

行业整体增速放缓，结构性机会明显

——医药生物行业 2019 半年报综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 09 月 26 日

行业核心观点：

未来一段时间，我们看好市场表现的核心逻辑未发生变化：1. 外资加配 A 股趋势不改，核心资产未来有望持续获得内外资金青睐；2. 央行降准开启，全球流动性宽松叠加外围扰动因素减弱，有助于优质成长板块行情。具体到医药板块：无论是带量采购、耗材集采等，当前行业整体处于政策末期出清阶段，行业内部调结构趋势不改（最新医保目录），以创新药为主的行业新周期开启，医药核心资产及创新药产业链上优质标的再次获得市场肯定，考虑到医药板块未来业绩增长的确定性及持续性，板块内部龙头白马以及细分领域优质成长个股依旧值得关注配置。

投资要点：

● 医药制造业增速整体回落，未来结构分化明显

2019 年 H1，医药行业营收、利润增速较去年同期有所回落主要受去年同期两票制及流感因素影响，高基数效应使得 19 年 H1 增速相对变缓。尽管带量采购、医保控费等政策因素对行业未来运营将产生深刻影响，但同时人口老龄化及医疗消费升级仍将是行业发展重要推动因素。预计未来一段时期内行业增速有可能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。

● 板块内部结构性分化显著，仍看好创新药主线、医疗服务等高景气度细分领域

2019 年 H1 医药板块上市公司营收增速为 18.6%，板块归母净利润及扣非归母净利润增速分别为 8.36%、4.96%；较去年同期分别下降 17.9、20.9 个百分点；细分领域里面：中药注射剂、辅助用药及部分成熟耗材类相关个股受政策及控费压力，业绩承压明显；而与此同时，创新药龙头（包括外包产业链）、零售药房、医疗服务类个股仍保持了相对较高增速。在政策影响及行业发展趋势引导下，行业内部结构性分化趋势明显。

● 投资建议：

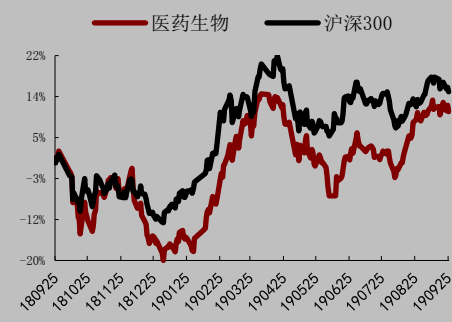
结合行业 19 年半年报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域：1. 受益于创新药产业发展、一致性评价及 MAH 实施下的医药外包产业链投资机会（CRO&CDMO 等），重点推荐昭衍新药、康龙化成；2. 关注受益于消费升级，且行业竞争格局良好，未来几年保持高景气度的生长激素领域及受益于处方外流、市场集中度不断提升的零售药房板块。

风险提示： 外围因素扰动、带量采购等政策实施超预期的风险

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
昭衍新药	0.68	0.95	72	增持
康龙化成	0.52	0.71	67	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 09 月 25 日

相关研究

万联证券研究所 20190923_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(9/16-9/22)

万联证券研究所 20190916_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(9/09-9/15)

万联证券研究所 20190909_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(9/02-9/08)

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

目录

1、医药行业整体增速放缓，内部分化日益明显	4
1.1 多因素导致上半年业绩增速放缓，板块整体费用率稳定	4
1.1.1 医药制造业增速整体回落，未来结构分化明显	4
1.1.2 营收、净利增速放缓，整体费用率相对稳定	4
1.2 主要子行业增速放缓，结构性细分亮点较多	5
1.2.1 原料药：业绩增速整体回落，未来产业链中重要性凸显	5
1.2.2 化学制剂：板块内部分化明显，未来仿制药业务仍将承压	6
1.2.3 中药：受制于医保控费等政策压力，未来仍将相对承压	6
1.2.4 生物制品：行业整体保持较快增速，看好未来发展前景	7
1.2.5 医药商业：两票制影响基本消除，看好流通龙头及连锁零售板块	7
1.2.7 医疗服务：板块整体增速较高，看好服务龙头及外包研发细分领域	8
1.3 个股业绩增速相对放缓，高景气度细分领域个股增速较快	9
2、年初至今板块整体表现较好，板块估值仍处合理区间	12
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 3：2017 年到 2019H1 医药板块营收及增速	4
图表 4：2017 年到 2019H1 医药板块相关费用率	4
图表 5：2017 到 2019H1 板块归母净利（亿）及增速	5
图表 6：2017 到 2019H1 板块扣非归母净利（亿）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：中药板块营收（亿）及增速	7
图表 12：中药板块归母净利、扣非（亿）及增速	7
图表 13：生物制品板块营收（亿）及增速	7
图表 14：生物制品板块归母净利、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 21：2018H1 不同营收增速区间医药公司分布	9
图表 22：2019H1 不同营收增速区间医药公司分布	9
图表 23：2018H1 不同归母净利增速区间医药公司分布	10
图表 24：2019H1 不同归母净利增速区间医药公司分布	10
图表 25：2019H1 归母净利增速超 30%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 19/08/31）	12
图表 27：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%，截止 19/08/31）	13
图表 28：医药不同子行业涨跌幅比较（截止 19/08/30）	13
图表 29：医药行业今年涨跌幅前 20 个股（截止 19/08/30）	13

图表 30：申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价（截止 19/08/30） . 14
图表 31：机构在医药板块的持仓配置比例 15

万联证券

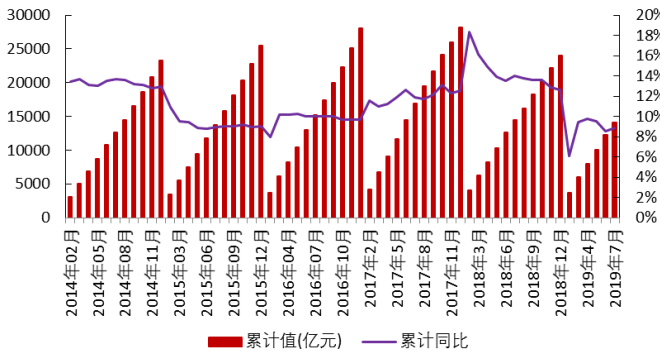
1、医药行业整体增速放缓，内部分化日益明显

1.1 多因素导致上半年业绩增速放缓，板块整体费用率稳定

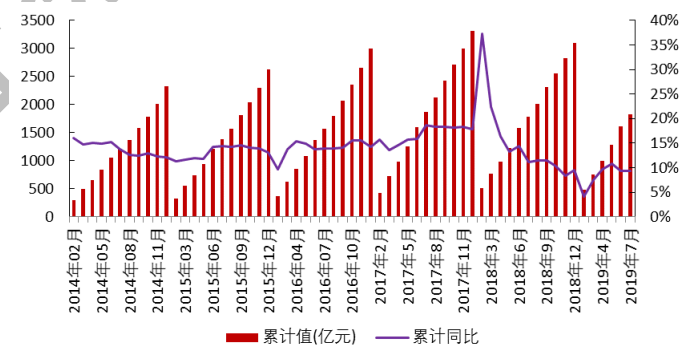
1.1.1 医药制造业增速整体回落，未来结构分化明显

2019年H1,国内医药制造业累计实现营业收入14112.8亿,同比增长8.9%,医药制造业累计实现营业利润1822.2亿,同比增长9.3%;上年行业营收、利润增速较去年同期有所回落主要受以下几方面因素影响:1.2018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H1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H1增速相对变缓。尽管带量采购、医保控费等政策因素对行业未来运营将产生深刻影响,但同时人口老龄化及医疗消费升级仍将是行业发展重要推动因素。预计未来一段时期内行业增速有可能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



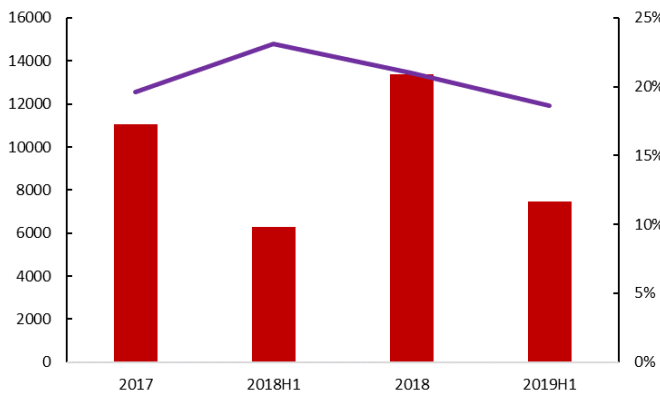
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

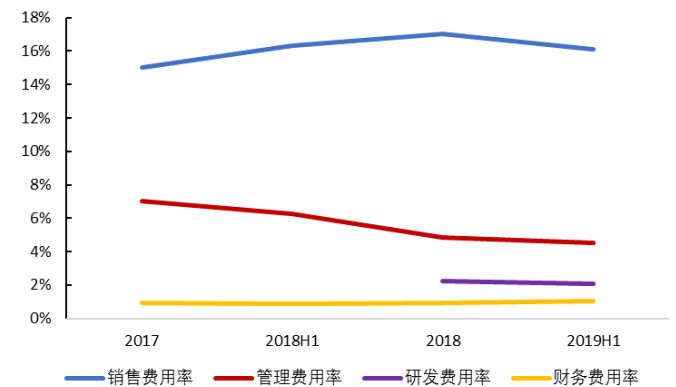
1.1.2 营收、净利增速放缓，整体费用率相对稳定

营业收入方面:2019年H1医药板块上市公司营收增速为18.6%,板块整体仍旧保持了稳健增速,其中2019年H1营收增速同比下降4.5pp,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H1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创新药、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: 2017年到2019H1医药板块营收及增速



图表4: 2017年到2019H1医药板块相关费用率



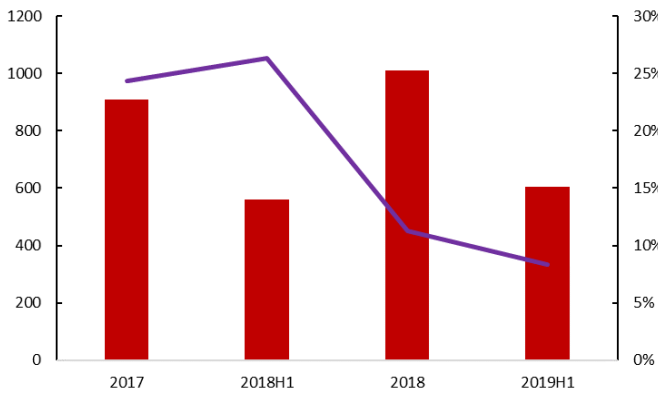
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

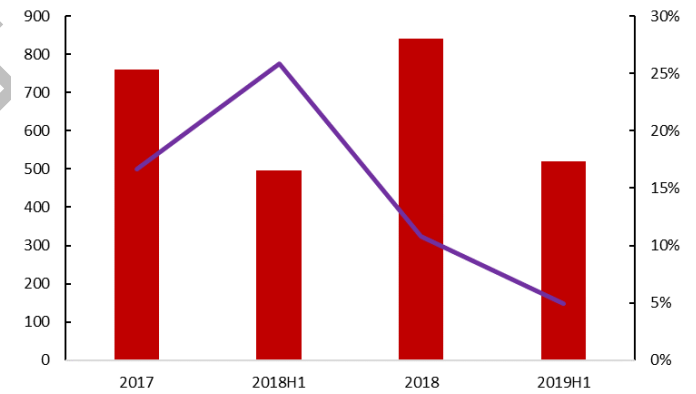
费用端方面：2018A及2019H1板块整体销售费用率分别为16.93%、16.12%，分别同比提升1.87%、-0.21%；18全年销售费用率同比提升较多主要由于行业内企业主营产品市场放量（招标、新进医保等）特别是新品市场推广带来的销售费用增加，与此同时由于两票制的实施也使得行业整体销售费用率有一定提升，预计后续由于带量采购等政策实施，行业销售费用率有望逐步降低。此外，2018A、2019H1的整体管理费用率（包含研发费用）、财务费用率与去年同期大体保持持平，单看研发费用占比：2018A、2019H1医药板块研发费用占比分别为2.21%、2.07%，同时行业内部企业研发投入分化明显，创新型医药企业未来仍将保持高强度研发投入，部分龙头公司研发支出占比已达15%以上，强者恒强效应显著。

盈利方面：2019H1医药板块归母净利润及扣非归母净利润增速分别为8.36%、4.96%；较去年同期分别下降17.9、20.9个百分点；今年上半年利润增速相比去年同期相比有较大幅度下滑主要是由于去年流感疫情爆发以及原料药涨价等因素使得18年H1业绩增速较高，高基数效应使得今年同期业绩增速相对变缓。

图表5：2017到2019H1板块归母净利润（亿）及增速



图表6：2017到2019H1板块扣非归母净利润（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

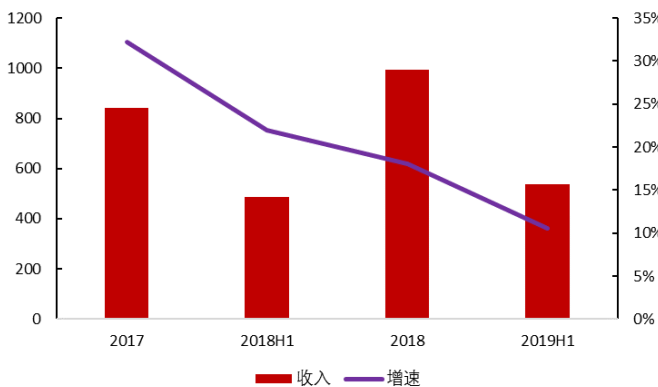
资料来源：wind、万联证券

1.2 主要子行业增速放缓，结构性细分亮点较多

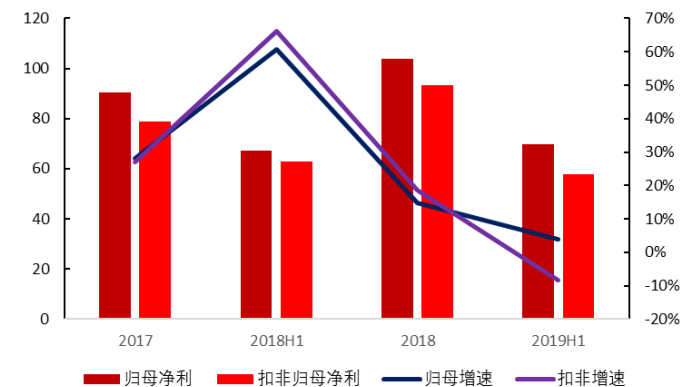
1.2.1 原料药：业绩增速整体回落，未来产业链中重要性凸显

2019年H1，原料药板块收入增速为10.6%，归母净利润、扣非增速分别为3.92%、-8.39%，增速较去年同期均有所下滑。主要是一方面18年同期受供给侧改革带来的涨价因素影响，业绩端保持较快增速，去年同期的高基数效应使得今年业绩增速相对放缓；同

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润、扣非（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

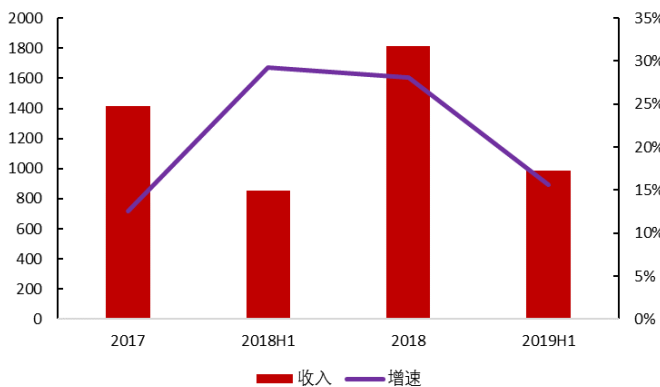
资料来源：wind、万联证券

时部分原料药品种的价格波动也在一定程度上影响今年业绩。细分来看：大宗原料药企业上半年业绩波动较大，特色原料药企业（包含CMO/CDMO）业绩继续保持稳健增长态势；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。

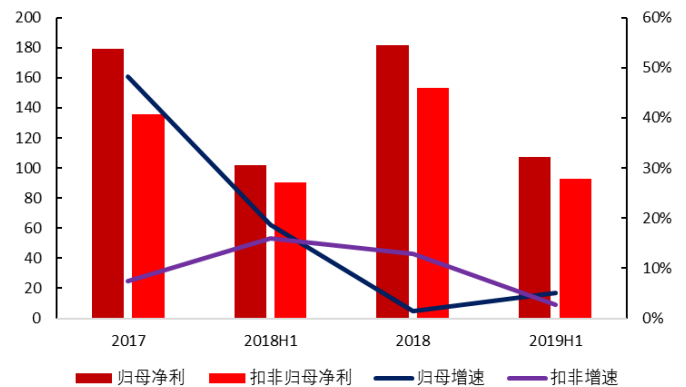
1.2.2 化学制剂：板块内部分化明显，未来仿制药业务仍将承压

2019H1，化学制剂板块营收增速为15.61%；归母净利、扣非增速分别为5.13%、2.72%；19年业绩增速同比下滑主要原因包括18年的业绩高基数效应（流感、两票制带来的收入端增速影响等）、以及药品价格的持续下降原因，上半年化学制剂板块的整体毛利率和净利率分别约为40%、12%。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：如板块内部分创新药个股业绩持续保持了较快增长，同时相关创新药个股与仿制药相关个股在估值端的差异逐步显现。预计未来相当一段时期内，受医保控费及带量采购进一步扩围等因素影响，仿制药相关个股在业绩端及估值端将持续承压，同时战略性看好“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。

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



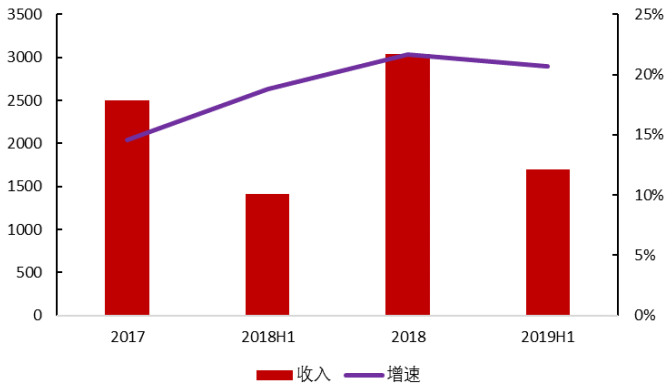
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

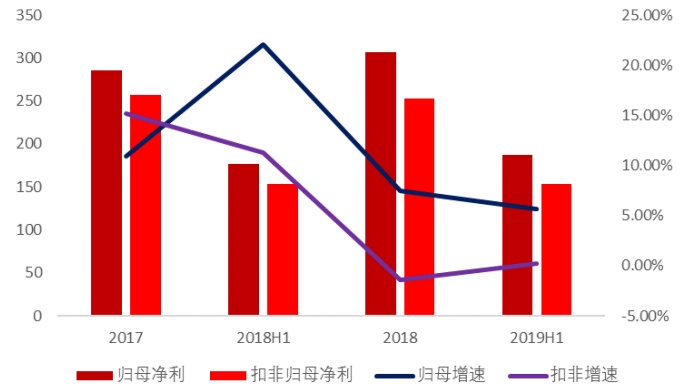
1.2.3 中药：受制于医保控费等政策压力，未来仍将相对承压

2019H1，中药板块营收增速为20.68%，归母净利、扣非增速分别为5.64%、0.23%；其中2019Q2环比2019Q1进一步下滑。同时，18年H1受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的业绩高基数也使得今年同期业绩增速相对放缓。与此同时，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，使得部分相关上市公司业绩承压明显。预计未来相当一段时间内政策性因素影响仍在，部分中药个股仍将存在较大业绩压力。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11: 中药板块营收(亿)及增速



图表12: 中药板块归母净利、扣非(亿)及增速



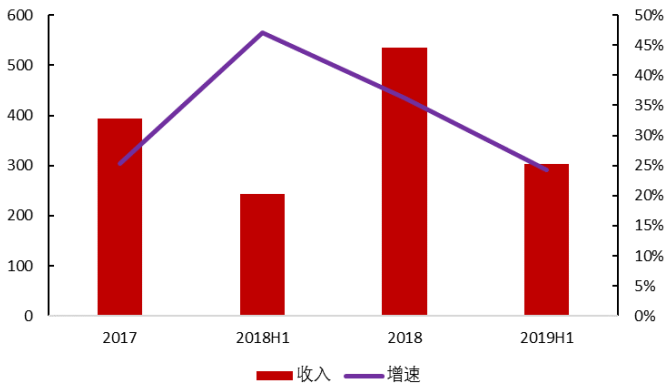
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

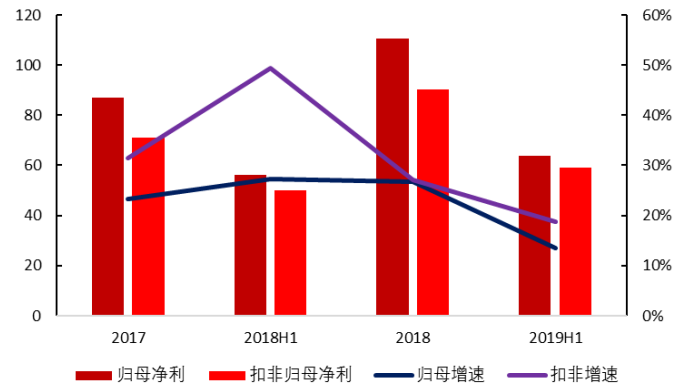
1.2.4 生物制品: 行业整体保持较快增速, 看好未来发展前景

2019H1, 生物制品板块整体营收增速为24.33%, 归母净利、扣非净利增速分别为13.48%、18.72%; 上半年板块整体增速有所放缓, 主要是由于板块内部部分白马公司去年业绩高基数效应, 但同时板块内部分化明显: 生长激素、创新疫苗类等细分赛道仍保持较高行业景气度, 未来仍将受益于消费升级; 血制品板块经历了渠道去库存后, 业绩逐步企稳, 行业迎来拐点向上; 胰岛素、生物创新药及类似物等细分领域也将保持较快行业增速。与此同时受医保控费因素影响, 部分辅助用药属性(如神经系统药物类)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13: 生物制品板块营收(亿)及增速



图表14: 生物制品板块归母净利、扣非(亿)及增速



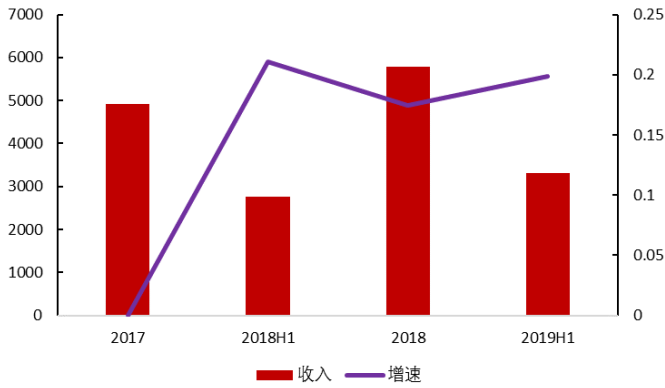
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

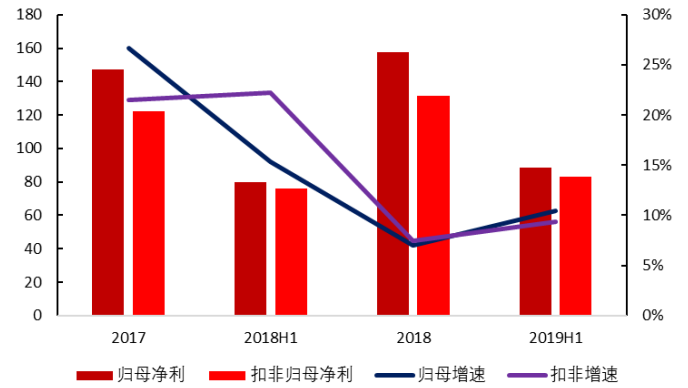
1.2.5 医药商业: 两票制影响基本消除, 看好流通龙头及连锁零售板块

2019H1, 医药商业板块整体营收增速为19.9%, 比去年同期下滑1.2个百分点; 归母净利、扣非净利增速分别为10.46%、9.46%, 比去年同期分别下滑4.8、12.8个百分点, 利润端业绩波动较大主要受部分个股业绩波动影响。细分来看: 医药流通板块受行业两票制影响高峰期已过, 同时叠加宽松货币政策带来的资金环境改善, 看好市场集中度提升&经营改善下的全国性流通龙头以及地区性医药商业龙头未来业绩表现; 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。

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



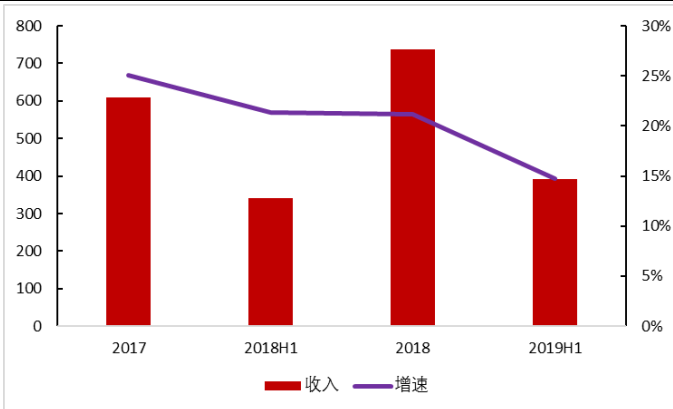
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

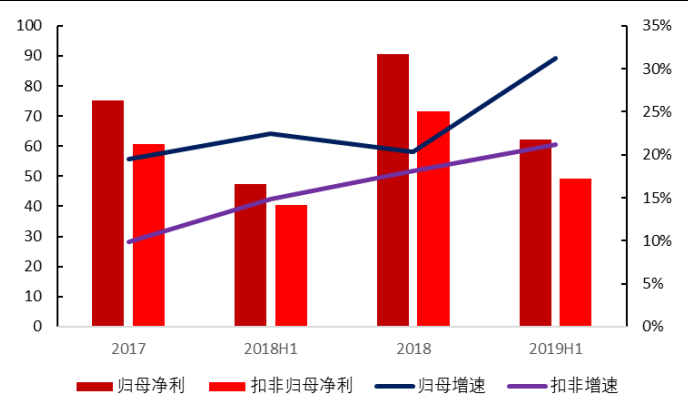
1.2.6 医疗器械: 部分领域将受降价压力影响, 板块内部分化明显

2019H1, 医疗器械板块整体营收增速为14.8%, 归母净利、扣费增速分别为31.25%、21.21%, 板块整体业绩增速较稳健。整体来看: 板块内部部分白马股(乐普医疗、迈瑞医疗等)受益于业务平台型发展及国产替代, 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。IVD领域分化情况明显: 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。同时由于高值耗材集采的推行, 未来部分相关企业可能面临一定降价压力, 板块内部分化行情有望持续。

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

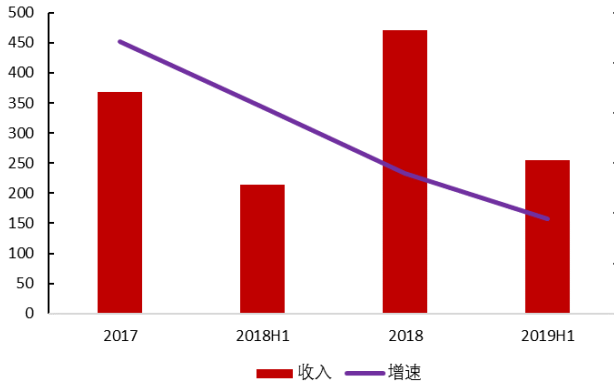
资料来源: wind、万联证券

1.2.7 医疗服务: 板块整体增速较高, 看好服务龙头及外包研发细分领域

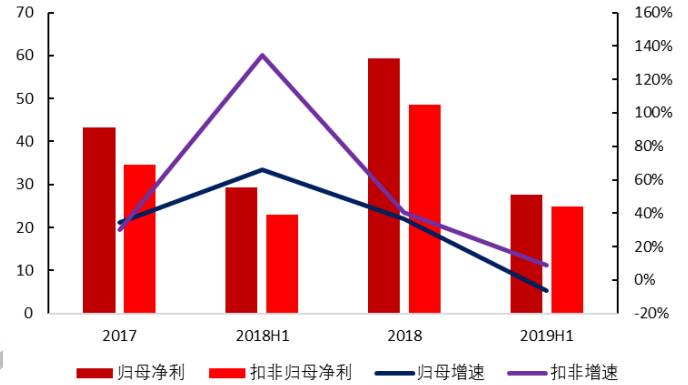
2019H1, 医疗服务板块整体营收增速为18.8%, 归母净利、扣非净利增速分别为-6.9%、8.81%, 板块整体业绩波动较大主要是由于板块内部样本个股数较少, 易受个别个股业绩波动影响。细分来看, 板块内部分细分领域依旧保持较快业绩增速: 1. 部分白马医疗服务龙头如爱尔、通策等增速依旧稳健, 其相关医疗服务业务模式成熟, 在健康观念日益受重视、消费升级背景下, 未来相应行业发展空间广且业绩增长可持续性较强。此外CRO行业相关上市公司(泰格医药、昭衍新药等)整体业绩继续保持了快速增长

势头，业绩增长主要受益于两方面因素：1. 行业创新转型大背景下，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润、扣非（亿）及增速



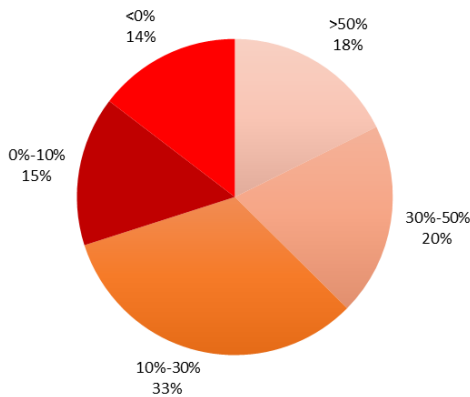
资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

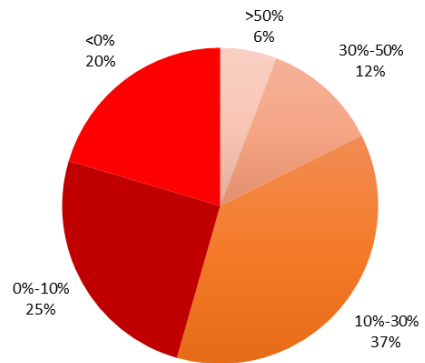
1. 3个股业绩增速相对放缓，高景气度细分领域个股增速较快

具体到医药板块内个股营收增速：2019H1营收增速在50%及以上的企业数达17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35家，分别占到医药板块企业总数的6%、12%，营收增速为正的企业占比达80%；主要是去年两票制及流感等突发因素带来的高基数效应，使得今年上半年整体营收增速相对变缓。

图表21：2018H1不同营收增速区间医药公司分布



图表22：2019H1不同营收增速区间医药公司分布

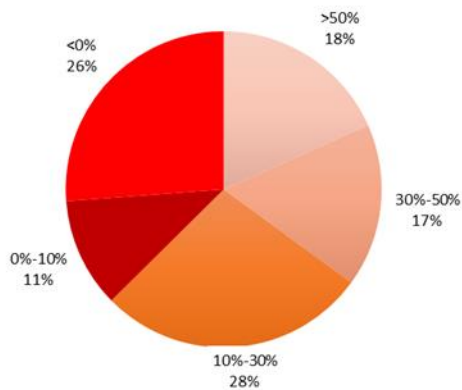


资料来源：wind、万联证券

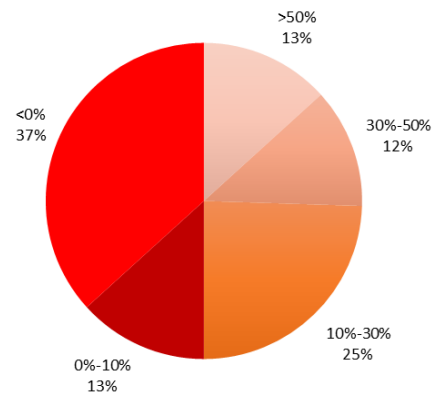
资料来源：wind、万联证券

利润增速方面：2018H1归母净利润增速在50%及以上的企业数达54家，营收增速区间30%-50%的企业数达49家，分别占到医药板块企业家数的18%、17%；归母净利润增速为正的公司数占比为74%；由于去年较高基数效应影响，2019H1归母净利润增速在50%及以上的企业数达39家，营收增速区间30%-50%的企业数达36家，分别占到医药板块企业家数的13%、12%，增速较快家数有所减少，同时业绩同比下滑企业家数增长至108家，占总数的37%。

图表23: 2018H1不同归母净利润增速区间医药公司分布



图表24: 2019H1不同归母净利润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, 2019H1利润增速较快的公司主要集中在特色原料药、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: 2019H1归母净利润增速超30%的医药上市公司

证券简称	2019年H1归母净利润增速
奥赛康	4909.98%
大理药业	1281.05%
新华医疗	1116.84%
太龙药业	848.78%
天宇股份	526.37%
未名医药	358.62%
启迪古汉	345.00%
泰合健康	287.08%
海正药业	254.51%
维力医疗	182.35%
广生堂	161.95%
金陵药业	154.06%
海普瑞	149.39%
仟源医药	142.04%
金城医药	113.85%
马应龙	111.34%
华润三九	108.39%
华塑控股	98.09%
英特集团	95.28%
美诺华	91.57%
海翔药业	79.73%
金域医学	78.92%
昭衍新药	78.86%
贝瑞基因	71.95%
普利制药	70.81%

博腾股份	69.56%
智飞生物	68.08%
辽宁成大	66.15%
太极集团	64.07%
海思科	61.55%
泰格医药	61.04%
东诚药业	59.14%
蓝帆医疗	58.83%
灵康药业	58.32%
东阳光	57.84%
通策医疗	54.07%
京新药业	52.89%
诚意药业	51.68%
普洛药业	50.61%
花园生物	49.97%
重药控股	49.70%
鹭燕医药	48.65%
康辰药业	48.65%
丰原药业	48.54%
华森制药	47.82%
凯莱英	46.37%
华海药业	45.95%
健帆生物	45.63%
吉林敖东	43.38%
司太立	43.32%
中关村	42.83%
乐普医疗	42.68%
第一医药	42.40%
冠昊生物	41.03%
乐心医疗	40.94%
仙琚制药	40.88%
心脉医疗	40.54%
欧普康视	39.75%
柳药股份	39.35%
凯利泰	38.56%
九州通	38.46%
云南白药	37.59%
益丰药房	36.78%
爱尔眼科	36.53%
同和药业	35.93%
长春高新	32.60%
仁和药业	32.48%
北陆药业	32.27%
大参林	32.21%

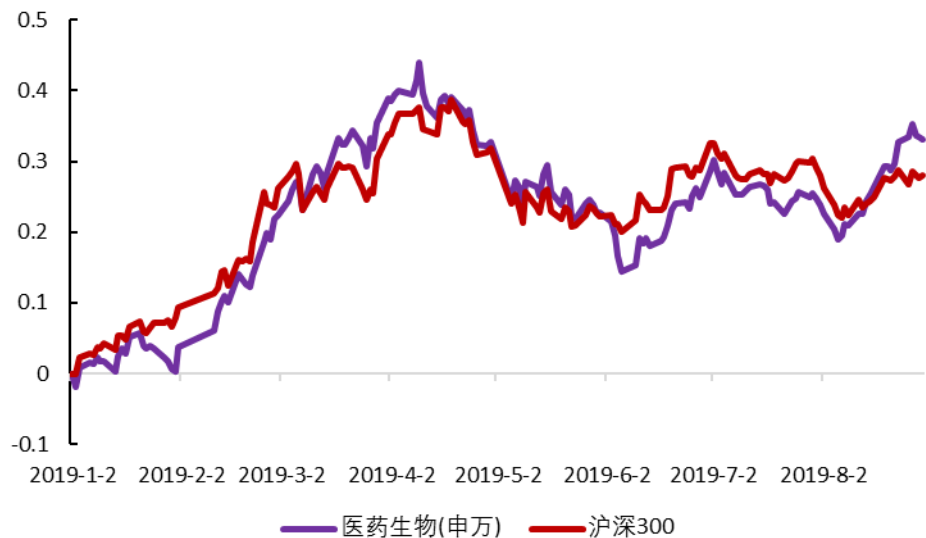
康龙化成	32.06%
一品红	31.58%
贝达药业	30.99%
奥翔药业	30.78%
南微医学	30.61%
理邦仪器	30.32%
昆药集团	30.31%
药石科技	30.31%
山东药玻	30.04%

资料来源: wind、万联证券

2、年初至今板块整体表现较好，板块估值仍处合理区间

年初至今(19/01/02-19/08/31) A股市场整体经历了一波“过山车”行情:在去年市场整体超跌、贸易战阶段性缓和、宽松政策超预期的影响下,2019Q1市场出现大幅上涨,市场上涨的主要逻辑由超跌反弹过渡到经济复苏预期,大部分行业的上涨更多来自估值端修复。二季度以后,在贸易战加剧升级影响下,市场进入调整阶段。其中医药板块走势整体同步于大盘。进入三季度后,在权衡行业间比较优势、市场对行业后续发展预期逐步稳定之后,医药板块逐渐走强,截止到8月底,沪深300指数较年初上涨28%,申万医药指数较年初上涨33%。

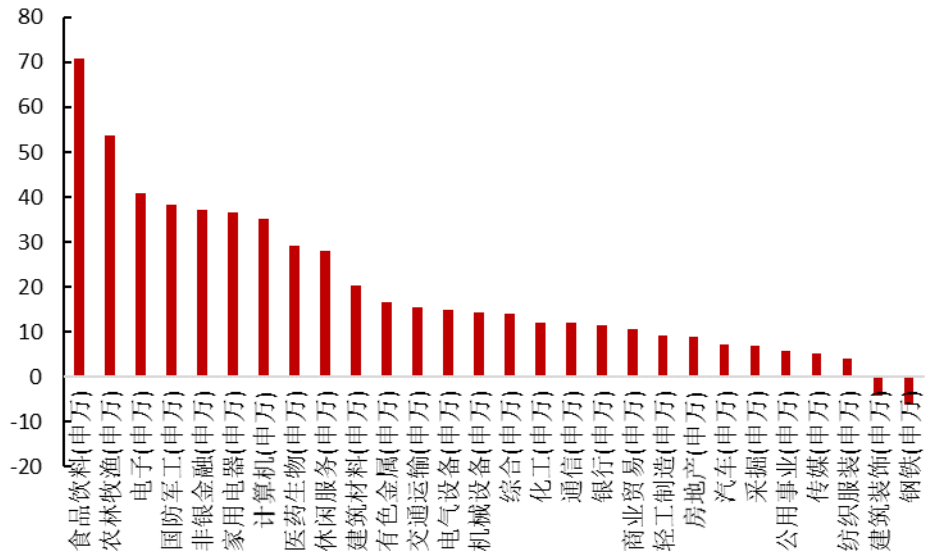
图表26: 今年以来申万医药板块走势与沪深300指数比较(截止19/08/31)



资料来源: wind、万联证券

行业比较方面:截止8月31日,受益于整体市场行情,绝大部分申万一级子行业均实现不同程度上涨,其中食品饮料、农林牧渔等板块涨幅靠前。医药行业涨幅在行业中排名第8,整体表现居行业上游。

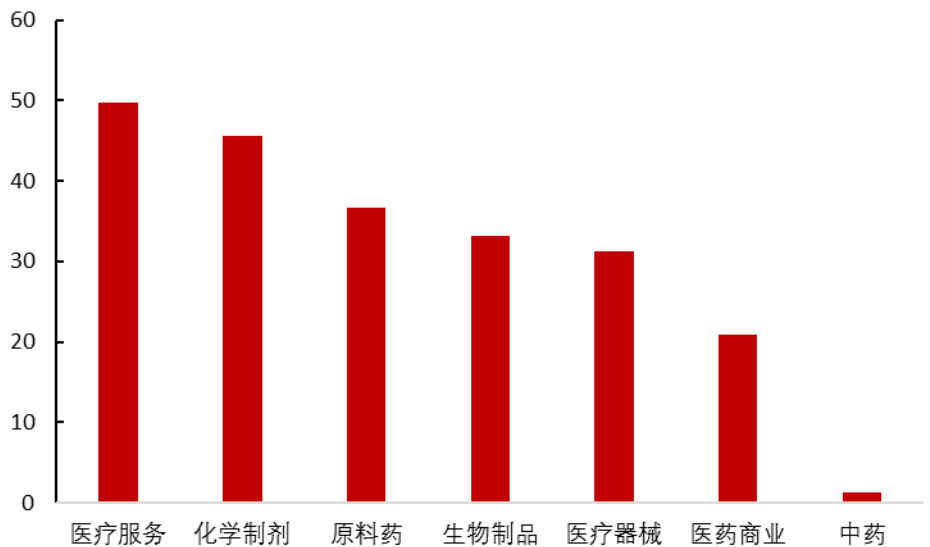
图表27: 申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅(%, 截止19/08/31)



资料来源: wind、万联证券

二级子行业方面, 截止8月30日, 医药二级子板块均出现不同程度上涨, 其中涨幅最大的是医疗服务板块, 上涨49.76%; 涨幅最小的是中药板块, 上涨1.22%; 医药行业内部分化明显。

图表28: 医药不同子行业涨跌幅比较(截止19/08/30)



资料来源: wind、万联证券

个股涨跌幅方面, 截止到8月底, 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)以及部分行业白马龙头标的, 下跌幅度较大的个股里面, 以ST类个股、中药板块个股居多。

图表29: 医药行业今年涨跌幅前20个股(截止19/08/30)

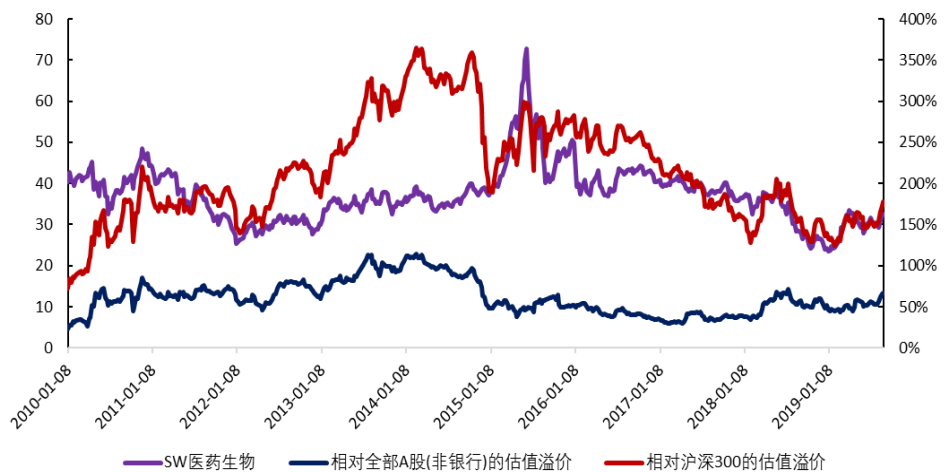
涨幅前二十个股		跌幅前二十个股	
兴齐眼药	404.85%	ST康美	-62.11%
康龙化成	279.93%	*ST长生	-61.68%

济民制药	245.38%	宜华健康	-53.42%
冠昊生物	159.85%	亚太药业	-40.67%
龙津药业	150.18%	ST辅仁	-38.81%
健友股份	139.32%	*ST天圣	-34.11%
博济医药	139.09%	*ST生物	-27.75%
金城医学	123.84%	同济堂	-24.82%
圣达生物	122.81%	微芯生物	-23.83%
康泰生物	115.55%	福瑞股份	-23.37%
泰格医药	114.87%	延安必康	-21.25%
通策医疗	108.29%	德展健康	-19.28%
华北制药	101.92%	广誉远	-19.00%
长春高新	101.48%	双鹭药业	-18.82%
欧普康视	97.65%	东阿阿胶	-17.77%
天宇股份	96.53%	永安药业	-17.55%
大参林	93.11%	翰宇药业	-16.49%
维力医疗	87.96%	创新医疗	-16.12%
益丰药房	84.63%	恒康医疗	-15.99%
恒瑞医药	82.65%	盘龙药业	-15.54%

资料来源: wind、万联证券

截止到8月底,医药板块整体估值(TTM)为33倍,相对沪深300的估值溢价率由年初的132%提升至178%,相对全部A股(非银行)的估值溢价率由年初的47%提升至67%;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受到一定压制。

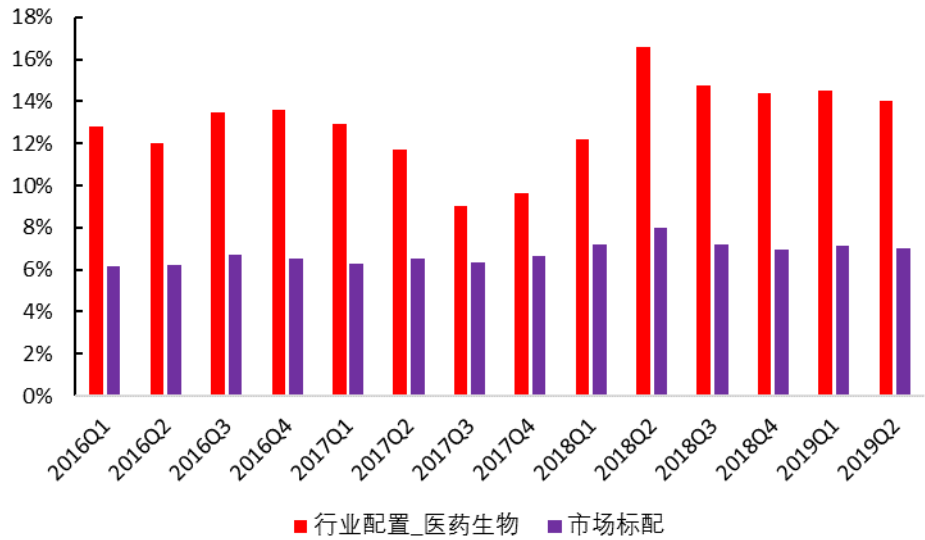
图表30: 申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价(截止19/08/30)



资料来源: wind、万联证券

截止19年2季度末,受市场及行业自身事件影响,市场机构(权益类基金)对医药板块的仓位配置为14.5%,机构对医药板块仓位配置自去年2季度以后逐步降低并趋稳,考虑到行业利空因素的充分释放以及行业板块的相对比较优势,预计三季度机构对医药板块仓位配置将提升。

图表31：机构在医药板块的持仓配置比例



资料来源：wind、万联证券

投资建议：

1. 未来一段时间，我们看好市场表现的核心逻辑未发生变化：1. 外资加配 A 股趋势不改，核心资产未来有望持续获得内外资金青睐；2. 央行降准开启，全球流动性宽松叠加外围扰动因素减弱，有助于优质成长板块行情。具体到医药板块：无论是带量采购、耗材集采等，当前行业整体处于政策末期出清阶段，行业内部调结构趋势不改（最新医保目录），以创新药为主的行业新周期开启，医药核心资产及创新药产业链上优质标的再次获得市场肯定，考虑到医药板块未来业绩增长的确定性及持续性，板块内部龙头白马以及细分领域优质成长个股依旧值得关注配置。展望四季度行情：随着三季报的陆续披露，行业白马龙头及部分优质成长股有望迎来估值切换行情。

2. 投资建议方面：结合行业19年半年报情况，建议适当关注业绩高成长、同时估值相对合理的优质成长个股，重点关注短期不受行业政策影响的部分高景气度细分领域：

1. 受益于创新药产业发展、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、康龙化成；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

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09月25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	0.68	0.95	1.30	5.26	68.08	71	72	52	12.94	增持
300759	康龙化成	0.52	0.71	1.04	4.28	47.16		67	45	11.02	增持

资料来源: wind、万联证券

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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