万联证券 WANLIAN SECURITIES

行业内部业绩分化，结构性机会显著

——医药行业 2020 半年报总结暨四季度投资策略

强于大市（维持）

日期：2020 年 09 月 30 日

行业核心观点：

目前上市公司半年报已经披露完毕，整体上突发疫情对行业上半年运行还是造成了一定影响，但也相对利好部分器械、IVD 及原料药等细分领域上市公司，从而使得上半年板块内部业绩分化明显。通过基本面传导至二级市场：由于行业比较优势明显，前三季度医药板块整体表现较好，医疗器械等子板块涨幅居前。四季度仍建议从行业基本面出发，精选处在高景气度成长区间、同时叠加政策支持的优质个股。

投资要点：

- **政策、疫情等多因素影响板块业绩，子板块差异明显**

2020Q1 因突发新冠疫情影响，行业营收增速同比-6.4%，随着 Q2 起国内疫情基本控制以及海外疫情蔓延带来的相应行业产品需求激增，行业增速企稳回升，2020H1 行业整体营收增速为-0.36%；归母净利、扣非增速分别为 11.41%、11.38%；受疫情防治需要：部分器械（包括 IVD）、血制品、原料药，及 CXO 子板块业绩表现稳健。板块内部分化明显。

- **医药行业二级市场表现较好，医疗器械子板块涨幅居前**

截止 9 月 25 日，医药板块整体上涨 44.9%、同期沪深 300 指数上涨 11.6%，板块超额收益 33.3%；其中受疫情防治需要如 IVD、部分医疗器械及零售药房等板块及相关个股整体涨幅靠前。截止到 9 月底，医药板块整体估值（TTM）为 48 倍，相对沪深 300 的估值溢价率由去年底的 176%提升至 9 月底的 250%；相对全部 A 股（非银行）的估值溢价率由去年底的 67%提升至 86%；不同子板块及个股之间估值分化明显。

- **四季度投资策略：回归行业基本面，精选高景气度个股**

四季度建议关注以下几条主线：1.坚定看好行业内部优质赛道，逢低布局创新药及研发产业链（CXO）、受益于医疗新基建的创新医疗器械、以及医疗服务/消费优质个股；2.疫苗板块后续仍相对看好：核心逻辑已由疫情驱动演变成疫情+基本面双轮驱动，建议关注未来 1-2 年有重磅品种持续放量&新品上市预期的优质疫苗个股；3.科创板配置机会：同时随着近期相关科创 50ETF 产品相继落地，科创板迎来配置时点，建议关注前期调整充分、同时基本面优异的科创板医药个股。4.关注行业三季报及业绩超预期个股。

- **风险因素：**外围不确定因素加大的风险、疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

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： 2020 年 09 月 29 日

相关研究

万联证券研究所 20200928_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(09/21-09/25)

万联证券研究所 20200921_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(09/14-09/18)

万联证券研究所 20200914_公司首次覆盖_AAA_成都先导（688222）首次覆盖报告

分析师： 姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理： 史玉琢

电话：02160883489

邮箱：shiyz@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、上半年业绩 V 型反弹，二级市场表现强势 4
1.1 一季度受疫情影响严重，二季度起触底反弹 4
1.1.1 国内医药制造业 Q1 业绩下滑明显，Q2 快速复苏 4
1.1.2 政策、疫情等多因素影响板块业绩，整体费用率保持稳定 4
1.2 突发疫情对各子板块影响不同，板块内部出现分化 5
1.2.1 原料药 5
1.2.2 化学制剂 6
1.2.3 生物制品 7
1.2.4 中药 8
1.2.5 医药商业 9
1.2.6 医疗器械 10
1.2.7 医疗服务 11
1.3 疫情因素使得板块业绩增速整体放缓，板块内部分化显著 12
1.4 上半年医药板块整体表现较好，板块内部表现分化明显 13
1.5 生物医药行业四季度投资策略 15

图表 1：国内医药制造业累计收入总额及增速 4
图表 2：国内医药制造业累计利润总额及增速 4
图表 3：2018-2020H1 医药板块营收规模及增速 4
图表 4：2018-2020H1 医药板块相关费用率 4
图表 5：2018-2020H1 板块归母净利（亿）及增速 5
图表 6：2018-2020H1 板块扣非净利（亿）及增速 5
图表 7：原料药板块营收（亿）及增速 5
图表 8：原料药板块相关费用率 5
图表 9：原料药板块归母净利（亿）及增速 6
图表 10：原料药板块扣非净利（亿）及增速 6
图表 11：化学制剂板块收入（亿）及增速 6
图表 12：化学制剂板块相关费用率 6
图表 13：化学制剂板块归母净利（亿）及增速 7
图表 14：化学制剂板块扣非净利（亿）及增速 7
图表 15：生物制品板块收入（亿）及增速 7
图表 16：生物制品板块相关费用率 7
图表 17：生物制品板块归母净利（亿）及增速 8
图表 18：生物制品板块扣非净利（亿）及增速 8
图表 19：中药板块收入（亿）及增速 8
图表 20：中药板块相关费用率 8
图表 21：中药板块归母净利（亿）及增速 9
图表 22：中药板块扣非净利（亿）及增速 9
图表 23：医药商业板块营收（亿）及增速 9
图表 24：医药商业板块相关费用率 9
图表 25：医药商业板块归母净利（亿）及增速 10
图表 26：医药商业板块扣非净利（亿）及增速 10
图表 27：医疗器械板块营收（亿）及增速 10

万联证券

图表 28：医疗器械板块相关费用率.....10
图表 29：医疗器械板块归母净利（亿）及增速.....11
图表 30：医疗器械板块扣非净利（亿）及增速.....11
图表 31：医疗服务板块营收（亿）及增速.....11
图表 32：医疗服务板块相关费用率.....11
图表 33：医疗服务板块归母净利（亿）及增速.....12
图表 34：医疗服务板块扣非净利（亿）及增速.....12
图表 35：2020Q1 不同营收增速区间公司分布.....12
图表 36：2020H1 不同营收增速区间公司分布.....12
图表 37：2020Q1 不同归母净利增速区间公司分布.....13
图表 38：2020H1 不同归母净利增速区间公司分布.....13
图表 39：申万医药板块走势与沪深 300 指数比较（截止 2020/09/25）.....13
图表 40：医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较（%）.....14
图表 41：医药板块子行业涨跌幅比较（%，截止 09/25）.....14
图表 42：医药行业今年涨跌幅前 20 个股（截止 2020/09/25）.....14
图表 43：申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价（截止 20/09/25）.....15

