

## 医药生物行业

报告日期：2020 年 09 月 03 日

# Q2 改善，选赛道更重要

## ——医药行业 2020 年中报总结

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
 ☎️：021-80105900  
 ✉️：sunjian@stocke.com.cn

### 报告导读

**Q2 医药板块营收及利润持续环比改善，显示医药产业新旧动能转换下产业具有较强的增长持续性及韧劲。二级市场表现看，细分板块业绩成长与股价表现具有高度一致性，即板块景气度决定行情表现。展望下半年，建议循全球化产业思维优选景气提升或加速的细分领域，包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块；另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。**

### 投资要点

#### □ Q2 环比改善，选赛道更关键

**2020Q2，医药制造业收入、利润端呈现加速复苏态势。**2020 年 1-7 月收入 and 利润总额分别为 1.30、0.19 万亿元，同比增速分别为-1.1%和 5.0%。4-7 月，收入、利润的增速环比持续改善，特别是利润率明显提升，我们认为随着一季度新冠疫情的影响逐步消退，行业延续加速复苏趋势，逐步验证我们中期策略中提出的“全年利润增速有望恢复到 10%左右的水平”。从行业数据看，2019 年 1-12 月利润总额同比增速 5.9%，在 2020 年 1-7 月份虽受疫情的短期影响增速仅下降到 5.0%，我们认为这显示了在集采加速推进的过程中医药制造业增长具有较强的韧劲。从趋势上看，新旧动能转换下医药产业增长的持续性和韧劲依然不变，同时相比其他制造业而言，医药制造业正显示出比较优势。

#### □ 二级市场表现：高成长=高涨幅

从统计数据来看，2020H1 归母净利润同比增速居前的板块排序为：医药外包、特色原料药、医疗器械、生物药；而在年初至今板块的涨幅方面，生物药、特色原料药、医药外包、医疗器械也同样排名靠前，两者呈现了较好的匹配度。我们认为，2020 年至今的板块表现基本反映了板块的实际景气变化，生物药、医疗器械板块受益于疫情业绩、行情表现优异，持续景气的特色原料药、医药外包行业在业绩延续高增长的同时，也兑现了不错的涨幅。

#### □ 投资建议：四季度看好药械创新升级产业链

我们认为：尽管 2020 年 Q2-3 医药板块估值相对年初明显提升，但是医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，是有可持续性业绩支撑的。对于下半年的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块；另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。从主线的角度概括如下：

- 1) 制药创新升级：节奏上，我们依然坚持看好起于全球化分工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注；
- 2) 器械创新升级：需求端补短板及供给端升级、替代逻辑，奠定了医疗器械领域的长景气周期，同时考虑不同品类的技术迭代速度（或同质化程度）、国

### 行业评级

医药生物 看好

### 相关报告

- 1《医药行业周报：集采加速下，探讨仿制药板块的投资主线》2020.08.22
- 2《医药行业周报：关注医药板块整体回调带来的 CXO 行业投资机会》2020.08.15
- 3《医药外包行业周报：A+H 已成大势，药筛 CRO 不断突破行业天花板》2020.08.11
- 4《医药行业周报 20200808：持续推荐业绩确定性高 CXO 板块，关注疫苗板块进展》2020.08.08
- 5《医保调整点评：腾笼换鸟，推动制药产业创新升级》2020.08.04
- 6《“服务延伸+投资孵化”，药筛公司突破 CXO 天花板》2020.08.04

产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异，会导致不同细分领域的景气度上或存在差异；

3) 医疗服务、医药商业：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

#### □ 风险提示：

1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内，产业政策在这个过程中起着明显的调控作用，不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险；

2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业（CXO、API）以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		9 月 3 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	108.13	1.12	1.77	2.07	96.5	61.1	52.2	买入
603127.SH	昭衍新药	105.34	1.1	1.12	1.53	95.8	94.1	68.8	买入
300347.SZ	泰格医药	113.80	1.12	1.46	1.87	101.6	77.9	60.9	买入
688222.SH	成都先导	43.03	0.33	0.3	0.41	130.4	143.4	105.0	中性
000739.SZ	普洛药业	27.75	0.47	0.67	0.84	59.0	41.4	33.0	买入
300702.SZ	天宇股份	114.56	3.21	4.31	5.27	35.7	26.6	21.7	买入
002332.SZ	仙琚制药	16.16	0.45	0.54	0.67	35.9	29.9	24.1	买入
600196.SH	复星医药	52.92	1.3	1.37	1.54	40.7	38.6	34.4	买入
002773.SZ	康弘药业	50.62	0.82	0.99	1.24	61.7	51.1	40.8	买入
300639.SZ	凯普生物	48.73	1.26	1.39	1.81	38.7	35.1	26.9	买入

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 正文目录

1. Q2 环比改善，选对赛道更关键 .....	5
1.1. 中观数据：变得更好了？ .....	5
1.2. 板块数据、二级市场表现：高成长=高涨幅 .....	6
1.3. 四季度看好：药械创新升级产业链 .....	6
2. 制药创新升级：品种兑现、服务产能拓展，景气边际更优 .....	7
2.1. 创新药：产品兑现节奏加速，医保变量兑现 .....	7
2.2. 医药服务（CXO）行业：依然是最可能超预期景气领域之一 .....	8
2.3. 生物药：国产疫苗进入兑现期，新冠疫苗研发本土力量值得期待 .....	10
3. 特色原料药：产品升级、产能释放下的高成长 .....	11
4. 仿制药：分化表现下，关注低估值、新品种、新业务 .....	14
5. 器械、药店、服务：后疫情恢复，持续值得布局的板块 .....	16
5.1. 医疗器械：疫情致短期盈利分化，长期关注产品管线及效率 .....	16
5.2. 医疗服务：ICL 行业渗透率提升加速，专科诊疗刚需恢复显著 .....	18
5.3. 医药商业：药店维持较快成长，盈利动能由量到质持续转换 .....	19
6. 科创板：高增长，挖掘新技术的优质板块 .....	20
6.1. 科创板：检测、疫苗、CRO 表现优异 .....	20
7. 风险提示： .....	23

## 图表目录

图 1：1997-2020 年医药制造业收入、利润同比增速情况 .....	5
图 2：年初至今板块估值明显提升 .....	6
图 3：年初至今重点细分板块涨幅（%） .....	6
图 4：2020.1.1 至 2020.8.31 特色原料药板块主要公司股价涨幅：远超沪深 300 和医药指数 .....	11
图 5：主要特色原料药公司 2020H1 成长性及盈利能力 .....	12
图 6：主要特色原料药公司 2020Q2 业绩增速环比提升 .....	12
图 7：主要特色原料药公司中报资产周转率 .....	13
图 8：主要特色原料药公司中报资本开支/收入 .....	13
图 9：2020.1.1 至 2020.8.31 仿制药板块主要公司股价涨幅：远超沪深 300 和医药指数 .....	14
图 10：仿制药板块单季度收入&归母净利润同比增速 .....	15
图 11：仿制药板块归母净利率和调整经营利润率 .....	15
图 12：主要仿制药公司 2020H1 收入&归母净利润同比增速 .....	15
图 13：主要仿制药公司 2020H1 归母净利率和调整经营利润率 .....	15
表 1：盈利预测与财务指标 .....	2
表 2：医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较（%） .....	5
表 3：浙商医药重点跟踪公司成长性比较（2017-2020H1） .....	6

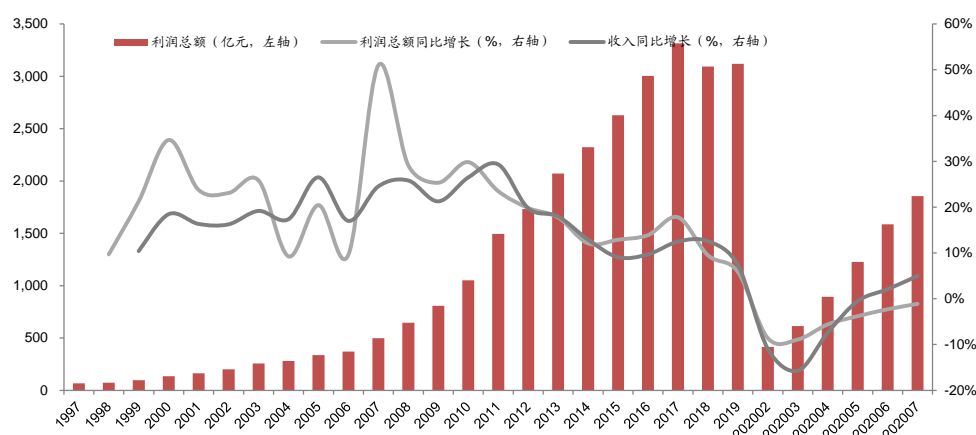
表 4: 研发创新型药企板块重点公司估值比较 .....	8
表 5: 研发创新型药企板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	8
表 6: 医药服务板块 (CXO) 重点公司估值比较 .....	9
表 7: 医药服务板块 (CXO) 重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	9
表 8: 生物药板块重点公司估值比较 .....	10
表 9: 生物药重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	11
表 10: 特色原料药板块重点公司估值及财务数据比较 .....	13
表 11: 特色原料药板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	13
表 12: 仿制药板块重点公司估值及财务数据比较 .....	15
表 13: 仿制药板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	16
表 14: 医疗器械板块重点公司估值比较 .....	17
表 15: 医疗器械板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	17
表 16: 医疗服务板块重点公司估值比较 .....	18
表 17: 医疗服务板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	19
表 18: 医药商业板块重点公司估值比较 .....	19
表 19: 医药商业板块重点公司 2020H1 财务数据比较 .....	20
表 20: 科创板医药公司估值比较 .....	21
表 21: 科创板医药公司 2020H1 财务数据比较 .....	22

## 1. Q2 环比改善，选对赛道更关键

### 1.1. 中观数据：变得更好了？

2020 年二季度，医药制造业收入、利润端呈现加速复苏态势。国家统计局数据显示，2019 年医药制造业营业收入和利润总额分别为 2.40、0.31 万亿元（绝对值或有口径差异），同比分别增长 7.4% 和 5.9%，2020 年 1-7 月收入 and 利润总额分别为 1.30、0.19 万亿元，同比增速分别为 -1.1% 和 5.0%，2019 年产业的低增速显示出医药产业仍旧处于新旧动能转换期，期间伴随着低端产能的逐步出清；2020 年 4-7 月，收入、利润的增速环比持续改善，特别是利润端更是明显快于收入端增速，我们认为随着一季度新冠疫情的影响逐步消退，行业延续加速复苏趋势，预计全年利润增速有望恢复到 10% 左右的水平。

图 1：1997-2020 年医药制造业收入、利润同比增速情况



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2020 年 1-7 月，医药制造业利润同比增长 5.0%，在整体制造业中显示出明显的比较优势。从行业数据看，2019 年 1-12 月利润总额同比增速 5.9%，在 2020 年 1-7 月份虽受疫情的短期影响增速仅下降到 5.0%，我们认为这显示了在集采加速推进的过程中医药制造业增长具有较强的韧劲。从趋势上看，新旧动能转换下医药产业增长的持续性和韧劲依然不变，同时相比其他制造业而言，医药制造业正显示出比较优势。

表 2：医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较（%）

利润总额增速（%）	2019A						2020A					
月份	M7	M8	M9	M10	M11	M12	M2	M3	M4	M5	M6	M7
制造业	-3.4	-3.2	-3.9	-4.9	-4.1	-5.2	-42.7	-38.9	-26.8	-16.6	-9.8	-4.5
医药制造业	9.3	9.5	10.0	10.6	10	5.9	-10.9	-15.7	-7.4	-0.5	2.1	5.0
其他与下游消费有关的行业												
食品制造业	14.6	12.5	11.5	8.7	11.1	9.1	-33.5	-27.4	-13.0	-2.5	4.0	8.5
农副食品加工业	0.9	2.5	3.5	5.1	8.3	3.9	2.2	11.2	20.0	19.0	14.8	20.1
酒、饮料和精制茶制造业	17.5	17.6	17.2	17.6	17.4	10.2	-21.9	-11.2	-8.9	-9.6	-2.9	-1.0
烟草制品业	29.2	23.6	21.5	19.3	12.1	1.3	31.5	28.5	22.6	28.1	24.2	22.8
纺织服装、服饰业	-3.5	-1.1	-1.6	-3.4	-4.9	-9.8	-42.1	-43.5	-34.8	-29.2	-27.4	-26.3
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	5.1	11.8	8.5	6.1	5.7	-1.9	-36.1	-34.8	-32.2	-30.3	-29.5	-22.4
家具制造业	13.4	14.7	18.9	17.8	18.2	10.8	-67.5	-47.8	-37.2	-36.3	-29.9	-26.5

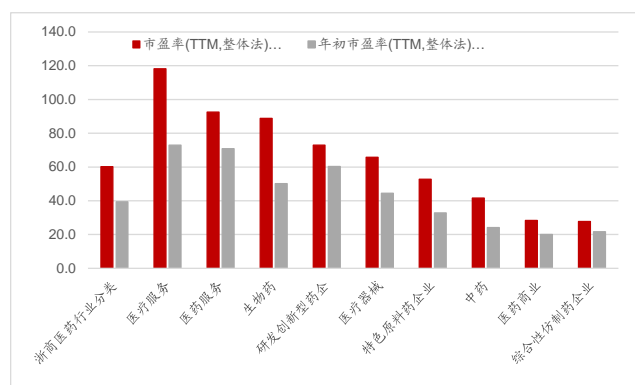
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	17.3	17.4	12	10.8	13.8	9.9	-42.3	-37.1	-31.8	-22.5	-21.0	-20.2
造纸及纸制品业	-23.7	-21.9	-20.2	-17	-10.7	-9.1	-22.5	-5.5	5.5	5.6	0.0	5.5
印刷业和记录媒介的复制	8.3	9.9	8.3	10.2	7.8	4.1	-60.2	-38.7	-21.2	-14.8	-13.8	-11.3
橡胶和塑料制品业	10.4	11.7	12.9	13.9	13.7	12	-52.9	-30.9	-11.9	3.6	14	15.4

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

## 1.2. 板块数据、二级市场表现：高成长=高涨幅

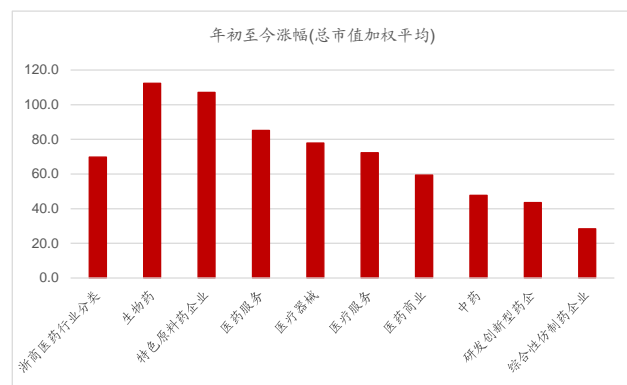
业绩方面，2020H1 归母净利润同比增速排序：医药外包、特色原料药、医疗器械、生物药居前；年初至今板块的涨幅方面，生物药、特色原料药、医药外包、医疗器械也同样排名靠前，两者呈现了较好的匹配度。我们认为，2020 年至今的板块表现基本反映了板块的实际景气变化的分化情况，生物药、医疗器械板块受益于疫情业绩、行情表现优异，持续景气的特色原料药、医药外包行业在业绩延续高增长的同时，也兑现了不错的涨幅。

图 2：年初至今板块估值明显提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：年初至今重点细分板块涨幅 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 3：浙商医药重点跟踪公司成长性比较 (2017-2020H1)

板块	营业收入 (YOY, %)				归母净利润 (YOY, %)			
	2017	2018	2019	2020H1	2017	2018	2019	2020H1
浙商医药行业分类	16.9	21.1	15.1	-0.6	35.7	9.8	11.2	14.2
研发创新型药企	23.5	28.5	22.0	4.5	15.7	5.4	25.7	11.5
生物药	34.3	58.1	38.0	15.9	78.9	31.5	35.8	26.2
特色原料药企业	15.7	6.6	13.8	11.6	42.9	-43.9	130.0	63.9
中药	15.1	12.3	1.3	-7.9	13.8	13.3	-12.6	-18.1
综合性仿制药企业	11.5	20.2	11.3	-9.1	107.6	-21.2	14.5	-3.9
医疗服务	36.5	32.8	15.7	-7.0	33.8	33.8	-38.0	-18.2
医药服务	26.4	24.5	32.0	24.8	29.2	63.4	11.7	95.1
医疗器械	28.4	26.4	20.8	20.5	40.9	35.0	25.6	28.5
医药商业	14.5	21.1	15.9	-3.1	25.0	7.0	-4.9	15.2

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.3. 四季度看好：药械创新升级产业链

我们认为：尽管 2020 年 Q2-3 医药板块估值相对年初明显提升，但是医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，是有可持续性业绩支撑的。对于下半年的医药投资选



择,我们认为应该结合全球化思维(特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题,这个可能会带来医药新基建的加大投入),优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域,包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块,我们认为这些板块的景气度有望持续走高,另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。从主线的角度概括如下:

**1) 制药创新升级:** 节奏上,我们依然坚持看好起于全球化分工的细分领域(CXO、API),他们在本土药企创新升级的过程中率先受益,但是随着下游药企供给端产品的持续获批,制药的创新升级更值得关注;

**2) 器械创新升级:** 需求端补短板及供给端升级、替代逻辑,奠定了医疗器械领域的长景气周期,同时考虑不同品类的技术迭代速度(或同质化程度)、国产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异,会导致不同细分领域的景气度上或存在差异;

**3) 医疗服务、医药商业:** 2020年以来,医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响,但是从行业中期逻辑看,个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

## 2. 制药创新升级: 品种兑现、服务产能拓展, 景气边际更优

### 2.1. 创新药: 产品兑现节奏加速, 医保变量兑现

**短期疫情影响, 刚需和医保因素共振, 创新药放量进入加速期。**通过对恒瑞医药、复星医药、贝达药业、康弘药业等重点创新药研发企业 2019 年报和 2020H1 业绩可以看出: 受到新冠肺炎疫情的影响, 2020 年上半年创新药企业的收入和利润均受到疫情不同程度负影响, 如康弘药业的康柏西普 2020H1 销售额同比下滑 24%, 导致整体收入端下滑 8%。贝达药业收入端同比增速也明显放缓。尽管如此, 我们从国产创新药放量情况明显可以看出创新药品种仍然受益于临床需求旺盛: 2020H1 埃克替尼收入 9.24 亿 (YOY 21%), 信迪利单抗实现 9.21 亿 (YOY 177%), 特瑞普利单抗收入 4.26 亿, 替雷利珠单抗收入约 3.5 亿 (不到 4 个月销售额)、汉利康 2.24 亿收入 (其中 2020 年 6 月单月终端销售额估计破亿元)。结合本土创新药企业研发管线进度分析, 我们认为本土创新药企业逐步进入业绩兑现期。建议关注复星医药、康弘药业、恒瑞医药、贝达药业、信达生物、君实生物等创新药步入兑现期公司。

**成长性分析: 增量产品是未来 1 年重要拉动。**2020H1 恒瑞医药收入端 (YOY 13%) 和利润端 (YOY 10%) 增速呈现明显放缓, 主要还是受到疫情影响导致一些仿制药品种销售不佳, 但是我们预计创新药品种仍然保持较快增速。复星医药和康弘药业收入端呈现不同程度的下滑, 复星医药收入下滑-1%, 康弘药业收入端下滑-8%, 从归母净利润看复星医药同比增长 13%, 康弘药业同比下滑 2%, 但是分季度可以看到复星医药 (Q2 收入 YOY 9%) 2020Q2 同比增速恢复明显 (主要是 Q2 检测试剂盒、呼吸机和负压救护车等防疫用品贡献较大增量, 再叠加非布司他、匹伐他汀等仿制药品种持续保持高速增长), 康柏西普 Q2 收入也在逐步恢复中 (其中康柏西普 Q2 样本医院收入增速下滑收窄至-12%, 呈现明显好转)。我们预计伴随着国内疫情得到控制后, Q3-Q4 创新药企业收入端环比增速有望得到持续改善, 我们也更加关注创新增量在下半年为创新药企业带来的业绩弹性: 贝达药业下半年恩沙替尼有望获批上市; 复星医药的曲妥珠单抗生物类似药也已于 8 月初获批上市, 汉利康产能问题得到解决后有望带来持续放量, 阿达木单抗生物类似药和 CAR-T 产品也有望最快于 2020Q4 获批上市, 我们认为这些创新增量上市后将为

创新药企业带来新的成长动力，预计 2020H2-2021 年贝达药业和复星医药创新增量的业绩贡献将更加明显。

**盈利能力分析：疫情带来短期费用率影响，研发投入持续加大。**2020H1 整体毛利率同比下降 1.7 个百分点，期间费用率下滑 3.2 个百分点，净利率同比上升 1.4 个百分点。可以看到受到疫情影响复星医药和康弘药业销售费用率分别同比下降 7.25pct 和 3.38pct，财务费用率均有所下降。这也带来整体费用率出现下降。从研发投入角度来看，创新药企业研发投入节奏基本没有受到疫情影响，继续保持高研发投入：复星医药 2020H1 研发投入共计 16.89 亿元（YOY25%），恒瑞医药研发投入 18.63 亿（YOY26%），贝达药业 3.72 亿（YOY15%），康弘药业 4.37 亿（YOY54%），而现在的高研发投入往往意味着后续创新药品种陆续进入兑现阶段后会产生更加明显的业绩弹性和盈利能力。

**风险提示：**医保谈判价格风险，竞争更加激烈的风险，研发失败的风险。

表 4：研发创新型药企板块重点公司估值比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非归母净利润增速（%）			经营现金流同比增速（%）		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
恒瑞医药	1.00	1.26	1.62	95	75	59	22%	16	34	29	13	31	26	10	38	9	-119
复星医药	1.30	1.40	1.71	41	38	31	10%	4	15	20	-1	23	-3	13	9	13	-77
贝达药业	0.57	0.81	1.09	229	162	121	12%	19	27	31	25	38	31	65	94	60	111
康弘药业	0.82	0.89	1.04	62	57	49	16%	8	12	10	-8	3	10	-2	131	71	-125
平均值				107	83	65	15%	12	22	22	7	24	16	22	68	38	121

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 5：研发创新型药企板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
恒瑞医药	600276.SH	无评级	87.5	86.7	87.9	62.4	59.4	60.1	22.9	24.1	23.5
复星医药	600196.SH	买入	59.6	60.5	55.7	53.7	52.4	47.8	13.1	12.8	13.6
贝达药业	300558.SZ	无评级	93.2	94.5	92.9	76.6	79.8	73.3	14.5	11.1	14.8
康弘药业	002773.SZ	买入	91.9	92.4	90.6	68.4	67.2	64.7	22.0	22.4	24.0
平均值			83.1	83.5	81.8	65.3	64.7	61.5	18.1	17.6	19.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2. 医药服务（CXO）行业：依然是最可能超预期景气领域之一

我们认为在中国市场红利、全球产业链分工转移的过程中，该板块的景气度有望持续，推荐泰格医药、药明康德、凯莱英等头部公司的中长期投资价值，我们持续强调该板块存在三个逻辑：行业红利（β）的泰格医药、昭衍新药，自身α的药明康德、康龙化成，及兼而有之的凯莱英，还有就是处于商业模式拓展及验证阶段的早期药物筛选企业，如维亚生物、药石科技和成都先导等。

**成长性分析：新生态、新市场、新技术平台的拉动作用更加明显。**1）2020H1 典型医药外包企业平均营收同比增速 38%，持续验证医药外包板块处于高景气度阶段。2020H1 平均归母净利润同比增速 111%，验证 CXO 企业在行业景气度较高情况下的较强盈利能力。2）但是值得注意的是：2020H1 药明康德和泰格医药的归母净利润大幅上涨主要是得益于投资收益方面的突出表现，康龙化成净利润中也有明显的投资收益贡献，我们可以看



到CXO企业在不断完善投资生态圈的过程中，也逐步开始实现较大体量的投资收益，未来也有望在行业持续高景气度的情况下实现更大的利润弹性。3）从季度来看：受到海外疫情影响Q2海外药物发现订单出现较为明显向国内加速转移的现象，带动药明康德（中国区实验室服务收入同比增速26%）和康龙化成（实验室服务收入同比增速35%）早期药物发现服务收入快速增长。此外我们通过拆分季度数据也可以看到CXO企业Q2环比增速也出现明显恢复。另外我们一直强调的中国区市场红利也在持续得到验证，这一点可以从泰格医药2020H1境内收入增速17.52%，昭衍新药扣除Biomere并表影响收入同比增速达到50%（主要受益于中国市场红利和苏州昭衍新产能投放）等方面可以看到。4）CDMO方面：博腾股份2020H1收入同比增长48%，归母净利润同比增长100%，凯莱英2020H1收入同比增长16%（其中Q2同比增长28%），归母净利润同比增长38%（其中Q2同比增长51%），验证我们一直强调的处于产业转移初期的小分子CDMO及受益中国市场红利逻辑的CRO公司的产业景气度均有较强持续性。

**盈利能力分析：规模效应、杠杆效应拉动盈利能力持续提升。**我们注意到2020H1行业重点公司毛利率、期间费用率、净利率的分别提高1.4、-0.80、11.1个百分点，净利率的显著提升主要是因为药明康德、康龙化成和泰格医药投资收益较为明显的贡献。从归母净利润同比增速快于收入增速看，除了投资收益贡献提升明显之外，整体的销售费用率也呈现下滑，2020H1下滑0.4个百分点，带来整体盈利能力进一步提升。值得注意的是：CDMO行业规模化效应提升以及技术突破带来盈利能力提升的现象。比如凯莱英2020H1产能利用率提升，以及连续反应和酶催化反应投入使用，使得营业成本得到有效控制，带来利润增速明显加快，2020H1毛利率和净利率水平明显提升（毛利率同比提升4.9pct，净利率提升4pct）。博腾股份盈利能力持续提升主要来自于公司产品结构不断优化，产能利用率和运营效率持续提升，2020H1公司整体平均产能覆盖率达到64%，较2019H1提升约10个百分点带来了公司整体毛利率提升，公司2020H1毛利率为38.60%，较去年同期提升1.45个百分点。

**风险提示：**新药研发失败的风险，投融资景气的不确定性风险，管理挑战带来的流失率风险。

表 6：医药服务板块（CXO）重点公司估值比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非归母净利润增速（%）			经营现金流同比增速（%）		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
药明康德	0.78	1.26	1.48	139	92	72	13%	12	34	34	23	-18	-17	62	78	96	47
泰格医药	0.96	1.87	2.33	118	85	68	20%	15	22	29	9	78	61	184	1	-37	74
康龙化成	0.69	1.15	1.32	164	102	80	10%	10	29	29	34	64	39	197	19	60	145
昭衍新药	0.79	1.15	1.62	134	91	66	25%	22	56	49	98	65	79	87	-16	28	109
凯莱英	2.39	3.20	4.24	114	85	64	20%	16	29	44	16	29	46	38	45	-41	-12
博腾股份	0.34	0.46	0.58	103	76	58	8%	6	0	22	48	49	70	100	81	414	45
平均值				129	88	68	16%	14	28	35	38	45	46	111	35	87	68

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为2020年9月3日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用Wind一致预期

表 7：医药服务板块（CXO）重点公司2020H1财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
药明康德	603259.SH	买入	39.0	38.8	36.9	19.7	19.1	19.8	14.8	18.7	23.9

泰格医药	300347.SZ	买入	46.5	47.6	48.5	20.1	19.6	20.8	34.8	28.3	71.3
康龙化成	300759.SZ	买入	35.5	32.1	36.4	18.7	19.6	15.5	14.1	9.6	21.3
昭衍新药	603127.SH	买入	52.6	50.9	50.2	22.7	30.0	31.6	27.9	19.9	18.9
凯莱英	002821.SZ	无评级	45.5	44.2	48.6	21.9	21.7	21.6	22.5	21.0	24.9
博腾股份	300363.SZ	买入	37.8	37.1	38.6	24.0	25.3	21.4	11.6	10.5	14.1
平均值			42.8	41.8	43.2	21.2	22.5	21.8	21.0	18.0	29.1

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3. 生物药：国产疫苗进入兑现期，新冠疫苗研发本土力量值得期待

我们认为国内疫苗企业经历过去十几年的研发布局，目前逐步进入品种收获期。康泰生物、智飞生物、沃森生物、科兴生物、万泰生物等一批企业产品逐步进入收获期，未来3-5年建议关注的品种包括**康泰生物**（四联苗、23价肺炎大幅增长，看点：13价肺炎、人二倍体狂苗研发进展、腺病毒载体新冠疫苗进展）、**智飞生物**（EC+微卡、HPV代理、五价轮状、重组蛋白新冠疫苗进展）、**沃森生物**（13价肺炎、八百破疫苗放量增长，看点：HPV疫苗、mRNA新冠疫苗进展）、**万泰生物**（2价HPV疫苗放量，看点：9价HPV研发推进）、**华兰生物**（四价流感疫苗）、**康华生物**（二倍体狂苗）、**康希诺**（四价流脑、腺病毒载体新冠疫苗进展）、**复星医药**（mRNA疫苗合作）等创新疫苗企业。

**成长性分析：**2020H1生物药板块收入和归母净利润分别增长5%、13%，受疫情影响同比增速出现明显放缓尤其是Q1影响最为显著。但是我们也可以看到Q2有较为明显的恢复：长春高新收入端明显恢复（YOY 39.54%），智飞生物Q2收入同比增长59%，康泰生物Q2收入同比增长48%，我们认为随着Q2疫情得到控制，Q3-Q4疫苗行业仍有望重回快速增长。此外，伴随着后续更多的国产疫苗产品陆续上市，对业绩弹性贡献有望愈发明显。今年本土疫苗企业在新冠疫苗研发上的突出表现让我们看到本土疫苗研发企业已经可以在全球疫苗开发中处于较为前端的位置。我们认为可以从成本（技术平台）、产能（产能越容易扩充后续市占率有望越高）和盈利能力（主要看定价）三个方面去筛选有可能在新冠疫苗研发中突围的疫苗企业，建议关注复星医药、康泰生物、康希诺、沃森生物和智飞生物等。

**盈利能力分析：**2020H1行业重点公司平均毛利率、期间费用率、净利率的分别提高-1.0、-0.7和0.7个百分点，净利率略有提升主要是由于财务费用率和销售费用率均有所下降。我们预计下半年整体盈利水平仍有望上行，主要是疫情得到控制后，Q2生物药板块整体恢复较为显著，康泰生物Q2归母净利润同比增长62.44%（Q1YOY -98%），长春高新Q2归母净利润同比增长112%（Q1YOY 49%），智飞生物Q2归母净利润同比增长53%（Q1YOY 2.85%），我们建议重点关注疫苗板块，伴随着疫苗产品进入兑现期，后续盈利有望持续兑现。

**风险提示：**新产品研发进度不确定性风险，新产品审批进度不确定性风险，价格风险，安全性生产风险，临床失败风险。

表 8：生物药板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非归母净利增速 (%)			经营现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	20E	20E	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
长春高新	4.39	6.99	9.14	103	65	49	27%	17	37	23	15	76	33	80	119	356	-4
华兰生物	0.70	0.91	1.07	78	60	52	21%	13	15	17	-1	13	12	1	5	41	-13

博雅生物	0.98	1.12	1.40	44	38	31	11%	4	19	26	-3	-9	12	-24	-428	-236	339
天坛生物	0.49	0.56	0.67	86	75	63	15%	11	12	28	0	20	22	-3	-5	37	51
智飞生物	1.48	2.08	2.90	89	64	46	40%	25	289	143	39	63	68	31	133	1,152	146
我武生物	0.57	0.66	0.88	105	91	68	22%	20	30	25	-5	28	26	-18	13	24	17
康泰生物	0.85	1.24	2.07	226	155	94	20%	29	-4	-24	8	32	-10	1	50	68	-79
安科生物	0.09	0.30	0.38	194	59	47	13%	8	17	22	-7	-53	13	10	3	-42	123
西藏药业	1.26	1.59	1.86	72	57	49	15%	8	22	37	2	45	21	40	69	210	-49
平均值				111	74	55	21%	15	49	33	5	24	22	13	-4	179	59

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 9：生物药重点公司 2020H1 财务数据比较

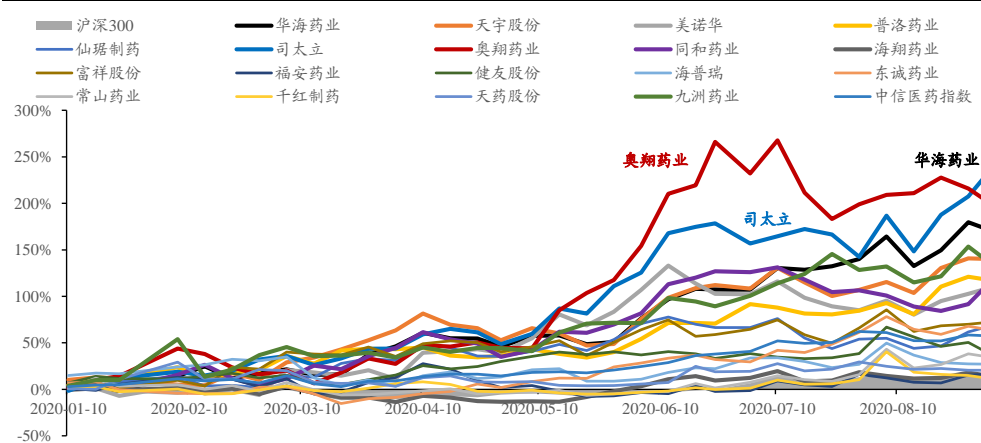
股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
长春高新	000661.SZ	未评级	85.2	83.5	85.1	44.8	44.9	41.2	31.9	29.9	36.4
华兰生物	002007.SZ	未评级	65.0	59.2	59.7	23.9	18.9	19.5	37.3	35.5	36.4
博雅生物	300294.SZ	未评级	61.3	61.0	53.5	43.0	41.1	38.3	15.2	16.1	12.7
天坛生物	600161.SH	未评级	49.9	49.1	48.0	17.0	15.2	15.8	27.2	27.7	26.9
智飞生物	300122.SZ	未评级	42.0	41.2	38.5	14.4	12.1	10.0	22.4	22.8	21.5
我武生物	300357.SZ	未评级	96.4	96.5	94.5	42.4	41.5	47.1	45.8	46.9	40.1
康泰生物	300601.SZ	未评级	91.6	91.3	92.9	59.6	56.2	57.7	29.6	32.0	29.9
安科生物	300009.SZ	未评级	78.0	79.7	80.5	54.1	56.2	54.6	6.4	18.9	22.9
西藏药业	600211.SH	未评级	83.5	84.4	83.8	54.2	53.9	50.0	25.3	25.7	35.2
平均值			72.6	71.8	70.7	39.3	37.8	37.1	26.8	28.4	29.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 特色原料药：产品升级、产能释放下的高成长

不是周期性板块，再强调“前向一体化”驱动下的产业升级主逻辑。2020 年 1 月以来，特色原料药板块主要标的超额收益明显，截至 2020 年 9 月 1 日，司太立、奥翔药业、华海药业累计涨幅位居板块前三，分别为 227.4%、204.56%和 173.52%。我们认为，集采加速和技术迭代的背景下，基于“前向一体化”的判断，特色原料药板块的公司 ROE 有望持续提升。板块内部，不同公司产能释放节奏不同、产品结构不同，进而导致公司间利润弹性及二级市场超额收益不同；基于不同的技术平台和工艺优势，越来越多 API 公司通过 CMO 和 CDMO 业务打开业绩成长空间。从主要公司 2020H1 和 2020Q2 的财务表现中，我们观察到业绩增长提速、产能释放节奏分化，我们建议从技术平台、产品结构及产能释放节奏等多个维度优选弹性大、成长属性强的特色原料药标的，重点推荐普洛药业、天宇股份、仙琚制药，关注华海药业、九洲药业、司太立、美诺华、同和药业和博瑞医药等。

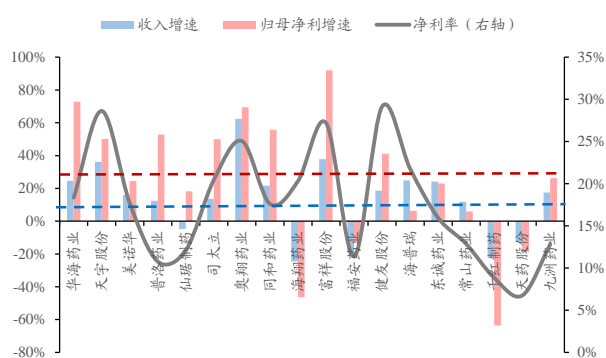
图 4：2020.1.1 至 2020.8.31 特色原料药板块主要公司股价涨幅：远超沪深 300 和医药指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

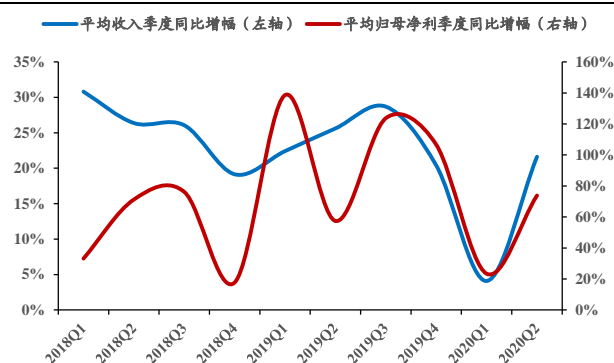
**成长性&盈利性分析: 2020Q2 业绩增长环比改善, 净利率上升带动ROE 提升。**特色原料药板块 2020H1 收入平均增速为 13.3%, 净利率平均增速为 24.8%, 平均净利率为 17.7% 同比提升 0.7pct, 环比提升 2.3pct。①分季度看, 2020Q2 收入平均同比增长 21.6%, 高于 2020Q1 (4.1%); 净利率平均同比增长 73.8%, 同样高于 2020Q1 (23.4%)。我们认为, 二季度全国物流陆续恢复、开工率稳步回升, 疫情对原料药企业的负面影响逐步消除, 产能释放节奏和订单饱满度对中短期业绩影响更明显。②分 API 品类看, 沙坦类主要供应商如华海药业、天宇股份、美诺华等公司业绩增幅明显, 其中华海药业原料药和制剂业绩直接受益于带量采购和出口禁令解除。此外, 司太立、奥翔药业、富祥股份等公司受益于产能释放节奏和新产品投产, 随着产能利用率提升, 未来 ROE 有望持续上升。肝素 API 及制剂相关公司业绩增幅低于上述两个子板块, 量价周期和产品升级背景下, 中短期业绩成长仍具持续性。③分模式看, 普洛药业、九洲药业等公司 CDMO 和 CMO 业务拓展加速, 商业批项目业绩持续兑现, 我们看好技术平台型公司在未来中长期持续业绩变现。

图 5: 主要特色原料药公司 2020H1 成长性及盈利能力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 主要特色原料药公司 2020Q2 业绩增速环比提升

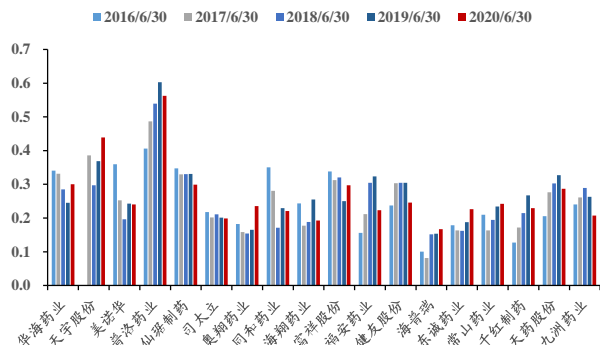


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**资产周转及资本开支: 持续关注高投资背后的产能释放空间。**我们认为, API 生产的商业模式 (月度排产、客户审计周期长、客户粘性高) 决定了, API 公司更多根据下游需求景气度和自身战略定位进行扩产。分析主要特色原料药公司 2020H1 资产周转率, 我们以华海药业、天宇股份、奥翔药业等公司为代表, 2020H1 资产周转率同比明显提升, 从侧面体现出产能释放下业绩增长提速; 以普洛药业、仙琚制药为代表的特色原料药公司, 资产周转率同比下行且资本开支占收入的比例较低, 表明其仍处于新建产能初期, 完工后业绩弹性较明显。从产品、产能上看, 部分头部 API 公司业绩增长空间和持续性较明确, 我们看好中期 ROE 上升趋势。

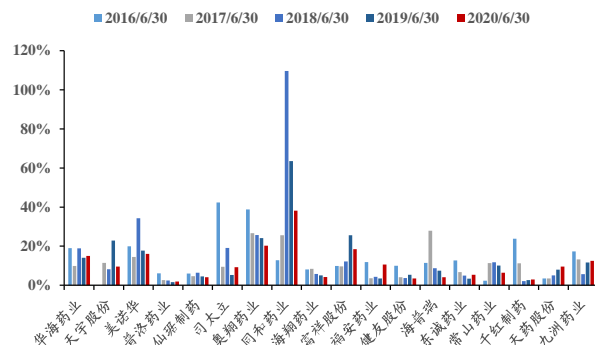
风险提示：产品价格波动的风险，库存、产能波动的风险，新品研发失败的风险等。

图 7：主要特色原料药公司中报资产周转率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：主要特色原料药公司中报资本开支/收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 10：特色原料药板块重点公司估值及财务数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
华海药业	0.39	0.71	0.92	111	62	48	16%	10	5.8	4.5	24.6	292.8	30.2	102.9	2,483.3	1,068.0	3.3
天宇股份	3.21	4.31	5.27	36	27	22	29%	8	43.9	51.3	36.2	223.2	574.3	55.1	444.5	505.6	40.1
美诺华	1.01	1.34	1.85	51	39	28	13%	5	39.0	61.3	16.0	134.5	312.2	25.6	285.8	1,474.2	-8.8
普洛药业	0.47	0.67	0.83	59	41	33	18%	7	13.1	15.6	12.5	54.9	84.0	37.6	63.3	58.2	20.8
仙琚制药	0.45	0.54	0.65	36	30	25	15%	4	2.4	5.7	-4.8	33.9	41.3	20.8	169.0	302.3	-30.0
司太立	0.70	1.05	1.67	130	86	55	19%	16	47.0	48.5	13.6	76.9	43.0	51.5	28.6	-41.7	19.9
奥翔药业	0.25	0.33	0.45	171	128	96	11%	14	26.3	11.3	62.4	41.8	30.7	79.3	662.6	509.5	89.2
同和药业	0.38			100					54.6	55.0	21.6	290.2	139.1	63.1	-137.7	-90.3	1,145.4
海翔药业	0.48			17					8.2	26.8	-24.5	24.2	77.7	-47.5	-22.6	117.0	12.7
富祥股份	0.66	0.87	1.09	31	23	19	21%	5	16.4	-4.7	37.8	53.2	-18.1	95.8	92.1	30.0	136.7
福安药业	0.25			27					4.2	-1.5	-17.7	167.7	-9.3	-12.7	10.4	-14.2	-74.1
健友股份	0.65	0.92	1.23	71	50	38	23%	12	45.2	38.4	18.6	42.9	30.1	44.3	-1,449.0	-18,355	7.4
海普瑞	0.72	0.69	0.86	33	35	28	12%	4	-4.0	-3.0	24.9	6.6	-63.2	667.8	-135.8	-224.9	-33.7
东诚药业	0.19	0.55	0.72	129	45	35	11%	4	28.3	39.6	24.1	-30.8	58.5	14.4	41.2	47.8	-97.9
常山药业	0.24	0.31	0.40	35	26	21	10%	3	25.3	26.3	11.8	59.6	12.3	11.7	-119.9	-3,117.1	-72.1
千红制药	0.21	0.23	0.27	24	22	18	12%	3	26.7	24.9	-22.3	80.3	10.8	-54.9	534.9	203.3	-11.3
天药股份	0.13			39					20.1	27.5	-12.7	-6.7	17.7	-20.9	45.6	-57.1	-56.1
九州药业	0.30	0.45	0.71	122	79	51	12%	9	8.3	-6.7	17.5	26.7	-9.0	31.6	109.3	140.6	-81.7
平均				68	50	37	16%	7	23	23	13	87	76	65	173	-969	56

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 11：特色原料药板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
华海药业	600521.SH	无评级	60.5	58.7	62.5	46.5	44.3	39.4	11.3	13.2	18.4
天宇股份	300702.SZ	买入	56.1	52.0	53.0	22.6	21.4	19.5	27.8	26.0	28.6
美诺华	603538.SH	无评级	38.3	36.4	38.4	21.8	17.6	17.6	13.6	16.7	17.7
普洛药业	000739.SZ	买入	32.4	32.1	28.2	23.1	21.6	15.8	7.7	7.9	10.8



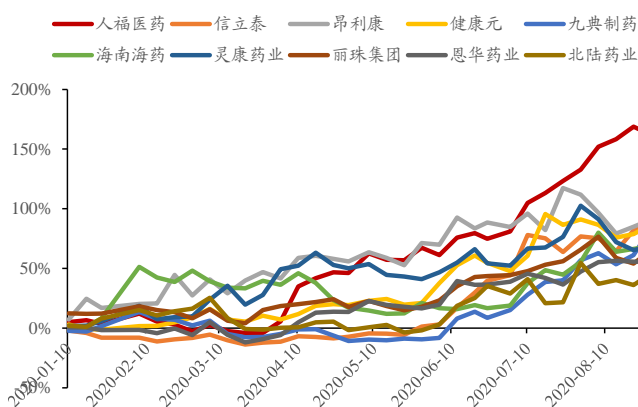
仙琚制药	002332.SZ	买入	60.5	59.4	56.3	45.3	45.3	40.9	11.9	10.5	12.1
司太立	603520.SH	无评级	42.7	41.6	47.4	22.9	21.8	21.0	14.0	15.3	20.5
奥翔药业	603229.SH	无评级	51.8	51.3	56.1	32.1	26.6	29.2	18.3	24.0	25.1
同和药业	300636.SZ	无评级	29.7	28.0	33.7	16.2	14.0	14.5	11.7	13.7	17.6
海翔药业	002099.SZ	无评级	50.3	49.9	46.9	18.0	15.3	21.6	26.2	28.6	20.3
富祥股份	300497.SZ	无评级	43.1	39.9	44.2	15.1	16.0	11.4	22.7	19.7	27.2
福安药业	300194.SZ	无评级	63.7	65.5	63.6	53.0	52.2	52.2	10.5	10.8	11.4
健友股份	603707.SH	无评级	51.2	50.1	60.3	24.4	22.2	26.9	24.5	24.6	29.1
海普瑞	002399.SZ	无评级	37.3	34.8	42.1	24.1	23.2	20.7	22.6	25.0	21.8
东诚药业	002675.SZ	无评级	59.4	60.0	48.6	38.3	36.9	28.4	9.8	18.0	16.0
常山药业	300255.SZ	无评级	73.1	71.1	70.6	59.3	55.4	55.0	10.7	13.5	12.9
千红制药	002550.SZ	无评级	47.9	43.8	45.5	33.4	17.8	33.2	15.3	20.2	8.8
天药股份	600488.SH	无评级	47.9	41.6	48.9	36.3	33.0	38.1	6.3	6.8	6.7
九洲药业	603456.SH	无评级	34.8	32.0	42.2	19.8	19.9	25.4	11.7	11.9	12.8
平均			48.9	47.1	49.4	30.7	28.0	28.4	15.4	17.0	17.7

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4. 仿制药：分化表现下，关注低估值、新品种、新业务

仿制药的基本面持续探底，估值提升来自边际改善。2020年1月至8月底，仿制药板块中涨幅最前五的标的分别为人福医药（累计163.6%）、信立泰（累计97%）、昂利康（累计92.5%）、健康元（累计88.9%）和九典制药（累计88.2%），板块主要标的涨幅中位数为28.4%，表现强于沪深300（累计涨幅16.8%）但弱于中信医药指数（57.7%）。我们认为，集采加速下，仿制药高盈利能力生命周期缩短、原研替代加速，仿制药公司之间销售效率、产品梯队、研发管线差异明显，对应的，公司之间的盈利能力和估值水平也会显著分化。同时，我们也观察到，从年初至今仿制药板块的表现上看，市场对带量采购的预期越来越充分，仿制药公司产品结构、新品种或新业务拓展等对市场表现影响较大，我们提示关注低估值仿制药公司新品种、新合作模式可能对业绩和市场表现的正面影响。

图9：2020.1.1至2020.8.31 仿制药板块主要公司股价涨幅：远超沪深300和医药指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

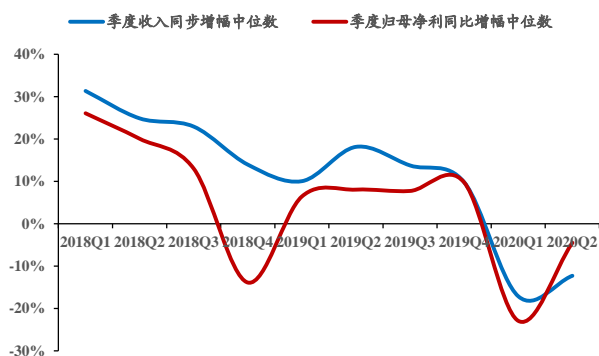
**成长性&盈利性分析：2020Q2 同比增速回升，调整经营净利润率中位数仍处于低位。**  
我们分析了市值大于30亿的仿制药公司（注：不含恒瑞医药、复星医药、康弘药业、贝

达药业、微芯生物) 2020H1 和 2020Q2 业绩表现, 板块 2020H1 平均收入增速为-15.2%, 平均归母净利增速为-29.7%, 平均归母净利率为 10.5%, 平均 ROE 为 4.2%。

分季度看, 2020Q2 平均收入增速为-11.5%, 略高于 2020Q1 的平均增速 (-15.8%); 平均归母净利增速为-67.9%, 明显低于 2020Q1 的平均值 (-19.7%), 但从中位数上看, 2020Q2 归母净利增速为-4.5%, 相对于 2020Q1 的中位数-22.9%明显改善。我们认为, 这反映出 2020 年二季度大型和中小型仿制药公司业绩表现进一步分化, 其中既有疫情防控压力下终端销售下降的影响, 又有带量采购持续推进下部分品种降价对净利润的负面影响。为了更好反映出仿制药公司盈利能力的变化, 我们采用调整经营净利率率(注: 计算方法为毛利率-管理费用率-销售费用率-研发费用率)分析。我们认为, 带量采购逐步推进后, 仿制药企业经营利润率可能保持在 5-10%, 产品梯队、研发管线、业务协同、销售效率等因素对业绩表现影响较大, 板块整体估值较低, 具备新品种、新业务潜力的公司有望获得一定的估值溢价。

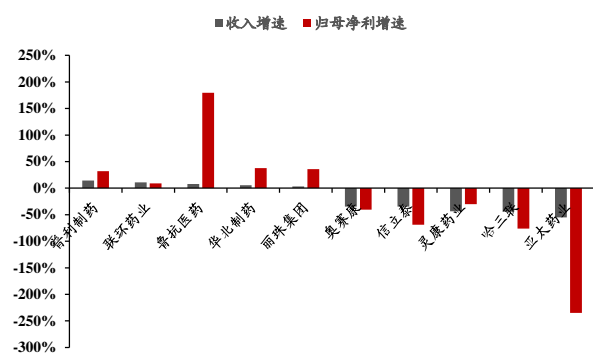
风险提示: 产品研发进度不及预期的风险, 带来采购降价超预期的风险, 营销网络调整失利的风险。

图 10: 仿制药板块单季度收入&归母净利同比增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 主要仿制药公司 2020H1 收入&归母净利同比增速

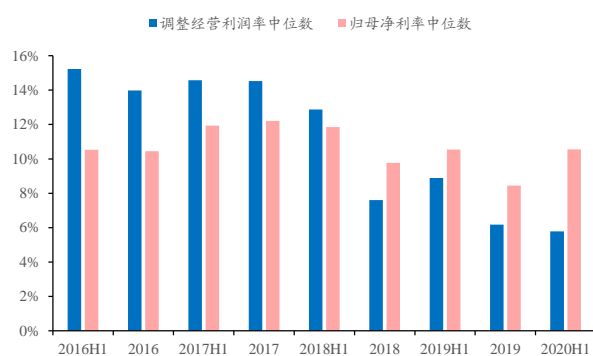


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 12: 仿制药板块重点公司估值及财务数据比较

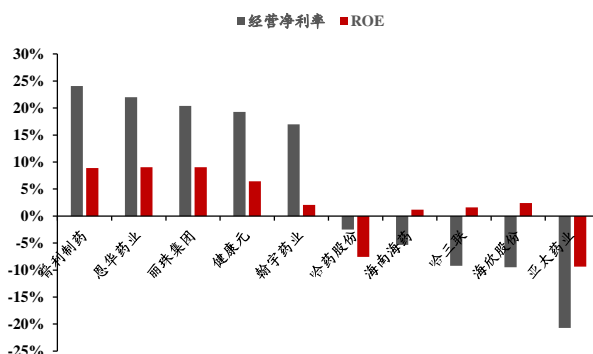
股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
人福医药	0.62	0.68	0.94	58	53	39	9%	4	17.0	19.0	-8.2	120.2	28.1	14.2	238.0	246.1	-61.3
华东医药	1.61	1.65	1.92	17	16	14	21%	3	15.6	19.1	-8.7	15.1	16.2	-4.6	-1.9	-10.0	30.4
信立泰	0.68	0.63	0.79	62	67	54	10%	7	-3.9	3.9	-34.8	-54.2	-23.7	-71.5	12.4	45.3	32.3

图 11: 仿制药板块归母净利率和调整经营净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 主要仿制药公司 2020H1 归母净利率和调整经营净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

丽珠集团	1.38	1.73	2.01	37	29	25	14%	4	5.9	8.2	3.2	25.8	15.3	26.7	39.4	5,374.8	-8.8
健康元	0.46	0.55	0.65	41	35	29	10%	3	6.9	9.3	3.0	31.3	29.2	17.3	26.7	341.6	10.4
科伦药业	0.65	0.60	0.83	40	43	31	6%	3	7.9	14.5	-19.0	-29.1	-10.6	-78.7	-24.9	35.2	-40.6
海思科	0.46	0.53	0.74	56	49	35	19%	9	14.9	57.0	-22.3	93.5	105.5	9.1	61.7	-42.3	-180.9
罗欣药业	0.44			40					22.2	17.3	-31.8	39.9	-19.8	-25.6	233.7	214.9	0.7
普利制药	0.69	1.04	1.49	69	46	32	25%	11	52.3	40.3	14.2	65.6	69.2	35.8	127.2	21.6	32.3
恩华药业	0.65	0.77	0.95	28	23	19	18%	4	7.5	12.4	-29.3	20.9	23.3	10.0	-24.4	65.1	40.9
京新药业	0.72	0.68	0.78	17	18	16	12%	2	23.9	31.9	-11.7	33.5	29.1	-27.8	2.4	93.5	-35.3
一品红	0.89	1.06	1.38	52	44	34	14%	5	14.5	0.7	-15.8	-31.5	38.6	-25.7	17.6	56.6	-31.6
平均				43	39	30	14%	5	15	19	-13	28	25	-10	59	537	-18

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：股价为2020年9月3日收盘价，下表中无评级标的盈利预测采用Wind一致预期

表 13：仿制药板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
人福医药	600079.SH	无评级	39.5	39.5	41.5	31.2	31.2	32.1	6.2	5.3	6.8
华东医药	000963.SZ	无评级	32.0	33.3	36.2	22.5	22.6	25.0	8.3	9.1	10.7
信立泰	002294.SZ	无评级	78.4	79.5	67.6	58.5	48.1	53.5	15.3	26.7	12.5
丽珠集团	000513.SZ	无评级	63.9	64.9	66.0	45.1	45.1	37.8	15.6	16.9	26.1
健康元	600380.SH	无评级	64.4	65.7	64.8	45.9	45.6	38.3	15.4	17.2	24.5
科伦药业	002422.SZ	无评级	60.2	59.9	53.9	53.1	50.9	50.4	5.8	8.7	2.9
海思科	002653.SZ	无评级	65.8	63.3	70.3	56.5	54.6	59.6	12.1	12.3	14.5
罗欣药业	002793.SZ	无评级	63.1	26.1	54.7	53.0	15.2	43.7	8.6	9.0	8.6
普利制药	300630.SZ	无评级	81.6	84.4	81.9	46.7	47.8	40.0	31.7	34.1	39.5
恩华药业	002262.SZ	无评级	62.6	59.1	75.7	44.1	39.1	46.0	15.8	15.1	23.8
京新药业	002020.SZ	无评级	65.1	63.3	62.3	50.6	46.5	48.4	14.3	17.6	13.8
一品红	300723.SZ	无评级	77.6	76.8	81.3	63.5	60.3	66.5	8.7	13.9	12.3
平均			62.8	59.6	63.0	47.6	42.2	45.1	13.1	15.5	16.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5. 器械、药店、服务：后疫情恢复，持续值得布局的板块

### 5.1. 医疗器械：疫情致短期盈利分化，长期关注产品管线及效率

受到新冠肺炎疫情的影响，2020年上半年医疗器械板块的收入、利润增速同比下滑，盈利能力也有一定下降，板块内部来看各家公司之前分化显著，主要取决于疫情对门诊量及生产、物流等方面的负面影响，以及因抗疫需求带来的部分防护消毒、检验试剂等产品销量大增的正面影响的对冲结果。我们认为，抗疫相关企业不仅是短期内获利颇丰，能够具备抗疫所需产品品类并能够抓住时间窗口安排、扩建产能，甚至部分企业能够迅速研发推出能满足抗疫需要的新品，快速获批、取得认证并安排出口，其背后是这类企业具备完善的技术平台和产品管线、对市场需求变化的快速反应和决策能力，这是公司保持长期优质成长的关键。建议关注优质头部企业迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物、健帆生物、欧普康视等。我们对板块内重点公司的分析如下：

**成长性分析:** 2020 年上半年营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为 11.5%、6.0%、121.3% (其中经营性现金流同比增速较高的主要原因是上半年鱼跃医疗防疫产品销售旺盛且采用预收货款、现款结算模式)。在疫情影响下,各公司在营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流上增减不一,分化显著,其中迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物、健帆生物等公司,因其产品或在抗疫期间需求旺盛,或具有刚需属性,或迅速推出能满足抗疫需要的新品,对部分受疫情负面影响的业务进行了显著的对冲,保持了良好的增长态势。

**盈利能力分析:** 2020 年上半年毛利率、期间费用率、净利率分别为 65.9%、39.0%、24.3%,同比分别增加 0.2、0.2、-0.8 个百分点,显示毛利率略有下滑、期间费用率提高,综合导致净利率明显下滑。健帆生物、欧普康视、透景生命技术独特,竞争格局良好,得以保持较高的盈利能力。2020 年第一季度行业净利率显著下滑,主要是由于疫情对医院门诊量所造成的冲击,收入增速下降、部分固定费用仍需支出。

**风险提示:** 产品研发中审批不确定的风险,集中采购带来的大幅降价风险,新型冠状病毒肺炎疫情影响风险。

表 14: 医疗器械板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非归母净利增速 (%)			经营现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	20E	20E	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
迈瑞医疗	3.85	4.99	6.07	89	69	57	26%	18	20	21	29	25	26	45	17	39	101
乐普医疗	0.96	1.22	1.59	40	31	24	23%	7	23	33	8	18	37	21	33	32	62
安图生物	1.80	2.06	2.92	90	79	55	29%	23	39	39	2	38	31	-24	29	11	-41
健帆生物	0.71	0.98	1.31	109	79	59	29%	22	41	44	32	48	54	53	52	47	33
鱼跃医疗	0.75	1.38	1.36	48	26	27	20%	5	11	13	37	10	14	100	-23	-33	1,707
欧普康视	0.51	0.64	0.86	138	109	81	22%	25	41	51	13	41	39	14	85	27	20
万孚生物	1.13	2.48	2.81	91	41	36	25%	12	26	21	66	38	30	128	25	108	792
山东药玻	0.77	0.98	1.23	62	49	39	14%	7	16	10	7	31	30	17	29	15	-3
贝瑞基因	1.10	0.94	1.25	56	66	49	12%	8	12	17	-4	16	9	-42	-26	-72	-449
开立医疗	0.25	0.41	0.60	126	77	53	11%	8	2	1	-11	-67	-46	-95	-19	-36	-202
艾德生物	0.61	0.85	1.16	137	99	72	17%	17	32	31	6	8	8	0	62	49	9
九强生物	0.56	0.61	0.79	39	37	28	15%	5	9	4	-25	9	9	-71	-26	-13	-119
基蛋生物	1.30	1.35	1.86	31	30	21	18%	5	41	42	-14	38	12	-34	21	-37	-77
凯普生物	0.69	1.26	1.39	70	39	35	19%	8	26	27	59	36	38	123	40	72	111
透景生命	1.73	1.56	2.35	37	41	27	11%	4	21	24	-33	18	9	-147	8	-36	-125
平均值				78	58	44	19%	12	24	25	12	21	20	6	21	12	121

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价, 下表中无评级标的盈利预测采用 Wind 一致预期

表 15: 医疗器械板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
迈瑞医疗	300760.SZ	无评级	65.2	65.2	66.0	32.8	32.7	29.7	28.3	28.9	32.7
乐普医疗	300003.SZ	无评级	72.2	73.3	70.9	45.9	42.6	35.4	22.1	29.6	27.9
安图生物	603658.SH	无评级	66.6	65.3	58.8	33.6	33.4	35.8	29.4	27.7	22.9
健帆生物	300529.SZ	无评级	86.2	85.7	85.6	41.6	34.9	27.2	39.7	46.3	50.5

鱼跃医疗	002223.SZ	无评级	42.2	41.7	57.2	24.2	16.5	21.8	16.4	21.5	32.7
欧普康视	300595.SZ	无评级	78.4	78.1	78.7	31.9	34.1	34.9	45.6	41.5	41.1
万孚生物	300482.SZ	买入	65.2	65.2	70.5	39.1	38.7	37.0	20.6	22.4	28.2
山东药玻	600529.SH	无评级	36.9	37.6	37.4	17.2	17.5	15.4	15.3	15.2	17.1
贝瑞基因	000710.SZ	无评级	61.1	61.2	53.5	33.4	32.8	33.8	23.9	33.0	15.9
开立医疗	300633.SZ	无评级	65.3	67.7	63.2	59.5	60.3	63.6	8.1	13.3	5.2
艾德生物	300685.SZ	无评级	90.4	90.6	88.1	63.9	61.4	59.8	23.4	29.4	28.6
九强生物	300406.SZ	无评级	68.8	69.6	57.6	23.0	25.8	39.2	39.4	37.2	12.9
基蛋生物	603387.SH	无评级	72.8	71.5	65.3	35.1	34.8	38.2	36.1	36.1	26.8
凯普生物	300639.SZ	买入	80.6	81.1	76.6	60.2	61.5	40.9	18.8	18.2	29.3
透景生命	300642.SZ	无评级	78.6	78.1	59.7	40.5	47.5	72.7	35.6	31.3	-7.3
平均值			68.7	68.8	65.9	38.8	38.3	39.0	26.9	28.8	24.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2. 医疗服务: ICL 行业渗透率提升加速, 专科诊疗刚需恢复显著

医疗服务板块在 A 股的投资属于相对  $\alpha$  的板块, 更多的取决于自身的管理能力、战略布局、扩张节奏等的考量, 无论是专科性连锁企业还是以外包为主 (ICL\体检) 的检验业务, 均面临强势的上下游, 我们认为在目前在 DRGs 快速推进的背景下, 成本、效率、专业性等要求进一步提高, 也是优胜劣汰的阶段, 集中度的提升和市场渗透率的提升将是该领域投资的两大主题, 龙头企业持续受益于行业渗透率提升, 品牌影响力持续增强, 而 ICL 龙头在本次疫情中表现亮眼, 受政策青睐, 行业集中度及市场渗透率提升步伐加快。继续关注金城医学、迪安诊断、爱尔眼科和通策医疗。我们对板块内重点公司的分析如下:

成长性分析: 2020 年上半年受新冠疫情影响, 医疗服务板块营收、扣非后归母净利润分别减少 5.3%、38.9%。其中金城医学、迪安诊断两家 ICL 龙头在疫情期间承担了大量的核酸检测任务, 业务量及品牌影响力均获得显著提升, 营业收入分别同比增 36.6%、12.0%, 利润分别大增 231.4%、106.3%。爱尔眼科、通策医疗营业收入分别同比减少 12.3%、12.9%, 利润分别减少 16.7%、32.9%, 但降幅相较于一季度已有显著缩窄 (20Q1 营业收入分别同比减少 26.9%、51.1%, 利润同比减少 90.5%、125.2%), 由于眼科及口腔疾病与患者生活品质直接相关, 相应医疗需求属于刚性需求, 随着二季度生产生活逐步恢复, 预计累积需求将持续得到释放和恢复。

风险提示: 扩张进度不及预期; 医疗事故风险、境外新冠病毒疫情的不确定性、人才流失风险、并购整合不及预期等风险。

表 16: 医疗服务板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)			经营现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
爱尔眼科	0.33	0.41	0.56	160	131	96	20%	27	25	26	-12	32	32	-17	48	28	-33
美年健康	(0.22)	0.05	0.26	-75	323	63	2%	8	1	3	-50	-222	-251	-482	-18	-101	-21
通策医疗	1.44	1.83	2.40	154	122	93	25%	30	23	24	-13	39	54	-33	38	69	-45
金城医学	0.88	2.33	2.06	129	49	55	29%	17	16	20	37	67	115	231	25	35	53
迪安诊断	0.56	1.21	1.23	78	36	36	16%	6	21	35	12	-18	18	106	29	67	143
平均值				89	132	68	19%	18	17	22	-5	-20	-7	-39	25	20	20



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 17：医疗服务板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
爱尔眼科	300015.SZ	无评级	49.3	47.1	43.7	25.8	24.7	24.3	14.3	15.4	16.9
美年健康	002044.SZ	无评级	43.8	35.6	4.5	36.6	39.3	62.9	-8.4	1.2	-46.8
通策医疗	600763.SH	无评级	46.1	45.6	40.3	14.2	14.3	16.1	26.8	27.4	21.7
金城医学	603882.SH	买入	39.5	39.8	44.8	31.1	30.8	24.7	7.9	6.8	16.9
迪安诊断	300244.SZ	无评级	32.2	32.9	37.0	21.9	21.3	20.3	6.8	9.3	13.5
平均值			42.2	40.2	34.1	25.9	26.1	29.7	9.5	12.0	4.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.3. 医药商业：药店维持较快成长，盈利动能由量到质持续转换

上半年的疫情对医药商业板块企业在商品配送、门店开业等方面带来了较大压力，但药店板块一方面出于防疫用品销售渠道行业，企业大力响应政策号召积极复工保障抗疫物资供应；另一方面大力拓展市场，门店数持续增加，同时在疫情的特殊环境下积极发展线上线下一体化模式，在多方面对冲下该板块各公司利润增速维持稳定甚至上升。长期来看，药店板块行业规范性仍在持续提高，促使行业集中程度进一步提升，大型连锁药店优先受益，叠加医保个人账户改革促进处方外流的长期趋势，成长性有望持续；同时，随着大型连锁药店精细化管理能力的增强，整体的盈利能力也在不断提升，驱动业绩增长动能正在由量到质转换。关注益丰药房、老百姓、大参林、一心堂。

**成长性分析：**2020 年上半年医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长 6.4%、12.2%，受疫情影响，整体板块增速有较大的下降。其中药店板块整体保持及快速增长，配送企业中九州通实现收入、归母净利润同比增长 6.0%、55.4%，主要为总经销总代理业务快速增长，以及疫情期间医疗器械市场需求较大所致，其他配送企业利润均出现同比下滑或仅维持较低增速。

**盈利能力分析：**药店板块毛利率有所下降，预计与处方药占比逐步提升有关，长期看虽然处方药占比提升是主要趋势但相应也会带来营收规模的扩大与坪效的提升；期间费用率有所降低，预计主要与公司提升精细化管理程度，期间费用增幅不急营收扩大增幅所致；整体看净利率有所上升，显示盈利能力增强。

**风险提示：**经营性现金流稳定性，扩张过快带来的管理风险，执业药师要求等政策性风险。

表 18：医药商业板块重点公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)			经营现金流同比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
益丰药房	1.02	1.36	1.79	103	77	59	14%	10	49	69	25	41	47	31	89	146	-5
一心堂	1.05	1.27	1.51	41	34	29	14%	5	14	18	19	16	15	19	55	571	91
大参林	1.07	1.49	1.90	82	59	46	20%	12	26	29	32	35	34	56	95	253	9
老百姓	1.24	1.55	1.92	70	56	45	16%	9	23	25	21	15	20	20	13	21	2
九州通	0.92	1.25	1.47	19	14	12	11%	2	14	14	6	24	26	55	126	39	13
瑞康医药	(0.62)	0.39	0.44	-10	16	14	7%	1	4	16	-29	-495	-35	-67	1,139	110	-17

国药股份	2.13	2.27	2.64	21	19	17	15%	3	15	12	-17	24	15	-22	81	34	32
上海医药	1.44	1.60	1.82	16	14	12	10%	1	17	22	-6	30	11	5	92	87	83
平均值				43	36	29	13%	5	20	25	6	-39	16	12	211	158	26

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 19: 医药商业板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
益丰药房	603939.SH	无评级	39.0	39.1	38.1	30.8	29.8	28.2	5.9	6.8	7.4
一心堂	002727.SZ	无评级	38.7	38.8	36.2	31.3	30.5	27.7	5.8	6.7	6.9
大参林	603233.SH	无评级	39.5	40.0	38.1	31.0	29.7	26.2	6.3	7.2	8.7
老百姓	603883.SH	无评级	33.6	34.1	32.3	26.9	26.7	24.6	5.3	5.8	6.2
九州通	600998.SH	无评级	8.7	8.4	9.6	6.4	6.4	6.3	1.8	1.6	3.1
瑞康医药	002589.SZ	无评级	19.3	18.9	18.7	14.0	13.3	14.3	-1.2	3.5	3.1
国药股份	600511.SH	无评级	8.8	8.5	7.7	3.4	3.5	3.6	4.2	4.1	3.8
上海医药	601607.SH	无评级	14.4	14.4	15.0	10.8	10.9	11.1	2.6	3.0	3.3
平均值			25.2	25.3	24.5	19.3	18.8	17.7	3.8	4.8	5.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6. 科创板: 高增长, 挖掘新技术的优质板块

### 6.1. 科创板: 检测、疫苗、CRO 表现优异

截至 2020 年 9 月 2 日, 科创板今年共上市了 22 家生物医药类公司, 累计已达 37 家。其中, 医疗器械与生物材料类公司 19 家, 占总体 51.35%; 创新药及生物制品类公司 10 家, 占总体 27.07%。从业绩来看, 生物医药板块业绩远优于科创板整体水平, 营业收入同比增长 41.56%, 净利润同比增长 2294.38% (科创板: 营业收入 YOY 1.68%; 净利润 YOY 23.67%)。板块内部来看, 疫情加剧了板块内公司的分化情况。部分公司如检测试剂公司东方生物、硕世生物、圣湘生物, 疫情相关耗材公司洁特生物, 新冠疫苗概念股康希诺受疫情防控和医疗需求增加影响均录得较高的营收增速; 受中国区市场红利及海外订单转移的带动, CRO 公司美迪西 (营业收入 YOY 31%, 归母净利润 YOY 76%) 同样获得了高增长。但部分公司由于疫情对门诊量、手术量、物流等的影响, 上半年收入、利润增速同比下滑较为严重, 盈利能力也有一定下降。如三生国健上半年收入端下滑 32%, 利润端同比下滑 429.61%。在市场竞争愈发激烈和疫情的双重影响下, 公司主打产品益赛普营业收入 3.31 亿元, 同比减少 34%。复旦张江营业收入下滑 39.69%, 利润端下滑 68.30%, 由于目前疫情管控还未完全解除, 公司表示二季度可能仍将受到较大影响。CRO 公司成都先导由于超 90% 客户来自于海外, 蛋白交付延迟了药物筛选业务的开展, 收入端、利润端均有明显下滑, 且可能持续。

我们认为, 科创板公司强调科创属性, 以科技创新为导向, 以成长期公司为主, 短期业绩可能会受外界影响波动较大, 后期随着公司不断迭代新产品、新平台, 研发投入规模化显现, 逐渐进入研发收获期, 或出现盈利稳定及环比改善的趋势。我们建议关注业绩确定性较高的外包企业, 美迪西, 优质头部医疗器械企业, 东方生物、硕世生物、圣湘生物及疫苗股, 康希诺的临床最新进展。

**成长性分析:** 2020 年上半年医疗器械子板块营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为 112.25%、31.44%、811.69%，经营性现金流受到疫情相关公司东方生物、硕世生物、圣湘生物的明显带动。创新药板块受疫情负面影响较大，成为营收唯一同比下滑的子板块。随着国内疫情的逐渐缓解，医院的门诊量和手术量都有明显回升，我们认为，占据优质赛道的临床急需用药仍然有旺盛的需求，下半年收益有望明显回暖。

**盈利能力分析:** 2020 年上半年毛利率除创新药板块有明显提升外，其余各板块变动较小，研发费用率较去年同比增长率均有明显提升。我们发现上半年虽有部分公司受到了疫情较大的冲击，主营业务收入下滑明显，但并未能削弱研发投入的力度。研发投入 26 亿元，同比增长 39.08%，创历史新高，这显示了科创板公司始终坚持的创新驱动发展战略及科技创新企业的巨大发展潜力。

**风险提示:** 产品研发中审批不确定的风险，集中采购带来的大幅降价风险，新型冠状病毒肺炎疫情影响风险。

表 20：科创板医药公司估值比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比 增速 (%)			扣非归母净利润 同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同 比增速 (%)		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	20E	20E	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1
<b>医疗器械与材料</b>																	
热景生物	0.54			93					12		-4	-28	-32	-120	-65		-240
东方生物	0.68			225					29		388	21		14	22		12,510
普门科技	0.24			120					31		27	66		82	13		36
硕世生物	1.43			160					25		369	39	99	49	24		1,152
昊海生科	2.09	1.55	2.42	58	78	50	5%	4	3		-37	-5		-4	-11		-69
心脉医疗	1.97	2.68	3.65	141	104	76	16%	16	44	42	25	45	39	43	34	17	31
洁特生物	0.66	1.00	0.94	111	73	78	21%	15	19		185	17		37	35		381
南微医学	2.28	2.13	3.37	97	104	66	11%	11	42	40	-8	58	45	49	31	55	-75
爱博医疗	0.63	0.91	1.37	324	227	150	9%	19	54		9	583		3	59		-29
三友医疗	0.48	0.58	0.86	140	115	78	12%	11	59		-7	66			212		-30
赛诺医疗	0.22			113					15		-16			7	41		63
佰仁医疗	0.66	0.83	1.08	144	114	87	10%	12	32		-3	23		29	18		-44
天智航-U	-0.07	-0.05	0.09	-1013	-1414	882	-5%	56	81	83	7	14	-43		56	56	-403
圣湘生物	0.10	8.69	10.73	1134	13	10	0%	11	20		1,159	561			123		2,029
祥生医疗	1.31	1.68	2.31	48	38	28	11%	4	13		-19	7		9	12		-55
安必平	0.79	0.97	1.22	61	50	40	8%	4	16		-7	24			37		41
华熙生物	1.22	1.47	1.99	110	92	68	14%	13	49	44	17	35	69	-11	-18	-23	65
伟思医疗	1.46	2.01	2.96	128	93	63	23%	16	53		12	65			65		-64
海尔生物	0.57	0.87	1.14	123	81	62	10%	8	20		35	203		254	88		123
<b>平均值</b>				<b>122</b>	<b>-17</b>	<b>124</b>	<b>10%</b>	<b>14</b>	<b>32</b>	<b>52</b>	<b>112</b>	<b>100</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>4</b>	<b>26</b>	<b>811.7</b>
<b>创新药、生物制品</b>																	
微芯生物	0.05	0.14	0.20	1015	334	243	4%	13	18	13	35	-23	32	643	-208		2,340
百奥泰	-2.47			-20								-22		-47	-13		33
君实生物	-0.86	-0.64	-0.49	-58	-79	-90	-32%	10	26,375	15,415	86	-10	-12	-8	-128	-150	22
南新制药	0.65	0.91	1.29	92	66	47	8%	5	45		28	84			-49		-165

泽璟制药	-1.92	-0.93	-0.48	-46	-95	-182	-4%	25				-80		-94	-60	-78	
三生国健	0.37			96					3		-32	-9	429.61	63		-104	
特宝生物	0.16	0.26	0.62	341	211	87	11%	22	63	73	13	182	106	38		-6	
艾迪药业	0.08			391					25		-21	634		268		275	
复旦张江	0.22	0.33	0.46	122	79	58	15%	12	39		-40	153	-68	50		-40	
神州细胞	-1.83	-0.93	-0.83	-32					-10		-91	-106		-451		-6	
平均值				190	86	27	0%	14	3,320-	5,167	-2.77	80.18	9.71	29.21	-49.18	-150	227.2
原料药、仿制药																	
吉贝尔	0.60			60					12		-5	20		18		3	
苑东生物	0.90			81					23		-8	2		-15		-34	
博瑞医药	0.27	0.42	0.65	193	125	81	12%	15	23		44	42	43	-4		1,735	
键凯科技	1.03			104					33		26	53		51		111	
平均值				109	125	81	12%	15	22.80		14.19	29.34		42.58	12.55	453.7	
CXO																	
美迪西	1.07	1.70	2.38	159	101	72	10%	10	38		31	10		76	-18	391	
成都先导	0.30	0.25	0.38	143	169	112	13%	18	75		(19)	135	45	232		-142	
平均值				151	135	92	11%	14	56.52		6.23	72.50		60.19	106.94	124.2	
疫苗																	
申联生物	0.19			123					(8)		19	(17)	(5)	(56)		94	
康希诺-U	(0.63)	(0.70)	2.37	-448	-406	120	-18%	27	(19)		111	(11)		(25)		-59	
平均值				-163	-406	120	-18%	27	(13.3)		65.01	(14.3)	(5.11)	(40.2)		17.42	

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为 2020 年 9 月 3 日收盘价，盈利预测采用 Wind 一致预期

表 21：科创板医药公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)			研发费用率 (%)		
	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	19A	19H1	20H1	2019	19H1	2020H1
医疗器械与材料												
热景生物	73.1	71.9	70.7	60.1	63.3	79.2	16.0	12.0	1.2	13.78	14.38	18.88
东方生物	47.5	46.8	82.8	22.7	24.9	9.0	21.1	18.4	63.3	8.64	8.82	3.22
普门科技	60.5	59.9	60.8	39.8	38.5	37.7	23.8	24.7	26.8	18.44	15.94	16.44
硕世生物	81.8	82.0	84.1	50.6	54.8	23.6	29.0	24.6	53.7	13.35	12.91	4.59
昊海生科	77.3	76.6	77.2	53.8	49.0	80.0	23.5	25.0	2.4	7.24	6.53	11.41
心脉医疗	79.3	79.4	79.5	33.5	26.4	19.0	42.5	49.4	56.1	14.87	10.99	10.33
洁特生物	44.7	45.5	60.7	17.3	19.4	9.2	26.7	25.8	41.0	5.08	4.74	3.82
南微医学	65.8	65.9	65.1	39.9	36.0	42.1	24.1	25.4	20.0	5.38	4.90	6.58
爱博医疗	85.7	86.1	85.5	50.1	43.1	41.2	33.7	38.5	35.5	11.10	9.74	11.10
三友医疗	91.3	91.8	91.1	59.1	56.9	60.2	27.7	30.8	25.3	5.21	5.50	8.42
赛诺医疗	82.9	83.5	79.1	57.7	55.6	57.7	20.7	22.8	17.8	20.55	19.00	24.44
佰仁医疗	91.0	91.3	89.0	44.0	38.3	44.3	43.1	46.5	49.3	10.37	9.22	13.15
天智航-U	84.9	80.8	71.1	113.6	261.5	198.7	-14.9	-139.2	-74.7	33.55	77.50	65.05
圣湘生物	65.2	60.9	83.1	54.2	55.0	12.9	10.8	5.0	58.7	10.66	10.84	1.41
祥生医疗	60.9	60.5	61.6	32.5	33.9	42.8	28.4	24.0	30.2	14.07	14.01	21.57
安必平	83.7	83.7	80.1	58.9	59.5	53.9	20.5	19.8	22.1	6.15	5.29	7.78
华熙生物	79.7	79.6	79.7	41.6	39.0	50.1	31.0	32.7	28.1	4.98	4.63	6.30

伟思医疗	73.7	73.1	74.0	40.7	41.0	39.0	31.0	30.3	34.0	8.59	8.08	9.72
海尔生物	53.6	53.2	50.5	31.4	28.9	24.2	18.1	19.0	26.2	11.99	10.78	9.86
平均值	72.77	72.24	75.03	47.45	53.94	48.68	24.04	17.66	27.21	11.79	13.36	13.37
创新药、生物制品												
微芯生物	95.8	96.1	95.1	85.7	74.4	79.7	11.2	21.4	26.0	29.60	26.91	32.14
百奥泰	81.8	0.0	86.2	148,129	0.0	609.9	-146,089	0.0	-499.7	90930	收入 0	501.35
君实生物-	88.3	86.9	84.3	189.6	194.8	188.8	-96.5	-94.2	-104.3	122.06	119.21	123.30
南新制药	88.6	86.6	90.0	75.7	75.2	76.6	9.6	7.8	9.1	7.08	6.63	6.92
泽璟制药	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	收入 0	收入 0	收入 0
三生国健	87.6	86.7	87.4	70.6	88.0	108.1	17.8	1.7	-18.8	23.69	25.16	46.69
特宝生物	89.0	87.6	88.2	74.4	79.2	74.1	8.8	4.9	13.0	7.32	8.53	9.36
艾迪药业	42.8	40.3	51.9	32.7	29.4	33.5	9.7	9.8	19.0	8.07	5.61	6.72
复旦张江	92.9	90.5	92.4	69.8	69.8	80.0	21.4	21.2	12.5	12.42	13.10	23.08
神州细胞	29.0	4.8	81.9	31,610	25,082	216,471	-30,251	-23,792	-207,791	19565	12390	176177
平均值	69.58	57.95	75.74	18033.71	2569.31	21772.13	(17635.78)	(2381.96)	(20833.40)	12300.55	1574.33	19658.56
原料药、仿制药												
吉贝尔	88.2	87.9	88.7	62.8	63.6	65.1	20.8	19.0	18.7	5.74	4.23	6.73
N 苑东	90.3	90.3	88.8	82.1	75.8	69.9	11.5	16.7	19.8	16.53	15.95	15.14
博瑞医药	64.0	61.2	59.2	39.3	40.7	30.9	22.1	19.7	24.3	24.82	0.00	20.81
键凯科技	84.3	82.9	81.4	33.7	33.4	30.6	45.8	37.3	42.4	15.41	12.17	14.84
平均值	81.71	80.58	79.51	54.49	53.37	49.13	25.04	23.15	26.31	15.63	8.09	14.38
医药服务												
美迪西	35.9	35.7	37.3	19.5	20.4	16.9	15.2	13.9	18.6	6.27	5.62	7.40
成都先导	81.5	80.5	76.5	51.6	56.8	68.2	45.5	55.8	17.8	34.62	34.65	53.59
平均值	58.73	58.10	56.93	35.54	38.61	42.56	30.38	34.84	18.17	20.45	20.14	30.49
疫苗												
申联生物	82.3	82.4	85.9	49.5	48.0	47.4	30.7	29.9	39.3	10.47	9.54	9.45
康希诺-U	93.5	93.3	91.5	7,593.3	3,861.0	2,990.0	-6,866.2	-3,656.7	-2,536.3	6645.64	0.00	2678.24
平均值	88	88	89	3821.41	1955	1518.69	(3417.73)	(1813)	(1248.49)	3328.05	4.77	1343.84

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 7. 风险提示：

1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内，产业政策在这个过程中起着明显的调控作用，不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险；

2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业（CXO、API）以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险。



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn