

## 整体增速有所回落，行业内部分化明显

——医药生物行业 18 年报及 19 年一季报综述

同步大市（维持）

日期：2019 年 05 月 24 日

### 行业核心观点：

短期来看，市场受到外围不确定因素影响较大，但长期看好 A 股长期持续向好的内在逻辑未发生明显改变：经济结构向创新转型、资本市场制度化建设以及海外资金对 A 股持续青睐等。回到医药板块，由于近期行情整体回落，医药板块目前整体估值已回落到合理区间，考虑到 19 年业绩增长，医药板块对应 19 年整体估值已不到 30 倍；另一方面科创板将于不久后落地，其中生物医药板块是重点领域方向，从而有望带动 A 股中优质创新医药标的的估值提升。与此同时板块内部估值有分化：部分白马股估值仍处高位，部分成长型细分领域及个股拥有较高的估值性价比，诸如 CRO/CMO、连锁药房等。而且从行业上市公司 18 年报及 19Q1 季报中也可以发现：部分高景气度细分领域及相关个股依旧保持了稳健增长势头，行业内部结构性分化趋势明显。

### 投资要点：

#### ● 医药制造业整体增速回落，不同子行业分化明显

受 18 年两票制执行“低开转高开”；以及去年初流感因素影响，使得 19 年 Q1 增速相对变缓。考虑到今年及未来带量采购政策实施带来的药品价格变化影响，未来行业增速有可能长期在中低增速区间稳健运行，但行业内部结构性分化将较为明显，创新药及部分高景气度细分领域有望获得更快业绩增速。从板块子行业表现来看，行业白马标的；CRO&CMO、零售药房等高景气度领域继续保持了较快业绩增长。

#### ● 板块估值仍处合理区间，精选高景气度领域优质个股

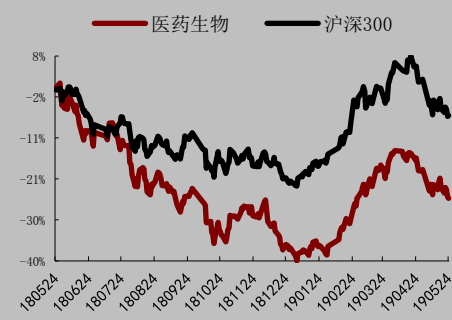
截止到 4 月底，医药板块整体估值（TTM）为 36 倍，相对沪深 300 的估值溢价率由前期的 135% 提升至 185%。板块整体估值及相对估值溢价率仍处相对合理区间。但板块内个股估值分化较大，部分行业龙头白马标的仍享受较高估值溢价，部分细分领域及个股受政策因素影响估值提升有限。投资建议方面：1. 受益于创新药产业发展、一致性评价及 MAH 实施下的医药外包产业链投资机会（CRO&CDMO 等），重点推荐昭衍新药、凯莱英；2. 关注受益于消费升级，且行业竞争格局良好，未来几年保持高景气度的生长激素领域及受益于处方外流、市场集中度不断提升的零售药房板块。

#### ● 风险因素：外围不确定因素加大的风险、带量采购等政策实施超预期的风险、市场进一步调整的风险

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
凯莱英	1.86	2.45	3.16	买入
昭衍新药	0.67	0.95	1.30	增持

### 医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 05 月 24 日

### 相关研究

万联证券研究所 20190521\_公司事项点评\_AAA\_昭衍新药（603127）事件点评报告  
万联证券研究所 20190521\_行业周观点\_AAA  
万联证券研究所 20190513\_医药行业周观点\_AAA

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

## 目录

1、制造业整体增速有所回落，板块内部分化明显 .....	4
1.1 行业增速回落，子板块业绩表现分化明显 .....	4
1.1.1 制造业增速整体回落，行业增速稳定在中低增速区间 .....	4
1.1.2 营收、净利增速有所回落，整体费用率保持稳定 .....	4
1.2 子行业增速分化明显，部分细分领域继续保持高景气度 .....	5
1.2.1 化学原料药 .....	5
1.2.2 化学制剂 .....	6
1.2.3 生物制品 .....	6
1.2.4 中药 .....	7
1.2.5 医药商业 .....	7
1.2.6 医疗器械 .....	8
1.2.7 医疗服务 .....	8
1.3 个股增速分化明显，高景气度领域维持较快增长 .....	9
2、一季度反弹行情显著，板块估值仍处合理区间 .....	11
图表 1：国内医药制造业累计收入及增速 .....	4
图表 2：国内医药制造业累计利润总额及增速 .....	4
图表 3：2018 年和 2019Q1 医药板块营收及增速 .....	4
图表 4：2018 年和 2019Q1 医药板块相关费用率 .....	4
图表 5：2018 和 2019Q1 板块归母净利（亿）及增速 .....	5
图表 6：2018 和 2019Q1 板块扣非归母净利及增速 .....	5
图表 7：原料药板块营收（亿）及增速 .....	5
图表 8：原料药板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	5
图表 9：化学制剂板块营收（亿）及增速 .....	6
图表 10：化学制剂板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	6
图表 11：生物制品板块营收（亿）及增速 .....	7
图表 12：生物制品板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	7
图表 13：中药板块营收（亿）及增速 .....	7
图表 14：中药板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	7
图表 15：医药商业板块营收（亿）及增速 .....	8
图表 16：医药商业板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	8
图表 17：医疗器械板块营收（亿）及增速 .....	8
图表 18：医疗器械板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	8
图表 19：医疗服务板块营收（亿）及增速 .....	9
图表 20：医疗服务板块归母净利、扣非（亿）及增速 .....	9
图表 21：2018 年不同营收增速区间医药公司分布 .....	9
图表 22：2019Q1 不同营收增速区间医药公司分布 .....	9
图表 23：2018 年不同归母净利增速区间医药公司分布 .....	10
图表 24：2019Q1 不同归母净利增速区间医药公司分布 .....	10
图表 25：2018 年&2019Q1 归母净利增速超 50%的医药上市公司 .....	10
图表 26：今年以来申万医药板块走势与沪深 300 指数比较（截止 19/04/30） ...	11
图表 27：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%，截止 19/04/30） .....	12
图表 28：医药不同子行业涨跌幅比较（截止 19/04/30） .....	12

图表 29: 医药行业今年涨跌幅前 20 个股 (截止 19/04/30) ..... 12

图表 30: 申万医药、沪深 300 估值及相对估值溢价 ..... 13

万联证券

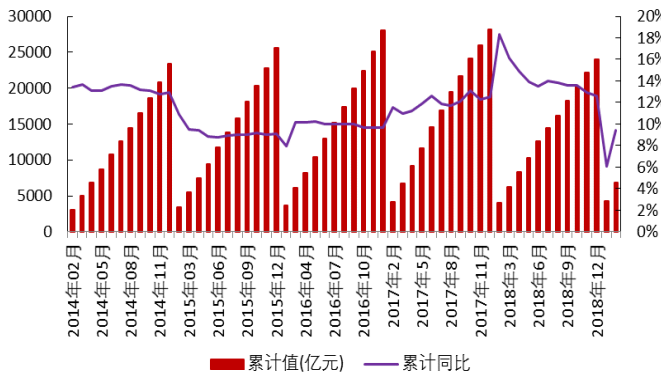
## 1、制造业整体增速有所回落，板块内部分化明显

### 1.1 行业增速回落，子板块业绩表现分化明显

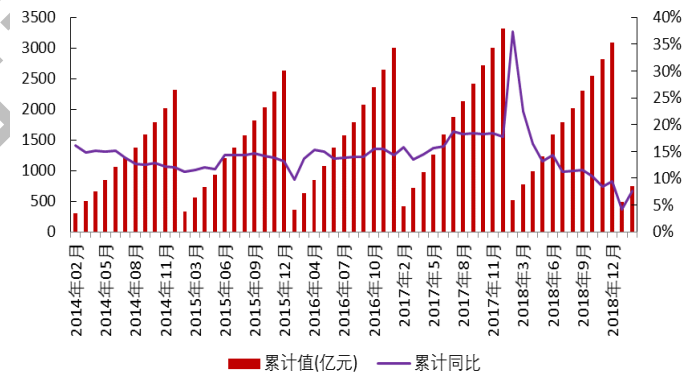
#### 1.1.1 制造业增速整体回落，行业增速稳定在中低增速区间

2018年全年，国内医药行业制造业累计收入增速和累计利润总额增速分别为12.6%、9.5%，整体增速较为稳健；2019年Q1医药行业制造业累计收入增速和累计利润总额增速分别为9.4%、7.6%，较18年同期下降幅度较大，19Q1增速下滑主要原因是：1. 18年两票制执行，“低开转高开”使得同期营收增速大幅提升，从而使得今年Q1增速相对下滑明显；2. 17年底和18年初流感疫情爆发对部分细分行业和企业业绩推动作用明显，使得19年Q1增速相对变缓。考虑到今年及未来带量采购政策实施带来的药品价格变化影响，未来行业增速有可能长期在中低增速区间稳健运行，但行业内部结构性分化将较为明显，创新药及部分高景气度细分领域有望获得更快业绩增速。

图表1：国内医药制造业累计收入及增速



图表2：国内医药制造业累计利润总额及增速



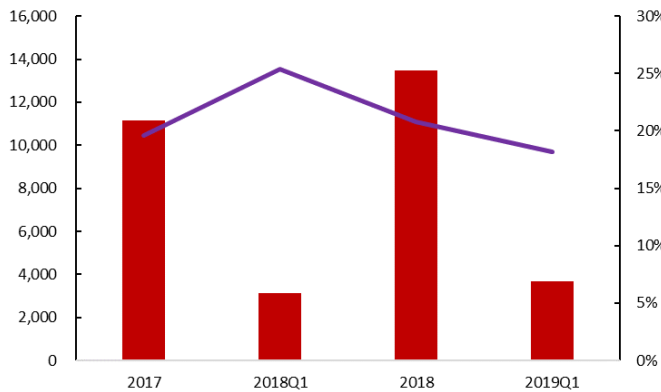
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

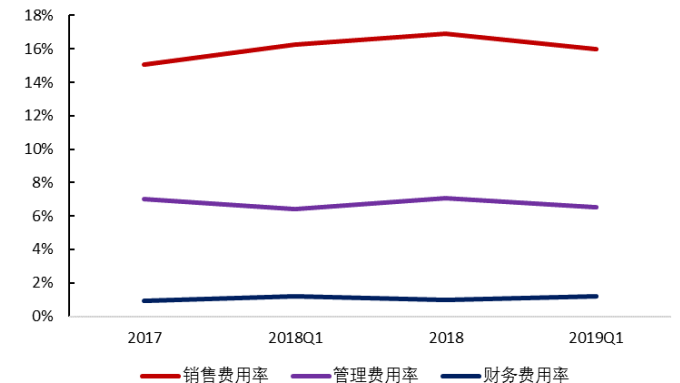
#### 1.1.2 营收、净利增速有所回落，整体费用率保持稳定

营业收入方面：2018A和2019年Q1医药板块上市公司营收增速分别为20.8%、18.8%，板块整体仍旧保持了稳健增速，其中2019年Q1营收增速同比下降7pp，主要是由于去年同期两票制“低开转高开”、流感疫情爆发以及原料药涨价等因素使得18年Q1业绩增速相对较高。同时，行业增速内部结构性分化较为明显，部分高景气度细分领域如生物制品、创新药外包产业链及零售药店板块继续保持了相对较快增速。

图表3：2018年和2019Q1医药板块营收及增速



图表4：2018年和2019Q1医药板块相关费用率



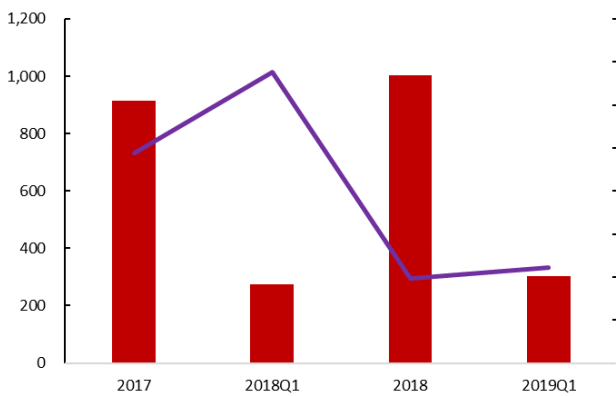
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

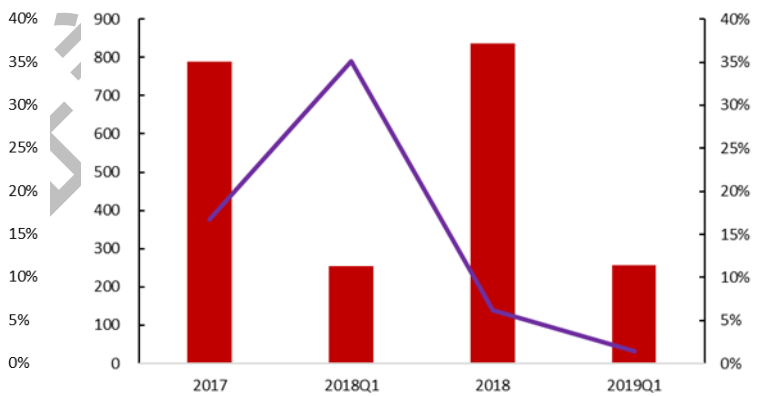
费用端方面：2018年及2019Q1板块整体销售费用率分别为16.93%、16.01%，分别同比提升1.87%、-0.27%；18全年销售费用率同比提升较多主要由于行业内企业主营产品市场放量（招标、新进医保等）特别是新品市场推广带来的销售费用增加，与此同时由于两票制的实施也使得行业整体销售费用率有一定提升，预计后续由于带量采购等政策实施，行业销售费用率有望逐步降低。此外，2018A、2019Q1的管理费用率（包含研发费用）、财务费用率与去年同期大体保持持平，单看研发费用占比，2018A、2019Q1医药板块研发费用占比分别为2.21%、1.92%。

盈利方面：2018A、2019Q1医药板块归母净利增速分别为9.78%、11.07%；扣非后归母净利增速分别为6.15%、1.37%，盈利增速较去年同期均有一定程度下滑，主要原因一方面18年部分公司商誉大幅减值、带量采购不断推进等因素，此外因流感爆发导致18Q1业绩高增长的基数效应使得19年Q1业绩增速相对放缓。

图表5：2018和2019Q1板块归母净利（亿）及增速



图表6：2018和2019Q1板块扣非归母净利及增速



资料来源：wind、万联证券

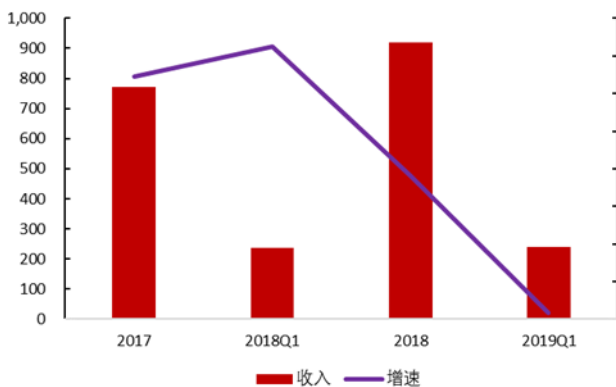
资料来源：wind、万联证券

## 1.2子行业增速分化明显，部分细分领域继续保持高景气度

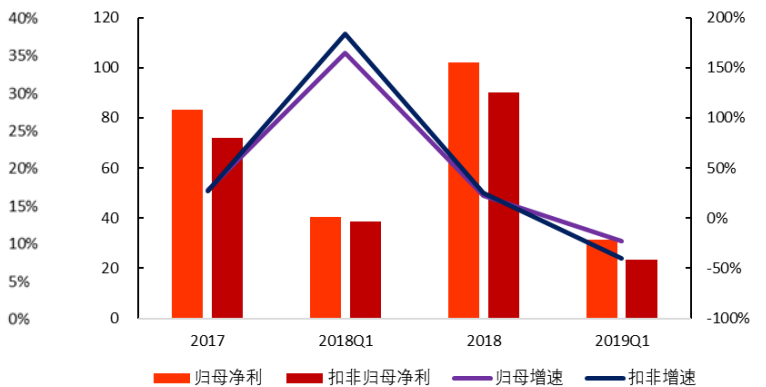
### 1.2.1化学原料药

2018A及2019Q1，原料药板块整体营收增速分别为19.05%、0.83%；归母净利增速分别为22.37%、-22.79%；扣非归母净利增速分别为24.97%、-39.87%。2018全年受供给侧改革及环保整顿，行业整体处于“提质增效”阶段，促使维生素等大宗原料药产品价格提升，相关企业经营业绩继续维持在高景气度区间。同时去年同期的业绩高增长、部分原料价格回落使得今年一季度业绩增速放缓。除大宗原料药外，部分特色原料药

图表7：原料药板块营收（亿）及增速



图表8：原料药板块归母净利、扣非（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

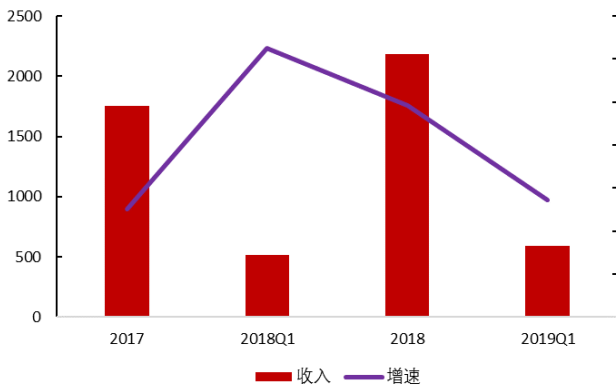
资料来源：wind、万联证券

及CMO/CDMO企业经营业绩持续向好。未来一段时间，随着仿制药一致性评价、MAH制度及带量采购政策实施，原料药企业在产业链中议价能力将得到明显提升，行业整体将持续由“成本优势”向“技术及管理优势”转型，不断提升行业整体竞争力。

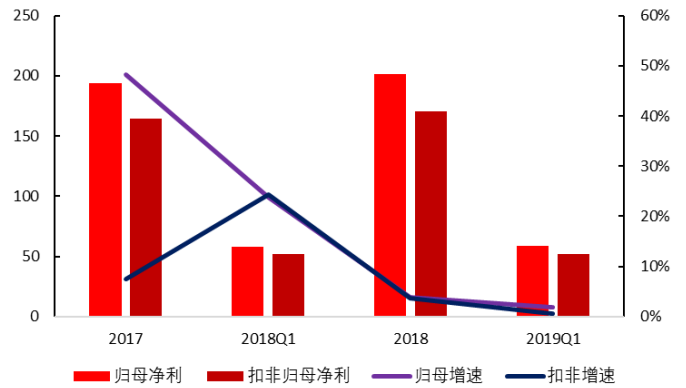
### 1.2.2 化学制剂

2018A及2019Q1，化学制剂板块整体营收增速分别为24.64%、13.61%；归母净利增速分别为3.94%、1.78%；扣非归母净利增速分别为3.66%、0.56%。其中2018年板块整体营收增速大于利润增速，我们认为一方面跟行业“两票制”政策执行带来的高开因素有关，另一方面与行业整体药品价格持续下降有关。去年同期因流感因素导致的业绩高增长也使得2019年Q1业绩增速相对放缓。通过跟踪板块主要经营数据，行业龙头企业大都保持了稳定业绩增速，且平均增速高于行业整体增速。在行业系统性药审改革、一致性评价及医保持续控费背景下，行业内部竞争及整合有望加速，“强者恒强”效应有望进一步凸显。考虑到未来行业带量采购政策的进一步实施，板块整体业绩增长仍将进一步承压，但结构性机会仍旧显著：1. 战略性看好“现有产品线成长性良好+研发管线梯队合理+市场推广综合能力优秀”的创新药药企；2. 积极布局仿制药一致性评价、现有产品及在研品种梯队丰富同时拥有原料药制剂一体化能力的优秀仿制药企。

图表9：化学制剂板块营收（亿）及增速



图表10：化学制剂板块归母净利、扣非（亿）及增速



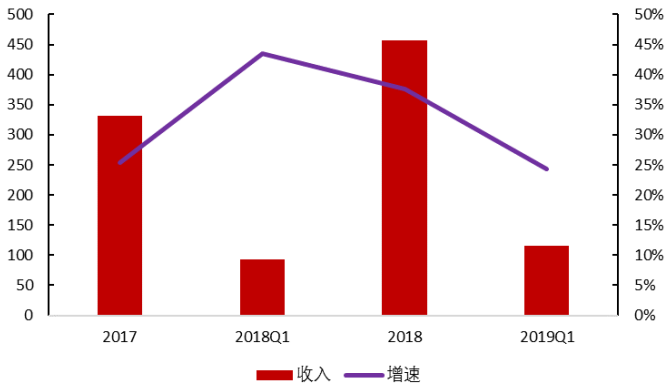
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

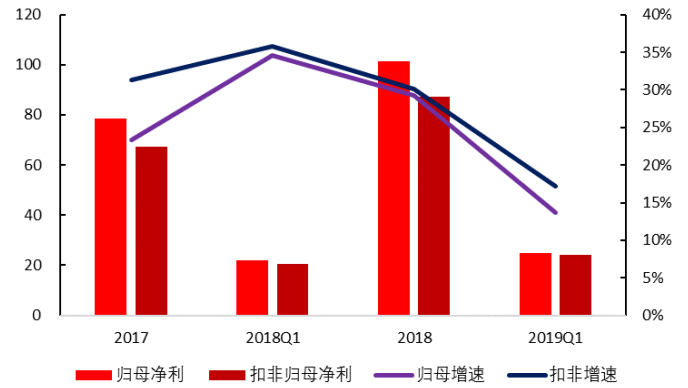
### 1.2.3 生物制品

2018A及2019Q1，生物制品板块（剔除ST长生、天坛生物、上海莱士等）整体营收增速分别为36.72%、24.30%；板块归母净利增速分别为29.23%、13.65%；扣非后归母净利分别为30.13%、17.13%。18年全年生物制品板块业绩保持高增长主要是由于板块内部龙头上市公司业绩持续向好（生长激素、创新疫苗类标的等），与此同时，血制品板块内标的如华兰生物等在经历了渠道去库存后，业绩也在18年逐步企稳。其中18年Q4和19Q1业绩增速出现一定下滑主要是部分个股标的的业绩下滑导致。未来一段时间，依旧看好创新药产业趋势下及消费升级背景下的生物制品领域投资机会：创新型单抗及生物类似物、生长激素、创新型疫苗及胰岛素等。与此同时，在医保控费大背景下，部分辅助用药属性的生物制品公司业绩持续承压，行业内部结构性分化将进一步显现。

图表11: 生物制品板块营收(亿)及增速



图表12: 生物制品板块归母净利、扣非(亿)及增速



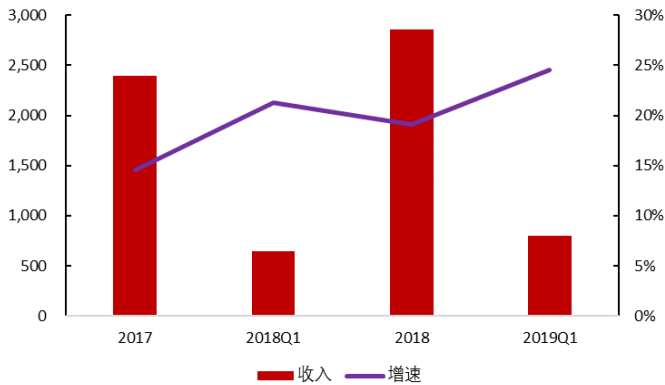
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

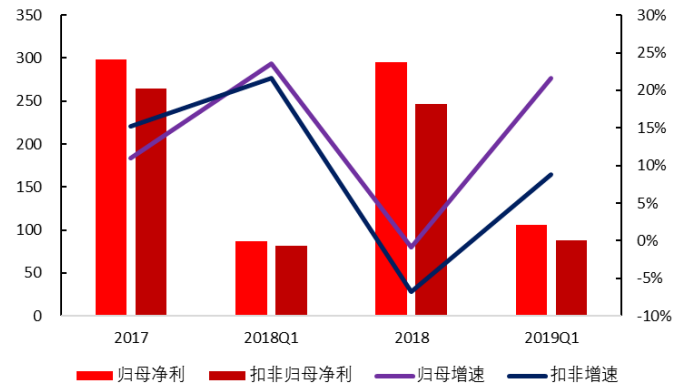
### 1.2.4 中药

2018A及2019Q1, 中药板块整体营收增速分别为19.11%、24.51%; 板块归母净利增速分别为-0.91%、21.62%; 扣非后归母净利分别为-6.79%、8.80%。相比18年上半年, 全年业绩呈现逐步下滑趋势, 主要是由于医保控费、限辅限注射剂等政策性压制因素, 中药注射剂、部分辅助性用药品种增长乏力, 相关品种用药市场逐步萎缩, 使得相关上市公司业绩承压明显。同时, 受18年流感爆发及品牌消费升级因素影响, 板块内部品牌中药龙头及部分中成药标的依旧保持了较快业绩增速。19年Q1中药板块整体盈利增速有所恢复主要是受流感因素影响, 同时受个别个股业绩增速波动影响(剔除华润三九后, 19Q1板块归母净利增速、扣非增速分别为13.8%、8.7%)。未来一段时间仍相对继续看好受行业政策影响较小、符合消费导向的相关细分领域如品牌中药、OTC产品等。

图表13: 中药板块营收(亿)及增速



图表14: 中药板块归母净利、扣非(亿)及增速



资料来源: wind、万联证券

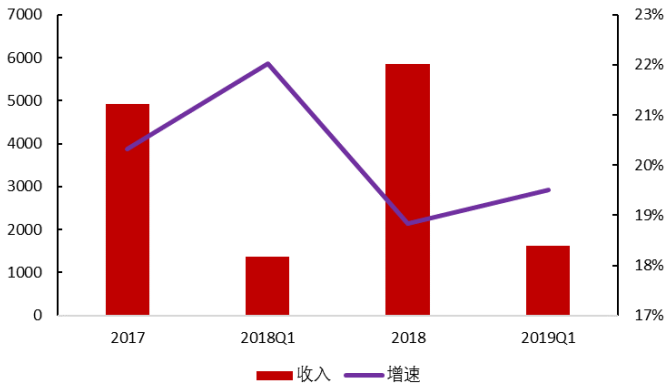
资料来源: wind、万联证券

### 1.2.5 医药商业

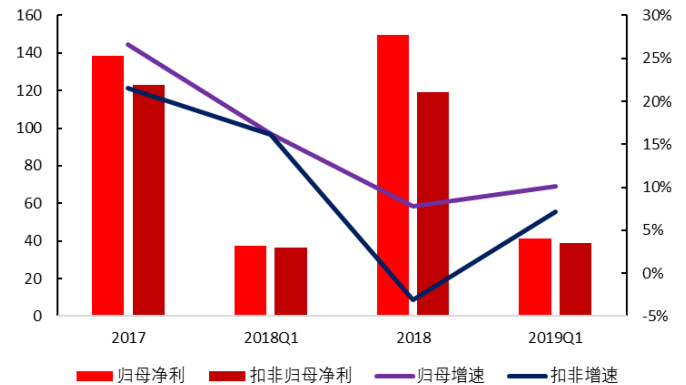
2018A及2019Q1, 医药商业板块整体营收增速分别为18.83%、19.5%; 板块归母净利增速分别为7.83%、10.1%; 扣非后归母净利分别为-3.11%、7.20%。其中18年全年增速逐步走低主要是由于两票制的影响以及部分公司商誉大幅减值影响。2019Q1收入及盈利增速环比均有所提升, 表明了相关政策的负面影响逐步减小, Q1可能是医药流通子板块全年业绩低点。同时零售药房板块上市公司整体业绩依旧保持了较快增速, 业绩增长驱动因素主要来自: 1. 自身新建及外延并购带来的业务扩张和行业集中度提升; 2. 药占比、处方外流等政策驱动及自主消费升级带来的药店消费结构性占比提升。

建议继续关注受益于两票制整合、终端资源较多的全国性商业流通龙头及景气度较高、未来业绩成长性好的零售药房板块的机会。

图表15: 医药商业板块营收(亿)及增速



图表16: 医药商业板块归母净利、扣非(亿)及增速



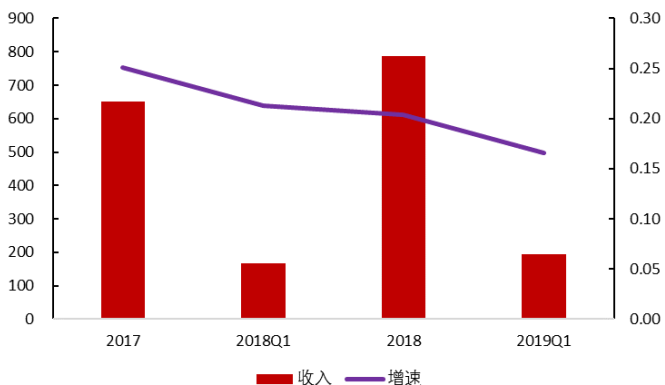
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

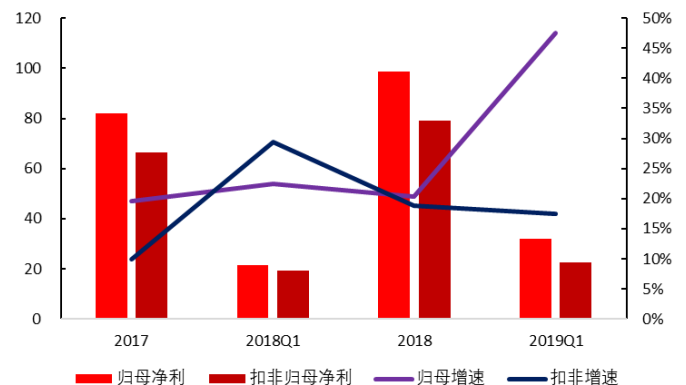
### 1.2.6 医疗器械

2018A及2019Q1, 医疗器械板块整体营收增速分别为20.43%、16.61%; 板块归母净利增速分别为20.38%、47.55%; 扣非后归母净利增速分别为18.91%、17.48%。19年Q1归母净利与扣非增速差别较大主要受个股业绩波动影响。整体看, 2018A、2019Q1行业部分白马股(乐普医疗、鱼跃医疗等)受益于业务平台型发展及渠道综合管控, 业绩依旧维持较快增长, 同时业绩增长的持续性及确定性较高; 同时部分细分领域龙头(欧普康视、健帆生物等)受益于消费升级、细分领域高景气度等原因, 整体业绩保持较快增长, 同时, 相关领域也不受当前政策端负面影响, 预计未来几年仍可维持稳健增速。与此同时, IVD板块整体增速有所下滑, 同时IVD板块内部也呈现一定分化态势: 传统生化、部分免疫类检测产品由于行业成熟度较高, 国内市场以国产品牌为主, 行业增速相对平缓; 而化学发光、分子诊断类等细分领域继续保持了较快增长, 同时存在一定进口替代空间, 未来发展仍相对看好。建议继续关注行业内平台型公司以及高景气度细分领域内优质公司的投资机会。

图表17: 医疗器械板块营收(亿)及增速



图表18: 医疗器械板块归母净利、扣非(亿)及增速



资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

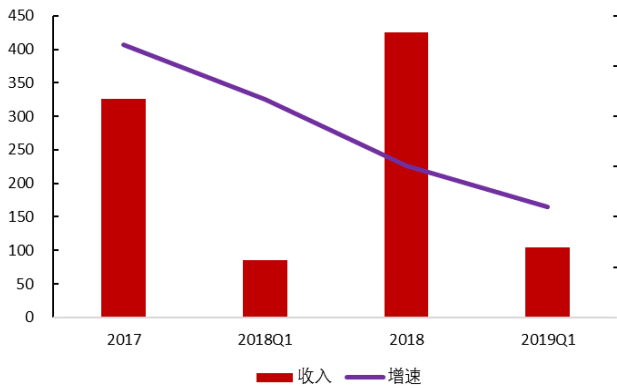
### 1.2.7 医疗服务

2018A及2019Q1, 医疗服务板块整体营收增速分别为30.09%、21.98%; 板块归母净利增速分别为39.46%、43.28%; 扣非后归母净利增速分别为38.28%、33.96%。板块整体

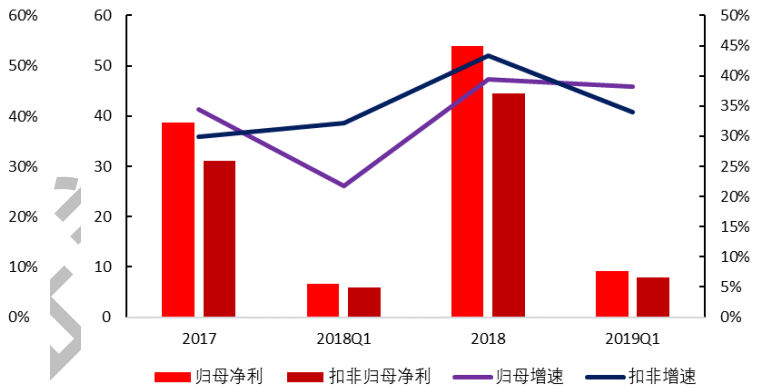


依旧维持了较快增速，主要原因是一方面板块内部部分白马消费龙头如爱尔等增速依旧稳健，其相关医疗服务业务异地扩张可复制性强，在健康观念日益受重视、消费升级背景下，未来相应行业发展空间广且业绩增长可持续性较强。此外CRO行业相关上市公司（泰格医药、昭衍新药等）整体业绩继续保持了快速增长势头。业绩增长主要受益于两方面因素：1. 国内外创新药项目订单不断增加；2. 一致性评价的开展带来的相应业务机会增加。预计医疗服务板块未来一段时间仍将维持较高的行业景气度及业绩增速。

图表19：医疗服务板块营收（亿）及增速



图表20：医疗服务板块归母净利、扣非（亿）及增速



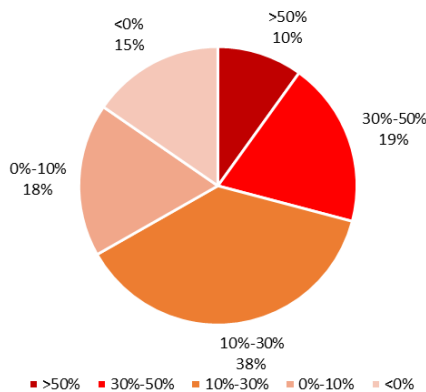
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

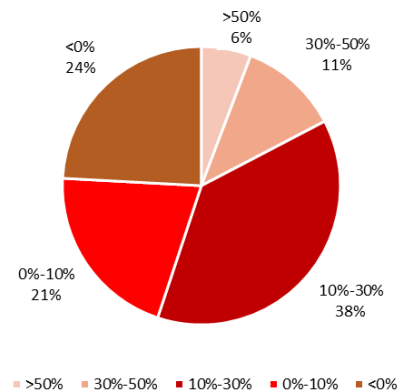
### 1.3 个股增速分化明显，高景气度领域维持较快增长

具体到医药板块内个股营收增速：2018年营收增速在50%及以上的企业数达29家（扣除不可比新股及特殊个股，下同），营收增速区间在30%-50%的企业数达56家，分别占到医药板块企业总数的10%、19%，营收增速为正的的企业占比达85%。2019Q1营收增速在50%的企业数达17家，营收增速区间在30%-50%的企业数达34家，营收增速为正的的企业占比达76%。主要是由于去年两票制和流感因素，2019年Q1营收整体增速相对变缓。

图表21：2018年不同营收增速区间医药公司分布



图表22：2019Q1不同营收增速区间医药公司分布

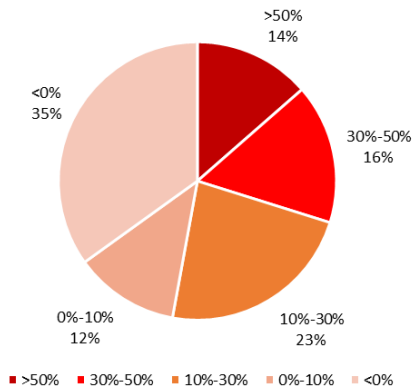


资料来源：wind、万联证券

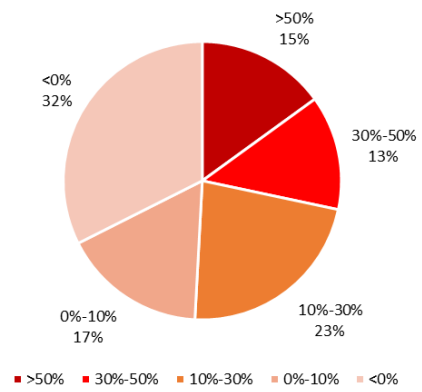
资料来源：wind、万联证券

利润增速方面：2018归母净利增速在50%及以上的企业数达40家，营收增速区间30%-50%的企业数达48家，分别占到医药板块企业家数的14%、16%；值得注意的是去年全年利润增速在0-10%及同比下滑企业数达到139家，合计占比47%，主要受去年大幅商誉计提影响。2019Q1，利润增速在50%及以上的企业数达44家，营收增速区间30%-50%的企业数达39家，分别占到医药板块企业家数的15%、13%。

图表23: 2018年不同归母净利增速区间医药公司分布



图表24: 2019Q1不同归母净利增速区间医药公司分布



资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

在利润增速较快的上市公司里面, 2018年、2019Q1利润增速较快的公司主要集中在原料药、创新疫苗、创新药外包产业链(CRO&CMO)、医疗服务等高景气度细分领域。相关领域受益于政策驱动或行业发展趋势, 未来一段时间仍有望维持较高行业景气度, 建议继续关注相关细分领域内优质龙头个股。

图表25: 2018年&2019Q1归母净利增速超50%的医药上市公司

证券简称	2018年归母净利增速 (%)	证券简称	2019年Q1归母净利增速 (%)
国际医学	1,022.8265	新华医疗	1,863.8297
华北制药	703.0315	国发股份	1,165.5629
中源协和	471.5794	太极集团	803.4798
圣济堂	442.1695	海普瑞	636.4272
沃森生物	294.7741	天宇股份	529.7343
振兴生化	270.3439	太龙药业	519.6753
智飞生物	235.7504	美诺华	436.9530
海普瑞	213.3270	海翔药业	352.2933
量子生物	178.6345	金城医学	349.2211
凯利泰	137.2366	金陵药业	346.4967
花园生物	135.7368	奥翔药业	286.9845
博济医药	130.2178	维力医疗	219.4909
辅仁药业	126.6703	海正药业	194.0613
嘉应制药	116.7062	华润三九	175.9056
览海投资	116.5128	仟源医药	171.4695
美诺华	115.6554	国农科技	159.6472
理邦仪器	111.7006	冠昊生物	158.1177
九安医疗	107.6490	贝瑞基因	155.3565
康泰生物	102.9241	交大昂立	147.9510
药石科技	98.5188	兴齐眼药	141.5187
普利制药	84.3690	量子生物	134.7929
药明康德	84.2177	泰合健康	132.7350
新和成	80.6419	上海莱士	131.7444
博晖创新	78.7298	普利制药	125.1084

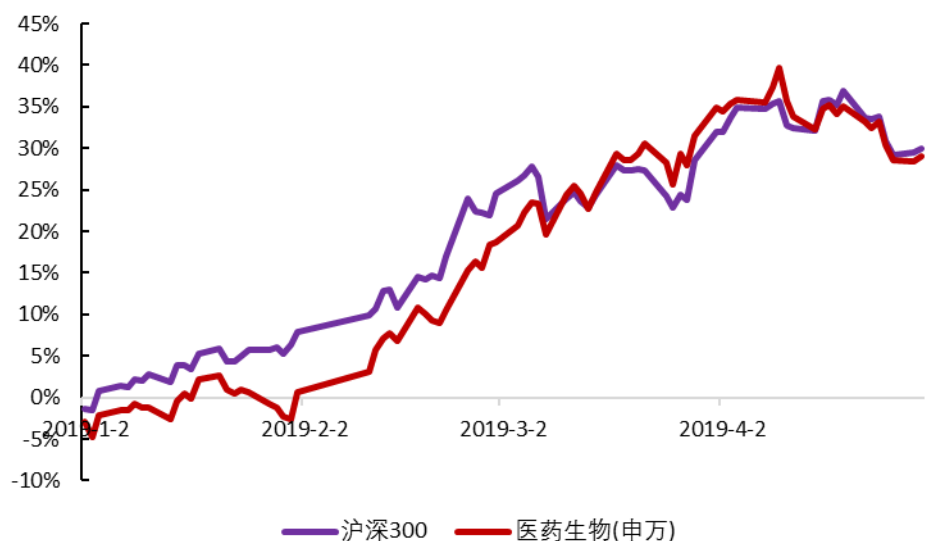
海翔药业	76.7894	华仁药业	116.5940
莱美药业	76.3872	吉林敖东	98.5350
金陵药业	76.3240	启迪古汉	97.6748
蓝帆医疗	72.6110	马应龙	94.4681
白云山	66.9040	智飞生物	93.3757
东北制药	64.0398	乐普医疗	92.2175
天宇股份	63.3644	司太立	84.2495
广济药业	63.2224	金花股份	74.4102
东诚药业	62.4404	长春高新	73.6665
科伦药业	62.0404	沃森生物	68.7997
力生制药	58.3478	药石科技	66.8775
广誉远	57.9816	普洛药业	64.6171
泰格医药	56.8645	蓝帆医疗	64.4691
通策医疗	53.3387	特一药业	61.8300
长春高新	52.0503	振德医疗	61.1638
东宝生物	51.5712	万东医疗	59.7985
		白云山	55.4232
		通策医疗	53.7056
		泰格医药	51.7218
		英科医疗	50.6068

资料来源: wind、万联证券

## 2、一季度反弹行情显著，板块估值仍处合理区间

在经历了去年市场低迷行情后，年后在政策宽松预期、市场迎来一轮强劲反弹，大金融、TMT、猪周期相关板块涨幅明显。截止4月30日，沪深300指数相对去年底上涨30%，申万医药指数相比去年底上涨29%，跑赢沪深300指数1个百分点。

图表26：今年以来申万医药板块走势与沪深300指数比较（截止19/04/30）

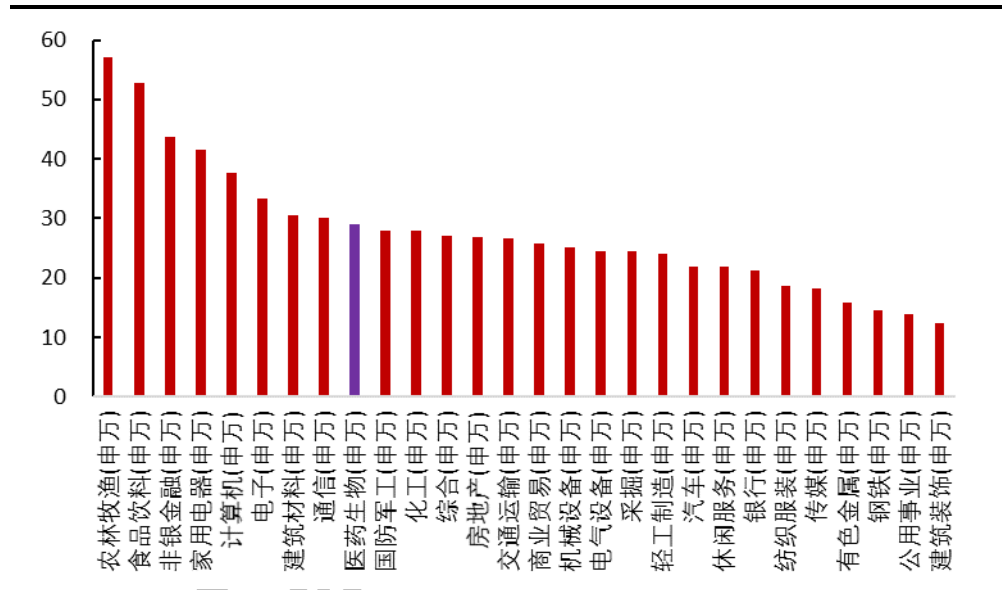


资料来源: wind、万联证券

截止4月30日，申万一级行业都呈现不同程度上涨，其中涨幅较大的是农林牧渔、食

食品饮料、非银金融等板块；涨幅较少的是建筑装饰、公用事业等板块；申万医药板块上涨29%，在所有一级行业中排名第9。

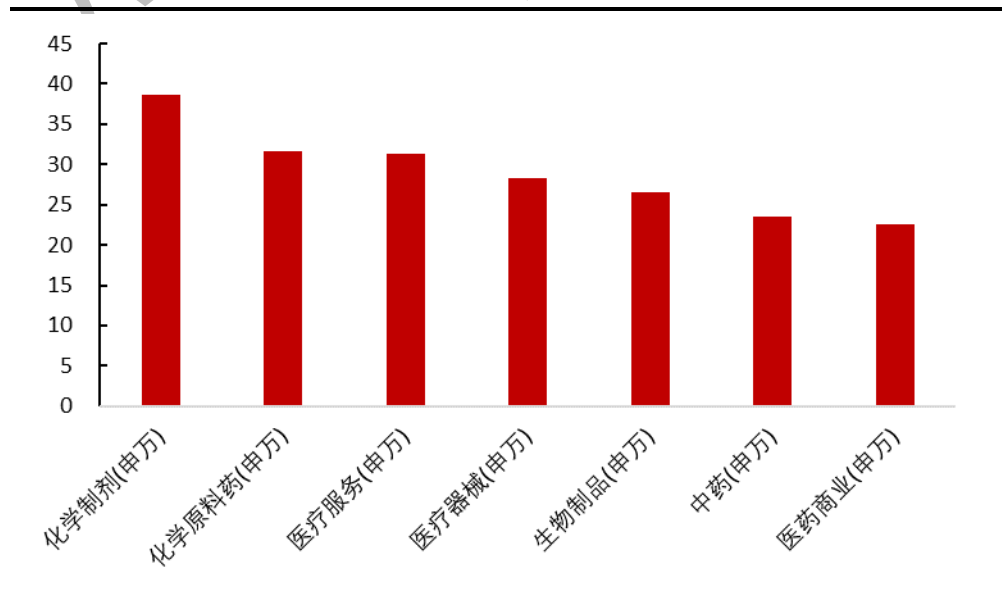
图表27：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%，截止19/04/30）



资料来源：wind、万联证券

二级子行业方面，截止4月30日，医药二级子板块均出现不同程度上涨，其中涨幅最大的是化学制剂板块，上涨38.6%；涨幅最小的是医药商业板块，上涨22.5%。

图表28：医药不同子行业涨跌幅比较（截止19/04/30）



资料来源：wind、万联证券

个股涨跌幅方面，上半年受市场行情及活跃资金影响，除上市次新股外，涨幅靠前的个股主要是前期超跌个股以及相关概念股（工业大麻等）。

图表29：医药行业今年涨跌幅前20个股（截止19/04/30）

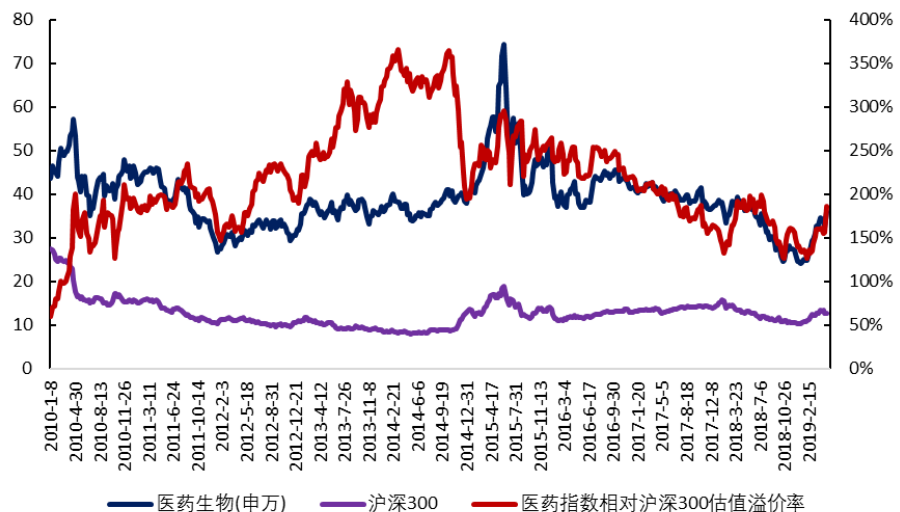
涨幅前十个股		跌幅前十个股	
兴齐眼药	256.93%	*ST长生	-61.68%
康龙化成	223.66%	宜华健康	-26.08%

龙津药业	163.75%	星普医科	-11.88%
紫鑫药业	148.85%	爱朋医疗	-6.62%
福安药业	146.42%	福瑞股份	-5.33%
济民制药	118.34%	盘龙药业	-5.20%
冠昊生物	118.03%	明德生物	-3.72%
方盛制药	114.35%	延安必康	-3.65%
海翔药业	108.02%	赛隆药业	-1.33%
维力医疗	99.90%	千山药机	-0.52%
博济医药	98.16%	博腾股份	-0.34%
常山药业	91.20%	塞力斯	0.95%
昆药集团	84.95%	双鹭药业	0.97%
莱美药业	84.16%	恒康医疗	1.16%
嘉应制药	79.37%	卫信康	1.77%
华仁药业	79.12%	华森制药	2.07%
健友股份	78.16%	昂利康	2.32%
启迪古汉	77.34%	美年健康	2.41%
润达医疗	76.08%	四环生物	2.60%
圣达生物	75.15%	海普瑞	2.69%

资料来源: wind、万联证券

截止到4月底,医药板块整体估值(TTM)为36倍,相对沪深300的估值溢价率由前期的135%提升至185%。板块整体估值及相对估值溢价率仍处相对合理区间。但板块内个股估值分化较大,部分行业龙头白马标的仍享受较高估值溢价,部分细分领域及个股受政策因素影响估值提升有限。

图表30: 申万医药、沪深300估值及相对估值溢价



资料来源: wind、万联证券

## 投资建议:

1. 短期来看,市场受到外围不确定因素影响较大,但长期看利好A股长期持续向好的内在逻辑未发生明显改变:经济结构向创新转型、资本市场制度化建设以及海外资金对A股持续青睐等。回到医药板块,由于近期行情整体回落,医药板块目前整体估值

已回落到合理区间，考虑到19年业绩增长，医药板块对应19年整体估值已不到30倍；另一方面科创板将于不久后落地，其中生物医药板块是重点领域方向，从而有望带动A股中优质创新医药标的的估值提升。与此同时板块内部估值有分化：部分白马股估值仍处高位，部分成长型细分领域及个股拥有较高的估值性价比，诸如CRO/CMO、连锁药房等。而且从行业上市公司18年报及19Q1季报中也可以发现：部分高景气度细分领域及相关个股依旧保持了稳健增长势头，行业内部结构性分化趋势明显。

2. 投资建议方面：结合行业18年年报及19年1季报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域：1. 受益于创新药产业发展、一致性评价及MAH实施下的医药外包产业链投资机会（CRO&CDMO等），**重点推荐昭衍新药、凯莱英**；2. 关注受益于消费升级，且行业竞争格局良好，未来几年保持高景气度的生长激素领域及受益于处方外流、市场集中度不断提升的零售药房板块。

**风险因素：**外围不确定因素加大的风险、带量采购等政策实施超预期的风险、市场进一步调整的风险

医药生物行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年05月24日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
603127	昭衍新药	0.67	0.95	1.30	5.47	44.60	70.73	46.95	34.26	8.15	增持
002821	凯莱英	1.86	2.45	3.16	11.28	85.8	36.55	35.08	27.15	7.61	买入

资料来源: wind、万联证券

## 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。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场