

业绩内部分化明显, Q1 受疫情冲击明显

——医药生物行业 2019 年报和一季报综述

强于大市（维持）

日期：2020 年 05 月 22 日

行业核心观点：

目前上市公司整体年报和 2020Q1 季报已披露完毕，通过本次疫情的考验，未来国内公共卫生和医疗系统补短板的进程将进一步加速，短期中角度看：部分医疗器械、IVD 公司业绩有望受政策利好催化进一步提升；同时建议关注前期受疫情影响股价相对滞涨、但具备较高 PEG 性价比的相关成长类个股；此外我们认为短期疫情不影响行业中长期运行逻辑，中长期仍坚定看好行业内部优质赛道，逢低布局创新药及研发产业链（CXO）及医疗服务/消费优质个股。

投资要点：

● 医药制造业增速整体回落，2020 年 Q1 受疫情冲击较为明显

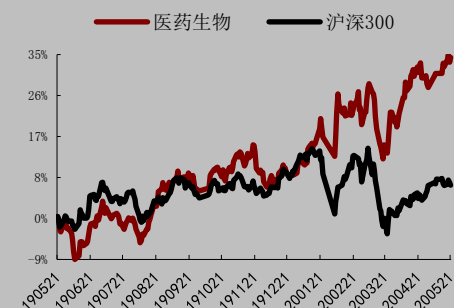
2019 年国内医药制造业累计实现营业收入 2.39 万亿，同比增长 7.4%；医药制造业累计实现营业利润 3119.5 亿，同比增长 5.9%；2019 年医药整体制造业收入、利润规模较去年同期有所回落。受宏观大环境及医保控费、带量采购等行业政策影响，预计未来相当一段时期行业增速都将维持在中低增速区间运行，但行业内部结构性分化将日益明显，创新药及部分高景气度细分领域有望获得更快业绩增速。

● 板块内部分化明显，适当关注疫情催化下医疗“新基建”

2019 年医药板块整体营收增速为 14.5%，增速较 18 年有所下滑（两票制因素），与此同时 2019 年全行业整体持续受到医保结构性控费、带量采购等政策影响冲击，也在一定程度上影响了行业整体增速；板块内部分化明显：创新药、CXO、医疗服务及部分消费品等细分领域及个股业绩保持了较快增长，而与此同时部分细分领域受政策影响较大，业绩持续承压；2020 年 Q1 板块整体营收增速-6.4%，主要受新冠疫情带来的短期冲击影响，受疫情因素催化的部分细分领域业绩相对受益：原料药、医疗器械及零售药房等；预计二季度起板块增速将出现环比提升态势。通过本次疫情的考验，未来国内公共卫生和医疗系统补短板的进程将进一步加速，建议适当关注疫情催化下医疗行业“新基建”赛道的投资机会。

● 风险因素：外围不确定因素加大的风险、疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 05 月 21 日

相关研究

万联证券研究所 20200519_行业动态跟踪_AAA_

化学药品注射剂仿制药一致性评价公告

万联证券研究所 20200515_公司跟踪报告_AAA_

凯莱英（002821）跟踪报告

万联证券研究所 20200515_行业动态跟踪

_AAA_CAR-T 行业动态追踪报告

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

目录

1、板块内部分化逐步明显,一季度受疫情冲击明显	4
1.1 业绩增速整体放缓,板块内部逐步分化	4
1.1.1 医药制造业增速整体回落,2020 年 Q1 受疫情冲击较为明显	4
1.1.2 政策、商誉等因素影响利润水平,整体费用率保持稳定	4
1.2 板块内部分化明显,一季度疫情冲击较为明显	5
1.2.1 原料药	5
1.2.2 化学制剂	6
1.2.3 生物制品	7
1.2.4 中药	8
1.2.5 医药商业	9
1.2.6 医疗器械	10
1.2.7 医疗服务	10
1.3 一季度增速显著放缓,预计 Q2 起逐步提升	11
1.4 年初至今医药板块整体涨幅居前,整体估值仍处相对合理区间	12
图表 1: 国内医药制造业累计收入总额及增速	4
图表 2: 国内医药制造业累计利润总额及增速	4
图表 3: 2018-2020Q1 医药板块营收规模及增速	4
图表 4: 2018-2020Q1 医药板块相关费用率	4
图表 5: 2018-2020Q1 板块归母净利(亿)及增速	5
图表 6: 2018-2020Q1 板块扣非净利(亿)及增速	5
图表 7: 原料药板块营收(亿)及增速	5
图表 8: 原料药板块相关费用率	5
图表 9: 原料药板块归母净利(亿)及增速	6
图表 10: 原料药板块扣非净利(亿)及增速	6
图表 11: 化学制剂板块收入(亿)及增速	6
图表 12: 原料药板块相关费用率	6
图表 13: 化学制剂板块归母净利(亿)及增速	7
图表 14: 化学制剂板块扣非净利(亿)及增速	7
图表 15: 生物制品板块收入(亿)及增速	7
图表 16: 生物制品板块相关费用率	7
图表 17: 生物制品板块归母净利(亿)及增速	8
图表 18: 生物制品板块扣非净利(亿)及增速	8
图表 19: 中药板块营收(亿)及增速	8
图表 20: 中药板块相关费用率	8
图表 21: 中药板块归母净利(亿)及增速	8
图表 22: 中药板块扣非净利(亿)及增速	8
图表 23: 医药商业板块营收(亿)及增速	9
图表 24: 医药商业板块相关费用率	9
图表 25: 医药商业板块归母净利(亿)及增速	9
图表 26: 医药商业板块扣非净利(亿)及增速	9
图表 27: 医疗器械板块营收(亿)及增速	10
图表 28: 医疗器械板块相关费用率	10

图表 29: 医疗器械归母净利 (亿) 及增速	10
图表 30: 医疗器械扣非净利 (亿) 及增速	10
图表 31: 医疗服务板块营收 (亿) 及增速	11
图表 32: 医疗服务板块相关费用率	11
图表 33: 医疗服务归母净利 (亿) 及增速	11
图表 34: 医疗服务扣非净利 (亿) 及增速	11
图表 35: 2019 年不同营收增速区间公司分布	12
图表 36: 2020Q1 不同营收增速区间公司分布	12
图表 37: 2019 年不同归母净利增速区间公司分布	12
图表 38: 2020Q1 不同归母净利增速区间公司分布	12
图表 39: 申万医药板块走势与沪深 300 指数比较 (截止 2020/04/30)	13
图表 40: 医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较 (%)	13
图表 41: 医药板块子行业涨跌幅比较 (%，截止 04/30)	13
图表 42: 医药行业今年涨跌幅前 20 个股 (截止 20/04/30)	14
图表 43: 申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价 (截止 20/04/30)	14

