

2019年11月26日

证券研究报告/行业研究报告/行业三季



行业结构分化明显，长期行业趋势乐观

——医药生物行业 2019 年三季度综述

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：伍可心

联系电话：0755-82830333 (119)

邮箱：wukx@wanhesec.com

主要观点：

2019 年前三季度生医药生物行业 A 股上市公司合计实现营业收入 12,582.17 亿元，同比上涨 16.49%；实现扣非净利润 878.84 亿元，同比增加 6.73%；实现归母净利润 1013.25 亿元，同比增加 8.35%。

细分行业比较：

细分领域表现分化，医疗器械、生物制品领域企业业绩表现亮眼。**原料药：**业绩好转主要受供给侧改革及猪瘟影响导致产品提价；另外，部分特色原料药企业在成长期，逐渐升级为原料药制剂的一体化供应企业，盈利能力预计将持续提升。**化学制剂：**行业正在发生结构性变化，仿制药受一致性评价+集采等政策影响快速大幅降价，盈利能力持续下降；部分创新药龙头公司由于医保支付结构的调整业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。**中药：**中药行业整体业绩增速低迷。**生物制品：**行业景气度高，业绩依旧亮眼。**医疗器械：**前三季度主要受宏观经济影响，政府采购增速放缓影响业绩，高值耗材或将以价换量迎来业绩爆发。**医疗服务：**连锁医疗服务机构受益于国内对健康的关注提升及医疗的需求持续扩大；CXO 将在较长时期内维持高景气度的发展态势。**医药商业：**医药流通领域受两票制影响较大，目前逐步趋于稳定，两票制及集采扩面正在提高行业集中度；医药零售板块面临服务升级的过程，长期来看，行业将进一步扩大。**投资策略：**2019 年从医药生物各细分行业业绩来看，内部持续分化，生物制品、高值耗材、医疗服务等细分领域持续高景气；医疗器械受政府采购放缓影响，业绩短期恐承压；医药商业市场份额逐渐被头部企业占据，景气度有所回升。随着国产替代、分级诊疗、高值耗材集采试行等相关政策的逐步落实，产品研发迭代能力强的国产医疗器械龙头有望显著提升市场占有率并带动相关领域的发展。随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场，各项政策推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间，其中生物制药因具有较高技术门槛，目前在国际行业龙头的研发管线上占比过半，部分国内制药龙头已经开始着重生物制品的研发，生物制药行业将在较长期内维持高景气度。由于未来整个制药行业对研发的注重，医疗服务细分领域 CXO 将因此保持较高景气度。建议持续关注生物制品、医疗器

械板块和部分细分领域的后续投资机会。

风险提示：宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

目录

一、	行业整体情况	7
1.	板块行情表现	7
2.	行业业绩表现	8
3.	板块估值变化	11
二、	细分板块分析	12
1.	化学原料药	12
2.	化学制剂	13
3.	中药	14
4.	生物制品	15
4.1	生物制品（生物制药+疫苗）	16
4.2	血制品	18
5.	医疗器械	19
5.1	医疗设备	20
5.2	高值耗材	21
5.3	IVD	22
6.	医疗服务	23
6.1	医疗服务机构	24
6.2	CXO	25
7.	医药商业	26

7.1	医药流通	27
7.2	医药零售	28
三、	投资策略与建议	30
四、	风险提示	30

图表 1	2019 年年初至 10 月 31 日行业指数走势	7
图表 2	2019 年前三季度申万一级行业营收同比增速 (%)	8
图表 3	2019 年前三季度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)	8
图表 4	2012-2019Q3 医药制造业营业总收入及同比增速	9
图表 5	2012-2019Q3 医药制造业利润总额及同比增速	9
图表 6	医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %)	10
图表 7	医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %)	10
图表 8	医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %)	10
图表 9	医药上市公司期间费用率 (%)	10
图表 10	2019Q1-3 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名	10
图表 11	医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2019.11.11	11
图表 12	申万医药生物三级子行业 2019 年涨跌幅 (%)	11
图表 13	原料药上市公司营收及同比 (亿元, %)	12
图表 14	原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	12
图表 15	原料药上市公司毛利率及净利率 (%)	13
图表 16	原料药上市公司主要费用率 (%)	13
图表 17	化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)	14
图表 18	化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	14
图表 19	化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%)	14
图表 20	化学制剂上市公司主要费用率 (%)	14
图表 21	中药上市公司营收及同比 (亿元, %)	15
图表 22	中药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	15
图表 23	中药上市公司毛利率及净利率 (%)	15
图表 24	中药上市公司主要费用率 (%)	15
图表 25	生物制品板块上市公司营收及同比 (亿元, %)	16
图表 26	生物制品板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	16
图表 27	生物制品板块上市公司毛利率及净利率 (%)	16
图表 28	生物制品板块上市公司主要费用率 (%)	16
图表 29	生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %)	17
图表 30	生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	17
图表 31	生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)	17
图表 32	生物制品上市公司主要费用率 (%)	17
图表 33	血制品上市公司营收及同比 (亿元, %)	18
图表 34	血制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	18
图表 35	血制品上市公司毛利率及净利率 (%)	18
图表 36	血制品上市公司主要费用率 (%)	18
图表 37	医疗器械板块上市公司营收及增速 (亿元, %)	19
图表 38	医疗器械板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	19
图表 39	医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)	20
图表 40	医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)	20
图表 41	医疗设备上市公司营收及同比 (亿元, %)	20
图表 42	医疗设备上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	20
图表 43	医疗设备上市公司毛利率及净利率 (%)	21
图表 44	医疗设备上市公司主要费用率 (%)	21
图表 45	高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %)	21
图表 46	高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	21
图表 47	高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)	22
图表 48	高值耗材上市公司主要费用率 (%)	22

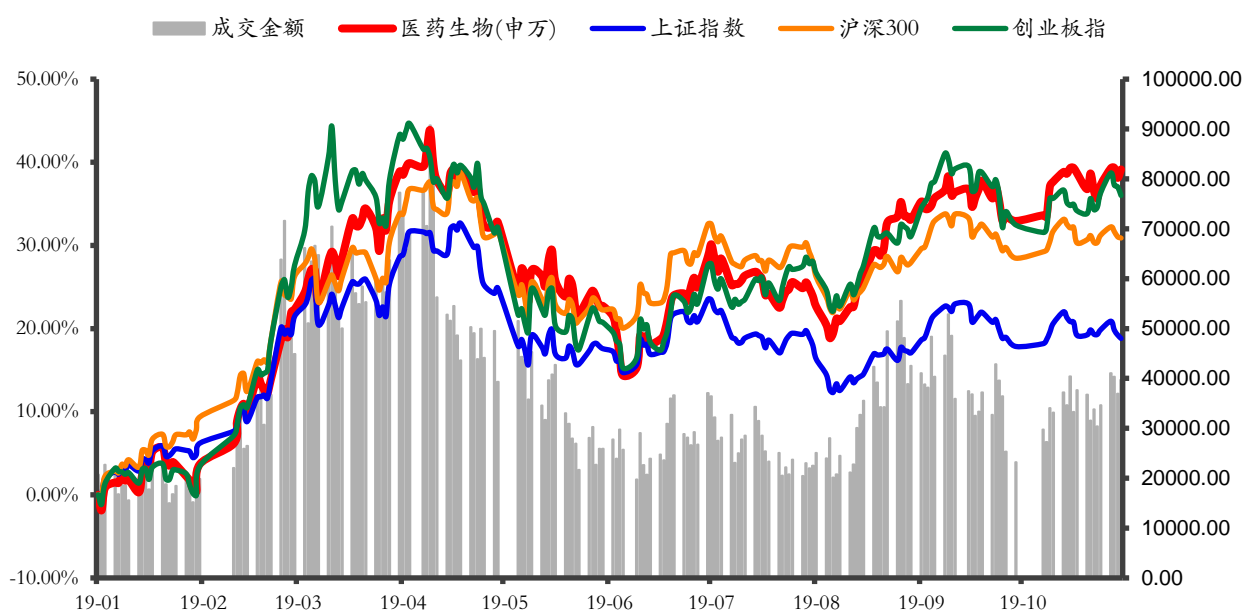
图表 49	IVD 上市公司营收及同比 (亿元, %)	22
图表 50	IVD 上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)	22
图表 51	IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)	23
图表 52	IVD 上市公司主要费用率 (%)	23
图表 53	医疗服务板块上市公司营收及增速 (亿元, %)	23
图表 54	医疗服务板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	23
图表 55	医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)	24
图表 56	医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)	24
图表 57	医疗服务机构上市公司营收及增速 (亿元, %)	24
图表 58	医疗服务机构上市公司扣非净利润 (亿元, %)	24
图表 59	医疗服务机构上市公司毛利率及净利率 (%)	25
图表 60	医疗服务机构上市公司主要费用率 (%)	25
图表 61	CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %)	26
图表 62	CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	26
图表 63	CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)	26
图表 64	CXO 上市公司主要费用率 (%)	26
图表 65	医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %)	27
图表 66	医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %)	27
图表 67	医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)	27
图表 68	医药商业上市公司主要费用率 (%)	27
图表 69	医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %)	28
图表 70	医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %)	28
图表 71	医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)	28
图表 72	医药流通上市公司主要费用率 (%)	28
图表 73	医疗药零售板块上市公司营收及增速 (亿元, %)	29
图表 74	医疗药零售板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	29
图表 75	医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)	29
图表 76	医疗药零售上市公司主要费用率 (%)	29

一、行业整体情况

1. 板块行情表现

截至2019年9月30日，A股指数整体呈上涨趋势，医药生物指数大幅跑赢各主要指数，上证综指上涨17.84%，沪深300上涨28.46%，创业板指上涨32.45%，SW医药生物上涨32.94%。（截至2019年10月31日，医药生物行业大幅跑赢各主要指数呈持续态势。）

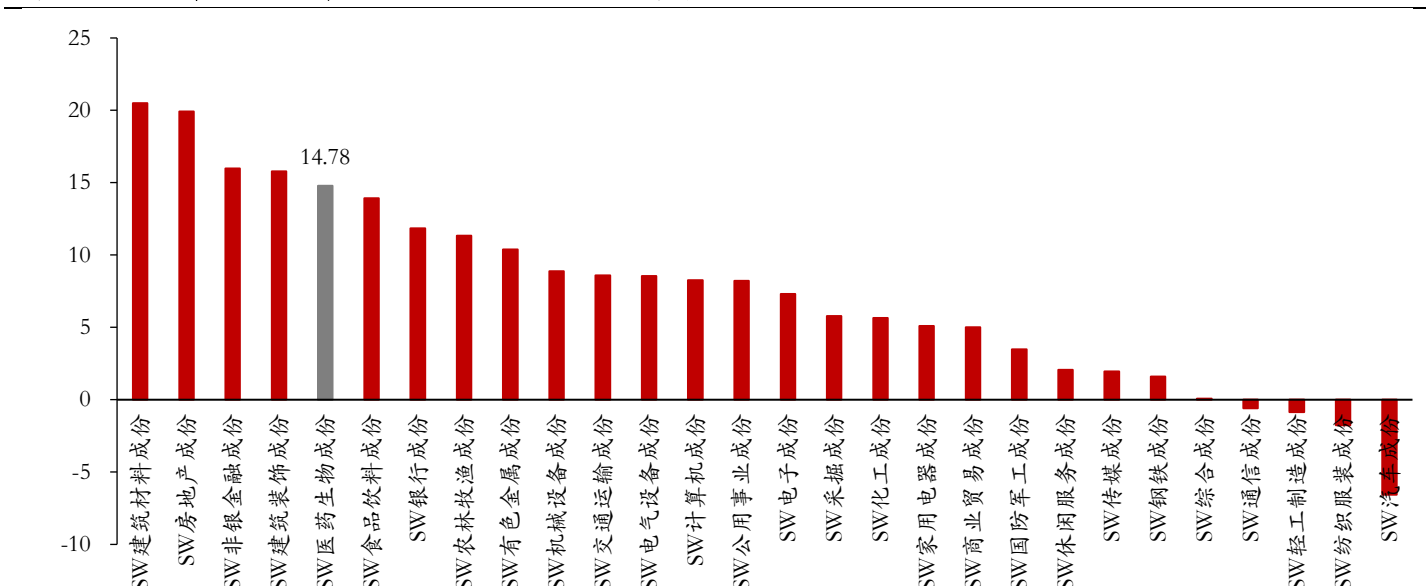
图表1 2019年年初至10月31日行业指数走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

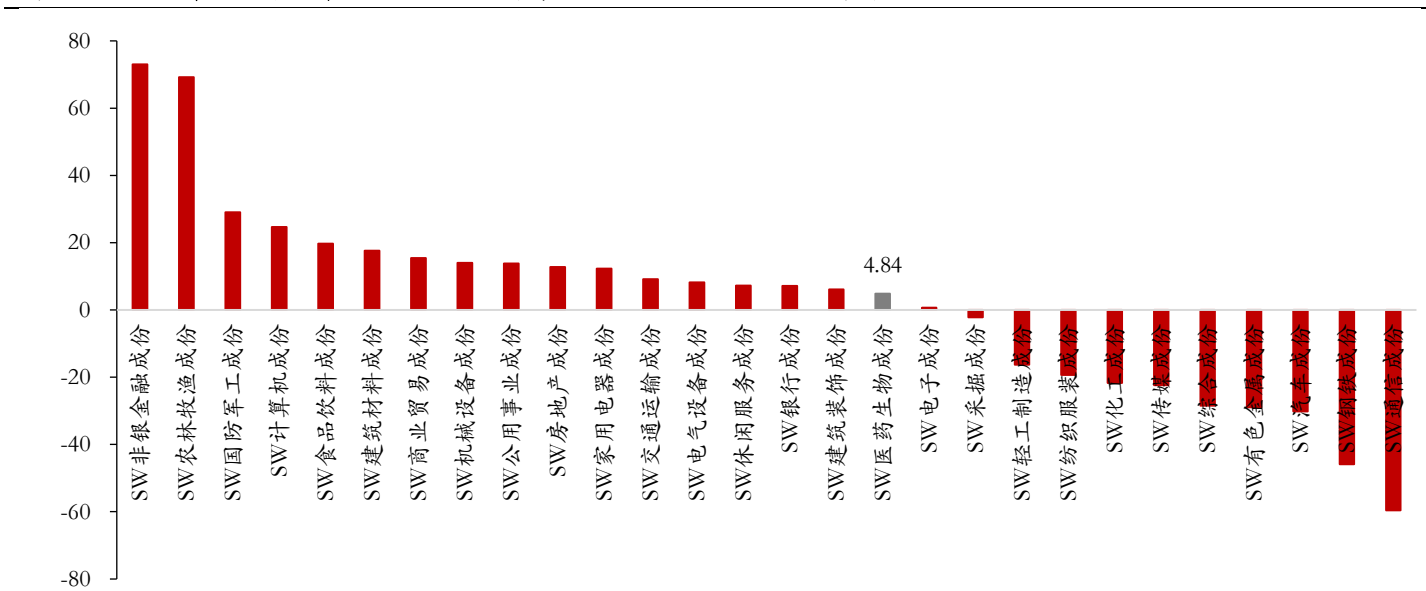
2019年前三季度，申万28个行业中，医药生物行业营收增速14.78%归母净利润增速4.33%。医药生物板块营收增长较为明显，板块利润略显疲软态势。

图 表 2 2019 年前三季度申万一级行业营收同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 表 3 2019 年前三季度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)



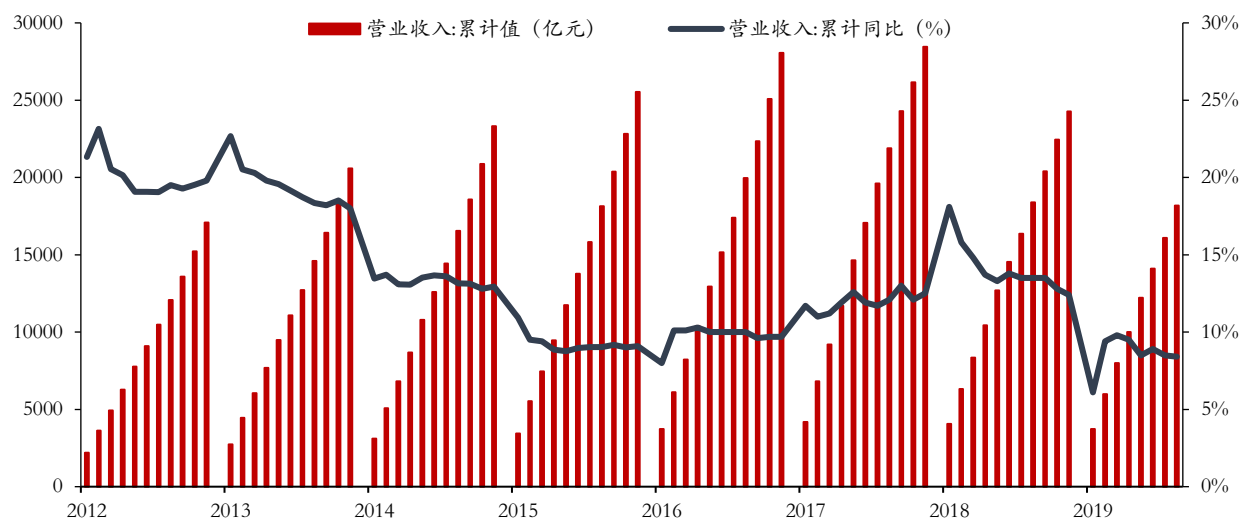
资料来源：Wind，万和证券研究所

2. 行业业绩表现

(*注释：行业情况统计我们剔除了部分 ST、退市企业、主营业务为非人用医药行业的企业，目前统计合计 298 家 A 股医药行业上市公司。)

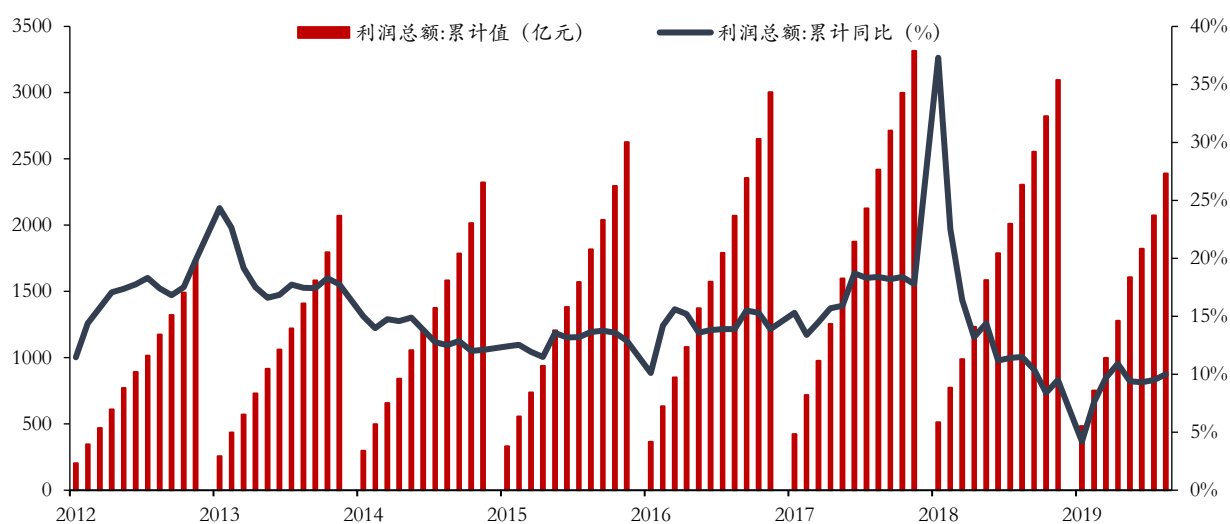
医药制造业利润端增速优于营收端。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2018 年医药制造业的营收及利润前高后低，受该基数影响，2019 年或呈前低后高趋势，利润端预计得到逐步修复，2019 前三季度实现营业收入 18,184.20 亿元，同比增速为 8.4%，利润总额为 2390.30 亿元，同比增速为 10.0%。

图表 4 2012-2019Q3 医药制造业营业总收入及同比增速



资料来源：国家统计局，万和证券研究所（医药制造业主营业务收入指标 2018 年底停止更新，营业收入指标自 2017 年起更新，因此自 2017 起为营业收入数据。）

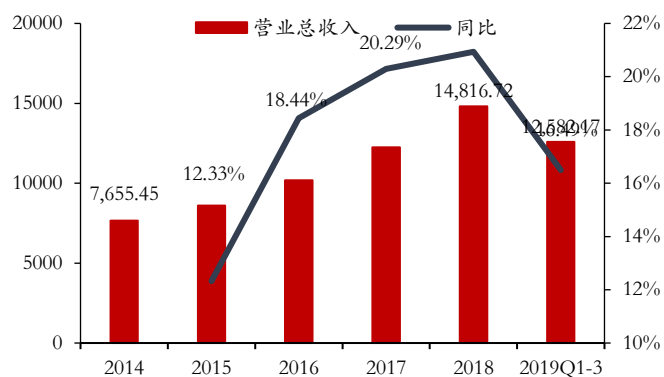
图表 5 2012-2019Q3 医药制造业利润总额及同比增速



资料来源：国家统计局，万和证券研究所

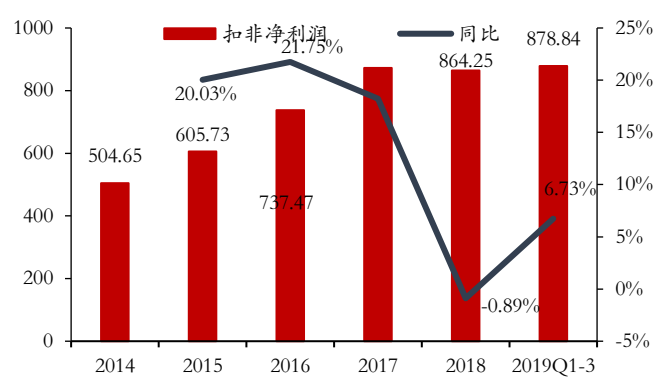
医药行业上市公司三季报披露完毕，前三季度收入端增速显著优于行业，利润端有所改善。剔除部分 ST、退市的数据可比性较低的公司以及主营业务已转型的个股，我们以医药生物行业 298 家上市公司为统计对象。从营收来看，2019 年前三季度医药生物行业实现营收合计 10,801.02 亿元，同比上涨 16.49%；实现扣除非经常性损益的归母净利润合计 878.84 亿元，同比上涨 6.73%；实现归母净利润合计 1013.25 亿元，同比上涨 8.35%。受 2018 年以来一系列医改政策影响，行业业绩整体增速承压，上市公司营业收入增速高于行业，利润端在前三季度有显著改善。

图表 6 医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %)



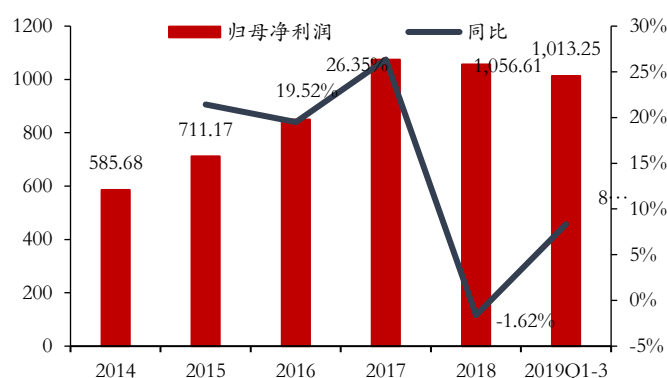
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 7 医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %)



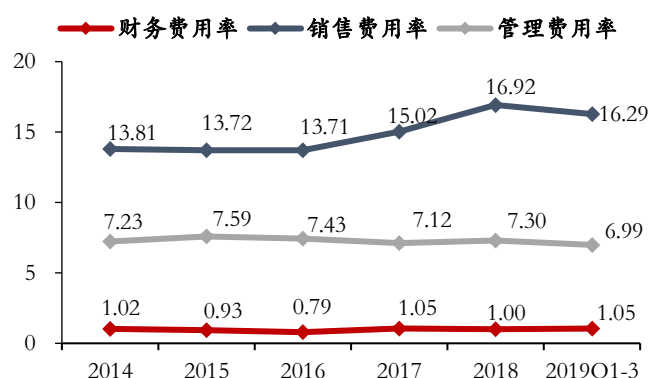
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 8 医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 9 医药上市公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所 (注: 此处管理费用率含研发)

细分子版块业绩分化, 医药商业业绩得到明显改善, 生物制品行业仍处于优势地位。2019 年前三季度, 生物制品板块在医药板块各个子行业中, 业绩表现最佳, 营收及利润增速均保持较高增长。医药商业业绩明显改善, 营收增速处于子行业第一位, 利润增速处于行业第三位, 化学原料药板块利润端得到明显改善。

图表 10 2019Q1-3 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

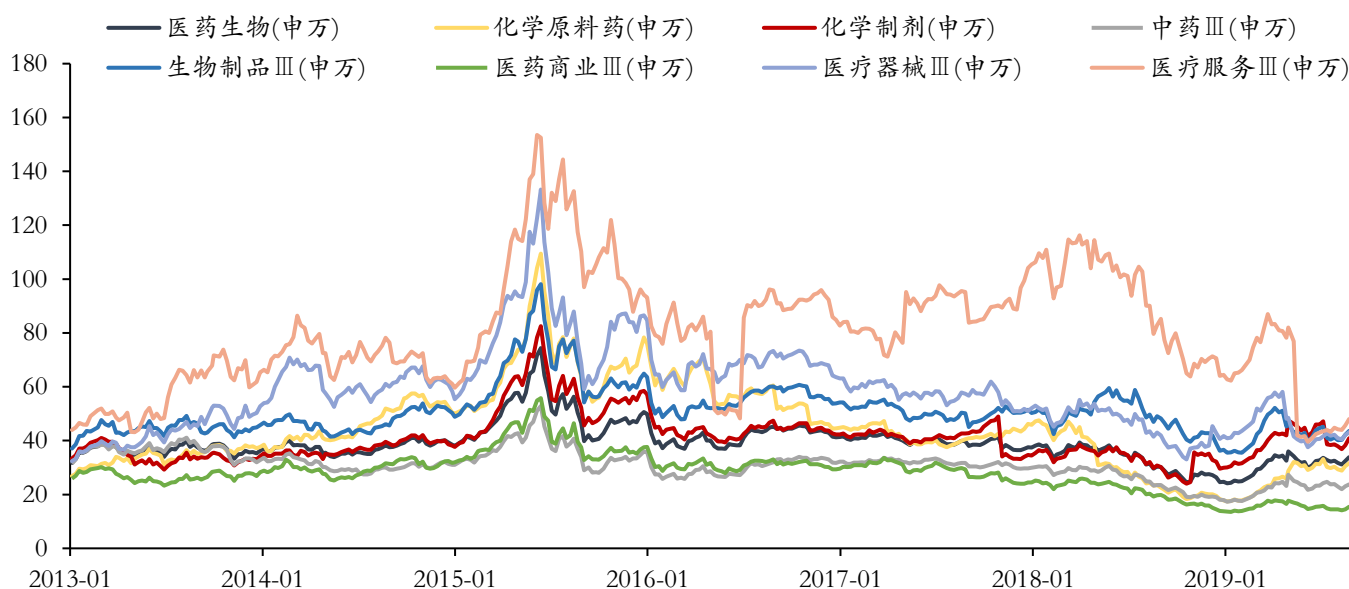
细分板块	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	排名	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	排名
SW 化学原料药	689.51	8.32	7	102.05	16.77	2
SW 化学制剂	2,419.34	11.66	6	221.42	-3.37	5
SW 中药 III	2,381.15	12.00	5	245.14	-4.93	6
SW 生物制品 III	756.93	16.83	2	120.04	41.16	1
SW 医药商业 III	5,320.44	18.59	1	131.08	5.19	3
SW 医疗器械 III	824.14	14.19	3	148.10	-0.24	4
SW 医疗服务 III	472.53	12.03	4	50.70	-25.83	7

资料来源: Wind, 万和证券研究所

3. 板块估值变化

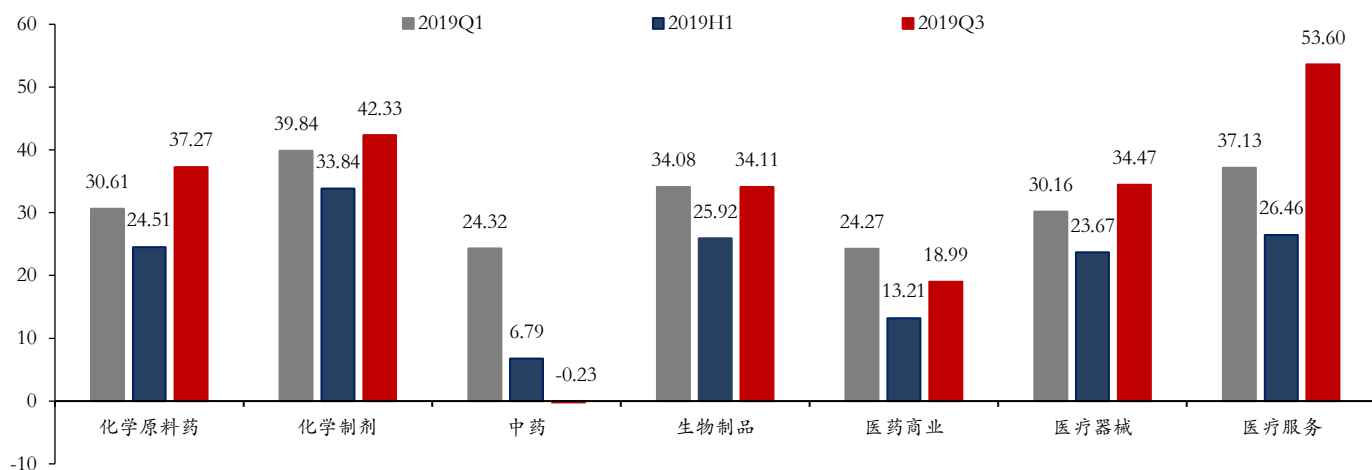
截止至 2019 年 9 月 30 日，医药生物板块 PE (TTM) 为 34.71 倍，医药板块中 PE 最高的子行业为医疗服务 (99.27 倍)，最低的为化学原料药 (23.56 倍)。2019 年年初医药生物板块估值到达历史低位，目前得到明显修复 (截至 2019 年 11 月 11 日, PE 为 35.92 倍)。医药生物板块各子行业股价自 2019 年起涨幅得到明显改善，第一季度各子行业涨幅平均值达到 31.49%，领跑的是化学制剂行业；第二季度各子行业均呈下降态势，其中中药板块跌幅达到 17.53%；第三季度各子行业股价涨幅较第二季度有明显改善，涨幅第一为医疗服务行业。

图表 11 医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2019.11.11



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 12 申万医药生物三级子行业 2019 年涨跌幅 (%)



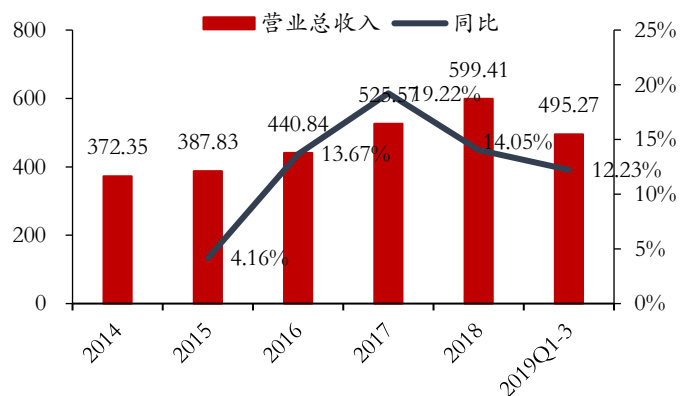
二、细分板块分析

1. 化学原料药

我们以 25 家上市公司作为化学原料药的统计对象，2019 年前三季度原料药板块整体实现营收 495.27 亿元，同比上升 12.23%，主要是由于供给侧改革、环保高压等因素导致部分中小生产企业出清，大宗原料药价格 2018 年同期迅速大幅上涨，另外，部分特色原料药受猪瘟影响，价格持续上涨；利润端，2019 年前三季度原料药板块实现扣非净利润合计 39.61 亿元，同比上涨 15.31%。

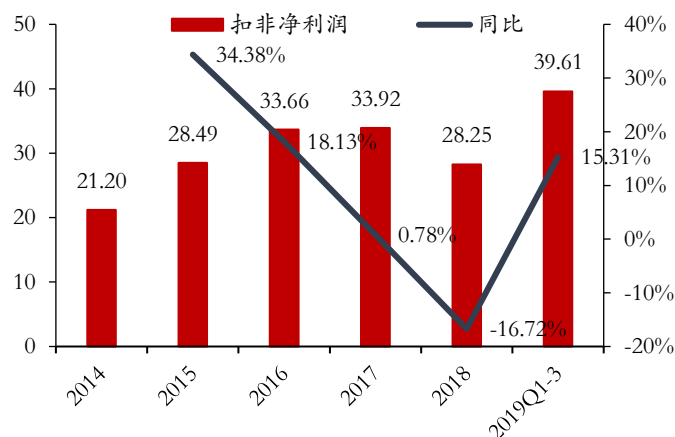
我们的观点：原料药的业绩好转主要系供给侧改革，供给减少导致产品提价；另外，部分特色原料药企业在成长期，逐渐升级为原料药制剂的一体化供应企业，盈利能力预计将持续提升。

图表 13 原料药上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

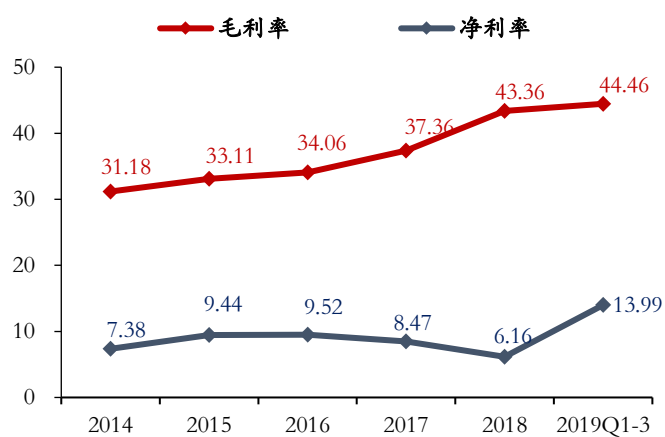
图表 14 原料药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

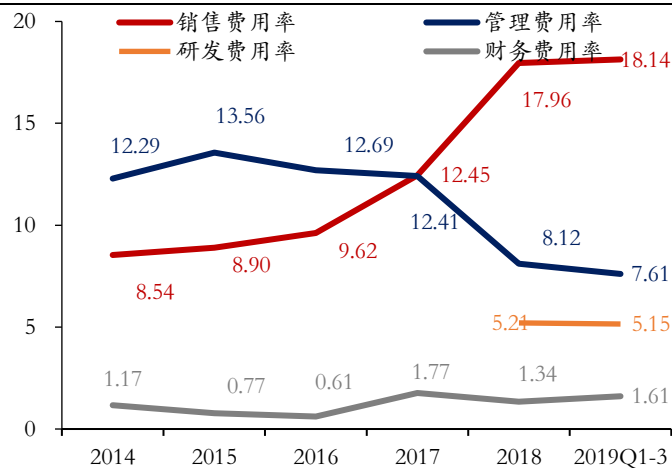
从盈利能力来看，2019 年前三季度原料药行业毛利率为 44.46%，较 2019 年上半年上升 0.33%，净利率 13.99%，较 2019H1 提升 2.10%。费用方面，销售费用自 2018 年起大幅提升至 18.14%，主要系企业加大市场推广力度导致，目前规模效应逐步显现，财务费用率维持正常水平。

图表 15 原料药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 原料药上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

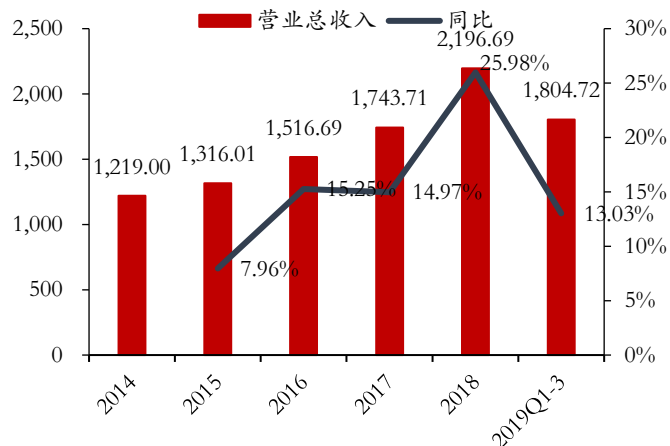
2. 化学制剂

当前化学制剂板块受两票制、一致性评价+集采等相关新政影响较大，部分企业正在转型升级，整个行业结构正在逐步调整，未来分化将更加显著。我们剔除了部分主营业务转型的企业，以及部分面临退市风险、波动性较大或其他不可比情况的企业，纳入了截至 2019 年 11 月 11 前上市的新股，目前主要以 57 家上市公司为统计对象来分析化学制剂行业概况。

营收放缓，盈利能力逐渐修复。2019 年前三季度化学制剂上市公司实现营业收入 1,804.72 亿元，同比上涨 13.03%，较 2018 年 25.98% 的增速下降明显，主要系两票制在 2018 年全面实施，目前影响逐渐减弱，逐步回归正常水平。2019 年前三季度实现扣非净利润 154.95 亿元，同比上涨 2.84%，较 2018 年得到显著提升。

我们的观点：化学制剂行业正在发生结构性变化，创新将是行业的主旋律，仿制药受一致性评价+集采等政策影响快速大幅降价，较原研药的优势已经明显缩窄，盈利能力持续下降；另外，由于医保支付结构的调整，部分创新药龙头公司业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。

图表 17 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

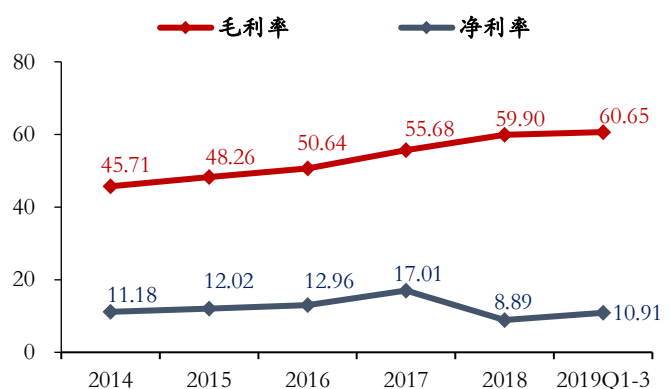
图表 18 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

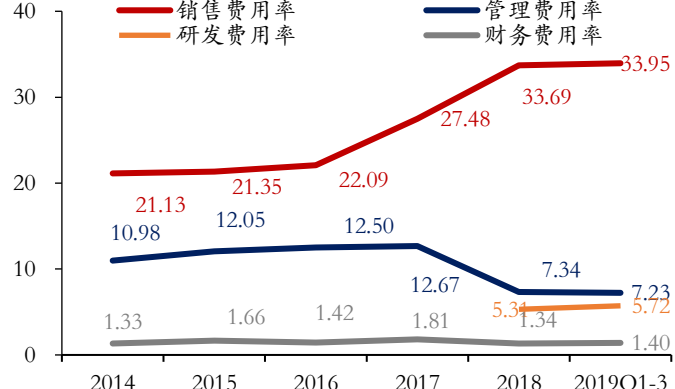
从盈利能力来看,2019 年前三季度化学制剂上市公司整体毛利率为 60.65%,基本维持 2018 年水平,净利率逐渐修复,2019 年前三季度为 10.91%,较 2018 年上升 2.02 个百分点。销售费用率在 2017 年开始大幅上升,2019 前三季度基本维持在 2018 年的水平,主要系两票制导致销售费用内化;研发支出率呈现上升态势,主要系企业正在加大研发管线的投入。

图表 19 化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 20 化学制剂上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

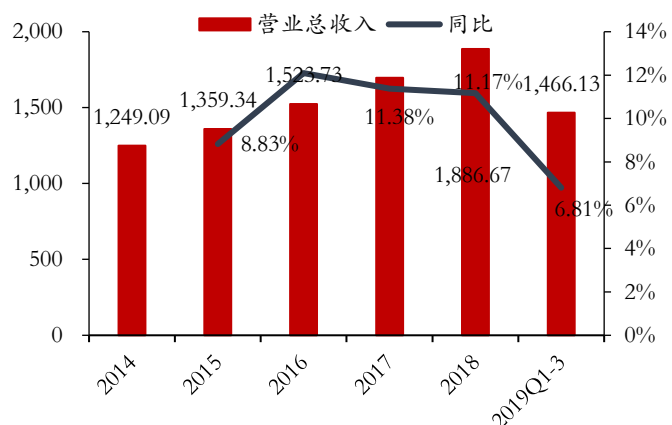
3. 中药

中药板块整体业绩增速低迷。我们以 59 家上市公司作为统计对象,剔除可比性较差的企业如营养品消费属性较强的企业如东阿阿胶、主营构成产生较大变化的白云山及波动情况较大的康美药业影响,2019 年前三季度中药板块实现营业收入合计 1466.13 亿元,同比上涨 6.81%;实现扣非净利润 141.92 亿元,同比下降 0.72%。

我们的观点: 中药注射剂在当前环境下销售压力较大, 中药口服制剂替代效

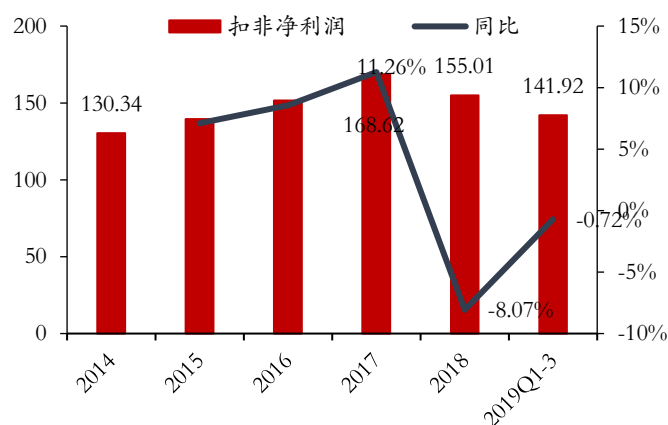
应逐步显现。另外，医保支付结构的调整恐使板块业绩承压，且中药行业的研发投入难以加大将导致行业成长受制明显，未来若需保持增长，或需提高中药的消费属性。

图表 21 中药上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

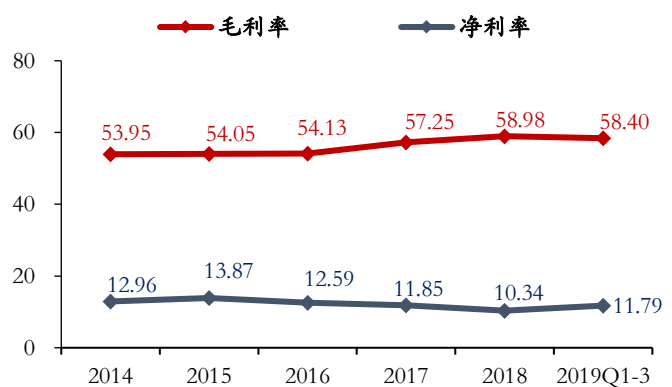
图表 22 中药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

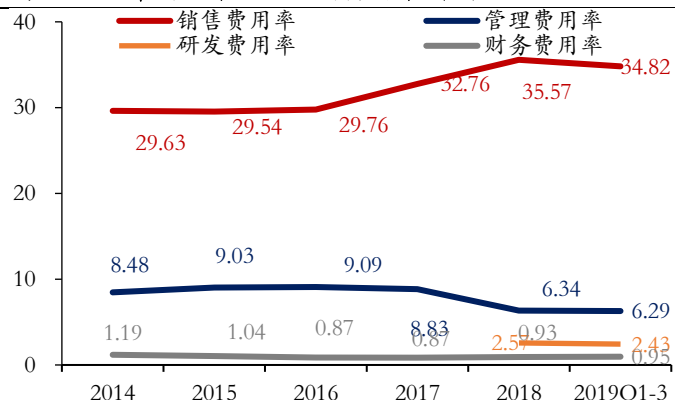
盈利水平基本保持稳定。2019 年前三季度中药板块毛利率为 58.40%，较上年下降 0.54 个百分点，基本持平；净利率较 2018 年有所修复，上涨 1.45 个百分点。销售及管理费用率较 2018 年略有下降，研发费用率维持在较低水平。

图表 23 中药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 24 中药上市公司主要费用率 (%)



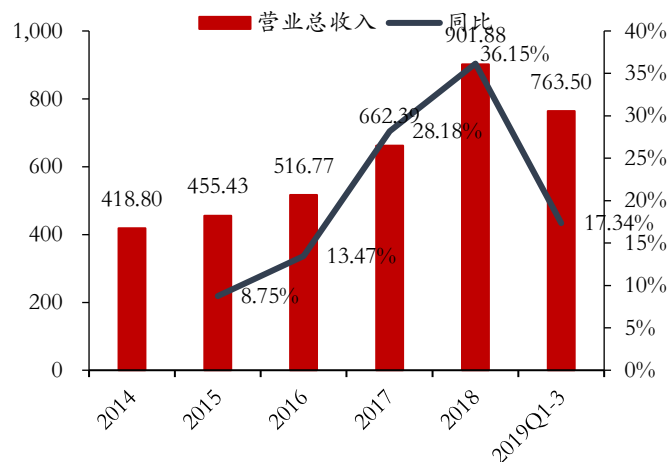
资料来源: Wind, 万和证券研究所

4. 生物制品

剔除长生生物，我们以 31 家生物制品行业上市公司作为统计对象，2019 年前三季度上述公司实现营业收入合计 763.50 亿元，同比上涨 17.34%，较 2018 年 36.15% 的高增速放缓明显，主要系部分企业 2018 年同期高基数影响；实现扣非净利润 115.62 亿元，同比上涨 25.58%，较 2018 年 4.42%

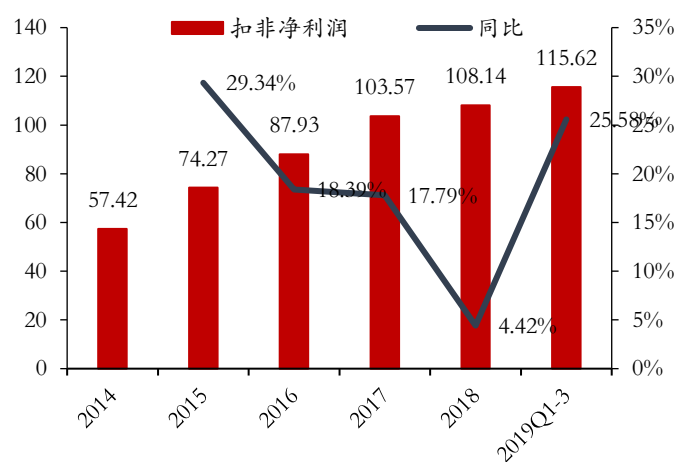
的增速大幅提升。我们将生物制品行业细分为生物制品（含生物制药及疫苗）及血制品子行业。

图表 25 生物制品板块上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

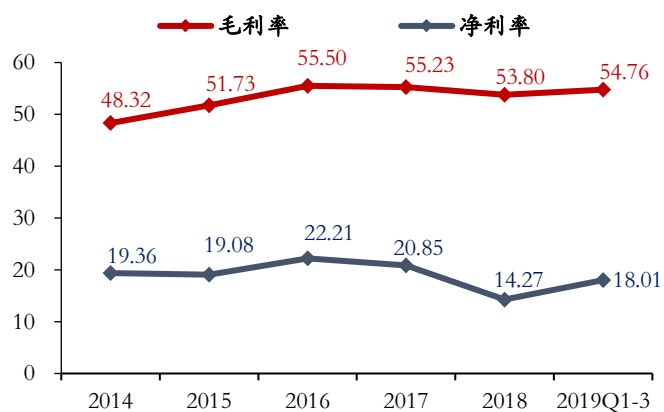
图表 26 生物制品板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

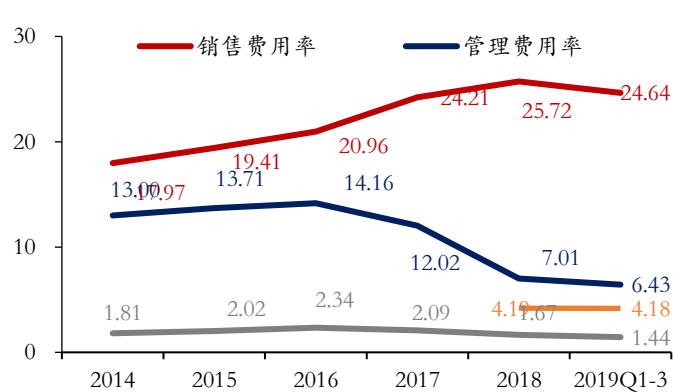
从盈利能力来看,2019 年前三季度毛利率基本维持 2018 年水平,较 2017 年下降 1.08 个百分点,主要系智飞生物代理业务占比增大导致毛利率下降明显。净利率受疫苗行业多个爆款疫苗放量影响,2019 年前三季度得到显著提升。费用方面,受智飞生物等企业收入大幅增加影响,期间费用率较上年略有降低。

图表 27 生物制品板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28 生物制品板块上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

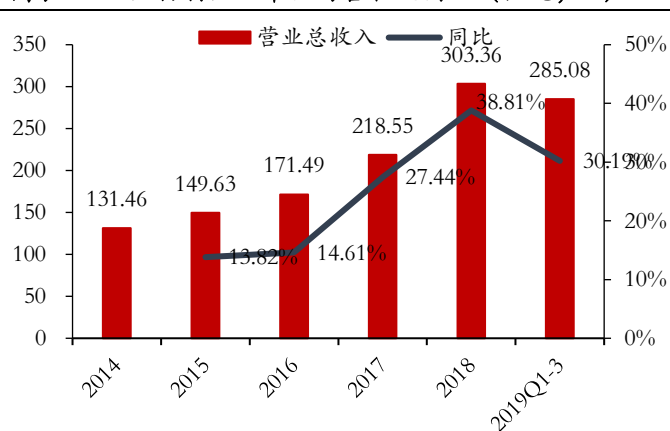
4.1 生物制品（生物制药+疫苗）

行业景气度高，业绩仍旧亮眼。剔除 ST 及其他不可比公司，我们以 16 家上市公司作为统计对象，2019 年前三季度生物制品行业上市公司实现营业收入合计 285.08 亿元，同比上涨 30.19%，较 2018 年 38.81% 的高增速放缓明

显，主要系智飞生物代理产品放量、康泰生物四联苗放量导致 2018 年同期基数影响有所放缓；实现扣非净利润 66.36 亿元，同比上涨 24.87%。

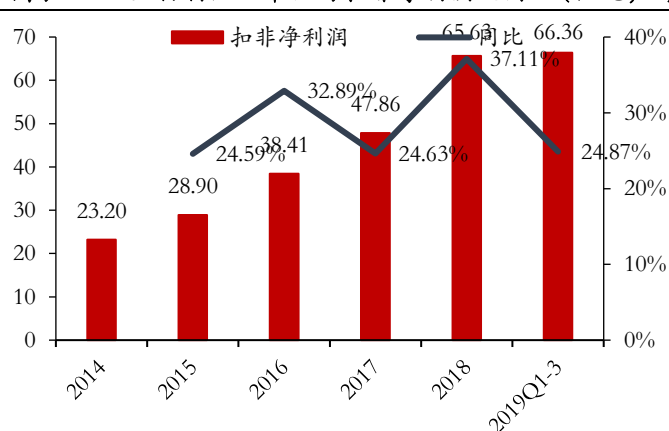
我们的观点：生物制品行业景气度高，生物制品是行业趋势，目前世界领先药企研发管线近半是生物制药，且生物药具有较高门槛，受政策降价影响也较小，预计在较长时期内可维持增长态势。疫苗行业更是随着防优于治的概念逐渐渗透而迎来研发收获期。另外，随着科创板的成立，生物制药企业纷纷选择在国内上市，融资渠道被明显拓宽，预计未来生物制品行业的景气度将显著提升。

图表 29 生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

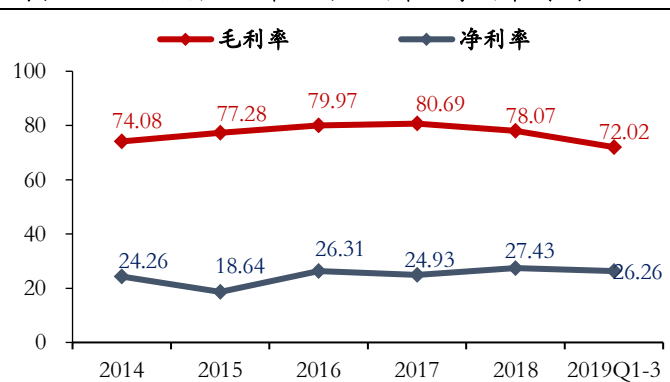
图表 30 生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

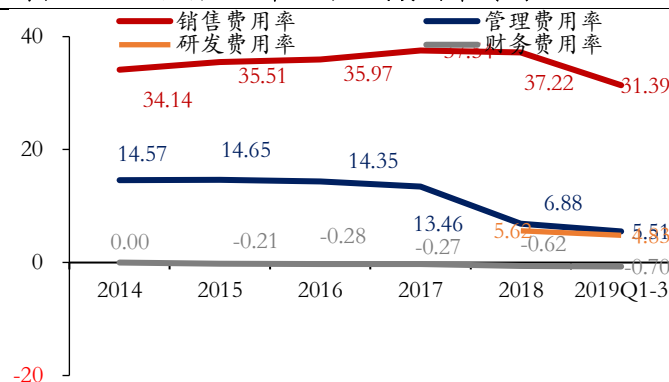
从盈利能力来看，2019 年前三季度毛利率较 2018 年下降 6.05 个百分点，主要系智飞生物代理业务占比增大导致。费用方面，受智飞生物等企业收入大幅增加影响，期间费用率较上年略有降低。

图表 31 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 32 生物制品上市公司主要费用率 (%)

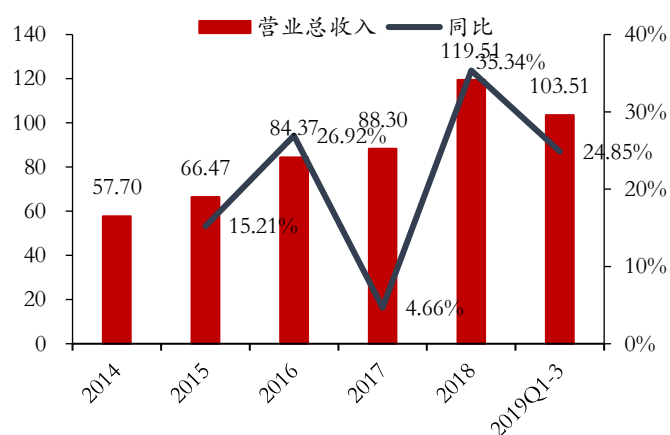


资料来源：Wind，万和证券研究所

4.2 血制品

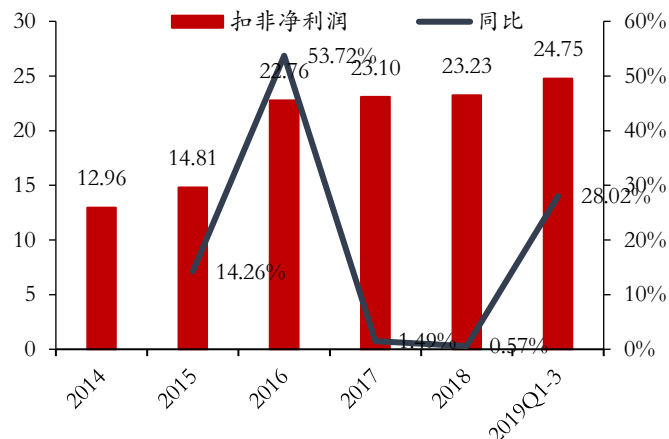
行业景气度明显复苏。剔除不可比公司，我们以 6 家上市公司作为统计对象，2019 年前三季度血制品行业上市公司实现营业收入合计 103.51 亿元，同比上涨 24.85%；实现扣非净利润 24.75 亿元，同比上涨 28.02%，较 2018 年 0.57% 的增速大幅上涨，主要受行业采浆增速放缓及进口白蛋白批签发减少共同导致供给减少，血制品价格提升。

图表 33 血制品上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

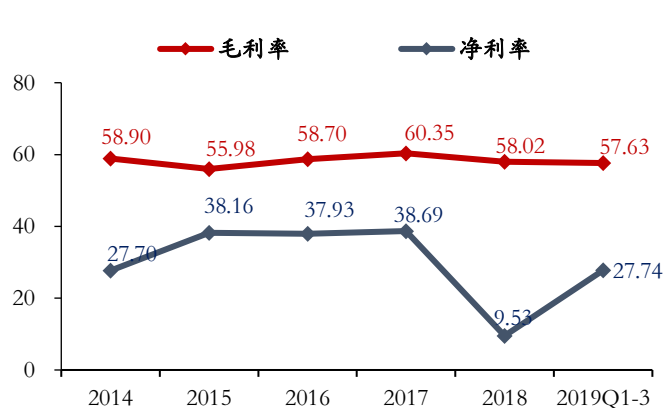
图表 34 血制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

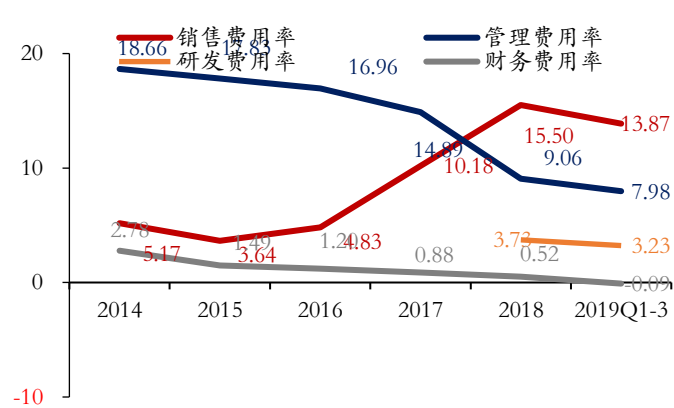
从盈利能力来看，毛利率基本维持稳定，呈略微下降态势，净利率在 2018 年主要受上海莱士亏损影响，目前已经明显回复，销售费用率及管理费用率的规模效应正在逐步显现。

图表 35 血制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 36 血制品上市公司主要费用率 (%)



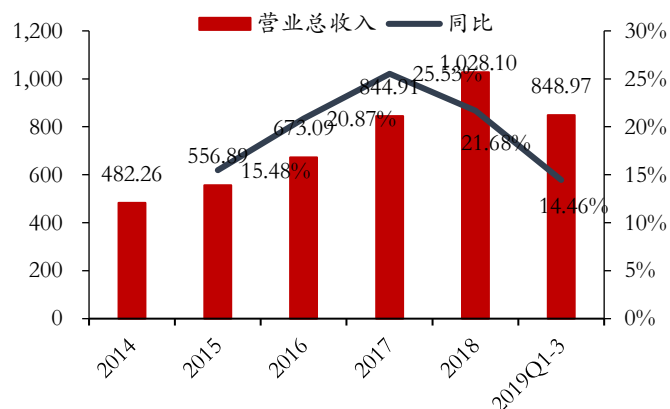
资料来源: Wind, 万和证券研究所

5. 医疗器械

长期来看，行业将维持较高景气。我们以 55 家上市公司作为统计对象，由于子板块领域众多，分化明显，我们将分为医疗器械、IVD 及高值耗材三个细分领域进行简要分析。整体而言，2019 年前三季度医疗器械制品行业上市公司业绩增速放缓明显，主要受宏观经济影响政府采购增速放缓及高值耗材集采降价的影响，实现营业收入合计 848.97 亿元，同比上涨 14.46%，实现扣非净利润 133.69 亿元，同比上涨 21.80%，较 2018 年下降 5.27 个百分点。

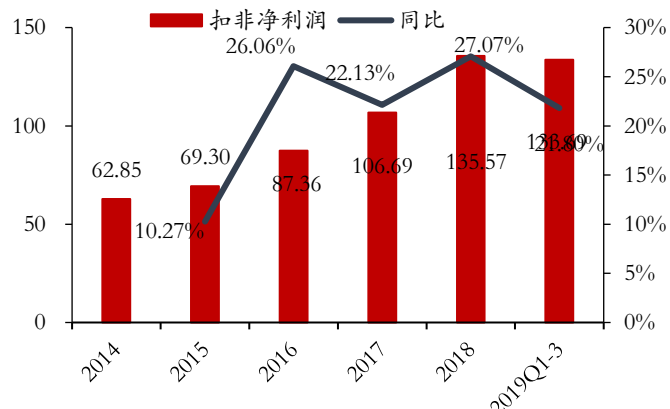
我们的观点：长期来看，人口基数大、老龄化下，国内将发展成为全球最大市场，并且国产替代、分级诊疗等政策将持续利好具有较强创新能力的国产龙头企业，行业可以维持较高景气度。

图表 37 医疗器械板块上市公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

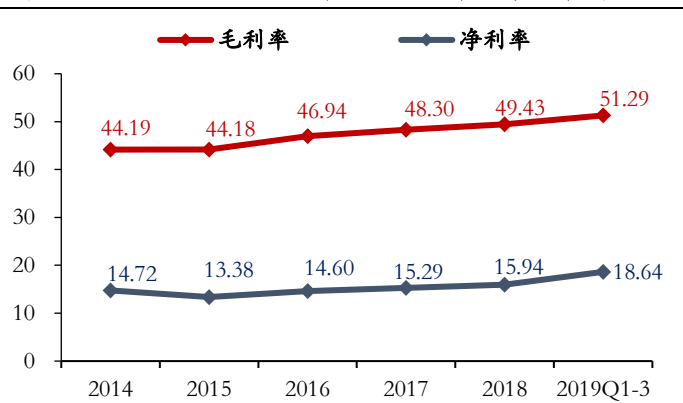
图表 38 医疗器械板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

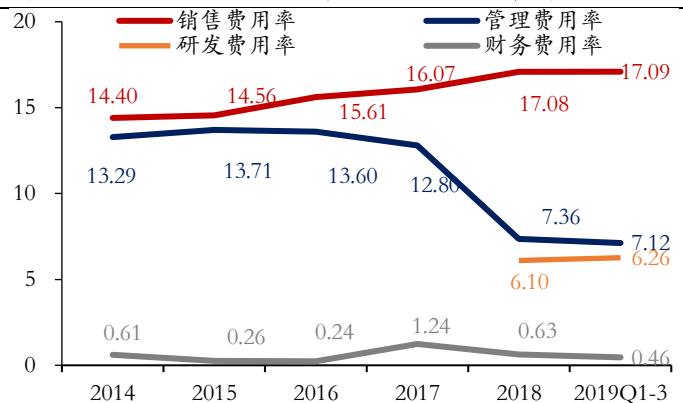
从盈利能力来看，毛利率持续上升，直接带动净利率持续上升。2019 年前三季度，医疗器械板块毛利率 51.29%，较 2018 年上涨 1.86 个百分点，净利率上涨 2.70 个百分点。管理费用率 2018 年大幅下降，主要是受研发费用单独列支影响，2019 年前三季度，管理费用率与销售费用率开始逐渐显现规模效应。

图表 39 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 40 医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)



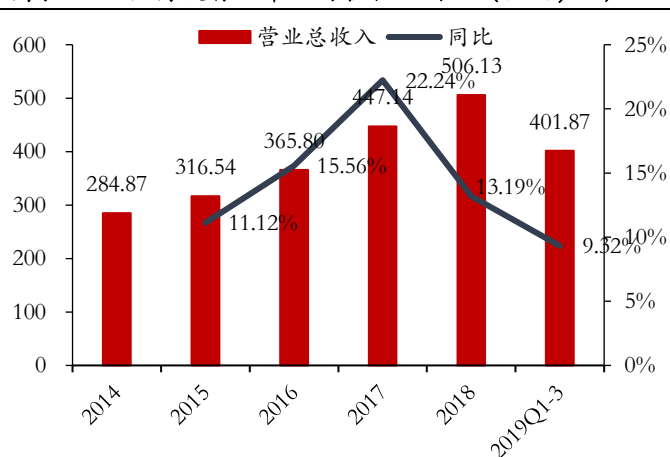
资料来源: Wind, 万和证券研究所

5.1 医疗设备

短期来看, 业绩增速或承压。我们以医疗设备细分领域 25 家上市公司作为统计对象, 2019 年前三季度该细分板块实现营业收入合计 401.87 亿元, 同比上涨 9.32%; 实现扣非净利润 61.08 亿元, 同比上涨 20.81%。从盈利能力来看, 2019 年前三季度毛利率及净利率有显著提升, 费用率维持稳定水平。

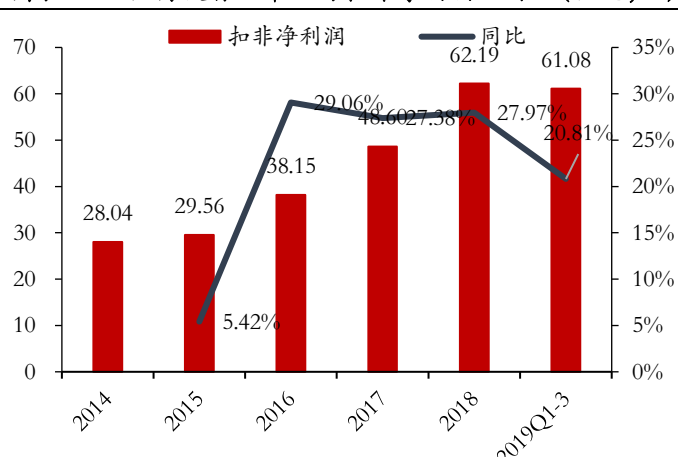
我们的观点: 该细分领域长期来看受益于国产替代、分级诊疗等政策, 景气度较高, 产品研发迭代能力强的国产龙头值得长期关注。但短期下, 由于宏观经济原因, 政府采购或放缓, 依赖政府采购大单的企业业绩恐承压。

图表 41 医疗设备上市公司营收及同比 (亿元, %)



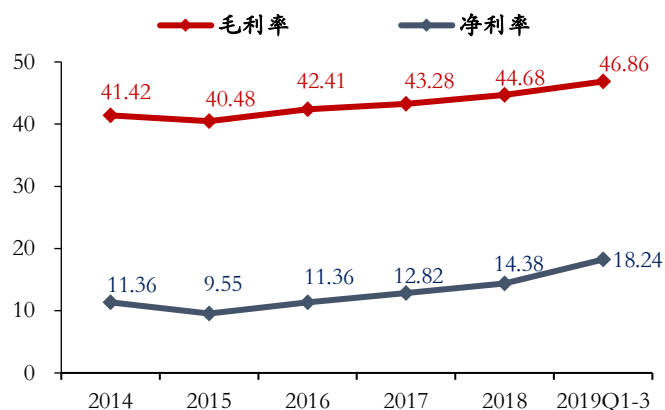
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 42 医疗设备上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



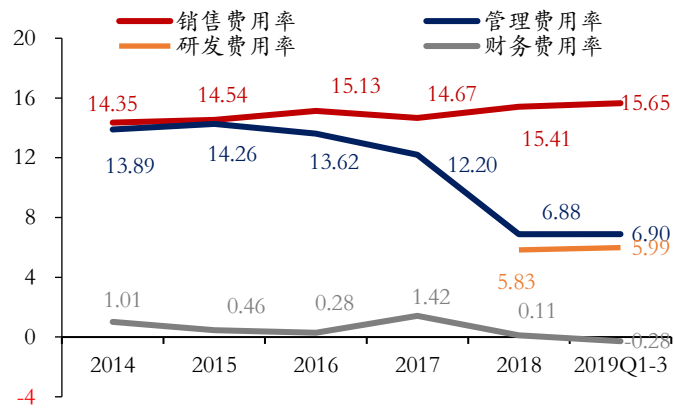
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 43 医疗设备上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 44 医疗设备上市公司主要费用率 (%)



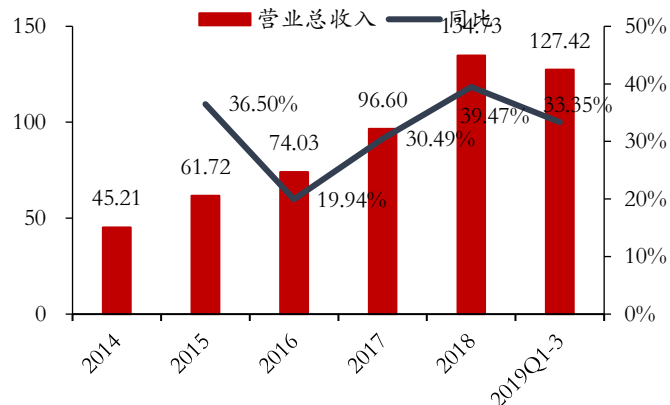
资料来源: Wind, 万和证券研究所

5.2 高值耗材

集采降价下的成长爆发。我们以高值耗材领域的 10 家上市公司作为统计对象, 2019 年前三季度高值耗材板块实现营业收入合计 127.42 亿元, 同比上涨 33.35%; 实现扣非净利润 30.38 亿元, 同比上涨 38.52%。

我们的观点: 随着多个省份陆续开展针对高值耗材的集采, 国产替代效应明显, 高值耗材领域以价换量迎来业绩增长的爆发。

图表 45 高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

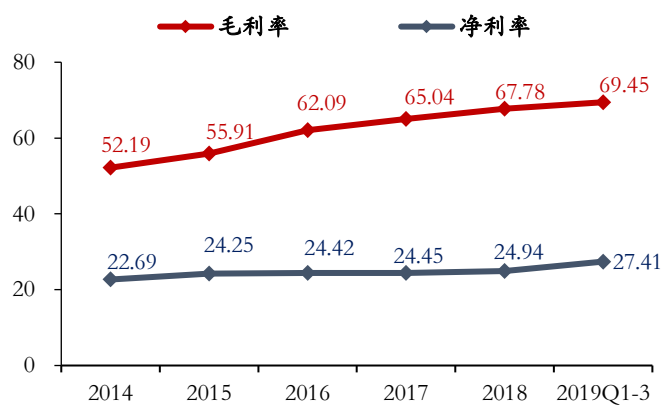
图表 46 高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

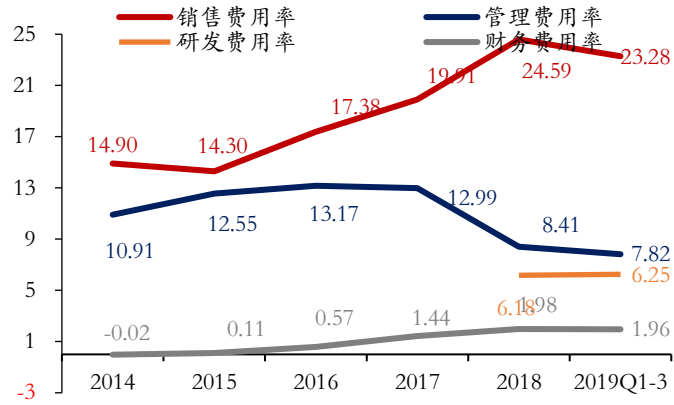
从盈利能力来看, 2019 年前三季度毛利率上涨 1.68 个百分点, 净利率上涨 2.47 个百分点, 多个省份相继对耗材开展集采, 导致收入上升明显, 销售费用率随之降低。研发投入保持持续上升的态势, 研发投入的加大使国产高值耗材企业持续提升竞争力, 加大国产替代。

图表 47 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 48 高值耗材上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

5.3 IVD

整体业绩增速放缓，细分龙头仍保持较高增速。我们以 19 家上市公司作为统计对象，2019 年前三季度 IVD 行业上市公司实现营业收入合计 242.68 亿元，同比上涨 15.43%，增速较 2018 年的 31.56% 有明显放缓；实现扣非净利润 33.03 亿元，同比上涨 10.87%。细分板块分化明显，化学发光及免疫诊断等国产公司已维持多年高增速，生化诊断目前增速较低。从盈利水平来看，2019 年前三季度维持稳定。

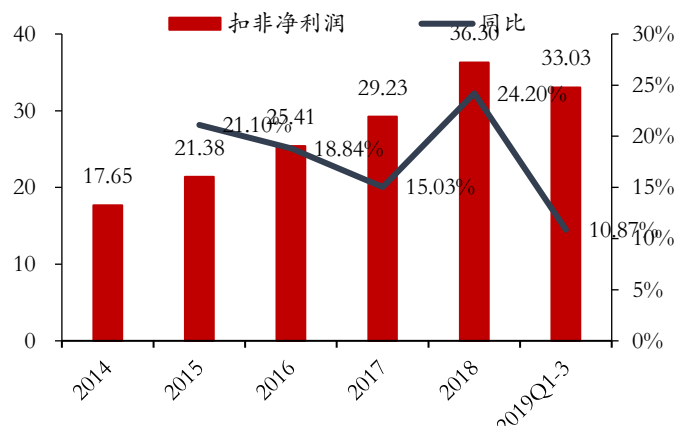
我们的观点：伴随着全球诊断科技水平的提升，医药行业迎来大变革。诊断跨越疾病防治的全周期，随着技术的提升及费用的下降，终端需求将持续增长。尤其在医保控费的大背景下，DRGs 相关政策逐渐落实，精准治疗逐渐发展成熟，国产替代政策加持，国内 IVD 市场处于高速发展红利期，龙头企业或将引领行业。

图表 49 IVD 上市公司营收及同比 (亿元, %)



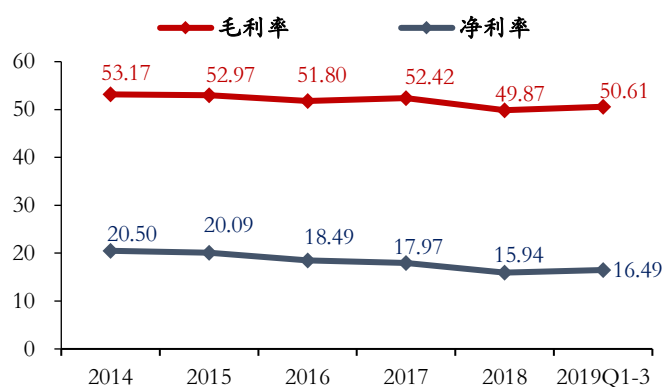
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 50 IVD 上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



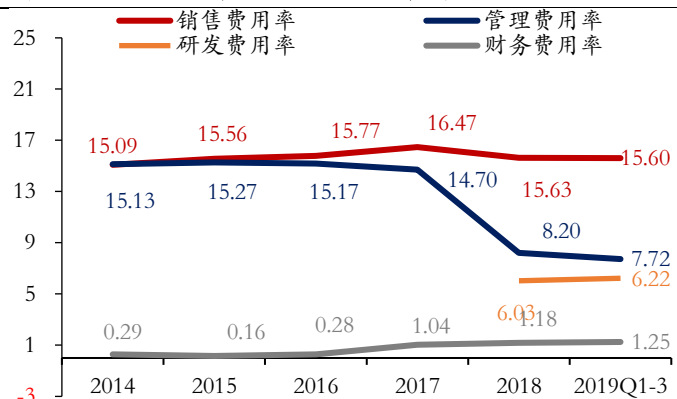
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 51 IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 52 IVD 上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

6. 医疗服务

长期来看,行业将维持较高景气。我们以 19 家上市公司作为医疗服务整个板块的统计对象,由于子板块领域众多,分化明显,我们将分为连锁医疗服务机构及 CXO 两个细分领域进行简要分析。整体而言,2019 年前三季度医疗服务行业增速略有放缓,2019 年上市公司实现营业收入合计 487.75 亿元,同比上涨 20.36%,较 2018 年 28.55% 的增速下降 8.20 个百分点;实现扣非净利润 55.24 亿元,同比上涨 32.68%,较 2018 年的 0.66% 上涨 32.02 个百分点。

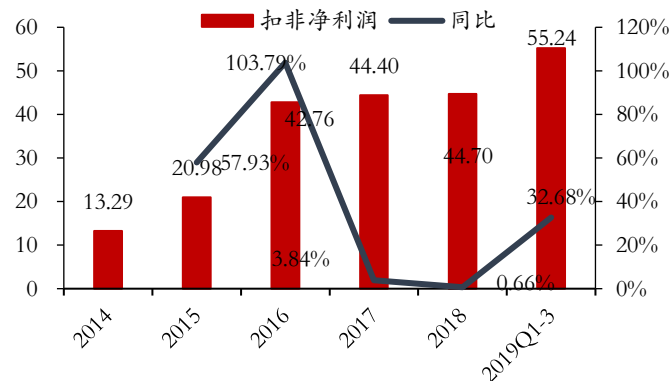
我们的观点: 连锁品牌医疗服务机构及 CXO 受益于国内对健康的关注提升及医疗的需求持续扩大,将在较长期内维持高景气度的发展态势。

图表 53 医疗服务板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 54 医疗服务板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)

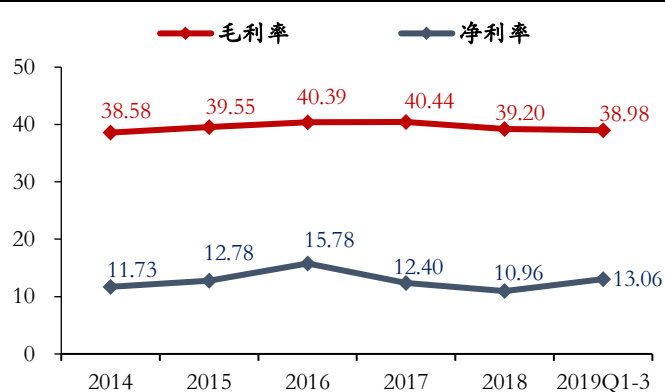


资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看,2019 年前三季度医疗服务板块毛利率基本维持 2018 年水

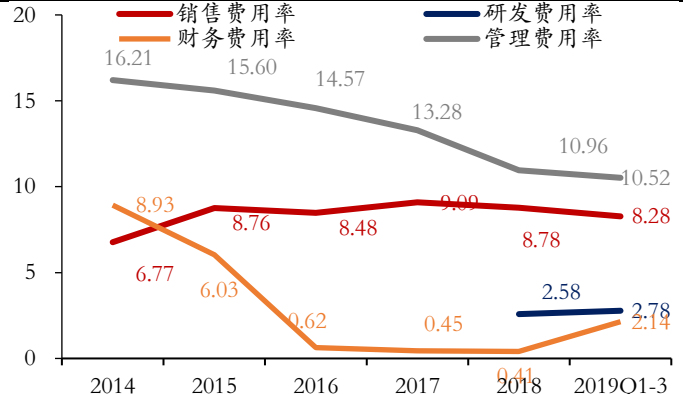
平，净利率较 2018 年上升 2.11 个百分点。费用方面，2019 年前三季度管理费用率及销售费用率较 2018 年略显规模效应，实现略微降低。

图表 55 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 56 医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)



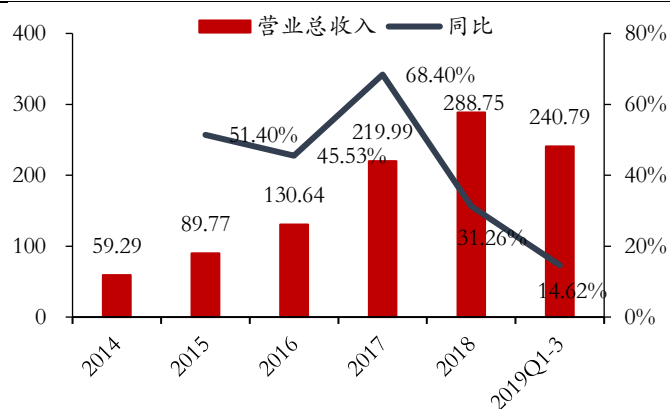
资料来源：Wind，万和证券研究所

6.1 医疗服务机构

利润端得到明显修复。我们以 6 家上市公司作为统计对象，2019 年前三季度医疗服务机构细分领域上市公司实现营业收入合计 178.02 亿元，同比上涨 17.02%，实现扣非净利润 17.44 亿元，同比上涨 53.01%，较 2018 年上涨 134.02 个百分点，主要受恒康医疗完成并购并表的影响。

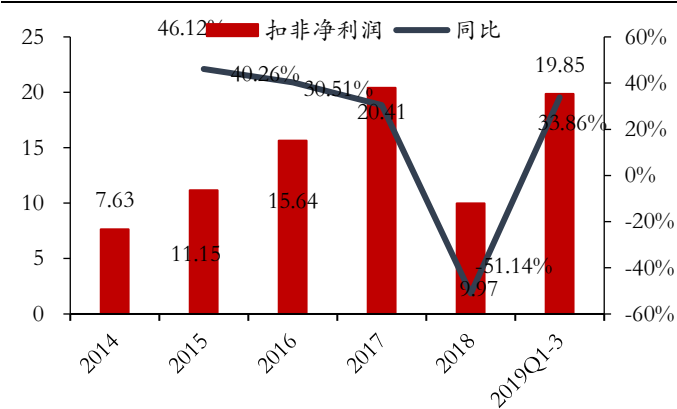
我们的观点：国民健康意识逐渐增强和医改政策持续推进下，鼓励社会资本推动医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变，该行业在较长期内仍会维持较高景气度，品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

图表 57 医疗服务机构上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 58 医疗服务机构上市公司扣非净利润 (亿元, %)

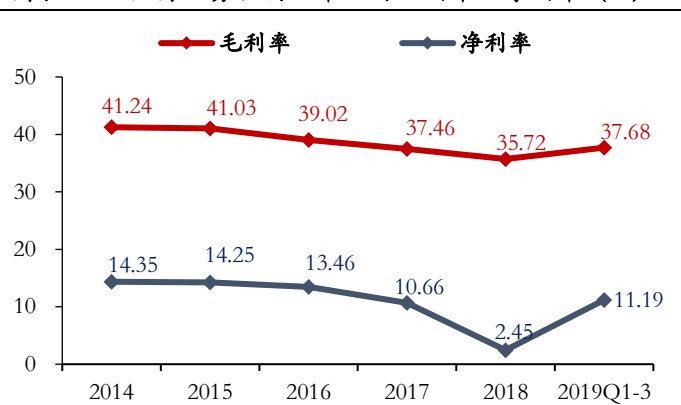


资料来源：Wind，万和证券研究所

从盈利能力来看，2019 年前三季度，毛利率维持稳定水平，净利率为 11.19%，较 2018 年提升 8.74 个百分点。管理费用率逐步显现规模效应，财务费用率

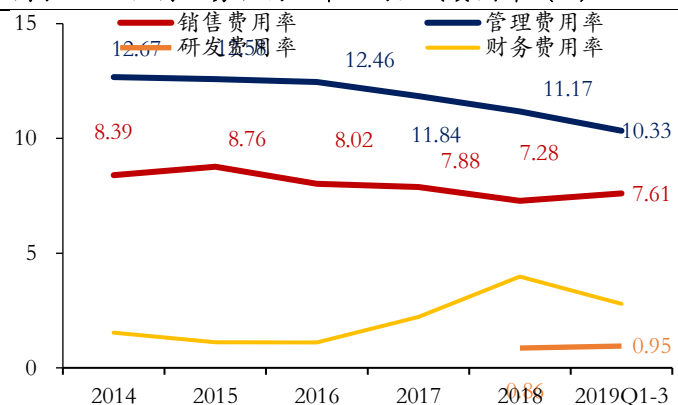
较 2018 年的水平有逐渐回复。

图表 59 医疗服务机构上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 60 医疗服务机构上市公司主要费用率 (%)



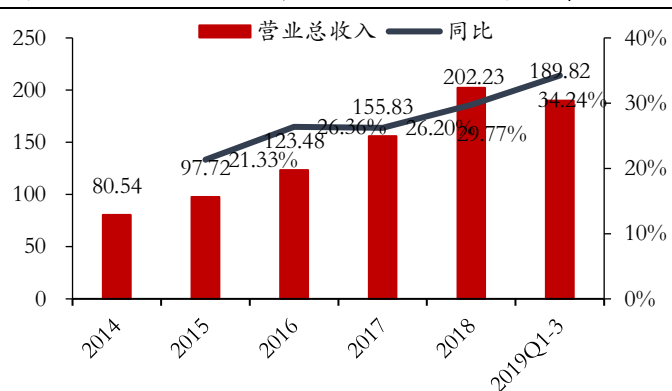
资料来源：Wind，万和证券研究所

6.2 CXO

细分领域 CXO 业绩维持高速增长。我们以 10 家上市公司作为统计对象，2019 年前三季度 CXO 细分领域上市公司实现营业收入合计 189.82 亿元，同比上涨 34.24%，较 2018 年 29.77% 的增速上涨 4.47 个百分点；实现扣非净利润 40.18 亿元，同比上涨 40.18%，较 2018 年下降 13.77 个百分点，主要系受 2018 年高基数及 2019Q1 季节性因素影响。

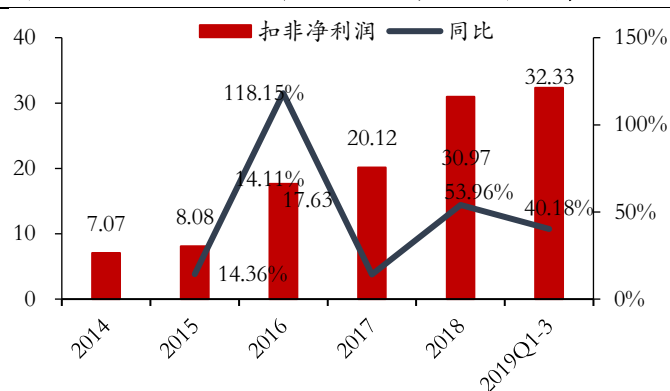
我们的观点：创新药浪潮已来，我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将仿制药产业引领至创新药产业，大力迎接医药创新，逐步实现世界创新高度。长期来看，该细分领域将医药研发与制造进行划分实现分工合作，将研发周期长、失败率高的影响降到最小，并且作为 CRO 企业，盈利将持续整个研发周期，无论新药是否最终获批。CMO 企业受益于全球市场扩增、我国 CMO 服务成本低，全球医药生产外包有向新兴市场转移的态势，尤其在我国系列医药行业新政的出台及落实下，CMO、CRO 行业将在较长期维持高景气度。

图表 61 CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

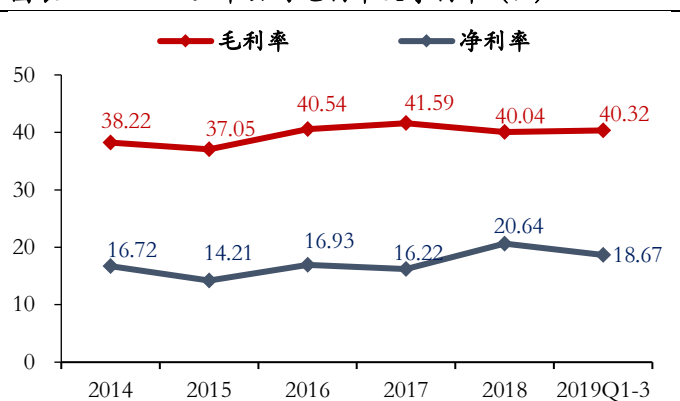
图表 62 CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

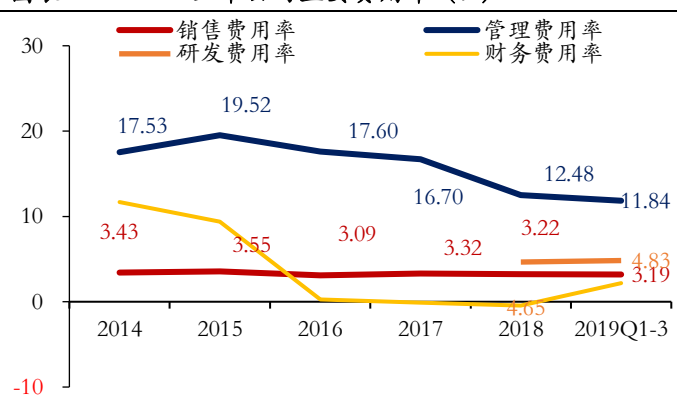
从盈利能力来看,2019 年前三季度,毛利率维持稳定水平,净利率为 18.67%,较 2018 年下降 1.97 个百分点。管理费用率逐步显现规模效应,研发费用率呈上升态势,财务费用率上涨明显。

图表 63 CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 64 CXO 上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

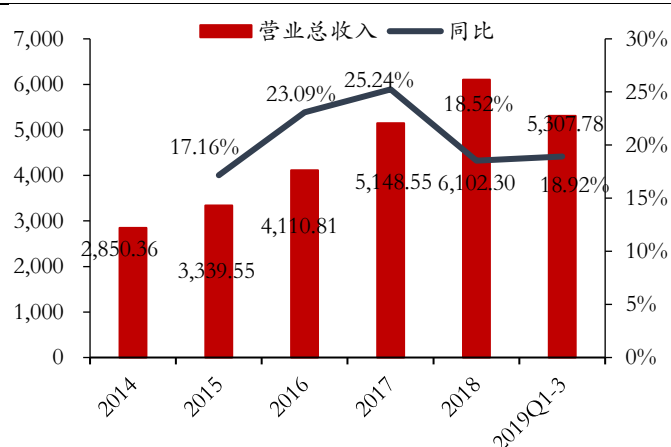
7. 医药商业

两票制影响逐渐减弱,细分领域分化明显。剔除部分面临退市风险、波动性较大的企业,加入部分主营业务已转换至医药流通领域的企业,我们以 26 家上市公司作为医药商业板块统计对象,由于流通领域与零售领域分化明显,我们将分别进行简要分析。整体而言,2019 年前三季度医药商业板块上市公司实现营业收入合计 5307.78 亿元,同比上涨 18.92%;实现扣非净利润 123.85 亿元,同比上涨 11.67%,较 2018 年上涨 10.71 个百分点。

我们的观点:2018 年受两票制影响,医药流通领域受影响较大,目前逐步

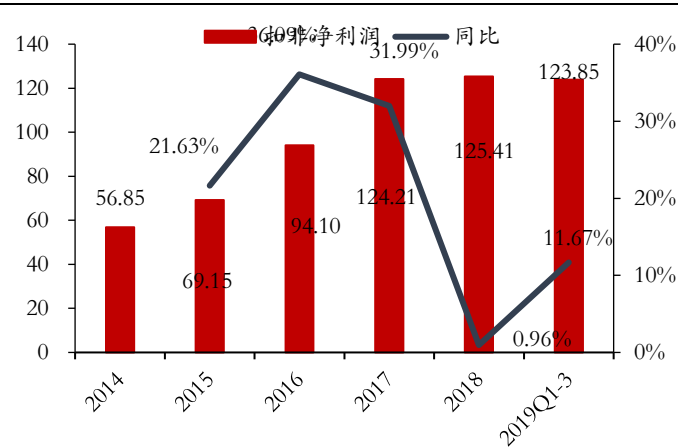
趋于稳定，两票制及集采扩面正在提高行业集中度；医药零售板块面临服务升级的过程，长期来看，行业将进一步扩大。

图表 65 医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

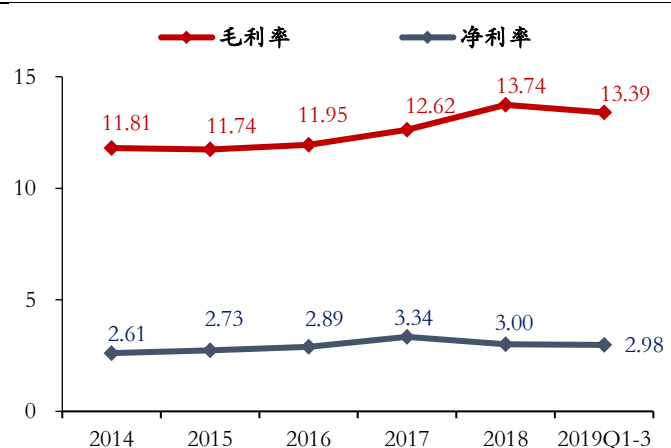
图表 66 医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

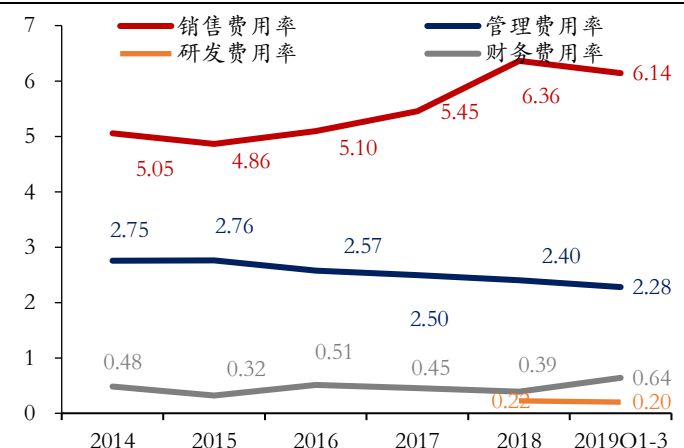
从盈利能力来看, 2019 年前三季度医药商业板块上市公司毛利率和净利率维持稳定水平。板块销售费用率及管理费用率受两票制、零加成及执业药师等政策影响, 比上年同期上升 2.52 个百分点。研发支出在医药流通领域较低。

图表 67 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 68 医药商业上市公司主要费用率 (%)



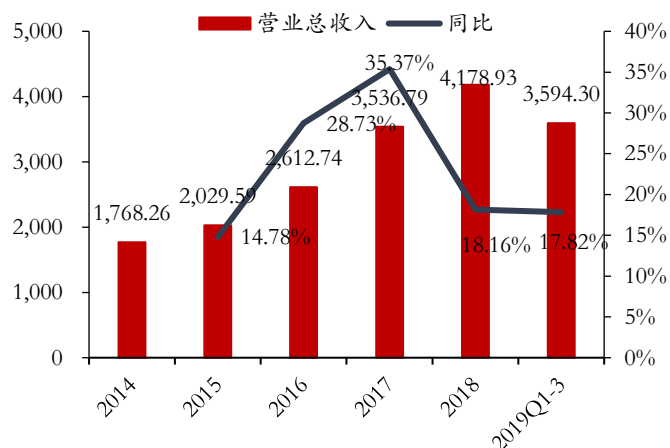
资料来源: Wind, 万和证券研究所

7.1 医药流通

我们将 19 家上市公司作为医药流通领域统计对象, 2019 年前三季度, 医药流通领域上市公司实现营业收入 2349.45 亿元, 同比上涨 18.29%, 实现扣非净利润 52.72 亿元, 同比上涨 5.58%。

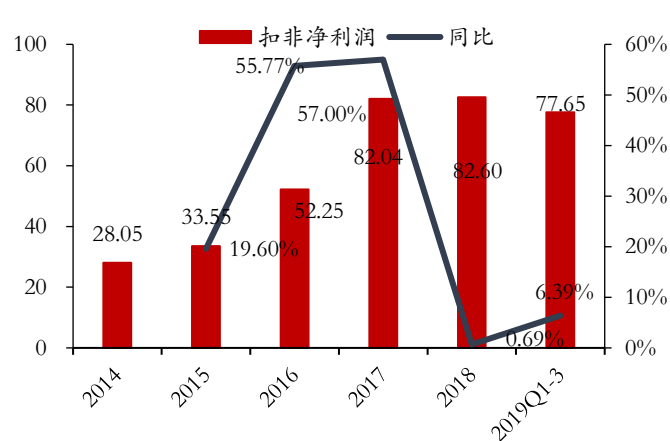
我们的观点：医药流通领域自 2017 年底开始受两票制冲击，目前已逐步趋于稳定，头部企业的市场份额不断提升。另外，随着集采政策不断深化，具备较强配送能力、较广网络布局的全国范围龙头或区域龙头企业将获得更多相关配送业务且因此获得现金流上的缓解。

图表 69 医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

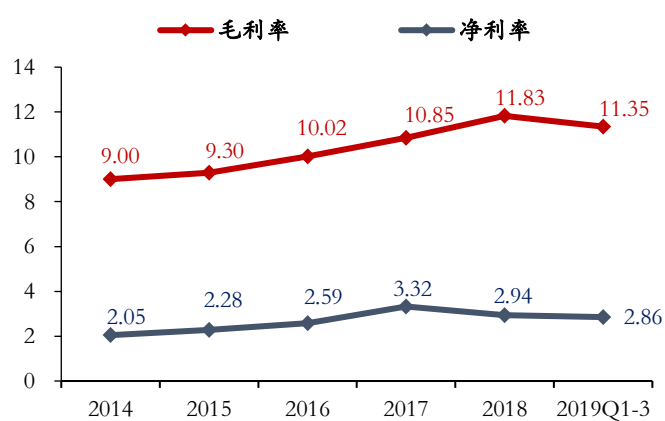
图表 70 医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

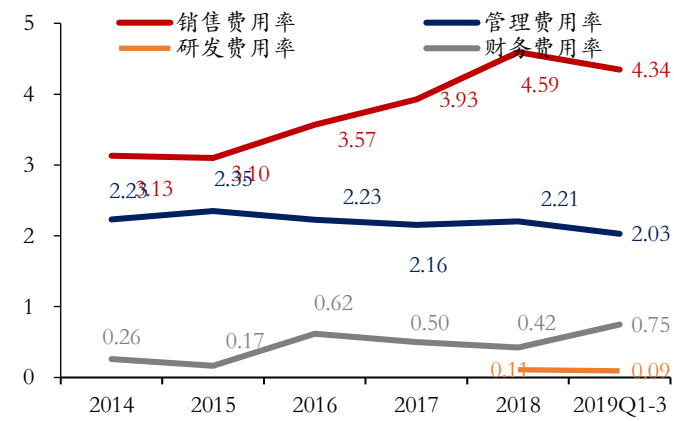
从盈利能力来看,2019 年前三季度医药流通领域毛利率较 2018 年略微下降,我们认为两票制对医药流通行业的初步洗牌已经接近尾声,行业集中度得到进一步提升,利润端逐季回暖,期间费用呈现规模效应。

图表 71 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 72 医药流通上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

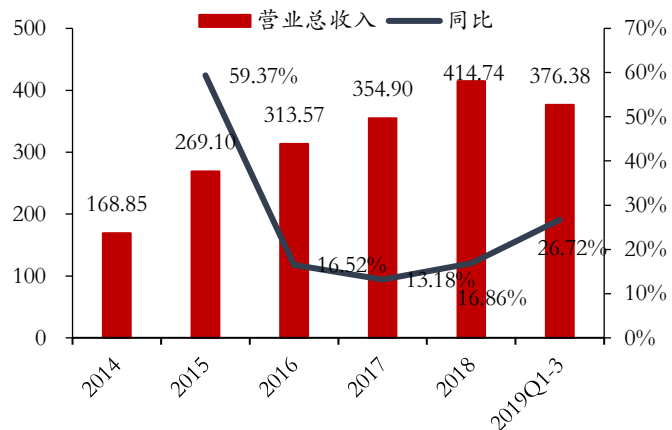
7.2 医药零售

行业景气度提升。我们以 5 家上市公司作为统计对象,2019 年前三季度医药零售行业上市公司实现营业总收入合计 248.32 亿元,同比上涨 28.91%,较 2018 年 16.86%的增速显著提升;实现扣非净利润 14.06 亿元,同比上涨

25.67%，较 2018 年上涨 8.22 个百分点。

我们的观点：相关医改政策逐步落实，处方外流，药店采购议价能力将进一步提升，长期来看，行业可以实现进一步扩大。但短期内或因执业药师不足等问题受影响。

图表 73 医疗药零售板块上市公司营收及增速(亿元,%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

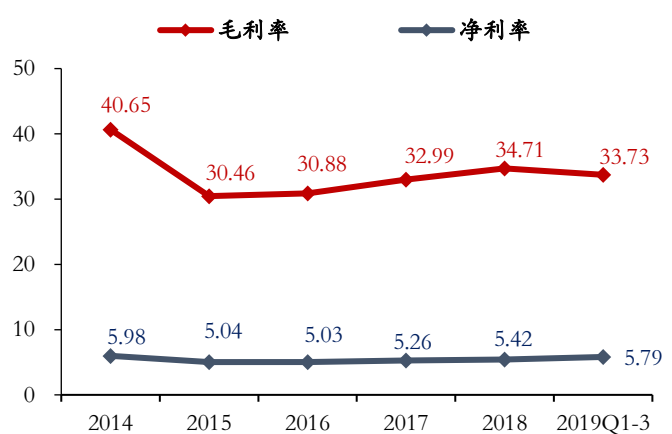
图表 74 医疗药零售板块上市公司扣非净利润(亿元,%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

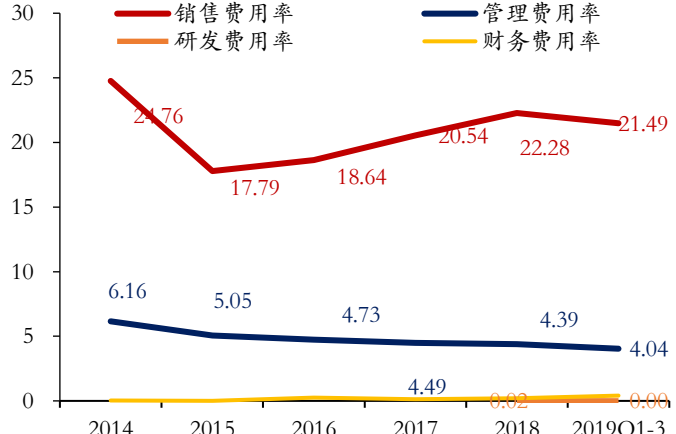
从盈利能力来看，2019 年前三季度，药店板块毛利率略有下降，受医保支付结构影响，净利率维持稳步略微上升态势。期间费用率方面呈现规模效应，开始逐步降低。

图表 75 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 76 医疗药零售上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

三、投资策略与建议

2019 年从医药生物各细分行业业绩来看，内部持续分化，生物制品、高值耗材、医疗服务等细分领域持续高景气；医疗器械受政府采购放缓影响，业绩短期恐承压；医药商业市场份额逐渐被头部企业占据，景气度有所回升。随着国产替代、分级诊疗、高值耗材集采试行等相关政策的逐步落实，产品研发迭代能力强的国产医疗器械龙头有望显著提升市场占有率并带动相关领域的发展。随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场，各项政策推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间，其中生物制药因具有较高技术门槛，目前在国际行业龙头的研发管线上占比过半，部分国内制药龙头已经开始着重生物制品的研发，生物制药行业将在较长期间维持高景气度。由于未来整个制药行业对研发的注重，医疗服务细分领域 CXO 将因此保持较高景气度。建议持续关注生物制品、医疗器械板块和部分细分领域的后续投资机会。

四、风险提示

宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，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，本报告清晰准确的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，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>