

证券研究报告：行业深度报告

2020年11月2日

# 【化危为机，开启复苏】

## 医药行业2020年三季度报总结

 **国盛证券**  
GUOSHENG SECURITIES

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001  
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003  
邓云龙 分析师 执业证书编号：S0680519100002  
应沁心 研究助理

缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004  
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003  
杨春雨 分析师 执业证书编号：S0680520080004  
殷一凡 分析师 执业证书编号：S0680520080007

## 核心结论

- **医药行业上市公司整体情况：**2020年前三季度医药上市公司整体的收入增速为2.03%、净利润增速19.03%、扣非净利润增速19.24%，**2020年前三季度在疫情逐步消除之下收入端回暖，净利润端明显加速。**2020年H1医药上市公司整体的收入增速为-2.28%、净利润增速6.25%、扣非净利润增速5.63%，Q3出现明显加速，收入增速恢复到10.37%，净利润增速高达48.25%，扣非净利润增速51.07%。**我们认为2020年前三季度上市公司整体数据体现了如下特点：**1) 2019年在药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整等冲击之下，医药整体上市公司利润增速承压，但是2020前三季度在疫情之下，净利润增速先抑后扬，加速明显，体现医药的内需和刚需的韧性。2) 2020年Q3整体收入增速为10.37%，但利润增速显著快于收入增速，我们认为是疫情之下公司对于费用有了明显的控制，净利润率提升幅度较大。3) 2020前三季度疫情带动了部分公司业务爆发式增长，对行业利润总量和利润率均有一定带动影响；除了疫情相关子领域，部分非相关或受损子领域仍有较强表现。
- **各子领域：增速严重分化，景气度不同。**由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出17个细分领域进行重点跟踪分析，2020年前三季度，从收入端看，在疫情环境下创新疫苗、ICL、CRO、IVD、药店和创新器械 6个细分领域实现了20%以上增长；从利润端看，增长最快的子领域为ICL、其他特色消费、肝素、创新疫苗、CDMO、药店、创新器械，增速均超过30%，在疫情之下反相较去年同期而实现了加速成长。随着疫情得到控制，Q3中除原料药、血制品、肝素外其他子领域利润端均有不同程度的回暖，ICL、创新疫苗和眼科表现突出，专科连锁服务、创新药、品牌中药消费复苏明显。
- **统计局医药制造业数据：**2020年前三季度医药制造业收入增速为1.60%，利润总额增速为8.20%。受疫情影响，Q1收入和利润增速分别为-8.90%和-15.70%。随着疫情控制，上半年整体收入增速2.10%，利润增速-2.3%，Q2改善明显；Q3进一步回暖，累计收入端和利润端均实现转正，体现医药强大的韧性。医保控费中的带量采购、辅助用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。
- **药品终端数据：**根据米内网数据，2020年上半年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为7839亿元，同比增长-10.70%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。
- **基金持仓情况：**2020Q3，全基金重仓医药持股占比为12.4%，相较2020Q2下降5.0个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金中重仓医药持股占比为9.6%，相较2020Q2下降5.0个百分点。2020Q3，国内疫情对行业的影响在快速减弱，即便海外疫情仍在持续，但随着全球新冠疫苗、中和抗体等防治产品的研发开展与推进，**市场对疫情敏感度弱化，进而医药行业比较优势降低。**医药主题基金重仓医药持股占比略有下降，而（剔除医药主题后的）主动型基金重仓医药持股占比大幅下降，**我们判断此前涌入的大量非医药主题资金逐步流出，同时带动公募全基金重仓医药占比大幅下降，回调至近年平均水平。**
- **风险提示：**1) 控费政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

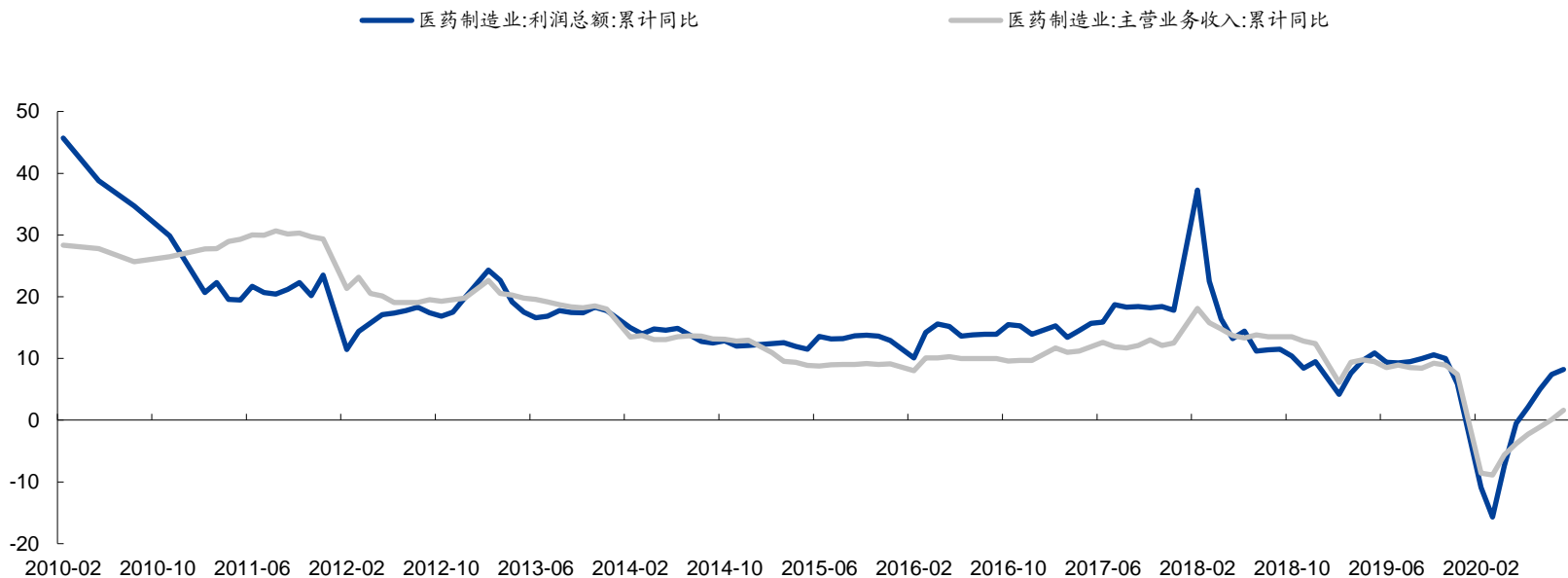
- 行业整体情况：疫情下表现先抑后扬，强势复苏
- 17个细分领域详解：个股时代，百花齐放



## 行业数据：统计局医药制造业数据2020年前三季度先抑后扬

**统计局医药制造业数据：**2020年前三季度医药制造业收入增速为1.60%，利润总额增速为8.20%。受疫情影响，Q1收入和利润增速分别为-8.90%和-15.70%。随着疫情控制，上半年整体收入增速2.10%，利润增速-2.3%，Q2改善明显；Q3进一步回暖，累计收入端和利润端均实现转正，体现医药强大的韧性。医保控费中的带量采购、辅助用药目录等政策均对制造业增速有所影响，但医药本身已经进入细分领域时代，医药制造业整体数据的重要性在大幅下降。

图表1：医药制造业主营业务收入和利润总额累计同比增速（2010-2020Q9）



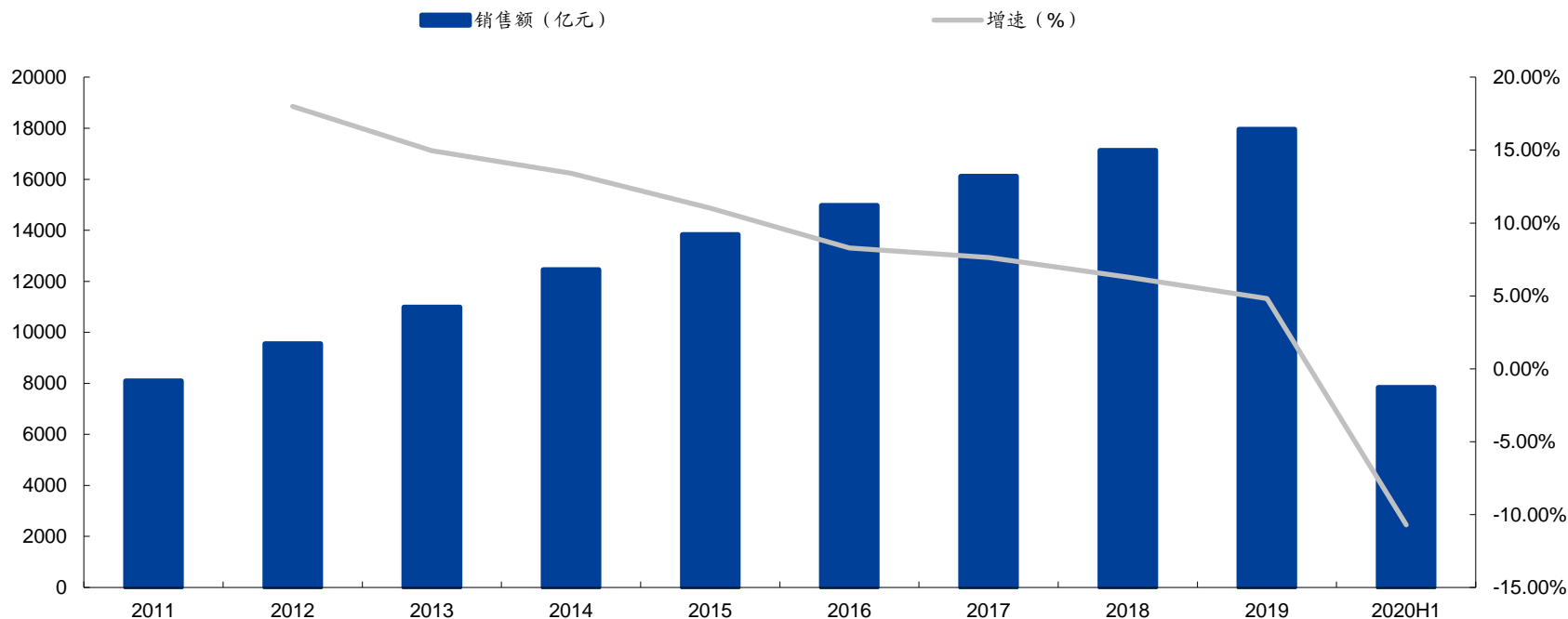
资料来源：wind，国盛证券研究所，注：单位（%）

注：统计局自2017年开始公布“医药制造业营业收入”数据，而“医药制造业主营业务收入”数据于2018年底停止更新，在此叠加两项数据

## 行业数据：2020上半年药品终端数据收入下降，终端数据对控费降价较为敏感

**药品终端数据：**根据米内网数据，2020年上半年医药行业第一终端、第二终端、第三终端的药品销售数据为7839亿元，同比增长-10.70%。医保控费主要是在降低药品在流通环节中的价格水分，因此药品终端的收入增速会较为敏感。

图表2：医药行业第一终端、第二终端、第三终端的合计销售数据（2012-2020H1）



资料来源：米内网，国盛证券研究所，注：单位（亿元）

## 行业数据：前三季度疫情之下医药表现出内需且刚需的强韧性，Q3强势复苏

**上市公司整体情况：**从剔除不可比样本的数据端口来看，2020年前三季度医药上市公司整体的收入增速为2.03%、净利润增速19.03%、扣非净利润增速19.24%，**2020年前三季度在疫情影响逐步消除之下收入端回暖，净利润端明显加速。**

2020年H1医药上市公司整体的收入增速为-2.28%、净利润增速6.25%、扣非净利润增速5.63%，**Q3出现明显加速**，收入增速恢复到10.37%，净利润增速高达48.25%，扣非净利润增速51.07%。

图表3：医药行业整体收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 13.81%    | 11.01% | -2.28% | 2.03%     | 10.37% |
| 净利润增速    | 4.49%     | 1.51%  | 6.25%  | 19.03%    | 48.25% |
| 扣非后净利润增速 | 2.03%     | -5.02% | 5.63%  | 19.24%    | 51.07% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

我们认为**2020年前三季度上市公司整体数据体现了如下特点：**

- 1) 2019年在药品带量采购实施、国家辅助用药目录出台、医保目录调整等冲击之下，整体上市公司利润增速承压，但是2020前三季度在疫情影响之下，净利润增速先抑后扬，加速明显，体现医药的内需和刚需的韧性。
- 2) 2020年Q3整体收入增速为10.37%，但利润增速显著快于收入增速，我们认为是疫情之下公司对于费用有了明显的控制，销售费用率和期间费用率均有下降，净利润率提升幅度较大。
- 3) 2020前三季度疫情带动了部分公司业务爆发式增长，对行业利润总量和利润率均有一定带动影响。除了疫情相关子领域，部分非相关或受损子领域仍有较强表现。

# 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

从各细分领域的情况来看：由于医药行业已经进入了个股分化的细分领域时代，我们精挑细选出17个细分领域进行重点跟踪分析，2020年前三季度从收入端看，在疫情环境下创新疫苗、ICL、CRO、IVD、药店和创新器械6个细分领域实现了20%以上增长。从利润端看，增长最快的子领域为ICL、其他特色消费、肝素、创新疫苗、CDMO、药店、创新器械，增速均超过30%，在疫情之下反相较去年同期而实现了加速成长。随着疫情得到控制，Q3中除原料药、血制品、肝素外其他子领域利润端均有不同程度的回暖，ICL、创新疫苗和眼科表现突出，专科连锁服务、创新药、品牌中药消费复苏明显。

图表4：各细分领域收入增速

| 项目            | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|---------------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
| 医药科技创新之创新药    | 18.58%    | 15.80% | -1.78%  | 3.49%     | 13.21% |
| 医药科技创新之创新器械   | 25.36%    | 23.55% | 20.44%  | 21.81%    | 24.45% |
| 医药科技创新之创新疫苗   | 77.04%    | 70.60% | 32.93%  | 42.39%    | 59.49% |
| 医药科技创新之CDMO   | 20.95%    | 27.96% | 19.25%  | 17.80%    | 15.25% |
| 医药科技创新之CRO    | 33.42%    | 28.99% | 23.29%  | 27.30%    | 34.30% |
| 医药品牌连锁之专科连锁服务 | 17.73%    | 20.11% | -27.29% | -6.44%    | 24.66% |
| 医药品牌连锁之ICL    | 23.49%    | 14.66% | 21.58%  | 31.29%    | 48.96% |
| 医药品牌连锁之药店     | 29.17%    | 23.57% | 24.19%  | 24.88%    | 26.24% |
| 医药健康消费之品牌中药消费 | 2.43%     | 2.47%  | -4.30%  | 0.41%     | 10.13% |
| 医药健康消费之其他健康消费 | 28.84%    | 36.57% | 9.69%   | 13.95%    | 20.84% |
| 医药X之眼科        | 22.99%    | 23.88% | -10.18% | 8.63%     | 38.61% |
| 医药X之血制品       | 22.57%    | 26.19% | 0.06%   | 6.31%     | 15.88% |
| 医药X之流通龙头      | 20.12%    | 19.89% | -1.26%  | 3.69%     | 12.99% |
| 医药X之特色原料药     | 21.04%    | 18.99% | 10.05%  | 10.29%    | 10.79% |
| 医药X之特色专科药     | 10.87%    | 9.32%  | -0.85%  | 3.09%     | 10.96% |
| 医药X之IVD       | 32.10%    | 35.45% | 28.28%  | 26.12%    | 22.16% |
| 医药X之肝素        | 15.35%    | 3.37%  | 15.49%  | 14.04%    | 11.27% |

图表5：各细分领域扣非后净利润增速

| 项目            | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1   | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|---------------|-----------|---------|----------|-----------|---------|
| 医药科技创新之创新药    | 16.59%    | 27.06%  | 2.53%    | 10.08%    | 24.83%  |
| 医药科技创新之创新器械   | 29.48%    | 30.05%  | 31.98%   | 33.14%    | 35.27%  |
| 医药科技创新之创新疫苗   | 53.81%    | 61.00%  | 21.36%   | 43.45%    | 83.70%  |
| 医药科技创新之CDMO   | 55.71%    | 57.24%  | 40.97%   | 37.99%    | 33.12%  |
| 医药科技创新之CRO    | 37.96%    | 60.19%  | 25.70%   | 12.25%    | -6.16%  |
| 医药品牌连锁之专科连锁服务 | 21.83%    | 42.97%  | -110.23% | -23.18%   | 36.83%  |
| 医药品牌连锁之ICL    | 41.74%    | 35.72%  | 158.30%  | 222.89%   | 357.64% |
| 医药品牌连锁之药店     | 27.14%    | 25.14%  | 33.09%   | 35.86%    | 42.44%  |
| 医药健康消费之品牌中药消费 | -11.91%   | -8.29%  | 7.23%    | 14.20%    | 27.30%  |
| 医药健康消费之其他健康消费 | 41.31%    | 49.13%  | 50.84%   | 54.52%    | 59.20%  |
| 医药X之眼科        | 28.49%    | 27.60%  | -10.31%  | 22.64%    | 65.62%  |
| 医药X之血制品       | 22.69%    | 36.50%  | -5.13%   | -4.45%    | -3.52%  |
| 医药X之流通龙头      | 19.44%    | 26.66%  | 0.23%    | 5.76%     | 17.95%  |
| 医药X之特色原料药     | 99.59%    | 103.03% | 37.94%   | 22.35%    | -1.00%  |
| 医药X之特色专科药     | 20.61%    | 21.59%  | 8.30%    | 9.24%     | 11.36%  |
| 医药X之IVD       | 30.51%    | 36.21%  | 30.72%   | 24.95%    | 14.98%  |
| 医药X之肝素        | 4.14%     | 7.66%   | 70.27%   | 44.52%    | 6.30%   |

资料来源：wind，国盛证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：wind，国盛证券研究所

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

- **医药科技创新之A股创新药：**A股创新药企业以传统药企为主，Q1主要受到国内疫情影响，Q3开始回暖明显，且整体好于行业平均增速。研发投入保持在较高水平所以期间费用率相较行业平均更高（比行业平均高10%）。当前创新研发型企业大品种陆续进入收获期，值得重点关注。
- **医药科技创新之创新器械：**器械行业在国内后疫情时代快速恢复，疫情相关器械产品出口仍保持高速增长，现阶段国内部分创新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出海逻辑带动龙头企业保持快速增长。
- **医药科技创新之创新疫苗：**疫情缓和后板块快速恢复，三季度延续高增长趋势，三重逻辑共振，未来向“三化”发展，关注各公司大产品布局以及新冠疫苗研发进展。
- **医药科技创新之CDMO：**前三季度收入利润均快于行业平均，其中Q1受停工影响收入增速略低，Q2-Q3开始明显回暖，行业呈现持续高景气状态。未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势）。
- **医药科技创新之CRO：**前三季度收入增速明显高于医药行业平均，Q3单季板块同比+34.3%，逐季加速增长，利润端增速受权重等影响略有波动，收入端增长趋势判断板块仍持续高景气度。受益于国内医药创新浪潮与海外转移增量影响，国内CRO行业有望持续高景气，相关标的业绩高增长确定性强。
- **医药品牌连锁之专科连锁服务：**品牌连锁医疗服务前三季度收入利润逐季改善，Q3单季收入、归母、扣非净利润分别同比+24.66%、+25.74%、+36.83%，环比加速提高。我们认为，疫情更多为一过性影响，在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，品牌连锁医疗服务长期高景气趋势不变。
- **医药品牌连锁之ICL：**Q1受疫情影响业绩下滑明显，Q2至Q3受核酸检测拉动业绩快速爆发，同时常规业务也逐渐恢复，实验室扭亏数量大幅增加，未来ICL行业在多重因素共振下（渗透率/行业地位提升、新冠核酸检测持续提供业绩增量）将继续保持快速成长态势，头部企业领先优势明显。
- **医药品牌连锁之药店：**后疫情时代下，药店板块Q3加速增长，短期关注集采品种对药店收入、毛利的超预期影响，长期关注行业集中度提高、处方外流两大逻辑加持下的行业高景气。



## 细分领域：细分领域总结，全面迎接百花齐放的个股时代

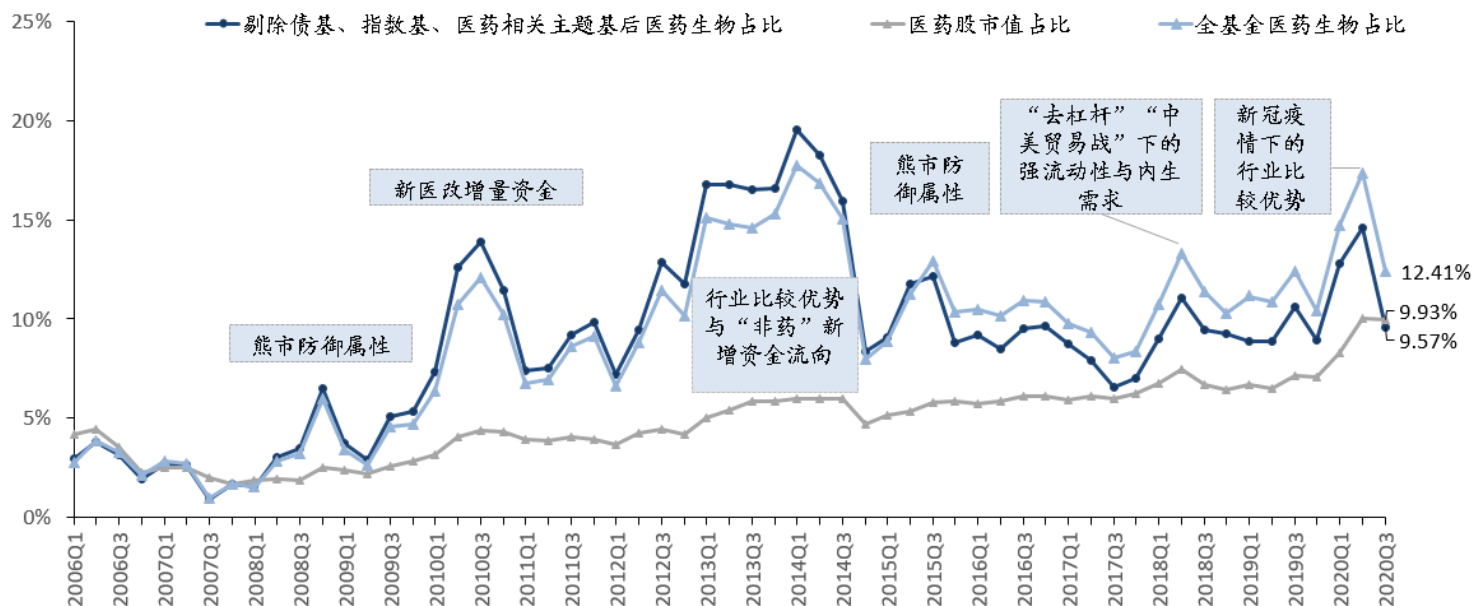
- **医药健康消费之品牌中药消费：**中药品牌消费子领域在上半年受疫情影响和经济下行双重压力，收入利润均出现下降后，Q3出现明显复苏迹象。细分领域内的企业分化依然严重，如没有新增政策端扶持，短期难看到全面复苏，但个股机会仍然存在。
- **医药健康消费之其他特色消费：**Q1受疫情影响短暂收入利润下滑后，Q2、Q3强势反弹，增速已超过上年同期水平，韧性十足。紧抓眼科改善型消费产品、生长激素、脱敏制剂、透明质酸优质赛道龙头。
- **医药X之眼科：**2020上半年在受到疫情巨大冲击下，Q2业绩迅速恢复45.9%的高速增长，Q3扣非增速达65.62%，展现黄金赛道魅力。眼病人口红利+医药消费升级+供给侧变革带来大单品将推动眼科赛道持续高景气成长；关注潜在新细分龙头机会。
- **医药X之血制品：**受疫情影响短期业绩放缓，中长期继续看好，关注后续量价变化，吨浆规模将是未来企业发展优势。
- **医药X之流通龙头：**Q3环比改善明显，但医院客流量的影响依然导致板块增速尚未恢复至去年同期水平。后续重点关注医保统一结算平台建立后对流通企业回款的影响。
- **医药X之特色原料药：**整体业绩确定性较强，Q3收入提速趋势延续，业绩增速放缓，毛利率与净利率提升明显，现金流状况较好。未来特色原料药受益于供给侧出清、欧美产能转移、企业逐渐技术壁垒提高以及打通原料制剂一体化供应链等，企业议价能力及盈利水平将持续性提升
- **医药X之特色专科药：**特色专科药企业Q1主要受到国内疫情影响，Q2-Q3开始收入利润回暖。整体看特色专科药企业受疫情影响有限。特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- **医药X之IVD：**新冠试剂在疫情期间迎来爆发，常规检测类产品不断恢复，国内IVD市场处于快速发展红利期，随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张，进口替代水平低/创新类IVD产品将持续放量，其中免疫诊断、分子诊断和POCT细分领域将保持快速增长。
- **医药X之肝素：**疫情影响短期市场情绪及供需，长期看拥有原料制剂一体化优势和库存储备的全球化企业将持续受益。

# 基金持仓：2020Q3公募重仓医药持股占比明显下降，调整至近年平均水平

➤ **医药持仓下降：**2020Q3，全基金重仓医药持股占比为12.4%，相较2020Q2下降5.0个百分点；剔除医药主题基金后主动型基金中重仓医药持股占比为9.6%，相较2020Q2下降5.0个百分点。

➤ **我们判断：**1) 上半年医药行业始终维持高热度：2020Q1，国内疫情对全行业的直接冲击，医药刚需稳定带来行业比较优势，促使2020Q1末公募重仓医药持股占比大幅超配，也包含大量非医药主题资金涌入医药；2020Q2，海外疫情反复，医药行业比较优势与公募重仓医药大幅超配得以延续，2020Q2末公募重仓医药占比创近年新高，为2020Q3降仓位提供了前提。2) 2020Q3，国内疫情对行业的影响在快速恢复，即便海外疫情仍在持续，但随着全球新冠疫苗、中和抗体等防治产品的研发开展与推进，市场对疫情敏感度弱化，进而医药行业比较优势降低。医药主题基金重仓医药持股占比略有下降，而（剔除医药主题后的）主动型基金重仓医药持股占比大幅下降，我们判断此前涌入的大量非医药主题资金逐步流出，同时带动公募基金重仓医药占比大幅下降，回调至近年平均水平。

图表6：基金十五年重仓股医药持仓变化趋势图（2006-2020Q3）



# 基金持仓：重仓股持有基金数、重仓股持股市值均环比减少

- **公募重仓医药持有基金数减少：**重仓股持有基金数量排名前30标的中，2020Q3平均重仓基金数量106支，相较2020Q2减少17支。**公募重仓医药持股总市值及持股总市值占比下降：**重仓股持股总市值排名前30的标的中，16个标的重仓股持股市值占总市值占比环比下降，14个标的重仓股持股市值占总市值占比环比提高。
- **从公募基金重仓医药持股前30标的来看：**出现结构性的调整，前30标的持股基金数与持股市值占比的平均水平在降低。在公募重仓持股医药占比整体明显下滑的情况下，核心资产中接近半数标的的持有基金数与持股市值总市值占比保持增长，也在持续验证我们反复提到的医药进入“资产荒”与核心资产持续受到青睐的观点。

图表7：生物医药板块重仓持有基金数/重仓基金持有市值及总市值占比分析（前30名）

| 生物医药板块重仓持有基金数、重仓持股总市值及占股票总市值比重变化 |      |                  |                 |                       |                             |      |                    |                             |                             |                                   |
|----------------------------------|------|------------------|-----------------|-----------------------|-----------------------------|------|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|
| 基金重仓持有基金数（只，前三十）                 |      |                  |                 |                       | 基金重仓持股市值（亿元，前三十）及占股票总市值比重变化 |      |                    |                             |                             |                                   |
| 代码                               | 名称   | 2020Q3<br>持有基金数↓ | 2020Q2<br>持有基金数 | 20Q3相对20Q2<br>持有基金数变动 | 代码                          | 名称   | 2020Q3重仓<br>持股总市值↓ | 2020Q3重仓<br>持股市值占比总<br>市值比重 | 2020Q2重仓<br>持股市值占比总<br>市值比重 | 20Q3相对20Q2重<br>仓持股市值占比<br>总市值比重变动 |
| 600276.SH                        | 恒瑞医药 | 529              | 650             | -121                  | 300760.SZ                   | 迈瑞医疗 | 299.8              | 7.1%                        | 5.6%                        | 1.5%                              |
| 300760.SZ                        | 迈瑞医疗 | 401              | 360             | 41                    | 600276.SH                   | 恒瑞医药 | 265.4              | 5.6%                        | 6.6%                        | -1.1%                             |
| 000661.SZ                        | 长春高新 | 265              | 442             | -177                  | 603259.SH                   | 药明康德 | 180.8              | 7.3%                        | 6.6%                        | 0.7%                              |
| 603259.SH                        | 药明康德 | 260              | 321             | -61                   | 000661.SZ                   | 长春高新 | 164.1              | 11.0%                       | 17.1%                       | -6.1%                             |
| 300122.SZ                        | 智飞生物 | 218              | 204             | 14                    | 300601.SZ                   | 康泰生物 | 131.3              | 10.6%                       | 10.6%                       | 0.1%                              |
| 300015.SZ                        | 爱尔眼科 | 159              | 148             | 11                    | 300015.SZ                   | 爱尔眼科 | 114.3              | 5.4%                        | 7.0%                        | -1.6%                             |
| 300601.SZ                        | 康泰生物 | 107              | 130             | -23                   | 300122.SZ                   | 智飞生物 | 106.8              | 4.8%                        | 4.2%                        | 0.6%                              |
| 002821.SZ                        | 凯莱英  | 98               | 84              | 14                    | 600763.SH                   | 通策医疗 | 98.2               | 14.3%                       | 10.7%                       | 3.7%                              |
| 600763.SH                        | 通策医疗 | 93               | 68              | 25                    | 300529.SZ                   | 健帆生物 | 59.3               | 10.4%                       | 10.3%                       | 0.2%                              |
| 002007.SZ                        | 华兰生物 | 91               | 112             | -21                   | 002044.SZ                   | 美年健康 | 59.0               | 10.6%                       | 5.4%                        | 5.2%                              |
| 300142.SZ                        | 沃森生物 | 88               | 98              | -10                   | 300142.SZ                   | 沃森生物 | 52.7               | 6.7%                        | 6.4%                        | 0.3%                              |
| 300347.SZ                        | 泰格医药 | 85               | 144             | -59                   | 300347.SZ                   | 泰格医药 | 43.0               | 4.8%                        | 9.1%                        | -4.3%                             |
| 600521.SH                        | 华海药业 | 65               | 87              | -22                   | 002821.SZ                   | 凯莱英  | 43.0               | 7.0%                        | 7.4%                        | -0.3%                             |
| 600079.SH                        | 人福医药 | 60               | 29              | 31                    | 002007.SZ                   | 华兰生物 | 39.0               | 3.8%                        | 5.6%                        | -1.8%                             |
| 300529.SZ                        | 健帆生物 | 60               | 79              | -19                   | 600161.SH                   | 天坛生物 | 26.5               | 5.3%                        | 6.7%                        | -1.4%                             |
| 300003.SZ                        | 乐普医疗 | 52               | 68              | -16                   | 300558.SZ                   | 贝达药业 | 26.4               | 5.8%                        | 6.9%                        | -1.1%                             |
| 603882.SH                        | 金域医学 | 51               | 50              | 1                     | 300676.SZ                   | 华大基因 | 25.2               | 4.4%                        | 3.9%                        | 0.5%                              |
| 603456.SH                        | 九洲药业 | 49               | 42              | 7                     | 603456.SH                   | 九洲药业 | 24.4               | 9.8%                        | 7.2%                        | 2.5%                              |
| 002044.SZ                        | 美年健康 | 45               | 47              | -2                    | 300677.SZ                   | 英科医疗 | 24.1               | 7.2%                        | 12.8%                       | -5.6%                             |
| 600436.SH                        | 片仔癀  | 44               | 55              | -11                   | 600521.SH                   | 华海药业 | 22.5               | 4.8%                        | 8.8%                        | -4.0%                             |
| 000538.SZ                        | 云南白药 | 41               | 43              | -2                    | 603882.SH                   | 金域医学 | 21.8               | 4.6%                        | 6.7%                        | -2.1%                             |
| 603658.SH                        | 安图生物 | 39               | 41              | -2                    | 600079.SH                   | 人福医药 | 20.9               | 4.8%                        | 5.5%                        | -0.7%                             |
| 603233.SH                        | 大参林  | 39               | 59              | -20                   | 300363.SZ                   | 博腾股份 | 20.2               | 11.7%                       | 5.8%                        | 5.9%                              |
| 600739.SH                        | 辽宁成大 | 37               | 32              | 5                     | 603658.SH                   | 安图生物 | 20.1               | 2.9%                        | 2.5%                        | 0.4%                              |
| 002001.SZ                        | 新和成  | 36               | 33              | 3                     | 300759.SZ                   | 康龙化成 | 19.4               | 2.4%                        | 2.5%                        | -0.2%                             |
| 000739.SZ                        | 普洛药业 | 36               | 34              | 2                     | 603939.SH                   | 益丰药房 | 19.4               | 3.7%                        | 2.7%                        | 1.0%                              |
| 300558.SZ                        | 贝达药业 | 35               | 110             | -75                   | 000739.SZ                   | 普洛药业 | 18.9               | 6.7%                        | 7.3%                        | -0.6%                             |
| 600196.SH                        | 复星医药 | 34               | 23              | 11                    | 600436.SH                   | 片仔癀  | 17.8               | 1.2%                        | 1.9%                        | -0.6%                             |
| 603883.SH                        | 老百姓  | 34               | 51              | -17                   | 300003.SZ                   | 乐普医疗 | 17.0               | 2.8%                        | 3.7%                        | -0.9%                             |
| 002528.SZ                        | 山东墨龙 | 28               | 46              | -13                   | 603233.SH                   | 大参林  | 16.5               | 3.1%                        | 2.6%                        | 0.4%                              |

# 基金持仓：陆股通持股医药市值占比下降，关注海外资金流入流出

➤ **陆股通持股市值占比下降：**过去三个月陆股通持股A股医药市值增加30.4亿元，但持股医药市值的占公司总市值的占比下降0.3个百分点，建议持续关注海外资金流入流出情况。其中恒瑞医药、迈瑞医疗、金域医学、长春高新、华大基因、老百姓、康龙化成等个股陆股通持股占比有所增加，更受海外资金青睐。

图表8：2020Q3陆股通持股市值前20公司情况

| 沪深股通持股市值（亿元，前二十） |      |              |             |                |        |
|------------------|------|--------------|-------------|----------------|--------|
| 代码               | 公司   | 持股市值<br>(亿元) | 陆股通<br>持股占比 | 持股市值变动<br>(亿元) | 持股占比变动 |
| 600276.SH        | 恒瑞医药 | 551.8        | 11.6%       | -6.3           | 0.18%  |
| 300760.SZ        | 迈瑞医疗 | 226.0        | 5.3%        | 42.3           | 0.40%  |
| 300015.SZ        | 爱尔眼科 | 163.2        | 7.7%        | 21.7           | -0.38% |
| 603259.SH        | 药明康德 | 156.2        | 6.3%        | -9.1           | -1.10% |
| 300347.SZ        | 泰格医药 | 124.5        | 13.9%       | -12.7          | -4.11% |
| 000538.SZ        | 云南白药 | 100.0        | 7.7%        | 5.6            | -0.20% |
| 603939.SH        | 益丰药房 | 62.6         | 11.9%       | 5.0            | -0.07% |
| 002007.SZ        | 华兰生物 | 57.7         | 5.5%        | -2.8           | -1.07% |
| 300122.SZ        | 智飞生物 | 52.2         | 2.3%        | 3.8            | -0.68% |
| 600436.SH        | 片仔癀  | 49.1         | 3.3%        | 11.4           | -0.32% |
| 603882.SH        | 金域医学 | 43.0         | 9.2%        | 12.3           | 1.69%  |
| 000661.SZ        | 长春高新 | 40.4         | 2.7%        | 5.5            | 0.72%  |
| 300142.SZ        | 沃森生物 | 36.6         | 4.7%        | -11.2          | -1.28% |
| 300003.SZ        | 乐普医疗 | 35.7         | 5.9%        | -7.8           | -0.81% |
| 300676.SZ        | 华大基因 | 26.5         | 4.6%        | 9.4            | 1.86%  |
| 300244.SZ        | 迪安诊断 | 24.5         | 10.0%       | -3.6           | -2.87% |
| 603883.SH        | 老百姓  | 22.9         | 6.8%        | 5.6            | 0.82%  |
| 300601.SZ        | 康泰生物 | 22.5         | 1.8%        | -8.5           | -1.02% |
| 002001.SZ        | 新和成  | 22.3         | 3.5%        | -0.3           | -0.13% |
| 300759.SZ        | 康龙化成 | 20.8         | 2.5%        | 7.5            | 0.82%  |



- 行业整体情况：疫情下表现先抑后扬，强势复苏
- **17个细分领域详解：个股时代，百花齐放**

# 创新研发型药企：Q3整体收入利润回暖明显，各项指标稳健盈利能力较强

从A股创新药的7个标的来看，传统药企转型为主，整体比较稳健：

➤ **营业收入：**创新药子领域2020年前三季度收入增速3.49%，其中上半年平均收入增速下滑1.78%，Q3增长13.21%。因为A股创新药企业以传统药企为主，上半年主要受到国内疫情影响，但整体好于行业平均增速，较为稳健。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**创新药子领域前三季度净利润增速14.29%，其中H1增长3.84%，Q3增长36.65%，Q3开始有明显回暖，扣非净利润增速也呈现相同趋势。其中恒瑞、海思科、康弘增速平稳，丽珠（新冠试剂盒弹性、江苏尼科股权收入）、贝达（贝达医药科技股权收入）、科伦（去年Q3低基数今年拐点）、复星增速较快拉动整体。

➤ **财务指标：**创新药子领域前三季度综合毛利率68.76%，较去年同期的69.67%略有下降，其中H1毛利率67.98%，Q3毛利率70.02%，Q3毛利率略有回升。净利润率方面创新药子领域前三季度为16.05%，较去年同期的14.54%提升1.51pp。销售费用率同比整体呈现明显下降趋势，但Q3相较上半年环比略有提升、疫情期间学术推广有所减少，但Q3医院恢复后费用有所提升。期间费用率也是相同趋势。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入比例提高，整体财务指标较为稳健。

**创新药子领域：**我们将恒瑞医药、丽珠集团、复星医药、科伦药业、康弘药业、贝达药业、海思科这7个标的作为创新研发型药企样本库

图表9：创新药子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 18.58%    | 15.80% | -1.78% | 3.49%     | 13.21% |
| 净利润增速    | 12.11%    | 11.93% | 3.84%  | 14.29%    | 36.65% |
| 扣非后净利润增速 | 16.59%    | 27.06% | 2.53%  | 10.08%    | 24.83% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：创新药子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 69.67%    | 70.93% | 67.98% | 68.76%    | 70.02% |
| 净利率         | 14.54%    | 12.98% | 16.38% | 16.05%    | 15.54% |
| 销售费用率       | 36.76%    | 36.53% | 31.81% | 32.39%    | 33.32% |
| 期间费用率       | 55.06%    | 56.98% | 51.98% | 53.05%    | 54.76% |
| 应收账款增速      | 9.84%     | /      | -7.62% | 0.46%     | /      |
| 经营性现金流/营业收入 | 14.97%    | /      | 17.04% | 15.47%    | /      |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 创新传统药企：2020三季报横向对比梳理

图表11：创新传统药企横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标               | 恒瑞医药                         | 丽珠集团          | 科伦药业       | 康弘药业  | 复星医药                      | 海思科    |
|------------------|------------------------------|---------------|------------|-------|---------------------------|--------|
| 最新市值（亿元）         | 4,737                        | 396           | 337        | 372   | 1,246                     | 242    |
| 2020归母净利润预计（亿元）  | 62.85                        | 17.39         | 7.78       | 7.45  | 10.32                     | 5.72   |
| 2020归母净利润增速预计（%） | 18.0%                        | 33.5%         | -17.1%     | 3.8%  | 1.4%                      | 15.8%  |
| PE(2020E)        | 75                           | 23            | 43         | 50    | 121                       | 42     |
| 营业收入（亿元）         | 194.13                       | 79.26         | 116.63     | 23.48 | 221.03                    | 23.75  |
| 增速（%）            | 14.6%                        | 8.6%          | -10.0%     | -2.6% | 4.1%                      | -20.5% |
| 归母净利润（亿元）        | 42.59                        | 14.22         | 5.01       | 5.79  | 24.79                     | 4.03   |
| 增速（%）            | 14.0%                        | 36.7%         | -45.2%     | 4.8%  | 20.1%                     | 5.1%   |
| 扣非净利润（亿元）        | 41.41                        | 11.79         | 3.81       | 5.22  | 20.60                     | 2.02   |
| 增速（%）            | 17.1%                        | 23.2%         | -52.9%     | 3.6%  | 19.6%                     | -16.6% |
| 毛利率（%）           | 87.7%                        | 66.1%         | 55.7%      | 90.2% | 55.9%                     | 70.2%  |
| 净利润率（%）          | 21.9%                        | 23.0%         | 4.5%       | 24.7% | 12.4%                     | 15.7%  |
| 研发支出合计（亿元）       | 33.44                        | 5.84          | 10.00      | 1.57  | 18.78                     | 2.18   |
| 研发支出收入占比（%）      | 17.2%                        | 7.4%          | 8.6%       | 6.7%  | 8.5%                      | 9.2%   |
| 三季报业绩表现          | 单季度收入利润环比加速，加回激励摊销后增长较快      | 单季度收入20%+略超预期 | 单季度拐点，符合预期 | 符合预期  | 符合预期                      | 符合预期   |
| 已上市创新药品种         | 艾瑞昔布、阿帕替尼、19K、吡咯替尼、PD-1、瑞马唑仑 | 艾普拉唑（片剂+针剂）   | 无          | 康柏西普  | 利妥昔单抗（生物类似物）、曲妥珠单抗（生物类似物） | 无      |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，复星医药和海思科2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 创新传统药企：2020三季报横向对比梳理

图表12：创新传统药企管线及研发横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                  | 恒瑞医药  | 丽珠集团  | 科伦药业   | 康弘药业  | 复星医药  | 海思科  |
|---------------------|---|---|--|---|---|--|
| III期临床及申报上市品种       | 海曲泊帕乙醇胺片（上市申请）、氟唑帕利胶囊（上市申请）、贝伐珠单抗（上市申请）、SHR-1316（PD-L1）注射液（III期）、SHR4640（URAT1）片（III期）、SHR3680（AR）片（III期）、恒格列净（III期）、瑞格列汀（III期）、SHR0302（JAK1）片（III期）、SHR6390（CDK4/6）片、法米替尼（III期）、伊立替康脂质体（5类新药-III期） | 重组促性腺激素（申报上市）IL-6R（III期）  | 西妥昔单抗（III期）  | 无   | 阿达木单抗（申报上市）、重组抗VEGF人源化单抗（NDA）、马来酸阿伐曲泊帕片（III期）、Tenapanor片（III期）、   | HSK3486（申报上市）、HC1119（III期）   |
| 公司研发描述（中报描述，三季报未更新） | 报告期内公司取得创新药制剂生产批件3个，仿制药制剂生产批件1个，取得创新药临床批件37个，取得3个品种的一致性评价批件，完成2种产品的一致性评价申报工作；向美国FDA递交了3个原料药、1个中间体、2个制剂的注册申请   | 常规制剂：在研项目共20项，其中已申报生产1项，取得临床通知书/临床批件项目2项；一致性评价：共19项，已申报项目5项；复杂制剂：在研项目共6项；原料药发酵研发中心：在研项目共9项；原料药合成研发中心：在研项目共11项；生物药在研项目共8项；诊断试剂化学发光平台10个项目、分子核酸平台3个项目在研、液相芯片多重平台自身免疫性肝炎7项在研、荧光层析平台3个项目在研。 | 截止2020年6月30日，13个创新药物品种（包括改良创新）进入临床阶段，开展18项临床研究，主要涉及恶性肿瘤、自身免疫、麻醉镇痛、精神神经等重大疾病领域。 | KH906滴眼液目前正在进行I期临床。1类生物新药KH903已进入临床II期。KH901处于临床II期。新药KH110（五加益智颗粒）已进入临床II期。化学药方面，公司多个产品处于临床研究阶段。 | 在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价等项目248项，其中：小分子创新药17项、化学改良型新药2项、生物创新药21项、生物类似药21项、国际标准的仿制药117项、一致性评价项目46项、中药2项、累计引进项目22项（进口创新药9项，进口仿制药13项） | 在研制剂项目79个，其中仿制药59个，创新药13个，特殊医学用途配方食品6个，医疗器械1个；主要涉及4个治疗领域，消化道及代谢35个、神经系统8个、呼吸系统7个、心脑血管系统7个、其他领域22个。在报告期内，新临床申报项目1个，且已取得临床批件；另有新上市申报项目1个、新一致性评价申报项目1个。 |



# Biotech企业：2020三季报横向对比梳理

图表13: Biotech企业横向对比 (2020Q1-Q3)

| 指标                | 贝达药业   | 君实生物    | 泽璟制药    | 百奥泰      | 微芯生物   | 特宝生物  |
|-------------------|--------|---------|---------|----------|--------|-------|
| 最新市值 (亿元)         | 430    | 655     | 228     | 170      | 186    | 192   |
| 2020归母净利润预计 (亿元)  | 5.56   | -10.75  | -2.3    | -        | 0.46   | 1.04  |
| 2020归母净利润增速预计 (%) | 141.0% | -       | -       | -        | 134.3% | 61.8% |
| PE(2020E)         | 77     | -       | -       | -        | 405    | 185   |
| 营业收入 (亿元)         | 15.08  | 10.11   | 0.28    | 1.06     | 1.86   | 5.61  |
| 增速 (%)            | 21.3%  | 91.8%   | 0.0%    | 15112.5% | 44.7%  | 6.1%  |
| 归母净利润 (亿元)        | 5.14   | -11.16  | -2.28   | -3.62    | 0.38   | 0.76  |
| 增速 (%)            | 158.8% | -150.4% | 42.7%   | 59.1%    | 84.5%  | 81.2% |
| 扣非净利润 (亿元)        | 2.70   | -11.18  | -2.53   | -3.98    | 0.20   | 0.74  |
| 增速 (%)            | 48.9%  | -137.4% | -24.8%  | 26.5%    | 19.2%  | 36.7% |
| 毛利率 (%)           | 93.0%  | 79.4%   | 100.0%  | 88.8%    | 95.1%  | 88.5% |
| 净利润率 (%)          | 33.8%  | -110.4% | -769.9% | -339.9%  | 20.6%  | 13.6% |
| 研发支出合计 (亿元)       | 2.67   | 12.10   | 2.22    | 3.97     | 0.58   | 0.45  |
| 研发支出收入占比 (%)      | 17.7%  | 119.7%  | 793.6%  | 372.4%   | 31.1%  | 8.0%  |
| 三季报业绩表现           | 符合预期   | 符合预期    | -       | -        | 符合预期   | 符合预期  |
| 已上市创新药品种          | 埃克替尼   | 特瑞普利单抗  | 无       | 阿达木单抗    | 西达本胺   | 派格宾   |

资料来源: wind, 公司报表, 国盛证券研究所 (注: 市值为2020年10月31日收盘, 2020归母净利润贝达药业、君实生物为国盛证券预期, 其余为wind一致预期)

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# Biotech企业：2020三季报横向对比梳理

图表 14: Biotech企业横向对比 (2020Q1-Q3)

| 指标                  | 贝达药业  | 君实生物  | 泽璟制药   | 百奥泰  | 微芯生物   | 特宝生物  |
|---------------------|---|---|--|--|--|---|
| III期临床及申报上市品种       | 恩沙替尼（申报上市）、MIL60（申报上市）、CM082（III期）、D0316(III期）、                                     | 休美乐生物类似物（NDA受理）   | 多纳非尼（上市申请）、重组人凝血酶（III期）、   | 巴替非班（上市申请）、贝伐珠单抗（上市申请）、T托珠单抗（III期）、戈利木单抗（III期）、BAT8001（HER2 ADC-III期）、   | 西格列他钠（申报上市）、   | Y型聚乙二醇重组人生长激素（II/III期）、Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子（III期） |
| 公司研发描述（中报描述，三季报未更新） | 目前公司在研产品30余项，研发管线日趋丰富，已经形成了每年都有创新药申请临床的良性发展态势。已进入临床研究的在研产品有10余项，主要涵盖肺癌、肾癌等恶性肿瘤治疗领域。 | 截至报告期末，公司已公司的产品管线拥有12有21项在研产品，包括个主要在研药品的30项19个创新药，2个生物在研项目，其中5个在类似物，覆盖五大治疗研药品处于NDA、II/III领域，包括恶性肿瘤、期临床试验阶段、1个自身免疫系统疾病、慢处于I/II期临床试验阶段、1个处于IND阶段、统类疾病以及感染类疾5个处于临床前研发阶段。 | 截至2020年6月30日，公司有1个产品获得上市批准，有23个主要在研产品，其中2个产品已经提交上市申请，3处于II/III期临床试验阶段，4项处于II期临床试究阶段，2个产品处于II验阶段，1项正在开展I期临床研究阶段，5个期临床研究，17项处于产品处于I期临床研究临床前研究阶段。上述25个在研项目涉及的候选药物均为新分子实体。 | 目前公司具有25个在研项目储备，其中1项已完成III期临床试验，申请NDA阶段；1项正处于临床III期阶段，1项已经提交上市申请，3处于II/III期临床试验阶段，4项处于II期临床试究阶段，1项正在开展I期临床研究，17项处于临床前研究阶段。上述25个在研项目涉及的候选药物均为新分子实体。 | 公司根据战略部署稳步推进6个重点研发项目，其中：“Y型聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）”和“Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子（YPEG-G-CSF）”正开展III期临床研究；“Y型聚乙二醇重组人足红素（YPEG-EPO）”已获得II期临床试验通知书，即将召开临床启动会；“ACT50”和“ACT60”正开展药学和临床前研究。 |   |

# 创新研发型药企发展与趋势：国产创新药陆续进入收获期

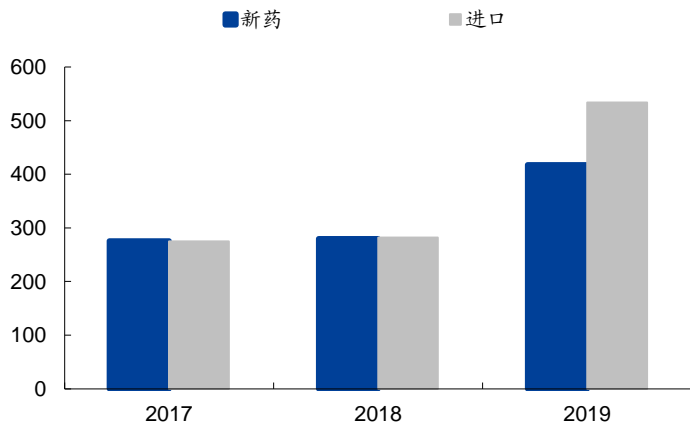
**国产创新药陆续进入收获期：**创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为药企带来巨额回报。近年来国内已有如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替尼、PD-1等一系列重磅创新药获批，并在销售端逐渐放量。同时国产1类新药的申请数量也在逐年快速攀升，2019Q3-2020Q3这一年来已有多款国产创新药获批上市，其中不乏重磅品种，且2019年国产新药和进口IND申报数量都显著增加，未来几年将看到更多重磅创新产品在国内外陆续获批上市。

图表15：2019Q3-2020Q3中国自主创新药获批情况



资料来源：NMPA，国盛证券研究所

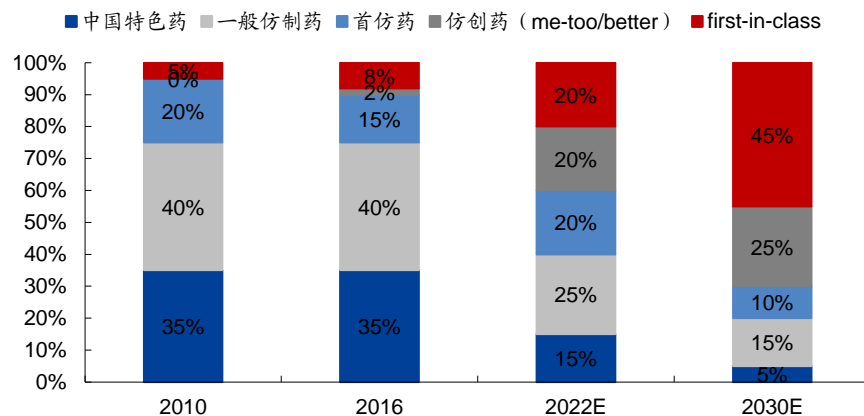
图表16：我国新药临床IND申报情况（2017-2019）



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Wind医药库，国盛证券研究所。注：单位（件）

图表17：未来国内药品将以创新药为主



资料来源：华夏基石，国盛证券研究所

# 创新研发型药企发展与趋势：国产新药2020前三季度成绩单，增长势头强劲

## 国产新药2020前三季度成绩单亮眼：

中国几家典型biotech的第一个产品已经上市或即将上市，从2020年上半年的情况来看，核心产品增长势头良好，盈利能力较好。Biotech正在向biopharma转变，首个产品的商业化能否成功至关重要，在渠道和销售方面，传统药企有较强的优势，但从现在的情况来看，biotech公司也并不逊色。后续应关注这些新获批国产新药医保谈判的情况。

图表18：代表国产新药NDA情况（2020年至今）

| 品种             | 靶点         | 适应症                      | 公司        | NDA承办时间    |
|----------------|------------|--------------------------|-----------|------------|
| 巴替非班           | GPIIb/IIIa | PCI围手术期抗血栓               | 百奥泰       | 2020/10/14 |
| 奥瑞巴替尼          | Bcl-2      | 慢性髓性白血病                  | 顺健生物/宣泰海门 | 2020/10/10 |
| 恒格列净           | SGLT-2     | 糖尿病                      | 恒瑞医药      | 2020/9/30  |
| 瑞格列汀           | DPP-4      | 糖尿病                      | 恒瑞医药      | 2020/9/28  |
| 索凡替尼胶囊         | 多靶点TKI     | 晚期非胰腺神经内分泌瘤              | 和记黄埔      | 2020/9/19  |
| 艾美酚胺替诺福韦片      | -          | 慢性乙型肝炎                   | 翰森制药      | 2020/9/18  |
| 注射用维迪西妥单抗      | HER2-ADC   | HER2阳性局部晚期或转移性胃癌         | 荣昌生物      | 2020/8/28  |
| ACC007片        | -          | 艾滋病                      | 江苏艾迪      | 2020/7/25  |
| 杰诺单抗注射液        | PD-1       | 实体瘤                      | 嘉和生物      | 2020/7/22  |
| 帕米帕利胶囊         | PARP1/2    | 卵巢癌                      | 百济神州      | 2020/7/20  |
| 阿兹夫定片          | -          | 艾滋病                      | 协和药厂/真实生物 | 2020/7/9   |
| 海曲泊帕乙醇胺片       | TPOR       | 血小板减少症                   | 恒瑞医药      | 2020/7/4   |
| 重组人源抗狂犬病毒单抗注射液 | -          | 狂犬病                      | 华北制药      | 2020/7/4   |
| 瑞基仑赛注射液        | CD19       | 复发难治性B细胞非霍奇金淋巴瘤          | 药明巨诺      | 2020/6/30  |
| 沃利替尼片          | c-Met      | 非小细胞肺癌                   | 合全医药/和记黄埔 | 2020/6/6   |
| 派安普利单抗注射液      | PD-1       | 至少经过二线系统化疗复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 | 康方生物      | 2020/5/28  |
| 甲苯磺酸钠非尼片       | 多靶点        | 晚期肝细胞癌                   | 泽璟生物      | 2020/5/15  |
| 奥布替尼片          | BTK        | 复发/难治性套细胞淋巴瘤             | 合全药业/诺诚健华 | 2020/3/17  |
| 赛帕利单抗注射液       | PD-1       | 二线上复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤        | 药明生物/誉衡生物 | 2020/2/21  |
| ZL-2401        | -          | 急性细菌性皮肤感染                | 海正药业/再鼎医药 | 2020/2/14  |
| 康泰唑胺片          | -          | 急性细菌性皮肤感染                | 华海药业/盟科药业 | 2020/1/4   |

图表19：代表国产新药2020年前三季度情况概览 资料来源：NMPA，国盛证券研究所

| 药品     | 公司     | 2020Q3 | 2020H1 | 2019H1 | 增速     | 数据来源 | 备注                           |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------------------------------|
| 呋喹替尼   | 和黄医药   | -      | 0.98亿  | 0.80亿  | 17.4%  | 半年报  | 2019全年1.23亿                  |
| 信迪利单抗  | 信达生物   | 6.00亿  | 9.21亿  | 3.32亿  | 277.7% | 公司季报 | 2019年3月开始销售，2019年全年销售额10.16亿 |
| 特瑞普利单抗 | 君实生物   | 4.36亿  | 4.26亿  | 3.08亿  | 138.3% | 公司季报 | 2019年2月开始销售，2019年全年销售额7.74亿  |
| 卡瑞利珠单抗 | 恒瑞医药   | 超10亿   | 超20亿   | -      | -      | 我们预计 | 2019年5月获批上市，2019年全年销售额约11亿   |
| 埃克替尼   | 贝达药业   | 5.56亿  | 9.24亿  | 7.56亿  | 22.26% | 半年报  | 累计销售额突破80亿，2019年全年销售额超15亿    |
| 安罗替尼   | 中国生物制药 | -      | 4.85亿  | 3.18亿  | 52.48% | 样本医院 | 2018年5月获批上市，2019年全年销售额翻10倍   |



# 创新研发型药企发展与趋势：科创助力创新，小型biotech焕发活力

科创板的设立在医药行业创新药发展中具备里程碑式的意义，激发创新药研发热情：

创新药前期研发投入巨大，同时研发周期较长，属于高风险投资，而满足临床紧急需求疗效确切的创新药获批上市之后将为投资方带来巨额回报。科创板的设立将使一级市场资本退出的路径更加短平化、多元化，从而激发一级市场资本对于创新药的投资热情，中小型biotech企业有望获得足够的资金支持，从而加速研发创新进程。目前，科创板已有多家创新企业获批上市，后续管线布局丰富，有望助力国产创新药焕发活力。

图表20：科创板创新药企概览

| 公司名称 | 上市时间       | 营收<br>(百万元) | 归母<br>(百万元) | 扣非<br>(百万元) | 研发投入<br>(百万元) | 主要产品进度  |
|------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---|
| 南新制药 | 2020-03-26 | 1,014.22    | 91.47       | 88.17       | 71.76         | 帕拉米韦获批上市，在研产品均处于I期临床或临床前研究  |
| 特宝生物 | 2020-01-17 | 729.67      | 64.29       | 86.44       | 64.75         | 聚乙二醇干扰素 $\alpha$ -2b 注射液、注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子注射液和注射用重组人白介素-11已上市，Y型聚乙二醇重组人生长激素处于II/III期临床，Y型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子处于III期临床，Y型聚乙二醇重组人促红素处于II期临床等 |
| 微芯生物 | 2019-08-12 | 173.80      | 19.42       | 13.79       | 78.24         | 西达本胺已上市，西格列他钠NDA，西奥罗尼处于II期临床  |
| 百奥泰  | 2020-02-21 | 0.70        | -1,022.62   | -685.55     | 636.51        | 可达木单抗生物类似药已上市，BAT2094已提交NDA，托珠单抗、贝伐珠单抗、HER2-ADC处于III期临床等  |
| 泽璟制药 | 2020-01-23 | 0.00        | -461.88     | -271.74     | 183.84        | 多纳非尼NDA，外用重组人凝血酶III期临床，奥卡替尼、杰克替尼II期临床等  |
| 神州细胞 | 2020-06-22 | 2.64        | -794.72     | -660.15     | 516.18        | SCT400和SCT800 NDA，SCT510、SCT630、SCT-I10A等III期临床，另有多产品在临床推进中   |

资料来源：公司年报，国盛证券研究所（财务数据为2019年数据）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 创新器械：疫情相关产品出口放量，刚需类产品Q3继续恢复

从具有行业代表性的4个创新器械标的来看：

➤ **营业收入：**创新器械子领域2020年前三季度平均收入增速21.81%，其中Q3增速24.45%，后疫情时代常规产品持续恢复，海外疫情相关产品继续保持高速增长，Q1主要受到国内疫情影响，耗材及常规IVD产品需求减少，Q2、Q3逐季度医院诊疗秩序逐渐恢复，带来收入端整体回暖，海外疫情的持续也使得疫情相关器械产品出口继续放量。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**子领域2020年前三季度归母净利润增速34.30%，其中Q3增速48.98%，受乐普医疗投资收益影响较大（持有君实生物股权公允价值变动收益），扣非净利润增速也呈现相同加速状态，2020年前三季度扣非归母净利润增速33.14%，其中Q3增速35.27%，Q3国内业务恢复良好，海外产品销售对业绩的带动较为明显。

➤ **财务指标：**创新器械2020年前三季度综合毛利率67.85%，相较去年同期的68.27%略有下降，其中Q3毛利率68.54%，上半年受疫情影响，生产成本的提升对毛利率造成冲击，Q2开始毛利率逐步恢复，同时出口类疫情相关器械产品毛利率较高；净利润率方面，创新器械子领域前三季度为32.53%，相较去年同期的29.45%有所提升，期间费用率有所下降；受此前大博医疗骨科类产品两票制下低开转高开影响，2019年前三季度经营性现金流/营业收入比例较低（25.23%），2020年前三季度已恢复至31.99%。

**创新器械板块：**我们选取迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、大博医疗等行业内龙头企业作为创新器械子领域样本库

图表21：创新器械子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 25.36%    | 23.55% | 20.44% | 21.81%    | 24.45% |
| 净利润增速    | 30.19%    | 29.46% | 26.65% | 34.30%    | 48.98% |
| 扣非后净利润增速 | 29.48%    | 30.05% | 31.98% | 33.14%    | 35.27% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表22：创新器械子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 68.27%    | 68.22% | 67.48% | 67.85%    | 68.54% |
| 净利率         | 29.45%    | 29.58% | 31.06% | 32.53%    | 35.27% |
| 销售费用率       | 22.07%    | 22.67% | 18.96% | 18.62%    | 17.97% |
| 期间费用率       | 35.48%    | 34.91% | 32.14% | 32.92%    | 34.38% |
| 经营性现金流/营业收入 | 25.23%    | 29.36% | 34.08% | 31.99%    | 28.10% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 创新器械：主要企业2020中报横向对比梳理

图表23：创新器械子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 迈瑞医疗             | 乐普医疗             | 安图生物             | 大博医疗             |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 股票代码              | <b>300760.SZ</b> | <b>300003.SZ</b> | <b>603658.SH</b> | <b>002901.SZ</b> |
| 最新市值（亿元，20201030） | 4,702            | 555              | 750              | 368              |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 63.08            | 22.18            | 8.79             | 5.82             |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 34.8%            | 28.5%            | 13.6%            | 25.1%            |
| PE(2020E)         | 75               | 25               | 85               | 63               |
| 营业收入（亿元）          | 160.64           | 63.87            | 20.47            | 11.10            |
| 增速（%）             | 29.8%            | 8.6%             | 8.1%             | 27.5%            |
| 归母净利润（亿元）         | 53.63            | 19.73            | 5.14             | 4.28             |
| 增速（%）             | 46.1%            | 22.4%            | -4.4%            | 24.8%            |
| 扣非净利润（亿元）         | 52.65            | 15.97            | 4.57             | 3.86             |
| 增速（%）             | 45.3%            | 20.2%            | -12.0%           | 22.4%            |
| 毛利率（%）            | 66.8%            | 69.7%            | 60.2%            | 85.8%            |
| 净利率（%）            | 33.4%            | 31.5%            | 25.4%            | 39.2%            |
| 研发支出合计（亿元）        | 13.51            | 4.66             | 2.36             | 0.85             |
| 研发支出收入占比（%）       | 8.4%             | 7.3%             | 11.5%            | 7.6%             |
| 三季报业绩表现           | 略超预期             | 符合预期             | 符合预期             | 符合预期             |

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 创新器械：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表24：创新器械子领域主要公司横向对比（2019A）

| 指标          | 迈瑞医疗   | 乐普医疗  | 安图生物    | 大博医疗  |
|-------------|--------|-------|---------|-------|
| 营业收入（亿元）    | 165.56 | 77.96 | 26.7944 | 12.57 |
| 增速（%）       | 20.4%  | 22.6% | 38.9%   | 62.8% |
| 归母净利润（亿元）   | 46.81  | 17.25 | 7.74    | 4.65  |
| 增速（%）       | 25.8%  | 41.6% | 37.6%   | 25.3% |
| 扣非净利润（亿元）   | 46.15  | 12.41 | 7.40    | 4.23  |
| 增速（%）       | 25.0%  | 18.2% | 38.3%   | 30.2% |
| 毛利率（%）      | 65.2%  | 72.2% | 66.6%   | 85.6% |
| 净利润率（%）     | 28.3%  | 22.1% | 22.9%   | 38.1% |
| 研发支出合计（亿元）  | 16.49  | 6.31  | 3.12    | 1.00  |
| 研发人员（人）     | 2,508  | 2,005 | 1,180   | 352   |
| 研发支出收入占比（%） | 10.0%  | 8.1%  | 11.6%   | 8.0%  |
| 员工总数（人）     | 9819   | 8918  | 3764    | 2272  |

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所



# 创新器械：主要投资逻辑及趋势:全球医疗器械市场高景气，中国市场处于高速发展期

医疗器械市场：全球范围内的朝阳产业，中国市场处于高速发展期

- **全球市场：**发达国家增速趋稳，药械比接近1:1  
全球2017-2024年平均增速约6%，远高于药品增速的2-3%
- **中国市场：**由于医疗器械行业起步较晚，目前处于市场扩容和进口替代的双击时代，整体处于高增长状态（CAGR≥15%）

医疗器械与药品不同，具有泛创新属性：

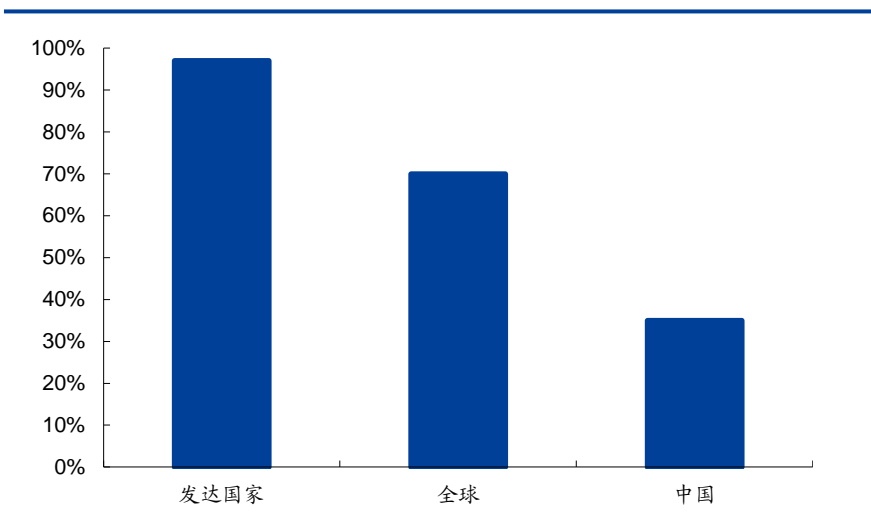
- **创新性：**学科交织，产品非均一性（对比仿制药），产品生命周期长。
- **服务属性：**治疗领域复杂，治疗方式千人千面（不同于药品的同一靶点）大部分产品需要企业与医生配合使用，终端粘性高。

图表26：全球前十大医疗器械领域市场情况

| 排名 | 业务领域  | 市场容量（bn USD） |      | 增长率   |
|----|-------|--------------|------|-------|
|    |       | 2017         | 2024 |       |
| 1  | IVD   | 52.6         | 79.6 | 6.10% |
| 2  | 心血管   | 46.9         | 72.6 | 6.40% |
| 3  | 影像诊断  | 39.5         | 51.0 | 3.70% |
| 4  | 骨科    | 36.5         | 47.1 | 3.70% |
| 5  | 眼科    | 27.7         | 42.2 | 6.20% |
| 6  | 普外科   | 22.1         | 34.3 | 6.50% |
| 7  | 内镜    | 18.5         | 28.3 | 6.30% |
| 8  | 给药设备  | 18.5         | 25.3 | 4.60% |
| 9  | 牙科    | 13.9         | 21.6 | 6.50% |
| 10 | 糖尿病管理 | 11.7         | 19.8 | 7.80% |

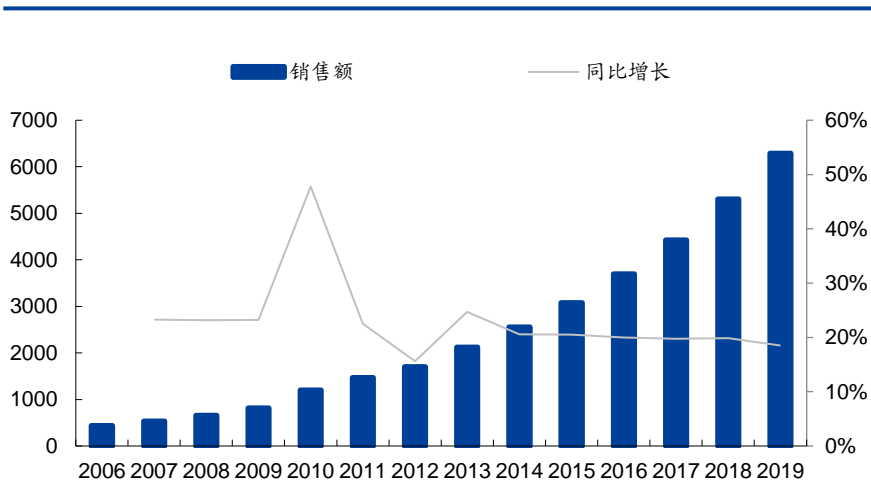
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
资料来源：EvaluateMedtech、国盛证券研究所  
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表25：医疗器械/药品消费额占比



资料来源：中国医疗器械行业发展报告、国盛证券研究所

图表27：中国医疗器械行业市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书、国盛证券研究所

# 创新器械：主要投资逻辑及趋势:龙头创新器械企业享受高增长+市占率提升双重红利

创新医疗器械龙头企业产业逻辑：行业整体高增速+国产创新器械产品市场占有率提高

- 对比全球市场，中国医疗器械行业处于高速增长期：中国作为新兴市场，近年来医疗器械行业整体增速基本维持在15-20%左右（GDP增速2-3倍），未来市场成长空间巨大。
- 中国市场国产替代率低，国产创新器械龙头企业市占率有望快速提升：医疗器械大部分高端子领域国产化率低（举例：医学影像领域如CT/MRI/超声等10%左右，窥镜5%左右，骨科10-20%）国内医疗器械企业普遍规模较小，三甲以上医院主要采购进口品牌，国产产品主战场在基层市场。现阶段国内部分创新器械产品已逐步达到进口产品同类水平，国产替代加速+优质产品出海带动头部企业保持快速增长。

图表28：中国医疗器械行业国产替代情况

| 所处领域    | 细分领域    | 市场规模<br>(亿元) | 市场增速   | 国产化率    | 主要产品  |
|---------|---------|--------------|--------|---------|---|
| 血管介入    | 心血管介入   | 264          | 21.10% | ≥60%    | 冠脉支架、PTCA 球囊扩张导管、导引导管、造影导管、导引导丝等              |
|         | 脑血管介入   | 48           | 37.14% | ≤20%    | 颈动脉支架、椎动脉支架、颅内血管支架、微导管、微导丝、远端保护器械、弹簧圈、液态栓塞材料等 |
|         | 外周血管介入  | 77           | 32.76% | 基本由外资占据 | 大动脉覆膜支架、髂股动脉支架、锁骨下动脉支架及肾动脉支架等                 |
| 骨科植入    | 创伤类     | 75           | 13.64% | 67.85%  | 接骨板、接骨螺钉、髓内钉、外固定支架                            |
|         | 脊柱类     | 76           | 16.92% | 39.11%  | 椎体植入物、钛网、融合器等                                 |
|         | 关节类     | 73           | 21.67% | 26.73%  | 人工髋关节、人工膝关节、人工肩关节、人工肘关节等                      |
| 血液净化类   | 血液净化类   | 67           | 21.82% | ≤30%    | 血液透析材料、腹膜透析材料、血浆置换材料等                         |
| 神经外科    | 神经外科    | 36           | 12.50% | 基本由外资占据 | 颅骨材料、脑膜材料、引流材料、缝合材料、神经刺激、脑电监测等                |
| 眼科      | 眼科      | 76           | 16.92% | 基本由外资占据 | 人工晶状体、人工玻璃体、人工角膜等                             |
| 口腔科     | 口腔科     | 70           | 20.69% | 基本由外资占据 | 牙冠、种植体等                                       |
| 电生理起搏器类 | 电生理起搏器类 | 67           | 15.52% | 基本由外资占据 | 消融导管、起搏器、心脏复律除颤器、导线等                          |
| 非血管介入类  | 非血管介入类  | 37           | 19.35% | 基本由外资占据 | 呼吸介入、消化介入、泌尿介入、肿瘤介入等                          |

# 疫苗：Q3板块高景气延续，收入利润增速进一步提升

从疫苗的3个标的来看，行业景气度较高：

➤ **营业收入：**疫苗子领域前三季度收入增速42.39%，H1增速为32.93%，Q3增速59.49%，Q1主要国内疫情发生，疫苗接种受到影响，Q2开始收入呈现明显加速状态，Q3表现更为亮眼，智飞生物和沃森生物表现亮眼，沃森生物13价肺炎疫苗快速放量拉动收入。整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**疫苗子领域前三季度净利润增速44.65%，其中H1增速22.53%，Q2在接种逐渐正常后增速恢复到快速轨道，Q3增速进一步提升（主要是沃森生物业绩大幅增长拉动明显）至84.64%。体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。

➤ **财务指标：**疫苗前三季度综合毛利率为50.54%，上半年综合毛利率46.85%，相较去年同期的52.06%基本持平，我们认为主要是Q1在疫情影响下，生产和发货都受到影响，Q2开始毛利率稳中有升，Q3毛利率进一步有所提升。净利率方面疫苗子领域前三季度为24.60%，相较去年有所上升，主要是沃森生物高利润率13价肺炎拉动。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下销售推广工作受到影响，同时期间费用率也有所下降。应收账款增速有所下降，经营性现金流/营业收入提升明显。

**疫苗板块：**我们选取智飞生物、沃森生物、康泰生物作为疫苗子领域样本库

图表29：疫苗子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 77.04%    | 70.60% | 32.93% | 42.39%    | 59.49% |
| 净利润增速    | 48.92%    | 60.95% | 22.53% | 44.65%    | 84.64% |
| 扣非后净利润增速 | 53.81%    | 61.00% | 21.36% | 43.45%    | 83.70% |

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表30：疫苗子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 52.06%    | 54.85% | 46.85% | 50.54%    | 56.09% |
| 净利率         | 23.88%    | 23.90% | 21.99% | 24.60%    | 28.53% |
| 销售费用率       | 16.02%    | 18.22% | 11.83% | 14.27%    | 17.96% |
| 期间费用率       | 22.92%    | 25.73% | 18.27% | 21.27%    | 25.79% |
| 应收账款增速      | 84.81%    | 36.48% | 65.40% | 62.35%    | 27.81% |
| 经营性现金流/营业收入 | 8.99%     | 18.70% | 4.63%  | 22.01%    | 48.20% |

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 疫苗：2020三季报横向对比梳理

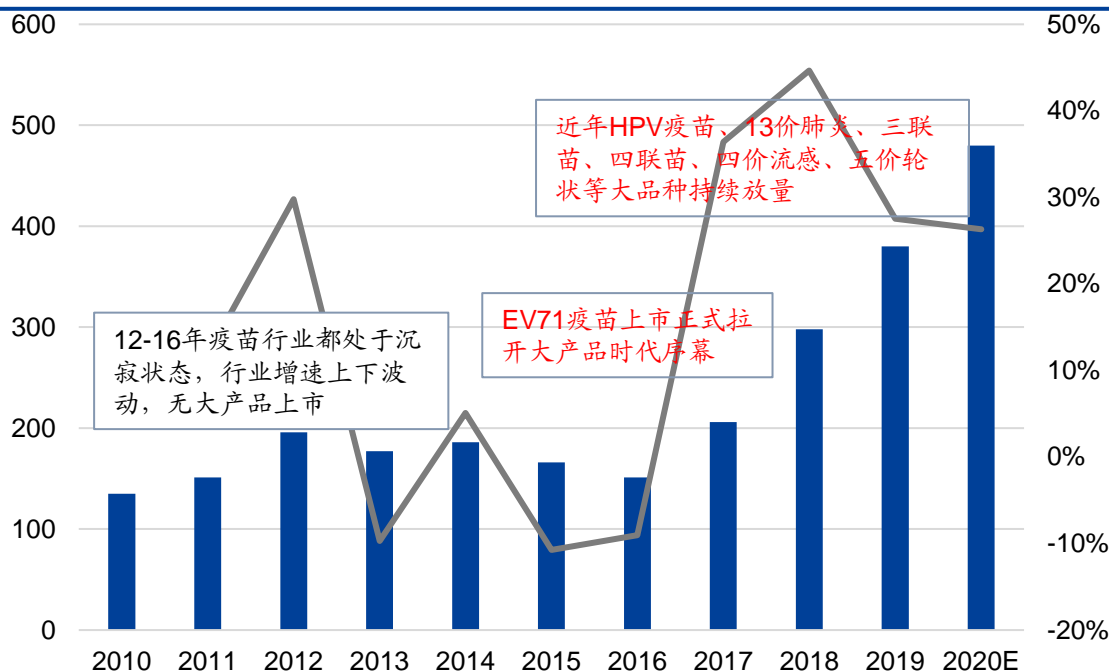
图表31：疫苗子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 智飞生物      | 沃森生物      | 康泰生物      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| 股票代码              | 300122.SZ | 300142.SZ | 300601.SZ |
| 最新市值（亿元，20201031） | 2,563     | 768       | 1,233     |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 33.91     | 9.5100    | 8.12      |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 43.0%     | 569.7%    | 41.3%     |
| PE(2020E)         | 76        | 81        | 152       |
| 营业收入（亿元）          | 110.50    | 15.67     | 14.20     |
| 增速（%）             | 44.1%     | 96.5%     | 1.9%      |
| 归母净利润（亿元）         | 24.79     | 4.35      | 4.33      |
| 增速（%）             | 40.6%     | 261.8%    | 0.6%      |
| 扣非净利润（亿元）         | 24.83     | 4.32      | 4.25      |
| 增速（%）             | 38.1%     | 278.3%    | 2.1%      |
| 毛利率（%）            | 40.0%     | 86.3%     | 92.9%     |
| 净利率（%）            | 22.4%     | 34.6%     | 30.5%     |
| 研发支出合计（亿元）        | 2.21      | 1.54      | 1.42      |
| 研发支出收入占比（%）       | 2.0%      | 9.8%      | 10.0%     |
| 三季报业绩表现           | 略超预期      | 符合预期      | 符合预期      |

资料来源：公司公告，中检院，国盛证券研究所，康泰生物2020年归母净利润预测为wind一致性预期

# 疫苗：投资主要逻辑及未来趋势：三重逻辑共振，未来向“三化”发展

图表32：疫苗行业产值测算（亿元）



资料来源：wind，中检院，国盛证券研究所

**创新疫苗板块三重强逻辑共振：**

**大产品大时代：**大产品大时代逻辑始终未发生变化，当下市场认知在强化。第二波大浪潮下，智飞的预防性微卡和沃森的13价肺炎将引领板块继续保持高速增长。

**监管趋严下兼并重组趋势：**《疫苗管理法》出台后，去浊留清大背景下，龙头企业有望充分受益，

**疫情催化期权：**民众疾病预防意识提高催化疫苗接种率提升+政策端对疾病预防和疾控中心建设的投入

**未来催化：**关注预防性微卡审评的进展情况、13价肺炎疫苗的放量情况、各家公司新冠疫苗的研发进展情况以及其他大品种的放量和申报进展情况

疫苗行业未来将向着三个方向发展：**标准化、集中化、国际化**

考虑三重逻辑共振、快速恢复属性、及医药板块内的相对确定性，仍然建议这个位置继续重点关注疫苗板块

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表33：疫苗大产品20年销售情况预测（亿元）

|         | 2020年产品销售预测（亿元） | 主要厂家        |
|---------|-----------------|-------------|
| HPV疫苗   | 130             | 智飞、万泰       |
| 13价肺炎疫苗 | 60              | 辉瑞、沃森       |
| 结核疫苗    | 5               | 智飞          |
| 五价轮状    | 16              | 智飞          |
| 四价流感    | 25              | 华兰、金迪克、长春所等 |
| 百白破-hib | 21              | 康泰          |

资料来源：wind，国盛证券研究所



# 疫苗：投资主要逻辑及未来趋势：关注各公司大产品布局以及新冠疫苗研发进展

图表34：疫苗大产品布局情况（亿元，红色三角为在研品种，除新冠疫苗外）

|             | 智飞    | 沃森 | 康泰 | 康熙诺 | 万泰 | 康华 | 华兰 | 科兴 | 百克 | 中生 |
|-------------|-------|----|----|-----|----|----|----|----|----|----|
| 新冠疫苗        | ▲     | ▲  | ▲  | ▲   | ▲  |    | ▲  | ▲  |    | ▲  |
| HPV         | ▲（代理） | ▲  |    |     | ▲  |    |    |    |    | ▲  |
| AC-Hib（三联苗） | ▲     |    |    |     |    |    |    |    |    |    |
| 结核疫苗        | ▲     |    |    |     |    |    |    |    |    |    |
| 百白破-hib     |       |    | ▲  |     |    |    |    |    |    |    |
| 百白破-IPV-Hib |       |    | ▲  |     |    |    |    |    |    |    |
| 13价肺炎       | ▲     | ▲  | ▲  | ▲   |    |    |    | ▲  |    | ▲  |
| 23价肺炎       | ▲     | ▲  | ▲  |     |    |    |    | ▲  |    | ▲  |
| 二倍体狂犬疫苗     | ▲     |    | ▲  |     |    | ▲  |    |    |    |    |
| EV71        | ▲     | ▲  | ▲  |     |    |    |    | ▲  |    | ▲  |
| 轮状病毒        | ▲（代理） |    |    |     |    |    |    |    |    | ▲  |
| 四价流感        | ▲     | ▲  |    |     |    |    | ▲  | ▲  |    |    |
| ACYW135结合   | ▲     | ▲  | ▲  | ▲   |    |    |    |    |    |    |
| 带状疱疹        |       | ▲  |    |     |    |    |    |    | ▲  |    |

资料来源：wind，CDE，国盛证券研究所

图表35：国内部分公司新冠疫苗研发进展

| 研发企业 | 疫苗类型        | 当前进度           | 合作企业               |
|------|-------------|----------------|--------------------|
| 康希诺  | 腺病毒载体疫苗     | 临床III期         | 军事科学院医学研究所         |
| 科兴中维 | 灭活疫苗        | 临床III期         | -                  |
| 北京所  | 灭活疫苗        | 临床III期         | 中国疾病预防控制中心病毒病预防控制所 |
| 武汉所  | 灭活疫苗        | 临床III期         | -                  |
| 昆明所  | 灭活疫苗        | 临床I/II期        | -                  |
| 智飞生物 | 重组蛋白疫苗      | 临床II期揭盲，即将III期 | 中科院微生物研究所          |
| 沃森生物 | mRNA疫苗      | 临床Ib           | 艾博生物               |
| 康泰生物 | 腺病毒载体/灭活    | 海外临床III期/临床I期  | 阿斯利康（腺病毒载体）        |
| 复星生物 | mRNA疫苗      | 海外临床III期       | BioNTech           |
| 万泰生物 | 病毒载体        | 临床I期           | -                  |
| 华兰医药 | 灭活疫苗/流感病毒载体 | 临床前            | -                  |

# CDMO：业绩持续超预期，行业呈现持续高景气状态

从CDMO的5个标的来看，行业景气度较高：

➤ **营业收入：**CDMO子领域前三季度平均收入增速17.80%，其中H1增速19.25%，Q3增速15.25%，Q1主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，Q2开始收入呈现明显加速状态，Q3增速略有放缓，主要是受普洛药业收入下滑的影响，其他公司增速均超过20%，整体增速显著高于医药行业平均增速，高增长高景气度确定性强。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**CDMO子领域前三季度净利润增速48.40%，其中H1增速46.24%，Q3增速51.07%，超高增长体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q3单季度CDMO子领域的超高速增长超出市场预期，九洲药业单季度出现拐点后拉动了整体的增长。

➤ **财务指标：**CDMO前三季度综合毛利率35.87%，较去年同期的35.73%略有提升，其中H1毛利率35.68%，Q3毛利率36.20%，我们认为主要是Q1开工率和产能利用率不足影响毛利率，Q2-Q3开始毛利率稳中有升。净利率方面CDMO子领域前三季度为14.81%，较去年同期的11.79%有明显提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，我们推测与疫情之下BD和出差活动减少有关。期间费用率也有所下降，体现了一定的规模效应。应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入有所下降，后续有待进一步观察。

**CDMO板块：**我们选取药石科技、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业作为CDMO子领域样本库

图表36：CDMO子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 20.95%    | 27.96% | 19.25% | 17.80%    | 15.25% |
| 净利润增速    | 44.63%    | 44.19% | 46.24% | 48.03%    | 51.07% |
| 扣非后净利润增速 | 55.71%    | 57.24% | 40.97% | 37.99%    | 33.12% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表37：CDMO子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 35.73%    | 35.70% | 35.68% | 35.87%    | 36.20% |
| 净利率         | 11.79%    | 12.06% | 14.27% | 14.81%    | 15.80% |
| 销售费用率       | 7.55%     | 7.18%  | 5.17%  | 4.94%     | 4.52%  |
| 期间费用率       | 21.67%    | 21.12% | 19.18% | 19.85%    | 21.07% |
| 应收账款增速      | 18.51%    | /      | 16.86% | -6.94%    | /      |
| 经营性现金流/营业收入 | 19.58%    | /      | 14.41% | 18.78%    | /      |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# CDMO：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表38：CDMO子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                       | 凯莱英  | 博腾股份                            | 九洲药业                             | 药石科技                      | 普洛药业  |
|--------------------------|--|---------------------------------|----------------------------------|---------------------------|---|
| 最新市值（亿元）                 | 665  | 207                             | 269                              | 197                       | 240   |
| 2020E归母净利润（亿元）           | 7.42   | 2.93                            | 3.85                             | 2.02                      | 7.82  |
| 2020E归母净利润增速（%）          | 34.0%  | 58.1%                           | 61.9%                            | 32.6%                     | 41.2%   |
| PE(2020E)                | 90   | 71                              | 70                               | 97                        | 31  |
| 营业收入（亿元）                 | 20.83  | 14.88                           | 17.46                            | 7.25                      | 58.11   |
| 增速（%）                    | 19.5%  | 37.6%                           | 28.5%                            | 56.3%                     | 7.3%  |
| 归母净利润（亿元）                | 5.06   | 2.39                            | 2.39                             | 1.42                      | 6.30  |
| 增速（%）                    | 38.1%  | 76.1%                           | 76.4%                            | 21.2%                     | 46.0%   |
| 扣非净利润（亿元）                | 4.56   | 2.20                            | 2.11                             | 1.35                      | 5.56  |
| 增速（%）                    | 35.2%  | 76.7%                           | 47.4%                            | 21.5%                     | 30.1%   |
| 毛利率（%）                   | 48.4%  | 41.5%                           | 37.3%                            | 45.9%                     | 28.2%   |
| 净利润率（%）                  | 24.3%  | 16.0%                           | 13.7%                            | 19.6%                     | 10.8%   |
| 研发支出合计（亿元）               | 1.70   | 1.14                            | 0.76                             | 0.58                      | 2.72  |
| 研发支出收入占比（%）              | 8.2%   | 7.7%                            | 4.4%                             | 7.9%                      | 4.7%  |
| 员工总数（人）                  | 4552   | 2373                            | 2998                             | 652                       | 5719  |
| 三季报业绩表现                  | 业绩符合预期，收入增速略微偏低                                  | 持续超预期                           | 收入提速，业绩符合预期                      | 收入超预期，业绩加回激励费用和汇兑损失后超预期   | 业绩符合预期  |
| 项目数量（博腾为三季报更新，其他公司为中报数据） | 共计完成303个项目，其中商业化24个，临床100个（其中临床III期23个），技术服务179个 | II期临床以前138个，临床III期24个，NDA及上市80个 | I期和II期临床375个，III期临床39个，已上市项目11个， | 未披露                       | 正在进行的CDMO项目185个，研发服务85个、商业化人用药65个、商业化兽药25个、其他商业化10个；验证期的商业化18个。 |
| 收入结构（博腾为三季报更新，其他公司为中报数据） | 临床阶段收入占比33%，商业化阶段收入占比58%，技术服务占比9%                | CMO收入占比67%，CRO收入占比33%           | CDMO收入占比43%，API期其他57%            | kg级以上收入占比76%，g级及技术服务占比24% | CDMO收入占比14%，中间体及原料药收入占比76%，制剂及其他占比10%                           |

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，普洛药业2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

# CDMO：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表39：CDMO子领域主要公司横向对比（2019A）

| 公司          | 凯莱英                                       | 博腾股份                                     | 九洲药业                  | 药石科技                      | 普洛药业                                |
|-------------|---|--|-----------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| 营业收入（亿元）    | 24.60                                     | 15.51                                    | 20.17                 | 6.62                      | 72.11                               |
| 增速（%）       | 34.1%                                     | 30.9%                                    | 8.3%                  | 38.5%                     | 13.1%                               |
| 归母净利润（亿元）   | 5.54                                      | 1.86                                     | 2.38                  | 1.52                      | 5.53                                |
| 增速（%）       | 29.3%                                     | 49.0%                                    | 51.3%                 | 14.0%                     | 49.3%                               |
| 扣非净利润（亿元）   | 4.89                                      | 1.62                                     | 2.28                  | 1.37                      | 5.30                                |
| 增速（%）       | 32.5%                                     | 125.0%                                   | 26.7%                 | 15.6%                     | 54.9%                               |
| 毛利率（%）      | 45.5%                                     | 37.8%                                    | 34.8%                 | 51.6%                     | 32.4%                               |
| 净利润率（%）     | 22.5%                                     | 11.6%                                    | 11.7%                 | 23.0%                     | 7.7%                                |
| 研发支出合计（亿元）  | 1.93                                      | 1.23                                     | 0.95                  | 0.69                      | 3.40                                |
| 研发人员数量（人）   | 1,838                                     | 393                                      | 496                   | 191                       | 491                                 |
| 研发支出收入占比（%） | 7.8%                                      | 7.9%                                     | 4.7%                  | 10.5%                     | 4.7%                                |
| 员工总数（人）     | 3840                                      | 2077                                     | 2998                  | 652                       | 5719                                |
| 项目描述        | 技术开发服务328个，临床阶段191个（其中III期临床39个），商业化阶段30个 | 临床II期以前187个（不含J-STAR），III期34个，新药申请及上市87个 | 37个III期，11个上市         | 未披露                       | 未披露                                 |
| 收入结构        | 临床阶段收入占比41%，商业化阶段收入占比50%，技术服务占比9%         | CMO收入占比66%，CRO收入占比34%                    | CDMO收入占比38%，API期其他62% | kg级以上收入占比73%，g级及技术服务占比27% | CDMO收入占比10%，中间体及原料药占比73%，制剂及其他占比17% |

# CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

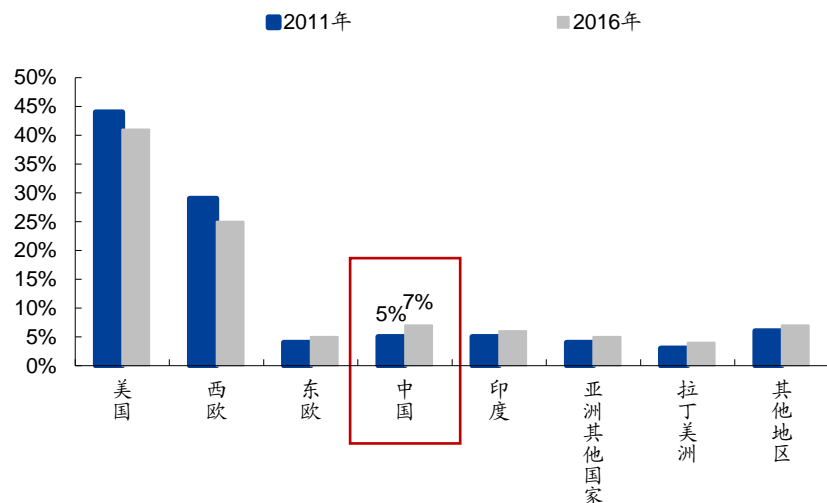
**中国CDMO行业进入黄金增长期：**全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球CDMO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CDMO行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年CAGR 15%-20%，国内CDMO企业到了快速发展的黄金时期。

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

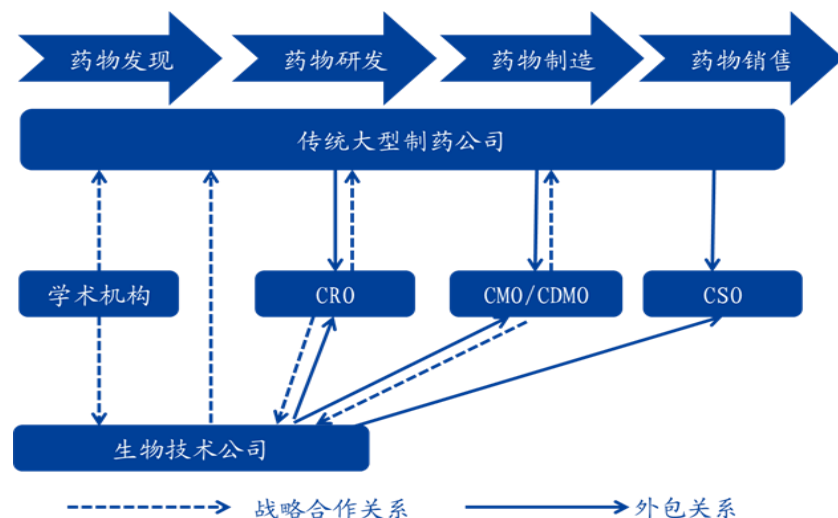
## 创新+政策红利叠加，利好我国CDMO企业

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

图表40：全球CDMO各地区市场份额变化



图表41：生物医药行业价值链概览



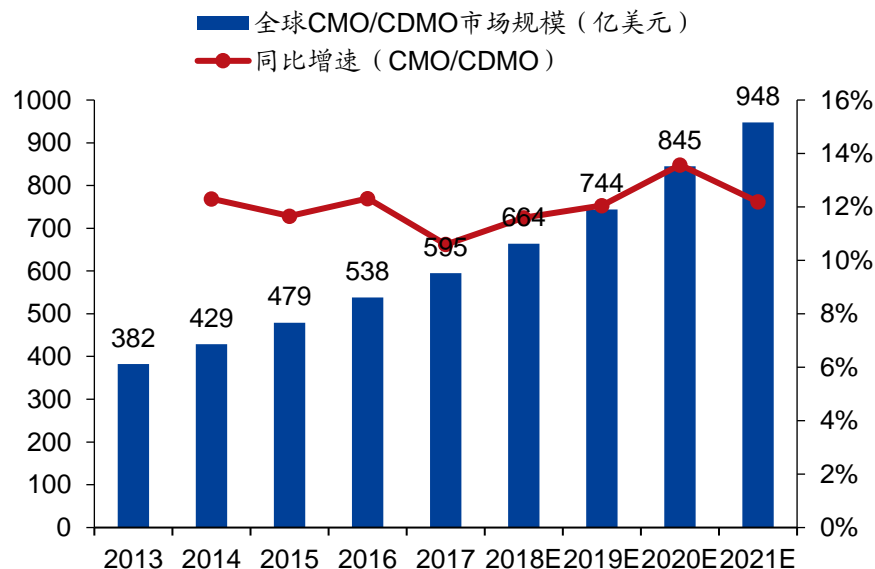


# CDMO：主要投资逻辑及未来趋势：海外产业转移+政策鼓励创新+资本力量助推

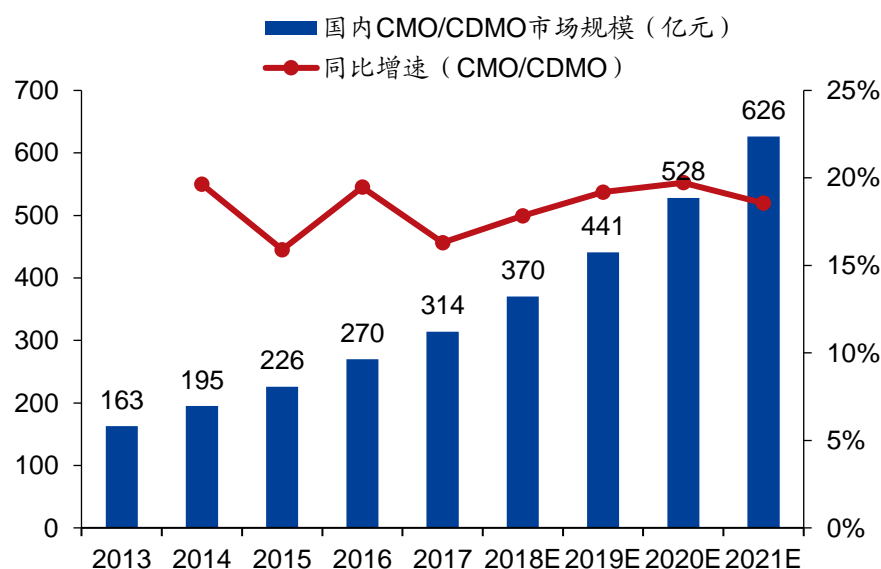
**细分领域未来趋势判断：**未来三年CDMO行业有望保持较高景气度，本次疫情加速了海外产业向国内的转移（出于供应链稳定的角度，以往选择欧洲供应商的企业有增加中国供应商的趋势），优秀的CDMO公司，兼具技术优势和一体化研发能力，可满足不同类型客户的个性化需求！

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

图表42：CDMO全球市场规模及增速



图表43：CDMO国内市场规模与增速



# CRO: Q3收入端加速恢复, 行业持续高景气度

从CRO的6个标的来看, 行业整体持续高景气度:

➤ **营业收入:** 2020Q1-Q3收入增速同比+27.3%, 其中Q1、Q2、Q3单季同比增速分别为+13.3%、+27.9%、34.3%, 呈逐季加速恢复趋势。一方面, 国内疫情带来延期复工以及医院端业务开展缓慢的影响逐步减弱, 国内CRO服务能力加速恢复; 另一方面, 由于海外疫情持续发酵, 部分离岸外包服务承接并开展了更多的海外转移订单, 进一步加速板块恢复。2020Q1-Q3整体来看, CRO增速仍明显高于医药整体(同比+8.63%), 行业持续高景气度。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** 2020Q1-Q3归母、扣非净利润分别同比+68.6%、+12.3%, 剔除权重股药明康德影响, 2020Q1-Q3归母、扣非净利润分别同比+128.3%、+42.2%, 呈现与收入端相同的加速恢复趋势。CRO公司业务快速发展, 股权激励、汇兑损益、投资收益、公允价值变动等因素可能带来利润端增速的波动, 权重股影响会更加明显, 因此更推荐关注收入端的增长情况, 预计行业高景气度仍将持续。

➤ **财务指标:** CRO前三季度毛利率39.3%, 同比下降0.42个百分点, 但Q3单季度毛利率40.4%, 相比上半年38.6%加速提高, 国内外疫情影响逐步减弱, 预计Q4会有进一步恢复。前三季度净利率24.42%, 同比大幅提升5.7个百分点, 主要受权重股非经常性损益等因素波动较大影响。前三季度销售费用率相对稳定, 期间费率同比提高2.7个百分点, 主要受到权重股股权激励费用、汇兑损失等因素影响。前三季度营收账款整体明显下降, 回款效率提升; 经营性现金流/营业收入同比大幅提升, 现金流情况良好。

**CRO板块:** 剔除新股等不可比因素, 我们选取了药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、睿智医药、博济医药作为CRO子领域样本库。

图表44: CRO子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 33.42%    | 28.99% | 23.29% | 27.30%    | 34.30% |
| 净利润增速    | 4.99%     | 17.22% | 99.90% | 68.64%    | 22.34% |
| 扣非后净利润增速 | 37.96%    | 60.19% | 25.70% | 12.25%    | -6.16% |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表45: CRO子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3   | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|-------------|-----------|----------|--------|-----------|---------|
| 毛利率         | 39.70%    | 40.76%   | 38.56% | 39.28%    | 40.43%  |
| 净利率         | 18.70%    | 20.42%   | 27.88% | 24.42%    | 18.87%  |
| 销售费用率       | 3.11%     | 2.92%    | 3.28%  | 3.11%     | 2.85%   |
| 期间费用率       | 19.09%    | 17.06%   | 20.02% | 21.80%    | 24.66%  |
| 应收账款增速      | 43.36%    | 1813.25% | 12.88% | 2.86%     | -65.12% |
| 经营性现金流/营业收入 | 18.37%    | 23.96%   | 21.46% | 23.42%    | 26.57%  |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

# CRO：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表46：CRO子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 药明康德      | 泰格医药      | 康龙化成      | 昭衍新药      | 睿智医药      | 博济医药      |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 最新市值（亿元）        | 603259.SH | 300347.SZ | 300759.SZ | 603127.SH | 300149.SZ | 300404.SZ |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 2,735     | 1,062     | 889       | 239       | 100       | 29        |
| 2020E归母净利润增速（%） | 30.9      | 14.9      | 10.8      | 2.5       | 1.9       | 0.27      |
| PE(2020E)       | 66.8%     | 78.0%     | 97.5%     | 37.6%     | 37.3%     | 310.0%    |
| 营业收入（亿元）        | 89        | 71        | 82        | 97        | 52        | 108       |
| 增速（%）           | 118.15    | 23.00     | 35.86     | 6.32      | 10.69     | 1.77      |
| 归母净利润（亿元）       | 27.3%     | 13.3%     | 36.5%     | 81.2%     | 12.1%     | 24.5%     |
| 增速（%）           | 23.68     | 13.18     | 7.89      | 1.18      | 0.83      | 0.19      |
| 扣非净利润（亿元）       | 34.2%     | 149.6%    | 140.3%    | 53.2%     | 2.6%      | 247.4%    |
| 增速（%）           | 16.54     | 4.98      | 6.06      | 0.99      | 0.67      | 0.14      |
| 毛利率（%）          | -3.5%     | 13.6%     | 85.3%     | 61.3%     | -10.0%    | 452.0%    |
| 净利润率（%）         | 37.6%     | 48.5%     | 37.7%     | 49.8%     | 35.7%     | 47.8%     |
| 研发支出合计（亿元）      | 20.2%     | 61.0%     | 21.4%     | 18.6%     | 7.7%      | 13.8%     |
| 研发支出收入占比（%）     | 4.75      | 1.11      | 0.69      | 0.49      | 0.46      | 0.17      |
| 员工总数（人）         | 4.0%      | 4.8%      | 1.9%      | 7.7%      | 4.3%      | 9.5%      |
| 中报业绩表现          | 符合预期      | 符合预期      | 符合预期      | 符合预期      | -         | -         |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，睿智医药、博济医药2020年归母净利润为wind一致预期）

# CRO：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表47：CRO子领域主要公司横向对比（2019A）

| 公司          | 药明康德   | 泰格医药                             | 昭衍新药  | 博济医药   | 量子生物                             |
|-------------|--|----------------------------------|---|--|----------------------------------|
| 营业收入（亿元）    | 128.72   | 28.03                            | 6.39  | 2.24   | 13.28                            |
| 增速（%）       | 33.9%  | 21.8%                            | 56.4%                                       | 30.2%  | 33.2%                            |
| 归母净利润（亿元）   | 18.55  | 8.42                             | 1.78  | 0.07   | 1.39                             |
| 增速（%）       | -18.0%   | 78.2%                            | 64.6%                                       | -10.9%   | -13.8%                           |
| 扣非净利润（亿元）   | 19.14  | 5.58                             | 1.55  | 0.02   | 1.19                             |
| 增速（%）       | 22.8%  | 56.3%                            | 71.4%                                       | -52.9%   | -20.5%                           |
| 毛利率（%）      | 39.0%  | 46.5%                            | 52.6%                                       | 42.5%  | 38.2%                            |
| 净利率（%）      | 14.8%  | 34.8%                            | 27.9%                                       | 5.5%   | 10.2%                            |
| 研发支出合计（亿元）  | 5.90   | 1.24                             | 0.40  | 0.18   | 0.63                             |
| 研发人员数量（人）   | 17,872   | 468                              | 98  | 135  | 1,858                            |
| 研发支出收入占比（%） | 4.6%   | 4.4%                             | 6.2%  | 8.2%   | 4.7%                             |
| 员工总数（人）     | 21744  | 4959                             | 1224  | 651  | 2439                             |
| 各板块收入占比     | 中国区实验室服务50.3%<br>小分子CDMO服务29.2%<br>美国区实验室服务12.1%<br>临床及其他CRO服务8.3% | 临床试验技术服务48.0%<br>临床研究相关咨询服务51.6% | 临床前CRO98.4%<br>临床CRO0.77%<br>实验动物及产品销售0.67% | 临床前CRO16.7%<br>临床CRO70.2%<br>技术成果转化0.4%<br>其他咨询12.4% | CRO67.7%<br>CDMO14.5%<br>其他17.8% |
| 境内外业务占比     | 海外业务77.0%<br>境内业务22.9%   | 境外业务42.9%<br>境内业务56.7%           | 境外业务6.94%<br>境内业务92.85%                     | 境内业务99.36%<br>境外业务0.64%                              | 境外业务54.0%<br>境内业务46.0%           |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

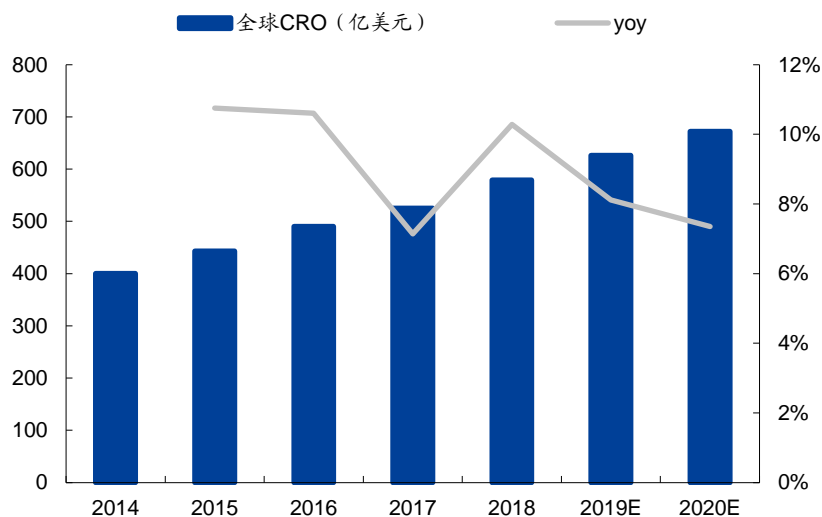
点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# CRO：主要投资逻辑及未来趋势：创新药研发卖水人，疫情后时代持续高景气

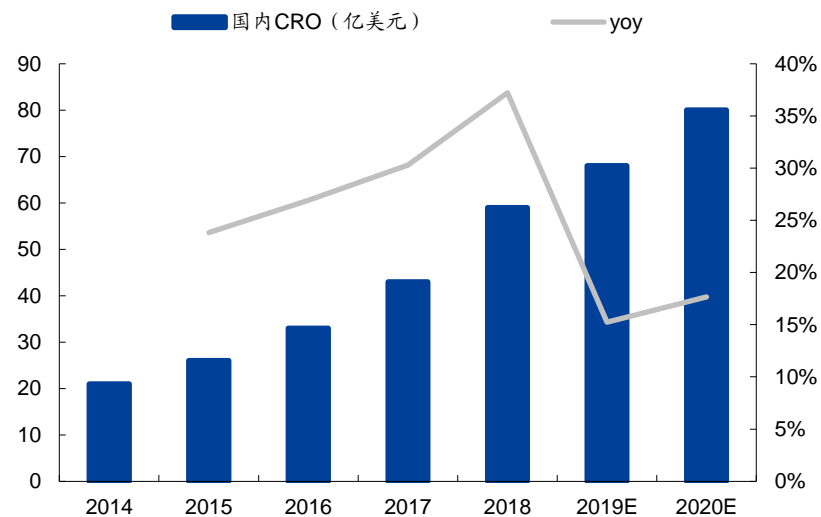
**CRO子领域投资逻辑：**CRO嵌入药物研发全产业链，协助制药企业降本增效，在药物研发过程中确认收益，不承担药品上市失败风险，先于药企实现业绩爆发，有望把握住国内医药有仿到创产业升级与海外产业转移的机遇，成为未来几年的高度景气的医药子板块，相关标的具有高确定性的业绩高增长。

**CRO子领域未来趋势判断：**1) 全球创新药研发投入稳定增长，研发外包渗透率不断提高，全球CRO行业未来三年CAGR 10%-15%。我国CRO行业受益于国内医药创新浪潮、鼓励创新政策利好以及海外在国内注册申报加速等因素，进入快速发展黄金期，未来三年CAGR 20-25%。2) 本次疫情有望进一步加速海外产业向国内的转移（以往选择海外CRO的客户有提出对中国CRO公司的增量订单需求）。3) 疫情之下CRO相关标的收入业绩仍实现远高于医药行业整体的快速增长，同时领先的CRO公司不仅在主营业务方面保持强劲增长，我们也可以看到业务模式方面的不断创新与服务能力的持续拓宽（药明康德DDSU、细胞与基因治疗CDMO开拓、投资布局医药健康生态圈，泰格医药股权投资渐成规模等），兼具业绩高增长确定性与估值弹性。

图表48：CRO全球市场规模及增速



图表49：CRO国内市场规模与增速





# 品牌连锁医疗服务：Q3加速改善显著，经营情况恢复良好

从板块整体来看，疫情后经营加速恢复：

➤ **营业收入：**品牌连锁医疗服务前三季度收入增速同比-6.44%，主要由于上半年尤其Q1门店业务受疫情冲击较大，单季来看，Q1、Q2、Q3单季收入分别同比-30.48%、+3.73%、+24.66%，环比改善趋势明显。国内疫情基本稳定后，各门店业务有序恢复经营，受国内人员流动性增加、高考结束眼科等业务迎来旺季等因素影响，疫情期间积压的需求不断释放，预计眼科、体检、口腔等服务在Q4仍将会进一步加速恢复，行业整体有望恢复较快增速水平。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**品牌连锁医疗服务前三季度归母净利润、扣非净利润增速分别为同比-29.53%、同比-23.18%，从单季增速来看与收入端呈现相同的环比改善趋势，Q3单季增速分别实现同比+25.74%、同比+36.83%，疫情后经营加速恢复。

➤ **财务指标：**品牌连锁医疗服务前三季度毛利率、净利率分别为41.75%、10.97%，较去年同期的45.54%、14.27%分别下降3.79、3.30个百分点；Q3单季度毛利率、净利率分别为49.57%、20.31%，相比上半年均大幅提升，逐季改善明显。Q3单季，销售费用率与期间费用率进一步降低，前三季度销售费用率与期间费用率同比分别-1.27、-1.00个百分点。上半年经营性现金流/营业收入同比大幅提高，现金流水平良好。

**品牌连锁医疗服务板块：**我们选取爱尔眼科、通策医疗、美年健康作为子领域样本库。

图表50：品牌连锁医疗服务子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1   | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|----------|-----------|--------|
| 收入增速     | 17.73%    | 20.11% | -27.29%  | -6.44%    | 24.66% |
| 净利润增速    | 27.63%    | 43.04% | -95.79%  | -29.53%   | 25.74% |
| 扣非后净利润增速 | 21.83%    | 42.97% | -110.23% | -23.18%   | 36.83% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表51：品牌连锁医疗服务子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 45.54%    | 50.14% | 32.76% | 41.75%    | 49.57% |
| 净利率         | 14.27%    | 19.27% | 0.24%  | 10.97%    | 20.31% |
| 销售费用率       | 14.64%    | 13.83% | 15.30% | 13.37%    | 11.70% |
| 期间费用率       | 28.17%    | 26.20% | 33.82% | 27.17%    | 21.38% |
| 应收账款增速      | 26.20%    | 41.86% | 1.92%  | 4.71%     | 17.70% |
| 经营性现金流/营业收入 | 10.91%    | 16.65% | 1.22%  | 15.96%    | 28.78% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 品牌连锁医疗服务：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表52：品牌连锁医疗服务子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 爱尔眼科  | 通策医疗  | 美年健康    |
|-----------------|-------|-------|---------|
| 最新市值（亿元）        | 2,566 | 722   | 667     |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 17.97 | 5.57  | 0.3     |
| 2020E归母净利润增速（%） | 30.3% | 20.3% | -       |
| PE(2020E)       | 143   | 130   | 2223    |
| 营业收入（亿元）        | 85.65 | 14.52 | 44.19   |
| 增速（%）           | 10.8% | 2.2%  | -29.6%  |
| 归母净利润（亿元）       | 15.46 | 3.96  | -5.17   |
| 增速（%）           | 25.6% | -1.0% | -232.2% |
| 扣非净利润（亿元）       | 15.81 | 3.84  | -5.29   |
| 增速（%）           | 28.0% | -2.3% | -319.6% |
| 毛利率（%）          | 47.6% | 46.0% | 28.9%   |
| 净利率（%）          | 19.6% | 30.5% | -12.2%  |
| 研发支出合计（亿元）      | 0.98  | 0.18  | 0.28    |
| 研发支出收入占比（%）     | 1.1%  | 1.2%  | 0.6%    |
| 员工总数（人）         | 2,566 | 722   | 667     |
| 中报业绩表现          | 超预期   | 符合预期  | 符合预期    |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘）

# 品牌连锁医疗服务：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表53：品牌连锁医疗服务子领域主要公司横向对比（2019A）

| 公司          | 爱尔眼科  | 通策医疗  | 美年健康                                   |
|-------------|---|---|--|
| 营业收入（亿元）    | 99.90   | 18.94   | 85.25                                  |
| 增速（%）       | 24.7%   | 22.5%   | 0.8%                                   |
| 归母净利润（亿元）   | 13.79   | 4.63  | -8.66                                  |
| 增速（%）       | 36.7%   | 39.4%   | -205.6%                                |
| 扣非净利润（亿元）   | 14.29   | 4.53  | -8.69                                  |
| 增速（%）       | 32.4%   | 38.6%   | -222.2%                                |
| 毛利率（%）      | 49.3%   | 46.1%   | 43.8%                                  |
| 净利润率（%）     | 14.3%   | 26.8%   | -8.4%                                  |
| 研发支出合计（亿元）  | 1.52  | 0.22  | 0.47                                   |
| 研发人员数量（人）   | 258   | 104   | 446                                    |
| 研发支出收入占比（%） | 1.5%  | 1.2%  | 0.5%                                   |
| 员工总数（人）     | 18241   | 3375  | 37173                                  |
| 各板块收入占比     | 准分子手术35.34%<br>白内障手术17.62%<br>眼前段手术11.08%<br>眼后段手术6.97%<br>视光服务19.32% | 种植医疗服务15.7%<br>正畸医疗服务20.1%<br>儿科医疗服务15.5%<br>综合医疗服务>26.4% | 体检服务96.71%<br>其他服务3.29%                |
| 客流量情况       | 门诊量662.82万人次（+15.56%）<br>手术量60.84万例（+7.76%）                           | 口腔医疗门诊量212.12万人次  | 接待客户2602万人次（-6.37%）<br>其中团检个检比为78%：22% |

# 品牌连锁医疗服务：多点开花+消费升级，医疗服务长期持续高景气

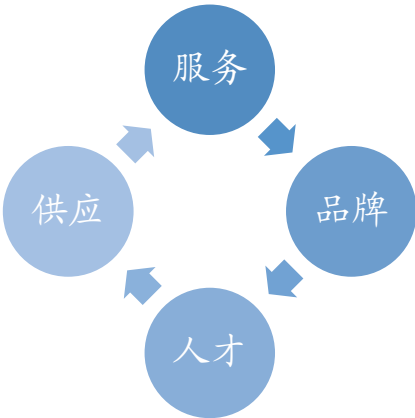
## 品牌连锁医疗服务未来趋势：

在社会化办医、消费升级等长期趋势的驱动下，医疗服务行业维持着长期的高景气度。龙头企业逐渐在优质的赛道中形成了品牌影响力、人才培养能力、供应链管理、优质服务能力的强大壁垒，未来有望强者恒强，保持高速增长。

爱尔眼科、通策医疗、美年健康离天花板仍然很远。尽管三大品牌连锁医疗服务企业上市以来保持着高速的复合增长，但目前整体的市占率仍然不高，未来随着在各地的多点开花、消费升级带来高端需求提升等多因素影响下，保持高速增长。

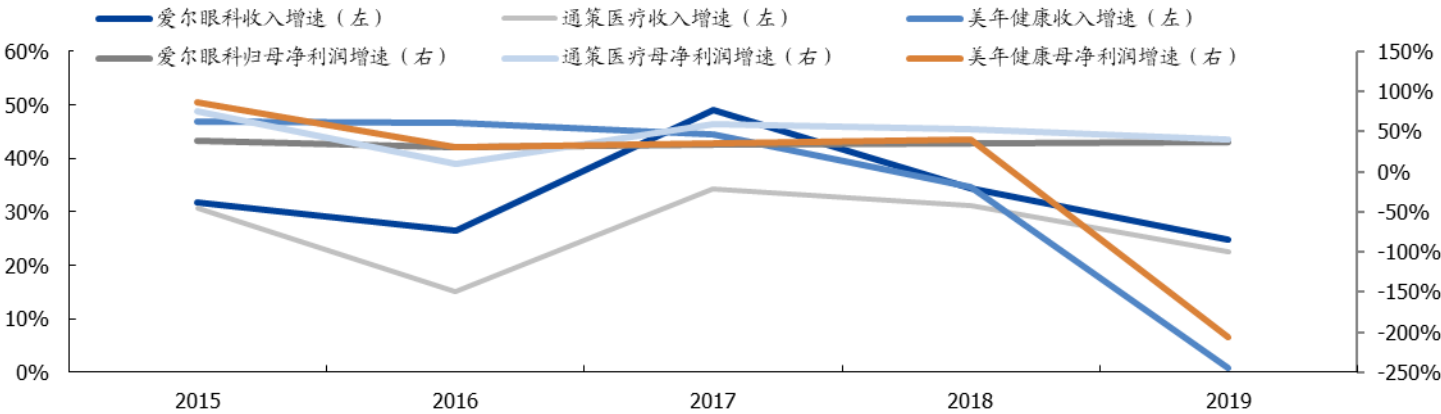
我们认为，2020年疫情更多为一过性影响，不改长期产业发展趋势，未来品牌连锁医疗服务仍将长期持续高景气。

图表54：品牌连锁医疗服务四大壁垒



资料来源：国盛证券研究所

图表55：爱尔眼科、通策医疗、美年健康收入、归母净利润增速（2014-2019）



# ICL: Q1受疫情影响业绩下滑明显, Q2-Q3受核酸检测拉动, 业绩快速爆发

从ICL的2个标的来看, Q3经营受新冠拉动继续快速提升:

➤ **营业收入:** ICL子领域2020年前三季度平均收入增速31.29%, 其中Q3增速48.96%, Q1主要受到国内疫情影响, 医院诊疗人数及外送血样量大幅减少, Q2至Q3一方面新冠核酸检测需求大幅增加(医院检测、突发事件检测等), 另一方面医院诊疗秩序也逐渐恢复, 带来常规业务回暖, 营收增速快速恢复。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** ICL子领域2020年前三季度净利润增速191.34%, 其中Q3增速257.25%, 扣非净利润增速也呈现相同加速状态。Q2、Q3两个季度受高毛利新冠核酸检测带来的额外收入推动ICL板块连续两个季度的超高速增长, 超出市场预期。

➤ **财务指标:** ICL子领域2020年前三季度综合毛利率41.07%, 相较去年同期的35.22%大幅上升, 其中Q3毛利率42.09%, Q1受疫情影响, 检测成本的提升对毛利率造成冲击, Q2开始高毛利新冠核酸检测业务拉动毛利率快速提升; 净利润率方面ICL子领域前三季度为16.60%, 较去年同期的8.44%有明显提升; 新冠检测对收入端的拉动和规模化效应带来销售费用率和期间费用率的快速下降, 符合现阶段经营情况; 受收入体量的快速增长和医院回款速度较慢的影响, 应收账款增速大幅提升; 而随着检验规模快速扩大后供货商账期有所延长, 经营性现金流/营业收入进一步改善。

**ICL板块:** 我们选取迪安诊断、金域医学作为ICL子领域样本库

图表56: ICL子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|----------|-----------|--------|---------|-----------|---------|
| 收入增速     | 23.49%    | 14.66% | 21.58%  | 31.29%    | 48.96%  |
| 净利润增速    | 47.00%    | 60.69% | 151.91% | 191.34%   | 257.25% |
| 扣非后净利润增速 | 41.74%    | 35.72% | 158.30% | 222.89%   | 357.64% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表57: ICL子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|-------------|-----------|---------|--------|-----------|---------|
| 毛利率         | 35.22%    | 34.53%  | 40.38% | 41.07%    | 42.09%  |
| 净利率         | 8.44%     | 8.68%   | 14.98% | 16.60%    | 19.00%  |
| 销售费用率       | 11.05%    | 11.18%  | 10.13% | 10.03%    | 9.89%   |
| 期间费用率       | 25.19%    | 25.48%  | 22.24% | 21.50%    | 20.40%  |
| 应收账款增速      | 23.40%    | -16.31% | 34.95% | 39.75%    | 185.54% |
| 经营性现金流/营业收入 | 4.92%     | 10.85%  | 3.27%  | 10.33%    | 20.80%  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所



# ICL：主要企业2020中报横向对比梳理

图表58：ICL子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 迪安诊断                                 | 金城医学      |
|-------------------|--------------------------------------|-----------|
| 股票代码              | 300244.SZ                            | 603882.SH |
| 最新市值（亿元，20201030） | 242                                  | 484       |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 8.80                                 | 12.72     |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 153.5%                               | 216.3%    |
| PE(2020E)         | 27                                   | 38        |
| 营业收入（亿元）          | 74.72                                | 58.27     |
| 增速（%）             | 20.3%                                | 48.6%     |
| 归母净利润（亿元）         | 8.99                                 | 10.55     |
| 增速（%）             | 155.7%                               | 230.7%    |
| 扣非净利润（亿元）         | 8.44                                 | 10.20     |
| 增速（%）             | 165.5%                               | 293.2%    |
| 毛利率（%）            | 37.4%                                | 45.7%     |
| 净利率（%）            | 14.8%                                | 18.9%     |
| 研发支出合计（亿元）        | 1.99                                 | 2.88      |
| 研发支出收入占比（%）       | 2.7%                                 | 4.9%      |
| 三季报业绩表现           | 略超预期                                 | 略超预期      |
| 经营情况              | 盈利实验室达到29家（共38家），新冠检测截止9月底检测约1800万人份 |           |
|                   | 盈利实验室达到31家（共37家），新冠检测截止9月底检测2200万人份  |           |

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# ICL：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表59：ICL子领域主要公司横向对比（2019A）

|             | 迪安诊断             | 金城医学             |
|-------------|------------------|------------------|
| 营业收入（亿元）    | 84.53            | 52.69            |
| 增速（%）       | 21.3%            | 16.4%            |
| 归母净利润（亿元）   | 3.47             | 4.02             |
| 增速（%）       | -10.6%           | 72.4%            |
| 扣非净利润（亿元）   | 2.72             | 3.19             |
| 增速（%）       | -17.5%           | 67.3%            |
| 毛利率（%）      | 32.2%            | 39.5%            |
| 净利润率（%）     | 6.8%             | 7.9%             |
| 研发支出合计（亿元）  | 2.13             | 3.24             |
| 研发人员（人）     | 948              | 963              |
| 研发支出收入占比（%） | 2.5%             | 6.1%             |
| 员工总数（人）     | 8794             | 9375             |
| 经营情况        | 盈利实验室达到24家（共38家） | 盈利实验室达到27家（共37家） |

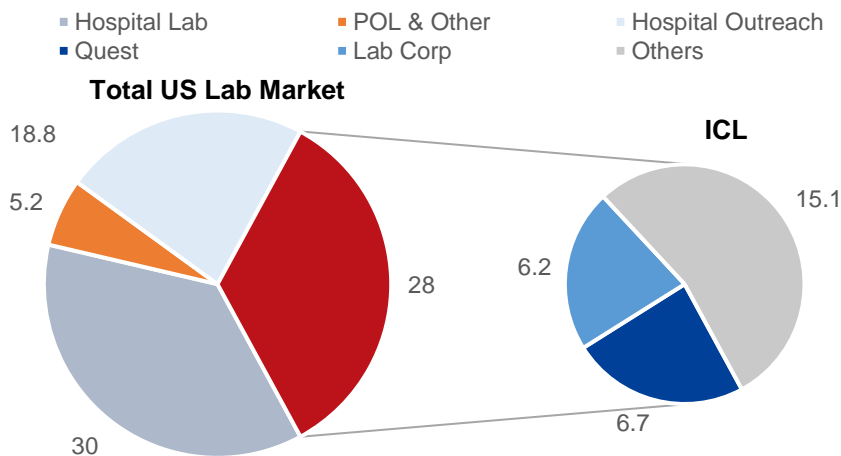
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

# ICL主要投资逻辑及未来趋势：渗透率提升，头部企业形成寡头垄断格局

**国内ICL行业渗透率不断提升：**与发达国家的ICL渗透率相比（美国约35%，日本及欧洲更高），目前国内ICL渗透率不超过10%，提升空间较大，随着未来DRGs、医保控费等措施的不断推进，拥有更高检测效率、更低成本的ICL行业将承接更多医院外送检验样本，渗透率不断提升。同时我国检验市场规模每年仍有望保持快速增长。

**头部企业占领市场制高点，多寡头垄断格局逐步形成：**金城、迪安等国内头部ICL企业目前均已完成全国实验室布局，各实验室逐步扭亏为盈；持续的研发投入也使得特检项目快速提升，与高等级医院业务粘性增强；检测成本、项目数量、行业口碑等一系列优势将使得头部ICL企业进一步垄断检验外包市场。

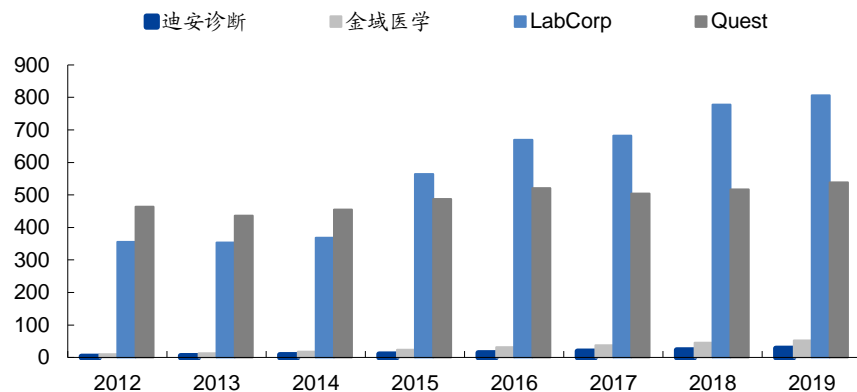
图表61：美国市场ICL渗透率接近35%（单位：十亿美元）



资料来源：Quest, 国盛证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

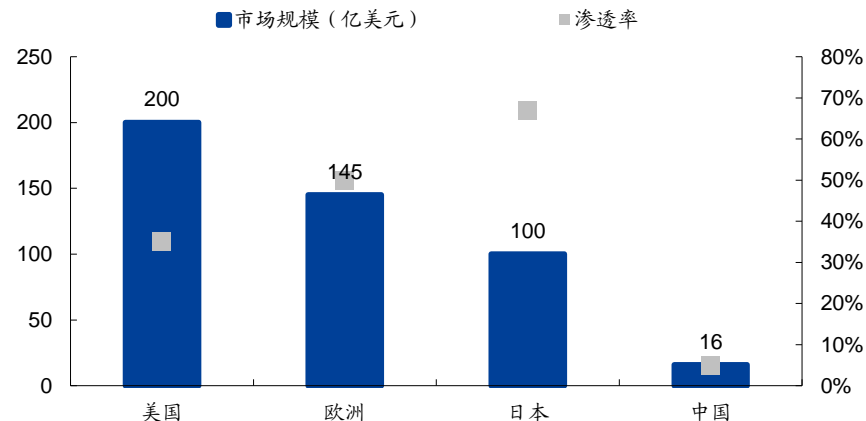
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表60：国内ICL头部企业收入对标美国企业仍有较大差距（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表62：国内ICL渗透率相比发达国家明显偏低



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

## 药店：业绩整体超预期，Q3加速增长

从药店的4个标的整体来看，Q3呈现收入端、利润端均加速增长的状态，行业保持高景气度：

➤ **营业收入：**药店子领域前三季度收入增速24.88%，其中H1增速24.19%，Q3增速26.24%。在后疫情时代，得益于带量采购品种带来的引流效果以及其贡献的收入、毛利好于预期，加上中药品种普遍在Q3恢复性增长，药店子领域收入端呈现加速增长的状态。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**药店子领域前三季度净利润增速37.57%，其中H1增速35.74%，Q3增速41.83%，扣非后归母净利润呈现同样的进一步加速。各家药店精细化管理进一步推进，费用率上进一步下降，导致整体子领域利润增速远高于收入增速。

➤ **财务指标：**药店前三季度综合毛利率36.44%，较去年同期的37.95%略有下降，我们认为主要有两方面的原因：1）上半年疫情环境下，产品结构发生变化；2）带量采购的品种增长较快，相对低毛。净利率方面，药店子领域前三季度为6.99%，较去年同期的6.26%有明显提升，主要来源于销售费用及期间费用率的整体下降，我们认为主要与药店规模效应与精细化管理的体现有关，另一方面则是疫情环境下社保等费用的减免。从现金流来看，药店子领域在2020年Q3呈现明显好转的趋势。

**药店板块：**我们选取益丰药房、大参林、老百姓、一心堂作为药店子领域样本库

图表63：药店子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 29.17%    | 23.57% | 24.19% | 24.88%    | 26.24% |
| 净利润增速    | 26.39%    | 26.81% | 35.74% | 37.57%    | 41.83% |
| 扣非后净利润增速 | 27.14%    | 25.14% | 33.09% | 35.86%    | 42.44% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表64：药店子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3   | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|----------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 37.95%    | 37.98%   | 36.16% | 36.44%    | 37.00% |
| 净利率         | 6.26%     | 5.60%    | 7.32%  | 6.99%     | 6.37%  |
| 销售费用率       | 25.00%    | 25.80%   | 22.34% | 22.90%    | 23.98% |
| 期间费用率       | 29.67%    | 30.75%   | 26.63% | 27.30%    | 28.60% |
| 应收账款增速      | 5.74%     | -163.52% | 15.83% | 29.61%    | \      |
| 经营性现金流/营业收入 | 9.57%     | 11.91%   | 7.96%  | 10.08%    | 14.21% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

药店：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表65：药店子领域主要公司横向对比（2019及2020H1）

| 指标大类   |                  | 益丰药房                         |                              |                              | 一心堂     |         |         | 老百姓     |         |         | 大参林     |             |             |
|--------|------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------------|
|        |                  | 2018                         | 2019                         | 2020Q3                       | 2018    | 2019    | 2020Q3  | 2018    | 2019    | 2020Q3  | 2018    | 2019        | 2020Q3      |
| 估值指标   | 最新市值（亿元）         |                              | 541                          |                              |         | 237     |         |         | 292     |         |         | 620         |             |
|        | 2020归母净利润预计（亿元）  |                              | 7.41                         |                              |         | 7.43    |         |         | 6.33    |         |         | 11.02       |             |
|        | 2020归母净利润增速预计（%） |                              | 36.2%                        |                              |         | 23.1%   |         |         | 24.5%   |         |         | 57.2%       |             |
|        | PE(2020E)        |                              | 73                           |                              |         | 32      |         |         | 46      |         |         | 56          |             |
| 基本经营数据 | 营业收入（亿元）         | 69.13                        | 102.76                       | 94.37                        | 91.76   | 104.79  | 92.39   | 94.71   | 116.63  | 101.20  | 88.59   | 111.41      | 104.92      |
|        | yoy              | 43.79%                       | 48.66%                       | 27.72%                       | 18.39%  | 14.20%  | 20.59%  | 26.26%  | 23.14%  | 20.91%  | 19.38%  | 25.76%      | 30.49%      |
|        | 归母净利润（亿元）        | 4.16                         | 5.44                         | 5.90                         | 5.21    | 6.04    | 6.04    | 4.35    | 5.09    | 4.87    | 5.32    | 7.03        | 8.67        |
|        | yoy              | 32.83%                       | 30.58%                       | 41.16%                       | 23.27%  | 15.90%  | 24.80%  | 17.26%  | 17.01%  | 23.60%  | 11.92%  | 32.17%      | 55.90%      |
|        | 经营性现金流（亿元）       | 5.10                         | 9.60                         | 9.09                         | 6.36    | 9.83    | 6.73    | 9.13    | 10.33   | 10.37   | 8.74    | 17.08       | 13.43       |
|        | yoy              | 61.20%                       | 88.24%                       | 55.34%                       | 62.66%  | 54.56%  | 6.36%   | 85.57%  | 13.14%  | 46.56%  | 36.51%  | 95.42%      | 23.78%      |
| 门店情况   | 覆盖省份数量（家）        | 9                            | 9                            | 9                            | 10      | 10      | 10      | 19      | 22      | 22      | 6       | 10          | 10          |
|        | 直营门店数量（家）        | 3442                         | 4366                         | 4885                         | 5758    | 6266    | 6911    | 3289    | 3894    | 4636    | 3880    | 4756        | 5396        |
|        | 报告期内净增直营         | 1463                         | 924                          | 519                          | 692     | 508     | 645     | 855     | 605     | 742     | 895     | 876         | 640         |
|        | 加盟店数量（家）         | 169                          | 386                          | 611                          | -       | -       | -       | 575     | 1234    | 1541    | 13      | 54          | 145         |
|        | 报告期内新增加盟         | 89                           | 217                          | 225                          | -       | -       | -       | 276     | 659     | 307     | 13      | 41          | 91          |
|        | 各区域门店数量（家）       | 中南：1633<br>华东：1482<br>华北：496 | 中南：2159<br>华东：2035<br>华北：558 | 中南：2578<br>华东：2312<br>华北：606 | 云南：3559 | 云南：3820 | 云南：4164 |         |         |         |         |             |             |
|        |                  |                              |                              |                              | 广西：544  | 广西：590  | 广西：641  | 华中：1037 | 华中：1231 | 华中：1567 |         | 华南：3815     | 华南：4389     |
|        |                  |                              |                              |                              | 贵州：206  | 贵州：242  | 贵州：303  | 华南：299  | 华南：343  | 华南：376  | 华南：3265 | 华中：432      | 华中：580      |
|        |                  |                              |                              |                              | 四川：678  | 四川：756  | 四川：841  | 华北：421  | 华北：524  | 华北：596  | 华中：394  | 华东：339      | 华东：369      |
|        |                  |                              |                              |                              | 山西：324  | 山西：363  | 山西：400  | 华东：1052 | 华东：1252 | 华东：1445 | 华东：221  | 东北华北与西北：170 | 东北华北与西北：203 |
|        |                  |                              |                              |                              | 重庆：193  | 重庆：210  | 重庆：243  | 西北：80   | 西北：544  | 西北：652  |         |             |             |
|        |                  |                              |                              |                              | 上海：10   | 上海：9    | 上海：10   |         |         |         |         |             |             |
|        |                  |                              |                              |                              | 天津：7    | 天津：8    | 天津：9    |         |         |         |         |             |             |
|        |                  |                              |                              |                              | 海南：225  | 海南：252  | 海南：282  |         |         |         |         |             |             |
|        |                  |                              |                              |                              | 河南：12   | 河南：16   | 河南：18   |         |         |         |         |             |             |
| 会员销售情况 | 医保店整体比例          | 74.96%                       | 76.82%                       | -                            | 79.77%  | 83.32%  | -       | 87.08%  | 89.47%  | 88.24%  | 77.78%  | 76.31%      | -           |
|        | 会员数（万）           | 2300                         | 3693                         | -                            | 1800    | 2000    | -       | 1029    | 4148    | -       | 2700    | -           | -           |
|        | 会员销售占比           | 81.45%                       | 83.01%                       | -                            | 81.41%  | 83.88%  | -       | 74.92%  | 76.00%  | -       | 83.00%  | -           | -           |
| 盈利指标   | 销售毛利率            | 39.73%                       | 39.01%                       | 38.49%                       | 40.53%  | 38.70%  | 36.23%  | 35.21%  | 33.59%  | 32.50%  | 40.08%  | 39.48%      | 38.58%      |
|        | 销售净利率            | 6.39%                        | 5.93%                        | 7.04%                        | 5.66%   | 5.76%   | 6.54%   | 5.32%   | 5.27%   | 5.92%   | 5.93%   | 6.25%       | 8.39%       |
|        | 整体日均平效（元/平方米）    | 61.05                        | 59.43                        | 63.34                        | 46.30   | 44.34   | -       | 53.00   | 60.00   | 62.06   | 85.06   | 85.97       | 87.83       |
| 营运效率   | 净营业周期（天）         | 78.13                        | 75.63                        | 62.34                        | 64.79   | 52.50   | 43.08   | 63.74   | 61.66   | 54.05   | 73.90   | 56.80       | 40.11       |
|        | 存货周转天数           | 95.25                        | 93.65                        | 87.20                        | 115.19  | 109.11  | 102.76  | 88.66   | 85.97   | 84.66   | 125.44  | 105.21      | 95.42       |
|        | 应收账款周转天数         | 24.56                        | 23.73                        | 22.16                        | 15.25   | 18.56   | 20.97   | 33.05   | 31.07   | 30.43   | 10.64   | 10.22       | 9.52        |
|        | 应付账款周转天数         | 41.69                        | 41.76                        | 47.01                        | 74.01   | 76.01   | 80.66   | 57.97   | 55.38   | 61.05   | 62.17   | 58.63       | 64.82       |

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，一心堂2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）



# 药店：未来相关政策较多，短期关注带量采购影响的预期差

从未来几年的维度来看，药店相关的政策推进相对较多：

- 带量采购持续：带量采购对于药店的影响在于加快行业集中度提升以及处方外流的进程。此前市场担忧其是否会影响药店短期的收入和毛利，但从Q3的情况来看，带量采购后，同通用名品种和其关联品种整体来看在收入和毛利都在加快增长，关注市场对于带量采购影响的预期修正。
- 个人医保账户改革：8月26日，医保局发布的《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》的征求意见稿中，明确提出了个人医保账户改革后保留个人缴费的2%部分，但单位缴费的部分全部纳入统筹（过去是个人缴费的2%和单位缴费的30%计入个人账户，即合计3.8%），力度符合市场预期，个人账户改革已经提上日程。
- 互联网医疗&医药电商：互联网医疗今年蓬勃发展，医保支付也在积极对接，近期发改革会同有关部门发布的《近期扩内需促消费的工作方案》，明确提出将慢性病互联网复诊费用纳入医保支付范围。伴随互联网医疗的医药电商同样也会加速发展，但O2O依然应该是最为主流的方式，药店端口价值仍然很高。
- 药店分级分类管理：继广东之后，山东也在去年年底全面执行了药店分级分类管理，上海市松江区在今年Q3也开始推行药店分类分级标准，未来有望推向全国。

图表66：药店分类分级管理细则比对（国家版、广东省、山东省）

| 药店类别 |     | 商务部  | 广东省   | 山东省                            |
|------|-----|--|---|--------------------------------|
| 销售范围 | 一类店 | 乙类非处方药   | 非处方药  | 非处方药                           |
|      | 二类店 | 非处方药、处方药（限制类除外）、中药饮片   | 非处方药、处方药                                      | 非处方药、处方药（限制类除外）                |
|      | 三类店 | 非处方药、处方药、中药饮片  | 非处方药、处方药、中药饮片                                 | 非处方药、处方药、中药饮片                  |
| 药师配备 | 一类店 | 至少1名药师   | 至少1名药师，每超出标准100平方米，增加1名执业药师                   | 至少1名药师                         |
|      | 二类店 | 至少1名执业药师（中药饮片需1名执业中药师）、1名药师  | 1名执业药师（含执业中药师）、1名药师，每超出标准100平方米，增加1名执业药师      | 至少1名执业药师、1名药师                  |
|      | 三类店 | 至少2名执业药师（中药饮片需1名执业中药师）、2名药师，网上集中审方可视为1名执行药师。   | 1名执业药师2名药师（经营中药饮片需1名中药师），每超出标准100平方米，增加1名执业药师 | 1名执业药师2名药师（经营中药饮片需1名执业中药师或中药师） |
| 分级标准 |     | A类拥有基础信息化设备，1年无严重失信行为；AA类拥有药品可追溯及信息化管理系统，2年无严重失信行为，具备24小时服务能力；AAA类拥有成熟的药品可追溯及信息化管理系统，3年无严重失信行为，24小时供药和咨询服务 | 将每类药品零售企业门店分为A、B、C、D四个风险等级                    | 将每类药品零售企业门店分为A、B、C、D四个风险等级     |
| 备注   |     | 优先选择高级级药店签订医保  |   |                                |

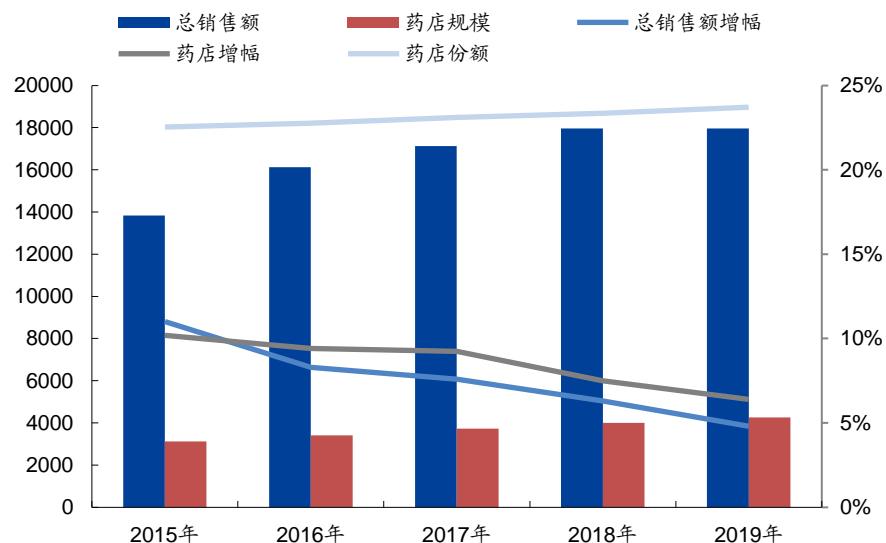
# 药店主要投资逻辑及未来趋势：处方外流+行业集中度提升

我们认为，尽管未来几年药店行业有较强的政策扰动，但不影响药店行业集中度持续提升以及处方外流的长逻辑，药店板块龙头有望保持高速增长：

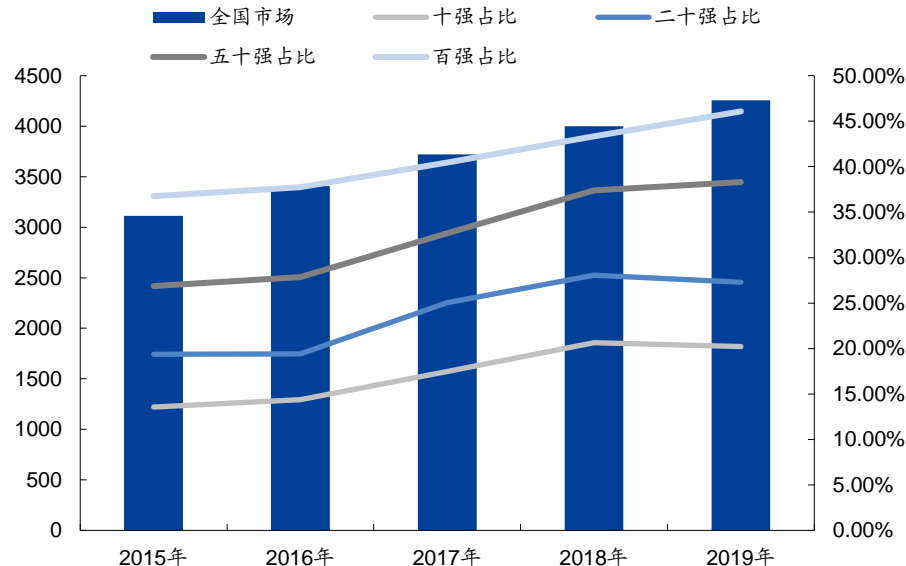
➤ **政策同样推动集中度迅速提高：**政策环境变动，单体药店及小型连锁药店承压，将驱动行业集中度迅速提高。自2017年开始，零加成、两票制、带量采购以及药店分级分类管理的陆续执行，导致单体药店及小型连锁药店的生存环境恶化，规模化具备与上游议价能力以及具备融资能力的上市药企将强者恒强，行业集中度有望迅速提升。

➤ **处方外流长趋势不可逆：**医药分家、处方外流一直是政策组合拳的最终目的之一。从2017年开始，对公立医院药品占比30%的限制以及取消药品加成，核心目的之一就是降低医院与药品之间的利益关联，促进处方外流；而在当下，逐渐落地的带量采购政策与统筹账户对接药店的特慢病消费，将加速处方外流的进程。

图表67：药店行业规模及占比情况（亿元）



图表68：药店CR10、20、50、100情况（亿元）



# 中药品牌消费：Q3加速恢复，有望走出困境

从中药品牌消费的6个标的来看，行业已出现向好趋势：

➤ **营业收入：**中药品牌消费子领域前三季度平均收入增速0.41%，其中H1增速-4.30%，Q3增速10.13%，上半年总体受疫情影响较为明显，Q3开始增速明显回暖，超出上年同期，有走出困境迹象。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**中药品牌消费子领域前三季度净利润增速0.66%，其中H1增速-15.26%，Q3增速42.44%；扣非净利润Q3增速也达到27.30%。云南白药和片仔癀两大龙头单季度高增长带动了子领域的利润增速加快。

➤ **财务指标：**中药品牌消费前三季度综合毛利率42.23%，相较去年同期的44.66%有所下降。净利率方面前三季度为16.70%，相较去年同期的16.90%基本持平；Q3单季度净利率18.09%，明显高于上年同期。净利率提升主要是销售费用率整体呈现下降趋势，带动整个期间费用明显下降所致，我们推测与疫情之下会议和出差活动减少、奖金开支减少有关。应收账款明显下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入明显提升，显示现金流情况转好。

**中药品牌消费板块：**我们将同仁堂、云南白药、片仔癀、东阿阿胶、华润三九、广誉远这6个标的作为中药品牌消费品的样本库。

图表69：中药品牌消费子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
| 收入增速     | 2.43%     | 2.47%  | -4.30%  | 0.41%     | 10.13% |
| 净利润增速    | 11.15%    | -7.52% | -15.26% | 0.66%     | 42.44% |
| 扣非后净利润增速 | -11.91%   | -8.29% | 7.23%   | 14.20%    | 27.30% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表70：中药品牌消费子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3   | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3   |
|-------------|-----------|----------|---------|-----------|----------|
| 毛利率         | 44.66%    | 44.10%   | 41.66%  | 42.23%    | 43.24%   |
| 净利率         | 16.90%    | 14.10%   | 15.92%  | 16.70%    | 18.09%   |
| 销售费用率       | 21.57%    | 21.32%   | 18.42%  | 18.53%    | 18.75%   |
| 期间费用率       | 28.00%    | 27.91%   | 23.94%  | 24.30%    | 24.93%   |
| 应收账款增速      | 5.92%     | -138.89% | -26.82% | -17.12%   | -587.08% |
| 经营性现金流/营业收入 | 6.95%     | 11.01%   | 16.57%  | 16.39%    | 16.06%   |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 中药品牌消费：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表71：其他特色消费子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 云南白药   | 片仔癀   | 东阿阿胶    | 华润三九   | 广誉远    | 同仁堂    |
|-----------------|--------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 最新市值（亿元）        | 1,315  | 1,383 | 250     | 265    | 72     | 369    |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 50.02  | 16.36 | 4.23    | 17.44  | 1.69   | 9.75   |
| 2020E归母净利润增速（%） | 19.6%  | 19.0% | 扭亏      | -17.4% | 29.9%  | -1.1%  |
| PE(2020E)       | 26     | 85    | 59      | 15     | 42     | 38     |
| 营业收入（亿元）        | 239.31 | 50.70 | 20.41   | 92.41  | 6.87   | 90.53  |
| 增速（%）           | 10.6%  | 16.8% | -27.9%  | -9.3%  | -19.6% | -9.1%  |
| 归母净利润（亿元）       | 42.53  | 13.29 | -0.21   | 15.64  | 0.65   | 7.15   |
| 增速（%）           | 20.1%  | 19.8% | -110.0% | -20.6% | -62.7% | -15.9% |
| 扣非净利润（亿元）       | 31.85  | 13.21 | -0.58   | 13.71  | 0.46   | 7.05   |
| 增速（%）           | 33.9%  | 19.7% | -141.9% | 16.6%  | -70.3% | -16.4% |
| 毛利率（%）          | 29.6%  | 47.4% | 47.2%   | 63.1%  | 73.8%  | 47.9%  |
| 净利润率（%）         | 17.8%  | 26.7% | -1.0%   | 17.1%  | 9.2%   | 12.5%  |
| 研发支出合计（亿元）      | 1.27   | 0.93  | 1.09    | 2.74   | 0.24   | 0.66   |
| 研发支出收入占比（%）     | 0.5%   | 1.8%  | 5.4%    | 3.0%   | 3.5%   | 0.7%   |
| 三季报业绩表现         | 超出预期   | 超出预期  | 符合预期    | -      | -      | 符合预期   |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，云南白药、片仔癀2020年归母净利润为国盛证券预测，其余为wind一致预期）

## 其他特色消费：Q3业绩加速增长，个股全面回暖

从其他特色消费的5个标的来看，行业韧性较强，疫情后业务迅速回暖：

► **营业收入：**其他特色消费子领域前三季度平均收入增速13.95%，其中H1增速9.69%，Q3增速20.84%，H1主要受到国内疫情影响，医院及其他消费终端流量明显减少，收入增速下滑，Q3开始收入呈现明显加速状态，显示行业处在高景气状态，增长动能充足。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**其他特色消费子领域前三季度净利润增速55.82%，其中H1增速52.89%，Q3增速59.61%，Q3延续了Q2的高增长，扣非净利润增速也呈现相同加速状态。排除净利润体量较大的成分标的长春高新因素，其他个股大部分都出现了净利润增速环比提升的现象，个股全面回暖。

► **财务指标：**其他特色消费前三季度综合毛利率85.08%，相较去年同期的84.71%略有提升；净利润率方面2020前三季度为36.60%，相较去年同期的31.54%明显提升。此外前三季度销售费用率整体明显下降，带动期间费用同步下降。应收账款增速有所提升，与收入增速回暖有关一致，经营性现金流/营业收入与上年基本持平，Q3回款明显转好。

**中药品牌消费板块：**我们选取长春高新、我武生物、安科生物、欧普康视、兴齐眼药5个标的作为其他特色消费子领域样本库，次新股华熙生物暂未纳入。

图表72：其他特色消费子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 28.84%    | 36.57% | 9.69%  | 13.95%    | 20.84% |
| 净利润增速    | 39.20%    | 52.32% | 52.89% | 55.82%    | 59.61% |
| 扣非后净利润增速 | 41.31%    | 49.13% | 50.84% | 54.52%    | 59.20% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表73：其他特色消费子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 84.71%    | 87.86%  | 83.93% | 85.08%    | 86.76% |
| 净利率         | 31.54%    | 36.81%  | 33.76% | 36.60%    | 40.77% |
| 销售费用率       | 35.09%    | 34.15%  | 32.72% | 30.98%    | 28.43% |
| 期间费用率       | 45.62%    | 43.18%  | 43.86% | 41.53%    | 38.11% |
| 应收账款增速      | 18.88%    | 124.79% | 18.91% | 20.24%    | 25.98% |
| 经营性现金流/营业收入 | 26.69%    | 32.29%  | 22.26% | 26.70%    | 33.21% |

资料来源：wind，国盛证券研究所



# 其他特色消费：主要公司2020三季报横向对比梳理

图表74：其他特色消费子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 兴齐眼药   | 长春高新  | 安科生物   | 我武生物  | 欧普康视  | 华熙生物  |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 最新市值（亿元）        | 115    | 1,516 | 237    | 317   | 414   | 670   |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 0.90   | 30.53 | 4.01   | 2.90  | 3.91  | 6.71  |
| 2020E归母净利润增速（%） | 150.7% | 72.0% | 222.2% | -2.8% | 27.4% | 14.6% |
| PE(2020E)       | 128    | 50    | 59     | 109   | 106   | 100   |
| 营业收入（亿元）        | 4.69   | 63.99 | 11.52  | 4.91  | 6.07  | 15.96 |
| 增速（%）           | 14.5%  | 17.5% | -0.9%  | -1.8% | 25.1% | 24.0% |
| 归母净利润（亿元）       | 0.54   | 22.60 | 2.99   | 2.29  | 2.78  | 4.38  |
| 增速（%）           | 88.2%  | 82.2% | 16.4%  | -7.1% | 21.0% | 5.1%  |
| 扣非净利润（亿元）       | 0.52   | 22.09 | 2.75   | 2.19  | 2.55  | 3.74  |
| 增速（%）           | 111.7% | 79.3% | 11.0%  | -9.6% | 26.5% | -9.4% |
| 毛利率（%）          | 72.2%  | 86.4% | 81.0%  | 95.4% | 80.5% | 80.9% |
| 净利润率（%）         | 11.7%  | 38.7% | 25.9%  | 45.5% | 47.0% | 27.4% |
| 研发支出合计（亿元）      | 0.48   | 3.15  | 0.76   | 0.44  | 0.14  | 0.96  |
| 研发支出收入占比（%）     | 10.3%  | 4.9%  | 6.6%   | 9.1%  | 2.2%  | 6.0%  |
| 三季报业绩表现         | 略超预期   | 符合预期  | 略超预期   | 略低预期  | 符合预期  | 符合预期  |

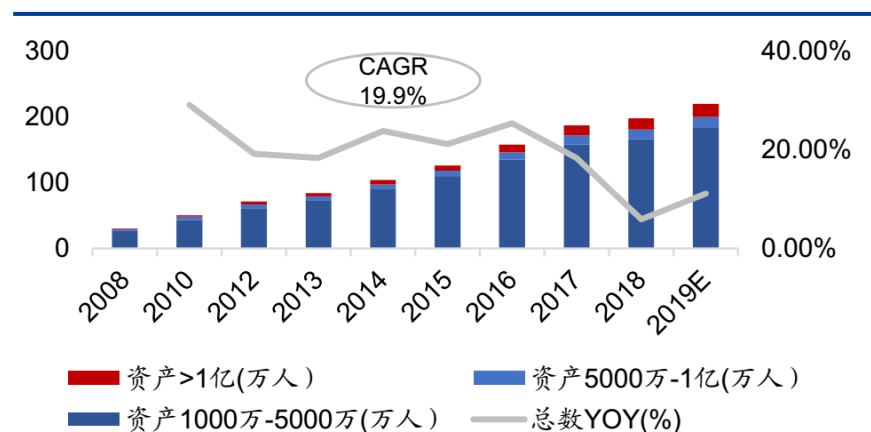
资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，欧普康视2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 医药健康消费（中药+其他特色）逻辑：持续受益于健康消费升级和高净值人口红利

**医药健康消费水平和占比提升：**中国年人均医疗保健支出近7年保持13.03%的复合增速，但基数较小，2019年仅1902元，未来增长空间巨大；我国人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%，消费者对健康消费愈加重视，按美国18%的医疗健康支出占比水平（数据来自健康界），我国仍有较大提升空间。

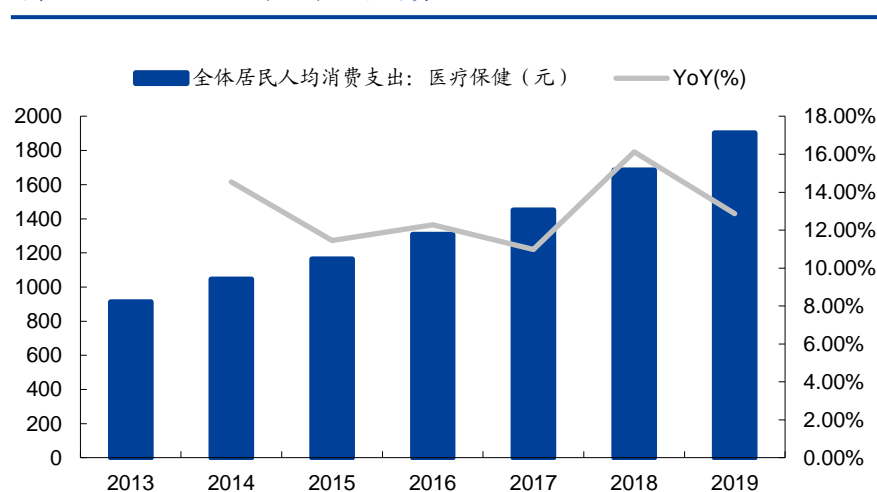
**高端健康消费潜在群体快速增加：**我国2008-2019年资产1000万以上的高净值人群数量从28万增加至220万，复合增速19.9%。据胡润财富，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三。潜在消费群体的持续增加为医药健康消费品的增长奠定了良好的基础。

图表75：中国高净值人群数量（2008-2019E）

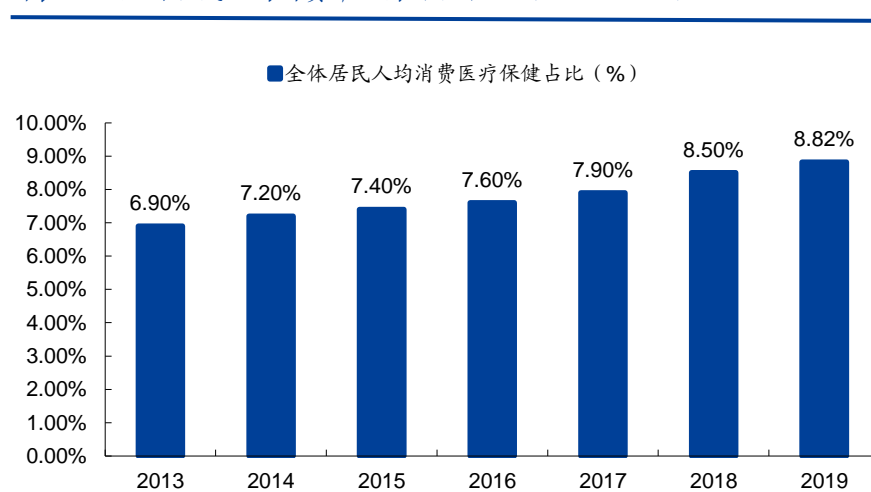


资料来源：wind，国盛证券研究所

图表76：全国居民人均医疗健康消费支出（2013-2019）



图表77：全国居民人均消费中医疗保健占比（2013-2019）



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

# 医药健康消费：逻辑及未来趋势：继续分化，紧盯高景气细分赛道

**医药健康消费品公司渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间巨大：**

例如我武生物粉尘螨滴剂目标人群超过2亿，长春高新生长激素潜在规模达1000亿元，渗透率不足4%，云南白药、片仔癀目标人群都是数亿级。

**核心竞争优势持续创造价值：**

中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种；其他特色消费的高技术壁垒、研发和管线、专利权等优势使得医药健康消费企业在市场竞争中处于极其有利位置。

**未来医药健康消费领域趋势判断：**

- 1) 部分需求旺盛产品高景气度将维持：**生长激素、眼科改善性消费产品、脱敏制剂、透明质酸产品处于高成长阶段；
- 2) 经济下行及疫情递延影响可能拖累部分医药消费：**据2019胡润财富报告，高净值家庭比上年减少1.5%，5年来首次减少；疫情对经济发展的递延影响可能影响部分品类产品的销售；
- 3) 不同细分领域的医药消费产品的增速分化会继续加剧：**经济下行下行业竞争同样加剧，真正具备硬核实力、竞争格局良好、且处在核心产品生命周期前半段的企业将会在大浪淘沙中脱颖而出。
- 4) 个股可能出现事件驱动型机会：**创新大单品推进/获批（兴齐眼药、我武生物、片仔癀、安科生物），子公司分拆上市激活经营（长春高新、片仔癀），企业激励效果兑现（长春高新、云南白药），去渠道库存完成（东阿阿胶）；

# 眼科：Q3业绩继续回暖，展现黄金赛道魅力

从眼科的4个标的来看，行业景气度较高：

➤ **营业收入：**眼科子领域前三季度平均收入增速8.63%，其中H1增速-10.18%，Q3增速38.61%，H1主要受到国内疫情影响，消费终端流量下降明显，Q2开始收入增速已回正，Q3增速全面加速，超出上年同期。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**眼科子领域前三季度净利润增速20.35%，其中H1增速-0.32%，Q3增速47.42%，延续了Q2的高增长趋势，体现了整体行业的高景气度，扣非净利润增速呈现更加明显的加速状态。

➤ **财务指标：**眼科前三季度综合毛利率58.61%，相较于去年同期的60.31%略有下降，其中H1毛利率57.17%，Q3毛利率60.09%，我们认为主要是H1受疫情影响，部分高毛品种/服务无法销售/开展，拖累毛利，Q3被压制的需求释放，毛利明显提升。净利润率方面眼科子领域前三季度为21.68%，相较于去年同期的19.07%有所提升。此外销售费用率整体呈现下降趋势，带动期间费用率下降，主要是疫情期间会议费、销售奖金等支出减少所致。应收账款增速下降，主要是收入下降，经营性现金流/营业收入在上半年较低的情况下，Q3陡然升高，显示企业回款已趋于正常。

**眼科板块：**我们选取兴齐眼药、欧普康视、爱尔眼科、康弘药业作为眼科子领域样本库，次新股昊海生科和爱博医疗暂未纳入数据统计。

图表78：眼科子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
| 收入增速     | 22.99%    | 23.88% | -10.18% | 8.63%     | 38.61% |
| 净利润增速    | 29.18%    | 30.10% | -0.32%  | 20.35%    | 47.42% |
| 扣非后净利润增速 | 28.49%    | 27.60% | -10.31% | 22.64%    | 65.62% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表79：眼科子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 60.31%    | 61.75%  | 57.17% | 58.61%    | 60.09% |
| 净利率         | 19.07%    | 21.65%  | 19.30% | 21.68%    | 24.14% |
| 销售费用率       | 20.55%    | 19.96%  | 18.91% | 17.75%    | 16.55% |
| 期间费用率       | 35.68%    | 34.77%  | 35.57% | 31.87%    | 28.05% |
| 应收账款增速      | 36.98%    | -42.58% | 0.99%  | 5.33%     | 74.41% |
| 经营性现金流/营业收入 | 24.09%    | 30.39%  | 16.77% | 29.16%    | 41.95% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 眼科：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表80：眼科子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 兴齐眼药   | 欧普康视  | 爱尔眼科  | 康弘药业  | 昊海生科   | 爱博医疗  |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 最新市值（亿元）        | 115    | 414   | 2,566 | 372   | 174    | 224   |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 0.9    | 3.91  | 17.97 | 7.45  | 2.51   | 0.97  |
| 2020E归母净利润增速（%） | 150.7% | 27.4% | 30.3% | 3.7%  | -32.3% | 45.5% |
| PE(2020E)       | 128    | 106   | 143   | 50    | 69     | 231   |
| 营业收入（亿元）        | 4.69   | 6.07  | 85.65 | 23.48 | 8.92   | 1.82  |
| 增速（%）           | 14.5%  | 25.1% | 10.8% | -2.6% | -22.1% | 29.7% |
| 归母净利润（亿元）       | 0.54   | 2.78  | 15.46 | 5.79  | 1.13   | 0.69  |
| 增速（%）           | 88.2%  | 21.0% | 25.6% | 4.8%  | -55.1% | 40.0% |
| 扣非净利润（亿元）       | 0.52   | 2.55  | 15.81 | 5.22  | 0.92   | 0.67  |
| 增速（%）           | 111.7% | 26.5% | 28.0% | 3.6%  | -61.7% | 42.9% |
| 毛利率（%）          | 72.2%  | 80.5% | 47.6% | 90.2% | 76.8%  | 84.8% |
| 净利润率（%）         | 11.7%  | 47.0% | 19.6% | 24.7% | 11.5%  | 37.6% |
| 研发支出合计（亿元）      | 0.48   | 0.14  | 0.98  | 1.57  | 0.84   | 0.19  |
| 研发支出收入占比（%）     | 10.3%  | 2.2%  | 1.1%  | 6.7%  | 9.4%   | 10.2% |
| 三季报业绩表现         | 略超预期   | 符合预期  | 超出预期  | 符合预期  | 略超预期   | 符合预期  |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，2020年归母净利润除欧普康视为wind一致，其余为国盛证券预测）

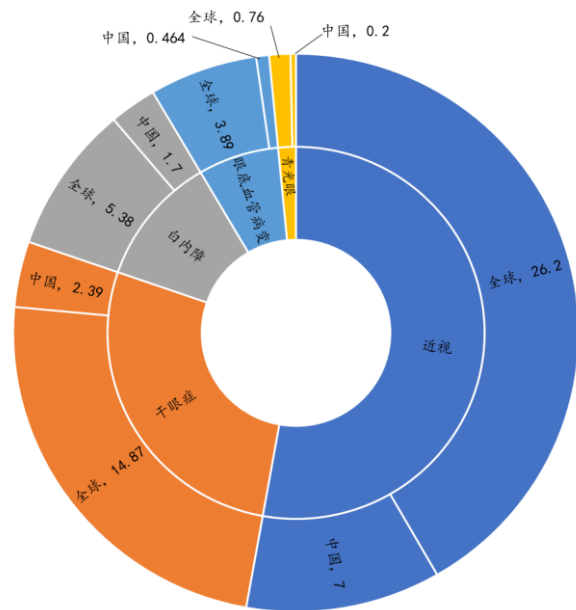


# 眼科：主要投资逻辑及未来趋势：眼病人口红利+消费升级+供给侧变革带来大单品

**中国巨大的眼病人口红利为眼科市场奠定基础：**我国是全球眼病患者最多的国家，仅近视（约7亿），干眼症（约3亿），白内障（1.6亿）三大眼病患者人数就超过10亿（不考虑重叠发病）。目前我国部分眼病治疗方式和手段与国外相比仍存在较大差距，相比欧美国家，我国大多数眼科药物渗透率较低，医药消费升级下，眼病人口红利将支撑整个眼科市场的发展。

**眼科整体市场规模达1700亿元，处于高景气快速增长长期。**根据Frost & Sullivan、《中国医疗器械行业发展报告》，我国眼科市场2019年总体规模达1700亿元，其中眼科医疗市场1240亿，占比73%，眼科器械市场267亿元，占比16%，眼科用药市场193亿元，占比11%。眼科医疗市场2013-2018年复合增速14.72%，2014-2018眼科器械市场复合增速19.45%，眼科用药市场2015-2019年复合增速8%，2019-2030复合增速有望达17.8%。

图表81： 2020E主要眼科疾病患病人数（亿人）

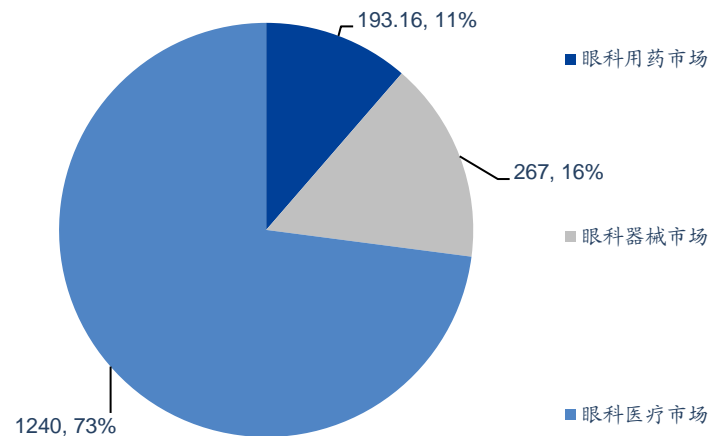


资料来源：WHO、Frost & Sullivan、《眼科临床指南》、《American Journal of Ophthalmology》、2017中国眼底病论坛暨国际视网膜研讨会、国盛证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

图表82： 2019年我国眼科细分市场规模（单位：亿元）



资料来源：《中国医疗器械行业发展报告》、Frost & Sullivan、国盛证券研究所

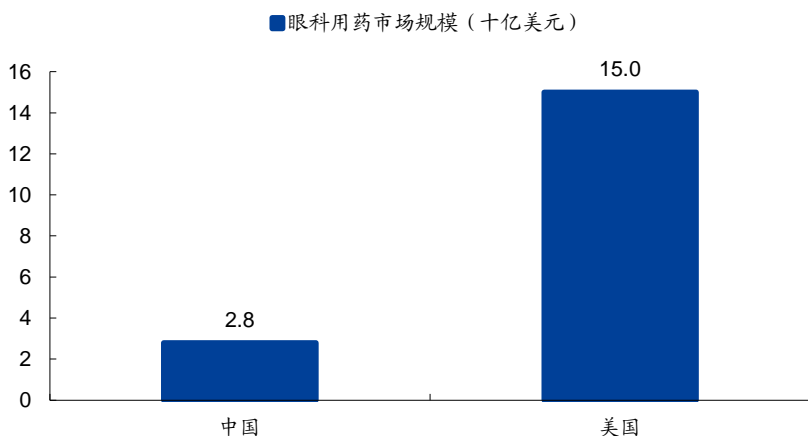
# 眼科：主要投资逻辑及未来趋势：眼科药品及器械市场将诞生大龙头

**供给侧改革将带动一批企业腾飞：**以眼科药品市场为例，2019年美国眼科用药市场规模为150亿美元，同期我国眼科用药市场规模为28亿美元，仅为美国的1/5，而各类眼病患者数量我国远多于美国，干眼、近视、青光眼均是美国的7倍以上，相当于人均用药金额仅为美国的1/35。人均用药金额少主要原因是我国眼科药品供给端与国际差距明显，在国内厂家通过自主研发/权益引进的方式增加潜力大单品供应之后，眼科用药市场可能出现类似于2017年疫苗领域因二类苗大单品供给侧变革造就的“大产品、大时代”。

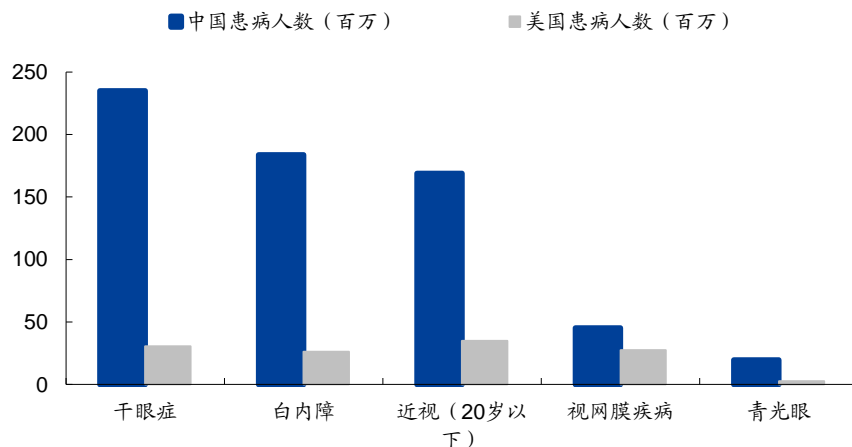
## 未来眼科领域趋势判断：

- 赛道高景气度下，眼科用药、眼科器械会分别诞生1-2类似眼科医疗里爱尔眼科的大龙头企业；
- 眼科黄金赛道会产生分化，投资需优中选优，近视防治（含手术、药品和器械）、眼底血管病药物、干眼症药物、民营眼科医院将成为未来10年眼科最具增长潜力的细分领域；
- 眼科药品市场会在2021年起加速增长；未来眼科会诞生多个10亿+级别的大单品（药品、器械）

图表83：2019年中美眼科用药市场规模对比



图表84：2019年中美两国眼科疾病患病人数对比



资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：Frost & Sullivan，国盛证券研究所

# 血制品：Q3业绩受疫情影响，血制品短期业绩承压，中长期继续重点看好

## Q3继续受疫情影响业绩承压，继续看好板块未来发展：

➤ **营业收入：**血制品子领域前三季度收入增速6.31%，上半年增速0.06%，三季度收入提升较多主要是华兰生物四价流感的拉动，剔除华兰生物看，前三季度和上半年增速对比为1.69%和0.51%。单Q3收入增速为15.88%，即使剔除华兰生物疫苗的拉动影响也有3.77%，增速有所回升。上半年主要国内疫情发生，血制品短期需求旺盛带来一定的拉升，但由于整体的物流供应包括医院端的手术等影响，整体业绩还是出现一定程度的影响。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**血制品子领域前三季度净利润增速-3.84%，净利润增速-5.59%，Q3单季度表现有所回升。预计未来随着疫情的缓和，医院端的恢复，血制品业绩有望逐渐回升。

➤ **财务指标：**血制品前三季度综合毛利率为55.71%，上半年综合毛利率51.60%，毛利率提升较多有华兰生物疫苗拉动的原因，但即使剔除华兰疫苗影响，板块毛利率Q3相比上半年同样提升2个百分点左右，主要还是部分血制品企业内生的拉动。此外销售费用率整体呈现大幅提升，主要也是华兰疫苗费用提升，剔除影响基本Q3和上半年费用率持平，略微上升1个百分点左右。应收账款增速和经营性现金流/营业收入同样受到华兰疫苗业务影响，Q3和上半年偏差较大，剔除影响基Q3基本都是小幅变化。

**血制品板块：**我们选取天坛生物、华兰生物、双林生物、卫光生物、博雅生物作为血制品子领域样本库

图表85：血制品子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 22.57%    | 26.19% | 0.06%  | 6.31%     | 15.88% |
| 净利润增速    | 21.76%    | 34.86% | -5.59% | -3.84%    | -1.37% |
| 扣非后净利润增速 | 22.69%    | 36.50% | -5.13% | -4.45%    | -3.52% |

资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表86：血制品子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 56.06%    | 58.61%  | 51.60% | 55.71%    | 61.14% |
| 净利率         | 26.87%    | 29.04%  | 24.12% | 25.19%    | 26.60% |
| 销售费用率       | 14.98%    | 15.99%  | 12.81% | 16.67%    | 21.76% |
| 期间费用率       | 24.85%    | 25.51%  | 23.50% | 26.13%    | 29.61% |
| 应收账款增速      | 38.92%    | 424.42% | -6.94% | 8.37%     | 71.84% |
| 经营性现金流/营业收入 | 17.18%    | 13.50%  | 29.34% | 22.38%    | 13.19% |

资料来源：WIND，国盛证券研究所

# 血制品：企业2020三季报横向对比梳理

图表87：血制品子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 卫光生物      | 博雅生物      | 天坛生物      | 双林生物      | 华兰生物      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 股票代码              | 002880.SZ | 300294.SZ | 600161.SH | 000403.SZ | 002007.SZ |
| 最新市值（亿元，20201031） | 80        | 162       | 432       | 179       | 934       |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 2.01      | 4.6600    | 6.79      | 2.37      | 16.53     |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 17.5%     | 9.4%      | 11.1%     | 47.5%     | 28.8%     |
| PE(2020E)         | 40        | 35        | 64        | 75        | 57        |
| 营业收入（亿元）          | 6.08      | 19.89     | 26.36     | 6.62      | 30.73     |
| 增速（%）             | 13.8%     | -5.4%     | 4.6%      | 3.4%      | 16.5%     |
| 归母净利润（亿元）         | 1.21      | 2.24      | 4.97      | 1.04      | 9.64      |
| 增速（%）             | 10.6%     | -29.7%    | 6.4%      | -18.5%    | 0.0%      |
| 扣非净利润（亿元）         | 1.16      | 2.17      | 4.84      | 0.97      | 8.75      |
| 增速（%）             | 12.7%     | -27.9%    | 3.8%      | -12.0%    | -1.9%     |
| 毛利率（%）            | 37.1%     | 54.8%     | 48.3%     | 48.4%     | 67.9%     |
| 净利率（%）            | 19.8%     | 11.8%     | 27.8%     | 15.5%     | 34.8%     |
| 研发支出合计（亿元）        | 0.29      | 0.48      | 0.64      | 0.07      | 1.46      |
| 研发支出收入占比（%）       | 4.7%      | 2.4%      | 2.4%      | 1.0%      | 4.7%      |
| 三季报业绩表现           | 符合预期      | 符合预期      | 符合预期      | 符合预期      | 符合预期      |

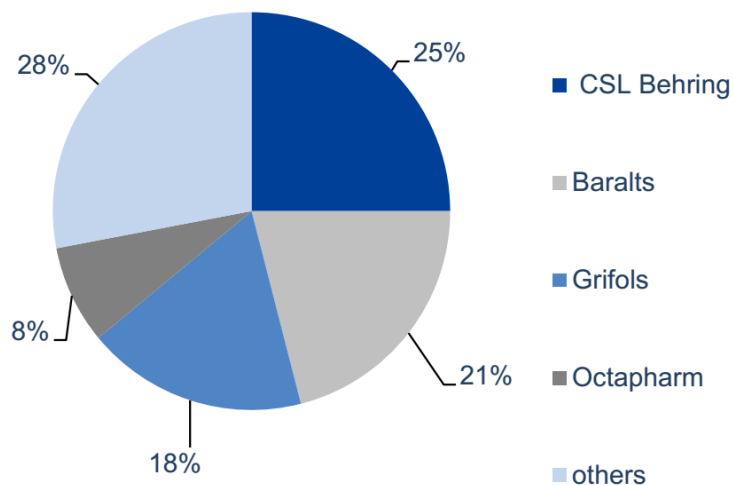
资料来源：公司公告，国盛证券研究所，2020年归母净利润均为wind一致性预期

## 血制品：行业集中化趋势发展，吨浆规模成为企业优势

**全球已形成寡头格局。**行业规模持续增长，全球范围血制品企业集中化发展。随着世界范围内陆续发生血液制品安全事件后，各国政府加强了监管，加上企业的兼并重组，目前国外只剩下不到20家血液制品企业，而且CSL Behring、Baxter、Grifols等几家大型企业的产品就占了血液制品市场份额的75%~85%，今后的行业集中度将更为凸显，2020年预计全年除重组类产品市场规模将超250亿美元。

**国内血制品龙头已呈现集中化发展，吨浆规模成为企业优势。**血液制品主要原材料来源于健康人血浆，原料血浆供应量和单采血浆站规模很大程度上决定了血液制品企业的规模，并购整合是该行业发展的关键路径。通过并购整合，一方面，企业能够获得充沛的血浆供应，确保生产经营的稳定性；另一方面，也能够快速摊薄固定成本，形成规模效应，并筹集更为雄厚的资金投入新产品、新工艺的研发和应用。2019年预计国内采浆量达到9200吨左右，按照我们统计的上市公司采浆情况，七家上市公司采浆占比已接近国内总量的70%。

图表88：2016年血制品全球市场格局



图表89：血制品上市公司19年预计采浆情况统计

|      | 在营浆站（个） | 19年预计采浆量（吨） |
|------|---------|-------------|
| 天坛生物 | 52      | 1706        |
| 华兰生物 | 25      | 1100        |
| 上海莱士 | 41      | 1230        |
| 双林生物 | 11      | 410         |
| 博雅生物 | 12      | 372         |
| 卫光生物 | 8       | 380         |
| 泰邦生物 | 17      | 1000        |
| 合计   |         | 6198        |

## 流通：Q3环比改善明显，但仍有医院客流量的影响

从流通的标的来看，Q3单季度的收入端、利润端都呈现明显变好的趋势，但医院端的客流量依然对收入端有所影响

► **营业收入：**流通子领域前三季度的整体收入增速为3.69%，其中H1增速-1.26%，Q3增速12.99%。环比来看，在后疫情时代，Q3环比改善明显，但由于医院客流量仍有影响，和19年同期比较，收入增速依然没有完全恢复。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**由于存在较多的非经常性损益，我们直接关注扣非后归母净利润，流通子领域前三季度扣非后归母净利润增速5.76%，其中H1增速0.23%，Q3增速17.95%，与收入端呈现相同的趋势，Q3环比改善明显，但仍弱于去年同期。

► **财务指标：**流通前三季度综合毛利率10.83%，相较去年同期有所上升，其中H1毛利率11.18%，Q3毛利率10.25%。净利润率方面，流通子领域前三季度为2.90%，相较去年同期的2.58%有所提升。费用率上基本保持平稳。从现金流来看，整体经营性现金流占收入比例有大幅提升，现金流状况进一步好转。

**药店板块：**我们选取重药控股、英特集团、上海医药、人民同泰、南京医药、鹭燕医药、柳药股份、九州通、嘉事堂、国药一致、国药股份作为流通子领域样本库。

图表90：流通子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 20.12%    | 19.89% | -1.26% | 3.69%     | 12.99% |
| 净利润增速    | 13.35%    | 1.84%  | 4.58%  | 13.69%    | 33.31% |
| 扣非后净利润增速 | 19.44%    | 26.66% | 0.23%  | 5.76%     | 17.95% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表91：流通子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 10.60%    | 10.12% | 11.18% | 10.83%    | 10.25% |
| 净利率         | 2.58%     | 2.33%  | 2.93%  | 2.90%     | 2.85%  |
| 销售费用率       | 4.46%     | 4.29%  | 4.69%  | 4.55%     | 4.30%  |
| 期间费用率       | 7.49%     | 7.38%  | 7.68%  | 7.43%     | 7.01%  |
| 应收账款增速      | 18.02%    | -2.00% | -1.10% | 13.25%    | \      |
| 经营性现金流/营业收入 | -0.81%    | 0.59%  | -0.11% | 0.49%     | 1.47%  |

资料来源：wind，国盛证券研究所



# 流通：主要企业2020中报横向对比梳理

图表92：流通子领域主要公司横向对比（2020H1）

| 指标                | 上海医药     | 九州通    | 柳药股份   | 国药股份   | 国药一致   |
|-------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 最新市值（亿元，20201030） | 479      | 340    | 85     | 323    | 196    |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 46.72    | 25.40  | 8.34   | 16.67  | 14.27  |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 14.5%    | 47.1%  | 21.7%  | 3.9%   | 12.2%  |
| PE(2020E)         | 10       | 13     | 10     | 19     | 14     |
| 营业收入（亿元）          | 1,403.23 | 803.20 | 117.54 | 291.11 | 428.81 |
| 增速（%）             | -0.2%    | 9.5%   | 5.8%   | -11.0% | 8.8%   |
| 归母净利润（亿元）         | 36.02    | 21.41  | 6.08   | 10.05  | 9.98   |
| 增速（%）             | 6.0%     | 110.2% | 11.1%  | -6.2%  | 4.0%   |
| 扣非净利润（亿元）         | 32.78    | 12.52  | 5.97   | 9.41   | 9.81   |
| 增速（%）             | 6.8%     | 45.1%  | 10.5%  | -9.3%  | 4.1%   |
| 毛利率（%）            | 14.4%    | 9.1%   | 12.6%  | 7.8%   | 11.5%  |
| 净利率（%）            | 3.1%     | 3.2%   | 5.5%   | 3.7%   | 2.8%   |
| 净营业周期（天）          | 75.84    | 91.27  | 124.49 | 60.93  | 65.35  |
| 经营性现金流（亿元）        | 51.98    | -13.62 | -5.37  | 4.32   | 19.83  |

三季度业绩表现

收入利润符合预期

收入利润符合预期

收入利润符合预期

收入利润符合预期

收入利润符合预期

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
资料来源：wind，公司公告，Wind证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 流通：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表93：流通子领域主要公司横向对比（2019A）

| 公司         | 上海医药     | 九州通    | 柳药股份     | 国药股份   | 国药一致   |
|------------|----------|--------|----------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）   | 1,865.66 | 994.97 | 148.57   | 446.44 | 520.46 |
| 增速（%）      | 17.3%    | 14.2%  | 26.8%    | 15.2%  | 20.7%  |
| 归母净利润（亿元）  | 40.81    | 17.27  | 6.85     | 16.04  | 12.71  |
| 增速（%）      | 5.2%     | 28.8%  | 29.8%    | 14.2%  | 5.0%   |
| 扣非净利润（亿元）  | 34.61    | 15.25  | 6.71     | 15.66  | 12.27  |
| 增速（%）      | 30.5%    | 24.2%  | 27.0%    | 23.8%  | 4.3%   |
| 毛利率（%）     | 14.4%    | 8.7%   | 12.1%    | 8.8%   | 11.1%  |
| 净利率（%）     | 2.6%     | 1.8%   | 5.1%     | 4.2%   | 2.9%   |
| 净营业周期（天）   | 71.82    | 88.82  | 98.37    | 47.88  | 54.68  |
| 经营性现金流（亿元） | 92.09    | 126.50 | 1,751.61 | 80.93  | 51.24  |

## 流通：关注带量采购的后续影响，关注医保统一结算平台下的回款好转

在两票制、零加成的边际影响逐渐减弱之后，2019年已经是全国及区域流通龙头在业绩、现金流上的拐点，后续需要关注带量采购的持续影响以及利率变化带来的影响：

1) 带量采购：当前已经做了三次的带量采购，尽管短期对流通整体的盘子影响较小，但长期影响不容忽视：

- 利好：集中度提高&账期向好。一方面，带量采购直接影响小流通商的核心职能（临床推广），因此从长期来看，行业集中度将进一步提高；另一方面，目前带量采购基本要求30天内回款，对于行业目前3-9个月的平均账期将有大幅好转。10月中旬，国家医疗保障局对十三届全国人大三次会议第4382号建议的答复中，提出“建立全国统一规范的结算模式和运行机制”，关注其对流通企业回款的影响。
- 利空：影响相应品种的单盒配送利润。由于药品价格下降，势必会传导一部分给流通企业，从而导致单盒的配送利润下降。因此，整体来看，我们认为，带量采购给流通企业带来的长期影响是收入上升（医药整体盘子不会缩小，行业集中度提高）、ROE下降（单盒配送的利润在下降）、现金流大幅转好（账期缩小），具体到净利润的影响则需要看带量采购降价的力度与品种的覆盖程度。

2) 利率及信用利差的变化将在流通企业中的利润有所体现。由于流通企业“垫资”属性的存在，财务费用占净利润比重往往较大（如九州通财务费用占净利润比例在60-70%之间），流通企业估值与其融资成本呈现较强的负相关性，因此关注后续利率变化及信用利差变化。

## 特色原料药：Q3收入提速趋势延续，业绩增速放缓，毛利率与净利率提升明显

从特色原料药的7个标的来看，Q3收入提速趋势延续，业绩增速放缓：

► **营业收入：**特色原料药子领域前三季度平均收入增速10.29%，其中H1增速10.05%，Q3增速10.79%，Q1主要受到国内疫情影响，普遍出现延期复工情况，导致收入增速较慢，Q2开始收入增速环比改善明显，Q3收入提速趋势延续。前三季度整体增速显著高于医药行业平均增速，业绩确定性较强。

► **归母净利润&扣非后归母净利润：**特色原料药子领域前三季度净利润增速23.83%，其中H1增速35.44%，Q3增速5.66%。上半年由于疫情导致欧洲、印度等部分原料药厂无法正常生产供应，从而导致部分原料药价格上涨，因此特色原料药子领域业绩增速较快。去年Q3由于原料药涨价及企业产能释放等原因，特色原料药子领域业绩基数较高，叠加今年Q3汇兑损失增加等影响，行业业绩增速放缓。扣非净利润呈现同样趋势。

► **财务指标：**特色原料药前三季度综合毛利率43.30%，相较去年同期的43.81%略有下降，其中H1毛利率41.58%，Q3毛利率46.83%，我们认为主要是Q1开工率和产能利用率不足影响毛利率，Q2开始毛利率明显提升，Q3提升趋势延续。特色原料药前三季度净利润率为14.01%，较去年同期的12.65%明显提高，体现了行业议价权提升以及收入结构改善。此外销售费用率整体在Q3有所回升，我们推测与疫情平缓之后出差等活动增加有关。期间费用率也有所回升。应收账款上升，主要是由于去年基数较低所致。经营性现金流/营业收入Q3明显上升，体现了企业现金流状况较好。

**特色原料药板块：**我们选取奥翔药业、美诺华、同和药业、司太立、新华制药、仙琚制药、天宇股份作为特色原料药子领域样本库

图表94：特色原料药子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3  | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 21.04%    | 18.99%  | 10.05% | 10.29%    | 10.79% |
| 净利润增速    | 92.50%    | 106.77% | 35.44% | 23.83%    | 5.66%  |
| 扣非后净利润增速 | 99.59%    | 103.03% | 37.94% | 22.35%    | -1.00% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表95：特色原料药子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3   | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|-------------|-----------|----------|--------|-----------|---------|
| 毛利率         | 43.81%    | 46.34%   | 41.58% | 43.30%    | 46.83%  |
| 净利率         | 12.65%    | 15.00%   | 13.90% | 14.01%    | 14.24%  |
| 销售费用率       | 13.77%    | 12.87%   | 10.43% | 11.14%    | 12.60%  |
| 期间费用率       | 27.98%    | 27.62%   | 24.54% | 26.40%    | 30.19%  |
| 应收账款增速      | -2.39%    | -134.29% | -1.27% | -7.96%    | 345.68% |
| 经营性现金流/营业收入 | 12.79%    | 12.29%   | 13.30% | 15.03%    | 18.59%  |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 特色原料药：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表96：特色原料药子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标              | 美诺华   | 司太立   | 仙琚制药  | 天宇股份  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 最新市值（亿元）        | 50    | 171   | 141   | 171   |
| 2020E归母净利润（亿元）  | 1.99  | 2.52  | 5.10  | 7.71  |
| 2020E归母净利润增速（%） | 32.1% | 47.8% | 24.4% | 31.70 |
| PE(2020E)       | 25    | 68    | 28    | 22    |
| 营业收入（亿元）        | 9.48  | 10.46 | 29.34 | 20.04 |
| 增速（%）           | 11.4% | 6.2%  | 5.9%  | 26.6% |
| 归母净利润（亿元）       | 1.41  | 1.98  | 3.58  | 5.78  |
| 增速（%）           | 10.2% | 44.4% | 23.3% | 30.1% |
| 扣非净利润（亿元）       | 1.28  | 1.94  | 3.44  | 5.47  |
| 增速（%）           | 7.8%  | 44.2% | 21.5% | 25.4% |
| 毛利率（%）          | 37.8% | 46.5% | 58.3% | 54.8% |
| 净利润率（%）         | 15.9% | 20.0% | 12.9% | 28.8% |
| 研发支出合计（亿元）      | 0.35  | 0.57  | 1.33  | 1.19  |
| 研发支出收入占比（%）     | 3.7%  | 5.4%  | 4.5%  | 5.9%  |
| 三季报业绩表现         | 略低预期  | 符合预期  | 略超预期  | 符合预期  |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，2020年归母净利润除天宇股份为wind一致，其余为国盛证券预测）

# 特色原料药：主要投资逻辑及未来趋势：供给产能出清+海外产业转移+企业能力升级

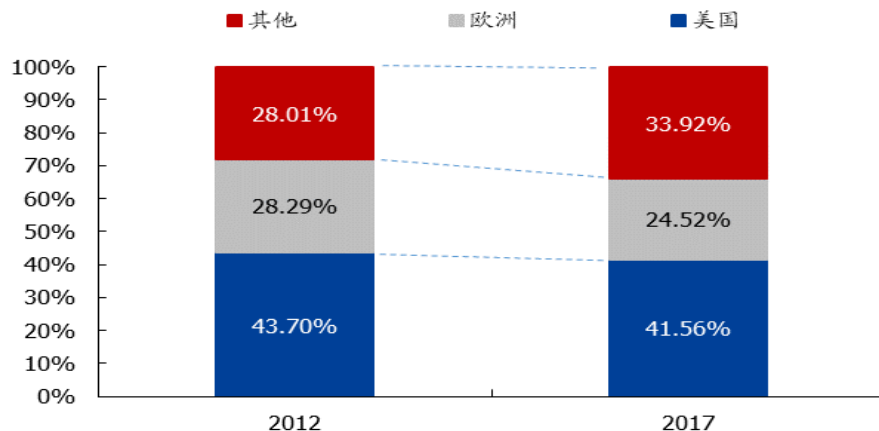
**环保趋严+一致性评价+关联审评，供给产能出清。**环保趋严+一致性评价+关联审评，逼迫部分不规范小产能退出市场，改善了产能供大于求的状态，提升了行业集中度，最终能剩下的才是优质原料药企。

**欧美产能向中国转移，为中国特色原料药企业打开未来成长空间。**由于欧美环保压力、人力成本高昂等原因，过去十年欧美等发达国家逐渐将关停自有制造工厂，而将API产能转移到中印等新兴国家。中国相对印度具有气候、人才、技术等多方面优势，且近年来行业发展较为快速，因此中国有望承接更多来自欧美的订单转移，发展成为世界高端工厂。我们认为，未来3-5年有可能是转移高峰期，为中国特色原料药企带来持续高业绩增长。

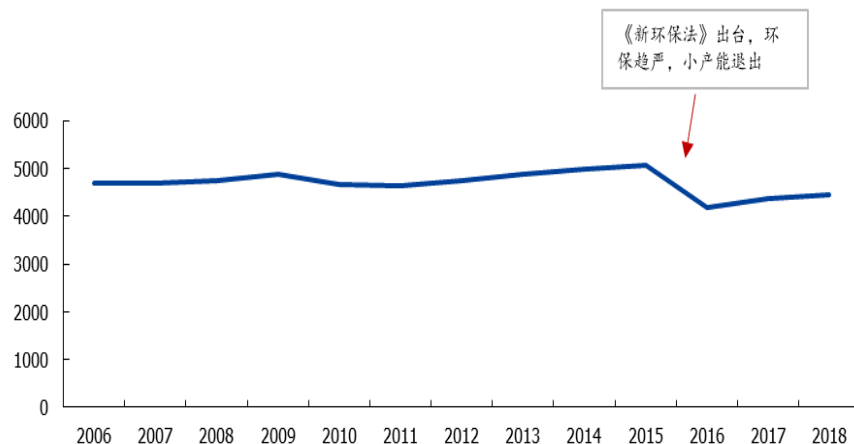
当下特色原料药行业正在经历产业变革，企业只有制定合适的战略并不断提升自身能力，才能在这轮变革中享受红利。目前最主要的能力提升战略主要为：

- 发展高壁垒特色原料药+攻入规范市场，带来毛利弹性；
- 转型制剂一体化，产业链向下游制剂延伸，盈利性提升；
- 转型CMO/CDMO，获得研发与生产外包收益，盈利性提升。

图表97：欧美地区的原料药产能占比渐小



图表98：原料药及制剂企业数量变化（单位：家）





## 特色专科药：整体较为稳健，Q3处方药回暖趋势明显，集采之下依旧保持稳健

特色专科药企业：整体较为稳健，Q3处方药回暖趋势明显，集采之下依旧保持稳健

➤ **营业收入：**特色专科药企业前三季度同比增长3.09%，其中上半年平均同比下滑0.85%，主要是恩华下滑较多（商业剥离），其他企业均较为稳健，Q3收入增速10.96%，回暖趋势明显。特色专科药企业Q1主要受到国内疫情影响，Q2-Q3开始收入回暖。整体看特色专科药企业受疫情影响有限，增速较为稳健。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**特色专科药企业前三季度利润增速13.14%，其中H1增速11.29%，Q3增速17.35%，Q3利润持续回暖，尤其是北陆Q3表现较为突出。

➤ **财务指标：**特色专科药企业前三季度综合毛利率66.03%，相较去年同期的65.03%提升1pp。净利润率方面特色专科药企业前三季度为22.79%，相较去年同期的18.99%有明显提升。特色专科药企业应收账款下降，回款效率提升，经营性现金流/营业收入维持稳定，整体财务指标稳健。

特色专科药：我们选取恩华药业、健康元、通化东宝、北陆药业、东诚药业作为特色专科药样本库

图表99：特色专科药企业收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 10.87%    | 9.32%  | -0.85% | 3.09%     | 10.96% |
| 净利润增速    | 17.50%    | 14.29% | 11.29% | 13.14%    | 17.35% |
| 扣非后净利润增速 | 20.61%    | 21.59% | 8.30%  | 9.24%     | 11.36% |

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表100：特色专科药企业财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 毛利率         | 65.03%    | 64.87% | 65.77% | 66.03%    | 66.49% |
| 净利率         | 18.99%    | 17.46% | 24.72% | 22.79%    | 19.33% |
| 销售费用率       | 32.30%    | 32.12% | 27.53% | 28.94%    | 31.46% |
| 期间费用率       | 42.01%    | 42.97% | 37.79% | 40.22%    | 44.56% |
| 应收账款增速      | 7.16%     | /      | -2.51% | 1.07%     | /      |
| 经营性现金流/营业收入 | 21.96%    | /      | 20.30% | 21.70%    | /      |

资料来源：wind，国盛证券研究所

# 特色专科药：主要企业2020三季报横向对比梳理

图表101：特色专科药企业横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标               | 恩华药业        | 健康元            | 通化东宝        | 北陆药业          | 东诚药业        |
|------------------|-------------|----------------|-------------|---------------|-------------|
| 最新市值（亿元）         | 160         | 294            | 291         | 55            | 189         |
| 2020归母净利润预计（亿元）  | 7.65        | 10.57          | 9.13        | 2.11          | 4.62        |
| 2020归母净利润增速预计（%） | 15.4%       | 18.2%          | 12.5%       | -38.2%        | 198.9%      |
| PE(2020E)        | 21          | 28             | 32          | 26            | 41          |
| 营业收入（亿元）         | 23.75       | 101.03         | 21.86       | 6.24          | 25.77       |
| 增速（%）            | -25.7%      | 8.7%           | 6.2%        | 2.6%          | 18.5%       |
| 归母净利润（亿元）        | 5.71        | 9.27           | 7.56        | 1.61          | 3.38        |
| 增速（%）            | 9.7%        | 19.1%          | 9.8%        | -4.0%         | 21.3%       |
| 扣非净利润（亿元）        | 5.74        | 8.03           | 7.52        | 1.43          | 3.29        |
| 增速（%）            | 10.2%       | 9.8%           | 9.3%        | -3.4%         | 12.4%       |
| 毛利率（%）           | 76.1%       | 64.6%          | 78.9%       | 66.3%         | 51.5%       |
| 净利润率（%）          | 24.1%       | 21.6%          | 34.5%       | 24.2%         | 16.1%       |
| 研发支出合计（亿元）       | 1.74        | 6.96           | 0.82        | 0.33          | 0.72        |
| 研发支出收入占比（%）      | 7.3%        | 6.9%           | 3.8%        | 5.4%          | 2.8%        |
| 中报业绩表现           | 收入利润符合预期    | 收入符合预期，利润略低于预期 | 利润超预期       | Q3单季度业绩拐点略超预期 | 符合预期        |
| 主要特色             | 麻醉领域行政管制壁垒高 | 吸入制剂研发壁垒高      | 胰岛素研发、生产壁垒高 | 造影剂竞争格局较好     | 核药寡头格局、生产壁垒 |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月31日收盘，北陆药业2020年归母净利润为wind一致预期，其余为国盛证券预测）

# 特色专科药：主要企业2019全年情况横向对比梳理以及细分领域未来趋势

图表102：特色专科药主要公司横向对比（2019A）

| 指标          | 恩华药业  | 健康元    | 通化东宝  | 北陆药业   | 东诚药业   |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）    | 41.49 | 119.80 | 27.77 | 8.19   | 29.93  |
| 增速（%）       | 7.5%  | 6.9%   | 3.1%  | 34.7%  | 28.3%  |
| 归母净利润（亿元）   | 6.63  | 8.94   | 8.11  | 3.42   | 1.55   |
| 增速（%）       | 26.4% | 27.9%  | -3.3% | 131.8% | -44.8% |
| 扣非净利润（亿元）   | 6.03  | 8.29   | 8.09  | 1.67   | 1.93   |
| 增速（%）       | 20.9% | 31.3%  | -0.6% | 23.4%  | -30.8% |
| 毛利率（%）      | 62.6% | 64.4%  | 74.0% | 68.9%  | 59.4%  |
| 净利润率（%）     | 15.8% | 15.4%  | 29.2% | 41.8%  | 9.8%   |
| 研发支出合计（亿元）  | 1.89  | 10.66  | 1.99  | 0.59   | 0.89   |
| 研发人员（人）     | 366   | 1,177  | 414   | 88     | 212    |
| 研发支出收入占比（%） | 4.6%  | 8.9%   | 7.2%  | 7.3%   | 3.0%   |
| 员工总数（人）     | 4414  | 12699  | 2706  | 641    | 1932   |

资料来源：wind，公司报表，国盛证券研究所

## 细分领域未来趋势判断：

- 特色专科药领域有一定壁垒，受集采影响相对较小。例如吸入制剂的研发壁垒、麻醉领域的行政壁垒、胰岛素领域的生产壁垒、核药的生产壁垒等等。
- 未来特色专科药企业仍有投资机会。受集采情绪影响特色专科药企近年来估值普遍处于历史股指中枢的低位，但实际业务没有受到那么大的冲击。业绩高速增长叠加研发推进，优质特色专科药企有望实现戴维斯双击。主要关注主业的壁垒、增速以及公司自身的研发进度。

# IVD: Q1受疫情影响销售下滑, Q2至Q3逐步恢复, 新冠检测试剂短期提振业绩

从IVD3个标的来看, 2020年Q3国内业务进一步恢复:

➤ **营业收入:** IVD子领域2020年前三季度平均收入增速26.12%, 其中Q3增速22.16%, 其中万孚生物Q3受新冠抗体检测试剂环比下滑影响, 收入增速有所下降(H1增速66.01%, Q3增速24.15%), Q2开始医院诊疗秩序逐渐恢复, 带来试剂使用量提升, 在海外疫情第一波结束后新冠试剂出口量有所下降, 但根据目前海外疫情数据, 四季度欧美等国家地区又进入新一轮快速爆发期, 新冠检测试剂需求有望重新提升。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润:** IVD子领域2020年前三季度净利润增速28.76%, 其中Q3增速21.26%, 扣非净利润增速24.95%, 其中Q3增速14.98%。Q3单季度受新冠检测试剂回落的影响较为明显, 而原有业务仍处于恢复状态。

➤ **财务指标:** IVD前三季度综合毛利率68.23%, 相较于去年同期的68.71%略有下降, 其中Q3毛利率69.55%, Q1受疫情影响, 生产成本的提升对毛利率造成冲击(同时安图生物部分检验科打包业务毛利率较低拉低整体毛利率), Q2至Q3毛利率逐步恢复, 同时新冠检测试剂也对毛利率有所拉动; 净利润率方面, IVD子领域上半年为25.79%, 相较于去年同期的25.92%变化不大。期间费用率保持稳定。受Q3万孚生物新冠检测试剂出口下降、国内业务恢复的影响, 应收账款增速重新提升, 同时经营性现金流/营业收入比例下降。

**IVD板块:** 我们选取安图生物、万孚生物、艾德生物作为IVD子领域样本库

图表103: IVD子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 32.10%    | 35.45% | 28.28% | 26.12%    | 22.16% |
| 净利润增速    | 28.46%    | 32.25% | 32.87% | 28.76%    | 21.26% |
| 扣非后净利润增速 | 30.51%    | 36.21% | 30.72% | 24.95%    | 14.98% |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表104: IVD子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3  |
|-------------|-----------|--------|--------|-----------|---------|
| 毛利率         | 68.71%    | 69.91% | 67.55% | 68.23%    | 69.55%  |
| 净利率         | 25.92%    | 26.20% | 26.15% | 25.79%    | 25.10%  |
| 销售费用率       | 20.86%    | 20.32% | 20.10% | 20.37%    | 20.91%  |
| 期间费用率       | 38.57%    | 38.46% | 38.59% | 39.39%    | 40.93%  |
| 应收账款增速      | 42.18%    | 69.90% | 31.36% | 35.91%    | 114.27% |
| 经营性现金流/营业收入 | 21.53%    | 24.54% | 35.69% | 25.11%    | 4.76%   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

# IVD：主要企业2020中报横向对比梳理

图表105：IVD子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 安图生物      | 万孚生物      | 艾德生物      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| 股票代码              | 603658.SH | 300482.SZ | 300685.SZ |
| 最新市值（亿元，20201030） | 750       | 261       | 186       |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 8.79      | 7.09      | 1.84      |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 13.6%     | 83.1%     | 35.8%     |
| PE(2020E)         | 85        | 37        | 101       |
| 营业收入（亿元）          | 20.47     | 21.73     | 4.84      |
| 增速（%）             | 8.1%      | 52.6%     | 17.3%     |
| 归母净利润（亿元）         | 5.14      | 5.66      | 1.26      |
| 增速（%）             | -4.4%     | 95.0%     | 15.9%     |
| 扣非净利润（亿元）         | 4.57      | 5.56      | 1.02      |
| 增速（%）             | -12.0%    | 97.9%     | 10.8%     |
| 毛利率（%）            | 60.2%     | 71.5%     | 87.4%     |
| 净利润率（%）           | 25.4%     | 26.1%     | 26.1%     |
| 研发支出合计（亿元）        | 2.36      | 2.17      | 0.87      |
| 研发支出收入占比（%）       | 11.5%     | 10.0%     | 17.9%     |
| 三季报业绩表现           | 符合预期      | 略超预期      | 略超预期      |

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# IVD：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表106：IVD子领域主要公司横向对比（2019A）

|             | 安图生物  | 万孚生物  | 艾德生物  |
|-------------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）    | 26.79 | 20.72 | 5.78  |
| 增速（%）       | 38.9% | 25.6% | 31.7% |
| 归母净利润（亿元）   | 7.74  | 3.87  | 1.35  |
| 增速（%）       | 37.6% | 25.9% | 6.9%  |
| 扣非净利润（亿元）   | 7.40  | 3.71  | 1.17  |
| 增速（%）       | 38.3% | 38.3% | 8.3%  |
| 毛利率（%）      | 66.6% | 65.2% | 90.4% |
| 净利润率（%）     | 22.9% | 20.6% | 23.4% |
| 研发支出合计（亿元）  | 3.12  | 1.90  | 0.94  |
| 研发人员（人）     | 1,180 | 532   | 228   |
| 研发支出收入占比（%） | 11.6% | 9.2%  | 16.2% |
| 员工总数（人）     | 3764  | 2476  | 654   |

资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所



# IVD：主要投资及未来趋势：细分领域处于红利期，未来保持快速增长

## 细分领域处于红利期，保持快速增长：

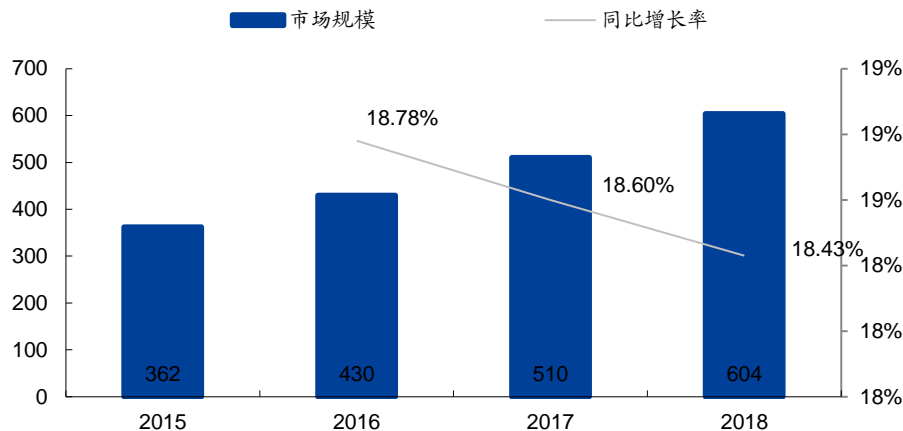
国内IVD市场处于快速发展红利期，随着方法学的不断迭代和诊断需求的持续扩张，进口替代水平低/创新类IVD产品将持续放量，其中免疫诊断、分子诊断和POCT细分领域将保持快速增长。

➤ **免疫诊断（以磁微粒化学发光产品为主）：**是目前最为主流检测方式，IVD行业占比最大（200亿市场，占IVD市场整体三分之一），高增长（平均增速20%，安图生物等头部企业增速接近50%），进口替代空间大（80%以上的化学发光市场由罗氏、丹纳赫、雅培和西门子占领，以三级医院为主），磁微粒化学发光试剂的主流地位仍将保持较长时间。

➤ **分子诊断：**国内分子诊断起步较晚但增速迅猛，未来有赶超之势（平均增速20%），产前诊断、肿瘤基因检测、个体化用药等应用场景将成为未来主流趋势，需求将快速释放。

➤ **POCT：**体外诊断行业新兴细分领域，检测时间短（几分钟内出结果）、对环境和使用要求低（仪器体积小可便携、操作人员不需要过多专业培训上手快），可满足急诊、ICU、基层医院等多种应用场景。POCT市场属于起步阶段，未来随着小型机在方法学和检测精度方面的不断提升，行业POCT化进程将加速。

图表107：中国体外诊断市场规模（亿元）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国盛证券研究所

图表108：2018年中国体外诊断市场细分市场占比

| 分类     | 增速     | 市场占比   |
|--------|--------|--------|
| 整体     | 15-20% | 100%   |
| 免疫诊断   | 20%    | 35%    |
| 生化诊断   | 6-7%   | 20-25% |
| 分子诊断   | 20%    | 10%    |
| POCT   | 25%    | 10+%   |
| 血液体液诊断 | 10%    | 10%    |
| 微生物诊断  | 10+%   | 5%     |
| 病理     | 10+%   | 3%     |

资料来源：中国体外诊断行业年度报告，国盛证券研究所

# 肝素：受疫情影响肝素原料出口速度放缓，Q3制剂端销售继续恢复

从肝素的5个标的来看：

➤ **营业收入：**肝素子领域2020年前三季度平均收入增速14.04%，其中Q3增速11.27%，相比去年有所放缓，肝素原料出口受海外疫情爆发影响需求有所放缓，Q2开始国内医院诊疗秩序逐渐恢复，肝素制剂使用量提升，整体来看肝素原料对收入端影响更大，而肝素制剂产品依然保持快速增长。

➤ **归母净利润&扣非后归母净利润：**肝素子领域受海普瑞剥离君圣泰等影响利润增速波动较大，前三季度净利润增速10.85%，其中Q3增速21.01%，扣非净利润增速44.52%，其中Q3增速6.30%，板块整体Q3利润端承压。

➤ **财务指标：**肝素行业2020年前三季度综合毛利率51.73%，相较去年同期的50.90%略有上升，其中Q3毛利率52.75%，高毛利肝素制剂占比提升提升毛利率水平，而肝素原料毛利率有所下降；净利润率方面，肝素子领域前三季度为18.69%，相较去年同期的19.39%有所下滑；期间费用率有所提升，前三季度期间费用率32.41%，其中Q3为38.36%，受制剂销售影响销售费用率提升，同时海普瑞研发、财务费用率提升明显；受海普瑞上半年应收账款大幅增加影响，Q3整体应收账款增速同比下降，同时经营性现金流/营业收入比例提升。

**肝素板块：**我们选取海普瑞、健友股份、千红药业、东诚药业、常山药业作为肝素子领域样本库

图表109：肝素子领域收入及利润增速情况

| 项目       | 2019Q1-Q3 | 2019Q3 | 2020H1 | 2020Q1-Q3 | 2020Q3 |
|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------|
| 收入增速     | 15.35%    | 3.37%  | 15.49% | 14.04%    | 11.27% |
| 净利润增速    | 34.30%    | -4.00% | 6.95%  | 10.85%    | 21.01% |
| 扣非后净利润增速 | 4.14%     | 7.66%  | 70.27% | 44.52%    | 6.30%  |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表110：肝素子领域财务指标情况

| 项目          | 2019Q1-Q3 | 2019Q3   | 2020H1  | 2020Q1-Q3 | 2020Q3   |
|-------------|-----------|----------|---------|-----------|----------|
| 毛利率         | 50.90%    | 54.18%   | 51.21%  | 51.73%    | 52.75%   |
| 净利率         | 19.39%    | 15.90%   | 19.50%  | 18.69%    | 17.09%   |
| 销售费用率       | 20.42%    | 24.08%   | 17.50%  | 19.79%    | 24.34%   |
| 期间费用率       | 32.02%    | 36.40%   | 29.41%  | 32.41%    | 38.36%   |
| 应收账款增速      | 18.88%    | -154.81% | 30.65%  | 17.88%    | -307.42% |
| 经营性现金流/营业收入 | -4.67%    | 0.14%    | -12.57% | -4.75%    | 10.77%   |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 肝素：主要企业2020中报横向对比梳理

图表111：肝素子领域主要公司横向对比（2020Q1-Q3）

| 指标                | 健友股份      | 海普瑞       | 千红制药      | 东诚药业      | 常山药业      |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 股票代码              | 603707.SH | 002399.SZ | 002550.SZ | 002675.SZ | 300255.SZ |
| 最新市值（亿元，20201030） | 366       | 273       | 56        | 189       | 61        |
| 2020归母净利润预计（亿元）   | 8.55      | 10.27     | 0.00      | 4.42      | 0.00      |
| 2020归母净利润增速预计（%）  | 41.3%     | -3.0%     | 0.0%      | 185.6%    | 0.0%      |
| PE(2020E)         | 43        | 27        | #DIV/0!   | 43        | #DIV/0!   |
| 营业收入（亿元）          | 21.58     | 35.42     | 11.63     | 25.77     | 16.38     |
| 增速（%）             | 18.1%     | 12.9%     | 1.7%      | 18.5%     | 14.6%     |
| 归母净利润（亿元）         | 6.13      | 7.09      | 1.46      | 3.38      | 2.05      |
| 增速（%）             | 36.7%     | 5.6%      | -33.9%    | 21.3%     | 5.3%      |
| 扣非净利润（亿元）         | 5.91      | 6.06      | 1.29      | 3.29      | 2.02      |
| 增速（%）             | 35.1%     | 173.0%    | -10.8%    | 12.4%     | 7.4%      |
| 毛利率（%）            | 59.4%     | 39.3%     | 48.4%     | 51.5%     | 71.3%     |
| 净利润率（%）           | 28.2%     | 19.9%     | 11.8%     | 16.1%     | 12.4%     |
| 研发支出合计（亿元）        | 1.44      | 0.69      | 0.43      | 0.72      | 0.85      |
| 研发支出收入占比（%）       | 6.7%      | 2.0%      | 3.7%      | 2.8%      | 5.2%      |
| 三季报业绩表现           | 符合预期      |           |           |           |           |

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：市值为2020年10月30日收盘，2020年归母净利润为wind一致预期）

# 肝素：主要企业2019全年情况横向对比梳理

图表112：肝素子领域主要公司横向对比（2019A）

| 指标          | 健友股份  | 海普瑞   | 千红制药  | 东诚药业   | 常山药业  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 营业收入（亿元）    | 24.70 | 46.25 | 16.75 | 29.93  | 20.71 |
| 增速（%）       | 45.2% | -4.0% | 26.7% | 28.3%  | 25.3% |
| 归母净利润（亿元）   | 6.05  | 10.59 | 2.63  | 1.55   | 2.25  |
| 增速（%）       | 42.5% | 79.1% | 18.6% | -44.8% | 60.9% |
| 扣非净利润（亿元）   | 5.87  | 4.46  | 1.95  | 1.93   | 2.16  |
| 增速（%）       | 42.9% | 6.6%  | 80.3% | -30.8% | 59.6% |
| 毛利率（%）      | 51.2% | 37.3% | 47.9% | 59.4%  | 73.1% |
| 净利润率（%）     | 24.5% | 22.6% | 15.3% | 9.8%   | 10.7% |
| 研发支出合计（亿元）  | 1.91  | 1.60  | 0.68  | 0.89   | 1.63  |
| 研发人员（人）     | 305   | 348   | 180   | 212    | 194   |
| 研发支出收入占比（%） | 7.7%  | 3.5%  | 4.1%  | 3.0%   | 7.9%  |
| 员工总数（人）     | 919   | 2162  | 1371  | 1932   | 1003  |
| 存货（亿元）      | 32.74 | 23.74 | 2.46  | 8.88   | 14.08 |

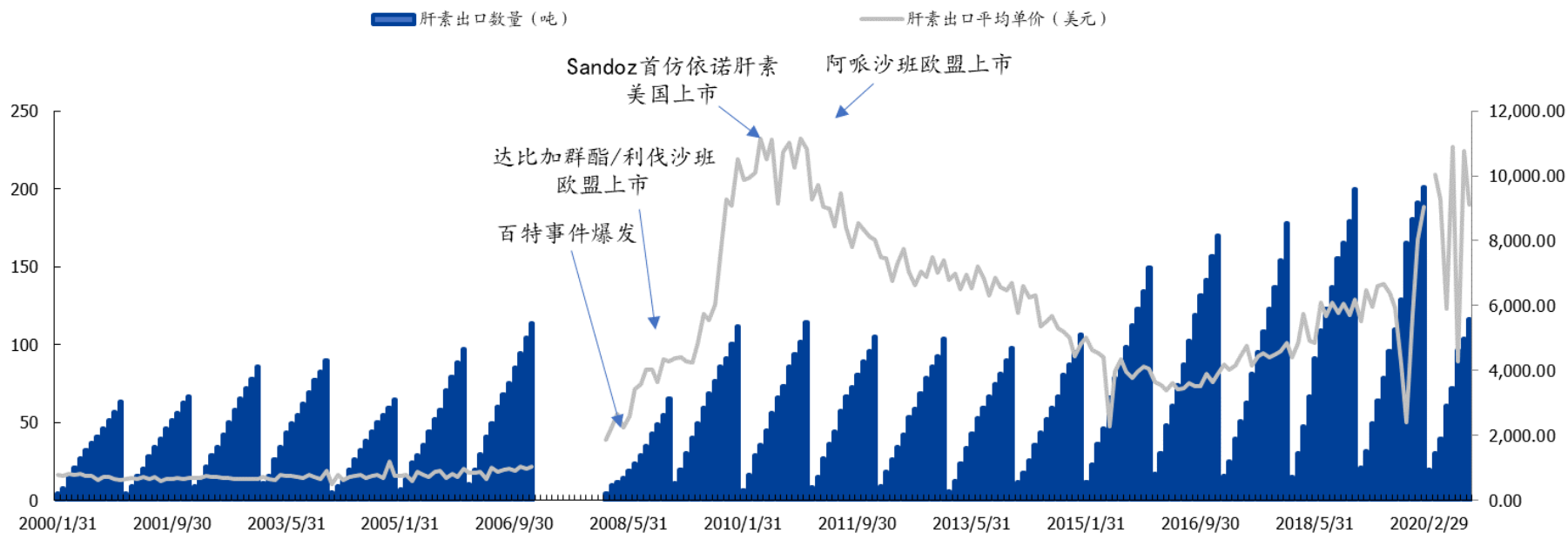
资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

## 肝素：拥有资源品属性，优质企业将持续受益于肝素原料制剂一体化

**肝素原料短缺将进一步传导至肝素制剂端：**在目前全球肝素制剂企业库存已处于低位的情况下，未来中国1-2年肝素原料的供应减少将持续推动肝素原料涨价，同时下游制剂企业在原料采购量下降的情况下也出现制剂供给不足、终端制剂价格提升的一系列状况，由于短缺从原料端向制剂端的传导需要一定时间，同时受疫情影响短期内欧美市场肝素制剂需求承压，我们判断在全球疫情好转后将能逐渐观察到欧美等主要肝素制剂市场发生产品缺货和提价的情况。。

**肝素粗品库存价值亟待重估：**目前国内主要的肝素原料生产企业包括海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业、青岛九龙、东营天东、山东辰中等企业（前五家为上市公司），通过报表口径观察及草根调研情况来判断，除健友股份以外其他企业肝素粗品/原料库存均处于较低水平。健友股份对上游肝素粗品供应及下游制剂厂商库存/肝素注射剂产量有较为准确判断，基于未来肝素原料和全球肝素注射剂业务的发展，自2015年以来逐步建立肝素粗品库存，未来有望持续受益于肝素粗品/原料的供需失衡状态。

图表113：中国肝素原料出口数量及单价（截止2020年9月）



### 风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力,可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化,以及负向政策的扰动,导致增速不及预期
- **细分领域样本选择可能导致结论存在误差:** 各细分领域样本剔除了新股,并选取了代表性企业进行分析,与细分领域实际情况可能存在一定偏差



## 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。



# Thank You



**国盛证券**

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>