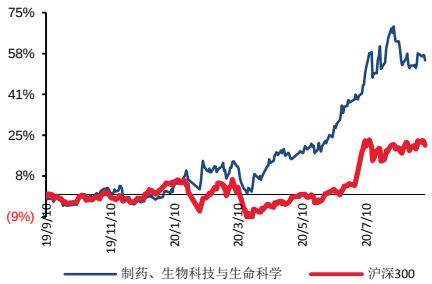
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-06
行业策略报告
看好/维持
制药、生物科技与

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

医药 2020 年中报总结—刚需属性增长韧性强，拥抱创新，坚守价值

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《医药周报—新冠为检测行业带来的不止业绩，还有渗透率提升》--2020/08/23

《医药周报—新冠疫苗研发促进技术升级，拓宽预防性疫苗的成长边界》--2020/08/16

证券分析师：盛丽华

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：周豫

E-MAIL：zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070002

证券分析师助理：谭紫媚

E-MAIL：tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190120080005

证券分析师助理：曹聪聪

E-MAIL：caocc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190120080017

报告摘要

医药行业刚需和内需属性强，在不确定环境下持续增长。2020H1 医药行业扣非后归母净利润总额为 665.78 亿元，同比增长 15.82%，去年同期的增速为 4.39%。上半年行业整体的经营性现金流净额为 694.85 亿元，同比增长 57.14%，去年同期的增速为 108.78%。分子行业来看，高景气度和抗疫相关的板块在 2020 年上半年的成长性较高，其中医疗器械、医疗服务（医疗服务包括医疗服务、第三方实验室检测和创新药研发外包服务）和生物医药的扣非后归母净利润分别同比增加 80.65%、60.56%和 23.48%。

疫情概念股带动医药板块加速上行，子行业分化明显，医疗器械和化学原料药表现突出。疫情概念股带动医药板块加速上行，今年以来超额收益明显。2020 年以来，医药板块持续跑赢大盘，流动性宽裕、预期回报率下降、市场追逐确定性成长使得医药股受到追捧，上半年国内外疫情相继爆发，疫情相关概念股则带动医药板块加速上行。截至 2020 年 9 月 4 日，与疫情概念相关的板块医疗器械（IVD、低值耗材）和化学原料药（疫情中订单转移的预期下，市场对板块的关注度提高，估值修复）表现亮眼，分别上涨 76.17 和 66.02%，位居涨幅第一和第二。

子行业估值分化明显，部分板块已接近历史峰值。公募基金持仓比例创 5 年新高。医药行业刚需和内需属性强，在不确定环境下具有较强的确定性，且行业政策基本面良好，出现超预期负向的可能小，仍有持续加仓的可能性。

各板块半年报情况总结：

1、生物药：生物制品板块 Q2 收入和利润恢复情况较好，疫苗板块康华生物、智飞生物以及长春高新上半年均能逆势实现较快速的收入和利润增长，类消费生物药长期增长潜力十足。

2、化学制剂：疫情影响叠加产品降价，上半年增速承压。龙头企业增长情况相对较好，表现出较强的抗风险和复苏能力，医保控费政策背景下，制剂企业研发创新能力成为“生命线”，关注具备差异化管线和进入壁垒的子领域。

3、医疗器械：疫情影响，医疗器械企业经营情况两极分化严重。生产

和销售疫情相关的设备、耗材等企业获得了大量的订单和利润。生产非疫情相关、且非刚性需求产品的厂家则业绩受损严重，随着疫情逐渐得到控制而下半年有望恢复正常增长。

4、医药外包：需求端景气度持续，海外疫情蔓延下对中国优势的认可度提升，医药外包仍是极具成长确定性的子板块之一。上半年康龙化成、昭衍新药、博腾股份、凯莱英和药石科技业绩优异。

5、医疗服务：Q2 业绩恢复良好，龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强。

6、特色原料药：头部公司业绩持续增长的确定性较高。2020 年 H1 年，特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润均值增速分别为 23%、54%。重点关注技术平台型或成本优势型的头部公司。

7、医药商业：零售药店保持快速增长，龙头连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容。配送企业，疫情导致医院终端诊疗受到限制，直销业务和调拨业务下降。

如何看疫后医药板块的投资机会：拥抱创新，坚守价值

一、医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励，定下了医药行业发展基调，唯有创新才是医药发展的未来，从而也决定医药投资方向必须围绕创新。

坚守创新驱动带来的行业高景气度，高投资回报率板块，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块。

1）创新疫苗相关标的：康泰生物、智飞生物、康希诺、沃森生物、万泰生物和康华生物。

2）医疗器械相关标的：IVD 重点关注迈瑞医疗、凯普生物；眼科器械：爱博医疗、欧普康视；神经介入领域相关标的：微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗。

3）创新药相关标的：恒瑞医药、贝达药业；大分子生物药相关标的：康弘生物、复宏汉霖。

4）创新药产业链相关标的：凯莱英、药明康德、泰格医药和康龙化成。

二、继续推荐宽赛道、高壁垒，具备长期投资价值板块

1、推荐医疗服务和高景气药店。

1）眼科、口腔和体检服务宽赛道、高壁垒。龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

相关标的：爱尔眼科、通策医疗、美年健康。

2）ICL：检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。

继续推荐：金域医学。

3）药店：龙头连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容，药店向专

业化和更具粘性的服务属性业态发展。更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性。

推荐：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

2、推荐高壁垒永续增长具备长期投资价值的血制品板块。

短中期白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，国内血制品企业具有长足成长空间。

继续推荐：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

3、消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的，具备长期成长品种。

推荐：我武生物、长春高新、安科生物。

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

目录

一、行业逻辑： **6**

（一）基本面：医药行业刚需和内需属性强，在不确定环境下持续增长 **6**

1、2020H1 高景气度以及抗疫相关的板块的成长性较高 6
2、2020H1 生物医药行业的盈利能力较去年同期提升 7

（二）二级市场：疫情概念股带动医药板块加速上行，子行业分化明显，医疗器械和化学原料药表现突出 **8**

1、疫情概念股带动医药板块加速上行，医疗器械和化学原料药表现突出 8
2、估值：绝对估值以及溢价率处于近十年相对高位 9
3、基金持仓：公募基金持仓比例创 5 年新高，相比峰值仍有提升空间 10
4、北上资金医药持仓比例持续提升，非药板块备受青睐 11

二、各细分板块总结： **12**

（一）生物药：创新疫苗维持高回报率，血制品景气度持续提升，类消费生物药长期增长潜力十足 …12

（二）化学制剂：研发创新重要性提升，寻求差异化竞争优势 **14**

（三）医疗器械：医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑 **17**

（四）医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长的确定性强 **19**

（五）特色原料药：重点关注技术平台型或成本优势型的头部公司 **21**

（六）医疗服务：Q2 业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升 ... **22**

（七）医药商业：大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容 **24**

三、如何看疫后医药板块的投资机会：拥抱创新，坚守价值 **27**

（一）创新驱动带来行业高景气度，高投资回报率板块 **27**

（二）坚守价值：继续推荐宽赛道、高壁垒，具备长期投资价值板块 **28**

四、风险提示 **31**

图表目录

图 1：2015-2020H1 生物医药行业净利润同比增速 6
图 2：2015-2020H1 生物医药行业经营性现金流同比增速 6
图 3：2015-2020H1 生物医药各子版块净利润同比增速 7
图 4：2015-2020H1 生物医药行业的毛利率情况 7
图 5：2015-2020H1 生物医药各子版块的毛利率情况 7
图 6：2015-2020H1 生物医药行业的净利率情况 8
图 7：2015-2020H1 生物医药各子版块的净利率情况 8
图 8：2020 年以来医药板块实现明显超额收益 9
图 9：2020 年以来医药各个子行业分化明显 9
图 10：截至 2020 年 9 月 4 日，医药板块绝对估值接近十年高位，溢价率处于相对高位 9
图 11：2020 年初以来，生物医药各子行业估值分化明显 10
图 12： 2020 年 Q2 公募基金重仓医药行业比例继续提升 10
图 13：北上资金医药行业投资占比持续提升 11
图 14：医疗器械、医疗服务等非药板块占比快速提升 11

表格 1：生物药板块重点公司估值数据比较 13
表格 2：生物药板块重点公司 2020H1、2019H1 财务数据比较 14
表格 3：化学制剂板块重点公司估值数据比较 15
表格 4：化学制剂板块重点公司 2020H1 和 2019H1 财务数据比较 16
表格 5：医疗器械板块重点公司估值数据比较 18
表格 6：医疗器械板块重点公司 2020H1 财务数据比较 19
表格 7：医药外包板块重点公司估值数据比较 20
表格 8：医药外包板块重点公司 2020H1 财务数据比较 20
表格 9：原料药板块重点公司估值数据比较 21
表格 10：原料药板块重点公司 2020H1 财务数据比较 22
表格 11：医疗服务重点公司估值数据比较 23
表格 12：医疗服务板块重点公司 2020H1 财务数据比较 24
表格 13：医药商业板块重点公司估值数据比较 25
表格 14：医药商业板块重点公司 2020H1 财务数据比较 26

一、行业逻辑：

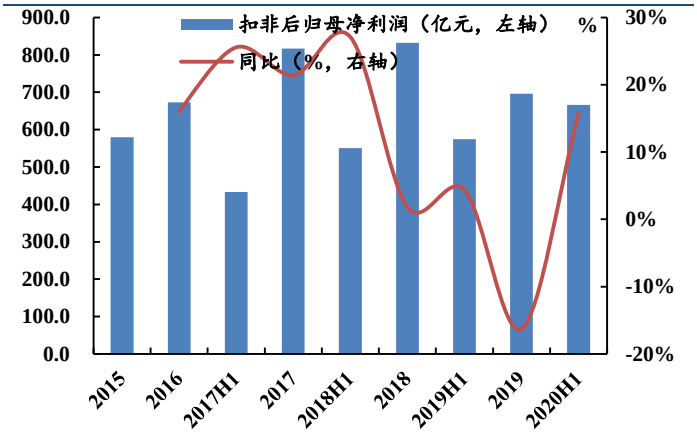
（一）基本面：医药行业刚需和内需属性强，在不确定环境下持续增长

1、2020H1 高景气度以及抗疫相关的板块的成长性较高

2020年上半年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为665.78亿元，同比增长15.82%，去年同期的增速为4.39%。上半年行业整体的经营性现金流净额为694.85亿元，同比增长57.14%，去年同期的增速为108.78%。

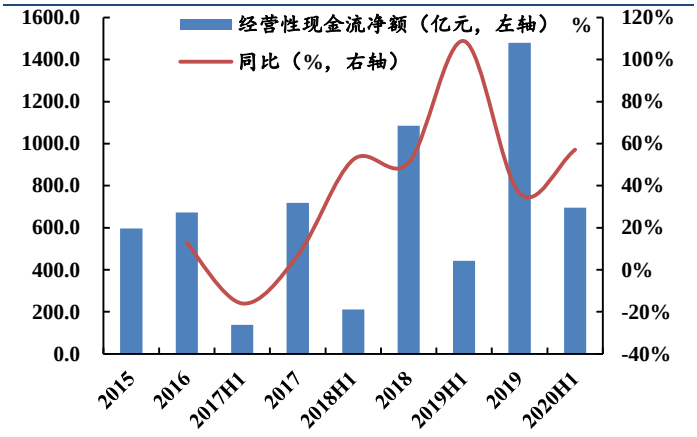
分子行业来看，2020年上半年，高景气度和抗疫相关的板块的成长性较高，其中医疗器械、医疗服务（CS医疗服务包括医疗服务、第三方实验室检测和创新药研发外包服务）和生物医药的扣非后归母净利润分别同比增加80.65%、60.56%和23.48%；部分处于景气度下行周期和疫情中需求受抑制的子行业，其成长性表现欠佳，中药饮片、中成药和化学制剂的扣非后归母净利润分别同比减少584.23%、21.57%和5.96%。

图 1：2015-2020H1 生物医药行业净利润同比增速



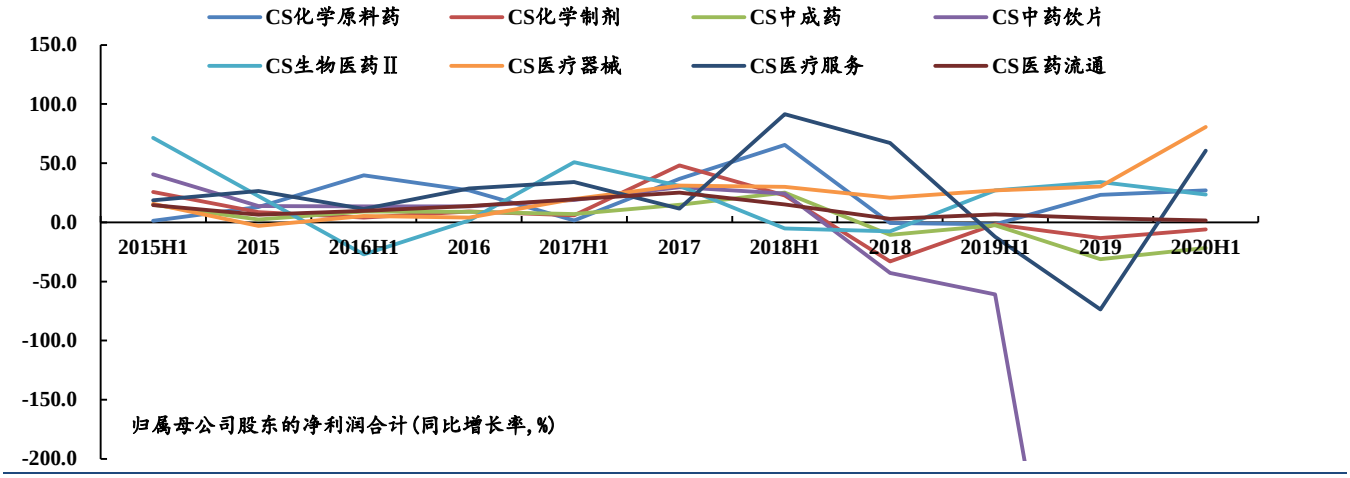
资料来源：Wind，太平洋证券

图 2：2015-2020H1 生物医药行业经营性现金流同比增速



资料来源：Wind，太平洋证券

图 3：2015-2020H1 生物医药各子版块净利润同比增速

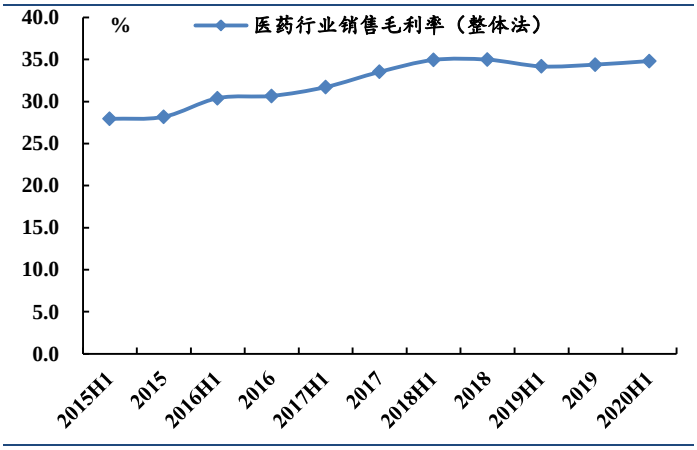


资料来源：Wind，太平洋证券

2、2020H1 生物医药行业的盈利能力较去年同期提升

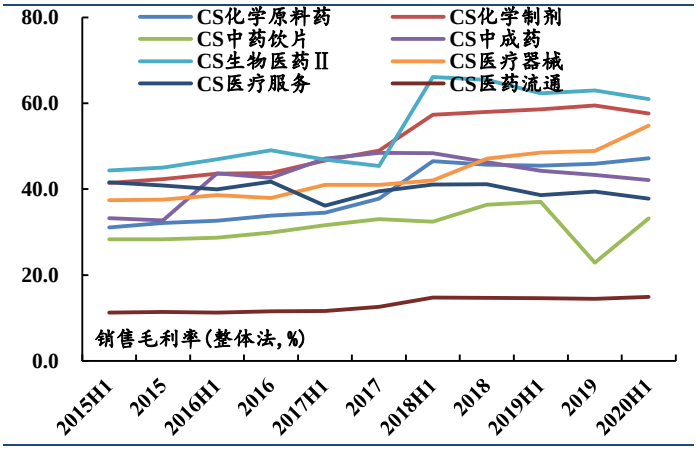
2020年上半年，生物医药行业整体的毛利率为34.82%，相比去年同期提高0.64 pct。分子行业来看，上半年医疗器械、化学原料药和医药流通的毛利率水平同比提升，分别提升6.20pct、1.71pct和0.31pct；上半年中药饮片、中成药和生物制品等的毛利率水平同比下降，分别为下降3.88pct、2.16pct和1.37pct。

图 4：2015-2020H1 生物医药行业的毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图 5：2015-2020H1 生物医药各子版块的毛利率情况

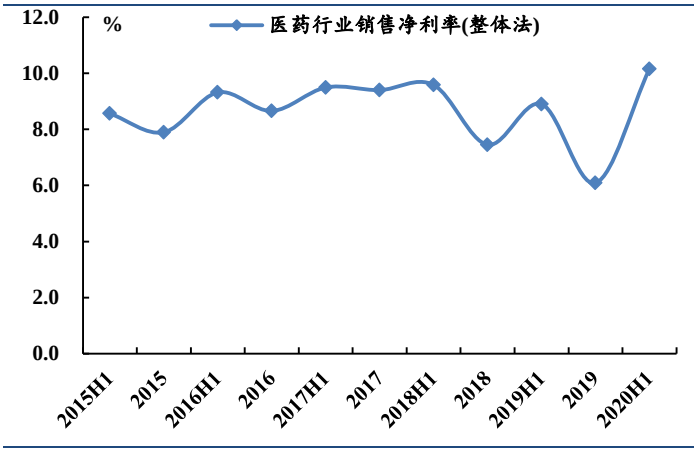


资料来源：Wind，太平洋证券

2020年上半年，生物医药行业整体的净利率为10.16%，相比去年同期增加1.26 pct。分子行业来看，上半年医疗器械、医疗服务和化学原料药的净利率水平同比

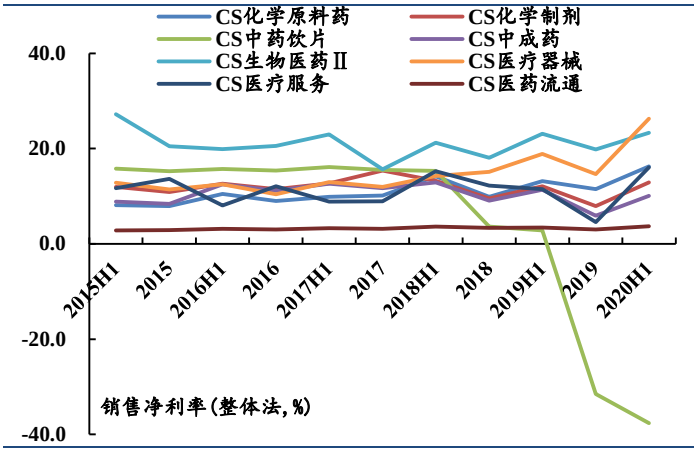
提升，分别提升6.43pct、5.45pct和3.12pct；上半年中药饮片和中成药的净利率水平同比下降，分别为下降40.44pct和1.23pct。

图 6：2015-2020H1 生物医药行业的净利率情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图 7：2015-2020H1 生物医药各子版块的净利率情况



资料来源：Wind，太平洋证券

（二）二级市场：疫情概念股带动医药板块加速上行，子行业分化明显，医疗器械和化学原料药表现突出

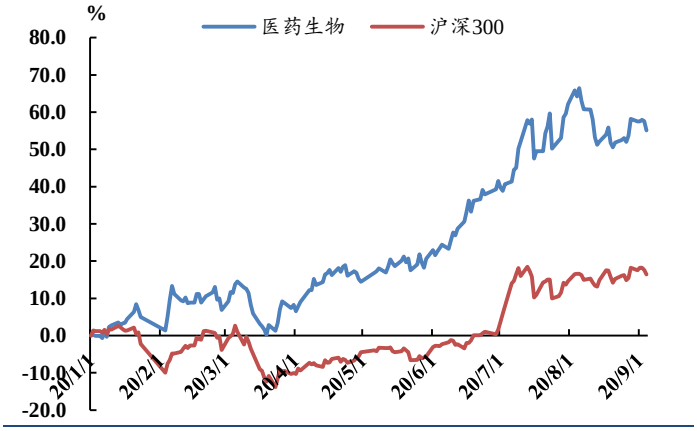
1、疫情概念股带动医药板块加速上行，医疗器械和化学原料药表现突出

疫情概念股带动医药板块加速上行，今年以来超额收益明显。2020年以来，医药板块持续跑赢大盘，流动性宽裕、预期回报率下降、市场追逐确定性成长使得医药股受到追捧，上半年国内外疫情相继爆发，疫情相关概念股则带动医药板块加速上行。

截至2020/09/04，中信医药指数上涨55.11%，跑赢沪深300指数39个百分点，在30个中信一级行业中排名第3位。

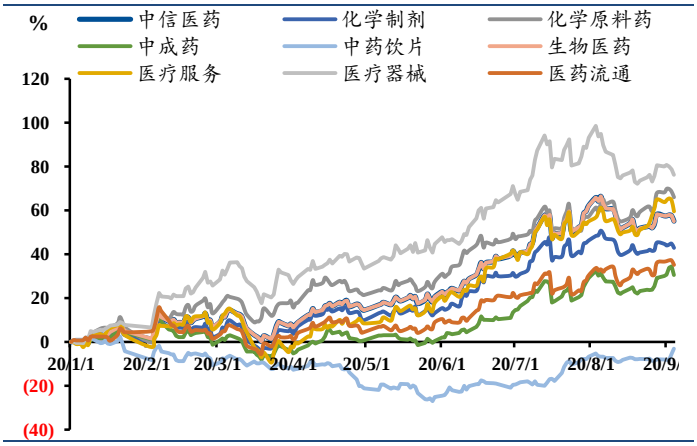
子行业分化明显，医疗器械和化学原料药表现突出。2020年以来，医药板块子行业分化明显。截至2020年9月4日，与疫情概念相关的板块医疗器械（IVD、低值耗材）和化学原料药（疫情中订单转移的预期下，市场对板块的关注度提高，估值修复）表现亮眼，分别上涨76.17和66.02%，位居涨幅第一和第二。

图 8：2020 年以来医药板块实现明显超额收益



资料来源：Wind，太平洋证券

图 9：2020 年以来医药各个子行业分化明显

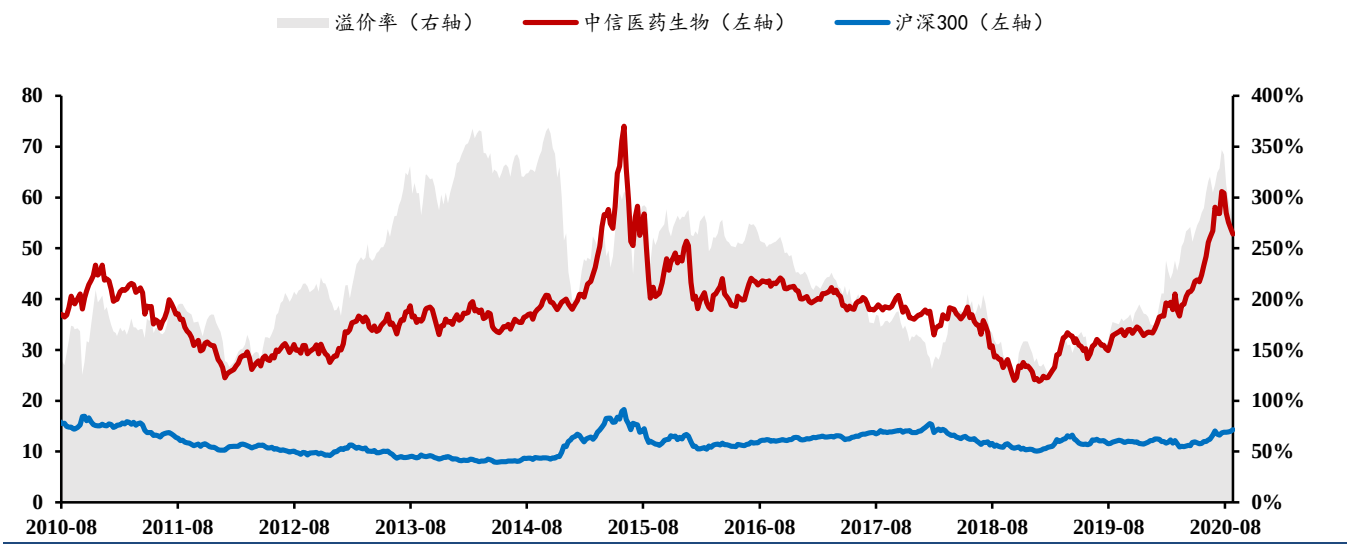


资料来源：Wind，太平洋证券

2、估值：绝对估值以及溢价率处于近十年相对高位

医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年相对高位。2020年以来，在疫情概念和避险情绪的共同推动下，医药板块估值持续上行。截至2020年9月4日，中信医药PE（TTM，整体法，剔除负值）为54X，达到10年71.28%分位，而沪深300 PE（TTM，整体法，剔除负值）为14X，医药板块估值溢价率为268.99%，达到10年72.95%分位，高于10年平均（217%），处于相对高位。

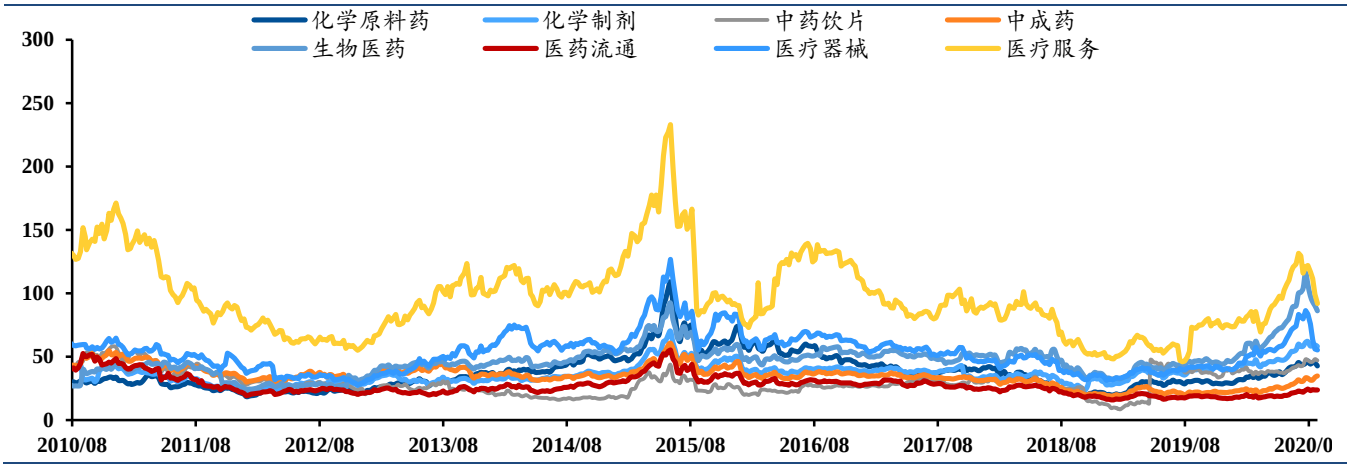
图 10：截至 2020 年 9 月 4 日，医药板块绝对估值接近十年高位，溢价率处于相对高位



资料来源：Wind，太平洋证券

子行业估值分化明显，部分板块已接近历史峰值。子行业估值分化十分明显，景气度较高的医疗服务、生物制品、医疗器械PE分别为92X、86X、55X，历史分位点分别为22.14%、74.22%、43.75%；而医药流通、中成药PE分别为24X、35X，历史分位点分别有8.92%、46.80%。

图 11：2020 年初以来，生物医药各子行业估值分化明显

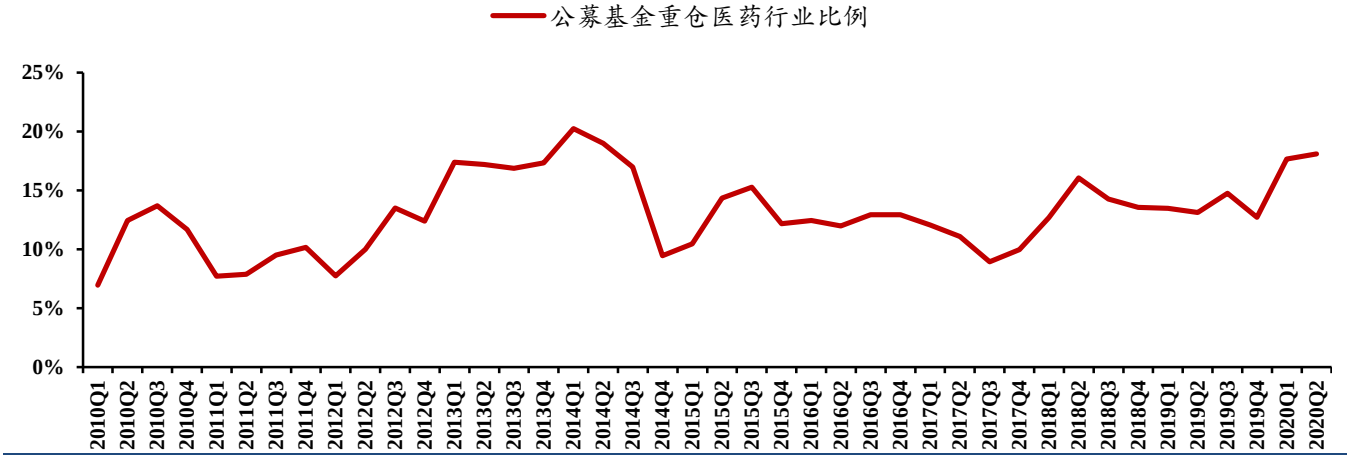


资料来源：Wind，太平洋证券

3、基金持仓：公募基金持仓比例创 5 年新高，相比峰值仍有提升空间

2020年Q2公募基金重仓医药行业的比例为18.1%，环比提升0.5%，创下2014年Q3以来新高。相比2014年Q1的峰值20.2%，目前持仓比例仍有提升空间。医药行业刚需和内需属性强，在不确定环境下具有较强的确定性，且行业政策基本面良好，出现超预期负向的可能小，仍有持续加仓的可能性。

图 12： 2020 年 Q2 公募基金重仓医药行业比例继续提升



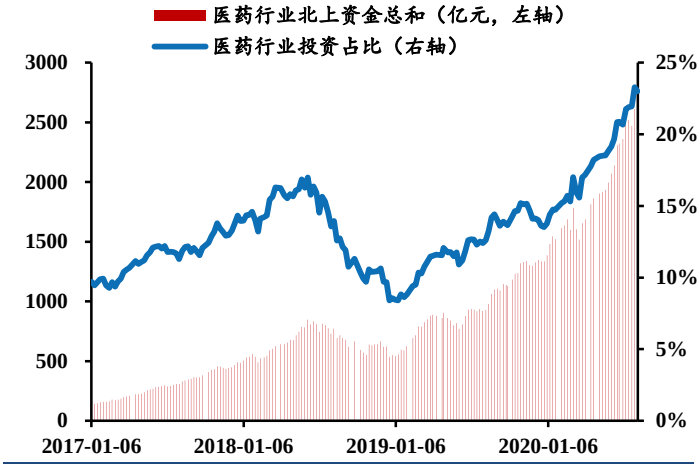
资料来源：Wind，太平洋证券

4、北上资金医药持仓比例持续提升，非药板块备受青睐

北上资金近年来提高了对医药行业的配置比例，截至2020/09/04，医药行业北上资金总和为2535亿元，接近公募基金重仓持股医药规模3028亿元，医药持仓比例为23%，持股比例超过公募医药持仓比例18%。自北上资金开通以来，医药持仓规模提升了18倍，占比提升了13.29%。

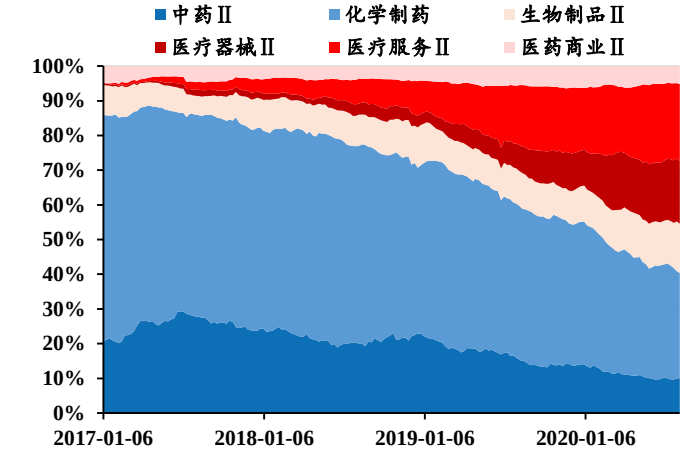
分子行业看，医疗器械和医疗服务等非药板块备受海外投资者青睐，持仓占比分别从2017年初的0.45%和0.13%提升至目前的18.36%和23.36%，而化学制药板块从65.42%下滑至30.91%。

图 13：北上资金医药行业投资占比持续提升



资料来源：Wind，太平洋证券

图 14：医疗器械、医疗服务等非药板块占比快速提升



资料来源：Wind，太平洋证券

二、各细分板块总结：

（一）生物药：创新疫苗维持高回报率，血制品景气度持续提升，类消费生物药长期增长潜力十足

观点：创新疫苗行业整体回报率高，血制品景气度持续提升，消费升级浪潮下的壁垒较高、渗透率较低的品种具备长期成长空间。

1、目前创新疫苗行业整体回报率高，先发企业能持续保持竞争优势。疫苗产品存在升级换代需求，同时先发企业能持续在产品迭代速度快于后发者，使得头部企业将能持续保持竞争优势，被颠覆的可能小。同时，通过不断升级新产品，能持续保持高利润率水平。加上凭借先发品种建立的渠道优势，以及搭建起了技术平台的规模效应，使得先发企业竞争优势地位不断被夯实，具有长期竞争优势。继续推荐康泰生物和智飞生物。

2、新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，以mRNA为代表的新技术大放异彩，除了研发成功之后为疫苗企业贡献大量现金流，我们认为新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。更好疫苗技术平台有望实现弯道超车，有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。也有望通过技术上的突破，在技术上实现“难啃的骨头”传染病疫苗的开发，进一步拓宽预防性疫苗的边界。

2、血制品板块：短期疫情影响国内采浆量以及进口白蛋白的供给量，预计下半年及明年初白蛋白价格有望继续往上；长期来看随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。继续推荐华兰生物、天坛生物。

3、国内生产激素渗透率低，处于放量周期，继续推荐长春高新。

4、脱敏行业渗透率低，竞争格局好，重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂现场核查完毕有望很快上市，继续推荐我武生物。

成长性分析：疫情影响增速，疫苗恢复相对较好。2020年上半年生物药板块营收、扣非后归母净利润分别增长2.26%、13.17%，对比一季度疫情影响下，二者

增速分别为-7.02%、-18.61%，生物制品板块二季度收入和利润恢复情况较好。其中疫苗板块康华生物、智飞生物以及长春高新上半年均能逆势实现较快速的收入和利润增长。

1）生长激素二季度收入快速恢复，百克水痘疫苗表现优异，长春高新2020年上半年营收和归母净利润增速分别为15.48%、80.27%；

2）智飞生物在三联苗停供情况下自产ACYW135等疫苗增速强劲，代理产品维持良好表现，2020年上半年营收和归母净利润增速分别为38.80%、31.18%；四联苗二季度销售快速恢复，23价肺炎疫苗提供增量，康泰生物2020年上半年营收和归母净利润增速分别为7.71%、0.63%。

3）核心产品粉尘螨滴剂受疫情影响显著，我武生物2020年上半年业绩有所下滑，营收和归母净利润增速分别为-5.43%、-17.95%。

4）血制品板块，尽管疫情对于静丙的销售具有促进作用，但医院终端住院门诊量的减少导致其他制品的销售出现下滑，上半年部分血制品企业业绩同比持平或略降，华兰生物2020年上半年收入13.87亿元（-1.15%），归母净利润5.12亿元（+0.94%）；天坛生物2020年上半年实现营收15.55亿元（-0.35%），归母净利润2.84亿元（-3.39%）。

表格 1：生物药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	19	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	19H1	20H1	19	19H1	20H1	2019	19H1	20H1
长春高新	4.4	7.0	9.1	99	62	48	27%	16	37	23	15	77	39	76	119	356	-4
华兰生物	0.7	0.9	1.1	80	62	52	21%	13	15	17	-1	14	14	1	5	41	-13
博雅生物	1.0	1.1	1.4	44	38	31	11%	4	19	26	-3	-8	12	-24	-428	-236	339
天坛生物	0.5	0.6	0.7	85	74	62	15%	11	12	28	0	21	23	-5	-5	37	51
智飞生物	1.5	2.1	2.9	93	66	47	40%	26	102	143	39	64	72	29	133	1152	146
我武生物	0.6	0.7	0.9	107	93	69	22%	21	28	25	-5	31	29	-18	13	24	17
康泰生物	0.9	1.2	2.1	229	157	95	20%	29	-4	-24	8	28	-10	4	50	68	-79
安科生物	0.1	0.3	0.4	190	58	46	13%	8	17	22	-7	-61	17	3	3	-42	123
平均值				**116**	**76**	**56**	**21%**	**16**	**28**	**33**	**6**	**21**	**24**	**8**	**-14**	**175**	**73**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

盈利能力分析：毛利率整体稳定，净利率表现分化。生物制品板块复工复产较为迅速、二季度销售的快速恢复抹平疫情下生产量减少带来的单位成本的抬升，各企业整体毛利率基本维持稳定。费用率方面，多数企业受到疫情影响，或主动进行费用管控、或因为疫情学术推广、运费等自然减少，销售费用率出现同比下降；同

时各企业研发投入仍能保持增长态势，使得整体期间费用率和净利率有所分化，类消费企业如长春高新和安科生物净利率同比提升较为明显，博雅生物和我武生物则分别受毛利率下降和费用率提升的影响较大。

表格 2：生物药板块重点公司 2020H1、2019H1 财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
			2019	19H1	20H1	2019	19H1	20H1	2019	19H1	20H1
长春高新	000661.SZ	推荐	85.2	83.5	85.1	44.8	44.9	41.2	31.9	29.9	36.4
华兰生物	002007.SZ	推荐	65.0	59.2	59.7	23.9	18.9	19.5	37.3	35.5	36.4
博雅生物	300294.SZ	推荐	61.3	61.0	53.5	43.0	41.1	38.3	15.2	16.1	12.7
天坛生物	600161.SH	推荐	49.9	49.1	48.0	17.0	15.2	15.8	27.2	27.7	26.9
智飞生物	300122.SZ	推荐	42.0	41.2	38.5	14.4	12.1	10.0	22.4	22.8	21.5
我武生物	300357.SZ	推荐	96.4	96.5	94.5	42.4	41.5	47.1	45.8	46.9	40.1
康泰生物	300601.SZ	推荐	91.6	91.3	92.9	59.6	56.2	57.7	29.6	32.0	29.9
安科生物	300009.SZ	推荐	78.0	79.7	80.5	54.1	56.2	54.6	6.4	18.9	22.9
平均值			**72.5**	**71.2**	71.2	70.2	69.1	37.4	35.8	35.5	27.0

资料来源：Wind，太平洋证券整理

其他财务指标情况：现金流方面，多数重点公司上半年保持了良好的回款情况，仅康泰生物由于上半年销售集中于二季度，导致回款出现延后，经营性现金流净额减少较多。存货方面，重点公司中疫苗企业存货周转率略有下滑，主要是由于各企业需求稳健，生产规模和存货规模稳步扩大。应收账款和票据方面，血制品企业由于疫情下静丙等需求旺盛，回款情况较好；疫苗企业则由于销售规模扩大、疫情下回款出现一定延后，整体应收账款处于增长状态，从周转率来看，重点公司应收账款和票据周转率均有不同程度下滑。

风险提示：产品放量不及预期，研发进展不及预期，产品价格波动风险，安全性生产风险。

（二）化学制剂：研发创新重要性提升，寻求差异化竞争优势

观点：医保控费政策背景下，制剂企业研发创新能力成为“生命线”，关注具备差异化管线和进入壁垒的子领域。

1、大型化学制药企业：政策驱动下变革持续发生。以价值为导向的医保战略性购买对于普通仿制药以及辅助用药的挤出效应明显，大型制药企业正逐步加大研发投入建立管线，以期“推陈出新”，摆脱现有产品降价带来的负面影响。恒瑞医

药为大型药企成功转型创新的典范，科伦药业、华东医药、丽珠集团等企业也处于创新管线持续丰富的进程之中，大型药企转型创新具备资金优势、销售优势，但仍需关注研发投入的实际转化效率，推荐恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、丽珠集团（具备研发投入基础、微球平台壁垒高）。

2、专注新药研发企业：中小型企业可依靠自身研发团队建立起研发管线，且专注于自身的优势研发领域，如已实现商业化的贝达药业(管线专注于肺癌领域)、康弘药业(专注于眼底疾病领域)，这类企业所布局的产品一般具备较强的差异化，科创板相关政策出台之后募资通道打开，价值导向的医保战略性购买下创新药的市场准入提速是新药推进的重大激励。小型新药研发企业代表着国内“百花齐放”的创新氛围，随着研发经验的积累，国内整体创新也将逐步完成从me-too类创新升级至Best in class以及First in class，推荐贝达药业、康弘药业、泽璟制药。

成长性分析：疫情影响叠加产品降价，上半年增速承压。2020年上半年化学制剂板块营收、扣非后归母净利润分别下滑8.90%、17.43%，对比一季度疫情影响下，二者分别下滑10.80%、22.89%，二季度收入和利润虽略有恢复，但整体下滑压力较大。上半年龙头企业增长情况相对较好，表现出较强的抗风险和复苏能力，如丽珠集团、恒瑞医药、健康元和贝达药业，这些企业凭借丰富的产品线或旺盛的终端需求实现逆势增长。

1）肿瘤相关创新药保持快速放量趋势，麻醉造影增速受疫情影响，恒瑞医药2020年上半年收入113.09亿元（+12.79%），归母净利润26.62亿元（+10.34%）；

2）贝达药业上半年收入和归母净利润增速分别为24.92%、64.65%，脑转移、21外显子缺失等差异化优势助推埃克替尼保持快速增长。

3）康弘药业上半年收入和归母净利润增速分别为-8.26%、-1.68%，康柏西普上半年受医保续约降价和疫情双重影响，二季度销售处于逐步恢复阶段。

4）收入端艾普拉唑新近医保快速放量，新冠诊断试剂盒出口需求大幅，利润端受益于费用改善和投资收益增加，丽珠集团上半年收入和归母净利润增速分别为3.16%、35.97%。

表格 3：化学制剂板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）	PE（倍）	ROE	PB	营收同比增速（%）	扣非后归母净利润同比增速（%）	经营活动产生的现金流同比增速（%）

	19	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	19H1	20H1	19	19H1	20H1	2019	19H1	20H1
恒瑞医药	1.0	1.3	1.6	93	74	58	22%	16	34	29	13	31	25	12	38	9	132
贝达药业	0.6	0.8	1.1	217	153	114	12%	18	27	31	25	50	23	88	94	60	49
康弘药业	0.8	0.9	1.2	61	54	44	16%	8	12	10	-8	2	18	-7	131	71	-5
丽珠集团	1.4	1.7	2.0	36	29	25	14%	4	6	8	3	26	15	27	39	5375	-9
健康元	0.5	0.5	0.7	41	34	29	10%	3	7	9	3	31	29	17	27	342	10
科伦药业	0.7	0.6	0.8	40	46	33	6%	3	8	14	-19	-29	-11	-79	-25	35	-41
华东医药	1.6	1.7	1.9	17	16	14	21%	3	16	19	-9	15	16	-5	-2	-10	30
博瑞医药	0.3	0.4	0.6	195	127	82	12%	15	23	0	44	42	0	88	-4	0	1735
平均值				80	59	44	16%	8	17	17	10	65	69	29	309	705	174

资料来源：Wind，太平洋证券整理

盈利能力分析：毛利率整体承压，费用率改善明显。整体来看，上半年多数制剂企业由于受到疫情、医保谈判和带量采购等降价政策影响，产品毛利率处于下滑趋势，部分企业通过业务结构变化、高毛利新产品放量带动毛利率提升，典型企业包括恒瑞医药、丽珠集团、华东医药、海思科等。费用率方面，由于1）疫情下企业学术推广受到限制；2）部分品种带量采购，企业精简销售队伍，各企业2020年上半年销售费用率均有明显下降，这也使得企业盈利能力得到提升，利润端表现优于收入端。

表格 4：化学制剂板块重点公司 2020H1 和 2019H1 财务数据比较

股票	代码	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
		2019	19H1	20H1	2019	19H1	20H1	2019	19H1	20H1
恒瑞医药	600276.SH	87.5	86.7	87.9	62.4	59.4	60.1	22.9	24.1	23.5
贝达药业	300558.SZ	93.2	94.5	92.9	76.6	79.8	73.3	14.5	11.1	14.8
康弘药业	002773.SZ	91.9	92.4	90.6	68.4	67.2	64.7	22.0	22.4	24.0
丽珠集团	000513.SZ	63.9	64.9	66.0	45.1	45.1	37.8	15.6	16.9	26.1
健康元	600380.SH	64.4	65.7	64.8	45.9	45.6	38.3	15.4	17.2	24.5
科伦药业	002422.SZ	60.2	59.9	53.9	53.1	50.9	50.4	5.8	8.7	2.9
华东医药	000963.SZ	32.0	33.3	36.2	22.5	22.6	25.0	8.3	9.1	10.7
平均值		66.8	66.2	65.7	48.0	47.5	43.7	16.1	16.3	19.1

资料来源：Wind，太平洋证券整理

其他财务指标情况：现金流方面，上半年大多数化学制剂企业经营性现金流净额同比下滑，大中型制剂企业如恒瑞医药、贝达药业、信立泰和华东医药等经营相对稳健，经营性现金流净额同比有较多增长。存货方面，从绝对数值上来看多数企业随着销售规模的扩大，存货同比均有增加，包括恒瑞医药、丽珠集团和科伦药

业等，从存货周转率上来看，超过七成制剂企业周转率有所下滑。应收账款和票据方面，多数企业能实现良好的应收项目控制，绝对值上同比减少，但由于收入端的下滑，半数制剂企业应收账款周转率下降，重点企业与去年同期相比大体持平。

风险提示：产品销量不及预期，研发进展不及预期，产品价格下降风险，安全性生产风险。

（三）医疗器械：医保控费+内循环+补短板，进口替代为发展长逻辑

观点：医疗器械技术进步、配套产业链成熟为国产器械发展提供基础，政策扶持、资本青睐等外部因素则提供了历史性发展机遇，未来十年进口替代将是国产医疗器械发展的主旋律，也是国产自有技术创新与升级的阶段。

从投资角度，建议关注三条主线：

（1）IVD板块：新冠病毒检测加快了分子诊断产品的认知度和使用率的提升、以及第三方独立医学实验室渗透率，进一步打开检测相关企业的成长边界，建议关注凯普生物、万孚生物、金域医学等优质个股。

此外，化学发光的进口替代正在加速进行，建议关注迈瑞医疗、安图生物、新产业等头部企业仪器装机和单产提升节奏。

（2）眼科：医院端和流通端在生存压力下，或更青睐于具有价格优势的产品，且集采下眼科器械有望迎来结构性的投资机会。相关标的包括爱博医疗、欧普康视、昊海生科。

（3）神经介入：出血类国产弹簧圈、密网支架等相对成熟，疗效和安全性与进口相当，术后随访数据也为神经介入实行进口替代提供了有利条件，神经介入有望复制心内介入的国产替代进程。相关标的包括微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗。

成长性分析：上半年由于疫情影响，医疗器械企业经营情况两极分化严重：一方面，生产和销售疫情相关的设备、耗材等企业获得了大量的订单和利润，例如迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物。另一方面，生产非疫情相关、且非刚性需求产品的厂家则业绩受损严重，随着疫情逐渐得到控制而下半年有望恢复正常增长。

2020年上半年，营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速分别为9%、3%、113%。其中，营业收入同比增速放缓主要是由于部分企业受年初疫情影响，经营活动难以正常开展所致。扣非后归母净利润同比增速慢于营业收入，主要是因为收入减少、同时固定成本仍在支出，从而部分企业利润降幅更大；经营性现金流同比增速则实现了大幅增长，主要是因为部分企业的疫情相关产品供不应求，通常采取先款后货、全款预订的销售模式，故应收账款/合同负债、经营性现金流大幅超过同期水平。

表格 5：医疗器械板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
迈瑞医疗	3.85	4.99	6.07	87	**67**	**55**	26%	18	20	21	29	25	26	45	17	39	101
乐普医疗	0.96	1.22	1.59	40	**31**	**24**	23%	7	23	33	8	18	37	21	33	32	62
安图生物	1.80	2.06	2.92	88	**76**	**54**	29%	22	39	39	2	38	31	-24	29	11	-41
健帆生物	0.71	0.98	1.31	109	**79**	**59**	29%	22	41	44	32	48	54	53	52	47	33
鱼跃医疗	0.75	1.38	1.36	47	**25**	**26**	20%	5	11	13	37	10	14	100	-23	-33	1,707
万孚生物	1.13	2.03	2.29	89	**50**	**44**	25%	12	26	21	66	38	30	128	25	108	792
山东药玻	0.77	0.98	1.23	63	**50**	**40**	14%	7	16	10	7	31	30	17	29	15	-3
贝瑞基因	1.10	0.94	1.25	55	**65**	**49**	12%	8	12	17	-4	16	9	-42	-26	-72	-449
开立医疗	0.25	0.41	0.60	124	**75**	**52**	11%	8	2	1	-11	-67	-46	-95	-19	-36	-202
艾德生物	0.61	0.85	1.16	134	**97**	**71**	17%	17	32	31	6	8	8	0	62	49	9
九强生物	0.56	0.61	0.79	38	**36**	**28**	15%	5	9	4	-25	9	9	-71	-26	-13	-119
基蛋生物	1.30	1.35	1.86	31	**30**	**22**	18%	5	41	42	-14	38	12	-34	21	-37	-77
凯普生物	0.69	1.21	1.40	70	**40**	**35**	19%	8	26	27	59	36	38	123	40	72	111
透景生命	1.73	1.56	2.35	36	**40**	**27**	11%	4	21	24	-33	18	9	-147	8	-36	-125
新产业	1.87	2.53	3.16	82	**61**	**49**	23%	14	22	/	31	12	/	40	18	/	43
迈克生物	0.94	1.23	1.52	54	**42**	**34**	19%	8	20	22	-4	19	17	14	137	161	379
爱博医疗	0.63	0.91	1.37	318	**222**	**147**	9%	19	54	/	9	583	/	3	59	/	-29
欧普康视	0.51	0.64	0.86	124	**98**	**73**	22%	22	41	51	13	41	39	14	85	27	20
昊海生科	2.09	1.55	2.42	55	**75**	**48**	5%	4	3	/	-37	-5	/	-96	-11	/	-69
平均值				**87**	**66**	**49**	**18%**	**11**	**24**	**21**	**9**	**48**	**17**	**3**	**27**	**18**	**113**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

盈利能力分析：2020年上半年，重点公司毛利率、期间费用率、净利率同比提高-2.3、1.8、-4.6个百分点。因为疫情期间下游客户的经营节奏受到影响、部分医疗器械企业收入受损，同时生产成本和期间费用中的固定成本部分并未因收入降低而减少，所以出现毛利率下降、费用率上升的现象，并在两者的影响下净利率出现

了明显的降幅。我们预计，下半年疫情影响趋缓，前期因疫情受损的企业正常开展经营活动，盈利能力也有望恢复至常态水平。

表格 6：医疗器械板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
迈瑞医疗	65.2	65.2	66.0	32.8	32.7	29.7	28.3	28.9	32.7
乐普医疗	72.2	73.3	70.9	45.9	42.6	35.4	22.1	29.6	27.9
安图生物	66.6	65.3	58.8	33.6	33.4	35.8	29.4	27.7	22.9
健帆生物	86.2	85.7	85.6	41.6	34.9	27.2	39.7	46.3	50.5
鱼跃医疗	42.2	41.7	57.2	24.2	16.5	21.8	16.4	21.5	32.7
万孚生物	65.2	65.2	70.5	39.1	38.7	37.0	20.6	22.4	28.2
山东药玻	36.9	37.6	37.4	17.2	17.5	15.4	15.3	15.2	17.1
贝瑞基因	61.1	61.2	53.5	33.4	32.8	33.8	23.9	33.0	15.9
开立医疗	65.3	67.7	63.2	59.5	60.3	63.6	8.1	13.3	5.2
艾德生物	90.4	90.6	88.1	63.9	61.4	59.8	23.4	29.4	28.6
九强生物	68.8	69.6	57.6	23.0	25.8	39.2	39.4	37.2	12.9
基蛋生物	72.8	71.5	65.3	35.1	34.8	38.2	36.1	36.1	26.8
凯普生物	80.6	81.1	76.6	60.2	61.5	40.9	18.8	18.2	29.3
透景生命	78.6	78.1	59.7	40.5	47.5	72.7	35.6	31.3	-7.3
新产业	80.0	79.4	79.3	29.2	29.0	25.8	45.9	45.7	49.0
迈克生物	51.8	53.1	52.3	28.6	26.9	24.6	17.6	19.2	22.1
爱博医疗	85.7	86.1	85.5	50.1	43.1	41.2	33.7	38.5	35.5
欧普康视	78.4	78.1	78.7	31.9	34.1	34.9	45.6	41.5	41.1
昊海生科	77.3	76.6	77.2	53.8	49.0	80.0	23.5	25.0	2.4
平均值	**69.8**	**69.8**	**67.5**	**39.1**	**38.0**	**39.8**	**27.6**	**29.5**	**24.9**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：产品研发中审批不确定的风险，集中采购带来的大幅降价风险，收购过程中形成的商誉减值风险，新型冠状病毒肺炎疫情影响风险。

（四）医药外包：景气度持续+中国优势凸显=成长的确定性强

观点：需求端景气度持续，海外疫情蔓延下对中国优势的认可度提升，医药外包仍是极具成长确定性的子板块之一。在需求端，中国市场红利仍是具有最强确定性的，具体来看，2020年一季度A股上市药企合计研发投入达93.68亿元，同比增长15%。同时，海外疫情蔓延下，国内医药外包企业在全球创新药产业链的参与度进一步提升，离岸外包的产业转移加速，具体来看，Q2药明康德和康龙化成的

早期药物研发业务实现收入端高增长，CDMO公司中博腾股份Q2实现5.34亿元营收（是其成立以来收入最高的季度）。

成长性分析：2020年上半年，医药外包板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为33%、48%、82%，其中康龙化成、昭衍新药和博腾股份表现优异，凯莱英和药石科技也取得良好表现。

表格 7：医药外包板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
药明康德	0.78	1.18	1.50	135	**89**	**70**	13%	12	34	34	23	23	20	14	78	96	47
泰格医药	0.96	1.35	1.69	113	**81**	**64**	20%	14	22	29	9	56	52	5	1	-37	74
康龙化成	0.69	1.11	1.42	156	**97**	**76**	10%	10	29	29	34	58	34	133	19	60	145
昭衍新药	0.79	1.16	1.60	132	**90**	**65**	25%	22	56	49	98	71	87	122	-16	28	109
凯莱英	2.39	3.20	4.24	112	**84**	**63**	20%	16	34	44	16	33	43	37	45	-41	-12
博腾股份	0.34	0.46	0.61	100	**74**	**56**	8%	6	31	22	48	125	225	105	81	414	45
药石科技	1.05	1.39	1.92	125	**95**	**69**	21%	19	38	38	58	16	35	25	-21	-65	389
成都先导	0.30	0.25	0.38	142	**168**	**111**	13%	18	75	/	-19	135	/	-59	232	/	-142
平均值				**127**	**97**	**72**	**16%**	**15**	**40**	**31**	**33**	**65**	**62**	**48**	**52**	**57**	**82**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

盈利能力分析：2020年上半年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低0.8 pct、提高0.4 pct、提高3.0 pct，上半年重点公司多数的盈利能力实现提升；其中毛利率下降，主要是受药石科技和成都先导毛利率下滑的拖累，主要系这两家研发早期CRO公司处于业务转型的阶段，例如主营业务为分子砌块的药石科技开始提供规模化量产的外包服务；净利率提升，主要是受药明康德、康龙化成和泰格医药的投资收益带动。

表格 8：医药外包板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
药明康德	39.0	38.8	36.9	19.7	19.1	19.8	14.8	18.7	23.9
泰格医药	46.5	47.6	48.5	20.1	19.6	20.8	34.8	28.3	71.3
康龙化成	35.5	32.1	36.4	18.7	19.6	15.5	14.1	9.6	21.3
昭衍新药	52.6	50.9	50.2	22.7	30.0	31.6	27.9	19.9	18.9
凯莱英	45.5	44.2	48.6	21.9	21.7	21.6	22.5	21.0	24.9
博腾股份	37.8	37.1	38.6	24.0	25.3	21.4	11.6	10.5	14.1
药石科技	51.6	56.4	45.1	25.2	26.7	23.3	23.0	23.8	19.0
成都先导	81.5	80.5	76.5	51.6	56.8	68.2	45.5	55.8	17.8
平均值	**48.8**	**48.4**	**47.6**	**25.5**	**27.3**	**27.8**	**24.3**	**23.4**	**26.4**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：订单短期波动性的风险，新药研发失败的风险，不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险，汇兑风险。

（五）特色原料药：重点关注技术平台型或成本优势型的头部公司

观点：我国特色原料药行业进入以产业升级为主逻辑的长周期，头部公司的业绩高成长性有望持续。作为医药板块中外循环参与度最高的细分领域之一，上半年疫情对国内特色原料药企业的出口运输、客户审计、海外业务拓展等造成了负面影响。在此前提下，上半年特色原料药板块中的重点公司仍取得优异业绩表现，说明了在产业升级长周期中，头部公司业绩持续增长的确定性较高。推荐通过自下而上的方式，从产品梯队、产能释放和业务升级等维度优选个股，建议重点关注技术平台型，或者具备成本优势的头部公司，例如博瑞医药和华海药业。

表格 9：原料药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
博瑞医药	0.27	0.42	0.65	195	**127**	**82**	12%	15	23	/	44	42	/	88	-4	/	1,735
奥翔药业	0.25	0.33	0.45	172	**129**	**97**	11%	14	26	11	62	42	31	79	663	510	89
华海药业	0.39	0.71	0.92	108	**60**	**46**	16%	9	6	4	25	293	30	103	2,483	1,068	3
天宇股份	3.21	4.26	5.24	36	**27**	**22**	29%	8	44	51	36	223	574	55	445	506	40
美诺华	1.01	1.34	1.85	51	**39**	**28**	13%	5	39	61	16	135	312	26	286	1,474	-9
司太立	0.70	1.05	1.67	124	**82**	**52**	19%	15	47	49	14	77	43	51	29	-42	20
仙琚制药	0.45	0.55	0.69	36	**29**	**23**	15%	4	2	6	-5	34	41	21	169	302	-30
普洛药业	0.47	0.65	0.85	58	**42**	**32**	18%	7	13	16	12	55	84	38	63	58	21
亿帆医药	0.73	1.03	1.20	40	**29**	**25**	15%	4	12	8	12	8	-17	62	-20	-84	570
健友股份	0.65	0.92	1.23	72	**51**	**38**	23%	12	45	38	19	43	30	44	-1,449	-18,356	7
九洲药业	0.30	0.45	0.71	120	**78**	**50**	12%	9	8	-7	17	27	-9	32	109	141	-82
平均值				**92**	**63**	**45**	**16%**	**9**	**24**	**22**	**23**	**89**	**102**	**54**	**252**	**-1311**	**215**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

成长性分析：头部公司业绩持续增长的确定性较高。2020年上半年，特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为23%、54%、215%，其中博瑞医药、奥翔药业和华海药业表现优异，天宇股份、司太立和健友股份也取得了良好表现；与去年同期相比，部分重点公司的经营性现金流得到明显改善。技术平台型、规模优势型的头部公司，在2020年上半年实

现产品商业化进程的加速，例如博瑞医药获得注射用醋酸卡泊芬净、注射用米卡芬净钠的国内生产批件，同时获得恩替卡韦原料药的欧洲CEP证书，华海药业获得7个新产品的国内生产批件。

盈利能力分析：2020年上半年，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比提高3.5 pct、降低1.3 pct、提高3.3 pct，上半年各家重点公司的盈利能力均实现提升；其中毛利率提升，主要是奥翔药业、华海药业、天宇股份、美诺华、司太立、健友股份和九洲药业等产品提价或规模性体现的影响。

表格 10：原料药板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
博瑞医药	64.0	61.2	59.2	39.3	40.7	30.9	22.1	19.7	24.3
奥翔药业	51.8	51.3	56.1	32.1	26.6	29.2	18.3	24.0	25.1
华海药业	60.5	58.7	62.5	46.5	44.3	39.4	11.3	13.2	18.4
天宇股份	56.1	52.0	53.0	22.6	21.4	19.5	27.8	26.0	28.6
美诺华	38.3	36.4	38.4	21.8	17.6	17.6	13.6	16.7	17.7
司太立	42.7	41.6	47.4	22.9	21.8	21.0	14.0	15.3	20.5
仙琚制药	60.5	59.4	56.3	45.3	45.3	40.9	11.9	10.5	12.1
普洛药业	32.4	32.1	28.2	23.1	21.6	15.8	7.7	7.9	10.8
亿帆医药	46.1	43.6	53.0	25.4	21.6	22.5	16.8	18.8	25.0
健友股份	51.2	50.1	60.3	24.4	22.2	26.9	24.5	24.6	29.1
九洲药业	34.8	32.0	42.2	19.8	19.9	25.4	11.7	11.9	12.8
平均值	**49.0**	**47.1**	**50.6**	**29.4**	**27.5**	**26.3**	**16.3**	**17.1**	**20.4**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：环保及质量风险，原材料价格上涨的风险，产品价格波动的风险，库存、产能波动的风险，产品获批进度低于预期的风险。

（六）医疗服务：Q2 业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升

观点：

1）一季度年医疗服务板块受新冠疫情影响明显，随着疫情的逐步防控到位，Q2起业务恢复良好。集中程度提升和渗透率提升是医疗服务领域两大主题，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

2）检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。我国检验外包行业渗透率持续提升奠定了当前增速在20%左右、远高于检验市场增速，同时渗透率提升空间较大，随着医保控费、DRGs等政策的推进，外包率的进一步提升确定性增加，奠定了检验外包市场增长量的基础。

龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强，继续关注爱尔眼科、通策医疗和金域医学。

表格 11：医疗服务重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
爱尔眼科	0.33	0.41	0.56	157	128	94	20%	26	25	26	-12	32	32	-17	36	28	-33
美年健康	-0.22	0.05	0.26	-73	314	61	2%	8	1	3	-50	-222	-251	-482	41	-101	-21
通策医疗	1.44	1.83	2.40	143	113	86	25%	28	23	24	-13	39	54	-33	53	69	-45
金域医学	0.88	1.94	1.95	124	56	56	29%	16	16	20	37	67	115	231	24	35	53
迪安诊断	0.56	1.21	1.23	78	36	36	16%	6	21	35	12	-18	18	106	11	67	143
平均值				**86**	**130**	**66**	**19%**	**17**	**17**	**22**	**-5**	**-20**	**-7**	**-39**	**25**	**20**	**20**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

成长性分析：

一季度年医疗服务板块受新冠疫情影响明显，随着疫情的逐步防控到位，Q2恢复良好，眼科医疗需求持续释放和恢复；口腔医疗需求偏刚性，稳步恢复中；体检人次逐步恢复到去年同期水平；受疫情催化，第三方医学检验新冠检测量大幅增长，随着疫情缓解，常规检测业务有望得到有效恢复。

1）爱尔眼科：受疫情影响，2019H1门诊量下降16.5%，2019H1营收同比下降12.3%，归母净利润下降2.7%，Q2业绩回升明显，Q2单季度应收同比增长0.7%，归母净利润同比增长50.5%。品牌影响力持续增强，眼健康生态圈建设稳步推进，市占率持续提升。

2）通策医疗：2019H1营收同比下降12.9%，归母净利润下降30.2%，Q2业绩回升良好，Q2单季度应收同比增长20.4%，归母净利润同比增长44.5%。成熟总院带动分院成长，蒲公英计划与种植增长计划协同推动公司扩张。

3）美年健康：2019H1营收同比下降50.2%， Q2体检人次逐步恢复到去年同期水平。公司经营效率有望持续提升 ，步入良性发展渠道。

4）金域医学：2019H1营收同比下降12.9%，归母净利润下降30.2%，Q2业绩回升良好，Q2单季度应收同比增长20.4%，归母净利润同比增长44.5%。国内ICL行业龙头，持续受益于行业渗透率提升。

盈利能力分析：眼科服务爱尔眼科上半年毛利率有所下降，销售费用率下降，主要是营销活动额减少，盈利水平总体有所提升，净利润率提升。通策医疗上半年毛利率有所下降，成本费用不断降低，盈利能力有所提升，通过项目目标管理和建设标准化压缩建设周期和各类成本费用，期间费用下降，减少疫情冲击。ICL金域医学规模效应显现，净利润率提升，项目结构和客户结构进一步优化，毛利率提升。

表格 12：医疗服务板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
爱尔眼科	49.3	47.1	43.7	25.8	24.7	24.3	14.3	15.4	16.9
美年健康	43.8	35.6	4.5	36.6	39.3	62.9	-8.4	1.2	-46.8
通策医疗	46.1	45.6	40.3	14.2	14.3	16.1	26.8	27.4	21.7
金域医学	39.5	39.8	44.8	31.1	30.8	24.7	7.9	6.8	16.9
迪安诊断	32.2	32.9	37.0	21.9	21.3	20.3	6.8	9.3	13.5
平均值	**42.2**	**40.2**	**34.1**	**25.9**	**26.1**	**29.7**	**9.5**	**12.0**	**4.4**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：扩张进度不及预期；医疗事故风险、境外新冠病毒疫情的不确定性、人才流失风险、并购整合不及预期等风险。

（七）医药商业：大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容

观点：医药分家市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变，继续推荐连锁药店板块。

1、连锁药店板块：医药分家大趋势下，处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。

1）带量采购使得医院端失标和中标产品都将药店作为更重要的终端，医院端处方有望更多流向药店，处方外流速度加快，药店客单价不一定增加，但客流量将增大，以及大连锁议价能力提升，通过议价降低影响。近年来，药店处方药占比逐年提升，医药分家大趋势下，药店端扩容逻辑不改。

2）行业规范性进一步提高，小连锁和单体店生存空间进一步压缩，行业集中程度进一步提升，大型连锁药店受益，规模进一步扩大。

3）药店向专业化和更具粘性的服务属性业态发展。DTP药房和慢病管理药房，搭建慢病管理平台，更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性。

继续推荐：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂。

2、配送企业：2020H1受疫情影响，医院终端诊疗受到限制，直销业务和调拨业务下降。随着疫情的逐步防控到位，业务逐步恢复。关注受益于持续行业的整合，麻精类特色业务持续稳步发展，各项业务齐头并进的国药股份。终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速的柳药股份。

表格 13：医药商业板块重点公司估值数据比较

股票	EPS（元）			PE（倍）			ROE	PB	营收同比增速（%）			扣非后归母净利润同比增速（%）			经营活动产生的现金流同比增速（%）		
	2019	20E	21E	2019	20E	21E	20E	20E	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
益丰药房	1.43	1.91	2.54	**66**	**50**	**37**	14%	10	44	49	25	24	41	31	61	89	-5
一心堂	1.06	1.29	1.51	**24**	**20**	**17**	14%	5	18	14	19	31	16	19	63	956	91
大参林	1.28	1.40	1.73	**51**	**47**	**38**	18%	11	19	26	32	8	35	56	35	3	9
老百姓	1.78	2.18	2.70	**43**	**35**	**28**	15%	9	26	23	21	20	15	20	83	12	2
九州通	0.92	1.22	1.49	**19**	**15**	**12**	11%	2	18	14	6	22	24	55	221	16	13
国药股份	2.13	2.48	2.72	**15**	**13**	**11**	15%	3	7	15	-17	24	24	-22	-9	260	32
上海医药	1.44	1.65	1.86	**13**	**11**	**10**	10%	1	22	17	-6	-7	30	5	18	-6	83
柳州股份	2.65	2.30	2.92	13	11	9	17%	14	24	27	5	32	27	10	107	1752	-60
平均值				**49**	**38**	**31**	**0**	**6**	**23**	**27**	**11**	**27**	**24**	**24**	**79**	**164**	**32**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

成长性分析：板块整体保持了稳健增长的态势，2020年H1医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长6.2%、11.9%，受疫情影响，整体板块增速下降，其中零售药店板块表现优秀，益丰药房、老百姓、大参林和一心堂继续保持快速增长。配送企业九州通、柳州股份等受疫情影响较小，继续保持快速增长。

1、连锁药店板块：益丰药房收入、归母净利润同比增长24.65%、31.2%；大参林实现收入、归母净利润同比增长32.1%、55.7%；老百姓实现收入、归母净利润同比增长20.8%、20.2%；一心堂收入、归母净利润同比增长19.2%、23.5%。

2、配送企业：柳药股份实现收入、归母净利润同比增长5.2%、10.3%；九州通收入、归母净利润分别同比增长6%、55.4%。

盈利能力分析：药店板块毛利率有所下降、期间费用率有所降低，毛利率降低与疫情期间产品结构、返利影响以及处方药占比逐步提升有关，处方外流和医保门店资格的逐步放开，处方药占比会进一步提升，毛利率虽然进一步下降，但门店收入规模扩大坪效不断上升。

行业规范性进一步提高，小连锁和单体店生存空间进一步压缩，行业集中程度进一步提升，大型连锁药店受益，规模进一步扩大。个人医保账户政策落地，个人医保庄户存量资金不变，增量减少+家庭共济盘活存量资金，综合下来对药店行业整体影响偏中性，继续推荐益丰药房、老百姓、大参林、一心堂。

表格 14：医药商业板块重点公司 2020H1 财务数据比较

股票	毛利率（%）			期间费用率（%）			净利率（%）		
	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1	2019	2019H1	20H1
益丰药房	39.7	39.0	38.1	31.5	30.8	28.2	6.4	5.9	7.4
一心堂	40.5	38.7	36.2	31.5	31.3	27.7	5.7	5.8	6.9
大参林	41.6	39.5	38.1	33.1	31.0	26.2	5.9	6.3	8.7
老百姓	35.2	33.6	32.3	28.1	26.9	24.6	5.3	5.3	6.2
九州通	8.6	8.7	9.6	6.4	6.4	6.3	1.6	1.8	3.1
国药股份	8.8	8.8	7.7	4.2	3.4	3.6	4.1	4.2	3.8
上海医药	14.2	14.4	15.0	11.0	10.8	11.1	2.8	2.6	3.3
柳州股份	10.8	12.2	12.5	4.9	5.9	5.4	4.9	5.2	5.6
平均值	**26.1**	**26.2**	**25.3**	**20.1**	**19.6**	**18.2**	**4.5**	**5.0**	**5.6**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

风险提示：经营性现金流持续的稳定性，扩张过快带来的管理风险，执业药师要求等政策性风险。

四、如何看疫后医药板块的投资机会：拥抱创新，坚守价值

（一）创新驱动带来行业高景气度，高投资回报率板块

对医药行业产生深刻长远影响来自于实施以价值为导向的医保战略性购买。医保战略性购买对行业发展带来什么影响？

所谓战略性购买，即发挥消费导向，实现有质量、更具价值的医保购买，从整体上注重成本效益和价值取向的购买。陈金甫《实施价值导向的医保战略性购买》中谈到“关乎生命的医疗服务、技术和药品，怎么强调质量都不过分”，“医保购买不仅是当下的值与不值，而是买未来中国医疗的强与不强。”“对具有极高临床创新价值的产品和技术，现在或许买不起，但考虑到药物的替代性和集团购买的询价机制，现在付出一定的成本，无疑对当下的质量提升和基金绩效具有显著改善，更重要的是对未来价值创新的支持激励具有强烈的社会意义。”

医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励，定下了医药行业发展基调，唯有创新才是医药发展的未来，从而也决定医药投资方向必须围绕创新。

现在是否是投资创新产业链的好时机？是？

1、创新器械：新技术、新需求将驱动医疗器械行业加速成长。需求高景气刺激市场快速发展，高端产品国产化率仍较低，创新药械集采对于进口替代有较大促进作用，快速的进口替代带来的国产头部厂商高速成长的确定性。

2、创新药：创新药进入产品上市窗口期，科创板助力创新药企加速上市。供给端创新药研发能力持续提升，支付端医保谈判加速创新药上市后放量，同时科创板注册制助力中小创新药企业加速上市。国产创新药进入产品上市的窗口期，具体来看，2020年上半年国产创新药IND和NDA分别为183和13个，分别同比增长66%和86%（化药+生物药）。

3、创新药产业链：研发投入及投融资景气持续，创新药产业链持续受益。需求端景气度角度，疫情下中国市场红利逻辑持续，具体来看，2020年一季度A股上市药企合计研发投入达93.68亿元，同比增长15%，2020年上半年我国制药、生物科技与生命科学领域投融金额达到238亿元。

4、创新疫苗：国内创新类疫苗迈入收获期，存量市场+新增量市场释放，行业处于高景气阶段。从中长期看，“产品升级换代+先发优势保持”的逻辑在国内疫苗行业同样也成立。先发企业凭借产品的升级换代以及凭借品种建立起的渠道优势，长期保持竞争优势，高回报率得以长期保持，国内创新类疫苗是门好生意。

坚守创新驱动带来的行业高景气度，高投资回报率板块，推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块。

1、创新疫苗： 国内创新类疫苗是门好生意。国内创新类疫苗迈入收获期，存量市场+新增量市场释放，行业处于高景气阶段。新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。

相关标的：康泰生物、智飞生物、康希诺、沃森生物、万泰生物和康华生物。

2、医疗器械：快速的进口替代带来的国产头部厂商高速成长的确定性。

1）免疫诊断、分子诊断、POCT处于高速发展期、进口替代空间大，重点关注迈瑞医疗、凯普生物。

2）眼科器械：质量为门槛，创新和成本为茅，眼科器械迎来结构性投资机会。中长期，产品布局符合眼科诊疗需求升级方向的公司将持续受益。

相关标的：爱博医疗、欧普康视。

3）关注进入壁垒高、进口替代空间大神经介入领域。

相关标的：微创医疗、赛诺医疗、康德莱、沛嘉医疗。

3、创新药：创新药进入产品上市窗口期，科创板助力创新药企加速上市。

相关标的：恒瑞医药、贝达药业。

大分子生物药发展方兴未艾，发掘国产生物类似物进口替代的“金矿。

相关标的：康弘生物、复宏汉霖。

4、创新药产业链：研发投入及投融资景气持续，创新药产业链持续受益。

相关标的：凯莱英、药明康德、泰格医药和康龙化成。

（二）坚守价值：继续推荐宽赛道、高壁垒，具备长期投资价值板块

1、继续推荐宽赛道、高壁垒医疗服务板块以及处于景气周期药店板块。

1）眼科、口腔科和体检服务，宽赛道、高壁垒。龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

相关标的：爱尔眼科、通策医疗、美年健康。

2）ICL：检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。

推荐：金域医学（国内ICL行业龙头，持续受益于行业渗透率提升）。

3）药店：医药分家大趋势下,处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。带量采购使得医院端失标和中标产品都将药店作为更重要的终端，医院端处方有望更多流向药店，处方外流速度加快，药店客单价不一定增加，但客流量将增大，以及大连锁议价能力提升，通过议价降低影响。

药店向专业化和更具粘性的服务属性业态发展。DTP药房和慢病管理药房，搭建慢病管理平台，更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性。

继续推荐：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

2、推荐高壁垒永续增长具备长期投资价值的血制品板块。

1）短中期白蛋白价格有望继续往上，景气度持续提升。长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

2）目前浆站审批趋严，且浆站审批向龙头企业倾斜。在行业浆量增长增速继续下降，供不应求情况下，价格有望上行，龙头企业在浆量成长超越行业增长且能享受到价格上涨，增速超越行业增长。

继续推荐：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

3、消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的，具备长期成长品种：生长激素和脱敏药物。部分细分领域存在远未被满足的治疗需求，产品升级后优势明显、竞争格局良好的企业拥有快速放量的基础，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。

推荐：我武生物、长春高新、安科生物。

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险。

四、风险提示

政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。