

医药生物

CDMO 靓丽中报彰显行业超高景气度，建议关注高性价比标的

本周回顾与周专题：本周中万医药指数下跌 6.15%，位列全行业第 23，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们 CDMO 上市公司的中报进行复盘及梳理，建议重点关注其中高性价比标的。

板块观点：医药本周波动中表现相对弱势，基本上符合我们的判断，对医药我们认为要做思路转换，看结构性机会。近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较晚跳板变化问题。我们仍长期看好医药板块，政策仍然不用担忧，经历 5 年政策、产业及资本共振，淘汰赛下的医药估值体系重塑完成，对硬核资产估值我们觉得贵有贵的道理，站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】（今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长）特征为更好。

一、影响今年医药走势的变量发生了变化么？近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较晚跳板变化问题。（1）短期来看海外疫情依然不乐观，国内散点式局部小爆发未来可能是新常态，但整体可控，因此医药的确定性比较优势还在，但市场认知已经钝化。（2）近期市场担心的流动性问题，让结构性水位高、估值高的医药板块略有压力。（2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为 17.37%，环比提升 2.68 个百分点，剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为 14.59%，环比提高 1.79 个百分点，考虑到 7 月份医药的亮眼行情，整体医药仓位并不低，这让医药潜在增量资金在逐步弱化。）（3）疫苗获批预期愈演愈烈，板块间比较优势跳板效应预期亦在演绎。从俄罗斯疫苗、CDE 新冠疫苗审评审批意见、美国对于疫苗态度以及疫情带来的疫苗迫切性角度综合考虑，新冠疫苗大概率会牺牲一定科学性而提前上市。

二、如何理解政策？政策已不是医药板块主要影响因素，可阶段性选择性忽略。（1）第三批集采落地，医药并没有整体反应，验证了我们之前的判断，市场对政策影响已有学习效应、已经钝化。（2）今年政策走向和预期有边际变化，但市场经过几年的学习认知预期差在逐步缩小，后续也无需担心政策对板块有整体性。近期我们看到了一些政策边际收紧，比如生物制品集采、医保存量独家品种“可能性谈判”、注射剂一致性评价的推进、打击医药商业贿赂近期重点提及、第三批集采落地、部分高值耗材全国集采有望启动等，但在经历了 2015 年药监局供给侧改革和 2018 年医保局支付变革之后，医药行业控费方向政策的大政方针已定，市场已经有学习效应，无需担心政策对板块有整体性。（3）买医药买的是什么？买的是健康需求长期持续释放带来的长期确定性成长！结构优化后政策免疫赛道会越来越多！我国医药行业正处于医药产业快速发展的早期，医疗健康需求快速释放，我们莫要担心一过性政策扰动对其长期确定性影响，另外我们观察到医药也展现出了很好的结构性，政策免疫新赛道刚刚崛起，处于快速成长期，需求超高速增长让我们面临可能超过 10 年的医药黄金期。

三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在。医药从 2015 年以来已经完成了估值体系的转化，从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】，这是政策、产业及资本共振的结果，2020 年是特殊的一年，医药经历了疫情下的结构性大水漫灌，即使潮水退去，我们认为硬核资产估值逻辑仍然不会发生变化，贵有贵的道理！

（1）GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更宽。医药优质标的因其稀缺性，估值方式已经从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】。

（2）未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的过程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入几年维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从 2020 年 Q2 持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。非硬核资产由于配置分歧，波动会较大，这轮估值可能会被拉高，但长期存在压力。

四、配置思路：当下时点要转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】（今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长）特征为更好。具体如下：

（1）**稳健思路：**自下而上寻找【医药优质高增速】，如九洲药业、普利制药、博腾股份、健友股份。或【低估值增速上行】，如恩华药业、太极集团等。

（2）**弹性思路：**自下而上寻找【医药硬科技】，疫苗如智飞生物、沃森生物等；CXO 如药明康德、凯莱英、康龙化成、药石科技等；眼科如兴齐眼药、昊海生科。

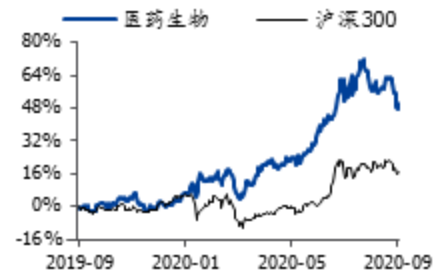
（3）**硬核资产：**看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬核龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：贝达药业、长春高新、恒瑞医药、老百姓、大参林、益丰药房、华兰生物、迈瑞医药、爱尔眼科、我武生物、通策医疗、片仔癀、康泰生物、金城医学、泰格医药等。

（4）**其他长期：**我们覆盖并长期看好的标的有，丽珠集团、司太立、乐普医疗、美诺华、健康元、科伦药业、安科生物、东诚药业。

风险提示：1) 负面政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倬碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《医药生物：疫苗板块当前配置机会如何，是否超跌了？》2020-09-06
- 2、《医药生物：从中报看眼科黄金赛道投资机会》2020-08-30
- 3、《医药生物：门诊共济机制与个人医保账户改革：符合预期，靴子落地》2020-08-27



内容目录

1、医药核心观点.....	3
1.1 周观点.....	3
1.2 投资策略及思考.....	5
1.3 CDMO 靓丽中报彰显行业超高景气度，建议关注高性价比标的.....	6
1.3.1 CDMO 各个标的中报表现如何？.....	6
1.3.2 CDMO 企业综合对比梳理，一线企业稳健，二线企业超高速增长.....	7
1.3.3 CDMO 行业中长期趋势如何？.....	9
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	11
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	12
3.1 医药行业行情回顾.....	12
3.2 医药行业热度追踪.....	16
3.3 医药板块个股行情回顾.....	17
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新.....	19
5、风险提示.....	23

图表目录

图表 1: CDMO 代表企业 9 月初至今涨跌幅.....	6
图表 2: CDMO 子领域收入及利润增速情况.....	6
图表 3: CDMO 子领域财务指标情况.....	7
图表 4: 各个公司纯 CDMO 部分 2020H1 的收入及增速.....	7
图表 5: CDMO 企业综合对比.....	8
图表 6: 公司订单新客户数、新询盘书和新询盘确认订单数.....	10
图表 7: 博腾股份前十大客户收入占比.....	10
图表 8: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	13
图表 9: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%).....	13
图表 10: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %).....	14
图表 11: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020 年初至今, %).....	15
图表 12: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	16
图表 13: 申万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%).....	16
图表 14: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	17
图表 15: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化.....	17
图表 16: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	18
图表 17: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	18
图表 18: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....	21

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周回顾与周专题：本周申万医药指数下跌 6.15%，位列全行业第 23，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们 **CDMO** 上市公司的中报进行复盘及梳理，建议重点关注其中高性价比标的。

板块观点：医药本周波动中表现相对弱势，基本上符合我们的判断，对医药我们认为要做思路转换，看结构性机会。近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主次变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较跷跷板变化问题。我们仍长期看好医药板块，政策仍然不用担忧，经历 5 年政策、产业及资本共振，淘汰赛下的医药估值体系重塑完成，对硬核资产估值我们觉得贵有贵的道理，站在当下时点，近期转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】(今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长) 特征为更好。

一、影响今年医药走势的变量发生了变化了么？近期驱动医药半年大牛市的核心变量在逐步发生变化，正在从【疫情带来的医药的确定性的比较优势叠加流动性宽松引发的医药板块结构性大水漫灌】到【估值高、持仓高带来增量弱化】，主次变量强弱在不断变化，根源在于市场担心整体流动性问题及疫苗提前获批引发行业比较跷跷板变化问题。

(1) 短期来看海外疫情依然不乐观，国内散点式局部小爆发未来可能是新常态，但整体可控，因此医药的确定性比较优势还在，但市场认知已经钝化。

(2) 近期市场担心的流动性问题，让结构性水位高、估值高的医药板块略有压力。

(2020Q2，全基金的重仓医药持股占比为 17.37%，环比提升 2.68 个百分点，剔除医药主题基金后主动型基金的重仓医药持股占比为 14.59%，环比提高 1.79 个百分点，考虑到 7 月份医药的亮眼行情，整体医药仓位并不低，这让医药潜在增量资金在逐步弱化。)

(3) 疫苗获批预期愈演愈烈，板块间比较优势跷跷板效应预期亦在演绎。从俄罗斯疫苗、CDE 新冠疫苗审评审批意见、美国对于疫苗态度以及疫情带来的疫苗迫切性角度综合考虑，新冠疫苗大概率会牺牲一定科学性而提前上市。

