

证券研究报告：行业深度报告

2019年11月3日

【生物制品、医疗服务、原料药表现较好，板块分化加剧，细分  
领域龙头继续领跑】

医药行业2019年三季度报总结



张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001  
缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004  
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003  
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003  
邓云龙 分析师 执业证书编号：S0680519100002  
杨春雨 研究助理  
应沁心 研究助理

- **医药制造业数据：**2019年前三季度行业收入增速为8.4%，利润总额增速为10.0%，较2018年前三季度分别下降5.1、1.5个百分点。受2018年全国执行两票制带来的低开转高开带来的高基数影响，2019年前三季度医药制造业收入与利润增速放缓；分季度来看，2019Q1受2018Q1高基数影响较大，Q2和Q3利润端增速环比均出现提升，Q3收入端增速环比持平，全年收入端和利润端增速预计在8%和10%左右。
- **样本医院终端数据：**2019年1-8月，样本医院药品销售增速为10.87%（2018年1-8月样本医院增速为2.89%），由于样本医院数据存在一定的局限性，其覆盖的主要为等级医院，所以样本医院终端数据相较统计局数据存在差异。2019年1-8月样本医院终端依然呈现较快增速，在辅助用药销售量大幅下降的情况下，内资和外资企业具有确定性疗效的专科用药均表现出较强增长，抗肿瘤类医保谈判产品放量，腾笼换鸟效果明显，医药行业景气度依然较高。
- **医药行业上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2019年Q1-Q3整体的收入增速14.03%（去年同期为21.41%）、净利润增速11.72%（去年同期为13.04%）、扣非后净利润增速6.30%（去年同期为18.60%），业绩整体承压。Q3扣非后净利润增速8.19%（2019H1为5.47%），单季较上半年改善幅度较大，符合我们此前提出的数据层面有望逐季改善的观点。我们认为主要有几方面的原因：1) 药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整对部分药企产品收入和利润产生较大冲击；2) 经济下行抑制消费，叠加不利舆论环境使中药企业经营压力增大。3) 两票制低开转高开后带来利润内化而后费用向外转化受影响，从而影响2019年前三季度，尤其是上半年数据；4) 流感影响，流感对部分企业2018年上半年业绩拉动尤其明显，导致2019年上半年增速放缓；5) 大宗原料药价格波动影响；6) 多个高景气细分领域在2018年前三季度业绩爆发性高增长，拉高2018前三季度所属板块基数（例如疫苗、CRO等）；
- **各子行业：**增速呈现分化状态，政策免疫子领域及龙头个股表现突出，我们反复重申医药行业已进入结构优化、百花齐放的时代。2018年以来生物制品增速向上换挡（疫苗大产品带来高速增长大时代）、医疗器械（行业继续快速扩容）、医疗服务（行业高景气持续发展）、原料药（供给侧改革）表现亮眼；2019年前三季度受去年高基数影响，各子版块增速均有所下降，但其中生物制品、医疗服务、医疗器械和医药商业板块（业绩拐点）行业逻辑将持续兑现，原料药板块逐季度有所回暖。此外，由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出12个细分领域（化药龙头、创新药、创新药服务商、医药流通、创新疫苗、血制品、肝素、医药健康消费品、特色品牌OTC、药房、品牌连锁医疗服务、IVD等）进行重点跟踪分析。
- **基金持仓情况：**2019Q3，全基金重仓股持仓比例为12.41%，相较2019Q2增加1.52pp；剔除医疗健康基金后主动型非债券基金中医药重仓股持股比例为10.61%，相较2019Q2增加1.77pp。整体医药仓位呈现上升趋势，不同种类的基金对医药行业继续保持乐观。上半年食品饮料、农林牧渔、TMT等行业连续上涨后估值快速提升，而医药板块整体估值溢价率不高，且龙头及细分龙头为代表的医药硬核资产未来成长预期相对明确，相比之下估值性价比凸显，因此医药行业中一些兼具估值性价比和成长属性的个股获得了明显加仓，而医药板块的持续上涨吸引了更多全基金加仓。
- **风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

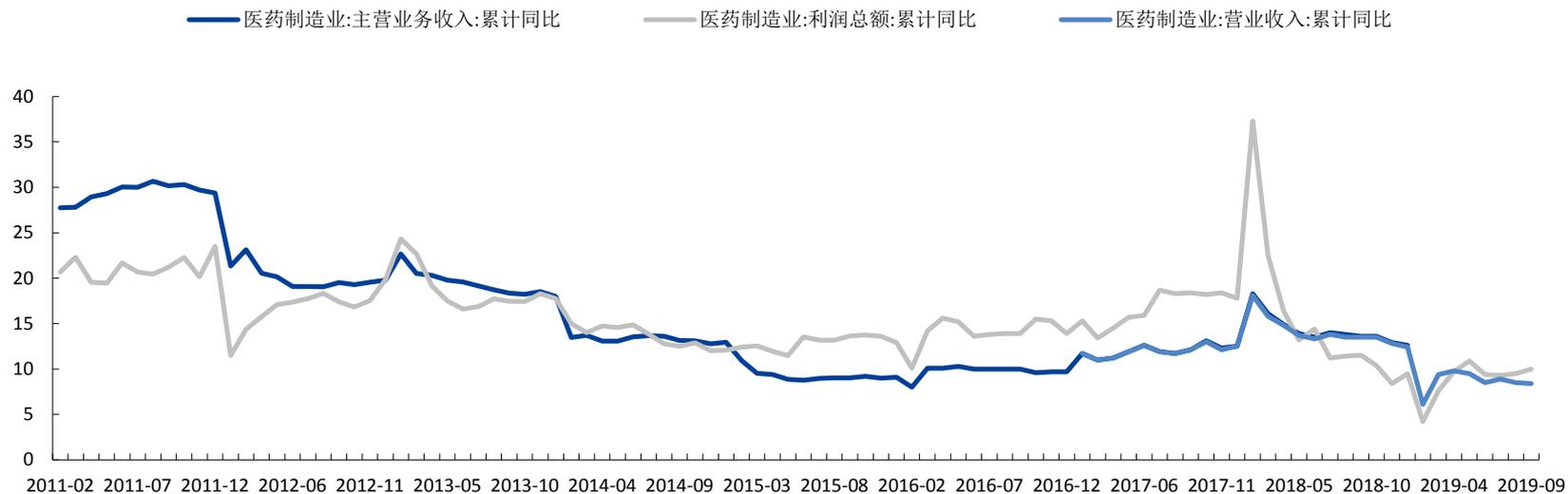
- 行业整体情况：多因素导致行业增速整体承压，**Q3**利润端有改善
- 子行业分析：板块分化加剧，生物制品、医疗服务、器械表现较好
- 细分领域：个股时代来临，CXO、疫苗持续高景气度

## 行业数据：2019年Q1-Q3医药行业增速整体承压，Q3利润端相比上半年有改善

► **医药制造业数据**：2019年前三季度行业收入增速为8.4%，利润总额增速为10.0%，较2018年前三季度分别下降5.1、1.5个百分点。受2018年全国执行两票，19年医保控费、带量采购、辅助用药目录出台、新版医保目录调整等影响，2019年前三季度医药制造业收入与利润增速放缓；分季度来看，2019Q1受2018Q1高基数影响较大，Q2和Q3利润端增速环比均出现提升，Q3收入端增速环比持平，全年收入端和利润端增速预计在8%和10%左右。

► **样本医院终端数据**：2019年1-8月，样本医院药品销售增速为10.87%（2018年1-8月样本医院增速为2.89%），由于样本医院数据存在一定的局限性，其覆盖的主要为等级医院，所以样本医院终端数据相较统计局数据存在差异。2019年1-8月样本医院端依然呈现较快增速，在辅助用药销售量大幅下降的情况下，内资和外资企业具有确定性疗效的专科用药均表现出较强增长，抗肿瘤类医保谈判产品放量，腾笼换鸟效果明显，医药行业景气度依然较高。

图表：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2011-2019Q3）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业主营业务收入”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

## 行业数据：2019Q1-Q3医药行业增速整体承压，Q3利润端相比上半年有改善

► **上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2019年Q1-Q3整体的收入增速14.03%（去年同期为21.41%）、净利润增速11.72%（去年同期为13.04%）、扣非后净利润增速6.30%（去年同期为18.60%），业绩整体承压。Q3扣非后净利润增速8.19%（2019H1为5.47%），Q3单季较上半年改善幅度较大，符合我们此前提出的数据层面有望逐季改善的观点。

图表：医药行业整体收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	21.41%	19.20%	14.97%	14.03%	12.24%
净利润增速	13.04%	4.40%	9.70%	11.72%	16.16%
扣非后净利润增速	18.60%	10.87%	5.47%	6.30%	8.19%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

我们认为**19年Q1-Q3**整体数据放缓主要有几方面的影响：

- 1) 药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整对部分药企产品收入和利润产生较大冲击；
- 2) 经济下行抑制消费，叠加不利舆论环境使中药企业经营压力增大。
- 3) 两票制低开转高开后带来利润内化而后费用向外转化受影响，从而影响2019年前三季度，尤其是上半年数据，19Q3相较H1净利润增速明显回暖；
- 4) 流感影响，流感对部分企业2018年上半年业绩拉动尤其明显，导致2019年上半年增速放缓；
- 5) 大宗原料药价格波动影响，2018H1原料药价格高点造成大宗原料药企业业绩高基数，2018年下半年原料价格开始下降，19H1利润下滑，Q3原料药价格回升，原料药企业业绩明显回暖；
- 6) 多个高景气细分领域在2018年前三业绩爆发性高增长，拉高2018前三季度所属板块基数（例如疫苗、CRO等）；
- 7) 利润端利润端增速明显高于扣非端增速主要是部分化药制剂及原料药企业，海正、华海、人福等非经性损益较多所致。

## 子行业数据：各子行业增速分化明显

从各子行业的收入端来看：

增速呈现分化状态，政策免疫子领域及龙头个股表现突出，我们反复重申医药行业已进入结构优化、百花齐放的时代。2018年以来生物制品增速向上换挡（疫苗大产品带来高速增长大时代）、医疗服务（行业高景气持续发展）、原料药（供给侧改革）、医疗器械（行业继续快速扩容）表现亮眼；2019年Q1-Q3受去年高基数影响，各子版块增速均有所下降，但其中生物制品、医疗器械和医药商业板块（业绩拐点）行业逻辑将持续兑现。

图表：各子行业收入增速

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
医药行业	21.41%	19.20%	14.97%	14.03%	12.24%
化学制剂	20.07%	19.33%	12.06%	11.31%	9.89%
中药	15.61%	13.75%	7.78%	6.99%	5.41%
生物制品	41.98%	41.14%	23.56%	22.67%	21.08%
医疗器械	24.74%	25.37%	20.05%	19.26%	17.83%
医疗服务	37.17%	33.48%	17.38%	16.23%	14.35%
医药商业	21.29%	22.66%	19.80%	18.17%	15.16%
化学原料药	31.18%	27.73%	9.19%	10.53%	13.20%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表4：各子行业扣非后净利润增速

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
医药行业	18.60%	10.87%	5.47%	6.30%	8.19%
化学制剂	10.65%	9.02%	4.39%	0.72%	-7.63%
中药	10.66%	3.33%	0.08%	-4.58%	-15.65%
生物制品	23.20%	11.83%	15.56%	22.04%	35.38%
医疗器械	24.53%	24.19%	24.24%	23.64%	22.52%
医疗服务	42.31%	35.48%	7.38%	21.07%	38.73%
医药商业	13.36%	8.23%	7.85%	11.51%	20.16%
化学原料药	65.76%	24.41%	-11.67%	-0.68%	33.76%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

从各子行业的扣非后净利润来看：

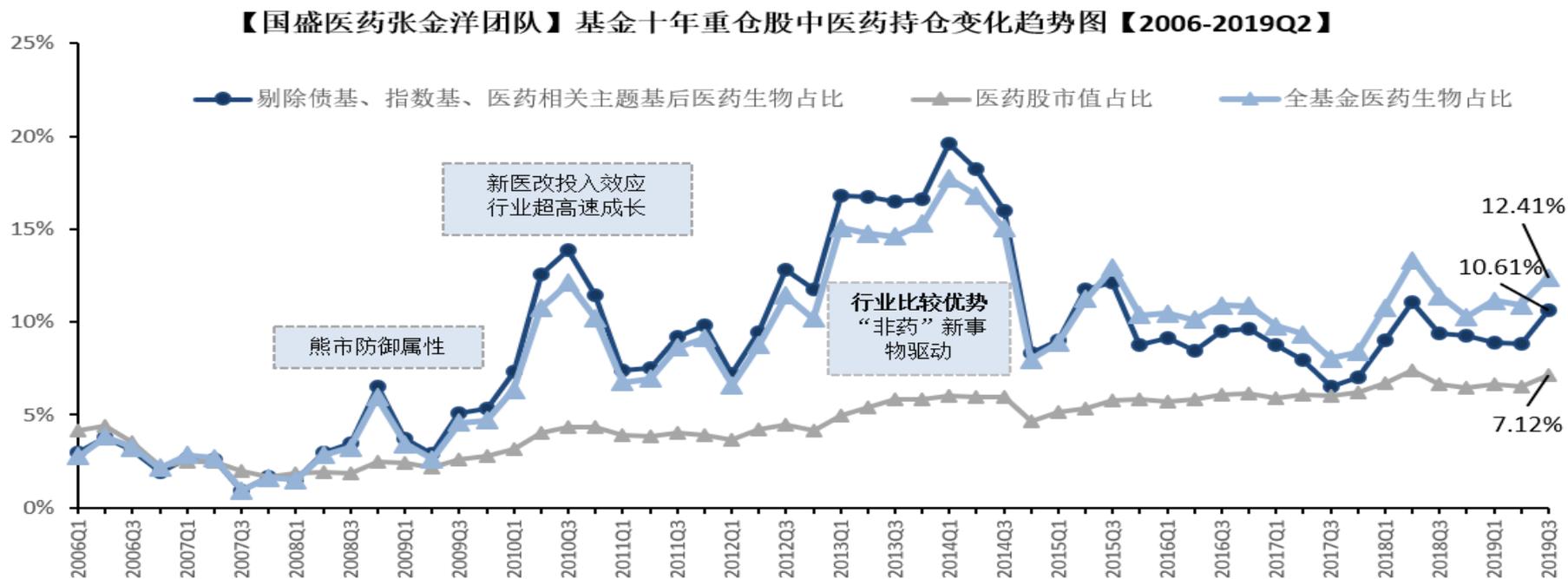
内生增速在利润端的分化比收入端更加明显，2019年Q1-Q3整体来看：生物制品和医疗器械虽然增速略有下降，但依然表现亮眼；生物制品、医疗服务、化学原料药Q3扣非后净利润增速同比加速；生物制品受生长激素、疫苗龙头产品放量带动；医疗服务中CXO和品牌连锁持续高景气度；原料药受大宗维生素和肝素等品种的景气度提升在利润端开始回暖。

## 基金持仓：基金医药持仓整体上升明显

► **基金整体医药持仓占比增加**：2019Q3，全基金重仓股持仓比例为12.41%，相较2019Q2增加1.52pp；剔除医疗健康基金后主动型非债券基金中医药重仓股持股比例为10.61%，相较2019Q2增加1.77pp。整体医药仓位呈现上升趋势，不同种类的基金对医药行业继续保持乐观。

► **产业趋势+行业比较优势+医药赚钱效应推升持仓水平**。自2019年初A股行情全面转暖后，食品饮料、农林牧渔、TMT、非银等行业赚钱效应明显，吸引了部分非医药主题主动基金转向热度更高的行业并拉高估值水平，而医药板块整体估值溢价率不高，且龙头及细分龙头为代表的医药硬核资产未来成长预期相对明确，相比之下估值性价比凸显，因此医药行业中一些兼具估值性价比和成长属性的个股获得了明显加仓，药明康德、金域医学、山东药玻、康弘药业基金持股占比增加3%以上，医药板块持续上涨吸引了更多全基基金加仓。

图表：基金十年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2019Q3）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 基金持仓：基金医药持仓整体上升明显

