

证券研究报告：行业深度报告  
2020年9月3日

# 【100页PPT详解疫情影响下的海内外医药18大细分】

## 医药行业2020年中报总结



张金洋 分析师 执业证书编号: S0680519010001  
胡偌碧 分析师 执业证书编号: S0680519010003  
邓云龙 分析师 执业证书编号: S0680519100002  
应沁心 研究助理

缪牧一 分析师 执业证书编号: S0680519010004  
祁 瑞 分析师 执业证书编号: S0680519060003  
杨春雨 分析师 执业证书编号: S0680520080004  
殷一凡 分析师 执业证书编号: S0680520080007

# 核心结论

- **医药行业上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2020年上半年医药上市公司整体的收入增速为-2.91%、净利润增速7.24%、扣非净利润增速6.91%，**2020年上半年疫情影响之下收入端和扣非后的净利润端整体承压。**2020年Q1医药上市公司整体的收入增速为-7.26%、净利润增速-17.68%、扣非净利润增速-15.66%，但**Q2出现明显好转**，Q2收入增速恢复到3.05%，净利润增速高达31.87%，扣非净利润增速28.52%。我们认为**2020年上半年上市公司整体数据体现了如下特点：**1) 2019年在药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整等冲击之下，医药制造业上市公司利润增速承压，但是2020上半年在疫情影响之下，扣非净利润增速没有进一步放缓，体现医药的内需和刚需的韧性。2) **2020年Q2整体收入增速为3.05%**，但利润增速显著快于收入增速，我们认为是疫情之下公司对于费用有了明显的控制，销售费用率和期间费用率均有下降，净利润率提升幅度较大。3) 部分细分领域在疫情之下景气度依然较高，如药店、疫苗、创新服务商、创新器械、ICL、IVD等。
- **各子领域：**增速分化，景气度不同。由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出18个细分领域进行重点跟踪分析，2020年上半年从收入端看，在疫情环境下创新器械、创新疫苗、CDMO、CRO、ICL、药店、IVD和肝素8个细分领域仍然维持了较高景气度。从利润端看，ICL、药店、肝素在疫情之下反而实现了加速成长，与行业属性相关。专科连锁服务、眼科、血制品特色原料药、创新药和化药龙头属于2019上半年景气度较高，但疫情之下有受损的子领域，除血制品外其他子领域Q2均有不同程度的回暖。
- **统计局医药制造业数据：**2020年Q1医药制造业收入增速为-8.90%，利润总额增速为-15.70%，4月份开始数据出现拐点，上半年整体收入增速2.10%，利润增速-2.3%，Q2改善非常明显，体现医药行业在疫情之下的韧性。医保控费中的带量采购、辅助用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。
- **药品终端数据：**根据米内网数据，2019年全年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为17955亿元，同比增长4.81%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。
- **基金持仓情况：**2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为17.37%，环比提高2.68个百分点；其中医药主题基金的重仓医药持股占比为95.49%，环比提高2.02个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为14.59%，环比提高1.79个百分点；A股医药市值占比10.00%，环比提高1.72个百分点。**从公募基金重仓超配医药的绝对值来看，2020Q2延续了2020Q1大幅超配医药的趋势。**对于2020Q1大幅超配医药，我们之前分析是来自于“A股医药板块内需为主，外需为辅，内需中的刚需，外需结构性受益，在疫情之下具备相对确定性强的行业比较优势”，由于2020Q2全球疫情发展并未有明显拐点及变化，“行业比较优势在Q2-Q3有望持续”的逻辑在2020Q2再次验证。
- **海外企业情况：**18家海外龙头药企**2020H1平均收入增速为5.1%，净利润增速为4.4%，增长主要由Q1贡献；Q2疫情影响程度加剧，收入总体下滑（-0.3%）。**2020Q2，海外疫情愈演愈烈，门诊量以及手术量大缩水叠加第一季度患者过度囤药，导致龙头药企业绩普遍下滑，于4月触底；然而由于美国区强制提前复工，大部分企业观察到业绩于6月底开始回暖。
- **风险提示：**1) 控费政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

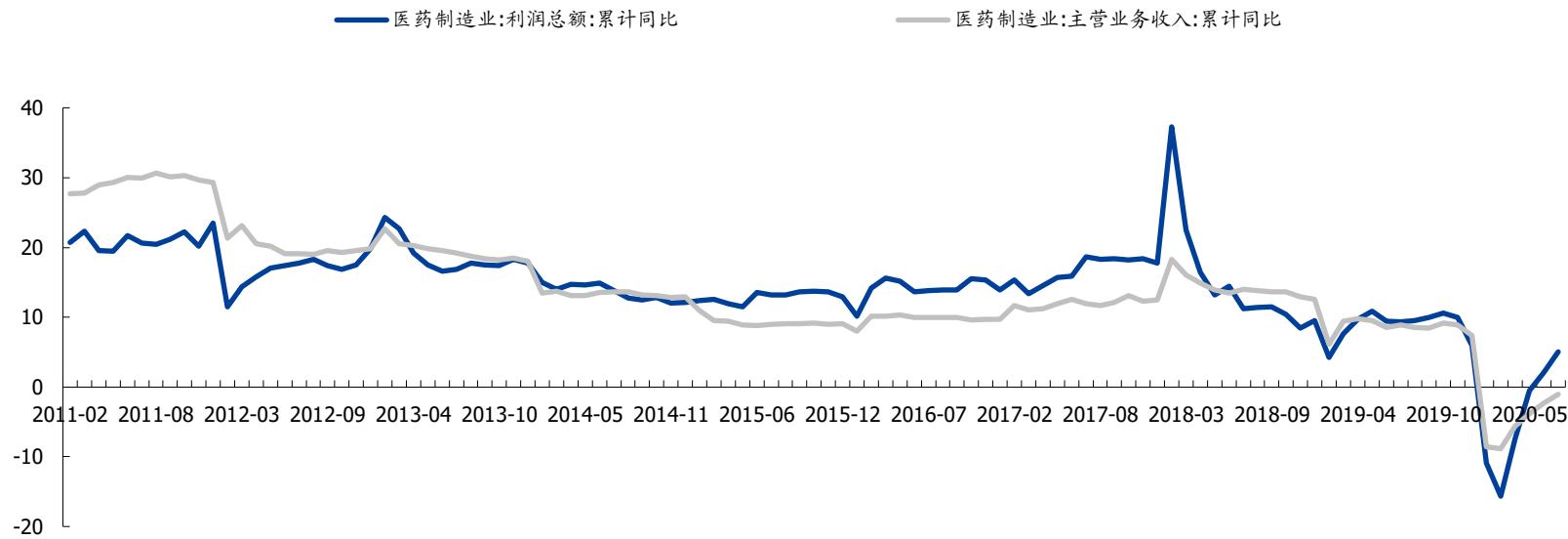
# 目录

- 行业整体情况：上半年疫情之下医药表现出内需且刚需的强韧性，Q2迅速回暖
- 18个细分领域详解：个股时代，百花齐放
- 海外龙头情况：Q1疫情恐慌促使大量囤货，Q2业绩回暖但需消化Q1囤货影响

# 行业数据：统计局医药制造业数据2020年Q1下滑，Q2改善明显

统计局医药制造业数据：2020年Q1医药制造业收入增速为-8.90%，利润总额增速为-15.70%，4月份开始数据出现拐点，上半年整体收入增速2.10%，利润增速-2.3%，Q2改善非常明显，体现医药行业在疫情之下的韧性。医保控费中的带量采购、辅助用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。

图表1：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2011-202007）



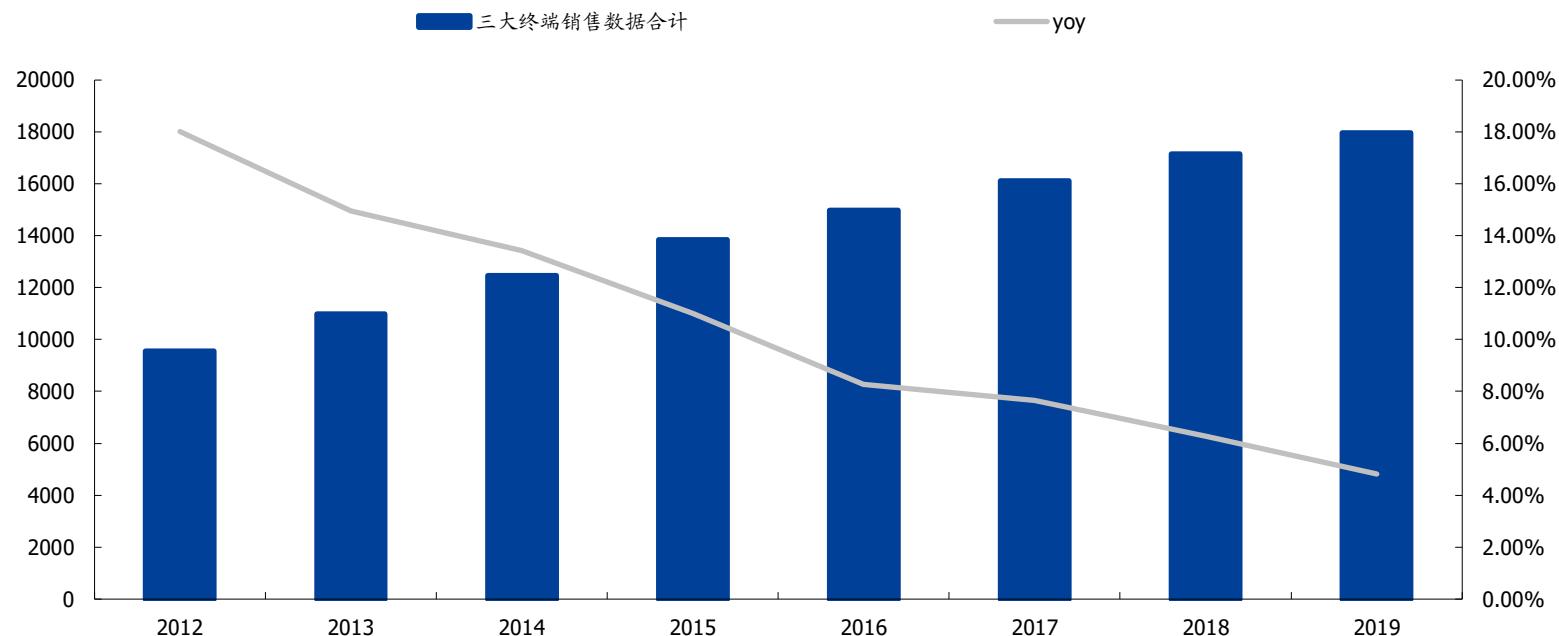
资料来源：wind, 国盛证券研究所, 注：单位 (%)

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业主营业务收入”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

# 行业数据：2019年药品终端数据收入增速放缓，终端数据对控费降价较为敏感

药品终端数据：根据米内网数据，2019年全年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为17955亿元，同比增长4.81%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。

图表2：医药行业第一终端、第二终端、第三终端的合计销售数据（2012-2019）



资料来源：米内网，国盛证券研究所，注：单位（亿元）

# 行业数据：上半年疫情之下医药表现出内需且刚需的强韧性，Q2回暖明显

**上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2020年上半年医药上市公司整体的收入增速为-2.91%、净利润增速7.24%、扣非净利润增速6.91%，**2020年上半年疫情影响之下收入端和扣非后的净利润端整体承压。**

2020年Q1医药上市公司整体的收入增速为-7.26%、净利润增速-17.68%、扣非净利润增速-15.66%，但**Q2出现明显好转**，Q2收入增速恢复到3.05%，净利润增速高达31.87%，扣非净利润增速28.52%。

我们认为**2020年上半年上市公司整体数据体现了如下特点：**

- 1) 2019年在药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整等冲击之下，整体上市公司利润增速承压，但是2020上半年在疫情影响之下，扣非净利润增速没有进一步放缓，体现医药的内需和刚需的韧性。**
- 2) 2020年Q2整体收入增速为3.05%，但利润增速显著快于收入增速，我们认为是疫情之下公司对于费用有了明显的控制，销售费用率和期间费用率均有下降，净利润率提升幅度较大。**
- 3) 部分细分领域在疫情之下景气度依然较高，如药店、疫苗、创新服务商、创新器械、ICL、IVD等。**

图表3：医药行业整体收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	15.34%	-2.01%	-7.26%	3.05%
净利润增速	6.32%	7.24%	-17.68%	31.87%
扣非后 净利润增速	5.92%	6.91%	-15.66%	28.52%

资料来源：*wind*, 国盛证券研究所

# 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

从各细分领域的情况来看：由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出18个细分领域进行重点跟踪分析，2020年上半年从收入端看，在疫情环境下创新器械、创新疫苗、CDMO、CRO、ICL、药店、IVD和肝素8个细分领域仍然维持了较高景气度。从利润端看，ICL、药店、肝素在疫情之下反相较去年同期而实现了加速成长，与行业属性相关。原料药收入端稳健，但利润端受益于疫情增长较快。专科连锁服务、眼科、血制品、创新药和化药龙头属于2019上半年景气度较高，但疫情之下有受损的子领域，除血制品外其他子领域Q2均有不同程度的回暖。

图表4：各细分领域收入增速

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
医药科技创新之创新药	20.15%	-1.78%	-5.87%	2.10%
医药科技创新之创新器械	26.32%	20.44%	9.76%	30.03%
医药科技创新之创新疫苗	80.81%	32.93%	4.01%	55.94%
医药科技创新之CDMO	17.31%	19.25%	5.92%	30.63%
医药科技创新之CRO	37.66%	21.13%	13.34%	27.90%
医药品牌连锁之专科连锁服务	25.32%	-12.40%	-30.48%	3.73%
医药品牌连锁之ICL	28.95%	21.58%	-9.87%	48.24%
医药品牌连锁之药店	32.20%	24.19%	23.32%	25.05%
医药健康消费之品牌中药消费	2.41%	-4.30%	-6.47%	-1.96%
医药健康消费之其他健康消费	51.08%	13.17%	-14.11%	36.51%
医药X之眼科	22.43%	-10.18%	-22.94%	1.18%
医药X之血制品	18.37%	1.36%	5.01%	-1.86%
医药X之流通龙头	20.24%	-1.26%	-3.81%	1.20%
医药X之特色原料药	19.57%	9.71%	4.28%	14.92%
医药X之特色专科药	11.67%	-0.85%	-5.67%	4.04%
医药X之化药龙头	20.12%	-0.45%	-3.76%	3.14%
医药X之IVD	26.86%	20.52%	7.58%	31.48%
医药X之肝素	22.79%	15.49%	13.42%	17.32%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表5：各细分领域扣非后净利润增速

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
医药科技创新之创新药	11.87%	2.53%	-7.48%	12.40%
医药科技创新之创新器械	29.18%	31.98%	10.86%	47.82%
医药科技创新之创新疫苗	50.13%	21.36%	-24.00%	57.59%
医药科技创新之CDMO	54.79%	40.97%	33.45%	45.23%
医药科技创新之CRO	24.94%	13.43%	-24.65%	47.01%
医药品牌连锁之专科连锁服务	36.34%	-20.36%	-99.34%	33.55%
医药品牌连锁之ICL	44.82%	158.30%	-58.35%	239.87%
医药品牌连锁之药店	28.01%	33.09%	28.92%	37.31%
医药健康消费之品牌中药消费	-13.72%	7.23%	-8.96%	34.24%
医药健康消费之其他健康消费	39.42%	13.71%	-26.18%	45.21%
医药X之眼科	29.19%	-10.31%	-61.44%	33.38%
医药X之血制品	14.89%	-0.97%	4.54%	-5.80%
医药X之流通龙头	16.44%	0.23%	-8.47%	7.12%
医药X之特色原料药	74.09%	32.94%	29.82%	35.39%
医药X之特色专科药	20.17%	8.30%	2.35%	13.67%
医药X之化药龙头	20.54%	8.63%	8.40%	8.89%
医药X之IVD	23.04%	15.17%	-10.81%	32.09%
医药X之肝素	1.89%	70.27%	71.36%	69.42%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

- **医药科技创新之A股创新药：**A股创新药企业以传统药企为主，Q1主要受到国内疫情影响，但整体好于行业平均增速。研发投入保持在较高水平所以期间费用率相较行业平均更高（比行业平均高10%）。当前创新研发型企业大品种陆续进入收获期，值得关注。
- **医药科技创新之创新器械：**器械行业在国内后疫情时代快速恢复，疫情相关器械产品出口仍保持高速增长，现阶段国内部分创新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出海逻辑带动龙头企业保持快速增长。
- **医药科技创新之创新疫苗：**疫情缓和后板块快速恢复，三重逻辑共振，未来向“三化”发展，关注各公司大产品布局以及新冠疫苗研发进展。
- **医药科技创新之CDMO：**上半年收入利润均快于行业平均，其中Q1受停工影响收入增速略低，Q2开始明显回暖，行业呈现持续高景气状态。未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势）。
- **医药科技创新之CRO：**上半年收入利润增速明显高于医药行业平均，Q1受疫情影响增速下滑，Q2环比改善明显，临床CRO部分（尤其医院端业务）受国内外疫情影响预计仍有持续，我们认为疫情阶段性影响不改长期产业逻辑，受益于国内医药创新浪潮与海外注册申报增加，国内CRO行业有望持续高景气，相关标的业绩高增长确定性强。
- **医药品牌连锁之专科连锁服务：**上半年收入利润增速下滑，国内疫情带来的门店延迟开张与服务项目延迟开展的冲击较大，Q2开始快速恢复；爱尔眼科7月数据改善明显，通策医疗6月份后医疗服务收入已恢复较高增速。我们认为，疫情更多为一过性影响，在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，品牌连锁医疗服务仍将长期持续高景气。
- **医药品牌连锁之ICL：**Q1受疫情影响业绩下滑明显，Q2受核酸检测拉动业绩快速爆发，同时常规业务也逐渐恢复，实验室扭亏数量大幅增加，未来ICL行业在多重因素共振下（渗透率/行业地位提升、新冠核酸检测持续提供业绩增量）将继续保持快速增长态势，头部企业领先优势明显。
- **医药品牌连锁之药店：**2020年上半年在疫情环境下呈现避风港属性，Q2由于保健品等品类在疫情后放量呈现加速增长的状态。未来尽管政策扰动相对较多，但药店板块仍然有望在行业集中度提高、处方外流两大逻辑加持下维持高速增长。

# 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

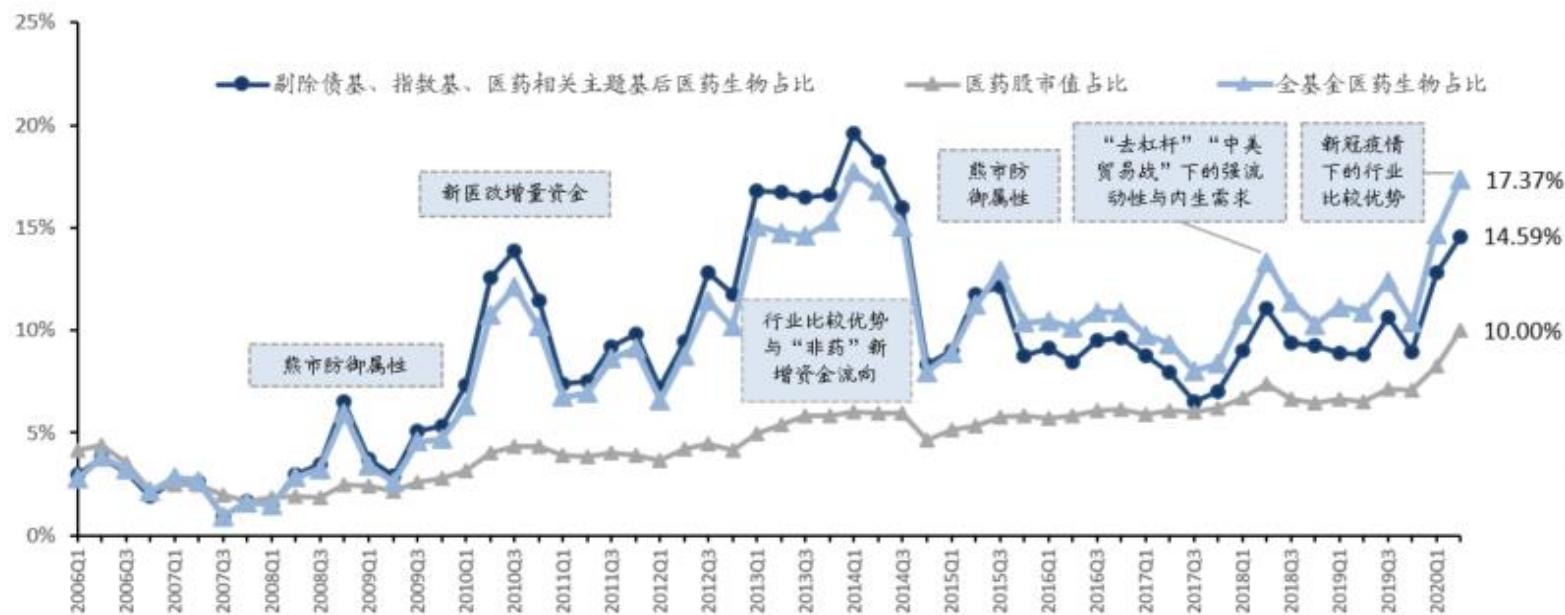
- **医药健康消费之品牌中药消费：** 中药品牌消费子领域上半年受疫情影响和经济下行双重压力，收入利润均出现下降，后续细分领域内的企业分化会继续加剧，如没有新增政策端扶持，板块短时间内难以看到整体复苏，但个股机会仍然存在。
- **医药健康消费之其他特色消费：** Q1受疫情影响短暂收入利润下滑后，Q2已恢复正常增速，韧性十足。紧抓生长激素、眼科改善型消费产品、脱敏制剂、透明质酸优质赛道龙头。
- **医药X之眼科：** 2020上半年在受到疫情巨大冲击下，Q2业绩迅速恢复45.9%的高速增长，体现黄金赛道魅力。眼病人口红利+医药消费升级+供给侧变革带来大单品将推动眼科赛道高景气成长；近视防治（含手术、药品和器械）、眼底血管病药物、干眼症药物、民营眼科医院将成为未来10年眼科最具增长潜力的细分领域。
- **医药X之血制品：** 短期业绩受疫情影响，中长期继续看好，关注后续量价变化，吨浆规模将是未来企业发展优势
- **医药X之流通龙头：** 由于疫情对医院客流量影响，流通行业上半年业务整体受到影响，Q2环比改善明显。后续关注带量采购常态化和利率变动对流通行业的影响。
- **医药X之特色原料药：** 在疫情中相对受益，整体业绩确定性较强，Q2环比明显提高，财务指标基本稳定，净利率提升，毛利率与期间费用率下降。未来特色原料药受益于供给侧出清、欧美产能转移、企业逐渐技术壁垒提高以及打通原料制剂一体化供应链等，企业议价能力及盈利水平将持续性提升。
- **医药X之特色专科药：** 特色专科药企业Q1主要受到国内疫情影响，Q2开始收入回暖。整体看特色专科药企业受疫情影响有限。特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- **医药X之化药龙头：** 龙头整体在疫情期间表现稳健，强者恒强，抵御风险能力显著强于其他、未来医药龙头企业将凭借不断布局研发管线以及成熟的销售体系等优势，未来将持续保持增长，龙头的创新转型对估值提升拉动较大。
- **医药X之IVD：** 新冠试剂在疫情期间迎来爆发，常规检测类产品不断恢复，国内IVD市场处于快速发展红利期，随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张，进口替代水平低/创新类IVD产品将持续放量，其中免疫诊断、分子诊断和POCT细分领域将保持快速增长。
- **医药X之肝素：** 疫情影响短期市场情绪及供需，长期看拥有原料制剂一体化优势和库存储备的全球化企业将持续受益。

# 基金持仓：2020Q2公募重仓医药持股占比提高，延续了2020Q1医药大幅超配

**医药大幅超配：**2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为17.37%，环比提高2.68个百分点；其中医药主题基金的重仓医药持股占比为95.49%，环比提高2.02个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为14.59%，环比提高1.79个百分点；A股医药市值占比10.00%，环比提高1.72个百分点。全基金与非医药主题主动基金重仓医药持股占比均创近5年新高，医药大幅超配。

我们判断：2020Q2相对于2020Q1，公募基金（尤其是非医药主动型基金）对于医药配置强度并没有明显的增加，2020Q2公募基金重仓医药持股比例提高主要受到2020Q2医药行情中A股医药市值整体提升的拉动，而A股医药市值整体提升更多来自于非公募基金（沪深股通等资金）对于医药配置强度的增加。

图表6：基金十五年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2020Q2）



资料来源：wind，国盛证券研究所

# 基金持仓：重仓股持有基金数环比减少，重仓股持股市值环比增加

- **重仓股持有基金数量有所减少：**重仓股持有基金数量排名前30标的中，2020Q2平均重仓基金数量128支，相较2020Q1的137.7支有所减少；前30标的中有12个标的基金持有数量环比增加，18个标的基金持有数量环比减少。
- **重仓股持股市值占总市值占比提高：**重仓股持股市值排名前30标的中，2020Q2平均持股市值69.1亿元，相较2020Q1的52.6亿元明显增加。前30标的中有17个标的持股市值的总市值占比环比增加，13个标的持股市值的总市值占比环比减少。
- **重仓股持股市值占总市值占比增幅最大的前五分别为人福医药（0.9%增至5.5%），华海药业（4.3%增至8.8%），迈克生物（2.8%增至6.3%），英科医疗（9.6%增至12.8%）、司太立（6.6%增至9.4%）**

图表7：生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）

生物医药板块重仓持有基金数、重仓持股市值及占股票总市值比重变化									
基金重仓持有基金数（只，前三十）					基金重仓持股市值（亿元，前三十）及占股票总市值比重变化				
代码	名称	2020Q2 持有基金数↓	2020Q1 持有基金数	20Q2相对20Q1 持有基金数变动	代码	名称	2020Q2重仓 持股市值占比总 市值比重	2020Q1重仓 持股市值占比总 市值比重	20Q2相对20Q1重仓持 股市值占比总市值比 重变动
600276.SH	恒瑞医药	650	814	-164	600276.SH	恒瑞医药	325.6	6.6%	7.2%
000661.SZ	长春高新	442	457	-15	000661.SZ	长春高新	300.5	17.1%	15.8%
300760.SZ	迈瑞医疗	360	416	-56	300760.SZ	迈瑞医疗	207.6	5.6%	6.3%
603259.SH	药明康德	321	253	68	603259.SH	药明康德	146.5	6.6%	4.8%
300122.SZ	智飞生物	204	149	55	300015.SZ	爱尔眼科	122.1	7.0%	6.2%
300015.SZ	爱尔眼科	148	131	17	300601.SZ	康泰生物	115.5	10.6%	12.0%
300347.SZ	泰格医药	144	105	39	300347.SZ	泰格医药	69.6	9.1%	7.2%
300601.SZ	康泰生物	130	181	-51	300122.SZ	智飞生物	66.9	4.2%	3.5%
600529.SH	山东药玻	113	81	32	600763.SH	通策医疗	57.0	10.7%	11.2%
002007.SZ	华兰生物	112	132	-20	300529.SZ	健帆生物	56.8	10.3%	11.1%
300558.SZ	贝达药业	110	41	69	300142.SZ	沃森生物	51.9	6.4%	4.6%
300142.SZ	沃森生物	98	58	40	002007.SZ	华兰生物	51.1	5.6%	10.1%
600521.SH	华海药业	87	66	21	600529.SH	山东药玻	44.7	13.0%	17.6%
002821.SZ	凯莱英	84	98	-14	600521.SH	华海药业	43.5	8.8%	4.3%
300529.SZ	健帆生物	79	96	-17	002821.SZ	凯莱英	41.4	7.4%	8.9%
600763.SH	通策医疗	68	97	-29	300558.SZ	贝达药业	38.7	6.9%	6.0%
300003.SZ	乐普医疗	68	149	-81	300677.SZ	英科医疗	35.9	12.8%	9.6%
603233.SH	大参林	59	102	-43	600161.SH	天坛生物	31.8	6.7%	5.8%
600436.SH	片仔癀	55	75	-20	002044.SZ	美年健康	30.6	5.4%	7.3%
300595.SZ	欧普康视	53	36	17	603882.SH	金域医学	27.7	6.7%	11.4%
603883.SH	老百姓	51	53	-2	300676.SZ	华大基因	24.2	3.9%	2.5%
603882.SH	金域医学	50	53	-3	300003.SZ	乐普医疗	23.9	3.7%	8.8%
600161.SH	天坛生物	50	56	-6	300357.SZ	我武生物	22.1	6.8%	8.5%
002044.SZ	美年健康	47	45	2	300595.SZ	欧普康视	20.9	5.0%	4.2%
000513.SZ	丽珠集团	46	49	-3	300463.SZ	迈克生物	20.4	6.3%	2.8%
000538.SZ	云南白药	43	72	-29	600079.SH	人福医药	20.2	5.5%	0.9%
603456.SH	九洲药业	42	36	6	000739.SZ	普洛药业	20.1	7.3%	11.2%
603658.SH	安图生物	41	40	1	300759.SZ	康龙化成	19.6	2.5%	1.9%
603939.SH	益丰药房	41	52	-11	600436.SH	片仔癀	19.1	1.9%	1.9%
300482.SZ	万孚生物	40	42	-2	603520.SH	司太立	18.7	9.4%	6.6%