二、如何理解政策？政策已不是医药板块主要影响因素，可阶段性选择性忽略。

(1) 第三批集采落地，医药并没有整体反应，验证了我们之前的判断，市场对政策影响已有学习效应、已经钝化。

(2) 今年政策走向和预期有边际变化，但市场经过几年的学习认知预期差在逐步缩小，后续也无需担心政策对板块有整体性。近期我们看到了一些政策边际收紧，比如生物制品集采、医保存量独家品种“可能性谈判”、注射剂一致性评价的推进、打击医药商业贿赂近期重点提及、第三批集采落地、部分高值耗材全国集采有望启动等，但在经历了 2015 年药监局供给侧改革和 2018 年医保局支付变革之后，医药行业控费方向政策的大政方针已定，市场已经有学习效应，无需担心政策对板块有整体性。

(3) 买医药买的是什么？买的是健康需求长期持续释放带来的长期确定性成长！结构优化后政策免疫赛道会越来越多！我国医药行业正处于医药产业快速发展的早期，医疗健康需求快速释放，我们莫要担心一过性政策扰动对其长期确定性影响，另外我们观察到医药也展现出了很好的结构性，政策免疫新兴赛道刚刚崛起，处于快速成长期，需求超高速增长让我们面临可能超过 10 年的医药黄金期。

三、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在。医药从 2015 年以来已经完成了估值体系的转化，从【当年 PEG 估值法】切换到

了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】，这是政策、产业及资本共振的结果，2020年是特殊的一年，医药经历了疫情下的结构性大水漫灌，即使潮水退去，我们认为硬核资产估值逻辑仍然不会发生变化，贵有贵的道理！

(1) GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。医药优质标的因其稀缺性，估值方式已经从【当年 PEG 估值法】切换到了【淘汰赛下的基于赛道价值的稀缺硬核资产的远期价值前置估值法】。

(2) 未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入几年维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从 2020 年 Q1 持仓来看，有 7 个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值有望成为新常态，只会波动不会消失。非硬核资产由于配置分歧，波动会较大，这轮估值可能会被拉高，但长期存在压力。

四、配置思路：当下时点要转换思路，从【医药泛科技】向【医药优质高增速】及【医药硬科技】转化，同时随着国内复苏，选股若能具备【黄金四季度】（今年 Q3 及 Q4 环比高增长，明年 Q1 及 Q2 同比高增长）特征为更好。具体如下：

(1) **稳健思路：**自下而上寻找【医药优质高增速】，如九洲药业、普利制药、博腾股份、健友股份。或【低估值增速上行】，如恩华药业、太极集团等。

(2) **弹性思路：**自下而上寻找【医药硬科技】，疫苗如智飞生物、沃森生物等；CXO 如药明康德、凯莱英、康龙化成、药石科技等；眼科如兴齐眼药、昊海生科。

(3) **硬核资产：**看中短期，市场有向核心资产聚集的需求，看长期，考虑优质赛道的硬核龙头白马长期成长确定性和优质稀缺性，看持续溢价下的市值演绎，如：贝达药业、康龙化成、长春高新、恒瑞医药、老百姓、大参林、益丰药房、华兰生物、迈瑞医药、爱尔眼科、我武生物、通策医疗、片仔癀、康泰生物、金城医学、泰格医药等。

(4) **其他长期：**我们覆盖并长期看好的标的有，丽珠集团、司太立、乐普医疗、美诺华、健康元、科伦药业、安科生物、东诚药业。

1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，什么样的领域能走出10年10倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头（4+X）：

（1）医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商**：比较重点的是CRO/CDMO板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、昭衍新药、药石科技、九洲药业、药明康德、泰格医药、康龙化成，其他创新药服务商艾德生物等；
- **创新药**：部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、微芯生物、丽珠集团、科伦药业（潜力）、天士力（心脑血管创新药领导者）等；
- **创新疫苗**：创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物、华兰生物、康华生物、万泰生物等。

（2）医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化**：推荐重点关注健友股份、普利制药、恒瑞医药等；
- **口服国际化**：重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。
- **创新药国际化**：推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业等。

（3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费**：推荐重点关注片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远等；
- **其他特色消费**：推荐重点长春高新、安科生物、我武生物、欧普康视、兴齐眼药等。

（4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店**：推荐重点关注益丰药房、老百姓、大参林、一心堂等；
- **特色专科连锁医疗服务**：推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗等；
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断。

（5）X（其他特色细分龙头）：

- **创新及特色器械**：推荐重点关注迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、开立医疗、正海生物、大博医疗、万孚生物、九强生物、南微医学等；
- **医药商业**：推荐重点关注柳药股份、上海医药、国药股份、九州通等；
- **医疗信息化**：阿里健康、平安好医生、卫宁健康、创业慧康等；
- **血制品**：华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等；
- **特色处方药**：昊海生科、东诚药业、健康元、恩华药业、华润双鹤、通化东宝等；
- **特色辅料包材**：山东药玻、山河药辅、司太立、普洛药业、美诺华、仙琚制药、天宇股份等。

1.3 CDMO 靓丽中报彰显行业超高景气度，建议关注高性价比标的

CDMO 板块各个公司月初至今经历了不同程度的调整，平均调整幅度 **11%**。通过对于 CDMO 各个公司中报的梳理，我们认为 CDMO 行业呈现明显的高景气度，而本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的 CDMO 公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求。当下建议关注高性价比标的博腾股份、九洲药业，持续推荐药明康德、康龙化成、凯莱英、药石科技。

图表 1: CDMO 代表企业 9 月初至今涨跌幅

证券简称	区间涨跌幅(2020.9.1-2020.9.11)
凯莱英	-11.59%
药明康德	-10.65%
康龙化成	-12.13%
药石科技	-11.38%
博腾股份	-14.55%
九洲药业	-6.93%
普洛药业	-12.69%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.1 CDMO 各个标的中报表现如何?

CDMO 整体板块 Q2 明显回暖，行业呈现持续高景气状态。我们选取药石科技、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业作为 CDMO 子领域样本库。药明康德和康龙化成兼具 CRO 和 CDMO 业务，所以我们药明康德的 CDMO 板块的收入和康龙化成 CMC 收入单独列出进行综合对比。

图表 2: CDMO 子领域收入及利润增速情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
收入增速	17.31%	19.25%	5.92%	30.63%
净利润增速	44.88%	46.24%	25.50%	59.85%
扣非后 净利润增速	54.79%	40.97%	33.45%	45.23%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

营业收入: CDMO 子领域上半年平均收入增速 19.25%，其中 Q1 增速 5.92%，Q2 增速 30.63%，Q1 主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，Q2 开始收入呈现明显加速状态。整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。

实际 CDMO 领域增速比上述统计更快，景气度极高。若加入药明康德的 CDMO 部分和康龙化成的 CMC 部分，并且剔除掉九洲药业和普洛药业的其它业务，实际这几家公司 CDMO 业务的收入增速高达 36.9%。

归母净利润&扣非后归母净利润: CDMO 子领域上半年净利润增速 46.24%，其中 Q1 增速 25.50%，Q2 增速 59.85%，Q2 开始加速增长，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2 单季度 CDMO 子领域的超高速增长超出市场预期。

财务指标: CDMO 上半年综合毛利率 35.68%，较去年同期的 35.75%略有下降，其中 Q1 毛利率 35.11%，Q2 毛利率 36.08%，我们认为主要是 Q1 开工率和产能利用率不足

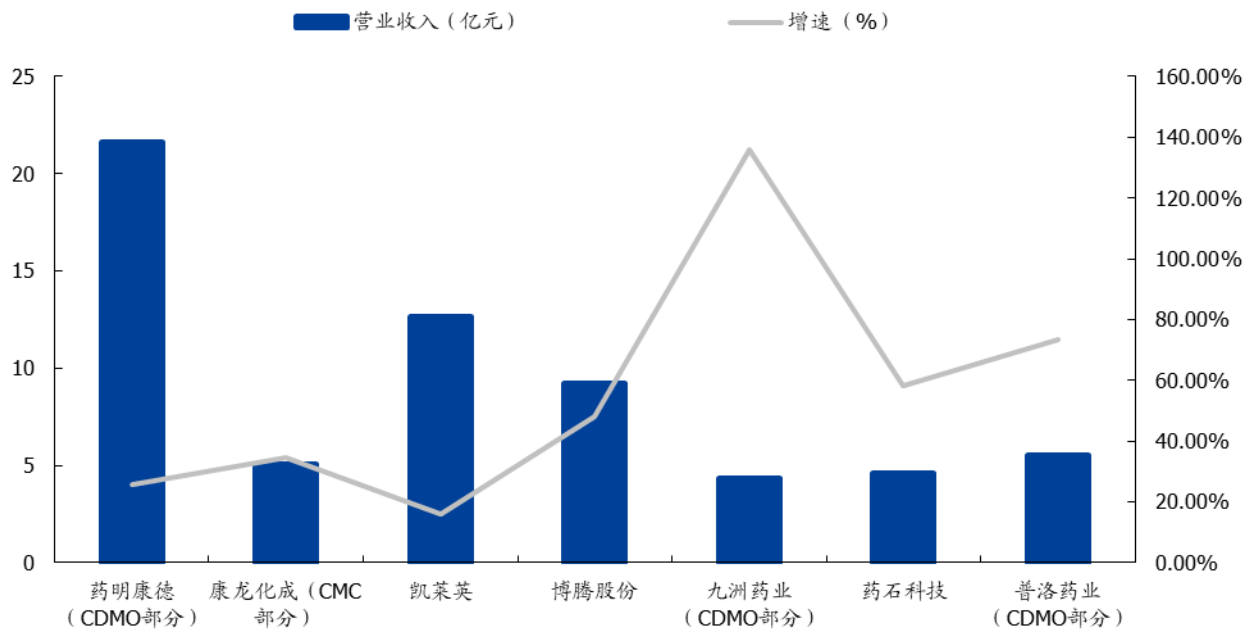
影响毛利率，Q2 开始毛利率稳中有升。净利润率方面 CDMO 子领域上半年为 14.27%，相较去年同期的 11.64% 有明显提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下 BD 和出差活动减少有关。期间费用率也有所下降，体现了一定的规模效应。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入有所下降，后续有待进一步观察。

图表 3: CDMO 子领域财务指标情况

项目	2019H	2020H	2020Q1	2020Q2
毛利率	35.75%	35.68%	35.11%	36.08%
净利率	11.64%	14.27%	11.84%	15.96%
销售费用率	7.76%	5.17%	6.76%	4.07%
期间费用率	21.99%	19.18%	22.18%	17.11%
应收账款增速	7.39%	16.86%	-7.92%	NA
经营性现金流/营业收入	16.59%	14.41%	14.17%	14.57%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 各个公司纯 CDMO 部分 2020H1 的收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.2 CDMO 企业综合对比梳理，一线企业稳健，二线企业超高速增长

CDMO 企业综合对比梳理: 我们梳理对比了药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份、九洲药业、药石科技的中报情况，除了整体对比之外，我们还特别把药明康德、康龙化成、九洲药业、普洛药业的 CDMO 部分收入、增速、毛利率单独拆分出来进行梳理。整体趋势如下:

图表 5: CDMO 企业综合对比

	药明康德	康龙化成	凯莱英	博腾股份	九洲药业	药石科技	普洛药业
2020H1 整体收入 (亿元)	72.31	21.93	12.66	9.25	10.08	4.59	39.92
增速 (%)	22.70%	34.01%	15.80%	48.20%	17.50%	58.20%	12.50%
2020H1 整体扣非净利润 (亿元)	11.31	3.62	2.77	1.18	1.21	0.82	4.01
增速 (%)	13.90%	132.66%	36.80%	104.90%	31.60%	25.40%	37.60%
2020CDMO 部分收入 (亿元)	21.6	5.06	12.66	9.25	4.36	4.59	5.52
增速 (%)	25.80%	34.40%	15.80%	48.20%	136.00%	58.20%	73.20%
整体毛利率 (%)	36.90%	36.41%	48.60%	38.60%	42.20%	45.10%	28.20%
CDMO 部分毛利率 (%)	42%	29%	49%	39%	49%	45%	41%
中报业绩表现	收入利润符合预期	收入利润符合预期	收入符合预期, 业绩超预期	收入利润均超预期	收入符合预期, 扣非业绩超预期, CDMO 业务超预期	收入利润均超预期	CDMO 业务超预期
项目数量	新增超过 260 个 (5 个获批上市), 管线分子数量累计超过 1100 个 (III 期 42 个, 商业化 26 个), 包括国内 MAH26 个 (商业化 4 个)	商业化项目 2 个, III 期 25 个, I/II 期 134 个, 临床前 292 个	共计完成 303 个项目, 其中商业化 24 个, 临床 100 个 (其中临床 III 期 23 个), 技术服务 179 个	II 期临床以前 155 个, 临床 III 期 28 个, NDA 及上市 84 个	I 期和 II 期临床 375 个, III 期临床 39 个, 已上市项目 11 个,	未披露	正在进行的 CDMO 项目 185 个, 研发服务 85 个, 商业化人用药 65 个, 商业化兽药 25 个, 其他商业化 10 个; 验证期的商业化 18 个。

资料来源: 公司中报, 国盛证券研究所

1) 第一梯队药明康德和凯莱英整体稳健, 增速低于平均增速。2020 上半年 CDMO 收入超过 10 亿的为药明康德和凯莱英, 整体增速较为稳健, 我们认为主要原因还是产能偏紧状态下 Q1 停产影响了收入的增长, 产业转移的效应没有明显体现, Q2 完全开工后增速回暖趋势明显。

2) 第二梯队的企业加速趋势明显, 受益于产能利用率的迅速提升, 快速承接产业转移。第二梯队的企业上半年 CDMO 部分收入在 4-10 亿之间, 增速均超过 30%, 快于第一梯队。主要原因是第二梯队企业此前产能未打满 (如博腾股份) 或有新产能投产 (康龙化成、九洲药业), 因而可以非常快速的承接产业转移, 呈现出更高的景气度。

3) 毛利率也是重要指标, 建议重点关注毛利率有提升空间的企业。我们单独拆分了药明康德、康龙化成、九洲药业和普洛药业 CDMO 部分的毛利率, 其中药明康德、九洲、普洛的 CDMO 毛利率高于整体毛利率, 而康龙化成 CDMO 部分的毛利率仅 29%, 低于整体毛利率, 也远远低于 CDMO 平均毛利率, 未来提升空间较大。另外凯莱英毛利率一直是最高, 体现了技术驱动。博腾股份的毛利率也有较大提升的空间。

4) 各个企业的订单漏斗形均已形成，后续成长性有保障。临床阶段的订单为后续商业化放量打下基础，也是 CDMO 企业看未来成长性的重要指标。我们通过各个企业中报对于项目数量的梳理可以看出，国内优秀 CDMO 企业项目的漏斗形已经形成，大部分企业早期临床订单都超过 100 个，为后续打下坚实基础

1.3.3 CDMO 行业中长期趋势如何？

中国 CDMO 行业进入黄金增长期：全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球 CDMO 行业未来三年 CAGR 10%-15%。我国 CDMO 行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年 CAGR 15%-20%，国内 CDMO 企业到了快速发展的黄金时期。

中国承接 CDMO 行业全球区域间产业转移的优势。中国相比印度更具有承接优势：CDMO 业务正在从发达市场向中印这两个新兴市场转移，综合技术能力和成本两方面考虑，中国相比印度更具有承接优势。

创新+政策红利叠加，利好我国 CDMO 企业

- 国内创新药研发投入叠加投融资增加为国内 CDMO 发展提供增量。
- 国内鼓励创新政策频出，创新药研发掀起热潮。
- MAH 政策使得 CDMO 企业分享创新药红利。
- 未来我国制药工业将向研发和生产分离的模式发展，“研发-生产-营销”三大板块的行业细分分工更加清晰，具备较强药物生产能力的企业可最大限度得利用自身生产资源承接委托生产等外包服务，完成资源整合，打造生产核心竞争力。

细分领域未来趋势判断：未来三年 CDMO 行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的 CDMO 公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求。

- **业绩具备高增长高确定性：**鼓励创新药的政策频出带来创新药热潮，国内的研发投入将进一步加大并转变为 CDMO 等创新服务商的业绩爆发，而且看 2017、2018 年的趋势，业绩的高增长会继续。同时，无论创新药是否最终获批，创新服务商在创新药的研发过程中就实现了盈利，相对创新药而言，风险较小。
- **科创板有望助力创新药服务商估值继续提升：**科创板允许未盈利的研发型企业上市，首先将进一步鼓励药企研发的动力，从产业层面直接利好创新药服务商，同时，医药企业有望从 PEG 的估值体系走向 PEG+在研管线折现的估值体系，创新药及创新产业链均有望受益于估值重塑。
- **疫情影响后续有待观察，但长期逻辑不变：**疫情可能影响到一些海外药企中短期的投入，后续持续观察

对于个股上，当前我们建议关注高性价比标的博腾股份、九洲药业，持续推荐药明康德、康龙化成、凯莱英、药石科技。

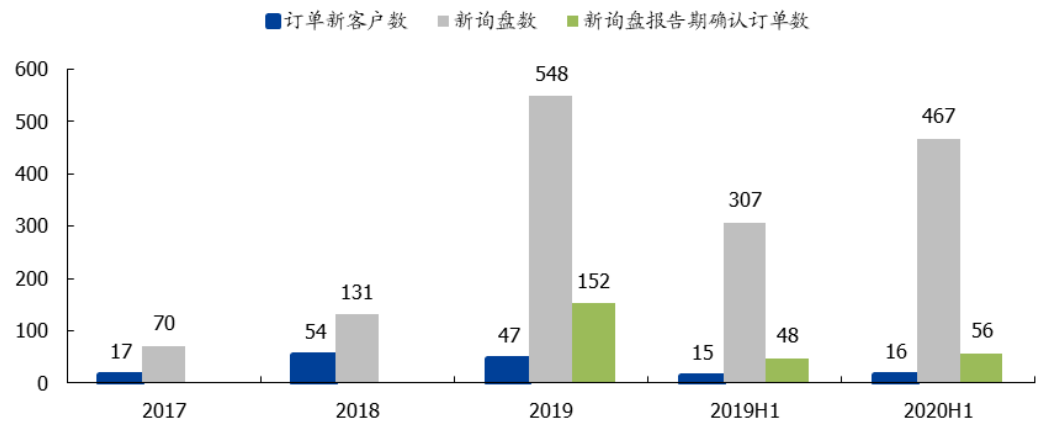
1) 博腾股份：结构优化效率提升明显，订单充沛拉动产能利用率和毛利率持续提升，未来有望持续保持高速增长

