

医药

行业研究/深度报告

医药主线：“补短板”和供给侧改革

—医药板块 2019 年报及 2020 一季报分析

深度研究报告/医药

2020 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 收入、利润双下滑，短期疫情或加速供给端调整

“补短板”叠加供给侧产业升级，是医药产业投资主线。2019 年 1-12 月利润总额同比增速 5.9%，该数据 2020 年 1-3 月又下降到-15.7%，我们认为主要是前期疫情对国内医药制造业生产复工的影响程度较大，导致长期刚性需求的医药制造业出现罕见的负增长，我们认为这种更多是供给端的限制导致，是阶段性的，而非持续性的产业趋势，在集采推进的过程中，我们认为这种罕见的调整，有望使医药供给侧改革加速；2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，我们再次重申“遇到了最好的时代”。

● 二级市场：超额收益明显，头部开始分化，生物药、API、器械优异

2020 年 1 月 1 日至今，医药板块涨幅 15.9%，跑赢沪深 300 指数 22.1 个百分点，板块涨幅排名第 2，仅次于农林牧渔，2020 年以来相对收益非常明显，相比 2019 年，我们发现板块内呈现一定的分化，不同于 2019 年的头部效应，2020 年，受短期疫情及投资者对确定性板块的追逐，在特色原料药、医药外包等板块持续表现的同时，生物药、医疗器械等板块表现更加靓丽，我们认为这是行业加速转型期，受疫情影响海内外蔓延的影响，投资者对疫情相关主题、短期业绩高增长追逐的结果。

● 投资建议：用新基建思维，挖掘景气提升的细分领域

我们重点关注的医药企业的估值比较中，我们发现主流医药 74 家公司 2020 年和 2021 年的平均预测市盈率为 40 倍和 31 倍（相比我们前次三季报报总结时基本持平），但估值分化比较明显，创新药为主的公司、创新产业链服务方、医疗服务标的普遍给到 45 倍以上甚至 60-70 倍的市盈率，而中药、综合性仿制药、医药商业等的估值普遍在 20 倍左右市盈率（甚至 10 倍 PE 左右），医疗器械、特色原料药的估值相对我们前次三季报总结明显提升；我们认为：尽管医药板块 2020 年上半年相对收益不错，但是板块的估值并没有呈现明显高企的现象，而且医疗器械、特色原料药板块的估值更多是“修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于当下的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局，结合公司质地、板块景气度和估值情况的分析，我们推荐：凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。

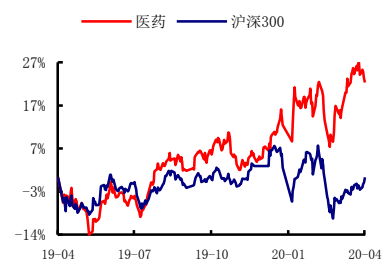
● 风险提示

药品审批政策延续性与否的风险；公立医院改革推进中集采政策可能强化的风险；企业自身战略方向选择执行力的风险。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

分析师：盛丽华

执业证号：S0100519110002

电话：021-60876730

邮箱：shenglihua@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号：S0100119060028

电话：021-60876703

邮箱：tanzimei@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号：S0100119100011

电话：010-85127728

邮箱：guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1. 医疗服务领涨，持续关注“供-需”端增速分化带来投资机会
2. 从本土 CXO 业绩和 IND 数据看中国市场红利

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/4/30	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
泰格医药	77.0	1.12	1.46	1.87	69	53	41	推荐
凯莱英	188.7	2.39	3.1	3.98	79	61	47	推荐
药明康德	101.8	1.12	1.60	2.07	91	64	49	推荐
华兰生物	38.9	0.91	1.28	1.46	42	30	27	推荐
康泰生物	134.0	0.89	1.28	2.11	150	105	64	推荐
复星医药	33.6	1.30	1.37	1.54	26	25	22	推荐
普洛药业	17.7	0.47	0.46	0.6	38	39	30	推荐
仙琚制药	13.4	0.45	0.58	0.75	30	23	18	推荐
万孚生物	79.3	1.13	1.65	2.11	70	48	38	推荐
迈瑞医疗	256.3	3.85	4.86	5.97	67	53	43	推荐
金城医学	69.0	0.88	1.18	1.39	79	58	50	谨慎推荐
天宇股份	77.4	3.21	4.02	5.08	24	19	15	推荐
我武生物	52.1	0.57	3.19	3.53	91	16	15	推荐

资料来源：wind、民生证券研究院

目录

一、收入、利润双下滑，短期疫情或加速供给端调整	4
中观数据：1-3 月，新旧动能转换遇上疫情，收入、利润双下滑	4
行业政策：新版药品注册管理办法出台、医保改革深化	5
二级市场：超额收益明显，头部开始分化，生物药、API、器械优异	7
二、投资建议：用新基建思维，挖掘景气提升的细分领域	9
挖掘景气提升的医药细分领域	9
创新药：收入和利润增速加速，创新药企业步入良性循环	12
医药外包：有 B 和 A 两个逻辑的细分领域，更推荐 A 属性公司	13
生物药：生长激素处于放量周期，血制品景气度持续改善和进入研发收获期疫苗	14
特色原料药：产业升级带动 ROE 持续提高，2020 年估值重塑	16
综合性仿制药企业：集采压力体现，专科药及一体化布局优势体现	17
医疗器械：产品管线丰富度和迭代速度成为板块最主要的评估指标	19
医疗服务：快速增长，表现优异，持续受益于行业渗透率提升	21
医药商业：经营性现金流持续改善，关注药店板块扩张进度	22
中药：破局过渡期，渠道清理、品种迭代成为重点考量	23
三、风险提示：是政策，也不是政策	25
插图目录	26
表格目录	26

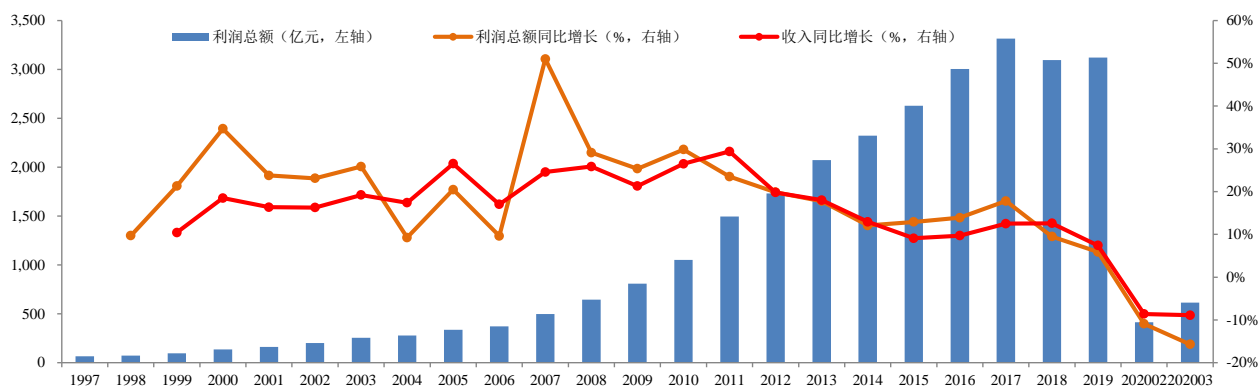
一、收入、利润双下滑，短期疫情或加速供给端调整

中观数据：1-3 月，新旧动能转换遇上疫情，收入、利润双下滑

“补短板”叠加供给侧产业升级，是医药产业投资主线。我们在 2019 年 2 月 10 日的行业深度报告《今非昔比——论集采后的中国医药产业趋势》中提到过，驱动医药行业长期增长的三个变量：老龄化、城镇化、人民健康意识提高，这三个变量将长期存在，我们对医药长期的趋势看得越来越清晰，但短期反而看得并不清晰，这其中有价格的因素、有新产品供给的变化、有资本的影响，但是一些小趋势已经逐步清晰，比如研发投入的增加、资本投入增加、行业产品结构调整加速，这都成为我们对医药产业是否能达到清晰的长期目标的评判指标。而 2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，我们再次重申“遇到了最好的时代”。

2020 年 1-3 月，医药制造业收入、利润同比增速双双下滑。根据国家统计局数据显示，2019 年医药制造业营业收入和利润总额分别为 2.40 万亿、0.31 万亿（绝对值或有口径差异），同比分别增长 7.4%、5.9%，2020 年 1-3 月收入 and 利润总额 5019、614 亿元，同比增速分别为 -8.9%、-15.7%，2019 年产业的低增速显示了我们医药产业仍旧处在新旧动能的转换期，期间伴随低端产能的逐步出清的过程；2020 年一季度的这种下滑，主要是因为国内新冠疫情对于国内相关企业复工影响导致。

图 1：医药制造业营业收入及利润总额增长情况（1997-2020Q1）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2020 年 1-3 月，医药制造业在整体制造业利润同比增速下滑 15.7%，制造业比较优势仍然明显。从行业数据看，2019 年 1-12 月利润总额同比增速 5.9%，这一数值在 2020 年 1-3 月份又下降到 -15.7%，我们认为主要是前期疫情对国内医药制造业生产复工的影响程度较大，导致长期刚性需求的医药制造业出现罕见的负增长，这在医药历史价格控制最严的阶段都没有出

现过，我们认为这种更多是供给端的限制导致，是阶段性的，而非持续性的产业趋势，在集采推进的过程中，我们认为这种罕见的调整，有望使医药供给侧改革加速；从趋势上讲，新旧动能转换以及医药产业增长的持续性和韧劲依然不变，同时相比制造业整体连续大幅下滑的业绩的表现而言，医药制造业显示了非常明显的比较优势。

表 1：医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较（%）

利润总额增速	2017	2018	2019										2020		
		12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3
制造业	18.2	8.7	-15.7	-4.2	-4.7	-4.1	-4.1	-3.4	-3.2	-3.9	-4.9	-4.1	-5.2	-42.7	-38.9
医药制造业	17.8	9.5	4.2	7.6	9.7	10.9	9.4	9.3	9.5	10.0	10.6	10	5.9	-10.9	-15.7
其他与下游消费有关的行业															
食品制造业	6.7	6.1	11.2	18.9	17.7	17.3	13.5	14.6	12.5	11.5	8.7	11.1	9.1	-33.5	-27.4
农副食品加工业	4.5	5.6	-5.5	-4.7	-4.9	-3.7	-2	0.9	2.5	3.5	5.1	8.3	3.9	2.2	11.2
酒、饮料和精制茶制造业	17.5	20.8	23.3	20.7	18.1	17.9	16.9	17.5	17.6	17.2	17.6	17.4	10.2	-21.9	-11.2
烟草制品业	-6.3	-4.6	18.2	24.4	29.4	23.9	28.7	29.2	23.6	21.5	19.3	12.1	1.3	31.5	28.5
纺织服装、服饰业	2.9	10.8	7.6	8.3	1.2	-1.3	-0.8	-3.5	-1.1	-1.6	-3.4	-4.9	-9.8	-42.1	-43.5
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.9	4.2	8.9	9.9	7.5	7	2.3	5.1	11.8	8.5	6.1	5.7	-1.9	-36.1	-34.8
家具制造业	9.3	4.3	-1.3	17.1	15.8	13.5	13.4	13.4	14.7	18.9	17.8	18.2	10.8	-67.5	-47.8
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.7	7.1	16	22	29.4	28.3	21.7	17.3	17.4	12	10.8	13.8	9.9	-42.3	-37.1
造纸及纸制品业	36.2	-8.5	-27.7	-24.7	-31	-30.3	-25.4	-23.7	-21.9	-20.2	-17	-10.7	-9.1	-22.5	-5.5
印刷业和记录媒介的复制	6.9	6.1	-6.7	11.1	2.6	5.7	6.6	8.3	9.9	8.3	10.2	7.8	4.1	-60.2	-38.7
橡胶和塑料制品业	3.7	3.6	-42	-25	8	11.5	9.8	10.4	11.7	12.9	13.9	13.7	12	-52.9	-30.9

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

行业政策：新版药品注册管理办法出台、医保改革深化

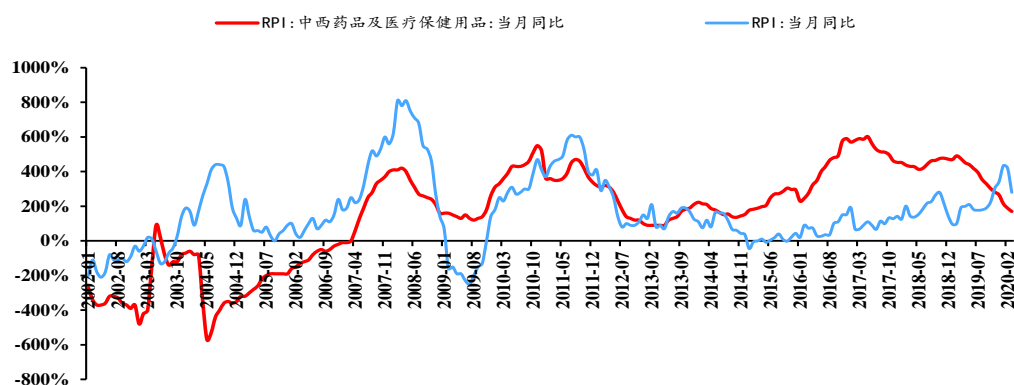
从来没有任何一个时期这么强调产业、公司、产品的核心竞争力。2019 年以来，我们提出“历史不会倒退，市场化改革是方向，管线积累优秀的公司是当下最好的长期投资品种”，我们相信，在一致性评价推进、医保机制、集采完善的背景下，这种市场化的程度会逐步加强，药价的波动和政策的联动会进一步减弱，市场化因素会更加强化，到时拼的更加是产品、质量、成本等市场化因素。从价格指数数据，我们也发现自 2015 年发改委放弃管理价格后，药品价格指数处于持续上升的趋势，但是随着带量采购的持续推进，这种趋势已经逐步缓解，2019 年以来呈现逐步下降的趋势。2019 年初我们在行业报告《今非昔比——论集采后的中国医药产业趋势研究》中也提出“市场化、全球化”的选股思路，是我们团队基本面选股的重要指导，在产业结构升级的关键过渡期，那些具备市场化、全球化竞争力的细分领域或公司是当下最好的长期投资品种，这也是我们 2019 年初在市场率先系统推出特色原料药、医药外包等产业系统化研究的原因，2020 年初以来我们持续深入这几个领域的研究，同时又在医疗器械、血制品等领域持续深入研究，都是秉承这样的筛选原则。

2020 年 3 月 5 日，国家医保局发布《中共中央 国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出“到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善

捐助、医疗互助共同发展的医疗保障体系……促进多层次医疗保障体系发展，强化基本医疗保险、大病保险与医疗救助三重保障功能”、“完善医保目录动态调整机制。立足基金承受能力，适应群众基本医疗需求、临床技术进步，调整优化医保目录，将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围，规范医疗服务设施支付范围。健全医保目录动态调整机制，完善医保准入谈判制度。合理划分中央与地方目录调整职责和权限，各地区不得自行制定目录或调整医保用药限定支付范围，逐步实现全国医保用药范围基本统一。建立医保药品、诊疗项目、医用耗材评价规则和指标体系，健全退出机制”、“深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购”、“完善医药服务价格形成机制。建立以市场为主导的药品、医用耗材价格形成机制，建立全国交易价格信息共享机制。” **我们认为医药服务供给侧的改革过程中，医保作为重要的杠杆力量，依然在未来 3-5 年中充当重要的作用，市场化导向依然是方向，降价不是目的，引导有序的市场化竞争是重点，2019 年以来产业转型升级已经开始逐步体现这种趋势，有能力、有资源转型升级过渡的细分领域或公司是值得投资布局的重点。**

2020 年 3 月 30 日，国家药监局发布《药品注册管理办法》，2020 年 7 月 1 日开始施行，该注册管理办法吸取了 2015 年以来药品审批改革意见，落实《药品管理法》、《中医药法》、《疫苗管理办法》对药品注册管理的最新要求，①全面推进药品注册分类改革，新的药品注册分类有利于促进医药行业新药研发水平与国际竞争能力的提升、不再区分进口仿制药和国产仿制药，执行统一的审评标准和质量要求，为我们医药产业加入全球医药产业链和供应链铺平了道路。②建立优先审评审批制度，提高新药审批效率，鼓励医药创新，建立药品加快上市注册制度，支持以临床价值为导向的药物创新。③实现药品审评审批与国际接轨，助力中国药企实施国际化战略，明确规定：使用境外研究资料和数据支持药品注册的，其来源、研究机构或者实验室条件、质量体系要求及其他管理条件等应当符合国际人用药品注册技术要求协调会通行原则，并符合我国药品注册管理的相关要求。**我们认为，药品注册管理办法的最新出台，有利于在药品注册、审评审批等方面与国际接轨，更加体现了市场化、全球化规则，这无疑有利于国内药品产业链的国际化参与程度提升，这也奠定我们更加看好全球化参与的细分领域未来的空间和机会，但同时也提示，这也表示国内的医药市场同步参与全球化竞争，哪怕在本土，我们都将面临更加激烈的国际化竞争，提升自身研发能力，是提升竞争力的唯一路径。**

图 2：药品零售价格指数



资料来源：wind，民生证券研究院

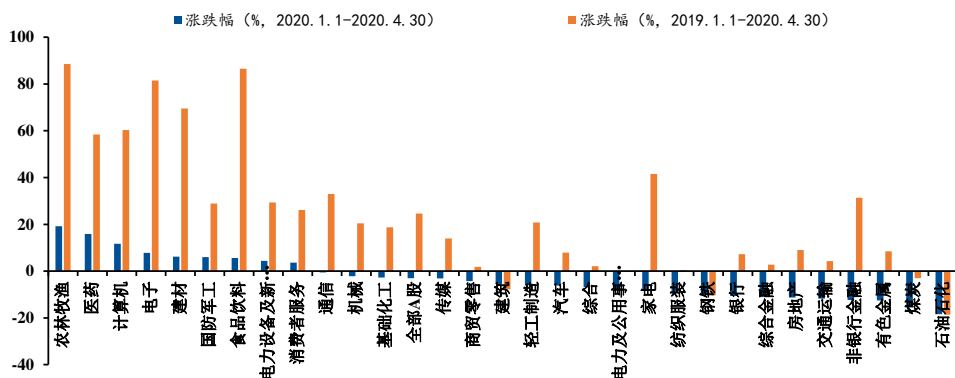
二级市场：超额收益明显，头部开始分化，生物药、API、器械优异

2020年1月1日至今，医药板块涨幅15.9%，跑赢沪深300指数22.1个百分点，板块涨幅排名第二，仅次于农林牧渔（2019年初以来涨幅排名第6），2020年以来相对收益非常明显，相比2019年，我们发现板块内呈现一定的分化，不同于2019年的头部效应，2020年，受短期疫情及投资者对确定性板块的追逐，在特色原料药、医药外包等板块持续表现的同时，生物药、医疗器械等板块表现更加靓丽，我们认为这是行业加速转型期，受疫情影响海内外蔓延的影响，投资者对疫情相关主题、短期业绩高增长追逐的结果。

- **疫情主题概念股：**医药板块的投资，年初以来疫情主题持续发酵的情况下，小市值、缺乏机构持仓的个股借助部分主题概念被热炒，包括一次性手套概念股英科医疗（300677）涨幅列医药板块第一（年初以来上涨240%）、疫情用药莲花清瘟受益的以岭药业（002603）、新冠检测概念硕世生物（688399）、达安基因（002030），疫情治疗防护类产品标的：理邦仪器（300206）、九安医疗（002432）、振德医疗（603301）、鱼跃医疗（002232）、三鑫医疗（300453）、红日药业（300026）；疫情治疗相关药物研发标的：赛升药业（300485）等。
- **短期业绩高增长个股：**受益于短期订单释放业绩高增长的昭衍新药（603127）、加速布局CDMO业务的原料药公司九洲药业（603456）业绩持续快速增长、短期业绩超预期的海思科（002653）、博济医药（300404）、昭衍新药（603127）、受相关产品提价影响的浙江医药（600216）、新和成（002001）。
- **头部分化，特色原料药、生物药龙头超额收益明显：**①特色原料药板块的景气度持续提升：原料药制剂一体化龙头公司华海药业（600521）一季报业绩超预期、板块内天宇股份（300702）、司太立（603520）、美诺华（603538）、普洛药业（000739）、仙琚制药（002332）等受益板块景气提升、估值修复，均有不错的表现；②生物药板块：疫苗、血制品龙头表现靓丽。如疫苗龙头智飞生物（300122）、康泰生物（300601）、血制品龙头华兰生物（002007）、长春高新（000661）等；③医药/医疗外包板块公司仍然保持比较快的业绩增长，包括博腾股份（300363）、凯莱英（300326）、金城医学（603882）、昭衍新药（603127）、康龙化成（300759）、泰格医药（300347）、药明康德（603259）等；④医疗器械龙头迈瑞医疗（300760）、万东医疗（600055）受疫情正向影响，业绩表现靓丽，药用辅料龙头山河药辅、医疗穿刺输注器械龙头康德莱（603987）、血液灌流龙头健帆生物（300529）、POCT龙头万孚生物（300482）都有不错表现；⑤一季度受疫情影响医疗服务板块/处方药表现相对一般，龙头爱尔眼科（300015）、通策医疗（600763）、处方药龙头恒瑞医药（600276）。

我们认为：以上热点的表现，主要是投资者在短期业绩高增长板块的逻辑瑕疵和头部公司估值弹性较弱间博弈，我们更加关注板块的中期逻辑和景气度，特色原料药、医药研发服务（CXO）、生物药（血制品/疫苗）、中高端创新器械（包括IVD）等板块的业绩持续性。

图 3：医药板块的股价表现（%）



资料来源：wind（截止 2020 年 4 月 30 日，涨跌幅为总市值加权平均涨跌幅），民生证券研究院

二、投资建议：用新基建思维，挖掘景气提升的细分领域

挖掘景气提升的医药细分领域

我们重点关注的医药企业的估值比较中，我们发现主流医药 74 家公司 2020 年和 2021 年的平均预测市盈率为 40 倍和 31 倍（相比我们前次三季报总结时基本持平），但估值分化比较明显，创新药为主的公司、创新产业链服务方、医疗服务标的普遍给到 45 倍以上甚至 60-70 倍的市盈率，而中药、综合性仿制药、医药商业等的估值普遍在 20 倍左右市盈率（甚至 10 倍 PE 左右），**医疗器械、特色原料药的估值相对我们前次三季报总结明显提升。**

我们认为：尽管医药板块 2020 年上半年相对收益不错，但是板块的估值并没有呈现明显高企的现象，而且医疗器械、特色原料药板块的估值更多是“修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于当下的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局，结合公司质地、板块景气度和估值情况的分析，我们推荐：**凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。**

对于我们重点关注的公司和板块，后面我们重点介绍如下：

表 2：重点关注的 A 股医药公司的估值比较

股票	代码	投资评级	总市值	流通市值	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB
			（亿元）			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
研发创新型药企												
恒瑞医药	600276.SH	无评级	4113	4104	1.20	1.55	1.99	77	60	47	22%	13
复星医药	600196.SH	推荐	862	676	1.30	1.37	1.54	26	25	22	10%	2
贝达药业	300558.SZ	无评级	379	358	0.58	0.80	1.10	164	117	86	12%	14
康弘药业	002773.SZ	无评级	336	238	0.82	0.98	1.21	47	39	32	16%	6
生物药												
长春高新	000661.SZ	推荐	1206	1013	8.77	13.64	17.45	68	44	34	27%	11
华兰生物	002007.SZ	推荐	709	609	0.70	1.28	1.46	55	30	27	22%	9
博雅生物	300294.SZ	推荐	135	135	0.98	1.14	1.43	32	27	22	13%	3
天坛生物	600161.SH	推荐	356	356	0.58	0.73	0.90	58	47	38	16%	8
智飞生物	300122.SZ	推荐	1267	693	1.48	2.13	2.69	54	37	29	40%	15
我武生物	300357.SZ	推荐	273	238	0.57	0.65	0.89	91	80	59	23%	17
康泰生物	300601.SZ	推荐	865	486	0.89	1.28	2.11	150	105	64	23%	23
安科生物	300009.SZ	无评级	153	107	0.12	0.40	0.51	123	37	29	14%	5

西藏药业	600211.SH	无评级	68	55	1.26	1.63	2.02	22	17	14	15%	3
特色原料药企业												
华海药业	600521.SH	无评级	342	324	0.43	0.52	0.63	60	49	41	10%	5
海正药业	600267.SH	无评级	136	136	0.10	0.00	0.00	146	NA	NA	0%	NA
九洲药业	603456.SH	谨慎推荐	169	169	0.30	0.42	0.67	71	50	31	12%	5
天宇股份	300702.SZ	推荐	141	41	3.21	4.02	5.08	24	19	15	27%	5
普洛药业	000739.SZ	推荐	209	203	0.47	0.61	0.79	38	29	22	17%	5
亿帆医药	002019.SZ	推荐	231	151	0.73	1.11	1.29	26	17	14	16%	3
健友股份	603707.SH	无评级	416	201	0.84	1.17	1.55	69	50	37	23%	11
美诺华	603538.SH	无评级	52	50	1.01	1.33	1.84	34	26	19	13%	3
圣达生物	603079.SH	无评级	51	20	0.38	2.27	2.39	108	18	17	26%	5
奥翔药业	603229.SH	无评级	47	16	0.35	0.47	0.63	83	NA	NA	11%	7
中药企业												
片仔癀	600436.SH	推荐	846	846	2.28	2.91	3.63	62	48	39	23%	11
云南白药	000538.SZ	无评级	1154	544	3.28	3.51	3.94	28	26	23	11%	3
同仁堂	600085.SH	无评级	352	352	0.72	0.79	0.84	36	32	30	11%	4
东阿阿胶	000423.SZ	无评级	203	203	-0.68	1.27	1.62	-46	24	19	7%	2
天士力	600535.SH	无评级	212	212	0.66	0.85	0.96	21	16	15	11%	2
康缘药业	600557.SH	推荐	80	77	0.86	1.06	1.29	16	13	10	13%	2
济川药业	600566.SH	谨慎推荐	169	169	1.99	2.23	2.51	10	9	8	24%	2
华润三九	000999.SZ	无评级	284	284	2.16	1.88	2.08	13	15	14	14%	2
一品红	300723.SZ	推荐	66	19	0.89	1.32	1.76	46	31	23	16%	4
综合性仿制药企业												
科伦药业	002422.SZ	无评级	280	206	0.65	0.71	0.92	30	27	21	7%	2
华东医药	000963.SZ	无评级	349	349	1.61	1.62	1.88	12	12	11	20%	2
京新药业	002020.SZ	谨慎推荐	75	61	0.72	0.63	0.70	14	16	15	11%	2
丽珠集团	000513.SZ	推荐	373	238	1.39	1.60	1.80	29	25	22	13%	3
恩华药业	002262.SZ	推荐	137	119	0.65	0.76	0.94	21	18	14	19%	3
仙琚制药	002332.SZ	推荐	123	121	0.45	0.58	0.75	30	23	18	15%	4
普利制药	300630.SZ	无评级	201	142	1.06	1.72	2.59	67	41	27	26%	11
现代制药	600420.SH	无评级	94	94	0.64	0.00	0.00	14	NA	NA	0%	NA
医药服务												
药明康德	603259.SH	推荐	1680	1024	1.12	1.60	2.07	91	64	49	13%	8
泰格医药	300347.SZ	推荐	577	418	1.12	1.46	1.87	69	53	41	20%	11
康龙化成	300759.SZ	推荐	509	181	0.69	1.05	1.37	93	61	47	9%	6

