医药

行业研究/周报

板块普涨，关注成长性更强的 CXO 和 API 板块

—医药周报 20200706

医药周报 2020 年 07 月 06 日

报告摘要：

- **二级市场：医药成交额维持高位，板块普涨，坚守更优赛道**

上周（2020.6.29-2020.7.3）医药板块上涨1.98%，跑输沪深300指数4.80个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第2名。2020年初以来，医药板块上涨40.6%，跑赢沪深300指数32.7pct，仍然是列所有行业涨幅第1位，今年以来超额收益明显，成交额继续保持高位，板块溢价率有所回落。上周各个板块均呈现上涨，其中中成药、医疗器械、医疗服务板块涨幅相对较多，分别为5.46%、2.91%、2.33%；化学原料药和中药饮片也有不错涨幅。

根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.6.29-2020.7.3）整体呈现上涨趋势，其中中药、医药服务和生物药板块涨幅较明显，研发创新型药企、综合性仿制药企业和特色原料药企业也有较为明显的涨幅。中药板块：天士力和云南白药分别上涨16.2%和10%。医药服务板块继续上涨，康龙化成完成控股联斯达带来上涨，周涨幅15.4%，博腾股份上涨9.2%。特色原料药板块中，普洛药业发布2020H1业绩预告，业绩靓丽带来较大上涨，周涨幅12.3%。我们认为，未来特色原料药板块产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。

我们对CXO行业的看法——未来仍可期，看好本土CXO企业全球话语权持续提升：1）股权激励频出深度绑定科学家，未来业绩仍具持续性。2）持续看好CXO基本面，关注中国区市场红利。3）关注海外疫情持续发酵下本土CXO企业全球化并购机遇。

- **重点研究更新：**

《医药外包行业事件点评：股权激励加强科学家绑定，持续看好 CXO》：1）从激励名单看：科学家红利奠定 CXO 行业基础，股权激励加强科学家绑定。2）从考核目标看：疫情冲击相对有限，CXO 公司未来业绩仍有望保持快速增长。3）持续看好外包行业基本面，关注中国区市场红利。

《CXO 行业专题报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展》：本文从人效（人均创收和人均创利）及资产周转率角度，切入分析国内外医药外包（CXO）行业，判断国内外领先企业所处的发展阶段，进而对国内两个主要 CXO 细分“赛道”（CRO、CDMO）提出盈利能力分析的思路。最后从竞争战略角度分析国内医药外包公司商业拓展模式，并提出我们的观点：技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择。。

《普洛药业 2020 年半年度业绩预告点评：盈利能力改善，看好 CDMO 贡献业绩增量》：2020 年 7 月 1 日，普洛药业发布 2020 年半年度业绩预告，在收入端，公司上半年营业收入在 39.05-40.82 亿元，同比增长 10.02-15.01%；利润端，上半年归母净利为 4.08-4.36 亿元，同比增长 45.28-55.25%，基本每股收益为 0.3462-0.37 元/股。1）收入结构调整下，二季度盈利能力边际改善。2）API 及 CDMO 业务：产能扩张、订单放量驱动的景气周期开启。

《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》政策解读—以冠脉支架为切入点，探索高值医耗集采：1）以冠脉支架为切入点，探索单价和资源消耗占比较高的医耗集采路径。2）按总采购基数的 80%以量换价，压缩高值耗材虚高的价格空间。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

分析师：盛丽华

执业证号： S0100519110002

电话： 021-60876730

邮箱： shenglihua@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号： S0100119060028

电话： 021-60876703

邮箱： tanzimei@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号： S0100119100011

电话： 010-85127728

邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.【民生医药】点评报告：以冠脉支架为切入点，探索高值医耗集采

2.行业专题研究:从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展

● **投资建议：**

短期内持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性。结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块中景气度提升的细分领域，如新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，及长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：康弘药业、凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、凯普生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物、成都先导等。**中期看好“补短板”叠加供给侧产业升级下的医药投资主线，长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。**

● **风险提示：**

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2020/7/3	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
泰格医药	96.6	1.1	1.5	1.9	86.0	66.1	51.6	推荐
凯莱英	235.7	2.4	3.1	4.0	98.4	76.0	59.2	推荐
药明康德	95.9	1.1	1.8	2.1	119.5	53.9	46.3	推荐
华兰生物	47.4	0.9	1.3	1.5	67.3	37.0	32.5	推荐
康泰生物	158.0	0.9	1.3	2.1	184.9	123.4	74.9	推荐
复星医药	34.4	1.3	1.4	1.5	26.6	25.1	22.4	推荐
普洛药业	24.7	0.5	0.7	0.8	52.6	36.9	29.4	推荐
仙琚制药	16.3	0.4	0.6	0.8	36.5	28.2	21.8	推荐
迈瑞医疗	296.7	3.9	4.9	6.0	77.1	61.0	49.7	推荐
凯普生物	50.1	0.7	0.9	1.2	72.3	55.7	42.5	推荐
万孚生物	102.4	1.1	1.7	2.1	90.6	62.1	48.5	推荐
金域医学	82.4	0.9	1.2	1.4	93.8	69.8	59.3	谨慎推荐
天宇股份	105.1	3.2	4.0	5.1	32.7	26.2	20.7	推荐
我武生物	60.6	0.6	0.7	0.9	106.3	93.2	68.0	推荐
药石科技	124.9	1.1	1.3	1.6	118.9	96.1	77.6	谨慎推荐
成都先导	50.2	0.3	0.4	0.5	167.4	122.5	96.6	中性
康弘药业	46.6	0.8	1.0	1.2	56.8	47.0	37.5	推荐
康龙化成	103.4	0.7	1.1	1.4	150.1	98.5	75.5	推荐
昭衍新药	98.5	1.1	1.6	2.1	125.1	62.3	46.0	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

一、投资建议：板块普涨，关注成长性更强的 CXO 和 API 板块 4
二、重点推荐行业和公司研究更新 6
（一）医药外包行业事件点评：股权激励加强科学家绑定，持续看好 CXO 6
（二）CXO 行业专题报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展 7
（三）普洛药业 2020 年半年度业绩预告点评：盈利能力改善，看好 CDMO 贡献业绩增量 8
三、行业热点新闻解读 11
（一）《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》政策解读——以冠脉支架为切入点，探索高值医耗集采 11
四、上周行情回顾 12
（一）医药行业行情：板块周涨幅垫底，年度板块超额收益明显 12
（二）医药子行业行情：持续分化，医药服务板块持续表现靓丽 14
（三）陆港通&港股通：医药持仓续创新高，龙头效应仍然显著 15
（四）限售解禁&股权质押情况追踪 17
五、风险提示 18
插图目录 19
表格目录 19

一、投资建议：板块普涨，关注成长性更强的 CXO 和 API 板块

二级市场层面：医药成交额维持高位，板块普涨，坚守更优赛道。上周（2020.6.29-2020.7.3）医药板块上涨 1.98%，跑输沪深 300 指数 4.80 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第 2 名。2020 年初以来，医药板块上涨 40.6%，跑赢沪深 300 指数 32.7pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显，成交额继续保持高位，板块溢价率有所回落。上周各个板块均呈现上涨，其中中成药、医疗器械、医疗服务板块涨幅相对较多，分别为 5.46%、2.91%、2.33%；化学原料药和中药饮片也有不错涨幅。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.6.29-2020.7.3）整体呈现上涨趋势，其中中药、医药服务和生物药板块涨幅较明显，研发创新型药企、综合性仿制药企业和特色原料药企业也有较为明显的涨幅。中药板块：天士力和云南白药分别上涨 16.2%和 10%。医药服务板块继续上涨，康龙化成完成控股联斯达带来上涨，周涨幅 15.4%，博腾股份上涨 9.2%。特色原料药板块中，普洛药业发布 2020H1 业绩预告，业绩靓丽带来较大上涨，周涨幅 12.3%。我们认为，未来特色原料药板块产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。

我们对 CXO 行业的看法——未来仍可期：1）股权激励深度绑定科学家，未来业绩仍具持续性。近期医药外包行业企业股权激励方案频出，科学家红利奠定 CXO 行业基础，股权激励加强科学家绑定，虽然今年上半年受到疫情影响，但是我们也可以看到 CXO 企业对未来行业发展的信心。**2）持续看好 CXO 基本面，关注中国区市场红利。**在疫情影响下，全球经济基本面持续走低，但国内医药外包企业的短期负面影响已趋于尾声，反而带来全球性的医药健康领域的高需求和强增长。由于国内对疫情较好的控制，以及临床前 CRO 离岸外包属性，我们认为本土 CRO 龙头企业市占率可能进一步提升。**3）关注海外疫情持续发酵下本土 CXO 企业全球化并购机遇。**此外，我们也建议关注全球疫情影响下海外 CXO 企业业绩情况以及本土 CXO 企业海外布局进度，鉴于海外疫情持续发酵，本土 CXO 企业有可能迎来全球化布局加速并购期，从而带动本土 CXO 企业市占率进一步提升。

短期内持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性。结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块中景气度提升的特色领域，如新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，及长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。

中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，2019 年首批集采品种的全国扩面、2020 年第二批集采品种开始采购、新的《药品

注册管理办法》7 月 1 日有望执行、基本医疗保险制度改革有望协同医药供给侧改革加速、深入推进，以上均作为产业政策的重要基础，让我们对产业政策鼓励创新、加速低端产能出清的导向有了更清晰的认识，同时疫情控制的代价，也让我们意识到“补短板”的重要性，2020 年云南省、河南省、江苏省相继出台政策加大公共卫生领域的财政投入，我们认为“补短板”叠加供给侧产业升级是医药投资主线，推荐方向包括①创新升级的服务方（CRO、CMO）、②政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，③商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业；④产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和公司研究更新

（一）医药外包行业事件点评：股权激励加强科学家绑定，持续看好 CXO

事件概述

①6 月 23 日，凯莱英发布 2020 年限制性股票激励计划（草案），本计划拟授予的限制性股票数量 122.80 万股，约占本计划草案公告时公司股本总额 23,131.9762 万股的 0.531%，其中首次授予 102.65 万股，预留 20.15 万股。本计划首次授予的激励对象总人数为 225 人，首次授予的限制性股票的授予价格为 117.07 元/股。首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标，以 2019 年净利润为基数，公司 2020、2021 和 2022 年净利润增长率不低于 25%、50%和 75%。

②6 月 28 日昭衍新药发布 2020 年股票期权激励计划（草案）。本计划拟向激励对象授予权益总计 209 万份，约占本计划草案公告时公司股本总额 22,668.1929 万股的 0.922%。本计划授予的股票期权的行权价格为 94.77 元/股，授予的激励对象总人数为 356 人，包括公司公告本计划草案时在公司（含控股子公司）任职的董事、高级管理人员及核心技术（业务）骨干。业绩考核目标以 2019 年营业收入为基数，2020、2021 和 2022 年营业收入增长率不低于 25%、56.25%和 95.31%。

分析与判断

从激励名单看：科学家红利奠定 CXO 行业基础，股权激励加强科学家绑定。在本次股权激励计划名单中，凯莱英预计有 210 位核心技术人员获得激励，加上 10 位管理人员获授股票数量占比 68.93%， 昭衍新药在本次激励名单中含核心技术（业务）骨干 351 人，获授 188.9 万股，占本次授予股票期权总数的 90.38%。科学家红利奠定本土 CXO 企业业绩基础，CXO 企业通过股权激励措施不断对核心科学家进行深度绑定，有助保证订单稳定持续推进并带来业绩确定性。

从考核目标看：疫情冲击相对有限，CXO 公司业绩仍有望保持快速增长。从考核目标来看，未来 3 年公司业绩均能保持快速增长。凯莱英首次授予限制性股票解除限制条件以 2019 年净利润为基数，公司 2020、2021 和 2022 年净利润增长率不低于 25%、50%和 75%（2020-2022 净利润 YOY 分别为 25%、20%和 17%）；昭衍新药以 2019 年营业收入为基数，2020、2021 和 2022 年营业收入增长率不低于 25%、56.25%和 95.31%（收入的年复合增长率约在 25%）。从以上考核目标可以看出凯莱英和昭衍新药对未来业绩仍然保持快速增长的预期，从 2020 年考核目标来看，我们认为疫情对 CXO 业绩影响相对有限，未来 3 年仍然有望保持较快的增长。

持续看好外包行业基本面，关注中国区市场红利。在疫情影响下，全球经济基本面持续走低，但国内医药外包企业的短期负面影响已趋于尾声，反而带来全球性的医药健康领域的高需求和强增长。由于国内对疫情较好的控制，以及临床前 CRO 离岸外包属性，我们认为本土 CRO 龙头企业市占率可能进一步提升。在此，我们重申 CXO 产业的三个核心逻辑：1、产业转移成熟阶段的离岸外包业务，重点关注其 α 能力拓展，如药明康德、康龙化成；2、产业转

移初期的 CDMO/CMO 业务，供给端技术实力、产能规模的提升，如凯莱英、九洲药业；3、中国市场红利逻辑下在岸外包公司的α能力拓展，如泰格医药、昭衍新药等。

投资建议：推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

风险提示：行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性。

（二）CXO 行业专题报告：从人效角度看中国医药外包公司的商业模式拓展

本文试图解决的问题：本文从人效（人均创收和人均创利）及资产周转率角度，切入分析国内外医药外包（CXO）行业，判断国内外领先企业所处的发展阶段，进而对国内两个主要 CXO 细分“赛道”（CRO、CDMO）提出盈利能力分析的思路。最后从竞争战略角度分析国内医药外包公司商业拓展模式，并提出我们的观点：技术驱动、可持续差异化战略是企业更优的选择。

就资产周转率而言，国内 CXO 头部企业运营质量已接近海外同行。1）海外同行进入发展成熟阶段，CRO 和 CDMO 因为资产属性的差异造成资产周转率差异。海内外样本 CXO 企业总资产周转率差距不明显：2019 年，选取的 7 家海外 CXO 企业平均总资产周转率为 0.56（次）；同期，选取 9 家国内头部 CXO 企业的平均总资产周转率为 0.51（次）。此外，对比固定资产占比数据，我们发现海外企业固定资产占比与周转率呈反向相关，（重资产的 CDMO 企业周转率低于轻资产的 CRO 企业），而国内企业则不存在明显的相关性。这也从侧面说明国内 CXO 行业目前正处于产业链延伸、产能兑现的阶段。2）国内 CXO 处于产能快速扩张期，技术属性较高的 CDMO 公司资产周转率较高。从细分行业看，2019 年，提供差异化业务的特色合成服务提供商药石科技及以后期和商业化项目为主的凯莱英拥有较高的周转率。3）我们更加关注新业务布局、合规性产能搭建节奏。我们认为，国内公司大多处于产能、新业务布局快速拓展期，在这个阶段，我们更加关注相关公司新业务模式拓展的兑现、新合规性产能的技术特点（比如药石科技、康龙化成、维亚生物等在 CDMO 领域布局、药明康德、博腾股份在基因、细胞治疗领域的布局节奏），这更加影响这一全球化产业分工的细分领域，国内公司竞争力或差异化竞争力。

国内 CXO 企业人均创收持续提高，创利能力则有望在短期内赶超海外同行。国内企业人均盈利能力目前仍落后于国外同行，但近年来较大的增速优势反映了国内企业的成长性好于国外。1）海外 CXO 企业人均创收能力反映了 CDMO 和 CRO 资产属性的差异。2019 年，7 家海外样本 CXO 企业平均人均创收 21.8 万美元，重资产属性的 CDMO 公司，人均创收相对高于 CRO 行业；同期国内行业平均人均创收 66.3 万元，近 5 年 CAGR8.4%。我们认为，国内 CXO 行业人均创收持续提高，正处于全球渗透率提升、新商业路径突破的阶段。2）就创利能

力而言，海外同行也领先国内企业。海外 CDMO 公司相比 CRO 公司仍然处于较高的水平；国内企业创利能力增速可观，2015-2019 年间 CAGR18.4%，并有望在 3-4 年内赶超国外同行，我们认为，工程师红利正助力国内企业创利水平加速提升。

布局全球产业链高利润环节，“溢出”效应赋能国内药企。2016 年以来，国内龙头企业如药明康德（合全药业）、凯莱英等已开始积极布局附加值更高的制剂业务，并着重发展订单量更大的临床后期及商业化生产服务。这也验证我们一直强调的观点：CDMO/CMO 是供给决定需求（创造需求）的细分领域，特别是国内 API 和制剂环节，全球范围内面对强有力的竞争对手（欧美、日韩、印度等区域公司），提升供给端技术、质量、成本控制优势，是决定该领域能否持续提升人效的关键。同时，国内医药市场新药研发的浪潮也在引起以海外订单为主的 CXO 企业的重视，在提升全球竞争力的同时也开始分享国内市场红利，而在国内下游研发注册全球接轨的背景下，离岸外包公司对国内客户的赋能，类似降维切入，在其中势必享受高溢价的产业地位。

技术驱动可持续比较优势，α 能力助力搭建优势“赛道”。深度参与全球竞争下，如何让比较优势可持续？我们认为，相比国外拥有成熟商业模式的竞争对手，国内相关公司凭借在国际竞争中工程师红利等比较优势，正处在全球产业渗透率快速提升、新商业路径快速突破的阶段。医药外包行业可持续的核心竞争力源于不断迭代的差异化能力，要素的低成本优势无法为医药外包行业建立长期优势。我们欣喜看到，国内的 CXO 企业中，除已经具备国际竞争力企业（如药明康德、康龙化成等），一批凸显 α 能力的企业正在涌现，并逐步搭建起属于自己优势“赛道”（如药石科技、成都先导、维亚生物等）。国内的 CXO 企业正以更多的技术可能性悄然刻画着药物从研发到生产的各个环节，技术变革引领的医药外包服务行业已从的药企需求简单供给者向赋能者转变。

投资建议：推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

风险提示：行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性；人员流失风险。

（三）普洛药业 2020 年半年度业绩预告点评：盈利能力改善，看好 CDMO 贡献业绩增量

事件概述：2020 年 7 月 1 日，普洛药业发布 2020 年半年度业绩预告，在收入端，公司上半年营业收入在 39.05-40.82 亿元，同比增长 10.02-15.01%；利润端，上半年归母净利为 4.08-4.36 亿元，同比增长 45.28-55.25%，基本每股收益为 0.3462-0.37 元/股。

分析与判断：

收入结构调整下，二季度盈利能力边际改善。根据公司业绩预告，2020Q2 公司收入在

22.04-23.81 亿元，同比增长 17.6-27.1%（2020Q1 同比增长 1.53%）；归母净利 2.53-2.81 亿元，同比增长 48.8-65.3%（2020Q1 同比增长 39.95%）；归母净利率为 10.6-12.8%（2020Q1 为 9.1%），相比 2019Q2 同比提升 1.6-3.7pct。整体上看，公司在 2020Q2 期间盈利能力边际改善，2020Q1 的业绩有望成为全年的相对低点。

我们认为，公司二季度盈利能力提升部分源于收入结构调整带来的高利润率。根据公司 2020 年 4 月 19 日投资者关系活动记录，2020 年 Q1“公司一季度营业收入制剂下降了约 25%，贸易中的进口部分也有所下降”，“去除制剂和贸易因素影响，自有的原料药和 CDMO 都有近 20%的增长”；毛利率上“一季度毛利率总体略降，其中制剂下降多一些，从 70%多下降到了 60%多，CDMO 毛利率上升有 6%左右，原料药毛利率基本持平”。2020Q1 制剂业务收入占总收入比重下降但归母净利同比明显增长，从侧面体现出相对于制剂业务，公司 API 和 CDMO 业务具有较强的盈利能力。分析 2020Q2，我们认为，考虑到二季度医院诊疗活动逐步恢复，公司制剂业务降幅有望缩窄；根据公司业绩预告，2020 年半年报“业绩变动的主要原因是本期原料药和 CDMO 销售收入、毛利同比增加而费用同比下降”，我们推测公司 API 和 CDMO 业务占比有望进一步提高。考虑到制剂业务相对较高的销售费用率，我们看好 2020 年公司 API 和 CDMO 业务的成长弹性及其对盈利能力的提升。

API 及 CDMO 业务：产能扩张、订单放量驱动的景气周期开启。CDMO 方面，中短期内看好项目拓展加速和订单业绩的逐步放量。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，公司“目前有 100 多个项目在运作”，“今年有 3 个项目在商业化供应，另外有六七个项目在转移落地”，CDMO 研发团队方面上海“现在有 30 人左右，今年计划扩招到 80-100 人”，“横店现在有 70 多人，也会增加到近 100 人”。我们认为，CDMO 业务订单获取并非一蹴而就，公司目前正处于收入结构调整、CDMO 增量贡献业绩的阶段，公司已在发酵类、合成类 API 生产方面积累的工艺优势、成本控制优势有望增强公司在 CDMO 业务中的比较优势，公司近期的人员扩充计划从侧面印证公司发展 CDMO 业务的信心、决心。

API 方面，看好公司 API 产能扩张增强的业绩弹性。根据公司 2020 年 3 月 11 日投资者关系活动记录，未来 2-3 年新增产能中，“比例上来说 API 产能可能扩得会更多”，而“新的产能的提升也不仅是简单重复的提升，而是做更高效的、更低成本的改进”；此外在前向一体化拓展方面，公司未来会发展“自身有优势的，原料药制剂一体化的品种”，“此类品种以后可能会是成本竞争型，我们要利用原料药的优势去做好制剂”。我们认为，在环保趋严、国内制剂市场规范化的背景下，API 行业的价值回归，公司基于技术壁垒的多元化拓展，有望快速验证公司在 API 方面的质量和规模优势。

投资建议：短期看，中间体原料药的盈利能力提升及 CDMO 业务进入加速放量阶段，将成为未来 2-3 年公司业绩增长主要驱动力。中长期看，CDMO 业务和制剂业务的国内外规模化放量，构成公司经营天花板提升的主要驱动变量。考虑到制剂业务的逐步恢复和 CDMO 业务爬坡，我们认为下半年业绩有望维持较快增长。基于这样的考虑，我们上调公司 2020 年盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67、0.84、1.09 元，2020 年 7 月 1 日收盘价对应 2020 年 PE34.5 倍（2021 年 27.3 倍），考虑未来 3 年利润端复合增速有望，保持 30%左右的复合增

速，我们维持“推荐”评级。

风险提示：产能投入周期的波动性风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，CDMO 订单波动性风险。

三、行业热点新闻解读

（一）《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》政策解读——以冠脉支架为切入点，探索高值医耗集采

事件：2020 年 7 月 3 日，国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心发布《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》（以下简称《方案》），以冠脉支架为切入点，探索国家组织高值医用耗材集中带量采购。

点评：

以冠脉支架为切入点，探索单价和资源消耗占比较高的医耗集采路径。根据《方案》，此次集中带量采购标的为冠脉支架。国家组织全国各省份形成联盟，2019 年冠脉支架使用量超过 1000 个的公立医疗机构、军队医疗机构均应参加本次集采（已自行开展冠脉支架带量采购或无符合条件的医疗机构的省份除外）。

此次《方案》从冠脉支架入手，承接了 2019 年 7 月国务院办公厅发布《治理高值医用耗材改革方案》的思路，对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。我们认为，单价较高、资源消耗占比较大、易于标准化的医用耗材品类，后续有可能逐步纳入带量采购体系。

按总采购基数的 80%以量换价，压缩高值耗材虚高的价格空间。《方案》提出，参与联盟采购的医疗机构根据 2019 年采购量申报总采购基数和各产品采购基数（不含不锈钢支架数量），按总采购基数的 80%确定约定采购量，且每个中选产品的采购量不低于各医疗机构申报的该产品采购基数的 80%，由价格较低、降价幅度较大、符合质量要求的产品中选。采购周期为 2 年。

医保基金按不低于年度约定采购金 30%的比例专项预付，医疗机构应在采购后次月底前及时结清货款。不因集中采购品种高值医用耗材费用下降而降低医疗机构总额控制指标，因中选产品价格下降节约的费用，在考核基础上以一定方式激励医疗机构。

我们认为这种对高值耗材的改革延续了 2015 年以来药品的价格管控的变革路径，通过“以量换价”对高值耗材虚高的价格空间进行压缩，其中重点在于对流通环节水分的挤压。同时，通过做好同医保支付衔接、调整激励机制等方式妥善满足企业端和医院端的合理需求。

投资建议：高值耗材降价不可避免，但是我们认为改革的主要目的是挤压价格水分，回归价值医疗，进口替代趋势或将加速。从投资角度来看，我们建议关注受耗材集采影响较小的体外诊断行业，建议关注业绩稳定、综合实力强劲的龙头企业迈瑞医疗，质地良好、业绩增速较高的二线企业万孚生物、凯普生物，以及政策利好、体现成本优势的服务型企业金域医学。

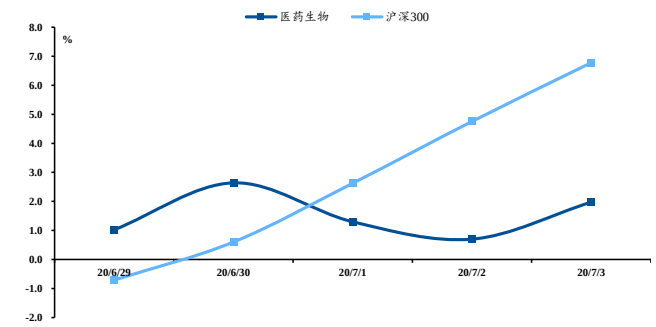
风险提示：高值耗材降价幅度超预期风险，产品质量风险。

四、上周行情回顾

（一）医药行业行情：板块周涨幅垫底，年度板块超额收益明显

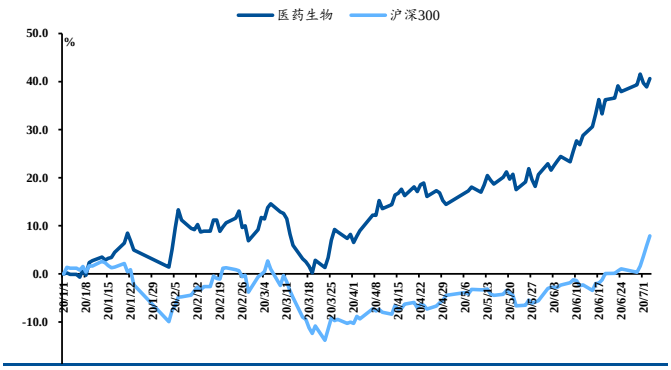
上周医药板块上涨 1.98%，跑输沪深 300 指数 4.80 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第 2 名。2020 年初以来，医药板块上涨 40.6%，跑赢沪深 300 指数 32.7pct，仍然是列所有行业涨幅第 1 位，今年以来超额收益明显。与此同时我们注意到，2020Q1 基金医药重仓占比处于历史高位，特色原料药、医疗器械、医药服务等板块越来越受到主流机构的关注，而板块之间及标的之间的超额收益及业绩表现也持续分化。2020 年一季度在国内外疫情影响下，医疗服务等板块短期业绩承压，但不改中期稳健增长的逻辑，而当疫情的负面影响逐步褪去，我们提示投资者关注在供给侧升级核心逻辑下受益的细分领域和龙头业绩增长的相对确定性。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



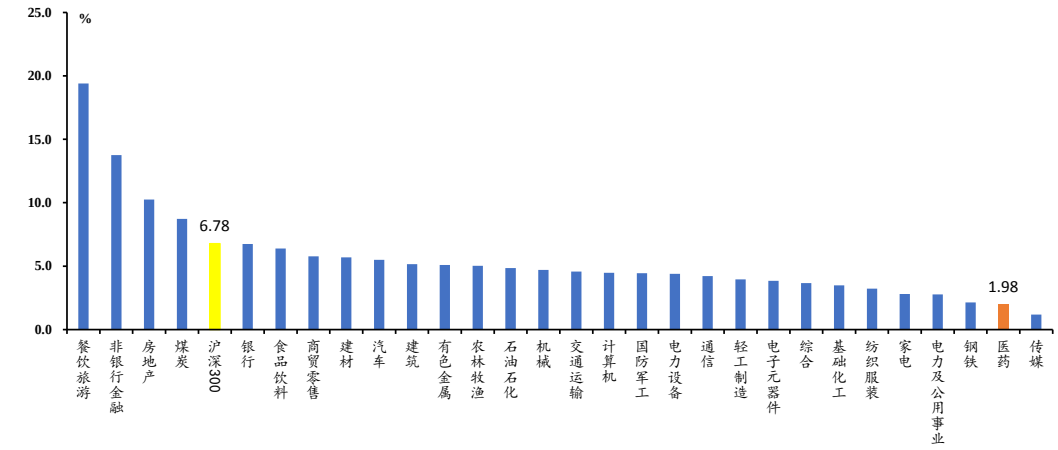
资料来源：Wind，民生证券研究院

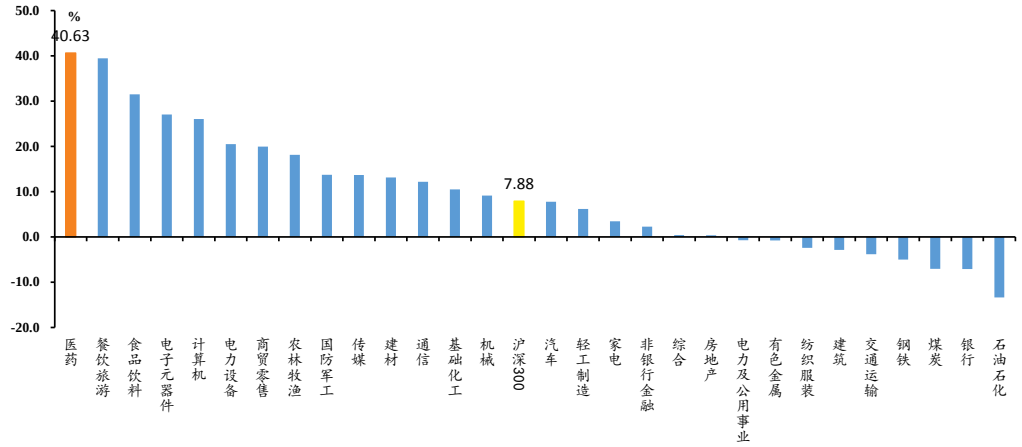
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）

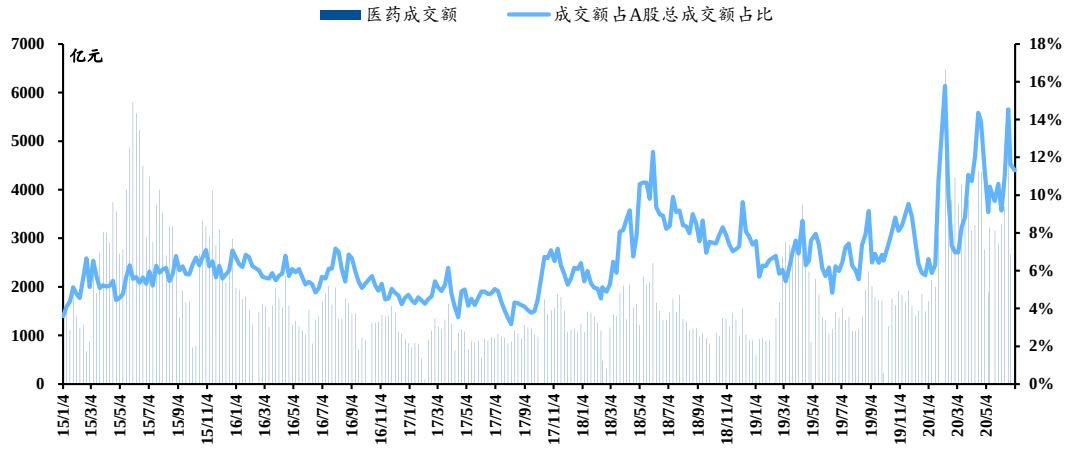




资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交额保持高位。上周医药行业成交额为 5197.3 亿元，成交额占市场总成交额的 11.31%，较上周下降 0.34 个百分点，占比环比回落。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史中枢偏上区间，我们认为这反映出当下宏观背景中医药龙头成长的确定性和吸引力。

图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



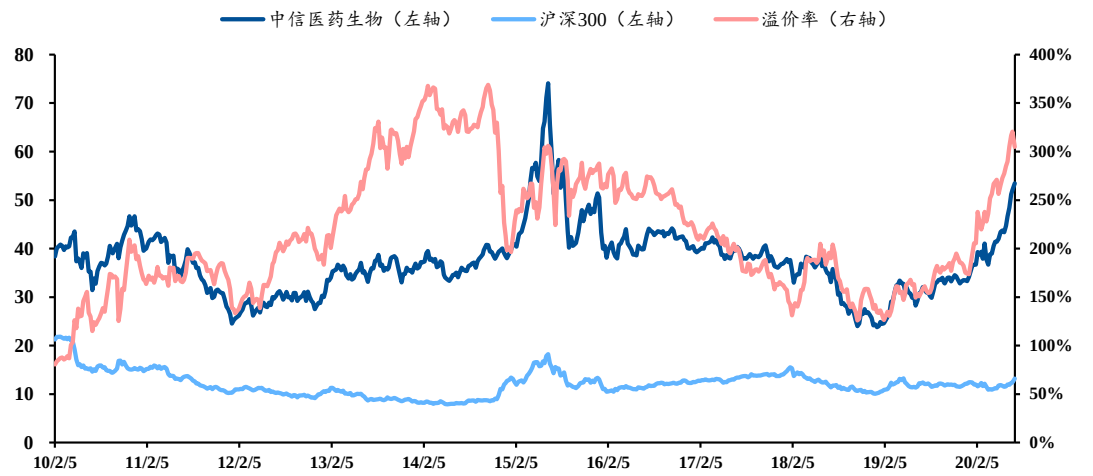
资料来源：Wind，民生证券研究院

医药的牛市：板块相对沪深 300 溢价率处于近 4 年高位。截止 2020 年 7 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 53，比上周提高 1.4，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 304.9%，比上周下降了 15.66 个百分点，溢价率仍然处于近四年相对高位。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段。我们认为，全球疫情对中国医药产业既有一次性的短期影响，也有持续性的深远影响；而在疫情后半场，建议更多关注三医联动改革背景下医药投资的中期逻辑，更多追踪医药行业“枢纽性”和内需驱动型板块景气度

的变化，**再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新，这些领域随着供给端的持续推进，景气度均逐步进入兑现提升的阶段。**

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



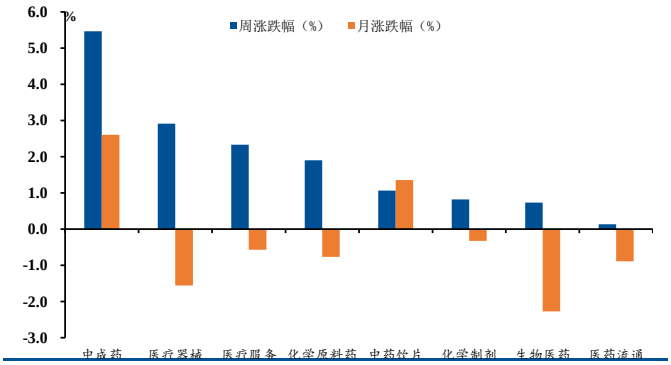
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：持续分化，医药服务板块持续表现靓丽

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均呈现上涨，其中中成药、医疗器械、医疗服务板块涨幅相对较多，分别为 5.46%、2.91%、2.33%；化学原料药和中药饮片也有不错涨幅。

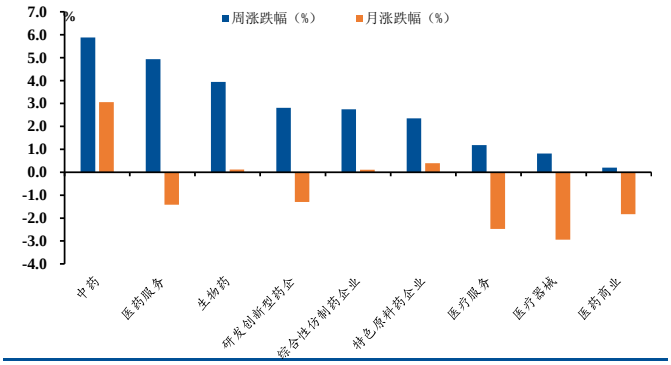
考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药重点公司分类情况来看，上周（2020.6.29-2020.7.3）整体呈现上涨趋势，其中中药、医药服务和生物药板块涨幅较明显，研发创新型药企、综合性仿制药企业和特色原料药企业也有较为明显的涨幅。**中药板块**：天士力和云南白药分别上涨 16.2%和 10%。**医药服务板块**继续上涨，康龙化成完成控股联斯达带来上涨，周涨幅 15.4%，博腾股份上涨 9.2%。特色原料药板块中，普洛药业发布 2020H1 业绩预告，业绩靓丽带来较大上涨，周涨幅 12.3%，我们认为特色原料药板块以产能释放、产品升级奠定的行业景气周期不变。整体上看，大部分子版块内部标的表现分化，从行业景气度的角度，我们持续建议加仓布局**特色原料药、医疗器械板块以及受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域中长期仍然值得布局。**

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

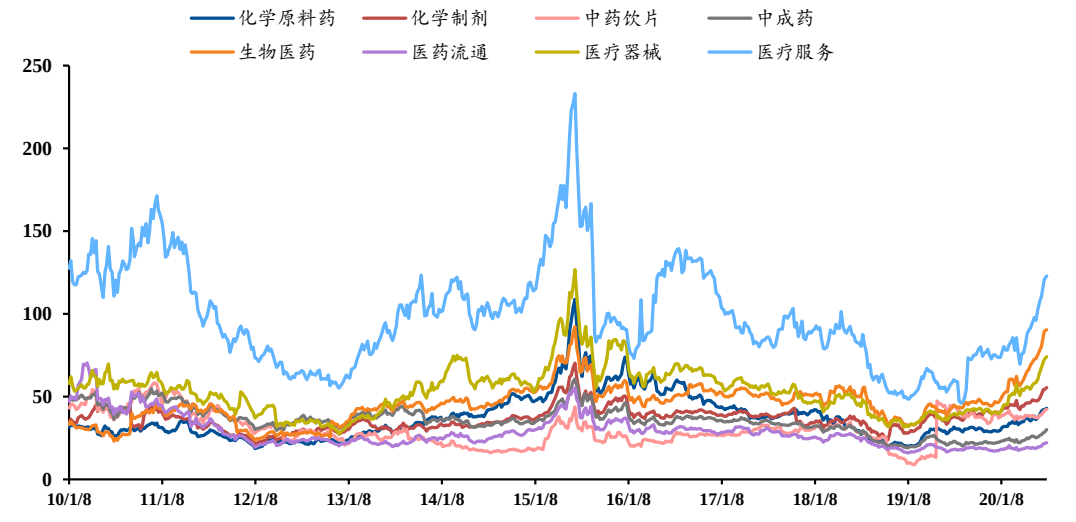
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医疗器械**板块居于前三位，分别为 123 倍、90 倍、74 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，同时和相关个股（眼科、口腔、骨科等细分领域）较好的战略拓展节奏有关，在目前行情下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，沿产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



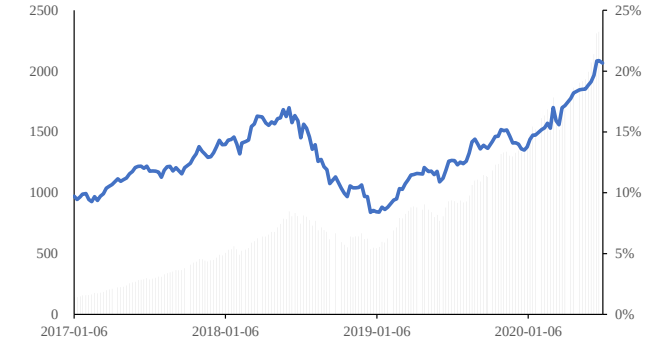
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）陆港通&港股通：医药持仓续创新高，龙头效应仍然显著

截至 2020 年 7 月 3 日，陆港通医药行业投资 2361 亿元，相对 2020 年 6 月 24 日环比增长了 37.2 亿元；医药持股占陆港通总资金的 20.67%，处于历史高位。子板块看，中药板块提升明显（占比 10.27%），生物制品、医疗器械和医药商业略有提升，医疗服务下降较多（占比 22.06%）。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的

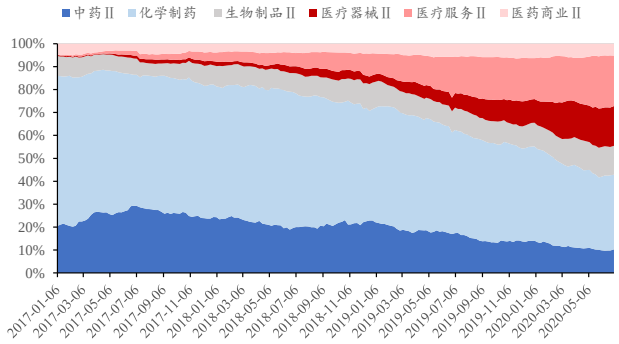
不同景气度预期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司 α 属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 9：2017-2020.7.3 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，民生证券研究院

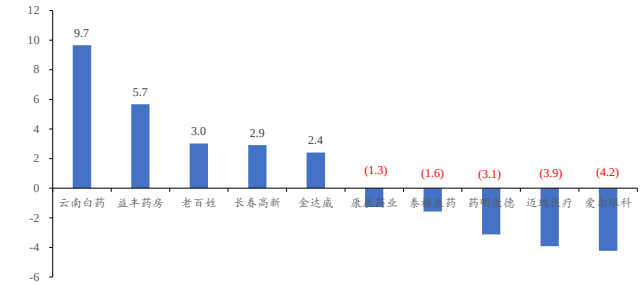
图 10：2017-2020.7.3 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，民生证券研究院

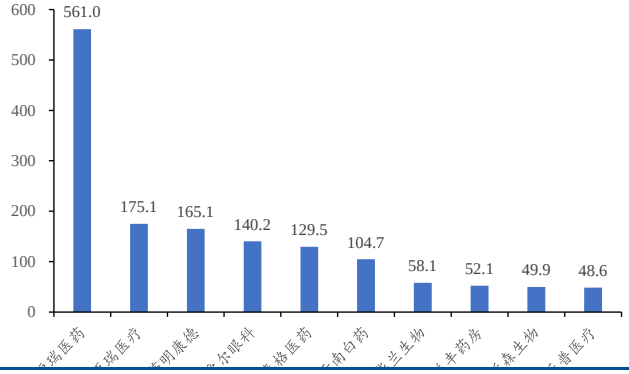
具体持仓标的上，2020 年 6 月 22 日至 6 月 24 日陆港通医药标的市值变动前 5 名分别为云南白药、益丰药房、老百姓、长春高新和金戚达，后 5 名分别为爱尔眼科、迈瑞医疗、药明康德、泰格医药和康辰药业；港股通医药标的市值变动前 5 名分别为威高股份、微创医疗、石药集团、维亚生物和锦欣生殖，后 5 名分别为阿里健康、绿叶制药、翰森制药、联邦制药和国药控股。从陆港通及港股通持股标的分布上看，资金青睐以药明康德、泰格医药、药明生物等为代表的医药服务龙头，及以恒瑞医药、中国生物制药、迈瑞医疗、爱尔眼科等为代表的细分产业龙头。在疫情防控常态化、长期化的背景下，疫苗、血制品、特色原料药等子版块需求复苏具有确定性，行业龙头市占率集中趋势同样具有确定性，多因素共振下医药板块的相对吸引力有多增强，持仓结构中龙头效应更加显著。

图 11: 2020.6.29-7.3 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



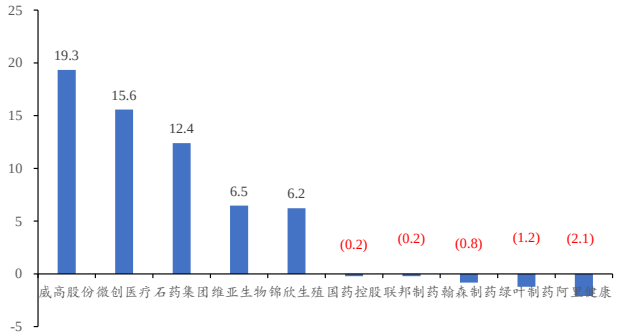
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12: 2020.6.29-7.3 陆港通医药股市值前 10 名



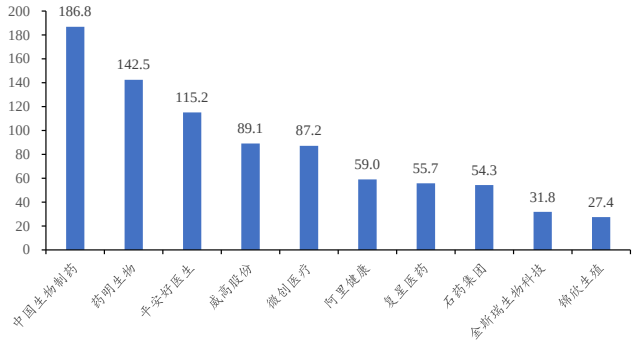
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13:2020. 6.29-7.3 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



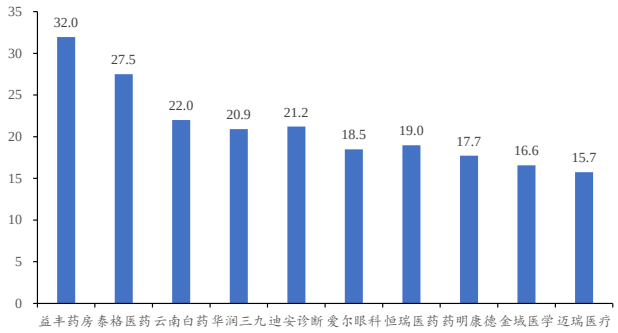
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14 2020. 6.29-7.3 港股通医药股市值前 10 名



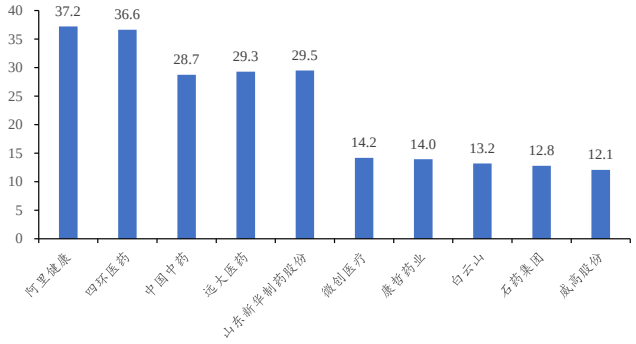
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15:2020.6.29-7.3 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16: 2020.6.29-7.3 港股通医药股港股通持股占比前 10



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化：关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2020 年 6 月 22 日至 7 月 17 日，共有 13 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，大部分公司解禁股本占流通 A 股比例较低。在股权质押方面，方盛制药、葵花药业、司太立和哈三联第一大股东股权质押比例明显增长，康恩贝和九安医疗第一大股东股权质押比例明显下降。

表1: 2020 年 6 月 22 日至 7 月 17 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	解禁市值（亿元）	解禁股本占流通 A 股比例	解禁收益率（%）
688520.SH	神州细胞-U	2020/6/22	4,539.74	331,718.61		184.98
300026.SZ	红日药业	2020/6/22	1,034.37	5,709.72	0.39%	
300347.SZ	泰格医药	2020/6/22	163.83	14,725.09	0.30%	
603087.SH	甘李药业	2020/6/29	4,020.00	366,543.60		44
300015.SZ	爱尔眼科	2020/6/30	1,723.23	74,874.13	0.51%	
300119.SZ	瑞普生物	2020/7/1	207.61	4,683.58	0.85%	
002019.SZ	亿帆医药	2020/7/3	863.10	21,076.90	1.06%	

300463.SZ	迈克生物	2020/7/6	125.28	7,481.48	0.32%	
002382.SZ	蓝帆医疗	2020/7/6	6,299.73	187,731.89	9.84%	179.81
300676.SZ	华大基因	2020/7/14	478.01	78,589.26	1.96%	
603998.SH	方盛制药	2020/7/15	174.08	1,175.01	0.41%	
688278.SH	特宝生物	2020/7/17	196.99	14,756.66	5.16%	809.1
603387.SH	基蛋生物	2020/7/17	12,978.87	516,948.39	99.90%	

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

表2：2020 年 6 月 29 日至 7 月 3 日医药公司前三大股东股票质押比例变动

	第一大股东质押比例变化（%）	第二大股东质押比例变化（%）	第三大股东质押比例变化（%）
方盛制药	16.38	0.00	0.00
葵花药业	13.95	0.00	0.00
司太立	10.94	0.00	0.00
哈三联	10.02	0.00	0.00
常山药业	7.40	0.00	0.00
奇正藏药	7.04	0.00	0.00
爱朋医疗	4.61	0.00	0.00
老百姓	-9.41	0.00	0.00
乐心医疗	-11.51	0.00	0.00
宝莱特	-14.82	0.00	0.00
昭衍新药	-15.60	0.00	0.00
ST 冠福	-19.86	0.00	0.00
九安医疗	-20.76	0.00	0.00
康恩贝	-24.41	0.00	24.41

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

五、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 12
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 12
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅） 12
图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 13
图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 14
图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信） 15
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药） 15
图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况 15
图 9：2017-2020.7.3 医药北上金额及占总北上资金比例 16
图 10：2017-2020.7.3 医药股北上资金布局子行业 16
图 11: 2020.6.29-7.3 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名 16
图 12: 2020.6.29-7.3 陆港通医药股市值前 10 名 16
图 13:2020. 6.29-7.3 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名 17
图 14 2020. 6.29-7.3 港股通医药股市值前 10 名 17
图 15:2020.6.29-7.3 陆港通医药股陆港通持股占比前 10 17
图 16: 2020.6.29-7.3 港股通医药股港股通持股占比前 10 17

表格目录

表 1： 2020 年 6 月 22 日至 7 月 17 日医药公司解禁限售股情况 17
表 2： 2020 年 6 月 29 日至 7 月 3 日医药公司前三大股东股票质押比例变动 18

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。
盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

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

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。