图表：生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）

生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）										
基金重仓持有基金数（只）					基金重仓持股市值（亿元）及占股票总市值比重					
代码	名称	2019Q3 持有基金数	2019Q2 持有基金数	19Q3相对19Q2 持有基金数变动	代码	名称	2019Q3重仓 持股总市值	2019Q3重仓 持股总市值占比	2019Q2重仓 持股总市值占比	19Q3相对19Q2重仓 持股总市值占比变动
600276.SH	恒瑞医药	741	448	293	600276.SH	恒瑞医药	240.84	6.7%	5.1%	1.6%
000661.SZ	长春高新	382	360	22	000661.SZ	长春高新	143.68	21.4%	22.4%	-1.0%
603259.SH	药明康德	240	54	186	300015.SZ	爱尔眼科	80.55	7.3%	8.1%	-0.7%
300347.SZ	泰格医药	151	136	15	603259.SH	药明康德	71.29	5.1%	0.9%	4.1%
300015.SZ	爱尔眼科	144	134	10	600763.SH	通策医疗	56.77	17.3%	17.5%	-0.3%
600763.SH	通策医疗	141	120	21	300347.SZ	泰格医药	53.42	11.5%	13.1%	-1.6%
300760.SZ	迈瑞医疗	98	101	-3	002007.SZ	华兰生物	47.60	9.9%	9.20%	0.7%
002007.SZ	华兰生物	90	61	29	300760.SZ	迈瑞医疗	40.56	1.8%	2.0%	-0.2%
300601.SZ	康泰生物	84	55	29	002044.SZ	美年健康	37.00	8.1%	9.1%	-1.0%
300529.SZ	健帆生物	82	42	40	603882.SH	金域医学	31.41	12.3%	7%	5.4%
002821.SZ	凯莱英	76	59	17	300003.SZ	乐普医疗	31.03	7.0%	6.95%	0.0%
600529.SH	山东药玻	71	60	11	600529.SH	山东药玻	27.67	19.9%	13.6%	6.3%
603939.SH	益丰药房	71	74	-3	300601.SZ	康泰生物	26.70	5.6%	3.9%	1.6%
300003.SZ	乐普医疗	70	57	13	600867.SH	通化东宝	22.28	6.3%	4.8%	1.5%
002044.SZ	美年健康	61	52	9	300529.SZ	健帆生物	21.08	6.6%	5.8%	0.8%
603883.SH	老百姓	60	41	19	603883.SH	老百姓	20.60	9.5%	9.5%	0.0%
603882.SH	金域医学	57	15	42	603939.SH	益丰药房	20.40	6.8%	9.7%	-2.9%
300122.SZ	智飞生物	53	53	0	300357.SZ	我武生物	17.80	8.2%	7.9%	0.4%
600867.SH	通化东宝	52	24	28	002773.SZ	康弘药业	16.66	5.7%	2.7%	3.0%
300595.SZ	欧普康视	52	40	12	300142.SZ	沃森生物	16.35	3.9%	5.93%	-2.0%
600436.SH	片仔癀	52	77	-25	002001.SZ	新和成	16.04	3.5%	3.4%	0.1%
300357.SZ	我武生物	50	41	9	002821.SZ	凯莱英	15.25	5.6%	7.0%	-1.4%
300142.SZ	沃森生物	49	59	-10	600436.SH	片仔癀	14.15	2.3%	3.7%	-1.4%
002001.SZ	新和成	44	54	-10	002223.SZ	鱼跃医疗	13.37	6.2%	7.8%	-1.6%
000538.SZ	云南白药	40	63	-23	300595.SZ	欧普康视	12.89	6.4%	5.2%	1.2%
603233.SH	大参林	39	34	5	300630.SZ	普利制药	12.66	9.0%	11.2%	-2.2%
300630.SZ	普利制药	38	55	-17	300122.SZ	智飞生物	12.09	1.6%	1.8%	-0.2%
601607.SH	上海医药	34	19	15	603707.SH	健友股份	11.53	4.3%	4.6%	-0.3%
600196.SH	复星医药	34	38	-4	600161.SH	天坛生物	10.98	3.7%	4.4%	-0.7%
603658.SH	安图生物	31	19	12	603233.SH	大参林	9.32	3.1%	3.9%	-0.8%

## 基金持仓：北上资金持股占比增加明显

北上资金大举增持，占比明显提升。陆股通持股比例排名前5的标的分别是泰格医药，恒瑞医药，华润三九，一心堂，益丰药房。与上季度同期进行比较，持股占比变动超过1%的有大参林(+3.73%)、康缘药业(+3.58%)、昆药集团(+2.69%)、昭衍新药(+2.47%)、万孚生物(+1.87%)、凯莱英(+1.85%)、浙江医药(+1.84%)、凯利泰(+1.75%)、金城医学(+1.74%)、华润三九(+1.73%)、健康元(+1.66%)、国药股份(+1.65%)、乐普医疗(+1.54%)、药明康德(+1.54%)。从整体来看，过去三个月陆股通在申万医药行业内持仓股市值大幅增加197亿元，建议持续关注海外资金流入流出情况。

图表：生物医药板块沪（深）港通持股市值及持股比例分析（前/后10名） 2019.9.30 vs 6.29

公司	持股市值 (亿元)	陆股通 持股占比	持股市值 变动 (亿元)	持股占比 变动 (前 10)	公司	持股市值 (亿元)	陆股通 持股占比	持股市值 变动 (亿元)	持股占比 变动 (后 10)
大参林	2.33	4.87%	1.90	<b>3.73%</b>	安图生物	8.29	2.23%	2.66	<b>-3.80%</b>
康缘药业	7.11	7.36%	3.88	<b>3.58%</b>	泰格医药	60.64	13.03%	-3.72	<b>-3.65%</b>
昆药集团	2.48	3.07%	2.15	<b>2.69%</b>	贝瑞基因	0.30	0.27%	-3.34	<b>-2.61%</b>
昭衍新药	1.42	2.66%	1.35	<b>2.47%</b>	云南白药	62.75	6.45%	-13.55	<b>-2.33%</b>
万孚生物	3.63	2.16%	3.24	<b>1.87%</b>	东阿阿胶	7.65	3.83%	-6.54	<b>-1.62%</b>
凯莱英	8.39	3.07%	5.62	<b>1.85%</b>	紫鑫药业	0.19	0.23%	-1.10	<b>-1.26%</b>
浙江医药	2.32	2.11%	2.05	<b>1.84%</b>	国新健康	1.67	1.06%	-1.49	<b>-0.98%</b>
凯利泰	3.05	2.84%	2.33	<b>1.75%</b>	天士力	5.13	2.17%	-2.14	<b>-0.73%</b>
金城医学	3.96	2.53%	3.20	<b>1.74%</b>	信邦制药	0.44	0.47%	-0.54	<b>-0.64%</b>
华润三九	28.32	9.93%	4.75	<b>1.73%</b>	药石科技	0.70	0.61%	-0.41	<b>-0.63%</b>

资料来源：WIND，国盛证券研究所

- 行业整体情况：多因素导致行业增速整体承压,Q3利润端有改善
- 子行业分析：板块分化加剧，生物制品、医疗服务、器械表现较好
- 细分领域：个股时代来临，CXO、疫苗持续高景气度

# 化学制剂：行业收入利润承压，行业整体增速已无代表意义，版块内分化剧烈

## 化学制剂板块：

18年收入端受两票制影响增速拔高，19年逐步回归正常，利润端整体承压明显。

### ➤ 营业收入：行业整体收入增速有下行趋势

2018年两票制的执行使得收入端增速提升迅速，化学制剂板块2018前三季度20.07%；2019年前三季度恢复稳健增长（11.31%），Q3（9.89%）相较于上半年（12.06%）增速有所下降。

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2018年前三季度利润增速均低于收入增速，主要是由于两票制低开转高开后主要反应在收入端，2018前三季度整体企业扣非后利润增速在10.65%。

2019年在两票制影响相对减弱后，企业利润增速依然远远慢于收入增速（前三季度扣非增速仅0.72%），体现整体行业的压力。

2019Q1-Q3化学制剂板块归母增速（11.62%）比扣非增速快接近10pp，Q3单季度相差达30pp，主要原因是版块内部分特殊公司归母利润与扣非相差过大，如海正（归母增速17541.98%，扣非增速下滑，有16亿资产处置），华海（归母增速100%，扣非增速37.2%），人福（Q3单季度归母增速178%，扣非增速24%）。扣掉这三个公司之后，化学制剂板块整体收入增速几乎无变化，但是利润增速从23.64%下降至-3.88%，与扣非增速基本一致。

**数据调整说明：**我们剔除了主业非医药的长江润发、圣济堂、东阳光，剔除了润都股份、昂利康等新股、剔除重组不可比的中关村、奥赛康、辅仁药业；将常山药业、海正药业移至化学制剂，将延安必康移至中药。另外我们在处理样本的时候，手动减去了丽珠集团土地处置收益34.98亿，健康元收益15.74亿，更真实的反应行业增速。

图表：化学制剂收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	20.07%	19.33%	12.06%	11.31%	9.89%
净利润增速	6.78%	-10.90%	6.33%	11.62%	23.64%
扣非后净利润增速	10.65%	9.02%	4.39%	0.72%	-7.63%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：化学制剂收入及利润增速情况（扣除海正、人福、华海）

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	21.27%	20.69%	11.96%	11.08%	9.42%
净利润增速	17.50%	17.46%	6.87%	3.52%	-3.88%
扣非后净利润增速	13.25%	11.24%	2.81%	1.26%	-2.26%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 化学制剂：行业收入利润承压，行业整体增速已无代表意义，版块内分化剧烈

关于收入和利润之间的差异，我们粗略统计，有约一半的企业归母和扣非利润增速均慢于收入增速。其中有如下几类：

- 第一类是信立泰和德展健康等受集采降价影响较大的企业；
- 第二类是恒瑞和科伦等研发投入力度大的企业；
- 第三类是两票制仍有影响的企业；
- 第四类是受行业影响较大，增长乏力、利润下滑的企业。

我们粗略统计了一下，化药企业中，有**1/3**以上企业**Q1-Q3**扣非净利润利润增速下滑（体现行业承压明显）。所以单纯看板块整体增速已经不能体现子领域正在发生的变革。一定要看特色细分领域。

**板块未来趋势判断：**化学制剂板块两极分化明显，未来仍有结构性投资机会。传统龙头企业如恒瑞医药、华东医药、丽珠集团等依旧能够维持业绩均高速增长。特色细分龙头如注射剂制剂出口普利制药、造影剂北陆药业、核药东诚药业、呼吸科仙琚制药等仍有较快增长。未来化学制剂板块将以创新为永恒主题，优先审评审批、MAH制度、药品谈判等政策鼓励国内药企开发真正意义上的创新药；同时，优质仿制药企将通过大量采购以量换价，进一步巩固市场份额。我们判断未来化学制剂板块将出现大幅分化。

# 化学制剂：毛利率上升、销售费用率上升、期间费用率上升，两票制影响仍在继续

化学制剂板块**2019**前三季度相较**2018**前三季度毛利率提升，销售费用率提升，两票制影响仍有体现：

➤ **毛利率&净利率**：2019前三季度相较2018前三季度毛利率有所提升，净利率略有下降。

➤ **费用率**：板块销售费用率仍在提升，也体现两票制还没有转换完全；另一方面同时，企业对于研发投入的重视和加大，研发投入收入占比进一步扩大导致期间费用率进一步上升。

➤ **应收账款**：2018前三季度板块应收账款增速较高，主要是两票制拉动的收入增速提高，应收账款增速与收入增速相匹配。2019前三季度应收账款增速不到5%，企业回款情况有较大改善。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019前三季度经营性现金流/营业收入同比有所改善，且2019年Q3相较2019年H1仍有提升。未来随着医改持续深入、回款情况改善，化药企业的经营性现金流情况有望持续改善。

图表：化学制剂财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	54.48%	55.28%	55.28%	55.42%	55.69%
净利率	11.07%	9.85%	11.13%	11.03%	10.86%
销售费用率	29.93%	31.71%	30.34%	30.60%	31.11%
期间费用率	41.56%	43.62%	42.69%	43.65%	45.52%
应收账款增速	11.59%	/	2.68%	3.55%	/
经营性现金流/营业收入	9.52%	12.18%	10.53%	11.01%	11.93%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 中药：收入增速放缓，业绩压力较大

中药板块：**2019Q1-Q3**整体收入端增速下降，利润端出现下滑，**2019Q3**利润下滑明显：

### ► 营业收入：

2019Q1-Q3呈现营收增速下滑的趋势，19年Q3增速下滑趋势更加明显。我们判断，收入增速下滑的主要原因是：1) 经济下行压力增大抑制消费；2) 不利的舆论环境导致的行业发展压力增大；3) 新版医保目录出台后，部分企业未进医保后3年后面临退出省医保，调整压力较大。

### ► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3利润端呈现负增长，且Q3进一步下滑的趋势，我们认为主要原因是：1) 收入增速明显下滑；2) 行业竞争加剧，原料和人工成本提升、薪资提升，毛利率下降，导致的净利率下降，利润增速低于收入增速。3) 部分企业投资负收益、计提坏账、资产减值对利润产生冲击。

### ► 板块未来趋势判断：

受医保控费、新版医保目录调整、限制辅助用药和中药注射剂等政策，经济下行导致的消费减弱以及中药龙头公司负面消息、外部不利舆论的影响，中药板块收入与利润增速在短期内仍面临着较大压力。未来中药板块将继续分化，中药注射剂和辅助用药占比较大的公司面临转型压力，具有可持续核心竞争优势的部分中药消费品企业和特色品牌OTC企业有望在行业利空逐步消化后业绩回暖。

**数据调整说明：**我们将重组不可比的云南白药剔除，异常情况导致业绩重大变化的康美药业、东阿阿胶剔除，重大并表变化的白云山和华润三九剔除，同时剔除次新股盘龙药业、大理药业和华森药业；将华东医药移至化学制剂；将信邦制药移至医疗服务，黄山胶囊移至化学原料药，西藏药业移至生物制品；将福瑞股份、延安必康移至中药。

图表：中药收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	15.61%	13.75%	7.78%	6.99%	5.41%
净利润增速	12.05%	5.14%	2.22%	-3.22%	-15.91%
扣非后净利润增速	10.66%	3.33%	0.08%	-4.58%	-15.65%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 中药：利润率有所降低，应收账款、现金流改善明显

中药板块整体财务指标：利润率有所降低，应收账款、现金流改善明显：

➤ **毛利率&净利率**：2019Q1-Q3中药公司毛利率同比下降1.05pp，主要是原料及人工成本提升所致，净利率下降1.18pp，基本是毛利率下降所致，受费用率影响较小。

➤ **费用率**：2019Q1-Q3，期间费用率下降0.05pp，其中销售费用率略下降0.16pp，财务费用有所提高，可能为部分企业资金紧张，增加利息费用所致。

➤ **应收账款**：2019Q1-Q3应收账款增速同比明显下降，一方面是收入增速下滑，另一方面，由于医院端市场增长乏力，中药企业纷纷加强了OTC终端的开拓，OTC销售占比的提高加上企业控制渠道库存可能使得回款加快，应收账款增速同比减缓。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019Q1-Q3中药板块经营性现金流大幅改善。我们判断，在行业增速压力增大情况下，渠道上下游均加强了对现金流的要求，压货明显减少；部分中药公司对报表收入增速的要求放低，转而追求终端动销和财务指标的改善，回款的加快使得经营性现金流转好。

图表：中药财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	56.45%	56.31%	55.77%	55.40%	54.63%
净利率	12.72%	11.47%	12.70%	11.54%	9.15%
销售费用率	31.44%	32.44%	30.93%	31.28%	32.01%
期间费用率	41.04%	42.51%	40.48%	40.99%	42.03%
应收账款增速	13.25%	\	10.79%	9.56%	\
经营性现金流/营业收入	9.80%	10.72%	11.58%	12.29%	13.73%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 生物制品：19年Q3利润端增速提升明显，部分龙头个股表现优异

生物制品板块：19年Q3利润端增速提升，部分龙头个股表现优异

► **收入端**：板块整体19Q1-Q3同比增长22.67%，基本同19H1持平，单看Q3增速21.08%，略微放缓，细分领域龙头个股相比H1表现突出。华兰生物、长春高新、沃森生物、智飞生物等细分领域龙头，在H1保持较高增速的情况下，Q3有了进一步提升。康泰生物、通化东宝、振兴生化等细分领域龙头标的，在去年Q3低基数情况下，也显现出高速增长。

► **利润端**：19Q1-Q3归母净利润保持稳定增长，同比增长13.75%，扣非净利润增长22.04%，但相较于19H1增速（归母8.56%，扣非15.56%）环比改善明显。单看Q3归母净利润增速达到25.06%，扣非增速达到35.38%，Q3单季度的快速提升主要是受部分龙头个股拉动，包括长春高新（Q3增速76.82%，生长激素高增速，疫苗板块恢复）、康泰生物（Q3增速92.21%，18Q3低基数，四联苗回升）、智飞生物（HPV快速放量）、沃森生物（18Q3低基数，疫苗业务持续增长）等。

**数据调整说明**：我们剔除业绩波动大的上海莱士和辽宁成大，同时剔除ST长生；将常山药业移至化学制剂；将利德曼移至医疗器械；将西藏药业归入生物制品。我们认为整个生物制品板块受个股影响较大，板块统计29只个股，其中长春高新、智飞生物、复星医药、华兰生物四只个股归母净利润占比达到板块整体的50%左右，个股对板块趋势影响明显，建议板块整体看趋势，龙头个股重点跟踪，景气度高的细分领域如疫苗、血液制品、生长激素建议重点关注，

图表：生物制品收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	41.98%	41.14%	23.56%	22.67%	21.08%
净利润增速	11.85%	9.26%	8.56%	13.75%	25.06%
扣非后净利润增速	23.20%	11.83%	15.56%	22.04%	35.38%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

► **板块未来趋势判断**：生物制品板块虽然整体增长趋势放缓，但依然值得重点关注。板块中子领域疫苗板块依然表现最为亮眼，生长激素以及血制品保持景气度高，这几个细分领域赛道好，向上趋势明显，相关产品基本都不在医保范围内，属政策免疫标的，是重点中的重点，我们认为未来板块依然以这几个重点子领域作为优选。

## 生物制品：财务指标上整体表现正常，现金流持续改善

生物制品板块整体财务指标表现正常，现金流持续改善：

➤ **毛利率&净利率**：19Q1-Q3毛利率保持稳定，相比18Q1-Q3下降1个百分点，其中智飞生物由于代理业务占比增大，毛利率下降**13.45pp**，剔除智飞生物影响，板块整体毛利率达到**65.95%**，同比提升**0.74**个百分点，基本持平；净利率下滑**0.98pp**，智飞生物、中源协和、复星医药等个股影响较大，剔除三只个股影响，整体基本保持平稳；19年Q2净利率环比Q1基本持平。

➤ **费用率**：期间费用率整体保持相对稳定，**19Q1-Q3**相比**18Q1-Q3**减少**1.88pp**，主要受智飞生物代理业务占比大幅扩大后，费用率降低的原因，扣除智飞影响，板块期间费用率达到**46.53%**，提升**0.56**个百分点。销售费用率看，保持相对稳定，19Q1-Q3相比18Q1-Q3降低**0.97pp**，智飞生物、康泰生物等个股下降明显，复星医药、通化东宝、华兰生物等个股有所上升。

➤ **应收账款**：19Q1-Q3应收账款增速**26.35%**，基本同收入端增速（**22.67%**）相互匹配，呈现相对良性状态，同时同比18Q1-Q3改善明显（**42.36%**）。其中智飞生物（代理业务回款增加）、复星医药、通化东宝（渠道库存持续减少）等权重个股，应收账款增速呈明显下降趋势，华兰生物（疫苗业务回款较慢）等个股提升明显。

➤ **经营性现金流/营业收入**：19Q1-Q3现金流占比继续改善。其中19年Q3占比达到**17.76%**，主要是智飞生物、康泰生物、通化东宝、沃森生物以及长春高新等权重个股改善明显。

图表：生物制品板块财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	64.59%	64.26%	62.39%	62.80%	63.54%
净利率	20.63%	18.36%	19.67%	19.65%	19.61%
销售费用率	29.86%	30.33%	28.71%	28.89%	29.22%
期间费用率	43.99%	44.92%	42.00%	42.11%	42.32%
应收账款增速	42.36%	\	22.98%	26.35%	\
经营性现金流/营业收入	13.18%	15.79%	14.20%	15.46%	17.76%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医疗器械：收入/利润端均略有下滑，整体依然保持较快增长态势

医疗器械板块整体收入/利润端均略有下滑，整体依然保持较快增长态势：

### ➤ 营业收入：

医疗器械板块长期保持高速增长态势，2019年前3季度及Q3增速依然保持15%以上，随着板块整体收入体量的逐渐增加增速有所放缓，此外蓝帆医疗支架业务纳入以及乐普医疗药品端收入对板块2018年同期收入端基数有部分影响，扣除蓝帆医疗、乐普医疗后2019年Q1-Q3/Q3收入增速分别为17.59%、16.78%。

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

对比2019年H1，2019年Q3归母及扣非后归母净利润也呈现出下滑趋势，板块个股业绩增速差异较大，对比2019年Q1-Q3及Q3，高景气领域及龙头企业依然保持加速增长状态，如欧普康视（眼科角膜塑形镜，扣非归母净利润增速39.36%/39.31%）、安图生物（IVD龙头，扣非归母净利润增速31.32%/32.36%）、乐普医疗（创新器械龙头企业，归母净利润增速35.55%/31.98%）表现亮眼，而其他如医用耗材、生化试剂等子领域公司表现较为低迷。

### ➤ 板块未来趋势判断：

医疗器械板块子领域众多，分化明显，长期来看拥有创新属性、进口替代能力以及市场独占性产品的医疗器械企业将长期受益于行业持续高增长红利。近年来国内获批创新医疗器械加速（以分子诊断，心脏介入产品为主，均为全球范围内市场规模最大和发展速度最快的产品领域），高技术壁垒产品将保障公司长期盈利性。

**数据调整说明：**我们将一次性确认股权收益较多的新华医疗剔除，同时剔除数据扰动较大/分类模糊的楚天科技、和佳股份、山东药玻、尚荣医疗、正川股份、美康生物、贝瑞基因、华大基因及开立医疗。

图表：医疗器械板块收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	24.74%	25.37%	20.05%	19.26%	17.83%
净利润增速	29.03%	24.80%	23.48%	22.34%	20.11%
扣非后净利润增速	24.53%	24.19%	24.24%	23.64%	22.52%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 医疗器械：财务指标整体稳定

## 医疗器械板块整体财务指标基本稳定：

➤ **毛利率&净利率：**随着国内医疗器械产品水平的不断提高，可以观察到板块整体毛利率和净利率水平同比有所上升，溢价能力逐步体现；另外也受到部分两票制低开转高开的影响。

➤ **费用率：**医疗器械板块销售费用率和期间费用率均保持平稳状态，创新型医疗器械企业（如乐普医疗、安图生物、万孚生物等）均保持较高比例的研发投入，推动企业持续性发展。

➤ **应收账款：**2019年Q1-Q3应收账款增速有所下降（15.47%），整体水平略低于收入端增速（营收增速19.26%），自产产品比例的上升使账期有所缩短；在剔除安图生物、蓝帆生物、迈克生物之后（应收受产品合并、检验科合作共建等因素变化较大）2019年H1应收账款增速为12.01%（营收增速16.41%），2017-2018年部分企业快速收购下游渠道和拓展检验打包业务导致2018年应收账款增速过快，医疗器械的零加成、集采和两票制未来对医疗器械流通和入院将产生部分影响，代理商账期将有所延长。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019年前三季度经营性现金流营收占比小幅提升，一季度受代理商返款等因素经营性现金流收入占比水平较低，之后逐季度恢复正常。

图表：医疗器械板块财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	53.82%	55.12%	56.51%	56.41%	56.22%
净利率	19.88%	18.99%	20.85%	20.35%	19.43%
销售费用率	17.15%	18.78%	17.90%	18.22%	18.82%
期间费用率	31.57%	33.78%	32.84%	33.12%	33.63%
应收账款增速	30.07%	\	12.77%	15.47%	\
经营性现金流/营业收入	13.36%	18.32%	12.29%	14.56%	18.77%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医疗服务：权重股影响板块整体增速，19Q3利润端改善明显

受到权重股影响，医疗服务板块在**2019Q1-Q3**增速仍处明显下滑状态，但**19Q3**利润端明显改善：

### ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3收入增速较去年同期明显放缓，同时2019Q3收入增速环比继续放缓。

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3归母净利润与扣非后净利润增速较去年同期略微放缓；但2019Q3归母净利润与扣非后归母净利润增速实现明显改善。

**数据调整说明：**我们将迪安诊断、信邦制药调整至医疗服务，将润达医疗调整至医药商业；剔除新股康龙化成、药明康德；剔除不可比标的国际医学、恒康医疗、盈康生命、量子生物、\*ST百花；剔除非医药标的览海投资、光正集团、华塑控股。

图表：医疗服务收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	37.17%	33.48%	17.38%	16.23%	14.35%
净利润增速	44.47%	28.42%	9.86%	22.09%	38.71%
扣非后净利润增速	42.31%	35.48%	7.38%	21.07%	38.73%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

医疗服务板块，**1) 2019Q1-Q3**的收入、利润端增速放缓主要是因为信邦制药、美年健康等权重股影响，而爱尔眼科、通策医疗、迪安诊断以及泰格医药、昭衍新药等仍然保持着很好的增速。假设剔除信邦医疗、美年健康后，医疗服务板块2019Q1-Q3收入、归母净利润、扣非后归母净利润增速为23.35%、33.90%、35.82%，较去年同期有所下滑，但是仍然保持高速增长。**2) 2019Q3**单季，医疗服务板块利润端增速环比明显改善主要是由于权重股美年健康的盈利大幅改善（去年同期低基数叠加进入行业旺季后固定成本支出稳定而利润弹性体现），同时爱尔眼科、迪安诊断、泰格医药等始终保持高增速。

### ➤ 板块未来趋势判断：

医疗服务板块的权重股主要以品牌连锁医疗服务、CRO为主体，具有很高的行业景气度，其中美年健康在体检事件影响逐步消退、医质管理不断增强的改善下，随着体检行业旺季到来，业绩改善明显，此外爱尔眼科、通策医疗以及泰格医药等个股始终保持较好增速，我们预计医疗服务板块全年有望持续高增长。

## 医疗服务：受权重股影响，财务指标变化平稳向好

医疗服务板块受权重股影响较大，财务指标变化平稳向好：

➤ **毛利率**：2019Q1-Q3板块毛利率为38.26%，较去年同期略微下滑；而2019Q3毛利率为40.73%，同比环比均有提升，主要是权重股美年健康（进入体检行业旺季）、泰格医药（剥离低毛利业务，高毛利业务快速增长）的毛利率提升。

➤ **净利率**：2019Q1-Q3板块净利率为10.81%，较去年同期略微提升；其中2019Q3净利率为13.78%，同比环比均有提升；主要受到权重股美年健康、泰格医药的盈利能力提升影响。

➤ **期间费用率**：2019Q1-Q3板块销售费用率及期间费用率较去年同期均有所下降。

➤ **应收账款**：2019Q1-Q3与2018Q1-Q3的应收账款增速均略高于当期的收入增速，基本呈现收入与应收账款正相关的趋势。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019Q1-Q3医疗服务板块经营性现金流有着大幅好转，主要与权重股信邦制药的现金流变化有关。

图表：医疗服务财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	38.82%	39.28%	36.79%	38.26%	40.73%
净利率	10.36%	11.57%	9.04%	10.81%	13.78%
销售费用率	11.99%	11.20%	11.29%	11.23%	11.11%
期间费用率	25.65%	24.50%	25.50%	25.06%	24.34%
应收账款增速	40.90%	/	18.56%	18.14%	/
经营性现金流/营业收入	6.44%	12.27%	5.42%	9.05%	15.13%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医药商业：收入端略微放缓，利润端加速增长

医药商业板块整体来看，Q3的收入端增速同比、环比均有所下滑，而扣非后的利润端加速增长：

### ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3医药商业板块收入增速为18.17%，Q3单季度为15.16%，同比、环比均有所下滑，我们认为主要存在两方面的原因：**1）瑞康医药、海王生物等权重股收入增速放缓；2）18年Q3是两票制全面执行后的第一个季度，收入增速开始恢复，基数略高于2018H。**

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3医药商业板块净利润增速为5.40%，扣非后净利润增速为11.51%，Q3单季度板块净利润增速为-0.77%，但扣非后净利润增速为20.16%。**Q3单季度净利润增速较低的原因主要是权重股上海医药18年Q3收购天普带来的投资收益，因此主要看扣非后净利润增速，呈现同比、环比加速的状态，尽管有权重股上海医药单季度超预期的原因在（Q3单季度上海医药扣非后净利润增速44.82%），但在假设剔除后仍然呈现同样的趋势。**

### ➤ 板块未来趋势判断：

商业板块仍然以流通为主，随着两票制短期影响调拨业务、零加成带来账期拉长的政策负面扰动逐渐减弱，以及两票制长期带来行业集中度提升的逻辑逐步兑现，我们维持未来医药商业板块逐渐环比改善的判断。

**数据调整说明：**我们将重组不可比的国药一致、国药股份、重药控股、\*ST天圣剔除，同时剔除一致B；将润达医疗移至医药商业。

图表：医药商业收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	21.29%	22.66%	19.80%	18.17%	15.16%
净利润增速	17.18%	34.04%	8.63%	5.40%	-0.77%
扣非后净利润增速	13.36%	8.23%	7.85%	11.51%	20.16%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医药商业：财务指标上整体正常，现金流改善明显

医药商业板块整体财务指标基本稳定，现金流改善明显：

➤ **毛利率&净利率**：2019Q1-Q3毛利率基本与去年保持稳定，但净利率较去年同期有较大幅度下滑，主要是权重股中国医药的影响。

➤ **费用率**：2019Q1-Q3整体费用率较去年有所提升，但基本保持稳定。

➤ **应收账款增速**：2019Q1-Q3应收账款增速低于整体收入增速，表示账期有所好转，相较于去年同期改善明显，与我们判断的零加成负面扰动减弱相符。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019Q1-Q3商业板块的经营性现金流明显出现大幅好转，我们认为主要与零加成、两票制对于应收账款与应付账款的负面影响边际减弱有关，符合我们此前判断的2019年将是流通企业的现金流拐点。

图表：医药商业财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	14.56%	14.37%	14.62%	14.41%	14.02%
净利率	3.30%	3.19%	3.09%	2.99%	2.82%
销售费用率	6.61%	6.57%	6.71%	6.67%	6.60%
期间费用率	10.38%	10.70%	10.52%	10.51%	10.48%
应收账款增速	30.63%	\	16.55%	12.32%	\
经营性现金流/营业收入	-2.03%	2.23%	-0.57%	0.37%	2.16%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 化学原料药：Q3业绩改善明显，特色原料药盈利水平提升

**化学原料药板块分化明显：**大宗原料药整体收入利润波动性较大，特色原料药加速增长

## ► 营业收入：

化学原料药板块2019年前三季度收入整体情况较去年前三季度下降较多。维生素类企业收入及利润占板块较大比例，2018年前三季度由于供给侧改革带来环保高压以及外界因素（如BASF爆炸等）共同影响，导致年初维生素类大宗原料药价格快速上涨，高基数导致2019年前三季度增速较低，但Q2开始已有明显改善；特色原料药企业（肝素、沙坦类等）由于供需失衡（猪供给量、产能受限）等原因价格持续上涨，在收入端贡献较大增量。

## ► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019年前三季度化学原料药板块净利润增速恢复为正，主要是2018年Q2开始大宗原料药价格有较大回落，基数较低；以及特色原料药企业受益于持续性供需失衡及企业逐渐打通原料制剂一体化供应链，利润水平有较大提升。

## ► 板块未来趋势判断：

**大宗原料药：**受国家政策及突发事件影响较大，走势有待持续跟踪。

**特色原料药：**受益于持续性供需失衡及企业逐渐打通原料制剂一体化供应链，企业议价能力及盈利水平将持续性提升。

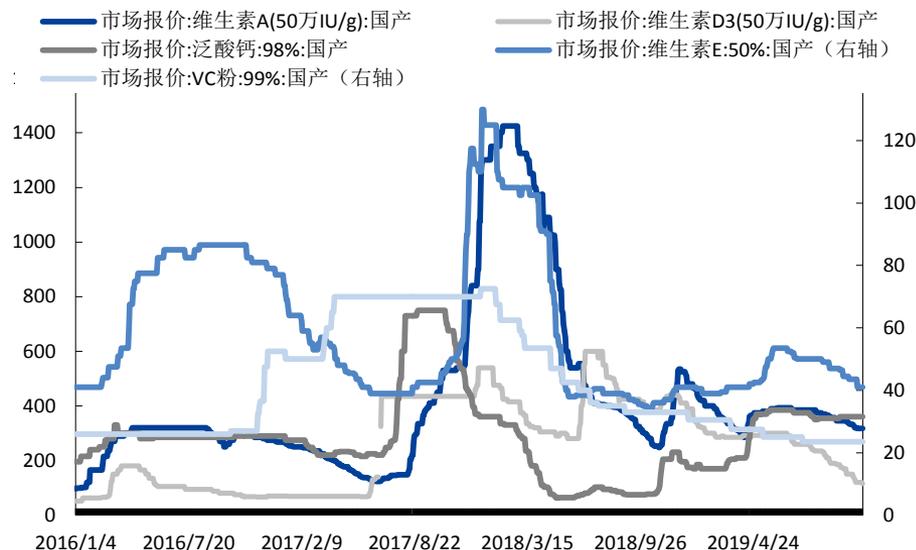
**数据调整说明：**将海正药业移至化学制剂，将黄山胶囊、千红制药、天宇股份移至化学原料药，剔除受非经常损益影响较大的海普瑞以及新股威尔药业、新诺威剔除。

图表：化学原料药板块收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	31.18%	27.73%	9.19%	10.53%	13.20%
净利润增速	59.97%	19.53%	-10.08%	3.67%	45.36%
扣非后净利润增速	65.76%	24.41%	-11.67%	-0.68%	33.76%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：部分维生素类原料药价格走势（2016年-至今）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 化学原料药：财务指标Q3有所改善，整体稳定

## 化学原料药板块整体财务指标基本稳定：

► **毛利率&净利率：**2019Q3单季度毛利率与净利率同比提升较明显，前三季度总体不如同期，主要是Q1原料药价格回落影响。

► **费用率：**2019年前三季度销售费用率及期间费用率均较去年同期略有提高。一方面由于企业加大市场推广力度导致销售费用增加，Q3单季度相较同期略有下降；另一方面特色原料药企业对于制剂研发投入也增加了期间费用。

► **应收票据及应收账款：**2019年Q3增速快速上升，主要是由于2018年Q3价格下跌导致收入增速下降，从而降低了应收账款金额基数。前三季度总体增速低于同期，主要是由于Q1原料药价格回落影响。

► **经营性现金流/营业收入：**2019年前三季度整体经营性现金流随大宗原料药板块回落而略有下降，尤其Q1下降较多，Q2开始已有明显回升，Q3环比继续改善；由于前期猪瘟的影响，肝素原料企业自2018年下半年开始提高肝素粗品库存采购量，导致2019年Q1板块经营性现金流收入占比有所下降。

图表：化学原料药板块财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	35.15%	30.58%	34.61%	34.29%	33.69%
净利率	15.60%	11.66%	14.58%	14.72%	14.99%
销售费用率	7.06%	7.83%	7.58%	7.54%	7.45%
期间费用率	16.31%	16.73%	17.41%	17.52%	17.72%
应收票据及应收账款增速	19.83%	-104.63%	12.94%	12.80%	95.58%
经营性现金流/营业收入	13.75%	16.99%	9.52%	11.26%	14.62%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

- 行业整体情况：多因素导致行业增速整体承压,Q3利润端有改善
- 子行业分析：板块分化加剧，生物制品、医疗服务、器械表现较好
- 细分领域：个股时代来临，**CXO**、疫苗持续高景气度

# 化学制剂龙头企业：收入端明显提速，毛利率提升，研发投入加大，业绩远好于平均

化学制剂龙头企业：收入端提速，毛利率提升，研发投入力度加大，业绩远高于行业平均。

► **营业收入**：龙头均已较早完成两票制转变，因而没有两票制的影响。2018年前三季度龙头收入增速总体维持稳定增长（华东和丽珠都在10%以下），2019前三季度营收增速上升（恒瑞新品拉动收入提速至30%，华东收入提速至接近20%百令和阿卡波糖环比提速），在上半年整个化学制剂板块增速下降的情况下，龙头企业营收增速提高。

