

2020年5月29日

证券研究报告/行业研究报告/年报综述



## 行业结构分化呈常态，2020年Q1业绩受疫情 影响分化明显

医药生物行业 2019 年年报及 2020 年第一季度业绩综述

分析师：沈彦东

SAC 执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：伍可心

联系电话：0755-82830333 (119)

邮箱：wukx@wanhesec.com

### 主要观点：

2019年，医药生物行业上市公司实现营收合计16,075.87亿元，同比增加13.73%，增速放缓；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计709.89亿元，同比下滑14.90%。2020年一季度医药生物行业上市公司实现营收合计3,601.92亿元，同比下滑6.88%，受疫情影响增速放缓；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计240.81亿元，同比下滑13.52%

### 细分行业比较：

**细分领域表现分化，医疗器械、生物制品领域企业业绩表现亮眼。****原料药：**2019年年业绩好转主要受供给侧改革导致行业集中度进一步提升及猪瘟影响导致产品提价；2020年Q1业绩受海外疫情导致订单提前、转移及产能释放等多因素驱动。**化学制剂：**集采成为常态，行业发生结构性变化，仿制药盈利能力持续下降；创新药龙头公司由于医保支付结构的调整业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。2020年Q1受疫情影响，慢性病用药、手术相关产品等销售受影响较大，相关企业业绩下滑明显。**中药：**中药行业整体业绩增速持续低迷，新冠疫情中莲花清瘟为代表的优秀中成药或为行业重新赢得关注。**生物制品：**2019年行业景气度高，业绩依旧亮眼，2020年Q1受疫情影响业绩下滑明显，但海外疫情蔓延，至今未至拐点，疫苗及特效药将成为控制新冠疫情的希望。**医疗器械：**2019年主要受宏观经济影响，政府采购增速放缓影响业绩，高值耗材或将以价换量迎来业绩爆发。2020年Q1疫情影响下医疗器械细分领域业绩分化，疫情相关产品（新冠检测、防护耗材、呼吸机、CT等）生产企业业绩表现优越。**医疗服务：**2020年Q1受疫情影响，除金域医学为新冠检测服务提供方，其他连锁医疗服务机构业绩大幅下滑。**医药商业：**2019年医药流通领域受两票制及集采扩面正在提高行业集中度，2020年Q1受疫情影响业绩下滑，主要因医院诊疗量大幅减少；医药零售板块2020年Q1业绩受益于疫情。

**投资策略：**待疫情逐步被控制，中长期来看，我们认为医药生物较各行业相比，刚需性较强，且随着全国人口老龄化和科学技术的进步，医药行业的整体发展前景十分乐观。我们认为医药行业

投资主线应该有几条：1) 创新药行业产业链（包括生物制药、疫苗、化药、临床前研究服务商）：2018年以来，仿制药企业受带量采购等医改政策影响，随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场，随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场；各项政策推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间；其中生物制药因具有较高技术门槛，目前在国际行业龙头的研发管线上占比过半，部分国内制药龙头已经开始着重生物制品的研发，生物制药行业将在较长期间维持高景气；疫苗行业更是值得关注，群众健康意识逐渐深刻，疫苗作为防患于未病的有效工具将有无限前景，尤其是在本次疫情蔓延全球，新冠疫苗及特效药或成为世界的希望，因此具有此次新冠疫苗研发管线的企业值得跟踪，因为本次疫苗即使研发成功，若需要满足全球水平的产量则仍是非常大的市场空间。此外，由于未来整个制药行业对研发的注重及欧美知名药企逐步将临床前研究转移至发展中国家，如中国、印度，我国医疗服务细分领域CXO板块未来将随之有很大的提升空间。2) 国产医疗器械优质企业：随着全国卫生防控体系的完善及分级诊疗的逐步落实，国产替代将持续利好产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。3) 医药零售：随着处方外流，取消药品加成，药店分级等多措施将药店采购议价能力将进一步提升，长期来看，行业可以实现进一步扩大。

**风险提示：**宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

## 目录

|     |                          |    |
|-----|--------------------------|----|
| 一、  | 行业整体情况 .....             | 7  |
| 1.  | 板块行情表现 .....             | 7  |
| 2.  | 行业业绩表现 .....             | 9  |
| 3.  | 板块估值变化 .....             | 14 |
| 二、  | 细分板块分析 .....             | 16 |
| 1.  | 化学原料药 .....              | 16 |
| 2.  | 化学制剂 .....               | 18 |
| 3.  | 中药 .....                 | 19 |
| 4.  | 生物制品 .....               | 21 |
| 4.1 | 生物制品（生物制药+疫苗） .....      | 22 |
| 4.2 | 血制品 .....                | 23 |
| 5.  | 医疗器械 .....               | 24 |
| 5.1 | 医疗器械子领域（医疗设备+低值耗材） ..... | 26 |
| 5.2 | 高值耗材 .....               | 27 |
| 5.3 | IVD .....                | 28 |
| 6.  | 医疗服务 .....               | 30 |
| 6.1 | 医疗服务机构 .....             | 31 |
| 6.2 | CXO .....                | 32 |
| 7.  | 医药商业 .....               | 34 |
| 7.1 | 医药流通 .....               | 35 |

---

|     |               |    |
|-----|---------------|----|
| 7.2 | 医药零售 .....    | 36 |
| 三、  | 投资策略与建议 ..... | 37 |
| 四、  | 风险提示 .....    | 38 |

|       |   |    |
|-------|---|----|
| 图表 1  | 2020 年年初至 5 月 28 日行业指数走势                  | 7  |
| 图表 2  | 2019 年年度申万一级行业营收同比增速 (%)                  | 8  |
| 图表 3  | 2019 年年度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)           | 8  |
| 图表 4  | 2020 年第一季度申万一级行业营收同比增速 (%)                | 8  |
| 图表 5  | 2020 年第一季度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)         | 9  |
| 图表 7  | 2012-2020Q1 医药制造业营业总收入及同比增速               | 9  |
| 图表 8  | 2012-2020Q1 医药制造业利润总额及同比增速                | 10 |
| 图表 9  | 医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %)                     | 11 |
| 图表 10 | 医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %)                    | 11 |
| 图表 11 | 医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %)                    | 11 |
| 图表 12 | 医药上市公司期间费用率 (%)                           | 11 |
| 图表 13 | 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速 (%)                | 12 |
| 图表 14 | 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速 (%)            | 12 |
| 图表 15 | 2018、2019 年个股归母净利润增速区间 (家)                | 13 |
| 图表 16 | 2019、2020 一季度个股归母净利润增速区间 (家)              | 13 |
| 图表 17 | 2019A SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名            | 13 |
| 图表 18 | 2020 Q1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名          | 13 |
| 图表 19 | 医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2020.05.29 | 15 |
| 图表 20 | 申万医药生物三级子行业 2019-2020Q1 分季度涨跌幅 (%)        | 15 |
| 图表 21 | 申万医药生物三级子行业 2019-2020Q1 累计涨跌幅 (%)         | 15 |
| 图表 22 | 原料药上市公司营收及同比 (亿元, %)                      | 17 |
| 图表 23 | 原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)                   | 17 |
| 图表 24 | 原料药上市公司毛利率及净利率 (%)                        | 17 |
| 图表 25 | 原料药上市公司主要费用率 (%)                          | 17 |
| 图表 26 | 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)                     | 19 |
| 图表 27 | 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)                  | 19 |
| 图表 28 | 化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%)                       | 19 |
| 图表 29 | 化学制剂上市公司主要费用率 (%)                         | 19 |
| 图表 30 | 中药上市公司营收及同比 (亿元, %)                       | 20 |
| 图表 31 | 中药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)                    | 20 |
| 图表 32 | 中药上市公司毛利率及净利率 (%)                         | 20 |
| 图表 33 | 中药上市公司主要费用率 (%)                           | 20 |
| 图表 34 | 生物制品板块上市公司营收及同比 (亿元, %)                   | 21 |
| 图表 35 | 生物制品板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)                   | 21 |
| 图表 36 | 生物制品板块上市公司毛利率及净利率 (%)                     | 22 |
| 图表 37 | 生物制品板块上市公司主要费用率 (%)                       | 22 |
| 图表 38 | 生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %)                     | 23 |
| 图表 39 | 生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)                  | 23 |
| 图表 40 | 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)                       | 23 |
| 图表 41 | 生物制品上市公司主要费用率 (%)                         | 23 |
| 图表 42 | 血制品上市公司营收及同比 (亿元, %)                      | 24 |
| 图表 43 | 血制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)                   | 24 |
| 图表 44 | 血制品上市公司毛利率及净利率 (%)                        | 24 |
| 图表 45 | 血制品上市公司主要费用率 (%)                          | 24 |
| 图表 46 | 医疗器械板块上市公司营收及增速 (亿元, %)                   | 25 |
| 图表 47 | 医疗器械板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)                   | 25 |
| 图表 48 | 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)                     | 26 |
| 图表 49 | 医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)                       | 26 |

|       |                          |    |
|-------|--------------------------|----|
| 图表 50 | 医疗设备上市公司营收及同比 (亿元, %)    | 27 |
| 图表 51 | 医疗设备上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 27 |
| 图表 52 | 医疗设备上市公司毛利率及净利率 (%)      | 27 |
| 图表 53 | 医疗设备上市公司主要费用率 (%)        | 27 |
| 图表 54 | 高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %)    | 28 |
| 图表 55 | 高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 28 |
| 图表 56 | 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)      | 28 |
| 图表 57 | 高值耗材上市公司主要费用率 (%)        | 28 |
| 图表 58 | IVD 上市公司营收及同比 (亿元, %)    | 29 |
| 图表 59 | IVD 上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %) | 29 |
| 图表 60 | IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)      | 30 |
| 图表 61 | IVD 上市公司主要费用率 (%)        | 30 |
| 图表 62 | 医疗服务板块上市公司营收及增速 (亿元, %)  | 31 |
| 图表 63 | 医疗服务板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)  | 31 |
| 图表 64 | 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)    | 31 |
| 图表 65 | 医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)      | 31 |
| 图表 66 | 医疗服务机构上市公司营收及增速 (亿元, %)  | 32 |
| 图表 67 | 医疗服务机构上市公司扣非净利润 (亿元, %)  | 32 |
| 图表 68 | 医疗服务机构上市公司毛利率及净利率 (%)    | 32 |
| 图表 69 | 医疗服务机构上市公司主要费用率 (%)      | 32 |
| 图表 70 | CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %)  | 33 |
| 图表 71 | CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)  | 33 |
| 图表 72 | CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)      | 34 |
| 图表 73 | CXO 上市公司主要费用率 (%)        | 34 |
| 图表 74 | 医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %)    | 34 |
| 图表 75 | 医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %)    | 34 |
| 图表 76 | 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)      | 35 |
| 图表 77 | 医药商业上市公司主要费用率 (%)        | 35 |
| 图表 78 | 医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %)    | 35 |
| 图表 79 | 医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %)    | 35 |
| 图表 80 | 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)      | 36 |
| 图表 81 | 医药流通上市公司主要费用率 (%)        | 36 |
| 图表 82 | 医疗药零售板块上市公司营收及增速 (亿元, %) | 37 |
| 图表 83 | 医疗药零售板块上市公司扣非净利润 (亿元, %) | 37 |
| 图表 84 | 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)     | 37 |
| 图表 85 | 医疗药零售上市公司主要费用率 (%)       | 37 |

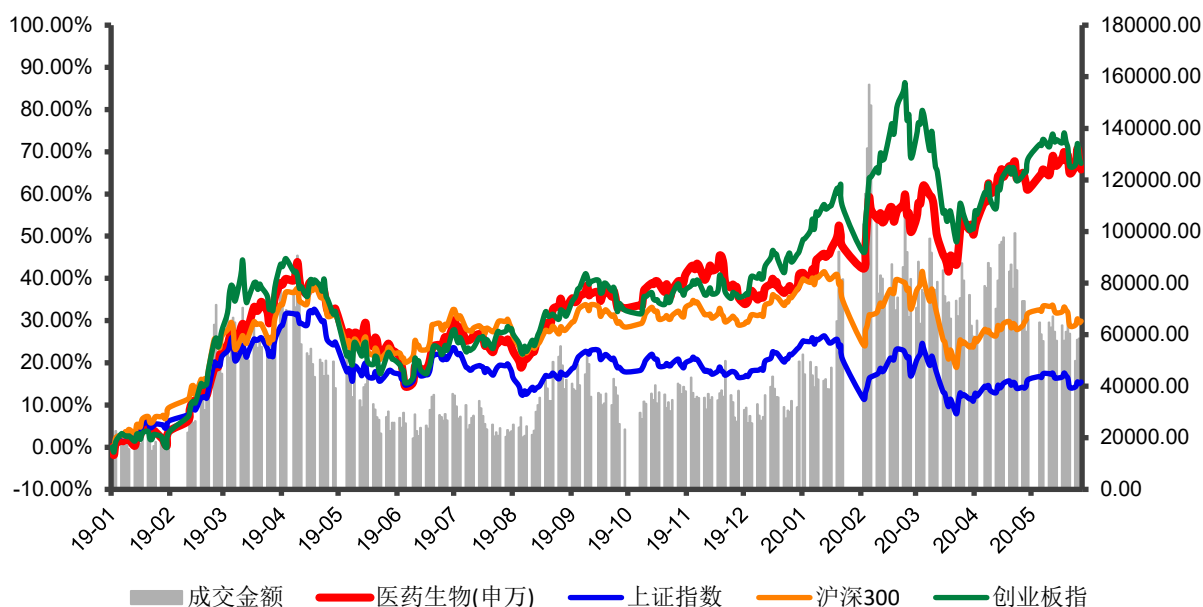
## 一、行业整体情况

### 1. 板块行情表现

2019年A股指数整体呈上涨趋势，截至年底，上证综指上涨23.72%，沪深300上涨37.95%，创业板指上涨46.33%，SW医药生物指数上涨40.92%，SW医药指数略跑输于创业板指。

2020年第一季度因疫情影响，医药股板块市场预期向好，截至2020年3月31日，A股指数整体呈上涨趋势，医药生物指数跑赢各主要指数，证综指上涨11.56%，沪深300上涨24.13%，创业板指上涨52.34%，SW医药生物指数上涨52.75%。（截至2020年5月28日，SW医药生物指数大幅跑赢各主要指数。）

图表 1 2020 年年初至 5 月 28 日行业指数走势



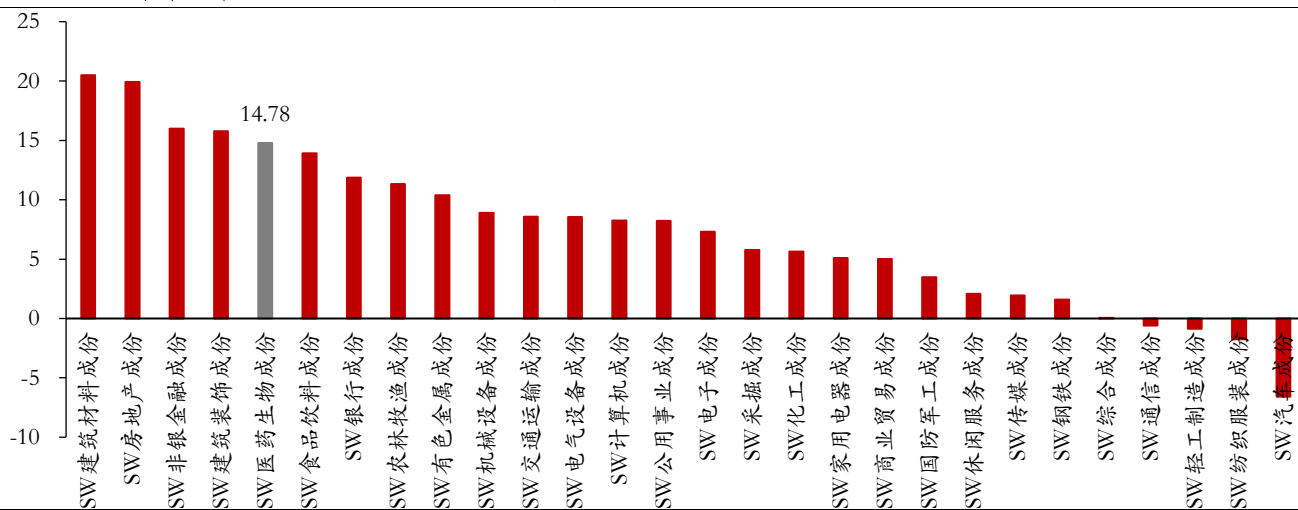
资料来源：Wind，万和证券研究所

2019年医药生物板块营收同比增长较为明显，板块利润同比增速呈现疲软态势。在申万28个行业中，医药生物行业营收同比增速为14.78%，排名靠前，居第5位；归母净利润增速4.33%，排名靠后，居第19位。

2020年第一季度，受疫情影响，经营活动受限，绝大多数行业业绩承压，出现负增长态势，但医药生物行业作为抗疫必需品行业，盈利排名均靠前，较其他行业而言，业绩影响相对有限。医药生物行业营收增速为-7.84%，排名

