

医药生物行业 2019 年报及 2020 年一季报综述

疫情之下业绩表现更加分化，4 月份医药需求逐步恢复正常

核心观点：

- 4 月申万医药指数上涨 5.43%，接近市场平均表现。2020 年 4 月份 wind 全 A 指数上涨 5.23%、沪深 300 指数上涨 6.46%；申万医药指数上涨 5.43%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第 10 位，接近全市场平均表现。申万休闲服务和申万电子指数涨幅最高；目前申万医药指数估值溢价率为 170.94%，7 年来行业估值溢价率平均为 145.30%。
- 年报一季报业绩回顾：19 年收入保持稳定增长，20 年一季度受疫情影响业绩加速分化。2019 年 SW 医药生物行业营收增长 12.99%，在 28 个一级行业中排在第 7 位，扣非归母净利润增速同比为-0.1%；2020 年 Q1 医药行业营收下降 17.48%，横向对比居行业第 8，扣非净利润增速同比为-4.8%。行业毛利率同比减少 1 个 pct，扣非净利率同比减少 0.3 个 pct，环比增加 6.3 个 pct。一季度行业整体受新冠疫情影响业绩加速分化，3 月中下旬国内疫情逐步控制，常规医疗需求逐步恢复。
- 化学制剂结构分化，医疗服务中长期景气度趋势不改，疫情相关板块将继续获益。化学制剂行业自 2018 年下半年开始，“低开转高开”逐步完成，营业收入增速逐渐回归行业真实层面。一季度连锁医疗行业受到疫情广泛影响，不改中长期景气度趋势。国内疫苗行业伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄，未来几年将维持高景气度。器械板块的分化程度继续加剧，二季度海外疫情将成为业绩新增长点，国内疫情过后看好“刚需”器械品种的反弹潜力。
- 投资策略：布局创新药产业链，关注一季报绩优标的。医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新药布局丰厚短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。5 月投资组合：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、智飞生物、益丰药房、人福医药、通策医疗、爱尔眼科。关注：翰森制药、石药集团、康泰生物、中国生物制药、金斯瑞、康弘药业、丽珠集团、信达生物-B、君实生物-B、安图生物、爱康医疗、凯利泰、南微医学、心脉医疗、启明医疗-B、泰格医药、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、我武生物、康希诺生物-B、沃森生物、锦欣生殖、我武生物、国药股份、东诚药业、恩华药业。
- 风险提示。药品审评进度低于预期；控费政策推进速度高于预期；海外疫情影响大于预期。

行业评级

买入

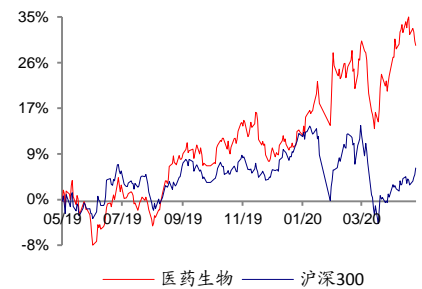
前次评级

买入

报告日期

2020-05-06

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师：

孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935

mabuyun@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

医药生物行业：新冠病毒诊断 2020-04-16

需求有望持续，国内出口及检测服务企业或将受益

医药生物行业：新基建背景下 2020-04-14

医院有望加快建设节奏

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
恒瑞医药	600276.SH	CNY	93.00	2020/4/27	买入	114.5	1.59	2.06	60.61	46.79	51.07	39.78	22.80	23.70
康弘药业	002773.SZ	CNY	38.38	2019/8/26	买入	46.4	1.29	1.59	27.18	22.01	20.69	15.98	18.50	18.60
丽珠集团	000513.SZ	CNY	39.78	2020/3/26	买入	48.6	1.66	1.95	22.21	18.90	11.65	9.35	12.20	12.50
迈瑞医疗	300760.SZ	CNY	256.30	2020/4/1	买入	302.1	4.72	5.72	58.03	47.94	52.95	43.36	26.00	26.40
安图生物	603658.SH	CNY	134.60	2020/5/1	买入	153.3	2.19	2.85	61.46	47.21	50.83	41.63	29.80	31.20
凯利泰	300326.SZ	CNY	24.05	2020/4/28	买入	29.7	0.54	0.71	45.62	34.70	36.35	28.07	12.60	14.50
药明康德	603259.SH	CNY	101.77	2020/4/29	买入	128.0	1.60	2.01	64.12	51.12	38.97	30.55	13.30	14.30
泰格医药	300347.SZ	CNY	77.00	2020/4/17	买入	88.4	1.36	1.72	56.51	44.80	56.99	44.98	19.50	19.80
凯莱英	002821.SZ	CNY	188.73	2020/4/29	买入	213.2	3.14	4.02	61.29	47.89	54.48	42.26	19.30	19.80
康龙化成	300759.SZ	CNY	64.08	2020/4/29	买入	79.2	0.99	1.28	70.77	54.52	38.79	30.11	9.20	10.60
爱尔眼科	300015.SZ	CNY	44.39	2020/4/29	买入	47.3	0.53	0.73	85.39	62.58	45.95	34.54	20.00	21.50
通策医疗	600763.SH	CNY	122.75	2020/4/23	买入	125.8	1.84	2.33	66.05	52.13	42.04	32.90	24.90	24.00
益丰药房	603939.SH	CNY	94.75	2020/4/9	买入	111.0	1.85	2.38	52.21	40.60	28.16	21.66	13.50	14.80
一心堂	002727.SZ	CNY	25.54	2020/3/20	买入	33.6	1.29	1.56	14.76	12.23	9.22	7.09	13.70	14.20
长春高新	000661.SZ	CNY	595.88	2020/4/21	买入	588.0	14.00	18.52	39.01	29.48	20.95	15.82	26.60	26.60
康泰生物	300601.SZ	CNY	134.00	2020/4/28	买入	149.4	1.28	2.42	106.84	56.73	89.59	47.48	23.50%	31.70%
智飞生物	300122.SZ	CNY	79.16	2020/4/28	买入	105.1	2.06	2.69	40.76	31.23	34.14	26.45	43.50	43.00
沃森生物	300142.SZ	CNY	40.47	2020/4/26	买入	48.3	0.69	1.07	56.29	36.39	38.78	25.62	17.90	27.30
人福医药	600079.SH	CNY	20.70	2020/4/7	买入	23.8	0.65	0.74	27.58	23.97	13.31	11.64	7.30	7.60
国药股份	600511.SH	CNY	31.20	2020/3/29	买入	36.3	2.42	2.91	11.05	9.18	4.58	3.23	14.80	15.10
中国生物 制药	01177.HK	HKD	11.34	2020/3/31	买入	14.22	0.28	0.32	40.07	35.06	20.48	18.04	9.03	9.40
药明康德	02269.HK	HKD	106.7	2020/04/30	买入	131.6	1.60	2.01	63.25	50.43	37.97	29.77	13.3	14.3
石药集团	01093.HK	HKD	15.40	2020/3/31	买入	23.4	0.72	0.87	20.83	17.24	104.17	93.45	23.18	23.87
金斯瑞生 物科技	01548.HK	HKD	13.84	2020/3/30	买入	29.0	-0.11	-0.13	-	-	-	-	-	-
爱康医疗	01789.HK	HKD	21.10	2020/4/26	买入	25.1	0.33	0.44	60.91	45.68	49.41	36.93	16.81	18.39
丽珠医药	01513.HK	HKD	33.45	2020/03/26	买入	36.28	1.66	1.95	22.13	18.82	14.57	11.68	12.2	12.5
康龙化成	03759.HK	HKD	63.4	2020/04/29	买入	75.96	0.99	1.28	63.74	49.14	32.08	24.90	9.2	10.6
康希诺生 物-B	06185.HK	HKD	164.50	2019/11/7	买入	71.8	-1.15	-0.54	-	-	-	-	-	-
锦欣生殖	01951.HK	HKD	9.89	2020/4/5	买入	12.7	0.20	0.24	47.80	39.83	33.29	28.63	6.10	6.77

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 合理价值为港元/股; 石药集团 EPS 为港元/股, 金斯瑞生物科技 EPS 为美元/股, 其他均为人民币元/股。

目录索引

一、行情回顾：4月医药板块涨幅居中，板块估值仍具提升潜力	6
（一）申万医药指数上涨 5.43%，接近市场平均表现	6
（二）医药板块估值仍具提升潜力	6
（三）生物制品板块涨幅领先，300 亿以上市值公司数占比提升显著	7
二、年报一季报业绩回顾：19 年收入保持稳定增长，疫情致 20 年一季度业绩下滑	7
（一）2019 年医药行业营收增长 12.99%，净利润有所下降	7
（二）受新冠疫情影响，2020 年一季度医药行业整体业绩出现下滑	8
（三）新冠疫情致业绩承压，不同子行业分化显著	9
（四）基金持仓：一季度更加聚焦医药生物板块	11
三、细分领域：创新药迎来收获期，疫情负面影响将逐步消散	14
（一）化学制剂：用药结构持续调整，创新不断加码	14
（二）医疗服务：连锁医疗客流快速恢复，中长期景气度趋势不改	19
（三）CXO：行业龙头维持较快内生增长，重视全球疫情供需缺口下的中国机遇	24
（四）医药商业：疫情下药店维持快速增长，传统商业板块后续逐步恢复	25
（五）生物制品：疫苗、生长激素子行业维持高景气度，血制品回暖	29
（六）医疗器械：肺炎疫情带动板块行情持续分化，关注受益品种和有望快速反弹的子领域	34
（七）化学原料药：分化较大，特色原料药表现靓丽	38
（八）中药：板块整体业绩承压，盈利能力出现下滑	40
四、2020 年 5 月股东大会信息	42
五、风险提示	45

图表索引

图 1: 2020 年初至今医药板块与大盘走势比较 (%)	6
图 2: 2020 年 4 月申万行业指数各板块涨跌幅比较 (%)	6
图 3: 4 月底各板块滚动市盈率比较 (申万指数, TTM)	6
图 4: 申万医药板块相对 A 股整体 PE 估值溢价率 (TTM)	6
图 5: 4 月中万医药板块涨跌幅前十个股 (%)	7
图 6: 4 月中万医药板块上市公司市值分布情况	7
图 7: 各一级行业 2019 年收入增速 (申万行业指数)	7
图 8: 各一级行业 2019 年净利润增速	7
图 9: 医药上市公司 2019 年营收增速分布	8
图 10: 医药上市公司 2019 年扣非净利润增速分布	8
图 11: 各一级行业 2020Q1 收入增速 (申万行业指数)	8
图 12: 各一级行业 2020Q1 净利润增速	8
图 13: 医药上市公司 2020Q1 营收增速分布	9
图 14: 医药上市公司 2020Q1 扣非净利润增速分布	9
图 15: 化学制剂上市公司经营指标增长情况	14
图 16: 化学制剂上市公司整体收入增速	15
图 17: 我国药品市场终端销售额及增速	15
图 18: 我国重点城市公立医院药品销售额大类结构变化	17
图 19: 我国重点城市公立医院药品大类销售额增速	18
图 20: 2014-2019 年 47 家化学制剂公司研发费用及费用率	18
图 21: 2014 年至 2019 年累计研发费用超过 20 亿元的医药/医疗器械企业(A+H)	19
图 22: 医疗服务 2019 年及 2020 年一季度增长情况与同期对比	20
图 23: 爱尔眼科前十大医院 4.1-4.19 营业收入对比图	21
图 24: 通策医疗 2020 年 Q1 受疫情影响营收变动情况	22
图 25: 医药商业 2019 年及 2020 年一季度增长情况与同期对比	26
图 26: 生物制品行业 2019 年及 2020 年一季度营收与净利润增长情况	30
图 27: 国内历年采浆量与浆站数量情况以及血制品上市公司历年浆站数量 (个)	31
图 28: 全球在研新冠疫苗项目技术类型及进展情况	33
图 29: 在研新冠疫苗的地区及组织类型分布	33
图 30: 医疗器械板块 2019、2020Q1 增长情况与 2018、2019Q1 对比	35
图 31: 化学原料药上市公司经营指标增长情况	38
图 32: 2019、2020Q1 增长情况与 2018、2019Q1 对比	40

表 1: 2019 年及 2020 年一季度医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 亿元)	9
表 2: 各子行业收入增长率 (%)	10
表 3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)	10
表 4: 医药生物板块重仓持有公募基金数及持股市值前 30 名公司统计	11

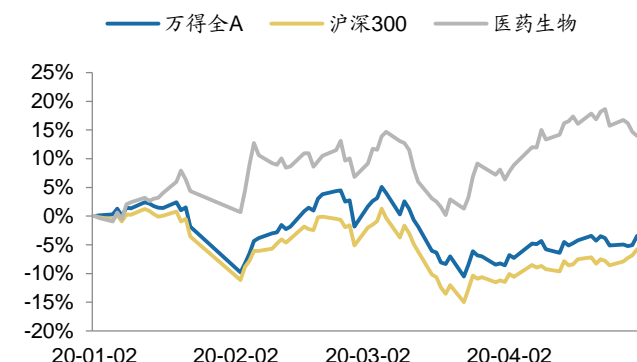
表 5: 沪股通近年持股比例前 20 公司统计	12
表 6: 深股通近年持股比例前 20 公司统计	12
表 7: 港股通近年持股比例前 20 公司统计	13
表 8: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)	15
表 9: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	16
表 10: 2019 年及 2020 年一季度医疗服务经营指标统计(剔除次新股成分调整后, 百万元)	20
表 11: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗 2019 年重大股权投资情况	22
表 12: 医疗服务重点公司财务指标(盈利预测取 Wind 一致预期)	23
表 13: 2019 年及 2020 年一季度医药商业经营指标统计(剔除次新股成分调整后, 百万)	26
表 14: 连锁药房重点公司财务指标(盈利预测取 Wind 一致预期)	27
表 15: 连锁药房 2019 年以来仍保持快速扩张趋势(单位: 家)	27
表 16: 医药商业重点公司财务指标(盈利预测取 Wind 一致预期)	29
表 17: 生物制品行业基本财务指标(剔除部分次新股成分调整后, 百万元)	30
表 18: 血制品行业主要上市公司业绩表现情况	31
表 19: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况	32
表 20: 蛋白药行业主要上市公司业绩表现情况	33
表 21: 生物药行业重点跟踪公司财报情况	34
表 22: 医疗器械行业基本财务指标(剔除次新股成分调整后, 百万元)	35
表 23: 医疗器械重点公司财务指标(盈利预测取 Wind 一致预期)	36
表 24: 申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况	37
表 25: 化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)	38
表 26: 申万分类下纳入分析的 31 家化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况	39
表 27: 中药行业基本财务指标(剔除次新股成分调整后, 百万元)	40
表 28: 现代中药、传统中药重点公司财务指标(盈利预测取 Wind 一致预期) .	41
表 29: 申万分类下中药板块内公司收入及扣非净利润增速情况	41
表 30: SW 医药板块 2020 年 5 月股东大会召开信息	42

一、行情回顾：4月医药板块涨幅居中，板块估值仍具提升潜力

（一）申万医药指数上涨 5.43%，接近市场平均表现

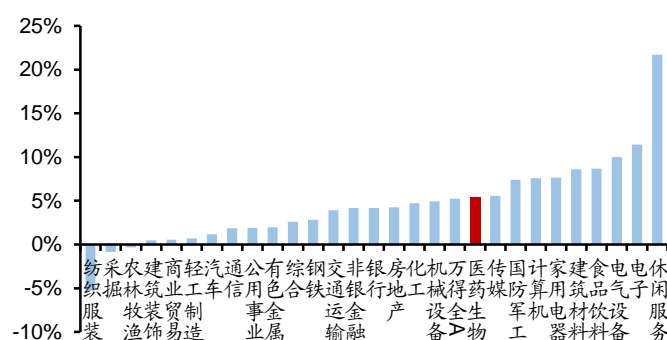
2020年4月份wind全A指数上涨5.43%、沪深300指数上涨6.46%；申万医药指数上涨5.43%，在所有申万一级子行业中涨跌幅排名第10位，略低于全市场平均表现。申万休闲服务和电子指数涨幅最高（截至2020年4月30日）。

图1：2020年初至今医药板块与大盘走势比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2020年4月申万行业指数各板块涨跌幅比较（%）

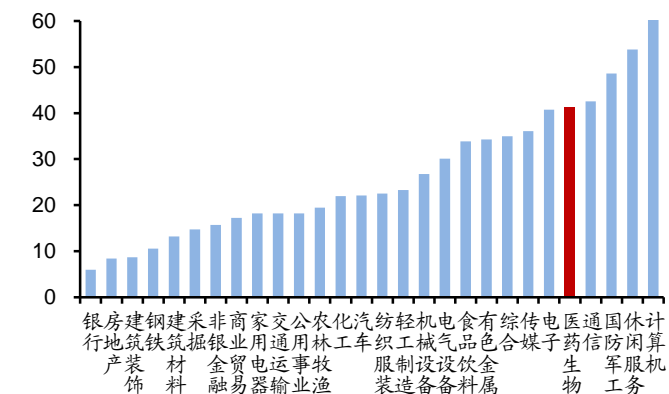


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）医药板块估值仍具提升潜力

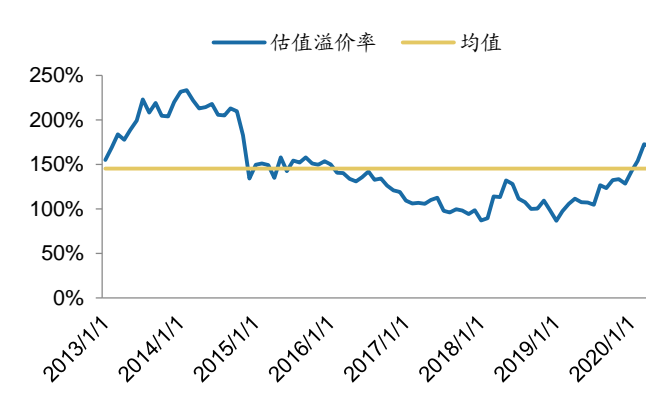
4月30日，申万医药生物指数PE(TTM)为41.28x，在28个申万一级子行业中处于中上水平。从2013年以来7年历史数据来看，行业估值溢价率平均为145.30%，目前申万医药指数的PE估值溢价率为170.94%。我们认为带量采购等不利政策的潜在影响已经基本反映在2018年底板块的大幅下跌中，医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新产业链相关企业有望带动医药行业整体估值进一步提升。

图3：4月底各板块滚动市盈率比较（申万指数，TTM）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：申万医药板块相对A股整体PE估值溢价率(TTM)

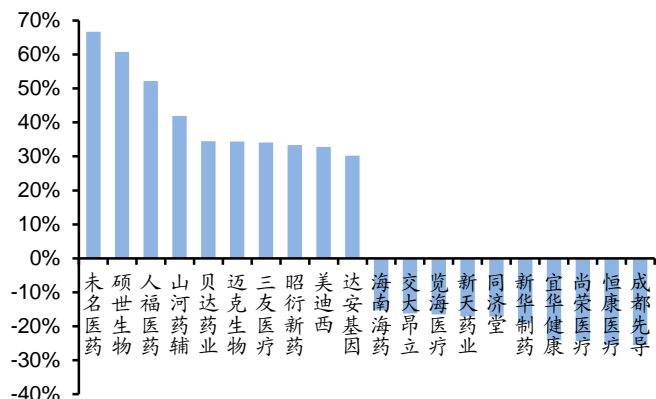


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）生物制品板块涨幅领先，300 亿以上市值公司数占比提升显著

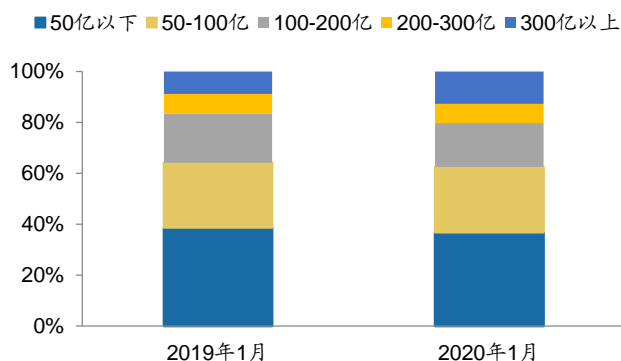
申万医药板块涨幅前十的个股包括未名医药、硕世生物、人福医药等，下跌居前的有成都先导、恒康医疗、尚荣医疗等，多数因为业绩表现不佳。根据2020年4月底医药上市公司市值分布来看，300亿以上市值公司占比显著上升，比例从2019年4月份的8.79%提高到2020年4月份的12.69%（截止于20年4月30日）。此外，除50-100亿市值区间的公司数目占比小幅提升外，其他市值区间的公司数目占比都明显减小。

图5：4月申万医药板块涨跌幅前十个股(%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：4月申万医药板块上市公司市值分布情况



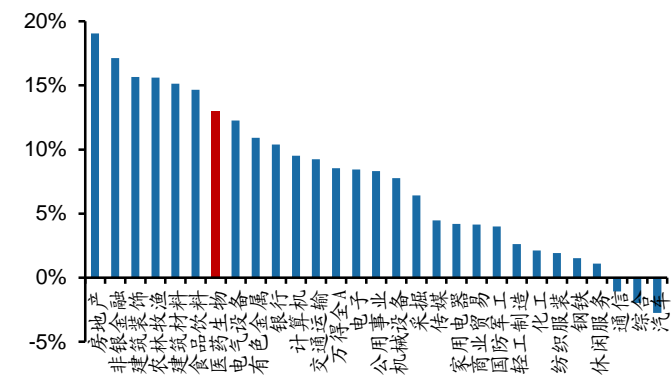
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、年报一季报业绩回顾：19 年收入保持稳定增长，疫情致 20 年一季度业绩下滑

（一）2019 年医药行业营收增长 12.99%，净利润有所下降

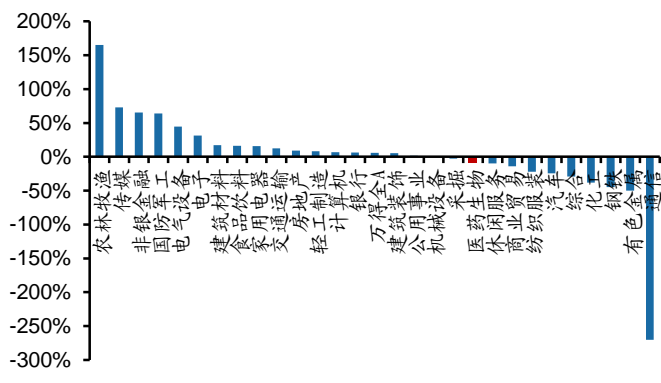
根据上市公司2019年年报，2019年28个行业中26个行业实现行业营收增长，共有11个行业营收增速超过10%，其中医药生物行业营收增长为12.99%，在28个一级行业中排在第7位。2019上半年医药行业净利润增速为6.92%，在28个一级行业中排在第20位（下文净利润均指归母净利润）。

图7：各一级行业2019年收入增速（申万行业指数）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

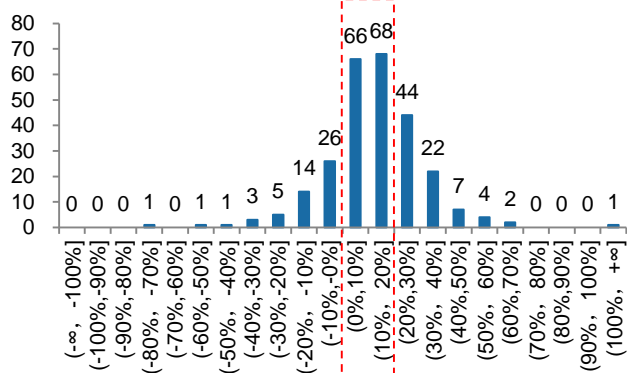
图8：各一级行业 2019 年净利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

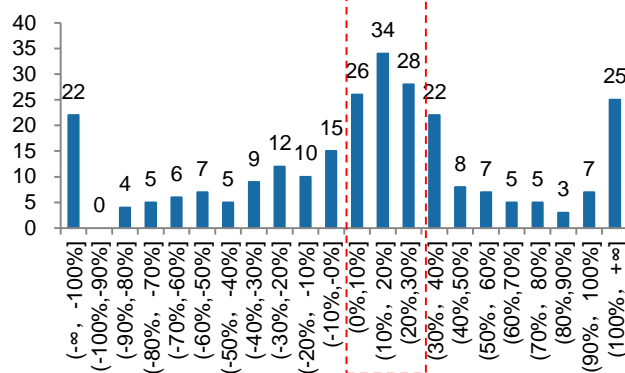
从医药上市公司2019年增速分布来看，有134家医药上市公司营收增速集中在0-20%，这个增速区间比重达到51%，集中度较高；有88家医药上市公司扣非净利润增速集中在0%-30%，占比33%。有25家公司扣非净利润增速超过100%，生物制品、医疗器械公司业绩表现突出。

图9：医药上市公司2019年营收增速分布



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：医药上市公司2019年扣非净利润增速分布

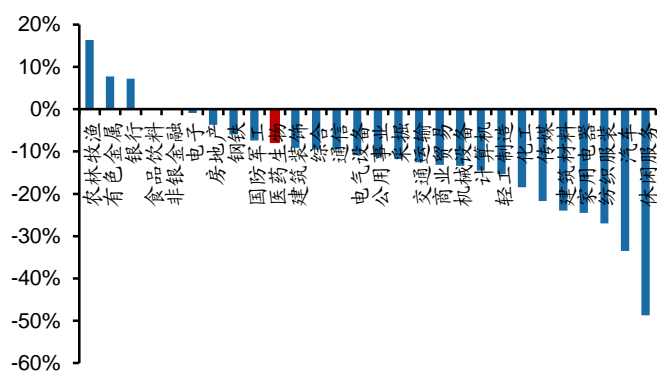


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）受新冠疫情影响，2020年一季度医药行业整体业绩出现下滑

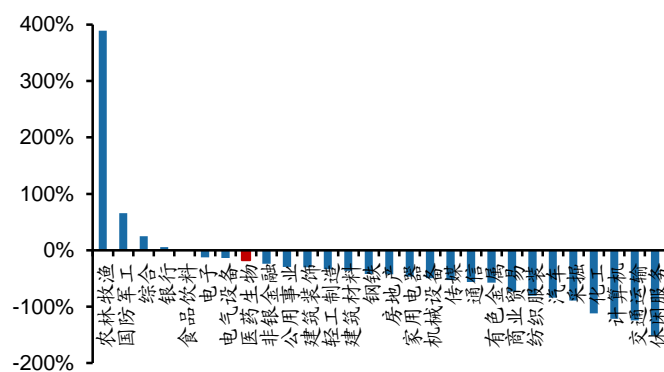
受新冠疫情影响，2020年一季度28个行业中共有23个行业整体营收出现下滑，15个行业营收下降幅度超过10%，其中医药生物行业营收同比下降7.79%，在28个一级行业中排在第10位。2019年一季度医药行业净利润同比下降17.48%，在28个一级行业中排在第8位。

图11：各一级行业2020Q1收入增速（申万行业指数）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

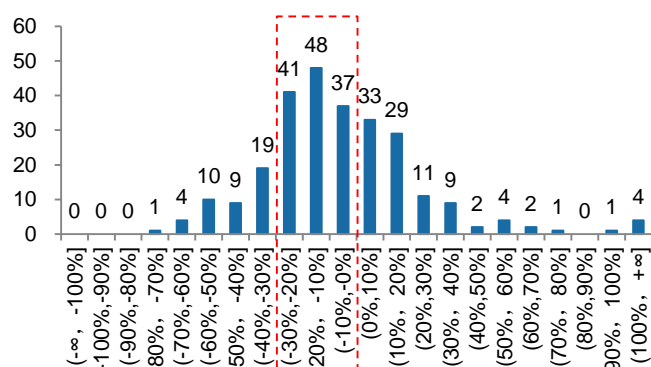
图12：各一级行业2020Q1净利润增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

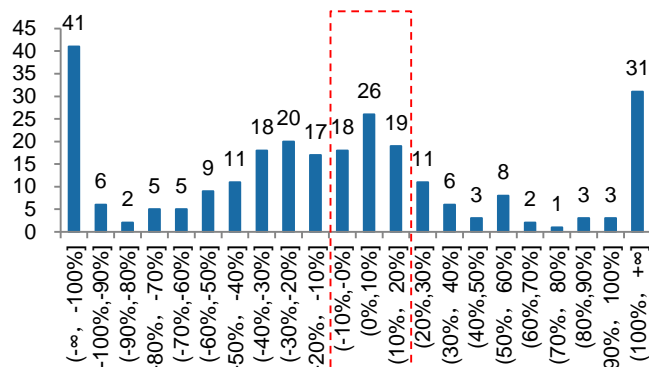
从医药上市公司2020年一季度增速分布来看，有136家医药上市公司营收下降幅度集中在0%-30%，这个区间比重达到51%，集中度较高；有98家医药上市公司扣非净利润增速集中在-10%-20%，占比24%。有31家公司扣非净利润增速超过100%，有41家公司扣非净利润下降幅度超过100%，业绩分化明显，多数业绩压力较大的公司与大幅计提资产减值准备相关。化学原料药、医疗器械公司业绩相对较好，医疗服务、中药板块公司表现较差。

图 13: 医药上市公司 2020Q1 营收增速分布



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 医药上市公司 2020Q1 扣非净利润增速分布



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 新冠疫情致业绩承压, 不同子行业分化显著

我们剔除次新股和非经常因素调整后处理了医药行业及子行业数据, 以整体指标来看, 2019年医药板块营收增速为14.7%, 同比减少6.0个pct。全年扣非净利润增速为-0.1%。净利润受瑞康医药、美年健康等部分公司大额计提资产减值的影响, 整体增速被拉低, 实际增速高于表观增速。行业毛利率同比下降1个pct, 扣非净利率同比下降0.8个pct。

2020年第一季度医药板块营收增速为-5.7%, 同比减少24.6个pct 环比减少15.8个pct。全年扣非净利润增速为-6.6%。行业毛利率同比下降1个pct, 扣非净利率同比持平, 环比增加6.3个pct。一季度行业整体受新冠疫情影响业绩加速分化, 3月中旬下旬国内疫情逐步控制, 常规医疗需求逐步恢复。

表 1: 2019 年及 2020 年一季度医药板块经营指标统计 (剔除次新股成分和非正常因素调整后, 亿元)

行业总体	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	3100	3243	3453	3609	13405	3685	3824	3899	3972	15379	3476
收入增速	28.2%	18.2%	22.9%	15.3%	20.7%	18.9%	17.9%	12.9%	10.1%	14.7%	-5.7%
净利润	275	309	272	164	1020	308	334	288	102	1032	280
净利润增速	41.5%	23.4%	-2.9%	-29.3%	6.6%	12.0%	8.0%	6.1%	-38.0%	1.2%	-9.2%
扣非净利润	252	252	256	94	854	263	293	267	31	854	245
扣非净利润增速	41.6%	16.2%	30.2%	-50.7%	9.1%	4.3%	16.3%	4.3%	-67.1%	-0.1%	-6.6%
毛利率	36%	36%	34%	35%	35%	34%	35%	34%	34%	34%	33%
扣非净利率	8.1%	7.8%	7.4%	2.6%	6.4%	7.1%	7.7%	6.9%	0.8%	5.6%	7.1%
经营现金流/净利润	-0.17	0.98	1.11	3.18	1.06	-0.02	1.24	1.17	5.96	1.31	0.16
加应收票据后经营现金流/净利润	1.75	2.5	2.59	6.59	1.61	1.61	2.46	2.52	8.39	1.55	0.96
营业成本	1994	2067	2284	2347	8692	2431	2489	2569	2615	10103	2325
经营现金流/净利润	-4617	30252	30111	52207	107953	-753	41373	33704	60642	134966	4346
应收票据	527	469	403	558	558	504	408	389	247	247	225

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

不同板块分化显著: 化学原料药2019年全年增速为9.5%, 2019年Q2起增速开

始下滑，2020年Q1增速为3.1%。生物制品2019年营收增长18.7%，全年维持较高景气度，2020年一季度收入下降7.0%。医疗服务2019年营收增速20.5%，较18年有所放缓，但仍保持较高增速，2020年一季度收入下降9.7%，受疫情冲击较大。医疗器械2019年增速13.7%，2020年一季度增速为3.5%，重症救护器械、防护用品、新冠检测试剂等医疗器械因海外疫情严重，出口需求快速增长。医药商业2019年收入增速16.5%，2020年一季度下降至-5.7%。中药板块2019年营收增速13.4%，2020年一季度营收同比下降7.5%。化学制剂2019年营收增速为10.8%，2020年一季度下降为-10.0%。

表2: 各子行业收入增长率 (%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
化学原料药	42.8	12.7	29.8	5.5	21.0	2.5	19.4	7.7	7.7	9.1	3.1
生物制品	40.3	43.7	39.7	21.8	35.2	25.4	18.3	18.9	14.0	18.7	-7.0
医疗服务	78.4	38.1	20.4	11.7	30.2	23.8	21.4	23.8	14.3	20.5	-9.7
医疗器械	57.2	31.8	6.3	7.4	20.8	17.5	15.6	9.7	13.0	13.7	3.5
医药商业	21.5	13.2	18.7	20.6	18.4	19.8	19.2	16.2	11.5	16.5	-5.7
中药	22.1	16.5	35.1	9.8	20.1	26.4	16.6	6.0	7.0	13.4	-7.5
化学制剂	31.7	22.0	22.9	15.2	22.5	11.0	15.0	11.1	6.5	10.8	-10.0
总计	28.2	18.2	22.9	15.3	20.7	18.9	17.9	12.9	10.1	14.7	-5.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年扣非净利润增速最高的子行业是生物制品 (30.6%)，其次依次为医疗器械 (9.9%)、医药商业 (4.8%)、化学原料药 (-0.2%)、医疗服务 (-4.3%)、中药 (-7.5%)、化学制剂 (-20.8%)。化学原料药2019年Q4扣非净利润增速下降至5.2%，2020年Q1为34.4%。生物制品2019年Q4扣非净利润增速大幅增长至106.2%，2020年Q1下降到-8.3%。医疗服务2019年Q4扣非净利润增速下降至-123.2%，2019年Q1为-95.3%。医疗器械2019年Q4扣非净利润增速下降至-36.4%，2019年Q1为12.8%。医药商业2019年Q4扣非净利润增速下降至-35.7%，2020年Q1为-7.8%。中药2019年Q4扣非净利润增速下降至-79.4%，2020年Q1为-8.3%。化学制剂2018年Q4扣非净利润基数较小，2019年Q4扣非净利润下降1824.3%，2020年Q1增速为-22.9%。整体看各行业Q4的负增长基本主要来源于计提减值准备。

表3: 各子行业扣除非经常性损益后的净利润增长率 (%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
化学原料药	165.2	19.1	28.1	-50.8	25.8	-37.7	24.8	33.2	5.2	-0.2	34.4
生物制品	32.8	26.3	10.1	-40.6	8.3	18.6	10.1	33.1	106.2	30.6	-8.3
医疗服务	28.2	526.4	-9.0	52.1	53.1	58.5	7.5	52.7	-123.2	-4.3	-95.3
医疗器械	86.5	-23.4	221.4	-51.0	25.0	22.6	137.4	-24.6	-36.4	9.9	12.8
医药商业	19.3	17.0	8.1	-50.8	-0.2	9.7	5.6	15.9	-35.7	4.8	-7.8
中药	26.6	7.6	14.8	-47.2	3.5	11.0	-0.1	-10.4	-79.4	-7.5	-8.3
化学制剂	22.7	15.1	17.5	-93.4	-2.9	0.9	4.4	3.1	-1824.3	-20.8	-22.9
总计	41.6	16.2	30.2	-50.7	9.1	4.3	16.3	4.3	-67.1	-0.1	-6.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(四) 基金持仓：一季度更加聚焦医药生物板块

2020年一季度公募基金更加聚焦医药生物板块。我们统计了医药生物板块持有公募基金数前30名的公司，其中持有数最多的为恒瑞医疗、长春高新及迈瑞医疗，2020年一季度有27家公司的持有基金数增加，其中迈瑞医疗、恒瑞医药长春高新及智飞生物较2019Q4提升最多。2020年一季度公募基金重仓持股市值前五名的公司分别为恒瑞医药、迈瑞医疗、长春高新、康泰生物、爱尔眼科；普洛医药、健帆生物及康泰生物重仓持股市值占总市值比例较2019Q4变化最大。疫情的影像下，公募基金对于医药生物板块的聚焦凸显出医药行业的整体优势。

表4：医药生物板块重仓持有公募基金数及持股市值前30名公司统计

重仓持有基金数（支）					重仓持有市值占公司总市值比例					
证券代码	证券简称	19Q4 持	20Q1 持	环比变 化数	证券代码	证券简称	20 Q1 重仓	19Q4 重仓	20Q1 重仓	重仓持 股/环比 变化值
		有公募 基金数	有公募 基金数				持股市值 （亿元）	持股市值/ 总市值	持股市值/ 总市值	
600276.SH	恒瑞医药	705	864	159	600276.SH	恒瑞医药	303.8	5.8%	7.4%	1.6%
000661.SZ	长春高新	359	489	130	300760.SZ	迈瑞医疗	208.7	2.8%	6.7%	3.9%
300760.SZ	迈瑞医疗	203	445	242	000661.SZ	长春高新	186.9	12.6%	15.5%	2.9%
603259.SH	药明康德	254	257	3	300601.SZ	康泰生物	90.0	5.4%	10.4%	5.0%
300601.SZ	康泰生物	79	185	106	300015.SZ	爱尔眼科	76.7	5.6%	5.6%	0.0%
300003.SZ	乐普医疗	102	154	52	603259.SH	药明康德	71.9	5.3%	4.3%	-1.0%
300122.SZ	智飞生物	39	152	113	002007.SZ	华兰生物	68.4	5.0%	9.6%	4.7%
002007.SZ	华兰生物	51	136	85	300003.SZ	乐普医疗	61.1	6.6%	9.0%	2.3%
300015.SZ	爱尔眼科	121	133	12	300529.SZ	健帆生物	46.2	4.7%	9.9%	5.3%
300347.SZ	泰格医药	117	108	-9	600763.SH	通策医疗	43.1	13.2%	11.0%	-2.2%
603233.SH	大参林	33	103	70	300122.SZ	智飞生物	38.8	0.8%	3.1%	2.2%
300529.SZ	健帆生物	51	103	52	002044.SZ	美年健康	38.6	11.7%	8.6%	-3.1%
002821.SZ	凯莱英	67	103	36	002821.SZ	凯莱英	38.2	4.9%	8.8%	3.9%
600763.SH	通策医疗	110	98	-12	600529.SH	山东药玻	38.0	14.8%	17.0%	2.2%
600529.SH	山东药玻	68	82	14	300347.SZ	泰格医药	34.5	7.8%	6.0%	-1.8%
002001.SZ	新和成	44	81	37	603882.SH	金域医学	29.4	7.0%	9.3%	2.3%
600436.SH	片仔癀	45	81	36	000739.SZ	普洛药业	28.0	1.9%	13.4%	11.5%
000538.SZ	云南白药	69	76	7	300142.SZ	沃森生物	23.0	3.0%	3.7%	0.7%
600521.SH	华海药业	18	69	51	600161.SH	天坛生物	23.0	3.2%	6.4%	3.2%
600216.SH	浙江医药	18	61	43	603658.SH	安图生物	22.0	2.0%	3.8%	1.8%
600161.SH	天坛生物	14	60	46	300357.SZ	我武生物	20.0	6.0%	7.3%	1.3%
300142.SZ	沃森生物	60	59	-1	002773.SZ	康弘药业	19.7	5.0%	5.9%	0.9%
000739.SZ	普洛药业	10	58	48	603707.SH	健友股份	18.8	3.1%	4.5%	1.5%
603939.SH	益丰药房	38	58	20	603883.SH	老百姓	18.3	5.8%	8.4%	2.6%
603883.SH	老百姓	26	57	31	603233.SH	大参林	18.0	2.5%	5.0%	2.5%
600196.SH	复星医药	26	55	29	603939.SH	益丰药房	17.8	3.4%	5.0%	1.6%
000513.SZ	丽珠集团	27	55	28	300630.SZ	普利制药	17.2	6.3%	8.5%	2.3%
603882.SH	金域医学	39	53	14	002001.SZ	新和成	16.1	2.4%	2.7%	0.3%

300630.SZ	普利制药	29	52	23	600521.SH	华海药业	15.9	1.5%	5.9%	4.8%
603707.SH	健友股份	32	48	16	300326.SZ	凯利泰	15.3	2.4%	5.7%	3.3%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从沪、深、港股通资产配置结构来看，恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科等行业龙头受到明显偏好；分领域来看，对创新化药、创新器械及生物制品领域的公司更加偏好。

表5：沪股通近年持股比例前20公司统计

序号	2018H1	2018	2019H1	2019	2020Q1
1	600276.SH 恒瑞医药	600276.SH 恒瑞医药	600276.SH 恒瑞医药	603939.SH 益丰药房	603939.SH 益丰药房
2	603939.SH 益丰药房	600867.SH 通化东宝	603939.SH 益丰药房	600276.SH 恒瑞医药	600276.SH 恒瑞医药
3	600867.SH 通化东宝	603939.SH 益丰药房	600867.SH 通化东宝	600557.SH 康缘药业	600285.SH 羚锐制药
4	600535.SH 天士力	600535.SH 天士力	600557.SH 康缘药业	600285.SH 羚锐制药	603259.SH 药明康德
5	603368.SH 柳药股份	600062.SH 华润双鹤	600535.SH 天士力	600867.SH 通化东宝	603883.SH 老百姓
6	600216.SH 浙江医药	600079.SH 人福医药	600079.SH 人福医药	600062.SH 华润双鹤	600867.SH 通化东宝
7	600062.SH 华润双鹤	603368.SH 柳药股份	600062.SH 华润双鹤	603259.SH 药明康德	600062.SH 华润双鹤
8	600511.SH 国药股份	600518.SH ST康美	603658.SH 安图生物	600422.SH 昆药集团	600557.SH 康缘药业
9	600079.SH 人福医药	600750.SH 江中药业	600380.SH 健康元	603883.SH 老百姓	603658.SH 安图生物
10	600436.SH 片仔癀	601607.SH 上海医药	603259.SH 药明康德	600380.SH 健康元	603882.SH 金城医学
11	600993.SH 马应龙	600521.SH 华海药业	600436.SH 片仔癀	603882.SH 金城医学	600380.SH 健康元
12	600285.SH 羚锐制药	603658.SH 安图生物	600521.SH 华海药业	603658.SH 安图生物	600422.SH 昆药集团
13	600196.SH 复星医药	603108.SH 润达医疗	600196.SH 复星医药	600763.SH 通策医疗	600436.SH 片仔癀
14	600521.SH 华海药业	600196.SH 复星医药	600329.SH 中新药业	600216.SH 浙江医药	600763.SH 通策医疗
15	600750.SH 江中药业	600436.SH 片仔癀	600763.SH 通策医疗	600436.SH 片仔癀	600161.SH 天坛生物
16	600566.SH 济川药业	600566.SH 济川药业	600664.SH 哈药股份	600161.SH 天坛生物	603108.SH 润达医疗
17	603883.SH 老百姓	600998.SH 九州通	603368.SH 柳药股份	600079.SH 人福医药	600216.SH 浙江医药
18	600587.SH 新华医疗	603387.SH 基蛋生物	600998.SH 九州通	603858.SH 步长制药	603367.SH 辰欣药业
19	600518.SH ST康美	600664.SH 哈药股份	603858.SH 步长制药	600535.SH 天士力	603858.SH 步长制药
20	600557.SH 康缘药业	600993.SH 马应龙	600993.SH 马应龙	603368.SH 柳药股份	600566.SH 济川药业

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表6：深股通近年持股比例前20公司统计

序号	2018H1	2018	2019H1	2019	2020Q1
1	000423.SZ 东阿阿胶	000538.SZ 云南白药	300347.SZ 泰格医药	300347.SZ 泰格医药	300347.SZ 泰格医药
2	000538.SZ 云南白药	300347.SZ 泰格医药	002727.SZ 一心堂	000999.SZ 华润三九	300244.SZ 迪安诊断
3	300347.SZ 泰格医药	000999.SZ 华润三九	000538.SZ 云南白药	002727.SZ 一心堂	300015.SZ 爱尔眼科
4	000999.SZ 华润三九	000423.SZ 东阿阿胶	000999.SZ 华润三九	300244.SZ 迪安诊断	000538.SZ 云南白药
5	002022.SZ 科华生物	300015.SZ 爱尔眼科	300015.SZ 爱尔眼科	300015.SZ 爱尔眼科	000999.SZ 华润三九
6	000963.SZ 华东医药	000650.SZ 仁和药业	300149.SZ 量子生物	000538.SZ 云南白药	300298.SZ 三诺生物
7	002422.SZ 科伦药业	000963.SZ 华东医药	000423.SZ 东阿阿胶	300149.SZ 量子生物	002727.SZ 一心堂
8	300015.SZ 爱尔眼科	300142.SZ 沃森生物	300244.SZ 迪安诊断	002821.SZ 凯莱英	300326.SZ 凯利泰
9	300003.SZ 乐普医疗	002422.SZ 科伦药业	000028.SZ 国药一致	000423.SZ 东阿阿胶	300003.SZ 乐普医疗
10	000710.SZ 贝瑞基因	000710.SZ 贝瑞基因	300298.SZ 三诺生物	000028.SZ 国药一致	300142.SZ 沃森生物

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

11	002007.SZ	华兰生物	002022.SZ	科华生物	300142.SZ	沃森生物	300298.SZ	三诺生物	300149.SZ	量子生物
12	002294.SZ	信立泰	002007.SZ	华兰生物	300122.SZ	智飞生物	300003.SZ	乐普医疗	000423.SZ	东阿阿胶
13	000650.SZ	仁和药业	002294.SZ	信立泰	000739.SZ	普洛药业	300142.SZ	沃森生物	002007.SZ	华兰生物
14	300122.SZ	智飞生物	002020.SZ	京新药业	000710.SZ	贝瑞基因	300122.SZ	智飞生物	000028.SZ	国药一致
15	002317.SZ	众生药业	002737.SZ	葵花药业	002422.SZ	科伦药业	000739.SZ	普洛药业	300760.SZ	迈瑞医疗
16	002727.SZ	一心堂	002262.SZ	恩华药业	000503.SZ	国新健康	002007.SZ	华兰生物	300122.SZ	智飞生物
17	002365.SZ	永安药业	002332.SZ	仙琚制药	002223.SZ	鱼跃医疗	002020.SZ	京新药业	300463.SZ	迈克生物
18	300142.SZ	沃森生物	300244.SZ	迪安诊断	002020.SZ	京新药业	300595.SZ	欧普康视	002223.SZ	鱼跃医疗
19	002332.SZ	仙琚制药	300003.SZ	乐普医疗	000963.SZ	华东医药	300326.SZ	凯利泰	002001.SZ	新和成
20	300009.SZ	安科生物	002727.SZ	一心堂	000513.SZ	丽珠集团	000661.SZ	长春高新	002020.SZ	京新药业

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表7：港股通近年持股比例前20公司统计

序号	2018H1	2018	2019H1	2019	2020Q1
1	02666.HK 环球医疗	02666.HK 环球医疗	02186.HK 绿叶制药	02186.HK 绿叶制药	02666.HK 环球医疗
2	02186.HK 绿叶制药	02186.HK 绿叶制药	01558.HK 东阳光药	02666.HK 环球医疗	02186.HK 绿叶制药
3	00719.HK 山东新华制药股份	00719.HK 山东新华制药股份	02666.HK 环球医疗	01558.HK 东阳光药	01558.HK 东阳光药
4	01548.HK 金斯瑞生物科技	01558.HK 东阳光药	00719.HK 山东新华制药股份	00719.HK 山东新华制药股份	01666.HK 同仁堂科技
5	01093.HK 石药集团	01666.HK 同仁堂科技	00570.HK 中国中药	01666.HK 同仁堂科技	00570.HK 中国中药
6	03933.HK 联邦制药	01548.HK 金斯瑞生物科技	01548.HK 金斯瑞生物科技	00570.HK 中国中药	00719.HK 山东新华制药股份
7	00570.HK 中国中药	00570.HK 中国中药	01666.HK 同仁堂科技	01548.HK 金斯瑞生物科技	01548.HK 金斯瑞生物科技
8	02005.HK 石四药集团	02005.HK 石四药集团	03933.HK 联邦制药	02005.HK 石四药集团	
9	02607.HK 上海医药	01093.HK 石药集团	02005.HK 石四药集团	01177.HK 中国生物制药	03613.HK 同仁堂国药
10	01666.HK 同仁堂科技	02196.HK 复星医药	02196.HK 复星医药	03933.HK 联邦制药	02005.HK 石四药集团
11	01515.HK 华润医疗	03933.HK 联邦制药	01093.HK 石药集团	03613.HK 同仁堂国药	03933.HK 联邦制药
12	00460.HK 四环医药	02607.HK 上海医药	02607.HK 上海医药	02196.HK 复星医药	01177.HK 中国生物制药
13	02196.HK 复星医药	00460.HK 四环医药	00874.HK 白云山	00460.HK 四环医药	02196.HK 复星医药
14	01177.HK 中国生物制药	01513.HK 丽珠医药	03613.HK 同仁堂国药	01093.HK 石药集团	01951.HK 锦欣生殖
15	00874.HK 白云山	01177.HK 中国生物制药	01177.HK 中国生物制药	00874.HK 白云山	01521.HK 方达控股
16	01513.HK 丽珠医药	00874.HK 白云山	00460.HK 四环医药	02607.HK 上海医药	01093.HK 石药集团
17	01099.HK 国药控股	03613.HK 同仁堂国药	01515.HK 华润医疗	01833.HK 平安好医生	00460.HK 四环医药
18	00867.HK 康哲药业	01515.HK 华润医疗	00512.HK 远大医药	01513.HK 丽珠医药	01789.HK 爱康医疗
19	00512.HK 远大医药	00512.HK 远大医药	01833.HK 平安好医生	01521.HK 方达控股	02607.HK 上海医药
20	03320.HK 华润医药	03320.HK 华润医药	02877.HK 神威药业	01515.HK 华润医疗	00874.HK 白云山

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

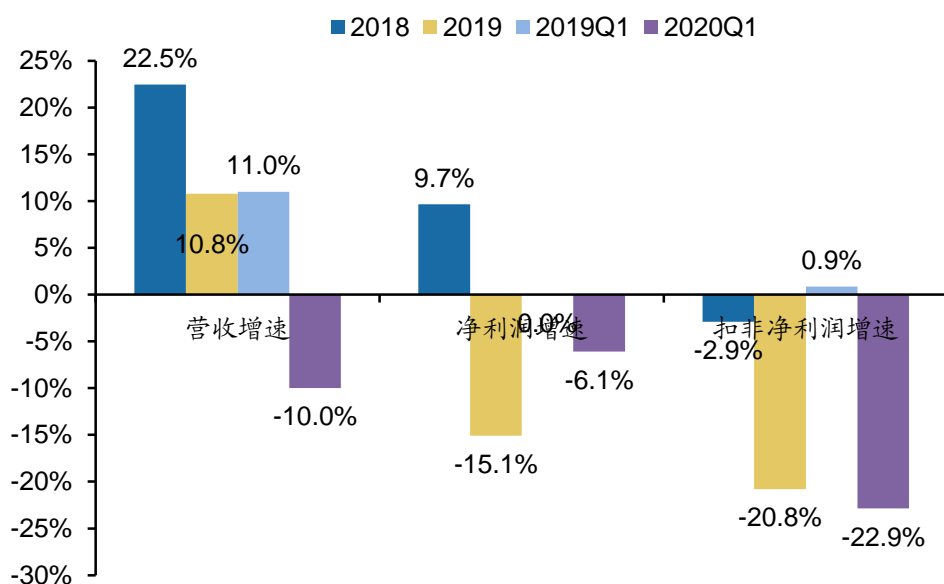
三、细分领域：创新药迎来收获期，疫情负面影响将逐步消散

（一）化学制剂：用药结构持续调整，创新不断加码

2019年化学制剂上市公司整体营业收入增速10.8%，增速较2018年同期下滑11.7pp，2019年Q1-Q4单季度增速分别为10.6%、14.2%、10.6%、6.48%；2020年Q1化学制剂上市公司整体营业收入同比下滑10.0%。

净利润增速方面，2019年化学制剂上市公司整体净利润和扣非净利润增速分别为-15.1%和-20.8%，增速较2018年分别下滑24.8pp和17.9pp；2020年Q1净利润和扣非后净利润增速分别为-6.1%和-22.9%，较2019年同期分别下滑6.1pp和23.8pp。

图15：化学制剂上市公司经营指标增长情况



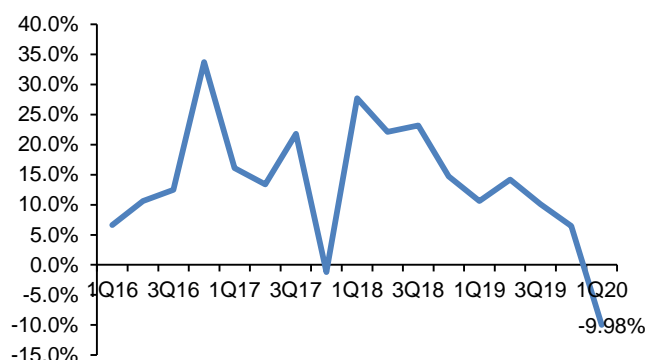
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

化学制剂上市公司从2018年下半年开始，“低开转高开”逐步完成，营业收入逐渐回归行业真实层面。化学制剂上市公司整体收入增速在2019年前三季度仍在10%以上，2018年度尚处于“低开转高开”的过渡期，可比基数有所失真。2019年Q4化学制剂上市公司整体收入增速下滑至6.48%，一方面由于“低开转高开”导致的可比基数失真影响褪去，另一方面由于医疗机构年底医保结算压力。2020年Q1化学制剂上市公司营业收入增速-9.98%，主要因年初新冠疫情影响正常就诊以及医疗机构诊疗活动无法正常开展所致；随着国内疫情消退，医疗机构诊疗获得逐步恢复正常，制剂产品销售将回归正常水平。

结合我国药品终端市场销售额情况，2019年我国药品终端市场销售额1.8万亿元，同比增长4.8%；药品终端销售额增速持续下滑，主要源于医保调控以及用药合理化等因素，当年医保局新近成立，由其主导统筹的医保相关工作逐步向精细化调控发展，国内终端用药逐步合理化、科学化，中长期药品市场内部结构调整仍将持续，

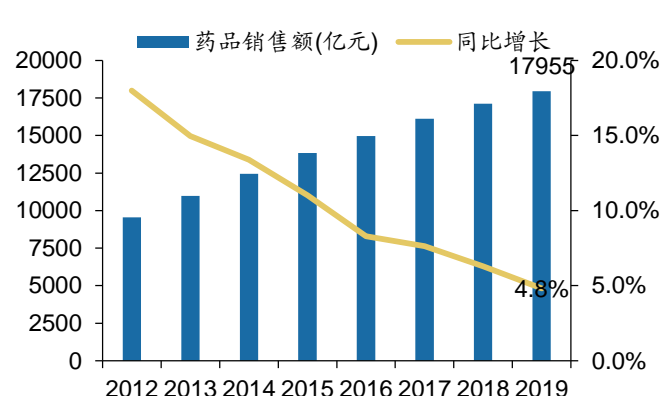
临床价值、产品壁垒等制剂产品的核心竞争力逐步得以凸显。

图16: 化学制剂上市公司整体收入增速



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图17: 我国药品市场终端销售额及增速



数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

2019年化学制剂上市公司整体毛利率为60%，与2018年比较基本平稳；2020年Q1毛利率58%，同比及环比略微下滑。2019年Q4净利润增速大幅下滑，主要源于2019年Q4不少化学制剂上市公司计提商誉减值。2019年化学制剂上市公司整体扣非归母净利润率5.3%，相对2018年下滑2.2pp，2020年Q1为8%，环比大幅改善。

表8: 化学制剂上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学制剂	17A	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	142808	41893	42051	44706	46268	174918	46496	48347	49665	49264	193773	41855
收入增速	11.7%	31.7%	22.0%	22.9%	15.2%	22.5%	11.0%	15.0%	11.1%	6.5%	10.8%	-10.0%
净利润	20704	4867	5035	4485	1310	15696	4866	5522	4477	-1539	13326	4570
净利润增速	37.9%	27.7%	14.6%	-48.7%	-65.1%	-24.2%	0.0%	9.7%	-0.2%	-217.5%	-15.1%	-6.1%
扣非净利润	13440	4314	4627	3939	169	13049	4351	4831	4063	-2911	10334	3356
扣非净利润增速	1.2%	22.7%	15.1%	17.5%	-93.4%	-2.9%	0.9%	4.4%	3.1%	-1824.3%	-20.8%	-22.9%
毛利率	56%	59%	60%	60%	60%	60%	60%	61%	62%	59%	60%	58%
扣非净利率	9.4%	10.3%	11.0%	8.8%	0.4%	7.5%	9.4%	10.0%	8.2%	-5.9%	5.3%	8.0%
经营现金流/净利润	0.95	0.96	0.72	1.52	6.00	1.46	0.79	1.29	1.73	-3.16	1.77	0.81
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.52	3.06	2.76	2.98	13.99	2.13	2.55	2.77	3.33	-6.19	2.12	1.75
营业成本	62306	17292	17013	17704	18477	70486	18752	18771	19092	20340	76955	17755
经营现金流/净利润	19653	4670	3617	6835	7864	22985	3846	7118	7730	4865	23559	3697
应收票据	11851	10225	10282	6517	10458	10458	8558	8202	7189	4667	4667	4287

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

纳入分析的47家化学制剂上市公司中，2019年有37家实现营收同比正增长，10家同比下滑；2020年Q1实现收入正增长的仅12家。2019年实现扣非净利润正增长的有27家，2020年Q1有18家。

在2019年扣非归母净利润同比正增长的27家化学制剂上市公司中，有3家企业增幅在100%以上，有9家企业增长幅度在30%-100%之间，8家在10%-30%之间。

表9: 申万分类下化学制剂公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学制剂	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2018	2019	1Q19	1Q20	2018	2019	1Q19	1Q20	2018	2019	1Q19	1Q20
恒瑞医药	25.9	33.7	28.8	11.3	26.4	31.1	25.6	10.3	22.6	30.9	27.8	10.5
康弘药业	4.7	11.7	2.4	-11.8	7.9	3.3	2.4	-16.3	0.4	2.1	2.7	-23.7
丽珠集团	3.9	5.9	10.1	-3.9	-75.6	20.4	13.1	1.7	15.5	25.8	15.3	22.6
哈药股份	-10.0	9.3	-6.4	-6.1	-14.9	-83.9	-203.5	-28.6	-15.8	-105.0	-223.7	-24.2
华北制药	19.5	18.1	8.3	-17.1	703.0	1.9	16.5	104.5	2.5	413.9	-0.6	-188.9
海欣股份	9.8	1.2	7.9	-17.8	28.4	-23.1	24.2	-42.4	27.6	-65.4	10.3	-34.8
海南海药	35.5	-1.1	15.0	-33.5	38.0	-233.1	1.3	-237.9	97.2	-93,967.3	-3.6	-270.4
鲁抗医药	28.1	12.1	6.7	2.4	41.3	-24.9	-46.7	-87.5	41.8	-40.2	-46.6	-111.3
华润双鹤	28.1	14.1	23.2	-17.1	15.0	8.9	9.6	-16.5	11.6	9.1	7.1	-15.1
景峰医药	0.1	-48.0	-23.1	4.5	15.3	-572.6	26.8	-92.8	18.0	-686.1	-1,017.7	89.2
山大华特	-13.6	17.9	-29.9	1.4	-46.7	57.4	-67.6	107.2	-37.6	28.5	-67.9	100.0
丰原药业	16.9	7.5	5.3	-2.0	-6.8	32.8	44.6	29.3	-10.1	-2.4	6.4	18.6
健康元	3.9	6.9	11.0	-4.6	-67.2	27.9	35.3	-8.4	26.4	31.3	42.0	1.7
联环药业	47.9	26.6	9.3	18.8	4.3	8.4	5.3	14.8	12.5	8.0	3.3	14.2
现代制药	32.9	7.8	2.1	4.0	36.8	-7.0	6.8	-26.9	-1.7	40.9	-0.6	-22.6
恩华药业	13.7	7.5	13.3	-29.7	33.0	26.4	23.6	9.6	39.9	20.9	23.9	10.5
信立泰	12.0	-3.9	5.5	-27.1	0.4	-51.0	-22.6	-53.3	0.7	-54.2	-22.9	-55.8
莱美药业	21.9	19.0	-4.3	-20.5	76.4	-258.4	-54.3	-139.0	-8.5	-537.6	11.4	-169.8
北陆药业	16.4	34.7	41.6	-27.1	24.4	131.8	41.1	-34.0	31.9	23.4	38.0	-29.3
仙琚制药	27.0	2.4	0.7	-10.9	45.8	36.2	43.2	16.1	51.0	33.9	37.2	12.5
力生制药	46.1	7.4	10.3	-23.4	58.3	1.7	8.5	-22.9	51.6	9.9	9.0	-31.9
必康股份	57.4	10.4	13.6	-20.9	-54.7	-1.0	-28.3	-66.3	-59.8	-19.9	-28.1	-62.5
康芝药业	32.1	14.2	42.0	-36.0	-75.9	-298.0	6.4	-142.3	-125.4	-443.5	51.9	-145.1
科伦药业	43.0	7.9	9.0	-17.5	62.0	-22.7	-12.4	-93.5	699.0	-29.1	-2.0	-105.2
誉衡药业	80.2	-7.8	5.0	-53.9	-59.3	-2,214.3	-12.9	670.4	-99.6	-267,966.4	-27.8	-161.9
华仁药业	5.5	5.6	3.0	-27.7	3.4	8.4	116.6	19.5	-21.4	28.3	115.7	-60.1
福安药业	27.7	4.2	-4.8	-21.2	-226.4	181.3	-16.5	-7.7	-245.8	167.7	-13.9	-12.0
翰宇药业	1.5	-51.4	-28.2	-0.5	-203.4	-159.6	-47.0	-56.9	-212.3	-157.2	-49.4	-50.9
仟源医药	21.0	-0.4	-6.3	-40.4	-66.6	-26.9	171.5	-319.7	-519.6	-335.5	-71.1	-3,741.3
海思科	84.6	14.9	75.5	-29.8	40.3	48.2	-16.6	157.7	33.4	93.5	267.1	0.7
东诚药业	46.2	28.3	33.7	33.6	62.4	-44.8	48.7	14.5	65.4	-30.8	49.5	4.5
莎普爱思	-35.3	-15.1	-21.1	-53.8	-186.4	106.2	-52.4	-97.9	-220.6	75.2	-47.3	-207.9
台城制药	28.8	4.1	20.1	-28.3	46.3	10.4	61.8	-42.9	46.3	9.1	85.8	-54.2
济民制药	15.7	10.5	17.4	-31.7	-39.4	115.8	0.4	-164.9	-293.2	96.3	-19.1	-219.3
广生堂	35.9	3.1	25.3	-23.8	-50.9	-34.8	-37.5	-75.7	-70.8	-141.5	-58.0	-111.9
灵康药业	66.1	-2.1	12.2	-28.9	13.5	10.3	10.7	82.6	-3.7	27.1	5.8	10.0
海辰药业	56.5	29.9	28.7	-21.1	26.9	16.9	31.1	-22.9	33.0	16.7	31.3	-20.7
诚意药业	60.1	24.8	18.8	3.9	40.0	35.6	35.3	1.5	46.6	26.4	36.3	8.3
普利制药	92.1	52.3	67.1	8.8	84.4	66.0	125.1	14.4	97.2	65.6	126.4	18.0
卫信康	77.5	-0.7	0.2	-15.9	-27.7	-24.2	-39.4	-46.3	-32.3	-26.2	-33.4	-31.8

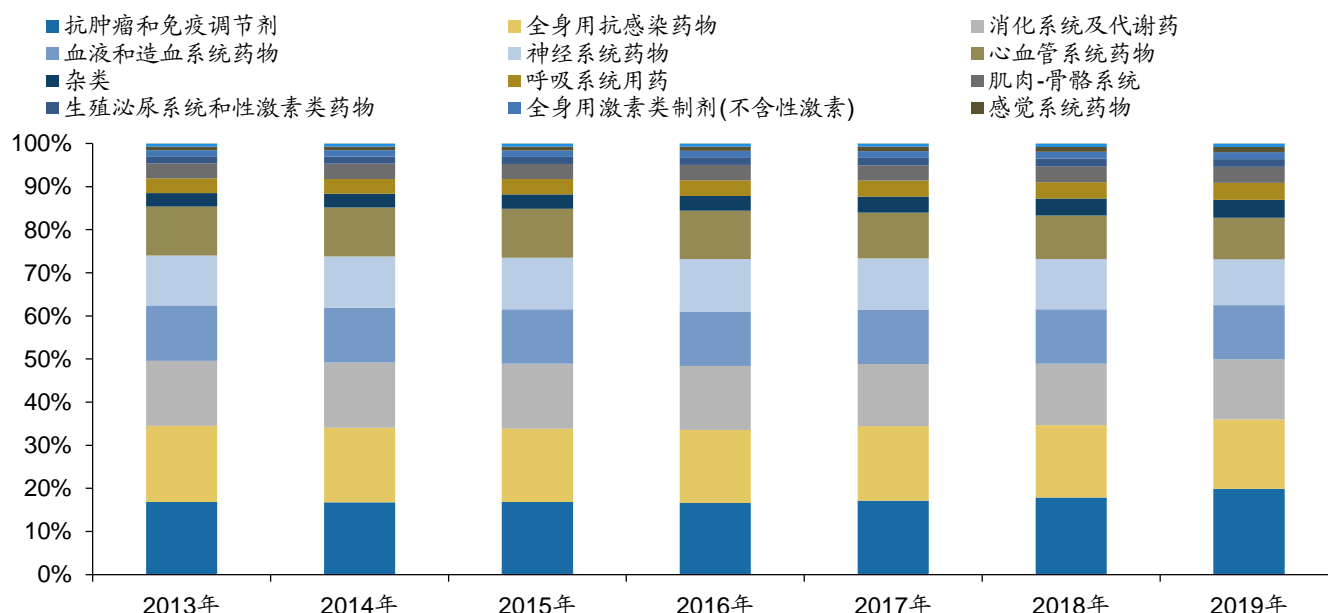
赛隆药业	19.8	-32.7	-27.0	-51.1	-5.6	-54.9	-43.9	-340.3	-10.4	-71.8	-31.6	-317.6
天宇股份	23.5	43.9	66.7	14.1	63.4	257.9	529.7	29.9	87.0	223.2	708.2	50.1
哈三联	89.1	-3.2	6.0	-42.3	13.7	-13.9	-13.8	-40.2	-27.7	0.2	-33.3	-96.1
九典制药	49.9	15.3	5.8	-10.1	5.0	-23.5	-18.6	-31.7	5.4	-31.2	-28.7	-41.3
润都股份	33.9	30.3	53.4	-6.7	17.9	11.3	45.2	10.3	2.1	5.5	23.7	22.7

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

药品市场整体增速低位,结构调整仍在持续。根据南方所统计的数据显示,2019年我国药品市场终端销售额增速下滑至4.8%;从重点城市公立医院药销售额数据来看,占比超过10%的药品大类依次为抗肿瘤和免疫调节剂、全身用抗感染药物、消化系统及代谢药、血液和造血系统药物、神经系统药物;药品大类上的结构调整在缓慢变化,治疗性专科用药占比逐步提升,与人口结构和疾病谱系变化趋势一致。各大类药品增速变化上,其中抗肿瘤和免疫调节剂2019年增速16.37%,增速逐年提升,且较2018年提升7.6pp;一方面来自于我国相关疾病发病率提升及诊疗可及性提高,另一方面供给端新产品更新较快且种类较多,同时医保及时调整为此类药品销售额高增速提供了最后的关键助力。

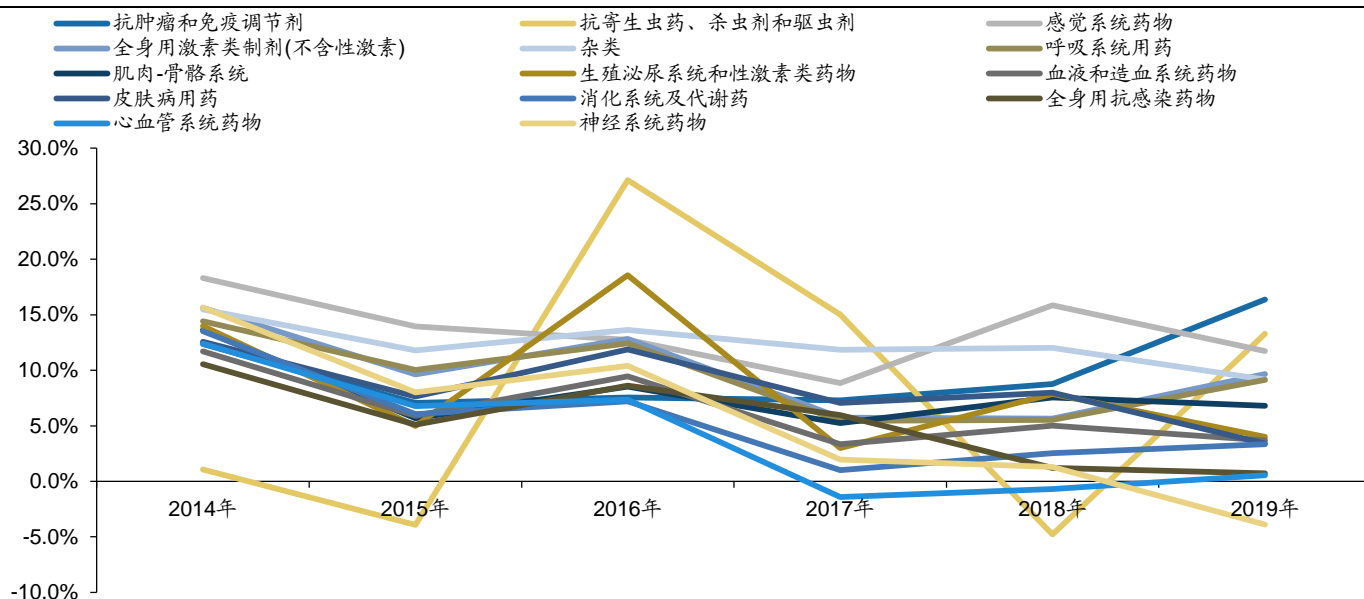
我们预计中长期国内药品市场整体需求量的增长将会保持在5%-10%水平。从各治疗大类结构上分析,慢性疾病、老年性疾病治疗性品种占比提升;在医保局统筹下,用药逐步趋向合理化、科学化,制剂产品的核心竞争力高临床价值和高壁垒归位。

图18: 我国重点城市公立医院药品销售额大类结构变化



数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

图19: 我国重点城市公立医院药品大类销售额增速

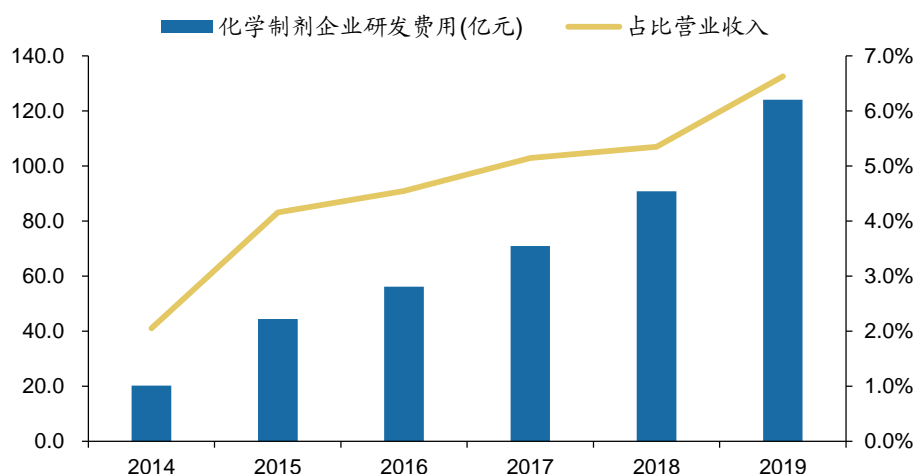


数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

用药临床价值导向, 这是属于创新者的时代。从2018年底开始, 由医保局全权监督管理的国家医保基金, 开始由过去先提升覆盖面和覆盖深度的粗线条管理, 进入精细化管理阶段, 药品市场结构分化将持续相当长时间。医保目录动态调整, 为治疗性、具有高临床价值的创新品种提供用药场景。医保谈判是为解决高治疗价值创新药在国内的可及性, 同时也大幅度解决高价值创新药的支付瓶颈, 国内创新药盛宴已经开启, 跨国企业和国内先行厂家如恒瑞医药、中国生物制药、康弘药业等已率先入席。

47家化学制药上市公司整体研发投入持续加大, 2019年整体研发费用超过120亿元, 占比营业收入6.63%, 从2014年到2019年研发费用绝对额和费用率均有较大幅度提升。

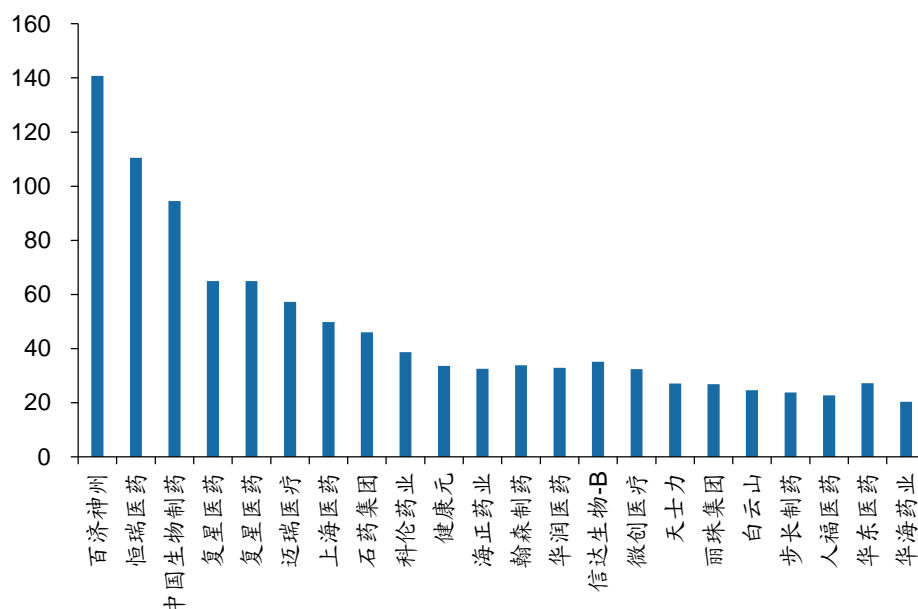
图20: 2014-2019年47家化学制剂公司研发费用及费用率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

研发投入的分化极其明显，传统药企和新型biotech企业引领国内创新药产业。在纳入分析的47家上市化学制剂企业中，恒瑞医药研发投入遥遥领先同行；以恒瑞医药、中国生物制药为代表传统药企，以及以君实生物、信达生物、百济神州为代表的产品进入收获期的biotech企业开始率先享受国内创新药红利。

图21：2014年至2019年累计研发费用超过20亿元的医药/医疗器械企业(A+H)

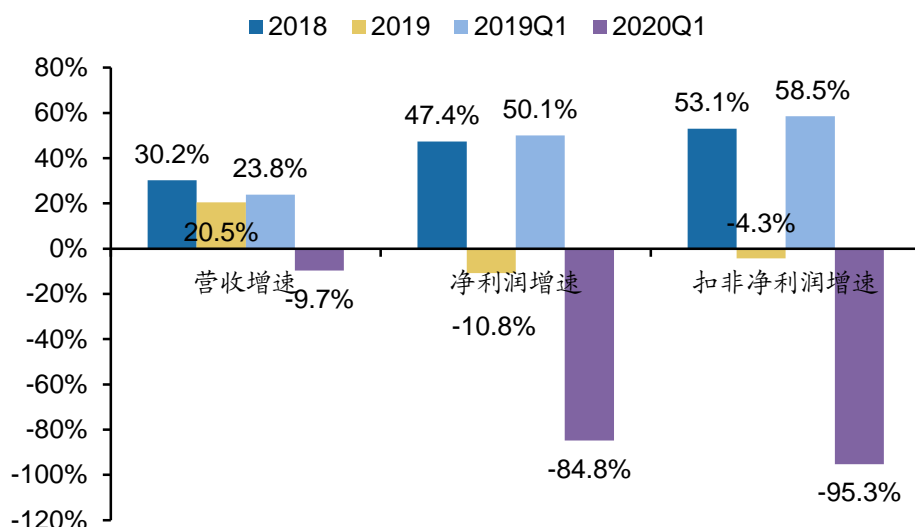


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

（二）医疗服务：连锁医疗客流快速恢复，中长期景气度趋势不改

2019年医疗服务上市公司整体营业收入增速20.5%，增速较2018年同期下滑9.7pp；2020Q1医疗服务上市公司整体营业收入同比下滑9.7%，主要由于疫情期间政策限制下的停诊以及疫情期间患者去医院频次下降的影响，虽然服务上市公司中CRO公司表现较好，但连锁医疗三大龙头均有显著下滑。2019年行业整体毛利率为41%，与2018年持平。

图22: 医疗服务2019年及2020年一季度增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

净利润增速方面, 2019年医疗服务上市公司净利润增速-10.8%, 扣非净利润增速-4.3%, 增速较2018年分别下滑58.2pp和57.4pp, 主要由于美年健康计年末计提减值因素的影响; 2020年Q1净利润和扣非后净利润增速分别为-84.8%和-95.3%, 较2019年同期分别下滑134.9pp和153.8pp, 主要来自连锁医疗三大龙头的利润下滑的影响, 一季度三大龙头利润下滑幅度均显著大于收入下滑幅度, 主要由于连锁医疗的行业属性导致人力成本、房租成本等相对固定的成本占比较高, 单个患者的边际成本很低, 导致收成本下降的幅度显著小于收入下降幅度, 从而导致利润端表现不佳。

表10: 2019年及2020年一季度医疗服务经营指标统计 (剔除次新股成分调整后, 百万元)

医疗服务	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	8801	11071	11935	12401	44209	10899	13442	14775	14174	53289	9840
收入增速	78.4%	38.1%	20.4%	11.7%	30.2%	23.8%	21.4%	23.8%	14.3%	20.5%	-9.7%
净利润	622	1970	1808	1277	5677	933	1825	2405	-99	5063	142
净利润增速	36.9%	103.5%	47.7%	6.0%	47.4%	50.1%	-7.4%	33.0%	-107.8%	-10.8%	-84.8%
扣非净利润	509	1524	1533	1153	4719	807	1639	2341	-268	4518	38
扣非净利润增速	28.2%	526.4%	-9.0%	52.1%	53.1%	58.5%	7.5%	52.7%	-123.2%	-4.3%	-95.3%
毛利率	37%	42%	42%	40%	41%	36%	41%	43%	42%	41%	28%
扣非净利率	5.8%	13.8%	12.8%	9.3%	10.7%	7.4%	12.2%	15.8%	-1.9%	8.5%	0.4%
经营现金流/净利润	0.24	0.85	1.14	2.85	1.32	0.30	1.05	1.06	-47.29	1.87	0.10
加应收票据后的经营现金流/净利润	0.31	0.87	1.16	2.87	1.33	0.36	1.08	1.08	-47.83	1.88	0.41
营业成本	5519	6426	6933	7423	26301	6987	7991	8479	8221	31679	7081
经营现金流/净利润	150	1669	2064	3633	7516	283	1923	2537	4705	9448	14
应收票据	44	38	37	36	36	51	46	70	54	54	45

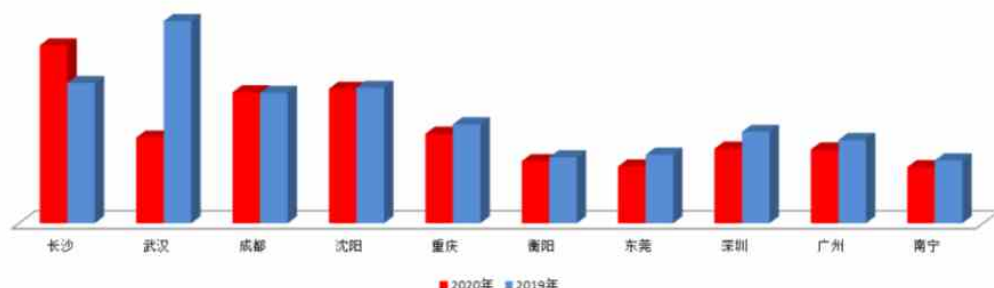
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

连锁医疗行业：专科医院领域目前仍是连锁医疗板块景气度较高的细分板块，且疫情以来均处于快速恢复的趋势中，三大龙头爱尔眼科、通策医疗、美年健康2019年营收均保持增长，归母净利润增速分别为36.7%、39.4%、-205.6%。眼科和口腔医疗作为两个最重要的专科医院板块，整体仍然保持了旺盛的终端需求以及客单价提升趋势，体检行业增速则有所放缓。整体看连锁医疗服务行业客单价对收入增长的贡献仍显著大于客流增长。2020年第一季度，三大龙头业绩均受疫情负面影响，随着国内疫情逐步得到有效控制，客流正在快速恢复。

爱尔眼科：2019年维持快速扩张和消费升级趋势。2019年公司已经收购或新建了20余家医院、门诊部或诊所，今年以来上市公司扩张进度显著加快。19年底公司公告发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案，计划收购标的涉及合计31家眼科医院或视光中心，这也是迄今为止最大的一笔单次收购。2020年预计延续2019年的经营趋势，视光和屈光业务增长更快，屈光的消费升级仍在持续：新一代ICL晶体植入正在成为下一个驱动力，全飞秒的下一代技术是ICL晶体植入，该术式可以额外覆盖大量原来不满足全飞秒手术的人群，同时具有可逆性，但参考收入水平高和观念前卫的深圳地区的业务结构，有望在后续几年成为推动手术单价提升的核心驱动力。白内障手术稳健增长，主要由于各地医保政策限制下白内障筛查受到一定程度的影响，中低端手术需求下降，这也是整体手术量增速放缓的主要影响因素，中高端手术的占比提升，公司后续也将集中在中高端自主品牌手术的重点推广；视光服务收入快速增长，2019年和2020年Q1视光业务均有较快的增长，预计未来两年近视防控政策推广仍在持续，公司继续在中小学生视力筛查建档的过程中持续享受客流的快速增长。

爱尔眼科：一季度虽受到疫情影响，四月已基本恢复至去年同期水平。2月及3月国内各家医院开诊均受到疫情影响，境内主营业务受影响较大，3月中下旬境外疫情开始爆发，境外业务受影响较大。从收入情况来看，2月份境内收入同比下降62%，3月境外收入同比下降45%。国内3月中下旬开始逐步复工，4月加快恢复工作进展，采用开放夜间视光门诊、节假日正常门诊等及线上线下联动实现整体收入快速恢复，据一季报披露，截至4月19日，爱尔眼科前十大医院（除武汉外）营业情况基本接近或恢复同期水平。

图23：爱尔眼科前十大医院4.1-4.19营业收入对比图



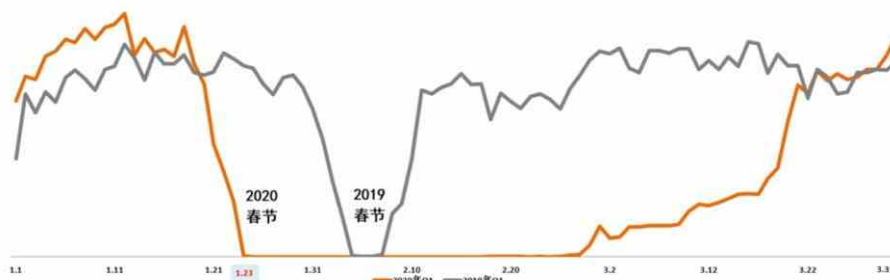
数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

通策医疗：2019年表现亮眼，三大口腔医院增速均超40%。公司2018年的增长基数已经较高，2019年继续维持较快增长，收入增长22.11% 扣非净利润增长45%。

杭口总院、城西分院、宁波口腔医院三大龙头医院2019年净利润分别增长41%、48%、65%，高于整体业绩增速，萧山分院基本接近全年盈亏平衡；省外分院如益阳、沧州、昆明也都实现了40%以上的业绩增长。分业务看儿童口腔增速最快，2019年收入增长30.39%，种植业务增长28%，正畸业务增长22.6%，预计2020年儿童口腔仍是表现最好的业务板块。口腔行业的规模效益仍在提升，通策区域总院+分院的模式正在得到浙江省和全国范围内的广泛认可，也可以看到通策模式更高的盈利能力。

通策医疗：一季度以来恢复情况理想，季度末单日收入恢复正增长。2020年春节假期前营收较上年同期保持正常增长，在春节周仅有2天开诊的情况下，通策医疗2020年Q1春节月营业收入同比有明显提升；1月底通策各医院及诊所均开始停诊，3月初开始陆续恢复医院急诊业务，其他业务逐步恢复开展。但种植、牙周超声波等业务仍未恢复。从营收情况来看，3月末经营情况已恢复并超越上年同期水平。

图24：通策医疗2020年Q1受疫情影响营收变动情况



数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

2019年三大服务龙头仍保持了较快的扩张趋势，美年有所放缓。连锁医疗服务行业的扩张途径有两种：一方面是来自自有品牌体系范围内的并购基金项目装入上市公司，一方面是对外部的直接收购。爱尔眼科和通策医疗今年以来均有对竞争对手的直接收购，爱尔眼科2019年内部收购公司13家，外部收购公司4家，新设公司6家，增资2家；美年健康2019年内部收购公司23家，外部收购公司1家，增资2家；通策医疗外部2019年收购公司1家，主要专注于蒲公英计划的筹建。

表11：爱尔眼科、美年健康、通策医疗2019年重大股权投资情况

爱尔眼科			美年健康		
被投资公司	并购类型	数目	被投资公司	并购类型	数目
晋中爱尔眼科医院有限公司	内部收购	13	安徽诺一健康管理有限公司	外部收购	1
上海爱尔睛亮眼科医院有限公司			海南慈铭奥亚体检医院有限公司	内部收购	23
南京爱尔古柏医院有限公司			西宁美年		
无锡爱尔眼科医院有限公司			安阳美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司			驻马店美年		
宜春爱尔眼科医院有限公司			泸州美年		
淄博康明爱尔眼科医院有限公司			聊城美年		
湘潭市爱尔仁和医院有限公司			宿州美年		

桂林爱尔眼科有限公司			庆阳美年		
贵港爱尔眼科有限公司			自贡美年		
重庆爱尔儿科眼科有限公司			眉山美年		
达州爱尔眼科有限公司			内江美年		
普洱爱尔眼科有限公司			唐山美年		
远翔天祐部分股权	外部收购	4	随州美年		
ISEC Healthcare100%股权			惠州美年		
首都医疗四川眼科医院有限公司			阜新美年		
Cl nica Torre EvaS.R.L			临沧美年		
沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设	6	桂林美年		
湖南迈欧医疗科技有限公司			福清美年		
湖南爱尔视光有限公司			萧山美年		
茶陵三三一爱尔眼科医院有限公司			汕头美年		
武汉爱尔眼科洪山医院有限公司			太原美年		
爱尔全球视觉健康管理有限公司			平顶山美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	增资	2	兰州金茂		
达州爱尔眼科有限公司			美年大健康产业（集团）有限公司		
通策医疗				增资	2
被投资公司	并购类型	数目			
鄞州安和	外部收购	1	上海美爱投资管理有限公司		

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一季度连锁医疗行业受到疫情广泛影响，不改中长期景气度趋势。2019年整体医疗服务板块扣非净利润增速放缓，爱尔、通策仍维持较快的扣非利润增速，美年仍受到前期品牌事件的影响，仍在恢复过程中，一季度疫情对连锁医疗龙头产生了一定的短期压力，但从4月以来的客流和收入恢复的情况看，仍然展现了龙头品牌影响力下更快的恢复速度。

表 12：医疗服务重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

医疗服务		收入增速（%）				净利润增速（%）				扣非净利润增速（%）				预测 EPS（元/股）		
		2018A	2019A	2019Q1	2020Q1	2018A	2019A	2019Q1	2020Q1	2018A	2019A	2019Q1	2020Q1	2020	2021	2022
连锁医疗	爱尔眼科	34.3	24.7	28.5	-26.9	35.9	36.7	37.8	-73.4	39.1	32.4	30.2	-90.5	0.54	0.74	0.93
	通策医疗	31.1	22.5	27.8	-51.1	53.3	39.4	53.7	-119.6	53.6	38.6	51.1	-125.2	1.85	2.43	3.13
	美年健康	34.6	0.8	4.2	-58.2	40.5	-205.6	-6.5	-405.7	33.6	-222.2	-174.3	-121.3	0.27	0.39	-
CRO 服务商	泰格医药	36.4	21.8	28.7	6.8	56.9	78.2	51.7	75.2	48.8	56.3	61.3	3.5	1.42	1.84	2.39
	药明康德	23.8	33.9	29.3	15.1	84.2	-18.0	33.0	-21.6	59.2	22.8	-	-24.1	1.57	2.09	2.67
	康龙化成	26.8	29.2	31.1	25.7	46.9	64.3	33.2	87.2	48.9	58.2	32.3	127.8	0.99	1.33	1.76
	博腾股份	0.1	30.9	18.9	54.7	15.9	49.0	-25.2	191.7	-20.0	125.0	144.8	364.3	0.45	0.61	0.80
	九洲药业	8.4	8.3	-16.3	-1.6	6.5	51.3	-15.8	-25.3	30.6	26.7	-43.6	21.0	0.45	0.71	0.89
	凯莱英	28.9	34.1	31.0	-0.2	25.5	29.3	45.0	17.3	24.2	32.5	51.9	16.3	3.16	4.13	5.34
	昭衍新药	35.7	56.4	44.1	107.9	41.7	64.6	37.3	59.0	36.9	71.4	-18.1	223.6	1.54	2.11	2.81
	药石科技	75.0	38.5	53.1	12.3	98.5	14.0	66.9	-15.8	80.2	15.6	74.1	-18.8	1.36	1.86	2.49

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）CXO：行业龙头维持较快内生增长，重视全球疫情供需缺口下的中国机遇

创新药服务产业链（CRO&CDMO）：三大龙头药明康德、泰格医药、康龙化成2019年保持快速增长，营收增速分别达到23.8%、36.4%、26.8%。泰格医药及康龙化成扣非净利润增速均达到50%以上。一季度以来虽然也普遍受到疫情对复产复工的影响，但基本仍保持较快的内生增长速度（药明康德净利润下滑主要受到公允价值变动损失、联营企业亏损和股权激励费用的影响），目前CRO龙头仍具备较快的订单增长潜力，未来两年行业有望维持目前的高景气度。

订单数据分析：由于并非所有的CRO/CMO公司都披露订单数据，我们仅就2019年底披露在手订单数据的几家公司进行简单分析。2019年药明康德在手合同金额11.95亿，同比增长54%；昭衍新药在手订单金额10.4亿，同比增长30%；泰格医药在手合同金额50.1亿，同比增长36%。其中药明康德、泰格医药的订单增速均显著高于收入增速，可见创新药产业链的外包需求还是较强的。市场担心疫情下海外需求的稳定性，我们认为一方面订单都有一定的执行周期，短期内不会受到负面影响；另一方面因为竞争对手和药企自身研发人员不足，全球短期可能产生明显的研发外包的供需缺口，中国产能的重要性有望显著提升。在中国研发外包市场全球市占率较低的大背景下，在供给下降幅度大于需求下降幅度的情况下，会产生非常可观的供需缺口，订单还有加速增长的潜在空间。

药明康德：2019年中国区实验室增长26.6%，美国区实验室增长29.8%。中国区实验室Non-IFRS毛利同比增长30.2%，DDSU部门2019年完成30个IND申报并获得23个CTA，维持较快的增速；DEL化合物分子超过900亿个；美国区实验室Non-IFRS毛利同比增长64.8%，基因治疗业务表现突出。CDMO业务增长动力持续，多个新产能持续投入使用。CDMO业务的快速增长是公司整体收入增长提速的主要动力，2019年CDMO收入增长39%，Non-IFRS毛利同比增长33.9%，主要受无锡制剂商业化基地的投产影响；整体新药分子数量达到1000个，其中756个临床前和I期项目，177个II期项目，40个III期项目和21个商业化项目，预计后续公司中长期业绩的增长有较强保障。

在疫情对整体复工和武汉实验室造成显著影响的背景下仍能保持10.8%的内生业绩增长体现了公司业务连续性计划取得了良好效果。目前国内的研发生产基地已经全面复工，公司预计第二季度仍将快速增长。新客户增加240家，三期和商业化项目继续增长。一季度新增客户超过240家，其中海外客户128家，活跃客户超过3900家，CMO业务中三期项目从去年底的40个增加到42个，商业化项目从21个增加到22个，细胞基因治疗业务较去年底新增了一个一期临床项目和3个II/III期临床项目。一季度疫情影响下仍有较高的内部项目转化效率，预期未来三期和商业化项目的增长仍将是未来两年业绩增长的主要来源。

康龙化成：2019年实现收入37.57亿，增长29.20%，归母净利润5.47亿，增长64.30%，全流程一体化CRO+CMO服务红利持续提升。公司具备全流程的药代动力学研发服务平台，能够帮助提供全流程的研发和申报，2019年服务涉及药物分子或中间体588个，其中临床三期9个；安评与CMC客户重合度提升到68%；研发和生产技术人员增加1074人，绍兴81000平生产基地动工，预计2022年完工，保障中长期

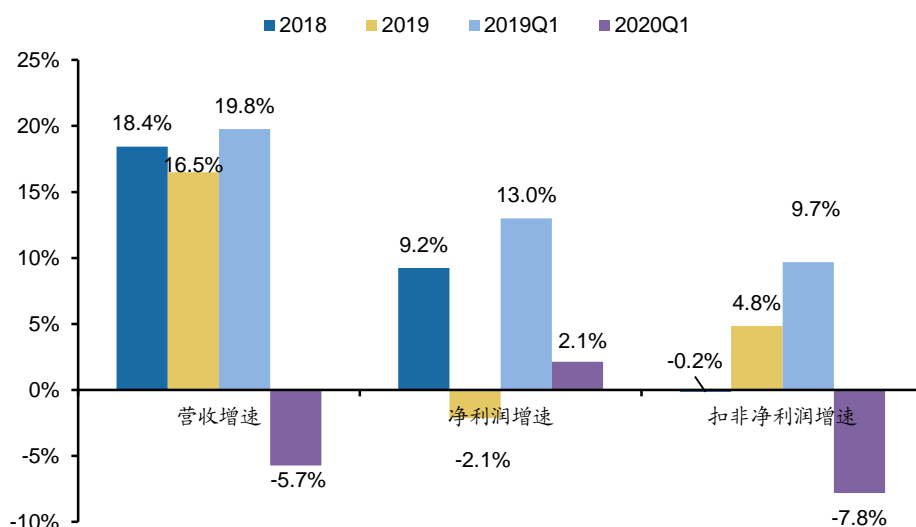
产能。一季度公司实验室服务增长28.00%；CMC服务实现收入同比增长19.64%；临床研究服务收入增长25.41%。收入增速较去年同期略有放缓，各项业务订单交付时间在疫情期间略有延迟，实验室业务相对增长更快，预计海外早期研发外包需求仍然旺盛；二月签订协议收购北京联斯达20%股权，增强临床SMO业务服务能力。

重视全球疫情供需缺口下的中国机遇。全球CDMO产业链的中国化趋势明确，疫情驱动下有望加速。一直以来国内对CDMO行业的发展环境相对友好：（1）工程师红利和充足的中高端人才供给仍是驱动国内CDMO行业增长的长期动力；（2）国内管理的规模效益保证研发项目的交付效率整体较高；（3）CDMO产业链从最初的研发到后期的临床开发到临床后期生产逐步一体化，保障了中长期的技术服务能力的领先。在国内CDMO在全球的低渗透率背景下，新冠疫情带来的短期供需缺口有望显著加速全球CDMO研发生产需求的中国化趋势，持续看好CDMO产业链在全球的高景气发展以及工程师红利驱动下的产业转移趋势，重点推荐药明康德、康龙化成、凯莱英。

（四）医药商业：疫情下药店维持快速增长，传统商业板块后续逐步恢复

医药商业包括连锁药店板块和传统商业板块，但传统商业板块占比较高；虽然连锁药店板块公司一季度增长较好，但医药商业板块整体仍受传统商业影响较大。

图25: 医药商业2019年及2020年一季度增长情况与同期对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

整体行业2019年营收增速为16.5%，增速较2018年略有下降，考虑到2018年仍有部分高开因素的影响，2019年行业集中度仍在快速提升；2020年Q1营收增速为-5.7%，较2019年同期下降25.5pp，主要来自非疫情相关科室用药需求的下降。净利润增速方面，医药商业上市公司整体归母净利润增速为-2.1%，较2018年下降11.3pp，扣非净利润增速转负为正，达到4.8%，较2018年上升5pp，综合看行业仍受到部分公司前期收购带来的减值计提等因素的影响。2020年Q1归母净利润增速为2.1%，较2019年同期下降10.9pp，扣非净利润增速为-7.8%，较2019年同期下降17.5pp，主要也由于非疫情相关科室用药需求的下降，同时商业板块业务的边际成本也较低，利润端受影响幅度会更大。

表13: 2019年及2020年一季度医药商业经营指标统计（剔除次新股成分调整后，百万）

医药商业	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	142636	146536	155633	161615	606421	170825	174670	180852	180154	706502	161058
收入增速	21.5%	13.2%	18.7%	20.6%	18.4%	19.8%	19.2%	16.2%	11.5%	16.5%	-5.7%
净利润	4337	4687	4395	3372	16791	4900	4958	4409	2164	16431	5004
净利润增速	17.5%	8.2%	28.1%	-14.0%	9.2%	13.0%	5.8%	0.3%	-35.8%	-2.1%	2.1%
扣非净利润	4206	4403	3551	1559	13719	4613	4651	4116	1003	14383	4252
扣非净利润增速	19.3%	17.0%	8.1%	-50.8%	-0.2%	9.7%	5.6%	15.9%	-35.7%	4.8%	-7.8%
毛利率	15%	15%	14%	15%	15%	15%	15%	14%	15%	15%	15%
扣非净利率	2.9%	3.0%	2.3%	1.0%	2.3%	2.7%	2.7%	2.3%	0.6%	2.0%	2.6%
经营现金流/净利润	-3.33	1.32	0.89	4.41	0.63	-2.00	2.03	0.81	9.78	1.52	-1.90
加应收票据后的经营现金流/净利润	-0.83	3.37	2.80	7.93	1.34	0.69	3.52	2.51	12.93	1.94	-0.76
营业成本	121667	124489	133297	137338	516790	145422	148484	155368	152750	602024	136435
经营现金流/净利润	-14434	6209	3921	14885	10581	-9791	10049	3572	21164	24994	-9520
应收票据	10817	9597	8376	11868	11868	13164	7419	7483	6827	6827	5698

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

连锁药房板块：行业保持高景气，大参林表现亮眼。2019年药店板块保持快速增长，其中大参林、益丰药房表现突出，2019年净利润增速分别为32.2%、30.6%，大参林净利润增速较2018年增加20.3pp。在国内疫情较为严重的情况下，2020Q1连锁药房上市公司均保持了营收及净利润的增长，大参林2020年Q1净利润增速为52.3%，较去年同期上升25.1pp，扣非净利润增速52.7%，较去年同期上升23.1pp，主要由于广东省在疫情期间的极端管控政策相对较少，客流恢复速度快于其他省份，公司相对更加受益从一季度情况看几家连锁药店均保持较快的扩张速度。

表 14：连锁药房重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS (元/股)		
	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2020	2021	2022
老百姓	26.3	23.1	23.4	20.3	17.3	16.9	22.1	23.0	20.2	14.9	16.0	16.2	2.22	2.73	3.36
益丰药房	43.8	48.7	66.7	23.4	32.8	30.6	45.8	29.7	23.5	40.9	48.0	28.9	1.90	2.48	3.21
一心堂	18.4	14.2	18.8	19.3	23.3	15.9	33.5	16.8	30.7	16.2	30.5	15.3	1.28	1.52	1.80
大参林	19.4	25.8	26.8	30.4	11.9	32.2	25.2	52.3	7.6	35.5	27.6	52.7	1.71	2.18	2.79
国药一致	4.5	20.7	15.8	6.2	14.5	5.0	2.5	-16.9	13.6	4.3	4.4	-18.7	3.32	3.79	4.34

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

分公司看除国药一致因商业板块拖累和计提减值等因素影响导致扣非净利润下滑，其他几家连锁药店龙头一季度均有出色的业绩表现，一季度第一个月普遍受到疫情早期需求的正面拉动，2月受到中期疫情管控政策和部分药品销售范围的限定导致各家均受到不同程度的影响，3月疫情缓和后基本恢复到正常的快速增长；从开店进度看老百姓、一心堂新开门店数量均超过200家，大参林略慢，并购门店增加速度也有所放缓，预计二季度开始逐步恢复。

表 15：连锁药房 2019 年以来仍保持快速扩张趋势（单位：家）

药房名称	扩张类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019H1	2019Q1	2020Q1
益丰药房	自建	156	199	310	349	546	639	281	131	77
	并购		63	193	167	959	381	204	204	31
	加盟	0	0	23	22	89	217	87	43	33
	关闭	—	7	33	49	42	96	56	31	24
老百姓	自建	179	257	193	339	506	466	292	109	208
	并购	81	286	295	318	413	243	136	91	34
	加盟	—	—	—	299	277	676	—	—	114
	关闭		59	133	61	64	104	44	23	21
大参林	自建	348	350	445	402	749	394	313	104	122
	并购			67	231	146	498	84	51	3
	加盟	0	0	0	0	13	54	39	13	22

	关闭	—	—	—	57	72	70	40	26	18
一心堂	自建	234	621	311	662	904	718	457	275	200
	并购		252	278	448	49				
	加盟	0	0	0	0	0				
	关闭	—	—	—	—	132	86	27	6	24

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

互联网医保政策的影响：国家医保局、卫健委发文就疫情期间开展“互联网+”医保服务提出指导意见：将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围；鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务；对符合规定的“互联网+”医疗服务、在线处方药费等实现在线医保结算；使用医保电子凭证实现互联网医保服务无卡办理。我们认为这很大程度上加速了处方电子化，以及线下药店医保用药的需求，互联网和线下渠道均将显著受益。各地龙头更容易接入医院处方流转平台及医保结算平台，有望拿到主要增量市场。目前看各地医保仍然是属地化管理，线上医保购药大概率要与线下门店合作，O2O仍然是最主要的实现形式，同时疫情期间多个省份在慢病用药的统筹支付资格方面向线下龙头药店放开，云南、广东、广西等省份均有显著的增量，我们认为连锁药店的医保统筹占比有望持续提升，客流将持续从医院渠道向院外药店转移，且从新政策的角度看，一定程度打破了只有院边店受益于处方外流的固有认识，实现线下药店更广泛的医保处方药覆盖。

增值税减税政策的影响：增值税减税是药店行业的重要影响因素，2018年出台了《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》等一系列政策贯彻落实将增值税从17%下调到16%，2019年4月开始又将对对应药店的税率从16%下调到13%，结合针对小微企业的普惠性减税措施，包括所得税优惠、增值税起征点提升、小规模纳税人附加税减征等，小规模纳税人的缴税比例显著下降，销售额120万以下的药店实缴税负比例下降到0，考虑到不同上市公司在各省申报小规模纳税人的进度有一定延迟，预计2020年增值税减税和小规模纳税人仍有望产生额外0.5%以上的实缴税率下降，即有望贡献额外几千万量级的利润增量。

我们预计全年连锁药店行业基本延续此前的增长趋势，连锁药店作为第二终端的重要性仍在提升。连锁药店密集的网络布局仍是保障广大基层用药及时性的最好渠道，线上诊疗和医保电子凭证保障了处方流转的通畅性，我们预计新政策下O2O模式是未来主要的增量贡献，处方电子化和处方外流的进程显著加快，结合慢病统筹政策的加速放开，线下连锁药店仍具备显著的长期投资价值，建议持续关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂。

传统商业板块：商业领域行业集中度仍在提升，资金成本下降有望在后续几个季度对利润产生正贡献。去年行业增速仍然不理想，今年以来行业整体现金流情况有所改善，疫情下医药行业的融资成本有所下降，其中国企受益更显著，后续上海医药、国药股份等龙头的业绩在后面的季度普遍有改善空间。预计未来龙头仍将持续加快渠道整合，市场集中度继续提升

上海医药、柳药股份、国药股份业绩增速最快，2019年扣非净利润增速分别达到了30.5%、27.0%、23.8%。上海医药及国药股份为行业龙头，柳药股份是省份龙头，仍享受较高的市占率，2020Q1受到疫情的影响幅度也较其他企业更小。从几家

龙头公司的情况看，商业板块普遍受到疫情影响，我们预计未来仍然延续此前的几个行业趋势的判断：（1）前两年两票制带来的负面影响基本消除，上一轮行业整合基本完成；（2）带量采购下可能会带动一些非带量采购品种的集中配送从而提升龙头市占率；（3）增值税减税、资金成本下降、社保政策对行业仍会有持续的正面影响；我们预计行业大格局基本稳定，商业公司的行业地位有望逐步提升。

表 16：医药商业重点公司财务指标（盈利预测取 Wind 一致预期）

医药商业	收入增速（%）				净利润增速（%）				扣非净利润增速（%）				预测 EPS（元/股）		
	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2020	2021	2022
上海医药	21.6	17.3	26.4	-12.1	10.2	5.2	10.4	-7.8	-6.8	30.5	4.4	-5.4	1.65	1.86	2.11
瑞康医药	45.6	4.0	22.6	-34.1	-22.8	-220.3	-32.3	-49.6	-69.1	-494.7	-31.7	-60.2	0.39	0.44	0.49
中国医药	2.1	13.8	23.8	-9.2	17.6	-36.5	-6.5	-35.5	-11.0	-13.2	7.6	-37.4	1.15	1.29	1.36
嘉事堂	26.1	23.5	27.7	-16.3	24.3	14.7	12.5	-48.4	22.7	14.2	13.3	-48.5	0.00	0.00	0.00
国药股份	6.8	15.2	10.1	-18.3	23.0	14.2	12.4	-19.0	24.4	23.8	12.5	-32.1	2.37	2.72	3.11
柳药股份	24.0	26.8	24.9	6.8	31.6	29.8	41.7	15.3	31.5	27.0	36.6	14.2	3.14	3.95	4.88
鹭燕医药	37.9	30.5	31.8	-1.9	38.1	41.9	37.2	15.3	41.5	36.5	35.4	12.7	37.9	30.5	31.8

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

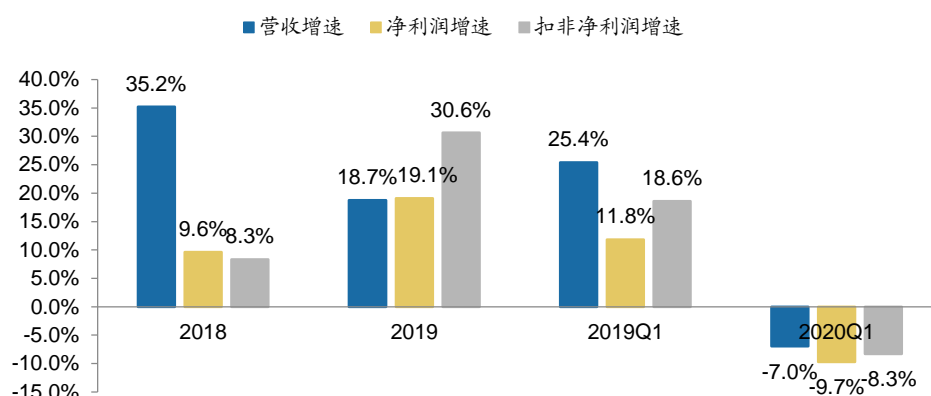
（五）生物制品：疫苗、生长激素子行业维持高景气度，血制品回暖

2019年，生物制品板块上市公司合计实现收入821.26亿元，同比增长18.7%；归母净利润135.7亿元，同比增长19.1%；扣非归母净利润117.45亿元，同比增长30.6%，行业快速增长主要与疫苗子行业与生长激素子行业维持高景气度、血制品子行业逐渐回暖有关。2019年第四季度生物制品板块的利润端增速环比提升明显，一方面与2018年同期上海莱士计提较大商誉造成利润低基数有关，另一方面也与长春高新旗下核心子公司金赛药业少数股权并表有关。

2020年一季度，生物制品板块上市公司合计实现收入170.36亿元，同比下滑7%；归母净利润28.62亿元，同比下滑9.7%；扣非归母净利润26.05亿元，同比下滑8.3%，收入端与利润端均出现小幅下滑主要系新冠疫情对相关上市公司的正常业务开展造成一定影响。伴随着疫情逐渐缓和，我们预计第二季度生物制品板块上市公司的业务开展将会恢复正常水平。

从生物制品各细分领域来看，高端生物制剂品种例如新型疫苗、重组蛋白药物、单抗类药物等临床亟需品种维持高景气度，血制品行业自18年下半年开始复苏，行业供需结构剪刀差逐渐加大，行业逐渐恢复高景气度。然而鼠神经生长因子等临床辅助用药伴随着医保控费、临床用药结构优化等政策影响出现持续下滑。

图26: 生物制品行业2019年及2020年一季度营收与净利润增长情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

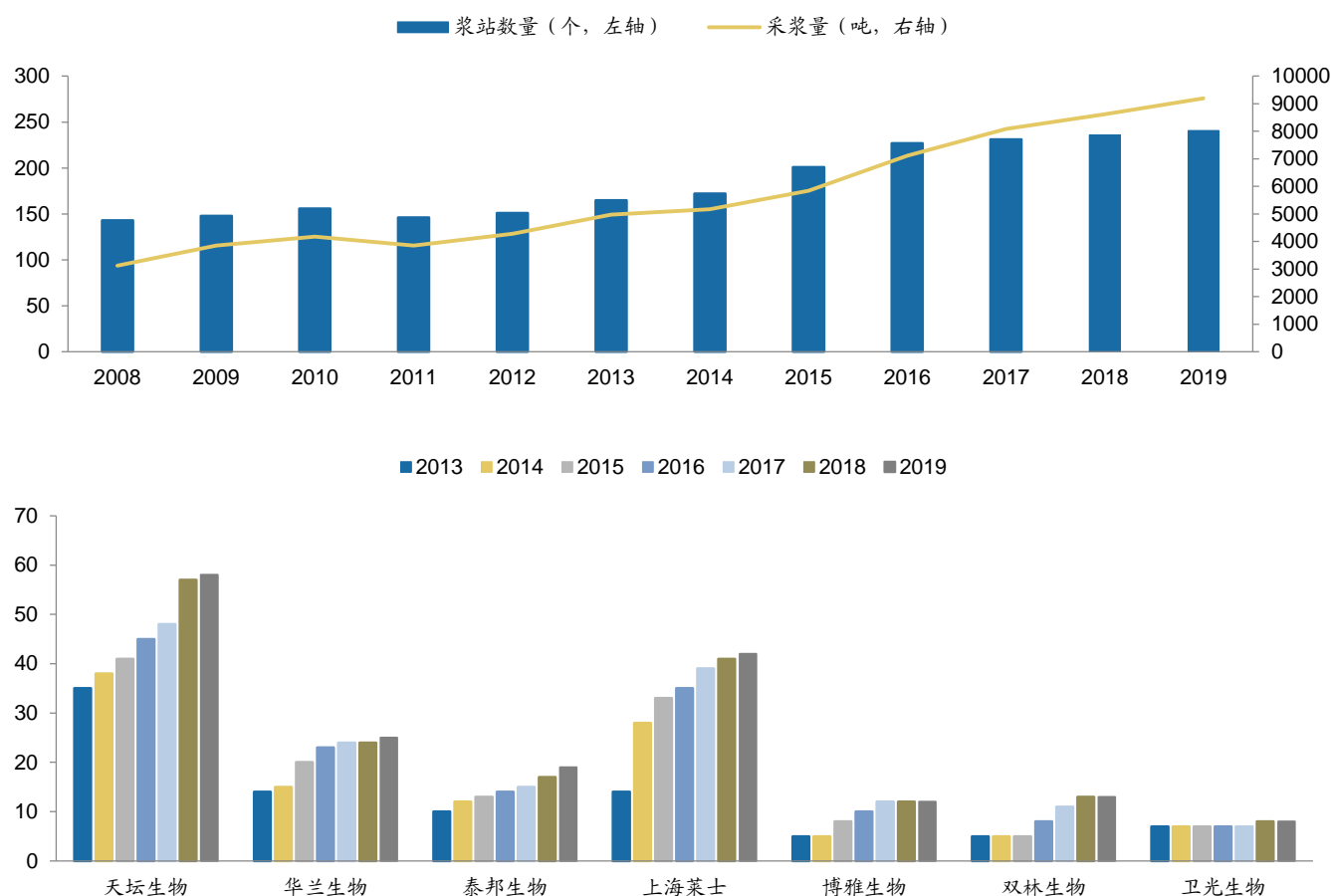
表17: 生物制品行业基本财务指标 (剔除部分次新股成分调整后, 百万元)

生物制品	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	14603	17363	17777	19423	69166	18310	20541	21135	22139	82126	17036
收入增速	40.3%	43.7%	39.7%	21.8%	35.2%	25.4%	18.3%	18.9%	14.0%	18.7%	-7.0%
净利润	2836	3436	2849	2275	11396	3171	3591	3537	3271	13570	2862
净利润增速	26.7%	2.8%	8.9%	3.3%	9.6%	11.8%	4.5%	24.1%	43.8%	19.1%	-9.7%
扣非净利润	2396	2930	2573	1093	8992	2841	3227	3424	2254	11745	2605
扣非净利润增速	32.8%	26.3%	10.1%	-40.6%	8.3%	18.6%	10.1%	33.1%	106.2%	30.6%	-8.3%
毛利率	64%	65%	64%	63%	64%	62%	63%	64%	61%	63%	58%
扣非净利率	16.4%	16.9%	14.5%	5.6%	13.0%	15.5%	15.7%	16.2%	10.2%	14.3%	15.3%
经营现金流/净利润	0.26	0.82	0.98	1.82	0.92	0.54	0.91	1.08	1.30	0.96	0.68
加应收票据后的经营现金流/净利润	1.12	1.46	1.82	3.00	1.16	1.24	1.47	1.67	1.83	1.09	1.16
营业成本	5245	6129	6390	7104	24869	6926	7657	7643	8537	30764	7080
经营现金流/净利润	741	2805	2794	4132	10472	1712	3270	3837	4248	13066	1933
应收票据	2443	2210	2404	2699	2699	2228	2007	2079	1736	1736	1398

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

血制品行业供需结构剪刀差逐渐趋大, 中长期产品具备涨价基础。从血制品相关的上市公司2019年报来看, 各企业的血制品业务收入与净利润增速同比稳步提升, 经营活动产生的现金净流量环比大幅改善, 应收账款与票据以及库存逐步企稳, 自2018年下半年开始已呈现温和复苏的现象。由于近两年新开浆站数量较少、行业政策收紧等多重因素, 代表血制品供给的先行指标采浆量维持较低水平增长, 我们判断国内新开浆站数量若无明显提升, 未来两年内血制品供应增长仍将难以提速。然而, 血制品的各品类均为临床必需品种, 根据PDB重点城市样本医院数据显示, 近两年来血制品终端需求仍维持10%左右增长。自18年下半年以来, 国内血制品供需结构已发生积极变化, 反映在行业商业库存与企业库存逐渐下降, 应收账款逐步企稳且企业现金流改善明显。我们判断未来两年内血制品行业供给收紧是趋势, 血制品供需剪刀差仍将会逐渐增大, 产品具备一定的涨价基础。

图27：国内历年采浆量与浆站数量情况以及血制品上市公司历年浆站数量（个）



数据来源：PPTA、wind 等，广发证券发展研究中心

2020年一季度，大多数血制品上市公司的收入端与利润端增速有所放缓，一方面新型冠状病毒疫情加大了对静丙、白蛋白等产品的需求，对行业与企业库存形成快速消耗；另外一方面新冠疫情下医院诊疗人次、住院率等有所下滑，对正常的血制品需求有所影响，上述两方面的影响有所抵消。

我们认为血制品行业的成长路径逐渐从采浆量的供给驱动逐渐向需求驱动转变，未来血制品企业的成长空间不仅与采浆潜力、产品批文数量有关，也与公司的学术推广、品牌等方面有关。

表18：血制品行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非归母净利润（亿元）	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
华兰生物	37	6.78	12.83	0.47	11.47	2.44
	(+15.02%)	(-2.62%)	(+12.63%)	(-4.71%)	(+14.47%)	(+1.49%)
博雅生物	29.09	6.51	4.26	0.96	4.09	0.88
	(+18.66%)	(-0.11%)	(-9.17%)	(+7.51%)	(-7.87%)	(+7.42%)
天坛生物	32.82	7.58	6.11	1.32	6.1	1.29
	(+11.97%)	(+7.36%)	(+19.94%)	(+0.28%)	(+20.63%)	(-1.44%)
上海莱士	25.85	7.32	6.08	3.11	5.98	3.27

	(+25.18%)	(+43.27%)	(+140.04%)	(+41.97%)	(+286.63%)	(+60.21%)
卫光生物	8.21	1.89	1.71	0.32	1.63	0.31
	(+19.41%)	(+12.18%)	(+9.39%)	(+17.43%)	(+10.6%)	(+22.6%)
双林生物	9.16	2.1	1.6	0.25	1.42	0.27
	(+6.49%)	(+18.8%)	(+100.6%)	(+2.64%)	(+104.84%)	(+71.59%)

资料来源: wind、广发证券发展研究中心

国内疫苗行业步入黄金发展期，有望迎来新一轮扩容期。伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄，可及性大幅提升驱动行业迅速扩容，未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度。(1)智飞生物: 2019年实现收入105.87亿元(+102.5%)、归母净利润23.66亿元(+63.05%)、扣非归母净利润23.88亿元(+63.7%)，HPV疫苗与五价口服轮状病毒疫苗实现了快速放量，自主产品EC诊断试剂盒已获批上市，预防用微卡有望年中获批上市;(2)康泰生物: 2019年实现收入19.43亿元(-3.65%)，归母净利润5.75亿元(+31.86%)，扣非归母净利润5.29亿元(+27.87%)，公司13价肺炎球菌疫苗已完成报产并被纳入优先评审名单，人二倍体细胞狂犬病疫苗有望年中报产，明年有望获批上市，明年起公司研发管线将步入收获期;(3)沃森生物: 2019年实现营收11.21亿元(+27.55%)，归母净利润1.42亿元(-86.43%)，扣非归母净利润1.28亿元(+6.07%)。目前公司的13价肺炎疫苗已获批上市，各省的招标挂网工作也在有序展开，截至目前已在江西、吉林、湖北、云南成功挂网，挂网价为预充式598元/支、西林瓶556元/支，公司下半年有望迎来经营拐点。

2020年一季度，各疫苗公司收入端与利润端增速有所下滑，新冠疫情下疫苗终端销售受到较大影响。随着国内疫情逐渐得到控制，3月15日与16日国家卫健委以及中国疾控中心分别下发《关于统筹做好新冠肺炎疫情防控工作全面有序开展预防接种工作的通知》、《关于印发因新型冠状病毒肺炎疫情防控疫苗迟种补种技术方案的通知》，国内疫苗已逐渐恢复有序接种工作。

表19: 疫苗行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非归母净利润 (亿元)	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
康泰生物	19.43	1.77	5.75	0.02	5.29	0.03
	(-3.65%)	(-48.12%)	(+31.86%)	(-97.57%)	(+27.87%)	(-97.34%)
智飞生物	105.87	26.35	23.66	5.16	23.88	5.25
	(+102.5%)	(+14.87%)	(+63.05%)	(+2.85%)	(+63.7%)	(-1.47%)
沃森生物	11.21	1.12	1.42	-0.18	1.28	-0.2
	(+27.55%)	(-36.34%)	(-86.43%)	(-146.78%)	(+6.07%)	(-153.41%)

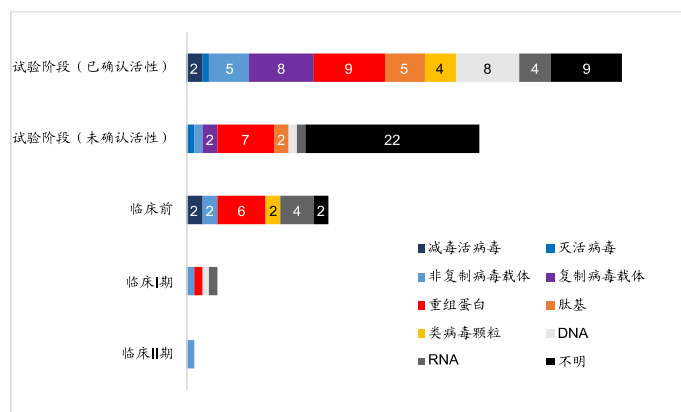
资料来源: wind、广发证券发展研究中心

截至目前，全球尚未有针对新冠病毒感染治疗的特效药，疫苗对于疫情防护的作用不言而喻。近期多个针对新冠病毒感染治疗的药物如瑞德西韦、氯喹、利托那韦、洛匹那韦等临床结果表明治疗组较对照组并未展示出具有统计学意义上更优的临床治疗效果(瑞德西韦虽然缩短了重症患者的住院时间，但并未改善病死率)，基于新冠病毒的流行病学特征，我们判断疫苗对于疫情防护的作用不言而喻。

目前,全球COVID-19疫苗的研发技术路径呈现多样性,包括核酸(DNA/RNA)、病毒样颗粒、多肽、病毒载体(复制和非复制)、重组蛋白、减毒活病毒和灭活病毒等多种技术路径,各个途径特点不同。研发工作需要疫苗研制者、管理者、决策者、资助者、公共卫生机构和各国政府之间进行强有力的国际协调与合作,以确保有希望上市的疫苗后续的生产规模,并公平地供应给所有疫情受影响地区,特别是资源匮乏地区。

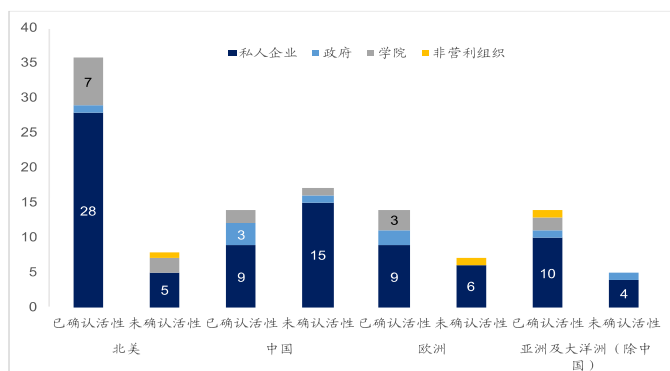
国内新冠疫苗研发进度处于全球前列,多个在研产品已步入临床阶段,预计年底前有望先用于医生、疾控人员等高危险人群,明年有望大规模应用于健康人群。根据卫健委、CDE等披露,目前康希诺生物与军事医学科学院合作研发的基于腺病毒载体的新冠疫苗已处于临床2期、预计5月底揭盲,武汉所在研的灭活病毒疫苗也已处于临床2期,北京科兴与北京所的在研产品处于临床1期。考虑到新冠疫情的防控重要性,我们预计未来新冠疫苗上市后国家层面有望集中采购用于大规模健康人群的接种,鉴于疫苗规模效应明显、集中采购后销售费用率有望大幅下降,即使新冠疫苗定价相对较低,相关研发企业仍然有望获得不错的经济效益。

图28: 全球在研新冠疫苗项目技术类型及进展情况



数据来源: Nature, 广发证券发展研究中心

图29: 在研新冠疫苗的地区及组织类型分布



数据来源: Nature, 广发证券发展研究中心

从蛋白药物行业相关的上市公司2019年及2020年一季报来看,生长激素、脱敏粉尘螨滴剂等终端需求旺盛的偏消费属性药品表现亮眼,相关上市公司长春高新、我武生物的业绩呈现较快增长。

2019年,长春高新实现营业收入73.74亿元(+37.19%),归母净利润17.75亿元(+76.36%),扣非归母净利润17.76亿元(+77.4%),核心子公司金赛药业实现收入48.22亿元(+50.87%)、净利润19.76亿元(+75.08%);2020年一季度,实现收入16.61亿元(-6.43%)、归母净利润5.42亿元(+48.59%)、扣非归母净利润5.44亿元(+51.68%),新冠疫情下公司生长激素业务仍保持稳定增长,彰显生长激素具有刚性需求的属性。

表20: 蛋白药行业主要上市公司业绩表现情况

主要企业	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		扣非归母净利润(亿元)	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
长春高新	73.74	16.61	17.75	5.42	17.76	5.44
	(+37.19%)	(-6.43%)	(+76.36%)	(+48.59%)	(+77.4%)	(+51.68%)
安科生物	17.13	3.15	1.24	0.81	1.05	0.73

	(+17.17%)	(-9.21%)	(-52.71%)	(+22.68%)	(-61.16%)	(+13%)
康弘药业	32.57	6.33	7.18	1.77	6.42	1.51
	11.65%	(-11.76%)	(+3.35%)	(-16.3%)	(+2.06%)	(-23.69%)
我武生物	6.39	1.1	2.98	0.41	2.94	0.4
	(+27.68%)	(-20.14%)	(+28.09%)	(-37.45%)	(+30.85%)	(-38.21%)
通化东宝	27.77	7.19	8.11	2.77	8.09	2.79
	(+3.13%)	(+0.6%)	(-3.27%)	(+1.4%)	(-0.61%)	(+3.35%)

资料来源: wind、广发证券发展研究中心

生物制品行业我们重点推荐生长激素与疫苗两个子行业,一方面生长激素市场空间超百亿元,近几年受益于消费升级及渠道下沉保持快速增长,未来成长空间较大,在此领域中我们重点推荐国内生长激素龙头企业长春高新,子公司金赛药业少数股权问题已经得到解决,公司将步入新的发展阶段;另一方面,伴随着国内外疫苗产品的代际差异逐渐缩窄,可及性大幅提升驱动行业迅速扩容,未来几年内国内疫苗行业将维持高景气度,在此领域中我们重点推荐康泰生物、智飞生物、沃森生物、康希诺生物。

表21: 生物药行业重点跟踪公司财报情况

主要企业	营业收入 (亿元)		扣非归母净利润 (亿元)		盈利 EPS (元)		
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
长春高新	73.74	16.61	17.76	5.44	14.00	18.52	23.74
	(+37.19%)	(-6.43%)	(+77.4%)	(+51.68%)			
康泰生物	19.43	1.77	5.29	0.03	1.28	2.42	3.89
	(-3.65%)	(-48.12%)	(+27.87%)	(-97.34%)			
智飞生物	105.87	26.35	23.88	5.25	2.06	2.69	3.58
	(+102.5%)	(+14.87%)	(+63.7%)	(-1.47%)			
沃森生物	11.21	1.12	1.28	-0.2	0.69	1.07	1.37
	(+27.55%)	(-36.34%)	(+6.07%)	(-153.41%)			
天坛生物	32.82	7.58	6.1	1.29	0.72	0.92	1.13
	(+11.97%)	(+7.36%)	(+20.63%)	(-1.44%)			
华兰生物	37	6.78	11.47	2.44	0.90	1.06	1.22
	(+15.02%)	(-2.62%)	(+14.47%)	(+1.49%)			
博雅生物	29.09	6.51	4.09	0.88	1.13	1.38	1.63
	(+18.66%)	(-0.11%)	(-7.87%)	(+7.42%)			
通化东宝	27.77	7.19	8.09	2.79	0.47	0.56	0.67
	(+3.13%)	(+0.6%)	(-0.61%)	(+3.35%)			

资料来源: wind、广发证券发展研究中心

(六) 医疗器械: 肺炎疫情带动板块行情持续分化, 关注受益品种和有望快速反弹的子领域

2019年医疗器械板块整体收入增速为13.7%, 较2018年增速下降-7.1 pct, 较2019H1提升0.6 pct; 扣非净利润增速为9.9%, 较2018年增速下降-15.1 pct, 较

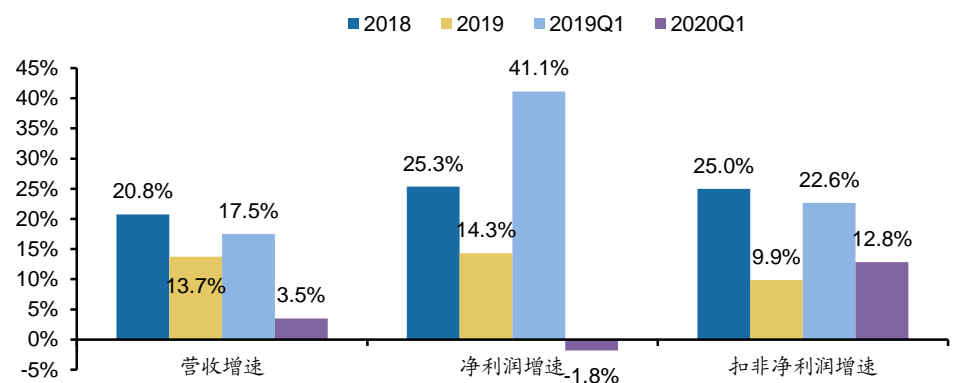
2019H1下降-8.2 pct。行业毛利率为49.6%，较2018年提高1.6 pct，较2019H1提升2.6 pct；扣非净利润率12.1%，较2018年下降-0.4 pct，较2019H1下降-0.8 pct。

2019年器械板块毛利率持续提升，扣非净利润率也基本维持稳定，但板块内部分化程度进一步提高。虽然由于宏观经济环境变化、医保及医疗政策调整、民营医疗机构招采规模波动等外部原因的冲击，导致板块整体收入和净利润增速均有所下降，但迈瑞医疗(+25.04%，扣非)、欧普康视(+40.88%)、健帆生物(+48.19%)等各领域优质龙头公司均保持了稳健快速的增长势头，其中部分公司的增速甚至有进一步加速，另外如南微医学(+58.02%)、心脉医疗(+44.92%)等新上市公司也实现高增长。

2020Q1医疗器械板块整体收入增速为3.5%，较19Q1下降-10.2 pct；扣非净利润增速为12.8%，较19Q1下降-9.8 pct。行业毛利率为51.2%，较19Q1上升1.3 pct；扣非净利润率为15.2%，较19Q1上升1.3 pct。

受新冠肺炎的影响，20Q1器械板块的收入和净利润增速出现明显下降，主要是疫情期间国内医疗资源全力向疫情防控倾斜，其它常规门诊、体检、非急诊手术、内镜、影像等诊疗项目均基本暂停，我们估计整个一季度各级医院与新冠肺炎无关的诊疗量至少减少了约60%，部分地区甚至达到约90%，同时疫情也影响了医疗机构的设备采购计划，台式彩超、部分IVD仪器试剂等产品一季度的销售量出现一定程度的下滑。值得注意的是，20Q1器械板块整体的毛利率和净利润率均有所提升，主要原因是：一、疫情的负面冲击主要体现在销售量的减少，但对于产品价格的影响较少；二、疫情防控相关产品由于供求关系、产能限制、资质标准等因素，毛利率普遍高于原先水平。

图30：医疗器械板块2019、2020Q1增长情况与2018、2019Q1对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表22：医疗器械行业基本财务指标（剔除次新股成分调整后，百万元）

医疗器械	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	20342	23230	24612	26450	94635	23899	26845	26998	29881	107624	24737
收入增速	57.2%	31.8%	6.3%	7.4%	20.8%	17.5%	15.6%	9.7%	13.0%	13.7%	3.5%
净利润	3022	4084	3825	2955	13886	4265	4891	4438	2278	15872	4189
净利润增速	83.6%	56.3%	-1.6%	0.7%	25.3%	41.1%	19.7%	16.0%	-22.9%	14.3%	-1.8%
扣非净利润	2712	1873	5353	1923	11861	3325	4447	4038	1223	13033	3752
扣非净利润增速	86.5%	-23.4%	221.4%	-51.0%	25.0%	22.6%	137.4%	-24.6%	-36.4%	9.9%	12.8%

毛利率	48.6%	57.7%	38.8%	47.6%	48.0%	49.9%	50.0%	49.3%	49.1%	49.6%	51.2%
扣非净利率	13.3%	8.1%	21.8%	7.3%	12.5%	13.9%	16.6%	15.0%	4.1%	12.1%	15.2%
经营现金流/净利润	-23.2%	0.78	0.85	2.62	0.97	0.05	1.12	0.99	3.67	1.16	1.04
加应收票据后的经营现金流/净利润	29.9%	1.17	1.25	3.27	1.11	0.43	1.41	1.30	3.99	1.21	1.17
营业成本	10451	9829	15064	13859	49202	11980	13418	13693	15202	54293	12076
经营现金流/净利润	-700.12	3171.62	3250.59	7750.51	13472.60	214.31	5458.23	4384.66	8362.84	18420.04	4361.73
应收票据	1603.14	1599.86	1517.13	1907.50	1907.50	1607.80	1450.71	1393.69	731.06	731.06	531.97

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

关注疫情期间的受益品种。在新冠肺炎的影响之下，器械板块的分化程度继续加剧，虽然多数器械公司因疫情原因20Q1业绩出现明显下滑，但主营产品与疫情防控直接相关的公司业绩均有明显加速乃至大幅度提升，如迈瑞医疗（扣非+25.53%，国内部分增长30%+）、硕世生物（+698.55%）、万东医疗（+2584.66%）、振德医疗（+912.34）。从一季度器械板块各公司的表现，我们认为在一季度的国内疫情防控中，医疗器械产品中需求受疫情明显带动的品种有：一、重症救护领域的监护仪、呼吸机、除颤仪等；二、防护用品，如口罩、手套、防护服等；三、传染病检测领域，如新冠肺炎核酸分子诊断试剂、新冠肺炎胶体金快速诊断试剂等；四、影像诊断领域，如移动DR、便携式彩超等；以上四领域的相关上市公司，在一季度普遍实现了快速增长。

二季度海外疫情将成为业绩新增长点。二季度以来，海外疫情愈演愈烈，目前仍处于感染高峰期，全球总感染人数已接近400万人，且以欧、美等发达国家为重灾区，而国内疫情已趋于稳定，参考一季度国内疫情对器械行业的影响，我们认为二季度海外对于重症救护、隔离防护、传染病IVD检测、便携式影像设备的需求将出现爆发式增长。对于从事相关产品业务且在海外已有成熟销售和售后渠道的国内公司而言，二季度海外市场将成为重要的业绩增长点，建议关注迈瑞医疗。

表23: 医疗器械重点公司财务指标（盈利预测取Wind一致预期）

医疗器械	收入增速 (%)				扣非归母净利润增速 (%)				EPS (元/股)		
	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2020E	2021E	2022E
迈瑞医疗	23.1	20.4	20.7	21.4	43.1	25.0	28.3	25.5	4.7	5.7	6.9
乐普医疗	40.1	22.6	30.8	-11.3	23.1	18.2	39.7	-9.8	1.3	1.6	2.1
安图生物	37.8	38.9	31.9	0.4	29.2	38.3	30.1	-29.4	2.2	3.0	3.9
健帆生物	41.5	40.9	42.9	28.4	43.7	48.2	51.7	55.4	1.8	2.4	3.2
鱼跃医疗	18.1	10.8	15.3	15.8	25.3	10.2	16.4	53.3	1.1	1.2	1.4
金城医学	19.3	16.4	26.7	0.6	34.6	67.3	3537.0	12.0	1.2	1.5	1.8
欧普康视	47.1	41.1	56.7	-14.1	40.5	40.9	41.3	-26.2	0.9	1.2	1.7
凯利泰	16.0	31.3	24.5	-21.8	-20.0	94.1	61.7	-37.6	0.5	0.7	0.9
南微医学	43.9	41.8	0.0	-14.0	73.2	58.0	0.0	-34.4	2.7	3.8	4.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

国内疫情过后看好“刚需”器械品种的反弹潜力。一季度因疫情关系，医院诊疗范围受限，诊疗数量减少，其中外科手术和内镜诊疗类医疗器械是疫情期间受负

面影响最大的子领域，主要是由于人力不足和感染风险，多数医院在疫情期间完全停止了内镜项目和非急诊手术。据我们了解，目前全国除湖北省外，多数地区医院的诊疗量已回升至往年水平的70%，随着医疗机构正常诊疗秩序的逐步恢复，我们认为在疫情期间受负面影响的产品，销售量也将同步反弹，但反弹速度可能并不一致。我们判断，国内疫情平稳后，反弹速度最快的将是“刚需”品种，即与患者生命有直接相关，或是需求仅能短期抑制但长期看仍是不可或缺的产品术式，例如心脏支架、内镜、肿瘤、心血管、慢性病诊疗等领域，对治疗的时效性或持续性要求较高，相关需求在限制因素解除后应有较快的反弹速度。在骨科领域，创伤类产品的反弹速度可能将高于脊柱类、关节类和运动类，因为创伤类骨科器械主要用于严重外伤的救治，而后三类主要偏向于生活质量的提高，大博医疗（创伤，-6.62%）和凯利泰（脊柱、运动，-37.57%）的一季度表现可验证我们的这一观点。

对于眼科、口腔、医美等偏向消费属性的外科领域，我们认为恢复速度可能慢于公立医院整体的恢复速度，不仅是因为上述领域的民营医疗占比更高，而民营医疗机构的恢复速度慢于公立机构，更在于上述领域的需求量更多与民众的消费心理、收入预期挂钩，受医学之外的影响更多，因此可能需要更长的恢复速度。

表24：申万分类下医疗器械板块内公司收入及扣非净利润增速情况

序号	证券简称	营收增速 2019	营收增速 2020Q1	扣非净利润增速 2019	扣非净利润增 速 2020Q1	序号	证券简称	营收增速 2019	营收增速 2020Q1	扣非净利润 增速 2019	扣非净利润增 速 2020Q1
1	贝瑞基因	12.4%	11.1%	220.2%	-14.2%	28	迈克生物	20.0%	-28.2%	25.2%	-34.2%
2	科华生物	21.3%	6.1%	30.4%	-3.9%	29	健帆生物	40.9%	28.4%	60.1%	55.4%
3	达安基因	-25.7%	133.2%	-276.3%	653.9%	30	乐心医疗	14.0%	2.1%	-42.0%	128.9%
4	鱼跃医疗	10.8%	15.8%	-50.0%	53.3%	31	欧普康视	41.1%	-14.1%	45.8%	-26.2%
5	蓝帆医疗	31.0%	7.3%	12.7%	63.9%	32	开立医疗	2.2%	1.9%	-52.0%	-4262.9%
6	九安医疗	26.0%	99.4%	-176.2%	232.4%	33	凯普生物	25.7%	9.4%	29.8%	17.6%
7	尚荣医疗	-6.1%	1.8%	89.7%	51.3%	34	透景生命	21.0%	-57.2%	25.8%	-296.7%
8	大博医疗	62.8%	5.9%	40.1%	-6.6%	35	正海生物	29.8%	-27.0%	41.4%	-34.6%
9	明德生物	2.7%	-39.4%	-191.6%	-83.3%	36	华大基因	10.4%	35.8%	-114.6%	29.1%
10	奥美医疗	16.0%	16.2%	0.2%	107.9%	37	英科医疗	10.1%	56.5%	-3.7%	276.0%
11	乐普医疗	22.6%	-11.3%	-227.0%	-9.8%	38	艾德生物	31.7%	-24.0%	-1.8%	-47.6%
12	阳普医疗	4.6%	32.8%	93.1%	379.7%	39	爱朋医疗	27.4%	-46.7%	38.9%	-72.5%
13	福瑞股份	-4.1%	17.5%	87.4%	63.4%	40	迈瑞医疗	20.4%	21.4%	17.3%	25.5%
14	理邦仪器	14.5%	33.3%	226.0%	140.2%	41	万东医疗	2.9%	54.5%	17.3%	2584.7%
15	冠昊生物	-4.5%	-13.0%	-16591.7%	7656.7%	42	山东药玻	15.8%	7.0%	42.9%	29.9%
16	迪安诊断	21.3%	-16.5%	-176.1%	-96.9%	43	新华医疗	-14.8%	-14.7%	68.5%	16.1%
17	宝莱特	1.5%	16.9%	-37.8%	182.1%	44	振德医疗	30.7%	112.3%	-8.0%	912.3%
18	和佳股份	1.9%	-57.9%	-465.1%	-168.7%	45	维力医疗	33.2%	-19.1%	-25.6%	-15.0%
19	三诺生物	14.7%	14.4%	-55.8%	37.8%	46	辰欣药业	8.0%	-17.1%	-25.1%	-20.0%
20	戴维医疗	18.7%	13.7%	221.7%	77.4%	47	基蛋生物	41.1%	-28.3%	121.3%	-45.1%
21	博晖创新	1.0%	3.7%	83.4%	-104.7%	48	安图生物	38.9%	0.4%	58.0%	-29.4%
22	凯利泰	31.3%	-21.8%	1859.2%	-37.6%	49	南卫股份	2.5%	-0.1%	34.8%	1.3%
23	楚天科技	17.4%	-36.1%	132.3%	-4567.4%	50	正川股份	-12.5%	-13.3%	-16.0%	-22.1%
24	迪瑞医疗	8.1%	-26.1%	1.2%	-21.8%	51	康德莱	25.3%	36.9%	54.6%	0.9%

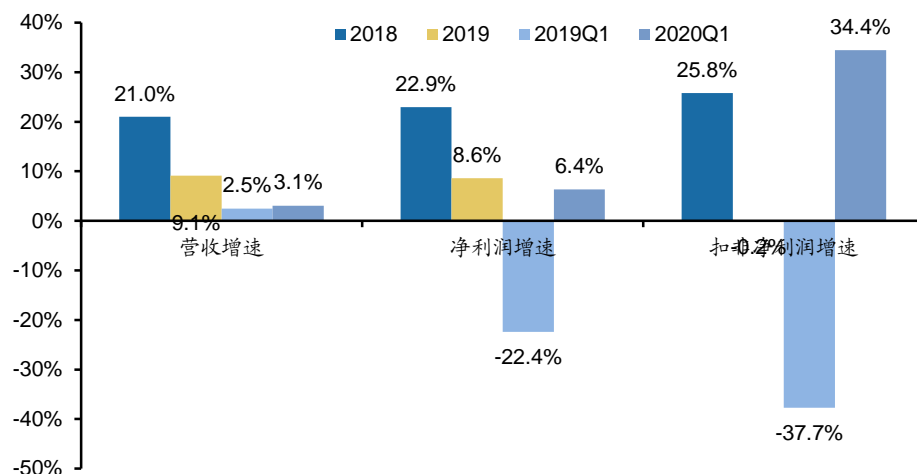
25	九强生物	8.6%	-34.6%	5.7%	-72.7%	52	心脉医疗	44.4%	7.7%	13.3%
26	美康生物	-0.1%	-36.3%	-2050.9%	-91.4%	53	南微医学	41.8%	-14.0%	-34.4%
27	三鑫医疗	35.8%	27.4%	73.5%	136.6%	54				

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（七）化学原料药：分化较大，特色原料药表现靓丽

2019年原料药上市公司整体营业收入增速9.1%，增速较2018年下滑11.9pp；2019年净利润和扣非净利率增速分别为8.6%和0.2%。2020年Q1原料药上市公司收入、净利润和扣非净利润增速达3.1%、6.4%和34.4%，较2018年同期分别提升0.6pp、28.8pp和72.1pp。

图31：化学原料药上市公司经营指标增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2019年化学原料药上市公司整体毛利率为44%，与2018年持平；扣非归母净利润率10.8%，较2018年略微下滑；2020年Q1化学原料药上市公司整体毛利率为44%，较2019年Q1提升2pp，扣非净利率14.4%，较2019年Q1提升3.4pp。

表25：化学原料药上市公司整体基本财务指标(百万元)

化学原料药	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	21951	20228	21279	22639	86096	22497	24161	22910	24384	93951	23191
收入增速	42.8%	12.7%	29.8%	5.5%	21.0%	2.5%	19.4%	7.7%	7.7%	9.1%	3.1%
净利润	4225	2875	2597	1543	11240	3279	3798	3222	1912	12210	3487
净利润增速	143.9%	16.6%	31.1%	-47.9%	22.9%	-22.4%	32.1%	24.0%	23.9%	8.6%	6.4%
扣非净利润	3977	2731	2220	1269	10197	2478	3408	2957	1336	10178	3331
扣非净利润增速	165.2%	19.1%	28.1%	-50.8%	25.8%	-37.7%	24.8%	33.2%	5.2%	-0.2%	34.4%
毛利率	49%	41%	42%	43%	44%	42%	44%	44%	45%	44%	44%
扣非净利率	18.1%	13.5%	10.4%	5.6%	11.8%	11.0%	14.1%	12.9%	5.5%	10.8%	14.4%
经营现金流/净利润	0.36	1.02	1.41	3.26	1.17	0.42	0.82	1.08	2.94	1.11	0.51
加应收票据后的经	0.98	1.88	2.37	5.06	1.42	1.26	1.43	1.78	3.62	1.22	0.87

营现金流/净利润											
营业成本	11139	11864	12385	12907	48294	12994	13622	12874	13340	52829	12913
经营现金流/净利润	1536	2936	3650	5032	13154	1390	3104	3489	5623	13606	1792
应收票据	2615	2469	2505	2774	2774	2732	2334	2233	1293	1293	1233

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2019年,在31家化学原料药上市公司中,26家上市公司中实现营收同比正增长,5家同比下滑;收入增速在30%以上的有7家。在21家扣非归母净利润同比正增长的企业中,有5家企业增幅在100%以上,有9家企业增长幅度在30%-100%之间,5家在10%-30%之间。

2019年扣非净利润取得高增长的化学原料药企业中,大部分为特色原料药企业(包括凯莱英等CDMO企业);扣非净利润增速在30%以上的14家化学原料药企业中,收入增速在30%以上的有6家,10%-30%的有6家;部分特色原料药企业利润增速远高于收入增速,主要源于企业内部产品结构升级,这种现象在2020年Q1表现得更为明显;其余新进入的特色原料药企业在2019年及2020年Q1取得较高的收入增长和扣非利润增长。

表26: 申万分类下纳入分析的31家化学原料药公司收入、净利润扣非归母净利润增速情况

化学原料药	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)			
	2018	2019	1Q19	1Q20	2018	2019	1Q19	1Q20	2018	2019	1Q19	1Q20
普洛药业	14.9	13.1	15.9	1.5	44.4	49.3	64.6	40.0	63.5	54.9	70.2	32.5
华海药业	1.9	5.8	-3.2	31.0	-83.2	429.8	-16.2	62.7	-81.1	292.8	-28.6	94.4
京新药业	32.7	23.9	38.8	-11.2	40.0	40.9	49.3	-27.2	654.0	33.5	20.4	-15.6
海翔药业	17.7	8.2	36.2	-30.8	76.8	27.4	352.3	-48.1	100.8	24.2	341.5	-48.0
博腾股份	0.1	30.9	18.9	54.7	15.9	49.0	-25.2	191.7	-20.0	125.0	144.8	364.3
九洲药业	8.4	8.3	-16.3	-1.6	6.5	51.3	-15.8	-25.3	30.6	26.7	-43.6	21.0
司太立	25.3	47.0	49.3	-0.9	12.7	81.8	84.2	11.8	59.6	76.9	93.5	5.4
凯莱英	28.9	34.1	31.0	-0.2	25.5	29.3	45.0	17.3	24.2	32.5	51.9	16.3
同和药业	-10.0	54.6	13.9	18.2	-62.5	96.9	-26.4	253.2	-78.4	290.2	-3.8	308.2
美诺华	40.2	39.0	64.4	12.2	115.7	56.6	437.0	3.2	77.5	134.5	433.9	9.3
北大医药	7.9	8.3	-7.2	-25.5	31.9	11.1	3.5	-32.2	26.8	37.2	0.8	-31.0
东北制药	31.5	10.1	7.8	-9.1	64.0	-10.9	10.1	-134.2	-63.2	185.8	12.6	-39.8
新华制药	15.3	6.9	14.1	4.7	19.7	17.5	11.6	13.4	38.4	11.0	11.4	8.0
浙江医药	20.5	2.7	-10.6	-6.9	44.0	-6.0	-71.4	11.6	76.7	-41.7	-84.5	36.1
广济药业	5.3	-13.3	-26.1	-26.3	63.2	-49.4	-64.2	-143.5	46.0	-69.2	-65.5	-160.4
天药股份	23.1	20.1	38.6	-15.9	18.2	0.0	46.8	-0.9	58.8	-6.7	45.1	-8.6
新和成	39.3	-12.2	-39.7	42.7	80.6	-29.6	-65.8	76.5	75.5	-33.0	-67.5	82.6
亿帆医药	5.9	12.0	-9.3	16.6	-43.5	22.5	-54.8	119.8	-42.7	8.5	-54.2	119.1
永安药业	7.8	36.3	22.5	-21.7	34.1	-49.6	-85.0	-27.2	30.3	-57.9	-97.0	85.5
海普瑞	69.3	-4.0	6.7	37.1	213.3	79.1	636.4	-49.6	929.5	6.6	-82.9	2,539.6
千红制药	24.0	26.7	8.5	-60.2	21.0	18.6	6.3	-128.4	24.8	80.3	5.9	-153.2
金城医药	7.9	-7.1	-23.3	2.6	-7.8	-23.0	35.4	3.0	-10.4	-74.3	35.7	4.5
尔康制药	-16.7	16.6	53.9	-41.5	-58.5	-25.4	-17.3	-72.3	-43.2	-44.9	-15.7	-78.1

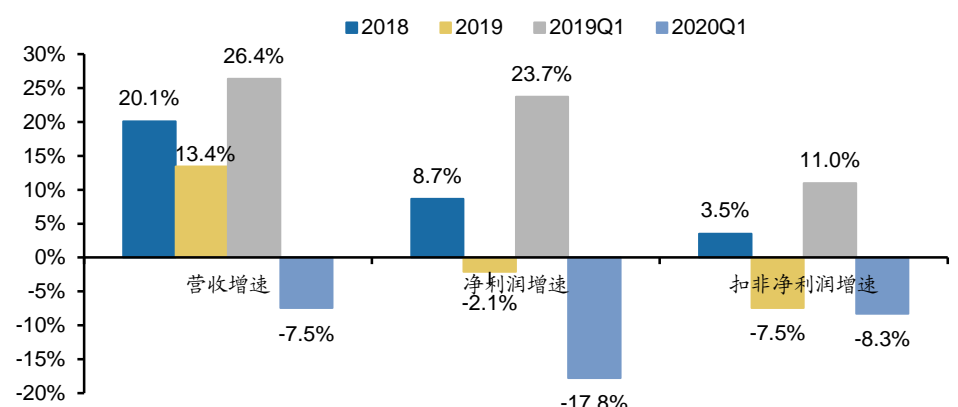
金达威	37.8	11.1	-11.0	19.1	45.0	-34.4	-61.2	65.5	41.3	-39.4	-60.6	64.0
花园生物	57.2	8.8	0.5	-42.8	135.7	11.8	6.0	-52.5	132.9	15.2	5.4	-67.2
山河药辅	26.3	8.3	6.3	8.5	39.3	20.3	22.9	22.6	49.0	22.6	31.7	22.6
富祥股份	21.4	16.4	-3.3	24.4	9.7	57.1	-13.5	56.9	15.7	53.2	-29.3	95.4
赛托生物	34.0	-8.2	19.4	-22.7	37.9	-56.1	8.8	-175.7	41.4	-57.4	0.3	-201.4
健友股份	52.8	45.2	40.0	20.4	35.1	42.5	22.4	37.3	34.5	42.9	25.3	40.8
圣达生物	-3.1	5.4	2.7	62.2	-38.7	5.6	-41.3	342.4	-37.3	-2.0	-56.6	510.8

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(八) 中药: 板块整体业绩承压, 盈利能力出现下滑

中药板块营收增速、利润增速、毛利率、净利率等盈利能力指标整体呈下降趋势。营收增速2019年为13.4%, 同比降低6.7 pct, 1Q20为-7.5%, 同比降低33.9pct; 扣非后净利润增速2019年为-7.5%, 同比降低11.0pct, 1Q19为-8.3%, 同比降低19.3pct; 行业毛利率2019年、1Q20分别为46%、44%, 同比下降4pct、4pct; 扣非净利率2019年、1Q20分别为7.1%、10.3%, 同比下降1.5pct、0.1pct, 盈利能力整体减弱。

图32: 2019、2020Q1增长情况与2018、2019Q1对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表27: 中药行业基本财务指标 (剔除次新股成分调整后, 百万元)

中药	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	18A	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	19A	1Q20
收入	59780	63792	69376	72130	265079	75549	74377	73522	77208	300657	69910
收入增速	22.1%	16.5%	35.1%	9.8%	20.1%	26.4%	16.6%	6.0%	7.0%	13.4%	-7.5%
净利润	7617	8833	7194	3666	27310	9424	8810	6320	2181	26735	7750
净利润增速	29.7%	27.3%	18.3%	-41.2%	8.7%	23.7%	-0.3%	-12.2%	-40.5%	-2.1%	-17.8%
扣非净利润	7070	7108	6455	2275	22907	7847	7104	5782	468	21201	7197
扣非净利润增速	26.6%	7.6%	14.8%	-47.2%	3.5%	11.0%	-0.1%	-10.4%	-79.4%	-7.5%	-8.3%
毛利率	53%	51%	47%	48%	50%	47%	48%	46%	44%	46%	44%
扣非净利率	11.8%	11.1%	9.3%	3.2%	8.6%	10.4%	9.6%	7.9%	0.6%	7.1%	10.3%
经营现金流/净利润	0.45	1.11	1.06	2.43	1.09	0.17	1.19	1.29	5.35	1.19	0.27
加应收票据后的经营现金流/净利润	3.72	3.46	3.69	9.53	2.04	2.50	3.38	4.21	9.65	1.54	1.46

营业成本	28125	30962	36645	37544	133276	40013	38996	39708	43083	161799	39177
经营现金流/净利润	3421	9844	7597	8911	29772	1593	10450	8153	11675	31872	2069
应收票据	24923	20712	18962	26032	26032	22012	19319	18439	9375	9375	9260

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

中药板块整体受政策影响业绩承压，医保控制中药注射剂、辅助用药对处方中药影响较大；品牌中药、OTC药品受政策的影响较小，但由于前期基数较大，2019年整体增速有所放缓。

表28：现代中药、传统中药重点公司财务指标（盈利预测取Wind一致预期）

板块	主要企业	收入增速（%）				净利润增速（%）				扣非净利润增速（%）				预测 EPS（元/股）		
		2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2020	2021	2022
现代中药	天士力	11.8	5.6	15.7	-13.5	13.5	-37.0	20.2	-35.4	2.1	-29.6	10.3	-28.9	0.9	1.0	0.8
	济川药业	27.8	-3.7	-2.3	-3.4	37.9	-3.8	9.3	-9.0	38.0	-1.7	6.1	-5.8	2.2	2.5	2.9
	康缘药业	16.8	19.4	20.4	-24.1	15.7	22.9	18.1	-25.4	14.3	22.8	19.4	13.9	1.0	1.2	1.4
	西藏药业	12.3	22.2	39.6	-0.1	-6.9	45.5	3.3	81.2	-5.3	99.3	66.7	21.6	1.6	2.0	2.4
传统中药	云南白药	9.8	9.8	10.0	10.5	5.0	19.9	4.9	-34.4	4.9	-20.8	8.5	39.8	3.5	3.9	4.4
	东阿阿胶	-0.5	-59.7	-23.8	-66.1	2.1	-121.3	-35.7	-121.6	-2.3	-128.0	-38.4	-125.5	1.3	1.6	0.0
	同仁堂	6.2	-6.6	6.7	-22.5	4.6	-14.3	5.6	-37.0	0.2	-7.7	9.7	-30.3	0.8	0.8	0.9
	片仔癀	28.3	20.1	21.4	15.5	44.6	22.9	26.5	16.2	45.0	20.5	24.6	14.7	2.9	3.6	4.3
	中新药业	11.8	10.0	8.6	-5.6	20.0	11.9	10.0	-8.9	32.9	9.5	1.7	-8.3	0.9	1.1	1.3
	华润三九	20.8	9.5	3.0	-9.9	11.2	45.0	171.9	-54.0	11.5	-4.1	11.3	2.3	1.9	2.1	2.0

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2019年，中药子行业中，50家企业实现营收同比增长，18家同比下降。在扣非净利润同比增长的企业中，有2家企业增幅在100%以上，有11家企业增长幅度在30%-100%之间，31家企业增幅在0%-30%之间。2020年一季度，受疫情影响仅13家公司营收实现同比增长，33家公司的营业收入出现下滑。在扣非净利润同比增长的企业中，有4家企业增幅在100%以上，有3家企业增长幅度在30%-100%之间，11家企业增幅在0%-30%之间。

表29：申万分类下中药板块内公司收入及扣非净利润增速情况

序号	证券简称	营收增速 2019	营收增速 2020Q1	扣非净利润 增速 2019	扣非净利润 增速 2020Q1	序号	证券简称	营收增速 2019	营收增速 2020Q1	扣非净利润 增速 2019	扣非净利润 增速 2020Q1
1	东阿阿胶	-59.7%	-66.1%	-38.4%	-125.5%	34	佐力药业	24.8%	-5.0%	92.3%	-0.3%
2	云南白药	9.8%	10.5%	8.5%	39.8%	35	新光药业	5.4%	-16.8%	-2.5%	-15.5%
3	启迪古汉	69.5%	-31.2%	192.9%	-22.3%	36	陇神戎发	17.6%	-17.7%	3.9%	-102.1%
4	仁和药业	4.0%	-25.9%	33.6%	-27.7%	37	同仁堂	-6.6%	-22.5%	9.7%	-30.3%
5	华神科技	17.7%	-17.6%	231.9%	-13.8%	38	太极集团	8.9%	-13.6%	78.4%	-193.7%
6	金陵药业	-12.6%	-16.2%	-51.1%	-42.7%	39	西藏药业	22.2%	-0.1%	66.7%	21.6%
7	九芝堂	0.7%	-4.3%	-46.8%	32.6%	40	太龙药业	9.8%	49.4%	9.7%	2509.5%
8	华润三九	9.5%	-9.9%	11.3%	2.3%	41	中恒集团	15.6%	12.4%	14.6%	3.5%
9	沃华医药	11.1%	16.3%	-28.8%	212.3%	42	羚锐制药	5.1%	-15.4%	15.6%	-17.0%
10	紫鑫药业	-35.1%	-63.9%	-117.7%	-401.1%	43	中新药业	10.0%	-5.6%	1.7%	-8.3%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

11	嘉应制药	-6.8%	5.3%	-14.9%	-69.5%	44	白云山	53.8%	-5.9%	57.4%	-12.9%
12	桂林三金	3.5%	-12.9%	4.8%	-13.4%	45	亚宝药业	4.2%	-24.1%	34.2%	-52.4%
13	奇正藏药	15.6%	-40.0%	2.0%	-36.9%	46	昆药集团	14.3%	-11.8%	26.2%	8.4%
14	众生药业	7.2%	-36.6%	4.1%	-57.5%	47	片仔癀	20.1%	15.5%	24.6%	14.7%
15	精华制药	-14.6%	-11.0%	0.7%	-4.9%	48	千金药业	5.9%	-0.1%	44.8%	-11.6%
16	信邦制药	1.1%	-20.2%	-15.5%	-120.8%	49	ST康美	-36.1%	-76.1%	-32.3%	-2170.2%
17	汉森制药	-3.7%	-18.5%	6.9%	-4.4%	50	天士力	5.6%	-13.5%	10.3%	-28.9%
18	贵州百灵	-9.1%	10.3%	4.6%	-45.9%	51	国发股份	11.9%	5.9%	-1.3%	128.4%
19	太安堂	21.0%	-7.1%	-40.6%	-141.0%	52	康缘药业	19.4%	-24.1%	19.4%	13.9%
20	益盛药业	3.9%	-18.1%	-16.4%	2.4%	53	济川药业	-3.7%	-3.4%	6.1%	-5.8%
21	以岭药业	21.0%	50.6%	-9.5%	54.8%	54	康恩贝	-3.6%	-3.5%	-34.4%	-22.2%
22	佛慈制药	15.5%	-11.6%	-55.0%	-6.6%	55	益佰制药	-13.4%	-16.6%	-39.7%	-1.4%
23	特一药业	4.1%	-28.3%	85.8%	-54.2%	56	天目药业	-16.2%	-26.4%	-43.9%	0.6%
24	葵花药业	-2.2%	-25.0%	28.7%	-6.0%	57	江中药业	39.5%	-2.2%	4.1%	7.0%
25	香雪制药	11.3%	22.2%	43.2%	775.7%	58	广誉远	-24.8%	-17.1%	-17.9%	-32.5%
26	黄山胶囊	10.5%	-9.6%	8.6%	-8.5%	59	健民集团	3.6%	-14.5%	0.4%	-29.2%
27	易明医药	13.2%	-9.3%	11.8%	-124.8%	60	马应龙	23.1%	-45.1%	16.6%	-21.2%
28	盘龙药业	24.8%	-32.6%	27.7%	-12.9%	61	康惠制药	14.9%	-5.0%	-8.3%	-37.6%
29	新天药业	11.4%	-38.1%	-0.1%	-75.2%	62	珍宝岛	18.4%	-21.2%	29.1%	-26.1%
30	华森制药	19.7%	-11.0%	16.6%	-17.0%	63	步长制药	4.3%	-8.5%	68.3%	6.0%
31	红日药业	18.4%	7.9%	7.3%	-42.9%	64	寿仙谷	6.9%	-19.7%	17.5%	-16.6%
32	上海凯宝	-5.4%	-26.6%	-32.6%	-27.6%	65	大理药业	-26.7%	-46.1%	-40.7%	-145.0%
33	吉药控股	13.1%	-52.9%	-55.3%	-910.2%	66	方盛制药	4.1%	10.8%	-2.7%	-16.5%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、2020年5月股东大会信息

2020年5月，总计有210家上市公司召开股东大会，其中有13家公司召开临时股东大会，207家召开股东大会。

表30：SW医药板块2020年5月股东大会召开信息

序号	证券代码	证券简称	会议日期	会议类型	序号	证券代码	证券简称	会议日期	会议类型
1	000518.SZ	四环生物	2020-05-06	临时股东大会	105	002317.SZ	众生药业	2020-05-19	股东大会
2	002382.SZ	蓝帆医疗	2020-05-06	股东大会	106	002412.SZ	汉森制药	2020-05-19	股东大会
3	300677.SZ	英科医疗	2020-05-06	临时股东大会	107	002422.SZ	科伦药业	2020-05-19	股东大会
4	000710.SZ	贝瑞基因	2020-05-07	股东大会	108	002737.SZ	葵花药业	2020-05-19	股东大会
5	000950.SZ	重药控股	2020-05-07	股东大会	109	002773.SZ	康弘药业	2020-05-19	股东大会
6	002019.SZ	亿帆医药	2020-05-07	股东大会	110	002872.SZ	*ST天圣	2020-05-19	股东大会
7	002294.SZ	信立泰	2020-05-07	股东大会	111	300015.SZ	爱尔眼科	2020-05-19	股东大会
8	002626.SZ	金达威	2020-05-07	股东大会	112	300254.SZ	仟源医药	2020-05-19	股东大会
9	300298.SZ	三诺生物	2020-05-07	股东大会	113	300273.SZ	和佳医疗	2020-05-19	股东大会
10	300485.SZ	赛升药业	2020-05-07	股东大会	114	300326.SZ	凯利泰	2020-05-19	股东大会
11	300595.SZ	欧普康视	2020-05-07	股东大会	115	300583.SZ	赛托生物	2020-05-19	股东大会
12	300639.SZ	凯普生物	2020-05-07	股东大会	116	300677.SZ	英科医疗	2020-05-19	股东大会

13	600867.SH	通化东宝	2020-05-07	股东大会	117	600129.SH	太极集团	2020-05-19	股东大会
14	603882.SH	金城医学	2020-05-07	临时股东大会	118	600227.SH	圣济堂	2020-05-19	股东大会
15	688085.SH	三友医疗	2020-05-07	临时股东大会	119	600436.SH	片仔癀	2020-05-19	股东大会
16	000790.SZ	华神科技	2020-05-08	股东大会	120	600645.SH	中源协和	2020-05-19	股东大会
17	002166.SZ	莱茵生物	2020-05-08	股东大会	121	603658.SH	安图生物	2020-05-19	股东大会
18	002566.SZ	益盛药业	2020-05-08	股东大会	122	603880.SH	南卫股份	2020-05-19	股东大会
19	002675.SZ	东诚药业	2020-05-08	股东大会	123	000004.SZ	国农科技	2020-05-20	股东大会
20	002758.SZ	华通医药	2020-05-08	股东大会	124	000766.SZ	通化金马	2020-05-20	股东大会
21	002940.SZ	昂利康	2020-05-08	股东大会	125	000915.SZ	山大华特	2020-05-20	股东大会
22	300314.SZ	戴维医疗	2020-05-08	股东大会	126	002030.SZ	达安基因	2020-05-20	股东大会
23	300357.SZ	我武生物	2020-05-08	股东大会	127	002107.SZ	沃华医药	2020-05-20	股东大会
24	300463.SZ	迈克生物	2020-05-08	股东大会	128	002219.SZ	恒康医疗	2020-05-20	股东大会
25	300705.SZ	九典制药	2020-05-08	股东大会	129	002252.SZ	上海莱士	2020-05-20	股东大会
26	600587.SH	新华医疗	2020-05-08	股东大会	130	002287.SZ	奇正藏药	2020-05-20	股东大会
27	600976.SH	健民集团	2020-05-08	股东大会	131	002365.SZ	永安药业	2020-05-20	股东大会
28	603309.SH	维力医疗	2020-05-08	股东大会	132	002390.SZ	信邦制药	2020-05-20	股东大会
29	603669.SH	灵康药业	2020-05-08	股东大会	133	002424.SZ	贵州百灵	2020-05-20	股东大会
30	603896.SH	寿仙谷	2020-05-08	股东大会	134	002524.SZ	光正集团	2020-05-20	股东大会
31	000597.SZ	东北制药	2020-05-11	股东大会	135	002603.SZ	以岭药业	2020-05-20	股东大会
32	002223.SZ	鱼跃医疗	2020-05-11	股东大会	136	002653.SZ	海思科	2020-05-20	股东大会
33	300573.SZ	兴齐眼药	2020-05-11	股东大会	137	002826.SZ	易明医药	2020-05-20	股东大会
34	300685.SZ	艾德生物	2020-05-11	股东大会	138	002898.SZ	赛隆药业	2020-05-20	股东大会
35	603538.SH	美诺华	2020-05-11	股东大会	139	002907.SZ	华森制药	2020-05-20	股东大会
36	300233.SZ	金城医药	2020-05-12	股东大会	140	002950.SZ	奥美医疗	2020-05-20	股东大会
37	300239.SZ	东宝生物	2020-05-12	股东大会	141	300026.SZ	红日药业	2020-05-20	股东大会
38	300347.SZ	泰格医药	2020-05-12	股东大会	142	300049.SZ	福瑞股份	2020-05-20	股东大会
39	600056.SH	中国医药	2020-05-12	股东大会	143	300108.SZ	吉药控股	2020-05-20	股东大会
40	600721.SH	ST 百花	2020-05-12	股东大会	144	300255.SZ	常山药业	2020-05-20	股东大会
41	603127.SH	昭衍新药	2020-05-12	股东大会	145	300294.SZ	博雅生物	2020-05-20	股东大会
42	603351.SH	威尔药业	2020-05-12	股东大会	146	300653.SZ	正海生物	2020-05-20	股东大会
43	603456.SH	九洲药业	2020-05-12	股东大会	147	300683.SZ	海特生物	2020-05-20	股东大会
44	000403.SZ	双林生物	2020-05-13	临时股东大会	148	600055.SH	万东医疗	2020-05-20	股东大会
45	002393.SZ	力生制药	2020-05-13	股东大会	149	600062.SH	华润双鹤	2020-05-20	股东大会
46	300630.SZ	普利制药	2020-05-13	股东大会	150	600267.SH	海正药业	2020-05-20	股东大会
47	300633.SZ	开立医疗	2020-05-13	股东大会	151	600750.SH	江中药业	2020-05-20	股东大会
48	688068.SH	热景生物	2020-05-13	股东大会	152	603079.SH	圣达生物	2020-05-20	股东大会
49	002644.SZ	佛慈制药	2020-05-14	股东大会	153	603233.SH	大参林	2020-05-20	股东大会
50	002900.SZ	哈三联	2020-05-14	股东大会	154	603567.SH	珍宝岛	2020-05-20	股东大会
51	300396.SZ	迪瑞医疗	2020-05-14	股东大会	155	603716.SH	塞力斯	2020-05-20	股东大会
52	600538.SH	国发股份	2020-05-14	股东大会	156	603976.SH	正川股份	2020-05-20	股东大会
53	603963.SH	大理药业	2020-05-14	股东大会	157	603998.SH	方盛制药	2020-05-20	股东大会
54	000028.SZ	国药一致	2020-05-15	股东大会	158	688198.SH	佰仁医疗	2020-05-20	股东大会
55	000518.SZ	四环生物	2020-05-15	股东大会	159	688266.SH	泽璟制药-U	2020-05-20	股东大会

56	000952.SZ	广济药业	2020-05-15	股东大会	160	688298.SH	东方生物	2020-05-20	股东大会
57	002411.SZ	延安必康	2020-05-15	临时股东大会	161	000153.SZ	丰原药业	2020-05-21	股东大会
58	002550.SZ	千红制药	2020-05-15	股东大会	162	000590.	启迪古汉	2020-05-21	股东大会
59	002728.SZ	特一药业	2020-05-15	临时股东大会	163	000931.SZ	中关村	2020-05-21	股东大会
60	002864.SZ	盘龙药业	2020-05-15	股东大会	164	000989.SZ	九芝堂	2020-05-21	股东大会
61	002901.SZ	大博医疗	2020-05-15	股东大会	165	000999.SZ	华润三九	2020-05-21	股东大会
62	002923.SZ	润都股份	2020-05-15	股东大会	166	002001.SZ	新和成	2020-05-21	股东大会
63	200028.SZ	一致 B	2020-05-15	股东大会	167	002044.SZ	美年健康	2020-05-21	股东大会
64	300143.SZ	盈康生命	2020-05-15	股东大会	168	002173.SZ	创新医疗	2020-05-21	股东大会
65	300246.SZ	宝莱特	2020-05-15	股东大会	169	002399.SZ	海普瑞	2020-05-21	股东大会
66	300267.SZ	尔康制药	2020-05-15	股东大会	170	002755.SZ	奥赛康	2020-05-21	股东大会
67	300452.SZ	山河药辅	2020-05-15	股东大会	171	002788.SZ	鹭燕医药	2020-05-21	股东大会
68	300519.SZ	新光药业	2020-05-15	股东大会	172	002932.SZ	明德生物	2020-05-21	股东大会
69	300642.SZ	透景生命	2020-05-15	股东大会	173	300039.SZ	上海凯宝	2020-05-21	股东大会
70	300676.SZ	华大基因	2020-05-15	股东大会	174	300181.SZ	佐力药业	2020-05-21	股东大会
71	300702.SZ	天宇股份	2020-05-15	股东大会	175	600521.SH	华海药业	2020-05-21	股东大会
72	300753.SZ	爱朋医疗	2020-05-15	股东大会	176	603108.SH	润达医疗	2020-05-21	股东大会
73	600252.SH	中恒集团	2020-05-15	临时股东大会	177	603222.SH	济民制药	2020-05-21	股东大会
74	600488.SH	天药股份	2020-05-15	临时股东大会	178	000813.SZ	德展健康	2020-05-22	股东大会
75	600557.SH	康缘药业	2020-05-15	股东大会	179	000908.SZ	景峰医药	2020-05-22	股东大会
76	603168.SH	莎普爱思	2020-05-15	股东大会	180	002102.SZ	ST 冠福	2020-05-22	股东大会
77	603259.SH	药明康德	2020-05-15	股东大会	181	002349.SZ	精华制药	2020-05-22	股东大会
78	603368.SH	柳药股份	2020-05-15	股东大会	182	002435.SZ	长江健康	2020-05-22	股东大会
79	603520.SH	司太立	2020-05-15	临时股东大会	183	002693.SZ	双成药业	2020-05-22	股东大会
80	688321.SH	微芯生物	2020-05-15	股东大会	184	300158.SZ	振东制药	2020-05-22	股东大会
81	688399.SH	硕世生物	2020-05-15	股东大会	185	300381.SZ	溢多利	2020-05-22	股东大会
82	000504.SZ	*ST 生物	2020-05-18	股东大会	186	600513.SH	联环药业	2020-05-22	股东大会
83	000623.SZ	吉林敖东	2020-05-18	股东大会	187	600829.SH	人民同泰	2020-05-22	股东大会
84	002198.SZ	嘉应制药	2020-05-18	股东大会	188	603301.SH	振德医疗	2020-05-22	股东大会
85	002332.SZ	仙琚制药	2020-05-18	股东大会	189	000513.SZ	丽珠集团	2020-05-25	股东大会
86	002433.SZ	太安堂	2020-05-18	股东大会	190	002551.SZ	尚荣医疗	2020-05-25	股东大会
87	002437.SZ	誉衡药业	2020-05-18	股东大会	191	002589.SZ	瑞康医药	2020-05-25	股东大会
88	002551.SZ	尚荣医疗	2020-05-18	临时股东大会	192	603707.SH	健友股份	2020-05-25	股东大会
89	002817.SZ	黄山胶囊	2020-05-18	股东大会	193	000423.SZ	东阿阿胶	2020-05-26	股东大会
90	300562.SZ	乐心医疗	2020-05-18	股东大会	194	002118.SZ	紫鑫药业	2020-05-26	股东大会
91	300601.SZ	康泰生物	2020-05-18	股东大会	195	300199.SZ	翰宇药业	2020-05-27	股东大会
92	600529.SH	山东药玻	2020-05-18	股东大会	196	300206.SZ	理邦仪器	2020-05-27	股东大会
93	600535.SH	天士力	2020-05-18	股东大会	197	600796.SH	钱江生化	2020-05-27	股东大会
94	600572.SH	康恩贝	2020-05-18	股东大会	198	000566.SZ	海南海药	2020-05-28	股东大会
95	600594.SH	益佰制药	2020-05-18	股东大会	199	002038.SZ	双鹭药业	2020-05-28	股东大会
96	600998.SH	九州通	2020-05-18	股东大会	200	300238.SZ	冠昊生物	2020-05-28	股东大会
97	603590.SH	康辰药业	2020-05-18	股东大会	201	300759.SZ	康龙化成	2020-05-28	股东大会
98	603676.SH	卫信康	2020-05-18	股东大会	202	600196.SH	复星医药	2020-05-28	临时股东大会

99	603811.SH	诚意药业	2020-05-18	股东大会	203	000403.SZ	双林生物	2020-05-29	股东大会
100	688278.SH	特宝生物	2020-05-18	股东大会	204	300149.SZ	量子生物	2020-05-29	股东大会
101	000503.SZ	国新健康	2020-05-19	股东大会	205	600079.SH	人福医药	2020-05-29	股东大会
102	000516.SZ	国际医学	2020-05-19	股东大会	206	600420.SH	现代制药	2020-05-29	股东大会
103	000650.SZ	仁和药业	2020-05-19	股东大会	207	600789.SH	鲁抗医药	2020-05-29	股东大会
104	002275.SZ	桂林三金	2020-05-19	股东大会					

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

药品审评进度低于预期；控费政策推进速度高于预期；海外疫情影响大于预期。

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。

孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

肖鸿德：联系人，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。