

医药生物行业

行业持续分化，优选创新和细分龙头

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-11-04

核心观点：

● **10月申万医药指数上涨4.67%，显著高于市场平均表现**

2019年10月wind全A指数上涨0.82%、沪深300指数上涨1.89%；申万医药指数上涨4.67%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第3位，高于全市场平均表现，仅次于申万农林牧渔和家用电器；当前申万医药指数的估值溢价率为127.4%，低于7年来行业平均估值溢价率，逐渐在向均值靠拢。申万医药板块涨幅前十的个股包括华海药业、司太立等特色原料药，以及美年健康等，个股和子行业分化仍较显著（截至19年10月31日）。

● **2019 三季度业绩回顾：收入稳健增长，较去年有所放缓**

2019年前三季度SW医药生物行业营收增长14.63%，显著领先其他行业，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为6.4%；2019年Q3医药行业营收增速为13%，较2019Q2营收增速17.5%有所放缓，剔除次新股调整后的扣非净利润增速同比为8.9%，较2019Q2增速7.4%有所改善，行业毛利率保持平稳，Q3扣非净利率6.4%，较Q2的7.3%有所下滑。

● **创新药盛宴开幕，疫苗表现亮眼，创新服务商和医疗服务保持高景气**

化学制剂行业受集采影响，Q3收入和利润增速保持平稳，但是以创新药为代表的跨国MNC和国内创新药代表企业增速明显提升，结构分化剧烈。高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度，行业内部结构分化。医疗服务板块扣非净利润增速放缓，爱尔、美年、通策的扣非增速均低于去年同期，但仍保持在较高水平，CRO龙头药明康德、康龙化成等表现突出，整体看体检行业和临床CRO行业仍是景气向上的。医药商业行业规范化监管，集中度仍在持续提升，细分领域/新兴商业模式可重点关注。大宗原料药价格仍处于低位，特色原料药受产业政策影响短期明显获益。

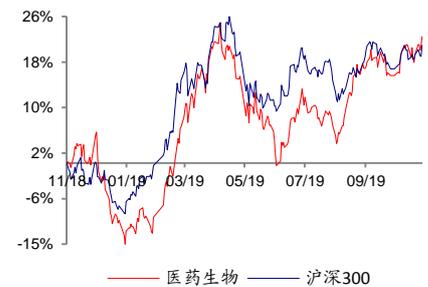
● **投资策略：抱紧创新和创新产业链，关注基本面改善标的**

医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新体系完备、短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。此外，重点关注政策免疫相关子行业：创新疫苗处于快速放量期，是好行业的最好成长阶段。专科医疗服务业绩快速成长，CXO行业增速有所提升。11月关注：恒瑞医药，药明康德，长春高新，智飞生物，康泰生物，金域医学，益丰药房，华兰生物，通策医疗，爱尔眼科。

● **风险提示**

医保谈判价格降幅超预期；药品审评进度低于预期；带量采购进度及范围超预期。

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师：

孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

李安飞 021-60750612

lianfei@gf.com.cn

联系人：

李东升

lidongsheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
恒瑞医药	600276	CNY	92.20	2019/10/25	买入	94.2	1.19	1.57	77.5	58.7	60.5	45.3	20.9	21.9
长春高新	000661	CNY	474.76	2019/10/24	买入	470.0	8.24	10.93	57.6	43.4	28.0	20.8	21.8	23.3
康泰生物	300601	CNY	86.69	2019/10/28	买入	91.0	0.91	1.29	95.3	67.2	80.1	55.4	24.9	26.0
泰格医药	300347	CNY	70.01	2019/10/28	买入	72.0	0.96	1.24	72.9	56.5	51.9	39.4	21.2	21.5
通策医疗	600763	CNY	108.84	2019/10/31	买入	125.8	1.48	1.88	73.5	57.9	43.9	34.0	26.5	25.2
爱尔眼科	300015	CNY	42.21	2019/8/26	买入	37.8	0.45	0.57	93.8	74.1	48.8	37.9	19.4	20.1
华兰生物	002007	CNY	36.50	2019/10/27	买入	40.4	1.01	1.16	36.1	31.5	28.9	26.2	21.7	21.1
智飞生物	300122	CNY	48.85	2019/10/21	买入	57.4	1.54	2.30	31.7	21.2	26.6	17.6	41.0	43.7
益丰药房	603939	CNY	86.90	2019/10/30	买入	97.5	1.48	1.95	58.7	44.6	35.7	26.0	12.2	13.8
金域医学	603882	CNY	55.94	2019/4/27	买入	37.6	0.65	0.83	86.1	67.4	42.4	34.6	13.5	14.8
科伦药业	002422	CNY	23.94	2019/4/16	买入	36.2	1.11	1.33	21.6	18.0	13.8	12.3	11.2	11.8
安图生物	603658	CNY	105.91	2019/3/28	买入	79.3	1.77	2.33	59.8	45.5	35.1	26.5	27.9	26.8
药明康德	603259	CNY	97.10	2019/10/31	买入	104.4	1.39	1.74	69.9	55.8	59.1	45.3	11.2	12.3
药明康德	02359	HKD	97.00	2019/10/31	买入	104.4	1.39	1.74	69.8	55.7	59.1	45.3	11.2	12.3
石药集团	01093	HKD	20.80	2019/10/13	买入	19.6	0.71	0.88	29.3	23.6	14.7	11.7	23.7	24.7
中国生物 制药	01177	HKD	12.16	2019/8/30	买入	13.9	0.23	0.29	52.9	41.9	23.3	19.7	9.1	10.1
三生制药	01530	HKD	15.18	2019/8/25	买入	17.1	0.47	0.70	32.3	21.7	16.1	12.1	12.9	16.5
中国中药	00570	HKD	3.59	2019/9/3	买入	6.2	0.33	0.39	10.9	9.2	5.5	4.8	10.4	11.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 表中估值指标按照最新收盘价计算 石药集团 EPS 为港元/股, 其他港股均为人民币元/股

目录索引

行情回顾：10月医药板块表现优异，估值溢价率仍处于较底部位置.....	6
申万医药指数上涨4.67%，市场表现优异.....	6
医药股估值溢价率仍低于历史均值.....	6
个股表现分化明显，市值分布变化基本反映行业基本面变化.....	7
政策趋势：新一轮医保谈判即将落地，新药市场快速扩容.....	7
医保谈判常态化，新药市场快速扩容.....	7
季报总结：行业整体收入利润增速下滑，分化加剧.....	8
前三季度行业营收增长14.63%，净利润增速5.8%.....	8
行业整体收入维持稳健增长，不同子行业分化显著.....	10
细分行业：创新药盛宴，政策免疫板块表现优异.....	12
化学制剂：结构分化，创新者的盛宴开幕.....	12
生物制品：高端生物制品维持高景气.....	16
医疗器械：行业分化，关注细分领域龙头.....	20
医疗服务：三季度环比改善，CXO表现亮眼.....	23
医药商业：执业药师监管政策趋严，行业集中度继续提升.....	27
化学原料药：特色原料药表现亮眼.....	30
中药：收入环比改善，政策免疫类景气度提升.....	32
行业重要数据跟踪.....	35
生物制品批签发数据动态跟踪.....	35
风险提示.....	37

图表索引

图 1: 2019 年初至今医药板块与大盘走势比较(%)	6
图 2: 2019 年 10 月医药生物与大盘涨跌幅(%)	6
图 3: 2019 年 10 月各板块涨跌幅比较(%).....	6
图 4: 10 月底各板块动态市盈率比较(申万, TTM).....	7
图 5: 申万医药板块相对 A 股整体估值溢价率 (TTM)	7
图 6: 10 月中万医药板块涨跌幅前十个股(%).....	7
图 7: 10 月中万医药板块上市公司市值分布情况.....	7
图 8: 17 年医保谈判纳入的品种自获批间隔(中药中成药除外)	8
图 9: 18 年医保谈判纳入的品种自获批间隔(中药中成药除外)	8
图 10: 2019 年前三季度申万二级行业上市公司营业收入增速(%)	9
图 11: 2019 年前三季度申万二级行业上市公司净利润增速(%)	9
图 12: 生物医药上市公司(申万)Q3 收入增速分布	10
图 13: 生物医药上市公司(申万)Q3 扣非利润增速分布	10
图 14: 化学制剂上市公司经营指标增长情况	12
图 15: 化学制剂上市公司整体收入增速.....	13
图 16: 生物制品行业 2019 年三季度报营收与净利润增长情况.....	16
图 17: 医疗器械板块 2018 年及 2019 年 Q1、Q2 增长情况与同期对比	20
图 18: 医疗服务 2019 年前三季度增长情况与同期对比	23
图 19: 医药商业上市公司(申万)经营指标	27
图 20: 化学原料药上市公司经营指标增长情况.....	30
图 21: 2019 前三季度增长情况与 2018 同期对比	32
表 1: 国内市场主要 MNC 三季度收入增长情况.....	8
表 2: 2019 三季度报医药板块经营指标统计(剔除次新股成分和非正常因素调整后, 百万)	10
表 3: 各子行业收入增长率(%)	11
表 4: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率(%)	11
表 5: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元).....	13
表 6: 主要化学制剂(申万)上市公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况.....	13
表 7: 生物制品行业基本财务指标(剔除部分次新股成分调整后, 百万元)	16
表 8: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况.....	17
表 9: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况	18
表 10: 蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况	18
表 11: 生物药行业重点跟踪公司财报情况	19
表 12: 医疗器械行业基本财务指标(剔除部分次新股成分调整后, 百万元)	20
表 13: 医疗器械不同子领域收入增速和扣非归母净利润增速情况.....	21

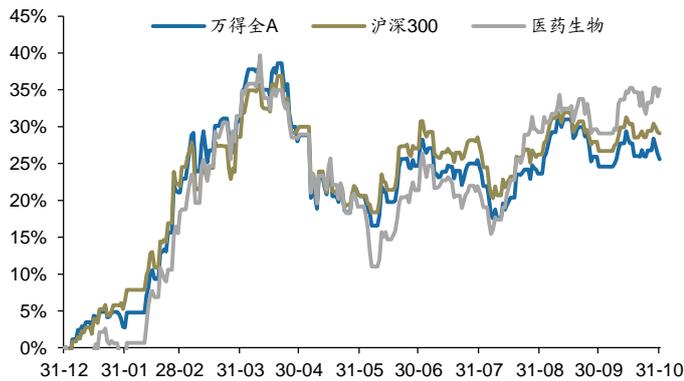
表 14: 医疗器械重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	21
表 15: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况	22
表 16: 2019 年前三季度医疗服务经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	23
表 17: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况	25
表 18: 医疗服务重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	25
表 19: 2019 年前三季度医药商业经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万)	27
表 20: 医药商业重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	28
表 21: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	28
表 22: 连锁药房三季度仍保持快速扩张趋势	29
表 23: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)	30
表 24: 申万分类下化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	31
表 25: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万)	32
表 26: 中药公司财务指标	33
表 28: 2019 年 1-8 月重点疫苗批签发情况 (万支)	35
表 29: 2019 年 1-9 月血制品批签发情况 (万瓶)	35

行情回顾: 10月医药板块表现优异, 估值溢价率仍处于较底部位置

申万医药指数上涨 4.67%，市场表现优异

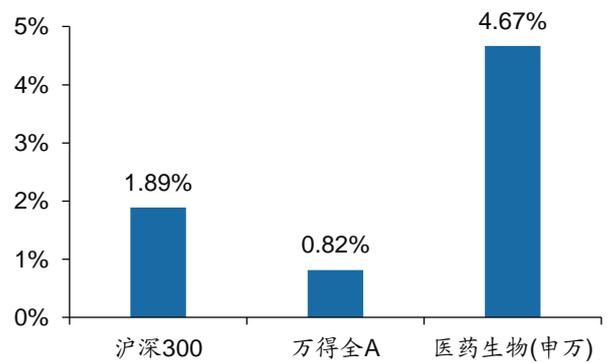
2019年10月份wind全A指数上涨0.82%、沪深300指数上涨1.89%；申万医药指上涨4.67%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第3位，表现优异，跑赢沪深300指数和wind全A指数。

图1: 2019年初至今医药板块与大盘走势比较(%)



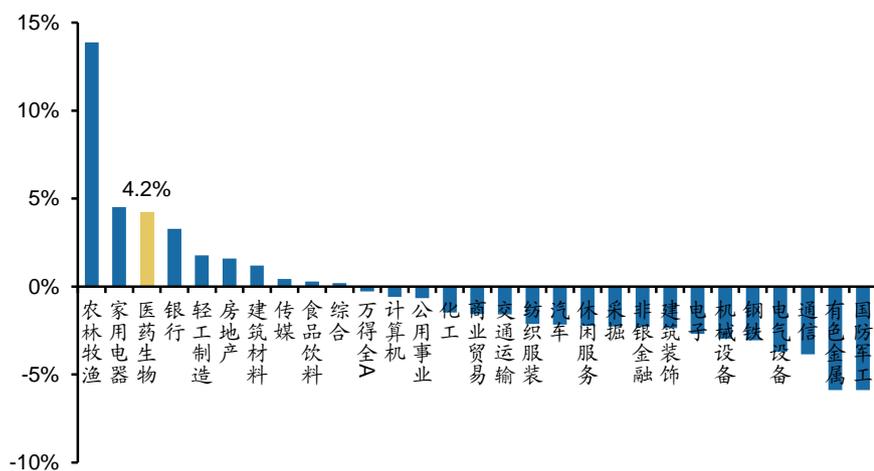
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 2019年10月医药生物与大盘涨跌幅(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 2019年10月各板块涨跌幅比较(%)

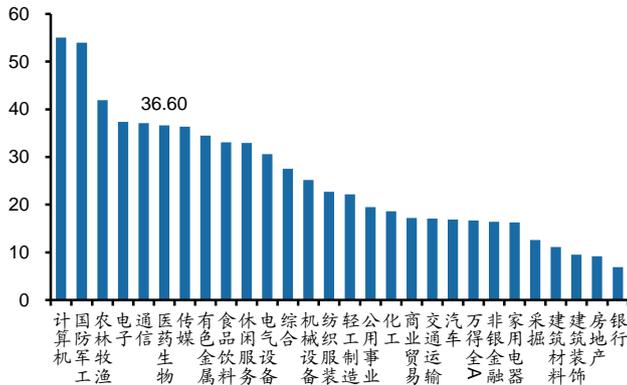


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

医药股估值溢价率仍低于历史均值

10月31日, 申万医药生物指数TTM估值为36.6倍, 在28个申万一级子行业中处于中上水平。从2012年以来的历史数据来看, 行业估值溢价率平均为127.4%, 而目前申万医药指数的估值溢价率为101.2%, 低于历史均值。

图4: 10月底各板块动态市盈率比较(申万, TTM)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 申万医药板块相对A股整体估值溢价率 (TTM)