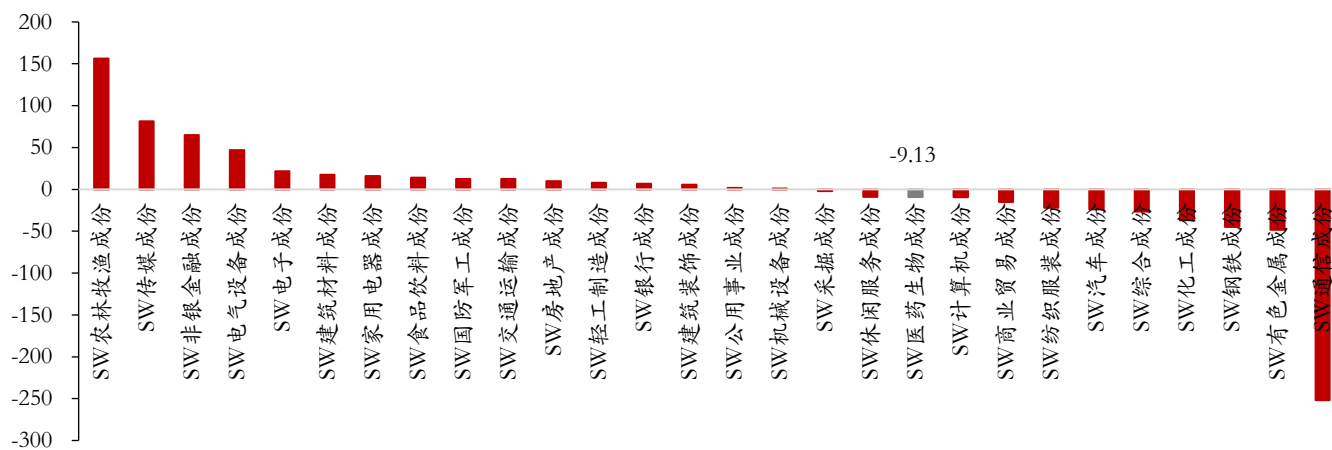
靠前，居第9位；归母净利润增速-19.65%，排名靠后，居第8位。

图表 2 2019 年年度申万一级行业营收同比增速 (%)



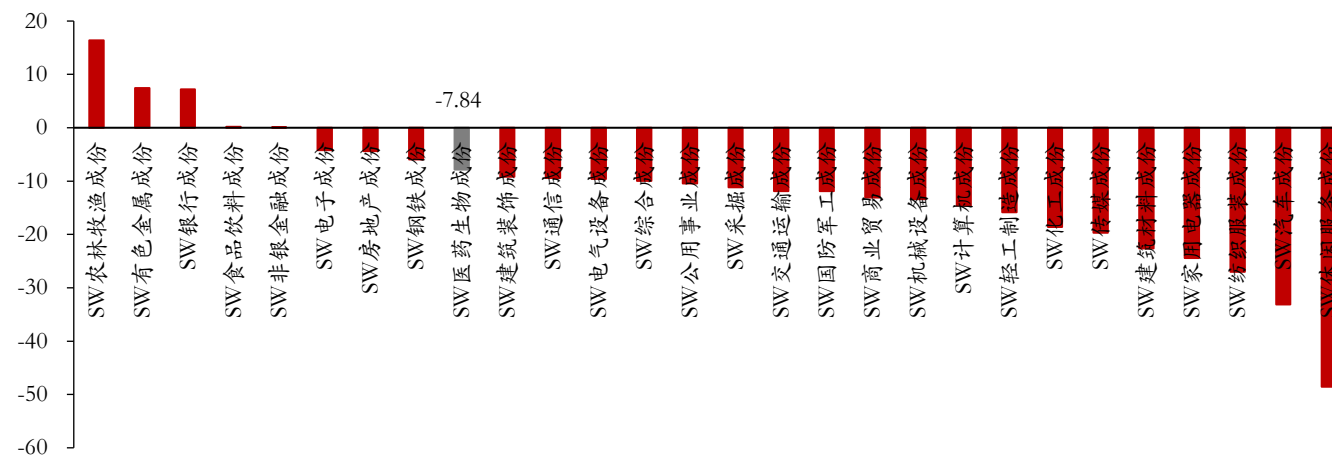
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 2019 年年度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

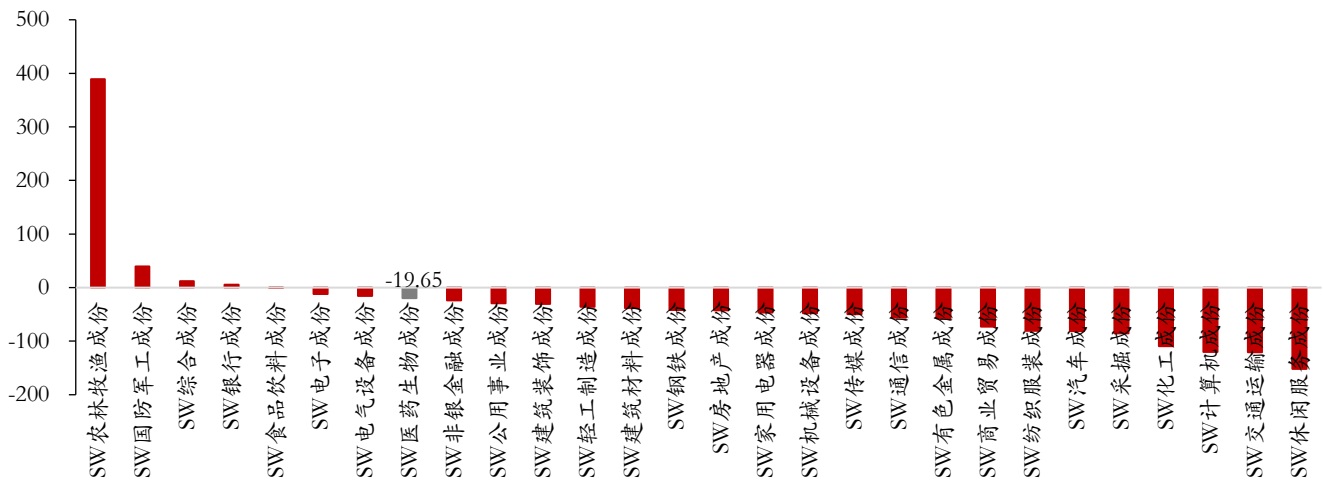
图表 4 2020 年第一季度申万一级行业营收同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所



图表 5 2020 年第一季度申万一级行业归母净利润总和合计同比增速 (%)



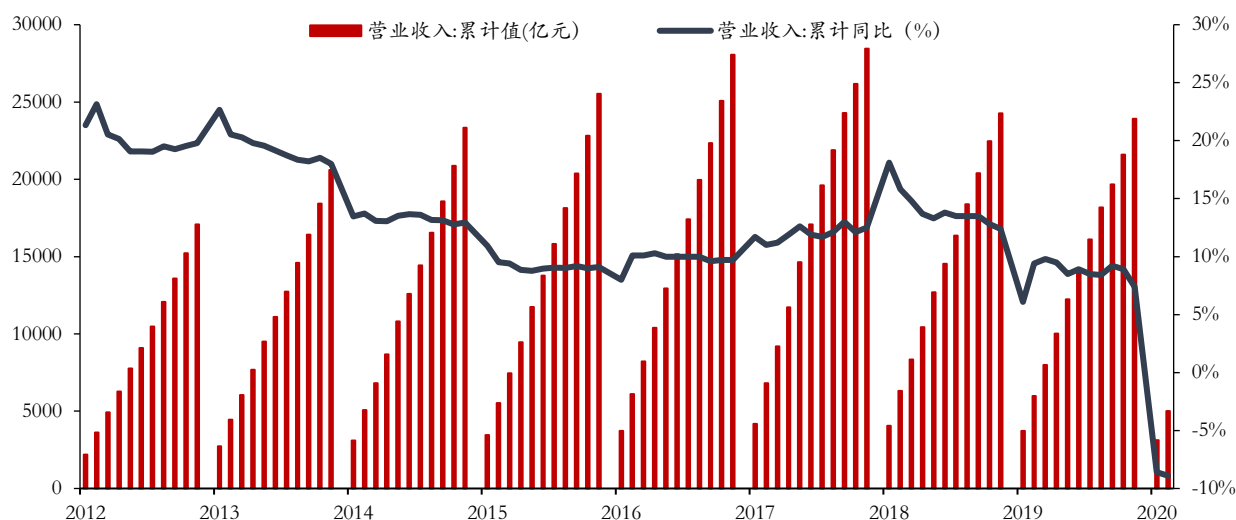
资料来源：Wind，万和证券研究所

## 2. 行业业绩表现

2019 年度医药制造业业绩增速放缓，营收端增速由于利润端。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2019 实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增速为 7.40%；利润总额为 3,119.50 亿元，同比增速为 5.90%；全年走势较为平稳，12 月增速均明显下降，我们认为是医保控费、集采等相关政策执行等影响。整体而言，2019 年盈利增速较往年放缓明显，我们认为造成该差异的主要原因是：1) 2018 年医药制造业受两票制执行影响，营收及利润总额增速前高后低，受该基数影响，2019 年营收及利润总额同比增速较 2018 年略低；2) 两票制、全国及省市级集采等系列医改措施下，行业增速放缓将持续。

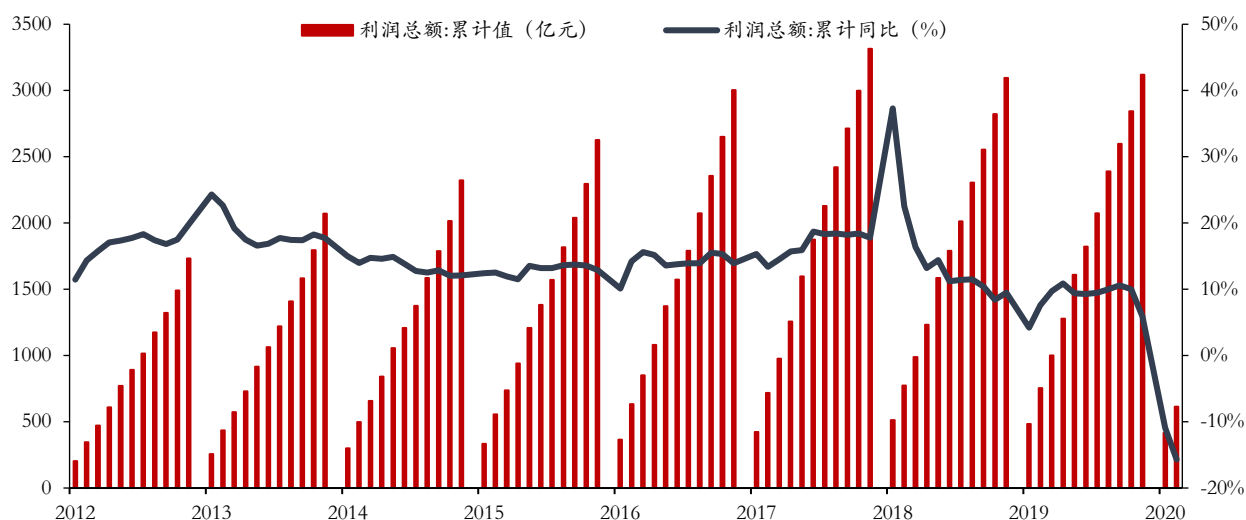
受疫情影响，第一季度医药制造业营收及利润增速双降。2020 年第一季度医药制造业实现营业收入 5,018.70 亿元，同比增速为-8.90%；利润总额为 614.10 亿元，同比增速为-15.70%；受疫情影响，第一季度医药制造业经营受限，业绩明显下滑，但从三月份起，我国疫情发展得到较好控制，三月份营收数据已出现抬头趋势，预计将逐季得到修复，但全年来看，由于全球疫情蔓延，预计全年业绩或承压。

图表 6 2012-2020Q1 医药制造业营业总收入及同比增速



资料来源：国家统计局，万和证券研究所（医药制造业主营业务收入指标 2018 年底停止更新，营业收入指标自 2017 年起更新，因此自 2017 起为营业收入数据。）

图表 7 2012-2020Q1 医药制造业利润总额及同比增速



资料来源：国家统计局，万和证券研究所

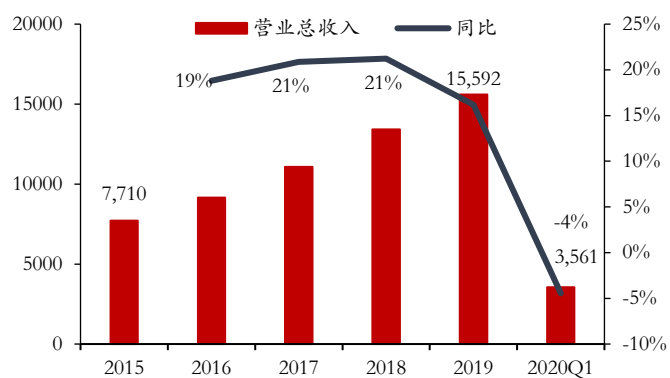
**医药行业上市公司 2019 年盈利能力弱于行业。**（\*注释：在做板块及行业情况统计时（图表 9-14），我们以 SW 医药生物指数为样本，其中剔除部分数据可比性较低的公司，我们以医药生物行业 266 家上市公司为统计对象，详情见图表 9 前注释。）2019 年，医药生物行业上市公司实现营收合计 16,075.87 亿元，同比增加 13.73%，增速放缓；实现归属母公司净利润合计 923.72 亿元，同比下滑 9.27%；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计 709.89 亿元，同比下滑 14.90%；期间费用中管理费用及财务费用维持稳定，销售费用率减少 0.57 个百分点。我们认为造成医药行业上市公司盈利能力较弱的主要原因有：1) 集采+医保谈判等系列医改措施对较大体量的上市公司业绩影响更为明显；2) 由于大环境变化等因素，2019 年计提商誉减值、资

产减值的上市公司较多，导致利润增速远低于行业利润增速。

2020 年一季度业绩受疫情影响呈负增长。2020 年第一季度医药生物行业上市公司实现营收合计 3,601.92 亿元，同比下滑 6.88%，受疫情影响增速放缓；实现归属母公司净利润合计 274.44 亿元，同比下滑 16.09%；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计 240.81 亿元，同比下滑 13.52%；销售费用率下降显著，主要因为疫情期间出行受限导致销售渠道多从线下转为线上造成差旅费大幅减少。

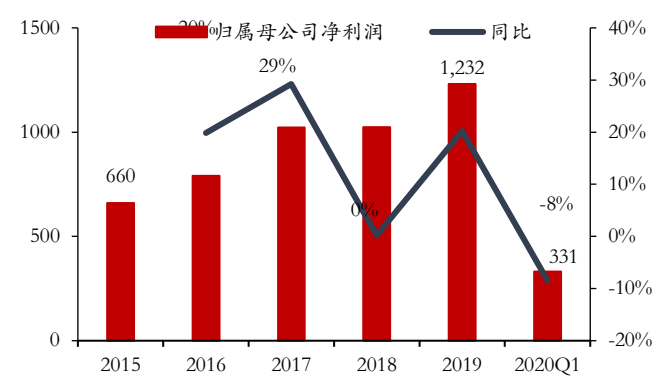
\*注释：计算医药行业上市公司业绩时剔除了下列公司：(1) 存在 ST 或\*ST 或其他连续两年亏损的有：\*ST 生物、\*ST 华塑、\*ST 恒康、\*ST 交昂、ST 百花、ST 冠福、翰宇药业；(2) 经营存在较大波动的有：宜华健康、东阿阿胶、\*ST 华塑、国际医学、海南海药、通化金马、景峰医药、美年健康、创新医疗、嘉应制药、精华制药、亚太药业、长江健康、誉衡药业、瑞康医药、龙津药业、\*ST 天圣、莱美药业、康芝药业、吉药控股、盈康生命、翰宇药业、冠昊生物、美康生物、太极集团、圣济堂、ST 康美、康恩贝、ST 运盛、览海医疗；(3) 经常性损益占营业收入比重过大的有：国新健康、\*ST 华塑、览海医疗、百奥泰-U；(4) 非经常性损益占归属母公司净利润比重过大的有：国农科技、国新健康、\*ST 生物、海南海药、紫鑫药业、九安医疗、光正集团、佛慈制药、双成药业、香雪制药、仟源医药、博晖创新、广生堂、太极集团、江苏吴中、海正药业、亚宝药业、国发股份、新华医疗、哈药股份、天目药业、钱江生化、莎普爱思、济民制药。

图表 8 医药上市公司营业收入及增速 (亿元, %)



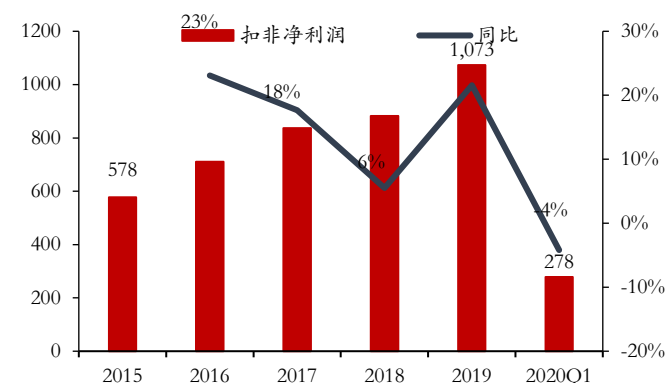
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9 医药上市公司归母净利润及增速 (亿元, %)



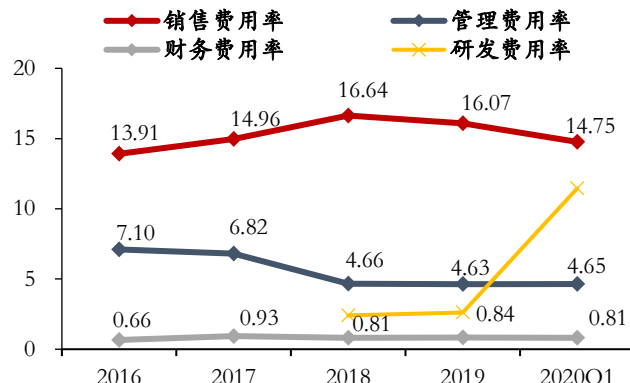
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10 医药上市公司扣非净利润及增速 (亿元, %)



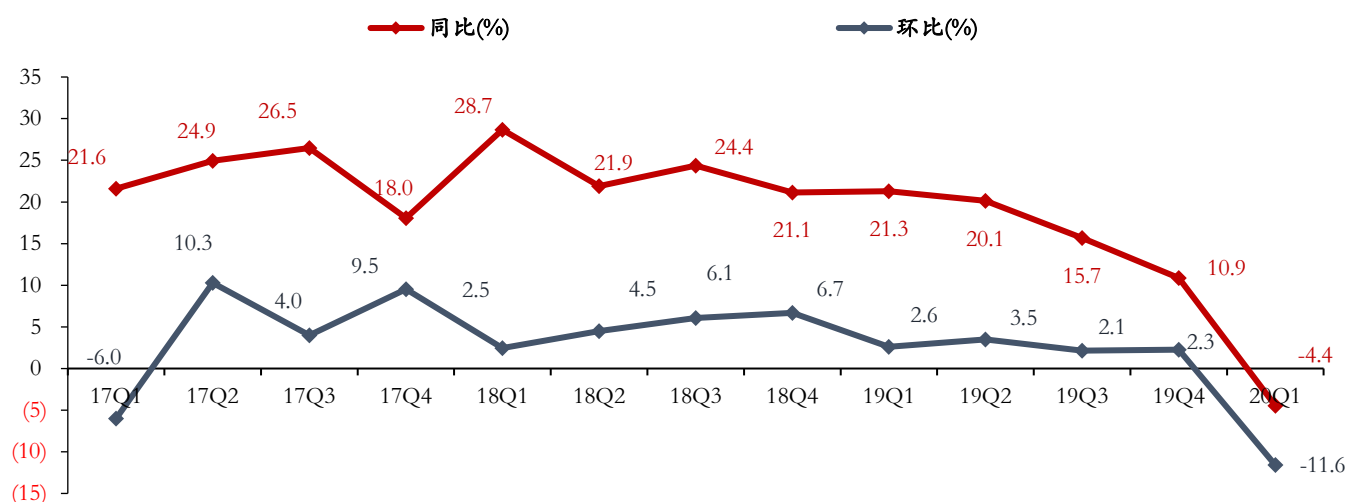
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 11 医药上市公司期间费用率 (%)



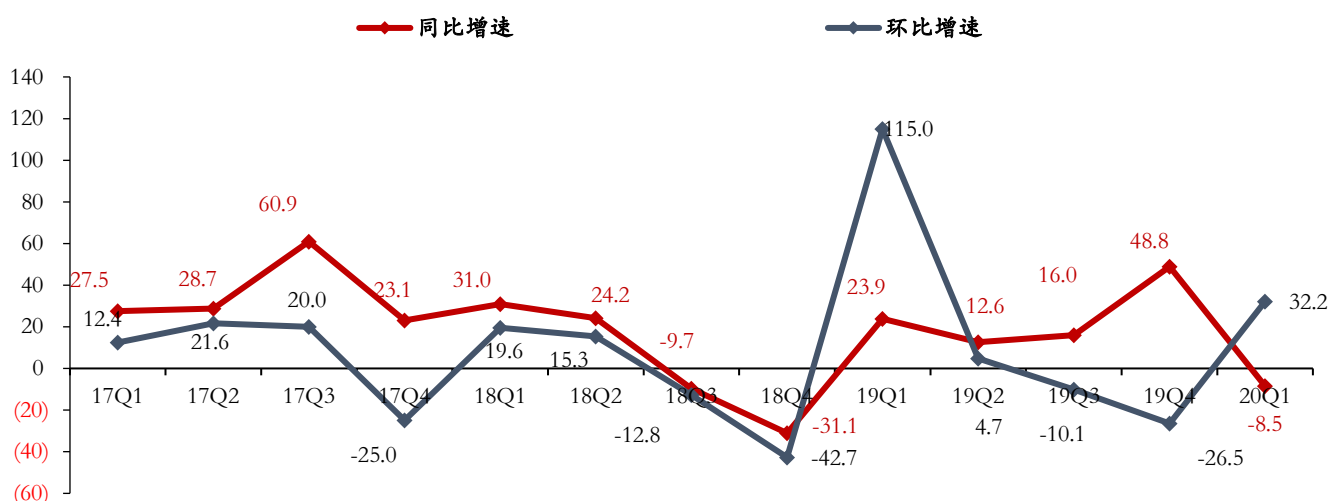
资料来源：Wind，万和证券研究所 (注：2018 年前的管

图表 12 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速 (%)



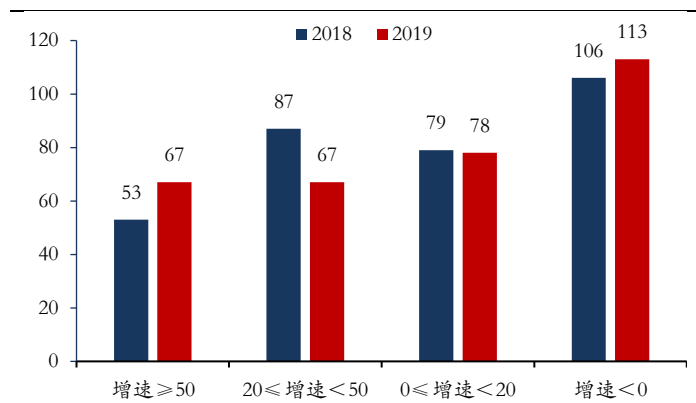
资料来源：Wind，万和证券研究所

2019 年个股业绩呈马太效应，高增长及负增长企业均增。我们以申万医药生物板块全部 325 家上市公司（剔除 B 股）为统计对象，按 0%、20%、50% 的归母净利润增速为断点划分上市公司区间，分析发现 2019 年医药行业上市公司盈利能力延续分化，较 2018 年更为严重，业绩呈高增长和负增长企业占比均增加。2019 年归母净利润增速在 50% 以上的有 67 家，占比 20.62%，较 2018 年占比提升 4.31%；增速在 20%-50% 之间的有 67 家，占比为 20.62%，较 2018 年占比减少 6.15%，增速在 0-20% 的有 78 家，占比基本维持稳定；负增长的有 113 家，占比为 34.77%，较 2018 年增加 2.15%。

2020 年一季度受疫情影响，个股业绩普遍承压，负增长企业占比接近 60%。

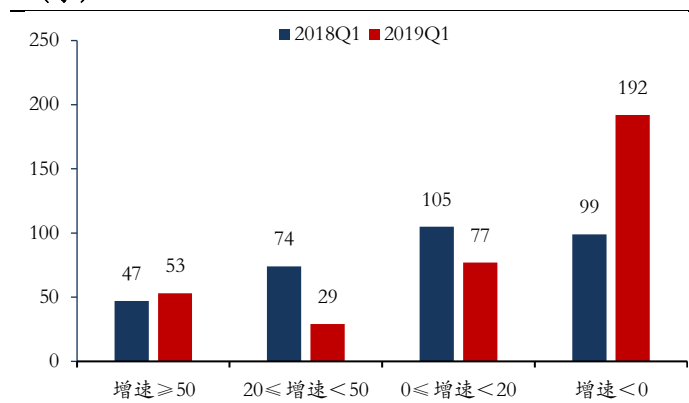
2020 年一季度医药行业上市公司主要受疫情影响，业绩呈分化态势严重；其中归母净利润呈负增长企业激增至 192 家，占比 59.08%；增速为 0-20% 的有 77 家，占比 23.69%；增速为 20%-50% 的有 29 家，占比 8.92%；增速为 50% 以上的有 53 家，占比 16.31%。

图表 14 2018、2019 年个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 2019、2020 一季度个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

**细分子版块业绩分化。**2019 年，医药商业收入端增速得到明显改善；生物制品及医疗器械板块仍处于优势地位，营收及利润增速均保持较高增长；化学原料药板块利润端得到显著改善。2020 年第一季度受疫情影响较大，医疗器械、化学原料药及医药商业板块业绩增长较好，在收入端和利润增速排名均为前三名；中药、医疗服务、化学制剂板块则在后三名。随着疫情发展得到有效控制，未来医疗器械、生物制品、医药商业板块的业绩有望恢复在较好的水平。

图表 16 2019A SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

| 细分板块        | 营业总收入 (亿元) | 同比 (%) | 增速排名 | 归母净利润 (亿元) | 同比 (%)  | 增速排名 |
|-------------|------------|--------|------|------------|---------|------|
| SW 医药商业 III | 7160.62    | 16.93  | 1    | 149.29     | -4.51   | 4    |
| SW 化学制剂     | 3241.33    | 10.24  | 5    | 172.97     | -23.23  | 5    |
| SW 中药 III   | 3166.90    | 8.80   | 7    | 205.58     | -26.64  | 6    |
| SW 医疗器械 III | 1178.38    | 13.88  | 3    | 183.65     | 15.26   | 3    |
| SW 生物制品 III | 1043.93    | 14.72  | 2    | 160.72     | 45.07   | 2    |
| SW 化学原料药    | 938.09     | 9.04   | 6    | 110.67     | 66.25   | 1    |
| SW 医疗服务 III | 646.27     | 11.37  | 4    | -12.78     | -120.53 | 7    |

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 2020 Q1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

| 细分板块        | 营业总收入 (亿元) | 同比 (%) | 排名 | 归母净利润 (亿元) | 同比 (%) | 排名 |
|-------------|------------|--------|----|------------|--------|----|
| SW 医药商业 III | 1,621.71   | -5.62  | 3  | 40.31      | -5.76  | 3  |
| SW 化学制剂     | 702.65     | -12.06 | 5  | 71.03      | -13.58 | 5  |

|          |        |        |   |       |         |   |
|----------|--------|--------|---|-------|---------|---|
| SW 中药Ⅲ   | 722.55 | -12.09 | 6 | 73.06 | -32.89  | 6 |
| SW 医疗器械Ⅲ | 275.39 | 4.60   | 1 | 49.45 | 1.04    | 2 |
| SW 生物制品Ⅲ | 212.03 | -8.00  | 4 | 31.60 | -11.19  | 4 |
| SW 化学原料药 | 214.15 | -3.24  | 2 | 30.79 | 6.08    | 1 |
| SW 医疗服务Ⅲ | 118.33 | -13.52 | 7 | -2.11 | -119.08 | 7 |

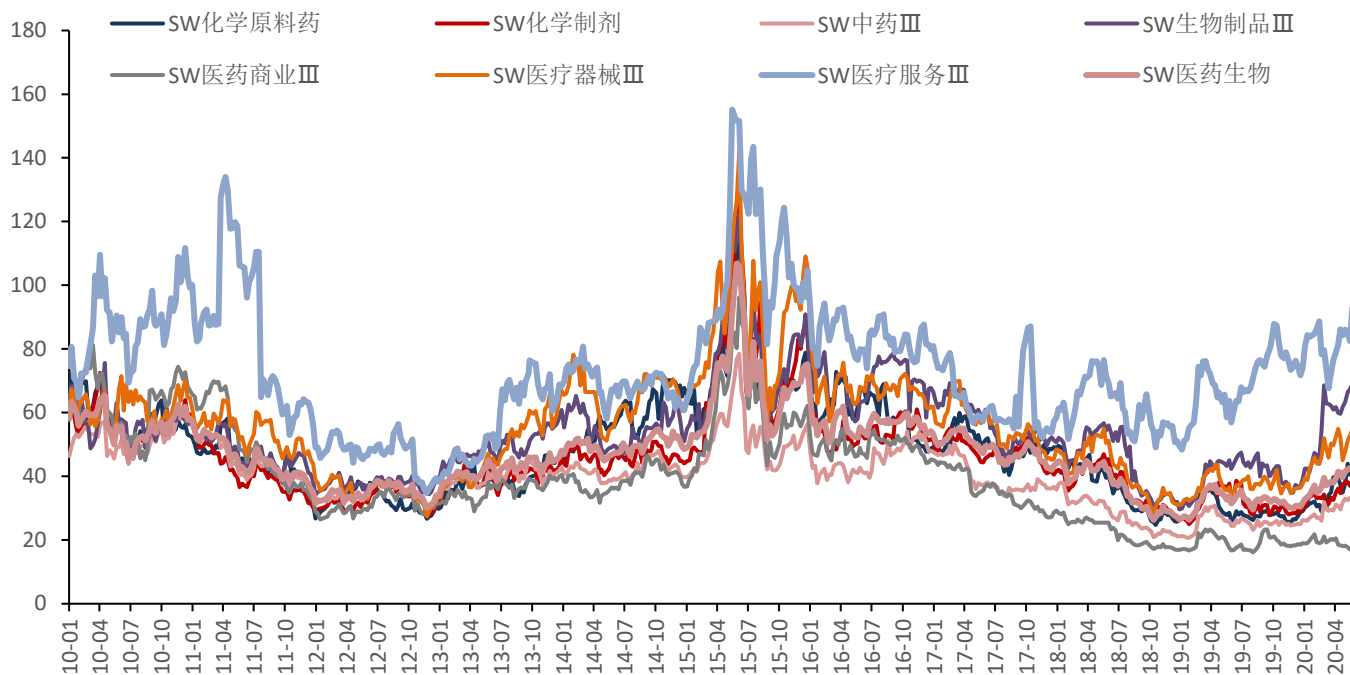
资料来源：Wind，万和证券研究所

### 3. 板块估值变化

2019 年医药生物各细分板块估值低于均平均值，且呈分化态势。截至 2019 年年底的排名前三的细分板块估值水平当年变化如下：医疗服务板块 PE 最高，自 49.59 倍提升至 71.73 倍，略低于历史平均值 73.53 倍。生物制品板块 PE 排名第二，自 29.61 倍提升至 36.70 倍，仍处于历史较低位，远低于平均值 53.80 倍。医疗器械板块 PE 排名第三，自 31.10 倍提升至 36.42 倍，仍处于历史较低估值水平，远低于平均值 55.39 倍。截至 2019 年年底的排名最后的两个细分板块估值水平当年变化如下：医药商业板块 PE 最低，自 16.86 倍提升至 71.73 倍，略低于历史平均值 73.53 倍。中药板块 PE 排名倒数第二，自 21.12 倍提升至 24.95 倍，仍处于历史较低估值水平，远低于平均值 39.89 倍。

受益于疫情，2020 年第一季度估值水平得到显著改善，细分板块分化延续。截至 2020 年 5 月 29 日，医疗服务、生物制品及医疗器械板块的 PE 为 92.91 倍、69.03 倍及 54.81 倍，均高于历史平均水平。化学原料药、化学制剂及中药板块分别为 43.45 倍、38.15 倍，均低于历史平均水平。医药商业板块的 PE 为 17.16 倍，远低于历史平均水平，接近历史低位 16.38 倍。

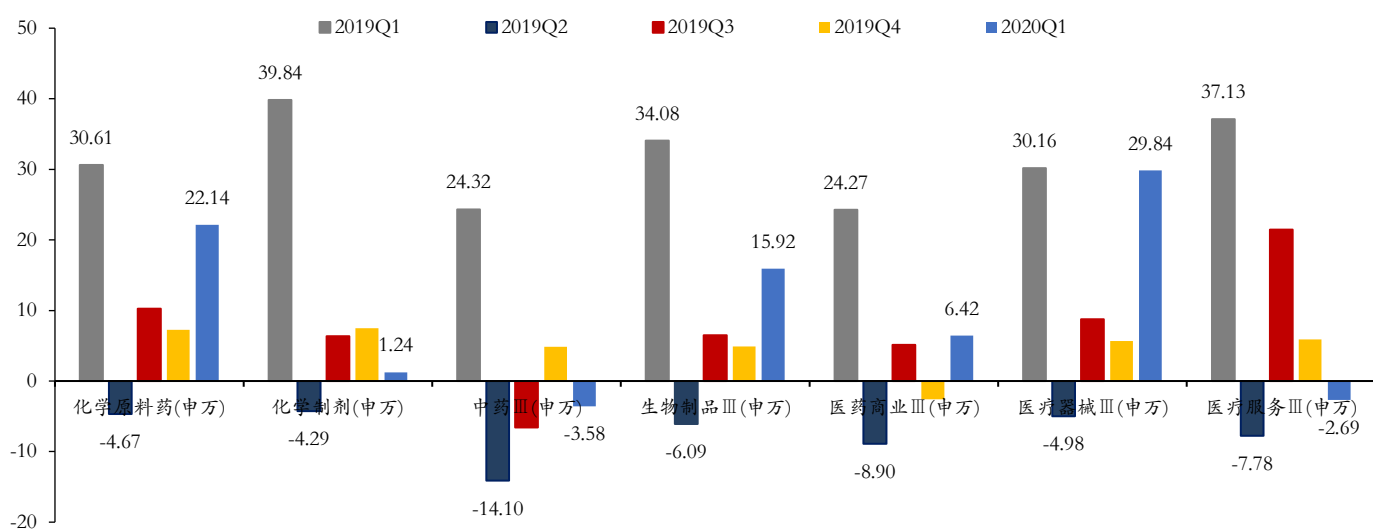
图表 18 医药生物板块估值变化 (PE, 历史 TTM\_中值) 截止至 2020.05.29



资料来源: Wind, 万和证券研究所

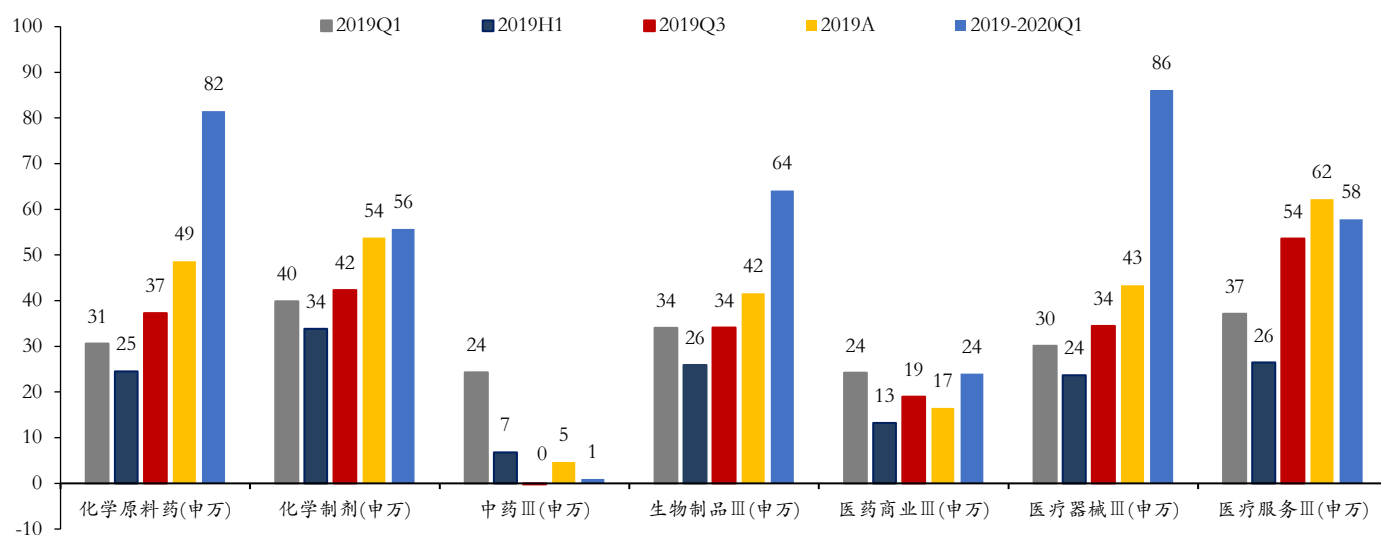
医药生物板块涨跌幅季节性较强。分季度来看, 2019 年第一季度各子版块涨幅均为全年最大, 到第二季度均有所回落。从 2019 年年初至 2020 第一季度末, 申万医药各子版块累计涨跌幅均为正, 其中, 医疗器械及化学原料药领涨, 涨幅分别为 86% 及 82%; 生物制品、医疗服务及化学制剂的涨幅均超过 50%, 分别为 64%、58% 及 56%; 医药商业也获得 24% 的涨幅; 而中药板块涨幅为 1%, 基本没有变化。

图表 19 申万医药生物三级子行业 2019-2020Q1 分季度涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 20 申万医药生物三级子行业 2019-2020Q1 累计涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

## 二、细分板块分析

### 1. 化学原料药

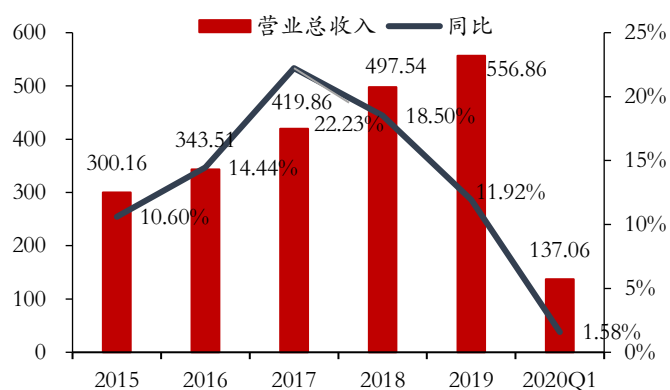
我们以 24 家上市公司作为化学原料药的统计对象（剔除了非经常性损益占归属母公司净利润比重过大的海正药业及 ST 的公司 ST 冠福），2019 年原料药板块整体实现营收 556.86 亿元，同比增加 11.92%，较 2018 年下降 6.58%，主要是由于供给侧改革、环保高压等因素导致部分中小生产企业出清，大宗原料药价格 2018 年同期迅速大幅上涨，因此较 2018 年同期高基数影响，2019 年增速有所放缓；此外，特色原料药生产企业（肝素、沙坦类等）由于猪供给问题，原材料受限，供需关系导致价格上涨，因此在收入端贡献显著；利润端，2019 年原料药板块实现扣除非经常性损益净利润合计 51.82 亿元，同比增加 50.80%，主要受益于环保政策收紧导致行业集中度提升。2020 年第一季度在疫情影响下，原料药板块整体业绩标下较好，实现营收 137.06 亿元，同比减少 0.52%，主要受海外疫情导致订单提前、转移及产能释放等多因素驱动；利润端，实现扣非净利润合计 16.45 亿元，同比增加 33.36%，受疫情影响，疫情相关药品产业链上的企业业绩显著拉动。

**我们的观点：**从国内角度来看，原料药的业绩好转主要系供给侧改革，行业集中度提高及供给减少导致产品提价；部分特色原料药企业在成长期，逐渐



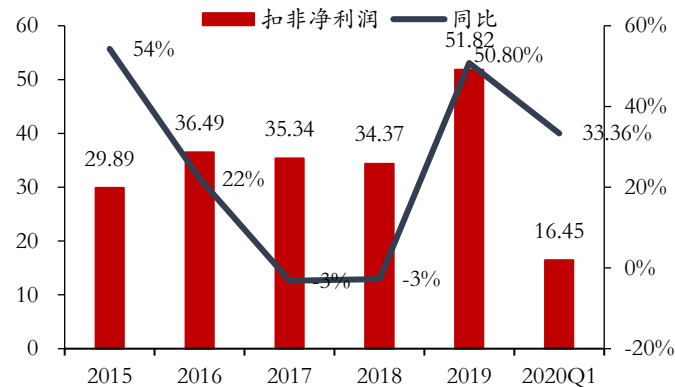
升级为原料药制剂的一体化供应企业，盈利能力预计将持续提升。外在方面，中国凭借着成熟的工业体系及成本优势由吸引了欧美原料药产能的转移，尤其疫情影响下，原料药行业优质企业有望借此进一步打开海外市场，建立品牌形象，以高性价比获得长期订单。

图表 21 原料药上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

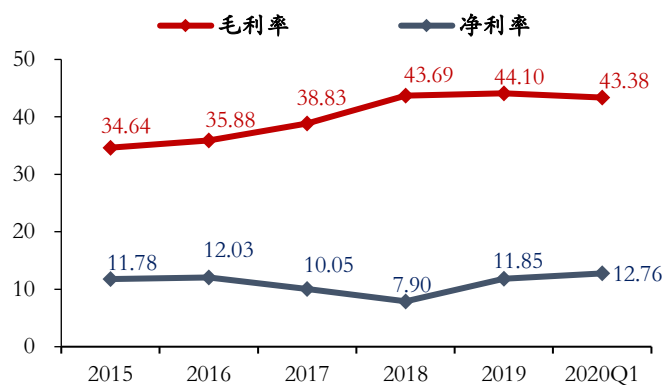
图表 22 原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

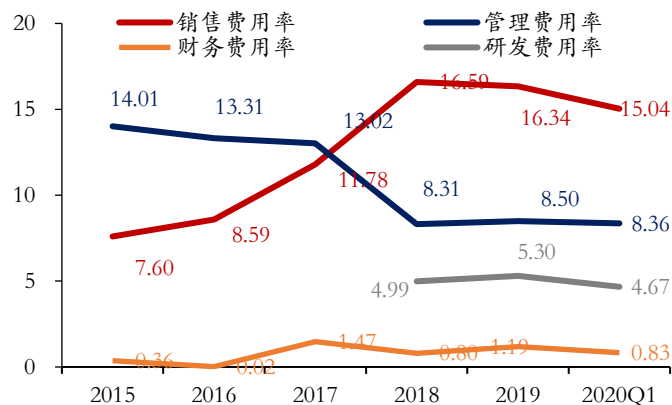
2019 年原料药行业盈利能力提升显著, 毛利率为 44.10%, 较 2018 年增加 0.42%; 净利率 11.85%, 同比增加 3.95%。2020 年第一季度原料药行业毛利率为 43.38%, 净利率为 12.76%。费用方面, 销售费用率自 2018 年起大幅提升至 16.59%, 主要系企业加大市场推广力度导致, 2019 年为 16.34%, 目前规模效应逐步显现, 财务费用率维持正常水平, 研发费用 2019 年有所增加。2020 年第一季度受疫情影响, 经营和实验受限, 费用率均有所下降。

图表 23 原料药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 24 原料药上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

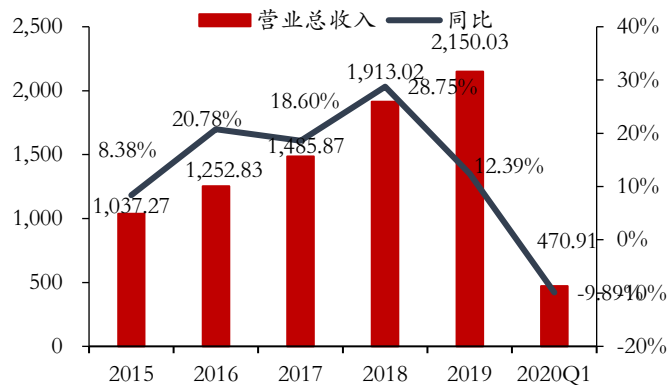
## 2. 化学制剂

当前化学制剂板块受两票制、一致性评价+集采等相关新政影响较大，部分企业正在转型升级，整个行业结构正在逐步调整，未来分化将更加显著。我们剔除了部分主营业务转型的企业，以及部分面临退市风险、波动性较大或其他可比性较差的企业，目前主要以 46 家上市公司为统计对象来分析化学制剂行业概况。

2019 年化学制剂上市公司收入端持续承压，实现营业收入 2,150.03 亿元，同比上涨 12.39%，较 2018 年 28.75% 的增速下降显著；主要受两方面因素影响：1) 两票制在 2018 年全面实施，低开转高开形成同期高基数，目前影响逐渐减弱，逐步回归正常水平；2) 部分企业受到带量采购、医保控费等因素影响，收入端持续承压，部分产品单一且直面集采冲击的传统仿制药企业则更是业绩大幅下滑。2019 年化学制剂上市公司实现扣非净利润 189.13 亿元，同比增加 37.44%，较 2018 年同比增速-5.97% 得到显著提升，主要是 2018 年人福药业大幅计提商誉减值造成同期基数过低所致。2020 年第一季度受疫情影响，化药行业业绩分化，疫情相关制药企业业绩提升显著，但医院诊疗量大幅减少导致慢病及手术类产品销售下滑显著，化药制剂行业上市公司实现营收 470.91 亿元，同比减少 9.89%；实现扣非净利润合计 43.12 亿元，同比减少 13.64%。

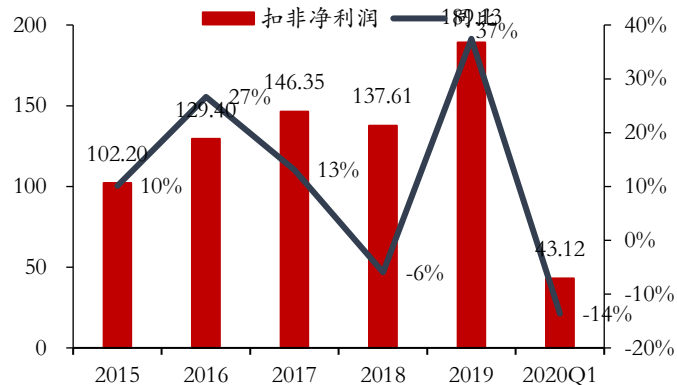
我们的观点：化学制剂行业正在发生结构性变化，创新将是行业的主旋律，仿制药受一致性评价+集采等政策影响快速大幅降价，较原研药的优势已经明显缩窄，盈利能力持续下降；由于医保支付结构的调整，部分创新药龙头公司业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。2020 第一季度受疫情影响，慢性病用药、手术相关产品等销售受影响较大，第二季度起，医院门诊量、住院量逐渐恢复，相关产品销售收入有所回升，但受带量采购相关政策影响，化学制剂行业全年收入或承压。

图表 25 化学制剂上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

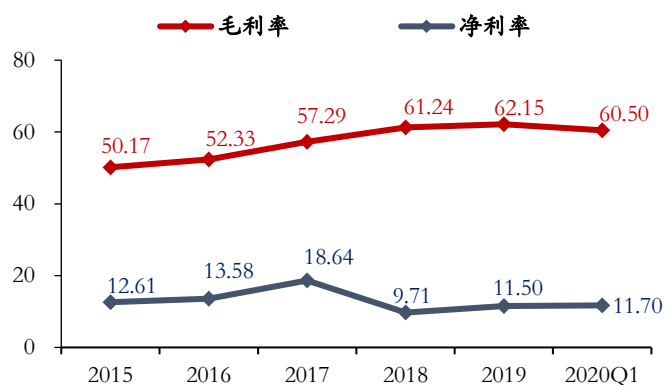
图表 26 化学制剂上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

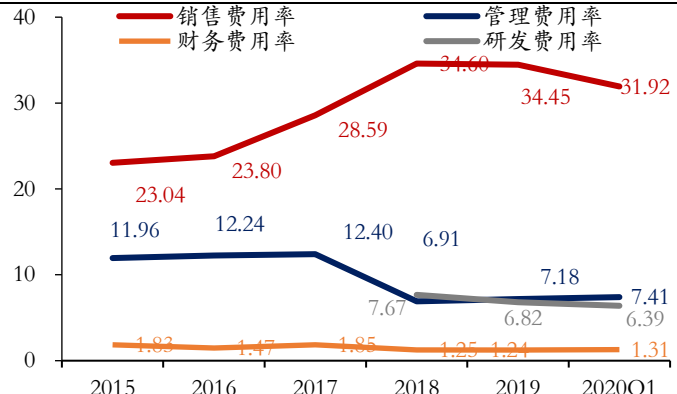
从盈利能力来看, 2019 年化学制剂上市公司整体毛利率为 62.15%, 基本维持 2018 年水平, 净利率为 11.50%, 较 2018 年的 9.71% 得到修复。2020 年第一季度毛利率为 60.50%, 净利率基本维持在 2019 年的水平。销售费用率在 2017 年开始大幅上升, 2019 基本维持在 2018 年的水平, 主要系两票制导致销售费用内化; 2020 年第一季度受疫情影响, 各费用率均有所下降, 其中销售费用率下降最为显著, 主要是疫情导致出行受限, 差旅费大幅减少所致。

图表 27 化学制剂上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 28 化学制剂上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

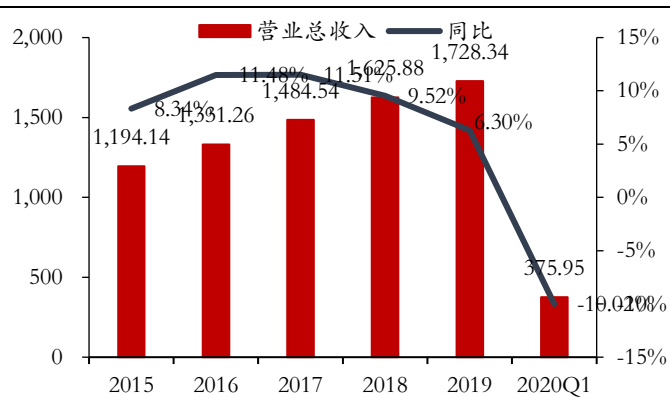
### 3. 中药

2019 年中药板块整体业绩增速低迷。我们剔除了部分主营业务转型的企业, 以及部分面临退市风险、波动性较大或其他可比性较差的企业, 目前主要以 49 家上市公司作为统计对象, 2019 年中药板块实现营业收入合计 1728.34 亿元, 同比增加 6.30%, 较 2018 年增速下降 3.22 个百分点; 实现扣非净利润 151.81 亿元, 同比增加 5.40%; 行业业绩整体增速低迷, 主要受以下因素影响: 1) 中药注射剂的使用及销售被限制, 部分中药注射剂为大单品的企

业绩大幅下滑；2) 新版医保目录出台后，部分企业产品被调出医保目录，则面临着 3 年退出期及之后的压力。2020 年第一季度受疫情影响，中药行业整体业绩下滑，疫情相关制药企业业绩表现突出（如华润三九、以岭药业、济川制药及步长制药等），中药行业上市公司实现营收 375.95 亿元，同比减少 10.02%；实现扣非净利润合计 42.74 亿元，同比减少 11.21%。

我们的观点：中药注射剂在当前环境下使用受限，销售压力较大，中药口服制剂替代效应逐步显现。叠加医保支付结构的调整影响，板块业绩承压，且中药行业的研发投入难以加大将导致行业成长受制明显。2020 年受新冠肺炎疫情影响，部分中成药（如莲花清瘟）表现亮眼，或成为中药行业发展契机，后续中药价值有望被重新认可，未来若需保持增长，需提高中药的消费属性或临床价值。

图表 29 中药上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

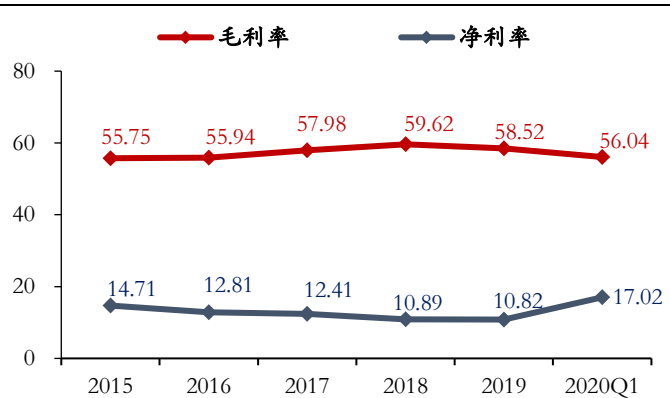
图表 30 中药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



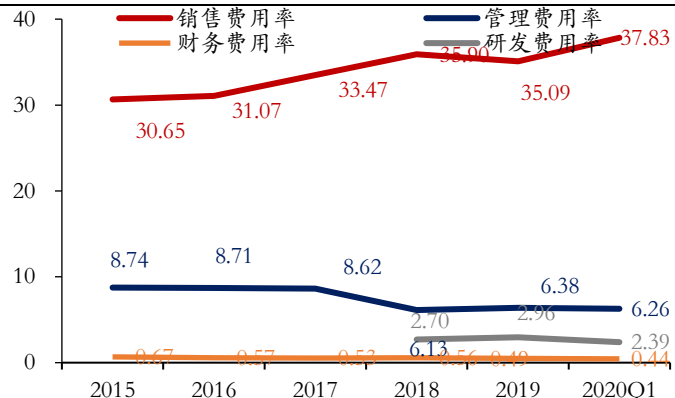
资料来源：Wind，万和证券研究所

盈利水平基本保持稳定。2019 年中药行业上市公司毛利率为 58.52%，较上年减少 1.10 个百分点；净利率较 10.82%，基本维持上年水平。2020 年中药行业上市公司毛利率和净利率分别为 56.04%、17.02%，净利率较往年显著提升。费用率基本保持稳定，研发费用率维持在较低水平。

图表 31 中药上市公司毛利率及净利率 (%)



图表 32 中药上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

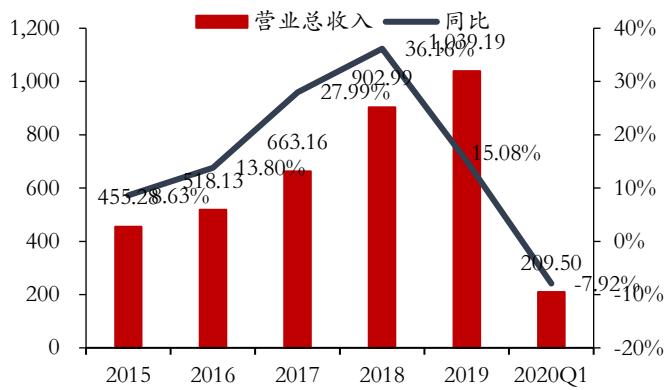
资料来源：Wind，万和证券研究所

#### 4. 生物制品

剔除了部分部分面临退市风险、波动性较大或其他可比性较差的企业，目前主要以 31 家生物制品行业上市公司作为统计对象，2019 年上述公司实现营业收入合计 1039.19 亿元，同比上涨 15.08%，较 2018 年 36.16% 的高增速下降明显，主要系部分企业 2018 年同期高基数；实现扣非净利润 144.42 亿元，同比增加 32.08%，较 2018 年 5.12% 的增速大幅提升。全年来看，长春高新（生长激素）、智飞生物（疫苗）、上海莱士（血制品）收入端及利润端均表现突出。2020 年第一季度受疫情影响，生物制品整体业绩下滑，疫情相关企业业绩表现突出，行业上市公司实现营收 209.50 亿元，同比减少 7.92%；实现扣非净利润合计 30.08 亿元，同比减少 19.45%。

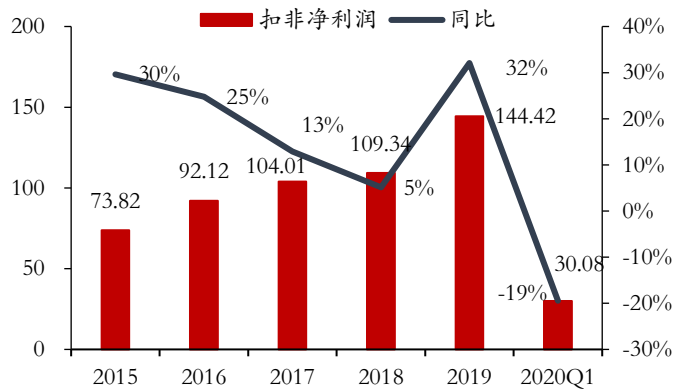
接下来，我们将生物制品行业细分为生物制品（含生物制药及疫苗）及血制品子行业进一步分析。

图表 33 生物制品板块上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

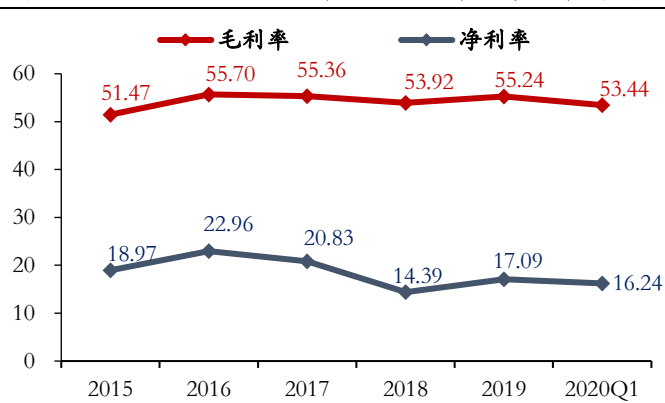
图表 34 生物制品板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

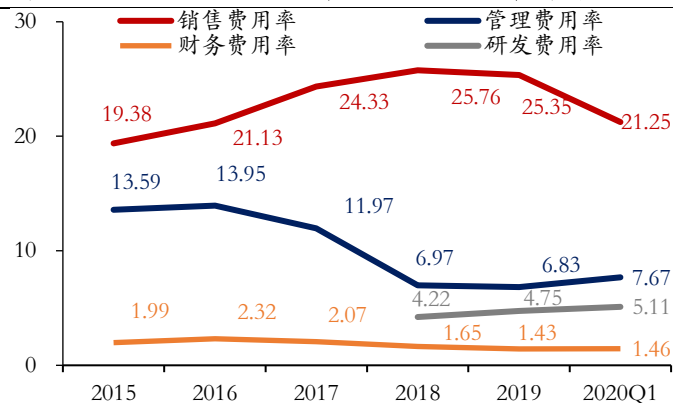
从盈利能力来看，2019 年毛利率为 55.24%，较 2018 年有所增加 1.31 个百分点，净利率为 17.09%，较 2018 年提升 2.71 个百分点，主要受疫苗行业多个爆款疫苗放量影响，2019 年得到显著提升。费用方面，受智飞生物等企业收入大幅增加影响，期间费用率较上年略有降低。2020 年第一季度受疫情影响，销售费用率下降明显，主要因出行受限，销售渠道主要转为线上，差旅费大幅减少，但研发费用率由于部分企业针对疫情相关产品（如疫苗）投入研发加大有所提升。

图表 35 生物制品板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 36 生物制品板块上市公司主要费用率 (%)



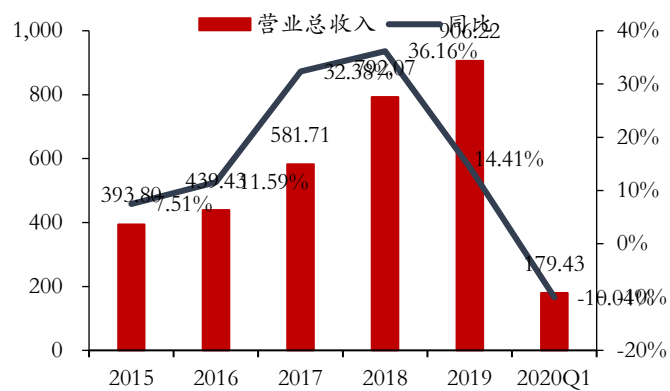
资料来源：Wind，万和证券研究所

#### 4.1 生物制品（生物制药+疫苗）

行业景气度高，业绩仍旧亮眼。剔除 ST 及其他可比性较低的公司，我们以 26 家上市公司作为统计对象，2019 年生物制品行业上市公司实现营业收入合计 906.22 亿元，同比增加 14.41%，较 2018 年 32.38% 的高增速放缓明显，主要系智飞生物代理产品放量、康泰生物四联苗放量导致 2018 同期基数较大；生物制品行业上市公司实现扣非净利润 115.15 亿元，同比增加 32.65%。2020 年第一季度受疫情影响，生物制品整体业绩下滑，行业上市公司实现营收 179.43 亿元，同比减少 10.04%；实现扣非净利润合计 21.89 亿元，同比减少 28.27%。

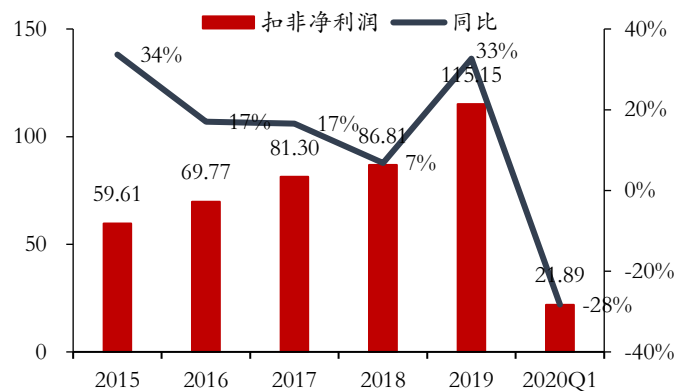
我们的观点：生物制品行业景气度高，生物制品是行业趋势，目前世界领先药企研发管线近半是生物制药，且生物药具有较高门槛，受政策降价影响也较小，预计在较长时期内可维持增长态势。疫苗行业更是随着防优于治的概念逐渐渗透而迎来研发收获期。从支付端看，生物制品如生长激素、疫苗等产品有大部分不在医保支付范围，属于政策免疫标的，目前疫苗接种已开始恢复，随着疫情影响逐渐消化，中长期景气度有望维持较高水平。此外，随着科创板的成立，生物制药企业纷纷选择在国内上市，融资渠道被明显拓宽，预计未来生物制品行业的景气度将显著提升。

图表 37 生物制品上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

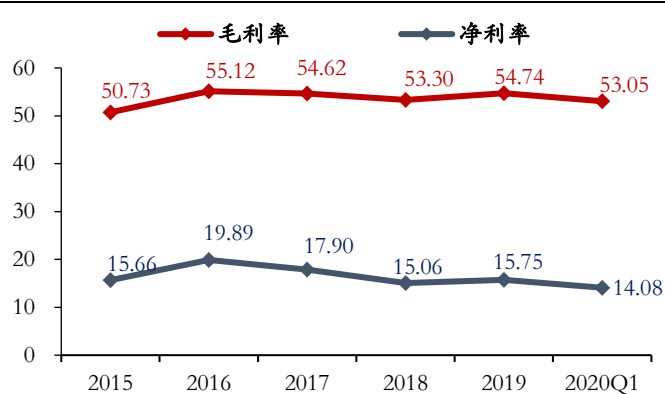
图表 38 生物制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

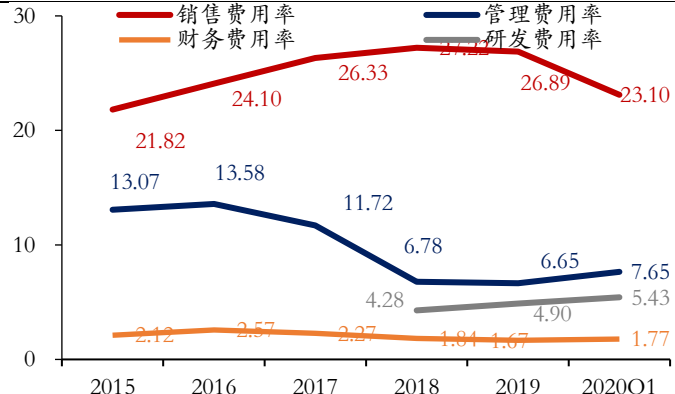
从盈利能力来看, 2019 年毛利率为 54.74%, 基本回到 2017 年水平, 净利率为 15.75%。费用方面, 研发费用率呈增加态势, 受智飞生物等企业收入大幅增加影响, 期间费用率较上年略有降低。2020 年第一季度受疫情影响, 销售费用率下降明显, 主要因出行受限, 销售渠道主要转为线上, 差旅费大幅减少, 但研发费用率由于部分企业针对疫情相关产品 (如疫苗) 投入研发加大有所提升。

图表 39 生物制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 40 生物制品上市公司主要费用率 (%)



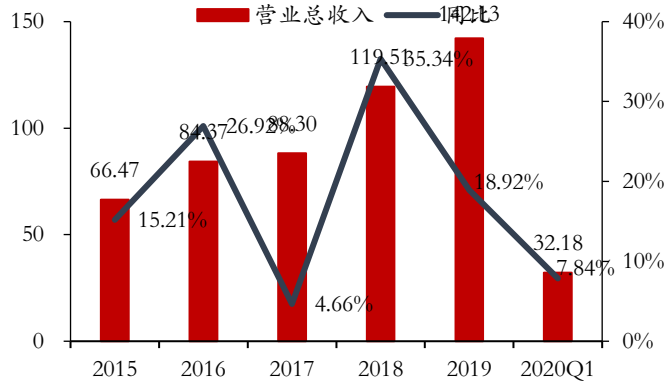
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 4.2 血制品

行业景气度明显复苏。剔除可比性较低的公司, 我们以 6 家上市公司作为统计对象, 2019 年血制品行业上市公司实现营业收入合计 142.13 亿元, 同比增加 18.92%; 实现扣非净利润 30.69 亿元, 同比上涨 32.12%, 较 2018 年 0.57% 的增速大幅上涨, 主要受行业采浆增速放缓及进口白蛋白批签发减少共同导致供给减少, 供需关系导致血制品价格提升。2020 年第一季度受疫情影响, 血制品行业整体业绩表现突出, 主要是静丙等疫情相关产品在疫情期间被大量使用, 行业上市公司实现营收 32.18 亿元, 同比增加 7.84%; 实

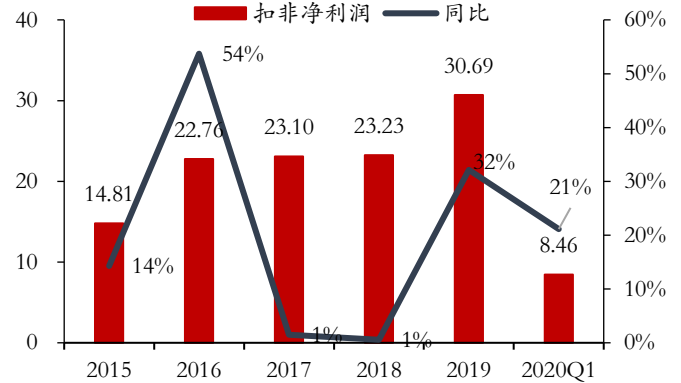
现扣非净利润合计 8.46 亿元，同比增加 21.13%。

图表 41 血制品上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

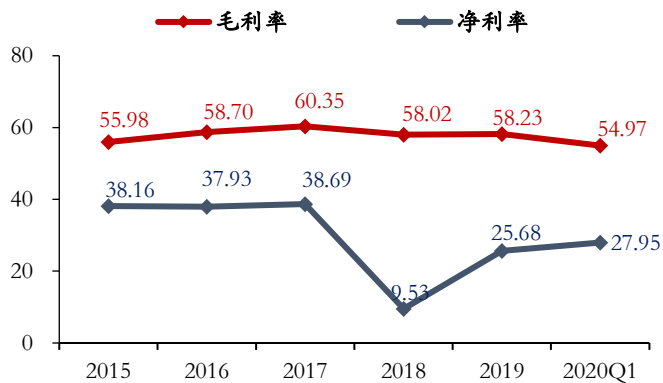
图表 42 血制品上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

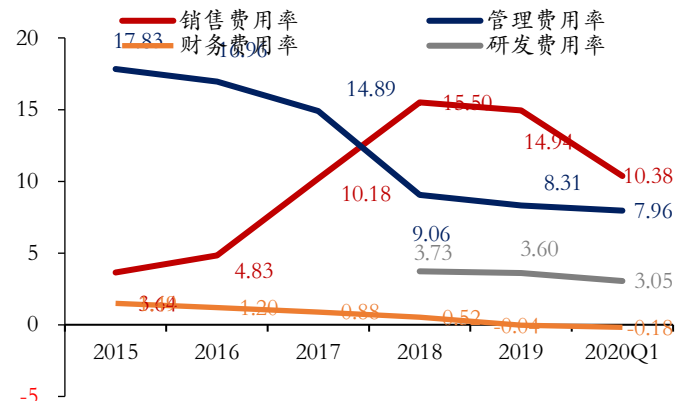
从盈利能力来看, 毛利率基本维持稳定, 净利率为 25.68%, 较 2018 年提升 16.15%, 2018 年同期基数过低主要受上海莱士亏损影响, 目前已经得到明显修复, 销售费用率及管理费用率的规模效应正在逐步显现。2020 年第一季度受疫情影响, 经营受限, 各费用率均有所下降, 其中销售费用率下降明显, 主要因出行受限, 销售渠道主要转为线上, 差旅费大幅减少。

图表 43 血制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 44 血制品上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 5. 医疗器械

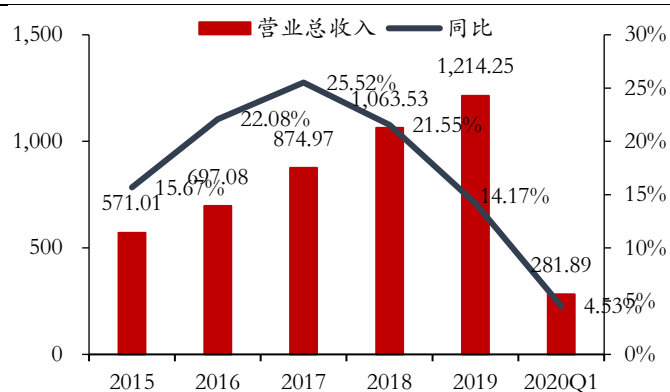
我们剔除了部分可比性较差的企业, 目前主要以 66 家上市公司作为统计对象, 由于子板块领域众多, 分化明显, 我们将分为医疗器械 (医疗设备+低值耗材)、IVD 及高值耗材三个细分领域进行简要分析。整体而言, 2019 年医疗器械制品行业上市公司业绩增速放缓明显, 主要受宏观经济影响政府采购增速放缓及高值耗材集采降价的影响, 实现营业收入合计 1214.25 亿元,



同比增加 14.17%，实现扣非净利润 163.16 亿元，同比增加 11.54%，较 2018 年增速大幅放缓 15.93 个百分点。2020 年第一季度受疫情影响，医疗器械行业整体业绩表现突出，行业内部分化严重，部分疫情相关产品（如防护耗材、病毒检测及医疗设备等）在疫情期间被大量使用，相关企业业绩爆发式增长，而常规 IVD、高值耗材的生产企业则业绩下滑显著。整体而言，2020 年第一季度行业上市公司实现营收 281.89 亿元，同比增加 4.53%；实现扣非净利润合计 45.92 亿元，同比增加 20.41%。

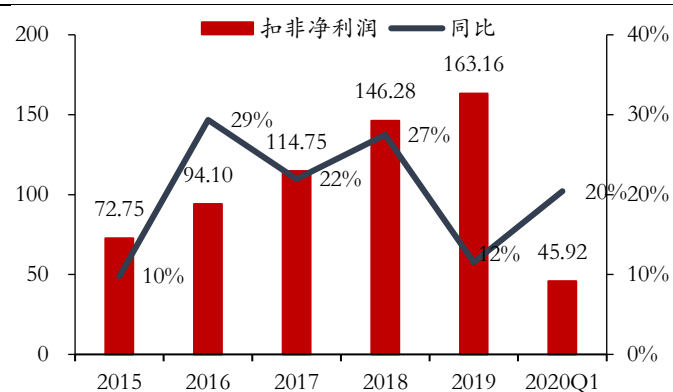
我们的观点：短期来看，国内复工复产情况较好，医院诊疗量从第二季度起快速恢复，相关企业的经营状况将随之逐渐改善。长期来看，人口基数大、老龄化下，国内将发展成为全球最大市场，并且国产替代、分级诊疗等政策将持续利好具有较强创新能力的国产龙头企业，行业可以维持较高景气度。

图表 45 医疗器械板块上市公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

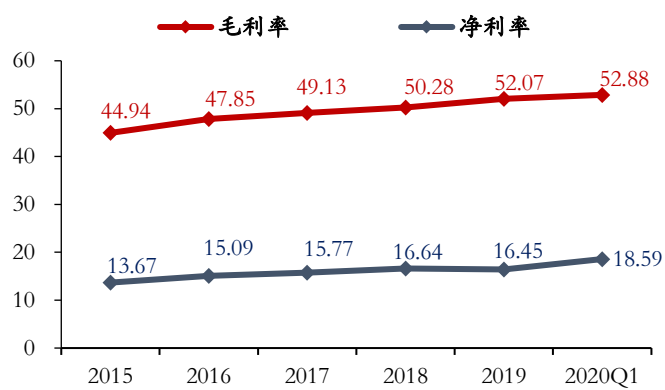
图表 46 医疗器械板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

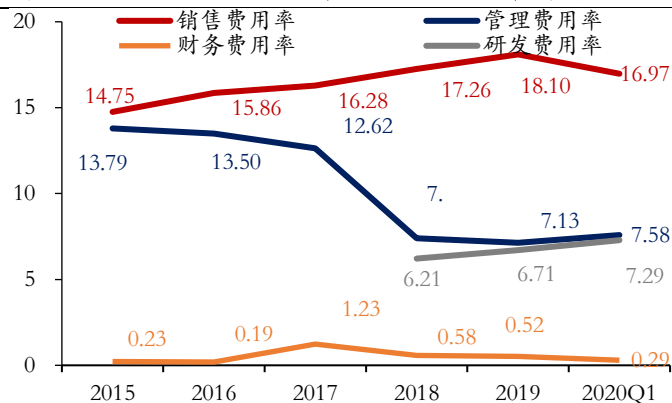
从盈利能力来看，随着国内医疗器械产品水平的不断提高，行业整体的毛利率逐年持续上升，直接带动净利率持续上升。2019 年，医疗器械板块毛利率 52.88%，较 2018 年上涨 0.71 个百分点，净利率为 16.45%。2020 年第一季度毛利率和净利率均有所提升，分别为 52.88% 及 18.59%。管理费用率 2018 年起大幅下降，主要是研发费用单独列支所致。2019 年，费用率开始逐渐显现规模效应。

图表 47 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 48 医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)



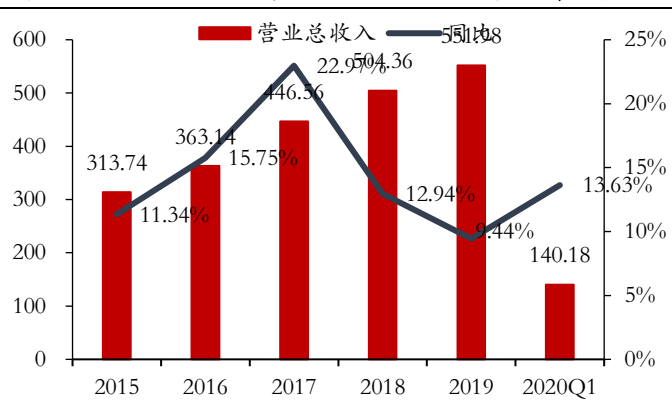
资料来源：Wind，万和证券研究所

### 5.1 医疗器械子领域（医疗设备+低值耗材）

疫情影响下医疗器械细分领域业绩分化，疫情相关产品生产企业业绩表现优越。我们以医疗设备细分领域 25 家上市公司作为统计对象，2019 年该细分领域上市公司实现营业收入合计 551.98 亿元，同比增加 9.44%；实现扣非净利润 75.03 亿元，同比增长 29.23%。从盈利能力来看，2019 年毛利率及净利率有显著提升，费用率维持稳定水平。2020 年第一季度行业上市公司实现营业收入 140.18 亿元，同比增加 13.63%；实现扣非净利润合计 23.05 亿元，同比增加 42.36%。

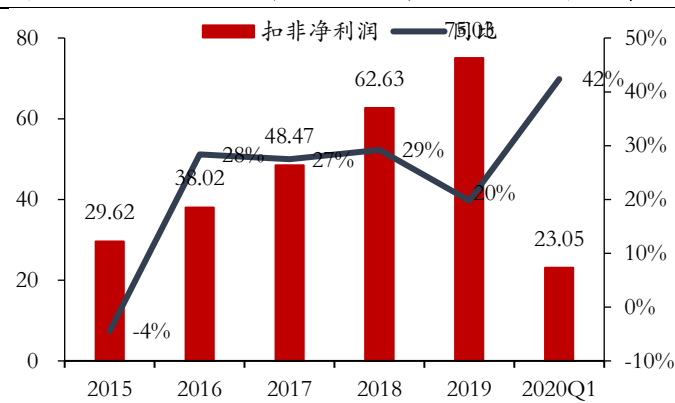
我们的观点：短期来看，行业内部业绩分化明显，疫情相关产品（如防护耗材及呼吸机、监护仪、CT 等医疗设备）在抗疫过程中充分发挥其作用性，相关生产企业业绩因此大提升，尤其在海外疫情仍在发展的情况下，相关企业在今年前三季度均有望获得较高增长。此外，在本次疫情中，我国的公共卫生体系、传染病收治、危重症患者救治等方面暴露出较多问题，后续该细分领域将受益于公共卫生体系的进一步完善。但中短期来看，由于宏观经济原因，政府采购或放缓，依赖政府采购大单的企业业绩恐承压。长期来看，国产替代、分级诊疗等政策及景气度较高，产品研发迭代能力强的国产龙头值得长期关注。

图表 49 医疗设备上市公司营收及同比 (亿元, %)



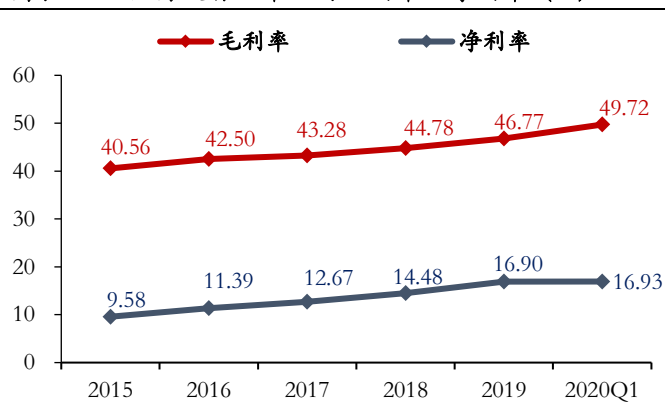
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 50 医疗设备上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



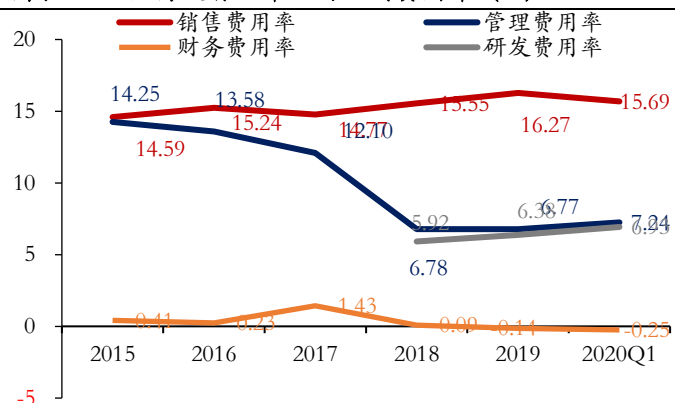
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 51 医疗设备上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 52 医疗设备上市公司主要费用率 (%)



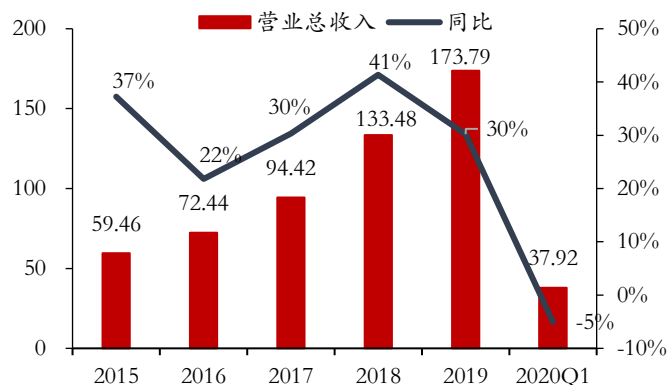
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 5.2 高值耗材

**集采降价下的成长爆发。**我们以高值耗材领域的 11 家上市公司作为统计对象,2019 年高值耗材板块实现营业收入合计 173.79 亿元,同比上涨 30.24%;实现扣非净利润 36.68 亿元,同比增加 30.75%。2020 年第一季度行业上市公司实现营收 37.92 亿元,同比减少 5.06%;实现扣非净利润合计 9.33 亿元,同比增加 9.41%。

**我们的观点:**随着多个省份陆续开展针对高值耗材的集采,国产替代效应明显,高值耗材领域以价换量迎来业绩增长的爆发。

图表 53 高值耗材上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

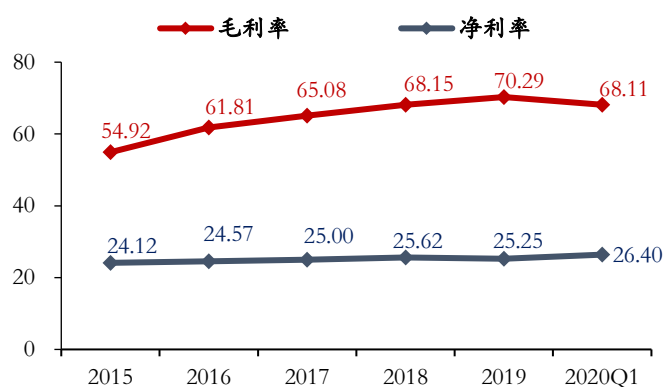
图表 54 高值耗材上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

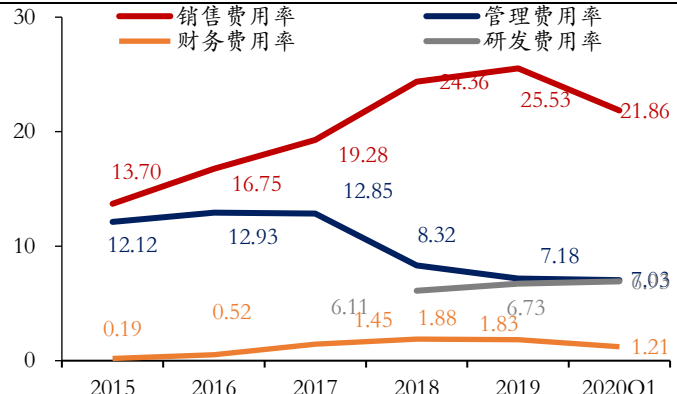
从盈利多个省份相继对能力来看, 2019 年毛利率为 70.29, 较 2018 年增加 2.14 个百分点, 净利率为 25.25 个百分点, 较 2018 年减少 0.37 个百分点。高值耗材开展集采, 导致收入上升明显, 销售费用率随之降低。研发投入保持持续上升的态势, 研发投入的加大使国产高值耗材企业持续提升竞争力, 加大国产替代。2020 年第一季度毛利率和净利率分别为 68.11% 及 26.40%。2020 年第一季度销售费用率下降显著, 主要受疫情影响, 销售由线下转线上所致。

图表 55 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 56 高值耗材上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

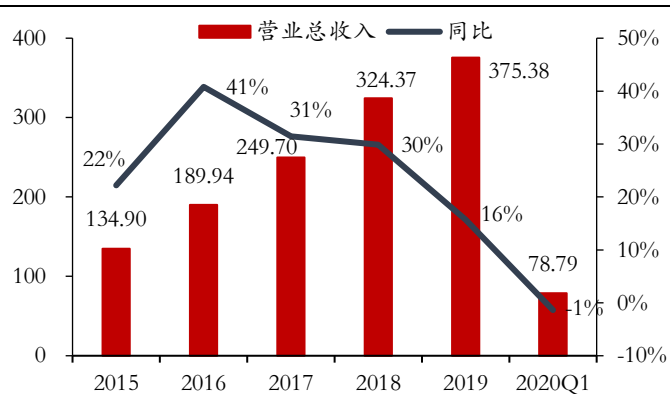
### 5.3 IVD

我们以 24 市公司作为统计对象, 2019 年 IVD 行业上市公司整体业绩增速放缓, 细分龙头仍保持较高增速, 细分板块分化明显, 化学发光及免疫诊断等国产公司已维持多年高增速, 生化诊断目前增速较低。实现营业收入合计 375.38 亿元, 同比增加 15.73%, 增速较 2018 年的 29.90% 有明显放缓; 实现扣非净利润 44.23 亿元, 同比减少 3.00%。2020 年第一季度受疫情影响, IVD 行业整体业绩表现突出, 行业内部分化明显。部分推出新冠检测产品的 IVD

企业（如华大基因、安图生物、硕世生物及硕世生物等）接到国内外大量订单，相关企业业绩爆发式增长，而常规 IVD 的生产企业则业绩下滑显著。整体而言，2020 年第一季度行业上市公司实现营收 78.79 亿元，同比减少 1.37%；实现扣非净利润合计 10.60 亿元，同比减少 0.82%。

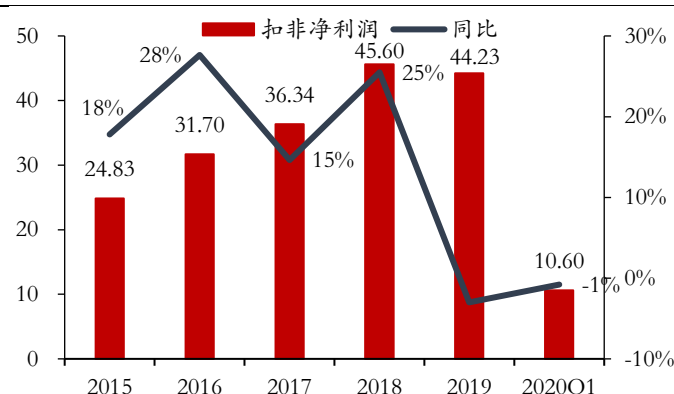
我们的观点：对于常规 IVD 产品而言，疫情影响是暂时性的，长期来看，伴随着全球诊断科技水平的提升，医药行业迎来大变革。诊断跨越疾病防治的全周期，随着技术的提升及费用的下降，终端需求将持续增长。尤其在医保控费的大背景下，DRGs 相关政策逐渐落实，精准治疗逐渐发展成熟，国产替代政策加持，国内 IVD 市场处于高速发展红利期，龙头企业或将引领行业。对于本次疫情防控中表现优越的 IVD 企业，是占有天时地利人和的优势：首先，我国率先检测出新冠病毒，国内 IVD 企业获得先发优势，积极应对疫情防控，大力投产，承接国内大量订单；其次，因我国在疫情防控期间表现优秀，疫情防控在第二季度已经可以进入全国复工复产的阶段，新冠检测基本常态化，而此时海外疫情蔓延，新冠检测的供需存在较大缺口，我国优质 IVD 企业承接大量国内外新冠检测产品订单。因此，我们认为此次国产新冠检测产品不仅仅是“一锤子买卖”挣一波疫情钱而已，而应该充分认识到检测产品的发展空间、我国优质企业在海外的认可度及相对弹性的较大产能快速响应。

图表 57 IVD 上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

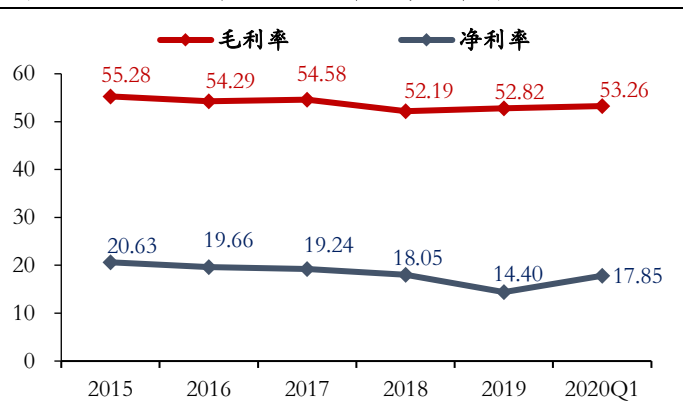
图表 58 IVD 上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

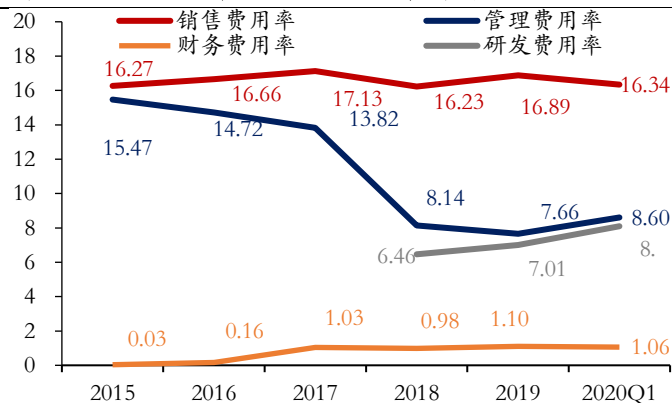
从盈利水平来看，2019 年 IVD 行业上市公司毛利率为 52.82%，较 2018 年上涨 0.63 个百分点，较为稳定；净利率波动较大，2019 年为 14.40%，较上年下降 3.65 个百分点，主要受美康生物大幅计提商誉减值所致。2020 年第一季度毛利率和净利率均有所提升，分别为 53.26% 及 17.85%。2019 年，费用率开始逐渐显现规模效应，其中管理费用率 2018 年起大幅下降，主要是研发费用单独列支所致。

图表 59 IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 60 IVD 上市公司主要费用率 (%)



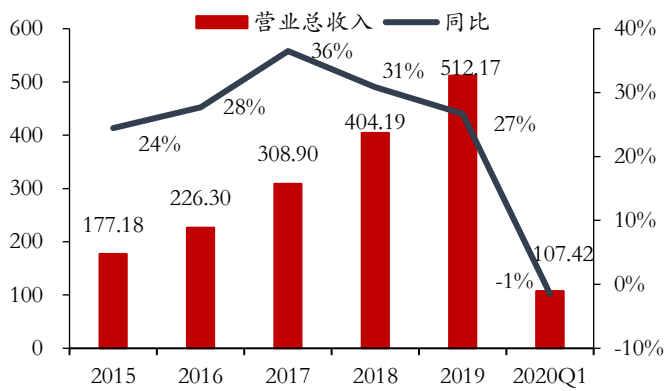
资料来源：Wind，万和证券研究所

## 6. 医疗服务

行业维持高景气度。我们以 15 家上市公司作为医疗服务整个板块的统计对象，由于子领域区别较大，分化明显，我们将分为连锁医疗服务机构及 CXO 两个细分领域进行简要分析。整体而言，2019 年医疗服务行业增速略有放缓，2019 年上市公司实现营业收入合计 512.17 亿元，同比增加 26.72%，较 2018 年 30.85% 的增速减少 4.13 个百分点；实现扣非净利润 66.79 亿元，同比增加 34.10%，较 2018 年的 49.49% 减少 15.39 个百分点。2020 年第一季度受疫情影响，CXO 行业整体业绩表现突出，医疗连锁品牌经营受限、业绩承压。整体而言，2020 年第一季度行业上市公司实现营收 107.42 亿元，同比减少 1.48%；实现扣非净利润合计 8.63 亿元，同比减少 33.19%。

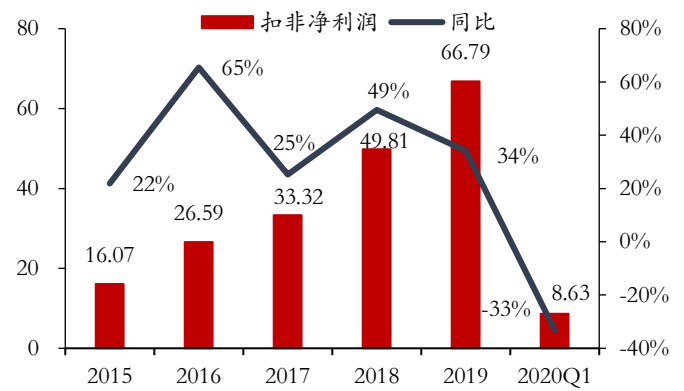
我们的观点：受疫情影响，2020 年第一季度连锁品牌医疗服务机构经营受限，预计在二、三季度经营状况有所好转，长期来看，连锁品牌医疗服务机构及 CXO 受益于国内对健康的关注提升及医疗的需求持续扩大，将在较长时期内维持高景气度的发展态势。CXO 企业在疫情期间受负面影响较小，相反，在海外疫情持续蔓延时，部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在行业趋势向好的背景下，疫情或成国内 CXO 订单驱动器。

图表 61 医疗服务板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 62 医疗服务板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

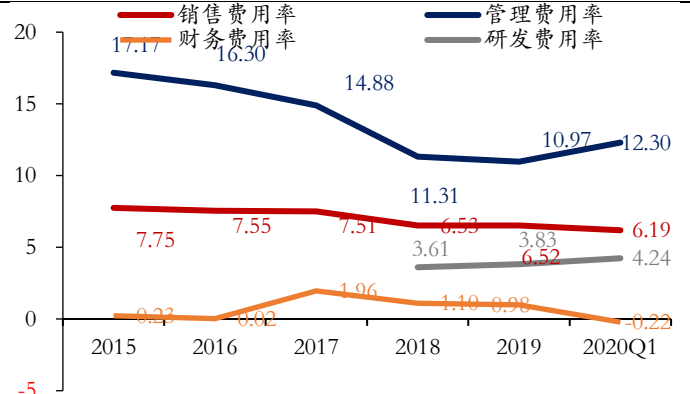
从盈利能力来看, 2019 年医疗服务板块毛利率和净利率分别为 40.63% 和 15.00%。费用方面, 2019 年管理费用率及销售费用率较 2018 年略显规模效应, 实现略微降低。

图表 63 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 64 医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

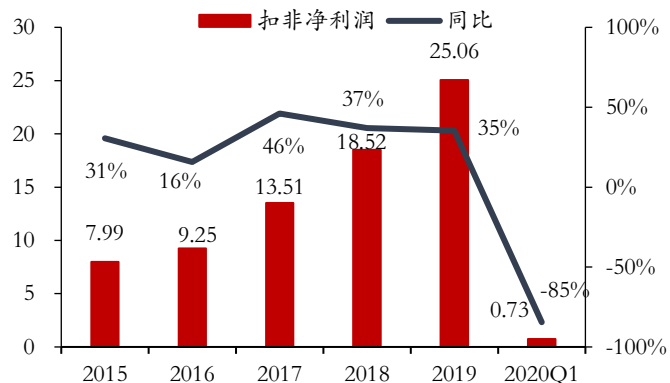
## 6.1 医疗服务机构

行业维持高景气度。我们以 4 家上市公司作为统计对象, 2019 年医疗服务机构细分领域上市公司实现营业收入合计 242.06 亿元, 同比增加 20.76%, 实现扣非净利润 25.06 亿元, 同比增加 35.31%, 维持较高增长速度。2020 年第一季度受疫情影响, 除金域医学为新冠检测服务机构外, 连锁品牌医疗服务机构基本停摆, 经营受限, 业绩受创。整体而言, 2020 年第一季度, 该细分领域上市公司实现营收合计 43.04 亿元, 同比减少 19.31%; 实现扣非净利润 0.73 亿元, 同比减少 84.51%, 其中接近 60% 的扣非净利润由金域医学贡献。

我们的观点: 受疫情影响, 第一季度, 专科医疗服务机构经营受限, 预计从

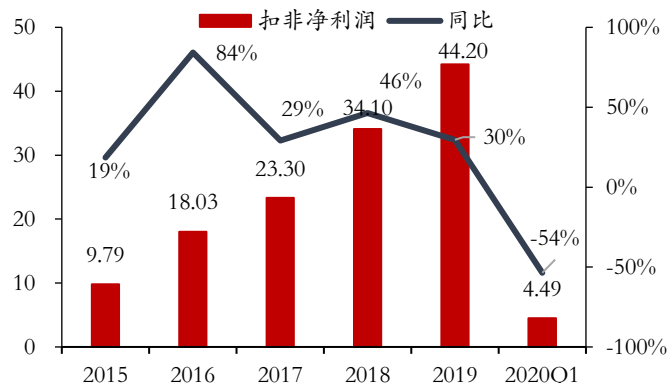
第二季度起疫情的影响逐渐消化；长期来看，国民健康意识逐渐增强和医改政策持续推进下，鼓励社会资本推动医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变，该行业在较长时期内仍会维持较高景气度，品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

图表 65 医疗服务机构上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

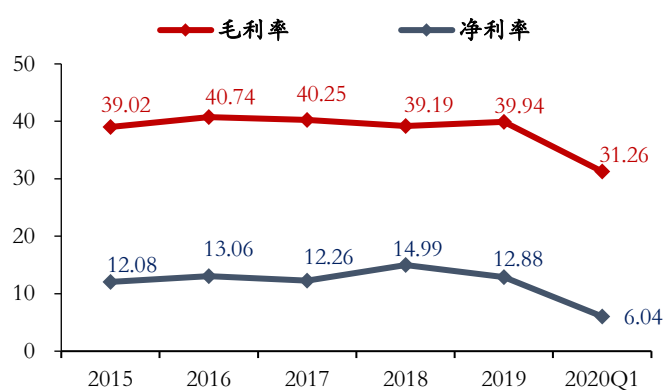
图表 66 医疗服务机构上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

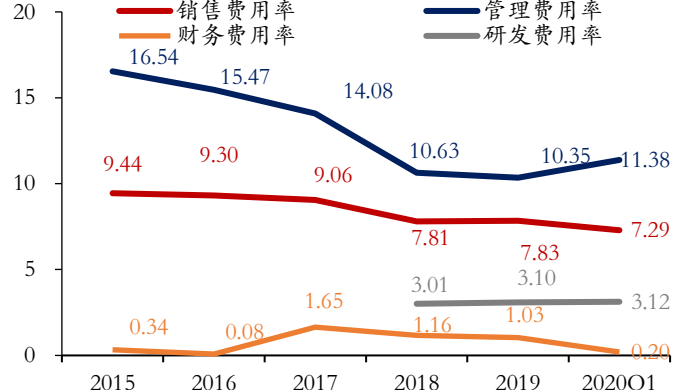
从盈利能力来看，2019 年毛利率和净利率分别为 40.46%、11.84%，较 2018 年均略有提升，分别增加 1.39、1.30 个百分点；费用率较为稳定。2020 年第一季度受疫情影响，经营受限而固定成本导致毛利率和净利率双双创新低，分别为 28.89%和 3.42%。

图表 67 医疗服务机构上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 68 医疗服务机构上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 6.2 CXO

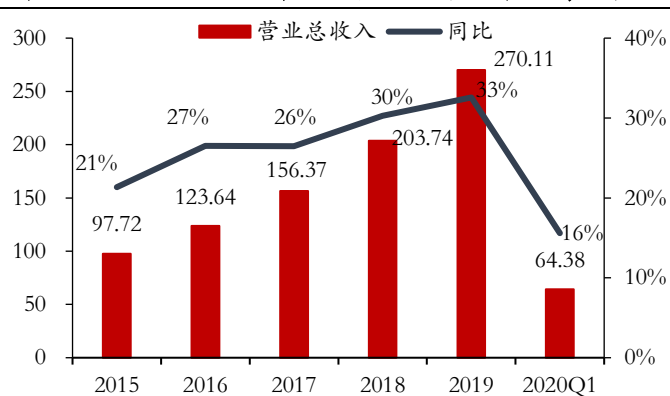
CXO 行业业绩维持高速增长。我们以 11 家上市公司作为统计对象，2019 年 CXO 细分领域上市公司实现营业收入合计 270.11 亿元，同比上增加 32.57%，较 2018 年 30.30%的增速增加 2.27 个百分点；实现扣非净利润 41.73 亿元，



同比增加 33.38%，较 2018 年下降 24.59 个百分点，主要是 2018 年药明康德公允价值收益大幅增加造成同期高基数。2020 年第一季度受疫情影响复工延迟，CXO 行业实现营业收入合计 64.38 亿元，同比增加 15.59%，较 2019 年第一季度减少 16.98 个百分点；实现净利润 7.90 亿元，同比下降 3.64 个百分点。

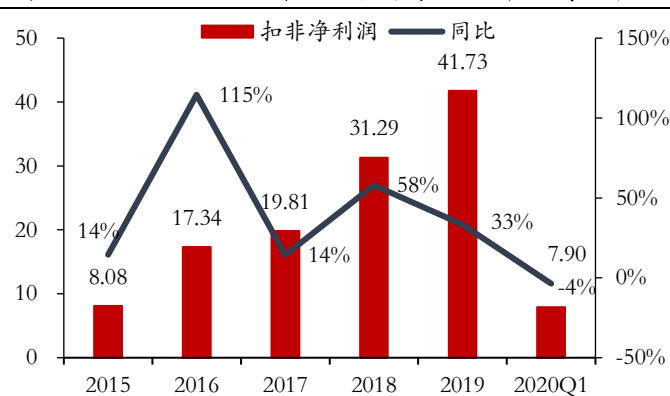
**我们的观点：**CXO 企业在疫情期间受负面影响较小，相反，在海外疫情持续蔓延时，部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在行业趋势向好的背景下，疫情或成国内 CXO 订单驱动器。此外，长期来看，创新药浪潮已来，我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将仿制药产业引领至创新药产业，大力迎接医药创新，逐步实现世界创新高度。长期来看，该细分领域将医药研发与制造进行划分实现分工合作，将研发周期长、失败率高的影响降到最小，并且作为 CRO 企业，盈利将持续整个研发周期，无论新药是否最终获批，早涝保收。CMO 企业受益于全球市场扩增、我国 CMO 服务成本低，全球医药生产外包有向新兴市场转移的态势，尤其在我国系列医药行业新政的出台及落实下，CMO、CRO 行业将在较长期维持高景气度。

图表 69 CXO 板块上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

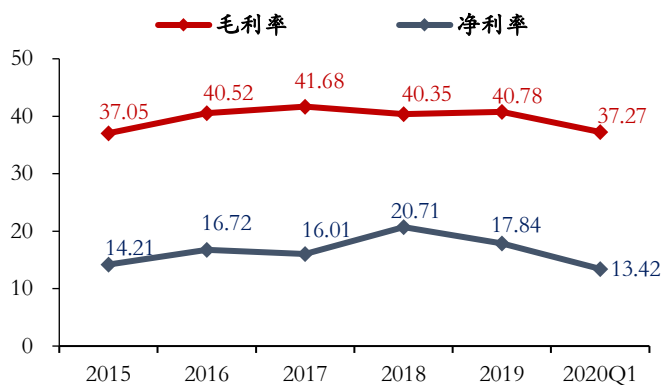
图表 70 CXO 板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

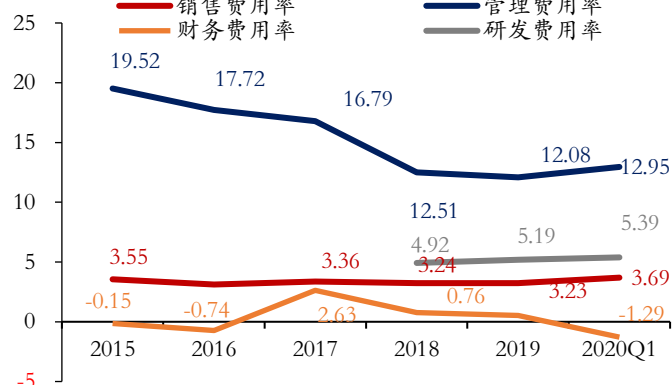
从盈利能力来看，2019 年，毛利率维持稳定水平，净利率为 17.84%，较 2018 年下降 2.88 个百分点，主要是 2018 年药明康德公允价值收益大幅增加造成同期高基数。管理费用率逐步显现规模效应，研发费用率呈上升态势。

图表 71 CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 72 CXO 上市公司主要费用率 (%)

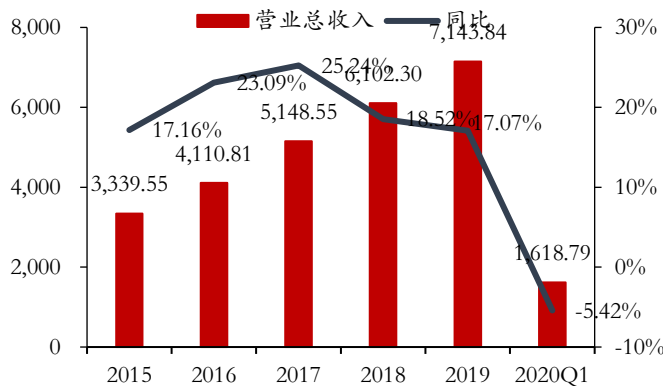


资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 7. 医药商业

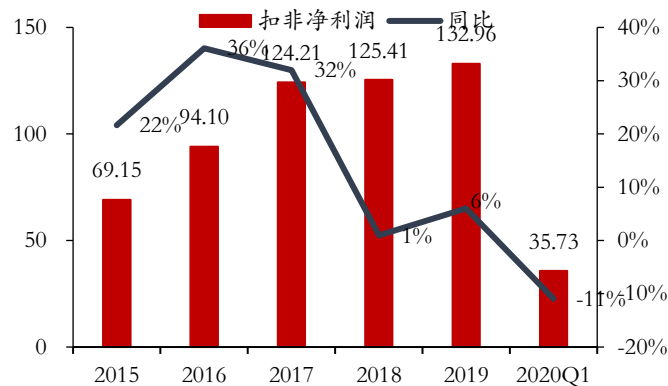
两票制影响逐渐弱化, 细分领域分化明显。剔除部分可比性较低的企业, 加入部分主营业务已转换至医药流通领域的企业, 我们以 24 家上市公司作为医药商业板块统计对象, 由于流通领域与零售领域分化明显, 我们将分别进行简要分析。整体而言, 2019 年医药商业板块上市公司实现营业收入合计 7143.84 亿元, 同比增加 17.07%; 实现扣非净利润 132.96 亿元, 同比增加 6.02%, 较 2018 年增加 5.06 个百分点。2020 年第一季度实现营业收入合计 1618.79 亿元, 同比减少 5.42%; 实现扣非净利润 35.73 亿元, 同比减少 10.93%。

图表 73 医药商业上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

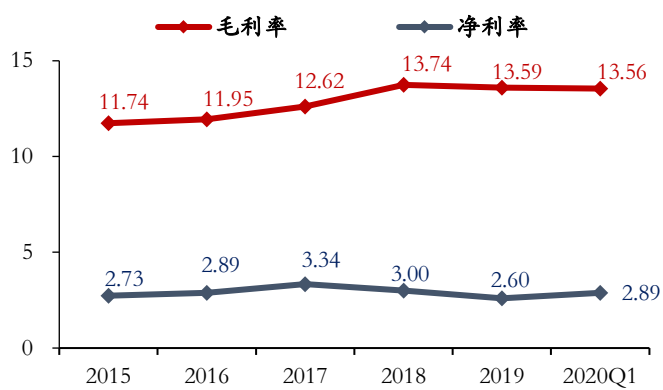
图表 74 医药商业上市公司扣非净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

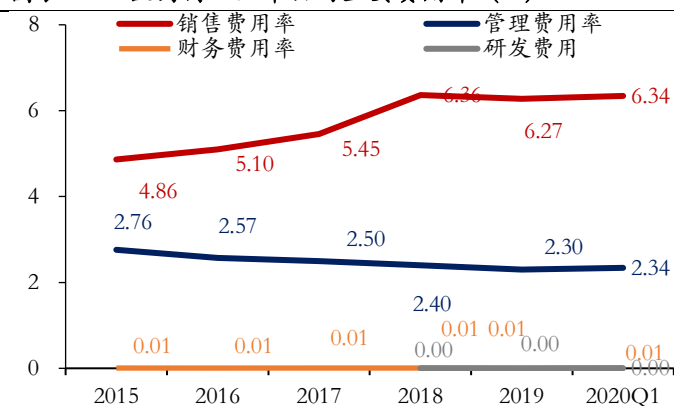
从盈利能力来看, 2019 年医药商业板块上市公司毛利率维持稳定水平, 净利率减少 0.4 个百分点至 2.60%。板块上市公司销售费用率及管理费用率受两票制、零加成及执业药师等政策影响, 自 2018 年起提升, 目前影响已逐渐弱化, 费用率趋于稳定。研发费用率在医药流通领域过低, 基本可以忽略。2020 年第一季度, 医药商业板块上市公司盈利能力及费用率维持稳定水平。

图表 75 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 76 医药商业上市公司主要费用率 (%)



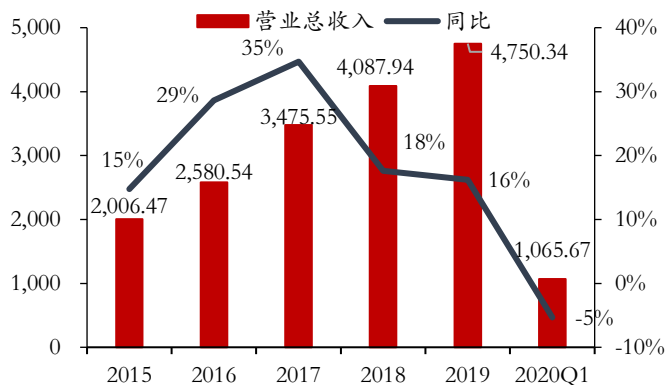
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 7.1 医药流通

我们将 18 家上市公司作为医药流通领域统计对象, 2019 年, 医药流通领域上市公司实现营业收入 2349.45 亿元, 同比上涨 18.29%, 实现扣非净利润 52.72 亿元, 同比上涨 5.58%。2020 年第一季度实现营业收入合计 1066.67 亿元, 同比减少 5.33%; 实现扣非净利润 17.21 亿元, 同比减少 23.73%。

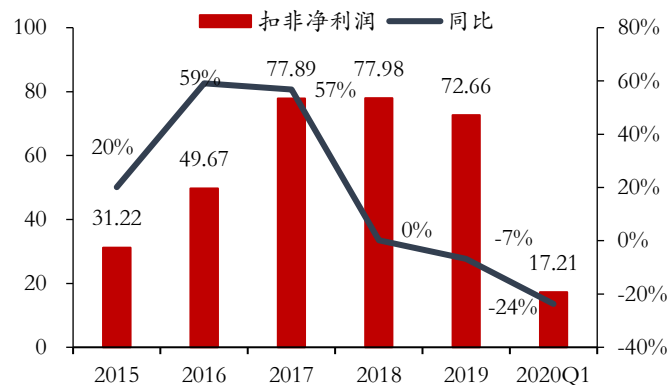
我们的观点: 短期来看, 2020 年第一季度因受疫情影响, 医院诊疗受限, 医药流通领域业绩承压, 二季度开始, 受疫情影响将逐渐消除。此外, 自 2017 年底开始受两票制冲击, 目前已逐步趋于稳定, 头部企业的市场份额不断提升。随着集采政策不断深化, 具备较强配送能力、较广网络布局的全国范围龙头或区域龙头企业将获得更多相关配送业务且因此获得现金流上的缓解。

图表 77 医药流通上市公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 78 医药流通上市公司扣非净利润 (亿元, %)



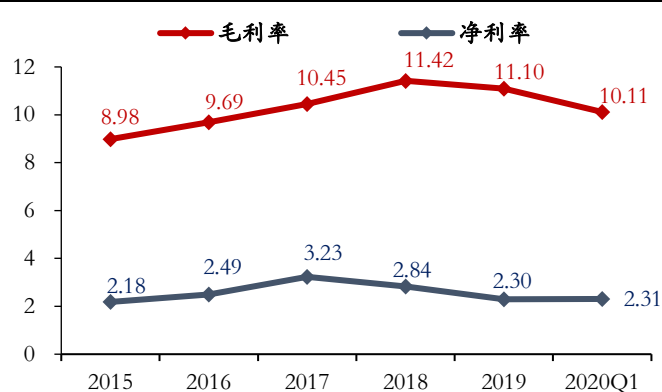
资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利能力来看, 2019 年医药流通领域毛利率较 2018 年略微下降 0.32 个百

分点，净利率下降 0.54 个百分点，主要是瑞康医药大幅计提商誉减值所致。

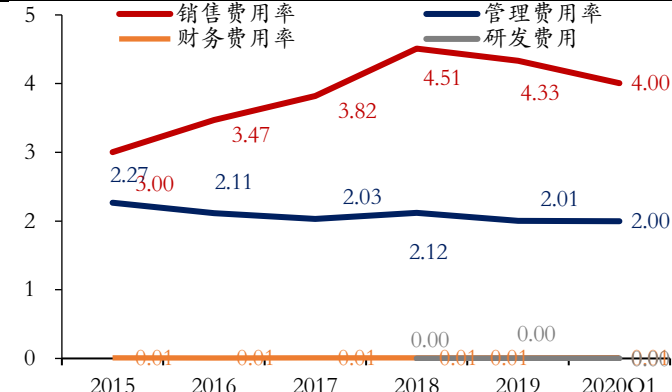
2020 年第一季度受疫情影响，盈利能力受到一定冲击。

图表 79 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 80 医药流通上市公司主要费用率 (%)



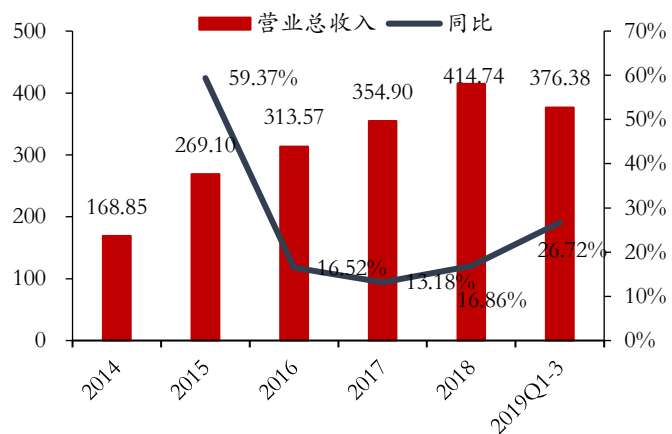
资料来源：Wind，万和证券研究所

## 7.2 医药零售

行业集中度提升，业绩维持高增长。我们以 5 家上市公司作为统计对象，2019 年医药零售行业上市公司实现营业总收入合计 519.13 亿元，同比增加 25.17%，较 2018 年 16.86% 的增速显著提升；实现扣非净利润 25.60 亿元，同比增加 23.58%，较 2018 年增加 6.12 个百分点。2020 年第一季度实现营业收入合计 146.54 亿元，同比增加 18.86%；实现扣非净利润 8.70 亿元，同比增加 22.41%。

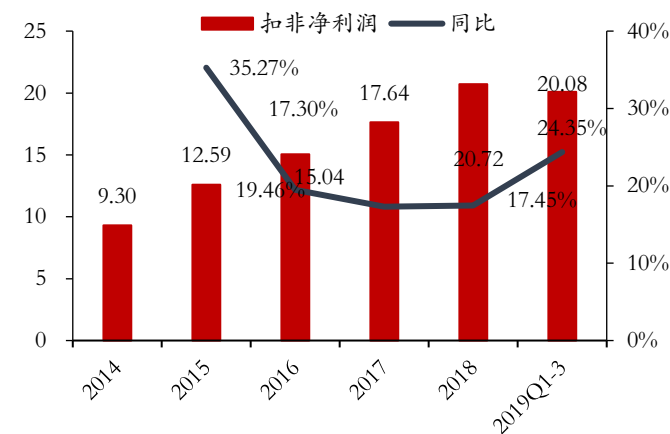
我们的观点：2020 年第一季度因受疫情影响，医院诊疗受限，医药零售基本为除疫情药品外唯一购药途径，因此本次疫情对零售药店实现正面影响。长期来看，相关医改政策逐步落实，如处方外流、“取消药品加成”、“药店分级”等多措施将药店采购议价能力将进一步提升，长期来看，行业可以实现进一步扩大。但短期内或因执业药师不足等问题受影响。

图表 81 医疗药零售板块上市公司营收及增速(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

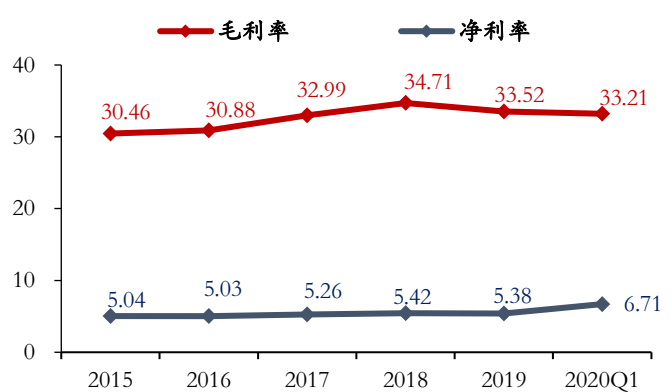
图表 82 医疗药零售板块上市公司扣非净利润(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

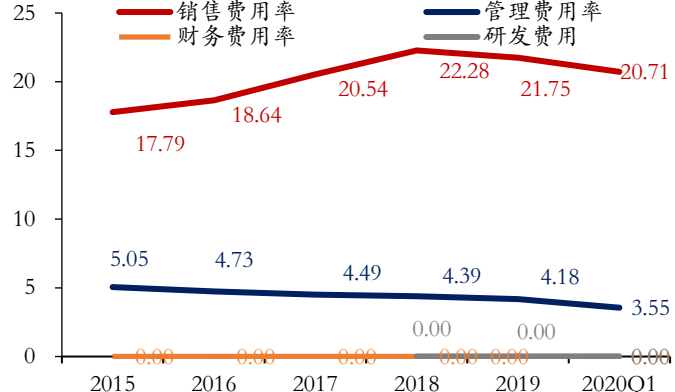
从盈利能力来看, 2019 年, 药店板块毛利率下降 1.19 个百分点至 33.52%, 净利率维持在稳定水平; 期间费用率方面呈现规模效应, 开始逐步降低。2020 年第一季度毛利率保持稳定, 净利率提升 1.33 个百分点至 6.71%, 销售费用率及管理费用率略微下降。

图表 83 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 84 医疗药零售上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

### 三、投资策略与建议

2019 年从医药生物各细分行业业绩来看, 内部持续分化, 生物制品、高值耗材、医疗服务等细分领域持续高景气, 医疗设备、仿制药、中药等细分领域业绩承压。2020 年一季度行业业绩受疫情影响分化, 为有效防控新冠疫情的蔓延, 居民外出受限, 我国经营活动基本停摆, 医院诊疗量大幅减少, 工厂、实验室开工受限, 非抗疫物资的生产企业业绩直面受创, 如高值耗材、手术耗材及药品、常规检测设备或常规 IVD 检测等生产及服务商和连锁医

疗服务机构如体检、口腔、眼科等；而呼吸机、CT 等影像设备、防护耗材、血制品、新冠病毒检测试剂等因抗疫需要被大量使用，相关生产企业的业绩因此受大幅提振。目前，我国已基本控制住了新冠疫情的发展，但是全球疫情发展至今未到拐点，未来走势也不明确，目前仅疫苗+特效药有希望成为有效抑制疫情蔓延的有效工具。待疫情逐步被控制后，中长期来看，我们认为医药生物较各行业相比，刚需性较强，且随着全国人口老龄化和科学技术的进步，医药行业的整体发展前景十分乐观。我们认为医药行业投资主线应该有以下几条：1) 创新药行业产业链（包括生物制药、疫苗、化药、临床前研究服务商）：2018 年以来，仿制药企业受带量采购等医改政策影响，随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场，随着集采逐步扩面、医保支付腾笼换鸟，制药行业迎来巨大的变化，国产仿制药企业将持续走低利润路线以价换量大幅占领过期原研药的市场；各项政策推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间；其中生物制药因具有较高技术门槛，目前在国际行业龙头的研发管线上占比过半，部分国内制药龙头已经开始着重生物制品的研发，生物制药行业将在较长期间维持高景气；疫苗行业更是值得关注，群众健康意识逐渐深刻，疫苗作为防患于未病的有效工具将有无限前景，尤其是在本次疫情蔓延全球，新冠疫苗及特效药或成为世界的希望，因此具有此次新冠疫苗研发管线的企业值得跟踪，因为本次疫苗即使研发成功，若需要满足全球水平的产量则仍是非常大的市场空间。此外，由于未来整个制药行业对研发的注重及欧美知名药企逐步将临床前研究转移至发展中国家，如中国、印度，我国医疗服务细分领域 CXO 板块未来将随之有很大的提升空间。2) 国产医疗器械优质企业：随着全国卫生防控体系的完善及分级诊疗的逐步落实，国产替代将持续利好产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。3) 医药零售：随着处方外流，取消药品加成，药店分级等多措施将药店采购议价能力将进一步提升，长期来看，行业可以实现进一步扩大。

#### 四、风险提示

宏观经济下行风险；医改政策不及预期风险；药品降价超预期风险；药品研发不及预期；药品、器械等产品或存在质量问题；全球新冠疫情发展的不确定性。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告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，本报告清晰准确的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。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任

何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### **万和证券股份有限公司**

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>