- **战略转型初见成效，盈利能力持续提升。**公司是国内优质 CDMO 企业，公司从 2017 年开始进行全面的战略调整和改革，目前转型初见成效。公司 2019 年华丽收官，收入和业绩表现亮眼，2020 再接再厉高速增长持续。公司 Q2 单季度收入超过 5 亿，利润超过 0.8 亿，历史单季度最高收入为去年 Q4 的 4.7 亿，利润单季度最高为去年 Q3 的 0.7 亿，今年 Q2 的业绩和中报业绩整体超市场预期。同时公司的利润增速快

于收入增速，体现整体盈利能力的提升，主要是产能利用率的提升和运营效率提升的显现叠加公司产品结构的优化。

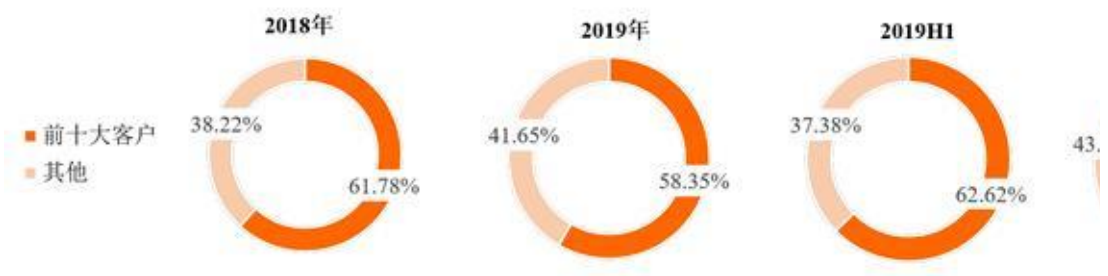
- 从客户和订单结构来看，结构更加均衡。公司已与全球超过430家客户建立了业务联系。2020年上半年，受疫情影响客户访问频率有所下降，公司接受客户审计及访问共计50次。前十大客户的销售占比约57%，较去年同期减少6个百分点。公司国内团队服务客户数（仅包括有订单客户）110家，J-STAR团队服务客户数57家。报告期内公司新增客户（仅包括有订单客户）16家。

图表6：公司订单新客户数、新询盘书和新询盘确认订单数



资料来源：公司报表，国盛证券研究所

图表7：博腾股份前十大客户收入占比



资料来源：wind，国盛证券研究所

- 从和订单项目情况看：III期临床个数明显增加，为后期商业化奠定基础。公司2020年上半年III期临床项目达到21个，去年同期仅11个。从订单的情况来看，虽然新客户的拓展受到疫情的影响，但是不改博腾询盘和订单的趋势。2020年上半年，公司获得新询盘467个。
- 产品结构升级推进，API稳步增长。2020年上半年，公司API业务实现收入4783万元，同比增长11%；服务API产品数36个（其中中国客户API产品数25个），主要集中在临床早期。报告期内，公司API服务项目数累计突破200大关。从创新药API产品管线来看，报告期内，公司已完成1个创新药工艺验证项目，2个创新药项目的工艺验证工作正在进行中。报告期内，公司收到来自杨森地瑞那韦原料药的第一个商业化订单。

- **未来几年有望持续高速增长，且我们判断利润增速会持续快于收入增速。**博腾核心架构已经搭好，业务结构健康，未来三年将逐步建立具有独特竞争优势的CRO/CDMO一站式服务平台(专注于生产端、CRO主要是临床前的分析和工艺等，与CDMO有一定协同，并非向临床CRO拓展)。我们认为博腾股份具备资源与核心竞争力(人才资源、研发与生产资源、全球化视野与技术竞争力、服务能力和客户黏性、执行力)，未来竞争优势将进一步体现。更重要的是，公司这两年处于产能利用率持续提升的阶段，由于2013-2015年公司进行了一波产能扩张，2016-2017年公司经历了一些波折，有产能处于闲置状态，影响了公司的毛利率，而通过2018-2019年的战略调整，公司重新走上正轨，所以未来几年将处于产能利用率提升、毛利率提升的加速增长阶段，有充分的产能可以承接产业转移趋势，从而实现利润增速快于收入增速的高质量增长。

九洲药业：明年仅 40 几倍的 CDMO 优质标的，业绩高增长+整体实力快速提升，推荐重点关注。

- **诺华提供业绩保障，且存在持续提供品种转移订单逻辑：**公司与诺华签订的三大品种终端销售额合计有望达 90 亿美金，签约时效至少 5-10 年，为公司提供业绩保障。诺欣妥/Kisqali/尼洛替尼中报销售额分别达到 11.49/3.20/9.67 亿美金，同比增长 48%/58%/7%，即使在国外疫情较为严重的 Q2 也依然保持 38%/3%/43%的亮眼增速。同时，考虑到公司已收购苏州诺华工厂，并与诺华建立绑定合作关系，未来有望持续承接诺华品种转移订单。
- **CDMO 板块高速增长，国际大客户+国内知名企业双通道发展，逐步走向成熟期：**中报 CDMO 板块增速高达 136%，除诺华外，已与吉列德、罗氏、Zoetis 等多家国际大药企建立紧密合作，与国内绿叶、海和、贝达、和记黄埔、海思科等知名新药研创公司达成战略合作，项目漏斗型管线逐步形成，我们预计未来每年能有 1-2 个品种进入商业化，稳步向成熟期 CDMO 企业迈进。
- **定增打开 CDMO 产能空间，贯通上下游产业链：**定增项目进一步扩充苏州瑞博产能，同时上游提升研发能力+下游布局制剂 CDMO 业务，公司向原料药-制剂研发生产一站式综合服务商升级。
- **与上药达成制剂业务合作，拟建制剂产能，原料药-制剂一体化布局成型：**公司与上药成立合资公司，并计划在子公司浙江四维建设制剂生产车间，利用原料药成本及技术优势，向下游延伸高端仿制药制剂业务。
- **股权激励落地，绑定核心人才，保底 30% 年化增长，大概率超预期：**公司股权激励绑定 CDMO 板块负责人王总、API 板块负责人梅总等人，未来三年年化扣非增速保底 30%，我们认为大概率将实现超预期增长。
- **未来四个季度业绩高确定性高增长，未来三年有望持续高增长趋势：**今年下半年开始，诺华三大品种开始商业化放量，并且有持续转移品种订单逻辑，未来三年 CDMO 板块高增长确定性高；今年新增苏州瑞博并表，已成功实现盈利；江苏瑞科减亏，贡献利润弹性。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家药监局药审中心关于《临床试验期间生物制品药学研究和变更技术指导原则》(上网征求意见稿)征求意见的通知

<http://dwz.date/czCe>

9月10日，为规范临床试验期间生物制品药学研究及其变更，满足阶段性临床试验用

样品的基本要求,保护临床受试者的健康,我中心在借鉴国内外相关指导原则的基础上,经过前期调研、初稿撰写、专家座谈会讨论以及部门技委会讨论后,形成了《临床试验期间生物制品药学研究和变更技术指导原则》(上网征求意见稿)。

【点评】该指导原则与生物制品临床试验申报技术要求相衔接,并以上市许可的技术要求为目标,旨从技术角度阐述临床试验期间持续开展生物制品药学研究的思路、方法及研究内容的阶段性要求,指导、规范临床试验期间生物制品药学变更管理,涉及生物制品临床开发期间发生的生产用原材料、原液和制剂生产工艺、过程控制、质量研究、稳定性、辅料及包材等各方面的更新内容。相信该指导原则发布后,将规范临床试验期间生物制品药学研究及其变更,满足阶段性临床试验用样品的基本要求,保护临床试验受试者,协调并加快生物制品临床试验及上市进程实现生物制品全生命周期管理。

【事件二】国家药监局药审中心关于发布《新型冠状病毒中和抗体类药物申报临床药学研究与技术资料要求指导原则(试行)》的通告

<http://dwz.date/czAy>

9月9日,国家药监局药审中心关于发布《新型冠状病毒中和抗体类药物申报临床药学研究与技术资料要求指导原则(试行)》的通告,为积极应对新冠肺炎疫情,加快新型冠状病毒中和抗体类药物的研发,在国家药品监督管理局的部署下,药审中心组织制定了《新型冠状病毒中和抗体类药物申报临床药学研究与技术资料要求指导原则(试行)》。

【点评】本指导原则适用于新冠中和抗体类药物申报临床阶段的药学研究。新冠中和抗体类药物以基因重组技术制备的单克隆抗体为主,也包括抗体片段、Fc融合蛋白、双特异性抗体等。此类抗体药物有可能单独或联合用于新冠肺炎的治疗与预防。该指导原则对于新冠中和抗体类药物研发的原材料研究、生产工艺研究、结构确证和质量研究等各方面都具有重要的指导意义,将加快新型冠状病毒中和抗体类药物的研发。

【事件三】国家医疗保障局关于印发《医疗保障行政执法事项指导目录》的通知

<http://dwz.date/cz8f>

9月7日,国家医疗保障局印发《医疗保障行政执法事项指导目录》,要求对药品、医用耗材价格进行监测和成本调查。还要求对药品上市许可持有人、药品和医用耗材生产企业、药品经营企业和医疗机构向医药价格主管部门提供其药品、医用耗材的实际购销价格和购销数量等资料。此外,还将对公立医疗机构药品和高值医用耗材集中采购行为合规性的监督检查。

【点评】该目录明确了15项行政执法事项的职权类型、实施依据和实施主体,涵盖打击欺诈骗保、医用耗材集中采购行为监督、医疗服务价格检查、药品集中采购和价格检测治理、医疗服务行为和医疗费用监督等内容。该目录的执行可以加大对欺诈骗保行为的打击力度,保证医保基金安全,有助于深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革,形成竞争充分、价格合理、规范有序的供应保障体系,也进一步保障医疗服务价格改革,维护患者合法权益。同时,该目录的执行或将推动医院尽快建立专业化、精细化、科学化的绩效考核管理体系。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

本周医药指数下跌**6.15%**,跑输沪深**300**指数,跑赢创业板指数。申万医药指数11656.73点,周环比下跌6.15%。沪深300下跌3.00%,创业板指数下跌7.16%,医药跑输沪深300指数3.15个百分点,跑赢创业板1.01个百分点。2020年9月至今申万医药下跌7.53%,沪深300下跌3.92%,创业板指数下跌7.03%,医药跑输沪深300

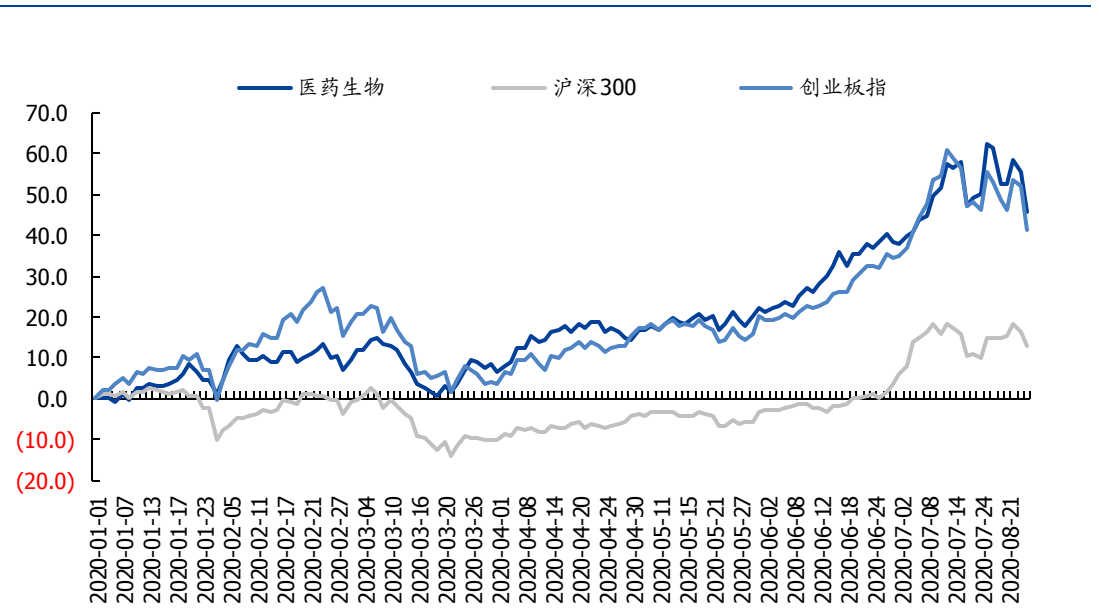
指数和创业板指数。

图表 8: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	4,627.28	4,770.22	-3.00	-3.92	12.95
创业板指数	2,536.62	2,732.15	-7.16	-7.03	41.07
生物医药 (申万)	11,656.73	12,420.20	-6.15	-7.53	45.83

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

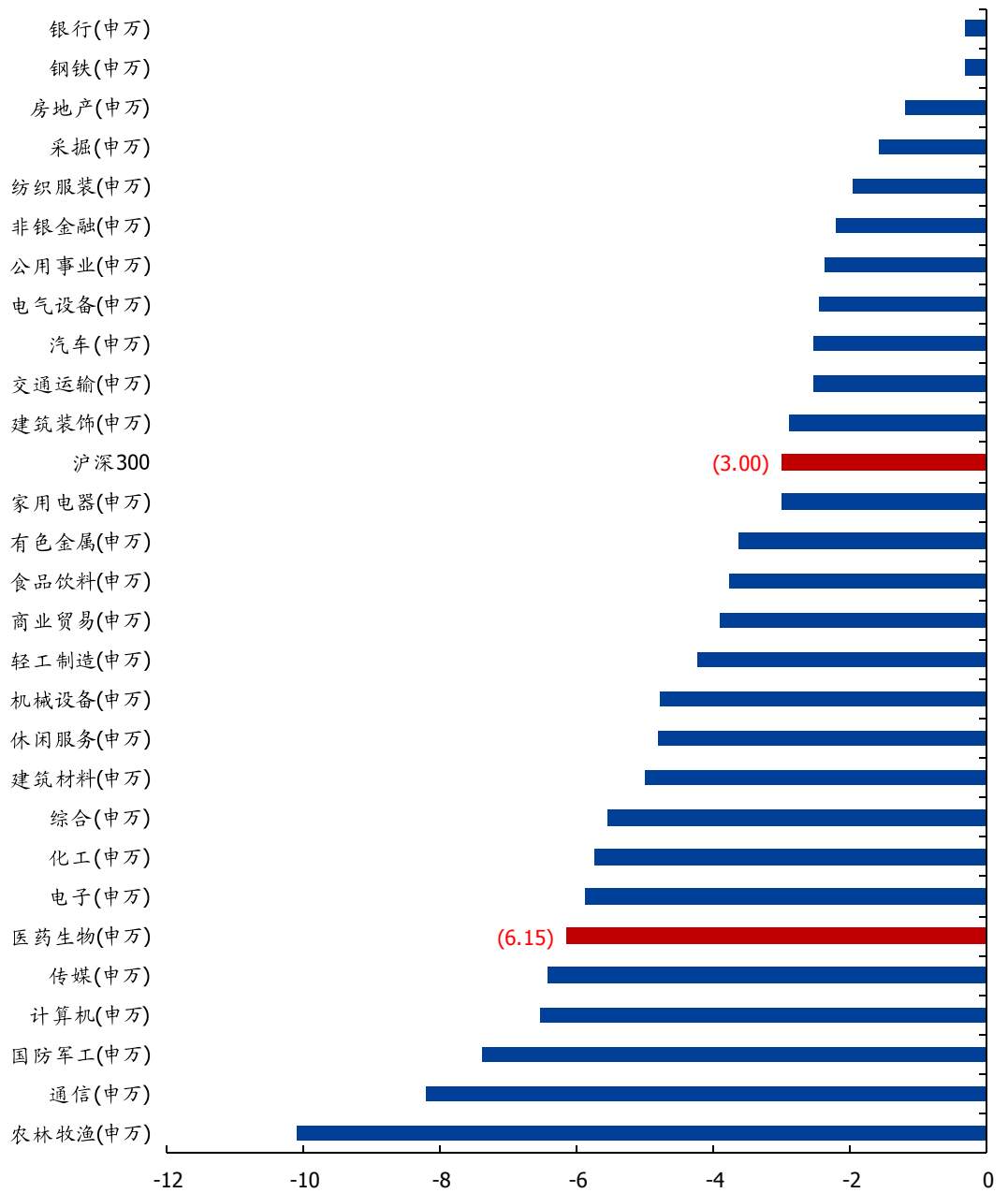
图表 9: 2020 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

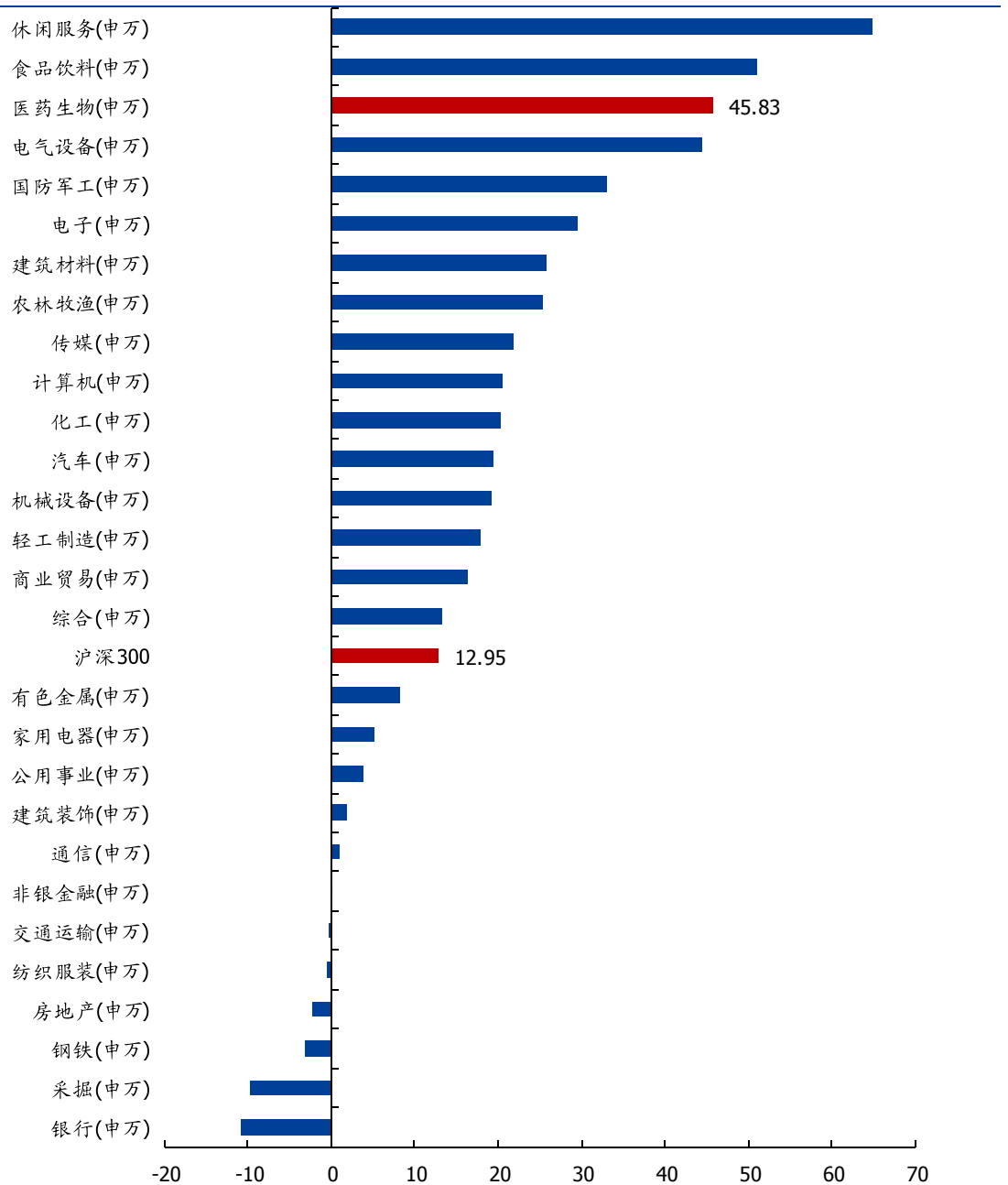
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在位 23。2020 年初至今，医药涨跌幅排在第 3 位。

图表 10: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

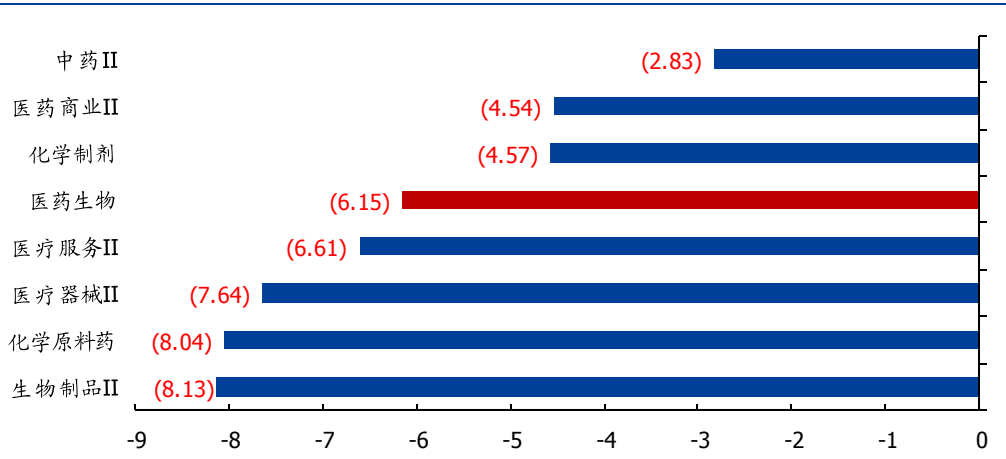
图表 11: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2020年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为中药 II, 下跌 2.83%; 表现最差的为生物制品 II, 下跌 8.13%。

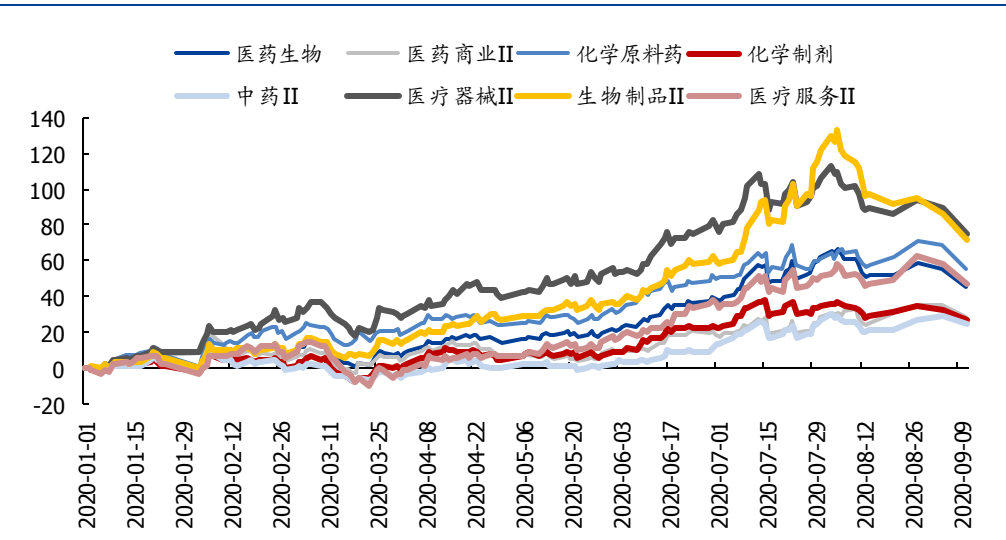
图表 12: 中万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗器械II年度涨幅行业内领先。2020年初至今表现最好的子行业为医疗器械II, 上涨74.49%; 表现最差的子行业为中药II, 上涨25.16%。其他子行业中, 生物制品II上涨71.39%, 化学原料药上涨55.65%, 医疗服务II上涨47.37%, 医药商业II上涨28.83%, 化学制剂上涨26.72%。

图表 13: 中万医药各子行业年初至今涨跌幅变化图 (%)



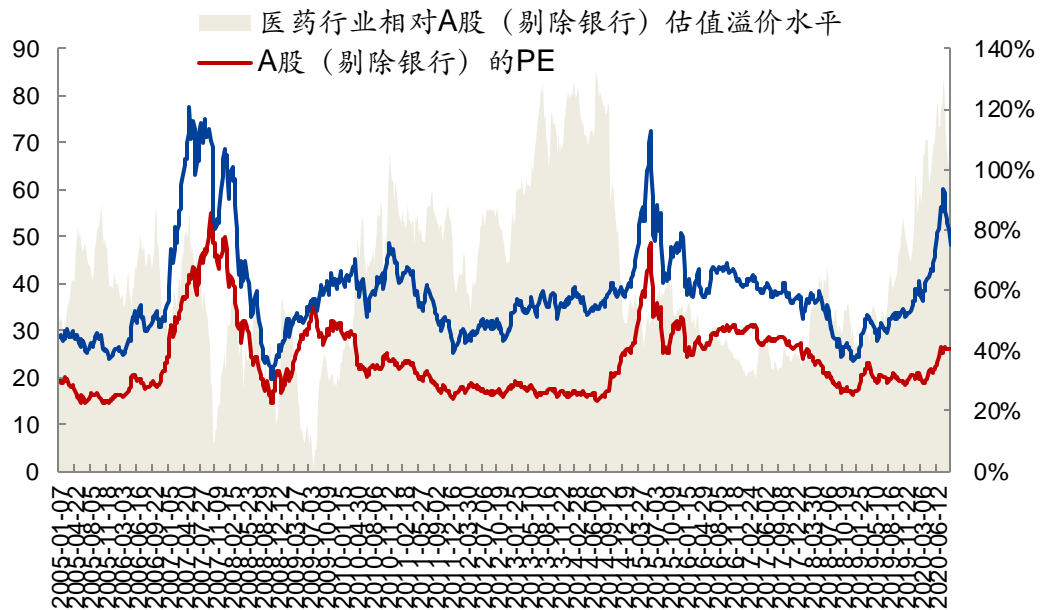
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降, 处于平均线以上。目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 48.15X, 较上周相比下降 3.27 个单位, 比 2005 年以来均值 (37.97X) 高 10.18 个单位, 本周医药行业整体估值下降。

行业估值溢价率有所下降。本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 84.30%, 较上周下降 14.73 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (64.11%) 高 20.19 个百分点, 处于相对高位。

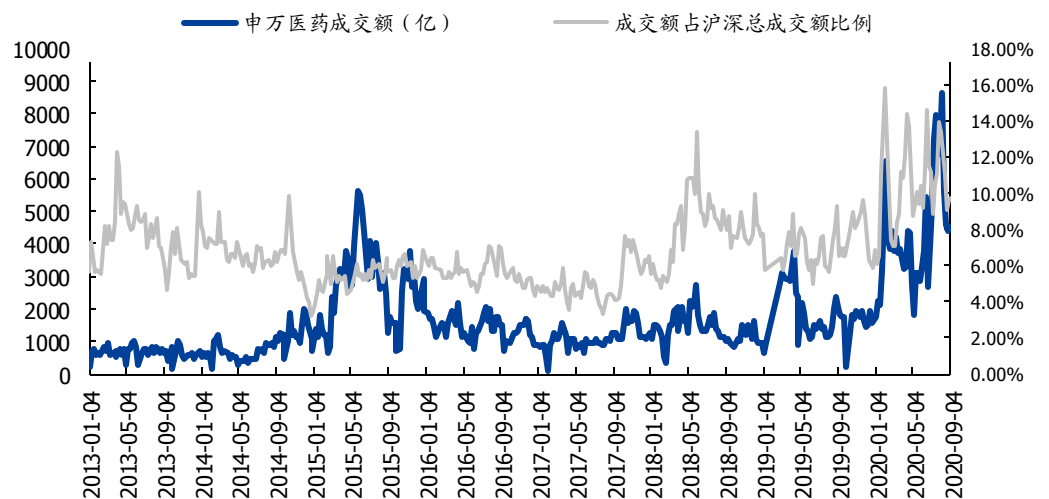
图表 14: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部A股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所下降, 医药成交总额为 4074.18 亿元, 沪深总成交额为 45399.37 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.97% (2013 年以来成交额均值为 6.84%)。

图表 15: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为康美药业、信邦制药、双鹭药业、济民制药、东宝生物。后 5 的为千山药机、吉药控股、美诺华、博雅生物、西藏药业。
滚动月涨跌幅排名前 5 的为康美药业、吉药控股、信邦制药、东宝生物、片仔癀。后 5 的为千山药机、西藏药业、正川股份、英特集团、华北制药。

图表 16: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
康美药业	27.61	国资托管	千山药机	-38.24	财务造假, 强制退市
信邦制药	20.32	非公开发行	吉药控股	-21.53	无特殊原因
双鹭药业	7.72	一致性评价通过及药品注册证获批	美诺华	-18.65	无特殊原因
济民制药	7.31	无特殊原因	博雅生物	-17.74	受大股东高特佳丑闻影响、陷易主传闻
东宝生物	7.31	人造肉概念	西藏药业	-16.28	新冠疫苗相关回调
翰宇药业	7.00	无特殊原因	正川股份	-15.54	高管减持
片仔癀	6.59	政策支持预期+外延品类扩张+自主新药研发推进	戴维医疗	-15.44	无特殊原因
香雪制药	6.50	新药获 FDA 优先评审	万孚生物	-14.95	无特殊原因
*ST 恒康	5.80	无特殊原因	嘉应制药	-14.26	无特殊原因
未名医药	4.41	无特殊原因	康泰生物	-14.05	受阿斯利康暂停新冠疫苗试验影响

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
康美药业	41.02	国资托管	千山药机	-92.45	财务造假, 强制退市
吉药控股	38.24	中药板块变现强势	西藏药业	-47.51	新冠疫苗相关回调
信邦制药	37.40	非公开发行	正川股份	-46.74	高管减持
东宝生物	30.80	人造肉概念	英特集团	-38.07	新冠疫苗相关回调
片仔癀	30.65	政策支持预期+外延品类扩张+自主新药研发推进	华北制药	-34.81	新冠疫苗相关回调
健民集团	30.46	人工牛黄概念	三诺生物	-32.96	无特殊原因
华仁药业	22.66	中药板块变现强势	亚宝药业	-32.63	上半年净利润下滑超六成, 大股东减持, 胆宁片上抽检黑名单
香雪制药	22.28	新药获 FDA 优先评审	博雅生物	-32.23	受大股东高特佳丑闻影响、陷易主传闻
圣济堂	21.95	无特殊原因	沃森生物	-31.95	新冠疫苗相关回调
一心堂	20.14	无特殊原因	奇正藏药	-30.87	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

近期我们已经连续发布【国盛医药十年十倍 4+X 主线框架】公司系列深度报告，欢迎交流讨论：

- 【医药科技创新】主线之【创新药】之一：【微芯生物】专注研发的创新药新秀
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之二：【康弘药业】笋千亿市场意气风发，康柏西普笑傲江湖
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之三：【恒瑞医药】源头活水不断，创新步伐加速，龙头持续和时间赛跑
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之四：【丽珠集团】笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之五：【贝达药业】浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之六：【君实生物】厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之三：【药石科技】不忘创新研发初心，分子砌块细分龙头砥砺前行
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之四：【药明康德】赋能全球医药创新，外包龙头强者恒强
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之五：【九洲药业】携手诺华，小分子 CDMO 龙头腾飞在即
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之六：【博腾股份】兼收博采，飞声腾实，专注制药服务的 CRO/CDMO 一站式平台
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之七：【康龙化成】服务能力持续提升，迈入高速发展快车道
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之二：【沃森生物】创新基因驱动发展，疫苗第二波大浪潮重磅产品处于审批尾声
- 【医药健康消费】主线之一：【云南白药】混改为新白药注入活力，大健康一直在前进路上
- 【医药健康消费】主线之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里
- 【医药健康消费】主线之三：【我武生物】脱敏制剂唯我独尊，持续成长威震武林
- 【医药健康消费】主线之四：【长春高新】生长激素龙头开启新时代，动力十足不仅是“生长”
- 【医药健康消费】主线之五：【兴齐眼药】重磅产品渐入佳境，眼科用药新兴龙头开启蜕变之旅
- 【医药健康消费】主线之六：【安科生物】积跬步方能至千里，2020 看安科生物厚积薄发
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】平台价值极高的体检行业龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之二：【通策医疗】省内省外扩张模式逐渐成熟，成长路径清晰的口腔连锁龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之三：【爱尔眼科】爱尔“新十年”，塑造全球眼科真龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之一：【老百姓】业绩拐点逐渐显现，“自建+并购+

加盟+联盟”全面扩张

【医药品牌连锁】主线之【药店】之二：【益丰药房】精耕细作稳健扩张，业绩常青的稀缺标的

【医药品牌连锁】主线之【药店】之三：【大参林】“深耕华南，布局全国”稳步推进，有望率先受益于处方外流

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

【医药 X】主线之一【核医学】：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上

【医药 X】主线之二【流通】：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

【医药 X】主线之三【政策受益的潜力仿创龙头】：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

【医药 X】主线之四【呼吸科潜在龙头】：【健康元】独家详解呼吸科领域，论健康元产业布局价值

【医药 X】主线之五【创新&特色器械】：【乐普医疗】布局心血管医疗全产业链，不断创新推动持续发展

【医药 X】主线之六【糖尿病龙头】：【通化东宝】糖尿病用药领域龙头开启新篇章，苦难后“王者归来”

【医药 X】主线之七【眼科器械】：【昊海生科】昊海明珠，即将璀璨绽放

【医药 X】主线之【原辅包材】之一：【仙琚制药】剑指高端原料药规范市场，全力推进制剂一体化，呼吸科昂首挺进

【医药 X】主线之【原辅包材】之二：【美诺华】紧抓时代机遇华丽转身，制剂一体化+CMO 双通道升级

【医药 X】主线之【原辅包材】之三：【司太立】开拓海外市场+进军制剂领域，看造影剂龙头乘胜追击

【其他】：【太极集团】老牌强者焕发新春，优质资产亟待价值重估

图表 18: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	代码	最新市值 (亿元)	归母净利润 2019A (亿元)	归母净利润 2020E (亿元)	净利润增速 2020E (%)	2020PE
创新服务商	凯莱英	002821.SZ	562.81	5.54	7.25	30.9%	78
	药明康德	603259.SH	2325.54	18.55	26.45	42.6%	88
	泰格医药	300347.SZ	871.77	8.42	10.61	26.1%	82
	昭衍新药	603127.SH	204.32	1.78	2.62	46.9%	78
	康龙化成	300759.SZ	745.75	5.47	7.40	35.2%	101
	量子生物	300149.SZ	102.30	1.39	-	-	-
	药石科技	300725.SZ	172.81	1.52	2.02	32.8%	86
	艾德生物	300685.SZ	165.48	1.35	1.98	46.2%	84
	博腾股份	300363.SZ	167.00	1.86	2.52	35.8%	66
	九洲药业	603456.SH	262.04	2.38	3.82	60.6%	69
	美迪西	688202.SH	96.59	0.67	1.05	58.1%	92
创新药	恒瑞医药	600276.SH	4872.13	53.28	68.56	28.7%	71
	丽珠集团	000513.SZ	440.48	13.03	17.00	30.5%	26
	贝达药业	300558.SZ	452.95	2.31	3.77	63.3%	120
	康弘药业	002773.SZ	420.64	7.18	9.16	27.5%	46
	科伦药业	002422.SZ	339.53	9.38	9.04	-3.6%	38
	复星医药	600196.SH	1125.70	33.22	36.04	8.5%	31
	天士力	600535.SH	272.73	10.01	11.29	12.7%	24
	海思科	002653.SZ	252.83	4.94	5.72	15.8%	44
	华北制药	600812.SH	194.88	1.53	-	-	-
	兴齐眼药	300573.SZ	116.16	0.36	0.60	67.2%	194
	智飞生物	300122.SZ	2001.12	23.66	33.91	43.3%	59
创新疫苗	沃森生物	300142.SZ	848.67	1.42	11.85	734.7%	72
	康泰生物	300601.SZ	1132.34	5.75	8.37	45.6%	135
	万泰生物	603392.SH	775.36	2.09	5.56	166.0%	140
	康希诺	A20004.SH	0.00	-1.57	0.00		#DIV/0!
注射剂国际化	健友股份	603707.SH	406.45	6.05	8.80	45.5%	46
	普利制药	300630.SZ	192.18	3.01	5.01	66.4%	38
口服国际化	华海药业	600521.SH	550.13	5.70	10.30	80.8%	53
创新国际化	恒瑞医药	600276.SH	4872.13	53.28	68.56	28.7%	71
	贝达药业	300558.SZ	452.95	2.31	2.91	26.1%	156
	康弘药业	002773.SZ	420.64	7.18	9.16	27.5%	46
品牌中药消费	东阿阿胶	000423.SZ	278.48	-4.44	3.05	-168.7%	91
	片仔癀	600436.SH	1580.99	13.74	17.50	27.3%	90
	云南白药	000538.SZ	1456.24	41.84	47.51	13.6%	31
	同仁堂	600085.SH	394.43	9.85	10.07	2.2%	39
	华润三九	000999.SZ	260.88	21.12	17.25	-18.4%	15
	太极集团	600129.SH	94.89	-0.71	-	-	-
其他特色消费	广誉远	600771.SH	78.42	1.30	1.66	-	-
	我武生物	300357.SZ	305.88	2.98	3.47	16.3%	88

	欧普康视	300595.SZ	362.66	3.07	3.87	26.1%	94
	健帆生物	300529.SZ	557.06	5.71	7.87	37.9%	71
	长春高新	000661.SZ	1671.13	17.75	27.79	56.6%	60
	安科生物	300009.SZ	217.10	1.24	4.07	226.9%	53
	兴齐眼药	300573.SZ	116.16	0.36	0.60	67.2%	194
	华熙生物	688363.SH	582.10	5.86	7.01	19.7%	84
药店	益丰药房	603939.SH	531.49	5.44	7.24	33.2%	73
	老百姓	603883.SH	333.28	5.09	6.34	24.6%	53
	一心堂	002727.SZ	224.86	6.04	7.30	20.9%	31
	大参林	603233.SH	542.14	7.03	9.80	39.5%	55
	国药一致	000028.SZ	194.53	12.71	14.19	11.6%	14
特色专科连锁	爱尔眼科	300015.SZ	2054.58	13.79	17.86	29.5%	115
	美年健康	002044.SZ	588.31	-8.66	2.01	-123.2%	293
	通策医疗	600763.SH	615.63	4.63	6.15	32.8%	100
ICL	迪安诊断	300244.SZ	249.30	3.47	5.73	65.0%	#DIV/0!
	金域医学	603882.SH	480.32	4.02	8.87	120.5%	54
流通	上海医药	601607.SH	513.34	40.81	45.58	11.7%	11
	九州通	600998.SH	299.86	17.27	23.48	36.0%	13
	柳药股份	603368.SH	86.75	6.85	8.60	25.5%	10
互联网医疗&医疗信息化	国药股份	600511.SH	324.44	16.04	17.16	7.0%	19
	卫宁健康	300253.SZ	399.24	3.98	5.12	28.5%	78
	创业慧康	300451.SZ	183.18	3.14	3.98	26.9%	46
	阿里健康	0241.HK	2429.13	-0.02	1.21	-6158.1%	2365
	平安好医生	1833.HK	1187.90	-7.34	-6.64	-9.5%	(179)
创新及特色医疗器械	迈瑞医疗	300760.SZ	3998.29	46.81	60.67	29.6%	66
	乐普医疗	300003.SZ	623.66	17.25	22.60	31.0%	28
	安图生物	603658.SH	644.70	7.74	8.88	14.7%	73
	开立医疗	300633.SZ	113.07	1.02	1.67	64.6%	68
	正海生物	300653.SZ	83.16	1.07	1.29	19.8%	65
	大博医疗	002901.SZ	363.62	4.65	5.81	24.8%	63
	万孚生物	300482.SZ	294.12	3.87	12.25	216.2%	24
	九强生物	300406.SZ	119.57	3.32	4.19	26.3%	29
	南微医学	688029.SH	280.52	3.04	2.85	-6.2%	98
	蓝帆医疗	002382.SZ	233.68	4.90	25.55	421.1%	9
血制品	华兰生物	002007.SZ	887.19	12.83	16.62	29.5%	53
	博雅生物	300294.SZ	153.09	4.26	4.87	14.3%	32
	天坛生物	600161.SH	502.78	6.11	7.00	14.5%	72
特色处方药	双林生物	000403.SZ	170.87	1.60	2.51	56.2%	68
	恩华药业	002262.SZ	160.82	6.63	7.83	18.0%	21
	信立泰	002294.SZ	389.22	7.15	6.62	-7.4%	59
	华润双鹤	600062.SH	133.74	10.55	10.85	2.8%	12
	济川药业	600566.SH	193.06	16.23	16.14	-0.6%	14
	通化东宝	600867.SH	295.95	8.11	9.37	15.5%	32

	健康元	600380.SH	336.92	8.94	10.57	18.2%	32
	东诚药业	002675.SZ	201.92	1.55	4.82	211.5%	42
	北陆药业	300016.SZ	59.94	3.42	2.19	-36.1%	28
	京新药业	002020.SZ	82.71	5.20	4.93	-5.2%	17
	山河药辅	300452.SZ	49.09	0.84	-	-	-
	山东药玻	600529.SH	277.91	4.59	5.84	27.2%	48
	浙江医药	600216.SH	159.05	3.43	12.50	264.6%	13
	新和成	002001.SZ	675.97	21.69	41.08	89.4%	16
原辅包材	司太立	603520.SH	198.92	1.70	2.58	51.3%	77
	普洛药业	000739.SZ	292.75	5.53	7.71	39.3%	38
	美诺华	603538.SH	63.17	1.51	2.00	32.5%	32
	仙琚制药	002332.SZ	153.92	4.10	5.10	24.3%	30
	天宇股份	300702.SZ	200.96	5.86	7.76	32.5%	26

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(智飞、东诚、沃森、普利、昭衍新药、柳药、美年、凯莱英、丽珠、健康元、科伦、云南白药、片仔癀、健友、我武、康弘、恒瑞、长春高新、通策、药石科技、贝达、药明康德、爱尔、九洲、博腾、九强、老百姓、乐普、通化东宝、康龙化成、太极集团、仙琚、美诺华、司太立、泰格医药的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为 wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com