

证券研究报告——医药生物行业9月投资策略

基本面无虞，Q4有望反转

2020-09-08

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002

证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhanqing@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002

联系人：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn

联系人：李虹达 0755-81982970 lihongda@guosen.com.cn

联系人：张超 077-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

报告摘要

■ 板块基本面无虞，近期回调主要在于流动性与疫情缓解预期

疫情之下社零数据1-7月中西药品仍保持5.7%增长，医药制造业营业收入降幅逐月收窄，利润修复则更为强劲。但是近期医药与消费板块继前期科技板块后同样出现了较大幅度的下调。我们认为原因有三：1) 流动性边际变化；2) 宏观确定性的降低；3) 医改进一步深化。展望后市，我们认为短期板块仍处于震荡寻底的过程中，预计在10月后由于国际国内产业发展逻辑不变，且疫情对供给侧的影响深远，可能重新进入提升龙头估值过程。

■ 2020年中报受疫情影响大，不完全可比，分化趋势明显

2020年中报，A股医药板块持续呈现结构性分化特征。其中化药制剂板块（-8.5%、-7.5%）、中药板块（-12.9%、-30.1%），营收及归母净利润均有不同程度地下滑；而生物制品板块（7.1%、20.0%）、医疗器械板块（38.3%、85.9%）、医疗服务板块（-0.1%、19.3%）归母净利润增速均大幅高于收入增速，且明显好于化药及中药板块。化药制剂板块中出现明显分化趋势，市场关注度最高的9家公司（超10家机构覆盖）年初以来涨幅中位数为168.6%。净利润保持了稳健增长，ROE水平相对较高、陆股通持股比例也相对较高，而其他公司利润增速、ROE均相对较低。

■ 后续医改政策有望加速落地，重视“DRGs影响小”概念个股

受新冠疫情和前期医改工作任务繁重影响，原本应该去年底落地的医保个人账户改革直到近期才落地，政策符合中性预期，对部分OTC类产品产生中长期负面影响。随着疫情阶段性胜利，8月中纪委多次发文强调医疗系统内彻查医药腐败之风，叠加药品集采、高值耗材地方集采、严查医药代表进院推广等系列政策，我们认为前期延后但在医改重点工作任务内的内容将会在H2加速，以迎接明年DRGs试点省市的直接收费改革。在这一过程中应重视叠加了创新价值、消费属性、无医保限制、重症医疗等多重概念在内的“受DRGs影响小”一类的个股。

■ 风险提示：药品、器械、耗材降价幅度超预期；医保及重点监控用量限制超预期；研发失败或慢于预期。

■ 投资建议：基本面问题不大，短期仍处于调整，建议关注具有中长期竞争力的细分龙头

医药板块整体处于高景气度，中报表现进一步结构性分化，龙头业绩成长确定性强。随着药品第三批集采、耗材地方集采以及职工医保改革的推进，中国医改步伐在不断加快。创新价值愈发凸显，后疫情时代关注龙头药企“走出去”的国际化扩张潜力。9月策略A股推荐买入恒瑞医药、复星医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、天坛生物、贝瑞基因、爱尔眼科；港股推荐买入中国生物制药、先健科技、中国中药。

9月策略：基本面无虞，Q4有望反转

- **医药板块整体估值处于历史相对高位，内部分化明显。**经历了自去年年底以来整体的低利率环境以及疫情在全球扩散的催化下，医药生物行业经历了一轮大涨，当下板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为51.4，处于历史的相对高位。从板块内部来看，内部估值分化程度与2007年的历史最高水平仅一步之遥，市盈率75分位数的公司的市盈率是25分位数公司的3.2倍。
- **基本面问题不大，短期仍处于调整，建议关注具有中长期竞争力的细分龙头。**半年报发布完毕，二季度业绩普遍回暖。化学制剂板块分化趋势进一步凸显，龙头创新药企业保持了稳健增长；生物制品板块中血制品业绩基本持平，疫苗仍维持高景气度。医疗器械子领域IVD中的化学发光、分子诊断的公司受益于疫情检测，均保持高增速。医疗服务子行业中CRO普遍维持高增长，专科连锁Q2已快速恢复。随着疫苗研发进展逐步推进，走出疫情后的生产生活正常化可能会促发进口国的需求加快复苏以及出口国相应产业链的共振，医药领域的龙头企业有望打开国际市场天花板，拥有加速扩张潜力。建议关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司，以及医疗器械子行业中受益于疫情有较高业绩弹性和创新产品管线的企业，医疗服务领域中关注医药外包和专科连锁龙头企业。9月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、天坛生物、爱尔眼科；港股推荐买入中国生物制药、先健科技、中国中药。

表：国信医药9月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20-9-7	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600276	恒瑞医药	91.60	4,861	1.20	1.33	1.74	2.23	76.3	68.9	52.6	41.1	21.5%	3.0	买入
300760	迈瑞医疗	325.01	3,951	3.85	4.96	5.95	7.07	84.4	65.5	54.6	46.0	25.2%	2.9	买入
300003	乐普医疗	36.76	663	0.97	1.23	1.61	2.02	37.7	29.9	22.8	18.2	23.1%	1.1	买入
600161	天坛生物	40.88	513	0.58	0.50	0.58	0.86	70.5	81.8	70.5	47.5	15.5%	5.8	买入
000710	贝瑞基因	58.68	208	1.10	0.84	1.18	1.47	53.3	69.9	49.7	39.9	16.8%	6.9	买入
300244	迪安诊断	41.94	260	0.56	1.52	1.16	1.34	74.9	27.6	36.2	31.3	8.7%	0.8	买入
300015	爱尔眼科	51.03	2,103	0.45	0.39	0.57	0.75	114.2	130.8	89.5	68.0	20.9%	6.9	买入
1177.HK	中国生物制药	8.89	1,678	0.14	0.17	0.20	0.25	63.5	53.0	43.9	35.6	8.7%	2.5	买入
1302.HK	先健科技	2.13	92	0.03	0.04	0.06	0.08	68.7	53.3	35.5	26.6	11.2%	1.4	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	52.15	283	-1.76	-1.40	-0.80	-0.10	/	/	/	/	-21.9%	/	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

9月策略：基本面无虞，Q4有望反转

- **医药板块整体估值处于历史相对高位，内部分化明显。**经历了自去年年底以来整体的低利率环境以及疫情在全球扩散的催化下，医药生物行业经历了一轮大涨，当下板块市盈率（TTM，整体法，剔除负值）为51.4，处于历史的相对高位。从板块内部来看，内部估值分化程度与2007年的历史最高水平仅一步之遥，市盈率75分位数的公司的市盈率是25分位数公司的3.2倍。
- **基本面问题不大，短期仍处于调整，建议关注具有中长期竞争力的细分龙头。**半年报发布完毕，二季度业绩普遍回暖。化学制剂板块分化趋势进一步凸显，龙头创新药企业保持了稳健增长；生物制品板块中血制品业绩基本持平，疫苗仍维持高景气度。医疗器械子领域IVD中的化学发光、分子诊断的公司受益于疫情检测，均保持高增速。医疗服务子行业中CRO普遍维持高增长，专科连锁Q2已快速恢复。随着疫苗研发进展逐步推进，走出疫情后的生产生活正常化可能会促发进口国的需求加快复苏以及出口国相应产业链的共振，医药领域的龙头企业有望打开国际市场天花板，拥有加速扩张潜力。建议关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司，以及医疗器械子行业中受益于疫情有较高业绩弹性和创新产品管线的企业，医疗服务领域中关注医药外包和专科连锁龙头企业。9月策略A股推荐买入恒瑞医药、迈瑞医疗、乐普医疗、迪安诊断、天坛生物、爱尔眼科；港股推荐买入中国生物制药、先健科技、中国中药。

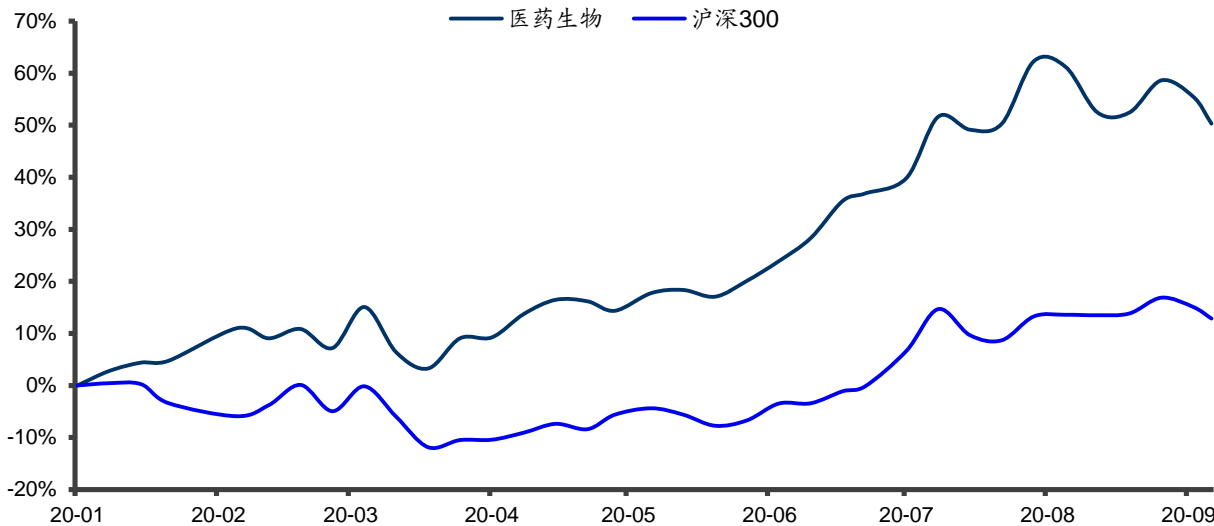
表：国信医药9月策略公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20-9-7	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600276	恒瑞医药	91.60	4,861	1.20	1.33	1.74	2.23	76.3	68.9	52.6	41.1	21.5%	3.0	买入
300760	迈瑞医疗	325.01	3,951	3.85	4.96	5.95	7.07	84.4	65.5	54.6	46.0	25.2%	2.9	买入
300003	乐普医疗	36.76	663	0.97	1.23	1.61	2.02	37.7	29.9	22.8	18.2	23.1%	1.1	买入
600161	天坛生物	40.88	513	0.58	0.50	0.58	0.86	70.5	81.8	70.5	47.5	15.5%	5.8	买入
000710	贝瑞基因	58.68	208	1.10	0.84	1.18	1.47	53.3	69.9	49.7	39.9	16.8%	6.9	买入
300244	迪安诊断	41.94	260	0.56	1.52	1.16	1.34	74.9	27.6	36.2	31.3	8.7%	0.8	买入
300015	爱尔眼科	51.03	2,103	0.45	0.39	0.57	0.75	114.2	130.8	89.5	68.0	20.9%	6.9	买入
1177.HK	中国生物制药	8.89	1,678	0.14	0.17	0.20	0.25	63.5	53.0	43.9	35.6	8.7%	2.5	买入
1302.HK	先健科技	2.13	92	0.03	0.04	0.06	0.08	68.7	53.3	35.5	26.6	11.2%	1.4	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	52.15	283	-1.76	-1.40	-0.80	-0.10	/	/	/	/	-21.9%	/	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

医药板块与大盘走势复盘：疫情后周期开始冒头

图：2020年1-9月医药生物板块和沪深300涨跌幅情况



■ 进入9月第一周，医药板块出现一定程度的回调，我们认为原因有三：

- 1) **流动性边际变化**。弹性更明显的TMT板块率先反映，之后逐渐体现在涨幅同样较大的医药与消费板块；
- 2) **宏观确定性的降低**。医药生拔估值更多在于疫情和全球政治不确定下的抱团，但是10月底疫苗数据的出炉以及11月初美国大选都对这一逻辑提出挑战；
- 3) **医改进一步深化**。随着疫情的阶段性胜利，国内受疫情打断的医改工作重新加速，近期中纪委的整治医药腐败以及后续的DRGs等改变行业商业逻辑的政策有望陆续出台。

■ 展望后市，我们认为：

- 1) 10月底之前医药板块整体处于震荡寻底的过程中，但是一旦宏观局面清晰，全球产业冲突以及国内产业升级的根本逻辑没有改变，市场将重新提高对医药板块的重视程度；
- 2) 疫情对供给侧产生的影响叠加医改本身的集中度提升导向，将使得板块内部的分化加强和强者恒强加速集中，在新的一波抱团中形成以商业模式天花板为体系的估值模式。



医药及宏观数据比较：生产强劲复苏，需求稳健增长

- 生产端：2020年以来，医药制造业营业收入降幅逐月收窄，前7月累计下降1.1%，相较整体工业企业表现略好；利润修复则更为强劲，从3月单月同比下滑24%、4月同比上升18%提升至5月24%，7月的同比上升则达到26%，体现出生产端在疫情控制之下盈利能力的强劲复苏。
- 需求端：2020年受到疫情影响，1-7月的社零总额同比下滑近10%，社会的消费需求在1-3月有所压制，而中西药品类则逆势上涨，增速达到5.7%，体现出医药消费需求的强防御能力。
- 支付端：职工医保支出端上升为10.6%，居民医保支出下降4.5%，总体来说疫情之下城市等级医院的复工复产要好于基层终端。

表：2020年1-8月医药生产端和需求端随着疫情控制得到快速修复

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
医药制造业（1-7月）	营业收入	13,048.5	-1.1%
	营业成本	7,515.3	1.4%
	利润总额	1,854.8	5.0%
社会零售总额（1-7月）	总计	204,459	-9.9%
	限额以上中西药品类	2,936	5.7%
消费与收入（1-6月）	人均可支配收入	15,666	2.4%
	人均消费支出	9,718	-5.9%
	人均医疗保健支出	848	-9.9%
医保（1-6月）	职工医保支出	8,501	10.6%
	居民医保支出	5,149	-4.5%

资料来源：国家统计局、国家医保局、国信证券经济研究所整理

已经落地和尚未落地的重大医改政策一览

政策分类	具体医改政策	负责部门	当前进展
统领性文件	健康中国行动(2019—2030年)	卫健委	2020年9月制定了《推进实施健康中国行动2020年工作计划》
	疾病预防控制体制	发改委、卫健委、药监局等	年内持续推进加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入,增加防疫救治医疗设施,增加移动实验室,强化应急物资保障
医保控费/ 医保政策	药品集中采购	国家医保局	2020年8月全国第三批药品集采招标落地,未来将常态化进行
	高值耗材集中采购	国家医保局	2020年7月医保局发布《国家组织冠脉支架集中带量采购方案(征求意见稿)》,目前仍未发布具体执行文件和集采细则
	生物药、中成药集中采购	国家医保局	2020年7月医保局就生物制品(含胰岛素)和中成药集中采购工作听取专家意见和建议
	按病种付费(DRGs)	国家医保局	原计划于2020年在30个试点城市模拟运行DRGs,2021年启动实际付费。目前来看,受疫情影响进度略晚于规划,2020年6月国家医保局发布《疾病诊断相关分组(CSH-DRG)细分组方案(1.0版)》,意味着DRGs“三步走战略”将进入第三阶段。
	医保目录调整	国家医保局	2020年8月国家医保局公布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》,预计下半年出台新版医保目录
	职工医保个人账户	国家医保局	原计划于2019年12月出台政策,现于2020年8月发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见(征求意见稿)》,进行职工医保门诊共济和个人账户改革
医院管理	公立医疗机构绩效考核	卫健委	2019年4月启动全国三级公立医院绩效考核有关工作,2020年7月公布2018年全国三级公立医院绩效考核监测分析结果
	公立医院薪酬制度改革	人社部	原计划于2019年12月出台政策,后推迟至今年2月,受疫情影响已推迟至今年下半年重点工作任务
	大型医院巡查	卫健委、中纪委	2019年11月发布《大型医院巡查工作方案(2019—2022年度)的通知》,今年以来针对医疗反腐加大了打击力度,医院统方、高值耗材、药企捐赠等可能存在医药贿赂的环节被列入重点监察;年初召开的十九届中央纪委四次全会强调,要坚决查处医疗机构内外勾结欺诈骗保行为,建立和强化长效监管机制
	大型医用设备配置规划	卫健委	2020年7月发布《关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》
药品/器械 审批	注射剂一致性评价	国家药监局	2019年10月国家药监局发布注射剂一致性评价技术要求征求意见稿,时隔8个月,于2020年5月发布开展注射剂一致性评价工作,时限要求参考仿制药一致性评价
	罕见病	国家药监局	2020年1月发布《真实世界证据支持药物研发与审评的指导原则》,真实世界研究的相关标准日益完善
	生物类似物	国家药监局	今年以来药监局接连发布了利拉鲁肽、利妥昔单抗、阿达木单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗及地舒单抗的生物类似药临床指导原则的征求意见稿



