

医药消费板块 2020 年三季度业绩前瞻

# 医疗服务、中药景气度回升，药店保持稳定

## 推荐（维持）

### 华创证券研究所

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

- ❖ 我们认为医药消费板块 Q3 仍延续 Q2 高增长，医药零售、医疗服务及中药头部公司均有不俗的业绩表现。从具体板块看：
- ❖ **医药零售 Q3 投资逻辑：**①**处方药盈利能力提升。**集采过后处方药销售进一步流向大型连锁药房，带来患者流量涌向大型药房，同时大型连锁对原研药及未中标品种议价能力进一步提升，处方药毛利率有提升趋势；②**集中度提升。**疫情之下中小药店冲击较大，出售意愿进一步加强，大型连锁通过“自建”+“并购”进一步扩张版图。
- ❖ **医疗服务 Q3 投资逻辑：****公立医院患者外溢，带动专科连锁客流增加。**Q2 疫情后综合医院恢复有限，公立医院外溢患者流向专科医院，为其带来业绩增厚。同时大量中小型机构倒闭，导致行业龙头客流进一步提升。
- ❖ **中药 Q3 投资逻辑：**各省相继出台振兴中医药产业政策，经典名方提速；新冠疫情展示中医药临床价值，保健养生意识提升料将为中医药治未病奠定坚实基础。
- ❖ **风险提示：**个人医保账户变革、疫情复发、中药后续支持政策落地不及预期。

## 一、零售药店：业绩预计保持稳定

行业情况：Q3、Q4 有望延续 H1 以来的亮眼表现，预计未来 3-5 年行业发展的长逻辑未变

- 1、H2 老店内生增长有望维持 H1 以来的亮眼表现。整体来看，随着集采深入推进，头部药房优势持续扩大，老店内生保持高增长。
- 2、下半年药房并购料将提速，2021 年业绩增长确定性较强。今年 H1，受疫情影响药房板块并购速度整体放缓。同时，根据产业调研，受疫情影响，中小连锁药房并购价格呈现下降趋势，有望降低头部药房并购资金成本。
- 3、头部药房在专业化能力、O2O 服务能力等方面优势显著，有望驱动行业集中度持续提升。

根据上述 3 点，我们认为 4 大药房 Q3 单季度业绩均能保持 H1 的高景气度，其中益丰药房略超预期，主要原因为老店同比增长较快。

图表 1 零售药店重点上市公司 2020-2022 年业绩预测

指标	营业收入（亿元）				同比			归母净利润（亿元）				同比			PE		
	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
一心堂	104.8	125.5	144.7	168	19.8%	15.2%	16.1%	6.0	7.2	8.3	9.6	18.3%	16.2%	15.8%	32.6	28.3	24.5
大参林	111.4	145	188.2	243.2	30.2%	29.8%	29.2%	7.0	9.9	12.7	16.2	40.7%	28.1%	27.6%	57.2	44.6	34.9
老百姓	116.6	141.1	177	222.1	21.0%	25.4%	25.5%	5.1	6.4	8.0	9.9	25.6%	24.9%	24.6%	50.8	40.6	32.8
益丰药房	102.8	134.4	175	226	30.8%	30.2%	29.2%	5.4	7.1	9.2	12.2	30.2%	30.5%	31.7%	72.3	55.8	42.0

资料来源：相关公司公告、华创证券预测

备注：数据截止时间为 2020 年 10 月 16 日

**图表 2 零售药店重点上市公司 2020 年前三季度业绩预测**

指标	营业收入 (亿元)			同比			归母净利润 (亿元)			同比		
	年份	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度
一心堂	60.3	92-	31-	19.1%	19%-23%	20%+	4.16	5.9-6.1	1.8-2	23.5%	22%-27%	20%-35%
大参林	69.4	106-	36-	32.1%	31%-35%	30%+	5.95	8.4-8.7	2.5-2.7	56.2%	51%-56%	40%-55%
老百姓	66.9	101-	34-	20.8%	21%-24%	20%+	3.36	4.8-5	1.5-1.7	24.4%	23%-28%	20%-35%
益丰药房	62.9	93-96	30-33	24.7%	26%-30%	30%-40%	4.12	5.7-5.8	1.5-1.7	33.8%	35%-39%	40%-55%

资料来源: WIND、相关公司公告、华创证券预测

## 二、医疗服务: 边际改善态势良好

### (一) 行业情况: 医疗服务恢复程度好, 医疗服务板块增长有望全面提速

1) 公立医院患者外流, 专科医疗公信力提升。患者对于新冠病毒感染风险的担忧, 赋予了专科医疗服务机构特殊的公信力。大量患者由公立综合医院流向专科医疗服务机构, 为专科医疗服务机构带来短期业绩增量/长期消费者公信力提升。

2) 中小机构关闭, 行业集中度全面提升。疫情期间, 专科医疗服务机构均出现了较长时间的停诊, 大量中小型机构倒闭, 导致行业市场集中度显著提升, 利好行业龙头长期发展, 同时关停机构流出大量优质医疗资源, 将为自建与并购带来机会。

### (二) 通策医疗

鉴于 2020 年 Q2 起口腔场景已呈现进一步恢复, 预计在 Q3 有望延续。同时考虑到 Q3 为暑假旺季, 公司业绩有望进一步实现增厚。我们预计 Q3 单季度业绩同比增速有望实现营收 20-30%, 归母净利润 20-35%。

### (三) 爱尔眼科

鉴于 Q2 起眼科场景景气度已呈现进一步恢复, 同时公司 6 月份完成 30 家并购交割, 预计在 Q3 有望增厚营收和净利润。我们预计 Q3 单季度业绩同比增速有望实现营收 30-40%, 归母净利润 40-55%。

### (四) 美年健康

复盘 2020 年前三季度, 公司受疫情管控压力, 2-4 月收入水平处于低位, 5-6 月收入明显回升。根据市场调研, 我们预计 Q3 单季度收入可恢复至去年同期水平, 业绩同比增速有望实现营收 0-5%, 归母净利润 (-31) -5%。

**图表 3 医疗服务重点上市公司 2020-2022 年业绩预测**

指标	营业收入(亿元)				同比(%)			归母净利润(亿元)				同比(%)			PE(倍数)		
	年份	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E
通策医疗	19	22	28	37	13.8%	28.6%	34.3%	4.6	5.3	7.2	9.9	15.2%	34.8%	37.7%	143	104	80
爱尔眼科	100	115	149	196	15.6%	29.4%	31.2%	13.8	16.0	21.3	28.5	15.7%	33.7%	33.4%	147	110	83
美年健康	85	85	98	114	0.2%	15.3%	15.7%	-8.7	2.2	9.7	12.1	-125.5%	340.7%	24.2%	255	58	46

资料来源: 相关公司公告、华创证券预测

备注: 数据截止时间为 2020 年 10 月 16 日

图表 3 医疗服务重点上市公司 2020 年前三季度业绩预测

指标	营业收入 (亿元)			同比			归母净利润 (亿元)			同比		
	年份	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度
通策医疗	7.4	14-15	6.9-7.5	-12.9%	0%-4%	20%-30%	1.45	3.8-4	2.3-2.6	-30.2%	-6%-1%	20%-35%
爱尔眼科	41.6	80-83	39-42	-12.3%	4%-8%	30%-40%	6.76	14.3-15.1	7.5-8.3	-2.7%	16%-22%	40%-55%
美年健康	18.1	45-46	26-28	-50.2%	(-29%)(-27%)	0%-5%	(7.82)	(-5.2)(-3.9)	2.6-3.9	-4747%	(-233%)(-199%)	(-31%)-5%

资料来源: WIND、相关公司公告、华创证券预测

### 三、中药消费品: 景气度逐渐回升

#### (一) 行业情况

各地中医药支持政策逐步落地, 2020 版《中国药典》有望重塑行业格局。以往中医药支持政策主要集中在国家层面, 地方层面鲜有相关政策出台。自 2019 年 11 月至今年 9 月, 据不完全统计, 先后共计 20 余个省级行政区陆续出台中医药行业支持政策, 我们认为这表明各地已逐步重视中医药发展。2020 版《中国药典》颁布, 进一步完善药典标准体系, 药典导向作用进一步强化, 有望重塑中医药行业格局, 提升消费者信心。

#### (二) 片仔癀: 工业保持稳定, 日化有望高增长

公司持续加大对日化板块营销投入, 同时完善布局“3+3+1”产品线(即三大高端护肤产品线、新三国大众护肤产品线、特色特殊护理系列产品线)。我们认为公司医药工业业务 Q3 单季度归母净利润有望保持 15% 左右的稳定增长, 日化板块增速可能更高。我们预计 2021 年日化板块整体营收有望超 10 亿, 毛利额超 6 亿, 成为公司业绩增长的重要一极。

#### (三) 东阿阿胶: 继续看好“库存见底恢复”逻辑

我们预计公司 Q3 单季度有望实现营收过 10 亿, 净利润实现加大幅度恢复, 继续看好阿胶“库存见底恢复”逻辑。我们认为东阿阿胶 Q3 起在冬季备货、药房终端阿胶需求逐步恢复的情况下, 公司出货量有望进一步增加。Q2 受疫情影响仍有 6.5 亿营收, 预期 Q3 公司营收有望超 10 亿。公司已公布 Q3 单季度预期归母净利润为 0.5-0.7 亿元。

图表 5 中药重点上市公司 2020-2022 年业绩预测

指标	营业收入 (亿元)				同比			归母净利润 (亿元)				同比			PE		
	年份	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E
片仔癀	57.2	66.4	77.2	90.0	16.0%	16.4%	16.5%	13.7	16.1	19.3	23.7	16.9%	20.2%	22.6%	92.5	77.2	62.8
东阿阿胶	29.6	40.1	57.2	65.9	35.5%	42.8%	15.1%	-4.4	1.3	13.9	17.0	129.6%	958.0%	22.5%	211.5	19.8	16.2

资料来源: 相关公司公告、华创证券预测

备注: 数据截止时间为 2020 年 10 月 16 日

**图表 4 药重点上市公司 2020 年前三季度业绩预测**

指标	营业收入 (亿元)			同比			归母净利润 (亿元)			同比		
	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度	H1	前三季度	单三季度
片仔癀	32.5	48.4-49.8	15.9-17.4	12.2%	11%-15%	10%-20%	8.65	12.6-13	4-4.4	15.8%	14%-17%	10%-20%
东阿阿胶	11.0	20.3-26	9.4-15	-42.1%	(-28%)-(-8%)	0%-60%	(-0.84)	-0.3- -0.2	0.5-0.7	-144%	(-114%)-(-108%)	244%-322%

资料来源: WIND、相关公司公告、华创证券预测

#### 四、风险提示

个人医保账户变革、疫情复发、中药后续支持政策落地不及预期。

## 医药消费研究小组团队介绍

**高级分析师：刘宇腾**

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：黄致君**

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500