

行业整体增速稳健，结构性机会显著

——医药生物上市公司 2018 半年报小结

强于大市（维持）

日期：2018 年 09 月 14 日

行业核心观点：

通过刚刚披露结束的行业半年报整体情况可以发现行业及行业内优质公司业绩依旧保持向上趋势，行业内部结构性变化明显，行业发展结构性变化仍将持续。经过近期一段时间调整，部分优质个股的估值又重回相对合理区间，很多个股 PEG 重回 1 以下，因此站在当下节点看未来中长期，医药板块都是值得重点关注的领域。与此同时随着三季报披露期逐步来临，部分优质成长医药个股有望在年底迎来估值切换行情。具体投资策略方面：结合行业半年报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域。

投资要点：

● 因流感因素 2018Q1 高增长，Q2 增速有所回落

2018 年 1-7 月份，国内医药制造业实现主营收入、营业利润分别为 14404.4 亿、1789 亿，分别同比增长 14.0%、11.2%；其中受流感等季节性因素影响，2018 年 Q1 制造业收入和利润增速分别达到 16.1%、22.5%，2018 年 Q2 增速有所回落。医药行业经历了前几年医保控费和招标降价等政策的制约影响，行业增速在 16 年初“触底”之后，近三年时间行业增速得到一定程度回升，其中 2017 全年国内医药制造业累计实现收入 2.82 万亿，累计实现利润收入 3314 亿，比 2016 年同期分别增长 12.5%和 17.8%。预计未来几年，在行业下游稳定的需求增长、行业内部结构性变化愈发明显情况下，行业整体有望保持平稳较快增长。

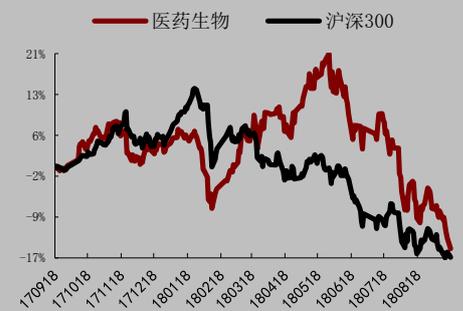
● 上市板块营收保持较快增速，销售费用占比提升

收入方面：2018H1，医药板块整体实现营业收入 6480 亿（统计口径有调整），同比增长 21.38%，增速较去年同期提升 0.62pp，上半年整体营收保持较快增速一方面因突发流感、原料药涨价等原因带来相关企业业务收入快速增长，另一方面由于两票制的实施带来的“低转高开”也使得部分企业表现收入大幅增长。**盈利方面：**上半年医药板块实现归母净利 564.65 亿，同比增长 26.88%，实现扣非后归母净利 510.42 亿，同比增长 23.65%；扣非后增速较去年同期提升 3.61pp，显示出行业整体内生经营盈利情况良好，其中原料药子行业扣非后净利增速较快，对板块整体拉动作用明显。**费用方面：**2018H1 板块整体销售费用率为 15.52%，同比提升 2.57pp，上半年销售费用率同比提升较多主要由于行业内企业主营产品市场放量（招标、新进医保等）特别是新品市场推广带来的销售费用增加，与此同时由于两票制的实施也使得行业整体销售费用率有一定提升；2018H1 管理费用率、财务费用率分别为 5.88%、0.97%，与去年同期相比大致保持持平。

盈利预测和投资评级

股票简称	17A	18E	18PE	评级
长春高新	3.89	5.24	41.1	买入
安科生物	0.39	0.37	35.0	买入
凯莱英	1.49	2.05	31.8	买入
泰格医药	0.60	0.90	52.8	买入
老百姓	1.38	1.61	34.2	买入

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：2018 年 09 月 14 日

相关研究

万联证券研究所 20180829_公司点评报告_AAA_长春高新 (000661) 2018 半年报点评
万联证券研究所 20180830_公司点评报告_AAA_安科生物 (300009) 2018 半年报点评
万联证券研究所 20180823_公司点评报告_AAA_凯莱英 (002821) 2018 半年报点评
万联证券研究所 20180905_公司点评报告_AAA_老百姓 (603883) 2018 半年报点评
万联证券研究所 20180903_公司点评报告_AAA_泰格医药 (300347) 2018 半年报点评

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：姚文

电话：02160883489

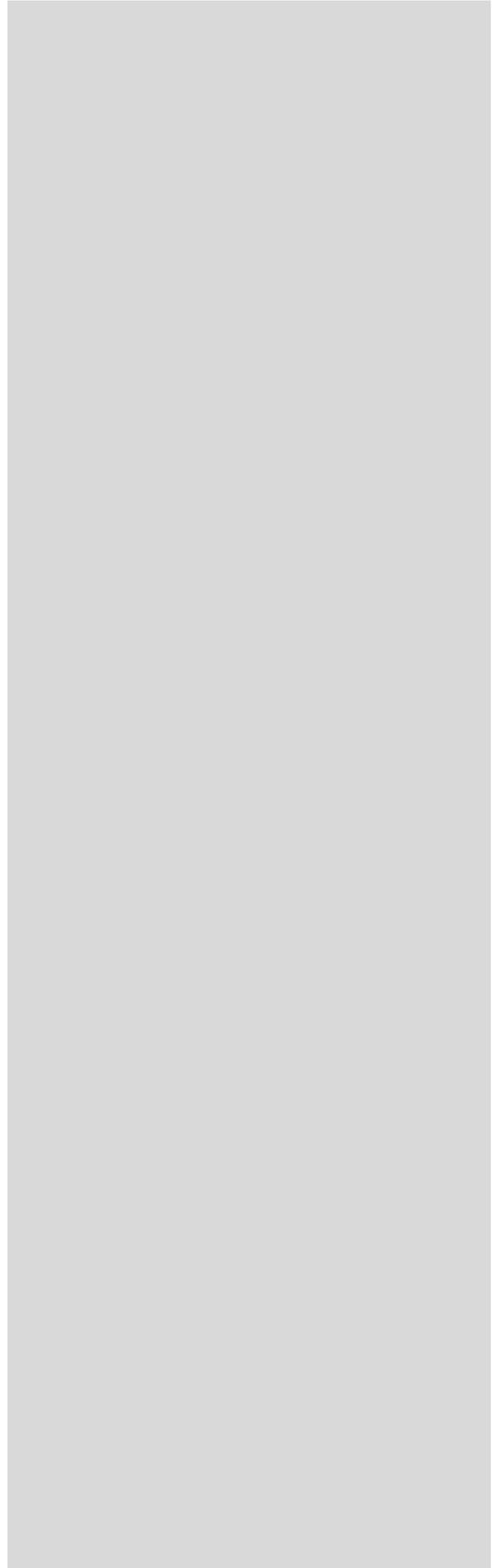
邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

● **投资建议：**

1. 近期医药板块走势羸弱，主要受不久前行业带量采购相关消息的影响，如果从六月算起，医药板块至今整体跌幅已超 25%，而实际上医药行业本身基本面无重大变化，且通过刚刚披露结束的半年报整体情况可以发现行业及行业内优质公司业绩依旧保持向上趋势，行业内部结构性变化明显，行业发展结构性变化仍将持续。经过近期一段时间调整，部分优质个股的估值又重回相对合理区间，很多个股 PEG 重回 1 以下，因此站在当下节点看未来中长期，医药板块都是值得重点关注的领域。与此同时随着三季报披露期逐步来临，部分优质成长医药个股有望在年底迎来估值切换行情。

2. 具体投资策略方面：结合行业半年报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域：1. 受益于消费升级，且行业竞争格局良好，未来几年保持高景气度的生长激素领域，重点推荐长春高新、安科生物；2. 受益于创新药产业发展、一致性评价及 MAH 实施下的医药外包产业链（CRO&CDMO 等），重点推荐凯莱英、泰格医药；3. 受益于行业自身集中度提升及药占比/处方外流政策红利的零售药房行业，重点推荐老百姓。

● **相关风险提示：**短期受政策不确定因素影响，医药板块继续调整的风险、相关个股业绩不达预期的风险、在研品种研发失败的风险



目录

1、行业总体运行平稳，结构性分化趋势明显	4
1.1 因流感因素 2018Q1 高增长，Q2 增速有所回落	4
1.1.1 上市板块营收保持较快增速，销售费用占比提升	4
1.2 不同子行业差异明显，行业结构性趋势显著	5
1.2.1 原料药：受益于供给侧改革，继续保持高景气行情	7
1.2.2 化学制剂：行业整体增速稳健，关注医保受益品种、后一致性评价市场格局及 产品表现.....	7
1.2.3 中药：上半年受益于流感突发因素，行业内部将进一步分化	7
1.2.4 生物制品：业绩维持高速增长，仍旧看好未来发展前景	7
1.2.5 医疗器械：业绩增长平稳，结构性机会依旧明显	8
1.2.6 医药商业：两票制影响逐渐弱化，医药零售增长稳健	8
1.2.7 医疗服务：板块整体保持较快增长，CRO 行业增速强劲	8
1.3 个股增速区分明显，高景气度领域受瞩目	9
2、二三季度板块整体回落明显，重回价值区间	11
图 1：医药制造业收入（亿）及增速	4
图 2：医药制造业利润（亿）及增速	4
图 3：2016-2018H1 医药板块总营收（亿）及增速	4
图 4：2016-2018H1 医药板块费用率	4
图 5：2016-2018H1 医药板块归母净利（亿）及增速	5
图 6：2016-2018H1 医药板块扣非归母净利（亿）及增速	5
图 7：2018Q1 不同营收增速区间医药公司分布	9
图 8：2018H1 不同营收增速区间医药公司分布	9
图 9：2018Q1 不同归母净利增速区间医药公司分布	9
图 10：2018H1 不同归母净利增速区间医药公司分布	9
图 11：申万医药板块走势与沪深 300 指数比较（截止 18/08/31）	11
图 12：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%、截止 18/08/31）	12
图 13：医药不同子行业涨跌幅比较（截止 18/08/31）	12
图 14：医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价	13
表 1：医药各二级子行业营收（亿）及利润增长情况	6
表 2：2018H1 归母净利增速超 50%的医药上市公司	9
表 3：医药行业今年涨跌幅前 10 个股（%、截止 18/08/31） .. 1 错误!未定义书签。	

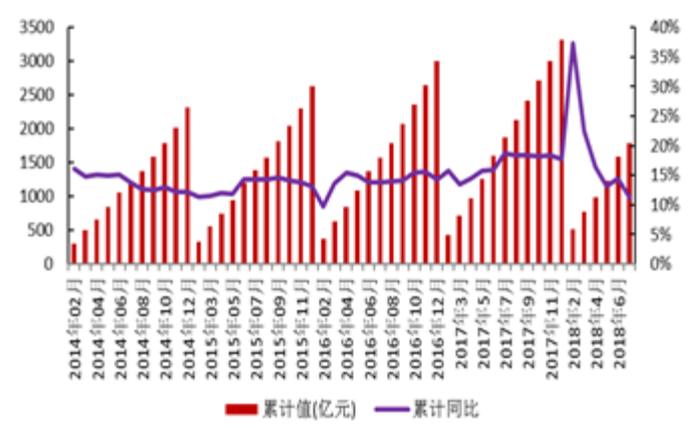
1、行业总体运行平稳，结构性分化趋势明显

1.1 因流感因素2018Q1高增长，Q2增速有所回落

2018年1-7月份，国内医药制造业实现主营收入、营业利润分别为14404.4亿、1789亿，分别同比增长14.0%、11.2%；其中受流感等季节性因素影响，2018年Q1制造业收入和利润增速分别达到16.1%、22.5%，2018年Q2增速有所回落。医药行业经历了前几年医保控费和招标降价等政策的制约影响，行业增速在16年初“触底”之后，近三年时间行业增速得到一定程度回升，其中2017全年国内医药制造业累计实现收入2.82万亿，累计实现利润收入3314亿，比2016年同期分别增长12.5%和17.8%。预计未来几年，在行业下游稳定的需求增长、行业内部结构性变化愈发明显情况下，行业整体有望保持平稳较快增长。

图1. 医药制造业收入（亿）及增速

图2. 医药制造业利润（亿）及增速



数据来源：wind、万联证券研究所

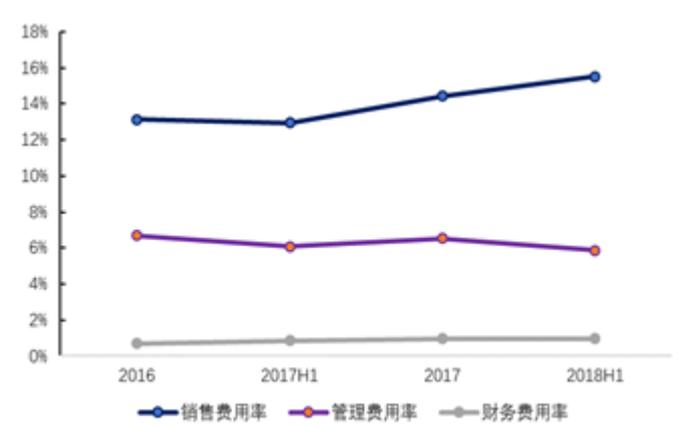
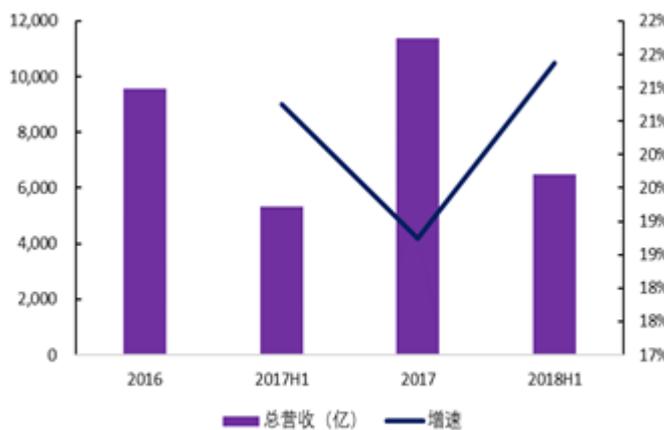
数据来源：wind、万联证券研究所

1.1.1 上市板块营收保持较快增速，销售费用占比提升

2018H1，医药板块整体实现营业收入6480亿（统计口径有调整），同比增长21.38%，增速较去年同期提升0.62pp，上半年整体营收保持较快增速一方面因突发流感、原料药涨价等原因带来相关企业业务收入快速增长，另一方面由于两票制的实施带来的“低转高开”也使得部分企业表现收入大幅增长。

图3. 2016-2018H1 医药板块总营收（亿）及增速

图4. 2016-2018H1 医药板块费用率



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：wind、万联证券研究所

相关费用方面：2018H1板块整体销售费用率为15.52%，同比提升2.57pp，上半年销售费用率同比提升较多主要由于行业内企业主营产品市场放量(招标、新进医保等)特别是新品市场推广带来的销售费用增加，与此同时由于两票制的实施也使得行业整体销售费用率有一定提升；2018H1管理费用率、财务费用率分别为5.88%、0.97%，与去年同期相比大致保持持平。

盈利方面：上半年医药板块实现归母净利564.65亿，同比增长26.88%，实现扣非后归母净利510.42亿，同比增长23.65%；扣非后增速较去年同期提升3.61pp，显示出行业整体内生经营盈利情况良好，其中原料药子行业扣非后净利增速较快，对板块整体拉动作用明显。

图5. 2016-2018H1医药板块归母净利(亿)及增速

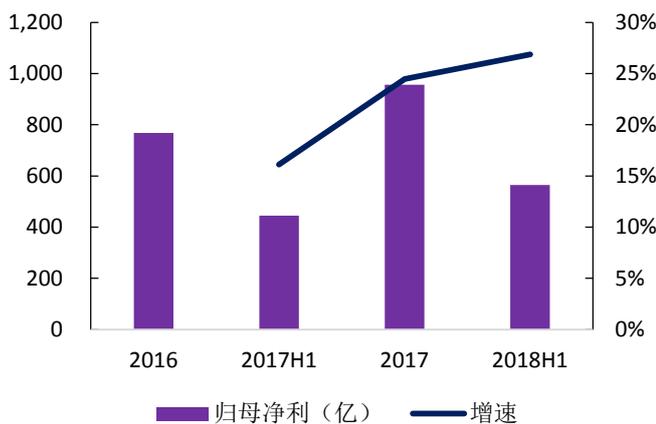
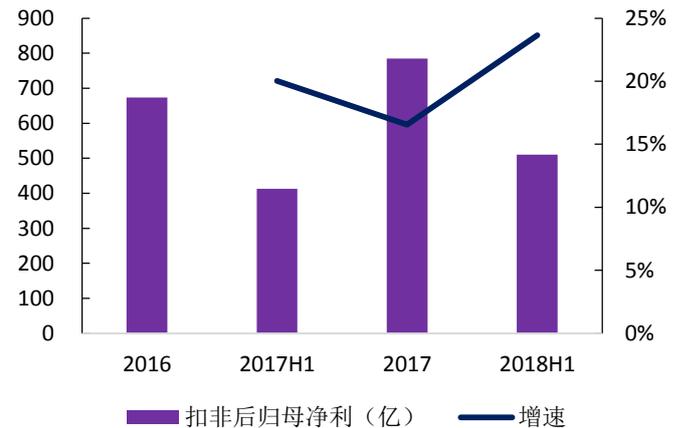


图6. 2016-2018H1医药板块扣非归母净利(亿)及增速



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：wind、万联证券研究所

1.2不同子行业差异明显，行业结构性趋势显著

收入端：上半年医药板块营收整体增速为21.38%，分子行业看：1.原料药板块上半年收入增长30.91%，增速比去年同期提升1.38pp；2.化学药、中药板块上半年收入增速分别为27.05%、19.81%，增速比去年同期分别提升12.28pp、8.18pp；我们分析认为增速同比大幅提升主要由以下几方面原因：一、在新一轮招标周期、新进医保放量及年初流感爆发等因素叠加影响，相关产品上半年市场放量提速；二、两票制实施下的“低开转高开”使得部分企业表现收入增速有所提高。3.生物制品板块上半年收入同比增长50.38%，相比去年大幅提升26.6pp，生物制品板块继续保持高增长主要是板块内部创新疫苗、生长激素类等细分子领域维持较高景气度；4.医药商业板块增速有所下滑主要是流通类企业受两票制影响所致；医疗器械板块收入增速同比略有放缓；受益于医疗消费升级及创新药外包产业链发展，医疗服务板块继续保持了较快收入增速。

利润端：上半年医药板块扣非后归母净利增速为23.65%，分子行业看不同子行业利润增速差别明显：原料药板块上半年扣非后归母净利增速达81%，受益于供给侧改革及持续环保政策压力，部分产品价格持续在高位运行带动业绩回暖；化学制剂板块整体利润增速稳健，其中部分新纳入医保/谈判品种上半年增速提升明显；中药板块受流感因素催化，部分中成药品种及传统品牌中药上半年增长较快，板块整体上半年扣非净利增速达13.42%；生物制品、医疗服务领域则继续延续高景气度行情，扣非归母净利依旧保持较快增长，上半年扣非净利增速分别为39.48%、38.06%；医疗器械板块整体扣非后归母

净利增速保持稳健，医药商业板块则受两票制影响，利润增速有所下滑。

表1. 医药各二级子行业营收（亿）及利润增长情况

	营收			归母净利			扣非后归母净利		
	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1
原料药	341.94	740.37	447.62	38.8	85.07	67.04	35.07	76	63.49
增速	29.53%	35.55%	30.91%	9.76%	25.66%	72.78%	6.92%	20.04%	81.04%
化学制剂	738.85	1598.8	938.7	86.05	228.5	105.3	78.82	140.1	94.18
增速	14.77%	12.26%	27.05%	12.22%	50.10%	22.34%	14.20%	7.75%	19.49%
中药	1252.7	2671.1	1500.4	170.86	339.04	209.26	162.98	304.41	184.86
增速	11.63%	14.58%	19.81%	8.01%	10.76%	22.47%	17.79%	15.07%	13.42%
生物制品	131.16	312.14	197.24	32.50	70.13	46.83	29.79	61.89	41.55
增速	23.79%	25.23%	50.38%	44.19%	35.67%	44.09%	43.77%	33.90%	39.48%
医药商业	2538.3	5266.2	2949.7	74.47	144.79	82.25	67.11	128.72	78.37
增速	25.33%	18.50%	16.21%	33.72%	23.84%	10.45%	31.02%	22.59%	16.78%
医疗器械	246.7	538.08	302.32	33.17	62.73	41.06	30.5	52.69	36.18
增速	24.74%	25.05%	22.55%	15.45%	15.16%	23.79%	15.62%	9.07%	18.62%
医疗服务	89.39	241.99	144.08	9.19	25.76	12.94	8.54	21.14	11.79
增速	43.60%	62.54%	61.18%	51.15%	36.22%	40.81%	58.44%	31.80%	38.06%

数据来源：wind、万联证券研究所（统计口径有调整，剔除不可比新股及特殊个股）

1.2.1 原料药：受益于供给侧改革，继续保持高景气行情

2018H1，原料药板块总计实现营业收入447.62亿，同比增长30.9%，分别实现归母净利润、扣非后归母净利润67.04亿、63.49亿，分别同比增长72.78%、81.04%；受益于行业近几年整体供给侧改革及环保整顿，行业整体处于“提质增效”阶段，促使维生素等大宗原料药产品价格提升，相关企业经营业绩继续维持在高景气度区间。除大宗产品外，部分特色原料药及CMO/CDMO企业经营也都在持续向好。预计未来一段时间内，受益于国家环保整顿、仿制药一致性评价及MAH制度的实施，相关细分领域的龙头企业将获得更大发展空间，行业整体将持续由“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。

1.2.2 化学制剂：行业整体增速稳健，关注医保受益品种、后一致性评价市场格局及产品表现

2018H1，化学制剂板块总计实现营业收入938.7亿，同比增长27.05%；分别实现归母净利润、扣非后归母净利润105.3亿、94.18亿，分别同比增长22.34%、19.49%。板块整体保持了稳健增长势头，其中板块整体营收增速大于利润增速，我们认为一方面跟行业“两票制”政策执行带来的高开因素有关，另一方面与行业整体药品价格持续下降有关。通过跟踪主要经营数据，行业龙头企业大都保持了稳定业绩增速，且平均增速高于行业整体增速。在行业系统性药审改革、一致性评价及医保持续控费背景下，行业内部竞争及整合有望加速，“强者恒强”效应有望进一步凸显。未来持续看好以下类型的医药企业：1. 长期看好“现有产品线成长性良好+研发管线梯队合理+市场推广综合能力优秀”的创新药药企，中短期关注新进医保及通过谈判进入医保的相关品种市场表现；2. 一致性评价下的“进口替代”机会：一致性评价工作目前正在稳步推进，已有部分国产品种陆续通过一致性评价相关工作。尽管从长期趋势来看，仿制药行业面临的整体竞争压力及价格维护压力都将进一步加大，但中短期内在相关政策（市场准入、医保支付、带量采购等）引导支持下的对进口品种的替代机会更值得关注。

1.2.3 中药：上半年受益于流感突发因素，行业内部将进一步分化

2018H1，中药板块总计实现营业收入1500亿，同比增长19.81%；分别实现归母净利润、扣非后归母净利润209.3亿、184.9亿，分别同比增长22.47%、13.42%，上半年整体营收及利润增速均较去年同期有所提升，主要是由于今年初流感偶发因素，使得相关中成药产品销量大幅提升，部分企业如济川、以岭、葵花等上半年业绩均实现了较快增长；同时“两票制”因素也使得上半年表观营收增速有所加快。与此同时，中药板块内部不同细分领域分化现象明显：除了中成药领域外，受益于品牌推广、自主消费升级及渠道建设，传统品牌中药、部分OTC类产品上半年量价齐升，整体业绩保持了较快增长；而另一端由于医保控费、限辅限注射剂等政策性压制因素，中药注射剂、部分辅助性用药品种增长乏力，相关品种用药市场逐步萎缩，使得相关上市公司业绩承压明显。未来一段时间仍相对继续看好受行业政策影响较小、符合消费导向的相关细分领域如品牌中药、OTC产品等。

1.2.4 生物制品：业绩维持高速增长，仍旧看好未来发展前景

2018H1，生物制品板块（剔除ST长生、天坛生物、上海莱士等）总计实现营

收197.24亿，同比增长50.4%；分别实现归母净利、扣非后归母净利46.83亿、41.55亿，分别同比增长44.09%、39.48%。上半年生物制品板块继续保持业绩高成长态势，主要归功于创新型疫苗的快速放量以及部分生物制品的市场表现良好（生长激素类、胰岛素类产品）。血制品行业经历了渠道调整等阶段性低点期后，上半年业绩增长重回向上区间。未来一段时间，依旧看好创新药产业趋势下及消费升级背景下的生物制品领域投资机会（单抗、生长激素、创新疫苗、胰岛素等），同时在医保控费大背景下，部分辅助用药属性的生物制品预计仍将进一步承压，行业内部也将呈现结构性分化趋势。

1.2.5 医疗器械：业绩增长平稳，结构性机会依旧明显

2018H1，医疗器械板块实现营收302.32亿，同比增长22.55%；分别实现归母净利、扣非后归母净利41.06亿、36.18亿，分别同比增长23.79%、18.62%。细分来看：行业部分白马股（乐普医疗、鱼跃医疗等）受益于业务平台型发展及渠道综合管控，业绩依旧维持较快增长，同时业绩增长的持续性及确定性较高；IVD领域由于并购活动变缓，行业整体增速有所下滑；同时，受行业集中打包采购及渠道管控影响，销售费用率及管理费用率有所下降。另一方面IVD内部也呈现一定分化态势：传统生化、部分免疫类检测产品由于行业成熟度较高，国内市场以国产品牌为主，行业增速相对平缓；而化学发光、分子诊断类等细分领域继续保持了较快增长，同时存在一定进口替代空间，未来发展仍相对看好。建议继续关注行业内平台型公司以及高景气度细分领域内优质公司的投资机会。

1.2.6 医药商业：两票制影响逐渐弱化，医药零售增长稳健

2018H1，医药商业板块实现营收2950亿，同比增长16.21%，分别实现归母净利、扣非后归母净利82.25亿、78.37亿，分别同比增长10.45%、16.78%。细分来看：流通板块上半年业绩普遍较稳，主要是由于两票制改革对于流通企业的影响逐渐趋于弱化，特别是大型流通企业，受益于两票制改革，未来有望占据更多市场份额，实现行业集中度提升。零售药房板块上市公司整体业绩依旧保持了较快增速，业绩增长驱动因素主要来自：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。建议继续关注受益于两票制整合、终端资源较多的全国性商业流通龙头及景气度较高、未来业绩成长性好的药房零售板块的投资机会。

1.2.7 医疗服务：板块整体保持较快增长，CRO行业增速强劲

2018H1，医疗服务板块实现营收144.1亿，同比增长61.18%，分别实现归母净利、扣非后归母净利12.94亿、11.79亿，分别同比增长40.81%、38.06%。其中医疗消费白马标的爱尔眼科、美年健康等整体业绩依旧保持了较快增速，其相关医疗服务业务异地扩张可复制性强，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。CRO行业相关上市公司（泰格医药、昭衍新药等）上半年整体业绩继续保持了快速增长势头。业绩增长主要受益于两方面因素：1. 国内外创新药项目订单不断增加；2. 一致性评价的开展带来的相应业务机会增加。预计医疗服务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，建议继续密切关注。

1.3 个股增速区分明显，高景气度领域受瞩目

具体到个股营收增速：2018Q1营收增速超50%的企业达60家（扣除不可比新股及特殊个股，下同），营收增速区间在30%-50%的企业数达64家，分别占到医药板块企业总数的21%、22%；在二季度随着流感因素逐渐消除，部分企业增速有所回落，2018H1营收增速50%以上、30%-50%区间的企业数分别为48家、54家，分别占比17%、19%。

图7. 2018Q1不同营收增速区间医药公司分布

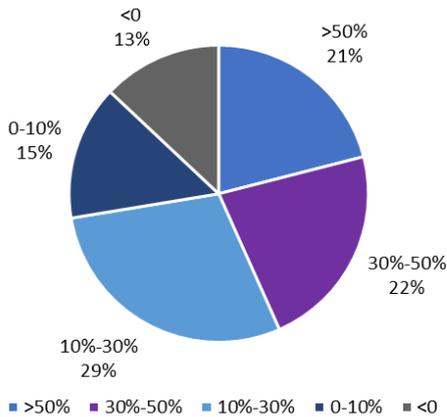
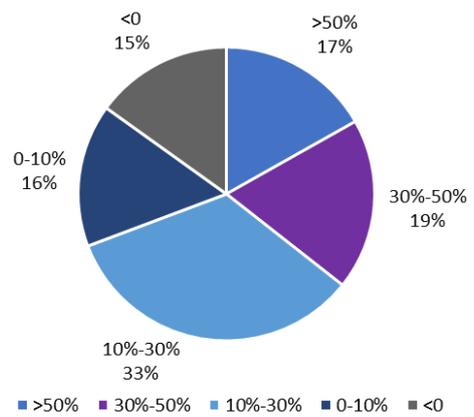


图8. 2018H1不同营收增速区间医药公司分布



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：wind、万联证券研究所

利润增速方面，2018Q1归母净利增速超50%的企业数达70家，占医药板块企业总家数的25%，归母净利增速达30%-50%的企业数为49家，占比为17%，Q1医药板块实现盈利的企业数占比79%；2018H1，归母净利增速达50%以上、30%-50%的企业比例分别为20%、17%，实现盈利的企业占比76%。

图9. 2018Q1不同归母净利增速区间医药公司分布

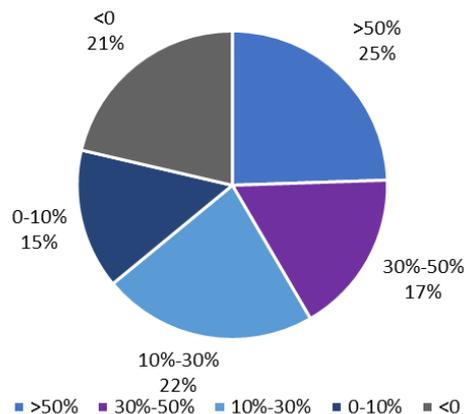
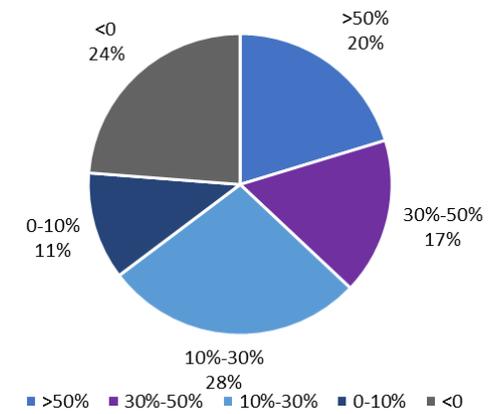


图10. 2018H1不同归母净利增速区间医药公司分布



数据来源：wind、万联证券研究所

数据来源：wind、万联证券研究所

细分来看，上半年度利润高增长的企业主要集中在原料药、创新疫苗、新药外包产业链（CRO等）等，相关领域受益于政策驱动或行业发展趋势，未来一段时间仍有望维持较高行业景气度，建议继续关注相关细分领域内优质龙头个股。

表2. 2018H1归母净利增速超50%的医药上市公司

证券简称	2018H1 营收增速 (%)	2018H1 归母净利增速 (%)
圣济堂	81.9196	4,194.8648
中源协和	3.9238	3,121.3745

海普瑞	90.8835	2,840.8368
博济医药	40.1255	1,149.6296
美年健康	57.4215	1,015.4788
天目药业	386.6999	543.2432
浙江医药	36.5094	419.8576
冠福股份	82.1131	318.2639
康泰生物	126.6520	305.9243
智飞生物	365.4207	297.2164
鲁抗医药	23.6780	284.2558
沃森生物	45.9199	270.0758
金石东方	199.1587	259.3149
新和成	78.3409	251.3207
金达威	46.9713	228.5775
科伦药业	57.6783	202.1748
东北制药	35.5415	193.2057
乐心医疗	-15.8283	157.5784
国农科技	427.4929	152.5924
紫鑫药业	85.4697	150.8760
赛托生物	83.3161	150.5112
广济药业	11.4641	130.5642
*ST海投	0.3129	128.6491
白云山	33.5093	126.1384
普利制药	92.7379	125.1703
西藏药业	3.9933	122.9319
辅仁药业	14.3959	113.0505
花园生物	37.6973	103.6788
华北制药	17.8733	100.6650
华仁药业	10.9539	93.8203
长春高新	71.8197	92.9262
正海生物	25.1006	91.3940
莱美药业	29.6479	85.9206
健友股份	75.6480	84.2408
昭衍新药	42.2134	84.1727
辰欣药业	49.8988	84.0818
广誉远	30.0412	83.3459
泰格医药	38.9636	82.7753
三诺生物	54.4053	79.6506
哈三联	160.6203	78.1383
药明康德	20.2935	71.3122
盘龙药业	29.1252	71.0736
宜华健康	27.2725	70.5375
药石科技	72.8264	67.4509
乐普医疗	35.3697	63.4830
开立医疗	27.5484	60.1619

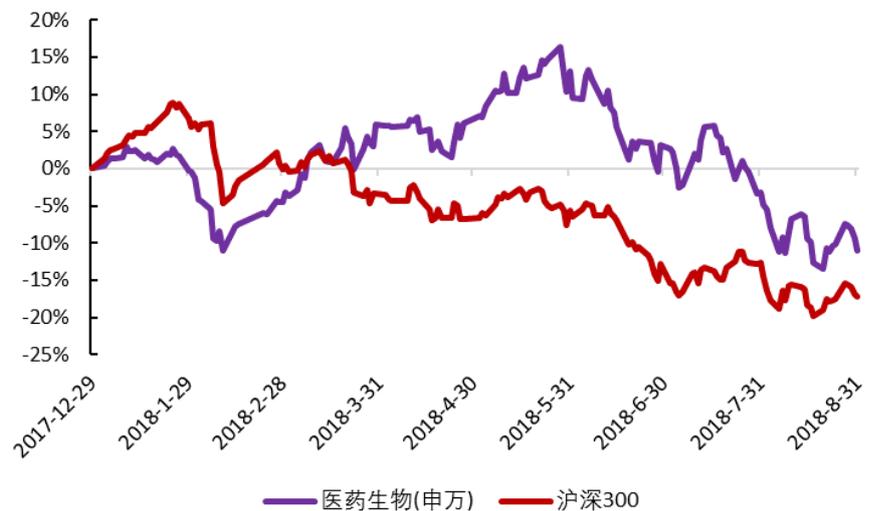
国发股份	-45.1372	58.0054
艾德生物	36.2167	57.8580
太极集团	15.7863	56.2896
ST 运盛	104.3092	55.0378
东诚药业	34.9433	53.6753
通策医疗	34.9146	52.6755
创新医疗	25.6305	52.5948
仙琚制药	38.0626	51.9100
仁和药业	26.6779	51.2666
双鹭药业	110.4066	50.4428
贝瑞基因	23.0928	50.2604
溢多利	23.9961	50.1652

数据来源：wind、万联证券研究所

2、二三季度板块整体回落明显，重回价值区间

在经历2018年初的一波快速调整之后，市场风格发生切换，以创业板为代表的成长股迎来了反弹行情。而医药板块在良好的行业基本面、政策端的利好驱动、相比其他消费板块明显的性价比及机构仓位配置较低等因素共振下，截止到5月份整体超额收益明显。而最近几月在市场整体弱势、消费板块补跌及自身行业黑天鹅事件扰动下，医药板块也随之下行，截止到8月底，沪深300指数涨幅为-17.28%，申万医药一级指数涨幅为-11.00%，跑赢沪深300指数6.28个百分点。

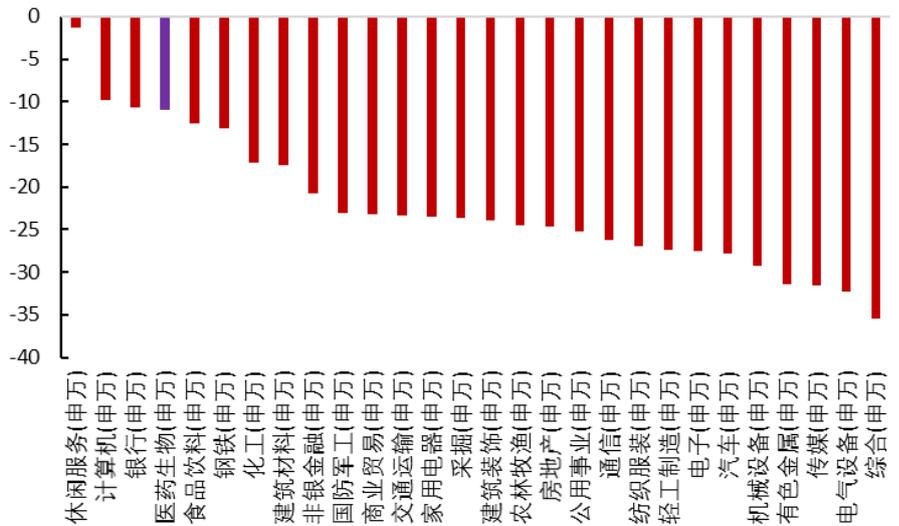
图11. 申万医药板块走势与沪深300指数比较（截止18/08/31）



数据来源：wind、万联证券研究所

截止8月31日，申万一级行业都出现不同程度的下跌，其中跌幅较小的行业主要包括休闲服务、计算机、银行、医药生物等，申万医药指数从年初至今下跌11%，在所有一级子行业中排名第4。

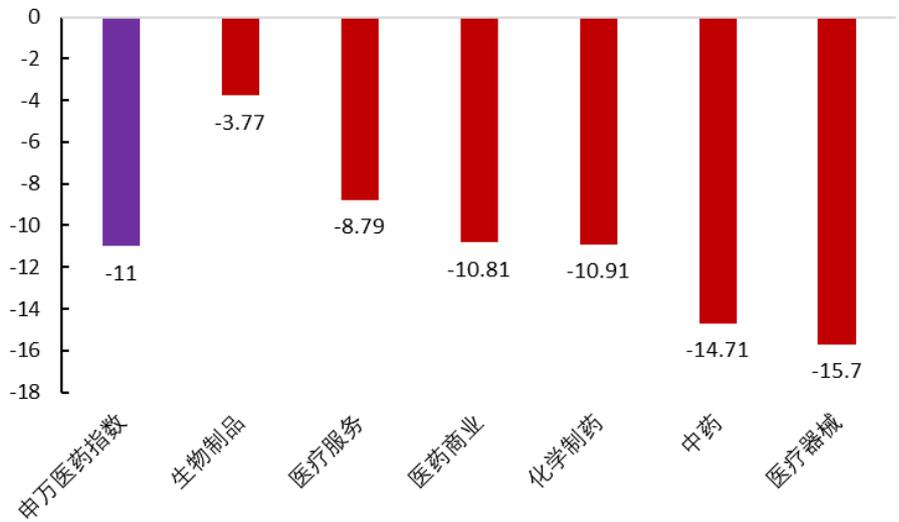
图12. 申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅(%, 截止18/08/31)



数据来源: wind、万联证券研究所

二级子行业方面, 截止8月底申万医药二级子行业均出现一定程度下跌, 其中跌幅最小的是生物制品板块, 下跌3.77%, 跌幅最大的是医疗器械板块, 下跌15.7%。

图13. 医药不同子行业涨跌幅比较(截止18/08/31)



数据来源: wind、万联证券研究所

个股涨跌幅方面, 除了上半年上市新股外, 医药板块内涨幅靠前的个股基本上集中在疫苗股、医疗服务类个股以及创新药产业链(CRO、CMO)相关个股: 疫苗类个股普遍受益于行业基本面好转以及未来部分高端自费苗的市场放量预期; 其他涨幅较大个股其所在领域普遍符合产业发展趋势、同时普遍具备确定性业绩高成长。同时受上半年尤其一季度市场整体风格因素影响, 涨幅靠前的创业板个股居多。

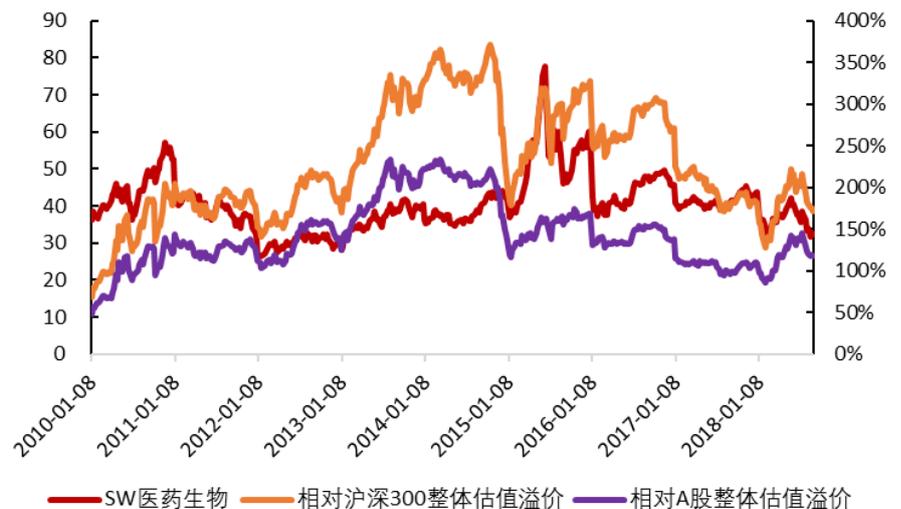
表3. 医药行业今年涨跌幅前10个股(%, 截止18/08/31)

涨幅前十个股		跌幅前十个股	
药明康德	171.70	千山药机	-78.12
明德生物	134.97	ST长生	-76.95
通策医疗	67.16	恒康医疗	-74.38
片仔癀	63.40	华大基因	-65.26
我武生物	59.01	华仁药业	-63.61
鲁抗医药	55.78	未名医药	-59.94
泰格医药	53.82	凯普生物	-57.04
爱尔眼科	53.72	冠昊生物	-55.98
智飞生物	48.97	国新健康	-54.19
正海生物	47.15	嘉应制药	-53.38

数据来源: wind、万联证券研究所

截止到今年8月底, 医药板块整体估值在32倍左右, 经过最近几个月时间调整, 医药板块相对A股的估值溢价率已从5月份的143%高位回落至117%, 相对沪深300的估值溢价率也已从前期220%回落至171%, 无论是板块整体估值还是相对溢价率均已回落至合理区间。

图14. 医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价



数据来源: wind、万联证券研究所

投资建议:

1. 近期医药板块走势羸弱, 主要受不久前行业带量采购相关消息的影响, 如果从六月算起, 医药板块至今整体跌幅已超25%, 而实际上医药行业本身基本面无重大变化, 且通过刚刚披露结束的半年报整体情况可以发现行业及行业内优质公司业绩依旧保持向上趋势, 行业内部结构性变化明显, 行业发展结构性变化仍将持续。经过近期一段时间调整, 部分优质个股的估值又重回相对合理区间, 很多个股PEG重回1以下, 因此站在当下节点看未来中长期, 医药板块都是值得重点关注的领域。与此同时随着三季度报披露期逐步来临,

部分优质成长医药个股有望在年底迎来估值切换行情。

2. 具体投资策略方面：结合行业半年报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域：1. 受益于消费升级，且行业竞争格局良好，未来几年保持高景气度的生长激素领域，**重点推荐长春高新、安科生物**；2. 受益于创新药产业发展、一致性评价及MAH实施下的医药外包产业链（CRO&CDMO等），**重点推荐凯莱英、泰格医药**；3. 受益于行业自身集中度提升及药占比/处方外流政策红利的零售药房行业，**重点推荐老百姓**。

相关风险提示：短期受政策不确定因素影响，医药板块继续调整的风险、相关个股业绩不达预期的风险、在研品种研发失败的风险

医药生物行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2018年09月14日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		17A	18E	19E	最新		17A	18E	19E	最新	
000661	长春高新	3.89	5.24	7.51	28.43	215.14	55.31	41.06	28.65	7.57	买入
300009	安科生物	0.39	0.37	0.49	1.71	12.94	33.18	34.97	26.41	7.56	买入
002821	凯莱英	1.49	2.05	2.70	9.31	65.24	43.79	31.82	24.16	7.01	买入
300347	泰格医药	0.60	0.90	1.28	5.34	47.50	79.17	52.78	37.11	8.90	买入
603883	老百姓	1.38	1.61	2.03	9.94	55.11	39.93	34.23	27.15	5.54	买入

资料来源：wind

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。

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 西城区平安里大街28号中海国际中心