

板块回调，关注低估值、高业绩确定性细分龙头

——医药行业周报 20200913

✉ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎ : 021-80105900
✉ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

板块大幅回调，建议重点关注低估值、高业绩确定性细分龙头，尤其是制药创新升级领域（API+CXO）、器械创新升级领域（补短板+技术迭代赛道）和医疗服务龙头。

投资要点

□ 二级市场：板块回调，关注低估值、高业绩确定性细分龙头

上周（2020.9.7-2020.9.11）医药板块下跌6.11%，跑输沪深300指数3.12个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第5名。2020年初以来，医药板块上涨45.62%，跑赢沪深300指数32.7pct，位列所有行业涨幅第3位。本周医药板块成交额下滑近10%，各个医药细分板块除中药饮片全部下跌，生物医药和化学原料药跌幅较明显，分别下跌8.59%和7.15%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，上周各版块均有一定下跌，生物药板块跌幅10.16%，医疗服务、特色原料药及医疗器械跌幅分别为9.59%、9.58%、8.37%，为跌幅居前板块。其中，受本周阿斯利康（AstraZeneca）宣布暂停正在进行的新冠疫苗AZD1222（ChAdOx1）III期临床试验影响（已于12日晚宣布英国恢复），与其签署中国内地市场独家授权合作框架协议的康泰生物次日大跌16.57%，并引发疫苗产业链个股普遍大跌，西藏药业、华兰生物分别下跌16.28%、13.30%；此外，博雅生物因近期负面消息下跌17.74%，共同导致整体生物药板块大幅下跌。

□ 重点研究更新

《创新药产业链中报总结：本土力量逐步彰显硬实力，制药升级进入兑现期》：Q2创新药企业、CXO企业和疫苗等生物药企业业务恢复明显，我们认为：伴随着我国本土创新力量逐步崛起，后续有望持续带动创新药、CXO和疫苗等生物制品行业保持较佳的增长性。

《原料药中报总结：产品升级，产能释放下的高增长》：再强调“前向一体化”驱动下的产业升级主逻辑，建议从技术平台、产品结构及产能释放节奏等多个维度优选弹性大、成长属性强的特色原料药标的。

《器械与服务中报总结：关注效率及渗透率提升加速》：上半年新冠疫情对于医疗器械及服务板块企业各有利弊，导致板块内盈利分化。器械板块及时推出抗疫物资产品的企业获利颇丰，同时反映了企业对市场需求变化的快速反应和执行力，有望保持长期健康成长；服务板块ICL龙头疫情期间承担大量检测任务，名利双收，后续行业集中度及市场渗透率提升步伐有望加快。

《科创板中报总结：新冠检测业绩领跑，挖掘新技术优质板块》：上半年，受疫情影响驱动，医药板块3家营收同比增速超300%，均为新冠检测公司，领跑科创板。我们认为，科创板公司强调科创属性，以科技创新为导向，以成长期公司为主，短期业绩可能会受外界影响波动较大，后期随着公司不断迭代新

细分行业评级

医药生物 看好

公司推荐

公司简介 推荐

相关报告

- 1 《医药行业2020年中报总结之创新药品产业链篇：本土力量逐步彰显硬实力，制药升级进入兑现期》2020.09.08
- 2 《特色原料药板块2020H1中报总结：产品升级、产能释放下的高增长》2020.09.07
- 3 《医药行业周报20200905：板块回调，关注估值切换带来低估值板块投资机遇》2020.09.05

产品、新平台，研发投入规模化显现，逐渐进入研发收获期，或出现盈利稳定及环比改善的趋势。

□ 投资建议：持续推荐成长逻辑清晰的 API 与 CXO 板块，以及药械创新升级机会

板块回调下建议重点关注低估值、高业绩确定性细分龙头。建议把握一下三条创新升级主线：

1) 制药创新升级：节奏上，我们依然坚持看好起于全球化分工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注；

2) 器械创新升级：需求端补短板及供给端升级、替代逻辑，奠定了医疗器械领域的长景气周期，同时考虑不同品类的技术迭代速度（或同质化程度）、国产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异，会导致不同细分领域的景气度上或存在差异；

3) 医疗服务、医药商业：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们建议关注：药明康德、泰格医药、昭衍新药、成都先导、普洛药业、仙琚制药、复星医药、康弘药业等。

□ 风险提示：行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		9 月 11 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	98.20	1.12	1.77	2.07	125.96	55.48	47.44	买入
603127.SH	昭衍新药	90.11	1.10	1.12	1.53	114.55	80.46	58.90	买入
300347.SZ	泰格医药	100.20	1.12	1.46	1.87	103.88	68.63	53.58	买入
688222.SH	成都先导	39.08	0.33	0.30	0.41	130.20	130.27	95.32	中性
000739.SZ	普洛药业	24.84	0.47	0.67	0.84	52.90	37.07	29.57	买入
002332.SZ	仙琚制药	16.80	0.45	0.54	0.67	37.51	31.11	25.07	买入
600196.SH	复星医药	48.41	1.30	1.37	1.54	37.35	35.34	31.44	买入
002773.SZ	康弘药业	48.04	0.82	0.99	1.24	58.57	48.53	38.74	买入

资料来源：Wind，浙商证券研究所

正文目录

1. 投资建议：板块回调，重点低估值、高业绩确定性细分龙头.....	4
2. 重点推荐行业和公司研究更新	4
2.1. 创新药产业链中报总结：本土力量逐步彰显硬实力，制药升级进入兑现期	4
2.2. 原料药中报总结：产品升级，产能释放下的高增长	6
2.3. 器械与服务中报总结：关注效率及渗透率提升加速	7
2.4. 科创板中报总结：新冠检测业绩领跑，挖掘新技术优质板块	8
3. 上周行情回顾.....	9
3.1. 医药行业行情：板块大幅回调，成交量有所下滑	9
3.2. 医药子行业行情：各版块均出现下跌，生物药板块受疫苗影响跌幅较大	10
3.3. 陆港通&港股通：医药持仓维持高位，龙头效应显著	12
3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪.....	13
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	9
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	9
图 3：本周各大行业涨跌幅	9
图 4：2020 年以来各大行业涨跌幅	9
图 5：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	10
图 6：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	10
图 7：上周医药子板块涨跌幅（中信）	11
图 8：上周医药子板块涨跌幅（浙商医药）	11
图 9：2010 年以来医药子行业估值变化情况	12
图 10：2017-2020.9.11 医药北上金额及占总北上资金比例	12
图 11：2017-2020.9.11 医药股北上资金布局子行业	12
图 12：2020.9.4-9.11 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名	13
图 13：2020.9.4-9.11 陆港通医药股市值前 10 名	13
图 14：2020.9.4-9.11 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名	13
图 15：2020.9.4-9.11 港股通医药股市值前 10 名	13
图 16：2020.9.4-9.11 陆港通医药股陆港通持股占比前 10	13
图 17：2020.9.4-9.11 港股通医药股港股通持股占比前 10	13
表 1：盈利预测与财务指标.....	2
表 2：2020 年 8 月 31 日至 9 月 25 日医药公司解禁限售股情况	14
表 3：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	14

1. 投资建议：板块回调，关注低估值、高业绩确定性细分龙头

上周（2020.9.7-2020.9.11）医药板块下跌 6.11%，跑输沪深 300 指数 3.12 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第 5 名。2020 年初以来，医药板块上涨 45.62%，跑赢沪深 300 指数 32.7pct，位列所有行业涨幅第 3 位。本周医药板块成交额下滑近 10%，各个医药细分板块除中药饮片全部下跌，生物医药和化学原料药跌幅较明显，分别下跌 8.59% 和 7.15%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，上周各版块均有一定下跌，生物药板块跌幅 10.16%，医疗服务、特色原料药及医疗器械跌幅分别为 9.59%、9.58%、8.37%，为跌幅居前板块。其中，受本周阿斯利康（AstraZeneca）宣布暂停正在进行的新冠疫苗 AZD1222（ChAdOx1）III 期临床试验影响（已于 12 日晚宣布英国恢复），与其签署中国内地市场独家授权合作框架协议的康泰生物次日大跌 16.57%，并引发疫苗产业链个股普遍大跌，西藏药业、华兰生物分别下跌 16.28%、13.30%；此外，博雅生物因近期负面消息下跌 17.74%，共同导致整体生物药板块大幅下跌。我们认为，从近期国内外疫苗是否出现不良反应的对比来看，本土疫苗研发企业表现突出，在全球疫苗开发中处于前列。而此前我们曾提示疫苗研发并非简单的“抢头彩”游戏，作为一款合格的疫苗产品/商品，安全性、效果性、成本、产能等方面均是关键，可通过以上要素筛选有望突围的疫苗企业，建议关注复星医药、康希诺、沃森生物和智飞生物等。

从中报业绩看我们认为：尽管 2020 年 Q2-3 医药板块估值相对年初明显提升，但是医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，是有可持续性业绩支撑的。对于下半年的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块；另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。从主线的角度概括如下：

1）制药创新升级：节奏上，我们依然坚持看好起于全球化分工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注；

2）器械创新升级：需求端补短板及供给端升级、替代逻辑，奠定了医疗器械领域的长景气周期，同时考虑不同品类的技术迭代速度（或同质化程度）、国产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异，会导致不同细分领域的景气度上或存在差异；

3）医疗服务、医药商业：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中长期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

2. 重点推荐行业和公司研究更新

2.1. 创新药产业链中报总结：本土力量逐步彰显硬实力，制药升级进入兑现期

报告导读：Q2 创新药企业、CXO 企业和疫苗等生物药企业业务恢复明显，我们认为：伴随着我国本土创新力量逐步崛起，后续有望持续带动创新药、CXO 和疫苗等生物制品行业保持较佳的增长性。

投资要点:**1、创新药：产品兑现节奏加速，医保变量兑现**

短期疫情影响，刚需和医保因素共振，创新药放量进入加速期。通过对恒瑞医药、复星医药、贝达药业、康弘药业等重点创新药研发企业 2019 年报和 2020H1 业绩可以看出：受到新冠肺炎疫情的影响，2020 年上半年创新药企业的收入和利润均受到疫情不同程度负影响，如康弘药业的康柏西普 2020H1 销售额同比下滑 24%，导致整体收入端下滑 8%。贝达药业收入端同比增速也明显放缓。尽管如此，我们从国产创新药放量情况明显可以看出创新药品种仍然受益于临床需求旺盛：2020H1 埃克替尼收入 9.24 亿（YOY 21%），信迪利单抗实现 9.21 亿（YOY 177%），特瑞普利单抗收入 4.26 亿，替雷利珠单抗收入约 3.5 亿（不到 4 个月销售额）、汉利康 2.24 亿收入（其中 2020 年 6 月单月终端销售额估计破亿元）。结合本土创新药企业研发管线进度分析，我们认为本土创新药企业逐步进入业绩兑现期。

2、医药服务（CXO）行业：依然是最可能超预期景气领域之一

新生态、新市场、新技术平台的拉动作用更加明显。

1) 2020H1 典型医药外包企业平均营收同比增速 38%，持续验证医药外包板块处于高景气度阶段。

2) **投资新生态带来新弹性：**2020H1 药明康德和泰格医药的归母净利润大幅上涨主要是得益于投资收益方面的突出表现，康龙化成净利润中也有明显的投资收益贡献，我们可以看到 CXO 企业在不断完善投资生态圈的过程中，也逐步开始实现较大体量的投资收益，未来也有望在行业持续高景气度的情况下实现更大的利润弹性。

3) **从季度来看：受到海外疫情影响 Q2 海外药物发现订单出现较为明显向国内加速转移的现象，**带动药明康德（中国区实验室服务收入同比增速 26%）和康龙化成（实验室服务收入同比增速 35%）早期药物发现服务收入快速增长。另外，泰格医药 2020H1 境内收入增速 17.52%，昭衍新药扣除 Biomere 并表影响收入同比增速达到 50%持续验证我们中国区市场红利逻辑。

4) CDMO 方面：博腾股份 2020H1 收入同比增长 48%，归母净利润同比增长 100%，凯莱英 2020H1 收入同比增长 16%（其中 Q2 同比增长 28%），归母净利润同比增长 38%（其中 Q2 同比增长 51%），验证我们一直强调的处于产业转移初期的小分子 CDMO 及受益中国市场红利逻辑。

3、生物药：国产疫苗进入兑现期，新冠疫苗研发本土力量值得期待

2020H1 生物药板块收入和归母净利润分别增长 5%、13%，受疫情影响同比增速出现明显放缓尤其是 Q1 影响最为显著。但是我们也可以看到 Q2 有较为明显的恢复：长春高新收入端明显恢复（YOY 39.54%），智飞生物 Q2 收入同比增长 59%，康泰生物 Q2 收入同比增长 48%，我们认为随着 Q2 疫情得到控制，Q3-Q4 疫苗行业仍有望重回快速增长。此外，伴随着后续更多的国产疫苗产品陆续上市，对业绩弹性贡献有望愈发明显。今年本土疫苗企业在新冠疫苗研发上的突出表现让我们看到本土疫苗研发企业已经可以在全球疫苗开发中处于较为前端的位置。

我们认为可以从成本（技术平台）、产能（产能越容易扩充后续市占率有望越高）和盈利能力（主要看定价）三个方面去筛选有可能在新冠疫苗研发中突围的疫苗企业，建议关注复星医药、康泰生物、康希诺、沃森生物和智飞生物等。

风险提示:

1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内，产业政策在这个过程中起着明显的调控作用，不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险；

2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业（CXO、API）以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险。

2.2. 原料药中报总结：产品升级，产能释放下的高增长

报告导读：再强调“前向一体化”驱动下的产业升级主逻辑，建议从技术平台、产品结构及产能释放节奏等多个维度优选弹性大、成长属性强的特色原料药标的。

投资要点:**1、二级市场表现：1-8 月板块平均涨幅 88.53%，远超行业基准**

2020年1月1日至2020年8月31日，A股特色原料药板块标的平均涨幅88.53%，远超中信医药指数涨幅（57.66%）和沪深300涨幅（16.82%）。特色原料药板块中，司太立、奥翔药业、华海药业累计涨幅位居板块前三，分别为227.4%、204.56%和173.52%。我们认为，特色原料药板块累计涨幅反映了投资者对中短期板块景气度的预期；特色原料药板块作为制药创新升级产业链中的重要组成部分，有望在下个阶段逐步兑现高增速。

2、成长性&盈利性：Q2 业绩增长环比改善，净利率上升带动 ROE 提升

特色原料药板块2020H1收入平均增速为13.3%，净利率平均增速为24.8%，平均净利率为17.7%同比提升0.7pct，环比提升2.3pct。

- ① 分季度看，2020Q2收入平均同比增长21.6%，高于2020Q1（4.1%）；净利率平均同比增长73.8%，同样高于2020Q1（23.4%）。我们认为，二季度全国物流陆续恢复、开工率稳步回升，疫情对原料药企业的负面影响逐步消除，产能释放节奏和订单饱满度对中短期业绩影响更明显。
- ② 分API品类看，沙坦类主要供应商如华海药业、天宇股份、美诺华等公司业绩增幅明显，其中华海药业原料药和制剂业绩直接受益于带量采购和出口禁令解除。此外，司太立、奥翔药业、富祥股份等公司受益于产能释放节奏和新产品投产，随着产能利用率提升，未来ROE有望持续上升。肝素API及制剂相关公司业绩增幅低于上述两个子板块，量价周期和产品升级背景下，中短期业绩成长仍具持续性。
- ③ 分模式看，普洛药业、九洲药业等公司CDMO和CMO业务拓展加速，商业批项目业绩持续兑现，我们看好技术平台型公司在未来中长期持续业绩变现。

3、资产周转及资本开支：持续关注高投资背后的产能释放空间

特色原料药板块2020H1收入平均增速为13.3%，净利率平均增速为24.8%，平均净利率为17.7%同比提升0.7pct，环比提升2.3pct。

- ① 以华海药业、天宇股份、奥翔药业等公司为代表，2020H1资产周转率同比明显提升，从侧面体现出产能释放下业绩增长提速；
- ② 以普洛药业、仙琚制药为代表的特色原料药公司，资产周转率同比下行且资本开支占收入的比例较低，表明其仍处于新建产能初期，完工后业绩弹性较明显。

从产品、产能上看，部分头部 API 公司业绩增长空间和持续性较明确，我们看好中期 ROE 上升趋势。

风险提示：产品价格波动的风险，库存、产能波动的风险，新品研发失败的风险等。

2.3. 器械与服务中报总结：关注效率及渗透率提升加速

报告导读：上半年新冠疫情对于医疗器械及服务板块企业各有利弊，各家企业利弊对冲结果最终导致板块内盈利分化。器械板块及时推出抗疫物资产品的企业获利颇丰，同时反映了企业对市场需求变化的快速反应和执行力，有望保持长期健康成长；服务板块 ICL 龙头疫情期间承担大量检测任务，名利双收，后续行业集中度及市场渗透率提升步伐有望加快。

投资要点：

1、医疗器械：疫情致短期盈利分化，长期关注产品管线及效率

受新冠肺炎疫情的影响，2020 年上半年营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为 11.5%、6.0%，增速同比下降 13.7、14.2pcts；盈利能力方面，上半年毛利率、净利率分别同比下滑 0.2、0.8pcts 至 65.9%、24.3%。板块内部来看各家公司之间分化显著，迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物、健帆生物等公司，因其产品或在抗疫期间需求旺盛，或具有刚需属性，或迅速推出能满足抗疫需要的新品，对部分受疫情负面影响的业务进行了显著的对冲，保持了良好的增长态势。

我们认为，抗疫相关企业不仅是短期内获利颇丰，能够具备抗疫所需产品品类并能够抓住时间窗口安排、扩建产能，甚至部分企业能够迅速研发推出能满足抗疫需要的新品，快速获批、取得认证并安排出口，其背后是这类企业具备完善的技术平台和产品管线、对市场需求变化的快速反应和决策能力，这是公司保持长期优质成长的关键。建议关注优质头部企业迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、凯普生物、健帆生物、欧普康视等。

2、医疗服务：ICL 行业渗透率提升加速，专科诊疗刚需恢复显著

2020 年上半年受新冠疫情影响，医疗服务板块营收、扣非后归母净利润分别减少 5.3%、38.9%。其中金城医学、迪安诊断两家 ICL 龙头在疫情期间承担了大量的核酸检测任务，业务量及品牌影响力均获得显著提升，营业收入分别同比增 36.6%、12.0%，利润分别大增 231.4%、106.3%。爱尔眼科、通策医疗营业收入分别同比减少 12.3%、12.9%，利润分别减少 16.7%、32.9%，但降幅相较于一季度已有显著缩窄（20Q1 营业收入分别同比减少 26.9%、51.1%，利润同比减少 90.5%、125.2%），由于眼科及口腔疾病与患者生活品质直接相关，相应医疗需求属于刚性需求，随着二季度生产生活逐步恢复，预计累积需求将持续得到释放和恢复。

我们认为，随着 DRGs 快速推进，对医疗服务企业成本、效率、专业性等要求进一步提高，行业集中度和市场渗透率的提升将是该领域投资的两大主题，龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强，而 ICL 龙头在本次疫情中表现亮眼，受政策青睐，行业集中度及市场渗透率提升步伐加快。继续关注金城医学、迪安诊断、爱尔眼科和通策医疗。

风险提示：

1、**医疗器械板块：**产品研发中审批不确定的风险，集中采购带来的大幅降价风险，新型冠状病毒肺炎疫情影响风险；

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

2.4. 科创板中报总结：新冠检测业绩领跑，挖掘新技术优质板块

报告导读：上半年，受疫情影响驱动，医药板块3家营收同比增速超300%，均为新冠检测公司，领跑科创板。我们认为，科创板公司强调科创属性，以科技创新为导向，以成长期公司为主，短期业绩可能会受外界影响波动较大，后期随着公司不断迭代新产品、新平台，研发投入规模化显现，逐渐进入研发收获期，或出现盈利稳定及环比改善的趋势。

投资要点：

1、科创板：检测、疫苗、CRO表现优异

截至2020年9月2日，科创板今年共上市了22家生物医药类公司，累计已达37家。其中，医疗器械与生物材料类公司19家，占总体51.35%；创新药及生物制品类公司10家，占总体27.07%。

从业绩来看，生物医药板块业绩远优于科创板整体水平，营业收入同比增长41.56%，净利润同比增长2294.38%（科创板：营业收入YOY 1.68%；净利润YOY 23.67%）。板块内部来看，疫情加剧了板块内公司的分化情况。部分公司如检测试剂公司东方生物、硕世生物、圣湘生物营收同比增速超300%。疫情相关耗材公司洁特生物，新冠疫苗概念股康希诺受疫情防控和医疗需求增加影响均录得较高的营收增速；受中国区市场红利及海外订单转移的带动，CRO公司美迪西（营业收入YOY 31%，归母净利润YOY 76%）同样获得了高增长。但部分公司由于疫情对门诊量、手术量、物流等的影响，上半年收入、利润增速同比下滑较为严重，盈利能力也有一定下降。如三生国健上半年收入端下滑32%，利润端同比下滑429.61%。在市场竞争愈发激烈和疫情的双重影响下，公司主打产品益赛普营业收入3.31亿元，同比减少34%。复旦张江营业收入下滑39.69%，利润端下滑68.30%，由于目前疫情管控还未完全解除，公司表示二季度可能仍将受到较大影响。CRO公司成都先导由于超90%客户来自于海外，蛋白交付延迟了药物筛选业务的开展，收入端、利润端均有明显下滑，且可能持续。

2、成长性分析：疫情红利带动检测试剂商领跑科创板

2020年上半年医疗器械子板块营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为112.25%、31.44%、811.69%，经营性现金流受到疫情相关公司东方生物、硕世生物、圣湘生物的明显带动。创新药板块受疫情负面影响较大，成为营收唯一同比下滑的子板块。随着国内疫情的逐渐缓解，医院的门诊量和手术量都有明显回升，我们认为，占据优质赛道的临床急需用药仍然有旺盛的需求，下半年收益有望明显回暖。

3、盈利能力分析：研发费用率持续上涨，尽显科创底色

2020年上半年毛利率除创新药板块有明显提升外，其余各板块变动较小，研发费用率较去年同比增长率均有明显提升。我们发现上半年虽有部分公司受到了疫情较大的冲击，主营业务收入下滑明显，但并未能削弱研发投入的力度。研发投入26亿元，同比增长39.08%，创历史新高，这显示了科创板公司始终坚持的创新驱动发展战略及科技创新企业的巨大发展潜力。

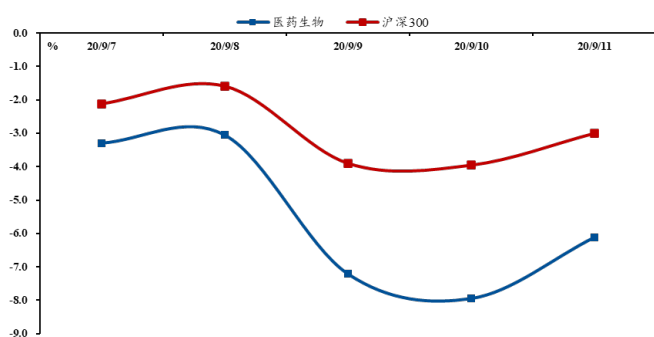
风险提示：产品研发中审批不确定的风险，临床推进中失败的风险，新型冠状病毒肺炎疫情疫情影响风险以及政策不确定性风险等。

3. 上周行情回顾

3.1. 医药行业行情：板块大幅回调，成交量有所下滑

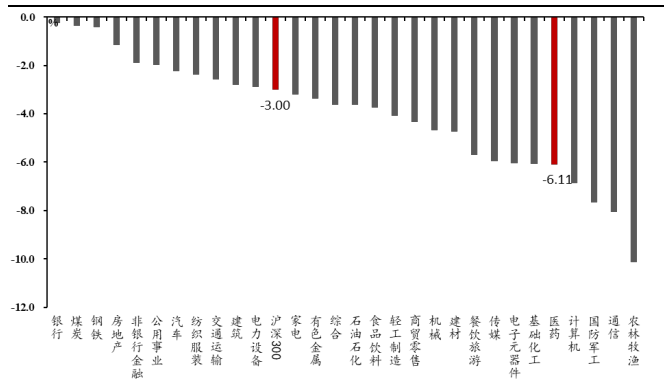
上周（2020.9.7-2020.9.11）医药板块下跌 6.11%，跑输沪深 300 指数 3.12 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名倒数第 5 名。2020 年初以来，医药板块上涨 45.62%，跑赢沪深 300 指数 32.7pct，位列所有行业涨幅第 3 位。与此同时我们注意到，2020H1 基金医药重仓占比处于历史高位，特色原料药、医疗器械、医药服务等板块越来越受到主流机构的关注，而板块之间及标的之间的超额收益及业绩表现也持续分化。2020 年一季度在国内外疫情影响下，医疗服务等板块短期业绩承压，但不改中期稳健增长的逻辑，而当疫情的负面影响逐步褪去，我们提示投资者关注在供给侧升级核心逻辑下受益的细分领域和龙头业绩增长的相对确定性。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



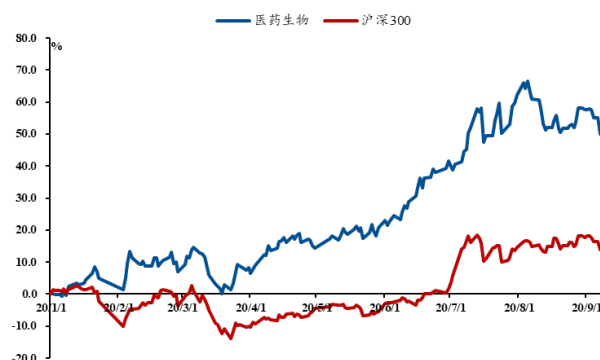
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：本周各大行业涨跌幅



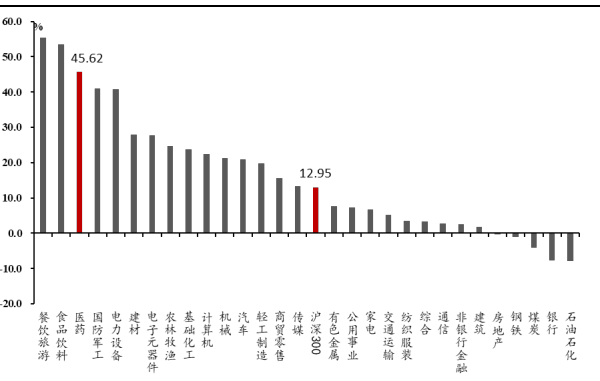
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

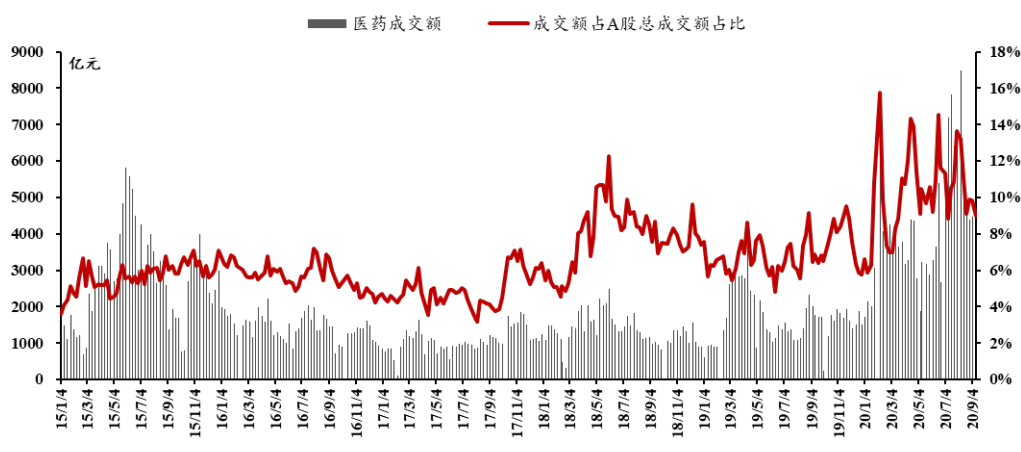
图 4：2020 年以来各大行业涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

上周医药板块成交额出现下滑。上周医药行业成交额为 4040.91 亿元，成交额占市场总成交额的 8.98%，较上周下降 0.86 个百分点。整体看医药板块成交额占比仍处于历史中枢偏上区间，反映出当下宏观背景下医药龙头成长的确定性和吸引力。

图 5：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

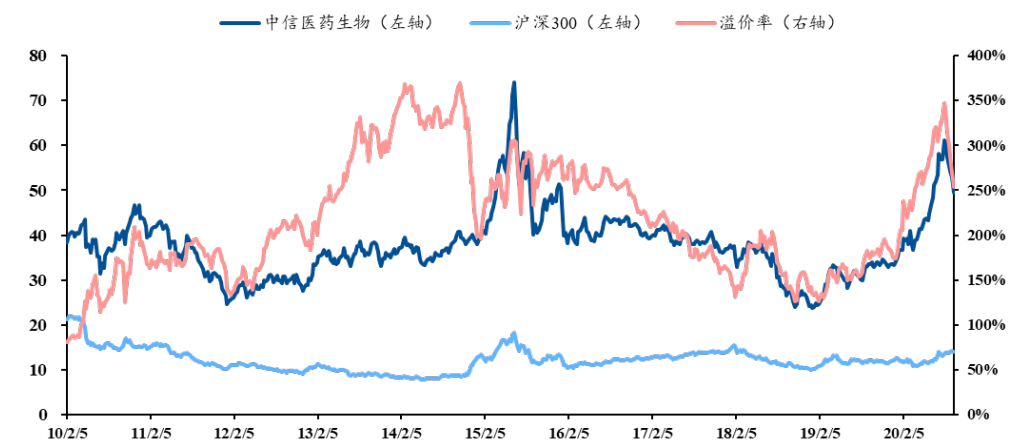


资料来源：Wind，浙商证券研究所

医药板块相对沪深 300 溢价率持续下滑，但仍维持高位。截止 2020 年 9 月 11 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 49.43，比上周下跌 3.36。虽然已有连续 6 周下跌，但仍处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 254.57%，比上周下降了 15.42 个百分点，溢价率仍然处于近四年相对高位。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段。我们认为，全球疫情对中国医药产业既有一次性的短期影响，也有持续性的深远影响；而在疫情后半场，建议更多关注三医联动改革背景下医药投资的中期逻辑，更多追踪医药行业“枢纽性”和内需驱动型板块景气度的变化，再次强调我们在 2020 年中期策略报告中提到的“全球接轨，替代升级”的选股思路，建议关注制药创新升级产业链（API+CXO）、器械创新升级产业链（补短板+技术迭代）及非药领域商业模式创新，这些领域随着供给端的持续推进，景气度均逐步进入兑现提升的阶段。

图 6：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

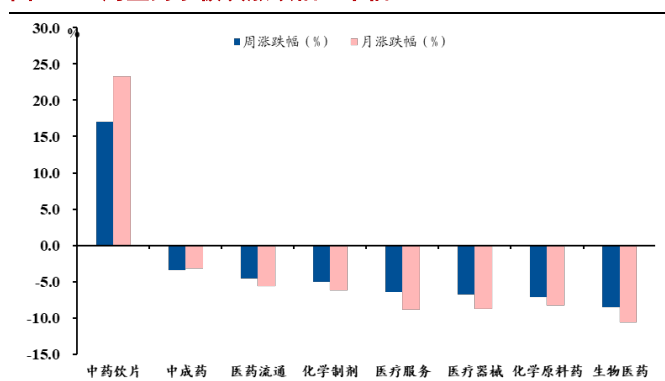
3.2. 医药子行业行情：各版块均出现下跌，生物药板块受疫苗影响跌幅较大

根据 wind 中信医药分类看,上周除中药饮片细分板块外其他医药细分板块全部下跌,生物医药和化学原料药跌幅较明显,分别下跌 8.59%和 7.15%。中药饮片板块有较大涨幅主要为 ST 康美与国资签订托管协议影响连续涨停所致。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务,根据浙商医药重点公司分类情况来看,上周各版块均有一定下跌,生物药板块跌幅 10.16%,医疗服务、特色原料药及医疗器械跌幅分别为 9.59%、9.58%、8.37%,为跌幅居前板块。其中,受本周阿斯利康 (AstraZeneca) 宣布暂停正在进行的新冠疫苗 AZD1222 (ChAdOx1) III 期临床试验影响 (已于 12 日晚宣布英国恢复), 与其签署中国内地市场独家授权合作框架协议的康泰生物次日大跌 16.57%,并引发疫苗产业链个股普遍大跌,西藏药业、华兰生物分别下跌 16.28%、13.30%;此外,博雅生物因近期负面消息下跌 17.74%,共同导致整体生物药板块大幅下跌。我们认为,从近期国内外疫苗是否出现不良反应的对比来看,本土疫苗研发企业表现突出,在全球疫苗开发中处于前列。而此前我们曾提示疫苗研发并非简单的“抢头彩”游戏,作为一款合格的疫苗产品/商品,安全性、效果性、成本、产能等方面均是关键,可通过以上要素筛选有望突围的疫苗企业,建议关注复星医药、康希诺、沃森生物和智飞生物等。

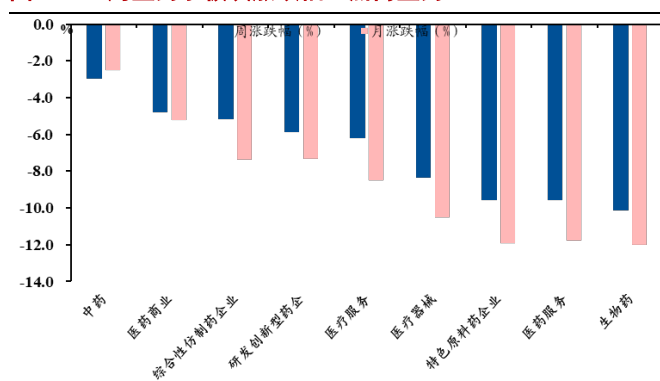
从中期维度看,我们强调从市场化、国际化改革的背景出发,寻找全球接轨、替代升级领域的投资机会,建议关注制药创新升级领域 (API+CXO)、器械创新升级领域 (补短板+技术迭代赛道) 和医疗服务龙头。

图 7: 上周医药子板块涨跌幅 (中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 8: 上周医药子板块涨跌幅 (浙商医药)

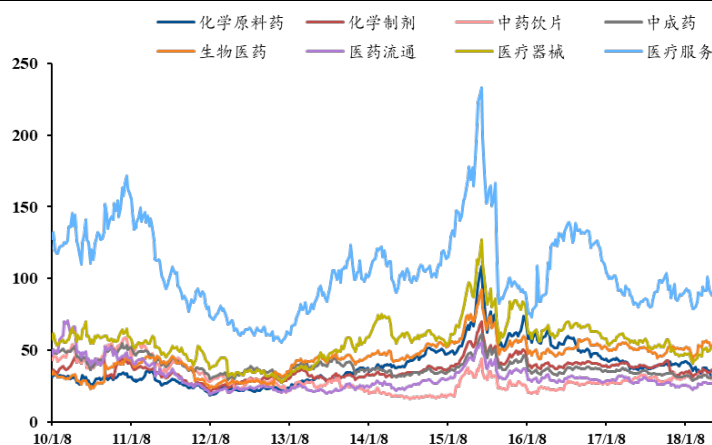


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 以上为浙商医药重点公司汇总

市盈率方面, 医疗服务、生物医药和化学制剂板块居于前三位, 分别为 85 倍、79 倍、55 倍。在目前行情下, 估值波动的风险成为潜在风险, 也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品 (变化) 支撑的标的, 做仓位平衡配置, 沿产业趋势优选标的, 长期持有。

图 9：2010 年以来医药子行业估值变化情况

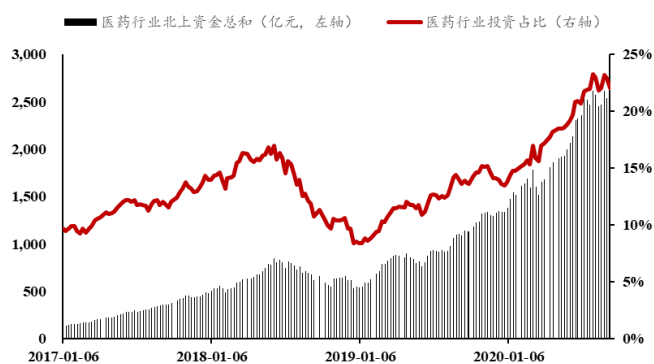


资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 陆港通&港股通：医药持仓维持高位，龙头效应显著

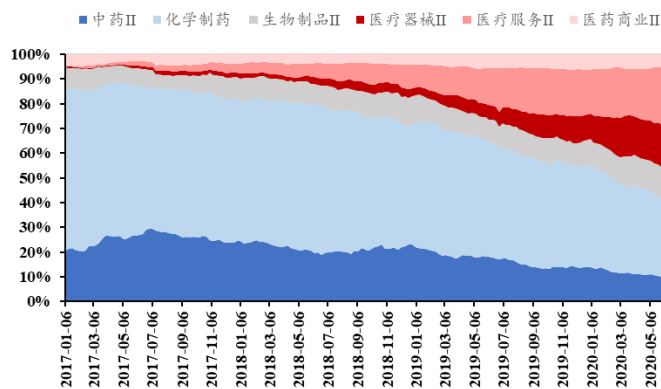
截至 2020 年 9 月 11 日，陆港通医药行业投资 2432 亿元，医药持股占陆港通总资金的 22.0%。从子板块看，生物制品板块占比略有回升（占比 12.02%），医疗服务板块占比有所下降（占比 22.61%）。我们认为，陆港通资金流向反映出包括海外投资者在内的机构对医药不同板块的不同景气度预期。历史上看，中成药龙头如云南白药等长时间受到机构青睐，而近几年化药板块内部结构分化，以医疗器械、医药服务等为代表的非药板块持仓增幅显著，这提示我们关注医药行业政策中周期下枢纽性和内需驱动型子版块景气度变化，及长周期下公司 α 属性对二级市场超额收益的持续贡献。

图 10：2017-2020.9.11 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

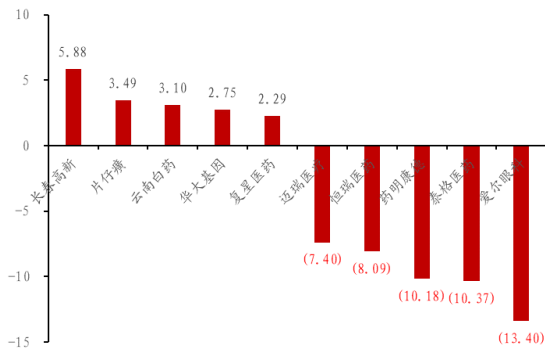
图 11：2017-2020.9.11 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

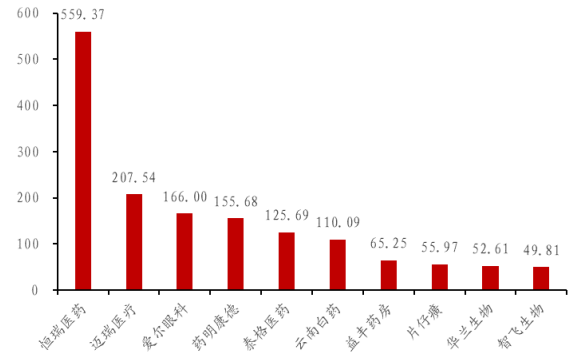
具体持仓标的上，2020 年 9 月 7 日至 9 月 11 日陆港通医药标的市值变动前 5 名分别为长春高新、片仔癀、云南白药、华大基因和复星医药，后 5 名分别为迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、泰格医药和爱尔眼科；港股通医药标的市值变动前 5 名分别为复星医药、东阳光药、绿叶制药、平安好医生和中国中药，后 5 名分别为阿里健康、药明生物、石药集团、微创医疗和威高股份。在疫情防控常态化、长期化的背景下，疫苗、血制品、特色原料药等子版块需求复苏具有确定性，行业龙头市占率集中趋势同样具有确定性，多因素共振下医药板块的相对吸引力有多增强，持仓结构中龙头效应更加显著。

图 12：2020.9.4-9.11 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



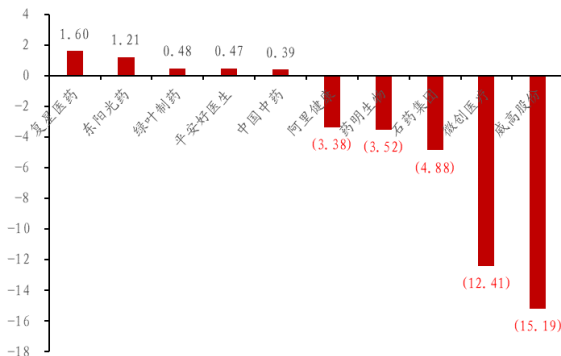
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：2020.9.4-9.11 陆港通医药股市值前 10 名



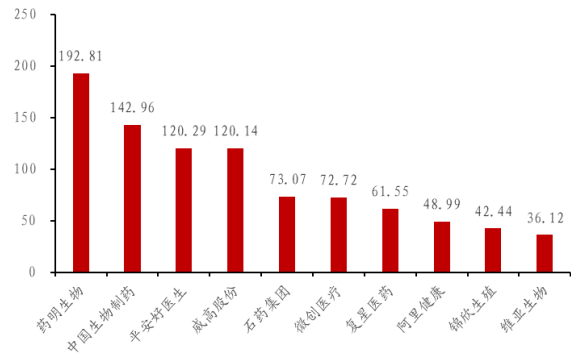
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：2020.9.4-9.11 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



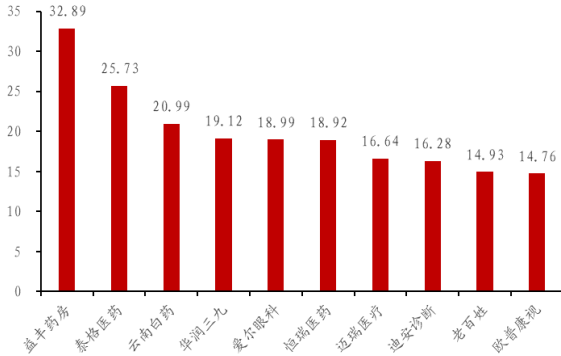
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：2020.9.4-9.11 港股通医药股市值前 10 名



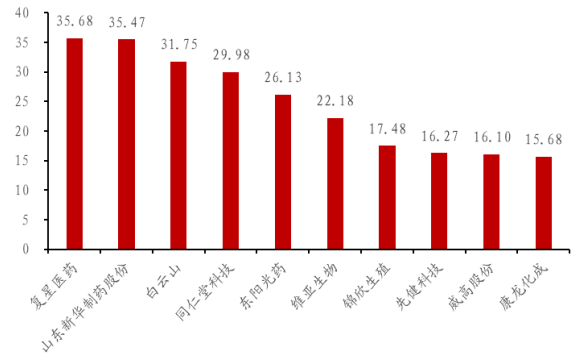
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2020.9.4-9.11 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2020.9.4-9.11 港股通医药股港股通持股占比前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4. 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化：关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2020 年 8 月 31 日至 9 月 25 日，共有 13 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中大博医疗、天宇股份、赛隆药业和哈三联等涉及解禁股份占流通股本比例较高。

在股权质押方面，ST 冠福第一大股东股权质押比例大幅上升，一心堂和东宝生物等比例下降。

表 2：2020 年 8 月 31 日至 9 月 25 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁股本占流 通 A 股比例	解禁收益率 (%)
002821.SZ	凯莱英	2020-08-31	26.21	7,180.17	0.12%	
688513.SH	苑东生物	2020-09-02	2,475.49	184,968.49	100.00%	68.44
603538.SH	美诺华	2020-09-09	30.79	1,268.45	0.21%	
603882.SH	金域医学	2020-09-09	17,824.52	1,772,470.36	63.74%	
600521.SH	华海药业	2020-09-10	7,868.55	282,402.42	5.72%	188.57
300363.SZ	博腾股份	2020-09-10	73.40	2,190.99	0.16%	
002653.SZ	海思科	2020-09-11	76.66	1,803.81	0.16%	
300482.SZ	万孚生物	2020-09-14	6.21	533.00	0.03%	
002898.SZ	赛隆药业	2020-09-14	11,017.73	136,289.38	167.39%	
300702.SZ	天宇股份	2020-09-21	12,090.50	1,333,340.68	222.19%	
002900.SZ	哈三联	2020-09-22	17,174.25	201,797.44	143.81%	
002901.SZ	大博医疗	2020-09-22	36,000.00	3,254,400.00	886.98%	
603963.SH	大理药业	2020-09-22	9,062.63	79,116.72	70.21%	

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表 3：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东 质押比例变化 (%)	第二大股东 质押比例变化 (%)	第三大股东 质押比例变化 (%)
ST 冠福	58.60	0.00	0.00
奇正藏药	5.80	0.00	0.00
宝莱特	2.71	0.00	0.00
爱尔眼科	1.04	0.00	0.00
天士力	-1.17	0.00	0.00
金城医药	-1.32	0.00	0.00
太极集团	-1.95	0.00	0.00
乐心医疗	-2.54	0.00	0.00
东宝生物	-6.70	0.00	0.00
一心堂	-7.19	0.00	0.00

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4. 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn