

投资评级:中性(维持)

“药”倾听市场的声音第一百期

三季度热门板块业绩均表现较好

最近一年行业指数走势



联系信息

沈瑞

SAC 证书编号: S0160517040001
shenr@ctsec.com

分析师

021-68592283

张文录

SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

分析师

相关报告

- 《国家喊话中医药传承创新或将迎来行业发展转机:“药”倾听市场的声音第九十九期》 2019-10-30
- 《注射剂一致性评价将加速行业洗牌:“药”倾听市场的声音第九十八期》 2019-10-27
- 《未来中美关系趋向和缓,有利于创新交流和财政医保:医药生物漫谈第九十七期》 2019-10-14

投资要点:

● 收入增速有所下降, 利润增速逐渐改善

上周市场最为关注的对三季度情况进行了总结。由于不同机构测算的口径不同,因此收入和利润端增速有所不同。前三季度营业收入同比测算15%左右,增速较上半年同比增速下降约2个pp。前三季度扣非净利润同比增速各家差异略偏大,整体增速在5-10%之间,利润端增速较上半年略有改善。收入端增速下降,主要原因包括去年流感带来的高基数、医保控费和代理采购导致。4月1日后的增值税从16%下降到13%,对二三季度行业利润贡献较大。行业集中度提高,优质龙头增速较快,也导致在收入增速下降的情况下,利润端增速有所提升。

● 热门板块业绩均表现较好, 估值有坚实支撑

表现较好的板块有化药板块的 CMO, 生物药板块的血制品、疫苗、重组蛋白, 医疗器械板块的高值耗材、高端设备, 医药流通板块的药店行业, 医疗服务领域的 CRO、ICL 以及专科医院等。根据市场多家机构统计 CMO 和疫苗具有爆发性, 利润增速 50% 左右, 血制品利润增速 25% 左右, 重组蛋白的利润端增速在 20% 左右。医疗器械领域, 高端设备利润增速 20% 以上, 高值耗材增速 30% 以上。医药流通领域的亮点主要在药店, 利润端增速接近 30%。医疗服务领域亮点较多, CRO 增速接近 40%, ICL 增速 40% 以上, 专科医疗利润端增速在 20% 以上。由此可见, 今年以来表现较好的热门领域, 业绩有坚实的支撑。

CRO&CDMO 继续分享创新药浪潮的红利, 凭借国内的工程师红利和临床资源以及巨大市场, 龙头药明、康龙三季度超预期, 泰格也保持超高速增长, 药石昭行短暂放缓影响很小。医疗服务主要是美年健康业绩有所拖累, 美年三季度单季业绩较好, 爱尔通策仍然保持高速增长。四大药店仍保持较快的门店增长速度, 新增门店在 100-300 家的大致范围。血制品板块边际改善明显, 疫苗主要受益于 23 价肺炎和四联苗的放量。高端设备增长主要是迈瑞拉动, 高值耗材主要是乐普、大博、健帆等高速增长导致。

风险提示: 金融市场系统性风险; 带量采购加速的风险

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (11.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002675	东诚药业	119.69	14.92	0.35	0.49	0.63	42.63	30.45	23.68	买入
002044	美年健康	611.94	16.35	0.22	0.24	0.32	74.32	68.13	51.09	买入
603259	药明康德	1,551.56	94.74	1.38	1.51	2.06	68.65	62.74	45.99	买入
300233	金城医药	82.92	21.09	0.67	1.54	1.48	31.48	13.69	14.25	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

内容目录

1、“药”倾听市场的声音第一百期	3
1.1 收入增速有所下降，利润增速逐渐改善	3
1.2 热门板块业绩均表现较好，估值有坚实支撑	3
2、本周市场回顾	4
2.1 医药生物行业一周表现	4
2.2 子行业及个股一周表现	5
2.3 行业估值变化	6
3、重要报告摘要	6
3.1 季报点评：美年健康-002044-三季度业绩好转，引入阿里战投推动巨大	6
3.2 中报点评：欧普康视-300595-内生外延量价结构多重驱动力，业绩持续靓丽	7
4、周新闻资讯	8
5、风险提示	9

