



2020年05月29日

增持(维持)

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@yqzq.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

近期报告

《医药生物行业报告_【粤开医药专题研究系列四】从 PD-1 (L1) 单抗创新药看我国创新药企突围之路》2020-05-11

《医药生物行业报告_【粤开医药周报】武汉推全员新冠检测十天战役，医药的短中长期投资再思考》2020-05-18

《医药生物行业报告_【粤开医药周报】医疗新基建下的器械中长期机会》2020-05-25

医药生物

【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里

投资要点

整体：营收与利润增速继续双降，剪刀差拉大

我们在 2018 年年报总结中就指出：医药行业整体营收和利润增速出现不匹配现象，营收增速保持 20% 左右较快增长，而利润增速则断崖下降。2019 年，营收和利润增速剪刀差进一步拉大。2019 年，医药生物全部 292 家成份样本股营收总额 1.69 万亿元，同比增长 14.1%，增速比去年下降约 6pct，但仍属于较快增速；扣非归母净利润 789 亿元，同比大幅下降 12.1%。从 2018 年开始，医药行业整体利润增速显著低于营收增速，2019 年双双创下近 5 年来的增速低点，利润端（归母净利润和扣非利润）则开始负增长。

营收端增速较快一部分由于两票制药械出厂价低转高开被动拉升，2019 年后随着调整到位，影响逐渐缩小。利润端负增长主要是费用增加（尤其是研发费用）、药械降价以及公允价值和资产集中减值等因素影响。

中药行业：负重前行，品牌中药是细分亮点

2019 年，中药全部上市公司营收 3063 亿元，同比增长 11.9%；扣非后核心归母净利润 189 亿元，同比下滑 17.3%。近年来营收增速较稳定，但扣非净利润增速显著低于营收，且利润增速持续下滑，受医保控费影响明显。品牌中药是中药行业的细分亮点，样本上市公司主要有：云南白药、东阿阿胶、片仔癀、同仁堂四家，消费属性明显，受医保控费影响较小。除品牌中药外中药行业业绩缺乏亮点，也是近两年来二级市场表现最差的医药细分行业。2019 年医药生物 (SW) 全年上涨 36.85%，中药行业涨幅最小，仅有 4.68%；2020 年以来，中药板块上涨 1.31%，继续垫底，同期医药生物 (SW) 行业指数上涨 20%（数据截止到 5 月 21 日）。

化学制药：政策影响最直接，创新转型进行时

2019 年化学制药全部上市公司营收 4486 亿元，同比增长 9.7%，扣非后核心归母净利润 220 元，同比负增长-25.8%。2015-2019 年，化学制药营收端保持较快增长，年均增速 16.5%，但从 2016 年以来扣非核心净利润增速下滑明显，2018 年开始负增长，利润增速乏力我们认为主要有几个方面原因：医保控费降药价、研发费用激增、政策限制压力大（大输液、抗生素、辅助用药）。化药是医药行业创新研发主体，各方面政策鼓励，头部公司更加聚焦创新药研发，化药行业正处于创新转型时期。

生物制品：血制&疫苗比翼双飞

2015-2019 年，生物制品行业整体营收稳步快速增长，增速高于其他“药”细分行业；2019 年，生物制品上市公司营收总额 537 亿元，同比增长 24.8%，扣非后核心归母净利润 99 亿元，同比大增 39.9%。血液制品中小渠道商去库存基本完成，全行业去年营收和利润增速触底回升，上海莱士退出证券投资，回归主业；疫苗行业经历了 2016 年山东疫苗事件后爆发增长，国内疫苗产品多联多价产品消费升级，促使疫苗营收和扣非净利润分别同比大增 68.0%和



52.8%，疫苗企业业绩连续释放。

我们认为生物制品，尤其是血制品和疫苗是游离于政策压力之外的“药”品种。血制品资源属性明显，建议更多关注下半年可能的供需矛盾；疫苗偏消费属性，受益近年来民众保健意识提高，消费升级，接种率和渗透率提升。

医疗器械：头部聚集，医疗新基建下的器械中长期机会

2019 年医疗器械全部上市公司营收 1105 亿元，同比增长 14.0%，扣非后核心归母净利润 143.5 亿元，同比增长 10.6%。头部公司市占率较高，CR10 企业营收占比 41.4%，扣非净利润占比 72.5%；其中迈瑞医疗贡献全行业营收 15%，扣非净利润 32%。全行业研发支出 81.5 亿元左右，迈瑞医疗研发费用投入 16.5 亿元，占全行业 20%。

医疗新基建拉开帷幕。5 月 20 日，国家发改委公布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，《方案》明确给出了未来五大建设方向，并确定具体量化建设任务，对医疗器械需求拉动明显。

医疗服务：继续看好连锁专科医院和 CXO

2019 年样本医疗服务全部上市公司营收 600 亿元，同比增长 15.4%，扣非后核心归母净利润 4.74 亿元，同比减少 90%，营收增长趋势放缓，核心净利润出现了较大程度下滑，主要是宜华健康、创新医疗、美年健康和盈康生命大额资产和商誉减值导致行业利润失真，如果扣除上述四家公司影响，扣非归母净利润同比 17.0%，与营收增幅相匹配。

2016-2019 年间，连锁专科医院年均营收和扣非净利润仍保持 25%左右稳定增速增长，尤其是爱尔眼科和通策医疗，分别是眼科和口腔科领域高成长代表。医药外包服务行业受鼓励药械创新和仿制药一致性评价政策影响，营收连年实现快速增长，我们认为未来几年，医药外包服务 CRO/CMO 仍将快速增长。

医药商业：批发稳健，零售药店成长不息

2019 年，医药商业全部上市公司营收 7143.8 亿元，同比增长 17.1%，扣非后核心归母净利润 133 亿元，同比增长 6%。近年来医药商业行业整体营收维持 20%左右稳定增速，但增速放缓，扣非利润增速从 2016 年来持续下行。四家连锁药店上市公司 2019 年门店总量 20462 个，同比 2018 年增加 20.42%，其中老百姓门店净增最多，营收均突破了 100 亿大关。医药批发行业估值接近 5 年历史极低值，我们认为有利于行业并购整合和出清。

风险提示

行业竞争风险、产品质量风险、系统风险



目 录

一、2019 年医药年报大数据：营收与扣非利润增速剪刀差扩大.....	5
（一）整体：营收与利润增速继续双降.....	5
（二）分制造业和非制造业.....	5
二、中药行业：负重前行，品牌中药是细分亮点.....	8
（一）中药行业整体：负重前行，市场表现最弱.....	8
（二）品牌中药是细分行业亮点：片仔癀和云南白药.....	8
三、化学制药：整体扣非净利润下滑明显，关注创新药.....	9
（一）化学制药行业整体：政策影响最直接，创新转型进行时.....	9
（二）关注创新药：研发投入、研发营收比、CTR 数量.....	10
（三）小而美的创新药企是潜在未来之星.....	12
四、生物制品：血制&疫苗比翼双飞.....	13
（一）生物制品：游离于政策压力之外的“药”.....	13
（二）血液制品：关注下半年供需矛盾.....	14
（三）疫苗：疫情下的高光时刻.....	15
五、医疗器械：头部聚集，医疗新基建下的器械中长期机会.....	17
（一）行业稳定增长，头部公司优势明显.....	17
（二）医疗新基建下器械行业具有较高中长期布局价值.....	18
六、医疗服务：继续看好民营连锁专科医院和 CXO.....	19
（一）整体营收增速稳定，利润受大额资产和商誉减值影响失真.....	19
（二）医院医疗服务：各细分领域高速成长的稀缺标的.....	20
（三）医院外包服务：政策受益的朝阳行业.....	20
七、医药商业：零售药店成长不息.....	21
（一）整体营收较快增长，利润增速放缓.....	21
（二）零售药店：四朵金花继续跑马圈地.....	22
（三）医药批发：估值处于 5 年历史极低值.....	24
八、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：2015-2019 年医药上市公司整体营收和利润增速趋势.....	5
图表 2：2015-2019 年医药工业上市公司整体营收和利润增速趋势.....	6
图表 3：2015-2019 年医药工业上市公司历年研发投入及增速.....	7
图表 4：2015-2019 年非医药制造业上市公司整体营收和利润增速趋势.....	7
图表 5：2015-2019 年中药行业上市公司整体营收和利润增速趋势.....	8
图表 6：品牌中药历年营收和利润增速趋势.....	9
图表 7：品牌中药整体扣非净利润率稳定.....	9
图表 8：2015-2019 年化学制药行业上市公司整体营收和利润增速趋势.....	10
图表 9：全球医药行业研发支出及细分.....	10
图表 10：我国医药行业研发支出及细分.....	10
图表 11：主要国际医药巨头 2019 年研发强度一览.....	11



图表 12：国内医药上市公司 2019 年研发强度一览	11
图表 13：2018 年临床试验登记最积极的企业排名	12
图表 14：国内主要药企 1 类创新药临床数量一览	12
图表 15：科创板和港交所上市创新药公司一览	12
图表 16：2015-2019 年生物制品行业上市公司整体营收和利润增速趋势	14
图表 17：2015-2019 年血制品行业上市公司整体营收和利润增速趋势	14
图表 18：主要血制品上市公司 2019 年业绩及估值一览（单位：亿元）	15
图表 19：2015-2019 年疫苗行业上市公司整体营收和利润增速趋势	16
图表 20：目前国内新冠疫苗研发公司及技术路线全景图（不完全统计）	16
图表 21：主要疫苗上市公司 2019 年业绩及估值一览（单位：亿元）	17
图表 22：2015-2019 年医疗器械行业上市公司整体营收和利润增速趋势	18
图表 23：2015-2019 年医疗服务行业上市公司整体营收和利润增速趋势	19
图表 24：2015-2019 年医院服务主要上市公司营收	20
图表 25：2015-2019 年医院服务主要上市公司利润	20
图表 26：2015-2019 年 CXO 行业上市公司整体营收和利润增速趋势	21
图表 27：2015-2019 年 CXO 行业主要上市公司营收	21
图表 28：2015-2019 年 CXO 行业上市公司扣非利润	21
图表 29：2015-2019 年医药商业行业上市公司整体营收和利润增速趋势	22
图表 30：零售药店全行业门店总量基本稳定	22
图表 31：全国零售药店连锁率逐年提升	22
图表 32：上市零售药店门店数量快速增长	23
图表 33：主要上市连锁零售药店企业营收规模（亿元）	23
图表 34：零售药店上市公司平均单店销售额（万元）	23
图表 35：2015-2019 年医药批发行业上市公司整体营收和利润增速趋势	24
图表 36：主要医药批发行业上市公司 PE（TTM）波动区间（2015/1/1-2020/5/27）	24



一、2019 年医药年报大数据：营收与扣非利润增速剪刀差扩大

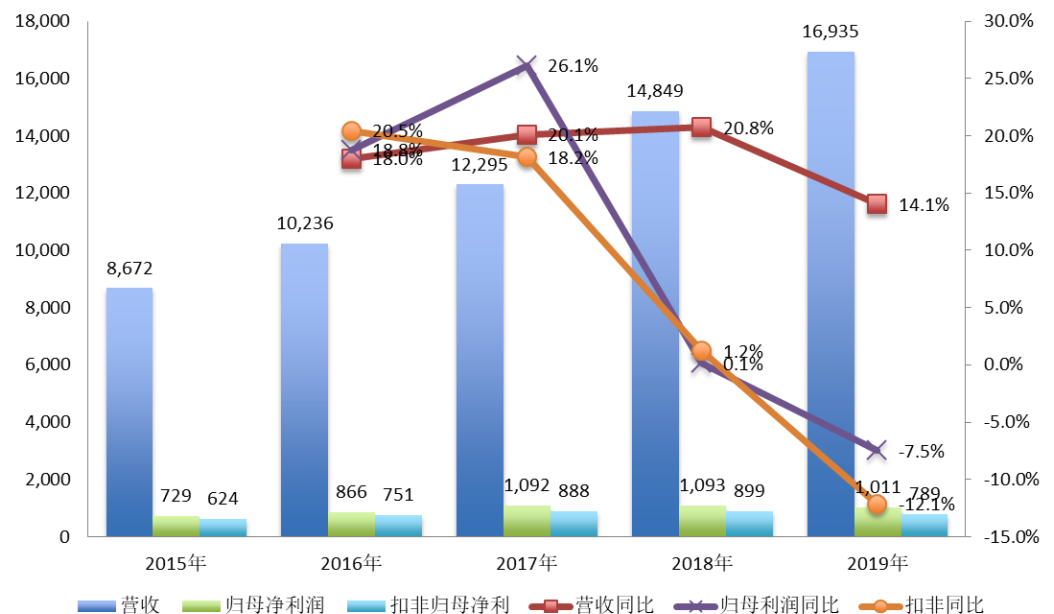
2019 年年报披露落下帷幕，我们以医药生物（SW）全部 292 家成份股（剔除 ST 股票）为统计样本，力求同口径下考察医药生物上市公司近年来的经营情况。

