

医药生物

中报透视 CXO：板块增长强劲，边际变化持续向好

一、本周回顾与周专题：

本周申万医药指数上涨 3.00%，位列全行业第 16，跑输沪深 300 指数和创业板指数。日前我们发布了 2021 年医药中报总结，其中 CXO 板块持续表现亮眼。本周周专题，我们着重对 CXO 板块年初至今行情表现、中报经营财务数据与重点指标变化情况进行了梳理与分析。

二、近期复盘：

本周医药整体是比较平淡的一周，周一出现强反弹，后面几天比较平淡，持续缩量，我们认为原因如下：按照我们“内忧外患”理论持续演绎变化（所谓“外患”代表新能源、顺周期等板块的持续火热带来的抽水效应，所谓“内忧”代表政策大环境偏紧状态下的支付端变革政策边界混沌超预期的担忧（2018 年是集采政策尺度担忧），内忧逐步预期充分、外患逐步缓解，医药底部特征越来越明确，市场在“外患板块”出现松动的时候，还是会选择医药板块的，比如周一医药强势反弹的表现就是体现，只是“外患板块”还持续走强，暂时医药全市场关注度不够，无持续的增量资金，我们认为最悲观的时候已经慢慢过去，但医药短期内的“内忧外患”仍未结束，整体反弹需要“静等水来”。

本周我们有四个重点观察：第一，指数压力减小，持续缩量。第二，共识性子板块 CXO 有整体表现。第三，涨跌幅榜单上还是中小市值为主，个股逻辑驱动较多，降低预期、出奇制胜的策略还是比较适合当下市场风格。第四，题材概念股相对较强，转型、医疗里面新能源概念、北交所概念个股表现整体较强。

三、板块观点：

1、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。考虑宏观环境，今年要重视中小市值。应对短期巨幅波动，我们把眼光拉长了看，医药行业长期增长的本质是什么？是医药刚需的长期拉动，是健康消费升级的长期拉动，并且当下的需求满足度和渗透率极低，这是医药最为长期的大逻辑，但是因为大家对于支付端变革政策的担忧，大家似乎忽略了这个本质，支付端政策不会是一个刚性行业的长逻辑限制，最多算中短期干扰项。中长期看，我们是乐观的，医药大概率会走出慢牛快熊的形式。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，比较优势是强化的。七普人口数据出炉，我国人口结构正在发生巨变，未来因为巨大人口红利带动的很多行业发展逻辑都将面临巨变，市场会越来越关注并去寻找增量属性比较优势行业，逻辑周期够长并且确定性够强的行业排在最前列的非医药莫属（老龄化加剧刚需医药扩容、健康消费升级加剧消费医药渗透率提升），未来消费医药类配置资金会从中长期维度强化配置医药，导致医药整体水位提升，长期必然是乐观的。长期的 5+X 战略配置思路是不变的：医药科技创新、医药扬帆出海、医药健康消费、医药品牌连锁、医药互联互通等。

2、中短期来看：从整个板块来看，医药今年本来医药就是消化估值的年份，近几个月名正言顺的处于“内忧外患”之中，所谓外患就是顺周期、新能源、军工等板块对医药的抽水效应，所谓内忧就是医药的政策性担忧，外患问题不好说（近期演绎的太极致了），内忧问题其实就看情绪认知差，最大的预期差时期已经过去了，当下再整理整理，内忧问题其实对于医药长期发展来讲并不是决定性因素，要有长期战略眼光，当下的跌幅或许都是未来的收益，期待医药最快 Q4、最慢 Q1 的表现！**中短期应对策略：**（1）确认进入底部区间，长逻辑并没有破坏的核心赛道和核心资产，以中性偏乐观估值考量未来 3 年的年化预期回报率（3 年后以 1.2-1.5 PEG 考量，看景气度差异定），若起跌，则以中长期配置思路逐步抄底。（2）阶段性战略方针：静等水来、整理情绪、调整结构、谨慎出奇！战术方针：外需>进口替代>内需、To B 端>To G/C 端、中小>中大。（3）配置方向上：着眼全球的国际化竞争优势（CDMO、新冠疫苗&治疗性用药、注射剂出口、部分器械）、进口替代下的高景气中国制造&硬核科技（制药装备、科研产业链、医药科技）；政策阻力较小（中药）；中长期继续看好健康消费升级（疫苗、眼科、医美、医疗服务等）。

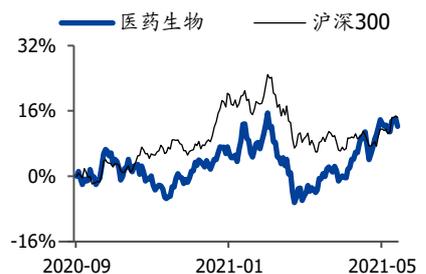
3、配置思路：

（1）着眼全球的国际化竞争优势：（1）全球新冠疫苗&治疗性用药（智飞生物等）；（2）差异化 CDMO（博腾股份、九洲药业、康龙化成、凯莱英、药明康德、药石科技、美迪西）；（3）国际化器械：迈瑞医疗；（4）注射剂出口（健友股份、普利制药）；（5）科研测序（诺禾致源）；**（2）进口替代下的高景气中国制造&硬核科技：**制药装备（东富龙、新华医疗等）、机器人（天智航）。**（3）中长期继续看好健康消费升级角度：**（1）消费疫苗：智飞生物、万泰生物；（3）医疗服务：三星医疗、国际医学、爱尔眼科、通策医疗、盈康生命、信邦制药；（3）眼科医美：昊海生科、兴齐眼药。**（4）其他长期跟踪看好标的：**恒瑞医药、长春高新、康泰生物、安科生物、片仔癀、云南白药、前沿生物、南新制药、奥精医疗、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、君实生物、东诚药业、艾德生物、英科医疗、金城医学、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、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@gzsq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号：S0680520080007

邮箱：yinyifan@gzsq.com

相关研究

- 1、《医药生物：创新药周报：闻弦歌知雅意，由跨国药企中报看创新发展》2021-09-05
- 2、《医药生物：医药中报总结发布，疫情后时代恢复性高增长，子行业大分化》2021-09-05
- 3、《医药行业 2021 年中报总结：疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化》2021-09-03



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 中报透视 CXO: 板块增长保持强劲, 边际变化持续向好	7
1.3.1 行情复盘: CXO 显著跑赢医药生物与 A 股整体, 业绩高爆发性更受关注	7
1.3.2 中报拆解: CXO 板块增长强劲, 行业呈现持续高景气状态	8
1.3.3 边际变化: 持续加大资本开支与人员投入, 保障业务增长可持续性	10
2、本周行业重点事件&政策回顾	12
3、行情回顾与医药热度跟踪	13
3.1 医药行业行情回顾	13
3.2 医药行业热度追踪	16
3.3 医药板块个股行情回顾	18
4、医药行业 5+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新	19
5、风险提示	22

图表目录

图表 1: 年初至今 CXO 相对跑赢申万医药生物与全部 A 股	7
图表 2: CXO 部分标的年初至今涨跌幅、总市值与经营数据对比	8
图表 3: CXO 板块收入利润增长与其他财务指标情况	8
图表 4: CRO 板块收入利润增长与其他财务指标情况	9
图表 5: CDMO 板块收入利润增长与其他财务指标情况	10
图表 6: CXO 板块部分标的近年员工数量增长情况	10
图表 7: CXO 板块部分标的近年资本开支增长情况	11
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: 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(%)	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 (2021 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 (%)	15
图表 13: 申万医药各子行业 2021 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 5+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	19

1、医药核心观点

1.1 周观点

本周回顾与周专题:

本周申万医药指数上涨 3.00%，位列全行业第 16，跑输沪深 300 指数和创业板指数。日前我们发布了 2021 年医药中报总结，其中 CXO 板块持续表现亮眼。本周周专题，我们着重对 CXO 板块年初至今行情表现、中报经营财务数据与重点指标变化情况进行了梳理与分析。

近期复盘:

本周医药整体是比较平淡的一周，周一出现强反弹，后面几天比较平淡，持续缩量，我们认为原因如下：按照我们“内忧外患”理论持续演绎变化（所谓“外患”代表新能源、顺周期等板块的持续火热带来的抽水效应，所谓“内忧”代表政策大环境偏紧状态下的支付端变革政策边界混沌超预期的担忧（2018 年是集采政策尺度担忧），内忧逐步预期充分、外患逐步缓解，医药底部特征越来越明确，市场在“外患板块”出现松动的时候，还是会选择医药板块的，比如周一医药强势反弹的表现就是体现，只是“外患板块”还持续走强，暂时医药全市场关注度不够，无持续的增量资金，我们认为最悲观的时候已经慢慢过去，但医药短期内的“内忧外患”仍未结束，整体反弹需要“静等水来”。

本周我们有四个重点观察：第一，指数压力减小，持续缩量。第二，共识性子版块 CXO 有整体表现。第三，涨跌幅榜单上还是中小市值为主，个股逻辑驱动较多，降低预期、出奇制胜的策略还是比较适合当下市场风格。第四，题材概念股相对较强，转型、医疗里面新能源概念、北交所概念个股表现整体较强。

板块观点:

1、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。考虑宏观环境，今年要重视中小市值。应对短期巨幅波动，我们把眼光拉长了看，医药行业长期增长的本质是什么？是医药刚需的长期拉动，是健康消费升级的长期拉动，并且当下的需求满足度和渗透率极低，这是医药最为长期的大逻辑，但是因为大家对于支付端变革政策的担忧，大家似乎忽略了这个本质，支付端政策不会是一个刚性行业的长逻辑限制，最多算中短期干扰项。中长期看，我们是乐观的，医药大概率会走出慢牛快熊的形式。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，比较优势是强化的。七普人口数据出炉，我国人口结构正在发生巨变，未来因为巨大人口红利带动的很多行业发展逻辑都将面临巨变，市场会越来越关注并去寻找增量属性比较优势行业，逻辑周期够长并且确定性够强的行业排在最前列的非医药莫属（老龄化加剧刚需医药扩容、健康消费升级加剧消费医药渗透率提升），未来消费医药类配置资金会从中长期维度强化配置医药，导致医药整体水位提升，长期必然是乐观的。长期的 5+X 战略配置思路是不变的：医药科技创新、医药扬帆出海、医药健康消费、医药品牌连锁、医药互联互通等。

2、中短期来看：从整个板块来看，医药今年本来医药就是消化估值的年份，近几个月名正言顺的处于“内忧外患”之中，所谓外患就是顺周期、新能源、军工等板块对医药的抽水效应，所谓内忧就是医药的政策性担忧，外患问题不好说（近期演绎的太极致了），内忧问题其实就看情绪认知差，最大的预期差时期已经过去了，当下再整理整理，内忧问题其实对于医药长期发展来讲并不是决定性因素，要有长期战略眼光，当下的跌幅或许都是未来的收益，期待医药最快 Q4、最慢 Q1 的表现！中短期应对策略：（1）确认进入底部区间，长逻辑并没有破坏的核心赛道和核心资产，以中性偏乐观估值考量未来 3 年的年化预期回报率（3 年后以 1.2-1.5 PEG 考量，看景气度差异定），若超跌，则以中长期配置思路逐步抄底。（2）阶段性战略方针：静等水来、整理情绪、调整结构、谨慎出奇！战术方针：外需>进口替代>内需、To B

端>To G/C端、中小>中大。(3)配置方向上:着眼全球的国际化竞争优势(CDMO、新冠疫苗&治疗性用药、注射剂出口、部分器械)、进口替代下的高景气中国制造&硬核科技(制药装备、科研产业链、医药科技);政策阻力较小(中药);中长期继续看好健康消费升级(疫苗、眼科、医美、医疗服务等)。

3、配置思路:

(1) 着眼全球的国际化竞争优势: (1) 全球新冠疫苗&治疗性用药(智飞生物等); (2) 差异化 CDMO(博腾股份、九洲药业、康龙化成、凯莱英、药明康德、药石科技、美迪西); (3) 国际化器械:迈瑞医疗; (4) 注射剂出口(健友股份、普利制药); (5) 科研测序(诺禾致源);

(2) 进口替代下的高景气中国制造&硬核科技: 制药装备(东富龙、新华医疗等)、机器人(天智航)。

(3) 中长期继续看好健康消费升级角度: (1) 消费疫苗:智飞生物、万泰生物; (3) 医疗服务:三星医疗、国际医学、爱尔眼科、通策医疗、盈康生命、信邦制药; (3) 眼科医美:吴海生科、兴齐眼药。

(4) 其他长期跟踪看好标的: 恒瑞医药、长春高新、康泰生物、安科生物、片仔癀、云南白药、前沿生物、南新制药、奥精医疗、伟思医疗、康希诺、昭衍新药、博瑞医药、君实生物、东诚药业、艾德生物、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 中报透视 CXO：板块增长保持强劲，边际变化持续向好

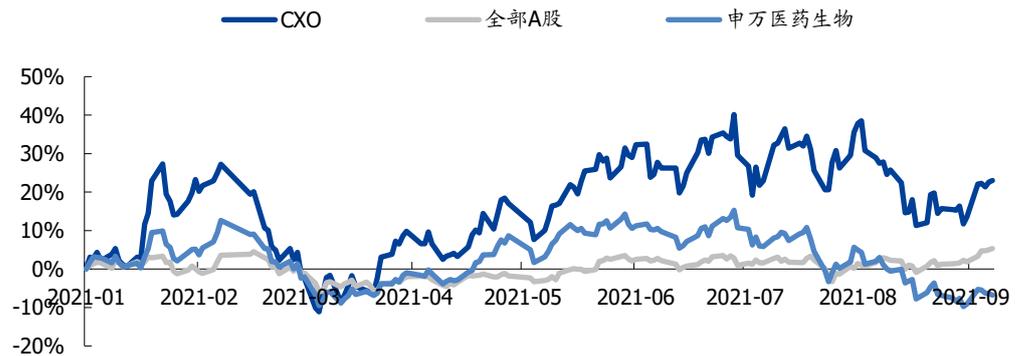
日前我们发布了 2021 年医药中报总结（详见报告“疫情后时代医药恢复性高增长，子板块继续分化”），其中 CXO 板块持续表现亮眼。无论是考虑医药行业在政策混沌期可选赛道标的逐步减少，还是一线二线龙头质量层次的同时更关注估值增速性价比，CXO 个股持续增长确定性与向好边际变化的重要性都在持续提升，也是我们持续跟踪 CXO 板块季度经营指标与重要指标变化的意义所在。本周周专题，我们着重对 CXO 板块年初至今行情表现、中报经营财务数据与重点指标变化情况进行了梳理与分析。

1.3.1 行情复盘：CXO 显著跑赢医药生物与 A 股整体，业绩高爆发性更受关注

剔除新股等影响，我们选取了药明康德、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、睿智医药、成都先导、博济医药、药石科技、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业作为 CXO 板块成分股，根据 Wind 板块行情序列收盘价（总股本加权平均）测算板块涨跌幅。

整体来看，CXO、申万医药生物和全部 A 股实现年初至今涨跌幅分别为+23.0%、-6.8%和 5.3%，CXO 板块对比优势明显，显著跑赢医药生物行业与全部 A 股整体，是医药生物行业领涨板块之一。

图表 1：年初至今 CXO 相对跑赢申万医药生物与全部 A 股



资料来源：wind，国盛证券研究所，注：各板块涨跌幅根据 wind 板块行情序列收盘价（总股本加权平均）计算

细分个股来看，年初至今涨跌幅超过 300%的一家（美迪西），超过 100%的一家（博腾股份），超过 50%的三家（昭衍新药、药石科技、康龙化成），超过 20%的四家（普洛药业、凯莱英、药明康德、九洲药业），不足 20%的四家。

图表 2: CXO 部分标的年初至今涨跌幅、总市值与经营数据对比

公司	年初至今涨跌幅	总市值 (亿元)	收入增速	归母净利润增速	扣非后归母净利润增速
美迪西	351%	439	86%	142%	150%
博腾股份	150%	497	36%	64%	70%
昭衍新药	96%	546	35%	103%	102%
药石科技	67%	353	35%	337%	77%
康龙化成	62%	1549	50%	18%	61%
普洛药业	45%	395	7%	29%	25%
凯莱英	26%	912	39%	36%	27%
药明康德	26%	4157	46%	56%	88%
九洲药业	20%	357	85%	112%	103%
博济医药	1%	29	10%	19%	-18%
睿智医药	-5%	70	26%	-87%	-103%
泰格医药	-6%	1320	42%	26%	79%
成都先导	-10%	109	78%	34%	27%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

底层逻辑分析, 我们认为 CXO 板块整体的亮眼表现一如既往体现了其高景气赛道特性, 有国内创新药产业链蓬勃发展与海外药企订单产能加速向国内转移等产业逻辑加持, 也有医药行业内部规避政策影响寻求高成长性赛道等结构化配置带来的资本共振。而从个股来看, 我们认为在年初至今 CXO 标的差异化选择中, 个股市值大小 (是否为规模意义上绝对龙头) 的影响程度淡化, 而个股收入业绩增速 (是否具备成长高爆发性) 的关注度与影响力都在快速增加。

1.3.2 中报拆解: CXO 板块增长强劲, 行业呈现持续高景气状态

2021H1, CXO 板块整体实现收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比+38.65%、+48.61%、+67.94%。毛利率、净利率分别同比+0.07、+2.65 个百分点。销售费用率、期间费用率分别同比-0.62、-1.81 个百分点。应收占款增速与经营性现金流/营业收入分别同比有所提升, 经营财务指标表现良好。

图表 3: CXO 板块收入利润增长与其他财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	21.54%	38.65%	48.89%	31.06%
净利润增速	79.39%	48.61%	182.50%	7.38%
扣非后净利润增速	30.17%	67.94%	104.87%	50.02%
毛利率	37.61%	37.68%	36.97%	38.29%
净利率	22.52%	25.17%	25.57%	24.83%
销售费用率	4.03%	3.41%	3.69%	3.17%
期间费用率	19.87%	18.06%	18.50%	17.70%
应收账款增速	14.56%	16.04%	36.16%	NA
经营性现金流/营业收入	18.66%	18.78%	15.76%	21.31%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

CRO 板块来看, 收入扣非恢复强劲增长, 行业持续高景气:

- **营业收入:** 2021H1 收入同比+45.29%, 相比同期增速大幅提升, 后疫情时代快速增长, 其中部分细分赛道龙头实现更快个体增速, 板块整体持续高景气。单季来看, 2021Q2 增速环比略有下降, 但仍保持接近 40% 高增速, 主要源自于去年 Q1 疫情影响较大低基数更明显而 Q2 已启动恢复。

- **归母净利润&扣非后归母净利润:** 由于权重股药明康德、康龙化成、泰格医药等有较多非经常性损益的影响，CRO 板块利润端波动较大，不如收入端与扣非后归母净利润端更能直接反应经营情况。2021H1、2021Q2 分别实现扣非后归母净利润同比 +79.72%、+57.07%，增速相对收入端更加亮眼，进一步验证板块高景气的同时也涵盖了部分个股盈利能力的持续提升。
- **财务指标:** 2021H1 毛利率同比略有下降，主要受到部分个股的新业务布局以及产能人员扩张带来的投入有所增加，但从单季来看 2021Q2 毛利率环比提升，今年来看盈利能力提升趋势仍在。2021H1 销售费率、期间费用率同比下降，应收账款增速同比提升，经营性现金流的收入占比同比提升，后疫情时代业务运营快速恢复。

图表 4: CRO 板块收入利润增长与其他财务指标情况

项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	23.00%	45.29%	53.15%	39.23%
净利润增速	93.55%	41.83%	244.90%	-9.46%
扣非后净利润增速	25.26%	79.72%	128.14%	57.07%
毛利率	38.80%	38.52%	38.04%	38.93%
净利率	27.61%	28.52%	31.72%	25.81%
销售费用率	3.33%	3.07%	3.10%	3.05%
期间费用率	20.29%	17.95%	17.66%	18.19%
应收账款增速	13.19%	22.57%	34.86%	NA
经营性现金流/营业收入	21.29%	21.91%	18.73%	24.61%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

CDMO 板块来看，产业转移趋势明显，利润持续超预期

- **营业收入:** CDMO 子领域 2021 上半年收入增速 27.87%，远高于行业平均增速。其中 Q1 增速 41.53%，Q2 增速 18.41%，Q1 主要是去年同期受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，故去年 Q1 是低基数。Q2 增速放缓，其中普洛 Q2 单季度增速只有 0.85%，拉低了行业平均值，其他公司普遍高景气度确定性强。
- **归母净利润&扣非后归母净利润:** CDMO 子领域 2021 上半年净利润增速 69.6%，其中 Q1 增速 67.86%，Q2 增速 70.49%，Q2 扣非增速为 35.76%，环比 Q1 有降速，归母和扣非的差异主要是药石科技的投资收益的差异。整体 CDMO 超高增长体现了行业的高景气度，除了普洛之外各个公司利润增速均在 30%以上，九洲、博腾、药石增速都在 50%以上
- **财务指标:** CDMO2021H1 全年综合毛利率 36.14%，相较去年同期的 35.68%稳中有升。净利率方面 CDMO 子领域 2021 上半年为 18.98%，相较去年同期的 14.27%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市场推广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。应收增速加快，与收入的快速增长匹配，经营性现金流/营业收入有所下降。整体财务指标稳健。

图表 5: CDMO 板块收入利润增长与其他财务指标情况

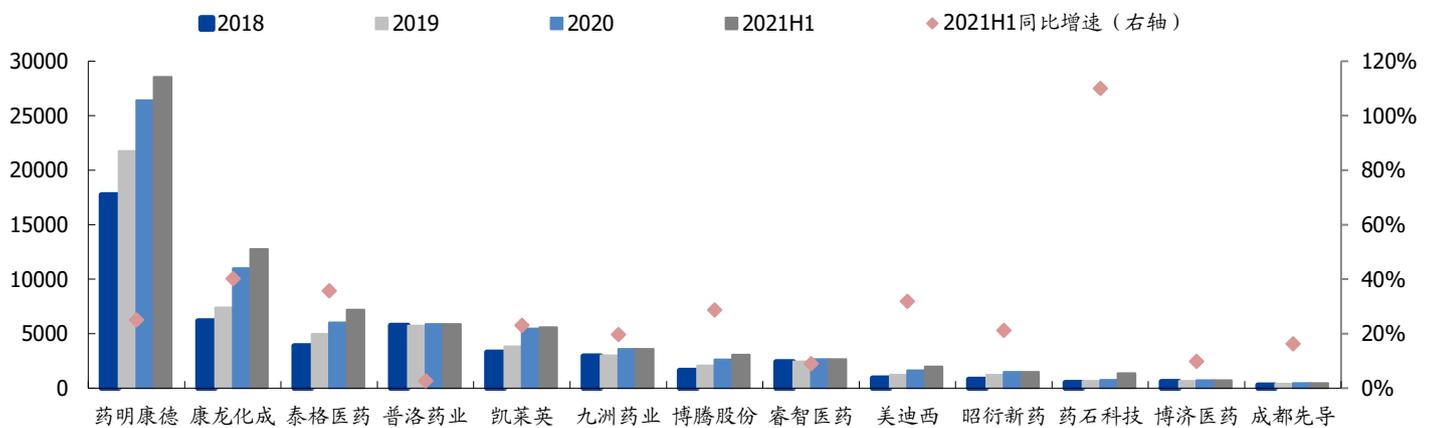
项目	2020H	2021H	2021Q1	2021Q2
收入增速	19.25%	27.87%	41.53%	18.41%
净利润增速	46.24%	69.60%	67.86%	70.49%
扣非后净利润增速	40.97%	44.91%	62.50%	35.76%
毛利率	35.68%	36.14%	34.96%	37.11%
净利率	14.27%	18.98%	14.08%	23.04%
销售费用率	5.17%	4.02%	4.78%	3.39%
期间费用率	19.18%	18.28%	20.07%	16.80%
应收账款增速	16.86%	5.44%	38.63%	NA
经营性现金流/营业收入	14.41%	13.00%	10.21%	15.31%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.3.3 边际变化: 持续加大资本开支与人员投入, 保障业务增长可持续性

人员数量快速增加, 驱动 CXO 公司长期成长: 人才对于 CXO 业务开展至关重要, 近年来 CXO 相关公司持续招募人才扩充团队, 快速匹配持续扩充的产能, 承接持续增加创新药物研发生产需求。2021H1 员工数量同比增长趋势延续, 其中有 8 家增速超过 20%, 药石科技同比增长 110%至 1369 人, 康龙化成同比增长 40.2%至 12776 人, 泰格医药同比增长 35.7%至 7208 人, 美迪西同比增长 31.9%至 1970 人, 博腾股份同比增长 28.7%至 3054 人, 药明康德同比增长 25.1%至 28542 人, 凯莱英同比增长 23.0%至 5600 人, 昭衍新药同比增长 21.2%至 1483 人, 其他公司员工总数也均实现同比增长。

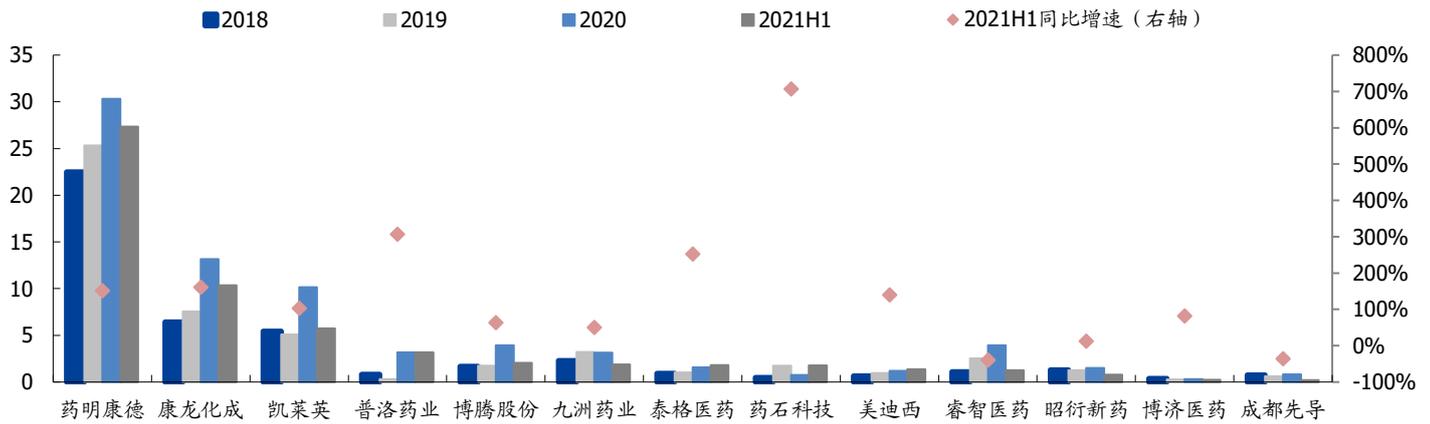
图表 6: CXO 板块部分标的近年员工数量增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 1) 左轴单位: 人, 2) wind 统计口径中部分公司中报员工总数与前一年年报相同

资本开支持续增加, 持续建设服务能力满足新药研发生产需求: 2021H1 资本开支同比增长趋势延续, 其中有 7 家增翻倍, 药石科技同比增长 706%至 1.77 亿元, 普洛药业同比增长 307%至 3.19 亿元, 泰格医药同比增长 252%至 1.82 亿元, 康龙化成同比增长 161%至 10.35 亿元, 药明康德同比增长 151%至 27.35 亿元, 美迪西同比增长 140%至 1.37 亿元, 凯莱英同比增长 103%至 5.76 亿元, 其他公司资本开支大多数均实现同比增长。

图表 7: CXO 板块部分标的近年资本开支增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 左轴单位: 亿元

部分个股后续产能与服务能力建设举例:

- **药明康德:** 5月第二个一体化制剂开发生产基地(无锡)投入运营, 6月宣布在美国特拉华州建设一体化原料药与制剂生产基地, 7月完成百时美施贵宝的瑞士库威制剂生产基地收购。临港上海细胞基因疗法CTDMO工厂加速建设(预计2021年底建成产能15300立方米); 收购OXCENE后获得腺相关病毒生产与慢病毒生产前沿技术更好服务客户等。
- **康龙化成:** 积极推进CMC产能建设(天津三期CMC产能于2021Q1开始使用, 绍兴大规模CMC产能预计2021H2投产200立方米, 2022年投产另外400立方米)。杭州湾12万平方米实验室完成建设(4.2万平方米开始建设), 杭州湾大分子药物开发和生产服务基地开始建设(预计2023H1开始承接大分子GMP生产服务项目)。完成海外ABL与AbsorptionSystems的收购, 快速拓展布局大分子药物与细胞基因治疗的实验室服务与CDMO服务领域等。
- **昭衍新药:** 2021年启动约7500平米动物房装修工程(预计今年底前可投入使用), 后续苏州二期工厂建设计划增加建筑面积约2.5万平米, 仍以动物饲养管理为主(计划今年下半年开始动工)。广州梧州计划新增非人灵长类繁殖基地565亩, 用于开工建设具备1.5万只饲养能力的灵长类动物设施, 打造非人灵长类动物平台, 进一步保障实验动物供应等。
- **博腾股份:** 上海研发中心浦江新场地启动运营, 重庆两江新区水土研发中心推进扩建, 预计第三季度投入使用, 计划扩建上海研发中心。持续推进AAV团队、昆虫细胞AAV工艺平台、50L工艺放大等能力建设。上半年正式启动重庆两江新区水土高新城的制剂工厂一期项目建设, 5个车间预计明年四季度投入使用等。

2、本周行业重点事件&政策回顾

【事件一】国家组织药品集中采购办公室公布第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单

<http://b3vht.cn/1aSrZ>

9月10日，国家组织药品集中采购办公室发布关于第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单的公示。此次胰岛素国采共计81个产品，涉及到诺和诺德、礼来、赛诺菲、通化东宝、天麦生物、甘李药业、珠海联邦制药、誉衡药业、万邦生化和东阳光共10家企业。文件显示，按照国家组织药品集中采购和使用工作部署，为推进第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）工作，根据前期摸底和企业反馈情况，联采办整理形成二代和三代胰岛素相关企业及产品清单。公示期为9月10日至13日，公示结束后，将组织医药机构按清单填报需求量。

【点评】本次第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单的公示，表明胰岛素带量采购已经迈出重要一步。近年来胰岛素及类似物国内市场销售额持续增长，跨国药企长期占据70%以上份额。本次集采中，国产相较于进口产品价格低30%，应用场景更侧重基层。本次集采将使市场格局产生改变。

【事件二】国家医保局、卫健委发布《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》

<https://cn.hk.uy/NcT>

9月10日，国家医疗保障局、国家卫生健康委发布《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》，要求建立院内药品配备与医保药品目录调整联动机制，自新版目录正式公布后，要根据临床用药需求，及时统筹召开药事会，“应配尽配”。建立健全处方流转机制，通过“双通道”等渠道提升药品可及性，积极探索完善谈判药品单独支付政策。2021年10月底前各省确定“双通道”药品名单，11月底前各地市级至少有1家符合条件的“双通道”零售药店。

【点评】通知提出，各级医疗保障、卫生健康部门需自觉适应医保药品目录调整常态化、管理精细化要求。通知的下发有助于规范临床用药和医疗服务行为，加速谈判药品落地，切实提高谈判药品可及性。

【事件三】北京市医疗保障局发布《关于开展京津冀“3+N”联盟冠脉药物球囊类和起搏器类医用耗材带量联动采购有关工作的通知》

<https://t.hk.uy/W86>

9月8日，北京市医疗保障局发布《关于开展京津冀“3+N”联盟冠脉药物球囊类和起搏器类医用耗材带量联动采购有关工作的通知》。京津冀医保部门与自愿加入的黑吉辽蒙晋鲁豫川黔藏等地区组成“3+N”联盟，开展“3+N”联盟冠脉药物球囊类和起搏器类医用耗材带量联动采购项目。其中北京地区采购主体已执行冠脉药物球囊类中选结果，不再重新参加；山东地区采购主体只参加执行冠脉药物球囊类中选结果；山西河南贵州地区采购主体只参加执行起搏器类中选结果。

【点评】此次对冠脉药物球囊类和起搏器类医用耗材进行带量联采的省份高达13省，将以13省广阔市场向厂商换取更高价格降幅。叠加全国价格联动机制的推行，本次联盟采

购活动对药物球囊、起搏器价格的影响或将改变现有整体市场行情。

3、行情回顾与医药热度跟踪

3.1 医药行业行情回顾

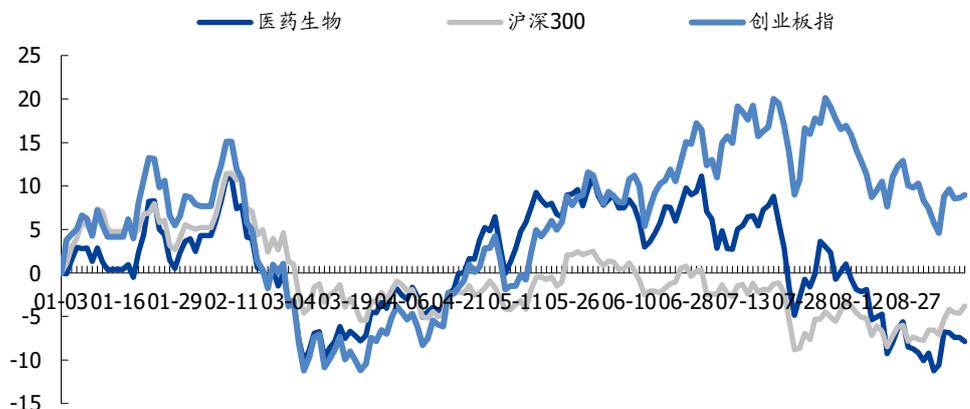
本周申万医药指数上涨**3.00%**，位列全行业第**16**，跑输沪深**300**指数和创业板指数。申万医药指数11123.98点，周环比上涨3.00%。沪深300上涨3.52%，创业板指数上涨4.19%，医药跑输沪深300指数0.52个百分点，跑输创业板1.18个百分点。2021年初至今申万医药下跌7.89%，沪深300下跌3.79%，创业板指数上涨8.96%，医药跑输沪深300指数和创业板指数。

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	5,013.52	4,843.06	3.52	4.33	-3.79
创业板指数	3,232.01	3,102.14	4.19	0.56	8.96
医药生物	11,123.98	10,799.79	3.00	2.43	-7.89

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

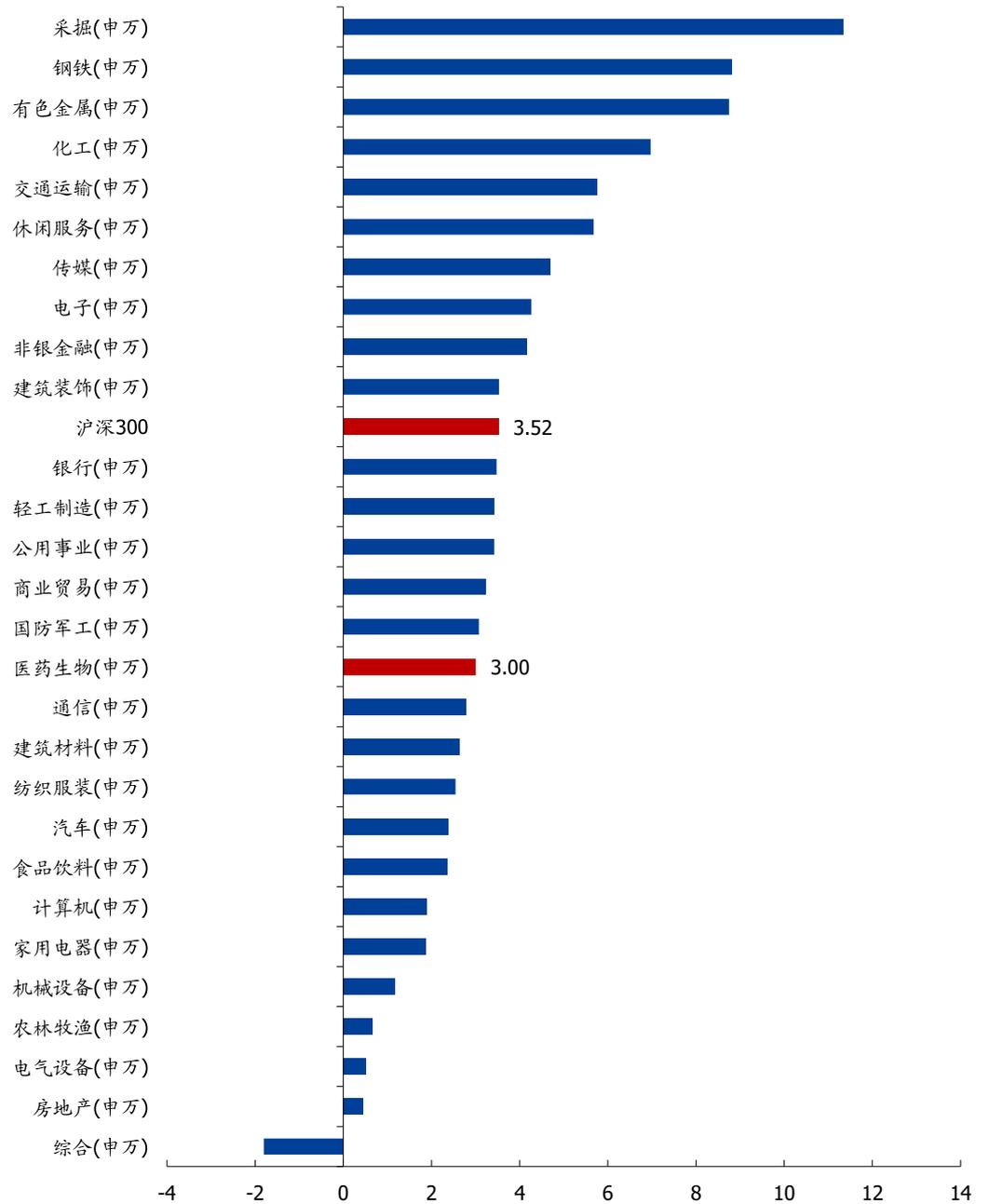
图表 9: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

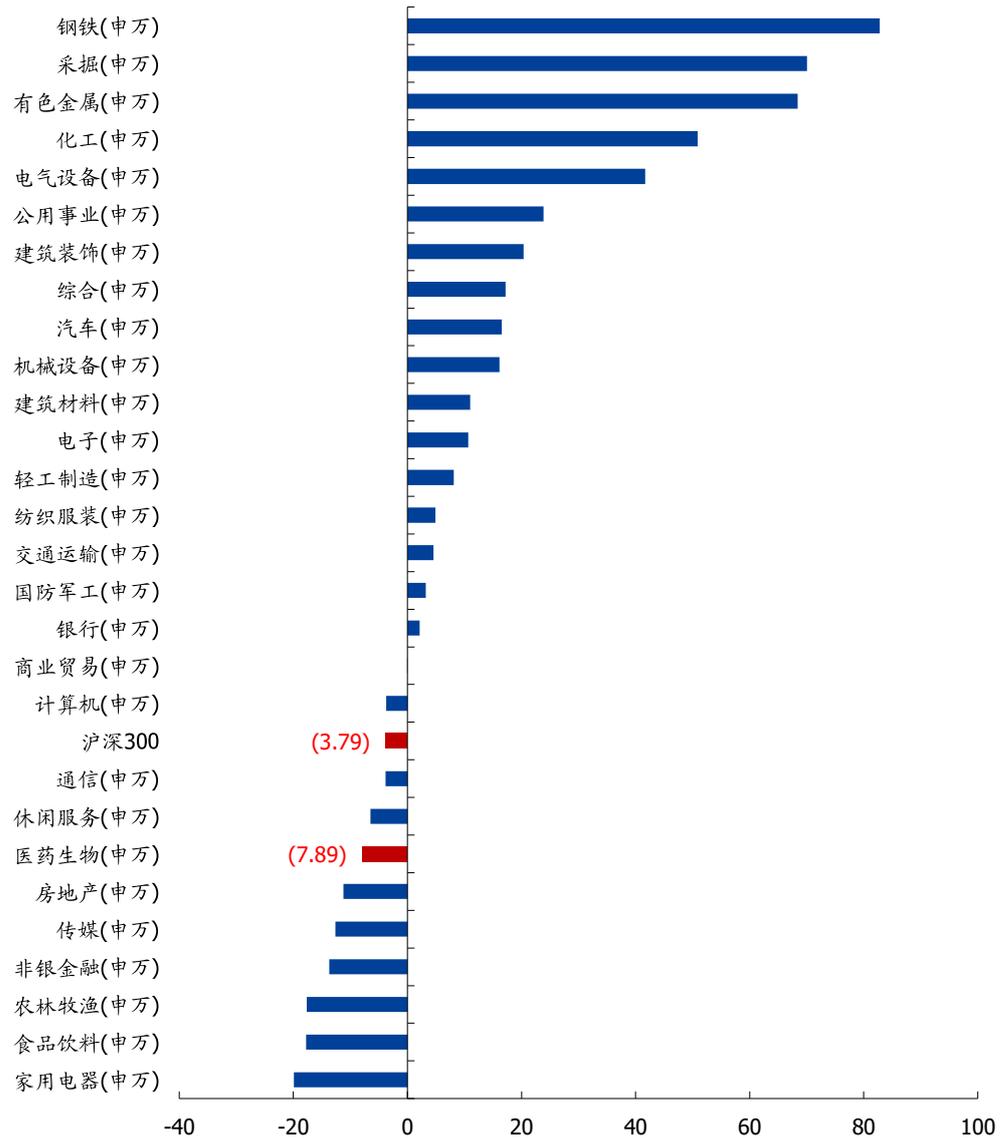
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 16 位。2021 年初至今，医药涨跌幅排在第 22 位。

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

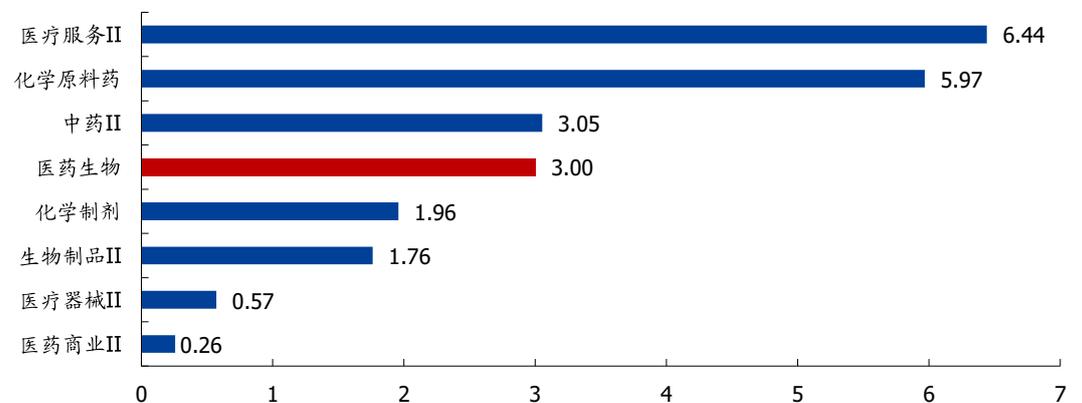
图表 11: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 上涨 6.44%; 表现最差的为医药商业 II, 上涨 0.26%。

图表 12: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

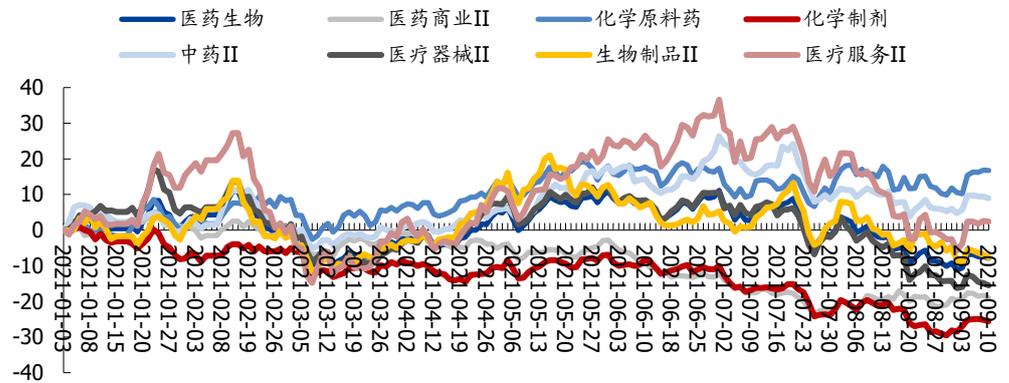


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业化学原料药年度涨幅行业内领先。2021年初至今表现最好的子行业为化学原料

药，上涨 16.79%；表现最差的子行业为化学制剂，下跌 25.51%。其他子行业中，中药 II 上涨 8.98%，医疗服务 II 上涨 2.45%，生物制品 II 下跌 7.74%，医疗器械 II 下跌 15.46%，医药商业 II 下跌 19.04%。

图表 13：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，处于平均线下。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 33.20X，较上周上升 0.75 个单位，比 2005 年以来均值（38.00X）低 4.80 个单位，本周医药行业整体估值上升。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 58.47%，较上周下降 2.81 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（65.28%）下降 6.81 个百分点，处于相对低位。

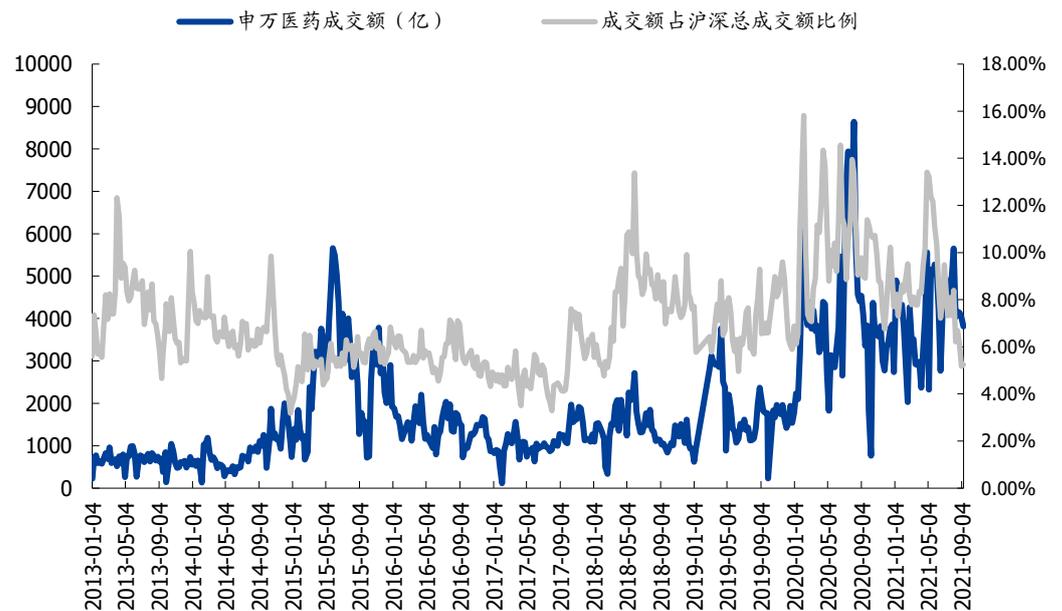
图表 14: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周上升。医药成交总额为 3812.13 亿元，沪深总成交额为 72793.83 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 5.24%（2013 年以来成交额均值为 7.07%）。

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的为威尔药业、富祥药业、太安堂、美迪西、博腾股份。后5的为莱美药业、诺禾致源、奕瑞科技、中新药业、康众医疗。

滚动月涨跌幅排名前5的为富祥药业、延安必康、东阳光、威尔药业、太安堂。后5的为康泰医学、康希诺-U、万泰生物、万孚生物、欧普康视。

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
威尔药业	38.73	疫苗佐剂项目投产	莱美药业	-10.01	股东股份被司法拍卖
富祥药业	29.22	布局 CDMO 等其他逻辑	诺禾致源	-9.82	无特殊原因
太安堂	28.73	辅助生殖&中药	奕瑞科技	-9.64	限售股将解禁
美迪西	19.98	CXO 高增长代表个股, 合作百奥泰 2 个新药项目获批临床	中新药业	-9.50	无特殊原因
博腾股份	18.61	CXO 新业务高弹性代表个股	康众医疗	-8.58	无特殊原因
凯莱英	15.73	CXO 行情	兴齐眼药	-6.90	股东桐实投资减持
广誉远	15.57	中药概念股	翔宇医疗	-6.23	无特殊原因
泰格医药	15.45	CXO 行情	大参林	-5.80	药房股走低
生物谷	15.06	无特殊原因	益丰药房	-5.50	药房股走低
司太立	14.39	无特殊原因	英科医疗	-5.36	限售股将解禁

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
富祥药业	78.59	布局 CDMO	康泰医学	-41.46	上半年净利营收双降、高管减持
延安必康	74.13	锂电池相关	康希诺-U	-40.51	无特殊原因
东阳光	61.77	剥离医药资产	万泰生物	-33.44	IVD 集采影响
威尔药业	50.24	疫苗佐剂项目投产	万孚生物	-28.82	无特殊原因
太安堂	44.96	辅助生殖&中药	欧普康视	-28.07	无特殊原因
阳光诺和	42.27	业绩超预期	博晖创新	-27.39	终止购买上海博森股权
亚宝药业	39.22	创新药、中药概念热股	亚辉龙	-26.90	IVD 集采影响
新华医疗	37.64	制药装备主线行情	通策医疗	-26.38	宁波种植牙集采预期影响
中关村	33.50	北京证交所概念	莱美药业	-26.37	股东股份被司法拍卖
美迪西	30.58	CXO 高增长代表个股, 合作百奥泰 2 个新药项目获批临床	盈康生命	-25.13	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、医药行业 5+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

图表 18: 国盛医药 5+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	股票名称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		归母净利润 增速		PE	PE
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
创新服务商	凯莱英	912	9.99	13.46	38.3%	34.7%	91	68
	药明康德	4,157	41.60	55.10	40.5%	32.5%	100	75
	泰格医药	1,320	20.80	24.30	18.8%	16.9%	63	54
	昭衍新药	546	4.45	5.88	41.3%	32.0%	123	93
	康龙化成	1,549	14.50	18.80	23.3%	30.1%	107	82
	睿智医药	70	1.82	2.20	17.8%	20.9%	38	32
	药石科技	353	5.33	4.67	189.5%	-12.5%	66	76
	艾德生物	169	2.55	3.42	41.2%	34.4%	66	49
	博腾股份	497	4.59	6.46	41.6%	40.6%	108	77
	九洲药业	357	6.18	8.15	62.4%	31.9%	58	44
	美迪西	439	2.34	3.79	81.2%	61.7%	188	116
	皓元医药	264	1.94	2.74	50.8%	41.3%	136	96
	诺泰生物	105	1.74	2.48	41.3%	42.2%	60	42
	药明生物	4,174	27.99	39.40	65.7%	40.8%	149	106
	维亚生物	106	4.84	6.57	-	-	22	16
方达控股	95	0.25	0.38	47.7%	48.6%	381	251	
创新药 - 传统转型	恒瑞医药	3,036	76.25	94.88	20.5%	24.4%	40	32
	中国生物制药	1,062	79.10	50.30	185.4%	-36.4%	13	21
	翰森制药	1,062	36.80	43.92	-	-	29	24
	丽珠集团	376	19.74	23.79	15.1%	20.5%	19	16
	康弘药业	174	-3.25	-3.92	20.5%	20.7%	-54	-44
	科伦药业	267	11.14	13.05	34.3%	17.1%	24	20
	复星医药	1,607	45.43	54.65	24.0%	20.3%	35	29
	海思科	188	6.84	8.78	7.4%	28.5%	27	21
	信立泰	307	5.04	6.65	728.6%	31.9%	61	46
	冠昊生物	49	0.74	0.92	58.5%	25.0%	66	53
创新药 - biotech	贝达药业	354	4.61	6.10	-24.0%	32.3%	77	58
	信达生物	777	-15.45	-9.13	-	-	-50	-85
	君实生物	328	6.24	1.27	-	-	53	259
	百济神州	2,083	-74.77	-67.48	-	-	-28	-31
	复宏汉霖-B	126	-6.49	-2.23	-	-	-19	-56
	再鼎医药 - SB	843	-27.58	-17.33	-	-	-31	-49
	南新制药	42	1.88	2.81	41.6%	49.3%	22	15

	荣昌生物-B	428	-2.07	-1.01	-	-	-207	-422
	康方生物-B	298	-10.91	-6.72	-	-	-27	-44
	泽璟制药-U	158	-4.70	-3.70	-	-	-34	-43
	微芯生物	156	0.48	1.10	55.4%	126.9%	324	143
	康宁杰瑞制 药-B	180	-6.64	-6.19	-	-	-27	-29
创新疫苗	智飞生物	2,541	66.47	83.56	101.4%	25.7%	38	30
	沃森生物	1,179	13.41	17.96	33.7%	33.9%	88	66
	康泰生物	803	13.83	23.10	103.6%	67.1%	58	35
	万泰生物	1,143	12.74	17.95	88.2%	40.9%	90	64
	康华生物	161	6.16	8.73	51.0%	41.7%	26	18
	康希诺-U	917	38.82	75.24	-	-	24	12
创新&特色 头部器械耗 材	迈瑞医疗	4,032	81.74	99.67	22.8%	21.9%	49	40
	微创医疗	717	-14.79	-9.65	-	-	-48	-74
	乐普医疗	476	25.30	29.12	40.4%	15.1%	19	16
	威高股份	482	24.77	30.44	22.0%	22.9%	19	16
	心脉医疗	187	3.03	4.13	41.2%	36.3%	62	45
	启明医疗-B	147	-0.34	1.85	-	-	-433	80
	南微医学	272	3.63	5.41	39.1%	49.1%	75	50
	天智航	114	-	-	-	-	-	-
	健帆生物	398	11.97	16.19	36.7%	35.3%	33	25
	英科医疗	347	121.50	100.50	73.4%	-17.3%	3	3
	奥精医疗	92	1.30	1.80	46.6%	37.9%	71	51
	海泰新光	80	1.26	1.64	30.3%	30.4%	64	49
注射剂国际 化	健友股份	344	10.67	14.03	32.3%	31.5%	32	25
	普利制药	171	5.57	7.53	36.8%	35.1%	31	23
口服国际化	华海药业	259	12.49	15.63	34.4%	25.1%	21	17
创新国际化	恒瑞医药	3,036	76.25	94.88	20.5%	24.4%	40	32
	贝达药业	354	4.61	6.10	-24.0%	32.3%	77	58
	康弘药业	174	9.67	11.72	-	-	18	15
	信达生物	777	-15.45	-9.13	-	-	-50	-85
	百济神州	2,083	-74.77	-67.48	-	-	-28	-31
	再鼎医药 - SB	843	-27.58	-17.33	-	-	-31	-49
品牌中药消 费	东阿阿胶	219	4.73	9.68	639.2%	224.4%	46	23
	片仔癀	2,060	21.51	27.26	28.7%	26.7%	96	76
	云南白药	1,201	56.21	62.78	1.9%	11.7%	21	19
	同仁堂	473	12.01	13.77	13.7%	11.2%	39	34
	华润三九	275	19.64	22.11	13.3%	12.6%	14	12

眼科	爱尔眼科	2,428	23.37	31.14	35.6%	33.2%	104	78
	欧普康视	569	6.16	8.32	38.7%	33.8%	92	68
	爱博医疗	281	1.28	1.78	32.6%	39.1%	220	158
	兴齐眼药	84	1.85	3.22	110.3%	74.1%	45	26
	昊海生科	310	4.95	6.45	115.2%	30.3%	63	48
医美	爱美客	1,175	8.41	12.68	91.3%	50.8%	140	93
	华熙生物	841	8.33	11.57	28.9%	39.0%	101	73
	朗姿股份	141	2.51	3.52	76.9%	40.2%	56	40
儿科相关	我武生物	271	3.51	4.62	26.1%	31.6%	77	59
	长春高新	994	43.64	57.06	43.2%	30.8%	23	17
	安科生物	201	5.43	7.87	51.3%	44.9%	37	26
药店	益丰药房	379	10.06	13.19	30.9%	31.2%	38	29
	老百姓	197	7.82	10.08	25.9%	28.9%	25	20
	一心堂	174	9.97	12.26	26.2%	23.0%	17	14
	大参林	342	13.76	18.10	29.6%	31.5%	25	19
	国药一致	152	16.00	18.25	14.2%	14.0%	10	8
特色专科连锁	爱尔眼科	2,428	23.37	31.14	35.6%	33.2%	104	78
	通策医疗	768	7.11	9.48	44.2%	33.3%	108	81
	锦欣生殖	274	4.51	5.65	21.2%	25.3%	61	49
	海吉亚医疗	323	4.45	6.51	40.8%	46.3%	73	50
	信邦制药	179	2.81	3.58	61.9%	27.4%	64	50
ICL	金城医学	468	17.72	16.31	17.4%	-8.0%	26	29
	迪安诊断	182	11.01	11.51	37.1%	4.6%	17	16
互联网医疗 & 医疗信息 化		311	6.37	8.49	29.6%	33.3%	49	37
	创业慧康	123	5.26	6.95	-	-	23	18
	阿里健康	1,485	7.06	11.58	-	-	210	128
	平安好医生	550	-15.97	-14.07	68.3%	-11.9%	-34	-39
	IVD	安图生物	295	11.31	14.88	51.3%	31.5%	26
	新产业	358	11.22	15.87	19.4%	41.5%	32	23
	迈克生物	156	10.06	12.39	26.7%	23.2%	16	13
	万孚生物	183	8.45	10.56	33.3%	24.9%	22	17
	艾德生物	169	2.55	3.42	41.2%	34.4%	66	49
原辅包材	山河药辅	26	1.16	1.51	23.0%	30.6%	22	17
	山东药玻	195	6.94	8.74	23.0%	25.9%	28	22
	浙江医药	161	12.20	15.46	70.0%	26.7%	13	10
	新和成	767	44.27	50.96	24.2%	15.1%	17	15
	司太立	112	4.39	6.28	83.8%	43.1%	26	18
	普洛药业	395	10.78	14.05	32.0%	30.3%	37	28
	仙琚制药	111	6.20	7.69	22.9%	24.1%	18	14
	天宇股份	155	5.75	7.57	-13.8%	31.7%	27	20

	奥翔药业	78	1.56	2.15	79.6%	37.8%	50	36
	博瑞医药	142	2.50	3.78	47.3%	51.2%	57	37
血制品	华兰生物	536	19.43	23.70	20.4%	22.0%	28	23
	博雅生物	169	4.08	5.12	56.7%	25.7%	42	33
	天坛生物	476	7.77	9.64	21.5%	24.1%	61	49
	派林生物	209	4.74	6.63	154.9%	39.8%	44	31
特色专科药	恩华药业	140	9.00	11.00	23.1%	23.0%	16	13
	人福医药	358	15.10	19.30	31.5%	27.8%	24	19
	华润双鹤	125	-	-	-	-	-	-
	通化东宝	220	10.78	13.04	15.9%	21.0%	20	17
	健康元	237	13.20	15.65	17.8%	18.6%	18	15
	东诚药业	130	5.17	6.53	23.9%	26.3%	25	20
	北陆药业	46	2.27	2.85	29.6%	25.8%	20	16
	京新药业	77	6.48	7.47	-0.8%	15.3%	12	10
流通	上海医药	574	56.89	63.87	26.5%	12.3%	10	9
	九州通（扣非）	304	22.51	27.40	20.6%	21.7%	14	11
	柳药股份	61	8.06	9.50	13.2%	17.9%	8	6
	国药股份	229	16.46	18.83	19.0%	14.4%	14	12
其他特色	伟思医疗	69	1.87	2.60	30.5%	39.0%	37	26
	华北制药	149	-	-	-	-	-	-
	太极集团	83	2.32	5.11	251.7%	120.1%	36	16

资料来源：Wind，国盛证券研究所

注：凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、药石科技、博腾股份、九洲药业、皓元医药、诺泰生物、药明生物、恒瑞医药、中国生物制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、信立泰、贝达药业、君实生物、南新制药、天智航、英科医疗、奥精医疗、健友股份、普利制药、东阿阿胶、片仔癀、云南白药、同仁堂、爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科、我武生物、长春高新、安科生物、益丰药房、老百姓、大参林、通策医疗、信邦制药、司太立、仙琚制药、博瑞医药、恩华药业、通化东宝、健康元、伟思医疗为国盛医药盈利预测数据，其他盈利预测均为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：021-38124100

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