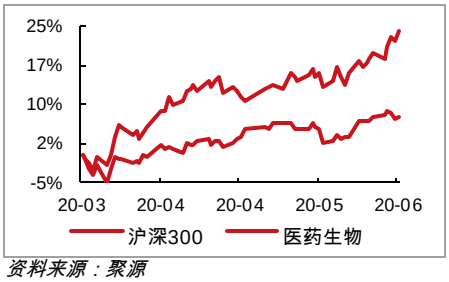
粤开证券 YUEKAI SECURITIES

2020 年 06 月 14 日

增持(维持)

分析师：李志新
执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@ykzq.com

最近一季度行业相对走势



资料来源：聚源

近期报告

《医药生物行业报告_【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里》2020-05-29

《医药生物行业报告_【粤开医药 6 月谈】医药大分化下的结构性行情必然性》2020-06-02

《【粤开医药专题研究系列六】第三方医学影像诊断中心：从懵懂到萌动》2020-06-11

医药生物

【粤开医药周报】咬定医药青山不放松，紧握生物制品、器械和 CXO 细分

投资要点

医药周观点：咬定医药青山不放松，紧握生物制品、器械和 CXO 细分

咬定医药这座青山不放松。今年以来（截止 6 月 12 日），医药生物（SW）行业指数涨幅高居各行业之首（28.23%），尤其近三周加速上涨，而沪深 300 指数今年涨幅仍为负值（-2.89%），医药绝对收益率高达近 30%。与此同时，医药生物的估值也攀升到相对高位，PE（TTM）触及 47 倍左右，估值分位 93.5%，为十年波动区间的上沿；另外，部分优势赛道个股股价和估值均创历史新高，市场开始有估值回调的担忧。我们认为，当下应该咬定医药这座青山不放松，**当前环境下，医药行业比较优势尤其明显，**不应静态地看估值来定投资。医药行业比较优势体现在几个层面：1）本次新冠疫情是近五十年来全球最严重的突发公共卫生事件，当前全球新冠疫情仍以每天近 10 万人新增快速增长，最新统计数据已经超 750 万人，死亡超 42 万人，**医药无疑是直接正面影响的行业。**2）医药是刚性的内需。我国医药有刚需和内需两大特点，基本不受外部环境（大国博弈）影响，确定性极高。3）部分优势赛道个股股价和估值均创历史新高是行业内部长期优胜劣汰选择的结果。自新医改以来，政策这只无形之手，促使医药行业内部产生业绩和市场分化。当前医药估值攀升到目前位置，正是这几大因素共同推动的结果，我们认为有其内在合理性。

但同时，我们也要指出分化是近年来医药行业运行最大特点，咬定医药大青山，并不是要无差别投资各细分行业。业绩大分化。我们在 2019 年医药行业年报总结中指出：从 2018 年开始，医药行业整体营收和利润增速出现不匹配现象，营收增速保持 20%左右较快增长，而利润增速则断崖下降；2019 年，营收和利润增速继续双降，增速剪刀差进一步拉大，利润增速五年来首次负增长。而在细分行业上业绩分化非常明显，生物制品、器械、医疗服务（连锁专科医院和 CXO）以及零售药店仍然保持较快增长，中成药和化学制药则受集采等控费政策压制较大，利润下滑较大（具体详见我们的深度报告【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里）。

从一定意义上，医药行业整体数据对投资来说已经没有太多参考意义，但也要看到医药是集合 7 个细分行业的大类，经营类别涵盖工（药、器械）、商（批发、零售）和服务业（医院、CXO）多样性，整体数据上的不美丽并不代表细分行业缺失机会，恰恰是近年来在各项医改政策的催化下，细分行业业绩和预期大分化，并随之体现在二级市场的表现中。

市场表现大分化。医药行业内部细分行业并不是同涨同跌，相反是分化尤其明显，年涨幅差异巨大。医疗器械涨幅高达 63.17%，遥遥领先其他医药细分行业，器械（63.17%）、生物制品（+44.28%）和化学原料药（41.20%）三个子行业跑赢医药生物（SW），而中药（4.21%）、医药商业（10.63%）和化学制剂（15.21%）大幅跑输行业指数高达 10 个百分点以上，医疗服务涨幅 22.58%左右，跑输医药生物（SW）行业指数的医药细分子行业多达 4 个。

拉长周期看，细分行业二级市场的分化并不是短期现象，如中药和医药商业行业也是去年涨幅靠后的两个子行业，涨幅分别是+4.6%和 16.5%，同期医药生物（SW）涨幅 36.8%。

短期关注估值较低的标的修复机会。5 月 15 日，国家联采办在上海药事所召开国家带量采购会议，其会议内容主要涉及第二批国家带量采购的落地情况和第三批带量采购的启动，市场预期第三轮带量采购最快 7 月份启动。我们认为市场对第三轮集采已经有充分预期，集采政策和价格降幅对市场心理冲击已经边际减弱，并且集采等政策执行是一个循序渐进的过程，除品种过于集中单一或少数几个药品的企业外，产品线均衡的的药企可以通过自身内部调节，率先走出政策泥潭，如丽珠集团。

中长期仍然坚定推荐今年表现优异的器械、生物制品（血制+疫苗）和 CXO 三个赛道。1）医疗新基建下的需求扩张器械赛道。5 月 20 日，发改委公布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，给出具体建设指标和配套资金来源，疫情后医疗新基建逐渐铺开，关注实力雄厚研发高投入的平台型器械巨头和在细分领域有产品竞争优势的中小器械企业；**2）下半年存供需失衡可能的血制赛道。**海外疫情控制大概率长尾走势，全球采浆中心美国采浆受阻，全球血浆资源趋紧，带动国内白蛋白进口供应趋紧。**3）创新产业链 CXO。**医药外包服务行业多重政策受益，近年来医药上市公司研发支出保持 25%以上的高增速投入，CXO 作为创新研发“卖水人”，未来几年确定性明显。

我们基于上面思路，兼顾估值与成长，主要推荐细分行业和标的：

1、**寻找存政策影响预期差的估值修复机会**：政策执行是一个循序渐进过程，结合药企自身内部调节的韧性，可能存在一定预期差，推荐丽珠集团、华东医药。

2、**受益医疗新基建的器械赛道**：重点推荐环 ICU 器械的迈瑞医疗，公司是国内环 ICU 医疗器械综合解决方案提供商，受益国内医疗新基建。细分产品竞争优势的开立医疗（彩超、内窥镜）。

3、**血制品&疫苗**：国内浆站采浆复工复产，回归正常，但国外采浆极有可能让位防疫需求，血制品供应紧平衡打破，推荐龙头华兰生物和天坛生物。疫苗关注 13 价肺炎疫苗的沃森生物，后疫情时代国产替代与接种率提升。

4、**创新产业链 CXO**：多重政策受益，近年来医药上市公司研发支出保持 25%以上的高增速投入，CXO 作为创新研发“卖水人”，未来几年确定性明显。推荐药明康德（CRO、CMO）、博腾股份（CMO）。

市场回顾：医药生物今年以来涨幅排第一位

上周医药生物周涨幅 3.57%，排 28 个行业涨跌幅榜第 3 位，连续三周表现强于大势。2020 年以来，上证综指下跌-4.27%，医药生物涨幅为 28.23%，排全部 SW 一级行业第 1 位，跑赢上证综指约 32 个百分点左右。

医药生物细分子行业全线上涨。医疗器械领涨，周涨幅 5.15%，化学原料药上涨 4.20%，中药表现落后，周涨幅仅 1.05%。

2020 年以来，医疗器械继续表现领先，涨幅继续扩大为+63.17%，中药是今年表现最弱的子行业，涨幅不足 5%，中药、医疗服务、化学制剂和医药商业跑输医药生物（SW）行业指数。

医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 46 倍，PB（LF）4.2 倍。从十年长周期历史估值来看，医药行业 PE、PB 估值都处于波动区间上沿。

风险提示

医药政策风险；降价超预期；系统风险。

医药生物行业单周涨幅前十名			医药生物行业单周跌幅前十名		
代码	名称	单周涨跌幅	代码	名称	单周涨跌幅
300246	宝 莱 特	33.88%	002758	华通医药	-8.04%
600211	西藏药业	32.45%	300326	凯 利 泰	-7.24%
300485	赛升药业	30.97%	603987	康 德 莱	-6.92%
300453	三鑫医疗	29.85%	600851	海欣股份	-6.2%
300573	兴齐眼药	24.84%	000423	东阿阿胶	-5.69%
300298	三诺生物	24.15%	300358	楚天科技	-5.15%
600812	华北制药	22.21%	600771	广 誉 远	-4.82%
603229	奥翔药业	22.02%	600896	览海医疗	-4.25%
603811	诚意药业	19.06%	000989	九 芝 堂	-4.18%
603976	正川股份	18.34%	300595	欧普康视	-4.14%

目 录

一、医药周观点：咬定医药青山不放松，紧握生物制品、器械和 CXO 细分 5
（一）咬定医药这座青山不放松 5
（二）中长期紧握生物制品、器械和 CXO 细分 5
（三）我们近期发表的重要报告 6
二、市场回顾：医药生物今年以来涨幅排全行业首位 9
（一）整体：涨少跌多，医药生物继续表现强势 9
（二）医药二级子行业：医疗器械强势领涨 10
（三）个股涨跌幅榜 11
（四）医药生物估值比较：估值处于长周期波动中枢上沿 11
三、风险提示 12

图表目录

图表 1： SW 一级行业指数一周市场表现（2020.6.8-2020.6.14） 10
图表 2： 医药生物行业上周市场表现 10
图表 3： 今年以来医药生物子行业涨跌幅 10
图表 4： 医药生物单周涨跌幅榜前十个股 11
图表 5： SW 医药生物指数十年长周期 PE（TTM）估值波动 11
图表 6： 历史估值点位对应未来一年收益率统计 12
图表 7： PE 估值频率分布直方图 12

一、医药周观点：咬定医药青山不放松，紧握生物制品、器械和 CXO 细分

（一）咬定医药这座青山不放松

今年以来（截止 6 月 12 日），医药生物（SW）行业指数涨幅高居各行业之首（28.23%），尤其近三周加速上涨，而沪深 300 指数今年涨幅仍为负值（-2.28%），医药绝对收益率高达超 30%。与此同时，医药生物的估值也攀升到相对高位，PE（TTM）触及 46 倍左右，估值分位 93.5%，为十年波动区间的上沿；另外，部分优势赛道个股股价和估值均创历史新高，市场开始有估值回调的担忧。我们认为，当下应该咬定医药这座青山不放松，当前环境下，医药行业比较优势尤其明显，不应静态地看估值来定投资。医药行业比较优势体现在几个层面：1）本次新冠疫情是近五十年来全球最严重的突发公共卫生事件，当前全球新冠疫情仍以每天近 10 万人新增快速增长，最新统计数据已经超 750 万人，死亡超 42 万人，医药无疑是直接正面影响的行业。2）医药是刚性的内需。我国医药有刚需和内需两大特点，基本不受外部环境（大国博弈）影响，确定性极高。3）部分优势赛道个股股价和估值均创历史新高是行业内部长期优胜劣汰选择的结果。自新医改以来，政策这只无形之手，促使医药行业内部产生业绩和市场分化。当前医药估值攀升到目前位置，正是这几大因素共同推动的结果，我们认为有其内在合理性。

（二）中长期紧握生物制品、器械和 CXO 细分

我们也要指出分化是近年来医药行业运行最大特点，咬定医药大青山，并不是要无差别投资各细分行业。业绩大分化。我们在 2019 年医药行业年报总结中指出：从 2018 年开始，医药行业整体营收和利润增速出现不匹配现象，营收增速保持 20%左右较快增长，而利润增速则断崖下降；2019 年，营收和利润增速继续双降，增速剪刀差进一步拉大，利润增速五年来首次负增长。而在细分行业上业绩分化非常明显，生物制品、器械、医疗服务（连锁专科医院和 CXO）以及零售药店仍然保持较快增长，中成药和化学制药则受集采等控费政策压制较大，利润下滑较大（具体详见我们的深度报告【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里）。

从一定意义上，医药行业整体数据对投资来说已经没有太多参考意义，但也要看到医药是集合 7 个细分行业的大类，经营类别涵盖工（药、器械）、商（批发、零售）和服务业（医院、CXO）多样性，整体数据上的不美丽并不代表细分行业缺失机会，恰恰是近年来在各项医改政策的催化下，细分行业业绩和预期大分化，并随之体现在二级市场的表现中。

市场表现大分化。医药行业内部细分行业并不是同涨同跌，相反是分化尤其明显，年涨幅差异巨大。医疗器械涨幅高达 63.17%，遥遥领先其他医药细分行业，器械（63.17%）、生物制品（+44.28%）和化学原料药（41.20%）三个子行业跑赢医药生物（SW），而中药（4.21%）、医药商业（10.63%）和化学制剂（15.21%）大幅跑输行业指数高达 10 个百分点以上，医疗服务涨幅 22.58%左右，跑输医药生物（SW）行业指数的医药细分子行业多达 4 个。

拉长周期看，细分行业二级市场的分化并不是短期现象，如中药和医药商业行业也是去年涨幅靠后的两个子行业，涨幅分别是+4.6%和 16.5%，同期医药生物（SW）涨幅 36.8%。

短期关注估值较低的标的修复机会。5 月 15 日，国家联采办在上海药事所召开国家带量采购会议，其会议内容主要涉及第二批国家带量采购的落地情况和第三批带量采购

的启动，市场预期第三轮带量采购最快 7 月份启动。我们认为市场对第三轮集采已经有充分预期，集采政策和价格降幅对市场心理冲击已经边际减弱，并且集采等政策执行是一个循序渐进的过程，除品种过于集中单一或少数几个药品的企业外，产品线均衡的的药企可以通过自身内部调节，率先走出政策泥潭，如丽珠集团。

中长期仍然坚定推荐今年表现优异的器械、生物制品（血制+疫苗）和 CXO 三个赛道。1）医疗新基建下的需求扩张器械赛道。5 月 20 日，发改委公布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，给出具体建设指标和配套资金来源，疫情后医疗新基建逐渐铺开，关注实力雄厚研发高投入的平台型器械巨头和在细分领域有产品竞争优势的中小器械企业；2）下半年存供需失衡可能的血制赛道。海外疫情控制大概率长尾走势，全球采浆中心美国采浆受阻，全球血浆资源趋紧，带动国内白蛋白进口供应趋紧。3）创新产业链 CXO。医药外包服务行业多重政策受益，近年来医药上市公司研发支出保持 25%以上的高增速投入，CXO 作为创新研发“卖水人”，未来几年确定性明显。

6 月份，我们基于上面思路，兼顾估值与成长，主要推荐细分行业和标的：

1、 寻找存政策影响预期差的估值修复机会：政策执行是一个循序渐进过程，结合药企自身内部调节的韧性，可能存在一定预期差，推荐丽珠集团、华东医药。

2、 受益医疗新基建的器械赛道：重点推荐环 ICU 器械的迈瑞医疗，公司是国内环 ICU 医疗器械综合解决方案提供商，受益国内医疗新基建。细分产品竞争优势的开立医疗（彩超、内窥镜）。

3、 血制品&疫苗：国内浆站采浆复工复产，回归正常，但国外采浆极有可能让位防疫需求，血制品供应紧平衡打破，推荐龙头华兰生物和天坛生物。疫苗关注 13 价肺炎疫苗的沃森生物，后疫情时代国产替代与接种率提升。

4、 创新产业链 CXO：多重政策受益，近年来医药上市公司研发支出保持 25%以上的高增速投入，CXO 作为创新研发“卖水人”，未来几年确定性明显。推荐药明康德（CRO、CMO）、博腾股份（CDMO）。

（三）我们近期发表的重要报告

近期，我们发表了两篇专题深度报告：【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里，【粤开医药专题研究系列六】第三方医学影像诊断中心：从懵懂到萌动，主要观点如下：

1、【粤开医药专题研究系列五】医药年报大数据：大分化时代下的结构性机会在哪里

1）整体：营收与利润增速继续双降，剪刀差拉大

我们在 2018 年年报总结中就指出：医药行业整体营收和利润增速出现不匹配现象，营收增速保持 20%左右较快增长，而利润增速则断崖下降。2019 年，营收和利润增速剪刀差进一步拉大。2019 年，医药生物全部 292 家成份样本股营收总额 1.69 万亿元，同比增长 14.1%，增速比去年下降约 6pct，但仍属于较快增速；扣非归母净利润 789 亿元，同比大幅下降 12.1%。从 2018 年开始，医药行业整体利润增速显著低于营收增速，2019 年双双创下近 5 年来的增速低点，利润端（归母净利润和扣非利润）则开始负增长。

营收端增速较快一部分由于两票制药械出厂价低转高开被动拉升，2019 年后随着调整到位，影响逐渐缩小。利润端负增长主要是费用增加（尤其是研发费用）、药械降价以及公允价值和资产集中减值等因素影响。

2）中药行业：负重前行，品牌中药是细分亮点

2019 年，中药全部上市公司营收 3063 亿元，同比增长 11.9%；扣非后核心归母净利润 189 亿元，同比下滑 17.3%。近年来营收增速较稳定，但扣非净利润增速显著低于营收，且利润增速持续下滑，受医保控费影响明显。品牌中药是中药行业的细分亮点，样本上市公司主要有：云南白药、东阿阿胶、片仔癀、同仁堂四家，消费属性明显，受医保控费影响较小。除品牌中药外中药行业业绩缺乏亮点，也是近两年来二级市场表现最差的医药细分行业。2019 年医药生物（SW）全年上涨 36.85%，中药行业涨幅最小，仅有 4.68%；2020 年以来，中药板块上涨 1.31%，继续垫底，同期医药生物（SW）行业指数上涨 20%（数据截止到 5 月 21 日）。

3）化学制药：政策影响最直接，创新转型进行时

2019 年化学制药全部上市公司营收 4486 亿元，同比增长 9.7%，扣非后核心归母净利润 220 元，同比负增长-25.8%。2015-2019 年，化学制药营收端保持较快增长，年均增速 16.5%，但从 2016 年以来扣非核心净利润增速下滑明显，2018 年开始负增长，利润增速乏力我们认为主要有几个方面原因：医保控费降药价、研发费用激增、政策限制压力大（大输液、抗生素、辅助用药）。化药是医药行业创新研发主体，各方面政策鼓励，头部公司更加聚焦创新药研发，化药行业正处于创新转型时期。

4）生物制品：血制&疫苗比翼双飞

2015-2019 年，生物制品行业整体营收稳步快速增长，增速高于其他“药”细分行业；2019 年，生物制品上市公司营收总额 537 亿元，同比增长 24.8%，扣非后核心归母净利润 99 亿元，同比大增 39.9%。血液制品中小渠道商去库存基本完成，全行业去年营收和利润增速触底回升，上海莱士退出证券投资，回归主业；疫苗行业经历了 2016 年山东疫苗事件后爆发增长，国内疫苗产品多联多价产品消费升级，促使疫苗营收和扣非净利润分别同比大增 68.0%和 52.8%，疫苗企业业绩连续释放。

我们认为生物制品，尤其是血制品和疫苗是游离于政策压力之外的“药”品种。血制品资源属性明显，建议更多关注下半年可能的供需矛盾；疫苗偏消费属性，受益近年来民众保健意识提高，消费升级，接种率和渗透率提升。

5）医疗器械：头部聚集，医疗新基建下的器械中长期机会

2019 年医疗器械全部上市公司营收 1105 亿元，同比增长 14.0%，扣非后核心归母净利润 143.5 亿元，同比增长 10.6%。头部公司市占率较高，CR10 企业营收占比 41.4%，扣非净利润占比 72.5%；其中迈瑞医疗贡献全行业营收 15%，扣非净利润 32%。全行业研发支出 81.5 亿元左右，迈瑞医疗研发费用投入 16.5 亿元，占全行业 20%。

医疗新基建拉开帷幕。5 月 20 日，国家发改委公布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，《方案》明确给出了未来五大建设方向，并确定具体量化建设任务，对医疗器械需求拉动明显。

6）医疗服务 ：继续看好连锁专科医院和 CXO

2019 年样本医疗服务全部上市公司营收 600 亿元，同比增长 15.4%，扣非后核心归母净利润 4.74 亿元，同比减少 90%，营收增长趋势放缓，核心净利润出现了较大程度下滑，主要是宜华健康、创新医疗、美年健康和盈康生命大额资产和商誉减值导致行业利润失真，如果扣除上述四家公司影响，扣非归母净利润同比 17.0%，与营收增幅相匹配。

2016-2019 年间，连锁专科医院年均营收和扣非净利润仍保持 25%左右稳定增速增

长，尤其是爱尔眼科和通策医疗，分别是眼科和口腔科领域高成长代表。医药外包服务行业受鼓励药械创新和仿制药一致性评价政策影响，营收连年实现快速增长，我们认为未来几年，医药外包服务 CRO/CMO 仍将快速增长。

7）医药商业：批发稳健，零售药店成长不息

2019 年，医药商业全部上市公司营收 7143.8 亿元，同比增长 17.1%，扣非后核心归母净利润 133 亿元，同比增长 6%。近年来医药商业行业整体营收维持 20%左右稳定增速，但增速放缓，扣非利润增速从 2016 年来持续下行。四家连锁药店上市公司 2019 年门店总量 20462 个，同比 2018 年增加 20.42%，其中老百姓门店净增最多，营收均突破了 100 亿大关。医药批发行业估值接近 5 年历史极低值，我们认为有利于行业并购整合和出清。

8）风险提示

行业竞争风险、产品质量风险、系统风险。

2、【粤开医药专题研究系列六】第三方医学影像诊断中心：从懵懂到萌动

1）我国医学影像诊断中心政策春风频吹及发展必然性

国内鼓励医学影像诊断中心政策春风频吹。2013 年，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》（国发〔2013〕40 号），其中明确指出，“大力发展第三方服务，引导发展专业的医学检验中心和影像中心”，独立影像中心政策限制的放开，开启我国独立医学影像中心发展新纪元，相关第三方影像中心在此后发起成立，如一脉阳光。2015 年，国务院办公厅先后发布全国卫生体系规划纲要和城市公立医院改革指导意见，提出发展专业的医学检验机构和影像机构，逐步建立大型设备共用、共享、共管机制，建立区域医学影像中心新模式。2016 年 8 月，国家卫计委出台《医学影像诊断中心基本标准（试行）》，规范和指导我国医学影像诊断中心行业发展，使行业发展有章可循。随后在 2016-2018 年，均出台适应分级诊疗要求下，推动建立医学影像中心等政策文件。

我国推动医学影像诊断中心发展有其必然性。长期以来我国医疗卫生存在“就医难”问题，推进分级诊疗，引导患者秩序就医，除使用价格工具外（不同比例医保报销），还要在医疗资源均衡上下功夫。当下，医学影像（检验）已经成为现代医学不可或缺的重要组成部分，我国基层医疗机构虽然数量庞大，但存在专业人员不足、资金实力有限问题，不可能要求所有医疗机构均开设医学影像、病理等科室，反过来又制约医疗质量提高，阻碍分级诊疗的推行。集中资源、动员社会资本发展第三方医学影像诊断中心是可行之路。

2）我国医学影像诊断中心运营模式探讨

我国现有医学影像诊断中心行业仍在初创期，我们认为大致可分为医联体共享模式、区域影像中心模式、民营连锁发展模式和虚拟影像中心几种，按是否含影像设备又可以分为重资产和轻资产模式。

四种医学影像诊断中心模式中，医联体模式和区域影联体模式一般是政府推动或主管单位主导，以现有公立医院影像检验科室为基础，进行资源（患者、影像设备）整合；最明显优势是患者影像检验需求较为稳固，缺点是大多由政府主导和推动，异地复制较难，且市场化不足。以一脉阳光为代表的民营连锁发展模式，以“市-县-乡”医院及社区卫生服务中心为服务对象，另外差异化竞争，承接大型医院无法满足的影像需求；优点是可复制性强，缺点是重资产运营，需要借助资本支持或者与上游影像器械厂商紧密集合（股权等方式），另外与大型医疗机构存在一定业务竞争关系。虚拟医学影像中心模式为

轻资产模式，解决了实体连锁发展模式中重资产运营的痛点，AI 看片的引入进一步降低了有经验影像医生的人才资源限制。总体上，我国第三方医学影像诊断中心行业仍处于发展初期，整体盈利模式仍在探索中。

3）国内外第三方医学影像诊断中心发展现状

美国 :美国医疗影像市场每年规模月约 1000 亿美元 ,其中院外医疗影像市场占 40%市场份额（包括独立第三方影像中心和医生办公室的影像中心），独立第三方影像中心市场容量为 180 亿美元，龙头企业 Radnet 2019 年营收 11.5 亿美元，净利率约 1.3%，在第三方影像中心的市场占有率仅为 6%。

我国：预计国内影像市场总体规模 2400-3000 亿元（2016 年），独立影像诊断中心参考 ICL 当前渗透率 5%计算，市场规模在 120-150 亿元。国内独立医学影像中心正处于起步阶段，行业代表性公司融资投后估值大多在 15 亿元左右，营收规模较小，如一脉阳光、万里云等。

4）国内第三方医学影像诊断中心代表企业

我国独立影像中心行业正处于起步阶段，市场参与者比较少，已进入的投资参与者主要来源于三类：一是医疗机构托管运营商（泰和诚）；二是影像设备研发和代理商（万里云）；三是保险、地产等其他领域的企业，如平安好医、杭州全景影像诊断中心（广宇集团）和福州泰禾影像中心（泰禾集团）。国内独立医学影像中心代表企业有一脉阳光、万里云、全景医疗、明峰医疗等。代表企业有一脉阳光、万里云、全景医疗、明峰医疗等。一脉阳光、万里云均获得知名投资机构多轮战投。

5）风险提示

行业竞争风险、产品质量风险、系统风险

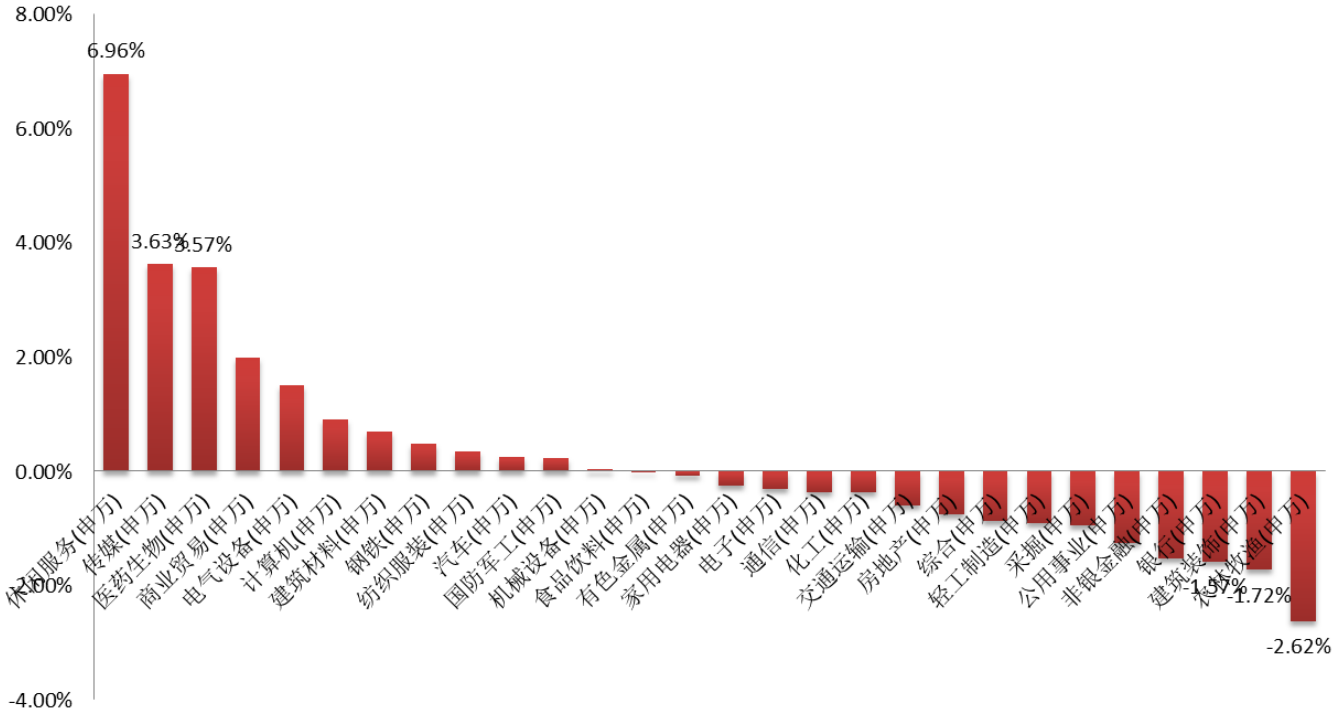
二、市场回顾：医药生物今年以来涨幅排全行业首位

（一）整体：涨少跌多，医药生物继续表现强势

上证全周跌幅-0.38%，收于 2919 点。医药生物周涨幅 3.57%，排 28 个行业涨跌幅榜第 3 位，连续三周表现强于大势。28 个 SW 一级行业指数中，休闲服务、传媒和医药生物表现较强，分别为 6.96%、3.63%和 3.57%；农林牧渔、建筑装饰和银行跌幅前三，分别为-2.62%、-1.72%和-1.57%。

2020 年以来，上证综指下跌-4.27%，医药生物涨幅为 28.23%，排全部 SW 一级行业第 1 位，跑赢上证综指约 32 个百分点左右。

图表1：SW 一级行业指数一周市场表现（2020.6.8-2020.6.14）



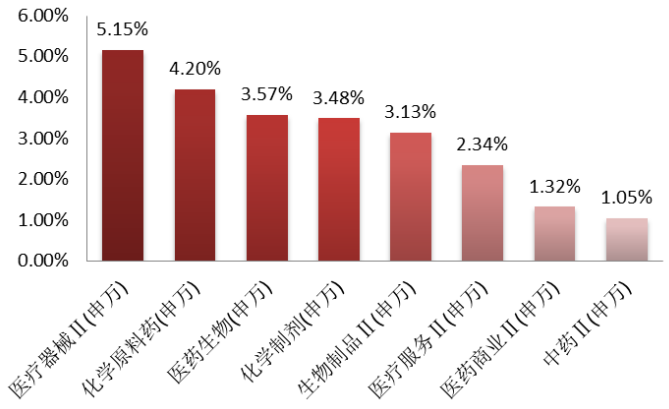
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）医药二级子行业：医疗器械强势领涨

医药生物细分子行业全线上涨。医疗器械领涨，周涨幅 5.15%，化学原料药上涨 4.20%，中药表现落后，周涨幅仅 1.05%。

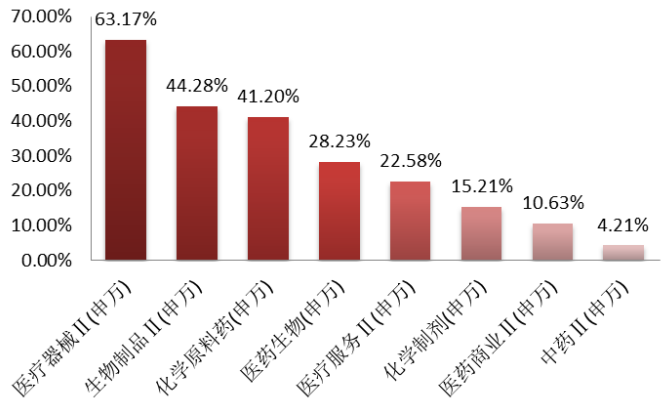
2020 年以来，医疗器械继续表现领先，涨幅继续扩大为+63.17%，中药是今年表现最弱的子行业 ,涨幅不足 5% ,中药、医疗服务、化学制剂和医药商业跑输医药生物(SW ）行业指数。

图表2：医药生物行业上周市场表现



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：今年以来医药生物子行业涨跌幅



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）个股涨跌幅榜

上周，剔除新股表现前五的为：西藏药业（32.45%）、三鑫医疗(23.32%)、华北制药(22.21%)、奥翔药业(22.02%)和宝莱特(21.70%)。

上周个股跌幅居前，跌幅前五为：迈克生物（-7.67%）、凯利泰(-7.35%)、康德莱(-6.92%)、楚天科技(-6.76%)和海欣股份(-6.2%)。

图表4：医药生物单周涨跌幅榜前十个股

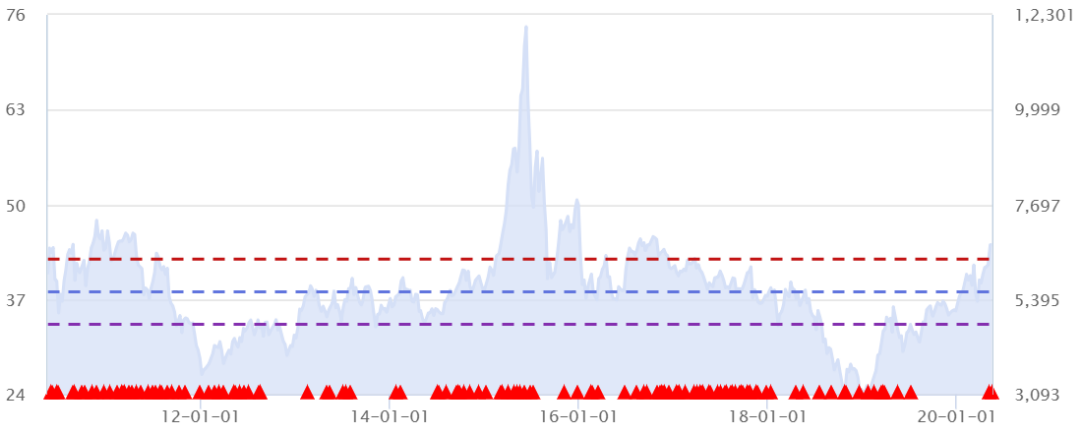
医药生物行业单周涨幅前十名			医药生物行业单周跌幅前十名		
代码	名称	单周涨跌幅	代码	名称	单周涨跌幅
600211	西藏药业	32.45%	300463	迈克生物	-7.67%
300453	三鑫医疗	23.32%	300326	凯 利 泰	-7.35%
600812	华北制药	22.21%	603987	康 德 莱	-6.92%
603229	奥翔药业	22.02%	300358	楚天科技	-6.76%
300246	宝 莱 特	21.7%	600851	海欣股份	-6.2%
603811	诚意药业	19.06%	600771	广 誉 远	-4.82%
300485	赛升药业	19.06%	000423	东阿阿胶	-4.72%
002262	恩华药业	17.29%	600896	览海医疗	-4.25%
300573	兴齐眼药	15.98%	300204	舒 泰 神	-4.1%
603456	九洲药业	15.76%	300562	乐心医疗	-3.74%

资料来源：聚源数据、粤开证券研究院

（四）医药生物估值比较：估值处于长周期波动中枢上沿

截止周五（6 月 12 日），医药生物（SW）全行业 PE（TTM）约 46 倍，PB（LF）4.2 倍。从十年长周期历史估值来看，医药行业 PE、PB 估值都处于波动区间中位数附近。2008 年-至今十年长周期，医药生物 SW（801150）PE（TTM）之前有三个低点，分别是 24.44 倍（2008.11.7）、26.68 倍（2012.1.6）和 24.15 倍（2019.1.4），中位数是 38.04 倍。当前，生物医药估值处于估值中枢上沿位置。

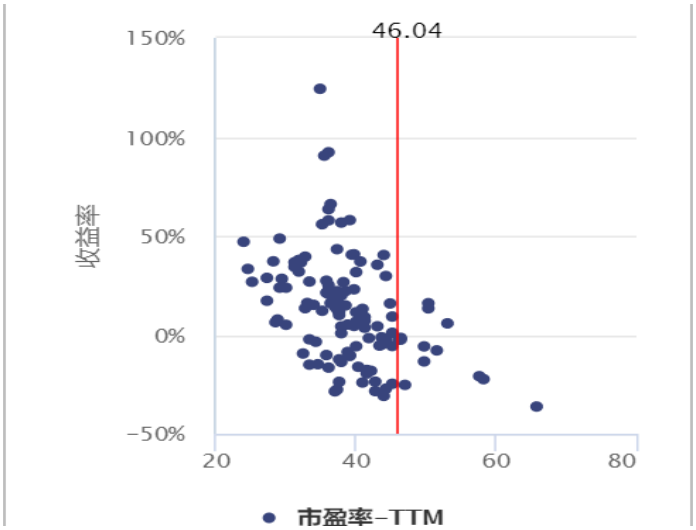
图表5：SW 医药生物指数十年长周期 PE（TTM）估值波动



资料来源：wind、粤开证券研究院

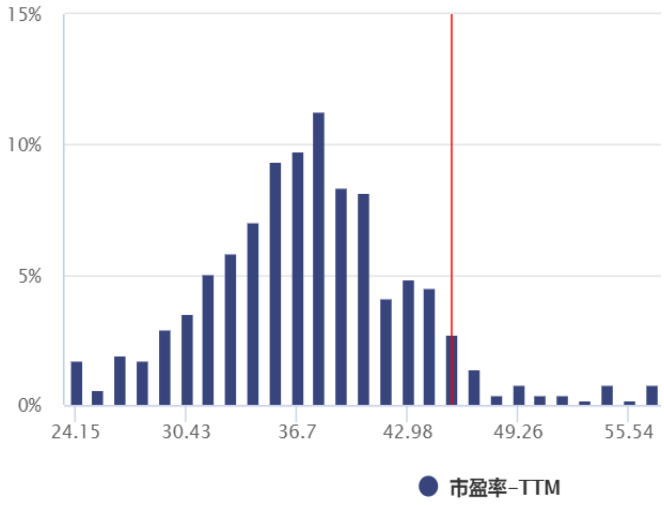
另外，从历史估值对应未来一年收益率统计来看，当前估值点位配置医药行业，未来一年收益率正值概率居中，PE（TTM）频率分布直方图显示在偏估值中枢区间上沿位置。

图表6：历史估值点位对应未来一年收益率统计



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：PE 估值频率分布直方图



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、风险提示

医药政策风险；降价超预期；系统风险。

分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入粤开证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com