

# 医药生物

证券研究报告  
2020年09月09日

## 2020 中报总结兼 9 月月报：医药二季度表现亮眼，业绩环比改善明显

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郑薇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

潘海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:新冠疫苗研发更新—多个品种进入研究后期,答案揭晓时间临近》 2020-09-07
- 2 《医药生物-行业研究周报:创新医疗器械新赛道—认识康复器械龙头伟思医疗》 2020-08-31
- 3 《医药生物-行业点评:第三批国采产生拟中选,长期关注创新赛道》 2020-08-24

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信

### 2020Q2 医药表现亮眼，Q2 业绩环比改善明显

2020Q2 医药生物板块在申万 28 个行业中涨幅分别为第 4 位，整体表现亮眼，进一步显示了医药行业的稳健性，已经作为刚需性行业较强的避险属性。从收入与业绩表现来看，2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药行业 2020 年 Q1 整体收入下滑 7.43%、净利润下滑 17.79%、扣非净利润略有增长 1.12%；Q2 整体收入下滑 1.99%、净利润上涨 7.83%、扣非净利润略有增长 1.17%。2020 年一季度与疫情相关，以及一些刚需性的需求相对有稳定优秀的表现，其他受到复工复产影响的行业则在 2020 年 Q1 季度业绩短暂承压，随着复工复产的推进，医院门诊量的恢复，二季度开始逐步恢复到相对正常的阶段。同时分子板块来看，2020Q2 医疗器械、生物制品、化学原料药呈现显著增长，化学制剂、医疗服务、中药、医药商业等子板块景气度回升，环比明显改善。从细分领域来看：疫苗、医疗器械、创新药、CXO、专科医疗服务、连锁药店等细分赛道未来依旧是高景气态势。

### 8 月行情回顾

2020 年 8 月上证综指上涨 2.59%，报 3395.68 点，中小板指上涨 0.74%，报 9155.03 点，创业板指下跌 2.40%，报 2728.31 点。医药生物指数下跌 2.77%，报 12605.46 点，表现弱于上证 5.36 个 pp，弱于中小板 3.51 个 pp，弱于创业板 0.37 个 pp。截至 8 月 31 日，全部 A 股估值为 16.17 倍，医药生物估值为 59.53 倍，相对 A 股溢价率为 271%，相较 7 月 -51pp，处于历史较高水平。

### 9 月投资观点：重点关注医疗器械、疫苗、服务、药店和创新药及产业链

站在当前时点，下半年的策略将围绕医疗新基建思路，重点关注医疗器械、疫苗、医疗服务、连锁药店和创新药及产业链。1、医疗器械领域：建议关注迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、万孚生物、海尔生物、奥美医疗、鱼跃医疗等。2、疫苗板块：新冠疫情下，一季度疫苗接种受到严重影响，部分疫苗的接种有所延后，随着疫情的逐步控制，疫苗在二季度将迎来集中补种，从全年角度看，业绩影响相对较小。建议关注沃森生物、智飞生物、康泰生物、长春高新；3、医疗服务：一季度受疫情影响，门诊量下滑，但专科医疗服务相对是刚需，二季度迎来较快恢复，重点关注：爱尔眼科、通策医疗等；4、连锁药店：上半年各家连锁药店均录得较好成绩，行业景气度高，当前背景下渠道价值凸显，重点关注：大参林、益丰药房、老百姓、一心堂等；5、创新药：创新药企业一季度受疫情影响业绩增速出现阶段性下滑，随着二季度门诊量逐步恢复，我们预计业绩有望恢复较快增长。短期疫情影响不改产业长期向好发展趋势，创新药是未来医药发展最核心的方向之一。建议关注恒瑞医药、贝达药业、浙江医药等；6、创新药产业链，新冠疫情背景下，海外客户转单明显，虽然一季报受国内疫情影响，但影响逐步消除，国内创新产业未来趋势确定，创新药产业链有望持续受益，二季报创新药产业链板块业绩有望良好的业绩表现。建议关注药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等。

### 9 月金股：丽珠集团 (000513.SZ)、大参林 (603233.SH)

**丽珠集团 (000513.SZ)：**公司进入创新加速兑现阶段，“重新创业”元年踏上发展新征程：公司在 2019 年对单抗子公司领导层进行调整，推进临床前和临床研究进展，单抗和微球平台创新产品逐渐开始兑现。已有产品艾普拉唑系列、亮丙瑞林等为公司业绩奠基，新冠试剂盒带来业绩弹性；艾普针剂在 2019 年进入医保目录，有望加速进院迎来持续放量；亮丙瑞林适应症市场空间大。重点布局单抗、微球平台，研发管线持续推进：公司研发管线丰富，单抗领导层更换后研发呈现加速态势，微球平台高壁垒，研发不断推进。

**大参林 (603233.SH)：**公司是华南地区医药零售龙头，随着新开门店与并购门店持续贡献业绩，公司业绩有望继续保持稳步增长，我们预计 2020 年新冠疫情对公司业绩存在正向作用，同时省外市场拓展顺利，门店数量持续扩大，半年度业绩超预期，我们对公司 2020-2022 年公司净利润进行调整，由 9.2/12.1/15.3 亿元调整为 9.8/13.19/17.3 亿元，由“增持”调为“买入”评级。

### 9 月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整）

迈克生物，安图生物，万孚生物，益丰药房、迈瑞医疗，金城医学，恒瑞医药，九州通、片仔癀，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，通策医疗、云南白药，长春高新，凯莱英、沃森生物、天坛生物

**风险提示：**市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

## 内容目录

<b>1. 2020Q2 医药表现亮眼，Q2 业绩环比改善明显</b> .....	<b>4</b>
1.1. 2019-2020Q2 医药板块整体表现优秀，取得超额收益.....	4
1.2. 2020 上半年疫情影响下各子板块表现不一，Q2 整体环比改善明显.....	5
<b>2. 板块分化明显，看好创新药主线、血制品、疫苗、连锁药店、医疗器械、医疗服务增长</b> .....	<b>9</b>
2.1. 生物制品：业绩表现亮眼.....	9
2.1.1. 疫苗板块：行业价值进一步凸现.....	9
2.1.2. 血制品：疫情展现行业价值，长期不改稳健逻辑.....	10
2.1.3. 生长激素：业绩持续增长，需求刚性.....	13
2.1.4. 胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素受影响较小，脱敏制剂逐步恢复.....	13
2.2. 医疗器械板块 Q2 大幅增长，把握当前三大主线.....	14
2.3. 医疗服务：长期景气度高，二季度持续恢复.....	14
2.4. CRO、CDMO/CMO：Q2 显著恢复，长期景气度高.....	15
2.5. 中药板块：业绩整体相对承压，龙头业绩逐步从疫情中恢复.....	16
2.6. 化学制药：创新药延续高增长态势，特色原料药业绩表现优秀.....	17
2.6.1. 创新药板块业绩延续半年报高增长态势.....	17
2.6.1. 特色原料药业绩表现优秀，未来业绩估值或双提振.....	18
2.7. 医药流通：连锁药店上半年录得较好成绩，医药流通呈现一定分化.....	19
2.7.1. 大型连锁药店持续领先行业发展，2020 年上半年录得好成绩.....	19
2.7.2. 医药流通 2020Q2 表现呈现差异性，关注有变化的变化.....	20
<b>3. 行情回顾</b> .....	<b>21</b>
3.1. 医药生物 8 月下跌，整体弱于大盘.....	21
3.2. 申万子行业上涨不大，医药生物跌幅为 2.772%，排名全行业第 26 位.....	21
3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 7 月-51pp.....	22
3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大.....	22
3.5. 本月子板块交易量与交易额均下跌.....	23
3.6. 个股月度涨跌幅.....	23
<b>4. 医药制造业收入与利润</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：2019 年医药生物指数与其他指数涨跌幅比较.....	4
图 2：2020Q2 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较.....	4
图 3：2019 年至今医药生物指数走势（截止 2020 年 8 月 31 日）.....	5
图 4：医药生物 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	5
图 5：化学原料药板块 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	6
图 6：化学制剂 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	6
图 7：中药 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况.....	7

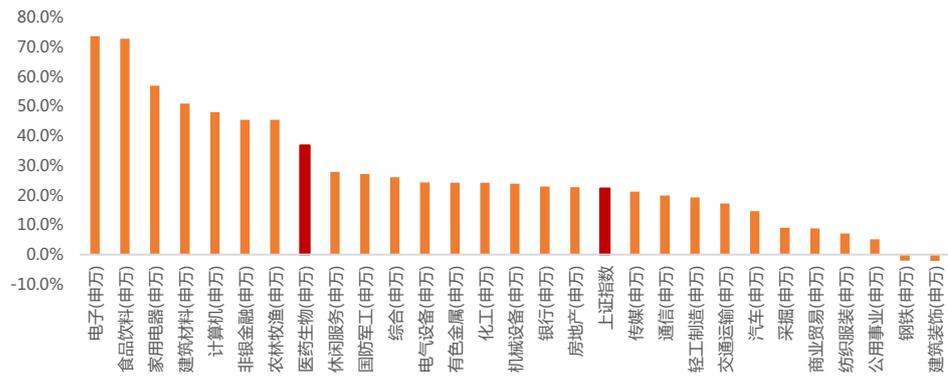
图 8: 生物制品 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况 .....	7
图 9: 医药商业 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况 .....	8
图 10: 医疗器械 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况 .....	8
图 11: 医疗服务 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况 .....	9
图 12: 疫苗板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润增速变化 .....	9
图 13: 静丙样本医院销售额一季度大幅增加 26% .....	10
图 14: 纤原样本医院销售额一季度小幅增加近 6% .....	10
图 15: 白蛋白样本医院销售额一季度小幅下滑约 4% .....	11
图 16: 破免样本医院销售额一季度下滑约 16% .....	11
图 17: 狂免样本医院销售额一季度下滑约 16.8% .....	11
图 18: 乙免样本医院销售额一季度下滑约 22.7% .....	11
图 19: 因子VIII样本医院销售额一季度下滑约 17.5% .....	11
图 20: PCC 样本医院销售额一季度下滑约 3.9% .....	11
图 21: 2020 年 1-8 月血制品批签发量 (万件) .....	12
图 22: 血制品企业业绩有望恢复稳健增长 .....	12
图 23: 血制品企业期间费用率、研发费用率、销售费用率变化 .....	13
图 24: 血制品企业存货、应收账款周转天数 (天) .....	13
图 25: 中药龙头企业整体业绩增长稳健 .....	16
图 26: 中药板块三大费用率保持稳定 .....	17
图 27: 中药板块各龙头企业研发费用变化 (单季度, 百万元) .....	17
图 28: 恒瑞医药营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴) .....	18
图 29: 恒瑞医药归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴) .....	18
<b>图 30: 贝达药业营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴) .....</b>	<b>18</b>
<b>图 31: 贝达药业归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴) .....</b>	<b>18</b>
图 32: 特色及专利原料药企业业绩增速依旧亮眼 .....	19
图 33: 特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升 .....	19
图 34: 特色及专利原料药板块各企业研发费用 (单季度, 百万元) .....	19
图 35: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较 .....	21
图 36: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较 .....	22
图 37: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法) .....	22
图 38: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值) .....	23
图 39: 医药各板块交易量及交易金额变化 .....	23
图 40: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速 .....	24
表 1: 专科连锁三只标的业绩情况 (亿元) .....	15
表 2: 医药外包(CRO、CDMO/CMO)Q2 实现了良好的恢复增长 .....	15
表 3: 连锁药房四家标的公司业绩情况 (亿元) .....	20
表 4: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元) .....	20
表 5: 个股区间涨幅前十 (截止至 2020 年 8 月 31 日, 剔除 2019 年上市新股) .....	23
表 6: 个股区间跌幅前十 (截止至 2020 年 8 月 31 日, 剔除 2019 年上市新股) .....	24

## 1. 2020Q2 医药表现亮眼，Q2 业绩环比改善明显

### 1.1. 2019-2020Q2 医药板块整体表现优秀，取得超额收益

2019 年医药板块整体录得较为不错的成绩，整体在申万 28 个一级子行业中排名第 8 名，2019 年实现 36.8% 的涨幅。2019 年上证综指整体上涨 22.3%，分行业来看，全年涨幅排前的主要为电子 (+73.8%)、食品饮料 (72.9%)、家用电器 (57.0%)。

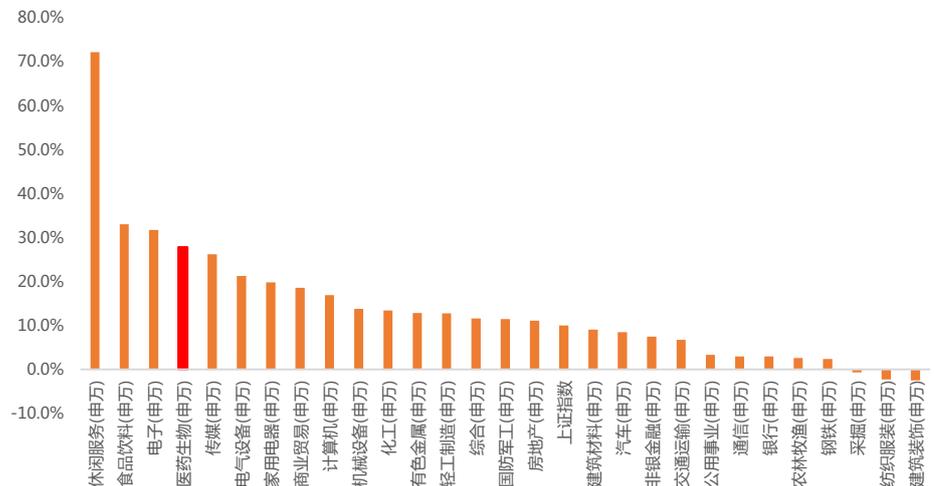
图 1：2019 年医药生物指数与其他指数涨跌幅比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年上半年，市场情绪受新冠疫情影响，一季度上证指数下跌 10.3%，第二季度疫情防控效果良好，上证指数上涨 10.0%，复工复产积极各行业股票普遍有所上涨。2020 年 Q2 医药生物指数表现出来其较强的避险属性，二季度医药指数上涨 31.7%，涨幅排名靠前的板块主要是休闲服务 (72.2%)、食品饮料 (33.1%)、电子 (31.7%)、医药生物 (27.8%)。

图 2：2020Q2 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年至今医药生物指数整体实现了较好的走势，与上证综指、沪深指数相比都取得了较好的相对收益，尤其是在 2020 年以来，表现优秀，录得较高的涨幅。

图 3：2019 年至今医药生物指数走势（截止 2020 年 8 月 31 日）

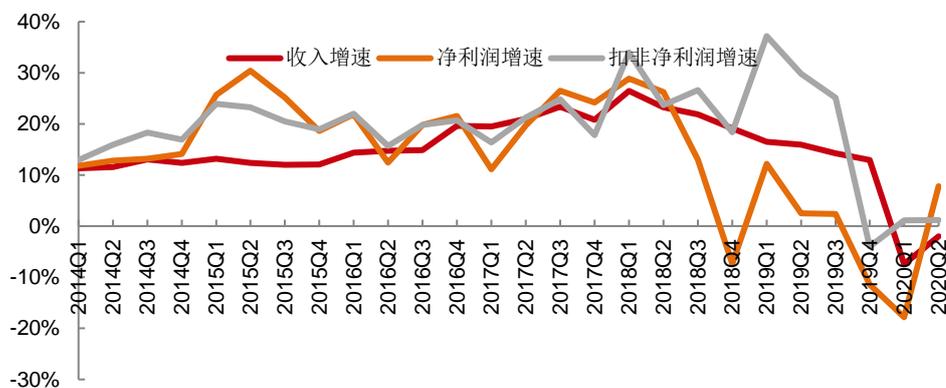


资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年医药生物行业收入端表现平稳，受行业控费、以及部分公司商誉减值的影响，利润端出现一定波动，但整体呈现稳健态势。2019 年医药生物行业收入端同比增长 13.16%、利润端下滑 9.91%，扣非净利润同比下滑 4.01%。

2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药行业 2020 年 Q1 整体收入下滑 7.43%、净利润下滑 17.79%、扣非净利润略有增长 1.12%；Q2 整体收入下滑 1.99%、净利润上涨 7.83%、扣非净利润略有增长 1.17%。2020 年一季度与疫情相关，以及一些刚需性的需求相对有稳定优秀的表现，其他受到复工复产影响的行业则在 2020 年 Q1 季度业绩短暂承压，随着复工复产的推进，医院门诊量的恢复，二季度开始逐步恢复到相对正常的阶段。

图 4：医药生物 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



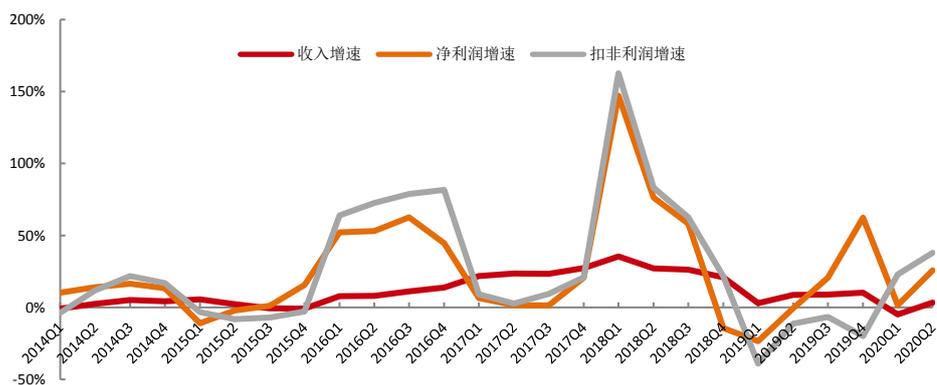
资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除 2019 年之后上市新股

## 1.2. 2020 上半年疫情影响下各子板块表现不一，Q2 整体环比改善明显

化学原料药：2019 年至今，化学原料药板块整体呈现了恢复性增长。2019 年化学原料药板块收入同比增长 10.15%、净利润增长 62.36%、扣非后净利润下滑 19.83%。2020 年一季度，板块呈现恢复态势，2020Q1 收入端下滑 4.89%，净利润同比增长 1.55%，扣非后净利润同比增长 22.94%；2020Q2 收入端增长 3.47%，净利润同比增长 25.69%，扣非后净利润同比增长 37.98%。整体表现出恢复态势。

图 5：化学原料药板块 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除海正药业和冠福股份

化学制剂：2019 年化学制剂板块收入同比增长 9.63%，净利润、扣非后净利润分别同比下滑 22.2%、37.1%；2020 年受疫情疫情，Q1 板块收入同比下滑 10.30%，净利润、扣非后净利润同比分别下滑 9.54%、24.6%；Q2 板块收入同比下滑 9.77%，净利润、扣非后净利润同比分别下滑 7.09%、20.68%。受医保控费等政策影响，化学制剂板块整体呈压，尤其是仿制药板块，未来或将面临更大的挑战。

图 6：化学制剂 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

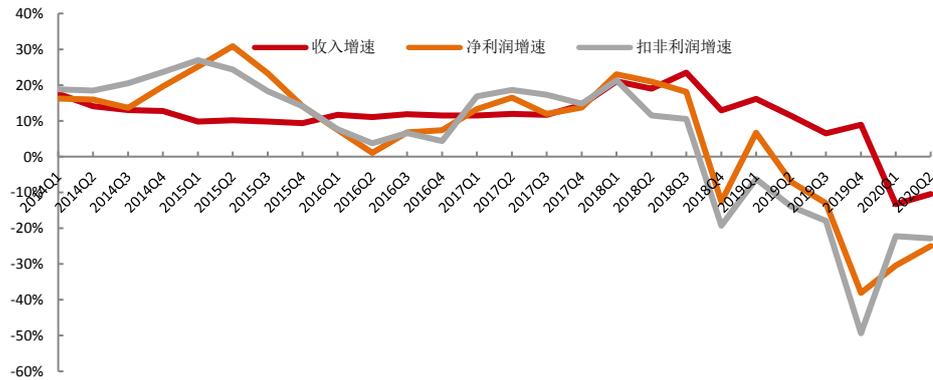


资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除人福医药和赤天化

中药板块：2019 年中药板块收入端同比增长 8.03%，净利润、扣非后净利润同比下滑 33.93%、44.38%，2020 年 Q1 板块收入同比下滑 13.27%，净利润、扣非后净利润同比下滑 30.43%、22.24%；Q2 板块收入同比下滑 10.49%，净利润、扣非后净利润同比下滑 24.98%、22.82%。中药板块整体处于下滑趋势，尤其是利润端下滑速度较收入端的下滑速度更快。