（一）整体：营收与利润增速继续双降

2019 年，医药行业全部 292 家成份样本股营收总额 1.69 万亿元，同比增长 14.1%，增速比去年下降约 6pct，但仍属于较快增速；归母净利润连续三年（2017-2019 年）达到千亿元以上，2019 年为 1011 亿元，同比下降 7.5%；扣非归母净利润 789 亿元，同比大幅下降 12.1%。从 2018 年开始，医药行业整体利润增速显著低于营收增速，2019 年双双创下近 5 年来的增速低点，利润端（归母净利润和扣非利润）则开始负增长。

我们在 2018 年年报总结中就指出，医药行业整体营收和利润增速出现不匹配现象，营收增速保持 20% 左右较快增长，而利润增速则断崖下降。2019 年，营收和利润增速剪刀差进一步拉大。

图表 1：2015-2019 年医药上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

（二）分制造业和非制造业

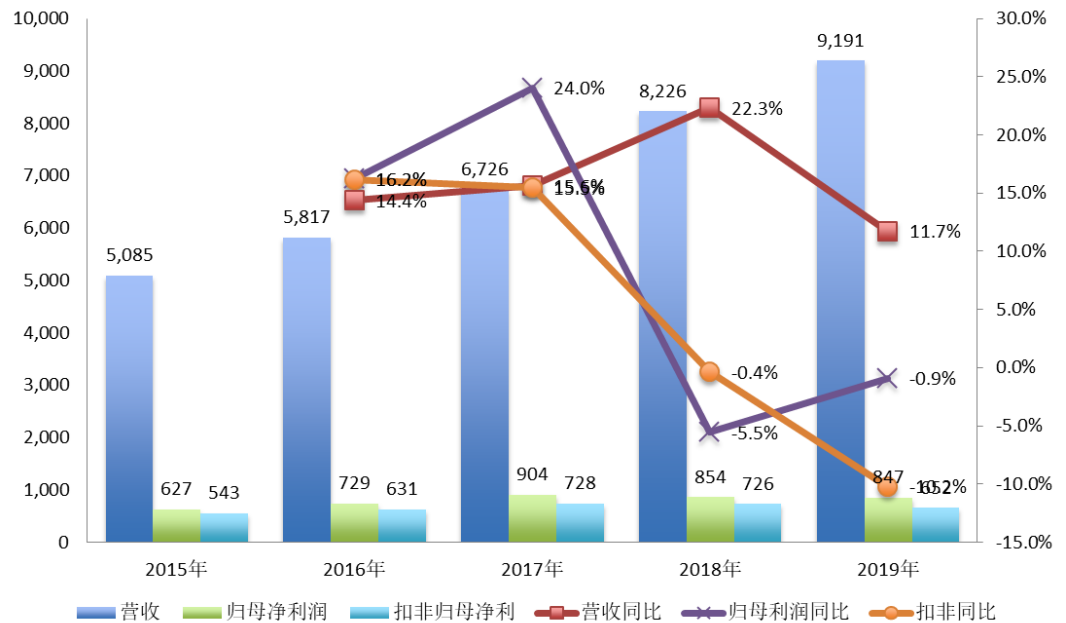
1、医药制造业（工业）：医药制造业（工业）上市公司营收和利润（归母净利润和扣非净利润）增速双降。扣除医疗服务和医药商业等非工业子行业，2015-2018 年上市医药制造业部分营收逐渐加速，2015 年医药制造业上市公司营收总额增速 9.8%，创新低后，2018 年回升到 22.3% 的营收增速，基本接近 2013 年水平，与工信部公布的医药工业主要经济指标完成情况数据对比，趋势一致，回升更快；2019 年增速回落到 11.7%。

值得注意的是，从 2018 年开始，医药工业利润端增速断崖式下跌，从年增速 15% 左右的较高增速，快速跌落到负增长。扣非后核心归母净利润增速负增长扩大，2018 年



扣非归母净利润基本与 2017 年持平，增速为-0.4%；2019 年负增长-10.2%。

图表 2：2015-2019 年医药工业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

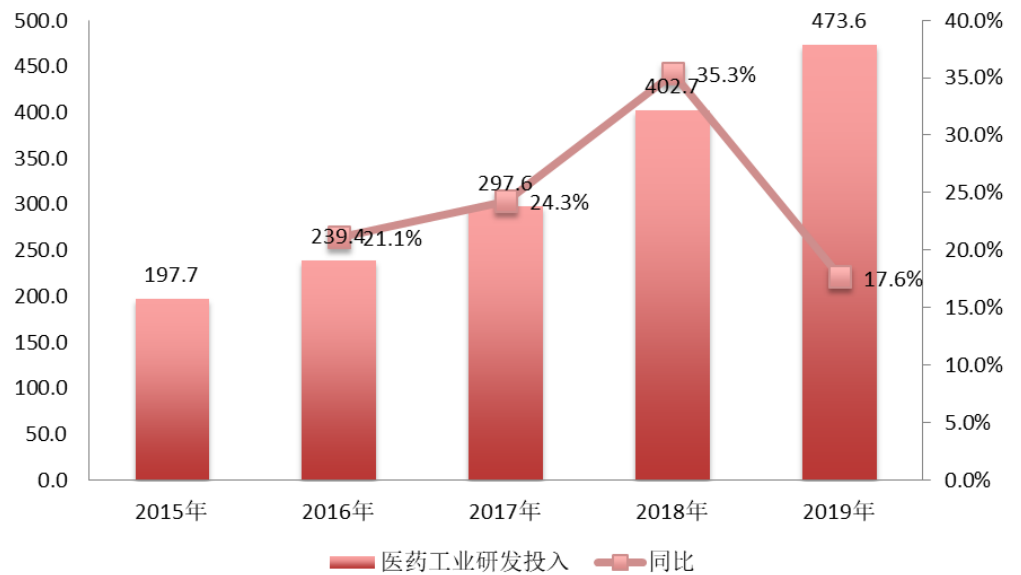
我们探究其中缘由，医药工业上市公司营收保持较快增长，利润端负增长并继续下滑的两极趋势，可能主要归因于：

其一：营收端保持较快稳定增长是医药内生增长，叠加两票制全面落地执行的合力结果。医药内生增长来自于人口基数不断增大、老龄化、加大医药卫生投入等因素；同时叠加到 2018 年底两票制全国全面落地执行，药械出厂价低转高开，制造企业营收被动增长影响，2019 年这一影响开始减弱。在实行两票制前，药械企业通常出厂价低开，通过过票、层层转分销等方法实现渠道费用提现，并降低赋税成本，两票制后药械出厂价低转高开，渠道费用表外转表内，直接促使营收增长。

其二：利润端负增长并继续下滑主要是费用增加（尤其是研发费用）、公允价值和资产减值等因素影响。近年来，鼓励药械创新，医药工业企业研发投入每年保持 20% 以上增速增长 2019 年医药工业上市公司研发投入上升到 474 亿元左右，同比增长 17.6%，增速比营收高 7pct，预计今年大概率突破 500 亿元。另外前几年并购大年带来的高商誉和公允价值，这两年出现频繁减值现象，也吞噬当期利润，拉低利润端增速。



图表3：2015-2019年医药工业上市公司历年研发投入及增速

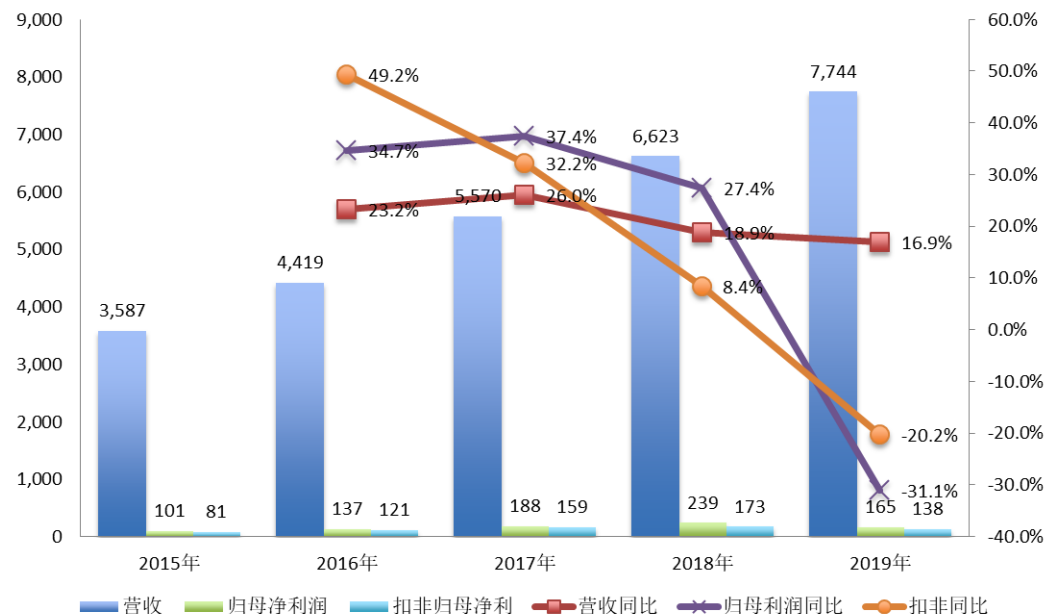


资料来源：Wind，粤开证券研究院

2、非医药制造业：2019年，非制造业医药上市公司（医药商业&医疗服务）营收保持稳定快速增长，利润端下降速度较快，并五年首次负增长，但主要是部分企业去年大幅计提商誉和资产减值导致利润失真。

2015-2019年，医疗服务和医药商业非工业上市公司营收增速平稳，近四来维持年均20%左右较快增速，2019年增速16.9%，同比2018年小幅下降2pct，但仍属较快增速。从2016年开始，扣非后核心归母净利润增速持续下滑，2019年首次负增长，扣非净利润同比增速为-20.2%。

图表4：2015-2019年非医药制造业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

我们观察到主要原因是部分公司商誉或公允价值大幅减值，导致扣非后净利润负增



长，如剔除商誉和公允价值减值较大的宜华健康(利润-18 亿元，下同)、瑞康医药(-11.4 亿元)、创新医疗(-10.5 亿元)和美年健康(-8.7 亿元)影响，则非医药制造业整体扣非利润同比增速修正到 7.8%，和 2018 年增速基本持平；另外医药商业尤其是批发受两票制全面落地执行和药品换标换票影响，成本前置，以及财务成本上升。但细分医院医疗服务、CRO/CMO 以及零售药店营收和利润均保持持续较快增长，是非药板块亮点。

