

医药
行业分析

2019 三季报总结：三季度业绩增速改善明显，细分龙头高景气依旧

投资要点

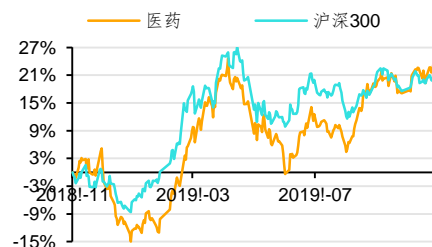
- 行业整体增速承压，三季度业绩增速有所改善：** 2019 前三季度医药制造业主营业务收入增速为 8.4%，同比下降 5.1 个百分点；利润总额增速为 10%，同比下降 1.5 个百分点。剔除了不可比公司、重组公司等个股后，2019 年前三季度医药板块整体收入增速为 14.4% (-5.53pp)，净利润增速为 9.02% (-2pp)，归母净利润增速为 7.76% (-4.14pp)，扣非后归母净利润增速为 5.37% (-20.14pp)，业绩增速放缓明显。分季度看，Q3 扣非后归母净利润增速达到 9.74%，较 Q1、Q2 好转明显。业绩增速整体承压主要受到大带量采购、辅助用药目录出台以及医保目录调整的影响；此外原料药价格波动以及疫苗 CRO 等去年前三季度业绩基数较高也影响了整体业绩。子行业继续分化，受宏观经济和去年高基数的影响，各子行业的营收增速均有所下滑，但生物制品、药店、医疗器械、医疗服务无论在收入端还是利润端增速均比较亮眼。
- 子行业分化，生物制品、医疗器械、医疗服务等表现较好：**
 - 原料药：** 由于 2018Q1 高基数影响逐渐消除和部分原料药价格回升，三季度业绩有所回暖。
 - 化学制剂：** 业绩增速的下滑一方面受到去年两票制流感等高基数影响，另一方面今年带量采购对于众多仿制药企业业绩也有较大影响。创新药、优质仿制药以及特色制剂龙头竞争优势依旧。
 - 生物制品：** 疫苗、血制品、生长激素等增速亮眼，进入景气周期。
 - 中药：** 业绩持续下行，在医保目录控费和经济下行压力的双重影响下业绩压力较大。
 - 医药商业：** 批发配送企业业绩较 18 年有所改善，尤其是享受集中度提升红利的公司；医药零售公司业绩增速受到医保控制及执业药师政策扰动但依旧保持较快水平。
 - 医疗器械：** 内部分化明显，高值高值耗材集采不可避免，创新属性、进口替代和市场独占的企业将持续保持高增长能力。
 - 医疗服务：** 优质的专科医院龙头企业，第三方检验实验室、CRO 服务公司均保持高景气态势。
- 投资建议：** 我们坚定看好医药以下五个方向。（1）创新药及其产业链上 CRO、CDMO 企业，重点关注恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英。（2）高端医疗器械进口替代，重点关注迈瑞医疗、安图生物。（3）医疗服务，重点关注爱尔眼科、通策医疗。（4）流通领域整合，重点关注老百姓、益丰药房。（5）其他细分领域龙头，重点关注东诚药业、华兰生物、诚意药业、康泰生物。
- 风险提示：** 医药行业政策不确定性；板块内个股业绩低于预期

投资评级

同步大市-B 维持

| 首选股票 | | 评级 |
|--------|------|------|
| 603259 | 药明康德 | 买入-B |
| 603811 | 诚意药业 | 买入-A |
| 002007 | 华兰生物 | 买入-A |
| 600763 | 通策医疗 | 买入-A |
| 603883 | 老百姓 | 买入-A |

一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 2.30 | 10.18 | 2.21 |
| 绝对收益 | 7.24 | 20.25 | 25.63 |

分析师

周新明

 SAC 执业证书编号：S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

分析师

王睿

 SAC 执业证书编号：S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

医药：2019 半年报总结：业绩继续分化，龙头个股景气度较高 2019-09-05

医药：新医保目录出炉，腾龙换鸟力度加大 2019-08-21

医药：疫苗管理法落地，加强监管与鼓励研发并举 2019-07-01

医疗器械：关注高景气度领域及细分子行业龙头 2019-05-14

医药：2018 年&2019 一季报总结：政策继续加码，行业洗牌后有望轻装前行 2019-05-03

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、医药制造业前三季度增速承压，利润增速显著快于收入 | 4 |
| 二、三季度利润增速好转明显 | 5 |
| (一) 收入增速略有下滑，利润增速好转明显 | 5 |
| (二) 研发费用继续攀升 | 5 |
| 三、子行业业绩情况 | 7 |
| (一) 化学原料药：三季度业绩有所回升 | 7 |
| (二) 化学制剂：内部分化明显 | 7 |
| (三) 生物医药：疫苗血制品景气度较高 | 8 |
| (四) 中药：业绩持续下行 | 10 |
| (五) 医药商业：药品零售依旧保持较快增长 | 11 |
| (六) 医疗器械：细分龙头保持较快增速 | 12 |
| (七) 医疗服务：连锁龙头和 CRO 景气度较高 | 13 |
| 四、投资建议 | 14 |
| 五、风险提示 | 14 |

图表目录

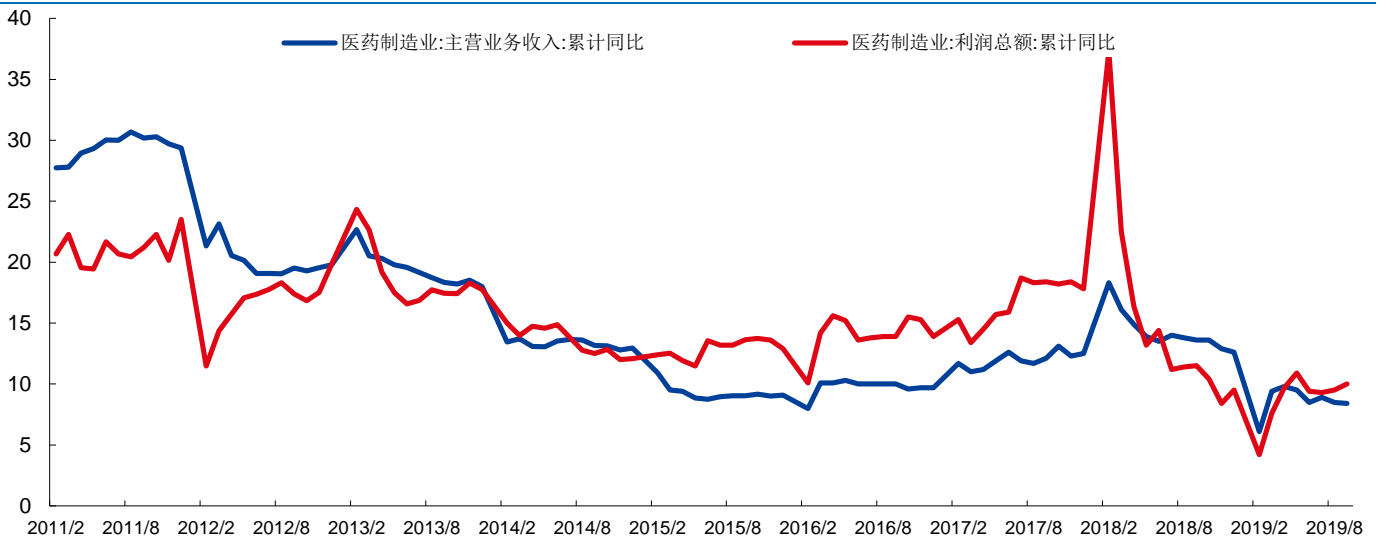
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：医药制造业利润增速快收入增速 | 4 |
| 图 2：基金重仓医药板块占比变化图 | 4 |
| 图 3：行业整体毛利率情况(%) | 6 |
| 图 4：行业分季度毛利率和净利率情况(%) | 6 |
| 图 5：医药板块研发费用(亿元) | 6 |
| 图 6：医药板块研发费用率(%) | 6 |
| 图 5 行业整体期间费用率(%) | 6 |
| 图 6：行业整体分季度期间费用率(%) | 6 |
| 图 9：原料药公司总营收及总归母净利润增长率(%) | 7 |
| 图 10：原料药公司分季度业绩变动率情况(%) | 7 |
| 图 10：原料药板块毛利率净利率有所下滑(%) | 7 |
| 图 11：原料药板块期间费用率保持平稳(%) | 7 |
| 图 13：化学制剂板块总营收及总归母净利润增长率(%) | 8 |
| 图 14：化学制剂板块分季度总营收及总归母净利润增长率(%) | 8 |
| 图 15：化学制剂板块毛利率净利率保持稳定(%) | 8 |
| 图 16：化学制剂板块期间费用率保持平稳(%) | 8 |
| 图 17：生物制品总营收及总归母净利润增长率(%) | 9 |
| 图 18：生物制品分季度总营收及总归母净利润增长率(%) | 9 |
| 图 19：生物制品毛利率净利率保持稳定(%) | 9 |
| 图 20：生物制品期间费用率保持平稳(%) | 9 |
| 图 21：中药总营收及总归母净利润增长率(%) | 10 |
| 图 22：中药净利润增速持续下行(%) | 10 |
| 图 23：中药毛利率净利率保持稳定(%) | 11 |
| 图 24：中药期间费用率保持平稳(%) | 11 |
| 图 25：医药商业总营收及总归母净利润增长率(%) | 11 |
| 图 26：医药商业分季度总营收及总归母净利润增长率(%) | 11 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 27: 医药商业毛利率净利率保持稳定 (%) | 12 |
| 图 28: 医药商业期间费用率 (%) | 12 |
| 图 29: 医疗器械总营收及总归母净利润增长率 (%) | 12 |
| 图 30: 医疗器械分季度总营收及总归母净利润增长率 (%) | 12 |
| 图 31: 医疗器械毛利率净利率 (%) | 13 |
| 图 32: 医疗器械期间费用率 (%) | 13 |
| 图 33: 医疗服务总营收及总归母净利润增长率 (%) | 13 |
| 图 34: 医疗服务分季度总营收及总归母净利润增长率 (%) | 13 |
| 图 35: 医疗服务毛利率净利率 (%) | 14 |
| 图 36: 医疗服务期间费用率 (%) | 14 |
| | |
| 表 1: 医药行业整体及细分子行业业绩增速对比 (%) | 5 |
| 表 2: 生物制品子版块收入和归母净利润增速情况 | 9 |

一、医药制造业前三季度增速承压，利润增速显著快于收入

医药制造业利润增速快收入增速。2019 前三季度医药制造业主营业务收入增速为 8.4%，同比下降 5.1 个百分点；利润总额增速为 10%，同比下降 1.5 个百分点。环比看 Q3 收入端增速环比略有下滑，利润端增速基本持平，Q3、Q2 均较 Q1 有明显好转。利润端增速明显快于收入端，表明行业内产业结构有所变化，医保支付端结构调整稳步推进。

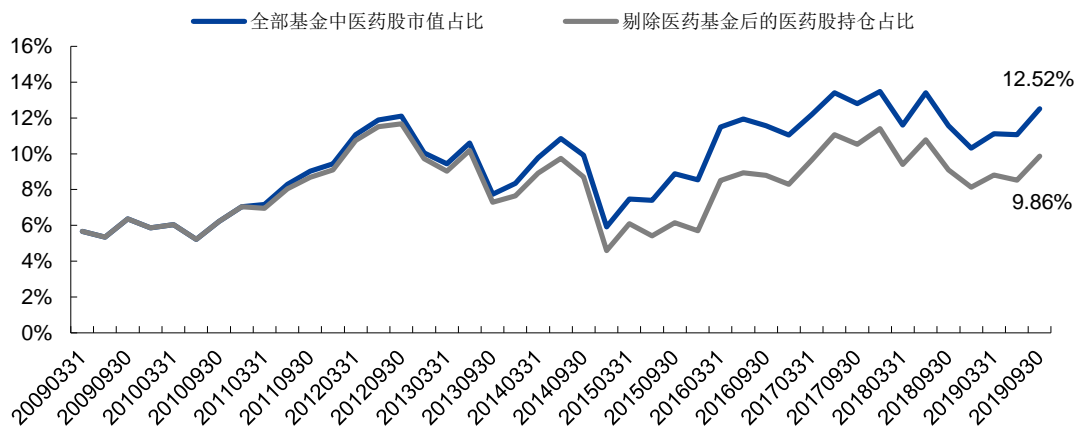
图 1：医药制造业利润增速快收入增速



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

Q3 基金医药持仓占比提升，优质龙头白马继续受青睐。截止 2019 年 Q3，全部基金中医药股持仓占比为 12.52%，环比上升 1.46 个百分点；扣除医药基金后医药板块持仓占比 9.86%，环比上升 1.34 个百分点。可以看出三季度医药持仓提升明显，反映出市场对于优质医药资产的重视。Q3 末持仓金额排名前五个股分别为恒瑞医药、长春高新、爱尔眼科、药明康德、通策医疗，主要为创新药、生物医药和医疗服务的龙头公司。

图 2：基金重仓医药板块占比变化图



资料来源：wind，华金证券研究所

二、三季度利润增速好转明显

（一）收入增速略有下滑，利润增速好转明显

剔除了不可比公司、重组公司等个股后，2019年前三季度医药板块整体收入增速为 14.4% (-5.53pp)，净利润增速为 9.02% (-2pp)，归母净利润增速为 7.76% (-4.14pp)，扣非后归母净利润增速为 5.37% (-20.14pp)，业绩增速放缓明显。分季度看，Q3 扣非后归母净利润增速达到 9.74%，较 Q1、Q2 好转明显。业绩增速整体承压主要受到大带量采购、辅助用药目录出台以及医保目录调整的影响；此外原料药价格波动以及疫苗 CRO 等去年前三季度三季度业绩基数较高也影响了整体业绩。

表 1：医药行业整体及细分子行业业绩增速对比（%）

| | 收入增速 | | | | | 扣非后归母净利润增速 | | | | |
|------|--------|-----------|--------|--------|--------|------------|-----------|---------|--------|---------|
| | 2018 | 2019Q1-Q3 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2018 | 2019Q1-Q3 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 |
| 行业整体 | 18.48% | 14.4% | 15.33% | 15.19% | 13.23% | 3.94% | 5.37% | 1.41% | 5.31% | 9.74% |
| 原料药 | 25.92% | 8.6% | 1.84% | 14.34% | 9.80% | 34.14% | -4.95% | -42.68% | 24.98% | 32.26% |
| 化学制剂 | 18.09% | 10.5% | 10.50% | 12.13% | 8.97% | -4.91% | 0.25% | 6.49% | 1.61% | -8.18% |
| 生物制品 | 33.77% | 22.7% | 27.35% | 20.97% | 20.73% | 16.95% | 22.20% | 21.88% | 11.80% | 34.43% |
| 中药 | 11.15% | 5.5% | 7.88% | 4.97% | 4.63% | -8.28% | -7.58% | -0.13% | -9.62% | -13.76% |
| 医药商业 | 18.06% | 18.6% | 19.77% | 19.88% | 16.78% | 0.02% | 9.75% | 5.46% | 10.12% | 14.19% |
| 医疗器械 | 20.96% | 16.5% | 20.18% | 13.58% | 16.31% | 25.61% | 19.90% | 24.15% | 20.65% | 15.86% |
| 医疗服务 | 28.00% | 19.1% | 22.14% | 17.42% | 18.41% | -6.59% | 31.43% | 26.94% | -6.49% | 89.14% |

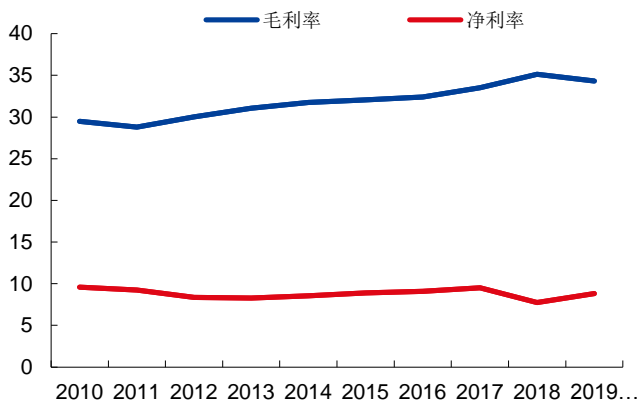
资料来源：WIND，华金证券研究所

子行业继续分化，受宏观经济和去年高基数的影响，各子行业的营收增速均有所下滑，但生物制品、药店、医疗器械、医疗服务无论在收入端还是利润端增速均比较亮眼。从扣非后归母净利润来看，化学原料药、生物制品、医药商业、医疗服务扣非后净利润增速 Q3 环比加速明显：原料药中肝素、缬沙坦等特色原料药价格快速增长带动行业整体景气度回升，生物制品中疫苗产品放量明显，医药商业中药店保持较快增速，医疗服务中的 CXO 和品牌连锁增长亮眼。

（二）研发费用继续攀升

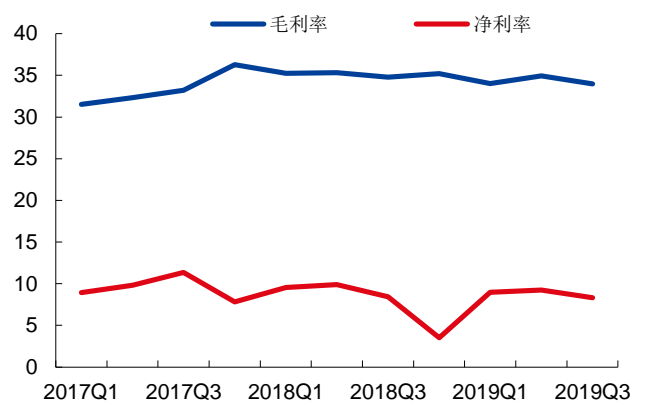
从毛利率和净利率水平看，2019年前三季度毛利率 34.31%，较去年同期略有下滑；Q3 毛利率 34% 的水平，环比稳定。Q1-Q3 净利率 8.83%，同比下降 0.45 个百分点，Q3 净利率 8.32%，环比下降 0.91 个百分点。

图 3: 行业整体毛利率情况(%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

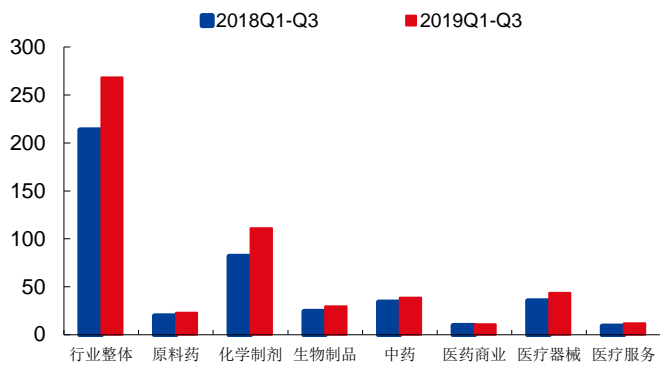
图 4: 行业分季度毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

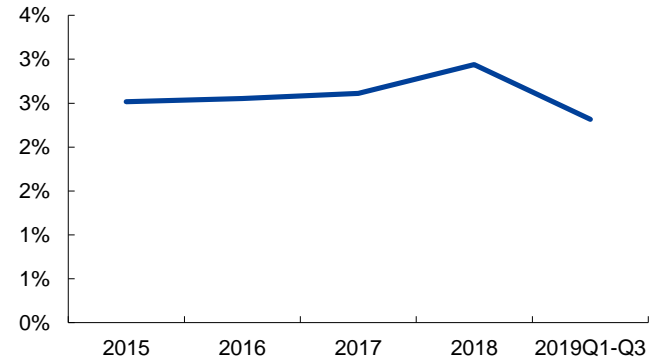
医药板块 2019 年前三季度研发费用合计 268.59 亿元, 同比增长 25.6%, 其中化学制剂板块研发支出最高且增速最快, 2019 前三季度研发支出合计 111.1 亿元, 同比增长 35.9%。

图 5: 医药板块研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6: 医药板块研发费用率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

2019 年 Q1-Q3 医药板块销售费用率 16.32%, 同比下降 0.23 个百分点; 管理费用率 4.66%, 同比下降 0.04 个百分点; 财务费用率 0.98%, 同比下降 0.09 个百分点。其中 Q3 销售费用率 16.36%, 环比下降 0.13 个百分点; 管理费用率 4.79%, 环比上升 0.23 个百分点; 财务费用率 0.87%, 环比 0.05 个百分点。

图 7 行业整体期间费用率(%)

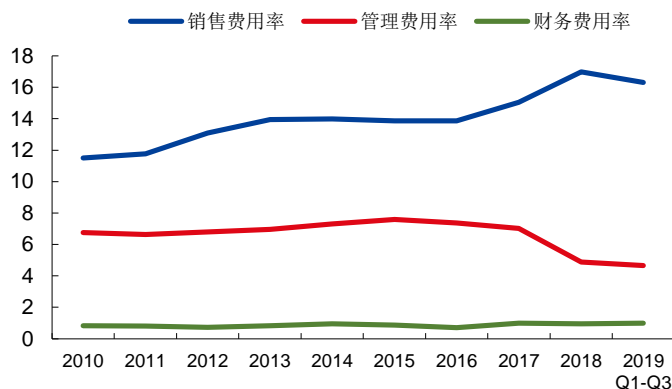
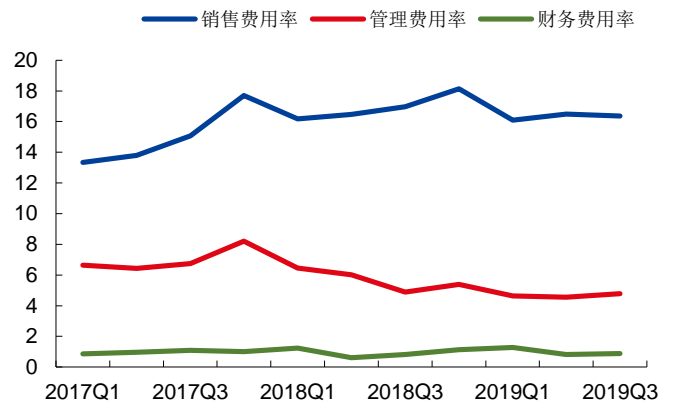


图 8: 行业整体分季度期间费用率(%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

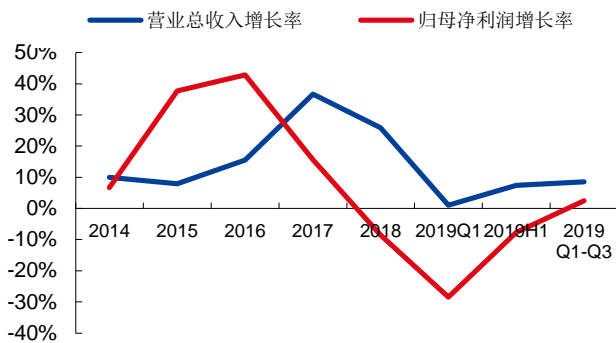
资料来源: wind, 华金证券研究所

三、子行业业绩情况

(一) 化学原料药：三季度业绩有所回升

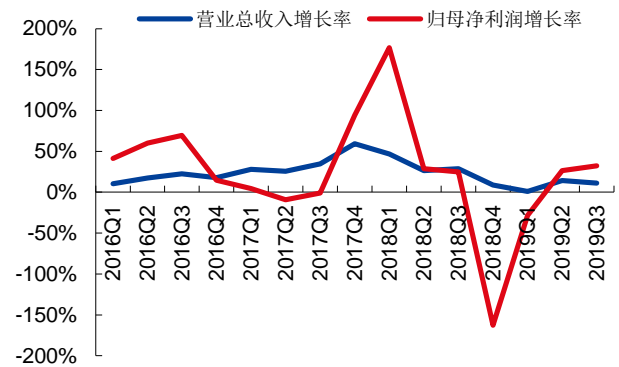
2019年前三季度化学原料药板块收入同比增长8.57%，归母净利润同比增长2.49%，扣非净利润同比下滑4.95%。分季度看原料药板块Q2、Q3有所回暖，一方面由于去年Q2开始大宗原料药价格有较大回落，基数下滑；另一方面今年Q2、Q3部分原料药价格也有所提升。特色原料药如肝素、缬沙坦等由于猪瘟和产能等问题价格持续上涨，对业绩也有较大提升。

图 9：原料药公司总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

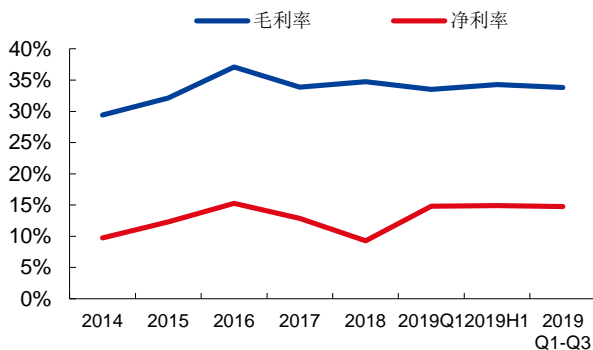
图 10：原料药公司分季度业绩变动率情况 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

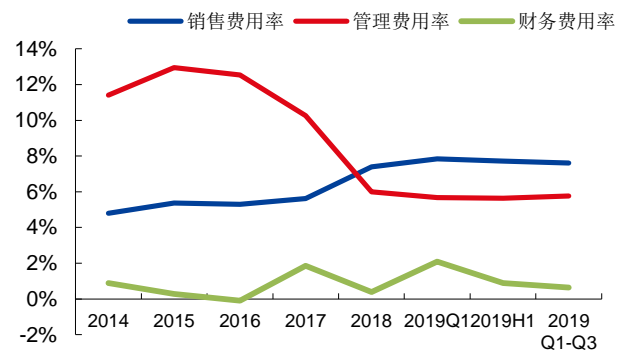
原料药板块2019年Q1-Q3毛利率为33.84%，同比下滑1.51个百分点；销售费用率7.62%，同比提升0.61个百分点；管理费用率5.77%，同比提升0.13个百分点；财务费用率0.64%，同比提升0.48个百分点。

图 11：原料药板块毛利率净利率有所下滑 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12：原料药板块期间费用率保持平稳 (%)



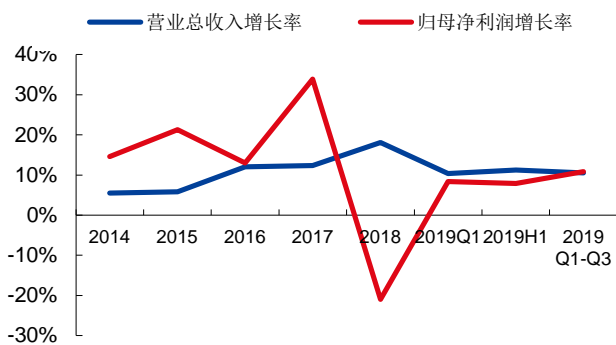
资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 化学制剂：内部分化明显

2019年前三季度化学制剂板块营收增长率 10.51%，同比下滑 10.15 个百分点；归母净利润增长率 10.86%，同比上升 19.57 个百分点；扣非后归母净利润增长率 0.25%。分季度看，Q1、Q2、Q3 营收增长率分别为 10.40%、12.03%、8.98%；归母净利润增长率分别为 8.35%、7.48%、17.56%。业绩增速的下滑一方面受到去年两票制流感等高基数影响，另一方面今年带量采购对于众多仿制药企业业绩也有较大影响，随着带量采购扩面未来板块业绩仍有一定压力。

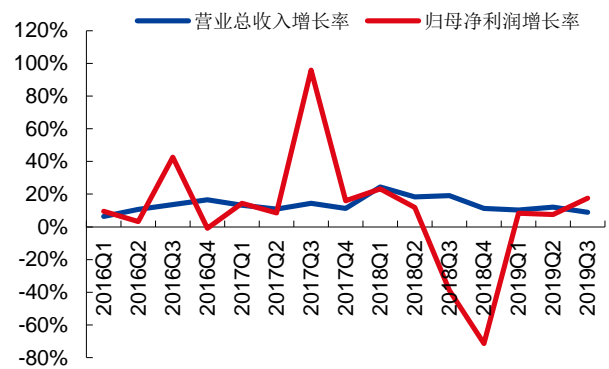
化学制药板块内部分化明显，创新药企业处于景气度上行阶段，创新药企业仍保持较高的投资回报率。优质仿制药企业通过带量采购以量换价，板块内将出现大幅分化，品种丰富的仿制药企业优势明显，原料药制剂一体化的企业拥有成本优势将获得竞争优势地位。此外，特色细分制剂龙头如核药、造影剂等企业仍将保持较快的增长速度。

图 13：化学制剂板块总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源：wind，华金证券研究所

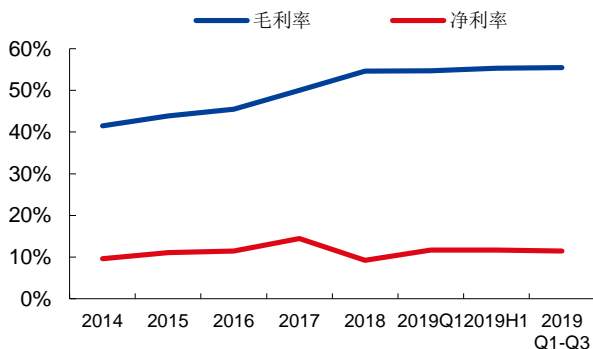
图 14：化学制剂板块分季度总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源：wind，华金证券研究所

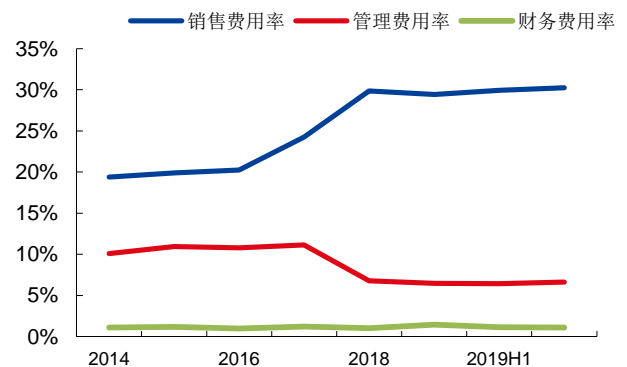
化学制剂板块 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 55.42%，同比提升 1.08 个百分点；销售费用率 30.24%，同比提升 0.89 个百分点；管理费用率 6.61%，同比提升 0.34 个百分点；财务费用率 1.1%，同比提升 0.11 个百分点。板块费用率的上行一方面是因为两票制的影响余波仍在，另一方面变也因为越来越多的企业加大研发投入，导致研发费用占比进一步提升。

图 15：化学制剂板块毛利率净利率保持稳定（%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 16：化学制剂板块期间费用率保持平稳（%）

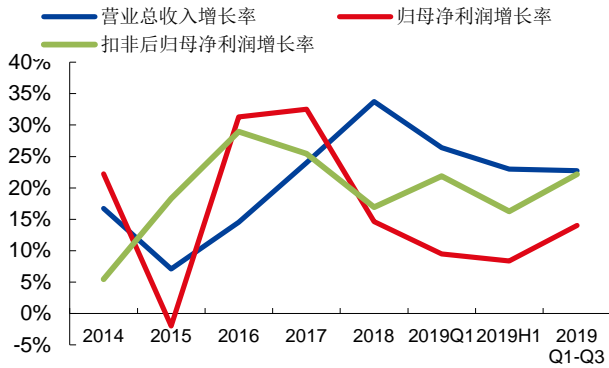


资料来源：wind，华金证券研究所

（三）生物医药：疫苗血制品景气度较高

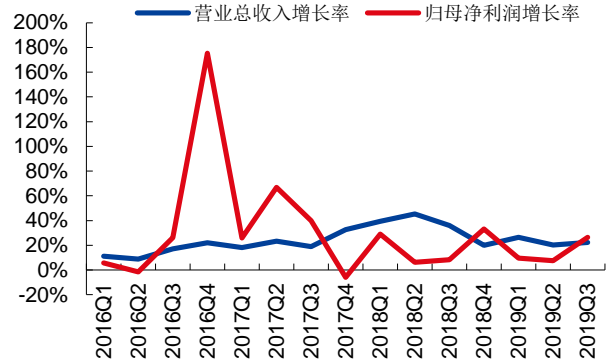
2019 年前三季度生物制品板块营收增长率 22.75%，同比下滑-17.41 个百分点；归母净利润增长率 14.04%，同比上升 4.26 个百分点；扣非后归母净利润增长率 22.20%。Q3 业绩增速加速明显，细分领域的龙头公司长春高新、华兰生物、智飞生物、我武生物等表现十分亮眼。

图 17：生物制品总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

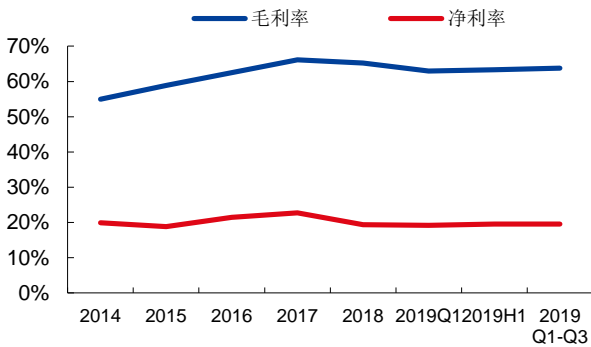
图 18：生物制品分季度总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

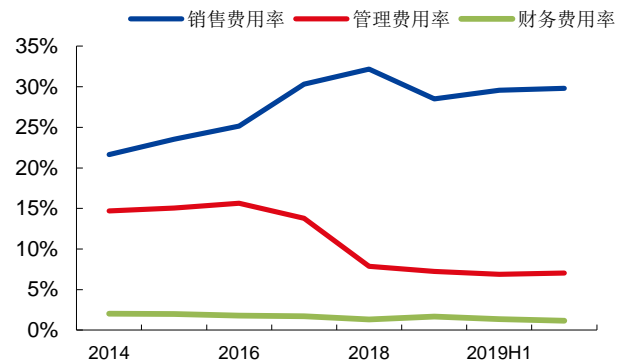
生物制品板块 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 63.75%，同比下降 1.79 个百分点；销售费用率 29.81%，同比下降 0.92 个百分点；管理费用率 7.04%，同比下降 0.66 个百分点；财务费用率 1.15%，同比下降 0.14 个百分点。期间费用率均有所下滑，之丰生物、康泰生物等公司销售费用率下降明显。

图 19：生物制品毛利率净利率保持稳定（%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 20：生物制品期间费用率保持平稳（%）



资料来源: wind, 华金证券研究所

分子板块来看，血制品和疫苗增长显著。前三季度疫苗行业增速亮眼，随着 HPV 批签发数量提升以及康泰四联苗批签发数量提升，预计全年疫苗仍将保持较快增长。血制品边际改善明显，采浆量增速放缓导致供给减少，终端需求稳步提升，血制品价格回暖带俩行业景气度提升。Q3 批签发环比提升明显，预计全年增速持续上行。

表 2：生物制品子版块收入和归母净利润增速情况

| | 收入同比增速 | | | | | 归母净利润增速 | | | | |
|------|--------|-----------|--------|--------|-----------|---------|-----------|--------|--------|-----------|
| | 2018 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1 | 2019H1 | 2019Q1-Q3 | 2018 | 2018Q1-Q3 | 2019Q1 | 2019H1 | 2019Q1-Q3 |
| 生物制品 | 33.77% | 40.16% | 26.41% | 23.0% | 22.75% | 14.63% | 9.78% | 9.50% | 8.36% | 14.04% |
| 血制品 | 25.17% | 26.77% | 31.06% | 23.0% | 24.85% | -75.13% | -88.47% | 404.6% | 810.9% | 666.37% |
| 疫苗 | 156.1% | 178.62% | 106.8% | 80.8% | 77.04% | 2570.5% | 286.27% | 63.22% | 43.01% | 48.92% |

其他 17.97% 26.15% 18.12% 10.7% 12.46% | -13.28% 7.18% -3.35% -1.22% 5.66%

资料来源: wind, 华金证券研究所

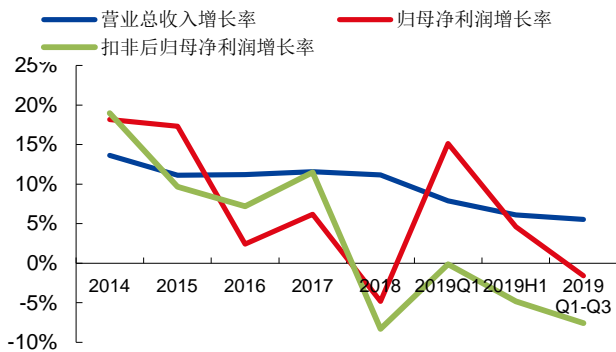
生物制品仍然是医药板块中增速亮眼的子版块,生长激素、疫苗、血制品等景气度提振明显,这些细分子行业不在医保范围内,政策免疫性高,未来有望持续保持向上势头。

(四) 中药: 业绩持续下行

中药板块业绩持续下行,2019 前三季度营业总收入增速 5.54%,同比下滑 8.05 个百分点;归母净利润增长率-1.60%,同比下降 12.28 个百分点;扣非后归母净利润增长率-7.58%。分季度看,Q1、Q2、Q3 营收增长率分别为 7.88%、4.44%、4.38%;归母净利润增长率分别为 15.14%、-5.25%、-15.47%。

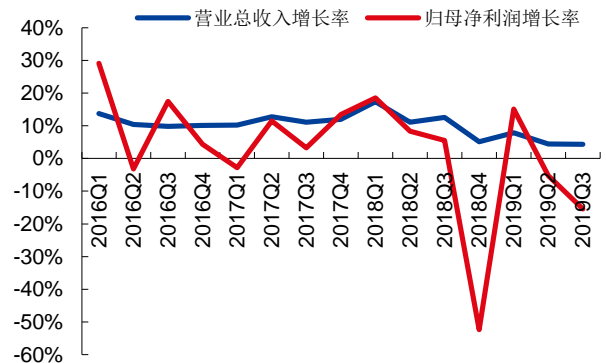
2019Q1-Q3 中药板块业绩持续下滑,Q3 下滑有所增速:一方面由于去年流感疫情部分中药企业业绩有较快增长导致基数较高今年业绩增速下滑;更重要的原因是由于在医保目录控费的大背景下,医保目录调整,辅助用药监控等给中药制剂及中药注射剂公司带来较大压力。对于不受医保控费的中药消费品来说,经济下行压力对于消费的抑制给予重中药消费产品有一定的负面影响。

图 21: 中药总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

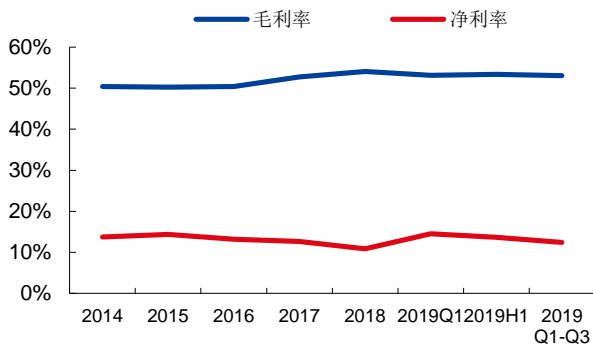
图 22: 中药净利润增速持续下行 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

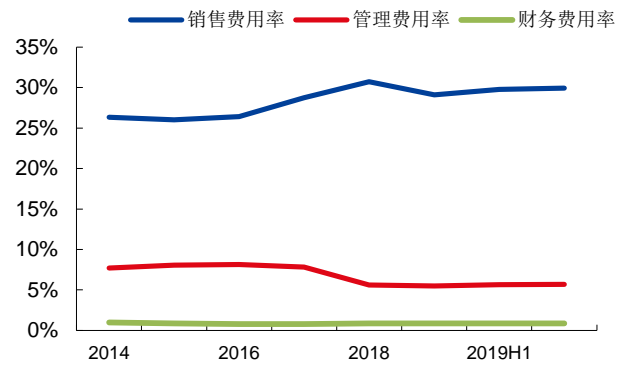
中药板块 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 53.06%,同比下降 1.15 个百分点;销售费用率 29.94%,同比下降 0.17 个百分点;管理费用率 5.71%,同比上升 0.14 个百分点;财务费用率 0.88%,同比下降 0.01 个百分点。

图 23: 中药毛利率净利率保持稳定 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 24: 中药期间费用率保持平稳 (%)



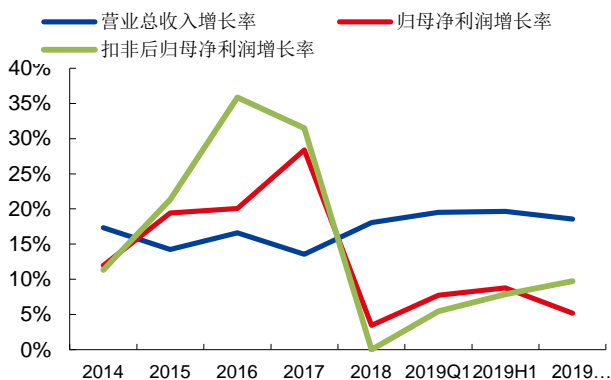
资料来源: wind, 华金证券研究所

(五) 医药商业: 药品零售依旧保持较快增长

医药商业板块 2019 前三季度营业总收入增速 18.59%，同比上升 1.08 个百分点；归母净利润增长率 5.19%，同比下降 5.10 个百分点；扣非后归母净利润增长率 9.75%。分季度看，Q1、Q2、Q3 营收增长率分别为 19.52%、19.81%、16.58%；归母净利润增长率分别为 7.73%、9.77%、-1.92%。

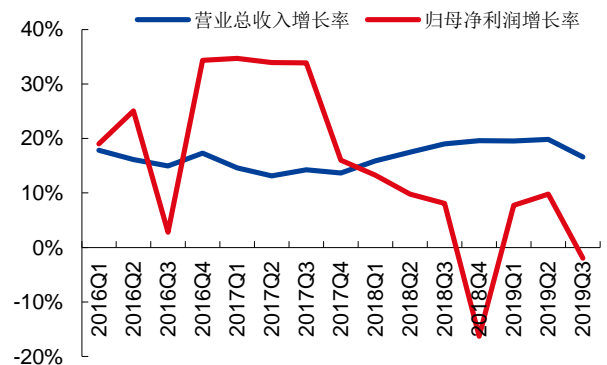
医药商业板块中批发配送版块收到两票制政策导致业绩增速 18 年下滑明显，甚至有些公司业绩出现负增长。在 19 年上半年业绩增速均有所改善，享受集中度提升红利的医药批发公司 2019 年业绩增长更为明显。医药零售板块随着行业集中度的提升，对于上游话语权增强以及精细化管理水平的提高，业绩依旧保持较快增长。但是受到今年医保控制、严查保健品以及执业药师控制等政策影响，收入和利润增速受到一定扰动。

图 25: 医药商业总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

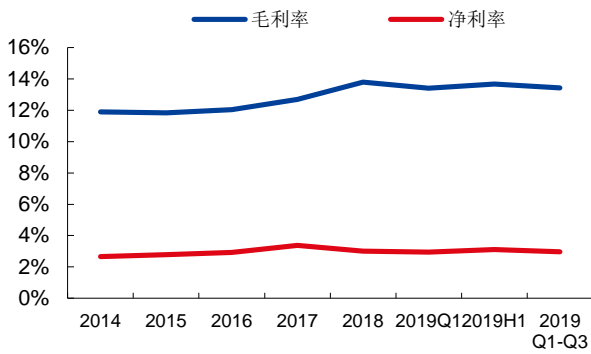
图 26: 医药商业分季度总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

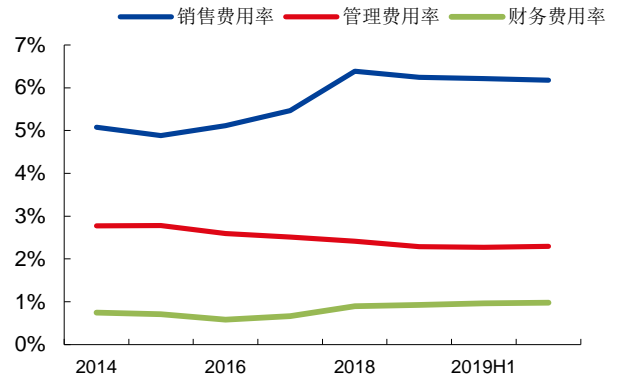
医药商业 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 13.42%，同比下降 0.24 个百分点；销售费用率 6.2%，同比下降 0.02 个百分点；管理费用率 2.29%，同比下降 0.03 个百分点；财务费用率 0.98%，同比上升 0.1 个百分点。

图 27: 医药商业毛利率净利率保持稳定 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 28: 医药商业期间费用率 (%)



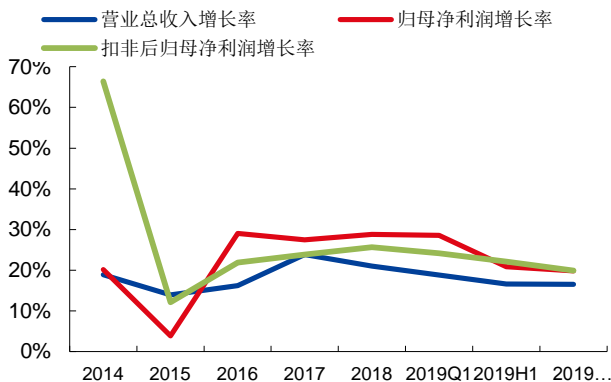
资料来源: wind, 华金证券研究所

(六) 医疗器械: 细分龙头保持较快增速

医疗器械板块 2019 前三季度营业总收入增速 16.5%，同比下滑 5.67 个百分点；归母净利润增长率 19.79%，同比下滑 11.64 个百分点；扣非后归母净利润增长率 19.90%。分季度看，Q1、Q2、Q3 营收增长率分别为 18.76%、14.74%、16.31%；归母净利润增长率分别为 28.57%、15.22%、17.79%。

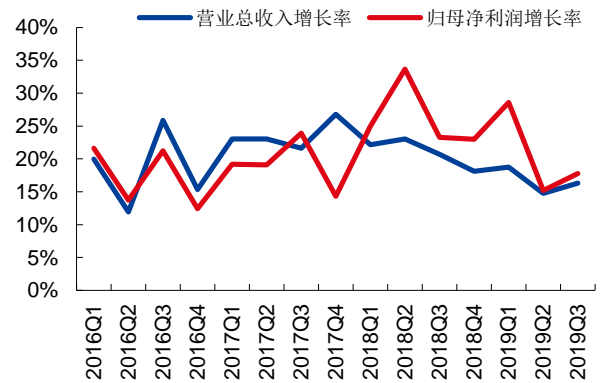
医疗器械整体增速稳健，但是板块内部业绩分化明显，细分领域龙头增速较快，低值耗材、传统检验设备竞争激烈业绩增速放缓明显。高值耗材集采不可避免，创新属性、进口替代和市场独占的企业将持续保持高增长能力。

图 29: 医疗器械总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

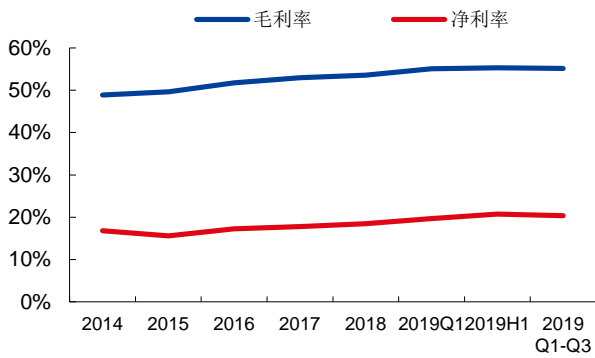
图 30: 医疗器械分季度总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

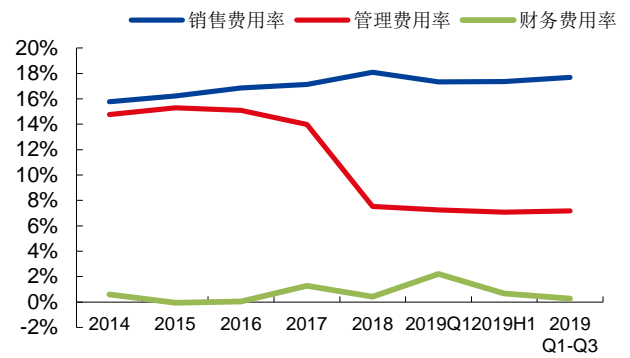
医药器械 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 55.16%，同比上升 1.68 个百分点；销售费用率 20.39%，同比上升 0.51 百分点；管理费用率 7.17%，同比下降 0.23 个百分点；财务费用率 0.25%，同比上升 0.08 个百分点。

图 31: 医疗器械毛利率净利率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 32: 医疗器械期间费用率 (%)



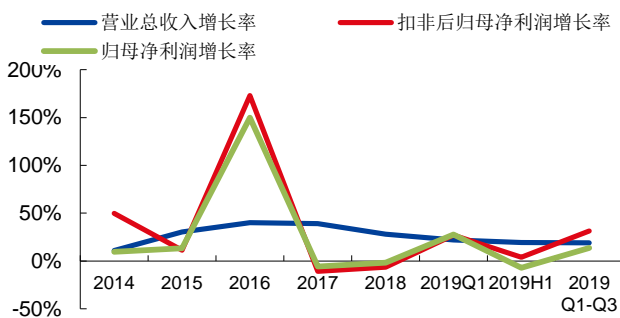
资料来源: wind, 华金证券研究所

(七) 医疗服务: 连锁龙头和 CRO 景气度较高

医疗服务板块 2019 前三季度营业总收入增速 19.11%，同比下滑 13.31 个百分点；归母净利润增长率 13.59%，同比下滑 20.98 个百分点；扣非后归母净利润增长率 13.59%。分季度看，Q1、Q2、Q3 营收增长率分别为 22.12%、17.01%、18.80%；归母净利润增长率分别为 27.57%、-20.65%、56.10%。

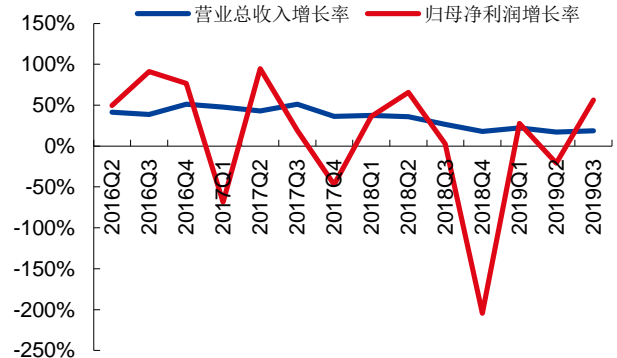
医疗服务板块优质的专科医院龙头企业如爱尔眼科、通策医疗等均保持稳定高速增长，第三方检验实验室、CRO 服务公司也保持高景气态势。预计全年仍将保持高增长态势。

图 33: 医疗服务总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

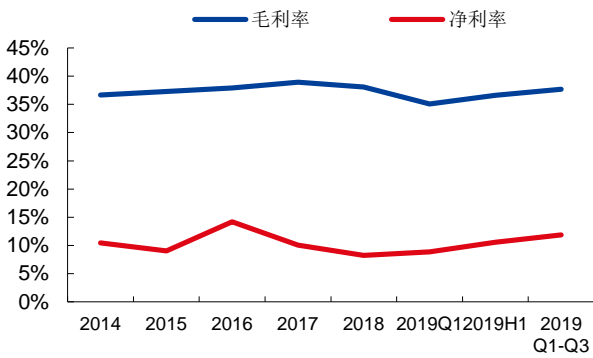
图 34: 医疗服务分季度总营收及总归母净利润增长率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

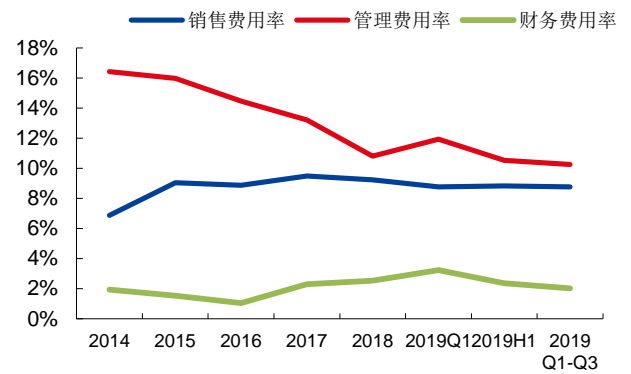
医疗服务 2019 年 Q1-Q3 毛利率为 37.66%，同比下降 1.33 个百分点；销售费用率 8.77%，同比下降 0.6 个百分点；管理费用率 10.26%，同比下降 0.61 个百分点；财务费用率 2.03%，同比上升 0.14 个百分点。

图 35: 医疗服务毛利率净利率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 36: 医疗服务期间费用率 (%)



资料来源: wind, 华金证券研究所

四、投资建议

我们坚定看好医药以下五个方向。(1) 创新药及其产业链上 CRO、CDMO 企业, 重点关注恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英。(2) 高端医疗器械进口替代, 重点关注迈瑞医疗、安图生物。(3) 医疗服务, 重点关注爱尔眼科、通策医疗。(4) 流通领域整合, 重点关注老百姓、益丰药房。(5) 其他细分领域龙头, 重点关注东诚药业、华兰生物、诚意药业、康泰生物。

五、风险提示

医药行业政策不确定性; 板块内个股业绩低于预期

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com