



# 医药生物行业 2019 年三季报综述

## 行业呈现持续分化的趋势

**2019 年前 3 季度板块整体：收入同比+14.27%，营业利润+4.79%、归母净利润+2.70%。**行业呈现持续分化的趋势，主要体现在：1、虽然行业整体利润增长很慢，但是高景气度行业保持高速增长，如：CDMO/CRO、化学原料药、疫苗、高端医疗器械、医疗服务等；2、不仅国内龙头公司如恒瑞医药、长春高新等保持快速增长，而且部分跨国制药巨头中国区业务也加速增长，龙头公司进一步挤压非龙头公司的市场。

- **化学原料药&制剂板块：**化药仿制药企业因受带量采购等政策影响，利润率水平将持续下行。创新药投资回报情况尚可，仍处于景气上行阶段。原料药行业受益于持续的供给侧改革正处于长期景气度上行阶段。
- **生物制药板块：**部分企业前期研发品种逐渐步入收获期，随着现在双目录对临床需求高的药物的明显倾斜，临床急需治疗性用药和竞争格局较好的品种有望加速放量，辅助用药空间将进一步压缩，新药上市放量有望加快。疫苗、血制品及消费品种保持稳健增长，部分龙头公司经营策略调整影响短期我们看好不受医保控费影响的消费类品种的持续放量，以及细分领域具有领先优势的小而美龙头。建议关注拥有研发实力和较完备产品管线的生物药企业，未来生物仿制药等产品上市后可带来收入利润增量。
- **中药板块：**中药板块收入仍然处于下滑趋势，利润端出现负增长，Q3 下滑趋势明显。2018 年上半年流感疫情拉动下，部分中药企业业绩呈现较快增长，去年的高基数造成今年的业绩增速下滑明显；近年来在医保控费的大背景下，限制及监控辅助用药愈演愈烈，中药制剂类发展依然承压。中药板块内部，相对而言，不受医保控费的中药消费品板块面临的政策压力较小。中药板块并非没有投资价值，我们认为需关注主要品种为终端刚需，渠道下沉布局完善，且公司积极谋求转型，并且有资金、人才等硬实力支持转型的公司。
- **医疗器械板块：**医疗器械整体保持稳健增长，但板块内部业绩分化明显，细分领域龙头公司依然能保持较快增长，低值耗材、传统检验设备领域竞争激烈，部分公司业绩增速明显放缓。我们认为，器械行业相比药品市场，细分种类繁多，市场更加分散，多数器械公司利润体量较小，外延并购仍是提高行业集中度的重要途径；政策导向鼓励采购国产医疗器械，有助于加快进口替代；市场较为担忧的高值耗材集采是否对器械类公司冲击过大，我们认为，高值耗材集采不可避免，需重点关注的是研发能力突出，能推出创新产品，产品梯度良好的公司。
- **医药商业板块：**医疗服务板块收入整体保持两位数以上的增速，板块内部业绩分化明显。我们认为目前处于网点下沉阶段的专科医疗服务公司，在药械市场整体大环境政策趋严的情况下，可以实现稳健的业绩增长。但是在扩张整合阶段也会带来大量的三费费用拉低利润端的增长，因此需要对公司扩张的规模和节奏有充分的预期下才能较好的预测未来利润端的增长。相对而言我们更看好基本完成布局阶段、不断实现网点下沉的龙头公司。
- **医疗服务板块：**板块内公司始终保持“强者恒强”的局面，而且医疗服务的品质、口碑、品牌和管理水平长期影响企业的盈利能力，尤其是专科连锁医疗服务在形成规模效应实现门店（医院）下沉后其盈利能力大幅提升。
- **投资建议：**我们持续推荐：1) 创新药及其相关产业链 CRO/CMO：推荐凯莱英、昭衍新药、泰格医药、药明康德、康龙化成；2) 化学原料药中间体：推荐普洛药业；3) 医疗器械：迈瑞医疗、万孚生物；4) 连锁药店：推荐一心堂；4) 生物制品行业：推荐华兰生物、振兴生化、康泰生物、智飞生物、沃森生物。5) 受益于加快进口国外靶向药，从而相关检测业务提升的艾德生物等。

### 风险提示

- 板块内个股四季度业绩低于预期，行业政策扰动等。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001



## 医药生物板块：利润增速放缓，但两极分化加剧，龙头公司获得高速增长

2019年Q1-Q3 SW 医药板块收入端延续了稳定增长，利润端增速放缓：营业收入增速 14.27%，营业利润增速 4.79%，归母净利润增速 2.70%。分子行业来看，增速较快的子行业包括：化学原料药（收入+8.32%，利润+16.76%）、生物药（收入+16.83%、利润+24.97%）、医疗器械（收入+14.40%、利润+21.65%）、医疗服务（收入+14.76%、利润+28.06%）、医药零售（收入+29.17%，利润+26.39%）。此外：医药批发业务拐点隐现，Q3 收入+16.53%、扣非利润+16.69%，而上半年扣非利润为+3.16%，呈现拐点向上的情况。

医药板块的分化体现在：1、板块与板块之间的分化；2、龙头公司和一般公司的分化。长期来看，医药行业景气周期上行的行业包括：疫苗、CRO/CDMO、医药零售、医疗服务、高端医疗器械等。而传统仿制药行业在带量采购的背景下利润率将会持续下降。进一步细化到公司层面，龙头公司呈现强者恒强的局面，进一步挤压了非龙头公司的份额，我们看到不仅国内龙头如恒瑞医药、爱尔眼科等获得快速增长，而且跨国制药巨头如默沙东、阿斯利康等，其中中国区的业务也加速增长。

我们持续推荐：1) 创新药及其相关产业链 CRO/CMO：推荐凯莱英、昭衍新药、泰格医药、药明康德、康龙化成；2) 化学原料药中间体：推荐普洛药业；3) 医疗器械：迈瑞医疗、万孚生物；4) 连锁药店：推荐一心堂；4) 生物制品行业：推荐华兰生物、振兴生化、康泰生物、智飞生物、沃森生物；5) 受益于加快进口国外靶向药，从而相关检测业务提升的艾德生物等。

图表 1. A 股医药板块 18Q1-Q3/19Q1-Q3、17Q1-Q3/18Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2017Q1-3	2018Q1-3	同比变动(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动(%)
营业总收入	8887.59	10768.35	21.16	11642.19	13303.94	14.27
营业成本	6066.74	7109.46	17.19	7681.93	8848.91	15.19
毛利率(%)	46.50	51.47	10.68	34.02	33.49	(0.53)
销售费用	1225.08	1721.06	40.49	1832.24	2110.61	15.19
营业费用率(%)	13.78	15.98	15.95	15.74	15.86	0.13
管理费用	575.76	499.30	(13.28)	542.54	615.51	13.45
管理费用率(%)	6.48	4.64	(28.43)	4.66	4.63	(0.03)
财务费用	89.48	109.34	22.19	115.89	152.65	31.72
财务费用率(%)	1.01	1.02	0.85	1.00	1.15	0.15
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.87	0.83	(3.78)
投资净收益	188.62	83.72	(55.62)	125.59	155.23	23.60
对联营企业和合营企业的投资收益	38.66	33.57	(13.15)	42.93	56.87	32.48
营业利润	1042.89	1134.75	8.81	1297.99	1360.21	4.79
营业外收支净额	32.47	7.80	(75.97)	7.36	7.00	(4.94)
利润总额	1075.36	1142.55	6.25	1305.35	1367.21	4.74
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	892.93	1084.60	21.47	1221.82	1268.02	3.78
所得税	193.76	195.99	1.15	221.77	239.96	8.20
实际所得税率(%)	18.02	17.15	(4.80)	17.09	17.64	0.56
归属母公司股东的净利润	808.43	877.27	8.52	1007.42	1034.58	2.70

资料来源：万得，中银国际证券



图表 2. A 股医药板块 18Q3/19Q3 (单季度) 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q3	2019Q3	同比变动(%)
营业总收入	4056.36	4530.81	11.70
营业成本	2704.97	3029.12	11.98
毛利率(%)	33.32	33.14	(0.17)
销售费用	648.99	722.30	11.30
营业费用率(%)	16.00	15.94	(0.06)
管理费用	193.78	215.59	11.25
管理费用率(%)	4.78	4.76	(0.02)
财务费用	38.14	48.43	26.96
财务费用率(%)	0.94	1.07	0.13
公允价值变动净收益	7.81	(4.98)	(163.74)
投资净收益	17.77	56.88	220.03
对联营企业和合营企业的投资收益	12.61	19.10	51.47
营业利润	390.02	418.86	7.39
营业外收支净额	3.34	4.15	24.12
利润总额	393.36	423.01	7.54
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	380.39	390.21	2.58
所得税	64.50	77.49	20.13
实际所得税率(%)	16.54	18.50	1.96
归属母公司股东的净利润	304.19	316.02	3.89

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. A 股 SW 医药生物板块 2018H1/2019H1 主要财务指标对比 (剔除 11 家公司后)

(亿元)	2018H1	2019H1	同比变动(%)
营业总收入	7438.34	8596.35	15.57
营业成本	4922.37	5750.73	16.83
毛利率(%)	33.82	33.10	(0.72)
销售费用	1152.02	1351.44	17.31
销售费用率(%)	15.49	15.72	0.23
管理费用	450.65	385.52	(14.45)
管理费用率(%)	6.06	4.48	(1.58)
财务费用	77.62	105.18	35.51
财务费用率(%)	1.04	1.22	0.18
公允价值变动净收益	(8.07)	5.95	(173.70)
投资净收益	108.62	98.24	(9.55)
对联营企业和合营企业的投资收益	30.77	37.80	22.83
营业利润	867.70	895.88	3.25
营业外收支净额	4.07	2.81	(31.02)
利润总额	871.77	898.69	3.09
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	797.93	829.49	3.96
所得税	151.03	156.02	3.30
实际所得税率(%)	17.32	17.36	0.04
归属母公司股东的净利润	672.45	679.80	1.09

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 保持同比口径一致, 剔除新诺威、心脉医疗、南微医学、微芯生物、奥美医疗、威尔药业、爱朋医疗、康龙化成、迈瑞医疗、昂利康、康辰药业



### 化药板块：原料药景气度逐步上行，制剂板块分化严重

**2019 前三季度情况：**申万化药板块 104 家上市公司 2019 年前三季度共实现营收 3131.76 亿元（同比+11.94%）；营业利润 420.32 亿元（同比+5.31%）；归母净利润 325.26 亿元（+3.75%）。而板块 2019 年上半年收入、营业利润、归母净利润同比增速为：+13.31%、+5.45%、+3.34%。Q3 化药板块整体情况与上半年保持一致。**化学制剂板块：**同比口径的 74 家上市公司中，2019 年前三季度营业总收入 2418.66 亿元（同比+13.17%）；归母净利润 211.61 亿元，（同比-2.54%）。**化学原料药板块：**同比口径的 29 家上市公司中，2019 年前三季度营业总收入 689.51 亿元（同比+8.32%）；归母净利润 102.05 亿元（同比+16.76%）。

从景气周期上来看，则呈现原料药景气周期上行，化药制剂（创新药）上行，而化学制剂（仿制药）景气周期下行。

未来很长一段时间内，医保支出强管控和带量采购政策都是主流，仿制药的总体利润率水平将持续下行（但是不排除竞争格局较好的原料药获得一段时间的超额利润），加之原料药价格上行，仿制药利润率水平进一步下降。而原料药制剂一体化的企业拥有成本优势将获得竞争优势地位。另一方面，由于环保高压政策将长期延续，原料药行业将获得长期较好的竞争格局，因此原料药行业正在进入持续的价值向上重估的过程中。

创新药制剂将在价格体系，市场准入（更快获批、更快进医保）上获得相对较好的待遇，并且当前我国的新药研发主要是以仿制进口创新药和全球新药快速跟随战略，因此成功率较高，投资回报率仍处于较高的阶段，所以我国创新药行业处于景气周期上行阶段。但是若干年之后，新药研发的强度将持续提升，投资回报率将进入断崖式下降的局面，到时行业景气度也将随之下降。

图表 4. A 股化药板块 2018Q1-3/2019Q1-3 主要财务指标对比

	2018Q1-3 (亿元)	2019Q1-3 (亿元)	同比变动(%)
营业总收入	2797.67	3131.76	11.94
营业成本	1422.71	1551.97	9.09
毛利率(%)	49.15	50.44	1.30
销售费用	668.33	793.55	18.74
销售费用率(%)	23.89	25.34	1.45
管理费用	172.63	199.48	15.56
管理费用率(%)	6.17	6.37	0.20
财务费用	28.45	41.14	44.61
财务费用率(%)	1.02	1.31	0.30
公允价值变动净收益	(1.41)	(1.21)	(14.07)
投资净收益	25.22	50.60	100.65
对联营企业和合营企业的投资收益	7.11	11.40	60.42
营业利润	399.80	420.32	5.13
营业外收支净额	2.99	4.64	55.32
利润总额	402.78	424.96	5.51
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	386.08	386.97	0.23
所得税	65.83	71.29	8.30
实际所得税率(%)	16.46	16.96	0.50
归属母公司股东的净利润	313.49	325.26	3.75
扣除非经常性损益后的净利润	285.58	266.07	(6.83)

资料来源：万得，中银国际证券



图表 5. A 股化药板块 2018H1/2019H1 主要财务指标对比 (剔除 2 家公司后)

(亿元)	2018H1	2019H1	同比变动(%)
营业总收入	1,720.00	1,946.00	13.10
营业成本	866.00	949.00	9.55
毛利率(%)	49.63	51.21	1.58
销售费用	404.00	501.00	23.97
销售费用率(%)	23.47	25.73	2.26
管理费用	159.00	202.00	27.10
管理费用率(%)	9.26	10.41	1.15
财务费用	18.00	23.00	28.57
财务费用率(%)	0.52	1.13	0.61
公允价值变动净收益	0.00	1.00	(625.36)
投资净收益	16.00	17.00	8.29
对联营企业和合营企业的投资收益	7.00	9.00	26.29
营业利润	264.00	278.00	5.45
营业外收支净额	2.00	4.00	83.15
利润总额	266.00	283.00	6.13
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	258.00	273.00	6.03
所得税	42.00	45.00	7.50
实际所得税率(%)	15.82	16.02	0.20
归属母公司股东的净利润	212.00	219.00	3.34

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 保持同比口径一致, 人福医药和海普瑞

图表 6. 原料药子板块和制剂子版块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	原料药板块			制剂板块		
	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动(%)	2018Q1-3	2019Q1-3	同比变动(%)
营业总收入	636.58	689.51	8.32	2137.13	2418.66	13.17
营业成本	408.56	446.77	9.35	1007.50	1098.30	9.01
毛利率(%)	35.82	35.20	(0.61)	52.86	54.59	1.73
销售费用	57.04	68.50	20.08	600.15	714.72	19.09
销售费用率(%)	8.96	9.93	0.97	28.08	29.55	1.47
管理费用	36.28	40.95	12.87	134.28	156.24	16.35
管理费用率(%)	5.70	5.94	0.24	6.28	6.46	0.18
财务费用	3.11	7.67	146.49	25.02	33.25	32.88
财务费用率(%)	0.49	1.11	0.62	1.17	1.37	0.20
公允价值变动净收益	(0.23)	(1.27)	459.32	(0.32)	0.29	(190.79)
投资净收益	1.38	26.03	1790.38	16.86	15.16	(10.12)
对联营企业和合营企业的投资收益	(2.76)	(0.35)	(87.46)	3.17	2.41	(23.79)
营业利润	106.21	122.15	15.01	284.26	286.01	0.61
营业外收支净额	0.93	0.30	(68.38)	1.95	4.33	121.69
利润总额	107.14	122.44	14.28	286.22	290.33	1.44
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	103.23	97.35	(5.70)	272.84	277.30	1.63
所得税	17.70	18.18	2.73	47.61	52.47	10.21
实际所得税率(%)	16.52	14.85	(1.67)	16.63	18.07	1.44
归属母公司股东的净利润	87.40	102.05	16.76	217.13	211.61	(2.54)
扣除非经常性损益后的净利润	81.47	72.80	(10.64)	195.33	182.23	(6.71)

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 保持同比口径一致, 剔除吉林敖东

## 生物药板块：疫苗、血制品及消费品种保持稳健增长，部分龙头公司经营策略调整影响短期

**2019 前三季度情况：**我们统计的 33 家生物药上市公司，2019 年 Q1-Q3 收入 756.93 亿元，同比增速 16.83%；营业利润 141.95 亿元，同比增速 26.47%；利润总额 158.30 亿元，同比增速为 41.56%；归属母公司股东扣非净利润 111.18 亿元，同比增速为 24.97%。Q3 单季度收入 266.14 亿元，同比增速 16.54%；营业利润 54.34 亿元，同比增速 50.65%；利润总额 54.61 亿元，同比增速为 54.15%；归属母公司股东扣非净利润 39.03 亿元，同比增速为 33.39%。

从子板块看，不同领域及公司间差异较大。疫苗板块整体表现较好，但个股间存在一定的分化由于疫苗事件的影响国产疫苗的批签发和终端情况受到一定影响，如智飞生物前三季度扣非归母净利增速 64.17%（Q3 增速 51.36%）、沃森生物前三季度扣非归母净利增速 90.02%（Q3 增速 103.88%），康泰生物三季度扣非归母净利增速 16.07%（Q3 增速 99.00%），基本从三季度开始疫苗生产企业的增速开始恢复并大幅提升。消费类生物制品企业如长春高新、我武生物等保持较快增长，安科生物、通化东宝前三季度由于受 GMP 重认证及销售策略调整等影响业绩释放。血制品板块整体增速较平稳（收入端增速保持在 16%-20%），渠道去库存维持在 2-3 个月，而厂家库存由于批签发进度较慢基本处于历史低位，第四季度随着批签发获批产品上市收入增速逐渐提升可期。

我们看好不受医保控费影响的消费类品种的持续放量，以及细分领域具有领先优势的小而美龙头。建议关注拥有研发实力和较完备产品管线的生物药企业，未来生物仿制药等产品上市后可带来收入利润增量。

图表 7. A 股生物药板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比变动(%)
营业总收入	647.89	756.93	16.83
营业成本	302.14	346.59	14.71
毛利率(%)	53.37	54.21	1.58
销售费用	157.48	185.69	17.91
销售费用率(%)	24.31	24.53	0.93
管理费用	69.85	86.61	23.98
管理费用率(%)	10.78	11.44	6.12
财务费用	11.52	11.28	(2.07)
财务费用率(%)	1.78	1.49	(16.17)
公允价值变动净收益	(5.72)	(1.34)	(76.66)
投资净收益	14.38	31.24	117.29
对联营企业和合营企业的投资收益	17.09	23.32	36.46
营业利润	112.24	141.95	26.47
营业外收支净额	(0.42)	(0.28)	(33.47)
利润总额	111.83	158.30	41.56
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	120.68	135.36	12.17
所得税	16.82	24.16	43.66
实际所得税率(%)	15.04	15.26	1.48
归属母公司股东的扣非净利润	88.97	111.18	24.97

资料来源：万得，中银国际证券

## 中药板块：业绩承压，利润端下滑趋势明显

**2019 前三季度情况：**我们统计的 67 家中药板块公司 2019 年 Q1-Q3 收入 2381.15 亿元，同比增速 6.72%；营业利润 353.72 亿元，同比增速 3.00%；利润总额 310.02 亿元，同比增速为-10.66%；归属母公司股东净利润 205.33 亿元，同比增速为-18.55%。Q3 单季度收入 774.00 亿元，同比增速-2.49%；营业利润 80.88 亿元，同比增速-21.52%；利润总额 81.29 亿元，同比增速为-22.88%；归属母公司股东净利润 56.59 亿元，同比增速为-27.88%。



2019年Q1-Q3中药板块收入仍然处于下滑趋势，利润端出现负增长，Q3下滑趋势明显。2018年上半年流感疫情拉动下，部分中药企业业绩呈现较快增长，去年的高基数造成今年的业绩增速下滑明显；近年来在医保控费的大背景下，无论是从医保目录调整还是医保支付政策等，限制及监控辅助用药愈演愈烈，中药注射液面临的形式依然严峻，中药制剂类发展依然承压。中药板块内部，相对而言，不受医保控费的中药消费品板块面临的压力较小，但也受到经济下滑压力抑制消费的影响，2019年前三季度业绩增长放缓。中药板块并非没有投资价值，我们认为需关注主要品种为终端刚需，渠道下沉布局完善，且公司积极谋求转型，并且有资金、人才等硬实力支持转型的公司，代表公司天士力（工业品种终端刚需，积极转型创新研发）、云南白药（健康相关产品增长提速，未来有望介入骨科领域打开外延增长空间）。

图表 8. A 股中药板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比增速(%)
营业总收入	2231.22	2,381.15	6.72
营业成本	1165.95	1,288.11	10.48
毛利率	47.74	45.90	(3.85)
销售费用	550.88	594.58	7.93
销售费用率	24.69	24.97	1.14
管理费用	153.76	169.04	9.94
管理费用率	6.89	7.10	3.02
财务费用	25.32	33.38	31.85
财务费用率	1.13	1.40	23.55
公允价值变动净收益	1.03	2.81	172.59
投资净收益	22.89	31.08	35.78
对联营企业和合营企业的投资收益	4.81	4.21	(12.51)
营业利润	343.41	353.72	3.00
营业外收支净额	3.58	0.92	(74.31)
利润总额	346.99	310.02	(10.66)
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	324.31	324.04	(0.08)
所得税	53.21	53.30	0.18
实际所得税率	15.33	17.19	12.13
归属母公司股东的净利润	252.09	205.33	(18.55)

资料来源：万得，中银国际证券

### 医疗器械板块：整体保持较快增长，关注优质龙头公司

**2019 前三季度情况：**包含科创板上市的 6 支医疗器械个股，我们统计的 58 家医疗器械公司 19 年 Q1-Q3 收入 845.97 亿元，同比增速 14.40%；营业利润 189.28 亿元，同比增速 26.58%；利润总额 186.25 亿元，同比增速为 23.73%；归属母公司股东净利润 133.18 亿元，同比增速为 21.65%。2019Q3 单季度收入 285.49 亿元，同比增速 13.13%；营业利润 58.76 亿元，同比增速 20.92%；利润总额 59.48 亿元，同比增速为 21.26%；归属母公司股东净利润 43.75 亿元，同比增速为 19.80%。

医疗器械整体保持稳健增长，但板块内部业绩分化明显，细分领域龙头公司依然能保持较快增长，例如迈瑞医疗（国内医疗器械龙头，2019Q3 收入和扣非归母净利润增速 20.24%、27.04%）、乐普医疗（创新医疗器械、支架龙头地位稳固，2019Q3 收入和扣非归母净利润增速 20.17%、36.91%）；低值耗材、传统检验设备领域竞争激烈，部分公司业绩增速明显放缓。我们认为，器械行业相比药品市场，细分种类繁多，市场更加分散，多数器械公司利润体量较小，外延并购仍是提高行业集中度的重要途径，也是企业发展必经之路；政策导向鼓励采购国产医疗器械，有助于加快进口替代；市场较为担忧的高值耗材集采是否对器械类公司冲击过大，我们认为，高值耗材集采不可避免，需重点关注的是研发能力突出，能推出创新产品，产品梯度良好的公司，这样的公司能够通过技术驱动产品升级，用不同的产品梯度对冲降价的风险，例如乐普医疗，公司历经十年研发成功全球第二代可降解支架 NeoVas，这是国内首款获准上市的生物可吸收支架，在支架方面，形成了 Partner、Nano、NeoVas 的产品梯度，通过优化产品结构对冲降价的风险。



图表 9. A 股医疗器械板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比增速(%)
营业总收入	739.49	845.97	14.40
营业成本	373.68	412.34	10.35
毛利率(%)	49.47	51.26	3.62
销售费用	121.06	144.49	19.36
销售费用率(%)	16.37	17.08	4.33
管理费用	96.24	122.38	27.16
管理费用率(%)	13.01	14.47	11.16
财务费用	3.13	3.93	25.60
财务费用率(%)	0.42	0.46	9.79
公允价值变动净收益	(2.43)	0.03	(101.09)
投资净收益	8.41	15.51	84.54
对联营企业和合营企业的投资收益	(0.21)	(0.95)	354.76
营业利润	149.53	189.28	26.58
营业外收支净额	0.99	1.58	60.36
利润总额	150.52	186.25	23.73
扣除短期投资收益和营业外收支后的利润总额	143.35	172.80	20.54
所得税	22.94	28.69	25.03
实际所得税率(%)	15.24	15.40	1.05
归属母公司股东的净利润	109.48	133.18	21.65

资料来源：万得，中银国际证券

### 医疗服务板块：增长分化明显，龙头企业保持 20% 以上的高增长

**2019 前三季度情况：**我们统计的 20 家医疗服务公司 2019 年 Q1-Q3 收入 462.13 亿元，同比增速 14.76%；营业利润 69.87 亿元，同比减少 26.22%；归属母公司股东扣非净利润 45.67 亿元，同比增速为 28.06%。2019Q3 单季度收入 171.39 亿元，同比增速 18.45%；营业利润 30.56 亿元，同比增速 35.95%；利润总额 30.45 亿元，同比增速为 37.30%；归属母公司股东净利润 21.63 亿元，同比增速为 79.06%。

医疗服务板块收入整体保持两位数以上的增速，板块内部业绩分化明显。专科医疗服务龙头爱尔眼科、通策医疗，CRO 服务公司泰格医药、药明康德、康龙化成，以及第三方实验室龙头公司金域医学都实现了高速增长，带动整个板块收入端达到 14% 以上的增速。其中美年健康由于广州事件的原因，个检业务有所影响，因此前三季度业绩下滑，但从 Q3 来看该影响逐步褪去，Q3 收入端增速 15.57%、扣非归母净利增速达到 55.80%。我们认为目前处于网点下沉阶段的专科医疗服务公司，在药械市场整体大环境政策趋严的情况下，可以实现稳健的业绩增长，此类公司目前业绩的高增长来自 3-5 年前网点的布局和运营改善，因此商业模式具有可持续性，且不受医保等行业政策的影响。但是在扩张整合阶段也会带来大量的三费用（如新增人员工资、房租等，尤其是财务费用随着规模的扩张对资金规模的要求提高）拉低利润端的增长，因此需要对公司扩张的规模和节奏有充分的预期下才能较好的预测未来利润端的增长。相对而言我们更看好基本完成布局阶段、不断实现网点下沉的龙头公司，如爱尔眼科、美年健康和通策医疗，以及 CRO 类龙头公司泰格医药、药明康德、康龙化成。





图表 10. A 股医疗服务板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比变动(%)
营业总收入	402.71	462.13	14.76
营业成本	246.22	285.80	16.07
毛利率(%)	38.86	38.16	(1.81)
销售费用	36.08	39.42	9.26
营业费用率(%)	8.96	8.53	(4.79)
管理费用	53.98	62.75	16.24
管理费用率(%)	13.40	13.58	1.30
财务费用	7.18	9.25	28.84
财务费用率(%)	1.78	2.00	12.27
公允价值变动净收益	9.32	0.33	(96.44)
投资净收益	31.94	6.69	(79.05)
营业利润	94.70	69.87	(26.22)
利润总额	94.44	68.42	(27.56)
所得税	20.56	14.43	(29.79)
实际所得税率(%)	21.77	21.10	(3.08)
归属母公司股东的净利润	68.60	49.41	(27.9)
扣除非经常性损益后的净利润	35.66	45.67	28.06

资料来源：万得，中银国际证券

### 医药商业板块：流通配送板块拐点隐现，零售板块业绩保持高增长

**2019 前三季度情况：**我们统计的 19 家商业批发公司 2019 年 Q1-Q3 收入 4986.77 亿元，同比增速 18.36%；营业利润 208.12 亿元，同比增速 27.26%；归属母公司股东扣非净利润 105.79 亿元，同比增速为 9.55%。2019Q3 单季度收入 1720.40 亿元，同比增速 16.53%；利润总额 55.57 亿元，同比增速为 2.89%；归属母公司股东扣非净利润 33.67 亿元，同比增速为 16.69%。4 家零售药店板块收入 314.60 亿元，同比增速 29.17%；营业利润 26.10 亿元，同比增速 32.85%；归属母公司股东扣非净利润 18.00 亿元，同比增速为 27.14%。2019Q3 单季度收入 105.66 亿元，同比增速 23.57%；利润总额 7.62 亿元，同比增速为 28.79%；归属母公司股东扣非净利润 5.34 亿元，同比增速为 25.14%。

2017 年以来由于两票制的影响以及 2018 年以来集采等政策导致药品终端价格下降，部分医药批发企业归母净利增速由两位数下降到了个位数的增长，甚至有个别企业出现了负增长，板块整体利润端的增速低于收入端增速。受影响较小且享受集中度提升红利的医药批发公司 2019Q1-Q3 年业绩增长较快，如柳药股份、国药股份、上海医药等。医药零售板块随着行业集中度持续提升、对于上游企业话语权的增强收入和利润端稳健增长，行业环境逐渐向好（处方药占比持续提升以及医保账户尝试对接合格分级药店），品种毛利率的提高和精益化管理的加强，收入和利润增速会持续保持在 20%-25% 以上。



图表 11. A 股医药商业批发板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比变动
营业总收入	4213.28	4,986.77	18.36
营业成本	3703.88	4,396.72	18.71
毛利率(%)	12.09	11.83	(2.13)
销售费用	211.91	246.71	16.42
营业费用率(%)	5.03	4.95	(1.64)
管理费用	101.75	120.71	18.63
管理费用率(%)	2.42	2.42	0.23
财务费用	38.05	50.40	32.45
财务费用率(%)	0.09	1.01	11.90
公允价值变动净收益	0.08	0.21	162.13
投资净收益	19.39	15.91	(17.98)
营业利润	163.54	208.12	27.26
利润总额	163.88	177.32	8.20
所得税	34.84	38.81	11.41
实际所得税率(%)	21.26	21.89	2.96
归属母公司股东的净利润	108.22	113.05	4.46
扣除非经常性损益后的净利润	96.56	105.79	9.55

资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. A 股医药商业零售板块 2018Q1-Q3/2019Q1-Q3 主要财务指标对比

(亿元)	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比变动(%)
营业总收入	243.56	314.60	29.17
营业成本	147.26	195.22	32.57
毛利率(%)	39.54	37.95	(4.02)
销售费用	63.55	78.64	23.76
营业费用率(%)	26.09	25.00	(4.19)
管理费用	10.40	13.38	28.59
管理费用率(%)	4.27	4.25	(0.45)
财务费用	1.15	1.38	20.28
财务费用率(%)	0.47	0.44	(6.88)
公允价值变动净收益	(0.01)	0.00	(100.00)
投资净收益	0.75	0.35	(52.87)
营业利润	19.64	26.10	32.85
利润总额	19.80	25.47	28.63
所得税	4.55	5.78	27.06
实际所得税率(%)	22.97	22.69	(1.22)
归属母公司股东的净利润	14.66	18.53	26.39
扣除非经常性损益后的净利润	14.16	18.00	27.14

资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 13. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2018A	2019E	2018A	2019E	(元/股)
002821.SZ	凯莱英	买入	129.10	298.75	1.85	2.50	69.75	51.64	12.34
603127.SH	昭衍新药	买入	62.96	101.83	0.67	0.97	93.99	64.91	4.48
000739.SZ	普洛药业	买入	12.92	152.27	0.31	0.46	41.09	28.09	3.09
300760.SZ	迈瑞医疗	增持	179.80	2,185.81	3.06	3.71	58.77	48.46	14.48
300122.SZ	智飞生物	买入	48.13	770.08	0.91	1.53	53.06	31.46	3.21
002007.SZ	华兰生物	买入	36.57	513.10	0.81	1.09	45.03	33.55	4.44
300601.SZ	康泰生物	增持	86.47	557.92	0.68	0.85	128.06	101.73	3.79
000403.SZ	振兴生化	增持	34.95	95.27	0.29	0.70	119.11	49.93	2.81
300482.SZ	万孚生物	买入	49.85	170.83	0.90	1.20	55.51	41.54	6.18
603707.SH	健友股份	增持	42.89	308.15	0.77	0.82	55.70	52.30	3.90
002727.SZ	一心堂	买入	24.40	138.54	0.92	1.19	26.59	20.50	7.69
603259.SH	药明康德	增持	94.46	1,546.98	1.94	1.35	48.69	69.97	10.51
300347.SZ	泰格医药	买入	69.25	519.12	0.63	0.89	109.94	77.81	5.15
300759.SZ	康龙化成	增持	56.55	371.13	0.52	0.76	109.41	74.41	4.56
300142.SZ	沃森生物	增持	30.11	462.92	0.68	0.19	44.25	158.47	3.14
002821.SZ	艾德生物	买入	72.82	107.20	0.86	1.15	84.58	63.32	5.86

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 11 月 1 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

### 风险提示：

板块内个股业绩低于预期，带量采购、医保降价等政策扰动。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371