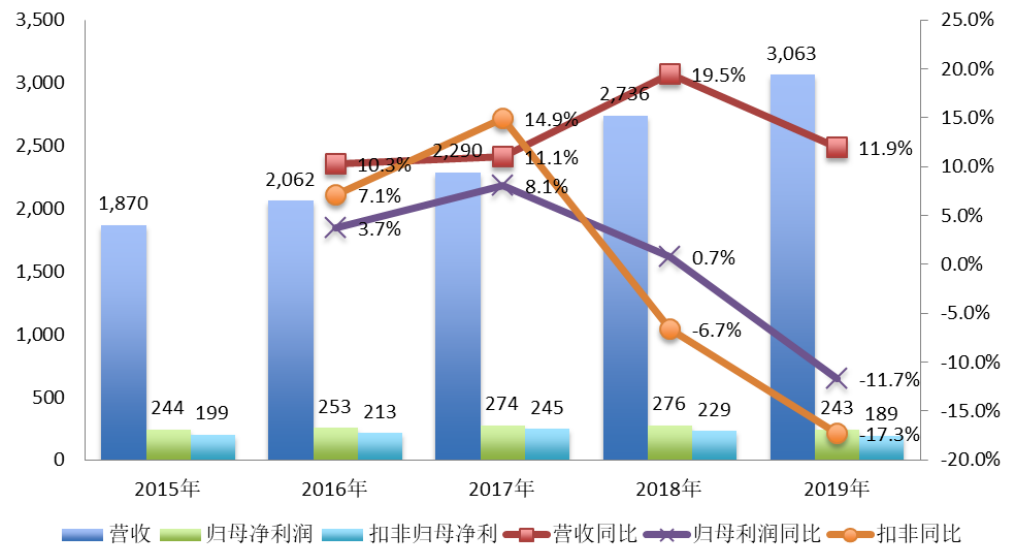
二、中药行业：负重前行，品牌中药是细分亮点

(一) 中药行业整体：负重前行，市场表现最弱

我们统计中药行业上市公司共 67 家，中药受医控制费影响较大，内部分化严重：品牌中药为中医药瑰宝，悠久文化底蕴叠加天然原材料稀缺，消费属性更强，受降价影响较小甚至还有长期提价预期；中药注射剂受二级以下医院医保限付等政策影响，受医控制费压力较大。其他口服中成药同样面对大品种严监管、招投标降价压力。

2019 年，中药全部上市公司营收 3063 亿元，同比增长 11.9%；扣非后核心归母净利润 189 亿元，同比下滑 17.3%。近年来营收增速较稳定，但扣非净利润增速显著低于营收，且利润增速持续下滑，受医控制费影响明显。

图表 5：2015-2019 年中药行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

(二) 品牌中药是细分行业亮点：片仔癀和云南白药

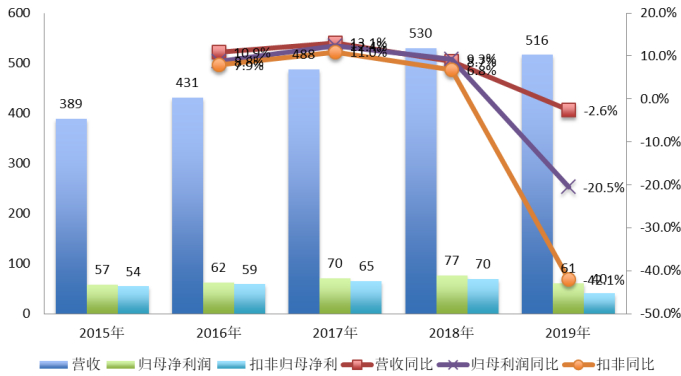
品牌中药是中药行业的细分亮点，样本上市公司主要有：云南白药、东阿阿胶、片仔癀、同仁堂四家，消费属性明显，受医控制费影响较小。

2019 年，四家品牌中药上市公司营收总规模 516 亿元，同比负增长-2.6%，扣非后核心归母净利润 40 亿元，同比负增长-42.1%。2019 年利润降幅较大，主要是受东阿阿胶渠道去库存，经营盈转亏，亏损-5.4 亿元(2018 年盈利 19.1 亿元)。品牌中药消费属性明显，受医控制费降药价影响较小，相反有长期提价预期，如片仔癀由于原材料天然麝香长期供不应求，在 2007-2017 年十年间，片仔癀国内出厂价提价 9 次，国际出口提价 8 次。



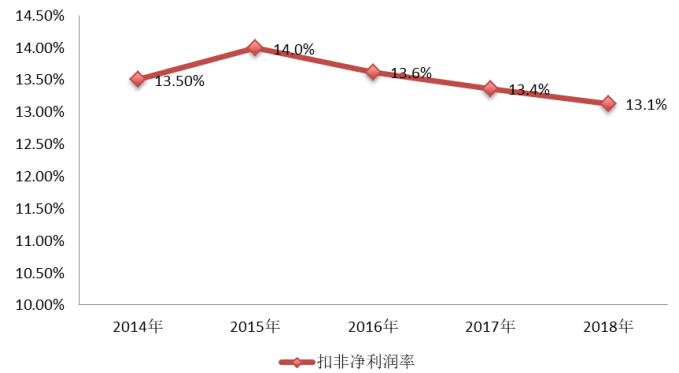
我们的观点：品牌中药（特别是名贵中成药）由于长期提价因素存在，基本不受医改政策影响，更多偏消费属性，受益消费升级，优先推荐片仔癀（600436）和云南白药（000538）。

图表6：品牌中药历年营收和利润增速趋势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：品牌中药整体扣非净利润率稳定



资料来源：Wind、粤开证券研究院 备注：剔除2019年东阿阿胶影响

除品牌中药外中药行业业绩缺乏亮点，也是近两年来二级市场表现最差的医药细分行业。2019年医药生物（SW）全年上涨36.85%，中药行业涨幅最小，仅有4.68%；2020年以来，中药板块上涨1.31%，继续垫底，同期医药生物（SW）行业指数上涨20%（数据截止到5月21日）。

三、化学制药：整体扣非净利润下滑明显，关注创新药

（一）化学制药行业整体：政策影响最直接，创新转型进行时

化学制药行业上市公司共103家，2019年化学制药全部上市公司营收4486亿元，同比增长9.7%，扣非后核心归母净利润220亿元，同比负增长-25.8%。2015-2019年，化学制药营收端保持较快增长，年均增速16.5%，但从2016年以来扣非核心净利润增速下滑明显，2018年开始负增长，利润增速乏力我们认为主要有几个方面原因：

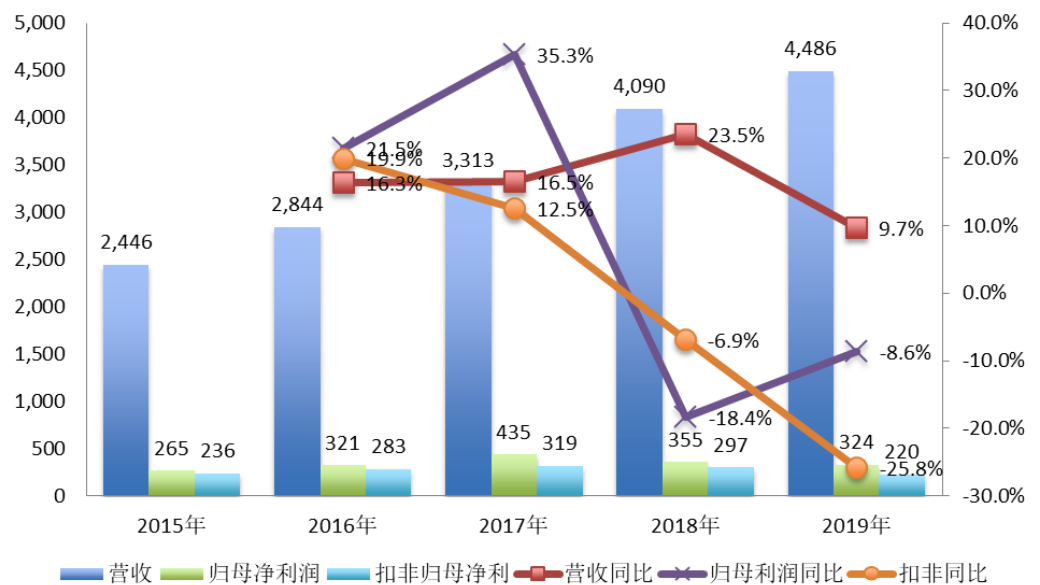
其一：医保控费降药价。一方面我国化药95%以上是仿制药，部分品种生产批文较多，市场竞争激烈；另一方面，医保控费降药价影响利润，近年来国家医保局通过带量采购等多种方式，促进药品降价，而化药仿制药首当其冲。

其二：研发费用激增。化药企业研发主要包括新药研发和仿制药一致性评价研发两方面，2015-2019年化药上市公司研发投入分别为92亿元、110亿元、145亿元、202亿元和242亿元，保持年均28%左右的增幅，显著高于当期营收增速，研发支出营收比进一步上升，2019年为5.4%（2018年为5.0%）。

其三：大输液、抗生素、辅助用药政策压力大：门诊限制大输液，限抗令，严控辅助类用药（如鼠神经生长因子）使用，企业利润端受损。



图表8：2015-2019年化学制药行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

(二) 关注创新药：研发投入、研发营收比、CTR 数量

评价药企创新强度直观指标可以用研发投入绝对值、研发销售百分比、药物临床试验备案 CTR 数量等参数来代表，研发投入绝对值直接反映企业研发可投资源多寡，研发销售比反映相对强度，CTR 数量尤其是 1 类（或 3.1 类）创新药数量代表研发质量。

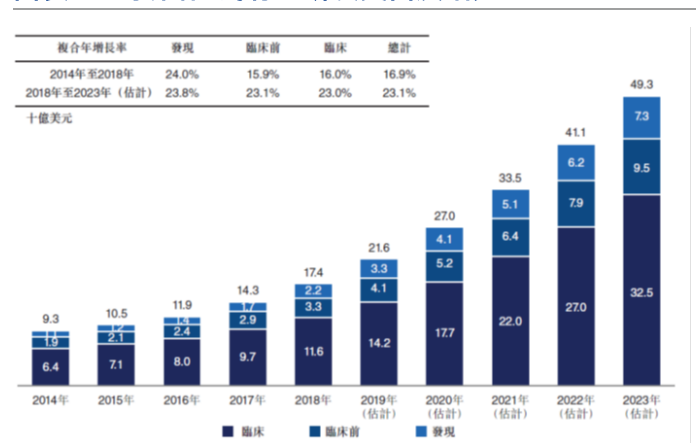
1、研发投入和研发营收比：近年来，我国医药行业研发投入增速远高于全球水平。据沙利文数据，2014-2018 年，全球医药行业研发支出保持约 4.5% 左右的平稳增长，预计 2020 年达到约 2000 亿美元规模。国内药企近年来扭转重渠道轻研发传统，开始加大研发力度，近年来研发投入跳跃式增长，增速远高于国外医药巨头，预计 2020 年全行业研发投入约 270 亿美元，增速为 23% 左右，远高于全球增速水平。

图表9：全球医药行业研发支出及细分



资料来源：沙利文、康龙化成 IPO 招股书、粤开证券研究院

图表10：我国医药行业研发支出及细分



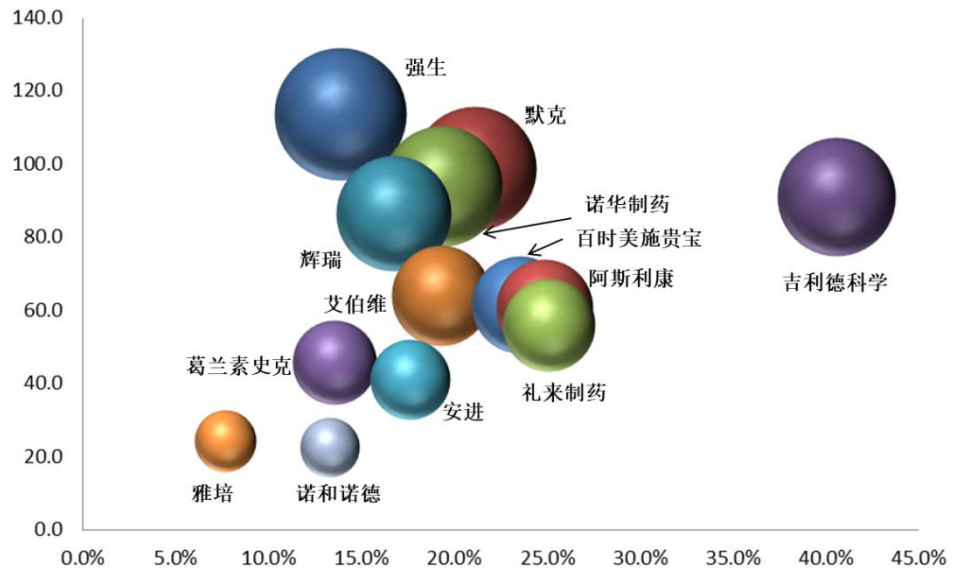
资料来源：沙利文、康龙化成 IPO 招股书、粤开证券研究院

上市公司层面，国际医药巨头研发投入增速虽然不高，但持续保持稳定高强度研发投入，研发营收比一般在 10%-25% 间。2019 年，礼来、默克、百时美施贵宝、阿斯利



康等医药巨头年投入研发费用在 50-100 亿美元间，研发营收比在 20%以上。

图表11：主要国际医药巨头 2019 年研发强度一览

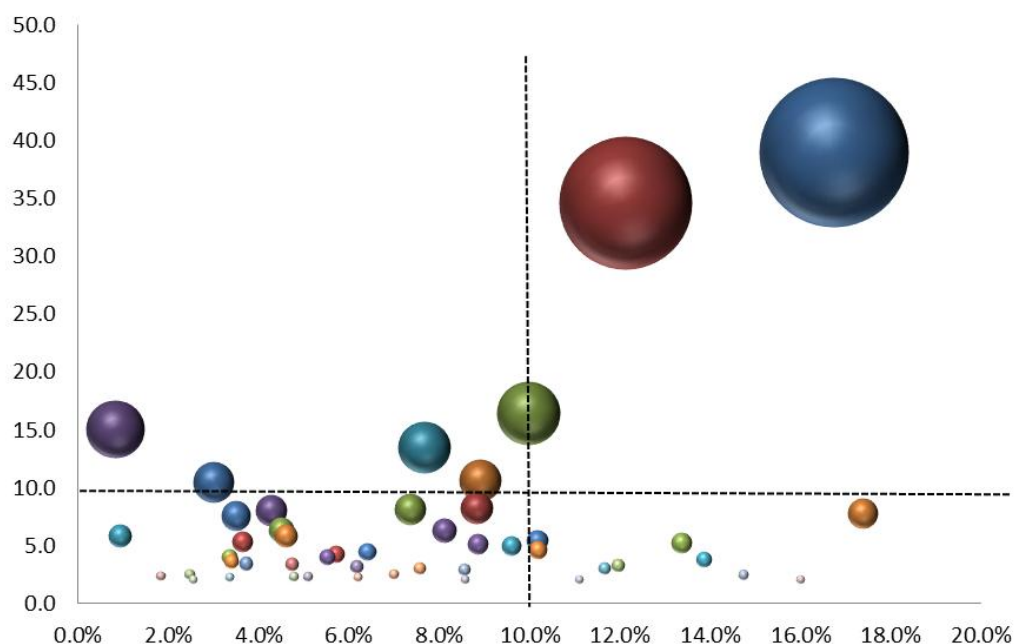


资料来源：Wind，粤开证券研究院

备注：气泡大小表示研发投入大小，Y 轴表示研发投入金额（亿美元），X 轴为研发投入营收比

我国医药工业上市公司研发投入基数小，但年增速高。近年来研发投入逐年跳跃式增长，从 2015 年的 200 亿元左右快速上升到 2019 年的 473 亿左右水平，年复合增速（CAGR）高达 24.4%。微观企业年研发投入前十年度排名变化不大，恒瑞医药领衔，2019 年研发投入约 39 亿元，研发营收比约为 16.7%，已经接近国际制药巨头研发强度。

图表12：国内医药上市公司 2019 年研发强度一览



资料来源：Wind，粤开证券研究院



备注：气泡大小表示研发投入大小，Y轴表示研发投入金额（亿美元），X轴为研发投入营收比

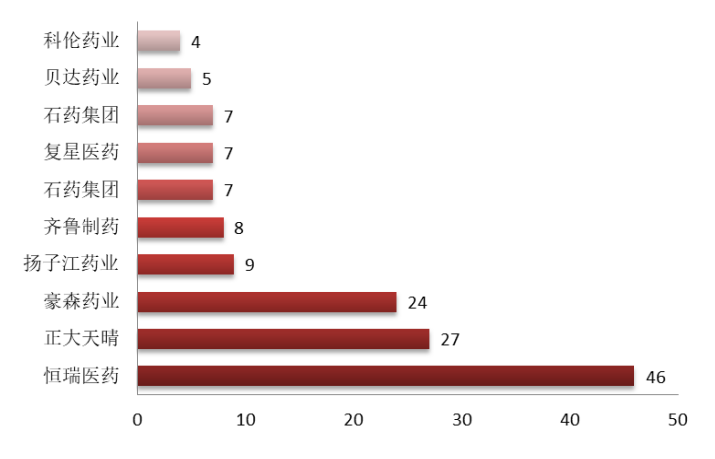
2、药物临床试验备案 CTR 数量：临床试验登记和各企业的整体实力呈正相关。以 2018 年数据为例，江苏恒瑞临床试验登记数量最多，其次是正大天晴药业，恒瑞医药（含上海恒瑞）共有 71 个临床试验登记，正大天晴（含南京正大天晴）共有 48 个临床试验登记。另外，国内药企研发实力对比主要参考 1 类新药（包含化药、生物药）、3.1 类仿制药品种数量，尤其是 1 类新药研发数量代表企业原研实力。恒瑞医药 1 类新药临床数量遥遥领先，目前共有 46 个在临床试验中。

图表 13：2018 年临床试验登记最积极的企业排名

排名	公司名称	临床试验数
1	江苏恒瑞医药股份有限公司	54
2	正大天晴药业集团股份有限公司	33
3	齐鲁制药有限公司	32
4	浙江海正药业股份有限公司	22
5	扬子江药业集团有限公司	20
6	石药集团欧意药业有限公司	18
7	上海恒瑞医药有限公司	17
8	广药白云山医药集团白云山制药总厂	16
9	江苏豪森药业集团有限公司	15
10	南京正大天晴制药有限公司	15

资料来源：药物临床试验登记平台、药智网、粤开证券研究院

图表 14：国内主要药企 1 类创新药临床数量一览



资料来源：药智网、粤开证券研究院 备注：数据截止 2018 年

（三）小而美的创新药企是潜在未来之星

随着 2018 年港交所新政和 2019 年上海科创板开板，尚未盈利创新药公司迎来上市融资热潮，极大的缓解了此前创新药公司资金紧张和融资渠道匮乏的局面，支持创新药公司放开手脚专注研发。

截止目前，科创板和港交所共上市挂牌创新药企 18 家左右，大多为尚未盈利的创新药企。微芯生物、泽璟制药和百奥泰相继在上海科创板挂牌上市。港交所上市创新药企较多，目前共有 15 家左右，百济神州首发募资最多（61.7 亿元），诺诚健华（09969.HK）是 2020 年首家香港上市的未盈利生物医药公司。

图表 15：科创板和港交所上市创新药公司一览

上市地	公司代码	公司简称	上市日期	当前市值（亿元）	首发募资金（亿元）	是否盈利
科创板	688321	微芯生物	2019/8/12	197	10.2	是
	688266	泽璟制药	2020/1/23	144	20.3	否
	688177	百奥泰	2020/2/21	183	19.7	否
融资总额					50.1	
均值					175	16.7
	1672	歌礼制药-B	2018/8/1	31	27.3	否
	6160	百济神州	2018/8/8	967	61.7	是
	1877	君实生物-B	2018/10/24	365	31.2	否
	1801	信达生物-B	2018/10/31	459	33.7	否
	2616	基石药业-B	2019/2/26	89	21.9	否



港交所	2552	华领医药-B	2019/2/26	32	7.8	否
	6185	康希诺生物—B	2019/3/28	327	11.6	否
	2181	迈博药业-B	2019/5/31	43	10.3	否
	2696	复宏汉霖—B	2019/9/25	220	30.9	否
	6855	亚盛医药-B	2019/10/28	55	4.3	否
	1875	东曜药业—B	2019/11/8	28	5.3	否
	3681	中国抗体—B	2019/11/12	33	12.4	否
	2500	启明医疗-B	2019/12/10	237	26.8	否
	9966	康宁杰瑞制药-B	2019/12/12	164	18.9	否
	9969	诺诚健华-B	2020/3/23	184	23.6	否
融资总额					327.7	
均值				216	21.8	

资料来源：Wind、粤开证券研究院

这些创新药企虽然仍需依靠外部输血，但相对成熟药企，具有一定优势。首先，历史包袱轻，是鼓励药械创新政策的最大受益者，公司以研发人员为主，运营扁平无历史包袱；其次，创新基因纯正，科创板及港交所创新药企创始人或团队大多来自科研一线或知名国际药企研发部门，创始人或合伙人光环效应明显，如百济神州王晓东院士、诺诚健华施一公院士、微芯生物鲁先平先生等，拥有极高学术造诣和药品长期研发经历，在研发管线方向把握上具有先天优势。再者，未来经营有爆发性增长潜力，国际间收购兼并踊跃；随着研发管线药品获批上市，公司营收和利润都有爆发性增长潜力，且大部分创新药公司本身体量较小，潜力创新药企更容易受到国际制药巨头收购兼并，如2019年11月，安进斥资27亿美元收购百济神州20.5%的股份。尚未盈利的创新药企小而美，可能是潜在未来之星。

四、生物制品：血制&疫苗比翼双飞

（一）生物制品：游离于政策压力之外的“药”

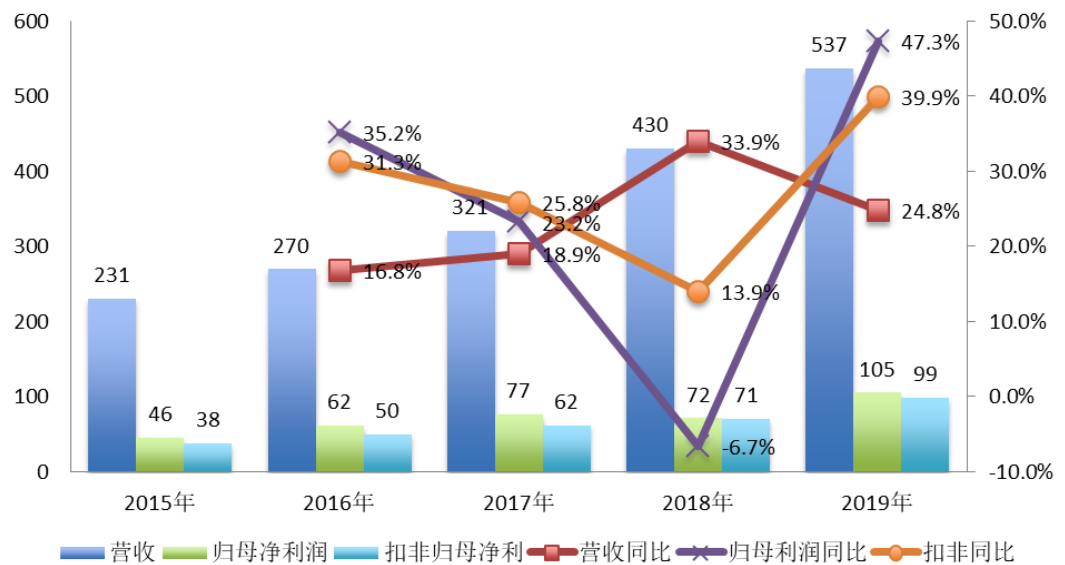
生物制品包行血液制品、疫苗和其他生物制药，其中血液制品企业有6家（上海莱士、华兰生物、天坛生物、双林生物、博雅生物和卫光生物），疫苗企业主要有3家（智飞生物、沃森生物和康泰生物），长春高新也有部分疫苗业务。

2015-2019年，生物制品行业整体营收稳步快速增长，增速高于其他“药”细分行业；2019年，生物制品上市公司营收总额537亿元，同比增长24.8%，扣非后核心归母净利润99亿元，同比大增39.9%。血液制品中小渠道商去库存基本完成，全行业去年营收和利润增速触底回升，上海莱士退出证券投资，回归主业；疫苗行业经历了2016年山东疫苗事件后爆发增长，国内疫苗产品多联多价产品消费升级，促使疫苗营收和扣非净利润分别同比大增68.0%和52.8%，疫苗企业业绩连续释放。

我们认为生物制品，尤其是血制品和疫苗是游离于政策压力之外的“药”品种。血制品资源属性明显，人血白蛋白过半依赖进口，国产血制品供不应求，供需偏紧格局和生产端受制采浆资源限制难以快速放量的特点，决定血制行业受医保控费等政策影响较小；疫苗偏消费属性，一类疫苗强制免疫，虽然单价较低，但每年需求稳定；二类疫苗受益近年来民众保健意识提高，消费升级，接种率和渗透率提升，是疫苗行业主要利润来源。



图表 16 : 2015-2019 年生物制品行业上市公司整体营收和利润增速趋势

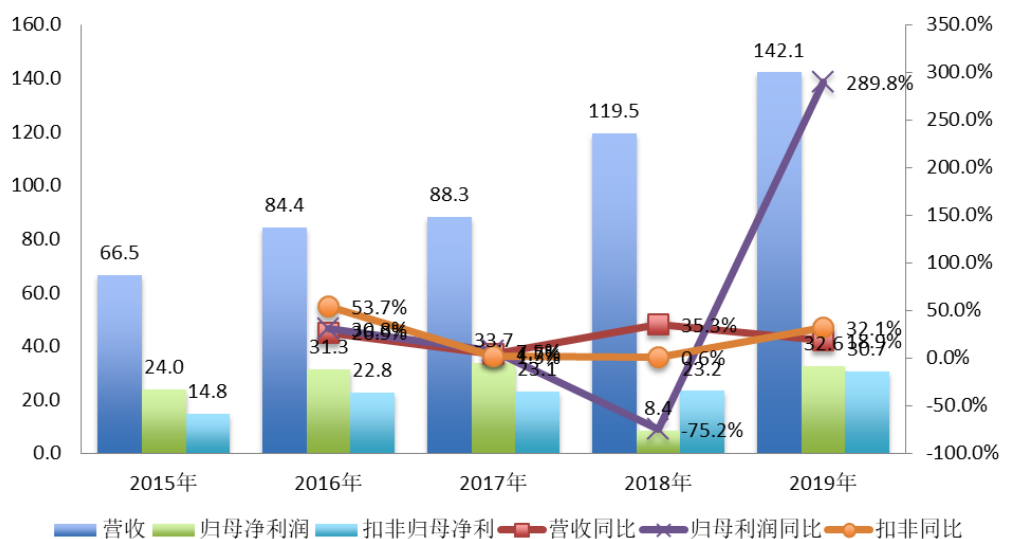


资料来源：Wind，粤开证券研究院

(二) 血液制品：关注下半年供需矛盾

2017-2019 年，血制行业全行业营收保持稳定较快增长，利润端增速有所波动。2017 年，血制行业营收和扣非利润增速较低，主要是受两票制影响，中小渠道商去库存，另外进口白蛋白冲击国内市场等多方面影响；2018 年，血制品渠道去库存基本完成，营收增速大幅回升到 35.3%，但扣非净利润由于上海莱士拖累，微增 0.6%；如果扣除上海莱士影响，同口径下营收增长 47%，扣非净利润增长 28%，血制品行业复苏明显。2019 年，血液制品行业六家公司营收总额 142.1 亿元，同比增 18.9%，扣非后归母净利润 30.7 亿元，同比增 32.1%。

图表 17 : 2015-2019 年血制品行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

我们建议 2020 年血制行业更多关注下半年可能的供需矛盾。我国医药产品大部分



外部依存较低，但是血制品行业由于国内采浆量不足，人血白蛋白产品常年进口比例较大。全球血制品行业产业链是美国采浆，欧洲生产，全球销售；美国年采浆能力占全球总采浆量约 60% 以上，不但能满足本国对血液制品的需求，还有超过 50% 的血浆以原料血浆或产成品形式出口到国外，我国白蛋白进口常年占比达 58% 左右，在全球各国严厉防疫管控前提下，国外原料血浆采集和生产将可能受影响。综合考虑国内抗疫影响 2-3 个月采浆，如果叠加国外采浆影响 2-3 个月，从白蛋白全球供应角度看，采浆影响将长达至少半年时间，下半年国内紧平衡的血制品行业供需存在失衡可能，先行指标是密切关注国内中检院系统批签发情况。

血制品行业优先推荐华兰生物和天坛生物。

华兰生物 (002007)：高瓴等知名资本 20.7 亿元入股旗下华兰疫苗公司背书价值，公司经营稳健，血制+疫苗+单抗好赛道，国内血制采浆规模、血浆利用率、盈利能力都居行业前列，年血制品净利润 10 亿元+；最大流感疫苗生产企业（三价、四价），在流感疫苗生产平台和 Vero 细胞大规模培养平台的基础上，已经启动研制“新型冠状病毒肺炎疫苗”。我们预计 2020 年公司流感疫苗业务继续延续高增长，血制品业务受益潜在进口萎缩，国产替代和产品提价，当前公司估值 PE (2020E) 约 41 倍，估值合理偏低，强烈推荐。

天坛生物 (600161)：血浆资源优势明显，拥有国内最多单采血浆站，年采浆量行业第一（2018 年 1600 吨左右），白蛋白和静丙国内市占率领先；未来改善空间最大，单位浆站采浆能力持续改善，目前提升到 35 吨左右，产品线不断丰富，吨浆利润提升空间较大；血制品资源央企龙头，推荐关注。

主要血制品企业 2019 年业绩及 PE (2020E) 估值如下：

图表 18：主要血制品上市公司 2019 年业绩及估值一览（单位：亿元）

股票代码	公司简称	2019 年营收	营收同比	扣非净利	扣非净利同比	PE (2020E)	总市值
002252.SZ	上海莱士	25.8	43.3%	5.98	286%	52.0	545
002007.SZ	华兰生物	37.0	15.0%	11.47	14%	45.1	751
300294.SZ	博雅生物	29.1	18.7%	4.09	-8%	23.6	137
002880.SZ	卫光生物	8.2	19.4%	1.63	11%	36.7	81
000403.SZ	双林生物	9.2	6.5%	1.42	105%	64.4	151
600161.SH	天坛生物	32.8	12.0%	6.10	21%	51.6	378

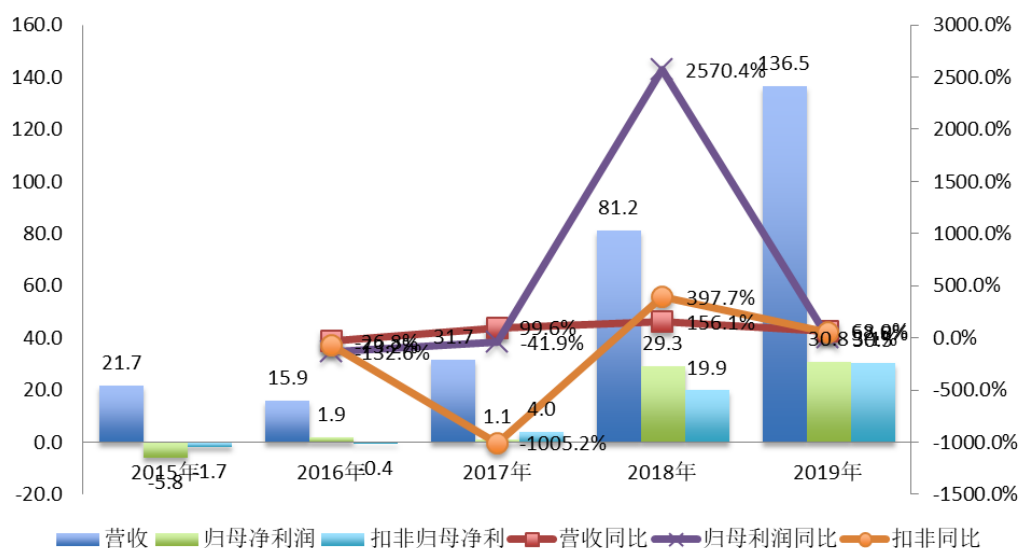
资料来源：Wind，粤开证券研究院

（三）疫苗：疫情下的高光时刻

2019 年，疫苗行业（智飞生物、沃森生物、康泰生物）三家公司营收总额 136.5 亿元，同比增 68%，扣非后归母净利润 30.5 亿元，同比大增 52.8%，营收和扣非净利润都创出历史新高。疫苗行业发展路径伴随重磅产品上市，呈现跳跃式增长，2016 年由于山东疫苗事件，疫苗行业渠道整顿，重构整个流通环节，疫苗行业营收和利润双降，2017-2018 年随着相关公司多联多价疫苗产品销售放量（如智飞生绿竹的 AC-Hib 三联疫苗）以及代理国外重磅产品 HPV 疫苗，疫苗公司业绩大增，疫苗企业进入利润释放期。



图表 19：2015-2019 年疫苗行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

2020 年，全球新冠疫情爆发，疫苗行业快速响应新冠疫苗开发。据中国疫苗行业协会不完全统计，全球现有近 90 家单位开展新冠疫苗研发 60 余个（有共同合作），其中核酸类疫苗 15 个，蛋白类疫苗 13 个，病毒载体疫苗 11 个，病毒疫苗 8 个，共涉及 55 家生物医药企业，其中我国 32 家，美国 13 家。我国多家企业涉及新冠疫苗研发，其中有康希诺生物、康泰生物、沃森生物、冠昊生物、华兰生物、辽宁成大和北京科兴，非上市企业中有武汉博沃、北京睿诚海汇等也在进行研究开发。目前已经批准 2 种技术路线（腺病毒载体和病毒灭活疫苗）共 5 个新冠疫苗进入临床试验（腺病毒载体路线：康希诺生物；病毒灭活疫苗路线：北京科兴中维生物、国药武汉所、国药北京所和医科院生物所），其中 3 个已经进入 II 期临床。

国内陈薇院士团队和康希诺生物合作的腺病毒载体新冠疫苗临床进度最快，目前正在 II 期临床，完成试验入组，关于重组新型冠状病毒疫苗(腺病毒载体)“Ad5-nCoV”试验 I 期研究结果的研究论文已发表于国际知名学术期刊《柳叶刀》上，结果显示“Ad5 载体 COVID-19 疫苗接种后 28 天可耐受，并具有免疫原性；健康成人中，对 SARS-CoV-2 的体液反应在接种后第 28 天达到峰值，接种后第 14 天产生快速的特异性 T 细胞反应。我们的发现表明，Ad5 载体 COVID-19 疫苗值得进一步研究。”