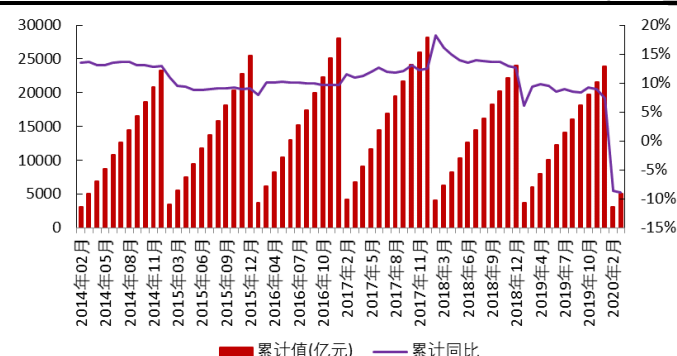
1、板块内部分化逐步明显，一季度受疫情冲击明显

1.1 业绩增速整体放缓，板块内部逐步分化

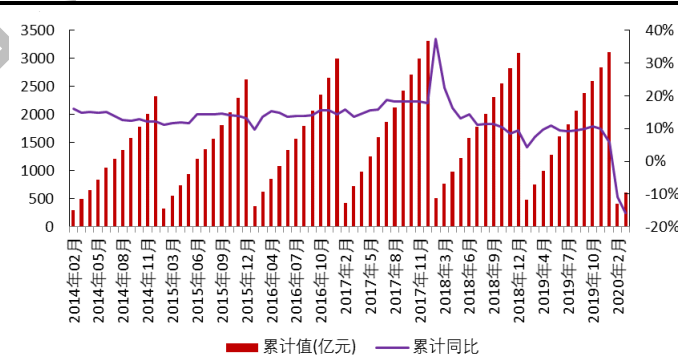
1.1.1 医药制造业增速整体回落，2020年Q1受疫情冲击较为明显

2019年国内医药制造业累计实现营业收入2.39万亿，同比增长7.4%；医药制造业累计实现营业利润3119.5亿，同比增长5.9%；2019年医药整体制造业收入、利润规模较去年同期有所回落主要受以下几方面影响：1. 2018年仍在执行的两票制因素，“地开转高开”使得18年同期营收增速大幅提升，从而使得今年增速相对变缓；2. 18年初的流感疫情爆发对医药部分细分领域及公司业绩拉动作用明显，高基数效应也使得19年业绩增速相对变缓。今年一季度由于新冠疫情爆发，对全社会正常生产经营活动造成较大影响，Q1医药制造业整体收入及利润增速同比分别下滑8.9%、15.7%；受宏观大环境及医保控费、带量采购等行业政策影响，预计未来相当一段时期行业增速都将维持在中低增速区间运行，但行业内部结构性分化将日益明显，创新药及部分高景气度细分领域有望获得更快业绩增速。

图表1：国内医药制造业累计收入总额及增速



图表2：国内医药制造业累计利润总额及增速



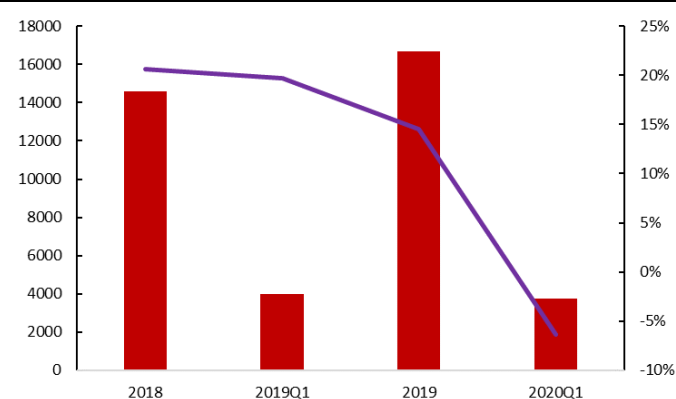
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

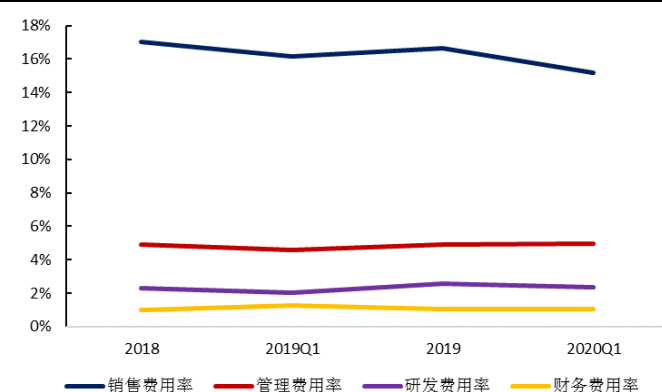
1.1.2 政策、商誉等因素影响利润水平，整体费用率保持稳定

营业收入方面：2019年医药板块整体营收增速为14.5%，增速较18年有所下滑（两票制因素），与此同时2019年全行业整体持续受到医保结构性控费、带量采购等政策影响冲击，也在一定程度上影响了行业整体增速；2020年Q1板块整体营收增速-6.4%，主要受新冠疫情带来的短期冲击影响，预计二季度起板块增速将出现环比提升态势。

图表3：2018-2020Q1医药板块营收规模及增速



图表4：2018-2020Q1医药板块相关费用率



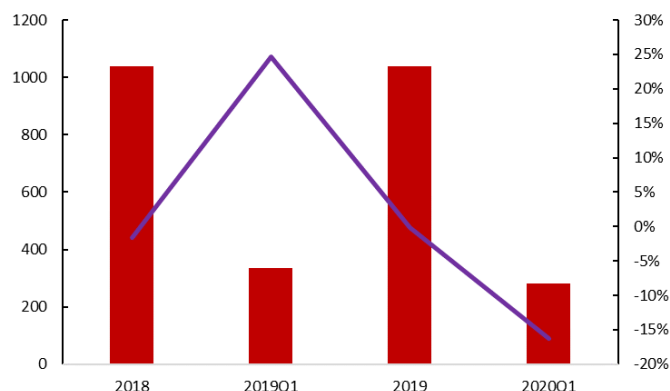
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

费用端方面：2019年和2020Q1板块整体销售费用率为16.63%、15.19%；分别较去年同期下降0.4%、1%；由于反商业贿赂和带量采购等政策影响，医药行业内药品销售属性逐步减弱，预计未来销售费用整体占比仍将缓慢下降；今年一季度疫情对行业正常商业销售产生较大影响，销售费用率下滑较多；2019、2020Q1管理费用率分别为4.9%、4.94%；整体保持稳定；受行业创新转型趋势影响，研发费用率较去年同期分别提升0.24%、0.34%；2019、2020Q1财务费用率分别为1.03%；较去年同期分别+0.06%、-0.26%。

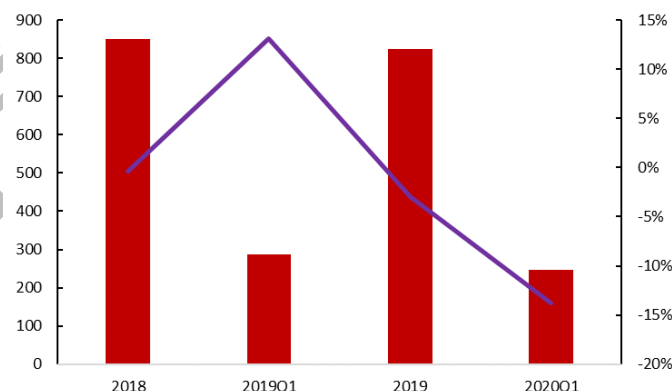
盈利方面：2019、2020Q1归母净利增速分别为-1.0%、-16.22%；相比去年同期分别+1.47%、-40.88%；扣非净利增速分别为-2.99%、-13.79%；一季度盈利增速出现大幅下滑主要受疫情因素影响，行业内大部分医药企业经营复工缓慢。随着医疗系统秩序基本恢复正常，预计Q2起板块业绩增速将环比逐步提升。

图表5：2018-2020Q1板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表6：2018-2020Q1板块扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

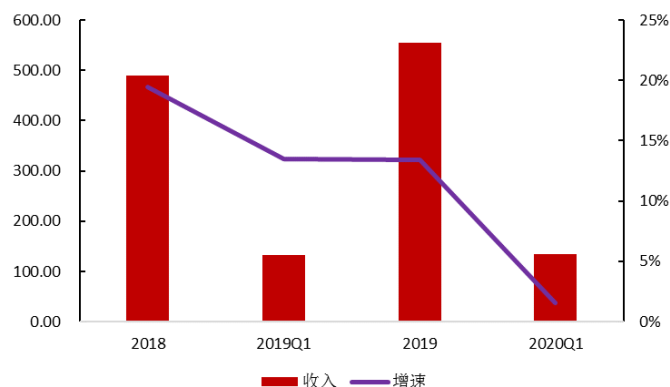
1.2 板块内部分化明显，一季度疫情冲击较为明显

1.2.1 原料药

2019年原料药子板块营收增速13%、归母净利、扣非增速分别为32.3%、20.4%；连续两年保持了较快增长，同时今年Q1因疫情防控需要，且印度等国禁止了相关原料药出口，原料药板块特别是出口业务受冲击相对较轻，一季度板块整体收入增长2%、归母净利增速为-6.8%；细分来看：大宗原料药相关企业受市场供需影响，业绩波动较大，特色/专利原料药（包含CMO/CDMO）继续保持了稳健发展态势。从未来发展趋势看：

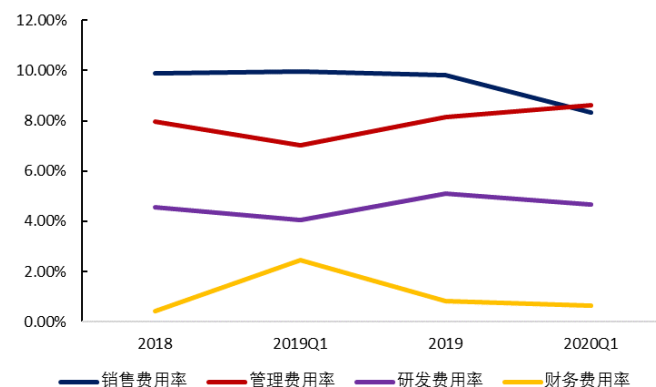
1. 一方面在成本环保压力、带量采购、关联审批等政策压力下，原料药整体在产业链

图表7：原料药板块营收（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

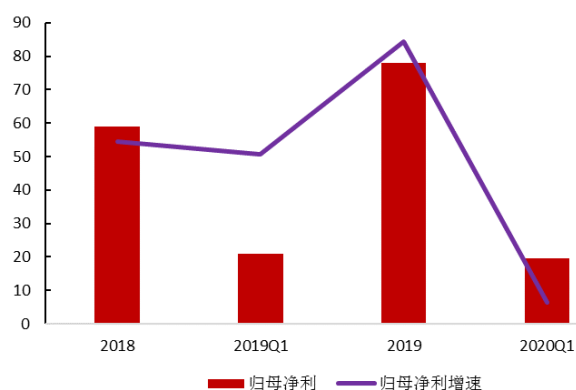
图表8：原料药板块相关费用率



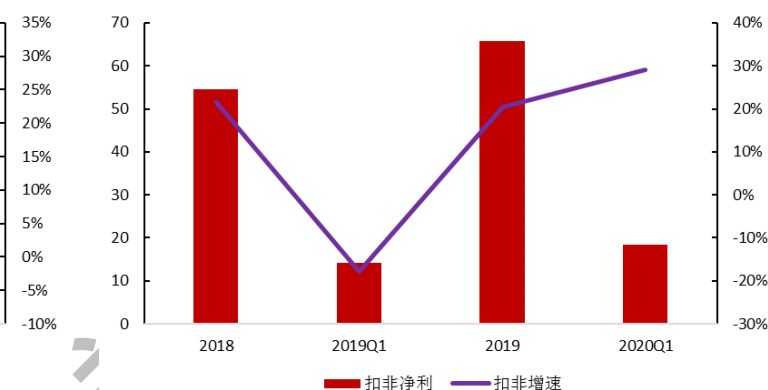
资料来源：wind、万联证券

中价值地位将逐步回归，市场集中度有望进一步提升；2. 在技术工艺&工程师红利、MAH制度下，全球CMO\CDMO市场份额越来越多向中国地区转移，行业未来整体将持续由“成本优势”向“技术及管理优势”转型，不断提升行业整体竞争力。

图表9：原料药板块归母净利（亿）及增速



图表10：原料药板块扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

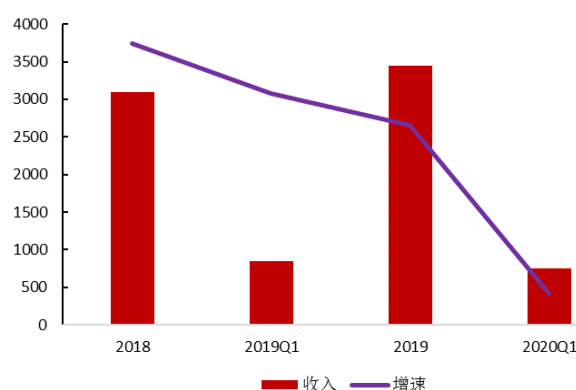
资料来源：wind、万联证券

1.2.2 化学制剂

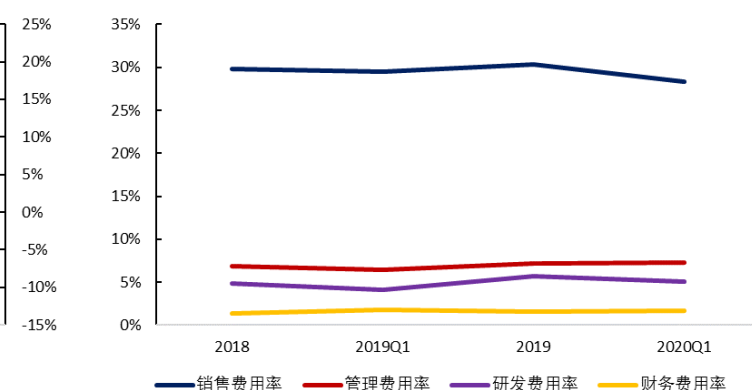
2019年化学制剂板块营收增速为11.6%、归母净利及扣非增速分别为3.1%、-15.6%；由于受行业带量采购及部分公司商誉减值影响，利润增速受到一定影响；与板块整体增速的放缓相对应的是行业内部趋势格局的逐步分化行业龙头公司（恒瑞等）大体保持了稳健增长，在行业系统性药审改革、带量采购及医保控费背景下，行业内部竞争及整合有望加速，“强者恒强”效应进一步凸显。费用端方面：2019年子板块整体费用率保持稳定，其中销售费用率30.35%，管理费用率7.14%，当期研发费用率为5.72%，较去年同期提升0.91%，在行业整体创新转型背景下，预计未来研发投入力度仍将持续加大。

2020年Q1因突发新冠疫情影响，板块营收增速为-10.8%、归母净利及扣非增速分别为-13.7%、-22.7%；由于二季度起医疗就诊秩序逐步恢复，预计二季度起板块盈利增速有望环比改善提升。板块投资建议：淡化板块整体表现，精选优质个股，建议战略性配置“现有品种市场成长性良好+研发管线梯队合理+商业化推广能力优秀”的创新型龙头企业、以及短期受政策压制影响，但原有历史积淀深厚，存在估值修复和业绩改善空间的部分医药个股。

图表11：化学制剂板块收入（亿）及增速



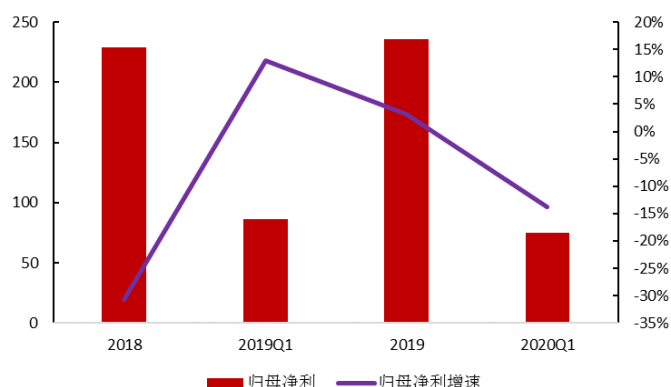
图表12：原料药板块相关费用率



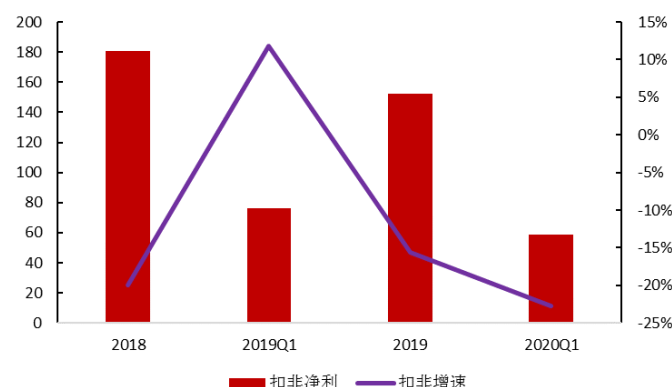
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

图表13: 化学制剂板块归母净利(亿)及增速



图表14: 化学制剂板块扣非净利(亿)及增速



资料来源: wind、万联证券

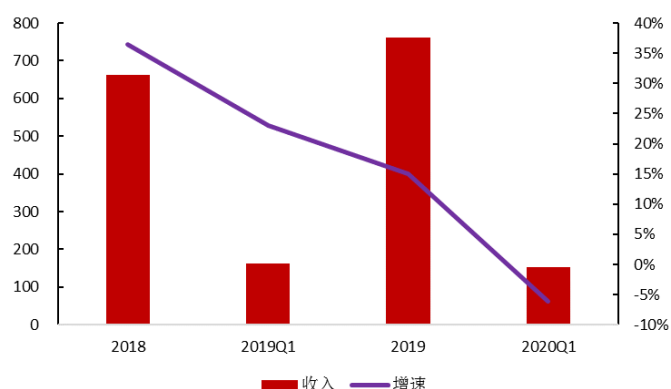
资料来源: wind、万联证券

1.2.3 生物制品

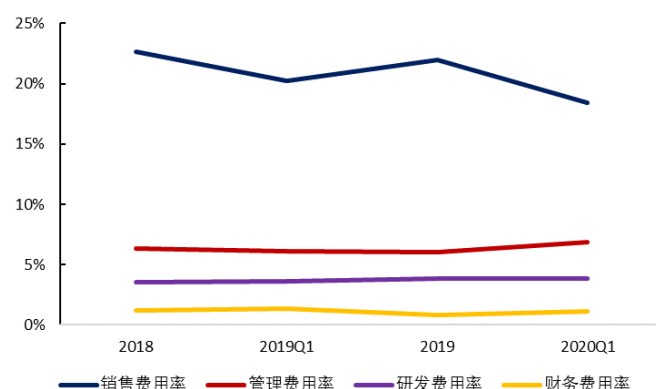
2019年生物制品板块营收增长15%; 归母净利、扣非净利增速分别为44.1%、39.06%; 板块整体业绩保持了较快增速。主要是板块内部疫苗、生长激素等细分领域赛道保持了较高景气度, 这些领域中中的龙头公司业绩增速稳健。与此同时, 血制品行业(白蛋白)经历了渠道去库存后, 业绩逐步企稳, 行业迎来拐点向上; 受益于健康消费升级, 我们预计商业二类苗、生长激素等细分领域在疫情短期扰动过后仍将会保持较快增长: 其中沃森生物的13价肺炎疫苗正式获批上市, 今年将实现快速放量; 康泰同类产品即将报产, 此外还有智飞的23价肺炎疫苗及流感疫苗处在研发后期, 国内疫苗市场将迎来重磅品种收获期。考虑到人口老龄化趋势及医保控费压力, 胰岛素及生物类似物等细分领域未来市场表现仍值得关注。与此同时, 板块内部结构性压力仍在: 鼠神经等辅助性用药市场仍继续萎缩。

2020年Q1受疫情影响, 板块营收增长-6%; 归母净利、扣非增速分别为-19.1%、-19.7%; 当期销售费用率同比下降1.8%; 管理费用率、研发费用率整体保持稳定。预计Q2起板块业绩增长将逐步提升。

图表15: 生物制品板块收入(亿)及增速



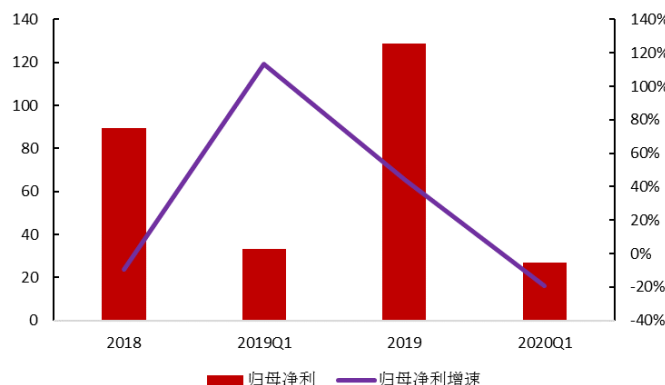
图表16: 生物制品板块相关费用率



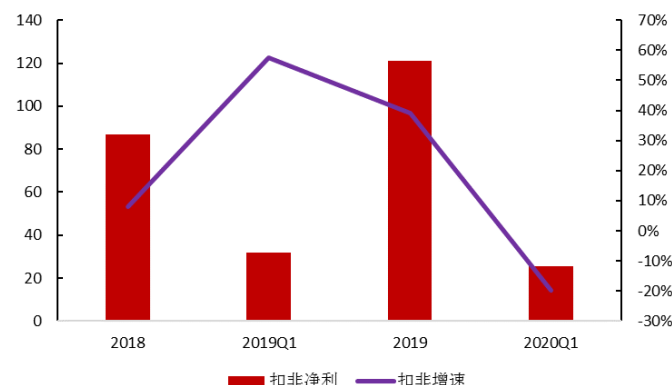
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

图表17: 生物制品板块归母净利(亿)及增速



图表18: 生物制品板块扣非净利(亿)及增速



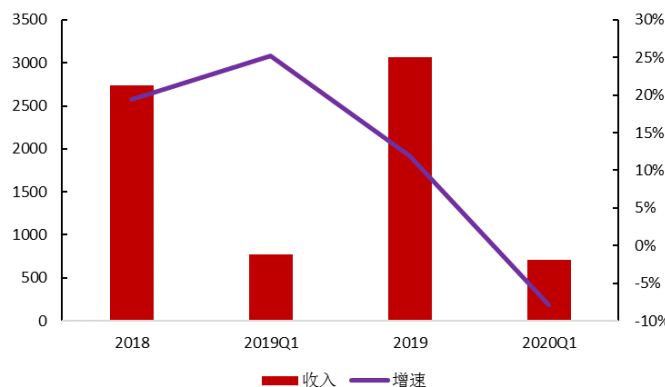
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

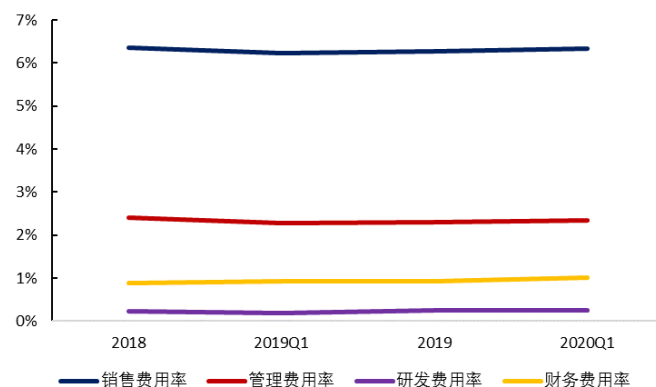
1.2.4 中药

中药板块2019年营收增长12%、归母净利、扣非净利增速分别为-11.7%、-17.2%; 2019年整体盈利较2018年进一步下滑,一方面由于18年流感疫情,中药板块尤其是板块内部品牌中药龙头及部分中成药标的的业绩高基数也使得今年同期业绩增速相对放缓;同时由于行业医保控费、限辅助注射剂等政策压力也使得19年当期业绩进一步承压。

图表19: 中药板块营收(亿)及增速



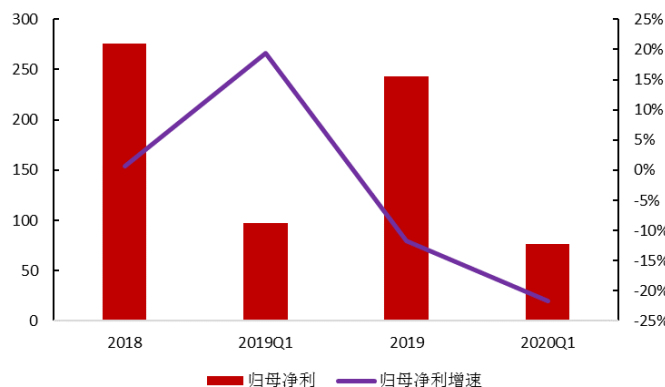
图表20: 中药板块相关费用率



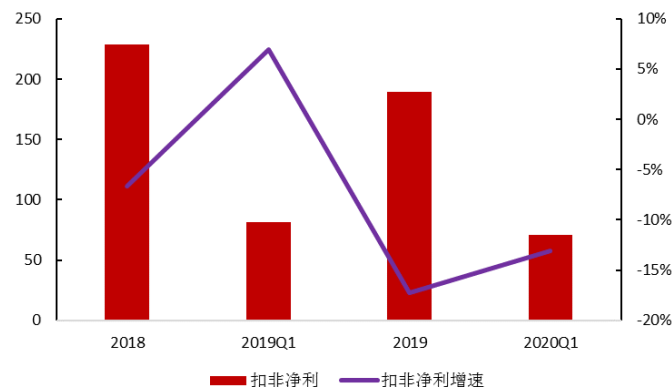
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

图表21: 中药板块归母净利(亿)及增速



图表22: 中药板块扣非净利(亿)及增速



资料来源: wind、万联证券

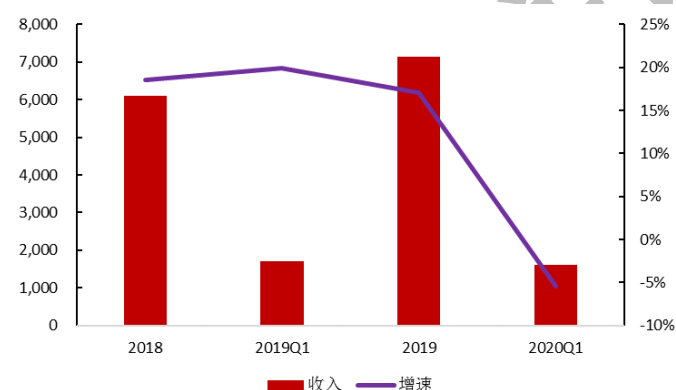
资料来源: wind、万联证券

今年一季度中药板块营收增速为-8%；归母净利润、扣非增速分别为-21.6%、-13.1%；主要受疫情影响所致。但与此同时，部分抗病毒、清热解毒类中成药产品受益于抗疫疫情需要，今年一季度保持了较快业绩增速（连花清瘟等）。

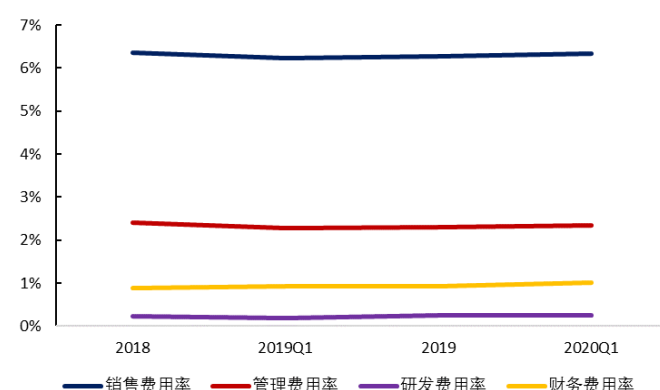
1.2.5 医药商业

2019年医药商业板块营收增长17%、归母净利润、扣非增速分别为-3.1%、-6%；归母净利润及扣非增速略有下滑主要是板块内瑞康医药业绩波动较大；剔除瑞康医药后板块整体归母及扣非增速均实现正增长。细分来看：医药流通板块受行业两票制影响高峰期已过，同时叠加未来宽松货币政策带来的资金环境改善，看好市场集中度提升经营改善下的全国性流通龙头以及地区性医药商业龙头未来业绩表现；与此同时，医药零售板块整体业绩表现较好，2019年药店零售板块整体营收、扣非增速分别达26%、29%；连锁药店龙头门店扩张也在稳步提速，零售药房的市场集中度得到进一步提升。今年一季度，受益于疫情影响带来的业务增量，零售药房板块Q1营收和利润均保持了较快增长。中长期我们仍积极看好零售药房板块及优质个股的投资机会：1. 自身新建及外延并购带来的业务扩张和行业集中度提升；2. 药占比、处方外流等政策驱动及自主消费升级带来的药店消费结构性占比提升。

图表23：医药商业板块营收（亿）及增速



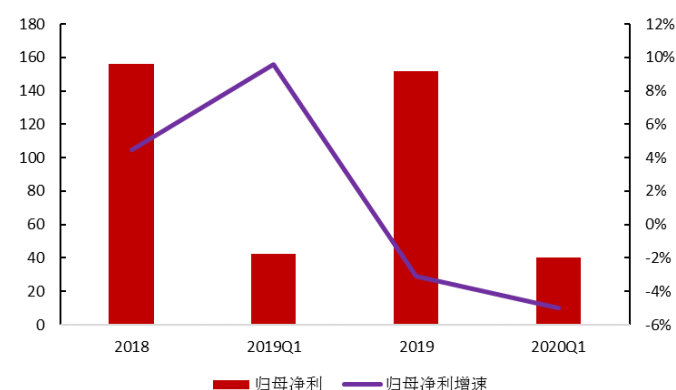
图表24：医药商业板块相关费用率



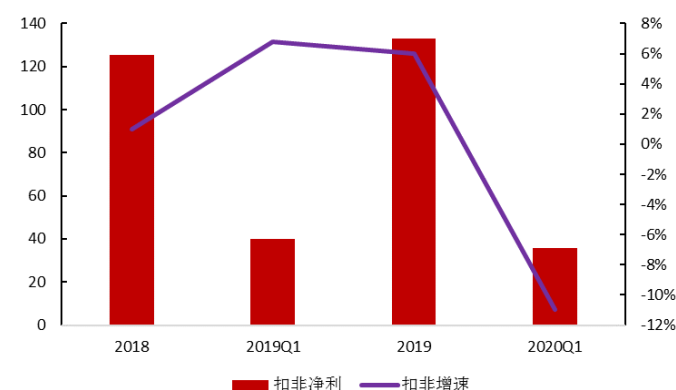
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