● 2019年中报各板块分析总结

化学制剂板块：财务指标变化

- **化学制剂子行业：**集采政策推进叠加疫情影响，板块整体收入下滑，板块内部持续分化，创新药企业较为稳健，仿制药企业转型进行中。
- **收入端：**2020年上半年化药制剂子行业收入同比下降8.5%。随着仿制药集采政策陆续落地，仿制药价格受到较大影响，相关仿制药企业收入端承压。2020上半年疫情影响下，药品销售分化明显，疫情相关品种放量显著，部分用药需求刚性品种基本保持稳定，而需求弹性较大的品种受院内院外渠道限制，销售收入下滑或增速降低。
- **期间费用：**销售费用率有所下降，一方面受到集采影响销售开支有所削减，另一方面疫情影响下营销活动开展相对较少。管理费用率和研发费用率基本保持稳定，但创新药企业和积极转型的仿制药龙头研发费用率显著高于行业平均水平。
- **利润端：**行业整体净利率水平与去年同期基本持平，2019全年净利率较低主要受商誉减值影响。归母净利润整体有小幅下滑-7.5%，行业分化趋势显著。仿制药整体可能仍将面对集采压力，但龙头公司转型步伐加快，分化将进一步体现。

表：A股化药制剂子行业2017-2020H1主要财务指标

项目 (亿元)	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入	2,282	2,825	3,207	1,415
YOY	14.3%	23.8%	13.5%	-8.5%
营业成本	1,113	1,527	1,763	755
毛利率	48.8%	54.1%	55.0%	53.4%
销售费用	531	829	977	389
费用率	23.3%	29.3%	30.5%	27.5%
管理费用	158	194	398	178
费用率	6.9%	6.9%	12.4%	12.6%
研发费用	92	130	174	77
费用率	4.0%	4.6%	5.4%	5.4%
净利润	300	232	193	162
净利率	13.2%	8.2%	6.0%	11.5%
归母净利润	264	206	161	144
YOY	26.7%	-21.7%	-22.2%	-7.5%
扣非归母净利润	202	168	113	114
YOY	11.4%	-17.1%	-32.8%	-17.5%
经营性净现金流	235	309	353	154
ROE(TTM)	8.0%	6.0%	3.8%	2.8%
总资产周转率	0.56	0.61	0.64	0.59
资产负债率	38.7%	39.9%	40.7%	40.4%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

化学制剂板块：分化趋势持续

- 化学制剂板块分化趋势进一步凸显，从业绩来看尽管板块整体归母净利润有小幅下滑，但龙头创新药企业保持了稳健增长。
- 按照制剂板块内市场关注程度划分
 - ✓ 市场关注度最高的9家公司（超10家机构覆盖）年初以来（1-8月）涨幅中位数为168.6%。净利润保持了稳健增长，ROE水平相对较高、陆股通持股比例也相对较高。
 - ✓ 市场关注度较高的6家公司（5-10家机构覆盖）同样表现优秀，年初以来涨幅中位数88.1%，净利润增速中位数相对更高，ROE水平也高于低关注度公司。
 - ✓ 市场关注度较低的公司涨幅相对较小，尤其是无机构覆盖公司的净利润增速中位数为-23.3%，ROE水平显著低于高关注度公司。
- 分化趋势预计将持续。带量采购进入常态化，医保改革预计将持续推进，仿制药品种受影响范围将持续扩大。政策变革趋势下，研发创新能力较强的企业将进一步凸显价值，化学制药板块从业绩到估值的分化态势预计将进一步加大。建议关注：恒瑞医药、复星医药、贝达药业、丽珠集团。

表：A股化药制剂子行业分化趋势明显

覆盖情况	公司数量	平均市值（亿）	年初以来日均换手率	年初以来涨跌幅（中位数）	归母净利润增速（20H,中位数）	ROE(20H,TM,中位数)	陆股通占自由流通市值比（中位数）	市盈率（TTM,中位数）
超过10家机构覆盖	9	862.45	1.66%	168.56%	18.20%	14.14%	4.88%	48.45
5-10家机构覆盖	6	259.60	2.99%	88.06%	29.26%	11.34%	3.69%	44.05
1-4家机构覆盖	24	166.14	2.29%	53.75%	6.94%	10.04%	0.00%	38.98
无机构覆盖	40	67.21	2.35%	35.26%	-23.26%	2.81%	0.00%	35.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：机构覆盖数来自Wind；年初以来日均换手率及涨幅截至8/31

化学制剂板块：重点公司分析

● 化药制剂重点公司

化药制剂板块重点关注研发能力较强、产品管线丰富的创新药企业及积极转型加大研发投入的仿制药龙头。

- ✓ **恒瑞医药**：2020年上半年尽管受到新冠疫情的不利影响，肿瘤药仍保持较快增长，卡瑞利珠单抗获批上市、吡咯替尼进入医保后贡献明显的收入增量，使得肿瘤事业部收入增长较快；麻醉手术、造影收入预计同比均有下滑，综合事业部主要为慢病用药，受疫情影响较小，保持平稳增长。
- ✓ **复星医药**：2020年上半年收入端基本持平，利润端平稳增长；获得大中华区权益的新冠疫苗BNT162有较大商业化潜力；复宏汉霖HLX02、HLX03获批上市、PD-1报产，复星凯特CD19 CAR-T的报产均带来较强增长动力。
- ✓ **贝达药业**：2020年上半年业绩高速增长，疫情影响导致收入端季节性波动较大；埃克替尼维持优异的销售表现，恩沙替尼国内获批在即，一线全球多中心III期临床数据优秀，具有明确的美国市场商业化价值。
- ✓ **丽珠集团**：2020年上半年保持稳健增长，制剂板块受疫情影响收入下滑，但艾普拉唑针剂进入医保后快速放量，叠加新冠疫情带来检测试剂盒需求大幅提升和销售体制改革带来销售费用率降低，盈利能力进一步增强。
- ✓ **科伦药业**：2020年上半年收入端受疫情影响下滑，利润端Q2已快速修复；大输液板块普通输液受疫情影响较大，营养型输液表现出色；抗生素价格回升，川宁收入基本持平；非输液制剂持续推进研发，产品进入收获期。

表：A股化药制剂子行业重点公司财务指标及盈利预测（亿元）

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 200907	国信证券 评级
		2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E		
600276	恒瑞医药	232.89	113.09	309.31	53.28	26.62	70.32	31.1%	10.3%	31.98%	4,861	买入
600196	复星医药	285.85	140.28	358.40	33.22	17.15	37.26	22.7%	13.1%	12.17%	1,153	买入
300558	贝达药业	15.54	9.52	19.76	2.31	1.44	3.34	38.4%	64.6%	44.70%	459	增持
002422	科伦药业	176.36	72.31	158.69	9.38	2.03	7.57	-22.7%	-72.1%	-19.28%	362	买入
000513	丽珠集团	93.85	50.95	105.66	13.03	10.05	17.34	20.4%	36.0%	33.09%	390	买入
600521	华海药业	53.88	33.06	65.60	5.70	5.78	10.31	429.8%	72.8%	80.93%	564	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测；华海药业为一致预测

中药：财务指标变化

- 中药板块子行业：受疫情影响，板块整体业绩继续下滑。
- 2020年上半年中药子行业收入同比下降12.9%，受行业政策变化、市场消费需求等因素影响，2019年起收入增速已经开始放缓，今年上半年受疫情影响承压加大。受辅助用药监控等政策影响，中药注射剂销售预计仍将有所下滑。龙头企业品牌中药消费属性强，上半年仍有稳健增长。部分疫情受益标的如以岭药业营收利润均大幅提升。
- 利润端仍然保持下降趋势，主要受到行业毛利率继续下行及营收下滑影响，期间费用率同比下降较明显。
- 预计全年中药注射剂将持续保持下行趋势，保持对OTC、消费属性品牌中药细分领域的关注。部分龙头企业逐步寻求转型，加大研发投入，优化产品结构，长期看好中药配方颗粒促进的原材料质量提升。

表：A股中药子行业2016-2019H1主要财务指标

项目(亿元)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入	2,324	2,662	3,049	3,169	1,450
YOY	11.3%	14.6%	14.5%	3.9%	-12.9%
营业成本	1,104	1,319	1,484	1,762	823
毛利率	47.5%	49.5%	48.7%	44.4%	43.2%
销售费用	556	681	815	813	333
费用率	23.9%	25.6%	26.7%	25.7%	23.0%
管理费用	181	201	231	182	77
费用率	7.8%	7.6%	7.6%	5.7%	5.3%
研发费用	47	57	63	68	28
费用率	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	1.9%
净利润	315	354	319	207	143
净利率	13.5%	13.3%	10.5%	6.5%	9.9%
归母净利润	306	339	307	195	137
YOY	2.3%	10.9%	-9.5%	-36.5%	-30.1%
扣非归母净利润	264	304	256	139	114
YOY	4.7%	15.2%	-15.8%	-45.7%	-29.1%
经营性净现金流	261	223	279	343	149
ROE(TTM)	10.9%	10.6%	8.2%	7.0%	5.1%
总资产周转率	0.63	0.61	0.61	0.63	0.28
资产负债率	33.5%	35.7%	39.5%	40.2%	40.7%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

中药：重点公司分析

● 受政策影响中药板块短期仍将承压，龙头企业加大研发投入，寻求产品转型，中药配方颗粒（格局优秀、质量提升、强者恒强）将是中药现代化的未来。当前华润三九、白云山等龙头企业估值已在处于低位，不必过度悲观。

✓ **华润三九**：2020年上半年业绩受疫情影响，处方药业务收入大幅下滑，如果剔除2019年出售三九医院股权所得投资收益的影响，归母净利润同比增长2%。公司旗下品牌OTC、中药配方颗粒的销售在疫情之下具备韧性，自我诊疗业务不断加强品牌建设（999感冒灵等），处方药业务主动转型。2019年上半年公司研发投入2.05亿，推动产品力提升。

✓ **白云山**：2020年上半年大南药（配方颗粒、抗生素等）和大健康（凉茶）业务下滑较大，流通业务较为稳健。公司进行销售新模式的探索（直播、电商、无人售卖等），。各项业务持续整合，未来有望进一步发挥板块协同优势。

表：中药子行业重点公司财务指标及盈利预测（亿元）

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 200903	国信证券 评级
		2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E		
000538	云南白药	296.65	154.93	328.07	41.84	24.54	45.34	19.75%	9.20%	8.38%	1,380	无评级
600436	片仔癀	57.22	32.46	67.83	13.74	8.65	16.76	20.25%	15.84%	21.91%	1,473	无评级
600332	白云山	649.52	304.70	694.10	31.89	17.64	33.60	-7.33%	-30.75%	5.37%	477	买入
600085	同仁堂	132.77	60.04	133.04	9.85	4.80	10.07	-13.12%	-27.28%	2.21%	400	无评级
000999	华润三九	147.02	58.32	167.99	21.12	10.61	19.60	47.51%	-38.41%	-7.22%	271	买入
600566	济川药业	69.40	29.51	66.99	16.23	6.85	16.14	-3.84%	-28.94%	-0.55%	199	无评级
002603	以岭药业	58.25	44.87	89.78	6.07	7.14	10.13	1.21%	57.05%	67.08%	337	无评级
0570.HK	中国中药	143.21	66.55	164.24	15.88	7.32	17.80	10.36%	-14.79%	12.06%	166	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测、除白云山、华润三九外均为一致预测，港股总市值以港币计价

生物制品板块：疫情影响下实现增长

- A股生物制品板块上半年营收增速7.1%，扣非净利润增速6.0%，在新冠疫情影响下仍实现了正增长。毛利率下降2.5pp至64.1%，主要由于智飞生物的代理品种HPV疫苗销售额大幅提升。销售费用率23.8% (-2.2pp)，管理费用率8.0% (-2.2pp)，研发费用率9.9% (+1.6pp)。资产负债率20.5% (-2.7pp)，扣非ROE 4.1% (-0.8pp)，主要由于并购重组、发行新股等导致净资产大幅增加。
- 血制品业绩基本持平。新冠疫情影响了血制品企业的采浆以及产品销售，预计今年全行业的采浆有10%左右的下滑。受限于采浆量，预计血制品行业20/21年的业绩基本持平。
- 疫苗二季度环比大幅改善。疫情的爆发严重影响了一季度疫苗的接种，在疫情逐渐好转，接种点恢复疫苗接种后，疫苗的接种迅速迎来恢复性增长。疫情提升了民众对疫苗的认知，预计流感疫苗、肺炎球菌疫苗等的渗透率将会得到提升；叠加在研新冠疫苗的预期，疫苗行业的景气度高。

表：A股生物制品板块2017~2020H1主要财务指标（亿元）

年份	2017A	2018A	2019A	2019H1	2020H1
营业收入	394	511	645	293	314
YoY		29.8%	26.3%		7.1%
毛利率	70.5%	70.2%	67.4%	66.6%	64.1%
销售费用	105	153	176	76	75
销售费用率	26.7%	29.9%	27.2%	26.0%	23.8%
管理费用	38	45	59	30	25
管理费用率	9.7%	8.8%	9.1%	10.2%	8.0%
研发费用	29	43	56	24	31
研发费用率	7.3%	8.5%	8.7%	8.3%	9.9%
归母净利润	93	72	106	49	59
YoY		-22.6%	47.8%		20.0%
归母净利率	23.5%	14.0%	16.4%	16.7%	18.7%
扣非净利润	72	71	102	50	53
YoY		-1.9%	44.3%		6.0%
扣非净利率	18.3%	13.8%	15.8%	17.0%	16.8%
经营性净现金流	55	78	110	32	43
经营性净现金流/净利润	59.0%	108.2%	103.4%	66.4%	74.0%
总资产	1149	1314	1475	1367	1809
净资产	877	998	1148	1051	1438
资产负债率	23.7%	24.0%	22.2%	23.2%	20.5%
ROE (扣非/平均)		7.5%	9.5%	4.9%	4.1%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。注:复星医药、南京新百、辽宁成大生物制品业务营收占比较小,计算时予以剔除。

生物制品板块：重点公司分析

表：生物制品重点公司分析

		2019		2020H1		2020H1		归母净利润增速预测			投资要点
		营收增速	净利润增速	营收(亿)	营收增速	净利润(亿)	净利润增速	2020E	2021E	2022E	
血制品											
002007.SZ	华兰生物	15.0%	12.6%	13.87	-1.1%	5.12	0.9%	29.8%	16.1%	14.9%	血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。
600161.SH	天坛生物	12.0%	19.9%	15.55	-0.4%	2.84	-3.4%	3.6%	14.4%	48.6%	采浆量及新批浆站预期行业领先，凝血因子类品种、层析法静丙等上市将大幅提升吨浆利润，定增项目有望提升上市公司对成都蓉生的持股比例。
疫苗											
300601.SZ	康泰生物	-3.6%	31.9%	8.70	7.7%	2.60	0.6%	39.8%	73.6%	46.5%	研发管线优秀，长期看好肺炎和多联苗布局。
300122.SZ	智飞生物	102.5%	63.0%	69.94	38.8%	15.05	31.2%	40.5%	39.6%	25.8%	HPV疫苗持续放量带来业绩爆发，未来增速可能放缓。
300142.SZ	沃森生物	27.5%	-86.4%	5.73	14.6%	0.61	-27.6%	599.4%	54.0%	34.1%	13价肺炎结合苗国内首家上市，业绩进入快速放量期。
基因重组制药											
000661.SZ	长春高新	37.2%	76.4%	39.17	15.5%	13.10	80.3%	60.3%	27.0%	23.7%	生长激素龙头，疫情后恢复性增长，整合金赛理顺股权结构。
600867.SH	通化东宝	3.1%	-3.3%	14.75	2.8%	5.41	1.7%	19.7%	18.1%	21.9%	胰岛素龙头，渠道优势明显，三代胰岛素上市。
002773.SZ	康弘药业	11.7%	3.3%	13.93	-8.3%	3.35	-1.7%	10.5%	27.3%	26.8%	康柏西普疫情后恢复增长，新增适应症打开市场空间，海外临床顺利推进。
1530.HK	三生制药	16.0%	-23.8%	26.95	2.0%	7.02	118.6%	49.4%	16.0%	13.8%	重磅品种赛普汀获批上市，现金流优秀，估值有安全边际。

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测。智飞生物、沃森生物为万得一致预期。

医药商业：零售龙头业绩靓丽，批发业务短期承压

表：医药商业板块重点公司分析

	2018		2019		2020H1		预测净利润增速			投资要点
	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	2020E	2021E	2022E	
600511.SH 国药股份	6.8%	23.0%	15.23%	14.23%	-16.64%	-17.86%	7.00%	15.90%	14.69%	北京地区医药商业龙头，麻精药配送绝对龙头
601607.SH 上海医药	21.6%	10.2%	17.27%	5.15%	-5.84%	6.84%	11.68%	13.38%	13.12%	工业内生提速，商业持续增长，进口代理业务亮眼
600056.SH 中国医药	2.1%	17.6%	13.92%	-36.46%	11.65%	12.93%	25.34%	12.03%	14.88%	无评级
603368.SH 柳药股份	24.0%	31.6%	26.78%	29.77%	5.11%	10.87%	21.72%	26.75%	23.85%	广西流通龙头地位稳固，零售业务发展势头强劲
603939.SH 益丰药房	43.8%	32.8%	48.88%	30.58%	24.75%	33.84%	33.22%	30.88%	28.69%	医药零售企业中的精益管理标杆，跨省复制能力强
603883.SH 老百姓	26.3%	17.3%	23.40%	16.94%	20.99%	24.39%	24.55%	23.89%	23.29%	全国零售公司，各地扩张
603233.SH 大参林	19.4%	11.9%	25.94%	32.17%	32.35%	56.21%	38.87%	27.67%	25.88%	广东连锁零售药店龙头，积极推进全国扩张
000028.SZ 国药一致	4.5%	14.5%	20.72%	5.00%	6.12%	-0.88%	11.63%	14.38%	15.67%	国大药房具有批零一体优势，院边店和DTP药房增长快
002727.SZ 一心堂	18.4%	23.3%	14.52%	15.90%	19.52%	23.46%	20.87%	18.59%	19.31%	期待执业药师增加和远程审方政策落实，连锁药店估值最低

数据来源：wind 国信证券经济研究所整理预测

注：中国医药、老百姓19-21年净利润增速来源于wind一致预测，以上公司仅作列示，不做推荐

医疗器械板块：部分细分领域增速较快

- **医疗器械行业**：2020H1营收增速38.3%，较2019全年有所上升，毛利率57.6%，大幅提升。归母净利润增速85.9%，大幅提升。三项费用率均大幅下降，主要是营收增长快，并且疫情导致销售等费用下降。IVD领域中的化学发光、POCT、分子诊断的公司均保持高增速，主要是受益于疫情检测。

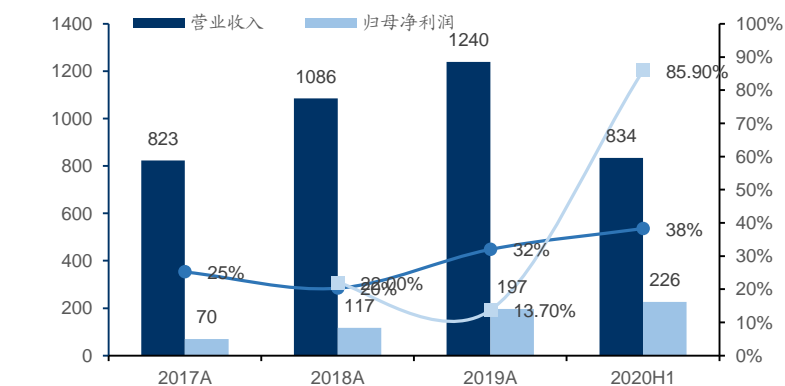
表：A股医药板块医疗器械子行业2017-2020H1主要财务指标（单位：亿元）

项目	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入	823	1086	1240	834
YOY	25.2%	20.3%	32.0%	38.3%
毛利率	45.0%	50.5%	52.4%	57.6%
销售费用	147	189	227	116
费用率	17.8%	17.4%	18.3%	13.9%
管理费用	113	81	90	47
费用率	13.7%	7.5%	7.2%	5.6%
研发费用	8	68	84	48
费用率	1.0%	6.3%	6.8%	5.8%
归母净利润	70	117	197	226
YOY		22.0%	13.7%	85.9%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：历年收入收入、利润、扣非利润YOY均剔除新上市公司影响

图：2017-2020H1年A股医疗器械营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械：体外诊断子行业高增速

- 体外诊断行业：统计24家公司数据，2020H1营收增速38.7%，高于医疗器械板块整体增速，毛利率62.8%，有所提升。归母净利润增速89.7%，大幅增长，主要受益于新冠检测。管理费用率、销售费用率、研发费用率均下降。具体公司来看，华大基因（+734%）、金域医学（+223%）、万孚生物（+117%）、凯普生物（+115%）、鱼跃医疗（+110%）、迪安诊断（+102%）、迈瑞医疗（+46%）等增速较高，在25%以上。

表：A股医药板块医疗器械IVD子行业2017-2020H1主要财务指标
(单位：亿元)

项目	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入	330	452	533	369
YOY	33.6%	25.8%	17.9%	38.7%
毛利率	55.6%	56.7%	56.8%	62.8%
销售费用	69	83	99	54
费用率	21.0%	18.5%	18.5%	14.5%
管理费用	49	32	35	20
费用率	14.9%	7.1%	6.6%	5.3%
研发费用	3	33	40	24
费用率	1.0%	7.3%	7.6%	6.5%
归母净利润	61	91	98	114
YOY	22.8%	27.2%	8.3%	89.7%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：历年收入、利润、扣非利润YOY均剔除新上市公司影响

IVD检测放量，业绩全年受益疫情

- **器械板块增速分化较大。**IVD的细分子领域如POCT、化学发光、分子诊断等领域，国内部分企业具有自身技术特色，伴随新冠疫情检测，呈现高增长态势。标的推荐：迪安诊断、贝瑞基因、华大基因、迈瑞医疗。

表：医疗器械板块重点公司分析

	2018		2019		2020H1		预测净利润增速			投资要点
	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	营收增速	净利增速	2020E	2020E	2021E	
300760.SZ 迈瑞医疗	23.1%	43.6%	20.4%	25.8%	28.7%	45.8%	128.8%	120.0%	118.9%	器械龙头，疫情受益，海外增速快
300003.SZ 乐普医疗	40.1%	35.5%	22.6%	41.6%	8.1%	-1.3%	126.6%	131.5%	125.1%	可降解支架落地
000710.SZ 贝瑞基因	22.9%	15.2%	12.4%	45.7%	-4.3%	-53.2%	76.0%	140.7%	124.6%	肝癌早筛落地，全球创新标的
300244.SZ 迪安诊断	39.2%	11.2%	21.3%	-10.6%	12.0%	102.2%	272.1%	76.4%	115.1%	政策促使行业长逻辑恢复，实验室迈向成熟，盈利能力提升
300676.SZ 华大基因	21.0%	-2.9%	10.4%	-28.5%	218.1%	734.2%	1086.7%	40.7%	91.1%	新冠检测受益，打开海外市场
300463.SZ 迈克生物	36.3%	18.9%	20.0%	18.1%	-4.3%	15.2%	121.8%	123.1%	122.0%	I3000高速化学发光平台开启新一轮成长期
002223.SZ 鱼跃医疗	18.1%	22.8%	10.8%	3.5%	36.7%	109.9%	193.2%	87.9%	119.7%	家用器械龙头，疫情受益标的
300642.SZ 透景生命	20.5%	11.7%	21.0%	10.8%	-32.7%	-115.7%	76.4%	144.2%	117.9%	自免产品上市，有望成为重磅品种
300639.SZ 凯普生物	21.1%	22.4%	25.7%	29.1%	59.4%	115.4%	183.3%	112.2%	128.1%	核酸分子诊断小龙头，新冠检测获益
603658.SH 安图生物	37.8%	26.0%	38.9%	37.6%	2.2%	-14.5%	114.7%	141.7%	129.9%	无评级
603882.SH 金域医学	19.3%	23.8%	16.4%	72.4%	36.6%	223.7%	220.5%	100.5%	122.8%	无评级
300482.SZ 万孚生物	44.0%	46.1%	25.6%	25.9%	66.0%	117.4%	179.3%	113.0%	124.9%	无评级

数据来源：wind、国信证券经济研究所预测 注：安图生物、金域医学、万孚生物20-22年净利润增速来源于wind一致预测，以上公司仅作列示，不做推荐

医疗服务板块：财务指标变化

- **医疗服务子行业：**板块分化明显，CRO普遍维持高增长，连锁服务受疫情影响较大，Q2已快速恢复，板块收入整体基本持平，扣非利润整体下滑。
- **收入端：**2020上半年医疗服务板块整体收入与去年同期基本持平，一季度受疫情影响较大，二季度有明显修复。其中医药外包服务相对受影响更小，龙头公司均维持了稳健增长。连锁服务企业受冲击较大，但二季度强劲反弹，表现出较好的经营韧性。
- **利润端：**板块整体净利润分化较大，CRO龙头药明康德、泰格医药等非经常性损益对净利润影响较大。扣非净利润板块整体下降30%。
- **预计下半年医疗服务板块将持续恢复。**连锁医疗服务龙头二季度已经出现明显修复，下半年有望强劲反弹。CRO行业景气度仍然维持高位，受疫情影响相对较大的临床CRO业务同样有望下半年持续恢复。

表：A股医疗服务子行业2016-2019H1主要财务指标

项目 (亿元)	2017A	2018A	2019A	2020H1
营业收入	424.3	525.1	607.4	279.3
YOY	36.5%	23.7%	15.7%	-0.1%
营业成本	162.8	205.4	236.3	94.5
毛利率	38.4%	39.1%	38.9%	33.8%
销售费用	39.7	47.8	54.8	22.2
费用率	9.4%	9.1%	9.0%	7.9%
管理费用	48.1	58.5	85.5	42.7
费用率	11.3%	11.1%	14.1%	15.3%
研发费用	7.6	12.3	16.5	8.8
费用率	1.8%	2.4%	2.7%	3.2%
净利润	41.7	90.8	22.7	34.6
净利率	9.8%	17.3%	3.7%	12.4%
归母净利润	38.3	84.0	15.3	33.6
YOY	11.4%	119.3%	-81.8%	19.3%
扣非归母净利润	35.2	48.1	6.1	17.5
YOY	32.4%	36.8%	-87.4%	-30.3%
经营性净现金流	66.7	80.0	101.9	27.8
ROE(TTM)	8.1%	8.5%	0.9%	-0.2%
总资产周转率	0.57	0.55	0.52	0.48
资产负债率	43.7%	38.2%	43.1%	43.6%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

医疗服务板块：重点公司分析

- **医疗服务板块重点公司**
- **爱尔眼科**：2020Q2强劲复苏，单季利润增速达到历史性高点。拐点已经确立，前期受抑制的患者刚性需求逐步释放，业绩在下半年将逐季快速回升。完成30家基层医院收购，体外医院注入提速，龙头地位进一步增强。
- **美年健康**：中期业绩受疫情影响严重，4月起体检量开始边际回暖，环比增速大幅提升。下半年起，伴随阿里助力以及美年自身各地分院差异化改革的推进，业绩底部反转的拐点即将到来。
- **药明康德**：2020上半年收入端稳健增长，中国区实验室服务与CDMO业务Q2全面恢复正常，美国区实验室服务及临床CRO的增速及毛利率受到疫情部分影响，下半年有望持续恢复。利润端受非经常性损益影响，表观利润超预期。公司服务能力实现了全产业链覆盖，近年来长尾战略下中小客户快速增长，国内龙头地位稳固。
- **泰格医药**：收入端受疫情影响增速放缓，利润端受非经常性损益影响较大；订单可持续性较强，在手订单充沛，随着疫情趋于缓和，下半年有望持续恢复。行业高景气度仍然持续，公司作为临床CRO龙头有望持续受益。
- **凯莱英**：业绩恢复高增长，受益于连续性反应和酶催化等新技术加快投入应用，临床阶段与商业化阶段毛利率均有显著提升。定增募资23.11亿元用于拓展生物药、制剂CDMO研发生产平台，有望保持CDMO领先地位。

表：A股医疗服务子行业重点公司财务指标及盈利预测（亿元）

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 200907	国信证券 评级
		2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E	2019A	2020H1	2020E		
300015	爱尔眼科	99.90	41.64	110.03	13.79	6.76	15.98	36.7%	-2.7%	15.89%	2,103	买入
002044	美年健康	85.25	18.14	89.29	-8.66	-7.82	2.01	-205.6%	-4746.6%	123.21%	605	买入
600763	通策医疗	18.94	7.38	22.75	4.63	1.45	5.86	39.4%	-30.2%	26.58%	625	买入
300347	泰格医药	28.03	14.52	33.27	8.42	9.99	13.75	78.2%	183.7%	63.37%	900	买入
603259	药明康德	128.72	72.31	162.02	18.55	17.17	27.30	-18.0%	62.5%	47.21%	2,375	买入
002821	凯莱英	24.60	12.66	32.61	5.54	3.16	7.15	29.3%	37.6%	29.09%	574	买入

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测、美年健康、通策医疗为一致预测

- 近期主要政策及分析

职工医保门诊共济与个人账户改革推进，医改步伐加快

■ 事件：8月26日国家医保局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》。重点内容包括：1）职工医保门诊共济，从慢性病入手，逐步推进门诊医疗费用纳入统筹基金支付范围；2）个人账户改革，职工个人缴纳部分计入个人账户，单位缴纳部分全部计入统筹基金；3）个人账户使用范围，职工本人及直系亲属医疗费用均可使用个人账户；4）推进门诊付费机制多元化改革，对基层医疗服务可按人头付费，积极探索将按人头付费与慢性病管理相结合，对日间手术及符合条件的门诊特殊病种推行按病种和按疾病诊断相关分组付费，对不宜打包付费的门诊费用可按项目付费。

■ 国信医药观点：

总体来看，职工医保共和个人账户改革是年初《关于深化医疗保障制度改革的意见》的延续和具体落实，医保改革顶层设计路径明确，下半年有望步伐加快。

✓ **零售板块：职工医保门诊共济和个人账户改革本质上是统筹化的表现，对零售药店行业利弊互现。**一方面，个人账户改革可能导致这部分资金来源缩窄，门诊纳入统筹可能产生一定分流，医保定点药店的引流作用有所削弱，需求端可能受到一定影响；另一方面，随着门诊纳入统筹进程推进，药店纳入统筹的预期增强，同时互联网、异地医保结算等改革预期对零售药店带来利好。零售板块近期走势相对较强，主要由于仿制药集采后处方外流加速，药企加大在OTC端的推广力度，部分品种凭借高品牌溢价在院外渠道实现销售放量，带动上半年连锁药店龙头业绩稳健增长。短期来看药企加大OTC渠道销售力度的趋势仍有望持续，政策端医保个人账户引流能力虽有所减弱，但存量资金有望支撑三年以上过渡期，中长期来看药店纳入统筹步伐有望加快，互联网、异地医保结算可能对零售药店带来新的需求，此外中长期通胀预期下，零售行业抗通胀属性相对较强。建议关注医保门店占比较低，品类结构丰富，具有相对优势的大参林。

✓ **医疗服务：近期走势相对较强，龙头企业快速复苏叠加医疗服务支付机制改革预期。**一方面，连锁医疗服务龙头在疫情影响下表现出较强的经营韧性，疫情缓和后恢复显著；另一方面，带量采购等改革政策压缩工业端利润，叠加医保改革推进医疗服务与药品分开支付、医疗服务付费机制多元化。服务药品分别付费将进一步破除以药养医局面，促进服务端定价科学化，利好消费型医疗服务。在眼科、体检、口腔、辅助生殖等消费型医疗服务持续受益于居民健康意识提升与消费升级的背景下，医疗服务定价科学化将进一步巩固龙头公司行业地位，有望实现强者恒强。推荐爱尔眼科、美年健康、通策医疗、锦欣生殖。

✓ **消费型品种普遍坚挺，中长期通胀预期下消费型品种存在涨价预期，经销商可能进入压货周期。**消费性品种龙头企业近期表现相对较好，主要由于中长期通胀预期增强，医药行业各细分板块中，消费型品种抗通胀属性最强，上半年提价效应已经在部分龙头公司半年报中有所体现。预计随着通胀预期持续，经销商可能进入压货周期，带动生产端销售迅速放量。建议关注：东阿阿胶、片仔癀。

✓ **医用耗材：多地耗材集采常态化推进，行业格局加速转变。**8月26日湖北省首批医用耗材集采完成，与全国在执行的最低采购价相比，拟中选价冠脉扩张球囊降幅96%，一次性精密输液器降83%，医用胶片降幅77%，3类平均降幅85%。此前8月14日，安徽省完成了第二批高值耗材集采，骨科关节类240个产品平均降幅81.97%，心脏起搏器类82个产品平均降幅46.75%。8月13日，重庆、贵州、云南、河南四省市联盟对吻合器、补片、胶片3类耗材进行了集中采购，平均降幅达64.77%，最高降幅为97.76%。区域性高值耗材集采已经进入常态化，从用量较大品种开始，各类耗材产品均可能陆续受到影响。高值耗材的生产、流通、销售、使用的行业格局加速转变。短期关注相关企业中标情况及价格降幅，中长期建议持续关注研发创新能力较强、在研产品管线丰富的龙头企业。建议买入：乐普医疗、凯利泰。

集采常态化下持续关注创新药龙头

- 事件：2020年8月20日，第三批全国药品集中采购工作产生拟中选结果。本次集采的56个品种中55个采购成功（拉夫米定流标），共有191个产品拟中选。
- 国信医药观点：**1）价格降幅基本符合预期。**与最高有效申报价比，拟中选价平均降幅72.3%，最高降幅98.7%，价格降幅基本符合预期。**2）国产龙头重视集采，涉及品种中标率高。**此次集采涉及国内制药龙头的品种较多，各家企业参与的热情高，涉及品种的中标率也较高。获得拟中选品种最多的是齐鲁制药（8）和石药集团（8），扬子江、中国生物制药、复星医药、翰森制药、恒瑞药业和科伦药业分别有7、7、5、5、4、4个品种拟中选；**3）外企参与度明显降低。**本轮集采涉及的55个品种中，仅3个品种有外企中选，外企的参与度明显降低，外企在集采外市场的品牌优势使其对集采持观望态度。我们认为，政策导向下集采外市场的价格也将持续下降，集采中标的重要性也将进一步加强。**4）风险提示：**集采执行力度超预期的风险，集采外市场价格下降超预期的风险。**5）投资建议：**带量采购趋于常态化，仿制药降价将成为长期趋势，未来预计将继续扩大品种和地区范围；并且生物药、自费药品在将来也有被纳入带量采购的可能。行业集中度持续提升，发展方向加速向创新药转型。集采中标利好新入局者打破现有市场格局，快速放量抢占市场份额。建议短期关注本轮集采中标企业业绩弹性，长期持续关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司。**建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、君实生物、复宏汉霖-B。**

