西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医药行业2020年三季报总结

Q3行业大幅回暖，持续看好CXO、疫苗、药店、器械等板块

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
邮箱：cj@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
邮箱：mayt@swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
2020年11月

核心观点

- 我们选取了**247家**医药上市公司（不包含科创板），前三季度收入总额**13519亿元**，归母净利润**1317亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：87%、91%，主要剔除了在2019年提取巨额商誉减值损失的企业、在2019年9月以后上市的公司。**前三季度，**2020年全行业（不包含科创板）收入增速**6.3%**，净利润增速**29.8%** ，扣非净利润增速**29.8%** 。**分季度看，**单三季度收入增速**14.9%**，净利润增速**55%，**扣非净利润增速**50.6%**。收入增速回归三年中枢，净利润增速再创新高。全行业（不包含科创板）前三季度实现业绩正增长的公司有155家，占比59%，多数公司实现收入正增长（59%，145/247）。
- 同时选取了**34家**医药上市公司（不包含科创板），前三季度收入总额**185亿元**，归母净利润**32亿元**，主要剔除了在2019年9月以后上市的公司，2020年前三季度收入增速**54%**，净利润增速**3363%** ，扣非净利润增速**434%**。前三季度实现业绩正增长的公司有25家，占比75%，65%的公司实现收入正增长（22/34）。

持续看好高景气板块：

- **医疗器械（50家）**：前三季度收入1108亿元，同比+54%（+54%），归母净利润为315亿元（+130%）。三季度基本延续二季度高增长的态势。疫情相关器械如检测试剂、呼吸机、口罩、手套等大幅放量。
- **CXO（10家）**：前三季度收入256亿元，同比+28%，归母净利润总额58亿元，同比+64.5%，整体维持高速增长。Q3收入同比+34.2%，归母净利润同比+30%，三季度收入端继续加速，利润端增速下降主要与龙头企业投资收益等下降有关。
- **医疗服务（5家）** ：前三季度收入282亿元，同比+15.4%，归母净利润总额41亿元，同比+59%。受疫情影响的医疗服务如专科医院公司恢复较好，受益于新冠疫情检测需求增长的ICL公司贡献板块主要利润增量。
- **疫苗（4家）** ：前三季度收入149亿元，同比+46.4%，归母净利润总额37亿元，同比+54%。疫情对接种的影响主要体现在1季度，后续业绩逐季加速。
- **零售药店（4家）**：前三季度收入393亿元，同比+25%，归母净利润总额25.5亿元，同比+37%。第三季度收入增速略有提速（42%），利润增速（42%）增长幅度更大，预计主要由于各家公司加快了扩张步伐，且维持较好的净利率。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

1、医药行业2020年三季报业绩总览 ——全行业表现

1.1全行业（不包括科创板公司）

- 我们选取了**247家**医药上市公司（不包含科创板），前三季度收入总额**13519亿元**，归母净利润**1317亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：87%、91%，主要剔除了在2019年提取巨额商誉减值损失的企业、在2019年9月以后上市的公司。

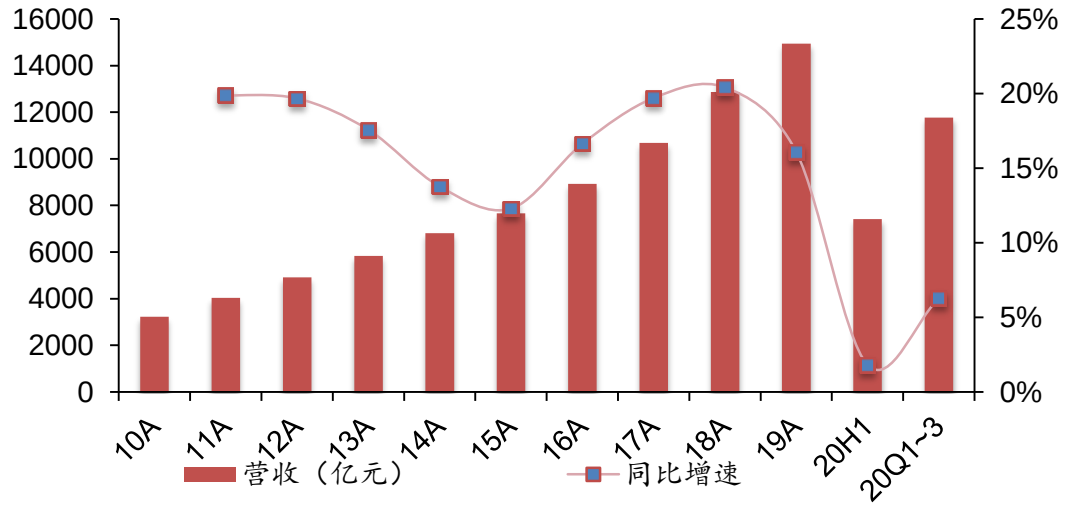
前三季度

- 2020年前三季度收入增速**6.3%**，净利润增速**29.8%** ，扣非净利润增速**29.8%。**
- 前三季度实现业绩正增长的公司有155家，占比59%，多数公司实现收入正增长（59%，145/247）。

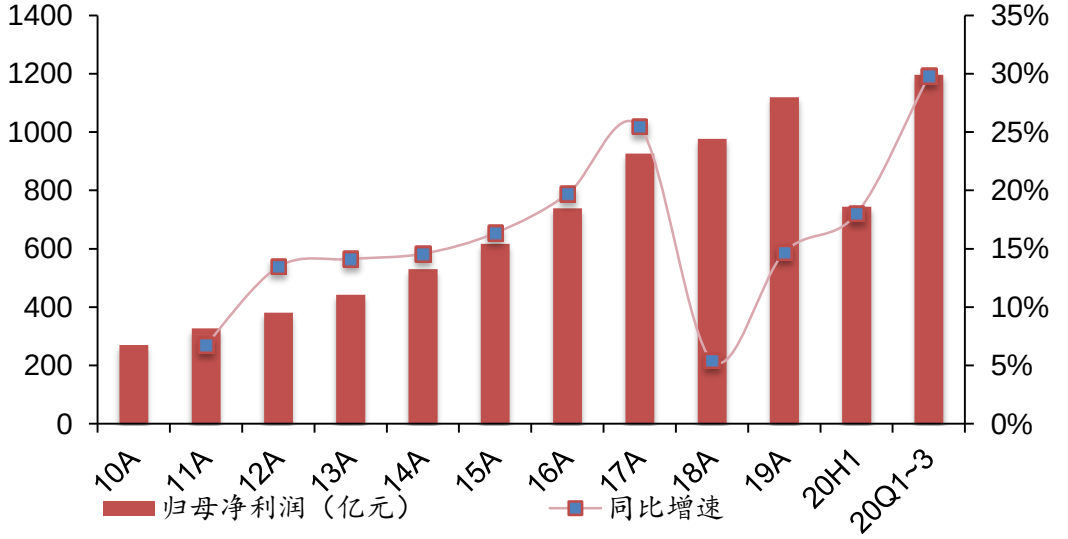
医药行业2020年前三季度业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.28%	20	35	145	102
占比		8%	14%	59%	41%
归母净利润增速	**全行业**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	29.80%	55	81	155	92
占比		22%	33%	63%	37%

2010年~20Q1-3医药行业上市公司收入总额及增速



2010年~20Q1-3医药行业上市公司归母净利润总额及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

1.1全行业（不包括科创板公司）

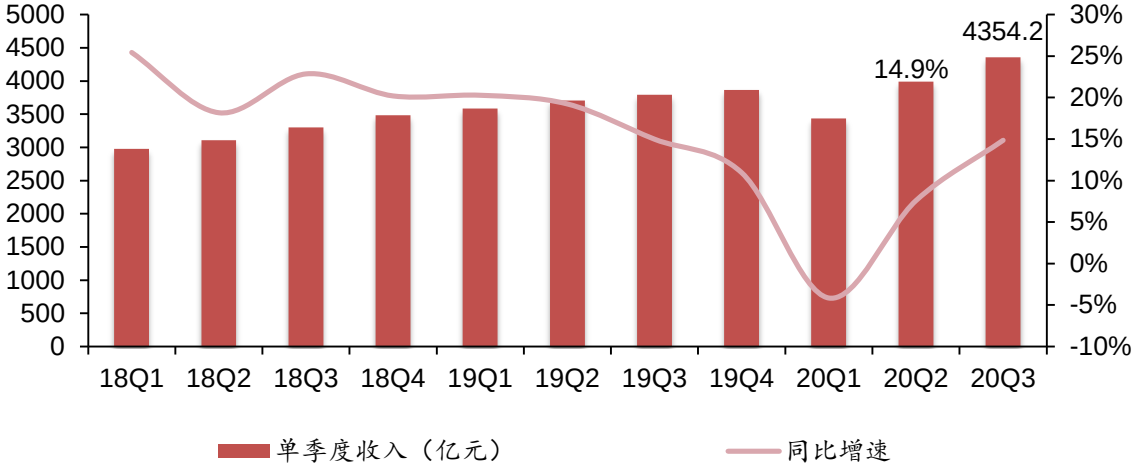
分季度来看，收入和净利润增速**逐季回暖。**

- 收入增速逐季度提升，净利润增速Q3保持较高水平。
- 单三季度收入增速**14.9%**，净利润增速**55%，**扣非净利润增速**50.6%**。收入增速回归三年中枢，净利润增速再创新高。

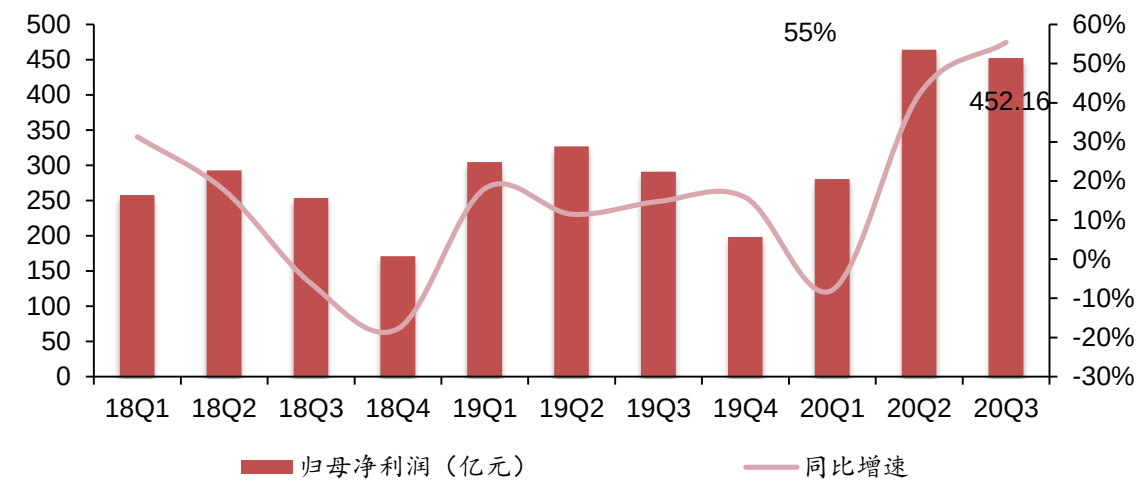
2020年分季度看医药行业整体表现

（亿元）	20Q1	20Q2	20Q3	20H1	20Q1~3
营收	3433	3987	4354	7420	11774
同比增速	**-4.2%**	**7.6%**	**14.9%**	1.8%	6.3%
归母净利润	281	464	452	745	1197
同比增速	**-7.9%**	**42.1%**	**55.4%**	18.0%	29.8%
扣非归母净利润	254	408	408	662	1071
同比增速	**-2.3%**	**41.2%**	**143.3%**	20.2%	30.1%

18Q1~20Q3单季度医药行业上市公司收入总额及增速



18Q1~20Q3单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



数据来源：Wind、公司公告，西南证券整理；

1、医药行业2020年三季报业绩总览 ——全行业表现

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

■ **结构分化更加明显，器械、CXO、疫苗、医疗服务、药店等业绩持续领跑**

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平		
	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3
医疗器械	43.8%	74.6%	54.4%	94.1%	204.8%	**129.8%**	4.6%	7.4%	5.7%	56.5%	59.1%	57.5%
CXO	24.3%	34.2%	27.9%	87.3%	30.1%	**64.5%**	0.4%	0.3%	0.4%	39.8%	40.9%	40.2%
医疗服务	2.4%	37.6%	15.4%	32.9%	95.4%	**59.3%**	0.6%	4.3%	2.3%	38.3%	43.5%	40.6%
疫苗	34.4%	68.9%	46.4%	27.5%	103.3%	**53.6%**	-2.9%	3.4%	-0.2%	49.3%	58.5%	53.0%
零售药店	24.2%	26.2%	24.9%	35.7%	41.8%	**37.6%**	-1.8%	-1.0%	-1.5%	36.2%	37.0%	36.4%
原料药	11.0%	8.6%	10.2%	40.4%	25.0%	**35.5%**	3.6%	2.7%	3.3%	46.0%	46.5%	46.1%
生物药	-1.7%	10.3%	2.4%	13.4%	35.5%	**20.6%**	-2.9%	-1.7%	-2.4%	64.0%	65.8%	64.7%
血制品	0.2%	16.2%	6.3%	13.9%	19.1%	**16.0%**	-1.8%	0.9%	-0.6%	54.5%	60.6%	57.1%
医药分销	-1.4%	13.5%	3.7%	3.3%	31.3%	**12.2%**	0.1%	-0.1%	0.0%	11.7%	10.8%	11.4%
创新药及制剂	-7.8%	1.9%	-4.5%	-8.1%	11.0%	**-2.1%**	-1.3%	-0.9%	-1.1%	55.6%	56.9%	56.0%
中药	-5.9%	0.8%	-3.7%	-16.5%	21.1%	**-6.3%**	-2.8%	-0.2%	-1.9%	43.0%	44.4%	43.5%
全行业	**1.8%**	**14.9%**	**6.3%**	**18.0%**	**55.4%**	**29.8%**	**0.1%**	**0.9%**	**0.4%**	**34.0%**	**34.4%**	**34.1%**

前三季度

■ 主要增量贡献：

- **收入**：医疗器械、医药分销、零售药店
- **毛利**：医疗器械、原料药、疫苗
- **净利润**：医疗器械、原料药、CXO

亿元	收入同比	毛利润变同比	净利润同比
医疗器械	390.7	265.4	177.8
疫苗	47.1	24.7	12.9
医疗服务	37.7	21.0	15.4
零售药店	78.3	23.8	7.0
生物药	9.5	-3.4	11.9
医药分销	173.4	20.0	12.6
CXO	55.9	23.3	22.8
原料药	52.4	41.0	28.8
中药	-79.6	-76.4	-14.9
血制品	6.5	3.2	4.1
创新药及制剂	-76.2	-61.2	-3.6
全行业	695.7	281.4	274.8

分行业来看：

- **行业利润增量主要来自受疫情影响刺激需求的公司，尤其是器械板块，**迈瑞、英科、华大、振德、蓝帆、达安基因等贡献了主要的收入和净利润增量，板块前三季度收入1108.3亿元（+54.4%），归母净利润314.8亿元（+129.8%）。Q1/Q2/Q3单季度收入增速分别为+7%/+76.6%/74.6%,单季度净利润+1.1%/+178.3%/204.7%）,三季度基本延续二季度高增长的态势。
- **CXO板块同比增长(10家)** 前三季度收入总额增速为28%、归母净利润总额增速为64.5%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长34.2%，归母净利润同比增长30%，龙头药明康德前三季度收入占板块超过46%，净利润超过40%，带动行业稳健增长。
- **医疗服务（5家）** 前三季度收入282亿元，同比+15.4%，归母净利润总额41亿元，同比+59%。疫情延后的服务需求Q3释放，爱尔、通策等专科医院公司等恢复较好，金域、迪安等公司受益于新冠疫情检测需求增长贡献板块主要利润增量。
- **疫苗（4家）** 疫情对接种的影响主要体现在1季度，后续业绩逐季加速。从前三季度疫苗板块收入占比看，智飞占比74.3%；从前三季度疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比67.2%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。
- **药店（4家）**前三季度收入总额增速为25%，归母净利润总额增速为37.6%，其中第三季度分别为26.2%、41.8%。从趋势来看，第三季度收入增速略有提速，利润增幅更大，预计主要由于各家公司加快了扩张步伐，且维持较好的净利率。
- **创新药与化学制剂(47家)**的主要利润增量来自创新药器械如恒瑞、贝达、丽珠等，个股分化严重，板块前三季度收入总额增速为-5.1%、归母净利润总额增速为-2.3%；逐季恢复增长趋势明显，Q3单季收入与利润增速均有大幅回升，均扭转为正，收入端增速为1.4%，润端更为突出，增速恢复为10.9%。
- **血制品（6家）**板块收入同比略有增长。华兰和莱士分别贡献主要收入和净利润增量，2020年1-9月多数品种实现批签发量稳健增长。

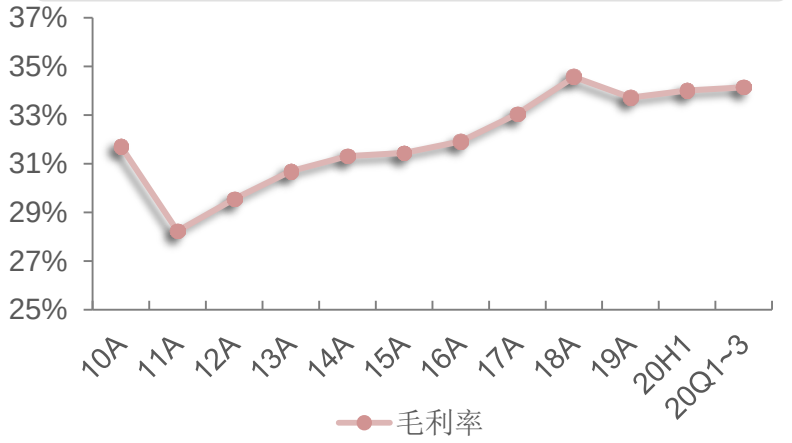
■ 全行业盈利分析：销售费用率降低，研发投入提升，创新是医药行业发展的基石

前三季度累计收入增速6%，毛利增速7.5%，归母净利润增速约30%。盈利端超增长主要是销售费用继续降低。

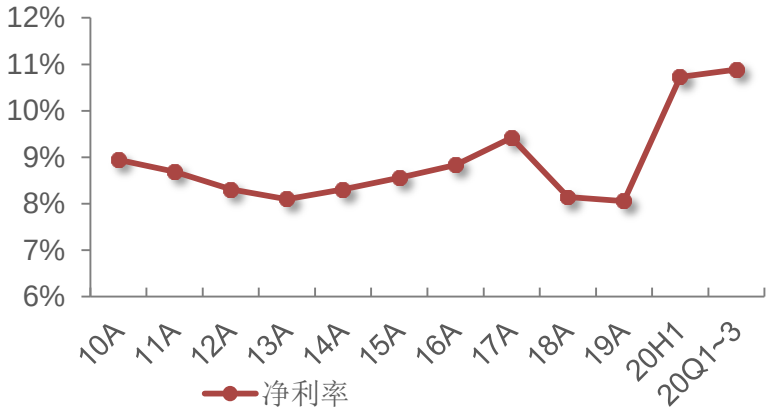
- 研发费用同比+64.2%，同比提升1.1pp。
- 销售费率继续降低，前三季度降低约1.8pp。

医药行业整体	20Q1~3 yoy	20Q1~3 增加额(亿元)	对利润增量贡献	费率+-pp
营业收入	6.3%	696		
毛利润	7.5%	281	102%	
归母净利润	29.8%	**275**		
销售费用	-5.9%	**-103**	38%	-1.82
管理费用	5.2%	26	-9%	-0.05
财务费用	12.8%	11	-4%	0.05
研发费用	16.5%	42	-15%	0.22

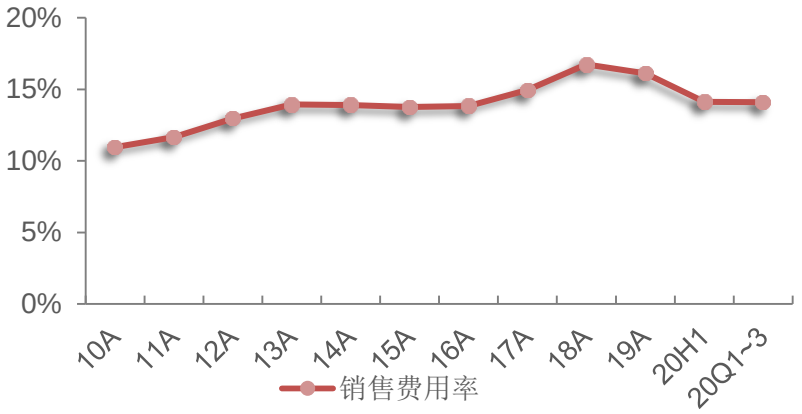
2010年~20Q1-3医药行业上市公司毛利率



2010年~20Q1-3医药行业上市公司净利率



2010年~20Q1-3医药上市公司销售费率



分行业看研发和销售费用趋势

- **前三季度**研发费用同比增加42亿元，其中**生物药、创新药和制剂**公司持续加大投入，研发费率分别同比提升1.75pp、0.7pp。

- 全行业销售费用同比减少103亿元，主要是以创新药及制剂、中药板块降低所致，随着集采加速仿制药市场出清，压缩渠道利润，制药企业降低销售费用趋势有望继续保持，全行业费率降低趋势刚刚开始。

- 全行业：销售费用率降低，研发投入提升

	研发费率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		同比
	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3	20Q1~3	19Q1~3	
创新药及制剂	**5.8%**	**6.6%**	**6.1%**	**0.98%**	**0.09%**	**0.69%**	**98.8**	**91.6**	7
CXO	4.9%	4.2%	4.6%	0.22%	-0.84%	-0.19%	11.8	9.6	2
疫苗	2.9%	4.9%	3.7%	0.30%	1.87%	0.95%	5.5	2.8	3
医疗器械	5.6%	5.1%	5.4%	-0.68%	-1.43%	-0.96%	59.9	45.7	14
血制品	3.6%	2.9%	3.3%	0.33%	-0.27%	0.08%	3.6	3.3	0
零售药店	0.0%	0.0%	0.0%	0.02%	0.01%	0.02%	0.1	0.0	0
医疗服务	2.5%	2.1%	2.3%	0.32%	-0.22%	0.09%	6.6	5.5	1
生物药	**7.7%**	**7.5%**	**7.6%**	**1.88%**	**1.51%**	**1.75%**	**30.7**	**23.1**	8
医药分销	0.3%	0.2%	0.3%	0.04%	0.02%	0.03%	12.6	10.7	2
原料药	4.6%	5.7%	4.9%	0.32%	0.09%	0.24%	27.9	24.0	4
中药	1.9%	2.0%	2.0%	0.11%	0.14%	0.12%	40.5	39.4	1
全行业	2.5%	2.6%	2.5%	0.31%	0.04%	0.22%	298.1	255.8	42.3

销售费用	销售费率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		同比（亿元）
	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3	20H1	20Q3	20Q1~3
创新药及制剂	**28.7%**	**29.3%**	**28.9%**	**-2.8%**	**-2.1%**	**-2.6%**	**470**	**535**	-66
CXO	3.2%	2.8%	3.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	8	6	2
疫苗	13.0%	19.1%	15.5%	-2.8%	0.8%	-1.2%	23	17	6
医疗器械	13.2%	11.6%	12.6%	-3.4%	-6.0%	-4.4%	140	122	18
血制品	11.5%	19.6%	14.9%	-1.6%	4.5%	1.0%	16	14	2
零售药店	22.3%	24.0%	22.9%	-2.3%	-1.8%	-2.1%	90	79	11
医疗服务	9.0%	8.7%	8.9%	-0.4%	-0.9%	-0.6%	25	23	2
生物药	**29.7%**	**30.4%**	**30.0%**	**-4.8%**	**-4.9%**	**-4.8%**	**121**	**137**	-16
医药分销	4.9%	4.5%	4.7%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	227	225	3
原料药	9.9%	11.4%	10.4%	-2.3%	-1.6%	-2.1%	59	64	-5
中药	22.7%	24.1%	23.2%	-2.1%	-1.6%	-1.9%	480	540	-60
全行业	14.1%	14.0%	14.1%	-1.76%	-1.92%	-1.82%	1659.1	1762.2	-103.1

数据来源：Wind、公司公告，西南证券整理；

1.2 科创板医药公司

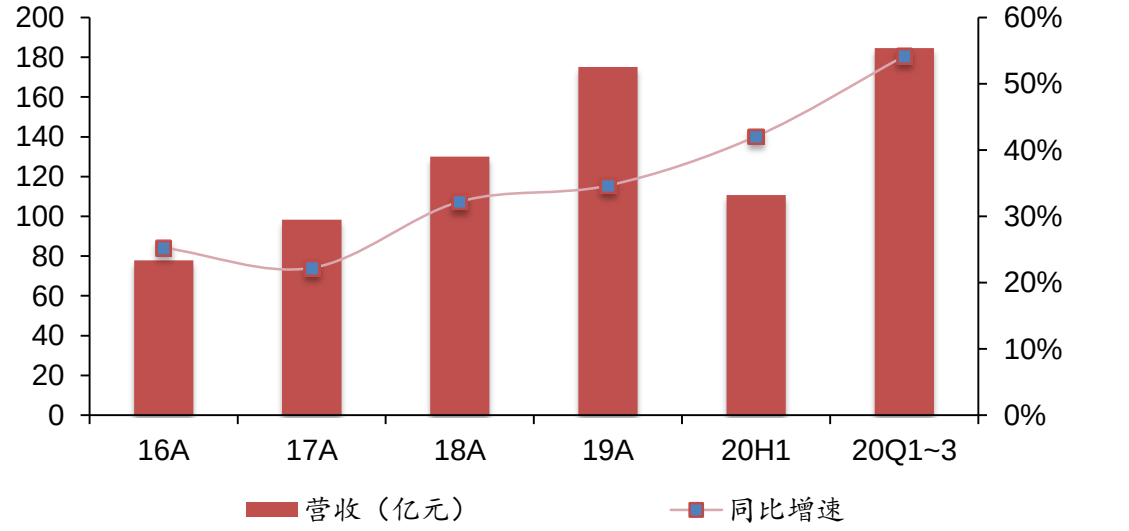
- 我们选取了**34家**医药上市公司（不包含科创板），前三季度收入总额**185亿元**，归母净利润**32亿元**，主要剔除了在2019年9月以后上市的公司。

前三季度

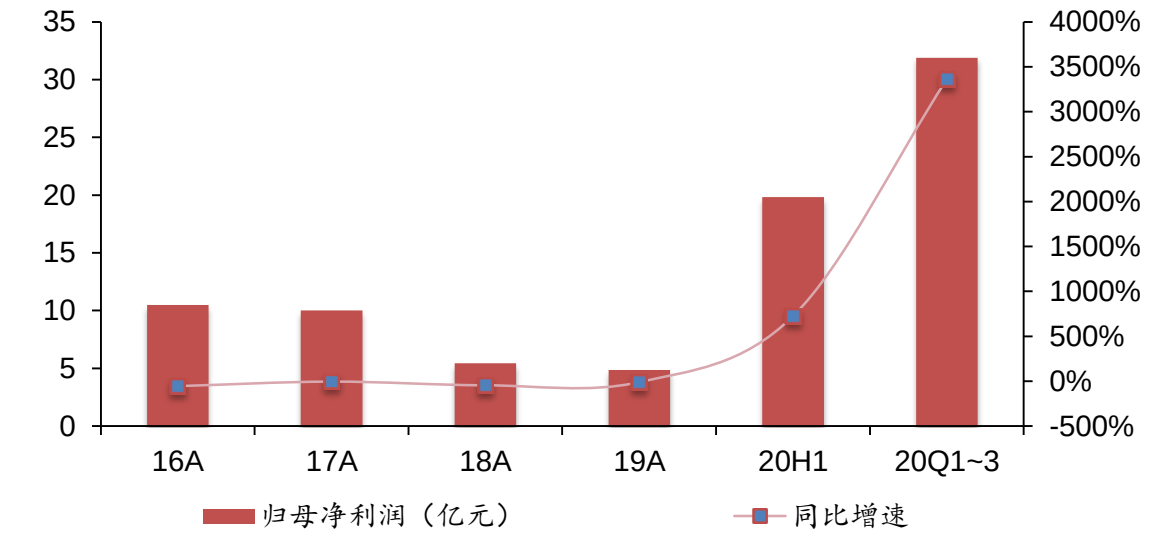
- 2020年前三季度收入增速**54%**，净利润增速**3363%** ，扣非净利润增速**434%。**
- 前三季度实现业绩正增长的公司有25家，占比75%，多数公司实现收入正增长（65%，22/34）。

科创板医药	20Q1~3 yoy	20Q1~3 增加额(亿元)	对利润增量贡献	20Q1~3 费率	费率+-pp
营业收入	54%	65			
毛利润	59%	53	161%		
归母净利润	3363%	**33**			
销售费用	31%	12	-36%	26.5%	-4.6
管理费用	-25%	(6)	18%	9.8%	-10.2
财务费用	-20%	0	-1%	-0.8%	0.7
研发费用	38%	11	-35%	22.4%	-2.6

2017~20Q1-3医药科创板上市公司收入总额及增速



2017~20Q1-3医药科创板上市公司归母净利润总额及增速



1、医药行业2020年三季报业绩总览 ——科创板表现

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

2020Q1~3医药科创板上市公司收入净利润分析

成分股增速	市值	20Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
圣湘生物	470	19.5%	63.1%	1,429	3,362	771	1,994	63	2%	423	9%	70	4%	22	-15%
东方生物	180	6.0%	20.8%	180	838	115	606	41	1%	53	1%	22	1%	21	-14%
硕世生物	137	6.0%	18.2%	460	910	254	532	44	1%	148	3%	39	2%	-4	3%
华熙生物	719	8.6%	13.7%	171	309	19	21	96	2%	645	13%	95	5%	-12	8%
海尔生物	218	5.3%	8.5%	100	253	68	139	107	3%	118	2%	49	3%	-15	10%
南微医学	277	5.0%	6.5%	18	-30	18	-19	65	2%	193	4%	154	9%	0	0%
心脉医疗	187	1.8%	5.1%	38	81	14	50	41	1%	35	1%	15	1%	-10	7%
博瑞医药	243	2.8%	3.8%	104	197	26	58	94	2%	11	0%	46	3%	0	0%
昊海生科	169	4.8%	3.5%	37	-253	17	-138	84	2%	454	9%	159	9%	-81	55%
普门科技	105	2.1%	2.9%	39	94	8	27	74	2%	77	2%	18	1%	-7	5%
伟思医疗	80	1.4%	2.7%	13	30	5	16	24	1%	55	1%	24	1%	-3	2%
复旦张江	151	2.7%	2.7%	26	-129	24	-37	102	2%	258	5%	27	1%	0	0%
三友医疗	103	1.5%	2.5%	24	13	18	7	20	0%	125	3%	12	1%	-2	1%
吉贝尔	56	2.2%	2.5%	13	0	8	5	23	1%	208	4%	30	2%	-1	1%

注：君实生物不披露上半年单季度数据

1、医药行业2020年三季报业绩总览 ——科创板表现

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

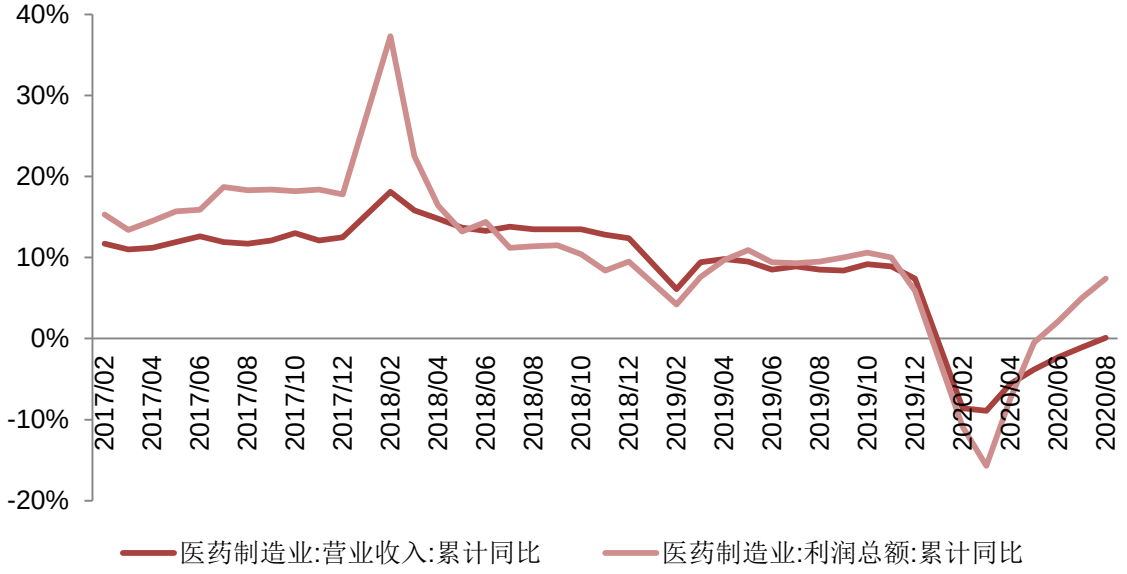
2020Q1~3医药科创板上市公司收入净利润分析

成分股增速	市值	20Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
特宝生物	187	3.0%	2.4%	-8	32	3	34	45	1%	310	6%	53	3%	0	0%
美迪西	109	2.3%	2.3%	58	120	8	28	30	1%	23	0%	33	2%	-10	7%
南新制药	71	4.6%	2.2%	52	179	10	24	70	2%	529	11%	49	3%	4	-2%
爱博医疗	226	1.0%	2.2%	33	42	19	20	19	0%	33	1%	26	1%	-4	3%
安必平	43	1.4%	2.1%	25	14	5	6	17	0%	97	2%	22	1%	-1	1%
祥生医疗	50	1.2%	2.1%	12	19	4	5	40	1%	30	1%	15	1%	3	-2%
佰仁医疗	94	0.6%	1.8%	15	12	8	9	15	0%	24	0%	11	1%	-1	1%
键凯科技	75	0.7%	1.8%	19	33	7	15	21	1%	3	0%	18	1%	-1	1%
赛诺医疗	76	1.5%	1.5%	-3	35	-1	-17	74	2%	54	1%	44	2%	-4	2%
微芯生物	183	1.0%	1.2%	29	57	6	18	58	1%	79	2%	32	2%	-14	10%
艾迪药业	109	1.0%	0.9%	16	18	9	18	17	0%	14	0%	42	2%	2	-1%
天臣医疗	28	0.6%	0.8%	-1	12	-3	-9	10	0%	19	0%	15	1%	-2	1%
成都先导	126	0.7%	0.5%	-9	30	-15	-60	75	2%	5	0%	28	2%	-3	2%
热景生物	26	0.8%	0.2%	12	8	1	-8	26	1%	59	1%	24	1%	0	0%
天智航-U	226	0.4%	-1.6%	-4	1	6	31	43	1%	41	1%	62	3%	-1	0%
三生国健	163	3.2%	-1.8%	-3	169	-37	-112	238	6%	279	6%	73	4%	-9	6%
康希诺-U	607	0.0%	-5.5%	2	4	-50	-82	177	4%	8	0%	51	3%	-13	9%
泽璟制药-U	232	0.2%	-7.2%	28	28	-43	170	222	5%	20	0%	42	2%	-29	20%
百奥泰-U	161	0.6%	-11.3%	57	106	51	522	397	10%	53	1%	43	2%	-1	1%
神州细胞-U	238	0.0%	-16.1%	-1	2	-2	86	453	11%	4	0%	90	5%	11	-7%
君实生物-U	607	5.5%	-35.0%	218	484	-362	-670	1,210	29%	417	9%	277	15%	16	-11%

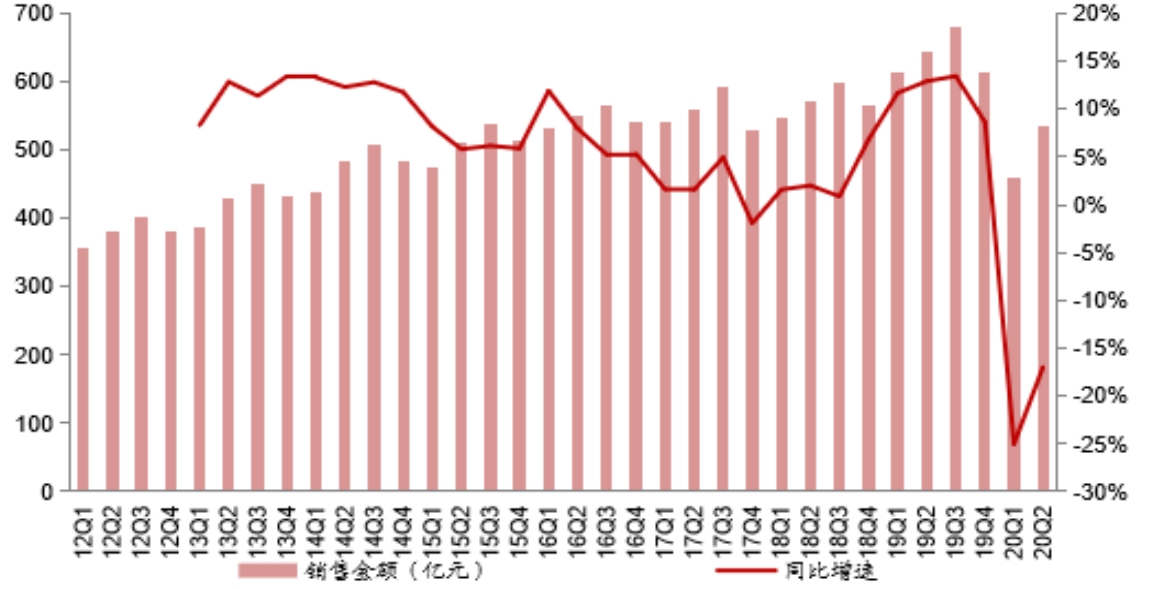
1.3 医药工业运行情况：7月医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：截至2020年1-8月累计实现营业收入1.5万亿元，同比+0.1%，略有增长；累计实现利润总额2140亿元，同比增加7.4%，增幅持续扩大。医药制造业随国内疫情好转正在稳健恢复中，我们预计全年行业增速有望能达到5%左右。
- PDB样本医院药品销售额数据：2019年PDB样本医院药品收入同比+11.7%，比2018年提升了9个百分点，我们认为主要是众多创新品种进入医保后快速放量所致。2020Q1，受疫情的影响，PDB样本医院收入下滑25%，进入Q2以来，国内医药行业逐步恢复，预计疫情对全年影响幅度较小，全年增速有望达到5%左右。
- 西南观点：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，上市公司及创新药等或成行业主要增长动力，全年增速有望能达到5%左右。

医药制造业收入及利润总额累计同比增速



12Q1~20Q1期间PDB药品销售收入



数据来源：Wind、西南证券整理；

创新药及制剂：刚需属性不变，疫情影响逐步减弱，收入与利润逐季恢复；创新和销售费用降低是未来趋势

- **化学制剂是受疫情影响逐步减弱：**疫情导致全国范围医院主要科室停止门诊，对临床处方药物使用需求造成明显下降，因此化学制剂前三季收入与业绩均呈负增长，但逐季改善现象明显。

- **2020前三季，疫情影响已经基本消化，刚需属性不改：**Q1受影响最大，Q2收入与净利润下滑幅度已经大幅收窄，Q3收入与业绩增速均扭负为正，体现出制剂行业的刚需属性，预计Q4仍然呈加速恢复增长趋势。

- **从盈利水平角度来看，疫情并没有对化学制剂板块造成明显影响**；受创新药驱动与集化学制剂采的影响，行业毛利率整体维持平稳，净利率有所提高；相比2019年同期，制剂板块销售费用率明显下降（同比下降2%-3%）；创新化与降销售费用将是未来板块两大发展趋势。

- **投资建议：**在医保控费的大背景下，药品均面临着降价风险，仅有疗效好、临床稀缺的创新品种具有较强的定价能力，持续创新才是制药企业的长期发展之路。从目前布局的研发管线来看，具有雄厚的研发实力的龙头企业和获得资本市场青睐的新兴创新药企可能在未来药物市场中胜出。建议关注创新药领域重点推荐前期积累雄厚的白马型企业和专注于新药研发的后起之秀，包括：**创新药及转型创新**：恒瑞医药、长春高新、中国生物制药、君实生物、我武生物、甘李药业、博瑞医药、泽璟制药、康辰药业、冠昊生物、众生药业、科伦药业、亿帆医药、贝达药业、康弘药业、特宝生物、前沿生物、丽珠集团、健康元等。

创新药及制剂

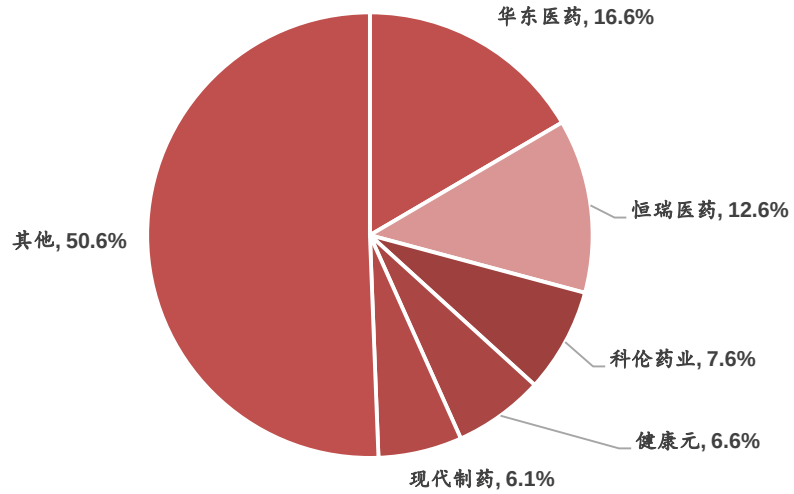
- 47家创新药及制剂公司2020前三季度收入总额增速为-5.1%、归母净利润总额增速为-2.3%；逐季恢复增长趋势明显，Q3单季收入与利润增速均有大幅回升，均扭转为正，收入端增速为1.4%，润端更为突出，增速恢复为10.9%。
- 从盈利水平看，板块整体盈利能力有所提高，未受疫情影响，三季度行业毛利率（57%）保持平稳，销售费用率（29%），同比下降明显（-2.6pp），净利率（12%）有所提高。

子板块2020年前三季度业绩速览

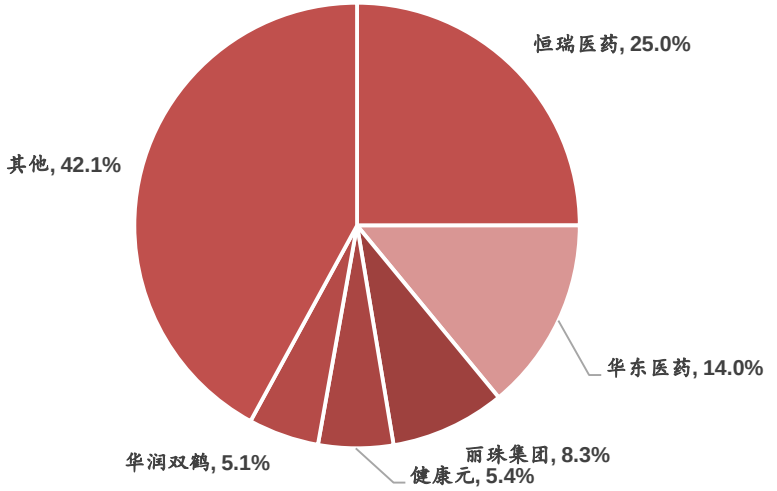
收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.1%	0	0	17	31
占比		0%	0%	35%	65%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	-2.3%	4	10	26	22
占比		9%	21%	54%	46%

数据来源：Wind，西南证券整理

201~3收入前五占比

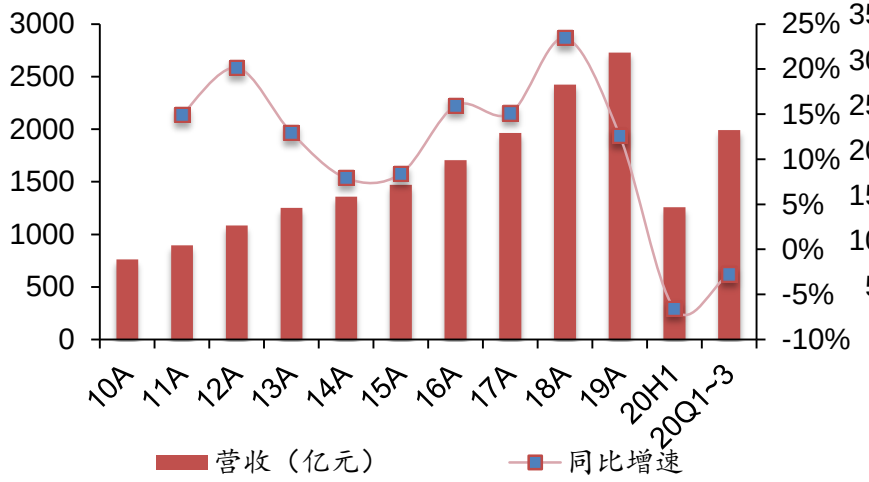


201~3归母净利润前五占比

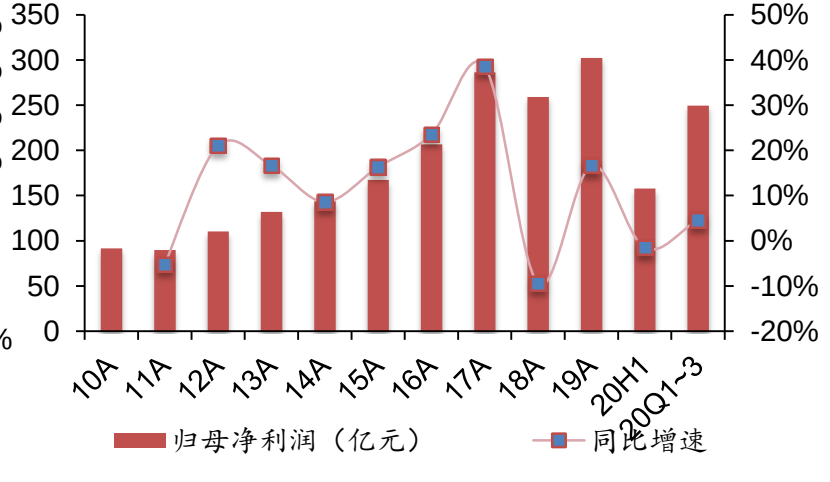


累计季度表现

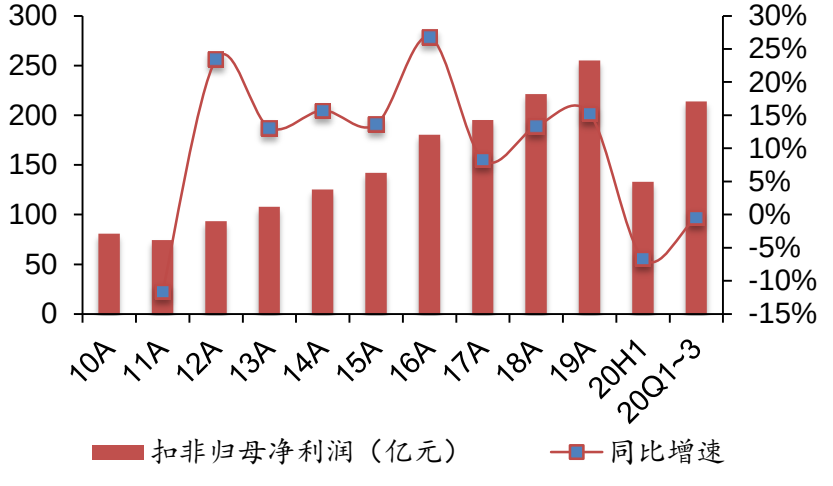
2010年~20Q1-3收入及增速



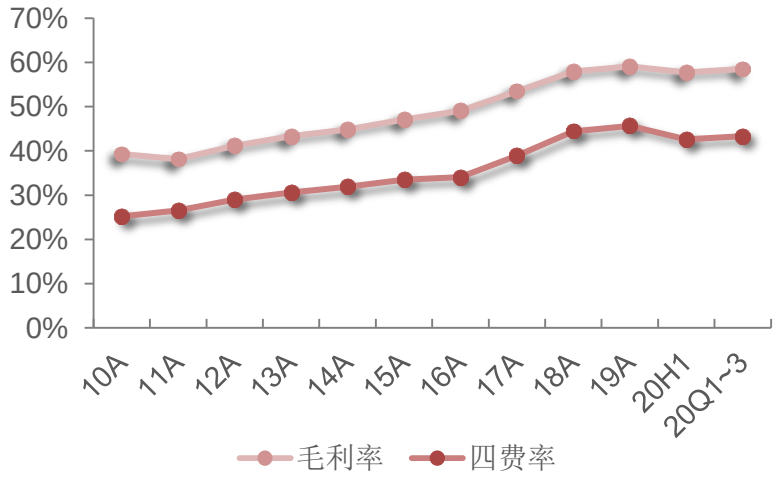
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



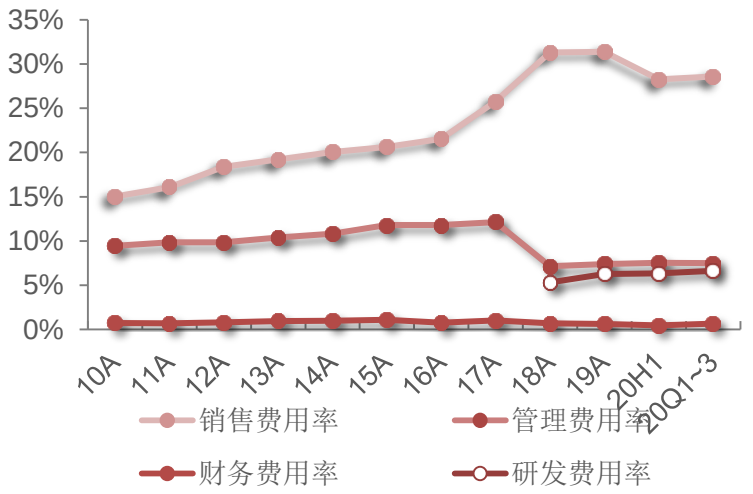
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



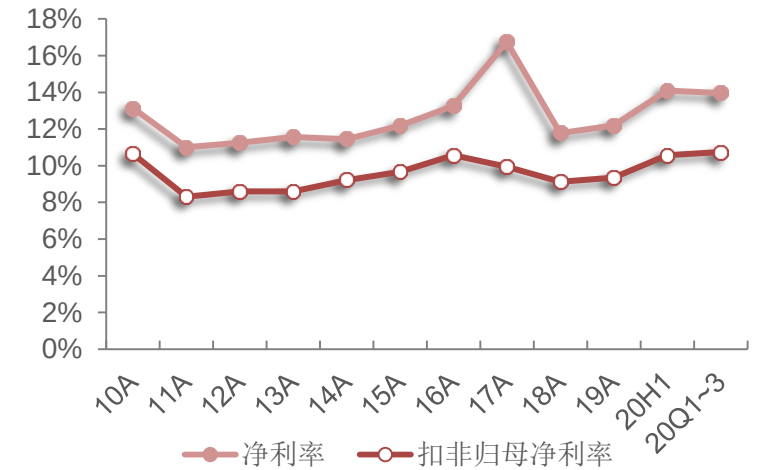
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



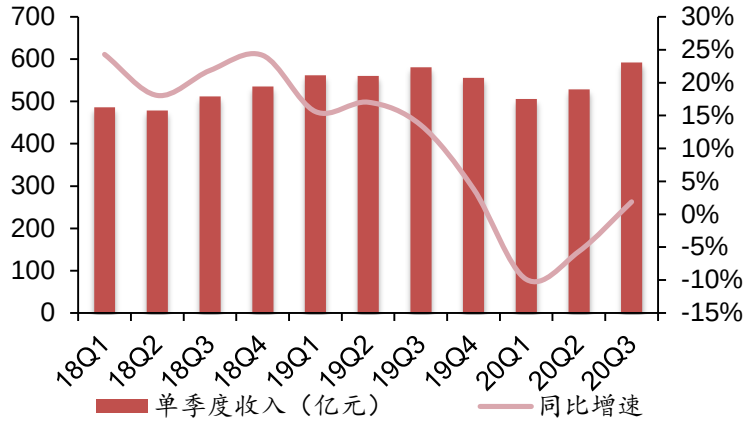
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



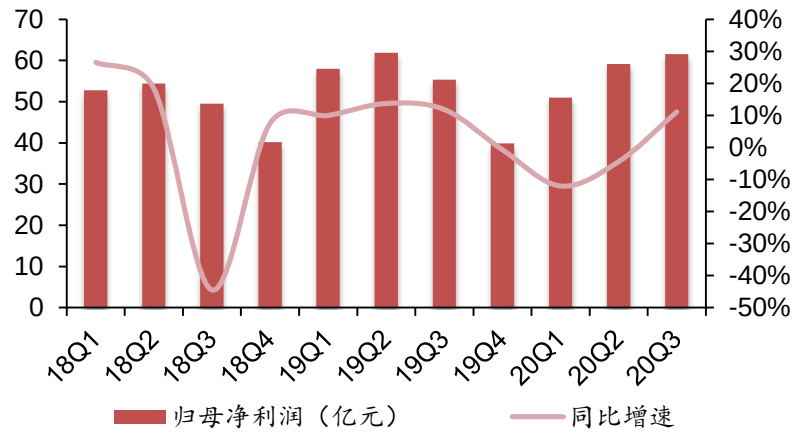
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

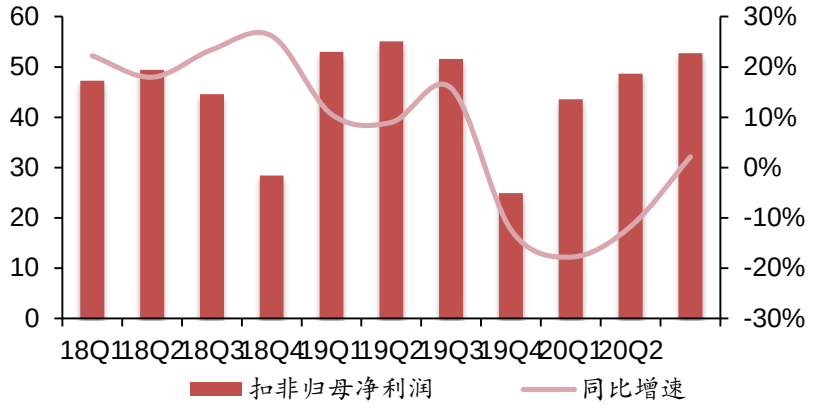
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



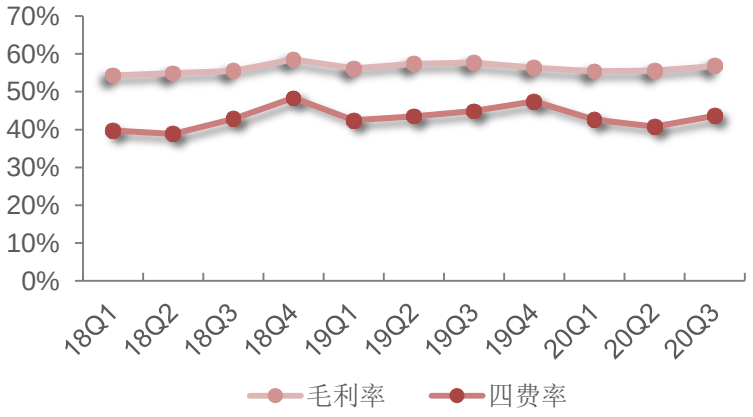
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



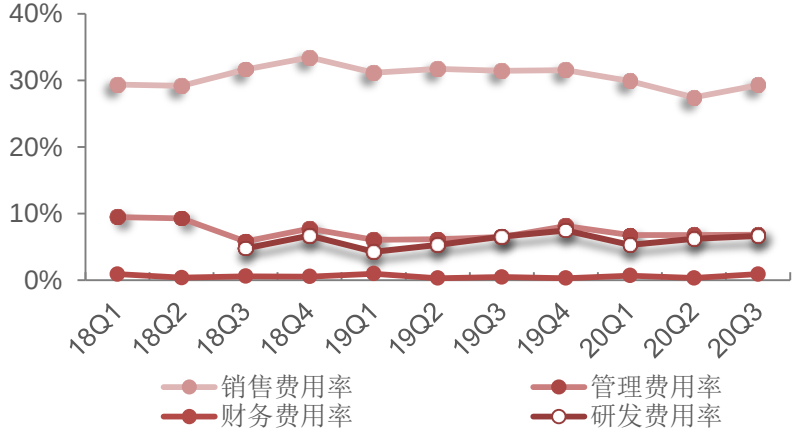
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



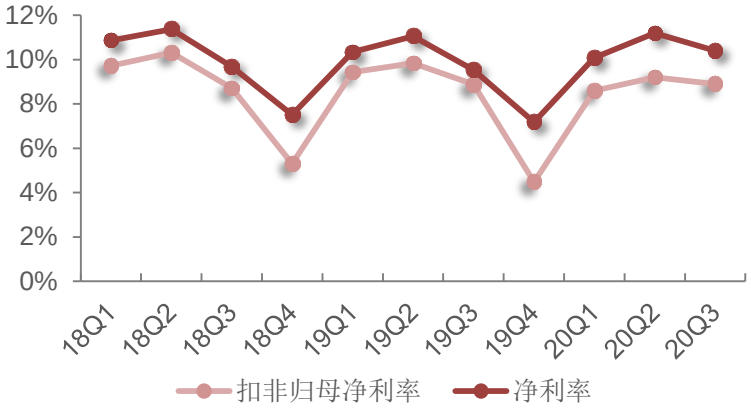
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

创新药及制剂

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
恒瑞医药	13%	10%	17%	21%	15%	14%	4807	11.9%	**24.8%**	1,185	2,468	274	524	3,344	34%	6,907	15%	1,885	17%	-183	-17%
华东医药	-9%	8%	-6%	7%	-8%	8%	483	15.7%	**13.9%**	-539	-2,127	43	178	690	7%	4,663	10%	775	7%	17	2%
丽珠集团	3%	36%	20%	39%	9%	37%	390	4.9%	**8.3%**	474	631	116	382	584	6%	2,314	5%	458	4%	-85	-8%
健康元	3%	24%	21%	8%	9%	19%	299	6.2%	**5.4%**	621	812	19	149	696	7%	2,934	6%	631	6%	-92	-9%
华润双鹤	-15%	-13%	-12%	14%	-14%	-5%	135	3.9%	**5.1%**	-315	-1,033	39	-45	165	2%	2,354	5%	506	5%	-29	-3%
现代制药	-1%	-12%	14%	50%	4%	10%	105	5.8%	**3.7%**	383	339	102	56	309	3%	2,472	5%	465	4%	101	10%
康弘药业	-8%	-2%	7%	15%	-3%	5%	386	1.4%	**3.4%**	64	-62	32	27	157	2%	1,115	2%	231	2%	-19	-2%
天宇股份	36%	50%	11%	3%	27%	30%	173	1.2%	**3.4%**	68	421	6	134	119	1%	44	0%	265	2%	17	2%
恩华药业	-29%	10%	-19%	10%	-26%	10%	166	1.5%	**3.3%**	-208	-823	20	51	174	2%	841	2%	95	1%	-18	-2%
贝达药业	25%	65%	15%	233%	21%	159%	457	0.9%	**3.0%**	74	264	259	315	267	3%	581	1%	197	2%	33	3%
科伦药业	-19%	-72%	10%	61%	-10%	-45%	341	7.2%	**2.9%**	396	-1,295	113	-413	1,000	10%	3,672	8%	737	7%	467	44%
奥赛康	-35%	-40%	-2%	23%	-23%	-18%	154	1.7%	**2.8%**	-28	-822	47	-107	168	2%	1,637	3%	112	1%	-19	-2%
海思科	-22%	-3%	-17%	17%	-20%	5%	241	1.5%	**2.3%**	-194	-611	26	20	218	2%	937	2%	235	2%	17	2%
京新药业	-12%	-31%	-15%	-10%	-13%	-24%	84	1.5%	**2.2%**	-142	-360	-16	-116	183	2%	861	2%	131	1%	5	0%
东诚药业	24%	23%	10%	18%	18%	21%	186	1.6%	**2.0%**	83	402	18	59	72	1%	587	1%	120	1%	29	3%
信立泰	-35%	-69%	-50%	-16%	-40%	-63%	325	1.3%	**1.6%**	-610	-1,430	-14	-449	267	3%	716	2%	191	2%	-5	0%
德展健康	-22%	-25%	-74%	-41%	-40%	-29%	145	0.5%	**1.4%**	-358	-566	-39	-99	35	0%	194	0%	108	1%	-7	-1%
鲁抗医药	8%	180%	21%	-91%	12%	126%	80	1.9%	**1.3%**	188	334	-18	129	131	1%	339	1%	105	1%	55	5%
山大华特	3%	52%	6%	41%	4%	47%	66	0.8%	**1.3%**	30	52	27	73	45	0%	276	1%	99	1%	-4	0%
一品红	-16%	-25%	30%	92%	0%	17%	73	0.7%	**1.1%**	125	3	56	29	66	1%	631	1%	73	1%	10	1%
福安药业	-18%	-13%	-6%	-13%	-14%	-13%	77	1.1%	**1.1%**	-40	-291	-10	-30	65	1%	792	2%	127	1%	-4	0%
北陆药业	-8%	-18%	24%	25%	3%	-4%	56	0.4%	**0.9%**	50	16	14	-7	33	0%	175	0%	57	1%	-6	-1%
灵康药业	-43%	-30%	-21%	85%	-36%	1%	58	0.5%	**0.9%**	-78	-441	35	2	13	0%	501	1%	58	1%	2	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

2、医药子行业2020年三季报总结 ——创新药及制剂

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
康辰药业	-36%	-31%	-7%	-29%	-28%	-30%	62	0.3%	**0.8%**	-16	-211	-16	-62	62	1%	318	1%	39	0%	-40	-4%
华北制药	5%	38%	12%	54%	8%	40%	177	5.3%	**0.7%**	323	612	7	37	79	1%	2,042	4%	350	3%	424	40%
昂利康	-19%	30%	-3%	55%	-14%	37%	46	0.6%	**0.7%**	-9	-149	14	34	29	0%	541	1%	45	0%	-13	-1%
润都股份	-5%	17%	-8%	4%	-6%	12%	35	0.6%	**0.6%**	-25	-61	1	12	71	1%	355	1%	67	1%	8	0%
诚意药业	-3%	-7%	14%	28%	3%	4%	33	0.3%	**0.6%**	22	13	9	4	23	0%	187	0%	53	0%	2	0%
天药股份	-2%	-11%	5%	-32%	0%	-15%	56	1.5%	**0.6%**	38	0	-7	-17	99	1%	661	1%	150	1%	32	3%
联环药业	11%	9%	4%	68%	9%	29%	30	0.6%	**0.5%**	15	76	14	18	31	0%	276	1%	81	1%	11	1%
力生制药	-28%	-36%	-15%	-51%	-24%	-41%	45	0.6%	**0.5%**	-53	-294	-23	-56	59	1%	360	1%	83	1%	-26	-2%
丰原药业	1%	2%	4%	-31%	2%	-6%	26	1.5%	**0.4%**	31	41	-6	-4	49	0%	595	1%	91	1%	31	3%
九典制药	-8%	15%	13%	140%	0%	46%	49	0.4%	**0.3%**	30	-3	13	17	60	1%	339	1%	27	0%	4	0%
华仁药业	-18%	171%	12%	51%	-7%	112%	70	0.6%	**0.3%**	47	-78	6	29	39	0%	263	1%	50	0%	3	0%
兴齐眼药	-6%	167%	47%	68%	14%	88%	114	0.3%	**0.3%**	74	59	16	25	48	0%	163	0%	54	0%	5	0%
海辰药业	-18%	-31%	-25%	-52%	-20%	-38%	30	0.3%	**0.3%**	-57	-137	-13	-29	24	0%	297	1%	26	0%	5	0%
卫信康	-19%	-22%	-8%	130%	-15%	2%	43	0.3%	**0.3%**	-16	-82	9	1	10	0%	130	0%	47	0%	0	0%
北大医药	-27%	-22%	-9%	8%	-21%	-12%	39	0.9%	**0.2%**	-59	-370	1	-5	6	0%	481	1%	81	1%	7	1%
济民制药	-9%	-56%	32%	43%	5%	-16%	117	0.4%	**0.2%**	63	27	7	-6	17	0%	101	0%	54	0%	28	3%
哈三联	-44%	-76%	-33%	-118%	-41%	-85%	32	0.6%	**0.1%**	-165	-665	-40	-129	80	1%	452	1%	97	1%	2	0%
海南海药	-24%	-34%	12%	-181%	-14%	-84%	109	1.0%	**0.1%**	62	-272	-76	-104	45	0%	499	1%	179	2%	115	11%
广生堂	-19%	0%	-9%	35%	-16%	7%	47	0.2%	**0.1%**	-10	-52	1	1	30	0%	106	0%	33	0%	6	1%
康芝药业	-21%	17%	-8%	-13%	-17%	29%	31	0.4%	**0.0%**	-20	-131	-1	0	13	0%	177	0%	84	1%	12	1%
东北制药	-9%	-51%	-9%	-202%	-9%	-100%	74	3.4%	**0.0%**	-175	-561	-114	-175	46	0%	1,379	3%	579	5%	81	8%
赛隆药业	-49%	-165%	-10%	-529%	-41%	-214%	20	0.1%	**-0.1%**	-4	-88	-7	-40	16	0%	63	0%	35	0%	4	0%
仟源医药	-29%	-279%	-34%	-3396%	-31%	-384%	20	0.4%	**-0.7%**	-107	-271	-50	-167	42	0%	393	1%	91	1%	36	3%
神奇制药	-8%	-50%	-4%	-793%	-6%	-278%	29	0.8%	**-0.9%**	-20	-91	-201	-229	27	0%	612	1%	61	1%	6	1%
哈药股份	-13%	-687%	-4%	-184%	-10%	-8854%	83	4.7%	**-2.2%**	-109	-815	-86	-377	75	1%	654	1%	950	9%	43	4%

数据来源：Wind，西南证券整理

CXO

- **收入端继续加速，利润端受投资收益等影响放缓。**10家CXO公司2020前三季度收入总额增速为27.9%、归母净利润总额增速为64.5%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长34.2%，归母净利润同比增长30%，三季度收入端继续加速，利润端增速下降主要与龙头企业投资收益等下降有关。
- **盈利能力保持稳定，财务费用率受汇兑损益影响提升较多。**从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，未受疫情影响，行业毛利率（40%）保持平稳，销售费用率（3%）和管理费用率（2%）均保持平稳，财务费用率（2%）提升较多，主要因人民币升值带来的汇兑损益有关，扣非后净利率（15%）小幅下降主要与财务费用率提升有关。CXO企业收入主要以美元结算，2020年5月开始，人民币持续升值，导致我国CXO企业汇兑损益较大，预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望缓解。
- **在建工程和固定资产高速增长，验证行业仍处于高景气度周期。**从在建工程增速来看，2020Q1-3康龙化成、博腾股份、睿智医药和药石科技等几家企业增速较快，凯莱英、九洲药业和药明康德也都保持在30%的增速。从固定资产增速来看，2020Q1-3九洲药业、泰格医药、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和昭衍新药也都保持在20%的增速。整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。
- **ROE持续提升，现金流逐步向好。**从ROE水平来看，2020Q1-3凯莱英、昭衍新药、药明康德、博腾股份和九洲药业等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外几家CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关。从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续下降，但2020Q1-3为103.5%，同比提升10.2pp，表明我国CXO企业现金流情况持续向好。
- **非经营性影响逐步加大。**目前我国CXO企业持续打造创新生态圈，投资企业逐步增加，公允价值变动净收益和投资净收益持续上涨，随着部分投资标的的上市，公允价值变动收益快速增加，预计未来公允价值变动净收益和投资净收益对利润影响将逐步增大。

投资建议

- 我国CXO行业仍然保持较高的景气度，预计2020Q4到2021Q1，海外疫情的持续严峻，将进一步刺激我国CXO行业发展，推荐药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、药石科技、美迪西等。

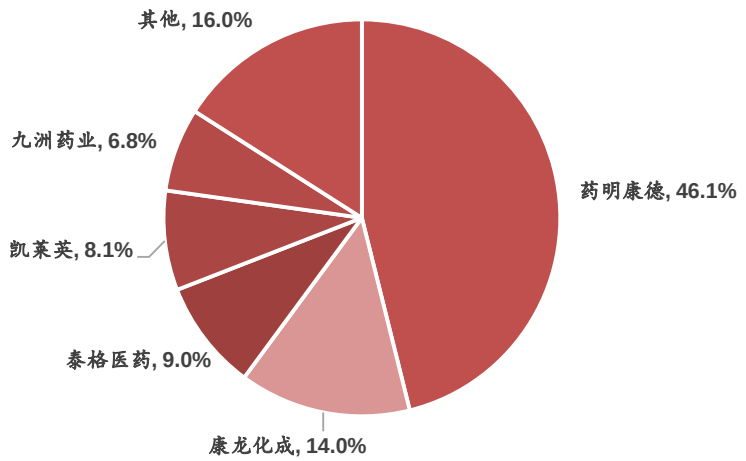
CXO

- 10家CXO公司2020前三季度收入总额增速为27.9%、归母净利润总额增速为64.5%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长34.2%，归母净利润同比增长30%，三季度收入端继续加速，利润端增速下降主要与龙头企业投资收益等下降有关。
- 从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，未受疫情影响，行业毛利率（40%）保持平稳，销售费用率（3%）和管理费用率（2%）均保持平稳，财务费用率（2%）提升较多，主要因人民币升值带来的汇兑损益有关，扣非后净利率（15%）小幅下降主要与财务费用率提升有关。

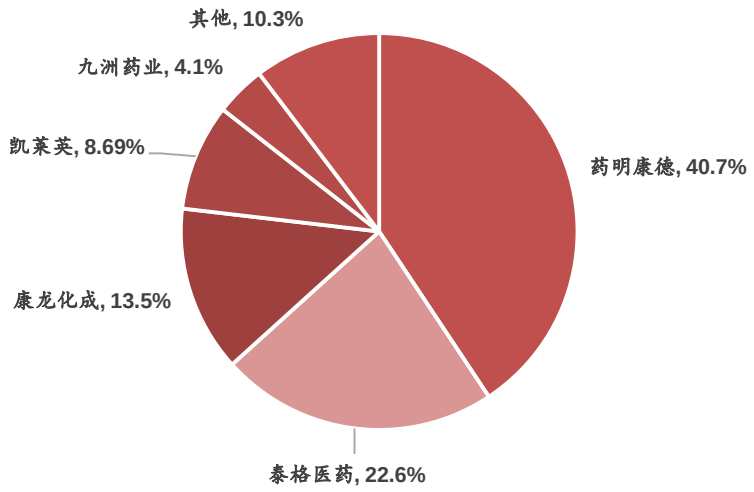
子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	27.93%	2	4	10	0
占比		20%	40%	100%	0%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	64.49%	6	8	10	0
占比		60%	80%	100%	0%

201~3收入前五占比



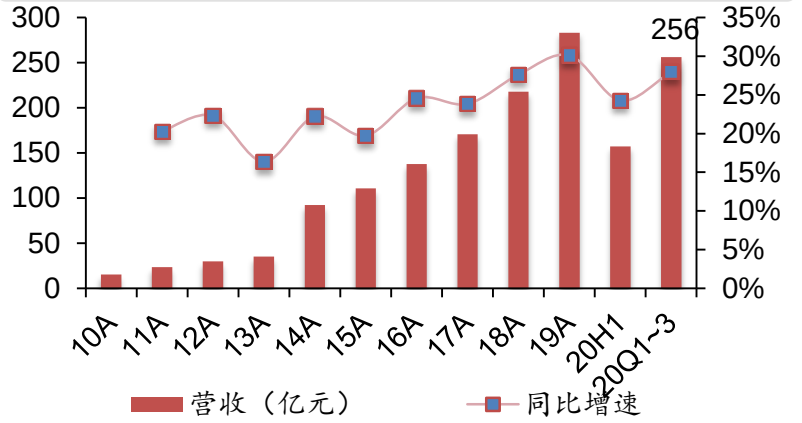
201~3归母净利润前五占比



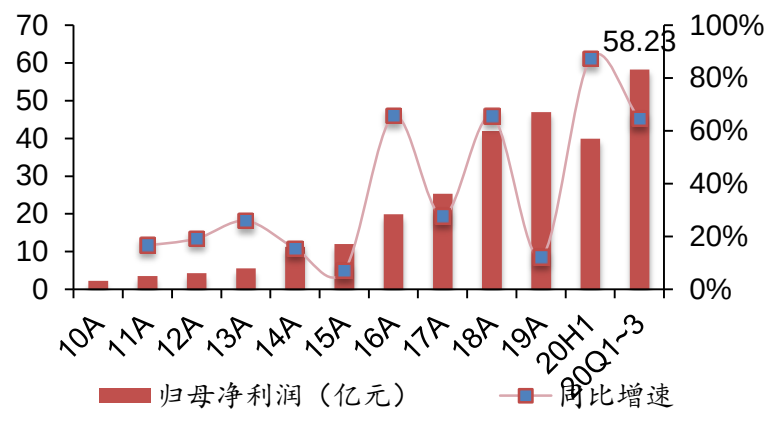
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现：收入端保持较快增长，利润端增速放缓

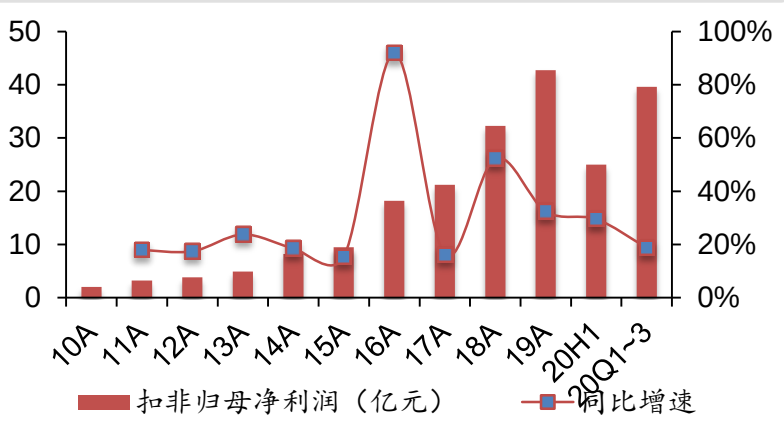
2010年~20Q1-3收入及增速



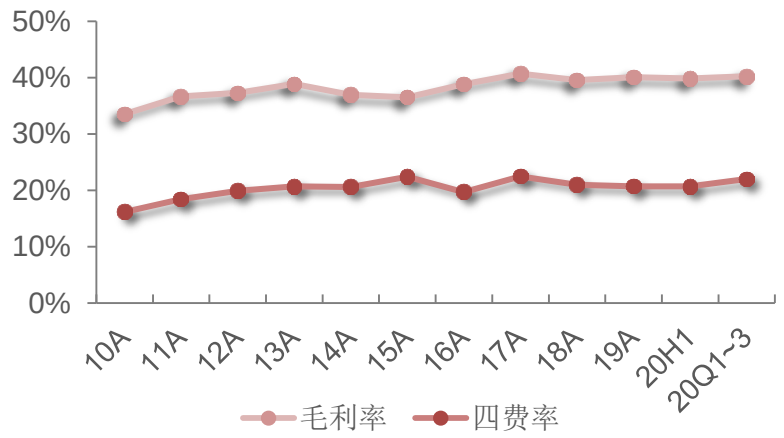
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



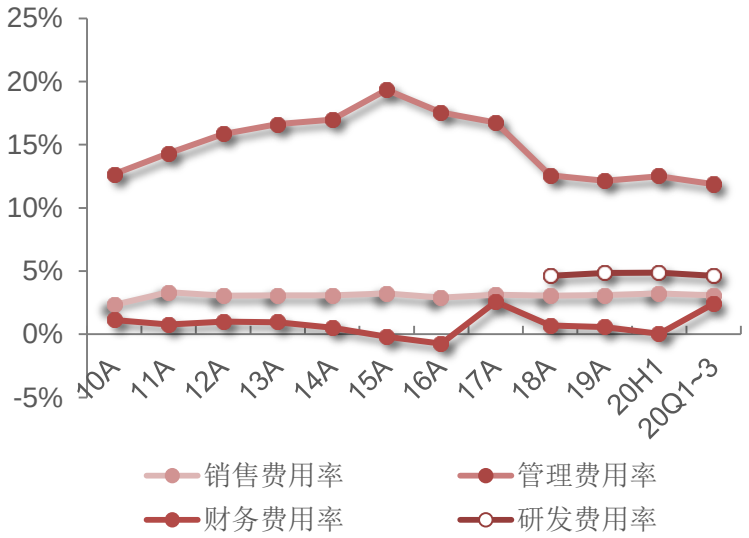
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



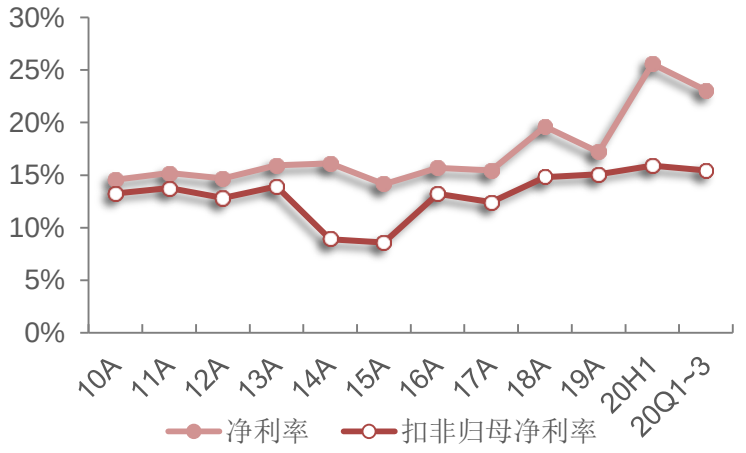
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



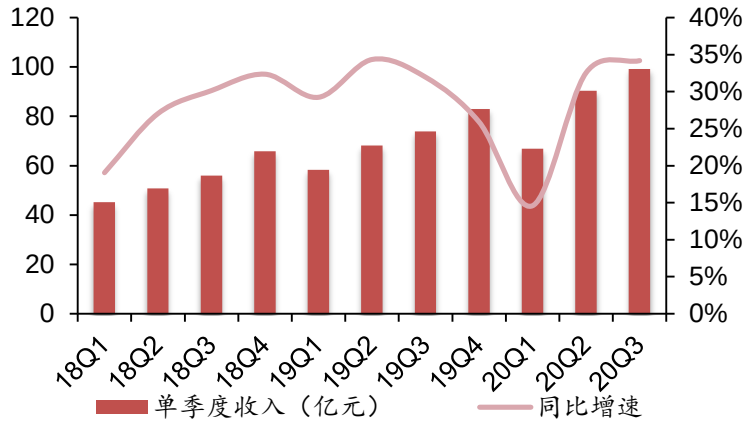
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



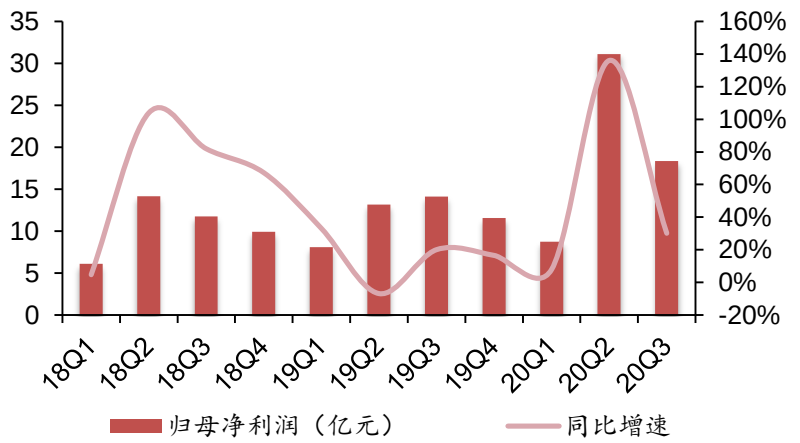
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现：收入端保持较快增长，利润端增速放缓

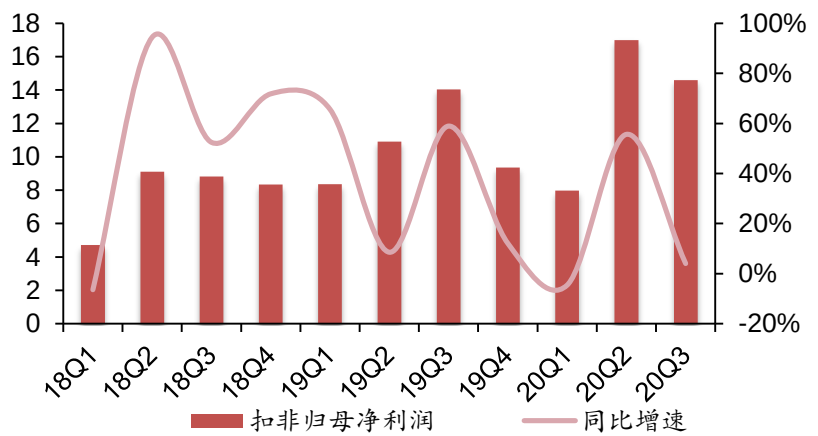
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



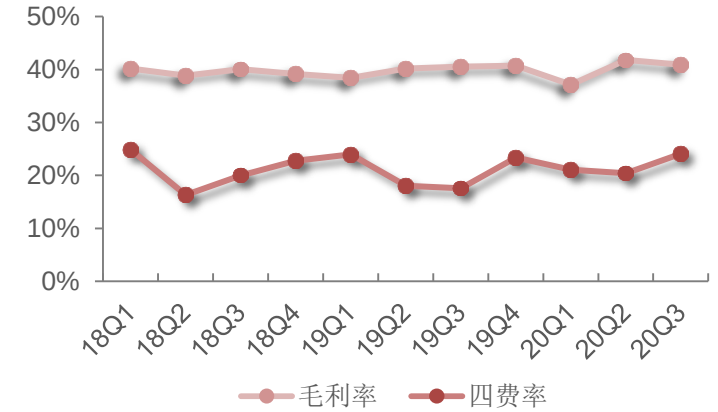
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



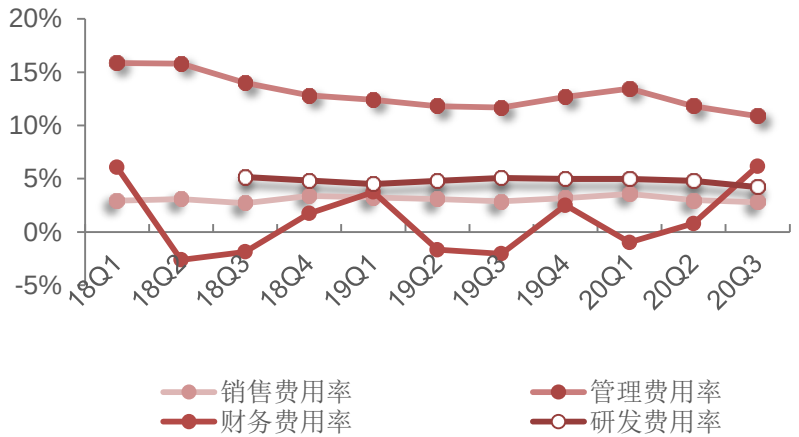
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



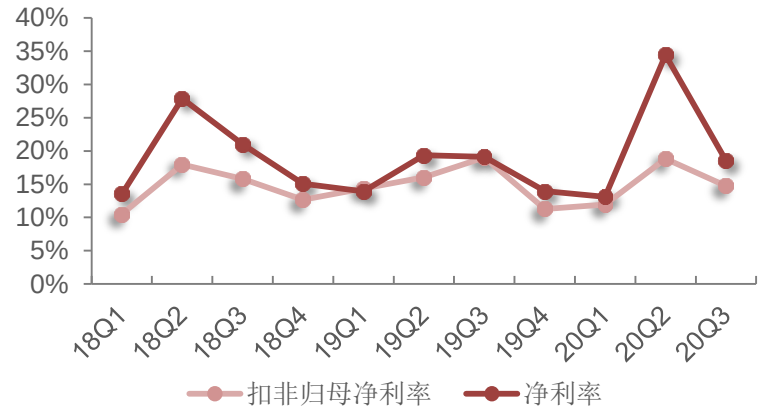
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

CDMO企业在建工程和固定资产增速仍然保持较快增长

- 从在建工程增速来看，2020Q1-3康龙化成、博腾股份、睿智医药和药石科技等几家企业增速较快，凯莱英、九洲药业和药明康德也都保持在30%的增速。从固定资产增速来看，2020Q1-3九洲药业、泰格医药、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和昭衍新药也都保持在20%的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
康龙化成	94.11%	74.30%	-87.96%	522.82%	297.03%
博腾股份	-87.19%	-12.45%	-2.43%	43.29%	287.28%
睿智医药	-61.87%	-46.50%	341.34%	285.30%	114.52%
药石科技			32.27%	1099.38%	89.12%
凯莱英	246.98%	-49.55%	189.70%	17.43%	35.69%
九洲药业	5.05%	-42.53%	36.66%	100.96%	34.44%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	28.38%
昭衍新药	-8.65%	-13.90%	61.88%	-55.64%	-10.40%
博济医药		-3.82%	-96.58%	601.79%	-59.22%

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
九洲药业	1.23%	-0.27%	-2.88%	41.71%	43.25%
泰格医药	0.68%	3.38%	26.21%	-1.04%	35.42%
药明康德	47.33%	43.76%	23.21%	24.10%	31.30%
凯莱英	4.35%	54.69%	19.29%	40.15%	22.14%
昭衍新药	15.79%	-4.20%	25.53%	46.05%	18.00%
睿智医药	-0.66%	4.67%		9.46%	11.50%
康龙化成	38.46%		29.77%	6.14%	6.93%
博腾股份	50.29%	5.46%	-18.89%	4.05%	4.05%
药石科技		13.45%	35.58%	13.25%	-3.60%
博济医药	10.12%	70.05%	62.94%	-4.98%	-4.75%

数据来源：Wind，西南证券整理

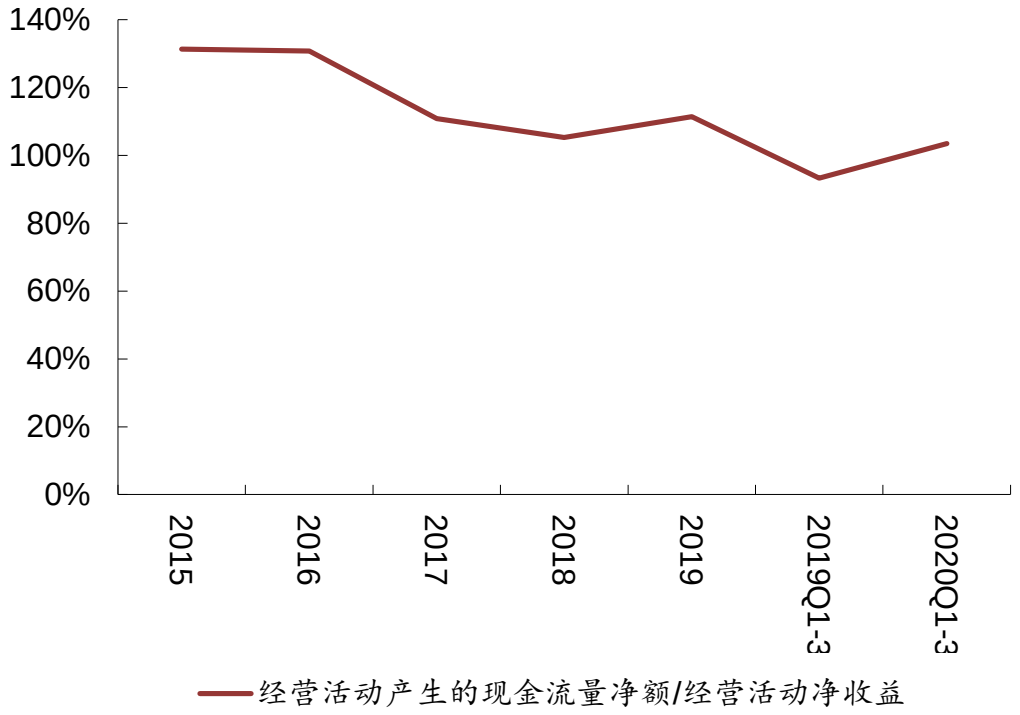
CXO盈利能力持续提升，现金流情况良好

- 从ROE水平来看，2020Q1-3凯莱英、昭衍新药、药明康德、博腾股份和九洲药业等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外几家CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关。
- 从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续下降，但2020Q1-3为103.5%，同比提升10.2pp，表明我国CXO企业现金流情况持续向好。

CXO历年ROE情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-3	2020Q1-3
泰格医药	17.23%	9.34%	13.89%	17.52%	23.65%	17.14%	18.63%
药石科技	17.85%	21.18%	22.84%	22.97%	22.94%	18.18%	17.40%
凯莱英	18.62%	24.11%	17.93%	18.88%	19.92%	13.60%	15.41%
昭衍新药	26.82%	22.10%	20.57%	17.99%	24.35%	11.26%	13.11%
药明康德	14.45%	29.10%	21.14%	23.98%	10.57%	9.89%	11.89%
康龙化成	26.77%	18.32%	12.28%	15.68%	16.70%	11.62%	9.67%
九洲药业	11.63%	4.40%	5.65%	5.74%	8.52%	4.90%	8.04%
博腾股份	11.95%	14.30%	8.12%	5.79%	6.25%	4.62%	7.56%
博济医药	7.19%	0.48%	-5.84%	1.80%	1.58%	1.35%	4.46%
睿智医药	8.52%	8.74%	7.33%	10.75%	6.20%	3.66%	3.58%

CXO企业现金流情况

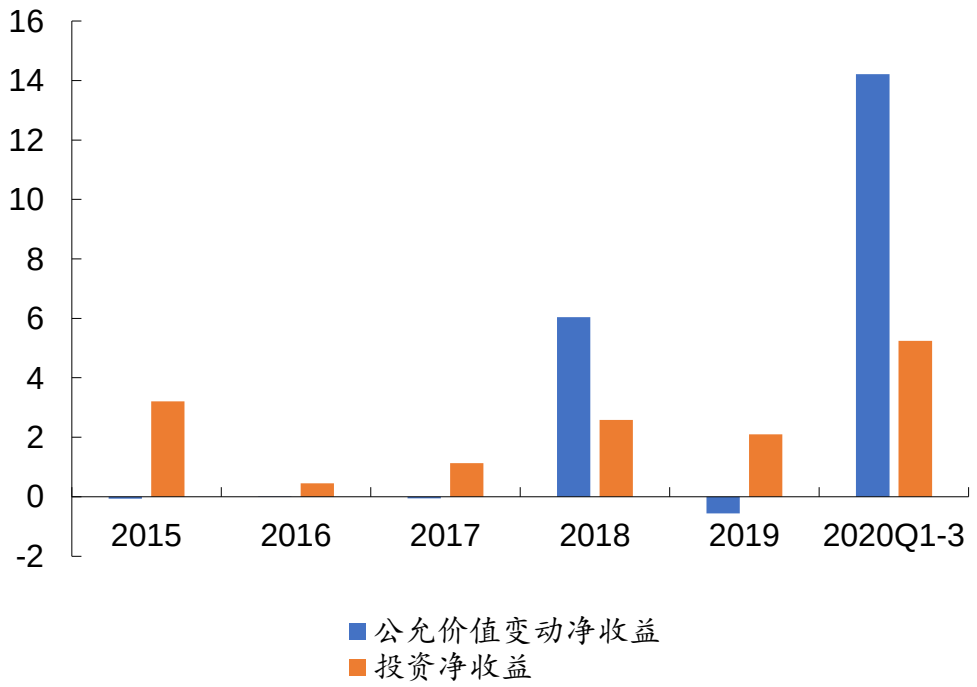


数据来源：Wind，西南证券整理

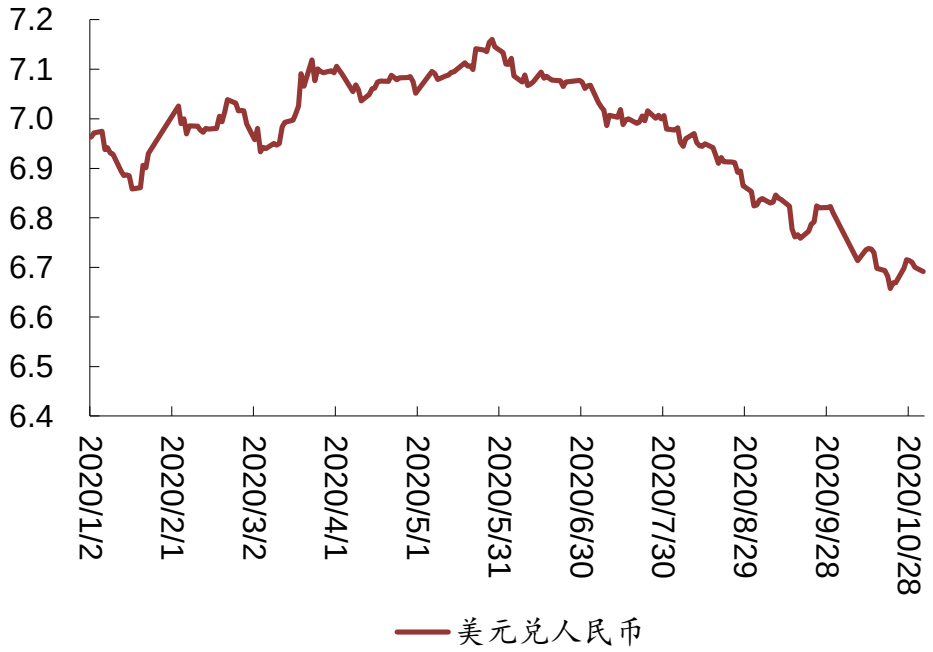
CDMO企业在建工程和固定资产增速仍然保持较快增长

- 目前我国CXO企业持续打造创新生态圈，投资企业逐步增加，公允价值变动净收益和投资净收益持续上涨，随着部分投资标的的上市，公允价值变动收益快速增加，预计未来公允价值变动净收益和投资净收益对利润影响将逐步增大。
- CXO企业收入主要以美元结算，2020年5月开始，人民币持续升值，导致我国CXO企业汇兑损益较大，预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望缓解。

CXO企业投资收益和公允价值变动收益



人民币持续升值



数据来源：Wind，西南证券整理

2、医药子行业2020年三季报总结

CXO

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
药明康德	23%	62%	35%	-8%	27%	34%	2735	46.1%	**40.7%**	1,199	2,536	-57	603	475	40%	411	52%	1,304	43%	327	53%
泰格医药	9%	184%	22%	81%	13%	150%	1062	9.0%	**22.6%**	155	269	143	790	111	9%	70	9%	274	9%	138	22%
康龙化成	34%	197%	41%	86%	37%	140%	889	14.0%	**13.5%**	403	959	143	461	69	6%	65	8%	447	15%	25	4%
凯莱英	16%	38%	26%	39%	20%	38%	665	8.1%	**8.7%**	167	340	53	140	170	14%	66	8%	209	7%	15	2%
九洲药业	17%	26%	47%	231%	29%	76%	269	6.8%	**4.1%**	237	388	77	104	76	6%	30	4%	229	8%	55	9%
博腾股份	48%	100%	23%	53%	38%	76%	207	5.8%	**4.1%**	106	407	38	103	114	10%	58	7%	155	5%	14	2%
药石科技	58%	26%	53%	14%	56%	21%	197	2.8%	**2.4%**	92	261	7	25	58	5%	22	3%	88	3%	5	1%
昭衍新药	98%	89%	59%	17%	81%	55%	239	2.5%	**2.0%**	87	283	6	42	49	4%	10	1%	141	5%	1	0%
量子生物	9%	-17%	18%	33%	12%	3%	100	4.2%	**1.4%**	60	115	10	2	46	4%	44	6%	167	5%	39	6%
博济医药	18%	303%	37%	186%	25%	247%	29	0.7%	**0.3%**	18	35	5	14	17	1%	10	1%	30	1%	1	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗：重磅产品驱动板块维持高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的核心手段

- **2020年前三季度板块总结：**疫苗板块（康泰、智飞、沃森、康华4家公司样本）前三季度收入148.6亿元（+46.4%），归母净利润36.9亿元（+53.6%），扣非归母净利润36.8亿元（+43.4%）。分季度看疫苗板块Q1/Q2/Q3单季度收入分别为30.8/58.1/59.7亿元（+4.7%/+58.1%/+68.9%），归母净利润分别为5.7/14.4/16.8亿元（-17%/+61%/+103.8%），疫情对接种的影响主要体现在1季度，后续业绩逐季加速。
- **疫苗行业投资逻辑关键看重磅品种驱动**：其中一类苗（传统疫苗）竞争激烈，不是成长性行业，安全性是更重要的维度；二类苗重磅品种是主要利润来源，如HPV疫苗、13价肺炎，新型疫苗具消费升级属性，放量比创新药更快，且由于二类苗不占用医保资金，面临控费的压力较小。
- **国内企业重磅疫苗逐渐进入收获期，有望驱动未来多年高增长**：过去十多年以来，随着国内疫苗龙头研发投入逐年增长以及研发不断积累，目前已经能看到部分公司的研发产品管线布局正在不断丰富，我们预计在未来2~3年内，随着国内企业的重点疫苗品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗、人二倍体狂犬疫苗、微卡疫苗等陆续上市并放量，国内疫苗行业景气度将持续提升；
- **政策趋严，龙头集中度提升**：在疫苗管理办法出台的背景下，对疫苗企业的生产管理等各个环节提出了较高的要求，我们认为国内疫苗行业集中度提升是必然趋势，疫苗行业先发优势将越发明显，重点看好以上市公司和中生集团为代表的疫苗龙头。
- **新冠疫苗有望成为防控疫情的核心手段**：目前国内外众多疫苗企业积极布局新冠疫苗的研发，从技术路线看，核酸和重组疫苗占据半壁江山，各路线都有优缺点，其中科兴（灭活疫苗）、武汉所（灭活疫苗）、北生所（灭活疫苗）、康希诺/军科院（腺病毒载体疫苗）、智飞/中微所（重组蛋白疫苗）、沃森/艾博生物（mRNA疫苗）、复星/BioNTech（mRNA疫苗）、康泰/艾棣维欣（DNA疫苗）进展相对较快；海外企业Moderna/NIAID（mRNA）、牛津大学/AZ（腺病毒载体）、BioNtech/辉瑞（mRNA）、强生（腺病毒载体）、Gamaleya（腺病毒载体疫苗）进展较快。目前海外疫情蔓延趋势加剧，新冠疫苗已经成为疫情防控的核心手段。随着新冠疫苗陆续上市，各国政府有望推动新冠疫苗迅速放量，受益企业业绩弹性较大。
- **投资建议：**康泰生物（300601）、智飞生物（300122）、华兰生物（002007）、沃森生物（300142）、华北制药（600812）、万泰生物（603392）、康华生物（300841）。

主要疫苗公司业绩均实现正增长，智飞为板块主要贡献者

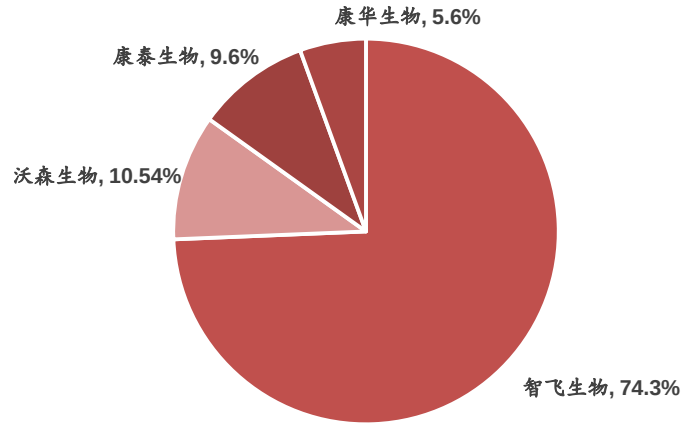
- 前三季度疫苗板块（四家样本公司）收入均实现正增长，其中沃森生物和康华生物收入、净利润增速均超过50%增长

- 从前三季度疫苗板块收入占比看，智飞占比74.3%；从前三季度疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比67.2%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

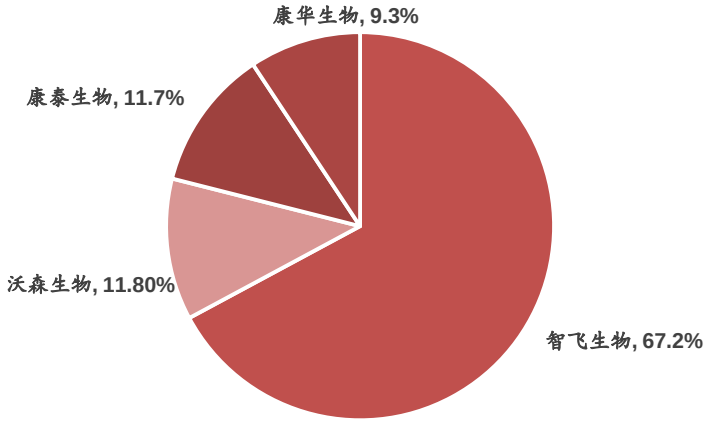
子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	46.39%	2	3	4	0
占比		50%	75%	100%	0%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	53.63%	2	3	4	0
占比		50%	75%	100%	0%

201~3收入占比



201~3归母净利润占比

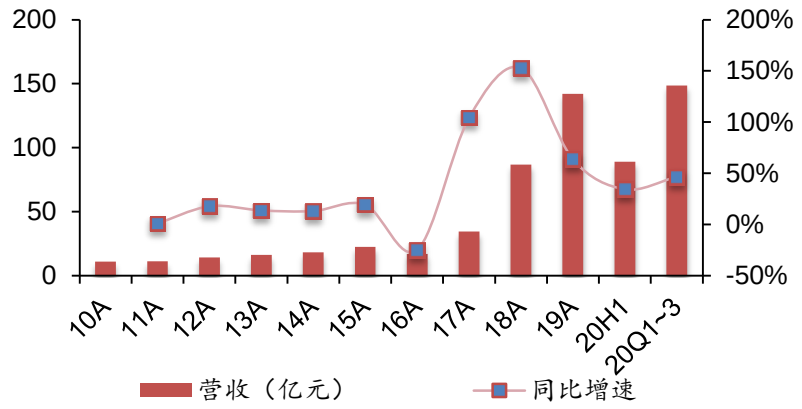


数据来源：Wind，西南证券整理

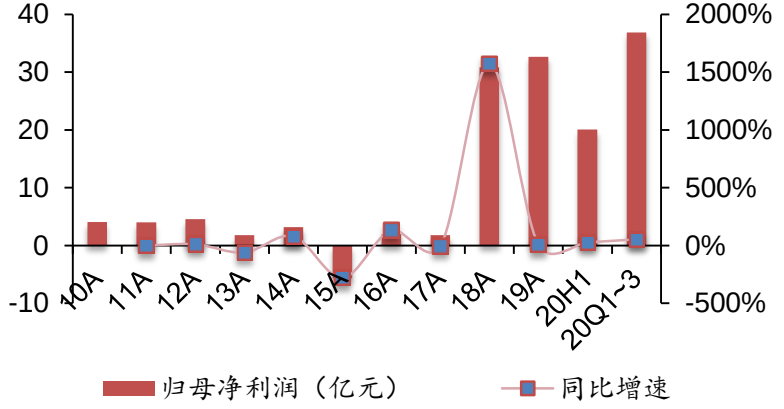
前三季度业绩表现优异，板块高景气度延续

- 疫苗板块（康泰、智飞、沃森、康华4家公司样本）前三季度收入148.6亿元（+46.4%），归母净利润36.9亿元（+53.6%），扣非归母净利润36.8亿元（+43.4%），盈利能力看，板块归母净利率为24.8%，为历年高位，板块高景气度延续。

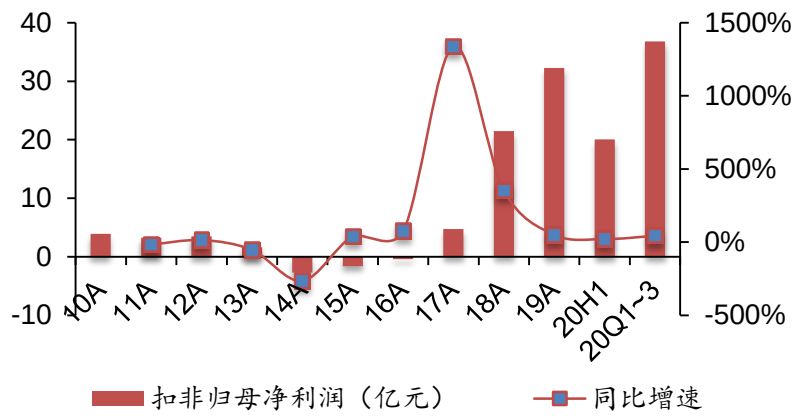
2010年~20Q1-3收入及增速



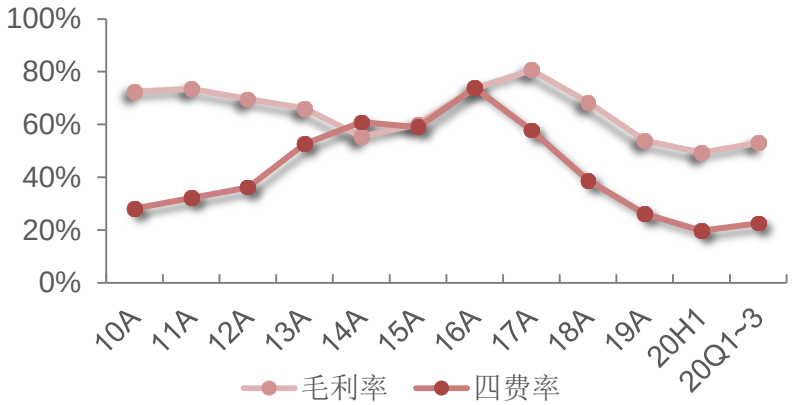
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



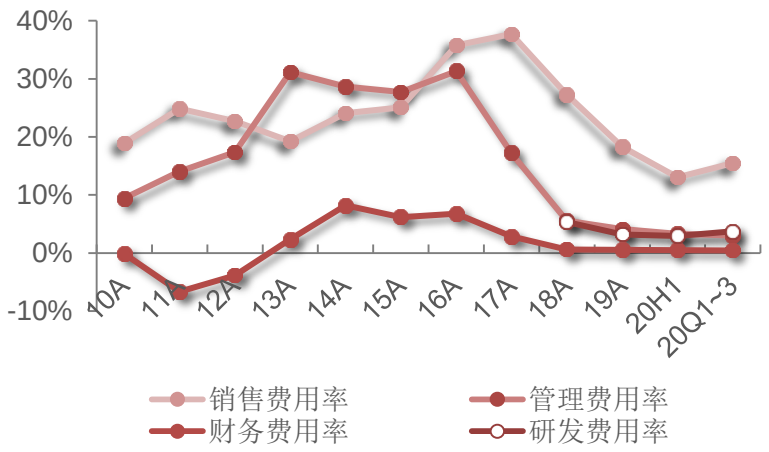
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



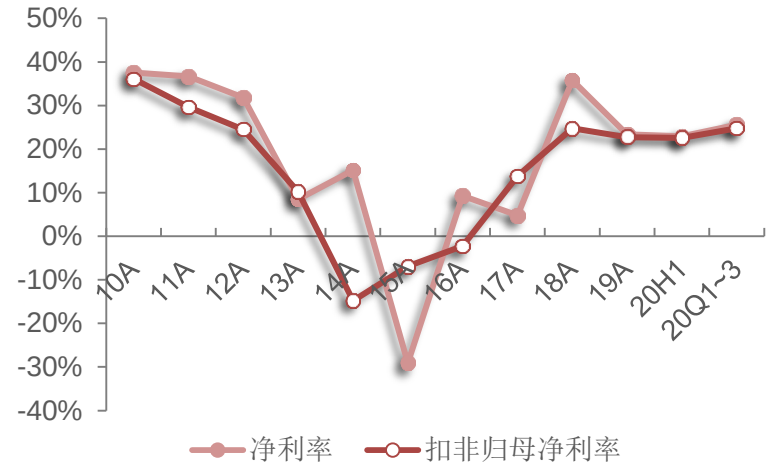
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势

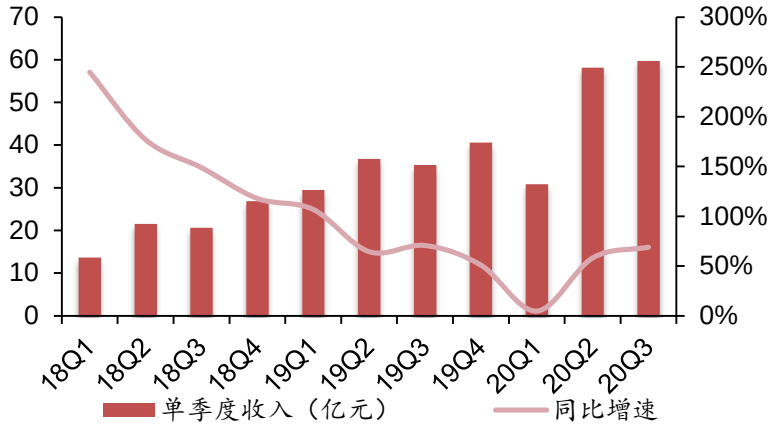


数据来源：Wind，西南证券整理

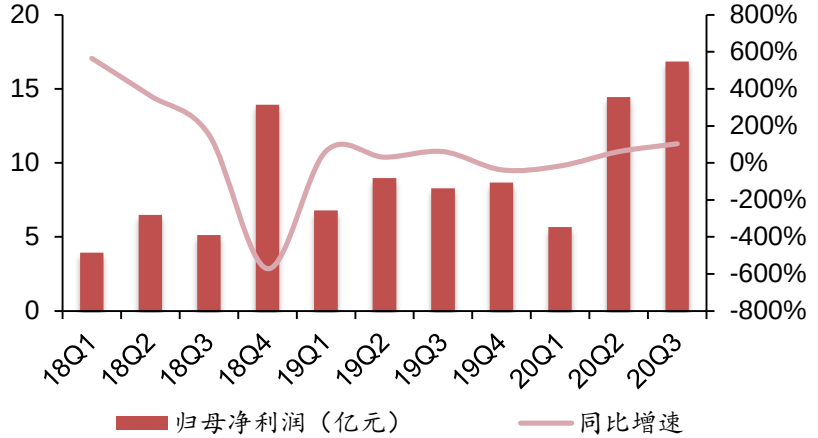
疫情影响体现在Q1，后续逐季加速

- 疫苗板块Q1/Q2/Q3单季度收入分别为30.8/58.1/59.7亿元（+4.7%/+58.1%/+68.9%），归母净利润分别为5.7/14.4/16.8亿元（-17%/+61%/+103.8%），疫情对接种的影响主要体现在1季度，后续业绩逐季加速。

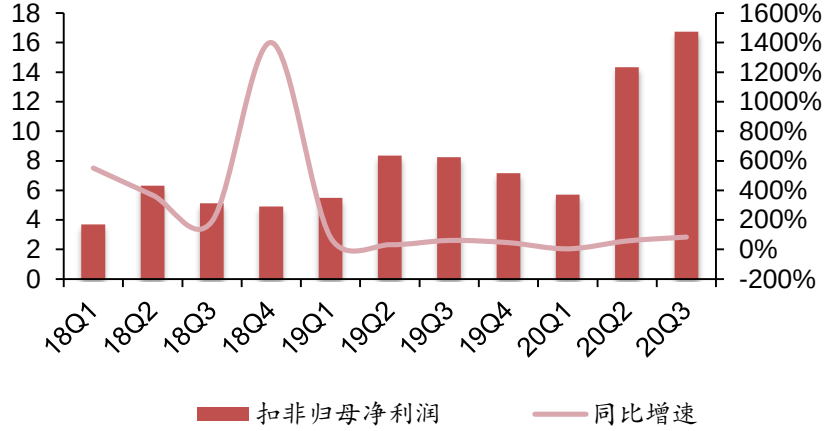
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



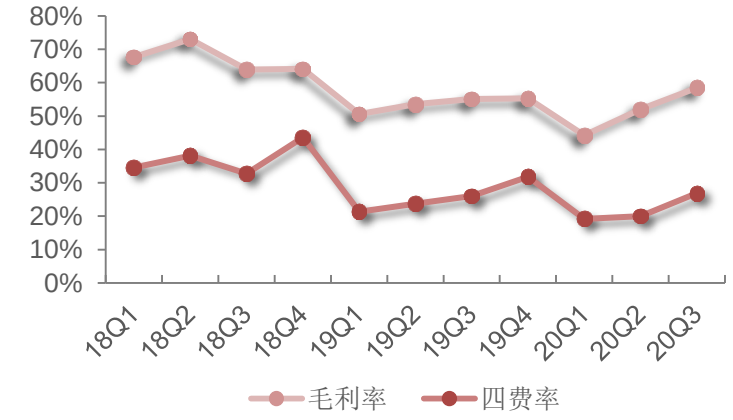
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



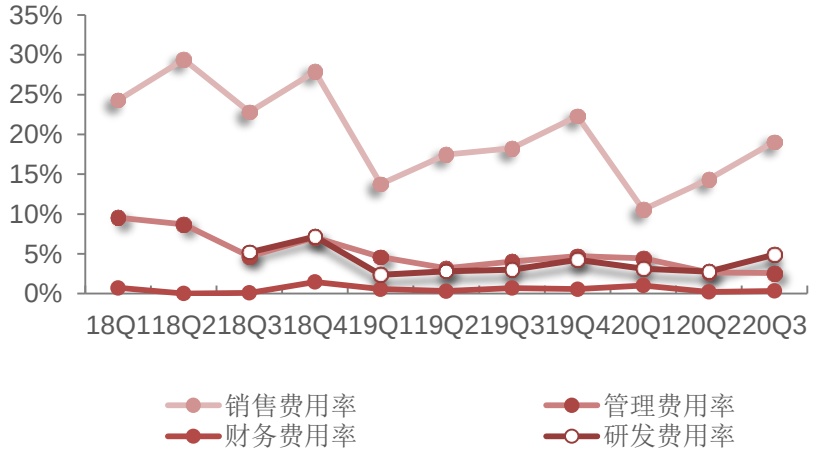
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



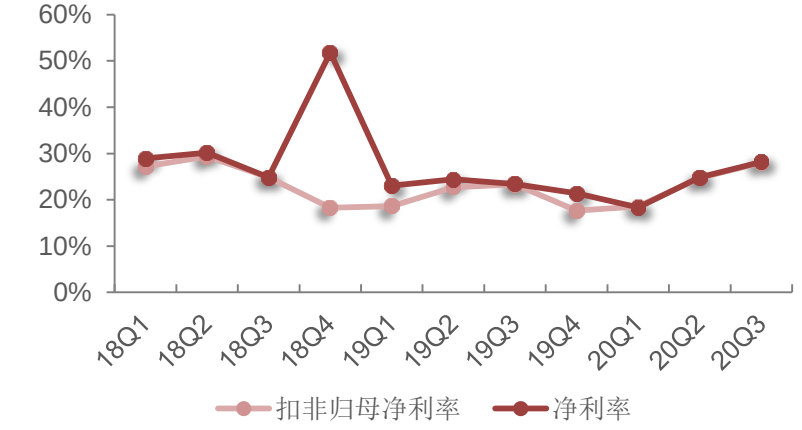
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
智飞生物	39%	31%	54%	58%	44%	41%	2562	74.3%	**67.2%**	1,429	3,384	358	716	221	40%	819	36%	142	32%	110	168%
沃森生物	15%	-28%	234%	955%	96%	262%	754	10.5%	**11.8%**	696	769	339	315	154	28%	609	27%	131	29%	-24	-36%
康泰生物	8%	1%	-6%	0%	2%	1%	1173	9.6%	**11.7%**	-36	26	1	2	142	26%	575	25%	121	27%	-14	-22%
康华生物	68%	116%	1480%	4256%	180%	288%	268	5.6%	**9.3%**	347	531	157	255	37	7%	294	13%	52	12%	-7	-10%

- 智飞生物：代理产品强势增长，自主产品逐步回暖。分季度看，Q1/Q2/Q3单季度收入分别为26.3/43.6/40.6亿元（+14.9%/+58.8%/54.4%），Q1/Q2/Q3单季度归母净利润分别为5.2/9.9/9.7亿元（+2.8%/+53.2%/58.1%），三季度业绩环比加速。预计前三季度代理产品收入突破百亿元，增速超过50%，其中以9价HPV疫苗贡献的收入增量最多；自主产品调结构弥补三联苗断档期。新冠疫苗研发进度靠前，研发布局为中长期发展蓄势。
- 沃森生物：13价肺炎结合疫苗业绩逐渐兑现。分季度看，Q1/Q2/Q3单季度收入分别为1.1/4.6/9.9亿元（-36.3%/+42.2%/+234.5%），新增13价肺炎结合疫苗及自主疫苗产品销售量增加驱动收入大幅增长，Q1/Q2/Q3单季度归母净利润分别为-0.18/0.8/3.7亿元（-145.2%/+77.6%/+955.5%），业绩增速逐季加速。
- 康泰生物：换标工作和费用影响Q3业绩表现，核心产品有望驱动后续高增长。分季度看，Q1/Q2/Q3单季度收入1.77/6.93/5.5亿元（-48.1%/+48.6%/-6.2%），单季度归母净利润分别为0.02/2.57/1.73亿元（-97.6%/+62.4%/+0.5%），四联苗换标工作以及费用增加影响了Q3单季度的业绩表现。随着核心产品四联苗和乙肝疫苗有望量价齐升，Q4经营值得期待。

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械：疫情彰显板块价值，布局“消费升级+国产替代”下的器械黄金十年

- **2020年前三季度板块总结：**器械板块（50家样本公司，不含科创板）前三季度收入1108.3亿元（+54.4%），归母净利润314.8亿元（+129.8%）。分季度看，医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入237/438.9/432.4亿元（+7%/+76.6%/74.6%），单季度净利润44.6/135.5/134.7亿元（+1.1%/+178.3%/204.7%），三季度基本延续二季度高增长的态势。
- **疫情彰显板块价值。**疫情期间除了高值耗材受手术量下滑影响增速放缓，IVD和其他器械受益于诊断试剂、呼吸机、监护仪、手套、口罩等抗疫产品放量带动业绩大幅增长，疫情期间，器械板块抗风险的的价值得到凸显，后疫情时代有望持续受益于医疗新基建。
- **消费升级和国产替代共振。**一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，长期看中国医疗器械空间巨大；另一方面，当前大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升，未来十年仍将是器械龙头黄金发展的十年。
- **带量采购成为耗材招采新常态，龙头有望以价换量。**人工晶体、支架、骨科、补片等产品在众多省份成为带量采购试点品种，未来高值耗材集采有望常态化。当前建议密切关注降价幅度和品种格局，一方面降价将带来经销商渠道利润和中标者费用的大幅减少，考虑到出厂价往往是终端价的30-40%，适当降价不会影响到企业出厂净价，另一方面，品种格局较好、国产化率较低的品种的，中标者量的增长的将弥补价格的下降，同时低价将带动国内高值耗材渗透率的长期提升，于企业而言，中选是最优结果。
- **国产创新器械扬帆起航。**国产企业研发能力持续提升，在中高端医疗器械领域不断推出产品，打破了外资长期垄断的局面，例如大型医学影像、内窥镜、化学发光分析仪等，并在某些领域开始率先推出新产品，例如可降解支架、介入瓣膜等。集采时代，创新器械有望像创新药一样走出独立的长牛行情。
- **投资建议。**一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模空间巨大，另一方面，当前大部分器械赛道国产化率较低，消费升级&进口替代有望推动国产器械迎来黄金十年。同时，以全国集采和各省试点相结合的耗材带量采购模式有望常态化进行，格局良好、国产化率低的耗材龙头有望以价换量加速进口替代。建议关注**1）集采避风港领域**：化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业）、消费性器械（欧普康视、伟思医疗、鱼跃医疗）；**2）创新器械领域：**TAVR（佰仁医疗）、外周介入（心脉医疗）、神经介入、电生理等；**3）耗材集采品种：**如**眼科**（爱博医疗）、**内镜诊疗**（南微医学）、**骨科**（凯利泰、大博医疗、三友医疗）、**肾科**（健帆生物、三鑫医疗）、**心血管**（乐普医疗、微创医疗）、**吻合器**（天臣医疗）。

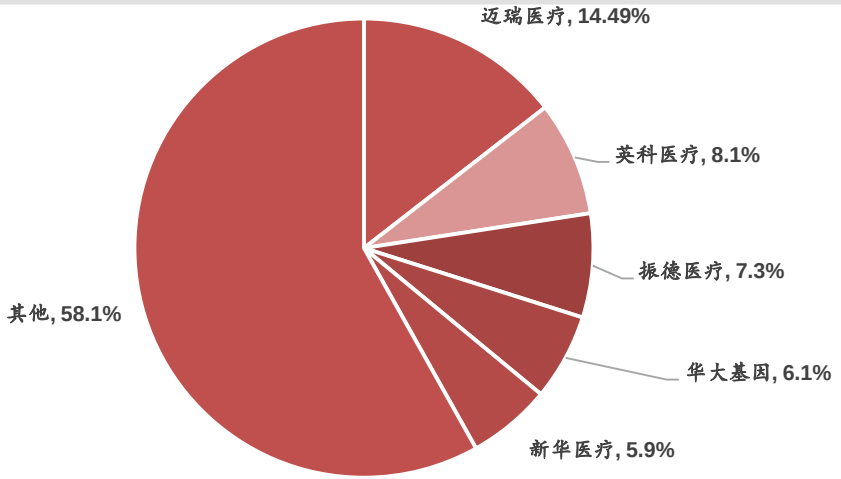
近8成器械公司收入、净利润实现同比增长，前五净利润贡献超过50%

- 前三季度器械板块（50家样本，不含科创板）收入实现正增长的有38家，占比76%，超过50%增长有15家，占比30%；
- 前三季度器械板块（50家样本，不含科创板）归母净利润实现正增长的有39家，占比78%，超过50%增长有24家，占比48%；
- 从收入贡献看，前五名迈瑞、英科、振德、华大、新华贡献了41.8%的板块收入
- 从归母净利润贡献看，前五名迈瑞、英科、华大、振德、乐普贡献了52.5%

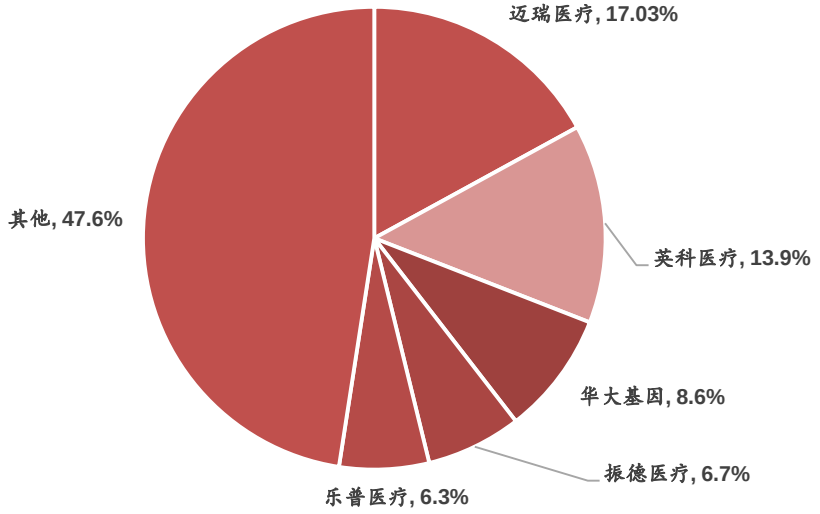
子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	54.44%	15	22	38	12
占比		30%	44%	76%	24%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	129.81%	24	28	39	11
占比		48%	56%	78%	22%

201~3收入前五占比



201~3归母净利润前五占比

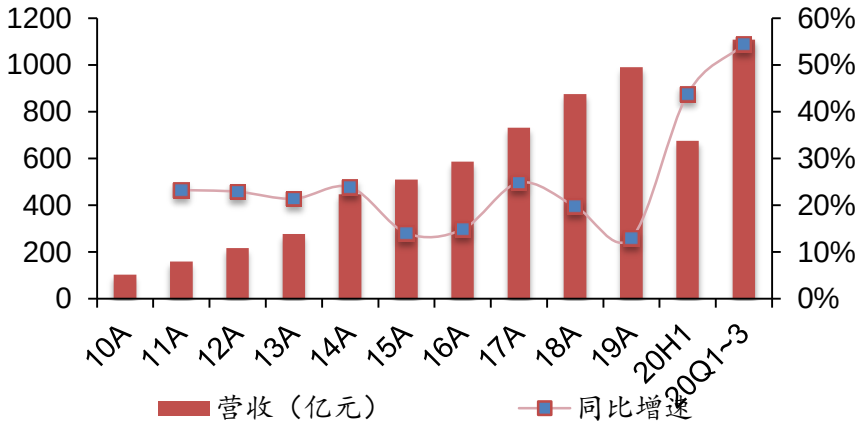


数据来源：Wind，西南证券整理

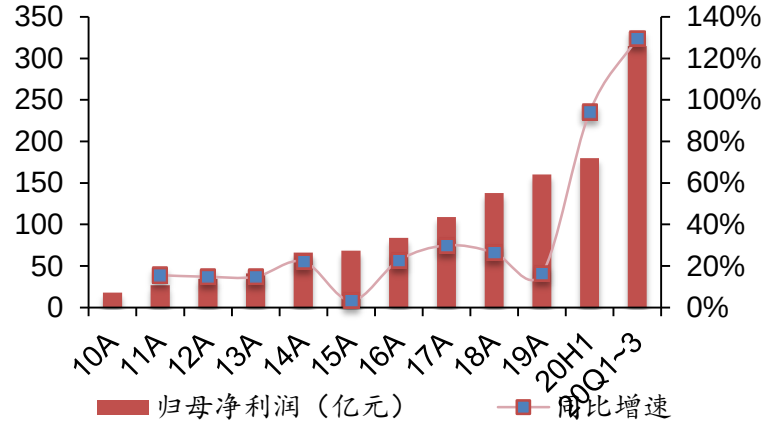
前三季度器械收入延续高增长，盈利能力大幅提升

- 器械板块（50家样本公司，不含科创板）前三季度收入1108.3亿元（+54.4%），归母净利润314.8亿元（+129.8%），毛利率57.5%（+5.7pp），四费率24.2%（-6.4pp），“剪刀差”使得前三季度净利率大幅提升至29.4%（+9.9pp），疫情受益器械股业绩延续高增长。

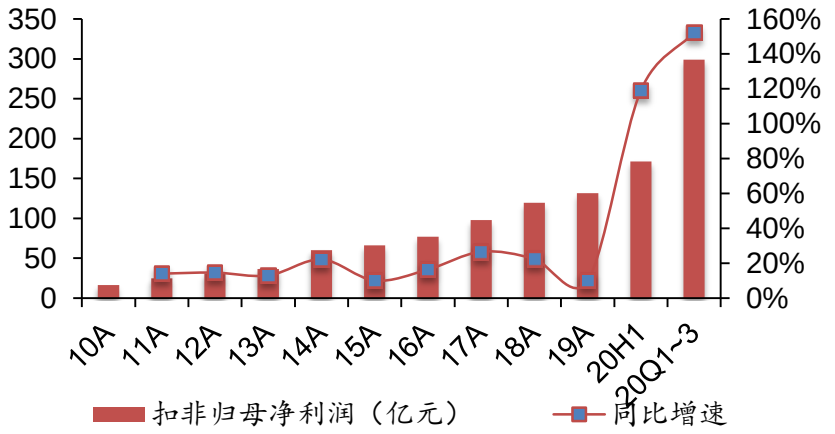
2010年~20Q1-3收入及增速



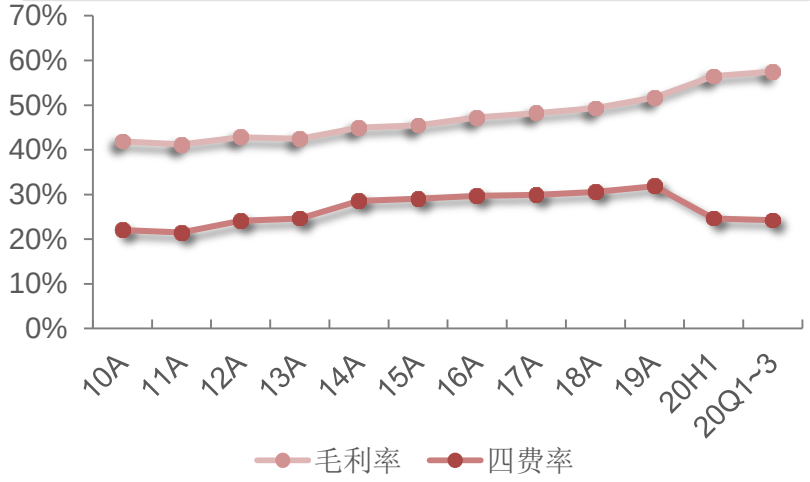
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



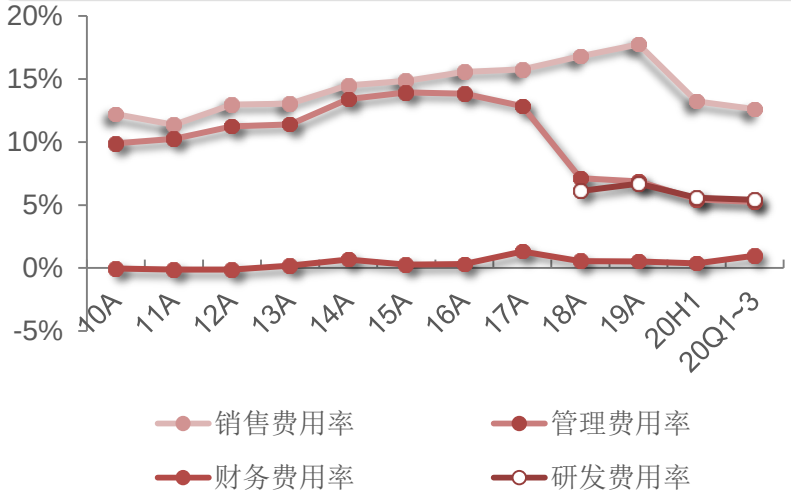
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



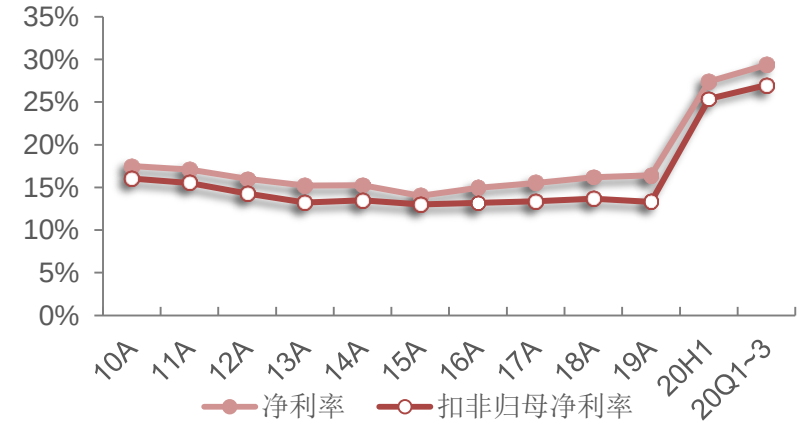
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势

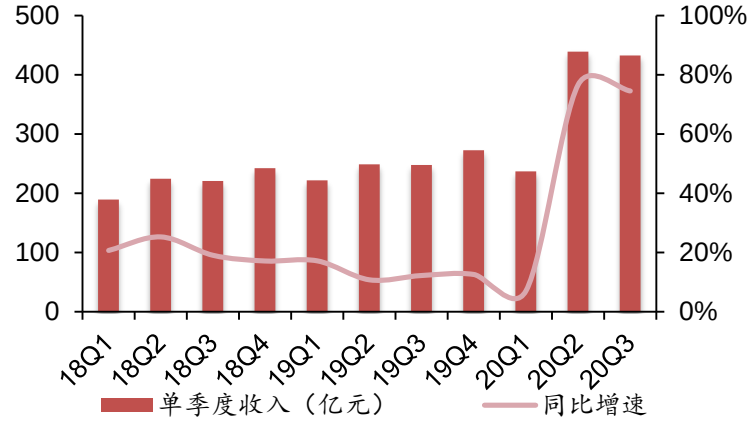


数据来源：Wind，西南证券整理

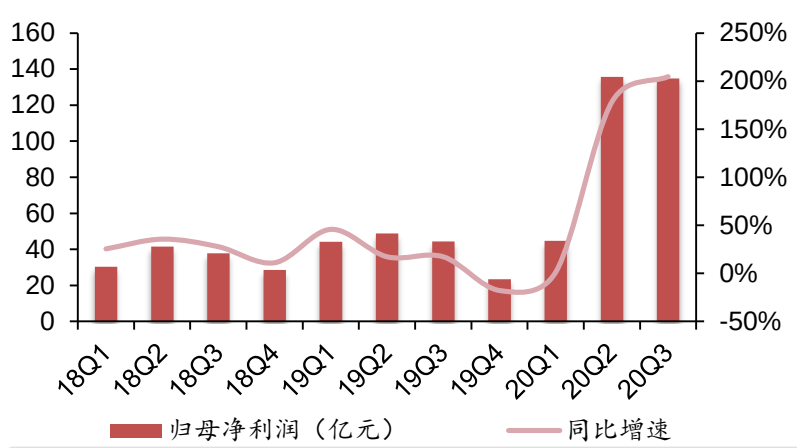
Q3单季度延续二季度高增长的态势，盈利能力再创新高

- 医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入237/438.9/432.4亿元（+7%/+76.6%/74.6%），单季度净利润44.6/135.5/134.7亿元（+1.1%/+178.3%/204.7%），三季度基本延续二季度高增长的态势。
- Q3单季度毛利率59.1%（+7.4pp），单季度四费率23.6%（-7.4pp），单季度净利率31.2%（+13.3pp），继续创出历史新高。

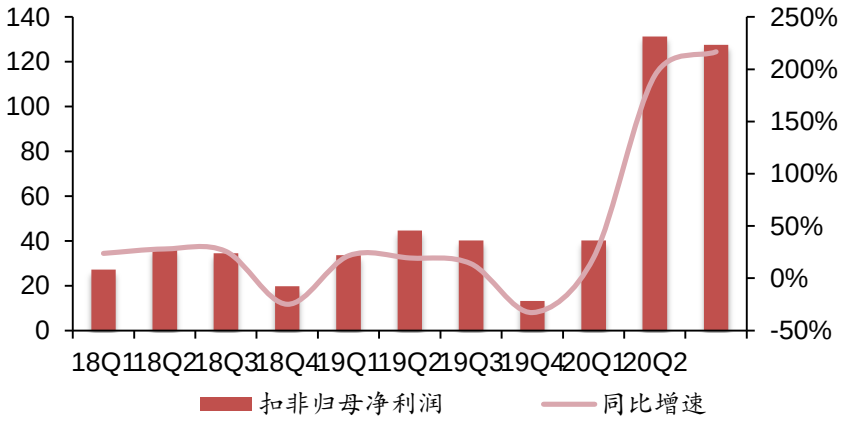
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



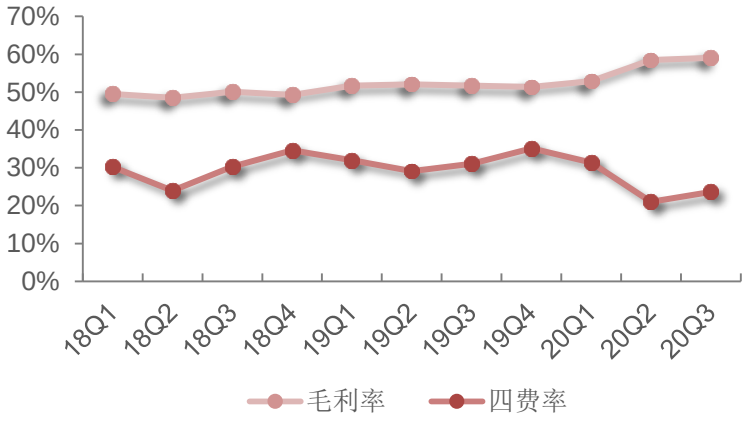
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



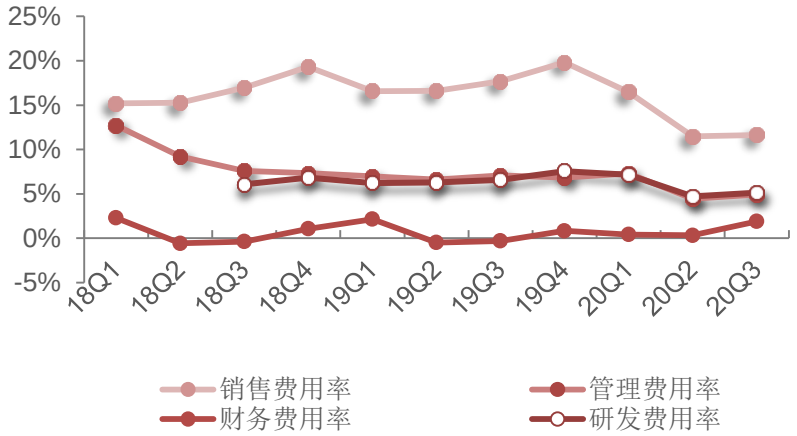
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



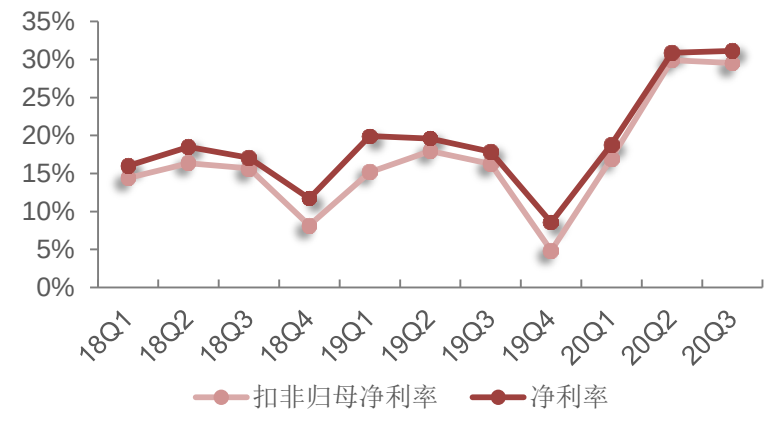
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

疫情受益股贡献了主要的业绩增量

- 前三季度净利润占比前五名分别为迈瑞、英科、华大、振德、乐普，合计占比52.4%，占据板块一半以上业绩；
- 前三季度增量贡献度看，迈瑞、英科、华大、振德、蓝帆、达安基因等疫情受益股贡献了板块主要的收入和净利润增量。

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
迈瑞医疗	29%	46%	32%	47%	30%	46%	4702	14.5%	**17.0%**	1,325	3,684	607	1,692	1,351	23%	2,828	20%	696	12%	-82	-8%
英科医疗	352%	2612%	731%	4363%	486%	3377%	388	8.1%	**13.9%**	3,954	7,420	2,396	4,247	194	3%	356	3%	156	3%	122	11%
华大基因	218%	734%	239%	1362%	226%	902%	596	6.1%	**8.6%**	1,863	4,680	982	2,435	257	4%	500	4%	255	4%	120	11%
振德医疗	401%	1545%	721%	3068%	532%	2106%	159	7.3%	**6.7%**	3,774	6,831	1,074	2,003	167	3%	382	3%	246	4%	48	4%
乐普医疗	8%	-1%	10%	82%	9%	22%	555	5.8%	**6.3%**	191	507	376	361	466	8%	1,259	9%	560	10%	207	19%
蓝帆医疗	35%	165%	160%	801%	79%	403%	229	4.2%	**6.0%**	1,459	2,056	1,126	1,513	193	3%	337	2%	185	3%	144	13%
达安基因	314%	1186%	466%	3760%	364%	1817%	332	3.2%	**4.9%**	1,175	2,792	739	1,457	109	2%	382	3%	158	3%	24	2%
鱼跃医疗	37%	110%	35%	118%	36%	112%	310	4.4%	**4.8%**	373	1,292	211	797	258	4%	531	4%	250	4%	37	3%
奥美医疗	106%	536%	35%	133%	80%	340%	148	2.8%	**3.0%**	216	1,377	141	741	49	1%	108	1%	177	3%	2	0%
理邦仪器	135%	472%	123%	438%	131%	463%	120	1.7%	**2.0%**	341	1,076	133	523	150	3%	212	2%	71	1%	16	1%
健帆生物	32%	44%	43%	67%	35%	50%	634	1.2%	**2.0%**	133	344	75	209	48	1%	300	2%	75	1%	-21	-2%
迈克生物	-4%	15%	30%	77%	8%	37%	288	2.3%	**1.8%**	247	182	111	152	93	2%	345	2%	95	2%	54	5%
万孚生物	66%	117%	24%	40%	53%	95%	261	2.0%	**1.8%**	110	749	33	276	217	4%	496	4%	156	3%	8	1%
安图生物	2%	-14%	18%	10%	8%	-4%	750	1.8%	**1.6%**	127	154	23	-24	236	4%	324	2%	92	2%	25	2%
大博医疗	24%	27%	34%	21%	28%	25%	368	1.0%	**1.4%**	110	240	28	85	85	1%	356	3%	44	1%	-16	-1%
山东药玻	7%	20%	8%	23%	7%	21%	268	2.1%	**1.3%**	55	155	29	73	99	2%	163	1%	112	2%	-6	-1%
科华生物	30%	39%	72%	201%	45%	93%	103	2.3%	**1.3%**	465	800	140	194	73	1%	356	3%	189	3%	21	2%
九安医疗	223%	618%	198%	453%	214%	556%	44	1.5%	**1.2%**	377	1,095	135	443	94	2%	238	2%	146	3%	11	1%
明德生物	254%	397%	638%	3353%	358%	696%	53	0.6%	**1.1%**	242	500	152	311	35	1%	51	0%	15	0%	-1	0%
宝莱特	102%	768%	44%	169%	81%	468%	46	1.0%	**1.0%**	100	492	47	259	36	1%	115	1%	42	1%	12	1%
美康生物	-27%	74%	-24%	-3%	-26%	46%	69	1.6%	**1.0%**	-198	-605	-2	94	98	2%	218	2%	135	2%	46	4%

数据来源：Wind，西南证券整理

（接上页）

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
欧普康视	13%	10%	39%	33%	25%	21%	414	0.5%	**0.9%**	37	122	37	48	14	0%	109	1%	49	1%	0	0%
凯普生物	59%	115%	105%	220%	77%	160%	110	0.8%	**0.9%**	211	399	99	168	43	1%	205	1%	89	2%	0	0%
三诺生物	19%	22%	26%	9%	22%	17%	231	1.4%	**0.8%**	113	271	7	36	132	2%	393	3%	95	2%	10	1%
迪瑞医疗	-6%	-14%	6%	100%	-2%	24%	74	0.6%	**0.7%**	13	-17	64	46	72	1%	90	1%	59	1%	-2	0%
新华医疗	-4%	-81%	17%	-23%	3%	-73%	67	5.9%	**0.7%**	368	217	-25	-589	124	2%	642	5%	283	5%	98	9%
阳普医疗	55%	542%	46%	1471%	52%	806%	45	0.6%	**0.7%**	69	212	96	135	27	0%	89	1%	68	1%	20	2%
基蛋生物	-14%	-38%	102%	125%	21%	-1%	100	0.7%	**0.6%**	193	132	56	-2	86	1%	108	1%	45	1%	5	0%
凯利泰	-15%	-22%	5%	13%	-8%	-12%	137	0.7%	**0.6%**	15	-68	9	-26	30	1%	169	1%	82	1%	9	1%
康德莱	62%	27%	55%	30%	59%	28%	66	1.8%	**0.5%**	262	724	13	33	89	1%	219	2%	132	2%	0	0%
贝瑞基因	-4%	-53%	-13%	-47%	-7%	-52%	177	1.0%	**0.5%**	-54	-87	-29	-163	89	1%	192	1%	93	2%	9	1%
万东医疗	33%	137%	-10%	-8%	16%	63%	66	0.7%	**0.5%**	-26	99	-4	57	64	1%	127	1%	54	1%	-4	0%
维力医疗	21%	36%	14%	30%	18%	34%	36	0.8%	**0.4%**	36	131	10	35	32	1%	77	1%	75	1%	12	1%
尚荣医疗	21%	73%	60%	924%	33%	122%	58	1.4%	**0.4%**	216	387	31	70	43	1%	70	0%	89	2%	4	0%
戴维医疗	31%	188%	38%	239%	34%	214%	71	0.3%	**0.4%**	38	80	49	86	26	0%	44	0%	34	1%	-1	0%
艾德生物	6%	3%	37%	48%	17%	16%	186	0.4%	**0.4%**	54	72	15	17	87	1%	138	1%	72	1%	1	0%
正海生物	1%	8%	19%	41%	7%	20%	87	0.2%	**0.3%**	13	15	12	16	17	0%	70	1%	14	0%	-3	0%
南卫股份	227%	261%	41%	-14%	159%	177%	27	0.8%	**0.3%**	53	559	-1	59	20	0%	136	1%	32	1%	10	1%
九强生物	-25%	-74%	21%	-38%	-8%	-60%	131	0.5%	**0.3%**	45	-44	-32	-130	56	1%	103	1%	33	1%	0	0%
三鑫医疗	51%	160%	27%	64%	42%	105%	44	0.6%	**0.3%**	53	201	15	42	18	0%	85	1%	45	1%	0	0%
和佳医疗	-30%	-14%	-15%	34%	-26%	1%	56	0.6%	**0.3%**	-36	-213	9	1	32	1%	93	1%	60	1%	97	9%
爱朋医疗	-21%	-20%	20%	-26%	-6%	-23%	36	0.2%	**0.2%**	19	-16	-9	-17	16	0%	59	0%	32	1%	-5	0%
乐心医疗	27%	110%	52%	115%	38%	112%	43	0.8%	**0.2%**	137	231	15	28	73	1%	46	0%	33	1%	6	1%
楚天科技	-9%	-63%	26%	1504%	2%	106%	74	1.2%	**0.1%**	105	23	40	24	160	3%	177	1%	98	2%	15	1%
正川股份	-4%	9%	-18%	-58%	-9%	-12%	116	0.3%	**0.1%**	-22	-34	-9	-6	6	0%	21	0%	23	0%	-8	-1%
冠昊生物	-2%	214%	4%	82%	0%	163%	64	0.3%	**0.1%**	5	1	4	23	24	0%	123	1%	34	1%	9	1%
透景生命	-33%	-116%	31%	-3%	-7%	-66%	56	0.2%	**0.1%**	36	-21	-1	-65	46	1%	86	1%	18	0%	-2	0%
福瑞股份	-6%	-6%	5%	96%	-3%	27%	28	0.5%	**0.1%**	9	-15	8	6	49	1%	158	1%	114	2%	10	1%
开立医疗	-11%	-65%	-8%	119%	-10%	-58%	104	0.6%	**0.1%**	-19	-77	11	-37	179	3%	229	2%	55	1%	19	2%
利德曼	-30%	-173%	35%	322%	-10%	-54%	33	0.3%	**0.0%**	38	-37	8	-6	32	1%	58	0%	43	1%	0	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

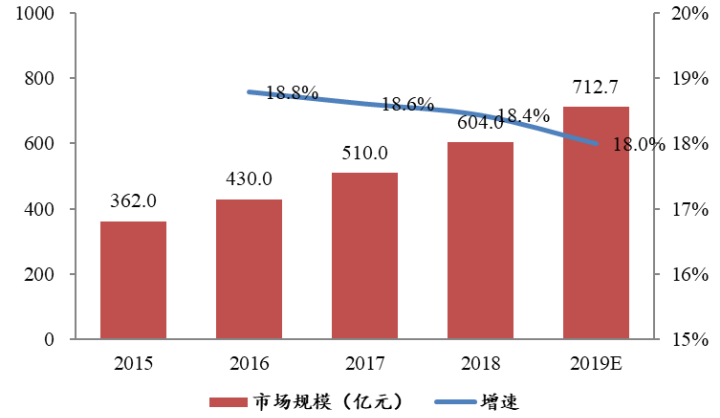
主要细分领域表现：

1. **IVD：Q3板块业绩延续上半年高增长态势。**IVD板块（17家公司样本）上半年收入431.7亿元（+44.7%），归母净利润134.2亿元（+92.7%），主要因新冠检测试剂贡献极大增量（含大量出口）。**化学发光**赛道龙头格局已成，十年进口替代大周期开启，**Q3国内常规业务逐步恢复**，龙头公司单季度发光业务收入均已实现正增长，随着设备大规模投放，明年试剂放量值得期待。8家**分子诊断**企业前三季度收入186.1亿元（+229.9%），归母净利润80.5亿元（+701.8%），**Q3延续上半年高增长趋势，主要由于相关公司大量内销和出口新冠检测试剂**，本次疫情分子诊断的价值得到凸显，后续有望在传染病监测、肿瘤筛查等领域加速发展。**POCT**受常规门诊量下滑有所拖累，**部分企业凭借新冠检测试剂实现总体收入、利润高增长（万孚、明德），**凭借快速、简单、即时即地场景多元等优势，POCT在传染病类、心血管类市场具有广阔前景。
2. **影像设备**：2020前三季度受疫情影响，移动DR需求旺盛，但传统台式超招标减少，**Q3季度大部分影像企业表现一般**，后续关注X射线、超声领域的国产突破。
3. **心血管器械**：**Q3创新器械标的业绩领涨。**受疫情影响，心血管手术增速有所放缓。除部分创新器械标的如心脉医疗、启明医疗、沛嘉医疗等创新器械标的表现较好，佰仁医疗单三季度同比高增长，其余心血管器械标的仍受疫情影响较大。
4. **骨科**：**主要企业Q3业绩逐步好转，国产替代的趋势仍延续。**大博医疗、凯利泰、三友医疗单三季度收入、净利润均同比正增长。
5. **肾科**：**治疗刚需品种，透析和灌流渗透率有望不断提升。**前三季度健帆生物和三鑫医疗业绩维持高速增长。
6. **眼科**：**治疗刚需品种，Q3业绩延续高增长态势。**疫情影响主要集中在一季度，Q2/Q3龙头公司爱博医疗、欧普康视均回复高速增长。后续人工晶体国产化率有望不断提升，角膜塑形镜也有望为消费器械市场大单品，眼科龙头前景广阔。
7. **内镜及其诊疗器械**：**国产内镜增量耗材龙头Q3单季度收入增速转正。**南微医学单三季度收入已回归正增长。
8. **其他疫情相关器械**：其他受益疫情的产品主要有监护仪、呼吸机、除颤仪、额温枪、手套、口罩、防护服、隔离衣、消毒液等。9个相关公司前三季度收入合计503.2亿元（+101.3%），归母净利润175.1亿元（+231.1%），其中迈瑞医疗（生命信息与支持业务）、英科医疗、振德医疗、鱼跃医疗、蓝帆医疗是贡献2020年前三季度器械板块收入总量和增量的主要公司。一方面因疫情持续，下半年相关产品需求仍旺盛；另一方面，后疫情时代，相关产品（如监护仪、呼吸机）有望受益医疗新基建。

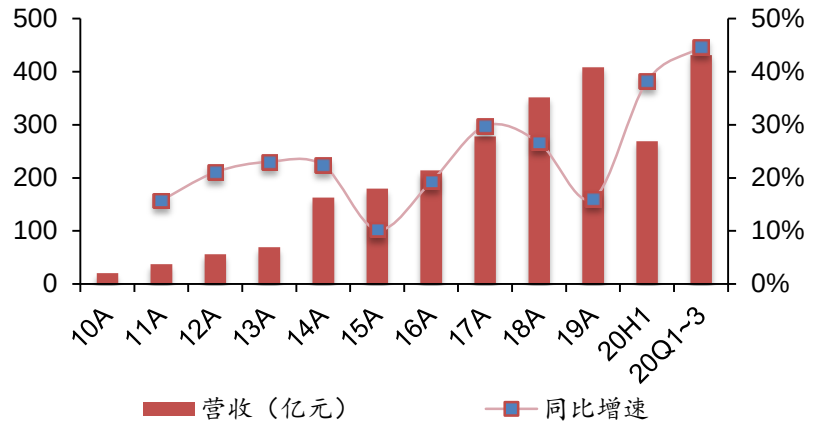
IVD：Q3板块业绩延续上半年高增长态势

- 2020年预计受新冠疫情影响常规业务诊疗量前低后高，叠加新冠检测试剂的增量贡献，预计国内IVD板块全年仍将实现增长。IVD板块（17家公司样本）上半年收入431.7亿元（+44.7%），归母净利润134.2亿元（+92.7%），主要因新冠检测试剂贡献极大增量（含大量出口）。

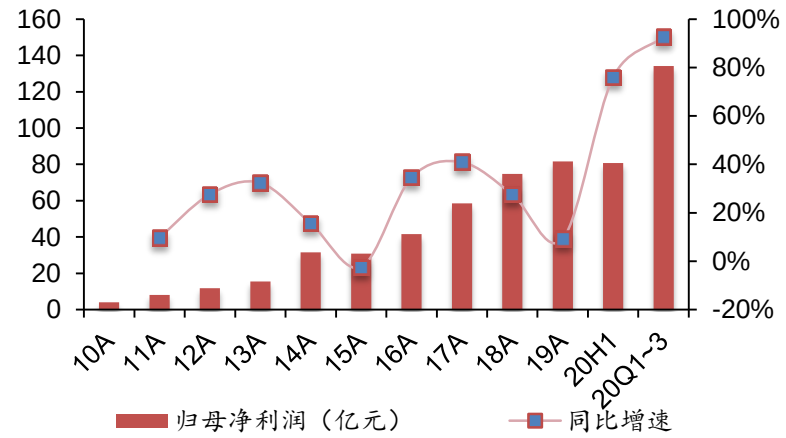
中国体外诊断市场规模及增速



2010-2020Q3 IVD板块收入及增速（累计）



2010-2020Q3 IVD板块归母净利润及增速（累计）



中国体外诊断细分市场概览

细分领域	主要检测项目	技术路线	特点	封闭性	规模（2019E）	复合增速	进口厂商	国产厂商	国产化率
生化诊断	肝功能、血脂、空腹血糖、肾功能、尿酸等	干化学、免疫比浊法、酶循环技术	技术成熟，操作简便，时间快	开放为主	120亿	7-8%	贝克曼、罗氏、西门子、日立	迈瑞、科华、九强、利德曼、迈克等	56%（进口占据高端仪器，试剂国产率较高）
免疫诊断	肿瘤标志物、心脏标志物、激素类、代谢标志物	放射、荧光、酶联、胶体金、化学发光	体量大，增速快，新增品种多，仪器占比低	化学发光封闭，其余较开放	280亿	20%	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	迈瑞、新产业、安图、迈克	20%
分子诊断	伴随诊断、无创产检、肿瘤筛查	PCR、原位杂交、基因测序	技术发展快，前景广阔	开放为主	100亿	25%+	罗氏、雅培、BD、Illumina	华大、贝瑞、达安、凯普、艾德	40%（仪器国产5%，试剂60%）
POCT	心肌、传染病、妊娠、血气和凝血、血糖	胶体金、干化学、PCR、化学发光	使用场景便捷多样，潜力大	封闭为主	120亿	20%+	Alere、罗氏、雅培	万孚、基蛋、三诺、明德	35%
血液体液诊断	血细胞成分、凝血	全血细胞分类分析、流式细胞仪	对自动化、灵敏度要求较高	封闭为主	70亿	10%	希森美康、贝克曼	迈瑞、迪瑞	30%

数据来源：药械研究院、Wind，西南证券整理

IVD：Q3国内常规业务逐步恢复，十年进口替代大周期开启

- 化学发光体量大、增速快，国产化率低，是IVD领域最具确定性的好赛道。假设未来10年国产率提升到60%，**那么国产规模有望在2030年达到468亿元，复合增速22%+**。
- **迈瑞医疗**：前三季度收入160.6亿元（+29.8%），归母净利润53.6亿元（+46.1%），扣非归母净利润52.6亿元（+45.3%），其中IVD业务预计约48亿元，增速10%左右。2019年化学发光收入约10.7亿元（+80%），上半年预计增长40%，前三季度预计增长65-70%，主要因国际新冠检测试剂出口贡献增量，单三季度国内发光常规业务也恢复高增长，预计增速40%左右。
- **新产业**：前三季度收入15.7亿元（+32.3%），归母净利润7亿元（+24.6%）。2019年化学发光收入约16.8亿元(+21.5%），Q1业绩受疫情负面影响较多，Q2新冠试剂出口叠加海外常规业务高增长，带动Q2业绩大幅增长，Q3收入由于海外带动维持稳健增长，受股权激励摊销影响标贯净利润增速有所放缓。
- **安图生物**：前三季度收入20.5亿元（+8.1%）,归母净利润5.1亿元（-4.4%），Q3单季度业绩进一步改善。2019年化学发光收入约11.6亿元（+35%）,2020年上半年由于新冠疫情导致门诊量下滑，耗材增长放缓，Q3常规业务逐渐回归正增长，明年成长可期。

主要化学发光企业2020年前三季度财务数据

公司	新产业			安图生物			迈瑞医疗（IVD业务）			迈克生物		
年份	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3
总收入	**1,682**	**970**	**1,570**	**2,679**	**1,206**	**2,047**	**5,814**	**3,030**	**约4800**	**3,223**	**1,452**	**2,530**
yoy	21.5%	31.1%	32.3%	38.9%	2.2%	8.1%	25.7%	6.5%	约10.0%	20.0%	-4.3%	7.7%
毛利率	80.0%	79.3%	78.1%	66.6%	58.8%	60.2%	62.5%	57.5%	-	51.8%	52.3%	53.4%
变化（+/-pp）	-0.8pp	-0.1pp	-1.9pp	+0.2pp	-6.6pp	-6.4pp	-1.6pp	-5.7pp	-	-0.6pp	-0.7pp	+0.6pp
净利率	45.9%	49.0%	44.5%	28.9%	22.7%	25.1%	-	-	-	16.3%	21.4%	22.4%
归母净利润	**773**	**476**	**698**	**774**	**274**	**514**	-	-	-	**525**	**310**	**566**
yoy	11.3%	40.6%	24.6%	37.6%	-14.5%	-4.4%	-	-	-	18.1%	15.2%	36.7%
2019化学发光试剂	1324			约1220			约1066			约520		
yoy	21.5%			约48%			80%			30%		

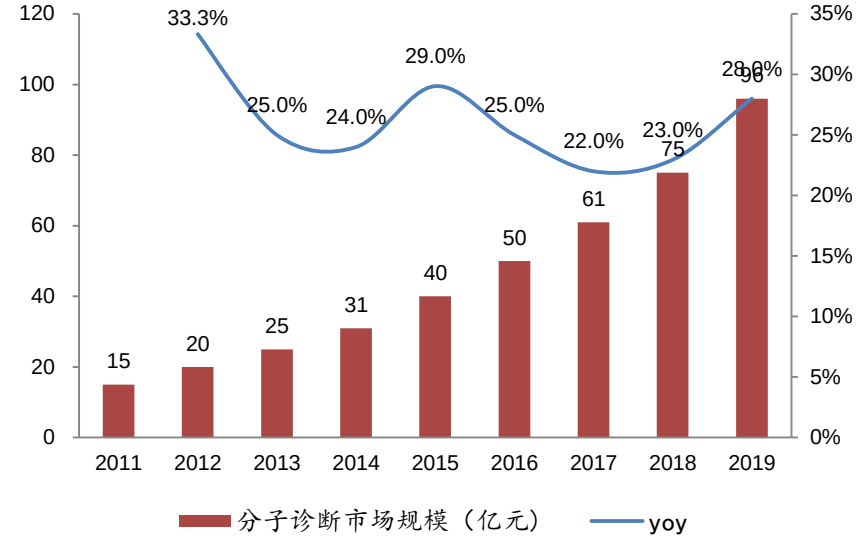
数据来源：药械研究院、上市公司公告、调研，西南证券；

分子诊断：疫情彰显价值，业绩大幅放量

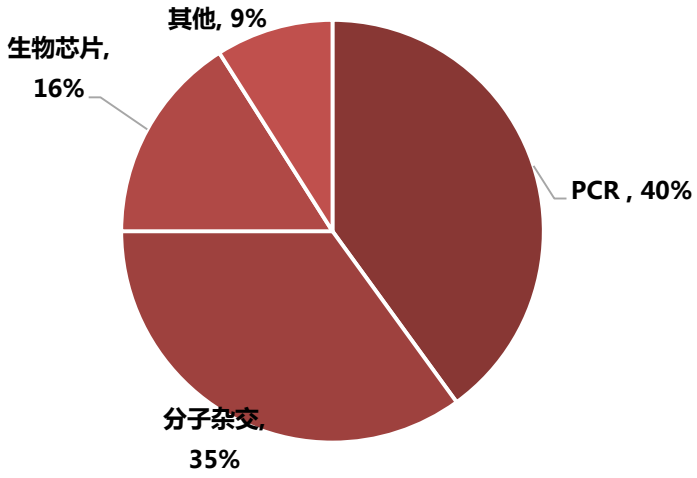
- 分子诊断近年来行业增速约25%，行业规模100亿元左右，占整个IVD板块15%，是IVD领域增速最快的赛道。分子诊断凭借准确度高、灵敏度强、速度快等优点，**未来在传染病监测、肿瘤筛查等领域具有广阔空间**，本次疫情中核酸诊断为新冠筛查的“金标准”，其价值得到凸显，后续分子诊断发展有望加速。

- **板块**：我们选取分子诊断8家企业，2020前三季度收入186.1亿元（+229.9%），归母净利润80.5亿元（+701.8%），Q3延续上半年高增长趋势，主要由于相关公司大量内销和出口新冠检测试剂。
- **华大基因**：2020年前三季度收入67.5亿元（+225.8%），归母净利润27.1亿元（+901.7%）。作为国产基因测序龙头，长期价值凸显。
- **艾德生物**：2020年前三季度收入4.8亿元（+17.3%），归母净利润1.3亿元（+15.9%），单季度收入2亿元（+37.2%），单季度归母净利润0.45亿元（+47.7%），重回高增长态势。伴随诊断行业成长突出，公司产品齐全，院内市占率领先，上半年疫情负面影响，后续有望持续改善。

2012~2019中国分子诊断市场规模



分子诊断主要技术



主要分子诊断企业2020年前三季度财务数据

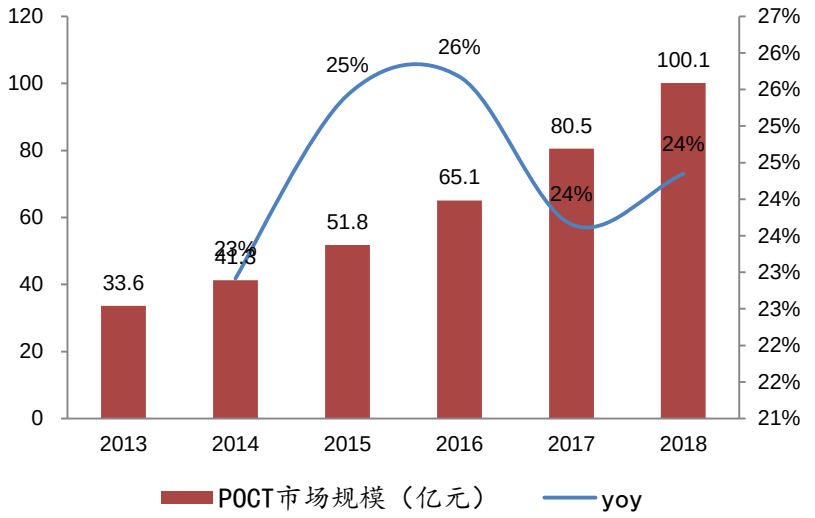
代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3
300676. SZ	华大基因	2,800	6,752	10.4%	225.8%	276	2,705	-28.5%	901.7%
002030. SZ	达安基因	1,098	3,560	-25.7%	363.6%	92	1,537	-9.3%	1817.4%
688289. SH	圣湘生物	365	3,605	20.4%	1381.5%	39	2,013	483.8%	10702.4%
688298. SH	东方生物	367	1,101	28.5%	319.7%	82	664	25.6%	1038.7%
000710. SZ	贝瑞基因	1,618	1,088	12.4%	-7.4%	391	151	45.7%	-51.9%
688399. SH	硕世生物	289	1,101	25.2%	477.4%	84	582	31.2%	1068.9%
300639. SZ	凯普生物	729	917	25.7%	77.1%	147	273	29.1%	160.3%
300685. SZ	艾德生物	578	484	31.7%	17.3%	135	126	6.9%	15.9%
合计		7,846	18,607	7.6%	229.9%	1,247	8,052	10.1%	701.8%

数据来源：wind、圣湘生物招股书，西南证券；

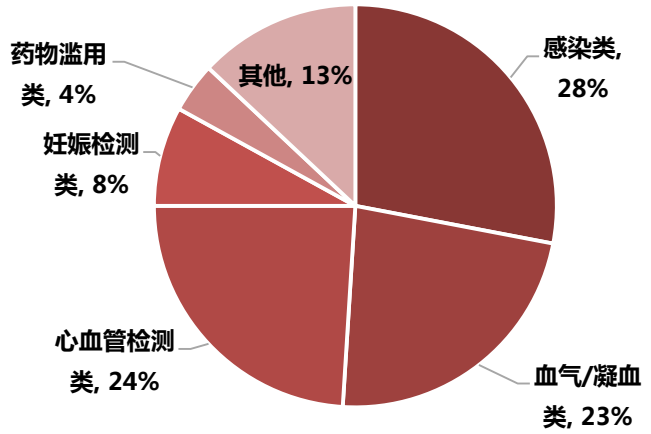
POCT：核心公司Q3高速增长

- POCT凭借快速、简单、即时即地场景多元等优势在IVD赛道中占比逐渐提升。2018年国内POCT市场规模100亿元，预计能够维持20%以上的增速。
- 当前POCT主要场景有感染类、血气/凝血类、心血管检测类、妊娠检测类、药物滥用类等。**传染病类和心血管类导入期完成，将进入高速成长期。**
- 前三季度受疫情影响，常规门诊量下滑，对POCT企业常规业务有所拖累。部分企业凭借新冠检测试剂实现总体收入、利润高增长（万孚、明德）
- **万孚生物**：国产POCT龙头，2020前三季度收入21.7亿元（+52.6%）,归母净利润5.7亿元（+95%），主要因新冠病毒抗体检测试剂盒带动传染病业务大幅增长。
- **基蛋生物**：2020年前三季度收入7.6亿元（21%），归母净利润2亿元（-0.9%）。主要由于疫情期间医院端诊疗服务受到限制，Q3单季度大幅改善。
- **明德生物**：前三季度收入6.4亿元（+358.1%），归母净利润3.6亿元（+695.5%），主要是因新冠检测试剂贡献较大增量。

中国POCT市场规模（不含血糖）



2017年中国POCT主要运用场景



主要POCT企业2020年前三季度财务数据

公司	万孚生物		基蛋生物		明德生物	
年份	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3
总收入	**2,072**	**2,173**	**968**	**763**	**181**	**640**
yoy	25.6%	52.6%	41.1%	21.0%	2.7%	358.1%
毛利率	65.2%	71.5%	72.8%	62.8%	74.3%	81.4%
净利率	18.7%	26.0%	35.1%	25.8%	22.9%	55.6%
归母净利润	**387**	**566**	**340**	**197**	**42**	**356**
yoy	25.9%	95.0%	36.1%	-0.9%	-32.4%	695.5%
2019年收入构成	传染病5.8亿元+慢性病检测6.1亿元+毒品类2.3亿元+妊娠1.5亿元+贸易类4.6亿元+其他0.5亿元		试剂7.3亿元（主要是心肌和炎症检测）+仪器0.5亿元+检测0.4亿元+代理1.5亿元		检测试剂1.6亿元（主要慢病和传染病POCT）+其他0.2亿元	

数据来源：Rncos、wind，西南证券、产业信息网；按1美元=7人民币换算

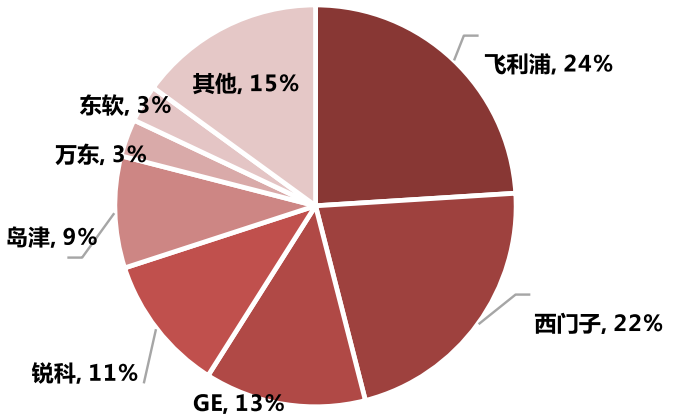
影像：Q3业绩表现一般，期待后续恢复

- 2019年影像设备超过1000亿，以X线类、CT、超声、MRI设备为主；供给端看，影像的技术壁垒较高，国产和海外厂商差距较大，当前市场主要**由GPS占据绝大份额，国产化率低**；需求端看，受采购政策和采购周期影响较大，从人均保有量看离发达国家有5-10倍的差距，**未来市场有望持续增长。**
- 目前**X射线、超声领域国产有望凭技术积累率先突围。**关注万东、东软、迈瑞、联影等企业。
- 2020前三季度受疫情影响，**移动DR需求旺盛，但传统台式超招标减少**，除了万东医疗Q1短暂受益，，大部分影像企业表现一般。
- **迈瑞医疗**：公司影像业务前三季度同比增长5%以上，受二三级医院常规超声采购逐步复苏的带动，国内医学影像产线在第三季度增长提速至接近20%。国内台式彩超在第三季度也已实现双位数增长，但由于台式超声在国际市场受疫情影响有所放缓，使得医学影像产线整体在前三季度维持稳定。

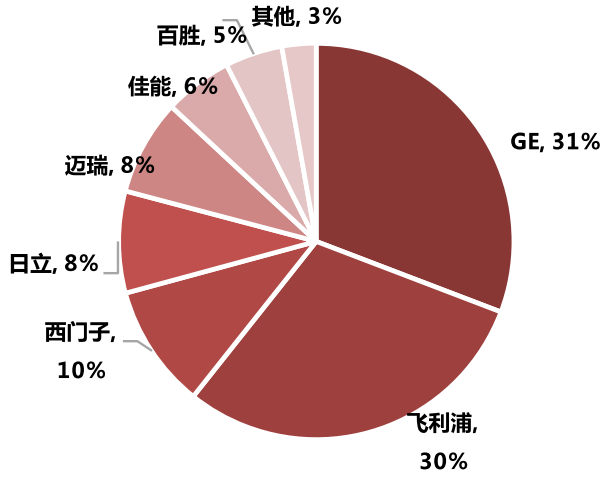
主要影像上市公司2020年前三季度财务数据

公司	万东医疗		祥生医疗		迈瑞医疗（影像业务）		开立医疗（超声业务）	
年份	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020H1
总收入	982	736	370	219	4,039	约3150	891	330
yoy	2.9%	15.6%	13.1%	-7.8%	12.3%	约5%	-11.5%	-17.8%
毛利率	46.9%	54.2%	60.9%	61.9%	68.4%		65.2%	62.9%
净利率	17.2%	20.1%	28.4%	30.1%	-	-	-	-
归母净利润	169	148	105	66	-	-	-	-
yoy	10.1%	62.5%	10.6%	7.7%	-	-	-	-
2020年上半年分析	主要因移动DR及DR产品的销售增长，上半年移动DR产品业务收入1.85亿元		主要系受二季度海外市场部分国家受疫情影响需求延缓所致		便携彩超和移动DR有增长，而台式彩超受疫情影响招标延后		受疫情影响，公司上半年总体业务收入有所下滑，其中超声业务收入同比下降17.76%	

2017年X射线设备竞争格局



2017年超声设备竞争格局



数据来源：中国医疗器械行业协会、wind，西南证券整理

心血管：Q3创新器械标的业绩领涨，后续心血管手术有望逐步恢复

- **心血管治疗需求旺盛，带动心血管器械增长。**我国心血管病现患人数高达2.9亿人，近年来心血管病患病率及死亡率处于上升阶段，其中农村地区更为显著。2019年中国心血管器械市场规模为465亿元，占器械比重7.3%，离全球11.8%还有距离，未来PCI手术稳健增长，外周、心脏节律、TAVR增速领跑。
- **受疫情影响**，心血管手术增速有所放缓。除部分创新器械标的如心脉医疗、启明医疗、沛嘉医疗等创新器械标的表现较好，佰仁医疗单三季度同比高增长，其余心血管器械标的仍受疫情影响较大。
- **乐普医疗**：心血管药械平台型企业，2020年前三季度收入63.9亿元（+8.6%），归母净利润19.7亿元（+22.4%），扣非归母净利润16亿元（+20.2%）。预计器械板块前三季度收入35亿元，同比增长31.8%，预计药品板块收入约26~27亿元，同比下滑10%左右。
- **心脉医疗：**前三季度收入+32.6%，归母净利润+44.3%，业绩延续高增长。公司作为主动脉及外周血管介入龙头，创新产品不断上市并放量，疫情影响Q1业绩，之后Q2、Q3基本消除。
- **佰仁医疗**：单三季度收入+39.26%，单三季度归母净利润+50.7%，业绩重回高增长。公司动物源性植介入龙头，当前产品以外科软组织修复、先心病植介入为主和心脏瓣膜置换与修复为主，正布局介入瓣膜的研发，长期内生增长清晰。
- **微创医疗：**心血管器械平台型企业，产品布局齐全，上半年受疫情影响收入下滑21.8%。
- **启明医疗**：国内TAVR龙头，2020年上半年仍保持高增长。

主要心血管器械上市公司2020年前三季度财务数据（港股未公布三季报）

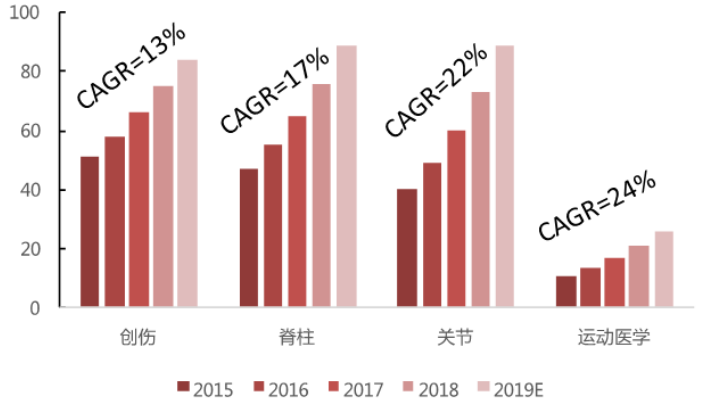
公司	乐普医疗		赛诺医疗		心脉医疗		佰仁医疗		微创医疗		启明医疗-B		沛嘉医疗-B	
年份	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3	2019	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1
总收入（百万）	7,796	6,387	436	275	334	328	146	119	5,536	2,174	233	152	20	15
yoy	22.6%	8.6%	14.6%	-11.3%	44.4%	32.6%	32.0%	11.7%	18.5%	-21.8%	102.2%	38.0%	1626.0%	149.1%
毛利率	72.2%	69.7%	82.9%	80.0%	79.3%	79.1%	91.0%	89.8%	71.1%	70.9%	83.4%	83.4%	64.2%	62.9%
净利率	22.1%	30.9%	20.7%	17.8%	42.5%	49.5%	43.2%	47.5%	5.8%	-21.4%	-163.2%	-28.6%	-2605.4%	-11937.3%
归母净利润（百万）	1,725	1,973	90	49	142	162	63	57	323	-464	-381	-44	-532	-1,789
yoy	41.6%	22.4%	1.0%	-25.4%	56.4%	44.3%	88.9%	18.4%	93.5%	-200.1%	-26.7%	76.6%	-543.8%	-1239.1%

数据来源：弗若斯特沙利文，药械研究院、wind，西南证券整理

骨科：三季度龙头企业业绩逐步好转，国产替代趋势延续

- **老龄化助推骨科需求释放+骨科医师等资源配置提升带动骨科手术量高成长。**2018年中国骨科耗材市场规模为262亿元，同比增长16.4%，预计2023年市场规模将达到509亿元。细分领域看，2018年创伤、脊柱和关节类分别占据29%、29%和28%的市场份额，运动医学和其他领域占据15%左右的市场。从国产化角度看，创伤类国产已占据68%左右的市场，脊柱占据近39%市场，关节市场份额不到30%。
- **疫情对骨科手术的影响较大**，主要企业Q3业绩逐步好转，国产替代的趋势仍延续。
- **大博医疗**：前三季度收入11.1亿元（+27.5%），归母净利润4.3亿元（+24.8%）。骨科创伤类龙头+积极拓展其他增长点。
- **凯利泰**：前三季度收入7.9亿元（-7.9%），归母净利润2亿元（-11.6%）。脊柱微创龙头+布局运动医学，国内业务恢复带动Q3单季度业绩重回正增长。
- **三友医疗**：前三季度收入2.7亿元（+5.3%），归母净利润0.8亿元（9.2%）。脊柱植入龙头，上半年业绩承压，单三季度回归高增长。

中国骨科细分领域市场规模（亿元）



主要骨科上市公司2020年三季报财务数据（港股未公布三季报）

公司	大博医疗			凯利泰			三友医疗			春立医疗		爱康医疗		威高股份	
年份	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2019	2020H1	2019	2020H1
总收入	1,257	673	1,110	1,222	486	792	354	150	269	850	404	928	480	1,556	831
yoy	62.8%	23.8%	27.5%	31.3%	-14.5%	-7.9%	59.4%	-6.6%	5.3%	72.7%	8.4%	54.4%	5.9%	31.8%	21.8%
毛利率	85.6%	85.6%	85.8%	65.7%	64.3%	63.8%	91.3%	91.1%	90.6%	69.2%	70.6%	69.4%	70.2%	-	-
净利率	37.0%	39.3%	38.5%	24.7%	24.6%	24.8%	27.6%	25.3%	29.7%	27.9%	28.9%	28.8%	33.9%	-	-
归母净利润	465	264	428	302	119	196	98	38	80	237	117	267	163	-	-
yoy	25.3%	27.4%	24.8%	-34.6%	-22.4%	-11.6%	57.4%	-23.1%	9.2%	124.1%	7.0%	84.2%	25.7%	-	-
创伤收入	797	454		154	83		22	9		-	-	-	-	-	-
脊柱收入	265	131		508	200		330	141		21	9	-	-	-	-
关节	-	-		-	-		-	-		835	398	898	454	-	-

数据来源：中国医疗器械蓝皮书、wind，西南证券整理

肾科：治疗刚需品种，Q3业绩延续高增长态势

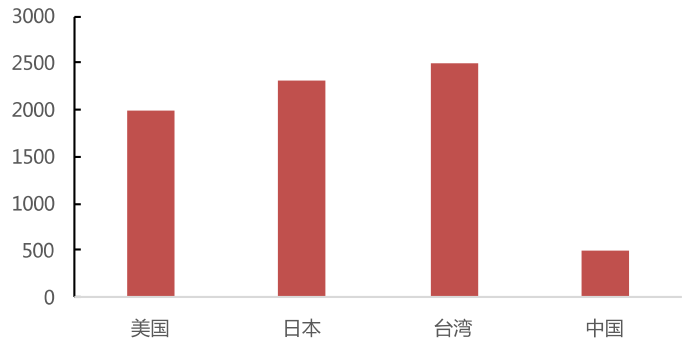
- 血液净化耗材市场空间大：2019年预计我国ESRD患者数量为258万，年复合增速5.2%，目前透析治疗率28%不到，假设2030年透析率80%，透析患者中使用灌流（HP）的比例为50%，那么预计2030年血液净化耗材市场规模达到444亿，复合增速16%。

- **血液净化为治疗刚需**，疫情对患者治疗量的影响有限。

- **健帆生物**：前三季度收入13.2亿元（+35.4%），归母净利润6.3亿元（+50.1%）。其中肾科领域微创35%左右高速增长。

- **三鑫医疗**：前三季度收入6.8亿元（+41.7%），归母净利润0.82亿元（+105.5%），预计前三季度血液净化类产品维持高增长。

每百万人口透析患者数量



主要肾科器械上市公司2020年三季报财务数据

公司	健帆生物		三鑫医疗	
年份	2019	2020Q1-3	2019	2020Q1-3
总收入	1,432	1,315	722	682
yoy	40.9%	35.4%	35.8%	41.7%
毛利率	86.2%	85.9%	34.4%	37.4%
净利率	39.9%	47.7%	8.5%	12.0%
归母净利润	571	627	62	82
yoy	42.0%	50.1%	49.9%	105.5%

血液净化耗材市场空间测算

测算指标	2016	2017	2018	2019	2020E	2030E
估算ESRD患者人数（万人）	221	233	245	258	271	315
HD治疗率	20.20%	22.33%	24.90%	27.55%	30.61%	80.00%
HD治疗人数（万人）	45	52	61	71	83	252
yoy	19%	16%	17%	16%	17%	CAGR 12%
HD耗材市场空间（亿）	35.29	43.05	51.85	62.15	74.84	305.37
yoy		22%	20%	20%	20%	CAGR 15%
HD人均年使用耗材对应出厂金额（元）	7894	8279	8499	8754	9017	12118
yoy		4.9%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
HP（灌流）渗透率	18%	20%	22%	24%	26%	50%
HP人数（万人）	8.0	10.4	13.4	17.0	21.6	126.0
HP人均年使用量（支）	12	13	14	15	16	24
平均出厂价(元/支）	600	530	500	480	460	400
HP耗材市场空间(亿）	5.79	7.17	9.39	12.27	15.88	120.96
yoy		24%	31%	31%	29%	CAGR 23%
其他血液净化方式市场空间（亿）	3.92	4.78	5.76	6.34	6.97	18.08
血液净化耗材市场（亿）	45	55	67	81	98	444
yoy		22%	22%	21%	21%	CAGR 16%

数据来源：CNRDS，USRDS，健帆生物招股说明，wind，西南证券整理

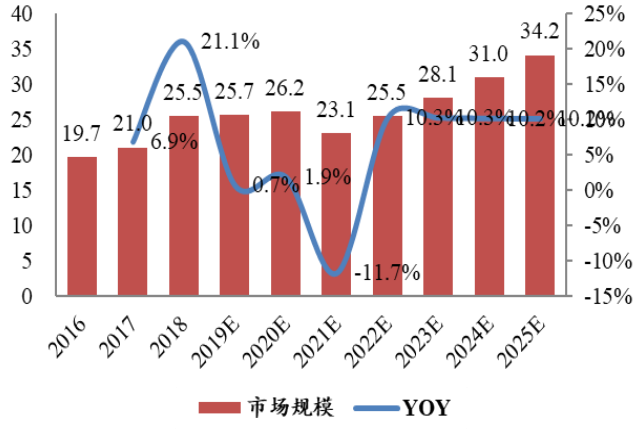
眼科：业绩逐季改善，Q3核心公司业绩大幅增长

- **眼科器械**：根据中国医疗器械行业发展报告，2014-2019年，我国眼科器械市场规模自111亿元增长至约267亿元，行业复合增长率达到19.2%。其中眼科高值耗材占比约1/3，2018年市场规模为76亿元。
- **人工晶体**：2018年全国人工晶体销量370万片，CSR（每百万人口白内障手术量）为2662例，相比美欧日10000例以上的水平还有很大提升空间。从份额看，进口品牌占据国内市场绝大多数份额，国产品牌销量占比约为20%。软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。随着带量采购推行和国产技术突破，未来国产率有望不断提升。
- **角膜塑形镜**：青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容，预计2019年渗透率提升至1.1%，覆盖人群108万人，行业出厂总规模约为16亿元。
- **爱博医疗**：Q1/Q2/Q3单季度收入增速分别为-39.2%/+49.9%/+72.3%，归母净利润增速分比为-80.1%/+74.7%/+152%，逐季加速非常明显。
- **欧普康视**：Q1/Q2/Q3单季度收入增速分别为-14.1%/+36.5%/+39.1%，归母净利润增速分比为-24.8%/+36.1%/+32.7%，Q3延续Q2高增长态势。

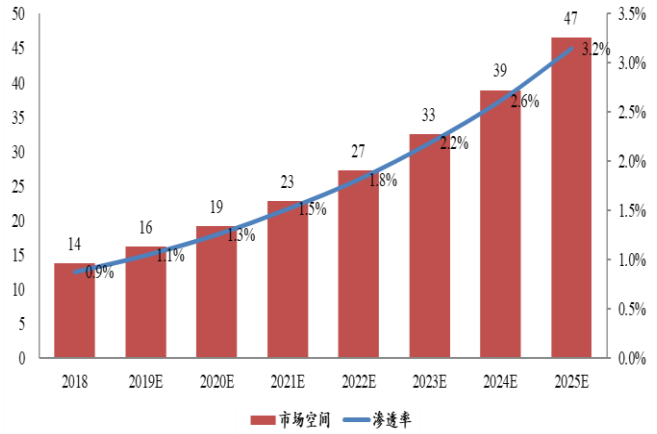
主要眼科器械上市公司2020年三季报财务数据

公司	爱博医疗			欧普康视			昊海生科		
年份	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3	2019	2020H1	2020Q1-3
总收入	195	104	182	647	297	607	1,604	496	892
yoy	53.7%	9.4%	29.7%	41.1%	13.2%	25.1%	2.9%	-36.8%	-22.1%
毛利率	85.7%	85.5%	84.8%	78.4%	78.7%	80.5%	77.3%	77.2%	76.8%
净利率	34.2%	36.2%	37.8%	47.4%	43.1%	45.7%	23.1%	5.6%	12.6%
归母净利润	67	38	69	307	128	278	371	28	113
yoy	228.3%	2.3%	40.0%	41.9%	9.7%	21.0%	-10.6%	-84.9%	-55.1%

中国人工晶体市场规模（出厂，亿元）



中国角膜塑形镜市场规模（出厂，亿元）



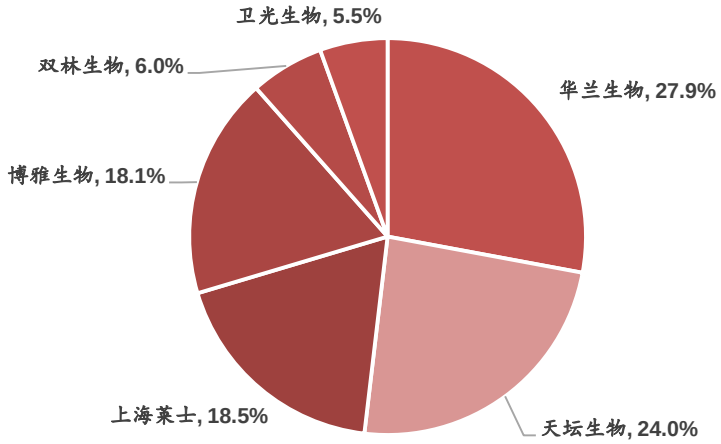
数据来源：中国医疗器械蓝皮书（2019）、爱博医疗招股书，wind，西南证券整理

血制品：血制品供应端有收紧趋势，产品稀缺度有望提升

- **三季度需求端逐渐恢复，供给端有所收紧：**疫情对医院影响逐渐减小，住院情况逐渐恢复，对血液制品的需求也稳步回升。但由于上半年疫情影响了浆站营业，耽搁了约2-3月的采浆，导致供给端有所收紧，部分血制品企业收入恢复情况稍慢。预计四季度将有望好转。
- **血制品行业准入壁垒高，奠定长期高景气度。**血制品的原材料来源于单采血浆站，各地政府对单采血浆站的设立持谨慎态度，新增血浆站少，血制品供应端稳定。随着我国肿瘤、各种慢病发病率的提升，血制品下游需求端持续增长。因此血制品行业是一个具有持续高景气度的供方市场，产业竞争格局较好。
- **中国血制品企业经历多次整合并购后，第一梯队四大龙头的格局基本形成。**CR4=56%，相比全球市场CR4=72%，仍有一定提升空间，未来龙头凭借浆站资源、资金、技术、效率和兼并收购有望强者恒强。2020新冠疫情导致一季度采浆量减少（全年影响5-10%），考虑半年的生产周期，以及下半年门诊量需求量的恢复，血制品供应会比较紧张，利好血制品厂商业绩释放（提升出厂价、减少销售费用和返利等），同时疫情提高了医生和患者对血制品作用的认知，尤其静丙的价值被极大挖掘（适应症拓展），长线看血制品渗透率提升有望加速。
- **投资建议：**2020三季报，整体来看，血制品板块收入同比略有增长。2020年1-9月多数品种实现批签发量稳健增长。新兴事件过后，监管趋严，同时今年疫情导致上半年采浆减少，下半年供给趋紧，中长期来看，集中度有望提升，整体未来发展值得看好。推荐血制品+疫苗双轮驱动的华兰生物（002007）、浆站资源丰富的天坛生物（600161）、并购后有望跻身第一梯队的双林生物（000403）、卫光生物（002880）、博雅生物（300294）。

- 6家血液制品公司2020前三季度收入总额增速为6.3%，其中第三季度收入增速为16.2%；2020前三季度归母净利润总额增速为16%，其中第三季度增速为19.1%。第三季度，板块收入和利润增速均提升明显，预计主要原因疫情期间采浆量减少对投浆生产造成一定压力。
- 第三季度，板块毛利率略有增加，销售费用率有所增加，主要由于板块内标的里非血制品业务销售占比提升所致。板块净利润在30%左右，维持稳定。

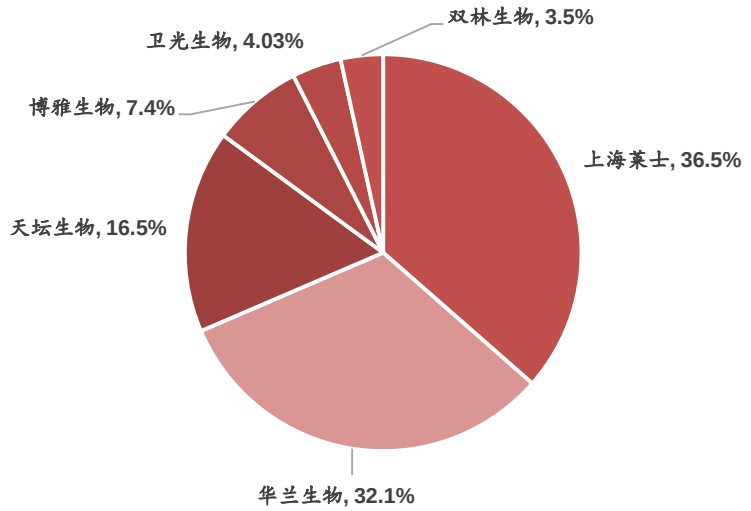
201~3收入占比



子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	6.33%	0	0	5	1
占比		0%	0%	83%	17%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	15.95%	1	1	4	2
占比		17%	17%	67%	33%

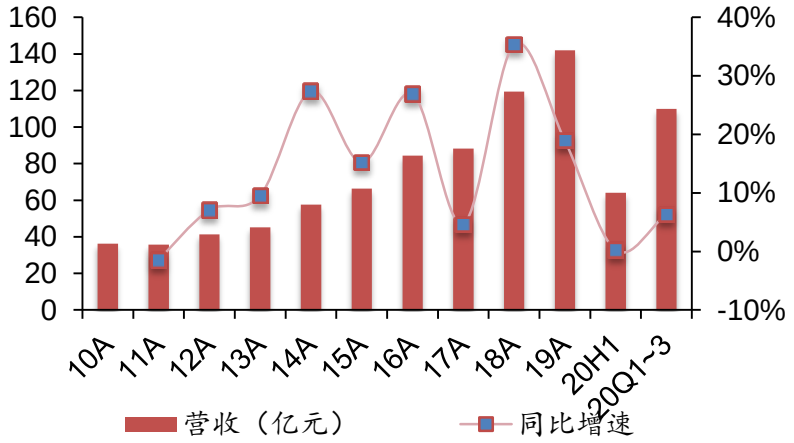
201~3归母净利润占比



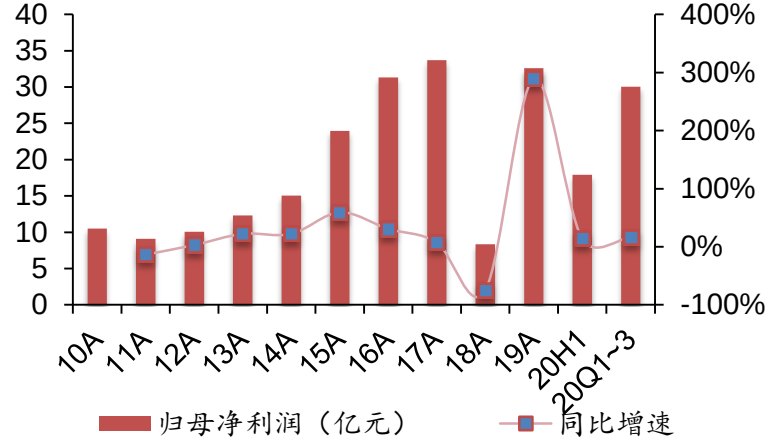
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

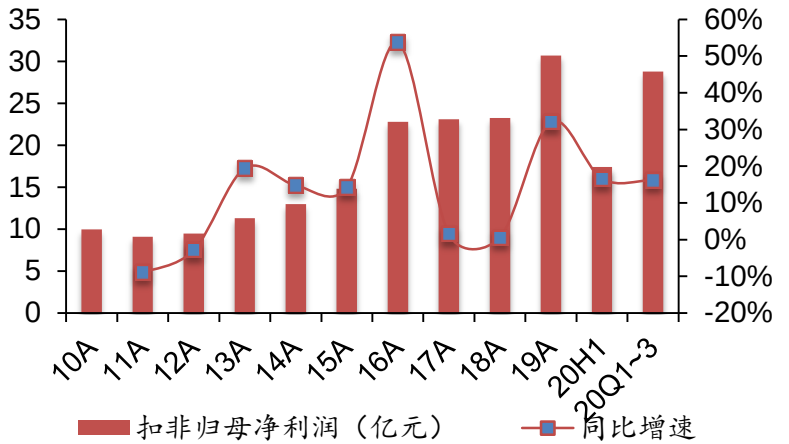
2010年~20Q1-3收入及增速



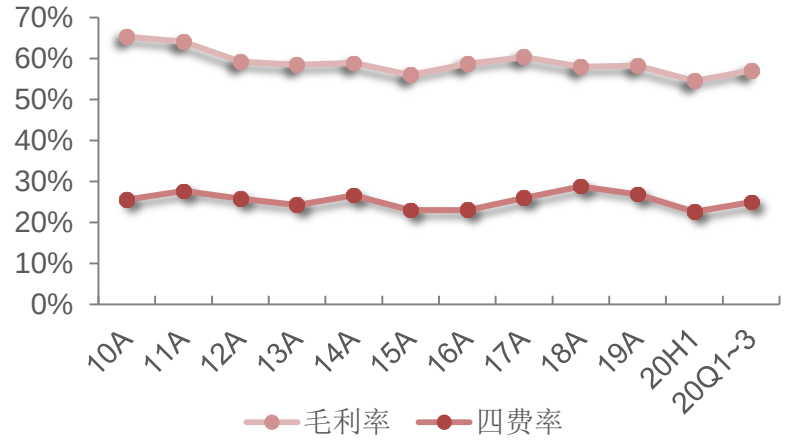
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



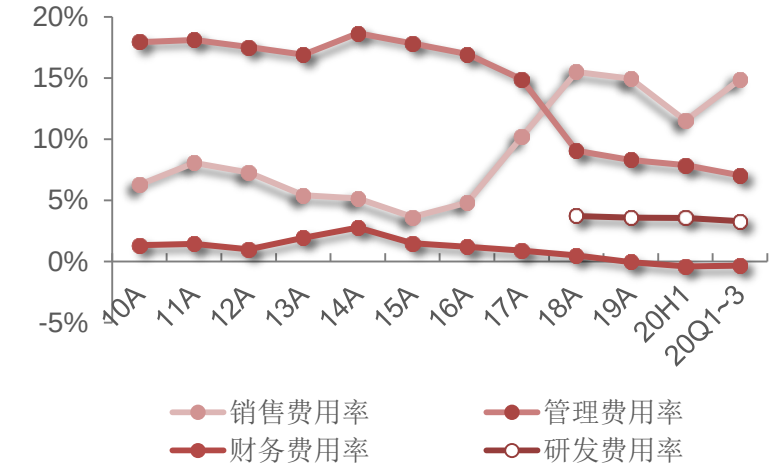
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



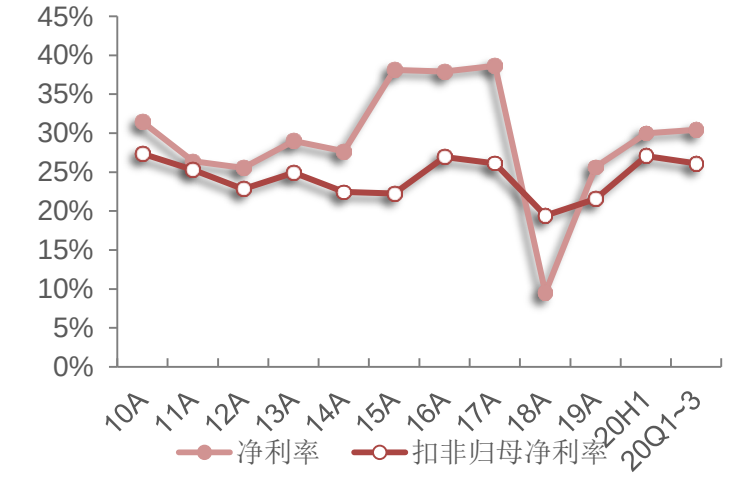
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



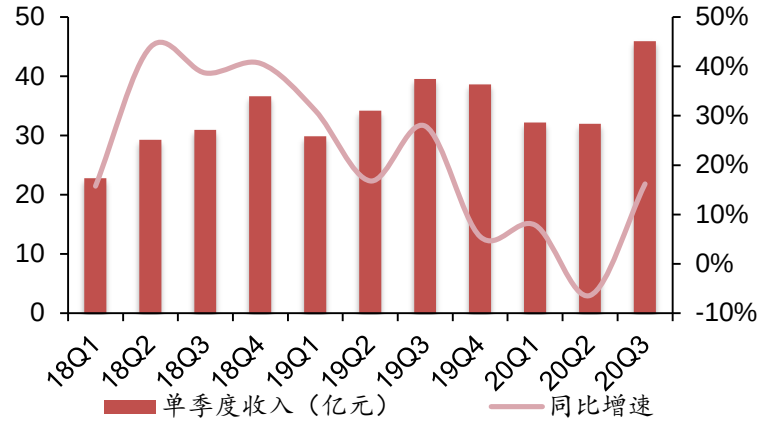
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



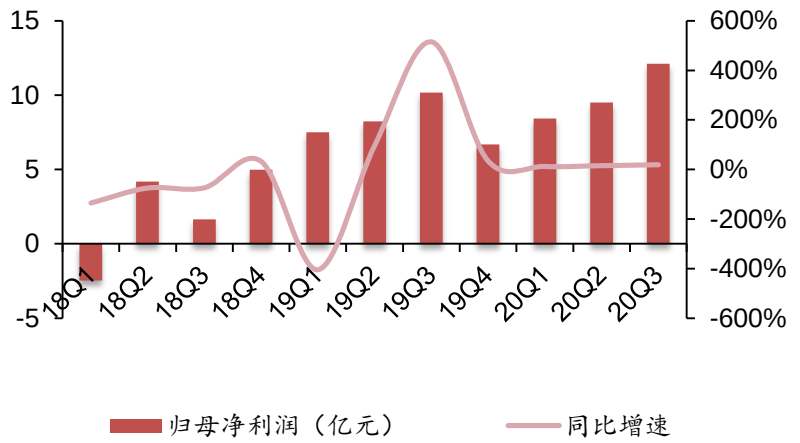
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

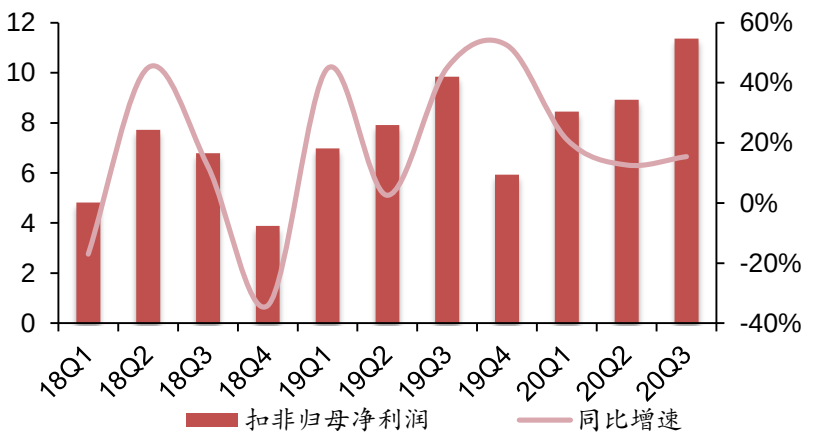
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



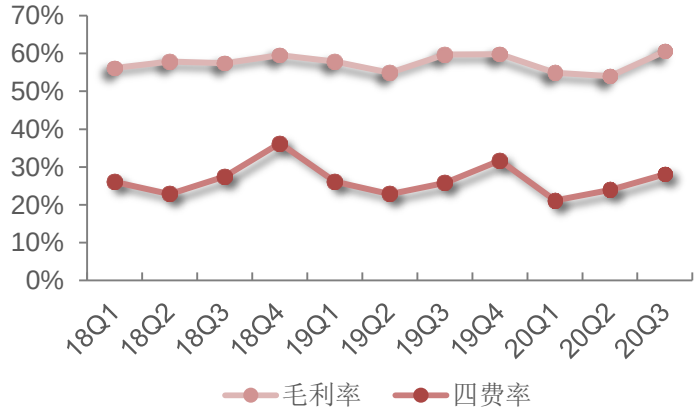
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



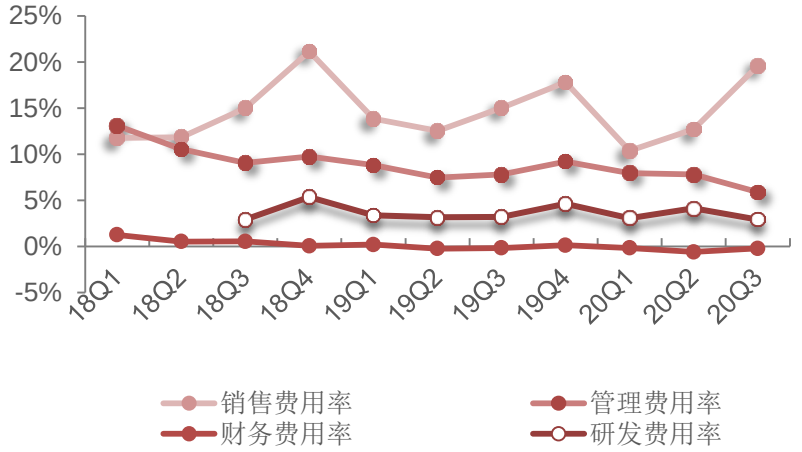
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



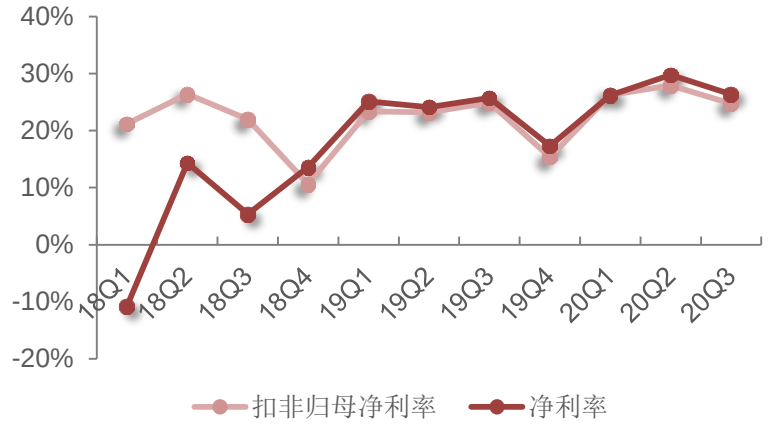
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

50

1-9月批签发数据

■ 分品种来看：

人血白蛋白（规格换算/10g）： 2020年1-9月，人血白蛋白批签发总量为4554万瓶(+18%)，其中国产人血白蛋白批签发总量为1668万瓶(+3%)，占比为37%；进口人血白蛋白批签发总量为2878万瓶(+29%)，占比为63%。

免疫球蛋白：2020年1-9月，静丙（规格换算/2.5g）批签发总量为1003万瓶，同比增长11%；其中，2020年9月静丙批签发量为89万瓶，同比下降45%。其他品种如狂免（规格换算/200IU）855万瓶(-6%)、破免（规格换算/250IU）411万瓶(-17%)；免疫球蛋白（规格换算/150mg）240万瓶(+110%) 。

凝血因子类：PCC（规格换算/200IU） 113万瓶(+43%)、凝血因子VIII （规格换算/200IU）165万瓶(+27%)、纤原（规格换算/0.5g）81万瓶(+17%)。

■ 分公司来看：

华兰生物：破免获批99万瓶(+24%)，PCC获批41万瓶(+18%)，人白获批193万瓶(+2%)，凝血因子VIII获批43万瓶(-12%)。**双林生物：**静丙获批47万瓶(+22%)，狂免获批90万瓶 (-19%) ，人白获批64万瓶（-12%）。

卫光生物：狂免获批136万瓶(+43%)，人白获批82万瓶（+25%），破免获批5万瓶(-78%)，免疫球蛋白获批27万瓶(+4%)。

天坛生物：狂免获批67万瓶(-15%)，静丙获批248万瓶(+5%)，人白获批359万瓶(+4%)；破免获批51万瓶(-52%)，乙免获批17万瓶(-39%)。

博雅生物：人白获批109万瓶(+76%)，狂免获批70万瓶(+34%)，静丙获批53万瓶(+28%)，纤原获批13万瓶(-53%)。

数据来源：中检院，西南证券整理，截至2020.09.10

1-9月批签发数据

分品种批签发数据汇总

血制品名称		企业名称	规格换算后批签发数量(万支)		同比增长	规格换算后批签发数量(万支)		同比增长	规格换算后批签发数量(万支)		环比增长
			2019年1-9月	2020年1-9月		2019年9月	2020年9月		2020年Q2	2020年Q3	
人血白蛋白（规格换算/10g）		进口总计	2231.78	2878.70	29%	449.60	345.60	-23%	1019.55	790.47	-22%
		进口占比	0.58	0.63	/	0.69	0.68	/	0.66	0.57	/
		国产总计	1623.24	1668.07	3%	202.76	164.33	-19%	518.37	606.50	17%
		国产占比	0.42	0.37	/	0.31	0.32	/	0.34	0.43	/
		总计	3855.02	4554.84	18%	652.36	509.93	-22%	1537.92	1405.03	-9%
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白（规格换算/2.5g）	总计	907.33	1003.69	11%	161.75	89.29	-45%	258.14	289.68	12%
	狂犬病免疫球蛋白（规格换算/210IU）	总计	913.86	855.28	-6%	198.16	62.64	-68%	331.97	263.26	-21%
	破伤风免疫球蛋白（规格换算/259IU）	合计	494.33	411.39	-17%	80.58	22.23	-72%	143.14	106.18	-26%
	免疫球蛋白（规格换算/159mg）	合计	114.34	240.30	110%	16.34	25.55	56%	61.99	55.16	-11%
	乙型肝炎免疫球蛋白（规格换算/106IU）	合计	126.25	134.54	7%	10.00	35.75	257%	31.51	62.73	99%
	冻干静注人免疫球蛋白（规格换算/1.4g）	总计	43.64	87.67	101%	6.24	0.00	/	20.00	28.66	43%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白（规格换算/2006IU）	四川远大	1.74	2.78	60%	0.00	0.67	/	1.39	0.67	-52%
凝血因子类	凝血因子VIII（规格换算/200IU）	总计	130.16	165.59	27%	15.57	21.96	41%	40.75	64.69	59%
	凝血酶原复合物（规格换算/204IU）	合计	79.40	113.48	43%	7.56	16.00	112%	44.89	32.58	-27%
	纤维蛋白原（规格换算/0.13g）	总计	69.97	81.72	17%	4.62	5.52	20%	34.91	19.28	20%

数据来源：中检院，西南证券整理，截至2020.09.10

主要公司三季报业绩表现

- 华兰生物：三季报收入符合预期，利润增速略低于预期。由于受到上半年采浆量下降的影响，预计血制品同比出现小个位数的下降，第四季度有望好转。疫苗业务三季度表现突出，人群接种意愿提高，流感疫苗第三季度销售预计超过10亿元，由于疫苗的销售费用率远高于血制品，所以公司销售费用率同比增长明显，预计四季度疫苗业务仍将维持高速增长趋势。
- 双林生物：前三季度公司业绩略低于预期，毛利率下降 5.5pp 至 48.4%。主要是上半年疫情影响，整体采浆量下滑，导致单位生产成本提高。预计随疫情影响逐步减弱，采浆情况逐步好转，公司业绩增速有望进一步提高。今年 6 月公司人凝血因子 VIII 获批上市，同时纤原和人凝血酶原复合物均已完成临床实验总结，准备申报上市，人凝血因子 VIII 和纤原产品分别有望给公司吨浆净利人带来8-10 万元的提升。此外公司还开始积极推进人凝血九因子和新一代高纯静丙，研发完成有望实现平台性提升，奠定长期发展基础。
- 天坛生物：业绩符合预期。由于疫情对终端需求影响减少，血制品业务第三季度恢复情况良好。公司拟非公开发行A股股票，募集资金不超过33.40亿元用于投入成都蓉生、上海血制、兰州血制等产业化建设和研发项目。公司未来的产能和吨浆产出有望得到提高，保障了长期增长。

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
上海莱士	1%	69%	18%	107%	6%	81%	574	18.5%	**36.5%**	110	122	206	490	69	19%	144	9%	214	28%	-28	79%
华兰生物	-1%	1%	36%	-1%	16%	0%	934	27.9%	**32.1%**	450	434	-4	0	146	40%	567	35%	166	21%	-6	16%
天坛生物	0%	-3%	13%	23%	5%	6%	432	24.0%	**16.5%**	122	116	40	30	64	18%	182	11%	168	22%	-16	45%
博雅生物	-3%	-24%	-9%	-40%	-5%	-30%	162	18.1%	**7.4%**	-66	-113	-43	-95	48	13%	623	38%	119	15%	9	-25%
卫光生物	13%	10%	15%	12%	14%	11%	80	5.5%	**4.0%**	27	74	5	12	29	8%	16	1%	44	6%	-3	9%
双林生物	6%	-19%	-2%	-18%	3%	-19%	179	6.0%	**3.5%**	-4	22	-9	-24	7	2%	107	7%	66	8%	9	-24%

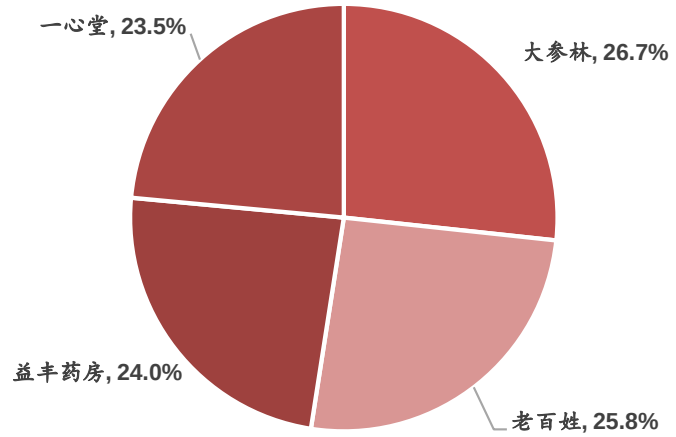
数据来源：Wind，西南证券整理

药店：三季报业绩表现优异，全年高增长可期

- **三季度药店板块业绩表现优异：**4家连锁药店公司2020前三季度收入总额增速为25%，其中第三季度收入增速为26.2%；归母净利润总额增速为37.6%，其中第三季度增速为41.8%。从趋势来看，第三季度收入增速略有提速，利润增速增长幅度较大，预计主要由于各家公司加快了扩张步伐，且维持较好的净利率。
- **集采大背景下，药店渠道价值凸显。**8月20日，第三次国家药品集采中标结果披露，涉及56个品种，中标55个流标1个。参与企业194家，最终123家中标，中标企业中仅有3家外资企业。外资企业战略性放弃标内市场，必然转向零售市场，再加上集采背景之下，部分企业的销售策略开始向零售倾斜，药店上游合作企业增加，渠道价值凸显。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方。**院边店、DTP药房、慢病资质医保药店、带量采购相关品种流向药店、互联网+线下药店等多因素均助力处方流向线下药店。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。从四家上市公司2019年报显示，处方药销售占比均呈上升趋势。
- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。一季度的疫情引导客流向大连锁药店集中，对药店的业绩具有正向影响的同时也拖慢了收购和开店步伐，下半年预计将会加速，全年仍将维持较高的扩张速度，四家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。
- **投资建议：**我国连锁药店集中度TOP10市场份额仅为20%，大连锁收购&自建门店空间大，行业集中度持续提升；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

- 4家连锁药店公司2020前三季度收入总额增速为25%，其中第三季度收入增速为26.2%；归母净利润总额增速为37.6%，其中第三季度增速为41.8%。从趋势来看，第三季季度收入增速略有提速，利润增速增长幅度较大，预计主要由于各家公司加快了扩张步伐，且维持较好的净利率。
- 第三季度，药店板块的毛利率维持稳定，销售费用率同比基本持平，逐渐回归高疫情前的水平。

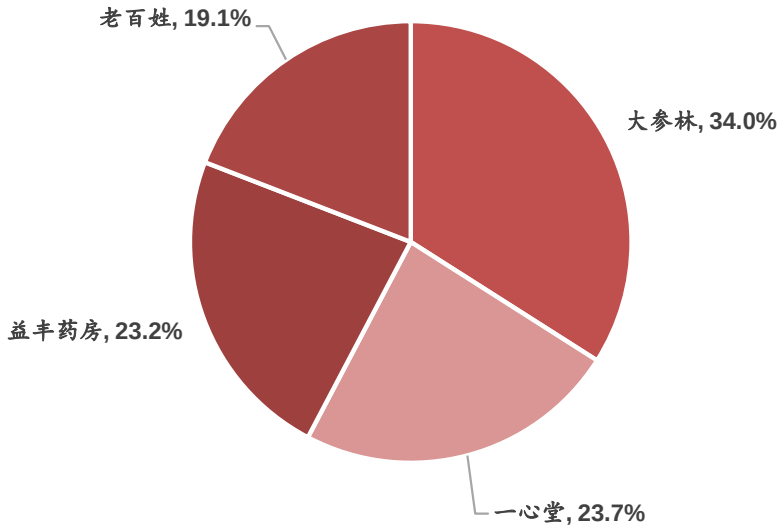
201~3收入占比



子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	24.88%	0	1	4	0
占比		0%	25%	100%	0%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	37.57%	1	2	4	0
占比		25%	50%	100%	0%

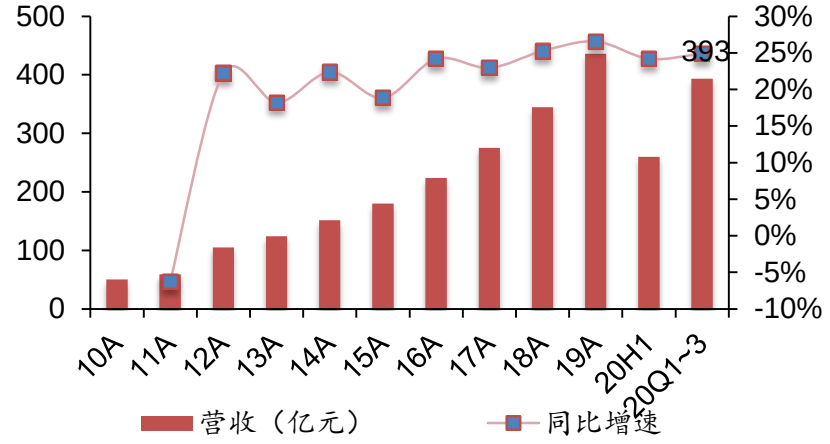
201~3归母净利润占比



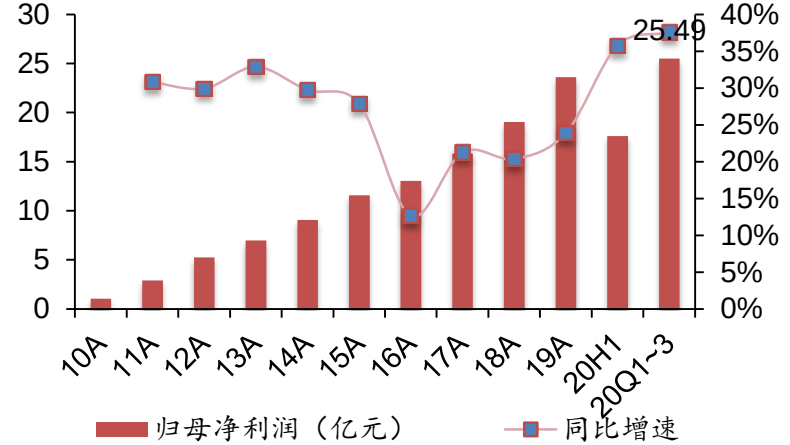
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

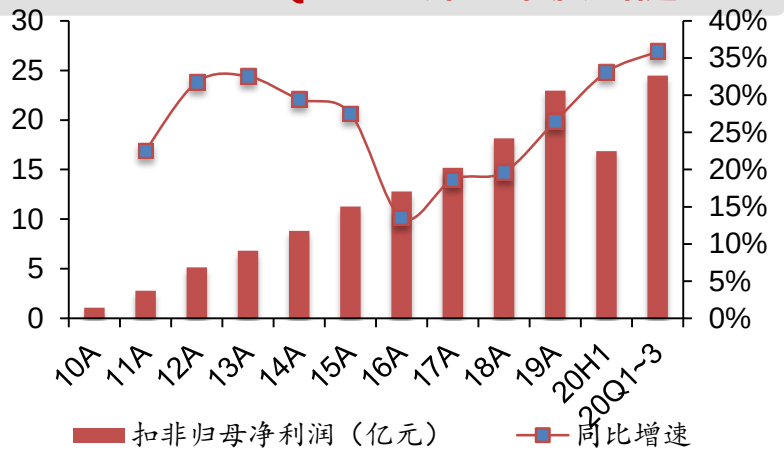
2010年~20Q1-3收入及增速



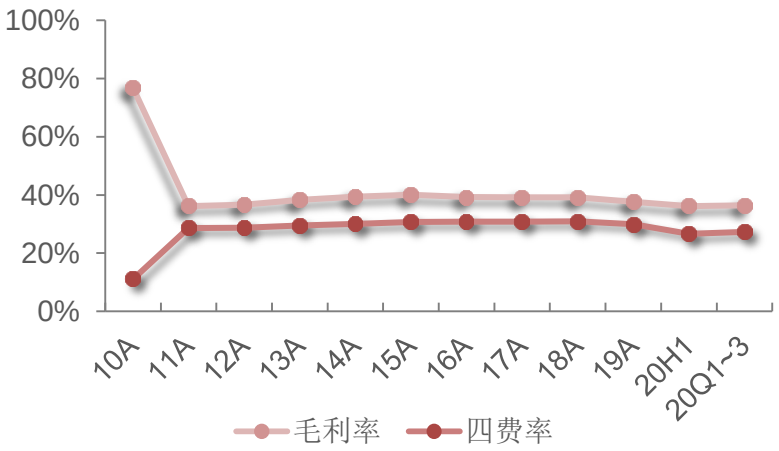
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



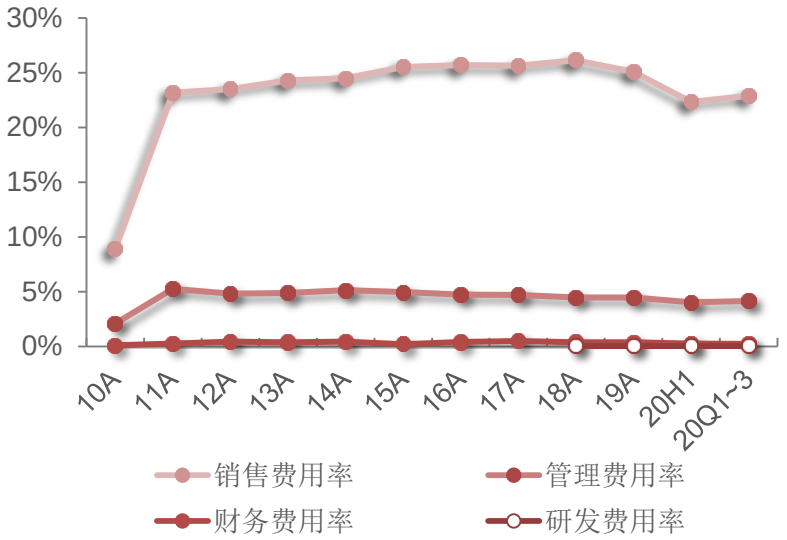
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



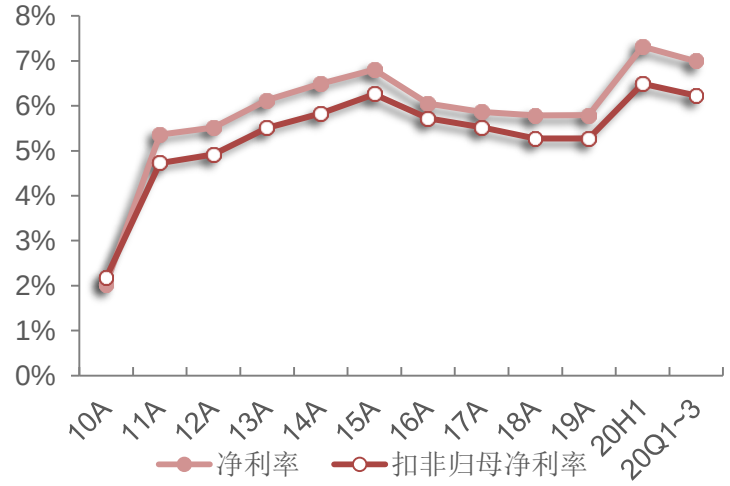
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



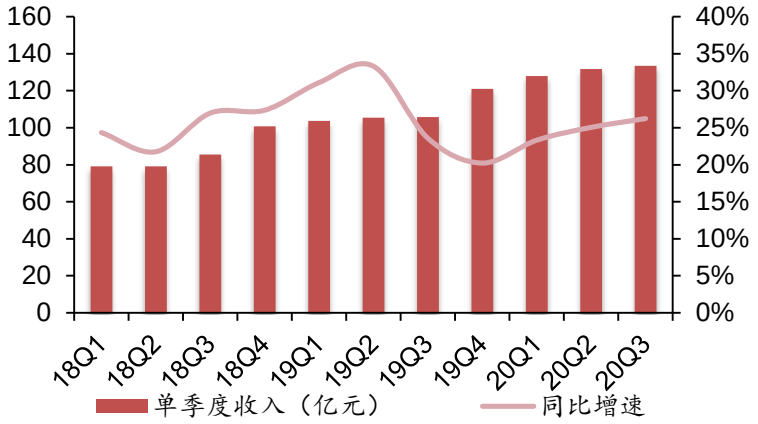
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



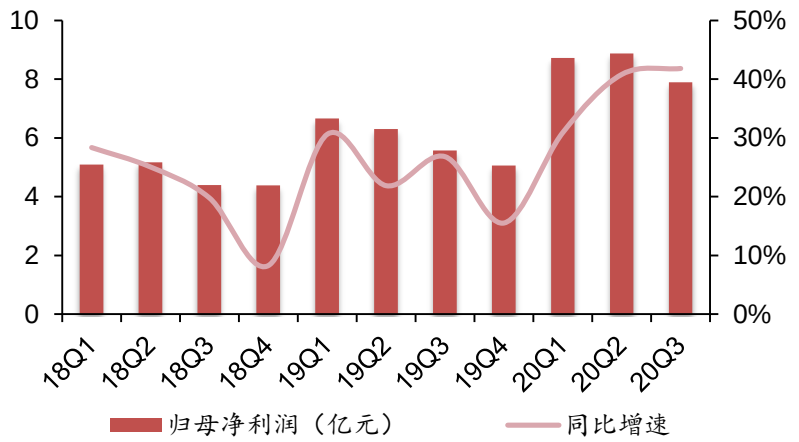
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

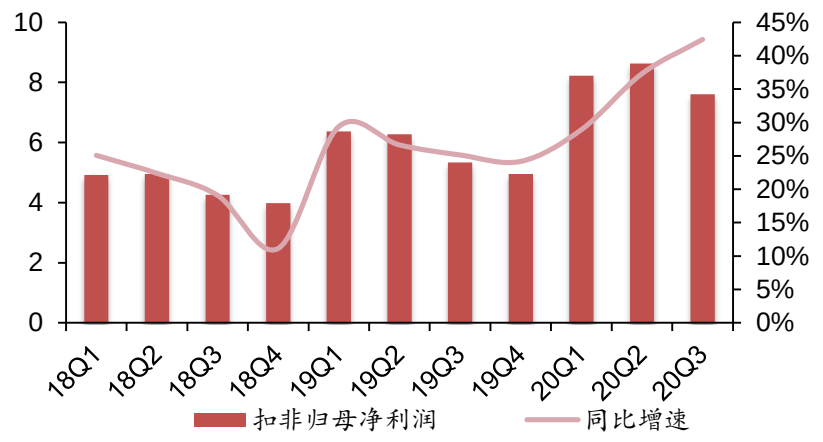
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



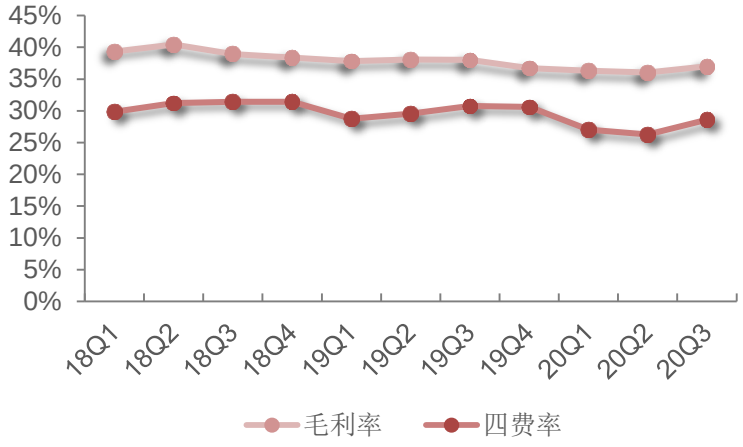
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



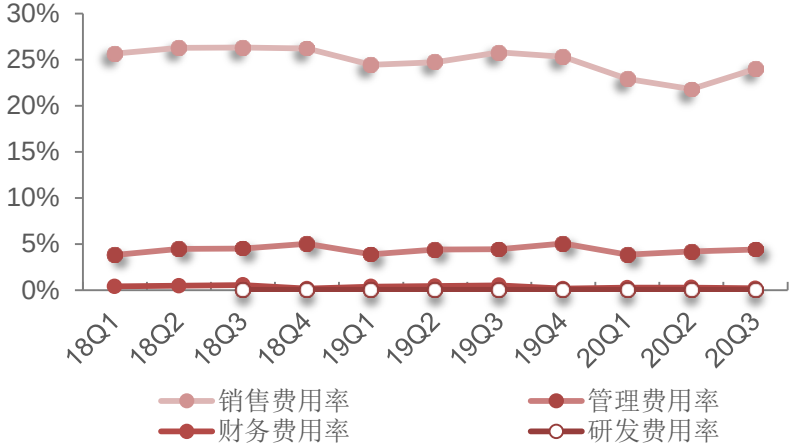
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



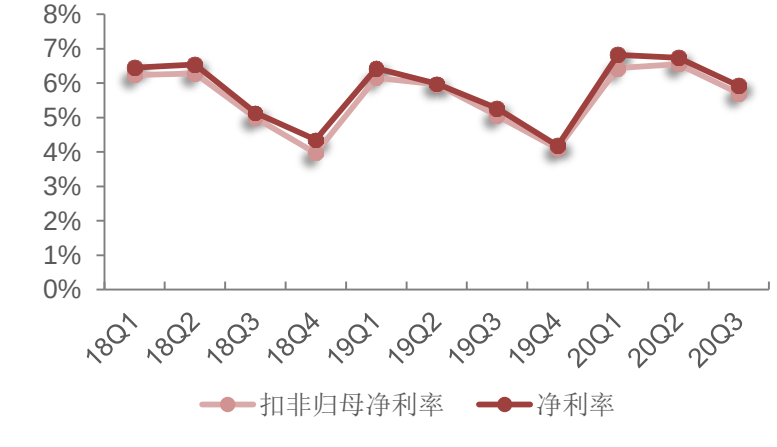
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

57

重点公司业绩分析

- 大参林：业绩延续较好趋势，扩张步伐同步提速。公司拥有门店 5541 家（含加盟店 145家），门店数量同比增长 30%。7-9 月，公司净增门店 329 家，其中新开门店172 家，收购门店 138 家，加盟店 39 家，关闭门店 20 家。公司今年门店数量增速有提速趋势，有望为今后两年的业绩提供更大增长动力。前三季度公司月均坪效为 2635 元/平米，同比提升 2%，经营效率有所提升。
- 一心堂：业绩增长稳健，电商业务表现突出。主营业务持稳定增长。公司总门店数量达到 6911 家，同比增长 11%，预计四季度将会持续增长。公司深入拓展县级和乡镇市场，乡镇门店在整体门店数的占比为 19.1%；县市级门店在整体门店数的占比为 25.1%。县市级、乡镇级市场竞争对手相对薄弱，门店盈利周期短，对公司长远发展提供战略支撑作用。“互联网+”业务打开成长空间，电商业务实现较快增长。公司有 O2O 业务门店覆盖率接近总门店数 60%；Q3单季，电商业务达到 4695 万元，同比提升 143.3%，环比提升 48%，实现较快增长。
- 益丰药房：业绩高速增长，外延拓展持续加速。业绩保持快速增长，费用率控制良好。整体来看，中药和中西成药恢复较高，非药品受益于疫情，增速相对较快。公司以自建为主，并购为辅，并逐步拓展加盟业务，2020 年前三季度，公司净增门店 744 家，门店数量呈高速增长。
- 老百姓：业绩增长稳健，经营改善显著。受疫情拉动需求，非药品业绩增长亮眼。大力发展行业高标准的药店加盟模式，经营改善显著。截至 9 月末加盟店 1541 家，目前已遍及 18 个省级市场，对加盟店已经实现商品实现 100%配送，预计配送收入有望快速增长。公司持续优化商品 SKU 并提高统采比例，目前公司经营商品品规约 3.3 万种，较 2019 年末下降约 1.4 万种，公司不断提升统采占比，目前统采占比 58.2%，同比提升 5.6 个百分点，整体来看，公司经营改善显著。

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
大参林	32%	56%	27%	55%	30%	56%	620	26.7%	**34.0%**	764	2,452	97	311	1	12%	2,417	27%	442	27%	-7	-8%
一心堂	19%	23%	23%	28%	21%	25%	237	23.5%	**23.7%**	608	1,577	41	120	1	11%	2,260	25%	320	20%	4	4%
益丰药房	25%	34%	34%	62%	28%	41%	541	24.0%	**23.2%**	803	2,048	68	172	6	70%	2,291	25%	383	24%	56	61%
老百姓	21%	24%	21%	22%	21%	24%	292	25.8%	**19.1%**	597	1,750	27	93	1	7%	2,028	23%	485	30%	39	43%

数据来源：Wind，西南证券整理

重点公司指标分析

- 2020三季报，大参林的收入增速、利润增速、门店增速都是最高；延续去年趋势大参林的净利率也是四家药店中最高的。
- 老百姓、益丰药房、大参林均发展加盟店业务，一心堂也正在探索中，加盟业务成为推动相应公司业绩增长的重要因素之一。

	2020Q1-Q3				2019Q1-Q3			
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房
收入（亿元）	104.92	92.39	101.20	94.37	80.41	76.61	83.70	73.89
增速	30%	21%	21%	28%	28%	16%	24%	58%
净利润（亿元）	8.81	6.04	5.99	6.64	5.52	4.84	4.66	4.67
增速	60%	25%	29%	42%	35%	16%	24%	45%
净利率（%）	8.39	6.54	5.92	7.04	6.86	6.32	5.57	6.33
毛利率（%）	38.58	36.23	32.50	38.49	39.83	38.79	33.89	39.63
销售费用率（%）	23.03	24.46	20.04	24.28	25.67	27.08	21.84	25.69
管理费用率（%）	4.22	3.47	4.80	4.12	4.17	3.75	4.51	4.49
财务费用率（%）	(0.07)	0.04	0.39	0.59	0.34	0.20	0.52	0.71
门店数	5541	6911	6177	5496	4256	6216	4808	4416
增速（同比）	30%	11%	28%	24%	16%	14%	33%	36%
增速（环比）	17%	10%	20%	16%	10%	8%	25%	22%
其中：直营门店	5396	6911	4636	4885	4215	6216	3756	4081
加盟店	145		1541	611	41		1052	335
其中：当期自建	611	810	804	512	259	595	389	413
当期收购	140			68	118		147	307
当期加盟	91			225	55			166
当期搬迁		127				89		
当期闭店	57	38	62	61	56	48	69	81
当期净增	785	645	742	744	376	458	467	805

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗服务：中长期优质赛道不改，延后需求在三季度释放

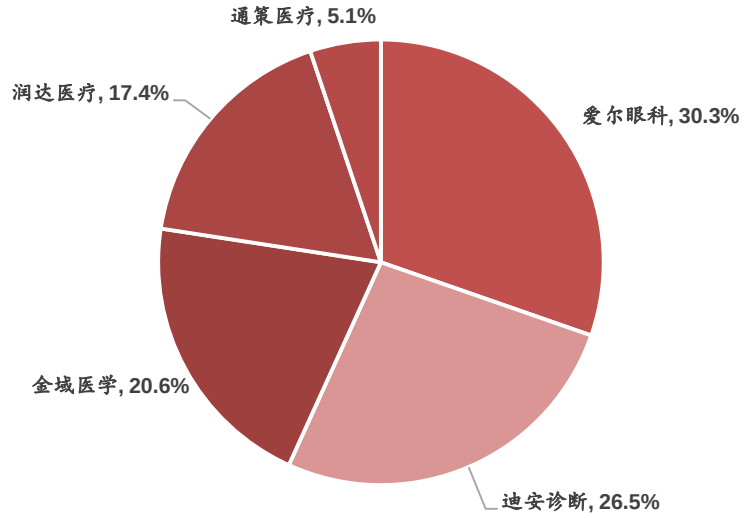
- **2020年第三季度，受疫情影响的医疗服务如专科医院公司恢复较好，受益于新冠疫情检测需求增长的ICL公司贡献板块主要利润增量。**
- **我国医疗服务资源供应不足，**改革开放至2018年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，但同期从业人员数量增速仅为1.12%。其中结构失衡更加严重，三甲医院超负荷，8%医院接诊占比达到54%，并且逐年加剧中，经济相对不发达、人口密集中的省份医疗服务缺口更大。医疗服务行业整体供不应求，在三四线城市更加明显，决定长期优质赛道，填补空间巨大。
- **民营医院具有庞大的潜在市场**，社会办医的政策导向降低进入门槛，目前我国共有超过3.3万所医院，民营占比64%，有综合医院约2万家，民营占比62%。在政策支持、行业供不应求的背景下，预计社会办医的趋势将延续下去，有利于形成医疗服务龙头企业。
- **复制性+消费属性两个维度精选专科医院赛道。**我们看好体检、眼科、口腔。
  - **体检：**2018年国内体检渗透率约30-40%，仍有翻倍空间，民营体检市场规模有望维持15%以上的增长。龙头美年健康占据第三方体检机构30%的份额，建议关注短期业绩复苏和长期健康平台价值。
  - **眼科服务**：整体受益于屈光不正和白内障庞大患者基数带来的诊疗人次提升，爱尔眼科龙头优势明显。建议关注2021年预计将有3家眼科服务企业上市（普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科）。
  - **口腔医疗：**至少存在22%医生缺口，高客单价业务正畸、种植牙渗透率均不足2%。行业未来增速有望保持15-20%。建议关注通策医疗，中短期省内下沉可期，中长期看省外模式复制。
  - **ICL赛道：**中长期来看行业渗透率仅为5%，未来增长潜力巨大。2021 年开始，全国30个试点城市将启动按病种付费实际付费阶段，行业渗透率有望进一步提升。
- **建议重点关注**：通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）。

- 5家医疗服务公司2020前三季度收入总额增速为15.4%、归母净利润总额增速为59.3%。
- 从盈利水平看，医疗服务板块整体盈利能力有所提高，未受疫情影响，行业毛利率（55%）保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，净利率（12.3%）有所提高。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、迪安诊断、金域医学贡献比例为30%、26.5%、20.6%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、金域医学、迪安诊断贡献比例为37%、25.5%、21.8%。

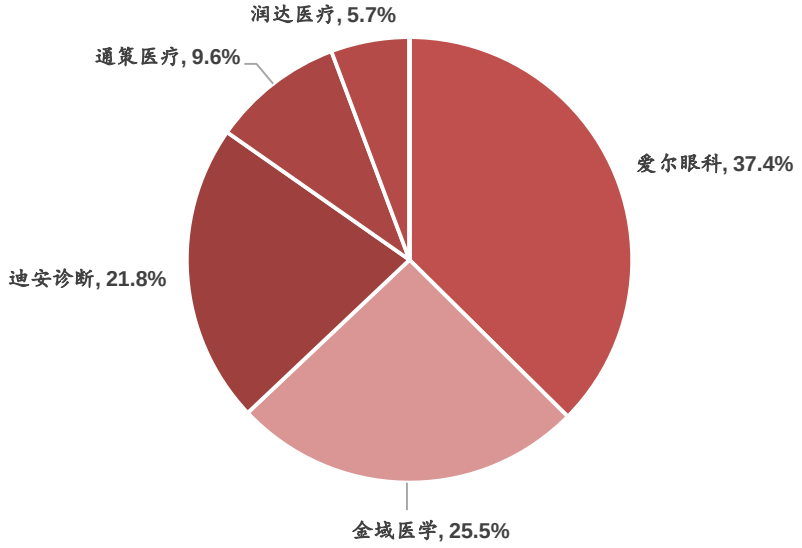
子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	15.39%	0	1	4	1
占比		0%	20%	80%	20%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	59.33%	2	2	3	2
占比		40%	40%	60%	40%

201~3收入前五占比



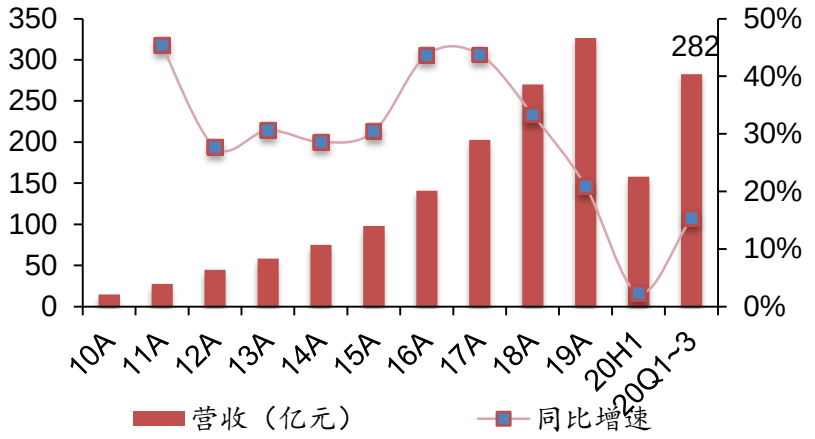
201~3归母净利润前五占比



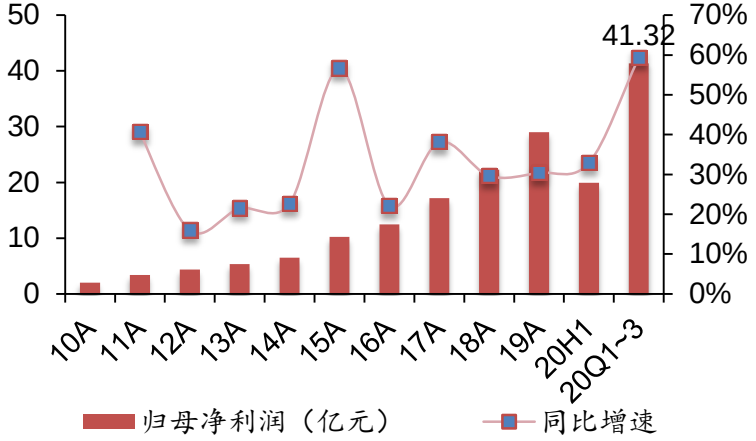
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

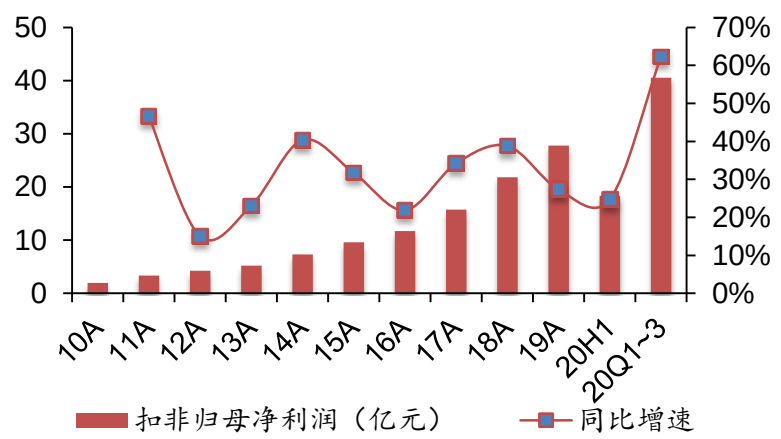
2010年~20Q1-3收入及增速



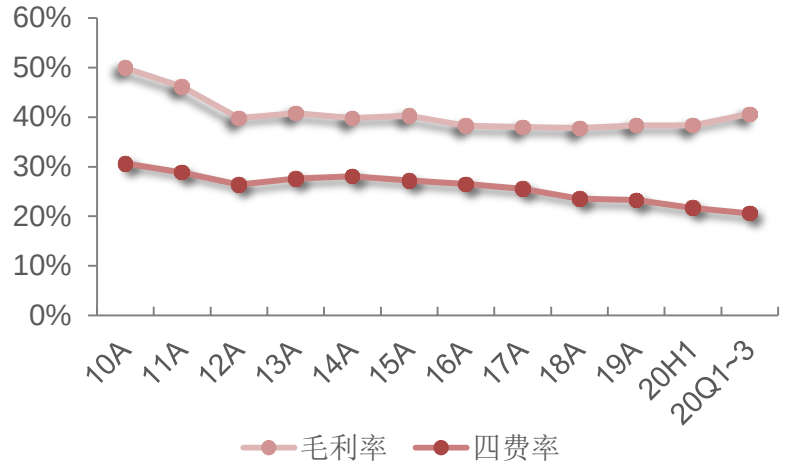
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



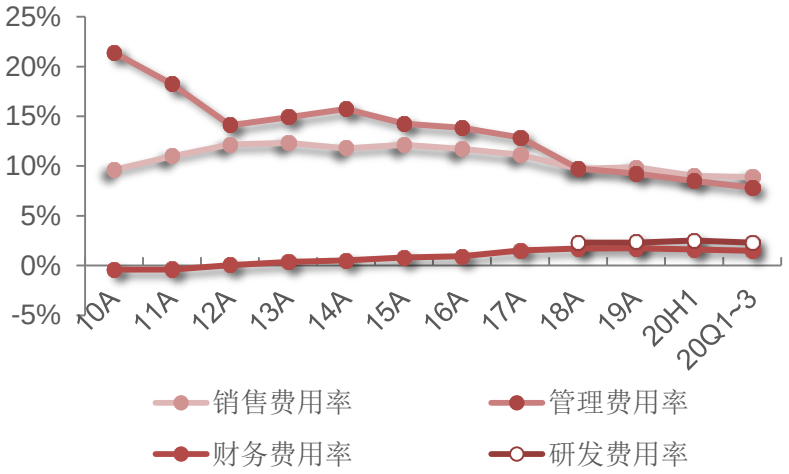
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



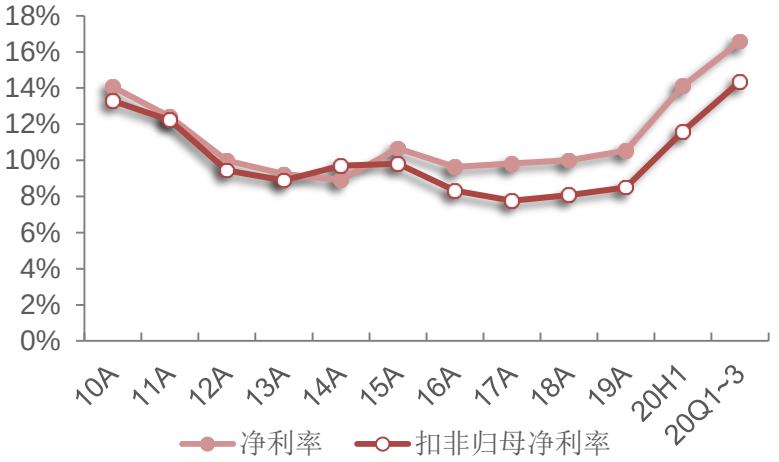
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



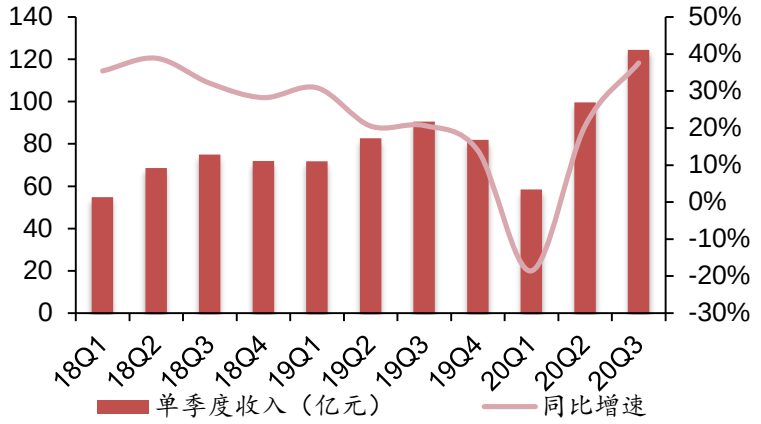
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



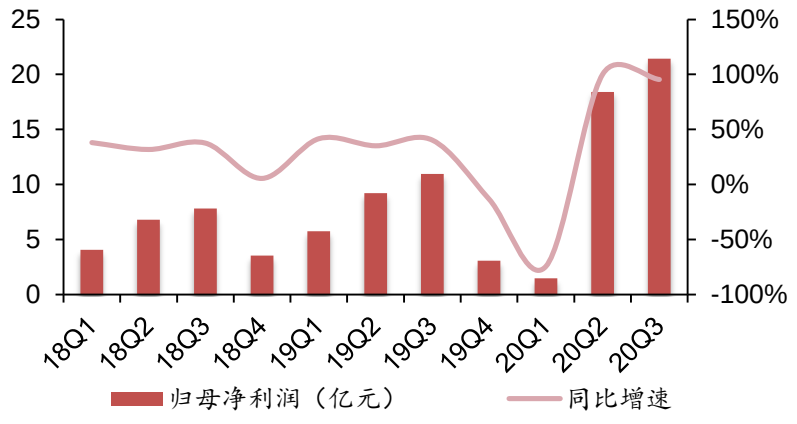
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

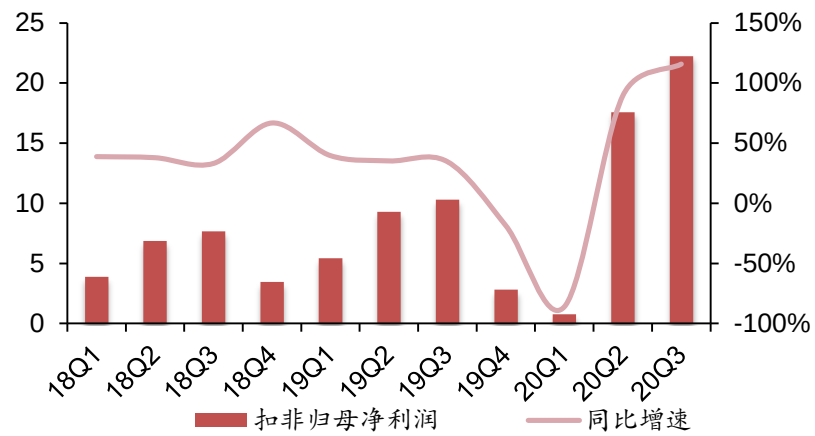
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



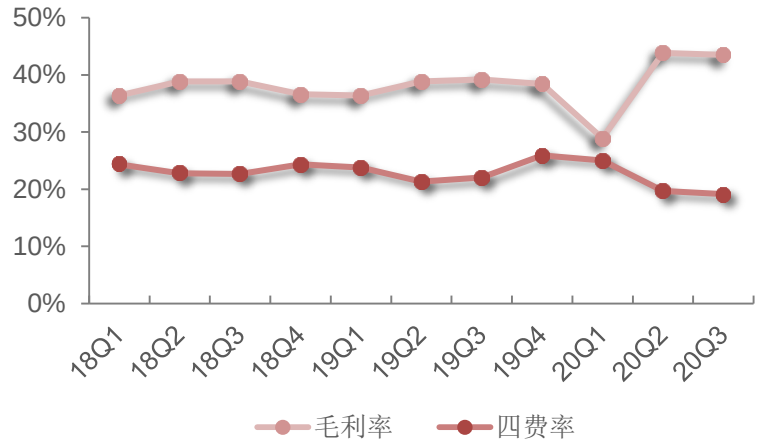
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



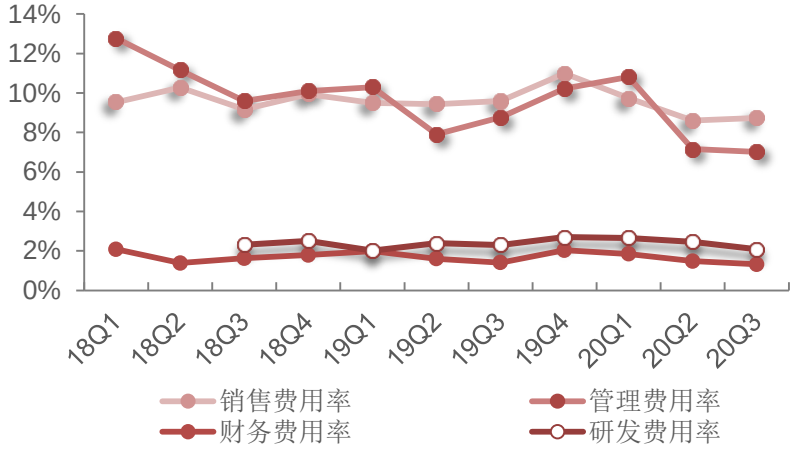
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



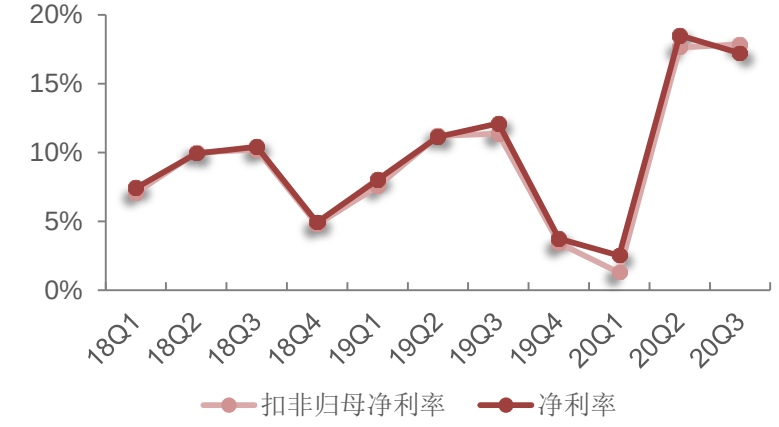
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

63

医疗服务

- 通策医疗：三季度收入同比+24%，净利润同比+31%，受到假期缩短影响和分院开张带来成本上升，春节前种植小高峰助力全年增长。
- 爱尔眼科：疫情逐步好转，眼科诊疗需求快速释放,前期延后需求快速释放，眼科诊疗业务量大幅增加，三季度净利润同比增加3.3亿元，同比+64%，全年高增长可期。
- 金域医学：疫情加强公司在ICL领域龙头地位，品牌影响力得到进一步提升，1~9月三级医院收入（不含新冠）占比30.5%，提升2pp，单产明显提升，客户结构不断优化。同时，股权激励将留住优秀人才，调动核心团队积极性，有利公司长期优质发展。
- 迪安诊断：受新冠核算检测业务增长，公司多个ICL实验室实现扭亏，2020年前三季度毛利率同比提神5pp至37.4%，三季度利润增长加速，同比+284%。
- 润达医疗：各项业务逐季度恢复中，前三季度净利润跌幅收窄至-19%，公司作为专业综合实验室服务商，将来有望受益于医保控费力度加强，检验科外包率提升，享受第三方外包市场规模增长红利。

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
爱尔眼科	-12%	-3%	48%	62%	11%	26%	2566	30.3%	**37.4%**	1,419	834	334	315	98	15%	741	29%	990	45%	67	16%
金域医学	37%	224%	71%	239%	49%	231%	484	20.6%	**25.5%**	976	1,907	352	736	288	44%	693	28%	387	17%	16	4%
迪安诊断	12%	102%	35%	284%	20%	156%	242	26.5%	**21.8%**	783	1,262	294	548	199	30%	641	26%	488	22%	147	35%
通策医疗	-13%	-30%	24%	31%	2%	-1%	722	5.1%	**9.6%**	141	32	59	-4	18	3%	11	0%	145	7%	11	3%
润达医疗	-11%	-36%	4%	6%	-5%	-19%	81	17.4%	**5.7%**	84	-268	7	-56	56	9%	425	17%	207	9%	177	42%

数据来源：Wind，西南证券整理

生物药

- **业绩持续快速恢复，2020Q3收入和扣非净利润环比持续增长。**17家生物药公司2020前三季度收入总额增速为-7.0%、归母净利润总额增速为-6.1%。2020Q3收入同比增长10.3%，归母净利润同比增长35%，扣非后归母净利润同比增长35%，生物药前期受疫情影响较大，三季度迎来快速恢复，预计四季度仍将保持较快增长。
- **盈利能力小幅提升，销售费用率下降较大，研发投入持续快速增加。**从盈利水平看，生物药板块整体盈利能力保持稳定，未受疫情影响，行业毛利率（65%）下降1pp，基本保持平稳，销售费用率（30%）持续下降，管理费用率（9%）保持平稳，研发费用率（7.6%）持续增长，净利率（18%）同比提升1pp，受疫情影响，今年生物药企业销售费用率有一定下降，但研发投入持续加大。
- **生物药盈利能力好转，现金流情况良好。**从ROE水平来看，近几年生物药板块ROE水平持续下降，与部分企业净利润率下降有关。2020Q1-3，生物药板块ROE为9.21%，同比增长0.61pp，ROE提升主要与销售费用率下降，净利润率提升有较大关系。从现金流情况来看，近几年我国生物药企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续提升，但2020Q1-3为93.2%，同比提升3pp，部分企业集中在四季度回款，预计年底现金流有望继续保持较好水平。
- **生长激素、粉尘螨滴剂等高景气度细分赛道增速相对较快。**从细分行业来看，生长激素龙头企业长春高新、安科生物2020年前三季度均实现较快增长，粉尘螨滴剂龙头企业我武生物恢复情况也较好。

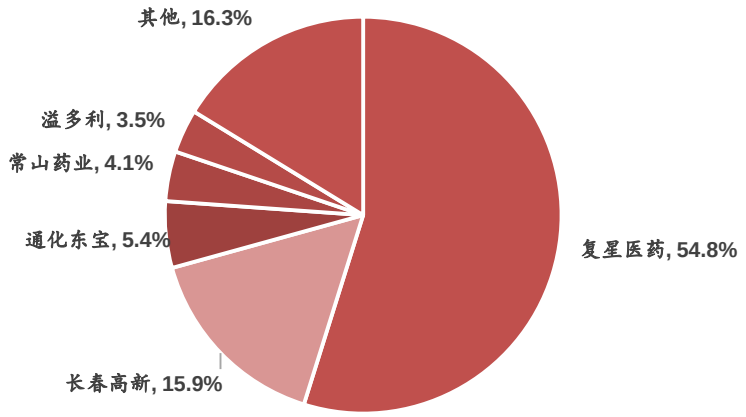
投资建议

- 看好生长激素、粉尘螨滴剂等细分领域的生物药龙头，推荐长春高新（000661）、我武生物（300357）、康弘药业（002773）、甘李药业（603087）和通化东宝（600867）。

生物药

- 17家生物药公司2020前三季度收入总额增速为-7.0%、归母净利润总额增速为-6.1%。2020Q3收入同比增长10.3%，归母净利润同比增长35%，扣非后归母净利润同比增长35%，生物药前期受疫情影响较大，三季度迎来快速恢复，预计四季度仍将保持较快增长。
- 从盈利水平看，生物药板块整体盈利能力保持稳定，未受疫情影响，行业毛利率（65%）下降1pp，基本保持平稳，销售费用率（30%）持续下降，管理费用率（9%）保持平稳，研发费用率（7.6%）持续增长，净利率（18%）同比提升1pp，受疫情影响，今年生物药企业销售费用率有一定下降，但研发投入持续加大。

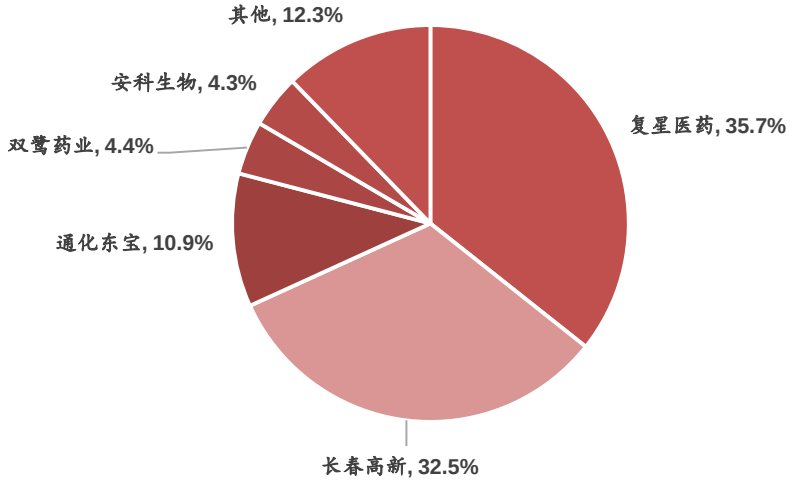
201~3收入前五占比



子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	2.40%	0	0	7	10
占比		0%	0%	41%	59%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	20.57%	2	4	10	7
占比		12%	24%	59%	41%

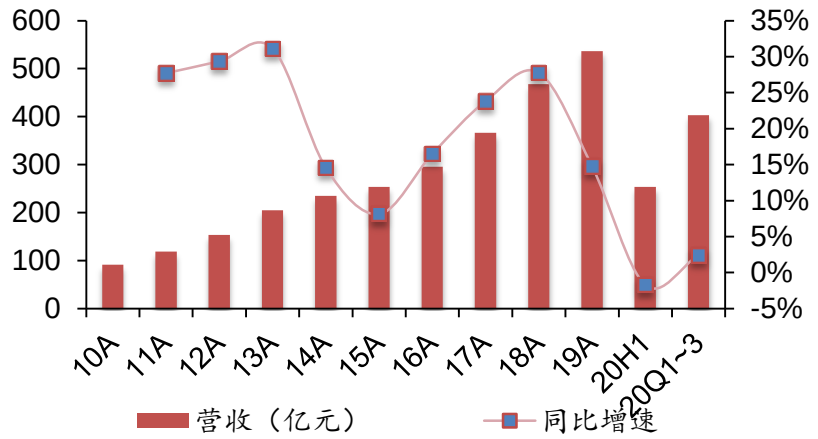
201~3归母净利润前五占比



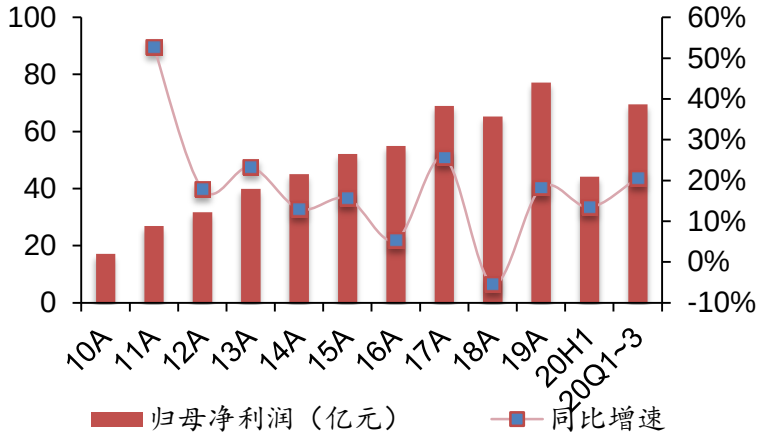
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现：业绩持续快速恢复，盈利能力小幅提升

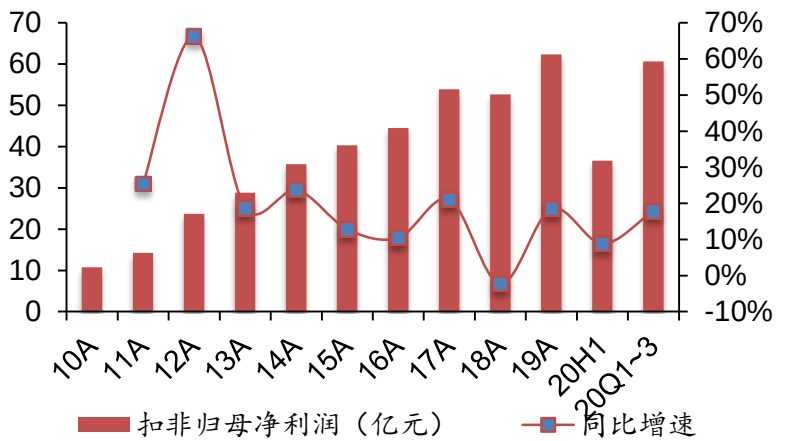
2010年~20Q1-3收入及增速



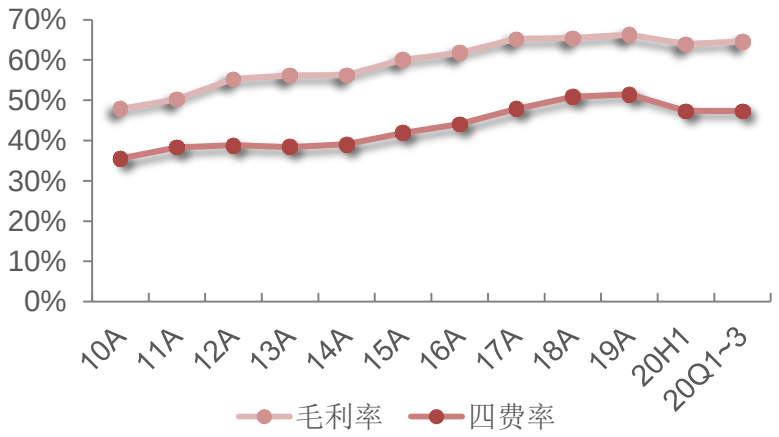
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



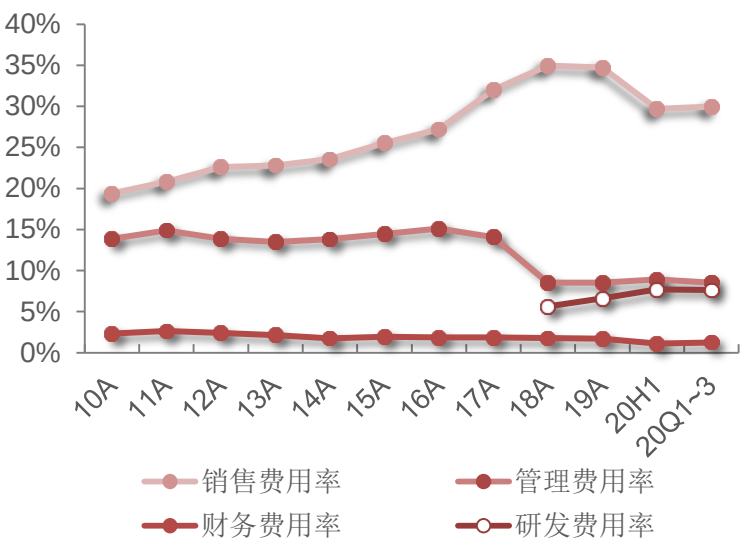
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



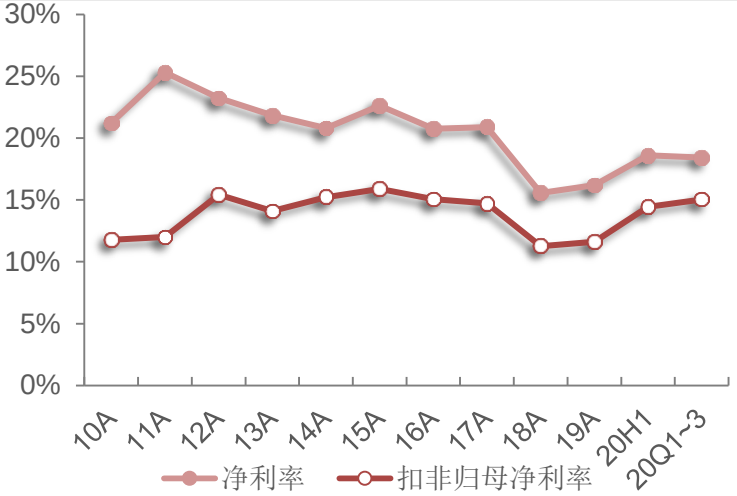
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



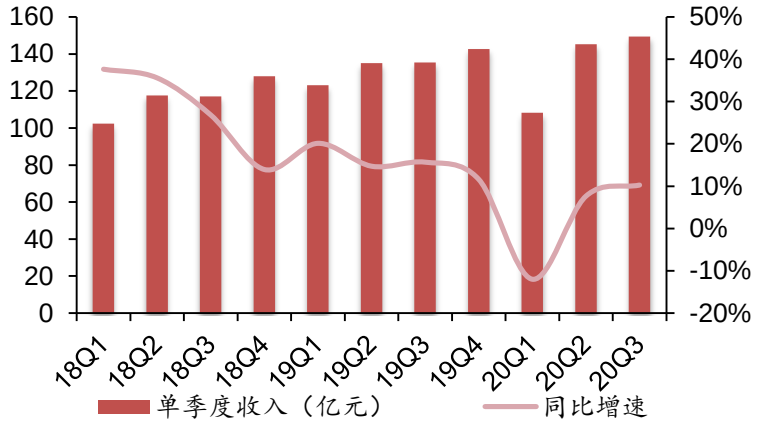
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



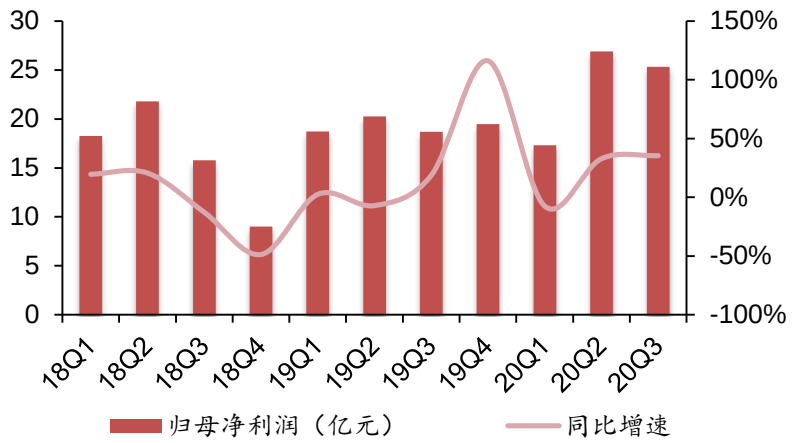
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现：2020Q3收入和扣非净利润环比持续增长

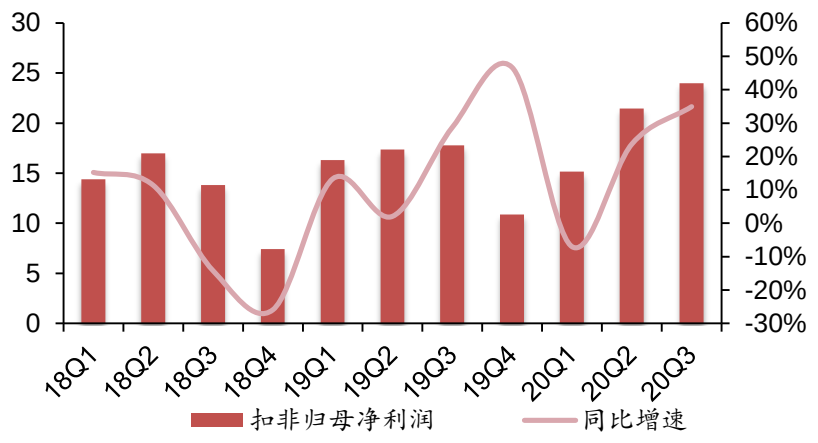
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



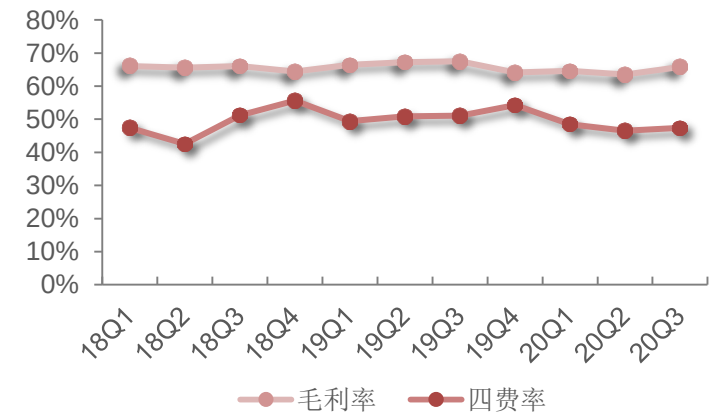
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



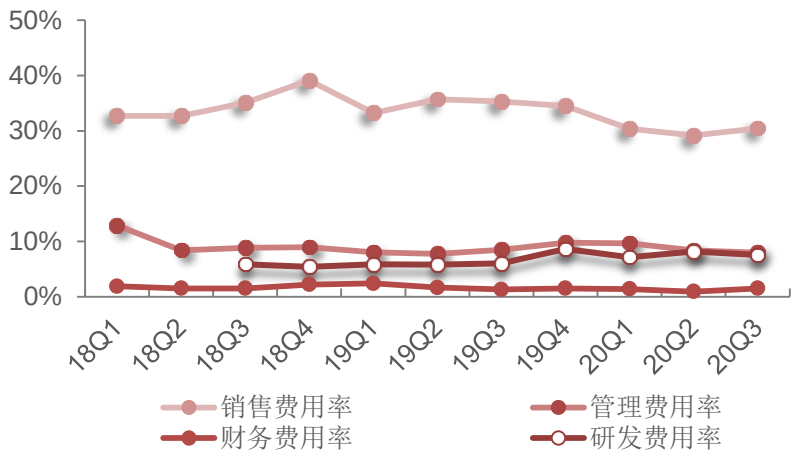
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



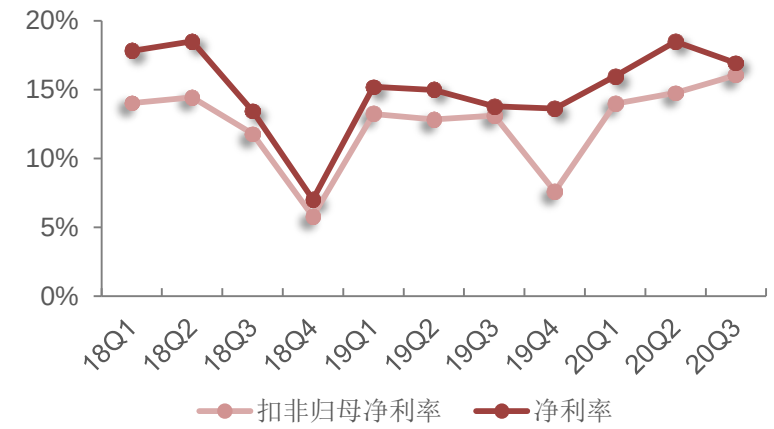
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势

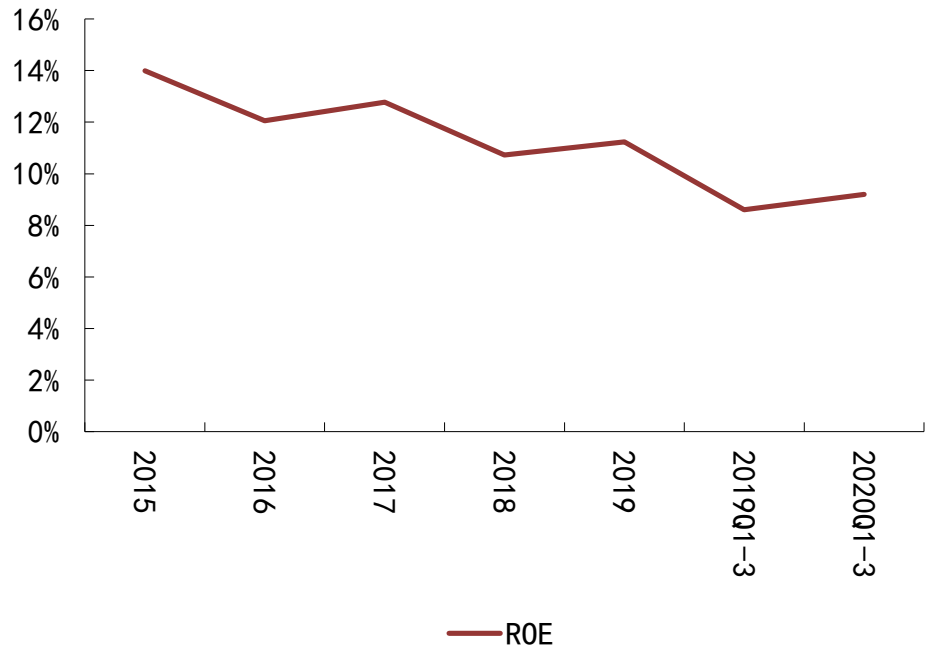


数据来源：Wind，西南证券整理

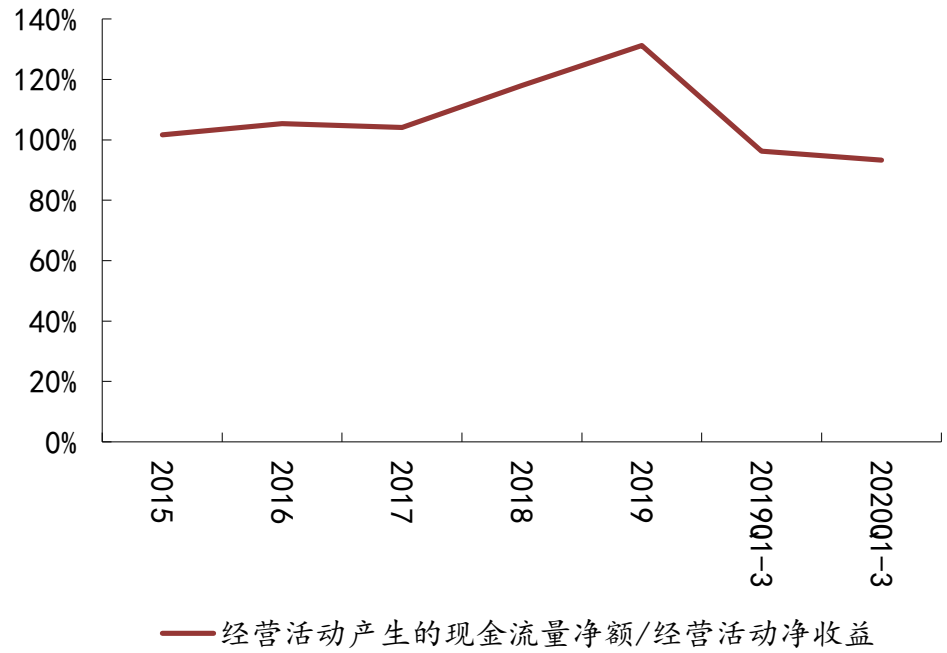
生物药盈利能力好转，现金流情况良好

- 从ROE水平来看，近几年生物药板块ROE水平持续下降，与部分企业净利润率下降有关。2020Q1-3，生物药板块ROE为9.21%，同比增长0.61pp，ROE提升主要与销售费用率下降，净利润率提升有较大关系。
- 从现金流情况来看，近几年我国生物药企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续提升，但2020Q1-3为93.2%，同比提升3pp，部分企业集中在四季度回款，预计年底现金流有望继续保持较好水平。

生物药历年ROE情况



生物药企业现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

生物药

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
复星医药	-1%	13%	14%	40%	4%	20%	1246	54.8%	**35.7%**	1,020	875	217	415	1,878	61%	6,282	52%	2,002	58%	487	97%
长春高新	15%	80%	21%	85%	18%	82%	1516	15.9%	**32.5%**	430	955	436	1,020	315	10%	1,947	16%	331	10%	-45	-9%
通化东宝	3%	2%	14%	37%	6%	10%	291	5.4%	**10.9%**	88	128	58	68	82	3%	634	5%	133	4%	8	2%
双鹭药业	-49%	-45%	-42%	-27%	-47%	-40%	114	2.1%	**4.4%**	-220	-733	-40	-200	78	3%	410	3%	66	2%	-2	0%
安科生物	-7%	10%	10%	25%	-1%	16%	237	2.9%	**4.3%**	40	-11	27	42	76	2%	446	4%	75	2%	-9	-2%
我武生物	-5%	-18%	3%	5%	-2%	-7%	317	1.2%	**3.3%**	6	-9	6	-17	44	1%	160	1%	25	1%	-21	-4%
常山药业	12%	6%	19%	4%	15%	5%	61	4.1%	**2.9%**	102	209	3	10	85	3%	712	6%	79	2%	44	9%
中源协和	-7%	29%	4%	70%	-4%	42%	110	2.4%	**1.9%**	13	-36	21	40	93	3%	218	2%	212	6%	-3	-1%
赛升药业	-9%	-9%	-11%	33%	-10%	2%	91	2.0%	**1.9%**	-87	-88	11	2	43	1%	453	4%	43	1%	-11	-2%
溢多利	7%	78%	-6%	21%	2%	48%	64	3.5%	**1.8%**	-34	29	9	40	83	3%	117	1%	144	4%	42	8%
万泽股份	-10%	41%	-3%	-56%	-7%	-14%	49	0.9%	**1.0%**	-4	-28	-26	-12	45	1%	155	1%	67	2%	11	2%
莱茵生物	7%	19%	26%	-32%	14%	5%	46	1.1%	**1.0%**	34	53	-6	3	9	0%	26	0%	49	1%	5	1%
四环生物	36%	167%	5%	-18%	24%	129%	48	0.9%	**0.3%**	6	69	-3	12	28	1%	102	1%	65	2%	1	0%
东宝生物	-19%	-66%	6%	-39%	-11%	-59%	35	0.7%	**0.2%**	6	-38	-2	-15	8	0%	11	0%	18	1%	4	1%
海特生物	-40%	-107%	3%	-155%	-26%	-115%	51	0.9%	**-0.2%**	5	-122	-19	-79	54	2%	115	1%	54	2%	-15	-3%
双成药业	-36%	-17%	-17%	-22%	-30%	-19%	19	0.5%	**-0.4%**	-16	-80	-2	-4	8	0%	114	1%	57	2%	8	2%
舒泰神	-52%	-310%	-27%	-530%	-43%	-339%	49	0.7%	**-1.4%**	-49	-228	-29	-139	141	5%	173	1%	33	1%	-1	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

医药分销：业绩回暖提升性价比，行业加速集中业绩增长可期

- **后疫情时代，医院业务恢复推动配送企业业绩持续回暖：**疫情不利影响基本消除，17家医药流通股前三季度收入总额增速为3.7%，归母净利润总额增速为12.2%。Q3实现了快速反弹，单三季度实现毛利润的同比增速为13%，单三季度归母净利润同比增速为31%，预计Q4也将延续回暖趋势。

- **带量采购导致配送商业务重新分配，大企业获得更多品种。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商藤萝出更多资金去开展新业务。

- **上下游延申产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，借助仿制药一致性评价，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。

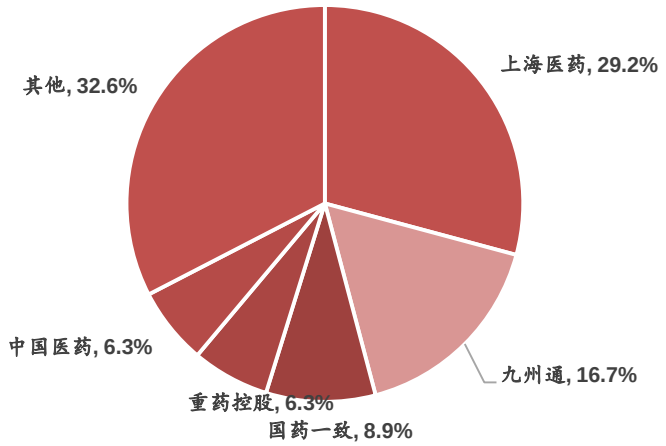
- **估值处于历史地位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028 ）等。

医药分销：业绩回暖提升性价比，行业加速集中业绩增长可期

- 17家医药流通股前三季度收入总额增速为3.7%，归母净利润总额增速为12.2%。
- 从盈利水平来看，医药流通企业在Q3实现了快速反弹，前三季度毛利润同比增速为4%，单三季度实现毛利润的同比增速为13%。归母净利润前三季度同比增速为12%，单三季度归母净利润同比增速为31%。
- 三季度三费率均大幅回落。财务费用率下降0.3pp，销售费用率同比下降0.2pp，管理费用率同比下降0.2pp。

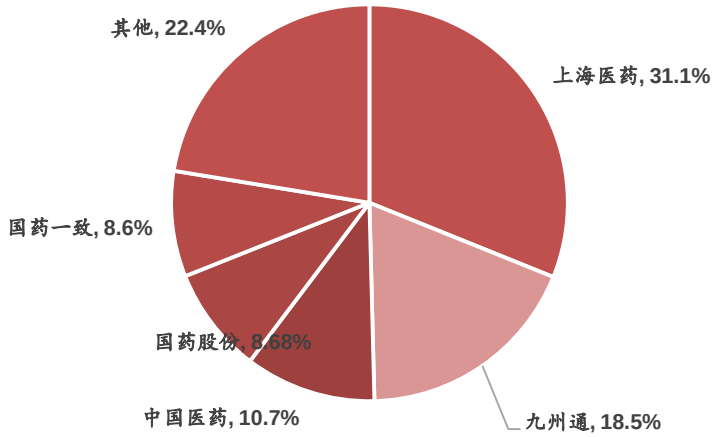
201~3收入前五占比



子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	3.74%	0	0	12	5
占比		0%	0%	71%	29%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	12.24%	2	2	8	9
占比		12%	12%	47%	53%

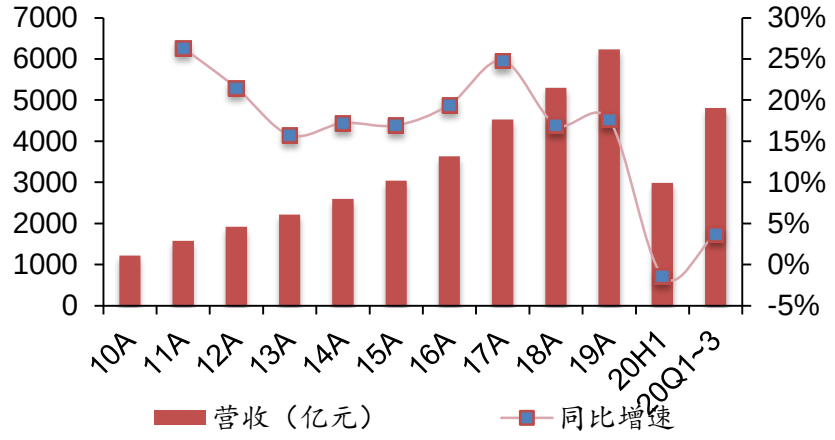
201~3归母净利润前五占比



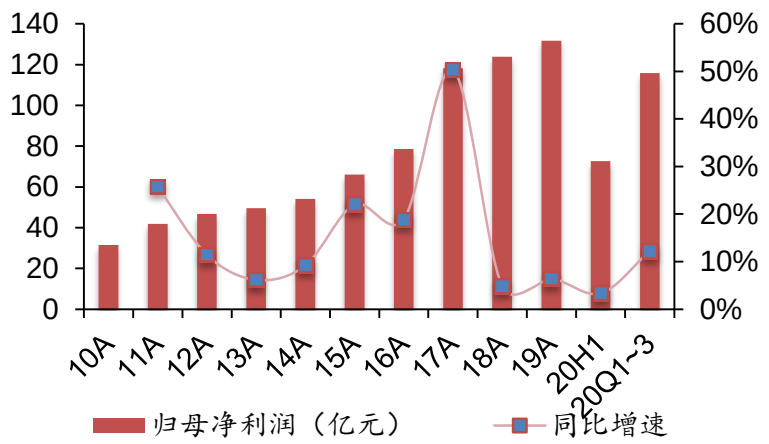
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

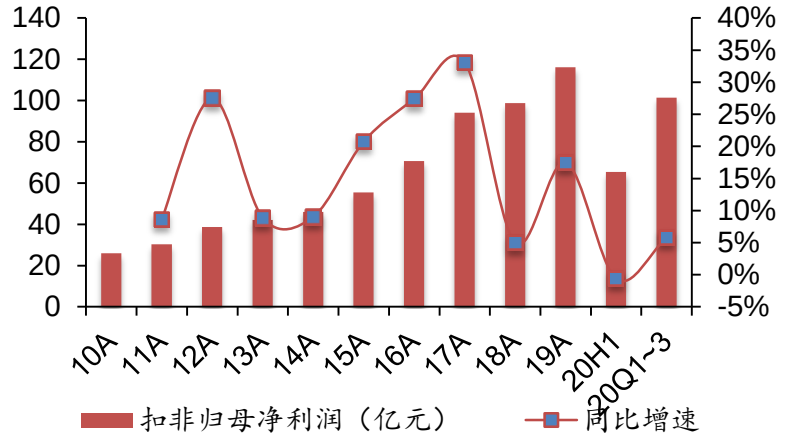
2010年~20Q1-3收入及增速



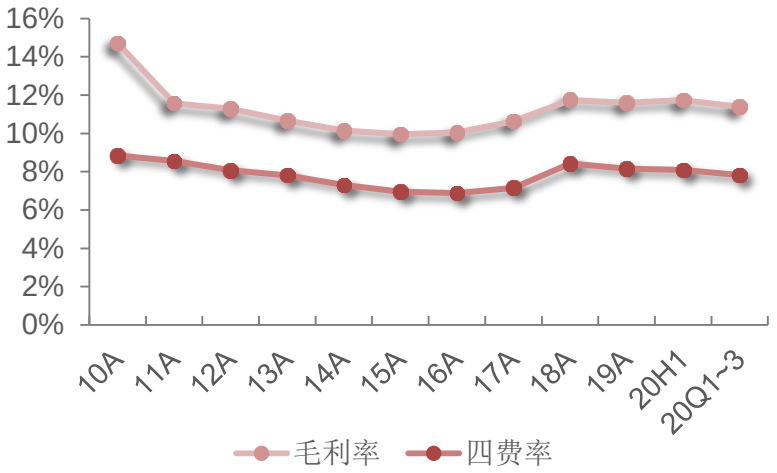
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



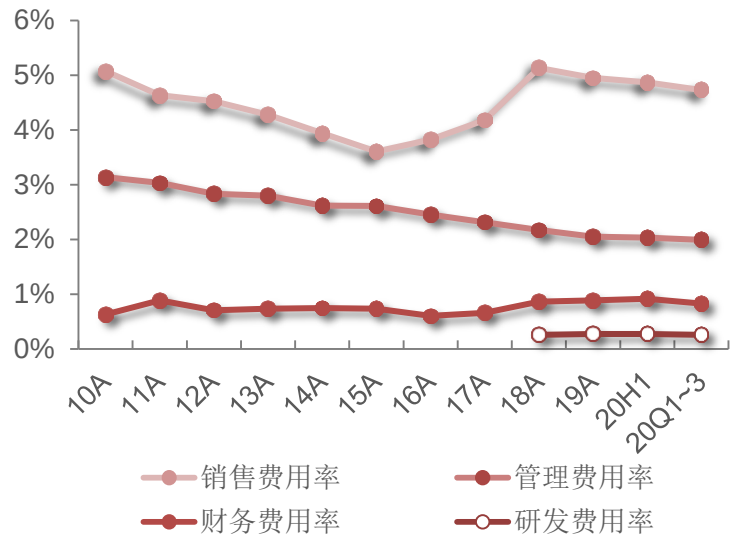
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



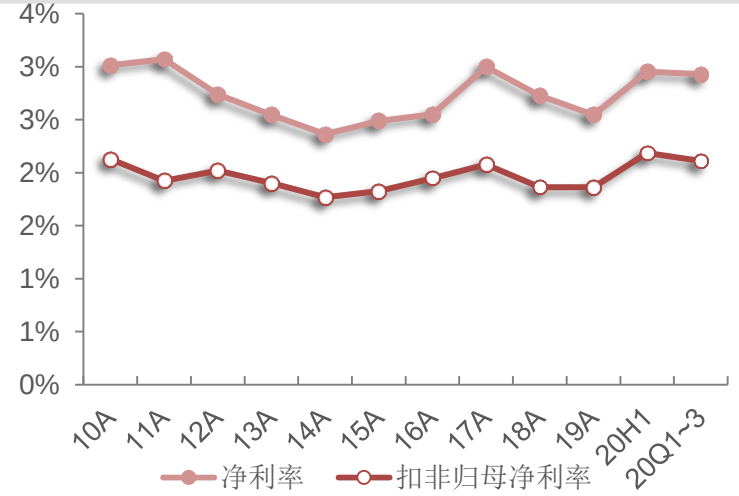
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



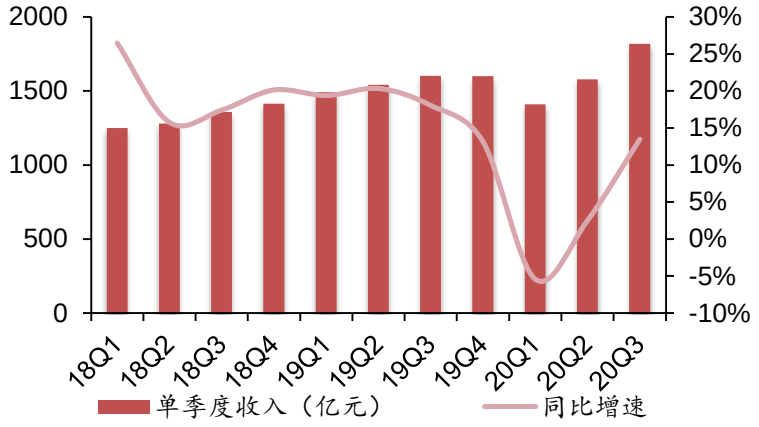
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



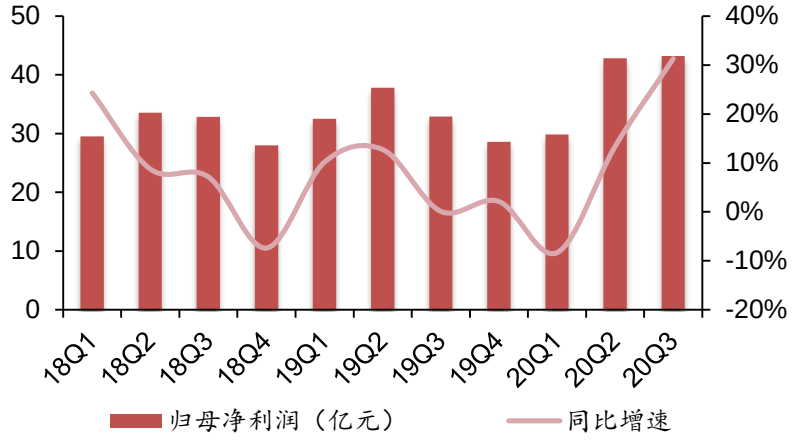
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

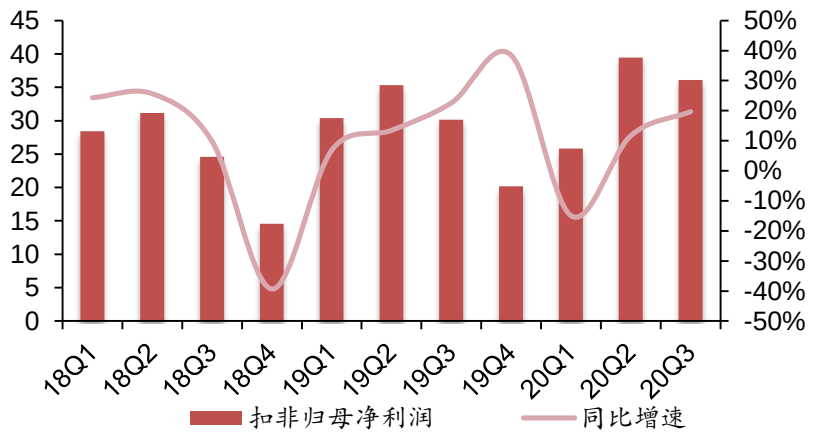
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



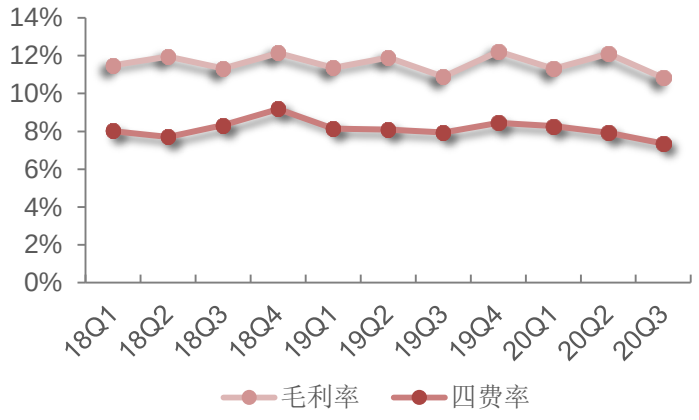
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



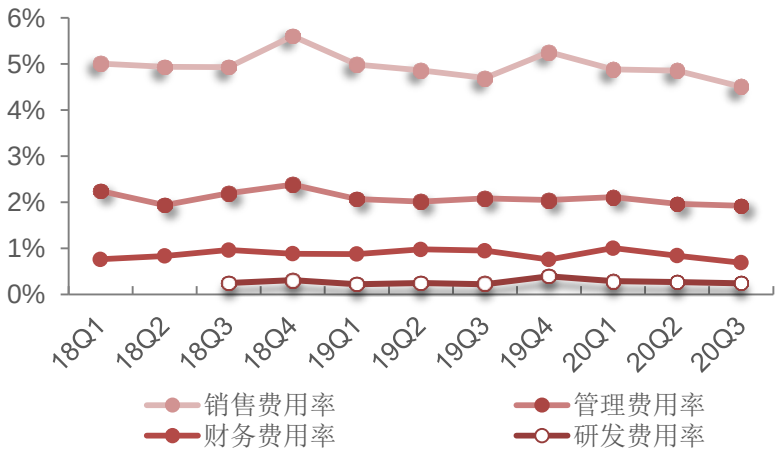
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



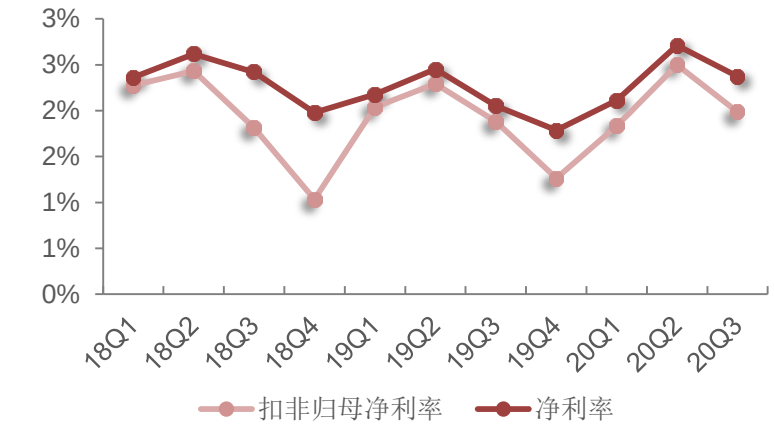
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

74

上海医药:营业收入及利润实现快速增长，1)医药商业：加快进口准入、仓储物流等方面发展;2）医药工业：保障原料产能供应，积极布局高端制剂领域，实现上游领域的快速拓展。

九州通：扣除非经常性损益后业绩仍然大幅增长。同时有效控制成本和销售回款，现金流情况持续向好。公司各项管理措施不断加强，减税降费政策成效逐步显现，融资成本降低；

国药一致：加速并购药店，拓展下游产业链。OTO和DTP双重利好零售板块，分销业务迎来拐点。

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
上海医药	-6%	7%	11%	4%	0%	6%	479	29.2%	**31.1%**	5,116	-294	47	203	1,040	82%	9,325	41%	3,500	37%	979	25%
九州通	6%	69%	16%	220%	9%	110%	340	16.7%	**18.5%**	4,020	6,941	607	1,123	60	5%	2,579	11%	1,563	16%	787	20%
中国医药	12%	13%	25%	64%	16%	28%	161	6.3%	**10.7%**	2,293	4,242	180	269	41	3%	1,984	9%	638	7%	178	4%
国药股份	-17%	-18%	-1%	22%	-11%	-6%	323	6.1%	**8.7%**	-108	-3,599	68	-67	35	3%	721	3%	248	3%	-8	0%
国药一致	8%	-1%	15%	14%	10%	4%	196	8.9%	**8.6%**	2,063	4,005	43	35	0	0%	2,750	12%	690	7%	87	2%
重药控股	5%	-35%	49%	72%	21%	-5%	93	6.3%	**5.3%**	4,393	5,252	130	-33	1	0%	933	4%	531	6%	437	11%
柳药股份	5%	11%	7%	12%	6%	11%	85	2.4%	**5.3%**	270	646	22	61	3	0%	292	1%	252	3%	102	3%
南京医药	2%	8%	10%	-18%	5%	-4%	46	6.0%	**2.4%**	1,024	1,382	-25	-12	10	1%	753	3%	287	3%	272	7%
嘉事堂	-5%	-36%	18%	30%	3%	-17%	44	3.4%	**2.1%**	1,011	484	25	-51	0	0%	608	3%	184	2%	132	3%
鹭燕医药	1%	7%	6%	10%	2%	8%	33	2.4%	**1.8%**	233	275	8	16	3	0%	249	1%	198	2%	131	3%
海王生物	-14%	-37%	10%	-55%	-6%	-45%	111	6.0%	**1.7%**	1,028	-1,957	90	-165	35	3%	1,238	5%	843	9%	743	19%
人民同泰	-11%	-43%	-2%	-13%	-8%	-33%	40	1.2%	**1.2%**	-43	-477	-9	-69	0	0%	323	1%	79	1%	22	1%
英特集团	1%	-18%	2%	35%	1%	-7%	50	3.8%	**1.0%**	115	181	9	-8	1	0%	364	2%	261	3%	96	2%
浙江震元	3%	3%	6%	11%	4%	5%	25	0.5%	**0.6%**	50	97	2	3	17	1%	345	2%	96	1%	-9	0%
第一医药	39%	10%	11%	205%	30%	51%	24	0.2%	**0.5%**	35	275	16	19	0	0%	114	1%	53	1%	-11	0%
塞力斯	-8%	-86%	25%	-36%	4%	-68%	31	0.3%	**0.2%**	117	47	-12	-60	7	1%	81	0%	114	1%	37	1%
华通医药	-16%	-48%	-7%	72%	-13%	-14%	24	0.2%	**0.2%**	-30	-160	6	-4	8	1%	89	0%	43	0%	16	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

原料药竞争格局持续向好，全球疫情有望带来订单向国内转移

- 前三季度原料药板块收入同比+10%，利润同比+35%，单三季度业绩增速相比上半年有所放缓，主要是因为上半年周期性大宗原料药量价齐升。长期来看，原料药供需结构和竞争格局在持续向好，产品价格维持较高水平，企业实现收入和盈利质量双增长。在原料药产能逐步向亚太地区转移，中国和印度作为产能承接方，快速崛起的背景下，国内龙头企业迎来较好发展机遇。短期疫情带来了常用药品如抗生素等需求冲击，以及供给端的印度产能受限，国内龙头企业短期业绩持续增长可期。

提升产业链话语权，三条路径打开行业成长空间

- 产业能力升级，拓展新品种。国内特色原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力。
- “原料药+制剂“一体化战略，切入下游制剂市场。带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂“一体化，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；
- 部分特色原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展。

投资建议

- **全球特色原料药产能逐渐向亚太地区转移**

  特色原料药：华海药业、普洛药业、仙琚制药、富祥股份。

- **制剂出口分享全球市场**

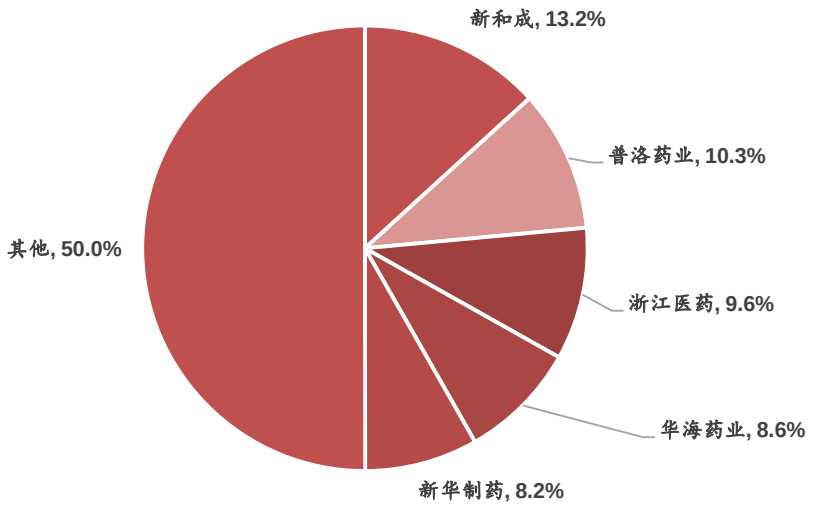
  制剂出口：海普瑞、健友股份、普利制药等。

- 47家原料药公司2020前三季度实现收入565亿元，同比+10.2%，实现归母净利润110亿元，同比+35.5%；单个三季度分别为183亿元、32亿元，分别同比+8.6%、25%。
- 同时内部分化明显，超过一半公司前三季度收入同比下滑，接近一半的公司业绩下滑。
- 前三季度主要收入贡献为新和成、普洛药业、浙江医药、华海药业、新华制药，主要是维生素量价齐升。
- 主要利润贡献为新和成、亿帆医药、华海药业、金达成、海普瑞。

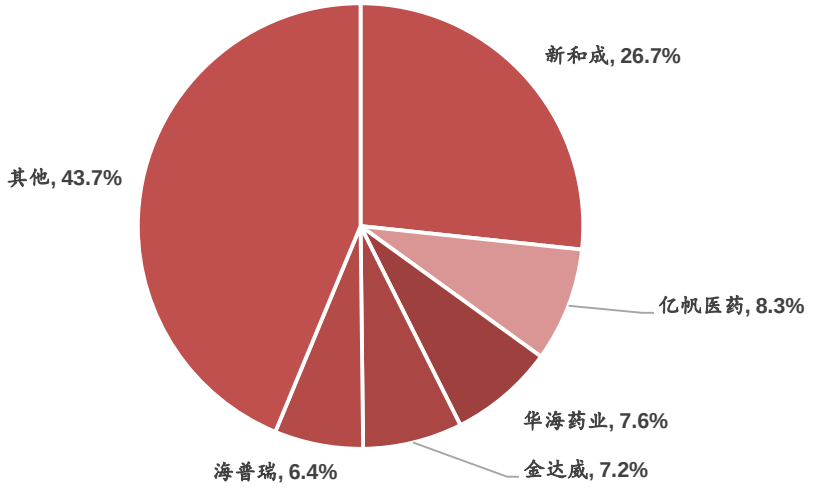
子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	10.24%	0	0	16	31
占比		0%	0%	34%	66%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	35.48%	4	9	25	22
占比		9%	19%	53%	47%

201~3收入前五占比



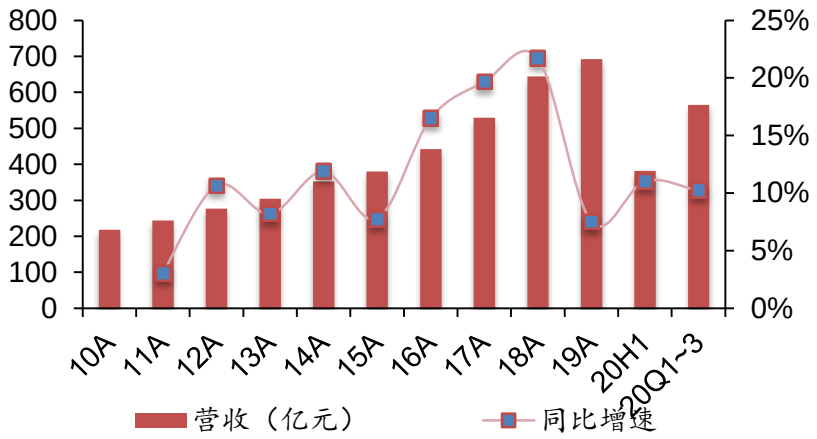
201~3归母净利润前五占比



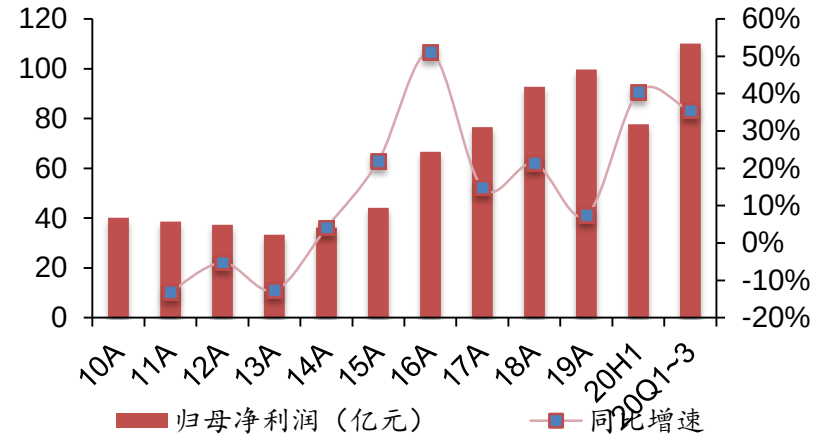
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

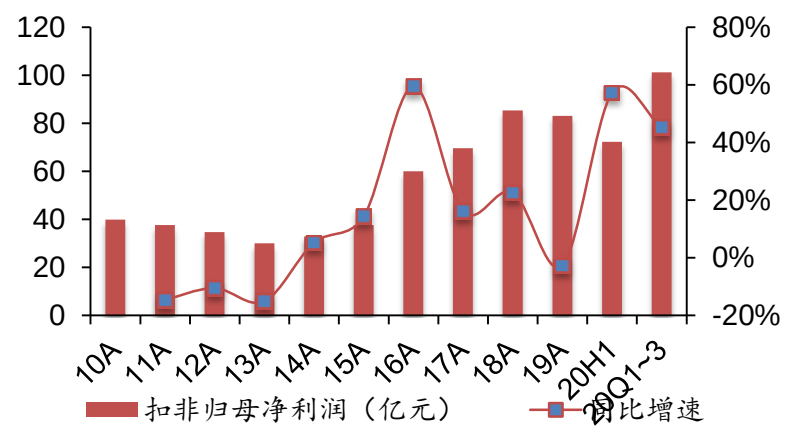
2010年~20Q1-3收入及增速



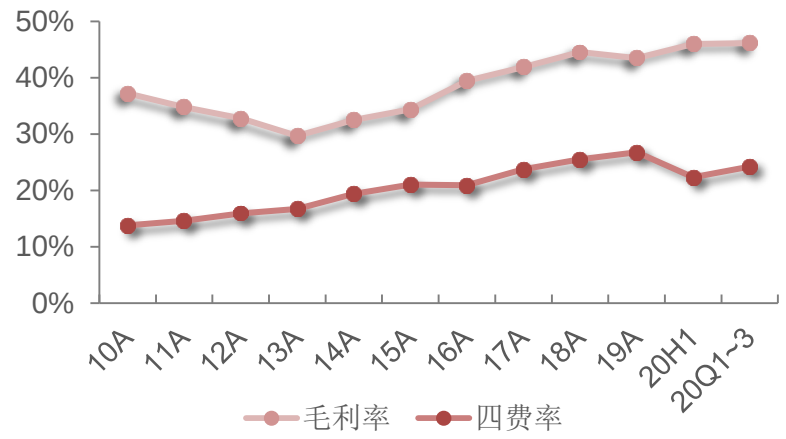
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



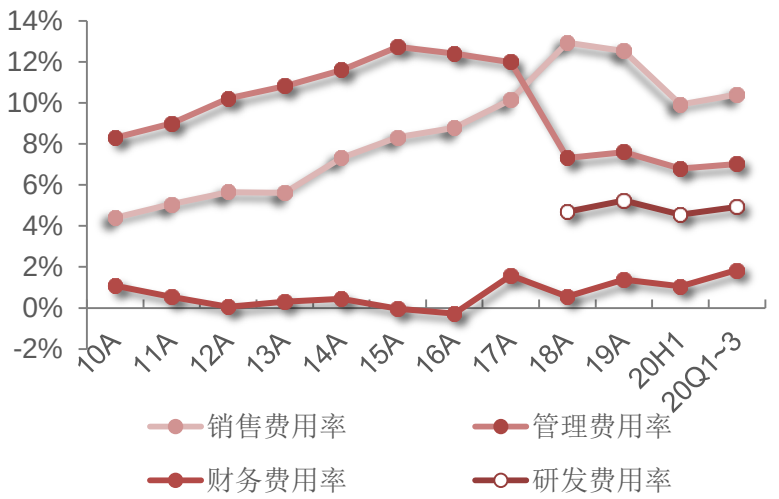
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



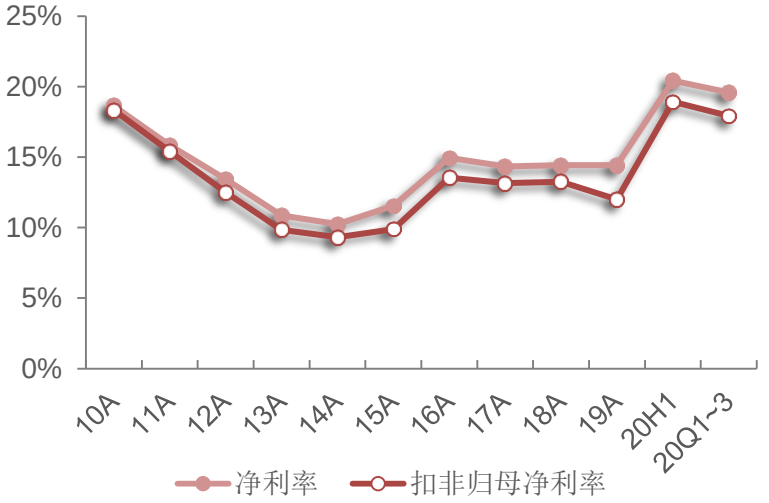
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



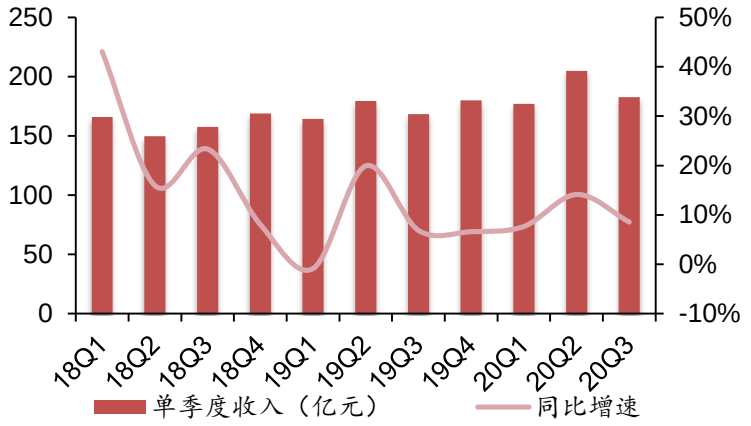
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



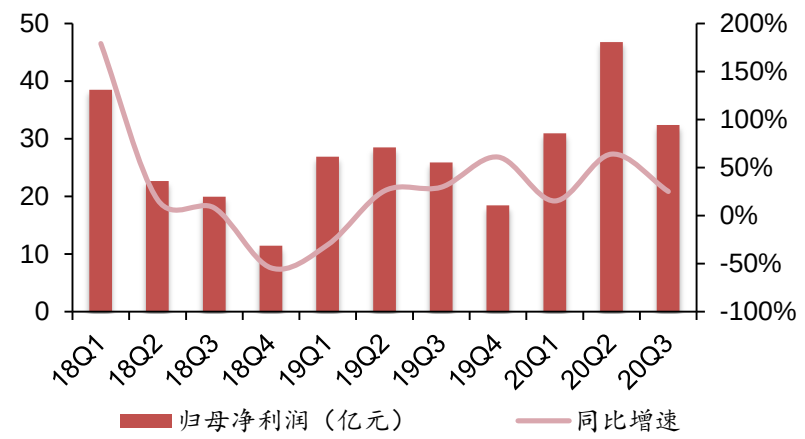
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

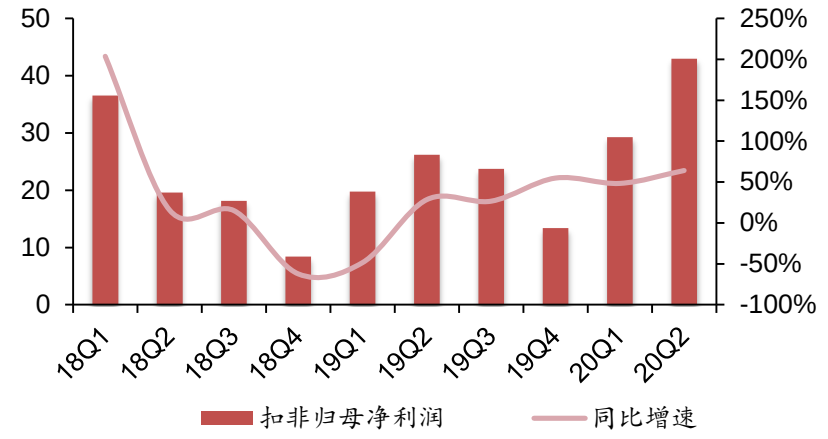
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



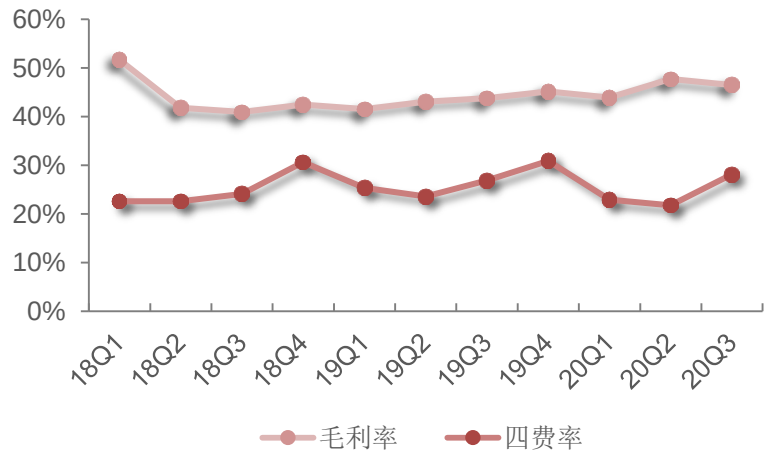
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



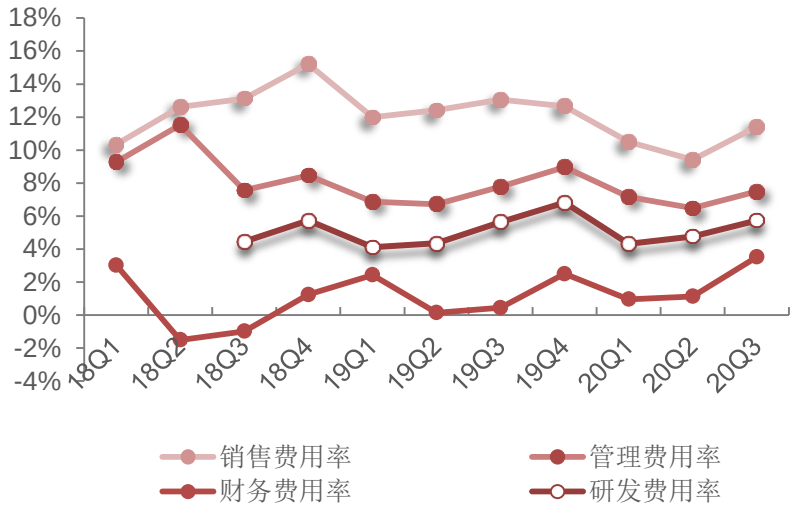
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



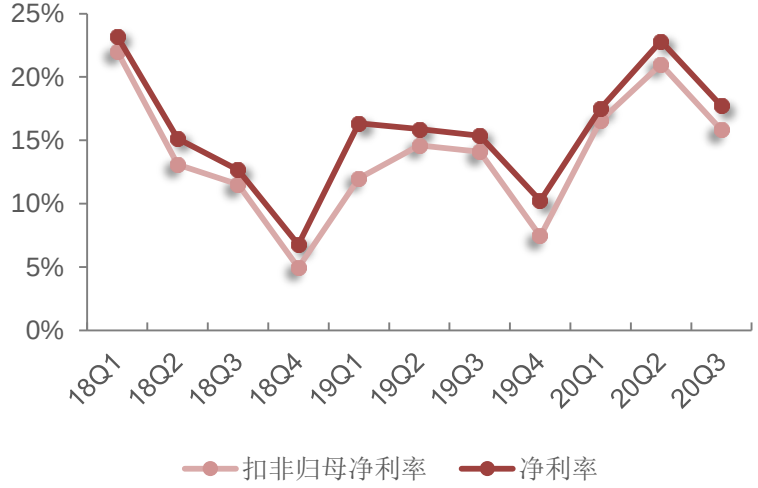
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

79

2、医药子行业2020年三季报总结 ——原料药

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
新和成	37%	91%	15%	32%	30%	72%	610	13.2%	**26.7%**	285	1,708	175	1,232	349	13%	203	3%	286	7%	170	16%
亿帆医药	12%	48%	4%	-25%	9%	23%	285	7.3%	**8.3%**	53	346	-64	169	149	5%	466	8%	303	8%	40	4%
华海药业	25%	73%	15%	48%	21%	64%	504	8.6%	**7.6%**	206	859	85	329	379	14%	791	13%	690	17%	154	15%
金达威	3%	34%	29%	89%	12%	50%	232	4.5%	**7.2%**	218	272	141	266	49	2%	207	4%	203	5%	45	4%
海普瑞	25%	6%	-13%	2%	13%	6%	272	6.3%	**6.4%**	-127	403	3	37	69	2%	293	5%	288	7%	231	22%
普洛药业	12%	53%	-3%	33%	7%	46%	252	10.3%	**5.7%**	-47	395	50	199	272	10%	410	7%	276	7%	32	3%
浙江医药	-2%	52%	10%	144%	2%	72%	136	9.6%	**5.6%**	167	110	114	260	395	14%	902	15%	249	6%	34	3%
健友股份	19%	41%	17%	28%	18%	37%	373	3.8%	**5.6%**	111	330	45	165	144	5%	338	6%	79	2%	36	3%
仙琚制药	-5%	18%	28%	31%	6%	23%	140	5.2%	**3.3%**	254	165	36	68	133	5%	789	13%	260	7%	44	4%
富祥药业	38%	92%	-22%	-27%	15%	36%	69	2.0%	**2.7%**	-82	142	-28	78	47	2%	16	0%	72	2%	13	1%
普利制药	14%	32%	48%	47%	29%	38%	189	1.4%	**2.6%**	124	174	41	79	165	6%	132	2%	43	1%	9	1%
新诺威	5%	31%	13%	2%	8%	21%	99	1.8%	**2.3%**	39	73	1	44	8	0%	260	4%	34	1%	4	0%
新华制药	6%	17%	4%	-19%	5%	3%	51	8.2%	**2.2%**	53	239	-17	7	208	7%	489	8%	232	6%	59	6%
花园生物	-17%	-29%	-9%	-20%	-15%	-27%	76	0.9%	**2.1%**	-15	-88	-15	-83	25	1%	7	0%	46	1%	-5	0%
圣达生物	80%	346%	76%	359%	78%	349%	44	1.2%	**1.8%**	93	293	38	156	27	1%	26	0%	85	2%	9	1%
司太立	14%	50%	-7%	33%	6%	44%	176	1.9%	**1.8%**	-26	61	14	61	57	2%	8	0%	104	3%	60	6%
尔康制药	-11%	-49%	-3%	216%	-9%	9%	104	3.2%	**1.6%**	-19	-168	79	15	32	1%	85	1%	181	5%	11	1%
千红制药	-22%	-64%	69%	78%	2%	-34%	58	2.1%	**1.3%**	207	19	36	-75	43	2%	263	4%	65	2%	13	1%
美诺华	16%	25%	2%	-20%	11%	10%	49	1.7%	**1.3%**	7	97	-8	13	35	1%	15	0%	114	3%	22	2%
永安药业	-10%	184%	-15%	-44%	-12%	64%	30	1.6%	**1.0%**	-55	-119	-16	45	32	1%	62	1%	42	1%	3	0%
威尔药业	-24%	-25%	-20%	-46%	-23%	-32%	30	0.9%	**0.7%**	-44	-149	-16	-35	25	1%	22	0%	63	2%	4	0%
山河药辅	16%	22%	14%	-13%	15%	10%	35	0.7%	**0.6%**	15	50	-3	6	13	0%	13	0%	16	0%	1	0%
奥翔药业	62%	69%	24%	-29%	48%	32%	76	0.5%	**0.6%**	18	98	-6	16	43	2%	5	0%	44	1%	3	0%
同和药业	22%	56%	18%	24%	21%	44%	40	0.6%	**0.5%**	16	58	4	19	23	1%	10	0%	12	0%	9	1%
广济药业	-7%	-70%	-9%	-30%	-8%	-54%	30	0.9%	**0.4%**	-18	-42	-13	-56	30	1%	22	0%	63	2%	21	2%
黄山胶囊	-9%	5%	-10%	10%	-9%	7%	21	0.4%	**0.3%**	-8	-22	1	2	6	0%	27	0%	20	0%	-5	0%
赛托生物	-15%	-158%	12%	-161%	-8%	-159%	33	1.3%	**-0.4%**	25	-62	-32	-132	25	1%	12	0%	98	2%	27	3%

数据来源：Wind，西南证券整理

2、医药子行业2020年三季报总结

核心观点：板块恢复尚需时日，重点关注品牌中药

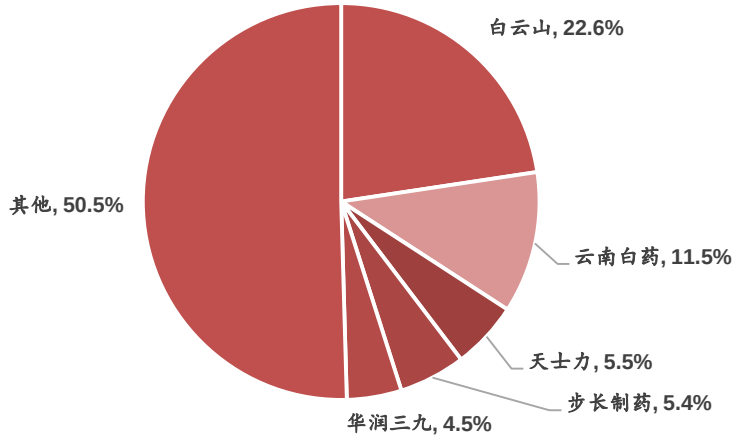
- **中药板块：治疗性中药下滑明显，后疫情时代增速恢复仍需时间** 。中药板块是受新冠疫情影响最大的板块之一，中药板块59家企业，中药公司2020前三季度收入总额增速为-3.7%、归母净利润总额增速为-6.3%，Q3单季收入与利润增速均有大幅回升；Q3收入与利润增速均扭转为正，收入端增速为0.8%，利润端更为突出，增速恢复为21%。
- **整体增长恢复慢于化学制剂，消费类品牌中药仍是核心。**以以岭药业为代表的极少部分疫情相关产品企业受益明显，大部分企业受疫情冲击大，需要较长时间恢复正常，相对化学制剂的刚需属性，普通中药刚需属性较低。而消费类的品牌中药仍然是中药板块投资的主线，消费属性强，增长趋势稳健。

投资策略

- **少部分疫情相关产品企业受益明显：**在此次新冠疫情的影响下，仅有以岭药业、香雪制药、红日药业等少数企业受益明显，这些企业均有与疫情防控相关的产品，因此受益于此次疫情；除这些企业外，大部分中药企业产品市场需求受疫情抑制明显，且不同于化学药制剂，多数中药产品疫情后的需求恢复速度大幅低于化学制剂板块，Q2单季收入与业绩数据已经显示这个迹象；预计2020H2，中药板块收入与业绩将缓慢恢复增长，全年预期较低。
- **中药行业投资逻辑主要聚焦于消费属性明显的公司：**消费品属性强的中药企业成长持续性明显，受药品政策影响小，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：片仔癀（600436）、云南白药（000538）、同仁堂（600085）等。

- 59家中药公司2020前三季度收入总额增速为-3.7%、归母净利润总额增速为-6.3%，Q3单季收入与利润增速均有大幅回升；Q3收入与利润增速均扭转为正，收入端增速为0.8%，利润端更为突出，增速恢复为21%。
- 从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体保持稳定，未受疫情影响而出现大幅波动。20年前三季，行业毛利率（43%），相比2019同期下降2%，销售费用率（23%）持续下降，净利率（11%），相比2019年同期下降1%。

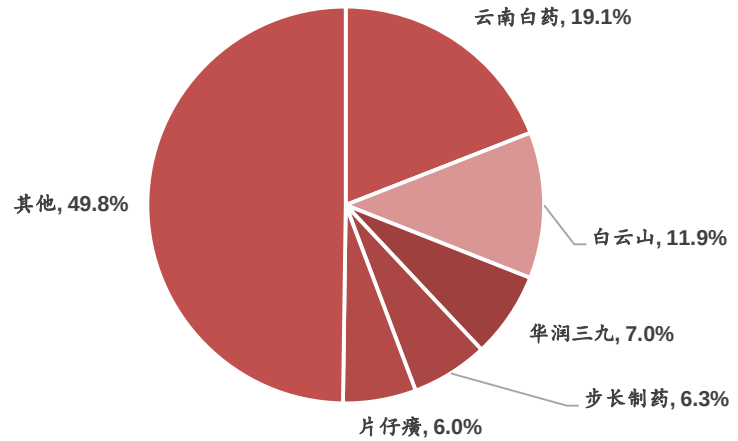
201~3收入前五占比



子板块2020年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-3.70%	0	2	24	35
占比		0%	3%	41%	59%
归母净利润增速	**子板块**	**超过50%**	**超过30%**	**为正数**	**下滑**
家数	-6.3%	5	8	25	34
占比		8%	14%	42%	58%

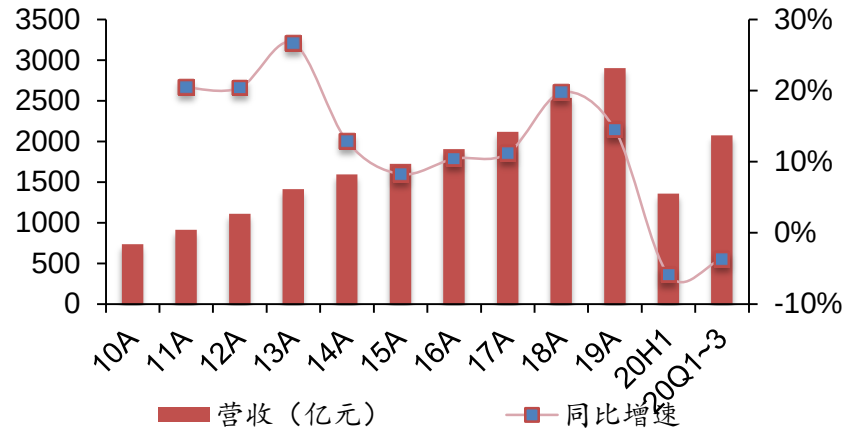
201~3归母净利润前五占比



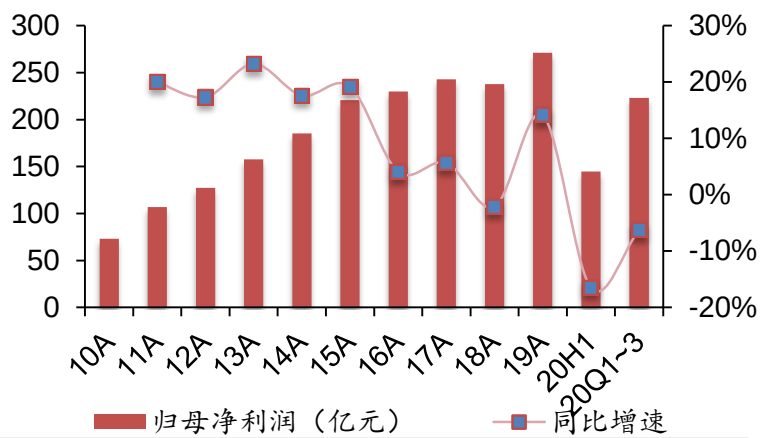
数据来源：Wind，西南证券整理

累计季度表现

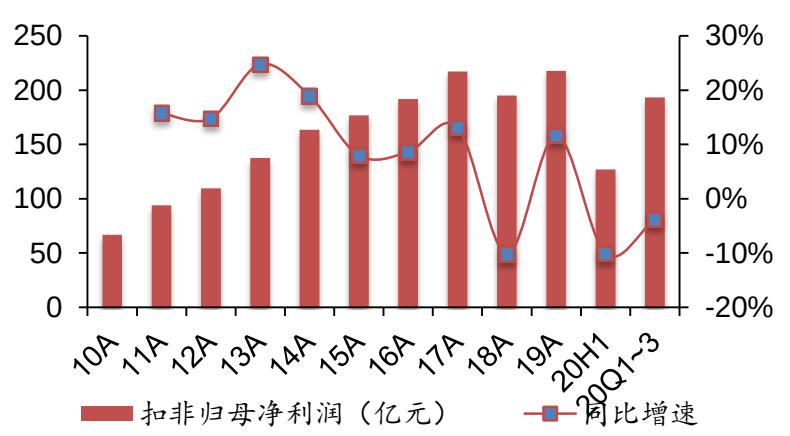
2010年~20Q1-3收入及增速



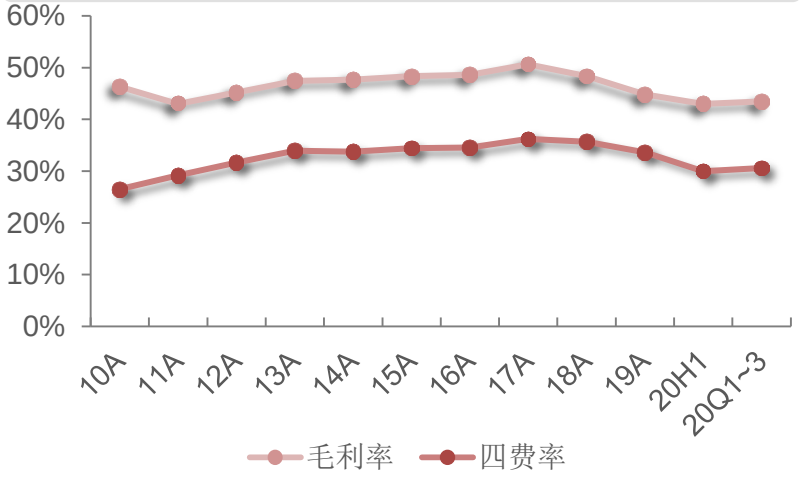
2010年~ 20Q1-3归母净利润及增速



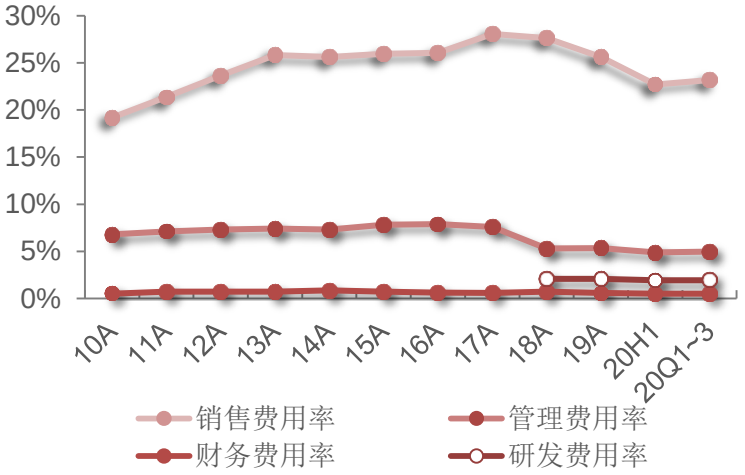
2010年~ 20Q1-3扣非归母净利润及增速



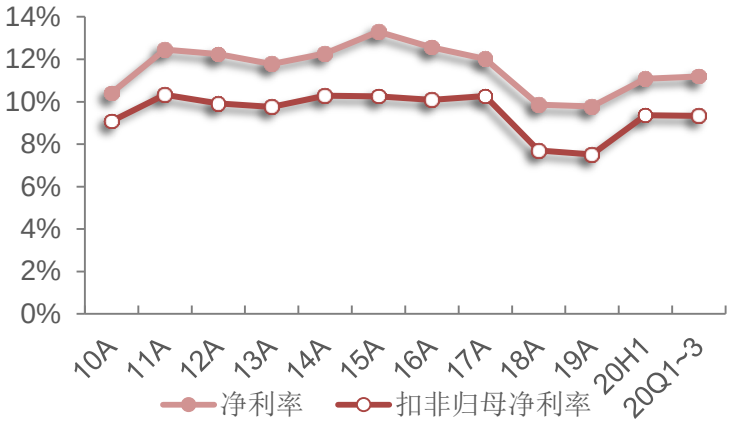
2010年~ 20Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 20Q1-3期间费用率变化趋势



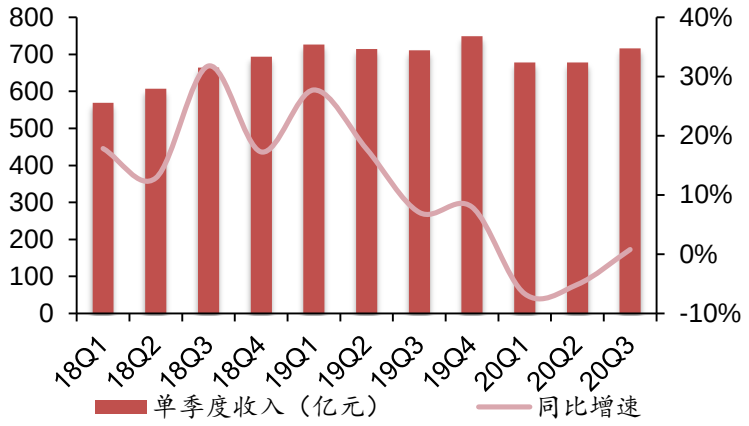
2010年~ 20Q1-3净利率变化趋势



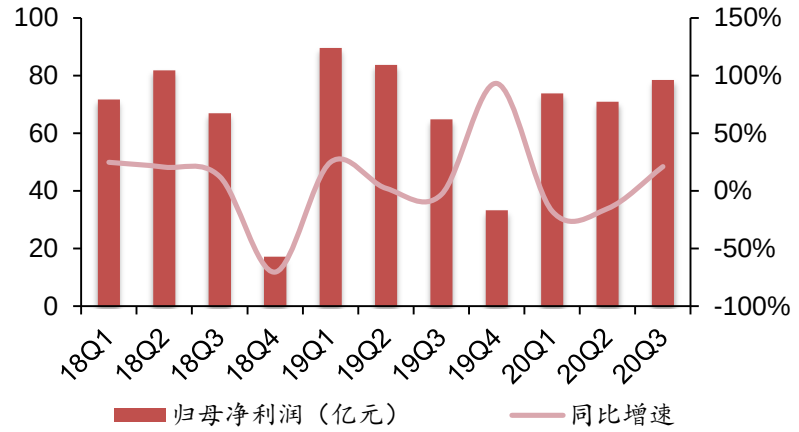
数据来源：Wind，西南证券整理

单季度表现

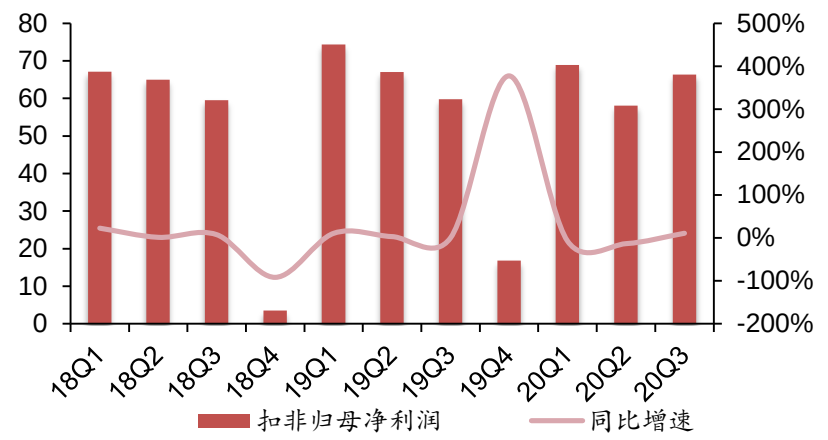
18Q1~20Q3收入及增速（单季度）



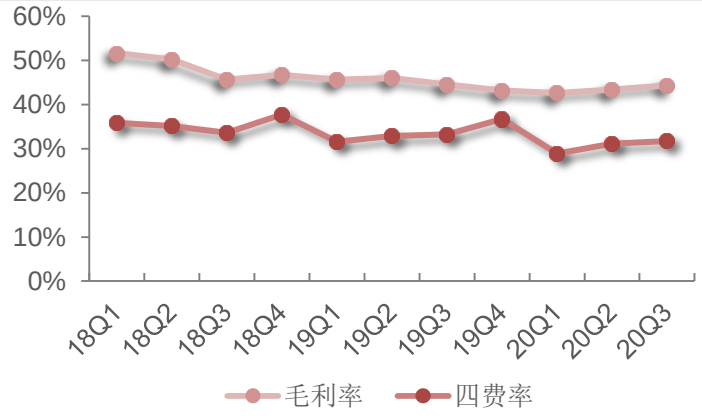
18Q1~20Q3归母净利润及增速（单季度）



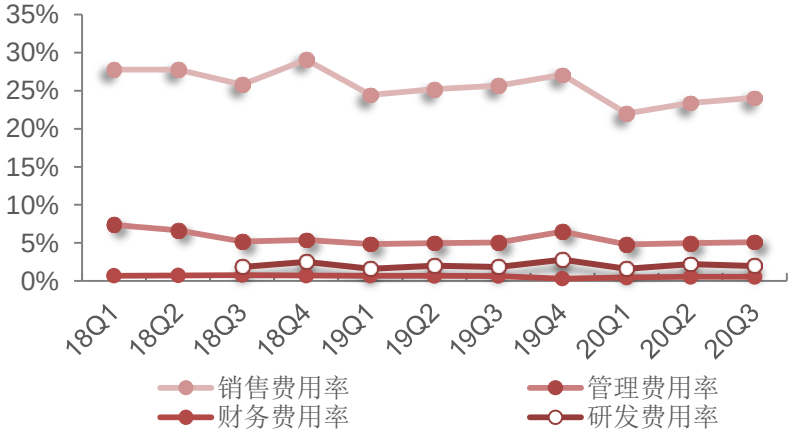
18Q1~20Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



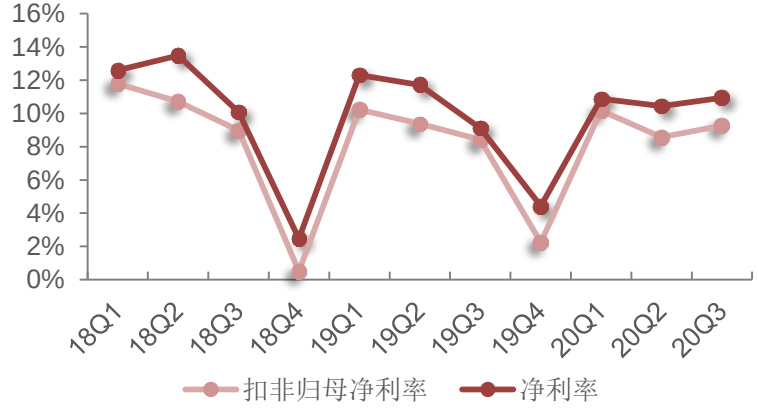
18Q1~20Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~20Q3期间费用率变化趋势



18Q1~20Q3净利率变化趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

84

2、医药子行业2020年三季报总结 ——中药

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
云南白药	11%	9%	9%	39%	11%	20%	1315	11.5%	**19.1%**	689	2,285	504	711	127	3%	2,760	6%	308	3%	0	0%
白云山	-9%	-31%	-2%	46%	-6%	-16%	464	22.6%	**11.9%**	-307	-3,178	283	-500	403	10%	3,894	8%	1,319	13%	-6	-1%
华润三九	-19%	-38%	13%	104%	-9%	-21%	265	4.5%	**7.0%**	388	-946	256	-405	274	7%	3,134	7%	552	5%	-51	-5%
步长制药	10%	13%	10%	-10%	10%	3%	276	5.4%	**6.3%**	371	1,002	-56	47	254	6%	5,959	12%	589	6%	86	8%
片仔癀	12%	16%	26%	28%	17%	20%	1383	2.4%	**6.0%**	376	728	102	220	93	2%	516	1%	245	2%	-38	-4%
天士力	-8%	-24%	-41%	77%	-19%	-3%	265	5.5%	**4.9%**	-1,907	-2,701	180	-32	359	9%	1,560	3%	387	4%	243	23%
以岭药业	50%	57%	44%	151%	48%	77%	321	3.1%	**4.6%**	598	2,100	182	441	390	10%	2,049	4%	319	3%	-4	0%
济川药业	-24%	-29%	-8%	-20%	-20%	-27%	196	2.1%	**4.3%**	-116	-1,072	-67	-346	183	5%	2,048	4%	206	2%	-37	-3%
同仁堂	-16%	-27%	9%	24%	-9%	-16%	369	4.4%	**3.2%**	247	-906	45	-135	66	2%	1,922	4%	891	9%	-27	-2%
红日药业	22%	-2%	47%	54%	31%	16%	166	2.3%	**2.7%**	612	1,106	89	83	95	2%	1,623	3%	268	3%	31	3%
中新药业	-7%	-7%	1%	56%	-4%	7%	103	2.4%	**2.1%**	23	-220	55	32	75	2%	1,199	2%	247	2%	-22	-2%
中恒集团	-4%	-12%	26%	-49%	6%	-26%	111	1.4%	**1.9%**	241	174	-104	-149	41	1%	1,360	3%	204	2%	-37	-3%
江中药业	2%	7%	2%	-1%	2%	4%	73	0.8%	**1.8%**	14	32	-2	16	34	1%	531	1%	88	1%	-10	-1%
仁和药业	-21%	-25%	-8%	10%	-17%	-16%	80	1.4%	**1.7%**	-93	-597	12	-69	27	1%	504	1%	168	2%	-48	-4%
昆药集团	-9%	-5%	0%	2%	-6%	-2%	70	2.6%	**1.6%**	-9	-341	2	-9	61	2%	1,692	4%	245	2%	21	2%
马应龙	-23%	8%	16%	23%	-10%	12%	92	0.8%	**1.5%**	107	-188	18	36	35	1%	381	1%	60	1%	-16	-1%
奇正藏药	0%	9%	12%	41%	5%	18%	137	0.5%	**1.5%**	42	44	30	49	38	1%	460	1%	75	1%	-12	-1%
西藏药业	2%	40%	16%	28%	6%	36%	206	0.5%	**1.5%**	49	58	23	85	4	0%	480	1%	41	0%	-15	-1%
葵花药业	-33%	-22%	-21%	18%	-30%	-15%	91	1.1%	**1.4%**	-158	-945	12	-57	67	2%	555	1%	205	2%	-1	0%
桂林三金	-5%	-12%	3%	14%	-3%	-8%	81	0.5%	**1.4%**	9	-29	8	-26	110	3%	240	1%	86	1%	-17	-2%
众生药业	-40%	-37%	-14%	65%	-32%	-18%	101	0.6%	**1.4%**	-88	-609	43	-67	58	1%	468	1%	85	1%	15	1%
羚锐制药	1%	-3%	10%	18%	3%	3%	53	0.8%	**1.2%**	53	58	14	8	50	1%	873	2%	118	1%	-6	-1%
珍宝岛	-7%	-22%	-36%	-44%	-16%	-29%	103	0.9%	**1.1%**	-229	-331	-45	-97	48	1%	482	1%	262	3%	89	8%
九芝堂	9%	12%	25%	150%	13%	21%	72	1.3%	**1.0%**	165	309	19	39	78	2%	1,029	2%	160	2%	-1	0%
益佰制药	-8%	18%	7%	29%	-3%	22%	49	1.2%	**0.9%**	61	-75	16	34	84	2%	1,292	3%	240	2%	31	3%
康缘药业	-32%	-40%	-34%	-67%	-33%	-50%	75	1.1%	**0.8%**	-379	-1,095	-88	-186	287	7%	936	2%	108	1%	19	2%
千金药业	0%	-5%	6%	10%	2%	2%	37	1.3%	**0.7%**	55	46	7	3	77	2%	718	1%	145	1%	-17	-2%

数据来源：Wind，西南证券整理

2、医药子行业2020年三季报总结——中药

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
贵州百灵	-5%	-49%	-2%	-41%	-4%	-47%	123	1.0%	0.7%	-17	-90	-36	-141	12	0%	770	2%	145	1%	47	4%
香雪制药	37%	152%	3%	-81%	26%	60%	71	1.2%	0.7%	20	511	-30	56	34	1%	239	0%	173	2%	78	7%
沃华医药	16%	190%	19%	142%	17%	171%	55	0.4%	0.6%	43	109	29	89	31	1%	350	1%	26	0%	-2	0%
健民集团	-8%	2%	-20%	292%	-12%	71%	40	0.8%	0.6%	-141	-226	51	52	25	1%	572	1%	70	1%	0	0%
信邦制药	-18%	-71%	-9%	11%	-15%	-38%	107	2.1%	0.6%	-163	-739	9	-77	10	0%	290	1%	279	3%	80	7%
佛慈制药	5%	119%	12%	-63%	7%	48%	40	0.2%	0.5%	18	35	-18	35	11	0%	62	0%	36	0%	-10	-1%
上海凯宝	-40%	-50%	-37%	-48%	-39%	-49%	58	0.3%	0.5%	-103	-416	-27	-103	41	1%	348	1%	39	0%	-11	-1%
华森制药	-6%	-32%	11%	-30%	0%	-31%	64	0.3%	0.4%	24	-2	-14	-43	23	1%	161	0%	31	0%	6	1%
汉森制药	-26%	-26%	4%	0%	-16%	-18%	34	0.3%	0.4%	8	-99	0	-19	22	1%	247	1%	40	0%	5	0%
金陵药业	-11%	-89%	4%	481%	-6%	-67%	33	0.9%	0.3%	24	-122	44	-159	29	1%	32	0%	189	2%	-4	0%
新光药业	-7%	7%	11%	12%	0%	9%	35	0.1%	0.3%	8	-1	3	6	8	0%	23	0%	12	0%	-9	-1%
寿仙谷	-7%	-9%	77%	141%	15%	18%	64	0.2%	0.3%	69	50	14	10	31	1%	182	0%	52	1%	3	0%
盘龙药业	-16%	-14%	40%	65%	4%	14%	24	0.2%	0.3%	61	15	13	8	5	0%	175	0%	26	0%	1	0%
广誉远	-20%	-63%	-19%	-62%	-20%	-63%	72	0.3%	0.3%	-58	-167	-35	-109	24	1%	329	1%	61	1%	22	2%
佐力药业	9%	12%	33%	183%	17%	61%	45	0.4%	0.3%	74	113	20	24	20	0%	388	1%	59	1%	12	1%
新天药业	-17%	-28%	6%	4%	-8%	-12%	21	0.3%	0.3%	15	-47	1	-9	6	0%	263	1%	74	1%	6	1%
方盛制药	7%	-29%	23%	33%	13%	-14%	27	0.4%	0.3%	65	105	6	-10	33	1%	392	1%	74	1%	8	1%
益盛药业	-21%	-18%	-10%	40%	-18%	-2%	23	0.3%	0.2%	-23	-132	6	-1	14	0%	305	1%	65	1%	8	1%
太安堂	-8%	-39%	-9%	-60%	-8%	-48%	35	1.2%	0.2%	-87	-233	-21	-38	16	0%	376	1%	159	2%	110	10%
华神科技	-9%	-39%	22%	-49%	2%	-42%	31	0.3%	0.1%	40	10	-8	-22	18	0%	205	0%	30	0%	-6	-1%
康惠制药	-5%	-15%	-2%	1%	-4%	-9%	19	0.1%	0.1%	-3	-13	0	-3	5	0%	81	0%	17	0%	-2	0%
太龙药业	9%	7%	7%	-80%	9%	-10%	33	0.5%	0.1%	22	77	-5	-3	46	1%	123	0%	92	1%	46	4%
特一药业	-37%	-70%	-36%	-97%	-37%	-79%	26	0.2%	0.1%	-75	-253	-42	-105	26	1%	76	0%	40	0%	35	3%
启迪古汉	-26%	-10%	5%	180%	-18%	11%	23	0.1%	0.1%	3	-38	4	2	7	0%	27	0%	41	0%	-4	0%
易明医药	8%	11%	31%	6%	16%	9%	21	0.2%	0.1%	37	56	0	1	2	0%	100	0%	28	0%	1	0%
太极集团	-6%	-89%	2%	-83%	-4%	-87%	80	4.2%	0.1%	49	-346	-29	-108	61	2%	2,558	5%	510	5%	213	20%
大理药业	-35%	-96%	-15%	73%	-29%	-67%	18	0.1%	0.0%	-10	-67	2	-10	2	0%	95	0%	16	0%	0	0%
龙津药业	-23%	-220%	12%	1761%	-13%	47%	30	0.1%	0.0%	7	-24	4	1	16	0%	115	0%	19	0%	-1	0%
嘉应制药	-3%	-121%	19%	-61%	5%	-101%	26	0.2%	0.0%	24	17	-4	-21	6	0%	207	0%	37	0%	2	0%
陇神戎发	-14%	-231%	41%	15%	4%	-334%	23	0.1%	-0.1%	21	6	0	-18	4	0%	37	0%	14	0%	0	0%
未名医药	-55%	-460%	-59%	-158%	-56%	-315%	121	0.1%	-0.5%	-80	-243	-37	-155	37	1%	197	0%	97	1%	16	1%
紫鑫药业	-77%	-469%	-60%	-506%	-72%	-477%	45	0.1%	-1.2%	-120	-516	-78	-350	7	0%	29	0%	121	1%	245	23%

数据来源：Wind，西南证券整理

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn