

医药行业2020年中报总结：

结构分化明显，药店、CXO、器械等延续高景气

西南证券研究发展中心
2020年9月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
电话：021-68416017
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
电话：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

- 医药行业整体**：我们选取了246家医药上市公司（不包含科创板），上半年收入总额7415亿元，归母净利润743亿元，分别占申万医药板块综合比例是：88%、93%，主要剔除了在2019年剔除了巨额商誉减值损失的企业、在2019年9月以后上市的公司。**246家医药上市公司2020上半年收入增速为1.8%，归母净利润总额增速为18%，扣非归母净利润增速20%**。行业毛利率已经恢复至35%，创下十年新高，销售费率下降较快约1.8pp至14%。**分季度来看，Q1/Q2医药板块收入和归母净利润增速分别为-4.2%/7.6%，-8%/42%**。医药需求刚性凸显，利润端较收入端率先实现恢复，**Q1/Q2单季度毛利率为32.6%/35.1%，销售费率有所下降，Q2净利率同比提升3.5pp至11.6%，创下单季度历史新高。**
- 关注科创板**：我们选取了35家科创板医药公司，2020上半年收入增速为44.4%（113亿元），归母净利润总额增速为760%（21亿元），扣非归母净利润增速287%（17.6亿元）。Q2检测试剂贡献较大增量。上半年毛利率分别为77.4%，同比提升2.6pp，受益于收入增长和各项费率均有所下降，净利率扭负提升22pp达到18%。**A股（除科创板外）VS科创板**：高成长享受高估值，以上半年口径，收入整体增速：**A股（除科创板外）VS科创板—1.8%：44.4%；归母净利润整体增速：A股（除科创板外）VS科创板—18%：760%。**

A股（除科创板）246家企业						科创板35家企业					
20H1收入增速											
+1.8%	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑	+44.4%	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑
	家数	19	35	115	131		家数	6	10	19	14
	占比	8%	14%	47%	53%		占比	17%	29%	54%	40%
20H1归母净利润增速											
+18%	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑	+760%	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑
	家数	54	71	76	170		家数	12	17	24	11
	占比	22%	29%	31%	69%		占比	34%	49%	69%	31%

分子板块来看

- 医疗器械**：上半年收入增速+44%（676亿元），归母净利润增速+94%（180亿元），扣非归母净利润增速+119%（171.5亿元）。疫情相关器械如检测试剂、呼吸机、口罩、手套等大幅放量。分季度来看，Q1/Q2的收入和归母净利润增速分别为+7%/+76%，+1%/+178%，Q2单季度毛利率58.4%（+6.4pp），单季度净利率31%（+11pp），创出历史新高。其中IVD板块（17家公司样本）上半年收入269.2亿元（+38.2%），归母净利润80.9亿元（+76%），因新冠检测试剂贡献极大增量；高值耗材板块（7家公司样本）上半年收入69亿元（+9.6%），归母净利润22亿元（+8.8%），因疫情导致骨科、心血管等手术量下滑。
- C X O**：上半年收入增速+24%（684亿元），归母净利润增速+87%（183亿元），扣非归母净利润增速+30%（174亿元）。分季度来看，Q1/Q2收入和归母净利润增速分别为+15%/+33%，+8%/+136%，Q2单季度毛利率41.8%（+1.6pp），受到海外疫情影响，海外订单向国内部分转移，Q2快速恢复。
- 药店**：上半年收入增速+24%（259.5亿元），归母净利润增速为+35.7%（18亿元），扣非归母净利润增速+19%（17亿元）。盈利能力方面，药店行业上市公司2020H1毛利率略有回落为36.2%，期间费用率也下降明显。分季度来看，Q1/Q2收入和归母净利润增速分别为+23%/+25%，+31%/+41%，Q2单季度毛利率36%（-2.1pp），Q1/Q2净利率水平为7.3%，略高于往年水平。
- 原料药**：上半年收入增速为+12%（320亿元），归母净利润增速+43%（68亿元），扣非归母净利润增速+60%（63亿元）。盈利能力方面，原料药上市公司2020H1毛利率为43.3%（+4pp），期间费用率-2pp到19%。分季度来看，Q1/Q2的收入和归母净利润增速分别为+8.5%/+14.8%（收入），+18%/+67%（归母净利润），Q2单季度毛利率45%（环比+3.8pp），受印度疫情影响，部分订单需求向国内转移，国内龙头有望持续受益。
- 生物制剂**：2020上半年收入增速为+3.3%（422亿元），归母净利润增速+12.5%（83亿元），扣非归母净利润增速+10%（75亿元）。上半年毛利率为60.2%（-3.7pp），四费率38.9%（-3.9pp），其中销售费用率24.3%（-4.7pp），疫情导致推广减少，总体盈利能力稳中有升。分季度来看，Q1/Q2收入和归母净利润增速分别为-6.5%/+12%，-8.7%/+31.6%，随着二季度门诊量和疫苗接种量逐渐恢复，生物药总体收入、净利润恢复明显。
- 医疗服务**：上半年收入增速为+2.4%（158亿元），归母净利润增速为+33%（20亿元），扣非归母净利润增速+25%（18亿元）。上半年毛利率为38.3%，四费率34.3%（-3.9pp）。分季度来看，Q1/Q2的收入和归母净利润增速分别为-18.6%/+20.6%，-74%/+100%，受疫情影响，销售和宣传活动减少，上半年四费率持续降低，二季度的销售费用和管理费用分别同比-0.8pp。
- 医药流通**：上半年收入增速为-1.4%（2990亿元），归母净利润增速为+3.3%（73亿元），扣非归母净利润增速-0.6%（65亿元）。2020H1受到疫情影响，医院看病人数量下降明显，导致药品流通企业业绩下降。上半年毛利率为12%，基本持平。分季度来看，Q1/Q2的收入和归母净利润增速分别为-5.4%/+2.5%，-8.3%/+13.4%，Q2随着疫情减退，收入净利润逐渐回升。
- 中药**：上半年收入增速为-5.8%（1303亿元），归母净利润增速为-16%（147亿元），扣非归母净利润增速-8.9%（129亿元）。疫情是上半年板块收入与业绩下滑的核心原因。上半年中药板块毛利率43%，与去年同期相比略下滑。分季度来看，Q1/Q2收入和归母净利润增速分别为-5.8%/-5.2%，-15.5%/-15.3%，Q2毛利率环比+0.9pp，同时销售费用率+1.5pp，净利率环比-0.3pp，盈利能力仍然受疫情影响。
- 化学制剂**：上半年收入增速为-7%（1082亿元），归母净利润增速为-6.1%（117亿元），扣非归母净利润增速-11.5%（98.6亿元）。上半年毛利率为55.4%。分季度来看，Q1/Q2收入和归母净利润增速分别为-9.3%/-4.7%，-11%/-1%，疫情影响逐步减少，收入与业绩增速降幅收窄，预计H2恢复正增长。
- 风险提示**：药品降价超预期风险，医改政策执行低于预期风险。

核心观点-附表：医药子行业2020年中报总结

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平		
	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1
医疗器械	7.0%	76.6%	43.8%	1.1%	178.3%	94.1%	1.2%	6.4%	4.6%	52.8%	58.4%	56.5%
CXO	14.6%	32.6%	24.3%	8.0%	136.0%	87.3%	-1.3%	1.6%	0.4%	37.1%	41.8%	39.8%
药店	23.3%	25.1%	24.2%	30.9%	40.8%	35.7%	-1.5%	-2.1%	-1.8%	36.3%	36.0%	36.2%
原料药	8.5%	14.8%	11.7%	18.0%	67.2%	42.9%	2.7%	5.2%	4.1%	41.3%	45.0%	43.3%
生物制剂	-6.5%	11.6%	3.3%	-8.7%	31.6%	12.5%	-3.7%	-4.0%	-3.9%	60.2%	60.4%	60.2%
医疗服务	-18.6%	20.6%	2.4%	-74.5%	100.1%	32.9%	-7.5%	4.9%	0.6%	28.9%	43.8%	38.3%
医药流通	-5.4%	2.5%	-1.4%	-8.3%	13.4%	3.3%	-0.1%	0.2%	0.1%	11.3%	12.1%	11.7%
中药	-6.7%	-4.9%	-5.8%	-17.0%	-14.6%	-15.8%	-3.0%	-2.6%	-2.8%	42.5%	43.4%	43.0%
化学制剂	-9.1%	-4.7%	-6.9%	-11.2%	-0.9%	-5.8%	-0.5%	-1.5%	-1.0%	55.2%	55.3%	55.3%
医药行业	-4.2%	7.6%	1.8%	-8.0%	42.0%	17.9%	-0.9%	0.9%	0.1%	32.6%	35.1%	34.0%

报告数据来源：Wind、公司公告、国家统计局、PDB数据库，西南证券整理。

样本选取说明：246家样本标的不包含科创板上市公司，根据申万医药生物行业成分股，剔除了ST、2019年8月31号以后上市、2019年计提了巨额商誉减值损失的公司，行业分类参考申万行业分类，根据公司实际营业状况做了改进。

■ 一是后疫情时代，跟疫情相关的投资方向：

- 1) 疫情催生创新药&疫苗研发热度增加，尤其是新冠疫苗研发进展；
- 2) 后疫情时代，局部疫情爆发带来新冠检测、手套、口罩等需求的增加；
- 3) 随着疫情影响逐渐减弱，前期受压制的医疗需求可能迎来较大反弹。

■ 二是根据产业发展趋势，四条长期精选投资方向：

- 1) **泛创新品种**：**创新药及其产业链**（恒瑞医药、药明康德、药明生物、中国生物制药、贝达药业、亿帆医药、康弘药业、凯莱英、泰格医药等），**创新器械**（迈瑞医疗、新产业、乐普医疗、安图生物、万孚生物、迈克生物、开立医疗、南微医学、健帆生物、正海生物等），**创新疫苗**（康泰生物、智飞生物、华北制药、沃森生物等），**创新检测**（华大基因、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等）；
- 2) **泛医药消费**：**自主消费**（长春高新、华兰生物、双林生物、卫光生物、我武生物、欧普康视等），**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）；
- 3) **连锁医疗机构**：**药店**（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房），**医疗服务机构**（通策医疗、爱尔眼科、美年健康），**独立第三方检测机构**（金域医学、润达医疗、迪安诊断等）；
- 4) **特色原料药**（华海药业、海普瑞、健友股份、九洲药业、美诺华等）和**医药分销**（九州通、上海医药、柳药股份、国药一致等）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

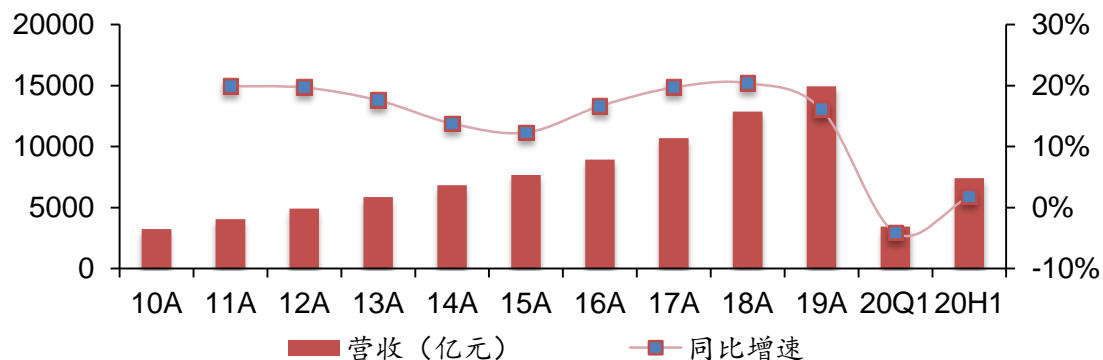
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

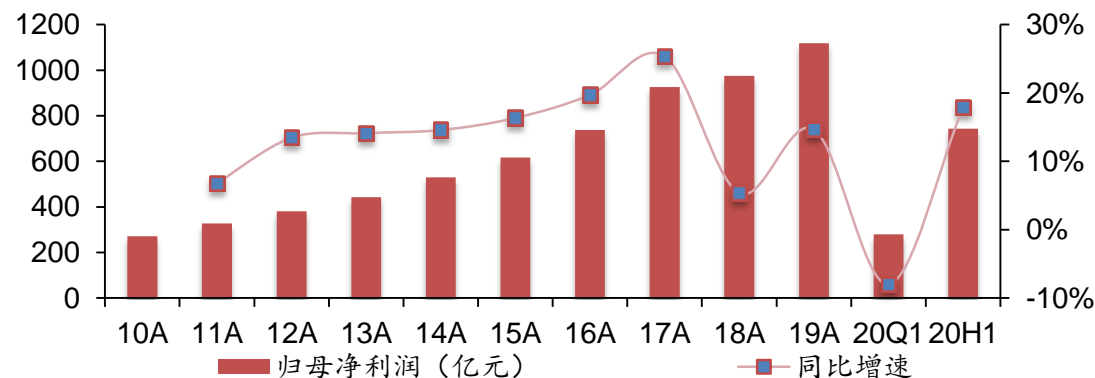
1.1 全行业2020年中报表现：行业刚性需求凸显，利润端领先恢复

- 我们选取了246家医药上市公司，上半年收入总额7415亿元，归母净利润743亿元，分别占申万医药板块综合比例是：88%、93%，主要剔除了2019年剔除了巨额商誉减值损失的企业、在2019年9月以后上市的公司。
- 246家医药上市公司2020上半年收入增速为1.8%，归母净利润总额增速为18%，扣非归母净利润增速20%。行业毛利率已经恢复至35%，创下十年新高，销售费率下降较快约1.8pp至14%。

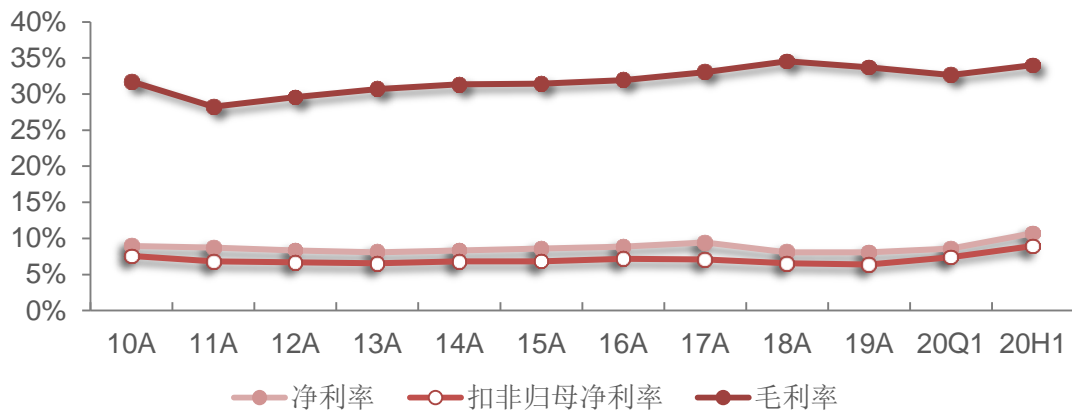
2010年~20H1医药行业上市公司收入总额及增速



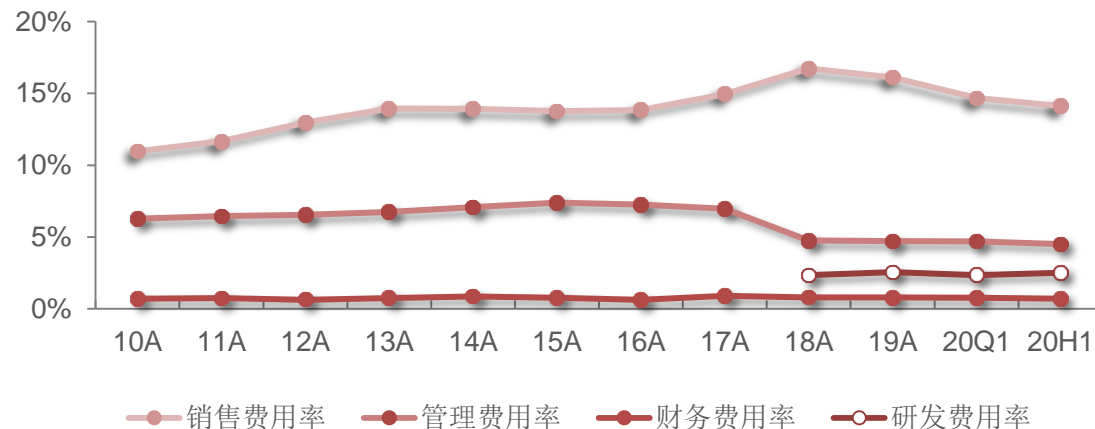
2010年~20H1医药行业上市公司归母净利润总额及增速



2010年~20H1医药行业上市公司毛利率与净利率



2010年~20H1医药行业上市公司期间费用率

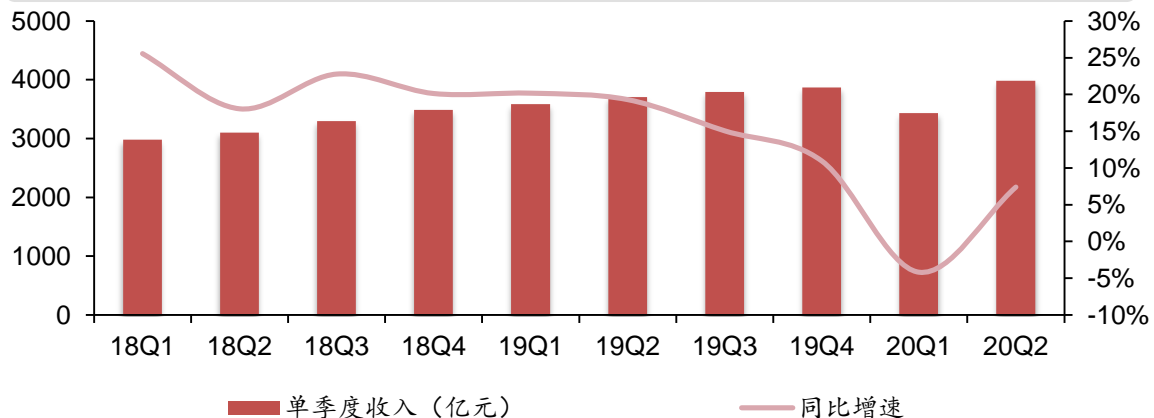


数据来源：Wind、公司公告，西南证券整理；

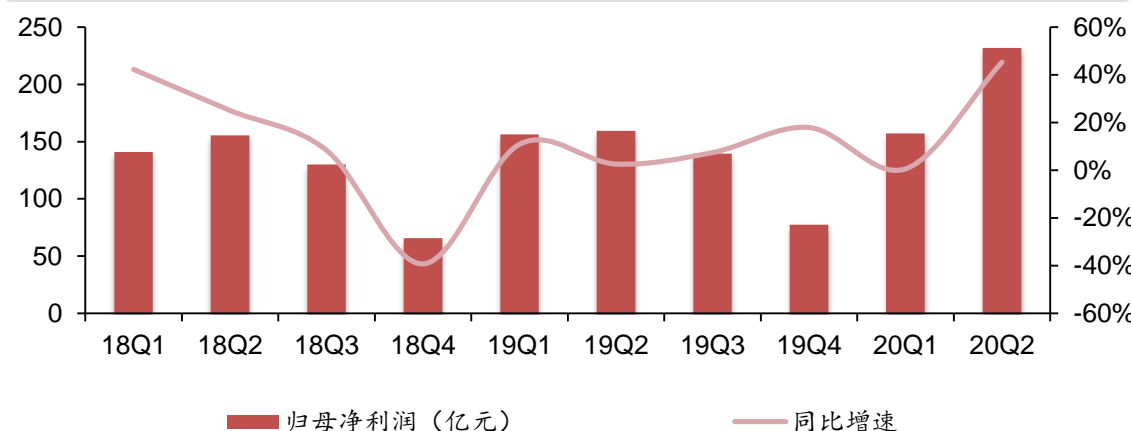
1.1 全行业2020年中报表现：行业刚性需求凸显，利润端领先恢复

- 单季度来看，246家医药上市公司Q1/Q2单季度收入总额增速为-4.2%/7.4%、归母净利润总额增速为-8%/42%。二季度随着国内疫情得到有效控制，行业积极复工，疫情期间医药需求刚性凸显，利润端较收入端率先实现恢复，Q1/Q2单季度毛利率为32.6%/35.1%，销售费率有所下降，Q2净利率同比提升3.5pp至11.6%，创下单季度历史新高。

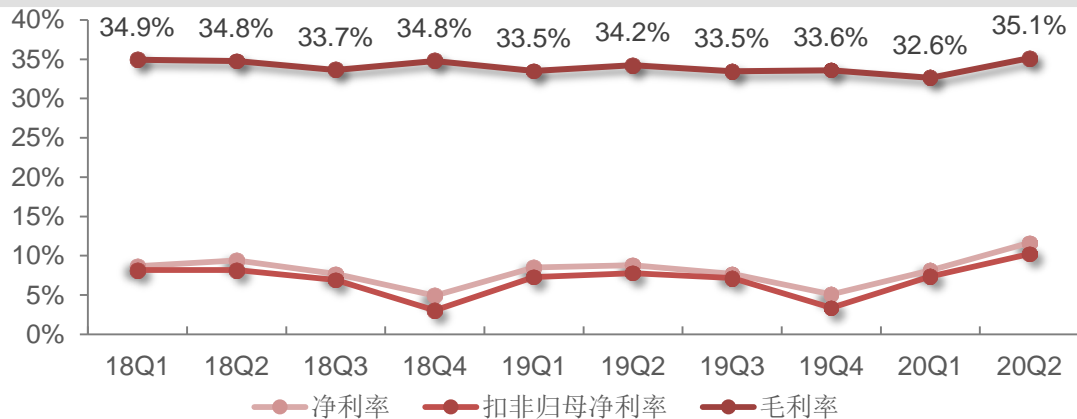
18Q1~20Q2单季度医药行业上市公司收入总额及增速



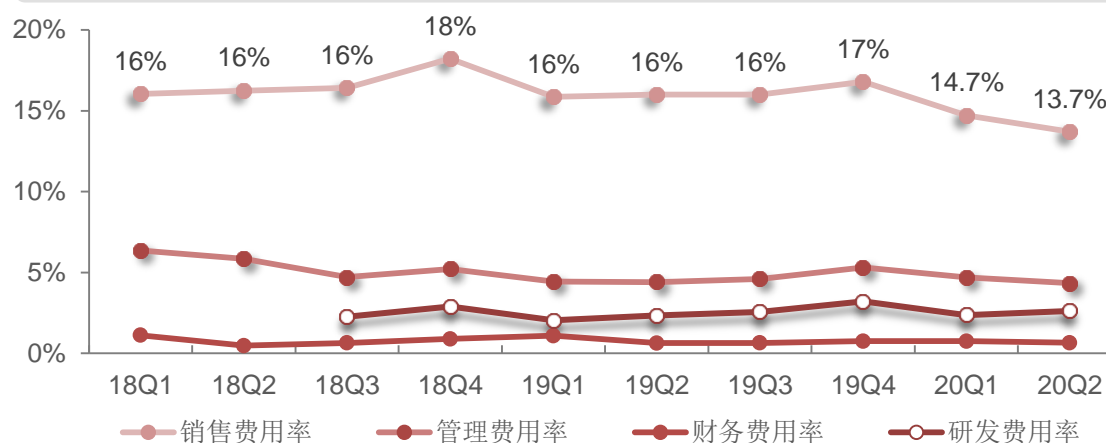
18Q1~20Q2单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



18Q1~20Q2单季度医药行业上市公司毛利率与净利率



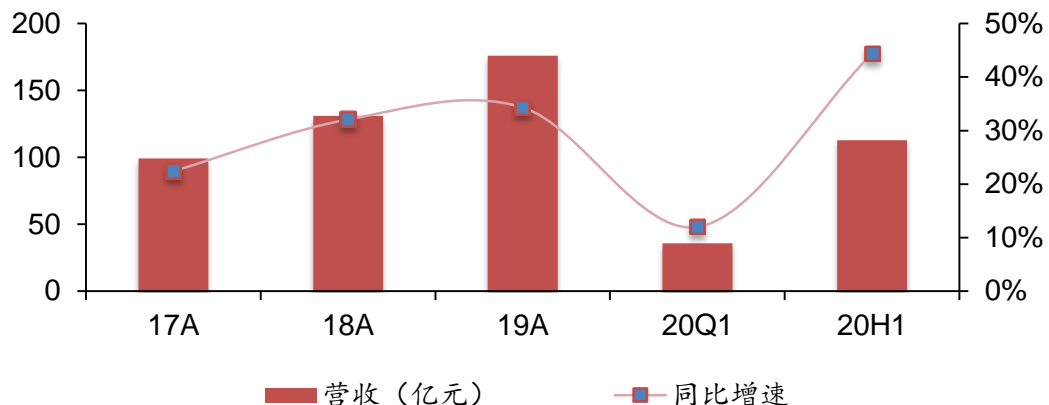
18Q1~20Q2单季度医药行业上市公司期间费用率



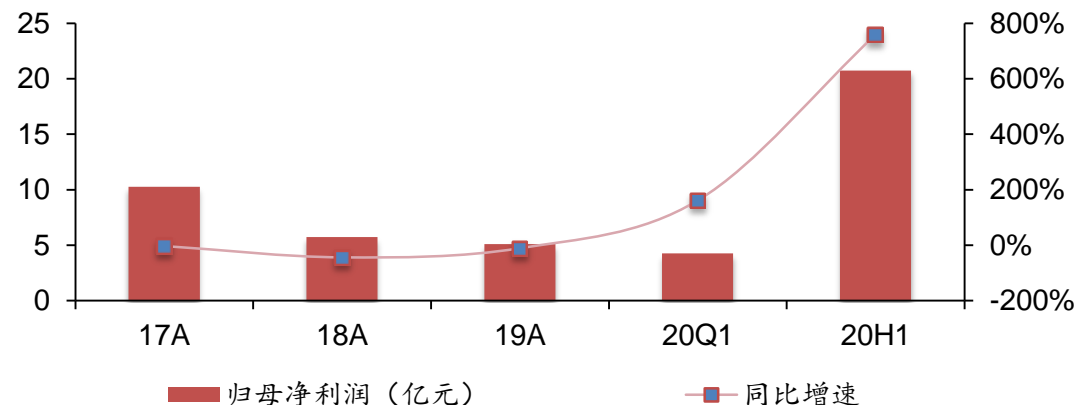
1.2 科创板医药：收入增长超44%，利润同比增长760%

- 上半年35家科创板医药公司整体实现收入113亿元（+44.4%），归母净利润约21亿元（+760%），扣非归母净利润17.6亿元（+287%），Q2检测试剂贡献较大增量。医药科创板公司盈利能力提升，上半年毛利率分别为77.4%，同比提升2.6pp，受益于收入增长及各项费率均有所下降，净利率扭负提升22pp达到18%。

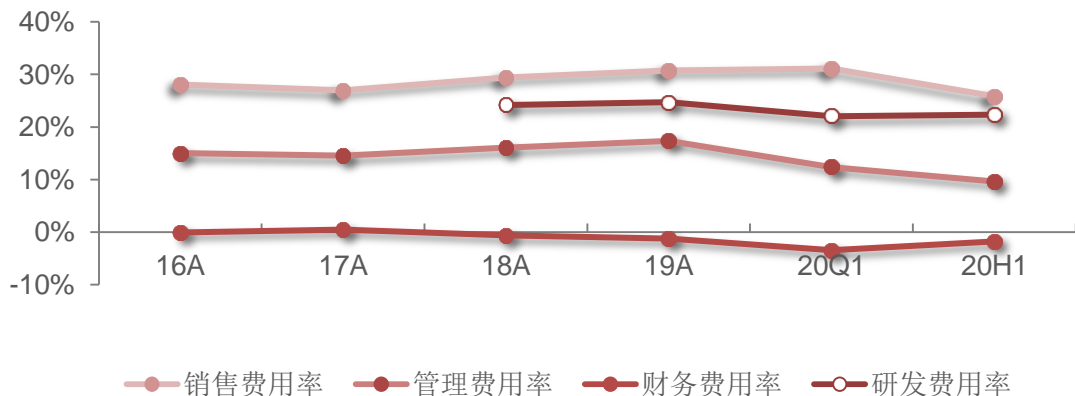
2017~20H1医药科创板上市公司收入总额及增速



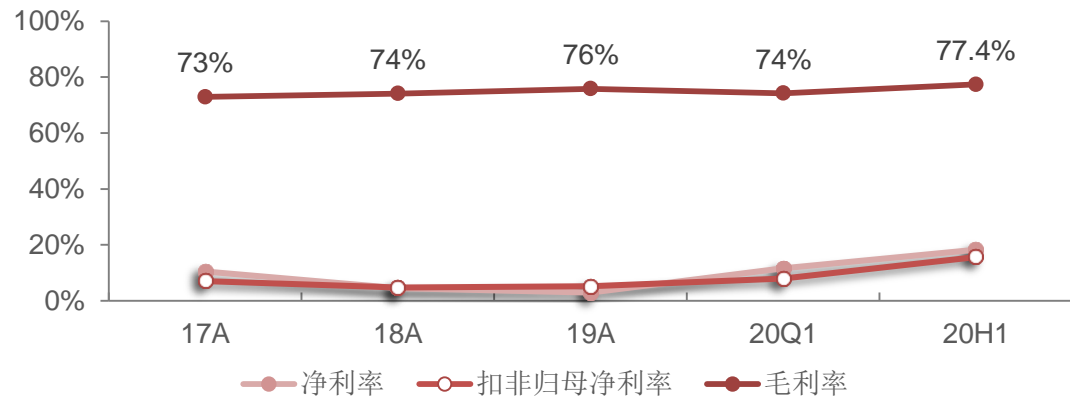
2017~20H1医药科创板上市公司归母净利润总额及增速



2017~20H1医药科创板上市公司期间费用率



2017~20H1医药科创板上市公司毛利率与净利率



1、医药行业2020年中期业绩总览

——科创板表现



1.2 科创板医药：上半年58%收入正增长，69%利润正增长

- 在35家科创板医药公司中，有19家（58%）上半年收入实现正增长，其中6家（18%）增幅超过50%，10家（30%）增幅超过30%，（其中泽璟和百奥泰尚未实现收入）

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31 市值(亿)
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
圣湘生物	388%	35806%	1902%	11609%	1159%	14687%	425
东方生物	39%	263%	694%	2175%	388%	1477%	193
硕世生物	276%	671%	440%	1127%	369%	923%	143
洁特生物	140%	547%	207%	300%	185%	353%	76
康希诺-U	605%	49%	-100%	-224%	111%	-47%	486
君实生物-U					86%	-106%	713
博瑞医药	45%	111%	44%	57%	44%	78%	232
微芯生物	29%	251%	38%	47%	35%	64%	204
海尔生物	33%	141%	37%	57%	35%	86%	218
美迪西	20%	30%	40%	107%	31%	73%	104
南新制药	40%	28%	15%	59%	28%	41%	86
普门科技	30%	37%	24%	37%	27%	37%	125
键凯科技	23%	76%	28%	28%	26%	43%	59
心脉医疗	8%	32%	45%	52%	25%	42%	197
华熙生物	3%	1%	28%	1%	17%	1%	625
特宝生物	28%	4024%	0%	62%	13%	200%	225
伟思医疗	-4%	-2%	23%	44%	12%	25%	129
爱博医疗	-39%	-80%	50%	75%	9%	2%	235
天智航-U	84%	35%	-20%	47%	7%	43%	271
佰仁医疗	-25%	-31%	15%	26%	-3%	3%	93
热景生物	4%	128%	-10%	-89%	-4%	-83%	32
吉贝尔	-5%	-4%	-5%	-9%	-5%	-6%	69
三友医疗	-31%	-39%	13%	-13%	-7%	-23%	129
安必平	-46%	-37%	25%	43%	-7%	3%	47
南微医学	-14%	-26%	-2%	-23%	-8%	-24%	301
赛诺医疗	-29%	-66%	-3%	-3%	-16%	-34%	100
祥生医疗	31%	211%	-42%	-33%	-19%	2%	52
成都先导	-13%	-80%	-24%	-56%	-19%	-74%	169
艾迪药业	-44%	-51%	2%	116%	-21%	53%	139
三生国健	-29%	-54%	-33%	-48%	-32%	-430%	220
昊海生科	-51%	-137%	-28%	-55%	-37%	-85%	197
复旦张江	-58%	-473%	-35%	-44%	-40%	-68%	211
神州细胞-U	-90%	-39%	-91%	41%	-91%	21%	269
百奥泰-U		80%		24%		66%	200
泽璟制药-U		63%		61%		62%	234

注：君实生物不披露上半年单季度数据

- 在35家科创板医药公司中，有24家（69%）上半年实现归母净利润正增长，增幅超过50%的有11家，增幅超过30%的有16家。上半年收入增速为负的家数有12家（34%）。

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31 市值(亿)
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
圣湘生物	388%	35806%	1902%	11609%	1159%	14687%	425
东方生物	39%	263%	694%	2175%	388%	1477%	193
硕世生物	276%	671%	440%	1127%	369%	923%	143
洁特生物	140%	547%	207%	300%	185%	353%	76
特宝生物	28%	4024%	0%	62%	13%	200%	225
海尔生物	33%	141%	37%	57%	35%	86%	218
博瑞医药	45%	111%	44%	57%	44%	78%	232
美迪西	20%	30%	40%	107%	31%	73%	104
百奥泰-U		80%		24%		66%	200
微芯生物	29%	251%	38%	47%	35%	64%	204
泽璟制药-U		63%		61%		62%	234
艾迪药业	-44%	-51%	2%	116%	-21%	53%	139
键凯科技	23%	76%	28%	28%	26%	43%	59
天智航-U	84%	35%	-20%	47%	7%	43%	271
心脉医疗	8%	32%	45%	52%	25%	42%	197
南新制药	40%	28%	15%	59%	28%	41%	86
普门科技	30%	37%	24%	37%	27%	37%	125
伟思医疗	-4%	-2%	23%	44%	12%	25%	129
神州细胞-U	-90%	-39%	-91%	41%	-91%	21%	269
安必平	-46%	-37%	25%	43%	-7%	3%	47
佰仁医疗	-25%	-31%	15%	26%	-3%	3%	93
爱博医疗	-39%	-80%	50%	75%	9%	2%	235
祥生医疗	31%	211%	-42%	-33%	-19%	2%	52
华熙生物	3%	1%	28%	1%	17%	1%	625
吉贝尔	-5%	-4%	-5%	-9%	-5%	-6%	69
三友医疗	-31%	-39%	13%	-13%	-7%	-23%	129
南微医学	-14%	-26%	-2%	-23%	-8%	-24%	301
赛诺医疗	-29%	-66%	-3%	-3%	-16%	-34%	100
康希诺-U	605%	49%	-100%	-224%	111%	-47%	486
复旦张江	-58%	-473%	-35%	-44%	-40%	-68%	211
成都先导	-13%	-80%	-24%	-56%	-19%	-74%	169
热景生物	4%	128%	-10%	-89%	-4%	-83%	32
昊海生科	-51%	-137%	-28%	-55%	-37%	-85%	197
君实生物-U		86%		86%		-106%	713
三生国健	-29%	-54%	-33%	-48%	-32%	-430%	220

1.2 科创板医药：创新器械表现较好

■ 科创板医药公司分子行业来看，总共有18家医疗器械公司，其中10家实现收入正增长，13家实现归母净利润正增长。将创新药企业分为化学药（7家）和生物药（8家），化学药4家企业实现收入正增长，5家实现归母净利润正增长；生物药4家实现收入正增长，5家实现归母净利润正增长。2家CRO科创板企业中美迪西业绩实现正增长。

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值(亿)
圣湘生物	388%	35806%	1902%	11609%	1159%	14687%	425
东方生物	39%	263%	694%	2175%	388%	1477%	193
硕世生物	276%	671%	440%	1127%	369%	923%	143
洁特生物	140%	547%	207%	300%	185%	353%	76
海尔生物	33%	141%	37%	57%	35%	86%	218
普门科技	30%	37%	24%	37%	27%	37%	125
心脉医疗	8%	32%	45%	52%	25%	42%	197
伟思医疗	-4%	-2%	23%	44%	12%	25%	129
爱博医疗	-39%	-80%	50%	75%	9%	2%	235
天智航-U	84%	35%	-20%	47%	7%	43%	271
佰仁医疗	-25%	-31%	15%	26%	-3%	3%	93
热景生物	4%	128%	-10%	-89%	-4%	-83%	32
三友医疗	-31%	-39%	13%	-13%	-7%	-23%	129
安必平	-46%	-37%	25%	43%	-7%	3%	47
南微医学	-14%	-26%	-2%	-23%	-8%	-24%	301
赛诺医疗	-29%	-66%	-3%	-3%	-16%	-34%	100
祥生医疗	31%	211%	-42%	-33%	-19%	2%	52
昊海生科	-51%	-137%	-28%	-55%	-37%	-85%	197
博瑞医药	45%	111%	44%	57%	44%	78%	232
微芯生物	29%	251%	38%	47%	35%	64%	204
南新制药	40%	28%	15%	59%	28%	41%	86
键凯科技	23%	76%	28%	28%	26%	43%	59
吉贝尔	-5%	-4%	-5%	-9%	-5%	-6%	69
复旦张江	-58%	-473%	-35%	-44%	-40%	-68%	211
泽璟制药-U		63%		61%		62%	234
康希诺-U	605%	49%	-100%	-224%	111%	-47%	486
君实生物-U					86%	-106%	713
华熙生物	3%	1%	28%	1%	17%	1%	625
特宝生物	28%	4024%	0%	62%	13%	200%	225
艾迪药业	-44%	-51%	2%	116%	-21%	53%	139
三生国健	-29%	-54%	-33%	-48%	-32%	-430%	220
神州细胞-U	-90%	-39%	-91%	41%	-91%	21%	269
百奥泰-U		80%		24%		66%	200
美迪西	20%	30%	40%	107%	31%	73%	104
成都先导	-13%	-80%	-24%	-56%	-19%	-74%	169

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值(亿)
圣湘生物	388%	35806%	1902%	11609%	1159%	14687%	425
东方生物	39%	263%	694%	2175%	388%	1477%	193
硕世生物	276%	671%	440%	1127%	369%	923%	143
洁特生物	140%	547%	207%	300%	185%	353%	76
海尔生物	33%	141%	37%	57%	35%	86%	218
天智航-U	84%	35%	-20%	47%	7%	43%	271
心脉医疗	8%	32%	45%	52%	25%	42%	197
普门科技	30%	37%	24%	37%	27%	37%	125
伟思医疗	-4%	-2%	23%	44%	12%	25%	129
佰仁医疗	-25%	-31%	15%	26%	-3%	3%	93
安必平	-46%	-37%	25%	43%	-7%	3%	47
爱博医疗	-39%	-80%	50%	75%	9%	2%	235
祥生医疗	31%	211%	-42%	-33%	-19%	2%	52
三友医疗	-31%	-39%	13%	-13%	-7%	-23%	129
南微医学	-14%	-26%	-2%	-23%	-8%	-24%	301
赛诺医疗	-29%	-66%	-3%	-3%	-16%	-34%	100
热景生物	4%	128%	-10%	-89%	-4%	-83%	32
昊海生科	-51%	-137%	-28%	-55%	-37%	-85%	197
博瑞医药	45%	111%	44%	57%	44%	78%	232
微芯生物	29%	251%	38%	47%	35%	64%	204
泽璟制药-U		63%		61%		62%	234
键凯科技	23%	76%	28%	28%	26%	43%	59
南新制药	40%	28%	15%	59%	28%	41%	86
吉贝尔	-5%	-4%	-5%	-9%	-5%	-6%	69
复旦张江	-58%	-473%	-35%	-44%	-40%	-68%	211
特宝生物	28%	4024%	0%	62%	13%	200%	225
百奥泰-U		80%		24%		66%	200
艾迪药业	-44%	-51%	2%	116%	-21%	53%	139
神州细胞-U	-90%	-39%	-91%	41%	-91%	21%	269
华熙生物	3%	1%	28%	1%	17%	1%	625
康希诺-U	605%	49%	-100%	-224%	111%	-47%	486
君实生物-U					86%	-106%	713
三生国健	-29%	-54%	-33%	-48%	-32%	-430%	220
美迪西	20%	30%	40%	107%	31%	73%	104
成都先导	-13%	-80%	-24%	-56%	-19%	-74%	169

注：君实生物不披露上半年单季度数据

1.3 上半年盈利分析：A股（除科创板）VS科创板，高成长享受高估值

- 对比医药生物A股（除科创板外）246家上市公司和科创板35家上市公司2020年上半年盈利状况，发现科创板医药公司整体收入和净利润增幅都较大，高成长享受高估值。

A股（除科创板）246家企业						科创板35家企业					
20H1收入增速											
	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑		增幅	>50%	>30%	正增长	下滑
+1.8%	家数	19	35	115	131	+44.4%	家数	6	10	19	14
	占比	8%	14%	47%	53%		占比	17%	29%	54%	40%
20H1归母净利润增速											
	增幅	>50%	>30%	正增长	下滑		增幅	>50%	>30%	正增长	下滑
+18%	家数	54	71	76	170	+760%	家数	12	17	24	11
	占比	22%	29%	31%	69%		占比	34%	49%	69%	31%

注：科创板实现收入有33家

数据来源：Wind，西南证券整理

1.4 医药子行业一览

- 我们将医药行业分为医疗器械、CXO、药店、原料药、生物制剂、医疗服务、医药流通、中药、化学制剂九个子行业，按板块上半年收入增速排序，分别为43.8%、24.3%、24.2%、11.7%、2.9%、2.4%、-1.4%、-5.8%、-7%；
- 医疗器械和CXO板块业绩明显领先于其他板块，医疗器械主要受到疫情拉动，检测试剂、监护仪、呼吸机、口罩、手套等防疫产品放量；CXO主要因二季度海外疫情状况没有好转，CXO订单或有加速向国内转移导致。

医药行业上市公司归母净利润总额及增速

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动		
	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1
医疗器械	7.0%	76.6%	43.8%	1.1%	178.3%	94.1%	1.2%	6.4%	4.6%
CXO	14.6%	32.6%	24.3%	8.0%	136.0%	87.3%	-1.3%	1.6%	0.4%
药店	23.3%	25.1%	24.2%	30.9%	40.8%	35.7%	-1.5%	-2.1%	-1.8%
原料药	8.5%	14.8%	11.7%	18.0%	67.2%	42.9%	2.7%	5.2%	4.1%
生物制剂	-7.1%	11.6%	2.9%	-8.3%	30.3%	12.1%	-3.7%	-4.0%	-3.9%
医疗服务	-18.6%	20.6%	2.4%	-74.5%	100.1%	32.9%	-7.5%	4.9%	0.6%
医药流通	-5.4%	2.5%	-1.4%	-8.3%	13.4%	3.3%	-0.1%	0.2%	0.1%
中药	-6.7%	-4.9%	-5.8%	-17.0%	-14.6%	-15.8%	-3.0%	-2.6%	-2.8%
化学制剂	-9.3%	-4.7%	-7.0%	-11.3%	-1.4%	-6.1%	-0.6%	-1.5%	-1.1%
医药行业	-4.2%	7.6%	1.8%	-8.0%	42.0%	17.9%	-0.9%	0.9%	0.1%

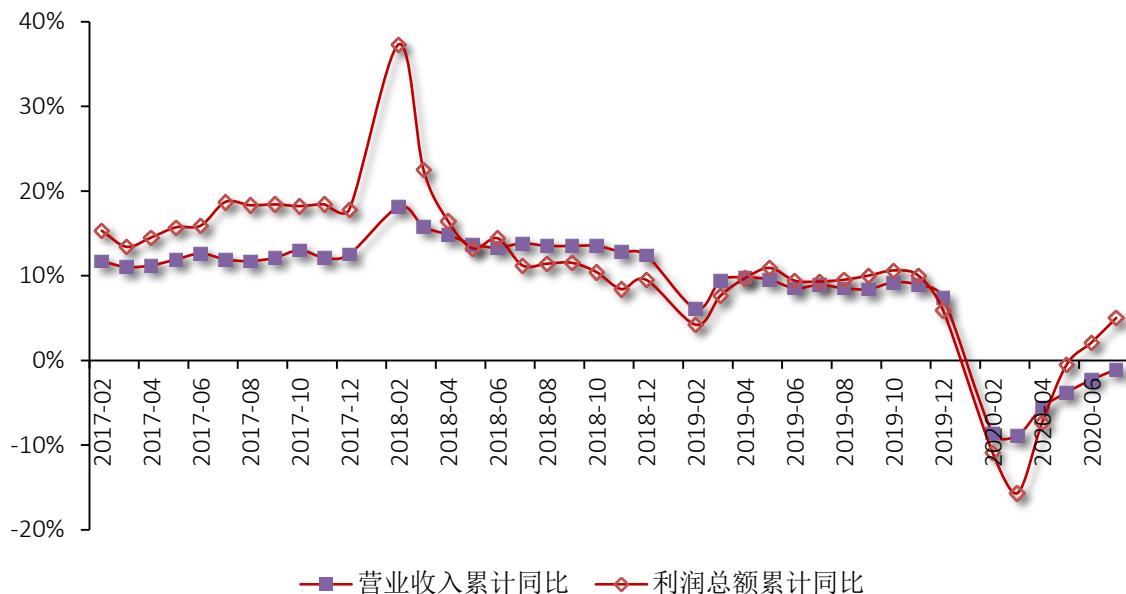
医药行业上市公司归母净利润总额及增速

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动		
	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1	20Q1	20Q2	20H1
医疗器械	7.0%	76.6%	43.8%	1.1%	178.3%	94.1%	1.2%	6.4%	4.6%
CXO	14.6%	32.6%	24.3%	8.0%	136.0%	87.3%	-1.3%	1.6%	0.4%
原料药	8.5%	14.8%	11.7%	18.0%	67.2%	42.9%	2.7%	5.2%	4.1%
药店	23.3%	25.1%	24.2%	30.9%	40.8%	35.7%	-1.5%	-2.1%	-1.8%
医疗服务	-18.6%	20.6%	2.4%	-74.5%	100.1%	32.9%	-7.5%	4.9%	0.6%
生物制剂	-7.1%	11.6%	2.9%	-8.3%	30.3%	12.1%	-3.7%	-4.0%	-3.9%
医药流通	-5.4%	2.5%	-1.4%	-8.3%	13.4%	3.3%	-0.1%	0.2%	0.1%
化学制剂	-9.3%	-4.7%	-7.0%	-11.3%	-1.4%	-6.1%	-0.6%	-1.5%	-1.1%
中药	-6.7%	-4.9%	-5.8%	-17.0%	-14.6%	-15.8%	-3.0%	-2.6%	-2.8%
医药行业	-4.2%	7.6%	1.8%	-8.0%	42.0%	17.9%	-0.9%	0.9%	0.1%

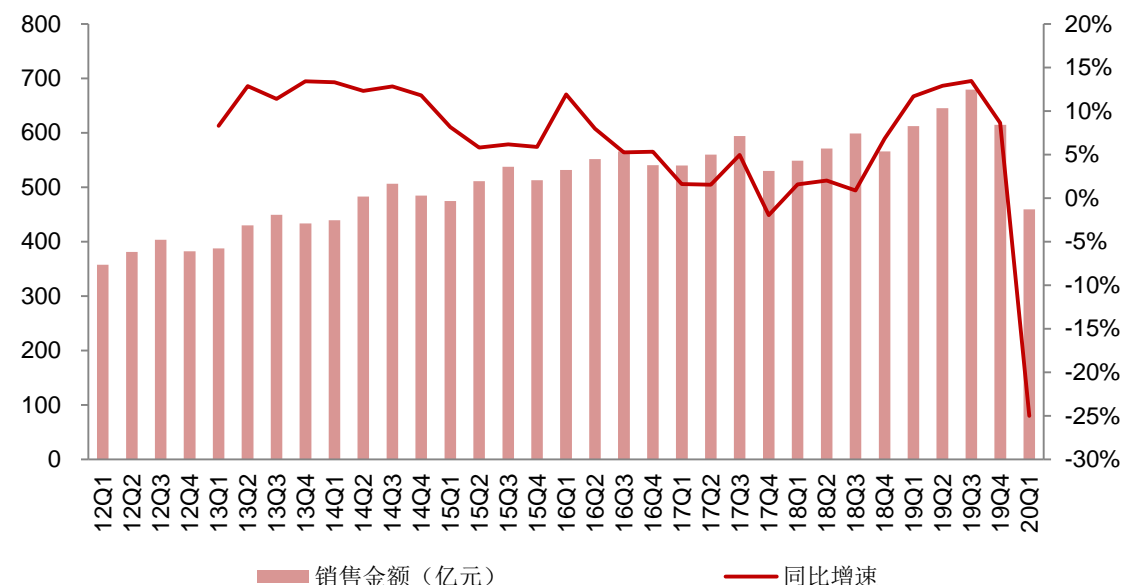
1.5 医药工业运行情况：7月医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：截至2020年1-7月累计实现营业收入1.3万亿元，同比-1.1%，降幅持续收窄；累计实现利润总额1855亿元，同比增加5%，增幅持续扩大。医药制造业随国内疫情好转正在稳健恢复中，1-8月营收同比增速有望实现扭负。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2019年PDB样本医院药品收入同比+11.7%，比2018年提升了9个百分点，我们认为主要是众多创新品种进入医保后快速放量所致。2020Q1，受疫情的影响，PDB样本医院收入下滑25%，进入Q2以来，国内医药行业逐步恢复，预计疫情对全年影响幅度较小，**全年增速有望达到5%-10%**。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，上市公司及创新药等或成行业主要增长动力，**全年增速有望能达到5%-10%**。

医药制造业收入及利润总额累计同比增速



12Q1~20Q1期间PDB药品销售收入



1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

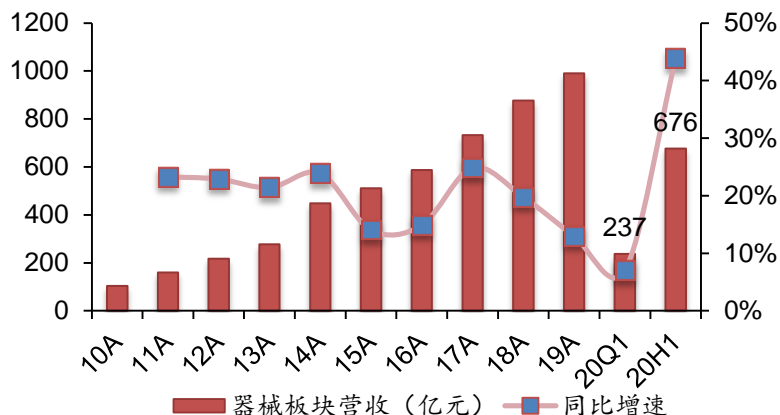
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

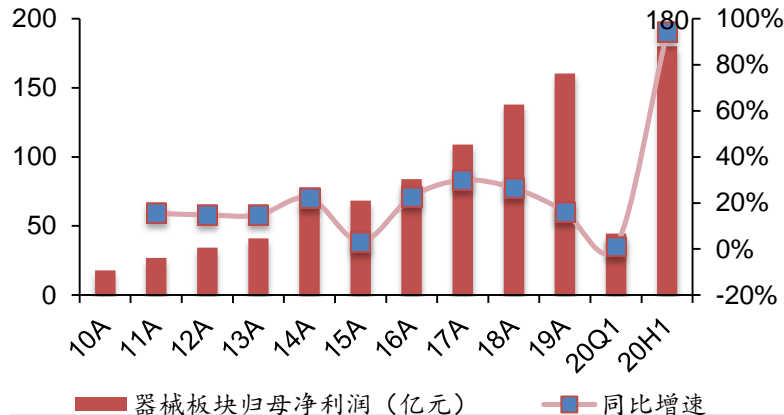
2.1 医疗器械：2020H1收入高增长，毛利率和四费率“剪刀差”拉动盈利能力大幅提升

- 器械板块上半年收入675.9亿元（+43.8%），归母净利润180.1亿元（+94.1%），扣非归母净利润171.5亿元（+119.1%）。业绩大幅增长的主要原因是疫情相关器械如检测试剂、呼吸机、口罩、手套等大幅放量。
- 上半年器械板块毛利率58.4%（+4.6pp），四费率24.6%（-5.8pp），“剪刀差”使得上半年净利率大幅提升至27.4%（+7.2pp）

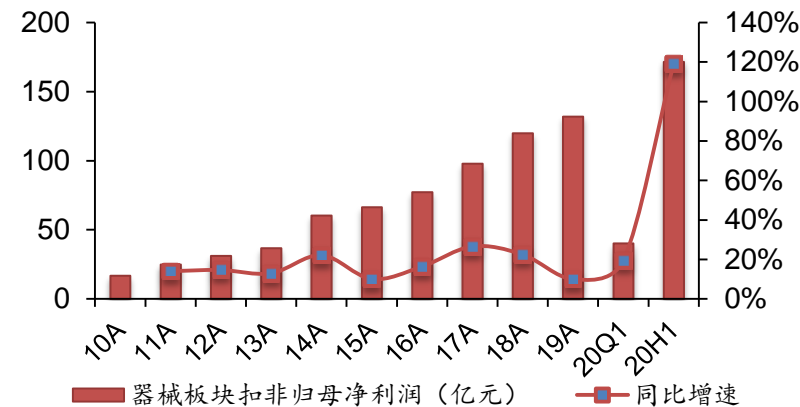
2010-2020H1医疗器械板块收入及增速



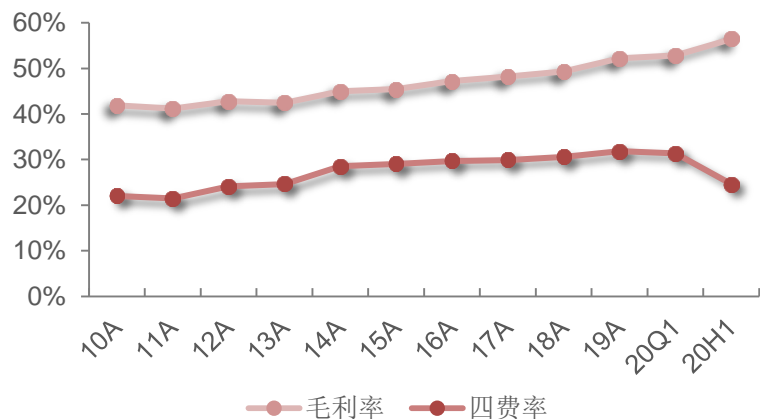
2010-2020H1医疗器械板块归母净利润及增速



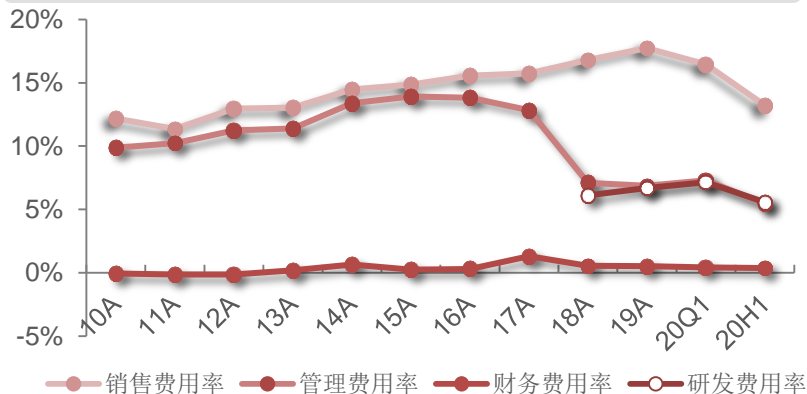
2010-2020H1医疗器械板块扣非归母净利润及增速



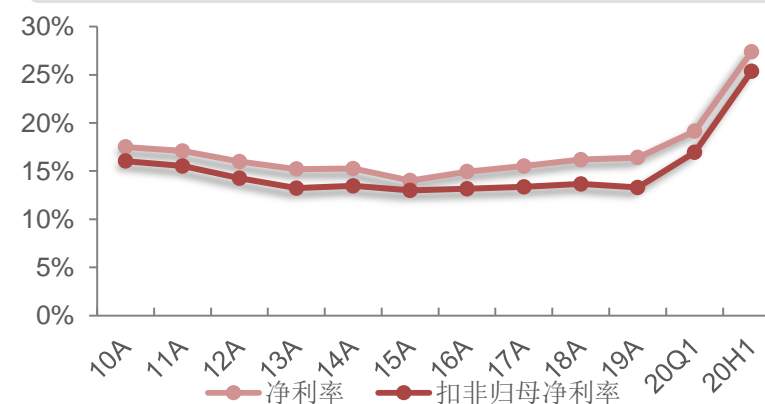
2020-2020H1医疗器械板块毛利率和四费率



2020-2020H1医疗器械板块四费率情况



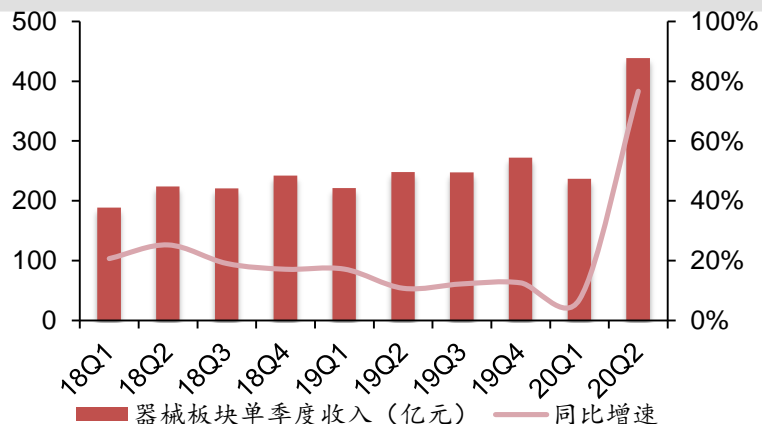
2020-2020H1医疗器械板块盈利能力



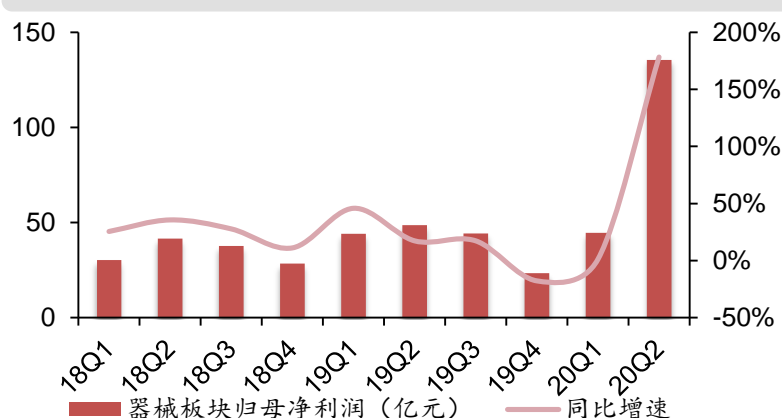
2.1 医疗器械单季度业绩分析：Q2收入环比加速，单季度净利率超30%，创历史新高

- 医疗器械板块Q1/Q2单季度收入237/438.9亿元（+7%/+76.6%），单季度净利润44.6/135.5亿元（+1.1%/+178.3%），主要因二季度部分疫情受益股业绩爆发式增长。
- Q2单季度毛利率58.4%（+6.4pp），单季度净利率30.9%（+11.3pp），创出历史新高。

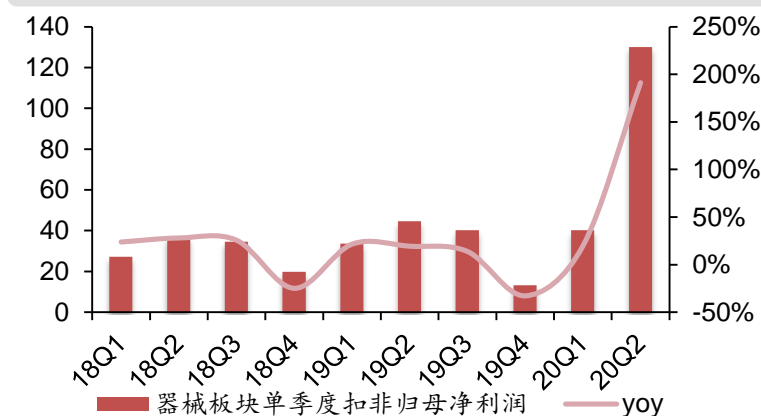
18Q1-20Q2医疗器械板块单季度收入及增速



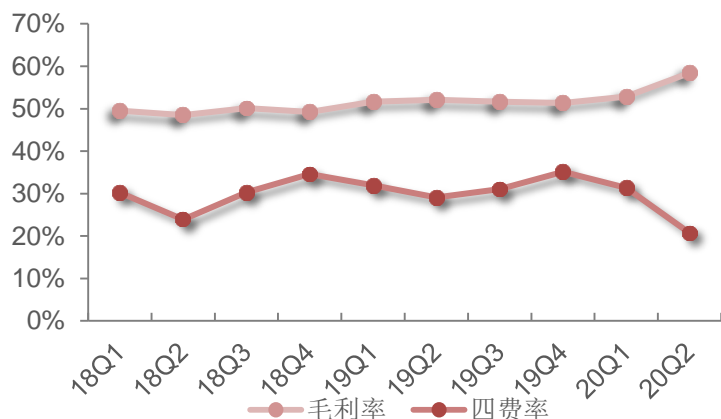
18Q1-20Q2医疗器械板块单季度归母净利润及增速



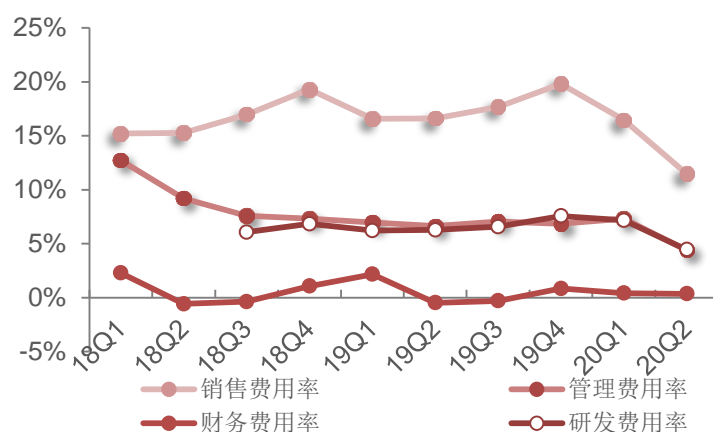
医疗器械板块单季度扣非归母净利润及增速



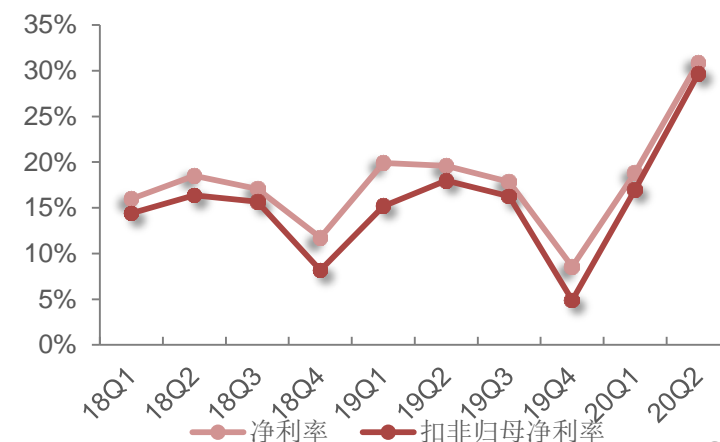
18Q1-20Q2医疗器械板块单季度毛利率和四费率



18Q1-20Q2医疗器械板块单季度四费率情况



18Q1-20Q2医疗器械板块单季度盈利能力



2.1 医疗器械公司收入分析：上半年33家公司（66%）收入实现同比增长

- 在我们选定的器械板块50家上市（不含科创板）公司样本中，上半年收入同比增长超过50%的有15家，占比30%，其中振德医疗以401%的增幅位列榜首。同比增长30~50%的有6家，占比12%，其中鱼跃增长37%。同比0~30%的有12家，其余17家出现不同程度下滑。

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值（亿）
振德医疗	112%	181%	627%	2961%	401%	1545%	152
英科医疗	56%	282%	650%	4743%	352%	2612%	336
达安基因	133%	559%	487%	1736%	314%	1186%	337
明德生物	-39%	-88%	506%	720%	254%	397%	57
南卫股份	0%	1%	412%	436%	227%	261%	33
九安医疗	99%	230%	332%	1569%	223%	618%	52
华大基因	36%	43%	368%	1415%	218%	734%	586
理邦仪器	33%	121%	236%	755%	135%	472%	137
奥美医疗	16%	65%	186%	1000%	106%	536%	180
宝莱特	17%	152%	186%	1629%	102%	768%	57
万孚生物	22%	35%	105%	162%	66%	117%	339
康德莱	37%	1%	83%	46%	62%	27%	81
凯普生物	9%	16%	97%	155%	59%	115%	108
阳普医疗	33%	143%	71%	693%	55%	542%	42
三鑫医疗	27%	142%	72%	168%	51%	160%	51
鱼跃医疗	16%	55%	56%	157%	37%	110%	369
蓝帆医疗	7%	51%	63%	244%	35%	165%	264
万东医疗	55%	787%	17%	41%	33%	137%	83
健帆生物	28%	42%	35%	45%	32%	44%	609
戴维医疗	14%	50%	47%	321%	31%	188%	61
科华生物	6%	1%	49%	60%	30%	39%	105
迈瑞医疗	21%	31%	35%	57%	29%	46%	4,163
乐心医疗	2%	105%	47%	111%	27%	110%	40
大博医疗	6%	8%	36%	40%	24%	27%	403
尚荣医疗	2%	35%	37%	121%	21%	73%	65

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值（亿）
维力医疗	-19%	-60%	51%	72%	21%	36%	40
三诺生物	14%	30%	24%	18%	19%	22%	210
欧普康视	-14%	-25%	37%	36%	13%	10%	396
乐普医疗	-11%	-34%	26%	32%	8%	-1%	699
山东药玻	7%	23%	7%	18%	7%	20%	301
艾德生物	-24%	-20%	31%	20%	6%	3%	193
安图生物	0%	-23%	4%	-9%	2%	-14%	694
正海生物	-27%	-28%	26%	49%	1%	8%	91
冠昊生物	-13%	17%	10%	1340%	-2%	214%	77
新华医疗	-15%	-94%	7%	-27%	-4%	-81%	73
迈克生物	-28%	-36%	17%	55%	-4%	15%	284
贝瑞基因	11%	-63%	-17%	-34%	-4%	-53%	219
正川股份	-13%	-19%	10%	85%	-4%	9%	91
福瑞股份	17%	58%	-25%	-51%	-6%	-6%	30
迪瑞医疗	-26%	-21%	12%	-10%	-6%	-14%	71
楚天科技	-36%	-527%	13%	95%	-9%	-63%	58
开立医疗	2%	-168%	-20%	-45%	-11%	-65%	132
基蛋生物	-28%	-49%	-1%	-23%	-14%	-38%	103
凯利泰	-22%	-31%	-7%	-15%	-15%	-22%	186
爱朋医疗	-47%	-42%	-2%	-8%	-21%	-20%	36
九强生物	-35%	-79%	-16%	-70%	-25%	-74%	134
美康生物	-36%	131%	-19%	4%	-27%	74%	70
和佳医疗	-58%	-152%	-2%	2917%	-30%	-14%	64
利德曼	-52%	-361%	-11%	326%	-30%	-173%	29
透景生命	-57%	-221%	-17%	-73%	-33%	-116%	58

2.1 医疗器械公司净利润分析：上半年35家公司（70%）归母净利润实现同比增长

- 在我们选定的器械板块50家上市公司样本中，上半归母净利润同比增长超过50%的有22家，占比44%，其中英科医疗以2612%的增幅位列榜首。同比增长30~50%的有4家，占比8%，其中迈瑞增长46%。同比0~30%的有9家，其余15家出现不同程度下滑。

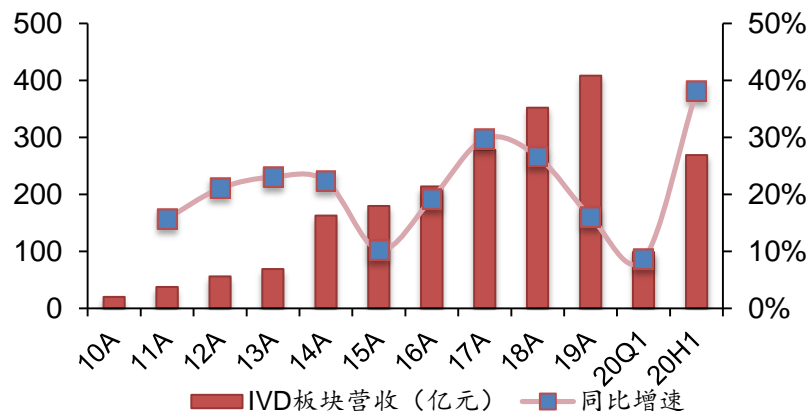
成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31 市值（亿）
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
英科医疗	56%	282%	650%	4743%	352%	2612%	336
振德医疗	112%	181%	627%	2961%	401%	1545%	152
达安基因	133%	559%	487%	1736%	314%	1186%	337
宝莱特	17%	152%	186%	1629%	102%	768%	57
华大基因	36%	43%	368%	1415%	218%	734%	586
九安医疗	99%	230%	332%	1569%	223%	618%	52
阳普医疗	33%	143%	71%	693%	55%	542%	42
奥美医疗	16%	65%	186%	1000%	106%	536%	180
理邦仪器	33%	121%	236%	755%	135%	472%	137
明德生物	-39%	-88%	506%	720%	254%	397%	57
南卫股份	0%	1%	412%	436%	227%	261%	33
冠昊生物	-13%	17%	10%	1340%	-2%	214%	77
戴维医疗	14%	50%	47%	321%	31%	188%	61
蓝帆医疗	7%	51%	63%	244%	35%	165%	264
三鑫医疗	27%	142%	72%	168%	51%	160%	51
万东医疗	55%	787%	17%	41%	33%	137%	83
万孚生物	22%	35%	105%	162%	66%	117%	339
凯普生物	9%	16%	97%	155%	59%	115%	108
乐心医疗	2%	105%	47%	111%	27%	110%	40
鱼跃医疗	16%	55%	56%	157%	37%	110%	369
美康生物	-36%	131%	-19%	4%	-27%	74%	70
尚荣医疗	2%	35%	37%	121%	21%	73%	65
迈瑞医疗	21%	31%	35%	57%	29%	46%	4,163
健帆生物	28%	42%	35%	45%	32%	44%	609
科华生物	6%	1%	49%	60%	30%	39%	105

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31 市值（亿）
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
维力医疗	-19%	-60%	51%	72%	21%	36%	40
大博医疗	6%	8%	36%	40%	24%	27%	403
康德莱	37%	1%	83%	46%	62%	27%	81
三诺生物	14%	30%	24%	18%	19%	22%	210
山东药玻	7%	23%	7%	18%	7%	20%	301
迈克生物	-28%	-36%	17%	55%	-4%	15%	284
欧普康视	-14%	-25%	37%	36%	13%	10%	396
正川股份	-13%	-19%	10%	85%	-4%	9%	91
正海生物	-27%	-28%	26%	49%	1%	8%	91
艾德生物	-24%	-20%	31%	20%	6%	3%	193
乐普医疗	-11%	-34%	26%	32%	8%	-1%	699
福瑞股份	17%	58%	-25%	-51%	-6%	-6%	30
和佳医疗	-58%	-152%	-2%	2917%	-30%	-14%	64
迪瑞医疗	-26%	-21%	12%	-10%	-6%	-14%	71
安图生物	0%	-23%	4%	-9%	2%	-14%	694
爱朋医疗	-47%	-42%	-2%	-8%	-21%	-20%	36
凯利泰	-22%	-31%	-7%	-15%	-15%	-22%	186
基蛋生物	-28%	-49%	-1%	-23%	-14%	-38%	103
贝瑞基因	11%	-63%	-17%	-34%	-4%	-53%	219
楚天科技	-36%	-527%	13%	95%	-9%	-63%	58
开立医疗	2%	-168%	-20%	-45%	-11%	-65%	132
九强生物	-35%	-79%	-16%	-70%	-25%	-74%	134
新华医疗	-15%	-94%	7%	-27%	-4%	-81%	73
透景生命	-57%	-221%	-17%	-73%	-33%	-116%	58
利德曼	-52%	-361%	-11%	326%	-30%	-173%	29

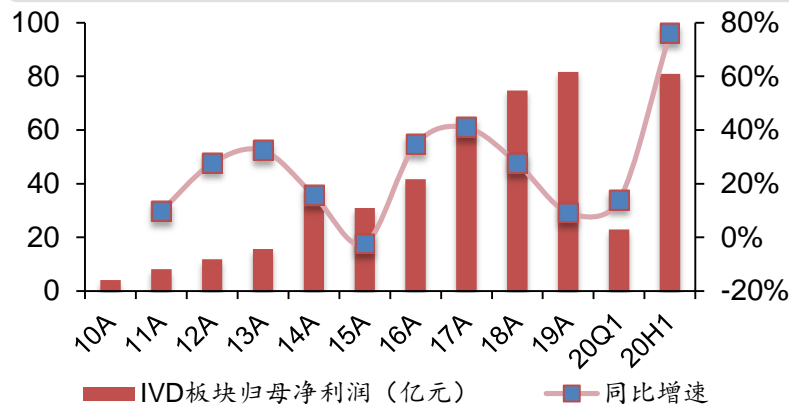
2.1 医疗器械：高值耗材受疫情冲击增速放缓，IVD和其他器械受益疫情大幅增长

- IVD板块（17家公司样本）上半年收入269.2亿元（+38.2%），归母净利润80.9亿元（+76%），因新冠检测试剂贡献极大增量。
- 高值耗材板块（7家公司样本）上半年收入69亿元（+9.6%），归母净利润21.8亿元（+8.8%），因疫情导致骨科、心血管等手术量下滑。
- 其他器械板块（26家公司样本）上半年收入291.7亿元（+79.6%），归母净利润73.8亿元（+302.2%），因呼吸机、监护仪、口罩、手套等防疫产品大幅增长。

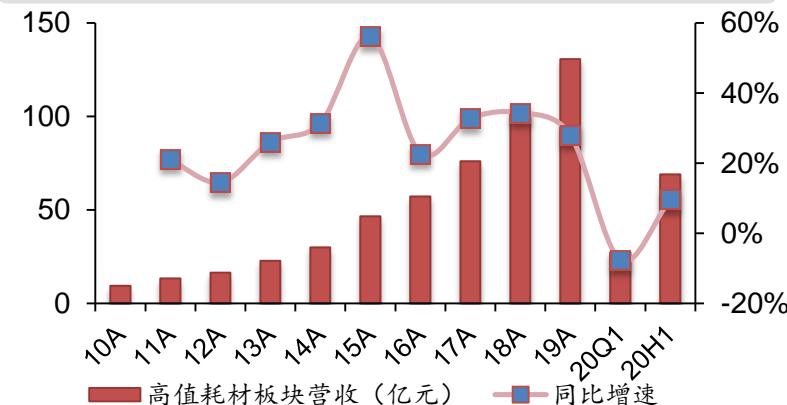
2010-2020H1 IVD板块收入及增速



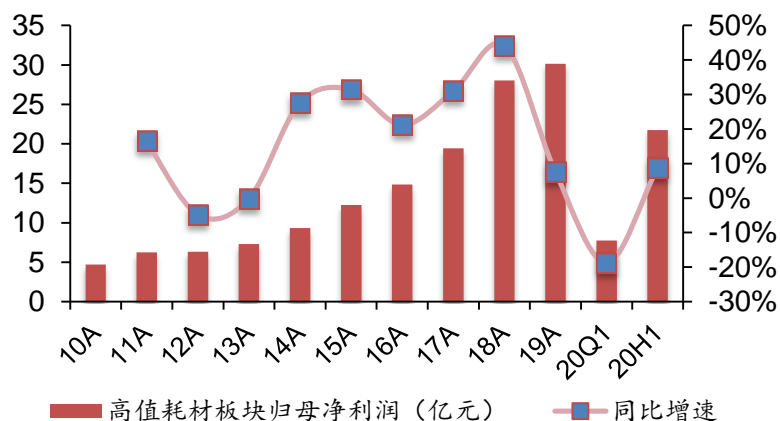
2010-2020H1 IVD板块归母净利润及增速



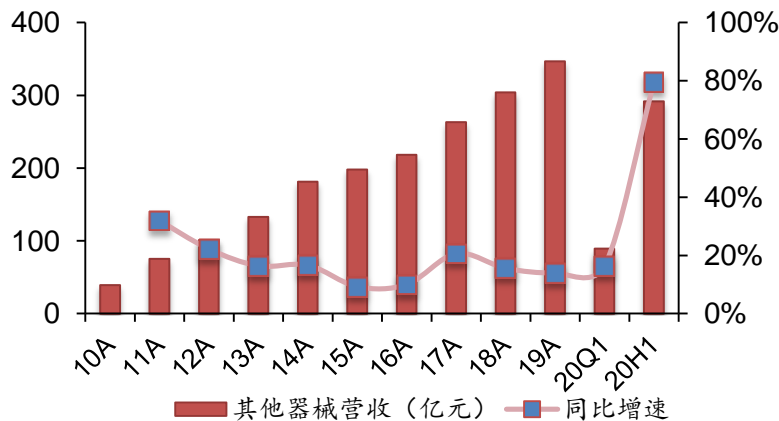
2010-2020H1 高值耗材板块收入及增速



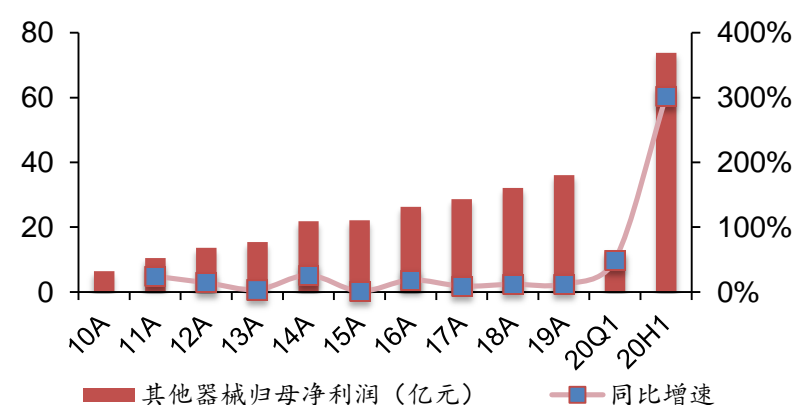
2010-2020H1高值耗材板块归母净利润及增速



2010-2020H1 其他器械收入及增速



2010-2020H1其他器械归母净利润及增速



2.1 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局“消费升级+国产替代”下的器械黄金十年

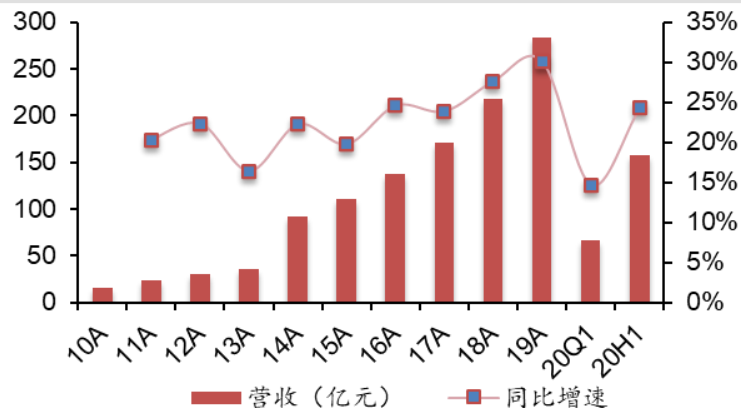
- **疫情彰显板块价值。**2020H1器械板块收入675.9亿元（+43.8%），归母净利润180.1亿元（+94.1%），毛利率和四费率“剪刀差”拉动盈利能力大幅提升，以我们选取的50家器械样本公司（不含科创）为例，上半年收入增速超过50%的有15家，同比增长30~50%的有6家，同比0~30%的有12家，其余17家出现不同程度下滑，归母净利润同比增长超过50%的有22家，同比增长30~50%的有4家，同比0~30%的有9家，其余15家出现不同程度下滑。疫情期间除了高值耗材受手术量下滑影响增速放缓，IVD和其他器械受益于诊断试剂、呼吸机、监护仪、手套、口罩等抗疫产品放量带动业绩大幅增长，疫情期间，器械板块抗风险的的价值得到凸显，后疫情时代有望持续受益于医疗新基建。
- **消费升级和国产替代共振。**一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，考虑到全球4500亿美元的器械市场70%以上是由美国、欧盟和日本贡献的，三者的人口不到10亿，长期看中国医疗器械空间巨大；另一方面，当前大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升，未来十年仍将是器械龙头黄金发展的十年。
- **带量采购成为耗材招采新常态，龙头有望以价换量。**人工晶体、支架、骨科、补片等产品在众多省份成为带量采购试点品种，未来高值耗材集采有望常态化。我们当前建议密切关注两个指标，一个是降价幅度，一个是品种格局，一方面降价将带来经销商渠道利润和中标者费用的大幅减少，考虑到出厂价往往是终端价的30-40%，适当降价不会影响到企业出厂净价，另一方面，品种格局较好、国产化率较低的品种的，中标者量的增长的将弥补价格的下降，同时低价将带动国内高值耗材渗透率的长期提升，中标利大于弊。
- **国产创新器械扬帆起航。**国产企业研发能力持续提升，在中高端医疗器械领域不断推出产品，打破了外资长期垄断的局面，例如大型医学影像、内窥镜、化学发光分析仪等，并在某些领域开始率先推出新产品，例如可降解支架、介入瓣膜等。集采时代，创新器械有望像创新药一样走出独立的长牛行情。
- **投资建议。**把握消费升级和进口替代的主旋律，推荐各领域技术突破、创新能力强、有望受益政策方向的龙头和创新器械：综合性医疗器械龙头迈瑞医疗（300760）；IVD领域化学发光龙头安图生物（603658）、迈克生物（300463）、POCT龙头万孚生物（300482）、伴随诊断艾德生物（300685）；心血管龙头乐普医疗（300003）、心脉医疗（688016）、佰仁医疗（688198）；家用医疗器械龙头鱼跃医疗（002223）；骨科领域凯利泰（300326）、大博医疗（002901）；内镜诊疗领域推荐开立医疗（300633）、南微医学（688029）；血液净化领域健帆生物（300529）、三鑫医疗（300453）。

- 1、医药行业2020年中期业绩总览
- 2、医药子行业2020年中报总结
 - 2.1 医疗器械
 - 2.2 CXO**
 - 2.3 药 店
 - 2.4 原 料 药
 - 2.5 生物制剂
 - 2.6 医疗服务
 - 2.7 医药流通
 - 2.8 中 药
 - 2.9 化学制剂
- 3、投资策略
- 4、重点公司盈利预测

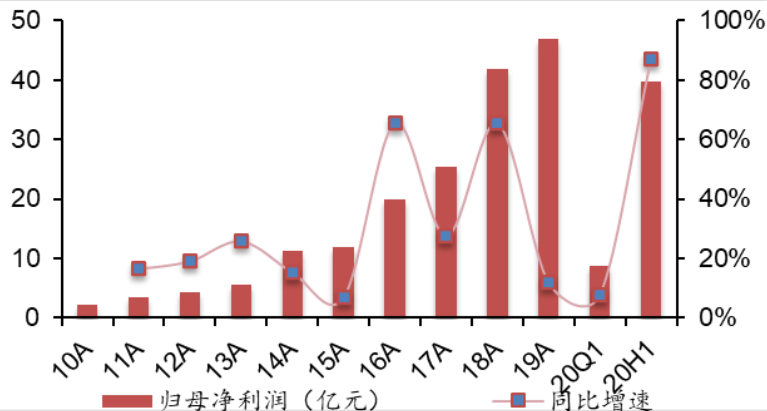
2.2 CXO：海外产能转移持续，业绩增长加速

- 10家CXO公司2020H1收入总额增速为24.3%，归母净利润总额增速为87.3%，扣非后归母净利润总额增速为29.5%。
- CXO板块2020H1毛利率为40%，净利率为26%，扣非后归母净利润率为16%。
- CXO板块2020H1销售费用率为3%，管理费用率为12%，财务费用率为1%，研发费用率为3%。

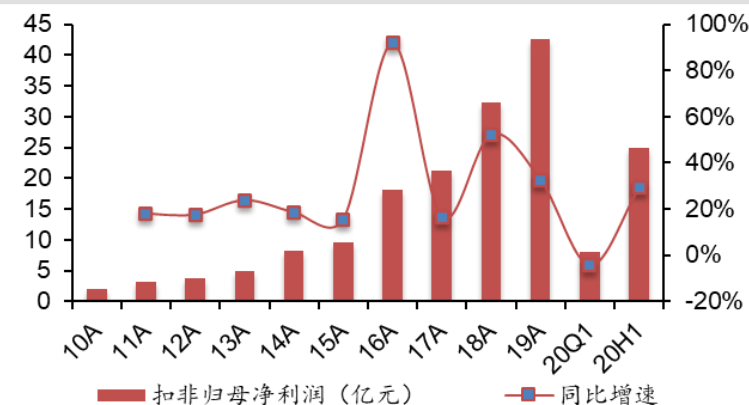
2010年~20H1CXO板块收入及增速



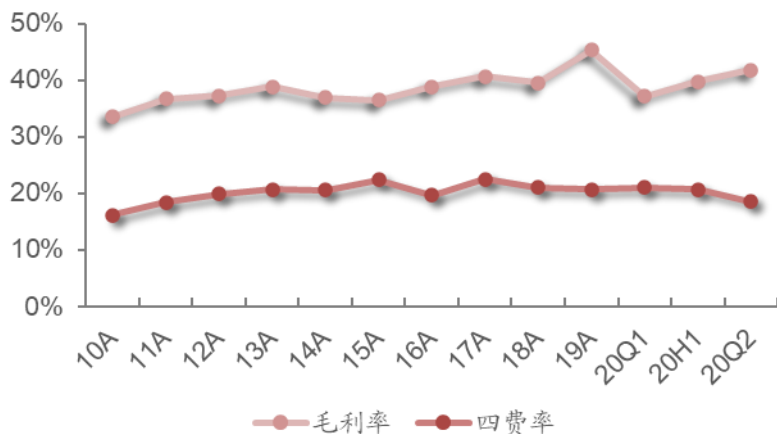
2010年~20H1CXO板块归母净利润及增速



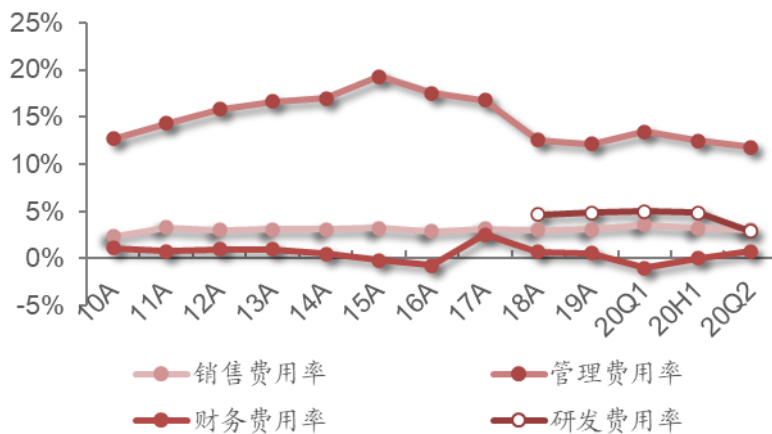
2010年~20H1CXO板块扣非归母净利润及增速



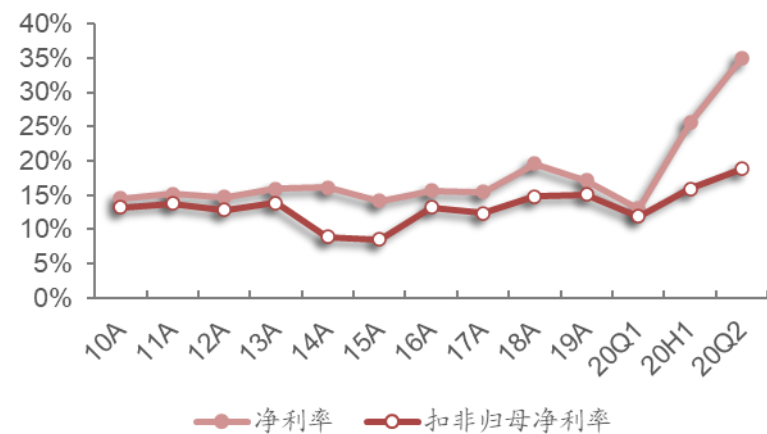
2010年~20H1CXO板块毛利率与四费率趋势



2010年~20H1CXO板块期间费用率趋势



2010年~20H1CXO板块净利率趋势

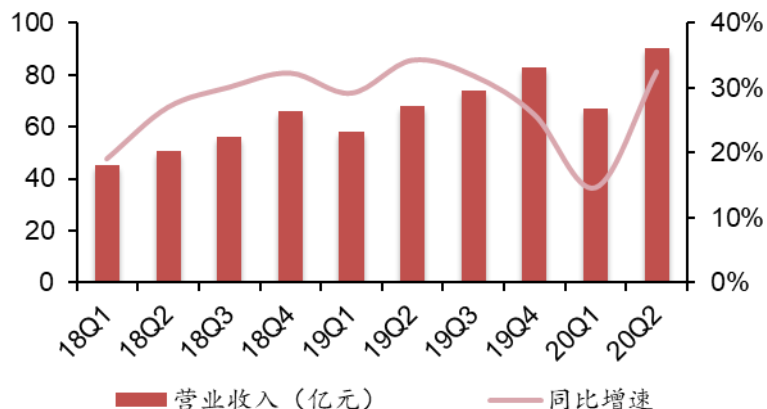


数据来源：Wind，西南证券整理

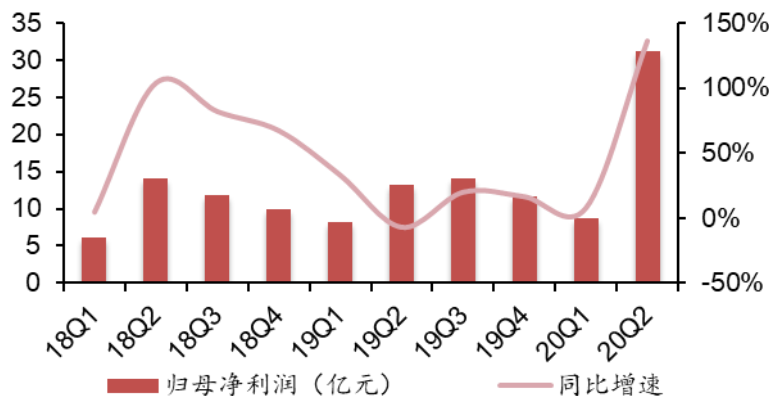
2.2 CXO：海外产能转移持续，业绩增长加速

- CXO板块2020Q1收入总额、归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为14.6%、8%和-5%；2020Q2收入总额、归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为32.6%、136%和56%，2020Q2开始业绩增长加速，主要是受到海外疫情影响，海外订单向国内部分转移。

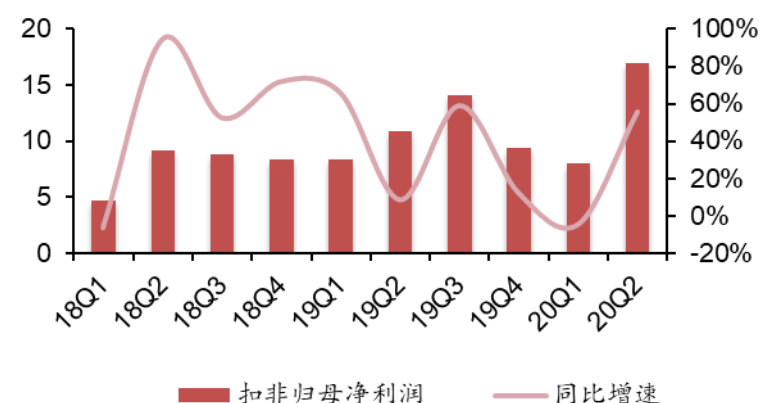
18Q1~20Q2单季度CXO收入及增速



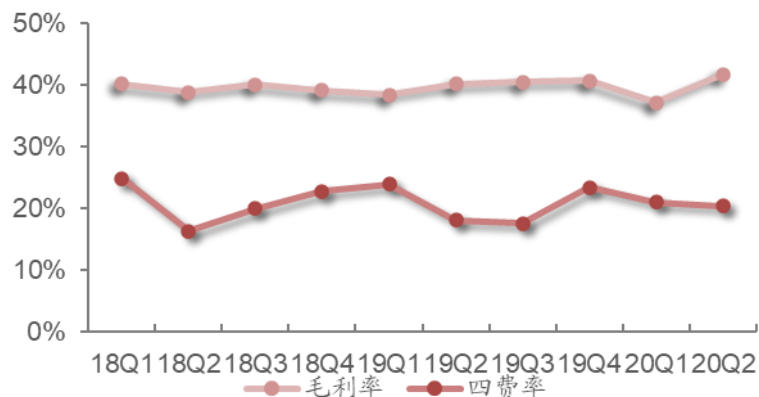
18Q1~20Q2单季度CXO归母净利润及增速



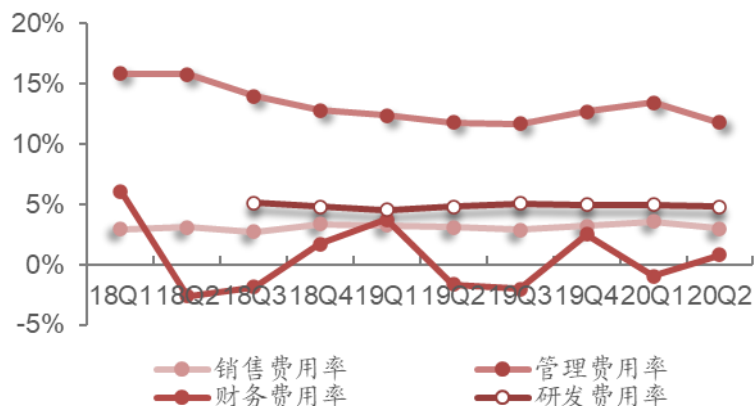
18Q1~20Q2单季度CXO扣非归母净利润及增速



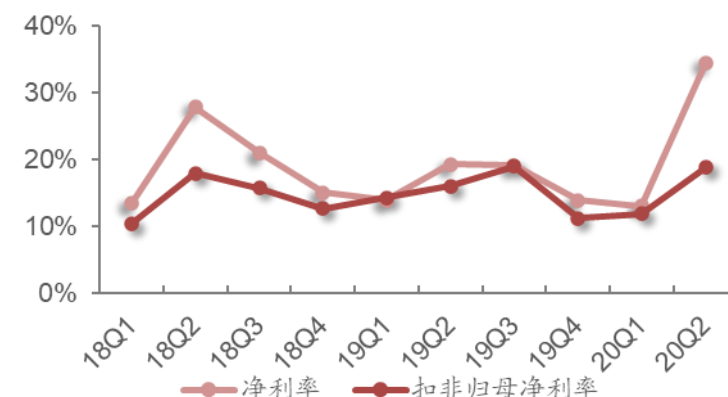
18Q1~20Q2单季度CXO毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度CXO期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度CXO净利率趋势



2020H1，CXO板块中收入增速超过30%的企业有4家，超过10%的企业有8家，10家公司收入均实现同比增长。

2020H1，CXO板块中归母净利润增速超过30%的企业有7家，超过10%的企业有9家，仅一家公司同比下降。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
昭衍新药	108%	59%	92%	101%	98%	89%	230
药石科技	12%	-16%	108%	65%	58%	26%	194
博腾股份	55%	192%	44%	70%	48%	100%	195
康龙化成	26%	87%	41%	253%	34%	197%	849
药明康德	15%	-22%	29%	111%	23%	62%	2,589
博济医药	-43%	-524%	57%	1037%	18%	303%	31
九洲药业	-2%	-25%	34%	64%	17%	26%	282
凯莱英	0%	17%	28%	51%	16%	38%	634
量子生物	-6%	-155%	23%	132%	9%	-17%	113
泰格医药	7%	75%	10%	260%	9%	184%	960

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
博济医药	-43%	-524%	57%	1037%	18%	303%	31
康龙化成	26%	87%	41%	253%	34%	197%	849
泰格医药	7%	75%	10%	260%	9%	184%	960
博腾股份	55%	192%	44%	70%	48%	100%	195
昭衍新药	108%	59%	92%	101%	98%	89%	230
药明康德	15%	-22%	29%	111%	23%	62%	2,589
凯莱英	0%	17%	28%	51%	16%	38%	634
九洲药业	-2%	-25%	34%	64%	17%	26%	282
药石科技	12%	-16%	108%	65%	58%	26%	194
量子生物	-6%	-155%	23%	132%	9%	-17%	113

数据来源：Wind，西南证券整理

海外产能转移加快，业绩增长加速

- 2020年一季度，CXO业绩增速较低，主要与开工率较低有关。进入二季度，国内疫情消除，CXO企业全面复工，但海外疫情严峻，海外药企订单加速向我国转移，从而带动我国CXO企业二季度业绩快速增长，预计增长趋势有望延续。

成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移

- CXO行业对人才、原材料、资本等依赖度较高，我国人才供给充足且人工成本相对较低，我国原材料供给充足，价格也远低于欧美，成本优势推动下，CXO海外产能逐步向我国转移，同时我国相比其他发展中国家有较为完善的知识产权保护体系，安全性高，所以欧美企业外包给我国企业的意愿较强。2020年上半年海外疫情严峻，进一步带动我国CXO行业发展。

国内创新药崛起，进一步带动CXO行业发展

- 我国大型制药企业纷纷转型研发创新，研发投入持续加大，且随着国家出台的一系列鼓励创新的政策以及海外人才的回流，我国初创型创新药企业数量快速增加，逐步成为创新研发的主力。2018年我国一级市场创新药企业融资额大幅增加，2019年融资额仍然接近200亿元，融资事件数量也进一步达到新高，初创型医药企业对研发和生产外包的需求更高，也将进一步带动我国CXO行业发展。

投资建议

- 成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移，同时国内创新药崛起进一步为CXO行业带来增量空间，预计CXO板块业绩有望保持高速增长，且确定性较高。推荐实现CRO+CDMO一体化的龙头企业药明康德、小分子CDMO凯莱英，建议关注康龙化成、泰格医药和量子生物等。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

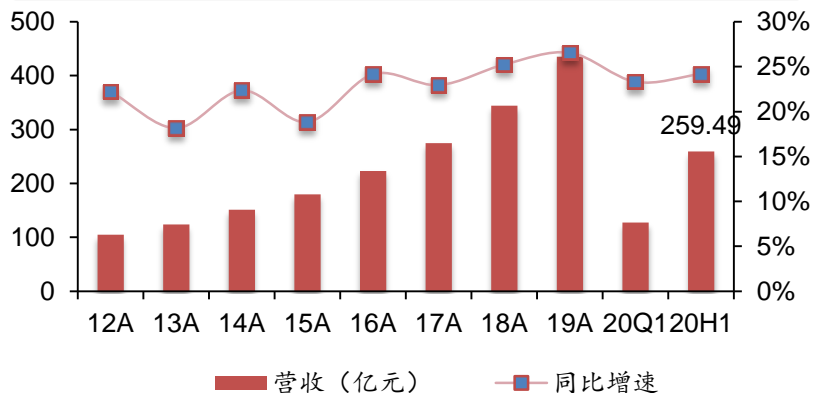
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

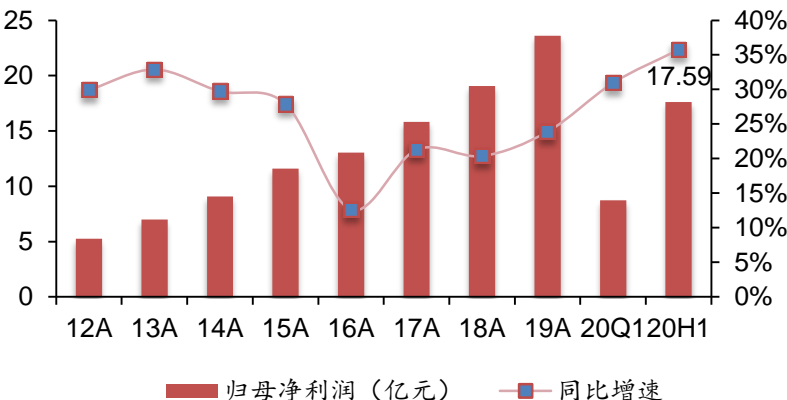
2.3 药店2020H1业绩分析：疫情带动客流量提升，利润增长提速

- 4家药店公司2020H1收入总额增速为24.2%、归母净利润总额为35.7%。
- 盈利能力方面，药店行业上市公司2020H1毛利率略有回落、但期间费用率也下降明显，其中：1) 毛利率略有回落：产品收入贡献结构变化；2) 销售费用率下降：H1受疫情影响减少了推广营销；3) 管理费用率平稳：规模效应体现；4) 财务费用率保持平稳。

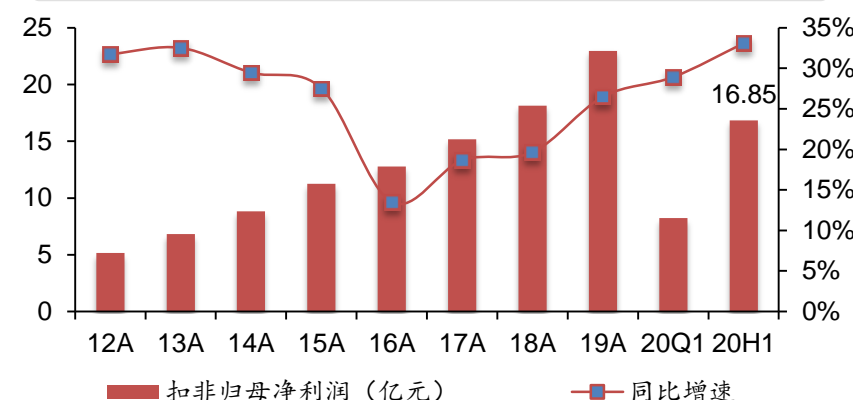
2012年~20H1药店板块收入及增速



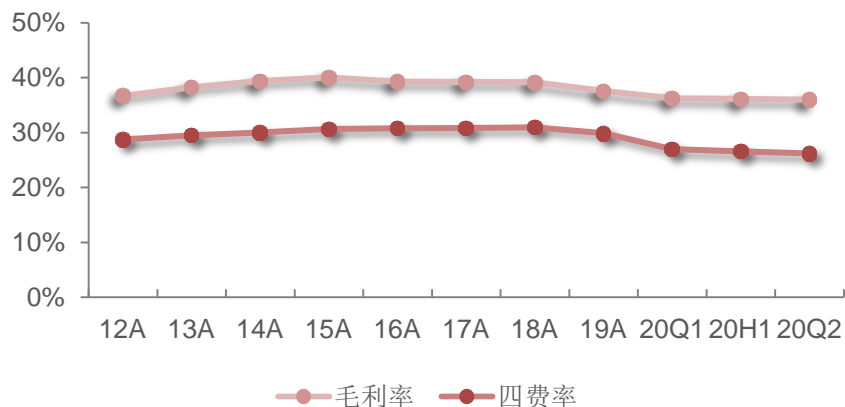
2012年~20H1药店板块归母净利润及增速



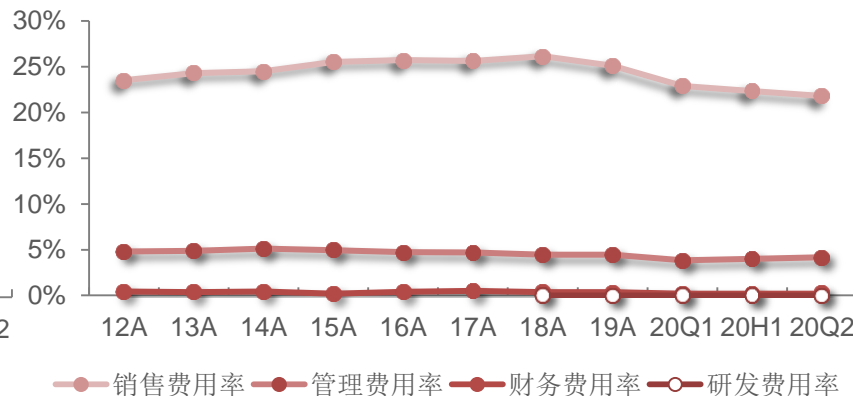
2012年~20H1药店板块扣非归母净利润及增速



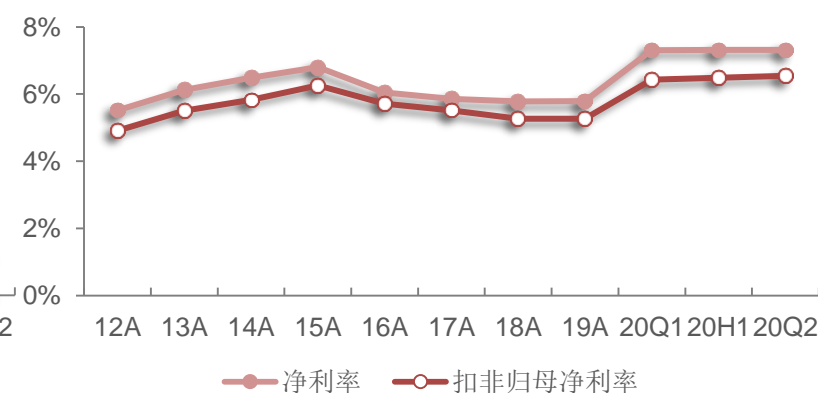
2012年~20H1药店板块毛利率与四费率趋势



2012年~20H1药店板块期间费用率趋势



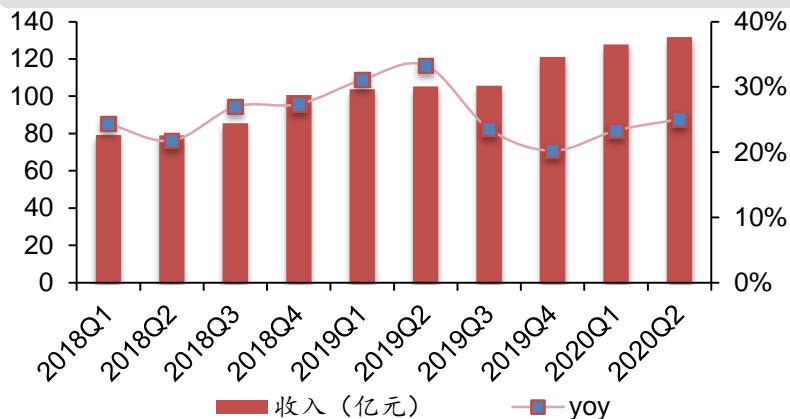
2012年~20H1药店板块净利率趋势



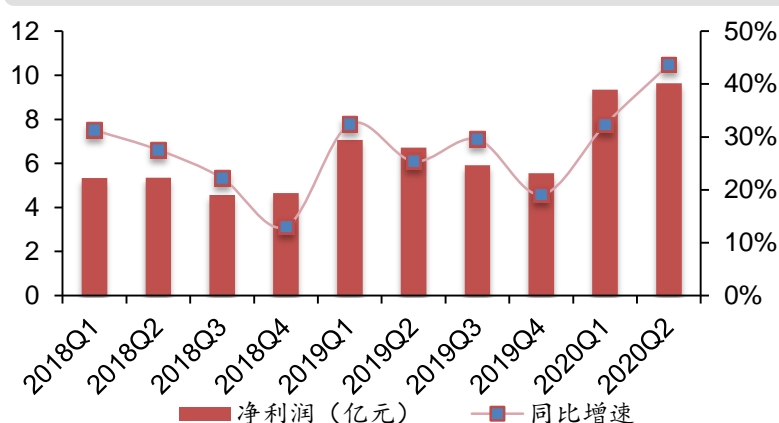
2.3 药店单季度业绩分析：门店扩张回归正轨，促进Q2业绩增长

- 2020Q1年收入总额增速为23.3%、归母净利润总额增速为30.9%；
- 2020Q2收入总额与归母净利润增速分别为25.1%、40.8%，疫情影响减小，2020Q2加速快速恢复。

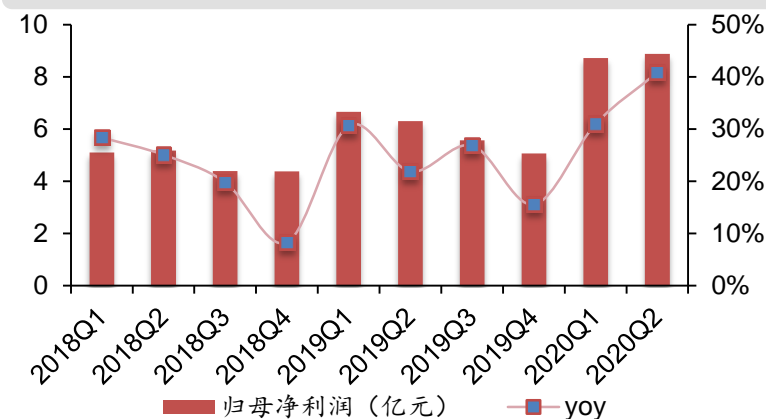
18Q1~20Q2单季度药店收入及增速



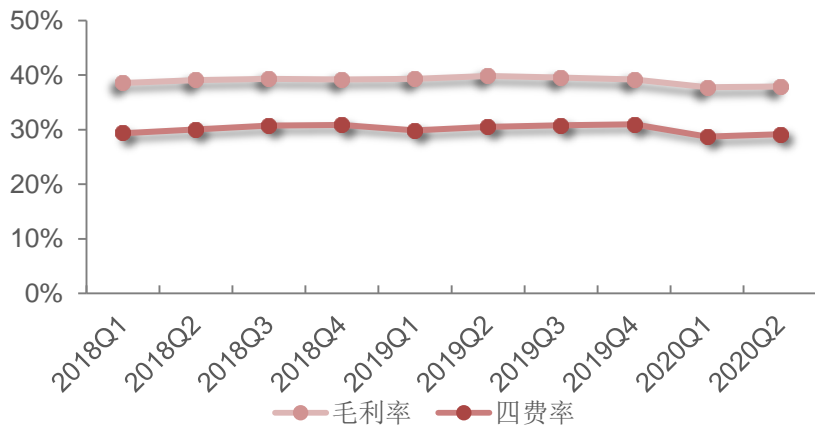
18Q1~20Q2单季度药店净利润及增速



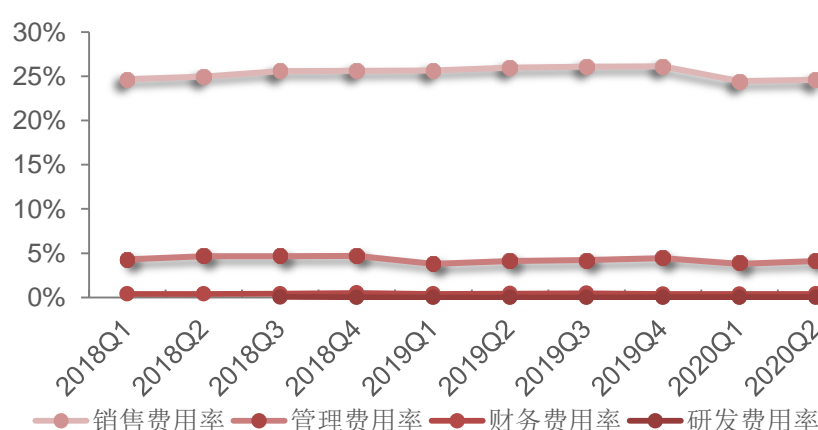
18Q1~20Q2单季度药店扣非归母净利润及增速



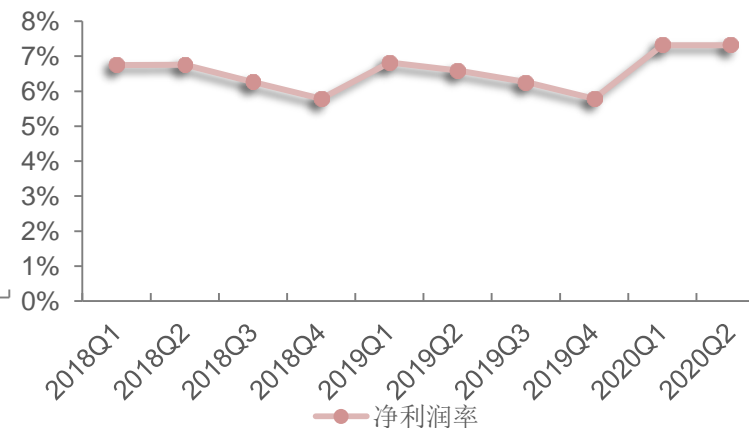
18Q1~20Q2单季度药店毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度药店期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度药店净利率趋势



2.3 药店样本标的收入和净利润分析：四家药店上半年业绩实现良好增长

- 在我们选定的药店板块4家上市公司样本中，上半归母净利润同比增长均超过20%，其中大参林的增速最高，达到56%。

成分股 增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31 市值
	收入	归母 净利润	收入	归母 净利润	收入	归母 净利润	
大参林	30%	52%	34%	60%	32%	56%	559
益丰药房	23%	30%	26%	38%	25%	34%	535
老百姓	20%	23%	21%	26%	21%	24%	363
一心堂	19%	17%	19%	31%	19%	23%	238

A股药店领域2020H1业绩一览

	2020H1					2019				
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	国药一致	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	国药一致
收入(亿元)	69.40	60.29	66.87	62.93	86.10	111.41	104.79	116.63	102.76	127.54
增速	32%	19%	21%	25%	33%	26%	14%	23%	49%	17.24%
净利润(亿元)	6.06	4.16	4.13	4.63	2.5	6.97	6.03	6.15	6.09	3.12
增速	60%	24%	29%	36%	34%	33%	16%	22%	38%	3.37%
净利率(%)	8.73	6.91	6.18	7.36	2.90	6.25	5.76	5.27	5.93	2.45
毛利率(%)	38.07	36.21	32.31	38.08	24.81	39.48	38.70	33.59	39.01	24.74
销售费用率(%)	22.13	24.24	19.68	23.59		26.02	27.05	21.56	26.09	
管理费用率(%)	4.09	3.41	4.52	4.06		4.67	4.09	4.77	4.32	
财务费用率(%)	(0.02)	0.10	0.43	0.54		0.27	0.20	0.57	0.37	
日均坪效(元/平方米)	88.93	48.34	61	66.4	80.6	85.97	44.34	60.00	59.43	66.52
租金/营业收入	16.79	18.87	15.14	13.91	15.4	15.17	16.83	14.42	12.72	15.55
销售人员薪酬/营业收入	13%	13%	9%	13%		15%	15%	11%	13%	
人均销售收入(万元)	25.93	21.81	28.93	25.98		41.63	37.91	50.47	42.43	
人均净利润(万元)	2.26	1.51	1.79	1.91		2.60	2.18	2.66	2.51	
门店数	5212	6683	5801	5137	5838	4756	6266	5128	4752	5021
增速(同比)	25%	9%	27%	24%	27%	23%	9%	33%	32%	17%
增速(环比)	10%	7%	13%	8%	16%	15%	2%	12%	15%	9%
其中：直营门店	5106	6683	4365	4644	4516	4702	6266	3894	4366	3744
加盟店	106		1436	493	1322	54		1234	386	1277
其中：当期自建	439	535	418	269	207	394	718	466	639	531
当期收购	2		94	45	817	498		243	381	
当期加盟	52		202	108		54		676	217	246
当期搬迁		88		64			124			
当期闭店	37	30	41	37	87	70	86	104	96	169
当期净增	456	417	673	385	937	876	508	1281	1141	608

2.3 药店板块：集采大背景下，渠道价值凸显，处方外流加速推进

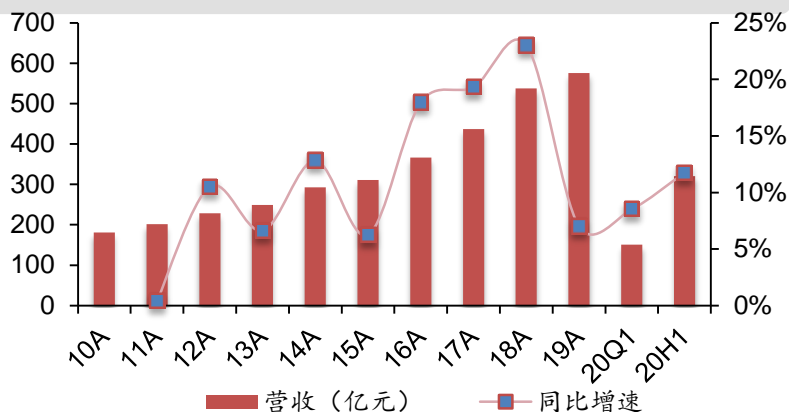
- **药店是不可或缺的购药渠道。**上半年国内疫情爆发，药店的抗疫产品销量大增，再加上患者从医院转向药店购药，药店的客流量明显增长。以上两个因素促进了药店在上半年特别是一季度的较快增长。
- **集采大背景下，药店渠道价值凸显。**8月20日，第三次国家药品集采中标结果披露，涉及56个品种，中标55个流标1个。参与企业194家，最终123家中标，中标企业中仅有3家外资企业。外资企业战略性放弃标内市场，必然转向零售市场，再加上集采背景之下，部分企业的销售策略开始向零售倾斜，药店上游合作企业增加，渠道价值凸显。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方。**院边店、DTP药房、慢病资质医保药店、带量采购相关品种流向药店、互联网+线下药店等多因素均助力处方流向线下药店。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。从四家上市公司2019年报显示，处方药销售占比均呈上升趋势。
- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。一季度的疫情引导客流向大连锁药店集中，对药店的业绩具有正向影响的同时也拖慢了收购和开店步伐，下半年预计将会加速，全年仍将维持较高的扩张速度，四家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。
- **投资建议：**我国连锁药店集中度TOP10市场份额仅为20%，大连锁收购&自建门店空间大，行业集中度持续提升；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。重点推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

- 1、医药行业2020年中期业绩总览
- 2、医药子行业2020年中报总结
 - 2.1 医疗器械
 - 2.2 CXO
 - 2.3 药 店
 - 2.4 原料药**
 - 2.5 生物制剂
 - 2.6 医疗服务
 - 2.7 医药流通
 - 2.8 中 药
 - 2.9 化学制剂
- 3、投资策略
- 4、重点公司盈利预测

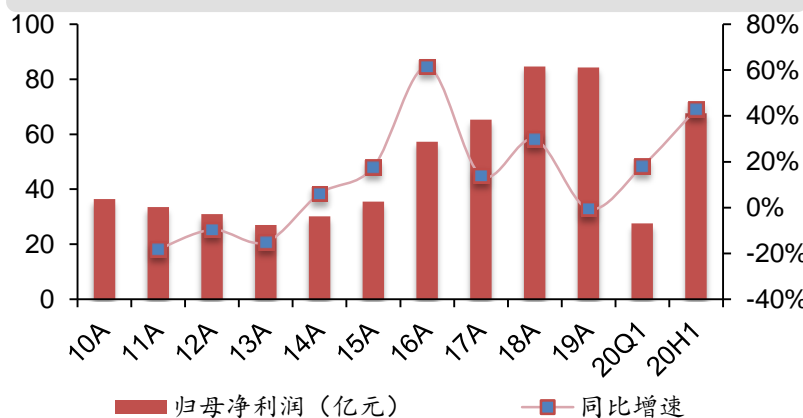
2.4 原料药：业绩稳健增长，盈利能力提升

- 我们选取了23家原料药板块企业，上半年实现收入320.4亿元（+11.7%），归母净利润67.7亿元（+42.9%），扣非归母净利润62.8亿元（+59.7%）。业绩增长的原因在于部分受疫情影响需求上升的原料药价格上涨，如清热解毒类、抗生素产品。
- 上半年原料药板块毛利率43.3%（+4.1pp），四费率19.1%（-2.1pp），使得上半年净利率大幅提升至21.1%（+4.6pp）。

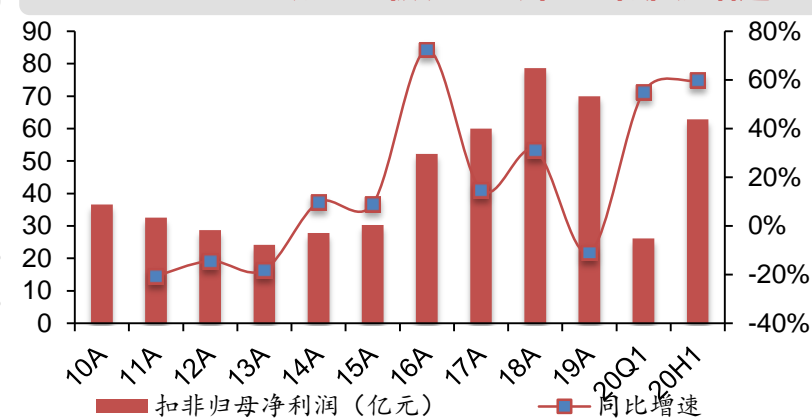
2010年~20H1原料药板块收入及增速



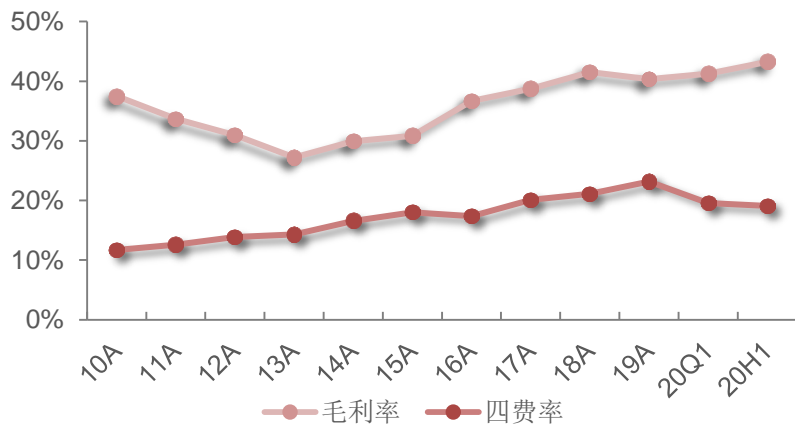
2010年~20H1原料药板块归母净利润及增速



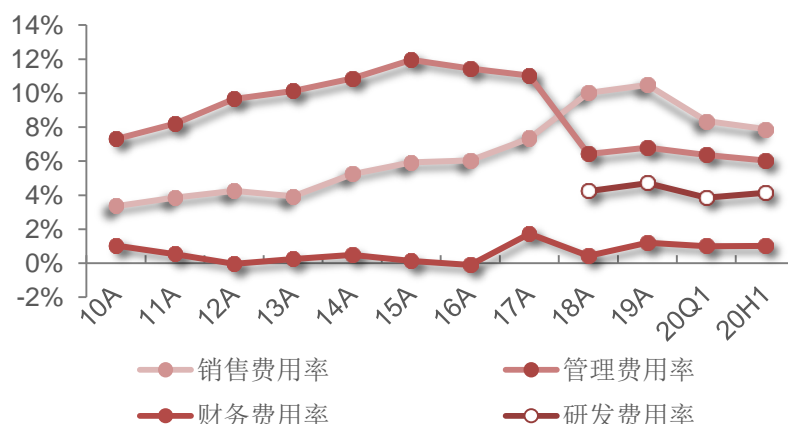
2010年~20H1原料药板块扣非归母净利润及增速



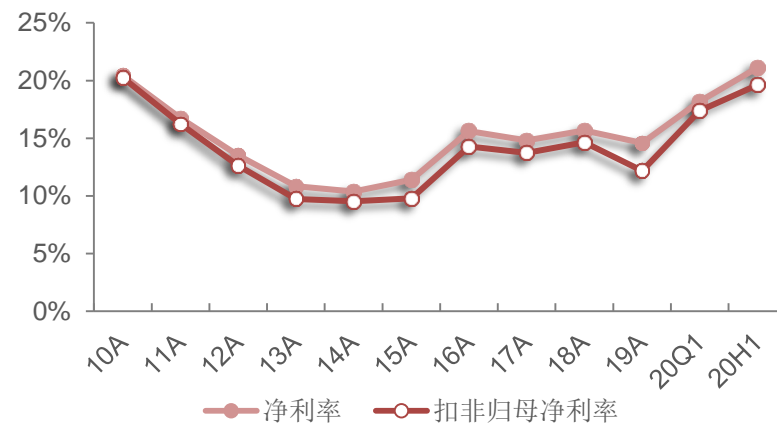
2010年~20H1原料药板块毛利率与四费率趋势



2010年~20H1原料药板块期间费用率趋势



2010年~20H1原料药板块净利率趋势

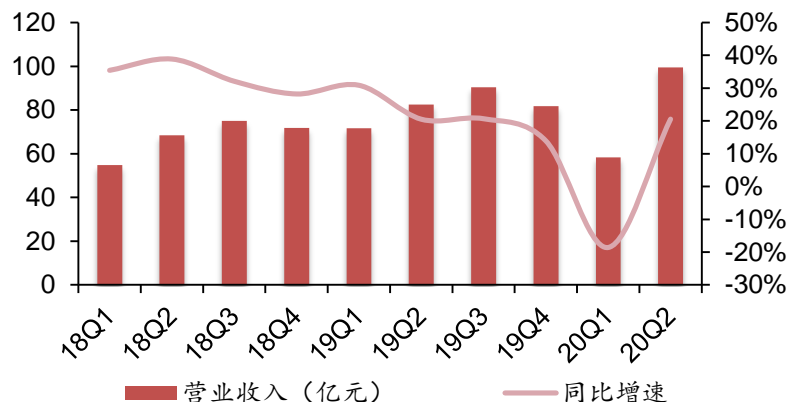


数据来源：Wind，西南证券整理

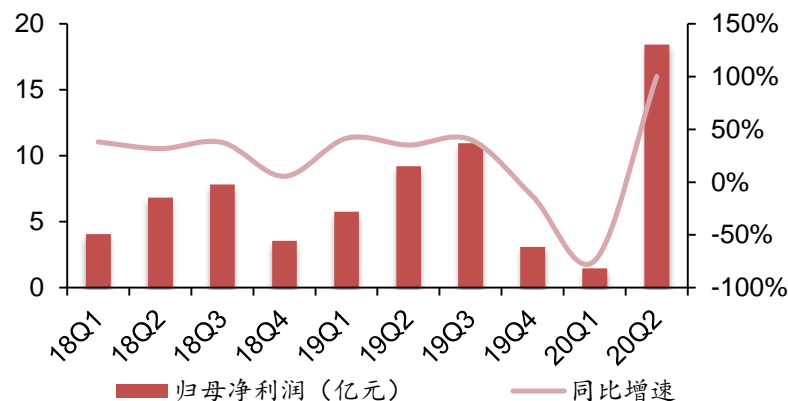
2.4 原料药：业绩稳健增长，盈利能力提升

- 原料药板块Q1/Q2单季度收入150.6/169.8亿元（+8.5%/+14.8%），单季度归母净利润27.5/40.1亿元（+18%/67%），Q2业绩更进一步。
- Q2单季度毛利率45%（环比+3.8pp），单季度净利率23.6%（环比+3.8pp）。受印度疫情影响，部分订单需求向国内转移，原料药供需结构和竞争格局在二季度持续向好，产品价格维持较高，销售费用率向下（环比-0.9pp）。

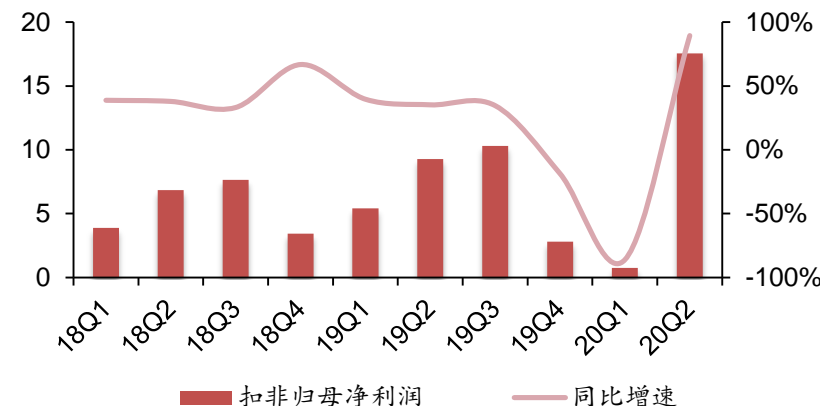
18Q1~20Q2单季度原料药收入及增速



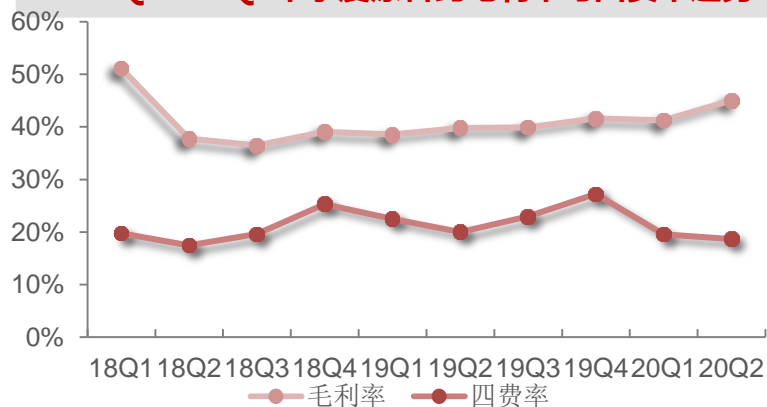
18Q1~20Q2单季度原料药归母净利润及增速



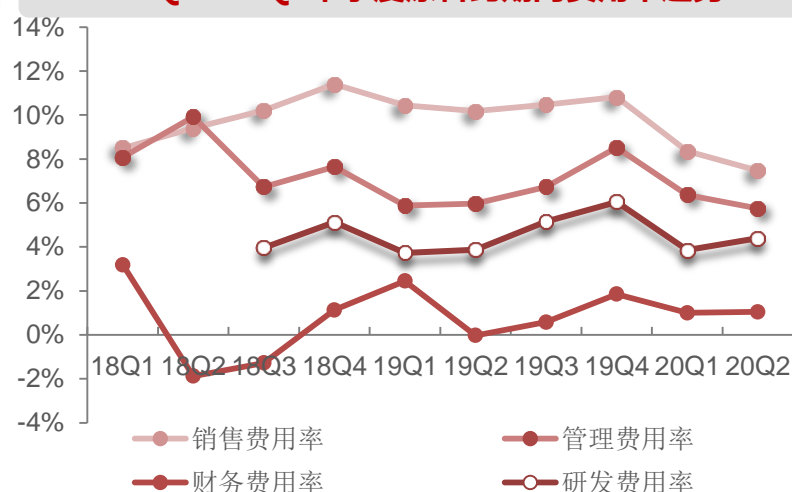
18Q1~20Q2单季度原料药扣非归母净利润及增速



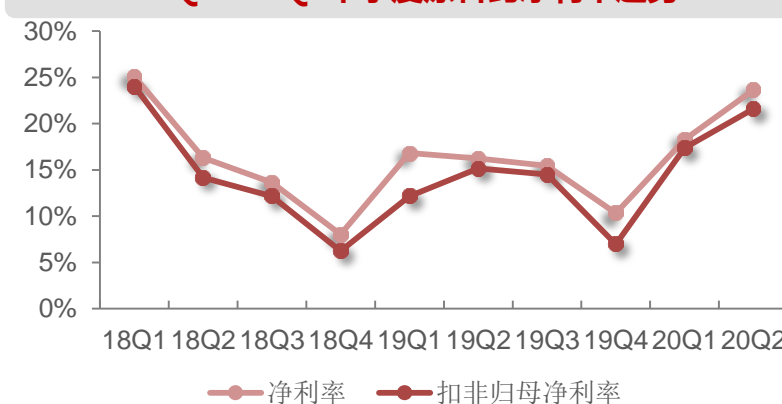
18Q1~20Q2单季度原料药毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度原料药期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度原料药净利率趋势



2.4 原料药：业绩稳健增长，盈利能力提升

- 在我们选定的原料药23家上市公司样本中，有15家（65%）上半年收入正增长，4家公司（17%）收入增长较快超过30%。圣达生物以80%增速位居榜首。
- 上半年归母净利润同比增长超过50%的有9家，占比39%，圣达生物以346%的增幅位列榜首。同比增长0~50%有9家，负增长5家。

2020年上半年原料药公司收入与归母净利润增速-按20H1净利润增速降序

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
圣达生物	62%	342%	96%	348%	80%	346%	56
奥翔药业	36%	170%	84%	36%	62%	69%	98
富祥药业	24%	57%	51%	123%	38%	92%	95
新和成	43%	77%	31%	103%	37%	91%	704
海普瑞	37%	-50%	14%	727%	25%	6%	337
同和药业	18%	253%	24%	16%	22%	56%	46
健友股份	20%	37%	17%	45%	19%	41%	460
美诺华	12%	3%	19%	45%	16%	25%	77
山河药辅	8%	23%	23%	21%	16%	22%	54
司太立	-1%	12%	26%	80%	14%	50%	231
普洛药业	2%	40%	22%	61%	12%	53%	335
亿帆医药	17%	120%	8%	17%	12%	48%	370
新华制药	5%	14%	7%	19%	6%	17%	52
新诺威	4%	29%	7%	32%	5%	31%	104
金达威	19%	65%	-8%	16%	3%	34%	263
浙江医药	-7%	12%	3%	88%	-2%	52%	176
广济药业	-26%	-144%	12%	-1%	-7%	-70%	32
黄山胶囊	-10%	3%	-7%	7%	-9%	5%	22
永安药业	-22%	-27%	-1%	238%	-10%	184%	39
尔康制药	-41%	-72%	27%	-6%	-11%	-49%	99
赛托生物	-23%	-176%	-7%	-141%	-15%	-158%	32
花园生物	-43%	-52%	16%	1%	-17%	-29%	93
威尔药业	-27%	-16%	-21%	-34%	-24%	-25%	37

2020年上半年原料药公司收入与归母净利润增速-按20H1净利润增速降序

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
圣达生物	62%	342%	96%	348%	80%	346%	56
永安药业	-22%	-27%	-1%	238%	-10%	184%	39
富祥药业	24%	57%	51%	123%	38%	92%	95
新和成	43%	77%	31%	103%	37%	91%	704
奥翔药业	36%	170%	84%	36%	62%	69%	98
同和药业	18%	253%	24%	16%	22%	56%	46
普洛药业	2%	40%	22%	61%	12%	53%	335
浙江医药	-7%	12%	3%	88%	-2%	52%	176
司太立	-1%	12%	26%	80%	14%	50%	231
亿帆医药	17%	120%	8%	17%	12%	48%	370
健友股份	20%	37%	17%	45%	19%	41%	460
金达威	19%	65%	-8%	16%	3%	34%	263
新诺威	4%	29%	7%	32%	5%	31%	104
美诺华	12%	3%	19%	45%	16%	25%	77
山河药辅	8%	23%	23%	21%	16%	22%	54
新华制药	5%	14%	7%	19%	6%	17%	52
海普瑞	37%	-50%	14%	727%	25%	6%	337
黄山胶囊	-10%	3%	-7%	7%	-9%	5%	22
威尔药业	-27%	-16%	-21%	-34%	-24%	-25%	37
花园生物	-43%	-52%	16%	1%	-17%	-29%	93
尔康制药	-41%	-72%	27%	-6%	-11%	-49%	99
广济药业	-26%	-144%	12%	-1%	-7%	-70%	32
赛托生物	-23%	-176%	-7%	-141%	-15%	-158%	32

原料药竞争格局持续向好，全球疫情有望带来订单向国内转移

- 上半年原料药供需结构和竞争格局在持续向好，产品价格维持较高水平，企业实现收入和盈利质量双增长。在原料药产能逐步向亚太地区转移，中国和印度作为产能承接方，快速崛起的背景下，国内龙头企业迎来较好发展机遇。短期疫情带来了常用药品如抗生素等需求冲击，以及供给端的印度产能受限，国内龙头企业短期业绩持续增长可期。

提升产业链话语权，三条路径打开行业成长空间

- 原料药产业能力升级，拓展新品种。国内特色原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力。
- “原料药+制剂”一体化战略，切入下游制剂市场。带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂”一体化，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；
- 部分特色原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展。

投资建议

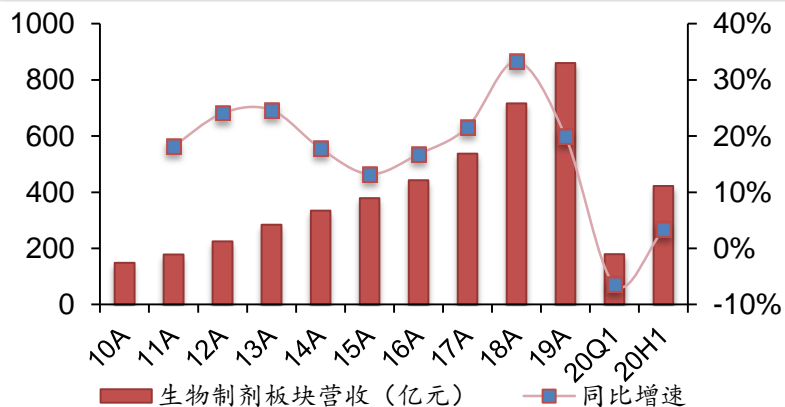
- 1) 平台型公司：华海药业（600521）；
- 2) 转型CDMO领域：九洲药业（603456）；
- 3) 特色细分领域：海普瑞（002399）、健友股份（603707）、美诺华（603538）、仙琚制药（002332）、富祥股份（300497）。以及部分大宗原料药价格上涨叠加转型制剂的机会：亿帆医药（002019）、浙江医药（600216）。

- 1、医药行业2020年中期业绩总览
- 2、医药子行业2020年中报总结
 - 2.1 医疗器械
 - 2.2 CXO
 - 2.3 药 店
 - 2.4 原料药
 - 2.5 生物制剂**
 - 2.6 医疗服务
 - 2.7 医药流通
 - 2.8 中 药
 - 2.9 化学制剂
- 3、投资策略
- 4、重点公司盈利预测

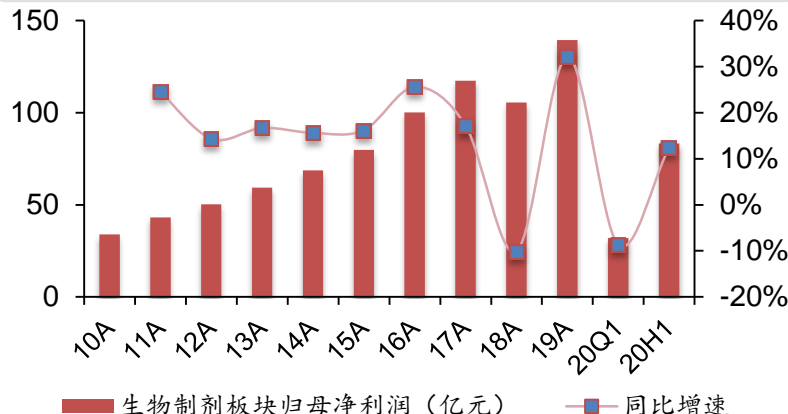
2.5 生物制剂：疫情影响逐季恢复，关注下半年血制品供不应求和疫苗重磅产品的放量

- 生物制剂板块上半年收入421.9亿元（+3.3%），归母净利润83.3亿元（+12.5%），扣非归母净利润74.6亿元（+10.3%）。毛利率60.2%（-3.7pp），四费率38.9%（-3.9pp），其中销售费用率24.3%（-4.7pp），疫情导致推广减少，总体盈利能力稳中有升。
- 受疫情影响，门诊量下滑+接种量减少+推广未能开展导致相关公司上半年业绩承压，预计下半年有望逐渐回暖。

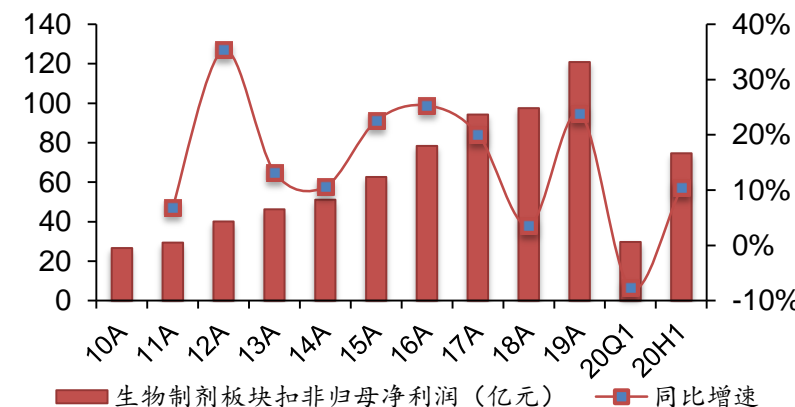
2010-2020H1生物制剂收入及增速



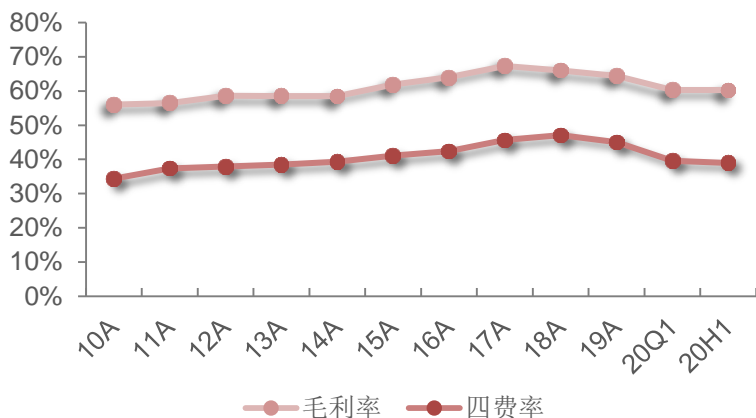
2010-2020H1生物制剂归母净利润及增速



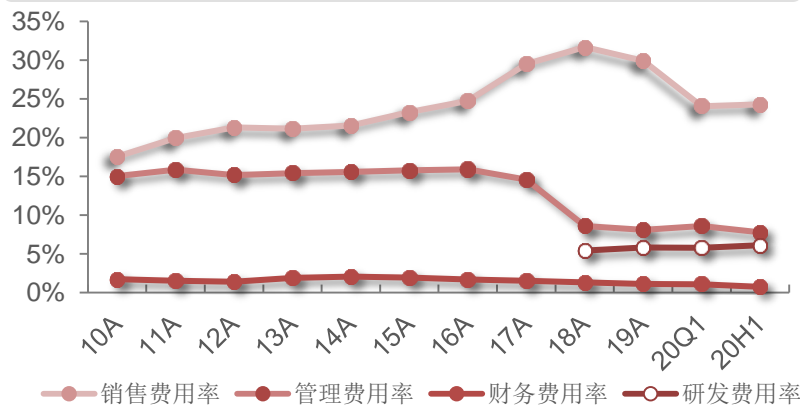
2010-2020H1生物制剂扣非归母净利润及增速



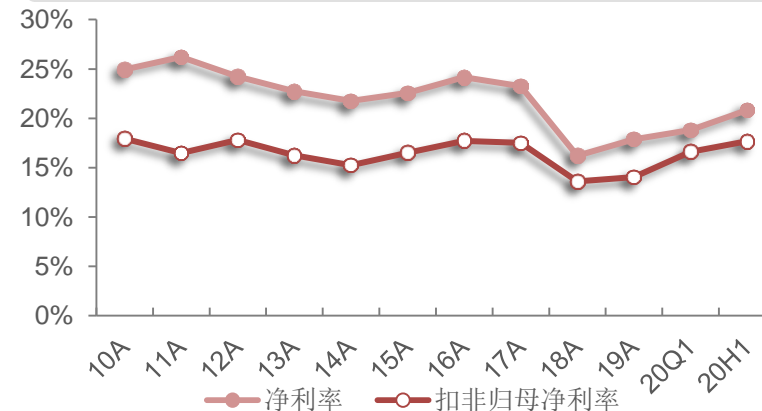
2010-2020H1生物制剂毛利率和四费率



2010-2020H1生物制剂四费率情况



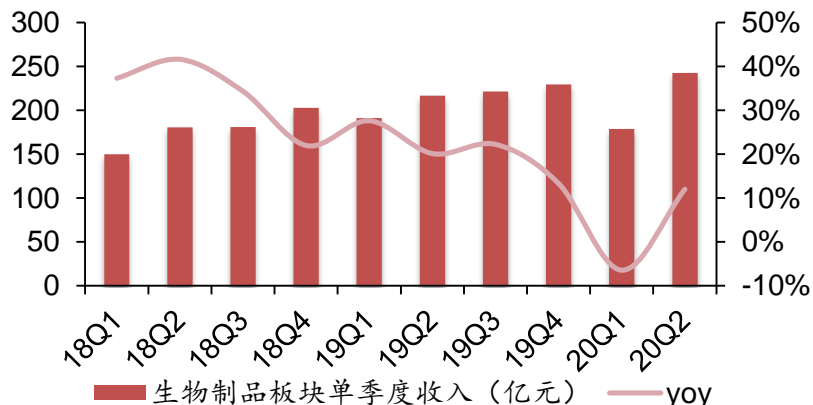
2010-2020H1生物制剂盈利能力



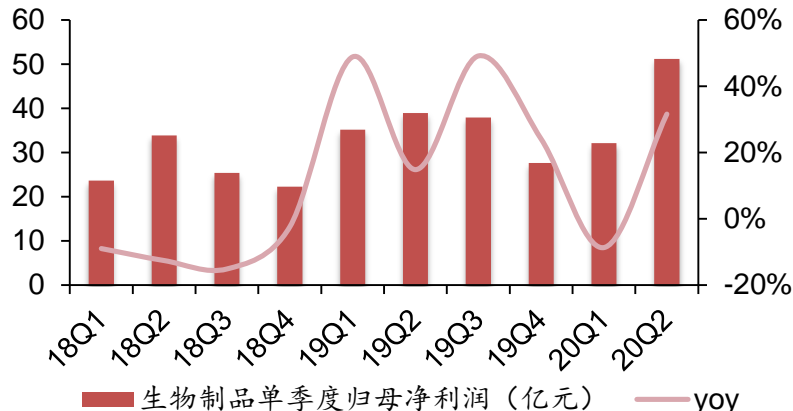
2.5 生物制剂单季度业绩分析：Q2收入、净利润恢复明显

- 生物制剂板块Q1/Q2单季度收入179/242.9亿元 (-6.5%/+12%)，单季度归母净利润32.1/51.2亿元 (-8.7%/+31.6%)，随着二季度门诊量和疫苗接种量逐渐恢复，生物药总体收入、净利润恢复明显。
- Q2单季度毛利率60.2% (-3.9pp)，单季度净利率21.1% (+3.1pp)，主要因Q2销售费用率下降了5.7pp。

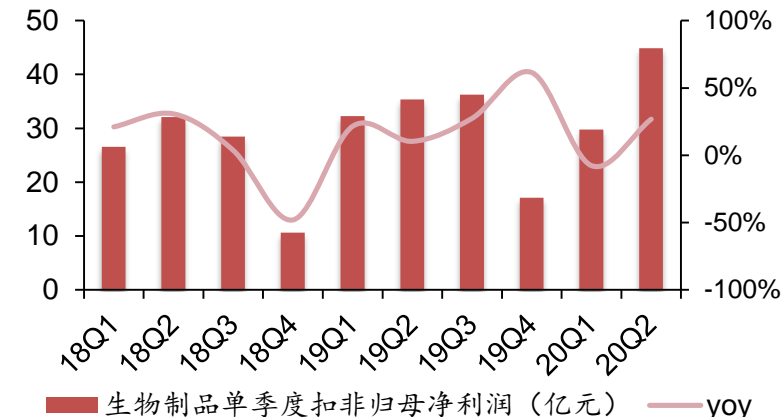
18Q1-20Q2生物制品板块单季度收入及增速



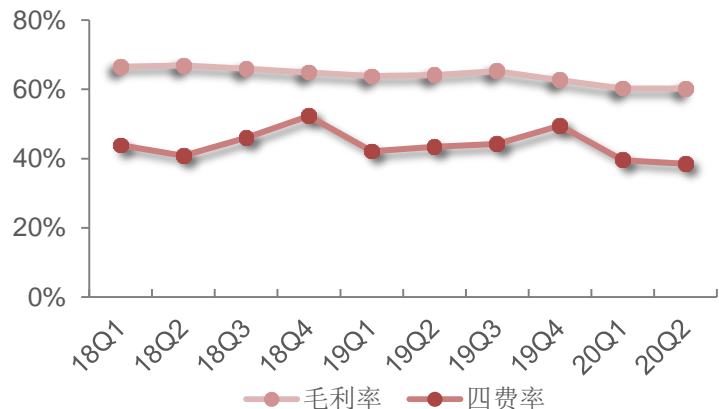
18Q1-20Q2生物制品板块单季度归母净利润及增速



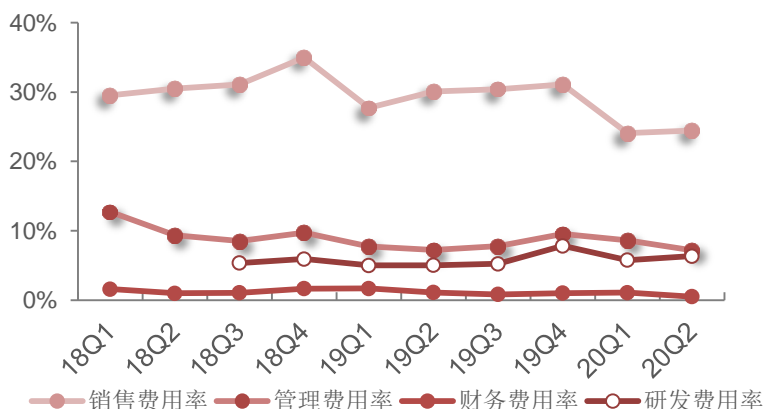
生物制品板块单季度扣非归母净利润及增速



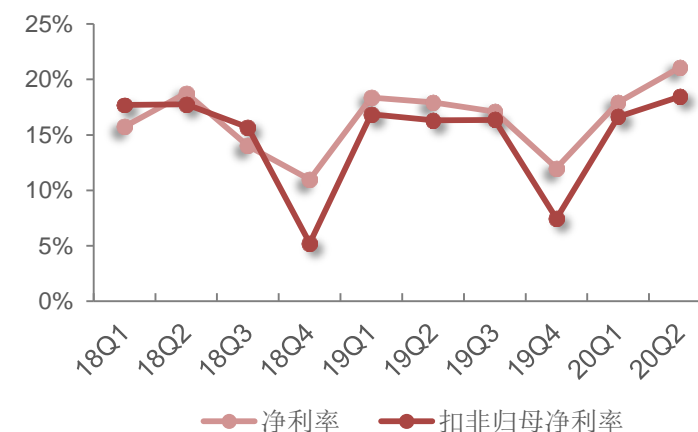
18Q1-20Q2生物制品板块单季度毛利率和四费率



18Q1-20Q2生物制品板块单季度四费率情况



18Q1-20Q2生物制品板块单季度盈利能力



2.5 生物制剂：上半年13家（44.8%）收入实现同比增长，15家（51.7%）净利润同比增长

- 在我们选定的生物制剂29家上市公司样本中，上半年收入增速30-50%有2家，0~30%有11家，其余16家收入实现负增长。
- 上半年归母净利润同比增长超过50%的有4家，占比13.8%，其中四环生物以167%的增幅位列榜首。同比增长30~50%的有2家，0~30%有9家，负增长14家。

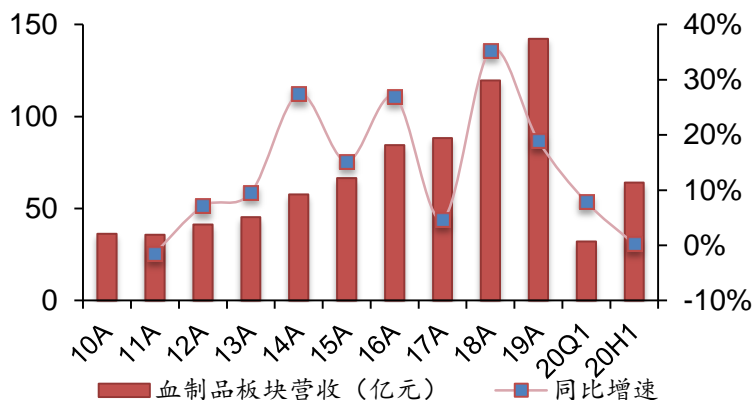
成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值(亿)
智飞生物	15%	3%	59%	53%	39%	31%	2,162
四环生物	132%	181%	-25%	-217%	36%	167%	53
长春高新	-6%	49%	40%	112%	15%	80%	1,892
沃森生物	-36%	-145%	42%	78%	15%	-28%	976
卫光生物	12%	17%	14%	5%	13%	10%	94
常山药业	-13%	-14%	38%	23%	12%	6%	70
康泰生物	-48%	-98%	49%	62%	8%	1%	1,332
溢多利	18%	203%	0%	-11%	7%	78%	66
莱茵生物	12%	52%	4%	9%	7%	19%	52
双林生物	19%	3%	-4%	-29%	6%	-19%	188
通化东宝	1%	1%	5%	2%	3%	2%	289
上海莱士	25%	42%	-19%	99%	1%	69%	606
天坛生物	7%	0%	-7%	-6%	0%	-3%	531
复星医药	-13%	-19%	9%	42%	-1%	13%	1,262
华兰生物	-3%	-5%	0%	7%	-1%	1%	1,051
翰宇药业	-1%	-57%	-4%	0%	-2%	-39%	71
博雅生物	0%	8%	-6%	-47%	-3%	-24%	193
我武生物	-20%	-37%	9%	2%	-5%	-18%	313
安科生物	-9%	23%	-5%	0%	-7%	10%	239
中源协和	-14%	-80%	-1%	133%	-7%	29%	141
康弘药业	-12%	-16%	-5%	22%	-8%	-2%	423
赛升药业	-14%	-43%	-7%	22%	-9%	-9%	89
万泽股份	32%	135%	-51%	-75%	-10%	41%	73
东宝生物	-21%	-54%	-18%	-73%	-19%	-66%	31
双成药业	-32%	41%	-39%	-108%	-36%	-17%	22
海特生物	-59%	-86%	-21%	-131%	-40%	-107%	57
双鹭药业	-58%	-69%	-41%	-14%	-49%	-45%	129
舒泰神	-68%	-189%	-35%	-747%	-52%	-310%	57
未名医药	-19%	-386%	-80%	-177%	-55%	-460%	127

成分	20Q1同比增速		20Q2同比增速		20H1同比增速		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值(亿)
四环生物	132%	181%	-25%	-217%	36%	167%	53
长春高新	-6%	49%	40%	112%	15%	80%	1,892
溢多利	18%	203%	0%	-11%	7%	78%	66
上海莱士	25%	42%	-19%	99%	1%	69%	606
万泽股份	32%	135%	-51%	-75%	-10%	41%	73
智飞生物	15%	3%	59%	53%	39%	31%	2,162
中源协和	-14%	-80%	-1%	133%	-7%	29%	141
莱茵生物	12%	52%	4%	9%	7%	19%	52
复星医药	-13%	-19%	9%	42%	-1%	13%	1,262
安科生物	-9%	23%	-5%	0%	-7%	10%	239
卫光生物	12%	17%	14%	5%	13%	10%	94
常山药业	-13%	-14%	38%	23%	12%	6%	70
通化东宝	1%	1%	5%	2%	3%	2%	289
华兰生物	-3%	-5%	0%	7%	-1%	1%	1,051
康泰生物	-48%	-98%	49%	62%	8%	1%	1,332
康弘药业	-12%	-16%	-5%	22%	-8%	-2%	423
天坛生物	7%	0%	-7%	-6%	0%	-3%	531
赛升药业	-14%	-43%	-7%	22%	-9%	-9%	89
双成药业	-32%	41%	-39%	-108%	-36%	-17%	22
我武生物	-20%	-37%	9%	2%	-5%	-18%	313
双林生物	19%	3%	-4%	-29%	6%	-19%	188
博雅生物	0%	8%	-6%	-47%	-3%	-24%	193
沃森生物	-36%	-145%	42%	78%	15%	-28%	976
翰宇药业	-1%	-57%	-4%	0%	-2%	-39%	71
双鹭药业	-58%	-69%	-41%	-14%	-49%	-45%	129
东宝生物	-21%	-54%	-18%	-73%	-19%	-66%	31
海特生物	-59%	-86%	-21%	-131%	-40%	-107%	57
舒泰神	-68%	-189%	-35%	-747%	-52%	-310%	57
未名医药	-19%	-386%	-80%	-177%	-55%	-460%	127

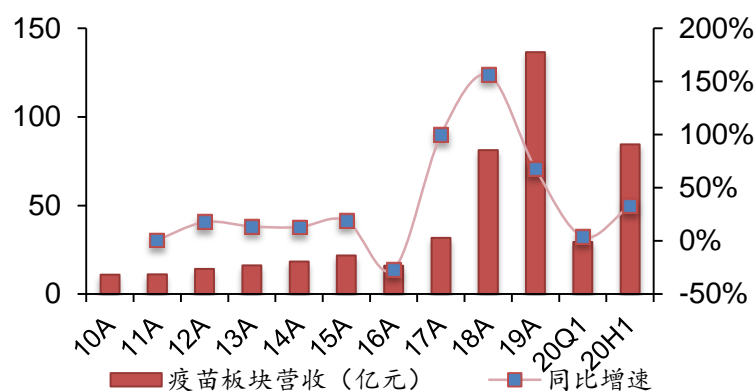
2.5 生物制剂：下半年血制品有望供不应求，疫苗重磅产品持续放量，其他生物制剂逐渐回暖

- 血制品板块（6家公司样本）上半年收入64.1亿元（+0.2%），扣非归母净利润17.4亿元（+16.6%），主要因上海莱士业绩放量。
- 疫苗板块（3家公司样本）上半年收入84.4亿元（+32.9%），扣非归母净利润18.2亿元（+21.4%），主要因疫情影响接种，但智飞代理疫苗放量。
- 其他生物制剂（20家公司样本）上半年收入273.4亿元（-2.7%），归母净利润40亿元（+3.5%），疫情影响门诊量和销售推广。

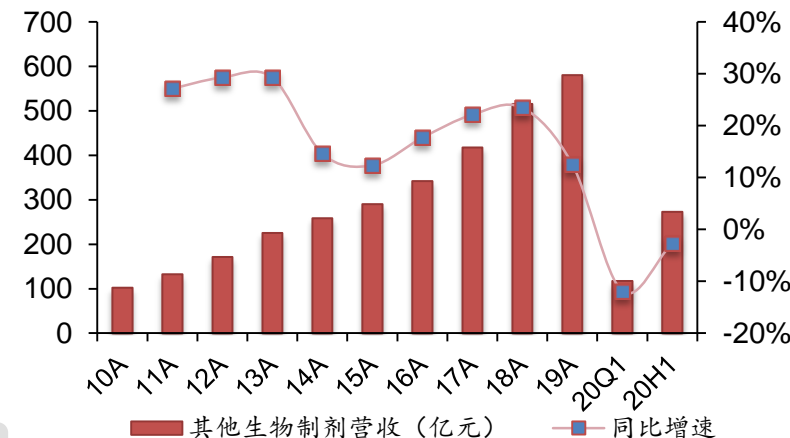
2010-2020H1 血制品板块收入及增速



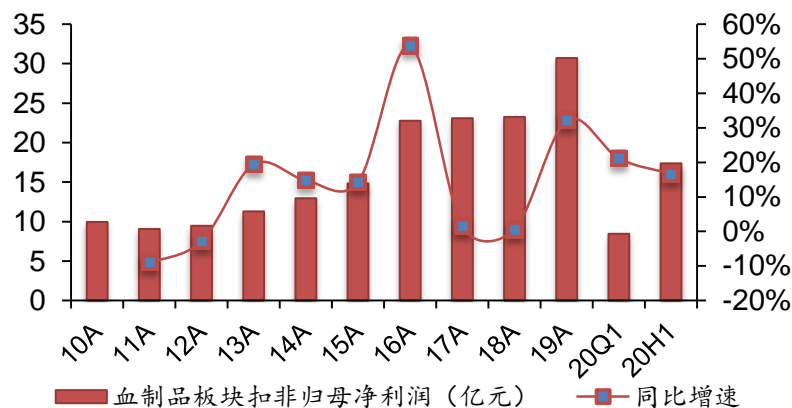
2010-2020H1 疫苗板块收入及增速



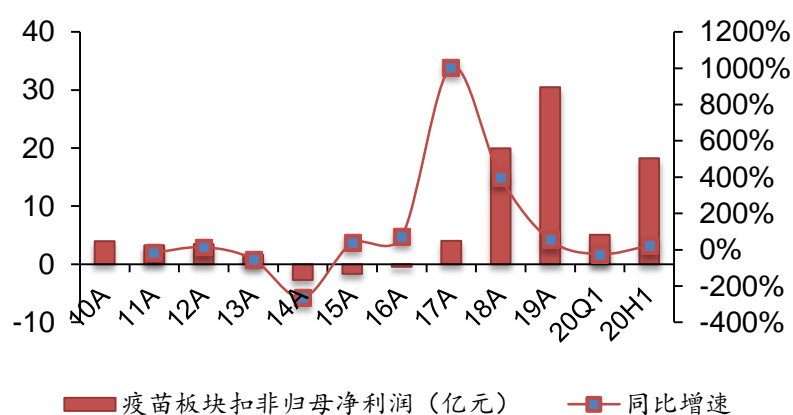
2020-2020H1 其他生物制剂收入及增速



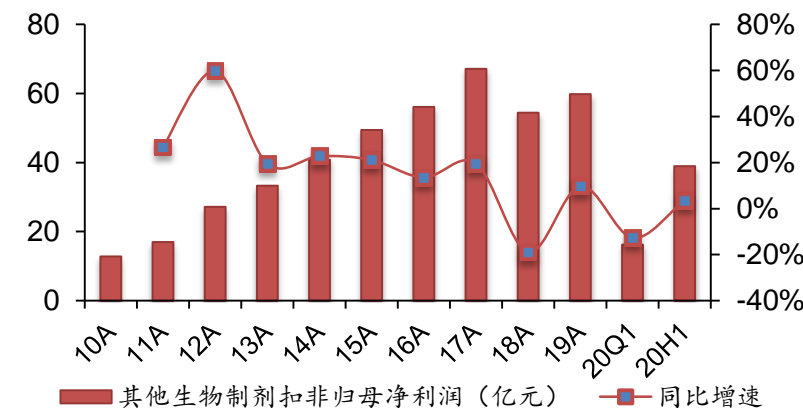
2010-2020H1 血制品板块扣非归母净利润及增速*



2020-2020H1 疫苗板块归母净利润及增速*



2020-2020H1 其他生物制剂归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理，剔除2019年8月31日后上市的股票；*因2018年上海莱士投资亏损和沃森投资收益，生物制剂板块采用扣非净利润描述盈利能力

2.5 生物制品：下半年血制品有望供不应求，疫苗重磅产品持续放量

- **疫情影响逐季恢复，关注下半年血制品供不应求和疫苗重磅产品的放量。**生物制剂板块上半年收入421.9亿元（+3.3%），归母净利润83.3亿元（+12.5%），其中Q1/Q2单季度收入179/242.9亿元（-6.5%/+12%），单季度归母净利润32.1/51.2亿元（-8.7%/+31.6%）。我们选定的生物制剂29家上市公司样本中，上半年收入增速30-50%有2家，0~30%有11家，其余16家收入实现负增长，归母净利润同比增长超过50%的有4家，同比增长30~50%的有2家，0~30%有9家，负增长14家。受疫情影响，门诊量下滑+接种量减少+推广未能开展导致相关公司上半年业绩承压，二季度已经有明显恢复，预计下半年将持续改善。
- **中国血制品企业经历多次整合并购后，第一梯队四大龙头的格局基本形成**，CR4=56%，相比全球市场CR4=72%，仍有一定提升空间，未来龙头凭借浆站资源、资金、技术、效率和兼并收购有望强者恒强。2020新冠疫情导致一季度采浆量减少（全年影响5-10%），考虑半年的生产周期，以及下半年门诊量需求量的恢复，血制品供应会比较紧张，利好血制品厂商业绩释放（提升出厂价、减少销售费用和返利等），同时疫情提高了医生和患者对血制品作用的认知，尤其静丙的价值被极大挖掘（适应症拓展），长线看血制品渗透率提升有望加速。推荐血制品+疫苗双轮驱动的华兰生物（002007）、浆站资源丰富的天坛生物（600161）、并购后有望跻身第一梯队的双林生物（000403）、卫光生物（002880）、博雅生物（300294）。
- **疫苗行业投资逻辑关键看重品种驱动，而国内企业重磅疫苗逐渐进入收获期**，有望驱动未来多年高增长。过去十多年以来，随着国内疫苗龙头研发投入逐年增长以及研发不断积累，目前已经能看到部分公司的研发产品管线布局正在不断丰富，我们预计在未来2~3年内，随着国内企业的重点疫苗品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗、人二倍体狂犬疫苗、微卡疫苗等陆续上市并放量，国内疫苗行业景气度将持续提升；疫苗领域重点推荐龙头企业：康泰生物（300601）、智飞生物（300122）、沃森生物（300142）、康希诺（688185/6815.HK）。
- **生长激素空间大，龙头受益行业扩容。**我国有300-400万矮小症儿童数量，假设峰值渗透率能到10%，同时随着水针和长效剂型的占比提升，人均年费用有望从4万增加到6万，行业潜在空间超过200亿。建议关注龙头长春高新（000661）和安科生物（300009）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

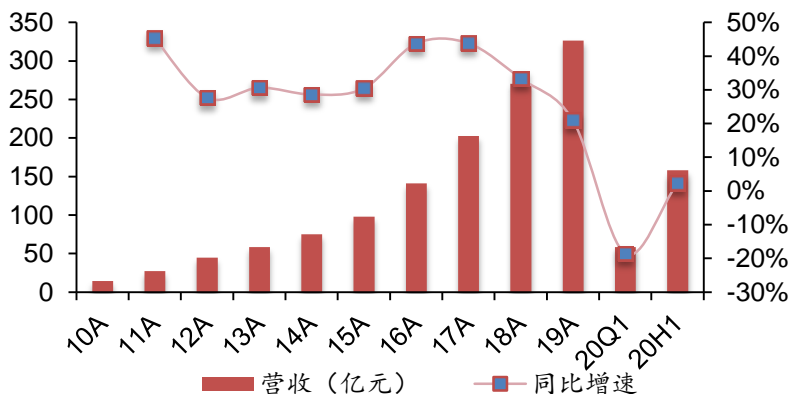
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

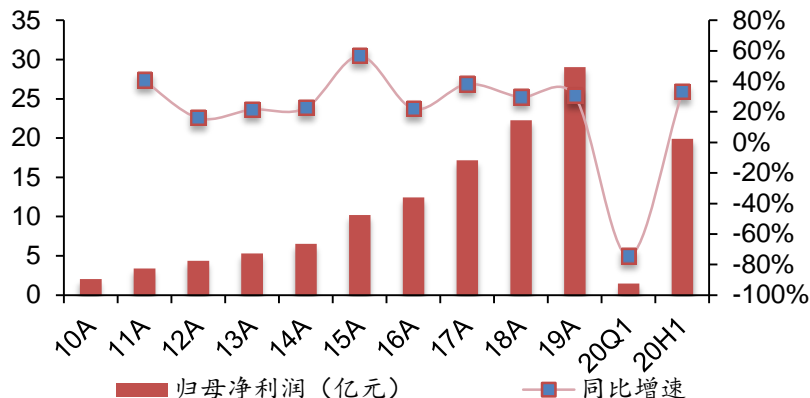
2.6 医疗服务：疫情影响已过，体现行业需求刚需

- 5家医疗服务公司上半年实现收入总额158亿元，同比+2.4%，归母净利润总额约20亿元，增速为32.9%，扣非后归母净利润总额18.3亿元，同比+24.8%。整体上半年利润增速几乎恢复到往年水平。
- 上半年毛利率为38.3%，与去年全年持平；净利率为14.1%，扣非后归母净利率为11.6%。受疫情影响，上半年各项费用率有所下降，整体上半年销售费用率为14.3%，管理费用率为13.4%，财务费用率为2.6%，研发费用率为4%。

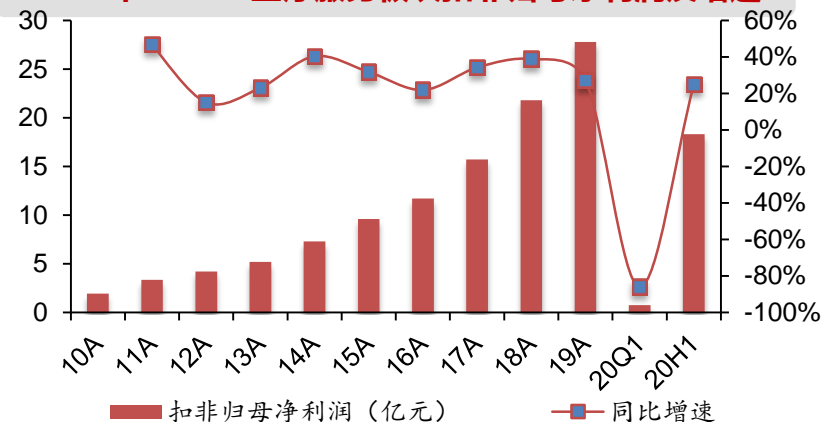
2010年~20H1医疗服务板块收入及增速



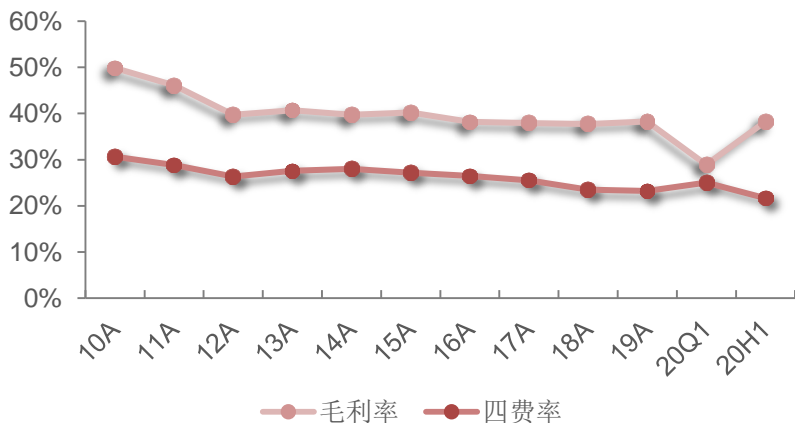
2010年~20H1医疗服务板块归母净利润及增速



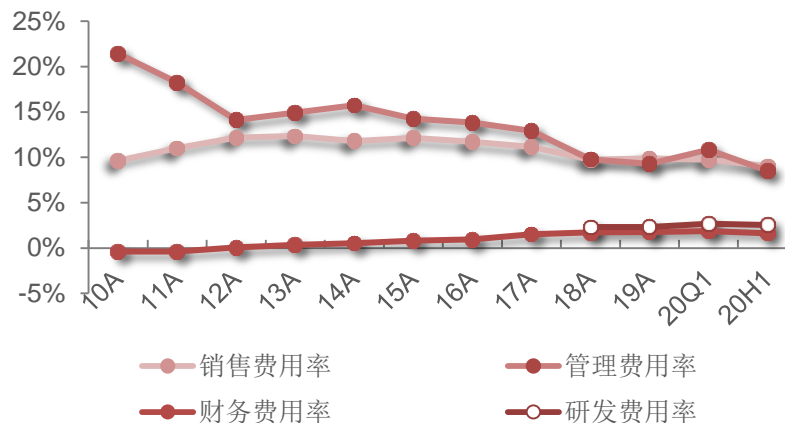
2010年~20H1医疗服务板块扣非归母净利润及增速



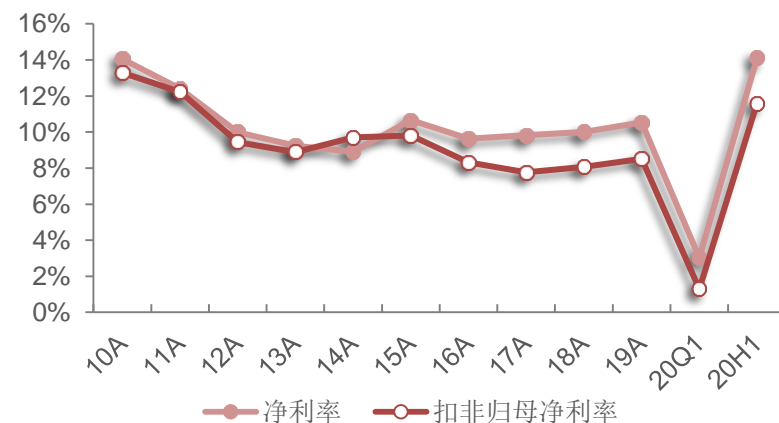
2010年~20H1医疗服务板块毛利率与四费率趋势



2010年~20H1医疗服务板块期间费用率趋势



2010年~20H1医疗服务板块净利率趋势

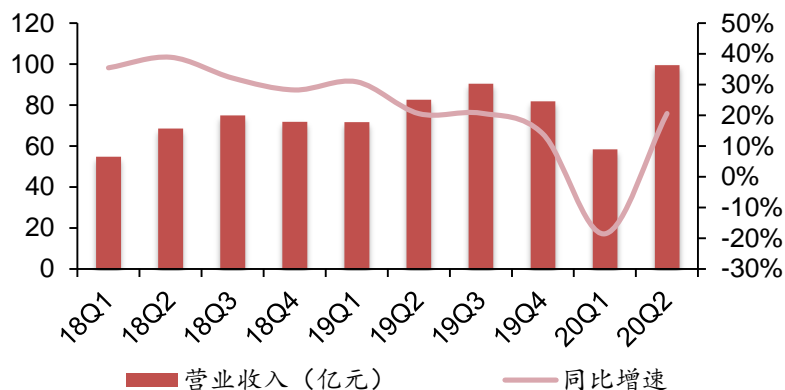


数据来源：Wind，西南证券整理

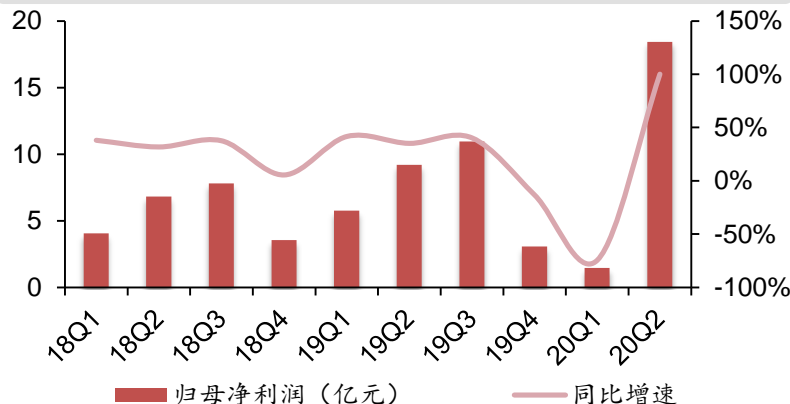
2.6 医疗服务：Q2利润端快速恢复

- 5家医疗服务公司20Q1/Q2收入、归母净利润和扣非后归母净利润增速分别为-18.6%/20.6%、-74%/+100%、-86%和+89%；受疫情影响，销售和宣传活动减少，上半年四费率持续降低，第二季度的销售费用和管理费用分别同比-0.8pp。
- 医疗服务企业大多数有较高固定成本占比，随疫情对经营状况影响销售，平局固定成本下降，收入端恢复正常，利润端在Q2呈现出快速恢复形势。

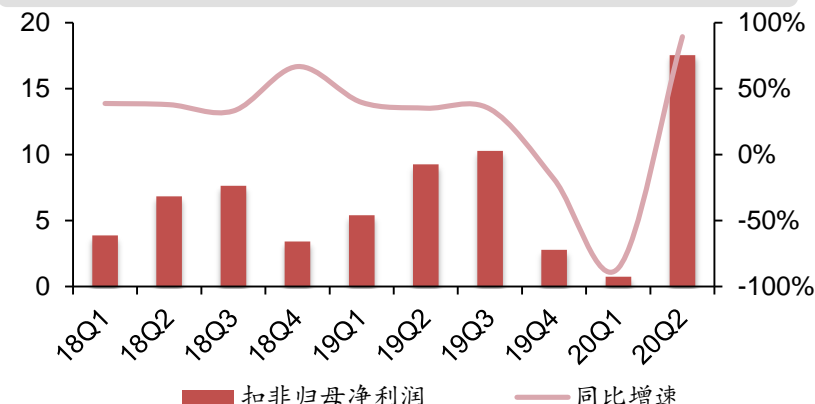
18Q1~20Q2单季度医疗服务收入及增速



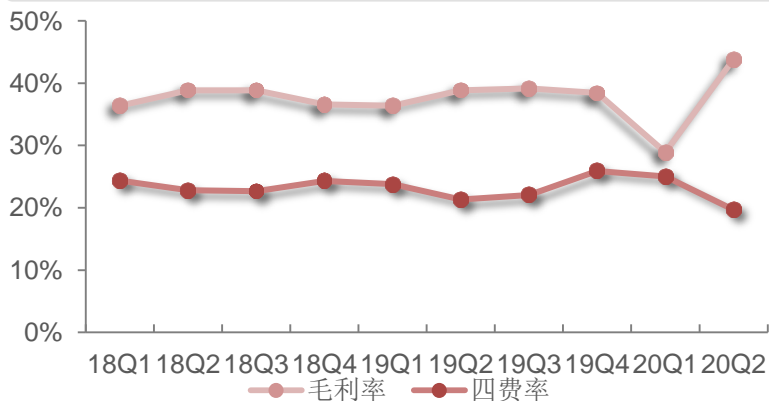
18Q1~20Q2单季度医疗服务归母净利润及增速



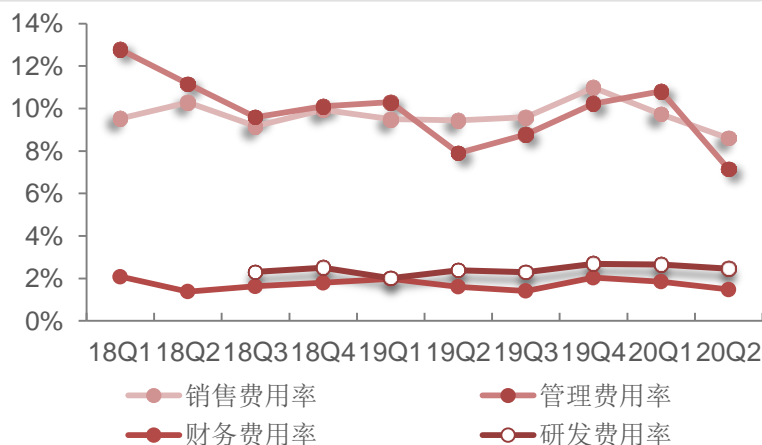
18Q1~20Q2单季度医疗服务扣非归母净利润及增速



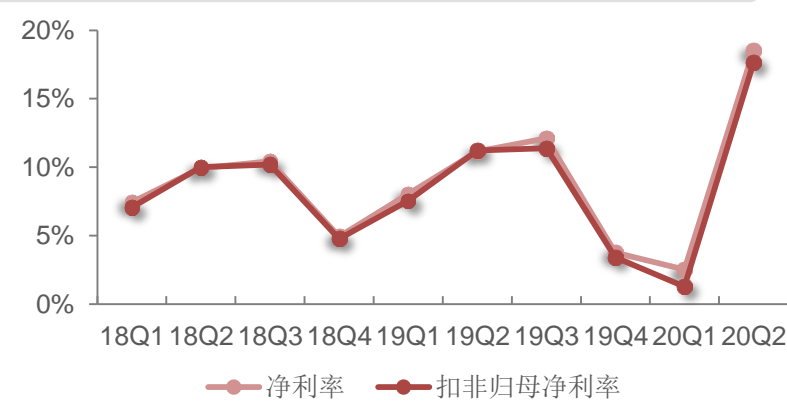
18Q1~20Q2单季度医疗服务毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度医疗服务期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度医疗服务净利率趋势



2.6 医疗服务：连锁医院受疫情影响经营状况较大，ICL企业实现较快增长

- 5家医疗服务上市公司样本中，上半年实现收入正增长有2家，金域医学和诊断受益于新冠肺炎诊断业务，同时实现净利润增长超过100%，金域医学以归母净利润增速224%位居榜首
- 专科连锁医院上半年受到疫情影响较大，二季度已经出现明显好转，全年业绩增长可期。爱尔眼科和通策医疗收入同比-12%/-13%，归母净利润同比-3%/-30%。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31 市值
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
金域医学	1%	13%	67%	293%	37%	224%	493
迪安诊断	-16%	-91%	36%	182%	12%	102%	266
润达医疗	-15%	-53%	-7%	-25%	-11%	-36%	87
爱尔眼科	-27%	-73%	1%	51%	-12%	-3%	2,142
通策医疗	-51%	-120%	20%	45%	-13%	-30%	726

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31 市值
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
金域医学	1%	13%	67%	293%	37%	224%	493
迪安诊断	-16%	-91%	36%	182%	12%	102%	266
爱尔眼科	-27%	-73%	1%	51%	-12%	-3%	2,142
通策医疗	-51%	-120%	20%	45%	-13%	-30%	726
润达医疗	-15%	-53%	-7%	-25%	-11%	-36%	87

数据来源：Wind，西南证券整理

2.6 医疗服务：看好下半年业绩持续回暖，中长期优质赛道不改

- **下半年业绩持续回暖**：新冠疫情初期导致医疗服务行业门诊量出现大量下滑，3月底开始随着国内疫情逐步控制，经济重启，门诊量逐渐恢复，预计下半年有望恢复正增长。ICL赛道Q2业绩好转，主要是因为新冠检测需求旺盛带来业务增量，中长期来看行业渗透率仅为5%，未来增长潜力巨大。
- **专科医院**：眼科赛道受益于屈光不正和白内障庞大患者基数带来的诊疗人次提升，民营眼科医院诊疗人次增速有望维持10%以上，结合客单价每年11%的提升，我们认为民营眼科医疗赛道收入有望维持20%以上增速。而龙头凭借稳健扩张市占率有望提升，首推爱尔眼科。口腔医疗渗透率低（正畸、种植牙渗透率均不足2%），民营口腔医院数量未来增速有望保持15-20%的增长。龙头通策医疗立足浙江，采取总院+分院的形式将杭口先进管理经验异地化扩张，实现总院稳健增长+分院效率迅速提升的双轮驱动，未来省内复合增速30%+；同时全国化扩张有序推进，我们认为公司有望未来增长，逻辑清晰。
- **体检赛道**：2018年国内体检渗透率约30-40%，较发达国家70%份额仍有翻倍空间，同时随着客单价增长+第三方体检机构占比提升，民营体检市场规模有望维持15%以上的增长。龙头美年健康占据第三方体检机构30%的份额，随着2018年富海门诊部事件和疫情导致门诊量下滑的负面影响逐渐消退，阿里战略投资后管理优化、C端引流和信息化改造，预计后续美年的检测入口价值逐渐凸显。
- **投资建议**：新冠疫情的对服务赛道影响：新冠疫情初期导致医疗服务行业门诊量出现大量下滑，最严峻的时候是2-3月，随着国内疫情逐步控制，经济重启，门诊量逐渐恢复，预计下半年有望恢复正增长。对于ICL赛道，由于新冠检测需求旺盛带来业务增量叠加门诊量提升，其Q2业绩好转的确定性更高。建议重点关注：通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）、金域医学（603882）、迪安诊断（300244）、润达医疗（603108）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

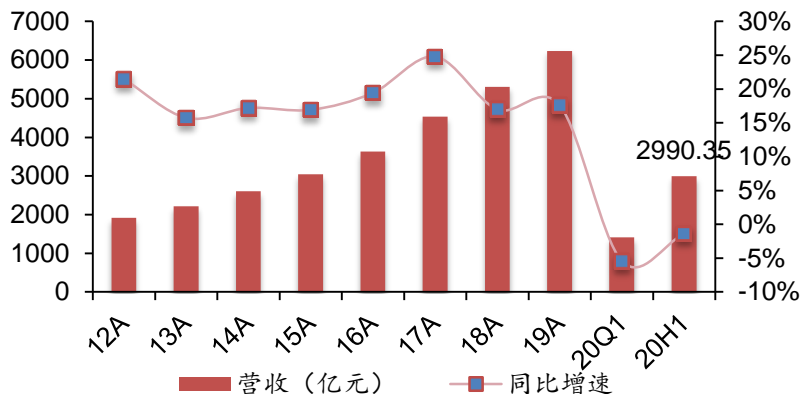
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

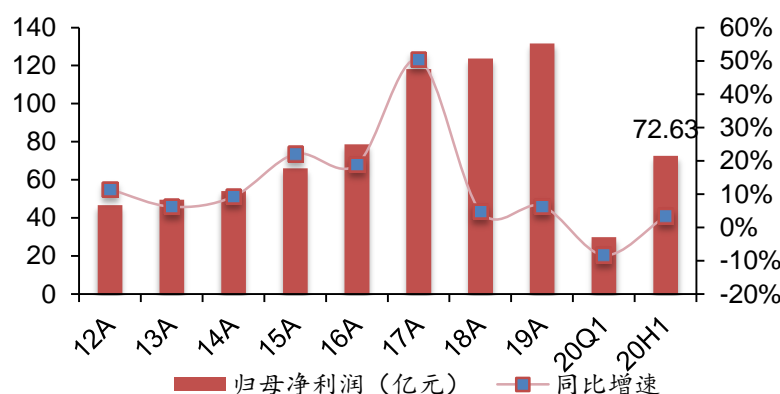
2.7 医药流通2020H1业绩分析：医院业务下降，流通企业业绩受拖累

- 17家医药流通公司2020年H1收入总额增速为-1.4%、归母净利润总额增速为3.3%。
- 2018年以来收入增速下滑，反应集采对药品价格的影响。2020H1受到疫情影响，医院看病人数下降明显，导致药品流通企业业绩下降。

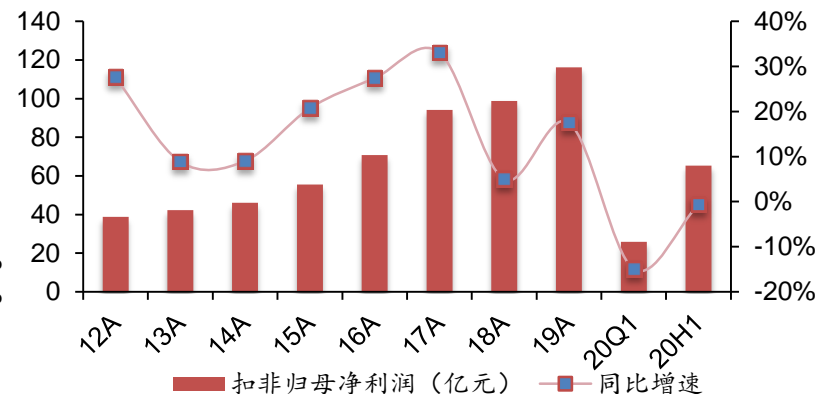
2012年~20H1医药流通板块收入及增速



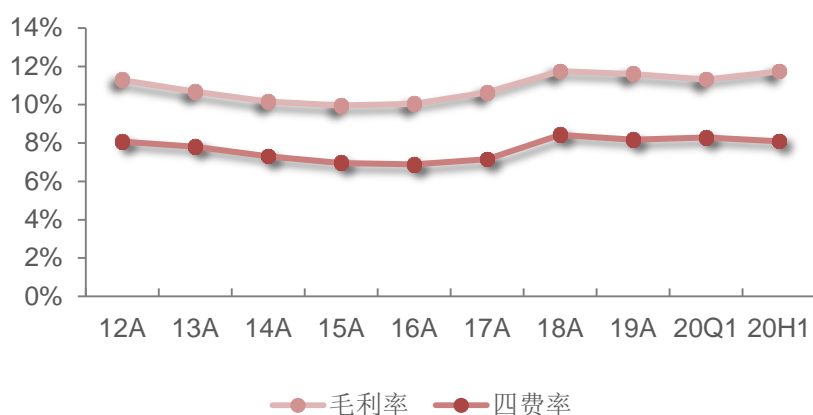
2012年~20H1医药流通板块归母净利润及增速



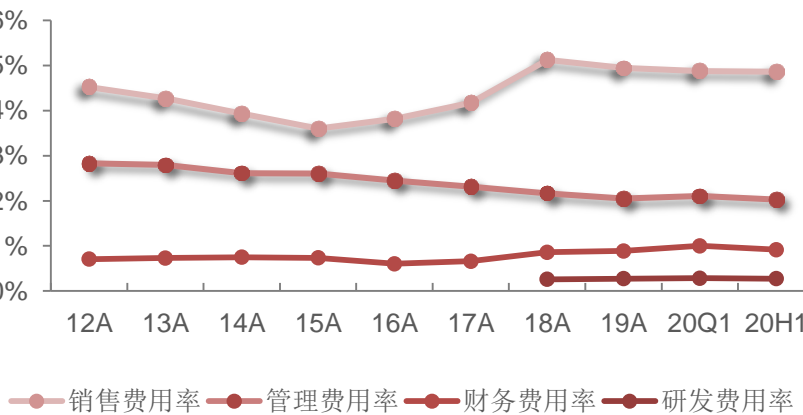
2012年~20H1医药流通板块扣非归母净利润及增速



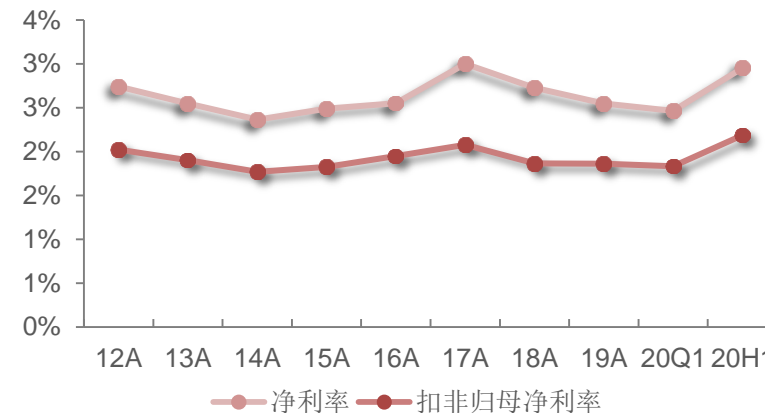
2012年~20H1医药流通板块毛利率与四费率趋势



2012年~20H1医药流通板块期间费用率趋势



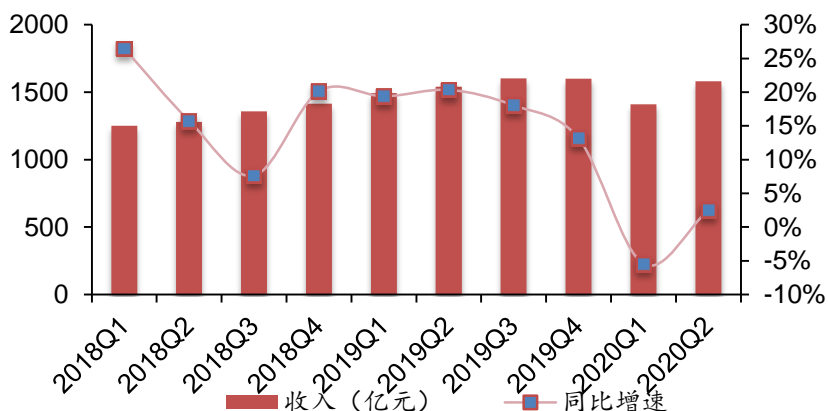
2012年~20H1医药流通板块净利率趋势



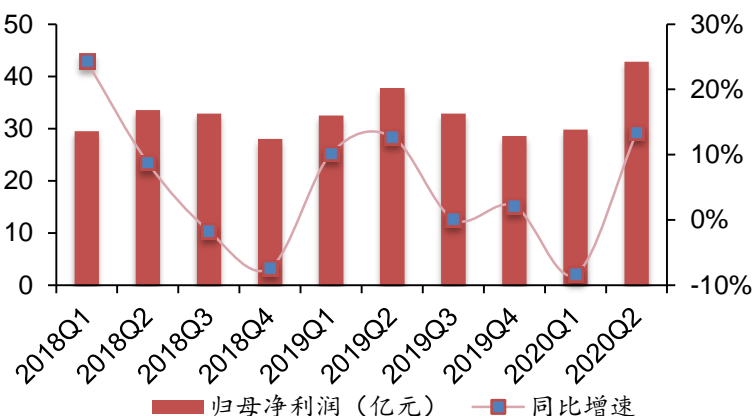
2.7 医药流通单季度业绩分析：疫情影响减小，Q2逐步恢复

- 2020Q1和2020Q2营业收入总额增速分别为-5.4%和2.5%，归母净利润总额增速分别为-8.3%和13.4%，Q2随着疫情减退，收入净利润逐渐回升，单季度毛利率水平为53.2%、58.4%。

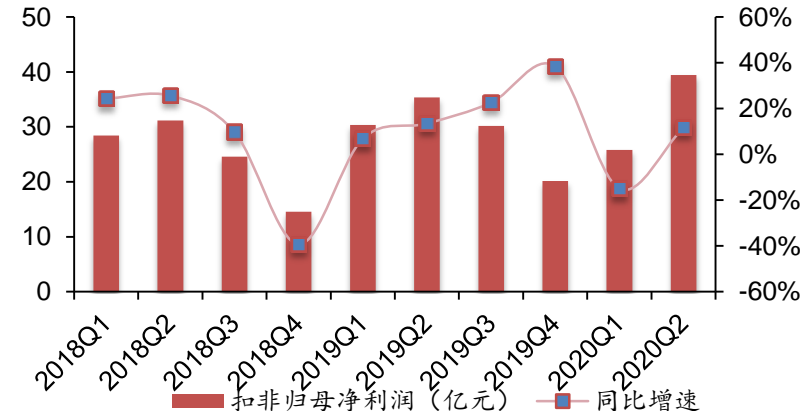
18Q1~20Q2单季度医药流通收入及增速



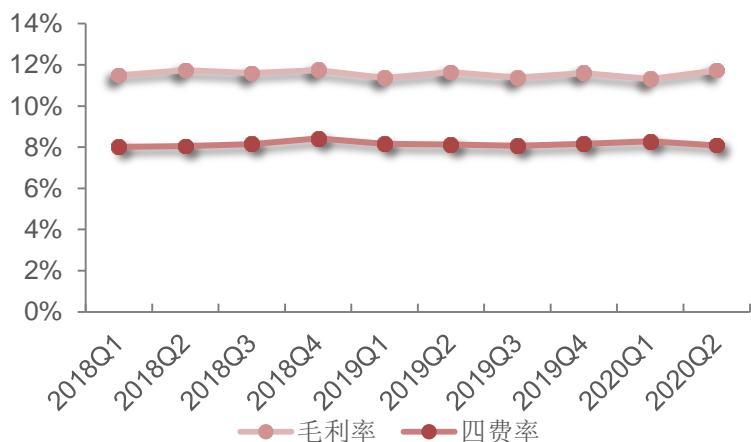
18Q1~20Q2单季度医药流通归母净利润及增速



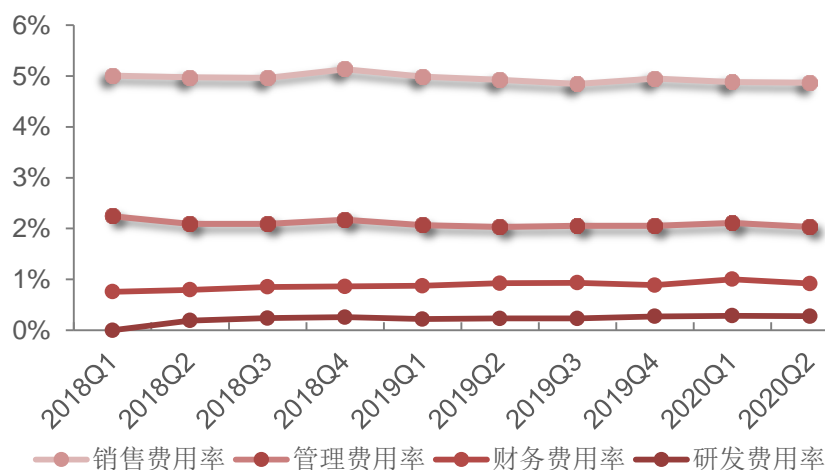
18Q1~20Q2单季度医药流通扣非归母净利润及增速



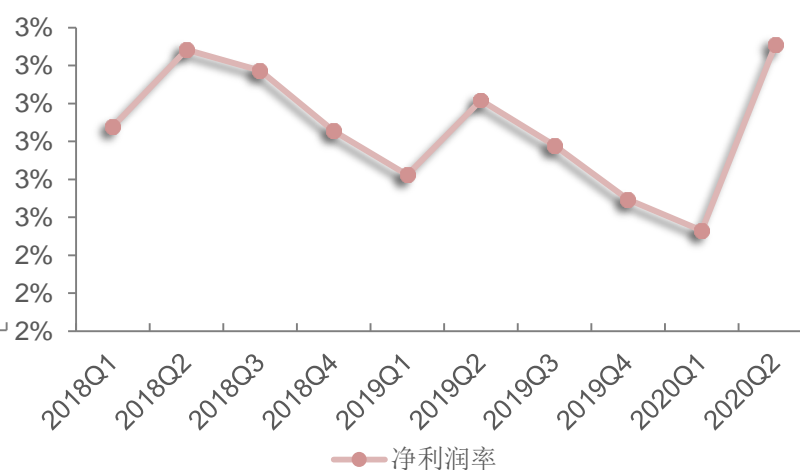
18Q1~20Q2单季度医药流通毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度医药流通期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度医药流通净利率趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

2.7 医药流通：上半年10家（58.8%）收入实现同比增长，8家（47%）净利润同比增长

- 在我们选定的医药流通17家上市公司样本中，上半年收入增速30-50%有1家，0~30%有9家，其余7家收入实现负增长。
- 上半年归母净利润同比增长超过50%的有1家，占比6%，其中九州通以69%的增幅位列榜首。同比增长30~50%的有0家，0~30%有7家，负增长9家。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31 市值
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
第一医药	63%	32%	15%	-9%	39%	10%	27
中国医药	-9%	-35%	31%	84%	12%	13%	169
国药一致	8%	-17%	7%	13%	8%	-1%	214
九州通	10%	76%	2%	64%	6%	69%	333
柳药股份	7%	15%	4%	7%	5%	11%	92
重药控股	-3%	-36%	13%	-35%	5%	-35%	97
浙江震元	-2%	-10%	8%	10%	3%	3%	31
南京医药	1%	5%	3%	11%	2%	8%	51
英特集团	-1%	9%	2%	-30%	1%	-18%	47
鹭燕医药	-2%	15%	3%	3%	1%	7%	33
嘉事堂	-16%	-48%	5%	-25%	-5%	-36%	46
上海医药	-12%	-8%	0%	21%	-6%	7%	539
塞力斯	-22%	-216%	2%	-6%	-8%	-86%	35
人民同泰	-5%	-34%	-17%	-52%	-11%	-43%	46
海王生物	-24%	-40%	-5%	-32%	-14%	-37%	122
华通医药	-20%	-38%	-11%	-52%	-16%	-48%	24
国药股份	-18%	-19%	-15%	-17%	-17%	-18%	338

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31 市值
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	
九州通	10%	76%	2%	64%	6%	69%	333
中国医药	-9%	-35%	31%	84%	12%	13%	169
柳药股份	7%	15%	4%	7%	5%	11%	92
第一医药	63%	32%	15%	-9%	39%	10%	27
南京医药	1%	5%	3%	11%	2%	8%	51
鹭燕医药	-2%	15%	3%	3%	1%	7%	33
上海医药	-12%	-8%	0%	21%	-6%	7%	539
浙江震元	-2%	-10%	8%	10%	3%	3%	31
国药一致	8%	-17%	7%	13%	8%	-1%	214
英特集团	-1%	9%	2%	-30%	1%	-18%	47
国药股份	-18%	-19%	-15%	-17%	-17%	-18%	338
重药控股	-3%	-36%	13%	-35%	5%	-35%	97
嘉事堂	-16%	-48%	5%	-25%	-5%	-36%	46
海王生物	-24%	-40%	-5%	-32%	-14%	-37%	122
人民同泰	-5%	-34%	-17%	-52%	-11%	-43%	46
华通医药	-20%	-38%	-11%	-52%	-16%	-48%	24
塞力斯	-22%	-216%	2%	-6%	-8%	-86%	35

2.7 医药流通：行业集中度持续提升，估值性价比高

- **带量采购导致配送商业务重新分配，大企业获得更多品种。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商腾挪出更多资金去开展新业务。
- **估值处于历史地位，性价比凸显：**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **推荐标的：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注九州通（600998）、上海医药（601607）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028）等。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

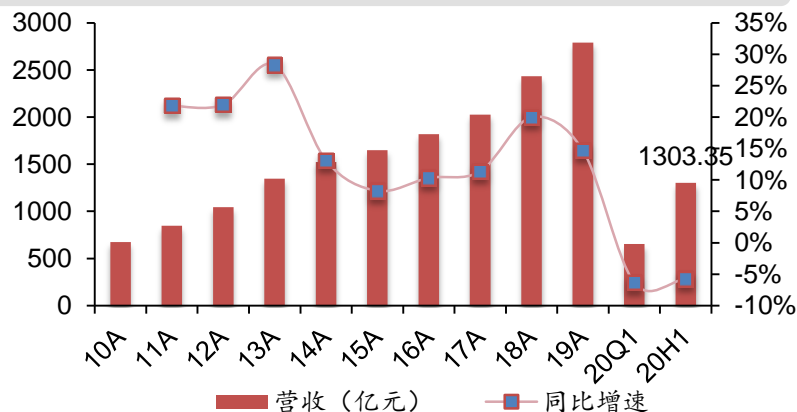
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

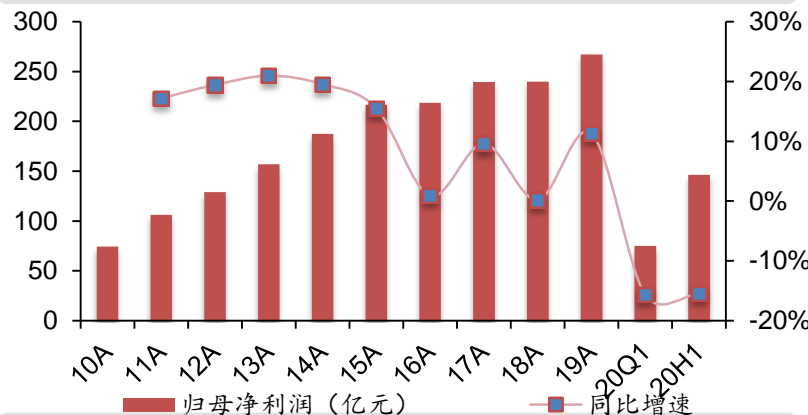
2.8 中药：收入端影响小于利润端

- 中药板块58家企业，2020H1收入增速为-5.8%，归母净利润增速为-15.8%，扣非归母净利润增速为-8.9%。疫情是上半年板块收入与业绩下滑的核心原因。
- 上半年中药板块毛利率43.1%，与去年同期相比略下滑；销售费用率22.3%，短期有持续反弹的趋势；净利率11.7%，维持较高水平。

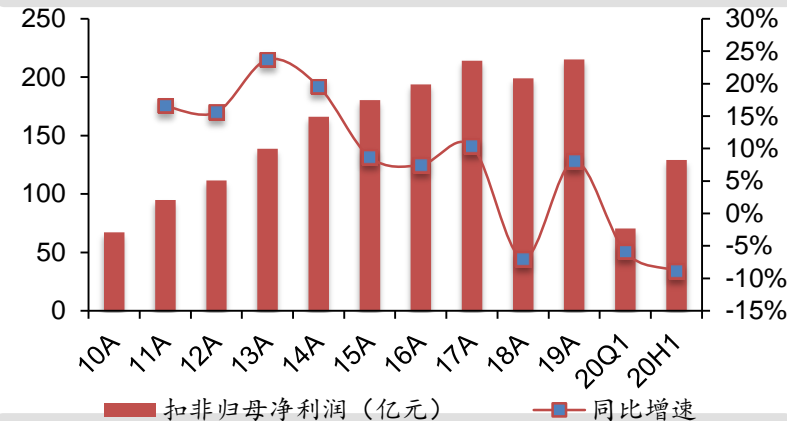
2010年~20H1中药板块收入及增速



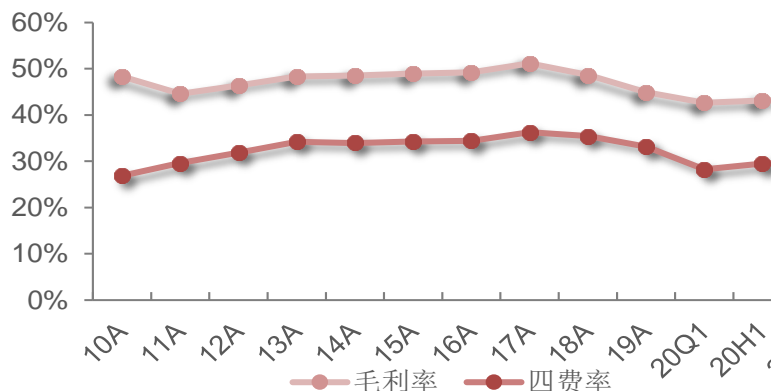
2010年~20H1中药板块归母净利润及增速



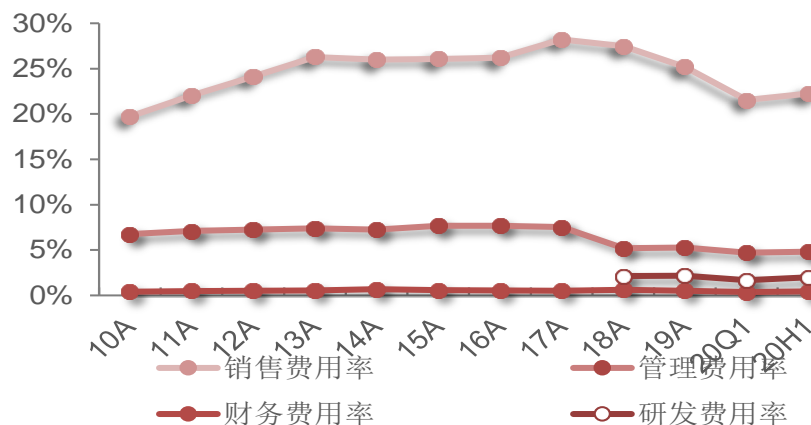
2010年~20H1中药板块扣非归母净利润及增速



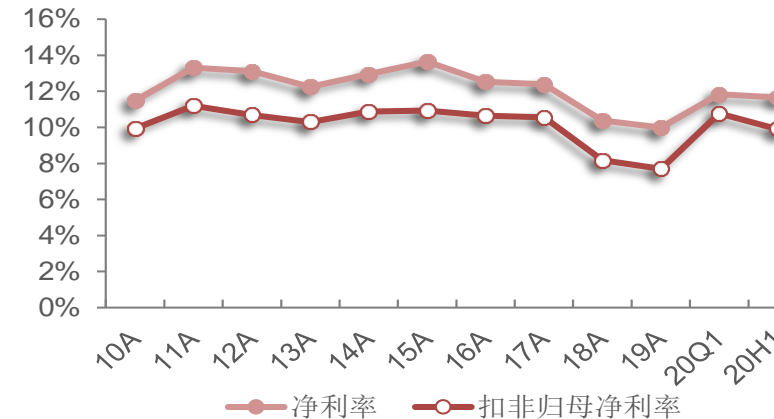
2010年~20H1中药板块毛利率与四费率趋势



2010年~20H1中药板块期间费用率趋势



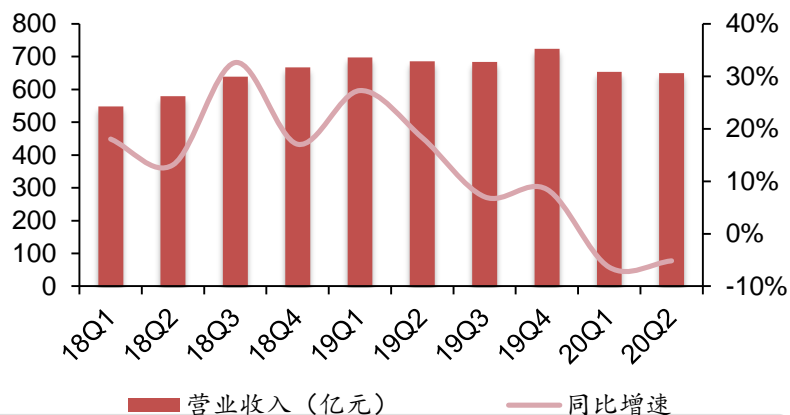
2010年~20H1中药板块净利率趋势



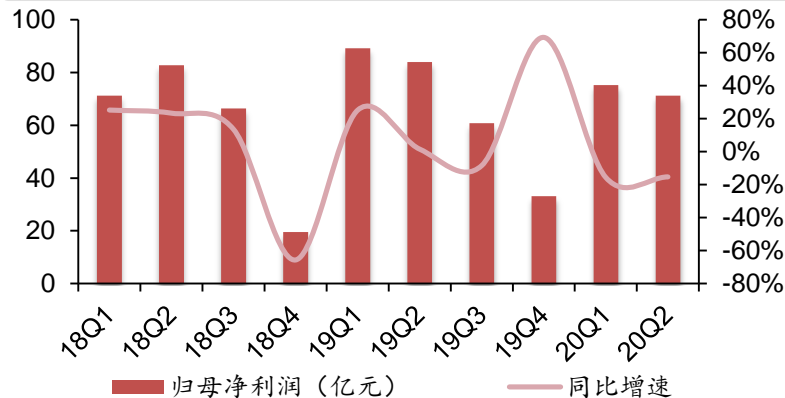
2.8 中药：Q2恢复不明显，期待下半年加速恢复

- 中药板块2020Q1收入与归母净利润增速分别为-6.7%、-17%；2020Q2年收入与归母净利润增速分别为-4.9%、-14.6%，Q2恢复不明显，相比化学制剂板块，中药板块恢复速度较慢。
- Q2毛利率环比提高0.9pp，同时销售费用率提高1.5pp，净利率环比下滑0.3pp，盈利能力仍然受疫情影响。

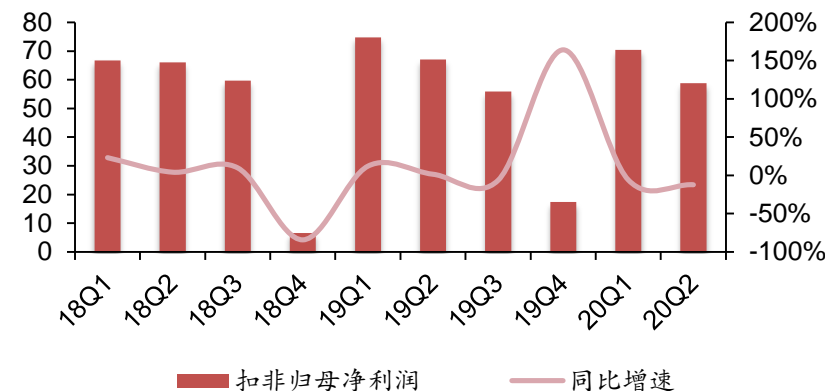
18Q1~20Q2单季度中药收入及增速



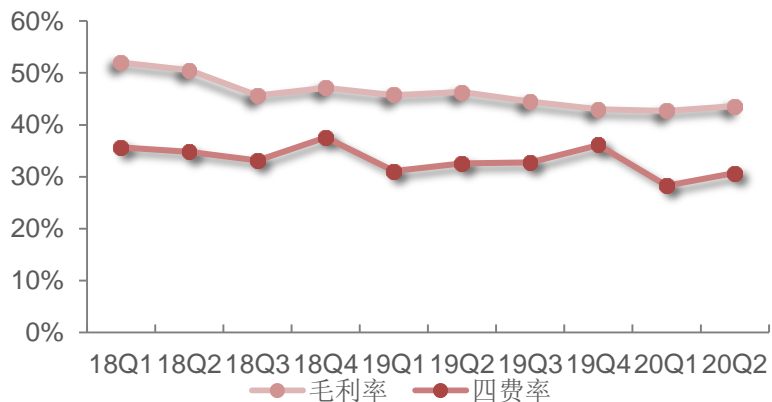
18Q1~20Q2单季度中药归母净利润及增速



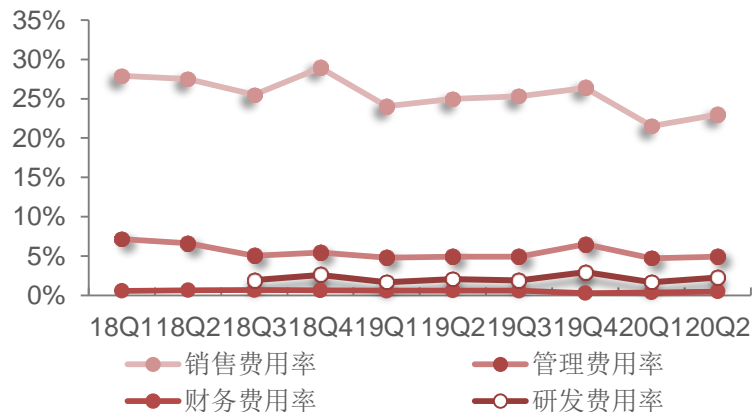
18Q1~20Q2单季度中药扣非归母净利润及增速



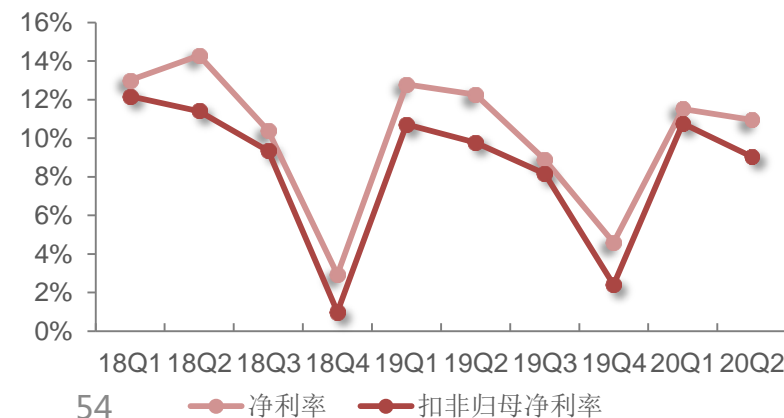
18Q1~20Q2单季度中药毛利率与四费率趋势



18Q1~20Q2单季度中药期间费用率趋势



18Q1~20Q2单季度中药净利率趋势



2.8 中药公司收入分析：上半年16家公司收入实现同比增长，40家收入同比下滑。

- 在我们选定的中药板块58家上市公司样本中，上半年收入同比增长超过20%的仅3家，以岭药业增幅是唯一达50%企业。同比下滑超20%的有15家，其中紫鑫药业下滑77%。同比-20%~0%的有25家。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
以岭药业	51%	52%	50%	66%	50%	57%	344.02
香雪制药	22%	161%	52%	142%	37%	152%	68.33
红日药业	8%	-38%	33%	34%	22%	-2%	170.34
沃华医药	16%	226%	15%	163%	16%	190%	61.07
片仔癀	16%	16%	9%	16%	12%	16%	1,519.51
云南白药	11%	51%	12%	-16%	11%	9%	1,478.08
步长制药	-8%	7%	25%	16%	10%	13%	316.90
太龙药业	49%	190%	-25%	-169%	9%	7%	34.61
佐力药业	-5%	1%	22%	19%	9%	12%	43.09
九芝堂	-4%	10%	24%	13%	9%	12%	89.80
易明医药	-9%	-9%	24%	35%	8%	11%	24.55
方盛制药	11%	-18%	5%	-38%	7%	-29%	29.63
佛慈制药	-12%	3%	22%	167%	5%	119%	44.17
西藏药业	0%	82%	3%	5%	2%	40%	239.98
江中药业	-2%	3%	5%	11%	2%	7%	83.03
羚锐制药	-15%	-24%	16%	22%	1%	-3%	64.96
奇正藏药	-40%	-43%	29%	47%	0%	9%	166.01
千金药业	0%	-16%	-1%	8%	0%	-5%	41.64
嘉应制药	5%	-80%	-9%	-184%	-3%	-121%	30.76
中恒集团	12%	-10%	-19%	-14%	-4%	-12%	124.76
精华制药	-11%	-20%	3%	-18%	-5%	-19%	46.55
桂林三金	-13%	-13%	3%	-12%	-5%	-12%	90.89
康惠制药	-5%	-32%	-6%	4%	-5%	-15%	20.07
贵州百灵	10%	-46%	-23%	-57%	-5%	-49%	147.19
华森制药	-11%	-11%	-2%	-43%	-6%	-32%	72.39
新光药业	-17%	-16%	10%	76%	-7%	7%	27.92
中新药业	-6%	-11%	-8%	-2%	-7%	-7%	115.50
珍宝岛	-21%	-25%	10%	-15%	-7%	-22%	109.71
寿仙谷	-20%	-24%	16%	175%	-7%	-9%	58.37

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
健民集团	-15%	-30%	-2%	32%	-8%	2%	47.05
太安堂	-7%	-56%	-9%	43%	-8%	-39%	39.26
天士力	-14%	-34%	-4%	-13%	-8%	-24%	272.88
益佰制药	-17%	1%	0%	42%	-8%	18%	56.70
白云山	-6%	-16%	-12%	-49%	-9%	-31%	496.57
华神科技	-18%	-48%	-1%	-34%	-9%	-39%	34.21
昆药集团	-12%	-11%	-6%	0%	-9%	-5%	82.82
金陵药业	-16%	-113%	-7%	208%	-11%	-89%	35.68
陇神戎发	-18%	-97%	-9%	-891%	-14%	-231%	21.14
盘龙药业	-33%	-18%	-4%	-12%	-16%	-14%	24.80
同仁堂	-23%	-32%	-8%	-23%	-16%	-27%	407.33
新天药业	-38%	-82%	0%	25%	-17%	-28%	23.28
信邦制药	-20%	-121%	-15%	-18%	-18%	-71%	95.20
华润三九	-10%	-54%	-27%	-5%	-19%	-38%	278.99
广誉远	-17%	-52%	-23%	-74%	-20%	-63%	77.49
仁和药业	-26%	-28%	-15%	-23%	-21%	-25%	80.37
益盛药业	-18%	27%	-25%	-51%	-21%	-18%	24.59
马应龙	-45%	-18%	-3%	50%	-23%	8%	107.25
龙津药业	-37%	-180%	-10%	166%	-23%	-220%	36.25
济川药业	-3%	-9%	-48%	-51%	-24%	-29%	197.21
汉森制药	-18%	-8%	-33%	-49%	-26%	-26%	38.75
启迪古汉	-31%	-18%	-20%	8%	-26%	-10%	26.37
康缘药业	-24%	-28%	-38%	-51%	-32%	-40%	76.84
葵花药业	-25%	-5%	-41%	-42%	-33%	-22%	96.36
大理药业	-46%	-115%	-24%	-65%	-35%	-96%	19.97
特一药业	-28%	-43%	-47%	-91%	-37%	-70%	29.43
上海凯宝	-27%	-26%	-53%	-70%	-40%	-50%	62.45
众生药业	-37%	-58%	-43%	-21%	-40%	-37%	128.77
紫鑫药业	-64%	-490%	-83%	-237%	-77%	-469%	54.94

2.8 中药公司净利润分析：上半年18家公司归母净利润实现同比增长

- 在我们选定的中药板块58家上市公司样本中，上半归母净利润同比增长超过50%的有4家，其中沃华医药以190%的增幅位列榜首。40家出现不同幅度下滑，同比下滑50%以上的有10家，其中紫鑫药业下滑469%。同比0~50%的有30家。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
沃华医药	16%	226%	15%	163%	16%	190%	61
香雪制药	22%	161%	52%	142%	37%	152%	68
佛慈制药	-12%	3%	22%	167%	5%	119%	44
以岭药业	51%	52%	50%	66%	50%	57%	344
西藏药业	0%	82%	3%	5%	2%	40%	240
益佰制药	-17%	1%	0%	42%	-8%	18%	57
片仔癀	16%	16%	9%	16%	12%	16%	1,520
步长制药	-8%	7%	25%	16%	10%	13%	317
九芝堂	-4%	10%	24%	13%	9%	12%	90
佐力药业	-5%	1%	22%	19%	9%	12%	43
易明医药	-9%	-9%	24%	35%	8%	11%	25
奇正藏药	-40%	-43%	29%	47%	0%	9%	166
云南白药	11%	51%	12%	-16%	11%	9%	1,478
马应龙	-45%	-18%	-3%	50%	-23%	8%	107
太龙药业	49%	190%	-25%	-169%	9%	7%	35
江中药业	-2%	3%	5%	11%	2%	7%	83
新光药业	-17%	-16%	10%	76%	-7%	7%	28
健民集团	-15%	-30%	-2%	32%	-8%	2%	47
红日药业	8%	-38%	33%	34%	22%	-2%	170
羚锐制药	-15%	-24%	16%	22%	1%	-3%	65
昆药集团	-12%	-11%	-6%	0%	-9%	-5%	83
千金药业	0%	-16%	-1%	8%	0%	-5%	42
中新药业	-6%	-11%	-8%	-2%	-7%	-7%	115
寿仙谷	-20%	-24%	16%	175%	-7%	-9%	58
启迪古汉	-31%	-18%	-20%	8%	-26%	-10%	26
桂林三金	-13%	-13%	3%	-12%	-5%	-12%	91
中恒集团	12%	-10%	-19%	-14%	-4%	-12%	125
盘龙药业	-33%	-18%	-4%	-12%	-16%	-14%	25
康惠制药	-5%	-32%	-6%	4%	-5%	-15%	20

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
益盛药业	-18%	27%	-25%	-51%	-21%	-18%	25
精华制药	-11%	-20%	3%	-18%	-5%	-19%	47
珍宝岛	-21%	-25%	10%	-15%	-7%	-22%	110
葵花药业	-25%	-5%	-41%	-42%	-33%	-22%	96
天士力	-14%	-34%	-4%	-13%	-8%	-24%	273
仁和药业	-26%	-28%	-15%	-23%	-21%	-25%	80
汉森制药	-18%	-8%	-33%	-49%	-26%	-26%	39
同仁堂	-23%	-32%	-8%	-23%	-16%	-27%	407
新天药业	-38%	-82%	0%	25%	-17%	-28%	23
方盛制药	11%	-18%	5%	-38%	7%	-29%	30
济川药业	-3%	-9%	-48%	-51%	-24%	-29%	197
白云山	-6%	-16%	-12%	-49%	-9%	-31%	497
华森制药	-11%	-11%	-2%	-43%	-6%	-32%	72
众生药业	-37%	-58%	-43%	-21%	-40%	-37%	129
华润三九	-10%	-54%	-27%	-5%	-19%	-38%	279
华神科技	-18%	-48%	-1%	-34%	-9%	-39%	34
太安堂	-7%	-56%	-9%	43%	-8%	-39%	39
康缘药业	-24%	-28%	-38%	-51%	-32%	-40%	77
贵州百灵	10%	-46%	-23%	-57%	-5%	-49%	147
上海凯宝	-27%	-26%	-53%	-70%	-40%	-50%	62
广誉远	-17%	-52%	-23%	-74%	-20%	-63%	77
特一药业	-28%	-43%	-47%	-91%	-37%	-70%	29
信邦制药	-20%	-121%	-15%	-18%	-18%	-71%	95
金陵药业	-16%	-113%	-7%	208%	-11%	-89%	36
大理药业	-46%	-115%	-24%	-65%	-35%	-96%	20
嘉应制药	5%	-80%	-9%	-184%	-3%	-121%	31
龙津药业	-37%	-180%	-10%	166%	-23%	-220%	36
陇神戎发	-18%	-97%	-9%	-891%	-14%	-231%	21
紫鑫药业	-64%	-490%	-83%	-237%	-77%	-469%	55

中药：少部分疫情相关产品企业受益明显，大部分企业受疫情冲击大，需要较长时间恢复正常

- **少部分疫情相关产品企业受益明显**：在此次新冠疫情的影响下，仅有以岭药业、香雪制药、红日药业等少数企业受益明显，这些企业均有与疫情防控相关的产品，因此受益于此次疫情；除这些企业外，大部分中药企业产品市场需求受疫情抑制明显，且不同于化学药制剂，多数中药产品疫情后的需求恢复速度大幅低于化学制剂板块，Q2单季收入与业绩数据已经显示这个迹象；预计2020H2，中药板块收入与业绩将缓慢恢复增长，全年预期较低。
- **中药行业投资逻辑主要聚焦于消费属性明显的公司**：消费品属性强的中药企业成长持续性明显，受药品政策影响小，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：云南白药（000538）、片仔癀（600436）、同仁堂（600085）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

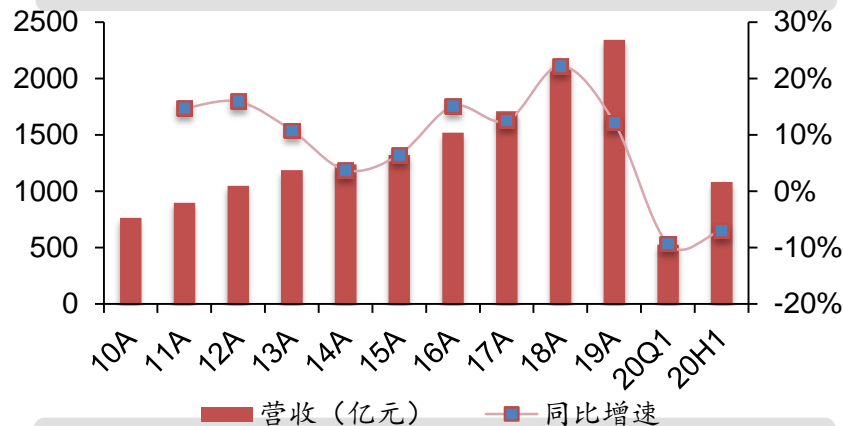
3、投资策略

4、重点公司盈利预测

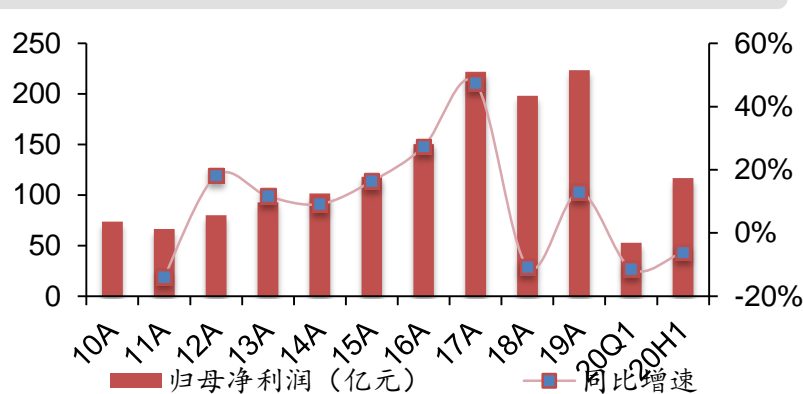
2.9 化学制剂：疫情影响明显，Q2逐步向好，预计H2恢复正增长

- 51家化学制剂公司2020H1收入总额增速为-7.0%、归母净利润总额增速为-6.1%。
- 从盈利水平看，化学制剂板块整体盈利能力有所提高，未受疫情影响，行业毛利率（55.4%）保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，净利率（12.3%）有所提高。

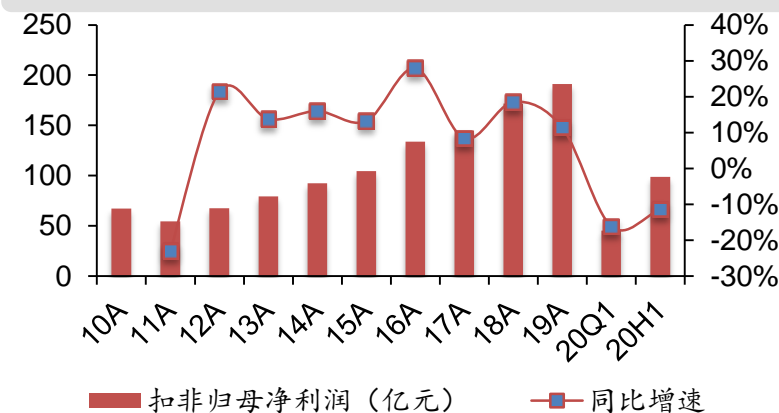
2010年~20H1化学制剂收入及增速



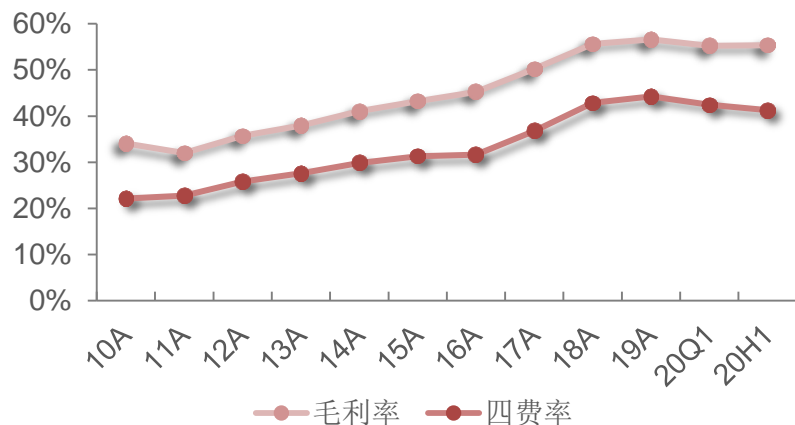
2010年~20H1化学制剂归母净利润及增速



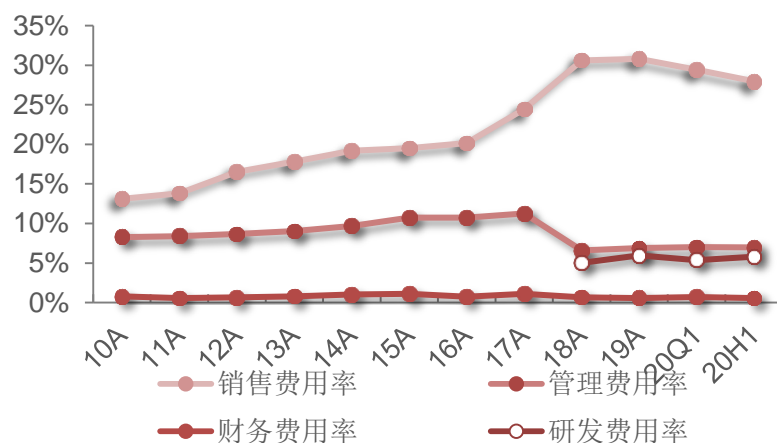
2010年~20H1化学制剂扣非归母净利润及增速



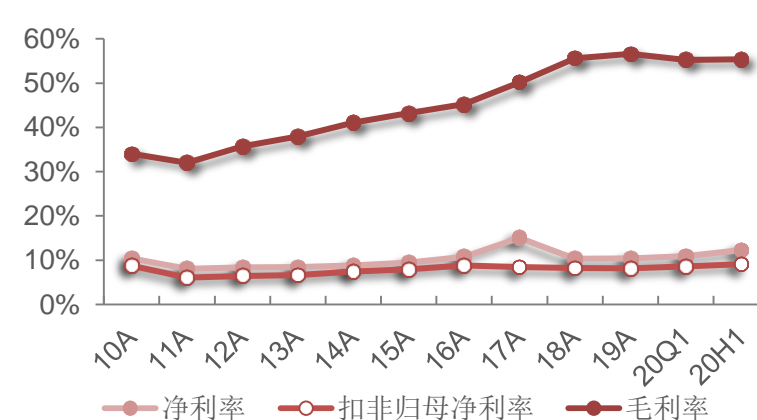
2010年~20H1化学制剂毛利率与四费率变化趋势



2010年~20H1化学制剂期间费用率变化趋势



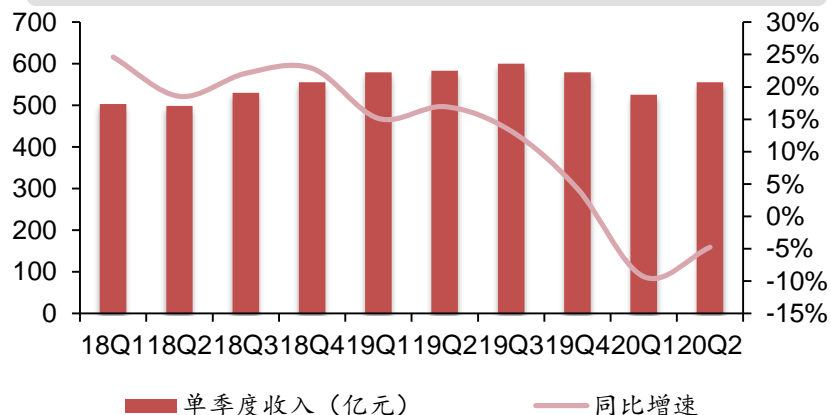
2010年~20H1化学制剂净利率变化趋势



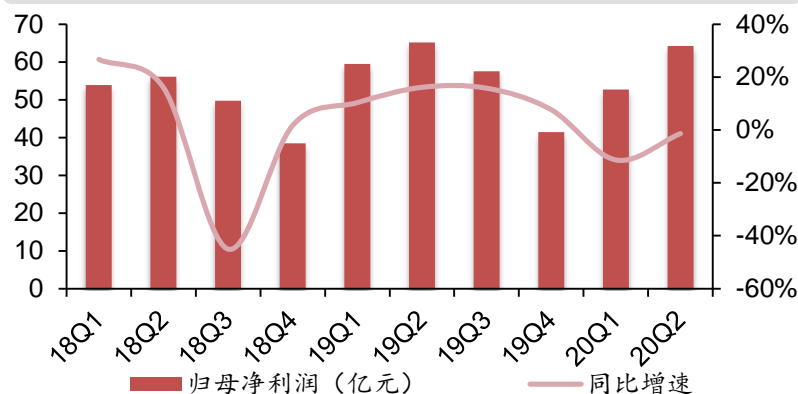
2.9 化学制剂：Q1收入与业绩受疫情影响明显，Q2开始恢复，预计Q3全面恢复正增长

- 化学制剂行业2020Q1收入总额与归母净利润增速分别为-9.3%、-11.3%；2020Q2年收入总额增速为-4.7%、归母净利润总额增速为-1.4%，疫情影响逐步减少，收入与业绩增速降幅收窄，预计H2恢复正增长。
- 单季度盈利水平未受疫情影响，毛利率与净利率基本与去年同期持平，销售费用率下滑趋势明显。

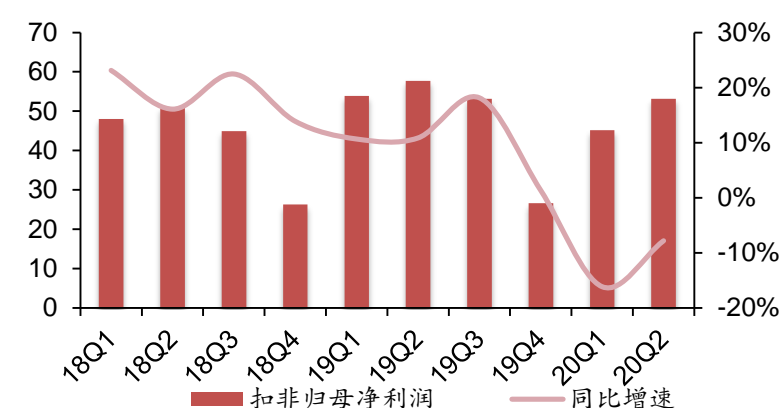
18Q1~20Q2化学制剂收入及增速（单季度）



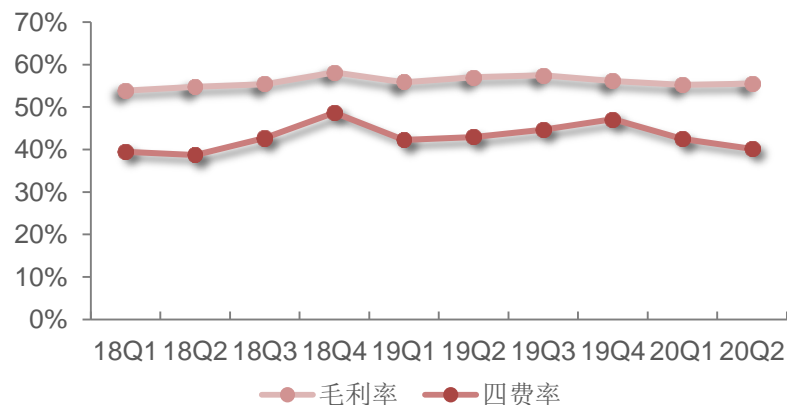
18Q1~20Q2化学制剂归母净利润及增速（单季度）



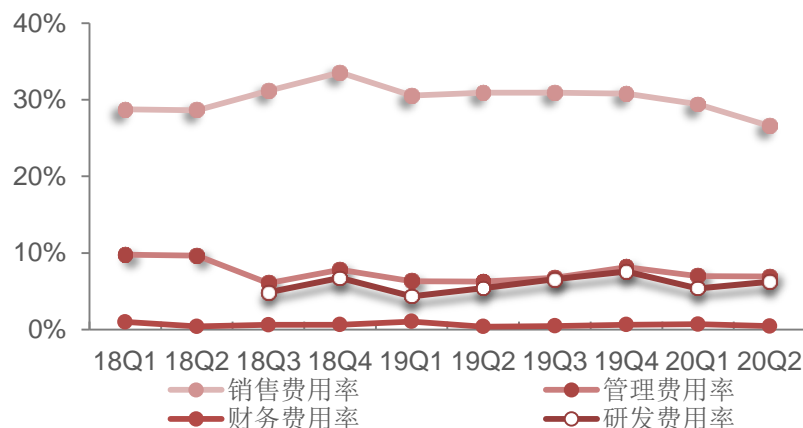
18Q1~20Q2化学制剂扣非归母净利润及增速（单季度）



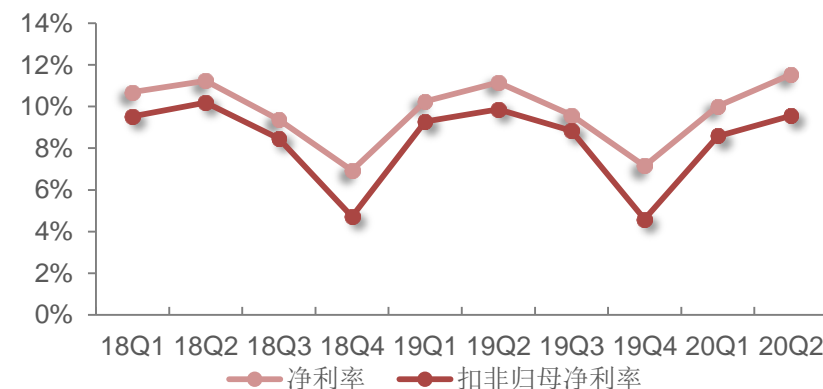
18Q1~20Q2化学制剂毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q2化学制剂期间费用率变化趋势



18Q1~20Q2化学制剂净利率变化趋势



2.9 化学制剂：2020H1，统计的51家化学制剂公司中，13家实现营业收入正增长，4家增幅超过20%；38家下滑，15家企业下滑幅度超过20%。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
天宇股份	14%	30%	59%	71%	36%	50%	231
贝达药业	73%	152%	-21%	-63%	25%	65%	526
华海药业	31%	63%	19%	80%	25%	73%	638
东诚药业	34%	14%	18%	28%	24%	23%	204
普利制药	9%	14%	18%	57%	14%	32%	210
恒瑞医药	11%	10%	14%	10%	13%	10%	5035
联环药业	19%	15%	5%	5%	11%	9%	32
鲁抗医药	2%	-87%	13%	566%	8%	180%	82
华北制药	-17%	104%	28%	-4%	5%	38%	225
丽珠集团	-4%	2%	11%	75%	3%	36%	438
健康元	-5%	-8%	12%	65%	3%	24%	380
山大华特	1%	107%	3%	32%	3%	52%	70
丰原药业	-2%	29%	3%	-9%	1%	2%	32
现代制药	4%	-27%	-6%	2%	-1%	-12%	106
天药股份	-16%	-3%	13%	-16%	-2%	-11%	55
诚意药业	4%	2%	-8%	-12%	-3%	-7%	41
仙琚制药	-11%	16%	0%	19%	-5%	18%	149
润都股份	-7%	10%	-4%	22%	-5%	17%	39
兴齐眼药	-25%	-1082%	10%	452%	-6%	167%	121
九典制药	-10%	-32%	-6%	42%	-8%	15%	53
神奇制药	-20%	-63%	2%	-41%	-8%	-50%	38
北陆药业	-27%	-34%	6%	-9%	-8%	-18%	63
华东医药	-11%	26%	-6%	-15%	-9%	8%	489
东北制药	-9%	-134%	-10%	27%	-9%	-51%	84
济民制药	-32%	-165%	13%	38%	-9%	-56%	109

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
京新药业	-11%	-27%	-12%	-33%	-12%	-31%	89
哈药股份	-6%	-29%	-19%	-243%	-13%	-687%	87
华润双鹤	-17%	-16%	-12%	-10%	-15%	-13%	141
一品红	1%	-12%	-29%	-36%	-16%	-25%	79
海辰药业	-21%	-23%	-15%	-37%	-18%	-31%	35
华仁药业	-28%	20%	-9%	263%	-18%	171%	57
福安药业	-21%	-8%	-14%	-19%	-18%	-13%	75
昂利康	-20%	24%	-17%	37%	-19%	30%	50
卫信康	-16%	-46%	-21%	7%	-19%	-22%	48
科伦药业	-17%	-93%	-20%	-54%	-19%	-72%	356
广生堂	-24%	-76%	-15%	153%	-19%	0%	51
康芝药业	-36%	-142%	-6%	191%	-21%	17%	31
千红制药	-60%	-128%	7%	4%	-22%	-64%	64
海思科	-30%	158%	-16%	-46%	-22%	-3%	284
德展健康	-2%	-24%	-45%	-25%	-22%	-25%	137
海南海药	-34%	-238%	-12%	1884%	-24%	-34%	136
北大医药	-26%	-32%	-29%	-10%	-27%	-22%	43
力生制药	-23%	-23%	-33%	-50%	-28%	-36%	49
仟源医药	-40%	-320%	-20%	-242%	-29%	-279%	17
恩华药业	-30%	10%	-29%	10%	-29%	10%	187
奥赛康	-36%	-43%	-33%	-37%	-35%	-40%	170
信立泰	-27%	-53%	-43%	-85%	-35%	-69%	394
康辰药业	-63%	-34%	-21%	-29%	-36%	-31%	76
灵康药业	-29%	83%	-55%	-86%	-43%	-30%	61
哈三联	-42%	-40%	-46%	-106%	-44%	-76%	37
赛隆药业	-51%	-340%	-47%	-133%	-49%	-165%	23

2.9 化学制剂：2020H1，统计的51家化学制剂公司中，23家实现归母净利润增长，7家增幅超过50%；28家下滑，10家企业下滑幅度超过50%。

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
鲁抗医药	2%	-87%	13%	566%	8%	180%	82
华仁药业	-28%	20%	-9%	263%	-18%	171%	57
兴齐眼药	-25%	-1082%	10%	452%	-6%	167%	121
华海药业	31%	63%	19%	80%	25%	73%	638
贝达药业	73%	152%	-21%	-63%	25%	65%	526
山大华特	1%	107%	3%	32%	3%	52%	70
天宇股份	14%	30%	59%	71%	36%	50%	231
华北制药	-17%	104%	28%	-4%	5%	38%	225
丽珠集团	-4%	2%	11%	75%	3%	36%	438
普利制药	9%	14%	18%	57%	14%	32%	210
昂利康	-20%	24%	-17%	37%	-19%	30%	50
健康元	-5%	-8%	12%	65%	3%	24%	380
东诚药业	34%	14%	18%	28%	24%	23%	204
仙琚制药	-11%	16%	0%	19%	-5%	18%	149
康芝药业	-36%	-142%	-6%	191%	-21%	17%	31
润都股份	-7%	10%	-4%	22%	-5%	17%	39
九典制药	-10%	-32%	-6%	42%	-8%	15%	53
恒瑞医药	11%	10%	14%	10%	13%	10%	5035
恩华药业	-30%	10%	-29%	10%	-29%	10%	187
联环药业	19%	15%	5%	5%	11%	9%	32
华东医药	-11%	26%	-6%	-15%	-9%	8%	489
丰原药业	-2%	29%	3%	-9%	1%	2%	32
广生堂	-24%	-76%	-15%	153%	-19%	0%	51
海思科	-30%	158%	-16%	-46%	-22%	-3%	284
诚意药业	4%	2%	-8%	-12%	-3%	-7%	41

成分股增速	20Q1		20Q2		20H1		2020/8/31
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值
天药股份	-16%	-3%	13%	-16%	-2%	-11%	55
现代制药	4%	-27%	-6%	2%	-1%	-12%	106
华润双鹤	-17%	-16%	-12%	-10%	-15%	-13%	141
福安药业	-21%	-8%	-14%	-19%	-18%	-13%	75
北陆药业	-27%	-34%	6%	-9%	-8%	-18%	63
卫信康	-16%	-46%	-21%	7%	-19%	-22%	48
北大医药	-26%	-32%	-29%	-10%	-27%	-22%	43
德展健康	-2%	-24%	-45%	-25%	-22%	-25%	137
一品红	1%	-12%	-29%	-36%	-16%	-25%	79
灵康药业	-29%	83%	-55%	-86%	-43%	-30%	61
海辰药业	-21%	-23%	-15%	-37%	-18%	-31%	35
京新药业	-11%	-27%	-12%	-33%	-12%	-31%	89
康辰药业	-63%	-34%	-21%	-29%	-36%	-31%	76
海南海药	-34%	-238%	-12%	1884%	-24%	-34%	136
力生制药	-23%	-23%	-33%	-50%	-28%	-36%	49
奥赛康	-36%	-43%	-33%	-37%	-35%	-40%	170
神奇制药	-20%	-63%	2%	-41%	-8%	-50%	38
东北制药	-9%	-134%	-10%	27%	-9%	-51%	84
济民制药	-32%	-165%	13%	38%	-9%	-56%	109
千红制药	-60%	-128%	7%	4%	-22%	-64%	64
信立泰	-27%	-53%	-43%	-85%	-35%	-69%	394
科伦药业	-17%	-93%	-20%	-54%	-19%	-72%	356
哈三联	-42%	-40%	-46%	-106%	-44%	-76%	37
赛隆药业	-51%	-340%	-47%	-133%	-49%	-165%	23
仟源医药	-40%	-320%	-20%	-242%	-29%	-279%	17
哈药股份	-6%	-29%	-19%	-243%	-13%	-687%	87

化学制剂：上半年受疫情影响，处方药物需求明显下降；创新和销售费用降低是未来趋势

- **化学制剂是受疫情影响较大的板块：**疫情导致全国范围医院主要科室停止门诊，对临床处方药物使用需求造成明显下降，因此化学制剂上半年收入与业绩出现较大幅度下滑。
- **2020H1，疫情影响已经基本消化：**Q1受影响最大，Q2收入与净利润下滑幅度已经大幅收窄，预计Q3与Q4转正，持续保持恢复性增长。
- **从盈利水平角度来看，疫情并没有对化学制剂板块造成明显影响；**受创新药驱动与集采的影响，行业毛利率整体维持平稳，净利率有所提高，且销售费用率持续有下降的趋势；创新化与降销售费用将是未来化学制剂板块两大发展趋势。
- **投资建议：**从行业发展趋势看，创新药化学制剂板块主要发展方向，重点推荐恒瑞医药（600276）、贝达药业（300558）、华北制药（600821）、科伦药业（002422）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

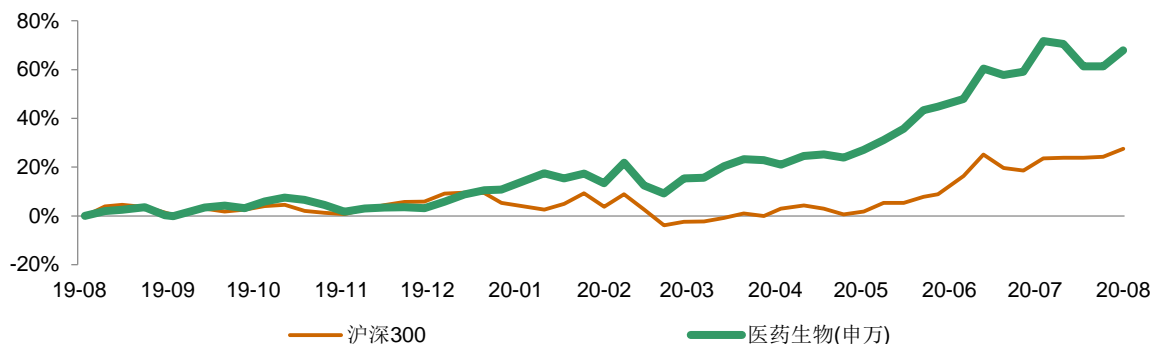
2.9 化学制剂

3、投资策略

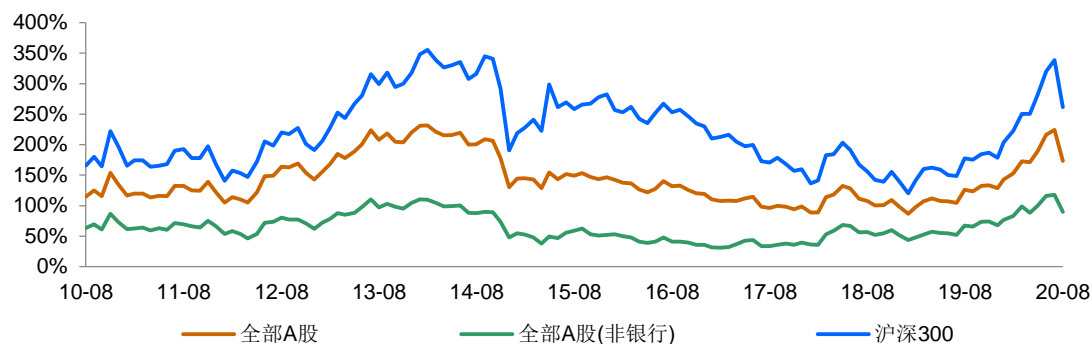
4、重点公司盈利预测

- 行情走势**：2020年初疫情开始与大盘拉开并保持超额收益。8月行业累计超额收益相对平坦，过去一年累计涨幅约为67.8%，跑赢大盘27.5个百分点；**分子行业来看**，医疗器械为累计收益率最高的子行业，最近一年累计涨幅为84%，跑赢医药行业指数40个百分点，医疗器械和生物制品子行业在8月回调较大。
- 截至2020年8月31日，医药行业相对于全部A股估值溢价率为173%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为90%，相对沪深300指数溢价率为261%，8月有回调。**分子行业看估值水平**，医疗服务（189倍）和生物制品（89倍）的PE(TTM)最高，中药（39倍）和医药商业（21倍）最低。

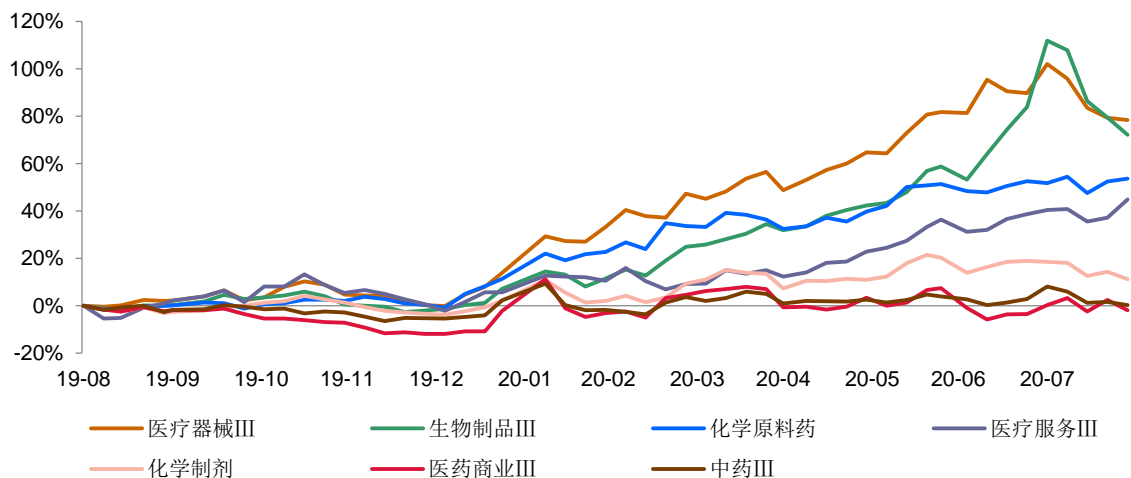
最近一年医药指数相对沪深300走势



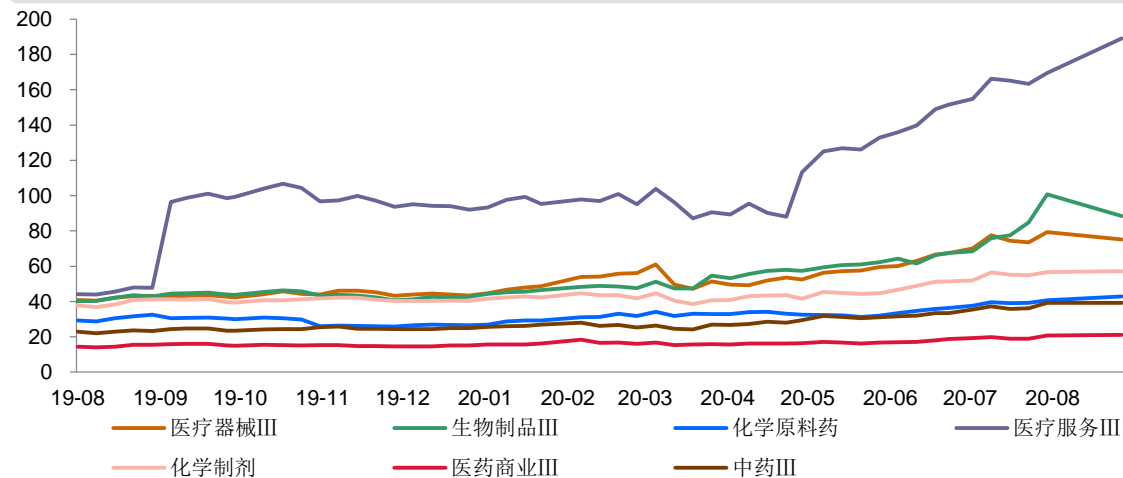
过去十年医药行业溢价率 (TTM整体法剔除负值)



最近一年医药子行业相对沪深300走势



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



3、投资策略

■ 一是后疫情时代，跟疫情相关的投资方向：

- 1) 疫情催生创新药&疫苗研发热度增加，尤其是新冠疫苗研发进展；
- 2) 后疫情时代，局部疫情爆发带来新冠检测、手套、口罩等需求的增加；
- 3) 随着疫情影响逐渐减弱，前期受压制的医疗需求可能迎来较大反弹。

■ 二是根据产业发展趋势，四条长期精选投资方向：

- 1) **泛创新品种**：**创新药及其产业链**（恒瑞医药、药明康德、药明生物、中国生物制药、贝达药业、亿帆医药、康弘药业、凯莱英、泰格医药等），**创新器械**（迈瑞医疗、新产业、乐普医疗、安图生物、万孚生物、迈克生物、开立医疗、南微医学、健帆生物、正海生物等），**创新疫苗**（康泰生物、智飞生物、华北制药、沃森生物等），**创新检测**（华大基因、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等）；
- 2) **泛医药消费**：**自主消费**（长春高新、华兰生物、双林生物、卫光生物、我武生物、欧普康视等），**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）；
- 3) **连锁医疗机构**：**药店**（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房），**医疗服务机构**（通策医疗、爱尔眼科、美年健康），**独立第三方检测机构**（金域医学、润达医疗、迪安诊断等）；
- 4) **特色原料药**（华海药业、海普瑞、健友股份、九洲药业、美诺华等）和**医药分销**（九州通、上海医药、柳药股份、国药一致等）。

1、医药行业2020年中期业绩总览

2、医药子行业2020年中报总结

2.1 医疗器械

2.2 CXO

2.3 药 店

2.4 原料药

2.5 生物制剂

2.6 医疗服务

2.7 医药流通

2.8 中 药

2.9 化学制剂

3、投资策略

4、重点公司盈利预测

重点公司盈利预测 (1/3)

2020年 8月31日	覆盖公司	子行业	价格	归母净利润(亿元)			归母净利润同比增速			PE			市值(亿)	评级
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
600276	恒瑞医药	化学制剂	95	64.7	81.2	100.3	21%	26%	24%	78	62	50	5,035	买入
300760	迈瑞医疗	医疗器械III	342	64.1	76.5	94.5	37%	19%	24%	65	54	44	4,163	买入
603259	药明康德	医疗服务III	110	26.9	32.8	39.7	45%	22%	21%	96	79	65	2,589	买入
300122	智飞生物	生物制品III	135	34.1	45.6	60.5	44%	34%	33%	63	47	36	2,162	买入
000661	长春高新	生物制品III	468	27.7	36.1	46.7	56%	30%	29%	68	52	40	1,892	买入
000538	云南白药	中药III	116	43.3	47.4	51.0	3%	9%	8%	34	31	29	1,478	买入
300601	康泰生物	生物制品III	198	6.8	15.4	22.9	18%	126%	49%	196	86	58	1,332	买入
002007	华兰生物	生物制品III	58	16.1	18.6	21.5	25%	16%	16%	65	56	49	1,051	持有
300347	泰格医药	医疗服务III	112	10.9	13.6	16.3	30%	25%	20%	88	70	59	960	持有
300759	康龙化成	医疗服务III	110	8.0	10.6	13.7	46%	33%	29%	106	80	62	849	持有
002001	新和成	化学原料药	33	43.2	49.8	53.9	99%	15%	8%	16	14	13	704	买入
300003	乐普医疗	医疗器械III	39	22.4	29.4	38.8	30%	31%	32%	31	24	18	699	买入
600521	华海药业	化学制剂	44	6.9	8.3	9.9	21%	20%	19%	92	77	65	638	持有
002821	凯莱英	化学原料药	274	7.4	9.5	12.1	34%	28%	27%	86	67	52	634	买入
300529	健帆生物	医疗器械III	76	7.7	10.2	13.6	35%	32%	33%	79	60	45	609	买入
300676	华大基因	医疗器械III	147	4.4	5.4	6.2	59%	23%	15%	133	109	95	586	持有
603233	大参林	医药商业III	85	9.7	12.2	15.3	38%	26%	25%	58	46	37	559	买入
601607	上海医药	医药商业III	22	45.8	50.9	56.3	12%	11%	11%	12	11	10	539	买入
603939	益丰药房	医药商业III	101	7.3	9.5	12.0	34%	30%	26%	74	57	45	535	买入
600161	天坛生物	生物制品III	42	7.3	8.8	10.5	19%	21%	19%	73	60	51	531	买入
300558	贝达药业	化学制剂	131	3.1	3.9	5.1	34%	26%	31%	168	136	104	526	持有
603882	金域医学	医疗服务III	108	11.0	10.6	13.9	173%	-4%	31%	45	47	36	493	买入
603707	健友股份	化学原料药	49	8.1	10.3	12.8	34%	27%	24%	57	45	36	460	持有
002019	亿帆医药	化学原料药	30	12.9	14.8	16.9	43%	15%	14%	29	25	22	370	持有
002223	鱼跃医疗	医疗器械III	37	14.8	15.3	18.5	97%	3%	21%	25	24	20	369	买入
603883	老百姓	医药商业III	89	6.4	7.9	9.7	26%	23%	23%	57	46	37	363	买入
002399	海普瑞	化学原料药	24	10.3	12.8	15.4	-3%	24%	20%	33	26	22	337	买入

重点公司盈利预测 (2/3)

2020年 8月31日	覆盖公司	子行业	价格	归母净利润(亿元)			归母净利润同比增速			PE			市值(亿)	评级
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
600998	九州通	医药商业III	18	16.7	21.2	26.9	-3%	27%	27%	20	16	12	333	买入
688029	南微医学	医疗器械III	226	2.5	4.4	5.9	-18%	76%	34%	120	68	51	301	买入
600211	西藏药业	中药III	97	3.9	4.6	5.6	25%	18%	22%	61	52	43	240	买入
300009	安科生物	生物制品III	18	4.5	5.6	7.2	262%	24%	29%	53	43	33	239	买入
002727	一心堂	医药商业III	41	7.3	8.8	10.5	21%	21%	19%	32	27	23	238	买入
688166	博瑞医药	化学制剂	57	1.6	2.0	2.5	44%	25%	25%	149	118	93	232	持有
603127	昭衍新药	医疗服务III	102	2.6	3.4	4.5	46%	31%	32%	90	67	51	230	买入
600812	华北制药	化学制剂	14	1.8	2.3	2.8	17%	28%	22%	125	98	81	225	持有
000028	国药一致	医药商业III	54	13.4	14.9	16.4	5%	11%	10%	16	14	13	214	持有
002675	东诚药业	化学制剂	25	4.5	5.7	7.1	191%	27%	25%	45	36	29	204	买入
300363	博腾股份	化学原料药	36	2.4	3.2	4.1	29%	33%	28%	80	61	47	195	持有
300725	药石科技	化学原料药	134	2.0	2.6	3.4	32%	30%	31%	98	75	57	194	买入
300294	博雅生物	生物制品III	45	6.3	7.9	9.8	48%	25%	24%	30	24	20	193	买入
000403	双林生物	生物制品III	38	2.3	3.8	5.0	43%	65%	32%	81	50	37	188	买入
002262	恩华药业	化学制剂	18	8.1	9.7	11.7	22%	20%	21%	23	19	16	187	买入
300326	凯利泰	医疗器械III	26	3.8	4.8	6.3	26%	26%	31%	49	38	30	186	买入
002332	仙琚制药	化学制剂	16	5.0	6.5	7.3	22%	30%	12%	29	23	20	149	持有
300206	理邦仪器	医疗器械III	24	2.7	3.0	3.6	105%	11%	20%	51	46	38	137	买入
300406	九强生物	医疗器械III	23	4.0	5.0	6.1	21%	25%	22%	33	27	22	134	买入
688580	伟思医疗	医疗器械III	189	1.3	1.9	1.8	30%	46%	-5%	99	68	72	129	买入
688202	美迪西	医疗服务III	168	1.0	1.4	2.0	50%	40%	43%	104	73	52	104	持有
300497	富祥药业	化学原料药	21	4.0	5.0	6.2	31%	25%	24%	24	19	15	95	买入
002880	卫光生物	生物制品III	58	2.1	2.5	3.0	23%	19%	20%	45	37	31	94	买入
603368	柳药股份	医药商业III	25	8.5	10.0	11.6	24%	18%	16%	11	9	8	92	买入
002020	京新药业	化学制剂	12	4.6	5.5	6.9	-12%	20%	25%	20	16	13	89	买入
600055	万东医疗	医疗器械III	15	2.5	3.2	3.9	48%	28%	22%	33	26	21	83	买入
600557	康缘药业	中药III	13	6.1	7.5	8.8	20%	23%	17%	13	10	9	77	持有

2020年 8月31日	覆盖公司	子行业	价格	归母净利润(亿元)			归母净利润同比增速			PE			市值 (亿)	评级
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
603538	美诺华	化学原料药	51	2.0	2.9	4.0	33%	45%	38%	39	27	19	77	持有
300238	冠昊生物	医疗器械Ⅲ	29	1.0	1.7	2.7	121%	70%	59%	80	46	28	77	买入
603590	康辰药业	生物制品Ⅲ	48	2.0	2.3	2.5	-25%	15%	9%	38	33	30	76	买入
603669	灵康药业	化学制剂	9	2.5	2.9	3.2	24%	16%	10%	24	21	19	61	持有
300452	山河药辅	化学原料药	30	1.1	1.3	1.6	30%	18%	23%	51	41	34	54	买入
300453	三鑫医疗	医疗器械Ⅲ	19	0.9	1.4	2.0	46%	56%	43%	53	36	26	51	买入
688393	安必平	医疗器械Ⅲ	50	0.9	1.1	1.4	22%	22%	27%	52	41	33	47	买入
603538	美诺华	化学原料药	51	2.0	2.9	4.0	33%	45%	38%	39	27	19	77	持有

■ 风险提示：药品降价超预期风险，医改政策执行低于预期风险。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷毓	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn