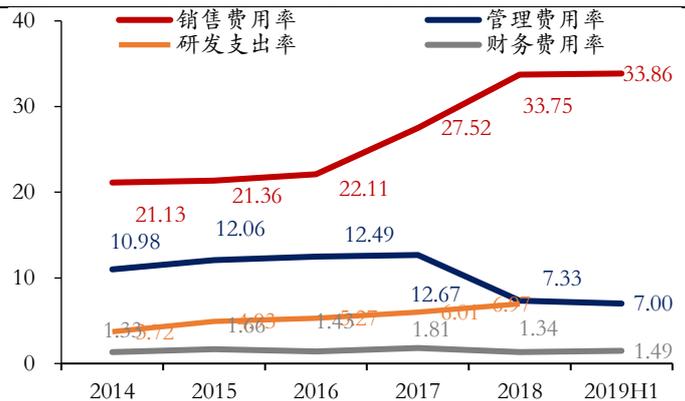
加明显。

图表 21 化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 22 化学制剂上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

3. 中药

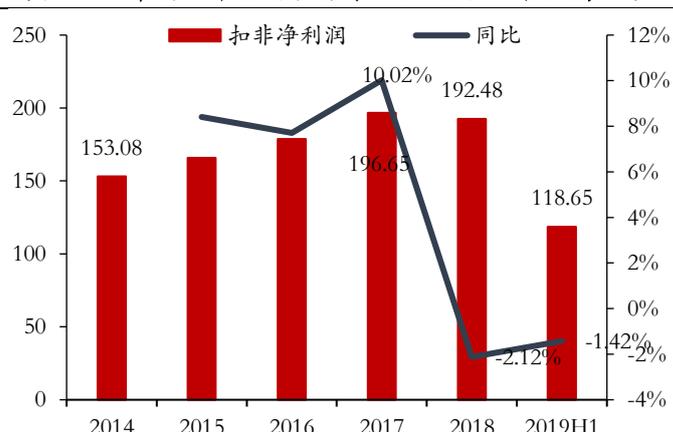
中药板块整体业绩增速低迷。我们以 61 家上市公司作为统计对象，剔除部分营养消费属性较强的东阿阿胶等企业及波动情况较大的康美药业影响，2019 年上半年中药板块实现营业收入合计 1156.08 亿元，同比上涨 7.16%；实现归母净利润 118.65 亿元，同比下降 1.42%，中药板块整体业绩低迷，主要受多方面因素影响：1) 医保结构调整；2) 中药注射剂受到严格监管及舆论影响；3) 2018 年上半年流感因素造成同期高基数影响；4) 行业竞争加剧。

图表 23 中药上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 24 中药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)

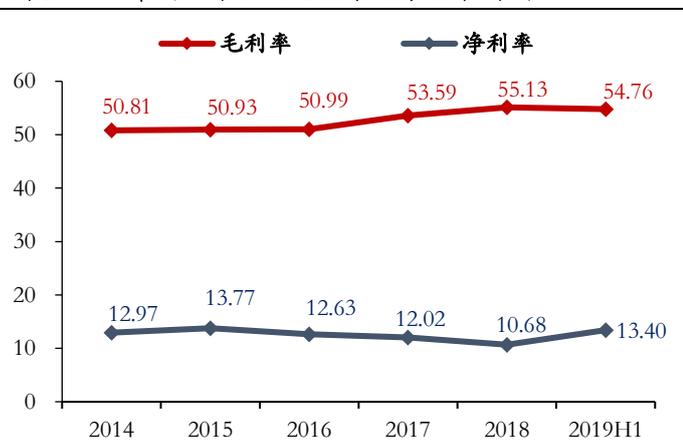


资料来源: Wind, 万和证券研究所

盈利水平基本保持稳定。2019 年上半年中药板块毛利率为 54.76%，较上年下降 0.37 个百分点，基本持平；净利率较 2018 年有所修复，上涨 2.71 个百分点。销售费用率较 2018 年下降 1.08 个百分点，管理费用维持 2018 年水

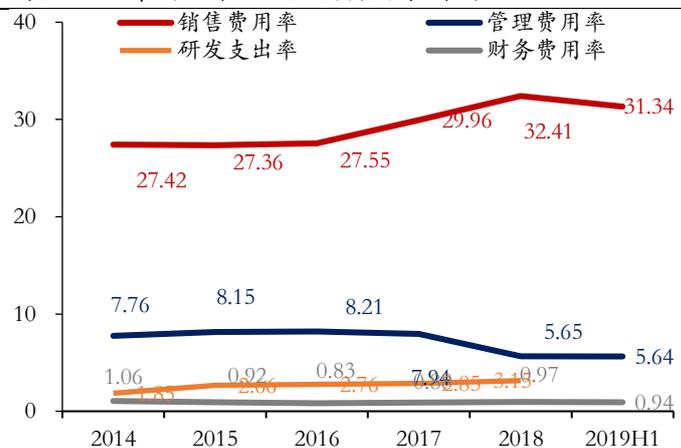
平，研发投入维持在较低水平。我们认为主要是中药注射剂在当前环境下销售压力较大，中药口服制剂替代效应逐步显现。另外，医保支付结构的调整恐使板块业绩承压，且中药行业的研发投入难以加大将导致行业成长受制明显，未来若需保持增长，或将提高中药的消费属性。

图表 25 中药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 26 中药上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

4. 生物制品

行业景气度高，业绩依旧亮眼。剔除长生生物，我们以 33 家上市公司作为统计对象，2019 年上半年生物制品行业上市公司实现营业收入合计 490.18 亿元，同比上涨 17.56%，较 2018 年 35.45% 的高增速放缓明显，主要系部分企业 2018 年同期高基数影响；实现扣非净利润 72.29 亿元，同比上涨 20.78%。生物制品行业景气度高，虽然业绩增速有所放缓，但生物制品是行业趋势，目前世界领先药企研发管线近半是生物制药，且生物药具有较高门槛，受政策降价影响也较小，预计在较长时期内可维持增长态势。另外，随着科创板的成立，生物制药企业纷纷选择在国内上市，融资渠道被明显拓宽，预计未来生物制品行业的景气度将显著提升。

图表 27 生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 28 生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看, 2019 年上半年毛利率基本维持 2018 年水平, 较 2017 年下降 1.08 个百分点, 主要系智飞生物代理业务占比增大导致毛利率下降明显。净利率受疫苗行业多个爆款疫苗放量影响, 2019 年上半年得到显著提升。费用方面, 受智飞生物等企业收入大幅增加影响, 期间费用率较上年略有降低。

图表 29 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 30 生物制品上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

5. 医疗器械

长期来看, 行业将维持较高景气。我们以 55 家上市公司作为统计对象, 由于子板块领域众多, 分化明显, 我们将分为医疗器械、IVD 及高值耗材三个细分领域进行简要分析。整体而言, 2019 年上半年医疗器械制品行业上市公司实现营业收入合计 538.65 亿元, 同比上涨 15.46%, 较 2018 年 21.68% 的增速放缓明显; 实现扣非净利润 85.19 亿元, 同比上涨 22.00%, 较 2018 年下降 5.57 个百分点。我们认为, 2019 年上半年主要受宏观经济影响, 政府采购增速放缓; 长期来看, 人口基数大、老龄化下, 国内将发展成为全球最大市场, 并且国产替代、分级诊疗等政策将持续利好具有较强创新能力的国

产龙头企业，行业可以维持较高景气度。

图表 31 医疗器械板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 32 医疗器械板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看，毛利率持续上升，直接带动净利率持续上升。2019 年上半年，医疗器械板块毛利率 50.92%，较 2018 年上涨 2.11 个百分点，净利率上涨 3.51 个百分点。管理费用率 2018 年大幅下降，主要是受研发费用单独列支影响，2019 年上半年，管理费用率与销售费用率开始逐渐显现规模效应。

图表 33 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 34 生物制品上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

5.1 医疗器械

长期来看，行业景气度高；短期下，业绩增速或承压。我们以医疗器械细分领域 23 家上市公司作为统计对象，2019 年上半年该细分板块实现营业收入合计 249.91 亿元，同比上涨 8.14%，较 2017 年 21% 的增速下降超过十个百分点；实现扣非净利润 36.94 亿元，同比上涨 21.11%，较 2018 年下降 7.44 个百分点。该细分领域长期来看，景气度较高，但短期下，部分依赖政府采购大单的企业业绩恐承压。

图表 35 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

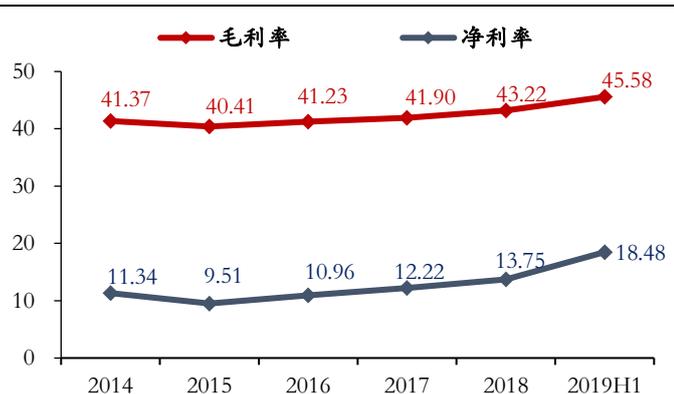
图表 36 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看, 2019 年上半年毛利率及净利率有显著提升, 我们认为主要系行业受益于国产替代、分级诊疗等政策。费用率除研发支出外, 维持稳定水平。

图表 37 医疗器械上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 38 医疗器械上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

5.2 高值耗材

集采降价下的成长爆发。我们以高值耗材领域的 9 家上市公司作为统计对象, 2019 年上半年高值耗材板块实现营业收入合计 79.81 亿元, 同比上涨 40.95%; 实现扣非净利润 18.92 亿元, 同比上涨 39.63%。随着多个省份陆续开展针对高值耗材的集采, 国产替代效应明显, 高值耗材领域以价换量迎来业绩增长的爆发。

图表 39 高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 40 高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看,2019 年上半年毛利率上涨 1.73 个百分点,净利率上涨 3.39 个百分点,多个省份相继对耗材开展集采,导致收入上升明显,销售费用率随之降低。研发投入保持持续上升的态势,研发投入的加大使国产高值耗材企业持续提升竞争力,加大国产替代。

图表 41 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 42 高值耗材上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

5.3 IVD

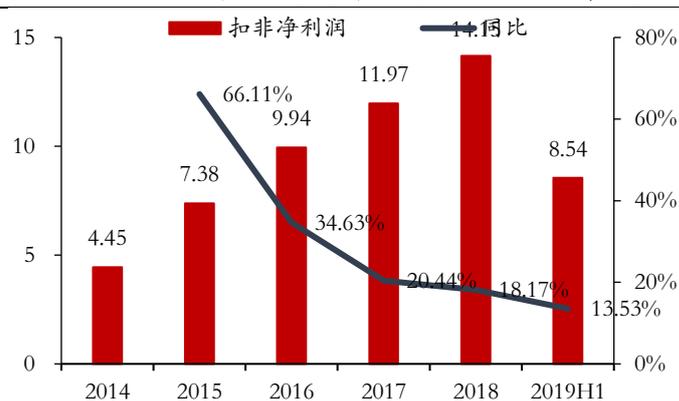
行业景气度高,头部效应明显。我们以 17 家上市公司作为统计对象,2019 年上半年 IVD 行业上市公司实现营业收入合计 70.80 亿元,同比上涨 27.92%;实现扣非净利润 8.54 亿元,同比上涨 13.53%。伴随着全球诊断科技水平的提升,医药行业迎来大变革。诊断跨越疾病防治的全周期,随着技术的提升及费用的下降,终端需求将持续增长。尤其在医保控费的大背景下,DRGs 相关政策逐渐落实,精准治疗逐渐发展成熟,国产替代政策加持,国内 IVD 市场处于高速发展红利期,龙头企业或将引领行业。

图表 43 IVD 上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 44 IVD 上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

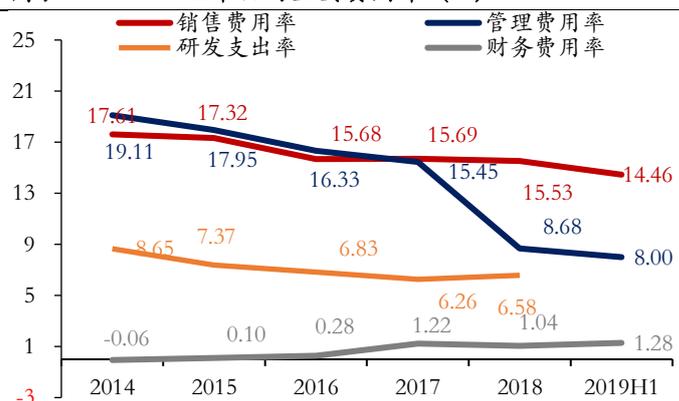
从盈利水平来看, 2019 年上半年板块整体毛利率上升直接带来净利率上升, 主要系高毛利检验产品和化学发光产品的放量。销售费用率下降 1.07 个百分点, 主要由于部分企业开始拓展多方式与医院合作拓宽渠道。管理费用率自 2018 年起, 呈明显下降态势, 主要系研发费用单独列支影响, 另外规模效应逐渐开始显现。

图表 45 IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 46 IVD 上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

6. 医疗服务

长期来看, 行业将维持较高景气。我们以 23 家上市公司作为统计对象。整体而言, 2019 年上半年医疗服务行业增速略有放缓, 但在国民健康意识逐渐增强和医改政策持续推进下, 鼓励社会资本推动医疗服务行业发展的逻辑不会改变, 该行业在较长时期内仍会维持较高景气度。2019 年上市公司实现营业收入合计 129.95 亿元, 同比上涨 24.37%, 较 2018 年 26.79% 的增速下降 2.42 个百分点; 实现扣非净利润 24.08 亿元, 同比上涨 4.05%, 较 2018 年上涨 25.01 个百分点。我们认为, 医疗服务板块主要以品牌连锁医疗服务、

CXO 为主体，有望长期保持高增长态势，短期内受美年健康体检季节性影响增速放缓，有望在年内实现逐步恢复。

图表 47 医疗服务上市公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 48 医疗服务上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

从盈利能力来看，2019 年上半年医疗服务板块毛利率基本维持 2018 年水平，净利率较 2018 年上升 1.13 个百分点。费用方面，2019 年上半年管理费用率及销售费用率较 2018 年略显规模效应，实现略微降低。

图表 49 医疗服务上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 50 医疗服务上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

细分领域 CXO 增速领跑行业，业绩亮眼。我们以 9 家上市公司作为统计对象，2019 年上半年 CXO 细分领域上市公司实现营业收入合计 106.92 亿元，同比上涨 35.26%，较 2018 年 29.85% 的增速上涨 5.41 个百分点；实现扣非净利润 16.35 亿元，同比上涨 28.43%，较 2018 年下降 21.67 个百分点，主要系受 2018 年高基数及 2019Q1 季节性因素影响。我们认为，创新药浪潮已来，我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将仿制药产业引领至创新药产业，大力迎接医药创新，逐步实现世界创新高度。长期来看，该细分领域将医药研发与制造进行划分实现分工合作，将研发周期长、失败率高的影响降到最小，并且作为 CRO 企业，盈利将持续整个研发周期，无论新药是否最终获批。CMO 企业受益于全球市场

扩增、我国 CMO 服务成本低,全球医药生产外包有向新兴市场转移的态势,尤其在系列医药行业新政的出台及落实下,CMO、CRO 行业将在较长期维持高景气度。

图表 51 CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 52 CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

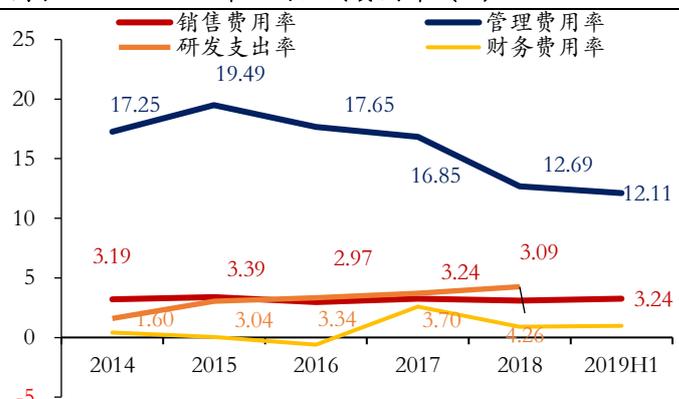
从盈利能力来看,毛利率维持稳定水平,净利率为 17.45%,较 2018 年下降 3.06 个百分点。2019 年上半年,管理费用率逐步显现规模效应,研发支出率与财务费用率保持稳定水平。

图表 53 CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 54 CXO 上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

7. 医药商业

两票制影响逐渐减弱,细分领域分化明显。剔除部分面临退市风险、波动性较大的企业,加入部分主营业务已转换至医药流通领域的企业,我们以 26 家上市公司作为医药商业板块统计对象,由于流通领域与零售领域分化明显,我们将分别进行简要分析。整体而言,2019 年上半年医药商业板块上市公司实现营业收入合计 3952.11 亿元,同比上涨 24.37%,较 2018 年 21.25%

的增速上涨 3.12 个百分点;实现扣非净利润 118.24 亿元,同比上涨 10.16%,较 2018 年上涨 7.7 个百分点。我们认为,2018 年受两票制影响,医药流通领域受影响较大,目前逐步趋于稳定,两票制正在提高行业集中度。医药零售板块受影响较小。

图表 55 医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 56 医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

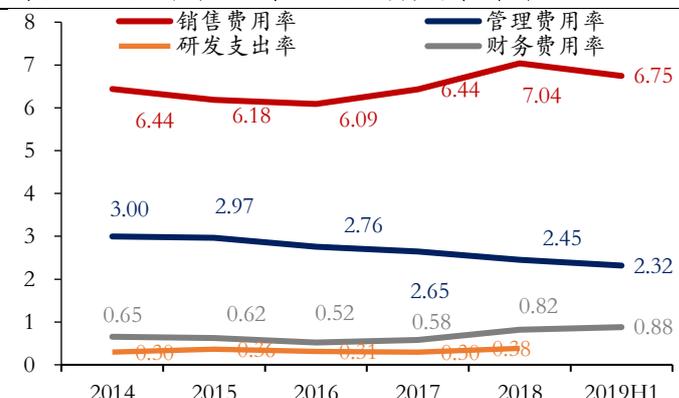
从盈利能力来看,2019 年上半年医药商业板块上市公司毛利率和净利率维持稳定水平。板块销售费用率及管理费用率受两票制、零加成及执业药师等政策影响,比上年同期上升 2.52 个百分点。研发支出在医药流通领域较低。

图表 57 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 58 医药商业上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

7.1 医药流通

医药流通领域自 2017 年底开始受两票制冲击,目前已逐步趋于稳定。我们将 19 家上市公司作为医药流通领域统计对象,2019 年上半年,医药流通领域上市公司实现营业收入 2349.45 亿元,同比上涨 18.29%,实现扣非净利润 52.72 亿元,同比上涨 5.58%。

图表 59 医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 60 医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

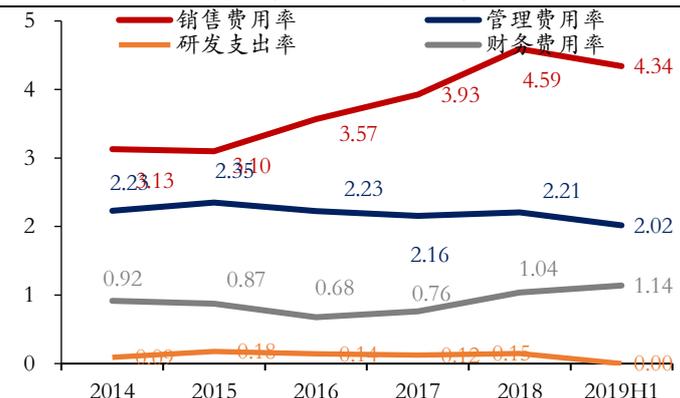
从盈利能力来看, 2019 年上半年医药流通领域毛利率较 2018 年显著下降, 但净利率有所修复, 我们认为是两票制对医药流通行业的初步洗牌已经接近尾声, 行业集中度得到进一步提升, 利润端逐季回暖, 期间费用呈现规模效应。

图表 61 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 62 医药流通上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

7.2 医药零售

处方外流利好医药零售公司。我们以 5 家上市公司作为统计对象, 2019 年上半年医药零售行业上市公司实现营业总收入合计 248.32 亿元, 同比上涨 28.91%, 较 2018 年 16.86% 的增速显著提升; 实现扣非净利润 14.06 亿元, 同比上涨 25.67%, 较 2018 年上涨 8.22 个百分点。我们认为, 相关医改政策逐步落实, 处方外流, 药店采购议价能力将进一步提升, 行业可以实现进一步扩大。

图表 63 医疗药零售板块上市公司营收及增速(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 64 医疗药零售板块上市公司扣非净利润(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看, 2019 年上半年, 药店板块毛利率略有下降, 受医保支付结构影响, 净利率维持稳步略微上升态势。期间费用率方面呈现规模效应, 开始逐步降低。

图表 65 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 66 医疗药零售上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

三、投资策略与建议

从 2019 年医药生物分行业业绩来看, 生物制品行业和医疗器械行业表现最为亮眼。随着国产替代、分级诊疗及集采政策的逐步落实, 医药生物领域将发生巨大变化, 并带动相关领域的发展, 建议可关注医疗器械、生物制品板块和部分细分领域的后续投资机会。

四、风险提示

宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>