医药

行业研究/周报

超额收益持续，推荐加仓 API、医疗器械

—医药周报 20200511

医药周报 2020 年 05 月 11 日

报告摘要：

- **二级市场：重点推荐景气度加速的API、医疗器械板块**

上周医药板块反弹上涨3.16%，跑赢沪深300指数1.85个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第9名。2020年初以来，医药板块上涨18.05%，跑赢沪深300指数21.3pct，仍然是列所有行业涨幅第1位，上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、化学制剂、生物医药板块涨幅较多，分别为3.95%、3.67%、3.20%；医疗服务、中成药、流通、原料药均有不同程度涨幅。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.5.6-2020.5.8）整体呈现上涨趋势，其中仿制药、医疗服务、特色原料药、医疗器械、创新药板块涨幅较多，前期涨幅较大的特色原料药依然上涨不错。仿制药板块主要是华东医药、恩华药业等上涨较多，但我们认为主要是短期市场对于低估值板块的关注带来的，中长期看仍然要关注集采和公司转型升级过渡期的持续基本面表现；医疗服务板块龙头公司爱尔眼科、通策医疗等上涨明显，特色原料药板块美诺华、天宇股份、华海药业受市场对低估值板块关注提升导致；医疗器械板块主要是山东药玻、透景生命、艾德生物等上涨导致。

- **重点研究更新：**

《医药主线：“补短板”和供给侧改革——医药板块 2019 年报及 2020 一季报总结》。

- **投资建议：**

我们认为：尽管医药板块 2020 年上半年相对收益不错，但是板块的估值并没有呈现明显高企的现象，而且医疗器械、特色原料药板块的估值更多是“修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于当下的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局，结合公司质地、板块景气度和估值情况的分析，我们推荐：**凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。**

- **风险提示：**行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

分析师：盛丽华

执业证号： S0100519110002

电话： 021-60876730

邮箱： shenglihua@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号： S0100119060028

电话： 021-60876703

邮箱： tanzimei@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号： S0100119100011

电话： 010-85127728

邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.行业深度研究:医药主线:“补短板”和供给侧改革

2.医疗服务领涨，持续关注“供-需”端增速分化带来投资机会

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/5/8	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
泰格医药	77.8	1.12	1.46	1.87	69	53	42	推荐
凯莱英	188.0	2.39	3.1	3.98	78	61	47	推荐
药明康德	103.6	1.12	1.60	2.07	92	65	50	推荐
华兰生物	38.1	0.91	1.28	1.46	42	30	26	推荐
康泰生物	133.7	0.89	1.28	2.11	150	104	63	推荐
复星医药	33.4	1.30	1.37	1.54	26	24	22	推荐
普洛药业	18.6	0.47	0.46	0.6	40	41	31	推荐
仙琚制药	13.9	0.45	0.58	0.75	31	24	19	推荐
万孚生物	85.9	1.13	1.65	2.11	76	52	41	推荐
迈瑞医疗	266.2	3.85	4.86	5.97	69	55	45	推荐
金域医学	71.0	0.88	1.18	1.39	81	60	51	谨慎推荐
天宇股份	84.0	3.21	4.02	5.08	26	21	17	推荐
我武生物	53.9	0.57	0.65	0.89	95	83	61	推荐

资料来源：wind、民生证券研究院

目录

一、投资建议：超额收益明显，加仓 API、器械等细分领域.....4
二、重点推荐行业和公司研究更新.....5
（一）医药主线：“补短板”和供给侧改革——医药板块 2019 年报及 2020 一季报总结.....5
三、上周行情回顾.....7
（一）医药行业行情：相对收益持续靓丽，但成交额持续下降.....7
（二）医药子行业行情：板块大涨，特色原料药、器械值得加仓.....9
四、风险提示.....10
插图目录.....11

一、投资建议：超额收益明显，加仓 API、器械等细分领域

二级市场层面：重点推荐景气度加速的 API、医疗器械板块。上周医药板块反弹上涨 3.16%，跑赢沪深 300 指数 1.85 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 9 名。2020 年初以来，医药板块上涨 18.05%，跑赢沪深 300 指数 21.3pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、化学制剂、生物医药板块涨幅较多，分别为 3.95%、3.67%、3.20%；医疗服务、中成药、流通、原料药均有不同程度涨幅。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.5.6-2020.5.8）整体呈现上涨趋势，其中仿制药、医疗服务、特色原料药、医疗器械、创新药板块涨幅较多，前期涨幅较大的特色原料药依然上涨不错。仿制药板块主要是华东医药、恩华药业等上涨较多，但我们认为主要是短期市场对于低估值板块的关注带来的，中长期看仍然要关注集采和公司转型升级过渡期的持续基本面表现；医疗服务板块龙头公司爱尔眼科、通策医疗等上涨明显，特色原料药板块美诺华、天宇股份、华海药业受市场对低估值板块关注提升导致；医疗器械板块主要是山东药玻、透景生命、艾德生物等上涨导致。我们建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块作为医药板块景气加速提升的细分领域，受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。**

中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，推荐方向包括①创新升级的服务方（CRO、CMO）、②政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，③商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业；④产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和公司研究更新

（一）医药主线：“补短板”和供给侧改革——医药板块 2019 年报及 2020 一季报总结

收入、利润双下滑，短期疫情或加速供给端调整。

“补短板”叠加供给侧产业升级，是医药产业投资主线。2019 年 1-12 月利润总额同比增速 5.9%， 该数据 2020 年 1-3 月又下降到-15.7%，我们认为主要是前期疫情对国内医药制造业生产复工的影响程度较大，导致长期刚性需求的医药制造业出现罕见的负增长，我们认为这种更多是供给端的限制导致，是阶段性的，而非持续性的产业趋势，在集采推进的过程中，我们认为这种罕见的调整，有望使医药供给侧改革加速；2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，我们再次重申“遇到了最好的时代”。

二级市场：超额收益明显，头部开始分化，生物药、API、器械优异

2020 年 1 月 1 日至今，医药板块涨幅 15.9%，跑赢沪深 300 指数 22.1 个百分点，板块涨幅排名第 2，仅次于农林牧渔，2020 年以来相对收益非常明显，相比 2019 年，我们发现板块内呈现一定的分化，不同于 2019 年的头部效应，2020 年，受短期疫情及投资者对确定性板块的追逐，在特色原料药、医药外包等板块持续表现的同时，生物药、医疗器械等板块表现更加靓丽，我们认为这是行业加速转型期，受疫情影响海内外蔓延的影响，投资者对疫情相关主题、短期业绩高增长追逐的结果。

投资建议：用新基建思维，挖掘景气提升的细分域

我们重点关注的医药企业的估值比较中，我们发现主流医药 74 家公司 2020 年和 2021 年的平均预测市盈率为 40 倍和 31 倍（*相比我们前次三季报报总结时基本持平*），但估值分化比较明显，创新药为主的公司、创新产业链服务方、医疗服务标的普遍给到 45 倍以上甚至 60-70 倍的市盈率，而中药、综合性仿制药、医药商业等的估值普遍在 20 倍左右市盈率（甚至 10 倍 PE 左右），医疗器械、特色原料药的估值相对我们前次三季报总结明显提升；我们认为：尽管医药板块 2020 年上半年相对收益不错，但是板块的估值并没有呈现明显高企的现象，而且医疗器械、特色原料药板块的估值更多是“修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于当下的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局，结合公司质地、板块景气度和估值情况的分析，我们推荐：**凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金**

域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。

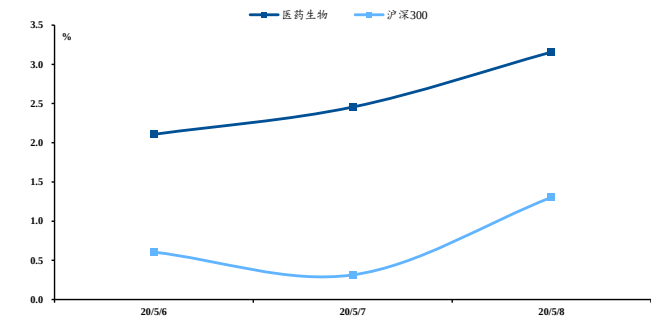
风险提示：药品审批政策延续性与否的风险；公立医院改革推进中集采政策可能强化的风险；企业自身战略方向选择执行力的风险。

三、上周行情回顾

（一）医药行业行情：相对收益持续靓丽，但成交额持续下降

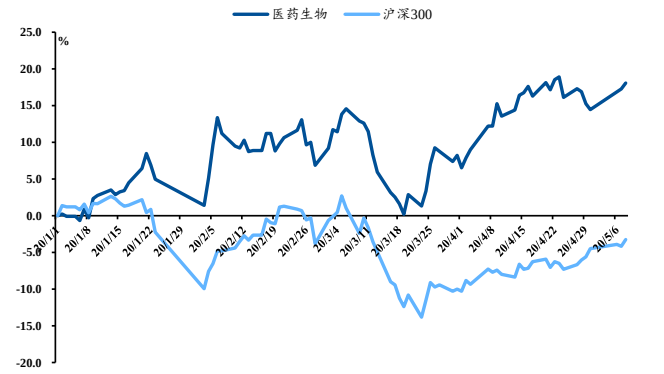
上周医药板块反弹上涨 3.16%，跑赢沪深 300 指数 1.85 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 9 名。2020 年初以来，医药板块上涨 18.05%，跑赢沪深 300 指数 21.3pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。相比 2019 年，我们发现板块内呈现一定的分化，不同于 2019 年的头部效应，2020 年，受短期疫情及投资者对确定性板块的追逐，在特色原料药、医药外包等板块持续表现的同时，生物药、医疗器械等板块表现更加靓丽，我们认为这是行业加速转型期，受疫情影响海内外蔓延的影响，投资者对疫情相关主题、短期业绩高增长追逐的结果。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



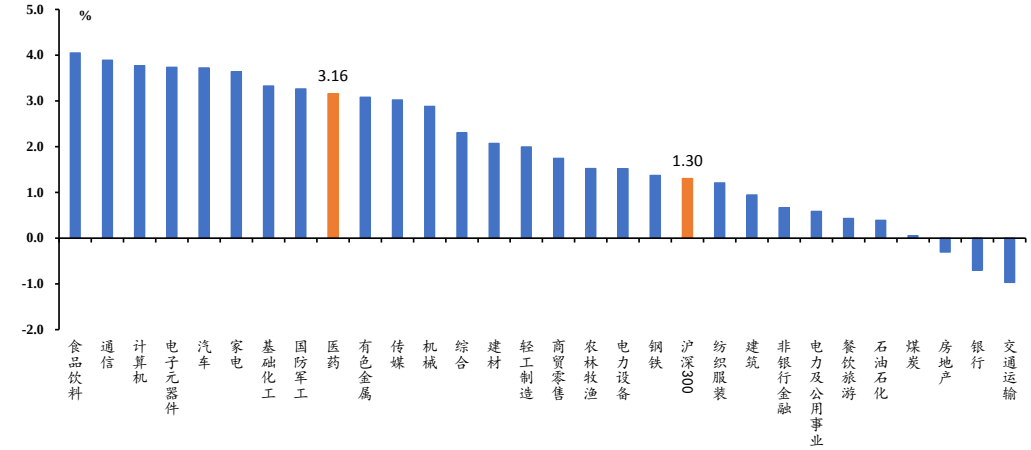
资料来源：Wind，民生证券研究院

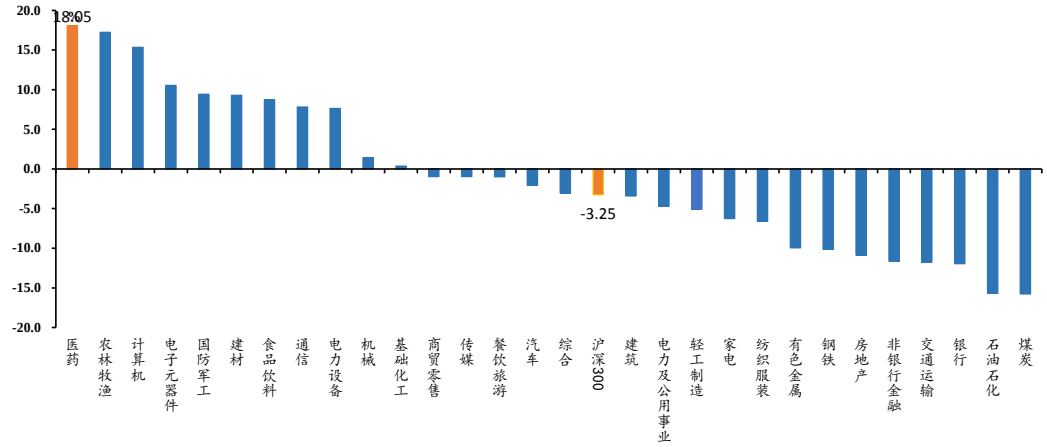
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）

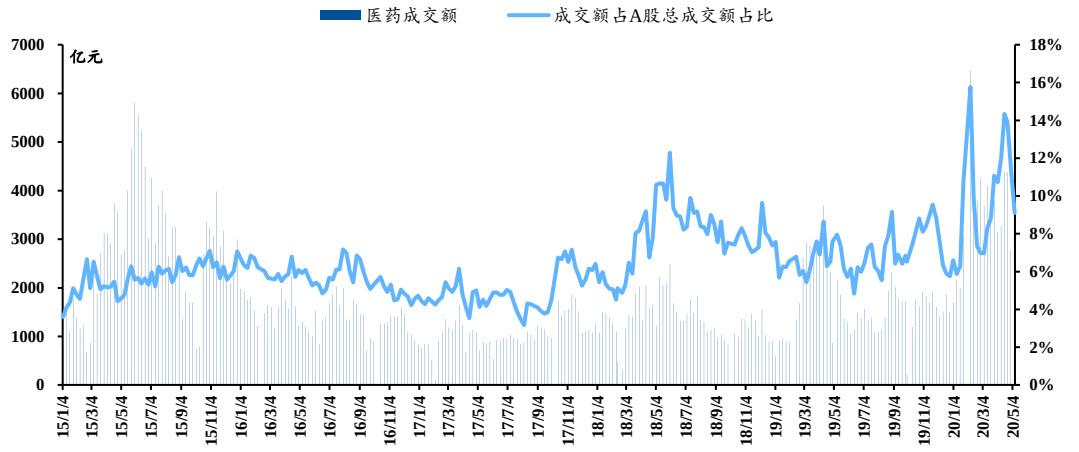




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交额持续下降。上周医药行业成交额为 1879 亿元，4 月中旬以来持续下降，成交额占市场总成交额的 9.11%，较上周降低 2.3 个百分点。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史中枢偏上区间，国内疫情相比海外处于后半场阶段，从成交量来看跟此次疫情相关的医药板块整体及其细分领域仍然是投资热点，且受市场关注度较高，但是基于 2019 年部分龙头公司较大的涨幅，板块内的表现呈现分化，部分二线公司及景气度加速的细分领域开始更加受投资者青睐，比如中高端设备、特色原料药、生长激素等领域二线公司表现较好。

图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



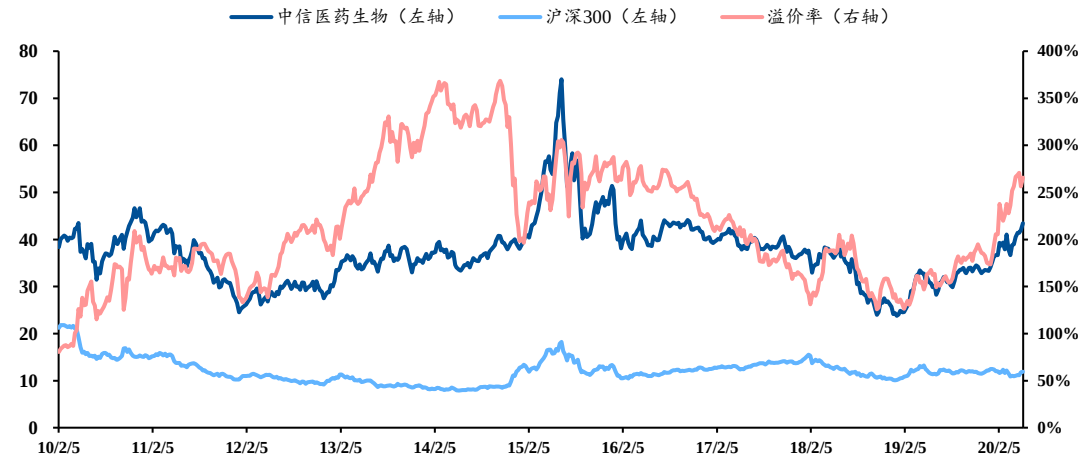
资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率有所下调。截止 2020 年 4 月 8 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 43，比上周提高 1.45 个百分点，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 266%，比上周上升了 9.38 个百分点，溢价率处于近四年相对高位。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方

面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段。我们认为，估值溢价率的提升更多是基于疫情影响下，医药板块本身基本面表现的相对优势的体现，统计局显示 2020 年一季度的表现也显现医药制造业的比较优势仍然比较明显，再叠加医药板块细分领域在疫情期间优秀的基本面表现，这也奠定了医药板块持续超额收益表现的原因，我们认为：尽管医药板块 2020 年上半年相对收益不错，但是板块的估值并没有呈现明显高企的现象，而且医疗器械、特色原料药板块的估值更多是“修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于当下的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，**这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。**

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况

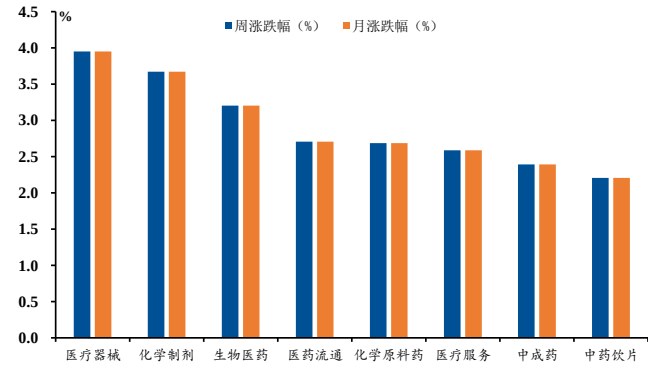


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：板块大涨，特色原料药、器械值得加仓

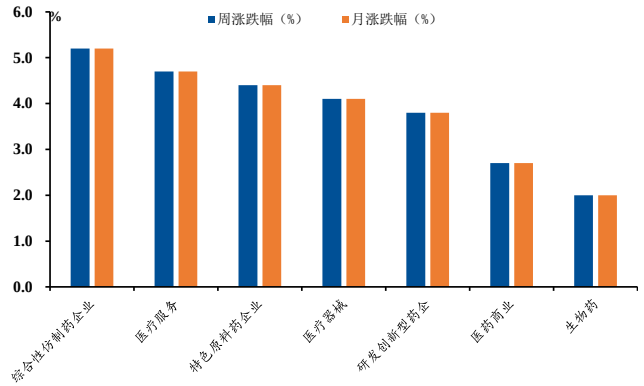
根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均呈现上涨，其中医疗器械、化学制剂、生物医药板块涨幅较多，分别为 3.95%、3.67%、3.20%；医疗服务、中成药、流通、原料药均有不同程度涨幅。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.5.6-2020.5.8）整体呈现上涨趋势，其中仿制药、医疗服务、特色原料药、医疗器械、创新药板块涨幅较多，前期涨幅较大的特色原料药依然上涨不错。仿制药板块主要是华东医药、恩华药业等上涨较多，但我们认为主要是短期市场对于低估值板块的关注带来的，中长期看仍然要关注集采和公司转型升级过渡期的持续基本面表现；医疗服务板块龙头公司爱尔眼科、通策医疗等上涨明显，特色原料药板块美诺华、天宇股份、华海药业受市场对低估值板块关注提升导致；医疗器械板块主要是山东药玻、透景生命、艾德生物等上涨导致。我们建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块作为医药板块景气加速提升的细分领域，受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。**

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

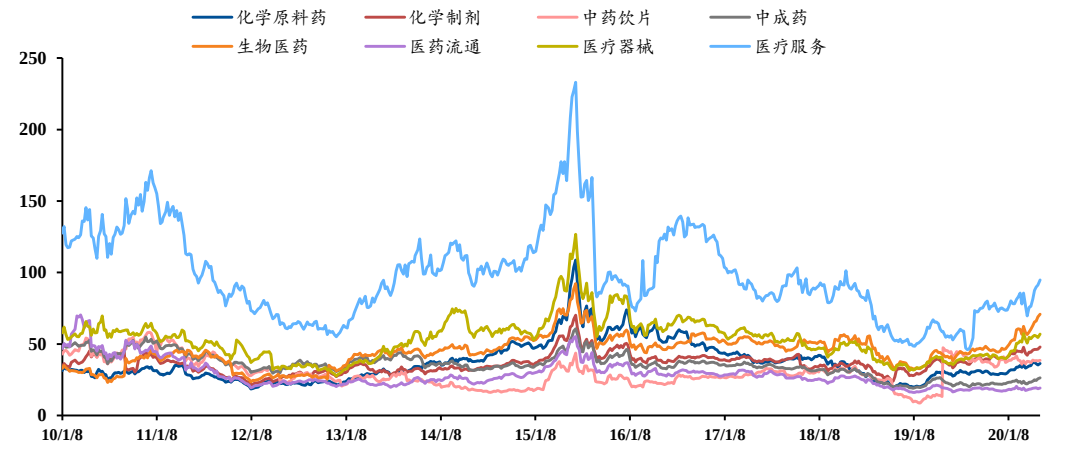
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医疗器械**板块居于前三位，分别为 95 倍、71 倍、57 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，同时和相关个股（眼科、口腔、骨科等细分领域）较好的战略拓展节奏有关，在目前行情下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，沿产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 7
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 7
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅） 7
图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 8
图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 9
图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信） 10
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药） 10
图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况 10

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。
盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。