图表25：医药商业板块归母净利润（亿）及增速



图表26：医药商业板块扣非净利（亿）及增速



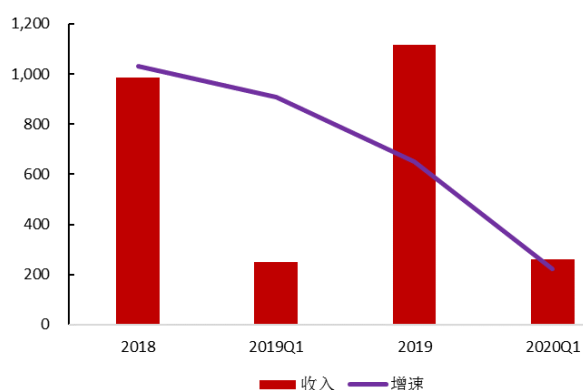
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

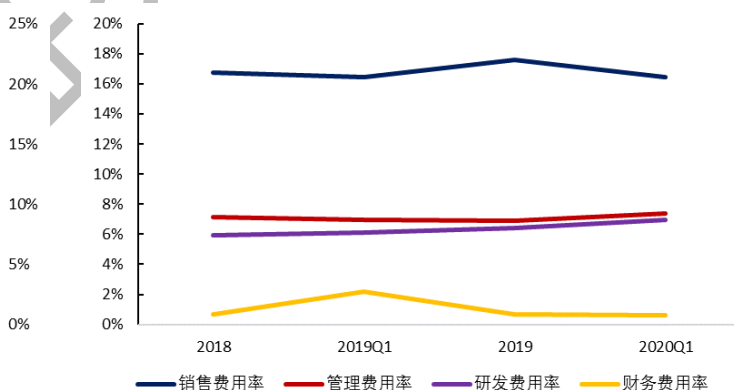
1.2.6 医疗器械

2019年医疗器械板块营收增长14%、归母净利、扣非增速分别为14.8%、9.6%；板块整体增长较为稳健。整体来看：板块内部部分白马股（乐普医疗、迈瑞医疗等）受益于业务平台型发展及国产替代，业绩依旧维持较快增长，同时业绩增长的持续性较高；此外部分细分领域龙头（欧普康视、凯利泰等）受益于自主消费升级、细分领域景气度等原因，整体业绩也保持了较快增长；IVD领域中，细分子领域表现逐步分化：生化类、酶联免疫类公司营收增速放缓，化学发光、分子诊断类仍保持较快增速。2020年Q1受疫情影响，医疗器械板块整体营收、利润增速均有所下滑，但同时部分核酸检测类、抗体检测类产品市场需求激增，带动相关公司业绩大幅增长，同时存在一定进口替代空间，未来发展仍相对看好。同时由于高值耗材集采的推行，未来部分相关企业可能面临一定降价压力，板块内部分化行情有望持续。同时，通过本次新冠疫情事件影响，国内医疗系统后续将进一步加大医疗系统补短板的进程，看好国内医疗系统“新基建”带来的相关医疗设备及试剂产品的机会。

图表27：医疗器械板块营收（亿）及增速



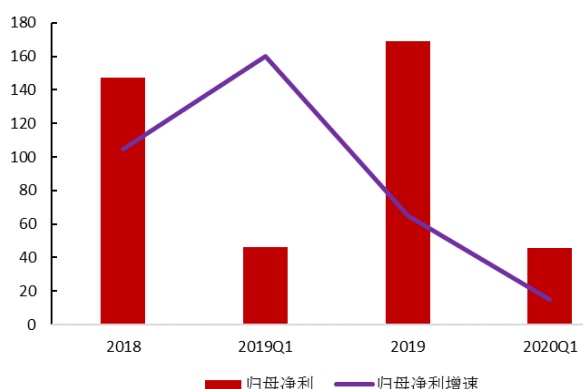
图表28：医疗器械板块相关费用率



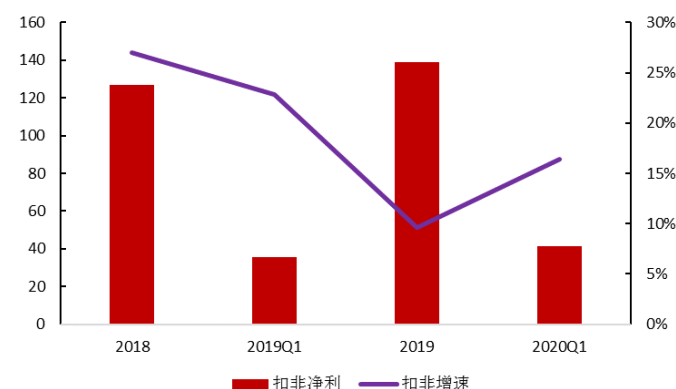
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

图表29：医疗器械归母净利（亿）及增速



图表30：医疗器械扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

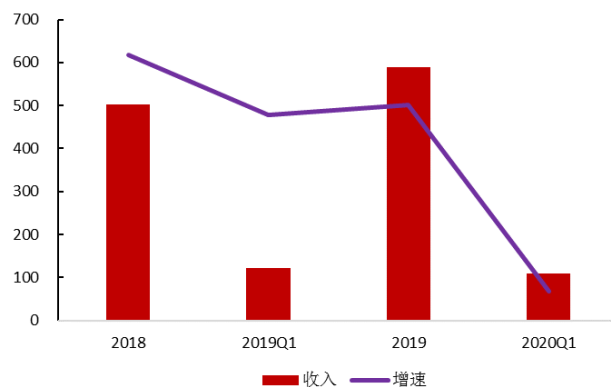
1.2.7 医疗服务

2019年医疗服务板块收入增长17%、归母净利、扣非增速分别为-62.3%、-48.5%；板块整体收入端保持了一定增速，利润端大幅下滑主要受部分医疗服务公司商誉减值所致；细分来看，板块内部分细分领域依旧保持较快业绩增速：1. 部分白马医疗服务龙头如爱尔、通策等增速依旧稳健，其相关医疗服务业务模式成熟，在健康观念日益

受重视、消费升级背景下，未来相应行业发展空间广且业绩增长可持续性较强。此外CRO行业相关上市公司（泰格医药、昭衍新药等）整体业绩继续保持了快速增长势头，主要公司营收和业绩增速均保持在20%以上，外包服务领域业绩增长主要受益于两方面因素：1. 受益于技术和工程师优势，海外研发订单持续向国内转移；2. 行业创新转型背景下，国内创新药研发订单持续快速增加。预计CXO板块未来一段时间仍将维持较高的行业景气度及业绩增速。

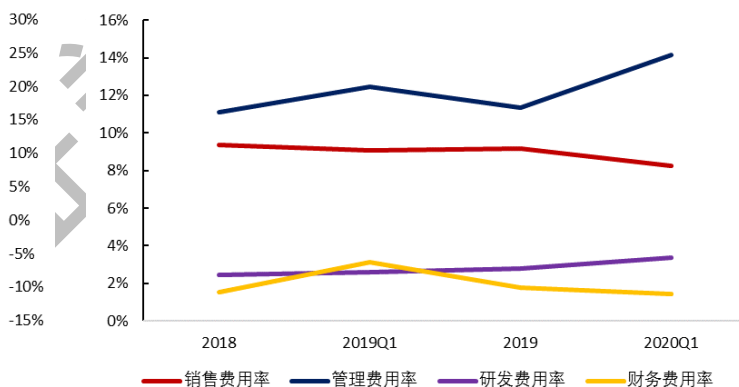
今年一季度受疫情影响，部分连锁医疗服务类公司短期经营及业绩受到一定冲击，但随着Q2起正常医疗秩序逐步恢复，我们认为全年业绩受冲击影响有限；同时根据CRO&CDMO公司披露的一季报情况来看，外包服务类企业短期受影响较小，后续仍需跟踪观察海外疫情进展对下游制药客户研发活动及订单的影响情况。

图表31：医疗服务板块营收（亿）及增速



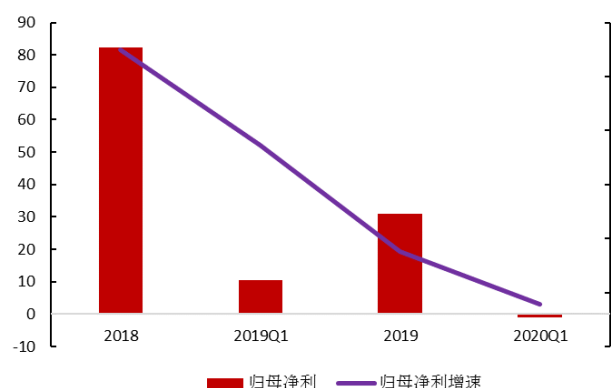
资料来源：wind、万联证券

图表32：医疗服务板块相关费用率



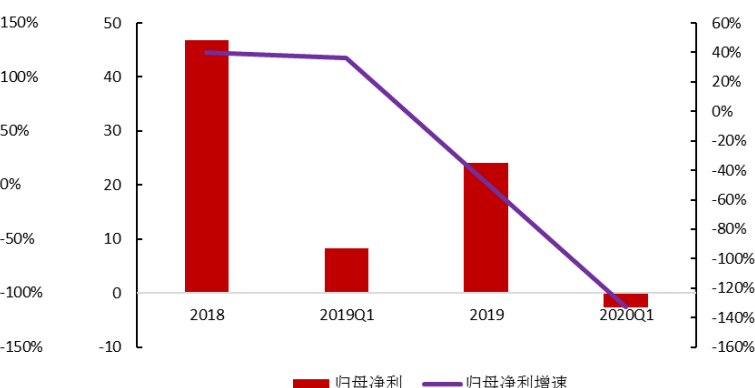
资料来源：wind、万联证券

图表33：医疗服务归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表34：医疗服务扣非净利（亿）及增速

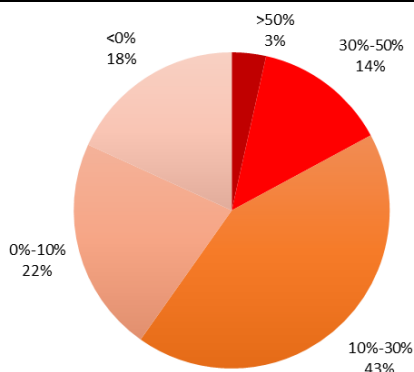


资料来源：wind、万联证券

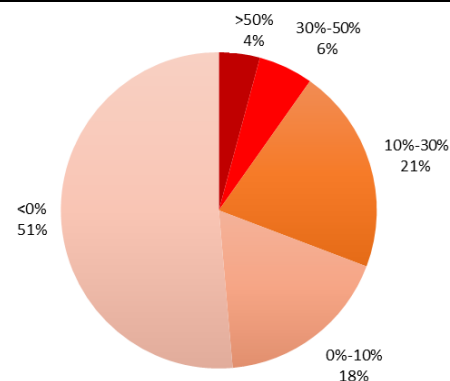
1.3 一季度增速显著放缓，预计Q2起逐步提升

个股营收增速分布上：2019年营收增速在50%以上的企业数达10家（扣除不可比新股及特殊个股，下同），营收增速区间在30%-50%之间的企业数达39家，分别占医药板块企业总数的3%、14%；营收增速为正的企业数占比82%；整体增速相较2018年有所放缓。2020年Q1受新冠疫情影响，一季度营收增速同比下滑的公司数明显增加，一季度营收增速为负增长的企业数占比51%，但随着二季度社会秩序逐步恢复正常，预计二季度起医药板块增速将逐步提升。

图表35：2019年不同营收增速区间公司分布



图表36：2020Q1不同营收增速区间公司分布

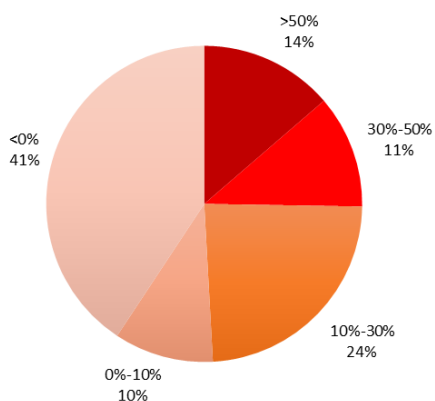


资料来源：wind、万联证券

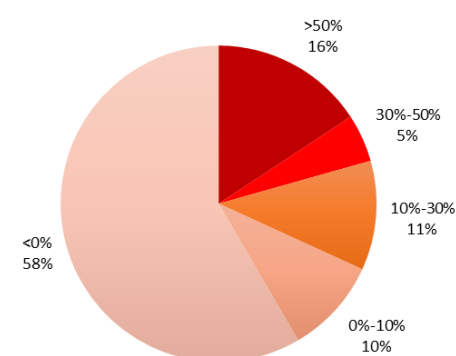
资料来源：wind、万联证券

利润增速方面：2019年归母净利增速在50%以上的企业数达39家，增速区间在30%-50%的企业家数为33家，分别占医药板块企业总数的14%、11%；利润增速为正的企业家数占比为59%；利润增速下滑的公司主要由于产品受政策影响较严重、商誉减值等原因。2020Q1因新冠疫情影响，医药上市公司盈利增速下滑明显：Q1归母净利增速同比下滑的公司数占板块比重的58%。

图表37：2019年不同归母净利增速区间公司分布



图表38：2020Q1不同归母净利增速区间公司分布



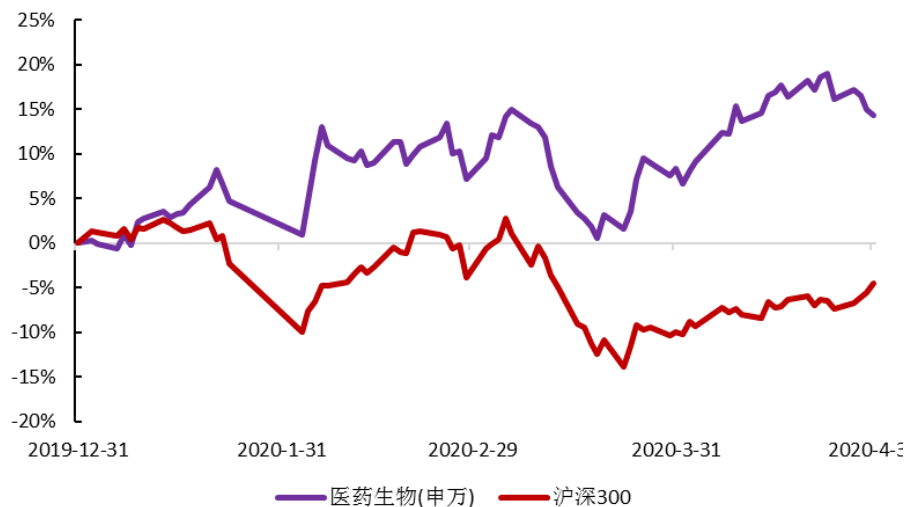
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

1.4年初至今医药板块整体涨幅居前，整体估值仍处相对合理区间

年初至4月底，A股市场整体波动较大：受突发新冠疫情影响，节后首个交易日市场整体大幅下跌，之后在二个月市场流动性宽松刺激下，市场风险偏好显著提升，市场整体表现较为强势；三月份海外疫情蔓延迅速，受外围市场剧烈波动影响，A股市场整体出现阶段性下跌，随后自三月底逐步企稳反弹。受市场避险情绪和疫情突发带来的医疗需求激增影响，医药板块在前一阶段整体表现良好，截止四月底医药板块整体上涨14.3%、同期沪深300指数下跌4.5%，板块超额收益18.8%；其中受疫情防治需要如IVD、部分医疗器械及零售药房等板块及相关个股整体涨幅靠前。

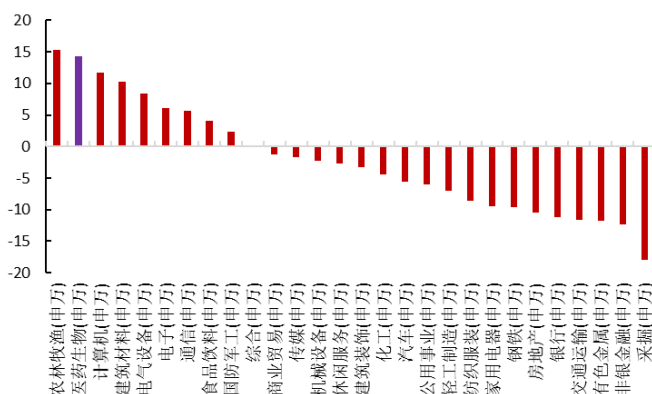
图表39：申万医药板块走势与沪深300指数比较（截止2020/04/30）



资料来源：wind、万联证券

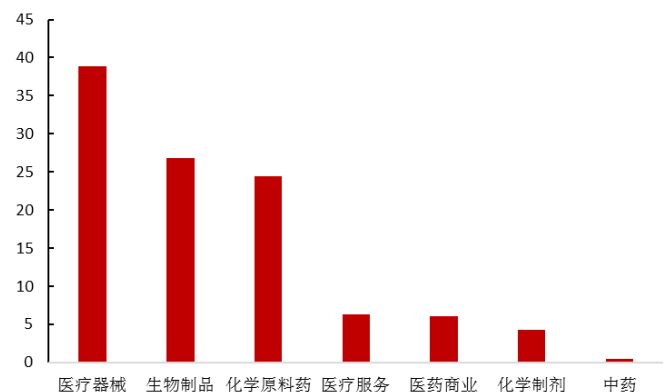
一级子行业比较方面：截止到4月底，医药板块以14.3%涨幅位居一级子行业第二名，同期涨幅居前的一级子行业还包括农林牧渔、计算机等；同期跌幅居前的板块主要是采掘、非银金融。二级子行业方面：受疫情防控需要，与此密切相关的部分子板块涨幅相对靠前，主要包括医疗器械、生物制品、原料药等，其中医疗器械板块整体上涨38.8%；中药板块整体涨幅靠后，板块整体上涨0.4%。

图表40：医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较（%）



资料来源：wind、万联证券

图表41：医药板块子行业涨跌幅比较（%，截止04/30）



资料来源：wind、万联证券

个股涨跌幅方面：截止到4月底，受市场整体行情及活跃资金影响，除新上市次新股外，涨幅靠前的个股主要是与疫情防治相关的个股，主要集中在IVD、中成药、部分医疗器械领域；跌幅靠前的个股主要集中在ST类、19年商誉大幅减值致使业绩明显下滑的相关个股。

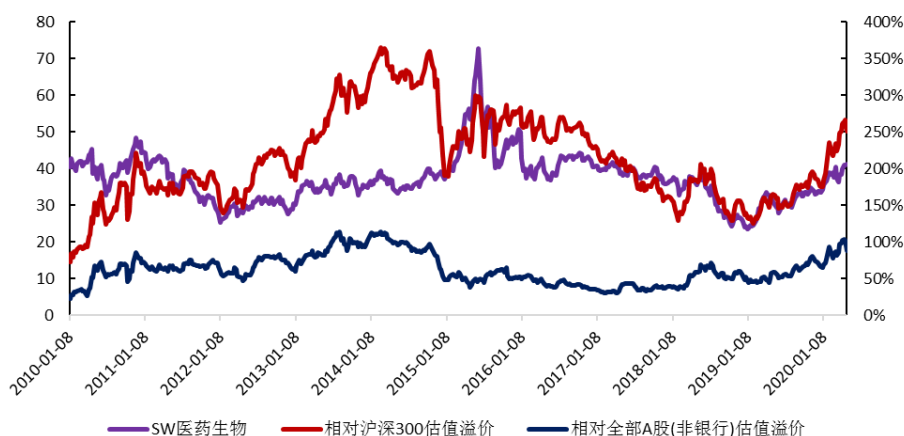
图表42：医药行业今年涨跌幅前20个股（截止20/04/30）

涨幅前20个股		跌幅前20个股	
英科医疗	239.48%	延安必康	-50.61%
朱名医药	163.67%	*ST华塑	-50%
以岭药业	131.54%	*ST交昂	-42.28%
硕世生物	107.96%	东方生物	-40.33%
博腾股份	97.34%	南新制药	-37.24%
达安基因	96.43%	国新健康	-36.10%
理邦仪器	83.8%	东阳光	-34.38%
九安医疗	81.89%	瑞康医药	-33.03%
凯利泰	77.49%	龙津药业	-29.29%
振德医疗	74.16%	广誉远	-28.07%
赛升药业	72.59%	光正集团	-27.93%
鱼跃医疗	70.77%	ST康美	-27.88%
昭衍新药	67.21%	紫鑫药业	-27.40%
三鑫医疗	63.71%	成都先导	-25.64%
红日药业	62.11%	*ST恒康	-25.52%
智飞生物	59.4%	赛托生物	-25.41%
尚荣医疗	59.09%	百奥泰	-25.2%
海特生物	58.76%	美年健康	-23.17%
山河药辅	58.51%	一致B	-23.05%
康德莱	57.88%	方盛制药	-21.69%

资料来源：wind、万联证券

截止到4月底，医药板块整体估值（TTM）为41倍，相对沪深300的估值溢价率由去年底的176%提升至4月底的250%；相对全部A股（非银行）的估值溢价率由去年底的67%提升至88%；板块整体估值及估值溢价率仍处在相对合理区间。但板块内部个股估值分化较大，部分行业龙头白马标的仍享受较高估值溢价，部分细分领域及个股受政策因素影响估值受到一定压制。

图表43：申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价（截止20/04/30）



资料来源：wind、万联证券

投资建议：

1. 近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范和产业升级，在政策端改革和医保支付端引导下，行业未来结构性发展趋势将愈发显著：1. 创新药仍旧是未来医药行业发展最具确定性的行业主赛道（行业对待政策环境最为友好、满足未满足的临床医疗需求、医保支付“腾笼换鸟”提升市场空间和产品可及性）；2. 国内创新药外包产业深入融合创新药产业链和生命周期，享受全球创新药外包行业离岸转移以及国内创新药发展红利；3. 带量采购模式下，原料药成本重要性凸显，具备原料药制剂一体化生产能力、产品梯队丰富的仿制药企有望获得更多市场份额；4. 消费升级及国产替代背景下，高端医疗消费及高端医疗器械等部分领域未来也仍将保持较高行业景气度。

2. 目前上市公司整体年报和 2020Q1 季报已披露完毕，通过本次疫情的考验，未来国内公共卫生和医疗系统补短板的进程将进一步加速，短期中角度看：部分医疗器械、IVD 公司业绩有望受政策利好催化进一步提升；同时建议关注前期受疫情影响股价相对滞涨、但具备较高 PEG 性价比的相关成长类个股；此外我们认为短期疫情不影响行业中长期运行逻辑，中长期仍坚定看好行业内部优质赛道，逢低布局创新药及研发产业链（CXO）及医疗服务/消费优质个股。

风险因素：外围不确定因素加大的风险、疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场