万联证券

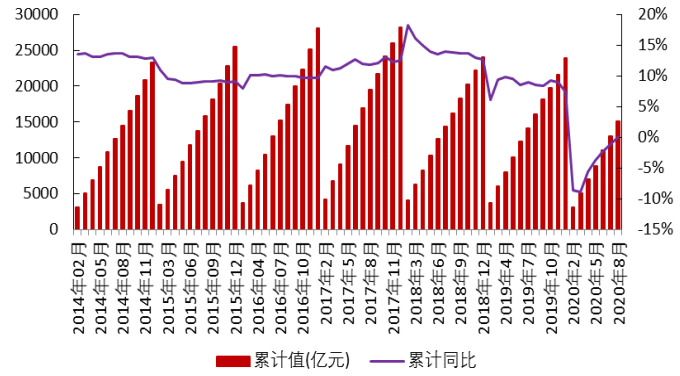
1、上半年业绩V型反弹，二级市场表现强势

1.1一季度受疫情影响严重，二季度起触底反弹

1.1.1国内医药制造业Q1业绩下滑明显，Q2快速复苏

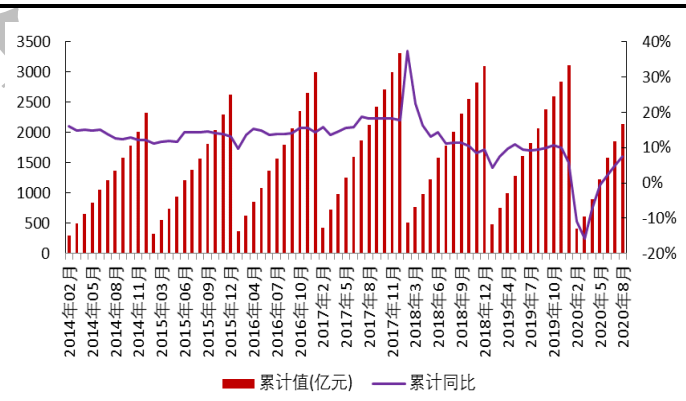
2019年国内医药制造业累计实现营业收入2.39万亿，同比增长7.4%；医药制造业累计实现营业利润3119.5亿，同比增长5.9%;2019年医药整体制造业收入、利润规模较去年同期有所回落主要受以下几方面影响：1.2018年仍在执行的两票制因素，“低开转高开”使得18年同期营收增速大幅提升，从而使得今年增速相对变缓；2.18年初的流感疫情爆发对医药部分细分领域及公司业绩拉动作用明显，高基数效应也使得19年业绩增速相对变缓。今年一季度由于新冠疫情爆发，对全社会正常生产经营活动造成较大影响，Q1医药制造业整体收入及利润增速同比分别下滑8.9%、15.7%；随着Q2起国内疫情基本控制以及海外抗疫情需要，国内医药制造业收入和利润呈现环比复苏态势：今年前八个月，医药制造业整体收入及利润增速分别同比增长0.1%、7.4%。

图表1：国内医药制造业累计收入总额及增速



资料来源：wind、万联证券

图表2：国内医药制造业累计利润总额及增速

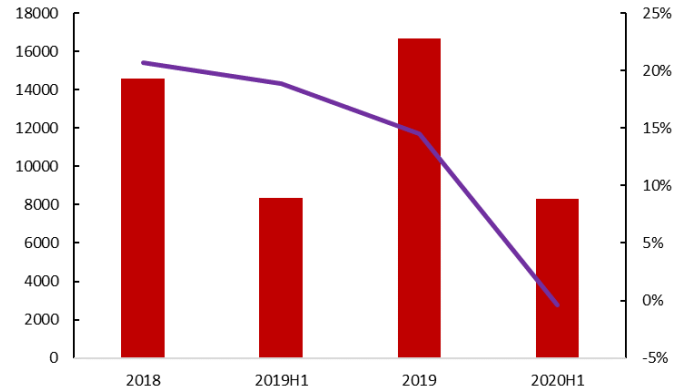


资料来源：wind、万联证券

1.1.2政策、疫情等多因素影响板块业绩，整体费用率保持稳定

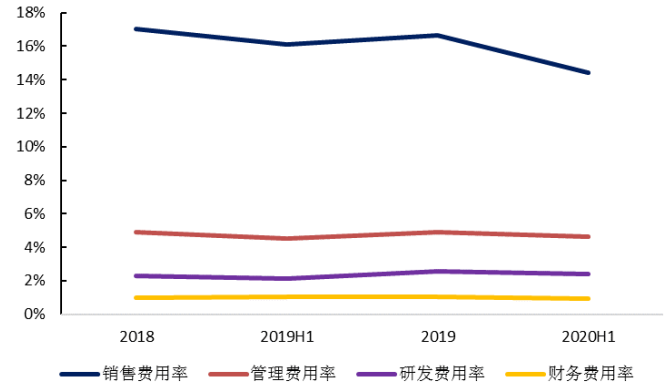
营业收入方面：2019年医药板块整体营收增速为14.5%，增速较18年有所下滑（两票制因素），与此同时2019年全行业整体持续受到医保结构性控费、带量采购等政策影响冲击，也在一定程度上影响了行业整体增速；2020Q1因突发新冠疫情影响，行业营收增速同比-6.4%，随着Q2起国内疫情基本控制以及海外疫情蔓延带来的相应行业产品需求激增，行业增速企稳回升，2020H1行业整体营收增速为-0.36%。

图表3：2018-2020H1医药板块营收规模及增速



资料来源：wind、万联证券

图表4：2018-2020H1医药板块相关费用率

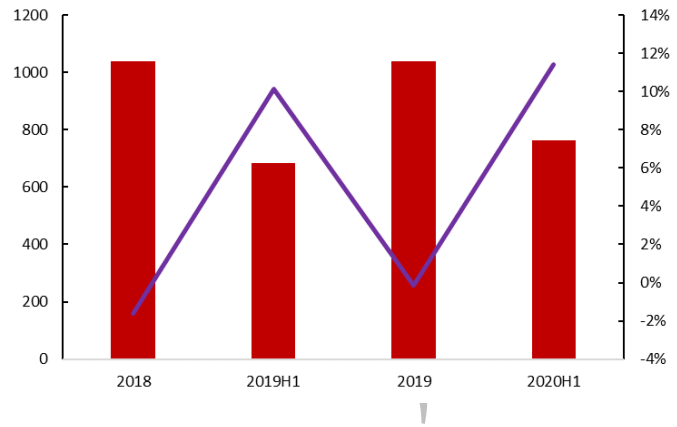


资料来源：wind、万联证券

费用端方面：2019年和2020Q1板块整体销售费用率为16.63%、15.19%；分别较去年同期下降0.4%、1.68%；由于反商业贿赂和带量采购等政策影响，医药行业内药品销售属性逐步减弱，预计未来销售费用整体占比仍将缓慢下降；今年上半年疫情对行业正常商业销售产生较大影响，尤其是针对部分院内处方品种的学术推广，当期销售费用率下滑较多；2019、2020H1管理费用率分别为4.9%、4.64%；整体保持稳定；受行业创新转型趋势影响，研发费用率较去年同期分别提升0.24%、0.32%；2019、2020H1板块整体财务费用率分别为1.03%、0.93%；较去年同期分别+0.06%、-0.12%。

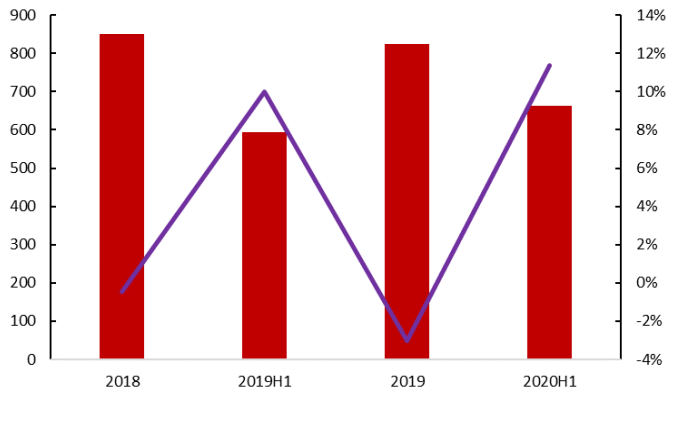
盈利方面：2019、2020H1归母净利增速分别为-0.1%、11.41%；相比去年同期分别+1.47%、+1.27%；扣非净利增速分别为-3.02%、11.38%；一季度由于突发疫情，板块整体归母和扣非增速分别为-16.22%、-13.79%；随着Q2起国内医疗系统秩序基本恢复正常和海外抗疫情需要，行业复苏明显。考虑到国内医疗刚需和海外疫情防控态势，预计未来一段时期医药板块将仍将保持平稳增长。

图表5：2018-2020H1板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表6：2018-2020H1板块扣非净利（亿）及增速



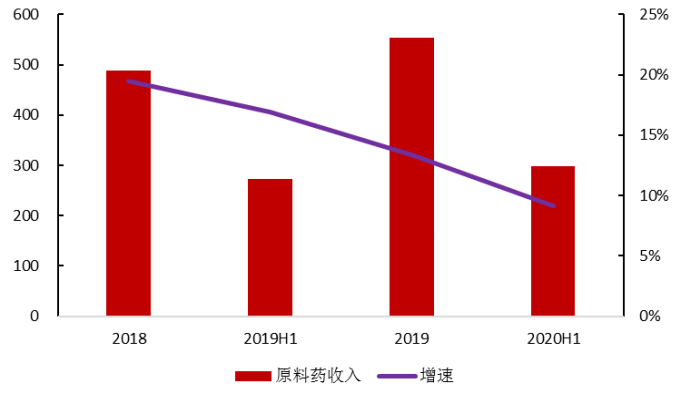
资料来源：wind、万联证券

1.2突发疫情对各子板块影响不同，板块内部出现分化

1.2.1原料药

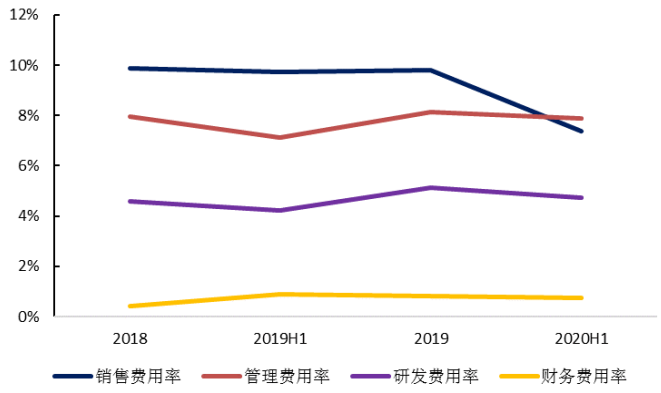
2019年原料药子板块营收增速13%、归母净利、扣非增速分别为32.3%、20.4%；连续两年保持了较快增长，同时今年上半年因疫情防治需要，且印度等国禁止了相关原料药出口，原料药板块特别是出口业务受冲击相对较轻，2020H1板块整体收入增长9.1%、归母净利增速为19.3%；细分来看：大宗原料药相关企业受益于疫情防控、国内外竞争格局变化、产品价格周期性上扬等因素影响，业绩保持了较高增长；特色/专利原

图表7：原料药板块营收（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

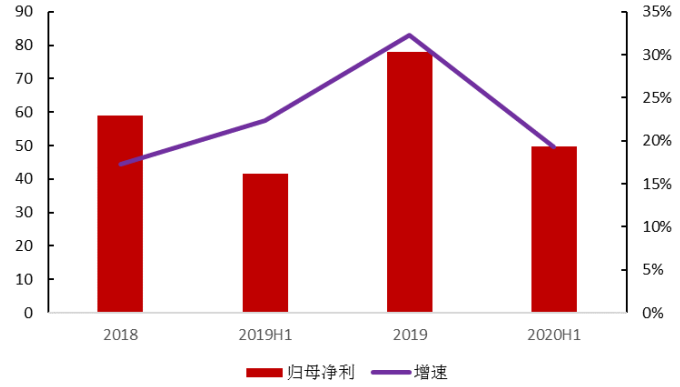
图表8：原料药板块相关费用率



资料来源：wind、万联证券

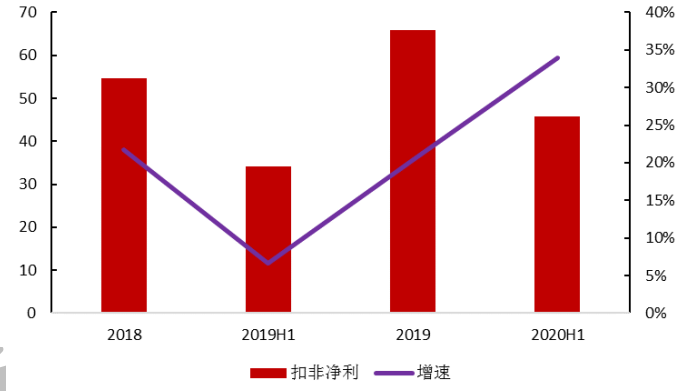
料药（包含CMO/CDMO）子板块受疫情冲击有限，继续保持了稳健发展态势。费用段方面：管理费率、财务费率保持大体稳定。上半年原料药板块销售费用率较去年同期下滑2.4%；研发费用率稳中有升：主要与行业内部产业链向下游制剂端延伸、布局创新药项目以及转型CMO/CDMO等因素有关。

图表9：原料药板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表10：原料药板块扣非净利（亿）及增速



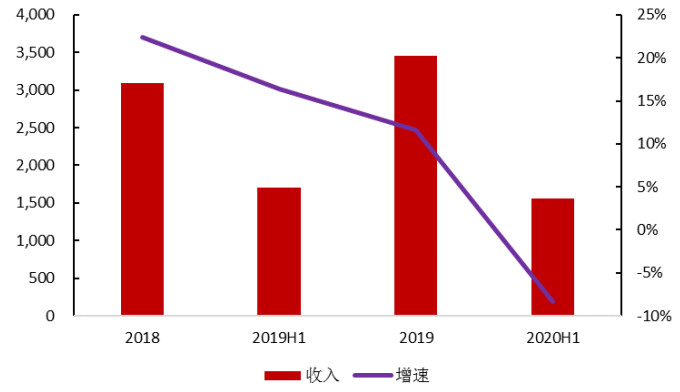
资料来源：wind、万联证券

1.2.2化学制剂

2019年化学制剂板块营收增速为11.6%、归母净利及扣非增速分别为3.1%、-15.6%；由于受行业带量采购及部分公司商誉减值影响，利润增速受到一定影响；与板块整体增速的放缓相对应的是行业内部趋势格局的逐步分化行业龙头公司（恒瑞等）大体保持了稳健增长，在行业系统性药审改革、带量采购及医保控费背景下，行业内部竞争及整合有望加速，“强者恒强”效应进一凸显。费用端方面：2019年子板块整体费用率保持稳定，其中销售费用率30.35%，管理费用率7.14%，当期研发费用率为5.72%，较去年同期提升0.91%，在行业整体创新转型背景下，预计未来研发投入力度仍将持续加大。

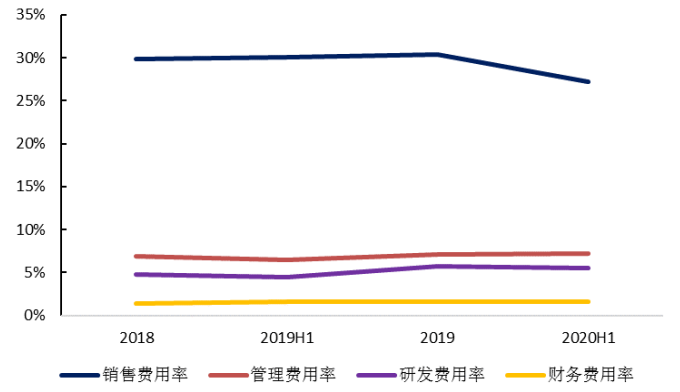
2020Q1因突发新冠疫情影响，板块营收增速为-10.8%、归母净利及扣非增速分别为-13.7%、-22.7%；由于Q2起医疗院内就诊秩序逐步恢复，业绩逐步恢复正增长：上半年板块营收增速为-8.3%，归母净利、扣非增速分别为-4.86%、-13.8%，下半年预计仍将保持业绩改善势头。在行业创新转型、带量采购及医保控费趋势化、常态化背景下，建议积极关注基本面良好、产品管线丰富、综合能力突出的头部企业。

图表11：化学制剂板块收入（亿）及增速



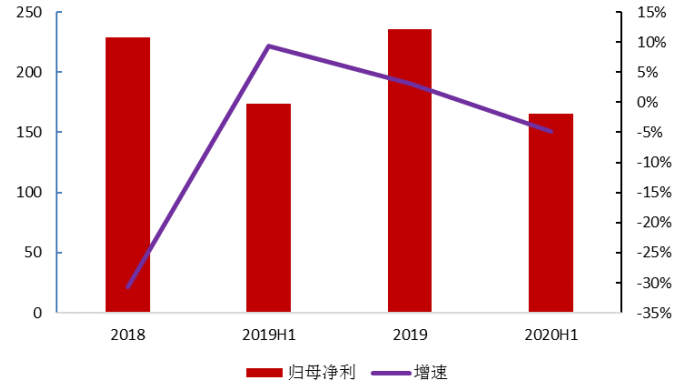
资料来源：wind、万联证券

图表12：化学制剂板块相关费用率



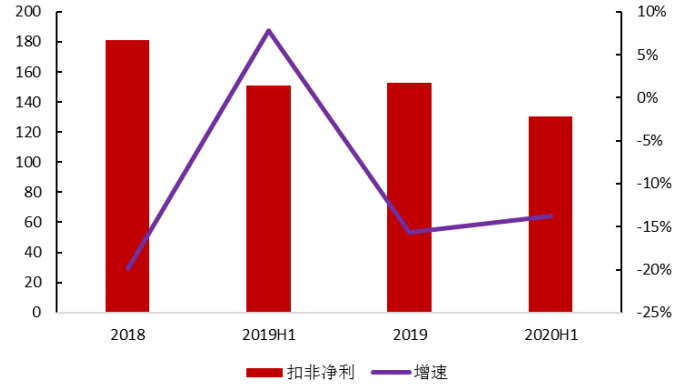
资料来源：wind、万联证券

图表13：化学制剂板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表14：化学制剂板块扣非净利（亿）及增速



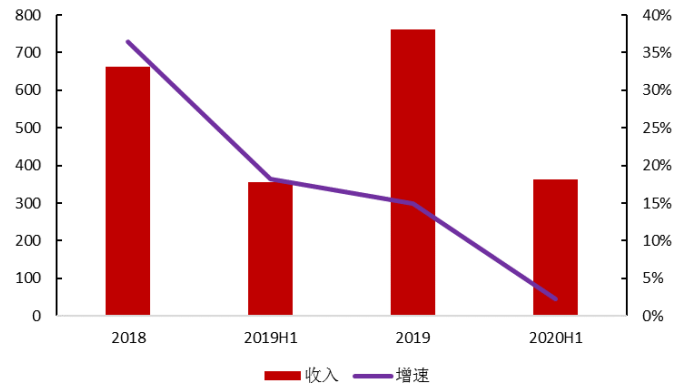
资料来源：wind、万联证券

1.2.3生物制品

2019 年生物制品板块营收增长 15%；归母净利、扣非净利增速分别为 44.1%、39.06%；板块整体业绩保持了较快增速。主要是板块内部疫苗、生长激素等细分领域赛道保持了较高景气度，这些领域中的龙头公司业绩增速稳健。2020 年 Q1 受疫情影响，板块营收增长-6%；归母净利、扣非增速分别为-19.1%、-19.7%；Q2 起业绩逐步恢复，2020H1 板块营收增长 2.2%；归母、扣非增速分别为 13.7%、11.4%。部分细分领域产品受疫情防治需要，上半年增长较快。如血制品中白蛋白/静丙等，2020H1 批签发同比保持两位数以上增速。由于上半年疫情对部分血浆站工作造成一定影响，预计下半年和明年血制品市场供应总体偏紧，细分行业景气度较高；疫苗子板块 Q1 受疫情因素影响，Q2 整体环比改善。受益于技术进步和消费升级，国产疫苗迎来快速爆发期：国产 13 价肺炎疫苗等重磅品种陆续上市，后续建议积极关注现有品种持续放量、布局新冠肺炎疫苗进展居前的龙头疫苗个股。整体看，生物制品板块涉及细分领域较多，未来结构性投资机会显著，相对看好创新抗体药、疫苗、血制品及生产激素等细分领域；与此同时部分辅助性用药在医保控费、处方监控下仍将持续承压。

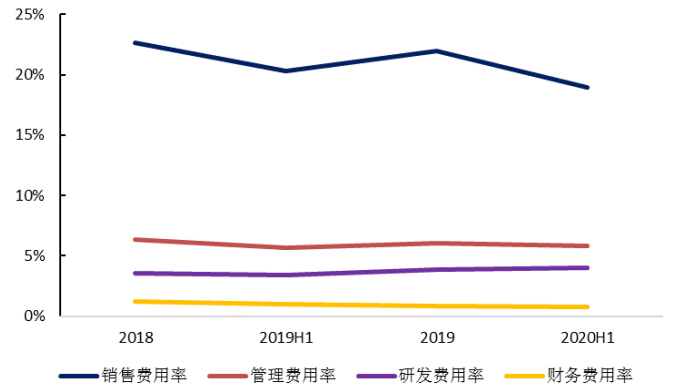
费用端方面：上半年板块整体销售费用率为 19%，同比下滑 1.3%；管理费用率 5.8%，较去年同期保持稳定；研发费用率为 4.02%，较去年同期上升 0.6%，财务费用率 0.7%，大体保持稳定。

图表15：生物制品板块收入（亿）及增速



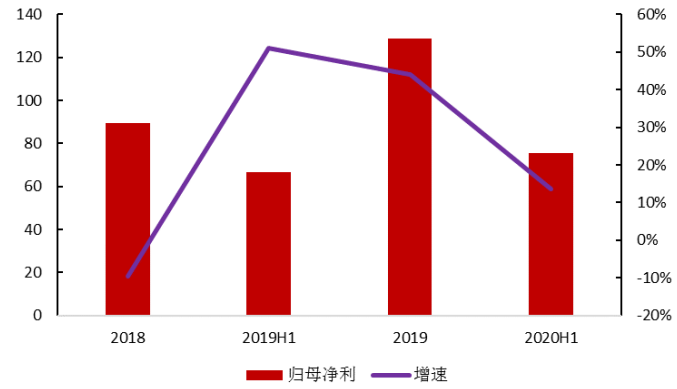
资料来源：wind、万联证券

图表16：生物制品板块相关费用率



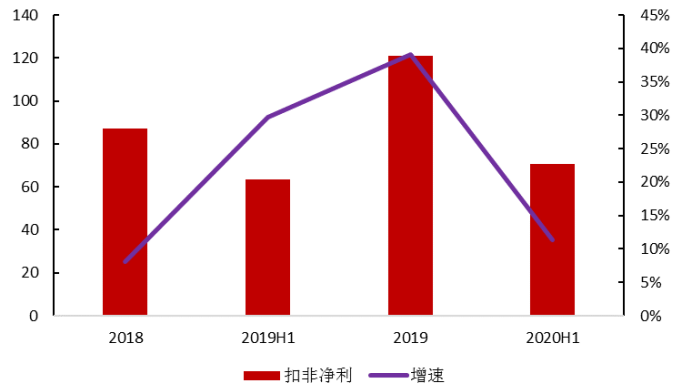
资料来源：wind、万联证券

图表17：生物制品板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表18：生物制品板块扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

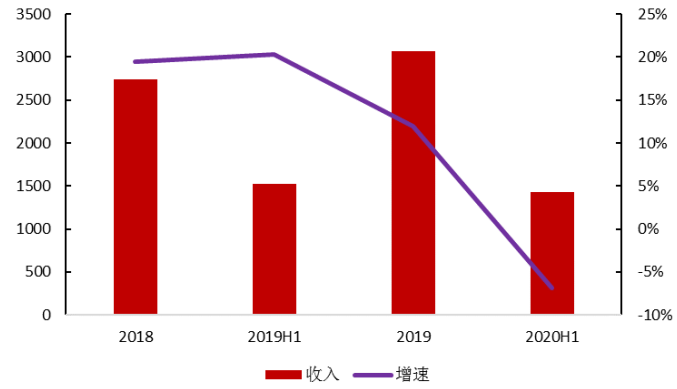
1.2.4中药

今年一季度中药板块营收增速为-8%；归母净利、扣非增速分别为-21.6%、-13.1%；主要受疫情影响所致。Q2起板块整体业绩逐步企稳，2020H1中药板块整体收入增速为-6.8%，归母净利、扣非增速分别为-17.3%、-13.5%；业绩出现一定程度下滑也与去年同期业绩高基数有关。但与此同时，受益于疫情防控需要，上半年部分抗病毒、清热解毒类中成药产品保持了较快业绩增速（连花清瘟等）。

近几年由于受到部分政策影响，中药板块在业绩和估值上相对承压，部分中药股估值已回落到近几年相对低点，考虑到目前已处在政策周期末期，同时中药板块内部部分消费品属性、慢性病管理用药未来仍有一定成长空间，建议中长期关注，逢低布局部分龙头个股。

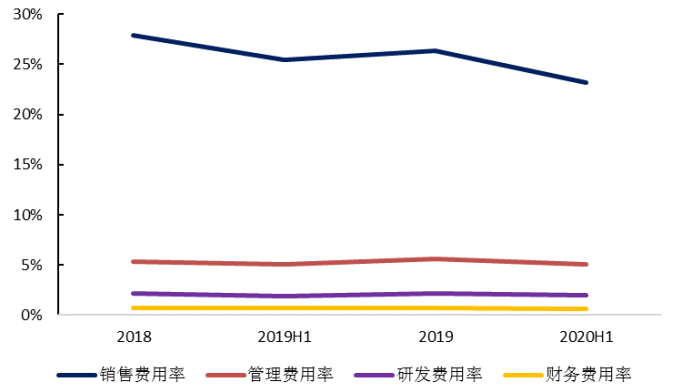
费用端方面：上半年板块销售费用率为23.2%，同比下滑2.3%；管理、研发费用率等保持相对稳定。

图表19：中药板块收入（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

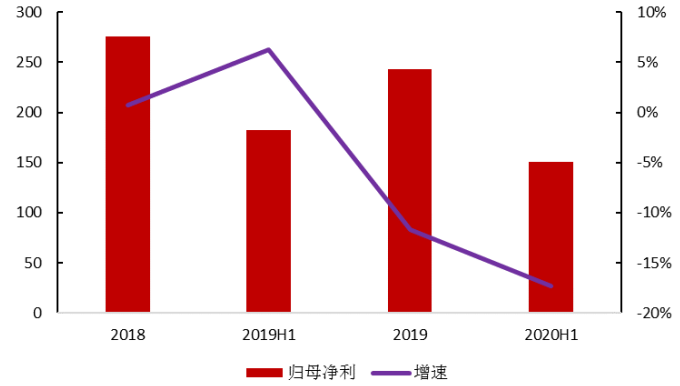
图表20：中药板块相关费用率



资料来源：wind、万联证券

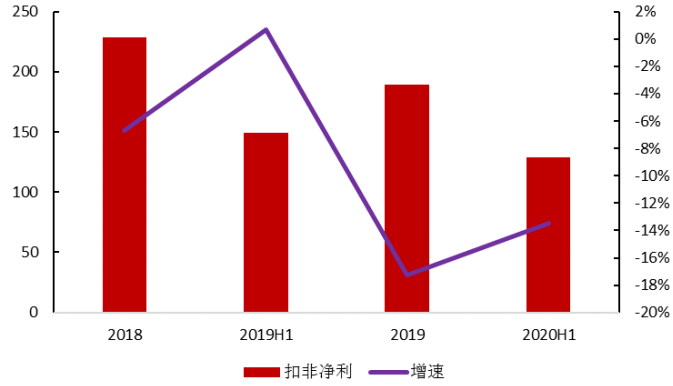
万联证券

图表21：中药板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表22：中药板块扣非净利（亿）及增速



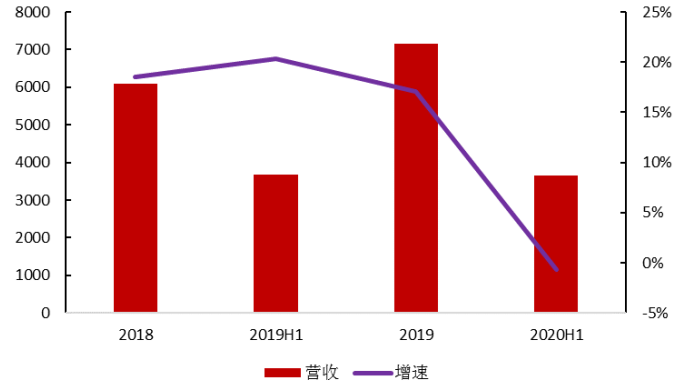
资料来源：wind、万联证券

1.2.5医药商业

2019年医药商业板块营收增长17%、归母净利、扣非增速分别为-3.1%、-6%；归母净利及扣非增速略有下滑主要是板块内瑞康医药业绩波动较大；剔除瑞康医药后板块整体归母及扣非增速均实现正增长。Q1受疫情阶段性影响，板块整体营收、利润均同比出现一定程度下滑，Q2逐步企稳回升：2020H1板块整体收入增幅为-0.7%，归母净利、扣非增速分别为5.4%、1.2%。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；与此同时，医药零售板块整体业绩表现较好，连锁药店龙头公司门店扩张也在稳步提进，零售药房的市场集中度得到进一步提升。今年上半年，受益于疫情影响带来的业务增量，零售药房板块营收和利润均保持了较快增长。中长期我们仍积极看好零售药房板块及优质个股的投资机会：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、集采背景下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。

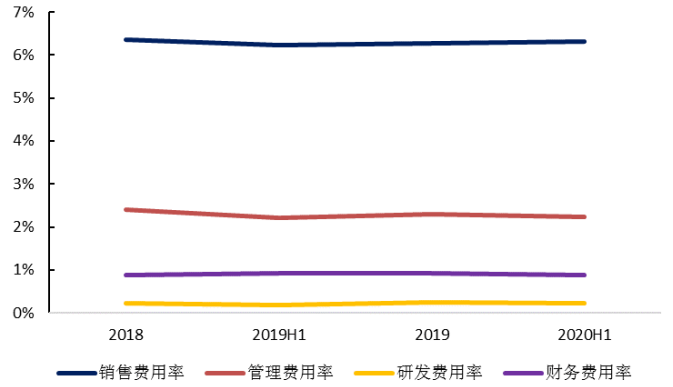
费用端方面：商业板块上半年各项费用率整体保持稳定，其中销售费用率6.3%、当期管理费用率2.2%；研发费用率、财务费用率分别为0.2%、0.9%。

图表23：医药商业板块营收（亿）及增速



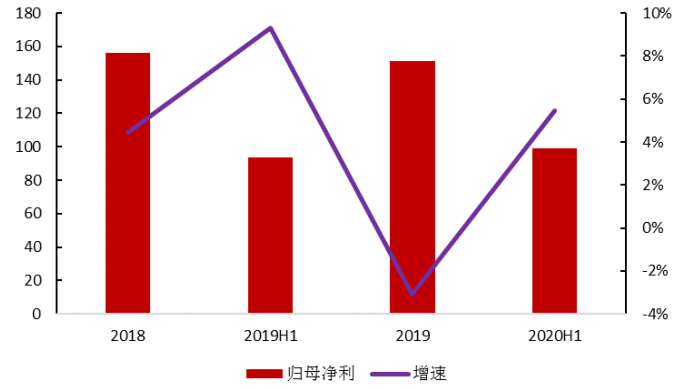
资料来源：wind、万联证券

图表24：医药商业板块相关费用率



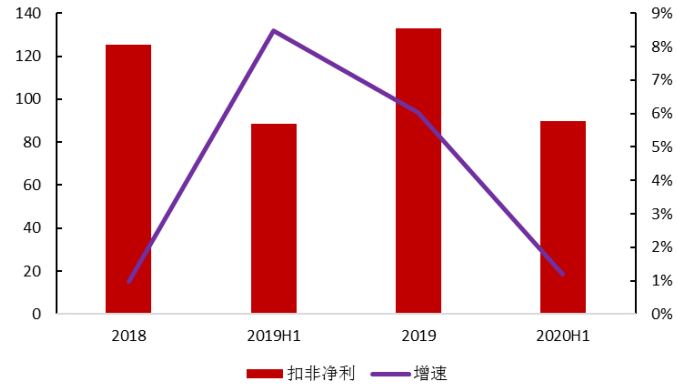
资料来源：wind、万联证券

图表25：医药商业板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表26：医药商业板块扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

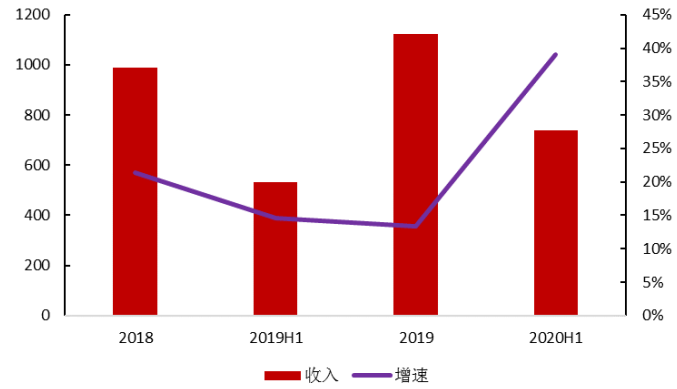
1.2.6医疗器械

今年上半年医疗器械板块整体收入增长39%，归母净利、扣非净利分别同比大幅增长90.9%、114.3%；上半年器械板块业绩大幅上涨主要受疫情防控带来的相关产品需求激增，尤其是Q2后海外疫情迅速蔓延，国内相关企业防疫产品（呼吸机、诊断类设备&试剂、口罩手套等一次性用品）出口量快速上升，同时Q2起国内医疗机构诊断持续恢复、国内防控态势保持常态化也使得国内相关产品消耗量迅速提升（如部分地区群体大规模核酸检测等）。由于当前临近秋冬季，海外疫情仍存在二次反弹的可能性且尚未看见明显疫情数据拐点，预计相关产品的销售量仍将保持较快增长。

费用端：2020H1销售费用率为13.4%，同比下降3%；当期管理费用率5.5%，同比下降1.3%；研发费用率和财务费用率分别为5.5%、0.5%。

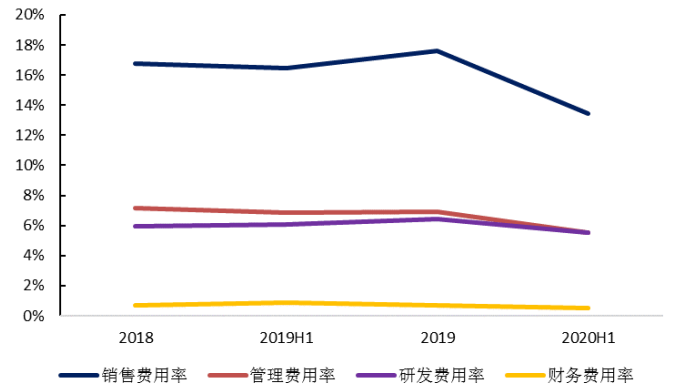
除了疫情防控这一促使板块业绩短期爆发的核心逻辑外，通过本次新冠疫情事件影响，国内医疗系统后续将进一步加大医疗系统补短板的进程，看好国内医疗系统“新基建”带来的相关医疗设备及试剂产品的增量市场机会。与此同时，部分高端器械产品的国产替代空间依旧广阔，部分龙头企业具备较好的中长期机会。

图表27：医疗器械板块营收（亿）及增速



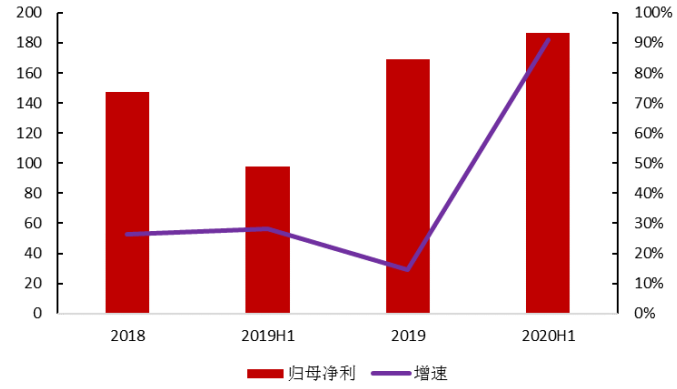
资料来源：wind、万联证券

图表28：医疗器械板块相关费用率



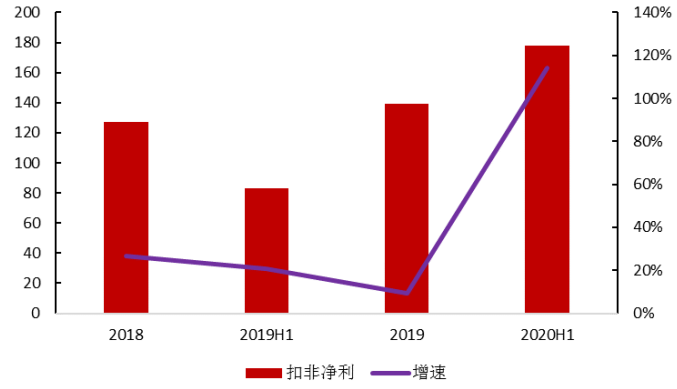
资料来源：wind、万联证券

图表29：医疗器械板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表30：医疗器械板块扣非净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

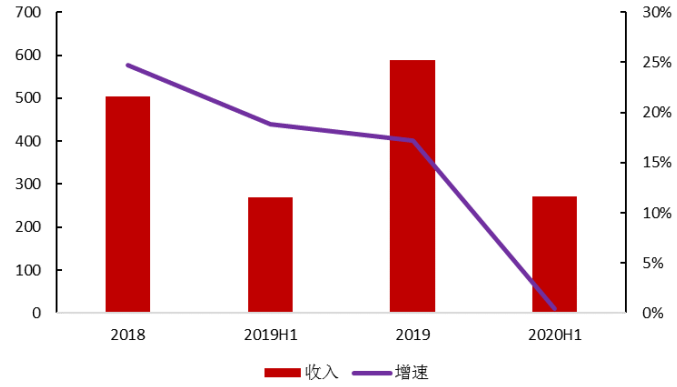
1.2.7医疗服务

今年一季度受疫情影响，部分连锁医疗服务类公司短期经营及业绩受到一定冲击，Q1板块营收下降11%，利润端增速降幅明显（包括部分个股业绩大幅波动扰动）。随着Q2板块内部公司业绩快速反弹，上半年整体业绩下滑收窄：2020年H1整体营收增长0.46%、归母净利、扣非增速分别为24.7%、-24%。

Q2起国内疫情基本消退及诊疗秩序恢复，部分龙头医疗服务公司（爱尔、通策等）业绩快速反弹，考虑到相关医疗服务业务模式成熟、且相关医疗服务偏刚性消费，预计全年业绩整体冲击有限；CXO板块整体业绩增长突出（如药明、康龙、昭衍等），外包服务领域业绩增长主要受益于几方面因素：1.国内CXO企业年后整体复工较早，龙头公司以执行海外客户订单为主，受国内疫情影响极其有限。同时随着2季度海外疫情扩散，加剧了部分海外订单转移到国内；2.行业创新转型背景下，国内创新药研发订单持续快速增加。预计CXO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。建议战略性配置。

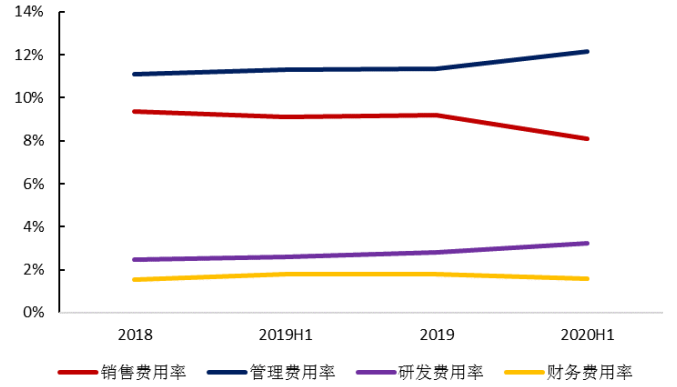
费用端方面：上半年板块整体销售费用率8.80%，较去年同期下降1%；管理费用率12.17%，较去年同期上升0.9%，主要受收入端下滑影响；研发费用率、财务费用率分别3.25%、1.6%。

图表31：医疗服务板块营收（亿）及增速



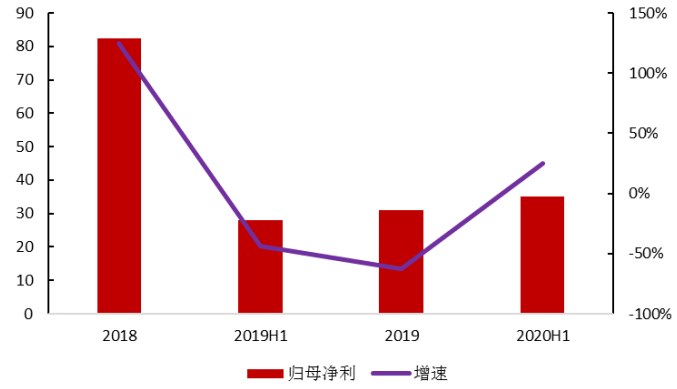
资料来源：wind、万联证券

图表32：医疗服务板块相关费用率



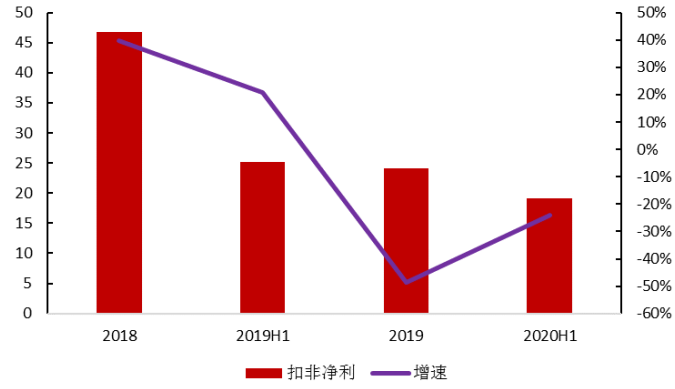
资料来源：wind、万联证券

图表33：医疗服务板块归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

图表34：医疗服务板块扣非净利（亿）及增速

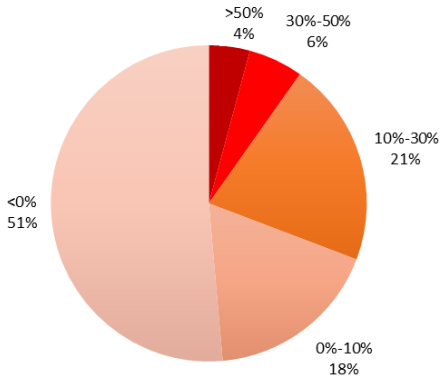


资料来源：wind、万联证券

1.3疫情因素使得板块业绩增速整体放缓，板块内部分化显著

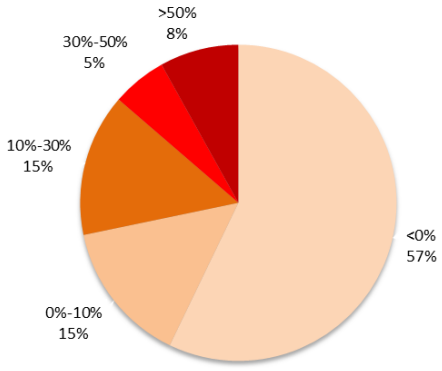
个股营收增速分布上：2020年Q1因新冠疫情影响，个股营收增速放缓明显，其中营收增速在50%以上的公司数占比4%；营收增速30%-50%的公司数占比6%；营收增速为正的企业数占比49%，行业部分业绩分化明显。随着Q2国内疫情趋缓以及海外抗疫情业务需要，部分细分领域公司（如器械、IVD等）呈爆发性增长态势，同时部分企业Q2起主营逐步企稳反弹，2020H1，营收增速在50%以上的公司数占比8%；营收增速30%-50%的公司数占比5%；营收增速为正的企业数占比49%，业绩保持较快增速的企业主要分布在器械设备、IVD、CXO等领域。

图表35：2020Q1不同营收增速区间公司分布



资料来源：wind、万联证券

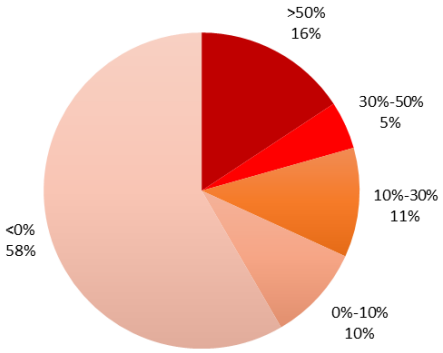
图表36：2020H1不同营收增速区间公司分布



资料来源：wind、万联证券

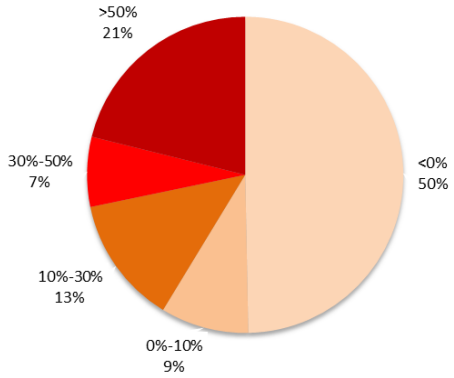
因疫情因素导致的板块业绩分化在利润端更加明显：2020Q1归母净利增速在50%以上、30%-50%的公司数占比分别为16%、5%；净利增速为正的企业数占比48%；随着Q2部分公司业绩迎来企稳反弹，业绩保持较高增速的企业数占比进一步提升：2020H1归母净利增速在50%以上、30%-50%的公司数占比分别为21%、7%；上半年归母净利增速为正的企业数占比50%。

图表37：2020Q1不同归母净利增速区间公司分布



资料来源：wind、万联证券

图表38：2020H1不同归母净利增速区间公司分布

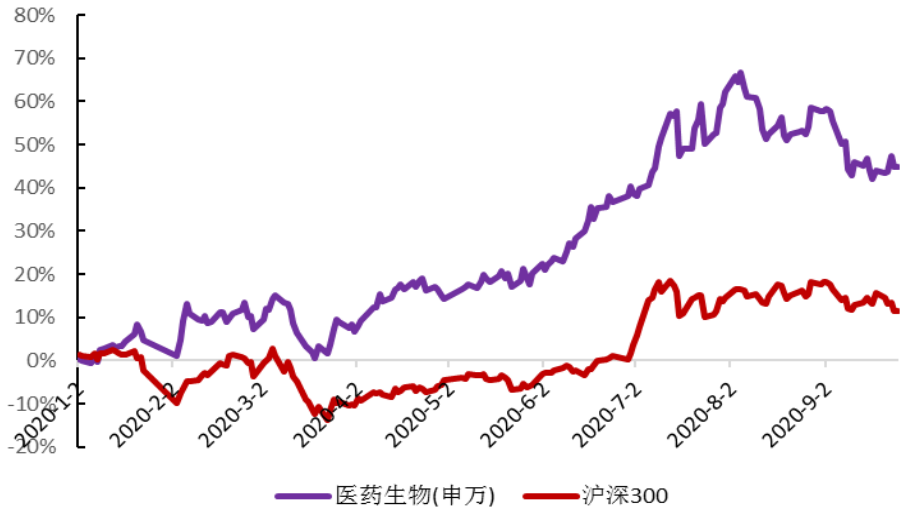


资料来源：wind、万联证券

1.4上半年医药板块整体表现较好，板块内部表现分化明显

年初至9月底，A股市场整体波动较大：受突发新冠疫情影响，节后首个交易日市场整体大幅下跌，之后在二个月市场流动性宽松刺激下，市场风险偏好显著提升，市场整体表现较为强势；三月份海外疫情蔓延迅速，受外围市场剧烈波动影响，A股市场整体出现阶段性下跌，随后自三月底逐步企稳反弹。7月初在大金融板块拉动下，市场整体走强，8月初至今维持震荡调整格局。受市场避险情绪和疫情突发带来的医疗需求激增影响，医药板块在前一阶段整体表现良好，截止9月25日，医药板块整体上涨44.9%，同期沪深300指数上涨11.6%，板块超额收益33.3%；其中受疫情防治需要如IVD、部分医疗器械及零售药房等板块及相关个股整体涨幅靠前。

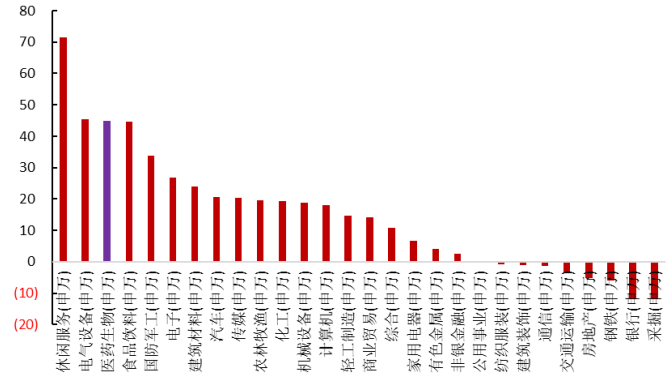
图表39：申万医药板块走势与沪深300指数比较（截止2020/09/25）



资料来源：wind、万联证券

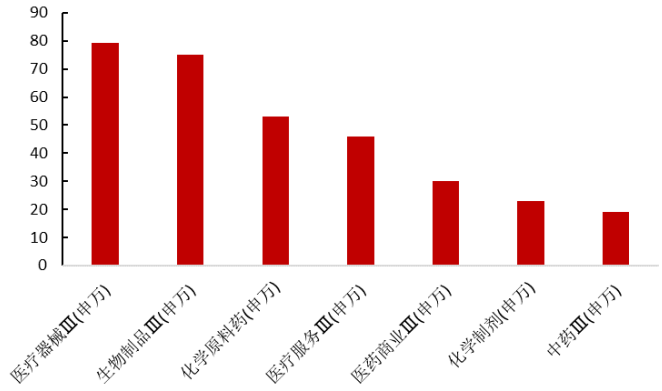
一级子行业比较方面：截止到9月25日，医药板块以44.85%涨幅位居一级子行业第三名，同期涨幅居前的一级子行业还包括休闲服务、电气设备、食品饮料等；同期跌幅居前的板块主要是采掘、银行、钢铁等行业。二级子行业方面：受疫情防控需要，与此密切相关的部分子板块涨幅相对靠前，主要包括医疗器械、生物制品、原料药等，其中医疗器械板块整体上涨79.3%，居子行业第一；中药板块整体涨幅靠后，板块整体上涨18.96%。

图表40：医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较（%）



资料来源：wind、万联证券

图表41：医药板块子行业涨跌幅比较（%，截止09/25）



资料来源：wind、万联证券

个股涨跌幅方面：截止到9月底，受市场整体行情及活跃资金影响，除新上市次新股外，涨幅靠前的个股主要是与疫情防治相关的个股，主要集中在IVD、中成药、疫苗类、部分医疗器械领域；跌幅靠前的个股主要集中在ST类、19年商誉大幅减值致使业绩明显下滑的相关个股。

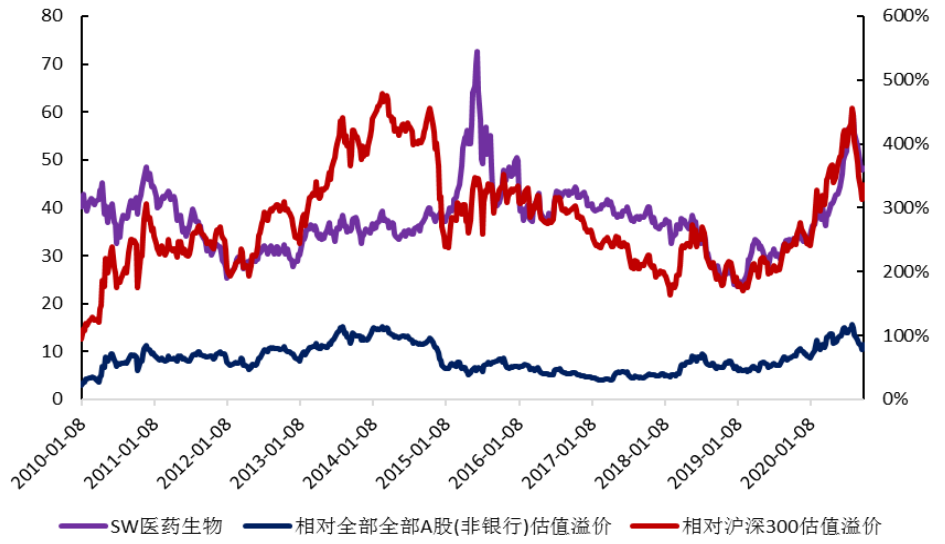
图表42：医药行业今年涨跌幅前20个股（截止2020/09/25）

涨幅前20个股		跌幅前20个股	
万泰生物	1393.65%	*ST济堂	-56.70%
英科医疗	799.45%	延安必康	-53.74%
康华生物	400.84%	赛科希德	-52.94%
振德医疗	338.23%	*ST交昂	-43.29%
硕世生物	330.36%	三生国健	-41.77%
正川股份	315.04%	君实生物-U	-40.72%
西藏药业	307.45%	东阳光	-40.14%
葫芦娃	269.34%	龙津药业	-38.31%
博晖创新	263.57%	济民制药	-37.47%
新产业	257.27%	复旦张江	-36.95%
达安基因	245.64%	国新健康	-36.51%
理邦仪器	198.39%	键凯科技	-32.80%
美迪西	193.88%	紫鑫药业	-32.69%
盈康生命	190.64%	*ST辅仁	-31.15%
智飞生物	185.60%	通化金马	-29.66%
司太立	163.57%	ST运盛	-28.51%
未名医药	160.91%	宜华健康	-28.39%
鹿得医疗	153.13%	吉贝尔	-27.72%
奥翔药业	146.44%	苑东生物	-27.09%
三诺生物	144.98%	瑞康医药	-26.53%

资料来源：wind、万联证券

截止到9月底，医药板块整体估值（TTM）为48倍，相对沪深300的估值溢价率由去年底的176%提升至9月底的250%；相对全部A股（非银行）的估值溢价率由去年底的67%提升至86%；板块整体估值及相应估值溢价率处在相对偏高区间。但板块内部个股估值分化较大，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43：申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价（截止20/09/25）



资料来源：wind、万联证券

1.5生物医药行业四季度投资策略

核心观点：上半年受突发疫情、外围不确定因素影响，医药板块由于抗疫情需要、良好的内需消费属性和避险属性，从而受到资金极大关注，截止9月底医药板块整体涨幅位列全行业第三，部分与疫情相关的子行业如医疗器械、原料药、生物制品等板块及个股涨幅居前。与此同时，经过近两个月震荡调整，医药板块整体估值有所回落，高股价风险得到一定程度释放。从布局四季度投资机会而言：我们认为尽管未来疫情仍存反复的可能，但疫情本身对医药板块中短期风险偏好影响将逐渐弱化，医药板块逐步回归基本面主导。因此四季度将从行业基本面出发，精选处在高景气度成长区间、同时叠加政策支持的优质个股。建议关注以下几条主线：

1. 坚定看好行业内部优质赛道，逢低布局创新药及研发产业链（CXO）、受益于医疗新基建的创新医疗器械、以及医疗服务/消费（生长激素、医疗服务及业绩超预期个股类）优质个股；

2. 疫苗板块后续仍相对看好：核心逻辑已由疫情驱动演变成疫情+基本面双轮驱动，建议关注未来 1-2 年有重磅品种持续放量&新品上市预期的优质疫苗个股；

3. 科创板配置机会：前期经过一段时间市场调整后，短期科创板高估值风险有所释放，同时随着近期相关科创 50ETF 产品相继落地，科创板迎来配置时点，建议关注前期调整充分、同时基本面优异的科创板医药个股。

4. 随着四季度三季报逐渐来临，建议关注三季报部分业绩超预期的个股。同时由于上半年疫情因素，部分优质企业上半年业绩略有影响，但 Q2 起陆续进入环比改善状态，由于今年同期低基数效应，部分高成长个股明年业绩比较优势突出，同时叠加估值切换，部分优质成长型个股也在四季度逐步迎来中长期配置机会。

风险因素：外围不确定因素加大的风险、疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

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。

万联证券

免责条款

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