图表 20：目前国内新冠疫苗研发公司及技术路线全景图（不完全统计）

序号	公司名称	合作单位	疫苗类型	技术路线	最新进展
1	康希诺生物	军事医学科学院	病毒载体疫苗	腺病毒载体、mRNA	已经进入 II 期临床试验
2	冠昊生物	美国 ZY Therapeutics Inc.	核酸疫苗	mRNA 疫苗 (Z-VacciRNA)	2 月 2 日披露签订《核酸疫苗项目合作意向框架协议》
3	智飞生物	中科院微生物研究所	重组蛋白亚单位疫苗	重组基因工程	2 月 3 日公告智飞龙科马与微生物所签订合作意向框架协议，开发 2019-nCoV 重组蛋白亚单位疫苗
4	华兰生物	-	未披露		已启动研制“新型冠状病毒肺炎疫苗”工作。
5	康泰生物	艾棣维欣（苏州）	核酸类疫苗	DNA 疫苗	2 月 10 日公告签订战略合作协议，共同开发新型冠状病毒（2019-nCoV）DNA 疫苗
6	北京科兴		病毒灭活疫苗	SARS 疫苗经验	进入 II 期临床



7	沃森生物	上海巴斯德研究所	多技术路径同步开发		
8	长春高新(百克生物)	厦门大学	病毒载体疫苗	减毒流感病毒载体疫苗(鼻喷)	4月底进入临床试验
9	步长制药(南京华派/浙江天元)	传染病诊治国家重点实验室(浙江大学)	未披露		2月12日披露签订合作框架协议
10	成大生物	清华大学	多肽疫苗		2月12日公告与清华大学签订合作协议
11	复星医药	德国 BioNTech	核酸疫苗	mRNA 疫苗 (BioNTech SE)	疫苗在临床前研究, 3月16日签订认购 BioNTech 股份《约束性条款书》
非上市企业					
12	丝微生物	同济大学	核酸疫苗	mRNA 疫苗	-
13	中国生物	四川省人民医院、四川大学等	蛋白、核酸疫苗、灭活病毒		-
14	四川三叶草生物		蛋白	蛋白三聚体化专利技术	-
15	武汉博沃	GeoVax Labs	病毒载体疫苗	MVA-VLP 技术	-
16	北京睿诚海汇	iBio	蛋白	植物瞬时表达系统	-

资料来源: 中国疫苗行业协会, 各公司公告, 粤开证券研究院

主要疫苗类上市公司 2019 年业绩情况及估值如下表, 三家公司扣非归母净利润都实现快速增长。我们认为疫苗行业是整体性的机会, 关注智飞生物(代理默沙东 4/9 价 HPV 疫苗, 母牛分歧杆菌疫苗(诊断用重组结核杆菌融合蛋白(EC, 宜卡)已经获批))和沃森生物(双大品种产品线, 13 价肺炎疫苗开始全国招标铺货)。

图表21: 主要疫苗上市公司 2019 年业绩及估值一览(单位: 亿元)

股票代码	公司简称	2019 年营收	营收同比	扣非净利	扣非净利同比	PE (2020E)	总市值
300122.SZ	智飞生物	105.9	102.5%	23.88	64%	39.2	1,305
300601.SZ	康泰生物	19.4	-3.6%	5.29	28%	118.4	981
300142.SZ	沃森生物	11.2	27.5%	1.28	6%	70.2	653

资料来源: Wind, 粤开证券研究院

五、医疗器械: 头部聚集, 医疗新基建下的器械中长期机会

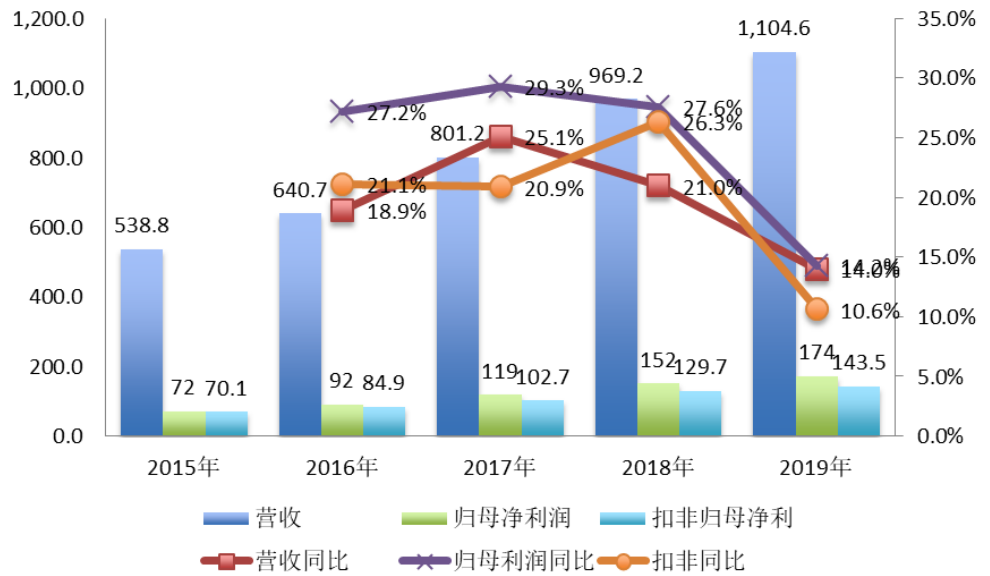
(一) 行业稳定增长, 头部公司优势明显

我们统计分析的医疗器械行业上市公司共 53 家, 2019 年医疗器械全部上市公司营收 1105 亿元, 同比增长 14.0%, 扣非后核心归母净利润 143.5 亿元, 同比增长 10.6%。

近年来, 医疗器械行业营收和利润增速稳定, 头部公司市占率较高, CR10 企业营收占比 41.4%, 扣非净利润占比 72.5%; 其中迈瑞医疗贡献全行业营收 15%, 扣非净利润 32%。全行业研发支出 81.5 亿元左右, 迈瑞医疗研发费用投入 16.5 亿元, 占全行业 20%。



图表22：2015-2019年医疗器械行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

(二) 医疗新基建下器械行业具有较高中长期布局价值

医疗新基建拉开帷幕。5月20日，国家发改委公布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，《方案》明确给出了未来五大建设方向，并确定具体量化建设任务：1) 疾病预防控制体系现代化建设。要求全面改善疾控机构设施设备条件，量化任务为每省至少有一个达到生物安全三级(P3)水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级(P2)水平的实验室，具备检验检测能力完善机构设置和功能定位；2) 全面提升县级医院救治能力。要求适应城镇化补短板需求，适度超强规划布局，量化任务为每个县重点改善1所县级医院基础设施条件，更新换代医疗装备，建设可转换病区，扩增重症监护病区(ICU，含相关专科重症病房，下同)床位，一般按照编制床位的2-5%设置重症监护病床；3) 健全完善城市传染病救治网络。原则上不鼓励新建独立传染病医院前提下，量化任务为每个城市选择1-2所现有医疗机构改扩建，实现市市有传染病医院或相对独立传染病区设置，原则上重症监护病区(ICU)床位占比达到医院编制床位的5-10%；4) 改造升级重大疫情救治基地。依托高水平医院，每省建设1-3所重大疫情救治基地；改扩建重症监护病床(ICU)，原则上按照医院编制床位的10-15%(或不少于200张)设置重症监护病床，推进公共设施平战两用改造等。《方案》并给出建设资金具体来源指导，由中央预算内投资、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排，保障上述建设方案资金到位、项目落地。

本次新冠疫情一定程度上暴露了我国医疗短板，《方案》对疾控机构和各级医疗机构提出建设要求，对县域医院、市级传染病救治网络(传染病医院或独立传染病区)和省级重大疫情救治基地的ICU改扩建上，给出了不同比例的床位配置量化指标，ICU配有床边监护仪、中心监护仪、多功能呼吸治疗机、麻醉机、心电图机、除颤仪、起搏器、输液泵、微量注射器、气管插管及气管切开所需急救器材，对环ICU设备医疗器械需求推动明显。我们推算仅按照县级医院2-5%的ICU床位配置要求，以全国二级及以上医院522万张床位为基数(2018年数据)，测算ICU床位为10.4-26.1万张，目前我国ICU约6.7万张(2015年第三次ICU普查，我国ICU床位拥有量为4.8张/10万人)，增量空间为5-20万张，仅考虑呼吸机、监护仪、灯床塔和输注泵等ICU基础设备投资(约20万)，我国环ICU设备未来增量将达到百亿以上空间。



今年以来(截止5月25日)医药生物(SW)行业指数涨幅高居各行业之首(16.99%),细分行业医疗器械涨幅高达46.96%。优先推荐环ICU器械企业迈瑞医疗。

迈瑞医疗(300760):公司2019年营收和净利润分别为165.5亿元(+20.38%)和46.8亿元(+25.85%),业绩继续长虹;营收和利润规模远超行业其他竞争者,长期高强度研发投入,护城河不断加固。三条业务主线生命信息与支持、体外诊断以及医学影像均衡发展,尤其是生命信息与支持业务近年来营收增速连续三年回升,从2016年12.22%加速2019H1的24.44%;受突发公共卫生事件影响,监护仪、呼吸机、雾化机等生命信息与支持器械需求爆发增长,国外进展趋势恶化,公司国际业务占比近半,预计2020年该产品线增速进一步提速。当前SW医疗器械行业PE(TTM)为57.2倍,公司PE(2020E)约为50倍,公司是国内器械领域龙头企业,应享有估值溢价。

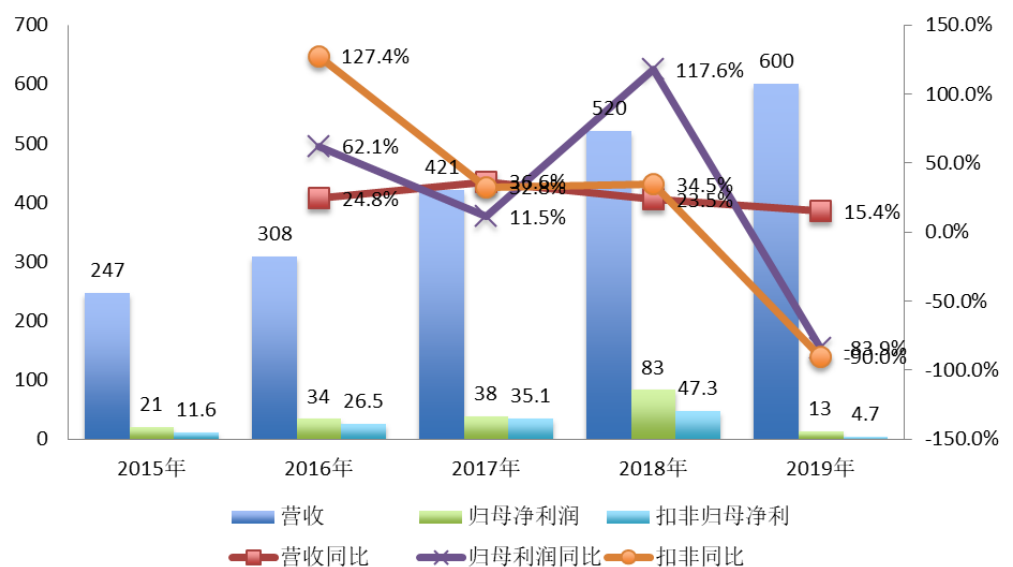
六、医疗服务：继续看好民营连锁专科医院和CXO

(一) 整体营收增速稳定，利润受大额资产和商誉减值影响失真

医疗服务类上市公司有18家,其中医院医疗服务类4家(美年健康、爱尔眼科、通策医疗、国际医学),CXO(CRO、CMO等)行业6家,其他医疗服务8家。

2019年样本医疗服务全部上市公司营收600亿元,同比增长15.4%,扣非后归母净利润4.74亿元,同比减少90%,营收增长趋势放缓,核心净利润出现了较大程度下滑,主要是宜华健康、创新医疗、美年健康和盈康生命大额资产和商誉减值导致行业利润失真,如果扣除上述四家公司影响,扣非归母净利润同比17.0%,与营收增幅相匹配。医疗服务成分股样本数量较少,行业内公司分化明显,头部公司贡献行业绝大部分业绩,2019年药明康德、爱尔眼科、泰格医药、康龙化成、通策医疗CR5合计贡献扣非净利润约48.6亿元,占全行业约84.4%。

图表23：2015-2019年医疗服务行业上市公司整体营收和利润增速趋势



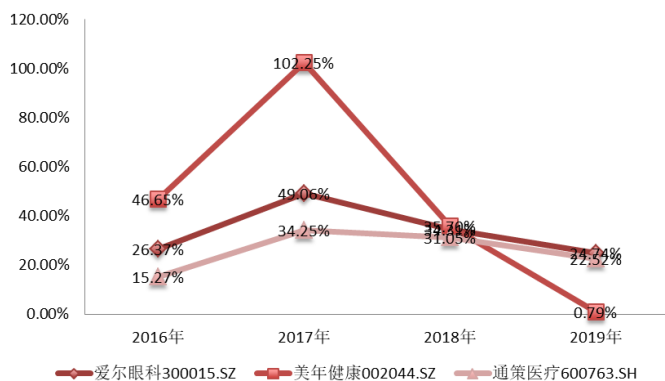
资料来源：Wind，粤开证券研究院



(二) 医院医疗服务：各细分领域高速成长的稀缺标的

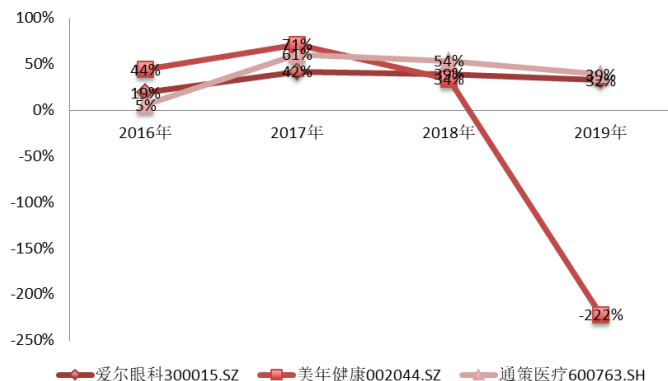
医院医疗服务中主要包括美年健康、爱尔眼科、通策医疗、国际医学，这些公司来自医院医疗服务的营收占比较大，业务纯粹。近年来，除国际医学外，医院医疗服务类上市公司成长性表现不俗。虽 2019 年增速出现了下滑，但 2016-2019 年间年均营收和扣非净利润仍保持 25% 左右稳定高速增长，尤其是爱尔眼科和通策医疗，分别是眼科和口腔科领域高成长代表，美年健康 2019 年大额商誉减值 10.4 亿元左右，对净利润带来较大一次性影响。

图表24：2015-2019 年医院服务主要上市公司营收



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表25：2015-2019 年医院服务主要上市公司利润



资料来源：Wind、粤开证券研究院

民营专科连锁爱尔眼科 (300015) 行业龙头地位依然稳固。受制于体制限制无法复制扩张，目前全国性连锁医疗机构还没有真正的全国性竞争对手，具有较强竞争实力的公立医院如北京同仁医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属眼耳鼻喉科医院等；在医生资源拥有量上也建立了宽广的护城河，拥有全职眼科医生达 3000 余名，占全国眼科医生数量约 10%；连锁医院方面，上市公司体系内外医院突破 300 余家（内地 275 家医院、门诊部 50 家，香港及海外机构 92 家左右），覆盖全国 30 个省市，2019 年门诊量 662.8 万人次，手术量 60.8 万人次，分别同比增 15.56% 和 7.76%；国际化进展顺利，要约收购了新加坡上市公司 ISEC Healthcare Ltd，该公司是东南亚大型眼病诊断和治疗的连锁医疗服务机构，拥有新加坡、马来西亚和缅甸经营 12 家眼科及全科诊所。公司通过成功收购 ISEC 的 56.53% 股权。我们预测未来三年仍大概率维持净利润年复合 35% 左右速度高速增长。

美年健康 (002044) 国内健康体检行业唯一标的。旗下健康体检业务已经拥有美年、慈铭两大知名大众健康体检品牌，同时在高端体检领域也通过慈铭奥亚、美兆体检提供优质服务，已经形成涵盖高端、中端的健康服务品牌梯度。渠道布局方面，在巩固一、二线城市优势的同时，加大三、四线市场的深耕布局；截止 2019 年底，公司拥有参控股体检中心约 703 家 (+70 家)，其中合并报表 271 家 (+15 家)，其余为参股；业务量方面，2019 年体检 2602 万人次。公司后来居上成为行业领头羊，各个方面都已经大幅甩离行业跟随者；我们预计 2020 年体检中心数量 750 家左右，新建门店速度减缓，但内生增长及参转控门店贡献，我们预测未来三年仍大概率维持净利润年复合 20% 以上速度高速增长。

(三) 医院外包服务：政策受益的朝阳行业

近年来，医药外包服务行业受鼓励药械创新和仿制药一致性评价政策影响，营收连年实现快速增长，2015-2019 年，行业整体营收实现年复合增速 30% 左右的超高增长；



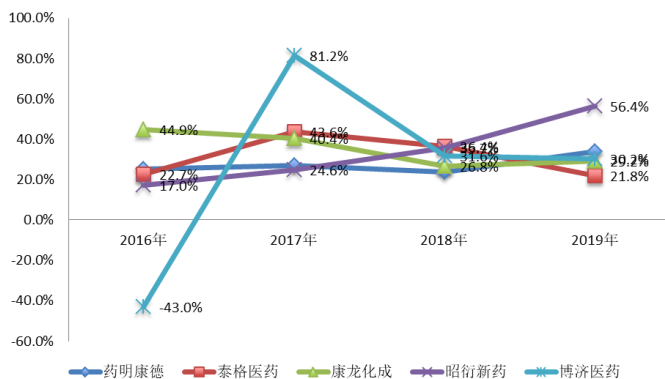
扣非后核心净利润年复合增速更高，约为 60%；利润增速高于营收增速。

图表26：2015-2019年CXO行业上市公司整体营收和利润增速趋势



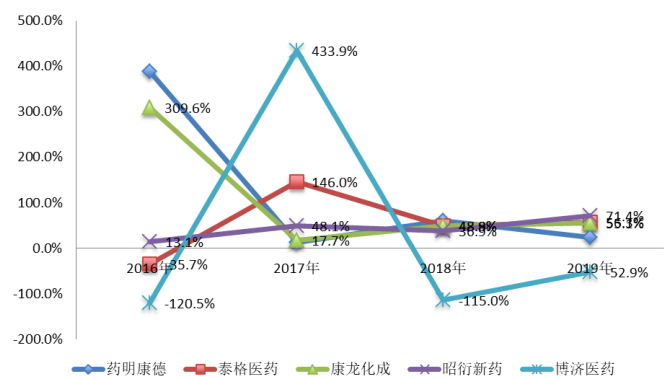
资料来源：Wind，粤开证券研究院

图表27：2015-2019年CXO行业主要上市公司营收



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表28：2015-2019年CXO行业上市公司扣非利润



资料来源：Wind、粤开证券研究院

我们认为未来几年，医药外包服务 CRO/CMO 仍将快速增长，一是 2015 年 7 月开始的新药临床试验核查影响已消除，订单执行带动行业毛利率显著回升；二是受益鼓励药械创新政策，新药审批政策友好程度大幅提升，绿色通道、优先评审、临床试验医院备案制等，大幅提升新药审批效率，压缩审批等待时间；三是受益仿制药一致性评价政策。

七、医药商业：零售药店成长不息

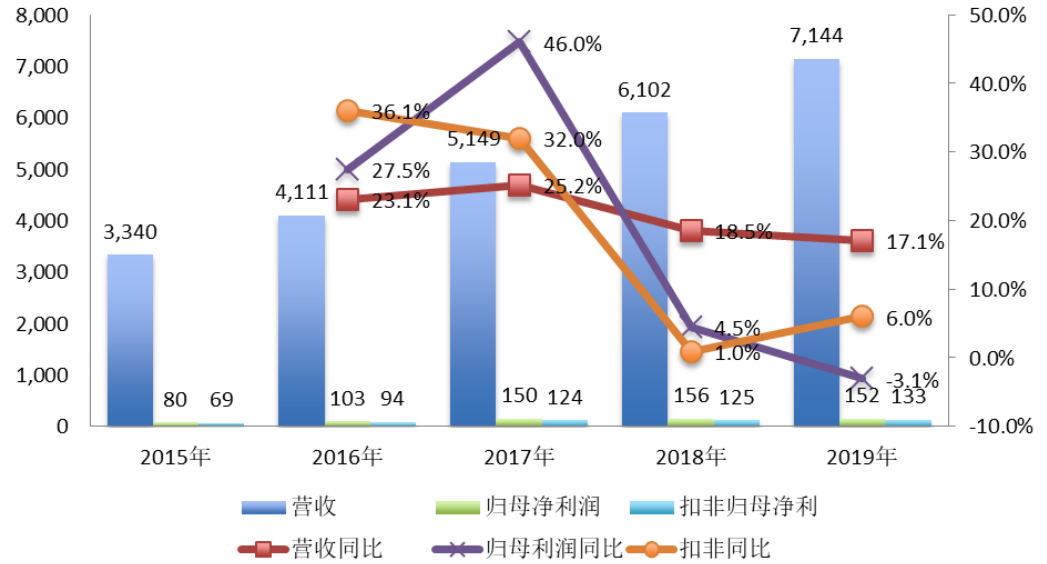
(一) 整体营收较快增长，利润增速放缓

我们统计医药商业上市公司共 24 家，其中主营业务为医药零售的连锁药店 4 家(大参林、益丰药房、老百姓和一心堂)，上海医药、柳州医药、国药一致和嘉事堂也有部分零售业务，但是医药批发贡献主要营收，主营业务为医药批发的有 20 家。



2019年，医药商业全部上市公司营收7143.8亿元，同比增长17.1%，扣非后核心归母净利润133亿元，同比增长6%。近年来医药商业行业整体营收维持20%左右稳定增速，但增速放缓，扣非利润增速从2016年来持续下行。

图表29：2015-2019年医药商业行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

(二) 零售药店：四朵金花继续跑马圈地

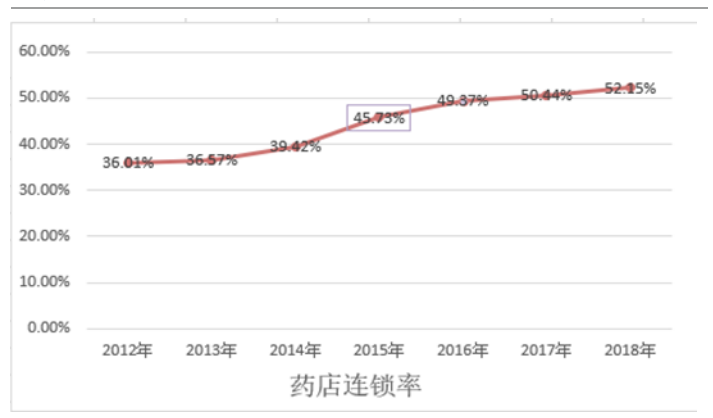
A股四大零售连锁药店分别是大参林、益丰药房、老百姓和一心堂。零售药店规模优势明显，上市连锁药店凭借资本优势，近年来持续跑马圈地。

近年来，我国零售药店行业整体门店数量维持在42-49万个，门店数量增长幅度不大，但连锁药店数量不断上升，单体零售药店数量下降，药店连锁率逐年提升，2018年全国零售药店连锁率52.1%，参考美国等发达国家零售药店市场75%的连锁率，预计我国药店连锁率还将不断提升，一是连锁药店规模优势明显，降低上游采购成本，二是资本加持资金实力较强，收购兼并和新开门店能力强大。我国部分省市药店连锁率已经超越发达国家水平，连锁率超过80%的省份有重庆市、上海市和四川省。如重庆食品药品监督管理局最新统计数据显示，2016年全市零售连锁企业76家，零售连锁企业门店13693家，零售单体药店2406家，连锁率约85.5%，居全国首位。

图表30：零售药店全行业门店总量基本稳定



图表31：全国零售药店连锁率逐年提升



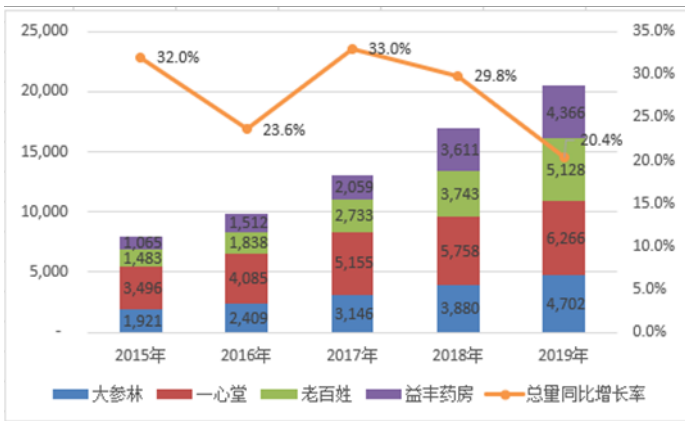


资料来源：Wind、粤开证券研究院

资料来源：Wind、粤开证券研究院

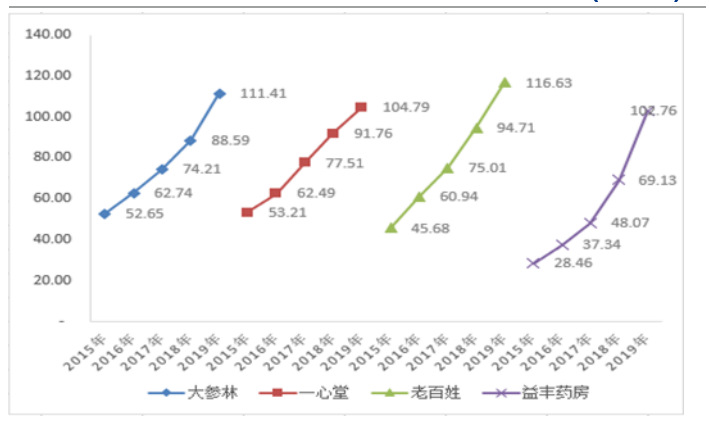
上市零售连锁药店企业凭借资金优势，加大新开门店拓展和对单体药店、地方性零售连锁药店收购兼并，在全国零售药店总量微幅增长的总体环境下，大参林、益丰药房、老百姓和一心堂上市连锁零售药店门店数量跨越式增长，2019年四家连锁药店上市公司是门店总量 20462 个，同比 2018 年增加 20.42%，其中老百姓门店净增最多，2019 年全年净增 1385 家（直营 466 家，加盟 676 家，并购 243 家），益丰药房、一心堂和大参林门店净增 500-822 家之间；2019 年，四家连锁药店销售收入 435.60 亿元，同比增加 26.6%，与门店增速匹配，显著高于近年来行业 10%左右的药品零售增速，四家营收 2019 年均突破了 100 亿大关。

图表32：上市零售药店门店数量快速增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

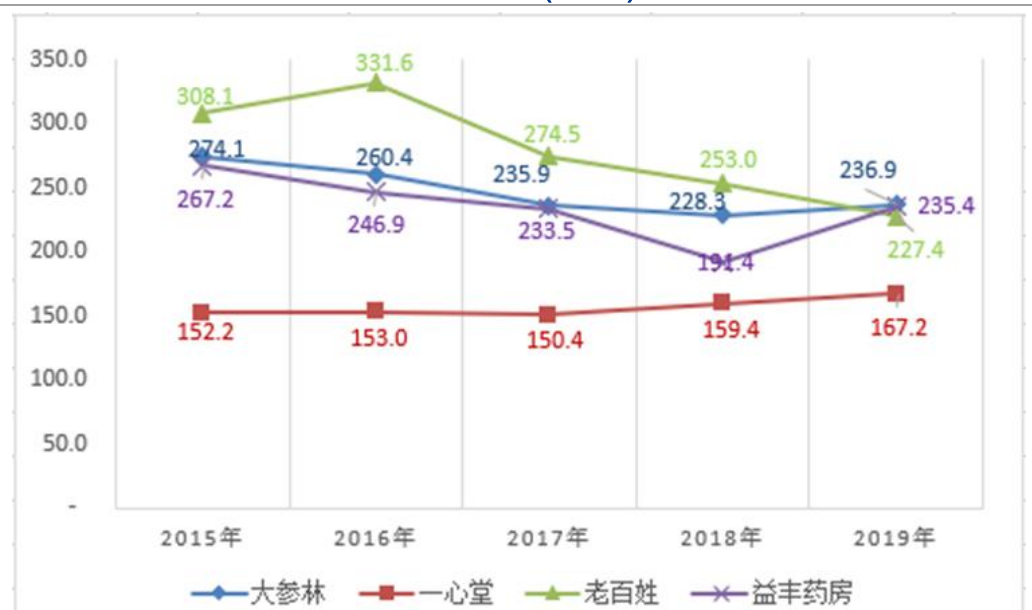
图表33：主要上市连锁零售药店企业营收规模（亿元）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

在平均单店营业额方面，由于新建门店需要时间市场培育和收购兼并药店需要整合，四家上市企业平均单店营业额前几年都有不同程度下滑，2019年开始微幅增加。但老百姓因 2019 年新增门店较多，平均单店营业额继续下滑。2019 年，老百姓新增门店数量最快，平均单店销售额下滑 10%，大参林是单店销售额最高的连锁零售药店公司，2018 年为 236.9 万元。

图表34：零售药店上市公司平均单店销售额（万元）



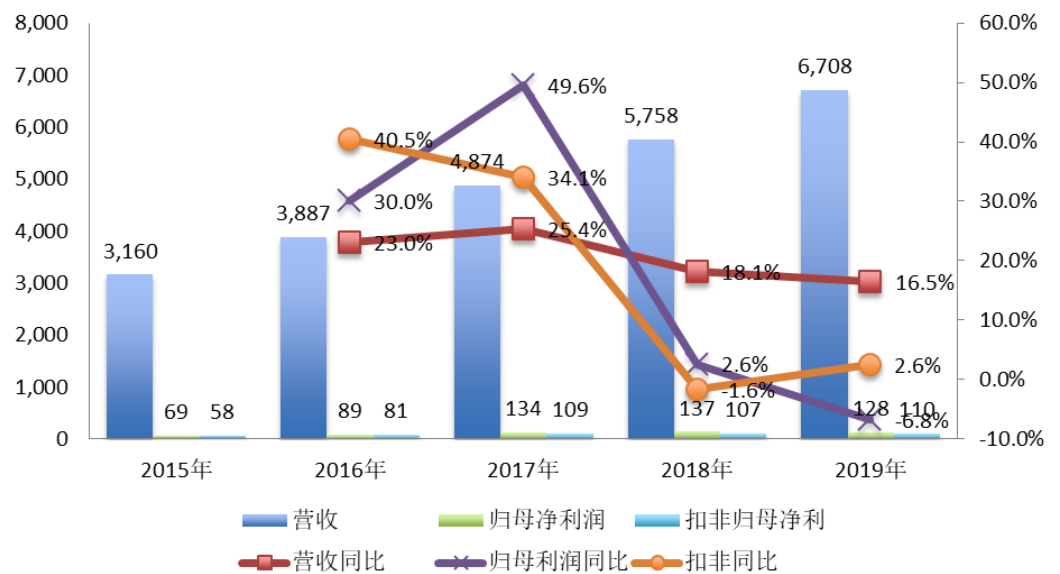


资料来源：Wind，粤开证券研究院

(三) 医药批发：估值处于5年历史极低值

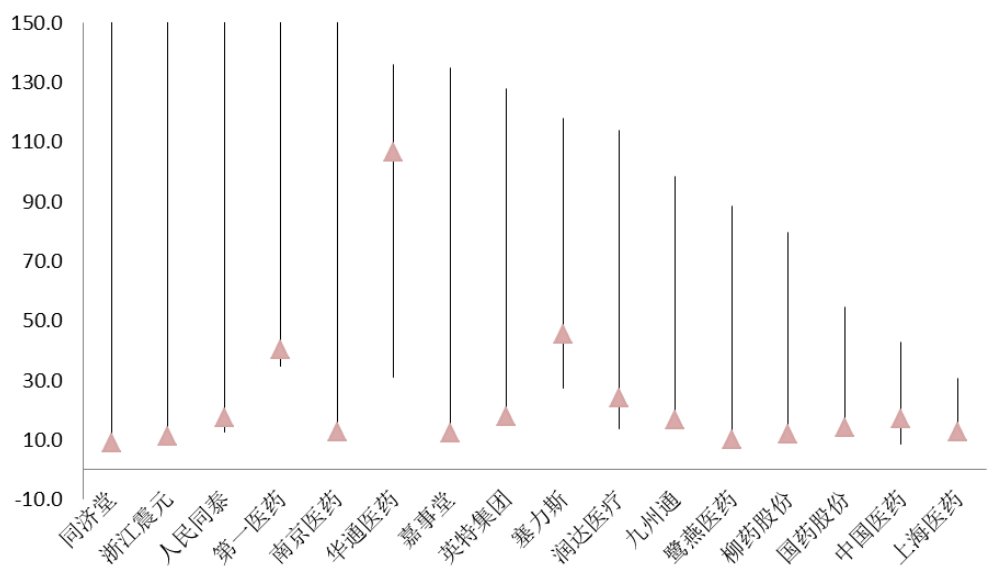
医药批发共 20 家上市公司，2019 年医药批发上市公司营收总额 6708.2 亿元，同比增长 16.5%，扣非后的核心归母净利润 110 亿元，同比增长 2.6%。医药批发整体营收保持较快稳定增长，近两年增速略有回落，扣非后核心利润增速回落明显，一部分是由于医保控费，各地医药中标价格下降，受药品换标换票，批发企业成本前置；二是两票制影响，批发企业主动调整调拨业务规模；三是医药批发资金运营能力要求较高，财务成本吞噬利润。医药批发行业估值接近 5 年历史极低值，我们认为有利于行业并购整合和行业出清。

图表 35：2015-2019 年医药批发行业上市公司整体营收和利润增速趋势



资料来源：Wind，粤开证券研究院

图表 36：主要医药批发行业上市公司 PE (TTM) 波动区间 (2015/1/1-2020/5/27)





资料来源：Wind，粤开证券研究院

资金垫付能力是医药商业企业竞争力的重要体现，大型医药商业企业资金池较大，对药品流通上下游资金垫付能力强，付款能力强；另外，大型医药商业企业可以通过发行应收账款资产 ABS，加快资金周转和利用率；反过来，药企对大型医药商业企业的偿付信心，给予较长的账期。综上，大型（区域龙头）商业企业资金压力较中小流通商明显小，每亿元流动资金支撑的营收规模更大，经营拓展腾挪空间更大。

我们建议关注：全国性医药批发巨头：

上海医药（601607）：低 PE、稳定增长，具有丰富工业资源；

九州通（600998）：业绩高速增长的民营全国性医药商业龙头

区域性医药批发龙头：

嘉事堂（002462）：区域医药商业龙头，持续并购活跃，器械耗材商业领先。

柳州医药（603368）：广西省内绝对龙头，医院供应链延伸服务开展顺利。

八、风险提示

系统风险、估值回撤风险、行业政策风险。



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入粤开证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄浦区科学大道60号开发区金控中心21-23层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园6号楼2层

上海市浦东新区源深路1088号平安财富大厦20层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦10层

网址: www.ykzq.com