分析师：沈彦東
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：伍可心
联系电话：0755-82830333（119）
邮箱：wukx@wanhesec.com

Q3 行业持续回暖，看好器械、CXO、医疗服务等板块

医药生物行业 2020 年三季报业绩综述

业绩总结：

2020 前三季度，医药行业上市公司实现营收合计 12,147 亿元，同比增加 5.2%；实现归属母公司净利润合计合计 1,293 亿元，同比增加 30%；实现扣非归母净利润合计 1,153 亿元，同比增加 29%；期间费用中销售费用率因差旅受限下降显著，其他费用维持稳定。

细分行业比较：Q3 非疫情相关板块业绩增速逐步回暖。**医疗器械、医疗服务、生物制品表现亮眼。**

原料药：Q3 整体业绩增速放缓，由于疫情影响上半年订单提前导致 Q3 业绩增速受限。**化学制剂：**受疫情影响业绩承压，目前修复仍不够充分，且中长期来看，涉及带量采购相关产品的企业业绩或持续承压。**中药：**受防疫影响呼吸类等药品需求下降，相关生产企业持续承压。**医疗器械：受**疫情影响，医疗器械细分领域业绩分化，疫情相关产品（新冠检测、防护耗材、呼吸机、CT 等）生产企业业绩表现优越。**医疗服务：**随疫情影响逐步褪去，医疗服务机构业绩恢复显著；CXO 领域海外产能持续转移，行业发展空间大。**医药商业**：流通领域业绩逐步修复；零售板块受益于疫情及行业集中度提升影响业绩表现较好。

投资策略：目前已经进入后疫情时代，投资方向有以下 4 条主线：1）防疫相关疫苗研发企业；2）疫情相关特效药在研管线且具备较强研发能力的药企；3）国内局部疫情爆发和国外疫情蔓延带来的新冠检测、防护耗材等需求持续；4）随着国内疫情影响逐步消化，前期受压制的患者需求释放，非疫情相关产品的生产、服务企业将迎来较大反弹。

中长期来看，医药生物行业具备强刚需属性，随着全国人口老龄化和科学技术的进步，行业整体发展前景十分乐观。我们认为相关投资主线应该有以下 5 条：1）创新药行业产业链（包括化药创新药、生物制药、疫苗、CXO）；2）产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。3）连锁医疗服务机构；4）血制品行业；5）原料药龙头企业及部分转型升级为“原料药+制剂”一体化企业。

风险提示：宏观经济下行风险，医改政策不及预期风险，药品降价超预期风险，药品研发不及预期。

目录

一、 行业整体情况.....5
(一)板块行情表现.....5
(二)行业业绩表现.....6
(三)板块估值变化.....10
二、 细分板块分析.....12
(一)化学原料药：受海外疫情影响上半年订单提前，Q3 业绩增速放缓.....12
(二)化学制剂：业绩仍处于修复期.....13
(三)中药：治疗类业绩恢复尚需时间，消费类中药品牌业绩稳健.....14
(四)生物制品：业绩快速回升.....16
(五)医疗器械：业绩大幅增长，结构性分化.....19
(六)医疗服务：行业维持高景气度，Q3 业绩增速强势回升.....23
(七)医药商业：结构性分化.....26
三、 投资策略与建议.....29
四、 风险提示.....30

图表 1 2020 年年初至 9 月 30 日行业指数走势 5
图表 2 2020 年前三季度申万一级行业营收同比增速（%） 6
图表 3 2020 年前三季度申万一级行业归母净利润合计同比增速（%） 6
图表 4 2012-2020Q3 医药制造业营业总收入及同比增速（亿元，%） 7
图表 5 2012-2020Q3 医药制造业利润总额及同比增速（亿元，%） 7
图表 6 医药上市公司营业收入及增速（亿元，%） 8
图表 7 医药上市公司归母净利润及增速（亿元，%） 8
图表 8 医药上市公司扣非净利润及增速（亿元，%） 8
图表 9 医药上市公司期间费用率（%） 8
图表 10 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速（%） 9
图表 11 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速（%） 9
图表 12 医药上市公司个股归母净利润增速区间（家） 10
图表 13 2020 前三季度 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名 10
图表 14 医药生物板块估值变化（PE，历史 TTM_中值）截止至 2020.11.19 11
图表 15 申万医药生物三级子行业 2020 年前三季度分季度涨跌幅（%） 11
图表 16 申万医药生物三级子行业 2020 年前三季度累计涨跌幅（%） 11
图表 17 原料药上市公司营收及同比（亿元，%） 13
图表 18 原料药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 13
图表 19 原料药上市公司毛利率及净利率（%） 13
图表 20 原料药上市公司主要费用率（%） 13
图表 21 化学制剂上市公司营收及同比（亿元，%） 14
图表 22 化学制剂上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 14
图表 23 化学制剂上市公司毛利率及净利率（%） 14
图表 24 化学制剂上市公司主要费用率（%） 14
图表 25 中药上市公司营收及同比（亿元，%） 15
图表 26 中药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 15
图表 27 中药上市公司毛利率及净利率（%） 15
图表 28 中药上市公司主要费用率（%） 15
图表 29 生物制品板块上市公司营收及同比（亿元，%） 16
图表 30 生物制品板块上市公司扣非净利润（亿元，%） 16
图表 31 生物制品板块上市公司毛利率及净利率（%） 16
图表 32 生物制品板块上市公司主要费用率（%） 16
图表 33 生物制品上市公司营收及同比（亿元，%） 17
图表 34 生物制品上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 17
图表 35 生物制品上市公司毛利率及净利率（%） 17
图表 36 生物制品上市公司主要费用率（%） 17
图表 37 血制品上市公司营收及同比（亿元，%） 18
图表 38 血制品上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 18
图表 39 血制品上市公司毛利率及净利率（%） 18
图表 40 血制品上市公司主要费用率（%） 18
图表 41 医疗器械板块上市公司营收及增速（亿元，%） 19
图表 42 医疗器械板块上市公司扣非净利润（亿元，%） 19
图表 43 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率（%） 20
图表 44 医疗器械板块上市公司主要费用率（%） 20
图表 45 医疗设备上市公司营收及同比（亿元，%） 20
图表 46 医疗设备上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 20
图表 47 医疗设备上市公司毛利率及净利率（%） 21
图表 48 医疗设备上市公司主要费用率（%） 21

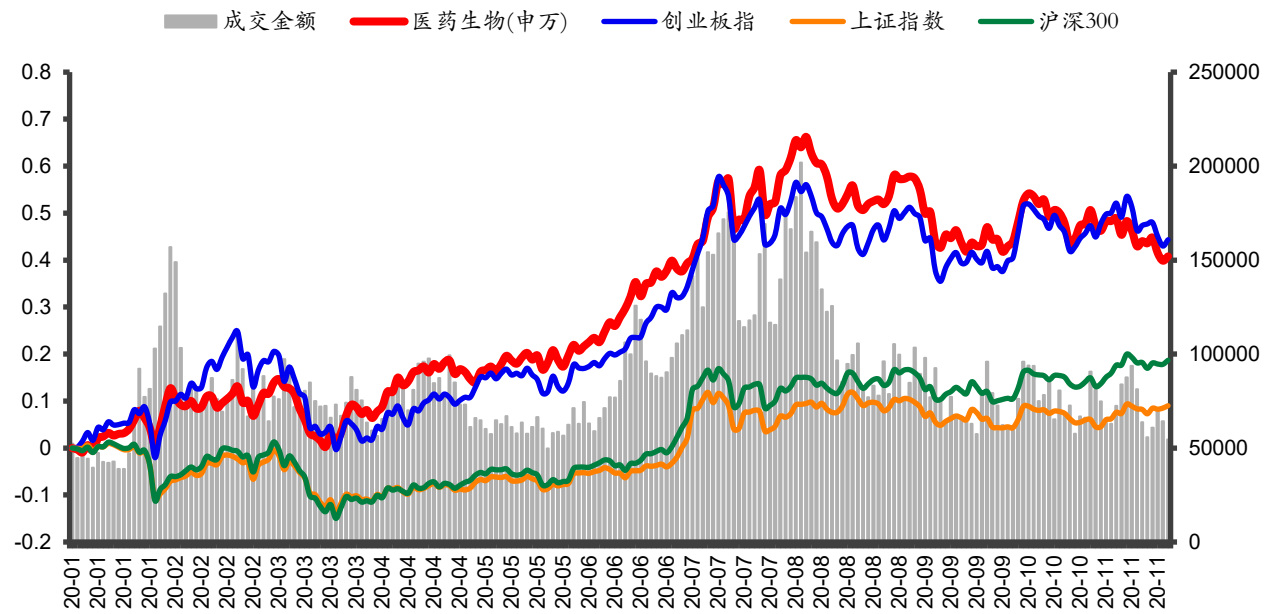
图表 49 高值耗材上市公司营收及同比（亿元，%） 21
图表 50 高值耗材上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 21
图表 51 高值耗材上市公司毛利率及净利率（%） 22
图表 52 高值耗材上市公司主要费用率（%） 22
图表 53 IVD 上市公司营收及同比（亿元，%） 22
图表 54 IVD 上市公司扣非净利润及同比（亿元，%） 22
图表 55 IVD 上市公司毛利率及净利率（%） 23
图表 56 IVD 上市公司主要费用率（%） 23
图表 57 医疗服务板块上市公司营收及增速（亿元，%） 24
图表 58 医疗服务板块上市公司扣非净利润（亿元，%） 24
图表 59 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率（%） 24
图表 60 医疗服务板块上市公司主要费用率（%） 24
图表 61 医疗服务机构上市公司营收及增速（亿元，%） 25
图表 62 医疗服务机构上市公司扣非净利润（亿元，%） 25
图表 63 医疗服务机构上市公司毛利率及净利率（%） 25
图表 64 医疗服务机构上市公司主要费用率（%） 25
图表 65 CXO 板块上市公司营收及增速（亿元，%） 26
图表 66 CXO 板块上市公司扣非净利润（亿元，%） 26
图表 67 CXO 上市公司毛利率及净利率（%） 26
图表 68 CXO 上市公司主要费用率（%） 26
图表 69 医药商业上市公司营收及增速（亿元，%） 27
图表 70 医药商业上市公司扣非净利润（亿元，%） 27
图表 71 医药商业上市公司毛利率及净利率（%） 27
图表 72 医药商业上市公司主要费用率（%） 27
图表 73 医药流通上市公司营收及增速（亿元，%） 28
图表 74 医药流通上市公司扣非净利润（亿元，%） 28
图表 75 医药流通上市公司毛利率及净利率（%） 28
图表 76 医药流通上市公司主要费用率（%） 28
图表 77 医疗药零售板块上市公司营收及增速（亿元，%） 29
图表 78 医疗药零售板块上市公司扣非净利润（亿元，%） 29
图表 79 医疗药零售上市公司毛利率及净利率（%） 29
图表 80 医疗药零售上市公司主要费用率（%） 29

一、 行业整体情况

(一) 板块行情表现

2020 年因疫情影响，医药股板块市场预期向好，截至 2020 年 11 月 19 日，A 股指数整体呈上涨趋势，医药生物指数大幅跑赢各主要指数，上证综指上涨 9.01%，沪深 300 上涨 18.68%，创业板指上涨 44.33%，SW 医药生物指数上涨 40.79%。

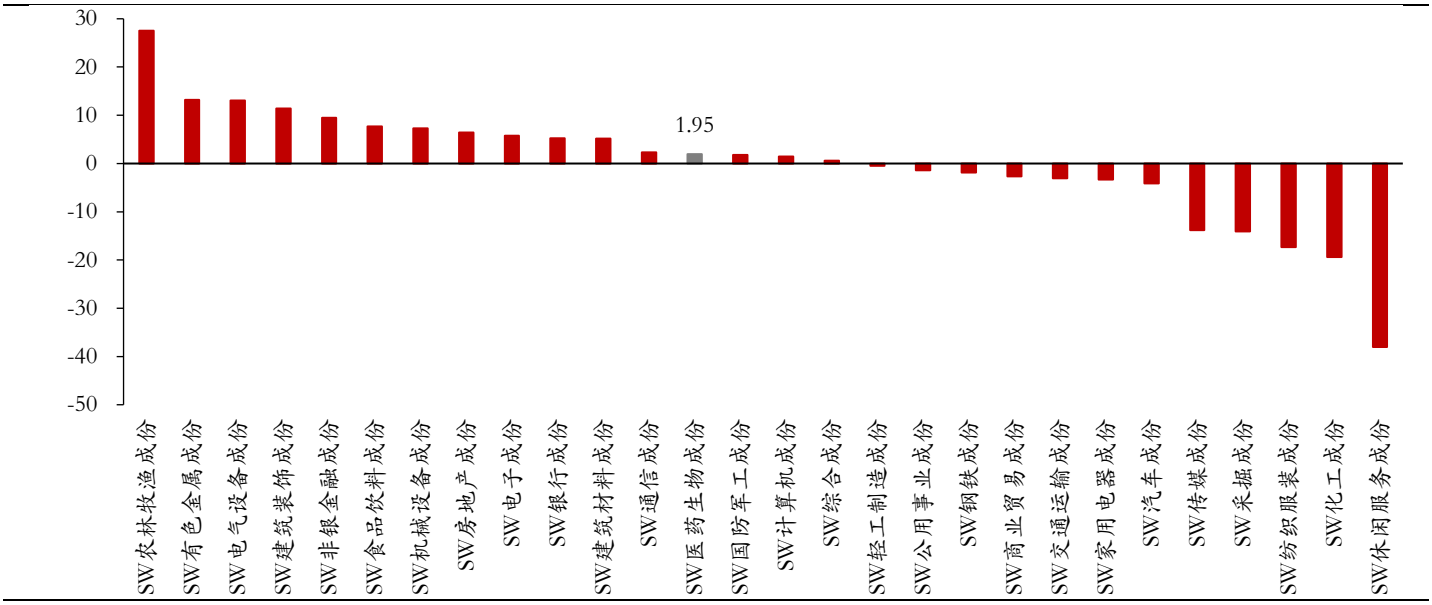
图表 1　2020 年年初至 9 月 30 日行业指数走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

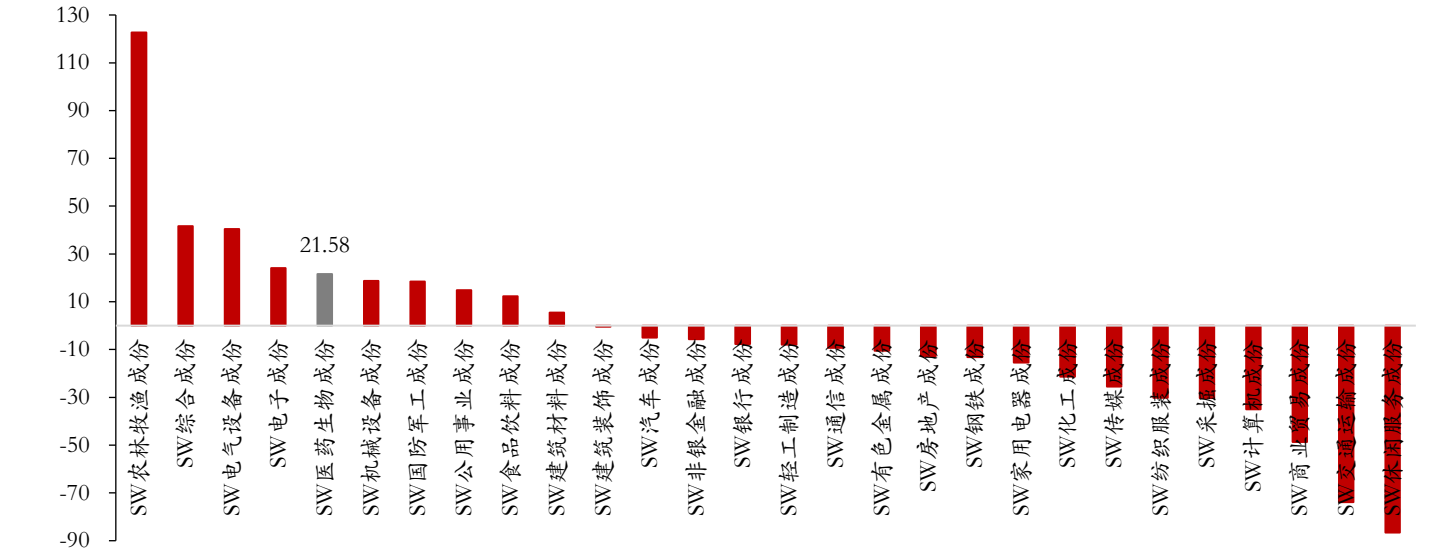
三季度起，国内经济复苏较好，疫情影响逐渐消退，仍有部分板块业绩承压，医药板块维持较好态势。前三季度，医药生物行业营收增速为 1.95%，排名居中，居第 13 位；归母净利润增速 21.58%，恢复较好，排名靠前，居第 5 位。

图表 2　2020 年前三季度申万一级行业营收同比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3　2020 年前三季度申万一级行业归母净利润合计同比增速（%）



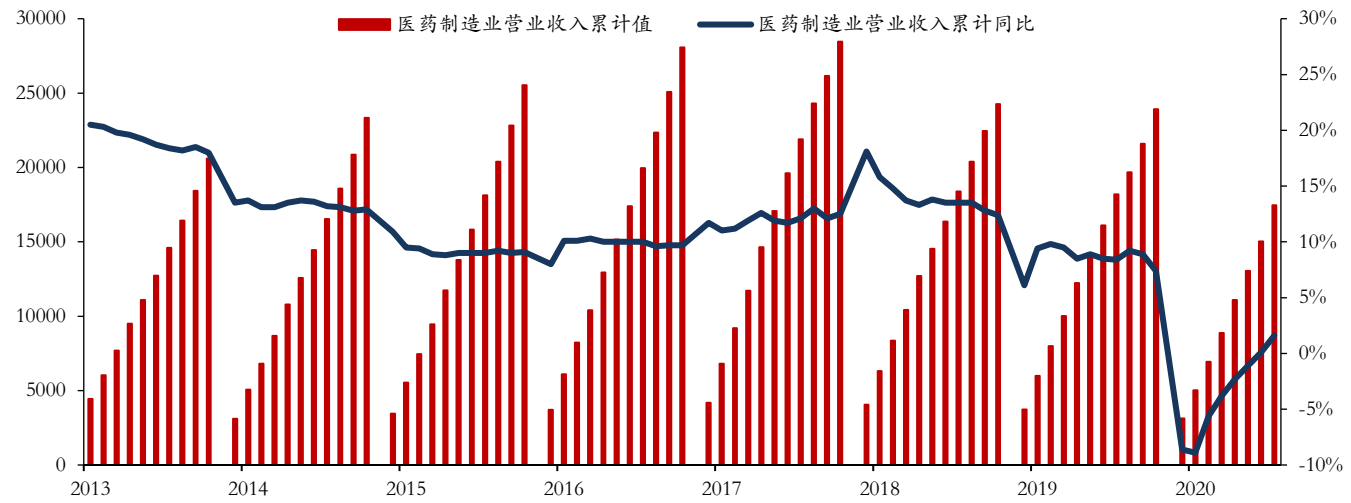
资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 行业业绩表现

医药制造业营收持续回暖，利润端优于营收端。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2020 年前三季度医药制造业实现营业收入 17,470.20 亿元，同比增速由负转正至 1.60%；利润总额为 2504.90 亿元，同比增速为 8.20%。我们认为受国内疫情影响逐步消除，医院门诊各科室重新开放，**整体而言，我们预计 2020 年医药制造业全年盈利增速在 5%-10%**，主要原因是：1）医药行业刚需性显著，随国内生产经营恢复及医院门诊重新开放，因疫情推迟的需求将得到释放；2）随着全国卫生投入增加及分级

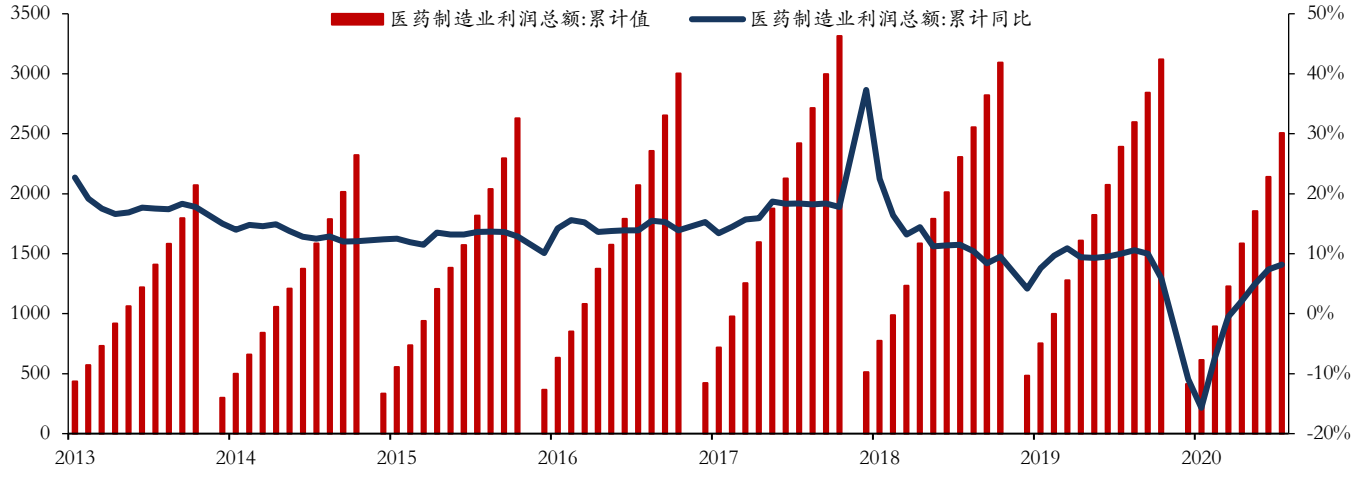
诊疗的逐步推进，基层医院将采购大量国产医疗设备补齐短板；3）受国家医保目录动态调整、带量采购、按病种收费试行等系列医改措施下，行业整体增速将持续承压；4）行业结构分化愈加显著，研发能力较强的优质医药制造企业将成为行业主要增长动力。

图表 4　2012-2020Q3 医药制造业营业总收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：国家统计局，万和证券研究所（医药制造业主营业务收入指标 2018 年底停止更新，营业收入指标自 2017 年起更新，因此自 2017 起为营业收入数据。）

图表 5　2012-2020Q3 医药制造业利润总额及同比增速（亿元，%）



资料来源：国家统计局，万和证券研究所

上市公司 Q3 盈利增速持续回升，前三季度整体盈利能力显著优于行业。我们以 265 家上市公司为统计对象，前三季度，医药生物行业上市公司实现营收合计 12,147.69 亿元，同比增加 5.19%，Q3 单季度同比增速回升至 13.6%；实现归属母公司净利润合计 1,292.53 亿元，同比增加 29.51%，Q3 单季度同比增速回升至 57.0%；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计 1,153.32 亿元，同比增加 29.44%；期间费用中管理费用及财务费用维持稳定，

销售费用率下降显著，主要因为疫情期间出行受限导致销售渠道多从线下转为线上造成差旅等相关费用大幅减少。**我们认为上市公司整体增速全年将大幅超过行业。**

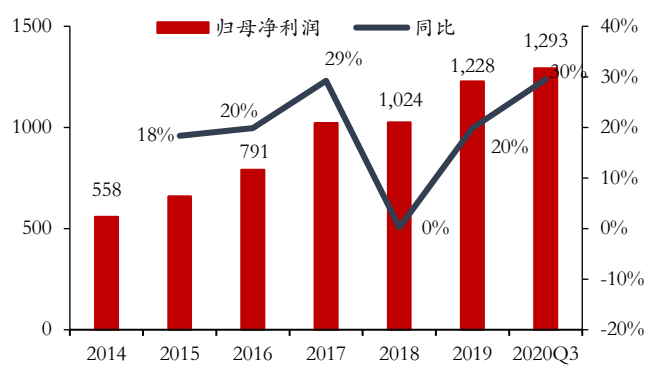
*注释：计算医药行业上市公司业绩时剔除了在 2019 年数据可比性较低的公司及 2019 年 12 月 5 日以后上市的公司，具体如下：（1）存在 ST 或*ST 或其他连续两年亏损的有：*ST 生物、*ST 华塑、*ST 恒康、*ST 交昂、ST 百花、ST 冠福、翰宇药业；（2）经营存在较大波动的有：宜华健康、东阿阿胶、*ST 华塑、国际医学、海南海药、通化金马、景峰医药、美年健康、创新医疗、嘉应制药、精华制药、亚太药业、长江健康、誉衡药业、瑞康医药、龙津药业、*ST 天圣、莱美药业、康芝药业、吉药控股、盈康生命、翰宇药业、冠昊生物、美康生物、太极集团、圣济堂、ST 康美、康恩贝、ST 运盛、览海医疗；（3）经常性损益占营业收入比重过大的有：国新健康、*ST 华塑、览海医疗、百奥泰-U；（4）非经常性损益占归属母公司净利润比重过大的有：国农科技、国新健康、*ST 生物、海南海药、紫鑫药业、九安医疗、光正集团、佛慈制药、双成药业、香雪制药、仟源医药、博晖创新、广生堂、太极集团、江苏吴中、海正药业、亚宝药业、国发股份、新华医疗、哈药股份、天目药业、钱江生化、莎普爱思、济民制药。

图表 6　医药上市公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 7　医药上市公司归母净利润及增速（亿元，%）



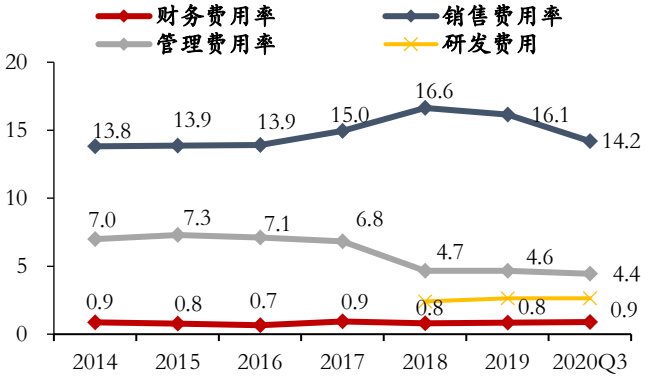
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8　医药上市公司扣非净利润及增速（亿元，%）



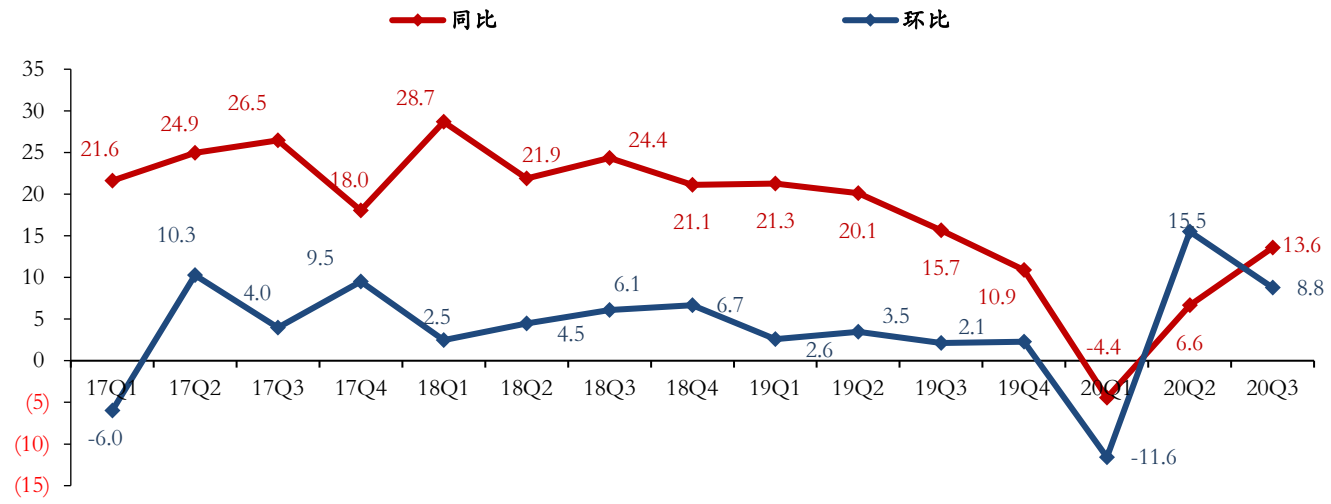
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9　医药上市公司期间费用率（%）



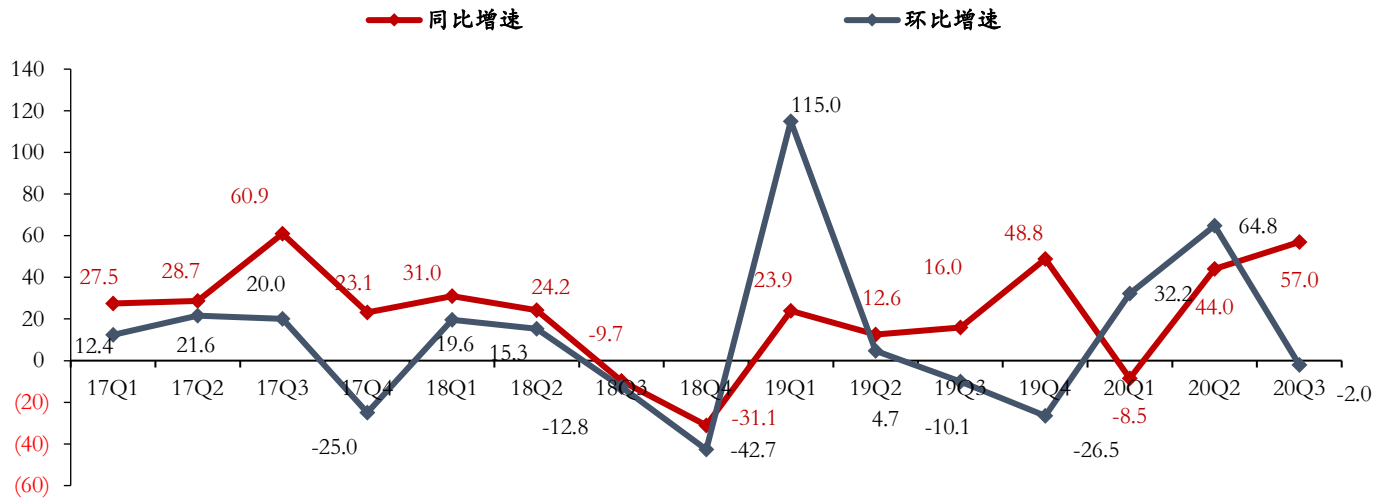
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10　医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