昭衍新药	603127.SH	推荐	156	76	1.10	1.61	2.19	88	60	44	24%	15
凯莱英	002821.SZ	推荐	437	435	2.39	3.10	3.98	79	61	47	19%	11
博腾股份	300363.SZ	无评级	153	125	0.34	0.45	0.61	83	62	47	8%	5
医疗服务												
爱尔眼科	300015.SZ	无评级	1375	1117	0.45	0.54	0.74	100	82	60	21%	18
某某健康	002044.SZ	无评级	448	393	-0.22	0.27	0.39	-52	42	30	13%	5
通策医疗	600763.SH	无评级	394	394	1.44	1.85	2.43	85	66	51	25%	17
金域医学	603882.SH	谨慎推荐	316	193	0.88	1.18	1.39	79	58	50	20%	11
迪安诊断	300244.SZ	谨慎推荐	156	114	0.56	0.81	1.01	45	31	25	11%	4
医疗器械												
迈瑞医疗	300760.SZ	谨慎推荐	3116	1279	3.85	4.86	5.97	67	53	43	25%	13
乐普医疗	300003.SZ	无评级	679	577	0.97	1.26	1.63	39	30	23	24%	7
安图生物	603658.SH	谨慎推荐	580	580	1.80	2.23	3.04	75	60	44	31%	17
健帆生物	300529.SZ	无评级	466	267	1.36	1.83	2.42	82	61	46	28%	17
鱼跃医疗	002223.SZ	无评级	348	301	0.75	1.12	1.22	46	31	28	16%	5
欧普康视	300595.SZ	无评级	266	190	0.76	0.93	1.25	87	71	53	23%	16
万孚生物	300482.SZ	推荐	272	190	1.13	1.65	2.11	70	48	38	20%	10
山东药玻	600529.SH	无评级	224	224	0.77	0.98	1.22	49	39	31	14%	5
贝瑞基因	000710.SZ	无评级	157	63	1.10	1.04	1.28	40	43	35	14%	6
开立医疗	300633.SZ	无评级	119	117	0.25	0.49	0.67	117	60	44	13%	7
艾德生物	300685.SZ	无评级	116	72	0.92	1.29	1.76	86	61	45	18%	11
九强生物	300406.SZ	谨慎推荐	86	57	0.66	0.72	0.96	26	24	18	17%	4
基蛋生物	603387.SH	无评级	81	41	1.30	1.70	2.20	24	NA	NA	21%	4
凯普生物	300639.SZ	推荐	65	49	0.69	0.90	1.18	44	34	26	15%	5
透景生命	300642.SZ	谨慎推荐	38	31	1.73	1.97	2.47	24	21	17	13%	3
医药商业												
益丰药房	603939.SH	推荐	359	348	1.43	1.91	2.54	66	50	37	14%	7
一心堂	002727.SZ	推荐	145	77	1.06	1.29	1.51	24	20	17	14%	3
大参林	603233.SH	推荐	359	72	1.28	1.40	1.73	51	47	38	19%	7
老百姓	603883.SH	推荐	218	203	1.78	2.18	2.70	43	35	28	16%	5
九州通	600998.SH	无评级	337	300	0.92	1.22	1.49	19	15	12	11%	2
瑞康医药	002589.SZ	无评级	77	59	-0.62	0.39	0.44	-8	13	12	7%	1
国药股份	600511.SH	无评级	235	87	2.13	2.37	2.72	15	13	11	15%	2
上海医药	601607.SH	无评级	526	356	1.44	1.65	1.86	13	11	10	10%	1
A 股主要医药公司平均								53	40	31	17%	7

资料来源: wind (截止 2020 年 4 月 30 日), 民生证券研究院

创新药: 收入和利润增速加速, 创新药企业步入良性循环

通过恒瑞医药、复星医药、贝达药业、康弘药业等重点创新药研发企业 2019 年年报和 2020Q1 业绩可以看出, 国产创新药头部公司逐步进入创新品种业绩兑现期逻辑依然在延续, 上市公司的研发效率也在逐步提升中, 建议持续关注**复星医药、恒瑞医药、贝达药业和康弘药业等**头部公司。

成长性分析: 2019 年恒瑞医药、贝达药业和恒瑞医药均呈现收入和利润增速加速的趋势, 其中恒瑞医药 34% 收入同比增速, 31% 的归母净利润增速, 贝达药业 27% 收入同比增速, 38% 的归母净利润增速。康弘药业 12% 收入同比增速, 3% 的归母净利润增速, 复星医药 15% 收入同比增速, 23% 的归母净利润增速。虽然康弘药业收入增速和归母净利润增速较慢, 但是其创新药康柏西普 2019 年实现 31% 收入增速, 仍然处于业绩兑现的阶段。四家创新药企业中, 仅有复星医药创新药增量在 2019 年贡献并不明显 (利妥昔单抗生物类似药销售额为 1.5 亿元, 收入占比较小), 我们预计在 2020 年, 重磅品种曲妥珠生物类似药和 BD 品种阿伐曲泊帕片以及已经上市的利妥昔单抗的收入和利润贡献将更为明显。从 2020Q1 业绩来看, 贝达药业的埃克替尼继续放量, 实现收入增速 73%, 归母净利润增速 152%, 其他三家创新药企业收入受到疫情影响出现分化, 恒瑞医药收入和归母净利润分别为 11% 和 10%, 出现放缓迹象, 复星医药收入和归母净利润增速分别为 -13% 和 -19%, 主要是医疗服务和制药板块受疫情影响较为明显。

盈利能力分析: 2019 年研发投入仍保持快速增长, 整体毛利率提升 0.18 个百分点, 净利率同比略降 0.02 个百分点。具体公司情况如下: 恒瑞医药、复星医药毛利率有所提升, 康弘药业毛利率略有下滑, 贝达药业毛利率下降 1.2 个百分点。费用率方面恒瑞医药、复星医药和康弘药业均有所上升 (分别上升 1.3、1.8 和 1.7 个百分点), 贝达药业费用率下降明显达 4.1 个百分点。研发投入持续快速增长, 恒瑞医药 2019 研发投入 38.96 亿元, 同比增长 45.9%; 复星医药 34.63 亿元, 同比增长 38.1%, 康弘药业研发投入 7.88 亿元, 同比增速 125.8%。国内药企的研发投入持续保障在新旧动能转换过程中的产品迭代能力, 看好将持续研发投入不断转为上市产品的创新药企业。

综合以上影响, 创新药行业重点公司 2019 年相比 2018 年毛利率、费用率和净利率分别提升 0.18、0.16 和 -0.02 个百分点, 伴随着头部公司的高毛利率创新药管线品种逐步上市, 对公司整体毛利率的提升效果或许更为明显, 建议对这些头部公司持续关注。

风险提示: 医保谈判价格风险, 竞争更加激烈的风险, 研发失败的风险。

表 3: 研发创新型重点公司 2019/2020Q1 估值和财务数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	19E	20E	21E	2020E	2020E	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
恒瑞医药	1.20	1.55	1.99	77	60	47	22%	13	26	34	11	26	31	10	9	38	261
复星医药	1.30	1.37	1.54	26	25	22	10%	2	34	15	-13	-13	23	-19	14	9	-6
贝达药业	0.58	0.80	1.10	164	117	86	12%	14	19	27	73	-35	38	152	3	94	183
康弘药业	0.82	0.98	1.21	47	39	32	16%	6	5	12	-12	8	3	-16	-54	131	-55
平均值				78	60	47	15%	9	21	22	15	-4	24	32	-7	68	96

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 4：研发创新型重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
恒瑞医药	600276.SH	无评级	86.6	87.5	86.6	61.1	62.4	57.4	23.3	22.9	23.6
复星医药	600196.SH	推荐	58.4	59.6	55.1	51.9	53.7	49.2	12.1	13.1	11.0
贝达药业	300558.SZ	无评级	94.4	93.2	92.9	80.7	76.6	68.1	13.4	14.5	20.0
康弘药业	002773.SZ	无评级	92.2	91.9	90.3	66.7	68.4	60.0	23.8	22.0	27.9
平均值			82.9	83.1	81.2	65.1	65.3	58.7	18.2	18.1	20.6

资料来源：wind，民生证券研究院

医药外包：有 β 和 α 两个逻辑的细分领域，更推荐 α 属性公司

我们定义的医药服务主要是围绕创新药研发或专利期内的研发、生产外包服务公司，也就是我们经常说的 CXO 板块，该板块也是 2019 年医药板块表现最靓丽的板块，业绩的高增长兑现也验证了该板块的景气度，我们认为在中国市场红利、全球产业链分工转移的过程中，该板块的景气度有望持续，推荐关注泰格医药、药明康德、凯莱英等头部公司的中长期投资价值，我们持续强调该板块存在两个逻辑：行业红利（ β ）的泰格医药、昭衍新药，自身 α 的药明康德、康龙化成，及兼而有之的凯莱英。

成长性分析：重点公司分析显示，2019 年医药外包行业营收同比增速 34%，归母净利润同比增速 45%，持续验证医药外包板块处于高景气度阶段。我们认为行业的高速扩张主要受益于中国创新药投入处于高景气阶段，IND 申报数量快速增长，以及早期药物发现 CRO 和 CMO 领域的产业转移趋势。考虑到 2019 年和 2020Q1 国内 IND 申报数量仍处于上升期，产业转移趋势仍在继续，再加上 2020 年疫情影响导致药企对成本控制的要求有更高的趋势，我们认为医药外包行业景气度仍然具有持续性，继续长期看好。从细分公司来看，我们发现 2019 年细分领域龙头公司（药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药）的营收同比增速相对更快一些，我们认为可能是行业集聚效应逐步显现，细分领域龙头企业话语权更大。从利润端来看，我们发现 2019 年博腾股份、泰格医药、昭衍新药、康龙化成具有相对较高的归母净利润同比增速，药明康德由于非经常性损益亏损导致净利润下滑，经调整 Non-IFRS 归母净利润同比增长 38.2%，显示出内生业务仍然强劲。2020Q1 虽然受到疫情影响以及对投融资景气度的担忧，但是仍然看到较多 CXO 企业较好的业绩表现，其中，昭衍新药收入 2020Q1 同比增长 108%，归母净利润增速 59%，博腾股份 2020Q1 收入同比增长 55%，归母净利润同比增长 192%，验证我们一直强调的处于产业转移初期的小分子 CDMO 及受益中国市场红利逻辑的 CRO 公司的产业景气度均有较强持续性。

盈利能力分析：我们注意到 2019 年行业重点公司毛利率、期间费用率、净利率的分别提高 1.48、-0.85、1.62 个百分点，延续了 2019 年前三季度趋势。从归母净利润同比增速快于收入增速看，整体盈利能力正在逐步提升，具体到公司方面主要是因为泰格医药、康龙化成、博腾股份毛利率提升以及除康龙化成外核心公司期间费用率明显降低的影响，这也体现了医药外包公司受服务结构调整、规模性体现（重资产型的 CMO 公司产能利用率提升及轻资产管理规模性体现）。经营性现金流分析，显示昭衍新药的经营性现金流净额同比下降-16%，泰格医药同比上升仅 1%，主要是应收账款、存货的影响，显示各自下游客户的融资及消化订单的努力，而板块内其他公司的现金流相对不错，显示在行业景气期较高的增长质

量。即使在 2020Q1，除了凯莱英之外其他 CXO 企业的经营性现金流净额均有较好的增长。

从以上重点企业 2019 年待执行订单和新签订单增速情况、在建产能情况、2019 年和 2020Q1 业绩增速情况、以及 2020Q1 国内创新药 IND 数据来看，我们仍然认为中国区市场红利仍有望保持较高景气度，未来叠加行业 β 基础上，关注 CXO 企业 α 能力拓展在未来业绩持续性中的体现。

风险提示：新药研发失败的风险，投融资景气的不确定性风险，管理挑战带来的流失率风险。

表 5：医药服务板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	19E	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
药明康德	1.12	1.60	2.07	91	64	49	13%	8	24	34	15	84	-18	-22	-9	78	477
泰格医药	1.12	1.46	1.87	69	53	41	20%	11	36	22	7	57	78	75	66	1	74
康龙化成	0.69	1.05	1.37	93	61	47	9%	6	27	29	26	47	64	87	34	19	132
昭衍新药	1.10	1.61	2.19	88	60	44	24%	15	36	56	108	42	65	59	43	-16	111
凯莱英	2.39	3.10	3.98	79	61	47	19%	11	29	34	0	25	29	17	111	45	-35
博腾股份	0.34	0.45	0.61	83	62	47	8%	5	0	31	55	16	49	192	-33	81	837
平均值				84	60	46	16%	9	25	34	35	45	45	68	35	35	266

资料来源：wind，民生证券研究院

表 6：医药服务板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
药明康德	603259.SH	推荐	39.5	39.0	34.5	20.4	19.7	17.7	24.3	14.8	9.6
泰格医药	300347.SZ	推荐	43.1	46.5	46.2	20.2	20.1	22.2	22.0	34.8	39.9
康龙化成	300759.SZ	推荐	32.5	35.5	33.5	17.9	18.7	16.6	11.7	14.1	9.7
昭衍新药	603127.SH	推荐	53.0	52.6	49.1	25.4	22.7	39.1	26.5	27.9	12.2
凯莱英	002821.SZ	推荐	46.5	45.5	47.7	24.0	21.9	25.6	22.2	22.5	22.7
博腾股份	300363.SZ	无评级	33.5	37.8	37.9	24.6	24.0	24.0	9.4	11.6	12.1
平均值			41.3	42.8	41.5	22.1	21.2	24.2	19.3	21.0	17.7

资料来源：wind，民生证券研究院

生物药：生长激素处于放量周期，血制品景气度持续改善和进入研发收获期疫苗

观点：血制品景气提升、疫苗产品迭代加速、生长激素、脱敏等产品渗透提升

1、血制品将处于景气度持续上升趋势进口白蛋白受海外疫情影响有望持续供给收缩（海外血制品企业 80% 左右产能在欧洲和美国，欧洲 44%，美国 35%；采浆 60% 在美国，20% 在欧洲）预计全年血制品总需求不会减少：国内血制品静丙、白蛋白、凝血八因子和复合物需求刚性，从全年来看，正常的血制品需求不会减少。总需求的不变甚至增加，血制品总供给的减少，血制品在接下来 2 年内都将处于景气度持续上升趋势，价格有望往上走。继续推荐血制品龙头华兰生物、天坛生物。

2、疫苗板块：智飞生物微卡与 EC 即将获批，其他重磅自产品种进入临床后期，康泰生物重磅品种进入收获阶段，继续推荐**康泰生物和智飞生物**。

3、国内生长激素渗透率低，处于放量周期，继续推荐**长春高新**。

4、脱敏行业渗透率低，竞争格局好，重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂现场核查完毕有望很快上市，继续推荐**我武生物**。

成长性分析：生长激素和疫苗高速增长。2019 年生物药板块营收、扣非后归母净利润分别增长 27.8%、10.4%，其中。生长激素板块长春高新，疫苗板块智飞生物、康泰生物，脱敏领域我武生物高速增长。1) 生长激素持续高增长，长春高新 2019 年营收和归母净利润增速分别为 37.2%、76.4%；2) HPV 系列放量增长，智飞生物 2019 年营收和归母净利润增速分别为 105.9%、102.5%；康泰生物受益于四联苗快速增长驱动，2019 年营收和归母净利润增速分别为-3.7%、31.9%；3) 我武生物 2019 年营收和归母净利润增速分别为 27.7%、28.1%，粉尘螨滴剂保持稳健增长；4) 血制品板块，华兰生物血制品业务稳定增长，四价疫苗放量中，2019 收入 37.0 亿元 (+15.02%)，归母净利润 12.83 亿元 (+12.63%)。天坛生物三大血制品经营效率提升，采浆量稳定增长，业绩快速增长。2019 年 2019 年实现营收 32.82 亿元 (+11.97%)，归母净利润 6.11 亿元 (+19.94%)。

2020Q1 生物药板块营收、扣非后归母净利润分别增长 6.8%、7.9%。1) 2020 年受新冠疫情影响，新患入组受影响，生长激素持续同比增长 10%-15%，并表驱动业绩高速增长，长春高新 20Q1 年营收和归母净利润增速分别为-6.4%、+48.6%；2) 智飞生物 20Q1 年营收和归母净利润增速分别为+15%、+3%，由于新冠疫情，疫苗销售和接种受到影响，但公司仍能实现收入增长。康泰生物 Q1 受疫情影响预防接种工作暂停，业绩大幅下滑。20Q1 年营收和归母净利润增速分别为-48.1%、-97.6%；3) 我武生物一季度因新冠疫情，就诊率下降等因素，导致公司核心产品销售受到影响，我武生物 20Q1 年营收和归母净利润增速分别为-20.1%、-37.5%；4) 血制品板块：预计 1 季度医院就诊率下降，正常血制品需求有所下降，部分抵消了疫情需的增量影响，华兰生物 1 季度实现收入 6.78 亿元 (-2.62%)，实现归母净利润 2.47 亿元 (-4.71%)。天坛生物 020Q1 实现营收同比增长 7.36%，归母净利润同比增长 0.28%。

风险提示：产品放量不及预期，研发进展不及预期，产品价格波动风险，安全性生产风险。

表 7：生物药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
长春高新	8.8	13.7	17.5	68	44	44	25%	10	31	37	-6	56	77	52	132	119	-45
华兰生物	0.70	1.28	1.46	55	30	30	22%	8	36	15	-3	32	14	1	629	2,017	-49
博雅生物	0.98	1.14	1.43	32	27	27	11%	3	68	19	0	32	-8	7	247	169	185
天坛生物	0.58	0.73	0.90	58	47	47	16%	8	18	12	7	22	21	-1	390	1,506	32
智飞生物	1.48	2.13	2.70	54	37	37	34%	12	289	102	15	237	64	-1	188	-97	-11
我武生物	0.57	0.65	0.89	91	80	80	21%	14	30	28	-20	27	31	-38	30	12	40
康泰生物	0.89	2.11	3.33	150	64	64	23%	25	74	-4	-48	134	28	-97	119	402	-587
安科生物	0.12	0.40	0.51	123	37	37	14%	29	33	17	-9	8	-61	13	2	3	507
平均值				53	37	37	22%	8	88	37	3	76	34	12	317	743	22

资料来源：wind，民生证券研究院

表 8：生物药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
长春高新	85.1	85.2	88.9	51.0	44.8	45.4	27.2	31.9	34.5
华兰生物	65.0	65.0	61.5	26.9	23.9	18.0	37.6	37.3	35.0
博雅生物	62.2	61.3	56.4	38.2	43.0	37.3	19.8	15.2	15.4
天坛生物	47.2	49.9	46.3	16.7	17.0	15.6	25.1	27.2	26.0
智飞生物	54.8	42.0	37.1	20.3	14.4	10.3	27.8	22.4	19.6
我武生物	94.3	96.4	95.6	40.9	42.4	53.0	46.3	45.8	36.5
康泰生物	91.1	91.6	91.6	67.3	59.6	88.0	21.6	29.6	1.4
安科生物	80.1	78.0	79.7	56.7	54.1	50.6	18.1	6.4	25.9
平均值	72.5	71.2	69.6	39.8	37.4	39.8	27.9	27.0	24.3

资料来源：wind，民生证券研究院

特色原料药：产业升级带动 ROE 持续提高，2020 年估值重塑

我们的观点：特色原料药板块的逻辑包括两类：周期性逻辑和成长性逻辑，2019 年周期性逻辑主导了板块的表现，但是进入 2020 年，我们认为成长性逻辑成为该板块核心的主导驱动，基本面的支撑主要是不同类型产品的公司加速推进产业升级（前向一体化）进程，结果上呈现出来板块 ROE 持续提升的进程，建议关注大吨位产品（沙坦、普利、他汀等）的加速产业升级兑现、产能释放进程带来的持续业绩弹性，如华海药业、普洛药业、天宇股份、普洛药业、美诺华等。

成长性分析：2019 年，营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速分别为 22%、92%、663%，2020Q1 营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速分别为 21%、126%、-21%，我们发现板块内的公司分化比较严重，但是核心公司整体收入、利润快速增长的趋势，同时我们发现 2020Q1 净利率延续过去两年的趋势，呈现持续提高的趋势，也带来了 ROE 的持续提高，板块的预测平均 ROE 已经达到 17%。核心公司华海药业、九洲药业、天宇股份、普洛药业等均呈现的快速的成长。

盈利能力分析：2019 年，重点公司毛利率、期间费用率、净利率同比提高 4.3、0.6、3.6 个百分点，主要是华海药业、九洲药业、天宇股份、普洛药业、健友股份、美诺华、奥翔药业等产品提价或规模性体现影响，受此影响板块毛利率、净利率均明显提升。2020Q1 分析，我们发现毛利率延续持续增长的趋势，同时期间费用率环比下滑 2.8 个百分点，最终净利率环比提高 5.3 个百分点达到 20.7%，显示在疫情影响下，板块整体的议价能力提升的趋势。现金流方面，受 2018 年低基数影响，华海药业、天宇股份、九洲药业、美诺华等经营性现金流明显改善带动板块的现金流同比快速增长，我们认为在目前的供需环境下经营性现金流的这种表现具有较好的持续性。

风险提示：产品价格波动的风险，库存、产能波动的风险，新品研发失败的风险。

表 9：特色原料药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
华海药业	0.43	0.52	0.63	60	49	41	10%	5	2	6	31	-81	293	94	-89	2,483	53
九洲药业	0.30	0.42	0.67	71	50	31	12%	5	8	8	-2	31	27	21	-4	109	-24
天宇股份	3.21	4.02	5.08	24	19	15	27%	5	23	44	14	87	223	50	-23	445	80
普洛药业	0.47	0.61	0.79	38	29	21	17%	5	15	13	2	63	55	33	297	63	-11
亿帆医药	0.73	1.11	1.29	26	17	14	16%	3	6	12	17	-43	8	119	3	-20	543
健友股份	0.84	1.17	1.55	69	50	37	23%	11	53	45	20	35	43	41	127	-1,449	52
美诺华	1.01	1.33	1.84	34	26	19	13%	3	40	39	12	78	135	9	-42	286	18
圣达生物	0.38	2.27	2.39	108	18	17	26%	5	-3	5	62	-37	-2	511	-7	-34	-866
奥翔药业	0.35	0.47	0.63	83	62	47	11%	7	2	26	36	-33	42	255	-77	663	-31
平均值				57	32	25	17%	5	16.2	22.1	21.4	11.0	91.5	126	21	283	-21

资料来源：wind，民生证券研究院

表 10：特色原料药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
华海药业	59.8	60.5	60.1	53.1	46.5	40.8	2.6	11.3	14.8
九洲药业	33.3	34.8	39.3	18.6	19.8	29.2	8.4	11.7	8.2
天宇股份	40.3	56.1	52.0	24.7	22.6	17.9	11.2	27.8	29.3
普洛药业	31.9	32.4	28.9	24.2	23.1	18.6	5.8	7.7	9.1
亿帆医药	44.1	46.1	55.7	22.6	25.4	25.5	15.0	16.8	23.8
健友股份	49.5	51.2	55.7	22.7	24.4	23.9	25.0	24.5	27.8
美诺华	32.6	38.3	35.2	21.0	21.8	16.0	12.4	13.6	16.3
圣达生物	33.6	37.1	54.1	20.5	24.7	15.4	8.6	7.3	30.8
奥翔药业	44.7	51.8	54.1	27.9	32.1	27.8	18.0	18.3	26.4
平均值	41.1	45.4	48.3	26.1	26.7	23.9	11.9	15.4	20.7

资料来源：wind，民生证券研究院

综合性仿制药企业：集采压力体现，专科药及一体化布局优势体现

我们重点跟踪公司纳入了产品相对丰富的 7 家企业，2019/2020q1 分析，发现这些企业的毛利率、净利率均呈现上升的态势，分析原因，我们认为可能是基于存量产品规模性、多样性

的优势逐步体现。换句话说：对于综合性仿制药企业而言，产品梯队的重要性进一步提升。我们建议关注这个领域的头部公司：**恩华药业、普利制药、仙琚制药**等。

成长性分析：我们重点关注7家综合性仿制药公司，2019年，营业收入、扣非归母净利润和经营性现金流同比增速分别为16.5%、23.7%、41%，2020Q1，营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速分别为-10.8%、-8%、23%，由板块内公司2020Q1收入、利润端的负增长，也显示集采经过2019年一个完整年度的发酵，2020Q1这种同比效应第一次开始体现，集采的压力成为该板块的持续的压力。营收和利润方面京新药业、丽珠集团、恩华药业、普利制药、仙琚制药实现高速增长，带动整体板块快速增长，由此我们发现产品梯队（或者专科用药，壁垒较高）、原料药优势（京新药业的他汀原料、仙琚制药的甾体API等）更决定仿制药公司短中期的业绩持续性和确定性。

盈利能力分析：2019年，毛利率、期间费用率和净利率分别同比增长1.6、0.5、1.4个百分点，2020Q1，毛利率、期间费用率和净利率分别环比增长0.9、-0.9、2.2个百分点，基于我们筛选的公司具备一定的产品梯队、且存量的产品规模性随着带量采购逐步体现（阿卡波糖、瑞舒伐他汀、左乙拉西坦等），同时考虑目前带量采购的进度，我们认为这才导致了以上公司的毛利率反而出现一定程度的提升，我们相信随着带量采购扩面的推进，这种产品多样性的优势有望进一步体现。

估值方面：截止2020年4月30日，华东医药、京新药业、恩华药业2020年PE均为20倍以下，相对于ROE水平（15%）而言，目前处于合理或低估值水平。

风险提示：产品研发进度不及预期的风险，带来采购降价超预期的风险，营销网络调整失利的风险。

表 11：综合性仿制药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
科伦药业	0.65	0.71	0.92	30	27	21	7%	2	43	8	-17	699	-29	-105	145	-25	-128
华东医药	1.61	1.62	1.88	12	12	11	20%	2	10	16	-11	29	15	0	23	-2	150
京新药业	0.72	0.63	0.70	14	16	15	11%	2	33	24	-11	654	34	-16	36	2	76
丽珠集团	1.39	1.60	1.80	29	25	22	13%	3	4	6	-4	16	26	23	-4	39	-25
恩华药业	0.65	0.76	0.94	21	18	14	19%	3	14	8	-30	40	21	10	-11	-24	62
仙琚制药	0.45	0.56	0.70	30	24	19	15%	4	27	2	-11	51	34	13	8	169	-7
普利制药	1.06	1.72	2.59	67	41	27	26%	11	92	52	9	97	66	18	1	127	34
平均值				29	23	18	16%	4	31.8	16.5	-10.8	226.4	23.7	-8	28	41	23

资料来源：wind，民生证券研究院

表 12：综合性仿制药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
科伦药业	59.6	60.2	51.0	51.0	53.1	50.9	7.8	5.8	0.9
华东医药	29.0	32.0	40.7	19.2	22.5	28.1	7.8	8.3	13.4
京新药业	64.9	65.1	60.9	51.7	50.6	49.0	12.6	14.3	12.2
丽珠集团	62.1	63.9	64.9	46.4	45.1	41.4	13.3	15.6	18.5
恩华药业	56.1	62.6	76.1	38.9	44.1	52.7	13.5	15.8	18.4
仙琚制药	59.1	60.5	53.3	46.1	45.3	43.3	9.5	11.9	8.4
普利制药	83.8	81.6	85.2	50.7	46.7	35.6	29.1	31.7	46.9
平均值	59.2	60.8	61.7	43.4	43.9	43.0	13.4	14.8	16.9

资料来源：wind，民生证券研究院

医疗器械：产品管线丰富度和迭代速度成为板块最主要的评估指标

受到基层市场采购需求平淡的影响，2020 年医疗器械板块收入增速较去年有所放缓（同比下滑 5.2pct）。基于较快的产品迭代速度和相对宽松的定价政策环境，板块依然保持了较高的盈利能力，板块平均接近 70% 的毛利率和 30% 的净利率验证了这一点；但同时我们发现由于终端降价压力往上游传导，新品推广投入加大、研发仍保持在较高水平，导致板块净利率略有下滑。

受到新冠肺炎疫情的影响，2020 年第一季度医疗器械板块的收入、利润、经营性现金流同比增速均为负值，盈利能力也显著下降，而需求市场较为刚性、产品管线丰富、迭代速度较快的优质头部企业维持了良好的成长性和盈利能力，建议关注**迈瑞医疗、安图生物、万孚生物、凯普生物、健帆生物、欧普康视**等企业。我们对板块内重点公司的分析如下：

成长性分析：2019 年，营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为 23.9%、20.7%、20.5%（其中利润增速低于收入增速的原因是开立医疗受到超声采购需求平淡的影响，利润同比下降明显）。迈瑞医疗、安图生物、健帆生物、欧普康视、万孚生物、基蛋生物、凯普生物等显示较高的增长质量，显示其产品迭代能力在日趋严苛的控费环境下自身的成长性更好。在疫情影响下，2020 年第一季度收入、利润、经营性现金流的同比增速均为负值，而迈瑞医疗、健帆生物、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物等优质的头部公司依然保持良好的增长态势，主要受益于其完善的技术平台和产品管线、对市场需求的快速反应能力、抑或是原有产品的刚需属性。

盈利能力分析：2019 年，毛利率、期间费用率、净利率分别为 68.7%、38.8%、26.9%，同比分别增加 0.2、0.2、-0.8 个百分点，显示毛利率略有下滑、期间费用率提高、综合导致净利率明显下滑。健帆生物、欧普康视、透景生命技术独特、竞争格局良好，得以保持较高的盈利能力。2020 年第一季度行业净利率显著下滑，主要是由于疫情对医院门诊量所造成的冲击，收入增速下降、部分固定费用仍需支出。

风险提示：产品研发中审批不确定的风险，集中采购带来的大幅降价风险，收购过程中形成的商誉减值风险，新型冠状病毒肺炎疫情影响风险。

表 13：医药器械板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)		扣非后归母净利润同比增速 (%)		经营活动产生的现金流同比增速 (%)	
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2019	20Q1	2019	20Q1	2019	20Q1
迈瑞医疗	3.85	4.86	5.97	67	53	43	25%	13	20	21	25	26	17	204
乐普医疗	0.97	1.26	1.63	39	30	23	24%	7	23	-11	18	-10	33	-59
安图生物	1.80	2.23	3.04	75	60	44	31%	17	39	0	38	-29	29	-42
健帆生物	1.36	1.83	2.42	82	61	46	28%	17	41	28	48	55	52	61
鱼跃医疗	0.75	1.12	1.22	46	31	28	16%	5	11	16	10	53	-23	896
欧普康视	0.76	0.93	1.25	87	71	53	23%	16	41	-14	41	-26	85	-78
万孚生物	1.13	1.65	2.11	70	48	38	20%	10	26	22	38	39	25	1,995
山东药玻	0.77	0.98	1.22	49	39	31	14%	5	16	7	31	30	29	-5
贝瑞基因	1.10	1.04	1.28	40	43	35	14%	6	12	11	16	-14	-26	-811
开立医疗	0.25	0.49	0.67	117	60	44	13%	7	2	2	-67	-4,263	-19	-92
艾德生物	0.92	1.29	1.76	86	61	45	18%	11	32	-24	8	-48	62	61
九强生物	0.66	0.72	0.96	26	24	18	17%	4	9	-35	9	-73	-26	-457
基蛋生物	1.30	1.70	2.20	24	18	14	21%	4	41	-28	38	-45	21	-459
凯普生物	0.69	0.90	1.18	44	34	26	15%	5	26	9	36	18	40	-2,182
透景生命	1.73	1.97	2.47	24	21	17	13%	3	21	-57	18	-297	8	-3,159
平均值				58	44	34	19%	9	24	-3	21	-23	21	-275

资料来源：wind，民生证券研究院

表 14：医药器械板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)		期间费用率 (%)		净利率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)	
			2019	20Q1	2019	20Q1	2019	20Q1	2019	20Q1	2019	20Q1
迈瑞医疗	300760.SZ	推荐	65.2	64.5	32.8	34.9	28.3	27.7	21.8	20.0	13.5	15.9
乐普医疗	300003.SZ	无评级	72.2	73.7	45.9	44.3	22.1	23.4	27.9	25.4	14.5	15.1
安图生物	603658.SH	谨慎推荐	66.6	57.9	33.6	39.9	29.4	16.6	16.5	21.4	16.2	17.6
健帆生物	300529.SZ	无评级	86.2	85.7	41.6	25.2	39.7	48.5	29.7	18.1	12.6	9.4
鱼跃医疗	002223.SZ	无评级	42.2	53.1	24.2	21.4	16.4	27.4	13.6	11.4	10.8	10.8
欧普康视	300595.SZ	无评级	78.4	77.6	31.9	44.9	45.6	30.6	20.2	29.1	11.8	16.0
万孚生物	300482.SZ	推荐	65.2	67.4	39.1	45.8	20.6	17.6	24.0	26.5	15.4	20.0
山东药玻	600529.SH	无评级	36.9	35.6	17.2	12.7	15.3	17.9	7.6	5.2	10.2	9.0
贝瑞基因	000710.SZ	无评级	61.1	55.4	33.4	31.9	23.9	16.2	18.5	15.5	14.9	15.5
开立医疗	300633.SZ	无评级	65.3	63.4	59.5	70.9	8.1	-3.5	32.5	37.2	26.2	33.2
艾德生物	300685.SZ	无评级	90.4	87.2	63.9	69.2	23.4	28.6	38.1	23.9	28.4	51.0
九强生物	300406.SZ	谨慎推荐	68.8	61.1	23.0	42.2	39.4	11.3	11.5	20.6	12.1	21.5
基蛋生物	603387.SH	无评级	72.8	66.3	35.1	35.8	36.1	30.0	18.0	15.7	17.3	24.2
凯普生物	300639.SZ	推荐	80.6	75.4	60.2	55.9	18.8	16.5	35.7	29.2	24.4	26.4
透景生命	300642.SZ	谨慎推荐	78.6	61.2	40.5	145.1	35.6	-66.0	25.2	92.7	16.7	55.3
平均值			68.7	65.7	38.8	48.0	26.9	16.2	22.7	26.1	16.3	22.7

资料来源：wind，民生证券研究院

医疗服务：快速增长，表现优异，持续受益于行业渗透率提升

医疗服务板块在 A 股的投资属于相对 α 的板块，更多的取决于自身的管理能力、战略布局、扩张节奏等的考量，无论是专科性连锁企业还是以外包为主（ICL\体检）的检验业务，均面临强势的上下游，我们认为在目前在 DRGs 快速推进的背景下，成本、效率、专业性等要求进一步提高，也是优胜劣汰的阶段，集中度的提升和市场渗透率的提升将是该领域投资的两大主题，龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强，继续关注**爱尔眼科**、**通策医疗**和**金域医学**。我们对板块内重点公司的分析如下：

成长性分析：我们梳理了板块内重点 5 家公司的财务数据发现，2019 年医疗服务板块营收、扣非后归母净利润分别增长 17%、-20%，其中，主要公司爱尔眼科、通策医疗、金域医学等表现优异。品牌影响力持续增强，眼健康生态圈建设稳步推进，市占率持续提升，爱尔眼科营收和归母净利润增速+24.74%、+36.67%。成熟总院带动分院成长，蒲公英计划与种植增长计划协同推动公司扩张，通策医疗 2019 年实现营收、归母净利润分别增长+22.52%、+39.44%，国内 ICL 行业龙头，持续受益于行业渗透率提升，金域医学 19 年实现营收、归母净利润分别增长 16.44%、72.44%。

2020 年 1 季度年医疗服务板块受新冠疫情影响明显，营收、扣非后归母净利润分别增长-30%、-84%，其中爱尔眼科 Q1 营收同比下滑 26.86%，归母净利润同比下滑 73.41%；预计随着疫情的逐步防控到位，眼科医疗需求将会逐步的持续释放和恢复。通策医疗 20Q1 收入同比下滑 51.08%，归母净利润下滑 119.58%，口腔医疗需求偏刚性，有望恢复。金域医学 20Q1 收入、归母净利润 0.48 亿元分别同比增长 0.57%、13.14%，疫情期间崭露头角，业绩实现持续增长。

风险提示：扩张进度不及预期；医疗事故风险、境外新冠病毒疫情的不确定性、人才流失风险、并购整合不及预期等风险。

表 15：医药服务板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
爱尔眼科	0.45	0.54	0.74	100	82	60	21%	18	34	25	-27	39	32	-91	5	48	-102
某某健康	-0.22	0.27	0.39	-52	42	30	13%	5	35	1	-58	34	-222	-121	10	498	-77
通策医疗	1.44	1.85	2.43	85	66	51	25%	17	31	23	-51	54	39	-125	35	54	-159
金域医学	0.88	1.18	1.39	79	58	50	19%	12	19	16	1	35	67	12	87	64	-921
迪安诊断	0.56	0.81	1.01	45	31	25	11%	4	39	21	-16	50	-18	-97	869	52	-30
平均值				51	56	43	18%	11	32	17	-30	42	-20	-84	201	143	-258

资料来源：wind，民生证券研究院

表 16：医药服务板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
爱尔眼科	47.0	49.3	29.9	25.5	25.8	27.1	13.3	14.3	4.1
某某健康	47.6	43.8	-49.8	34.1	36.6	93.6	11.5	-8.4	-119.6
通策医疗	43.3	46.1	11.9	16.1	14.2	30.1	23.2	26.8	-13.7
金域医学	38.8	39.5	37.2	32.4	31.1	30.4	5.6	7.9	4.7
迪安诊断	34.0	32.2	29.0	23.0	21.9	24.7	8.4	6.8	1.9
平均值	42.1	42.2	11.6	26.2	25.9	41.2	12.4	9.5	-24.5

资料来源：wind，民生证券研究院

医药商业：经营性现金流持续改善，关注药店板块扩张进度

推荐药店板块及特色流通企业。1) 行业规范性进一步提高，小连锁和单体店生存空间进一步压缩，行业集中程度进一步提升，大型连锁药店受益，规模进一步扩大。继续推荐**益丰药房、老百姓、大参林、一心堂**；2) 配送企业：2019 年现金流情况显著改善，融资环境改善明显。关注受益于持续行业的整合，麻精类特色业务持续稳步发展，各项业务齐头并进的**国药股份**。终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速的**柳药股份**。

成长性分析：板块整体保持了稳健增长的态势，经营性现金流改善明显。2019 年医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长 25%、26%，其中药店板块**益丰药房、老百姓、大参林**和配送企业**九州通、柳州医药**等表现优异。**益丰药房**收入、归母净利润同比增长 48.7%、30.6%；**大参林**实现收入、归母净利润同比增长+25.8%、+32.2%；**大参林老百姓**实现收入、归母净利润同比增长 23.2%、16.9%；

2020 年 1 季度医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长 21%、33%，受疫情影响，整体板块增速下降，其中药店板块**益丰药房、老百姓、大参林**和配送企业**九州通、柳州医药**等表现优异，受疫情影响较小，继续保持快速增长。配送企业：**柳药股份**实现收入、归母净利润同比增长 26.8%、29.8%；**九州通**收入、归母净利润分别同比增长+14.19%、28.79%；药店板块经营性现金流大增预计与医保回款和规模扩大有关，配送企业**九州通、柳药股份**现金流明显改善，预计与控制账期较长医院的销售，销售回款增加。

盈利能力分析：药店板块毛利率有所下降、期间费用率有所降低，毛利率降低与处方药占比逐步提升有关，处方外流和医保门店资格的逐步放开，处方药占比会进一步提升，毛利率虽然进一步下降，但门店收入规模扩大坪效不断上升。

风险提示：经营性现金流持续的稳定性，扩张过快带来的管理风险，执业药师要求等政策性风险。

表 17: 医药商业板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
益丰药房	1.43	1.91	2.54	66	50	37	14%	7	44	49	23	24	41	29	61	89	48
一心堂	1.06	1.29	1.51	24	20	17	14%	2	18	14	19	31	16	15	63	956	206
大参林	1.28	1.40	1.73	51	47	38	18%	9	19	26	30	8	35	53	35	3	28
老百姓	1.78	2.18	2.70	43	35	28	15%	6	26	23	20	20	15	16	83	12	2
九州通	0.92	1.22	1.49	19	15	12	11%	2	18	14	10	22	24	51	221	16	22
瑞康医药	-0.62	1.06	0.44	-8	5	12	7%	1	46	4	-34	-69	-495	-60	93	61	54
国药股份	2.13	2.48	2.72	15	13	11	15%	2	7	15	-18	24	24	-32	-9	260	-35
上海医药	1.44	1.65	1.86	13	11	10	10%	1	22	17	-12	-7	30	-5	18	-6	-485
平均值				41	33	26	14%	5	25	25	21	21	26	33	93	215	61

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 18: 医药商业板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
益丰药房	39.7	39.0	38.2	31.5	30.8	28.7	6.4	5.9	7.1
一心堂	40.5	38.7	36.2	31.5	31.3	28.3	5.7	5.8	6.6
大参林	41.6	39.5	37.8	33.1	31.0	26.6	5.9	6.3	8.5
老百姓	35.2	33.6	33.1	28.1	26.9	24.7	5.3	5.3	7.0
九州通	8.6	8.7	8.1	6.4	6.4	6.0	1.6	1.8	2.3
瑞康医药	19.1	19.3	18.4	12.6	14.0	14.4	3.8	-1.2	2.8
国药股份	8.8	8.8	6.7	4.2	3.4	3.5	4.1	4.2	3.1
上海医药	14.2	14.4	15.5	11.0	10.8	11.7	2.8	2.6	3.0
平均值	26.0	25.2	24.2	19.8	19.3	18.0	4.4	3.8	5.0

资料来源: wind, 民生证券研究院

中药: 破局过渡期, 渠道清理、品种迭代成为重点考量

对于中药板块的观点: 中药极少存在价格的问题, 核心是量, 也就是产品的价值定位, 影响其放量的空间, 我们建议持续关注管理层激励推进的**云南白药**、营销体系优化带来经营逐步呈现拐点的**康缘药业**、儿童用药领域稀缺标的一品红。

成长性分析: 2019年, 我们重点关注的9家中药公司, 营业收入、归母净利润和经营性现金流同比增速分别为1%、-20%、-34%, 2020Q1, 营业收入、归母净利润和经营性现金流同比增速分别为-12.5%、-13%、20%, 东阿阿胶、天士力、康缘药业、济川药业的业绩下滑、云南白药的业绩增速放缓及现金流下滑给板块造成负贡献, 主要是因为渠道清理等因素导致的收入端增速下滑, 目前持续正增长的公司只有片仔癀、华润三九, 我们认为产品本身的品牌壁垒、创新价值、渠道价值在中药板块显得更加重要。

盈利能力分析: 2019年, 毛利率、期间费用率、净利率同比分别增加-2.1、4.0、-5.4个百分点, 盈利能力的下滑主要是东阿阿胶、天士力等的毛利率、净利率下滑导致, 东阿阿胶、康缘药业的管理费用率也持续增加, 导致板块净利率的下降。

从 ROE 分析，中药板块整体还是高 ROE 板块（14%），核心的主要是比较强的产品定价能力奠定，我们认为当下随着医保控费政策趋严，中药品种的定价能力及放量的速度受到一定程度的影响，特别是处方端。

风险提示：辅助用药政策持续趋严的风险，中药安全性事件的风险，渠道库存波动的风险

表 19：中药板块重点公司估值比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E			2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
片仔癀	2.28	2.91	3.63	62	48	39	23%	11	28	20	16	45	21	15	-10	-244	-39
云南白药	3.28	3.51	3.94	28	26	23	11%	3	10	10	11	5	-21	40	128	36	241
同仁堂	0.72	0.79	0.84	36	32	30	11%	4	6	-7	-23	0	-8	-30	31	18	-17
东阿阿胶	-0.68	1.27	1.62	-46	24	19	7%	2	0	-60	-66	-2	-128	-125	-43	-211	134
天士力	0.66	0.85	0.96	21	16	15	11%	2	12	6	-14	2	-30	-29	288	12	-87
康缘药业	0.86	1.06	1.29	16	13	10	13%	2	17	19	-24	14	23	14	66	39	9
济川药业	1.99	2.23	2.51	10	9	8	24%	2	28	-4	-3	38	-2	-6	44	26	13
华润三九	2.16	1.88	2.08	13	15	14	14%	2	21	9	-10	12	-4	2	20	3	94
一品红	0.89	1.50	2.06	46	28	20	16%	4	4	15	1	19	-32	2	51	18	-167
平均值				21	24	20	14%	3	13.8	1.0	-12.5	14.7	-20.0	-13	64	-34	20

资料来源：wind，民生证券研究院

表 20：中药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1	2018	2019	20Q1
片仔癀	42.4	44.2	48.0	15.2	15.2	14.8	23.7	24.2	27.9
云南白药	30.5	28.6	28.6	16.9	17.6	12.0	12.3	14.1	16.6
同仁堂	46.7	46.8	50.2	30.0	30.5	34.4	12.8	11.8	11.8
东阿阿胶	66.0	47.7	33.6	32.6	63.0	52.4	28.4	-15.1	-19.2
天士力	36.2	31.3	30.5	24.7	23.1	20.0	8.8	5.3	7.4
康缘药业	76.3	78.1	73.1	62.1	64.4	53.9	11.4	11.3	9.9
济川药业	84.8	84.0	83.1	56.9	56.1	54.9	23.4	23.4	23.1
华润三九	69.0	67.1	60.4	56.0	53.9	40.6	11.0	14.5	17.1
一品红	72.5	77.6	85.5	56.5	63.5	68.0	14.5	8.7	12.7
平均值	58.3	56.2	54.8	39.0	43.0	39.0	16.3	10.9	11.9

资料来源：wind，民生证券研究院

三、风险提示：是政策，也不是政策

仿制药集采工作在 2019 年医改重点任务中被提高到突破口的地位，2019 年 9 月 1 日，第一批集采的全国扩面政策进一步落地，对资本市场对政策预期形成一定的压制，但是从产业集中度提升、产业结构升级的方向是我们判断投资机会的前提，从这个角度看，政策起的实际作用，我们认为有限的，基于此，我们认为产业 2020 年投资可能的风险点包括如下：

- 药品审批政策延续性与否的风险：药审的政策这两年一直是资本市场的扰动因素，我们认为审评政策的延续性较强，短期的人员波动不会改变大的政策方向。
- 公立医院改革推进中集采政策可能强化的风险：公立医院的改革是当下所有三医政策的核心，在改革推进过程中，生产企业可能依然面临比较大的价格压力，因为价格降低是改革过程中最容易被老百姓接受的舆论导向。
- 企业自身战略方向选择执行力的风险：在当下政策导向下，企业的战略转型成为几乎大多数企业必须要做出的选择，但在这个过程中管理层对企业战略的把握、信心、引入人才稳定性都会影响战略的执行力，这个波动可能导致转型的不成功，是我们需要注意的风险。

插图目录

图 1：医药制造业营业收入及利润总额增长情况（1997-2020Q1）	4
图 2：药品零售价格指数	6
图 3：医药板块的股价表现（%）	8

表格目录

表 1：医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较（%）	5
表 2：重点关注的 A 股医药公司的估值比较	9
表 3：2019-2020Q1 年研发创新型重点公司估值和财务数据比较	12
表 4：研发创新型重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	13
表 5：医药服务板块重点公司估值比较	14
表 6：医药服务板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	14
表 7：生物药板块重点公司估值数据比较	16
表 8：生物药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	16
表 9：特色原料药板块重点公司估值数据比较	17
表 10：特色原料药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	17
表 11：综合性仿制药板块重点公司估值数据比较	18
表 12：综合性仿制药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	19
表 13：医药器械板块重点公司估值比较	20
表 14：医药器械板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	20
表 15：医药服务板块重点公司估值比较	21
表 16：医药服务板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	22
表 17：医药商业板块重点公司估值比较	23
表 18：医药商业板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	23
表 19：中药板块重点公司估值比较	24
表 20：中药板块重点公司 2019/2020Q1 财务数据比较	24

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。