► **净利润&扣非后净利润**：2019年龙头毛利率持续提升，利润增速略快于收入增速。

► **财务指标**：龙头企业财务指标基本稳定，毛利率不断提升，销售费用率略有提升，研发投入不断增加期间费用率提升较快；现金流略有恶化，后续有待观察。

**数据调整说明**：我们将恒瑞医药、丽珠集团、华东医药这3个标的作为龙头企业样本库。

图表：化学制剂龙头收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	11.74%	11.45%	20.12%	22.03%	25.58%
净利润增速	24.01%	26.16%	23.75%	23.44%	22.78%
扣非后净利润增速	19.47%	18.46%	20.54%	22.67%	27.30%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：化学制剂龙头财务指标对比

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	51.56%	51.69%	54.14%	54.81%	56.00%
净利率	13.86%	12.85%	14.79%	13.91%	12.34%
销售费用率	24.85%	25.32%	25.60%	25.63%	25.68%
期间费用率	34.83%	36.35%	37.03%	38.43%	40.92%
应收账款增速	2.08%	/	6.65%	18.01%	/
经营性现金流/营业收入	9.62%	11.50%	10.16%	9.53%	8.42%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 创新研发型药企：收入增速快于行业平均，盈利能力相对较强

**创新研发型药企：收入增速快于行业平均，盈利能力相对较强**

► **营业收入：**2018年前三季度收入增速较快，达30.9%，主要是两票制高开的科伦和复星拉动，同时科伦还有流感影响；2019前三季度收入增速有所放缓，主要也是科伦和复星恢复正常增速。但这几家创新企业整体快于行业平均增速。

► **净利润&扣非后净利润：**2018年前三季度净利润增速17.27%远快于行业平均增速；2019前三季度净利润增速放缓，与行业增速持平，主要受科伦流感基数较高今年下滑叠加抗生素价格影响以及复星医药的下滑影响。丽珠和康弘稳健、贝达改善明显，恒瑞加速。

► **财务指标：**创新研发型药企较化学制剂板块整体毛利率高出约15个百分点（创新型药企平均毛利率70%，行业平均55%左右），后续毛利率随着创新药的不断获批还将进一步提升；研发投入保持在较高水平导致期间费用率有所提升；由于整体增速下降，故应收账款增速随之下降，回款情况有所改善，经营性现金流呈现向好趋势。

**数据调整说明：**我们将恒瑞医药、丽珠集团、复星医药、科伦药业、康弘药业、贝达药业这6个标的作为创新研发型药企样本库。

图表：创新研发型药企收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	30.90%	29.56%	18.85%	17.61%	15.36%
净利润增速	17.27%	12.39%	10.83%	11.54%	13.12%
扣非后净利润增速	14.75%	5.50%	10.80%	15.17%	25.10%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：创新研发型药企财务指标对比

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	67.78%	68.43%	69.25%	69.95%	71.23%
净利率	15.24%	13.27%	15.53%	14.64%	12.98%
销售费用率	36.04%	38.01%	36.56%	36.48%	36.35%
期间费用率	52.68%	55.16%	53.99%	55.15%	57.31%
应收账款增速	19.52%	/	4.72%	9.02%	/
经营性现金流/营业收入	13.44%	16.51%	14.47%	15.13%	16.36%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 化学制剂龙头+创新企业整体业绩概览及未来趋势判断

## 化学制剂龙头&创新研发企业三季度整体表现概览：

- **恒瑞医药：大幅超预期。**恒瑞前三季度收入增速36%，归母净利润增速28%，Q3单季度收入增速高达47%，归母净利润增速32%。主要由PD-1、白蛋白紫杉醇、吡咯替尼等新品拉动。未来国内医药龙头地位稳固。
- **华东医药：符合预期。**华东前三季度收入增速19%，归母净利润增速22%。其中工业端中美华东表现强劲，研发力度加大。传统龙头未来主要看创新转型进度。
- **丽珠集团：略超预期。**丽珠前三季度收入增速6.63%，归母净利润增速10.61%，扣非净利润增速20.33%。扣非业绩略超预期（Q3单季度扣非业绩增速33%）。持续性聚焦、提效、转型。
- **贝达药业：超预期。**贝达前三季度收入增速34.05%，归母净利润增速34.37%。埃克替尼销量增长33.15%，超预期。公司研发管线稳步推进，进入收获期，恩沙替尼上市在即，后续还有CM082、贝伐珠单抗类似物等。
- **科伦药业：略低于预期。**科伦前三季度收入增速5.94%，归母净利润增速-10.66%。受川宁抗生素中间体价格波动影响，业绩略低于预期。长期逻辑不变，输液板块维稳、仿制药进入收获期，以仿制带动创新，制剂板块未来弹性大。
- **康弘药业：基本符合预期。**康弘前三季度收入增速10.41%，归母净利润增速9.05%，其中预计康柏西普增速30%左右，基本符合预期。医保谈判即将来临，静候康柏西普降价情况。
- **复星医药：略低于预期。**复星前三季度收入增速17.01%，归母净利润增速-1.45%，收入端稳健，利润端略低于预期。未来看创新平台逐步落地，创新驱动成长。

## 细分领域未来趋势判断：

- **强者恒强**，医药龙头企业将凭借不断布局研发管线以及成熟的销售体系等优势，未来将持续增长，抵御行业压力。
- **创新是永恒的主题**，优先审评审批、MAH制度、药品谈判等政策鼓励国内药企开发真正意义上的创新药。我国的创新药正在从“中国新”转变为“全球新”，未来将增强与外企竞争的實力。创新药带来的收益显著高于整体，未来更多的企业将通过自有研发体系建设和管线布局从传统向创新转型，例如信立泰、海思科、众生药业等，也有一些企业通过收购转型创新例如华东医药、海辰药业。

# 创新研发型药企：国产创新药陆续进入收获期

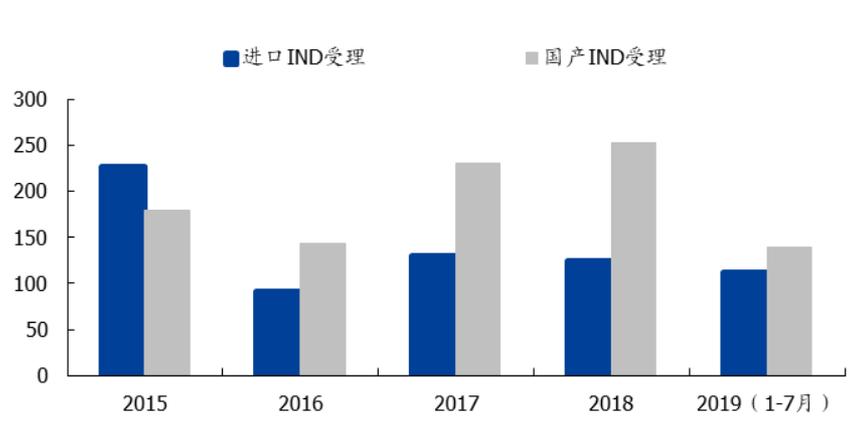
**国产创新药陆续进入收获期：**创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内外陆续获批上市。

图表：2018-2019上半年中国自主创新药获批情况



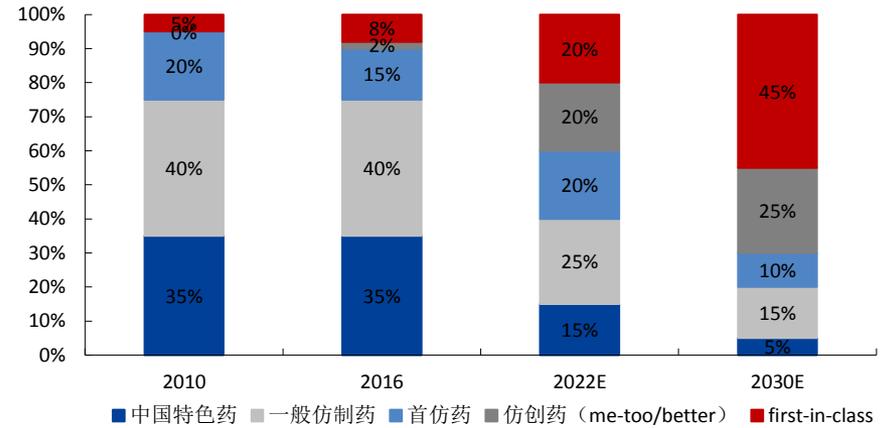
资料来源：NMPA, 国盛证券研究所

图表：我国新药临床申请情况（2015-2019年1-7月）



资料来源：NMPA, 国盛证券研究所

图表：未来国内药品将以创新药为主



资料来源：华夏基石, 国盛证券研究所

# 创新药服务商：行业景气度高，子领域公司增速远高于行业平均增速，进入黄金发展期

从创新药服务商的7个标的来看，整体行业景气度较高：

## ► 营业收入：

前三季度创新服务商子领域公司平均收入增速高达27.98%。2019Q3增速好于H1。创新服务商缺失有季度间波动的影响。如果将药明康德（收入有历史数据）加回，则2019前三季度收入增速达31.34%。

## ► 归母净利润&扣非后归母净利润：

子领域整体2019前三季度归母和扣非净利润增速在45%以上，且较2018前三季度有所提速，行业景气度极高。

## ► 财务指标：

2018前三季度以及2019年前三季度来看，创新药服务商的毛利率保持平稳，净利润率有所提升。其中销售费用率整体在3%以下，与行业模式有关。期间费用率略有下降，行业有一定的规模效应。应收账款下降，回款情况较去年大有好转。经营性现金流平稳，整体财务指标良好。

**数据调整说明：**我们将泰格医药、昭衍新药、药石科技、博济医药、凯莱英、博腾股份、九洲药业作为创新药服务商的细分领域样本库（药明康德由于有数据缺失不可比，作为新股被剔除）。

图表：创新药服务商细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	22.04%	20.03%	23.48%	27.98%	36.37%
净利润增速	38.41%	41.53%	49.55%	47.06%	42.98%
扣非后净利润增速	38.82%	36.81%	44.42%	51.25%	63.00%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：创新药服务商财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	40.92%	39.80%	42.96%	42.64%	42.10%
净利率	16.57%	18.33%	19.72%	19.74%	19.76%
销售费用率	2.62%	2.53%	3.01%	2.94%	2.82%
期间费用率	22.66%	21.82%	22.22%	21.29%	19.71%
应收账款增速	35.45%	/	23.79%	31.18%	/
经营性现金流/营业收入	20.03%	22.71%	16.39%	18.47%	21.97%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 创新服务商整体业绩概览及未来趋势判断

## 创新服务商三季度整体表现概览：

- **药明康德：超预期。**前三季度收入增速34.1%，归母净利润增速-8.5%。业绩下滑主要受公允价值变动收益同比大幅减少所致，剔除多项影响因素，经调整Non-IFRS归母净利润增速38%，主营收入业绩增长强劲。公司为CRO+CDMO龙头，业务覆盖新药研发全产业链，未来随着上下游业务协同转化逐步提与新客户不断增加，长期享受药物研发外包市场红利。
- **泰格医药：符合预期。**前三季度收入增速27.4%，归母净利润增速66.1%。收入增速下滑主要由于低毛利业务的剥离，高毛利业务的快速增长与稳定的投资收益驱动业绩持续高增长。公司为临床CRO龙头，看好后续大临床业务盈利能力持续提升、高毛利业务快速增长、临床CRO服务国际布局与稳定的投资收益对业绩的增厚。
- **昭衍新药：低预期。**前三季度收入增速43.0%，归母净利润增速33.7%。收入增速下滑，主要受去年同期高基数与报告期内排单结题延后的影响，公司在手订单充足，三季度存货（80%以上为未完工专题成本）增加明显，全年高增长可期，业绩增速下滑主要受到试验材料成本增加、员工成本增加、股权激励费用摊销、新业务亏损等多因素影响。公司为安评细分领域龙头，看好未来新产能释放驱动业绩高增长、新业务拓展与安评国际化布局带来的业绩弹性。
- **康龙化成：符合预期。**前三季度收入增速29.0%，归母净利润增速46.3%。收入增长稳健，业绩提速明显，主要由于上下游业务间协同增强与CMC业务产能利用率的不断提高。公司逐步打造CRO、CDMO全产业链布局，看好未来增量业务快速增长、业务间转化导流效应提高与CMC业务产能利用率持续提高带来的盈利能力不断提升。
- **凯莱英：符合预期。**凯莱英前三季度收入增速44.61%，归母净利润增速40.48%，经营指标良好，CDMO龙头稳中有进，未来三年业绩增速有望维持30%-35%，后续看大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO一体化战略推进。

# 创新服务商整体业绩概览及未来趋势判断

## 创新服务商三季度整体表现概览：

- **药石科技：基本符合预期。**药石前三季度收入增速36.88%，归母净利润增速24.9%。前三季度收入端亮眼，利润增速低于收入增速的主要原因：子公司晖石的亏损、营业成本上升，研发费用高投入。未来看公司基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。
- **博腾股份：超预期。**博腾前三季度收入增速29.26%，归母净利润增速38.98%，扣非净利润增速191.77%。扣非增速超预期。未来看收入结构优化，客户丰富，产能利用率提升。
- **九洲药业：超预期。**九洲前三季度收入增速7.04%，归母净利润增速43.21%。Q3单季度增速453.11%，经营拐点已现。未来看CDMO板块的弹性。

**细分领域未来趋势判断：**未来在海外产业持续转移+国内创新药热潮+资本助推的驱动下，创新药服务商有望保持持续的高景气度。

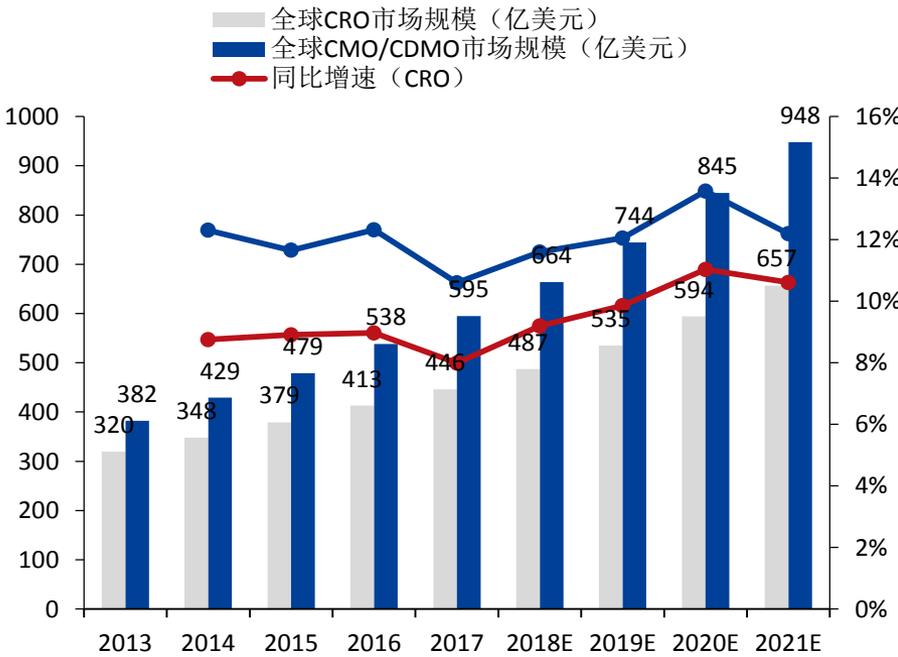
- **业绩具备高增长高确定性：**鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，国内的研发投入将进一步加大并转变为CRO等创新服务商的业绩爆发，而且看2017、2018年的趋势，业绩的高增长会继续。同时，无论创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中就实现了盈利，相对创新药而言，风险较小。
- **科创板有望助力创新药服务商估值继续提升：**科创板允许未盈利的研发型企业上市，首先将进一步鼓励药企研发的动力，从产业层面直接利好创新药服务商，同时，医药企业有望从PEG的估值体系走向PEG+在研管线折现的估值体系，创新药及创新产业链均有望受益于估值重塑。

# 创新药服务商：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期

## 海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期:

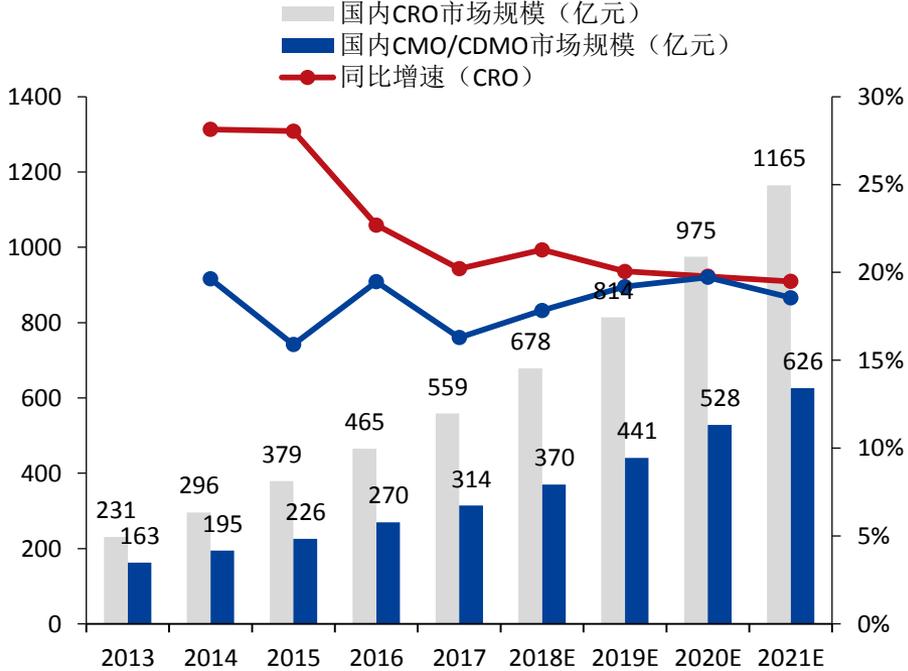
CXO呈现全球化竞争的特性（尤其是临床前CRO和CMO，临床CRO可能呈现区域性），2017年全球CRO市场规模为446亿美元，而CMO市场规模为595亿美元，维持着8%-15%的增速；而2017年国内CRO市场规模为559亿人民币，CMO为314亿人民币，保持着20%左右的高速增长。

图表：CRO、CMO全球市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan, 南方所, 国盛证券研究所

图表：CRO、CMO国内市场规模与增速



资料来源：WIND, 国盛证券研究所

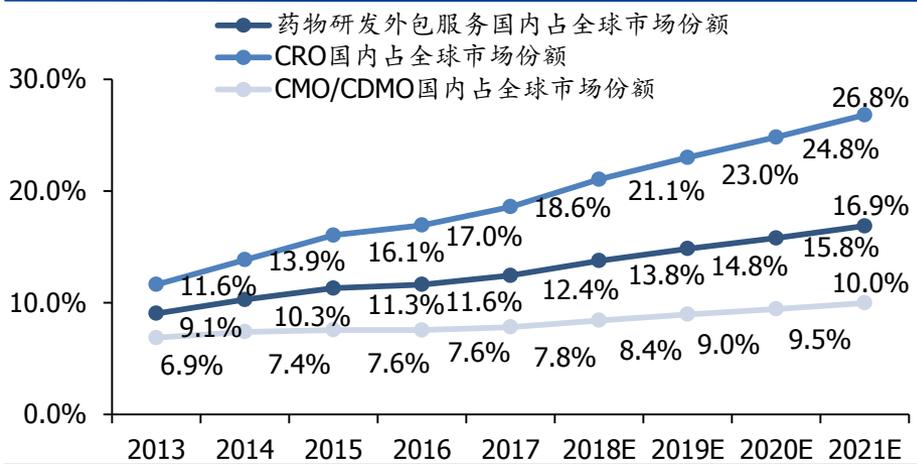
# 创新药服务商：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推,进入黄金发展期

我们判断，未来在海外产业持续转移以及国内创新药热潮的驱动下，创新药服务商有望保持持续的高景气度：

➤ **海外产业转移：**中国拥有工程师红利，研发和运营成本远低于欧美发达市场，同时也掌握了药物研发生产环节的核心技术，从而引导CRO、CDMO产业转移至国内。从2017年来看，中国CRO行业仅占全球CRO行业18.6%的市场份额，CMO更是仅有7.8%的市场份额，未来仍有巨大的可提升空间。

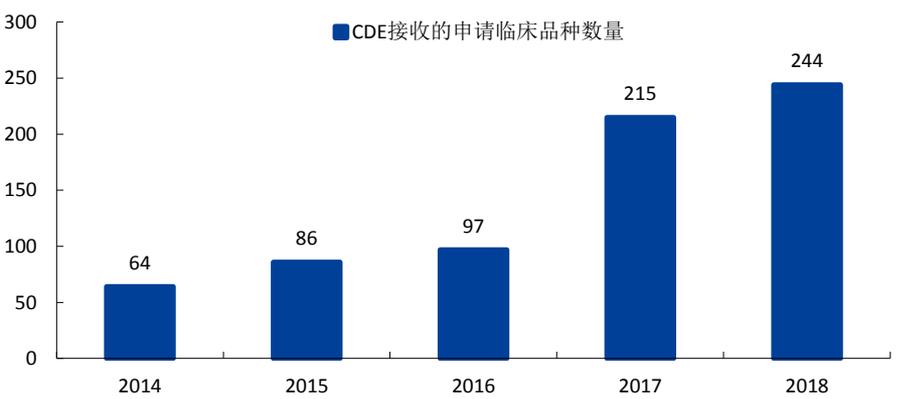
➤ **创新药热潮：**包括审评审批加速，医保谈判准入，上市许可人制度、新化药注册分类在内的一系列创新药配套政策推动国内医药产业由“仿制驱动”上升至“创新驱动”，两办发布“国36条”更是将创新上升至国家高度，以及科创板的出台，国内政策鼓励的创新药热潮将对前端的创新产业链服务商带来国内市场新增量。从CDE近年接受的1、2类新药申报情况来看，也验证了创新药的热度。

图表：国内CRO、CMO全球市场份额占比



资料来源：Frost & Sullivan, 南方所, 国盛证券研究所

图表：CDE每年接收的申请临床的1、2类品种数量（2014-2018）



资料来源：WIND, 国盛证券研究所

## 创新药服务商：国内上市公司业绩估值双提升

新药服务商一直是我们今年重点推荐的主线之一，而今年以来（尤其是7月份以来），各个CXO企业开始发布激励计划，也进一步印证了行业高景气的状态，子领域业绩估值双提升进行时

图表：国内主要CRO、CMO企业激励情况

公司	激励计划草案发布时间	考核指标原文	对应 2019-2021 年的每年指标
博济医药	2019.1.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 20%、40%、60%	2019-2021 收入增速不低于 20%、17%、14%
泰格医药	2019.3.22	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 40%、75%、105%	2019-2021 净利润增速不低于 40%、25%、17%
凯莱英	2019.3.27	以 2016 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长不低于 75%、100%、125%	2019-2021 净利润增速不低于 3%、14%、13%
博腾股份	2019.7.13	2019-2021 年公司营业收入不低于 14、17、20.5 亿元	2019-2021 收入增速不低于 18.6%、21.4%、20.6%
药明康德	2019.7.20	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长额不低于 15、30、45 亿元	2019-2021 收入增速不低于 15.6%、13.6%、11.8%
昭衍新药	2019.7.29	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 30%、69%、119.7%	2019-2021 收入增速不低于 30%、30%、30%
康龙化成	2019.7.30	以 2018 年收入为基数，2019-2021 年营业收入增长不低于 15%、30%、45%	2019-2021 收入增速不低于 15%、13%、11.5%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 全国及区域流通龙头：收入、利润增速全面向好

当把样本库锁定在较为纯正的全国性及区域性的药品流通龙头以后，前三季度收入端、利润端均大幅改善：

### ► 营业收入：

2019Q1-Q3实现收入增速19.38%，同比改善；2019Q3单季收入增速为18.15%，同比、环比略微下降，主要与基数相关（18年Q3是两票制全面执行后的第一个季度，收入增速开始恢复，基数略高于2018H）。

### ► 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3及Q3单季度扣非后净利润增速均呈现同比大幅改善的趋势（净利润增速受上海医药18年Q3收购天普的投资收益影响）

### ► 财务指标：

在两票制已经完全落地的情况下，毛利率、净利率、期间费用率基本已经保持稳定。而在零加成、两票制对于应收账款与应付账款的负面影响边际减弱的情况下，流通企业2019H的现金流明显改善。

**数据调整说明：**我们将上海医药、九州通、柳药股份、英特集团、嘉事堂、鹭燕医药、南京医药、人民同泰等8个标的作为全国及区域流通龙头的细分领域样本库（国药一致及国药股份有重组影响）。

图表：流通细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	17.25%	20.00%	20.04%	19.38%	18.15%
净利润增速	15.70%	57.71%	20.51%	12.57%	-1.07%
扣非后净利润增速	11.56%	8.34%	16.78%	22.49%	37.02%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：流通细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	10.90%	10.68%	11.20%	10.95%	10.48%
净利率	2.50%	2.55%	2.48%	2.38%	2.18%
销售费用率	4.62%	4.55%	4.76%	4.67%	4.49%
期间费用率	7.99%	8.14%	8.10%	8.03%	7.90%
应收账款增速	26.51%	\	19.76%	15.97%	\
经营性现金流/营业收入	-2.26%	0.17%	-2.06%	-1.20%	0.42%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 全国及区域流通龙头：收入、利润增速全面向好

从细分领域内的核心个股来看：

- **上海医药：Q3利润端超预期。**2019Q1-Q3实现收入1406.17亿，同比增长19.57%，归母净利润33.99亿，同比增长0.80%，扣非净利润30.7亿，同比增长19.62%；Q3单季实现营业收入480.42亿，同比增长15.14%，归母净利润11.13亿，同比下降16.88%，扣非净利润9.75亿，同比增长44.82%。**超预期原因：**工业板块保持快速增长、商业板块加速增长、联营企业持续高增长叠加去年**Q3**扣非净利润的低基数，未来业务上的趋势有望持续。
- **九州通：Q3业绩稳健增长，符合预期。**19Q1-Q3公司实现营业收入、归母净利润、扣非净利润733.79亿元、10.19亿元、8.62亿元，分别同比增长15.11%、32.05%、26.14%。Q3单季实现收入、归母净利润、扣非净利润249.50亿元、2.75亿元、2.45亿元，分别同比增长17.15%、17.37%、26.72%。
- **柳药股份：Q3业绩延续高增长，超预期。**公司Q1-Q3实现收入111.08亿元，同比增长27.53%，实现归母净利润5.48亿元，同比增长40.10%，实现扣非后归母净利润5.41亿元，同比增长38.62%。Q3单季度实现收入39.11亿元，同比增长22.46%，实现归母净利润1.91亿元，同比增长41.52%、实现扣非后归母净利润1.91亿元，同比增长41.27%。**超预期原因：**公司的批发业务、零售业务、工业业务均实现了高速增长。公司离天花板尚远，**19**年全年利润增速有望实现**35%**左右，**20-21**年有望实现**25%**左右复合增长。
- **国药股份：Q3业绩略低于预期。**19Q1-Q3实现收入327.1亿，同比增长13.67%，归母净利润10.71亿，同比增长12.71%，扣非净利润10.38亿，同比增长10.39%，EPS为1.42元，经营性现金流净额为10.82亿，同比增长17.05%。Q3单季实现收入116.88亿，同比增长16.81%，归母净利润3.17亿，同比增长0.68%，扣非净利润3.09亿，同比增长1.53%。**利润低于预期原因：**管理费用同比增长**7000**万，一次性因素较大，**Q4**有望恢复。

# 全国及区域流通龙头：2019年是流通企业业绩与现金流的重要拐点

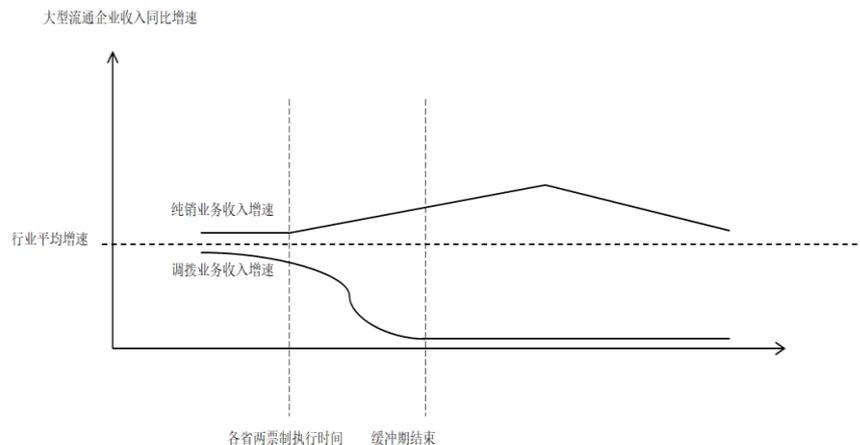
我们维持**2019年**将是全国及区域流通龙头在业绩、现金流上重要拐点的判断：

► **流通业绩拐点已现**：两票制对流通企业的影响是“短空长多”，在各省落地后短期影响流通企业的调拨业务，长期则带来行业集中度的提高，受到2017年开始的两票制“短空”因素的影响，部分流通企业2017年中报至2018年中报均有受到影响。综合考虑各省执行两票制的时间与缓冲期后，两票制短空影响的结束时间在**2018年Q3及Q4**之间，目前大部分流通企业的业绩增速已经开始出现拐点。

► **现金流拐点初现端倪，2019年年报情况有望进一步好转**：零加成是流通企业应收账款周转天数拉长的主要影响因素（医药回款拉长），而两票制影响部分区域流通龙头的应付账款周转天数（从二级经销商变为一级经销商）。零加成在2017年9月全国执行，两票制也是在2017年开始各省执行，至今两大政策的边际影响已经逐步减弱，而对于流通企业来说，只要整体的净营业周期没有恶化，就意味着存量业务无需再多占用资金，那么**2019年**的现金流相较**2018年**将有大幅的好转。

► **信用利差缩小乃至降息预期有望给业绩及估值带来正面影响**：由于流通企业“垫资”属性的存在，财务费用占净利润比重往往较大（如九州通财务费用占净利润比例在60-70%之间），流通企业估值与其融资成本呈现较强的负相关性，如果后续信用利差能够缩小或者能够降贷款基准利率，有望给流通企业带来正面影响。

图表：各省两票制执行前后调拨、纯销业务收入增速情况



资料来源：国盛证券研究所

# 药店：行业维持高景气度，收入端及利润端持续高速增长

从药店的4个标的整体来看，收入端及利润端均保持高速增长：

## ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3整体收入增长较去年同期有所提升，主要与药店龙头加快并购整合相关。Q3单季度同比、环比均有所下降，四大药房单季度收入增速均有所下降，但降幅较大的主要原因是益丰收购的河北新兴于18年9月并表带来的基数变化。

## ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3净利润与扣非后净利润增速提速，持续高景气度。Q3单季度环比变化不大。

## ➤ 财务指标：

2019Q1-Q3药店行业毛利率、净利率有所下降，我们认为主要是与相对低毛的处方药占比提升所致；销售费用率、期间费用率的整体下降体现药店行业的规模效应提升；应收账款增速开始大幅低于收入增长，体现规模效应提升后药店在产业链中议价能力的提升。经营性现金流2019Q1-Q3大幅转好，Q3尤为明显。

数据调整说明：我们将一心堂、老百姓、益丰药房、大参林作为药店细分领域的样本库。

图表：药店细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	24.39%	26.98%	32.20%	29.17%	23.57%
净利润增速	24.52%	19.78%	26.22%	26.39%	26.81%
扣非后净利润增速	22.28%	19.09%	28.01%	27.14%	25.14%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：药店细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	39.54%	38.92%	37.93%	37.95%	37.98%
净利率	6.26%	5.34%	6.59%	6.26%	5.60%
销售费用率	26.09%	26.32%	24.59%	25.00%	25.80%
期间费用率	30.83%	31.41%	29.13%	29.67%	30.75%
应收账款增速	32.84%	\	17.07%	5.74%	\
经营性现金流/营业收入	6.81%	10.63%	8.38%	9.57%	11.91%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 药店：行业维持高景气度，收入端及利润端持续高速增长

从细分领域内的核心个股来看：

- **益丰药房：Q3业绩符合预期。**19Q1-Q3实现收入73.89亿元，同比增长58.36%，实现归母净利润4.18亿元，同比增长35.48%，实现扣非净利润4.12亿元，同比增长42.75%。Q3单季度实现营业收入23.40亿元，同比增长39.95%，实现归母净利润1.10亿元，同比增长31.99%，实现扣非净利润1.09亿元，同比增长32.82%。
- **老百姓：Q3业绩符合预期。**19Q1-Q3实现营业收入、归母净利润和扣非净利润分别为83.70亿元、3.94亿元和3.73亿元，分别同比增长23.59%、21.44%和20.62%。Q3单季公司实现营业收入28.36亿元，同比增长21.48%，归母净利润1.24亿元，同比增长20.07%，扣非净利润1.17亿元，同比增长22.50%。
- **大参林：Q3利润略超预期。**19Q1-Q3公司实现营收80.41亿元，同比增长27.65%，实现归母净利润5.56亿元，同比增长34.34%；实现扣非净利润5.37亿元，同比增长33.23%，Q3单季公司实现营收27.88亿元，同比增长25.82%；实现归母净利润1.75亿元，同比增长39.23%；实现扣非净利润1.64亿元，同比增长31.67%。**超预期原因：次新店发力。叠加公司充裕现金的并购预期，未来高增长可持续。**
- **一心堂：Q3利润恢复增长。**19Q1-Q3公司实现营收76.61亿元，同比增长15.75%，实现归母净利润4.84亿元，同比增长15.66%，实现扣非净利润4.78亿元，同比增长15.22%。Q3单季度公司实现营收26.01亿元，同比增长11.77%，实现归母净利润1.47亿元，同比增长16.48%，实现扣非净利润1.44亿元，同比增长15.53%。**公司Q2利润增长受到药师缺口影响，Q3恢复增长，逐渐从执业药师缺口的不利影响中走出。**

## 药店：短期有政策扰动，但行业集中度提升叠加长期处方外流趋势不变

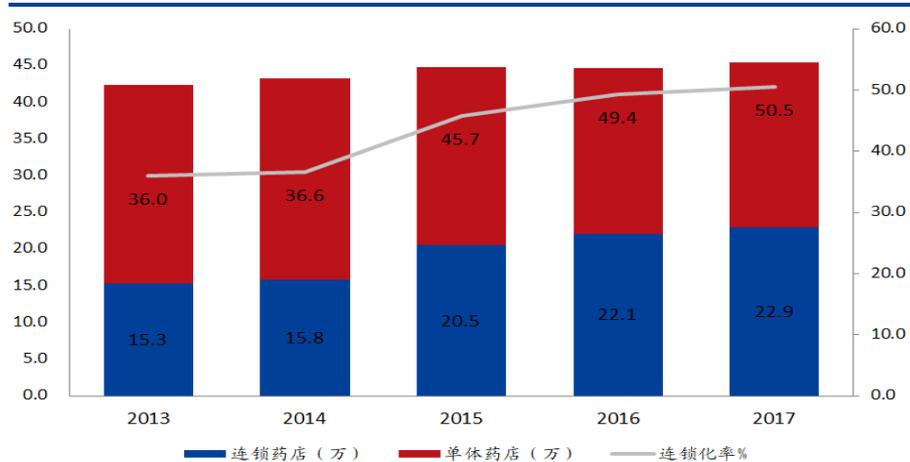
从未来半年的维度来看，药店板块的相关政策可能会对会情绪造成一定影响：**1) 个人医保账户改革**：医保重点工作任务重明确19年年内将出台对个人医保账户改革的文件；**2) 药店分级分类管理**：新药品管理法出台后，药店分级分类管理有望向全国推广，需关注具体细则；**3) 网售处方药**：网售处方药具体文件有望推出；**4) 第二批带量采购**：短期对药店企业收入、利润有所影响，但会加快行业集中度提升以及处方外流的进程。

我们认为，尽管有政策扰动，但不影响药店行业集中度持续提升以及处方外流的长逻辑，药店板块龙头有望保持高速增长：

➤ **连锁化趋势明显，头部连锁药店增速显著高于行业**：从连锁化率的情况来看，已经从2013年的36.0%提升至2017年的50.5%，而四大上市公司的收入增速也显著高于行业增速（米内网数据：2018年零售药店终端增速为7.5%）。我们认为，大型药店具备较强的议价能力以及完善的管理体系，借助资本力量有望持续提升市占率。

➤ **处方外流长趋势不可逆**：尽管目前来看，由于医院与医生利益的问题，处方外流对零售行业的拉动作用暂不明显，但从长期趋势来看，政府对于处方外流以及将医院利润从药品端转向医疗服务端的决心不变，处方外流的长趋势不可逆，而药店作为重要端口将长期受益。

图表：药店连锁化率持续提升



资料来源：商务部，国盛证券研究所

# 疫苗板块：板块继续保持高速增长，现金流改善明显，继续关注第二波大浪潮重磅产品

## 板块整体继续保持高速增长：

### ➤ 收入端：

19Q1-Q3继续保持高速增长，虽然整体相比18Q1-Q3有所放缓，但是增长趋势保持良好，增速远高于生物制品板块增速。具体个股看，19Q1-Q3智飞生物增速119%（HPV+五价轮状快速放量）、沃森生物增速39%（19Q1-Q3唯一全部产品批签发增长的疫苗企业，业绩持续改善）、康泰生物增速-7%（Q3单季度增速34%，四联苗持续恢复中）。

### ➤ 利润端：

利润端增速继续保持高速增长，整体增速同比有所放缓，主要是18Q1-Q3基数较大，同时康泰生物业绩有所下滑的原因，但板块整体依然保持高速增长，远高于生物制品板块。Q3单季度，康泰生物和沃森生物改善明显，利润端增速分别达到97%和92%，智飞生物由于去年基数较大但增速也达到52%。

### ➤ 财务指标：

财务指标上，毛利率相比19H1有所提升，达到52.06%，相比H1提升1.54个百分点，同比18Q1-Q3呈现下降趋势，主要是智飞生物代理占比增大的原因。净利率环比H1保持稳定，但同比下滑，主要也是智飞生物代理影响。其他财务指标上，现金流占比19年Q1-Q3出现好转，占比达到8.99%，相比18Q1-Q3提升7.71个百分点，尤其是19Q3单季度占比达到18.70%，主要是智飞生物在经历初期的代理产品采购后回款增加的原因，同时沃森回款也明显增加。

数据调整说明：剔除ST长生，板块个股包括智飞生物、沃森生物以及康泰生物。

图表：疫苗板块细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	178.62%	148.77%	80.81%	77.04%	70.60%
净利润增速	286.27%	152.27%	43.01%	48.92%	60.95%
扣非后净利润增速	310.43%	189.71%	50.13%	53.81%	61.00%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：疫苗板块细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	68.38%	63.93%	50.52%	52.06%	54.85%
净利率	28.22%	25.09%	23.87%	23.88%	23.90%
销售费用率	25.74%	22.82%	14.81%	16.02%	18.22%
期间费用率	35.30%	32.82%	21.37%	22.92%	25.73%
应收账款增速	133.33%	\	90.78%	84.81%	\
经营性现金流/营业收入	1.28%	4.64%	3.62%	8.99%	18.70%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 疫苗龙头业绩概览及未来趋势判断

## 疫苗三季度整体表现概览：

- **智飞生物：符合预期。**公司前三季度收入端增长119%，归母净利润增长62%，Q3单季度利润端增长52%。公司HPV和五价轮状病毒疫苗持续放量，EC诊断试剂已经处于现场检查中，预防微卡预计将于近期进入生产现场检查，研发管线中15价肺炎、23价肺炎、二倍体狂犬、四价流感、四价诺如病毒以及痢疾疫苗等品种持续推进，**20年有望迎来自主产品爆发年，建议重点关注。**
- **沃森生物：略超预期。**公司前三季度收入端增长39%，归母净利润增长32%，扣非增长90%，其中Q3扣非增长104%。公司13价肺炎疫苗处于中检院检测阶段，我们预计有望于年内获批，20年有望迎来业绩爆发。
- **康泰生物：略超预期。**公司前三季度收入端增长-7%，归母净利润14.53%，其中Q3单季度增长92%。公司去年受疫苗事件影响，Q3业绩是低基数，19年随着四联苗恢复明显，Q3业绩保持了高速增长。管线中13价肺炎和二倍体狂犬疫苗临近报产，未来孕育较大潜力。

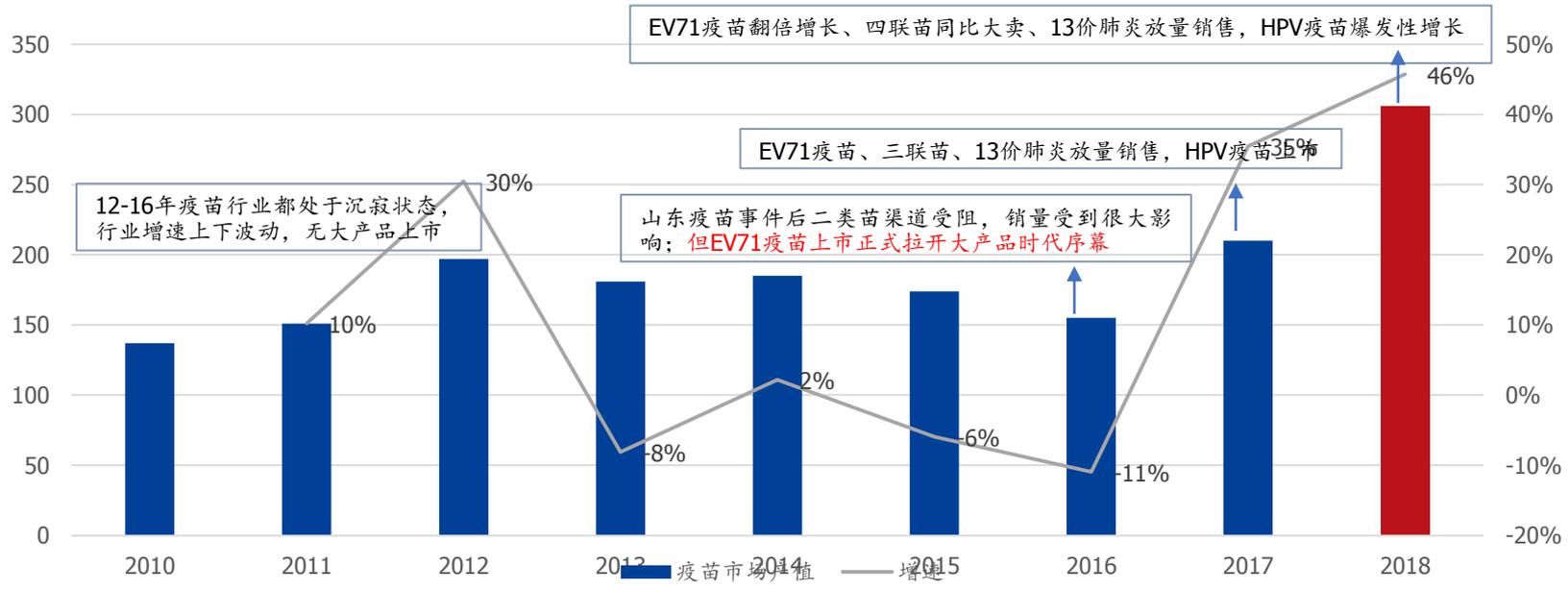
## 生物制品板块未来趋势判断：

- **板块未来趋势判断：**生物制品板块虽然整体增长趋势放缓，但依然值得重点关注。板块中子领域疫苗板块依然表现最为亮眼，生长激素以及血制品保持景气度高，这几个细分领域赛道好，向上趋势明显，相关产品基本都不在医保范围内，属政策免疫标的，是重点中的重点，我们认为未来板块依然以这几个重点子领域作为优选。

# 疫苗板块：创新疫苗第二波大浪潮将由**13价肺炎疫苗+预防性微卡**主导，板块持续看好

- **创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮**：17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前沃森和康泰的**13价肺炎多糖结合疫苗临床进展+智飞生物重磅产品预防性微卡的进展有望成为行业的大催化剂**，我们认为疫苗板块已经进入第二波大浪潮。
- **产品进度上**：根据药监局网站进度，沃森生物的**13价肺炎结合疫苗**已经进入生产样品中检院检查阶段，我们预计有望年内获批；康泰生物的**13价肺炎结合疫苗**，有望于近期申报生产；智飞生物的**预防性微卡**预计将于近期进入生产现场检查阶段，我们预计将于**19年底-20年初**获批。

图表：历年疫苗行业产值变化趋势（亿元）



资料来源：中检院，药智网，国盛证券研究所

## 血制品板块：整体增长态势延续，继续关注板块未来发展变化

### 血制品板块增长态势延续，财务数据持续改善：

#### ➤ 收入端：

在19H1稳定增长的情况下，19Q3继续保持增长态势，同时受华兰生物（Q3单季度增速48.05%）拉动影响，板块增速有了进一步提升。但剔除华兰生物后，板块整体增速相比19H1的21.7%，相比H1有所下滑（19.62%），但仍维持稳定增速。18年之后血制品企业开始在营销体系变化以及院内市场开拓后，成效显著，未来有望延续增长态势。

#### ➤ 利润端：

利润端延续增长态势，但小于收入端增速主要是博雅生物（加强市场拓展，销售费用增大）、天坛生物拖累的原因。Q3单季度增速提升明显，主要是华兰生物流感疫苗业务拉动带来的影响。

#### ➤ 财务指标：

财务指标上，受华兰生物拉动，板块毛利率、净利率都有所提升。但同时由于疫苗业务的销售费用较多，回款较慢等特性，财务指标上应收账款增速和现金流占比也产生了变化。如果剔除华兰生物影响，各指标基本保持平稳，基本和19H1无明显变化。个股上振兴生化19Q3改善明显，毛利率增长相比19H1提高1.82pp，应收账款增速明显下降，现金流持续改善占比达到26.71%，明显高于板块平均水平。

**数据调整说明：**我们剔除业绩波动大的上海莱士。板块个股包括华兰生物、博雅生物、天坛生物、卫光生物以及振兴生化。

图表：血制品细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	44.59%	62.25%	20.32%	22.57%	26.19%
净利润增速	-20.59%	52.90%	13.91%	21.76%	34.86%
扣非后净利润增速	24.16%	49.28%	14.28%	22.69%	36.50%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：血制品细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	55.43%	56.13%	54.39%	56.06%	58.61%
净利率	26.39%	26.19%	25.45%	26.87%	29.04%
销售费用率	14.04%	15.42%	14.31%	14.98%	15.99%
期间费用率	24.31%	25.39%	24.42%	24.85%	25.51%
应收账款增速	60.74%	\	18.00%	38.92%	\
经营性现金流/营业收入	21.31%	26.18%	19.58%	17.18%	13.50%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

#### ➤ 板块未来趋势判断：

后血制品时代，板块在18年后开始逐渐复苏，血制品企业更多投入营销队伍、积极开拓院内市场、加大小产品推广，渠道持续库存减少，目前保持了良好的增长态势，各企业积极建立营销队伍开拓院内市场，学术推广加强，同时在监管加强的大背景下，龙头企业有望受益，未来建议继续重点关注板块发展变化。46

## 血制品及其他生物药龙头整体业绩概览

### 血制品重点个股三季度整体表现概览：

- **华兰生物：超预期。**公司前三季度归母净利润增长27%，Q3单季度增长49%，超出市场预期。公司血制品板块保持稳定增长；流感疫苗贡献业绩超预期，预计全年销售流感疫苗有望达到800-900万支。
- **博雅生物：符合预期。**收入端增长25%，归母净利润增长11%。公司今年销售端推广增加，费用有所影响，但长远看学术推广将不断提升公司竞争力。博雅广东已恢复GMP，未来有望注入上市公司。

### 生长激素、胰岛素、脱敏制剂龙头三季度整体表现概览：

- **长春高新：超预期。**公司前三季度归母净利润增速48%，Q3单季度归母净利润增速高达77%。主要是生长激素高速增长，同时子公司百克疫苗业务恢复明显，地产板块也保持了一定增长。
- **安科生物：符合预期。**公司受18Q4GMP影响，19年业绩有所影响，但公司目前水针已开始市场推广工作，20年公司业绩有望超市场预期。
- **通化东宝：略低于预期。**渠道去库存持续推荐，同时为加大甘精上市前的推广，销售费用大增，拖累短期业绩。
- **我武生物：略超预期。**公司前三季度收入端增长30%，归母净利润增长30%，Q3单季度增长接近36%。粉尘螨滴剂保持高速增长，黄花蒿花粉舌下滴剂进入现场核查，有望于20年获批，公司业绩有望持续增长。

# 肝素原料：猪瘟加剧全球肝素行业供需失衡，拥有原料库存企业受益

肝素原料：猪瘟加剧全球肝素行业供需失衡，拥有原料库存企业受益

## ► 营业收入：

肝素原料行业自2017年下半年以来的量价齐升带来行业内部公司2018年收入端高速增长，由于猪瘟的影响，肝素粗品涨价速度较快，2018年底行业供给量持续收紧，因此除肝素库存较为充足的健友股份以外，其他肝素企业2019年前三季度收入端增速逐渐下降。

## ► 归母净利润&扣非后归母净利润：

由于受海普瑞收购股权及一次性处置股权收益影响较大，在剔除海普瑞后2019年前三季度归母净利润/扣非归母净利润增速分别为26.99%/32.16%，2019年Q3归母净利润/扣非归母净利润分别为29.52%/38.40%。

## ► 财务指标：

一方面肝素原料价格快速上涨，另一方面肝素原料企业逐步实现原料制剂一体化，毛利率及净利率水平逐步提高，同时制剂的研发和销售也带来了销售费用率及期间费用率的上升；随着行业景气状态的持续，应收账款增速快速回落，而经营性现金流由于上游肝素粗品产量和企业采购量的下降而有所回升。

**数据调整说明：**我们将海普瑞、健友股份、千红药业、东诚药业、常山药业作为肝素原料细分领域样本库。

图表：肝素原料细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	57.78%	56.06%	22.79%	15.35%	3.37%
净利润增速	87.95%	81.90%	58.50%	34.30%	-4.00%
扣非后净利润增速	96.01%	83.93%	1.89%	4.14%	7.66%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：肝素原料细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	56.24%	58.91%	56.40%	58.30%	61.78%
净利率	19.30%	17.07%	19.30%	18.66%	17.49%
销售费用率	23.12%	27.41%	24.18%	26.48%	30.68%
期间费用率	33.18%	38.00%	32.99%	35.50%	40.08%
应收账款增速	49.75%	\	18.75%	10.44%	\
经营性现金流/营业收入	7.25%	12.57%	-6.39%	-4.59%	-1.30%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 肝素原料龙头业绩概览及未来趋势判断

## 肝素原料龙头三季度表现：

➤ **健友股份：符合预期。**公司前三季度收入端增长40.14%，归母净利润增长34.11%，Q3单季度利润端增长48.43%。公司肝素原料库存充足，三季度库存金额28亿元，未来将长期受益于战略储备。肝素制剂下游打通，2019年Q1欧洲依诺肝素制剂获批/美国标准肝素制剂获批，Q3巴西依诺肝素制剂获批，预计2020年Q2之前美国依诺肝素制剂获批，原料制剂一体化布局接近完成，自今年Q4开始肝素类制剂国际化逐渐贡献利润。另外，公司其他业务稳定推进，国内低分子肝素制剂销售、美国其他注射剂ANDA获批及出口、注射剂CDMO业务等均处于快速发展期，**建议重点关注。**

## 肝素原料板块未来趋势判断：

### ➤ 板块未来趋势判断：

(1) 供给端减少：中国生猪出栏确定性大量去化（预计将减少40-50%出栏量，中国猪出栏量占全球50%），在开放养殖、疫苗顺利上市、猪瘟得到有效控制等假设的情况下也需要较长时间恢复出栏，未来2-3年全球肝素原料供应（小肠/肝素粗品）确定性大幅减少。

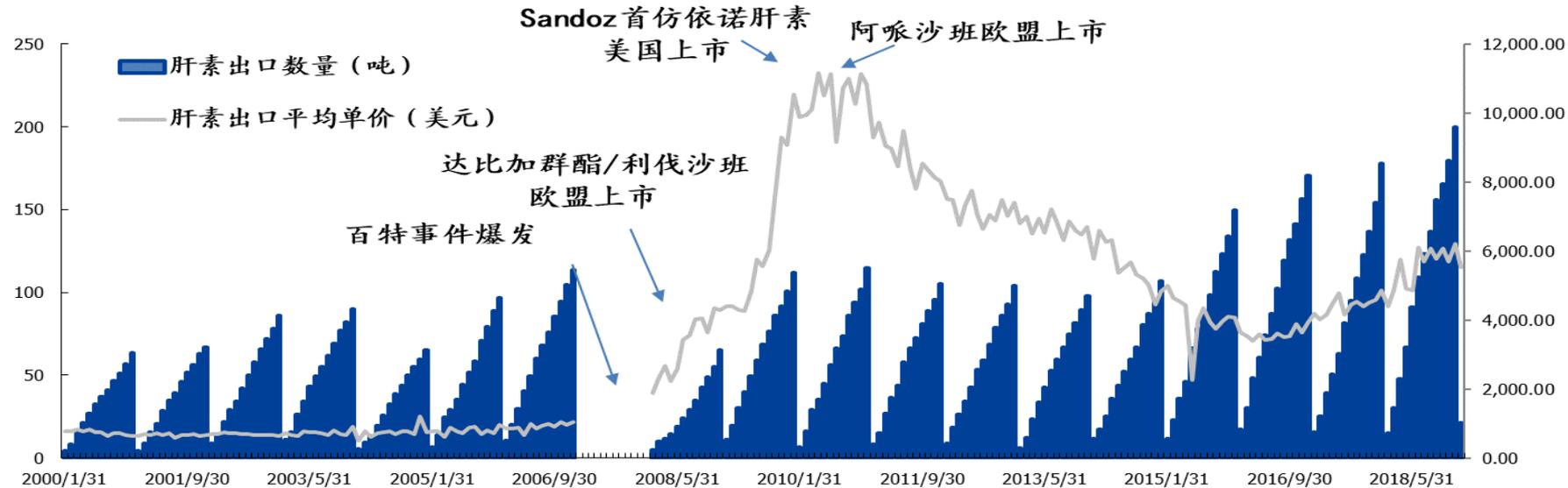
(2) 需求端紧张：全球肝素制剂使用量依然稳定增长（5-8%），但Sanofi/Pfizer等主要肝素制剂厂家肝素原料库存水平已较低（自2018年以来在欧洲和美国均发生肝素制剂缺货事件），未来欧美市场肝素制剂市场有可能出现断货和涨价。

# 肝素原料：拥有资源品属性，优质企业将持续受益于肝素原料制剂一体化

**肝素原料短缺将进一步传导至肝素制剂端：**在目前全球肝素制剂企业库存已处于低位的情况下，未来中国1-2年肝素原料的供应减少将持续推动肝素原料涨价，同时下游制剂企业在原料采购量下降的情况下也出现制剂供给不足、终端制剂价格提升的一系列状况，由于短缺从原料端向制剂端的传导需要一定时间，我们判断2020年开始将能逐渐观察到欧美等主要肝素制剂市场发生产品缺货和提价的情况。。

**肝素粗品库存价值亟待重估：**目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业（前五家为上市公司），通过报表口径观察及草根调研情况来判断，除健友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展，自2015年以来逐步建立肝素粗品库存，未来有望持续受益于肝素粗品/原料的供需失衡状态。。

图表：中国肝素原料出口数量及单价（截止2019年6月）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医药健康消费品：高速成长中单季度有波动，应收与现金流明显改善

医药健康消费品细分领域**2019Q1-Q3**收入端与利润端增速明显下滑，**Q3**利润端明显回暖：

### ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3 增速同比下滑明显，2019年Q3与2019H1相比增速略提升0.29pp；细分领域中成分股Q3增速出现明显分化，长春高新，我武生物增速明显加快，片仔癀有所加快，同仁堂、广誉远、安科生物增速出现不同程度的增速下滑。在Q2各标的增速均出现下滑后，19Q3部分标的已经开始回暖。标的分化主要原因为消费需求降低下，竞争格局、需求刚性和库存水平的差异开始显现。

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3利润端仍保持20%左右的快速增长，Q3归母净利润增速及扣非净利润增速环比明显加快。部分标的产品结构优化，利润率回升是主要原因。

### ➤ 细分领域未来趋势判断：

医药健康消费品标的属于优质稀缺资源，在各自领域的品牌力、产品力、市场掌控和定价权、研发创新、市场营销等方面具备强大优势。作为可选消费，医药健康消费不受医保资金限制，不受政策打压，风险较小。短期的消费需求减弱及事件性的影响不影响医药健康消费品的长期发展，在医药健康消费升级加速兑现、高净值潜在消费群体数量快速增长的外部环境下，有望持续快速增长。

**数据调整说明：**我们将长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视、同仁堂、片仔癀、广誉远这7个标的作为医药健康消费品的样本库。云南白药因重组吸收合并白药控股，东阿阿胶因2019Q2基本停止发货、大幅去库存导致数据异常，本次不纳入样品库。

图表：医药健康消费品收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	22.12%	23.14%	8.44%	8.53%	8.73%
净利润增速	34.75%	29.67%	16.71%	20.04%	26.59%
扣非后净利润增速	36.58%	33.79%	18.17%	20.74%	25.66%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医药健康消费品：高速成长中单季度有波动，应收与现金流明显改善

医药健康消费品细分领域整体财务指标改善明显，利润率有所提升、应收账款减少，现金流改善明显：

➤ **毛利率&净利率**：2019Q1-Q3毛利率与净利率分别提高2.28和1.73pp，2019Q3相较2019H1毛利率和净利率均明显提高，推测为各公司高毛品种占比提升，产品结构优化所致。

➤ **费用率**：2019Q1-Q3期间费用率同比下降0.12pp，变化不大。2019Q3期间费用率同比提升1.44pp，主要是销售费用率提高1.53pp所致，推测为推广费用增加。

➤ **应收账款**：2019Q1-Q3应收账款增速为-2.14%，相较2018Q1-Q3 19.62%的增速明显降低。主要原因为收入增速降低，另外，部分公司清理渠道库存后应收随之减少。

➤ **经营性现金流/营业收入**：2019Q1-Q3，经营性现金流明显改善，与营收比值为21.75%，远超2018Q1-Q3的9.98%，且2019Q3进一步提升为25.82%，说明各公司回款明显改善。

图表：医药健康消费品财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	96.87%	59.12%	59.94%	61.40%	64.40%
净利率	21.09%	21.43%	21.95%	22.82%	24.62%
销售费用率	23.77%	23.43%	22.98%	23.63%	24.96%
期间费用率	33.19%	32.99%	32.40%	33.07%	34.43%
应收账款增速	19.62%	\	-2.01%	-2.14%	\
经营性现金流/营业收入	9.98%	13.80%	19.76%	21.75%	25.82%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 医药健康消费品企业三季度整体表现概览：

- ▶ **长春高新：超预期。**前三季度收入+31.5%，归母净利+47.9%，Q3收入+47.6%，归母净利+76.8%。主要是生长激素加速增长，水痘疫苗回暖带动。20年看生长激素、促卵泡素继续放量，鼻喷流感疫苗流感季爆发，存量疫苗回暖，新品研发与引入陆续进入收获期，20年看30%上涨空间，**重点推荐。**
- ▶ **安科生物：符合预期。**公司受18Q4GMP影响，19年业绩有所影响，但公司目前水针已开始市场推广工作，20年公司业绩有望超市场预期。
- ▶ **我武生物：略超预期。**前三季度收入+29.6%，归母净利+30.2%。Q3收入+35.1%，归母净利+36.0%。3季度粉尘螨滴剂收入增长加速，利润率回升，20年黄花蒿粉滴剂将获批，继续看好业绩长期复合30%成长。
- ▶ **片仔癀：基本符合预期。**前三季度收入+21.1%，归母净利+20.56%，Q3收入+22.44%，归母净利+19.9%。核心主业保持快速增长，商业增速下滑拖累业绩。未来3年看20%稳定复合业绩增长。
- ▶ **云南白药：符合预期。**前三季度收入+8.4%，归母净利+7.5%，扣非归母-7.3%。单三季度收入+13.4%，归母净利润+5.6%，扣非归母+21.6%。激励方案出台后业绩和股价拐点已到，主营业务全面回暖，20年20-30%上涨空间，向下风险小，**重点推荐。**
- ▶ **同仁堂：略低预期。**前三季度收入-5.0%，归母净利+0.0%。单三季度收入-12.7%，归母净利-10.0%，扣非归母-7.3%。市场环境不佳导致增速下滑、阿胶市场去库存导致同仁堂科技经营压力较大，新任高管层上任时间较短，业绩明确改善仍需等待公司机制捋顺，新产能充分释放。
- ▶ **东阿阿胶：符合预期。**前三季度收入-35.5%，归母净利润-83.0%，扣非归母-87.4%。单三季度收入-32.8%，归母净利润-95.6%，扣非归母-101.4%。去渠道库存持续进行中，2020年渠道库存出清后可能出现明显的恢复性增长。
- ▶ **广誉远：符合预期。**前三季度收入-16.4%，归母净利润-23.1%，扣非归母-30.4%。单三季度收入-14.7%，归母净利润-30.8%，扣非归母-32.5%。去渠道库存持续进行中，票折方式对收入有一定影响，研发费用和财务费用增加拖累业绩。

# 医药健康消费品：持续受益于健康消费升级和高净值人口红利

**医药健康消费水平和占比提升：**中国年人均医疗保健支出近5年保持13.06%的复合增速，但基数较小，2018年仅1685元，未来增长空间巨大；我国人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至7.9%，消费者对健康消费愈加重视，按美国18%的医疗健康支出占比水平（数据来自健康界），我国仍有较大提升空间。

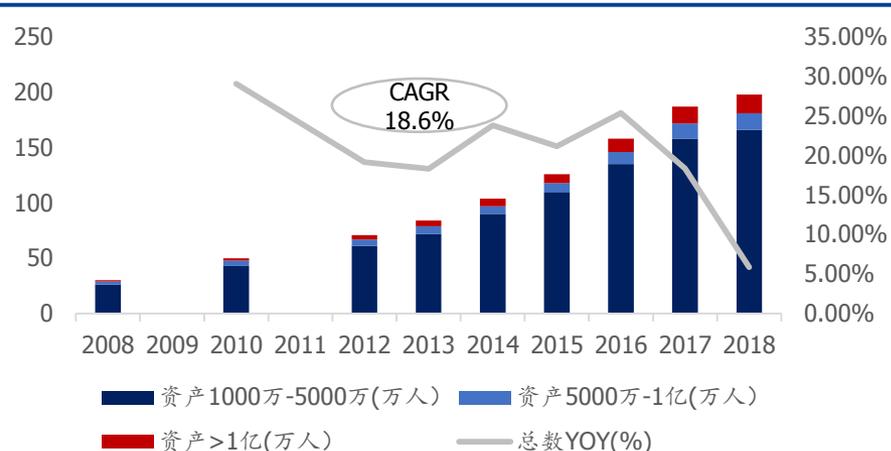
**高端健康消费潜在群体快速增加：**我国2008-2018年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至198万，复合增速18.6%。2018年，受中美贸易摩擦等外部环境影响，高净值人群增速下降（+6%），但长期增长趋势不改。据胡润财富，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。

图表：全国居民人均医疗健康消费支出（2013-2018）



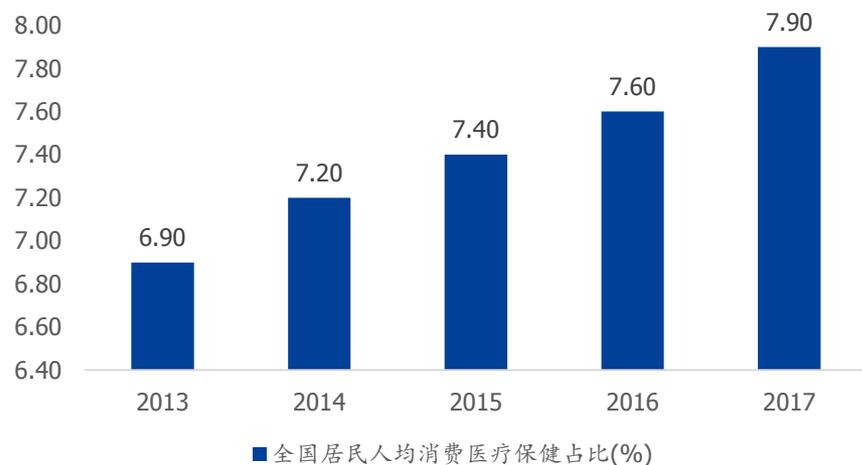
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表：中国高净值人群数量（2008-2018）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：全国居民人均消费中医疗保健占比（2013-2017）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

## 特色品牌OTC：产品结构优化，增长仍面临压力

特色品牌OTC细分领域2019Q1-Q3收入端增速出现明显下滑，利润端增速也有所降低：

### ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3增速同比有所降低6.74pp，下降明显，2019Q3增速与2019Q2相比下降4.73pp，增速压力较大。我们判断，收入增速下滑主要原因是1) 流感造成的2018年Q1高基数使部分企业2019年Q1增涨压力较大；2) 公司产品结构优化，较少了部分低毛利产品收入；3) 渠道库存清理，控制发货影响了收入增速。

### ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3，净利润增速下降20.02pp，扣非归母净利润下降20.51pp。利润端增速下滑主要是收入增速减缓所致，但利润增速仍高于收入增速，主要是品牌OTC企业通过产品结构优化，提价等方式使整体毛利率提高、净利率提升所致。Q3利润端出现负增长，主要是毛利率下降所致，说明OTC企业业绩转暖仍需时间

### ➤ 细分领域未来趋势判断：

特色品牌OTC企业在各自的核心领域均具有明显的品牌和产品优势。随着市场规范度提高下OTC行业集中度提升、消费升级以及消费者品牌意识增强、药店连锁化加快下高毛利品牌产品比较优势加强、医院端流量外流（药品零加成、限制药占比、处方外流）开始显现，特色品牌OTC将在未来2-3年有望恢复快速优质增长。细分领域内个股的成长性有可能出现分化，营销改革、公司治理、渠道和终端管控将成为关键。

**数据调整说明：**我们将仁和药业、葵花药业、羚锐制药、亚宝药业、千金药业和江中药业这6个标的作为特色品牌OTC的样本库。华润三九因2019年Q1重大并表影响，本次不纳入样本。

图表：特色品牌OTC收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	15.05%	10.99%	9.25%	8.31%	6.26%
净利润增速	31.32%	31.70%	17.47%	11.30%	-1.40%
扣非后净利润增速	30.31%	33.76%	16.36%	9.80%	-3.58%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 特色品牌OTC：产品结构优化，增长仍面临压力

### 特色品牌OTC整体财务指标整体改善：

➤ **毛利率&净利率：**2019Q1-Q3，OTC企业毛利率和净利率分别提升0.4和0.47pp，主要是产品提价和大品种战略下高毛利产品占比提升所致，另外整体期间费用率保持略有下降，导致净利率提升。2019Q3，销售费用率同比上升，导致净利率同比下降0.88pp。

➤ **费用率：**2019Q1-Q3，OTC期间费用率略下降0.26pp，销售费用率持平。2019Q3销售费用率同比提升1.44pp，可能为经营压力增大下推广费用增加。

➤ **应收账款与票据：**2019Q1-Q3应收账款增速同比增速加快，且高于收入增速，我们认为公司加强OTC终端的开拓，维护医院端销售过程中，仍然面临着一定压力，应收账款与票据有所增加。

➤ **经营性现金流/营业收入：**2019Q1-Q3经营性现金流同比提高2.05pp，但2019Q3相较2019H1又出现2.72pp的下降。

图表：特色品牌OTC财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	55.43%	54.78%	56.02%	55.83%	55.40%
净利率	12.75%	13.37%	13.54%	13.22%	12.49%
销售费用率	30.41%	29.02%	30.37%	30.40%	30.46%
期间费用率	39.22%	37.94%	38.94%	38.96%	39.01%
应收账款增速	8.01%	\	12.03%	13.63%	\
经营性现金流/营业收入	13.50%	10.69%	16.76%	15.55%	12.83%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 特色品牌OTC重点公司业绩表现

### 特色品牌OTC重点公司业绩表现：

➤ **华润三九：低于预期。**前三季度收入+7.87%，归母净利润+77.03%，扣非后净利润+15.06%；Q3单季收入+1.63%，归母净利润-13.6%。前三季度归母净利大增主要是出售三九医院带来的受益，Q3主营业务受市场环境影响，业绩出现下降，Q4及20年看业务调整后继续平稳增长。

➤ **羚锐制药：符合预期。**前三季度收入+6.03%，归母净利润+23.05%，扣非后净利润+17.04%；Q3单季收入+6.38%，归母净利润+18.46%。董事长换届后进行营销改革，主打核心贴膏运动损伤概念，业绩增速稳定，20年看核心贴膏和搽剂在运动损伤领域突破。

➤ **仁和药业：低于预期。**前三季度收入+6.54%，归母净利润+11.94%，扣非后净利润+9.58%；Q3单季收入+2.93%，归母净利润-21.88%。上半年业绩快速增长后，Q3毛利率下降，销售费用率提升，业绩出现下滑。后续看黄金大单品战略深化及叮当快药引流。

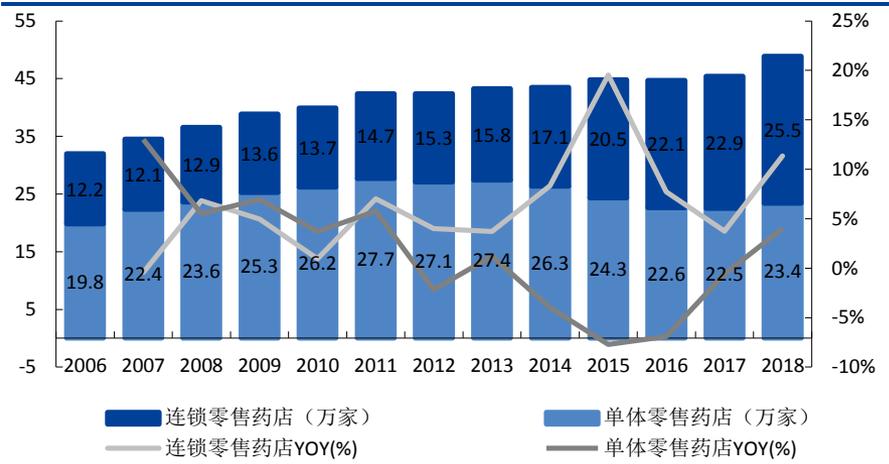
➤ **济川药业：低于预期。**前三季度收入-2.85%，归母净利润-0.24%，扣非后净利润+1.49%；Q3单季收入-15.01%，归母净利润-26.67%。蒲地蓝未进入2019版医保目录，Q3调整压力较大，拖累整体业绩，20年看小儿鼓翘、雷贝拉唑、蛋白琥珀酸铁及二线产品放量，蒲地蓝OTC端占比提高后企稳。

# 特色品牌OTC：受益行业规范度、集中度提升和医院流量外流

**受益规范度、集中度提升：**我国药店连锁化率2006年为38%，在14年开始加速，18年达到52%。药店连锁化率提高、药品零售行业规范度提升将有利于特色品牌OTC企业与大型连锁药店深度合作，利用品牌、规模、产品力和渠道让利的优势抢占非品牌企业市场。

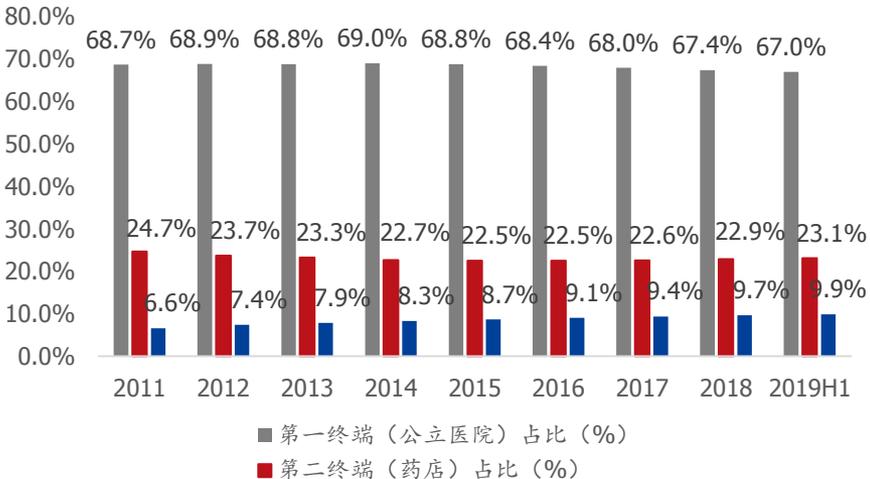
**医院流量外流助力增长：**受限制药占比、药品零加成等因素影响，医院终端市场在2014年后销售规模占比从69.0%下降至2019H1的67.0%，药店市场占比持续提升；药店市场销售额从2011年的2000亿提升至2018年的近4000亿，其中线上药店规模从1.2亿快速提升至99亿。在自然增长叠加医院外流流量加成下，在细分领域具备消费者高认可度的特色品牌OTC有望保持快速成长。

图表：中国连锁药店与单体店数量（2006-2018）



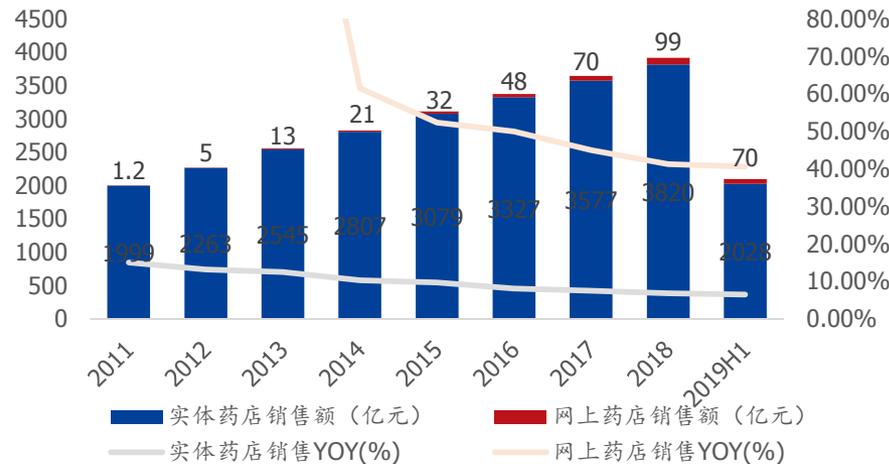
资料来源：商务部，国家药监局，国盛证券研究所

图表：药品三大终端销售规模占比（2011-2018）



资料来源：米内网，国盛证券研究所

图表：全国药店市场销售额（2011-2018）



资料来源：米内网，国盛证券研究所

# 品牌连锁医疗服务：爱尔、通策高增长持续，美年进入行业旺季收入业绩回暖

从品牌连锁医疗服务的3个标的来看，爱尔、通策持续高增长，美年进入行业旺季后收入业绩回暖：

## ➤ 营业收入：

2019Q1-Q3，收入增速三大标的均有所下滑，但19Q3有所改善。其中爱尔眼科、通策医疗持续20%以上增速增长，美年健康预计此前受到体检事件影响逐渐消退，个检、团检业务均重回增长趋势。

## ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

2019Q1-Q3，爱尔眼科、通策医疗仍然保持利润上的高速增长，美年健康由于去年低基数与固定成本支出变化较小而进入体检行业旺季后带来的利润弹性体现，利润端增速大幅改善。

## ➤ 财务指标：

由于样本数量较少，美年健康的波动导致财务指标发生了较大波动。

**数据调整说明：**我们将美年健康、爱尔眼科、通策医疗作为品牌连锁医疗服务的细分领域样本库。

图表57：品牌连锁医疗服务细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	59.02%	46.39%	16.19%	17.73%	20.11%
净利润增速	53.69%	39.64%	13.04%	27.63%	43.04%
扣非后净利润增速	51.23%	41.62%	0.31%	21.83%	42.97%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表58：品牌连锁医疗服务财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	46.89%	48.49%	42.46%	45.54%	50.14%
净利率	13.38%	16.28%	10.91%	14.27%	19.27%
销售费用率	16.69%	14.60%	15.18%	14.64%	13.83%
期间费用率	29.52%	27.12%	29.50%	28.17%	26.20%
应收账款增速	71.57%	/	23.28%	26.20%	/
经营性现金流/营业收入	12.60%	18.68%	7.06%	10.91%	16.65%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 品牌连锁医疗服务核心公司业绩表现

## 品牌连锁医服务核心公司业绩表现：

- ▶ **美年健康：略超预期。**前三季度收入增速7.89%，归母净利润增速-5.46%，Q3单季收入增速2.24%，归母净利润增速+46.80%。预计去年体检事件影响逐步消退，公司个检、团检业务重回增长，同时受到进入行业旺季利润弹性体现以及去年低基数的影响，Q3单季利润端改善明显。公司为品牌连锁体检服务龙头，有望长期享受体检优质赛道红利，看好后续战略转型个检业务驱动公司收入业绩增长。
- ▶ **爱尔眼科：符合预期。**前三季度收入增速26.25%，归母净利润增速37.55%，Q3单季收入增速27.24%，归母净利润增速38.91%。预计视光、屈光业务由于进入暑假假期旺季影响在三季度增长较快，驱动公司整体保持收入业绩高增长。公司为全球规模最大的眼科连锁医疗服务机构，充分享受眼科赛道红利，看好后续高端眼科手术的快速发展与国内三四线城市以及美国、欧洲、东南亚等国外市场的外延布局。
- ▶ **通策医疗：基本符合预期。**前三季度收入增速22.11%，归母净利润增速45.13%，扣非后归母净利润增速45.00%。预计随着高毛利业务占比提升，新建分院逐步进入利润收获期，毛利率、净利率快速提高，收入业绩持续高增速增长。公司当前已经逐步形成“医院可复制+医生可复制+团队可复制”的成熟体系，省内依托蒲公英计划覆盖浙江省全省，省外通过存济基金打开局面，叠加种植倍增计划与特色医院战略提高高端业务占比，未来发展路径清晰，持续高增长可期。

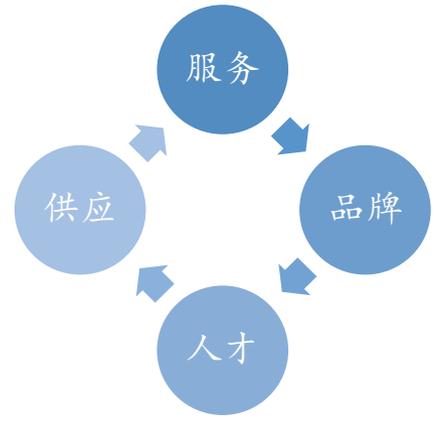
# 品牌连锁医疗服务：多点开花+消费升级，医疗服务持续高景气

## 品牌连锁医疗服务未来趋势：

在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，医疗服务行业维持着长期的高景气度。龙头企业逐渐在优质的赛道中形成了品牌影响力、人才培养能力、供应链管理、优质服务能力的强大壁垒，未来有望强者恒强，保持高速增长。

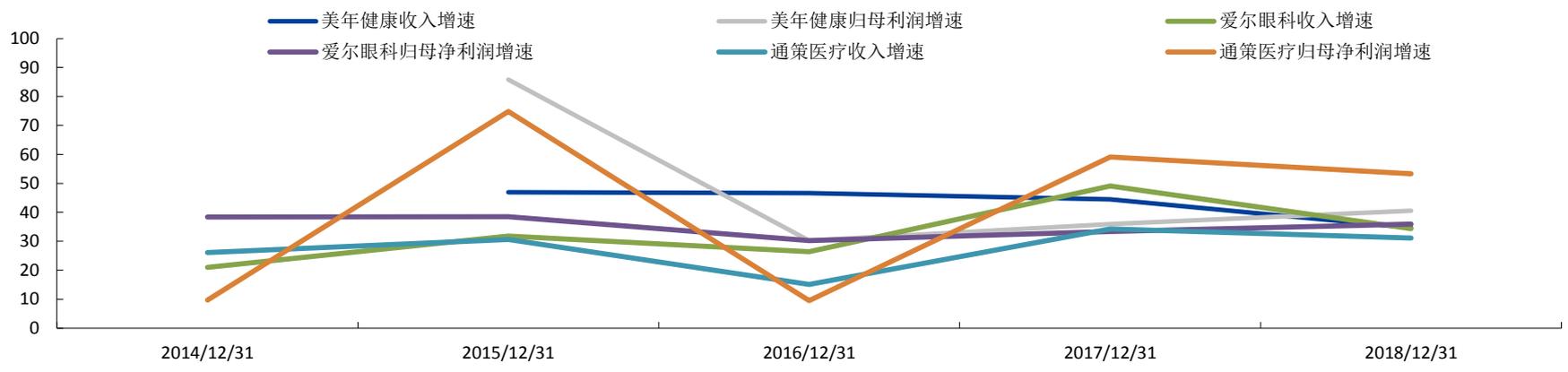
爱尔眼科、通策医疗、美年健康离天花板仍然很远。尽管三大品牌连锁医疗服务企业上市以来保持着高速的复合增长，但目前整体的市占率仍然不高，未来随着在各地的多点开花、消费升级带来高端需求提升等多因素影响下，保持高速增长。

图表：品牌连锁医疗服务四大壁垒



资料来源：国盛证券研究所

图表：爱尔眼科、通策医疗、美年健康收入、归母净利润增速（2014-2018）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

# IVD：行业整体依然处于高景气状态，头部企业表现优异

**IVD领域：**行业整体依然处于高景气状态，头部企业表现优异

## ➤ 营业收入：

在2017-2018年部分企业快速收购下游渠道和拓展检验打包业务的前提下，IVD行业2019年前三季度继续呈高速增长状态，受科华生物并表影响，IVD板块收入端2019年Q3增加较多。

## ➤ 归母净利润&扣非后归母净利润：

利润端不同公司之间分化严重，免疫化学发光/POCT/分子诊断类的细分领域头部企业表现优异（安图生物、万孚生物、凯普生物等），生化类产品增速较慢但有好转迹象（九强生物生化类产品增速有所提升）。

## ➤ 财务指标：

IVD板块的毛利率明显高于医疗器械板块整体水平并保持稳定，并随着新产品不断上市有所提升；销售费用率、期间费用率呈现上升的状态并影响了净利率水平，一方面企业研发投入不断增加，另一方国产同类产品的竞争加剧也导致了销售费用有所提高；此外，IVD企业的应收账款和经营性现金流变化趋势与医疗器械板块整体保持一致。

**数据调整说明：**我们将艾德生物、安图生物、迪瑞医疗、九强生物、凯普生物、科华生物、透景生命、基蛋生物、万孚生物等9个标的作为IVD细分领域样本库。

图表：IVD细分领域收入及利润增速情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
收入增速	30.24%	19.92%	23.52%	24.97%	27.70%
净利润增速	22.95%	18.70%	19.83%	19.73%	19.53%
扣非后净利润增速	22.12%	14.46%	19.06%	21.15%	25.03%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表：IVD细分领域财务指标情况

项目	2018Q1-Q3	2018Q3	2019H1	2019Q1-Q3	2019Q3
毛利率	63.70%	65.17%	64.83%	64.63%	64.26%
净利率	25.94%	26.36%	25.22%	25.09%	24.86%
销售费用率	18.44%	19.48%	19.42%	19.22%	18.85%
期间费用率	34.37%	36.11%	36.22%	35.90%	35.32%
应收账款增速	41.84%	\	31.51%	30.60%	\
经营性现金流/营业收入	16.64%	15.82%	15.87%	18.35%	22.86%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## IVD龙头三季度表现：

- **安图生物：符合预期。**公司前三季度收入端增长39.22%，归母净利润增长30.87%，Q3单季度利润端增长32.42%。前三季度磁微粒化学发光试剂收入增速约为45-50%，装机量约为700台，继续保持快速增长，同时微生物、生化也保持较快增长速度，流水线及质谱装机进度符合预期。
- **万孚生物：符合预期。**公司前三季度收入端增长23.51%，归母净利润增长30.44%，Q3单季度利润端增长38.58%。剥离部分经销商子公司导致收入端同比增速有所下降，心标、炎症、传染病检测等主要产品继续保持快速增长，同时美国市场增速逐渐好转。
- **艾德生物：符合预期。**公司前三季度收入端增长32.84%，归母净利润增长13.54%，Q3单季度利润端增长16.72%，加回激励摊销费用单季度增长接近70%。PCR五联检产品带动单价提升，NGS产品继续爆发式增长。

## 细分领域未来趋势判断：

- **得研发者得天下**，IVD行业产品更新换代速度快，对于企业研发投入及产品储备有较强要求，在目前国产替代的大背景下，研发型头部企业通过丰富的产品线和不断迭代的新产品享受行业红利，不断提升市场占有率。

# IVD:细分领域处于红利期,未来保持快速增长

## 细分领域处于红利期,保持快速增长:

国内IVD市场处于快速发展红利期,随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张,进口替代水平低/创新类IVD产品将持续放量,其中免疫诊断、分子诊断和POCT细分领域将保持快速增长。

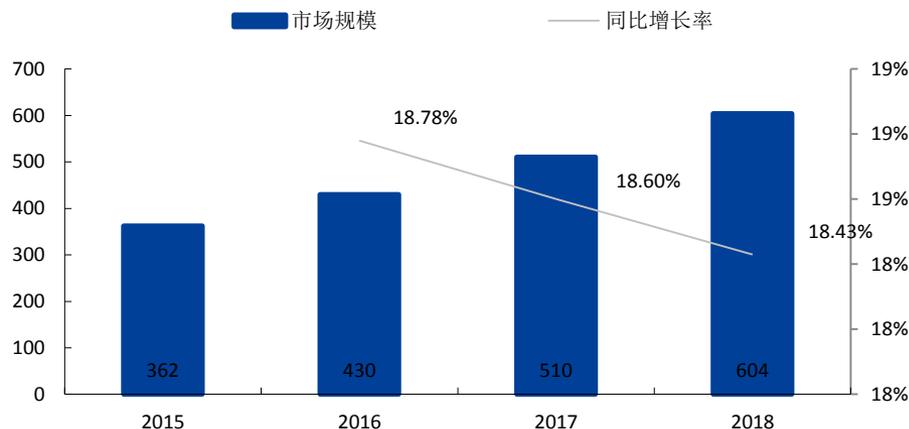
### ➤ 免疫诊断(以磁微粒化学发光产品为主):

是目前最为主流检测方式,IVD行业占比最大(200亿市场,占IVD市场整体三分之一),高增长(平均增速20%,安图生物等头部企业增速接近50%),进口替代空间大(80%以上的化学发光市场由罗氏、丹纳赫、雅培和西门子占领,以三级医院为主),磁微粒化学发光试剂的主流地位仍将保持较长时间。

➤ **分子诊断:**国内分子诊断起步较晚但增速迅猛,未来有赶超之势(平均增速20%),产前诊断、肿瘤基因检测、个体化用药等应用场景将成为未来主流趋势,需求将快速释放。

➤ **POCT:**体外诊断行业新兴细分领域,检测时间短(几分钟内出结果)、对环境和使用要求低(仪器体积小可便携、操作人员不需要过多专业培训上手快),可满足急诊、ICU、基层医院等多种应用场景。POCT市场属于起步阶段,国内龙头企业部分项目增速接近翻倍。

图表:中国体外诊断市场规模(亿元)



资料来源:中国医疗器械蓝皮书,国盛证券研究所

图表:2018年中国体外诊断市场细分市场占比

分类	增速	市场占比
整体	15-20%	100%
免疫诊断	20%	35%
生化诊断	6-7%	20-25%
分子诊断	20%	10%
POCT	25%	10+%
血液体液诊断	10%	10%
微生物诊断	10+%	5%
病理	10+%	3%

资料来源:中国体外诊断行业年度报告,国盛证券研究所

## 风险提示

- **负向政策持续超预期：**由于医保控费的压力，导致集采范围扩大或其他医药降价政策的实施
- **行业增速不及预期：**部分板块及产品竞争格局恶化，以及负向政策的扰动，导致增速不及预期

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You



国盛证券  
GUOSHENG SECURITIES