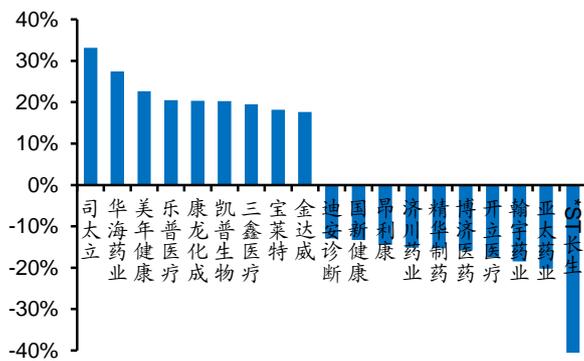


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

个股表现分化明显, 市值分布变化基本反映行业基本面变化

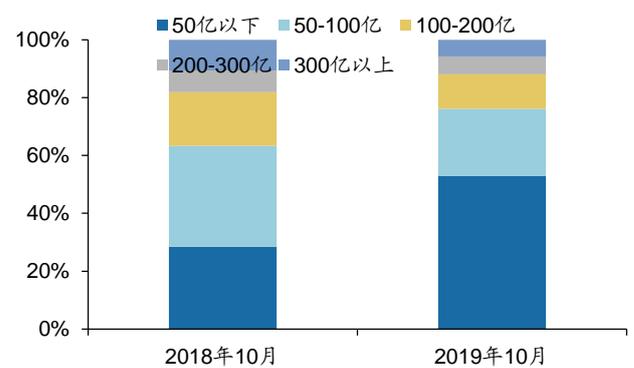
申万医药板块涨幅前十的个股包括司太立、华海药业等特色原料药企业, 以及美年健康、乐普医疗等, 下跌居前的有ST长生、亚太药业、翰宇药业、开立医疗等, 多数因为近期业绩披露驱动。根据19年10月底医药上市公司市值分布来看, 300亿以上市值公司占比继续下降, 其它50-300亿的几个层级的公司市值占比都明显缩小, 50亿以下市值公司明显增加, 比例从2018年10月份的28%提高到2019年9月份的53% (截止于19年10月31日)。A股医药生物上市公司市值分布变迁基本反映了行业基本面的变化。

图6: 10月申万医药板块涨跌幅前十个股(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: 10月申万医药板块上市公司市值分布情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

政策趋势: 新一轮医保谈判即将落地, 新药市场快速扩容

医保谈判常态化, 新药市场快速扩容

谈判机制下新药及时纳入医保, 新药可及性大幅提升 2019年医保谈判已经启

动，本次拟谈判品种高达128个，平均降价幅度可能在50%以上；整体而言，新药降价进入医保，有利于提高新药的可及性。

图8：17年医保谈判纳入的品种自获批间隔(中药中成药除外)

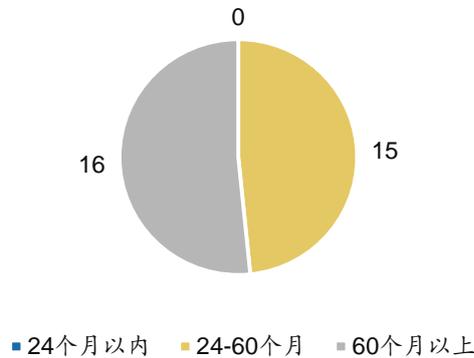
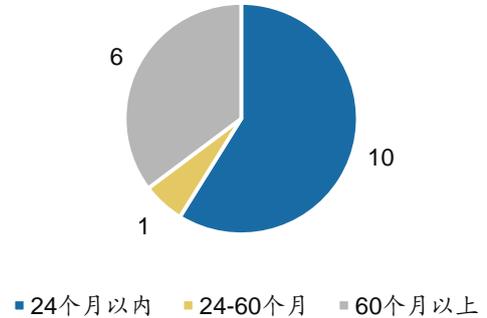


图9：18年医保谈判纳入的品种自获批间隔(中药中成药除外)



数据来源：人社部、NMPA、广发证券发展研究中心

数据来源：人社部、NMPA、广发证券发展研究中心

就已经执行的三次医保谈判目录来看，进入医保的新药整体放量明显；从目前已披露的主要跨国药企和国内新药代表企业第三季度的营业收入来看，部分企业如罗氏、阿斯利康、恒瑞医药等增速在40%以上，主要受益于大品种上市或通过谈判进入医保目录。

表1：国内市场主要MNC三季度收入增长情况

企业	业务/部门	Q3 中国区增速	中国区增速简析
罗氏	制药	53%	安维汀、赫赛汀和美罗华等产品受益于医保
罗氏	诊断	11%	渠道调整影响 Q1 增速
诺华	制药	25%-30%	新产品国内上市
阿斯利康	制药	40%	新品放量，肿瘤线增长 67%
默沙东	制药&疫苗	90%	Keytruda、HPV 疫苗放量
辉瑞	普强	2%	4+7 集中采购
辉瑞	biopharma	42%	新产品放量
赛诺菲	制药	14%	4+7 集中采购
诺和诺德	制药	15%	胰岛素增长放缓
恒瑞医药	制药	47%	新产品放量

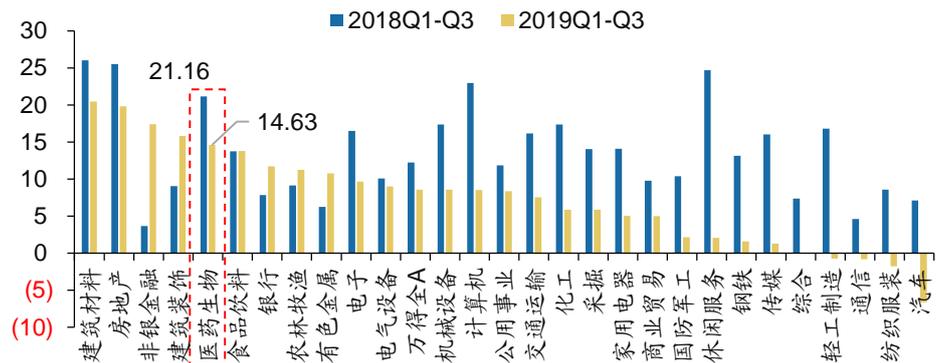
数据来源：各公司公告，广发证券发展研究中心

三季度总结：行业整体收入利润增速下滑，分化加剧

前三季度行业营收增长 14.63%，净利润增速 5.8%

2019年前三季度，A股医药生物上市公司(申万)整体营业收入增速为14.63%，较去年同期增速下滑6.5个百分点，增速下滑主要源自上有制剂企业“低开转高开”在去年底基本完成，去年同期的增速有部分高开影响。在28个行业中，生物医药行业前三季度收入增速排名第五，增速居消费类行业之首。

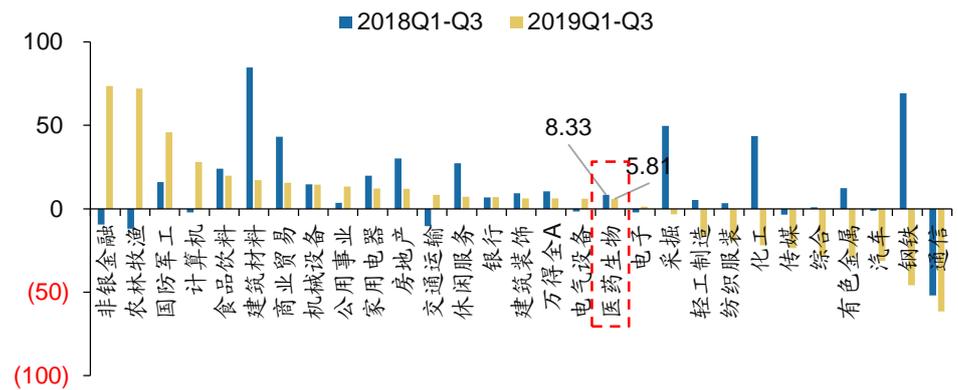
图10: 2019年前三季度申万二级行业上市公司营业收入增速(%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年前三季度, A股医药生物上市公司(申万)整体净利润增速为5.8%, 较去年同期增速下滑2.5个百分点, 增速下滑除来源于收入增速下滑之外, 还受到研发费用率提升的影响; 此外还有一个重要原因是大宗原料药如VE、抗生素等价格回落。

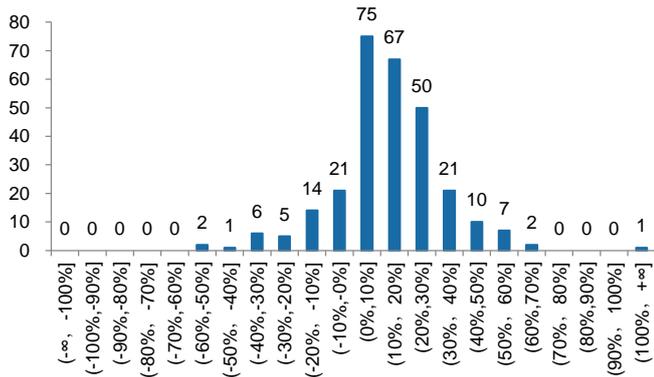
图11: 2019年前三季度申万二级行业上市公司净利润增速(%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

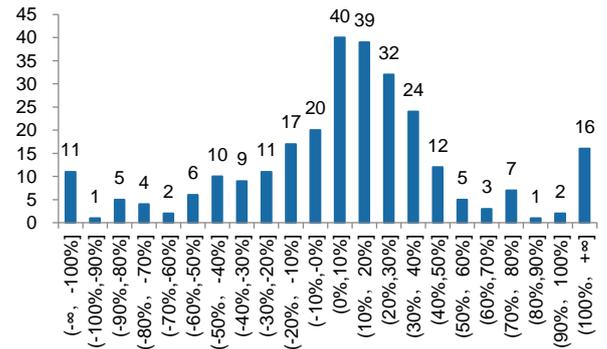
2019年单三季度, 生物医药上市公司营业收入增速大部分居于0%-30%之间, 其中0%-10%有75家, 10%-20%67家, 收入增速在30%以上的公司有41家。三季度扣非后利润增速分布相对收入增速较分散, 大部分集中在0%-30%, 0%-10%有40家, 10%-20%有39家, 20%-30%有32家, 30%以上有70家。

图12: 生物医药上市公司(申万)Q3收入增速分布



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 生物医药上市公司(申万)Q3扣非利润增速分布



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

行业整体收入维持稳健增长, 不同子行业分化显著

我们剔除次新股和非经常因素调整后处理了医药行业及子行业数据, 以整体指标来看, 2019前三季度医药板块营收增速为16.2%, 同比减少6个百分点; 单三季度营收增长13%, 较Q2增速下滑4.5个百分点。前三季度扣非净利润增速为6.4%, 较去年同期下滑16.5%; Q3单季度增速8.9%, 较Q2略有上调。行业毛利率保持平稳, 扣非净利率有所下滑。

表2: 2019三季报医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 百万)

行业总体	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	323402	632394	342703	975097	359201	1334298	366539	379885	746425	387108	1133533
收入增速	17.3%	21.5%	23.3%	22.2%	16.3%	20.5%	18.6%	17.5%	18.0%	13.0%	16.2%
净利润	29884	56586	25927	82514	15028	97542	29782	31859	61641	28456	90097
净利润增速	20.2%	27.5%	-1.7%	16.6%	-32.0%	5.1%	11.5%	6.6%	8.9%	9.8%	9.2%
扣非净利润	25866	50341	22746	73087	7792	80878	25238	27780	53018	24777	77795
扣非净利润增速	20.5%	27.9%	13.2%	22.9%	-51.0%	7.3%	3.1%	7.4%	5.3%	8.9%	6.4%
毛利率	35%	35%	34%	35%	35%	35%	34%	35%	34%	34%	34%
扣非净利率	8.0%	8.0%	6.6%	7.5%	2.2%	6.1%	6.9%	7.3%	7.1%	6.4%	6.9%
经营现金流/净利润	0.99	0.44	1.14	0.66	3.38	1.08	-0.04	1.25	0.63	1.14	0.79
加应收票据后的经营现金流/净利润	2.56	1.27	2.70	1.15	7.09	1.65	1.65	2.53	1.29	2.50	1.22
营业成本	209236	409001	225222	634223	234097	868320	242723	248185	490908	256078	746986
经营现金流/净利润	29458	24712	29573	54285	50869	105154	-1179	39795	38615	32498	71113
应收票据	47052	47052	40428	40428	55728	55728	50284	40664	40664	38717	38717

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

不同板块分化显著: 化学原料药前三季度增速为9.3%, 其中2019年Q3增速下滑至7.6%。生物制品前三季度营收维持高速增长20.6%, 仍维持较高景气度。医疗服务营收保持高速增长, 龙头爱尔眼科和通策医疗表现略高于市场预期, 行业整体前三季度收入增长23%。医疗器械营收增速12.5%, 较去年有所放缓。医药商业营收增速有所放缓, 前三季度增长18.3%, Q3增速16.2%, 较Q2下滑3个百分点。中药2019年Q3营收增速5.9%, 较Q2大幅下滑。化学制剂2019年Q3营收增速下滑至10.6%, 前三季度为11.9%。

表 3: 各子行业收入增长率 (%)

子行业	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
化学原料药	13.2	19.9	27.9	7.4	18.0	17.8	19.1	17.3	35.1	11.1	19.7	8.2	2.0	19.2	7.6
生物制品	18.6	18.3	30.8	3.1	19.4	17.0	17.5	31.8	40.3	43.7	39.7	21.8	25.4	18.3	18.9
医疗服务	35.1	26.7	125.0	9.1	129.1	186.6	76.2	-9.9	78.4	38.1	20.4	11.7	23.8	21.4	23.8
医疗器械	41.6	8.0	157.1	-18.3	31.4	35.4	17.6	19.3	29.5	19.7	18.0	17.9	16.6	9.5	12.2
医药商业	20.0	17.2	21.8	24.3	19.1	27.2	24.1	10.9	21.5	13.2	18.7	20.6	19.8	19.2	16.2
中药	18.7	15.8	22.6	-7.9	10.3	12.8	9.2	21.6	22.4	16.7	35.2	9.9	26.3	16.5	5.9
化学制剂	8.1	10.0	23.3	21.9	16.1	19.5	17.6	-1.2	31.7	21.9	22.4	15.4	10.8	14.4	10.6
行业整体	18.4	15.7	28.6	10.2	18.4	24.3	20.4	12.1	26.3	17.3	23.3	16.3	18.6	17.5	13.0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年前三季度扣非净利润增速最高的是医疗服务(34.2%)，其次为生物制品(20.2%)、医疗器械(14.8%)和医药商业(10.0%)。化学原料药前三季度同比下滑(-6.6%)。

表 4: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)

子行业	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
化学原料药	63.9	74.2	147.0	32.7	15.8	4.8	10.2	20.7	164.3	17.6	25.2	-75.6	-38.3	29.4	8.2
生物制品	21.8	12.3	12.6	69.2	25.0	40.4	55.0	-2.6	32.8	26.3	10.1	-40.6	18.6	10.1	33.1
医疗服务	-76.1	68.6	-0.4	155.5	1034.3	-19.7	345.7	-51.6	28.2	526.4	-9.0	52.1	58.5	7.5	52.7
医疗器械	12.9	5.8	191.0	-19.4	42.9	40.8	39.9	-51.7	31.3	15.6	27.0	-4.2	18.4	15.6	11.0
医药商业	23.9	14.5	45.0	41.7	38.4	34.3	29.1	-5.3	19.3	17.0	8.1	-50.8	9.7	5.6	15.9
中药	15.1	18.9	34.3	-25.7	21.1	19.8	13.9	1.3	26.3	7.6	14.5	-47.2	10.7	-0.2	-10.4
化学制剂	16.3	34.6	43.6	-10.4	19.4	9.0	7.0	-26.7	22.4	15.6	15.0	-93.2	0.5	2.3	0.9
行业整体	19.6	24.4	48.0	4.4	27.9	21.2	28.8	-13.9	36.8	20.5	13.2	-51.0	3.1	7.4	8.9

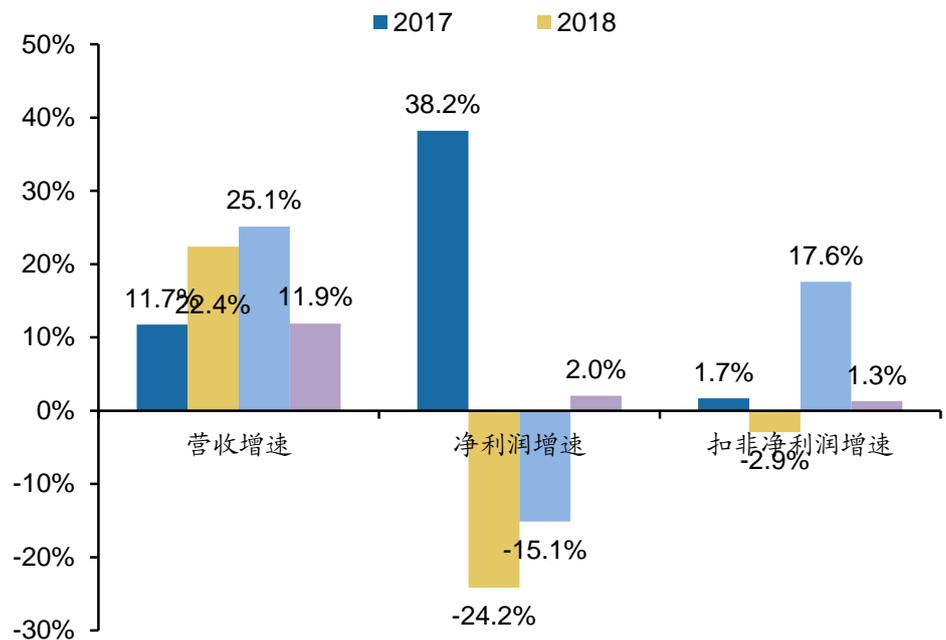
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

细分行业：创新药盛宴，政策免疫板块表现优异

化学制剂：结构分化，创新者的盛宴开幕

2019年前三季度化学制剂上市公司整体营业收入增速11.9%，增速较2018年同期下滑13.2个百分点，Q3增速较Q2下滑3.8个百分点；2019年前三季度化学制剂上市公司净利润增速2%(去年同期下滑15.1%)；Q3下滑-1.9%(Q2增速7.9%)；前三季度利润增速1.3%，较去年同期增速大幅下滑，Q3单季度扣非净利润增速0.9%，增速较Q2下滑1.4个百分点。

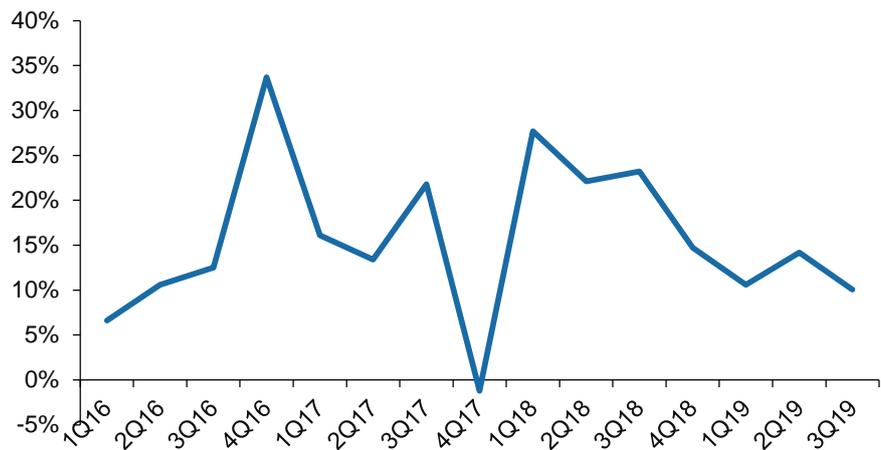
图14：化学制剂上市公司经营指标增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

化学制剂上市公司在过去两年经历“低开转高开”，整体营业收入增速有所“失真”；2018年下半年开始，“低开转高开”逐步完成，营业收入增速逐渐回归行业真实层面。由于2018年Q1流感爆发造成的高基数，2019年Q1增速仅10.6%；2019年Q2增速14.2%，接近2018年Q4的14.7%的增速；Q3增速10.06%，较Q2增速有所下滑。

图15: 化学制剂上市公司整体收入增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年前三季度化学制剂上市公司整体毛利率为61%,与2018年同期相比有所提升; Q3扣非归母净利润率9.1%,相对2018年有小幅提升。

表5: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学制剂	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	42098	84057	44706	128762	46274	175036	46496	48149	94645	49441	144086
收入增速	21.9%	26.6%	22.4%	25.1%	15.4%	22.4%	10.8%	14.4%	12.6%	10.6%	11.9%
净利润	5055	9962	4495	14457	1309	15766	4892	5453	10345	4407	14752
净利润增速	14.4%	20.6%	-48.8%	-15.1%	-65.1%	-24.2%	-0.3%	7.9%	3.8%	-1.9%	2.0%
扣非净利润	4656	9015	3959	12974	171	13145	4380	4764	9145	3995	13140
扣非净利润增速	15.6%	18.8%	15.0%	17.6%	-93.2%	-2.9%	0.5%	2.3%	1.4%	0.9%	1.3%
毛利率	59%	59%	60%	59%	60%	59%	59%	61%	60%	61%	61%
扣非净利率	11.1%	10.7%	8.9%	10.1%	0.4%	7.5%	9.4%	9.9%	9.7%	8.1%	9.1%
经营现金流/净利润	0.73	0.83	1.51	1.04	5.93	1.45	0.78	1.29	1.05	1.74	1.26
加应收票据后的经营现金流/净利润	2.76	1.86	2.95	1.49	13.89	2.11	2.52	2.79	1.84	3.36	1.74
营业成本	17134	34520	17807	52328	18628	70955	18880	18804	37683	19098	56781
经营现金流/净利润	3675	8289	6786	15075	7766	22841	3794	7060	10854	7680	18534
应收票据	10271	10271	6492	6492	10421	10421	8558	8178	8178	7143	7143

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2019年前三季度,纳入分析的50家化学制剂上市公司中44家实现营收同比正增长,6家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的27家化学制剂上市公司中,有1家企业增幅在100%以上,有5家企业增长幅度在30%-100%之间,14家在10%-30%之间。

表6: 主要化学制剂(申万)上市公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学制剂	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3
天宇股份	6.2	51.3	13.7	57.7	-46.2	526.4	-25.7	463.4	-50.5	574.3	-2.8	346.6
海思科	42.0	57.0	58.4	43.3	6.9	61.5	48.8	26.4	-46.6	105.5	11.7	92.0

普利制药	92.7	40.3	102.5	51.3	125.2	70.8	100.2	70.1	128.1	69.2	100.2	69.3
东诚药业	34.9	39.6	44.6	33.4	53.7	59.1	40.1	44.0	65.7	58.5	50.4	44.6
贝达药业	16.7	31.1	20.7	34.1	-51.4	31.0	-27.4	34.4	-40.8	23.4	-17.7	42.9
仙琚制药	38.1	5.7	33.3	4.5	51.9	40.9	50.2	37.4	46.9	41.3	47.1	40.0
健康元	5.6	9.3	5.2	7.6	30.2	28.3	-68.3	21.4	34.9	29.2	41.3	28.2
华北制药	17.9	13.0	24.2	13.4	100.7	28.5	254.3	19.0	199.2	5.9	1.1	27.7
诚意药业	69.2	34.8	76.2	24.9	49.8	51.7	56.0	39.3	68.2	31.6	71.0	27.5
恒瑞医药	22.3	29.2	23.8	36.0	21.4	26.3	25.1	28.3	18.1	25.2	22.2	27.3
力生制药	46.4	11.1	44.1	9.9	-12.2	29.2	5.0	28.4	-13.0	27.0	4.5	27.1
人福医药	28.8	19.0	26.7	19.0	33.5	-32.9	-66.6	15.0	-28.6	28.1	-14.2	26.8
一品红	14.5	0.7	4.4	10.0	15.0	31.6	21.1	25.8	12.3	38.6	17.5	25.9
北陆药业	10.2	29.0	11.0	30.9	17.7	32.3	22.0	32.3	10.0	34.1	16.0	25.1
恩华药业	11.2	12.4	14.7	10.7	25.2	22.9	22.5	23.3	25.1	23.3	34.4	24.7
海辰药业	98.1	33.5	74.2	30.2	38.6	29.7	35.7	24.3	39.2	29.7	36.1	23.8
润都股份	27.9	44.8	34.1	35.8	12.8	25.2	17.9	21.9	4.6	22.9	6.3	20.8
丽珠集团	6.8	8.2	4.9	6.6	25.7	16.7	-77.9	10.6	25.5	15.3	17.2	20.3
康弘药业	1.0	9.8	4.0	10.4	33.1	9.7	21.8	9.0	15.6	18.1	8.6	11.3
华仁药业	11.0	9.4	10.1	8.4	93.8	-21.0	20.3	-8.4	47.6	7.3	-6.9	11.1
联环药业	56.7	19.7	51.6	22.5	9.1	6.9	12.8	9.2	9.4	5.3	11.8	9.3
台城制药	27.8	15.4	28.7	8.5	39.6	20.5	49.2	10.6	26.6	30.5	42.5	8.6
哈三联	160.6	13.2	136.0	3.5	78.1	-19.0	44.2	-17.0	-20.6	14.5	-20.5	8.3
莱美药业	29.6	15.5	22.5	22.5	85.9	-33.3	63.8	-24.0	-18.9	18.8	-14.2	8.1
华润双鹤	32.9	19.0	32.7	17.4	12.0	9.5	16.4	8.8	11.6	7.1	16.1	7.4
昂利康	0.0	21.9	49.8	20.6	0.0	-22.8	26.8	-8.9	0.0	-10.0	12.3	5.6
灵康药业	144.9	2.5	104.7	2.5	17.3	58.3	71.7	-9.3	20.4	2.6	20.5	2.8
福安药业	52.2	-1.5	38.5	2.9	-4.8	-11.6	-3.5	-1.5	-11.7	-9.3	-6.9	-0.9
现代制药	27.8	6.9	28.8	6.4	14.9	-9.3	29.4	-0.4	15.2	-9.6	35.8	-1.0
誉衡药业	100.5	7.8	99.2	0.4	3.1	2.8	9.4	-1.2	-5.0	0.2	2.7	-3.3
济民制药	22.8	8.6	19.7	7.2	42.1	-13.9	-7.6	11.8	34.8	-28.3	-12.1	-5.2
九典制药	67.7	18.2	60.4	17.5	13.5	2.2	-4.2	-14.8	14.3	1.1	-4.5	-14.2
科伦药业	57.7	14.5	54.6	5.9	202.2	-5.9	164.8	-10.7	171.9	-10.6	135.7	-14.7
山大华特	-8.0	1.9	-5.0	2.8	-44.4	9.0	-33.7	7.8	-16.1	-28.8	-15.5	-17.0
丰原药业	27.2	6.3	24.6	6.9	-12.6	48.5	-6.5	33.1	30.2	6.4	28.7	-27.4
必康股份	119.5	10.4	73.3	14.8	-5.5	-17.2	-2.9	-19.3	73.3	-27.3	41.7	-29.8
海南海药	51.1	22.1	62.9	-5.7	31.6	-45.8	30.0	-46.2	-49.1	93.2	19.0	-31.2
卫信康	58.9	15.7	69.8	14.9	-12.7	-33.6	-16.5	-31.1	-26.9	-30.6	-28.7	-35.9
信立泰	11.4	3.9	14.0	0.8	8.1	-19.9	5.1	-37.7	7.3	-23.7	3.7	-40.3
鲁抗医药	23.7	17.5	26.0	15.1	284.3	-33.6	230.6	-29.4	310.2	-35.6	186.7	-45.1
海欣股份	9.8	2.9	8.9	8.6	28.7	-11.7	8.4	-7.6	27.5	-66.8	6.5	-51.3
仟源医药	28.3	3.2	22.9	5.8	-18.3	142.0	-8.9	99.6	-26.7	-42.2	-46.7	-53.5
赛隆药业	60.4	-24.9	30.5	-33.9	6.0	-41.4	0.9	-60.1	12.5	-38.3	6.7	-57.8
莎普爱思	-21.3	-19.4	-29.3	-18.5	-43.9	-49.5	-47.1	-49.8	-42.4	-72.1	-61.8	-70.1
广生堂	8.0	32.3	28.2	12.9	-84.1	161.9	-79.5	132.4	-85.1	-86.1	-82.2	-80.0

亚太药业	33.9	-13.3	16.3	-24.4	29.3	-69.4	10.6	-95.9	34.2	-75.7	11.0	-104.4
康芝药业	18.1	34.1	91.0	19.7	13.8	-85.4	10.3	-96.4	57.2	-94.1	68.1	-116.2
哈药股份	-8.7	-2.1	-12.0	4.5	4.4	-111.7	-7.9	-98.2	-3.4	-123.3	-23.1	-122.0
翰宇药业	35.1	-30.3	26.7	-38.5	30.9	-63.5	25.3	-127.3	26.6	-67.8	21.2	-142.2
景峰医药	8.2	-29.8	7.1	-30.8	14.0	-5.8	13.3	-222.5	0.3	-147.8	11.5	-337.5

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

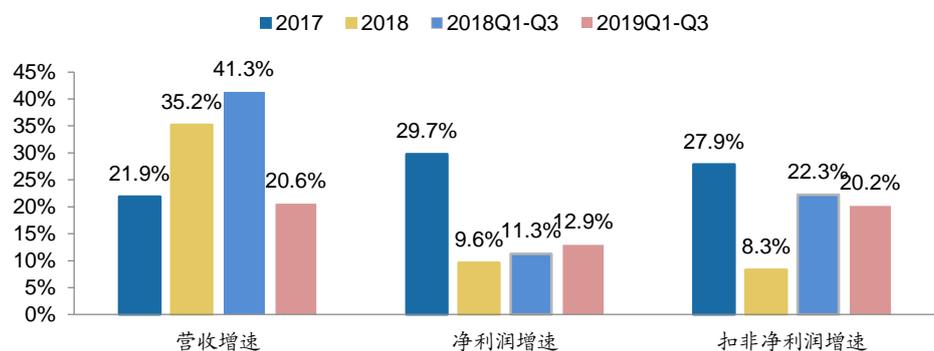
生物制品：高端生物制品维持高景气

2019年前三季度，生物制品板块上市公司合计实现收入599.86亿元，同比增长20.6%，行业快速增长主要与疫苗子行业与生长激素子行业维持高景气度、血制品子行业回暖有关。分季度看，2019年Q1、Q2、Q3分别实现收入183.1亿元（+25.4%）、205.41亿元（+18.3%）、211.35亿元（+18.9%），第二季度增速放缓主要系疫苗批签发制度趋严后部分疫苗品种的批签发量同比下滑与年初上海新兴事件及部分企业GMP换证对血制品的批签发量造成短暂的负面影响造成的。

2019年前三季度，生物制品板块上市公司合计归母净利润102.98亿元，同比增长12.9%；扣非净利润实现94.92亿元，同比增长20.2%，扣非净利润增速与收入增速基本持平。分季度看，2019年Q1、Q2、Q3分别实现净利润31.71亿元（+11.8%）、35.91亿元（+4.5%）、35.37亿元（+24.1%），第三季度利润增速提升明显主要系第三季度四价流感疫苗上市带来较大业绩增量、权重较大的长春高新、智飞生物等公司业绩增长提速，以及上海莱士去年同期亏损加大而今年业绩净利润大幅提升所致。

从生物制品各细分领域来看，高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度，血制品行业自18年下半年开始复苏。而鼠神经生长因子等临床辅助用药伴随着医保控费、临床用药结构优化等政策影响出现持续下滑。

图16：生物制品行业2019年三季报营收与净利润增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表7：生物制品行业基本财务指标（剔除部分次新股成分调整后，百万元）

生物制品	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	17363	31966	17777	49743	19423	69166	18310	20541	38851	21135	59986
收入增速	43.7%	42.2%	39.7%	41.3%	21.8%	35.2%	25.4%	18.3%	21.5%	18.9%	20.6%
净利润	3436	6272	2849	9121	2275	11396	3171	3591	6761	3537	10298
净利润增速	2.8%	12.4%	8.9%	11.3%	3.3%	9.6%	11.8%	4.5%	7.8%	24.1%	12.9%
扣非净利润	2930	5326	2573	7899	1093	8992	2841	3227	6068	3424	9492
扣非净利润增速	26.3%	29.1%	10.1%	22.3%	-40.6%	8.3%	18.6%	10.1%	13.9%	33.1%	20.2%
毛利率	65%	64%	64%	64%	63%	64%	62%	63%	62%	64%	63%
扣非净利率	16.9%	16.7%	14.5%	15.9%	5.6%	13.0%	15.5%	15.7%	15.6%	16.2%	15.8%
经营现金流/净利润	0.82	0.57	0.98	0.70	1.82	0.92	0.54	0.91	0.74	1.08	0.86

加应收票据后的经营现金流/净利润	1.46	0.92	1.82	0.96	3.00	1.16	1.24	1.47	1.03	1.67	1.06
营业成本	6129	11374	6390	17765	7104	24869	6926	7657	14583	7643	22226
经营现金流/净利润	2805	3546	2794	6339	4132	10472	1712	3270	4981	3837	8818
应收票据	2210	2210	2404	2404	2699	2699	2228	2007	2007	2079	2079

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

血制品行业复苏迹象确定, 收入与净利润增速有所回升。从血制品相关的上市公司2019年三季报来看, 各企业的血制品业务收入与净利润增速同比稳步提升, 经营活动产生的现金净流量环比大幅改善, 应收账款与票据以及库存逐步企稳, 自2018年下半年开始已呈现温和复苏的现象。我们认为血制品行业的成长路径逐渐从采浆量的供给驱动逐渐向需求驱动转变, 未来血制品企业的成长空间不仅与采浆潜力、产品批文数量有关, 也与公司的学术推广、品牌等方面有关。

根据中检院及各地药检所披露, 受年初上海新兴事件以及部分外资企业GMP到期重新认证等因素影响, 进口人血白蛋白、静丙的批签发量自2月份开始出现了短暂性的大幅下滑, 致行业渠道库存较为紧张, 部分企业的出厂价有所回升。截止2019年前三季度, 国内人血白蛋白批签发总量(折合10g/瓶)为3307.89万瓶, 同比下降5.2%, 其中国产人血白蛋白批签发量为1405.88万瓶(+1.3%)、进口人血白蛋白1902.01万瓶(-9.5%), 进口占比较18年末下降2pp至57.5%; 静丙(折合2.5g/瓶)836.52万瓶, 同比增长2.6%, 第三季度批签发量环比大幅提升; 狂免(折合200IU/瓶)817.81万瓶(+37.3%)、破免(折合250IU/瓶)402.65万瓶(+51.5%)、乙免(折合200IU/瓶)85.03万瓶(-35.2%)、人免(折合300mg/瓶)56.46万瓶(+137.1%); 人凝血因子VIII(折合200IU/瓶)112.49万瓶(-3.6%)、纤原(折合0.5g/瓶)58.41万瓶(-7.1%)、PCC(折合200IU/瓶)71.34万瓶(-3.2%)。

表8: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		扣非净利润(亿元)	
	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3
华兰生物	32.17	26.38	11.4	9.64	10.02	8.92
	(+35.84%)	(+29.6%)	(+38.83%)	(+26.89%)	(+31.74%)	(+31.11%)
博雅生物	24.51	21.02	4.69	3.18	4.44	3.01
	(+67.84%)	(+24.64%)	(+31.57%)	(+11.20%)	(+31.56%)	(+8.86%)
天坛生物	29.31	25.19	5.09	4.67	5.06	4.66
	(+18.03%)	(+22.50%)	(-56.57%)	(+17.72%)	(+22.19%)	(+18.26%)
上海莱仕	18.04	19.16	-15.18	6.06	1.55	6.04
	(-6.41%)	(+35.96%)	(-281.66%)	(+146.87%)	(-74.86%)	(+47.92%)
卫光生物	6.88	5.34	1.57	1.09	1.48	1.03
	(+10.36%)	(+13.98%)	(+1.22%)	(+1.23%)	(+2.38%)	(+1.99%)
振兴生化	8.6	6.41	0.8	1.27	0.69	1.11
	(+25.46%)	(+1.09%)	(+270.34%)	(+58.39%)	(+25.34%)	(+48.73%)

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

疫苗兼具高成长与政策免疫属性, 伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄, 可及性大幅提升驱动行业迅速扩容, 未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度。2019

年前三季度，智飞生物实现收入76.66亿元（+119.35%）、扣非净利润17.98亿元（+64.17%），代理品种HPV疫苗与五价口服轮状病毒疫苗实现了快速放量；康泰生物实现收入13.94亿元（-7.05%）、扣非净利润4.16亿元（+16.07%），核心产品四联苗保持稳定增长，全年销量有望实现450万支左右。

表9：疫苗行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非净利润（亿元）	
	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3
康泰生物	20.17	13.94	4.36	4.31	4.13	4.16
	(+73.69%)	(-7.05%)	(+102.92%)	(+14.53%)	(+133.93%)	(+16.07%)
智飞生物	52.28	76.66	14.51	17.63	14.59	17.98
	(+289.43%)	(+119.35%)	(+235.75%)	(+62.25%)	(+237.12%)	(+64.17%)
沃森生物	8.79	7.97	10.46	1.20	1.21	1.14
	(+31.54%)	(+39.09%)	(+294.77%)	(+32.10%)	(+157.88%)	(+90%)

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从蛋白药物行业相关的上市公司的2019年三季度报来看，业绩呈现分化加剧现象。生长激素、脱敏粉尘螨滴剂等终端需求旺盛的偏消费属性药品以及如康柏西普等临床亟需的单抗类药物表现亮眼，相关上市公司长春高新、我武生物的业绩呈现较快增长，而拥有辅助用药的相关上市如未名医药、舒泰神受医保控费、临床用药结构优化等政策影响，业绩出现大幅下滑。

表10：蛋白药物行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非净利润（亿元）	
	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3
长春高新	53.75	33.92	10.07	7.27	10.01	7.18
	(+31.03%)	(+23.36%)	(+52.05%)	(+32.6%)	(+55.74%)	(+39.47%)
安科生物	14.62	7.63	2.63	1.47	2.69	1.42
	(+33.32%)	(+21.71%)	(-5.25%)	(+13.15%)	(+7.86%)	(+16.69%)
康弘药业	29.17	15.19	6.95	3.4	6.29	3.16
	(+4.7%)	(+9.79%)	(+7.88%)	(+9.67%)	(+0.35%)	(+2.73%)
我武生物	5.01	2.74	2.33	1.3	2.25	1.28
	(+29.87%)	(+25.43%)	(+25.14%)	(+25.53%)	(+27.33%)	(+28.65%)
通化东宝	26.93	14.35	8.39	5.32	8.14	5.26
	(+5.8%)	(-1.96%)	(-0.85%)	(-0.06%)	(-2.46%)	(+1%)

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

生物制品行业我们重点推荐生长激素与疫苗两个子行业，一方面生长激素市场空间超百亿元(根据卫计委流调数据，国内3-14岁儿童数量约1.9亿人，矮小症发病率约3%，其中病理性患者约2/3即400万人用药潜在人群，保守按照生长激素（粉针剂型）年治疗费用2万元估算，潜在市场空间约800亿元，若渗透率提升至15%，则国内市场有望超过百亿元），近几年受益于消费升级及渠道下沉保持快速增长，未来成长空间较大，在此领域中我们重点推荐国内生长激素龙头企业长春高新，子公司金赛药业少数股权问题未来有望解决，公司将步入新的发展阶段；另一方面，伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄，可及性大幅提升驱动行业迅速扩容，未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度，在此领域中我们重点推荐康泰生物，纵

观国内疫苗企业的研发管线，公司的在研产品无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位，年内重磅在研产品13价肺炎球菌结合疫苗以及人二倍体细胞狂犬疫苗有望正式报产，明年起将步入收获期。

表 11: 生物药行业重点跟踪公司财报情况

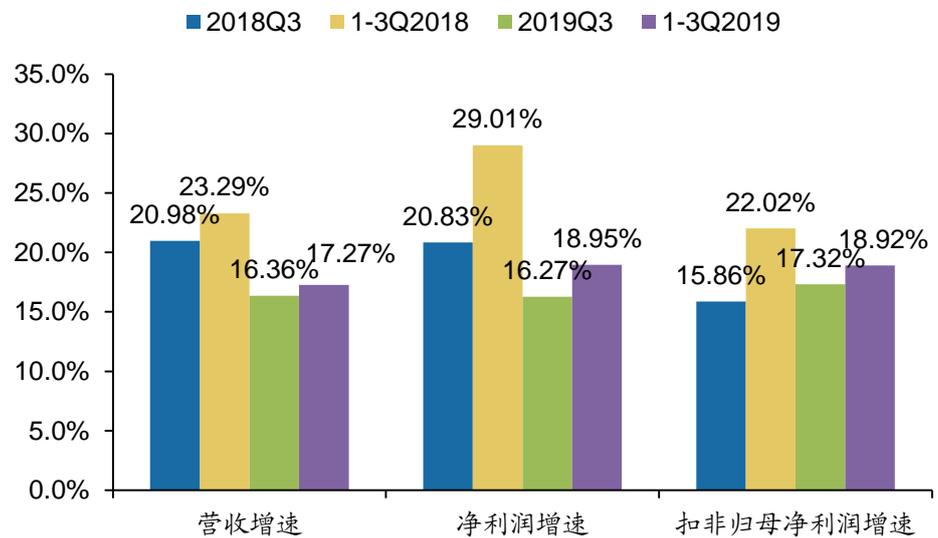
主要企业	营业收入 (亿元)		扣非净利润 (亿元)		盈利 EPS (元)		
	2018	2019Q1-3	2018	2019Q1-3	2019E	2020E	2021E
长春高新	53.75	54.44	10.01	12.32	8.24	10.93	13.87
	(+31.03%)	(+31.5%)	(+55.74%)	(+50.61%)			
康泰生物	20.17	13.94	4.13	4.16	0.91	1.29	3.33
	(+73.69%)	(-7.05%)	(+133.93%)	(+16.07%)			
智飞生物	52.28	76.66	14.59	17.98	1.54	2.3	2.09
	(+289.43%)	(+119.35%)	(+237.12%)	(+64.17%)			
沃森生物	8.79	7.97	1.21	1.14	0.15	0.82	1.12
	(+31.54%)	(+39.09%)	(+157.88%)	(+90%)			
康弘药业	29.17	24.1	6.29	5.04	1.03	1.29	1.59
	(+4.7%)	(+10.41%)	(+0.35%)	(+11.25%)			
天坛生物	29.31	25.19	5.06	4.66	0.6	0.72	0.92
	(+18.03%)	(+22.50%)	(+22.19%)	(+18.26%)			
华兰生物	32.17	26.38	10.02	8.92	1.01	1.16	1.29
	(+35.84%)	(+29.6%)	(+31.74%)	(+31.11%)			
博雅生物	24.51	21.02	4.44	3.01	1.25	1.47	1.68
	-67.84%	(+24.64%)	(+31.56%)	(+8.86%)			
通化东宝	29.17	14.35	6.29	5.26	0.47	0.57	0.69
	(+4.7%)	(-1.96%)	(+0.35%)	(+1%)			

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

医疗器械：行业分化，关注细分领域龙头

整体营收增速和利润增速较同期下降，行业净利润率持续提升。医疗器械整体营收增速2019年前三季度为17.27%，较2018年前三季度降低6pct，3Q19为16.36%，同比降低4.6pct（剔除次新股、不可比因素及新华医疗）；扣非后净利润增速2019年前三季度为18.92%，同比降低3.1pct，3Q19为17.3%，同比提高1.5pct；行业毛利率2017年前三季度，2018年前三季度，2019年前三季度分别为44%、45%和52%，毛利率持续提高；扣非净利润率2017年前三季度，2018年前三季度，2019年前三季度分别为12.1%、12.1%和16.4%，2019年前三季度提升明显，预计毛利率提升主要与两票制推行及高毛利新品上市有关。行业整体收入增速下滑较明显，但扣非净利润增速下滑幅度明显小于收入增速下滑幅度，表明实际贡献利润比重较大的龙头企业盈利能力仍然保持，行业分化加剧。从行业盈利指标毛利率稳健提升看，我们预计行业龙头竞争力将持续得到强化，行业分化期坚守细分领域龙头。

图17：医疗器械板块2018年及2019年Q1、Q2增长情况与同期对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表12：医疗器械行业基本财务指标（剔除部分次新股成分调整后，百万元）

医疗器械	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	17700	32226	17351	49577	19825	69402	17057	19379	36436	25943	74753
收入增速	26.1%	23.2%	18.7%	21.6%	18.9%	20.8%	17.4%	9.5%	13.1%	16.4%	17.3%
净利润	2661	4545	2258	6804	1697	8501	2865	3081	5946	4434	13362
净利润增速	28.3%	24.3%	23.5%	24.0%	6.9%	20.2%	52.0%	15.8%	30.8%	16.3%	19.0%
扣非净利润	2288	3972	2021	5993	683	6675	1985	2704	4690	4183	12283
扣非净利润增速	21.3%	18.9%	26.8%	21.5%	-2.7%	18.5%	17.9%	18.2%	18.1%	17.3%	18.9%
毛利率	44%	45%	46%	45%	45%	45%	47%	47%	47%	51%	52%
扣非净利率	12.9%	12.3%	11.6%	12.1%	3.4%	9.6%	11.6%	14.0%	12.9%	16.1%	16.4%
经营现金流/净利润	0.73	0.15	0.82	0.37	3.36	0.97	-0.09	1.09	0.52	1.02	0.77
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.22	0.44	1.38	0.56	4.26	1.15	0.37	1.49	0.73	1.26	1.05
营业成本	9880	17832	9412	27244	10892	38137	8989	10194	19183	34011	66591

经营现金流	1930	698	1842	2540	5698	8239	-268	3369	3101	4522	10340
应收票据	1321	1321	1278	1278	1531	1531	1324	1215	1215	1081	3731

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

IVD及耗材领域增速相对较快，进口替代空间仍然较大。具体细分领域收入增速和扣非归母净利润增速差异较明显，IVD领域略快于行业整体收入和扣非利润增速水平，行业龙头公司如迈瑞医疗、安图生物、万孚生物均保持了较快增长态势。高值耗材收入和利润增速均维持较高水平，耗材领域并购并表因素带来一些影响，但剔除此影响后，高值耗材子版块仍处于较快增长阶段，骨科耗材、口腔生物材料等产品临床需求广阔，进口替代加速。其他类公司中，主要的健帆生物和欧普康视等偏消费类产品渗透率较低，市场快速发展，在持续进行的学术推广下，有望保持较快增长趋势。

表13: 医疗器械不同子领域收入增速和扣非归母净利润增速情况

细分领域	收入增速				扣非归母净利润增速			
	2018Q3	2018Q1-Q3	2019Q3	2019Q1-Q3	2018Q3	2018Q1-Q3	2019Q3	2019Q1-Q3
医疗器械	21.0%	23.3%	16.4%	17.3%	15.9%	22.0%	17.3%	18.9%
IVD	32.64%	38.38%	15.49%	17.45%	12.58%	18.94%	18.62%	19.47%
医疗设备	9.59%	12.22%	11.67%	10.48%	16.07%	16.09%	-21.13%	-9.17%
高值耗材	47.02%	35.06%	19.48%	30.62%	43.78%	34.32%	26.41%	32.62%
低值耗材	9.91%	7.79%	20.81%	17.52%	19.52%	8.69%	18.77%	19.71%
其他	-0.51%	11.34%	18.66%	9.65%	25.76%	24.74%	23.66%	21.01%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

不同领域分化明显，建议关注细分领域龙头。医疗器械优质上市公司如迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、健帆生物、金域医学依托自身优势，保持25%-30%以上高业绩增速。我们判断，这些公司现有产品增长稳定，叠加新产品的上市，龙头公司后续有望继续快速增长，同时持续的在研储备进一步强化竞争优势。

表14: 医疗器械重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

医疗器 械	收入增速				扣非归母净利润增速				EPS		
	18Q3	19Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18Q3	19Q3	18Q1-Q3	19Q1-Q3	19E	20E	21E
迈瑞医疗		20.2%		20.4%		29.0%		27.3%	3.80	4.66	5.67
乐普医疗	47.1%	20.2%	39.3%	32.7%	49.5%	32.0%	40.5%	35.6%	0.96	1.24	1.63
安图生物	27.9%	39.5%	38.4%	39.2%	26.3%	32.4%	31.2	31.3%	1.75	2.28	2.94
健帆生物	48.1%	29.2%	42.0%	39.1%	75.3%	25.0%	46.5%	44.2%	1.34	1.79	2.38
鱼跃医疗	15.2%	10.2%	18.1%	11.8%	21.8%	15.4%	17.4%	14.7%	0.85	1.02	1.22
金域医学	20.2%	24.5%	18.5%	18.2%	18.0%	55.9%	12.3%	88.3%	0.87	1.12	1.46
欧普康视	52.1%	42.3%	48.5%	46.9%	52.6%	39.3%	39.9%	39.4%	0.74	1.01	1.36
万孚生物	14.4%	29.5%	52.4%	23.5%	40.8%	53.7%	56.4%	36.7%	1.20	1.58	2.05
凯利泰	12.2%	26.4%	20.2%	25.1%	-13.2%	42.3%	-1.8%	47.8%	0.43	0.55	0.70
南微医学		42.1%		41.2%				49.0%	2.08	2.80	3.64

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年三季报，医疗器械子行业中，48家企业实现营收同比增长，6家同比下降；在扣非净利润同比增长的企业中，有2家企业增幅在100%以上，有3家企业增长幅度在50%-100%之间。

表15: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况

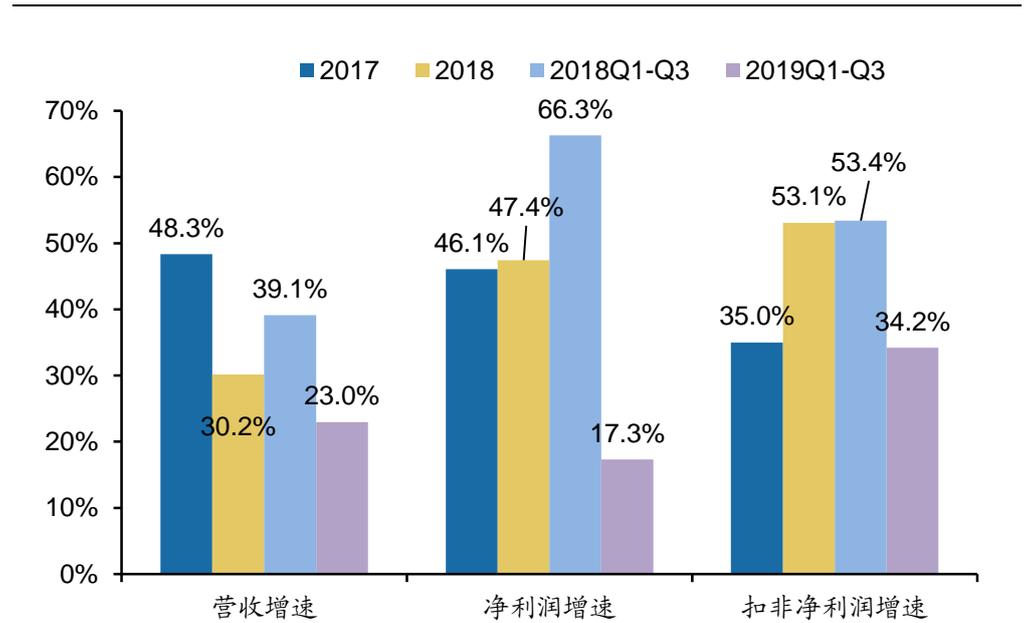
证券简称	营收增速		扣非净利润增速		证券简称	营收增速		扣非净利润增速	
	19Q3	19Q1-Q3	19Q3	19Q1-Q3		19Q3	19Q1-Q3	19Q3	19Q1-Q3
贝瑞基因	9.72%	14.20%	-5.95%	-30.74%	迈克生物	17.26%	20.11%	17.42%	18.75%
科华生物	29.11%	20.03%	1.51%	8.74%	万孚生物	29.45%	23.51%	36.66%	53.71%
达安基因	-34.00%	-35.27%	11.82%	28.09%	健帆生物	29.20%	39.13%	44.21%	25.04%
鱼跃医疗	10.18%	11.82%	14.67%	15.40%	乐心医疗	34.25%	15.61%	120.95%	50.43%
蓝帆医疗	10.51%	44.91%	25.76%	0.08%	欧普康视	42.25%	46.90%	39.36%	39.31%
九安医疗	34.21%	25.54%	3.13%	21.19%	开立医疗	-2.79%	-0.38%	-74.52%	-137.17%
尚荣医疗	31.39%	-14.05%	-45.55%	-13.73%	凯普生物	29.26%	27.88%	38.44%	38.63%
大博医疗	69.20%	59.56%	27.17%	30.84%	透景生命	17.42%	21.48%	13.52%	18.53%
明德生物	9.65%	5.51%	-20.30%	-57.61%	正海生物	13.88%	21.64%	19.97%	11.46%
奥美医疗	13.07%	18.22%	56.03%		华大基因	16.01%	14.25%	-14.71%	-50.03%
乐普医疗	20.17%	28.25%	35.55%	31.98%	英科医疗	7.91%	10.93%	2.77%	-4.67%
阳普医疗	13.34%	4.60%	74.00%		艾德生物	35.70%	32.84%	11.39%	19.75%
福瑞股份	-3.70%	-1.61%	-44.68%	-28.84%	爱朋医疗	30.70%	29.31%	20.92%	22.61%
理邦仪器	14.99%	12.53%	75.13%	70.94%	迈瑞医疗	20.24%	20.42%	27.34%	29.00%
冠昊生物	-0.70%	3.82%	-18.39%	1.19%	万东医疗	8.19%	2.79%	1.99%	-2.63%
迪安诊断	14.76%	27.10%	17.96%	19.09%	山东药玻	16.27%	12.29%	27.82%	23.64%
宝莱特	8.20%	2.04%	26.55%	126.20%	新华医疗	-17.90%	-12.92%	-77.05%	-129.17%
和佳股份	-10.93%	7.18%	1.18%	-11.16%	振德医疗	44.13%	25.02%	25.51%	47.60%
三诺生物	11.80%	8.63%	-2.81%	12.36%	维力医疗	40.10%	42.25%	117.05%	101.66%
戴维医疗	45.66%	20.99%	12.63%	78.87%	辰欣药业	13.10%	7.34%	6.73%	12.60%
博晖创新	4.70%	5.99%	-82.97%	-36.84%	基蛋生物	31.68%	39.00%	9.30%	2.96%
凯利泰	26.38%	25.12%	47.75%	42.28%	安图生物	39.53%	39.22%	31.32%	32.36%
楚天科技	8.93%	15.08%	-89.77%	-166.87%	南卫股份	7.42%	0.37%	-8.44%	-19.11%
迪瑞医疗	4.51%	9.75%	23.65%	18.93%	正川股份	-15.68%	-15.10%	-31.99%	-31.36%
九强生物	13.43%	7.31%	11.41%	15.20%	康德莱	22.36%	14.46%	7.55%	0.01%
美康生物	-6.98%	0.26%	1.85%	-18.00%	心脉医疗	46.95%	43.22%		
三鑫医疗	51.44%	28.69%	37.16%	78.64%	南微医学	43.12%	41.19%		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

医疗服务：三季度环比改善，CXO 表现亮眼

医疗服务整体行业营收保持高速增长，整体较去年同期有所放缓，2018年Q1-Q3均保持较快的收入和利润增速，2018Q1-Q3收入增长66.3%，扣非净利润增长53.4%，到2019年Q1-Q3增速有所放缓，收入增速23.0%，净利润增速17.3%，扣非净利润增速34.2%，主要由于服务龙头过去两年连续高增长，基数较高，但基本仍维持30%以上的业绩增速。前三季度行业整体毛利率为40%，同比略有下降。综合看医疗服务行业呈现一定分化，龙头各自的品牌影响力和扩张速度也逐步产生差异，但整体仍然保持较快的人员和门店扩张速度。

图18：医疗服务2019年前三季度增长情况与同期对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

连锁医疗：专科医院延续高增长趋势，三大龙头爱尔眼科、通策医疗、美年健康三季度均保持了较高的单季度增速，单季度归母净利润增速分别达到了38.9%、36.6%和46.8%，眼科和口腔医疗作为两个最重要的专科医院板块，整体仍然保持了旺盛的终端需求以及客单价提升趋势；体检行业在经历了前两个季度的合规调整后，逐步恢复快速增长。整体看连锁医疗服务行业客单价对收入增长的贡献仍显著大于客流增长。

表16：2019年前三季度医疗服务经营指标统计（剔除次新股成分调整后，百万）

医疗服务	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	11071	19873	11935	31808	12401	44209	10899	13442	24341	14775	39115
收入增速	38.1%	53.4%	20.4%	39.1%	11.7%	30.2%	23.8%	21.4%	22.5%	23.8%	23.0%
净利润	1970	2592	1808	4400	1277	5677	933	1825	2758	2405	5162
净利润增速	103.5%	82.2%	47.7%	66.3%	6.0%	47.4%	50.1%	-7.4%	6.4%	33.0%	17.3%
扣非净利润	1524	2033	1533	3566	1153	4719	807	1639	2445	2341	4786
扣非净利润增速	526.4%	217.5%	-9.0%	53.4%	52.1%	53.1%	58.5%	7.5%	20.3%	52.7%	34.2%
毛利率	42%	40%	42%	41%	40%	41%	36%	41%	38%	43%	40%
扣非净利率	13.8%	10.2%	12.8%	11.2%	9.3%	10.7%	7.4%	12.2%	10.0%	15.8%	12.2%
经营现金流/净利润	0.85	0.70	1.14	0.88	2.85	1.32	0.30	1.05	0.80	1.06	0.92
加应收票据后的经营现金流/	0.87	0.72	1.16	0.89	2.87	1.33	0.36	1.08	0.82	1.08	0.93

净利润											
营业成本	6426	11945	6933	18878	7423	26301	6987	7991	14978	8479	23457
经营现金流/净利润	1669	1819	2064	3883	3633	7516	283	1923	2206	2537	4744
应收票据	38	38	37	37	36	36	51	46	46	70	70

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

爱尔眼科: 新一轮收购开启, 品牌效应继续提升。近期公司公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案, 计划收购标的涉及合计31家眼科医院或视光中心, 这也是迄今为止最大的一笔单次收购, 考虑到上半年公司已经收购或新建了13家医院及9个门诊部或诊所, 今年以来上市公司扩张进度显著加快。三季度尚无详细分拆数据, 预计延续上半年的经营趋势, 视光和屈光业务增长更快, 屈光的消费升级仍在持续: 新一代ICL晶体植入正在成为下一个驱动力, 全飞秒的下一代技术是ICL晶体植入, 最新的V4c晶体2014-2015年进入中国市场, 价格比全飞秒贵30%以上, 该术式可以额外覆盖大量原来不满足全飞秒手术的人群, 同时具有可逆性, 虽然目前占比不高(2017年约12%), 但参考收入水平高和观念前卫的深圳地区的业务结构, 有望在后续几年成为推动手术单价提升的核心驱动力。白内障手术稳健增长, 主要由于各地医保政策限制下白内障筛查受到一定程度的影响, 中低端手术需求下降, 这也是整体手术量增速放缓的主要影响因素, 中高端手术的占比提升, 公司后续也将集中在中高端自主品牌手术的重点推广; 视光服务收入快速增长, 三季度青少年近视防控政策推广仍在持续, 公司继续在中小视力筛查建档的过程中作出重要贡献, 也扩大了品牌影响力。

通策医疗: 口腔连锁红利仍在高速释放期。去年前三季度的增长基数已经较高, 今年前三季度继续维持较快增长, 收入增长22.11%, 扣非净利润增长45%。三季度单季收入增长20%, 扣非净利润增长36.6%, 高基数下的高利润增速反应了更持续的内部经营改善。分拆看三大医院仍是最大的利润增量贡献, 利润率仍在快速提升; 分业务看: 细分业务增速前三季度儿科增速比正畸和种植都快, 体现了儿童需求的升级, 从而后续进一步带动家庭需求的升级, 新的消费习惯正在形成, 公司的业务也在向潜力更大的细分行业变化。综合看公司整体仍在前期杭口总院和城西分院扩建后的业绩红利期, 其他中小型分院的盈利能力也在持续提升。年初签订的10家蒲公英计划医院也在有序推进, 预计明年初可以全面营业, 通策医疗再浙江省内的影响力仍在快速提升。可见口腔行业的规模效益正在提升, 通策区域总院+分院的模式正在得到浙江省和全国范围内的广泛认可, 也可以看到通策模式具备更高的盈利能力。

前三季度三大服务龙头仍保持了较快的扩张趋势, 美年有所放缓。连锁医疗服务行业的扩张途径有两种: 一方面是来自自有品牌体系范围内的并购基金项目装入上市公司, 一方面是对外部的直接收购。爱尔眼科和通策医疗今年以来均有对竞争对手的直接收购, 爱尔眼科上半年内部收购公司13家, 外部收购公司2家, 新设公司2家, 增资2家, 近期定增又将内部收购26家, 外部收购4家; 美年健康上半年内部收购公司19家, 外部收购公司1家, 增资2家, 但三季度扩张的门店较少; 通策医疗外部上半年收购公司1家, 下半年主要专注于蒲公英计划的筹建。

表17: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况

爱尔眼科			美年健康				
被投资公司	并购类型	数目	被投资公司	并购类型	数目		
晋中爱尔眼科医院有限公司	内部收购	13	安徽诺一健康管理有限公司	外部收购	1		
上海爱尔睛亮眼科医院有限公司			西宁美年	内部收购	19		
南京爱尔古柏医院有限公司			安阳美年				
无锡爱尔眼科医院有限公司			驻马店美年				
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司			泸州美年				
宜春爱尔眼科医院有限公司			聊城美年				
淄博康明爱尔眼科医院有限公司			宿州美年				
湘潭市爱尔仁和医院有限公司			庆阳美年				
桂林爱尔眼科有限公司			自贡美年				
贵港爱尔眼科有限公司			眉山美年				
重庆爱尔儿科眼科有限公司			内江美年				
达州爱尔眼科有限公司			唐山美年				
普洱爱尔眼科有限公司			随州美年				
远翔天祐部分股权	外部收购	2	惠州美年			内部收购	19
ISEC Healthcare 100% 股权			阜新美年				
沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设	2	临沧美年				
湖南迈欧医疗科技有限公司			桂林美年				
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	增资	2	太原美年				
达州爱尔眼科有限公司			平顶山美年				
通策医疗			兰州金茂	增资	2		
被投资公司	并购类型	数目	美年大健康产业(集团)有限公司				
鄞州安和	外部收购	1	上海美爱投资管理有限公司				

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

龙头出现分化, 板块整体略有放缓, 景气度趋势不改。前三季度整体医疗服务板块扣非净利润增速放缓, 爱尔、美年、通策的扣非增速均低于去年同期, 但仍保持在较高水平, CRO龙头药明康德、康龙化成等表现突出, 整体看体检行业和临床CRO行业仍是景气向上的。

表18: 医疗服务重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

医疗服务	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS(元/股)			
	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	19	20	21	
连锁医疗	爱尔眼科	45.9	25.6	39.7	26.3	40.6	36.5	41.4	37.6	44.5	31.9	40.1	34.2	0.44	0.58	0.76
	通策医疗	34.9	23.6	33.7	22.1	52.7	54.1	51.3	45.1	51.6	53.9	51.0	45.0	1.48	1.92	2.47
	美年健康	57.4	2.9	43.0	7.9	1,015.5	-89.4	68.2	-5.5	530.5	-	251.2	-29.8	0.27	0.34	0.45
CRO服务商	泰格医药	39.0	29.5	35.7	27.4	82.8	61.0	58.7	66.1	80.9	52.0	55.9	65.8	0.92	1.26	1.67
	药明康德	20.3	33.7	21.9	34.1	71.3	-16.9	81.4	-8.5	32.3	20.1	-	36.9	1.39	1.76	2.24
	康龙	0.0	28.8	25.9	29.0	0.0	38.5	48.5	46.2	0.0	34.4	51.5	47.0	0.72	0.98	1.31

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

化成																
凯莱英	37.4	44.3	34.5	44.6	25.5	46.4	30.0	40.5	54.8	42.8	52.7	39.0	2.46	3.24	4.23	
昭衍新药	42.2	48.7	43.6	43.0	84.2	78.9	65.1	33.7	82.3	87.2	52.4	39.0	0.95	1.33	1.81	
药石科技	72.8	37.8	73.2	36.9	67.5	30.3	78.6	24.9	51.9	35.3	66.3	28.9	1.28	1.84	2.55	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

创新药服务产业链（CRO&CDMO）：三大龙头药明康德、泰格医药、康龙化成保持快速增长，内生增速均在30%以上，且均超出市场预期，药明康德在去年同期投资收益很大的高基数前提下，扣非净利润恢复到36.88%的增长。药明康德下属多个业务板块保持快速增长，前三季度公司DDSU部门助力客户完成16个研究性新药的临床试验申报，并获得20个项目的临床试验许可小分子；CDMO/CMO服务项目所涉新药物分子超过900个（中报时800多个），其中，处于III期临床试验阶段的项目40个、已获批上市的项目17个；公司细胞和基因治疗CDMO平台为24个I期临床试验项目以及9个II/III期临床试验项目提供服务。预计CDMO业务的增长仍是公司收入和利润增量的主要来源。

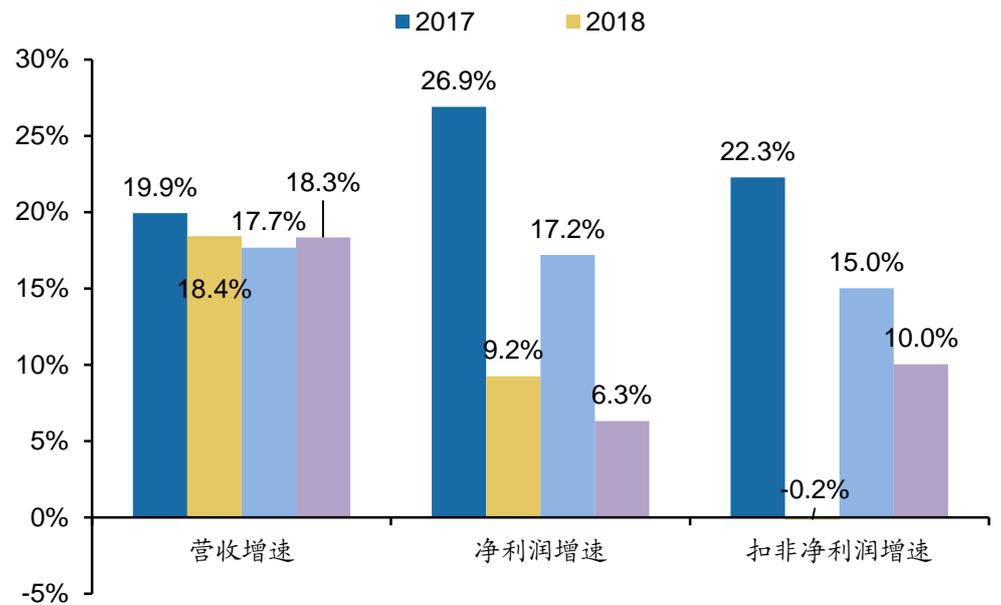
从细分子行业的景气度上看，CMO业务体现出了最高的成长性。最大的三家龙头药明康德、凯莱英、康龙化成CMO板块均保持快速增长，博腾股份等二线CMO取得超出市场预期的业绩；在各家均持续强调客户的多部分协同开发的现状下，国内CXO龙头的全球市占率仍在持续提升，药物发现领域基本维持在20%+的增长速度，但对其他子行业和部门的协同性和导客作用是较强的。

行业趋势：整体看CXO行业的不同龙头具备不同的增长驱动因素，泰格医药主要受益于国内政策改革的影响：国内随着进口药品审批的加速和海外已上市药品快速通过审批进入国内，跨国企业在国内的CRO业务需求尤其是临床CRO业务需求增长显著增加；其他CXO龙头如药明康德、康龙化成、凯莱英等同时受益于国内外创新药研发外包需求的快速增长，一方面国内有创新药需求的独角兽企业和亟待转型的传统企业仍有持续的创新药研发外包需求，研发投入比例的提升也将进一步驱动CRO行业价格和订单量的高景气增长；另一方面国际大客户的成本控制需求推动外包需求增长，小的Biotech企业需要大型CXO为产品数据真实性背书，药明康德、康龙化成、凯莱英都是显著受益的。此外还有一些前期相对弱势业务的补充和快速增长如药明康德在临床CRO领域的布局、昭衍在临床一期和药物警戒领域的布局等。

医药商业：执业药师监管政策趋严，行业集中度继续提升

医药商业整体行业营收增速稳定维持在18.3%左右，增速较2018年前三季度有一定提速。净利润增速略有下降，2019年Q1-Q3保持15%，增速放缓和沃博联入股国大药房带来的业绩稀释有关；同时随着二季度连锁药店行业监管政策的落地，三季度连锁药店上市公司恢复规范经营，二季度受监管政策影响最大的一心堂单季度增速也恢复正常。

图19：医药商业上市公司(申万)经营指标



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

商业领域“两票制+营改增”规范流通环节基本推行完毕，产业集中度正在提升，但受制于行业本身的资金依赖性以及资金面偏紧的影响，去年行业增速仍然不理想，今年以来行业整体现金流情况有所改善，但各家企业分化仍比较严重，结合整体信用分层后大型龙头的融资成本方面受益更多，上海医药等龙头的业绩普遍有明显改善。预计未来龙头仍将持续加快渠道整合，市场集中度加速提升。

表19：2019年前三季度医药商业经营指标统计（剔除次新股成分调整后，百万）

医药商业	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	146536	289172	155633	444805	161615	606421	170825	174670	345495	180852	526347
收入增速	13.2%	17.1%	18.7%	17.7%	20.6%	18.4%	19.8%	19.2%	19.5%	16.2%	18.3%
净利润	4687	9024	4395	13418	3372	16791	4900	4958	9858	4409	14267
净利润增速	8.2%	12.5%	28.1%	17.2%	-14.0%	9.2%	13.0%	5.8%	9.2%	0.3%	6.3%
扣非净利润	4403	8609	3551	12160	1559	13719	4613	4651	9264	4116	13380
扣非净利润增速	17.0%	18.1%	8.1%	15.0%	-50.8%	-0.2%	9.7%	5.6%	7.6%	15.9%	10.0%
毛利率	15%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	15%
扣非净利率	3.0%	3.0%	2.3%	2.7%	1.0%	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%	2.3%	2.5%
经营现金流/净利润	1.32	-0.91	0.89	-0.32	4.41	0.63	-2.00	2.03	0.03	0.81	0.27
加应收票据后经营现金流/净利润	3.37	0.15	2.80	0.30	7.93	1.34	0.69	3.52	0.78	2.51	0.79
营业成本	124489	246156	133297	379452	137338	516790	145422	148484	293906	155368	449274
经营现金流/净利润	6209	-8225	3921	-4304	14885	10581	-9791	10049	258	3572	3831

应收票据	9597	9597	8376	8376	11868	11868	13164	7419	7419	7483	7483
------	------	------	------	------	-------	-------	-------	------	------	------	------

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

鹭燕医药、重药控股、柳药股份业绩增速最快，前三季度扣非净利润增速分别达到了43.5%、39.5%、38.6%。三家都是省份龙头，市占率较高，且开始尝试传统配送以外的新兴业务如DTP药房、器械、中药饮片等，省级龙头的综合竞争力和成长空间可能被低估。从几家龙头公司的情况看，商业板块仍在底部的恢复期，有以下几个方面的变化仍在持续：1、前两年两票制带来的负面影响的逐步消除以及两票制推动的集中度提升效果逐步显现；2、带量采购短期内对价格和毛利的影响有限，可能会带动一些非带量采购品种的集中配送；3、增值税减税对医药商业这种低毛利行业有收入和利润的正面影响（但因为商业公司产业链地位不高，不能享受全部的红利）；4、资金成本下降不仅提升了盈利能力还通过信用分层间接加速了中小商业公司的淘汰和龙头商业公司的加速崛起。整体看三季度较年初已经有了明显的改善，预计明年行业增速将有显著的恢复。

表20: 医药商业重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

医药商业	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS(元/股)		
	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2019	2020	2021
上海医药	15.4	22.0	18.8	19.6	5.6	12.4	25.4	0.8	6.9	10.7	4.5	19.6	1.53	1.71	1.91
瑞康医药	49.2	15.8	47.5	9.7	12.9	-34.0	15.4	-30.6	14.8	-35.5	18.7	-29.5	0.58	0.69	0.81
中国医药	0.4	16.0	2.7	17.2	26.4	-18.0	23.1	-21.9	20.5	-13.9	14.1	-14.5	1.37	1.48	1.68
嘉事堂	30.4	20.2	28.8	20.1	29.8	14.0	29.9	13.6	23.5	15.3	24.5	14.5	1.50	1.95	2.35
国药股份	6.6	12.0	6.3	13.7	14.8	18.7	13.7	12.7	39.7	14.6	27.6	10.4	2.05	2.32	2.62
柳药股份	24.2	30.5	24.0	27.5	33.2	39.4	34.9	40.1	33.0	37.2	34.8	38.6	2.73	3.45	4.26
重药控股	2.6	33.8	4.7	36.5	67.4	49.7	-51.0	44.0	447.5	45.6	682.4	39.5	0.51	0.62	0.75
鹭燕医药	45.5	35.0	40.4	32.4	28.6	48.7	42.5	44.2	30.9	46.5	41.0	43.5	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

连锁药房增长分化，整体保持高景气。其中益丰药房、大参林表现突出，前三季度净利润增速分别为36.8%、32.2%；老百姓净利润增速与一季度持平，一心堂由于去年基数较高以及受执业药师政策影响，单季度增速放缓。从扩张速度看，前三季度一心堂、老百姓、益丰药房扩张门店家数类似，都在400-500家之间，大参林新增274家，略慢于其他几家。一心堂和老百姓的自建门店比例较高，老百姓仍是加盟业务拓展最快的一家。

表21: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

连锁药房	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS(元/股)		
	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2018H1	2019H1	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2019	2020	2021
老百姓	28.5	24.7	28.8	23.6	15.7	22.1	18.3	21.4	16.3	19.8	18.1	20.6	1.86	2.30	2.86
益丰药房	33.7	68.7	36.5	58.4	45.5	36.8	40.2	35.5	37.3	46.7	33.2	42.8	1.50	1.98	2.57
一心堂	17.5	17.9	18.1	15.7	35.3	15.3	32.5	15.7	35.6	15.1	34.5	15.2	1.09	1.31	1.57
大参林	16.6	28.6	18.9	27.6	15.9	32.2	12.9	34.3	10.8	33.9	8.7	33.2	1.33	1.67	2.04
国药一致	1.2	21.4	1.6	22.4	15.4	1.4	15.4	3.8	14.1	2.6	14.5	4.1	3.13	3.63	4.17

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

三季度远程审方缓解执业药师监管压力、增值税减税仍有同比贡献。二季度执业药师挂靠被提上议程，在部分原来体系执业药师配置率较低的省份有一定影响，比如云南、贵州，目前多省份认可通过远程审方解决执业药师配置不足的问题，经过了二季度监管核查，执业药师数量也更加客观真实，目前各上市药店执业药师数量的配比普遍较高，执业药师认证中心的注册人数月度同比增速也在8月份下降到12.4%（过去三年一直是14%以上）。增值税减税和小规模纳税人都已经执行，对各连锁药店收入端均有明显的贡献，利润端的贡献尚不确定占比，短期内可能用于增加促销或用于强化药企更多产品合作，可以对冲部分政策带来的扰动，整体看药店行业表现符合市场预期。

表22: 连锁药房三季度仍保持快速扩张趋势

药房名称	扩张类型	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2018H2	2019H1
益丰药房	自建	156	199	310	349	546	215	331	281
	并购		63	193	167	959	209	750	204
	加盟	0	0	23	22	89	36	53	87
	关闭	—	7	33	49	42	20	22	56
老百姓	自建	179	257	193	339	506	237	269	292
	并购	81	286	295	318	413	297	116	136
	加盟	—	—	—	299	277	128	149	331
	关闭	—	59	133	61	64	29	35	44
大参林	自建	348	350	445	402	749	332	417	156
	并购			67	231	146	117	29	118
	加盟	0	0	0	0	13	0	13	17
	关闭	—	—	—	57	72	30	42	40
一心堂	自建	234	621	311	662	904	349	555	457
	并购		252	278	448	49			
	加盟	0	0	0	0	0	0	0	0
	关闭	—	—	—	—	132	81	51	27

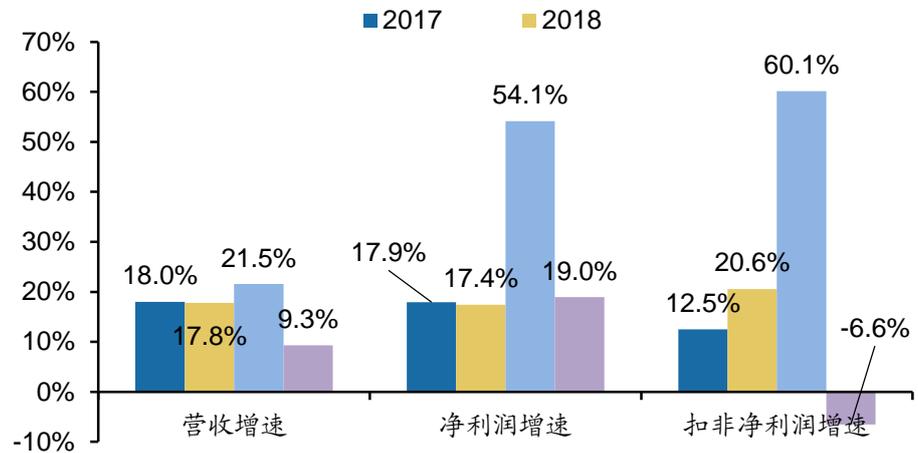
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从未来趋势看对药店的医保使用规范化的监管仍在持续，非上市药店影响较大。我们预计一级市场估值在目前监管条件下有望进一步下降，给上市公司带来整合空间，同时由于非上市药店多数有不同程度的不规范，收购标的严格尽调更加重要。预计未来上市药店仍将以一定的进度持续推动行业整合，集中度有望进一步提升，建议持续关注大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、国药一致。

化学原料药：特色原料药表现亮眼

2019年前三季度原料药上市公司(申万)整体营业收入增速9.3%，较2018年同期下滑12.2个百分点；Q3增速7.6%，较Q2增速下滑12.1个百分点。前三季度净利润增速19%，增速较2018年同期下滑35个百分点；Q3净利润增速71.8%，较2018年同期大幅提升。前三季度扣非净利润下滑6.6%。

图20：化学原料药上市公司经营指标增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

前三季度化学原料药上市公司整体毛利率为43%，较2018年同期略有持平；扣非归母净利润率10.7%，较2018年同期下滑1.8个百分点。

表23：化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学原料药	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	22422	46893	23467	70360	24683	95043	24952	26717	51670	25249	76918
收入增速	11.1%	22.5%	19.7%	21.5%	8.2%	17.8%	2.0%	19.2%	10.2%	7.6%	9.3%
净利润	2818	7003	2530	9533	990	10523	3254	3738	6992	4348	11340
净利润增速	19.1%	70.6%	21.7%	54.1%	-64.3%	17.4%	-22.2%	32.7%	-0.2%	71.8%	19.0%
扣非净利润	2565	6535	2284	8819	554	9373	2448	3321	5768	2471	8240
扣非净利润增速	17.6%	77.4%	25.2%	60.1%	-75.6%	20.6%	-38.3%	29.4%	-11.7%	8.2%	-6.6%
毛利率	41%	45%	42%	44%	44%	44%	42%	44%	43%	44%	43%
扣非净利率	11.4%	13.9%	9.7%	12.5%	2.2%	9.9%	9.8%	12.4%	11.2%	9.8%	10.7%
经营现金流/净利润	1.08	0.69	1.62	0.94	5.54	1.37	0.44	0.89	0.68	0.84	0.74
加应收票据后的经营现金流/净利润	2.00	1.06	2.67	1.22	8.34	1.64	1.26	1.51	1.01	1.34	0.93
营业成本	13165	25979	13702	39681	13913	53594	14379	14976	29355	14234	43590
经营现金流/净利润	3051	4849	4109	8959	5482	14440	1435	3338	4773	3635	8408
应收票据	2578	2578	2649	2649	2779	2779	2669	2308	2308	2189	2189

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2019年前三季度，化学原料药上市公司中，35家上市公司中30家实现营收同比增长，5家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的企业中，有3家企业增幅在100%以上，有10家企业增长幅度在30%-100%之间，10在10%-30%之间。

表24: 申万分类下化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

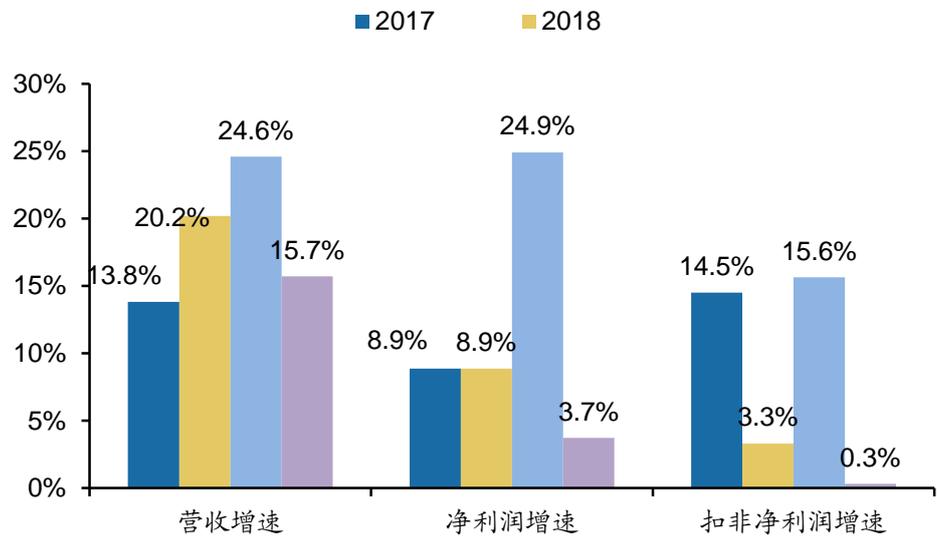
化学原料药	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3
美诺华	14.9	61.3	30.1	52.4	37.2	91.6	80.9	98.7	-37.9	312.2	7.2	253.7
博腾股份	-14.0	22.5	0.8	29.3	-48.5	69.6	37.5	39.0	-85.3	224.8	-37.2	191.8
同和药业	-17.8	55.0	-15.7	50.1	-42.2	35.9	-50.5	59.7	-68.4	139.1	-67.7	169.2
普洛药业	12.1	15.6	17.5	16.0	43.5	50.6	67.7	57.9	32.1	84.0	77.5	77.0
奥翔药业	28.2	11.3	10.4	31.9	-3.4	30.8	2.2	55.5	-9.8	30.7	-10.6	70.9
司太立	7.8	48.5	15.0	55.4	19.2	43.3	20.8	62.1	22.9	43.0	29.5	59.0
海翔药业	11.2	26.8	19.9	15.1	13.3	79.7	69.3	42.9	14.6	77.7	76.9	41.0
花园生物	37.7	30.4	53.4	21.6	103.7	50.0	117.9	37.5	103.9	51.6	115.3	40.0
凯莱英	37.4	44.3	34.5	44.6	25.5	46.4	30.0	40.5	54.8	42.8	52.7	39.0
健友股份	75.6	38.4	66.4	40.1	84.2	27.3	49.5	34.1	78.2	30.1	45.9	37.9
华海药业	8.0	4.5	9.5	4.4	-22.4	46.0	-47.4	100.4	-20.0	30.2	-33.6	37.2
金城医药	24.7	-15.1	15.7	-9.2	21.6	113.9	32.9	85.1	21.4	46.6	31.4	34.6
威尔药业	23.1	7.4	16.5	10.1	1.1	25.1	1.8	31.2	-2.1	28.6	-0.8	33.0
京新药业	41.1	31.9	44.4	25.2	25.3	52.9	36.9	43.4	24.7	29.1	30.4	29.0
药石科技	72.8	37.8	73.2	36.9	67.5	30.3	78.6	24.9	51.9	35.3	66.3	28.9
新诺威	14.9	6.0	0.0	6.5	3.6	24.3	0.0	24.9	1.4	12.7	0.0	23.6
富祥股份	31.1	-4.7	26.8	8.4	30.6	-13.5	23.8	25.1	36.3	-18.1	29.9	22.5
新华制药	11.8	15.3	14.7	11.1	15.5	19.5	11.3	23.4	37.8	13.0	45.5	19.5
山河药辅	39.8	4.1	36.1	5.6	33.2	22.6	47.2	24.0	45.9	23.3	58.2	19.5
东北制药	35.5	9.7	34.0	7.7	193.2	18.9	96.2	11.9	223.1	24.7	94.0	18.7
XX 药业	15.2	-6.7	2.8	7.0	20.9	15.5	-16.8	43.2	45.0	-9.0	13.6	18.1
北大医药	1.3	7.4	0.1	9.0	25.7	6.9	28.8	14.3	114.4	5.4	75.3	17.9
千红制药	30.5	24.9	32.6	13.9	13.5	7.0	23.0	4.9	8.7	10.8	25.6	15.0
天药股份	30.5	27.5	29.7	26.9	12.7	26.1	21.1	5.6	112.0	17.7	84.2	-2.1
亿帆医药	25.2	8.3	12.0	10.6	12.2	-10.0	-18.9	4.4	18.6	-16.7	-18.4	-5.4
赛托生物	83.3	3.4	68.3	-7.1	150.5	-9.1	121.1	-16.3	181.5	-12.3	153.8	-13.6
圣达生物	-14.5	17.0	-4.1	5.4	-10.3	-9.0	-10.2	-13.6	1.9	-17.9	-2.6	-18.2
金达威	47.0	16.8	51.6	10.5	228.6	-24.5	170.9	-18.9	225.0	-23.0	177.0	-18.8
新和成	78.3	-16.9	64.2	-14.2	251.3	-43.9	181.6	-32.8	260.2	-47.3	181.6	-34.0
广济药业	11.5	-8.8	5.8	-8.7	130.6	-46.3	61.2	-21.2	128.6	-47.9	66.8	-41.5
尔康制药	-38.2	37.1	-31.9	26.1	-47.6	-41.1	-46.3	-44.0	-46.9	-40.2	-47.2	-42.0
浙江医药	36.5	5.7	30.3	4.2	419.9	-40.1	291.4	-30.0	436.1	-52.6	526.5	-43.2
海普瑞	90.9	-3.0	78.4	-5.8	2840.8	144.1	444.0	48.9	5601.8	-63.2	494.3	-48.3
永安药业	18.3	27.2	12.8	38.7	48.5	-68.8	25.9	-54.0	71.7	-77.3	35.7	-59.3
海正药业	-3.2	6.3	-4.5	6.5	9.9	254.5	39.2	17542.0	-8531.3	108.7	-514.4	-271.5

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

中药：收入环比改善，政策免疫类景气度提升

2019年前三季度中药上市公司(申万)整体营业收入增速15.7%，较2018年同期下滑8.9个百分点；Q3增速35.2%，较Q2增速下滑18.5个百分点。前三季度净利润增速3.7%，增速较2018年同期下滑21.2个百分点；Q3净利润增速18%，较Q2下滑9.2个百分点。前三季度扣非净利润增速0.3%，较去年同期明显下滑。

图21：2019前三季度增长情况与2018同期对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

前三季度中药上市公司整体毛利率和扣非归母净利润率分别为51%和10.07%，与2018年同期持平。

表25：中药行业基本财务指标（剔除次新股成分调整后，百万）

中药	2Q18	1H18	3Q18	1-3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	1H19	3Q19	1-3Q19
收入	64293	124433	69889	194321	72852	267173	75959	74885	150843	74009	224853
收入增速	16.7%	19.3%	35.2%	24.6%	9.9%	20.2%	26.3%	16.5%	21.2%	5.9%	15.7%
净利润	8914	16590	7234	23824	3817	27641	9475	8877	18352	6360	24712
净利润增速	27.2%	28.2%	18.0%	24.9%	-39.6%	8.9%	23.4%	-0.4%	10.6%	-12.1%	3.7%
扣非净利润	7179	14304	6493	20798	2314	23112	7887	7161	15048	5818	20866
扣非净利润增速	7.6%	16.2%	14.5%	15.6%	-47.2%	3.3%	10.7%	-0.2%	5.2%	-10.4%	0.3%
毛利率	52%	52%	47%	51%	48%	50%	47%	48%	48%	46%	47%
扣非净利率	11.2%	11.5%	9.3%	10.7%	3.2%	8.7%	10.4%	9.6%	10.0%	7.9%	9.3%
经营现金流/净利润	1.11	0.81	1.07	0.89	2.31	1.08	0.16	1.19	0.66	1.29	0.82
加应收票据后的经营现金流/净利润	3.44	2.06	3.69	1.68	9.14	2.03	2.49	3.37	1.71	4.19	1.57
营业成本	31047	59244	36697	95941	37677	133618	40082	39064	79146	39783	118929
经营现金流/净利润	9923	13393	7726	21119	8824	29943	1529	10554	12083	8178	20261
应收票据	20762	20762	18994	18994	26082	26082	22051	19339	19339	18467	18467

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2019年前三季度，中药上市公司中，67家上市公司中49家实现营收同比增长，18家同比下滑。在扣非归母净利润同比增长的企业中，有3家企业增幅在100%以上，有8家企业增长幅度在30%-100%之间，15在10%-30%之间。

表26: 中药公司财务指标

中药	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3	18H1	19H1	18Q1-Q3	19Q1-Q3
太龙药业	18.2	1.7	6.7	4.5	20.2	848.8	102.3	482.9	1.5	4751.4	17.4	1263.6
大理药业	56.0	-20.7	57.3	-25.3	-97.2	1281.1	-86.1	172.3	-110.3	302.2	-106.5	381.6
泰合健康	1.2	29.8	6.1	21.7	-15.0	287.1	130.3	234.7	-58.1	371.6	1064.3	277.1
启迪古汉	-37.0	54.7	-41.2	66.3	-75.3	345.0	-176.7	254.6	-91.9	1410.6	-228.9	208.2
易明医药	14.8	6.0	26.9	3.3	-27.3	-23.1	-67.3	42.6	-32.2	-29.6	-76.3	78.0
佐力药业	-11.2	9.4	-11.8	24.3	-28.4	-20.3	-49.6	50.6	-25.4	-16.0	-51.3	73.3
盘龙药业	29.1	36.0	23.9	28.7	71.1	25.8	39.8	25.5	3.5	97.4	-5.6	72.8
神奇制药	22.7	6.3	12.8	9.8	14.4	-2.4	-19.7	27.4	-7.1	15.8	-32.5	53.8
昆药集团	24.0	11.0	23.0	14.2	-16.2	30.3	-5.0	35.1	-25.1	39.9	-8.2	47.3
千金药业	-1.6	13.6	0.5	14.0	48.4	25.7	41.9	16.0	43.5	52.8	33.7	39.7
西藏药业	4.0	36.7	15.3	25.6	122.9	21.3	71.5	3.4	57.7	52.6	94.1	34.2
黄山胶囊	-1.5	6.8	0.0	11.7	-24.8	-10.7	-23.8	8.8	-25.9	3.9	-25.4	32.4
步长制药	-0.1	11.4	-1.7	10.3	3.4	14.0	7.6	11.0	-19.2	32.1	-13.4	28.7
华森制药	24.1	14.8	21.2	17.3	35.1	47.8	20.8	23.0	27.7	23.3	14.9	26.4
白云山	33.5	124.7	87.1	67.6	126.1	-2.7	131.5	-8.1	36.7	43.1	51.0	25.9
康缘药业	10.9	22.6	14.2	22.2	5.4	20.4	5.5	21.3	3.5	23.8	3.2	22.2
片仔癀	37.1	20.4	30.6	21.1	42.6	20.9	36.3	20.6	45.2	23.1	39.5	21.9
中恒集团	61.7	20.0	54.2	11.8	-12.8	7.8	-10.0	20.8	-32.6	12.0	-23.5	21.4
马应龙	37.1	18.9	33.7	20.8	-41.1	111.3	-48.8	143.0	14.6	12.2	16.7	19.0
羚锐制药	32.6	5.9	22.2	6.0	9.5	25.1	11.8	23.0	20.8	15.5	20.6	17.0
汉森制药	8.6	-2.0	11.1	-6.1	13.9	18.5	30.3	19.6	19.5	14.5	36.9	16.2
华润三九	29.5	10.7	26.2	7.9	11.5	108.4	16.0	77.0	11.2	26.4	13.4	15.1
红日药业	36.0	16.5	26.8	18.9	22.3	1.4	2.7	11.4	18.5	7.8	0.6	15.0
嘉应制药	14.2	0.6	14.2	0.9	15.2	21.9	23.9	21.7	8.6	14.9	31.0	15.0
新天药业	-1.5	13.9	-0.7	12.9	11.0	6.5	5.3	7.0	3.4	15.4	1.6	12.4
金陵药业	-8.5	-17.6	-6.5	-15.9	-11.1	154.1	-16.6	98.1	-7.8	-11.8	-5.5	11.4
奇正藏药	18.3	12.4	23.8	13.4	12.1	6.3	18.1	12.0	9.2	4.4	15.1	11.0
仁和药业	26.7	8.3	22.9	6.5	51.3	32.5	52.0	11.9	53.8	30.1	56.1	9.6
康惠制药	7.7	14.4	6.7	22.9	12.1	-16.5	-9.7	-1.6	-12.1	-17.2	-28.7	8.1
沃华医药	10.1	16.7	8.6	14.7	5.7	-17.6	-24.7	12.6	7.4	-19.7	-23.9	7.9
中新药业	4.2	13.5	9.2	10.4	13.0	10.6	11.5	11.0	35.6	6.6	28.8	6.8
众生药业	24.3	9.4	24.4	10.1	10.7	10.2	10.9	5.2	10.1	11.3	21.9	6.1
新光药业	-13.1	4.8	-8.4	4.5	-19.0	3.8	-11.8	4.6	-18.9	1.4	-13.3	5.7
葵花药业	19.4	2.2	19.6	0.5	47.6	8.0	40.5	8.1	37.6	7.9	35.1	5.1
亚宝药业	22.4	9.1	21.5	4.1	35.5	10.2	44.0	6.1	29.7	12.7	41.5	5.1
太极集团	15.8	19.5	16.9	16.1	56.3	64.1	87.2	-15.5	73.9	2.6	19.1	4.4
健民集团	-27.1	3.5	-24.8	15.1	19.4	-2.7	0.5	0.8	12.8	-2.2	2.5	4.2
江中药业	2.0	27.4	-1.2	31.9	8.5	10.4	10.2	7.9	4.1	4.7	6.5	2.7
济川药业	35.4	2.7	31.6	-2.8	44.8	14.4	44.2	-0.2	51.2	10.5	45.1	1.5
同仁堂	3.8	-1.5	7.1	-4.9	6.6	3.3	3.7	0.0	6.8	3.0	3.4	0.6

以岭药业	20.3	10.5	25.1	13.6	32.1	1.5	25.0	2.3	26.4	-0.8	20.7	0.1
珍宝岛	8.3	16.3	2.7	6.6	24.4	-4.6	5.1	-9.3	14.7	15.7	-2.2	-2.0
益盛药业	6.5	-3.5	0.3	-0.6	33.8	2.0	20.7	4.1	44.1	-3.0	27.9	-2.3
方盛制药	62.4	5.2	53.7	2.8	0.1	16.3	-19.2	15.6	-4.0	-3.0	-23.6	-3.0
天目药业	386.7	-33.4	243.5	-24.6	236.7	-69.3	-11.3	-77.9	17.1	-40.2	13.6	-5.4
云南白药	8.5	5.7	9.5	8.4	4.3	8.6	4.9	7.5	-1.2	-25.9	0.3	-7.3
香雪制药	10.4	7.4	13.0	7.6	10.8	3.9	30.5	0.3	-69.8	0.8	142.2	-7.4
桂林三金	3.6	4.5	3.1	1.3	6.9	1.7	5.3	-9.9	6.8	1.8	4.8	-9.8
寿仙谷	35.9	12.1	38.9	6.0	31.9	-13.4	18.1	-5.0	18.8	-20.2	7.4	-12.4
上海凯宝	-2.9	-13.1	-8.3	-7.5	-5.8	-16.5	-9.9	-12.6	-11.7	-18.2	-16.0	-13.8
天士力	16.7	11.1	16.7	8.2	22.3	-2.9	20.2	-17.3	12.4	0.4	12.1	-14.4
通化金马	54.3	6.5	50.5	2.3	11.5	-15.0	2.8	-11.8	3.8	-22.8	-3.2	-19.3
信邦制药	19.1	0.1	14.8	-0.1	33.5	-38.0	7.0	-24.2	28.0	-34.5	3.5	-20.1
贵州百灵	7.1	2.9	14.4	5.3	10.1	-18.8	10.3	-21.1	14.2	-19.2	16.2	-21.5
辅仁药业	14.4	-10.9	12.5	-19.6	113.1	-11.4	154.0	-26.1	4508.5	-12.4	5599.9	-28.3
广誉远	30.0	-17.3	38.5	-16.4	83.3	-18.7	118.1	-23.1	94.3	-29.2	135.6	-30.4
龙津药业	26.4	-21.8	17.0	-25.2	-53.3	-87.7	-52.7	-87.6	-96.8	-233.4	-108.5	-34.2
益佰制药	-3.0	-15.0	1.3	-13.8	-9.6	-38.4	-37.9	-20.2	-8.1	-36.0	-39.5	-34.3
九芝堂	1.3	-6.2	-7.4	-7.7	-9.8	-46.0	-35.1	-43.5	-17.0	-46.0	-43.3	-39.1
康恩贝	52.8	-1.1	42.6	-2.9	42.6	-29.5	26.3	-38.8	25.6	-29.6	22.1	-43.6
陇神戎发	-14.9	-0.5	-20.6	5.5	-23.3	-24.7	-17.5	-48.8	-7.0	-34.2	-5.6	-53.3
佛慈制药	23.0	14.0	24.5	15.5	22.8	5.0	10.4	27.6	14.7	-58.6	7.1	-59.2
太安堂	-2.0	15.4	5.0	18.6	-39.7	-36.9	-24.8	-49.2	-38.4	-64.8	-20.3	-61.1
东阿阿胶	1.8	-36.7	-2.2	-35.4	-4.4	-77.6	-1.7	-82.9	-7.0	-81.6	-6.1	-87.4
紫鑫药业	85.5	-38.9	70.3	-44.2	150.9	-79.1	107.2	-77.7	186.5	-83.9	124.7	-91.4
康美药业	27.9	-15.4	30.3	-28.6	21.1	-82.5	22.1	-95.2	20.3	-98.4	21.1	-107.8
精华制药	6.0	3.2	16.0	1.7	32.0	1.1	32.3	-223.7	30.6	0.9	32.0	-229.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

行业重要数据跟踪

生物制品批签发数据动态跟踪

2019年1-9月疫苗批签发情况

根据中检院披露，2019年1-9月份13价肺炎球菌结合疫苗实现批签发量288.43万支、AC-Hib三联苗428.06万支、DTaP-Hib四联苗252.35万支、DTaP-IPV-Hib五联苗397.26万支、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）96.59万支、二价HPV疫苗169.65万支、四价HPV疫苗351.59万支、九价HPV疫苗187.65万支、五价口服轮状病毒疫苗299.21万支、四价流感疫苗462.06万支。

表27: 2019年1-8月重点疫苗批签发情况（万支）

产品	生产企业	2015	2016	2017	2018	2019M1-9
13价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	0	0	71.54	384.75	288.43
AC-Hib 三联苗	智飞绿竹	488.6	22.2	470.4	643.68	428.06
DTaP-Hib 四联苗	康泰生物	97.77	132.12	142.63	549.91	252.35
DTaP-IPV-Hib 五联苗	赛诺菲	113.64	279.44	212.1	202.98	397.26
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	成都康华	120.03	29.51	99.51	223.21	96.59
双价人乳头瘤病毒吸附疫苗	葛兰素史克	0	0	110.72	211.2	169.65
四价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0	0	34.8	380.03	351.59
九价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0	0	0	121.61	187.65
四价流感裂解疫苗（成人型，0.5ml）	华兰生物	0	0	0	512.25	462.06
五价口服轮状病毒疫苗	默沙东	0	0	0	79.18	299.21

数据来源：中检院，广发证券发展研究中心

2019年1-9月血制品批签发情况

根据中检院及各地药检所披露，2019年1-9月份人血白蛋白（折算10g/瓶）共获得批签发3307.89万瓶，同比下降5.2%，其中国产人血白蛋白批签发量为1405.88万瓶（+1.3%）、进口人血白蛋白1902.01万瓶（-9.5%），进口占比较18年末下降2pp至57.5%；静注人免疫球蛋白（折算2.5g/瓶）获得批签发836.52万瓶；人凝血酶原复合物（折算200IU/瓶）获得批签发71.34万瓶，人凝血因子VIII（折算200IU/瓶）112.49万瓶，人纤维蛋白原（0.5g/瓶）58.41万瓶，狂犬病人免疫球蛋白（200IU/瓶）817.81万瓶，人免疫球蛋白（折算300mg/瓶）56.46万瓶，破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）402.65万瓶。

表28: 2019年1-9月血制品批签发情况（万瓶）

产品名称		2015	2016	2017	2018	2019M1-9
人血白蛋白 (折算 10g/ 瓶)	国产	1422.82	1707.14	1773.64	1905.20	1405.88
	进口	1887.04	2231.61	2427.16	2798.73	1902.01
	合计	3309.86	3938.75	4200.80	4703.93	3307.89
静注人免疫球蛋白 (折算 2.5g/瓶)		851.79	1075.80	1085.63	1083.04	836.52
人凝血酶原复合物 (折算 200IU/瓶)		65.00	77.50	98.94	98.68	71.34

人凝血因子VIII (折算 200IU/瓶)	85.45	108.69	133.30	159.17	112.49
人纤维蛋白原 (0.5g/瓶)	50.40	96.63	93.84	88.95	58.41
狂犬病人免疫球蛋白 (200IU/瓶)	420.60	342.10	495.26	793.75	817.81
人免疫球蛋白 (折算 300mg/瓶)	60.73	156.10	99.60	63.99	56.46
破伤风人免疫球蛋白 (250IU/瓶)	278.83	400.37	424.79	337.25	402.65

数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

风险提示

1) 医保谈判价格降幅超预期，新一轮药品谈判即将落地，2018年17个抗癌药谈判纳入医保后，平均降价幅度在50%左右；

2) 药品审评进度低于预期，药品审评审批制度改革是本轮创新药及创新产业链快速发展以及制药产业升级的助燃剂，药品监管已逐步与国际接轨，新药审批速度直接关系产品上市放量；

3) 带量采购进度及范围超预期，“4+7”带量采购及全国扩面对仿制药行业影响深远，新一轮带量采购方案即将出台，届时涉及品种和降价幅度直接影响相关上市公司收入和利润。

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
李东升 联系人，2019年进入广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与 Vance International, Inc.(VII) 公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。