图表目录

图 1：一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较	4
--------------------------------	---

1、“药”倾听市场的声音第一百期

改版的医药生物漫谈更名为《“药”倾听市场的声音》。除了之前常规的行情周分析、重点报告和行业新闻资讯等板块，在周观点中增加来自市场的观点和意见，同时也融合我们对行业和个股等的看法，在每周周中推出。

1.1 收入增速有所下降，利润增速逐渐改善

上周市场最为关注的对三季报情况进行了总结。由于不同机构测算的口径不同，因此收入和利润端增速有所不同。前三季度营业收入同比测算 15%左右，增速较上半年同比增速下降约 2 个 pp。前三季度扣非净利润同比增速各家差异略偏大，整体增速在 5-10%之间，利润端增速较上半年略有改善。收入端增速下降，主要原因包括去年流感带来的高基数、医保控费和代理采购导致。4 月 1 日后的增值税从 16%下降到 13%，对二三季度行业利润贡献较大。行业集中度提高，优质龙头增速较快，也导致在收入增速下降的情况下，利润端增速有所提升。

从细分板块来看，原料药行业由于价格回落，今年利润增速较去年同期大幅下降，特色原料药如天宇股份、司太立、普洛药业、美诺华等表现很好。化学制剂整体增速不快主要是带量采购、高基数因素导致，仿制药增速下降，创新药增速提高。中药业绩下滑较为明显，受到康美和阿胶的影响，片仔癀增速较快。医疗器械板块内部分化多，ivd 保持稳定增长。医药商业受到的政策冲击已经过去，单季度环比有所改善。

1.2 热门板块业绩均表现较好，估值有坚实支撑

表现较好的板块有化药板块的 CMO，生物药板块的血制品、疫苗、重组蛋白，医疗器械板块的高值耗材、高端设备，医药流通板块的药店行业，医疗服务领域的 CRO、ICL 以及专科医院等。根据市场多家机构统计 CMO 和疫苗具有爆发性，利润增速 50%左右，血制品利润增速 25%左右，重组蛋白的利润端增速在 20%左右。医疗器械领域，高端设备利润增速 20%以上，高值耗材增速 30%以上。医药流通领域的亮点主要在药店，利润端增速接近 30%。医疗服务领域亮点较多，CRO 增速接近 40%，ICL 增速 40%以上，专科医疗利润端增速在 20%以上。由此可见，今年以来表现较好的热门领域，业绩有坚实的支撑。

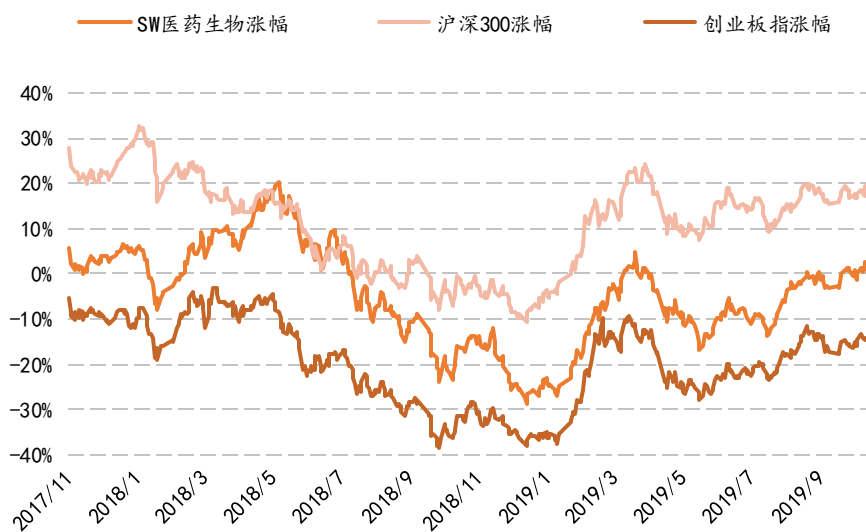
CRO&CDMO 继续分享创新药浪潮的红利，凭借国内的工程师红利和临床资源以及巨大市场，龙头药明、康龙三季报超预期，泰格也保持超高速增长，药石昭衍短暂放缓影响很小。医疗服务主要是美年健康业绩有所拖累，美年三季度单季业绩较好，爱尔通策仍然保持高速增长。四大药店仍保持较快的门店增长速度，新增门店在 100-300 家的大致范围。血制品板块边际改善明显，疫苗主要受益于 23 价肺炎和四联苗的放量。高端设备增长主要是迈瑞拉动，高值耗材主要是乐普、大博、健帆等高速增长导致。

2、本周市场回顾

2.1 医药生物行业一周表现

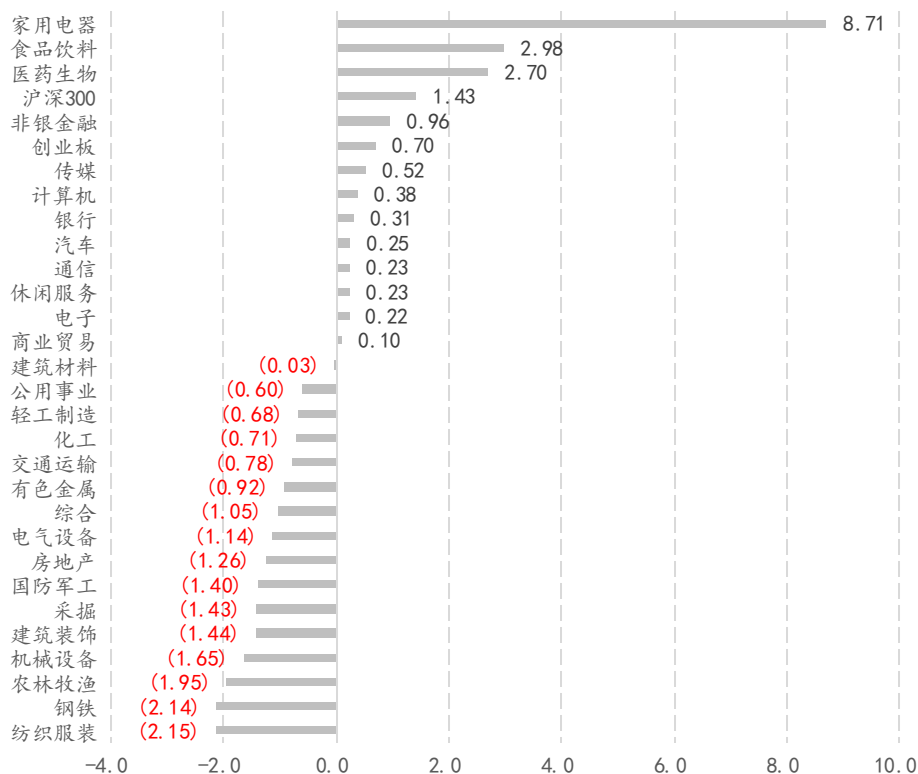
本周沪深 300 指数上升 1.43%、创业板指上升 0.70%。行业板块有涨有跌，家用电器(8.71%)、食品饮料(2.98%)涨幅居前，纺织服装(-2.15%)、钢铁(-2.14%)下跌较多，医药生物(2.70%)涨跌幅在 28 个子行业中排在第 3 位。

图1：一年以来医药生物板块与沪深300和创业板涨幅比较



数据来源：wind，财通证券研究所

图2：上周各行业涨跌幅一览（单位：%）

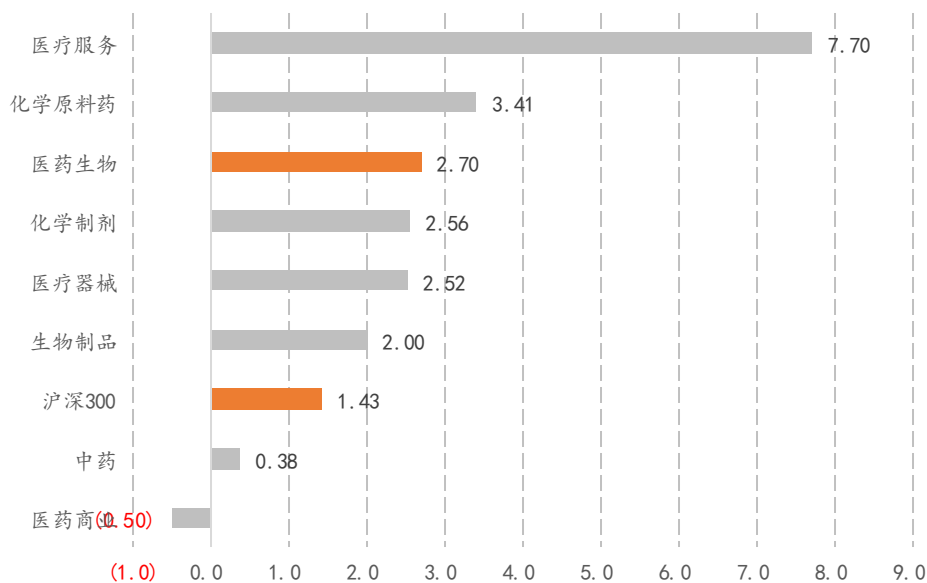


数据来源: wind, 财通证券研究所

2.2 子行业及个股一周表现

医药生物子行业普遍上涨, 医疗服务 (7.70%) 涨幅居前、化学原料药 (3.41%)、化学制剂 (2.56%)、医疗器械 (2.52%)、生物制品 (2.00%)、中药 (0.38%), 医药商业 (-0.50%) 有所下跌。

图3: 医药生物子行业涨跌幅 (单位: %)



数据来源: wind, 财通证券研究所

个股方面，乐心医疗(+22.96%)、浙江医药(+16.47%)、美年健康(+13.89%)涨幅居前；长生退(-38.46%)、吉药控股(-17.21%)、山大华特(-16.92%)相对表现不佳。

表 2：本周个股涨幅前十

股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
300562.SZ	乐心医疗	22.96
600216.SH	浙江医药	16.47
002044.SZ	美年健康	13.89
300003.SZ	乐普医疗	13.22
000661.SZ	长春高新	12.70
002901.SZ	大博医疗	12.40
002626.SZ	金达威	12.31
603367.SH	辰欣药业	11.91
603520.SH	司太立	11.24
600285.SH	羚锐制药	10.89

数据来源：Wind，财通证券研究所

表 3：本周个股跌幅前十

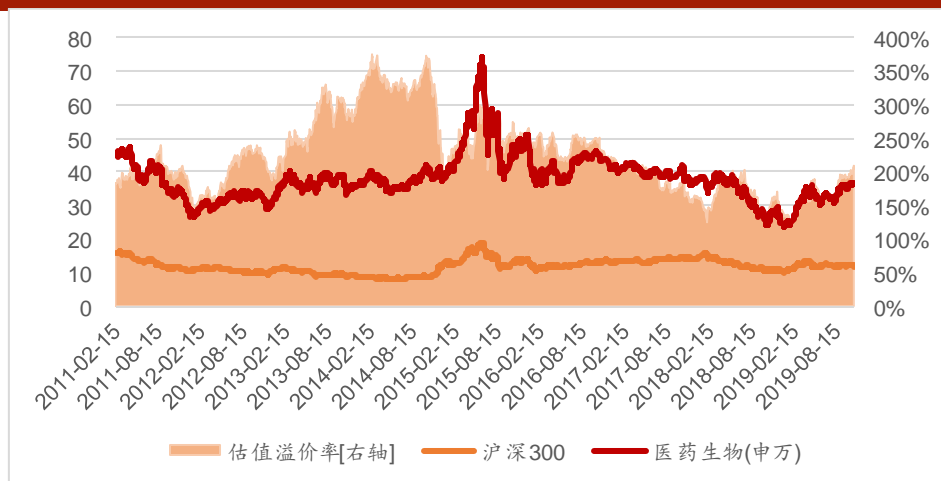
股票代码	公司名称	涨跌幅 (%)
002680.SZ	长生退	-38.46
300108.SZ	吉药控股	-17.21
000915.SZ	山大华特	-16.92
000908.SZ	景峰医药	-16.30
600227.SH	圣济堂	-14.62
002412.SZ	汉森制药	-14.17
600566.SH	济川药业	-11.85
000153.SZ	丰原药业	-10.55
300314.SZ	戴维医疗	-10.36
600211.SH	西藏药业	-10.20

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 行业估值变化

上周医药生物板块估值为 36.57，低于 2011 年至今估值均值 37.97。相对沪深 300 估值溢价率为 202%。

图 4：2010 年至今医药生物板块估值变化 (TTM、整体法、剔除负值)



数据来源：Wind,财通证券研究所

3、重要报告摘要

3.1 季报点评：美年健康-002044-三季度业绩好转，引入阿里战投推动巨大

● 新增门店放缓，积极提升质量优化效率

公司前三季度营业收入 62.8 亿 (+7.9%)，增速较中报增加 5pp，较去年底减少 27pp。单季收入同比增长 15.5%，较 2 季度增加 13pp 显著改善。公司今年放缓了外延扩张的速度，门店增速放缓，加强内部管理，提升体检质量。三季度业绩回升主要是内生改善，新产品推出的影响。

前三季度归母净利润 3.91 亿 (-5%)，增速较中报少减 84pp，较去年底下降 45pp。单季归母净利润 3.74 亿 (+46.8%)，二季度单季下降 50%，去年增 20%。前三季度扣非净利润 2.4 亿 (-29.8%)，三季度单季扣非 3.77 亿 (+55.8%)。因此三季度单季情况显著好转，甚至比去年情况更好。

● 三季度毛利率回升，销售管理费用率下降

前三季度毛利率 41.5%，较上半年提升 6pp，较去年同期下降 5pp，毛利率较上半年好转，尚未达到去年水平。前三季度销售费用率 22.8%，较上半年下降 2.2pp，较去年同期下降 3.2pp；随着业绩放缓，销售费用也逐渐压缩。管理费用率 7.2%，较上半年下降 1.2pp，较去年同期持平，管理效率逐渐提高，规模效应逐步体现。

● 引入阿里系战略投资，推动巨大奠定行业格局

公司控股股东拟向阿里网络、杭州信投和上海麒钧转让 5.58%、5.24%、5.34%，合计 16.16% 的股本，单价 12.01 元（折价 12%），累计金额 72 亿，不改变公司实控人地位。公司引入阿里系作为战略投资者，有利于实控人体外投资门店及相关生态圈。阿里系能够帮助美年健康提升数字化管理水平，挖掘大健康数据价值，协助宣传推广和流量导入。另外阿里系作为爱康国宾第一大股东，有利于推进行业巨头合作。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 19-20 年 EPS 分别为 0.24/0.32/0.45 元，对应 PE 分别为 63.6 倍、47.6 倍、33.7 倍。给予买入评级，目标价 16.8 元。

● 风险提示：债务杠杆过高**3.2 中报点评：欧普康视-300595-内生外延量价结构多重驱动力，业绩持续靓丽****● 内生外延量价结构多重驱动力，业绩持续靓丽**

公司前 3 季度营业收入 4.85 亿 (+46.9%)，增速较去年同期下降 1.5pp，较去年底持平，较上半年减少 4pp，营业收入增速维持高位，较上半年略有下降，收入端下降与并购经销商增速下降有关，从母公司收入占并表收入比例 69% 来看，与上半年持平。母公司营收 3.35 亿 (+30.2%)，符合我们的预期，与

上半年增速持平。母公司增长主要由于镜片量高速增长，dreamvision 比例的提高，预计梦戴维和 DV 出厂价变化不大。并表整体增速更快主要是投资经销商渠道的快速推进带来的价值链延伸、销售渠道加强和外延增长，外延增长包括框架镜销售等。

前三季度归母净利润 2.29 亿 (+38.6%)，增速较上半年下降 1pp，基本持平。扣非净利润 2.02 亿 (+39.42%)，增速较去年同期、去年底、上半年均持平，平稳高速增长。利润端延续之前高增长状态处于历史高位，母公司营业利润（不含投资收益）增长 33%，与收入持平，利润端增速上台阶的母公司之外的动力来自销售价值链延伸，在经销转直销速度放缓的情况下，自营零售占比提升可能是新动力。

● 产品结构优化提升毛利率，并渠道放缓销售管理费用率回落

前三季度毛利率 80.0%，较上半年增加近 2pp，主要是由于 dreamvision 占比提升，以及高毛利的角膜镜增速快于低毛利的护理产品导致。销售费用率 18.61%（较去年全年增加 2.3pp，较上半年下降 2.6pp），主要由于公司并入大量销售渠道公司，因此承担的销售人员薪酬、销售费用、新设公司的租赁装修导致，且今年并入速度放缓导致三季度销售费用率下降。管理费用率达到 9.14%（较去年全年下降 1pp）主要为新增并入公司的装修费增加放缓导致。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.74 元、1.10 元、1.59 元，对应 PE 分别为 64.3 倍、43.4 倍、30.0 倍。维持公司“买入”评级。给予目标价 44.4 元。

● 风险提示：行业竞争加剧

4、周新闻资讯

10 月 28 日，江苏省医疗保障局拟定了《江苏省推进落实国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围工作实施方案（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见，拟于 2019 年 12 月 31 日前全面执行国家试点扩围结果和各项配套政策。

10 月 28 日，湖南省公共资源交易中心公布了《关于公示国家基本药物目录品种属性标识申诉处理结果（第二批）的通知》，将部分药品重新标识为基本药物，并给与公示。6 大药品基药目录属性调整，多规格重新纳入基药目录。

10 月 29 日，国家药监局发布通知《关于发布天门冬氨酸氨基转移酶测定试剂等 4 项注册技术审查指导原则的通告》，其中指明为加强医疗器械产品注册工作的监督和指导，进一步提高注册审查质量，国家药品监督管理局组织制定

了《天门冬氨酸氨基转移酶测定试剂注册技术审查指导原则》《总胆固醇测定试剂注册技术审查指导原则》《尿酸测定试剂注册技术审查指导原则》和《尿素测定试剂注册技术审查指导原则》，并于当日发布。

10月31日，广西药械采购网发布通知，公布了2015年广西药品招标采购不列入价格联动范围的部分药品（第一批）。通知显示，鉴于拟进入价格联动范围的部分药品（第一批）因不接受联动价格而申请退出价格联动，根据广西壮族自治区医疗保障局广西壮族自治区卫生健康委员会《关于进一步调整完善医疗卫生机构药品集中采购和配备使用政策的通知》（桂医保规〔2019〕1号）有关规定，不将其列入价格联动范围。2019年12月1日正式执行联动基准价，不列入价格联动范围的药品原则上一律停止网上交易。

11月2日，国家药品监督管理局有条件批准了甘露特钠胶囊（商品名“九期一”）上市注册申请，用于轻度至中度阿尔茨海默病，改善患者认知功能。阿尔茨海默病发病机制十分复杂，病程时间长，治愈难度大，该药的上市将为患者提供新的用药选择。

5、风险提示

市场剧烈波动风险；新药上市不确定性风险

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。