图 7：中药 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

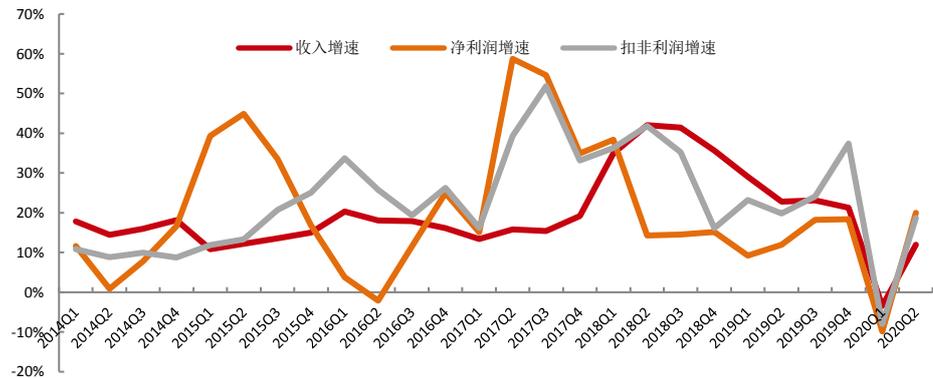


资料来源：wind，天风证券研究所

注：剔除康美药业

生物制品：2019 年生物制品行业呈现逐步恢复趋势，2019 年收入端、净利润、扣非净利润分别同比增长 21.33%、18.15%、37.63%。2020 年 Q1 生物制品行业收入端、净利润端、扣非净利润端分别下滑 3.43%、9.85%、8.0%；Q2 板块收入端、净利润端、扣非净利润端分别增长 11.96%、19.98%、18.73%。剔除 2020 年 Q1 因为疫情的因素导致的下滑，我们判断生物制品板块依旧是处于行业景气度逐步恢复的趋势中。

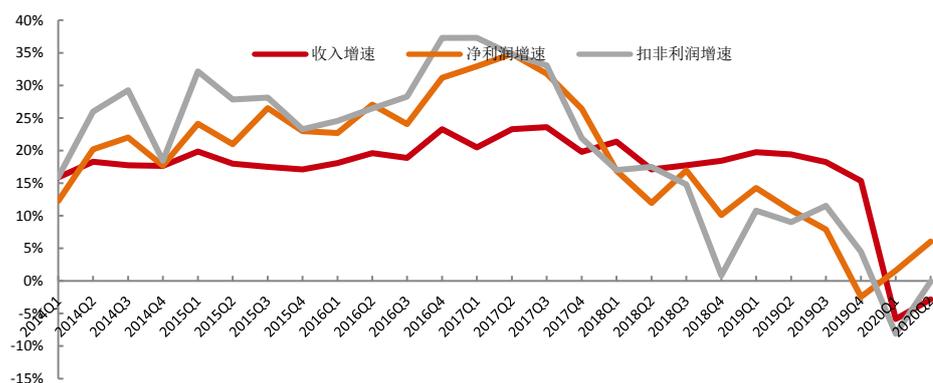
图 8：生物制品 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

医药商业：2019 年医药商业板块整体表现较为平稳，2019 年板块收入端、净利润、扣非后净利润分别增长 16.43%，下滑 0.11%、增长 7.20%；2020Q1 板块收入端下滑 5.85%，利润端同比增长 1.57%、扣非后净利润下滑 8.10%；Q2 板块收入端下滑 2.83%，利润端同比增长 6.03%、扣非后净利润下滑 0.08%。整体而言，至 2017 年两票制之后，医药商业板块呈现下滑趋势，2019 年行业收入端开始呈现稳步态势。

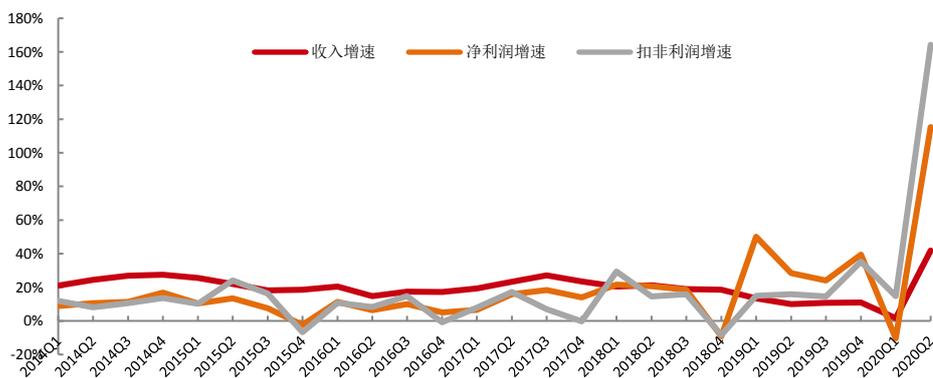
图 9：医药商业 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

医疗器械：2019 年医疗器械板块表现出了高增长态势。2019 年医疗器械收入端、净利润、扣非后净利润分别同比增长 11.03%、39.22%、34.84%，利润端增长提速。2020 年 Q1 行业收入、净利润、扣非后净利润同比增长 1.63%、下滑 10.39%、增长 14.76%；Q2 行业收入、净利润、扣非后净利润同比分别增长 41.84%、115.29%、164.23%。医疗器械行业 Q2 业绩大幅增长主要因为板块内部分企业受益于全球新冠疫情爆发。

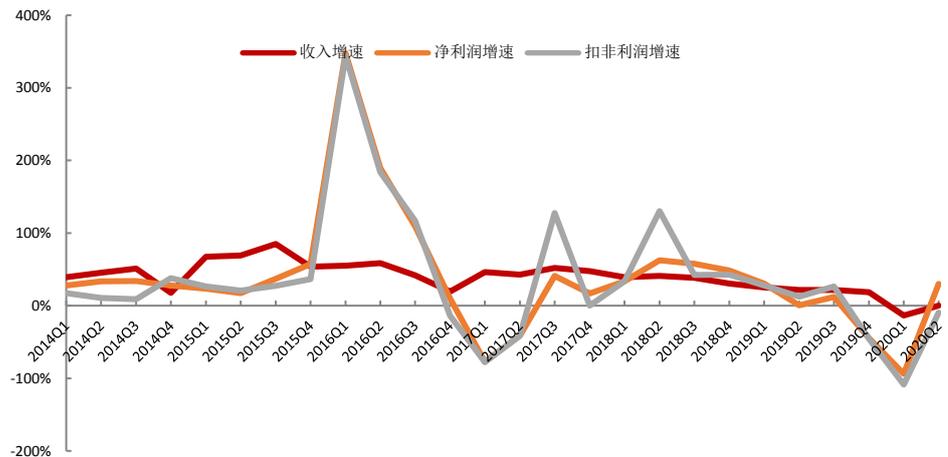
图 10：医疗器械 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

医疗服务：2019 年医疗服务板块收入端、净利润、扣非净利润分别同比增长 18.63%、下滑 44.93%、45.68%。医疗服务板块收入端在 2019 年呈现为相对稳步的提示，利润端由于受到商誉减值等影响，波动较大。2020 年 Q1 受疫情影响，医疗服务板块收入、净利润、扣非后净利润分别同比下滑 13.5%、93.88%、108.64%；Q2 医疗服务板块收入、净利润分别同比增长 0.19%、30.04%，扣非后净利润同比下滑 9.77%。

图 11：医疗服务 2014-2020Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind，天风证券研究所

剔除：ST 运盛、恒康医疗、国新健康、ST 海投、ST 百花

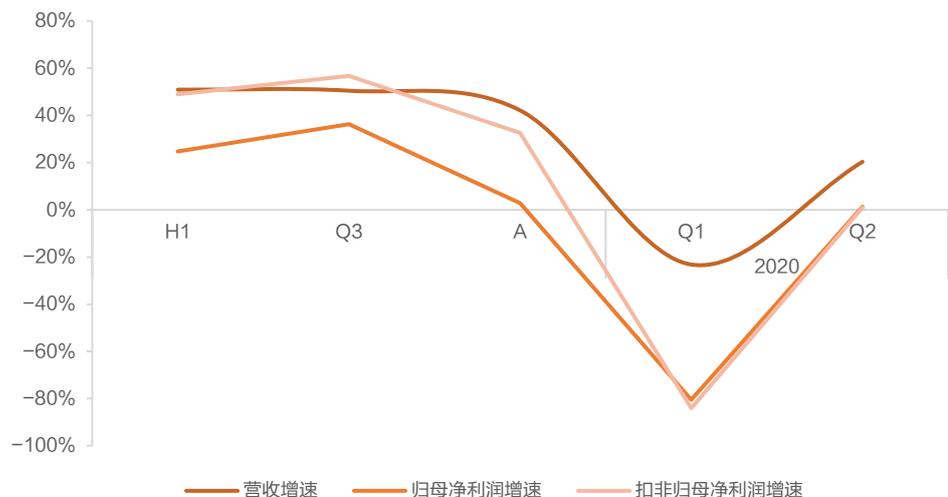
## 2. 板块分化明显，看好创新药主线、血制品、疫苗、连锁药店、医疗器械、医疗服务增长

### 2.1. 生物制品：业绩表现亮眼

#### 2.1.1. 疫苗板块：行业价值进一步凸现

疫苗的主要利润贡献来自于非免疫规划疫苗，是典型的自主刚性消费级产品，符合消费升级逻辑。疫苗代表性公司康泰生物、智飞生物等 2019 年延续了 2018 年的高速增长态势，2019 年疫苗行业收入同比增长 42%，归母净利润同比增长 3%，扣非后归母净利润同比增长 33%。2020 年 1 季度受疫情影响，各地暂停接种，整个板块收入业绩出现较大幅度的下滑，但我们认为这是阶段性的调整，随着疫情的控制，终端接种点陆续恢复，疫苗板块业绩有望恢复。

图 12：疫苗板块营收、归母净利润、扣非后归母净利润增速变化



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据取智飞、康泰、沃森的算术平均值

2018 年 7 月下旬爆发的“长生事件”，促进了监管的进一步强化，未来在生产、流通、及终端接种等全流程的监管进一步趋严。直接推动了《疫苗管理法》的出台，进一步从立法层面加强对疫苗的管理。

我们认为，多重利好因素的共振推动我国疫苗行业进入行业发展黄金期：首先，从监管层面看，疫苗管理法的落地从立法的高度，未来将对疫苗从研发、生产、流通和使用全链条、全周期实施强监管，疫苗法支持行业积极创新，将推动行业规范、创新及集约化发展，优质企业的优势、稀缺性将进一步体现有利于行业的规范发展；其次，我国疫苗行业进入国产大品种时代，国产 13 价肺炎疫苗、2 价 HPV 疫苗等大品种将推动外国疫苗行业持续扩容；新冠肺炎疫情除了有望推动居民接种意识提升外，在此背景下，CDC 后续的强化将有利于行业的发展，同时，新冠肺炎疫苗研发如火如荼，企业迎来技术布局良机，有利于产业的后续技术升级。我们整体看好疫苗产业的发展，建议关注国内优质疫苗公司：康泰生物、智飞生物、沃森生物、康希诺生物、华兰生物、长春高新等。

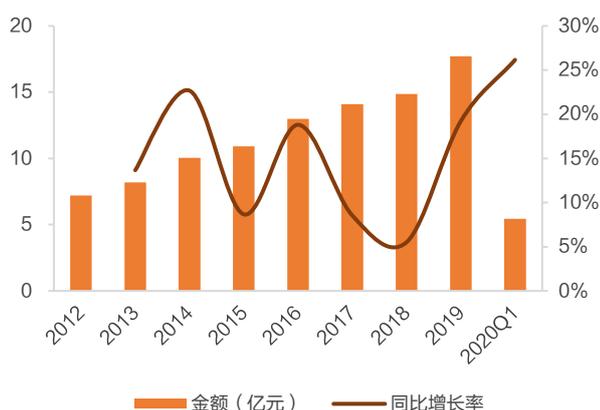
### 2.1.2. 血制品：疫情展现行业价值，长期不改稳健逻辑

血制品行业具有强监管的特点，2019 年初上海新兴静丙事件引起全国对于血制品安全的关注，我们预期监管可能持续加强，行业具有更高的壁垒。年度批签发数据表明批签发逐渐向头部企业集中，强监管下头部企业有望受益。

**新冠疫情下静丙需求大量增加，医院诊疗量下降使得其他产品销售受到影响：**2019 年底以来的新冠疫情，带来了静丙等治疗性血液制品的大量需求，需求中除了来自于病人的治疗用途、医护人员的防护用途，还有医院对于静丙等血液制品的战略性储备需求。受到医院诊疗量下降的影响，除静丙外包括白蛋白在内的其他血液制品，销售都受到了不同程度地影响，尤其是一些特异性免疫球蛋白，故各血制品企业短期业绩实质上受到了一定影响，我们预计随着医院诊疗量的恢复，其他血制品的需求会逐步回升，静丙的需求会逐步下降至正常水平。

根据 PDB 样本医院销售数据，2020 年 Q1 血制品中销售额增加的为静丙和纤原，其中静丙销售额 5.5 亿元，同比大幅增加 26%，纤原销售额 1.05 亿元，同比小幅增加近 6%。其他品种在一季度的销售额均有不同程度下滑，其中白蛋白销售额 8.3 亿元，同比小幅下滑 4.1%；破免、狂免和乙免销售额分别为 41.6、19.1、24.3 百万元，同比分别 -16.1%、-16.8%、-22.7%，特异性免疫球蛋白受疫情影响较大；因子 VIII 和 PCC 销售额分别为 42.5、21.0 百万元，分别同比 -17.5%、-3.9%，凝血因子类中仅纤原受益于疫情。

图 13：静丙样本医院销售额一季度大幅增加 26%



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 14：纤原样本医院销售额一季度小幅增加近 6%



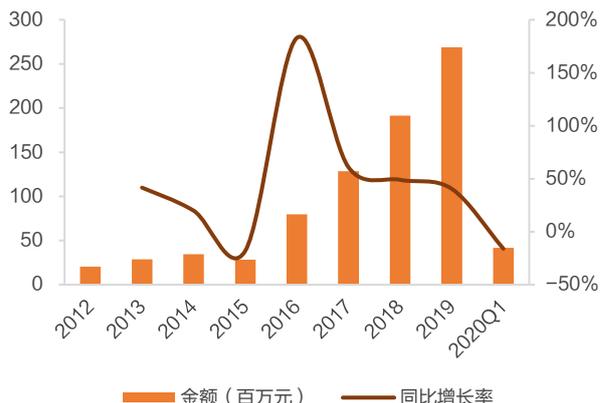
资料来源：PDB，天风证券研究所

图 15：白蛋白样本医院销售额一季度小幅下滑约 4%



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 16：破免样本医院销售额一季度下滑约 16%



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 17：狂免样本医院销售额一季度下滑约 16.8%



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 18：乙免样本医院销售额一季度下滑约 22.7%



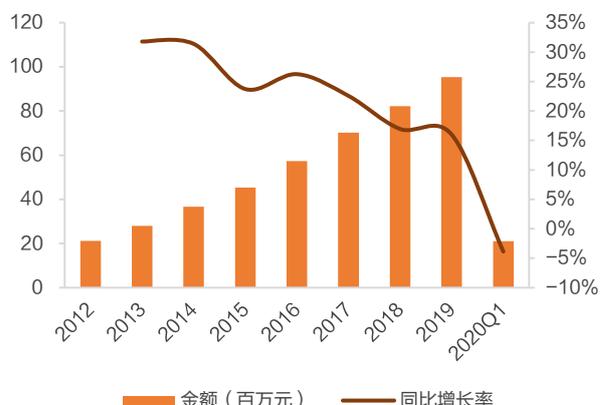
资料来源：PDB，天风证券研究所

图 19：因子Ⅷ样本医院销售额一季度下滑约 17.5%



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 20：PCC 样本医院销售额一季度下滑约 3.9%



资料来源：PDB，天风证券研究所

**新冠疫情提升民众对血制品的认识，体现出血制品的重要地位：**在寻求新冠有效的治疗方法时，恢复期血浆以及静丙、白蛋白等治疗性血制品得到广泛宣传，对于医生和民众认识血制品起到较强的教育作用，有利于提高血制品的影响力；同时，在新冠这类重大公众卫

生事件发生时，血制品及恢复性血浆起到了一定治疗作用，体现出血液制品的重要地位，对于后期企业进行新产品研发也产生了一定的动力，预计也对新浆站的设立起到一定推动作用。

从 2020 年 1-8 月批签发量上来看，除破免和乙免外，其余品种同比均有所上升：其中白蛋白同比增加 25%，静丙同比+22%，狂免同比+6%；因子类产品均有较好的批签发表现：PCC 同比+40%，因子Ⅷ同比+35%，纤原同比+20%；破免同比-9%，乙免同比-14%。

图 21：2020 年 1-8 月血制品批签发量（万件）

单位：万件	2020年							
	第一季度			第二季度			第三季度	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
冻干静注人免疫球蛋白（pH4）	5.30	4.68	5.67	1.88	2.62	3.51	8.01	3.46
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）						2.66		
静注人免疫球蛋白（pH4）	116.05	194.73	145.09	95.55	65.72	97.65	95.90	93.77
静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）	0.73			0.68	0.71			
狂犬病人免疫球蛋白	60.75	142.04	44.28	110.93	68.52	152.53	107.96	92.66
破伤风人免疫球蛋白	69.94	50.89	41.25	54.76	57.59	30.79	31.12	31.71
人免疫球蛋白	13.19	35.44	12.94	4.75	11.19	15.06	2.42	12.39
人凝血酶原复合物	11.44	11.92	12.65	9.65	15.11	19.36	8.64	7.94
人凝血因子Ⅷ	29.61	10.26	21.11	14.56	9.31	16.87	20.97	21.75
人纤维蛋白原	6.46	12.61	8.47	5.36	16.28	13.27	7.82	5.94
人白蛋白	461.83	693.63	456.44	458.96	640.93	448.85	408.88	482.34
乙型肝炎人免疫球蛋白	4.88	9.52	5.75	5.16	10.60		8.46	5.03

资料来源：中检院及各所，天风证券研究所整理

2019 年，从季度间变化来看，各血制品企业收入端增速有所下滑，但利润端在季度间不断上升，表明企业的费用管控能力逐渐提升。2020 年 Q1 受到新冠肺炎影响，医院住院和诊疗量减少，血制品企业的收入和净利润也受到了一定影响，二季度由于医院住院和诊疗量仍未完全恢复，且静丙需求减少，使得 Q2 收入和利润增速较 Q1 降低，预计随着医院住院和诊疗量恢复到正常水平，各血制品企业有望恢复稳健增长。

图 22：血制品企业业绩有望恢复稳健增长



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据为天坛生物、华兰生物、博雅生物、卫光生物、双林生物的增速均值

2020Q2 血制品企业平均期间费用率、销售费用率均有所回升，疫情影响明显减少，期间费用率上升约 1 个 pp，其中销售费用率上升约 1 个 pp，研发费用率保持平稳，上升约 0.1 个 pp。血制品企业存货、应收账款周转天数在 2019 年季度间有所减少，2020Q1-Q2 基本保持平稳，表明目前库存处于相对合理的水平。

图 23：血制品企业期间费用率、研发费用率、销售费用率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据为天坛生物、华兰生物、上海莱士、博雅生物、卫光生物、双林生物均值，博雅生物、

华兰生物取母公司数据

图 24：血制品企业存货、应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据为天坛生物、华兰生物、上海莱士、博雅生物、卫光生物、双林生物均值，博雅生物、

华兰生物取母公司数据

**长期看好浆量有望持续增长、注重学术推广的企业：**短期看，受到疫情影响血制品企业业绩增长有限，但从长期来看，血制品高壁垒，行业具有战略意义，供给端弹性有限，企业通过持续进行渠道建设、营销和学术推广，拉动终端纯销需求的增长。建议关注浆量有望持续提升、产品齐全、学术推广强、渠道能力优秀的血制品企业，重点关注天坛生物、华兰生物、博雅生物，建议关注双林生物、卫光生物。

### 2.1.3. 生长激素：业绩持续增长，需求刚性

生长激素属于非医保产品，在消费升级的背景下渗透率有望持续提升，同时通过适应症拓展等有望进一步推动市场扩容。一季度由于新冠疫情影响，儿科门诊量显著下降，生长激素新患者入组受到较大影响，但整体未出现明显下降，显示出生长激素的刚性，二季度疫情控制之下，生长激素恢复明显，显示出行业的高景气度。

长春高新 2019 年营收 73.74 亿元，同比高速增长 37%，实现归母净利润 17.75 亿元，同比增长 76%，扣非后归母净利润 17.76 亿元，同比增长 77%。公司运营状况良好，2019 年经营活动产生的现金流量净额为 19.35 亿元，同比增长 119%。2020Q1 营收 16.61 亿元，同比减少 6%，实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长 49%，上半年收入 39.17 亿元，同比增长 15%，归母净利润 13.10 亿元，同比增长 80%，除了合并少数股东权益外，预计生长激素恢复了良好增长。核心子公司金赛拥有长效-水针-粉针的多层次产品搭配，市场优势明显，同时不断加大营销力度，加强产品覆盖率，销售优势进一步扩大，龙头优势持续巩固。

安科生物 2019 年营收 3.15 亿元，同比增长 17%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 53%，扣非后归母净利润 1.05 亿元，同比下降 61%。2020Q1 营收 3.15 亿元，同比减少 9%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 23%，2020 上半年收入 7.12 亿元，同比下降 6.7%。下降幅度进一步收窄，上半年归母净利润 1.62 亿元，同比增长 10.30%。公司的水针已经上市，公司产品组合竞争力进一步增强，同时水针的销售也有望为公司奠定可观的增量，有望推动公司业绩加速增长。。

### 2.1.4. 胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素受影响较小，脱敏制剂逐步恢复

胰岛素代表性企业通化东宝 2018 年实施了去库存，使得胰岛素收入相对平稳。2019 年营收 27.77 亿元，同比增长 3.13%，实现归母净利润 8.11 亿元，同比下降 3.27%，扣非后归母净利润 8.09 亿元，同比下降 0.61%。2019 年是公司的经营调整之年，预计随着甘精胰岛素的上市销售，有望带动公司业绩重回增长通道。2020 年上半年收入 14.75 亿元，同比增长 2.80%，归母净利润 5.41 亿元，同比增长 1.73%，上半年整体看受到疫情影响，医院人流导致处方量下降，但是糖尿病等属于相对刚性用药，影响相对有限，同时随着处方和互联网医疗的推行，进一步降低了疫情对于公司胰岛素销售的负面影响。随着甘精胰岛素招标准入的持续推进，入院速度的加快，增量将越来越明显，公司下半年业绩有望加速。

甘李药业今年成功登陆资本市场，公司甘精胰岛素为国产销售体量最大，2019 年收入 28.95

亿元，同比增长 21.26%，归母净利润 11.67 亿元，同比增长 24.98%；2020 年上半年收入 12.07 亿元，同比增长 25.93%，归母净利润 3.08 亿元，同比增长 14.92%，扣非后净利润 2.79 亿元，同比增长 15.62%，在疫情下仍然实现良好的增长，同时显示出甘精胰岛素等三代胰岛素更强的需求趋势，未来三代胰岛素有望成为胰岛素的主流药品。

我武生物 2019 年营收 6.39 亿元，同比增长 27.68%，实现归母净利润 2.98 亿元，同比增长 28.09%，扣非后归母净利润 2.94 亿元，同比增长 30.85%。公司经营状况良好，2019 年经营性现金流净额 2.33 亿元，同比增长 12.82%。由于销售活动受新冠肺炎疫情影响，2020Q1 收入 1.10 亿元，同比-20.14%，归母净利润 0.41 亿元，同比-37.45%，扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比-38.21%。公司 Q2 业绩逐步恢复，上半年收入 2.59 亿元，同比下降 5.43%，归母净利润 1.07 亿元，同比下降 17.95%，下滑增速收窄，Q2 同比实现正增长。预计下半年业绩有望持续恢复。

我们认为短期疫情影响是暂时性的，不改变公司长期逻辑，公司作为国内脱敏治疗领域的龙头企业，产品竞争格局良好，不受医保控费影响，未来有望随脱敏治疗市场的不断扩容和产品渗透率的提升获得持续快速增长。核心品种粉尘螨滴剂所处脱敏诊疗市场空间广阔，临床接受度和认可度越来越高。公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长，助力公司业绩持续增长。公司黄花蒿花粉变应原舌下滴剂用于治疗变应性鼻炎已报产，有望成为另一个重磅品种。

## 2.2. 医疗器械板块 Q2 大幅增长，把握当前三大主线

2020 年 Q1 行业收入、净利润、扣非后净利润同比增长 1.63%、下滑 10.39%、增长 14.76%；Q2 行业收入、净利润、扣非后净利润同比分别增长 41.84%、115.29%、164.23%。医疗器械行业 Q2 业绩大幅增长主要因为板块内部分企业受益于全球新冠疫情爆发。短期来看，全球疫情影响仍在持续，建议关注三个方面的变化：

### 疫情相关产品延续性贡献

海外疫情持续，通过国内有望将新冠检测常规化，将带动相关产品销售，为公司今年业绩持续带来增量，例如检测试剂盒、呼吸机、口罩等。

根据 2020 年 4 月 27 日发布的周报中，我们对新冠检测试剂盒进行测算，中性预估中国新冠病毒核酸检测市场空间为 52 亿，抗体检测为 34 亿，仍有较大市场空间。

相关标的：迈瑞医疗、万孚生物、迈克生物、华大基因、金域医学、鱼跃医疗、奥美医疗等

### 疫情后门诊恢复带来结构性机会

疫情对于医院门诊影响严重，根据国家卫健委统计数据显示，2020 年 1-2 月份，除湖北外，全国医疗卫生机构诊疗人次同比下降 21.3%。随着疫情缓和，各地门诊量正处于恢复状态。我们认为非急性的诊疗需求并不会消失，只是有所延后，随后将逐季恢复，对应公司业绩有望逐季环比提升，恢复至正常水平。

相关标的：艾德生物、健帆生物、南微医学、乐普医疗等。

### 疫情后周期带来的产业机会

此次疫情过后，我们认为国家有望加强医疗卫生领域的投入，提升社会应对突发公共卫生事件的能力，包括提升 ICU 配置、提高基层诊疗能力建设、加强居家个人医用防护水平等，将对医疗卫生行业产生深远的影响。（详细内容请查阅 2020 年 2 月 28 日行业专题研究《疫情结束后，会有哪些变化？》）

相关标的：迈瑞医疗、万孚生物、鱼跃医疗等

## 2.3. 医疗服务：长期景气度高，二季度持续恢复

民营医疗专科医疗服务是我国医疗服务的重要补充，受益政策的支持以及行业需求的持续

提升，近年来专科医疗服务保持了较高景气的发展。2020 年一季度受新冠疫情影响，医院门诊量下滑，2020Q2 随着国内疫情防控的好转，二季度业绩恢复明显。

从二季度情况来看，医疗专科医疗服务继续保持了高景气度，其中眼科行业（爱尔眼科）、口腔行业（通策医疗）、体检龙头（美年健康）在 2020 年二季度呈现快速恢复趋势，单季度营收都回归至正常水平，并有所增长。

我们判断医疗服务是刚性需求，随着国内疫情逐步得到控制，医院医务逐步恢复，我们判断下半年各大医疗服务公司有望持续增长。

表 1：专科连锁三只标的业绩情况（亿元）

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
<b>2020H1</b>			
营收	41.64	7.38	18.14
yoy	-12.32%	-12.87%	-50.17%
归母净利润	6.81	1.56	-7.84
yoy	-2.72%	-30.22%	-4746.61%
扣非后归母净利润	5.79	1.37	-7.94
yoy	-16.69%	-32.86%	-482.42%
<b>2020Q2</b>			
营收	25.22	5.45	12.79
yoy	0.72%	20.39%	-45.84%
归母净利润	5.97	1.64	-1.84
yoy	50.51%	44.63%	-236.00%
扣非后归母净利润	5.53	1.60	-1.95
yoy	30.69%	44.45%	-245.40%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. CRO、CDMO/CMO：Q2 显著恢复，长期景气度高

在行业政策+科创板影响下，外包行业有望显著受益，相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，产业加大研发创新的投入，为外包型行业带来了良好的发展机遇；“4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工，专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单；国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。科创板等多层次资本市场的发展将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而生物科技类公司由于资本实力及分散风险的考虑，研发及固定资产投入更多的倾向于外包，有助于推动 CRO 业务的订单及投资收益，我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。

整体上看，2019 年外包行业上市公司取得了良好的业绩表现，行业领军企业如药明康德、康龙化成、泰格医药等均实现优异的表现，体现出行业的高景气度和代表性公司竞争力的不断提升。2020 年 Q1 受疫情影响，业绩有所下降，主要来自于几方面，一方面，由于复工延迟，导致员工时长缩短，上市公司收入下降，另一方面，受到物流的多方面原因，订单交付有所延迟；再者，在一季度医院端人流大幅下滑，疫情防控为先的背景下，临床业务受到较大影响。2020Q2，随着人员复工、物流恢复以及医院业务复苏，相关研发以及临床研究逐渐恢复，药企研发工作加紧进行，二季度外包企业的业绩边际变化明显，相较于一季度大幅改善，同时海外疫情的恶化，对海外 CRO 等公司造成一定负面影响，在一定程度上增加了国内外外包企业转单的需求，同时也让国内公司在全球的竞争中优势进一步提升。

表 2：医药外包(CRO、CDMO/CMO)Q2 实现了良好的恢复增长

公司	2019 年			2020Q1			2020Q2		
	收入增速	归母净利润	扣非后归母	收入增速	归母净利润	扣非后归母	收入增速	归母净利润	扣非后归母

	增速	净利润增速	增速	净利润增速	增速	净利润增速	增速	净利润增速	
药明康德	33.89%	-17.96%	22.82%	15.09%	-21.59%	-24.09%	22.68%	62.49%	13.91%
康龙化成	29.20%	64.30%	58.15%	25.66%	87.16%	127.78%	34.01%	196.89%	132.66%
量子生物	33.19%	-13.75%	-20.53%	-6.31%	-155.41%	-181.62%	8.96%	-16.94%	-31.92%
药石科技	38.47%	14.03%	15.64%	12.30%	-15.81%	-18.80%	58.17%	26.08%	25.41%
昭衍新药	56.40%	64.64%	71.41%	107.90%	59.03%	223.57%	97.82%	87.17%	121.64%
泰格医药	21.85%	78.24%	56.31%	6.77%	75.22%	3.45%	8.58%	183.66%	5.32%
博济医药	30.24%	-10.91%	-52.94%	-42.65%	-523.55%	-1400.01%	17.93%	303.23%	581.16%
亚太药业	-45.84%	-1095.57%	-1150.41%	-59.42%	-143.68%	-152.43%	-55.01%	-234.91%	-281.79%
*ST 百花	-37.49%	105.09%	100.89%	-33.80%	-94.51%	-100.61%	-25.62%	-197.99%	-186.07%
凯莱英	34.07%	29.32%	32.50%	-0.21%	17.34%	16.33%	15.81%	37.63%	36.82%
博腾股份	30.93%	49.04%	124.97%	54.69%	191.71%	364.32%	48.16%	100.49%	104.87%
九洲药业	8.30%	51.32%	26.66%	-1.61%	-25.28%	20.95%	17.50%	26.27%	31.60%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为在创新成为国内产业趋势的背景下，CRO/CDMO 有望持续高景气，随着企业目前的正常运营，以及疫情对医疗终端影响的消化，外包型公司的业绩有望逐步回升，作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一，外包型行业迎来产业、资本、政策的共振，进入黄金发展时代，建议重点关注：药明康德、凯莱英、泰格医药，同时关注康龙化成、药石科技、昭衍新药、量子生物、博济医药等外包型企业。

## 2.5. 中药板块：业绩整体相对承压，龙头业绩逐步从疫情中恢复

中药处方药面临政策变数，随着医保战略购买的持续实施，基于临床疗效的药物经济学成为医保的重要考量。未来中药处方药需要更多的从循证角度证明自己的临床价值。2019年7月初，卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，提出：中医类别医师应该按照规定开具中药处方，非中医类别医师在经过不少于1年系统并考核合格后，遵照中医临床基本的辨证施治原则开具中成药处方，给板块造成了一定的压力。

2019年，华润三九、云南白药和片仔癀业绩分别增长48%、20%、20%，同仁堂、天士力和济川药业业绩分别有不同程度下滑；2020年一季度，中药龙头企业中片仔癀和云南白药扣非后归母净利润表现稳健，其余企业如同仁堂、天士力、济川药业和华润三九业绩有所下滑，整体上看受到疫情的一定影响，主要是终端药店纯销阶段性受阻。Q2随着疫情的控制，终端人流逐步恢复，但恢复到良好的增长还需时日。

图 25：中药龙头企业整体业绩增长稳健



资料来源：wind，天风证券研究所

注：龙头企业包括云南白药、片仔癀、同仁堂、天士力、济川药业、华润三九，算法为算术平均值

同比 2018 年，2019 年中药整体板块三大费用率中，销售费用率同比下降约 1.1 个 pp，管理费用率提升约 0.9 个 pp，财务费用率同比略微下降 0.4 个 pp。全年研发费用有提升的企业，分别为云南白药、同仁堂、济川药业和华润三九，分别同比提升 107.6%、26.8%、4.8% 和 40.9%，年度研发费用下降的企业分别有片仔癀、天士力，分别同比 -39.7%、-12.7%。

图 26：中药板块三大费用率保持稳定



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据为云南白药、片仔癀、同仁堂、天士力、济川药业、华润三九的算术平均值

图 27：中药板块各龙头企业研发费用变化（单季度，百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

中药板块建议重点关注中药大消费领域，我们认为疫情的影响终将过去，2020 年板块业绩有望回升，同时疫情也将进一步提升居民的预防保健意识，提升对中药自我诊疗产品的消费：消费者对于药品最重要的是安全性和有效性，对药品的品牌有较高的认可度，品牌 OTC 企业享受估值溢价，尤其是具备良竞争格局和强定价能力的优质企业，片仔癀等核心产品开启了价格上调，有望显著增厚公司业绩；I.品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；II.自身品牌过硬。重点推荐：片仔癀、云南白药、同仁堂、东阿阿胶等

## 2.6. 化学制药：创新药延续高增长态势，特色原料药业绩表现优秀

### 2.6.1. 创新药板块业绩延续半年报高增长态势

随着国内药政改革的落地，新药审评审批的不断提速，创新药的供给明显增加；而医保支付端的加持使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快。目前，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，业绩有望持续跑赢整体。

**恒瑞医药**：2020 年上半年，公司实现营收 113.09 亿元，同比增长 12.79%，归母净利润 26.62 亿元，同比增长 10.34%，扣非后归母净利润 25.62 亿元，同比增长 11.94%。分季度看，公司业绩出现环比改善。2020Q1、Q2 分别实现营收 55.27 亿元（+yoy11.28%）、57.82 亿元（+yoy14.28%）；归母净利润分别为 13.15 亿元（+yoy10.30%）、13.46 亿元（+yoy10.38%）；扣非净利润分别为 12.76 亿元（+yoy10.52%）、12.86 亿元（+yoy13.40%）。2020H1 业绩主要受到疫情影响，下半年有望恢复较快增长。

公司作为国内创新药龙头企业，自主研发的创新药产品开始步入收获期，2018-2019 年包括 19K、吡咯替尼、PD-1 等多款重磅创新药迎来集中获批上市，以 PD-1 为代表的创新药尚处于放量的初期阶段，部分创新品种 2020 年存在超预期可能。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议投资者长期持续关注。

图 28：恒瑞医药营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：恒瑞医药归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）

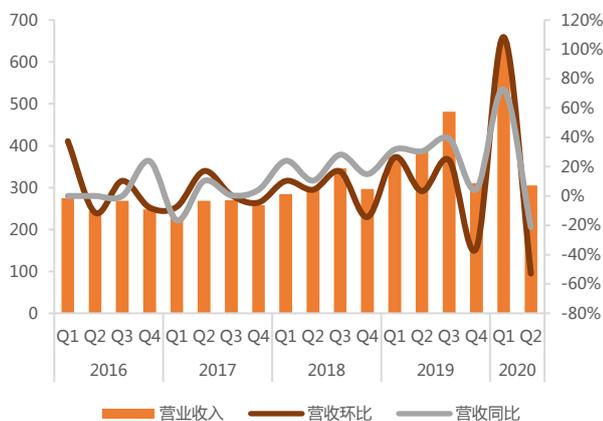


资料来源：wind，天风证券研究所

**贝达药业：**2020 年上半年，公司实现营收 9.52 亿元，同比增长 24.92%；归母净利润 1.44 亿元，同比增长 64.65%；扣非归母净利润 1.41 亿元；同比增长 87.90%。其中，Q2 实现营收 3.05 亿元，同比下降 21.27%；归母净利润 1332.52 万元，同比下降 62.61%。Q1 高增长部分由于经销商为疫情期间保供应提高了流通系统的安全库存量所致，Q2 有所回落属正常。上半年经营活动产生的现金流量净额为 3.54 亿元，同比增长 49.07%。公司业绩增长主要由于核心产品埃克替尼销售持续放量。

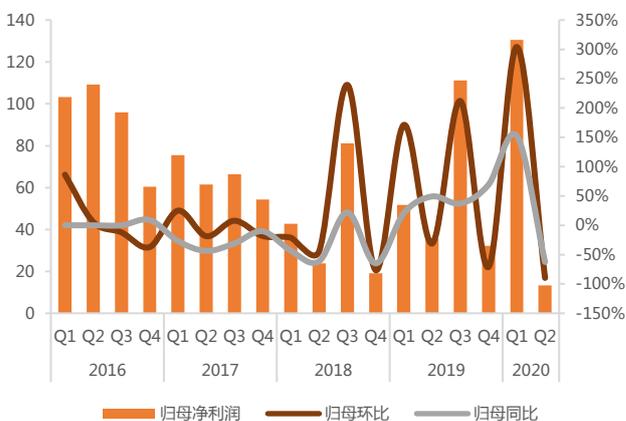
我们判断公司在“预期差”+“边际变化”驱动下基本面趋势有望持续向上。预期差：现有核心品种埃克替尼有望持续超预期（EGFR 靶向药渗透率存翻倍空间+埃克差异化优势）；边际变化：公司研发步入收获期，恩沙替尼有望不久获批，贝伐珠单抗已报产被受理，埃克替尼术后辅助治疗、CM-082、X-396 全球多中心一线、D-0316 有望陆续申报注册，带来多个催化剂，建议投资者重点关注。

图 30：贝达药业营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：贝达药业归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）



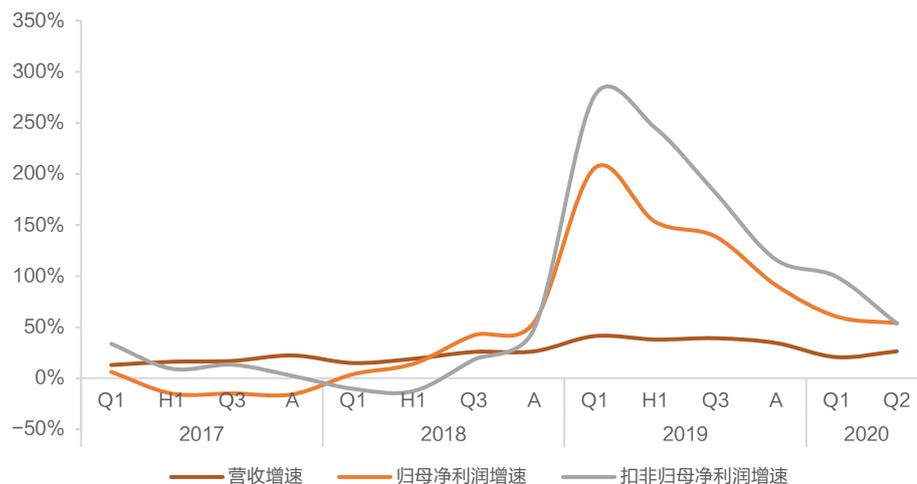
资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.6.1. 特色原料药业绩表现优秀，未来业绩估值或双提振

2019 年特色原料药板块业绩增速表现亮眼，2020Q2 各企业平均业绩增速高达 54%，扣非后归母净利润增速为 53%。我们预计主要是疫情的带动，尤其是与对抗疫情相关联的药品需求，长处方下慢病用药量需求等提升。于此同时，在海外产能持续转移的背景下，国内企业增长稳健，而全球疫情的持续发展加大了相关原料药及中间体的需求。

我们认为随着环保的持续趋严，行业进入门槛进一步提高，原料药企业的盈利稳定性有望得到提升，周期特征下降，同时在全球专业化分工的驱动下，国内的原料药企业全球价值链地位提升，未来有望业绩估值双提振。建议关注行业优质公司富祥股份、华海药业、普洛药业等。

图 32：特色及专利原料药企业业绩增速依旧亮眼



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据取美诺华、天宇、普洛、健友、博腾算术平均值

特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升，由 2018 的 11% 提升至 2019 的 18%。研发支出方面，2019 年 Q4 特色及专利原料药企业平均研发支出 0.432 亿元，同比增加 56%，2020 期平均研发支出为 0.398 亿元，同比+20%，特色及专利原料药领域需要长期的研发投入支撑，才能保持企业的长期发展。

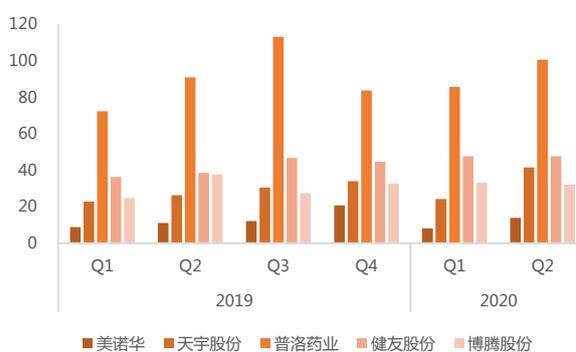
图 33：特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升



资料来源：wind，天风证券研究所

注：数据取美诺华、天宇、普洛、健友、博腾算术平均值

图 34：特色及专利原料药板块各企业研发费用（单季度，百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.7. 医药流通：连锁药店上半年录得较好成绩，医药流通呈现一定分化

### 2.7.1. 大型连锁药店持续领先行业发展，2020 年上半年录得好成绩

2020H1 四家连锁药店继续保持了稳步的增长，其中一心堂、益丰药房、老百姓、大参林在 2020H1 营业收入分别实现的增长 19.15%，24.65%，20.84%，32.14%，在医药细分领域属于表现相对较为优秀的细分领域，其扣非后归母净利润分别实现了 19.43%、31.20%、20.16%、55.73% 的增长。

2020 年受新冠疫情影响，居民对口罩、消毒液等防疫类物资的需求迅速提升，而零售药店作为终端销售的重要渠道，在疫情期间承担了重要的职责，同时二季度随着居民生活的常态化，各家药店营销工作正常开展，业绩在二季度依旧保持了快速增长。

对一季度各家公司的销售拉动也较为明显。2020Q2 季度，一心堂、益丰药房、老百姓、大参林营收端分别保持了 18.99%、25.83%、21.32%、18.99% 的同比增速；扣非归母净利润

分别保持了 23.87%、33.21%、25.46%、23.87% 的同比增速。

表 3: 连锁药房四家标的公司业绩情况 (亿元)

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
<b>2020H1</b>				
营收	60.29	62.93	66.87	69.40
yoy	19.15%	24.65%	20.84%	32.14%
归母净利润	4.17	4.12	3.36	5.95
yoy	23.46%	33.84%	24.39%	56.21%
扣非后归母净利润	4.00	3.98	3.07	5.81
yoy	19.43%	31.20%	20.16%	55.73%
<b>2020Q2</b>				
营收	29.42	32.45	34.04	29.42
yoy	18.99%	25.83%	21.32%	18.99%
归母净利润	2.12	2.21	1.40	2.12
yoy	30.67%	37.65%	26.39%	30.67%
扣非后归母净利润	2.01	2.14	1.37	2.01
yoy	23.87%	33.21%	25.46%	23.87%

资料来源: wind, 天风证券研究所

零售药店作为我国药品销售职能的重要补充, 是直接 2C 的重要环节。我们判断在处方外流的大背景下、零售药店的药品销售市场规模有望进一步提升; 同时随着行业集中度的不断提升, 头部连锁零售药店有望在资金优势、管理优势、供应链管理等各方面优势优先行业发展, 不断提升市场份额。

### 2.7.2. 医药流通 2020Q2 表现呈现差异性, 关注有变化的变化

2020H1 医院门诊量受疫情影响下滑, 一些医院纯销业务占比较高的企业上半年业绩有所承压, 二季度呈现逐步向好趋势, 同时部分零售渠道受益终端防疫物资需求的快速提升, 拥有较好发展, 同时随着海外疫情的扩散, 部分医药流通企业出口业务拉动明显。2020Q2 季度国药一致、第一医药、上海医药、嘉事堂、九州通、柳药股份、中国医药二季度营收略有增长, 分别同比增长 6.05%、15.07%、0.32%、1.73%、3.86%、31.44%; 而从利润端来看国药一致、上海医药、九州通、柳药股份、中国医药分别同比增长 12.57%、15.31%、58.23%、7.26%、93.80% 的增长。

表 4: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元)

	国药一致	第一医药	上海医药	国药股份	嘉事堂	九州通	瑞康医药	柳药股份	中国医药
<b>2020H1</b>									
营收	271.70	8.58	871.65	175.31	97.12	513.49	126.87	75.73	188.09
yoy	6.14%	38.99%	-5.84%	-16.61%	-5.15%	6.03%	-29.35%	5.22%	11.56%
归母净利润	6.44	0.19	23.63	6.30	1.36	12.40	2.10	3.95	7.77
yoy	-0.88%	10.21%	6.84%	-17.86%	-35.81%	69.39%	-45.10%	10.87%	12.93%
扣非后归母净利润	6.27	0.33	22.00	5.69	1.31	9.59	1.22	3.86	7.50
yoy	-1.98%	41.89%	5.02%	-21.84%	-37.79%	55.44%	-67.24%	10.31%	13.02%
<b>2020Q2</b>									
营收	143.46	3.56	467.17	93.21	56.63	241.76	69.23	39.57	113.24
yoy	6.05%	15.07%	0.32%	-15.05%	4.87%	1.73%	-24.88%	3.86%	31.44%
归母净利润	3.95	0.15	14.05	3.88	0.85	6.82	1.15	2.10	5.13
润									

yoy	12.85%	-8.95%	21.10%	-17.15%	-24.79%	63.96%	-40.64%	7.24%	83.91%
扣非后归母净利润	3.85	0.15	12.17	3.76	0.80	5.97	0.46	2.09	4.95
yoy	12.57%	-8.88%	15.31%	-15.23%	-28.44%	58.25%	-74.60%	7.26%	93.80%

资料来源: wind, 天风证券研究所

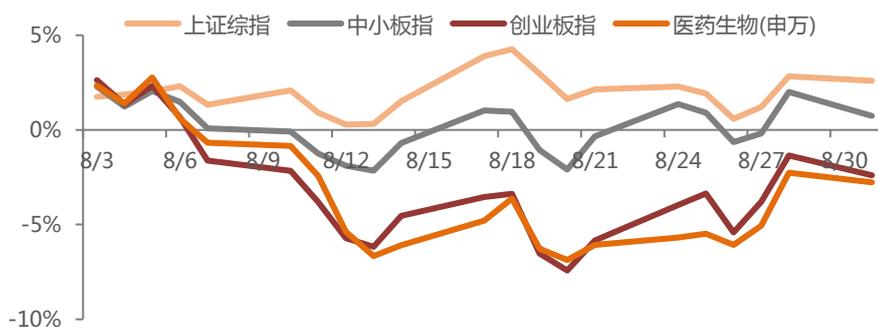
医药流通行业属于医药产业链的中游，“两票制”、“4+7”带量采购等政策既带来挑战同时也带来了机会。我们判断在融资环境不断改善的背景下，对依托“配送+垫资”为主要模式的医药流通而言，未来融资成本有望持续下降。另一方面在行业的规范度以及更加市场化的运行机制背景下，行业的龙头效应有望进一步凸显，推动行业集中度的提升。

### 3. 行情回顾

#### 3.1. 医药生物 8 月下跌，整体弱于大盘

2020 年 8 月上证综指上涨 2.59%，报 3395.68 点，中小板指上涨 0.74%，报 9155.03 点，创业板指下跌 2.40%，报 2728.31 点。医药生物指数下跌 2.77%，报 12605.46 点，表现弱于上证 5.36 个 pp，弱于中小板 3.51 个 pp，弱于创业板 0.37 个 pp。

图 35：医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

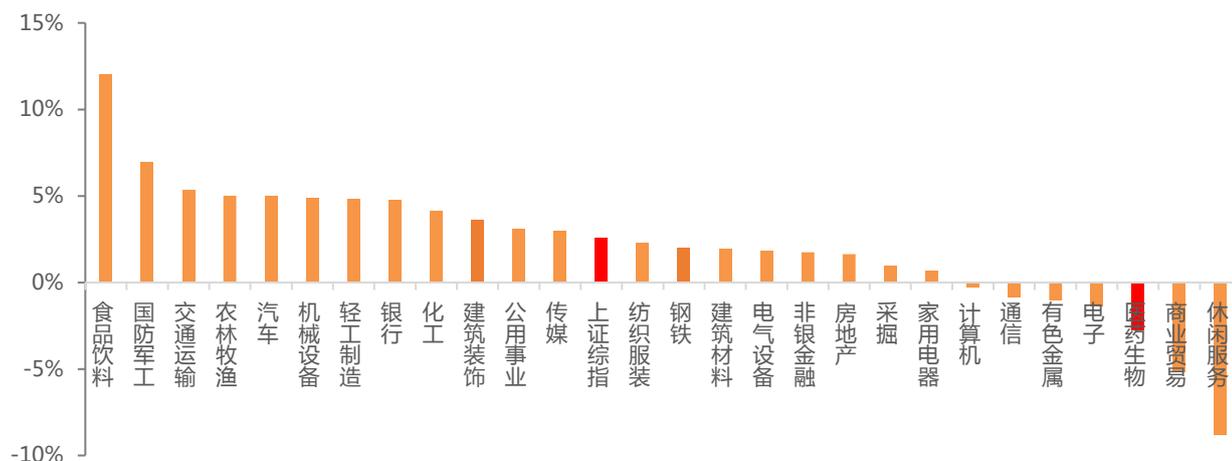


资料来源: Wind, 天风证券研究所

#### 3.2. 申万子行业上涨不大，医药生物跌幅为 2.772%，排名全行业第 26 位

8 月申万子行业各有涨跌，食品饮料板块涨幅最高，上涨 12.04%，休闲服务板块涨幅最低，涨幅为 8.82%。8 月医药生物板块跌幅为 2.77%，排在申万一级行业第 26 位。

图 36：医药板块与其他板块月涨跌幅比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 7 月-51pp

截至 8 月 31 日，全部 A 股估值为 16.17 倍，医药生物估值为 59.53 倍，相对 A 股溢价率为 271%，相较 7 月-51pp。进入 8 月以来，医药生物估值由 7 月末的 61.64 倍降至 59.93 倍，全部 A 股估值水平从 7 月末的 14.63 倍升至 16.17 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率-51pp。

图 37：医药板块 PE 及相对 A 股溢价率（历史 TTM，整体法）

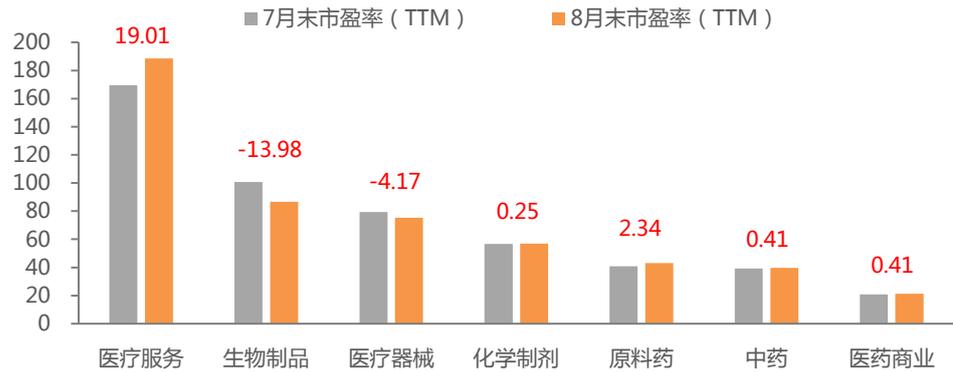


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大

医药生物整体估值为 59.93 倍。分子板块看，医疗服务 188.50 倍，生物制品 86.76 倍，医疗器械 75.21 倍，化学制剂 57.00 倍，原料药 43.06 倍，中药 39.69 倍，医药商业 21.23 倍。

图 38: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值)

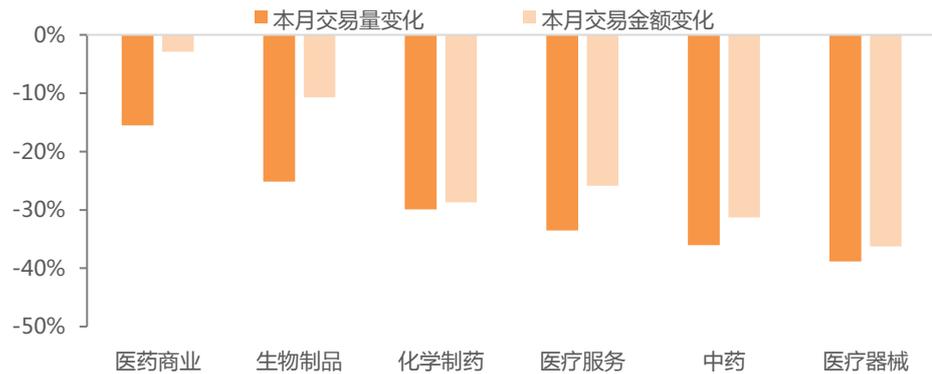


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.5. 本月子板块交易量与交易额均下跌

8月交易时间为21天,比7月少2天。8月医药各子板块交易量与交易金额均出现下跌。其中医疗器械板块交易量下跌幅度最大,较上月下降38.85%,交易额下降36.27%;医疗商业板块交易量下跌幅度最小,较上月上涨15.52%,交易额下跌2.87%。

图 39: 医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.6. 个股月度涨跌幅

表 5: 个股区间涨幅前十 (截止至 2020 年 8 月 31 日, 剔除 2019 年上市新股)

代码	简称	1周内 (%)	1月内 (%)	6月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价(元)	年初至今 (%)
600976.SH	健民集团	13.30	35.23	84.94	31.89	14.70	74.54
603520.SH	司太立	10.70	31.33	127.58	96.61	28.18	212.62
002727.SZ	一心堂	18.15	29.81	90.14	42.44	18.38	80.25
600763.SH	通策医疗	18.11	28.25	113.04	228.76	90.90	120.71
002821.SZ	凯莱英	9.73	25.49	41.43	278.43	123.90	112.03
300006.SZ	莱美药业	-3.27	25.27	48.37	9.07	4.47	42.59
300108.SZ	吉药控股	19.82	23.91	5.28	4.86	2.59	1.27
600436.SH	片仔癀	21.68	23.34	97.81	251.86	107.22	130.36
300702.SZ	天宇股份	9.31	21.65	108.39	129.64	49.43	154.50
600671.SH	天目药业	8.90	20.63	-10.21	13.82	5.97	-13.64

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 6：个股区间跌幅前十（截至 2020 年 8 月 31 日，剔除 2019 年上市新股）

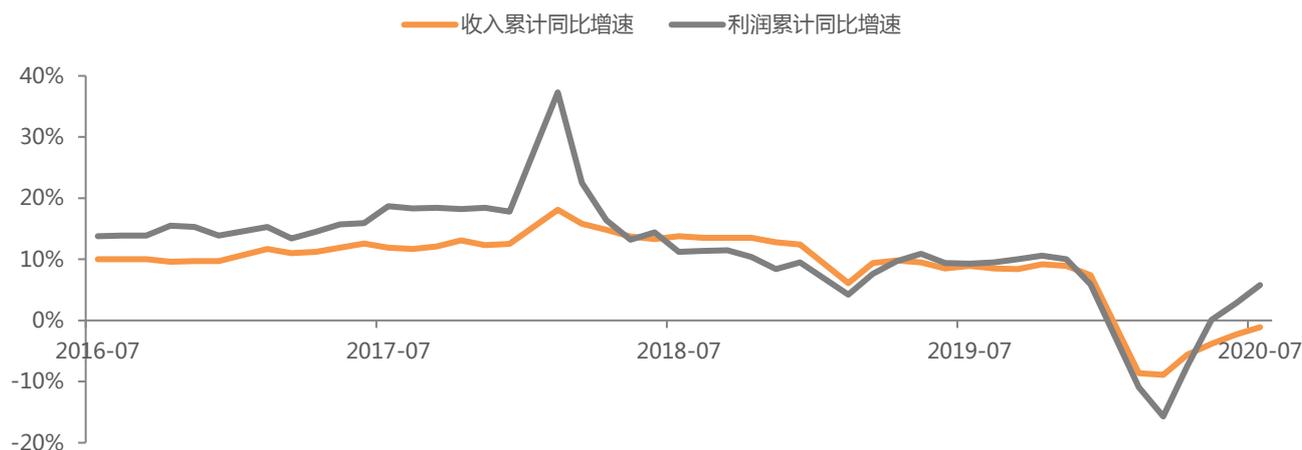
代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价 (元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
300216.SZ	千山药机	-46.94	-86.35	-86.35	3.43	0.52	-87.66
600211.SH	西藏药业	-7.82	-37.84	308.10	182.07	21.86	329.63
603976.SH	正川股份	-8.51	-35.02	246.78	108.00	13.46	244.56
000710.SZ	贝瑞基因	-8.19	-31.35	54.32	98.00	35.12	73.50
600529.SH	山东药玻	-0.08	-28.83	42.72	76.85	26.62	82.44
002626.SZ	金达威	-1.73	-27.16	110.75	64.48	17.53	122.33
300122.SZ	智飞生物	-2.73	-27.11	115.89	193.59	48.51	166.09
600538.SH	国发股份	-4.88	-24.03	15.49	9.45	3.69	17.98
300573.SZ	兴齐眼药	-10.82	-23.92	63.40	226.70	69.31	97.28
300086.SZ	康芝药业	5.53	-22.64	13.55	9.42	4.53	30.04

资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 医药制造业收入与利润

2020 年 1-7 月医药制造业收入总额累计同比下降 1.10% (2019 年同期为 8.90%)，利润总额累计同比上升 5.80% (2019 年同期为 9.30%)。

图 40：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com