万联证券 WANLIAN SECURITIES

疫情影响逐步释放，回归基本面布局

——医药行业 2020 年三季报总结

强于大市（维持）

日期：2020 年 11 月 20 日

行业核心观点：

目前上市公司三季报已经披露完毕，整体来看疫情在对行业造成影响的同时也相对利好部分医疗器械、IVD 等细分领域的上市公司，从而使板块内部呈现业绩分化的现象。在海外疫情加剧、国内医疗新基建及补短板的大环境下，医药生物板块营收等业绩快速恢复。同时，从三季报的数据可以看出随着疫情的有效控制，板块在年中阶段的高涨幅及高估值逐渐收缩，趋于相对正常水平。美国大选的落地、辉瑞疫苗的研制成功以及医改政策将对医药生物板块下一阶段的表现产生一定的影响，板块前期充分调整+业绩真空期+年底估值切换均使得当前成为配置医药板块优质成长股的较好时点。我们认为：1.受益于行业高景气度，创新药及研发产业链（CXO）中的优质个股可逢低布局；2.受益于医疗新基建以及有望实现国产替代的创新医疗器械的优质个股可逢低布局；3.可持续关注未来 2 年内有重磅产品上市或持续放量的优质个股；4.受疫情影响，今年部分子行业一季度业绩下滑幅度较大，低基数效应使其明年上半年业绩有望大幅提升，可重点关注部分医药商业、医疗服务类个股。

投资要点：

- **疫情影响逐渐弱化，板块营收增速由负转正**

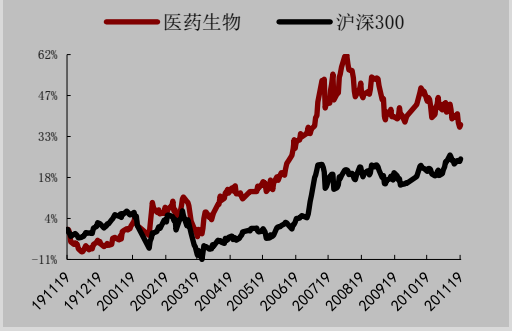
2020 年一季度受新冠疫情影响，医药生物板块营收增速为-6.40%，虽然 Q2 起行业增速企稳回升，但 2020H1 板块整体营收仍为负增长，未完全恢复。Q3 海外疫情仍持续蔓延及国内防疫力度的加大使行业内部分相关子版块业绩高速增长，其余子版块业绩快速恢复，2020Q3 医药生物板块整体营收增速为 3.89%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为 23.04%、23.22%，已经实现由负转正。

- **医药板块二级市场涨幅收窄，高估值回落趋于正常水平**

截至 11 月 6 日，医药生物板块整体上涨 45.76%，同期沪深 300 指数上涨 19.26%，板块超额收益为 26.50%，在所有一级子行业中排在第五位，相比于 7 月末 8 月初有所收窄。此外，截止到 11 月 6 日医药板块整体估值（TTM）为 44 倍，相对沪深 300 指数的估值溢价率由去年底的 176%提升至 204%，相对全部 A 股（非银行）的估值溢价率由去年底的 67%提升至 71%。但随着疫情的逐步缓解，医药板块整体估值及相对估值溢价率在不断下降，趋于相对正常水平。

- **风险因素：**外围不确定因素加大的风险、疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 11 月 19 日

相关研究

万联证券研究所 20201109_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(11/02-11/06)

万联证券研究所 20201103_公司季报点评_AAA_康龙化成（300759）三季报点评报告

万联证券研究所 20201102_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(10/26-10/30)

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理： 史玉琢
电话：021-60883489
邮箱：shiyz@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、Q3 业绩持续反弹，各子版块分化仍较为明显 4
1.1 疫情影响逐渐弱化，业绩持续反弹并实现小幅增长 4
1.1.1 国内医药制造业复苏明显，Q3 增速由负转正 4
1.1.2 “医改政策+海外疫情”影响板块业绩，费用率整体保持相对稳定 4
1.2 板块内部分化仍在，Q3 业绩表现有所差异 5
1.2.1 化学原料药 5
1.2.2 化学制剂 6
1.2.3 中药 7
1.2.4 生物制品 8
1.2.5 医药商业 9
1.2.6 医疗器械 10
1.2.7 医疗服务 11
1.3 个股业绩分化有所缓解，疫情影响逐步释放 12
1.4 疫情催化下的板块高涨幅、高估值逐渐收缩，趋于正常水平 13

图表 1：国内医药制造业累积收入总额及增速 4
图表 2：国内医药制造业累积利润总额及增速 4
图表 3：2018-2020Q3 医药板块营收规模（亿）及增速 5
图表 4：2018-2020Q3 医药板块相关费用率 5
图表 5：2018-2020Q3 板块归母净利（亿）及增速 5
图表 6：2018-2020Q3 板块扣非归母净利（亿）及增速 5
图表 7：化学原料药板块营收（亿）及增速 6
图表 8：化学原料药板块相关费用率 6
图表 9：化学原料药板块归母净利（亿）及增速 6
图表 10：化学原料药板块扣非归母净利（亿）及增速 6
图表 11：化学制剂板块营收（亿）及增速 7
图表 12：化学制剂板块相关费用率 7
图表 13：化学制剂板块归母净利（亿）及增速 7
图表 14：化学制剂板块扣非归母净利（亿）及增速 7
图表 15：中药板块营收（亿）及增速 8
图表 16：中药板块相关费用率 8
图表 17：中药板块归母净利（亿）及增速 8
图表 18：中药板块扣非归母净利（亿）及增速 8
图表 19：生物制品板块营收（亿）及增速 9
图表 20：生物制品板块相关费用率 9
图表 21：生物制品板块归母净利（亿）及增速 9
图表 22：生物制品板块扣非归母净利（亿）及增速 9
图表 23：医药商业板块营收（亿）及增速 10
图表 24：医药商业板块相关费用率 10
图表 25：医药商业板块归母净利（亿）及增速 10
图表 26：医药商业板块扣非归母净利（亿）及增速 10
图表 27：医疗器械板块营收（亿）及增速 11
图表 28：医疗器械板块相关费用率 11

万联证券

图表 29：医疗器械板块归母净利（亿）及增速 11
图表 30：医疗器械板块扣非归母净利（亿）及增速 11
图表 31：医疗服务板块营收（亿）及增速 12
图表 32：医疗服务板块相关费用率 12
图表 33：医疗服务板块归母净利（亿）及增速 12
图表 34：医疗器服务板块扣非归母净利（亿）及增速 12
图表 35：2020H1 不同营收增速区间公司分布 13
图表 36：2020Q3 不同营收增速区间公司分布 13
图表 37：2020H1 不同归母净利润增速区间公司分布 13
图表 38：2020Q3 不同归母净利润增速区间公司分布 13
图表 39：申万医药板块走势与沪深 300 指数比较（截至 2020/11/06） 14
图表 40：医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较（%） 14
图表 41：医药板块子行业涨跌幅比较（%） 14
图表 42：医药行业涨跌幅前 20 个股（截至 2020/11/06） 15
图表 43：申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价（截至 2020/11/06）16

万联证券

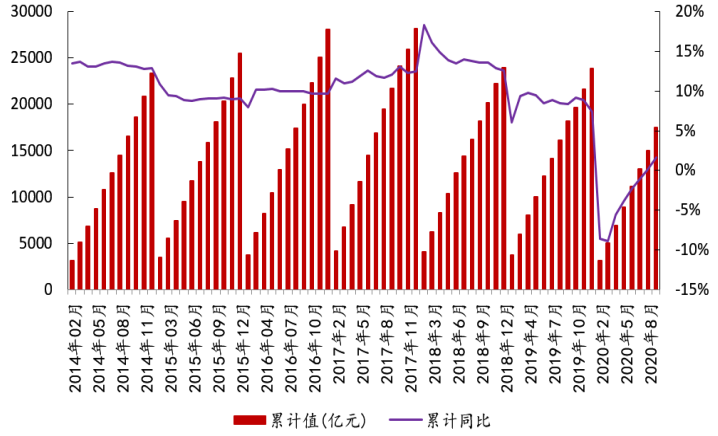
1、Q3 业绩持续反弹，各子版块分化仍较为明显

1.1疫情影响逐渐弱化，业绩持续反弹并实现小幅增长

1.1.1国内医药制造业复苏明显，Q3增速由负转正

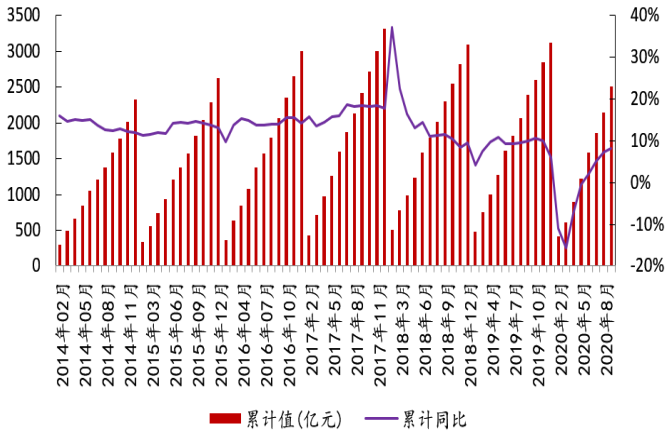
2019年国内医药制造业累计实现营业收入2.39万亿，同比增长7.40%；医药制造业累积实现营业利润3119.50亿，同比增长5.90%;2019年医药整体制造业收入、利润规模较去年同期有所回落，主要受以下几方面影响：1.2018年仍在执行的两票制因素，“低开转高开”使得2018年同期营收增速大幅提升，从而使得今年增速相对变缓；2.2018年初的流感疫情爆发对医药部分细分领域及公司业绩拉动作用明显，高基数效应也使得2019年业绩增速相对变缓。今年一季度由于新冠疫情爆发，全社会正常生产经营活动受到较大影响，Q1医药制造业整体收入及利润均为负增长，-8.90%、-15.70%；随着国内疫情基本得到控制以及海外抗疫需求增加，国内医药制造业收入和利润呈现快速复苏态势：Q3医药制造业整体收入及利润增速分别为1.60%、8.20%。

图表1：国内医药制造业累积收入总额及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：国内医药制造业累积利润总额及增速

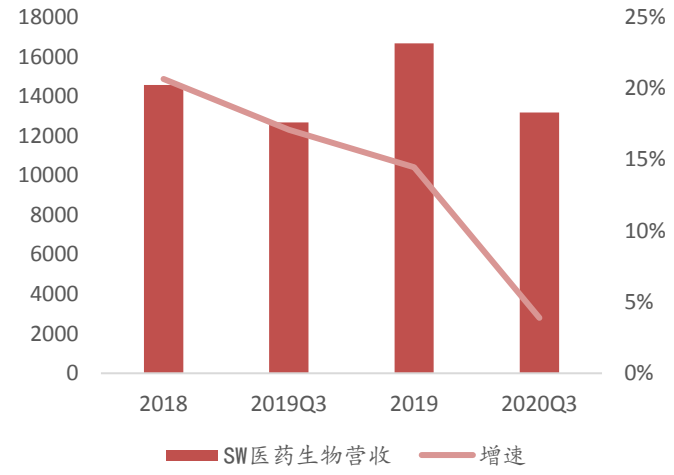


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.2“医改政策+海外疫情”影响板块业绩，费用率整体保持相对稳定

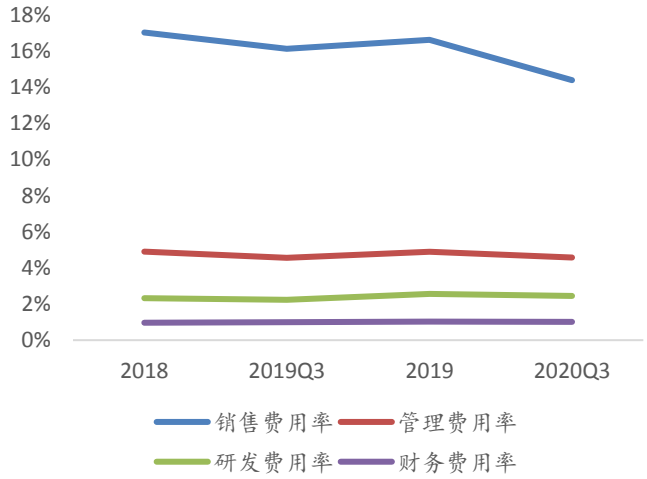
营业收入方面：2019年医药板块整体营收增速为14.47%，较2018年有所下降（两票制因素），与此同时2019年全行业整体持续受到医保结构性控费、带量采购等政策影响冲击，也在一定程度上影响了行业整体增速；2020Q1受新冠疫情影响，行业营收同比增速为-6.40%,随着Q2起国内疫情得到基本控制,各子行业有序复工,业绩稳定恢复,但2020H1行业整体营收增速为-0.36%，依旧为负。2020年三季度海外疫情持续蔓延，同时受疫情对市场教育作用的影响，国内加大医疗卫生补短板力度以及对可能到来的第二波疫情的防控力度导致相关行业产品需求增加，部分企业业绩明显提升，2020Q3行业整体营收增速为3.89%，已实现由负转正。

图表3：2018-2020Q3医药板块营收规模（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：2018-2020Q3医药板块相关费用率

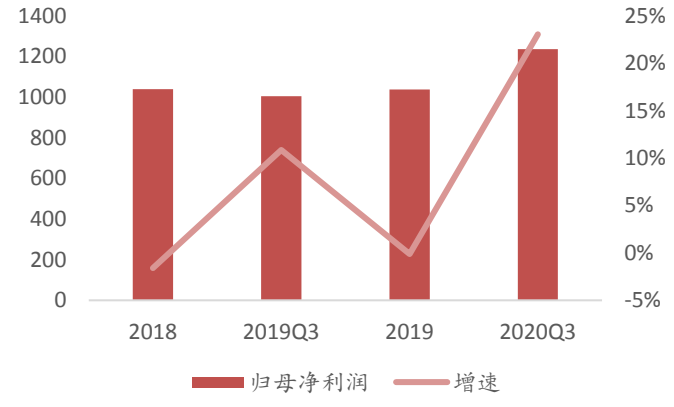


资料来源：Wind，万联证券研究所

费用端方面：2019年和2020Q3板块整体销售费用率分别为16.63%、14.41%，较去年同期下降0.42%、1.73%，由于反商业贿赂和带量采购等政策影响，医药行业内药品销售属性逐步减弱，预计未来销售费率依旧将保持缓慢下降趋势；2019年和2020Q3板块管理费用率分别为4.90%、4.57%，整体保持稳定；受行业创新转型趋势影响，2019年和2020Q3研发费用率较同期相比分别提升0.24%、0.21%；2019年和2020Q3板块整体财务费用率分别为1.03%、1.02%，同比增加0.06%、0.02%，同样保持相对稳定。

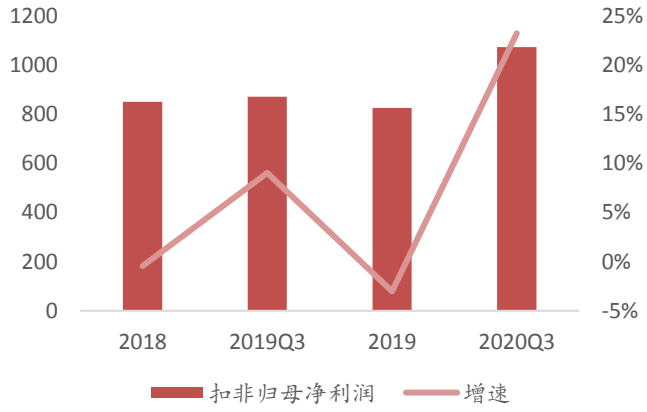
盈利端方面：上半年受疫情影响，2020H1归母净利润增速及扣非归母净利润增速分别为11.41%、11.38%，第三季度中海外疫情持续蔓延以及国内医疗建设、防控等因素在催化行业快速复苏的同时更带动了Q3板块整体的平稳增长。2020Q3板块整体归母净利润增速为23.04%，较去年同期相比增加12.19%；扣非归母净利润增速为23.22%。

图表5：2018-2020Q3板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：2018-2020Q3板块扣非归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

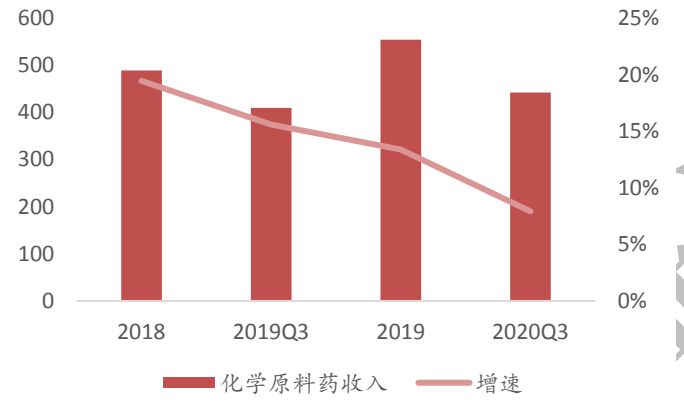
1.2板块内部分化仍在，Q3业绩表现有所差异

1.2.1化学原料药

2019年化学原料药子版块营业收入增速为13.39%，归母净利润和扣非归母净利润增速分别为32.23%、20.44%，保持了快速增长的态势。今年上半年因疫情防治需要，且印度等国禁止了相关原料药出口，原料药板块特别是出口业务受冲击相对有限，其中大

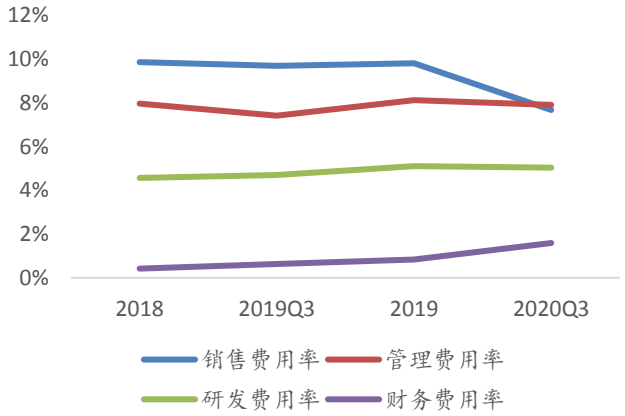
宗原料药相关企业受益于疫情防控、国内外竞争格局变化、产品价格周期性上扬等因素影响，业绩保持了较高增长；特色/专利原料药（包含CMO/CDMO）子版块也继续保持了稳健发展的态势。2020H1板块整体收入增速为9.10%，归母净利润增速为19.30%，但随着第三季度海外疫情的持续蔓延，2020Q3营收增速及归母净利润增速均有所下滑，分别为7.92%、16.18%。费用方面：管理费用率及研发费用率分别为7.92%、5.04%，较去年同期相比有轻微的上升，销售费用率为7.68%，同比下降2.02%，财务费用率为1.59%，同比上涨0.96%。

图表7：化学原料药板块营收（亿）及增速



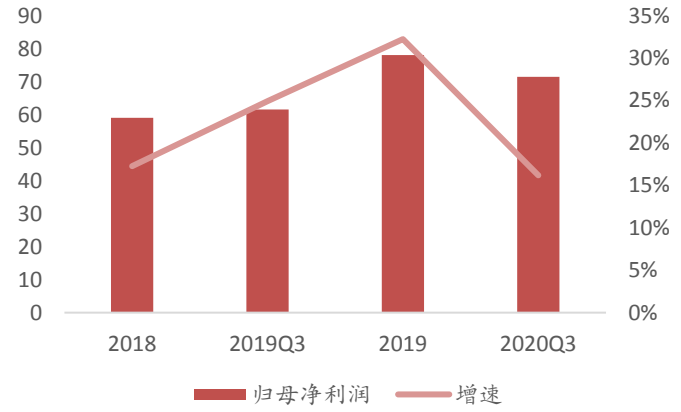
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：化学原料药板块相关费用率



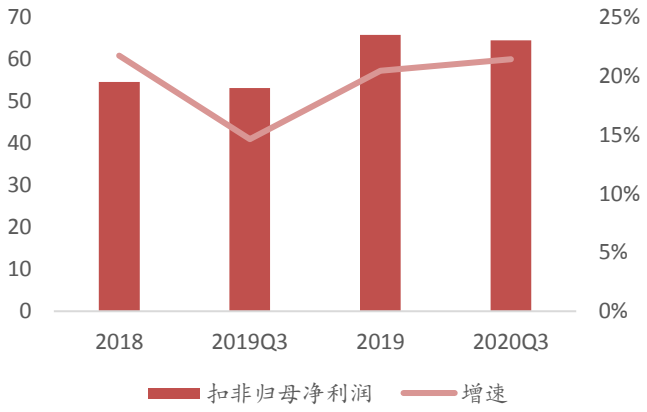
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：化学原料药板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：化学原料药板块扣非归母净利（亿）及增速



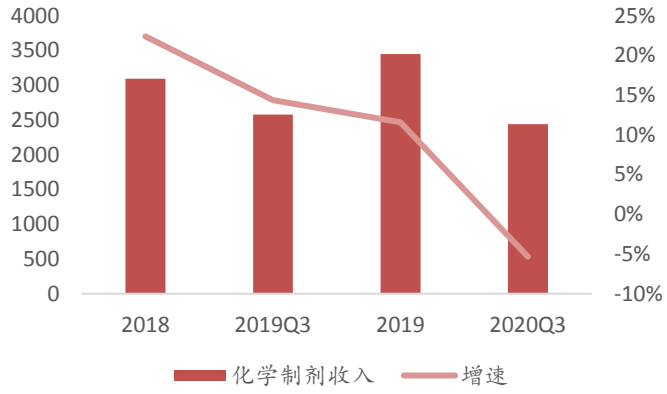
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.2化学制剂

2019年化学制剂板块营业收入增速为11.58%、归母净利润及扣非归母净利润增速分别为3.10%、-15.62%；带量采购及部分公司商誉减值等因素导致板块利润增速受到一定影响；与板块整体增速放缓相对应的是行业内部趋势格局的逐步分化，在行业系统性药审改革、带量采购及医保控费背景下，行业龙头公司（恒瑞医药等）大体保持了稳健增长，行业内部竞争及整合有望加速，“强者恒强”效应逐渐凸显。今年上半年受疫情因素影响，医院、第三方检测机构等业务受到限制，2020H1板块整体营收增速为-8.30%，归母净利润及扣非归母净利润的增速分别为-4.86%、-13.80%。但随着医疗秩序的逐步恢复，板块整体业绩得到明显改善，2020Q3营收增速为-5.35%，预计后续业绩将稳步恢复。在行业创新转型、带量采购及医保控费趋势化、常态化背景下，建

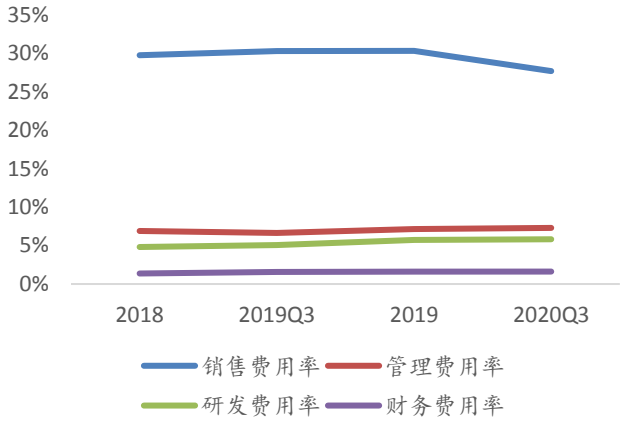
议积极关注基本面良好、产品管线丰富、综合能力突出的头部企业。在费用方面：受疫情影响，2020Q3销售费用率有一定程度的下降，为27.72%，管理费用率及财务费用率大体上保持稳定，研发费用率为5.82%，同比增长0.77%，在行业整体创新转型的背景下，预计后续的研发投入仍将持续增加。

图表11：化学制剂板块营收（亿）及增速



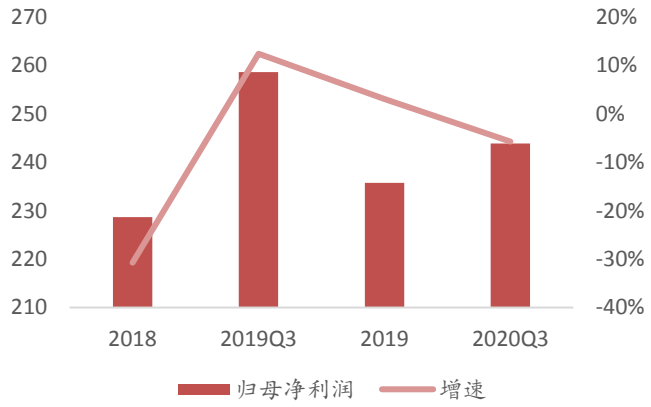
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：化学制剂板块相关费用率



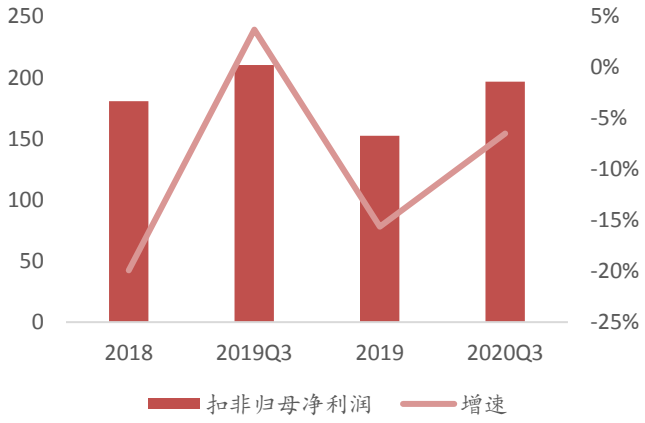
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：化学制剂板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：化学制剂板块扣非归母净利（亿）及增速

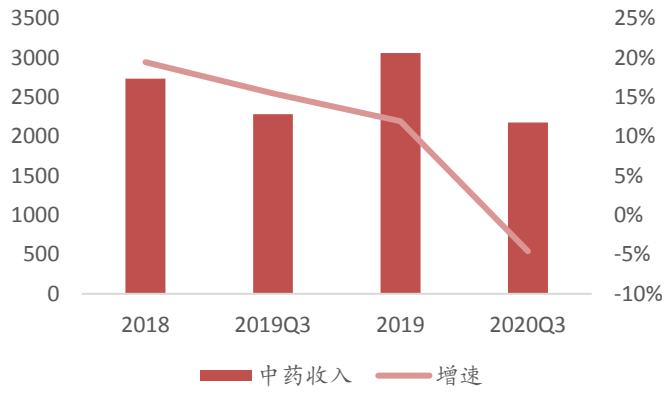


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.3中药

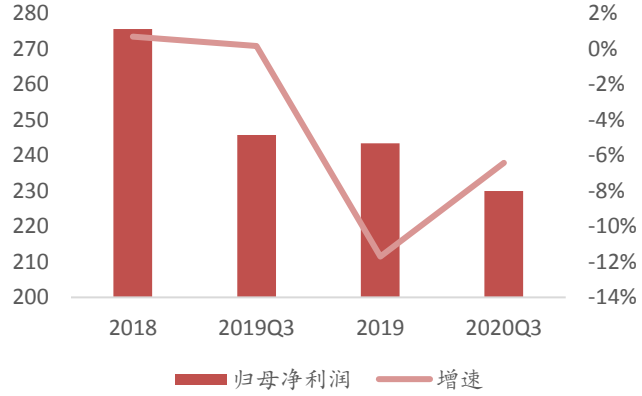
上半年受疫情影响，2020H1中药板块整体营业收入增速为-6.80%，归母净利润及扣非归母净利增速分别为-17.30%、-13.50%，业绩的下滑除了疫情因素外与去年同期业绩基数较高同样有关。但受益于疫情防控的需要，上半年部分抗病毒、清热解毒类中成药产品保持了较快的业绩增长，如连花清瘟等。2020Q3中药板块整体营收增速为-4.58%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为-6.41%、-4.94%，随着国内疫情的有效控制，板块业绩处于逐步恢复中。费用方面：2020Q3板块销售费用率为23.66%，同比下降2.08%，管理费用率、研发费用率及财务费用率均保持相对稳定。近几年由于受到部分医改政策的影响，中药板块在业绩和估值上相对承压，部分中药股估值已回落到近几年相对低点，考虑到目前已处在政策周期末期，同时中药板块中部分消费品属性、慢性病管理用药未来仍具有一定成长空间，建议中长期关注，逢低布局部分龙头个股。

图表15：中药板块营收（亿）及增速



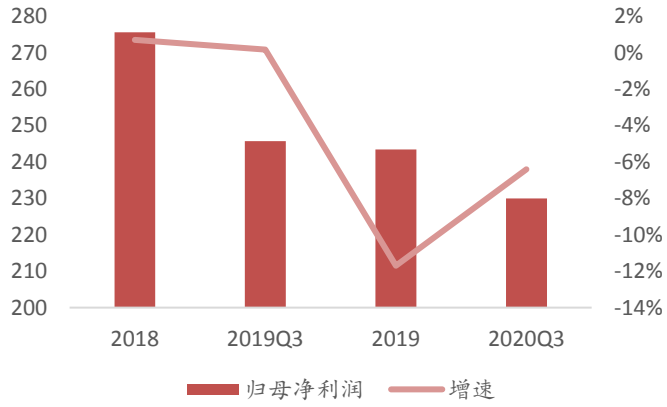
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：中药板块相关费用率



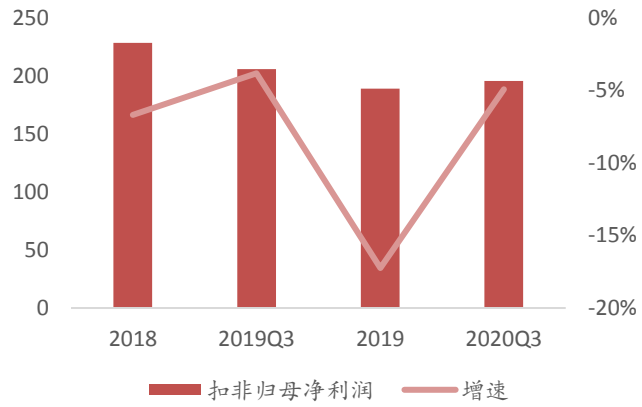
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：中药板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：中药板块扣非归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

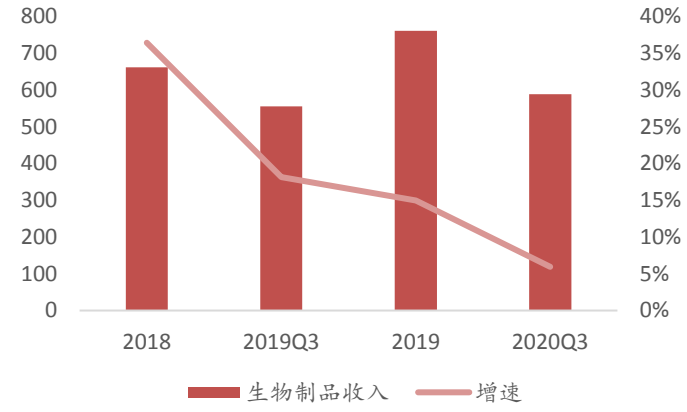
1.2.4生物制品

2019年生物制品板块营业收入增速为14.97%；归母净利润、扣非归母净利润增速分别为44.09%、39.05%，板块整体业绩保持了较快的增长，主要原因为板块内部疫苗、生长激素等细分领域赛道保持了较高的景气度，这些领域中的龙头公司业绩增速稳健。2020Q1由于疫情因素的影响，板块整体营收、归母净利、扣非归母净利增速均为负增长；Q2起业绩开始逐步恢复，2020H1营收、归母净利、扣非归母净利增速分别为2.20%、13.7%、11.4%，部分细分领域产品受疫情防治需要，上半年增长较快，如血制品中白蛋白/静丙等，2020H1批签发同比保持两位数以上增速；进入三季度后业绩增长进一步加快，2020Q3板块整体营收增速为5.95%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为34.33%、20.93%。费用方面：2020Q3管理费用率及财务费用率保持相对稳定，销售费用率为20.04%，同比下降0.93%，研发费用率为4.16%，同比增加0.72%，预计后续板块整体研发费用仍将保持稳定增长态势。

由于上半年疫情对部分血浆站工作造成一定影响，预计下半年和明年血制品市场供应总体偏紧，细分行业景气度较高；此外，受益于技术进步和消费升级，国产疫苗迎来快速爆发期，国产13价肺炎疫苗等重磅品种陆续上市，后续建议积极关注现有品种持续放量、布局新冠肺炎疫苗进展居前的龙头疫苗个股。整体来看，生物制品板块涉及细分领域较多，未来结构性投资机会显著，相对看好创新抗体药、疫苗、血制品及

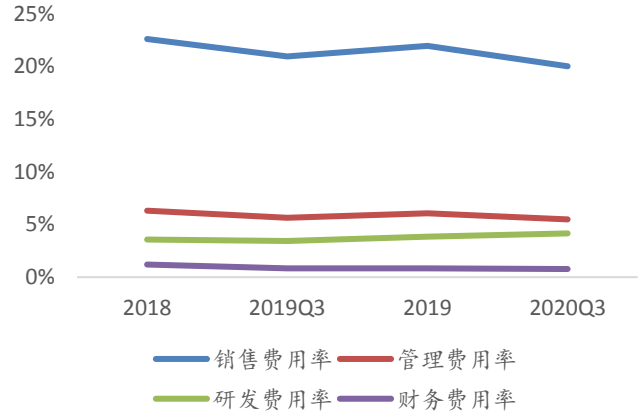
生产激素等细分领域；与此同时部分辅助性用药在医保控费、处方监控下仍将持续承压。

图表19：生物制品板块营收（亿）及增速



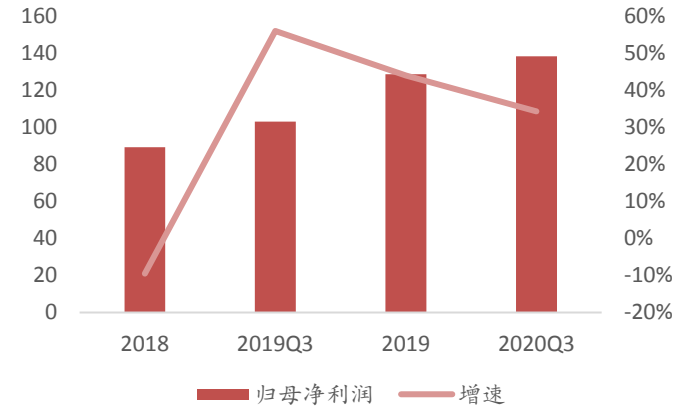
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表20：生物制品板块相关费用率



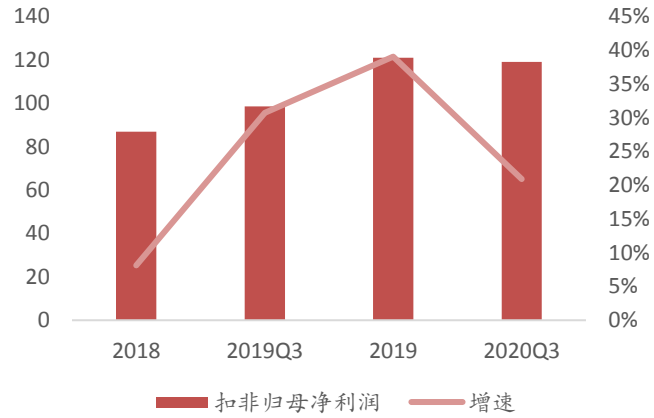
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：生物制品板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表22：生物制品板块扣非归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

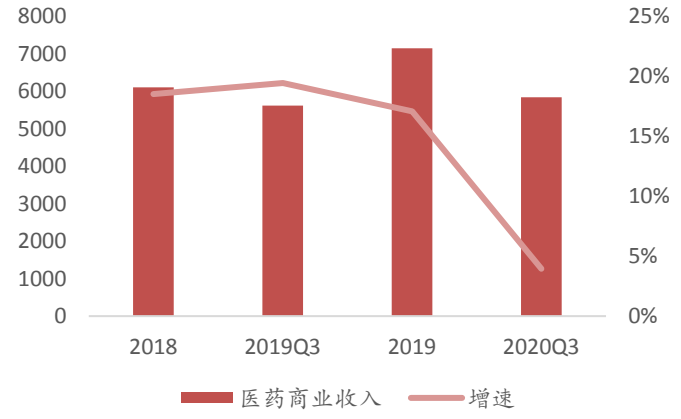
1.2.5医药商业

2019年医药商业板块营业收入增速为17.07%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为-3.08%、6.02%。2020Q1受疫情阶段性影响，板块整体营收、利润同比增长均出现一定程度的下滑，但Q2逐步企稳回升：2020H1板块整体收入增幅为-0.70%，归母净利、扣非增速分别为5.40%、1.20%。进入三季度后，板块业绩持续恢复，营收增速由负转正，为3.95%，归母净利润及扣非归母净利润增速也进一步增加，分别为12.50%、6.36%。费用方面：2020Q3板块各项费用率均保持相对稳定，销售费用率及管理费用率分别为6.19%、2.19%，研发费用率及财务费用率分别为0.22%、0.80%。

目前来看，医药流通板块受行业两票制影响的高峰期已过，同时叠加宽松货币政策带来了资金环境的改善，看好市场集中度提升经营改善下的全国性流通龙头以及地区性医药商业龙头未来的业绩表现；与此同时，医药零售板块整体业绩表现较好，连锁药店龙头门店扩张也在稳步推进，零售药房的市场集中度得到进一步提升。今年上半年，受益于疫情影响带来的业务增量，零售药房板块营收和利润均保持了较快增长。中长期我们仍积极看好零售药房板块及优质个股的投资机会：1.自身新建及外延并购带来的业务扩张和行业集中度提升；2.药占比、集采背景下处方外流等政策驱动及

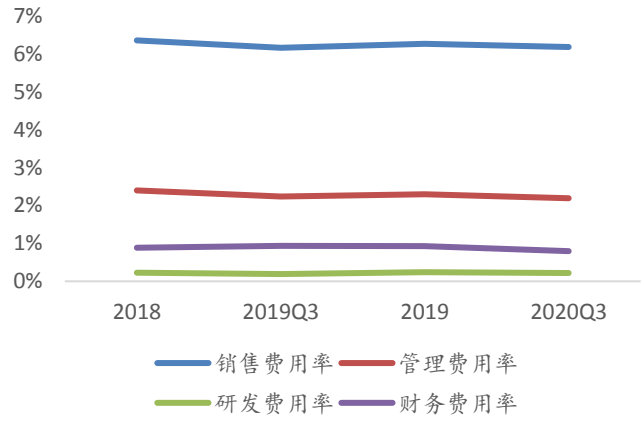
自主消费升级带来的药店消费结构性占比提升。

图表23：医药商业板块营收（亿）及增速



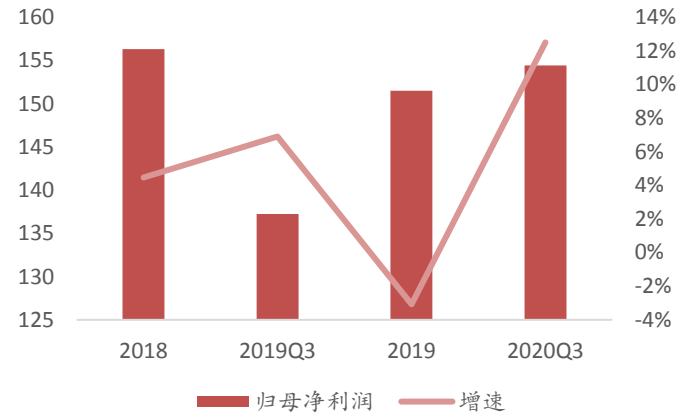
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表24：医药商业板块相关费用率



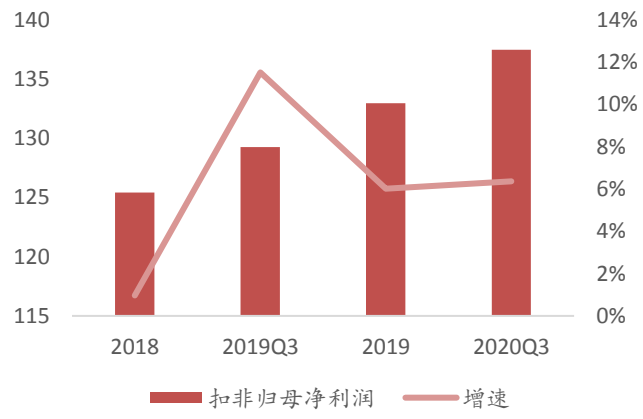
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表25：医药商业板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表26：医药商业板块扣非归母净利（亿）及增速



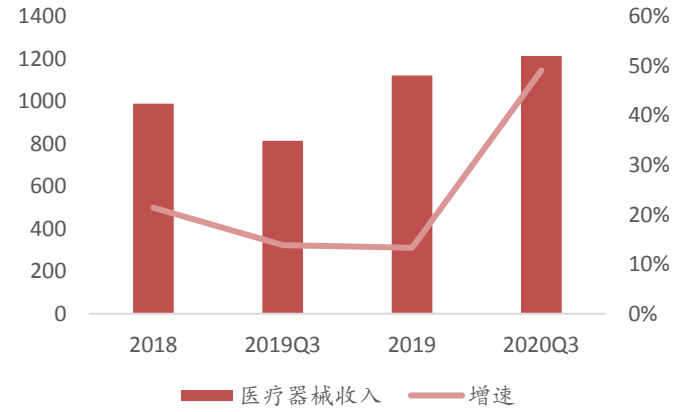
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.6医疗器械

2020H1医疗器械板块整体营业收入增速为39.00%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为90.90%、114.30%；上半年业绩的大幅增长主要受益于疫情防控带来的相关抗疫产品需求的激增，尤其是Q2后海外疫情迅速蔓延，国内相关产品如呼吸机、诊断类设备/试剂、口罩等医疗产品的出口量大幅增加，同时随着国内诊疗机构业务的逐步恢复以及对疫情防控力度的加大，国内相关产品的需求也不断上涨。2020Q3板块整体营收增速为147.23%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为126.12%、147.23%，在疫情尚未看到明显的拐点前预计板块业绩仍将保持较快增长。费用方面：2020Q3销售费用率为12.85%，同比减少3.94%；管理费用率及研发费用率分别为5.35%、5.31%，均有小幅下降；财务费用率为1.03%，同比增加0.46%。

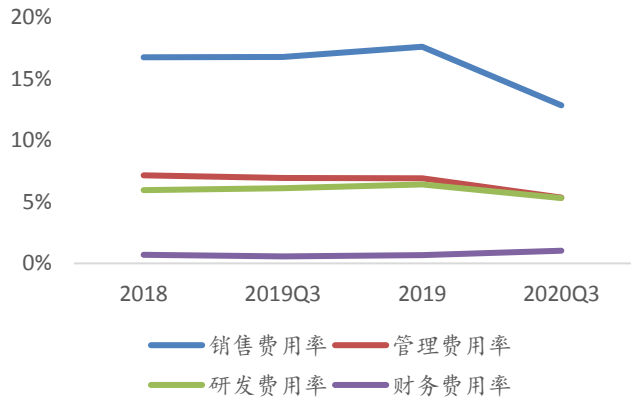
除了疫情防控这一促使板块业绩短期爆发的核心逻辑外，本次新冠疫情更多的是对市场起到了强烈且深刻的教育作用，国内医疗系统后续将进一步加大医疗系统补短板的进程，看好国内医疗系统“新基建”带来的相关医疗设备及试剂产品的增量市场机会。与此同时，部分高端器械产品的国产替代空间依旧广阔，部分龙头企业具备较好的中长期机会。

图表27：医疗器械板块营收（亿）及增速



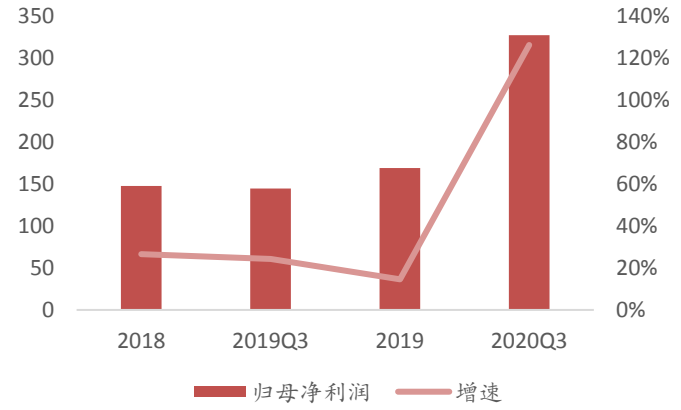
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表28：医疗器械板块相关费用率



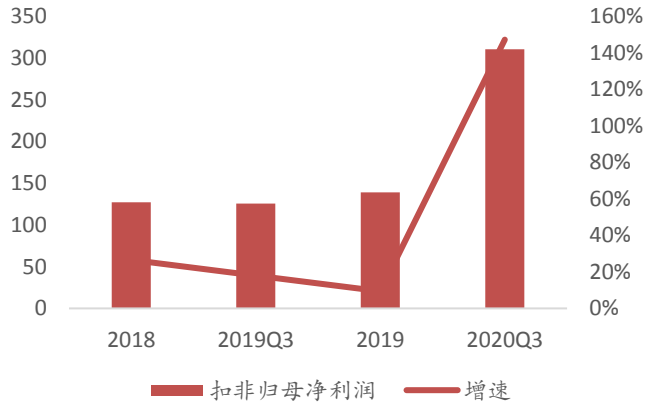
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表29：医疗器械板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表30：医疗器械板块扣非归母净利（亿）及增速



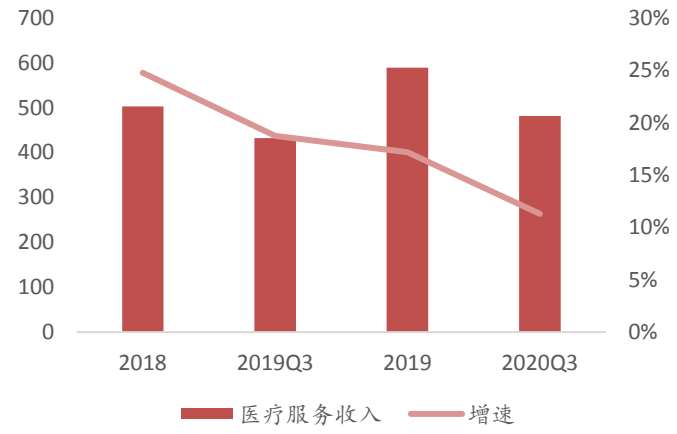
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.7医疗服务

今年一季度受疫情影响，部分连锁医疗服务类公司短期经营及业绩受到一定冲击，但随着Q2起，板块内部公司业绩快速反弹，整体业绩快速恢复并实现一定程度的增长：2020Q3板块整体营业收入增速为11.30%、归母净利润及扣非归母净利润增速分别为26.54%、1.43%。费用方面：2020Q3管理费用率及研发费用率保持相对稳定，销售费用率为7.92%，同比下降1.04%，财务费用率为2.46%，同比增加1.12%。

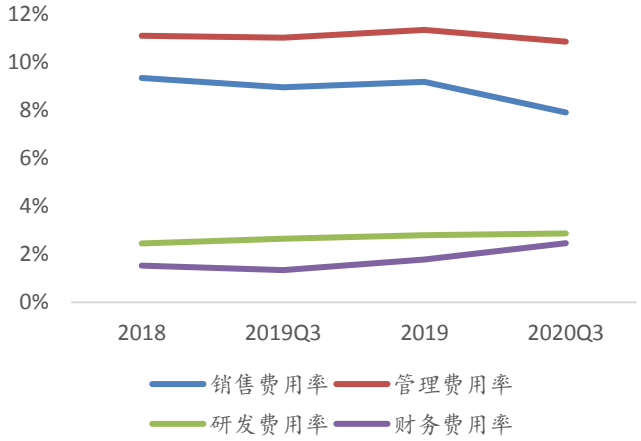
Q2起国内疫情基本消退，诊疗秩序逐步恢复，部分龙头医疗服务公司如爱尔眼科、通策医疗等业绩反弹迅速，考虑到相关医疗服务业务模式成熟、且相关医疗服务偏刚性消费，预计全年业绩整体冲击有限；此外CXO板块整体业绩增长突出（药明康德、康龙化成、昭衍新药等）。目前外包服务领域业绩增长主要受益于以下几方面因素：1.国内CXO企业年后整体复工较早，龙头公司以执行海外客户订单为主，受国内疫情影响极其有限。同时随着2季度起海外疫情持续扩散，加剧了部分海外订单向国内的转移；2.行业创新转型背景下，国内创新药研发订单持续快速增加。预计CXO板块在未来一段时间内仍将维持较高的行业景气度及业绩增速，建议战略性配置。

图表31：医疗服务板块营收（亿）及增速



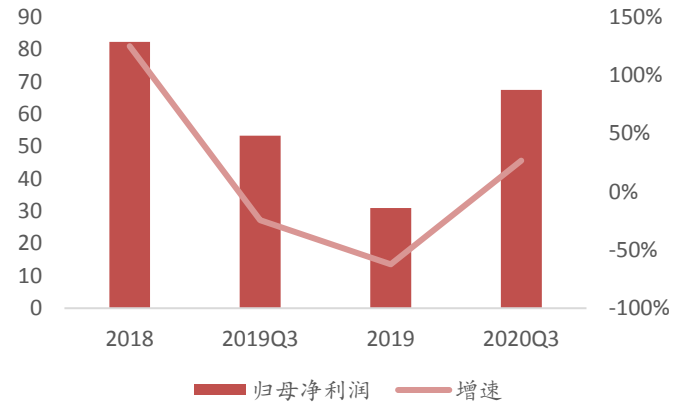
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表32：医疗服务板块相关费用率



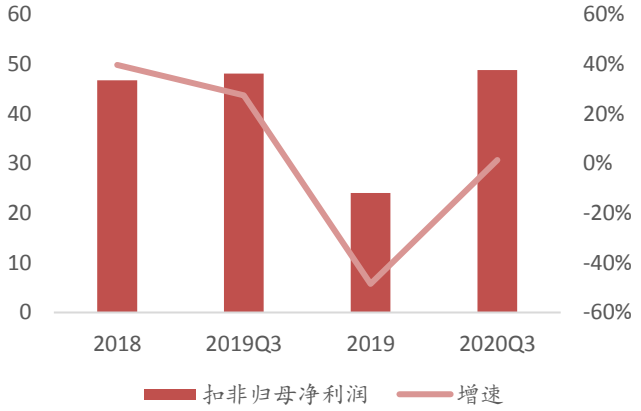
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表33：医疗服务板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表34：医疗器服务板块扣非归母净利（亿）及增速



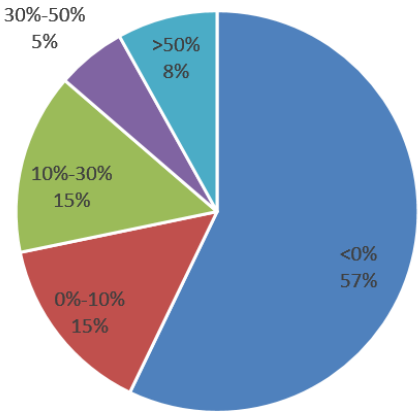
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3个股业绩分化有所缓解，疫情影响逐步释放

个股营收增速分布方面：2020上半年受新冠疫情影响，个股营业收入增速有所放缓，其中增速在50%以上的公司占比为8%，增速在30%-50%的公司占比为5%，增速为正的公司占比为43%，行业内业绩分化较为明显。随着Q2国内疫情趋缓以及海外疫情的持续蔓延，部分细分领域如医疗器械、IVD等业绩增长显著，而其他企业主营业务也企稳反弹，2020Q3，营收增速在50%以上的公司占比保持不变为8%，增速在30%-50%的公司占比上升至7%，增速为正的公司占比上升至52%，疫情影响在逐步释放，业绩分化的情况有所缓解。

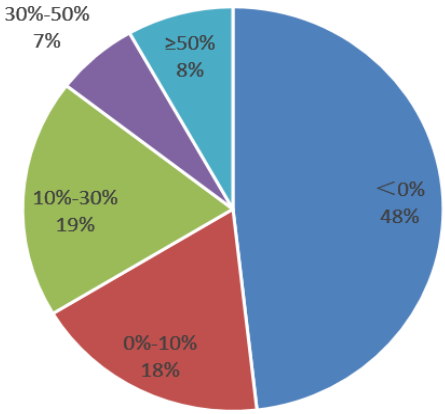
利润端方面：2020H1归母净利润增速在50%以上的公司占比为21%，增速在30%-50%的公司占比为7%，增速为正的公司占比为50%。同样，受到Q2起国内外环境的变化的影响，保持较高利润增速的企业在逐步增多，2020Q3归母净利润增速在50%以上的公司占比上升至22%，增速在30%-50%的公司占比上升至9%，而增速为正的公司占比也提高到58%，企业经营及利润情况在逐渐好转。

图表35：2020H1不同营收增速区间公司分布



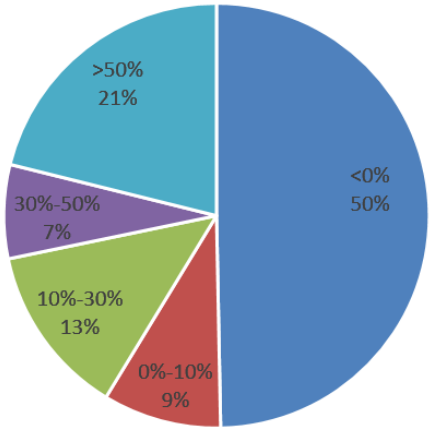
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表36：2020Q3不同营收增速区间公司分布



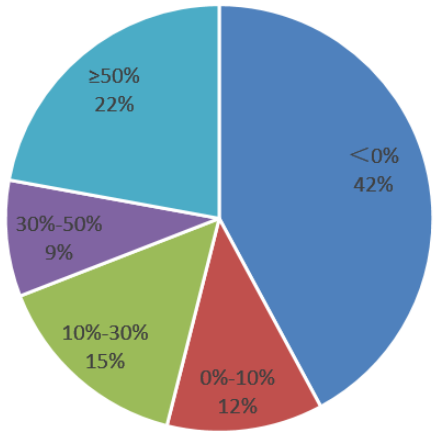
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表37：2020H1不同归母净利润增速区间公司分布



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表38：2020Q3不同归母净利润增速区间公司分布

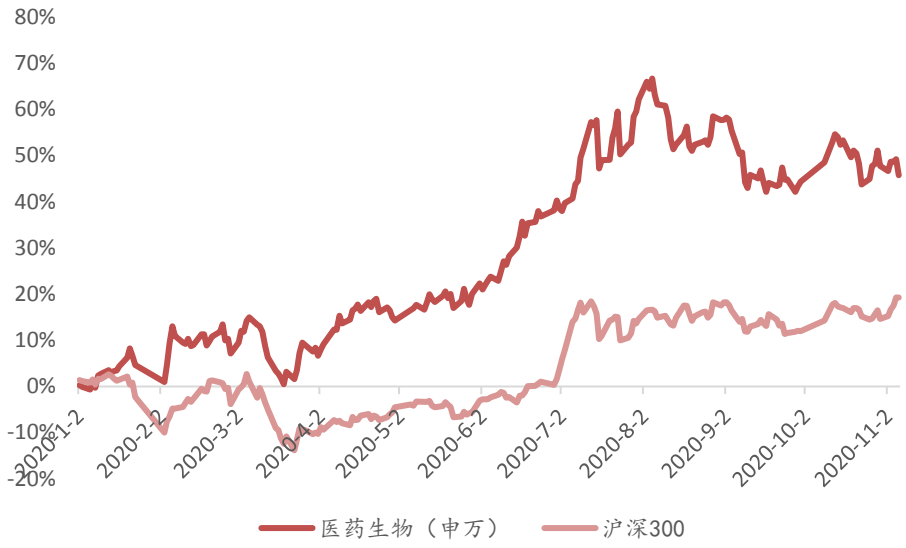


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.4疫情催化下的板块高涨幅、高估值逐渐收缩，趋于正常水平

年初至11月初，A股市场整体波动较大：受新冠疫情影响节后首个交易日市场整体大幅下跌；二月份在市场流动性宽松政策的刺激下，市场风险偏好显著提升，出现短期较为强势的市场表现；三月份海外疫情开始迅速蔓延，受外围市场剧烈波动影响，A股市场整体出现阶段性下跌，随后自三月底逐步企稳反弹。7月初在大金融板块拉动下，市场整体走强，7月末至今维持震荡调整格局。截止11月6日，医药板块整体上涨45.76%，同期沪深300指数上涨19.26%，板块超额收益为26.50%，与7月末8月初的涨幅及超额收益相比有所下滑。

图表39：申万医药板块走势与沪深300指数比较（截至2020/11/06）

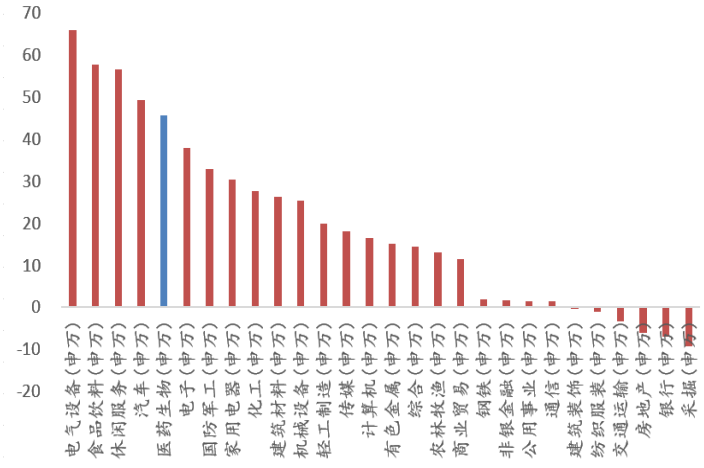


资料来源：Wind，万联证券研究所

一级子行业方面：截止到11月6日，医药生物板块以45.76%的涨幅排在第五位，同期涨幅靠前的有电气设备、食品饮料、休闲服务和汽车等。与此前不同的是，在国内疫情逐步得到有效控制的过程中，受疫情催化所带来的高增长有所减缓，而食品饮料、休闲服务等消费属性板块的涨幅则快速拉升。

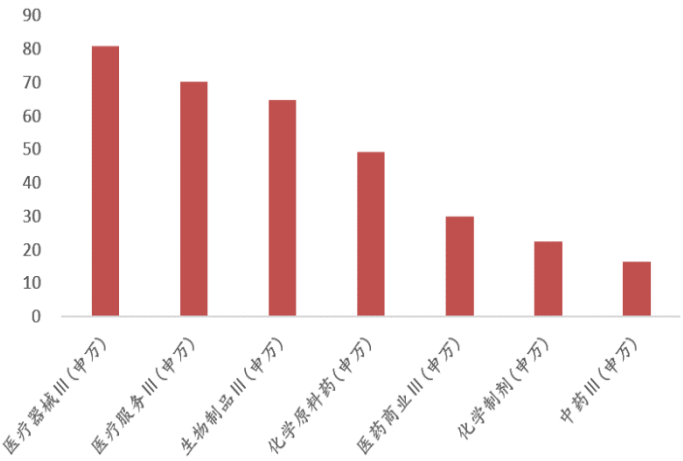
三级子行业方面：由于目前疫情依然没有出现较为明显的拐点，受疫情防控等因素的影响，医疗器械和生物制品等相关子版块涨幅依旧靠前。此外，随着疫情的逐步缓解，医疗服务需求释放，带动相应子版块涨幅不断攀升。

图表40：医药板块与其他一级子行业涨跌幅比较（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表41：医药板块子行业涨跌幅比较（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

个股涨跌幅方面：截止到11月6日，受市场整体行情及活跃资金影响，除新上市次新股外，涨幅靠前的主要是与疫情防治相关的个股，集中在IVD、中成药、疫苗类、部分医疗器械领域；跌幅靠前的个股主要集中在ST类、2019年商誉大幅减值致使业绩明显下滑的相关个股。

图表42：医药行业涨跌幅前20个股（截至2020/11/06）

涨幅前20个股		跌幅前20个股	
万泰生物	1444.37%	延安必康	-61.04%
英科医疗	995.04%	*ST济堂	-60.53%
康华生物	356.32%	赛科希德	-59.28%
振德医疗	341.41%	三生国健	-49.91%
正川股份	303.96%	君实生物-U	-47.91%
硕世生物	286.63%	复旦张江	-44.57%
博晖创新	271.64%	东阳光	-44.43%
新产业	257.45%	通化金马	-43.58%
达安基因	247.08%	宜华健康	-40.92%
葫芦娃	243.37%	*ST交昂	-39.84%
西藏药业	233.34%	紫鑫药业	-38.14%
鹿得医疗	225.07%	国新健康	-37.21%
智飞生物	204.08%	神奇B股	-36.58%
博腾股份	171.15%	ST百花	-35.94%
三诺生物	169.41%	百奥泰-U	-35.90%
理邦仪器	167.72%	伟思医疗	-35.36%
人福医药	165.55%	天智航-U	-34.43%
海尔生物	164.35%	济民制药	-34.34%
森萱医药	160.01%	*ST辅仁	-33.91%
美迪西	156.52%	吉贝尔	-33.89%

资料来源：Wind，万联证券研究所

截止到11月6日，医药板块整体估值（TTM）为44倍，相对沪深300指数的估值溢价率由去年底的176%提升至204%，相对全部A股（非银行）的估值溢价率由去年底的67%提升至71%。但随着疫情的逐步缓解，医药板块整体估值及相对估值溢价率在不断下降，趋于正常水平。板块内部个股估值分化较大，部分行业龙头白马标的仍享受较高估值溢价，部分细分领域及个股受政策因素影响估值受到一定压制。

图表43：申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价（截至2020/11/06）



资料来源：Wind，万联证券研究所

从三季报的数据可以看出随着疫情的有效控制，板块在年中阶段的高涨幅及高估值逐渐收缩，趋于相对正常水平。美国大选的落地、辉瑞疫苗的研制成功以及医改政策将对医药生物板块下一阶段的表现产生一定的影响，板块前期充分调整+业绩真空期+年底估值切换均使得当前成为配置医药板块优质成长股的较好时点。我们认为：1.受益于行业高景气度，创新药及研发产业链（CXO）中的优质个股可逢低布局；2.受益于医疗新基建的创新医疗器械的优质个股可逢低布局；3.可持续关注未来 2 年内有重磅产品上市或持续放量的优质个股；4.受疫情影响，今年部分子行业一季度业绩下滑幅度较大，低基数效应使其明年上半年业绩有望大幅提升，可重点关注部分处方药、医疗服务类个股。

风险因素：外围不确定因素加大的风险，疫情局部地区反复的风险、控费及带量采购等政策实施超预期的风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场