

分析师:李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

换个角度看医药:从财务指标和估值来挖掘医药领域的投资机会

——医药行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (调降)

医药相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2020 年 09 月 17 日



相关报告

1 《医药行业半年度策略:疫情反复,围绕三条主线掘金医药》 2020-06-22

2 《医药行业月报:疫情影响,医疗服务板块大跌,疫情防控需关注无症状感染者》 2020-04-01

3 《医药行业周报:医药市场一周回顾及新冠肺炎要闻、研究综述》 2020-03-24

联系人:朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2019 年受一致性评价、临床实验成本提升,研发支出增加,带量采购下药品降价等因素影响。行业收入和利润增速有所放缓,2020 年一季度,受到新冠疫情的影响,行业收入和利润快速下滑,二季度经营回暖。
- 子板块出现分化。化学原料药、医疗器械子板块 2020 年上半年实现了营业收入的正向增长,其中医疗器械板块更是实现了高速增长。化学原料药、生物制品、医疗器械、医疗服务、医药商业 2020 年半年报显示,其扣非后归母净利润均实现了同比正向增长。
- 从医药二级市场走势看,2020 年上半年医药生物指数走势显著强于沪深 300,业绩较好的化学原料药板块、生物制品板块、医疗器械板块走势显著强于医药大盘,相对大盘涨幅在 50%-80%不等。医疗服务板块基本同步于申万医药大盘,而化学制剂、中药、医药商业板块走势则弱于医药大盘。
- 从医药类上市公司费用率来看,疫情受到政策支持,上半年医药类上市公司的财务费用率有所下降。管理费用率整体提升,销售费用率下降,研发费用率有所上升。疫情影响下企业收入的下降是经营活动现金流量净额占营业收入比重提升的主要影响因素。
- 根据不同行业特点,分别从不同财务指标出发,进行对比分析,对原料药、创新药产业链条以及中药板块进行了筛选,原料药板块建议关注亿帆医药(002019)和金达威(002626)。除 CRO 领域外,创新药公司建议重点关注微芯生物(688321)、复旦张江(688505)、恒瑞医药(600276)、奥翔药业(603229)、华海药业(600521)等研发费用化率较高的公司。中药板块中,ROE 较高,且不是由高企的资产负债率贡献的公司为片仔癀(600436)和维康药业(300878),值得重点关注。研发投入占比较高的前十位公司值得重点关注,其中康缘药业和寿仙谷费用化率较高。另外对整个医药上市公司进行 PE 和 ROE 反差筛选,剔除掉资产负债率高的上市公司,我们筛选出排名前 20 的公司值得重点关注。考虑到近期医药大盘的调整,短期内下调行业至“同步大市”的投资评级,长期看医药板块仍将“强于大市”。

风险提示:疫情再度爆发,个股黑天鹅

内容目录

1. 2020 年上半年：医药上市公司二季度经营回暖	4
1.1. 2020 年二季度上市公司整体经营回暖	4
1.2. 子板块：医疗器械、原料药、医疗服务板块整体表现较好	5
1.3. 二级市场充分反映了各子板块上半年的经营状况	7
2. 期间费用率状况：销售和财务费用率均下滑，管理和研发费用率提升	8
3. 疫情缓解下，医药各子板块 ROE 二季度均有所回升	10
4. 经营活动产生的现金流净额占营业收入比例提升主因是销售收入下滑	11
5. 子板块投资机会分析	12
5.1. 从财务数据挖掘化学原料药投资机会	12
5.1.1. 毛利率对比分析	12
5.1.2. ROE 分析.....	13
5.1.3. 经营活动产生的现金流量净额分析	14
5.1.4. 存货周转率分析	16
5.1.5. 结论	17
5.2. 从研发费用占比看上市公司研发力度	17
5.3. 从财务角度挖掘中药板块投资机会	18
6. 估值分析，从 PE-ROE 反差角度筛选低估个股	20

图表目录

图 1：2019 年以来医药上市公司各报告期营业收入同比增速/%	4
图 2：2019 年以来医药上市公司各报告期归母净利润同比增速/%	4
图 3：子板块 2019 年以来各报告期收入同比增速/%	5
图 4：子板块 2019 年以来各报告期扣非后归母净利润同比增速/%.....	5
图 5：2020 年上半年医药生物指数走势强于沪深 300.....	7
图 6：2020 年上半年原料药指数走势强于医药大盘	7
图 7：2020 年上半年化学制剂指数走势弱于医药大盘	7
图 8：2020 年上半年中药指数走势弱于医药大盘.....	7
图 9：生物制品指数走势强于医药大盘	8
图 10：医药商业指数走势弱于医药大盘	8
图 11：医疗器械指数走势强于医药大盘	8
图 12：医疗服务指数走势弱于医药大盘	8
图 13：医药上市公司 2019 年以来各财报期财务费用率	9
图 14：医药上市公司 2019 年以来各财报期管理费用率	9
图 15：医药上市公司 2019 年以来各财报期销售费用率	9
图 16：医药上市公司 2019 年以来各财报期研发费用率	9
图 17：医药生物及各个子板块 2019 年一季度以来各个财报期 ROE 走势一览	10
图 18：按杜邦拆分 ROE	10
图 19：医药上市公司经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入 单位：%.....	11
图 20：医药上市公司应收账款周转率	11
图 21：医药上市公司存货周转率	11
图 22：医药上市公司近十年 PE (TTM) 走势一览.....	21

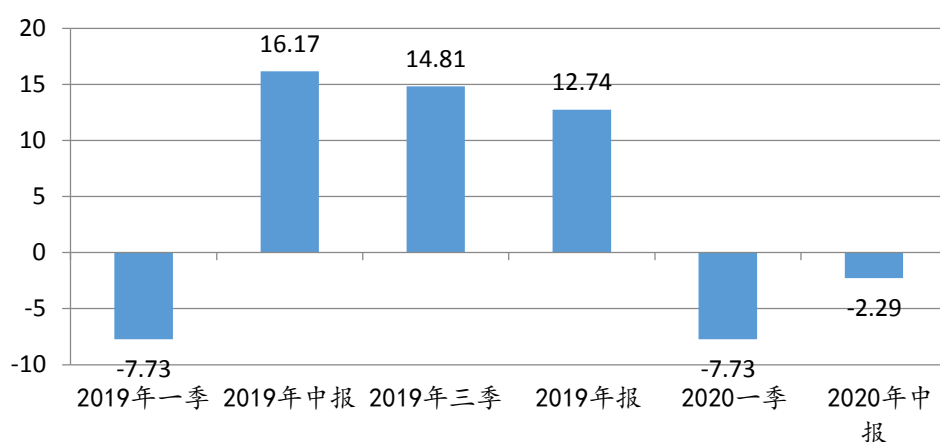
表 1: 生物医药板块 2020 年上半年收入实现正增长的上市公司 (剔除 ST 公司) /%	6
表 2: 生物医药板块 2020 年上半年归母净利润增速超过生物板块的上市公司列表 /%	6
表 3: A 股 CRO 类上市公司 2020 年上半年营业收入和扣非后归母净利润同比增长一览 /%	9
表 4: 原料药上市公司近 5 年毛利率从高到低一览 (剔除 ST 和 CRO 企业) 单位: %	12
表 5: 原料药上市公司近 5 年 ROE 从高到低一览 (剔除 ST 和 CRO 企业) 单位: %	13
表 6: 近五年原料药企业平均经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: %	15
表 7: 近五年原料药企业平均营业收入同比增速排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: %	15
表 8: 近五年原料药企业平均营业收入同比增速排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: 次	16
表 9: 申万化学制药企业研发支出占营业收入比重近三年均值排名 单位: %	17
表 10: 申万化学制药企业费用化研发支出占营业收入比重近三年均值排名 单位: %	18
表 11: 中药板块近五年来平均 ROE 排名前十位企业列表 单位: %	19
表 12: 中药板块近五年来平均营业收入同比增速排名前十位企业列表 单位: %	19
表 13: 中药板块近五年来平均资产负债率排名前十位企业列表 单位: %	19
表 14: 中药板块近三年来平均研发投入占营业收入排名前十位企业列表 单位: %	20
表 15: 中药板块近三年来平均费用化研发投入占营业收入排名前十位企业列表 单位: %	20
表 16: 结合杜邦分析, PE-ROE 反差较大的前 20 位上市公司	21

1. 2020 年上半年：医药上市公司二季度经营回暖

1.1. 2020 年二季度上市公司整体经营回暖

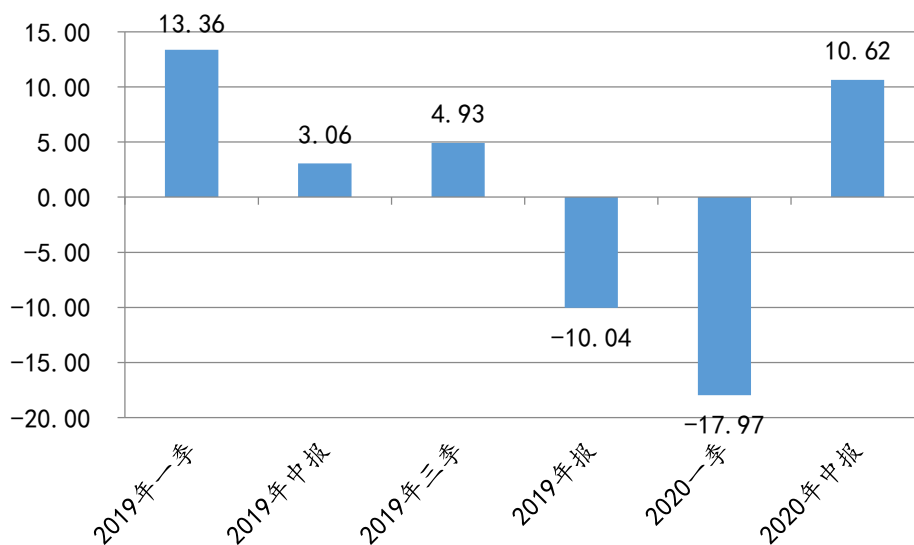
2019 年受一致性评价、临床实验成本提升，研发支出增加，带量采购下药品降价等因素影响。行业收入和利润增速有所放缓，2020 年一季度，受到新冠疫情的影响，行业收入和利润快速下滑，二季度经营回暖，截至 2020 年半年报，上市公司营业收入同比下滑 2.29%；归母净利润同比增长 10.62%。

图 1：2019 年以来医药上市公司各报告期营业收入同比增速/%



资料来源：wind 资讯，中原证券

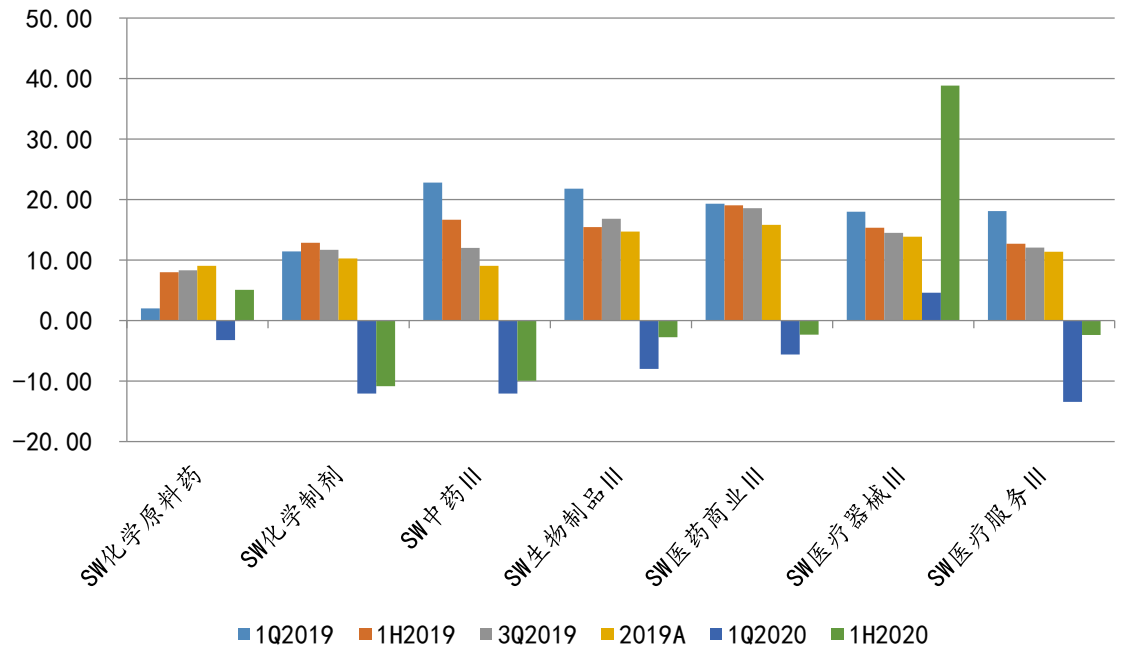
图 2：2019 年以来医药上市公司各报告期归母净利润同比增速/%



资料来源：wind 资讯，中原证券

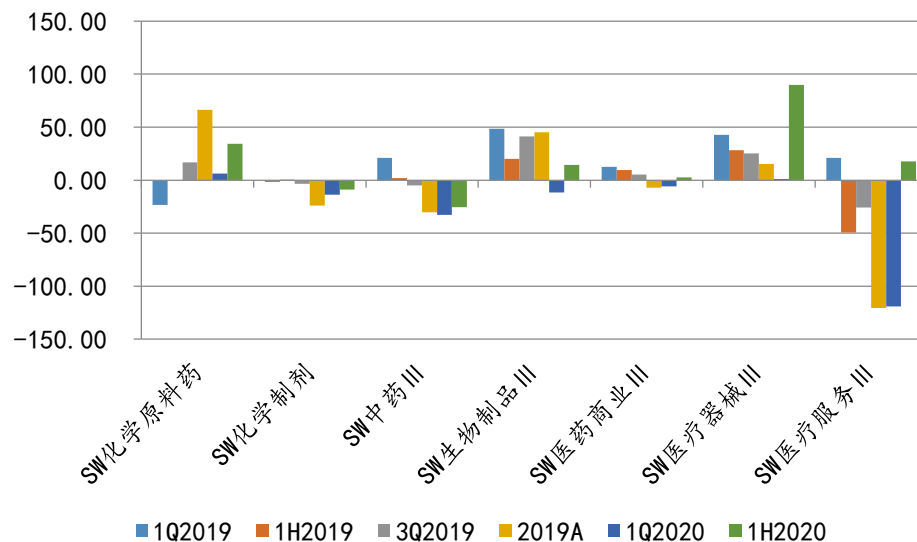
1.2. 子板块：医疗器械、原料药、医疗服务板块整体表现较好

图 3：子板块 2019 年以来各报告期收入同比增速/%



资料来源：wind 资讯，中原证券

图 4：子板块 2019 年以来各报告期扣非后归母净利润同比增速/%



资料来源：wind 资讯，中原证券

从上市公司各个财报期营业收入的同比增速看，化学原料药、医疗器械子板块 2020 年上半年实现了营业收入的正向增长，其中医疗器械板块更是实现了高速增长。

从上市公司各个财报期扣非后归母净利润的同比增速看，化学原料药、生物制品、医疗器械、医疗服务、医药商业 2020 年半年报均实现了同比正向增长；其中，医疗器械和化学原料

药的收入和扣非后归母净利润同比增幅均显著快于上年同期。原料药景气度向上主要来自于药品的刚性需求；医疗器械板块的业绩爆发则因新冠疫情爆发而带来需求的快速增长。

从医疗服务板块看，一方面，新冠疫情检测服务的毛利率更高，另一方面，在二季度国内疫情有所缓解的情况下，经营有所回暖，所以我们看到，2020年财报显示，在整体医疗服务收入同比仍然下滑的背景下，其扣非后的归母净利润同比增速已基本恢复到上年同期水平。

从医药商业板块看，2020年上半年医药商业板块扣非后归母净利润同比实现正向增长，主要与二季度后国内疫情缓解有关。

从生物制品板块看，疫苗公司贡献了生物医药板块上半年扣非后归母净利润的增长，由于疫苗企业受到新冠疫情的影响较小，上半年部分疫苗企业的批签发量同比大幅增长，带来业绩大幅提升。

中药板块由于政策承压仍然较为明显，上半年业绩分化较为明显；化学制剂板块受到整个疫情影响，就诊人数下降，带来整体销量下滑，而带量采购政策也压缩了制剂的盈利空间。

表 1: 生物医药板块 2020 年上半年收入实现正增长的上市公司 (剔除 ST 公司) %

	主营构成	1Q2019	1H2019	3Q2019	2019A	1Q2020	1H2020
	疫苗				(18.80)	605.10	111.43
君实生物-U	生物药	5299.27	15414.86	26340.45	26375.48		85.88
康华生物	疫苗				(0.86)	20.38	67.97
智飞生物	疫苗	173.58	143.19	119.35	102.50	14.87	38.80
四环生物	白介素	(21.23)	(3.83)	1.56	5.65	131.69	35.97
甘李药业	重组胰岛素				21.26	9.73	25.93
华熙生物	透明质酸		44.33	48.97	49.28	3.50	17.05
长春高新	生长激素, 疫苗	72.07	23.36	31.50	37.19	(6.43)	15.48
沃森生物	疫苗	49.72	33.63	39.09	27.55	(36.34)	14.57
卫光生物	血制品	28.88	20.53	13.98	19.41	12.18	13.04
特宝生物	重组蛋白药物		73.00	69.82	62.77	28.02	12.83
康泰生物	疫苗	(15.31)	(24.07)	(7.05)	(3.65)	(48.12)	7.71
溢多利	生物特色药物	1.62	8.41	13.08	15.83	17.94	7.30
莱茵生物	工业大麻	(6.28)	(14.80)	(14.23)	19.67	11.96	7.23
双林生物	血制品	(18.88)	(5.81)	1.09	6.49	18.80	6.30
通化东宝	胰岛素	(0.70)	(1.96)	2.41	3.13	0.60	2.80
上海莱士	血制品	84.15	35.01	35.96	43.27	25.18	0.94

资料来源: wind 资讯, 中原证券

表 2: 生物医药板块 2020 年上半年归母净利润增速超过生物板块的上市公司列表 %

证券简称	主营构成	1Q2019	1H2019	3Q2019	2019A	1Q2020	1H2020
四环生物	白介素	(437.88)	(1908.02)	150.57	132.97	187.33	193.48
康华生物	疫苗				19.46	82.28	116.57
溢多利	生物特色药	(341.44)	1.56	36.35	98.84	161.94	112.72

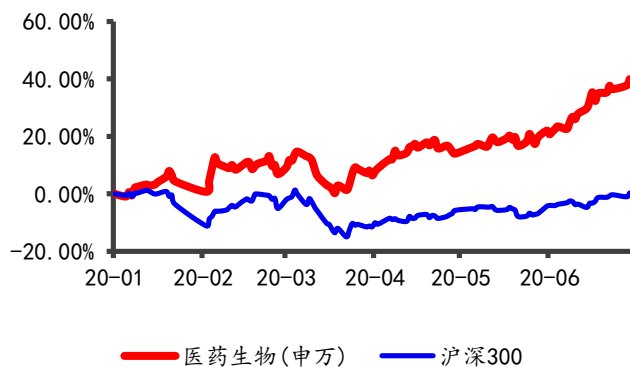
特宝生物	重组蛋白药			882.62	182.11	212.71	105.81
艾迪药业	蛋白药				633.77	(90.83)	83.85
长春高新	生长激素, 疫苗	96.93	39.47	50.61	77.40	51.68	76.32
上海莱士	血制品	188.90	32.74	47.92	286.63	60.21	74.52
康希诺-U	疫苗				(11.31)	25.87	58.70
百奥泰-U	生物特色药			(47.19)	(22.17)	39.33	30.50
智飞生物	疫苗	102.79	71.85	64.17	63.70	(1.47)	28.58
辽宁成大	疫苗	324.75	107.72	64.40	83.95	(83.09)	24.66
甘李药业	重组胰岛素				21.17	41.04	15.62

资料来源: wind 资讯, 中原证券

1.3. 二级市场充分反映了各子板块上半年的经营状况

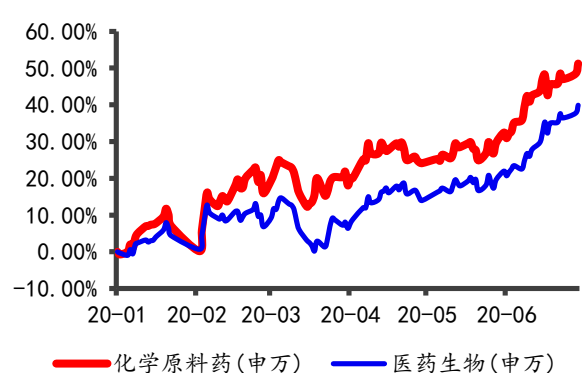
从医药二级市场走势看, 2020 年上半年医药生物指数走势显著强于沪深 300, 业绩较好的化学原料药板块、生物制品板块、医疗器械板块走势显著强于医药大盘, 相对大盘涨幅在 50%-80% 不等。医疗服务板块基本同步于申万医药大盘, 而化学制剂、中药、医药商业板块走势则弱于医药大盘。

图 5: 2020 年上半年医药生物指数走势强于沪深 300



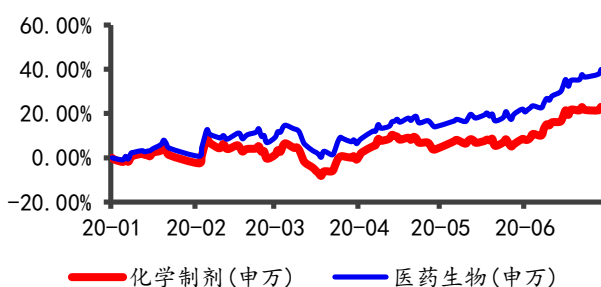
资料来源: wind, 中原证券

图 6: 2020 年上半年原料药指数走势强于医药大盘



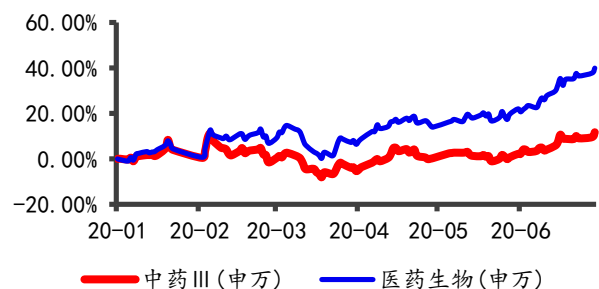
资料来源: wind, 中原证券

图 7: 2020 年上半年化学制剂指数走势弱于医药大盘



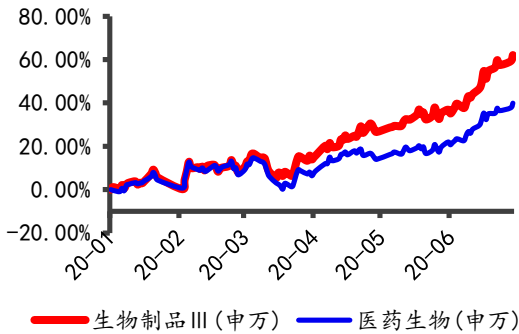
资料来源: wind, 中原证券

图 8: 2020 年上半年中药指数走势弱于医药大盘



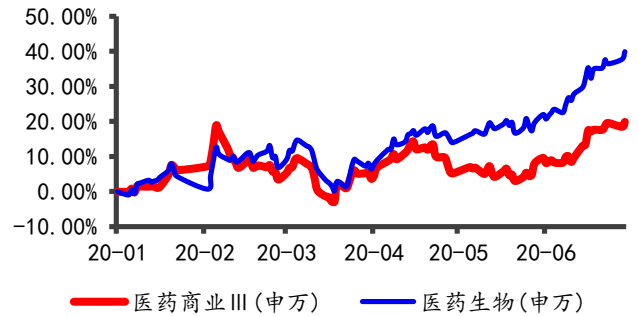
资料来源: wind, 中原证券

图 9: 生物制品指数走势强于医药大盘



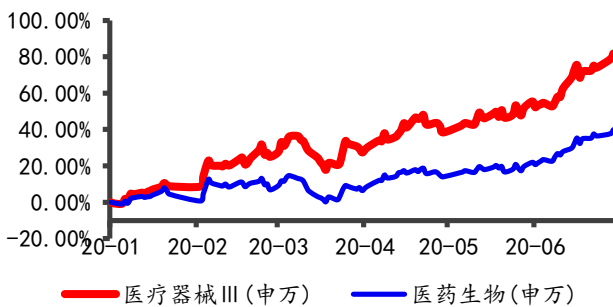
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 医药商业指数走势弱于医药大盘



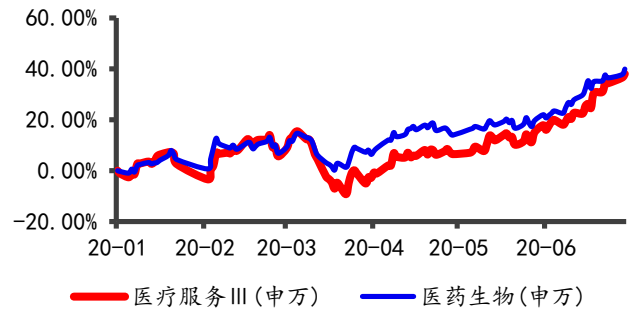
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 医疗器械指数走势强于医药大盘



资料来源: wind, 中原证券

图 12: 医疗服务指数走势弱于医药大盘



资料来源: wind, 中原证券

2. 期间费用率状况: 销售和财务费用率均下滑, 管理和研发费用率提升

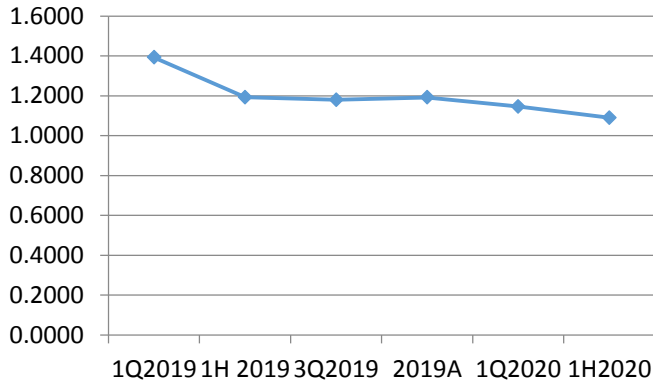
从医药类上市公司的财务费用率来看, 疫情期间, 根据银发[2020]28号文, 人民银行通过专项再贷款向金融机构提供低成本资金, 支持金融机构向相关直接参与防疫的重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率信贷支持。该重点企业名单由发改委和工信部确定, 多家医药企业均入选上述名单。被列入支持名单的企业, 当地金融机构主动发放防疫专项贷款或增加授信, 对于到期银行贷款的续转或自动延期也较有保障。由于专项贷款资金利率较低, 我们看到上半年医药类上市公司的财务费用率有所下降。

从医药类上市公司的管理费用率和销售费用率来看, 疫情之下, 部分急需产品需求旺盛, 销售费用率下降, 如医疗器械、血制品等领域, 部分产品因为需求不足, 销售收入下降, 销售费用也随之降低。管理费用率高于上年同期, 主要是在收入下滑的背景下, 固定资产, 人工工资等运营成本并未下降, 因此, 管理费用率整体提升。

从医药类上市公司的研发费用率看, 新冠疫情的爆发使得各个医药类企业意识到新药研发的重要性, 纷纷加大新药研发力度, 研发费用率有所上升。从 A 股 CRO 类上市公司的业绩表

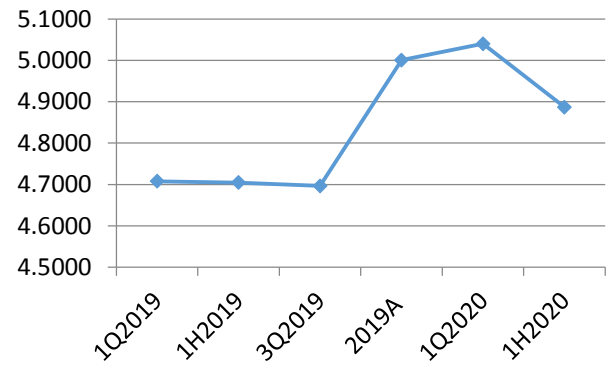
现也可以看出来，绝大部分 CRO 企业上半年扣非后归母净利润都实现了 30% 以上的增长。其中昭衍新药上半年实现收入同比增长 97.82%；扣非后归母净利润同比增长 121.64%，主要受到新冠药物研发加速的影响。

图 13: 医药 2019 年以来各财报期财务费用率/%



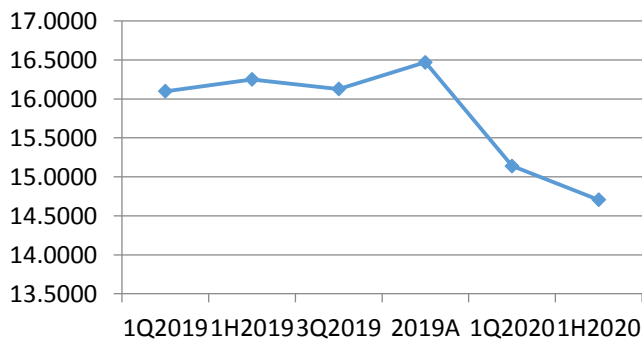
资料来源: wind, 中原证券

图 14: 医药 2019 年以来各财报期管理费用率/%



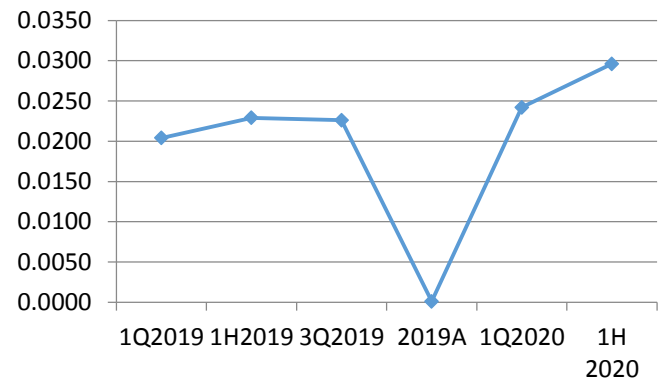
资料来源: wind, 中原证券

图 15: 医药 2019 年以来各财报期销售费用率/%



资料来源: wind, 中原证券

图 16: 医药 2019 年以来各财报期研发费用率/%



资料来源: wind, 中原证券

表 3: A 股 CRO 类上市公司 2020 年上半年营业收入和扣非后归母净利润同比增长一览 /%

公司名称	主营业务	营业收入同比增速		扣非后归母净利润同比增速	
		1H2020	1H2019	1H2020	1H2019
药明康德	非临床服务为主, 有 GLP, 有临床服务、大分子业务剥离	22.68	33.68	13.91	20.05
康龙化成	非临床服务为主, 有 GLP, 有临床服务、小分子业务为主	34.01	28.80	132.66	343.38
量子生物	非临床服务为主, 无 GLP, 无临床服务、大、小分子发现和开发业务均涉及	8.96	136.22	-31.92	-6.94
美迪西	非临床服务为主, 有 GLP, 无临床服务	31.32	—	75.63	—
博济医药	临床服务略多于非临床服务, 新增 GLP	17.93	22.11	581.16	-72.56
博腾股份	中间体业务成熟	48.16	22.46	104.87	224.82
九洲药业	原料药和中间体业务成熟	17.5	-6.72	31.6	-9.01

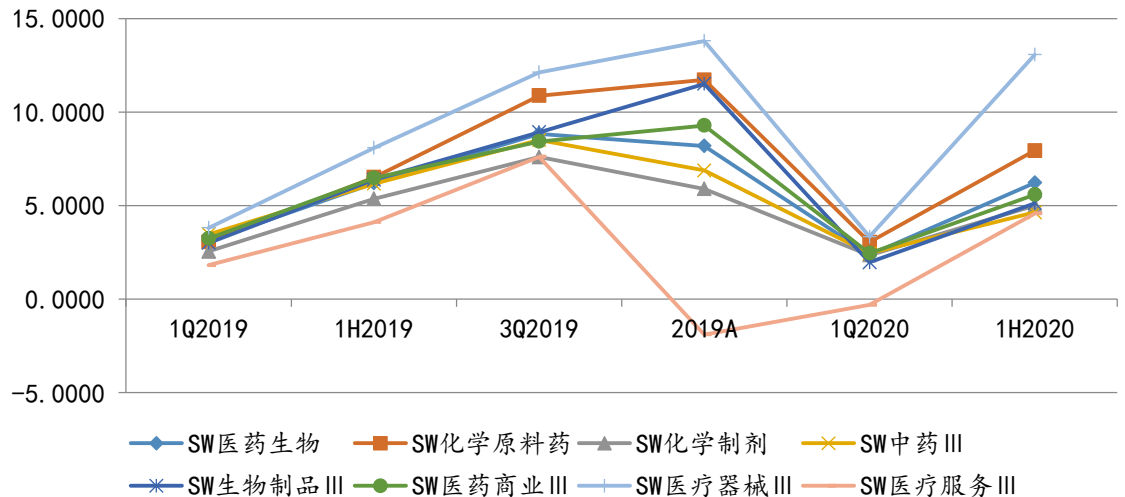
凯莱英	原料药业务成熟，制剂业务大力发展，开始涉足生物药	15.81	44.27	36.82	42.75
药石科技	砌块业务成熟，属于中间体业务上游	58.17	37.8	25.41	35.28
昭衍新药	以临床前安全性评价为主，有 GLP	97.82	48.65	121.64	87.21
泰格医药	临床服务为主，非临床服务有一定体量	8.58	29.49	5.32	51.96
键凯科技	聚乙二醇化技术	26.07	—	32.34	—
美诺华	特色原料药，CDMO	16.01	61.31	25.59	312.2

资料来源：wind 资讯，中原证券

3. 疫情缓解下，医药各子板块 ROE 二季度均有所回升

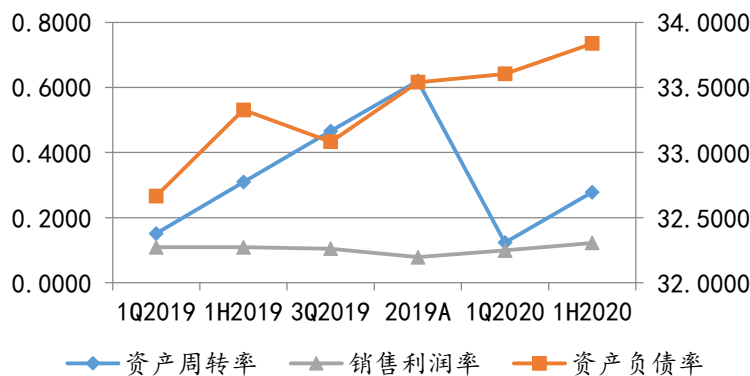
从医药类上市公司 ROE 走势看，受到一季度新冠疫情较为严重的因素影响。2020 年一季度各子板块的 ROE 均有不同程度的下滑，医疗服务板块的影响在 2019 年就显现出来，二季度随着疫情的缓解，各个子板块的 ROE 均有不同程度的回升，其中化学原料药和医疗器械的 ROE 水平高于医药板块整体水平，且医疗器械板块的 ROE 已经恢复到了疫情前的水平。

图 17: 医药生物及各个子板块 2019 年一季度以来各个财报期 ROE 走势一览/%



资料来源：wind，中原证券

图 18: 按杜邦拆分 ROE/%



资料来源：wind，中原证券

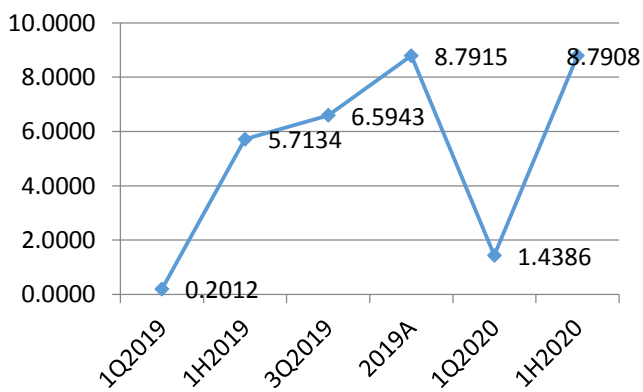
按杜邦拆分 ROE，我们可以看到在疫情信贷宽松的背景下，企业加杠杆导致资产负债率提升，二季度企业的净资产周转率和销售利润率均有所提升。

4. 经营活动产生的现金流净额占营业收入比例提升主因是销售收入下滑

二季度在国内疫情缓解的背景下，医药类上市公司经营活动产生的现金流量净额占营业收入的比重也在回升，该比率高于上年同期水平，但我们看到企业的应收账款周转率和存货周转率岁有所回升，但均略低于上年同期，因此我们认为疫情影响下企业收入的下降是经营活动现金流量净额占营业收入比重提升的主要影响因素。

图 19: 医药经营活动现金流量净额/营业收入

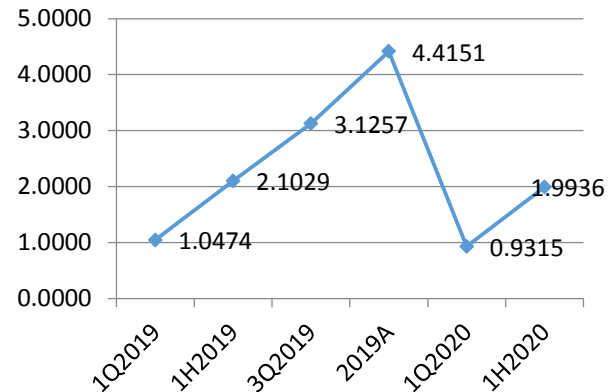
单位: %



资料来源: wind, 中原证券

图 20: 医药上市公司应收账款周转率

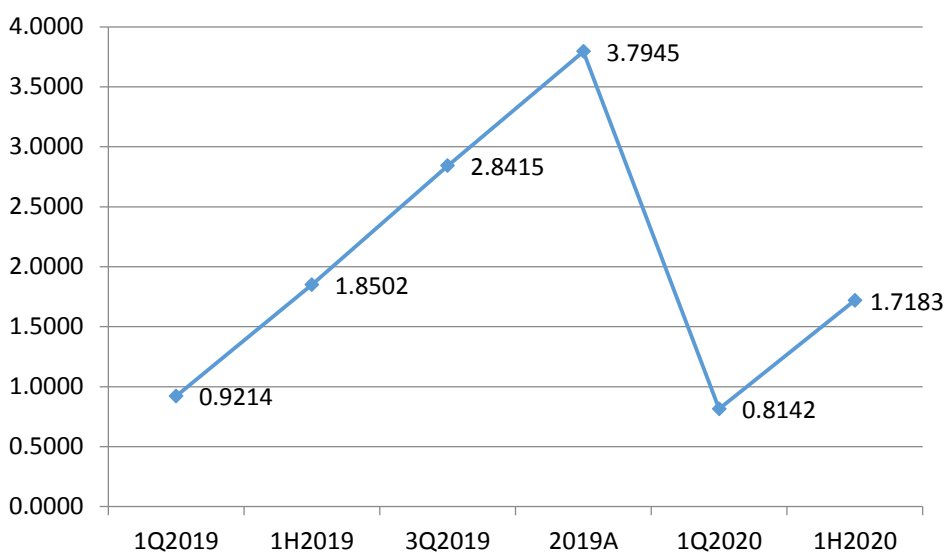
单位: 次



资料来源: wind, 中原证券

图 21: 医药上市公司存货周转率

单位: 次



资料来源: wind, 中原证券

5. 子板块投资机会分析

在带量采购成为常态的背景下，我们判断仿制药领域的利润空间将受到挤压，出口受到中美关系不确定性的影响，未来不存在较大的投资机会，而医药流通领域的收入和毛利水平也将随着带量采购的推进而减少，短期投资机会不大，长期建议关注头部企业如国药股份(600511)、上海医药(601607)等；药房类关注四大龙头企业：大参林(603233)，一心堂(002727)，老百姓(603883)，益丰药房(603939)。医疗服务板块因为疫情存在一定的不确定性，如疫情在四季度没有反复，则医疗服务板块具备整体性投资机会。医疗器械板块下半年随着疫情缓解，营收及利润增速或将放缓，长期看国产化替代进程加速是大趋势，具备长期投资价值；生物制品板块重点关注疫苗和血制品领域相关上市公司，这两个领域均处于景气度上行周期，具备长期投资机会。其中流感疫苗三季度迎来消费旺季，有望贡献下半年业绩，四季度的投资机会更大，建议关注相关领域的龙头企业，如华兰生物(002007)等。

此外我们认为化学原料药、创新药产业链条、中药的优质公司仍然具备长期的投资机会，下文将从财务以及估值等分析角度在这些领域自下而上的去寻找一些投资机会。

5.1. 从财务数据挖掘化学原料药投资机会

化学原料药需求较为刚性，近年来受到环保政策趋紧，关联审评以及一致性评价等因素影响，原料药企业也在整合，考虑到化学原料药的企业属性与化工行业企业属性类似，下文我们将通过毛利率、ROE、现金流量净额，存货周转率、研发占比等指标来对化学原料药企业进行筛选。

5.1.1. 毛利率对比分析

上市的原料药企业整体毛利率水平较高，近五年，平均毛利率排在前十位的企业分别是花园生物、奥翔药业、广济药业、亿帆医药、新诺威、海翔药业、金达威、新和成、健友股份、富翔药业，主要集中在维生素、肝素、原料制剂一体化的上市公司中。

表 4: 原料药上市公司近 5 年毛利率从高到低一览 (剔除 ST 和 CRO 企业)

单位: %

证券代码	证券简称	主营业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均毛 利率	1H2020
300401.SZ	花园生物	维生素 D3	36.68	37.02	57.37	67.75	69.71	53.71	61.84
603229.SH	奥翔药业	抗菌类, 肝病类, 心血管类	51.61	55.36	60.40	44.65	51.78	52.76	56.06
000952.SZ	广济药业	维生素 B	32.31	52.19	50.89	56.82	46.46	47.74	37.19
002019.SZ	亿帆医药	维生素 B, 生物药	40.39	50.55	57.23	44.08	46.13	47.68	52.96
300765.SZ	新诺威	咖啡因类, 维生素类	38.25	47.21	48.87	49.09	51.31	46.95	57.01
002099.SZ	海翔药业	原料药, 染料	46.23	43.78	42.94	44.39	50.26	45.52	46.89
002626.SZ	金达威	维生素 A, 辅酶 Q10	37.23	41.04	47.79	52.06	47.53	45.13	53.95
002001.SZ	新和成	维生素、新材料	27.22	45.43	50.47	53.37	47.28	44.75	59.68
603707.SH	健友股份	肝素原料药	27.44	42.09	46.38	49.47	51.24	43.32	60.26

300497.SZ	富祥药业	特色抗菌原料药-制剂一体化	35.47	42.75	38.20	37.25	43.11	39.36	44.21
603520.SH	司太立	造影剂原料药	37.16	38.15	37.51	40.47	42.72	39.20	47.41
603079.SH	圣达生物	生物素, 叶酸等	51.07	35.59	37.82	33.55	37.09	39.02	59.33
300267.SZ	尔康制药	淀粉及淀粉囊系列产品	51.09	43.53	37.02	35.68	25.91	38.65	21.63
603538.SH	美诺华	原料药制剂一体化 +CMO	32.94	37.46	34.07	32.56	38.35	35.08	38.39
300636.SZ	同和药业	神经、消化等领域特色原料药	39.76	38.71	36.60	29.27	29.74	34.82	33.70
603351.SH	威尔药业	注射用药辅龙头	32.09	40.22	34.94	31.11	34.43	34.56	39.53
600267.SH	海正药业	原料药+其他药物	27.83	27.67	31.52	41.78	42.97	34.35	46.13
002399.SZ	海普瑞	肝素原料药	37.03	31.99	23.97	40.09	37.31	34.08	42.12
300452.SZ	山河药辅	纤维素的药辅	34.64	33.80	30.92	33.92	36.53	33.96	32.37
600216.SH	浙江医药	维生素 E、维生素 A	16.75	28.37	29.66	41.93	40.76	31.49	40.05
603456.SH	九洲药业	中枢神经等特色原料药	32.53	25.54	31.16	33.32	34.84	31.48	42.22
300583.SZ	赛托生物	甾体药物原料	44.25	33.62	23.25	25.42	24.41	30.19	11.46
000739.SZ	普洛药业	抗生素, 抗病毒类原料药	27.39	27.83	30.84	31.93	32.37	30.07	28.19
000756.SZ	新华制药	解热镇痛类原料药	23.26	24.94	28.08	29.92	33.44	27.93	28.06
002365.SZ	永安药业	牛磺酸	17.73	25.66	36.48	34.82	23.26	27.59	33.18

资料来源: wind, 中原证券

5.1.2. ROE 分析

近五年, 平均 ROE 排在前十位的原料药企业分别是新诺威、富翔药业、威尔药业、奥翔药业、健友股份、金达威、亿帆医药、赛托生物、广济药业、山河药辅。其中资产负债率较低的公司, 其 ROE 主要由资产周转率和销售利润率贡献, 分别为山河药辅、健友股份、威尔药业。而富翔药业、奥翔药业、广济药业的 ROE 较高一部分原因是较高的资产负债率所贡献的。

表 5: 原料药上市公司近 5 年 ROE 从高到低一览 (剔除 ST 和 CRO 企业)

单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
300765.SZ	新诺威	18.50	36.11	25.41	22.59	11.35	22.79	12.34
300497.SZ	富祥药业	15.70	23.00	18.95	17.45	20.53	19.13	21.84
603351.SH	威尔药业	20.63	16.61	20.16	18.19	10.32	17.18	8.68
603229.SH	奥翔药业	32.36	23.56	9.38	7.34	8.74	16.28	11.37
603707.SH	健友股份	8.01	19.57	15.31	17.54	20.39	16.16	22.45
002626.SZ	金达威	7.72	13.85	19.08	22.77	15.50	15.78	18.87
002019.SZ	亿帆医药	12.62	20.00	20.18	11.13	12.05	15.19	13.88
300583.SZ	赛托生物	39.09	17.45	5.44	7.02	3.02	14.40	(2.52)
000952.SZ	广济药业	4.08	21.69	13.86	19.66	9.05	13.67	3.27
300452.SZ	山河药辅	12.19	12.11	11.40	14.22	16.05	13.19	17.23
300636.SZ	同和药业	25.49	19.04	10.27	3.73	6.84	13.07	8.58
002001.SZ	新和成	5.70	14.92	12.21	19.04	12.87	12.95	17.92
603520.SH	司太立	15.65	9.40	9.70	10.51	17.11	12.47	20.30
300401.SZ	花园生物	1.70	5.81	10.18	19.68	19.72	11.42	14.51
603079.SH	圣达生物	19.75	13.85	9.45	5.63	5.32	10.80	13.07

000739.SZ	普洛药业	8.62	10.05	8.41	11.08	14.69	10.57	17.54
002099.SZ	海翔药业	14.41	4.72	6.66	11.22	13.46	10.09	9.79
603538.SH	美诺华	12.60	11.43	4.00	8.05	11.06	9.43	11.67
300267.SZ	尔康制药	14.13	16.12	9.74	3.87	2.80	9.33	1.69
000756.SZ	新华制药	4.41	6.15	8.45	9.33	10.10	7.69	10.74
002399.SZ	海普瑞	6.65	4.98	1.73	10.15	14.42	7.59	14.11
002365.SZ	永安药业	1.58	5.31	9.93	11.30	5.58	6.74	8.95
603456.SH	九洲药业	7.95	4.35	5.52	5.67	8.33	6.36	9.36
600216.SH	浙江医药	2.45	6.45	3.47	4.77	4.36	4.30	6.67
600267.SH	海正药业	0.20	(1.40)	0.20	(7.96)	1.48	(1.50)	4.25

资料来源: wind, 中原证券

表 6: 化学原料药近 5 年平均资产负债率从低到高排列 (剔除 ST 和 CRO 企业)

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H 2020
300267.SZ	尔康制药	11.37	7.77	5.39	6.77	5.71	7.40	16.04
300401.SZ	花园生物	9.62	14.14	8.15	5.14	16.18	10.65	20.86
002365.SZ	永安药业	6.94	7.56	14.89	16.75	13.16	11.86	13.50
600216.SH	浙江医药	19.81	20.68	20.57	19.54	20.36	20.19	28.21
603456.SH	九洲药业	24.57	14.41	14.69	15.94	38.80	21.68	44.10
300452.SZ	山河药辅	20.71	21.48	24.94	21.40	26.36	22.98	27.06
300636.SZ	同和药业	29.25	27.28	11.79	18.10	30.46	23.38	34.74
603707.SH	健友股份	15.78	13.67	23.84	28.84	40.85	24.59	47.90
002099.SZ	海翔药业	26.04	30.92	31.14	23.38	15.16	25.33	19.13
603351.SH	威尔药业	39.59	26.03	26.56	23.95	14.88	26.20	16.59
002001.SZ	新和成	27.47	29.10	23.03	26.08	40.70	29.27	38.57
603538.SH	美诺华	21.97	23.48	23.20	40.99	39.99	29.93	39.80
300765.SZ	新诺威	34.50	40.95	32.08	28.15	15.32	30.20	12.04
300583.SZ	赛托生物	39.56	35.59	15.68	28.24	36.84	31.18	35.87
002019.SZ	亿帆医药	36.65	44.15	22.65	29.54	29.32	32.46	28.08
603079.SH	圣达生物	29.65	40.65	22.04	33.87	40.51	33.34	21.23
002626.SZ	金达威	44.44	29.70	25.07	34.15	37.11	34.09	29.86
830946.OC	森萱医药	31.14	47.87	33.02	34.84	27.44	34.86	25.82
603229.SH	奥翔药业	53.20	45.46	23.82	25.48	27.19	35.03	23.30
002399.SZ	海普瑞	27.74	37.36	41.72	54.27	50.98	42.42	52.52
300497.SZ	富祥药业	40.95	43.92	45.98	47.79	41.15	43.96	33.54
000739.SZ	普洛药业	55.20	53.43	46.41	41.85	42.23	47.82	47.77
000756.SZ	新华制药	55.83	55.97	51.09	52.73	51.67	53.46	53.61
000952.SZ	广济药业	68.29	59.66	53.39	47.97	45.41	54.95	36.35
600267.SH	海正药业	57.42	61.27	63.60	66.24	64.21	62.55	62.65
603520.SH	司太立	69.04	56.32	56.67	69.90	70.48	64.48	70.84

资料来源: wind, 中原证券

5.1.3. 经营活动产生的现金流量净额分析

近五年, 平均经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重排在前十位的原料药企业分别是花园生物、新和成、奥翔药业、金达威、亿帆医药、富祥药业、海翔药业、永安药业、尔康

制药、圣达生物。其中近五年来营业收入平均同比增长排名靠前的公司分别为：花园生物、金达威、亿帆医药、富祥药业、海翔药业、尔康制药。

表 6: 近五年原料药企业平均经营活动产生的现金流量净额占营业收入比重排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
300401.SZ	花园生物	28.1200	14.9700	34.9500	38.2800	51.0200	33.4680	58.2200
002001.SZ	新和成	25.4300	25.3500	20.4000	42.1500	27.5900	28.1840	21.6800
603229.SH	奥翔药业	20.4200	46.8800	19.4800	4.7200	28.4900	23.9980	33.5700
002626.SZ	金达威	6.7800	22.5000	23.3700	30.8700	28.7700	22.4580	31.7600
002019.SZ	亿帆医药	16.5100	24.4200	25.9000	25.2800	18.0700	22.0360	26.5900
300497.SZ	富祥药业	12.7700	24.6900	21.9900	15.1200	24.9600	19.9060	25.6600
002099.SZ	海翔药业	18.7500	25.8600	4.4500	29.1100	20.8200	19.7980	26.1800
002365.SZ	永安药业	12.7000	15.3900	21.1500	31.2300	17.4800	19.5900	11.6200
300267.SZ	尔康制药	29.8600	17.9800	24.3000	5.2600	16.2400	18.7280	-33.0000
603079.SH	圣达生物	27.6000	15.1400	18.7500	18.0000	11.2800	18.1540	22.1700
300452.SZ	山河药辅	16.4800	19.3200	18.7200	17.4500	17.1300	17.8200	9.8600
000952.SZ	广济药业	-5.9500	23.3800	22.3100	27.4300	19.7200	17.3780	19.7300
300636.SZ	同和药业	28.9000	24.1700	11.4800	28.0500	-6.8400	17.1520	23.6600
603538.SH	美诺华	22.3400	20.2800	13.2400	5.4900	15.2300	15.3160	19.1500
603456.SH	九洲药业	9.7300	8.2700	14.2200	14.2200	27.4800	14.7840	4.3900
603351.SH	威尔药业	16.2700	22.9500	10.2700	7.9600	14.7300	14.4360	15.9500
300765.SZ	新诺威	15.1000	15.4100	0.1300	12.8800	25.1000	13.7240	23.7300
603520.SH	司太立	13.6400	1.1400	2.5500	21.5400	18.8500	11.5440	12.6200
000739.SZ	普洛药业	10.1700	3.7800	3.7800	13.0600	18.8600	9.9300	16.1600
600267.SH	海正药业	8.4000	7.9700	11.7400	14.2000	6.3100	9.7240	13.7900
002399.SZ	海普瑞	38.9900	15.3100	-15.2500	13.8700	-4.9200	9.6000	-9.2300
000756.SZ	新华制药	9.6900	10.9400	8.6400	6.6200	6.2100	8.4200	6.1100
600216.SH	浙江医药	2.3700	6.3700	8.8400	8.4600	6.3500	6.4780	14.3300
300583.SZ	赛托生物	13.0400	14.1000	1.3900	-31.7800	5.9700	0.5440	37.2600
603707.SH	健友股份	29.2900	-49.2800	-21.0800	3.6700	-34.0700	-14.2940	-22.9000

资料来源: wind, 中原证券

表 7: 近五年原料药企业平均营业收入同比增速排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H 2020
603707.SH	健友股份	12.64	24.15	91.22	52.81	45.25	45.21	18.64
300401.SZ	花园生物	(4.80)	117.62	27.58	57.24	8.81	41.29	(17.46)
002626.SZ	金达威	43.61	38.12	25.37	37.80	11.11	31.20	3.50
002019.SZ	亿帆医药	44.51	43.93	24.79	5.91	11.98	26.22	11.63
300497.SZ	富祥药业	13.51	31.73	25.46	21.42	16.38	21.70	37.82
002099.SZ	海翔药业	86.83	(1.24)	(5.13)	17.74	8.20	21.28	(24.51)
002399.SZ	海普瑞	17.02	(1.37)	18.10	69.34	(3.95)	19.83	24.91

002365.SZ	永安药业	(15.57)	(1.17)	69.78	7.79	36.31	19.43	(9.85)
300267.SZ	尔康制药	26.82	54.09	4.51	(16.74)	16.56	17.05	(11.00)
300636.SZ	同和药业	29.28	(9.00)	18.65	(9.97)	54.63	16.72	21.60
603520.SH	司太立	5.65	(3.27)	5.65	25.25	46.98	16.05	13.56
300583.SZ	赛托生物	28.24	(14.95)	38.24	33.95	(8.22)	15.45	(14.98)
603538.SH	美诺华	(6.15)	(3.19)	4.71	40.25	39.02	14.93	16.01
002001.SZ	新和成	(8.20)	22.86	32.77	39.27	(12.23)	14.89	36.79
300452.SZ	山河药辅	8.16	10.61	18.49	26.28	8.29	14.37	15.71
300765.SZ	新诺威	14.03	20.01	15.80	20.26	1.32	14.28	5.16
000739.SZ	普洛药业	2.48	10.01	16.34	14.85	13.09	11.36	12.46
603351.SH	威尔药业	(5.48)	11.98	24.29	15.46	9.90	11.23	(24.10)
603229.SH	奥翔药业	30.41	(24.30)	20.79	1.54	26.25	10.94	62.38
603456.SH	九洲药业	12.31	14.45	3.89	8.43	8.30	9.47	17.50
000952.SZ	广济药业	15.33	27.55	12.15	5.27	(13.33)	9.39	(6.74)
000756.SZ	新华制药	0.20	11.62	12.47	15.33	6.89	9.30	5.22
600216.SH	浙江医药	(6.95)	17.40	7.83	20.49	2.70	8.29	(1.59)
603079.SH	圣达生物	40.83	(10.12)	5.48	(3.12)	5.37	7.69	79.51
600267.SH	海正药业	(13.17)	11.02	8.61	(3.63)	8.68	2.30	(6.13)

资料来源: wind, 中原证券

5.1.4. 存货周转率分析

近五年, 平均存货周转率排在前十位的原料药企业分别是山河药辅、永安药业、新诺威、威尔药业、普洛药业、亿帆医药、新华制药、浙江医药、金达威、广济药业。

表 8: 近五年原料药企业平均营业收入同比增速排名一览 (剔除 ST 和 CRO) 单位: 次

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
300452.SZ	山河药辅	11.0188	9.8556	8.1623	8.0627	7.1027	8.8404	3.6046
002365.SZ	永安药业	9.4672	7.1610	8.3622	7.3697	10.4397	8.5600	3.9098
300765.SZ	新诺威	6.3264	6.9432	5.8404	5.1985	4.8277	5.8272	2.5198
603351.SH	威尔药业	5.4463	5.2305	5.6904	5.6550	5.3532	5.4751	1.5592
000739.SZ	普洛药业	4.8182	4.8655	5.4058	5.3318	5.1493	5.1141	2.9387
002019.SZ	亿帆医药	4.4542	4.6526	4.8661	5.9542	5.1934	5.0241	2.1569
000756.SZ	新华制药	4.8626	5.4498	5.1035	4.3842	3.5843	4.6769	2.4641
600216.SH	浙江医药	4.4789	4.0076	4.0075	3.6831	3.1773	3.8709	1.4567
002626.SZ	金达威	3.5199	3.3930	3.4543	3.4507	3.6014	3.4839	1.4169
000952.SZ	广济药业	3.0302	3.2841	3.7924	3.7021	3.3122	3.4242	1.6197
300497.SZ	富祥药业	3.2915	3.1359	3.3435	3.6674	3.4416	3.3760	2.0632
600267.SH	海正药业	3.4279	3.4505	3.5208	2.9190	3.1749	3.2986	1.3496
603079.SH	圣达生物	2.9647	2.6994	2.8546	2.9198	2.1816	2.7240	1.0513
300583.SZ	赛托生物	4.2104	2.6793	3.3937	1.8361	1.0622	2.6363	0.6870
603538.SH	美诺华	2.2912	2.3525	2.7531	2.5706	2.0814	2.4098	1.0255
002001.SZ	新和成	2.3938	2.2066	2.2095	2.6987	2.3102	2.3638	0.9899
002399.SZ	海普瑞	1.9860	2.6625	2.8156	2.4168	1.4851	2.2732	0.5757
300267.SZ	尔康制药	1.9279	2.3208	2.4223	1.8962	2.3579	2.1850	0.9519

603456.SH	九洲药业	1.8622	2.3882	2.3633	2.3050	1.9286	2.1695	0.6271
002099.SZ	海翔药业	2.0909	2.0663	1.8283	1.7635	1.6737	1.8845	0.7975
603520.SH	司太立	2.1463	1.6350	1.5172	1.4808	1.7554	1.7069	0.8704
300636.SZ	同和药业	2.0154	1.3823	1.4119	1.2825	1.4632	1.5111	0.6070
603229.SH	奥翔药业	2.7348	1.6868	1.0205	1.0566	0.9363	1.4870	0.5000
300725.SZ	药石科技	1.4385	1.0545	1.0663	1.5447	1.8257	1.3859	1.0355
300401.SZ	花园生物	0.5018	1.2105	0.9729	0.9355	0.7783	0.8798	0.4508
603707.SH	健友股份	1.1186	0.7066	0.6070	0.5295	0.4610	0.6845	0.1546

资料来源: wind, 中原证券

5.1.5. 结论

综合以上分析,我们筛选出两支各方面财务指标都非常好的标的,分别是亿帆医药(002019)和金达威(002626)。

5.2. 从研发费用占比看上市公司研发力度

创新药产业链条除了前端服务领域的优质公司值得重点关注外(见表3),一些创新药企业也值得重点关注。我们通过将申万化学制药企业的研发投入来进行排名,扣除掉CRO企业及未盈利企业,排名前20位的公司都值得重点关注。进一步观察这些公司是否将研发费用化,我们发现微芯生物(688321)、复旦张江(688505)、恒瑞医药(600276)、奥翔药业(603229)、海海药业(600521)等公司研发费用化率较高。

表9: 申万化学制药企业研发支出占营业收入比重近三年均值排名

单位: %

证券代码	证券简称	2017A	2018A	2019A	三年均值
688321.SH	微芯生物	62.0100	55.8500	45.0200	54.2933
300558.SZ	贝达药业	37.0900	48.2000	43.4100	42.9000
688166.SH	博瑞医药	25.5100	23.3700	24.8200	24.5667
300436.SZ	广生堂	25.4400	28.3200	16.8800	23.5467
300199.SZ	翰宇药业	7.1700	15.1200	42.5100	21.6000
300630.SZ	普利制药	19.4900	23.4700	21.5100	21.4900
688505.SH	复旦张江	21.9900	14.6500	12.6800	16.4400
688513.SH	苑东生物	16.2100	16.1800	16.5300	16.3067
002773.SZ	康弘药业	12.5600	11.9600	24.1800	16.2333
002294.SZ	信立泰	10.5700	17.2800	17.3800	15.0767
600276.SH	恒瑞医药	12.7100	15.3300	16.7300	14.9233
603229.SH	奥翔药业	12.4200	14.0900	15.5100	14.0067
002653.SZ	海思科	13.1900	9.7600	13.3500	12.1000
002019.SZ	亿帆医药	10.1800	13.4000	9.5900	11.0567
000908.SZ	景峰医药	7.1100	9.4400	15.9900	10.8467
002370.SZ	亚太药业	4.4800	11.4800	13.7600	9.9067
300233.SZ	金城医药	5.3500	10.0100	13.8400	9.7333
600521.SH	华海药业	8.7600	10.1700	10.1600	9.6967

300573.SZ	兴齐眼药	8.8400	9.5000	10.1800	9.5067
000963.SZ	华东医药	6.9500	8.6000	10.0400	8.5300

资料来源：wind，中原证券

表 10：申万化学制药企业费用化研发支出占营业收入比重近三年均值排名

单位：%

公司代码	公司简称	三年均值
688321.SH	微芯生物	30.95%
688505.SH	复旦张江	16.48%
600276.SH	恒瑞医药	14.93%
603229.SH	奥翔药业	14.01%
600521.SH	华海药业	7.81%
603520.SH	司太立	6.95%
600380.SH	健康元	6.87%
603707.SH	健友股份	6.54%
600216.SH	浙江医药	5.20%
603079.SH	圣达生物	4.74%
600488.SH	天药股份	4.42%
603676.SH	卫信康	4.39%
603811.SH	诚意药业	4.33%
600267.SH	海正药业	4.32%
603168.SH	莎普爱思	4.24%
600789.SH	鲁抗医药	3.76%
600513.SH	联环药业	3.45%
603351.SH	威尔药业	3.39%
002393.SZ	力生制药	3.31%
600420.SH	现代制药	0.033077

资料来源：wind，中原证券

5.3. 从财务角度挖掘中药板块投资机会

中药在前些年受到限制辅药、限制中药注射剂等因素影响，板块整体盈利较差，2020 年上半年业绩出现分化，目前国家政策鼓励中药企业发展，由于中药板块整体估值较低，未来中药板块存在一定的投资机会。建议从以下几条主线关注中药板块的投资机会。1) 关注布局化学和生物要的中药企业；如步长制药、天士力、康恩贝、众生药业等；2) 关注具有品种优势和消费属性的标的，如云南白药等；3) 关注拥有独家品种，拥有上下游原材料掌控能力，产品研发实力较强的企业，这部分企业我们将通过财务数据将其筛选出来，首先拥有独家品种或上下游原材料掌控能力的企业他们的 ROE 水平相对更高，下文我们将对近 5 年平均 ROE 进行排名。而研发投入主要从上文的研究占比以及研发费用化占比两个指标来进行筛选。

从 ROE 排名，并剔除掉资产负债率较高的企业，并结合营业收入同比增速看，建议重点

关注片仔癀（600436）和维康药业（300878）。

从研发投入占营业收入的比重看，排名前十位的公司分别为龙津药业、康缘药业、以岭药业、特一药业、寿仙谷、众生药业、新光药业、亚宝药业、华神科技、沃华医药，建议重点关注，其中费用化率较高的上市公司为康缘药业（600557）和寿仙谷（603896）。

表 11: 中药板块近五年来平均 ROE 排名前十位企业列表 单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
300878.SZ	维康药业	48.0383	47.4284	36.8151	25.0832	27.5837	36.9897	0.9600
600566.SH	济川药业	27.6733	29.5379	30.3621	34.2379	28.0737	29.9770	0.8400
836433.OC	大唐药业	36.4153	24.8999	24.0844	24.7938	25.5283	27.1443	0.1500
603858.SH	步长制药	61.2259	17.9102	12.7228	14.0523	14.2184	24.0259	0.8151
603439.SH	贵州三力	32.3315	23.1427	19.3880	22.2888	22.7662	23.9834	0.1220
300519.SZ	新光药业	42.5484	25.0488	15.7708	12.0619	12.0930	21.5046	0.2900
600129.SH	太极集团	22.8474	74.1351	7.8122	3.1077	-2.1903	21.1424	0.0200
600436.SH	片仔癀	15.3922	16.1272	21.1554	24.9752	23.5988	20.2498	1.4300
002907.SZ	华森制药	22.4499	23.1423	18.9590	17.7384	17.8707	20.0321	0.1571
600211.SH	西藏药业	20.5046	34.4825	16.9867	10.0383	13.3199	19.0664	1.1000

资料来源: wind, 中原证券

表 12: 中药板块近五年来平均营业收入同比增速排名前十位企业列表 单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
000989.SZ	九芝堂	9.2671	206.7997	42.0157	-16.7255	0.6826	48.4079	8.5532
605199.SH	葫芦娃			34.4005	50.1930	32.7459	39.1131	-5.7708
600771.SH	广誉远	20.9743	118.7008	24.7271	38.5116	-24.8132	35.6201	-20.1053
300878.SZ	维康药业	35.5340	35.7893	44.1122	42.0938	11.1051	33.7269	1.9093
600332.SH	白云山	1.6283	4.7636	4.5845	101.5528	53.7908	33.2640	-8.6116
600436.SH	片仔癀	29.7004	22.4471	60.8500	28.3311	20.0605	32.2778	12.1591
002433.SZ	太安堂	93.1881	29.6755	5.3161	2.3575	21.0496	30.3174	-8.2144
300108.SZ	吉药控股	97.6330	10.0389	-6.1708	34.5230	13.1128	29.8274	-43.8053
603439.SH	贵州三力	34.5342	43.3285	24.0419	13.1617	22.3489	27.4830	-18.9991
002390.SZ	信邦制药	68.7983	23.3812	16.3939	9.6262	1.1365	23.8672	-17.5470

资料来源: wind, 中原证券

表 13: 中药板块近五年来平均资产负债率排名前十位企业列表 单位: %

证券代码	证券简称	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	平均值	1H2020
600129.SH	太极集团	86.9648	86.4546	88.5828	74.5157	77.8909	82.8818	77.7659
605199.SH	葫芦娃		75.9881	56.4699	44.6319	40.7388	54.4572	41.9490
002118.SZ	紫鑫药业	59.6811	43.5522	53.4625	56.5447	58.2794	54.3040	60.2868
600535.SH	天士力	49.9962	52.0813	58.3199	55.4730	50.5989	53.2939	47.7471
002390.SZ	信邦制药	58.9692	39.9374	43.4657	52.3828	51.5489	49.2608	49.2242
836433.OC	大唐药业	56.5142	51.4648	51.7990	47.0193	35.0497	48.3694	39.9654
300147.SZ	香雪制药	23.7752	53.8806	58.8618	53.4842	48.9321	47.7868	56.7703

300108.SZ	吉药控股	28.5255	29.3161	38.2260	53.6661	87.3196	47.4107	89.4039
600222.SH	太龙药业	43.1951	43.4151	46.2910	50.9334	52.1139	47.1897	51.8808
002728.SZ	特一药业	49.6710	44.6993	45.9384	46.2563	48.9085	47.0947	50.4925

资料来源：wind，中原证券

表 14：中药板块近三年来平均研发投入占营业收入排名前十位企业列表

单位：%

证券代码	证券简称	2017A	2018A	2019A	平均值
002750.SZ	龙津药业	8.9400	11.0300	10.6400	10.2033
600557.SH	康缘药业	7.8800	9.1900	10.1800	9.0833
002603.SZ	以岭药业	6.2900	7.4100	8.8400	7.5133
002728.SZ	特一药业	7.0500	6.0200	8.1200	7.0633
603896.SH	寿仙谷	5.6700	6.5800	7.2100	6.4867
002317.SZ	众生药业	6.3700	6.2800	5.9300	6.1933
300519.SZ	新光药业	6.0000	6.4300	5.4600	5.9633
600351.SH	亚宝药业	7.1100	4.2900	5.4400	5.6133
000790.SZ	华神科技	6.3300	5.7500	3.9600	5.3467
002107.SZ	沃华医药	4.3600	5.2300	6.0700	5.2200

资料来源：wind，中原证券

表 15：中药板块近三年来平均费用化研发投入占营业收入排名前十位企业列表

单位：%

证券代码	证券简称	平均值
600557.SH	康缘药业	8.19%
603896.SH	寿仙谷	6.49%
600351.SH	亚宝药业	4.71%
603998.SH	方盛制药	3.98%
600771.SH	广誉远	3.81%
600222.SH	太龙药业	3.79%
605199.SH	葫芦娃	3.79%
603858.SH	步长制药	3.53%
600285.SH	羚锐制药	3.13%
600535.SH	天士力	3.11%

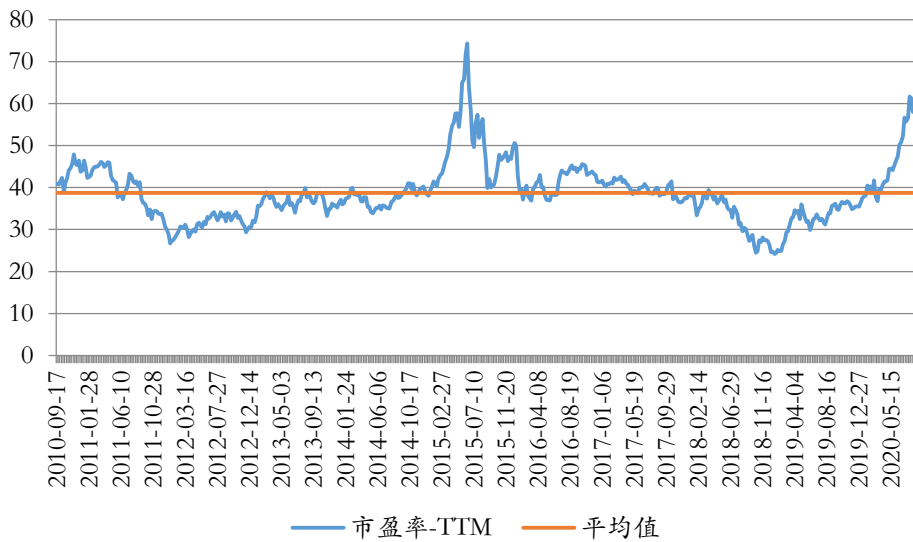
资料来源：wind，中原证券

6. 估值分析，从 PE-ROE 反差角度筛选低估个股

从估值看，医药板块的 PE 处于近十年相对高位水平，近期有所回调，但估值仍然高于近十年平均水平。带量采购成为常态，仿制药的利润空间面临进一步挤压，2015 年后我国的创新药步入了黄金发展期，未来估值的增长将体现出行业新格局下的高成长性，估值中枢有望上移，考虑到近期医药大盘的调整，短期内下调行业至“同步大市”的投资评级，长期看医药板块仍将“强于大市”。

本小节我们从 PE 和 ROE 的对比来筛选出反差较大的个股,并结合杜邦分析,进行量化分析,最终筛选出公司实际经营状况和 PE 估值有反差的个股,我们将排名前 20 位的公司列出(见表 16),未来这些个股将存在估值修复机会。

图 22: 医药上市公司近十年 PE (TTM) 走势一览



资料来源: wind, 中原证券

表 16: 结合杜邦分析, PE-ROE 反差较大的前 20 位上市公司

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM) [交易日期] 前 一交易日 [单位] 倍	ROE2017 年以来均 值	资产负债率 2017 年以来均 值	PE RANK	ROE RANK	资产负债 率 RANK	最终值
002932.SZ	明德生物	25.2973	17.3889	8.7751	233.0000	58.0000	277.0000	452.0000
600750.SH	江中药业	15.8678	13.7294	14.8786	266.0000	104.0000	243.0000	405.0000
002262.SZ	恩华药业	23.6751	17.4852	19.6378	237.0000	56.0000	215.0000	396.0000
600867.SH	通化东宝	36.9401	17.1569	8.6930	173.0000	61.0000	279.0000	391.0000
000650.SZ	仁和药业	17.3446	13.3327	14.4093	259.0000	114.0000	246.0000	391.0000
600566.SH	济川药业	14.2483	27.1333	31.0619	275.0000	7.0000	123.0000	391.0000
300401.SZ	花园生物	30.5619	16.0240	12.5851	209.0000	74.0000	254.0000	389.0000
688399.SH	硕世生物	31.9201	18.3548	16.5825	204.0000	49.0000	231.0000	386.0000
603387.SH	基蛋生物	34.0117	18.4330	15.0795	191.0000	46.0000	239.0000	384.0000
603087.SH	甘李药业	55.8740	22.5668	8.7641	126.0000	21.0000	278.0000	383.0000
002275.SZ	桂林三金	23.6814	14.6066	17.9239	236.0000	86.0000	225.0000	375.0000
603590.SH	康辰药业	30.3413	15.8154	15.0986	210.0000	76.0000	238.0000	372.0000
300519.SZ	新光药业	30.9166	12.7397	7.7727	208.0000	119.0000	281.0000	370.0000
300832.SZ	新产业	68.8834	25.8004	10.0114	97.0000	11.0000	274.0000	360.0000

300206.SZ	理邦仪器	23.1436	13.1384	16.0824	241.0000	115.0000	234.0000	360.0000
300765.SZ	新诺威	30.9982	17.9254	21.8969	207.0000	51.0000	196.0000	352.0000
300406.SZ	九强生物	49.4029	16.1088	10.8904	139.0000	72.0000	267.0000	334.0000
603811.SH	诚意药业	28.5429	14.9869	21.5127	219.0000	83.0000	198.0000	334.0000
600062.SH	华润双鹤	14.0219	11.7259	22.0078	277.0000	139.0000	194.0000	332.0000
002007.SZ	华兰生物	70.8525	19.4059	9.9905	92.0000	37.0000	275.0000	330.0000

资料来源: wind, 中原证券

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。