# 基金持仓：陆股通持股医药市值增加，关注海外资金流入流出

➤ 从整体来看，过去三个月陆股通在申万医药行业内持仓股市值增加710亿元，建议持续关注海外资金流入流出情况。陆股通持股市值增加的前5个标的分别是恒瑞医药(+95.70亿元)，药明康德(+77.24亿元)，泰格医药(+66.40亿元)，迈瑞医疗(+60.72亿元)，爱尔眼科(+31.79亿元)。陆股通持股市值占比增加的前5个标的分别是金域医学(+6.70%)，马应龙(+3.25%)，泰格医药(+3.22%)，江中药业(+3.04%)，昭衍新药(+2.83%)。

图表8：2020Q2陆股通持股市值/市值占比前十大公司情况

陆股通持股市值前十大公司					陆股通持股市值占比前十大公司				
排名	股票代码	股票名称	持股市值(亿元)	持股占比	排名	股票代码	股票名称	持股市值(亿元)	持股占比
1	600276.SH	恒瑞医药	558	11.4%	1	300347.SZ	泰格医药	137	18.0%
2	300760.SZ	迈瑞医疗	184	4.9%	2	300244.SZ	迪安诊断	28	12.8%
3	603259.SH	药明康德	165	12.1%	3	603939.SH	益丰药房	58	12.3%
4	300015.SZ	爱尔眼科	141	8.1%	4	603882.SH	金域医学	31	12.3%
5	300347.SZ	泰格医药	137	18.0%	5	603259.SH	药明康德	165	12.1%
6	000538.SZ	云南白药	94	7.9%	6	600276.SH	恒瑞医药	558	11.4%
7	002007.SZ	华兰生物	60	6.6%	7	300015.SZ	爱尔眼科	141	8.1%
8	603939.SH	益丰药房	58	12.3%	8	000538.SZ	云南白药	94	7.9%
9	300122.SZ	智飞生物	48	3.0%	9	000999.SZ	华润三九	22	7.6%
10	300142.SZ	沃森生物	48	5.9%	10	603233.SH	大参林	8	7.2%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：生物医药板块陆股通持股市值占比变动情况（2020Q2对比2020Q1）

陆股通持股市值占比增加前十大公司					陆股通持股市值占比下降前十大公司				
公司	持股市值(亿元)	持股占比	持股市值变动(亿元)	持股占比增加(前10)	公司	持股市值(亿元)	持股占比	持股市值变动(亿元)	持股占比下降(前10)
金域医学	31	12.3%	22	6.7%	国药股份	6.0	2.7%	2.1	-2.3%
马应龙	5	4.6%	4	3.3%	一心堂	9.0	4.3%	-0.3	-2.1%
泰格医药	137	18.0%	66	3.2%	国药一致	5.2	3.1%	-2.5	-2.1%
江中药业	4	4.6%	3	3.0%	羚锐制药	3.1	5.9%	-0.4	-1.5%
昭衍新药	8	6.6%	6	2.8%	益丰药房	57.6	12.3%	10.9	-1.4%
迪安诊断	28	12.8%	13	2.7%	天士力	1.2	0.5%	-2.6	-1.3%
药明康德	165	12.1%	77	2.4%	九强生物	1.2	1.0%	-0.7	-1.2%
健康元	18	5.7%	10	2.3%	千红制药	0.1	0.1%	-0.6	-1.0%
通化东宝	25	7.0%	14	2.0%	长春高新	34.8	2.0%	2.2	-1.0%
新华医疗	2	3.7%	1	2.0%	爱尔眼科	141.4	8.1%	31.8	-0.9%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 目录

- 行业整体情况：上半年疫情之下医药表现出内需且刚需的强韧性，Q2迅速回暖
- 18个细分领域详解：个股时代，百花齐放
- 海外龙头情况：Q1疫情恐慌促使大量囤货，Q2业绩回暖但需消化Q1囤货影响

# 创新研发型药企：整体业绩稳健，抵御风险能力强，盈利能力相对较强

从A股创新药的7个标的来看，传统药企转型为主，整体比较稳健：

➤ **营业收入：**创新药子领域2019年收入增速较快，2020年上半年平均收入增速下滑1.78%，其中Q1下滑5.87%，Q2增长2.10%。因为A股创新药企业以传统药企为主，Q1主要受到国内疫情影响，但整体好于行业平均增速。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**创新药子领域上半年净利润增速3.84%，其中Q1下滑6.67%，Q2增长13.80%，Q2开始有明显回暖，扣非净利润增速也呈现相同趋势。其中海思科、科伦、康弘下滑，尤其科伦受影响较大，恒瑞、复星稳健，贝达和丽珠超预期。

➤ **财务指标：**创新药上半年综合毛利率67.98%，相较去年同期的68.99%略有下降，其中Q1毛利率67.48%，Q2毛利率68.42%，Q2毛利率略有回升。净利润率方面创新药子领域上半年为16.38%，相较去年同期的15.39%提升1.01pp。销售费用率整体呈现明显下降趋势，疫情期间学术推广有所减少。期间费用率也有所下降。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入比例提高，整体财务指标较为稳健。

**创新药子领域：**我们将恒瑞医药、丽珠集团、复星医药、科伦药业、康弘药业、贝达药业、海思科这7个标的作为创新研发型药企样本库

图表10：创新药子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	20.15%	-1.78%	-5.87%	2.10%
净利润增速	12.19%	3.84%	-6.67%	13.80%
扣非后 净利润增速	11.87%	2.53%	-7.48%	12.40%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表11：创新药子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	68.99%	67.98%	67.48%	68.42%
净利率	15.39%	16.38%	14.87%	17.69%
销售费用率	36.88%	31.81%	31.95%	31.68%
期间费用率	54.02%	51.98%	52.22%	51.77%
应收账款增速	5.19%	-7.62%	-4.70%	NA
经营性现金流/ 营业收入	14.18%	17.04%	12.25%	21.22%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 创新传统药企：2020中报横向对比梳理

图表12：创新传统药企横向对比（2020H1）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	科伦药业	康弘药业	复星医药	海思科
最新市值（亿元）	5,035	438	356	423	1,262	284
2020归母净利润预计（亿元）	64.59	17.4	7.78	7.45	36.04	5.72
2020归母净利润增速预计（%）	21.2%	33.6%	-17.1%	3.8%	8.5%	15.8%
PE(2020E)	78	25	46	57	35	50
营业收入（亿元）	113.09	50.95	72.31	13.93	140.28	14.51
增速（%）	12.8%	3.2%	-19.0%	-8.3%	-1.0%	-22.3%
归母净利润（亿元）	26.62	10.05	2.03	3.35	17.15	2.29
增速（%）	10.3%	36.0%	-72.1%	-1.7%	13.1%	-2.7%
扣非净利润（亿元）	25.62	8.35	1.37	2.93	13.04	1.19
增速（%）	11.9%	26.7%	-78.7%	-7.2%	11.7%	9.1%
毛利率（%）	87.9%	66.0%	53.9%	90.6%	55.7%	70.3%
净利润率（%）	23.5%	26.1%	2.9%	24.0%	13.6%	14.5%
研发支出合计（亿元）	18.63	3.06	7.69	4.37	12.04	3.04
研发支出收入占比（%）	16.5%	6.0%	10.6%	31.3%	8.6%	20.9%
员工总数（人）（人）	24431	8020	20242	4201	30925	3552
中报业绩表现	整体符合预期	收入符合预期，业绩超预期	收入利润下滑低于预期	符合预期	符合预期	符合预期
已上市创新药品种	艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼、PD-1、瑞马唑仑	艾普拉唑（片剂+针剂）	无	康柏西普	利妥昔单抗（生物类似物）	无

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，复星医药和海思科2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 创新传统药企：2020中报横向对比梳理

图表13：创新传统药企管线及研发横向对比（2020H1）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	科伦药业	康弘药业	复星医药	海思科
III期临床及申报上市品种	海曲泊帕乙醇胺片（上市申请）、氟唑帕利胶囊（上市申请）、贝伐珠单抗（上市申请）、SHR-1316 (PD-L1)注射液（III期）、SHR4640 (URAT1)片（III期）、SHR3680 (AR)片（III期）、恒格列净（III期）、瑞格列汀（III期）、SHR0302 (JAK1)片（III期）、SHR6390 (CDK4/6)片、法米替尼（III期）、伊立替康脂质体（5类新药-III期）	重组促性腺激素（申报上市）IL-6R (III期)	西妥昔单抗 (III期)	无	曲妥珠单抗（申报上市）、阿达木单抗（申报上市）、重组抗VEGF人源化单抗（III期）、马来酸阿伐曲泊帕片（III期）、Tenapanor片（III期）、	HSK3486 (申报上市)、HC1119 (III期)
公司研发描述	报告期内公司取得创新药制剂生产批件3个，仿制药制剂生产批件1个，取得创新药临床批件37个，取得3个品种的一致性评价批件，完成2种产品的一致性评价申报工作；向美国FDA递交了3个原料药、1个中间体、2个制剂的注册申请  常规制剂：在研项目共20项，其中已申报生产1项，取得临床通知书/临床批件项目2项；一致性评价：共19项，已申报项目5项；复杂制剂：在研项目共6项；原料药发酵研发中心：在研项目共9项；原料药合成研发中心：在研项目共11项；生物药在研项目共8项；诊断试剂化学发光平台10个项目、分子核酸平台3个项目在研、液相芯片多重平台自身免疫性肝炎7项在研、荧光层析平台3个项目在研。	截止2020年6月30日，13个创新药物品种（包括改良创新）进入临床阶段，开展18项临床研究，主要涉及恶性肿瘤、自身免疫、麻醉镇痛、精神神经等重大疾病领域。	KH906滴眼液目前正进行I期临床。1类生物新药KH903已进入临床II期。 KH901处于临床II期。新药KH110（五加益智颗粒）已进入临床II期。化学药方面，公司有多个产品处于临床研究阶段。	在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目248项，其中：小分子创新药17项、化学改良型新药2项、生物创新药21项、生物类似药21项、国际标准的仿制药117项、一致性评价项目46项、中药2项、累计引进项目22项（进口创新药9项，进口仿制药13项）	在制剂项目79个，其中仿制药59个，创新药13个，特殊医学用途配方食品6个，医疗器械1个；主要涉及4个治疗领域，消化道及代谢35个、神经系统8个、呼吸系统7个、心脑血管系统7个、其他领域22个。在报告期内，新临床申报项目1个，且已取得临床批件；另有新上市申报项目1个、新一致性评价申报项目1个。	

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，复星医药和海思科2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# Biotech企业：2020中报横向对比梳理

图表14: Biotech企业横向对比 (2020H1)

指标	贝达药业	君实生物	泽璟制药	百奥泰	微芯生物	特宝生物
最新市值 (亿元)	526	713	234	200	204	225
2020归母净利润预计 (亿元)	2.94	-6.51	-2.23	-	0.59	1.04
2020归母净利润增速 预计 (%)	27.4%	-	-	-	203.8%	61.8%
PE(2020E)	179	-	-	-	345	216
营业收入 (亿元)	9.52	5.75	0.00	0.49	1.11	3.60
增速 (%)	24.9%	85.9%	0.0%	0.0%	35.0%	12.8%
归母净利润 (亿元)	1.44	-6.00	-1.29	-2.44	0.29	0.47
增速 (%)	64.6%	-106.1%	62.3%	65.9%	64.0%	199.8%
扣非净利润 (亿元)	1.41	-6.06	-1.44	-2.56	0.16	0.44
增速 (%)	87.9%	-96.8%	-1.7%	30.5%	4.2%	105.8%
毛利率 (%)	92.9%	84.3%	-	86.2%	95.1%	88.2%
净利润率 (%)	14.8%	-104.3%	-	-499.7%	26.0%	13.0%
研发支出合计 (亿元)	3.72	7.09	1.29	2.45	0.59	0.34
研发支出收入占比 (%)	39.1%	123.3%	-	501.3%	53.4%	9.4%
员工总数 (人) (人)	1328	1421	304	716	446	810
中报业绩表现	收入利润超预期	符合预期	-	-	符合预期	符合预期
已上市创新药品种	埃克替尼	特瑞普利单抗	无	阿达木单抗	西达本胺	派格宾

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2020年8月31日收盘, 2020归母净利润贝达药业为国盛证券预期, 其余为wind一致预期)

# Biotech企业：2020中报横向对比梳理

图表15: Biotech企业横向对比 (2020H1)

指标	贝达药业	君实生物	泽璟制药	百奥泰	微芯生物	特宝生物
III期临床及申报上市品种	恩沙替尼（申报上市）、MIL60（申报上市）、CM082（III期）、D0316(III期)、	休美乐生物类似物(NDA受理)	多纳非尼（上市申请）、重组人凝血酶(III期)、	巴替非班（上市申请）、贝伐珠单抗（上市申请）、T托珠单抗(III期)、戈利木单抗(III期)、BAT8001(HER2 ADC-III期)、	西格列他钠（申报上市）、	Y型聚乙二醇重组人生长激素(II/III期)、Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子(III期)
公司研发描述	<p>目前公司在研产品30余项，研发管线日趋丰富，已经形成了每年都有创新药申请临床的良性发展态势。已进入临床研究的在研产品有10余项，主要涵盖肺癌、肾癌等恶性肿瘤治疗领域。</p> <p>截至报告期末，公司已公司的产品管线拥有12有21项在研产品，包括个主要在研药品的30项19个创新药，2个生物在研项目，其中5个在类似物，覆盖五大治疗研药品处于NDA、II/III领域，包括恶性肿瘤、期临床试验阶段、1个自身免疫系统疾病、慢处I/II期临床试验阶段性代谢类疾病、神经系段、1个处于IND阶段、统类疾病以及感染类疾5个处于临床前研发阶段。</p>	<p>截至目前，公司有1个产品获得上市批准，有23个主要在研产品，其中2个产品已经提交上市申请，3个产品处于III期临床研究阶段，2个产品处于II期临床试验阶段，5个产品处于I期临床研究阶段。上述25个在研项目涉及的候选药物均为新分子实体。</p>	<p>截至2020年6月30日，公司有1个产品获得上市批准，有23个主要在研产品，其中2个产品已经提交上市申请，3个产品处于III期临床研究阶段，2个产品处于II期临床试验阶段，5个产品处于I期临床研究阶段。上述25个在研项目涉及的候选药物均为新分子实体。</p>	<p>目前公司具有25个在研项目储备，其中1项已完成III期临床试验，申</p>	<p>公司根据战略部署稳步推进6个重点研发项目，其中：“Y型聚乙二醇重组人生长激素(YPEG-GH)”和“Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子(YPEG-G-CSF)”正开展III期临床研究；“Y型聚乙二醇重组人促红素(YPEG-EPO)”已获得II期临床试验通知书，即将召开临床启动会；“ACT50”和“ACT60”正开展药学和临床前研究。</p>	

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所

# 传统药企转型创新&Biotech企业：2019全年情况横向对比梳理

图表16：传统药企转型创新主要公司横向对比（2019A）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	科伦药业	康弘药业	复星医药	海思科
营业收入（亿元）	232.89	93.85	176.36	32.57	285.85	39.37
增速（%）	33.7%	5.9%	7.9%	11.7%	14.7%	14.9%
归母净利润（亿元）	53.28	13.03	9.38	7.18	33.22	4.94
增速（%）	31.1%	20.4%	-22.7%	3.3%	22.7%	48.2%
扣非净利润（亿元）	49.79	11.92	7.90	6.42	22.34	2.55
增速（%）	30.9%	25.8%	-29.1%	2.1%	6.9%	93.5%
毛利率（%）	87.5%	63.9%	60.2%	91.9%	59.6%	65.8%
净利润率（%）	22.9%	15.6%	5.8%	22.0%	13.1%	12.1%
研发支出合计（亿元）	38.96	8.28	13.51	7.88	34.63	5.26
研发人员（人）	3,442	729	3,165	485	2,147	590
研发支出收入占比（%）	16.7%	8.8%	7.7%	24.2%	12.1%	13.4%
员工总数（人）(人)	24431	9019	20242	4201	31370	3552

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

图表17：主要Biotech公司横向对比（2019A）

指标	贝达药业	君实生物	泽璟制药	百奥泰	微芯生物	特宝生物
营业收入（亿元）	15.54	7.75	0.00	0.01	1.74	7.30
增速（%）	26.9%	26375.5%	0.0%	0.0%	17.7%	62.8%
归母净利润（亿元）	2.31	-7.47	-4.62	-10.23	0.19	0.64
增速（%）	38.4%	-3.4%	-5.0%	-84.9%	-37.7%	301.8%
扣非净利润（亿元）	2.08	-7.76	-2.72	-6.86	0.14	0.86
增速（%）	50.1%	-9.9%	-80.3%	-22.2%	-23.1%	182.1%
毛利率（%）	93.2%	88.3%	0.0%	81.8%	95.8%	89.0%
净利润率（%）	14.5%	-96.5%	0.0%	-	11.2%	8.8%
研发支出合计（亿元）	6.75	9.46	1.84	6.37	0.78	0.65
研发人员（人）	466	415	134	243	106	135
研发支出收入占比（%）	43.4%	122.1%	-	-	45.0%	8.9%
员工总数（人）(人)	1328	1421	241	716	446	810

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

# 创新研发型药企发展与趋势：国产创新药陆续进入收获期

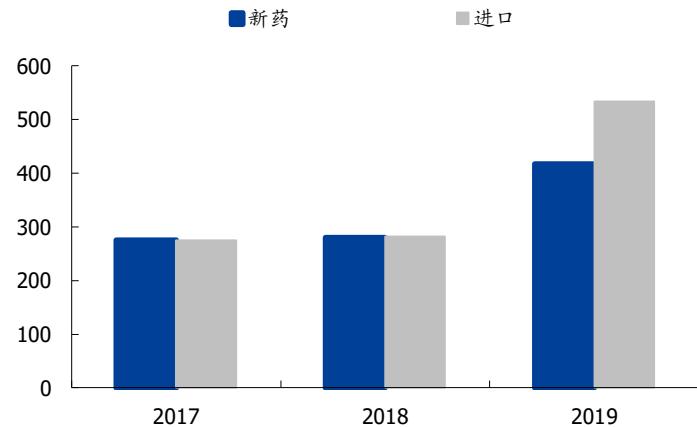
**国产创新药陆续进入收获期：**创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，2019H1-2020H1这一年来已有多款国产创新药获批上市，其中不乏重磅品种，且2019年国产新药和进口IND申报数量都显著增加，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内陆续获批上市。

图表18：2019H1-2020H1中国自主创新药获批情况



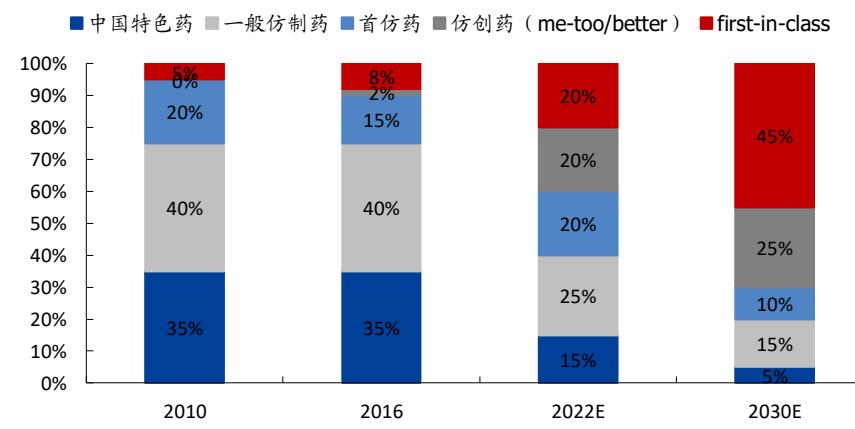
资料来源：NMPA，国盛证券研究所

图表19：我国新药临床IND申报情况（2017-2019）



资料来源：insight，国盛证券研究所，注：单位（件）

图表20：未来国内药品将以创新药为主



资料来源：华夏基石，国盛证券研究所

# 创新研发型药企发展与趋势：国产新药2020上半年成绩单，增长势头强劲

## 国产新药2020上半年成绩单 亮眼：

中国几家典型biotech的第一个产品已经上市或即将上市，从2020年上半年的情况来看，核心产品增长势头良好，盈利能力较好。Biotech正在向biopharma转变，首个产品的商业化能否成功至关重要，在渠道和销售方面，传统药企有较强的优势，但从现在的情况来看，biotech公司也并不逊色。后续应关注这些新获批国产新药医保谈判的情况。

图表21：代表国产新药NDA情况（2020年至今）

品种	靶点	适应症	公司	NDA承办时间
注射用纬迪西妥单抗	HER2-ADC	HER2阳性局部晚期或转移性胃癌	荣昌生物	2020/8/28
ACC007片	-	艾滋病	江苏艾迪	2020/7/25
杰诺单抗注射液	PD-1	实体瘤	嘉和生物	2020/7/22
帕米帕利胶囊	PARP1/2	卵巢癌	百济神州	2020/7/20
阿兹夫定片	-	艾滋病	协和药厂/真实生物	2020/7/9
海曲泊帕乙醇胺片	TPOR	血小板减少症	恒瑞医药	2020/7/4
重组人源抗狂犬病毒单抗注射液	-	狂犬病	华北制药	2020/7/4
瑞基仑赛注射液	CD19	复发难治性B细胞非霍奇金淋巴瘤	药明巨诺	2020/6/30
沃利替尼片	c-Met	非小细胞肺癌	合全医药/和记黄埔	2020/6/6
派安普利单抗注射液	PD-1	至少经过二线系统化疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	康方生物	2020/5/28
甲苯磺酸多纳非尼片	多靶点	晚期肝细胞癌	泽璟生物	2020/5/15
奥布替尼片	BTK	复发/难治性套细胞淋巴瘤	合全药业/诺诚健华	2020/3/17
赛帕利单抗注射液	PD-1	二线以上复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	药明生物/誉衡生物	2020/2/21
ZL-2401	-	急性细菌性皮肤感染	海正药业/再鼎医药	2020/2/14
康泰唑胺片	-	急性细菌性皮肤感染	华海药业/盟科药业	2020/1/4

资料来源：NMPA, 国盛证券研究所

图表22：代表国产新药2020上半年销售情况概览

药品	公司	2020H1	2019H1	增速	数据来源	备注
呋喹替尼	和黄医药	0.98亿	0.80亿	17.4%	半年报	2019全年1.23亿
信迪利单抗	信达生物	9.21亿	3.32亿	277.7%	半年报	2019年3月开始销售，2019年全年销售额10.16亿
特瑞普利单抗	君实生物	4.26亿	3.08亿	138.3%	半年报	2019年2月开始销售，2019年全年销售额7.74亿
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	超20亿	-	-	我们预计	2019年5月获批上市，2019年全年销售额约11亿
埃克替尼	贝达药业	9.24亿	7.56亿	22.26%	半年报	累计销售额突破80亿，2019年全年销售额超15亿
安罗替尼	中国生物制药	4.85亿	3.18亿	52.48%	样本医院	2018年5月获批上市，2019年全年销售额翻10倍

资料来源：公司半年报，wind医药库，国盛证券研究所

# 创新研发型药企发展与趋势：科创助力创新，小型biotech焕发活力

科创板的设立在医药行业创新药发展中具备里程碑式的意义，激发创新药研发热情：

创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，属于高风险投资，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为投资方带来巨额回报。科创板的设立将使一级市场资本退出的路径更加短平化、多元化，从而激发一级市场资本对于创新药的投资热情，中小型biotech企业有望获得足够的资金支持，从而加速研发创新进程。目前，科创板已有多家创新企业获批上市，后续管线布局丰富，有望助力国产创新药焕发活力。

图表23：科创板创新药企概览

公司名称	上市时间	营收 (百万元)	归母 (百万元)	扣非 (百万元)	研发投入 (百万元)	主要产品进度
南新制药	2020-03-26	1,014.22	91.47	88.17	71.76	帕拉米韦获批上市，在研产品均处于I期临床或临床前研究
特宝生物	2020-01-17	729.67	64.29	86.44	64.75	聚乙二醇干扰素 $\alpha$ -2b 注射液、注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子注射液和注射用重组人白介素-11已上市，Y型聚乙二醇重组人生长激素处于II/III期临床，Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子处于III期临床，Y型聚乙二醇重组人促红素处于II期临床等
微芯生物	2019-08-12	173.80	19.42	13.79	78.24	西达本胺已上市，西格列他钠NDA，西奥罗尼处于II期临床
百奥泰	2020-02-21	0.70	-1,022.62	-685.55	636.51	阿达木单抗生物类似药已上市，BAT2094已提交NDA，托珠单抗、贝伐珠单抗、HER2-ADC处于III期临床等
泽璟制药	2020-01-23	0.00	-461.88	-271.74	183.84	多纳非尼NDA，外用重组人凝血酶III期临床，奥卡替尼、杰克替尼II期临床等
神州细胞	2020-06-22	2.64	-794.72	-660.15	516.18	SCT400和SCT800 NDA，SCT510、SCT630、SCT-I10A等III期临床，另有多个产品在临床推进中

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

# 创新器械：疫情相关产品出口放量，刚需类产品Q2快速恢复

从具有行业代表性的5个创新器械标的来看：

- **营业收入：**创新器械子领域上半年平均收入增速20.44%，其中Q1增速9.76%，Q2增速30.03%，疫情相关设备及检测试剂保持高速增长，Q1主要受到国内疫情影响，耗材及常规IVD产品需求减少，Q2开始医院诊疗秩序逐渐恢复，带来收入端整体回暖，海外疫情的持续也使得疫情相关器械产品出口继续放量。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**子领域上半年净利润增速26.65%，其中Q1增速4.87%，Q2增速43.93%，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2国内业务恢复良好，海外产品销售对业绩的带动较为明显。
- **财务指标：**创新器械上半年综合毛利率67.48%，相较于去年同期的68.29%略有下降，其中Q1毛利率66.68%，Q2毛利率67.95%，Q1受疫情影响，生产成本的提升对毛利率造成冲击，Q2开始毛利率逐步恢复，同时出口类疫情相关器械产品毛利率较高；净利润率方面，创新器械子领域上半年为31.06%，相较于去年同期的29.38%有所提升，期间费用率有所下降；受此前大博医疗骨科类产品两票制下低开转高开影响，2019年应收账款增速较快，同比2020H1整体应收账款增速下降，同时经营性现金流/营业收入比例提升。

**创新器械板块：**我们选取迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、大博医疗等行业内龙头企业作为创新器械子领域样本库

图表24：创新器械子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	26.32%	20.44%	9.76%	30.03%
净利润增速	30.58%	26.65%	4.87%	43.93%
扣非后净利润增速	29.18%	31.98%	10.86%	47.82%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表25：创新器械子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	68.29%	67.48%	66.86%	67.95%
净利率	29.38%	31.06%	26.21%	34.73%
销售费用率	21.76%	18.96%	21.94%	16.71%
期间费用率	35.78%	32.14%	37.93%	27.76%
应收账款增速	101.13%	11.93%	13.10%	NA
经营性现金流/营业收入	23.09%	34.08%	21.98%	43.23%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 创新器械：主要企业2020中报横向对比梳理

图表26：创新器械子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	迈瑞医疗	乐普医疗	安图生物	大博医疗
股票代码	300760.SZ	300003.SZ	603658.SH	002901.SZ
最新市值（亿元， <b>20200831</b> ）	4,163	699	694	403
<b>2020</b> 归母净利润预计（亿元）	60.67	22.09	9.20	5.83
<b>2020</b> 归母净利润增速预计（%）	29.6%	28.1%	18.8%	25.3%
<b>PE(2020E)</b>	69	32	75	69
营业收入（亿元）	105.64	42.38	12.06	6.73
增速（%）	28.7%	8.1%	2.2%	23.8%
归母净利润（亿元）	34.54	11.40	2.74	2.64
增速（%）	45.8%	-1.3%	-15.51%	27.4%
扣非净利润（亿元）	33.66	11.14	2.35	2.30
增速（%）	44.6%	21.2%	-23.7%	20.2%
毛利率（%）	66.0%	70.9%	58.4%	85.6%
净利润率（%）	32.7%	27.9%	23.0%	39.8%
研发支出合计（亿元）	10.04	3.45	1.49	0.55
研发支出收入占比（%）	9.5%	8.1%	12.4%	8.2%
员工总数（人）	9819	8918	4274	2272
申报业绩表现	收入符合预期，业绩超预期	符合预期	符合预期	符合预期

资料来源：wind，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 创新器械：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表27：创新器械子领域主要公司横向对比（2019A）

指标	迈瑞医疗	乐普医疗	安图生物	大博医疗
营业收入（亿元）	165.56	77.96	26.7944	12.57
增速（%）	20.4%	22.6%	38.9%	62.8%
归母净利润（亿元）	46.81	17.25	7.74	4.65
增速（%）	25.8%	41.6%	37.6%	25.3%
扣非净利润（亿元）	46.15	12.41	7.40	4.23
增速（%）	25.0%	18.2%	38.3%	30.2%
毛利率（%）	65.2%	72.2%	66.6%	85.6%
净利润率（%）	28.3%	22.1%	22.9%	38.1%
研发支出合计（亿元）	16.49	6.31	3.12	1.00
研发人员（人）	2,508	2,005	1,180	352
研发支出收入占比（%）	10.0%	8.1%	11.6%	8.0%
员工总数（人）	9819	8918	3764	2272

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

# 创新器械：主要投资逻辑及趋势：全球医疗器械市场高景气，中国市场处于高速发展期

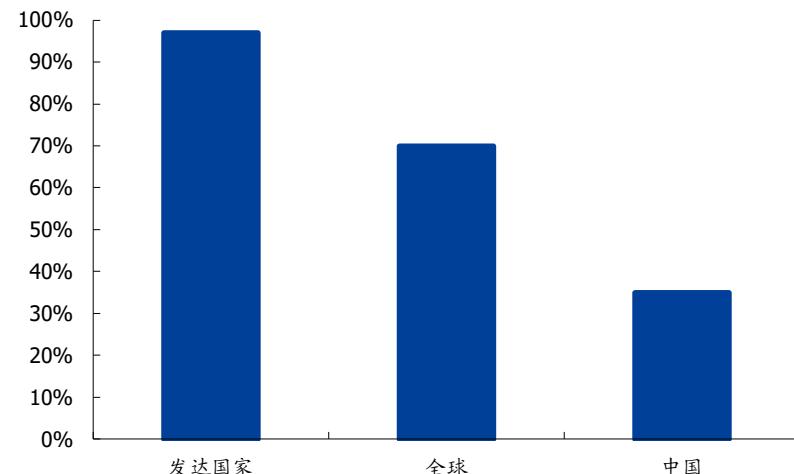
医疗器械市场：全球范围内的朝阳产业，中国市场处于高速发展期

- 全球市场：发达国家增速趋稳，药械比接近1:1  
全球2017-2024年平均增速约6%，远高于药品增速的2-3%
- 中国市场：由于医疗器械行业起步较晚，目前处于市场扩容和进口替代的双击时代，整体处于高增长状态  
(CAGR ≥ 15%)

医疗器械与药品不同，具有泛创新属性：

- 创新性：学科交织，产品非均一性（对比仿制药），产品生命周期长。
- 服务属性：治疗领域复杂，治疗方式千人千面（不同于药品的同一靶点）大部分产品需要企业与医生配合使用，终端粘性高。

图表28：医疗器械/药品消费额占比



资料来源：中国医疗器械行业发展报告、国盛证券研究所

图表29：全球前十大医疗器械领域市场情况

排名	业务领域	市场容量 (bn USD)		增长率
		2017	2024	
1	IVD	52.6	79.6	6.10%
2	心血管	46.9	72.6	6.40%
3	影像诊断	39.5	51.0	3.70%
4	骨科	36.5	47.1	3.70%
5	眼科	27.7	42.2	6.20%
6	普外科	22.1	34.3	6.50%
7	内镜	18.5	28.3	6.30%
8	给药设备	18.5	25.3	4.60%
9	牙科	13.9	21.6	6.50%
10	糖尿病管理	11.7	19.8	7.80%

资料来源：EvaluateMedtech、国盛证券研究所

图表30：中国医疗器械行业市场规模 (亿元)



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国盛证券研究所

# 创新器械：主要投资逻辑及趋势：龙头创新器械企业享受高增长+市占率提升双重红利

创新医疗器械龙头企业产业逻辑：行业整体高增速+国产创新器械产品市场占有率提高

- 对比全球市场，中国医疗器械行业处于高速增长期：中国作为新兴市场，近年来医疗器械行业整体增速基本维持在15-20%左右（GDP增速2-3倍），未来市场成长空间巨大。
- 中国市场国产替代率低，国产创新器械龙头企业市占率有望快速提升：医疗器械大部分高端子领域国产化率低（举例：医学影像领域如CT/MRI/超声等10%左右，窥镜5%左右，骨科10-20%）国内医疗器械企业普遍规模较小，三甲以上医院主要采购进口品牌，国产产品主战场在基层市场。现阶段国内部分创新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出海带动头部企业保持快速增长。

图表31：中国医疗器械行业国产替代情况

所处领域	细分领域	市场规模 (亿元)	市场增速	国产化率	主要产品
血管介入	心血管介入	264	21.10%	<b>≥60%</b>	冠脉支架、PTCA球囊扩张导管、导引导管、造影导管、导引导丝等
	脑血管介入	48	37.14%	<b>≤20%</b>	颈动脉支架、椎动脉支架、颅内血管支架、微导管、微导丝、远端保护器械、弹簧圈、液态栓塞材料等
	外周血管介入	77	32.76%	基本由外资占据	大动脉覆膜支架、髂股动脉支架、锁骨下动脉支架及肾动脉支架等
骨科植入	创伤类	75	13.64%	<b>67.85%</b>	接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外固定支架
	脊柱类	76	16.92%	<b>39.11%</b>	椎体植入物、钛网、融合器等
	关节类	73	21.67%	<b>26.73%</b>	人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节等
血液净化类	血液净化类	67	21.82%	<b>≤30%</b>	血液透析材料、腹膜透析材料、血浆置换材料等
神经外科	神经外科	36	12.50%	基本由外资占据	颅骨材料、脑膜材料、引流材料、缝合材料、神经刺激、脑电监测等
眼科	眼科	76	16.92%	基本由外资占据	人工晶状体、人工玻璃体、人工角膜等
口腔科	口腔科	70	20.69%	基本由外资占据	牙冠、种植体等
电生理起搏器类	电生理起搏器类	67	15.52%	基本由外资占据	消融导管、起搏器、心脏复律除颤器、导线等
非血管介入类	非血管介入类	37	19.35%	基本由外资占据	呼吸介入、消化介入、泌尿介入、肿瘤介入等

资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国盛证券研究所

# 疫苗：Q1短期受接种有所影响，Q2快速复苏彰显高景气状态

从疫苗的5个标的来看，行业景气度较高：

- **营业收入：**疫苗子领域上半年收入增速32.93%，其中Q1增速4.01%，Q2增速55.94%，Q1主要国内疫情发生，疫苗接种受到影响，Q2开始收入呈现明显加速状态。整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**疫苗子领域上半年净利润增速22.53%，其中Q1增速-22%，Q2增速56.24%，Q2在接种逐渐正常后增速恢复到快速轨道，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。
- **财务指标：**疫苗上半年综合毛利率46.85%，相较去年同期的50.52%有所下降，其中Q1毛利率41.47%，Q2毛利率49.70%，我们认为主要是Q1在疫情影响下，生产和发货都受到影响，Q2开始毛利率稳中有升。净利润率方面疫苗子领域上半年为21.99%，相较去年同期有所下降。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下销售推广工作受到影响，同时期间费用率也有所下降。应收账款增速有所下降，经营性现金流/营业收入有一定提升。

**疫苗板块：**我们选取智飞生物、沃森生物、康泰生物作为疫苗子领域样本库

图表32：疫苗子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	80.81%	32.93%	4.01%	55.94%
净利润增速	43.01%	22.53%	-22.00%	56.24%
扣非后净利润增速	50.13%	21.36%	-24.00%	57.59%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表33：疫苗子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	50.52%	46.85%	41.47%	49.70%
净利率	23.87%	21.99%	17.13%	24.57%
销售费用率	14.81%	11.83%	9.11%	13.26%
期间费用率	21.37%	18.27%	17.72%	18.57%
应收账款增速	90.78%	65.40%	61.63%	NA
经营性现金流/营业收入	3.62%	4.63%	-20.99%	18.22%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 疫苗：主要企业2020中报横向对比梳理

图表34：疫苗子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	智飞生物 股票代码 <b>300122.SZ</b>	沃森生物 股票代码 <b>300142.SZ</b>	康泰生物 股票代码 <b>300601.SZ</b>
最新市值（亿元， 20200831）	2,162	976	1,332
2020归母净利润预计（亿 元）	7.42	2.43	3.82
2020归母净利润增速预计 (%)	34.0%	30.7%	60.6%
PE(2020E)	291	402	349
营业收入（亿元）	69.94	5.73	8.70
增速 (%)	38.8%	14.6%	7.7%
归母净利润（亿元）	15.05	0.61	2.60
增速 (%)	31.2%	-27.6%	0.6%
扣非净利润（亿元）	15.13	0.57	2.54
增速 (%)	28.6%	-29.3%	3.5%
毛利率 (%)	38.5%	79.1%	92.9%
净利润率 (%)	21.5%	15.9%	29.9%
研发支出合计（亿元）	1.40	0.86	0.94
研发支出收入占比 (%)	2.0%	14.9%	10.8%
员工总数（人）	2972	1237	1336
中报业绩表现	收入符合预期，业绩符合预期	收入利润略低于预期，主要受研发费用，市场准入招投标等因素影响	收入符合预期，业绩符合预期
主要产品研发进展	EC诊断试剂获批，预防性微卡处于审评尾声， 23价肺炎、二倍体狂犬、四价流感、15价肺炎 处于临床III期	二价HPV申报生产，mRNA新冠疫苗临床I期，mRNA带状疱疹临床前	13价肺炎生产审评中，二倍体狂犬临 近报产，同阿斯利康签署新冠合作协 议
主要产品批签发数量	ACYW135疫苗179万支 (+292%) AC多糖结合疫苗147万支 (+541%) Hib疫苗111万支 (+292%) 四价HPV疫苗366万支 (+30%) 九价HPV疫苗216万支 (+83%) 五价轮状疫苗217万支 (+25%)	Hib136万支 (-24%) ACYW135/93 万支 (-32%) 百白破855万支 (+121%) 23价肺炎64万支 (-53%) 13价肺炎120万支 (3月底首批批签 发)	四联苗312万支 (19H1/90万支) 23价肺炎168万支 (19H1无) Hib123万支 (-5%) 无乙肝和麻风批签发

资料来源：wind，公司公告，中检院，国盛证券研究所，注：最新市值统计日期为2020.8.31，康泰生物2020年归母净利润预测采用wind一致预期

# 疫苗：主要企业2019全年情况横向对比梳理

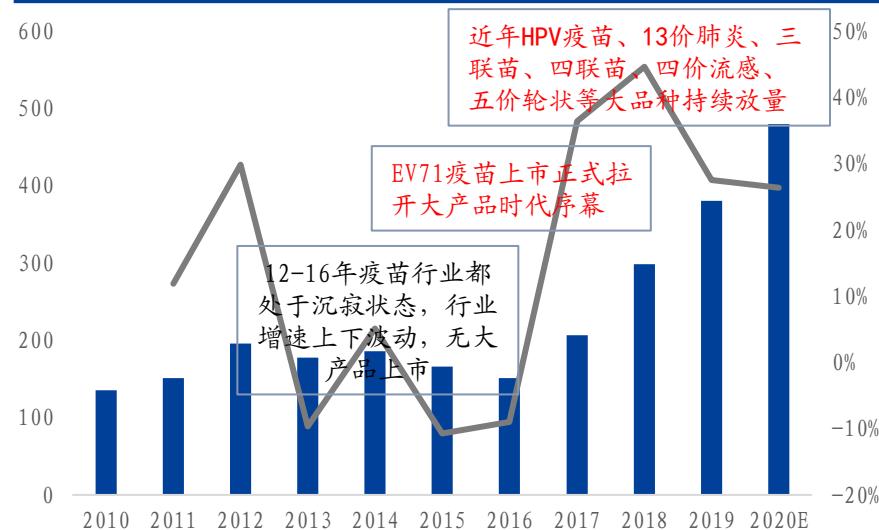
图表35：疫苗子领域主要公司横向对比（2019A）

	智飞生物	沃森生物	康泰生物
营业收入（亿元）	105.87	11.21	19.43
增速（%）	102.5%	27.5%	-3.6%
归母净利润（亿元）	23.66	1.42	5.75
增速（%）	63.0%	-86.4%	31.9%
扣非净利润（亿元）	23.88	1.28	5.29
增速（%）	63.7%	6.1%	27.9%
毛利率（%）	42.0%	79.7%	91.6%
净利润率（%）	22.4%	17.3%	29.6%
研发支出合计（亿元）	2.59	2.58	2.15
研发人员（人）	328	139	244
研发支出收入占比（%）	2.4%	23.1%	11.1%
员工总数（人）	2972	1237	1336
主要产品批签发数量	三联苗428万支、四价HPV554万支、九价HPV332万支	AC 结 合 118 万 支 、 ACYW135/238万支、百白破 23价肺炎89万支、四联苗426万支、 121万支、23价肺炎358万支、Hib198万支 Hib234万支	

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

# 疫苗：主要投资逻辑及未来趋势：三重逻辑共振，未来向“三化”发展

图表36：疫苗行业产值测算（亿元）



资料来源：wind, 中检院, 国盛证券研究所

## 创新疫苗板块三重强逻辑共振：

- 大产品大时代：大产品大时代逻辑始终未发生变化，当下市场认知在强化。第二波大浪潮下，智飞的预防性微卡和沃森的13价肺炎将引领板块继续保持高速增长。
- 监管趋严下兼并重组趋势：《疫苗管理法》出台后，去浊留清大背景下，龙头企业有望充分受益，
- 疫情催化期权：民众疾病预防意识提高催化疫苗接种率提升+政策端对疾病预防和疾控中心建设的投入

**未来催化：**关注预防性微卡审评的进展情况、13价肺炎疫苗的放量情况、各家公司新冠疫苗的研发进展情况以及其他大品种的放量和申报进展情况

**疫苗行业未来将向着三个方向发展：**标准化、集中化、国际化。

图表37：疫苗大产品20年销售情况预测（亿元）

2020年产品销售预（亿元）	主要厂家
HPV疫苗 130	智飞、万泰
13价肺炎疫苗 60	辉瑞、沃森
结核疫苗 5	智飞
五价轮状 16	智飞
四价流感 25	华兰、金迪克、长春所等
百白破-hib 21	康泰

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 疫苗：主要投资逻辑及未来趋势：关注各公司大产品布局以及新冠疫苗研发进展

图表38：疫苗大产品布局情况

	智飞	沃森	康泰	康熙诺	万泰	康华	华兰	科兴	百克	中生
新冠疫苗	▲	▲	▲	▲	▲		▲	▲		▲
HPV	▲ (代理)	▲			▲					▲
AC-Hib (三联苗)	▲									
结核疫苗	▲									
百白破-hib			▲							
百白破-IPV-Hib			▲							
13价肺炎	▲	▲	▲	▲				▲		▲
23价肺炎	▲	▲	▲					▲		▲
二倍体狂犬疫苗	▲		▲			▲				
EV71	▲	▲	▲					▲		▲
轮状病毒	▲ (代理)									
四价流感	▲	▲					▲	▲		
ACYW135结合	▲	▲	▲	▲						
带状疱疹	▲									▲

资料来源：wind, CDE, 国盛证券研究所

图表39：全球新冠疫苗研发进展

全球新冠疫苗进入临床阶段的主要相关企业				
研发	MODERNA(MRNA.O)	中生集团(武汉所) III期(灭活)	科兴 (中维) 生物(SVA.O) III期(灭活)	阿斯利康(AZN.L)/牛津 III期(病毒载体)
临床阶段	III期(RNA)			
研发	BioNTech(BNTX.O)/ 辉瑞 (PFE.N)/ 复星 (600196.SH)	康希诺(688185.SH)	中国军事医学科学院	智飞生物(300122.SZ)
临床阶段	II/III期(RNA)	II期(病毒载体)	II期(重组)	II期(重组)
研发	中生集团(北京所)	深圳市免疫基因治疗研究院	Genexine(095700.KQ)	中国医学科学院
临床阶段	I/II期(灭活)	I/II期(重组)	I/II期(DNA)	I/II期(灭活)
研发	Immunitor	Gamaleya研究所	Aivita Biomedical, Inc.	AnGes,Inc.(4563.T)
临床阶段	I/II期(灭活)	I/II期(病毒载体)	I/II期(DC细胞疫苗)	I/II期(DNA)
研发	Inovio(INO.O)/康泰(300601.SZ)	Cadila Healthcare(CADILAHC.NS)	Bharat Biotech	Kentucky BioProcessing
临床阶段	I/II期(DNA)	I/II期(DNA)	I/II期(灭活)	I/II期(重组)
研发	Arcturus(ARCT.O)/Duke-NUS	Medicago	三叶草生物制药/GSK(GSK.N)	Novavax(NVAX.O)
临床阶段	I期(RNA)	I期(病毒颗粒)	I期(重组)	I期(纳米粒子)
研发	Vaxine	CureVac (CVAC.O)	Symvivo	沃森生物(300142.SZ)
临床阶段	I期(重组)	I期(RNA)	I期(DNA)	I期(RNA)
研发	Queensland大学	帝国理工大学		
临床阶段	I期(重组)	I期(RNA)		

资料来源：Clinicaltrial.gov, 各公司官网, 国盛证券研究所

# CDMO：Q1受停工影响收入增速略低，Q2开始明显回暖，行业呈现持续高景气状态

从CDMO的5个标的来看，行业景气度较高：

- **营业收入：**CDMO子领域上半年平均收入增速19.25%，其中Q1增速5.92%，Q2增速30.63%，Q1主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，Q2开始收入呈现明显加速状态。整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**CDMO子领域上半年净利润增速46.24%，其中Q1增速25.50%，Q2增速59.85%，Q2开始加速增长，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2单季度CDMO子领域的超高速增长超出市场预期。
- **财务指标：**CDMO上半年综合毛利率35.68%，相较去年同期的35.75%略有下降，其中Q1毛利率35.11%，Q2毛利率36.08%，我们认为主要是Q1开工率和产能利用率不足影响毛利率，Q2开始毛利率稳中有升。净利润率方面CDMO子领域上半年为14.27%，相较去年同期的11.64%有明显提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下BD和出差活动减少有关。期间费用率也有所下降，体现了一定的规模效应。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入有所下降，后续有待进一步观察。

**CDMO板块：**我们选取药石科技、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业作为CDMO子领域样本库

图表40：CDMO子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	17.31%	19.25%	5.92%	30.63%
净利润增速	44.88%	46.24%	25.50%	59.85%
扣非后 净利润增速	54.79%	40.97%	33.45%	45.23%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表41：CDMO子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	35.75%	35.68%	35.11%	36.08%
净利率	11.64%	14.27%	11.84%	15.96%
销售费用率	7.76%	5.17%	6.76%	4.07%
期间费用率	21.99%	19.18%	22.18%	17.11%
应收账款增速	7.39%	16.86%	-7.92%	NA
经营性现金流/ 营业收入	16.59%	14.41%	14.17%	14.57%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# CDMO：主要企业2020中报横向对比梳理

图表42：CDMO子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	凯莱英	博腾股份	九洲药业	药石科技	普洛药业
最新市值（亿元）	634	195	282	194	335
2020E归母净利润（亿元）	7.42	2.43	3.82	2.02	7.71
2020E归母净利润增速（%）	34.0%	30.7%	60.6%	32.7%	39.3%
PE(2020E)	85	80	74	96	43
营业收入（亿元）	12.66	9.25	10.08	4.59	39.92
增速（%）	15.8%	48.2%	17.5%	58.2%	12.5%
归母净利润（亿元）	3.16	1.31	1.29	0.87	4.29
增速（%）	37.6%	100.5%	26.3%	26.1%	52.9%
扣非净利润（亿元）	2.77	1.18	1.21	0.82	4.01
增速（%）	36.8%	104.9%	31.6%	25.4%	37.6%
毛利率（%）	48.6%	38.6%	42.2%	45.1%	28.2%
净利润率（%）	24.9%	14.1%	12.8%	19.0%	10.8%
研发支出合计（亿元）	1.09	0.65	0.45	0.39	1.86
研发支出收入占比（%）	8.6%	7.0%	4.4%	8.4%	4.7%
员工总数（人）	4552	2373	2998	652	5719
中报业绩表现	收入符合预期，业绩超预期	收入利润均超预期	收入符合预期，扣非业绩超预期	收入利润均超预期	符合预期
项目数量	共计完成303个项目，其中商业化24个，临床100个（其中临床III期23个），技术服务179个	II期临床以前155个，临床III期28个，NDA及上市84个	I期和II期临床375个，III期临床39个，已上市项目11个，	未披露	正在进行的CDMO项目185个，研发服务85个、商业化人用药65个、商业化兽药25个、其他商业化10个；验证期的商业化18个。
收入结构	临床阶段收入占比33%，商业化阶段收入占比58%，技术服务占比9%	CMO收入占比72%，CRO收入占比28%	CDMO收入占比43%，API期其他57%	kg级以上收入占比76%，g级及技术服务占比24%	CDMO收入占比14%，中间体及原料药收入占比76%，制剂及其他占比10%

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，普洛药业2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# CDMO：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表43: CDMO子领域主要公司横向对比 (2019A)

公司	凯莱英	博腾股份	九洲药业	药石科技	普洛药业
营业收入 (亿元)	24.60	15.51	20.17	6.62	72.11
增速 (%)	34.1%	30.9%	8.3%	38.5%	13.1%
归母净利润 (亿元)	5.54	1.86	2.38	1.52	5.53
增速 (%)	29.3%	49.0%	51.3%	14.0%	49.3%
扣非净利润 (亿元)	4.89	1.62	2.28	1.37	5.30
增速 (%)	32.5%	125.0%	26.7%	15.6%	54.9%
毛利率 (%)	45.5%	37.8%	34.8%	51.6%	32.4%
净利润率 (%)	22.5%	11.6%	11.7%	23.0%	7.7%
研发支出合计 (亿元)	1.93	1.23	0.95	0.69	3.40
研发人员数量 (人)	1,838	393	496	191	491
研发支出收入占比 (%)	7.8%	7.9%	4.7%	10.5%	4.7%
员工总数 (人)	3840	2077	2998	652	5719
项目描述	技术开发服务328个，临床阶段191个（其中III期临床39个），商业化阶段30个	临床II期以前187个（不含J-STAR），III期34个，新药申请及上市87个	37个III期，11个上市	未披露	未披露
收入结构	临床阶段收入占比41%，商业化阶段收入占比50%，技术服务占比9%	CMO收入占比66%，CRO收入占比34%	CDMO收入占比38%，API及其他62%	kg级以上收入占比73%，g级及技术服务占比27%	CDMO收入占比10%，中间体及原料药占比73%，制剂及其他占比17%

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所

# CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

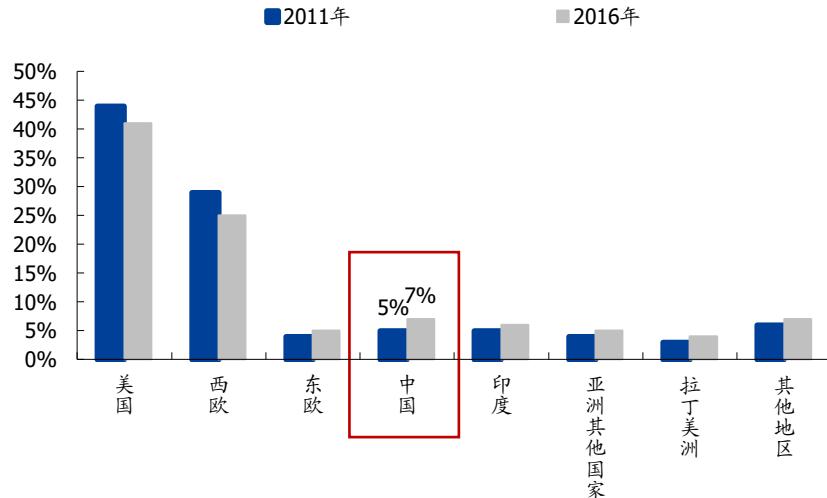
**中国CDMO行业进入黄金增长期：** 全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球CDMO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CDMO行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年CAGR 15%-20%，国内CDMO企业到了快速发展的黄金时期。

**中国承接CDMO行业全球区域间产业转移的优势。** 中国相比印度更具有承接优势：CDMO业务正在从发达市场向中印这两个新兴市场转移，综合技术能力和成本两方面考虑，中国相比印度更具有承接优势。

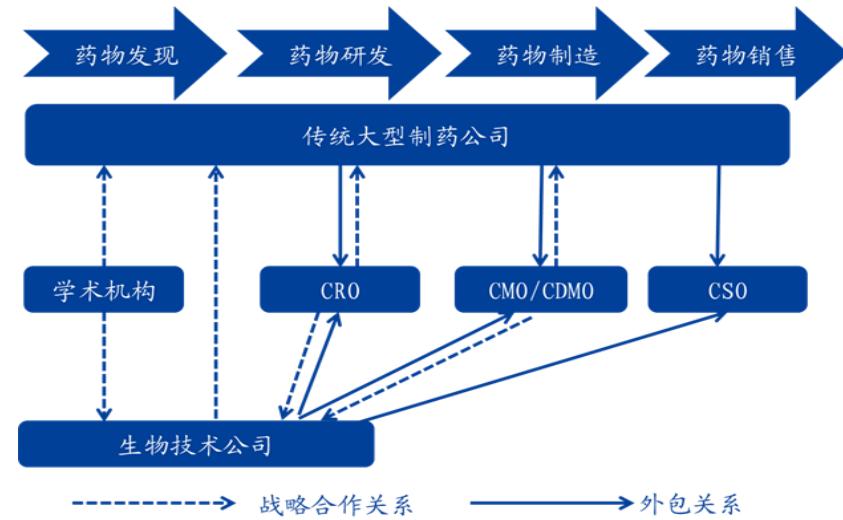
## 创新+政策红利叠加，利好我国CDMO企业

- 国内创新药研发投入叠加投融资增加为国内CDMO发展提供增量。
- 国内鼓励创新政策频出，创新药研发掀起热潮。
- MAH政策使得CDMO企业分享创新药红利。
- 未来我国制药工业将向研发和生产分离的模式发展，“研发-生产-营销”三大板块的行业细分分工更加清晰，具备较强药物生产能力的企业可最大限度得利用自身生产资源承接委托生产等外包服务，完成资源整合，打造生产核心竞争力。

图表44：全球CDMO各地区市场份额变化



图表45：生物医药行业价值链概览



资料来源：健康界，国盛证券研究所

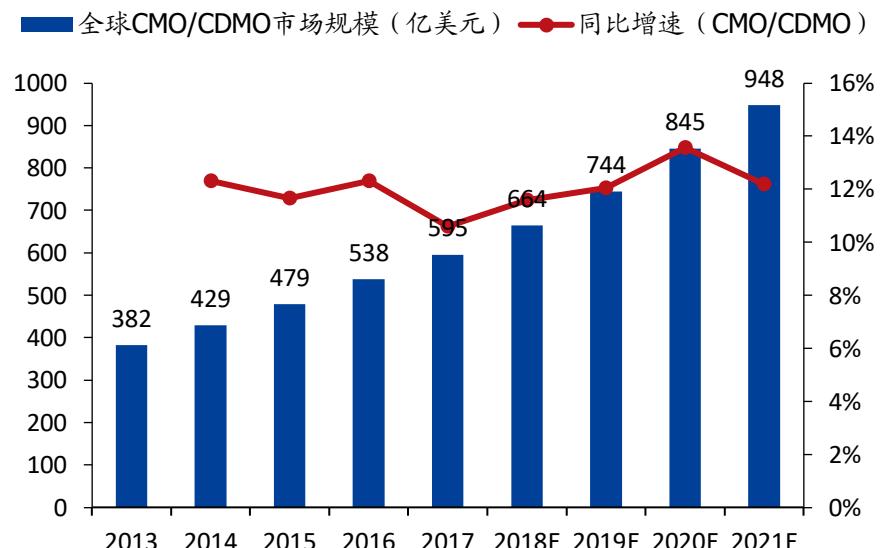
资料来源：湖南社会科学杂志，国盛证券研究所

# CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

细分领域未来趋势判断：未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的CDMO公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求！

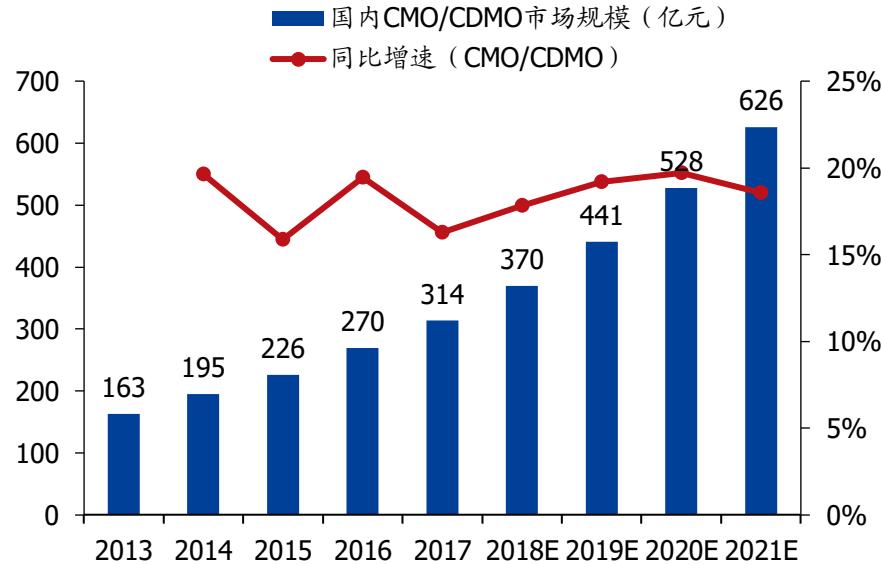
- **业绩具备高增长高确定性：**鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，国内的研发投入将进一步加大并转变为CDMO等创新服务商的业绩爆发，而且看2017、2018年的趋势，业绩的高增长会继续。同时，无论创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中就实现了盈利，相对创新药而言，风险较小。
- **科创板有望助力创新药服务商估值继续提升：**科创板允许未盈利的研发型企业上市，首先将进一步鼓励药企研发的动力，从产业层面直接利好创新药服务商，同时，医药企业有望从PEG的估值体系走向PEG+在研管线折现的估值体系，创新药及创新产业链均有望受益于估值重塑。
- **疫情影响后续有待观察，但长期逻辑不变：**疫情可能影响到一些海外药企中短期的投入，后续持续观察

图表46：CDMO全球市场规模及增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

图表47：CDMO国内市场规模与增速



资料来源：康龙化成招股书，国盛证券研究所

# CRO：Q1受疫情影响行业增速洼地，Q2开始明显回暖，行业持续高景气

从CRO的5个标的来看，行业整体持续高景气：

- **营业收入：**CRO上半年收入增速同比+21.13%，其中Q1由于疫情存在延迟复工等影响增速较低（同比+13.34%），Q2开始明显回暖（同比+27.90%）。分业务来看，预计临床前CRO在Q1受国内疫情阶段性影响，Q2开始快速改善；临床CRO（尤其医院端业务）受到国内外疫情影响仍有持续。上半年整体来看，CRO增速仍明显高于医药整体（同比-2.01%），高景气度确定性强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**CRO上半年扣非净利润增速同比+13.43%，从Q1、Q2单季增速来看与收入、归母净利润均呈现相同的环比改善趋势，行业持续高景气。而上半年归母净利润增速明显高于扣非净利润增速，主要受到权重股的非经常性损益影响（上半年药明康德、泰格医药均实现同比明显增加的公允价值变动收益）。
- **财务指标：**CRO子领域上半年毛利率39.03%，相较去年同期的40.51%略有下降（国内业务Q1出现延期复工，海外业务在疫情下经营效率降低），但是环比改善明显（国内疫情好转大部分国内业务经营快速恢复）。上半年净利率29.35%，同比大幅提升（权重股公允价值变动收益大幅增加）。上半年销售费用率同比略有提升（权重股药明康德销售人员股权激励费用增加），其余标的的整体销售费用率同比降低（预计受疫情下BD和出差活动减少影响）。上半年期间费用率与销售费用率变化类似，剔除权重股药明康德影响后同比下降，规模效应有所体现。上半年应收账款下降，回款效率提升。上半年经营性现金流/营业收入提升，现金流情况良好。

**CRO板块：**我们选取药明康德、泰格医药、昭衍新药、博济医药、量子生物作为CRO子领域样本库（康龙化成由于新股暂时剔除）

图表48：CRO子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	37.66%	21.13%	13.34%	27.90%
净利润增速	-4.56%	89.48%	-2.42%	145.88%
扣非后 净利润增速	24.94%	13.43%	-24.65%	47.01%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表49：CRO子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	40.51%	39.03%	36.13%	41.27%
净利率	19.34%	29.35%	13.12%	41.85%
销售费用率	3.51%	3.60%	3.81%	3.43%
期间费用率	20.39%	21.03%	20.25%	21.63%
应收账款增速	30.45%	7.21%	6.55%	NA
经营性现金流/ 营业收入	15.11%	19.97%	28.83%	13.14%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# CRO：主要企业2020中报横向对比梳理

图表50：CRO子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	药明康德	泰格医药	昭衍新药	博济医药	量子生物
最新市值（亿元）	2,589	960	230	31	113
2020E归母净利润（亿元）	30.2	13.29	2.75	-	1.04
2020E归母净利润增速（%）	62.8%	57.9%	54.0%	-	39.7%
PE(2020E)	86	72	84	-	109
营业收入（亿元）	72.31	14.52	3.97	1.10	6.70
增速（%）	22.7%	8.6%	97.8%	17.9%	9.0%
归母净利润（亿元）	17.17	9.99	0.76	0.12	0.41
增速（%）	62.5%	183.7%	87.2%	303.2%	-16.9%
扣非净利润（亿元）	11.31	3.03	0.64	0.09	0.31
增速（%）	13.9%	5.3%	121.6%	581.2%	-31.9%
毛利率（%）	36.9%	48.5%	50.2%	47.0%	33.7%
净利润率（%）	23.9%	71.3%	18.9%	13.5%	6.0%
研发支出合计（亿元）	3.33	0.72	0.28	0.11	0.22
研发支出收入占比（%）	4.6%	5.0%	7.1%	9.8%	3.2%
员工总数（人）	22824	5312	1224	651	2439
中报业绩表现	收入业绩符合预期	收入业绩符合预期	收入业绩超预期	-	-
各板块收入占比	中国区实验室服务52.7% 小分子CDMO服务29.9% 美国区实验室服务10.8% 临床及其他CRO服务6.9%	临床试验技术服务 49.0% 临床研究相关咨询服务 50.6%	临床前CRO99.1% 临床CRO0.68% 实验动物及产品销售 0.21%	临床前CRO16.7% 临床CRO47.3% 技术成果转化24.0% 其他咨询11.5%	CRO64.2% CDMO13.8% 其他22.0%
境内外业务占比	海外客户收入占比76.7% 国内客户收入占比23.3%	境外业务41.3% 境内业务58.2%	境外业务33.65% 境内业务66.35%	境内业务99.4% 境外业务0.6%	未披露

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，博济医药、量子生物2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# CRO：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表51：CRO子领域主要公司横向对比（2019A）

公司	药明康德	泰格医药	昭衍新药	博济医药	量子生物
营业收入（亿元）	128.72	28.03	6.39	2.24	13.28
增速（%）	33.9%	21.8%	56.4%	30.2%	33.2%
归母净利润（亿元）	18.55	8.42	1.78	0.07	1.39
增速（%）	-18.0%	78.2%	64.6%	-10.9%	-13.8%
扣非净利润（亿元）	19.14	5.58	1.55	0.02	1.19
增速（%）	22.8%	56.3%	71.4%	-52.9%	-20.5%
毛利率（%）	39.0%	46.5%	52.6%	42.5%	38.2%
净利润率（%）	14.8%	34.8%	27.9%	5.5%	10.2%
研发支出合计（亿元）	5.90	1.24	0.40	0.18	0.63
研发人员数量（人）	17,872	468	98	135	1,858
研发支出收入占比（%）	4.6%	4.4%	6.2%	8.2%	4.7%
员工总数（人）	21744	4959	1224	651	2439
各板块收入占比	中国区实验室服务50.3% 小分子CDMO服务29.2% 美国区实验室服务12.1% 临床及其他CRO服务8.3%	临床试验技术服务48.0% 临床研究相关咨询服务51.6%	临床前CR098.4% 临床CR00.77% 实验动物及产品销售0.67%	临床前CR016.7% 临床CR070.2% 技术成果转化0.4% 其他咨询12.4%	CR067.7% CDM014.5% 其他17.8%
境内外业务占比	海外业务77.0% 境内业务22.9%	境外业务42.9% 境内业务56.7%	境外业务6.94% 境内业务92.85%	境内业务99.36% 境外业务0.64%	境外业务54.0% 境内业务46.0%

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

# CRO：主要投资逻辑及未来趋势：创新药研发卖水人，疫情后时代持续高景气

**CRO子领域投资逻辑：**CRO嵌入药物研发全产业链，协助制药企业降本增效，在药物研发过程中确认收益，不承担药品上市失败风险，先于药企实现业绩爆发，有望把握住国内医药仿创产业升级与海外产业转移的机遇，成为未来几年的高度景气的医药子板块，相关标的具有高确定性的业绩高增长。

**CRO子领域未来趋势：**1) 全球创新药研发投入稳定增长，研发外包渗透率不断提高，全球CRO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CRO行业受益于国内医药创新浪潮、鼓励创新政策利好以及海外在国内注册申报加速等因素，进入快速发展黄金期，未来三年CAGR 20-25%。2) 本次疫情有望进一步加速海外产业向国内的转移（以往选择海外CRO的客户有提出对中国CRO公司的增量订单需求）。3) 疫情之下CRO相关标的收入业绩仍实现远高于医药行业整体的快速增长，同时领先的CRO公司不仅在主营业务方面保持强劲增长，我们也可以看到业务模式方面的不断创新与服务能力的持续拓宽（药明康德DDSU、细胞与基因治疗CDMO开拓、投资布局医药健康生态圈，泰格医药股权投资渐成规模等），兼具业绩高增长确定性与估值弹性。

图表52：CRO全球市场规模及增速



图表53：CRO国内市场规模与增速



# 品牌连锁医疗服务：疫情影响阶段性承压，Q2开始经营快速恢复

从爱尔眼科与通策医疗来看，疫情后经营快速恢复：

➤ **营业收入：**品牌连锁医疗服务上半年收入增速同比-12.40%，门店业务受疫情冲击较大，其中Q1受影响最大（同比-30.48%），Q2开始恢复（同比+3.73%）。爱尔眼科方面，境内业务5-7月单月同比增速分别为22.4%、-7.7%、47.9%，呈现快速恢复状态（尤其是7月数据改善明显，全年有望实现既定目标），境外业务欧美、东南亚地区分别于5月上旬、中旬复工，恢复情况良好；通策医疗方面，3月初开始陆续恢复下属口腔医院急诊业务，直至5月18日所辖口腔医院全面恢复诊疗业务，6月份后医疗服务收入已恢复正常较高增速水平。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**品牌连锁医疗服务上半年归母净利润、扣非净利润增速分别为同比-9.05%、同比-20.36%，从Q1、Q2单季增速来看与收入端呈现相同的环比改善趋势，Q2单季增速分别实现同比+49.20%、同比+33.55%，逐步走出疫情，恢复正常经营。

➤ **财务指标：**品牌连锁医疗服务上半年毛利率43.22%，相较去年同期的46.91%下降3.69个百分点（主要Q1受到国内疫情影响门店延迟开张与服务项目延迟开展），但是环比改善明显（Q2在国内疫情好转下陆续恢复门店开张与业务开展）。上半年净利率17.64%，同比略有提升（受权重股爱尔眼科上半年投资收益增加影响）。上半年销售费用率与期间费用率同比有所降低（预计与BD和出差活动减少有关）。上半年应收账款下降，回款效率提升。上半年经营性现金流/营业收入同比降低，单季来看，Q2快速恢复至正常水平。

**品牌连锁医疗服务板块：**我们选取爱尔眼科、通策医疗作为子领域样本库（由于样本量少，个股影响较大，美年健康上半年经营恢复情况与爱尔眼科、通策医疗趋势略有差异，遂未加入分析整体趋势）

图表54：品牌连锁医疗服务子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	25.32%	-12.40%	-30.48%	3.73%
净利润增速	40.20%	-9.05%	-84.53%	49.20%
扣非后 净利润增速	36.34%	-20.36%	-99.34%	33.55%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表55：品牌连锁医疗服务子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	46.91%	43.22%	28.00%	52.32%
净利率	17.21%	17.64%	2.22%	26.87%
销售费用率	8.79%	7.30%	8.38%	6.66%
期间费用率	23.15%	23.06%	27.41%	20.45%
应收账款增速	57.29%	10.79%	11.50%	NA
经营性现金流/ 营业收入	22.44%	16.58%	-4.27%	29.04%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 品牌连锁医疗服务：主要企业2020中报横向对比梳理

图表56：品牌连锁医疗服务子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
最新市值（亿元）	2,142	726	687
2020E归母净利润（亿元）	17.79	6.01	0.3
2020E归母净利润增速（%）	30.3%	29.7%	-103.4%
PE(2020E)	120	121	2291
营业收入（亿元）	41.64	7.38	18.14
增速（%）	-12.3%	-12.9%	-50.2%
归母净利润（亿元）	6.76	1.45	-7.82
增速（%）	-2.7%	-30.2%	-4746.6%
扣非净利润（亿元）	5.79	1.37	-7.94
增速（%）	-16.7%	-32.9%	-482.4%
毛利率（%）	43.7%	40.3%	4.5%
净利润率（%）	16.9%	21.7%	-46.8%
研发支出合计（亿元）	0.52	0.10	0.18
研发支出收入占比（%）	1.2%	1.4%	1.0%
员工总数（人）	18241	3375	37173
中报业绩表现	业绩符合预期	业绩符合预期	业绩符合预期
各板块收入占比	准分子手术37.0% 白内障手术15.0% 眼前段手术10.32% 眼后段手术7.6% 视光服务19.8%	种植医疗服务16.1% 正畸医疗服务17.9% 儿科医疗服务17.3% 综合医疗服务28.0%	体检服务96.52% 其他服务3.48%
客流量情况	门诊量264.11万人次（-16.53%） 手术量23.63万例（-21.13%）	口腔医疗门诊量82.48万人次 其中浙江省内门诊量71.25万人次 浙江省外门诊量11.24万人次	-

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘）

# 品牌连锁医疗服务：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表57：品牌连锁医疗服务子领域主要公司横向对比（2019A）

公司	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
营业收入（亿元）	99.90	18.94	85.25
增速（%）	24.7%	22.5%	0.8%
归母净利润（亿元）	13.79	4.63	-8.66
增速（%）	36.7%	39.4%	-205.6%
扣非净利润（亿元）	14.29	4.53	-8.69
增速（%）	32.4%	38.6%	-222.2%
毛利率（%）	49.3%	46.1%	43.8%
净利润率（%）	14.3%	26.8%	-8.4%
研发支出合计（亿元）	1.52	0.22	0.47
研发人员数量（人）	258	104	446
研发支出收入占比（%）	1.5%	1.2%	0.5%
员工总数（人）	18241	3375	37173
各板块收入占比	准分子手术35.34% 白内障手术17.62% 眼前段手术11.08% 眼后段手术6.97% 视光服务19.32%	种植医疗服务15.7% 正畸医疗服务20.1% 儿科医疗服务15.5% 综合医疗服务>26.4%	体检服务96.71% 其他服务3.29%
客流量情况	门诊量662.82万人次（+15.56%） 手术量60.84万例（+7.76%）	口腔医疗门诊量212.12万人次	接待客户2602万人次（-6.37%） 其中团检个检比为78%: 22%

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

# 品牌连锁医疗服务：投资逻辑与趋势：多点开花+消费升级，医疗服务长期持续高景气

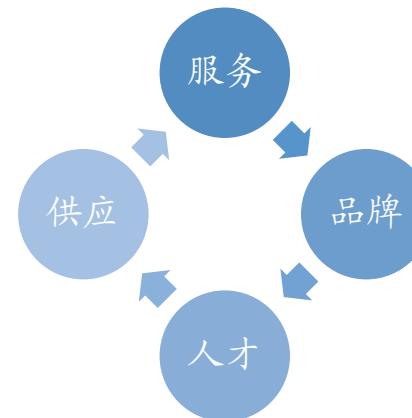
## 品牌连锁医疗服务未来趋势：

在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，医疗服务行业维持着长期的高景气度。龙头企业逐渐在优质的赛道中形成了品牌影响力、人才培养能力、供应链管理、优质服务能力的强大壁垒，未来有望强者恒强，保持高速增长。

爱尔眼科、通策医疗、美年健康离天花板仍然很远。尽管三大品牌连锁医疗服务企业上市以来保持着高速的复合增长，但目前整体的市占率仍然不高，未来随着在各地的多点开花、消费升级带来高端需求提升等多因素影响下，保持高速增长。

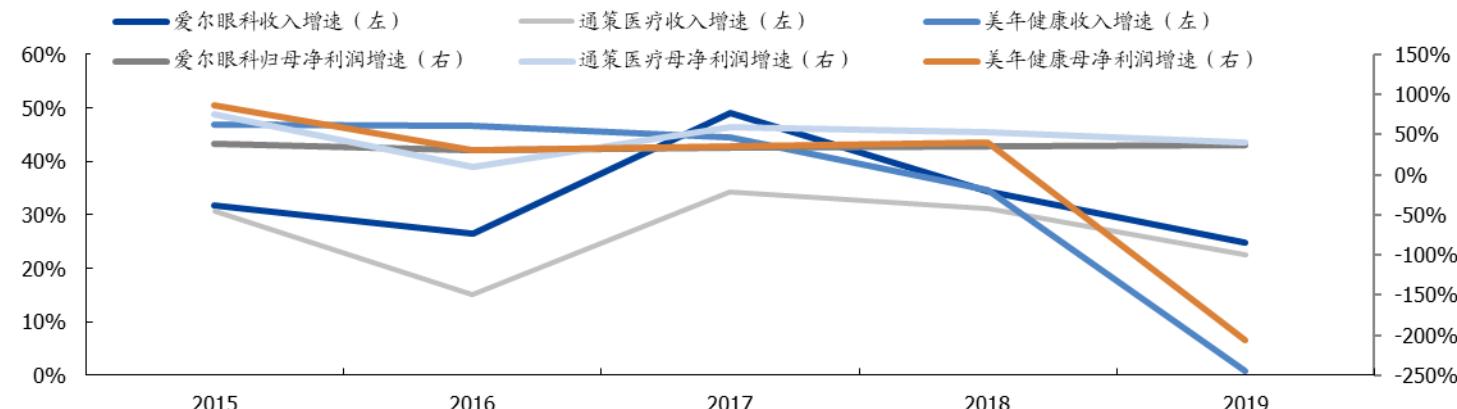
我们认为，2020年疫情更多为一过性影响，不改长期产业发展趋势，未来品牌连锁医疗服务仍将长期持续高景气。

图表58：品牌连锁医疗服务四大壁垒



资料来源：国盛证券研究所

图表59：爱尔眼科、通策医疗、美年健康收入、归母净利润增速（2014-2019）



资料来源：wind，国盛证券研究所

# ICL: Q1受疫情影响业绩下滑明显，Q2受核酸检测拉动，业绩快速爆发

从ICL的2个标的来看，Q2经营状况快速恢复：

- **营业收入：**ICL子领域上半年平均收入增速21.58%，其中Q1增速-9.87%，Q2增速48.24%，Q1主要受到国内疫情影响，医院诊疗人数及外送血样量大幅减少，Q2开始一方面新冠核酸检测需求大幅增加，另一方面医院诊疗秩序也逐渐恢复，带来常规业务回暖，营收增速快速恢复。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**ICL子领域上半年净利润增速151.91%，其中Q1增速-52.52%，Q2增速229.0%，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2单季度受高毛利新冠核酸检测带来的额外收入推动ICL板块Q2的超高速增长，超出市场预期。
- **财务指标：**ICL上半年综合毛利率40.38%，相较去年同期的35.59%大幅上升，其中Q1毛利率32.56%，Q2毛利率44.41%，Q1受疫情影响，检测成本的提升对毛利率造成冲击，Q2开始高毛利新冠核酸检测业务拉动毛利率快速提升；净利润率方面ICL子领域上半年为14.98%，相较去年同期的8.31%有明显提升；销售费用率和期间费用率有所下降，符合疫情期间经营情况；受疫情期间医院回款速度变慢，应收账款增速大幅提升，Q2单季度收入增速快于应收账款增速，经营性现金流/营业收入有所改善。

ICL板块：我们选取迪安诊断、金域医学作为ICL子领域样本库

图表60: ICL子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	28.95%	21.58%	-9.87%	48.24%
净利润增速	39.87%	151.91%	-52.52%	229.00%
扣非后净利润增速	44.82%	158.30%	-58.35%	239.87%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表61: ICL子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	35.59%	40.38%	32.56%	44.41%
净利率	8.31%	14.98%	3.12%	21.09%
销售费用率	10.97%	10.13%	11.61%	9.37%
期间费用率	25.03%	22.24%	27.20%	19.68%
应收账款增速	25.35%	34.95%	10.68%	NA
经营性现金流/营业收入	1.66%	3.27%	-16.19%	13.31%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

# ICL：主要企业2020中报横向对比梳理

图表62：ICL子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	迪安诊断	金域医学
股票代码	<b>300244.SZ</b>	<b>603882.SH</b>
最新市值（亿元， <b>20200831</b> ）	266	493
<b>2020</b> 归母净利润预计（亿元）	7.50	8.65
<b>2020</b> 归母净利润增速预计（%）	116%	115%
<b>PE(2020E)</b>	35	57
营业收入（亿元）	44.73	34.75
增速（%）	12.0%	36.6%
归母净利润（亿元）	5.01	5.56
增速（%）	102.2%	223.7%
扣非净利润（亿元）	4.70	5.38
增速（%）	106.3%	231.4%
毛利率（%）	37.0%	44.8%
净利润率（%）	13.5%	16.9%
研发支出合计（亿元）	1.25	1.79
研发支出收入占比（%）	2.8%	5.2%
员工总数（人）	8794	9375
中报业绩表现	收入利润均超预期	收入利润均超预期
经营情况	盈利实验室达到29家（共38家），新冠检测截止6月30日检测800万人份	盈利实验室达到29家（共37家），新冠检测截止6月30日检测1000万人份

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# ICL：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表63: ICL子领域主要公司横向对比 (2019A)

	迪安诊断	金域医学
营业收入 (亿元)	84.53	52.69
增速 (%)	21.3%	16.4%
归母净利润 (亿元)	3.47	4.02
增速 (%)	-10.6%	72.4%
扣非净利润 (亿元)	2.72	3.19
增速 (%)	-17.5%	67.3%
毛利率 (%)	32.2%	39.5%
净利润率 (%)	6.8%	7.9%
研发支出合计 (亿元)	2.13	3.24
研发人员 (人)	948	963
研发支出收入占比 (%)	2.5%	6.1%
员工总数 (人)	8794	9375
经营情况	盈利实验室达到24家 (共38家)	盈利实验室达到27家 (共37家)

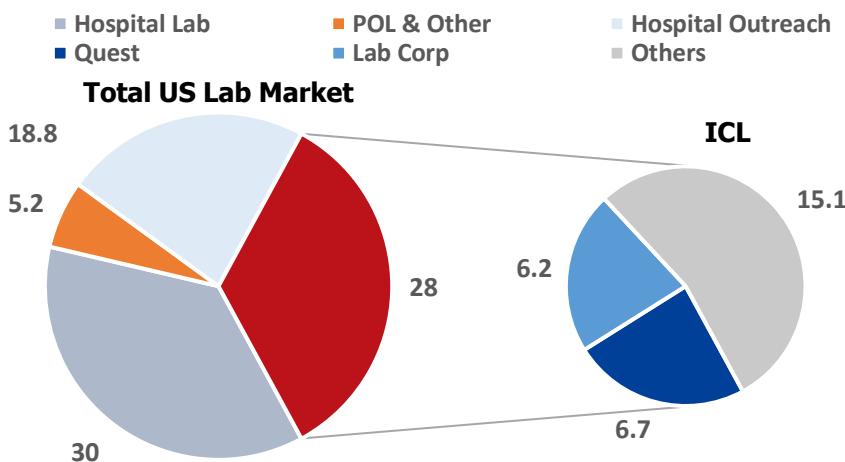
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

# ICL：主要投资逻辑及未来趋势：渗透率提升，头部企业形成寡头垄断格局

**国内ICL行业渗透率不断提升：**与发达国家的ICL渗透率相比（美国约35%，日本及欧洲更高），目前国内ICL渗透率不超过10%，提升空间较大，随着未来DRGs、医保控费等措施的不断推进，拥有更高检测效率、更低成本的ICL行业将承接更多医院外送检验样本，渗透率不断提升。同时我国检验市场规模每年仍有望保持快速增长。

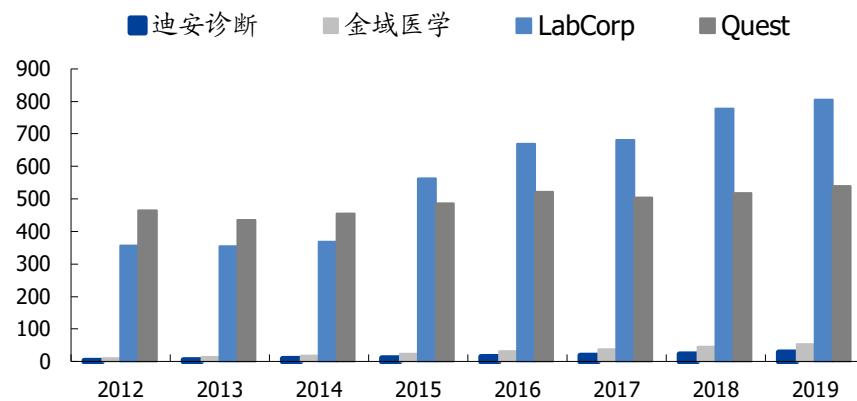
**头部企业占领市场制高点，多寡头垄断格局逐步形成：**金域、迪安等国内头部ICL企业目前均已完成全国实验室布局，各实验室逐步扭亏为盈；持续的研发投入也使得特检项目快速提升，与高等级医院业务粘性增强；检测成本、项目数量、行业口碑等一系列优势将使得头部ICL企业进一步垄断检验外包市场。

图表65：美国市场ICL渗透率接近35%（单位：十亿美元）



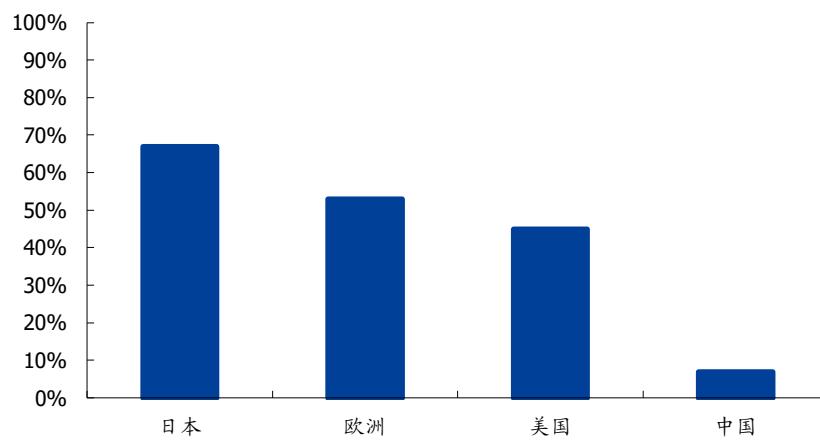
资料来源：Quest, 国盛证券研究所

图表64：国内ICL头部企业收入对标美国企业仍有较大差距（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表66：国内ICL渗透率相比发达国家明显偏低



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

# 药店：基本不受疫情影响，Q2加速增长

从药店的4个标的来看，基本没有受到疫情影响，行业保持高景气度：

- **营业收入：**药店子领域上半年平均收入增速24.19%，其中Q1增速23.32%，Q2增速25.05%。相对而言，药店行业基本不受疫情影响，整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**药店子领域上半年净利润增速35.74%，其中Q1增速30.94%，Q2增速40.82%，由于后疫情时代保健品等品种的加速放量，Q2利润加速增长，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。
- **财务指标：**药店上半年综合毛利率36.16%，相较去年同期的37.93%略有下降，其中Q1毛利率36.30%，Q2毛利率36.02%，我们认为主要是因为疫情期间，产品结构发生的变化所致。净利润率方面，药店子领域上半年为7.32%，相较去年同期的6.59%有明显提升，主要来源于销售费用及期间费用率的整体下降，我们推测一方面与药店规模效应的体现有关，另一方面则是疫情期间社保等费用的减免相关。从现金流来看，应收账款增速依然低于收入增速，但整体经营性现金流占收入比例有所下降，需观察疫情后的趋势。

药店板块：我们选取益丰药房、大参林、老百姓、一心堂作为药店子领域样本库

图表67：药店子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	32.20%	24.19%	23.32%	25.05%
净利润增速	26.22%	35.74%	30.94%	40.82%
扣非后 净利润增速	28.01%	33.09%	28.92%	37.31%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表68：药店子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	37.93%	36.16%	36.30%	36.02%
净利率	6.59%	7.32%	7.32%	7.32%
销售费用率	24.59%	22.34%	22.90%	21.79%
期间费用率	29.13%	26.63%	27.02%	26.26%
应收账款增速	17.07%	15.83%	-3.70%	NA
经营性现金流/ 营业收入	8.38%	7.96%	8.75%	7.20%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 药店：主要企业2020中报横向对比梳理

图表69：药店子领域主要公司横向对比（2019及2020H1）

指标大类	细分指标	益丰药房			一心堂			老百姓			大参林	
		2018	2019	2020H1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020H1	2018	2019
估值指标	最新市值（亿元）	535			238			363			559	
	2020归母净利润预计（亿元）	7.08			7.3			6.35			10.04	
	2020归母净利润增速预计（%）	30.1%			20.9%			24.8%			42.8%	
	PE(2020E)	76			33			57			56	
基本经营数据	营业收入（亿元）	69.13	102.76	62.93	91.76	104.79	30.87	94.71	116.63	66.87	88.59	111.41
	yoy	43.79%	48.66%	24.65%	18.39%	14.20%	19.30%	26.26%	23.14%	20.84%	19.38%	25.76%
	归母净利润（亿元）	4.16	5.44	4.12	5.21	6.04	2.05	4.35	5.09	3.36	5.32	7.03
	yoy	32.83%	30.58%	33.84%	23.27%	15.90%	16.81%	17.26%	17.01%	24.39%	11.92%	32.17%
	经营性现金流（亿元）	5.10	9.60	4.12	6.36	9.83	3.01	9.13	10.33	4.52	8.74	17.08
门店情况	yoy	61.20%	88.24%	-4.82%	62.66%	54.56%	207.14%	85.57%	13.14%	2.24%	36.51%	95.42%
	覆盖省份数量（家）	9	9	9	10	10	10	19	22	22	6	10
	直营门店数量（家）	3442	4366	4644	5758	6266	6402	3289	3894	4365	3880	4756
	报告期新增直营	1463	924	278	692	508	136	855	605	471	895	876
	加盟店数量（家）	169	386	493	-	-	-	575	1234	1436	13	54
	报告期新增加盟	89	217	107	-	-	-	276	659	202	13	41
会员销售情况	各区域门店数量（家）	中南: 1633 华东: 1482 华北: 496	中南: 2159 华东: 2035 华北: 558	中南: 2370 华东: 2186 华北: 581	西南: 4636 华南: 769 华北: 331 华东: 10 华中: 12	西南: 5028 华南: 842 华北: 371 华东: 9 华中: 16	西南: 5162 华南: 839 华北: 375 华东: 10 华中: 16	华中: 1037 华南: 299 华北: 421 华东: 1052 西北: 80	华中: 1231 华南: 343 华北: 524 华东: 1252 西北: 544	华中: 1487 华南: 349 华北: 559 华东: 1370 西北: 600	华中: 3265 华东: 394 华北: 221	华南: 3815 华中: 432 华东: 370 东北华北与西北: 170
	医保店整体比例	74.96%	76.82%	79.82%	79.77%	83.32%	84.54%	87.08%	89.47%	89.83%	77.78%	76.31%
	会员数（万）	2300	3693	4000	1800	2000	-	1029	4148	-	2700	-
盈利指标	会员销售占比	81.45%	83.01%	84.00%	81.41%	83.88%	-	74.92%	76.00%	-	83.00%	-
	销售毛利率	39.73%	39.01%	38.08%	40.53%	38.70%	36.18%	35.21%	33.59%	32.31%	40.08%	39.48%
	销售净利率	6.39%	5.93%	7.36%	5.66%	5.76%	6.63%	5.32%	5.27%	6.18%	5.93%	6.25%
	整体日均平效（元/平方米）	61.05	59.43	66.40	46.30	44.34	-	53.00	60.00	61.00	85.06	85.97
营运效率	净营业周期（天）	78.13	75.63	65.88	64.79	52.50	38.72	63.74	61.66	57.17	73.90	56.80
	存货周转天数	95.25	93.65	85.82	115.19	109.11	93.80	88.66	85.97	84.10	125.44	105.21
	应收账款周转天数	24.56	23.73	22.16	15.25	18.56	17.68	33.05	31.07	29.86	10.64	10.22
	应付账款周转天数	41.69	41.76	42.11	74.01	76.01	72.76	57.97	55.38	56.78	62.17	58.63

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，一心堂2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 药店：主要投资逻辑及未来趋势：处方外流+行业集中度提升

从未来几年的维度来看，药店相关的政策推进相对较多：

- **个人医保账户改革：**近期医保局发布的《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》的征求意见稿中，明确提出了个人医保账户改革后保留个人缴费的2%部分，但单位缴费的部分全部纳入统筹（过去是个人缴费的2%和单位缴费的30%计入个人账户，即合计3.8%），力度符合市场预期。

具体影响测算下，现有个人医保账户结余能维持4年左右的过渡期。2019年个人医保账户结余8426亿元，19年收个人医保账户改革具体影响测算：入5840亿元，支出4724亿元。假设以征求意见稿所提到的调整，那么对应的19年个人账户收入在3074亿元左右（原来为个人2%+单位6%的30%，即3.8%，调整后为2%），缺口在1650亿/年左右，即使考虑到增长，在假设支出结构不变的情况下，现有结余能维持4年左右的过渡期。

- **药店分级分类管理：**继广东之后，山东也在去年年底全面执行了药店分级分类管理，未来有望推向全国。
- **网售处方药：**网售处方药具体细则文件有望推出，但O2O应该是最为主流的方式，药店端口价值仍然很高。
- **带量采购持续：**短期可能对药店企业收入、利润有所影响，但会加快行业集中度提升以及处方外流的进程。

图表70：药店分类分级管理细则比对（国家版、广东省、山东省）

药店类别	商务部	广东省	山东省
销售范围	一类店 乙类非处方药	非处方药	非处方药
	二类店 非处方药、处方药（限制类除外）、中药饮片	非处方药、处方药	非处方药、处方药（限制类除外）
	三类店 非处方药、处方药、中药饮片	非处方药、处方药、中药饮片	非处方药、处方药、中药饮片
药师配备	一类店 至少1名药师	至少1名药师，每超出标准100平方米，增加1名执业药师	至少1名药师
	二类店 至少1名执业药师（中药饮片需1名执业中药师）、1名药师	1名执业药师（含执业中药师）、1名药师，每超出标准100平方米，增加1名执业药师	至少1名执业药师、1名药师
	三类店 至少2名执业药师（中药饮片需1名执业中药师）、2名药师，网上集中审方可视为1名执行药师。	1名执业药师2名药师（经营中药饮片需1名中药师），每超出标准100平方米，增加1名执业药师	1名执业药师2名药师（经营中药饮片需1名执业中药师或中药师）
分级标准	A类拥有基础信息化设备，1年无严重失信行为；AA类拥有药品可追溯及信息化管理系统，2年无严重失信行为，具备24小时服务能力；AAA类拥有成熟的药品可追溯及信息化管理系统，3年无严重失信行为，24小时供药和咨询服务	将每类药品零售企业门店分为A、B、C、D四个风险等级	将每类药品零售企业门店分为A、B、C、D四个风险等级
备注	优先选择高评级药店签订医保		

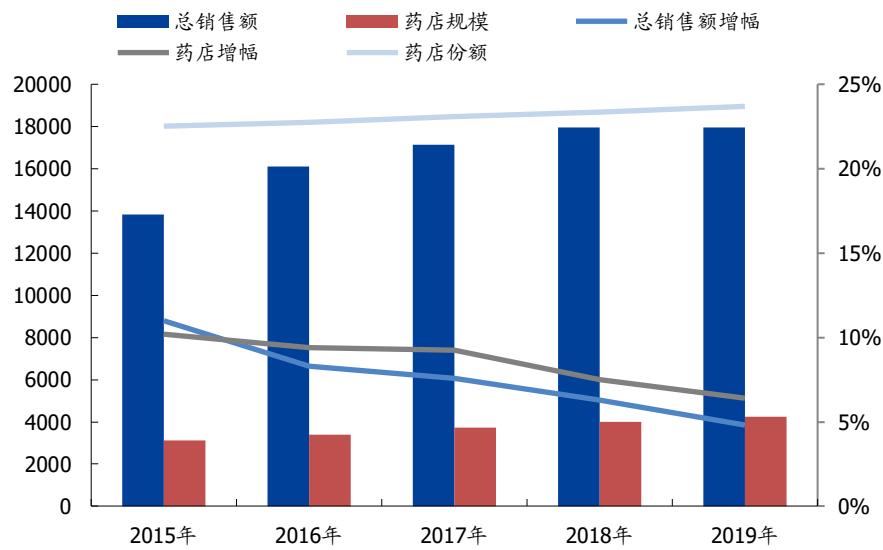
资料来源：商务部，各省部委，国盛证券研究所

# 药店：主要投资逻辑及未来趋势：处方外流+行业集中度提升

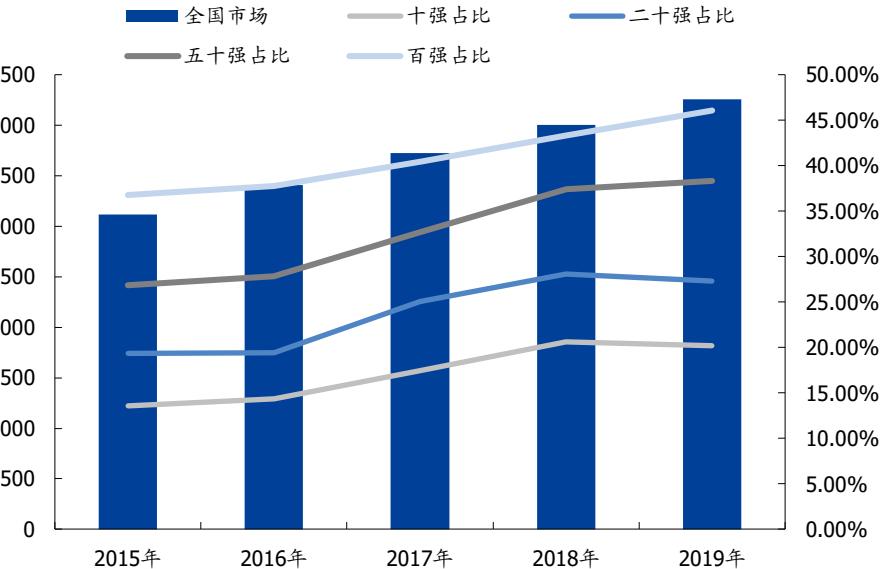
我们认为，尽管未来几年药店行业有较强的政策扰动，但不影响药店行业集中度持续提升以及处方外流的长逻辑，药店板块龙头有望保持高速增长：

- 政策同样推动集中度迅速提高：政策环境变动，单体药店及小型连锁药店承压，将驱动行业集中度迅速提高。自2017年开始，零加成、两票制、带量采购以及药店分级分类管理的陆续执行，导致单体药店及小型连锁药店的生存环境恶化，规模化具备与上游议价能力以及具备融资能力的上市药企将强者恒强，行业集中度有望迅速提升。
- 处方外流长趋势不可逆：医药分家、处方外流一直是政策组合拳的最终目的之一。从2017年开始，对公立医院药品占比30%的限制以及取消药品加成，核心目的之一就是为了降低医院与药品之间的利益关联，促进处方外流；而在当下，逐渐落地的带量采购政策与统筹账户对接药店的特慢病消费，将加速处方外流的进程。

图表71：药店行业规模及占比情况（亿元）



图表72：药店CR10、20、50、100情况（亿元）



资料来源：中国药店，国盛证券研究所

资料来源：中国药店，国盛证券研究所

# 中药品牌消费：疫情控制后正在恢复，仍面临压力

从中药品牌消费的6个标的来看，行业仍面临增长压力：

- **营业收入：**中药品牌消费子领域上半年平均收入增速 $-4.30\%$ ，其中Q1增速 $-6.47\%$ ，Q2增速 $-1.96\%$ ，上半年总体受疫情影响较为明显，Q2相较Q1降幅收窄，预计Q3可能回正，子领域整体正面临增长压力。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**中药品牌消费子领域上半年净利润增速 $-15.26\%$ ，其中Q1增速 $-23.35\%$ ，Q2增速 $-4.72\%$ ，Q2降幅明显收窄，但低于行业整体。扣非净利润高增速主要是云南白药2019年吸收合并引起的低基数所致。
- **财务指标：**中药品牌消费上半年综合毛利率 $41.66\%$ ，相较去年同期的 $44.94\%$ 有所下降。净利润率方面上半年为 $15.92\%$ ，相较去年同期的 $18.26\%$ 同样出现下降。此外销售费用率整体呈现下降趋势，带动整个期间费用明显下降，我们推测与疫情之下会议和出差活动减少、奖金开支减少有关。应收账款明显下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入明显提升，显示现金流情况转好。

**中药品牌消费板块：**我们将同仁堂、云南白药、片仔癀、东阿阿胶、华润三九、广誉远这6个标的作为中药品牌消费品的样本库。

图表73：中药品牌消费子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	2.41%	-4.30%	-6.47%	-1.96%
净利润增速	20.41%	-15.26%	-23.35%	-4.72%
扣非后 净利润增速	-13.72%	7.23%	-8.96%	34.24%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表74：中药品牌消费子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	44.94%	41.66%	41.59%	41.74%
净利率	18.26%	15.92%	15.96%	15.86%
销售费用率	21.69%	18.42%	18.37%	18.47%
期间费用率	28.05%	23.94%	23.73%	24.16%
应收账款增速	13.08%	-26.82%	-19.91%	NA
经营性现金流/ 营业收入	4.98%	16.57%	11.75%	21.53%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 中药品牌消费：主要企业2020中报横向对比梳理

图表75：其他特色消费子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	云南白药	片仔癀	东阿阿胶	华润三九	广誉远	同仁堂
最新市值（亿元）	1,478	1,520	302	279	77	407
2020E归母净利润（亿元）	47.47	15.93	4.03	17.25	1.66	10.76
2020E归母净利润增速（%）	13.5%	15.9%	-190.8%	-18.3%	27.6%	9.2%
PE(2020E)	31	95	75	16	47	38
营业收入（亿元）	154.93	32.46	10.95	58.32	4.33	60.04
增速（%）	11.5%	12.2%	-42.1%	-18.6%	-20.1%	-16.1%
归母净利润（亿元）	24.54	8.65	-0.84	10.61	0.43	4.80
增速（%）	9.2%	15.8%	-143.5%	-38.4%	-63.0%	-27.3%
扣非净利润（亿元）	18.49	8.58	-1.05	9.23	0.27	4.76
增速（%）	62.8%	15.2%	-173.1%	-5.5%	-73.1%	-27.4%
毛利率（%）	29.0%	46.3%	46.0%	62.5%	74.5%	48.5%
净利润率（%）	15.8%	27.2%	-7.8%	18.4%	9.9%	12.3%
研发支出合计（亿元）	0.84	0.54	0.72	2.05	0.16	0.43
研发支出收入占比（%）	0.5%	1.7%	6.6%	3.5%	3.7%	0.7%
员工总数（人）	8124	2371	4952	14914	2676	18398
中报业绩表现	收入符合预期，业绩超预期	收入利润均超预期	收入利润符合预期	-	-	符合预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，云南白药、片仔癀2020年归母净利润为国盛证券预测，其余为wind一致预期）

# 其他特色消费：Q2业绩已整体恢复正常，保持快速增长

从其他特色消费的5个标的来看，行业韧性较强，疫情后业务迅速回暖：

- **营业收入：**其他特色消费子领域上半年平均收入增速13.17%，其中Q1增速-14.11%，Q2增速36.51%，Q1主要受到国内疫情影响，医院及其他消费终端流量明显减少，收入下滑，Q2开始收入呈现明显加速状态，显示行业处在高景气状态，韧性较强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**其他特色消费子领域上半年净利润增速9.70%，其中Q1增速-24.81%，Q2增速36.05%，Q2开始明显加速增长，基本恢复到2019H1的增速，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2单季度其他特色消费子领域的高增长超出市场预期。
- **财务指标：**其他特色消费上半年综合毛利率78.68%，相较去年同期的78.05%略有提升；净利润率方面2020上半年为41.10%，相较去年同期的41.51%差别不大。此外销售费用率整体呈现略有提升，带动期间费用同步提升，我们判断可能是疫情期间，虽然收入增速下降，但其他特色消费企业仍尽可能开展一些推广活动，销售费用增速并未明显下降。应收账款增速下降，与收入增速一致，经营性现金流/营业收入有所提升，主要是Q2回款明显转好。

**中药品牌消费板块：**我们选取长春高新、我武生物、安科生物、欧普康视、兴齐眼药5个标的作为其他特色消费子领域样本库，次新股华熙生物暂未纳入。

图表76：其他特色消费子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	51.08%	13.17%	-14.11%	36.51%
净利润增速	39.75%	9.70%	-24.81%	36.05%
扣非后 净利润增速	39.42%	13.71%	-26.18%	45.21%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表77：其他特色消费子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	78.05%	78.68%	77.63%	79.25%
净利率	41.51%	41.10%	30.59%	46.76%
销售费用率	21.26%	21.87%	29.06%	17.99%
期间费用率	34.10%	34.93%	44.92%	29.56%
应收账款增速	61.39%	19.05%	14.87%	NA
经营性现金流/ 营业收入	34.47%	36.49%	9.15%	51.21%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 其他特色消费：主要公司2020中报横向对比梳理

图表78：其他特色消费子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	兴齐眼药	长春高新	安科生物	我武生物	欧普康视	华熙生物
最新市值（亿元）	121	1,892	239	313	396	625
2020E归母净利润（亿元）	0.8	31.54	3.86	3.1	3.8709	6.7800
2020E归母净利润增速（%）	122.9%	77.7%	210.1%	3.9%	26.1%	15.8%
PE(2020E)	151	60	62	101	102	92
营业收入（亿元）	2.37	39.17	7.12	2.59	2.97	9.47
增速（%）	-5.8%	15.5%	-6.7%	-5.4%	13.2%	17.0%
归母净利润（亿元）	0.15	13.10	1.62	1.07	1.28	2.67
增速（%）	167.5%	80.3%	10.3%	-18.0%	9.7%	0.8%
扣非净利润（亿元）	0.15	12.67	1.47	1.05	1.11	2.34
增速（%）	267.0%	76.3%	3.2%	-17.9%	13.7%	-11.4%
毛利率（%）	70.0%	85.1%	80.5%	94.5%	78.7%	79.7%
净利润率（%）	5.9%	36.4%	22.9%	40.1%	41.1%	28.1%
研发支出合计（亿元）	0.33	2.89	0.93	0.31	0.08	0.60
研发支出收入占比（%）	14.1%	7.4%	13.1%	12.0%	2.8%	6.3%
员工总数（人）	987	5535	2295	1067	1633	1665
中报业绩表现	业绩超预期	收入利润均超预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	-	基本符合预期

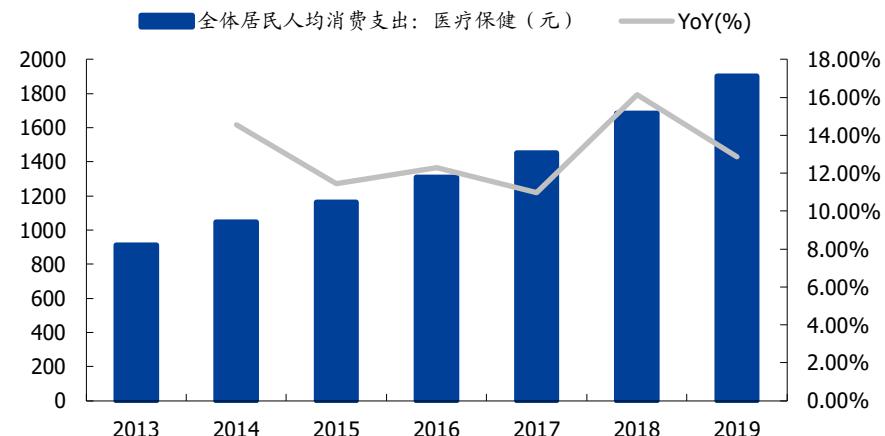
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，欧普康视2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 医药健康消费（中药+其他特色）逻辑：持续受益于健康消费升级和高净值人口红利

**医药健康消费水平和占比提升：**中国年人均医疗保健支出近7年保持13.03%的复合增速，但基数较小，2019年仅1902元，未来增长空间巨大；我国人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%，消费者对健康消费愈加重视，按美国18%的医疗健康支出占比水平（数据来自健康界），我国仍有较大提升空间。

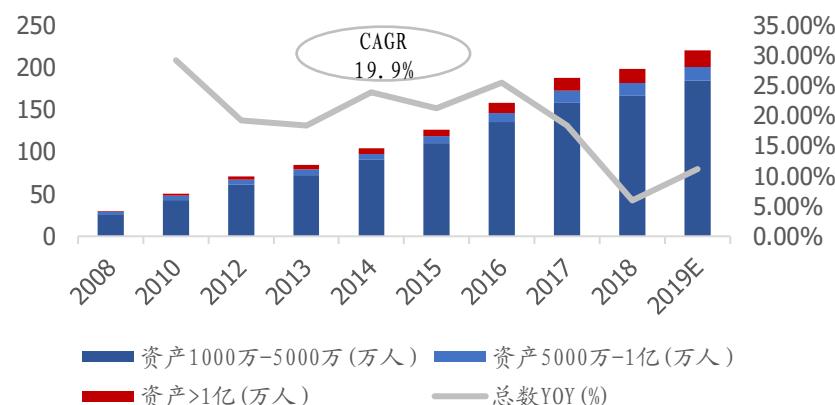
**高端健康消费潜在群体快速增加：**我国2008-2019年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至220万，复合增速19.9%。据胡润财富，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。

图表80：全国居民人均医疗健康消费支出（2013-2019）



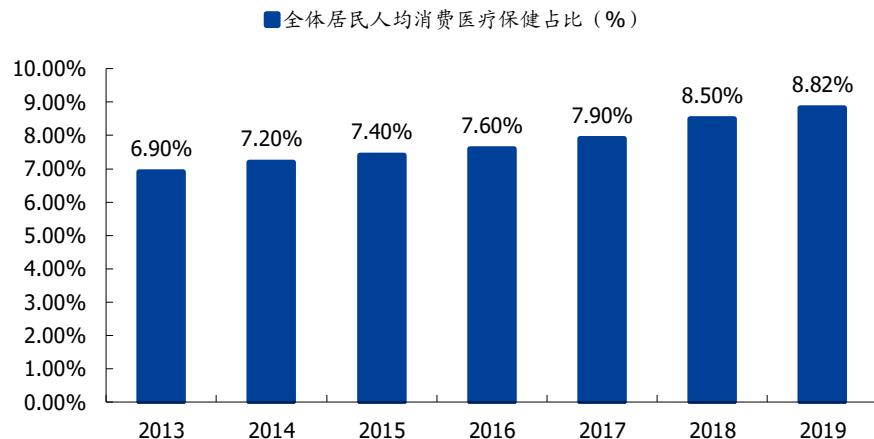
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表79：中国高净值人群数量（2008-2019E）



资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表81：全国居民人均消费中医疗保健占比（2013-2019）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

# 医药健康消费：逻辑及未来趋势：继续分化，紧盯高景气细分赛道

医药健康消费品公司渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间巨大：

例如我武生物粉尘螨滴剂目标人群超过2亿，长春高生长激素潜在规模达1000亿元，渗透率不足4%，云南白药、片仔癀目标人群都是数亿级。

核心竞争优势持续创造价值：

中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种；其他特色消费的高技术壁垒、研发和管线、专利权等优势使得医药健康消费企业在市场竞争中处于极其有利位置。

未来医药健康消费领域趋势：

- 1) 部分需求旺盛产品高景气度将维持：生长激素、眼科改善性消费产品、脱敏制剂、透明质酸产品处于高成长阶段；
- 2) 经济下行及疫情递延影响可能拖累部分医药消费：据2019胡润财富报告，高净值家庭比上年减少1.5%，5年来首次减少；疫情对经济发展的递延影响可能影响部分品类产品的销售；
- 3) 不同细分领域的医药消费产品的增速分化会继续加剧：经济下行下行业竞争同样加剧，真正具备硬核实力、竞争格局良好、且处在核心产品生命周期前半段的企业将会在大浪淘沙中脱颖而出。
- 4) 个股可能出现事件驱动型机会：创新大单品推进/获批（兴齐眼药、我武生物、片仔癀、安科生物），子公司分拆上市激活经营（长春高新-百克生物），企业激励效果兑现（长春高新、云南白药），去渠道库存完成（东阿阿胶）；

# 眼科：Q2业绩迅速回暖，展现黄金赛道魅力

从眼科的4个标的来看，行业景气度较高：

- **营业收入：**眼科子领域上半年平均收入增速-10.18%，其中Q1增速-22.94%，Q2增速1.18%，Q1主要受到国内疫情影响，消费终端流量下降明显，Q2开始收入增速已回正。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**眼科子领域上半年净利润增速-0.32%，其中Q1增速-49.47%，Q2增速45.91%，Q2开始业绩报复性反弹，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。
- **财务指标：**眼科上半年综合毛利率57.17%，相较去年同期的59.41%略有下降，其中Q1毛利率48.72%，Q2毛利率62.90%，我们认为主要是Q1受疫情影响，部分高毛品种/服务无法销售/开展，拖累毛利，Q2被压制的需求释放，毛利明显提升。净利润率方面眼科子领域上半年为19.30%，相较去年同期的17.45%有所提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，带动期间费用率下降，主要是疫情期间会议费、销售奖金等支出减少所致。应收账款增速下降，主要是收入下降，经营性现金流/营业收入下降明显，主要是疫情期间回款不畅所致。

**眼科板块：**我们选取兴齐眼药、欧普康视、爱尔眼科、康弘药业作为眼科子领域样本库，次新股昊海生科和爱博医疗暂未纳入数据统计。

图表82：眼科子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	22.43%	-10.18%	-22.94%	1.18%
净利润增速	28.50%	-0.32%	-49.47%	45.91%
扣非后 净利润增速	29.19%	-10.31%	-61.44%	33.38%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表83：眼科子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	59.41%	57.17%	48.72%	62.90%
净利率	17.45%	19.30%	10.71%	25.13%
销售费用率	20.93%	18.91%	20.03%	18.15%
期间费用率	36.24%	35.57%	38.16%	33.82%
应收账款增速	50.05%	0.99%	2.51%	NA
经营性现金流/ 营业收入	20.14%	16.77%	1.48%	27.14%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 眼科：主要企业2020中报横向对比梳理

图表84：眼科学子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	兴齐眼药	欧普康视	爱尔眼科	康弘药业	昊海生科	爱博医疗
最新市值（亿元）	121	396	2,142	423	197	235
<b>2020E归母净利润（亿元）</b>	0.8	3.8709	17.97	7.45	0.97	1.42
<b>2020E归母净利润增速（%）</b>	122.9%	26.1%	30.3%	3.7%	-73.8%	112.9%
<b>PE(2020E)</b>	151	102	119	57	203	166
营业收入（亿元）	2.37	2.97	41.64	13.93	4.96	1.04
<b>增速（%）</b>	-5.8%	13.2%	-12.3%	-8.3%	-36.8%	9.4%
归母净利润（亿元）	0.15	1.28	6.76	3.35	0.28	0.38
<b>增速（%）</b>	167.5%	9.7%	-2.7%	-1.7%	-84.9%	2.3%
扣非净利润（亿元）	0.15	1.11	5.79	2.93	0.08	0.36
<b>增速（%）</b>	267.0%	13.7%	-16.7%	-7.2%	-95.7%	2.9%
毛利率（%）	70.0%	78.7%	43.7%	90.6%	77.2%	85.5%
净利润率（%）	5.9%	41.1%	16.9%	24.0%	2.4%	35.5%
研发支出合计（亿元）	0.33	0.08	0.52	4.37	0.57	0.14
<b>研发支出收入占比（%）</b>	14.1%	2.8%	1.2%	31.3%	11.4%	13.6%
员工总数（人）	987	1633	18241	4201	1338	390
中报业绩表现	业绩超预期	-	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期

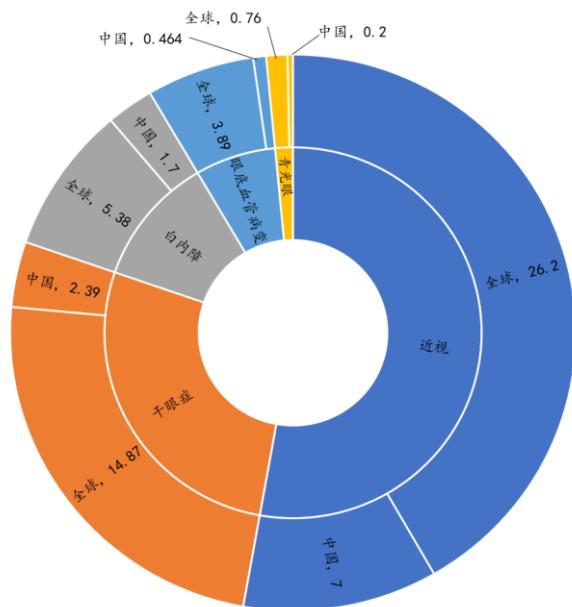
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润除欧普康视为wind一致，其余为国盛证券预测）

# 眼科：主要投资逻辑及未来趋势：眼病人口红利+消费升级+供给侧变革带来大单品

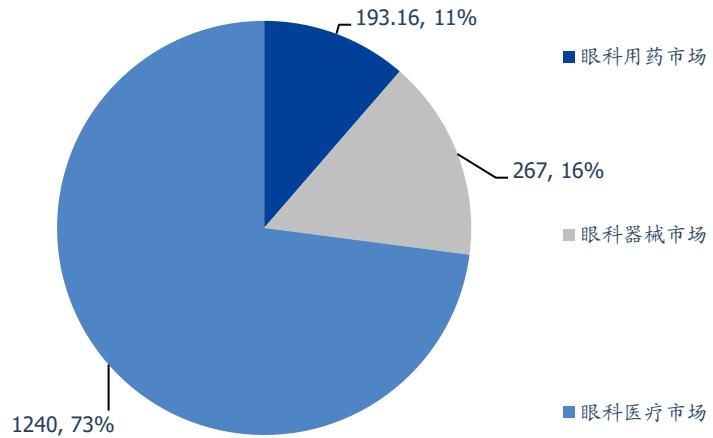
**中国巨大的眼病人口红利为眼科市场奠定基础：**我国是全球眼病患者最多的国家，仅近视（约7亿），干眼症（约3亿），白内障（1.6亿）三大眼病患者人数就超过10亿（不考虑重叠发病）。目前我国部分眼病治疗方式和手段与国外相比仍存在较大差距，相比欧美国家，我国大多数眼科药物渗透率较低，医药消费升级下，眼病人口红利将支撑整个眼科市场的发展。

**眼科整体市场规模达1700亿元，处于高景气快速增长期。**根据Frost & Sullivan、《中国医疗器械行业发展报告》，我国眼科市场2019年总体规模达1700亿元，其中眼科医疗市场1240亿，占比73%，眼科器械市场267亿元，占比16%，眼科用药市场193亿元，占比11%。眼科医疗市场2013-2018年复合增速14.72%，2014-2018眼科器械市场复合增速19.45%，眼科用药市场2015-2019年复合增速8%，2019-2030复合增速有望达17.8%。

图表85：2020E主要眼科疾病患病人数（亿人）



图表86：2019年我国眼科细分市场规模（单位：亿元）



资料来源：WHO、Frost & Sullivan、《眼科临床指南》、《American Journal of Ophthalmology》、2017中国眼底病论坛暨国际视网膜研讨会，国盛证券研究所

资料来源：《中国医疗器械行业发展报告》、Frost & Sullivan，国盛证券研究所

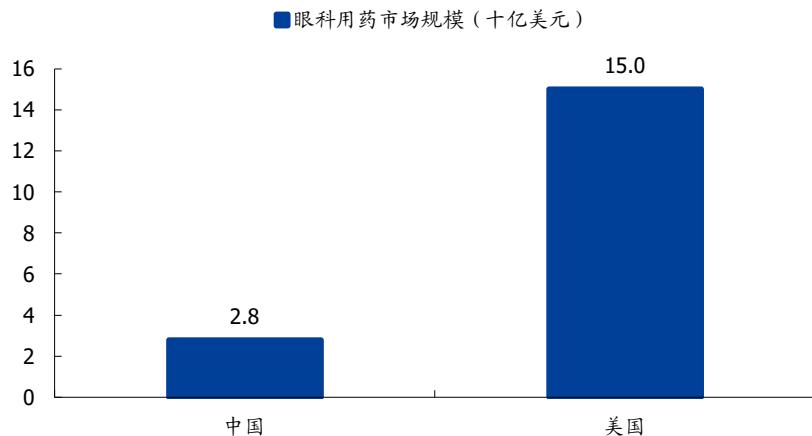
# 眼科：主要投资逻辑及未来趋势：眼科药品及器械市场将诞生大龙头

供给侧改革将带动一批企业腾飞：以眼科药品市场为例，2019年美国眼科用药市场规模为150亿美元，同期我国眼科用药市场规模为28亿美元，仅为美国的1/5，而各类眼病患者数量我国远多于美国，干眼、近视、青光眼均是美国的7倍以上，相当于人均用药金额仅为美国的1/35。人均用药金额少主要原因是我国眼科药品供给端与国际差距明显，在国内厂家通过自主研发/权益引进的方式增加潜力大单品供应之后，眼科用药市场可能出现类似于2017年疫苗领域因二类苗大单品供给侧变革造就的“大产品、大时代”。

## 未来眼科领域趋势：

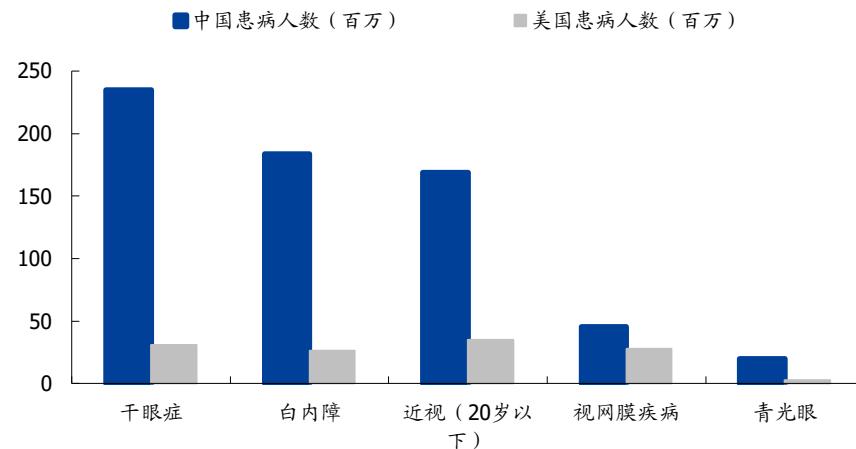
- 赛道高景气度下，眼科用药、眼科器械会分别诞生1-2类似眼科医疗里爱尔眼科的大龙头企业；
- 眼科黄金赛道会产生分化，投资需优中选优，近视防治（含手术、药品和器械）、眼底血管病药物、干眼症药物、民营眼科医院将成为未来10年眼科最具增长潜力的细分领域；
- 眼科药品市场会在2021年起加速增长；未来眼科会诞生多个10亿+级别的大单品（药品、器械）

图表87：2019年中美眼科用药市场规模对比



资料来源：Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

图表88：2019年中美两国眼科疾病患病人数对比



资料来源：Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

# 血制品：疫情影响下血制品短期业绩承压，中长期继续重点看好

短期受疫情影响业绩承压，继续看好板块未来发展：

- **营业收入：** 血制品子领域上半年收入增速0.06%，其中Q1增速3.62%，Q2增速-3.10%，Q1主要国内疫情发生，血制品短期需求旺盛带来一定的拉升，但由于整体的物流供应包括医院端的手术等影响，整体上半年还是出现一定程度的影响。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：** 血制品子领域上半年净利润增速-5.59%，其中Q1增速0.04%，Q2增速-10.33%，主要受个股，如博雅生物的影响，不考虑博雅影响，板块整体Q1和Q2略微下降。预计未来随着疫情的缓和，医院端的恢复，血制品业绩有望逐渐回升。
- **财务指标：** 血制品上半年综合毛利率51.60%，相较于去年同期的54.39%有所下降，其中Q1毛利率51.75%，Q2毛利率51.46%，Q1和Q2基本持平。净利润率方面血制品子领域上半年为24.12%，基本和去年持平。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下销售推广工作受到影响，同时期间费用率也有所下降。应收账款增速有所下降，经营性现金流/营业收入有一定提升，主要是短期业务受疫情影响。

**血制品板块：** 我们选取天坛生物、华兰生物、双林生物、卫光生物、博雅生物作为血制品子领域样本库

图表89：血制品子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	20.32%	0.06%	3.62%	-3.10%
净利润增速	13.91%	-5.59%	0.04%	-10.33%
扣非后净利润增速	14.28%	-5.13%	5.02%	-13.66%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表90：血制品子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	54.39%	51.60%	51.75%	51.46%
净利率	25.45%	24.12%	23.75%	24.47%
销售费用率	14.31%	12.81%	11.92%	13.66%
期间费用率	24.42%	23.50%	22.56%	24.38%
应收账款增速	18.00%	-6.94%	9.86%	NA
经营性现金流/营业收入	19.58%	29.34%	27.10%	31.47%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 血制品：主要企业2020中报横向对比梳理

图表91：血制品子领域主要公司横向对比（2020H1）

公司	华兰生物	天坛生物	双林生物	卫光生物	博雅生物
股票代码	002007.SZ	600161.SH	000403.SZ	002880.SZ	300294.SZ
最新市值（亿元， 20200831）	1,051	531	188	94	193
2020归母净利润预 计（亿元）	7.42	2.43	3.82	2.02	7.71
2020归母净利润增 速预计（%）	34.0%	30.7%	60.6%	32.7%	39.3%
PE(2020E)	142	219	49	47	25
营业收入（亿元）	13.87	15.55	4.27	4.08	13.28
增速（%）	-1.1%	-0.4%	6.3%	13.0%	-3.5%
归母净利润（亿元）	5.12	2.84	0.63	0.78	1.61
增速（%）	0.9%	-3.4%	-18.9%	9.9%	-24.4%
扣非净利润（亿元）	4.65	2.77	0.58	0.75	1.53
增速（%）	0.7%	-5.3%	-7.9%	13.1%	-23.5%
毛利率（%）	59.7%	48.0%	47.1%	36.1%	53.5%
净利润率（%）	36.4%	26.9%	14.4%	18.9%	12.7%
研发支出合计（亿 元）	0.80	0.46	0.13	0.18	0.42
研发支出收入占比 (%)	5.7%	3.0%	3.0%	4.5%	3.2%
员工总数（人）	2417	3415	875	682	1611
中报业绩表现	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期
血制品批签发	白蛋白120万支(+10%) 静丙69万支(+28%) 人凝血酶原复合物31万支 人凝血VIII29万支 狂犬免疫球蛋白34万支 破伤风免疫球蛋白56万支	白蛋白247万支(+13%) 静丙168万支(+42%) 狂犬免疫球蛋白55万支 破伤风免疫球蛋白43万支	白蛋白43万支(-14%)静 丙38万支(+186%) 狂犬免疫球蛋白47万支 破伤风免疫球蛋白25万 支	白蛋白58万支 (+18%) 静丙36万支 (+34%) 狂犬免疫球蛋白 110万支	白蛋白49万支(+47%) 静丙41万支(+65%) 人纤维蛋白原11万支(- 46%) 狂犬免疫球蛋白37万支

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 血制品：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表92：血制品子领域主要公司横向对比（2019A）

	华兰生物	天坛生物	双林生物	卫光生物	博雅生物
营业收入（亿元）	37.00	32.82	9.16	8.21	29.09
增速（%）	15.0%	12.0%	6.5%	19.4%	18.7%
归母净利润（亿元）	12.83	6.11	1.60	1.71	4.26
增速（%）	12.6%	19.9%	100.6%	9.4%	-9.2%
扣非净利润（亿元）	11.47	6.10	1.42	1.63	4.09
增速（%）	14.5%	20.6%	104.8%	10.6%	-7.9%
毛利率（%）	65.0%	49.9%	52.3%	38.4%	61.3%
净利润率（%）	37.3%	27.2%	17.2%	20.8%	15.2%
研发支出合计（亿元）	1.48	1.56	0.33	0.42	0.93
研发人员（人）	648	158	63	39	196
研发支出收入占比（%）	4.0%	4.8%	3.6%	5.1%	3.2%
员工总数（人）	2417	3415	875	682	1611
血制品批签发	白蛋白223万支 静丙159万支 人凝血酶原复合物50万支 人凝血VIII69万支 狂犬免疫球蛋白126万支 破伤风免疫球蛋白146万支	白蛋白424万支 静丙298万支 狂犬免疫球蛋白112万支 破伤风免疫球蛋白139万支	白蛋白104万支 静丙52万支 狂犬免疫球蛋白131万支 破伤风免疫球蛋白53万支	白蛋白107万支 静丙65万支 狂犬免疫球蛋白113万支	白蛋白81万支 静丙66万支 人纤维蛋白原27万支 狂犬免疫球蛋白66万支

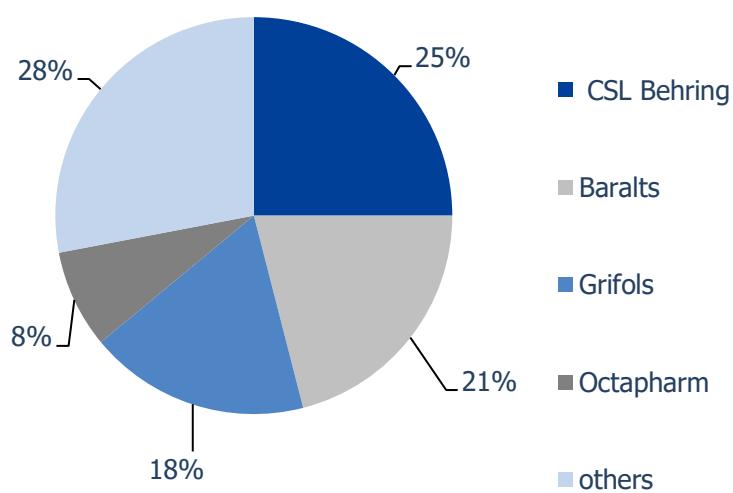
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

# 血制品：未来趋势：行业集中化趋势发展，吨浆规模成为企业优势

全球已形成寡头格局。行业规模持续增长，全球范围血制品企业集中化发展。随着世界范围内陆续发生血液制品安全事件后，各国政府加强了监管，加上企业的兼并重组，目前国外仅剩下不到20家血液制品企业，而且CSL Behring、Baxter、Grifols等几家大型企业的产品就占了血液制品市场份额的75%~85%，今后的行业集中度将更为凸显，2020年预计全年除重组类产品市场规模将超250亿美元。

国内血制品龙头已呈现集中化发展，吨浆规模成为企业优势。血液制品主要原材料来源于健康人血浆，原料血浆供应量和单采血浆站规模很大程度上决定了血液制品企业的规模，并购整合是该行业发展的关键路径。通过并购整合，一方面，企业能够获得充沛的血浆供应，确保生产经营的稳定性；另一方面，也能够快速摊薄固定成本，形成规模效应，并筹集更为雄厚的资金投入新产品、新工艺的研发和应用。2019年我们预计国内采浆量达到9200吨左右，按照我们统计的上市公司采浆情况，七家上市公司采浆占比已接近国内总量的70%。

图表93：2016年血制品全球市场格局



资料来源：Grifols官网，国盛证券研究所

图表94：血制品上市公司19年预计采浆情况统计

在营浆站 (个)	19年预计采浆量 (吨)
天坛生物	52
华兰生物	25
上海莱士	41
双林生物	11
博雅生物	12
卫光生物	8
泰邦生物	17
合计	6198

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

# 流通：上半年整体受疫情影响，Q2环比改善明显

从流通的标的来看，上半年整体受疫情影响相对较大，Q2开始明显环比改善：

- **营业收入：**流通子领域上半年平均收入增速-1.26%，其中Q1增速-3.81%，Q2增速1.20%。由于疫情导致医院客流量下降，流通行业整体受到影响，但从Q2来看，环比有所改善。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**流通子领域上半年净利润增速4.58%，其中Q1增速-1.01%，Q2增速9.03%，与收入端呈现相同的趋势，Q2环比改善更为明显。
- **财务指标：**流通上半年综合毛利率11.18%，相较去年同期有所上升，其中Q1毛利率10.79%，Q2毛利率11.53%。净利润率方面，流通子领域上半年为2.93%，相较去年同期的2.72%有所提升，Q1下降但Q2回升明显。费用率上基本保持平稳。从现金流来看，应收账款整体比去年有所减少，整体经营性现金流占收入比例有大幅提升，现金流状况进一步好转。

**药店板块：**我们选取重药控股、英特集团、上海医药、人民同泰、南京医药、鹭燕医药、柳药股份、九州通、嘉事堂、国药一致、国药股份作为流通子领域样本库。

图表95：药店子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	20.24%	-1.26%	-3.81%	1.20%
净利润增速	19.63%	4.58%	-1.01%	9.03%
扣非后 净利润增速	16.44%	0.23%	-8.47%	7.12%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表96：药店子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	10.85%	11.18%	10.79%	11.53%
净利率	2.72%	2.93%	2.44%	3.37%
销售费用率	4.55%	4.69%	4.72%	4.66%
期间费用率	7.55%	7.68%	7.88%	7.50%
应收账款增速	19.73%	-1.10%	-1.18%	NA
经营性现金流/ 营业收入	-1.56%	-0.11%	-9.30%	8.31%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 流通：主要企业2020中报横向对比梳理

图表97：流通子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	上海医药	九州通	柳药股份	国药股份	国药一致
最新市值（亿元， 20200831）	539	333	92	338	214
2020归母净利润预计（亿元）	45.43	23.37	8.27	17.32	14.16
2020归母净利润增速预计 (%)	11.3%	35.3%	20.7%	8.0%	11.3%
PE(2020E)	12	14	11	20	15
营业收入（亿元）	871.65	513.49	75.73	175.31	271.70
增速 (%)	-5.8%	6.0%	5.2%	-16.6%	6.1%
归母净利润（亿元）	24.43	12.59	3.95	6.20	6.43
增速 (%)	6.8%	69.4%	10.9%	-17.9%	-0.9%
扣非净利润（亿元）	22.00	9.59	3.86	5.69	6.27
增速 (%)	5.0%	55.4%	10.3%	-21.8%	-2.0%
毛利率 (%)	15.0%	9.6%	12.5%	7.7%	11.8%
净利润率 (%)	3.3%	3.1%	5.6%	3.8%	3.0%
净营业周期（天）	81.58	90.94	122.38	35.02	64.90
经营性现金流（亿元）	83.20	12.81	-60.12	31.89	26.25
中报业绩表现	收入利润符合预期	利润超预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 流通：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表98：流通子领域主要公司横向对比（2019A）

公司	上海医药	九州通	柳药股份	国药股份	国药一致
营业收入（亿元）	1,865.66	994.97	148.57	446.44	520.46
增速（%）	17.3%	14.2%	26.8%	15.2%	20.7%
归母净利润（亿元）	40.81	17.27	6.85	16.04	12.71
增速（%）	5.2%	28.8%	29.8%	14.2%	5.0%
扣非净利润（亿元）	34.61	15.25	6.71	15.66	12.27
增速（%）	30.5%	24.2%	27.0%	23.8%	4.3%
毛利率（%）	14.4%	8.7%	12.1%	8.8%	11.1%
净利润率（%）	2.6%	1.8%	5.1%	4.2%	2.9%
净营业周期（天）	71.82	88.82	98.37	47.88	54.68
经营性现金流（亿元）	92.09	126.50	1,751.61	80.93	51.24

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

## 流通：关注带量采购的后续影响

在两票制、零加成的边际影响逐渐减弱之后，2019年已经是全国及区域流通龙头在业绩、现金流上的拐点，后续需要关注带量采购的持续影响以及利率变化带来的影响：

1) 带量采购：当前已经做了三次的带量采购，尽管短期对流通整体的盘子影响较小，但长期影响不容忽视：

- 利好：集中度提高&账期向好。一方面，带量采购直接影响小流通商的核心职能（临床推广），因此从长期来看，行业集中度将进一步提高；另一方面，目前带量采购基本要求30天内回款，对于行业目前3-9个月的平均账期将有大幅好转。
- 利空：影响相应品种的单盒配送利润。由于药品价格下降，势必会传导一部分给流通企业，从而导致单盒的配送利润下降。因此，整体来看，我们认为，带量采购给流通企业带来的长期影响是收入上升（医药整体盘子不会缩小，行业集中度提高）、ROE下降（单盒配送的利润在下降）、现金流大幅转好（账期缩小），具体到净利润的影响则需要看带量采购降价的力度与品种的覆盖程度。

2) 利率及信用利差的变化将在流通企业中的利润有所体现。由于流通企业“垫资”属性的存在，财务费用占净利润比重往往较大（如九州通财务费用占净利润比例在60-70%之间），流通企业估值与其融资成本呈现较强的负相关性，因此关注后续利率变化及信用利差变化。

# 原辅包材：在疫情中相对受益，整体业绩确定性较强，Q2环比明显提高

从原辅包材的9个标的来看，在疫情中相对受益，Q2环比提高明显：

- **营业收入：**原辅包材子领域上半年平均收入增速9.71%，其中Q1增速4.28%，Q2增速14.92%，Q1主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，导致收入增速较慢，Q2收入增速环比改善明显。整体增速显著高于医药行业平均增速，业绩确定性较强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**原辅包材子领域上半年净利润增速31.88%，其中Q1增速24.36%，Q2增速38.15%。我们认为，疫情导致欧洲、印度等部分原料药厂无法正常生产供应，导致部分原料药价格上涨，因此国内原辅包材子领域在疫情中相对受益。扣非净利润增速也呈现相同业绩较高增速状态。原辅包材子领域持续业绩高增长也体现了其行业景气度高。
- **财务指标：**原辅包材上半年综合毛利率40.71%，相较于去年同期的41.65%略有下降，其中Q1毛利率38.64%，Q2毛利率42.51%，我们认为主要是Q1开工率和产能利用率不足影响毛利率，Q2毛利率明显提升。原辅包材上半年净利润率为14.54%，相较于去年同期的12.29%明显提高。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下出差活动减少有关。期间费用率也有所下降，体现了一定的规模效应。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入基本维持平稳。

**原辅包材板块：**我们选取奥翔药业、美诺华、同和药业、司太立、山河药辅、新华制药、仙琚制药、天宇股份、山东药玻作为原辅包材子领域样本库

图表99：原辅包材子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	19.57%	9.71%	4.28%	14.92%
净利润增速	66.96%	31.88%	24.36%	38.15%
扣非后 净利润增速	74.09%	32.94%	29.82%	35.39%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表100：原辅包材子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	41.65%	40.71%	38.64%	42.51%
净利率	12.29%	14.54%	13.21%	15.70%
销售费用率	13.04%	9.74%	10.43%	9.14%
期间费用率	26.18%	22.78%	22.61%	22.93%
应收账款增速	3.08%	-4.85%	-18.27%	NA
经营性现金流/ 营业收入	13.18%	13.21%	12.31%	14.00%

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 原辅包材：主要企业2020中报横向对比梳理

图表101：原辅包材子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	司太立	仙琚制药	美诺华	天宇股份
最新市值（亿元）	238	149	77	221
2020E归母净利润（亿元）	2.52	5.10	1.99	7.76
2020E归母净利润增速（%）	47.8%	24.4%	31.5%	32.5%
PE(2020E)	94	29	39	28
营业收入（亿元）	7.22	17.71	6.51	13.32
增速（%）	13.6%	-4.8%	16.0%	36.2%
归母净利润（亿元）	1.40	2.05	1.07	3.81
增速（%）	50.0%	18.2%	24.6%	50.1%
扣非净利润（亿元）	1.38	1.97	0.98	3.72
增速（%）	51.5%	20.8%	25.6%	55.1%
毛利率（%）	47.4%	56.3%	38.4%	53.0%
净利润率（%）	20.5%	12.1%	17.7%	28.6%
研发支出合计（亿元）	0.36	0.76	0.22	0.66
研发支出收入占比（%）	5.0%	4.3%	3.4%	4.9%
员工总数（人）	1615	3690	2268	3270
中报业绩表现	超预期，Q2超高速增长	符合预期，Q2环比改善	符合预期，Q2环比改善	符合预期
主营业务	造影剂API&制剂	甾体激素类API&制剂	慢病领域API&制剂	慢病领域API&制剂
潜在发展方向	原料药-制剂一体化	原料药-制剂一体化	原料药-制剂一体化 +CMO/CDMO	原料药-制剂一体化 +CMO/CDMO

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，天宇股份2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 原辅包材：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表102：原辅包材子领域主要公司横向对比（2019A）

公司	司太立	仙琚制药	美诺华	天宇股份
营业收入（亿元）	13.09	37.09	11.80	21.11
增速（%）	47.0%	2.4%	39.0%	43.9%
归母净利润（亿元）	1.70	4.10	1.51	5.86
增速（%）	81.8%	36.2%	56.6%	257.9%
扣非净利润（亿元）	1.68	3.78	1.40	5.76
增速（%）	76.9%	33.9%	134.5%	223.2%
毛利率（%）	42.7%	60.5%	38.3%	56.1%
净利润率（%）	14.0%	11.9%	13.6%	27.8%
研发支出合计（亿元）	0.93	2.05	0.63	1.12
研发人员数量（人）	340	430	371	497
研发支出收入占比（%）	7.1%	5.5%	5.3%	5.3%
员工总数（人）	1615	3690	2268	3270
主营业务	造影剂API&制剂	甾体激素类API&制剂	慢病领域API&制剂	慢病领域API&制剂
潜在发展方向	原料药-制剂一体化	原料药-制剂一体化	原料药-制剂一体化 +CMO/CDMO	原料药-制剂一体化 +CMO/CDMO

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

# 原辅包材：主要投资逻辑及未来趋势：供给产能出清+海外产业转移+企业能力升级

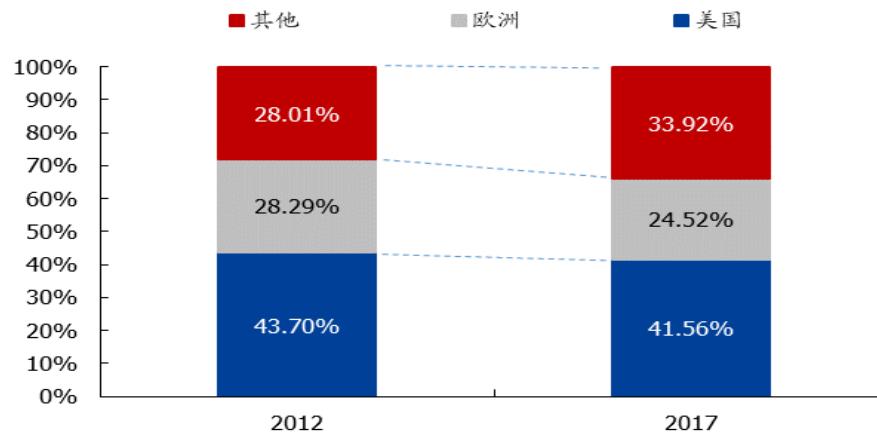
环保趋严+一致性评价+关联审评，供给产能出清。环保趋严+一致性评价+关联审评，逼迫部分不规范小产能退出市场，改善了产能供大于求的状态，提升了行业集中度中，最终能剩下的才是优质原料药企。

欧美产能向中国转移，为中国特色原料药企业打开未来成长空间。由于欧美环保压力、人力成本高昂等原因，过去十年欧美等发达国家逐渐将API产能转移到中印等新兴国家。中国相对印度具有气候、人才、技术等多方面优势，因此中国有望承接更多来自欧美的订单转移，发展成为世界高端工厂。我们认为，未来3-5年有可能是转移高峰期，为中国特色原料药企带来持续高业绩增长。

当下特色原料药行业正在经历产业变革，企业只有制定合适的战略并不断提升自身能力，才能在这轮变革中享受红利。目前最主要的能力提升战略主要为：

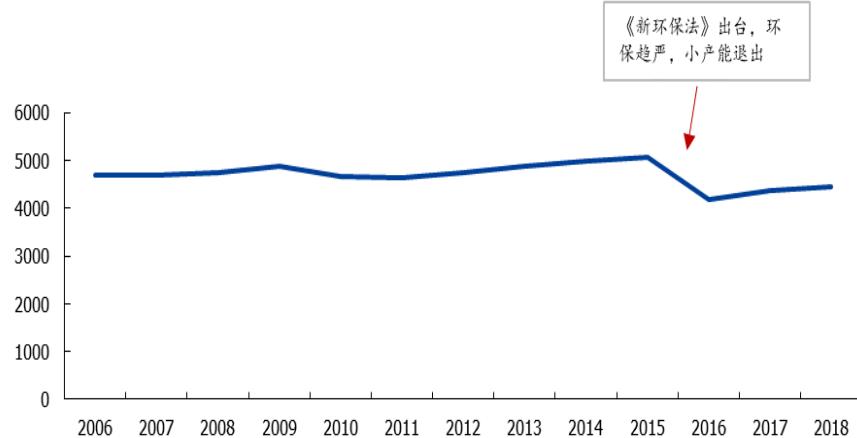
- 发展高壁垒特色原料药+攻入规范市场，带来毛利弹性；
- 转型制剂一体化，产业链向下游制剂延伸，盈利性提升；
- 转型CMO/CDMO，获得研发与生产外包收益，盈利性提升。

图表103：欧美地区的原料药产能占比渐小



资料来源：米内网，国盛证券研究所

图表104：原料药及制剂企业数量变化（单位：家）



资料来源：wind，国盛证券研究所

# 特色专科药：整体较为稳健，集采之下依旧保持稳健

特色专科药企业：整体较为稳健，集采之下依旧保持稳健

- **营业收入：**特色专科药企业上半年平均收入下滑0.85%，主要是恩华下滑较多（商业剥离），其他企业均较为稳健。其中Q1下滑5.67%，Q2增长4.04%，Q1主要受到国内疫情影响，Q2开始收入回暖。整体看特色专科药企业受疫情影响有限。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**特色专科药企业上半年净利润增速11.29%，其中Q1下滑1.74%，Q2增速23.27%，Q2利润明显回暖加速，尤其是健康元和东诚Q2表现较为突出。
- **财务指标：**特色专科药企业上半年综合毛利率65.77%，相较去年同期的65.11%略有提升。净利润率方面特色专科药企业上半年为24.72%，相较去年同期的19.75%有明显提升。特色专科药企业应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入有所提升，整体财务指标稳健。

特色专科药：我们选取恩华药业、健康元、通化东宝、北陆药业、东诚药业作为特色专科药样本库

图表105：特色专科药企业收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	11.67%	-0.85%	-5.67%	4.04%
净利润增速	18.96%	11.29%	-1.74%	23.27%
扣非后 净利润增速	20.17%	8.30%	2.35%	13.67%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表106：特色专科药企业财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	65.11%	65.77%	65.74%	65.80%
净利率	19.75%	24.72%	20.06%	29.01%
销售费用率	32.39%	27.53%	30.92%	24.41%
期间费用率	41.54%	37.79%	41.01%	34.82%
应收账款增速	5.95%	-2.51%	-6.87%	NA
经营性现金流/ 营业收入	19.91%	20.30%	22.52%	18.26%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 特色专科药：主要企业2020中报横向对比梳理

图表107：特色专科药企业横向对比（2020H1）

指标	恩华药业	健康元	通化东宝	北陆药业	东诚药业
最新市值（亿元）	187	380	289	63	204
2020归母净利润预计（亿元）	7.65	10.57	9.04	2.19	4.62
2020归母净利润增速预计（%）	15.4%	18.2%	11.4%	-36.1%	198.9%
PE(2020E)	24	36	32	29	44
营业收入（亿元）	14.82	64.76	14.75	3.68	16.46
增速（%）	-29.3%	3.0%	2.8%	-8.4%	24.1%
归母净利润（亿元）	3.53	6.76	5.41	0.92	2.19
增速（%）	9.6%	23.8%	1.7%	-18.3%	23.1%
扣非净利润（亿元）	3.54	5.92	5.42	0.78	2.15
增速（%）	10.0%	17.3%	3.1%	-25.4%	14.4%
毛利率（%）	75.7%	64.8%	79.0%	65.8%	48.6%
净利润率（%）	23.8%	24.5%	36.7%	23.1%	16.0%
研发支出合计（亿元）	1.02	3.73	0.52	0.26	0.58
研发支出收入占比（%）	6.9%	5.8%	3.5%	7.2%	3.6%
员工总数（人）	4414	12699	2706	641	1932
中报业绩表现	收入利润符合预期	收入符合预期，利润超预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入利润符合预期
主要特色	麻醉领域行政管制壁垒高	吸入制剂研发壁垒高	胰岛素研发、生产壁垒高	造影剂竞争格局较好	核药寡头格局、生产壁垒

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，北陆药业2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 特色专科药：主要企业2019全年情况横向对比梳理以及细分领域未来趋势

图表108：特色专科药主要公司横向对比（2019A）

指标	恩华药业	健康元	通化东宝	北陆药业	东诚药业
营业收入（亿元）	41.49	119.80	27.77	8.19	29.93
增速（%）	7.5%	6.9%	3.1%	34.7%	28.3%
归母净利润（亿元）	6.63	8.94	8.11	3.42	1.55
增速（%）	26.4%	27.9%	-3.3%	131.8%	-44.8%
扣非净利润（亿元）	6.03	8.29	8.09	1.67	1.93
增速（%）	20.9%	31.3%	-0.6%	23.4%	-30.8%
毛利率（%）	62.6%	64.4%	74.0%	68.9%	59.4%
净利润率（%）	15.8%	15.4%	29.2%	41.8%	9.8%
研发支出合计（亿元）	1.89	10.66	1.99	0.59	0.89
研发人员（人）	366	1,177	414	88	212
研发支出收入占比（%）	4.6%	8.9%	7.2%	7.3%	3.0%
员工总数（人）	4414	12699	2706	641	1932

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

## 细分领域未来趋势判断：

- 特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- 未来特色专科药企业仍有投资机会。受集采情绪影响特色专科药企近年来估值普遍处于历史股指中枢的低位，但实际业务没有受到那么大的冲击。业绩高速增长叠加研发推进，优质特色专科药企有望实现戴维斯双击。主要关注主业的壁垒、增速以及公司自身的研发进度。

# 化学制剂龙头：强者恒强，抵御风险能力显著强于其他

化学制剂龙头企业：抵御风险能力显著强于其他企业。

➤ **营业收入：**化学制剂龙头企业上半年平均收入下滑0.45%，主要是华东下滑较多，丽珠和恒瑞稳健。其中Q1下滑3.76%，Q2增长3.14%，Q1主要受到国内疫情影响，Q2开始收入回暖。受疫情影响有限。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**化学制剂龙头企业上半年净利润增速13.69%，其中Q1增速14.82%，Q2增速12.45%，龙头整体利润增速快于收入增速，主要与毛利率的提升和期间费用率下降有关，龙头整体在疫情期间表现稳健。

➤ **财务指标：**化学制剂龙头企业上半年综合毛利率58.51%，相较去年同期的54.14%提升4.37pp。净利润率方面化学制剂龙头上半年为17.42%，相较去年同期的14.79%有明显提升。化学制剂龙头应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入有所提升，整体财务指标稳健。

化学制剂龙头：我们选取恒瑞医药、华东医药和丽珠集团作为化学制剂龙头样本库

图表109：化学制剂龙头企业收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	20.12%	-0.45%	-3.76%	3.14%
净利润增速	23.75%	13.69%	14.82%	12.45%
扣非后 净利润增速	20.54%	8.63%	8.40%	8.89%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表110：化学制剂龙头企业财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	54.14%	58.51%	59.61%	57.39%
净利率	14.79%	17.42%	17.57%	17.26%
销售费用率	25.60%	26.04%	27.93%	24.14%
期间费用率	37.03%	39.01%	39.84%	38.18%
应收账款增速	6.65%	-9.64%	-9.66%	NA
经营性现金流/ 营业收入	10.16%	16.65%	12.78%	20.57%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 化学制剂龙头：主要企业2020中报横向对比梳理

图表111：化学制剂龙头企业横向对比（2020H1）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	华东医药
最新市值（亿元）	5,035	438	489
2020归母净利润预计（亿元）	64.59	17.4	28.9
2020归母净利润增速预计（%）	21.2%	33.6%	2.7%
PE(2020E)	78	25	17
营业收入（亿元）	113.09	50.95	166.61
增速（%）	12.8%	3.2%	-8.7%
归母净利润（亿元）	26.62	10.05	17.31
增速（%）	10.3%	36.0%	8.5%
扣非净利润（亿元）	25.62	8.35	14.07
增速（%）	11.9%	26.7%	-4.6%
毛利率（%）	87.9%	66.0%	36.2%
净利润率（%）	23.5%	26.1%	10.7%
研发支出合计（亿元）	18.63	3.06	4.80
研发支出收入占比（%）	16.5%	6.0%	2.9%
员工总数（人）	24431	8020	12118
中报业绩表现	整体符合预期	收入符合预期，业绩超预期	整体符合预期

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，华东医药2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

## 化学制剂龙头2020上半年表现及未来看点：

- 恒瑞医药：疫情之下彰显稳健和抗风险能力，创新体系已经较为完备，未来国内医药龙一地位不可撼动。
- 华东医药：工业端中美华东表现强劲，研发力度加大。未来看创新转型进度。
- 丽珠集团：持续体现聚焦、提效、转型效果以及整体抗风险能力。未来看艾普拉唑放量以及创新转型进度。

# 化学制剂龙头：主要企业2019全年情况横向对比梳理以及细分领域未来趋势

图表112：传统药企转型创新主要公司横向对比（2019A）

指标	恒瑞医药	丽珠集团	华东医药
营业收入（亿元）	232.89	93.85	354.46
增速（%）	33.7%	5.9%	15.6%
归母净利润（亿元）	53.28	13.03	28.13
增速（%）	31.1%	20.4%	24.1%
扣非净利润（亿元）	49.79	11.92	25.74
增速（%）	30.9%	25.8%	15.1%
毛利率（%）	87.5%	63.9%	32.0%
净利润率（%）	22.9%	15.6%	8.3%
研发支出合计（亿元）	38.96	8.28	10.55
研发人员（人）	3,442	729	1,078
研发支出收入占比（%）	16.7%	8.8%	3.0%
员工总数（人）	24431	9019	12118

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

## 细分领域未来趋势判断：

- **龙头强者恒强**，医药龙头企业将凭借不断布局研发管线以及成熟的销售体系等优势，未来将持续增长，整体龙头抵御行业压力能力较强。
- **恒瑞已基本完成转型，丽珠和华东同样值得关注**。恒瑞的研发管线已经得到市场认可并反映到公司估值中，丽珠和华东处于转型关键的几年，一旦创新转型成功体系得到认可，我们认为估值和市值均有提升的空间。传统药企成熟的销售体系、管理体系在当下仍有价值，管线可以通过BD合作持续拓展。

# IVD: Q1受疫情影响销售下滑，Q2逐步恢复，新冠检测试剂提振业绩

从IVD的4个标的来看，行业2020年Q2逐步恢复：

- **营业收入：**IVD子领域上半年平均收入增速20.52%，其中Q1增速7.58%，Q2增速31.48%，其中万孚生物受新冠检测试剂拉动，收入端增速较快（Q1增速21.92%，Q2增速104.72%），Q1主要受到国内疫情影响，医院诊疗人数大幅减少，IVD试剂需求减少，Q2开始医院诊疗秩序逐渐恢复，带来试剂使用量提升，新冠检测试剂销售带动部分企业Q2收入端高速增长。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**IVD子领域上半年净利润增速7.65%，其中Q1增速-29.1%，Q2增速39.0%，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2单季度受新冠检测试剂的带动明显，而原有业务仍处于恢复状态。
- **财务指标：**IVD上半年综合毛利率64.90%，相较去年同期的66.42%略有下降，其中Q1毛利率62.37%，Q2毛利率66.66%，Q1受疫情影响，生产成本的提升对毛利率造成冲击（同时安图生物部分检验科打包业务毛利率较低拉低整体毛利率），Q2开始毛利率逐步恢复，同时新冠检测试剂也对毛利率有所拉动；净利润率方面，IVD子领域上半年为24.22%，相较去年同期的27.49%有所下滑。期间费用率保持稳定。受万孚生物新冠检测试剂出口带动，整体应收账款增速下降，回款效率提升，同时经营性现金流/营业收入比例提升。

IVD板块：我们选取安图生物、万孚生物、贝瑞基因、艾德生物作为IVD子领域样本库

图表113: IVD子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	26.86%	20.52%	7.58%	31.48%
净利润增速	37.10%	7.65%	-29.10%	39.00%
扣非后净利润增速	23.04%	15.17%	-10.81%	32.09%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表114: IVD子领域财务指标情况

	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	66.42%	64.90%	62.37%	66.66%
净利率	27.49%	24.22%	17.58%	28.82%
销售费用率	20.56%	19.42%	21.96%	17.65%
期间费用率	37.25%	37.69%	41.79%	34.85%
应收账款增速	43.28%	28.65%	30.63%	NA
经营性现金流/营业收入	16.16%	26.05%	28.63%	24.27%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# IVD：主要企业2020中报横向对比梳理

图表115: IVD子领域主要公司横向对比 (2020H1)

指标	安图生物	万孚生物	贝瑞基因	艾德生物
股票代码	<b>603658.SH</b>	<b>300482.SZ</b>	<b>000710.SZ</b>	<b>300685.SZ</b>
最新市值 (亿元, <b>20200831</b> )	694	339	219	193
<b>2020</b> 归母净利润预计 (亿元)	9.20	6.79	3.43	1.88
<b>2020</b> 归母净利润增速预计 (%)	18.8%	75.2%	-12.3%	38.8%
<b>PE(2020E)</b>	75	50	64	103
营业收入 (亿元)	12.06	16.07	7.21	2.83
增速 (%)	2.2%	66.0%	-4.3%	6.4%
归母净利润 (亿元)	2.74	4.49	1.17	0.81
增速 (%)	-15.5%	117.4%	-54.0%	3.4%
扣非净利润 (亿元)	2.35	4.39	0.91	0.65
增速 (%)	-23.7%	127.7%	-41.6%	0.1%
毛利率 (%)	58.4%	70.5%	53.2%	88.1%
净利润率 (%)	23.0%	28.2%	16.0%	28.6%
研发支出合计 (亿元)	1.49	1.60	0.56	0.53
研发支出收入占比 (%)	12.4%	10.0%	7.8%	18.7%
员工总数 (人)	4274	2476	1681	654
中报业绩表现	符合预期	符合预期	符合预期	符合预期

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 市值为2020年8月31日收盘, 2020年归母净利润为wind一致预期)

# IVD：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表116: IVD子领域主要公司横向对比 (2019A)

	安图生物	万孚生物	贝瑞基因	艾德生物
营业收入 (亿元)	26.79	20.72	16.18	5.78
增速 (%)	38.9%	25.6%	12.4%	31.7%
归母净利润 (亿元)	7.74	3.87	3.91	1.35
增速 (%)	37.6%	25.9%	45.7%	6.9%
扣非净利润 (亿元)	7.40	3.71	2.94	1.17
增速 (%)	38.3%	38.3%	15.9%	8.3%
毛利率 (%)	66.6%	65.2%	61.1%	90.4%
净利润率 (%)	22.9%	20.6%	23.9%	23.4%
研发支出合计 (亿元)	3.12	1.90	1.24	0.94
研发人员 (人)	1,180	532	136	228
研发支出收入占比 (%)	11.6%	9.2%	7.7%	16.2%
员工总数 (人)	3764	2476	1681	654

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

# IVD：主要投资及未来趋势：细分领域处于红利期，未来保持快速增长

## 细分领域处于红利期，保持快速增长：

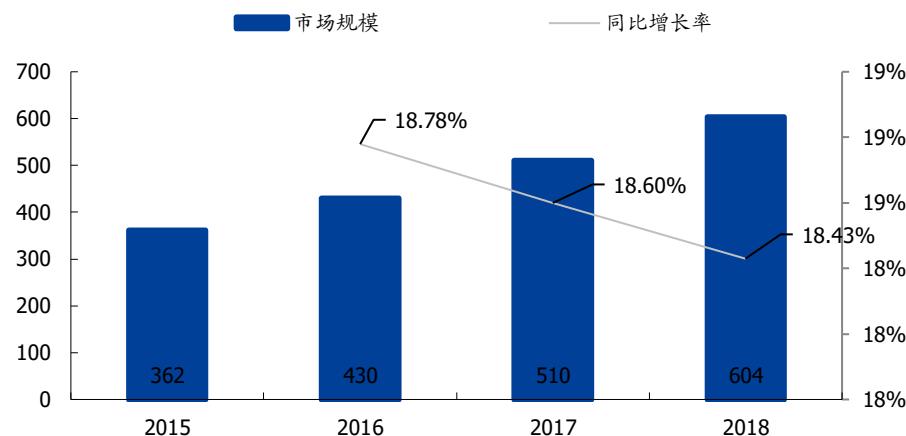
国内 IVD 市场处于快速发展红利期，随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张，进口替代水平低/创新类 IVD 产品将持续放量，其中免疫诊断、分子诊断和 POCT 细分领域将保持快速增长。

➤ **免疫诊断（以磁微粒化学发光产品为主）：**是目前最为主流检测方式，IVD 行业占比最大（200亿市场，占 IVD 市场整体三分之一），高增长（平均增速20%，安图生物等头部企业增速接近50%），进口替代空间大（80%以上的化学发光市场由罗氏、丹纳赫、雅培和西门子占领，以三级医院为主），磁微粒化学发光试剂的主流地位仍将保持较长时间。

➤ **分子诊断：**国内分子诊断起步较晚但增速迅猛，未来有赶超之势（平均增速20%），产前诊断、肿瘤基因检测、个体化用药等应用场景将成为未来主流趋势，需求将快速释放。

➤ **POCT：**体外诊断行业新兴细分领域，检测时间短（几分钟内出结果）、对环境和使用者要求低（仪器体积小可便携、操作人员不需要过多专业培训上手快），可满足急诊、ICU、基层医院等多种应用场景。POCT 市场属于起步阶段，未来随着小型机在方法学和检测精度方面的不断提升，行业POCT化进程将加速。

图表117：中国体外诊断市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国盛证券研究所

图表118：2018年中国体外诊断市场细分市场占比

分类	增速	市场占比
整体	15-20%	100%
免疫诊断	20%	35%
生化诊断	6-7%	20-25%
分子诊断	20%	10%
POCT	25%	10+%
血液体液诊断	10%	10%
微生物诊断	10+%	5%
病理	10+%	3%

资料来源：中国体外诊断行业年度报告，国盛证券研究所

# 肝素：受疫情影响肝素原料出口速度放缓，Q2制剂端销售快速恢复

从肝素的5个标的来看：

- **营业收入：**肝素子领域上半年平均收入增速15.49%，其中Q1增速13.42%，Q2增速17.32%，相比去年有所放缓，一方面受肝素类制剂Q1受到国内疫情影响使用量有所下降，另一方面肝素原料出口受海外疫情爆发影响需求有所放缓，Q2开始国内医院诊疗秩序逐渐恢复，肝素制剂使用量提升，同时健友股份等企业的注射剂出口业务也拉动Q2收入增速的提升。
- **归母净利润&扣非后归母净利润：**肝素子领域受海普瑞剥离君圣泰等影响利润增速波动较大，上半年净利润增速6.95%，其中Q1增速-35.72%，Q2增速89.96%，扣非净利润增速70.27%，其中Q1增速71.36%，Q2增速69.42%。
- **财务指标：**肝素行业上半年综合毛利率51.21%，相较于去年同期的49.19%略有上升，其中Q1毛利率50.93%，Q2毛利率51.45%，一方面高毛利制剂占比提升，另一方面2020年上半年肝素粗品价格波动带来采购成本下降；净利润率方面，肝素子领域上半年为19.50%，相较于去年同期的21.22%有所下滑，剔除受疫情影响较大的千红药业后净利润率与去年同期持平；期间费用率保持稳定，受海普瑞应收账款增加影响，整体应收账款增速大幅提升，同时经营性现金流/营业收入比例下降。

**肝素板块：**我们选取海普瑞、健友股份、千红药业、东诚药业、常山药业作为肝素子领域样本库

图表119：肝素子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	22.79%	15.49%	13.42%	17.32%
净利润增速	58.50%	6.95%	-35.72%	89.96%
扣非后净利润增速	1.89%	70.27%	71.36%	69.42%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

图表120：肝素子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	49.19%	51.21%	50.93%	51.45%
净利率	21.22%	19.50%	16.70%	21.89%
销售费用率	18.50%	17.50%	16.47%	18.38%
期间费用率	29.73%	29.41%	29.84%	29.05%
应收账款增速	5.73%	30.65%	20.44%	NA
经营性现金流/营业收入	-7.18%	-12.57%	-15.45%	-10.12%

资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 肝素：主要企业2020中报横向对比梳理

图表121：肝素子领域主要公司横向对比（2020H1）

指标	健友股份	海普瑞	千红制药	东诚药业	常山药业
股票代码	<b>603707.SH</b>	<b>002399.SZ</b>	<b>002550.SZ</b>	<b>002675.SZ</b>	<b>300255.SZ</b>
最新市值（亿元， <b>20200831</b> ）	460	337	64	204	70
<b>2020</b> 归母净利润预计（亿元）	8.61	10.18	2.91	4.44	2.94
<b>2020</b> 归母净利润增速预计（%）	42.3%	-3.9%	10.8%	187.3%	30.5%
<b>PE(2020E)</b>	53	33	22	46	24
营业收入（亿元）	13.96	26.59	6.55	16.46	10.10
增速（%）	18.6%	24.9%	-22.3%	24.1%	11.8%
归母净利润（亿元）	4.08	5.81	0.64	2.19	1.31
增速（%）	41.2%	6.3%	-63.6%	23.1%	6.0%
扣非净利润（亿元）	4.04	5.05	0.53	2.15	1.30
增速（%）	44.3%	667.8%	-54.9%	14.4%	11.7%
毛利率（%）	60.3%	42.1%	45.5%	48.6%	70.5%
净利润率（%）	29.1%	21.8%	8.8%	16.0%	12.9%
研发支出合计（亿元）	0.95	0.38	0.32	0.58	0.71
研发支出收入占比（%）	6.8%	1.4%	4.9%	3.6%	7.0%
员工总数（人）	919	2162	1371	1932	1003
中报业绩表现	符合预期	符合预期		符合预期	
存货（亿元）	39.03	29.73	3.01	8.79	17.64

资料来源：wind, 国盛证券研究所（注：市值为2020年8月31日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 肝素：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表122: 肝素子领域主要公司横向对比 (2019A)

指标	健友股份	海普瑞	千红制药	东诚药业	常山药业
营业收入 (亿元)	24.70	46.25	16.75	29.93	20.71
增速 (%)	45.2%	-4.0%	26.7%	28.3%	25.3%
归母净利润 (亿元)	6.05	10.59	2.63	1.55	2.25
增速 (%)	42.5%	79.1%	18.6%	-44.8%	60.9%
扣非净利润 (亿元)	5.87	4.46	1.95	1.93	2.16
增速 (%)	42.9%	6.6%	80.3%	-30.8%	59.6%
毛利率 (%)	51.2%	37.3%	47.9%	59.4%	73.1%
净利润率 (%)	24.5%	22.6%	15.3%	9.8%	10.7%
研发支出合计 (亿元)	1.91	1.60	0.68	0.89	1.63
研发人员 (人)	305	348	180	212	194
研发支出收入占比 (%)	7.7%	3.5%	4.1%	3.0%	7.9%
员工总数 (人)	919	2162	1371	1932	1003
存货 (亿元)	32.74	23.74	2.46	8.88	14.08

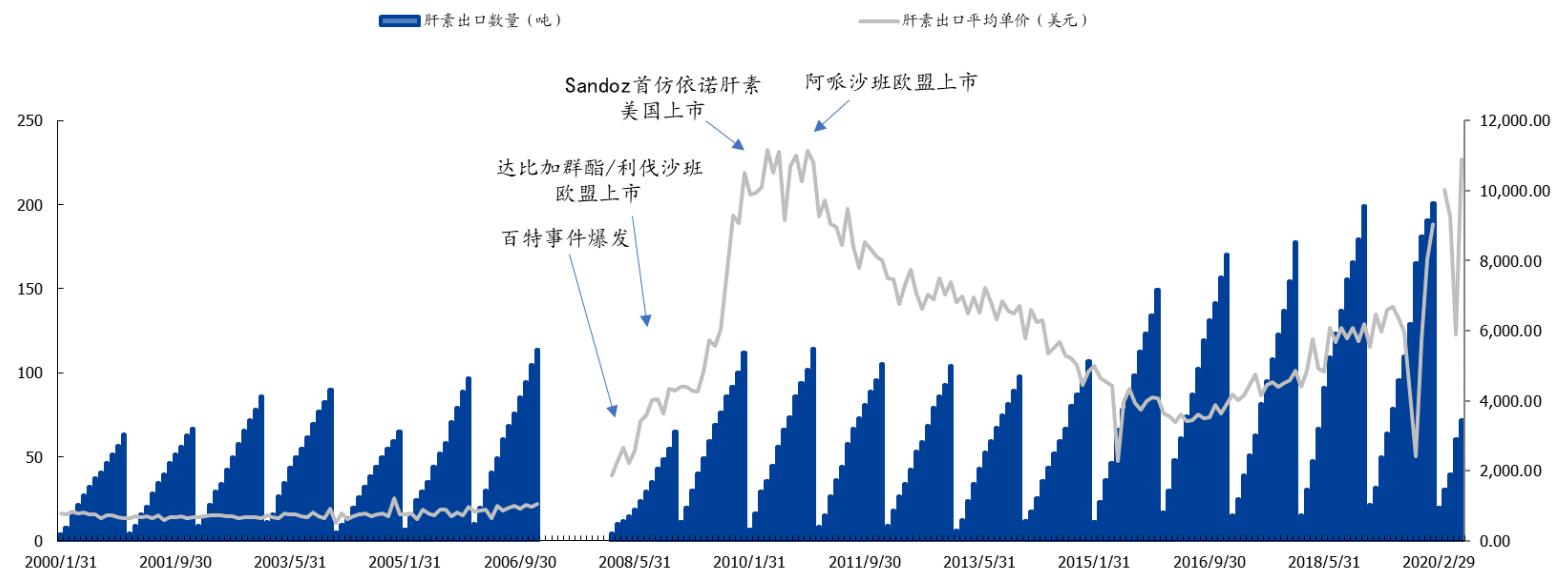
资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

# 肝素：拥有资源品属性，优质企业将持续受益于肝素原料制剂一体化

**肝素原料短缺将进一步传导至肝素制剂端：**在目前全球肝素制剂企业库存已处于低位的情况下，未来中国1-2年肝素原料的供应减少将持续推动肝素原料涨价，同时下游制剂企业在原料采购量下降的情况下也出现制剂供给不足、终端制剂价格提升的一系列状况，由于短缺从原料端向制剂端的传导需要一定时间，我们判断2021-2022年开始将能逐渐观察到欧美等主要肝素制剂市场发生产品缺货和提价的情况。

**肝素粗品库存价值亟待重估：**目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业（前五家为上市公司），通过报表口径观察及草根调研情况来判断，除健友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展，自2015年以来逐步建立肝素粗品库存，未来有望持续受益于肝素粗品/原料的供需失衡状态。

图表123：中国肝素原料出口数量及单价（截止2020年6月）



资料来源：wind, 国盛证券研究所

# 目录

- 行业整体情况：上半年疫情之下医药表现出内需且刚需的强韧性，Q2迅速回暖
- 18个细分领域详解：个股时代，百花齐放
- 海外龙头情况：Q1疫情恐慌促使大量囤货，Q2业绩回暖但需消化Q1囤货影响

# 海外医药：Q1疫情恐慌促使大量囤货，Q2业绩回暖但需消化Q1囤货影响

2020Q2，海外疫情愈演愈烈，门诊量以及手术量大缩水叠加第一季度患者过度囤药，导致龙头药企业绩普遍下滑，于4月触底；然而由于美国区强制提前复工，大部分企业观察到业绩于6月底开始回暖。

- 1) 疫苗板块特别是儿童苗，以及肿瘤药，二者由于刚需性受影响幅度相对较小；
- 2) 疫期间逆势高速放量的品种多为口服药或可自行在家注射的品种，例如胰岛素以及可皮下注射的慢病用药；
- 3) 研发方面，虽然疫情拖累大部分在研品种的临床进度，但本季度仍有许多万众瞩目的重磅品种取得喜人进展，其中不乏First-in-class品种落地；
- 4) 龙头药企在疫情期间充分体现出其应担当的社会责任，纷纷带头参与抗疫；其中疫苗与中和抗体的研发为两大主流方向：
  - 疫苗作为疫情的终结者被寄予厚望，因此相关玩家较多，进度较快，更多以Biotech绑定大药企的形式来加速推进研发以及扩大产能，预计最早10月可见产品落地，年内合计产能约数10亿剂；
  - 中和抗体预防及疗效确切性强，在没有疫苗或短期内疫苗无法覆盖的地区，仍然是最重要的抗疫手段之一，预计最早于年内可见该类产品落地。

# 海外医药：Q2业绩增长仍然低迷，但由于费用大幅缩减导致净利率明显提高

图表124：海外龙头药企2020H1业绩数据

证券代码	证券简称	(亿) 币种	2020 Q2 收入	2020 Q2 YOY%	2020 Q2 调整后净利 润	2020 Q2 YOY%	2020 Q2 EPS	当前 PE ttm	2020 H1 收入	2020 H1 YOY%	2020 H1 调整后净 利润	2020 Q2 YOY%	2020 H1 净利率	2020 Q2 EPS	2020/7/ 22 市值	期间股 价涨跌 幅	2020 E PE	2020 E PS	2021 E PE	2021 E PS	研发费 用率
JNJ	强生	美元	183.4	-10.8	44.5	-36.0	1.67	18.5	390.3	-3.8	106.0	-15.9	27%	3.97	3937	13.8%	19	4.9	16	4.5	14.8%
RHHBY	罗氏	瑞士法郎	141.4	-9.6	-	-	-	-	292.8	-4.0	118.0	2.0	40%	10.44	3084	6.3%	15	4.4	14	4.3	19.8%
MRK	美国默克	美元	108.7	-8.0	34.9	3.7	1.37	14.2	229.3	2.0	73.1	11.8	32%	2.87	2016	4.8%	15	4.3	13	3.9	17.8%
NVS	诺华	美元	113.5	-1.0	31.1	8.0	1.36	15.7	236.3	6.0	66.6	18.0	28%	2.92	2016	7.9%	16	4.0	14	3.8	19.0%
PFE	辉瑞	美元	118.0	-11.0	44.0	-3.0	0.78	12.4	238.3	-10.0	89.2	-5.0	37%	1.59	2014	3.0%	13	4.1	12	4.0	16.2%
NVO	诺和诺德	丹麦克朗	300.1	0.0	106.3	11.0	4.53	23.6	638.8	7.0	225.2	12.0	35%	9.58	1553	9.6%	25	7.9	22	7.4	11.1%
LLY	礼来	美元	55.0	-2.0	17.2	24.0	1.89	25.3	113.6	7.0	33.2	26.5	29%	3.64	1587	20.3%	24	6.6	21	6.1	24.5%
BMY	百时美施贵宝	美元	101.3	61.0	37.5	93.4	1.63	11.3	209.1	71.5	77.1	105.9	37%	3.35	1366	7.3%	10	3.3	8	3.0	24.4%
AMGN	安进	美元	62.0	6.0	25.2	4.0	4.25	16.2	123.7	8.2	49.9	7.3	40%	8.42	1520	19.2%	17	6.0	15	5.7	15.5%
AZN	阿斯利康	美元	63.0	11.0	18.0	31.0	0.96	25.1	126.0	14.0	36.0	23.0	29%	2.01	1555	20.8%	30	5.8	24	5.1	22.0%
SNY	赛诺菲	欧元	82.1	-3.4	16.0	5.6	1.28	14.6	171.8	1.6	35.2	9.8	20%	2.81	1337	19.0%	16	3.0	14	2.9	15.6%
ABBV	艾伯维	美元	104.3	26.3	39.0	15.6	2.34	13.0	190.4	18.4	75.1	14.4	39%	4.76	1777	33.7%	10	3.9	9	3.3	15.5%
GILD	吉利德	美元	51.4	-9.5	14.0	-36.2	1.11	13.1	106.9	-2.5	35.4	-18.4	33%	2.80	972	6.1%	12	4.2	12	4.2	19.4%
GSK	葛兰素史克	英镑	76.0	-3.0	17.5	-21.0	0.19	9.4	167.0	8.0	44.2	2.0	26%	0.57	1038	9.6%	14	2.3	14	2.3	16.6%
VRTX	福泰制药	美元	15.2	62.0	6.9	110.0	2.61	56.1	30.4	68.9	13.6	118.5	45%	5.16	764	28.8%	33	13.2	27	11.5	31.0%
BAYZF	拜尔	欧元	100.5	-6.2	15.7	5.5	1.59	10.9	229.0	-0.3	41.9	8.5	18%	4.26	715	31.0%	9	1.4	7	1.3	10.8%
REGN	再生元	美元	19.5	24.0	8.5	24.0	7.16	21.0	37.8	28.1	16.3	34.6	43%	13.70	661	25.6%	25	8.7	21	7.4	34.6%
BIIIB	百健	美元	36.8	2.0	16.5	-5.0	10.26	7.2	72.2	1.5	32.3	4.0	45%	19.40	460	-8.7%	8	3.3	9	3.4	15.6%
合计		亿美元	1551	-0.3%	415	1%			3221	5.1%	1018	4.4%	-	-	-	-	-	-	-	-	加权
平均		亿美元	86		24				179		57		32%	-	1576	14.3%	17	5.1	15.1	4.7	18%

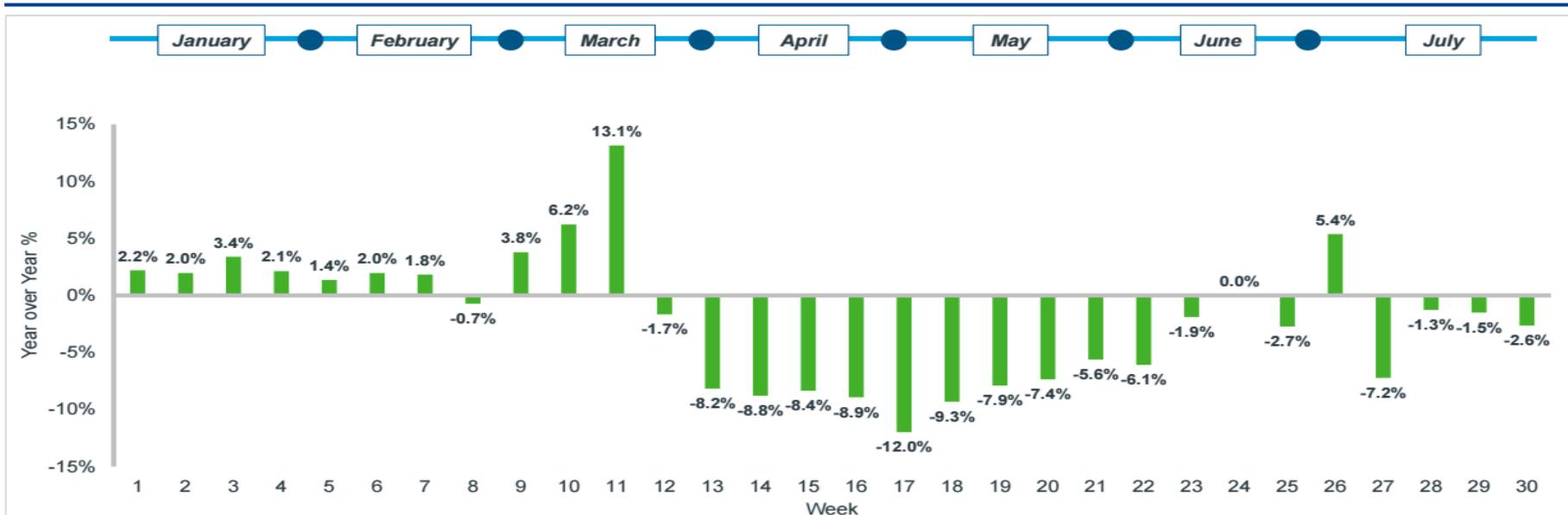
资料来源：公司公告，YahooFinance，国盛证券研究所

# 海外医药：Q1疫情恐慌促使大量囤货，Q2业绩回暖但需消化Q1囤货影响

18家海外龙头药企2020H1平均收入增速为5.1%，净利润增速为4.4%，增长主要由Q1贡献；Q2疫情影响程度加剧，收入总体下滑（-0.3%）

- 利润增速明显放缓（+1%），其中10家公司收入出现下滑；
- 上半年18家龙头药企平均净利率为32%，相对疫情前提升约2pp，主要因疫情期间临床试验以及市场推广活动大幅缩水所致：大部分处于早期（招募等）阶段的临床试验被迫暂停；医院限制人流、差旅频率降低、学术推广等聚集性活动无法开展；
- 由于海外疫情持续发酵，大部分公司业绩于4月触底；美国区由于强制提前复工，业绩于6月底开始回暖；7月疫情反复，对业绩回升造成一定阻碍；
- Q2各公司估值得以修复，股价平均上涨14%，基本恢复至疫情前水平；再生元、阿斯利康、礼来等新冠药物/疫苗相关企业涨幅居前。

图表125：美国处方药处方量同比增速（2020H1）



资料来源：IQVIA，国盛证券研究所

# 海外医药：疫情期间逆势高速放量的品种多为口服药或可自行在家注射的品种

图表126：疫情期间高增长的品种（2020H1）

药物商品名	药物通用名	企业	疾病领域	2020Q2销售额 (亿美元)	2020Q2增速	2020H1销售额 (亿美元)	2020H1增速
Ozempic	索玛鲁肽	诺和诺德	内分泌	7.67	106%	15.21	152%
Inlyta	阿西替尼	辉瑞	肿瘤	1.95	87%	3.64	106%
Venclexta	维奈托克	艾伯维	肿瘤	3.03	82%	6.2	96%
Dupixent	Dupilumab	赛诺菲	免疫炎症	10.11	70%	19.25	94%
Trelegy	氟替卡松 / 维兰特罗 /umeclidinium	GSK	呼吸系统	2.53	58%	5.05	85%
Verzenio	Abemaciclib	礼来	肿瘤	2.09	56%	3.97	63%
Tecentriq	阿特朱单抗	罗氏	肿瘤	7.18	54%	14.26	74%
Lynparza	奥拉帕尼	阿斯利康	肿瘤	5.97	51%	11.39	60%
Tremfya	guselkumab	强生	免疫炎症	3.42	46%	6.38	42%
Influenza	流感疫苗	赛诺菲	疫苗	1.37	45%	2.11	60%
Biktarvy	Bictegravir/ 恩曲他滨 /TAF	吉利德	HIV	16.04	44%	32.97	73%
Olumiant	Baricitinib	礼来	免疫炎症	1.45	42%	4.27	54%
Entresto	沙库比曲缬沙坦片	诺华	心血管	5.8	40%	11.49	50%
Actemra	托珠单抗	罗氏	免疫炎症	8.74	40%	16.06	36%
Fasenra	Benralizumab	阿斯利康	呼吸系统	2.27	36%	4.26	44%
Tagrisso	奥希替尼	阿斯利康	肿瘤	10.34	32%	20.16	43%
Zejula	niraparib	GSK	肿瘤	1	32%	2.06	58%
Repatha	Evolocumab	安进	心血管	2	32%	4.29	46%
Keytruda	帕博利珠单抗	默克	肿瘤	33.88	29%	66.72	36%

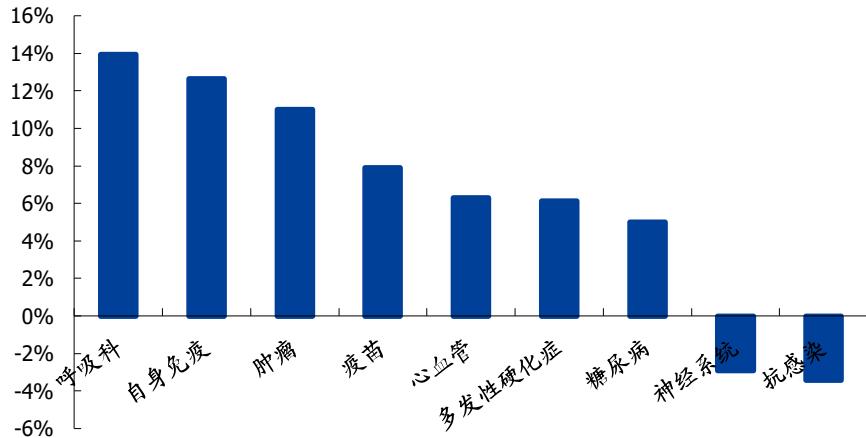
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

# 海外医药：新冠疫情使呼吸类药物快速放量，肿瘤药中口服品种优势明显

分疾病领域来看：

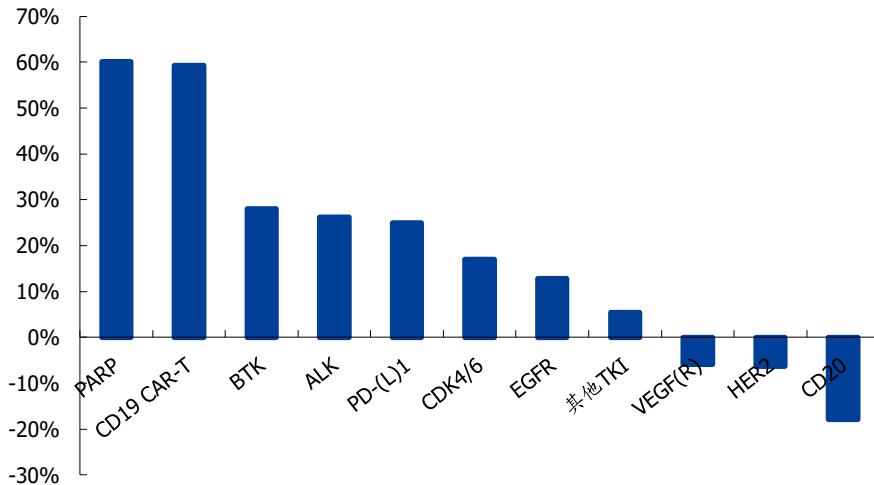
- 呼吸科用药高增长反映了其在新冠肺炎疫情期间的刚需性，打破了长期仅低个位数低增长的局面；
- 自身免疫炎症药品的销量并没有因为其“免疫抑制”的本质在疫情期间受到影响；此外，很多品种都参与到救治新冠重症患者的临床实验中，例如JAK抑制剂以及IL-6抑制剂等；
- 年初至4月，疫苗受疫情影响十分严重，主要受限于居家令；但因儿童疫苗的刚需性，4月底接种量已基本复苏，随着“提前复工”热潮来临，成人苗接种量也于6月快速复苏；
- 肿瘤药受疫情影响相对其他版块较小，主要得益于其刚需性：
  - 口服药：医患之间继续推行一次性开3个月的长处方方案来降低患者暴露于新冠肺炎感染的风险，其中PARP抑制剂、BTK抑制剂等收益最为明显；
  - 需患者到医院注射的生物药大多受疫情影响较为严重；其中PD-1增速仅25%，相较Q1下滑约20ppt。

图表127：各类专利药增速（按疾病领域）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表128：各类肿瘤药增速（按靶点）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

# 海外医药：疫情期间多款重磅品种如期上市，其中3个为First-in-Class品种

图表129：重磅品种研发进展（2020H1）

企业	在研品种	靶点	适应症	进度	看点
强生	CAR-T	BCMA	血液瘤	2020年底提交上市申请	或成为第4个拥有CAR-T产品的公司
百健	Aducanumab	b淀粉样蛋白	阿兹海默症	提交上市申请	First-in-class阿兹海默症药物
罗氏	Risdiplam	SMN	肌萎缩	FDA PDUFA 8/24	3大单品，同时也是罗氏再一次转型的证明
诺华	Captinib	METex14	肺癌等	FDA获批	First-in-class METex14抑制剂
诺华	inclisiran	PCKS9	高血脂	提交上市申请	第一个PCSK9基因疗法，长效半年注射一次
安进	Sotorasib	KRAS	肺癌等	III期	或将成为First-in-Class KRAS抑制剂
礼来	Selpercatinib	RET	肺癌等	FDA获批	First-in-class RET抑制剂
阿斯利康	DS-1062	TROP2-ADC	实体瘤	即将进入III期	阿斯利康再次与第一三共合作ADC
GSK	niraparib	PARP	BRCA	FDA获批	第3个PARP抑制剂
GSK	Belantamab	BCMA-ADC	血液瘤	FDA获批	First-in-class BCMA药物
再生元	REGN-EB3	埃博拉病毒	抗感染	预计10月获批	或成为第一个上市的抗病毒中和抗体产品
BYM	ide-cel	BCMA CAR-T	血液瘤	7月提交BLA	或成为第3个拥有CAR-T产品的公司

资料来源：FDA，国盛证券研究所

# 海外医药：新冠疫苗/中和抗体预计最快于2020年内获批上市

图表130：新冠疫苗研发进展

企业	疫苗品种	技术路径	进展	上市预期	现有数据	产能/订单
<b>BIONTECH</b>	BNT162b1/2	mRNA	II/III	2020/10	中和抗体约康复患者的2.8~3.2倍	2020年1亿剂；2021年13亿剂；复星和BioNTech独立建立各自在中国的产能；
<b>MODERNA</b>	MRNA-1273	mRNA	III	2020/10	中和抗体约康复患者的2.1~4.1倍	优先供应美国，产能约5~10亿剂
阿斯利康	ChAdOx1 nCoV 19	病毒载体	II/III	2020年内	中和抗体量与康复患者血清相当	2020~2021年预计供应20亿剂；已与超20家代工厂签了合约
<b>NOVAVAX</b>	NVXCoV2373	重组	I/II	-	5ug+佐剂两针，中和抗体约康复患者的4倍	2021年底前产能扩大至数十亿剂；英国将采购6000万剂
强生	Ad26.COV2-S	病毒载体	I/II	2021H1	-	英国订购3000万剂，或再购买2200万剂
GSK/三叶草	SCB-2019	I	-	-	-	-
默克/IAVI	V590	类减毒	临床前	-	-	计划产能约数亿剂，一针法
默克	V591	类减毒	临床前	-	-	计划产能约数亿剂，一针法
赛诺菲/GSK	-	重组	临床前	2021H1	-	向英国提供0.6亿剂；2021H2产能10亿剂；
GSK/CureVac	-	mRNA	临床前	-	-	-
赛诺菲/Translate Bio	-	mRNA	临床前	2021Q4	-	2021H2产能9000万~3.6亿

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表131：新冠中和抗体研发进展

企业	抗体品种	临床进展	上市预期	品种特色	产能/订单
再生元	REGN-COM2	即将III期	-	2个抗体的鸡尾酒疗法，无特殊修饰	美国政府预订4.5亿美元订单
<b>GSK/Vir</b>	VIR-7831/VIR-7832	即将II/III	2021	-	-
<b>礼来/AbCellera</b>	LY-CoV555	II	-	RBD以外的结合位点	-
礼来/Abcellera/君实	JS016/LY-CoV555	I	-	鸡尾酒或单药	公司已提前做好两个药上市后的生产准备
安进/Adaptive	-	临床前	-	非RDB靶向抗体	-
阿斯利康	-	临床前	-	长效化	英国政府已预订100万剂；
艾伯维	47D11	临床前	-	全人源化中和抗体	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 风险提示

### 风险提示：

- **控费政策持续超预期：**由于医保基金的压力，可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期：**部分板块及产品竞争格局恶化，以及负向政策的扰动，导致增速不及预期

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



The background image shows a wide-angle aerial view of a city skyline at night, likely Shenzhen, China. The city is densely packed with buildings of various heights, many of which are illuminated with blue, white, and yellow lights. A prominent skyscraper, the Kingkey 100, stands tall in the center-right. In the foreground, a large, curved building with a glass facade reflects the surrounding lights. The sky is a deep blue, transitioning to a lighter orange near the horizon where the city meets the sea.

# Thank You

