

医药生物

中报可预期期开启回归业绩，重视 CXO 赛道机会

一、本周回顾与周专题：

本周申万医药指数下跌 0.81%，位列全行业第 17，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本周周专题，我们回顾了 CXO 板块过往业绩增长股价表现，并对相关标的业务概况进行了详细梳理更新，1) 研发驱动增长，产业趋势确定，三年维度业绩增长验证国内 CXO 正处于业绩爆发增长期；2) 疫情一过性影响的同时，加速海外需求转移与国内 CXO 全球竞争力提升，单季增长趋势加速，疫情后时代的 CXO 值得期待；3) CRO、小分子、大分子 CDMO 快速增长同时，部分标的在细胞基因治疗、投资合作研发等新领域、新模式的拓展逐步兑现，进一步增强 CXO 板块长期增长确定性。

二、近期复盘：

医药本周略微收跌，维持震荡走势，我们认为有以下几个原因：第一，本周表现因为前几周医药表现强势，全市场排行前列，各热点表现后有所调整；第二，部分核心资产估值反弹后再创新高或处估值高位。

本周我们有一个重要观察，医药风格正在逐步转化，热点主题驱动正在向高增长业绩驱动转化，我们认为这和 6 月开始逐步进入到中报业绩可预期期有关，5 月因业绩空档期，医药有上涨诉求因此都围绕主题热点类机会演绎为主。

再回顾过去一两个月维度医药拆分开来看：整体风格演绎较为极致。第一，部分医药核心资产小步慢跑悄然新高，非核心整体强于核心趋势没变，中小市值弹性更大；第二，热点较多，包括疫苗产业链（如药机等）、康复养老、医美、中医药等，全面开花，尤其是叠加低估值基础表现更加。第三，新股开盘估值均不低表现均强势。

三、板块观点：

从几年维度思考，如果过去 3-4 年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

中短期来看，考虑宏观环境，医药仍然是大家的近期重点配置方向，核心非核心同步上涨，核心上表现为业绩弹性大的主线赛道先反弹新高，其他核心小步慢跑也实现不小反弹，新高在即。非核心整体强势，继续寻求底部变化逻辑，但轮动快难把握，我们建议重点关注拥有长逻辑的政策免疫主线赛道（医疗服务、CXO、疫苗产业链、新器械、特色创新药等）二三线，同时高度重视新股。另外，随着中报业绩可预期的开始，从主题热点驱动向中报高增长业绩驱动会是超额收益主方向，近期重点关注报表季业绩先锋板块 CXO 等。

1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持 10 年维度的乐观？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，医药核心资产及二线资产行情并没有结束。

(1) GDP 处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更，持续超越历史估值溢价率。

(2) 政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。

2、继续抱团还是选择优质二线？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。

(1) 医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

(2) 宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道。

3、配置思路：近期重点关注基于中报业绩预期差、继续推荐政策免疫优质二三线。下半年秉承“前小后大”思路进行配置：

第一，“前小”：(1) CXO：博腾股份、九洲药业；(2) 服务：国际医学、三星医疗；(3) 疫苗产业链：智飞生物、康希诺、东富龙、万泰生物、康泰生物；(4) 品牌中药：太极集团；(5) 眼科：兴齐眼药、昊海生科；(6) 创新单品：前沿生物、南新制药；(7) 注射剂国际化：健友股份、普利制药。

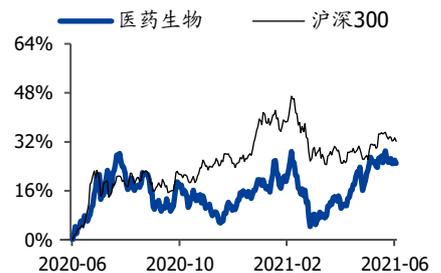
第二，“后大”：(1) CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；(2) 服务：爱尔眼科、通策医疗；(3) 药械：迈瑞医疗、恒瑞医药；(4) 消费：长春高新、片仔癀、云南白药、同仁堂。

第三，其他长期跟踪看好标的：信邦制药、伟思医疗、昭衍新药、博瑞医药、药石科技、诺禾致源、君实生物、东诚药业、艾德生物、安科生物、英科医疗、金城医学、安因生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信达泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、浩特生物、康德莱等。

风险提示：1) 负向政策持续超预期；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 殷一凡

执业证书编号：S0680520080007

邮箱：yinyifan@gszq.com

相关研究

- 1、《【医药生物行业 2021H2 策略】：前小：深挖稀缺性中小市值隐形冠军；后大：布局高增速政策免疫核心资产》2021-06-07
- 2、《全球新冠疫情、疫苗、药物跟踪系列 26：全球疫情继续反复，国内疫苗接种继续快速推进》2021-06-07
- 3、《医药生物：如何从大品种价值理解前沿生物？》2021-06-06

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 回归业绩确定性，CXO 赛道推荐关注	7
1.3.1 最具业绩增长确定性的细分赛道	7
1.3.2 背靠业绩持续高增长的亮眼股价表现	9
1.3.3 部分标的业务概况再梳理	10
2、本周行业重点事件&政策回顾	15
3、行情回顾与医药热度跟踪	16
3.1 医药行业行情回顾	16
3.2 医药行业热度追踪	19
3.3 医药板块个股行情回顾	20
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	22
5、风险提示	25

图表目录

图表 1: CXO、申万医药生物板块收入利润复合增速 (2017-2020)	7
图表 2: CXO 板块部分标的收入复合增速 (2017-2020)	7
图表 3: CXO 板块部分标的归母净利润复合增速 (2017-2020)	7
图表 4: CXO 板块部分标的扣非后归母净利润复合增速 (2017-2020)	7
图表 5: CXO 板块近六个季度单季收入利润同比增速 (2019Q4-2021Q1)	8
图表 6: CXO 部分标的近 6 个季度单季收入增速 (2019Q4-2021Q1)	8
图表 7: CXO 部分标的近 6 个季度单季归母净利润增速 (2019Q4-2021Q1)	8
图表 8: CXO 部分标的近 6 个季度单季扣非归母净利润增速 (2019Q4-2021Q1)	9
图表 9: CXO、申万医药生物、沪深 300 近 5 年涨跌幅情况	9
图表 10: CXO 板块月度涨跌幅统计 (2019 至今)	10
图表 11: CXO 部分标的概况一览	10
图表 12: CXO 部分标的概况一览-续	12
图表 13: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比	16
图表 14: 2021 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 (%)	16
图表 15: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	17
图表 16: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)	18
图表 17: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	19
图表 18: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)	19
图表 19: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	20
图表 20: 2013 年以来申万医药行业成交额以及市场中占比的走势变化	20
图表 21: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	21
图表 22: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	21
图表 23: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	22

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 0.81%，位列全行业第 17，跑赢沪深 300 指数，跑输创业板指数。本周周专题，我们回顾了 CXO 板块过往业绩增长股价表现，并对相关标的业务概况进行了详细梳理更新，1) 研发驱动增长，产业趋势确定，三年维度业绩增长验证国内 CXO 正处于业绩爆发增长期；2) 疫情一过性影响的同时，加速海外需求转移与国内 CXO 全球竞争力提升，单季增长趋势加速，疫情后时代的 CXO 值得期待；3) CRO、小分子、大分子 CDMO 快速增长同时，部分标的在细胞基因治疗、投资合作研发等新领域、新模式的拓展逐步兑现，进一步增强 CXO 板块长期增长确定性。

近期复盘：

医药本周略微收跌，维持震荡走势，我们认为有以下几个原因：第一，本周表现因为前几周医药表现强势，全市场排行前列，各热点表现后有所调整；第二，部分核心资产估值反弹后再创新高或处估值高位。

本周我们有一个重要观察，医药风格正在逐步转化，热点主题驱动正在向高增长业绩驱动转化，我们认为这和 6 月开始逐步进入到中报业绩可预期期有关，5 月因业绩空档期，医药有上涨诉求因此都围绕主题热点类机会演绎为主。

再回顾过去一两个月维度医药拆分来看：整体风格演绎较为极致。第一，部分医药核心资产小步慢跑悄然新高，非核心整体强于核心趋势没变，中小市值弹性更大；第二，热点较多，包括疫苗产业链（如药机等）、康复养老、医美、中医药等，全面开花，尤其是叠加低估值基础表现更加。第三，新股开盘估值均不低表现均强势。

板块观点：

从几年维度思考，如果过去 3-4 年医药投资更重视“选好主线赛道的头部公司后享受估值扩张”，那么今年要更重视“主线赛道标的性价比”，虽然都是结构性机会，但其表达不同。基于对今年宏观环境的判断，我们对于今年的医药相对优势还是持乐观态度，核心和非核心均有机会，只是结构性强弱不同，考虑核心资产流动性溢出效应，今年要重视中小市值。

中短期来看，考虑宏观环境，医药仍然是大家的近期重点配置方向，核心非核心同步上涨，核心上表现为业绩弹性大的主线赛道先反弹新高，其他核心小步慢跑也实现不小反弹，新高在即。非核心整体强势，继续寻求底部变化逻辑，但轮动快难把握，我们建议重点关注拥有长逻辑的政策免疫主线赛道（医疗服务、CXO、疫苗产业链、新器械、特色创新药等）二三线，同时高度重视新股。另外，随着中报业绩可预期的开始，从主题热点驱动向中报高增长业绩驱动会是超额收益主方向，近期重点关注报表季业绩先锋板块 CXO 等。

1、为什么我们对医药行业尤其是优质一二线核心资产保持 10 年维度的乐观？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，医药核心资产及二线资产的行情并没有结束。

(1) GDP 处于增速下行阶段，经济结构持续调整，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。另外我国进入人口结构调整重要时期，医药长期受益。市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高，持续超越历史估值溢价率。

(2) 政策（供给侧改革和支付端变革）诱导的淘汰赛带来的医药优质资产荒依然在持续，各路长线资金入市、居民资产权益化依然是长趋势，医药核心资产高估值溢价只会波动不会消失。

2、继续抱团还是选择优质二线？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，

中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。

(1) 医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

(2) 宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道。

3、配置思路：近期重点关注基于中报业绩预期差、继续推荐政策免疫优质二三线。下半年秉承“前小后大”思路进行配置：

第一，“前小”：(1) CXO：博腾股份、九洲药业；(2) 服务：国际医学、三星医疗；(3) 疫苗产业链：智飞生物、康希诺、东富龙、万泰生物、康泰生物；(4) 品牌中药：太极集团；(5) 眼科：兴齐眼药、昊海生科；(6) 创新单品：前沿生物、南新制药；(7) 注射剂国际化：健友股份、普利制药。

第二，“后大”：(1) CXO：康龙化成、凯莱英、药明康德、泰格医药；(2) 服务：爱尔眼科、通策医疗；(3) 药械：迈瑞医疗、恒瑞医药；(4) 消费：长春高新、片仔癀、云南白药、同仁堂。

第三，其他长期跟踪看好标的：信邦制药、伟思医疗、昭衍新药、博瑞医药、药石科技、诺禾致源、君实生物、东诚药业、艾德生物、安科生物、英科医疗、金域医学、安图生物、科伦药业、康华生物、丽珠集团、贝达药业、信立泰、恩华药业、中国生物制药、我武生物、乐普医疗、九州通、派林生物、益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健康元、司太立、洁特生物、康德莱等。

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（5+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、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **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、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **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、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材**：推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物等。
- **创新技术**：重点推荐关注基因检测如诺禾致源等。

（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

- **药品国际化**：重点推荐关注注射剂国际化（健友股份、普利制药等）、创新国际化（恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等）、专利挑战和特殊剂型国际化（华海药业等）
- **其他中国制造国际化**：重点推荐关注手套（英科医疗）、药机（东富龙、楚天科技）

（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、东阿阿胶、华润三九等；
- **眼科**：推荐重点关注爱尔眼科、兴齐眼药、昊海生科、爱博医疗、欧普康视、光正眼科等；
- **医美**：推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关**：推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

（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、一心堂、大参林、国药一致等；
- **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、锦欣生殖、光正眼科等；其他品牌单体医疗服务，如国际医学等。
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

（5）医药互联互通：信息化时代，医药的长期发展趋势

- **互联网医疗**：推荐重点关注京东健康、阿里健康、平安好医生、九州通等；
- **医疗信息化**：推荐重点关注卫宁健康、创业慧康等。

(6) X (其他特色细分龙头):

- **IVD:** 新产业、安图生物、迈克生物、万孚生物、艾德生物等;
- **原辅包材:** 山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等;
- **血制品:** 华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等;
- **特色专科药:** 恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等;
- **流通:** 上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等;
- **其他特色:** 伟思医疗、华北制药、太极集团等。

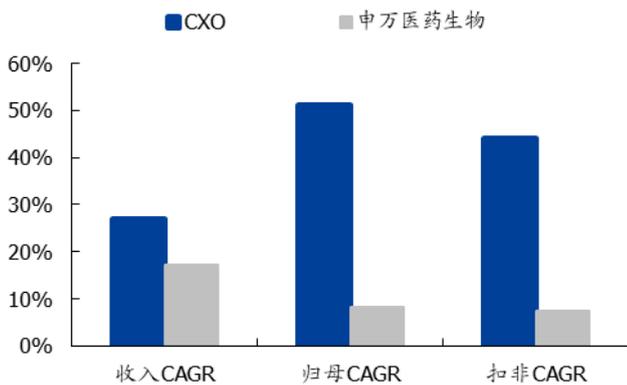
1.3 回归业绩确定性，CXO 赛道推荐关注

1.3.1 最具业绩增长确定性的细分赛道

研发驱动增长，产业趋势确定，CXO 持续高景气：国内医药正在经历由“仿制药为主”到“创新为方向”的产业升级，本土创新药进入发展黄金期，国内研发投入有望持续提升；国内作为全球第二大用药市场，病患资源丰富，叠加政策友好进口药加快上市，跨国药企在国内的研发投入有望持续提升；基于国内工程师红利、强大的工业制造能力等优势，具备离岸外包属性的 CXO 服务有望持续由海外向国内产业转移；正在驱动 CXO 行业的蓬勃发展。

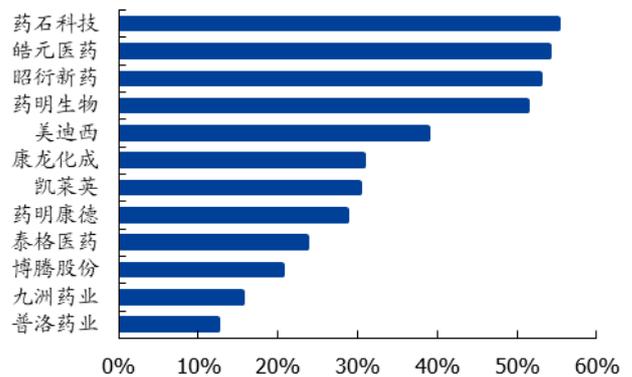
三年维度，验证国内 CXO 正处于业绩爆发增长期：2017-2020 年，CXO 板块收入、归母净利润、扣非后归母净利润复合增速分别实现 27.0%、51.1%、44.1%；远超申万医药生物板块的 17.1%、8.2%、7.4%；同时，从利润增速高于收入增速来看，CXO 相关标的收入规模快速增长的同时伴随着盈利能力的持续提升，以及新业务模式带来的投资收益等快速增长；个股方面，八成以上公司收入增速超过 20%（中位数超过 30%），九成以上公司利润增速超过 30%（中位数超过 50%）；优秀的盈利表现与商业模式的积极拓展进一步验证了当前 CXO 行业正处在快速增长期，收入业绩高增长确定性强。

图表 1: CXO、申万医药生物板块收入利润复合增速 (2017-2020)



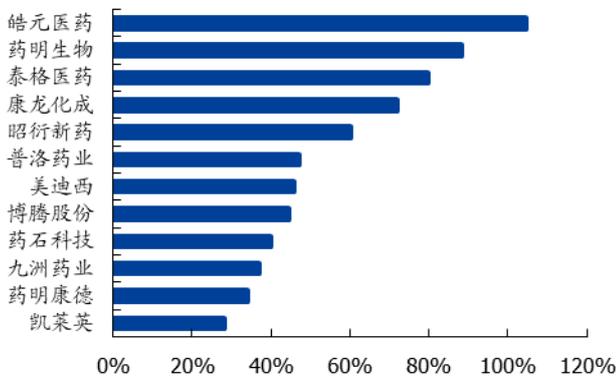
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: CXO 板块部分标的收入复合增速 (2017-2020)



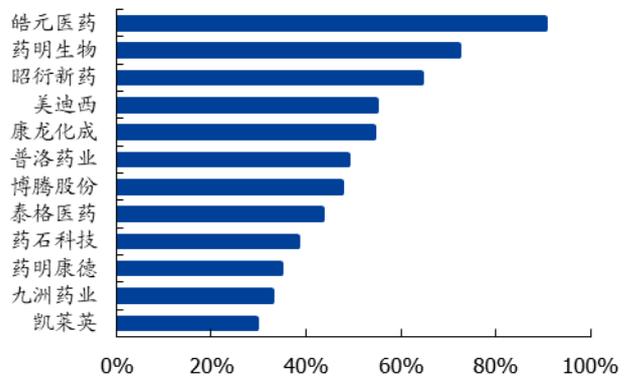
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: CXO 板块部分标的归母净利润复合增速 (2017-2020)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: CXO 板块部分标的扣非后归母净利润复合增速 (2017-2020)

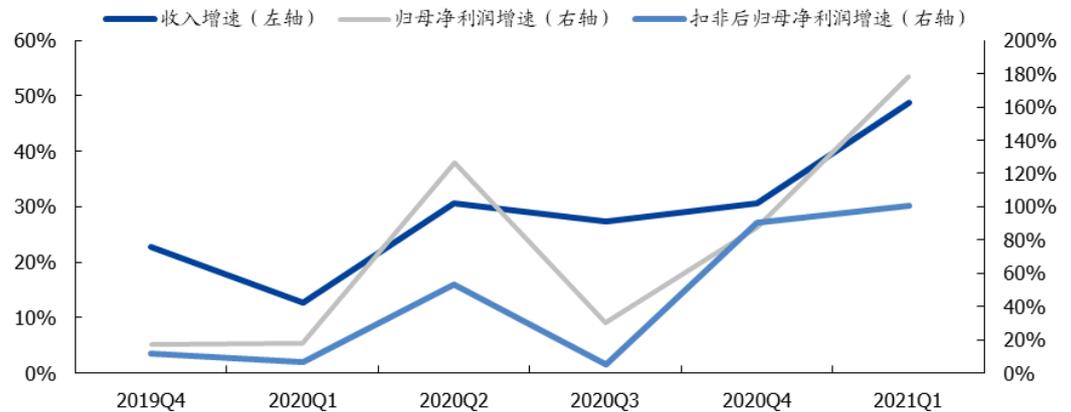


资料来源: wind, 国盛证券研究所

近六个季度，疫情后时代 CXO 恢复增长强劲：经历了 2020Q1 疫情阶段性影响后，CXO 板块收入利润同比增速整体呈现加速趋势，2020Q4 增长水平已超过 2019Q4 疫情前水

平，我们认为国内 CXO 公司运营受到疫情一过性影响后，也捕获了更多海外转移的订单与客户，同时在海外对手运营不佳的情况下有望进一步强化全球服务竞争力，疫情后时代的高速增长有望持续。

图表 5: CXO 板块近六个季度单季收入利润同比增速 (2019Q4-2021Q1)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: CXO 部分标的近 6 个季度单季收入增速 (2019Q4-2021Q1)

公司	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
九洲药业	11.0%	-1.6%	34.0%	47.5%	36.9%	118.7%
美迪西	45.5%	20.4%	40.0%	50.2%	71.0%	102.8%
药石科技	42.3%	12.3%	108.5%	53.1%	49.9%	67.5%
凯莱英	13.9%	-0.2%	28.2%	25.8%	48.7%	63.4%
药明康德	33.5%	15.1%	29.4%	35.4%	31.4%	55.3%
康龙化成	29.6%	25.7%	41.3%	40.7%	36.9%	55.3%
博腾股份	34.9%	54.7%	43.7%	23.2%	24.3%	39.0%
泰格医药	9.4%	6.8%	10.1%	22.3%	15.5%	38.7%
昭衍新药	76.3%	107.9%	91.9%	58.7%	52.8%	29.9%
普洛药业	5.1%	1.5%	22.2%	-2.5%	15.2%	15.6%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: CXO 部分标的近 6 个季度单季归母净利润增速 (2019Q4-2021Q1)

公司	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
药明康德	-73.1%	-21.6%	111.0%	-8.1%	562.0%	394.9%
昭衍新药	99.3%	59.0%	101.2%	17.3%	93.1%	387.6%
美迪西	14.6%	30.2%	106.6%	42.1%	174.8%	195.7%
九洲药业	63.6%	-25.3%	64.2%	231.4%	38.3%	190.9%
药石科技	-12.0%	-15.8%	65.4%	14.2%	20.9%	147.3%
康龙化成	101.5%	86.6%	253.0%	85.6%	75.2%	142.2%
博腾股份	85.6%	191.7%	69.6%	53.5%	71.4%	82.9%
泰格医药	103.2%	75.2%	260.0%	81.4%	37.7%	78.6%
凯莱英	11.9%	17.3%	51.2%	38.9%	15.2%	42.9%
普洛药业	25.3%	40.0%	61.3%	33.1%	53.2%	40.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: CXO 部分标的近 6 个季度单季扣非归母净利润增速 (2019Q4-2021Q1)

公司	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
昭衍新药	101.5%	223.6%	105.0%	8.6%	104.8%	437.4%
九洲药业	44.4%	21.0%	35.7%	75.6%	31.6%	211.3%
美迪西	-0.7%	-	-	49.0%	251.2%	186.2%
药石科技	-19.5%	-18.8%	66.8%	15.8%	49.3%	152.2%
药明康德	-34.7%	-24.1%	51.7%	-27.5%	265.5%	120.9%
泰格医药	29.3%	3.5%	6.5%	29.4%	75.5%	98.4%
康龙化成	83.5%	127.1%	135.5%	42.3%	9.4%	95.8%
博腾股份	28.3%	364.3%	47.9%	52.2%	81.5%	55.7%
凯莱英	20.0%	16.3%	50.3%	32.7%	24.3%	38.7%
普洛药业	1.9%	32.5%	40.6%	13.9%	32.1%	32.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.2 背靠业绩持续高增长的亮眼股价表现

五年维度, CXO 板块显著跑赢医药整体与大盘: 在资本市场国际化外资持续增配以及居民资产权益化配置的大趋势大背景下, 医药持续超配, 优质赛道的优质资产配置力度持续强化, CXO 是高景气赛道下的高增长, 随着收入利润的持续高增长收获亮眼股价表现。

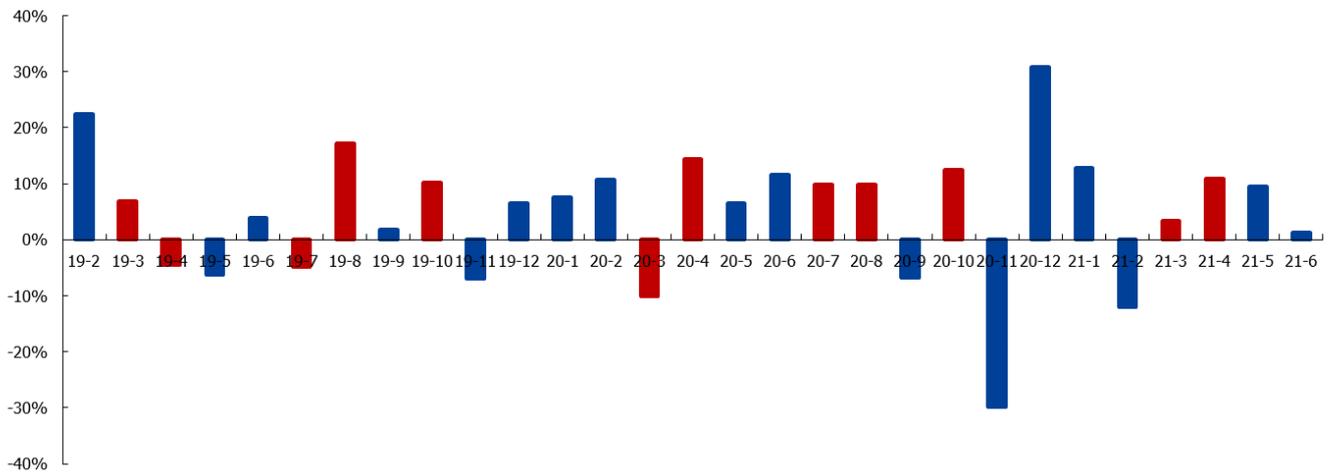
图表 9: CXO、申万医药生物、沪深 300 近 5 年涨跌幅情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

月度维度, 业绩兑现阶段往往伴随着良好涨幅: 回顾 CXO 板块 2019 年至今月度涨幅情况, 可以看到年报季报披露阶段, 通常 CXO 板块大概率具有良好表现。我们认为, 行业层面 CXO 板块高景气目前仍在持续, 公司层面 CRO 与小分子、大分子 CDMO 业务的快速增长同时, 部分公司对于细胞基因治疗、投资合作研发等新领域、新模式的拓展已渐成规模, 后续有望进一步兑现, 为 CXO 板块的持续高增长提供长期确定性。

图表 10: CXO 板块月度涨跌幅统计 (2019 至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.3 部分标的业务概况再梳理

图表 11: CXO 部分标的概况一览

公司代码	002821.SZ	300725.SZ	300363.SZ	603456.SH	000739.SZ	688131.SH
公司名称	凯莱英	药石科技	博腾股份	九洲药业	普洛药业	皓元医药
分类	小分子 CDMO	分子砌块 + CDMO	小分子 CDMO	原料药 + 小分子 CDMO	原料药 + 小分子 CDMO	分子砌块和工具化合物 + 原料药和中间体
2020 年收入 (亿元)	31.5	10.2	20.7	26.5	78.8	6.4
同比 (%)	28.0%	54.4%	33.6%	31.3%	9.3%	55.3%
市值 (亿元)	963	312	413	348	302	242
空间 (亿元)	1,000	700	500	500	400	500
利润 2021E (亿元)	10.0	2.8	4.6	6.2	10.7	1.9
PE (2021E)	96	112	90	56	28	125
利润 2022E (亿元)	13.5	4.0	6.5	8.2	13.9	2.7
PE (2022E)	72	78	64	43	22	88
项目	2020 年公司共计完成 686 个项目,其中商业化阶段项目 32 个,临床阶段项目 241 个(其中临床 III 期 42 个),技术服务项目 413 个	2020 年,公司承接的分子砌块及 CDMO 项目中,有 430 余个处在临床前至临床 II 期,超过 35 个处在临床 III 期至商业化阶段;除以上项目外,另有 560 余个公斤级以上项目。	2020 年临床 II 期及以前 224 个, III 期临床 41 个, NDA 及上市 94 个	已上市项目 16 个,处于 III 期临床的项目 40 个,处于 I 期和 II 期临床试验的有 438 个	2020 年公司新报价 CDMO 项目有 540 个;正在进行的 CDMO 项目有 200 个,其中研发服务项目 88 个,商业化人用药项目 74 个,商业化兽药项目 25 个,其他商业化项目 13 个。本年度项目数较去年同期增长 40% 左	中国市场的 CDMO 项目有 58 个,其中 1 个已获批上市,1 个处于新药上市申报阶段,2 个处于临床 III 期,4 个处于临床 II 期;日本市场的 CDMO 项目共有 40 个,其中 2 个已经获批上市,3 个处于 II 期临床阶

					<p>右,其中临床前及I期、II期项目增加较为明显。</p>	<p>段; 美国市场 CDMO 项目共有 6 个, 其中 2 个处于 II 期临床阶段; 韩国市场 CDMO 项目共有 6 个, 其中 1 个已经获批上市。</p>
<p>储备</p>	<p>临床研究及现场管理服务板块拥有 19 个在执行的创新药项目</p>	<p>以特色的药物分子砌块构建其高效的药物发现技术平台, 不断推进创新药物的技术合作和服务</p>	<p>公司研发储备项目主要涉及抗病毒、抗糖尿病、阿兹海默、抗肿瘤、神经系统、凝血类、镇痛、心血管系统等各大疾病领域</p>	<p>公司在台州、苏州、杭州、北美拥有多个研发和生产基地, 将进一步推进公司 CDMO 业务的全球化研发能力布局和先进产能布局。项目处于 I 期和 II 期临床试验的有 438 个, 项目涵盖抗肿瘤类、抗心衰类、中枢神经类、心脑血管类、抗病毒类等治疗领域。</p>		<p>小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发, 以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进, 为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和技术服务。</p>
<p>技术壁垒</p>	<p>绿色化学、连续性反应、生物酶催化、口服缓控释制剂</p>	<p>分子砌块, FBDD, DEL 等</p>	<p>公司在重庆、上海、成都、美国新泽西拥有 5 个研发技术中心, 拥有合成、分析、安全、公斤级、结晶、酶催化、流体化学、高活、氢化等多种类型的实验室</p>	<p>已建成包括手性催化技术平台、连续化反应技术应用研究平台、氟化学技术、酶催化技术研究平台。世界顶尖专家的手性催化技术、微通道反应器、多种适用于不同项目的管道反应器、光反应器和其它连续化反应设备、中科院氟化学重点实验室为技术支撑</p>	<p>“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力</p>	<p>分子砌块和工具化合物+原料药和中间体</p>
<p>产能扩张</p>	<p>反应釜体积超过 2800 立方米, API 二期投产, 三期已启动建设, 吉林生产项目启动, 预计 2021 年底公</p>	<p>晖石新车间、南京 350 亩地</p>	<p>2020 年合计拥有产能约 1,220 立方米, 后续有东邦产能 300 立方和 109 车间 162 立方</p>	<p>浙江瑞博研究院 11,000 平方米研发楼、瑞博杭州研发中心 11,000 平方米实验室的投入使用, 瑞博</p>	<p>上海 CDMO 新实验楼的投入使用以及流体化学实验室、高活性物质(API) 实验室、两个高活性药物车间、</p>	<p>马鞍山建成后会有 200 多个反应釜, 总共有 600 立方米, 21 年 5 月份投产; 参股的甘肃皓天也</p>

司反应釜总体积相较 2019 年底增长超过 80%。

美国研发 cGMP 中试车间项目已经开始建设、在台州临海购买近三百亩土地建设新生产基地，两个多功能 CDMO 标准化车间和四个原料药生产车间的陆续建成并投入运行，将进一步提升公司 CDMO 的研发能力和生产能力

客户质量	公司是唯一覆盖美国五大制药公司从临床到商业化项目的 CDMO 公司，服务五大制药公司临床中后期项目管线比例占 27%	已储备大量优质客户资源	公司已累计与全球近 500 家客户建立业务联系，其中包含全球前 20 大制药公司中的 16 家	服务客户覆盖诺华、罗氏、吉利德、硕腾等跨国制药巨头，以及贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名创新药公司，是全球创新药研发企业最值得信赖的合作伙伴之一	公司已与国内 70 余家创新药客户签订了保密协议，并已与部分客户开展了业务合作	为全球超过 3600 家的医药企业和科研机构提供商品和服务
新业务	制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶	新药筛选	基因细胞治疗 CDMO、制剂、API	-	-	原料药和中间体 CDMO 业务
员工人数 (人)	5477	763	2635	3586	5868	873
人均产能 (万元)	57.5	134.0	78.6	73.8	134.3	72.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: CXO 部分标的概况一览-续

公司代码	2269.HK	603259.SH	300759.SZ	300347.SZ	603127.SH
公司名称	药明生物	药明康德	康龙化成	泰格医药	昭衍新药
分类	大分子 CDMO	CRO+CDMO	CRO+CDMO	CRO	CRO
2020 年收入 (亿元)	56.1	165.4	51.3	31.9	10.8
同比 (%)	40.99%	28.5%	36.6%	13.9%	68.3%
市值 (亿元)	4,335	4,294	1,576	1,605	486
空间 (亿元)	5,000	5,000	1,800	1,800	500
利润 2021E (亿元)	25.0	39.8	14.3	20.8	4.2
PE (2021E)	174	108	110	77	115
利润 2022E (亿元)	35.5	51.4	18.7	24.3	5.6
PE (2022E)	122	84	84	66	87
项目	2020 年总项目数 334 (临床前 169、	2020 年小分子 CDMO 新药分子	CMC 服务共涉及药物分子或中间	报告期末累计待执行合同金额	2020 年末临床前评价在手订单超

	<p>I期103、II期32、III期28、商业化2)</p>	<p>项目超过1300个(III期临床45个,商业化项目28个);细胞基因治疗CTDMO项目增加至36个(I期临床24个,II/III期临床12个); DDSU方面新增33个IND申报并取得30个CTA(累计完成118个IND申报并取得87个CTA,其中60个I期临床,9个II期临床,2个III期临床)</p>	<p>体739个,其中临床前项目487个,临床I-II期202个,临床III期47个,商业化阶段3个。药物制剂开发团队继续研发能力的培育,在2020年完成26个GMP项目。</p>	<p>72.6亿元</p>	<p>过17亿元</p>
<p>储备</p>	<p>未完成订单增长强劲,总金额增长122%至113.2亿美元。其中未完成服务订单66.3亿美元,潜在里程碑收入47亿美元。</p>	<p>临床CDS服务与SMO服务在手订单分别同比增长约48%与41%</p>	<p>-</p>	<p>国内创新药服务超过230个创新药项目同步进行;国际创新药服务已开展20余个国际多中心临床试验项目,海外运行和实施地区临床试验项目超过90个。</p>	<p>梧州种猴繁育中,生物资产储备</p>
<p>技术壁垒</p>	<p>单抗、双抗、ADC、疫苗均有技术和专利布局,细胞系平台和连续细胞培养</p>	<p>传统药物发现技术、DEL、寡核苷酸、细胞治疗、基因治疗、多肽、Protac、ADC、PDC、腺相关病毒</p>	<p>"化学技术平台(涵盖化合物设计(包括计算机辅助药物设计CADD)、化合物库设计与合成、药物化学、合成化学、分析化学、早期工艺化学、工艺化学、GMP原料药生产等)、药代动力学平台(包含放射性同位素化合物合成以及使用常规同位素检测分析或高灵敏度同位素AMS技术)、新的药物筛选平台(DEL、化学蛋白质组学平台、在体影像技术平台以及3D细胞微球及类器官筛选平台等)"</p>	<p>广泛的临床试验中心网络,成规模的临床CRO专业团队以及相匹配的管理机制</p>	<p>全球各地区的GLP资质,丰富的小分子&大分子药物评价经验(尤其眼科等高难度领域)、基因编辑、动物模型建模能力、评审专家资源等</p>
<p>产能扩张</p>	<p>2020年54KL,预</p>	<p>合全药业常州多</p>	<p>北京(2.25万平</p>	<p>在职工数量超</p>	<p>2020年动物房北</p>

计 2024 年 430KL 个原料药生产车间相继投入使用，无锡新药制剂开发及生产基地开工建设，进一步提升小分子 CDMO 服务规模与能力；完成百时美施贵宝瑞士库威生产基地收购，进一步拓展其制剂平台能力与规模；完成无锡惠山基地质粒生产扩建、腺相关病毒（AAV）悬浮和贴壁双工艺平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台建设建设，与英国基因治疗技术公司 OXGENE 收购，进一步提升细胞及基因治疗 CTDMO 服务能力，成都研发中心正式投入运营，进一步增强中国区实验室服务能力。

米)宁波(12 万平方米)实验室产能与天津三期 CMC 产能(4 万平方米)于 2021Q1 开始使用，绍兴大规模 CMC 产能预计 2021 年下半年投产 200 立方米，2022 年投产另外 400 立方米；2020 年 7 月安评产能约 2 万平方米

过 6000 人，收购司某医药，早期临床研究团队服务规模提升，合并雅信诚，医学翻译人员 300 余人，数统全球人员 600 余人，2020 年非洲、拉丁美洲和中东新增员工，扩大美国、欧洲和澳大利亚的临床团队规模

京 5750 平米，苏州 23300 平米，预计 2021 年新投入苏州 7400 平米；此外广州、重庆产能预计 2021 年开始建设

客户质量	450+ 家全球合作伙伴，其中包括全球前 20 大药企中的 14 家以及中国前 50 大药企中的 32 家	全球活跃客户 4200+，2020 年新增客户 1300+，Top20 药企均为公司客户	全球活跃客户 1500+，2020 年新增客户 721 家，Top20 药企均为公司客户	-	全年非临床业务新增加客户 231 个，活动客户数 520 个
新业务	双抗、ADC、疫苗	DDSU、细胞基因治疗 CTDMO	大分子 CDMO、细胞基因治疗 CTDMO	信息技术、大数据、AI 等新的技术在临床试验中的应用	临床一期服务，药物警戒，模型动物
员工人数(人)	6646	26411	11012	6032	1483
人均产能(万元)	84.4	62.6	46.6	52.9	72.5

资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】中共中央、国务院发布关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见
<http://dwz.date/fcfu>

2021年6月10日，中共中央、国务院发布关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见，《中共中央 国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》发布。赋予浙江重要示范改革任务，先行先试、作出示范，为全国推动共同富裕提供省域范例。到2025年，浙江省推动高质量发展建设共同富裕示范区取得明显实质性进展，人均地区生产总值达到中等发达经济体水平，以中等收入群体为主体的橄榄型社会结构基本形成。到2035年，浙江省高质量发展取得更大成就，基本实现共同富裕，人均地区生产总值和城乡居民收入争取达到发达经济体水平，共同富裕的制度体系更加完善。围绕构建有利于共同富裕的体制机制和政策体系，提出6方面、20条重大举措。

【点评】《意见》指出，深入实施健康浙江行动，加快建设强大的公共卫生体系，深化县域医共体和城市医联体建设，推动优质医疗资源均衡布局。积极应对人口老龄化，提高优生优育服务水平，大力发展普惠托育服务体系，加快建设居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系，发展普惠型养老服务和互助性养老。健全全民健身公共服务体系。对浙江本地医疗、养老服务类上市公司是利好。

【事件二】国家医保局《2021年国家医保药品目录调整工作方案》和《2021年国家医保药品目录调整申报指南》公开征求意见
<http://dwz.date/fcfj>

2021年6月9日，国家医保局根据《基本医疗保险用药管理暂行办法》等有关文件，结合2021年国家医保药品目录管理工作重点，发布《2021年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》和《2021年国家医保药品目录调整申报指南（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。国家医保局将根据企业申报情况，建立评审药品数据库。论证确定评审技术要点。组织评审专家利用评审指标对药品进行综合评审，形成拟直接调入、拟谈判调入、拟直接调出、拟可以调出、拟调整限定支付范围等5方面药品的建议名单。在综合组论证环节，国家医保局将对专业组专家意见进行论证，最终确定直接调入、谈判调入、直接调出、可以调出、调整限定支付范围等5方面的药品名单。

【点评】2021年国家药品目录调整分为准备、申报、专家评审、谈判、公布结果5个阶段：六月至七月为准备阶段；七月至八月为申报阶段；八月至九月为专家评审阶段；九月至十月是谈判阶段；十月至十一月是公布结果阶段。两份征求意见稿有两大变化，一是调入目录的药品时间范围，可以申报的产品上市时间从2015年1月1日至2020年8月17日期间经NMPA批准上市的新通用名药品调整为2016年1月1日至2021年6月30日期间经NMPA批准上市的新通用名药品。二是拟调整入目录种类减少，1) 2016年1月1日至2021年6月30日期间，经国家药监部门批准上市的新通用名药品。2) 2016年1月1日至2021年6月30日期间，经国家药监部门批准，适应症或功能主治发生重大变化的药品；3) 与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药；4) 纳入《国家基本药物目录（2018年版）》的药品。总体来看目录调整方案基本变化不大，对药企来说药品一旦上市就要开始为进入医保做准备了，今年的调整仍是本着“腾龙换鸟、量入为出”的原则将临床急需、安全有效、价格合理的药品调入目录。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

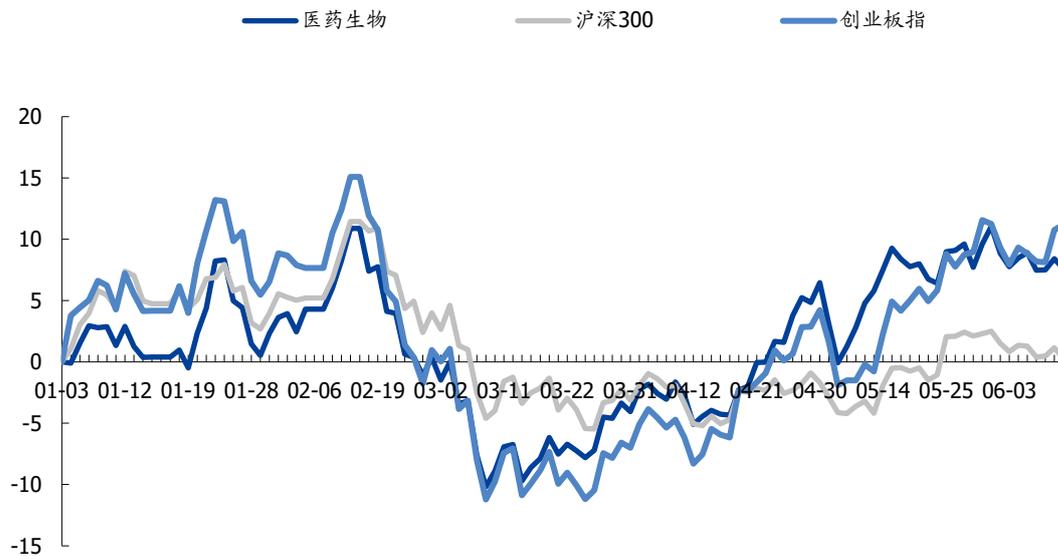
本周申万医药指数下跌**0.81%**，跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。申万医药指数12993.39点，周环比下跌0.81%。沪深300下跌1.09%，创业板指数上涨1.72%，医药跑赢沪深300指数0.28个百分点，跑输创业板2.53个百分点。2021年初至今申万医药上涨7.58%，沪深300上涨0.26%，创业板指数上涨11.20%，医药跑赢沪深300指数，跑输创业板指数。

图表 13: 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	5,224.70	5,282.28	-1.09	-2.00	0.26
创业板指数	3,298.50	3,242.61	1.72	-0.32	11.20
医药生物	12,993.39	13,099.22	-0.81	-1.85	7.58

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

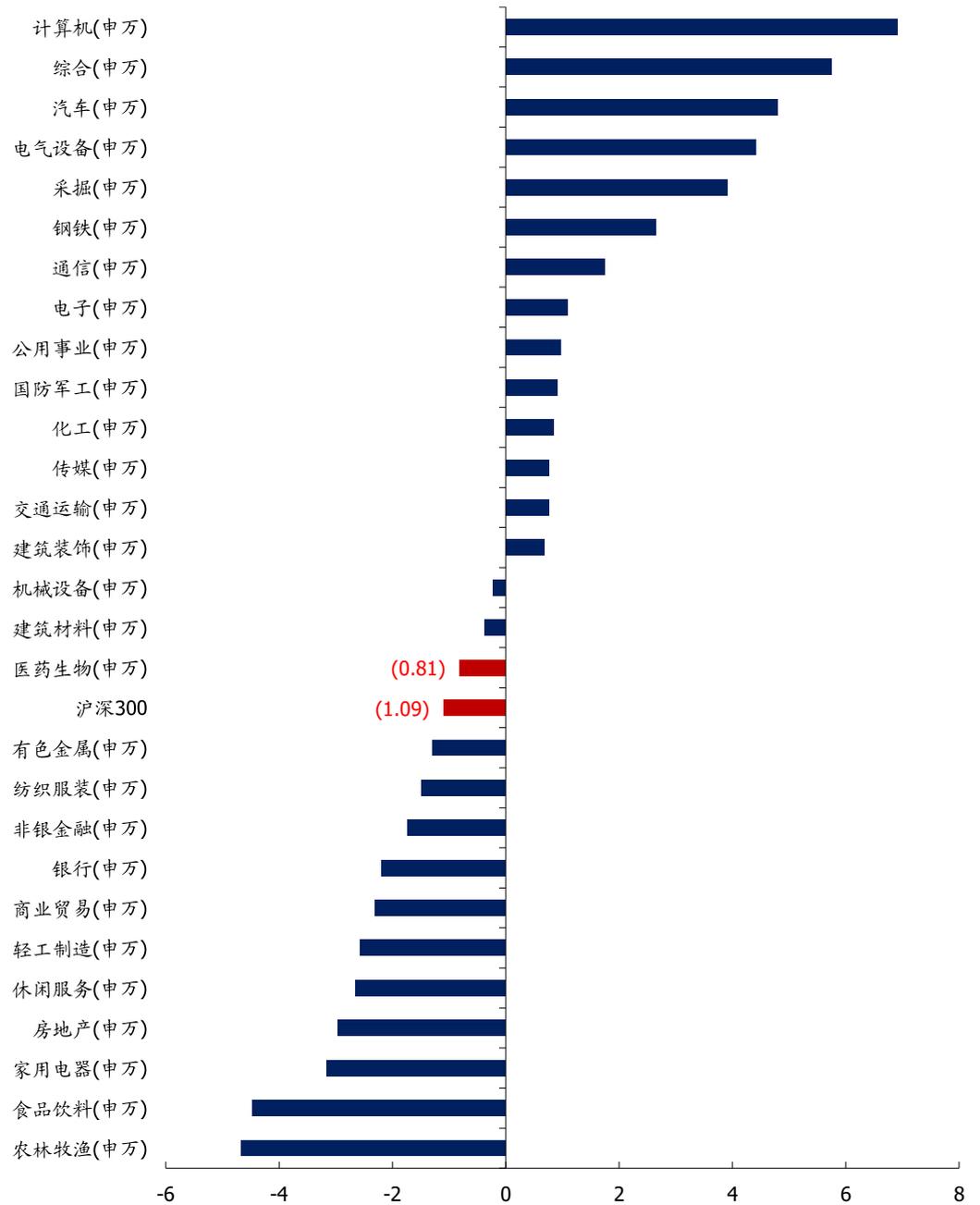
图表 14: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

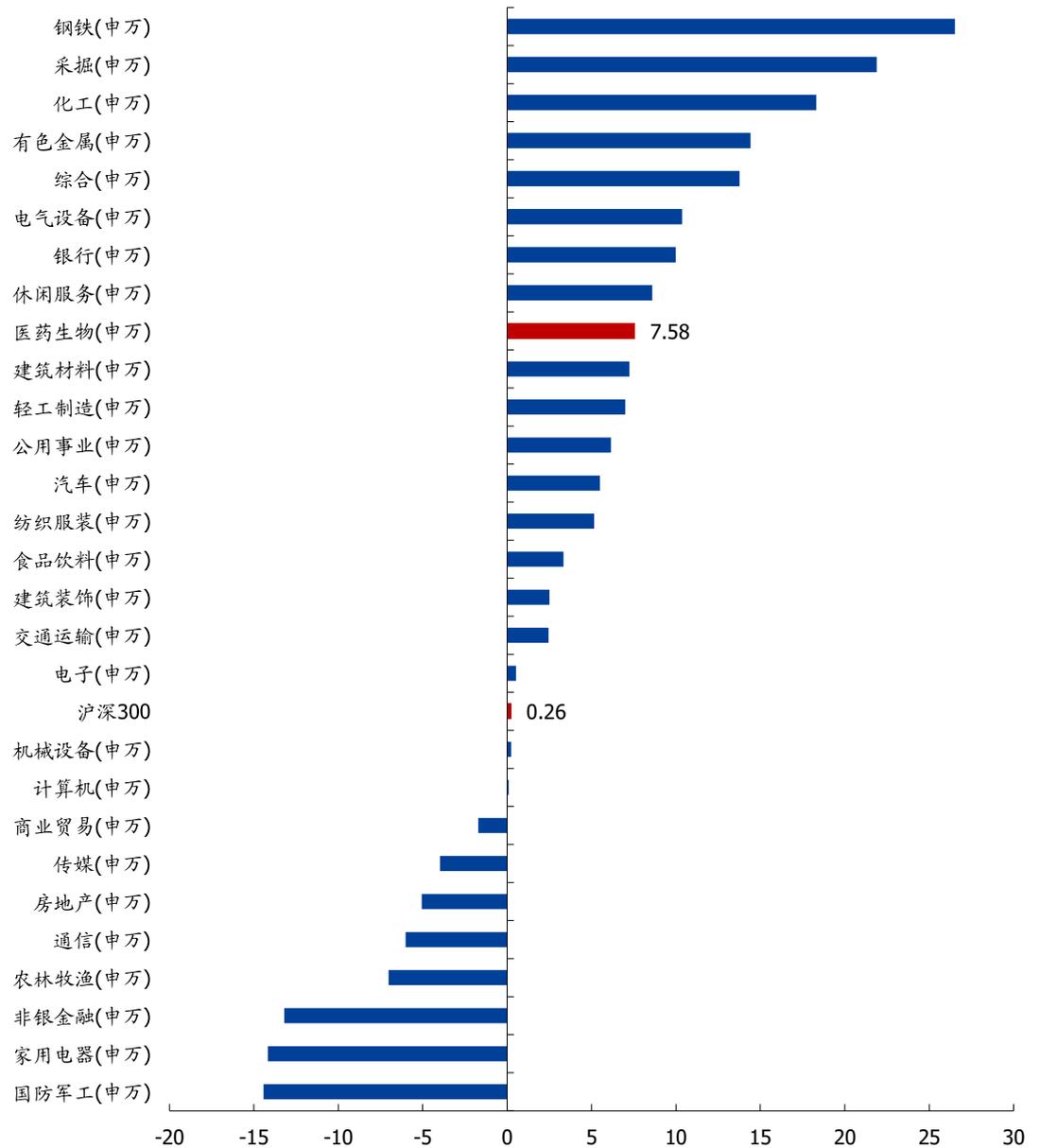
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第17位。2021年初至今，医药涨跌幅排在第9位。

图表 15: 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

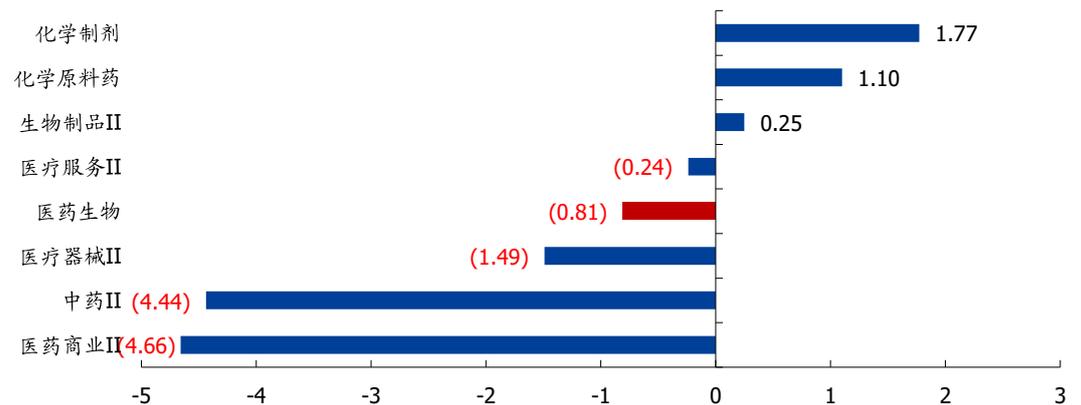
图表 16: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为化学制剂, 上涨 1.77%; 表现最差的为医药商业 II, 下跌 4.66%。

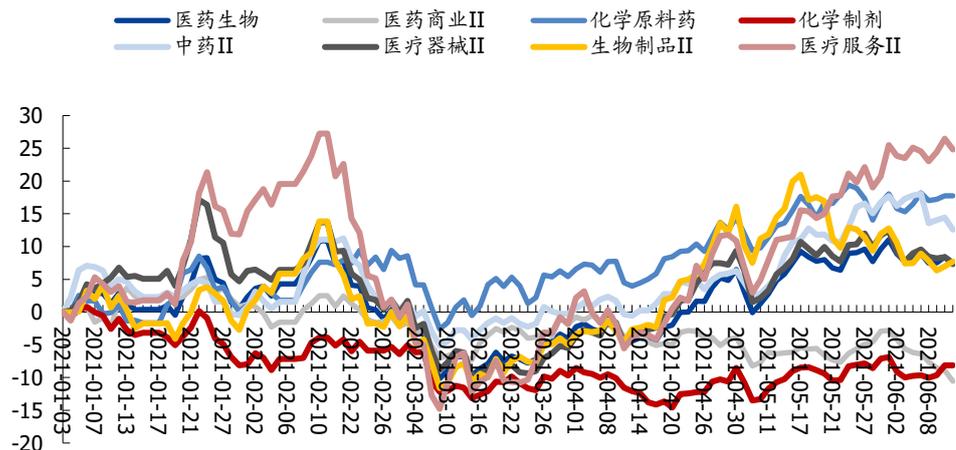
图表 17: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗服务 II 年度涨幅行业内领先。2021 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II, 上涨 24.83%; 表现最差的子行业为医药商业 II, 下跌 10.56%。其他子行业中, 化学原料药上涨 17.77%, 中药 II 上涨 12.57%, 生物制品 II 上涨 7.73%, 医疗器械 II 上涨 7.34%, 化学制剂下跌 8.16%。

图表 18: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



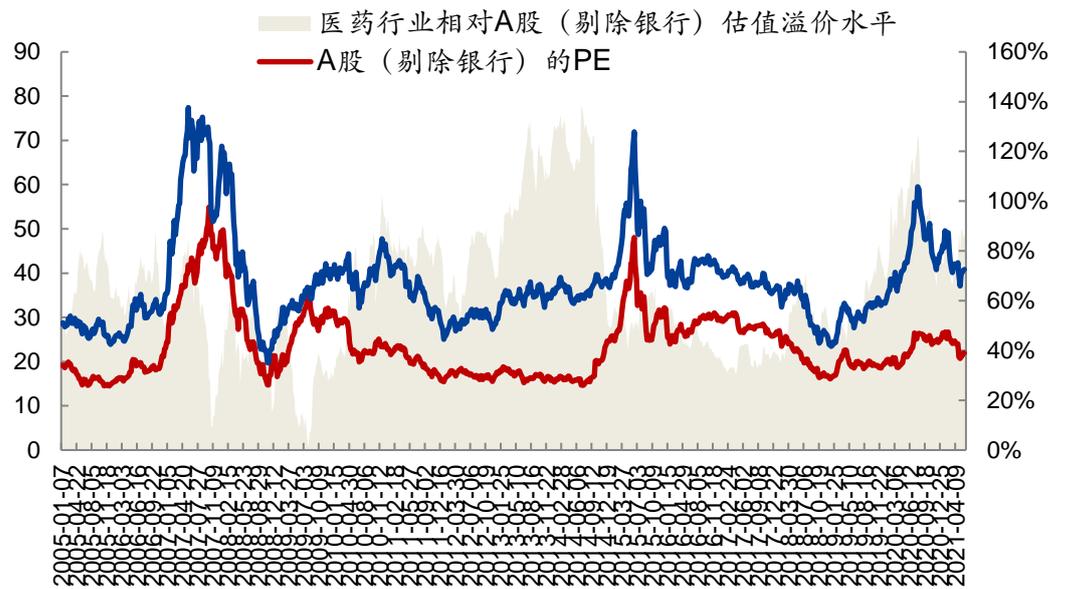
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 医药行业热度追踪

估值水平上升, 处于平均线上。目前, 医药行业估值 (TTM, 剔除负值) 为 40.90X, 较上周上升 0.06 个单位, 比 2005 年以来均值 (38.01X) 高 2.89 个单位, 本周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率上升。本周医药行业估值溢价率 (相较 A 股剔除银行) 为 85.57%, 较上周下降 0.74 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值 (65.15%) 高 20.42 个百分点, 处于相对高位。

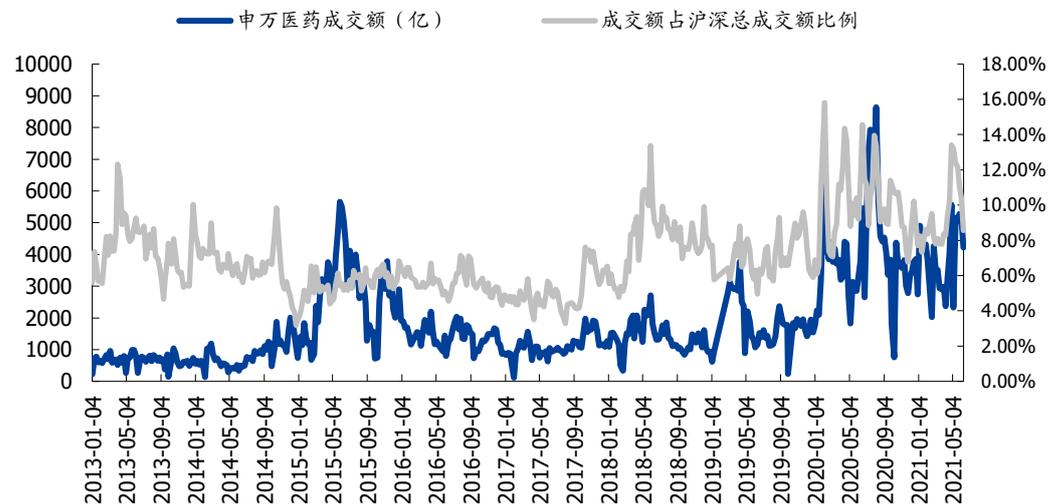
图表 19: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



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 4223.02 亿元，沪深总成交额为 49390.26 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.55%（2013 年以来成交额均值为 7.06%）。

图表 20: 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 的为国网安、太极集团、富祥药业、九典制药、药石科技。后 5 的宜华健康、广誉远、正海生物、仁和药业、特一药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的拱东医疗、国网安、*ST 康美、博腾股份、福瑞股份。后 5

的为英科医疗、海翔药业、景峰医药、康芝药业、长江健康。

图表 21: 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
国华网安	47.48	鸿蒙概念股	宜华健康	-17.89	医美政策调控
太极集团	14.28	国企改革预期	广誉远	-13.37	实控人变更
富祥药业	13.73	北向资金增持	正海生物	-12.15	股东减持
九典制药	13.42	中报高增长预期	仁和药业	-11.85	医美政策调控
药石科技	12.39	无特殊原因	特一药业	-11.42	医美政策调控
华北制药	10.12	狂犬单抗获批预期	云南白药	-11.04	北上资金卖出
钱江生化	9.03	重大资产重组	同仁堂	-11.02	无特殊原因
新产业	9.01	多项产品取得注册证	吉药控股	-10.88	无特殊原因
我武生物	8.93	无特殊原因	昂利康	-10.86	无特殊原因
智飞生物	8.85	重磅产品母牛分枝杆菌疫苗 获批	益丰药房	-10.13	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 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
拱东医疗	55.72	科学试验相关估值重估	英科医疗	-31.56	实控人减持影响
国华网安	52.93	鸿蒙概念股	海翔药业	-31.14	无特殊原因
*ST 康美	49.76	无特殊原因	景峰医药	-17.69	医美政策调控
博腾股份	48.08	细胞基因治疗 CXO 估值重估	康芝药业	-16.05	无特殊原因
福瑞股份	41.72	儿科连锁医疗服务概念	长江健康	-15.29	医美政策调控
莎普爱思	41.11	医疗服务逻辑估值重塑	长春高新	-12.53	生长激素集采
太极集团	38.56	国企改革预期	正川股份	-12.31	实控人被举报
南华生物	38.00	无特殊原因	三诺生物	-12.18	无特殊原因
ST 运盛	34.51	公司控制权变更	人福医药	-12.16	无特殊原因
欧普康视	34.20	无特殊原因	海思科	-12.12	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

图表 23: 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	最新市值 (亿元)	归母净利 润 2021E	归母净利 润 2022E	净利润增 速 2021E	净利润增 速 2022E	2021PE	2022PE
创新服务商	凯莱英	963	9.9	13.2	37.2%	33.0%	97	73
	药明康德	4,294	40.4	53.3	36.5%	31.9%	106	81
	泰格医药	1,605	19.5	23.5	11.3%	20.6%	82	68
	昭衍新药	486	4.4	5.7	39.0%	30.2%	111	85
	康龙化成	1,576	14.6	19.8	24.5%	35.4%	108	80
	睿智医药	83	1.8	2.2	17.8%	20.9%	45	38
	药石科技	312	2.8	4.0	52.6%	42.4%	111	78
	艾德生物	196	2.6	3.5	42.3%	34.7%	76	57
	博腾股份	413	4.4	6.1	37.1%	36.1%	93	68
	九洲药业	348	6.1	8.0	59.2%	32.0%	57	44
	美迪西	309	2.3	3.7	76.6%	63.1%	135	83
	维亚生物	157	5.1	6.7	-	31.8%	31	23
	方达控股	111	1.6	2.4	44.5%	48.6%	69	46
	创新药-传统转型	恒瑞医药	4,668	78.6	95.3	24.2%	21.2%	59
中国生物制药		1,317	46.8	49.5	68.8%	5.8%	28	27
翰森制药		1,616	31.7	38.1	23.6%	20.1%	51	42
丽珠集团		462	20.0	23.5	16.4%	17.5%	23	20
康弘药业		211	9.7	12.1	-	23.7%	22	18
科伦药业		288	10.9	13.1	32.0%	19.9%	26	22
复星医药		1,740	45.1	54.4	23.2%	20.6%	39	32
海思科		235	7.3	9.6	15.0%	31.4%	32	24
信立泰		354	5.3	7.0	764.0%	32.8%	67	51
冠昊生物		54	0.7	0.9	58.5%	25.0%	73	59
创新药-biotech	贝达药业	442	4.7	6.5	-21.9%	36.2%	93	68
	信达生物	1,053	-14.4	-8.9	-	-	-73	-118
	君实生物	533	-0.3	-2.9	-	-	-1642	-187
	百济神州	2,067	-74.7	-69.2	-	-	-28	-30
	复宏汉霖-B	180	-6.5	-2.3	-	-	-28	-80
	再鼎医药-SB	972	-19.2	-15.2	-	-	-51	-64
	南新制药	66	1.9	2.8	41.4%	49.5%	35	23
	荣昌生物-B	497	-5.5	-2.4	-	-	-91	-211
	康方生物-B	437	-7.6	-5.2	-	-	-58	-84
	泽璟制药-U	179	-3.1	-0.1	-	-	-59	-2335
	微芯生物	159	0.5	1.1	55.4%	126.9%	329	145
	康宁杰瑞制药-B	161	-6.3	-5.4	-	-	-26	-30
	创新疫苗	智飞生物	3,093	52.2	67.4	58.1%	29.1%	59
沃森生物		999	15.5	20.7	54.7%	33.1%	64	48

	康泰生物	1,153	11.6	19.6	70.4%	69.0%	100	59
	万泰生物	1,530	12.5	17.9	84.4%	43.2%	123	86
	康华生物	280	6.2	8.8	53.0%	41.0%	45	32
	康希诺-U	1,626	58.6	121.9	-	108.0%	28	13
创新&特色头部器械耗材	迈瑞医疗	5,714	81.6	99.5	22.6%	21.9%	70	57
	微创医疗	1,041	-11.8	-8.1	-	-	-88	-129
	乐普医疗	558	24.8	29.1	37.5%	17.5%	23	19
	威高股份	646	24.8	30.2	22.0%	22.0%	26	21
	心脉医疗	253	2.9	4.0	36.4%	37.0%	87	63
	启明医疗-B	265	-0.3	1.9	-	-	-845	138
	南微医学	334	3.7	5.5	40.8%	50.2%	91	61
	天智航	157	-	-	-	-	-	-
	健帆生物	716	11.8	16.1	35.4%	35.6%	60	45
	英科医疗	365	133.3	112.3	90.2%	-15.8%	3	3
注射剂国际化	健友股份	410	10.9	14.5	35.6%	32.6%	38	28
	普利制药	224	5.6	7.7	37.7%	36.7%	40	29
口服国际化	华海药业	305	12.5	15.6	34.4%	25.1%	24	20
创新国际化	恒瑞医药	4,668	78.6	95.3	24.2%	21.2%	59	49
	贝达药业	442	4.7	6.5	-21.9%	36.2%	93	68
	康弘药业	211	9.7	12.1	-	23.7%	22	18
	信达生物	1,053	-14.4	-8.9	-	-	-73	-118
	百济神州	2,067	-74.7	-69.2	-	-	-28	-30
	再鼎医药-SB	972	-19.2	-15.2	-	-	-51	-64
品牌中药消费	东阿阿胶	233	6.1	10.4	1313.7%	69.6%	38	22
	片仔癀	2,440	20.5	25.0	22.4%	22.1%	119	98
	云南白药	1,402	57.0	62.7	3.4%	9.9%	25	22
	同仁堂	477	11.7	13.0	13.7%	11.2%	41	37
	华润三九	249	19.8	21.8	24.2%	10.0%	13	11
眼科	爱尔眼科	3,540	23.6	31.0	36.8%	31.5%	150	114
	光正眼科	69	1.3	1.5	214.6%	9.7%	52	47
	欧普康视	910	6.0	8.0	38.6%	33.9%	151	113
	爱博医疗	309	1.4	1.9	45.6%	38.2%	220	159
	兴齐眼药	135	1.8	2.9	107.0%	59.5%	74	46
	昊海生科	282	4.4	5.9	92.2%	32.5%	64	48
医美	爱美客	1,415	7.1	10.5	61.8%	47.8%	199	135
	华熙生物	1,157	8.1	11.0	25.5%	35.2%	143	106
	朗姿股份	204	2.5	3.6	76.3%	44.5%	81	56
儿科相关	我武生物	374	3.8	5.1	36.7%	32.7%	98	74
	长春高新	1,647	40.6	52.0	33.1%	28.3%	41	32
	安科生物	252	5.1	6.6	41.2%	29.7%	50	38
药店	益丰药房	412	10.1	13.0	31.7%	28.5%	41	32
	老百姓	218	7.7	9.6	23.8%	24.6%	28	23

	一心堂	210	9.8	12.0	24.3%	22.2%	21	18
	大参林	423	13.6	17.4	28.4%	27.5%	31	24
	国药一致	166	15.9	18.1	13.7%	13.7%	10	9
特色专科连锁	爱尔眼科	3,540	23.6	31.0	36.8%	31.5%	150	114
	美年健康	413	8.4	11.1	51.5%	31.9%	49	37
	通策医疗	1,239	7.4	9.8	49.8%	33.3%	168	126
	锦欣生殖	382	3.9	5.4	55.3%	37.4%	98	71
	光正眼科	69	1.3	1.5	214.6%	9.7%	52	47
ICL	金域医学	667	14.5	13.9	-4.0%	-4.3%	46	48
	迪安诊断	236	11.2	11.4	39.7%	1.5%	21	21
互联网医疗&医疗 信息化	卫宁健康	345	6.4	8.5	31.0%	32.8%	54	40
	创业慧康	146	4.7	6.2	41.7%	32.2%	31	23
	阿里健康	1,981	6.8	13.2	94.1%	94.7%	293	150
	平安好医生	834	-14.8	-11.8	-	-	-56	-70
IVD	安图生物	457	11.8	15.4	57.6%	30.9%	39	30
	新产业	542	11.5	16.1	22.0%	40.5%	47	34
	迈克生物	235	9.8	12.2	23.6%	23.9%	24	19
	万孚生物	311	8.5	10.7	34.3%	25.8%	37	29
	艾德生物	196	2.6	3.5	42.3%	34.7%	76	57
	贝瑞基因	110	2.3	3.1	10.5%	32.3%	47	36
原辅包材	山河药辅	28	1.2	1.5	28.3%	25.1%	23	19
	山东药玻	211	7.1	9.1	25.9%	28.0%	30	23
	浙江医药	146	12.2	16.4	70.6%	34.0%	12	9
	新和成	794	44.0	50.5	23.5%	14.7%	18	16
	司太立	184	4.3	6.2	80.6%	44.8%	43	30
	普洛药业	302	10.7	13.9	31.0%	29.7%	28	22
	仙琚制药	129	6.3	7.8	25.8%	23.3%	20	17
	天宇股份	132	7.4	9.5	11.5%	28.0%	18	14
	奥翔药业	85	1.8	2.7	109.9%	50.0%	47	32
	博瑞医药	184	2.6	3.9	50.4%	52.4%	72	47
血制品	华兰生物	675	19.9	24.3	23.5%	22.0%	34	28
	博雅生物	154	4.1	5.2	56.4%	26.9%	38	30
	天坛生物	442	7.8	9.7	22.1%	23.8%	56	46
	双林生物	245	4.7	6.7	154.8%	40.4%	52	37
特色专科药	恩华药业	148	8.9	10.8	21.9%	22.1%	17	14
	人福医药	435	14.5	18.5	29.9%	27.7%	30	24
	华润双鹤	123	11.0	11.9	9.4%	8.5%	11	10
	通化东宝	249	11.1	13.3	19.2%	19.8%	22	19
	健康元	275	12.7	15.0	13.1%	18.6%	22	18
	东诚药业	169	5.2	6.6	38.8%	26.2%	32	25
	北陆药业	49	2.3	2.9	29.6%	25.8%	22	17
	京新药业	72	6.5	7.5	-0.8%	15.3%	11	10

流通	上海医药	609	54.4	60.9	21.1%	11.9%	11	10
	九州通	310	27.9	32.2	-6.0%	15.6%	11	10
	柳药股份	71	8.8	10.5	23.9%	19.2%	8	7
	国药股份	257	16.5	18.8	19.0%	14.4%	16	14
其他特色	伟思医疗	96	1.8	2.5	25.5%	38.7%	53	38
	华北制药	209	-	-	-	-	-	-
	太极集团	114	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 表中数据均为 wind 一致预期或已公告数据

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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