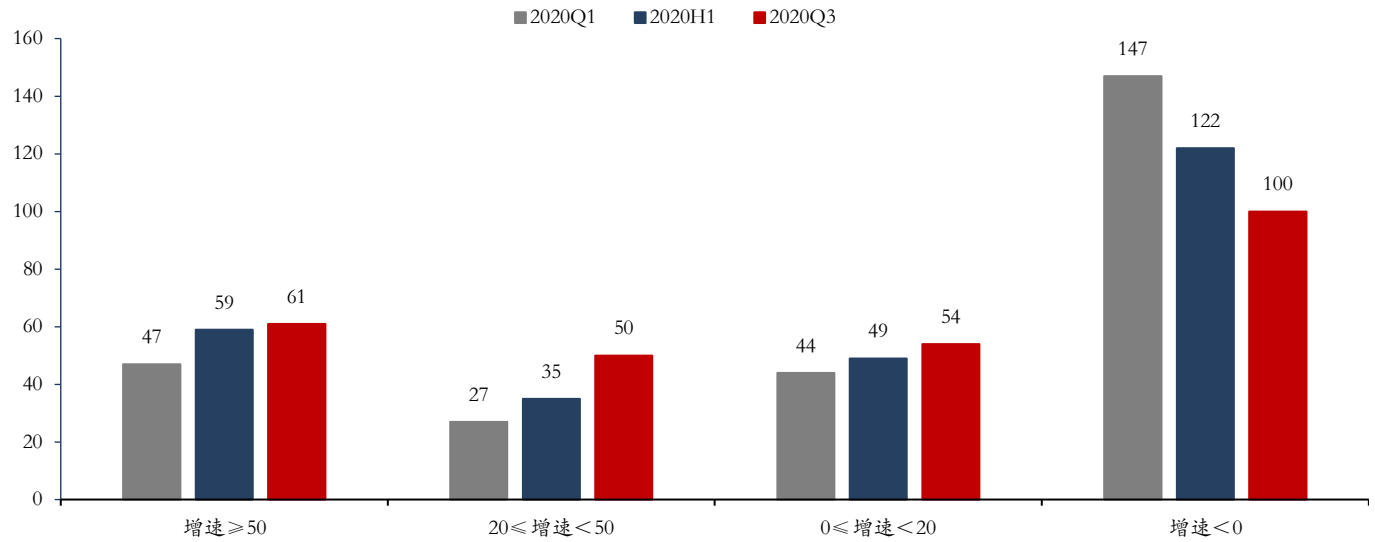
图表 11　医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

前三季度医药行业上市公司主要受疫情影响业绩分化严重。一季度受疫情影响，个股业绩普遍承压，归母净利润呈负增长企业占比超过一半（55%），二季度占比下降至 46%，三季度占比下降至 38%。整体而言，前三季度归母净利润呈负增长的企业下降至 100 家，占比 37.74%；增速为 0-20%的有 54 家，占比 20.38%；增速为 20%-50%的有 50 家，占比 18.87%；增速为 50%以上的有 61 家，占比 23.02%。

图表 12 医药上市公司个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

细分子板块业绩分化。今年受疫情影响较大，医疗器械板块处于优势地位，营收及利润增速均实现高速增长，居各子板块首位；医疗服务、生物制品板块盈利增速分别位居二、三名。医药商业、中药、化学制剂板块增速排名在后三名。**随着国内整体经济活动恢复，因疫情推迟的需求将逐步得到释放，生物制品、医疗服务板块的业绩已实现强劲恢复，化学制剂有望逐季恢复到较好的水平。**

图表 13 2020 前三季度 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

细分板块	营业总收入（亿元）	同比（%）	增速排名	归母净利润（亿元）	同比（%）	增速排名
医疗器械Ⅲ(申万)	1263.21	49.41	1	345.54	126.25	1
医疗服务Ⅲ(申万)	509.77	7.88	2	63.39	25.01	3
生物制品Ⅲ(申万)	865.81	5.12	3	175.79	32.29	2
化学原料药(申万)	722.67	3.93	4	116.02	12.34	4
医药商业Ⅲ(申万)	5443.27	2.20	5	143.39	9.42	5
中药Ⅲ(申万)	2231.24	-6.99	6	207.91	-16.04	7
化学制剂(申万)	2280.04	-7.63	7	226.78	1.13	6

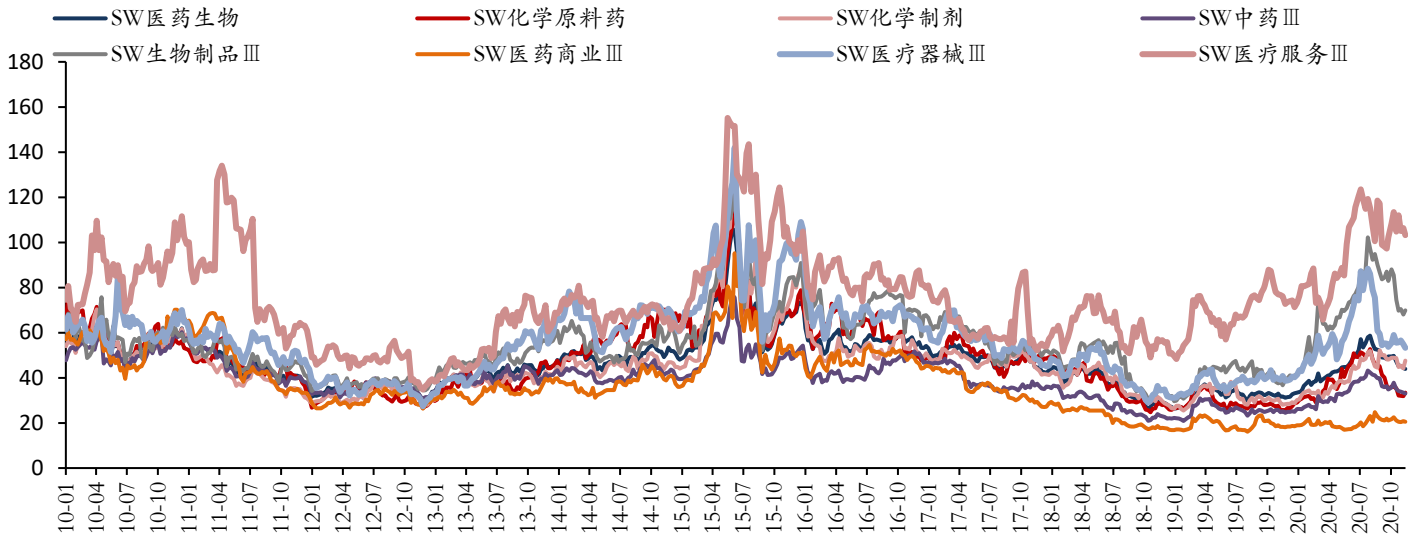
资料来源：Wind，万和证券研究所

(三) 板块估值变化

受益于疫情，医药行业前三季度估值水平得到显著改善，细分板块分化延续。截至 2020 年 11 月 19 日，医疗服务、、生物制品、医疗器械板块的 PE 最高，分别为 103.25 倍、69.86 倍及 53.22 倍，其中医疗服务、生物制品板块高于历史平均水平 75.02 倍、55.29 倍，历史最高位分别在 2015 年 5 月达到 155.15 倍、122.22 倍，目前处于历史最高的 37%、67%的水平；医疗器械板块估值均略低于历史平均水平。医药商业、化学原料药、中药板块分别为

20.56 倍、33.46 倍、33.03 倍，均低于历史平均水平，其中医药商业板块远低于历史平均水平，处于历史较低位。

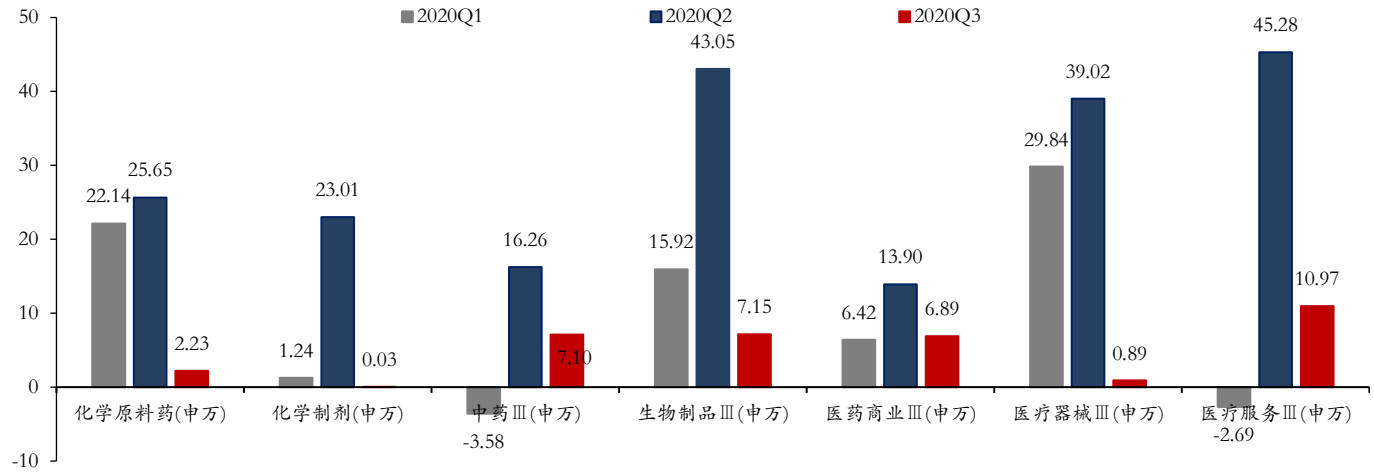
图表 14　医药生物板块估值变化（PE，历史 TTM_中值）截止至 2020.11.19



资料来源：Wind，万和证券研究所

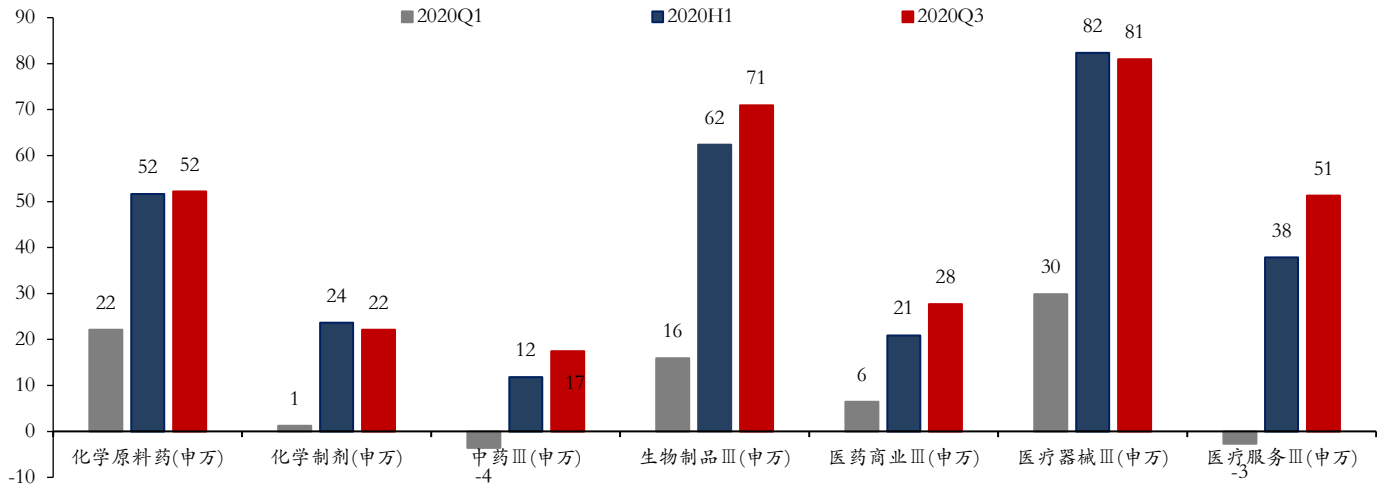
受益于疫情，医药生物各细分板块 2020 年前三季度均获得较大涨幅。分季度来看，2020 年第二季度各子版块涨幅均为全年最大。从 2020 年前三季度，申万医药各子版块累计涨跌幅均为正，其中，医疗器械及生物制品领涨，涨幅分别为 93%、91%；化学原料药及医疗服务的涨幅均超过 50%，分别为 71%、62%；医药商业、化药及中药板块的涨幅分别为 36%、34%、28%。

图表 15　申万医药生物三级子行业 2020 年前三季度分季度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16　申万医药生物三级子行业 2020 年前三季度累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

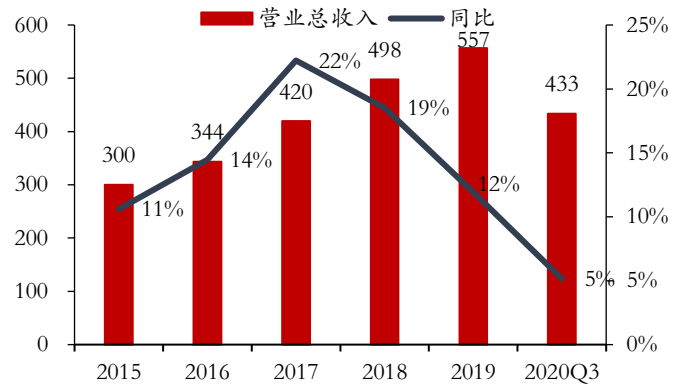
二、 细分板块分析

(一) 化学原料药：受海外疫情影响上半年订单提前，Q3 业绩增速放缓

我们以 24 家上市公司作为化学原料药的统计对象，2020 年前三季度原料药板块整体实现营收 433.38 亿元，同比增加 5.15%，实现扣除非经常性损益净利润合计 53.07 亿元，同比增加 21.57%。由于上半年疫情加速境外订单转移致使 Q3 增速有所放缓，整体来说，前三季度原料药板块整体业绩表现较好。

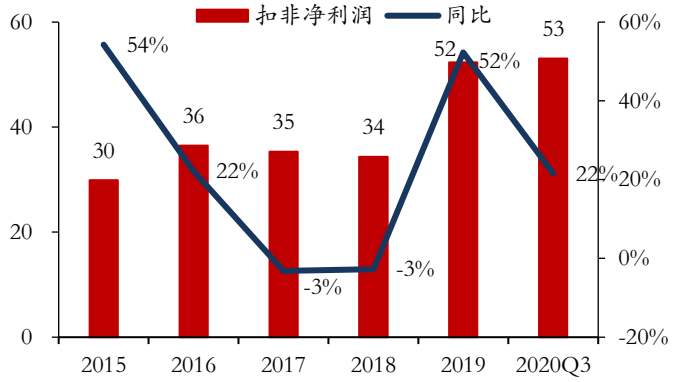
前三季度原料药行业上市公司盈利能力提升显著，毛利率为 44.71%，净利率 14.02%，较 2019 年增加 2.12 个百分点。受疫情影响，部分费用率有所下降，其中销售费用因差旅受限下降至 14.51%，研发费用下降至 4.88%，管理费用下降至 8.27%，财务费用率增加 0.66 个百分点至 1.85%。

图表 17 原料药上市公司营收及同比（亿元，%）



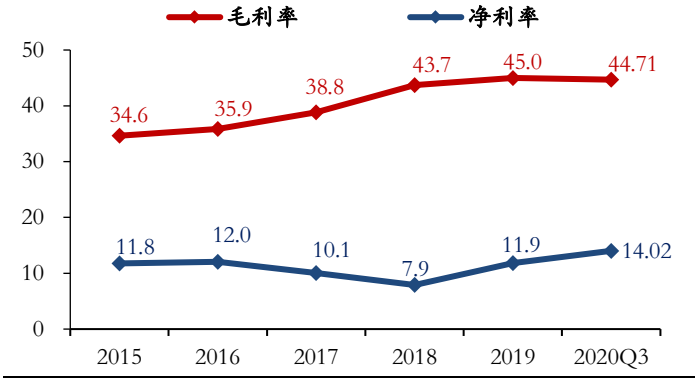
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 原料药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



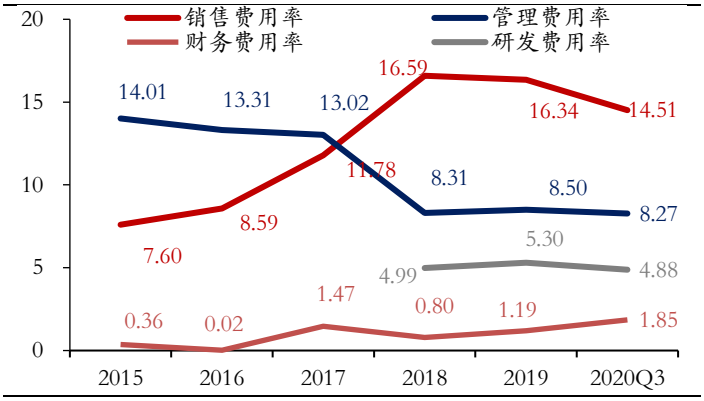
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 原料药上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 20 原料药上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

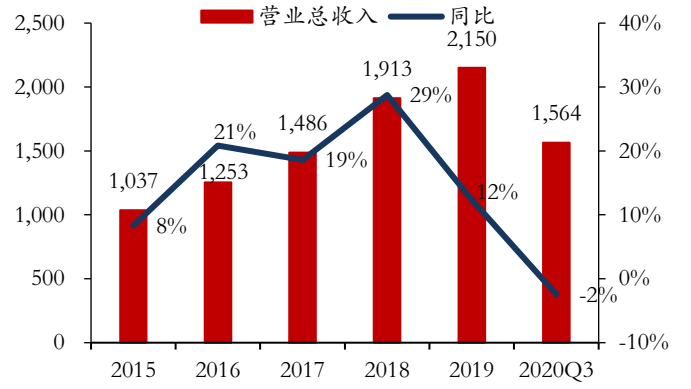
外在方面，中国凭借着成熟的工业体系及成本优势由吸引了欧美原料药产能的转移，尤其疫情影响下，国内因为疫情防控较好，生产经营恢复正常，部分原本给印度的订单向国内转移，原料药行业优质企业有望借此进一步打开海外市场，建立品牌形象，以高性价比获得长期订单，龙头企业增长可期。从国内角度来看，原料药的业绩好转主要系供给侧改革，行业集中度提高及供给减少导致产品提价；部分特色原料药企业在成长期，逐渐升级为原料药制剂的一体化供应企业，部分特色原料药企业逐步向 CMO/CDMO 拓展，行业成长空间打开，盈利能力预计将持续提升。

(二) 化学制剂：业绩仍处于修复期

我们以 46 家上市公司为统计对象来分析化学制剂行业概况。**Q3 化学制剂上市公司盈利情况逐步转好**，前三季度实现营业收入 1564.31 亿元，同比下降 2.44%，实现扣非净利润合计 152.39 亿元，同比下降 0.18%。第一季度受疫情影响，医院诊疗量大幅减少导致慢病及手术类产品销售下滑显著，二季度起医院门诊恢复正常开放，疫情影响逐步消化。

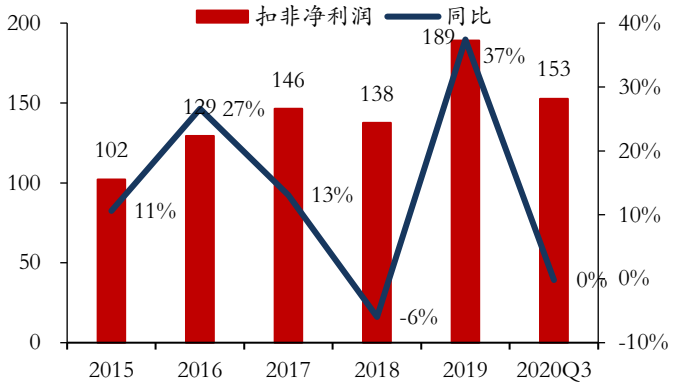
从盈利能力来看，2020 年前三季度化学制剂上市公司整体毛利率为 61.08%，净利率为 12.95%。销售费用率下降 3.5 个百分点，主要是疫情导致出行受限，营销多转为线上方式，差旅费大幅减少所致。

图表 21　化学制剂上市公司营收及同比（亿元，%）



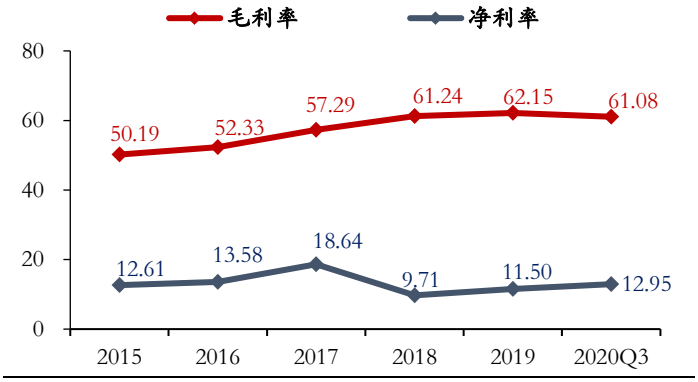
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 22　化学制剂上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



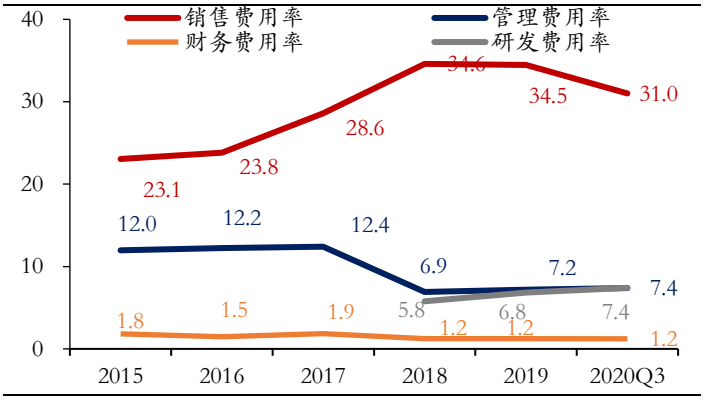
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 23　化学制剂上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 24　化学制剂上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

化学制剂行业正在发生结构性变化，创新将是行业的主旋律，仿制药受一致性评价+集采等政策影响快速大幅降价，较原研药的优势已经明显缩窄，盈利能力持续下降；由于医保支付结构的调整，部分创新药龙头公司业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。2020 第一季度受疫情影响，慢性病用药、手术相关产品等销售受影响较大，第二季度起，医院门诊量、住院量逐渐恢复，相关产品销售收入有所回升，但受带量采购相关政策影响，仿制药为主业务线的化学制剂行业全年收入或承压，创新药企业业绩或因政策倾斜获得较大改善。

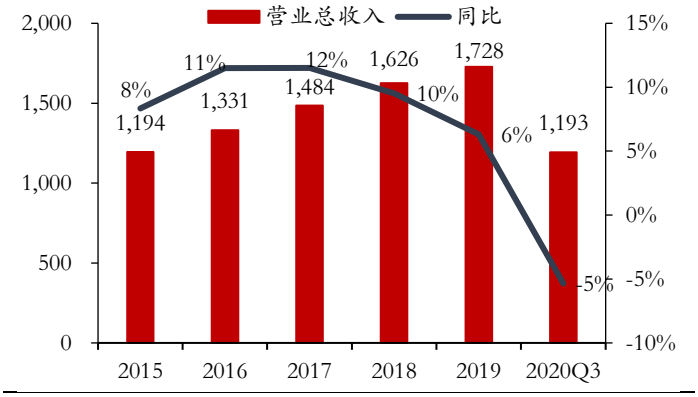
(三)　中药：治疗类业绩恢复尚需时间，消费类中药品牌业绩稳健

我们以 49 家上市公司作为统计对象，2020 年前三季度中药板块实现营业收入合计 1193.09 亿元，同比下降 5.36%，实现扣非净利润 122.14 亿元，同比下降 9.55%。行业业绩整体增速低迷，Q3 较前两季度有明显好转，降幅有

所收窄，主要受以下因素影响：1）受新冠疫情影响，仅有少部分生产疫情相关产品企业受益，大部分企业受疫情冲击较大，二季度开始由于国内疫情基本控制住，人群防护持续，流感等呼吸道疾病传染路径被大幅限制，相关企业业绩需要较长时间恢复；2）中药注射剂的使用及销售被限制，部分中药注射剂为大单品的企业业绩大幅下滑；3）新版医保目录出台后，部分企业产品被调出医保目录，则面临着 3 年退出期及之后的压力。

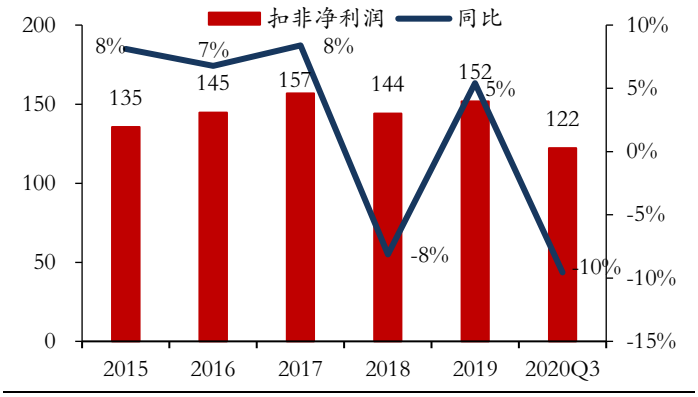
前三季度中药行业上市公司毛利率为 57.30%，净利率较 12.07%，较上年增加 1.27 个百分点，净利率较前两年显著提升。费用率均有所下降，其中销售费用率下降 2.18 个百分点最为显著，主要是疫情导致出行受限，差旅费大幅减少所致，研发费用率和财务费用率维持在较低水平。

图表 25　中药上市公司营收及同比（亿元，%）



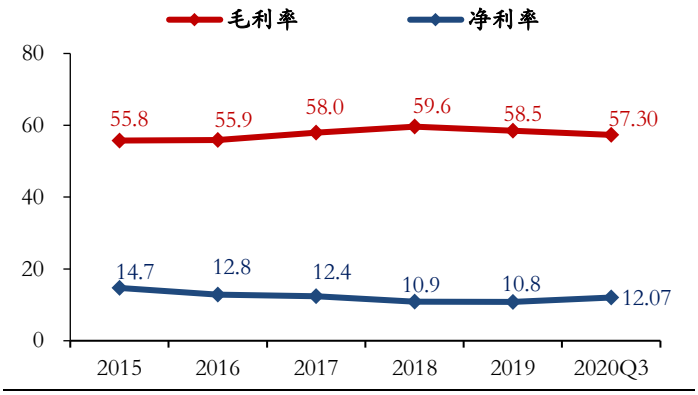
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 26　中药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



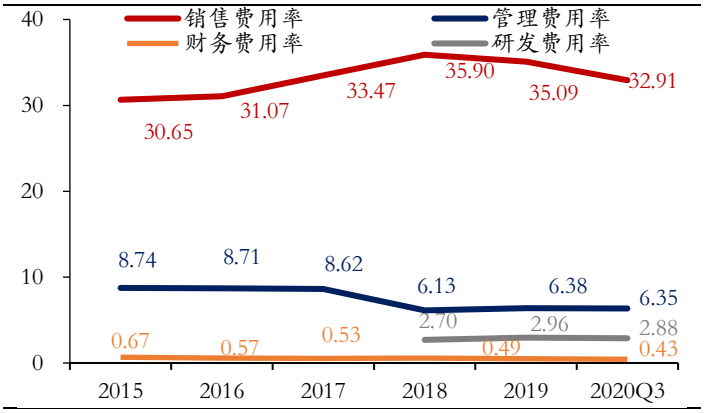
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 27　中药上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 28　中药上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

2020 年前三季度受新冠肺炎影响，大部分中药企业受疫情疫情冲击较大，业绩需要较长时间恢复。此外，中药注射剂在当前环境下使用受限，销售压力较大，中药口服制剂替代效应逐步显现。叠加医保目录调整及医保支付结

构调整影响，板块业绩承压，且中药行业的研发投入难以加大将导致行业成长受制明显。建议关注消费属性较强的品牌中药品牌龙头或临床价值确定的中药企业。

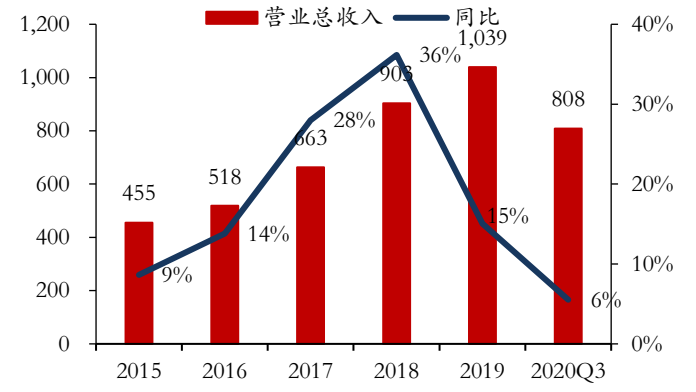
(四) 生物制品：业绩快速回升

我们以 31 家生物制品行业上市公司作为统计对象，2020 年前三季度实现营业收入合计 808.42 亿元，同比上涨 5.53%，实现扣非净利润 140.35 亿元，同比增加 24.75%。

前三季度盈利能力提升显著，毛利率为 54.66%，净利率为 21.49%，较上年提升 4.39 个百分点。费用方面，受疫情影响，销售费用率下降明显，主要因出行受限，销售渠道主要转为线上，差旅费大幅减少，但研发费用率由于部分企业针对疫情相关产品（如疫苗）投入研发加大有所提升。

接下来，我们将生物制品行业细分为生物制品（含生物制药及疫苗）及血制品子行业进一步分析。

图表 29 生物制品板块上市公司营收及同比（亿元，%）



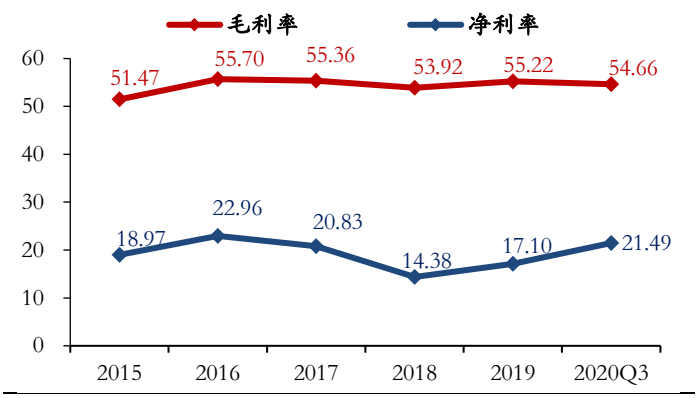
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 30 生物制品板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



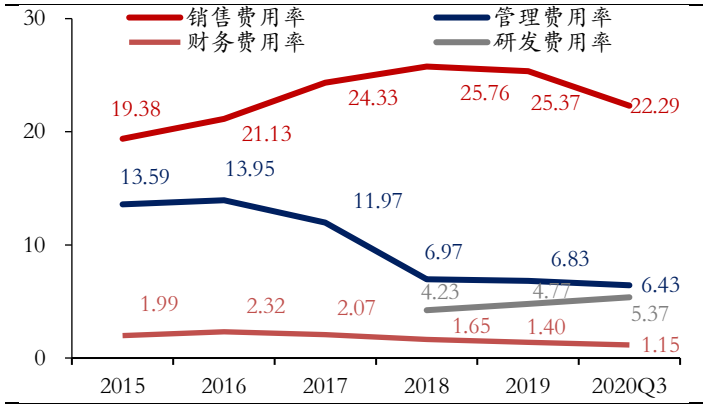
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 31 生物制品板块上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 32 生物制品板块上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

1. 生物制品（生物制药+疫苗）：行业价值凸显，业绩可期

我们以 26 家上市公司作为统计对象，前三季度生物制品行业上市公司实现营业收入合计 704.99 亿元，同比上涨 5.38%；生物制品行业上市公司实现扣非净利润 112.57 亿元，同比增加 26.69%。生物制品行业上市公司在一季度受疫情疫情，整体业绩增速为负；第二季度起，国内生产经营恢复，三季度迎来快速恢复，预计第四季度仍可保持较高增长。

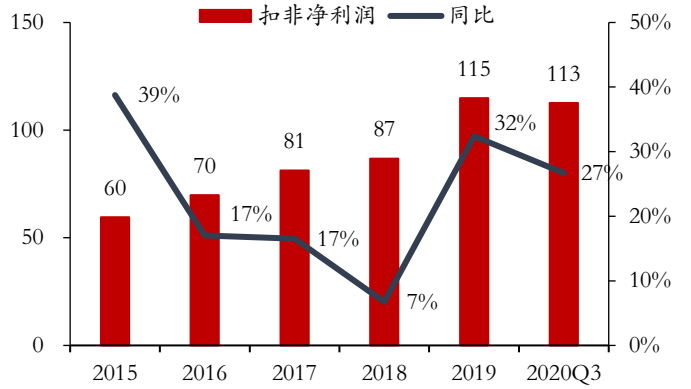
2020 年前三季度整体盈利能力显著提升，毛利率为 54.23%，净利率为 19.56%，较上年提升 3.8 个百分点。费用方面，销售费用率下降明显，主要因疫情影响出行受限，销售渠道主要转为线上，差旅费大幅减少，研发费用率由于部分企业针对疫情相关产品（如疫苗）投入研发加大有所提升。

图表 33 生物制品上市公司营收及同比（亿元，%）



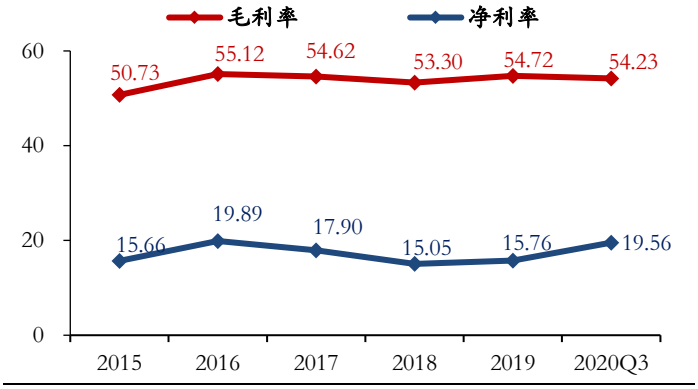
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 34 生物制品上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



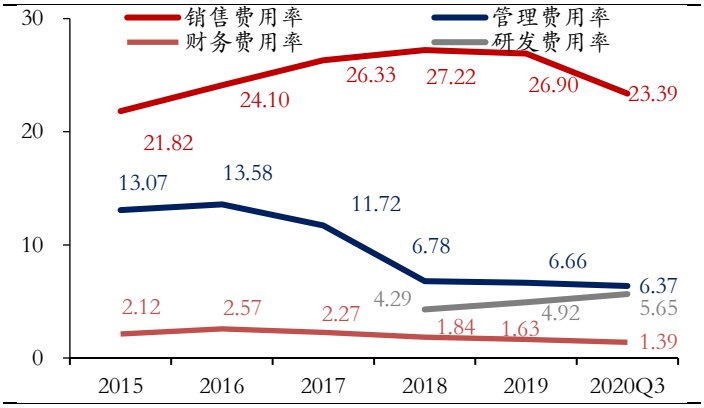
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 35 生物制品上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 36 生物制品上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

生物制品行业景气度高，属于行业趋势，目前世界领先药企研发管线近半是生物制药，且生物药具有较高门槛，受政策降价影响也较小，预计在较长期内可维持增长态势。疫苗板块更是随着防优于治的概念逐渐渗透而迎来研发收获期，此外，新冠疫苗最快年底上市，行业空间巨大，业绩可期。从支

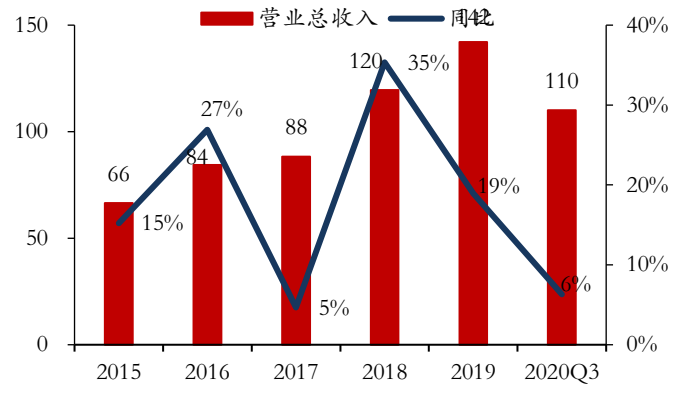
付端看，生物制品如生长激素、疫苗等产品有大部分不在医保支付范围，属于政策免疫标的，目前疫苗接种已开始恢复，随着疫情影响逐渐消化，中长期景气度有望维持较高水平。此外，随着科创板的成立，生物制药企业纷纷选择在国内上市，融资渠道被明显拓宽，预计未来生物制品行业的景气度将显著提升。

2. 血制品：需求端逐渐恢复，供给端或有收缩

我们以 6 家上市公司作为统计对象，前三季度行业上市公司实现营业收入合计 110.05 亿元，同比增加 6.33%，较上半年同比增速 0.12%显著回升；实现扣非净利润 28.75 亿元，同比上涨 16.15%。

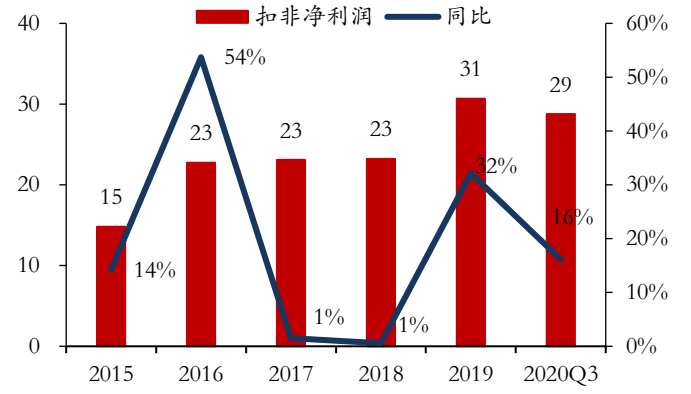
从盈利能力来看，前三季度血制品行业毛利率下降至 57.07%，净利率上涨 30.45%。从费用率来看，管理费用下降至 7.05%，研发费用率下降至 3.30%。

图表 37 血制品上市公司营收及同比（亿元，%）



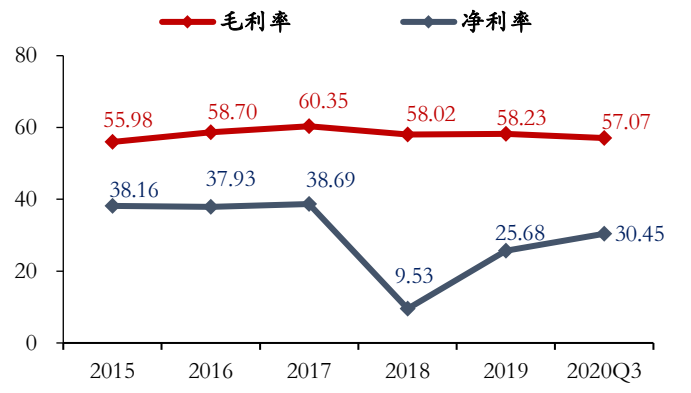
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 38 血制品上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



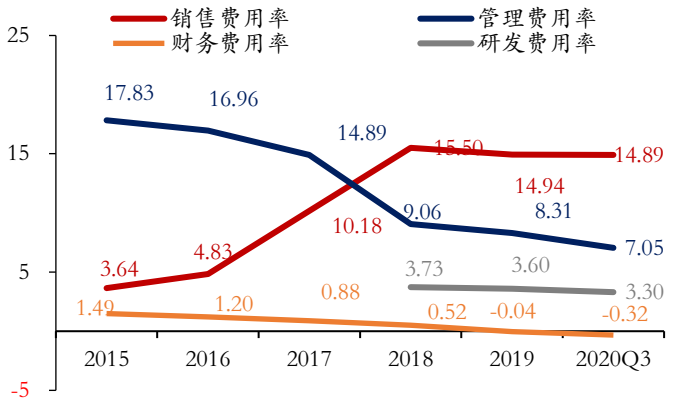
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 39 血制品上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 40 血制品上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

疫情期间，静丙、白蛋白等血制品得到广泛应用和宣传，血制品的重要性得到进一步认识，有利于提高血制品的影响力。同时，因疫情影响，一季度采

浆受限，考虑到半年的生产周期，以及二季度起医院门诊恢复经营，进口白蛋白因国外疫情持续蔓延供给受限，下半年血制品供应或出现紧张，血制品业绩有望回升。长期来看，国内血制品龙头企业可凭借血站资源等优势进一步提高行业集中度。

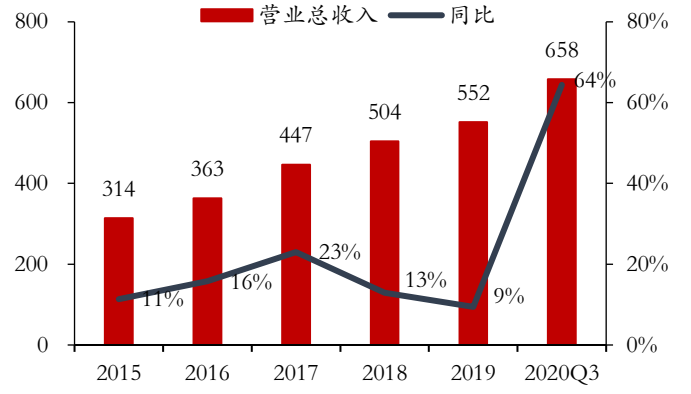
(五) 医疗器械：业绩大幅增长，结构性分化

我们剔以 66 家上市公司作为统计对象，**由于子板块领域众多，分化明显，我们将分为医疗器械（医疗设备+低值耗材）、IVD 及高值耗材三个细分领域进行简要分析。**

整体而言，前三季度医疗器械制品行业整体业绩增速大幅增长，行业内部分化严重，部分疫情相关产品需求大幅增加，国内外均大量采购呼吸机、检测设备和试剂、防护耗材等相关医疗器械，相关生产企业业绩获得爆发性增长，但常规 IVD、高值耗材、部分医疗设备等生产企业则业绩下滑显著。前三季度医疗器械板块实现营业收入合计 1310.51 亿元，同比增加 48.98%，实现扣非净利润 131.00 亿元，同比增加 161.65%。

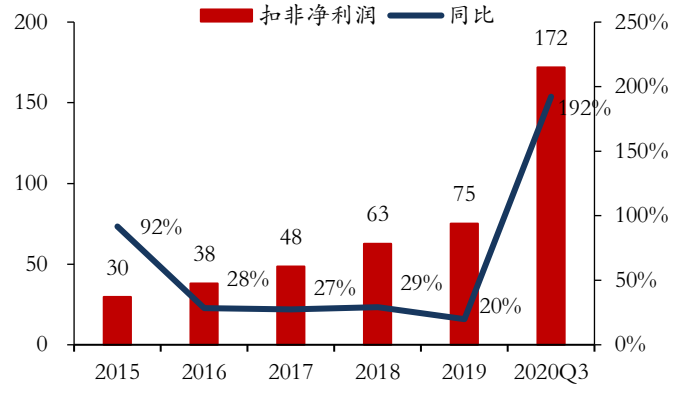
从盈利能力来看，行业整体的毛利率和净利率均获得较大提升。上半年，医疗器械板块毛利率上涨 4.58 个百分点，净利率大幅增加 12.16 个百分点。费用方面，受疫情影响，销售费用率大幅下降 4.68 个百分点，管理费用率及研发费用率均有所下降，财务费用率略有上升。

图表 41 医疗器械板块上市公司营收及增速（亿元，%）



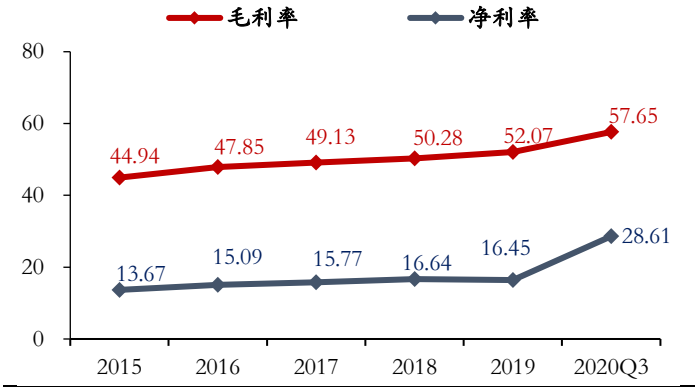
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 42 医疗器械板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



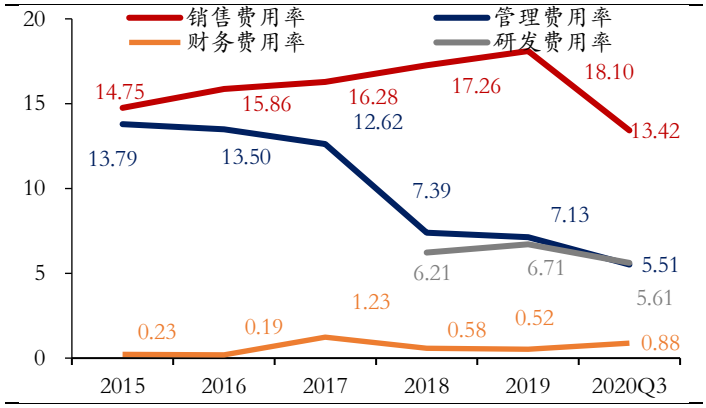
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 43 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 44 医疗器械板块上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

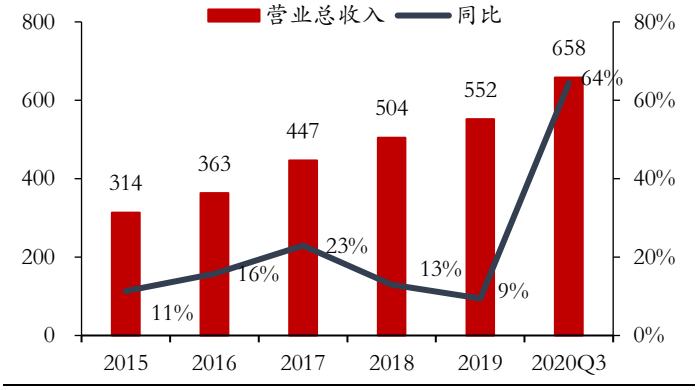
短期来看，国内复工复产情况较好，医院诊疗量从第二季度起快速恢复，非疫情相关产品生产企业的经营状况将随之逐渐改善，疫情引起政府高度重视，大力推动各地完善公共卫生体系建设，相关产品企业业绩增长将持续向好。长期来看，人口基数大、老龄化下，国内将发展成为全球最大市场，并且国产替代、分级诊疗等政策将持续利好具有较强创新能力的国产龙头企业，行业可以维持较高景气度。

1. 器械子领域（医疗设备+低值耗材）：行业景气度高，业绩大幅增长

我们以医疗设备细分领域 25 家上市公司作为统计对象，前三季度该细分领域上市公司实现营业收入合计 657.94 亿元，同比增加 64.39%；实现扣非净利润 171.84 亿元，同比增加 192.19%。

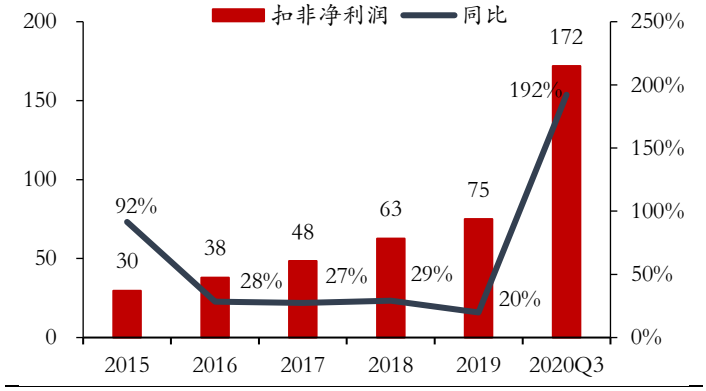
从盈利能力来看，行业整体的毛利率和净利率均获得较大提升，创历史新高。前三季度，医疗器械板块毛利率大幅增加 7.25 个百分点，净利率大幅增加 11.06 个百分点。受疫情影响，除财务费用率略有上升外，费用率均有所下降。

图表 45 医疗设备上市公司营收及同比（亿元，%）



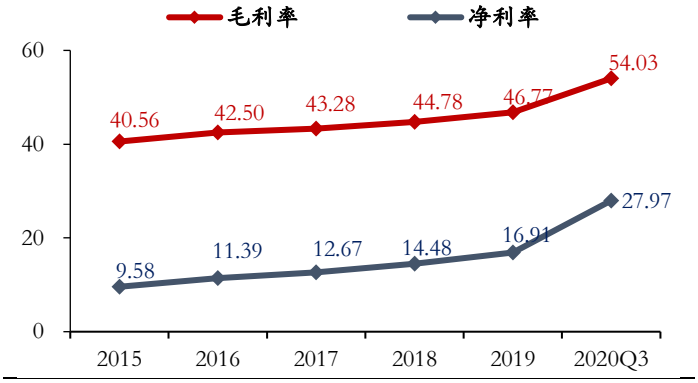
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 46 医疗设备上市公司扣非净利润及同比(亿元,%)



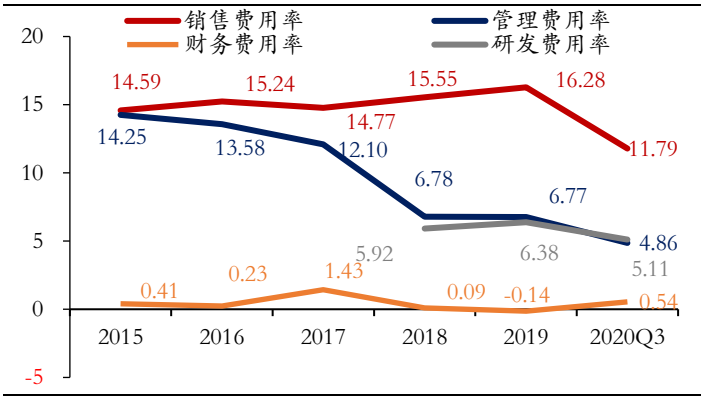
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 47 医疗设备上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 48 医疗设备上市公司主要费用率（%）



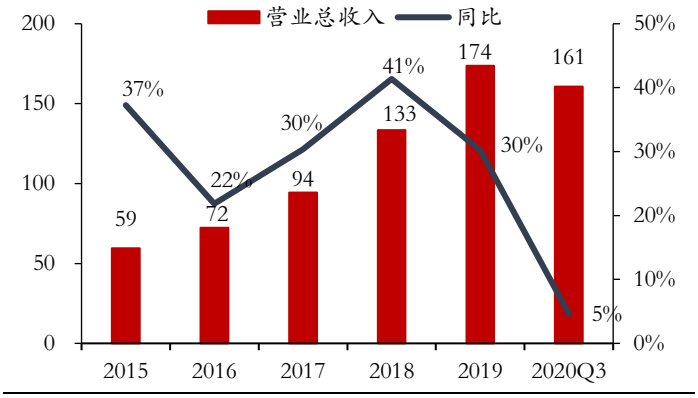
资料来源：Wind，万和证券研究所

短期来看，行业内部业绩分化明显，疫情相关产品（如防护耗材及呼吸机、监护仪、CT 等医疗设备）在抗疫过程中充分发挥其作用性，相关生产企业业绩因此大提升，尤其在国外疫情仍在发展的情况下，相关企业今年业绩有望获得较高增长。此外，在本次疫情中，我国的公共卫生体系、传染病收治、危重症患者救治等方面暴露出较多问题，后续该细分领域将受益于公共卫生体系的进一步完善。中短期来看，由于宏观经济原因，政府采购或放缓，依赖政府采购大单的企业业绩恐承压。长期来看，国产替代、分级诊疗等政策及，景气度较高，产品研发迭代能力强的国产龙头值得长期关注。

2. 高值耗材：业绩恢复明显，坚定国产替代路线

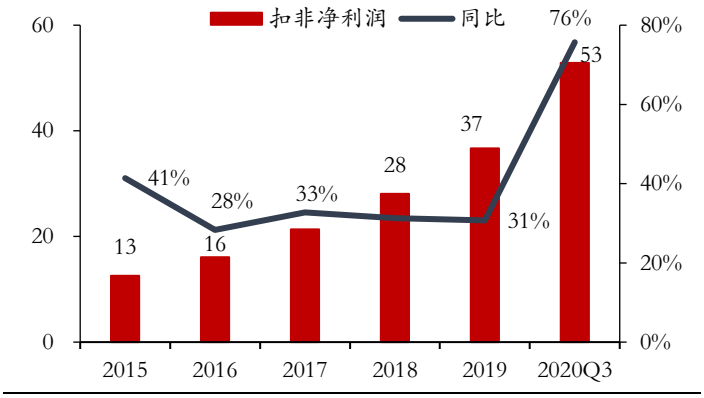
我们以高值耗材领域的 11 家上市公司作为统计对象，前三季度，高值耗材板块实现营业收入合计 160.73 亿元，同比增加 4.63%；实现扣非净利润 52.85 亿元，同比增加 75.69%。从盈利能力来看，高值耗材开展集采，销售费用率下降显著，净利率有所提升，期间费用率受疫情影响叠加集采效应均有所下降。

图表 49 高值耗材上市公司营收及同比（亿元，%）



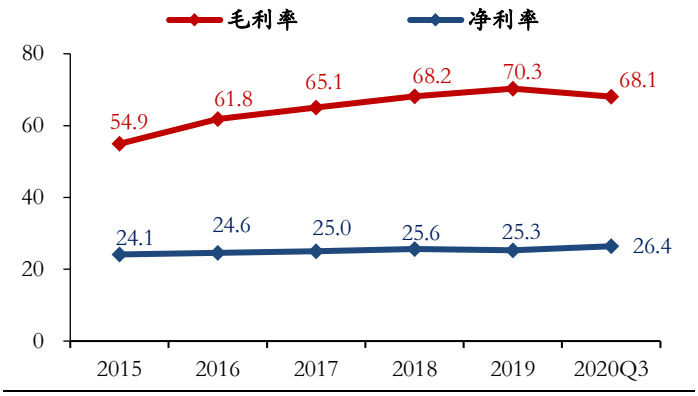
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 50 高值耗材上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



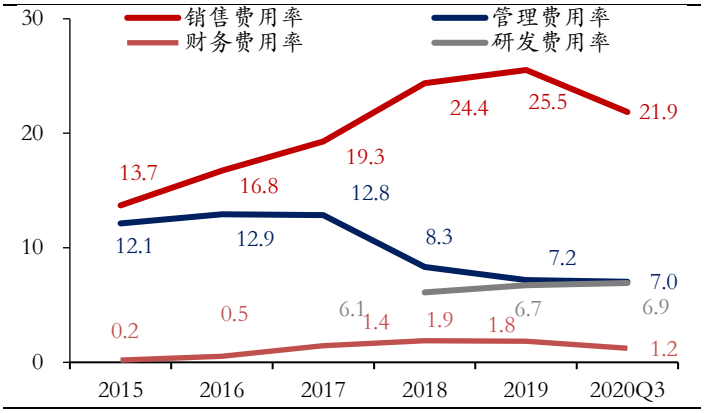
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 51 高值耗材上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 52 高值耗材上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

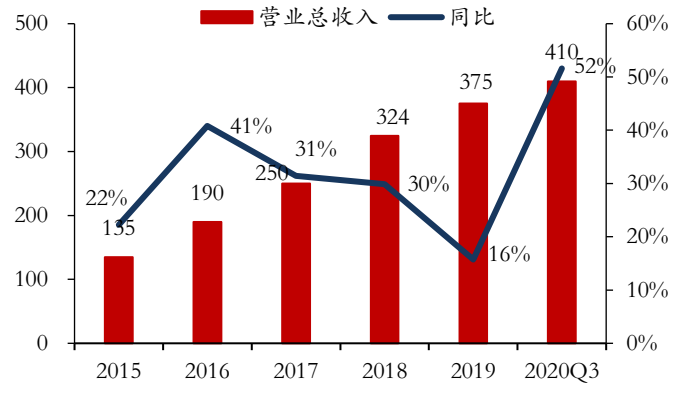
一季度受疫情影响，医院门诊及手术受限，高值耗材行业业绩整体低迷，随二季度医院门诊及手术恢复，业绩恢复明显。中长期来看，多个省份陆续开展针对高值耗材的集采，国产替代效应明显，高值耗材领域以价换量迎来业绩增长的爆发。

3. IVD：整体业绩爆发性增长，内部分化明显

我们以 24 市公司作为统计对象，前三季度，IVD 行业上市公司实现营业收入合计 409.89 亿元，同比增加 51.60%，实现扣非净利润 107.75 亿元，同比增加 216.63%。IVD 板块前三季度业绩分化显著，部分推出新冠检测产品的 IVD 企业（如华大基因、硕士生物等）接到国内外大量订单，相关企业业绩爆发式增长，而常规 IVD 的生产企业则业绩下滑显著。

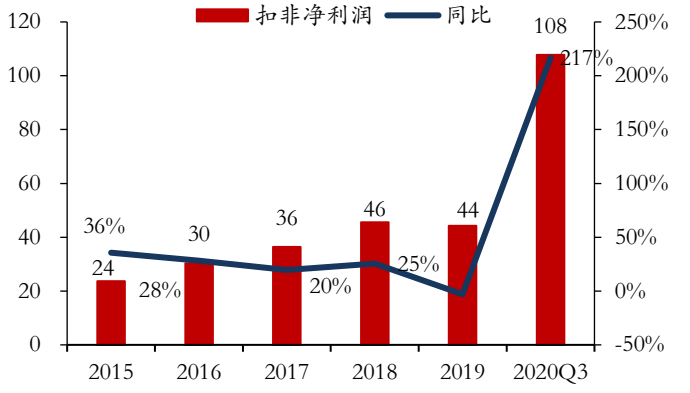
从盈利能力来看，行业整体的毛利率和净利率均获得较大提升，创历史新高。前三季度，IVD 板块毛利率上涨 7.1 个百分点，净利率大幅增加 15.0 个百分点。费用方面，受疫情影响叠加规模效应，费用率均有所下降，其中销售费用率下降 3.7 个百分点最为显著。

图表 53 IVD 上市公司营收及同比（亿元，%）



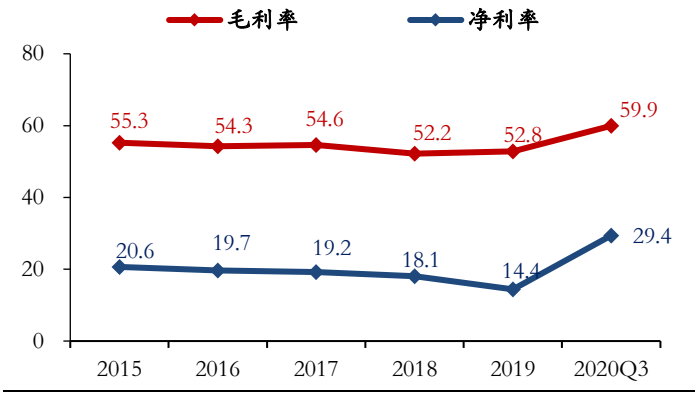
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 54 IVD 上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



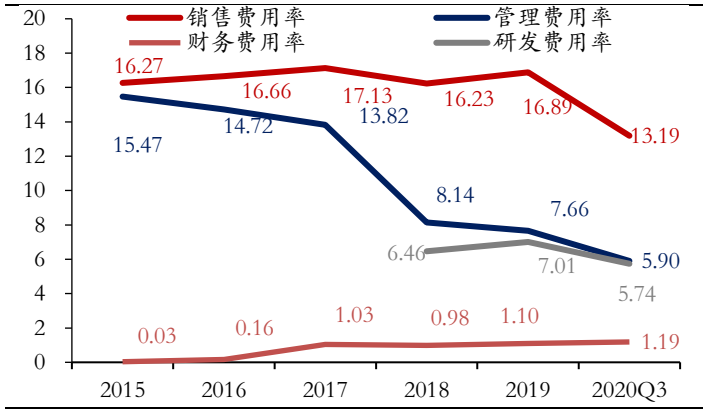
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 55 IVD 上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 56 IVD 上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

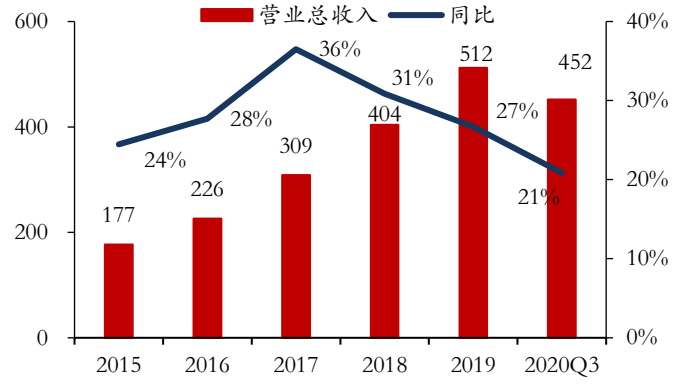
对于常规 IVD 产品而言，疫情影响是暂时性的，长期来看，伴随着全球诊断科技水平的提升，医药行业迎来大变革。诊断跨越疾病防治的全周期，随着技术的提升及费用的下降，终端需求将持续增长。尤其在医保控费的大背景下，DRGs 相关政策逐渐落实，精准治疗逐渐发展成熟，国产替代政策加持，国内 IVD 市场处于高速发展红利期，龙头企业或将引领行业。**对于本次疫情防控中表现优越的 IVD 企业，是占有天时地利人和的优势**：首先，我国率先检测出新冠病毒，国内 IVD 企业获得先发优势，积极应对疫情防控，大力投产，承接国内大量订单；其次，因我国在疫情防控期间表现优秀，疫情防控在第二季度已经可以进入全国复工复产的阶段，新冠检测基本常态化，而此时海外疫情蔓延，新冠检测的供需存在较大缺口，我国优质 IVD 企业承接大量国内外新冠检测产品订单。因此，我们认为此次国产新冠检测产品不仅仅是“一锤子买卖”挣一波疫情钱，而应该充分认识到检测产品的发展空间、我国优质企业在海外的认可度及相对弹性的较大产能快速响应。

（六） 医疗服务：行业维持高景气度，Q3 业绩增速强势回升

我们以 15 家上市公司作为医疗服务整个板块的统计对象，由于子领域区别较大，分化明显，我们将分为连锁医疗服务机构及 CXO 两个细分领域进行简要分析。整体而言，前三季度医疗服务行业增速放缓，上市公司实现营业收入合计 452.04 亿元，同比增加 20.86%，实现扣非净利润 70.30 亿元，同比增加 30.12%。

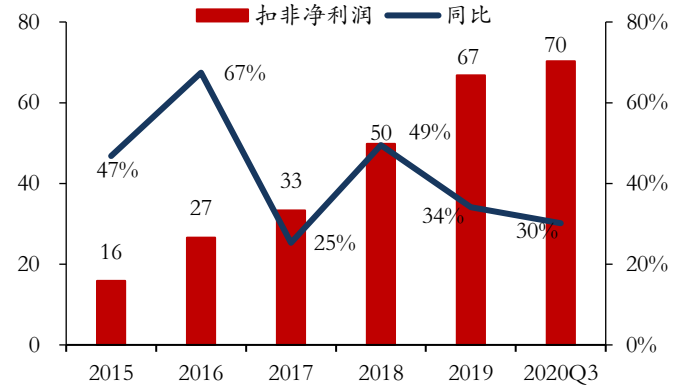
从盈利能力来看，前三季度医疗服务板块毛利率和净利率分别为 41.10%和 20.65%提升至历史新高。费用方面，受疫情影响，除财务费用率外，均有所下降。

图表 57 医疗服务板块上市公司营收及增速（亿元，%）



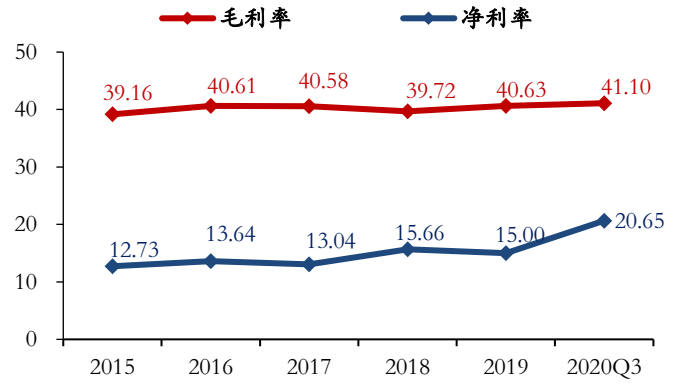
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 58 医疗服务板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



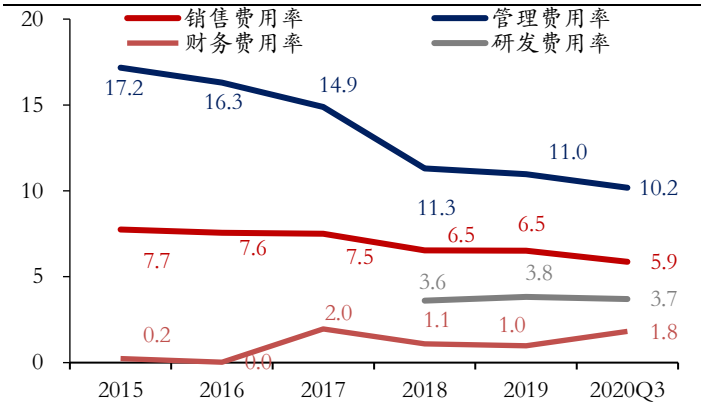
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 59 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 60 医疗服务板块上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

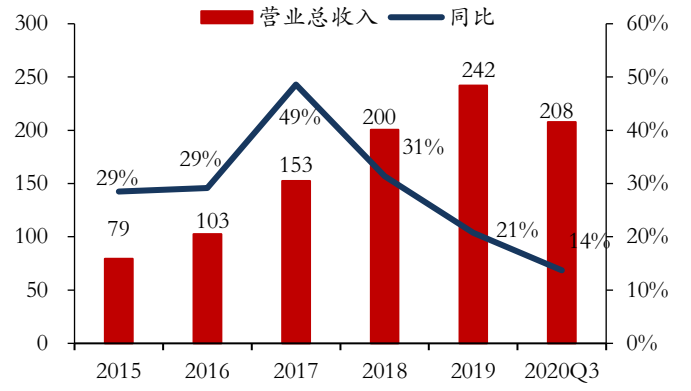
受疫情影响，第一季度连锁品牌医疗服务机构经营受限，二、三季度经营状况有所好转，长期来看，连锁品牌医疗服务机构及 CXO 受益于国内对健康的关注提升及医疗的需求持续扩大，将在较长期内维持高景气度的发展态势。CXO 企业在疫情期间受负面影响较小，相反，在海外疫情持续蔓延时，部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在行业趋势向好的背景下，疫情或成国内 CXO 订单增长驱动器。

1. 医疗服务机构：Q3 业绩强劲回升，行业长期景气

我们以 4 家上市公司作为统计对象，前三季度，医疗服务机构细分领域上市公司实现营业收入合计 207.70 亿元，同比上涨 13.71%，实现扣非净利润 32.11 亿元，同比增加 47.27%，大幅提升 11.96 个百分点，主要由于金域医学获得较多疫情检测订单。

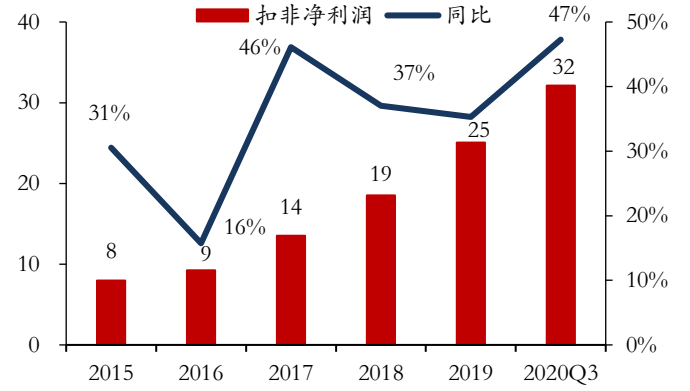
前三季度医疗服务板块毛利率和净利率分别为 41.75%、17.22%，净利率大幅提升 5.38 百分点，销售费用率和管理费用率同时下降，其余费用率较为稳定。

图表 61 医疗服务机构上市公司营收及增速（亿元，%）



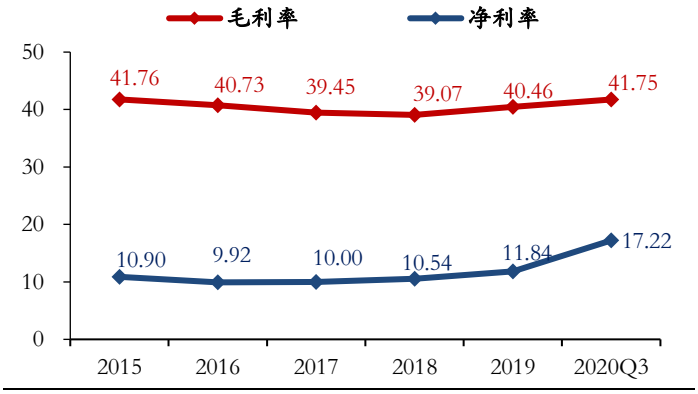
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 62 医疗服务机构上市公司扣非净利润（亿元，%）



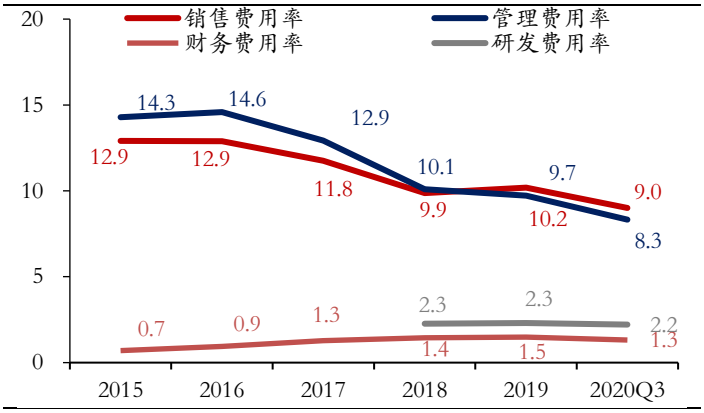
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 63 医疗服务机构上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 64 医疗服务机构上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

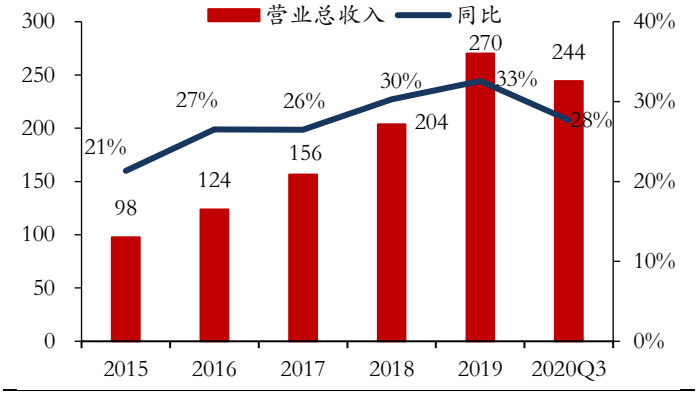
受疫情影响，一季度，专科医疗服务机构经营受限，第二季度起疫情的影响逐渐消化；三季度叠加暑期效应，专科医疗需求得到巨大释放，相关上市公司业绩复苏强劲。长期来看，国民健康意识逐渐增强和医改政策持续推进下，鼓励社会资本推动医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变，该行业在较长期内仍会维持较高景气度，品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

2. CXO：海外产能持续转移，行业发展空间大

我们以 11 家上市公司作为统计对象，前三季度 CXO 细分领域上市公司实现营业收入合计 244.34 亿元，同比增加 27.68%，实现扣非净利润 38.20 亿元，同比增加 18.51%。一季度受疫情影响复工延迟，三月份起，国内经营活动恢复，而国外疫情蔓延，CXO 行业承接大量国内外订单。

从盈利能力来看，前三季度 CXO 板块毛利率下降 1 个百分点，净利率为提升 5.74 个百分点，财务费用率上升 1.8 个百分点。

图表 65 CXO 板块上市公司营收及增速（亿元，%）



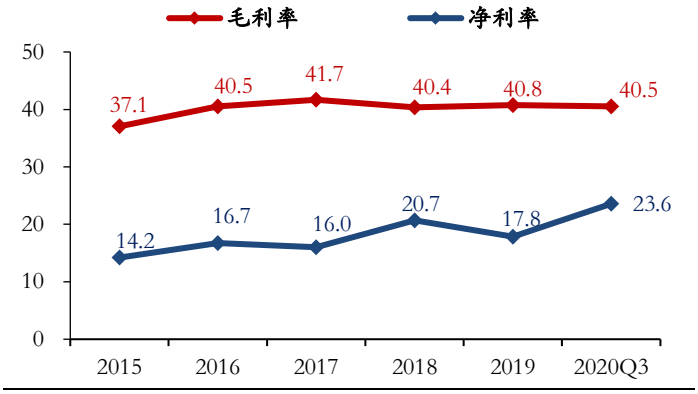
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 66 CXO 板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



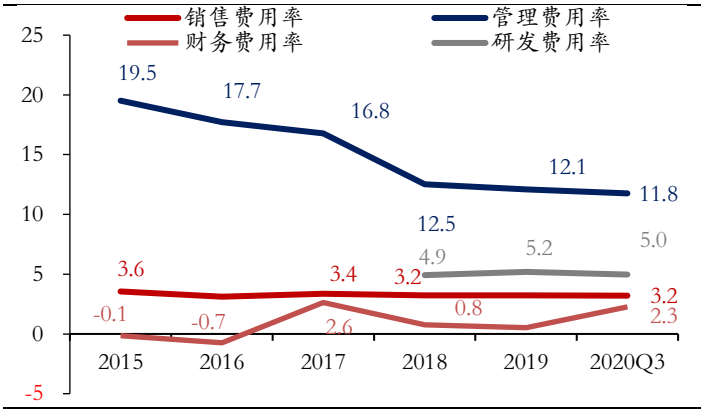
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 67 CXO 上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 68 CXO 上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

CXO 企业在疫情期间受负面影响较小，相反，在海外疫情持续蔓延时，部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在行业趋势向好的背景下，疫情或成国内 CXO 订单驱动器。此外，长期来看，创新药浪潮已来，我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将仿制药产业引领至创新药产业，大力迎接医药创新，逐步实现世界创新高度。长期来看，该细分领域将医药研发与制造进行划分实现分工合作，将研发周期长、失败率高的影响降到最小，并且作为 CRO 企业，盈利将持续整个研发周期，无论新药是否最终获批，早涝保收。CMO 企业受益于全球市场扩增、我国 CMO 服务成本低，全球医药生产外包有向新兴市场转移的态势，尤其在我国系列医药行业新政的出台及落实下，CMO、CRO 行业将在较长期维持高景气度。

(七) 医药商业：结构性分化

我们以 24 家上市公司作为医药商业板块统计对象，由于流通领域与零售领域分化明显，我们将分别进行简要分析。整体而言，前三季度医药商业板块上市公司实现营业收入合计 5434.27 亿元，同比上涨 2.38%；实现扣非净利

润 127.84 亿元，同比增加 3.23%。

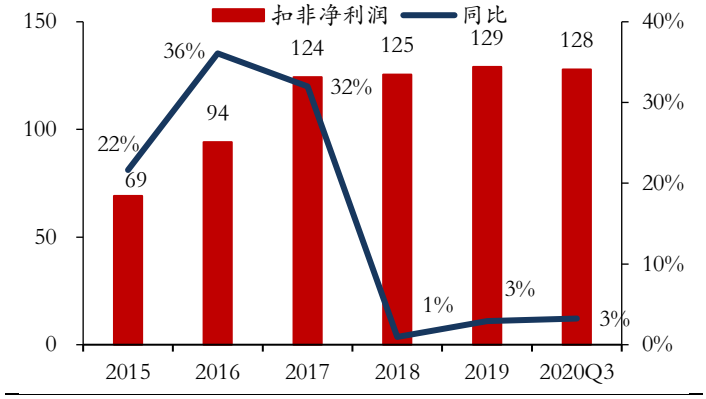
从盈利能力来看，前三季度医药商业板块上市公司毛利率保持稳定，净利率稳中有升，费用率维持稳定水平。

图表 69　医药商业上市公司营收及增速（亿元，%）



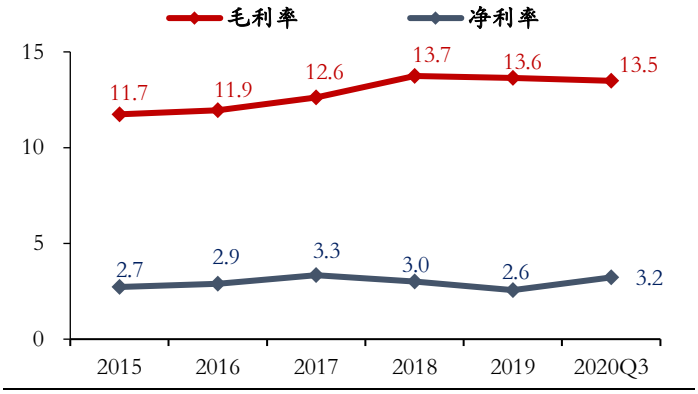
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 70　医药商业上市公司扣非净利润（亿元，%）



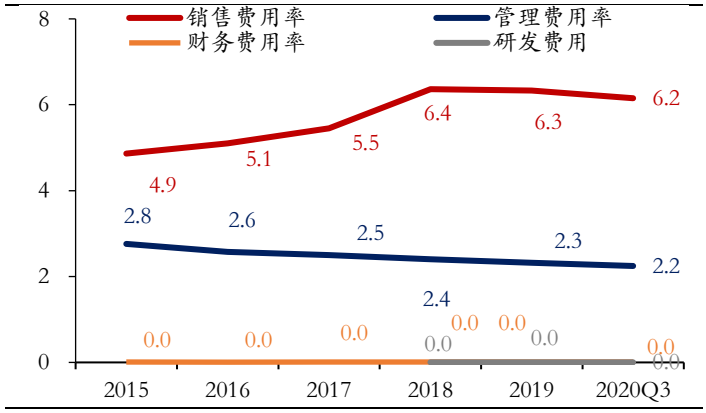
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 71　医药商业上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 72　医药商业上市公司主要费用率（%）



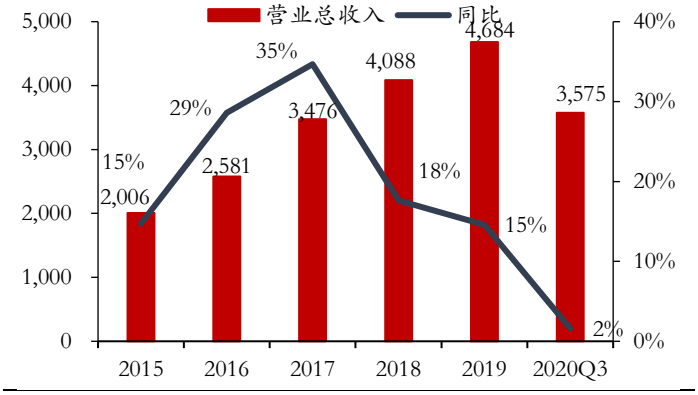
资料来源：Wind，万和证券研究所

3.　医药流通：业绩增速修复尚待时日

我们将 18 家上市公司作为医药流通领域统计对象，一季度受疫情影响，医院门诊受限，流通企业业绩受拖累，二季度起逐步恢复。前三季度，医药流通领域上市公司实现营业收入 3575.28 亿元，同比增加 1.60%，实现扣非净利润 69.26 亿元，同比下降 5.13%。

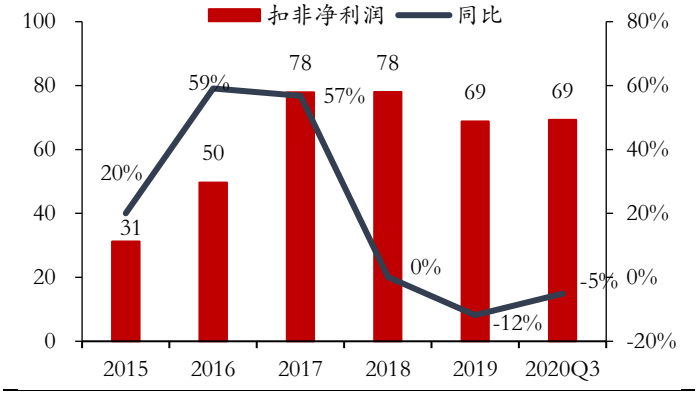
从盈利能力来看，前三季度，医药流通领域上市公司毛利率下降 0.4 个百分点，净利率上涨 0.7 个百分点，费用率基本保持稳定。

图表 73 医药流通上市公司营收及增速（亿元，%）



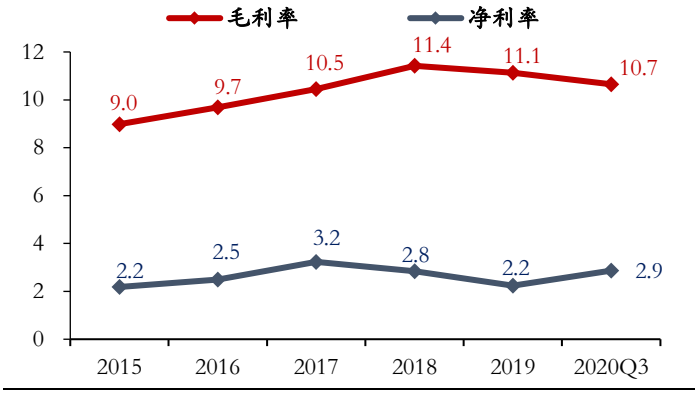
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 74 医药流通上市公司扣非净利润（亿元，%）



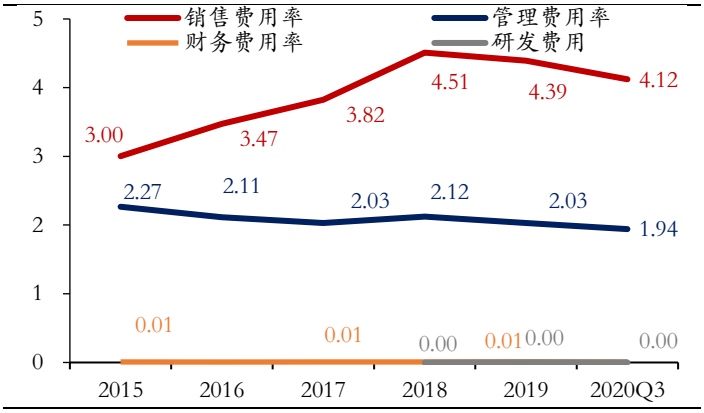
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 75 医药流通上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 76 医药流通上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

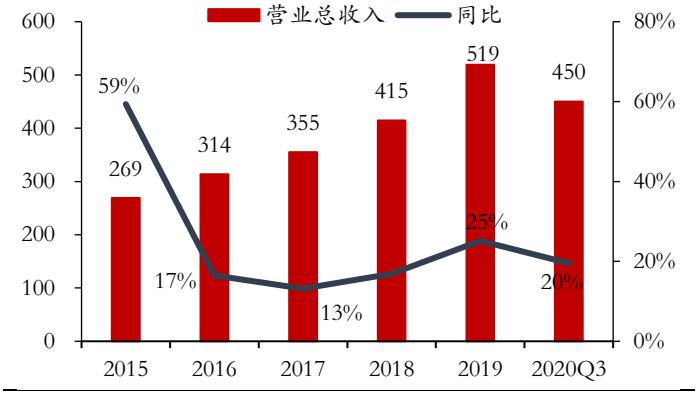
短期来看，一季度因受疫情影响，医院诊疗受限，医药流通领域业绩承压，二季度开始，受疫情影响将逐渐消除。受近年“两票制”叠加“集采”等系列医改政策影响，头部企业的市场份额不断提升。随着集采政策不断深化，具备较强配送能力、较广网络布局的全国范围龙头或区域龙头企业将获得更多的相关配送业务且因此获得现金流上的缓解。

4. 医药零售：业绩受益于疫情及行业集中度提升

我们以 5 家上市公司作为统计对象，前三季度，医药零售行业上市公司实现营业总收入合计 449.88 亿元，同比增加 19.53%，实现扣非净利润 25.83 亿元，同比增加 28.63%。

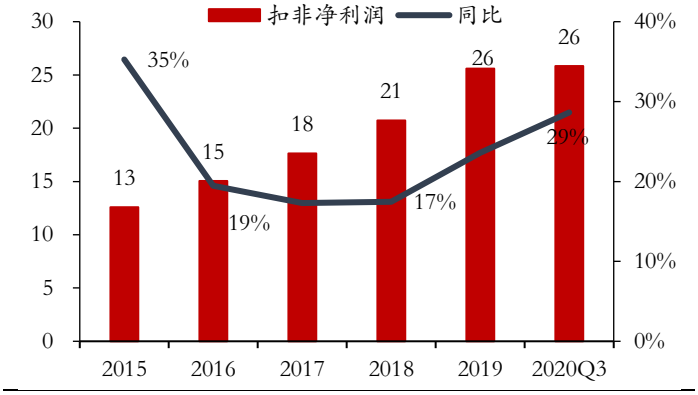
从盈利能力来看，前三季度，药店板块毛利率下降 0.31 个百分点，净利率提升 1.04 个百分点；期间费用率方面受疫情影响叠加规模效应，开始逐步降低。

图表 77 医疗药零售板块上市公司营收及增速(亿元,%)



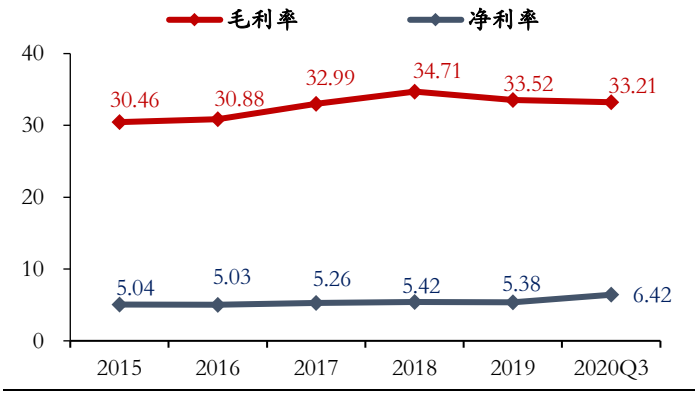
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 78 医疗药零售板块上市公司扣非净利润(亿元,%)



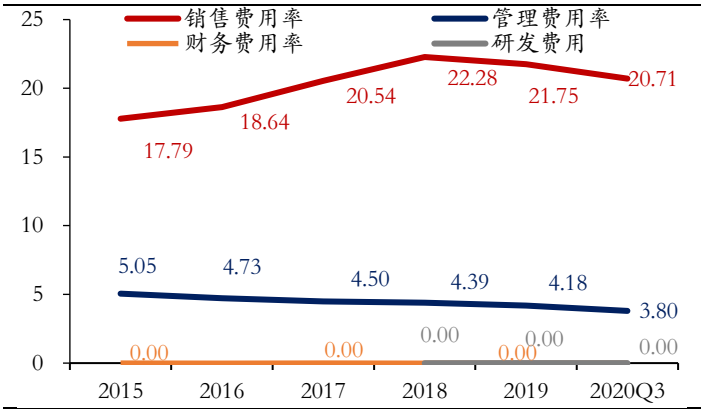
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 79 医疗药零售上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 80 医疗药零售上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

一季度因受疫情影响，医院诊疗受限，医药零售基本为除疫情药品外唯一购药途径，因此本次疫情对零售药店实现正面影响。短中期来看，医保账户改革，医保个人账户的资金池总量萎缩，零售药店首当其冲，市场容量存在收缩压力。长期来看，相关医改政策逐步落实，如处方外流、“取消药品加成”、“药店分级”等多措施将药店采购议价能力将进一步提升，长期来看，行业可以实现进一步扩大。

三、 投资策略与建议

Q3，国内经济活动受疫情影响逐渐褪去。随着医院门诊及手术逐步恢复，非疫情相关产品生产企业及医疗服务类机构因需求释放，业绩随之逐步修复；国外疫情至今蔓延，我国原料药、CXO 企业因此承接大量国外转移的订单，全年来看业绩亮眼，但 Q3 季度原料药增速受订单提前影响有所回落；其他抗疫相关产品生产企业也承接大量国外订单，业绩呈现爆发性增长。

目前进入后疫情时代，投资方向有以下 4 条主线：1）由于国内防疫相关疫

苗研发进度在世界前列，相关企业有望凭借领先的上市进度和较大的供应量获得率先的业绩爆发和持续增长，满足全球水平的产量是非常大的市场空间；2）有疫情相关特效药在研管线且具备较强研发能力的药企；3）国内局部疫情爆发和国外疫情蔓延带来的新冠检测、防护耗材等需求持续；4）随着国内疫情影响逐步消化，前期受压制的患者需求释放，非疫情相关产品的生产、服务企业将迎来较大反弹。

中长期来看，医药生物行业具备强刚需属性，随着全国人口老龄化和科学技术的进步，行业整体发展前景十分乐观。我们认为相关投资主线应该有以下5条：1）创新药行业产业链（包括化药创新药、生物制药、疫苗、CXO）：近年来国内系列医改政策组合拳推动制药企业提高创新能力，在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间；其中生物制药因具有较高技术门槛，将在较长期间维持高景气；疫苗作为防患于未病的有效工具拥有无限前景。此外，由于未来整个制药行业对研发的注重及欧美知名药企逐步将研究外包至发展中国家，如中国、印度，我国医疗服务细分领域CXO板块未来将随之有很大的提升空间。**2）国产医疗器械优质企业：**此次疫情爆发暴露了我国卫生防控体系的短板，随着全国卫生防控体系的完善及分级诊疗的逐步落实，国产替代将持续利好产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。**3）连锁医疗服务机构**：眼科、口腔、体检、ICL服务赛道宽，龙头企业有望持续受益于人均可支配收入增加和行业渗透率与集中度提升，构建品牌影响力。**4）血制品行业：**血制品龙头企业有望通过资源整合、提高经营效率、凭借血战资源和技术优势进一步提升市场份额。**5）部分原料药企业：**国内环保要求逐渐提高，原料药龙头企业逐步提高市场集中度；由于带量采购大幅压缩仿制药企业利润，部分原料药企业转型升级为“原料药+制剂”一体化企业或CMO/CDMO，盈利能力有望进一步提升，行业成长空间被打开。

四、 风险提示

宏观经济下行风险；医改政策不及预期风险；药品降价超预期风险；药品研发不及预期；药品、器械等产品或存在质量问题；疫情反复。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn