

# 高端制造属性突出，内需消费属性稳健

——2019+2020Q1业绩总结、2020H2策略/药品部分

国金医药团队

王麟 SAC 执业证书编号：S1130520030001

李敬雷、袁维、赵海春、曾秋林、王班

DATE: May 6, 2020



# 目录

## CONTENTS

1. 总结：高端制造属性突出，内需消费属性稳健
2. 高端制造：API+CDMO，行业保持高景气度
3. 内需消费：后疫情恢复，需求稳健
4. 创新：龙头确定性，biotech机会



# 目录

## CONTENTS

### **1. 高端制造属性突出，内需消费属性稳健**

1.1 基本面复盘

1.2 投资面角度

1.3 投资建议

## 高端制造属性突出，内需消费属性稳健

### 基本面角度

**高端制造**产业趋势向好，后疫情时代**内需消费**稳健

目前介于海外疫情焦灼时期，疫情背景下催化制造属性性价比，看好原料药全球产能转移及CDMO。

后疫情时代，关注生物安全投放扩建，看好国内内需消费边际改善。

### 投资面角度

**确定性**产业趋势，版块内**部分化**选择

过去两年是市场估值体系巨变的一年，确定性产业趋势已凸显优势，看好继续兑现和外溢。

医药持仓较高，选择基本面确定性较强版块及个股。

### 投资建议

高端制造属性突出，内需消费属性稳健

具有核心竞争力的企业获得更大的全球份额。

技术和消费不同角度具有竞争优势，有望在价值链分割中获得更多份额的公司。

# 基本面：2019年报+2020Q1季报板块总结

Source: Wind, 国金证券研究所

2019年医药各子版块业绩增速及估值汇总

	收入增速 (%)	归母增速 (%)	毛利率 (%)	同比提升 (%)	净利率	同比提升 (%)	ROE (%)	同比提升 (%)	估值 (TTM PE)	估值 (2020 PE)	期间涨跌幅 (%)
化药	11%	14%	56.8%	0.0%	7.3%	-2.7%	6.9%	-1.3%	50.49	37.93	42%
中药	8%	-30%	58.2%	-0.9%	5.0%	-5.8%	5.3%	-3.0%	49.33	23.11	12%
生物药	27%	35%	67.4%	-1.3%	17.9%	1.9%	11.9%	-1.1%	88.37	41.19	42%
原料药	11%	40%	46.8%	2.2%	16.4%	2.6%	12.7%	1.8%	39.50	31.90	58%
器械	31%	24%	57.0%	0.7%	14.2%	-5.0%	11.9%	-3.6%	60.91	46.15	36%
服务	13%	-55%	46.4%	0.4%	10.9%	-5.1%	13.3%	-6.7%	65.93	63.20	79%
CXO	20%	25%	46.4%	-0.4%	22.0%	1.1%	16.2%	-0.6%	95.52	65.27	62%
药店	23%	17%	32.4%	-1.4%	5.2%	-0.1%	14.4%	0.5%	36.69	31.01	45%
药包	10%	18%	33.5%	0.7%	15.5%	0.2%	11.7%	0.3%	43.04	38.53	41%
流通	17%	-7%	12.5%	0.0%	2.9%	-0.2%	10.6%	-0.8%	14.35	6.07	12%

2020Q1年医药各子版块业绩增速及估值汇总

	收入增速 (%)	归母增速 (%)	毛利率 (%)	同比提升 (%)	净利率	同比提升 (%)	ROE (%)	同比提升 (%)	估值 (TTM PE)	估值 (2020 PE)	Q1涨跌幅 (%)	1-4月涨跌幅 (%)
化药	-13%	-16%	56%	-1%	9%	-3%	2%	-1%	50.49	37.93	3%	5%
中药	-13%	-33%	55%	-3%	8%	-6%	2%	-1%	49.33	23.11	-2%	-1%
生物药	-4%	2%	67%	1%	8%	-5%	2%	-1%	88.37	41.19	17%	26%
原料药	3%	21%	46%	0%	17%	3%	3%	0%	39.50	31.90	35%	33%
器械	8%	0%	54%	1%	13%	-3%	3%	0%	60.91	46.15	27%	38%
服务	-40%	-296%	-3%	-40%	-43%	-53%	-3%	-6%	65.93	63.20	-5%	3%
CXO	8%	10%	46%	-2%	15%	-10%	2%	-1%	95.52	65.27	17%	30%
药店	14%	16%	31%	-1%	6%	0%	4%	0%	36.69	31.01	15%	16%
药包	4%	16%	32%	-1%	17%	1%	3%	0%	43.04	38.53	7%	30%
流通	-7%	-4%	11%	0%	3%	0%	3%	0%	14.35	6.07	0%	2%

## 基本面：

- 2020Q1受疫情影响，基本面表现均不及2019年，尤其医疗服务受损较重；
- **原料药、器械**版块突出，收入、利润、毛利率、净利率、ROE等指标均明显优于其他子版块，产业趋势继续；
- **CXO、药店、药包辅料、生物药**基本面表现稳健；
- 各个板块内部逐步开始分化。

## 投资面：

- 疫情催化，医药普涨，持仓较高；
- **基本面向好+股价涨**：原料药、器械；
- **基本面受损+股价涨**：医疗服务；
- **基本面短期受损+边际改善预期**：创新、药店、生物药、消费属性；
- 看好：基本面趋势继续强势（制造）+边际反转性价比版块（内需、创新）。

**制造：API+CDMO，产业趋势向好，全球产能转移。**

**内需：后疫情恢复，需求稳健。**

**创新：龙头创新确定性，biotech个股机会。**



# 目录

## CONTENTS

### **1. 高端制造：API+CDMO，行业保持高景气度**

- 5.1 原料药：产业趋势向好，全球产能转移
- 5.2 CDMO：行业高景气度，确定性较强
- 5.3 相关公司

# 原料药2019+2020Q1复盘

原料药行业2019+2020Q1业绩复盘

公司	市场	代码	股本 (亿股)	市值 (亿元)	2019归母增 速 (%)	2020Q1归母 增速 (%)	Q1期间涨跌幅 (%)	PE TTM	EPS		
									2020E	2021E	2022E
博瑞医药	A股	688166.SH	4.1	196.8	51.75%	51.75%	35.06%	152.6	0.38	0.54	0.88
奥翔药业	A股	603229.SH	1.6	46.8	28.55%	169.59%	32.28%	67.3	0.47	0.63	0.81
华海药业	A股	600521.SH	13.2	342.5	429.78%	62.74%	48.90%	52.3	0.52	0.63	0.75
九洲药业	A股	603456.SH	8.1	169.1	51.32%	-25.28%	47.78%	74.6	0.45	0.71	0.89
司太立	A股	603520.SH	1.7	104.1	81.83%	11.83%	38.78%	59.4	1.56	2.23	3.06
普洛药业	A股	000739.SZ	11.8	208.7	49.34%	39.95%	52.97%	34.9	0.61	0.80	1.03
美诺华	A股	603538.SH	1.5	51.7	56.62%	3.25%	19.81%	33.9	1.36	1.78	2.29
仙琚制药	A股	002332.SZ	9.2	122.6	36.17%	16.11%	41.44%	29.2	0.56	0.70	0.87
富祥股份	A股	300497.SZ	2.9	77.5	57.06%	56.88%	52.28%	23.1	1.36	1.69	2.09
亿帆医药	A股	002019.SZ	12.4	230.9	22.51%	119.79%	0.31%	21.4	1.06	1.23	1.43
新华制药	A股	000756.SZ	6.2	61.5	17.49%	13.40%	62.63%	19.8	0.65	0.83	1.10
浙江医药	A股	600216.SH	9.7	172.6	-5.97%	11.64%	40.45%	48.2	1.25	1.50	1.86
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

公司	市场	代码	股本 (亿股)	市值 (亿元)	Q1毛利率提 升 (%)	Q1净利率提 升 (%)	Q1 ROE提升 (%)	2020 PE	PE		
									2020E	2021E	2022E
博瑞医药	A股	688166.SH	4.1	196.8	-0.55%	8.18%	0.49%	126.2	126.3	88.9	54.5
奥翔药业	A股	603229.SH	1.6	46.8	4.75%	13.07%	1.91%	62.4	62.3	46.4	36.1
华海药业	A股	600521.SH	13.2	342.5	3.26%	3.10%	0.58%	49.5	49.8	41.1	34.5
九洲药业	A股	603456.SH	8.1	169.1	10.89%	-2.57%	-0.42%	46.5	46.6	29.6	23.6
司太立	A股	603520.SH	1.7	104.1	6.01%	2.38%	-0.01%	39.7	39.8	27.8	20.3
普洛药业	A股	000739.SZ	11.8	208.7	-2.78%	2.50%	0.77%	28.3	29.0	22.1	17.2
美诺华	A股	603538.SH	1.5	51.7	-2.87%	-2.05%	-0.32%	25.9	25.4	19.4	15.1
仙琚制药	A股	002332.SZ	9.2	122.6	-0.44%	0.08%	-0.28%	23.9			
富祥股份	A股	300497.SZ	2.9	77.5	6.47%	4.74%	0.56%	19.7	19.7	15.9	12.8
亿帆医药	A股	002019.SZ	12.4	230.9	13.63%	11.40%	2.01%	17.6	17.6	15.2	13.1
新华制药	A股	000756.SZ	6.2	61.5	-3.86%	0.42%	0.13%	15.1	15.2	11.9	9.0
浙江医药	A股	600216.SH	9.7	172.6	-4.47%	1.46%	0.14%	14.3	14.3	11.9	9.6
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

备注：部分盈利预测采用Wind一致预期。

Source: Wind, 国金证券研究所

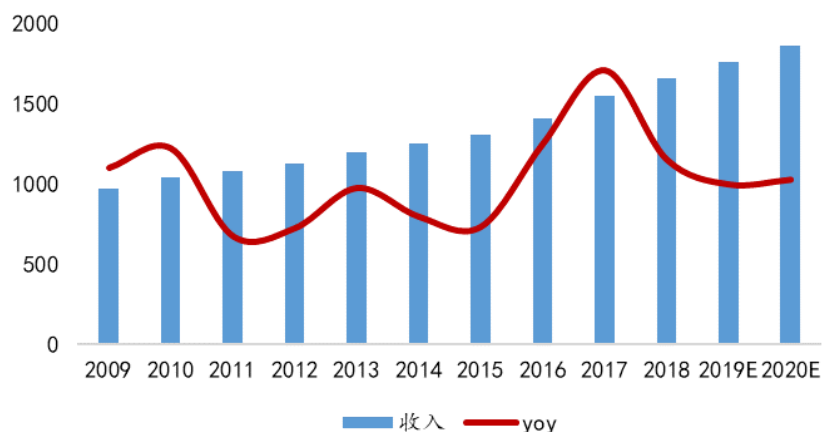
- 2019基本面趋势向好，2020Q1海外疫情受益，**收入增速、利润增速、毛利率、净利率、ROE**均整体提升，产业趋势向好；
- 主逻辑：（1）短期：供需变化，价格向上；（2）中期：印度疫情催化，全球产能转移；（3）长期：制剂一体化+转型CMO/CDMO；
- 制造属性较强，产业基本面继续向好，继续兑现，**发掘产能利用率提升空间标的。**
- 2020H2集采背景下受益，个别企业转型CMO/CDMO，**发掘壁垒较高+现金流趋稳标的。**



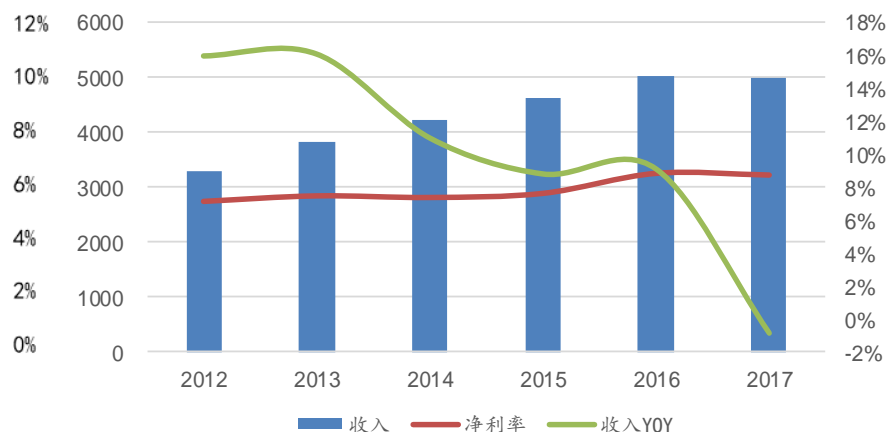
- API(Active Pharmaceutical Ingredients) is the ingredient in a pharmaceutical drug or pesticide that is biologically active.

原料药分类	中国	印度	欧洲	市场特点	专利问题
大宗原料药-化学原料药				规模大、产品附加值低	不涉及专利
大宗原料药-通用名原料药					
特色原料药				规模较小、种类多、通常需要进口国许可 (DMF)	大多专利刚过期产品
专利药原料药				主要满足国际原研药制药公司	涉及专利

全球原料药市场规模 (亿美元)

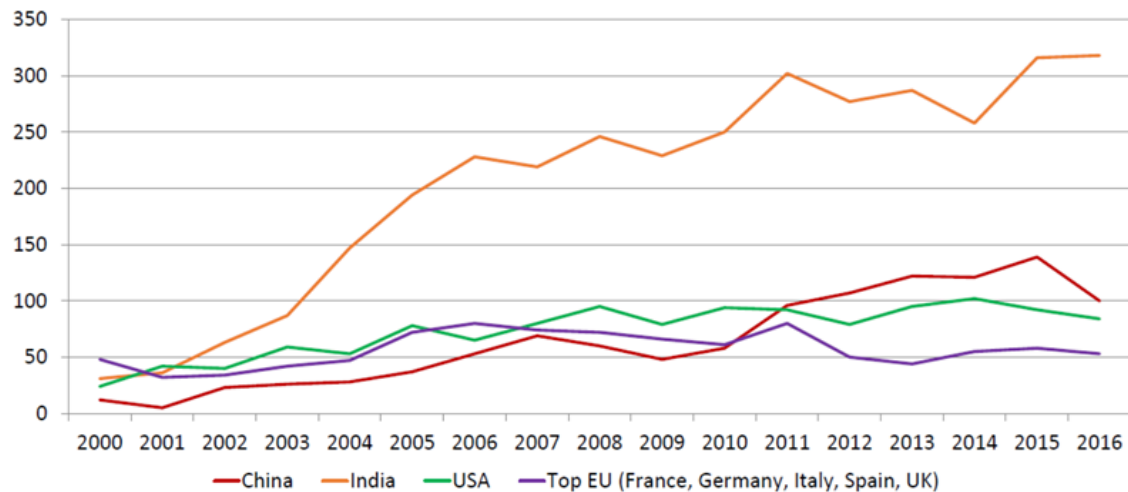


中国化学原料药制造企业主营收入 (亿元)



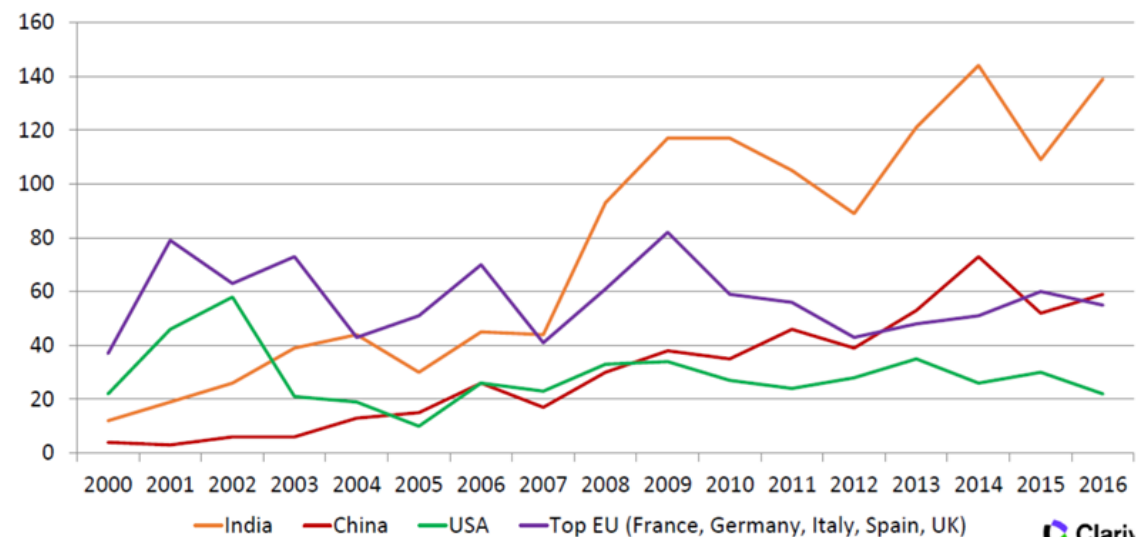
- 全球API在从欧美向发展中国家转移。
- 中国和印度迅速崛起。

美国DMF分布



来源：Newport Premium、国金证券研究所

欧盟API认证

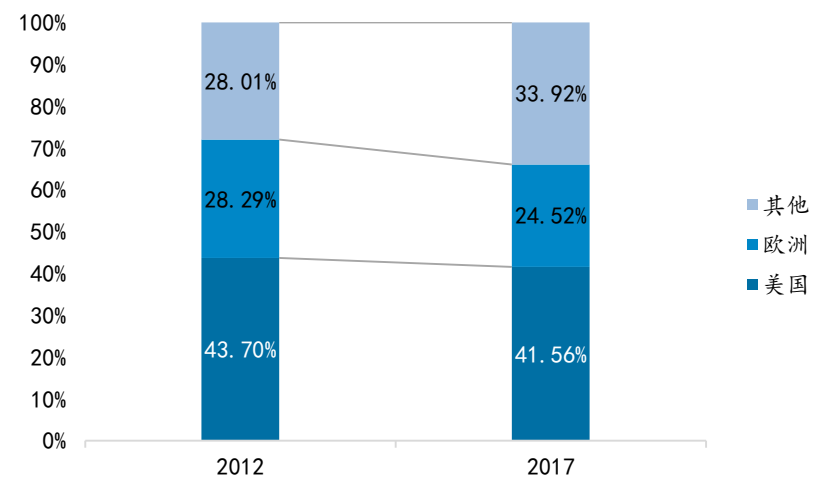


来源：Newport Premium、国金证券研究所

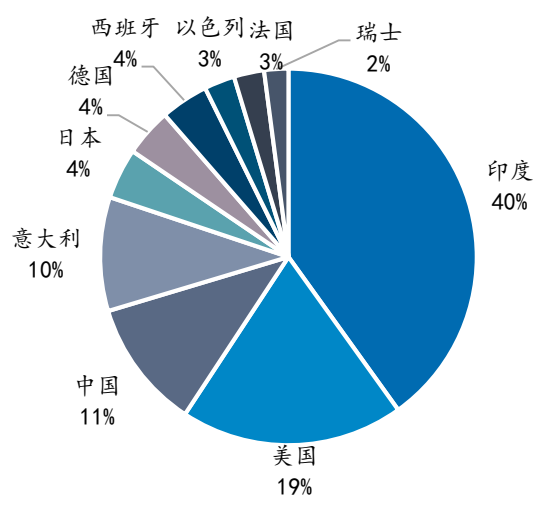
# 世界原料药产能正逐渐从欧美向新兴市场转移

- 由于人力成本高企以及环保压力巨大，欧美原料药产能正流向拥有成本政策优势以及大量DMF证书的中印两国。
- 目前欧洲80%，美洲70%的通用名产能由中印两国提供。

全球原料药产能分布

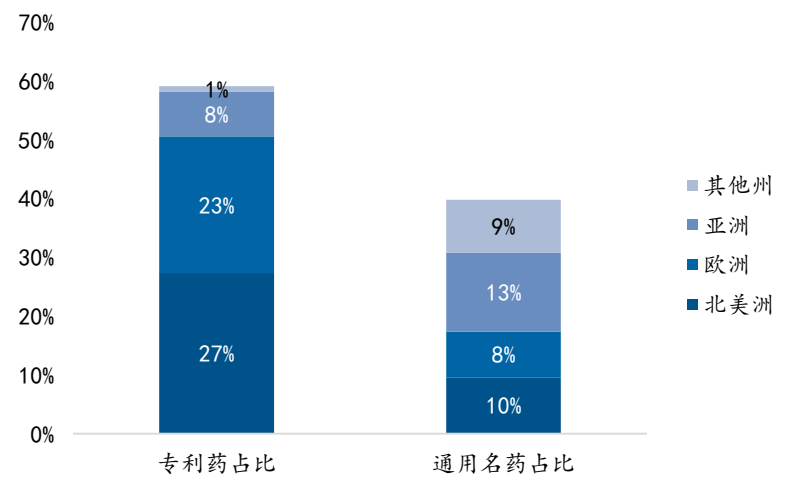


全球拥有DMF证书数量最多的10个国家



Source: 米内网、国金证券研究所

2017全球原料药产能分布



Source: Thomson Reuters、国金证券研究所

# 全球疫情最新数据更新

Country	Total Cases	Total Deaths	Total Recovered	Serious,Critical	总感染情况	现存感染人数	达到韩国检测水平
					Tot Cases/1M pop	Active Cases	Active Cases
USA	1,212,835	69,921	188,027	16,050	3,664	954,887	681,086
Spain	248,301	25,428	151,633	2,254	5,311	71,240	64,951
Italy	211,938	29,079	82,879	1,479	3,505	99,980	47,964
Germany	190,584	28,734	N/A	1,559	2,807	161,506	52,263
France	169,462	25,201	51,371	3,696	2,596	92,890	107,762
Iran	98,647	6,277	79,379	2,676	1,174	12,991	12,502
UK	190,584	28,734	N/A	1,559	2,807	161,506	161,506
Belgium	50,267	7,924	12,378	655	4,337	29,965	32
Austria	15,621	600	13,316	111	1,734	1,705	473
S. Korea	10,804	254	9,283	55	211	1,267	
Norway	7,904	214	32	27	1,458	7,658	1,647
Japan	15,078	536	4,156	328	119	10,386	4,202
India	46,437	1,566	12,847	0	34	32,024	7,126

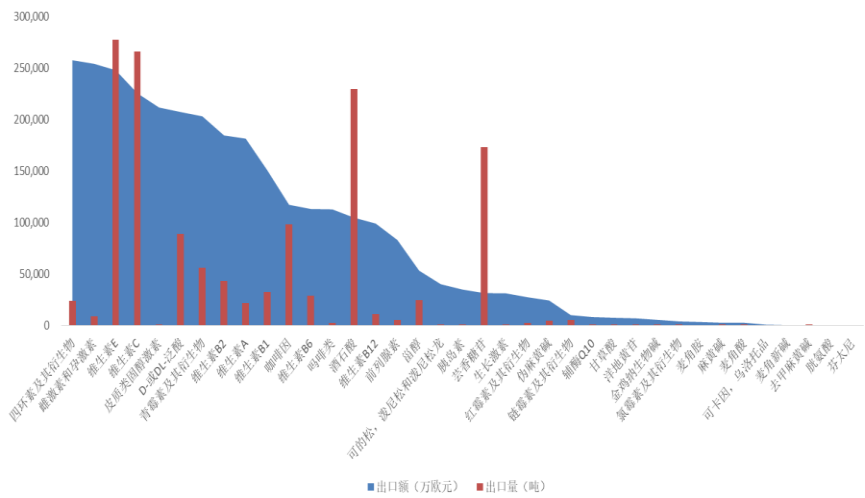
Country	达到中国广东检测水平	每百万人检测数量	医疗资源	医疗资源挤兑程度	医疗水平 (粗)	检测阳性率	现阶段疫情严重程度
	Active Cases	test per mn pop	Critical care beds/1M pop	Tot Active Cases/Critical care beds	Mortality rate	Total/Test	Tot Active Cases/1M pop
USA	954,887	21309	347	0.12	5.77%	14.38%	2,884.7
Spain	91,062	28898	97	0.06	10.24%	18.38%	1,523.8
Italy	67,246	36244	125	0.08	13.72%	9.67%	1,653.5
Germany	73,272	30400	292	0.12	15.08%	6.52%	2,378.7
France	151,083	11101	116	0.08	14.87%	23.39%	1,423.0
Iran	17,527	6052			6.36%	19.40%	154.6
UK	226,432	13925	66	0.03	15.08%	20.16%	2,378.7
Belgium	45	31198	159	0.06	15.76%	0.02%	2,585.4
Austria	664	30986	218	1.15	3.84%	5.60%	189.3
S. Korea	150	12365	106	4.28	2.35%	1.71%	24.7
Norway	2,310	33624	80	0.06	2.71%	4.34%	1,412.6
Japan	5,892	1459	73	0.89	3.55%	8.16%	82.0
India	9,991	758	23	0.98	3.37%	4.49%	23.4

# 欧洲原料药 (API) 主要包括抗生素、维生素、激素类等



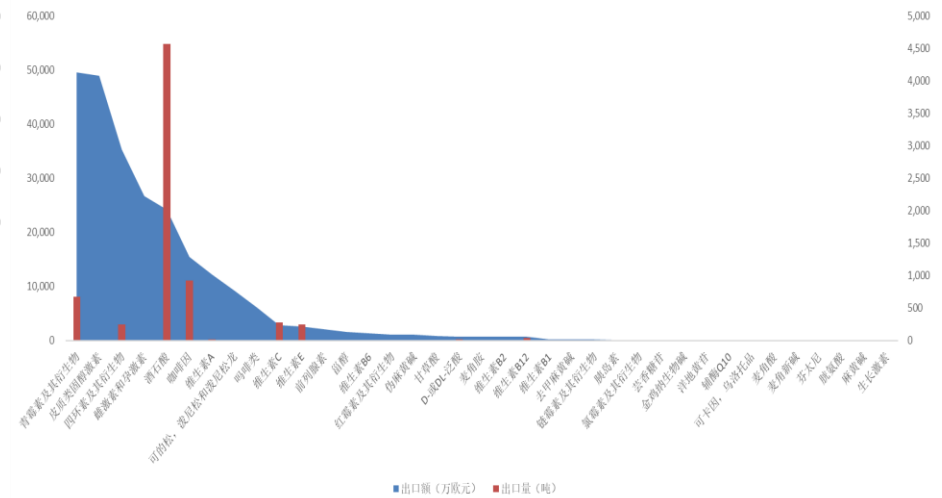
- 整个欧洲出口原料药体量较大品种包括：四环素及其衍生物、雌激素&孕激素、维生素E/A/C、皮质类固醇激素、青霉素及其衍生物、咖啡因等；
- 意大利出口原料药体量较大品种包括：青霉素及其衍生物、皮质类固醇激素、四环素及其衍生物、雌激素&孕激素、咖啡因、维生素A、可的松&泼尼松等。

欧洲出口原料药品种及数据 (单位: 百万欧元)



Source: 欧盟官方贸易数据, 国金证券研究所

意大利出口原料药品种及数据 (单位: 百万欧元)



Source: 欧盟官方贸易数据, 国金证券研究所

# 欧洲整体药品+API出口额及收益上市公司

欧洲出口原料药品种排序及涉及A股上市公司

- 相关欧洲出口体量较大原料药品种将供不应求，存在提价可能性，**A股相关公司受益：**
- 浙江医药（VA+VE）、新华制药（咖啡因+布洛芬解热镇痛等品种）、仙琚（皮质激素+雌激素孕激素）、普洛（青霉素类）、富祥（培南类）、海翔（培南类）、新诺威（咖啡因）

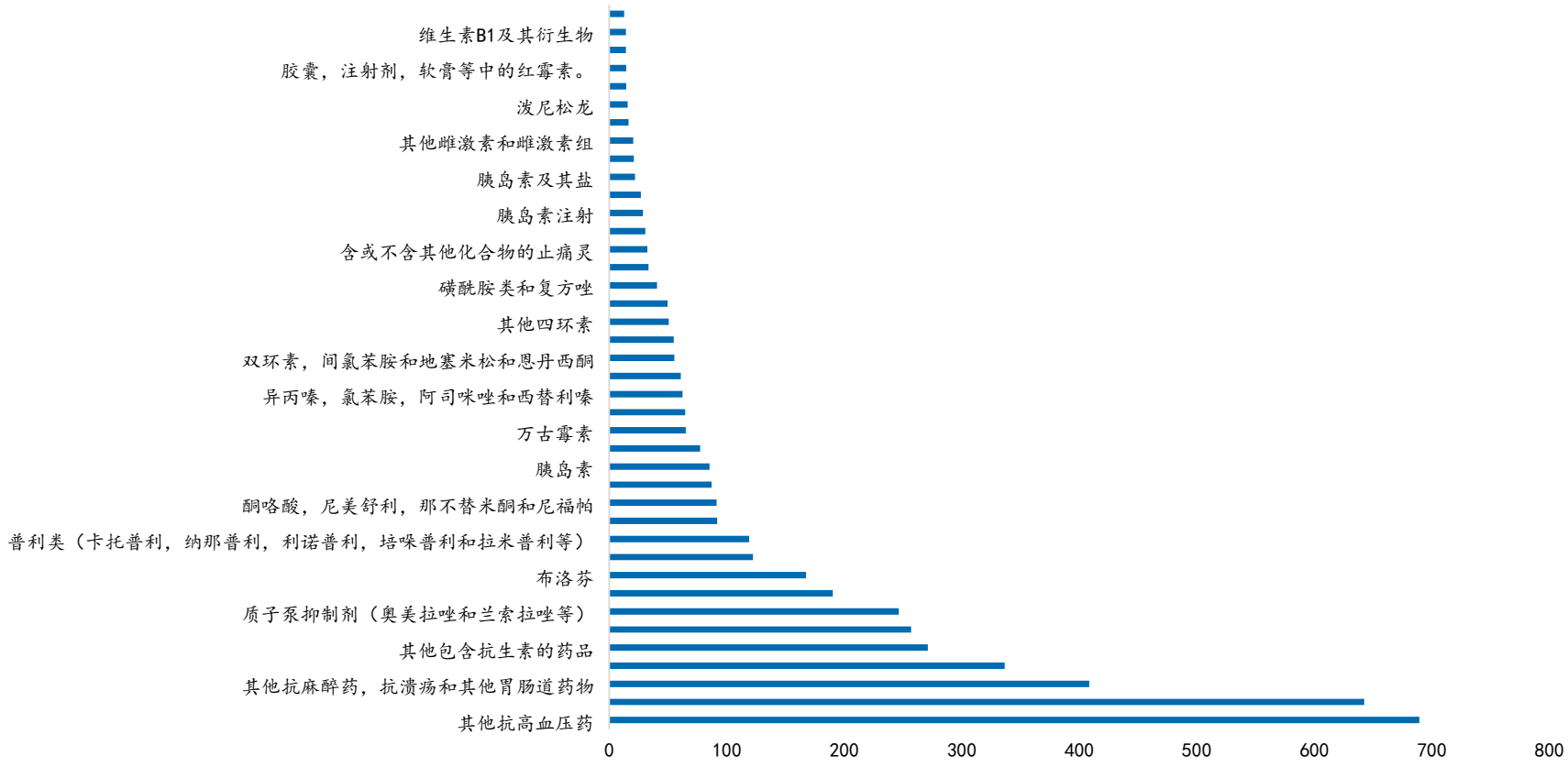
No.	名称	出口额 (万欧元)	出口量 (吨)	可能涉及的A股上市公司
1	四环素及其衍生物	257,911	2,388	华北制药、浙江医药、海正医药
2	雌激素和孕激素	254,456	857	仙琚制药
3	维生素E	248,199	27,752	浙江医药、新和成
4	维生素C	225,795	26,662	石药新诺威
5	皮质类固醇激素	211,962	75	仙琚制药
6	D-或DL-泛酸	207,548	8,931	
7	青霉素及其衍生物	203,388	5,619	富祥药业、昂利康、海翔药业、普洛药业、奥翔药业
8	维生素B2	184,770	4,325	广济药业
9	维生素A	181,682	2,146	浙江医药、新和成
10	维生素B1	150,764	3,256	
11	咖啡因	117,380	9,824	石药新诺威、新华制药、石四药
12	维生素B6	113,305	2,919	
13	吗啡类	112,909	254	人福医药
14	酒石酸	104,827	23,002	
15	维生素B12	99,126	1,089	华北制药
16	前列腺素	83,087	551	奥翔药业
17	甾醇	53,406	2,429	仙琚制药
18	可的松、泼尼松和泼尼松龙	40,136	49	仙琚制药
19	胰岛素	34,963	7	
20	芸香糖苷	31,518	17,344	
21	生长激素	31,308	4	
22	红霉素及其衍生物	27,497	228	
23	伪麻黄碱	24,336	489	普洛药业
24	链霉素及其衍生物	10,119	565	华北制药
25	辅酶Q10	8,224	10	浙江医药
26	甘草酸	7,545	88	
27	洋地黄苷	7,016	37	
28	金鸡纳生物碱	5,528	37	
29	氯霉素及其衍生物	4,022	35	
30	麦角胺	3,401	0	
31	麻黄碱	2,713	36	
32	麦角酸	2,705	4	
33	可卡因、乌洛托品	883	0	
34	麦角新碱	400	0	
35	去甲麻黄碱	256	2	
36	胱氨酸	5	0	
37	芬太尼	4	0	

Source: 欧盟官方贸易数据, 国金证券研究所

# 印度原料药 (API) : 抗高血压、中枢神经类、胃肠道类等

- 根据印度海关数据分析, 其中较大体量的品种包括抗高血压药物原料药、中枢神经药物原料药、胃肠道药物原料药、解热镇痛药原料药、抗生素及抗病毒药物原料药等。

印度原料药 (API) 2019 出口额 (Mn USD)



Source: 印度官方贸易数据, 国金证券研究所

# 印度整体药品+API出口额及收益上市公司

## ➤ 整个印度出口原料药体量较大品种包括：

- 抗高血压药物（普利类、沙坦类、洛尔类）；
- 中枢神经巴比妥类（苯巴比妥，甲巴比妥等）；
- 质子泵抑制剂（奥美拉唑、兰索拉唑等）；
- 布洛芬；
- 抗生素（青霉素、红霉素等）；
- 非甾体抗炎（昔康类、酮洛酸等）；

## ➤ 可能涉及的上市公司：

- 抗高血压药物（华海药业、天宇股份、美诺华等）
- 布洛芬（新华制药等）
- 抗生素类（普洛药业等）

S.No.	Commodity	名称	%Share
	<b>India's Total Export</b>	印度的总出口	
<b>Total</b>	<b>PHARMACEUTICAL PRODUCTS</b>	<b>药品</b>	
1	OTHER MEDCNE PUT UP FOR RETAIL SALE N.E.S	其他零售的商品	39%
2	OTHER ANTIHYPERTENSIVE DRUGS	其他抗高血压药	5%
3	OTHER NONSTEROIDAL ANTIINFLAMATORY, ANALGESICS AND ANTIPIRYRATIC DRUGS	其他非甾体类抗炎药, 止痛药和抗炎药	4%
4	OTHER ANTICANCER DRUGS	其他抗癌药	4%
5	OTHER ANTINISTANINICS ,ANTACIDS,ANTIULCER,ANTIEMITICS AND OTHER GASTOINTESTINAL DRUGS	其他抗麻醉药, 酸, 抗癌药, 抗肿瘤药和其他胃肠道药物	3%
6	PHENOBARBITONE,MEPHOBARBITONE,PRIMIDONE, PHENYTOIN,CARBAMAZPIN,ETHOSUCIMID, VALPORICACID ,DIAZEPA,LAMOTRIGIN,GAB	苯巴比妥, 甲氧巴比妥, 普利米酮, 苯妥英钠, 卡巴咪喹, 乙糖苷, 丙戊酸, 二氮杂, 拉莫三嗪	2%
7	OTHER MDCMNTS CNTNG PENCLLNS/DRVTVS THROF WITH A PENCLLNC ACID STRCTR/STRPTMYCNS OR THEIR DERVATIVS PUT UP FOR RETALE SA	其他含有链霉素及其衍生物的药物, 已配定剂量或制成零售包装	2%
8	OTHR MEDICAMENT CONTAINING OTHR ANTIBIOTICAND PUT UP FOR RETAIL SALE	其他包含抗生素的药物, 用于零售	2%
9	OTHER CEPHALOSPORINS AND THEIR DERIVATIVES	其他头孢菌素及其衍生物	2%
10	OMEPRAZOLE AND LANSOPRAZOLE	奥美拉唑和兰索拉唑	2%
11	OTHER MIXED VACCINE	其他混合疫苗	2%
12	OTHER ANTIPILEPTIC DRUGS	其他止痛药	2%
13	OTHER ANTHELMINTICS DRUGS;ANTIAMOEBIC AND OTHER ANTIPROTOZOAL/ANTIFUNGAL DRUGS	其他抗麻醉药;抗疟血药和其他抗原生动物/抗真菌药	1%
14	OTHER ANTIMALARIAL DRUGS	其他抗菌药物	1%
15	IBUPROFEN WITH OR WITHOUT PARACETAMOL OR OTHER COMPOUNDS	布洛芬	1%
16	AMOXYCYLLIN IN CAPSULES, INJECTIONS ETC.	阿莫西林在胶囊中, 注射等	1%
17	MIXED VACCINES FOR M.M.R.	多发性硬化症混合疫苗	1%
18	CONTRACEPTIVE BASED ON HORMONES	基于激素的避孕药	1%
19	MEDICAMENTS OF AYURVEDIC SYSTEM	阿育吠陀体系的药物	1%
20	OTHER MEDICAMENTS NOT PUT UP IN MEASURED DOSES OR IN PACKING	未以计量剂量或包装方式销售其他药物	1%

Source: 印度官方贸易数据, 国金证券研究所



- 审批加速：仿制药准入门槛降低，API+制剂一体化企业研发效率优势。
- 一致性评价：仿制药质量门槛提高，API重要性提高。
- 带量采购：竞争格局差的仿制药平均降价幅度达80-90%，仿制药销售门槛降低，市场准入效率提高，研发效率、供应链和成本成为核心竞争要素。
- 整体来看，在新一轮医药变革中，API企业的重要性和竞争力逐步提高，通过进入制剂领域或者和制剂企业联合等模式提高价值链话语权。API产业将由以前的价格驱动的“类周期”行业到未来以新产品、新技术和新订单获取的成长性行业。行业的盈利和估值有望同步提升，实现戴维斯双击。

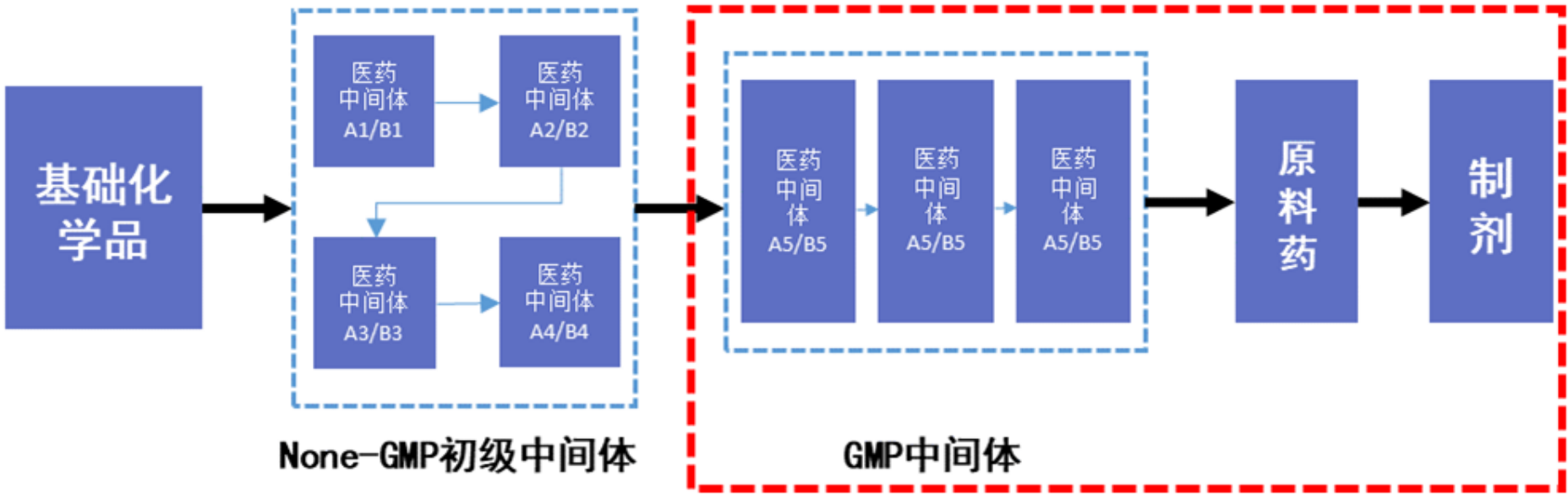


- 2015年以来，随着医改逐渐步入深水区，各医药行业政策密集发布。审批加速，带量采购等政策助力原料药发展及纵向拓展产业链。
- 医保局的成立带来了医药招采新趋势，“4+7”试点城市的25个药品平均降幅52%。后“4+7”试点城市扩面全国，再次大幅降价。例如，2018.12.6日恩替卡韦“4+7”试点城市集采时最低中标价约0.62元/片（降幅96%），2019.9.24日扩面全国集采时最低中标价约0.18元/片（在0.62元/片基础上再降70%）。

国办发文件，及时全面推开带量采购

时间	部门	文件	备注
2019年1月14日	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知	选择北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市，国家组织药品集中采购和使用试点，降低企业交易成本，净化流通环境，改善行业生态。 供应入围标准主要考虑企业的生产能力、供应稳定性等，能够确保供应试点地区采购量的企业可以入围。
2019年6月4日	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务的通知	-制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件（2019年9月底前完成）； -扎实推进国家组织药品集中采购和使用试点，加强对中标药品质量、试点地区公立医疗机构优先使用和药款结算、中标药品及原料药生产的监测，做好保证使用、确保质量、稳定供应、及时回款等工作。开展试点评估，认真总结试点经验，及时全面推开。

# 中国API未来：从API到CDMO，产业升级，稳定现金



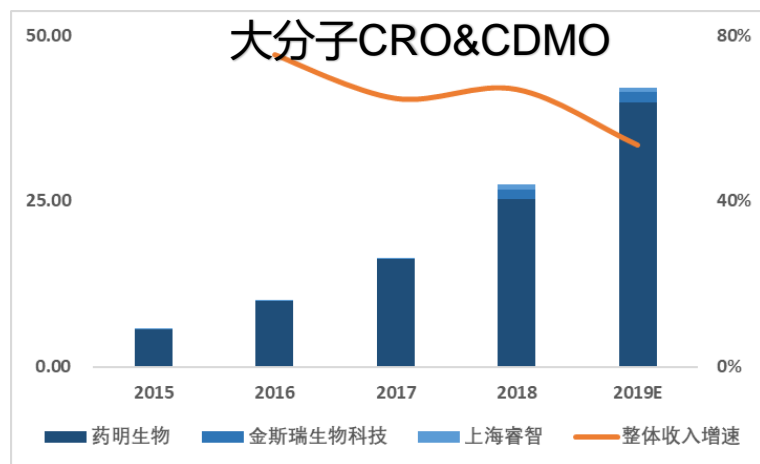
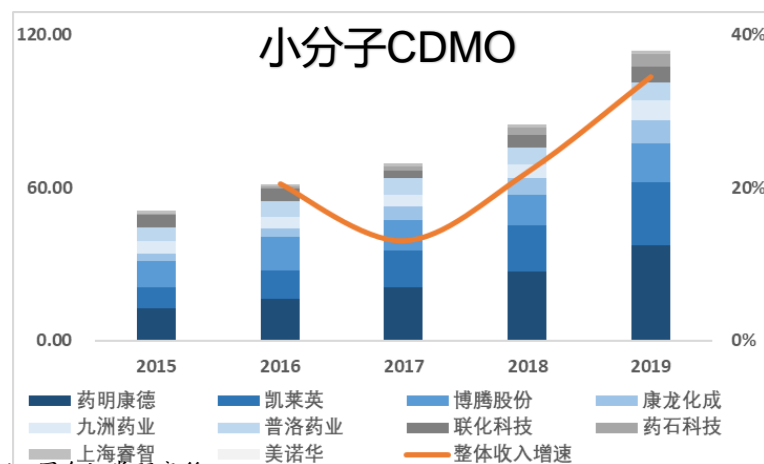
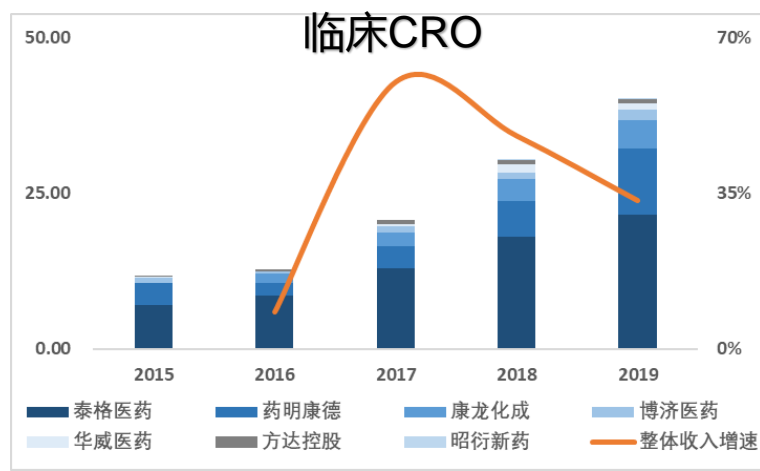
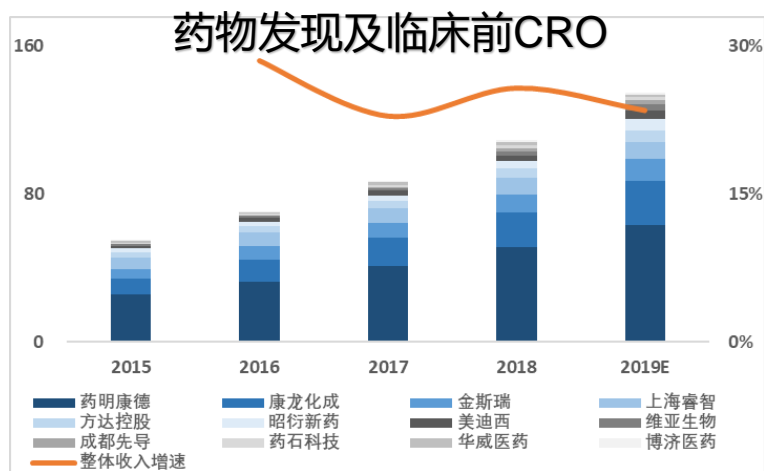
价值链切分      **0.5-1%**      **2-3%**      **4-6%**      **6-8%**

产业升级：价值链上3-5倍以上的提升空间！

# CDMO持续高景气，细分领域分化

## ➤ CXO产业链收入拆分及增速 (亿元, %)

- 整体高增长
- 细分领域有差异，CDMO持续高景气





# 目录

## CONTENTS

## 2. 内需消费：后疫情恢复，需求稳健

- 2.1 零售药店：稳健经营，集中度提升+处方外流
- 2.2 消费品属性：后疫情恢复，政策干扰少
- 2.3 相关公司

# 零售药店2019+2020Q1复盘

零售药店2019/2020Q1各项指标横向对比

类别	细分指标	益丰药房			老百姓			大参林			一心堂		
		2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
财务数据	营业收入 (亿元)	69.13	102.76	30.48	94.71	116.63	32.82	88.59	111.41	33.62	91.76	104.79	30.87
	收入yoy	43.79%	48.66%	23.43%	26.26%	23.14%	20.34%	19.38%	25.76%	30.39%	18.39%	14.20%	19.30%
	归母净利润 (亿元)	4.16	5.44	1.91	4.35	5.09	1.96	5.32	7.03	2.8	5.21	6.04	2.05
	归母利润yoy	32.83%	30.58%	29.68%	17.26%	17.01%	23.01%	11.92%	32.17%	52.28%	23.27%	15.90%	16.81%
	经营性现金流净额 (亿元)	5.11	9.63	2.95	9.13	10.33	2.01	8.74	17.08	3.21	6.36	9.83	3.01
	经营性现金流净额/净利润	1.16	1.58	1.37	1.81	1.68	0.88	1.66	2.45	1.13	1.22	1.63	1.47
	整体平效 (元/日/平方米)	61.05	59.43	61.95	53.00	60.00	61.00	85.06	85.97	89.25	46.30	44.34	
	ROE (摊薄, %)	10.26	12.06	4.05	14.28	14.59	5.32	17.5	16.57	5.91	12.88	13.14	4.27
	ROIC (%)	10.85	12	3.88	11.41	12.11	4.02	15.74	17.33	5.88	11.1	12.39	3.95
	存货周转 (天)	95.25	93.65	90.19	88.66	85.97	87.67	125.44	105.21	94.14	115.19	109.11	93.8
应收账款周转 (天)	24.56	23.73	22.11	33.05	31.07	29.45	10.64	10.22	9.3	15.25	18.56	17.68	
应付票据周转 (天)	64.42	65.95	254.11	42.31	51.99	209.59	74.18	57.40	132.81	29.18	28.09	94.41	
应付账款周转 (天)	41.69	41.76	41.94	57.97	55.38	59.3	62.17	58.63	61.68	74.01	76.01	72.76	
医保店整体比例	74.96%	76.82%	78.72%	87.08%	89.47%	90.47%	77.78%	76.31%	74.98%	79.77%	83.32%	84.54%	
同店增长 (%)	8-10%	8-10%	8-9%	6-8%	7-8%	8-9%	7-8%	8-9%	13.00%	7-8%	7-8%	7-8%	
并购门店数量	959	381	31	413	243	34	266	498	3				
直营门店数量	3442	4366	4450	3289	3894	4115	3880	4756	4885	5758	6266	6402	
报告期内新增直营	1505	1020	108	919	709	242	895	892	147	953	718	136	
加盟店数量	169	386	419	575	1234	1323	13	54	76	-	-	-	
报告期内新增加盟	89	217	33	290	676	114	13	41	22	-	-	-	
关闭门店数量	42	96	24	64	104	21	72	70	18	132	86	24	
现有门店总数	3611	4752	4869	2889	3894	4115	3880	4756	4885	5758	6266	6402	
东部占比 (%)	41.04%	42.82%	43.19%	36.41%	32.15%	31.35%	5.70%	9.08%	9.03%	0.17%	0.14%	0.16%	
中部占比 (%)	45.22%	46.30%	45.18%	35.89%	31.61%	34.02%	10.15%	7.13%	7.08%	0.21%	0.26%	0.25%	
西部占比 (%)				2.77%	13.97%	13.32%				80.51%	80.24%	80.63%	
南部占比 (%)				10.35%	8.81%	8.46%	84.15%	80.21%	80.37%	13.36%	16.62%	13.11%	
北部占比 (%)	13.74%	11.74%	11.62%	14.57%	13.46%	12.86%		3.57%	3.52%	5.75%	5.92%	5.86%	
融资数据	融资额度 (亿元)	6.0		15.8		3.3		1.0			6.0		
	融资类型 (可转债、股权、债券等)	股权		可转债		可转债		可转债			可转债		
	股本 (亿股)	3.8	3.8	3.8	2.8	2.9	2.9	9.6	5.4	5.5	5.7	5.7	

Source: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 2020Q1受疫情影响较小, 内需属性较强, **收入增速、利润增速、ROE/ROIC、同店增速**均稳定提升;
- 外延并购仍是短期主旋律, 关注各家龙头药店融资额度变化;
- 政策压力常态化, 更加注重内需稳健属性, 以及互联网医疗带来的红利, **看好全国性龙头药房。**

# 消费属性2019+2020Q1复盘

医药消费细分行业2019+2020Q1业绩复盘

公司	市场	代码	股本 (亿股)	市值 (亿元)	2019归母增速 (%)	2020Q1归母增速 (%)	Q1期间涨跌幅 (%)	PE TTM	EPS		
									2020E	2021E	2022E
片仔癀	A股	600436.SH	6.0	846.2	20.25%	15.69%	13.13%	58.8	2.88	3.58	4.44
长春高新	A股	000661.SZ	2.0	1,205.8	76.36%	48.59%	22.60%	61.8	13.31	16.88	21.31
白云山	A股	600332.SH	16.3	502.4	-7.33%	-15.85%	-11.60%	16.9	2.36	2.79	3.00
云南白药	A股	000538.SZ	12.8	1,153.8	19.75%	-34.48%	-4.34%	25.0	3.51	3.94	4.41
东阿阿胶	A股	000423.SZ	6.5	202.7	-121.29%	-121.33%	-27.23%	-22.0	1.27	1.62	2.00
欧普康视	A股	300595.SZ	4.0	266.5	41.92%	-24.81%	16.71%	90.5	0.93	1.25	1.72
华熙生物	A股	688363.SH	4.8	455.3	38.16%	0.77%	-8.47%	77.6	1.58	2.10	2.70
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

公司	市场	代码	股本 (亿股)	市值 (亿元)	Q1毛利率提升 (%)	Q1净利率提升 (%)	Q1 ROE提升 (%)	2020 PE	PE		
									2020E	2021E	2022E
片仔癀	A股	600436.SH	6.0	846.2	1.94%	0.15%	-0.85%	48.2	48.7	39.2	31.6
长春高新	A股	000661.SZ	2.0	1,205.8	7.06%	5.53%	-0.26%	43.6	44.8	35.3	28.0
白云山	A股	600332.SH	16.3	502.4	-3.02%	-0.70%	-1.51%	13.1	13.1	11.1	10.3
云南白药	A股	000538.SZ	12.8	1,153.8	0.34%	4.46%	-0.85%	25.7	25.7	22.9	20.5
东阿阿胶	A股	000423.SZ	6.5	202.7	-33.35%	-49.42%	-4.27%	24.4	24.4	19.1	15.5
欧普康视	A股	300595.SZ	4.0	266.5	-0.32%	-8.03%	-1.99%	71.1	70.8	52.7	38.3
华熙生物	A股	688363.SH	4.8	455.3	-0.42%	-0.77%	-3.71%	60.9	60.0	45.2	35.1
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....

备注：部分盈利预测采用Wind一致预期。

Source: Wind

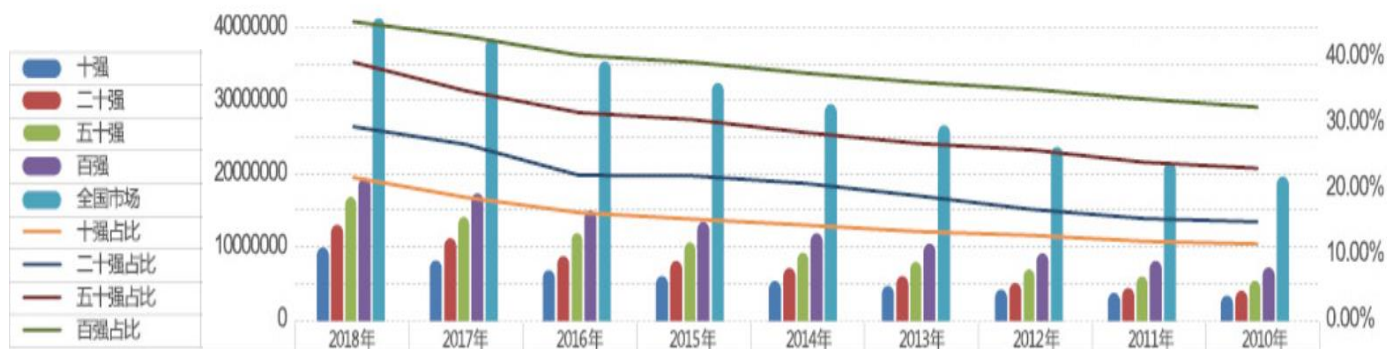
2020Q1年医药各子版块业绩增速及估值汇总

	收入增速 (%)	归母增速 (%)	毛利率 (%)	同比提升 (%)	净利率	同比提升 (%)	ROE (%)	同比提升 (%)	估值 (TTM PE)	估值 (2020 PE)	Q1涨跌幅 (%)	1-4月涨跌幅 (%)
化药	-13%	-16%	56%	-1%	9%	-3%	2%	-1%	50.49	37.93	3%	5%
中药	-13%	-33%	55%	-3%	8%	-6%	2%	-1%	49.33	23.11	-2%	-1%
生物药	-4%	2%	67%	1%	8%	-5%	2%	-1%	88.37	41.19	17%	26%
原料药	3%	21%	46%	0%	17%	3%	3%	0%	39.50	31.90	35%	33%
器械	8%	0%	54%	1%	13%	-3%	3%	0%	60.91	46.15	27%	38%
服务	-40%	-296%	-3%	-40%	-43%	-53%	-3%	-6%	65.93	63.20	-5%	3%
CXO	8%	10%	46%	-2%	15%	-10%	2%	-1%	95.52	65.27	17%	30%
药店	14%	16%	31%	-1%	6%	0%	4%	0%	36.69	31.01	15%	16%
药包	4%	16%	32%	-1%	17%	1%	3%	0%	43.04	38.53	7%	30%
流通	-7%	-4%	11%	0%	3%	0%	3%	0%	14.35	6.07	0%	2%
消费品种	-4%	-24%	54%	-4%	18%	-7%	4%	-2%	55.12	41.00	3%	13%

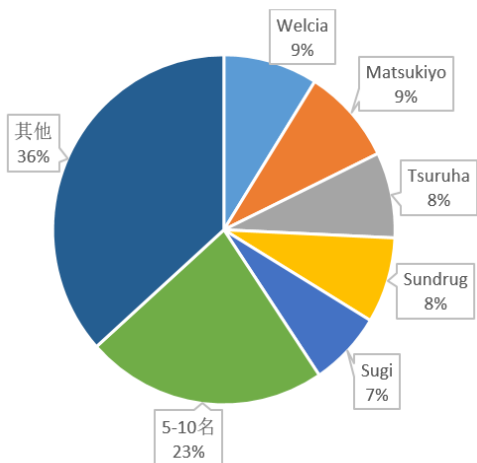
- 2020Q1受疫情影响，收入增速、利润增速、毛利/净利率等均财务指标均受影响；
- 2020Q1期间细分版块整体涨幅与3%，四月份涨幅突出，2020.1-4月份涨幅约13%，国内疫情4月份逐步结束，内需消费品种，后疫情边际改善；
- 不受医保政策影响，版块内部呈现分化，选择需求恢复显著，壁垒较强标的。

# 药店集中度仍有较大提升空间：国际比较

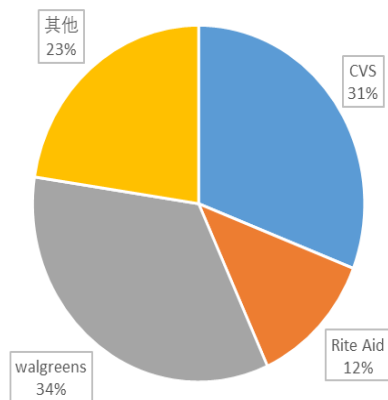
- 从十强、二十强、五十强、百强药店销售额（万元）及市场占比情况看，中国C10仅21.58%，而日本药妆店C10达到64%，美国C3即达到77%。



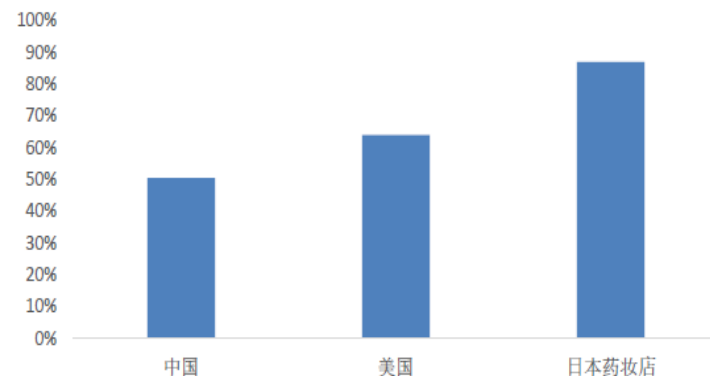
## 日本药妆店行业占比格局



## 美国零售药店行业占比格局



## 与日美相比，连锁率仍有提升空间





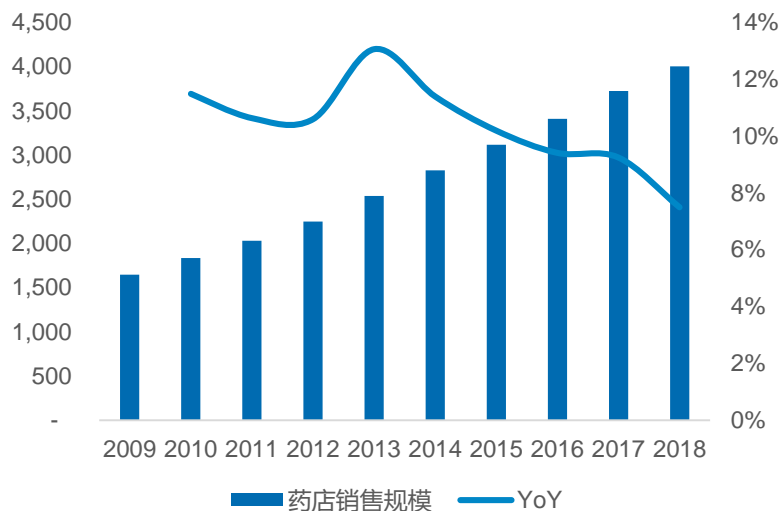
# 药店集中度有较大提升空间：并购市场边际好转

- 并购市场边际好转：如下图所示，近两年除了上市药房企业，一级资本亦大量开展药店并购，药店收购价格由原0.5-0.8倍PS上升至0.8-1.6倍。一级资本已于2018年年末暂停收购，进入整合阶段。并购市场冷却，有益于上市药房企业进一步扩张

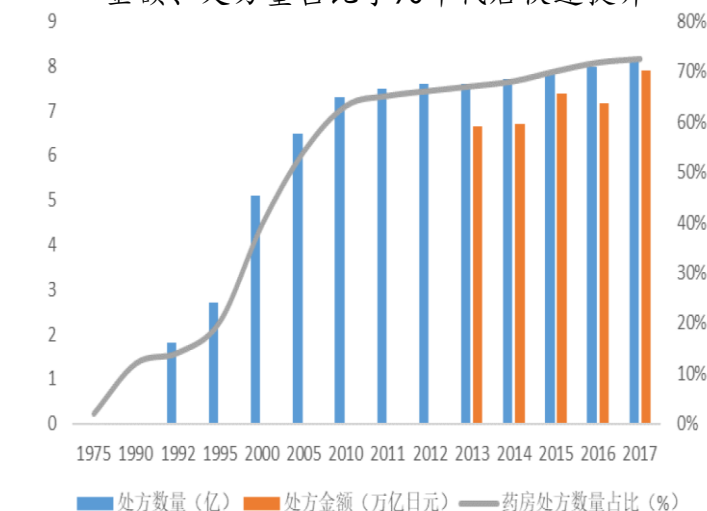
资本名称	投资标的	投资区域
高瓴资本（高济医疗）	章丘市健民医药、四川杏林医药、重庆万和药房、西安怡康医药、河南天伦医药、河南隆泰大药房、大连阳光大药房、汕头凯德药品连锁、河南同仁堂、济南鲁健、河南同和堂、河南百家好一生、四川蜀南医药、成都瑞康医药连锁、雅安高济和康药业、河北仁泰、河北狮城、宜兴天健、上海万芸、广西宝和堂、开心人大药房、上海万宁大药房、开封市百氏康医药连锁、成都高济兴福药房、黄骅市神农百草堂、河南美锐、四川高济海棠、南桐天天乐、晋江市宜又佳、清远百姓大药房、潮州市新千禧药业、福州振宝堂、清远市松鹤医药、惠州卫康药房、广东天天邦健、揭阳市新汇康医药、台山市人民大药房、湖北心连心药房、成都维特大药房、成都胡记华生大药房、成都华杏大药房、广西梧州百姓大药房、安徽广济大药房、广元芝心大药房、成都诚信康缘大药房、阜阳市第一大药房零售连锁、河南美锐大药房、天济大药房等	河北、河南、四川、重庆、山东、西安、广东等
华泰系资本	贵州一树、湖南怀仁、江苏百佳惠等	贵州、湖南、江苏
全亿健康(基石资本)	江苏恒泰、温州一正药房、廊坊百和一笑堂、南通济生堂、四川巴中怡和、成都芙蓉大药房等	浙江、江苏、河北、四川
阿里健康	贵州一树、漱玉平民、安徽华人	山东、贵州、安徽

# 药店：处方外流长期利好

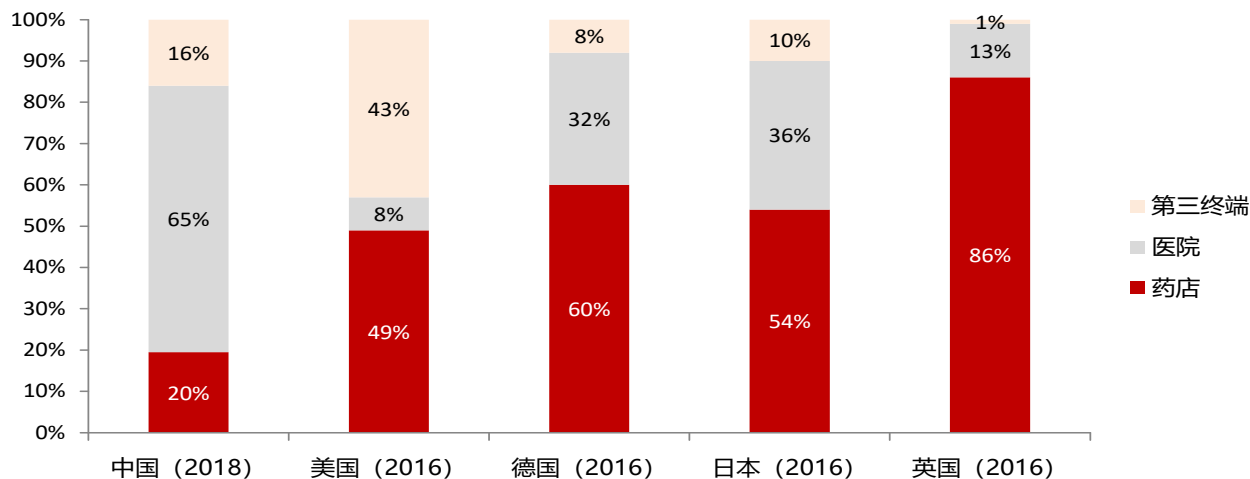
中国零售药店市场规模稳定增长（亿元）



日本实行处方外流后日本药房处方数量、处方金额、处方量占比于90年代后快速提升



中美日处方药销售渠道占比比较，中国零售药店渠道占比仍较低



## ■ 中小药店生存环境恶化

**规范化之：执业药师政策短期影响开店速度，中长期有助于头部连锁药店**

- 2019年315晚会曝光多家药店出现执业药师“挂证”行为，国家药监局迅速在全国范围部署开展为期6个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为集中整治。
- 在此整治下，由于全国执业药师数量与药店数量比值不足1，执业药师成本有所提升，对小型药店影响更大。
- 针对执业药师政策，短期四大药店上市公司采用鼓励内部考证+外部聘用缓解执业药师缺口；中长期，湖南、福建、陕西、重庆、云南、海南、黑龙江等多地已出台政策鼓励实施“远程审方”，从而提升处方药销售的合规性。

**规范化之：医保局打击欺诈骗保**

- 医保局成立以来，高度重视打击欺诈骗保工作，发布《欺诈骗取医疗保障基金行为举报奖励暂行办法》、《国家医疗保障局关于做好2019年医疗保障基金监管工作的通知》等文件，胡静林局长提出，“今年要将打击欺诈骗保作为医保工作头等大事……绝不让医保基金成为新的唐僧肉。”
- 《国家医疗保障局关于做好2019年医疗保障基金监管工作的通知》提出，“针对定点零售药店，重点查处聚敛盗刷社保卡、诱导参保人员购买化妆品、生活用品等行为”。
- 对于上市公司药店，其经营较为规范，故受政策影响较小；但部分经营不规范的小型医保定点药店受到冲击，被罚款乃至取消医保定点资格。

**上游供给侧改革推动渠道洗牌**



# 目录

## CONTENTS

### **3. 创新：行业高景气，创新药品+CXO**

- 3.1 创新药：龙头创新确定性，biotech个股机会
- 3.2 CXO：高景气，整体收入高增长
- 3.3 相关公司

创新药2019+2020Q1复盘								
分类	公司	市场	代码	2019A归母增速 (%)	20Q1归母增速 (%)	EPS		
						2020E	2021E	2022E
第一类 Big Pharma	恒瑞医药	A股	600276.SH	31.05%	10.30%	1.55	2.00	2.56
	翰森制药	H股	3692.HK	34.35%	n.a.	0.52	0.66	0.72
	中国生物制药	H股	1177.HK	10.20%	n.a.	0.27	0.33	0.38
	石药集团	H股	1093.HK	20.56%	n.a.	0.73	0.87	1.04
	复星医药	A+H股	600196.SH	22.66%	-18.97%	1.39	1.67	1.96
第二类 投入研发并在个别领域 证明	丽珠集团	A+H股	000513.SZ	20.39%	1.68%	1.65	1.95	2.29
	康弘药业	A股	002773.SZ	3.35%	-16.30%	0.98	1.19	1.47
	贝达药业	A股	300558.SZ	38.37%	152.36%	0.79	1.05	1.43
	三生制药	H股	1530.HK	-23.76%	n.a.	0.55	0.61	0.68
	绿叶制药	H股	2186.HK	12.67%	n.a.	0.51	0.60	0.70
	东阳光药	H股	1558.HK	103.57%	9.30%	5.36	6.06	6.85
第三类 投入研发转型中	科伦药业	A股	002422.SZ	-22.68%	-93.48%	0.66	0.85	0.96
	天士力	A股	600535.SH	-35.19%	-34.21%	0.69	0.78	0.81
	安科生物	A股	300009.SZ	-52.71%	22.68%	0.40	0.52	0.63
	众生药业	A股	002317.SZ	-27.07%	-58.15%	0.44	0.55	0.56
	浙江医药	A股	600216.SH	-5.97%	11.64%	1.42	1.56	1.73
第四类 生物科技Biotech公司	百济神州	H+美股	6160.HK	-40.79%	0.00%	-0.93	-0.72	-0.55
	信达生物	H股	1801.HK	70.20%	n.a.	-0.93	-0.17	-0.92
	君实生物	H股	1877.HK	-3.84%	n.a.	-0.83	-0.60	-0.42
	基石药业	H股	2616.HK	-32.27%	n.a.	-1.48	-1.45	-1.43
	康希诺生物	H股	6185.HK	-13.37%	n.a.	-0.14	1.63	3.08
	微芯生物	科创	688321.SH	-37.68%	251.14%	0.15	0.21	0.29
	百奥泰	科创	688177.SH	27.27%	80.26%	-1.87	-1.91	-1.95
	康宁杰瑞	H股	9966.HK	-455.74%	n.a.	-0.49	-0.59	-0.70
	康方生物	H股	9926.HK	-135.68%	n.a.			
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	

备注：部分盈利预测采用Wind一致预期。

# 创新药2019+2020Q1复盘

创新药2019+2020Q1复盘

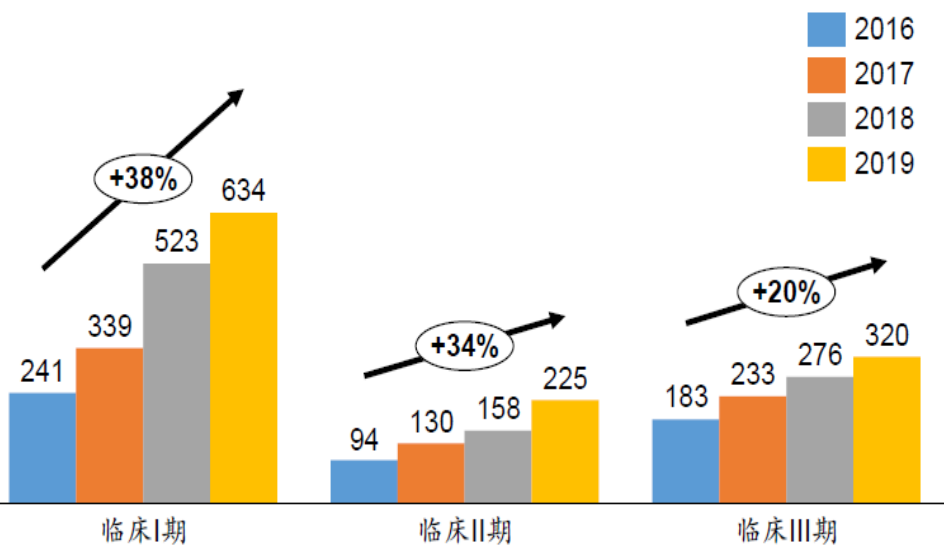
分类	公司	市场	代码	股本 (亿股)	2019研发 资本化+费用化 (亿人民币)	2019研发 费用化 (亿人民币)	2019研发 资本化率 (%)	PE		
								2020E	2021E	2022E
第一类 Big Pharma	恒瑞医药	A股	600276.SH	44.2	39.0	39.0	0%	60.0	46.6	36.3
	翰森制药	H股	3692.HK	59.2	11.2	11.2	0%	57.8	45.7	41.6
	中国生物制药	H股	1177.HK	125.9	26.5	24.0	10%	41.3	34.8	29.9
	石药集团	H股	1093.HK	62.4	20.0	0.0	100%	21.2	17.6	14.8
	复星医药	A+H股	600196.SH	25.6	34.6	20.4	41%	24.2	20.2	17.2
第二类 投入研发并在个别领域 证明	丽珠集团	A+H股	000513.SZ	9.4	7.3	7.3	100%	24.2	20.4	17.4
	康弘药业	A股	002773.SZ	8.8	7.9	2.9	64%	39.3	32.2	26.1
	贝达药业	A股	300558.SZ	4.0	6.7	3.3	52%	119.0	89.7	66.1
	三生制药	H股	1530.HK	25.4	5.3	5.3	0%	14.6	13.0	11.6
	绿叶制药	H股	2186.HK	32.6	5.8	5.8	0%	7.4	6.3	5.4
第三类 投入研发转型中	东阳光药	H股	1558.HK	4.4	2.2	1.6	26%	5.5	4.8	4.3
	科伦药业	A股	002422.SZ	14.4	13.5	12.9	5%	29.5	22.8	20.3
	天士力	A股	600535.SH	15.1	5.5	5.5	0%	20.4	17.9	17.4
	安科生物	A股	300009.SZ	10.5	2.5	1.2	52%	36.4	28.1	23.0
	众生药业	A股	002317.SZ	8.1	1.5	1.3	12%	26.7	21.4	20.9
第四类 生物科技Biotech公司	浙江医药	A股	600216.SH	9.7	4.5	4.5	0%	12.6	11.5	10.3
	百济神州	H+美股	6160.HK	10.1	9.3	9.3	0%	-104.4	-135.2	-175.0
	信达生物	H股	1801.HK	13.4	12.9	12.9	0%	-41.2	-229.7	-41.9
	君实生物	H股	1877.HK	7.8	9.5	9.5	0%	-45.1	-62.7	-89.0
	基石药业	H股	2616.HK	10.3	14.0	14.0	0%	-5.42	-5.51	-5.60
	康希诺生物	H股	6185.HK	2.2	1.5	1.5	0%	不适用	101.21	53.44
	微芯生物	科创	688321.SH	4.1	0.5	0.5	0%	319.8	234.3	171.6
	百奥泰	科创	688177.SH	4.1	6.4	6.4	0%	-24.1	-23.6	-23.1
	康宁杰瑞	H股	9966.HK	9.2	1.7	1.7	0%	-34.5	-28.9	-24.3
康方生物	H股	9926.HK	7.6	3.1	3.1	0%				
.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	

备注：部分盈利预测采用Wind一致预期。

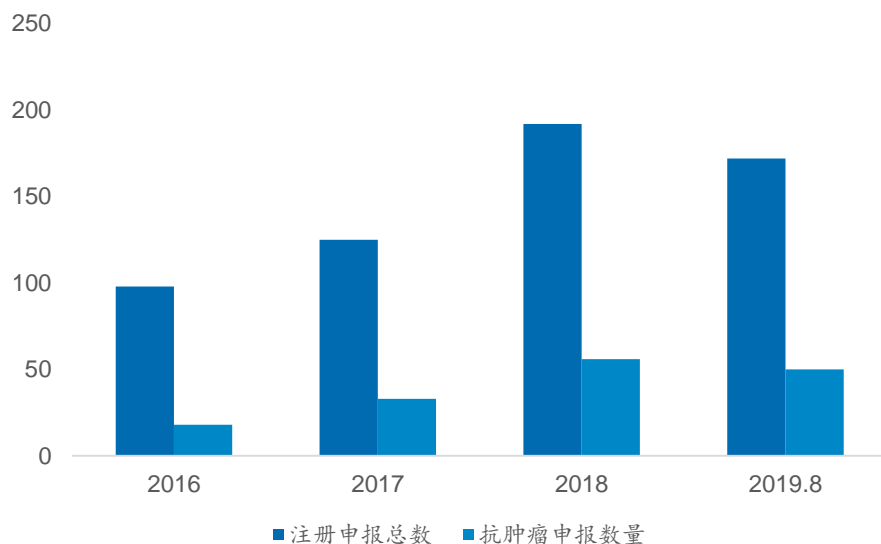
- 2020Q1受疫情影响，**龙头+biotech表现较好**，第二梯队及第三梯队由于主业仍未仿制药为主，受损较重；
- 研发投入：（1）金额体量进一步加大，龙头+biotech投入体量高于其他；（2）第二梯队、第三梯队资本化率偏高；
- 创新药医保谈判仍为企业核心驱动；国内me-better品种未来三年仍有较大空间作为；商业化兑现溢价。
- 龙头确定性、biotech创新属性较强。

2016-2019年中国创新药临床数量持续提升，尤其处于II-III期临床新药，2018年近千项新增创新药临床，储备丰富。另外，创新药申报生产NDA数量快速提升，2018年近200项创新药向CDE提交NDA上市申请，2019有望翻倍。

### 2016-2019中国新开临床数量统计



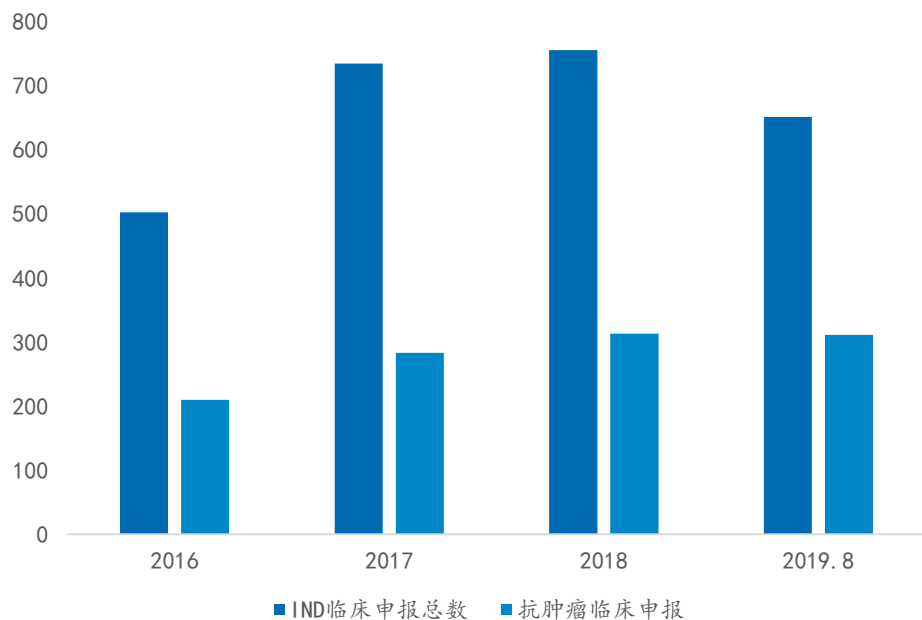
### 2016-2019.8月CDE NDA注册申报情况



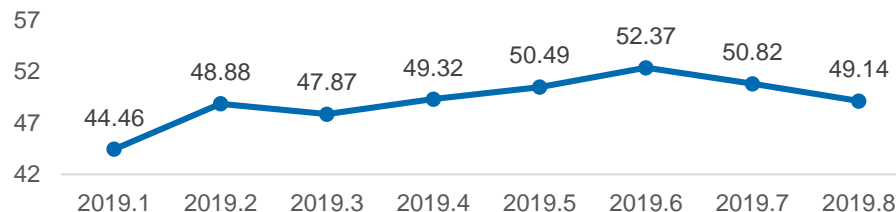
# 2018-2019年：新药兑现周期，CDE效率快速提升

2015年药审改革以来，历史积压CDE审评文件得以逐步改善。近年来临床IND数量持续提升，但IND平均审评时间由之前10-16个月降至50天，新药申报NDA的审评审批时间也从20个月以上降至10个月以下，CDE效率大幅提升。

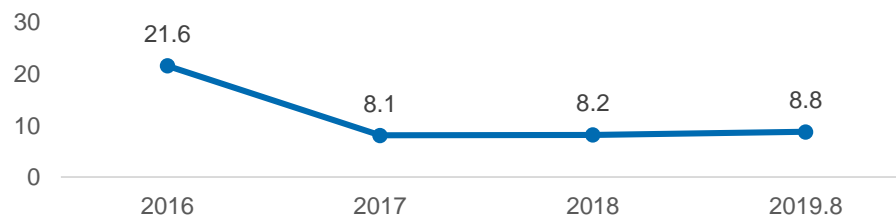
### 2016-2019.8月CDE IND临床注册申请数量



### 2019.1-2019.8月CDE IND审评时限（天）



### 2016-2019.8月CDE抗肿瘤NDA平均审评时限（月）





2016年、2017年分别由卫计委和人社部都进行了谈判，2018年谈判则由医保局接力继续。

**2019年，结果公布，入选97个品种，平均降幅约60%左右。**

时间	部门	名称	内容
2016年5月20日	卫计委	关于公布国家药品价格谈判结果的通知	公布了首批3个药品价格谈判结果。
2016年5月20日	卫计委等7部门	关于做好国家谈判药品集中采购的通知	实行集中挂网采购；完善配送结算服务（医疗机构从药品交货验收合格到付款的时间不得超过30天）；开展临床综合评价；完善医保支付范围管理办法，做好国家药品谈判试点与医保支付政策衔接。
2016年10月14日	卫计委	关于做好国家谈判药品和与新型农村合作医疗报销政策衔接的通知	做好衔接，2016年10月底前力争纳入新农合报销目录
2016年12月23日	卫计委	各地将谈判药品纳入各类医保合规费用范围的进展情况	已有23个省份将谈判药品纳入各类医保合规费用范围。
2017年7月19日	人社部	关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知	公布了36个药品价格谈判结果。
2018年10月10日	医保局	关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知	公布了17个药品价格谈判结果。



# 医保谈判日趋常态化，未来新药业绩新驱力

2018年10月医保谈判共17个品种纳入谈判目录，以上是该品种的销售数据更新，较多品种为2017-2018年获批，个别品种已提现医保的驱动力。

药品名称	企业名称	适应症	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
安罗替尼	正大天晴	非小细胞肺癌																	
培门冬酶注射液	恒瑞医药	儿童急性淋巴细胞白血病	22%	10%	13%	7%	11%	9%	16%	8%		27%	17%	18%	11%	15%	9%	19%	29%
尼洛替尼胶囊	Novartis	慢性髓性白血病	17%	-3%	9%	-2%	26%	23%	58%	-11%		20%	-14%	12%	0%	33%	31%	64%	51%
塞瑞替尼胶囊	Novartis	非小细胞肺癌																	
注射用醋酸奥曲肽微球	Novartis	胃肠道内分泌肿瘤	41%	15%	26%	18%	7%	7%	9%	14%		33%	21%	36%	25%	17%	10%	13%	54%
培唑帕尼片	Novartis	肾细胞癌、进展性软组织肉瘤																	
枸橼酸伊沙佐米胶囊	Takeda	多发性骨髓瘤																	
伊布替尼胶囊	Johnson & Johnson	淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、小淋巴								4487%									12628%
注射用阿扎胞苷	百济神州	骨髓增生异常综合征、慢性粒-单核细胞白																	
甲磺酸奥希替尼片	AstraZeneca	非小细胞肺癌						2097%	7%	225%							2077%	7%	958%
克唑替尼胶囊	Pfizer	变性淋巴瘤激酶阳性晚期、转移性非小细胞	154%	77%	4%	3%	-31%	-44%	5%	-14%		153%	76%	5%	3%	-31%	-44%	6%	167%
阿昔替尼片	Pfizer	肾细胞癌、进展性软组织肉瘤	1857%	1098%	155%	42%	-8%	-6%	8%	0%		1850%	1098%	155%	42%	-8%	-6%	8%	223%
苹果酸舒尼替尼胶囊	Pfizer	肾细胞癌、进展性软组织肉瘤	15%	10%	40%	6%	-19%	-7%	0%	-46%		20%	16%	48%	12%	-18%	-7%	4%	-48%
马来酸阿法替尼片	Boehringer-Ingelheim	非小细胞肺癌							27%	319%								27%	579%
瑞戈非尼片	Bayer	肝癌							1428%										1450%
西妥昔单抗注射液	Merck	结直肠癌	28%	3%	21%	12%	-11%	17%	21%	16%		33%	11%	32%	23%	-8%	21%	31%	177%
维莫非尼片	Bayer	黑色素瘤																	

# 医保谈判日趋常态化，未来新药业绩新驱力

新增70个药品名单						续约27个药品名单							
类型	公司	药品名称	规格	谈判前价格(元)	2019谈判价(元)	降幅	类型	公司	药品名称	规格	谈判前价格(元)	2019谈判价(元)	降幅
西药	吉利德	艾考恩丙替	每片含150mg艾考恩丙替, 150mg索比司他, 200mg恩曲他滨, 10mg丙酚替诺福韦	99.3	43.0	-56.71%	西药	百泰生物	尼妥珠单抗	10ml:50mg	1700.0	*	-
西药	默沙东	艾尔巴韦格拉瑞韦	50mg艾尔巴韦和100mg格拉瑞韦	712.9	*	-	西药	罗氏	贝伐珠单抗	4ml:0.1g/瓶	1934.3	*	-
西药	吉利德	来迪派韦索磷布韦	90mg来迪派韦和400mg索磷布韦	773.6	*	-	西药	罗氏	厄洛替尼	150mg/片	182.3	*	-
西药	吉利德	索磷布韦维帕他韦	每片含400mg索磷布韦和100mg维帕他韦	828.6	*	-	西药	先声	重组人血管内皮抑素	15mg/3ml/支	630.0	490.0	-22.22%
西药	吉利德	丙酚替诺福韦	25mg/片	无	18.0	-	西药	罗氏	曲妥珠单抗	0.44g	7270.2	*	-
西药	杰华生物	重组细胞因子基因衍生蛋白	10μg/瓶	575.0	325.0	-43.48%	西药	诺华	依维莫司	5mg/片	143.6	*	-
西药	罗氏	阿来替尼	150mg	223.1	*	-	西药	诺华	依维莫司	2.5mg/片	84.4	*	-
西药	和记黄埔	味峰替尼	5mg/粒	1024.8	378.0	-63.11%	西药	拜耳	索拉非尼	0.2g	203.0	*	-
西药	正大天晴	雷替曲塞	1mg/粒	287.2	94.5	-67.09%	西药	恒瑞	阿帕替尼	250mg/片	131.6	115.0	-12.61%
西药	阿斯利康	奥拉帕利	2mg/支	1505.0	669.0	-55.55%	西药	恒瑞	阿帕替尼	375mg/片	179.5	156.9	-12.61%
西药	恒瑞	吡咯替尼	80mg	254.3	*	-	西药	恒瑞	阿帕替尼	425mg/片	197.5	172.6	-12.59%
西药	恒瑞	吡咯替尼	160mg	355.7	*	-	西药	深圳微芯	西达本胺	5mg/片	385.0	343.0	-10.91%
西药	罗氏	帕妥珠单抗	420mg(14ml)/瓶	18800.0	*	-	西药	夏尔制药	吡咯替尼	500mg	14.7	*	-
西药	信达	信迪利单抗	10ml:100mg/瓶	7838.0	2843.0	-63.73%	西药	普洛菲	司维拉姆	800mg	8.1	*	-
西药	诺华	芦可替尼	5mg/片	131.9	*	-	西药	信立泰	阿利沙坦酯	80mg/片	3.0	2.6	-13.82%
西药	爱可赛隆	波生坦	125mg	无	*	-	西药	信立泰	阿利沙坦酯	240mg/片	7.1	6.1	-13.76%
西药	拜耳	利奥西呱	2.5mg	95.0	*	-	西药	海和诺德	重组人凝血因子VIIa	1mg(50KIU)/支	5780.0	*	-
西药	拜耳	利奥西呱	1mg	61.4	*	-	西药	阿斯利康	喹硫平	200mg/片	10.8	*	-
西药	拜耳	利奥西呱	0.5mg	36.2	*	-	西药	GSK	帕罗西汀	12.5mg/片	4.6	2.1	-54.90%
西药	爱可赛隆	马昔腾坦	10mg	无	*	-	西药	GSK	帕罗西汀	25mg/片	7.8	3.5	-54.87%
西药	爱可赛隆	司美替尼	无	无	*	-	西药	江苏豪森	吗啉硝唑氯化钠	0.5g:100ml/瓶	106.0	97.0	-8.49%
西药	强生	麦格司他	100mg	无	*	-	西药	耐沙东	泊沙康唑	40mg/ml 105ml/瓶	2800.0	*	-
西药	普洛菲	特立氟胺	14mg/片	421.0	*	-	西药	天士力	重组人尿激酶原	5mg/支	1020.0	508.0	-50.20%
西药	浙江医药	奈诺沙星	250mg/粒	30.0	16.2	-46.00%	西药	海和诺德	利拉鲁肽	3ml:18mg(预填充注射笔)	410.0	*	-
西药	强生	贝达喹啉	100mg	无	*	-	西药	成都海诺康	重组人胰岛素注射液	0.5mg/支	1013.0	445.0	-56.07%
西药	大家制药	德拉马尼	50mg	无	*	-	西药	康弘	康柏西普	0.2ml/支	5550.0	4160.0	-25.05%
西药	北京泰德	利多卡因	700mg/片	91.0	19.0	-79.12%	西药	诺华	替珠单抗	10mg/ml, 0.2ml/支	5700.0	*	-
西药	GSK	乌美溴敏维兰特罗	乌美溴敏62.5μg, 维兰特罗25μg)*30吸	640.0	219.0	-65.78%	中成药	江苏康缘	银杏二萜内酯葡萄糖注射液	5ml/支	316	93.7	-70.35%
西药	诺华	舒达特罗格隆溴铵	每粒含马来酸舒达特罗110μg(以C24H28N2O3计)和格隆溴铵50μg(以C19H28NO3计)*30	20.7	*	-	中成药	成都百裕	银杏内酯注射液	2ml/支	79	19.68	-75.09%
西药	诺华	奥马珠单抗	150mg	3599.0	*	-	中成药	吉林亚泰	参一胶囊	每粒含人参皂苷Rg3 10mg	6.65	6.18	-7.07%
西药	艾伯维	阿达木单抗	40mg/0.4ml预填充式注射笔, 40mg/0.4ml预填充式注射器, 40mg/0.8ml预填充式注射笔, 40mg/0.8ml预填充式注射器	7820	1290	-83.50%	中成药	天津普诺	注射用黄芪多糖	250mg/支	278	200	-28.06%
西药	辉瑞	托法替布	5mg/片	67.19	*	-	中成药	天长亿帆	复方黄芩片	0.27g/片	10.5	10.19	-2.95%
西药	强生	英夫利西单抗	100mg/支	6047.05	*	-							

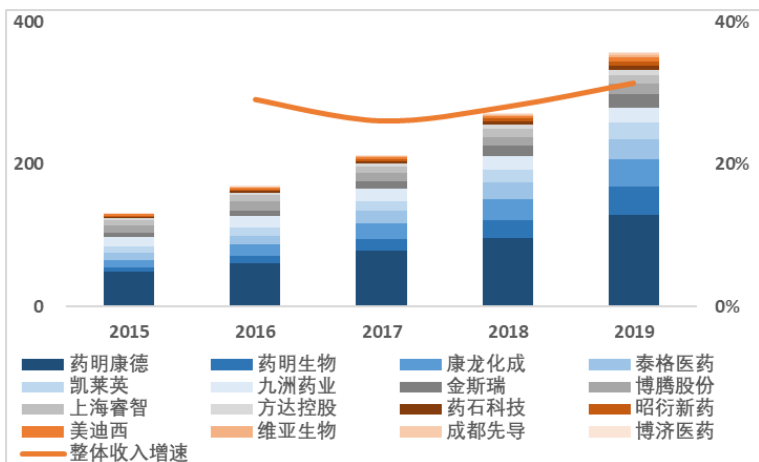
2019年11月份, 119个新增谈判药品谈成70个, 价格平均下降60.7%, 三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上, 肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右; 31个续约药品谈成27个, 价格平均下降26.4%。



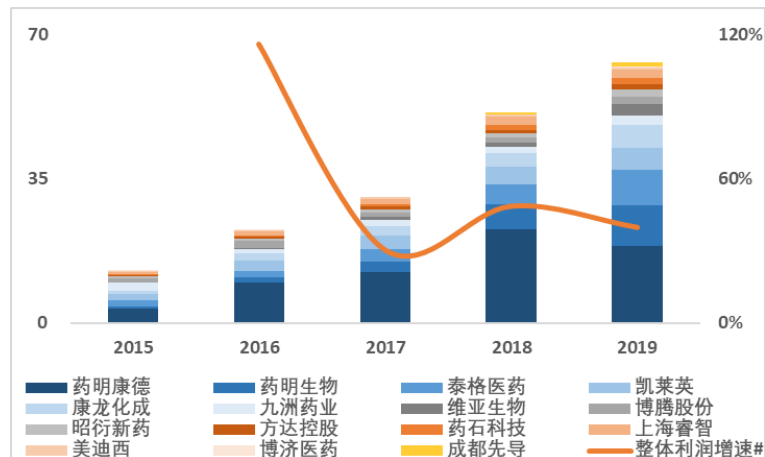
# CXO上市公司整体维度：高景气

- 收入保持高增长
- 盈利能力持续提升：利润保持高增长，净利率提升

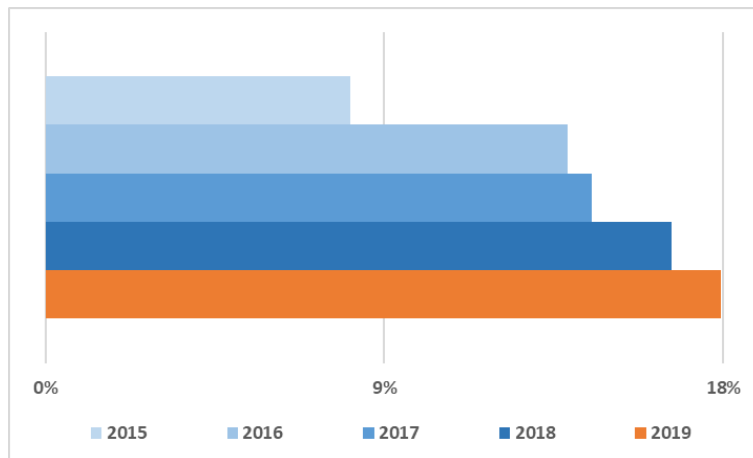
### 收入/亿元



### 净利润/亿元



### 主营业务净利率 (经调整)

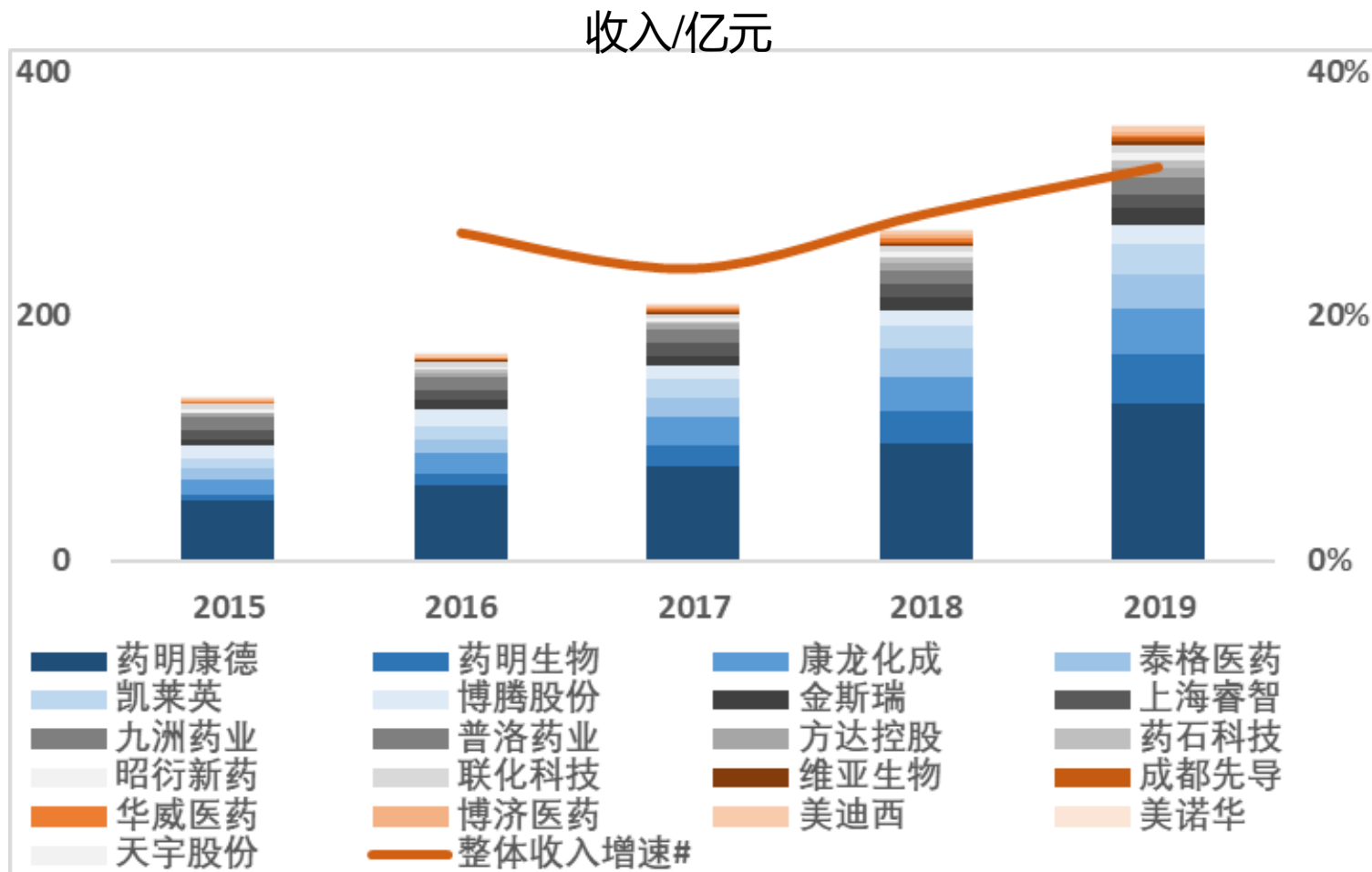




# CXO产业链分析：整体收入高增长

## ➤ CXO收入高增长

□ 剔除非CXO收入，扩大研究范围

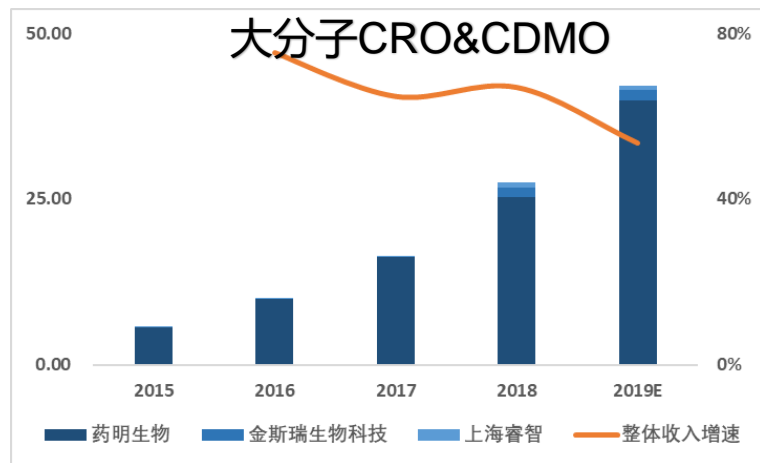
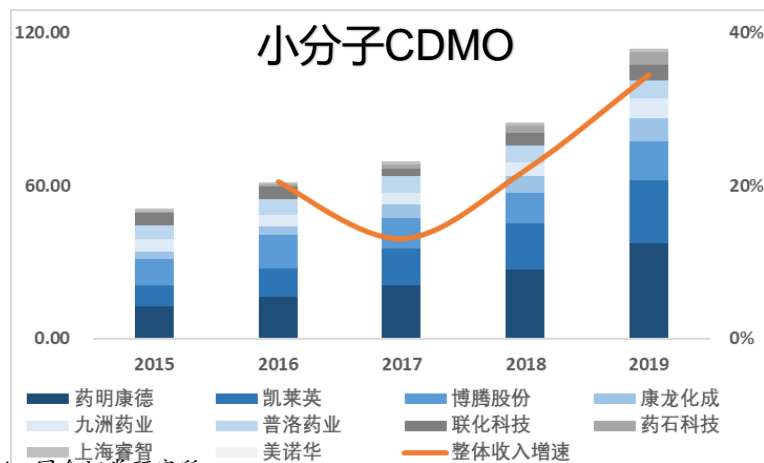
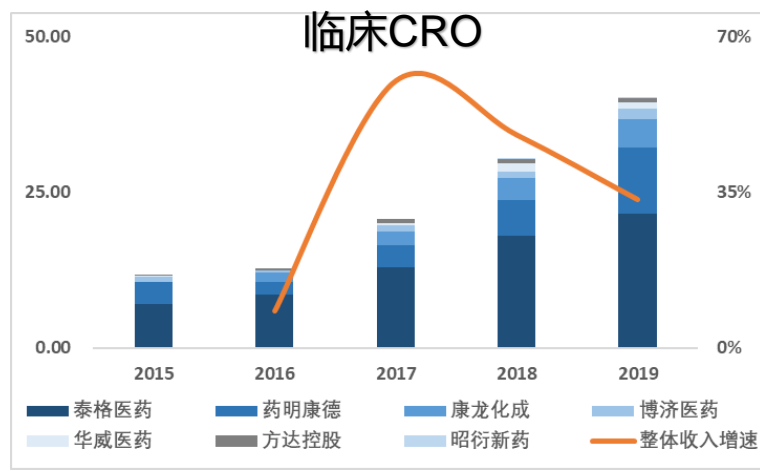
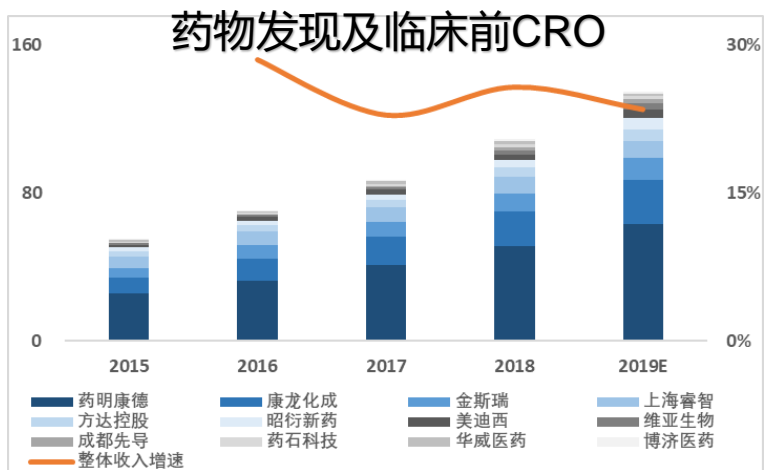




# CXO产业链板块拆分

## ➤ CXO产业链拆分

- 整体高增长
- 细分领域有差异，CDMO持续高景气



- 带量采购对于整体制剂行业的不确定性，存在风险；
- 海外疫情进展的不确定性，如果海外疫情（尤其印度）结束，对原料药行业存在风险；
- 创新药临床及报产审评审批进展存在不确定性，疫情影响可能导致进展低于预期风险；
- 国内后疫情时代消费内需品种需求恢复存在不确定性。



## 特别声明：

- 国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
- 本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。
- 客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
- 在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。此报告仅限于中国大陆使用。

上海  
电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京  
电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳  
电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD

# THANKS

May 6, 2020



**国金证券**  
SINOLINK SECURITIES

[www.gjzq.com.cn](http://www.gjzq.com.cn)