表：主要公司拟中选品种

公司	拟中选	拟中选品种
齐鲁制药	8	阿哌沙班片、奥氮平口崩片、枸橼酸西地那非片、卡培他滨片、孟鲁司特钠咀嚼片、枸橼酸托法替布片、维格列汀片、依托考昔片
石药集团	8	布洛芬颗粒、盐酸二甲双胍缓释片、盐酸二甲双胍片、卡托普利片、盐酸美金刚片、孟鲁司特钠咀嚼片、塞来昔布胶囊、替格瑞洛片
扬子江药业	7	阿那曲唑片、非那雄胺片、孟鲁司特钠咀嚼片、替格瑞洛片、维格列汀片、盐酸西替利嗪片、左氧氟沙星滴眼液
中国生物制药	7	阿哌沙班片、注射用阿扎胞苷、盐酸氨基葡萄糖片、孟鲁司特钠颗粒、塞来昔布胶囊、替格瑞洛片、枸橼酸托法替布片
复星医药	5	非布司他片、匹伐他汀钙片、富马酸喹硫平片、盐酸美金刚片、盐酸乙胺丁醇片
翰森制药	5	阿哌沙班片、琥珀酸普芦卡必利片、维格列汀片、利奈唑胺片、头孢地尼胶囊
恒瑞医药	4	非布司他片、卡培他滨片、来曲唑片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊
科伦药业	4	枸橼酸托法替布片、氢溴酸西酞普兰片、盐酸达泊西汀片、阿莫西林颗粒
海正药业	4	阿那曲唑片、硫酸氨基葡萄糖胶囊、来曲唑片、替格瑞洛片

资料来源：上海阳光医药采购网、国信证券经济研究所整理

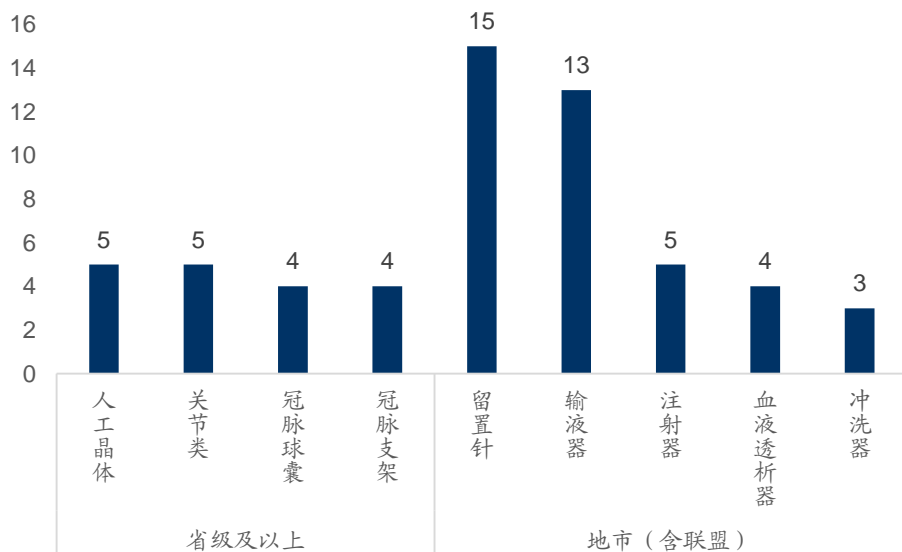
高值耗材集采降价，关注具备创新属性的平台型公司

■ 事件：7月底《重庆市 贵州省 云南省 河南省医用耗材联合带量采购文件》下发，对四省二级及以上公立医疗机构对吻合器、补片、胶片三类医用耗材开展带量采购，采购周期为一年。8月21日，四省市医用耗材集中带量采购竞价议价成功，品种范围主要集中在吻合器、补片、胶片3类医用耗材，平均降幅达64.77%，最高降幅为97.76%。

■ 国信医药观点：

- ✓ **参考仿制药带量采购，器械、高值耗材等集采降价也是大势所趋。**医用耗材的带量采购自去年起在全国各省市如火如荼开展，尽管市场和厂家对耗材集采中的质量评判、竞价规则以及降价幅度存在争议，但集采政策和耗材降价在全国的执行是大势所趋，目前大部分省市展开了试点，形成了省级（联盟）以高值耗材为主、地市（联盟）以低值耗材为主的总体格局，国家层面，医保局7月3日发布《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》，以冠脉支架为切入点，探索国家组织高值耗材集采方案。
- ✓ **各地政策不一，仍需具体问题具体分析，关注创新能力强、产品系列全的平台型企业。**目前各地集采大都仍以价低者、降幅大者中标，采购量的具体分配规则也在不断完善，包括保留中选企业原市场份额、划分采购供应区、企业依次主动选择，规则仍然在不断试点中摸索。价格将形成联动机制，部分省市带量项目已不满足于参考全国最低价（包含带量价），多地在采取参考最低价的基础上进行竞价议价中标后，还要联动之后出现新的低价。推荐关注创新属性明显、产品迭代能力强的平台型企业，如乐普医疗、迈瑞医疗、先健科技等。

图：国内医用耗材高频带量采购品种（截止2020年8月20日）



表：京津冀“3+N”和十省联盟人工晶体集采政策对比

	京津冀“3+N”联合带量采购	陕西、宁夏等十省联盟
采购量	联合采购地区医疗机构上报采购需求量的60%，31万片	联盟总量70%，19万片
采购周期	一年	一年
采购分组	按照3项基本功能属性和7项附加功能属性，划分为53个分组	单焦晶体11组，多焦晶体4组，散光晶体2组
中选数量	实际申报不超过2家的，不淘汰；3家以上递增淘汰数量，拟中选产品原则上不超过3家，最多不超过6家	
二次选择	无	各省从各组的选中产品中，按不多于3个产品确定本省的中选产品
动态调整	同一产品如若在国家集采或其他省级集采中出现更低价格，在未执行的采购量中会按新价格执行	

- 中报点评和重点报告回顾

创新药盘点系列报告（14）——新冠疫苗和抗体： 时间就是生命，效率就是金钱

■ 新冠疫苗ph3试验以有效性为终点，预计很快就会揭盲。

多个新冠候选疫苗已于2020年7月启动ph3临床试验，以疫苗有效性为终点。根据FDA指南提出的统计学要求、ph3临床试验的方案分析，针对海外高感染率进行情景模拟，我们预计最快将在10月中下旬或更早揭盲。我们预计揭盲后将有较大概率达到预设主要终点的统计学显著性，有望获得全球监管机构的紧急使用授权，但仍将继续随访，以获得长期有效性和长期安全性数据。根据疾病vs疫苗映射模型，我们预计免疫力正常的大多数人群，接种疫苗后能够获得较好的长期保护力，不需要重复接种。

■ 多种技术路线的新冠疫苗饱和式研发，整体看兼具体液免疫、细胞免疫且存在免疫记忆。

国内外多家企业研发了多种类型的新新冠疫苗，主要技术路线包括RNA、DNA、腺病毒载体、全病毒灭活、重组蛋白五类，每一类都有多个候选疫苗平行进行饱和式研发。我们认真分析了目前已公开发表的临床前和临床早期研究论文，初步总结：RNA疫苗大多能提供较高的体液免疫和较好的细胞免疫，腺病毒载体疫苗能提供细胞免疫、两针法能加强体液免疫，全病毒灭活疫苗较为安全、体液免疫较好但缺乏细胞免疫，含佐剂蛋白疫苗可同时提供体液免疫和细胞免疫。此外有多个候选疫苗在动物模型中激发了T细胞免疫记忆，这为新冠疫苗具有长期保护力的判断提供了初步证据。

■ 新冠疫苗的商业化价值巨大，重点关注供给端规模与效率。

全球疫情大流行的背景下，普遍接种已成为唯一选择；全球100亿剂总需求量超越了历史上过去和现在任何疫苗的年产量，对所有新冠疫苗生产企业都提出了巨大挑战。全球主要生产企业迅速扩产、寻找合作伙伴，各国政府也提前锁定订单。新冠疫苗的全球商业化市场空间非常广阔，预计全球市场价格3-40美元/剂，中国市场价格20-200元人民币/剂。我们认为商业化潜力应当更加关注供给端而非需求端，在时间、规模、效率、价格四个要素中，重点关注规模与效率。

■ 中和性抗体具有多个适应症和较高的商业化价值，重点关注时间与价格。

中和性抗体靶向新冠病毒spike蛋白，安全性好、有效性确切；不仅可以用于轻症、重症患者治疗，还可以用于暴露后预防、暴露前预防。中和性抗体临床开发简单直接、速度快、成功率高，竞争“有限且激烈”，只有跑得最快的少数几家企业才有可能完成ph3并获得批准。我们预计美国市场定价约3000-5000美元/人份，发达国家存在较高的商业化价值、且竞争厂商更少，商业化潜力的关注重点是供给端的时间与价格。

■ 风险提示：新冠疫苗、中和性抗体研发失败或有效性低于预期；采购销售模式发生重大不利变化；全球政治经济社会风险。

■ 投资建议：关注疫苗和抗体的里程碑事件和催化剂，更应关注各家企业自身经营业绩和研发管线。

如果疫苗和抗体研发成功，大概率是价值规模巨大的一次性收益。我们建议投资者应当更加关注企业自身的发展战略，当前主营业务的增长趋势，研发管线及未来投资方向。RNA候选疫苗BNT162具有FIC/BIC潜力，复星医药授权引进国内权益，维持“买入”评级；康泰生物、沃森生物、智飞生物也有新冠候选疫苗，维持“增持”评级；君实生物的中和性抗体JS016对外授权给礼来，是国内首个、全球第三个进入临床阶段的候选抗体，具备重磅创新药潜力，建议关注。

中国生物制药： 肿瘤领域快速增长，创新药研发加速推进

● 受疫情影响，营收基本持平

中国生物制药上半年实现营收126.48亿元（+1.0%），归母净利润12.13亿元（-16.0%），基本归母净利润17.61亿元（+5.2%）；Q2单季度营收64.26亿元（+1.7%），与去年同期基本持平；基本归母净利润9.27亿元（+32.8%），单季度增速转正。随着新品种的上市放量和疫情影响的逐步消除，下半年业绩增速将进一步提升。

● 肿瘤领域快速增长

肿瘤领域上半年实现销售40.18亿元（+56.2%），销售占总营收的比例提升至31.8%；肿瘤板块的快速增长主要来源于核心品种安罗替尼的持续放量，以及多个新上市品种的快速增长。抗感染领域、骨科领域和呼吸系统领域分别增长28.6%、11.5%和6.6%，肝病领域受到集采影响，出现31.7%的下滑。

● 研发投入持续，创新迎来收获

公司持续进行研发投入，上半年研发费用15.41亿元，研发费用率12.2%。目前共有36个创新药进入临床，包括33个化药和3个生物药（PD-1、PD-L1和RD101）。核心产品安罗替尼第四个适应症甲状腺癌预计将在今年获批，并且正在开展27个临床试验，包括在肝癌、肺癌等大适应症中与PD-1、PD-L1的联用。上半年公司的PD-1、阿达木单抗、重组VIII因子等大品种已经报产，预计可于明年上市。2020-22年每年有大量重磅仿制药上市，创新药管线也将迎来收获期。

● **风险提示：**带量采购影响超出预期、在研品种上市时间不及预期

● **投资建议：**维持“买入”评级

中国生物制药是具备长期投资价值的医药龙头公司，正处于向创新药龙头转型的关键期。今年的业绩受到疫情和集采的压力，明年起增速将回升至20%以上。我们维持盈利预测，预计2020~22年的净利润为31.6/38.2/47.1亿元，同比增长17%/21%/23%，对应当前股价PE为49/40/33x，维持“买入”评级。

天坛生物：采浆恢复正常，长期成长性优秀

● 业绩符合预期，Q2小幅下滑

天坛生物上半年实现营收15.55亿元（-0.4%），归母净利润2.84亿元（-3.4%），经营性现金流净额6.91亿元（+51.4%）；Q2单季度营收7.97亿元（-6.7%），归母净利润1.52亿元（-6.4%），同比有小幅下滑，但环比分别上升5.2%、15.1%。

● Q2采浆恢复正常，积极推进浆站开拓

受到疫情影响，天坛生物上半年采浆697吨（-13.2%），采浆规模保持国内领先，Q2采浆量已恢复到正常水平，我们预计公司全年采浆量基本与去年持平。上半年君山岳阳分站获批采浆，平昌、武冈、临高、永昌等浆站建设项目有序进行，公司开设/在营的浆站达到59/53家；预计公司将不断获批新浆站，扩大采浆量的优势。

● 研发有序推进，吨浆利润提升的确定性强

子公司成都蓉生的重组VIII因子和层析法静丙多中心的受试者入组工作有序推进，PCC和血源VIII因子已经提交补充资料，纤原的临床入组也在有序推进。成都蓉生的凝血因子类产品获批上市后，吨浆利润将达到行业优秀水平；而进度领先的层析法静丙上市后将大幅提升公司的吨浆利润，并引领行业的长期成长。

● 风险提示：采浆不及预期、新品种上市不及预期

● 投资建议：长期看好的血制品龙头，维持“买入”评级

公司的业绩短期受到疫情影响，但长期成长性十分优秀：1）与大股东和兄弟集团的协同作用有利于新浆站的获批，采浆成长性优于同侪；2）凝血因子的上市补齐吨浆利润的短板，层析法静丙进度领先，上市后将大幅提升公司的吨浆利润；3）永安血制、云南血制的投产将解除产能桎梏；4）定增建设产业化基地的项目有望提升上市公司对核心子公司成都蓉生的持股比例，增强上市公司的盈利能力。我们维持此前的盈利预测，预计2020~22年净利润6.33/7.24/10.76亿元，同比增长3.6%/14.4%/48.6%，对应当前股价PE为86/75/50x，维持“买入”评级。

华兰生物：血制品平稳，期待疫苗放量

● 上半年业绩基本持平

华兰生物2020年上半年实现营收13.87亿元（-1.15%），净利润5.12亿元（+0.94%），业绩基本持平，符合我们的预期。Q2单季度营收7.09亿元（+0.3%），净利润2.64（+6.9%），环比分别提升4.6%、6.9%。上半年毛利率59.7%（+0.5%），净利率36.9%（+0.8%）。

● 疫情影响分化，预计血制品业务全年小幅增长

疫情影响全行业的采浆和除静丙外血制品的销售：上半年白蛋白销售4.60亿元（-9.8%），静丙销售5.25亿元（+11.2%），其他血制品销售4.01亿元（+0.4%）。H1存货12.44亿元，较期初小幅增加0.84亿元。现采浆和销售均已恢复正常，预计血制品业务全年有小幅增长。

● 研发稳步推进

公司的层析法静丙上半年获得临床批件，进度处于行业前列。狂犬疫苗处在药品注册过程中，另有阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗和贝伐珠单抗进入3期临床。管线中的产品有望成为新的业绩增量。

● 期待四价流感疫苗下半年放量

流感疫苗的销售将从Q3开始。我们认为此次疫情将大幅提升民众对接种疫苗的认识。公司的产能提升后，今年的四价流感疫苗销售有望翻番，大幅增厚疫苗公司的利润。虽然四价流感疫苗的竞争者增加，但流感疫苗市场广阔，华兰规模化优势巨大，将继续主导市场。

● 风险提示：采浆不及预期、流感疫苗竞争加剧导致价格下滑

● 投资建议：维持盈利预测，继续推荐“买入”

公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。单抗业务逐渐迎来收获期。我们认为四价流感疫苗将成为华兰生物业绩的强大推动力，疫苗业务三年复合增长可达50%。我们维持此前的盈利预测，预计2020~2022年净利润为16.66/19.34/22.22亿元，同比增长30%/16%/15%，对应当前股价PE为67/57/50x，维持“买入”评级。

康泰生物：二季度高增长，管线值得期待

● 疫情后疫苗接种逐渐恢复，二季度高增长

2020H1康泰生物实现营收8.70亿元(+7.7%)，归母净利润2.60亿元(+0.6%)；Q2单季度营收6.93亿元(+48.6%)，归母净利润2.57亿元(+62.4%)，由于二季度疫苗接种逐渐恢复，单季度实现大幅增长。上半年销售费用率39.6%(+1.8pp)，管理费用率9.2%(+0.4pp)，研发费用率9.8%(+0.9pp)；毛利率提升1.6pp至92.9%，由于费用率上升，净利率下滑至29.9%(-2.1pp)。

● 四联苗批签发与中标价双双提升

公司的核心产品四联苗上半年批签发78万人份(+245%)，同时预充式的中标价由285提升至368元/支，为下半年的业绩增长提供有力的保障。上半年四价苗实现销售6.18亿元(+30.7%)，23价肺炎疫苗销售0.77亿元；随着乙肝疫苗恢复生产，公司下半年的业绩将实现快速增长。

● 研发管线值得期待，重磅品种2021年登陆市场

公司的13价肺炎结合苗已提交上市申请并纳入优先审评，预计将在明年初上市；人二倍体狂苗已获得临床试验总结报告，预计将在下半年申报上市。冻干Hib和四价流脑多糖苗已经报产。另有大单品百白破-IPV-Hib五联苗和麻腮风-水痘四联苗处于临床前阶段。公司在研管线丰富，且对标海外，重磅品种上市后，公司将在2021年迎来爆发。公司还积极进行新冠疫苗的研发，布局生产车间的建设。

● 风险提示：创新品种临床、注册进度不及预期，行业安全性事件

● 投资建议：维持“增持”评级

公司二季度疫苗恢复接种后实现高增长，预计下半年将实现快速增长。公司在研管线丰富且对标海外，随着重磅品种的上市业绩将实现跃升。我们维持盈利预测，预计2020~2022年公司净利润8.03/13.94/20.42亿元，同比增长39.7%/73.6%/46.5%，对应当前股价PE为153/88/60x，维持“增持”评级。

佰仁医疗：业绩符合预期，研发有序推进

● 业绩符合预期

佰仁医疗上半年营收0.67亿元（-3.3%），净利润0.33亿元（+3.0%），业绩符合预期；二季度营收0.43亿元（+14.6%），净利润0.24亿元（+26.0%），在疫情过后恢复良好。受疫情影响，上半年公司的销售费用率、管理费用率和研发费用率均有所上升，我们预计随着下半年公司的营收恢复增长，费用率将得到改善。

● 研发有序推进

公司的介入瓣中瓣和介入主动脉瓣，以及限位可扩张牛心包瓣联合长期大动物试验进展顺利，预计将于2020年底或2021年初陆续进入临床试验。先心病植介入板块的流出道单瓣补片处于发补阶段，预计今年年底获批；介入肺动脉瓣将于今年下半年进入临床，公司将持续完善复杂先心病治疗的产品组合。另外，公司还有眼科生物补片、心血管生物补片等产品处于临床阶段。

● 实施股权激励，健全激励机制

公司在今年7月顺利实施了股权激励，覆盖5名核心技术人员及68名其他人员。股权激励的实施有利于核心员工的稳定、健全长效激励约束机制。

● **风险提示：**介入瓣研发进度不及预期，产品进院销售不及预期

● **投资建议：**维持“增持”评级

中国的瓣膜市场正处于从机械瓣向生物瓣转变的过渡时期，公司的瓣膜业务有望享受到生物瓣渗透率提升和进口替代的双重红利。公司从中国患者的实际需求出发，研发管线从外科瓣向介入瓣延伸，介入瓣中瓣和介入主动脉瓣的研发顺利推进。公司目前体量小，弹性大，是技术过硬的小而美；且盈利能力强，现金流十分优秀。我们预计公司2020~2022年的净利润为0.79/0.99/1.30亿元，同比增长25%/25%/31%，对应当前股价的PE为116/93/71x，维持“增持”评级。

长春高新：金赛持续高增长，百克疫苗回暖

● Q2强势反弹，制药板块高增长

长春高新上半年实现营收39.17亿元(+15.5%)，净利润13.10亿元(+80.3%)，二季度营收22.56亿元(+39.5%)，净利润7.67亿元(+122.2%)，疫情过后迎来强势反弹（净利润高增长因并表金赛药业少数股权）。分业务看，制药业收入33.89亿元(+19.4%)，房地产收入5.09亿元(-5.5%)。

● 金赛药业：生长激素持续高增长

金赛药业上半年实现营收25.35亿元(+18.5%)，净利润11.29亿元(+37.1%)；生长激素的销售二季度实现了高速增长，主要由于疫情过后新患入组的恢复性增长。同时，公司对于费用端的控制和规模效应提升了净利率。

● 百克生物：水痘疫苗快速恢复，鼻喷流感疫苗贡献增量

百克生物上半年实现营收5.92亿元(+45.4%)，净利润1.71亿元(+78.5%)，增长主要由于疫情过后水痘疫苗的接种快速恢复，上半年水痘疫苗批签发455万人份(+113%)。重磅品种鼻喷流感疫苗各省招投标工作进展顺利，将为百克生物的业绩带来很大的增量。

● 投资扩充研发管线

公司以2830万美元认购主要进行高端仿制药与儿童505b2改良药研发的美国Brilliant公司42.14%股权，丰富妇孺用药领域产品管线，并与现有业务存在协同作用。另外，公司投资8.3亿元建设创新药生产基地，布局改良型化学新药。

● 风险提示：生长激素集采价格下降，流感疫苗销售不及预期

● 投资建议：维持“增持”评级

核心子公司金赛药业增长动力十足，重磅产品鼻喷流感疫苗上市后将为百克生物提供很大的业绩弹性。我们维持盈利预测，预计2020~2022年净利润28.5/36.1/44.7亿元，同比增长60%/27%/24%，对应当前股价的估值为64/50/41x，维持“增持”评级。

康弘药业：

康柏西普销售逐步恢复，海外临床顺利推进

● 业绩符合预期

康弘药业上半年实现营收13.94亿元（-8.3%），净利润3.35亿元（-1.7%），扣非净利润2.93亿元（-7.2%），业绩符合预期；Q2单季度营收7.61亿元（-5.1%），净利润1.58亿元（+22.2%）。生物制品板块营收4.23亿元（-24.5%），化药板块营收5.88亿元（+4.9%），中成药板块营收3.76亿元（-5.4%）。

● 康柏西普销售逐步恢复

上半年康柏西普销售额为4.23亿元（-24.5%），由于完成医保续约后降价25%，估计上半年的销量基本持平；康柏西普的销售在疫情后恢复明显，估计Q2单季度销售量同比增长约15%。随着疫情影响的消退，预计康柏西普的销售将在新纳入医保的两大适应症CNV和DME的推动下实现放量。

● 研发顺利推进，期待海外临床中期数据

康柏西普的第四个大适应症RVO目前正处于中国临床3期，有望在今年底申报上市；国际多中心3期临床正在进行中，预计今年Q4可以完成中期报告，按计划顺利推进。另外，抗实体瘤药物KH903、治疗性肿瘤疫苗KH901和AD新药KH110均处于2期临床。

● 风险提示：康柏西普销售不及预期、海外临床进度不及预期

● 投资建议：维持“增持”评级

康弘药业核心品种康柏西普二季度销售逐步恢复，今年医保新增纳入CNV和DME两大适应症，预计将在下半年放量。海外临床的顺利推进有助于打开康柏西普更广阔空间。公司化药、中成药两大传统板块企稳。受到疫情影响，我们小幅下调公司的盈利预测，预计2020~2022年归母净利润为7.94/10.10/12.81亿元（前值8.37/10.75/13.33亿元），同比增长10.6%/27.2%/26.8%，对应当前股价PE为49.7/39.0/30.8x，维持“增持”评级。

三生制药：业绩平稳增长，赛普汀获批上市

● 业绩平稳增长，特比澳表现抢眼

三生制药上半年实现营收26.95亿元（+2.0%），归母净利润7.02亿元（+118.6%），正常化归母净利润7.49亿元（-0.4%），经营性现金流净额7.08亿元（+1.2%）；在疫情冲击下，公司业绩依然实现平稳增长。分产品看，特比澳表现抢眼，上半年销售13.75亿元（+15.2%），占公司总营收的比例提升至51%；益赛普受到疫情影响及竞争对手降价进入医保的压力，上半年销售3.31亿元（-33.9%），益比奥/赛博尔销售4.62亿元（+2.3%），蔓迪销售1.29亿元（+19.7%）。我们看好特比澳全年保持两位数增长，益赛普渗透率提升空间大。

● 重磅品种赛普汀获批上市

公司的重磅品种HER2单抗赛普汀获批上市，预计国内HER2单抗的市场空间有望达到百亿，2年内仅有罗氏和复宏汉霖的曲妥珠单抗以及公司的赛普汀3个产品展开竞争，格局较好。赛普汀作为创新药，将与曲妥珠单抗展开差异化竞争。赛普汀具备在年底进行医保谈判的资格，有望以价换量，实现快速放量。

● 研发顺利推进

上半年公司研发费用为2.54亿元，研发费用率9.4%。目前公司共有32项在研产品，主要涵盖肿瘤、自身免疫和肾科领域。PD-1单抗美国1期临床完成患者入组，并开始中国患者入组；IL-4R α 临床试验申请获得FDA批准，并获得NMPA受理；IL-5单抗临床试验获NMPA批准；IL-7A单抗完成1期临床入组，正计划2期临床试验。

● 风险提示：益赛普销售不达预期、赛普汀销售不达预期

● 投资建议：维持“买入”评级

公司的业绩平稳增长，重磅品种顺利上市，研发顺利推进，创新管线即将进入收获期。由于公司中期业绩实现增长，我们上调2020~2022年净利润预测至14.5/16.9/19.2亿元（原值13.3/15.0/17.4亿元），同比增长49.4%/16.0%/13.8%，对应当前股价PE为15/13/12x，维持“买入”评级。

凯利泰：疫情影响短期业绩，中长期持续看好

● 半年度业绩符合预期，手术量受疫情影响较大

凯利泰2020上半年实现营收4.86亿元（-14.54%），归母净利润1.19亿元（-22.37%），扣非归母净利润1.05亿元（-27.94%）。业绩符合预期，下滑主要由于新冠肺炎疫情影响，终端医院门诊手术量大幅减少，各产品线销量均受到一定冲击。二季度单季度营收2.60亿元（-7.03%），归母净利润0.69亿元（-14.80%），较一季度环比明显改善。此外股权激励费用与非经常性损益对归母净利润亦有部分影响，剔除二者影响后归母净利润1.19亿元，可比口径下同比下降18.16%。

● 脊柱微创手术择期性质较强，下半年有望持续复苏

上半年椎体成形业务收入2.00亿元（-16.18%）；创伤/脊柱类骨科植入物收入8279万元（-8.25%）；低温射频业务收入4613万元（-22.49%）；运动医学业务收入580万元（-12.27%）；器械贸易业务收入1.45亿元（-14.90%）。椎体成形与低温射频等脊柱微创手术非急症手术，择期性质较强，但属于相对刚性需求，下半年有望持续复苏。

● 新产品注册获批顺利，运动医学前景可期

上半年国产射频手术电极、国产骨水泥、可弯曲椎体扩张球囊导管等新产品陆续获批，各条线产品结构不断丰富，目前公司正在申请的境内医疗器械注册证16项。运动医学板块持续布局，公司对利格泰增资6000万元，利格泰在运动医学领域技术领先、布局丰富，交叉韧带固定系统和前交叉韧带重建系统已获批；公司以3376万元受让上海逸动20.3975%股权，后者主要从事运动医学的诊断、预防相关设备的研发。

● 风险提示：疫情不确定性风险；收购整合风险；研发失败风险

● 投资建议：短期受疫情冲击，下半年将持续恢复，维持“买入”

疫情对公司上半年收入端与利润端均带来一定影响，疫情不出现大范围反弹的情况下，下半年有望迎来快速恢复。小幅下调盈利预测，预计20~22年归母净利润达到3.50/4.81/6.31亿元，同比增长15.6%/37.6%/31.3%，对应当前股价PE为54/39/30X，按照2022年32~35X PE，维持目标价为28~31元，维持“买入”评级。

凯莱英：业绩恢复高增长，毛利率显著提升

● 业绩符合预期，Q2恢复快速增长

凯莱英2020年上半年实现营收12.66亿元（+15.81%），归母净利润3.16亿元（+37.63%），扣非归母净利润2.77亿元（+36.82%）。其中二季度单季度营收7.90亿元（+28.20%），单季度归母净利润2.08亿元（+51.24%），单季度扣非归母净利润1.84亿元（+50.28%）。业绩符合预期，恢复快速增长，新技术应用、产能利用率提升改善毛利率。

● 毛利率显著提高，国内客户收入快速增长

2020年上半年临床阶段CDMO收入4.16亿元（+17.65%），商业化CDMO收入7.37亿元（+9.72%），技术服务收入1.11亿元（63.69%）。临床阶段与商业化阶段毛利率均有显著提升，主要受益于连续性反应和酶催化等新技术加快投入应用。海外大客户高粘性的情况下，国内市场及海外中小客户快速拓展，首个MAH项目（再鼎医药的尼拉帕利）进入商业化生产形成较好示范效应，上半年国内收入1.40亿元（+138%），目前公司国内客户NDA项目在手订单超过20个。

● 加大研发投入，实施股权激励，定增投向生物药、制剂产能建设

2020上半年公司研发投入1.09亿元，同比增长38.73%。新一期员工股权激励计划有助于提升团队稳定性。公司定增募资23.11亿元用于创新药一站式服务平台扩建、生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设、创新药CDMO生产基地建设项目及补充流动资金，有助于公司战略性拓展生物药CDMO业务，扩大制剂产能、完善公司“API+制剂”一站式服务。

● 风险提示：行业景气度降低，订单持续性不及预期。

● 投资建议：恢复高速增长，毛利率显著提升。维持“买入”评级。

公司各项业务恢复稳健增长，疫情影响有限；临床订单持续向商业化阶段转化，长尾客户持续拓展。维持盈利预测，预计20~22年归母净利润达到7.15/9.27/12.06亿，同比增长29.2%/29.6%/30.1%，对应当前股价PE为70/54/42X。按照2022年PE 40~45X，维持目标价209~235元，维持“买入”评级。

贝达药业：业绩稳健增长，恩沙替尼数据优秀

● 半年度业绩稳健增长，疫情影响导致季节性波动较大

公司2020年上半年实现营收9.52亿元（+24.92%），归母净利润1.44亿元（+64.65%），扣非归母净利润1.41亿元（+87.90%）。其中Q2单季营收3.05亿元（-21.27%），单季归母净利润1333万元（-62.61%），单季扣非归母净利润1045万元（-61.48%）。Q2单季度波动预计主要由于疫情影响下发货量与渠道库存的调整所致。总体来看业绩符合预期，在疫情下保持了稳健增长。

● 埃克替尼高速增长，在研产品进展顺利

上半年埃克替尼保持高速增长，产品销售9.24亿元（+22.26%），毛利率94.29%（-0.48p）较为稳定，自上市以来埃克替尼凭借大量临床证据，差异化的临床优势取得了优异的市场表现。在研新药恩沙替尼已进入现场检查阶段；BPI-27336、BPI-28592取得临床试验通知书；BPI-23314首例入组；EVIDENCE研究完成数据库锁定；MIL60提交上市申请。

● 恩沙替尼III期数据优秀，预计将积极推进一线适应症申报

恩沙替尼一线治疗ALK阳性NSCLC患者的全球多中心III期临床优秀，其中位无进展生存期（mPFS）显著长于克唑替尼组；恩沙替尼可以获得更高、更深、更持久的全身响应率；对于基线脑转移患者恩沙替尼颅内疗效更好，无脑转移患者PFS时间更长；其安全性、依从性也较为良好。预计公司将积极推进其中美一线适应症申报，具有明确的美国市场商业化价值。

● 风险提示：研发失败或进度慢于预期；产品销售低于预期；海外合作不确定性

● 投资建议：在研管线值得期待，首次覆盖，给予“增持”评级。

埃克替尼保持稳健增长，恩沙替尼有望Q3获批，在研管线布局丰富，研发投入即将进入收获期。预计2020~2022年实现归母净利润3.34/4.64/6.29亿元，同比增长44.8/38.7/35.7%。对应当前股价PE为169/122/90X。首次覆盖，给予“增持”评级。

药明康德：业绩恢复高增长，龙头地位稳固

● Q2恢复高增长，非经常损益导致表观业绩增幅较大

药明康德2020上半年营收72.31亿元（+22.68%），归母净利润17.17亿元（+62.49%），扣非归母净利润11.31亿元（+13.91%）。其中二季度单季度营收40.44亿元（+29.41%），单季度归母净利润14.14亿元（+110.97%），单季度扣非归母净利润7.55亿元（+51.67%）。疫情下二季度收入利润快速恢复，非经常性损益导致归母净利润增幅较大。

● 四大业务板块均实现增长，疫情对增速及毛利率带来一定影响

2020年上半年公司中国区实验室服务收入37.80亿元（+26.5%）；CDMO/CMO服务收入21.62亿元（+25.8%）；美国区实验室服务收入7.82亿元（+10.1%）；临床研究及其他CRO服务收入5.00亿元（+5.9%）。美国区实验室收入及毛利率受Q2美国疫情加重受到较大影响，中国区实验室和CDMO业务Q2全面恢复正常运营。临床CRO及SMO业务二季度起也处于逐步恢复中。

● 长尾战略继续拓展客户，产能持续建设

2020年上半年公司新增客户近600家，活跃客户超过4000家。长尾客户及国内客户增速较快，贡献49.26亿元收入（+28.7%）。全产业链平台带来较高客户粘性，使用多部门服务的客户收入61.51亿元，同比增长31.8%。常州新建高活性原料药实验室及车间已投产，寡核苷酸公斤级生产车间及多肽原料药车间已投入运营，美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台和CAR-T封闭式生产平台进行扩建。

● 风险提示：疫情持续影响业务风险；行业景气度降低风险；人才流失风险；投资收益大幅波动风险性

● 投资建议：业绩恢复高增长，龙头地位稳固，维持“买入”评级。

行业景气度仍然较高，公司龙头地位稳固。考虑疫情对增速和毛利率带来的一过性影响，小幅下调盈利预测。预计2020~2022年净利润27.30/36.04/48.53亿元（此前预测为29.05/38.26/50.05亿元，分别下调6.02%/5.80%/3.04%），对应当前股价PE为94/71/53X，维持目标价115~127元，维持“买入”评级。

通化东宝：疫情影响收入，甘精挂网顺利

● 疫情影响下业绩略低于预期，下半年有望持续恢复

2020上半年营收14.75亿元（+2.80%），归母净利润5.41亿元（+1.73%），扣非归母净利润5.42亿元（+3.14%）。其中二季度单季度营收7.56亿元（+4.98%），单季度归母净利润2.64亿元（+2.08%），单季度扣非归母净利润2.63亿元（+2.92%）。疫情影响下上半年业绩同比基本持平，略低于我们此前预期，下半年有望持续恢复。

● 甘精胰岛素挂网顺利，产品结构改善，毛利率提升

核心品种二代胰岛素原料药及注射剂收入12.08亿元（+3.62%），其中注射剂收入11.61亿元（+5.93%），原料药收入4767万元（-32.39%），原料药下滑预计受到海外疫情影响；甘精胰岛素收入4051万元，已完成19省市挂网，已开发二级以上医院1100多家；注射用笔、血糖试纸、采血针等器械收入1.59亿元（-2.9%）；中成药、房地产、建材等业务收入占比已相对较低，收入结构持续优化，高毛利的胰岛素产品占比提升，带动整体毛利率升至79.05%（+4.14pp）。

● 胰岛素集采预期增强，机遇与风险并存

医保局召开生物药与中成药集采座谈会，胰岛素作为生物药中较成熟的品种集采预期增强，当前胰岛素是否纳入集采、集采方案与进度仍存在较大不确定性。假设集采最终落地，对价格可能造成一定冲击。但作为三代胰岛素的追赶者，公司有望通过集采获取较大市场份额，同时胰岛素市场国产份额仍然相对较低，进口替代空间巨大。加之公司门冬胰岛素、GLP-1、口服降糖药等管线布局较为完整，糖尿病领域渠道、学术、品牌等已建立优势，综合来看仍具较强竞争力。

● 风险提示：甘精胰岛素销售不及预期；行业政策导致大幅降价

● 投资建议：甘精挂网顺利，期待门冬获批。维持“买入”评级。

甘精胰岛素有望持续贡献业绩增量，门冬胰岛素有望明年初获批。考虑疫情影响，小幅下调盈利预测，预计2020~2022年归母净利润达到9.37/10.93/12.82亿元，同比增长15.6%/16.6%/17.4%。对应当前股价PE为30/26/22X，维持目标价14.3~16.7元，维持“买入”评级

丽珠集团：业绩符合预期，疫情下稳健增长

● 业绩符合预期，二季度收入恢复增长

丽珠集团2020上半年实现营收50.95亿元（+3.2%），归母净利润10.05亿元（+36.0%），扣非归母净利润8.35亿元（+26.7%）。其中Q2单季营收25.91亿元（+11.1%），归母净利润6.05亿元（+74.9%），扣非归母净利润4.32亿元（+30.9%）。收入端Q2环比恢复较好，抗病毒颗粒、艾普拉唑注射剂收入同比增幅较大，叠加新冠抗体检测试剂贡献收入及销售费用率降低，利润端整体保持稳健增长。

● 制剂板块受疫情影响收入下降，原料药盈利能力提升

化学制剂收入23.15亿（-11.66%），消化道产品收入9.97亿（+5.4%），艾普拉唑针剂纳入医保后增长显著，达2.55亿（+438%）。促性激素产品收入8.06亿（-9.9%），亮丙瑞林微球收入5.36亿（+17.3%）；尿促卵泡素收入1.81亿（-40.6%）。中药制剂收入6.39亿（-9.9%），参芪扶正收入2.69亿（-41.0%）；抗病毒颗粒受疫情影响收入提升显著，达3.02亿（+78.2%）。原料药受益于产品结构优化，盈利能力进一步增强，实现收入12.27亿（+0.66%），毛利率提升4.14pp。

● 诊断试剂需求提升带动高增长，拟单独分拆丽珠试剂上市

诊断试剂板块上半年收入8.89亿元（+143.35%）。3月中旬新冠抗体试剂盒先后取得国内注册证和CE认证，海外疫情爆发带动需求大增。公司公告拟分拆丽珠试剂独立上市，有利于拓宽融资渠道，进一步建立其在IVD领域的品牌影响力，提升运营效率与盈利能力；同时也有助于集团进一步聚焦主营，积极进行创新药和高壁垒仿制药研发。

● 风险提示：疫情对销售影响的不确定性；研发进度不及预期风险

● 投资建议：疫情下稳健增长，盈利能力进一步增强，维持“买入”评级。

受益于在重点品种放量及盈利能力提升，收入业绩预计仍将保持稳健增长。随着销售体制改革和研发项目的持续推进，公司有望从转型期进入新的快速发展阶段。毛利率提升及费用率下降有助于进一步提升盈利能力。上调盈利预测，预计20~22年归母净利润达到17.34/20.61/24.62亿，对应当前股价PE为28/24/20X，按照2021年PE28~30X，上调目标价为61.7~66.1元，维持“买入”评级。

乐普医疗：业绩符合预期，期待创新器械放量

● 上半年业绩符合预期，扣非净利润增长稳健

乐普医疗2020年上半年实现营收42.38亿元（+8.08%），归母净利润11.40亿元（-1.30%），扣非归母净利润11.14亿元（+21.20%）。其中Q2单季度营收25.71亿元（+25.86%），归母净利润7.56亿元（+32.11%），扣非归母净利润7.39亿元（+46.83%）。非经常性损益影响为2585万元，主要来自政府补助，上年同期出售君实生物股权产生非经常性损益2.36亿元导致基数较高，扣非业绩相对更具可比性。

● 疫情相关产品支撑器械板块增长，疫情影响心血管产品收入

器械板块收入22.6亿（+29.2%），其中Q2恢复显著，同比增长72%。核心心血管介入产品收入6.78亿（-25.4%），起搏器和封堵器收入0.92亿（-5.5%），主要受疫情影响手术量；IVD、家用器械等非心血管器械收入13.1亿（+155.4%），疫情下需求提升。药品板块收入18.5亿（-8.87%），氯吡格雷与阿托伐他汀受集采降价和OTC放量两方面影响，合计收入下降5%。药品板块后续预计收入趋稳，贡献稳定现金流。

● 药物球囊及左心耳封堵器获批，创新产品支撑未来增长

上半年药物球囊和左心耳封堵器如期获批，市场空间广阔。药物球囊有望与可降解支架共同引领介入无植入变革。两大创新器械获批，一方面丰富了公司创新器械产品线，有助于增厚公司业绩；另一方面也持续验证了公司较强的创新产品研发能力及研发与销售相互转化能力。在“研发一代、注册一代、生产销售一代”的策略下，公司已形成了良好的梯度化产品线与研发管线，支撑未来业绩持续高增长。

● 风险提示：创新器械推广不及预期；研发进度不及预期；政策风险

● 投资建议：业绩符合预期，长期逻辑不变，维持“买入”评级。

公司是国内稀缺的心血管领域创新型企业，创新器械产品线与药品板块稳定的现金流将支撑持续稳健增长。考虑疫情影响和期间费用率变化，小幅下调收入及盈利预测，预计2020~2022年归母净利润达到21.84/28.72/35.93亿，对应当前股价PE为30/23/18X，按照2021年PE30~35X，维持目标价为49~57元，维持“买入”评级。

泰格医药：业绩平稳增长，下半年有望持续恢复

- 收入端受疫情影响增速放缓，利润端受非经常性损益影响较大

泰格医药2020年上半年实现营收14.52亿（+8.6%），归母净利润9.99亿（+183.7%），扣非归母净利润3.03亿（+5.3%）。其中Q2单季度营收8.02亿元（+10.1%），归母净利润7.44亿元（+260.0%），扣非归母净利润1.88亿元（+6.5%）。上半年非经常性损益影响净利润6.96亿元，主要来自非流动资产的处置收益及公允价值变动收益。Q2收入与扣非利润端环比均显著回升，预计下半年有望持续恢复。

- 临床CRO服务受并表影响平稳增长，非临床收入小幅提升

上半年临床实验技术服务收入7.11亿元（+12.18%），主要受到合并报表范围新纳入北京雅信诚和上海谋思的影响；疫情影响下临床试验项目数量仍稳步提升；临床CRO毛利率受订单结算时点影响提升7.25pp达到51.5%。临床试验相关服务及实验室服务收入7.34亿元（+5.3%），毛利率下降5.5pp至45.2%，预计方达医药、SMO及患者招募业务受疫情影响相对较大，数统业务预计增速更高，毛利率基本平稳。

- 自建及并购持续扩大产能，登陆港股市场加快全球发展步伐

上半年公司持续扩大产能，新增2万多平方米实验室空间，用于药物代谢和药代动力学研究（DMPK）、安全毒理学的产能拓展。完成收购Biotranex、ACME Bioscience进一步拓展DMPK、有机合成、药物化学等能力。8月7日公司完成H股上市发行，募集资金107亿港元，子公司DreamCIS也完成在韩国证券期货交易所上市，有利于拓宽融资渠道，扩大在全球范围内的市场影响力，加快公司的发展速度。

- 风险提示：疫情不确定性；药物研发景气度降低；人才流失风险

- 投资建议：下半年持续恢复，上调盈利预测。维持“买入”评级。

公司在临床CRO领域龙头地位稳固，短期虽有疫情影响，中长期仍有较强增长潜力。考虑到疫情及非经常性损益影响，小幅下调收入预测但上调业绩预测，预计2020~2022年归母净利润13.75/14.93/19.95亿元，同比增长63.4/8.5/33.6%，对应当前股价PE为70/64/48X，维持“买入”评级。

科伦药业：疫情影响业绩，研发步入收获期

● 疫情冲击业绩，利润端快速修复

2020H1实现营收72.31亿（-19.0%），归母净利润2.03亿（-72.1%），Q2单季度营收36.94亿（-20.3%），归母净利1.81亿（-53.9%），收入端修复相对较慢，利润端下滑相较一季度已经大幅收窄。销售费用大幅下降，管理费用和财务费用率维持稳定，经营性现金流维持高质量。公司预告前三季度预计净利润为4.11~5.94亿，同比下滑35~55%，即Q3单季度净利润为2.08~3.91亿，同比上升11.9~110.4%。

● 大输液：普通输液受冲击影响大，营养型输液表现出色

2020H1输液产品实现营收37.93亿（-26.76%），毛利率为69.13%（-1.6pp），基础输液受疫情影响严重，但依旧维持了国内龙头地位。肠外营养多室袋产品销售拓展迅猛，以多蒙捷和多特为代表的产品上半年收入达3.42亿（+92.6%），销售业绩极为亮眼。肠外营养新生产线的新增产能将在下半年进一步释放，有助于进一步提升市场占有率。

● 抗生素：价格回升，分拆上市促进川宁估值合理回归

川宁2020H1实现收入18.47亿元（+1.96%），净利润0.73亿。产品平均售价较去年已经恢复性上涨，下半年预计价格不会有大幅波动，7-ADCA和UDCA项目试生产代表川宁由要素驱动向创新驱动转变。川宁计划分拆至创业板上市将有利于促进川宁估值的合理回归并提供资金支持，优化债务结构，加速实现“三发驱动”战略。

● 非输液制剂：研发投入不减，逐步进入新药收获期

2020H1研发投入达7.69亿，研发投入占到营收的16%。上半年共有16项药物申报生产，其中仿制药9项（首仿申报2项），一致性评价项目7项。有12项药物获批上市。下半年预计还将有3-5个品种获批，仿制药的布局已步入收获期。创新药方面已有13个创新药物品种（包括改良创新）进入临床阶段，开展18项临床研究。

● 风险提示：原料药价格波动，研发不及预期、新冠疫情影响等

● 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到新冠疫情影响、研发投入加大导致盈利下滑，下调盈利预测，2020-2022年归母净利润为7.57/10.22/11.87亿元（原8.78/11.51/12.91亿元），CAGR约8%，当前股价对应PE 49/36/31X，维持“买入”评级。

爱尔眼科：业绩强劲恢复，彰显龙头本色

● 疫情冲击业绩，Q2强劲复苏

2020H1实现营收41.64亿（-12.32%），归母净利润6.76亿（-2.72%），扣非归母净利润5.79亿（-16.69%），业绩受到疫情影响同比有所下滑。Q2单季度营收25.22亿元（+0.72%），已实现正向增长，归母净利润5.97亿（+50.51%），强劲复苏，单季增速达到历史性高点。Q2业绩拐点确立，随着疫情在国内得到控制，前期受抑制的患者刚性需求逐步释放，公司业绩在下半年将逐季快速回升。

● 毛利率和销售费用率双双下滑，经营性现金流维持稳定优质

2020H1销售毛利率43.7%（-3.4pp），主要得由于手术量下降但人工费用、折旧摊销、房租等支出相对稳定导致。公司市场推广活动减少，销售费用率为8.4%（-1.8pp）。经营性现金流净额为6.7亿（-32.84%），主要是受到疫情影响，且部分客户回款滞后，现金流净额与归母净利润的比值达到99%，表明公司有着优质的现金流，且账面上有充足的现金储备以应对疫情可能造成的变化。

● 白内障业务下滑明显，视光业务强劲恢复

2020H1屈光项目、视光服务项目、白内障业务营收分别为15.41亿元（-13.38%）、8.23亿元（-1.83%）、6.25亿元（-26.19%）。其中白内障业务受到影响最大，主要是白内障业务可以择期，且患者中中老年人群比例高，疫情下就诊意愿低；而视光服务随着二季度各中小学的陆续返校，刚性需求得以释放，公司紧跟市场需求开辟特色门诊如夜间视光门诊，促使项目得到快速恢复。

● 风险提示：新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等

● 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司是国内眼科领域的龙头公司，内生+外延共同支持业绩增长。完成30家基层医院收购，体外医院注入提速。业绩恢复强劲，疫情考验之下彰显龙头本色。上调盈利预测，2020-2022年净利润15.98/23.40/31.08（原14.90/23.38/30.92）亿，同比增速16%/47%/33%，当前股价对应PE为129/88/66x，维持“买入”评级。

迈瑞医疗：业绩超出预期，抗疫产品高速增长

● 海外高速增长，抗疫产品拉动业绩

2020H1实现营收105.64亿元（+28.75%），归母净利润34.54亿元（+45.78%），扣非归母净利润33.66亿元（+44.56%），Q2单季度实现营收58.23亿元（+35.43%），归母净利润21.40亿元（+56.99%）。业绩表现靓丽。随着新冠疫情全球爆发，监护仪、呼吸机、输注泵、便携彩超、移动DR的需求量大幅增长，对生命信息与支持产线的拉动作用尤为显著，该板块实现营收53.43亿元（+62.26%）；体外诊断业务营收30.30亿元（+6.49%），主要受上半年门诊检测量下降影响，8月估计已基本恢复，上半年化学发光新增装机国内1000台、国际500台，为后续增长奠定基础，Q2开始向海外市场出口新冠抗体试剂，弥补了疫情的部分影响。医学影像业务营收21.05亿元（+6.67%），台式彩超虽受影响，目前已逐渐恢复，便携超高速增长。分区域看，估计国内增速15%、国际增速超过45%。

● 销售毛利率维持稳定，费用率大幅降低，净利率提升明显

2020H1销售毛利率65.96%（+0.73pp），保持稳定，但多项费用率均下降明显，疫情导致推广、差旅等费用减少。销售费用率18.13%（-2.66pp），管理费用率（含研发）13.04%（-0.58pp），财务费用率-1.42%（+0.30pp）。销售净利率32.69%（+3.81pp）明显提升。

● 海外市场推广加速，预计持续受益

由于疫情影响而带来的需求量增加，公司的呼吸机、监护仪等抗疫设备大量进入了海内外全新高端客户群，大大缩短了公司品牌和产品的推广周期，通过产品核心竞争力的持续提升和本地化服务团队的日益完善，未来有望协同带动三大业务领域中的其他产品全面入院，提升公司整体产品在高端客户群的渗透率。

● 风险提示：疫情影响，基层扩容低于预期，研发风险，汇率波动等。

● 投资建议：械中恒“瑞”，维持“买入”评级

上调盈利预测2020-2022年归母净利润分别为60.3/72.4/86.0亿（原56.4/67.7/81.5亿），增速29%/20%/19%，当前股价对应PE分别为66/55/46x。公司作为器械领域的龙头，产品管线丰富，立足全球市场，疫情带来海外迅速增长，维持“买入”评级。

贝瑞基因：疫情影响业绩，肿瘤早筛产品上市

● 2020H1受疫情影响业绩下滑

2020H1营收7.21亿元（-4.34%），归母净利润1.17亿元（-53.17%），扣非归母净利润0.91亿元（-41.56%）。2020Q2营收3.51亿元（-16.61%），归母净利润0.55亿元（-33.75%），扣非归母净利润0.30亿元（-64.29%）。受疫情持续性影响，医院诊疗科室就诊人数下降，检测类服务终端需求受到影响，收入及净利润下滑。

● 毛利率降低，管理费用率升高

2020H1销售毛利率53.50%（-7.65pp）主要是疫情影响收入导致毛利下滑，销售费用率16.50%（-2.15pp），管理费用率16.38%（+1.98pp），财务费用率0.93%（+1.14pp），主要是中长期借款增加导致利息费用增加及汇率波动造成汇兑损失。此外，疫情期间防护、物流、采购等各项成本大幅上升。

● 肝癌早筛项目商业化提前落地，伴随诊断产品推出

子公司和瑞2020年8月16日推出PreCar项目产品“莱思宁(Liver Screening)”，是经过全球肝癌早筛最大规模前瞻性研究验证的临床级别产品，通过LDT模式率先落地，较此前预期提前。公司积累了通用的底层技术平台，在肺癌及妇科肿瘤领域的早筛临床研究有望年底启动。7月公司发布了大Panel基因检测“和全安”系列新品——实体瘤全靶点基因检测，覆盖654个基因及常见免疫抑制检测点，为目前国内覆盖最为全面的伴随诊断测序试剂盒。2020H1公司染色体拷贝数变异检测试剂盒（CNV）注册获得受理，是国内首家申报，该检测服务公司市占率第一，我们预计获批后将加速放量，巩固已有优势。

● 风险提示：政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

● 投资建议：看好未来发展前景，维持“买入”投资评级

考虑到疫情影响，下调盈利预测2020-2022年归母净利润3.0/4.2/5.2亿（原3.6/4.2/5.2亿元），增速-23%/41%/24%，当前股价对应PE 76/54/43x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛产品落地，潜在市场空间巨大，我们高度看好公司的发展前景，维持“买入”评级。

迪安诊断：业绩超出预期，新冠检测持续

● 2020H1业绩大超市场预期，新冠检测贡献大

2020H1营收44.73亿元(+11.99%)，归母净利润5.01亿元(+102.19%)，扣非净利润4.70亿元(+106.26%)。Q2单季度净利润达4.95亿(+182.06%)。旗下36家实验室为第三方新冠病毒核酸检测指定机构，覆盖30个省/市/自治区，截止6月30日检测800万人份，8月14日检测1400万人份，我们估计全年可能达到2500-3000万份。医院常规诊疗和代理业务Q1受影响，但Q2已有恢复性增长。

● 核酸检测及特检业务提升毛利率

代理业务23.57亿元(-10.11%)，Q1下滑约30%，Q2增长4%；诊断服务总收入20.49亿元(+55.51%)，8家ICL实验室实现扭亏，公司38家实验室中29家已实现盈利，经营拐点提前到来。2020H1销售毛利率36.97%(+4.04pp)，虽然代理业务毛利率下滑，但诊断服务部分毛利率提升12.83pp至52.83%，与核酸检测以及特检比例提升有关。销售费用率8.54%(+0.18pp)，管理费用率6.74%(-1.22pp)，财务费用率2.47%(+0.01pp)；研发费用率2.79%(+0.39pp)。期间费用率合计20.35%(-0.98pp)。

● 布局质谱和综合性分子诊断两大平台，提升特检服务能力

涉及妇幼、肿瘤、感染、慢病四大学科，扣除新冠检测后，特检及分子诊断、病理诊断、微量元素和质谱诊断等重点学科的收入占公司诊断服务收入比例超过35%。运营10余家精准诊断中心，累计5家实现盈利，收入同比超过40%，其中肿瘤相关业务占收入比重提升至50%。下半年公司将启动省外连锁化复制，运营3家，待运营3家。合作共建500家实验室，其中100余家PCR检测实验室。

● 风险提示：疫情不确定性、新产品开发推广不及预期，商誉减值风险等。

● 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

上调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润为9.45/7.22/8.31亿元(原4.90/6.01/7.49亿元)，当前股价对应PE28/36/31X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业，随着新冠检测增厚业绩，实验室扭亏加快，特检业务快速发展，未来三年CAGR34%，按照2022年PE35-40x，上调合理估值至46.9-53.6元(原34.2~39.9元)，维持“买入”评级。

凯普生物：业绩超预期，新冠检测预计持续

● 2020H1业绩超预期，新冠核酸检测拉动业绩

2020H1营收5.06亿元（+59.44%），归母净利润1.59亿元（+115.43%），扣非归母净利润1.25亿元（+122.97%）。Q1、Q2归母净利润及增速分别为1974万元（+15.57%）、1.09亿元（+155.28%）。业绩超预期，主要由于新冠核酸检测业务。2020H1销售毛利率80.59%（-2.91pp），由于第三方检测服务占比提高。销售费用率35.71%（-1.78pp），管理费用率（含研发）24.43%（-1.42pp），主要是市场推广、差旅等都减少，财务费用率0.06%（+0.02pp）。

● 疫情带来检测服务、PCR实验室建设、试剂出口三联动

公司旗下18家第三方医学检验实验室承接新冠核酸检测任务，上半年检测175万人次，实现医学检验服务收入2.42亿元（+596.89%）。估计下半年北京、新疆、大连、香港等地区仍有大量检测需求，将持续拉动全年业绩。公司香港实验室也扩充检测能力，满足普筛需求。国家要求增强医院PCR实验室建设，公司计划协助建设400-500家实验室，上半年已经完成几十家，有望拉动公司未来试剂收入。新冠核酸试剂盒获欧盟和南美地区认证，出口巴西等地，也带来业绩贡献。

● HPV、地贫、耳聋检测等预计下半年恢复增长

因疫情影响医院门诊量，HPV、地贫、耳聋等检测试剂收入下滑25%至2.06亿元，Q2逐步恢复，估计6月已恢复到往年同期水平。下半年预计HPV恢复10-20%增长，遗传性耳聋基因检测为国内首个通过ISO15189认可的项目，借助近300家耳聋实验室将恢复较高增长。独家产品STD十联检2020Q1获批，下半年会贡献收入，有望成为拳头产品。公司在研管线丰富，上半年研发投入3137万元（+22.93%），多项在研产品已进入临床最后试验或申请注册阶段。

● 风险提示：新产品推广风险、市场竞争风险、疫情变化等。

● 投资建议：上调盈利预测和估值，维持“买入”评级。

考虑公司新冠检测服务，上调2020-2022年归母净利润2.70/3.03/3.88亿元（原1.92/2.49/3.33亿元），增速83%/12%/28%，当前股价对应PE为38.1/34.0/26.5X，按照2021年33-38xPE，上调一年期合理估值至47.19~54.34元（此前为34.50~40.25元），维持“买入”评级。

华大基因：受益新冠检测，火眼海外扩张

● 海内外核酸检测服务和产品大量交付，增厚全年业绩

公司2020H1实现41.08亿元（+218.1%），归母净利润16.51亿元（+734.2%），扣非归母净利润16.05亿元（+801.5%）。其中Q2单季营收33.17亿元（+368.0%），单季归母净利润15.11亿元（+1414.8%），单季扣非归母净利润14.90亿元（+1574.2%）。主要是因为受益于新冠疫情检测量大幅提升，公司的感染防控业务及精准医学检测综合解决方案业务实现了高速增长，增厚全年业绩。

● 新冠检测：火眼实验室提供检测服务，出口订单弹性大

公司迅速完成了多款新冠病毒检测试剂盒的研发，核酸检测试剂盒国内获批并获得欧盟、美、日、澳、新、加等海外多国市场准入，并被WHO列入应急使用清单。截至6月底，海外累计发货超过3500万人份，我们估计全年可能超过6000万人份。截至6月底，公司设计建造的“火眼”实验室分别已在北京、天津、深圳、武汉等全国10余个主要城市落地，助力常态化疫情防控。海外抗疫中，公司与沙特签订总价为2.65亿美元的订单，与以色列基因公司AID签订了总额约为2520万美元的合作协议，“火眼”实验室一体化综合解决方案已在沙特、文莱、塞尔维亚、菲律宾、哈萨克斯坦等国家和地区落地。

● 毛利率提升，现金流充裕

2020H1销售毛利率65.34%（+7.50pp），销售净利率40.24%（+24.92pp），检测试剂盒带来毛利率大幅提升，费用率下降明显，销售费用率7.95%（-12.76pp）；管理费用率（含研发）7.84%（-8.99pp），财务费用率0.49%（+0.95pp），期间费用率合计16.27%（-20.81pp），主要是受益于2020年上半年经营业绩较上年同期大幅增长。

● 风险提示：新冠疫情发展及海外扩张不确定性，产品研发上市风险等。

● 投资建议：新冠检测业绩弹性大，维持“买入”评级

上调盈利预测2020-2022年归母净利润30.0/12.2/10.7亿元（原12.0/5.3/6.2亿元），增速987%/-59%/-12%，当前股价对应PE为19/46/52x。公司作为基因测序龙头公司，全产业链布局，新冠检测业务弹性巨大，海外实验室扩张为持续发展注入动力，维持“买入”评级。

鱼跃医疗：常规业务逐渐恢复，抗疫产品增厚业绩

- 海内外抗疫类产品订单大量交付，增厚全年业绩

公司2020年上半年实现营收34.21亿元（+36.74%），归母净利润11.19亿元（+109.86%），扣非归母净利润10.23亿元（+100.07%）。其中Q2单季营收20.30亿元（+56.1%），单季归母净利润7.37亿元（+156.9%），单季扣非归母净利润6.57亿元（+141.5%）。公司预计1-9月净利润13.55-14.26亿，增长90%-100%。今年上半年完成了大量海内外抗疫类产品订单的交付，其中无创呼吸机等呼吸类、红外额温枪、血氧仪等检测类与消毒感控类疫情防控产品出货量增幅大，增厚全年业绩。

- Q2常规市场恢复良好，多个产品三代旗舰新款首发上市

自二季度以来，公司常规市场销售趋势修复良好，其中血压检测类、血糖类等主要产品线上销售已超去年同期水平。公司于6月发布了多种产品的第三代旗舰新款，市场反响好，618全网销售额达2.3亿元，制氧机、电子血压计、呼吸机、雾化器与轮椅等多种产品全网销售第一。子公司消毒感控产品民用端业务快速放量，为公司业绩持续提升提供了强劲动力。

- 毛利率提升，现金流充裕

2020H1销售毛利率57.17%（+15.50pp），主要由于抗疫产品毛利高，销售费用率11.68%（+2.30pp），管理费用率10.50%（+3.24pp），其中研发费用率5.31%（+3.03pp），财务费用率-0.42%（-0.18pp）。2020H1经营活动产生的现金流量净额为23.8亿元，与净利润比值达212%，主要是抗疫订单基本均为现款现货。

- 风险提示：新产品销售不达预期；并购整合不达预期。

- 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

考虑抗疫相关产品海外订单持续，上调盈利预测2020-2022年归母净利润为14.54/12.78/15.30亿元（原11.06/11.75/14.21亿元），增速93%/-12%/20%，当前股价对应PE为23.2/26.4/22.0X，维持“买入”评级。

药明生物：疫情不减业绩，未来持续可期

● 业绩表现靓丽，市场地位稳定

2020H1实现营收19.44亿元（+21.0%）、归母净利润7.31亿元（+62.6%），经调整纯利7.34亿元（+40.7%），业绩表现靓丽。疫情虽然影响正常业务，但公司获得10多个新冠疫苗和抗体项目。凭借着业内最佳交付时间及最优交付结果，公司进一步巩固市场地位，业务基本面保持稳健。

● 综合项目增长稳健，未完成订单持续推动未来收入增长

2020H1新增综合项目38个，临床Ⅲ期项目新增3个，有4个项目从外部转入（其中2个Ⅲ期），里程碑收入2410万美元。总项目数高达286个，复合增长率达到39.7%，受签订20年近30亿美元疫苗CMO合同及新冠项目大幅增加利好推动，未完成订单服务同比增长232%，达到58亿美元，总量跃升至95亿美元，其中将于3年内完成的订单保持稳健增长，预期将持续改善利润水平。

● 新冠疫情危中寻机，展现强大研发实力和执行力

疫情爆发以来，公司一方面启动连续生产计划，开发远程数字化系统，向客户提供远程查厂和访问，保障业务顺利开展；另一方面迅速把握新的发展机会，已与美国、欧洲、中国客户签订了10+个新冠项目，合同总价值约3.2亿美元，其中包括1.16亿美元的VIR/GSK COVID-19中和抗体生产合同，到目前为止签单成功率达到70%，完成3个新冠项目IND提交，新冠项目从初次接洽到项目启动仅用时47天，展现出高效的执行能力。估计2020年-2021年新冠相关项目分别贡献8000万、1.5亿美元收入。

● 风险提示：研发进展不达预期；项目终止数目增加；全球疫情影响等。

● 投资建议：生物制剂CDMO龙头，维持“买入”评级

维持此前盈利预测2020-2022年归母净利润14.05/19.19/27.07亿元，同比增速39/37/41%；摊薄EPS为1.08/1.48/2.09元，当前股价对应PE为137/100/71x。公司作为全球生物制剂CDMO龙头，具有技术平台和人才优势，业绩维持高速增长，维持“买入”评级。

透景生命：疫情影响业绩，Q2边际回暖

- 受疫情负面冲击影响较大，Q2业绩出现边际回升

2020H1实现营收1.18亿元（-32.7%），Q2实现营收0.89亿（-17.2%），环比一季度明显好转。上半年实现归母净利润亏损861万（-115.74%），Q2归母净利润为0.1亿（-73.2%），相较一季度已实现扭亏。全年预计投放流式荧光仪仍可达近100台，新冠相关的检测仪器如PCR仪销售大幅增长，下半年新冠试剂的出口也将有一定收入贡献。伴随医疗机构复产复工，体检机构业务恢复，公司将加速恢复正常运营。

- 销售费用略微上升，经销商网络进一步扩大

2020H1毛利率为59.7%，主要是因为新冠相关仪器及配套耗材毛利较低。2020H1销售费用为0.5亿（+1.7%），销售费用率达到42.7%（+14.4pp），主要因仪器装机折旧及营销人员增长。公司已与500余家经销商建立长期稳定的合作关系，经销收入占比为75.88%，覆盖医院和经销网络进一步扩大。管理费用率（含研发）为31.3%（-0.7pp），公司在研发上持续投入；财务费用率为-1.3%，维持稳定。

- 研发投入不减，产品管线不断丰富

2020H1研发投入2656万，同比增长7.7%，占营收比例达到22.6%。上半年累计新增取得41个医疗器械注册证书及备案证书，其中第二类、第三类医疗器械注册证书共22个。公司的自免检测产品为多指标联检，独树一帜，国内相对蓝海市场，上半年已经产生收入，有望成为大单品。在研项目120个，涉及感染、自身免疫、肿瘤、心血管、激素等多个领域，为公司后续不断推出新产品做好了充足的技术和产品储备。

- 风险提示：新冠疫情影响市场推广销售、研发注册等不及预期。

- 投资建议：疫情负面冲击大，下半年回暖，维持“买入”评级。

考虑疫情，下调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为1.20/1.73/2.04亿（原1.59/2.21/2.69亿），当前股价对应PE分别为42.7/29.7/25.1X，公司属于小而美的技术企业，细分市场空间广阔，期待自免产品放量，未来有望成为IVD行业的一匹黑马，维持“买入”评级。

- 细分板块观点

药品板块：创新药企业半年报稳健，第三批全国药品集采落地

■ **创新药企业半年报表现稳健。**恒瑞医药上半年实现营收113亿元（+12.79%），归母净利润26.6亿元（10.34%），疫情影响下仍保持稳健增长，肿瘤领域创新药需求刚性较强，疫情影响相对有限。贝达药业上半年实现营收9.52亿元（+24.92%），归母净利润1.44亿元（+64.65%）；恩沙替尼一线适应症全球多中心III期数据优秀，预计将积极推进美国一线适应症申报。复宏汉霖上半年收入1.1亿元（+548%），主要受益于汉利康的快速放量，HLX02在欧盟及中国获批，下半年有望开始贡献业绩。

■ **第三批全国药品集采中标结果公布，大幅降价趋势继续延续。**本次集采的56个品种中55个采购成功（拉夫米定流标），共有191个产品拟中选。价格降幅基本符合预期，与最高有效申报价比，拟中选价平均降幅72.3%，最高降幅98.7%。获得拟中选品种最多的是齐鲁制药（8）和石药集团（8），扬子江、中国生物制药、复星医药、翰森制药、恒瑞药业和科伦药业分别有7、7、5、5、4、4个品种拟中选。外企参与度明显降低，主要原因在于外企在集采外市场的品牌优势使其对集采持观望态度。带量采购趋于常态化背景下，涉及品种将会不断增加，行业发展方向加速向创新药转型。建议关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、君实生物、复宏汉霖-B。

表：药品板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/9/3	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600276	恒瑞医药	95.00	5041	1.00	1.33	1.74	2.23	94.6	71.4	54.6	42.6	21.5	2.3	买入
600196	复星医药	52.92	1356	1.30	1.45	1.72	2.06	40.8	36.5	30.8	25.7	10.4	2.2	买入
002422	科伦药业	25.75	370	0.65	0.53	0.71	0.82	39.5	48.6	36.3	31.4	7.1	16.8	买入
000513	丽珠集团	50.97	480	1.38	1.85	2.20	2.63	36.9	27.6	23.2	19.4	11.7	1.2	买入
300558	贝达药业	131.70	529	0.57	0.83	1.16	1.57	229.4	158.7	113.5	83.9	9.4	4.0	增持
1177.HK	中国生物制药	9.25	1746	0.23	0.17	0.20	0.25	35.4	55.2	45.7	37.1	8.7	-13.2	买入
2696.HK	复宏汉霖-B	53.00	288	0.23	-1.4	-0.8	-0.1	-	-	-	-	-21.9	-	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

血制品：采浆受疫情影响，业绩基本持平

- **采浆受疫情影响，业绩基本持平。** 新冠疫情影响了血制品企业的采浆以及产品销售，预计今年全行业的采浆有10%左右的下滑；受限于采浆量，预计血制品行业20/21年的投浆量基本持平。疫情爆发期间静丙的需求有一过性的大幅提升，但特免、凝血因子等产品的销售受到影响；目前血制品的供需基本处于平衡状态，产品价格保持稳定，我们预计全行业20/21年的业绩基本持平。
- **天坛生物：**公司的业绩短期受到疫情影响，但长期成长性十分优秀：1) 与大股东和兄弟集团的协同作用有利于新浆站的获批，采浆成长性优于同济；2) 凝血因子的上市补齐吨浆利润的短板，层析法静丙进度领先，上市后将大幅提升公司的吨浆利润；3) 永安血制、云南血制的投产将解除产能桎梏；4) 定增建设产业化基地的项目有望提升上市公司对核心子公司成都蓉生的持股比例，增强上市公司的盈利能力。
- **华兰生物：**公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。单抗业务逐渐迎来收获期。我们认为四价流感疫苗将成为华兰生物业绩的强大推动力，疫苗业务三年复合增长可达50%。

表：血制品公司估值表

代码	公司简称	股价 200907	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
002007	华兰生物	54.88	1,001	0.70	0.91	1.06	1.22	78.4	60.3	51.8	45.0	19.6%	3.0	买入
600161	天坛生物	40.88	513	0.49	0.50	0.58	0.86	83.4	81.8	70.5	47.5	15.5%	4.0	买入
300294	博雅生物	41.01	178	0.98	1.12	1.43	1.62	41.8	36.6	28.7	25.3	10.9%	2.0	买入
000403	双林生物	37.40	184	0.33	0.51	0.80	1.09	113.3	73.5	46.8	34.3	20.1%	1.5	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理。双林生物的EPS为万得一致预期。

疫苗：疫情后接种迅速恢复，新冠疫苗研发火热

- **疫情后接种迅速恢复。**疫情的爆发严重影响了一季度疫苗的接种，在疫情逐渐好转，接种点恢复疫苗接种后，疫苗的接种迅速迎来恢复性增长。疫情提升了民众对疫苗的认知，预计流感疫苗、肺炎球菌疫苗等的渗透率将会得到提升。HPV、国产13价肺炎等疫苗批签发稳步提升，部分疫苗短期供不应求催生价格提升。预计生物制品集采涉及疫苗板块的可能性较小。
- **新冠疫苗研发火热。**疫苗板块重点上市公司在新冠疫苗的研发和合作上均有布局：康泰生物获得阿斯利康候选新冠疫苗在中国的权益，且自主研发的新冠疫苗的生产车间已开始建设；智飞生物的重组新冠疫苗已开展2期临床；康希诺的腺病毒载体疫苗已经完成2期临床，并积极准备开展海外3期临床；沃森生物与艾博生物合作研发的RNA疫苗正处于1期临床。我们估计全球新冠疫苗的3期临床试验将于Q4得到初步结果，年底前可获批上市。

表：疫苗公司估值表

代码	公司简称	股价 200907	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
300601	康泰生物	192.00	1,291	0.85	1.19	2.07	3.04	225.9	161.3	92.8	63.2	20.9%	3.0	增持
300122	智飞生物	132.74	2,124	1.48	2.08	2.9	3.65	89.7	63.8	45.8	36.4	41.2%	1.8	增持
300142	沃森生物	59.15	909	0.09	0.65	0.99	1.33	657.2	91.0	59.7	44.5	2.9%	0.6	增持
6185.HK	康希诺生物-B	161.60	577	-0.63	-0.03	2.55	5.78	/	/	63.4	28.0	-10.7%	/	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：康希诺生物2020-22年EPS为Wind一致预测

基因重组制药：疫情过后恢复良好

- **生长激素二季度恢复良好。**生长激素刚需属性强，金赛药业上半年营收增长近20%。生长激素的销售二季度实现了高速增长，主要由于疫情过后新患入组的恢复性增长。生长激素市场的增长来源于渠道下沉及渗透率的提升，外加长效水针的高端替代。
- **康柏西普疫情后恢复增长。**上半年康柏西普销售额为4.23亿元（-24.5%），由于完成医保续约后降价25%，估计上半年的销量基本持平；康柏西普的销售在疫情后恢复明显，估计Q2单季度销售量同比增长约15%。随着疫情影响的消退，预计康柏西普的销售将在新纳入医保的两大适应症CNV和DME的推动下实现放量。

表：基因重组制药公司估值表

代码	公司简称	股价 200907	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
000661	长春高新	406.00	1,643	4.39	7.03	8.92	11.04	92.5	57.8	45.5	36.8	22.0%	1.6	增持
002773	康弘药业	50.14	439	0.82	0.91	1.15	1.46	61.1	55.1	43.6	34.3	15.5%	2.6	增持
600867	通化东宝	13.94	284	0.4	0.48	0.56	0.69	34.9	29.0	24.9	20.2	16.2%	1.5	买入
1530.HK	三生制药	8.44	215	0.38	0.57	0.66	0.76	22.2	14.8	12.8	11.1	10.1%	0.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医疗器械：跑输医药板块，有所回调

- 医疗器械板块8月1日-8月31日下跌8.25%，跑输医药生物板块（下跌4.55%），2020年PE55.4倍（剔除负值），前期涨幅较大，本月有所回调。
- **投资逻辑：**1) **器械和耗材类公司：**进口替代和基础需求提升。结合近期政策要求医疗体系“补短板”，加强基层医疗服务机构的质量建设，将会带动医疗设备需求增长。目前三甲医院中高端医疗装备仍然以进口厂商占据主导地位，但是呼吸机、监护仪等生命支持设备，DR、CT、超声等医学影像设备、心内科导管室、血液净化及透析设备、IVD等领域，国产企业已经开始加快进口替代进程，上市龙头有望在本轮医院建设与升级中迎来较大的增量订单。尤其是随着疫情的全球扩散，全球型企业如迈瑞医疗在海外也接到大量订单短期长期均利好。**推荐买入迈瑞医疗、鱼跃医疗**，关注万东医疗等。2) **创新医疗器械：**贝瑞基因作为基因测序龙头，以科技创新为本，其主营业务稳健增长，肝癌早筛项目全球规模最大、进度领先，产品落地在即。**推荐买入贝瑞基因**。3) **核酸分子诊断及POCT公司：**分子诊断和POCT是体外诊断细分子行业增速最快的领域，新冠病毒检测对业绩提供正面弹性。**推荐买入华大基因、凯普生物、迪安诊断**等。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 20-9-7	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
300760	迈瑞医疗	325.01	3,951	3.85	4.96	5.95	7.07	84.4	65.5	54.6	46.0	25.2%	2.9	买入
300003	乐普医疗	36.76	663	0.96	1.21	1.59	1.99	38.3	30.4	23.1	18.5	23.1%	1.1	买入
300244	迪安诊断	41.94	260	0.56	1.52	1.16	1.34	74.9	27.6	36.2	31.3	8.7%	0.8	买入
000710	贝瑞基因	58.68	208	1.1	0.84	1.18	1.47	53.3	69.9	49.7	39.9	16.8%	6.9	买入
300639	凯普生物	45.88	97	0.69	1.27	1.43	1.83	66.5	36.1	32.1	25.1	13.6%	0.9	买入
300463	迈克生物	50.18	280	0.94	1.15	1.41	1.72	53.4	43.6	35.6	29.2	16.8%	2.0	买入
300676	华大基因	141.65	567	0.69	7.51	3.05	2.78	205.3	18.9	46.4	51.0	6.4%	0.3	买入
002223	鱼跃医疗	33.80	339	0.75	1.45	1.27	1.53	45.1	23.3	26.6	22.1	12.4%	0.9	买入
300642	透景生命	60.38	55	1.73	1.32	1.91	2.25	34.9	45.7	31.6	26.8	13.4%	5.0	买入
300482	万孚生物	91.82	315	1.13	1.98	2.28	2.82	81.3	46.4	40.3	32.6	17.4%	1.3	无
300633	开立医疗	30.79	124	0.25	0.41	0.6	0.75	123.2	75.1	51.3	41.1	7.2%	1.7	无
603658	安图生物	152.86	658	1.8	2.07	2.93	3.8	84.9	73.8	52.2	40.2	30.3%	2.6	无
603882	金域医学	103.21	473	0.88	1.94	1.95	2.39	117.3	53.2	52.9	43.2	17.7%	1.3	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：万孚医疗、开立医疗、安图生物、金域医学为Wind一致预期，其余为国信预测

医疗服务：医药外包龙头持续高增长，专科连锁反弹强劲

- **临床前CRO及CDMO受疫情影响有限，临床CRO受影响相对更大。**上半年国内CRO/CDMO龙头在疫情影响下保持了稳健增长，Q2均有显著的恢复反弹，药明康德、泰格医药、凯莱英上半年的收入增速分别为+22.9%、+8.6%、+15.8%，以临床CRO业务为主的泰格医药受影响相对更大。海外疫情持续下，已经观察到海外研发生产订单加速向国内企业转移的趋势。疫情客观上起到提高各国对医药研发重视程度的作用，预计行业需求高景气度仍将持续。**建议关注：药明康德、泰格医药、凯莱英。**
- **疫情下专科连锁龙头份额加速提升，下半年业绩将强劲反弹。**受到疫情影响，各专科医疗服务在一季度门诊量大幅下滑，但随着疫情受到控制，专科连锁龙头开始迅速复苏，爱尔眼科和通策医疗的归母净利润在Q2分别同比提升50.5%和44.6%，美年健康在Q2亏损也大幅收窄。疫情大考之下方显英雄本色，龙头公司的品牌地位、技术实力、资金储备和运营管理等优势被进一步放大，患者的刚性需求向龙头公司聚集，市场份额加剧提升。因此下半年起，龙头专科连锁业绩增长确定性较强，大赛道起大公司，**建议关注：爱尔眼科、美年健康。**

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/9/7	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
002044	美年健康	15.46	605	-0.22	0.05	0.26	0.33	-70.3	309.2	59.5	46.8	-11.8%	8.7	买入
300015	爱尔眼科	51.03	2,103	0.33	0.39	0.57	0.75	154.6	130.8	89.5	68.0	20.9%	4.2	买入
300347	泰格医药	103.98	900	0.96	1.6	1.74	2.33	108.3	65.0	59.8	44.6	19.9%	1.9	买入
603259	药明康德	100.46	2,375	0.78	1.15	1.51	2.04	128.8	87.4	66.5	49.2	10.7%	2.3	买入
300759	康龙化成	101.89	787	0.69	1.11	1.42	1.86	147.7	91.8	71.8	54.8	7.0%	2.3	买入
002821	凯莱英	247.95	574	2.39	3.1	4.01	5.22	103.7	80.0	61.8	47.5	18.2%	2.7	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

国信证券医药行业近期研究报告一览

报告日期	标题	报告类型
2020-09-01	泰格医药-300347-2020半年报点评: 业绩平稳增长, 下半年有望持续恢复	财报点评
2020-08-31	贝瑞基因-000710-2020中报点评: 疫情影响业绩, 肿瘤早筛产品上市	财报点评
2020-08-29	乐普医疗-300003-2020半年报点评: 业绩符合预期, 期待创新器械放量	财报点评
2020-08-28	迈瑞医疗-300760-2020年中报点评: 业绩超出预期, 抗疫产品高速增长	财报点评
2020-08-28	天坛生物-600161-2020年半年报点评: 采浆恢复正常, 长期成长性优秀	财报点评
2020-08-27	华大基因-300676-财报点评: 受益新冠检测, 火眼海外扩张	财报点评
2020-08-27	爱尔眼科-300015-2020年半年报点评: 业绩强劲恢复, 彰显龙头本色	财报点评
2020-08-27	康弘药业-002773-2020年半年报点评: 康柏西普销售逐步恢复, 海外临床顺利推进	财报点评
2020-08-27	丽珠集团-000513-2020半年报点评: 业绩符合预期, 疫情下稳健增长	财报点评
2020-08-25	透景生命-300642-2020年半年报点评: 疫情影响业绩, Q2边际回暖	财报点评
2020-08-20	通化东宝-600867-2020半年报点评: 疫情影响收入, 甘精挂网顺利	财报点评
2020-08-20	长春高新-000661-2020年半年报点评: 金赛持续高增长, 百克疫苗回暖	财报点评
2020-08-19	迪安诊断-300244-2020年中报点评: 业绩超出预期, 新冠检测持续	财报点评
2020-08-18	鱼跃医疗-002223-2020半年报点评: 常规业务逐渐恢复, 抗疫产品增厚业绩	财报点评
2020-08-15	药明康德-603259-2020年半年报点评: 业绩恢复高增长, 龙头地位稳固	财报点评
2020-08-14	贝瑞基因-000710-重大事件快评: 拟定增助力产业链布局, 肝癌早筛产品即将上市	公司快评
2020-08-11	华兰生物-002007-2020年半年报点评: 血制品平稳, 期待疫苗放量	财报点评
2020-08-10	凯普生物-300639-2020年半年报点评: 业绩超预期, 新冠检测预计持续	财报点评
2020-08-10	凯莱英-002821-2020年半年报点评: 业绩恢复高增长, 毛利率显著提升	财报点评
2020-08-07	国信证券-创新药盘点系列报告(14): 新冠疫苗和抗体: 时间就是生命, 效率就是金钱	行业专题
2020-08-06	天坛生物-600161-2020年半年度业绩快报点评: 业绩基本持平, 看好长期逻辑	财报点评
2020-08-05	国信证券-医药生物2020年8月投资策略: 新冠疫情肆虐, 疫苗与检测主线持续	行业投资策略
2020-08-04	恒瑞医药-600276-2020年中报点评: 逆势加码研发投入, 启动新一轮股权激励	财报点评
2020-08-03	凯利泰-300326-2020半年报点评: 疫情影响短期业绩, 中长期持续看好	财报点评
2020-07-20	国信证券-医药生物2020年7月投资策略: 中报前瞻环比改善, 布局确定性增长-200720	行业投资策略
2020-07-17	国信证券-2020医药生物下半年投资策略-产业升级, 关注医药核心价值-200717	行业投资策略
2020-06-24	国信证券-创新器械盘点系列(2)-超声产业链: 待时而歌, 更上层楼	行业专题

国信证券医药近期重点推荐报告

■ 行业深度报告：《创新药盘点系列报告（14）-新冠疫苗和抗体：时间就是生命，效率就是金钱》

新冠疫苗ph3试验以有效性为终点，预计很快就会揭盲。多种技术路线的新冠疫苗饱和式研发，整体看兼具体液免疫、细胞免疫且存在免疫记忆。新冠疫苗的商业化价值巨大，重点关注供给端规模与效率。中和性抗体具有多个适应症和较高的商业化价值，重点关注时间与价格。如果疫苗和抗体研发成功，大概率是价值规模巨大的一次性收益。我们建议投资者应当更加关注企业自身的发展战略，当前主营业务的增长趋势，研发管线及未来投资方向。RNA候选疫苗BNT162具有FIC/BIC潜力，复星医药授权引进国内权益，维持“买入”评级；康泰生物、沃森生物、智飞生物也有新冠候选疫苗，维持“增持”评级；君实生物的中和性抗体JS016对外授权给礼来，是国内首个、全球第三个进入临床阶段的候选抗体，具备重磅创新药潜力，建议关注。

■ 重大事件快评：《集采常态化下持续关注创新药龙头》

量采购趋于常态化，仿制药降价将成为长期趋势，未来预计将继续扩大品种和地区范围；并且生物药、自费药品在将来也有被纳入带量采购的可能。行业集中度持续提升，发展方向加速向创新药转型。集采中标利好新入局者打破现有市场格局，快速放量抢占市场份额。建议短期关注本轮集采中标企业业绩弹性，长期持续关注研发能力较强的国产创新药龙头以及biotech公司。建议关注：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、君实生物、复宏汉霖-B。

■ 投资策略：《2020年下半年投资策略：产业升级，关注医药核心价值》

医药气势如虹：大分化基于中长期景气度，有望持续。新品迭代：紧握临床、销售研发正反馈强龙头。政策路径：集采降价、DRGs推广、分级诊疗、医疗服务价格调整有望陆续推进。创新、消费等上半年的主线我们预期仍将随着海外疫情的恶化，三个驱动行情的原因不会发生大的变化。国信医药A股推荐投资标的：恒瑞医药、爱尔眼科、美年健康、迈瑞医疗、乐普医疗、复星医药、药明康德、凯普生物、华大基因、天坛生物；港股投资推荐：中国生物制药、复宏汉霖、君实生物、威高股份、先健科技、三生制药、中国中药。

■ 行业深度报告：《创新器械盘点系列报告（2）-超声产业链：待时而歌，更上层楼》

超声进口替代逐渐进入高端，疫情之中移动超声贡献明显。国产龙头逐渐进入高端市场，进口替代空间大。发展中国家高速增长，发达国家突破高端需求，未来国产超声企业都有较大的提升空间。技术突破已成，超高端突破未来3-5年待时而歌；龙头切入高端市场，国产企业全球地位更上层楼。重点关注领先厂商和有潜力的后续厂商。建议买入迈瑞医疗（300760），自主研发实力强，高端彩超打破进口垄断的局面并向海外高端市场突破，后续有望在超高端超声市场布局；增持开立医疗（300633），独立掌握多项彩超设备和探头的核心技术，中高端彩超有望继续放量，后续研发管线丰；增持万东医疗（600055），2020Q1业绩亮眼，子公司万东百胜（全球第6大厂商合资）的超声产品预计2020年正式上市；增持理邦仪器（300206），向中高端彩超方向转型成功。彩超是目前公司的研发重点；增持祥生医疗（688358），科创板公司，是少数拥有自主知识产权面向中端国产企业。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM