



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

策
略
报
告

信达证券——医药行业2020H1财报分析

寻找具有相对性价比的公司

2020年09月03日

杨松

医药行业首席分析师

执业编号: S1500519120003

联系电话: +86 21 61678586

邮 箱: yangsong@cindasc.com

周贤珮

医药行业分析师

执业编号: S1500518020001

联系电话: +86 10 83326737

邮 箱: zhouxianpei@cindasc.com

张雪

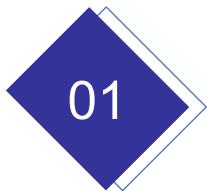
研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮 箱: zhangxue1@cindasc.com

投资要点：行业逐步修复，寻找具有相对性价比的公司

- **行业逐步恢复，强者恒强趋势愈发明显。** 2020H1医药行业整体表现良好，2020H1收入同比减少1.71%，归母净利润同比增加10.52%，扣非归母净利润同比增加9.95%，环比2020Q1明显回升。从行业整体情况看，随着疫情防控进入常态化，医院诊疗逐步恢复，预计未来行业仍将持续修复。从2015年至今，多家公司意图通过并购整合实现“业务转型”或者“跨越式发展”，但从回顾分析看，大部分并购未实现预期效果（多家公司计提大额商誉减值），而与此同时，我们观察到龙头公司无论在业绩成长性还是稳定性上均有超越行业的表现（在疫情对行业产生巨大冲击时更为明显），表明医药行业强者恒强的趋势愈发确定。
- **各子行业分化较大，疫情相关领域爆发性需求带来业绩增量。** 2020H1医药行业整体业绩受疫情影响较大，但不同子行业之间表现差异较大。具体而言，医疗器械领域的IVD、医疗设备、连锁药店、原料药等与疫情防治相关性较大的子行业收入利润增长迅猛；而化学制剂、中药、医疗服务、医用耗材等以医院终端为主要应用场景的子行业，受医院终端经营恢复的带动，业绩均有所改善，但不同子行业改善程度或有不同；CXO等与疫情相关性较小的子行业业绩表现符合预期。预计随着下半年疫情扰动降低，医药各子行业将逐渐恢复正常运营。
- **寻找具有相对性价比的标的。** 从2020年中报业绩看，医药板块的业绩确定性优势愈发明显，市场对于医药关注度仍维持高位，细分领域龙头的估值容忍度进一步增加，医药作为需求刚性的细分领域，中长期维度看，产品和服务是否具有定价能力依然是医药行业中长期选股思路，展望未来半年，结合现阶段医药的估值、政策、业绩，我们建议寻找具有相对性价比的公司：
- ①即将迎来政策催化：创新药（恒瑞医药、药明康德）、中医药（中国中药（H）、同仁堂）。
- ②产业路径清晰的耗材：昊海生物科技（H/A）、三友医疗、南微医学。
- ③业绩确定性明显：连锁药店（一心堂、大参林、益丰药房、老百姓），血液制品（华兰生物、天坛生物、双林生物）；
- ④空间较大的弹性黑马：国际医学、诚意药业、爱帝宫（H）。
- 风险因素：药品和耗材降价的风险、疫情持续时间过长的风险



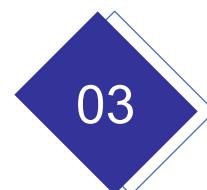
01

政策动态：重点关注支架集采和医保调整



02

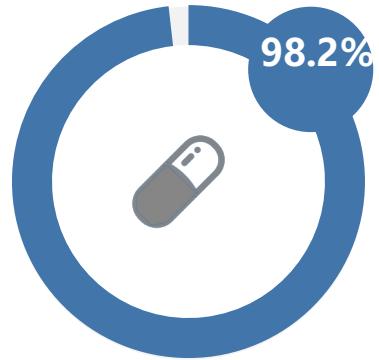
2020H1医药行业细分行业财报分析



03

重点公司：寻找相对性价比

第三批药品集采结果总结：平均降幅53%，最高降幅95%



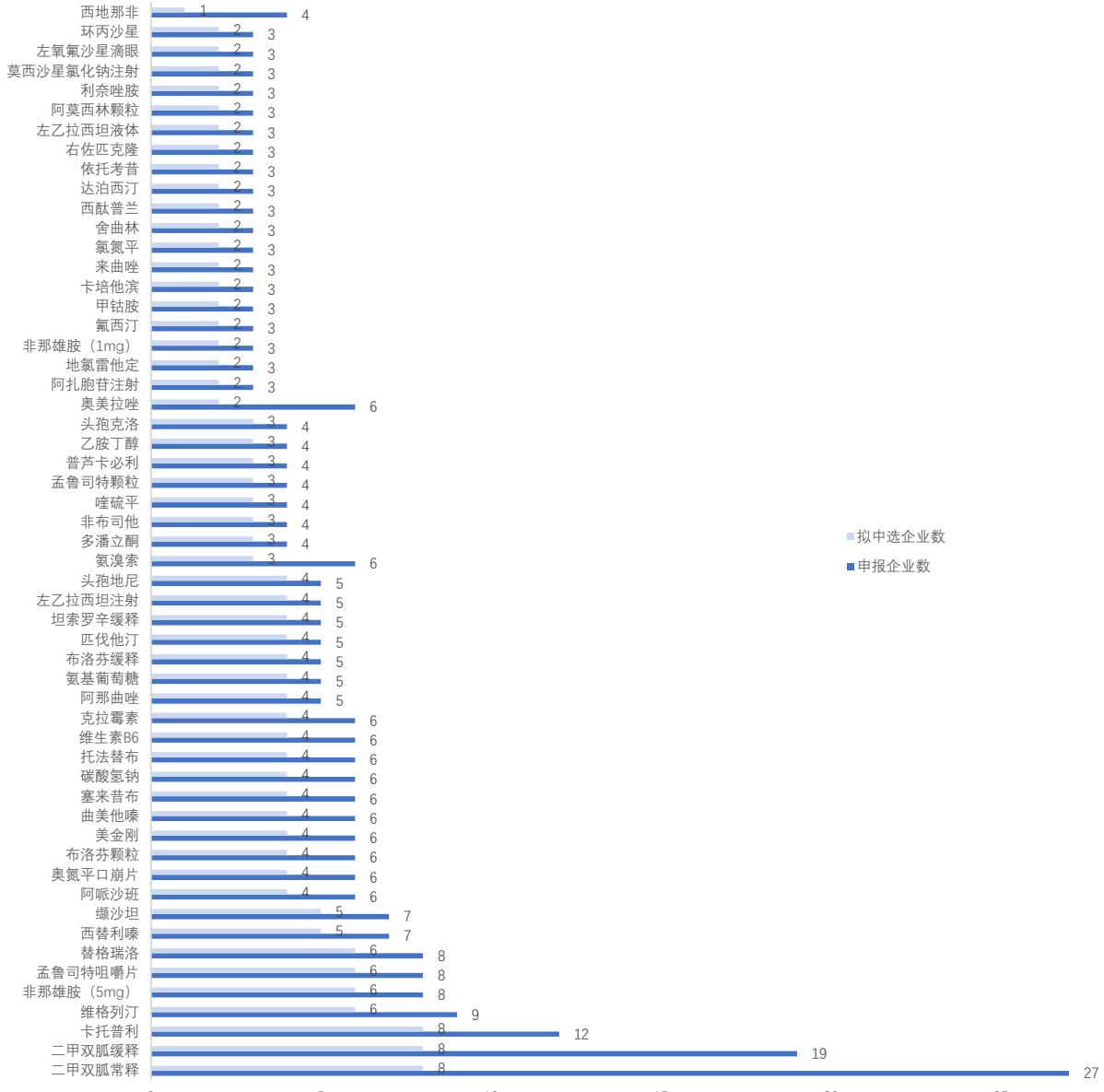
共纳入 56 个品种，其中
55 个品种有企业中标

平均降幅



194 家药企参与竞标，共
125 家企业中选成功

最高降幅



数据来源：上海阳光医药采购网，央视网，信达证券研发中心

第三批药品集采结果总结：国内大型药企表现依然强势

- 125家中标企业经母公司归一化后共涉及109家企业，其中大型药企受益于：1) 持续推出产品能力强，过评品种多；2) 成本控制能力强，降价空间大，自4+7试点以来，表现一直亮眼。此次第三批带量采购，大型药企依然表现强势：
 - 价格降幅前十的品种中，齐鲁4个，石药2个，报价策略相对激进；
 - 齐鲁和石药也是此次拟中选品种最多的企业，均为8个；
 - 其他中选较多的企业基本都为大型药企，且中选率（报价数/中选数）极高。

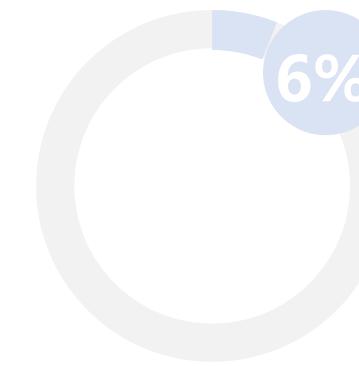
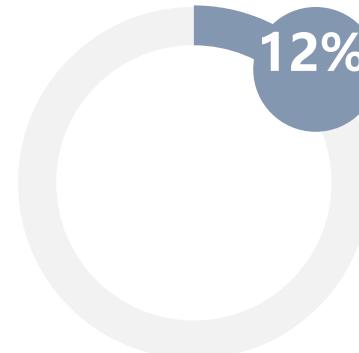
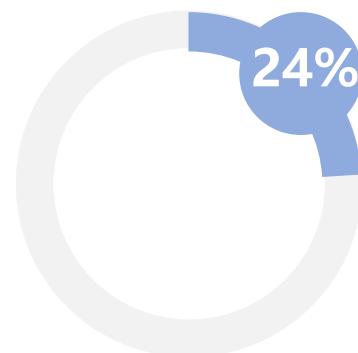
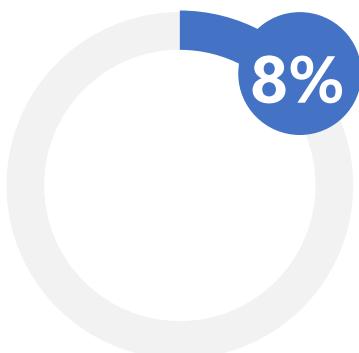
序号	企业	拟中选品种数	申报品种数	具体中选品种
1	石药集团有限公司	8	9	布洛芬颗粒、卡托普利片、孟鲁司特钠咀嚼片、塞来昔布胶囊、替格瑞洛片、盐酸二甲双胍片、盐酸二甲双胍缓释片、盐酸美金刚片
2	齐鲁制药有限公司	8	8	阿哌沙班片、奥氮平口崩片、枸橼酸托法替布片、枸橼酸西地那非片、卡培他滨片、孟鲁司特钠咀嚼片、维格列汀片、依托考昔片
3	中国生物制药有限公司	7	9	阿哌沙班片、枸橼酸托法替布片、盐酸氨基葡萄糖片、孟鲁司特钠颗粒、塞来昔布胶囊、替格瑞洛片、注射用阿扎胞苷
4	扬子江药业集团	7	12	阿那曲唑片、非那雄胺片、孟鲁司特钠咀嚼片、替格瑞洛片、维格列汀片、盐酸西替利嗪片、左氧氟沙星滴眼液
5	上海医药集团股份有限公司	6	8	布洛芬缓释胶囊、卡托普利片、盐酸氨溴索胶囊、盐酸二甲双胍片、盐酸氟西汀胶囊、右佐匹克隆片
6	上海复星医药(集团)股份有限公司	5	5	非布司他片、富马酸喹硫平片、匹伐他汀钙片、盐酸美金刚片、盐酸乙胺丁醇片
7	江苏豪森药业集团有限公司	5	6	阿哌沙班片、琥珀酸普芦卡必利片、利奈唑胺片、头孢地尼胶囊、维格列汀片
8	浙江海正药业股份有限公司	4	4	阿那曲唑片、来曲唑片、硫酸氨基葡萄糖胶囊、替格瑞洛片
9	四川科伦药业股份有限公司	4	5	阿莫西林颗粒、枸橼酸托法替布片、氢溴酸西酞普兰片、盐酸达泊西汀片
10	江苏恒瑞医药股份有限公司	4	6	非布司他片、卡培他滨片、来曲唑片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊
11	华润双鹤药业股份有限公司	4	4	非那雄胺片、维格列汀片、缬沙坦胶囊、盐酸二甲双胍缓释片
12	杭州民生药业有限公司	4	4	孟鲁司特钠咀嚼片、维生素B6片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊、盐酸乙胺丁醇片

数据来源：上海阳光医药采购网，信达证券研发中心

第三批药品集采结果总结：更多原研药企加入降价队伍

自4+7试点以来，跨国原研药企的集采参与积极性相对较低，但每次也有个别跨国企业大幅降价中标，究其原因，预计主要与企业的产品竞争格局、中国市场策略、管线领域布局等有关。

批次	企业	品种	降幅	批次	企业	品种	降幅
4+7	施贵宝	福辛普利钠片	69.16%	第二批	拜耳	阿卡波糖口服常释剂型	78.40%
	阿斯利康	吉非替尼片	76.01%		BI	美洛昔康口服常释剂型	55.90%
	赛诺菲	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	86.01%		拜耳	莫西沙星口服常释剂型	77.70%
	施贵宝	福辛普利钠片	69.16%		新基	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	52.10%
4+7扩面	阿斯利康	吉非替尼片	76.01%	第三批	卫材药业	甲钴胺口服常释剂型	76.54%
	赛诺菲	氯吡格雷口服常释剂型	80.85%		优时比	左乙拉西坦注射用浓溶液	75.00%
	默沙东	孟鲁司特口服常释剂型	42.13%		辉瑞	利奈唑胺口服常释剂型	90.22%
	礼来	培美曲塞注射剂	73.56%				



第三批带量采购纳入的55个品种中，共有44个有外企报价，其中24个报价高于最高有效申报价，为无效报价，最终只有3个原研中选。

25个品种中，2个有原研外企中标

25个品种中，6个有原研外企中标

33个品种中，4个有原研外企中标

55个品种中，3个有原研外企中标

数据来源：上海阳光医药采购网，信达证券研发中心

医保目录政策要点解读：战略性看好创新药

国家医疗保障局于8月17日正式公布了：《2020年国家医保药品目录调整工作方案》与《2020年国家医保药品目录调整申报指南》。此次医保目录政策对“调整范围”、“工作程序”等做出了改变，将“专家遴选”改为“企业自主申报”，并为了进一步规范医保支付系统，新纳入目录的药品将通过谈判或竞价的方式决定支付标准。



调整范围

- 1.与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药。
- 2.纳入《国家基本药物目录(2018年版)》的药品。
- 3.纳入临床急需境外新药名单、鼓励仿制药品目录或鼓励研发申报儿童药品清单，且于2020年8月17日(含，下同)前经国家药监部门批准上市的药品。
- 4.第二批国家组织药品集中采购中选药品。
- 5. **2015年1月1日至2020年8月17日期间，经国家药监部门批准上市的新通用名药品。**
- 6.2015年1月1日至2020年8月17日期间，根据临床试验结果向国家药监部门补充申请并获得批准，适应症、功能主治等发生重大变化的药品。
- 7.2019年12月31日前，**进入5个(含)以上省级最新版基本医保药品目录的药品**。其中，主要活性成分被列入《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》的除外。



时间节奏

- **准备阶段 (2020年7-8月)**：确定目录调整的原则与程序。征求社会意见后，公布方案
- **申报阶段 (2020年8-9月)**：发布申报指南。接收申报资料，对资料进行审查，公示通过审查的药品。
- **专家评审阶段 (2020年9-10月)**：组织评审专家进行评审，形成新增调入，直接调出，可以调出，调整限定支付范围等4大建议名单。
- **谈判与竞价阶段 (2020年10-11月)**：根据企提交谈判(竞价)材料，专家展开评估并提出评估意见，并展开谈判或竞价，确定医保支付标准。
- **公布结果阶段 (2020年11—12月)**：公布药品目录调整结果，发布新药品目录。



政策特点

- 利好近5年来有新药上市或扩大适应症的创新性企业。
- 结合当前新冠肺炎疫情形势，将新冠肺炎相关的呼吸系统疾病用药纳入医保目录。
- 与之前的征求意见稿相比，将可申报药物的上市时间延长至8月17日，给予企业更多时间窗口期，**提高了更多种药物申报的可能性**。
- **此次医保目录调整标志着目录常态化调整的回归。**
- 重点评审拟纳入目录的药物，省去对已上市的所有药物的评审时间。

医保目录调整分析-可能会纳入医保的部分国产品种梳理

公司	品种	获批时间
中国生物制药	盐酸安罗替尼（小细胞肺癌、软组织肉瘤）	2019年7月2日/2019年9月3日
先声药业	依达拉奉右旋莰醇注射液	2020年8月3日
歌礼药业	盐酸拉维达韦片	2020年7月29日
人福药业	注射用苯磺酸瑞马唑仑	2020年7月16日
三生国健	注射用伊尼妥单抗	2020年6月17日
百济神州	泽布替尼胶囊	2020年6月2日
以岭药业	连花清咳片	2020年5月12日
复星医药	马来酸阿伐曲泊帕片	2020年4月14日
北海康成	马来酸奈拉替尼片	2020年4月14日
康缘药业	筋骨止痛凝胶	2020年4月9日
五和博澳	桑枝总生物碱片	2020年3月19日
银谷制药	苯环喹溴铵鼻用喷雾剂	2020年3月17日
翰森制药	甲磺酸阿美替尼片	2020年3月17日
凯因格领	盐酸可洛派韦胶囊	2020年2月11日
再鼎医药	甲苯磺酸尼拉帕利胶囊	2019年12月26日
恒瑞医药	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	2019年12月26日
天士力	芍麻止痉颗粒	2019年12月25日
微芯生物	西达本胺片（乳腺癌）	2019年11月28日
翰森制药	甲磺酸氟马替尼片	2019年11月12日
绿谷制药	甘露特钠胶囊	2019年11月2日
信立泰	注射用重组特立帕肽	2019年9月29日
上海同联	可利霉素片	2019年7月2日
恒瑞医药	PD-1 (注射用卡瑞利珠单抗)	2019年5月29日
广东中昊药业	本维莫德乳膏	2019年5月29日
翰森制药	聚乙二醇洛塞那肽注射液	2019年5月5日
君实生物	PD-1 (特瑞普利单抗注射液)	2018年12月17日
奥萨制药	氨基地平叶酸片	2018年12月17日
凯因科技	培集成干扰素α-2注射液	2018年6月28日
歌礼药业	达诺瑞韦钠片	2018年6月8日
前沿生物	注射用艾博韦泰	2018年5月23日
仁会生物	贝那鲁肽注射液	
复旦张江	注射用海姆泊芬	2016年9月29日
长春高新	注射用重组人促卵泡激素	2015年5月27日

数据来源：药智网，信达证券研发中心

耗材带量采购区域：跨省联盟采购成为趋势

- 江苏、安徽、福建率先探索，云南、浙江、湖北、上海、湖南也陆续开始，**山东省**则进行了以**地市级为主体**的多品种的采购。
- 以**京津冀九省联盟**人工晶体带量采购为标志的区域联盟采购于5月落地，**陕西省际联盟**、**重庆四省联盟**等形成跨省采购联盟。

省际联盟：宁夏、甘肃、青海、新疆、新疆建设兵团、湖南、广西、贵州、海南和陕西

2020-07-17 人工晶体类

山西省

2020-01-06 一次性使用静脉留置针（普通型）

2020-01-06 血液透析器（中低通量/高通量）

2020-01-23 冠脉支架

2020-04-29 正压型留置针、普通输液器

2020-04-29 血液透析器（中低通量）

渝黔滇豫：重庆、贵州、云南、河南

2020-08-13 吻合器类、胶片类、腹股沟疝气补片

贵州三省联盟：贵州、重庆、海南

2020-08-04 冠脉扩张球囊（预扩球囊和后扩球囊）

云南省（曲靖市牵头）

2020-07-23 心血管介入类球囊及起搏器、导管导丝类

2020-08-12 人工髋/膝关节；人工晶状体、眼科术中材料

湖北省

2020-08-04 冠脉扩张球囊、医用胶片、一次性精密输液器

湖南省

2020-08-26 吻合器，骨科创伤类、冠脉扩张球囊

福建省

2020-07-01 超声刀、初次置换人工髋关节类/人工膝关节、密闭式留置针、镇痛泵

3+N：京津冀及黑吉辽蒙晋鲁

2020-05-09

人工晶体类

辽宁省

2019-09-23

输液器

山东省

2020-05-28

吸氧装置、注射器、采血针、导尿管/导尿包（淄博等七市）

2020-06-06

创伤固定类（威海市）

2020-06-23

输液器、留置针

江苏省

2019-05-30

吻合器（南京）

2019-07-24

药物涂层支架、双腔起搏器

2019-08-16

精密输液器等、中心静脉导管、血液透析器

2019-08-16

口腔正畸托槽、普耗、心外、骨科

2019-08-21

髓内钉、止血材料

2019-08-23

超声刀头等

2019-09-20

血管介入球囊类、眼科人工晶体类、骨科人工髋关节类

2019-09-28

骨科骨针、一次套管穿刺器

2019-11-22

腔镜下单发不可吸收夹、人工合成骨类、骨科带线锚钉

2020-07-01

疝修补材料、人工硬脑（脊）膜、初次置换人工膝关节

安徽省

2019-06-21

骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类

2020-06-30

脊柱、眼科采购结果扩围

2020-08-07

骨科植入—关节类、起搏器—心脏起搏器类

浙江省

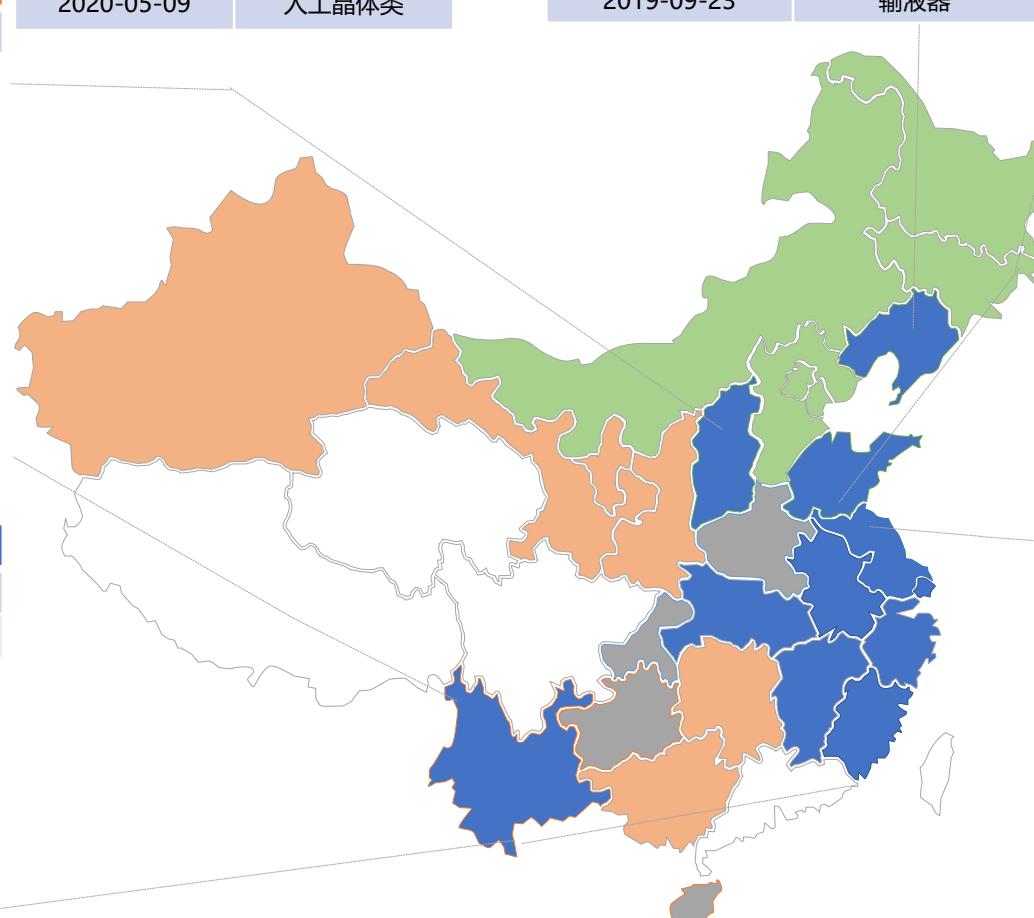
2020-08-03

冠脉介入球囊、骨科髋关节

上海市

2020-08-21

人工晶体类



资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心；综合医改试点省份：江苏、安徽、福建、青海、上海、浙江、湖南、重庆、四川、陕西、宁夏

耗材带量采购品类：持续拓宽，从支架到胶片

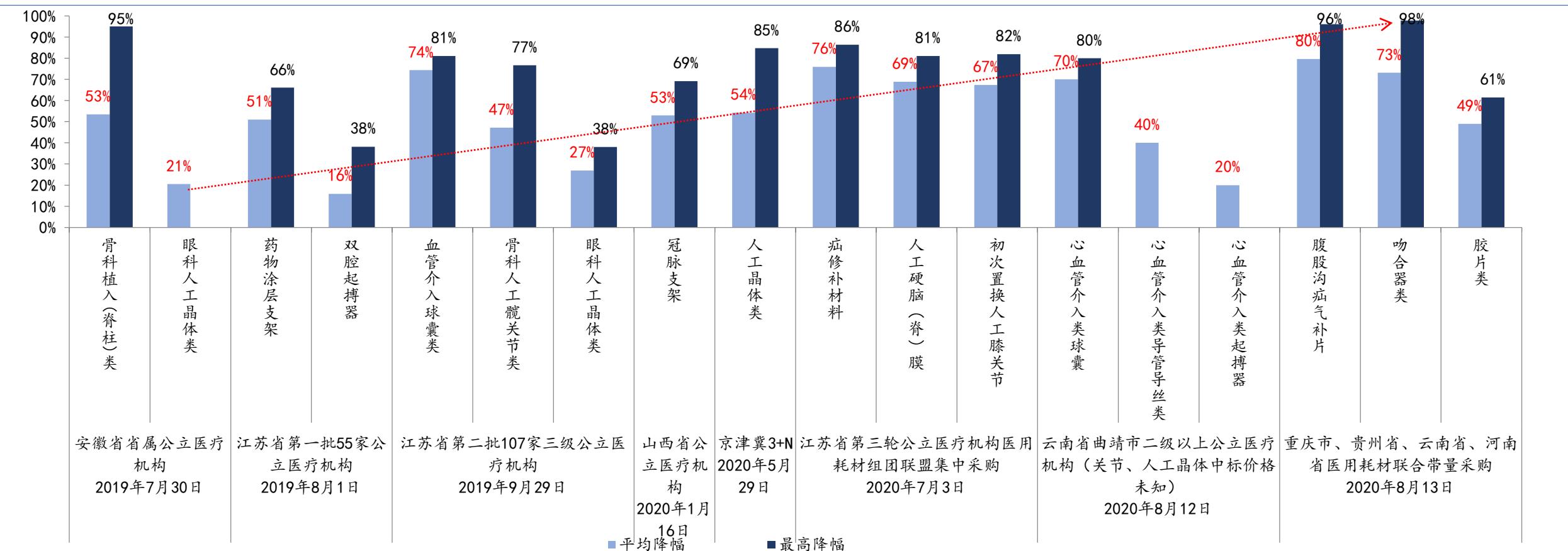
- 支架或成为首个全国集采品种。
- 人工晶体采购范围最广，目前京津冀3+N联盟、陕西省际联盟（10省）、安徽、江苏、云南等均已开展。
- 采购品种以临床使用量大为特点，品种涉及广泛，从支架到医用胶片均有集采。



资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心；

耗材带量采购降价幅度：最高降幅已突破97%

- 江苏省、安徽省已进行多次采购，品类范围持续扩宽。
- 平均降幅不断下探，多数品种降幅超50%。
- 最高降幅突破97%（吻合器）。



资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心；

球囊集采：降幅超预期，以量补价尚待验证

- **冠脉球囊类集采区域扩大。** 2020年7月开始各省球囊集采政策密集颁布，目前已在江苏、云南、浙江、贵州三省、湖北和湖南开展，范围逐步扩大。
- **降幅结果超预期。** 2019年9月江苏省血管介入球囊类带量采购的平均降幅74%，最高降幅81%，2020年7月云南省心血管介入类球囊集采的降幅与江苏基本持平。2020年8月湖北省冠脉扩张球囊集采的降幅进一步下探，达到96%。

各省球囊类带量采购方案汇总

省份	江苏省	云南省	浙江省	贵州三省联盟	湖北省	湖南省
方案公布时间	2019/9/20	2020/6/1	2020/8/3	2020/8/4	2020/8/4	2020/8/26
采购主体	107家三级公立医疗机构	云南曲靖牵头联合其他15州市及省级7家医疗机构	全省所有公立医疗机构、军队医疗机构，鼓励其他医疗机构自愿参加	贵州三省公立医疗机构和部队医院，鼓励其他医疗机构积极参与	全省县级及以上非营利性医疗机构、驻鄂军队医疗机构，鼓励医保定点社会办医疗机构自愿参与	全省各级公立医疗机构必须参加，驻湘军队医疗机构按国家政策要求参加，鼓励其他医疗机构参加
采购品种	血管介入球囊类	冠脉扩张球囊	冠脉介入球囊/药物球囊	冠脉扩张球囊	冠脉扩张球囊	冠脉扩张球囊
采购周期	1年	1年	2年	1年	1年	1年
采购量	70%	70%	80%	70%	70%	70%
准入门槛	2014年以来江苏省高值医用耗材集中采购（含备案采购）部分产品	采购公告挂网两年内无违反医疗器械相关法律法规	国内生产企业、代理权覆盖采购周期的进口及港澳台产品大陆地区唯一总代理企业	只接受国内医用耗材生产企业和进口医用耗材国内总代理商	国产产品的生产企业，进口及港澳台产品的大陆地区唯一总代理企业	经药监部门批准，获得有效医疗器械注册证的企业
产品分组	国产/进口	国产/进口	国产和无交易记录产品/进口	预扩组/后扩组	预扩组/后扩组	A组：2019年度销售总金额等于或大于1个亿/B组：其他
议价过程	企业主动报价，没有议价过程	联盟带量集中采购，面对面谈判议价	第一阶段专家评审，第二阶段商务标评审	第一阶段专家评审，第二阶段竞价方式	竞价方式	竞价方式
中选家数	6	3			6	
平均降幅	74%	70%			/	
最高降幅	81%	80%			96%	
中标厂家	国内：上海微创、辽宁垠艺 进口：贝朗、雅培、波科、美敦力	国内：益心达 进口：贝朗、波科			预扩组：顺美、益心达、依奈德、埃普特 后扩组：顺美、业聚、巴泰、埃普特	
最低价（元/根）	未公布	未公布			预扩组：129.9（顺美） 后扩组：129.9（顺美）	
目前进展	招标已完成	招标已完成	投标申报	资质申报	招标已完成	征求意见方案意见

资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心；注：截至2020年9月1日

支架全国集采：持续推进中，预计年内落地

- 2020年3月25日，中共中央国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。
- 2020年5月28日，国家医疗保障局领导主持召开高值医用耗材集中采购改革座谈会，听取部分企业和协会代表意见建议。
- **核心观点：1) 关注分组的情况和竞价规则，2) 关注用量的实际执行情况。**

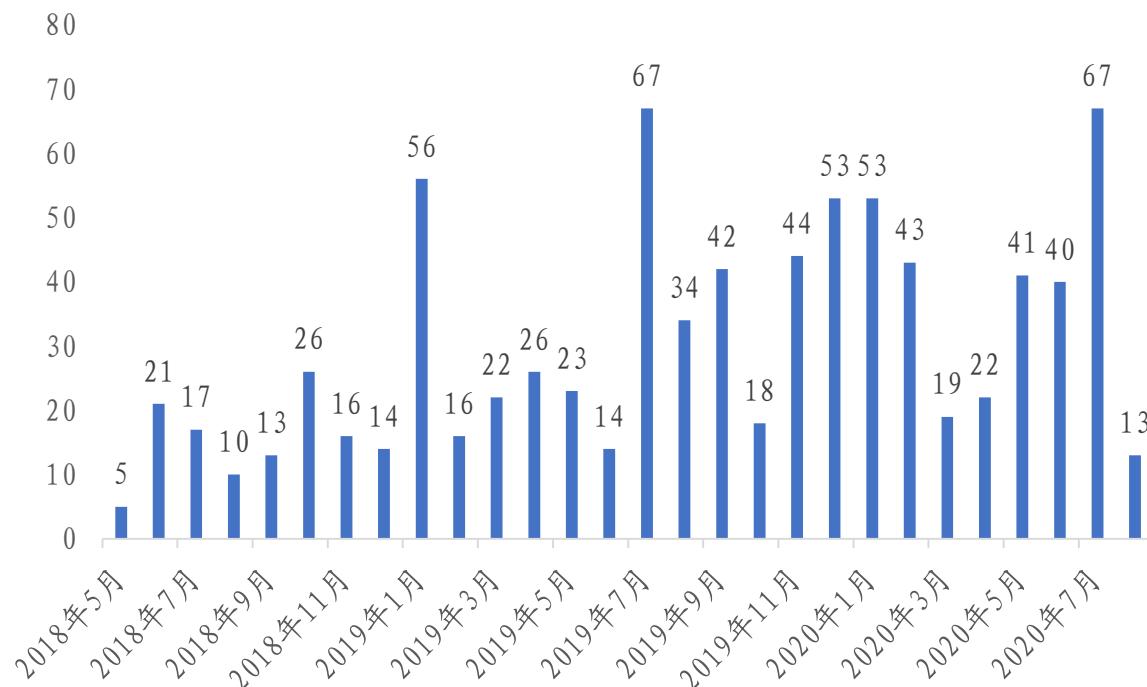
序号	厂家	商品名称	注册证号	产品名称	药物载体涂层性质	载药种类	材质	挂网价(元)	
1	雅培	Xience Alpine	国械注进20163462140	药物洗脱冠脉支架系统	聚甲基丙烯酸丁酯(PBM)	依维莫司	钴铬合金	23300	
3	雅培	Xience Xpedition	国械注进20173466565	药物洗脱冠脉支架系统	聚甲基丙烯酸丁酯(PBM)	依维莫司	钴铬合金	17000	
4	雅培	Xience Prime	国械注进20173466908	药物洗脱冠脉支架系统	聚甲基丙烯酸丁酯(PBM)	依维莫司	钴铬合金	13280	
5	雅培	Everlink	国械注进20173461507	药物洗脱冠脉支架系统		依维莫司	钴铬合金	12100	
6	美敦力	Resolute Integrity	国械注进20163460682	药物洗脱冠脉支架系统		唑他莫司	钴铬合金	19250	
7	美敦力	Endeavor Resolute	国械注进20173466117	药物洗脱冠脉支架系统		唑他莫司	钴基合金	14849	
8	美敦力	Endeavor Sprint	国械注进20183461753	药物洗脱冠脉支架系统		磷酸胆碱	钴合金	12760	
9	波士顿科学	Synerge Monorail	国械注进20173461421	铂铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PLGA (聚乳酸-羟基乙酸)	依维莫司	铂铬合金	19000	
10	波士顿科学	Promus Premier	国械注进20153460608	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PLGA (聚乳酸-羟基乙酸)	依维莫司	铂铬合金	17100	
11	波士顿科学	Promus Element	国械注进20153462405	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PVDF-HFP和PBMA	依维莫司	铂铬合金	14260	
12	波士顿科学	Promus Element Long	国械注进20153463173	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PLGA (聚乳酸-羟基乙酸)	依维莫司	铂铬合金	14260	
13	波士顿科学	Promus Element plus	国械注进20173466661	药物洗脱冠脉支架系统	聚甲基丙烯酸正丁酯(依维莫司	铂铬合金	11400	
14	乐普医疗	Nano	国械注准20153461361	血管内无载体含药(雷帕霉素)洗脱支架系统	永久涂层	雷帕霉素	不锈钢	10900	
15	乐普医疗	GuReater	国械注准20173460564	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	可降解	雷帕霉素	钴基合金	8400	
16	乐普医疗	PARTNER	国械注准20163461475	血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架系统	无涂层	雷帕霉素	不锈钢	7979	
17	山东吉威	EXCROSSAL	国械注准20173461407	药物涂层支架系统(雷帕霉素)	可降解	雷帕霉素	钴铬合金	13600	
18	山东吉威	EXCEL	国械注准20173460994	药物涂层支架系统(雷帕霉素)	可降解的聚乳酸	雷帕霉素	不锈钢	7190	
19	微创医疗	FireCondor	国械注准20193130304	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	可降解的聚乳酸(DL-PLA)	雷帕霉素	钴基合金	18500	
20	微创医疗	Firehawk	国械注准20143462100	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	可降解的聚乳酸(DL-PLA)	雷帕霉素	钴基合金	14000	
21	微创医疗	Firebird2	国械注准20163462305	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	苯乙烯异丁烯共聚物	雷帕霉素	钴铬合金	7799	
22	天津赛诺	BuMA	国械注准20143462022	生物降解药物涂层冠脉支架系统	聚甲基丙烯酸丁酯(BuM)	雷帕霉素	不锈钢	7600	
23	易生科技	爱立(Tivoli)	国械注准20193131802	药物洗脱冠脉支架系统	可降解涂层	雷帕霉素和	钴基合金(LDPE)	7600	
24	北京美中双和	AVI	国械注准20173460814	三氧化二砷药物涂层支架输送系统	可降解涂层		三氧化二砷	不锈钢	10746
25	辽宁垠艺	垠艺	国械注准20163462300	药物涂层冠状动脉金属支架系统	无涂层	紫杉醇	不锈钢	7577	
26	山东瑞安泰	英文：Cordimax；中文	国械注准20163460822	冠状动脉药物涂层支架系统	可降解涂层	雷帕霉素	不锈钢	7220	
27	深圳市金凯利	海利欧斯	国械注准20163461174	药物支架系统	可降解涂层	PLGA和雷帕霉素	PLGA和钴铬	7600	
28	苏州桓晨	AlphaStent	国械注准20153460718	药物洗脱冠状动脉支架系统	聚合物聚丙烯酸酯	西罗莫司和	钴合金(MH)	11800	

资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心

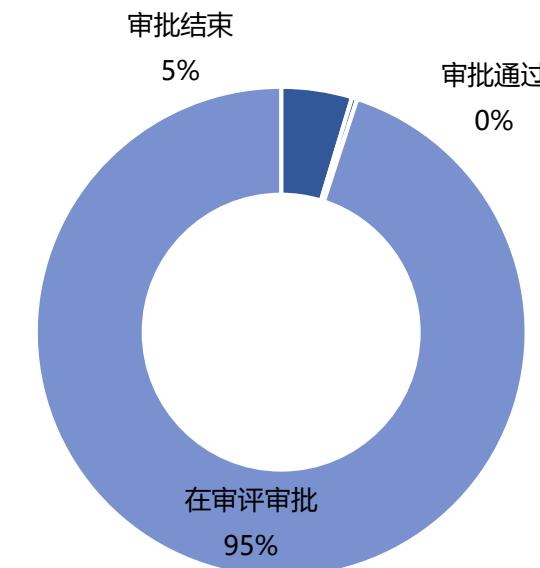
注射剂一致性评价展望：即将迎来落地期

- 存量注射剂一致性评价任重道远。**根据GBI SOURCE数据，截止2020年8月10日，CDE共已受理857个存量注射剂品种的一致性评价申请，其中只有1个（普利制药的注射用阿奇霉素，海内外共线上市视同通过评价后又补充申请正式通过一致性评价）审批通过，40个申请审评结束但暂未明确结论，超过95%的存量注射剂一致性评价申请仍积压在审评审批中。
- 政策基本完善，注射剂一致性评价有望加速，申报较早、企业较多的品种有望率先通过。**注射剂一致性评价的政策已基本完善。鉴于正式的《技术要求》与2019年的征求意见稿之间差异很小，我们预计多数已在CDE审评的一致性评价申请（包括存量补充申请+新分类申报）大概率符合相关技术要求，随着审评审批的推进，有望快速通过。

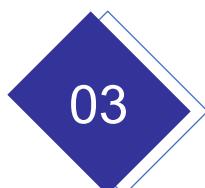
表：存量注射剂申报呈加快趋势



表：仍无严格意义上的存量注射剂通过一致性评价



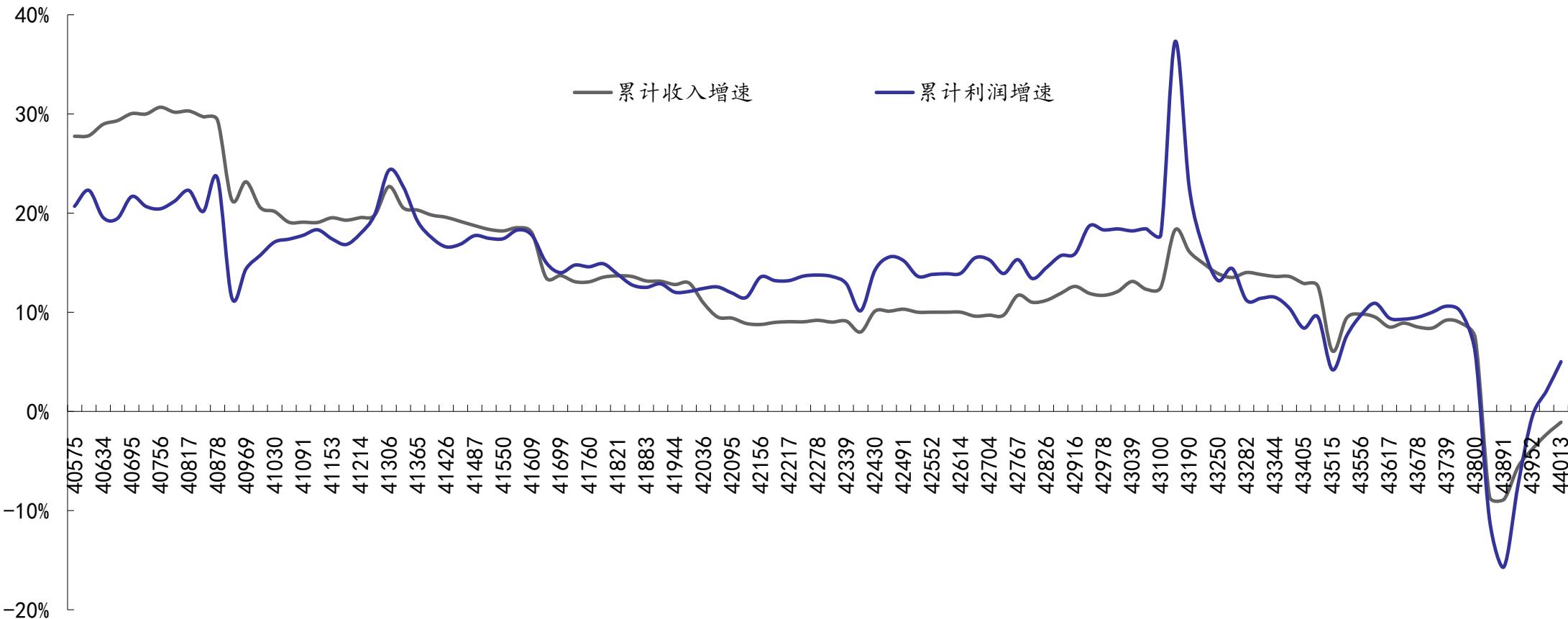
资料来源：CDE, GBI SOURCE, 信达证券研发中心；数据统计截止2020-8-10

-  01 政策动态：重点关注支架集采和医保调整
-  02 **2020H1医药行业细分行业财报分析**
-  03 重点公司：寻找相对性价比

医药制造业累计收入利润增速继续恢复

- 随着疫情影响逐渐缓解，2020年1-7月医药制造业累计收入增速-1.1%，累计利润增速5.0%，相比2020年1-6月的-2.3%和2.1%，增速均进一步恢复。

图：医药制造业2020年1-7月累计收入利润增速进一步恢复



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

医药行业：整体表现稳健，各子行业分化较大

- **医药行业整体表现稳健。**医药行业整体共统计309家企业（删除部分无同比数据公司），2020H1收入同比减少1.71%，归母净利润同比增加10.52%，扣非归母净利润同比增加9.95%，环比2020Q1（收入-7.59%，归母净利润-13.63%，扣非归母净利润-11.87%）均有不同程度的回升。
- **各子行业分化较大。**上半年医药行业整体业绩主要受疫情影响，但不同子行业之间表现差异较大。具体而言，IVD、医疗器械、连锁药店、大宗原料药等与防疫抗疫相关性较大的子行业均有高速增长；而化学制剂、中药、医疗服务等以医院终端为主要应用场景的子行业，受医院终端经营恢复的带动，业绩均有所改善，但不同子行业改善程度或有不同；CXO等与疫情相关性较小的子行业业绩表现均符合预期。预计随着下半年疫情扰动减小，医药各子行业将逐渐恢复正常运营。
- **医药行业整体经营水平受疫情影响略有波动。**2020H1行业毛利率34.48%，相比2019H1下降了0.20pp。销售费用率下降1.99pp，预计主要与销售活动开展大幅减少有关。管理费用率增加了0.52pp，扣除掉研发费用的增加后，则略有增加(+0.14pp)。研发费用率增加0.38pp，预计随着“医保战略价值导向购买”这一趋势的不断深化，整个行业将进一步由销售驱动向研发驱动转变。

表：化学制剂行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	826720	382540	1711026	841137	413938	1510565
营业收入增速	-1.71%	-7.59%	13.27%	16.74%	17.73%	19.52%
毛利率	34.48%	33.32%	34.37%	34.68%	34.32%	35.29%
销售费用率	14.66%	15.18%	16.65%	16.25%	16.07%	16.89%
管理费用率	7.49%	7.44%	7.73%	6.97%	6.89%	7.41%
财务费用率	1.07%	1.11%	1.16%	1.19%	1.39%	1.09%
研发费用率	2.65%	2.42%	2.70%	2.27%	2.13%	2.42%
归母净利润	77239	29461	94715	69887	34112	105689
归母净利润增速	10.52%	-13.63%	-10.38%	2.45%	9.92%	-5.81%
扣非净利润	66898	25836	72598	60844	29316	89206
扣非净利润增速	9.95%	-11.87%	-18.62%	1.48%	0.21%	-3.03%
应收账款	427058	419525	405304	427617	410461	374510
经营性现金流	71686	5572	149879	45990	-81	115825
经营性现金流/净利润	86.12%	17.63%	142.26%	60.54%	-0.22%	101.47%
存货	324883	320853	307281	292640	288178	288068
存货增速	11.02%	11.34%	6.67%	15.87%	19.25%	25.51%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用；

化学制剂：经营逐渐恢复，研发转型趋势明显

- **从疫情影响中逐渐恢复。** 化学制剂板块合计77家公司（基于可比性，删除泽璟制药、南新制药、复旦张江、吉贝尔等），2020H1 化学制剂行业收入同比减少9.38%，归母净利润同比减少6.42%，扣非归母净利润同比减少14.62%，环比2020Q1（收入-11.94%，归母净利润-14.78%，扣非归母净利润-22.95%）均有不同程度的回升，预计与医院终端随着疫情缓解而逐步恢复正常运营有关，下半年有望继续延续这一回升趋势。
- **政策冲击推动研发转型加快。** 受带量采购等政策的影响，化学制剂板块营收增速呈现整体下滑趋势，随着后续国家集采制度化、常态化开展，以及各地方带量采购的探索持续推进，预计行业营收增速将进一步下滑。随着一致性评价和带量采购的推行，以及“医保战略价值导向购买”长期趋势的深化，化学制剂行业（尤其是实力雄厚的龙头企业）创新转型持续加速、研发投入不断加大，2020H1行业平均研发费用率为5.48%，虽有疫情的影响，同比2019H1（4.44%）仍增加了1.08pp。
- **龙头企业强者恒强趋势明显。** 营收排名前十的化学制剂企业2020H1合计收入同比减少4.70%，归母净利润同比增长0.72%，扣非净利润同比减少5.31%，平均研发费用率为6.24%（2019H1为4.85%）。营收利润以及研发转型的表现均明显优于行业整体水平，鉴于后续带量采购的持续开展，龙头企业有望凭借丰富的产品布局和雄厚的研发实力，实现剩者为王、强者恒强。

表：化学制剂行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	167617	80751	372761	184972	91703	337715
营业收入增速	-9.38%	-11.94%	10.38%	14.85%	14.38%	22.02%
毛利率	53.24%	53.82%	54.39%	54.59%	54.28%	53.73%
销售费用率	26.97%	28.07%	29.95%	29.63%	29.18%	29.25%
管理费用率	12.72%	12.25%	12.67%	10.80%	10.41%	11.47%
财务费用率	1.63%	1.76%	1.64%	1.58%	1.83%	1.36%
研发费用率	5.48%	5.00%	5.60%	4.44%	4.08%	4.71%
归母净利润	17640	7973	23421	18851	9356	25781
归母净利润增速	-6.42%	-14.78%	-9.15%	6.64%	9.45%	-28.36%
扣非净利润	13995	6343	14417	16391	8232	20676
扣非净利润增速	-14.62%	-22.95%	-30.27%	4.54%	7.80%	-17.06%
应收账款	80393	81014	77994	82565	78943	72799
经营性现金流	18972	7454	40926	17576	5498	38163
经营性现金流/净利润	94.28%	81.87%	150.19%	83.23%	51.60%	132.01%
存货	56595	54764	53497	52056	50419	51271
存货增速	8.72%	8.62%	4.34%	7.84%	9.70%	14.19%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用；

创新药：主要商业化阶段biotech上市公司经营概览（2020H1）

公司整体情况								
公司	贝达药业	君实生物-U	微芯生物	百奥泰-U	信达生物	百济神州	复宏汉霖-B	歌礼制药-B
2019年收入(百万元)	1554	775	174	1	1048	2987	91	173
2020年预测收入(百万元)	2024	1404	266	NA	2148	2440	678	221
2020半年报情况								
公司	贝达药业	君实生物-U	微芯生物	百奥泰-U	信达生物	百济神州	复宏汉霖-B	歌礼制药-B
营业收入(百万元)	952	575	111	49	984	808	111	32
同比增速	25%	86%	35%	6452%	185%	-64%	548%	-58%
毛利率	93%	84%	95%	86%	81%	76%	47%	66%
研发支出(百万元)	372	709	59	245	808	4179	757	52
净利润(百万元)	144	-598	29	-244	-608	-4948	-448	-51
净利率	15%	-104%	26%	-505%	-164%	-496%	-404%	-161%
主要产品1	盐酸埃克替尼片(凯美纳)	特瑞普利单抗注射液(拓益)	西达本胺片(爱谱沙)	阿达木单抗注射液(格乐立)	信迪利单抗注射液(达伯舒)	替雷利珠单抗注射液(百泽安)	利妥昔单抗注射液(汉利康)	聚乙二醇干扰素α-2a注射液(派罗欣)
收入(百万元)	924	426	NA	49	921	343	96	31
同比增速	22%	38%	NA	NA	178%	NA		54%
主要产品2						来那度胺胶囊(瑞复美)		达诺瑞韦钠片(戈诺卫)
收入(百万元)						171		1
同比增速						-38%		-98%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

注：所有货币单位均使用最新汇率折算为人民币；如同时存在港股与A股，数据以A股为准；如同时存在港股和美股，以港股为准；增速数据以最新报告公布数字为准。复宏汉霖未分成数据。

生物药：整体经营逐步恢复

- **受疫情影响，增速放缓。**生物制品板块合计24家公司，由于生物制品基本需要门诊注射，2020上半年受新冠疫情影响，门诊量下降，生物制品收入增速受影响。2020年上半年收入增速7.06%，归母净利润增速24.89%，与往年相比增速减缓，但与一季度相比，恢复情况较好。虽然中短期受到疫情影响，不改生物制品行业长期景气趋势。
- **毛利率有所下滑。**由于原材料成本提升、产品结构变化及部分产品降价，部分公司毛利率下降明显（如双林生物、博雅生物、四环生物、舒泰神、海特生物等），2020上半年生物制品版块毛利率为63.30%，较去年同期减少3.38个百分点。同时销售费用率由于在疫情期间，宣传推广费用减少，销售费用率为22.10%，同比减少2.8个百分点。同时管理费用率也实现了小幅减少，净利率未出现大幅下降。
- **应收账款持续增长。**由于销售规模的扩大以及经营业务的扩展，尤其是非免疫规划疫苗销售实行“一票制”改革之后，部分公司应收账款出现大幅增长，随着行业政策落地实施进入常态，有望逐渐改善。

表：生物制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	25433	10740	50989	23755	11071	39812
营业收入增速	7.06%	-2.99%	28.07%	31.63%	48.35%	39.49%
毛利率	63.30%	62.97%	67.34%	66.68%	66.88%	71.44%
销售费用率	22.10%	20.89%	26.47%	24.90%	24.18%	29.90%
管理费用率	12.18%	12.87%	13.57%	13.85%	16.03%	14.31%
财务费用率	-0.41%	-0.11%	-0.25%	-0.09%	0.05%	0.12%
研发费用率	5.66%	5.33%	5.92%	5.83%	5.99%	6.35%
归母净利润	6246	2467	10262	5001	2123	7211
归母净利润增速	24.89%	16.19%	42.32%	34.18%	61.74%	-3.30%
扣非净利润	5837	2359	10128	5149	2406	7215
扣非净利润增速	13.36%	-1.95%	40.37%	18.84%	34.48%	20.06%
应收账款	16277	14757	13561	12903	11151	10370
经营性现金流	4632	1529	10454	4064	1532	7102
经营性现金流/净利润	71.01%	59.62%	92.76%	74.55%	65.32%	88.91%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

血液制品：Q2增速回调，四季度有望进入紧平衡

表：血液制品行业主要财务指标情况（百万元）

- 疫情阶段性催化静丙/白蛋白Q1需求激增，Q2增速略有回调。**血液制品板块合计6家公司，2020H1收入增长0.24%，同比2019H1增速(+23.04%)有所下降，预计主要受疫情对于采浆和医院终端销售的影响，环比2020Q1增速(+7.84%)有所下降，预计主要与疫情期间相关产品预防性储备及医院终端销售恢复缓慢有关；归母净利润增长13.90%、扣非归母净利润增长16.62%，主要受上海莱士带动（归母+68.7%、扣非+74.5%）。
- 采浆已恢复正常，四季度行业有望进入紧平衡。**疫情影响行业整体浆站停采1-2个月，导致相关公司2020H1采浆均出现不同程度下滑，如天坛生物采浆697吨，同比下降13%；博雅生物上半年采浆量同比亦有约20%的下降。考虑采浆到生产销售的周期，预计行业四季度有望进入紧平衡。
- 行业库存有所恢复，整体毛利率有所下降。**随着2020Q1新冠疫情对于静丙、白蛋白库存的消耗，板块整体存货水平下降；2020H1存货有所恢复，预计主要与企业主动应对下半年可能出现的紧平衡有关。整体毛利率水平下降，预计主要与疫情期间采浆、运输、生产等成本上升有关。
- 行业销售费用投入继续维持。**2017年以来面对行业渠道库存积压的情况，血液制品行业公司寻找相对性价比积极调整销售策略、加强销售队伍建设，销售费用率持续快速提升，2018年高达15.50%。2019年行业销售费用率小幅下降至14.94%，2020H1继续下降至11.53%，预计与疫情期间销售活动减少有关。

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	6413	3218	14213	6398	2984	11951
营业收入增速	0.24%	7.84%	18.92%	23.04%	31.06%	35.34%
毛利率	54.51%	54.97%	58.23%	56.32%	57.93%	58.02%
销售费用率	11.53%	10.38%	14.94%	13.14%	13.85%	15.50%
管理费用率	11.46%	11.01%	11.92%	11.34%	12.17%	12.79%
财务费用率	-0.39%	-0.18%	-0.04%	-0.04%	0.18%	0.52%
研发费用率	3.58%	3.05%	3.60%	3.25%	3.37%	3.73%
归母净利润	1794	842	3260	1575	750	836
归母净利润增速	13.90%	12.26%	289.82%	810.89%	-404.60%	-75.18%
扣非净利润	1738	846	3069	1490	698	2323
扣非净利润增速	16.62%	21.13%	32.12%	18.79%	44.79%	0.57%
应收账款	2158	2672	2607	2422	2585	2494
经营性现金流	2045	1182	3140	1353	498	2484
经营性现金流/净利润	106.24%	131.42%	86.02%	79.12%	61.37%	218.12%
存货	6789	6377	6516	6348	6367	6085
存货增速	6.95%	0.15%	7.09%	9.01%	12.33%	31.98%

血液制品：新冠疫情驱动2020年H1批签发高速增长

- 血液制品（尤其是静丙和白蛋白）在新冠的预防和治疗发挥了重要作用。疫情期间，除血液制品企业加紧生产供货外，国家药监局也“对临床急需的静注人免疫球蛋白（pH4）、人血白蛋白等血液制品，在企业自检时同步进行批签发”，使得2020H1相关品种的批签发量均有大幅增长，其中**静丙**同比增长44%、**白蛋白**同比增长35%。特免类产品中，**狂免**、**破免**和**乙免**分别同比增长14%、10%和19%。因子类产品中，**纤原**批签发同比增长38%；**八因子**同比增长43%；**PCC**同比高速增长111%。

表：2020H1血液制品批签发情况（单位：万瓶/支）

品种名称	规格	2017 批签发数量	2017 增速	2018 批签发数量	2018 增速	2019 批签发数量	2019 增速	2020Q1 批签发数量	2020Q1增 速	2020H1 批签发数量	2020H1 增速
人血白蛋白	10g	4262	5%	4829	13%	5454	13%	1612	73%	3150	35%
静注人免疫球蛋白	2.5g	1116	1%	1086	-3%	1261	16%	471	84%	738	44%
人免疫球蛋白	0.3g	98	-37%	64	-35%	131	105%	62	154%	93	282%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	574	70%	949	65%	1283	35%	247	14%	579	14%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	436	10%	397	-9%	676	70%	162	24%	305	10%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	194	9%	223	15%	166	-25%	27	160%	90	19%
人凝血酶原复合物	200IU	107	38%	99	-8%	98	0.2%	36	170%	81	111%
人凝血因子VIII	200IU	148	36%	170	15%	178	5%	60	63%	101	43%
人纤维蛋白原	0.5g	108	11%	89	-17%	87	-2%	28	-8%	62	38%

资料来源：中检所，信达证券研发中心；注：批签发数据为相关官网汇总处理所得，可能存在遗漏，仅供参考，相关公司数据以公司公告为准。

血液制品：重点上市公司长期趋势向好

公司总体情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	双林生物	卫光生物
最新市值(亿元)	540	1020	615	192	189	94
2020年预测PE(wind)	77	61	57	39	75	43
2019浆站数量(个)	58	25	41	12	13	8
2019年采浆(吨)	1706	1000+	1230	372	400+	400
2020H1浆站数量(个)	59	25	41	13	13	8
2020H1采浆(吨)	697 (-13%)			(-20%)		

2020H1情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	双林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	15.55	13.87	13.09	13.28	4.27	4.08
增速	-0.4%	-1.2%	0.9%	-3.5%	6.3%	13.0%
归母净利润(亿元)	2.84	5.12	6.97	1.61	0.63	0.78
增速	-3.4%	0.9%	68.7%	-24.4%	-18.9%	9.9%
扣非净利润(亿元)	2.77	4.65	7.10	1.53	0.58	0.75
增速	-5.3%	0.7%	74.5%	-23.5%	-7.9%	13.1%
血制品收入(亿元)	15.55	13.87	13.09	4.69	4.27	4.03
增速	-0.4%	0.3%	0.9%	-0.8%	7.6%	13.1%
毛利率	48.0%	60.0%	65.9%		47.1%	35.7%
白蛋白收入(亿元)		4.60	3.96	1.63		1.70
增速		-9.8%	-16.1%	52.9%		0.6%
静丙收入(亿元)		5.25	5.53	1.62		1.65
增速		11.2%	37.5%	13.1%		25.2%
其他血制品收入(亿元)		4.01	3.60	1.44		0.68
增速		0.4%	-14.9%	-35.5%		22.4%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心；市值、PE计算日期：2020-09-01

疫苗板块：2020年二季度整体状况回暖，新冠疫苗持续受关注

- **营收增速整体回暖，Q2表现亮眼。** 疫苗板块合计5家疫苗生产制造企业，2020年H1实现营业收入88.96亿元，较上年同期增长34.39%，得益于Q2疫情的有效控制，疫苗产品的生产、接种、销售逐步恢复，2020年Q2营收较Q1营收环比增长88.36%。2020年H1归母净利润达19.06亿元，扣非净利润达18.90亿元，较上年同期分别增长26.65%，32.20%。经营性现金流逐步回正。
- **企业逐步加大销售投入力度。** 随着疫情防控进入常态化趋势，为积极展开疫苗推广工作，尽快恢复业务，疫苗企业对销售方面的投入有增长趋势，康华生物（50.79%），康希诺（+167.16%）的销售费用都有较明显的增长，板块整体销售费用率有所提升。
- **多家企业布局新冠疫苗研发赛道。** 智飞生物（II期临床）、沃森生物（I期临床），康希诺（III期临床），康泰生物（多技术路线、临床前与I期临床）纷纷布局新冠疫苗的研发。

表：疫苗板块主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2018A
营业收入	8896	3085	14209	8687
营业收入增速	34.39%	4.85%	63.57%	152.95%
毛利率	49.35%	44.31%	53.84%	68.36%
销售费用率	13.08%	10.60%	18.31%	27.27%
管理费用率	7.74%	9.29%	8.82%	12.70%
财务费用率	0.27%	0.53%	0.23%	0.60%
研发费用率	4.14%	4.45%	4.27%	6.66%
归母净利润	1906	542	3113	2949
归母净利润增速	26.65%	-14.19%	5.55%	2360.67%
扣非净利润	1890	536	3054	1990
扣非净利润增速	32.20%	-18.12%	53.46%	411.61%
应收账款	9520	7589	6276	3520
经营性现金流	416	-655	1963	791
经营性现金流/净利润	21.47%	-120.76%	62.03%	26.66%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

中国新冠疫苗研发进展分析——三款疫苗已注册临床Ⅲ期试验

研发公司/机构	技术平台	临床前研究	临床I期	临床I/II期	临床II期	临床III期	临床中心 (地区)	开始时间 ^{注: 首次注册时间}
武汉生物制品研究所、北京生物制品研究所/国药集团	灭活疫苗						阿拉伯联合酋长国	2020/07/18 (根据WHO数据: 武汉所与北京所临床III期试验使用同一注册号)
科兴生物 (科兴中维)	灭活疫苗						巴西	2020/07/02
康希诺/军事科学院	病毒载体疫苗						国际多中心	2020/08/26
智飞龙科马 (智飞生物) /中国科学院	重组蛋白疫苗						未公布	2020/07/12
中国医学科学院医学生物学研究所	灭活疫苗						中国	2020/06/24
艾棣维欣(普瑞生物, 鹏鹞环保参股)/Inovio/康泰生物 (战略合作)	DNA疫苗						中国	未披露, 已取得临床批件
复星医药(辉瑞/BioNtech合作)	mRNA疫苗						中国	2020/07/21
中国人民解放军军事科学院/沃森生物	mRNA疫苗						中国	2020/06/24
三叶草生物制药(GSK/Dnavax合作)	重组蛋白疫苗						澳大利亚	2020/06/19
华兰生物	灭活疫苗						--	--
万泰生物/厦门大学/GSK	重组蛋白疫苗						--	--
康泰生物	灭活疫苗						--	--
依生生物	重组蛋白疫苗						--	--
辽宁成大	重组多肽疫苗						--	--
冠昊生物	mRNA疫苗						--	--
西藏药业	mRNA疫苗						--	--

数据来源: WHO, Clinicaltrials.gov, 公司官网公告, 中国临床试验注册中心, 信达证券研发中心

原辅包：疫情催化业绩兑现，产能扩建支撑长期成长

- **2020H1增长提速，板块景气度有望持续。**原辅包板块合计21家公司（基于可比性，板块涵盖特色原料药及包材辅料板块，未涵盖大宗原料药板块），2020年H1原辅包板块公司实现营业收入204.76亿元（+10.24%），归母净利润34.70亿元（+12.84%）；扣非净利润32.33亿元（+30.62%）。
- **主要原料药价格维持较高水平。**疫情背景下，下游客户备货需求提升及供给趋紧等多重因素作用，肝素原料药、培南系列产品价格维持高位，同时受益于Q2国内复工复产，产品销量同比或进一步提升，2020H1相关原料药公司实现了收入的大幅增长，其中：奥翔药业（62%）、富祥药业（+38%）、天宇股份（+36%）、海普瑞（+25%）、东诚药业（+24%）、同和药业（+22%）、健友股份（+19%）主要产品需求旺盛。另一方面，上游中间体生产企业主动上调价格，6-APA、7-ACA价格年初以来持续走高。
- **产能扩充、CDMO业务拓展以及制剂一体化共同支撑特色原料药板块长期成长性。**受环保不断强化及一致性评价带来的对原辅包产品质量要求提升等因素影响，行业整体集中度提高，资源及订单向头部集中，普洛药业、富祥药业、美诺华等原料药企业积极进行产能扩充，并不断丰富产品线；奥翔药业、普洛药业、美诺华等公司CDMO业务订单量同比大幅增加，有助于进一步提升整体业务毛利率水平，增加产品附加值；博瑞医药、健友股份、普洛药业等在制剂领域延展。

表：原辅包行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	20476	9294	38493	18574	8934	33213
营业收入增速	10.24%	4.03%	15.90%	21.84%	27.45%	23.45%
毛利率	39.74%	39.91%	40.49%	39.65%	38.70%	38.79%
销售费用率	6.82%	6.91%	8.99%	8.32%	7.65%	8.69%
管理费用率	12.19%	13.11%	12.78%	11.67%	11.94%	12.62%
财务费用率	0.91%	0.73%	1.10%	1.21%	2.74%	0.60%
研发费用率	4.35%	4.25%	4.77%	4.31%	4.21%	4.40%
归母净利润	3470	1453	5749	3076	1633	4139
归母净利润增速	12.84%	-11.01%	38.91%	53.85%	120.32%	35.61%
扣非净利润	3233	1427	4971	2475	1062	3769
扣非净利润增速	30.62%	34.34%	31.90%	32.73%	59.60%	42.33%
应收账款	8572	7901	7214	6992	7281	6564
经营性现金流	1667	576	4825	1688	223	4214
经营性现金流/净利润	47.28%	39.37%	81.36%	53.67%	13.53%	98.74%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

大宗原料药：整体业绩增长提速，部分品种价格有所回落

- **主要品种价格企稳，板块整体业绩实现较大幅度增长。** 大宗原料药板块合计10家公司，2020年H1板块整体实现营业收入188.71亿元(+2.09%)；归母净利润39.02亿元(+49.99%)；扣非净利润36.22亿元(+49.69%)，相比于2020Q1提速。
- **VA、VE品种价格上行，相关企业量价齐升。** 受疫情导致的国内外生产企业开工率下降以及行业竞争格局优化等因素的影响，以及国内疫情逐渐恢复、国外疫情处于增长阶段的加持，大宗原料药产品在Q1基础上仍然保持超高增速。大宗原料药产品维生素价格在2月中旬左右开始大幅上涨，相关公司量价齐升，新和成(+91%)、浙江医药(+52%)、金达威(+34%)等公司产品相应受益，呈现业绩高速增长。
- **主要大宗原料药部分品种二季度价格略有下滑。** 截至2020年9月2日，维生素A、泛酸钙、维生素C、维生素E价格分别为435、75、26.5、67.5元/公斤，其中，泛酸钙价格自5月以来有所下滑，维生素A、维生素E价格相比年初仍有较大增长。在三、四季度，由于下游需求逐渐恢复，采购量或进一步持续。

表：大宗原料药行业主要财务指标情况 (百万元)

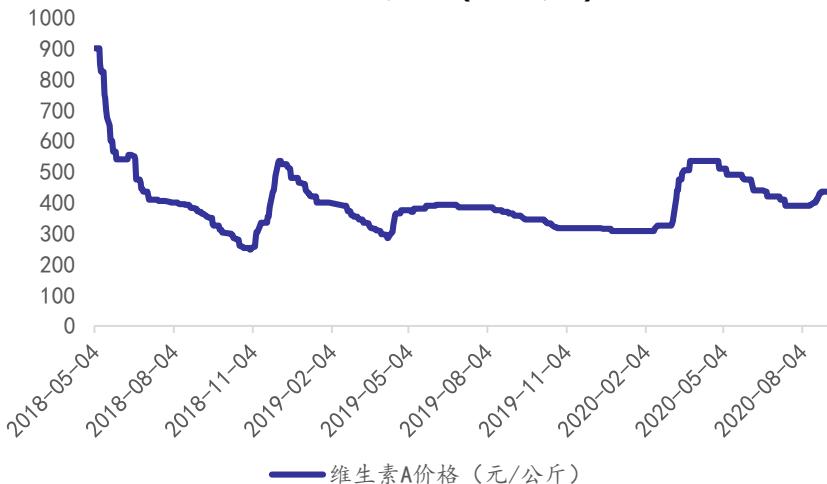
	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	18871	8070	38880	18485	8910	37403
营业收入增速	2. 09%	-9. 42%	3. 95%	-1. 70%	-12. 22%	34. 55%
毛利率	36. 71%	35. 65%	28. 26%	30. 44%	29. 66%	31. 83%
销售费用率	5. 81%	6. 51%	6. 72%	7. 13%	7. 17%	6. 56%
管理费用率	6. 83%	7. 07%	7. 29%	6. 27%	6. 29%	6. 82%
财务费用率	0. 35%	0. 40%	0. 66%	0. 72%	1. 40%	0. 33%
研发费用率	3. 03%	2. 68%	3. 25%	2. 50%	2. 49%	2. 93%
归母净利润	3902	1542	4528	2602	1177	2378
归母净利润增速	49. 99%	31. 07%	90. 38%	-33. 08%	-59. 31%	-29. 49%
扣非净利润	3622	1378	3660	2420	1059	5209
扣非净利润增速	49. 69%	30. 11%	-29. 72%	-35. 84%	-62. 14%	60. 99%
应收账款	5211	5152	4441	4969	4922	4461
经营性现金流	3848	955	5483	1776	472	6413
经营性现金流/净利润	99. 02%	62. 39%	122. 57%	68. 14%	40. 31%	278. 07%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

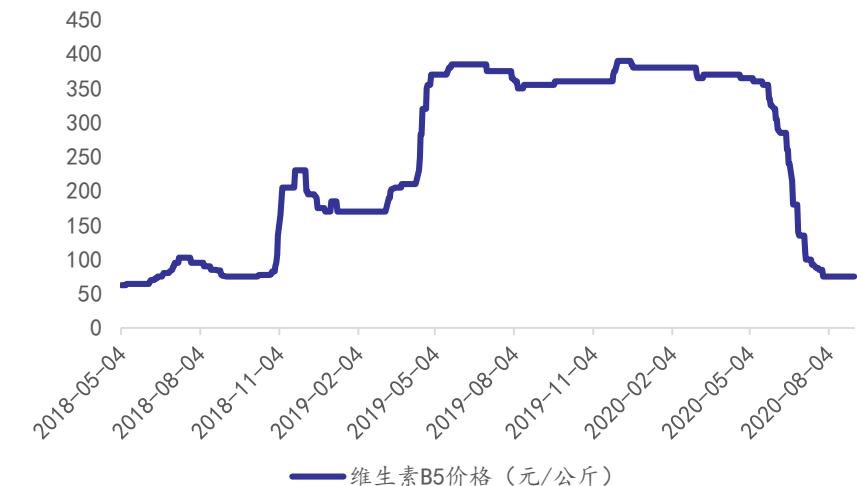
大宗原料药：维A及维E价格企稳，泛酸钙价格有所回落

- **维生素A价格企稳回升。**维生素A在13种维生素里技术门槛相对较高，产品供需关系相对较好，价格有望保持高位。截至2020年9月1日，维生素A报价435元/公斤，2020年年初至今上涨41.46%。
- **维生素E价格景气向上。**维生素E价格受DSM收购能特科技75%股权后检修计划影响，行业产能供给或下降，产品市场结构总体优化。另外随着猪存栏量的提升，市场需求增加明显，行业整体景气向上。目前价格较5月份高点略有回落，但较年初仍有较大增长。截至2020年9月1日，维生素E报价67.5元/公斤，2020年年初至今上涨39.17%。
- **2020H1维生素B5近期价格有所回落。**整体趋势向好，未来不排除价格回升的可能。维生素B5市场供需相对平衡，受新冠肺炎疫情冲击，部分国内产能供应相对紧缺且海外物流受限，产品价格在年初保持高位运行，6月份以来价格有所回落。

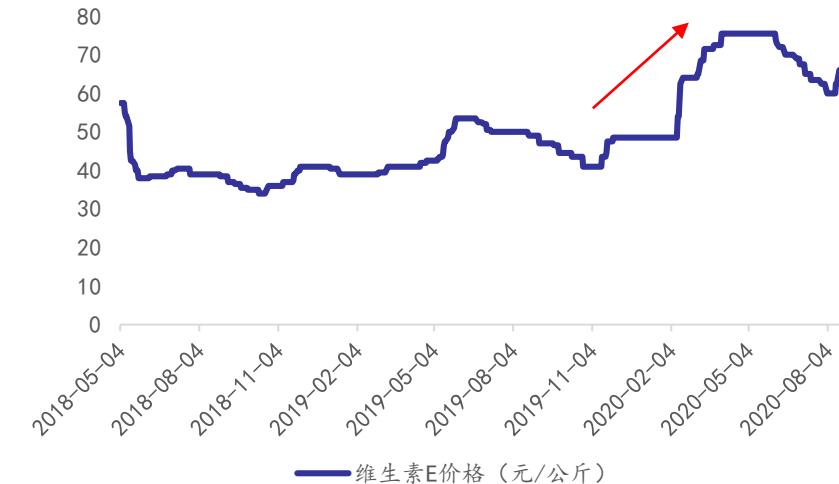
图：维生素A价格（元/公斤）



图：维生素B5价格（元/公斤）



图：维生素E价格（元/公斤）



资料来源：Wind, 信达证券研发中心；

中药：业绩增速下滑，板块持续承压

- **板块增速下滑，业绩承压。**中药板块共有68家上市公司（剔除异常情况的ST康美）。近年来中药板块业绩增速持续下滑，2019年行业归母净利润开始出现负增长。2020上半年由于受疫情影响，部分感冒发热产品限制销售，同时部分滋补保健产品销售下滑明显，2020年上半年营业收入增速-7.03%，归母净利润-18.39%。
- **部分中药产品受益于新冠疫情防控需求。**在新冠疫情中，部分中药产品进入到诊疗指南，销售情况良好，例如以岭药业的连花清瘟系列产品销量较去年同期大幅增长。
- **盈利能力下滑。**由于中药材原材料价格上涨，叠加医控费等政策影响，板块整体毛利率下滑，2020年上半年毛利率为43.55%，较去年同期下降3.11个百分点。虽然期间费用率有所下降，但净利率仍出现小幅降低。

表：中药行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	143448	71608	309086	154290	78025	277087
营业收入增速	-7.03%	-8.22%	11.55%	19.71%	24.60%	19.14%
毛利率	43.55%	43.21%	45.54%	46.66%	46.55%	49.40%
销售费用率	23.26%	22.68%	26.42%	25.49%	24.87%	27.93%
管理费用率	7.08%	6.71%	7.78%	6.94%	6.63%	7.50%
财务费用率	0.60%	0.54%	0.69%	0.73%	0.72%	0.73%
研发费用率	1.98%	1.69%	2.18%	1.88%	1.68%	2.11%
归母净利润	14826	7490	23872	18167	9699	27578
归母净利润增速	-18.39%	-22.77%	-13.44%	5.51%	18.62%	0.19%
扣非净利润	12684	6966	18408	14825	8088	22906
扣非净利润增速	-14.44%	-13.88%	-19.64%	-0.25%	6.04%	-7.14%
应收账款	64881	65869	63254	67265	66014	58758
经营性现金流	14427	2294	31404	11214	977	29670
经营性现金流/净利润	93.59%	29.75%	125.43%	59.04%	9.68%	102.89%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医疗器械：海外疫情催化收入高增，医用耗材二季度经营显著改善

- **海外疫情催化2020H1板块整体收入和业绩均实现高速增长。** 医疗器械板块合计70家公司，2020H1板块整体实现营业收入同比增长48.18%；归母净利润同比增长108.44%；扣非净利润同比增长145.17%；经营方面，2020H1医疗器械板块整体经营性现金流同比和环比数据均有明显改善。
- **疫情相关设备和检测试剂产品需求持续提升，相关公司收入增长强劲。** 受Q2海外疫情爆发影响，防护、检测及治疗需求进一步提升，其中呼吸机、额温枪、一次性手套、口罩等防护及治疗产品销售大幅提升，2020H1收入实现快速增长，相关公司如：迈瑞医疗(+29%)、鱼跃医疗(+37%)、理邦仪器(+135%)、宝莱特(+102%)、英科医疗(+352%)等疫情相关产品均有大量出口；检测端相关公司如：圣湘生物(+1159%)、东方生物(+388%)、硕世生物(+369%)、达安基因(+314%)、明德生物(+254%)、华大基因(+218%)等公司均实现了收入利润的爆发式增长。
- **国内医疗机构终端手术从4月中旬开始逐渐恢复，医用耗材生产企业二季度业绩显著改善。** 医用耗材企业如：大博医疗(+24%)、爱博医疗(+9%)、乐普医疗(+8%)在2020H1收入都实现了正增长的水平，Q2收入也呈现出了大幅度改善。随着终端医院手术量的进一步恢复，骨科、口腔、眼科、心脑血管领域耗材产品有望在Q3和Q4环比加速增长。

表：医疗器械行业主要财务指标情况 (百万元)

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	75431	25526	107938	50904	23644	94686
营业收入增速	48.18%	7.96%	14.00%	23.54%	29.72%	20.47%
毛利率	59.31%	55.36%	54.32%	54.38%	54.03%	51.98%
销售费用率	13.91%	17.56%	18.84%	17.71%	17.61%	17.85%
管理费用率	11.45%	15.38%	14.53%	13.95%	14.09%	14.16%
财务费用率	0.19%	0.18%	0.40%	0.64%	2.08%	0.51%
研发费用率	5.89%	7.69%	7.21%	6.74%	6.71%	6.60%
归母净利润	21591	5065	18548	10358	4793	16025
归母净利润增速	108.44%	5.68%	15.75%	42.60%	63.69%	29.04%
扣非净利润	20519	4525	15441	8369	3533	13634
扣非净利润增速	145.17%	28.08%	13.25%	30.60%	34.29%	26.20%
应收账款	30412	26810	27031	26125	22394	24282
经营性现金流	25774	5017	21193	6963	708	15974
经营性现金流/净利润	116.69%	97.52%	112.85%	65.83%	14.49%	96.87%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

骨科耗材：二季度择期手术快速恢复，业绩持续向好

- **创伤手术恢复相对较快，4月中旬开始择期手术恢复显著。**从骨科耗材头部企业的中报收入表现上看，创伤类的恢复效果要好一些，主要是有一定的刚性需求，大博医疗 (+23.8%) 和威高骨科 (+21.8%) 表现出更强劲的增长；脊柱类和关节类手术择期性相对较强，三友医疗及凯利泰Q2均实现了收入端的明显改善；关节领域，春立医疗 (+7.91%) 及爱康医疗 (+5.87%) 均实现了收入端正增长，从企业积极备货的角度看，Q3及Q4有望加速增长；

表：骨科耗材企业主要财务指标情况（亿元）

2020年半年报情况							
	春立医疗	爱康医疗	威高骨科	微创骨科	三友医疗	大博医疗	凯利泰
总营业收入(百万元)	404	480	831	613	150	673	486
同比增速(%)	7.91%	5.87%	21.80%	-21.37%	-6.60%	23.80%	-14.54%
归母净利润(百万元)	117	163	271		38	264	119
同比增速(%)	7.00%	25.72%	11.67%		-23.09%	27.38%	-22.37%
扣非净利润(百万元)	112	163			37	230	105
同比增速(%)	2.35%	25.72%			-15.99%	20.19%	-27.94%
销售毛利率	71%	70%			91%	86%	64%
销售净利率	29%	34%			25%	40%	24%
研发费用率	8%	9%			8%	8%	4%
三类注册证数量	12	44	80	25	23	70	42
注册证总数	18	47	256		27	92	78
销售人员数	300余人	249			约100人	400余人	
覆盖医院数		6700+					2000+
带量采购品类及中标情况	髋关节（福建）；膝关节（江苏，福建）	髋关节（江苏，福建）；膝关节（福建）	髋关节（福建，云南）；膝关节（福建，云南）	膝关节（江苏）		脊柱（安徽）；髋关节（福建）；膝关节（福建）	
主营业务1	人工关节	髋关节	骨科	中国关节业务	脊柱	创伤	椎体成形微创
收入(百万元)	369	271	831	60	141	454	200
同比增速(%)	7.65%	6.10%	21.80%	-13.40%	-3.07%	31.36%	-16.18%
主营业务2	脊柱	膝关节		中国脊柱和创伤	创伤	脊柱	脊柱和创伤
收入(百万元)	91	123		9	9	131	83
同比增速(%)	69.27%	10.60%		4.80%	-11.62%	15.36%	-8.25%
主营业务3		3D打印产品		非中国区业务			低温射频业务
收入(百万元)		61		544			46
同比增速(%)		18.10%		-24.20%			-22.49%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心；

心内耗材：心脏介入器械受疫情影响明显

2020年H1情况

公司	蓝帆医疗	乐普医疗	微创医疗	赛诺医疗	信立泰
营业收入(亿元)	22.84	42.38	21.74	1.76	15.36
同比增速	35.45%	8.45%	-21.79%	-15.71%	-34.66%
归母净利润(亿元)	6.21	11.40	-6.69	0.31	1.97
同比增速	164.85%	-1.30%	-200.13%	-34.00%	-68.92%
毛利率	53.13%	70.58%	70.89%	78.89%	67.28%
净利率	27.37%	28.21%	-22.39%	17.97%	12.67%
主营业务1	心脏介入器械	核心心血管介入产品	心血管介入产品	支架	医疗器械
收入(亿元)	5.10	6.78	6.05	1.38	0.41
同比增速	-39.1%	-25.4%	-29.1%	-21.4%	22.0%
主营业务2				球囊	
收入(亿元)				0.38	
同比增速				16.2%	
支架业务收入合计(亿元)	NA	NA	5.47	1.38	NA
支架业务毛利率	NA	77.3%	NA	NA	NA
支架主要代表产品 (国内获批时间)	爱克赛尔(2017年6月) 心跃(2017年10月)	Partner(2005年11月) Nano(2011年2月) GuReater(2013年1月) NeoVas(2019年2月)	Firebird(2004年) Firebird2(2008年) Firehawk(2018年7月) Firesorb	BuMA(2010年12月) BuMA Supreme(已受理)	Alpha Stent(2015年5月)
支架规模构成细分	心跃支架植入同比增长100%	Nano在金属支架销售结构中占比47.92%; NeoVas在全国29个省份几百家医院完成植入	国内支架销售收入5.03亿元,-31.9%; 海外支架销售收入0.44亿元,-12.0%	国内支架销售收入1.37亿元; 海外支架销售收入73万元	
支架带量采购中选情况	爱克赛尔(山西) 心跃(山西)	Nano(山西 江苏) GuReater(山西 江苏)	Firehawk(山西 江苏) Firebird(山西 江苏)	BuMA(山西)	

数据来源：NMPA，各公司官网，各公司公告，卫健委，信达证券研发中心

IVD：景气度分化，化学发光、分子诊断及POCT前景可期

- **2020年上半年IVD企业业绩大增，Q2增幅进一步提升。**相较于2020年Q1营收增速7.68%，归母净利润增速23.54%，2020年上半年IVD板块实现营收222.64亿元，增速提升至64.17%，归母净利润75.45亿元，同比大增165.13%。主要是由于需求刺激各公司新冠病毒检测产品的产能供应能力持续提升导致。
- **分子诊断及POCT板块贡献较大。**收入及利润端同比大幅提升，主要受分子诊断（华大基因、达安基因和圣湘生物）和POCT（万孚生物和东方基因）等企业的诊断相关产品及设备需求增加影响。其中，华大基因的新冠病毒检测试剂盒海外累计发货量从4月末的2000万人份迅速提升到6月底的3500万余人份。达安基因试剂盒生产能力从标准产能5万人份/日快速提升到30万人份/日，最高峰值超过100万人份/日。
- **各细分领域景气度分化，化学发光、分子诊断及POCT保持快速增长。**随着医院诊疗服务的逐步恢复，IVD整体经营逐步好转。2020年H1化学发光营收增速提升至11.39%，归母净利润增速20.94%，在进口替代、消费升级和政策红利的推动下有望持续放量；分子诊断2020年H1营收增速最快，达194.50%，归母净利润增速高达503.47%，随着相关企业在多组学大数据、肿瘤早筛等领域积极布局，潜力巨大；POCT企业2020年H1营收增速88.79%，归母净利润增速192.52%，在分级诊疗、技术迭代及应用场景拓展的助力下保持高速增长。生化诊断2020年上半年营收增速-7.15%，较Q1有显著改善，相关企业竞争激烈。

表：IVD行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	22264	6645	29407	13561	6171	25658
营业收入增速	64.17%	7.68%	14.61%	29.26%	41.56%	27.24%
毛利率	66.52%	60.24%	59.43%	59.64%	59.47%	57.65%
销售费用率	14.22%	18.44%	19.65%	18.84%	18.82%	18.57%
管理费用率	11.88%	16.97%	15.76%	15.13%	16.23%	15.40%
财务费用率	0.32%	0.37%	0.53%	0.58%	1.18%	0.42%
研发费用率	6.37%	8.95%	8.32%	7.78%	7.98%	7.56%
归母净利润	7545	1548	4946	2846	1253	5123
归母净利润增速	165.13%	23.54%	-3.47%	41.00%	56.66%	22.65%
扣非净利润	7100	1271	4342	2166	1027	4418
扣非净利润增速	227.88%	23.76%	-1.74%	21.03%	38.94%	18.21%
应收账款	12480	10608	10457	9516	8826	8998
经营性现金流	7309	1331	5744	1605	-106	4673
经营性现金流/净利润	95.28%	84.16%	114.62%	54.26%	-8.11%	87.92%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医药商业：2020年Q1受疫情影响较大，Q2逐步恢复

表：医药商业板块主要财务指标情况（百万元）

- **受疫情影响，收入小幅下降。**医药商业板块共22家上市公司，2020上半年由于受疫情影响，医院大部分科室诊疗量大幅减少，药品分销业务受影响较大，医药商业版块收入增速-2.13%，与Q1相比，Q2分销业务恢复情况良好，上半年归母净利润增速4.03%。
- **盈利能力小幅提升。**2020上半年，商业版块毛利率为13.83%，较去年同期有小幅提升，同时期间费用率基本保持持平，净利率小幅提高。
- **应收账款持续增长。**2020年上半年应收账款余额持续增长，终端医院回款仍然有一定的压力。考虑到在新冠疫情期间，医院整体诊疗业务受到较大冲击，医院整体现金状况不佳，预计后续医药商业板块应收账款仍将面临较大压力。
- **经营性现金流有所改善。**2020Q1受新冠疫情影响，部分医院回款周期延长，流通企业现金流情况紧张。Q2货款回笼量增长，经营性现金流量净额大幅增加，2020上半年经营性现金流/净利润为10.57%，优于2019年同期。

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	339302	161388	705020	346690	170544	608035
营业收入增速	-2.13%	-5.37%	15.95%	19.99%	19.95%	18.53%
毛利率	13.83%	13.53%	13.60%	13.57%	13.32%	13.69%
销售费用率	6.28%	6.33%	6.33%	6.19%	6.22%	6.35%
管理费用率	2.50%	2.56%	2.54%	2.44%	2.45%	2.60%
财务费用率	0.93%	1.01%	0.93%	0.96%	0.92%	0.89%
研发费用率	0.24%	0.25%	0.24%	0.20%	0.19%	0.22%
归母净利润	9283	4062	14618	8923	4224	15503
归母净利润增速	4.03%	-3.83%	-5.71%	10.30%	9.58%	4.53%
扣非净利润	8387	3597	12789	8420	3984	12427
扣非净利润增速	-0.40%	-9.73%	2.91%	9.20%	6.78%	0.93%
应收账款	195311	194493	187138	199315	193739	173145
经营性现金流	1181	-11954	22643	-1691	-10132	6003
经营性现金流/净利润	10.57%	-254.46%	126.11%	-15.74%	-202.30%	33.02%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

流通龙头：龙头公司保持稳健增长

- 行业集中度持续提升，龙头优势稳固。2020上半年，流通龙头受疫情影响收入增速放缓，增速优于行业水平。
- 归母净利率增速较为平稳，华润医药受东阿阿胶业绩下滑影响，归母净利润有所下降。

2020H1	国药控股	上海医药	华润医药	九州通
营业收入（亿元）	2037.65	871.65	801.38	513.49
收入增速	1.04%	-5.84%	-12.16%	6.03%
分销收入（亿元）	1574.95	754.51	673.92	493.03
分销收入占比	77.29%	86.56%	84.09%	96.02%
零售收入（亿元）	110.16	37.68	26.63	10.28
零售收入占比	5.41%	4.32%	3.32%	2.00%
归母净利润（亿元）	28.96	24.43	22.94	12.59
归母净利润增速	-2.67%	6.84%	-15.09%	69.39%
销售毛利率	8.46%	15.04%	16.63%	9.60%
销售净利率	2.36%	3.31%	4.05%	3.12%
应收账款（亿元）	1479.38	496.31	-	260.17

2019年	国药控股	上海医药	华润医药	九州通
营业收入（亿元）	4252.73	1865.66	1837.14	994.97
收入增速	23.44%	17.27%	7.91%	14.19%
分销收入（亿元）	3373.17	1623.90	1487.14	958.31
分销收入占比	79.32%	87.04%	80.95%	96.32%
零售收入（亿元）	198.03	83.40	57.52	18.26
零售收入占比	4.66%	4.47%	3.13%	1.84%
归母净利润（亿元）	62.53	40.81	29.25	17.27
归母净利润增速	7.14%	5.15%	-17.38%	28.79%
销售毛利率	8.83%	14.37%	16.64%	8.75%
销售净利率	2.50%	2.59%	2.47%	1.79%
应收账款（亿元）	1095.12	473.40	-	229.13

资料来源：Wind，各公司年报，信达证券研发中心 注：人民币口径，华润医药汇率转换系数为0.89。

连锁药店：收入利润高速增长，行业集中度持续提升

- **连锁药店快速扩张，持续高增长。**连锁药店行业共5家上市公司，随着行业集中度持续提高，各大连锁药店均快速扩张。2020年上半年板块收入增速24.62%，归母净利润增速35.16%。由于新冠疫情下消费者对防护产品和抗病毒药品的需求急速增加，药店普遍复工较早，相比其他行业而言，受疫情影响较小，业绩增长确定性强。
- **净利率提升。**2020上半年，连锁药店行业毛利率为35.56%，较2019年上半年下降1.86个百分点，主要由于部分防疫产品毛利率比较低，同时低毛利的处方药销售占比提高。2020上半年，销售费用率为21.90%，同比下降2.29个百分点，主要原因包括1) 疫情期间广告宣传和促销费用下降明显；2) 疫情期间房租有部分减免，费用增速低于收入的增速。管理费用率为4.05%，同比下降0.14个百分点，由于连锁规模的提升和营运管理的有效优化，管理效率提升。财务费用率为0.22%，同比下降0.14个百分点，三项费用率持续下降，净利率水平提升。
- **经营性现金流表现优异。**2020上半年，连锁药店行业5家上市公司的经营性现金流均实现增长，经营性现金流/净利润达到106.68%。主要原因一方面是规模持续增长，另一方面是经营管理优化带来的经营效率提升。

表：连锁药店行业主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	26807	13281	44803	21512	10671	35596
营业收入增速	24. 62%	24. 46%	25. 87%	31. 20%	29. 84%	22. 59%
毛利率	35. 56%	35. 53%	37. 12%	37. 42%	37. 22%	38. 54%
销售费用率	21. 90%	22. 34%	24. 67%	24. 19%	24. 05%	25. 63%
管理费用率	4. 05%	3. 83%	4. 54%	4. 19%	3. 93%	4. 56%
财务费用率	0. 22%	0. 21%	0. 33%	0. 36%	0. 33%	0. 35%
研发费用率	0. 02%	0. 02%	0. 02%	0. 00%	0. 00%	0. 02%
归母净利润	1793	891	2412	1326	680	1951
归母净利润增速	35. 16%	30. 96%	23. 61%	26. 54%	30. 45%	20. 05%
扣非净利润	1718	841	2334	1290	645	1834
扣非净利润增速	33. 25%	30. 33%	27. 25%	27. 68%	27. 92%	17. 68%
应收账款	3180	2994	2819	2764	3054	2540
经营性现金流	2061	1076	4791	1786	792	2976
经营性现金流/净利润	106. 68%	112. 88%	185. 93%	126. 86%	109. 92%	146. 01%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

四大零售药店：稳步扩张，业绩持续高增长

公司总体情况

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
最新市值 (亿元)	240	547	367	566
2020年预测PE (wind)	33	76	58	58
2020年H1直营门店	6683	4644	4365	5106
2020年H1加盟店	0	493	1436	106
2020年H1总门店	6683	5137	5801	5212
2020年H1净增加门店	417	385	673	456

2020H1情况

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
营业收入 (亿元)	60.29	62.93	66.87	69.40
增速	19.1%	24.7%	20.8%	32.1%
归母净利润 (亿元)	4.16	4.12	3.36	5.95
增速	23.5%	33.8%	24.4%	56.2%
扣非归母净利润 (亿元)	4.00	3.98	3.07	5.81
增速	19.4%	31.2%	20.2%	55.7%
销售毛利率	36.2%	38.1%	32.3%	38.1%
销售净利率	6.9%	7.4%	6.2%	8.7%
净资产收益率	8.8%	8.8%	9.1%	12.5%
经营性现金流净额 (亿元)	5.75	4.12	4.53	6.26
货币资金 (亿元)	14.84	23.69	12.79	20.43
商誉 (亿元)	10.84	30.91	25.98	11.45
商誉占净资产比例	22.1%	58.1%	56.7%	23.7%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 市值、PE计算日期: 2020-09-01

CXO：国内业务迅速恢复，强劲研发需求推动业绩高速增长

表：CXO行业主要财务指标情况（百万元）

- **2020年H1业绩快速恢复，疫情对国内业务影响基本消除。**
CXO板块共计13家公司。2020年Q1尽管由于新冠疫情期间延迟复工及临床入组受阻等影响业绩增速下滑，但2020年Q2国内业务恢复强劲，海外业务持续流入，带动2020年H1实现营收161.59亿元，增速提升至23.52%。
- **毛利率较往年持平，归母净利润大幅提升。**2020年H1整体CXO板块的毛利率39.78%，与往年同期基本持平。归母净利润40.12亿元，增速大幅至78.07%，主要受药明康德主营业务增长及投资收益增加、泰格医药投资收益增加及康龙化成业务规模效应提升等因素影响。
- **创新药研发需求强劲，推动CXO行业景气度持续向好。**
2019年8月，新修订的《药品管理法》通过，明确规定了国家鼓励研究和创制新药。尽管新冠疫情对CXO企业的业绩有一定扰动，长期来看，全球及国内医药研发投入稳定增长、研发流程与监管日益规范、新兴生物科技公司崛起、大量生物制剂专利密集到期都将促进药企对临床试验外包的需求井喷，CXO行业有望保持快速发展。

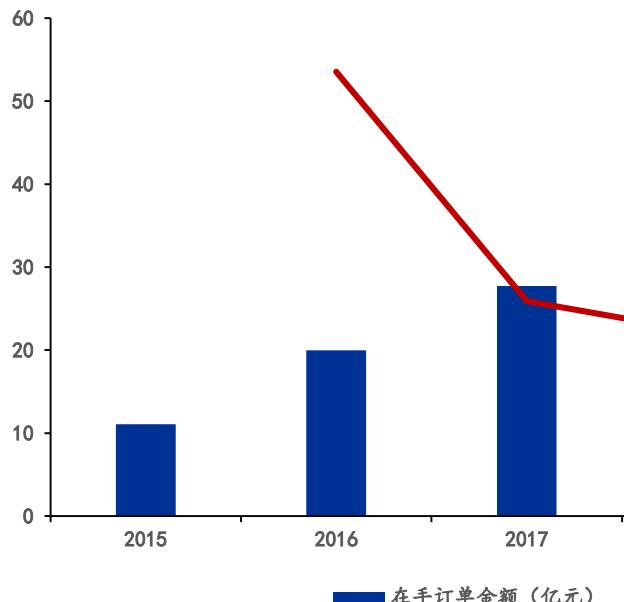
	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	16159	6876	29290	13082	6038	22656
营业收入增速	23.52%	13.88%	29.28%	33.45%	30.64%	27.47%
毛利率	39.78%	37.46%	40.44%	39.82%	38.94%	39.86%
销售费用率	3.27%	3.60%	3.14%	3.22%	3.29%	3.06%
管理费用率	17.74%	18.84%	17.35%	17.07%	17.19%	17.37%
财务费用率	-0.07%	-1.11%	0.51%	0.78%	3.69%	0.63%
研发费用率	5.15%	5.30%	5.11%	4.88%	4.75%	4.81%
归母净利润	4012	901	4918	2253	893	3490
归母净利润增速	78.07%	0.84%	40.91%	8.43%	39.40%	75.67%
扣非净利润	2525	821	4408	2007	871	2490
扣非净利润增速	25.81%	-5.72%	77.05%	28.86%	72.73%	60.84%
应收账款	7395	5944	7458	6422	5411	5566
经营性现金流	3055	1828	6599	2053	644	4582
经营性现金流/净利润	75.43%	203.66%	129.67%	88.43%	69.81%	128.66%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

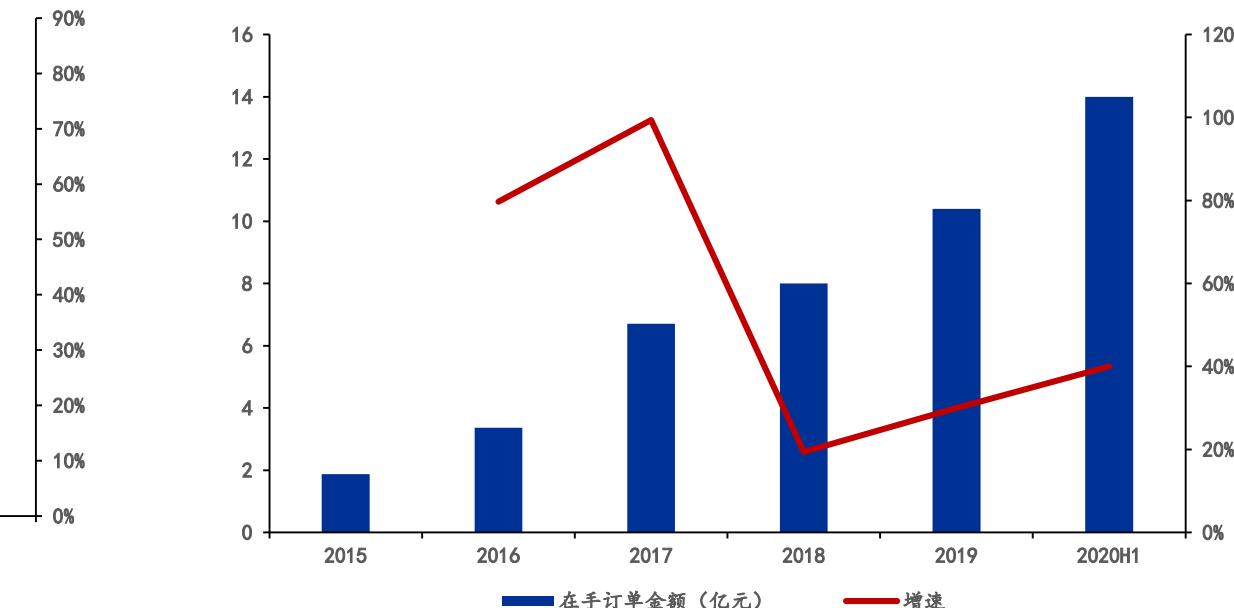
CXO企业在手订单丰富，业绩确定性强

- **研发需求强烈，在手订单量高速增长。** 临床研发需求增多带动CXO企业在手订单持续攀升。泰格医药在手订单量5年来均保持30%以上的高速增长，2019年在手订单金额50.11亿元，同比增长36.06%。昭衍新药2020年H1在手订单金额14亿元，同比增长40%。充足的待执行订单是未来业绩的有力保障。

图：泰格医药在手订单金额



图：昭衍新药在手订单金额



资料来源：Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心;

CXO：海外订单持续流入，2020年H1龙头业绩快速提升

2020年H1情况

	药明康德	药明生物	泰格医药	康龙化成	凯莱英	九洲药业	药石科技	博腾股份	量子生物
营业收入(亿元)	72.31	19.50	14.52	21.93	12.66	10.08	4.59	9.25	6.70
增速	22.68%	21.28%	8.58%	34.01%	15.81%	17.50%	58.17%	48.16%	8.96%
归母净利润(亿元)	17.17	7.36	9.99	4.79	3.16	1.29	0.87	1.31	0.41
增速	62.49%	63.57%	183.66%	196.89%	37.63%	26.27%	26.08%	100.49%	-16.94%
毛利率	36.90%	40.50%	48.46%	36.41%	48.59%	42.22%	45.06%	38.60%	33.73%
管理费用率	15.88%	10.43%	17.50%	15.11%	18.77%	21.86%	21.06%	17.71%	19.45%
研发费用率	4.61%	6.38%	4.99%	1.97%	8.59%	4.44%	8.42%	7.05%	3.23%
净利率	23.89%	37.47%	71.35%	21.28%	24.93%	12.82%	19.00%	14.09%	6.04%
员工总数	22824	5666	4959	7393	4552	2998	652	2373	2439
增速	19.86%	36.83%	27.22%	14.14%	32.33%	1.87%	27.34%	44.52%	0.45%

2019年报情况

	药明康德	药明生物	泰格医药	康龙化成	凯莱英	九洲药业	药石科技	博腾股份	量子生物
营业收入(亿元)	128.72	39.84	28.03	37.57	24.60	20.17	6.62	15.51	13.28
增速	33.89%	57.02%	21.85%	29.20%	34.07%	8.30%	38.47%	30.93%	33.19%
归母净利润(亿元)	18.55	10.14	8.42	5.47	5.54	2.38	1.52	1.86	1.39
增速	-17.96%	60.77%	78.24%	64.30%	29.32%	51.32%	14.03%	49.04%	-13.75%
海外业务收入(亿元)	99.07	25.76	12.03	32.59	22.41	13.28	4.82	12.82	7.17
国内业务收入(亿元)	29.65	14.08	16	4.98	2.19	6.89	1.8	2.69	6.11
毛利率	38.95%	41.64%	46.48%	35.52%	45.50%	34.84%	51.59%	37.84%	38.18%
管理费用率	16.10%	9.22%	16.90%	14.86%	18.57%	17.37%	21.68%	20.66%	18.44%
研发费用率	4.59%	6.53%	4.43%	1.67%	7.83%	4.69%	10.45%	7.90%	4.74%
净利率	14.85%	25.36%	34.79%	14.12%	22.51%	11.75%	22.96%	11.58%	10.24%
员工总数	21744	5666	4959	7393	3840	2998	652	2077	2439
增速	22.64%	36.83%	27.22%	19.80%	16.68%	1.87%	27.34%	26.49%	0.45%

资料来源：Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心；

医疗服务：短期业绩受疫情影响，长期高景气持续

表：医疗服务行业主要财务指标情况（百万元）

- **2020年H1医疗服务板块收入同比下降。** 2020年Q1疫情导致门诊及择期手术服务暂停比例较高，医疗服务板块营业收入同比下降36.33%。随着二季度国内大部分医院陆续复诊，医疗服务市场板块需求处在逐步修复过程中，营业收入92.12亿元，同比下降24.95%。归母净利润-3.80亿元，同比下降-144.84%，相较Q1有较大改善。
- **2020年H1毛利率稳步恢复。** 疫情对2020年Q1医疗服务领域的就诊量及利润端有较大负面影响，毛利率仅8.74%。复诊带来业绩恢复，2020年H1毛利率提升至27.67%。2020年H1销售费用率与往年持平，管理费用率相较2019年H1略有提升，主要是管理费用基本持平而营业收入下滑导致。
- **疫情影响逐步消除，商业模式成熟的优质头部标的盈利将延续高增长。** 2020年Q2随着国内及海外逐步复工，医疗服务龙头企业爱尔眼科及通策医疗业绩V型反弹，业绩回升态势日益显著。而部分医疗服务公司（尤其是综合性医疗服务机构）投入大、周期长，发展初期盈利能力难以迅速恢复。

	2020H1	2020Q1	2019A	2019H1	2019Q1	2018A
营业收入	9212	3447	26530	12274	5415	25454
营业收入增速	-24.95%	-36.33%	4.23%	0.86%	-5.79%	15.34%
毛利率	27.67%	8.74%	41.26%	39.08%	36.35%	40.68%
销售费用率	12.21%	12.56%	12.72%	12.22%	11.94%	12.22%
管理费用率	16.10%	20.69%	13.54%	13.01%	16.26%	12.10%
财务费用率	4.49%	5.78%	3.84%	3.29%	3.07%	3.41%
研发费用率	1.01%	1.16%	0.91%	0.85%	0.94%	0.70%
归母净利润	-380	-806	-3801	847	365	3008
归母净利润增速	-144.84%	-320.88%	-226.38%	-73.78%	-3.54%	34.45%
扣非净利润	-515	-879	-3719	731	148	755
扣非净利润增速	-170.44%	-695.46%	-592.30%	-23.34%	-59.39%	-63.98%
应收账款	4560	4492	4508	5459	4783	4792
经营性现金流	13	-1136	4627	1008	211	3387
经营性现金流/净利润	-3.10%	129.96%	-131.19%	104.79%	55.31%	100.98%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医疗服务：业务需求刚性差别导致疫情后修复分化

- 眼科及口腔科业务回升态势显著。**2020年Q1新冠肺炎疫情对医疗服务机构产生较大负面影响，爱尔眼科、通策医疗、美年健康营业收入分别同比下降27%、51%、58%。2020年Q2医疗服务需求反弹趋势显著，爱尔眼科2020年Q2实现营收25.22亿元，同比增长0.72%，归母净利润5.97亿元，同比增长50.51%。通策医疗Q2实现营收5.45亿元，同比增长20.39%，归母净利润1.64亿元，同比增长44.63%。
- 体检服务恢复至往年同期水平，民营综合医院业绩持续加速。**美年健康Q2起到检金额、体检人次逐步恢复到2019年同期水平；国际医学Q2单季度营业收入3.65亿元，同比增长63.42%；归母净利润-1.55亿元；扣非净利润-1.56亿元，环比减亏。西安国际医学中心医院爬升迅猛，在院人数突破历史新高，收入环比有望持续加速。

表：医疗服务企业主要财务指标情况（亿元）

2020年H1情况							
	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)	41.64	7.38	18.14	12.56	6.4	3.16	2.83
增速	-12%	-13%	-50%	-32%	44%	-35%	11%
归母净利润(亿元)	6.76	1.45	-7.82	-0.48	-3.44	-0.53	0.27
增速	-3%	-30%	-4747%	22%	-6947%	-32%	14%
扣非净利润(亿元)	5.79	1.37	-7.94	-0.53	-3.52	-0.6	0.28
增速	-17%	-33%	-482%	30%	-3393%	-368%	-12%
2019年报情况							
	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)	99.9	18.94	85.25	36.84	9.91	8.72	5.73
增速	25%	23%	1%	-4%	-51%	-18%	14%
归母净利润(亿元)	13.79	4.63	-8.66	-25.2	-4.04	-11.5	-7.03
增速	37%	39%	NA	NA	NA	NA	NA
扣非净利润(亿元)	14.29	4.53	-8.69	-25.04	-4.69	-10.5	-7.1
增速	32%	39%	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：Wind, 信达证券研发中心；

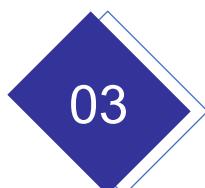
科创板：板块持续扩容，创新研发活力凸显

- **板块持续扩容，市值体量大幅增长。**科创板上市医药企业共34家（基于可比性，删除神州细胞-U），2020H1科创板医药公司实现营业收入111.02亿元（+42.58%）；归母净利润23.31亿元（+1847.01%），归母净利润水平的快速提升主要受到成分股圣湘生物、硕世生物、东方生物等2020H1实现净利润爆发式增长；扣非净利润20.39亿元（+300.88%）；2020Q2国内疫情影响减弱，相关公司经营及研发活动逐渐恢复，2020年上半年毛利率水平有所提升，经营性现金流有明显改善；受到医院回款推迟等因素影响，应收账款有所增加。
- **业绩分化较为明显，尚待疫情影响逐步恢复。**受新冠检测需求爆发影响，IVD领域部分新冠检测试剂生产企业中报收入大幅增长。其中圣湘生物（+1159%）、硕世生物（+369%）、东方生物（+388%）核酸检测试剂市场需求量短期内大幅增加；另外一些医用耗材生产企业受到终端手术尚未完全恢复的影响，收入有不同程度下滑，其中，南微医学（-8%）、昊海生科（-37%）、佰仁医疗（-3%）、三友医疗（-7%）。
- **多家创新型研发企业登陆科创板，板块研发费用率进一步提升。**科创板作为科技属性及技术附加值较高的上市板块，成分医药公司也体现出相对其他细分医药领域更高的研发投入，2020年，随着君实生物、百奥泰、神州细胞、泽璟制药、康希诺等高研发投入公司陆续登陆科创板，2020H1板块整体研发费用率提升至20.06%。在研发投入落地过程中，投资价值有望进一步兑现。

表：科创板主要财务指标情况（百万元）

	2020H1	2020Q1	2019A	2018A
营业收入	11102	3487	17574	13090
营业收入增速	42. 58%	-	34. 26%	32. 20%
毛利率	77. 64%	74. 62%	76. 08%	74. 34%
销售费用率	26. 28%	31. 69%	30. 89%	29. 54%
管理费用率	29. 32%	30. 58%	37. 42%	36. 46%
财务费用率	-1. 88%	-3. 55%	-1. 28%	-0. 69%
研发费用率	20. 06%	18. 75%	21. 80%	20. 92%
归母净利润	2331	543	1309	1030
归母净利润增速	1847. 01%	-	27. 08%	-11. 01%
扣非净利润	2039	412	1584	947
扣非净利润增速	300. 88%	-	67. 17%	4. 27%
应收账款	4504	3440	3910	3133
经营性现金流	1826	120	1777	1775
经营性现金流/净利润	79. 25%	22. 56%	135. 53%	168. 40%

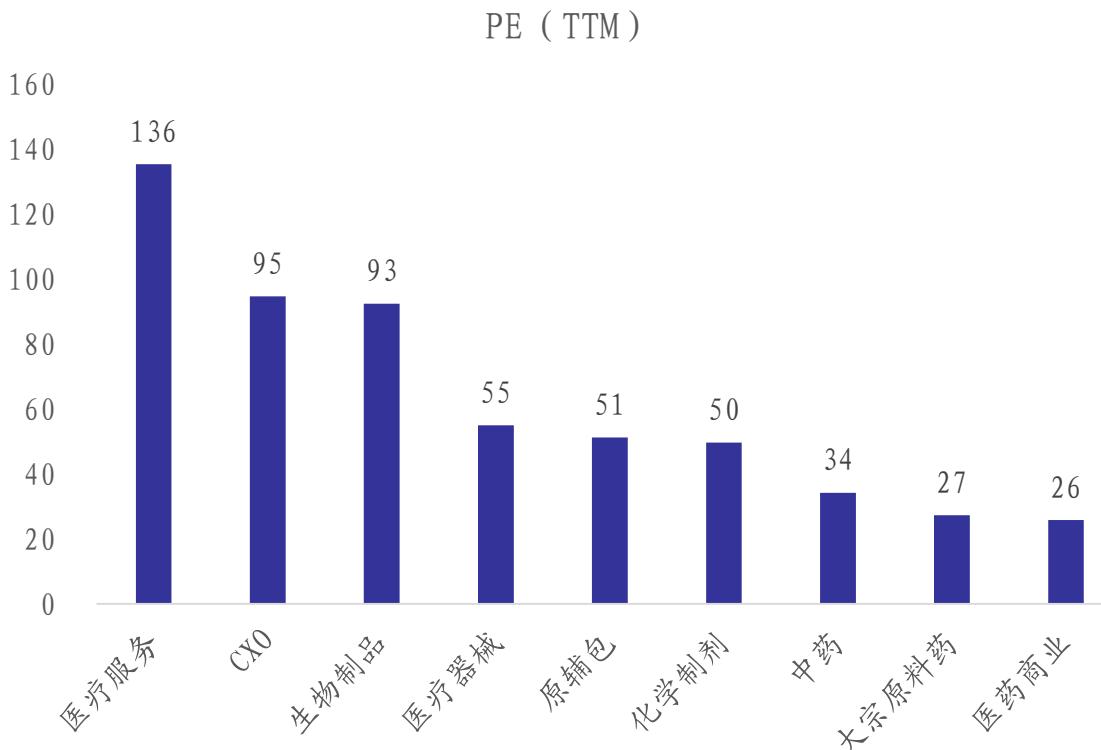
资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

-  01 政策动态：重点关注支架集采和医保调整
-  02 2020H1医药行业细分行业财报分析
-  03 重点公司：寻找相对性价比

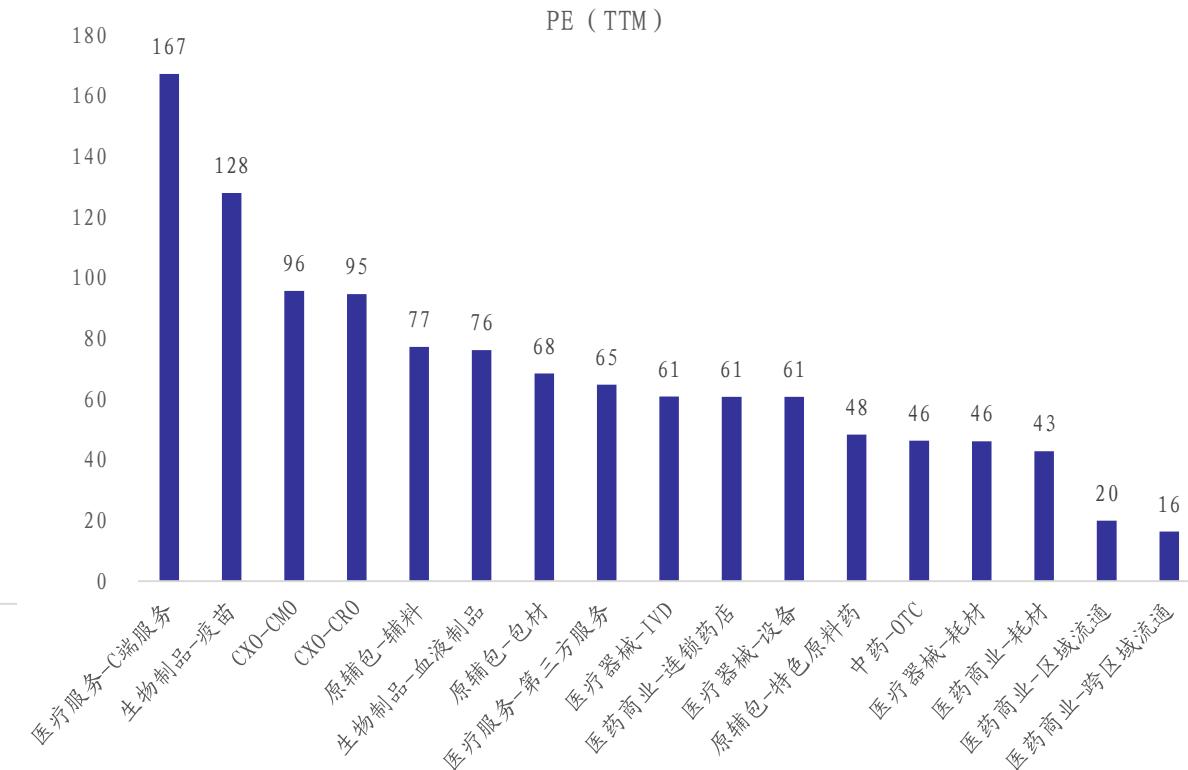
医药行业整体：估值分化较大

- 目前医药板块整体上市公司数量超过300家，板块内部和细分子行业之间估值分化已相当明显，从2017年创新药监管改革和2018年国家医保局成立后，市场对于具有中长期竞争优势和确定性较强的公司的估值容忍度显著提高，而部分细分行业则在一定程度面临估值坍塌的压力（业绩增速无法抵御估值的收缩）。

图：医药各子行业估值分化较大



图：医药各细分领域估值分化较大



资料来源：Wind, 信达证券研发中心；注：统计使用2020-09-01收盘价计算

基金持仓：细分行业龙头备受青睐

重仓基金持股市值前十						重仓持股基金数前十					
排名	代码	公司名称	2020H1重仓基金持 股总市值(亿元)	2020H1持股占 流通股比(%)	2020Q1持股占 流通股比(%)	排名	代码	公司名称	2020H1重仓持股 基金数 (支)	2020Q1重仓持股 基金数 (支)	新增重仓基 金数 (支)
1	600276.SH	恒瑞医药	381	7.79%	7.47%	1	600276.SH	恒瑞医药	824	852	-28
2	000661.SZ	长春高新	349	23.59%	20.09%	2	000661.SZ	长春高新	573	485	88
3	300760.SZ	迈瑞医疗	247	16.18%	16.03%	3	300760.SZ	迈瑞医疗	459	443	16
4	603259.SH	药明康德	178	13.01%	7.90%	4	603259.SH	药明康德	404	255	149
5	300015.SZ	爱尔眼科	135	9.11%	7.74%	5	300122.SZ	智飞生物	237	150	87
6	300601.SZ	康泰生物	129	17.85%	21.64%	6	300015.SZ	爱尔眼科	177	130	47
7	300347.SZ	泰格医药	79	14.26%	9.90%	7	300347.SZ	泰格医药	174	107	67
8	300122.SZ	智飞生物	78	8.64%	6.57%	8	300601.SZ	康泰生物	165	183	-18
9	600529.SH	山东药玻	70	20.31%	19.10%	9	600529.SH	山东药玻	152	82	70
10	600763.SH	通策医疗	68	12.76%	12.48%	10	002007.SZ	华兰生物	143	136	7

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

北上与南下资金的选股差异

北上资金最新情况 (20200831)

持股比例前十				持股市值前十			
排名	股票代码	股票名称	占自由流通股比例	排名	股票代码	股票名称	最新持股市值 (亿元)
1	603939.SH	益丰药房	33.04%	1	600276.SH	恒瑞医药	573
2	300347.SZ	泰格医药	25.06%	2	300760.SZ	迈瑞医疗	216
3	000538.SZ	云南白药	21.06%	3	603259.SH	药明康德	187
4	000999.SZ	华润三九	20.07%	4	300015.SZ	爱尔眼科	178
5	300015.SZ	爱尔眼科	19.53%	5	300347.SZ	泰格医药	137
6	300595.SZ	欧普康视	18.85%	6	000538.SZ	云南白药	112
7	600276.SH	恒瑞医药	18.75%	7	603939.SH	益丰药房	66
8	603882.SH	金域医学	17.82%	8	002007.SZ	华兰生物	57
9	300760.SZ	迈瑞医疗	16.66%	9	600436.SH	片仔癀	55
10	300244.SZ	迪安诊断	16.26%	10	300142.SZ	沃森生物	54

南下资金最新情况 (20200831)

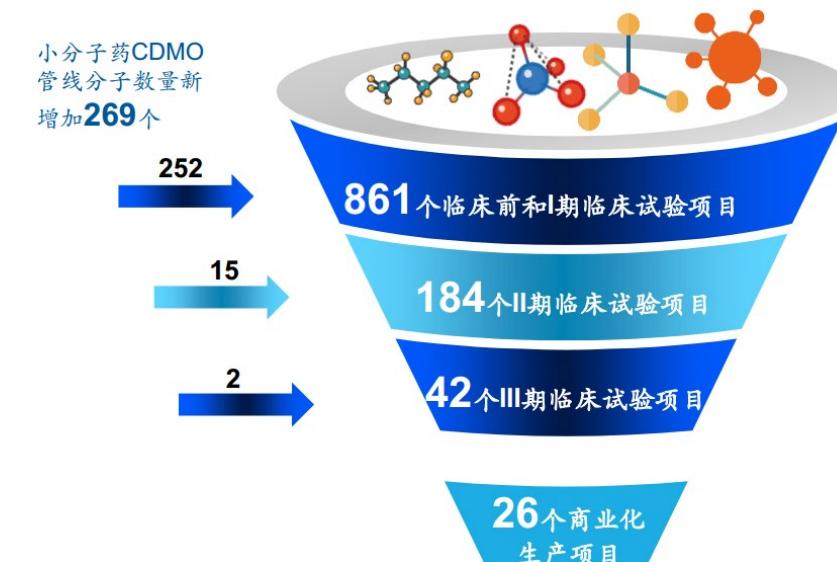
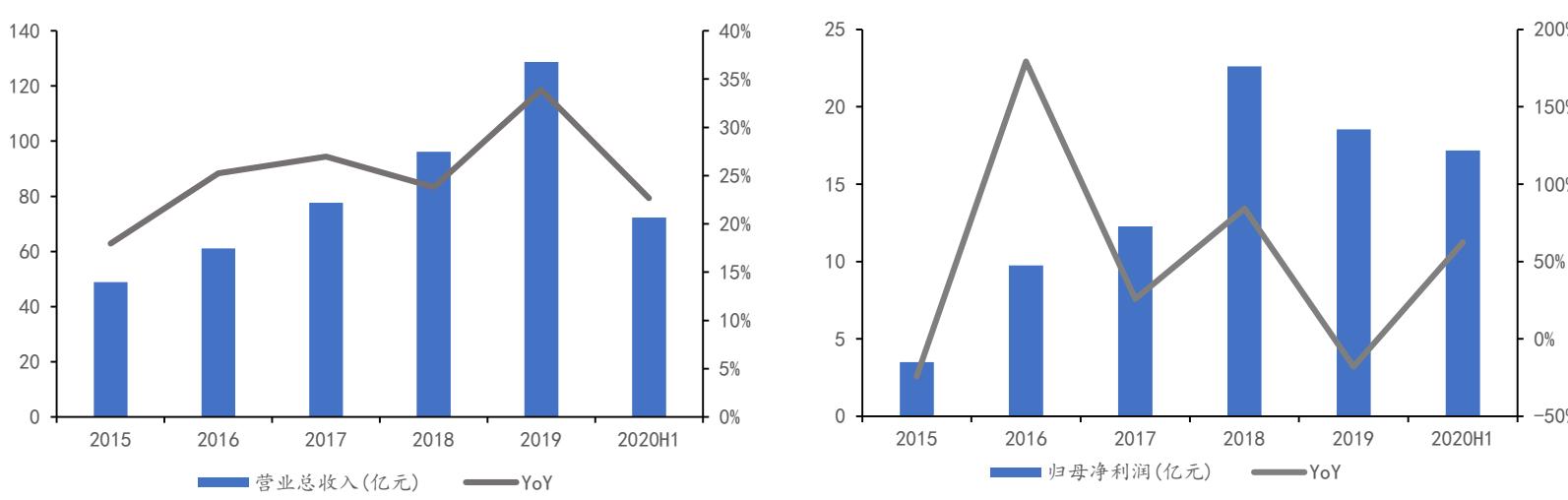
持股比例前十				持股市值前十			
排名	股票代码	股票名称	占流通股比例	排名	股票代码	股票名称	最新持股市值 (亿港元)
1	1558.HK	东阳光药	36.53%	1	2269.HK	药明生物	204
2	2196.HK	复星医药	35.26%	2	1177.HK	中国生物制药	141
3	0719.HK	山东新华制药股份	34.49%	3	1066.HK	威高股份	129
4	0874.HK	白云山	31.35%	4	1833.HK	平安好医生	122
5	1666.HK	同仁堂科技	29.29%	5	1093.HK	石药集团	85
6	1873.HK	维亚生物	22.38%	6	0853.HK	微创医疗	77
7	2666.HK	环球医疗	19.24%	7	2196.HK	复星医药	64
8	1951.HK	锦欣生殖	16.43%	8	0241.HK	阿里健康	49
9	1302.HK	先健科技	15.88%	9	1951.HK	锦欣生殖	44
10	1066.HK	威高股份	15.74%	10	1873.HK	维亚生物	39

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

药明康德：CXO “一超多强” 格局中的绝对龙头

- **2020年H1业绩延续高速增长态势。**公司2020年H1实现营收72.31亿元，同比增加22.68%；归母净利润17.17亿元，同比增长62.49%；经调整Non-IFRS归母净利润15.19亿元，同比增长28.9%。
- **中国区实验室和CDMO业务高速增长，客户数量稳步提升。**得益于海外客户订单较快增长及公司产能利用效率提升，中国区实验室和CDMO业务在第二季度全面恢复正常运营。2020年H1中国区实验室服务实现收入37.80亿元，同比增长26.47%；CDMO/CMO服务实现收入21.62亿元，同比增长25.83%，有望在三四季度延续高速增长态势。公司新增客户近600家，合计为4000余家客户提供服务。
- **产能持续提升，全产业链优势进一步巩固。**2020年H1常州寡核苷酸原料药生产车间等相继投产；2020年1月，开工建设无锡新药制剂开发及生产基地；美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台扩建；2020年7月成都研发中心正式投入运营。公司着力构建端到端、一体化的研发服务平台，产能进一步提升为赋能全球更多客户奠定了基础。

图：药明康德收入利润



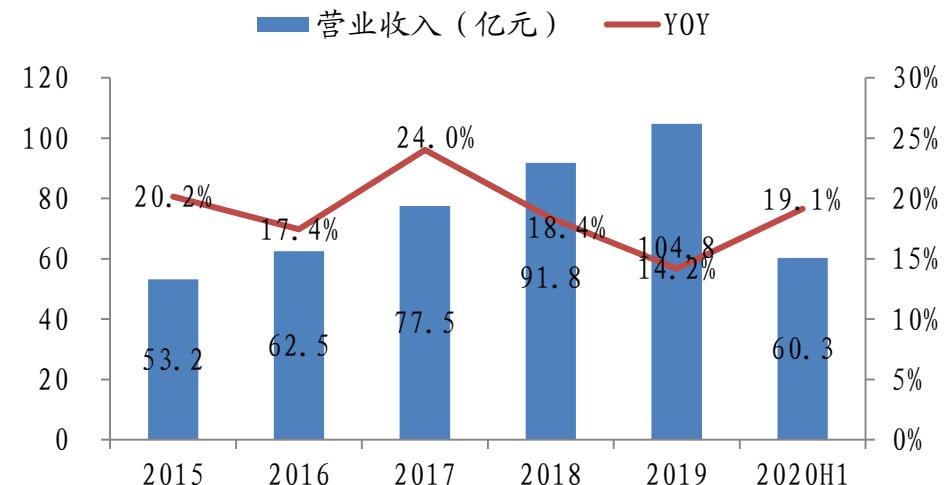
资料来源：药明康德公司公告，公司官网，信达证券研发中心

一心堂：深耕西南，蓄势待发

- **西南连锁药店龙头，上半年增长提速。**一心堂上半年实现营业收入60.29亿元，同比增长19.15%；归母净利润4.16亿元，同比增长23.46%，扣非净利润为4.00亿元，同比增长19.43%。云南以外的区域的零售业务增长超过了25%。
- **开店速度加快，全年门店拓展有望超预期。**截止2020年6月底，公司共拥有直营连锁门店6683家，较2019年底净增加417家，其中云南净增加243家，川渝净增加83家。一季度净增加门店136家，二季度净增加281家，开店速度加快，全年门店拓展有望超预期。
- **管理层换届后推出股权激励，提升业绩确定性。**5月12日完成首次授予。业绩考核指标为以2019年净利润为基数，2020-2022年的净利润增长率不低于20%、40%、65%。股权激励充分激发管理人员及其他核心人员的积极性，内部管理效率显著提升。

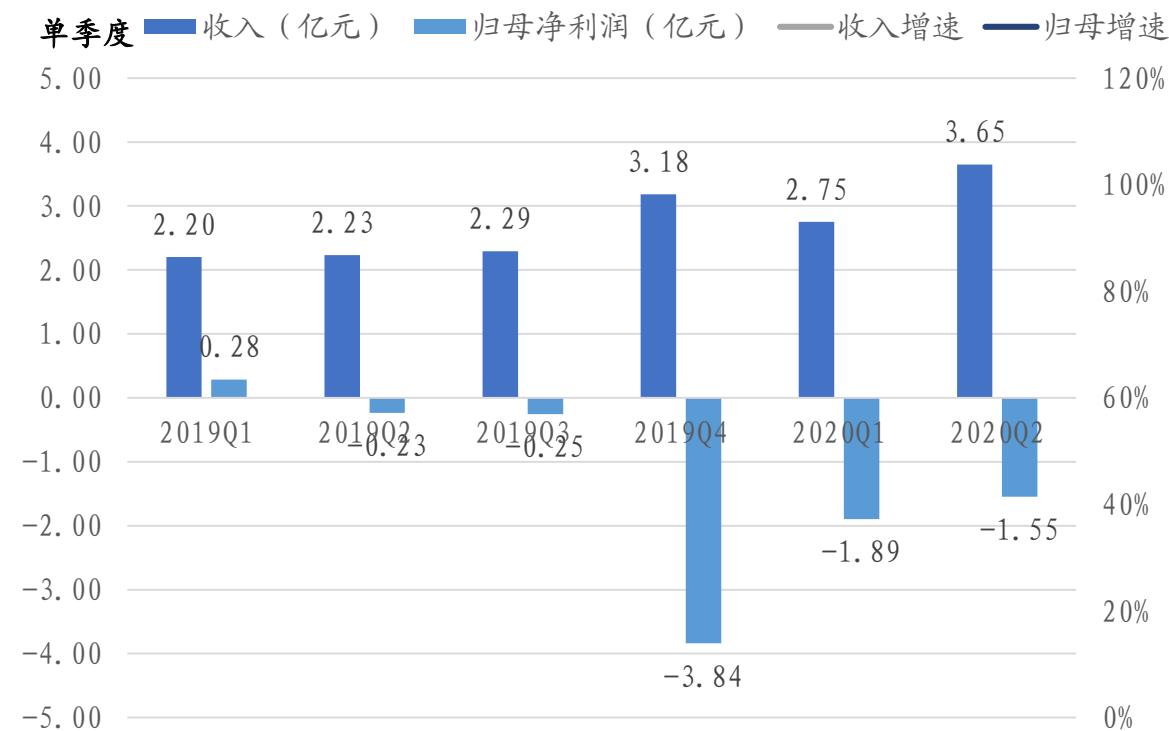
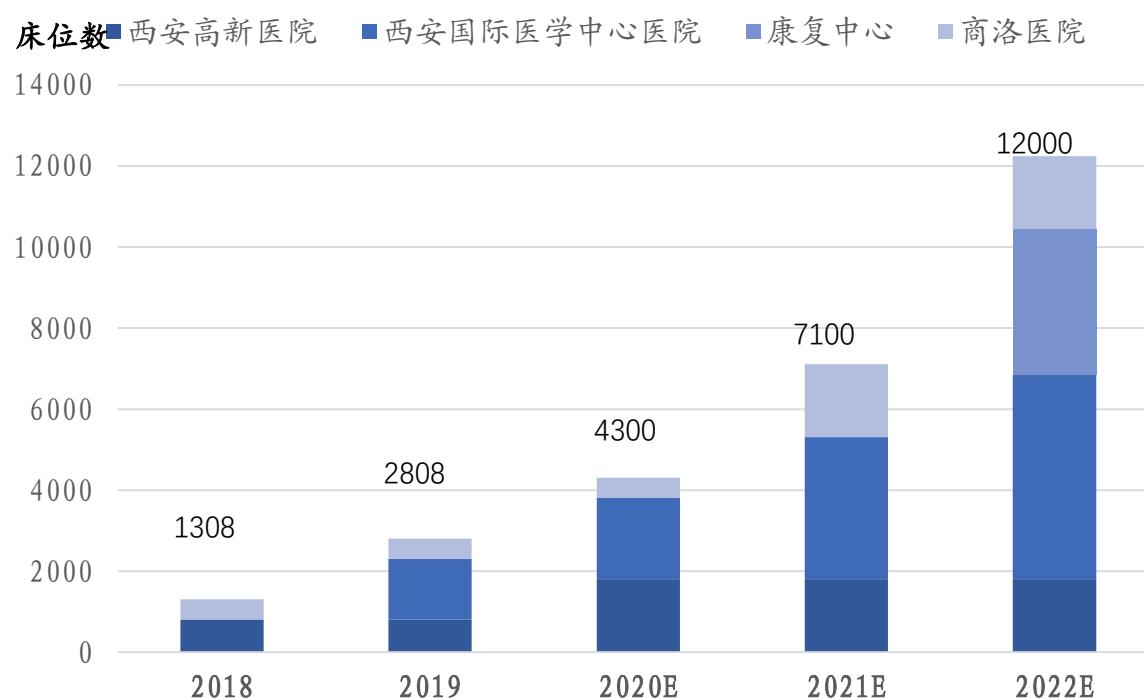
地区	2019年门店数量	2020H1门店数量
西南地区	云南省	3820
	四川省	756
	重庆市	210
	贵州省	242
华南地区	广西省	590
	海南省	252
华北地区	山西省	363
	天津市	8
华东地区	上海市	9
华中地区	河南省	16
合计	6266	6683

资料来源：一心堂公告，信达证券研发中心



国际医学：新医院经营爬升迅猛，打造西北医学高地

- **多院区投入运营，床位数成倍增长。**随着国际医学中心医院（最大规划床位5037张，目前开放1500张）床位逐步开放，高新医院二期（新增1000床）和商洛医院新院区（床位1800张）投入运营，辅助生殖中心（预计今年拿到正式牌照）和康复中心（床位3600张，预计2021下半年完成建设）开业，2022年公司总床位有望过万，医疗服务体量大幅提高。
- **重磅专家加盟，经营爬升超预期。**中心医院引入了众多重磅专家，引流效果显著，自2019年9月25日开诊后，医疗门诊、住院人数持续增长。上半年，实现营业收入2.46亿元，净利润-3.43亿元，Q2单季度实现营业收入1.39亿元，环比增长28.66%；净利润-1.62亿元，环比增长10.60%。截至目前，开诊仅11个月，医院日门诊量已突破1300人次、日住院量已突破1050床。下半年收入环比有望持续加速。
- **与知名院校合作，加强科室建设。**公司已成为陕西中医药大学和西北大学附属医院，专科医疗水平和学科综合实力全面提升，推进医、教、研协同发展。

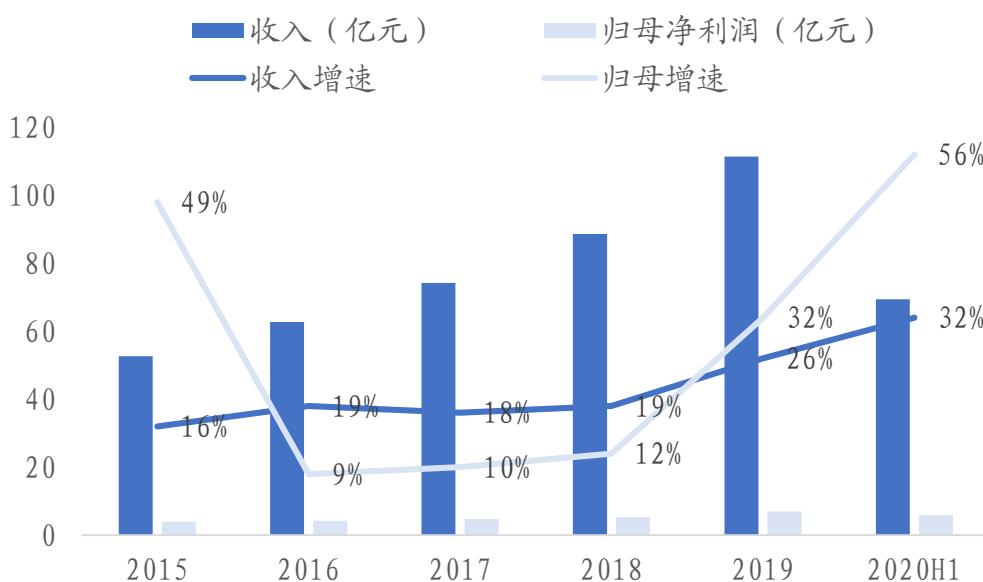


资料来源：国际医学公告，Wind，信达证券研发中心

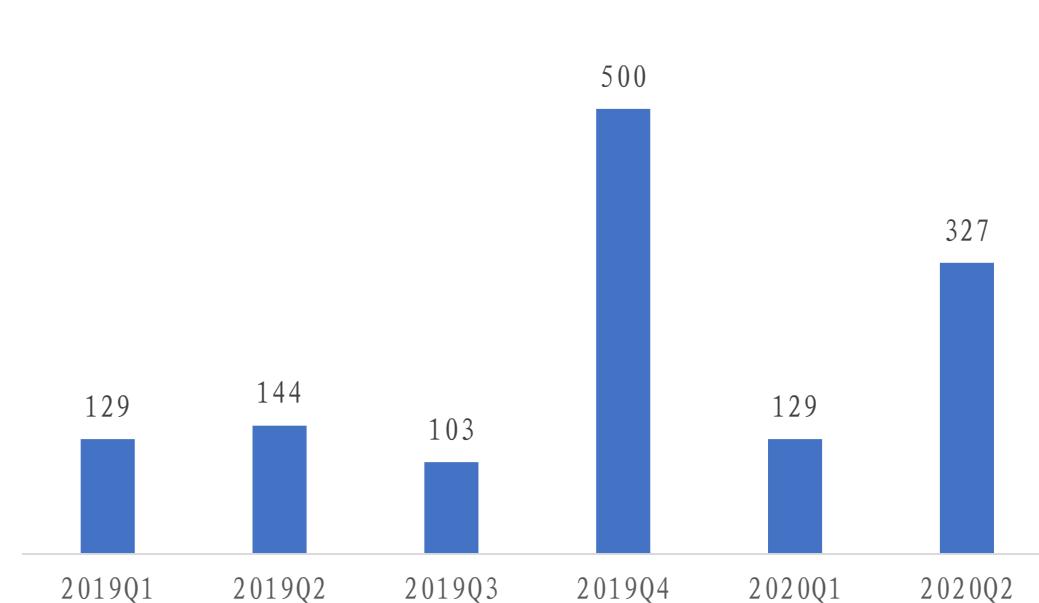
大参林：业绩超预期，门店扩张逐步提速

- **业绩超市场预期。**公司2020H1实现营收69.40亿，同比增长32.14%；归母净利润5.95亿，同比增长56.21%；扣非净利润5.81亿，同比增长55.73%。Q2单季度实现营收35.78亿，同比增长33.82%；归母净利润3.14亿，同比增长59.90%，扣非净利润3.10亿，同比增长58.48%；环比Q1单季度的营收（33.62亿，30.39%）、归母净利润（2.80亿，+52.28%），增速继续提升。利润增长超市场预期。
- **门店扩张提速，继续强化华南市场，加速全国布局。**截至6月末，公司共开业门店5212家（含加盟店106家），净增456家（其中Q1净增129家，Q2净增327家），其中优势区域华南净增380家，华东、华中等其他区域净增76家。“深耕华南、布局全国”战略持续发力，推动华南市场销售增长27.72%，华中增长27.35%，华东增长65.49%。
- **疫情推动非药品高速增长，其他品类销售良好。**分品类看，受防疫推动，公司非药品收入高速增长，达16.42亿（+70.10%），其中Q1收入6.48亿（+59.36%），Q2收入9.93亿（+77.93%）；其他品类随着复工复产亦表现良好，其中中西成药收入42.41亿（+24.89%）、中参药材9.17亿（+18.72%）。零售处方药与防疫商品的销售占比扩大导致公司整体毛利率小幅下降1.82%。

图：大参林收入利润增长超预期



图：大参林门店扩张提速

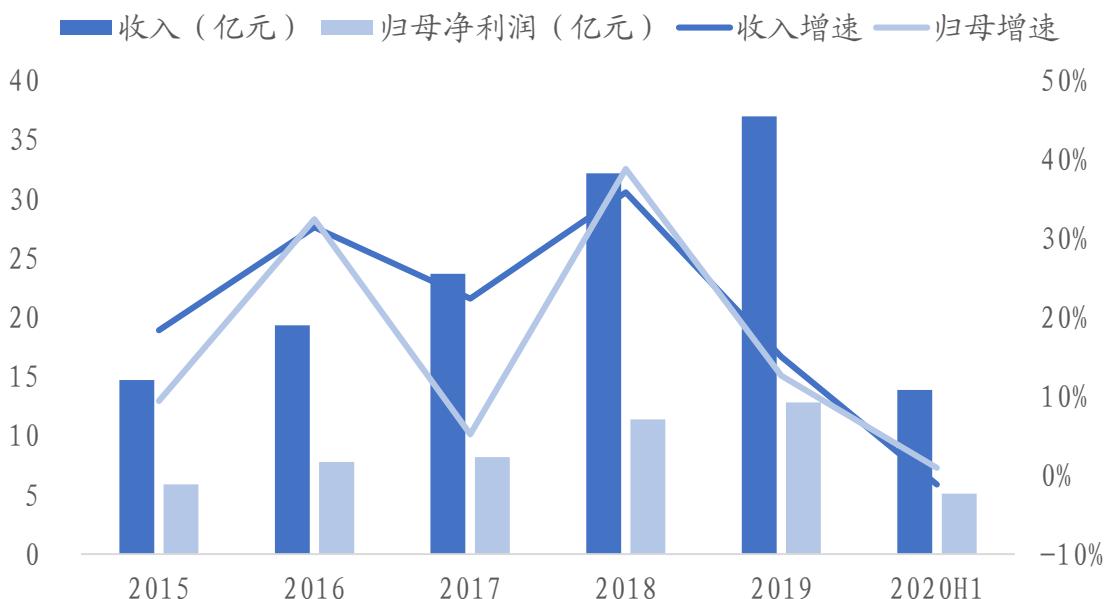


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

华兰生物：血液制品整体持平，流感疫苗有望高速增长

- **整体业绩符合预期。**公司2020H1实现营收13.87亿，同比减少1.15%；归母净利润5.12亿，同比增长0.94%；扣非净利润4.65亿，同比增长0.72%。Q2单季度实现营收7.09亿，同比增长0.28%；归母净利润2.65亿，同比增长7.29%，扣非净利润2.21亿，同比减少1.78%。
- **血液制品整体持平。**公司血液制品业务收入13.87亿，同比增长0.31%，其中白蛋白收入4.60亿，同比减少9.81%；静丙收入5.25亿，同比增长11.21%；其他血液制品收入4.01亿，同比增长0.36%。疫情影响行业采浆停滞1-2个月，公司通过加强管理、增加宣传等方式将Q2采浆量逐步恢复到正常水平，预计全年采浆量受疫情影响有限。
- **流感疫苗有望下半年发力。**公司疫苗业务收入-0.06亿，同比减少148.37%。四价流感疫苗自7月份开始批签发，当月批签发约130万支，预计全年有望实现相比2019年（836万支）接近翻倍的增长。

图：华兰生物收入利润增长



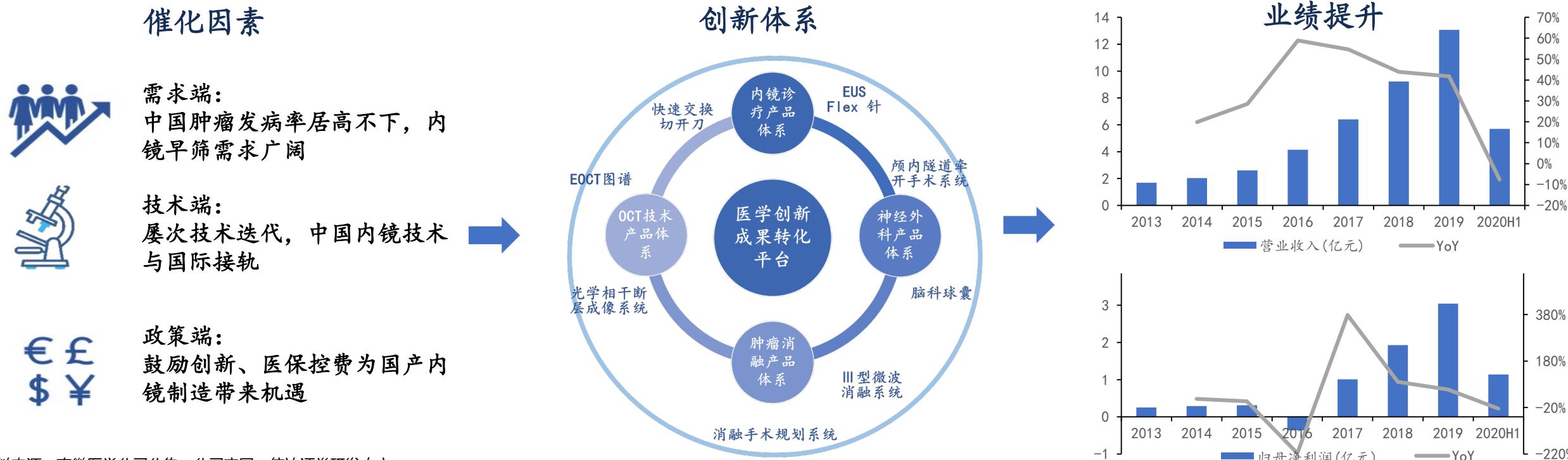
表：华兰生物批签发情况

品种名称	规格	2018批签发数量	2018增速	2019批签发数量	2019增速	2020年1-7月批签发数量	2020年1-7月增速
人血白蛋白	10g	253	8%	295	17%	140	-6%
静注人免疫球蛋白	2.5g	111	-28%	182	65%	78	-23%
人免疫球蛋白	0.3g	24	120%	17	-31%	3	5%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	150	219%	126	-16%	34	-43%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	92	-27%	166	80%	62	41%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	30	-25%	13	-57%	11	-14%
人凝血酶原复合物	200IU	46	-30%	43	-6%	33	113%
人凝血因子VIII	200IU	65	26%	63	-3%	32	-16%
人纤维蛋白原	0.5g	7	4%	0.24	-97%	0	-100%
四价流感病毒裂解疫苗	15μg/0.5ml	512	NA	836	63%	130	1140%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

南微医学：内镜耗材领军者，丰富产品线持续拓宽护城河

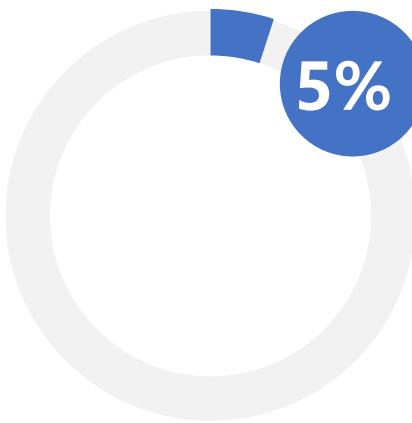
- **公司业绩逐步回暖，疫情影响减弱。**受疫情影响内镜检查和手术量下滑，2020年H1公司实现营收5.70亿，同比减少7.64%；归母净利润1.14亿元，同比减少24.19%。随着内镜手术逐步放开，2020年Q2实现营收3.24亿，已接近去年同期3.31亿的水平。海外欧洲和美国销售情况正在改善。疫情对公司上半年业绩的负面影响已在快速恢复中。
- **创新能力铸就丰富产品线，研发投入持续提升。**公司一次性使用高频切开刀正在进行美国 FDA 注册；消融手术规划系统已获得国内注册；EOCT产品于2020年2月提交CFDA注册申请；神经外科产品也计划提交注册。公司2020年H1研发投入3755.22万元，同比增长24.05%，上半年新获授权专利 34 项，国内新获7个产品注册证，17个产品获海外市场准入证书。
- **专注长远战略发展，中长期向好趋势不变。**公司未受疫情掣肘，在人才引进、产品研发和信息化建设持续投入。公司凭借优秀的产品性能、研发能力和战略布局，有望进一步巩固在微创诊疗耗材领域的龙头地位。



诚意药业：氨糖第一顺位中标，利润弹性明显

- **氨糖为公司第一大核心品种。**公司2019年收入6.80亿元，其中氨糖收入2.14亿，同比高速增长38%，收入占比达31.44%，毛利占比达30.53%。此外公司还销售托拉塞米、维生素K等传统品种，并且是全国份额最大天麻素原料药企业、全球出口最大的硫唑嘌呤原料药企业。
- **氨糖集采中标显著增厚收入利润。**公司氨糖第一顺位集采中标，约定采购量约为1.10亿粒（750mg），对应的收入规模约为8255万（申报价0.75/粒），预计对应的归母净利润规模超过5000万（2018年公司扣除非归母净利润为1.21亿）。鉴于公司之前氨糖医院端收入占比不足10%，预计此次中标将显著增厚公司收入利润。此外，公司现有氨糖原料药年产能1000吨（本部600吨+子公司华康药业400吨），除供自身生产外，尚有一半外销，后续华康产能有望进一步扩充，原料药优势明显。
- **收购康乐药业增加利润贡献。**公司自5月以来通过盘后大宗交易的方式陆续收购康乐药业28.77%的股权。康乐药业主要出口对乙氨基酚原料药及可直压颗粒等产品，2020年上半年受疫情影响，出口销量及价格都有提升，推动其净利润同比增长236.48%至9457万元，预计上半年其对诚意药业净利润贡献超过500万元，预计下半年将有更大推动。

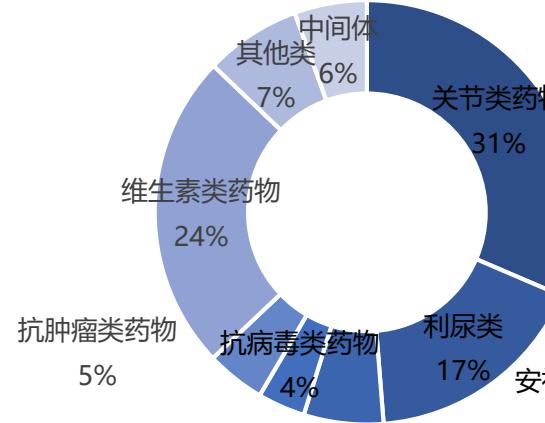
图：集采前后诚意药业氨糖医院端销量占比



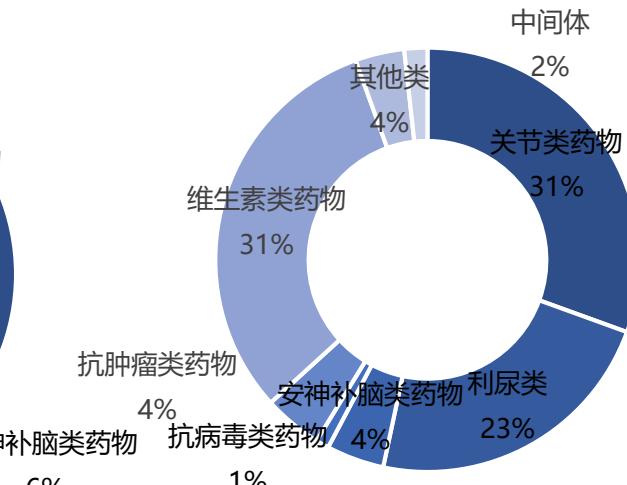
集采前医院端销量占比

集采约定采购量占比

图：收入构成（2019）



图：毛利构成（2019）



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

三友医疗：主营业务恢复顺利，Q2营业收入环比大幅增长

- **疫情影响逐步降低，终端手术恢复，Q2营业收入实现同比正增长。**一季度受新冠疫情影响，终端手术开展受限，公司营业收入4966.37万元，同比下降30.59%，随着疫情防控逐步常态化，二季度单季收入相比Q1大幅改善，实现营业收入1.01亿元，同比增长12.58%。上半年整体营业收入1.50亿元，同比下降6.60%。其中，脊柱类营业收入1.41亿元，同比下降3.07%，创伤类营业收入904.85万元，同比下降11.62%，此外第二季度销售毛利率和净利率均有所回升。受益于终端手术量的恢复，预计三四季度有望延续恢复高速增长。
- **销售推广逐步恢复，搬至研发中心大楼致管理费用提升。**受新冠疫情影响，上半年公司推广活动相应减少，2020H1销售费用为7144.31万元，同比减少6.79%，销售费用率为47.50%，同比基本持平。上半年管理费用822.45万元，同比增长32.59%，主要是公司搬至嘉定骨科医疗器械研发产业中心大楼，物业管理等费用和办公大楼折旧及摊销增加所致。
- **小幅上调盈利预测，维持增持评级：**考虑到整体手术恢复情况好于预期，同时看好公司长期发展，小幅上调公司盈利预测，我们看好公司持续的产品研发和商业化能力，维持对公司的“增持”评级。

图：三友医疗收入利润

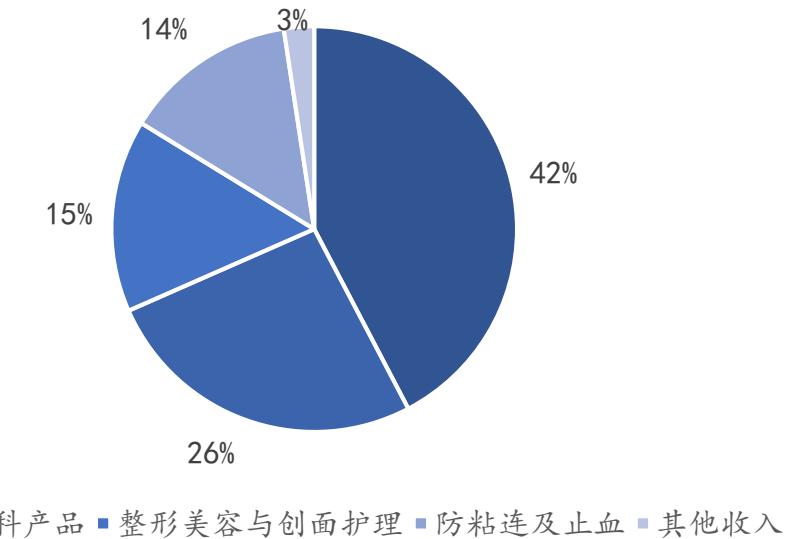
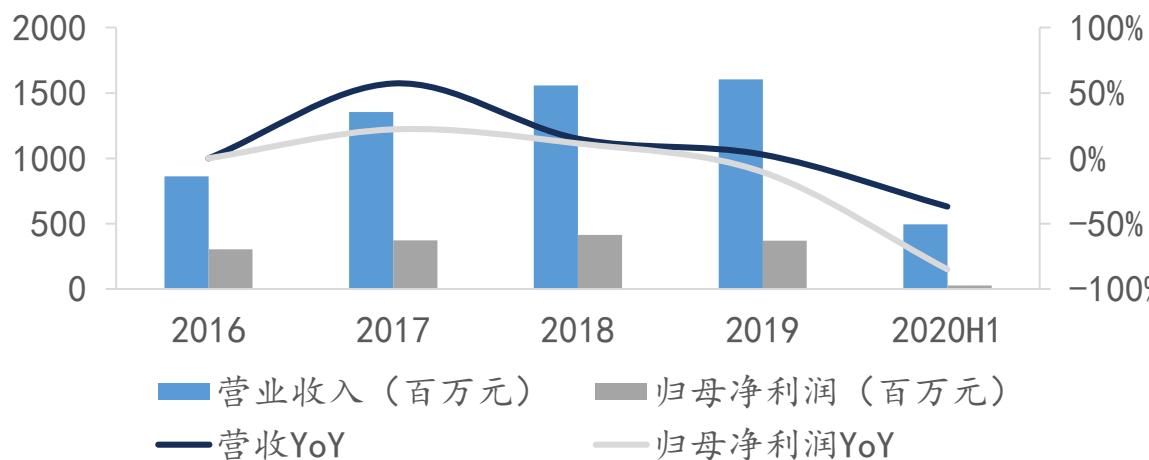


重要财务指标	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	354.32	150.3979	408.43	569.33	826.49
增长率YoY %	59%	-7%	15%	39%	45%
归属母公司净利润（百万元）	97.82	38.01	114.42	170.42	253.82
增长率YoY%	57%	-23%	17%	49%	49%
EPS（元/股）	0.48	0.22	0.56	0.83	1.24
市盈率P/E(倍)	/	/	113	76	51

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：PE为2020/9/1收盘数据，盈利预测来自信达证券研发中心

昊海生科：综合性眼科耗材龙头，多产品中标带量采购

- **昊海生科是国内优质的眼科耗材生产企业。**2020H1公司营业收入4.96亿元 (-36.85%)，主要受医疗机构门诊量及手术量锐减影响；归母净利润3.71亿元 (-84.92%)，主要系经营费用支出仍维持相对高位，导致净利润的收窄。预计随着终端手术量的恢复，三、四季度收入及业绩进一步改善。
- **产品线丰富，集采催化下有望成长为综合性眼科耗材龙头。**公司人工晶体板块多产品中标各省及联盟带量采购，同时眼科板块研发布局丰富，通过Contamac及Aaren两大技术平台布局从上游到下游产品的人工晶体全产业链，未来公司有望成为综合实力居前的眼科耗材龙头。



	2018A	2019H1	2019A	2020H1
营业收入(百万元)	1558.45	785.32	1604.33	495.96
增长率	15.06%	58.34%	2.94%	-36.85%
归母净利润(百万元)	414.54	182.57	370.78	27.53
增长率	11.31%	563.23%	-10.56%	-84.92%
销售毛利率	79%	77%	77%	77%
销售净利率	29%	25%	23%	2%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心；

爱帝宫：月子中心服务龙头，有望成为医疗服务领域黑马

- **月子服务占据核心地位，疫情期间需求不减。** 2020年H1公司实现营收3.24亿港元，同比增加40.5%；股东应占溢利0.26亿元，同比增加1106.2%。2020年H1深圳爱帝宫（月子中心业务）实现营收3.14亿港元，同比增加12.3%；净利润0.48亿港元，同比增加13.1%。
- **月子服务行业景气度持续提升，爱帝宫龙头地位稳固。** 爱帝宫作为中国首家上市月子中心服务提供商，目前已在深圳、北京和成都建立5家门店共435个房间，经营业绩、房间体量和单房年盈利均居市场领先地位。
- **专注深耕月子中心，业务结构持续优化。** 公司将于2020年下半年开售罗浮山养生住宅项目，将为集团带来可观的现金流。2020年8月5日公告剥离大陆四家医美子公司，将改善爱帝宫的流动性和整体财务状况。未来2-3年内随着医美、养生地产和产业投资业务择时退出，公司将持续享受月子中心赛道的成长红利。



第一批城市

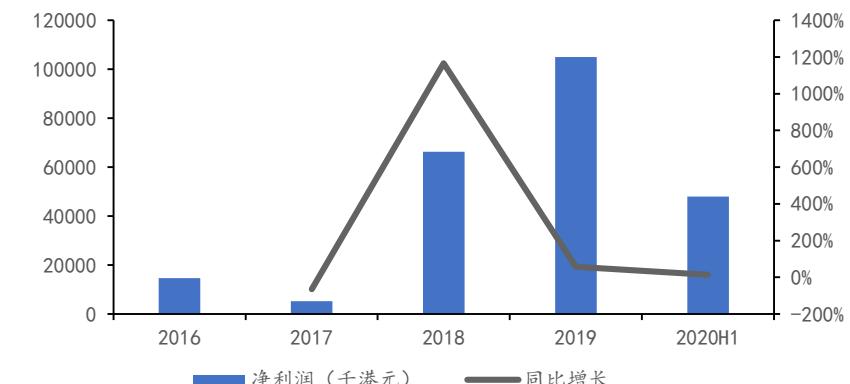
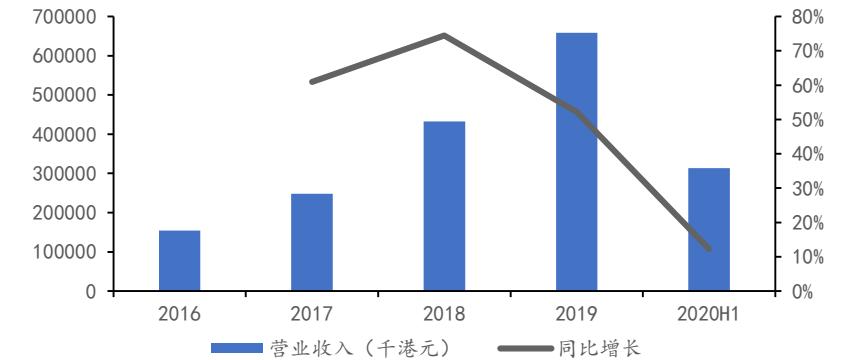
深圳、北京、成都、杭州

第二批城市

广州、东莞、佛山、苏州、宁波、
南京、上海

第三批城市

天津、重庆、青岛、长沙、沈阳
昆明、郑州、西安、武汉



资料来源：爱帝宫公司公告，公司官网，信达证券研发中心

风险提示

- 药品降价的风险
- 疫情持续时间过长的风险

研究团队简介、机构销售联系人

研究团队简介

——**杨松**，信达证券医药团队负责人/医药行业首席分析师，毕业于北京大学药学院/CCER（经济学双学位），中国社科会医保专委会委员，对医药产业发展趋势拥有深刻的理解，曾多次受邀到国内外医药企业、行业协会就医药行业最新趋势和投资策略做交流分享。

——**周贤珮**，信达证券医药团队成员，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，五年工作经验，目前负责生物药、医药商业和中成药方向研究。

——**张雪**，信达证券医药团队成员，上海社科院金融学硕士，两年医药研究工作经验，目前负责器械政策、医疗器械和原料药方向研究。

——**李慧瑶**，信达证券医药团队成员，中山大学医学博士，目前负责医疗服务、医疗器械及CXO方向研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。