

医药行业2021年三季度报总结：

**CXO板块维持高景气，疫苗、服务板块延续高增长**

西南证券研究发展中心  
2021年11月

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

- 我们选取了**311家**医药上市公司（包含科创板），2021年Q1-3收入总额**14054亿元**，归母净利润**1595亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：85%、90%，主要剔除了在2019、2020年、2021Q1-3提取巨额商誉减值损失的企业。2021年Q1-3全行业收入增速为**21%**，归母净利润增速为**27.2%**。2021年Q1-3实现归母净利润正增长的公司有**223家**，占比**72%**，84%（260/311）的公司实现收入正增长。

## 持续看好高景气板块：

- **CXO板块(13家)**：13家CXO公司2021Q1-3收入总额增速为43%、归母净利润总额增速为50%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长36.6%，归母净利润同比增长47.3%，三季度收入端保持高速增长，利润端增速恢复高速增长。
- **疫苗（9家）**：21Q1-3疫苗板块实现收入405亿元，5家样本公司收入实现正增长，4家公司收入增速均超过50%增长，6家公司净利润增速超过50%增长。从21Q1-3疫苗板块收入占比看，智飞占比50%；从21Q1-3年疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比63%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。
- **医疗服务（4家）**：4家医疗服务公司2021Q1-3收入约为291亿元（+40.2%）、归母净利润总额约为46.2亿元（+43%）。
- **医疗器械（83家）**：器械板块（83家样本公司，含科创板）2021Q1-3收入1543亿元（+27.6%），归母净利润487亿元（+26.8%），毛利率61%，四费率25%，净利率32%，盈利能力维持高位。医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入535.1/534.7/473.2亿元（+118%/+9.4%/-0.4%），单季度净利润185.5/174.1/127.5亿元（+259%/+1.6%/-20.9%），高基数下板块Q3单季度业绩有所承压。

**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。

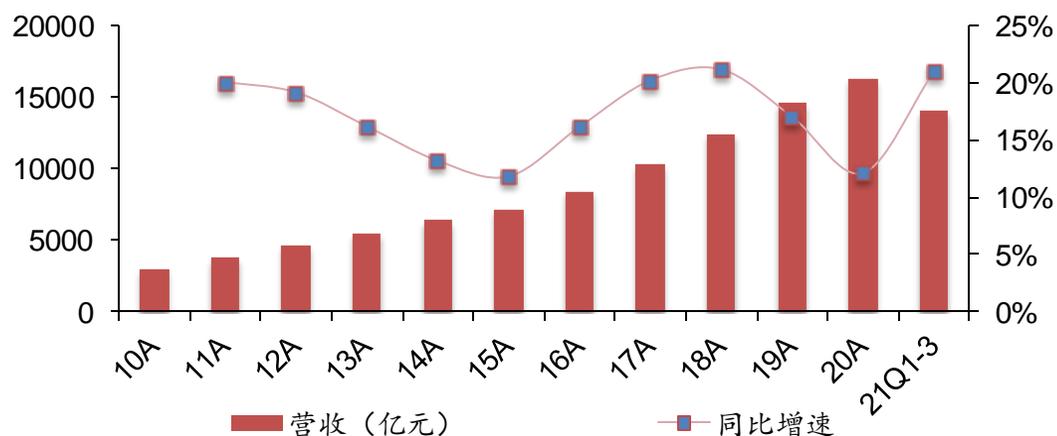
### 1.1 全行业（包括科创板公司）

- 我们选取了**311家**医药上市公司（包含科创板），2021年Q1-3收入总额**14054亿元**，归母净利润**1595亿元**，分别占申万医药全成分结果比例是：85%、90%，主要剔除了在2019、2020年、2021Q1-3提取巨额商誉减值损失的企业。
- 2021年Q1-3全行业收入增速为**21%**，归母净利润增速为**27.2%**。
- 2021年Q1-3实现归母净利润正增长的公司有**223家**，占比**72%**，84%（260/311）的公司实现收入正增长。

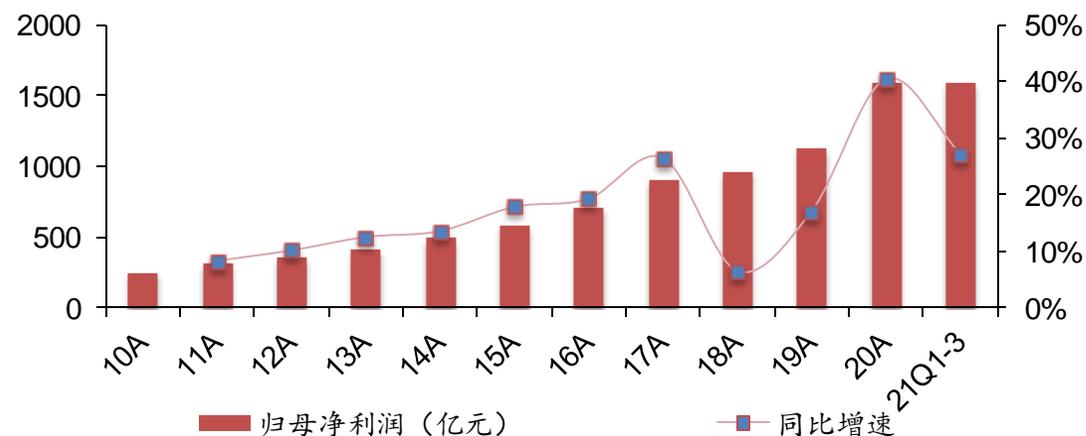
医药行业2021Q1-3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	20.99%	51	110	260	51
占比		16%	35%	84%	16%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	27.24%	85	129	223	88
占比		27%	41%	72%	28%

2010年~2020年及2021Q1-3医药行业上市公司收入总额及增速



2010年~2020年及2021Q1-3医药行业上市公司归母净利润总额及增速

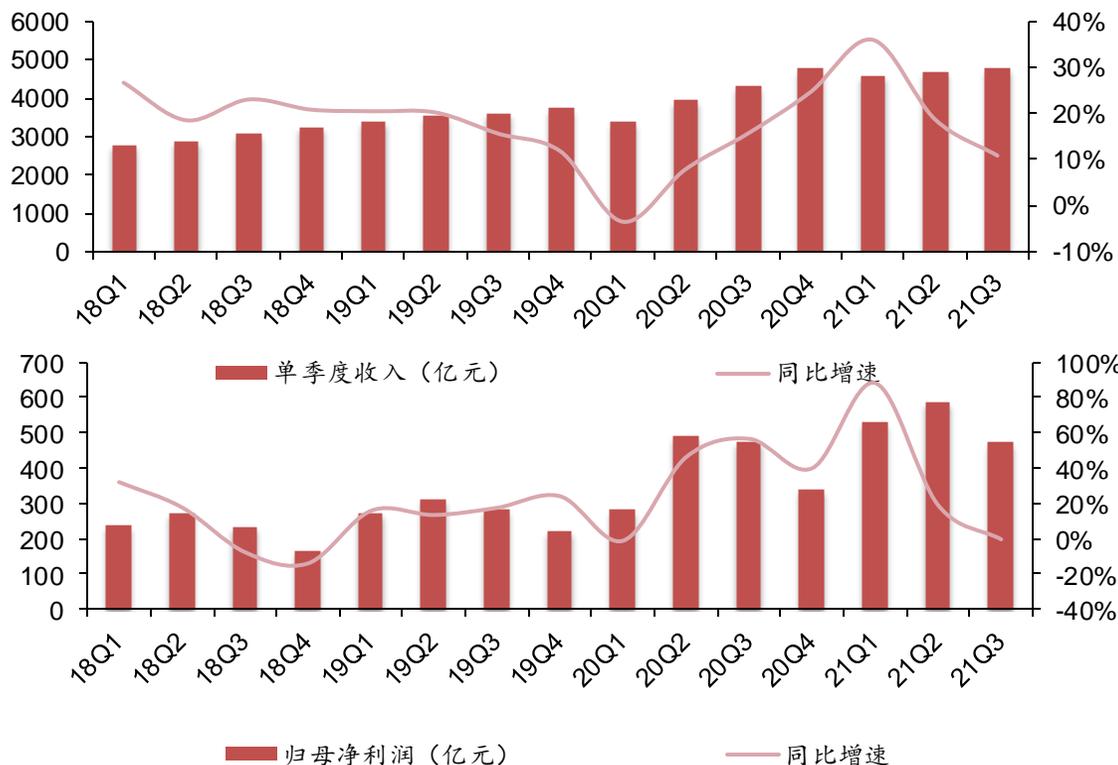


### 1.1 全行业（包括科创板公司）

分季度来看，收入增长**稳定**，归母净利润**略有下滑**。

- 营收、及扣非归母净利润增长稳定，归母净利润有所下滑，增速环比均有所下降。
- 单三季度收入同比增速**10.8%**，净利润同比增速**-0.4%**，扣非净利润同比增速**8.5%**。

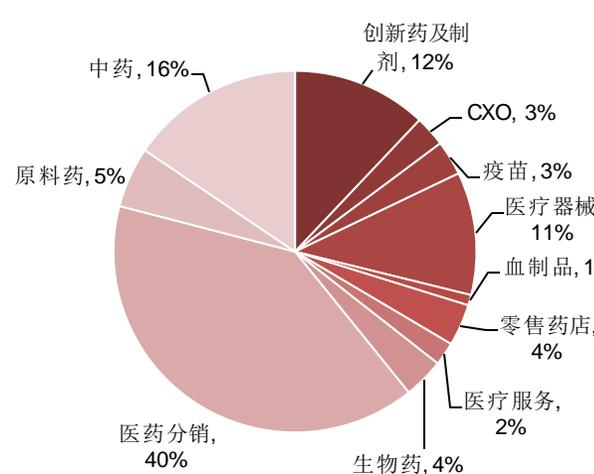
18Q1~21Q3单季度医药行业上市公司收入、归母净利润总额及增速



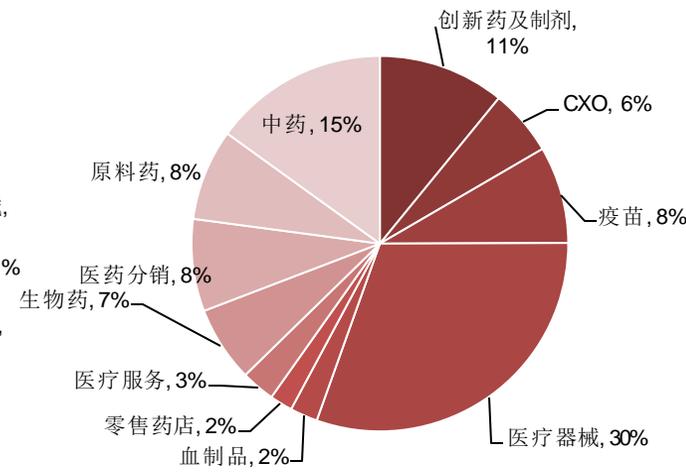
2021Q1-3分季度看医药行业整体表现

(亿元)	21Q1	21Q2	21H1	21Q3	21Q1-3
营收	45.88	46.93	92.82	47.72	140.5
同比增速	36%	18.7%	27%	10.8%	21%
归母净利润	5.32	5.89	11.21	4.74	15.95
同比增速	88.1%	19%	44.1%	-0.4%	27.2%
扣非归母净利润	4.82	5.13	9.95	4.52	14.47
同比增速	96.6%	17.8%	43.6%	8.5%	29%

21Q1-3医药行业子板块收入占全行业比例



21Q1-3医药行业子板块归母净利润占全行业比例



- 结构分化更加明显，疫苗、CXO、医疗服务、生物药、医疗器械等板块业绩快速增长。

### 2021年Q1-3

- 主要增量贡献：

- 收入：医药分销、医疗器械、中药
- 毛利：医疗器械、疫苗、中药
- 净利润：医疗器械、疫苗、CXO

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平		
	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3
疫苗	64.1%	62.5%	63.5%	235.9%	145.0%	194.0%	11.7%	2.2%	7.9%	60.4%	56.8%	59.0%
CXO	47.0%	36.8%	43.0%	50.8%	47.8%	49.9%	-0.9%	-1.6%	-1.2%	39.5%	39.8%	39.6%
医疗服务	63.0%	12.9%	40.2%	83.6%	8.3%	43.0%	3.9%	1.7%	2.5%	42.7%	47.0%	44.3%
生物药	24.3%	22.5%	23.6%	40.8%	33.9%	38.2%	-2.4%	-6.2%	-3.8%	63.9%	62.0%	63.2%
医疗器械	45.7%	-0.4%	27.6%	61.3%	-21.0%	26.8%	1.2%	-5.0%	-0.9%	62.7%	58.6%	61.5%
血制品	13.5%	28.9%	19.9%	19.8%	34.4%	25.6%	-1.3%	-1.7%	-1.2%	53.3%	59.0%	55.8%
医药分销	29.6%	11.2%	22.6%	42.2%	-16.8%	20.3%	-1.0%	-0.2%	-0.7%	10.5%	10.4%	10.4%
创新药及制剂	19.0%	1.5%	12.5%	24.6%	-8.1%	12.5%	-1.5%	-4.4%	-2.5%	57.0%	55.9%	56.6%
中药	14.7%	6.9%	12.0%	26.2%	-13.7%	12.3%	1.6%	-0.7%	0.8%	44.2%	42.9%	43.8%
零售药店	13.6%	16.3%	14.5%	17.9%	-8.2%	9.6%	1.8%	0.0%	1.2%	37.2%	36.4%	36.9%
原料药	14.2%	14.4%	14.2%	1.2%	-1.9%	0.3%	-2.1%	-4.9%	-3.1%	44.7%	43.2%	44.2%
全行业	27.0%	10.8%	21.0%	44.1%	-0.4%	27.2%	-0.1%	-1.9%	-0.7%	35.3%	34.1%	34.9%

亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
创新药及制剂	188.4	68.4	19.3
CXO	116.0	42.7	30.3
疫苗	169.2	120.9	88.0
医疗器械	334.0	194.7	102.8
血制品	21.9	10.9	7.7
零售药店	66.4	30.0	2.7
医疗服务	83.5	42.2	13.9
生物药	96.9	45.4	28.7
医药分销	1,032.5	74.5	21.4
原料药	94.9	21.6	0.4
中药	234.2	118.8	26.3
<b>全行业</b>	<b>2,437.9</b>	<b>770.1</b>	<b>341.4</b>

## 分行业来看：

- **CXO板块(13家)**：13家CXO公司2021Q1-3收入总额增速为43%，占全行业比例为3%、归母净利润总额增速为50%，占全行业比例为6%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长36.6%，归母净利润同比增长47.3%，三季度收入端保持高速增长，利润端增速恢复高速增长。
- **创新药及制剂(52家)**：52家创新药及制剂公司2021Q1-3收入总额增速为10.3%，占全行业比例为12%，归母净利润总额下降2%，占全行业比例为11%；Q3单季收入同比下降0.3%，利润端同比下滑15.3%，扣非净利润同比下降5.5%。Q3利润端有所下滑，预计由于集采、国谈等导致公司毛利率下降所致。从盈利水平看，受集采等政策冲击，板块整体盈利能力有所下降，三季度行业毛利率(57.5%)下降4.8pp，销售费用率(28%)，同比下降3pp，净利率(11.9%)下降2.1pp。
- **医疗器械(83家)**：器械板块(83家样本公司，含科创板)2021Q1-3收入1543亿元(+27.6%)，归母净利润487亿元(+26.8%)，毛利率61%，四费率25%，净利率32%，盈利能力维持高位。医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入535.1/534.7/473.2亿元(+118%/+9.4%/-0.4%)，单季度净利润185.5/174.1/127.5亿元(+259%/+1.6%/-20.9%)，高基数下板块Q3单季度业绩有所承压。
- **医疗服务(4家)**：4家医疗服务公司2021Q1-3收入约为291亿元(+40.2%)，占全行业比例为2%，归母净利润总额约为46.2亿元(+43%)，占全行业比例为3%。
- **疫苗(9家)**：21Q1-3疫苗板块实现收入405亿元，占全行业比例为3%，5家样本公司收入实现正增长，4家公司收入增速均超过50%增长。归母净利润占全行业比例为8%。6家公司净利润增速超过50%增长。从21Q1-3疫苗板块收入占比看，智飞占比50%；从21Q1-3年疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比63%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

## 分行业来看：

- **血制品（6家）**：板块2021Q1-3收入总额增速为20%，占全行业比例为1%，其中第三季度收入增速为28.9%；2021Q1-3归母净利润总额增速为25.7%，占全行业比例为2%，其中第三季度增速为34.4%。6家血液制品公司中上半年收入、利润均实现正增长。第三季度，板块毛利率下降4.3pp，销售费用率降低3.1pp，板块净利润在28%左右，维持稳定。
- **生物药（14家）**：14家生物药公司2021Q1-3收入总额增速为23.5%，占全行业比例为4%，归母净利润总额增速为37.2%，占全行业比例为7%。生物药去年同期受疫情影响较大，目前已迎来恢复。从盈利水平看，Q1-3生物药板块整体盈利能力稳中有升，行业毛利率（63%）基本保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，管理费用率（8%）、研发费用率（8.4%）保持稳定，净利率（22%）同比有所提升。
- **中药（49家）**：49家中药公司2021Q1-3收入总额增速为12%，占全行业比例为16%，归母净利润总额增速为10.3%，占全行业比例为15%，Q3单季收入稳健增长，利润同比下降；收入端增速为7%，利润端下降15.5%。从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体稳中有升，21Q1-3，行业毛利率（43%），销售费用率（23%）保持稳定，净利率（9%）略有下滑。
- **原料药（35家）**：原料药板块2021Q1-3同比增长14.2%，占全行业比例为5%，归母净利润下降0.4%，占全行业比例为8%；单三季度收入、归母净利分别为250亿元、37亿元，分别同比+14.5%、-2.6%。35家原料药公司中有26家公司收入实现正增长，其中7家超过30%，9家公司收入同比下滑。22家公司实现归母净利润正增长，其中3家增速超过50%。
- **零售药店（6家）**：6家连锁药店公司2021Q1-3收入总额增速为14.5%，占全行业比例为4%，其中第三季度收入增速为16.3%；归母净利润总额增速为10%，占全行业比例为2%，其中第三季度下降8.2%。从趋势来看，第三季度收入环比上升、净利润环比继续下降。第三季度，药店板块的毛利率为36%，销售费用率（25.5%）逐渐回归到疫情前的水平。
- **医药分销（18家）**：18家医药流通股21Q1-3收入总额增速为22.6%，占全行业比例为40%，归母净利润总额增速为20.3%，占全行业比例为8%。从盈利水平来看，单三季度毛利率为10.4%，同比下降0.2pp。三季度费用率均环比保持稳定。销售费用率同比增加0.1pp，财务费用率增加0.1pp，管理费用率同比无变化。

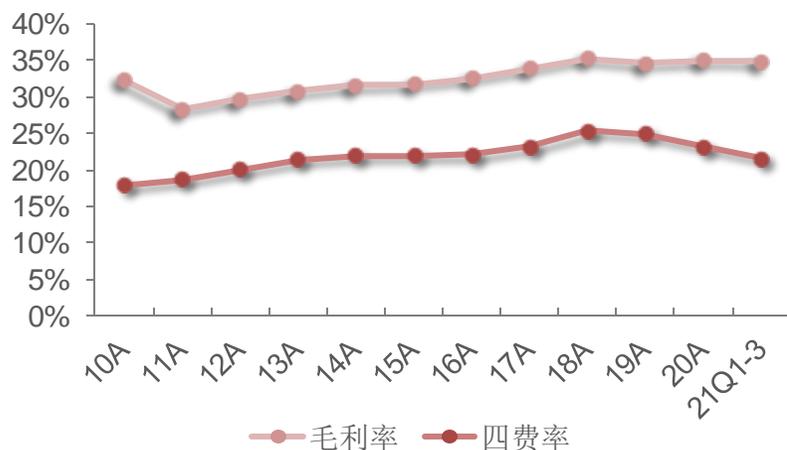
### ■ 全行业盈利分析：销售费用率降低，研发投入提升，创新是医药行业发展的基石

2021Q1-3累计收入增速21%，毛利增速19%，归母净利润增速约27%。盈利端超增长主要是销售费用增速低于收入增速。

- 研发费用同比+34%，同比提升0.3pp。
- 销售费用同比增长13%，低于收入增速，销售费用率同比降低约1pp。

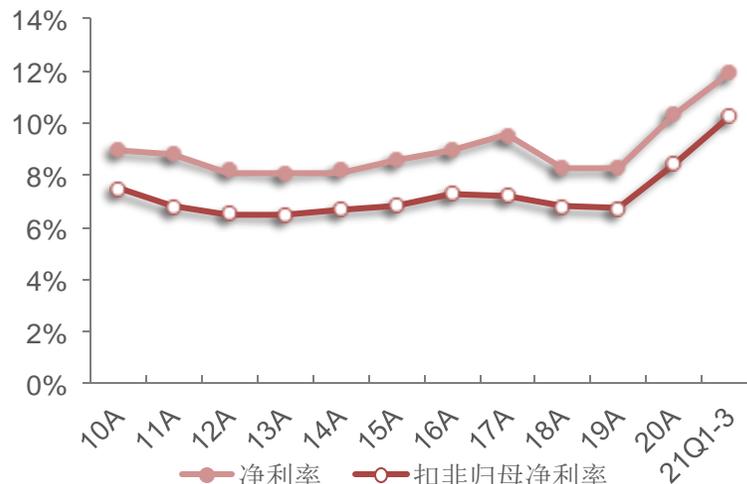
医药行业整体	21Q1-3-yoy	21Q1-3-增加额	对应费用率	费率+-pp
营业收入	21%	2438		
毛利润	19%	770		
<b>归母净利润</b>	<b>27%</b>	<b>341</b>		
销售费用	13%	213	13%	-1.0
管理费用	17%	87	4%	-0.2
财务费用	-22%	(20)	1%	-0.3
研发费用	34%	116	3%	0.3

2010年~2020年及2021Q1-3医药行业上市公司  
毛利率及四费率

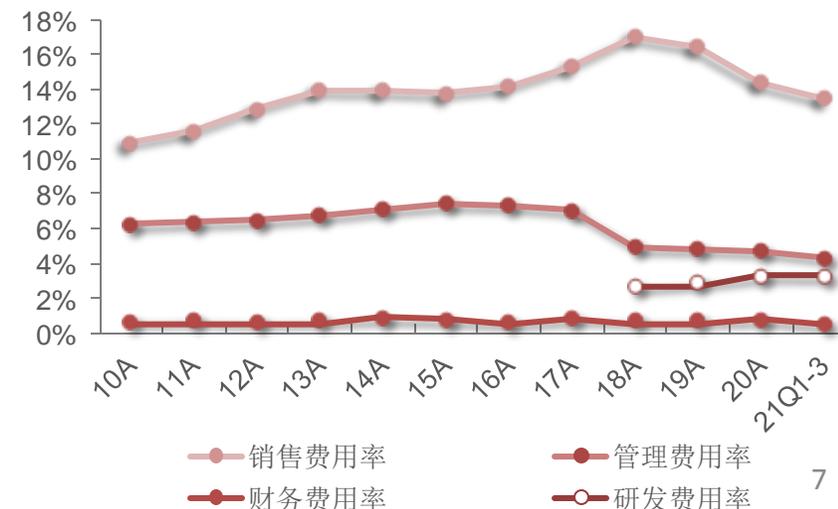


数据来源：Wind，西南证券整理

2010年~2020年及2021Q1-3医药行业上市公司  
净利率及扣非净利率



2010年~2020年及2021Q1-3医药上市公司费用率



## 分行业看研发和销售费用趋势

- 21Q1-3研发费用为461亿元（+34%）同比增加116.1亿元，其中**创新药和制剂**、**生物药**、**医疗器械**公司持续加大投入，研发费率分别同比提升1.07pp、0.86pp、0.42pp。
- 21Q1-3全行业销售费用为1896亿元（+13%）同比增加213亿元，主要受**中药**、**医疗器械**板块带动。行业销售费用率呈现下降趋势。

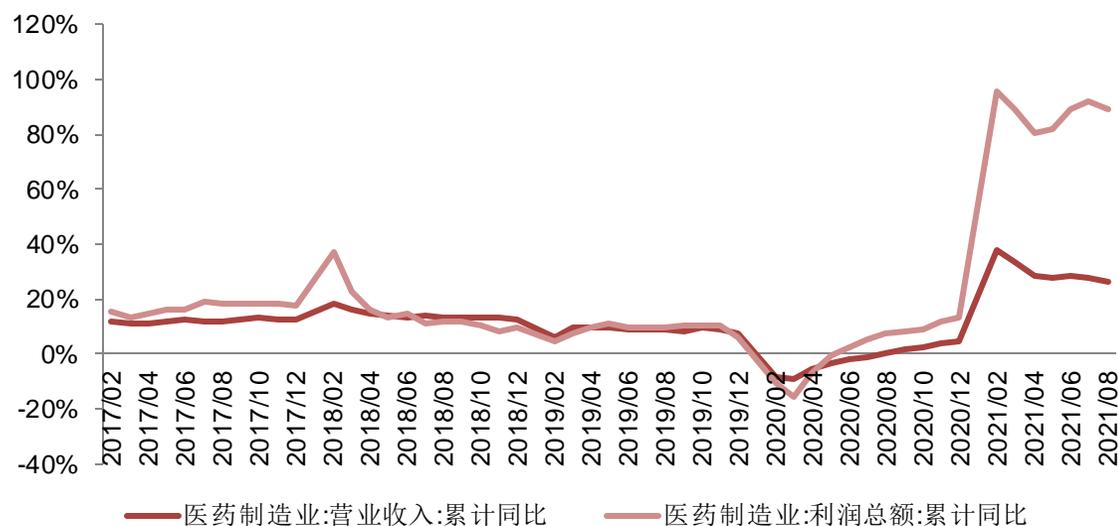
## ■ 全行业：研发费用投入提升、销售费用下降

研发费用	费用率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		绝对值同比
	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3	21Q1-3	20Q1-3	21Q1-3
创新药及制剂	9.2%	10.0%	9.5%	1.14%	1.05%	1.07%	159.8	125.9	34.0
CXO	5.1%	5.1%	5.1%	-0.31%	0.41%	-0.03%	19.6	13.8	5.8
疫苗	5.5%	4.6%	5.1%	1.60%	-0.18%	0.90%	22.3	11.3	11.1
医疗器械	5.7%	7.4%	6.2%	-0.30%	1.92%	0.42%	95.7	69.8	25.8
血制品	4.0%	2.6%	3.4%	0.46%	-0.27%	0.11%	4.5	3.6	0.9
零售药店	0.0%	0.0%	0.0%	0.03%	0.02%	0.02%	0.2	0.1	0.1
医疗服务	2.2%	2.2%	2.2%	-0.25%	0.21%	-0.04%	6.3	4.6	1.7
生物药	9.1%	8.4%	8.8%	0.93%	0.74%	0.86%	44.8	32.7	12.1
医药分销	0.3%	0.3%	0.3%	0.01%	0.06%	0.03%	16.6	12.2	4.4
原料药	5.7%	5.8%	5.7%	1.06%	0.19%	0.77%	43.6	33.0	10.6
中药	2.1%	2.4%	2.2%	0.15%	0.42%	0.24%	47.3	37.6	9.7
全行业	3.2%	3.4%	3.3%	0.3%	0.4%	0.3%	460.71	344.61	116.11
销售费用	费用率			费用率同比变动			绝对值（亿元）		绝对值同比
	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3	21H1	21Q3	21Q1-3
创新药及制剂	27.8%	27.4%	27.7%	-1.73%	-3.04%	-2.20%	468.2	449.1	19.2
CXO	3.0%	2.4%	2.7%	-0.39%	-0.57%	-0.45%	10.6	8.6	2.0
疫苗	14.6%	13.0%	14.0%	-4.48%	-9.03%	-6.26%	61.0	54.0	7.0
医疗器械	12.5%	14.5%	13.1%	-1.67%	1.83%	-0.47%	202.5	164.4	38.1
血制品	10.8%	16.5%	13.3%	-0.76%	-3.09%	-1.55%	17.6	16.4	1.2
零售药店	23.9%	25.5%	24.5%	1.67%	1.57%	1.64%	128.3	104.5	23.8
医疗服务	9.3%	9.3%	9.3%	0.14%	0.49%	0.31%	27.1	18.7	8.4
生物药	27.7%	26.6%	27.3%	-2.98%	-4.08%	-3.39%	138.7	126.1	12.5
医药分销	4.3%	4.4%	4.4%	-0.47%	-0.06%	-0.32%	244.3	214.0	30.4
原料药	12.1%	13.2%	12.4%	0.03%	-1.13%	-0.35%	94.8	85.3	9.4
中药	23.0%	23.3%	23.1%	0.66%	-0.19%	0.36%	503.2	442.1	61.1
全行业	13.4%	13.6%	13.5%	-1.1%	-0.9%	-1.0%	1896.29	1683.21	213.08

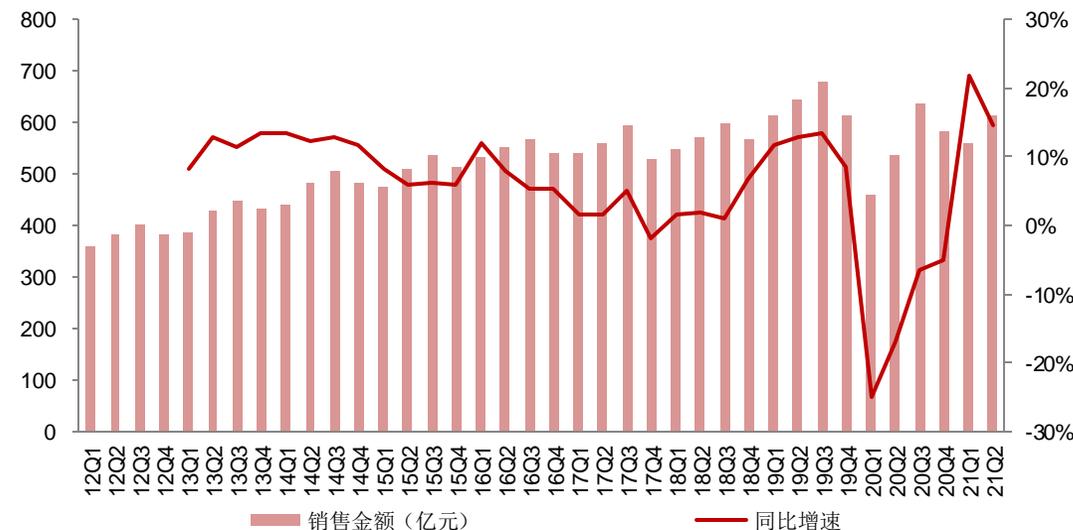
### 1.2 医药工业运行情况：医药行业累计利润总额持续回暖，医药制造业稳健恢复中

- 国家统计局规模以上医药制造业数据**：2020年全年累计实现营业收入2.49万亿元，同比+4.5%；累计实现利润总额3506亿元，同比增加13%。2021年1-8月医药制造营业收入同比增长26.2%，医药制造利润总额同比增长89.1%，主要系疫情加速恢复与2020年1-8月低基数两方面原因所致，根据收入和利润相比2019年的同比情况看，医药制造业基本恢复。
- 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。2020年PDB样本医院药品收入2213亿元，同比下降13%，其中Q1受疫情的影响，收入下滑25%，Q2/Q3/Q4单季度收入增速分别为-17%/-6%/-5%，降幅逐季收窄。2021Q1-3收入增速为18%，预计2022年将继续改善。
- 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近两年符合增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成行业主要增长动力，展望2022年，我们预计低基数和疫情进一步得到控制，医药工业整体增速将持续回暖。

医药制造业收入及利润总额累计同比增速



医药工业收入总额及增速 (PDB)



## CXO

- **收入端继续加速，利润端增速恢复高增长。** 13家CXO公司2021Q1-3收入总额增速为43%、归母净利润总额增速为50%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长36.6%，归母净利润同比增长47.3%，三季度收入端保持高速增长，利润端增速恢复高速增长。
- **盈利能力保持稳定，财务费用率保持相对在较低水平。** 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，三季度行业毛利率（40%）保持平稳，销售费用率（2.4%）、财务费用率（-0.6%）均保持平稳，扣非后净利率（17.8%）小幅提升主要与管理费用率（10.3%，-0.7pp）降低有关。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，进入2021Q1-3，人民币汇率基本保持平稳，我们预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望持续保持在较低水平。
- **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，2021Q1-3康龙化成、药石科技、药明康德和凯莱英等几家企业增速较快，昭衍新药、九洲药业和博腾股份也都保持在30%的增速。从固定资产（原值）增速来看，2021H1药石科技、康龙化成、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和博腾股份也都保持在20%以上的增速。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，现金流有望向好。** 从ROE水平来看，2021Q1-3美迪西、九洲药业、博腾股份和药石科技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，另外，CXO公司公允价值变动损益以及投资收益波动较大，对ROE造成一定波动。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，2020年大幅好转，2021Q1-3为97.8%，同比小幅下降，预计四季度随着收入逐步确认，现金流有望继续向好。
- **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，海外产能持续转移，国内创新药加速崛起，将进一步带动我国CXO行业发展，重点看好创新产业链CXO如药明康德、药明生物、皓元医药、博腾股份、凯莱英、泰格医药、九洲药业等，建议关注康龙化成、诺泰生物等。

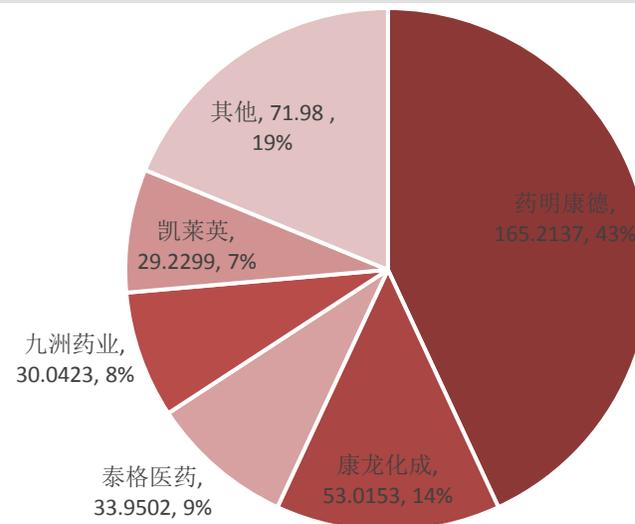
### CXO

- 13家CXO公司2021Q1-3收入总额增速为43%、归母净利润总额增速为50%，整体维持高速增长。Q3收入同比增长36.6%，归母净利润同比增长47.3%，三季度收入端保持高速增长，利润端增速恢复高速增长。
- 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，三季度行业毛利率（40%）保持平稳，销售费用率（2.4%）、财务费用率（-0.6%）均保持平稳，扣非后净利率（17.8%）小幅提升主要与管理费用率（10.3%，-0.7pp）降低有关。

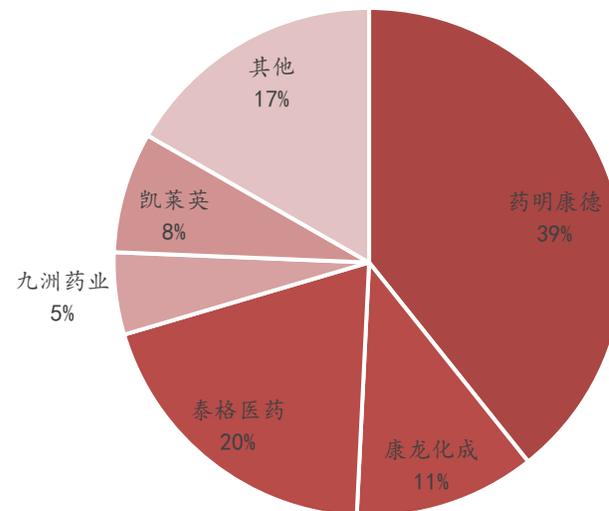
子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	42.85%	3	9	13	0
占比		23%	69%	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	49.75%	8	11	12	1
占比		62%	85%	92%	8%

21Q1-3收入前五占比

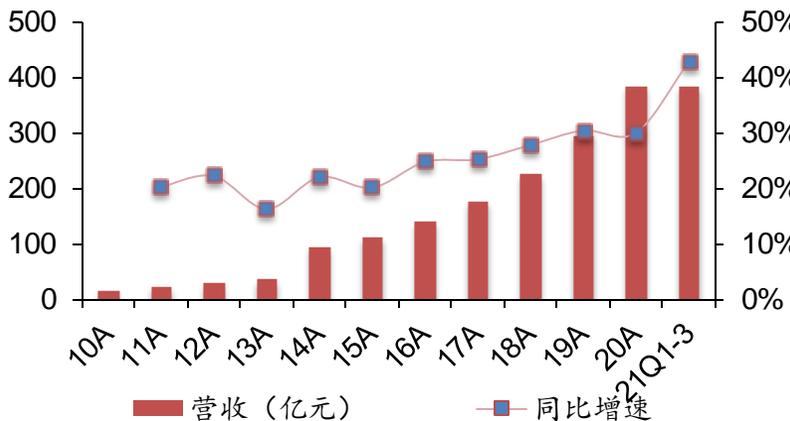


21Q1-3归母净利润前五占比

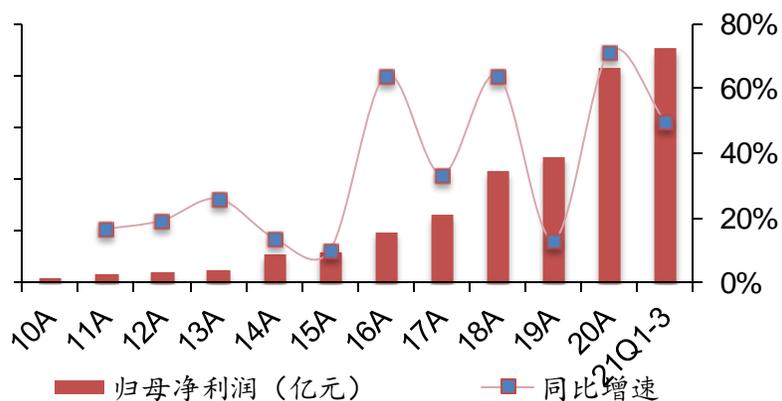


累计季度表现：收入端保持较快增长，利润端增速放缓

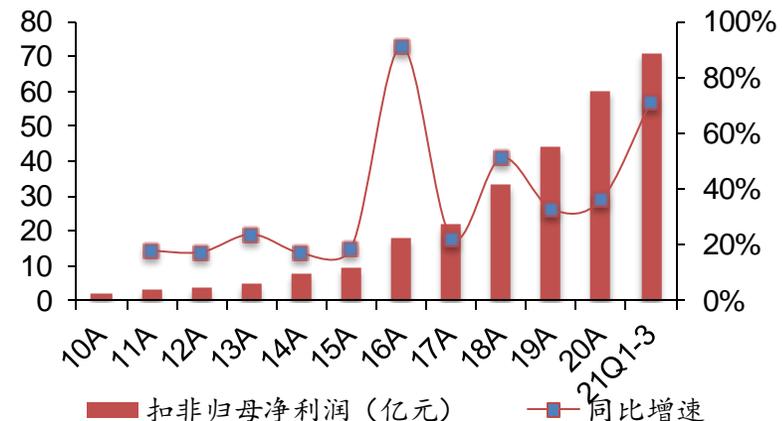
2010年~21Q1-3收入及增速



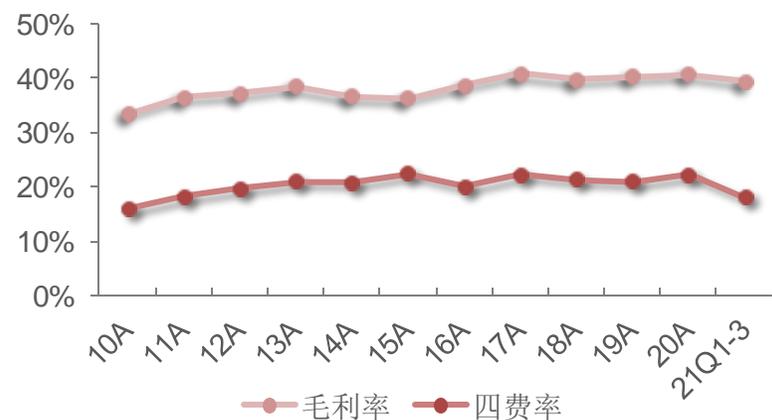
2010年~21Q1-3归母净利润及增速



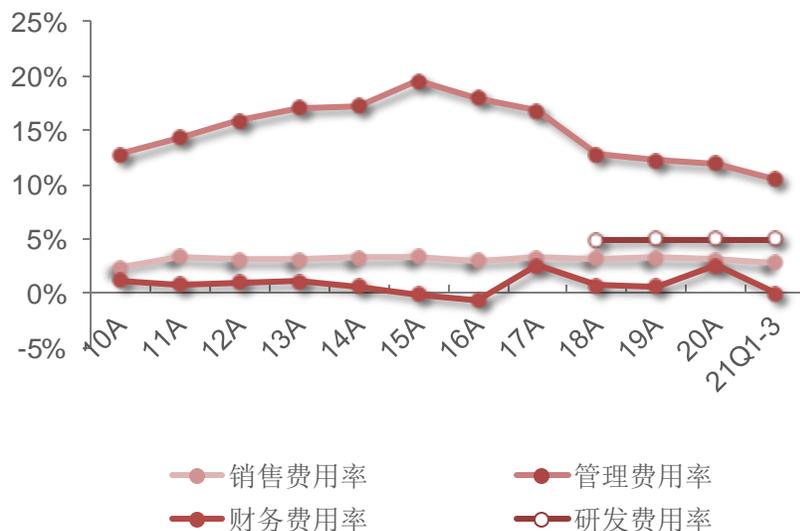
2010年~21Q1-3扣非归母净利润及增速



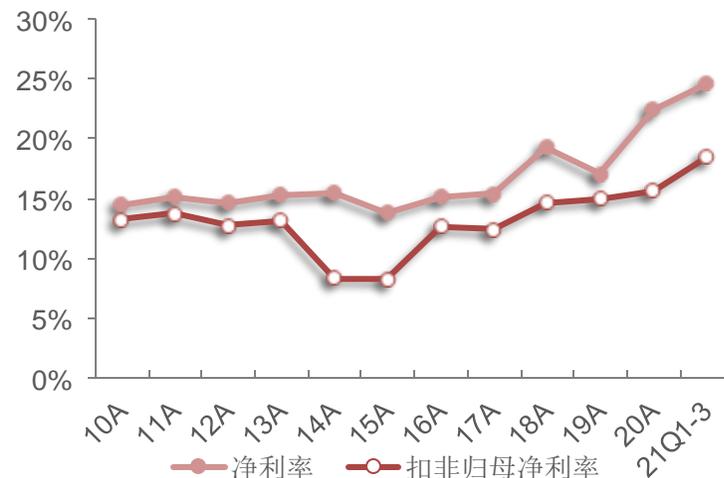
2010年~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~21Q1-3期间费用率变化趋势

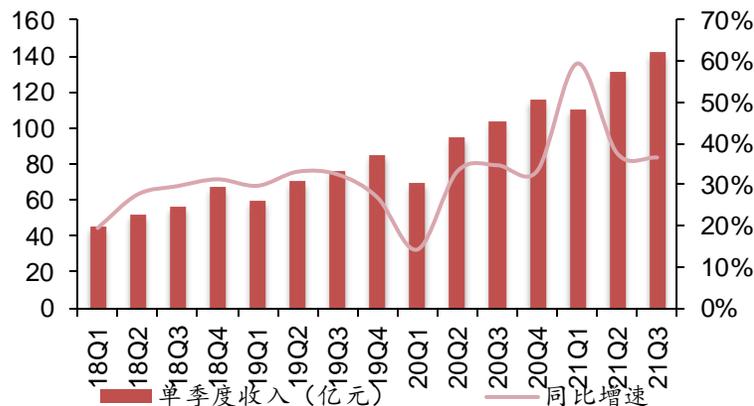


2010年~21Q1-3净利率变化趋势

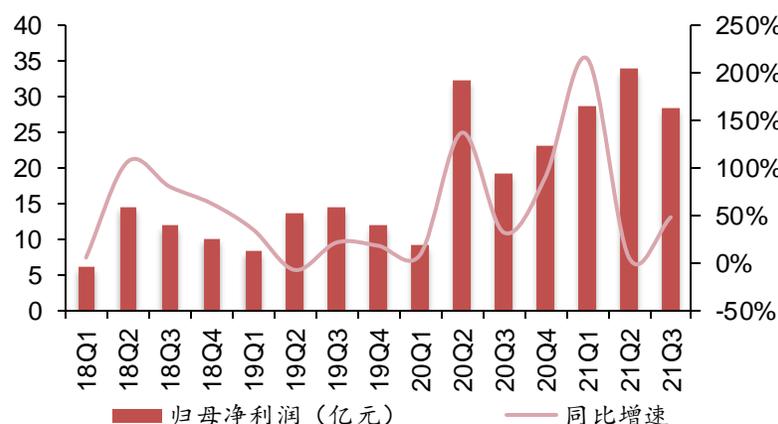


## 单季度表现：收入端保持较快增长，利润端恢复高增长

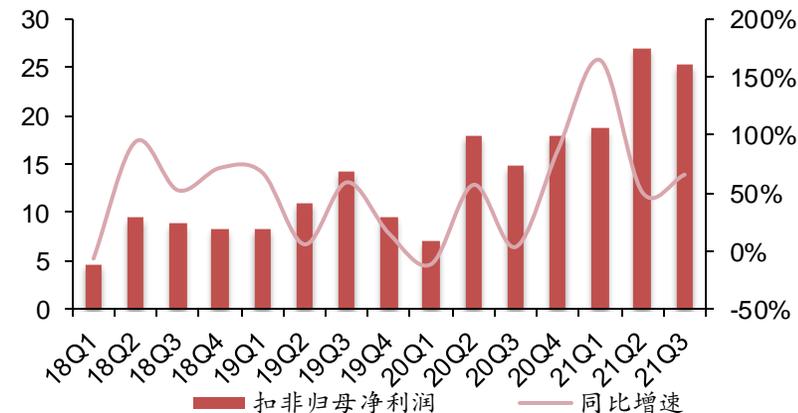
### 18Q1~21Q3收入及增速（单季度）



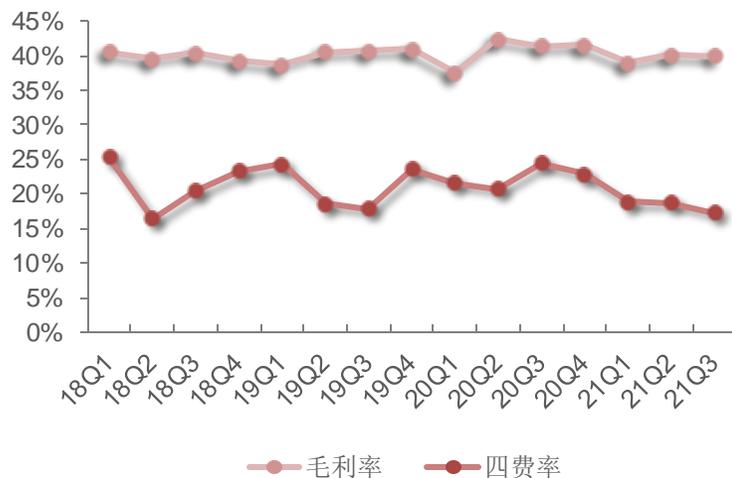
### 18Q1~21Q3归母净利润及增速（单季度）



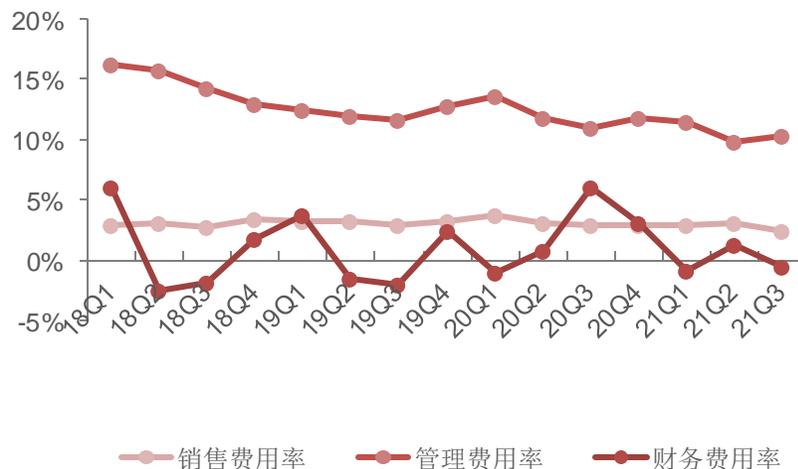
### 18Q1~21Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



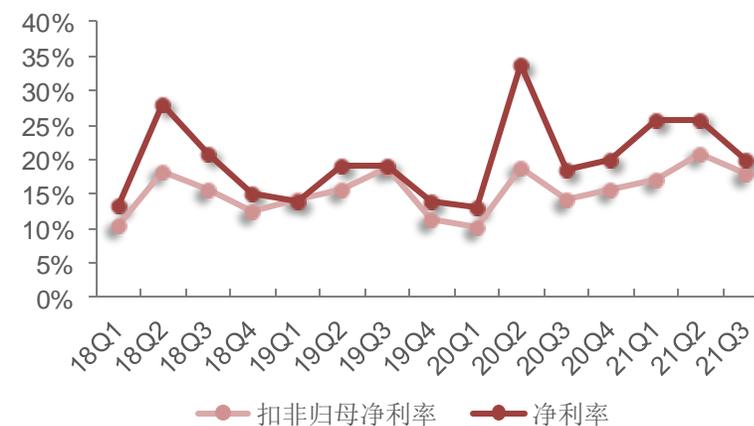
### 18Q1~21Q3毛利率与四费率变化趋势



### 18Q1~21Q3期间费用率变化趋势



### 18Q1~21Q3净利率变化趋势



## 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，2021Q1-3康龙化成、药石科技、药明康德和凯莱英等几家企业增速较快，昭衍新药、九洲药业和博腾股份也都保持在30%的增速。从固定资产（原值）增速来看，2021H1药石科技、康龙化成、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和博腾股份也都保持在20%以上的增速。
- 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	2020	2021Q1-3
药石科技		26600.00%	32.33%	1099.34%	34.70%	198.54%
昭衍新药	-8.65%	-13.91%	61.90%	-55.64%	37.72%	159.22%
博济医药	1702.26%	-3.83%	-96.58%	601.69%	-80.50%	155.06%
凯莱英	246.62%	-49.49%	189.70%	17.43%	86.22%	125.08%
康龙化成	94.10%	74.30%	-87.96%	522.73%	277.68%	119.88%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	47.54%	114.35%
博腾股份	-87.19%	-12.44%	-2.43%	43.29%	198.74%	9.64%
睿智医药	-61.83%	-46.57%	341.37%	285.44%	628.94%	-46.77%
九洲药业	14.01%	-41.54%	32.41%	114.24%	12.84%	
泰格医药					145.81%	
美迪西	-100.00%		405.06%	5.36%	-39.43%	
诺泰生物	7683.33%	161.88%	345.87%	407.90%	-98.53%	

### CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
药石科技		20.50%	36.95%	20.19%	14.86%	255.28%
康龙化成			31.87%	12.04%	14.84%	30.93%
药明康德			21.82%	24.01%	27.51%	30.77%
凯莱英	11.05%	41.94%	21.67%	32.77%	22.45%	27.25%
博腾股份	48.89%	12.70%	-13.55%	9.77%	13.44%	25.82%
睿智医药	6.11%	11.90%	174.10%	18.27%	12.38%	16.10%
昭衍新药		3.34%	23.23%	37.69%	12.51%	9.02%
九洲药业	8.20%	7.36%	5.20%	95.87%	5.52%	4.20%

### CXO盈利能力持续提升，现金流情况良好

- 从ROE水平来看，2021Q1-3美迪西、九洲药业、博腾股份和药石科技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，另外，CXO公司公允价值变动损益以及投资收益波动较大，对ROE造成一定波动。
- 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，2020年大幅好转，2021Q1-3为97.8%，同比小幅下降，预计四季度随着收入逐步确认，现金流有望继续向好。

CXO历年ROE情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-3
药石科技	17.85%	21.18%	22.84%	22.97%	22.94%	21.76%	20.76%
皓元医药	22.89%	40.62%	17.31%	14.67%	21.55%	27.67%	18.39%
美迪西	71.22%	33.12%	15.64%	19.15%	13.94%	12.23%	15.07%
九洲药业	11.63%	4.40%	5.65%	5.74%	8.52%	12.88%	11.43%
康龙化成	26.77%	18.32%	12.28%	15.68%	16.70%	14.13%	11.18%
凯莱英	18.62%	24.11%	17.93%	18.88%	19.92%	18.16%	10.98%
泰格医药	17.23%	9.34%	13.89%	17.52%	23.65%	18.68%	10.62%
博腾股份	11.95%	14.30%	8.12%	5.79%	6.25%	10.09%	10.61%
药明康德	14.45%	29.10%	21.14%	23.98%	10.57%	12.91%	10.23%
诺泰生物	0.00%	-50.79%	14.98%	8.22%	6.04%	13.73%	6.65%
博济医药	7.19%	0.48%	-5.84%	1.80%	1.58%	3.94%	5.96%
昭衍新药	26.82%	22.10%	20.57%	17.99%	24.35%	30.78%	4.54%
睿智医药	8.52%	8.74%	7.33%	10.75%	6.20%	6.55%	0.61%

CXO企业现金流情况



### CXO

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	46%	56%	31%	36%	40%	50%	3910	1,401	4,707	236	1,194	644	4%	497	3%	1506	9%	46	0%
康龙化成	50%	18%	45%	53%	48%	32%	1348	623	1,716	165	251	110	2%	104	2%	598	11%	12	0%
泰格医药	42%	26%	58%	65%	48%	35%	1272	490	1,095	207	463	155	5%	96	3%	389	11%	-176	-5%
九洲药业	85%	112%	54%	80%	72%	98%	394	398	1,258	88	234	122	4%	37	1%	244	8%	17	1%
凯莱英	39%	36%	42%	39%	40%	37%	924	346	840	75	189	257	9%	64	2%	312	11%	-3	0%
博腾股份	36%	64%	38%	35%	36%	51%	451	211	542	88	122	224	11%	68	3%	188	9%	2	0%
量子生物	26%	-87%	4%	-77%	18%	-82%	72	17	192	-33	-68	91	7%	44	4%	193	15%	59	5%
药石科技	35%	337%	6%	11%	24%	211%	277	16	177	6	300	81	9%	25	3%	102	11%	0	0%
昭衍新药	35%	70%	38%	121%	36%	73%	481	88	225	52	130	35	4%	12	1%	196	23%	11	1%
美迪西	86%	142%	75%	142%	82%	142%	352	129	353	40	106	56	7%	32	4%	58	7%	-3	0%
皓元医药	83%	110%	47%	92%	69%	104%	222	77	283	24	73	69	10%	48	7%	75	11%	4	1%
诺泰生物	43%	6%	-11%	5%	20%	6%	86	-18	75	2	5	44	10%	10	2%	104	23%	6	1%
博济医药	10%	19%	40%	153%	21%	71%	35	27	38	12	14	20	9%	14	6%	36	17%	0	0%

### 创新药及制剂：高基数、集采、医保控费多因素影响，2021Q1-3收入增速放缓、利润下滑

- **高基数、集采、医保控费多因素影响，2021Q1-3收入增速放缓、利润下滑**：52家创新药及制剂公司2021Q1-Q3收入1508亿元（+10.3%），归母净利润182.6亿元（-2%），毛利率58%，四费率43%，净利率为13%，创新药与制剂板块Q3单季度收入503.7亿元（-0.3%），单季度净利润59.7亿元（-15.3%），Q3单季度毛利率57.5%（-4.8pp），单季度四费率43.4%（-2.3pp），单季度净利率11.9%（-2.1pp）。去年三季度疫情影响导致行业产生高基数，以及集采影响扩大、医保控费等多重因素影响之下，创新药及制剂板块三季度收入端和利润端双双下滑。
- **“量”“质”齐升，同质化创新待突破**。中国已经完成了创新药初始的量变过程，医药创新能力也逐步得到了国际认可，越来越多由中国公司开发的创新药正走向国际，从早期就开始布局全球多中心临床试验，并获得FDA的快速通道资格认定。但是，我国的研发基础相对薄弱，创研研究以跟进热点前沿为主，同质化严重。预计me too新药的开发在未来3-5年可能会内卷到极致，me too策略会迅速失灵，以最为火热的PD-1单抗为例，恒瑞医药的PD-1单抗以降价85%进入医保，自2021年3月1号执行医保后，收入呈现环比负增长。未来，差异化、高技术壁垒的创新药才具有定价权，才能脱颖而出，引起增长浪潮。
- **Pharma转型加速，Biotech展现国际化竞争实力**。pharma的优势在于研发资金充裕、具有成熟的营销推广团队，关键需要产品加持，白马龙头恒瑞今年9月连续引进2款国内biotech产品，树立积极、开放参与创新的风向标。信达和百济的PD-1单抗国内获批肝癌和肺癌大适应症，康方和誉衡两款新PD-1获批上市，泽布替尼、恩沙替尼、阿美替尼等表现优异，荣昌HER2-ADC和百济PD-1刷新license-out单药交易金额，创新实力逐步得到国际化认可。
- **投资建议**：pharma：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、石药集团，biotech：君实生物、信达生物、贝达药业、泽璟制药、微芯生物等，转型中创新公司：康辰药业、冠昊生物、海普瑞、博瑞医药等。

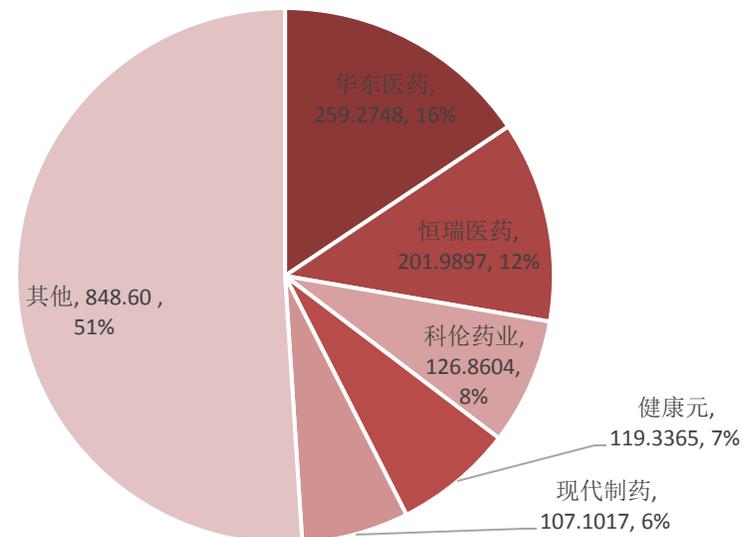
### 创新药及制剂

- 52家创新药及制剂公司2021Q1-3收入总额增速为10.3%、归母净利润总额下降2%；Q3单季收入同比下降0.3%，利润端同比下滑15.3%，扣非净利润同比下降5.5%。Q3利润端有所下滑，预计由于集采、国谈等导致公司毛利率下降所致。
- 从盈利水平看，受集采等政策冲击，板块整体盈利能力有所下降，三季度行业毛利率（57.5%）下降4.8pp，销售费用率（28%），同比下降3pp，净利率（11.9%）下降2.1pp。

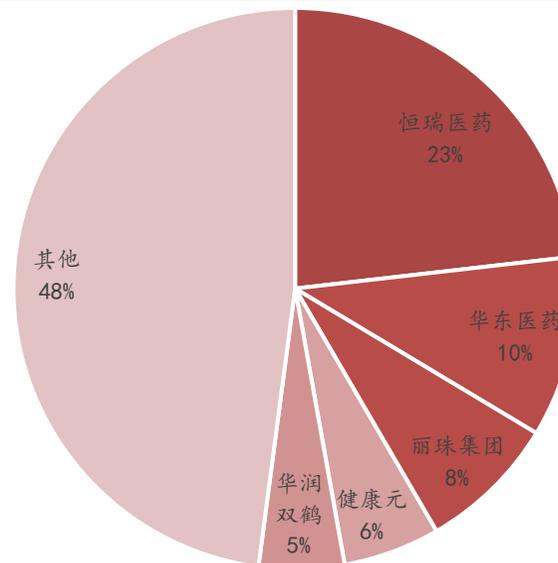
子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	10.25%	6	11	41	23
占比		9%	17%	64%	36%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.98%	12	17	30	34
占比		19%	27%	47%	53%

21Q1-3收入前五占比



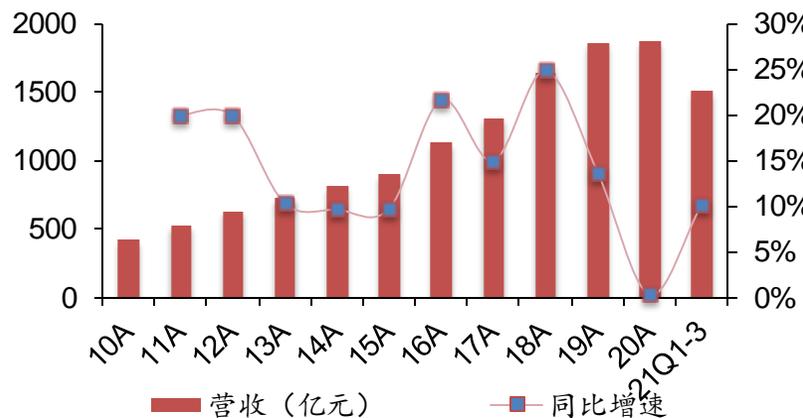
21Q1-3归母净利润前五占比



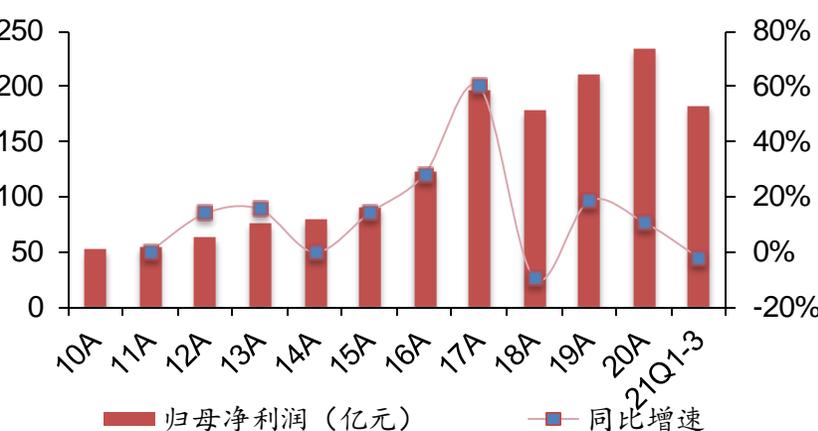
## 累计季度表现

- 创新药及制剂板块（52家样本公司，含科创板）2021Q1-3收入1508亿元（+10.3%），归母净利润182.6亿元（-2%），毛利率58%，四费率43%，净利率为13%，集采影响扩大、医保控费导致收入增速放缓，业绩下滑。

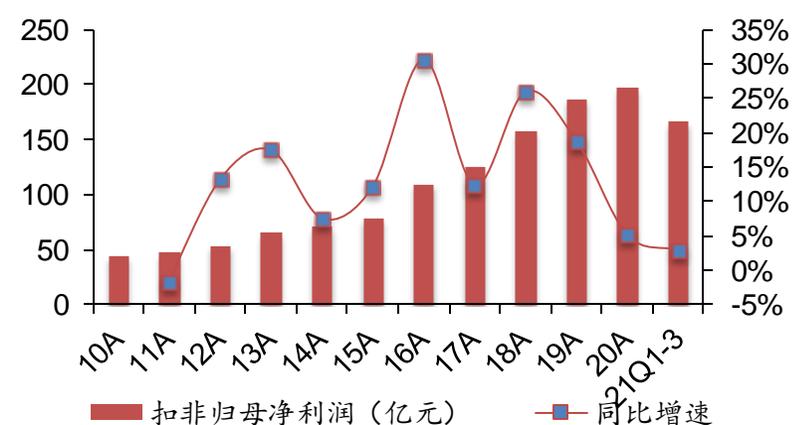
### 2010年~21Q1-3收入及增速



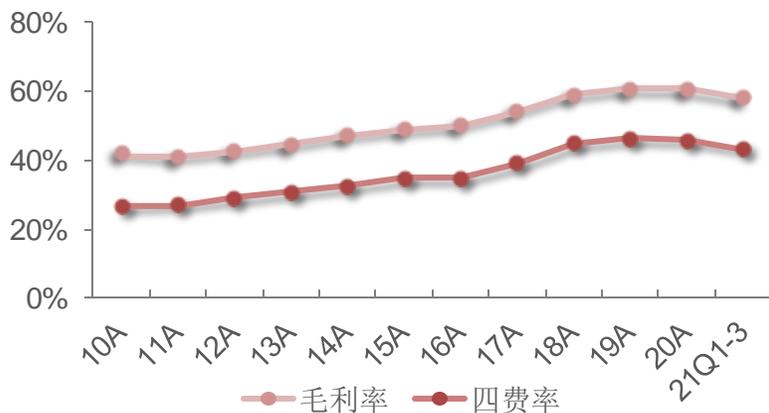
### 2010年~21Q1-3归母净利润及增速



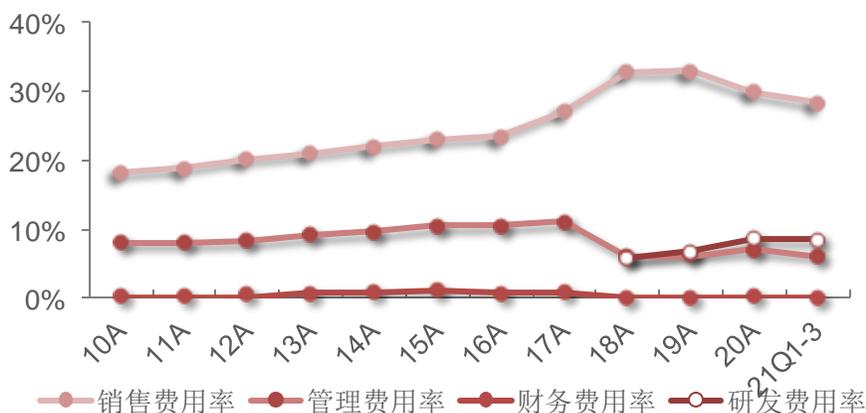
### 2010年~21Q1-3扣非归母净利润及增速



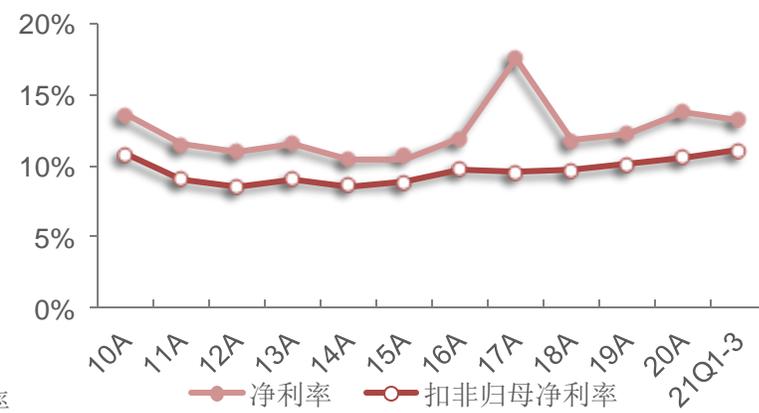
### 2010年~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 2010年~21Q1-3期间费用率变化趋势



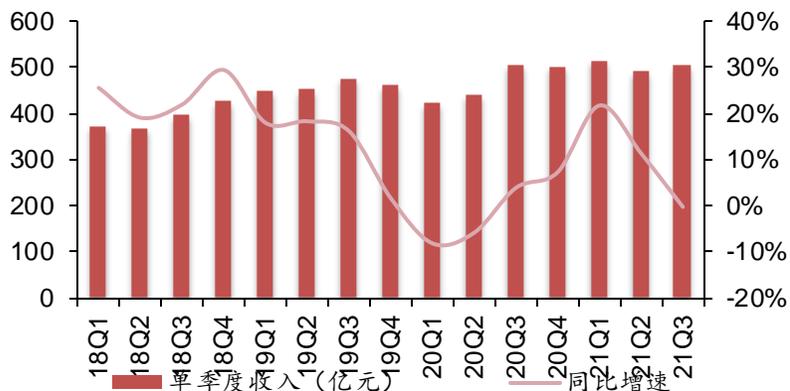
### 2010年~21Q1-3净利率变化趋势



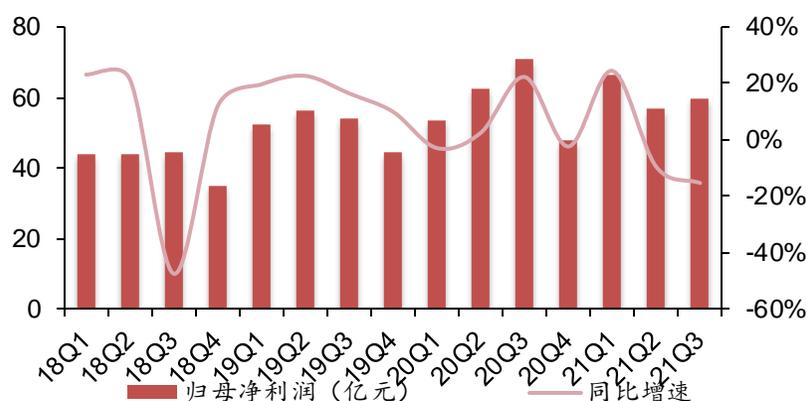
## 单季度表现

- 创新药及制剂板块Q1/Q2/Q3单季度收入514.1/489.8/503.7亿元（+21.7%/+11.3%/-0.3%），单季度净利润66.4/56.5/59.7亿元（+24.4%/-9.5%/-15.3%），高基数，集采影响扩大，医保控费等多重因素影响之下，创新药及制剂板块三季度收入端和利润端双双下滑。
- Q3单季度毛利率57.5%（-4.8pp），单季度四费率43.4%（-2.3pp），单季度净利率11.9%（-2.1pp）。

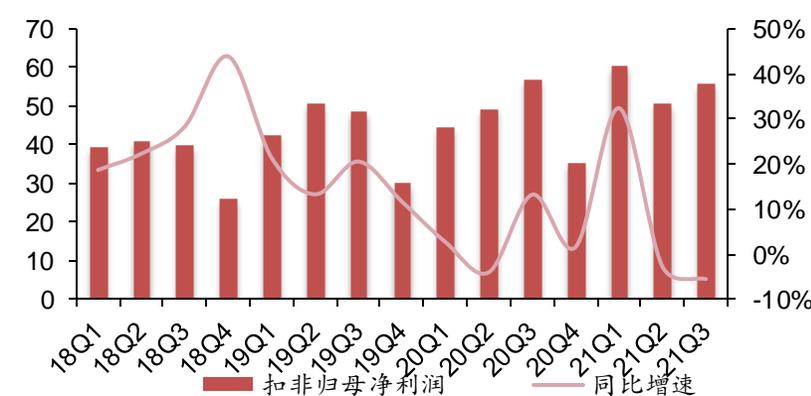
### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



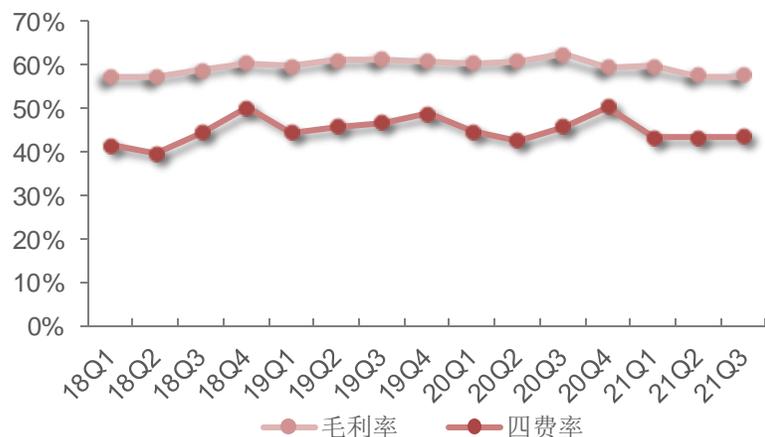
### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



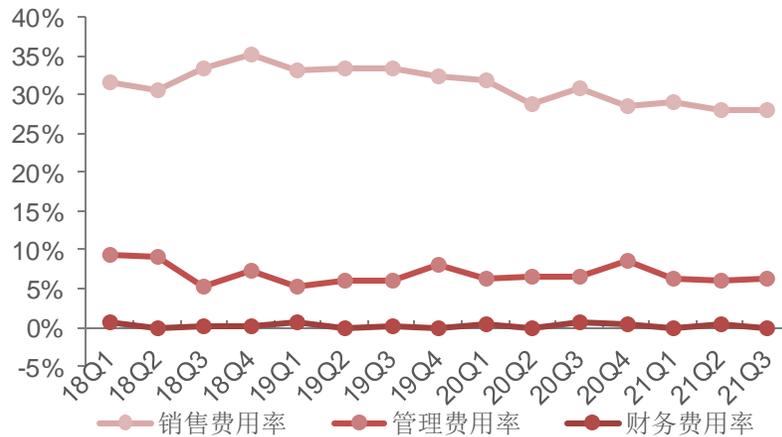
### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



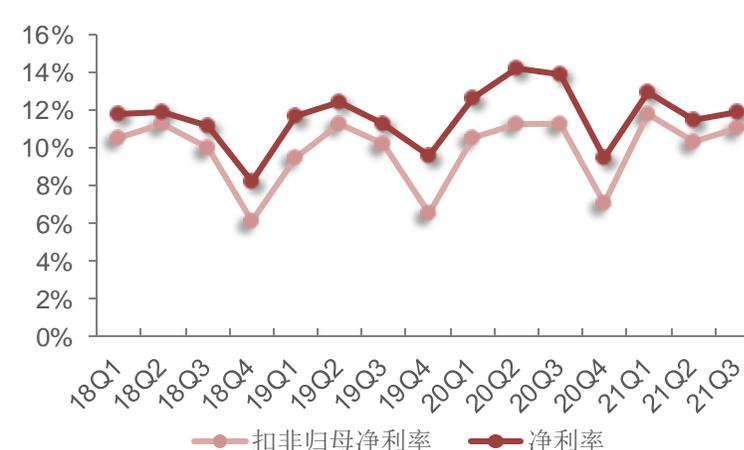
### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3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	Q2		Q3		Q1-3		市值	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	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
华东医药	3%	-25%	-1%	-10%	2%	-21%	638	-92	427	-65	-496	728	3%	4,165	16%	860	3%
恒瑞医药	18%	0%	-15%	-4%	4%	-1%	3142	-1,203	786	-57	-51	4142	21%	6,996	35%	1539	8%
科伦药业	14%	143%	0%	19%	9%	69%	260	22	1,023	57	347	1189	9%	3,767	30%	880	7%
健康元	21%	2%	13%	28%	18%	9%	224	471	1,831	70	81	959	8%	3,820	32%	651	5%
现代制药	23%	30%	-2%	-33%	14%	0%	97	-74	1,346	-99	1	386	4%	2,760	26%	547	5%
丽珠集团	22%	6%	11%	-6%	18%	2%	287	303	1,444	-27	31	786	8%	3,087	33%	487	5%
华润双鹤	12%	7%	1%	-8%	8%	2%	119	19	502	-25	16	266	4%	2,046	30%	568	8%
华仁药业	331%	109%	269%	131%	305%	117%	48	1,145	3,084	25	63	49	1%	213	5%	60	1%
鲁抗医药	20%	-69%	8%	644%	16%	-64%	61	82	485	12	-147	171	5%	367	10%	126	4%
恩华药业	26%	16%	15%	20%	22%	18%	152	135	517	43	101	235	8%	1,012	35%	112	4%
康弘药业	36%	26%	-1%	-5%	21%	13%	170	-10	497	-12	74	582	20%	1,130	40%	258	9%
丰原药业	10%	10%	3%	107%	8%	28%	32	28	193	14	20	51	2%	524	20%	91	3%
京新药业	1%	20%	2%	7%	1%	15%	72	13	32	11	57	224	9%	609	25%	123	5%
奥赛康	11%	15%	-36%	-49%	-10%	-18%	99	-441	270	-122	-87	245	10%	1,472	60%	107	4%
天宇股份	3%	-53%	-15%	-87%	-3%	-64%	146	-99	-64	-171	-372	163	8%	28	1%	324	17%
海思科	-12%	40%	-31%	-126%	-20%	-32%	189	-289	-464	-219	-128	284	15%	684	36%	259	14%
福安药业	5%	-19%	-8%	13%	0%	-9%	47	-54	6	9	-17	81	4%	799	44%	146	8%
贝达药业	21%	50%	2%	-64%	14%	-32%	315	13	217	-238	-167	366	21%	665	39%	205	12%
北大医药	33%	48%	4%	41%	22%	45%	37	25	302	7	17	20	1%	532	31%	80	5%
一品红	46%	47%	29%	47%	38%	47%	92	157	459	54	92	100	6%	955	58%	101	6%
山大华特	21%	70%	5%	-3%	15%	40%	59	27	206	-3	91	49	3%	256	16%	97	6%
联环药业	23%	21%	18%	-8%	21%	8%	24	62	205	-3	6	39	3%	332	28%	92	8%
九典制药	86%	244%	51%	152%	72%	207%	52	134	473	34	114	91	8%	567	50%	32	3%
昂利康	4%	-23%	14%	-75%	7%	-39%	30	43	69	-30	-49	36	4%	439	45%	44	4%
葫芦娃	10%	22%	18%	-22%	12%	3%	83	42	97	-7	2	56	6%	343	38%	45	5%

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
科兴制药	5%	-36%	-8%	-37%	1%	-36%	52	-24	5	-8	-42	76	8%	505	56%	61	7%	2	0%
润都股份	-12%	-15%	-5%	-30%	-10%	-20%	49	-15	-96	-10	-22	61	7%	311	36%	59	7%	2	0%
力生制药	-4%	8%	-18%	61%	-9%	23%	33	-53	-80	14	19	79	9%	264	32%	79	9%	-56	-7%
义翘神州	28%	32%	-69%	-73%	-24%	-26%	214	-395	-256	-302	-194	32	4%	63	8%	42	5%	3	0%
特宝生物	31%	55%	69%	87%	44%	67%	117	140	249	26	51	57	7%	424	52%	67	8%	-1	0%
济民制药	56%	2824%	-4%	28%	30%	316%	47	-10	181	9	110	22	3%	110	14%	70	9%	29	4%
兴齐眼药	95%	423%	32%	98%	64%	190%	106	75	301	38	102	62	8%	250	32%	86	11%	5	1%
卫信康	78%	81%	36%	84%	61%	82%	35	67	286	13	37	22	3%	190	25%	74	10%	1	0%
凯因科技	44%	36%	14%	45%	32%	41%	39	32	171	13	23	51	7%	431	61%	80	11%	-17	-2%
复旦张江	69%	125%	15%	-5%	41%	40%	109	38	202	-3	34	159	23%	347	50%	38	5%	-4	-1%
北陆药业	46%	27%	-43%	-81%	9%	-19%	36	-110	57	-56	-31	32	5%	212	31%	55	8%	21	3%
灵康药业	1%	-10%	-41%	-87%	-15%	-48%	58	-120	-116	-66	-73	19	3%	390	60%	62	10%	4	1%
三生国健	36%	139%	-36%	-2021%	7%	110%	112	-86	42	-18	63	318	51%	191	30%	78	12%	-17	-3%
康辰药业	31%	-3%	-30%	-4%	8%	-3%	50	-61	47	-2	-5	66	11%	264	44%	64	11%	-18	-3%
奥锐特	5%	-19%	16%	36%	8%	-5%	52	26	45	13	-7	41	7%	22	4%	74	13%	1	0%
南新制药	-26%	-15%	-50%	-67%	-33%	-31%	37	-134	-284	-14	-22	54	9%	302	53%	43	8%	19	3%
诚意药业	8%	24%	-9%	1%	2%	15%	30	-16	11	0	15	30	6%	160	30%	66	13%	1	0%
德展健康	-45%	-44%	-3%	-62%	-39%	-48%	82	-3	-326	-35	-115	52	10%	110	21%	106	21%	-36	-7%
东亚药业	-32%	-32%	-25%	-122%	-30%	-50%	29	-43	-205	-26	-54	27	6%	8	2%	81	17%	-16	-3%
海辰药业	-16%	-42%	-21%	-40%	-17%	-42%	19	-35	-94	-5	-20	19	4%	267	59%	42	9%	5	1%
冠昊生物	29%	49%	-5%	98%	17%	62%	44	-6	53	10	23	34	9%	148	40%	42	11%	6	2%
阳光诺和	44%	44%	48%	158%	45%	67%	98	38	107	16	34	36	10%	11	3%	41	12%	1	0%
纳微科技	112%	173%	135%	221%	121%	192%	308	67	154	35	76	35	13%	38	13%	29	10%	-3	-1%
圣诺生物	10%	-23%	-10%	84%	3%	3%	26	-10	8	9	1	9	3%	123	44%	27	10%	-2	-1%
广生堂	0%	-250%	0%	-194%	0%	-237%	46	0	0	-7	-36	45	16%	124	46%	48	18%	5	2%
键凯科技	137%	190%	76%	118%	108%	154%	173	46	136	33	86	36	14%	7	3%	29	11%	-2	-1%
艾迪药业	22%	-47%	-14%	-222%	10%	-78%	62	-9	20	-11	-23	29	14%	17	3%	38	18%	-2	-1%

## 医疗器械：控费背景下，创新器械结构性行情凸显

- **2021年前三季度板块总结**：器械板块（83家样本公司，含科创板）2021Q1-3收入1543亿元（+27.6%），归母净利润487亿元（+26.8%），毛利率61%，四费率25%，净利率32%，盈利能力维持高位。医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入535.1/534.7/473.2亿元（+118%/+9.4%/-0.4%），单季度净利润185.5/174.1/127.5亿元（+259%/+1.6%/-20.9%），高基数下板块Q3单季度业绩有所承压。Q3单季度毛利率58.6%（-4.9pp），单季度四费率27.6%（+2.9pp），单季度净利率26.9%（-2.1pp）。
- **器械领域带量采购有望成为招采新常态，国采降幅预期边际回归**。带量采购正在医用耗材领域广泛开展，并有逐步蔓延至IVD、设备领域的趋势，未来“国家+地方”两个层面推进器械带量采购常态化，其中人工晶体、支架、骨科、补片等成为首当其冲的品种。国家组织高值耗材全国集采已经进行两批，从第二批关节集采结果看，平均降幅在82%，降幅总体比之前的冠脉支架小很多，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品有望实现以价换量。关节集采相比冠脉支架有所缓和，也带动市场对器械集采降幅预期的边际回归。
- **控费背景下器械行业开启新的投资周期，关注创新性&渗透率 & 国产化率 & 抗控费属性**。过去10年，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，需求端消费升级不断推进，同时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。展望未来10年（2020~2030），在控费的总基调下，市场会更加追寻创新潜力大、竞争格局优良、渗透率低、国产率低、定价权高的赛道，而成熟产品、国产化率高、竞争激烈的赛道则将面临类仿制药集采的逻辑与业绩双杀的局面，器械板块结构性机会大于板块性机会，政策免疫/抗控费成为器械重要的投资方向。
- **投资建议**。从产业链视角关注“两低”赛道（低渗透率、低国产化率）和器械医保免疫方向（器械上游+下游出海）方向。建议布局**1）低渗透率**：TAVR（启明医疗、佰仁医疗）、电生理、外周血管介入（心脉医疗）、手术机器人（微创医疗机器人）、眼科（爱博医疗、欧普康视）；**2）低国产化率**：影像领域（万东医疗）、内窥镜（开立医疗、南微医学）、IVD领域（迈瑞医疗）等；**3）医保免疫**：器械上游药机设备（东富龙、楚天科技）、药房自动化（健麾信息）、耗材生产设备（迈得医疗），下游出海国际化方向（迈瑞医疗、南微医学）、家用器械（鱼跃医疗）。

## 2021Q1-3主要细分领域表现：

- ① **IVD：常规试剂需求逐步恢复，新冠检测试剂面临高基数压力。化学发光**赛道体量大、增速快，国产化率低，2021年8月安徽开展化学发光带量采购试点，预计后续加速国产份额提升，前三季度龙头公司常规发光业务收入均已回归较高增长，但因疫情反复、河南水灾因素单Q3有所放缓。8家**分子诊断**企业2021Q1-3收入273.8亿元（+147.1%），归母净利润114.6亿元（+42.4%），高增长主要由于新冠检测试剂出口能维持高水平，单Q3增速比上半年放缓，主要因价格下降、基数增加等因素。**POCT**受常规业务逐步恢复，核心公司2021Q1-3因新冠检测贡献不同业绩有所分化，行业层面，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：超声产业链恢复较好。**万东医疗去年受益移动DR增量的企业呈现一定同比压力，超声产业链标的如迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗业务逐步恢复高增长，后续关注X射线、超声、CT、MRI等影像领域的国产突破。
- ③ **心血管器械：心血管手术逐步恢复，创新器械标的业绩领涨。**除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、惠泰医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等表现较好。
- ④ **骨科：关节带量采购结果落地，因渠道、降价等因素业绩有所承压。**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渗透率提升，带量采购仍是压制骨科行业价格最大的不确定性因素，从2021年9月14日公布的关节集采中标价格来看，平均降幅在82%，降幅总体好于预期，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品量的份额有望提升，但因渠道、降价等因素业绩有所承压。
- ⑤ **肾科：治疗刚需品种，业绩延续高增长态势。**前三季度健帆生物和三鑫医疗业绩维持高速增长。
- ⑥ **眼科：需求旺盛，核心公司业绩高增长。**2021Q1-3爱博医疗、欧普康视、昊海生科业绩呈现高速高速增长。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：行业稳健增长，国产替代正当时。**内镜产业链（硬镜+软镜+相应的诊疗耗材等）需求稳健增长，国产化率普遍较低（硬镜和软镜整机国产化率不足10%），未来国产龙头有望受益。2021Q1-3相关公司如开立医疗（软镜业务）、海泰新光、南微医学均实现较稳健增长。

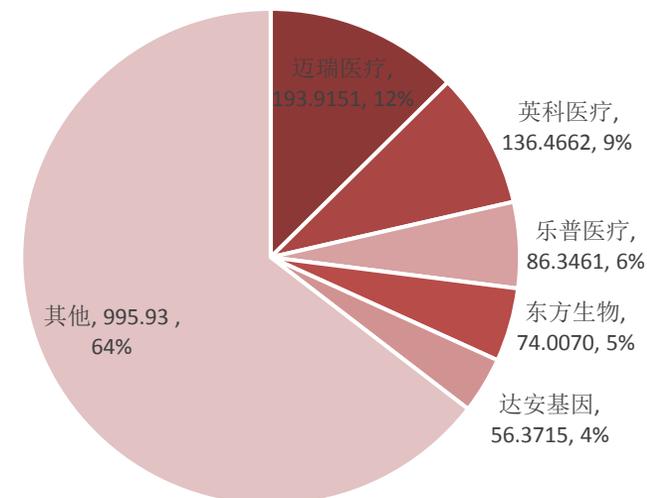
### 超8成器械公司净利润实现同比增长，前五净利润贡献近5成

- 2021Q1-3器械板块（83家样本，含科创板）收入实现正增长的有70家，占比84%，超过50%增长有23家，占比28%；
- 2021Q1-3器械板块（83家样本，含科创板）归母净利润实现正增长的有60家，占比72%，超过50%增长有28家，占比34%；
- 从收入贡献看，前五名迈瑞、英科、乐普、东方生物、达安基因贡献了36%的板块收入；
- 从归母净利润贡献看，前五名英科、迈瑞、东方生物、达安、中红贡献了46%的板块净利润。

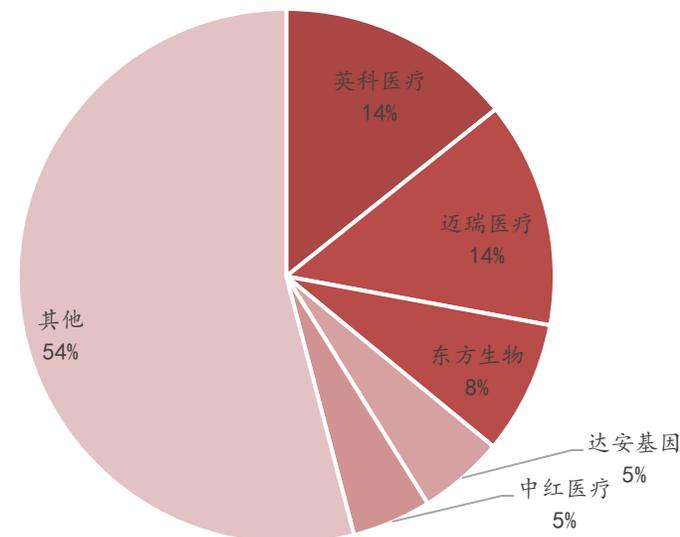
子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	27.60%	23	40	70	13
占比		28%	48%	84%	16%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	26.78%	28	43	60	23
占比		34%	52%	72%	28%

21Q1-3收入前五占比



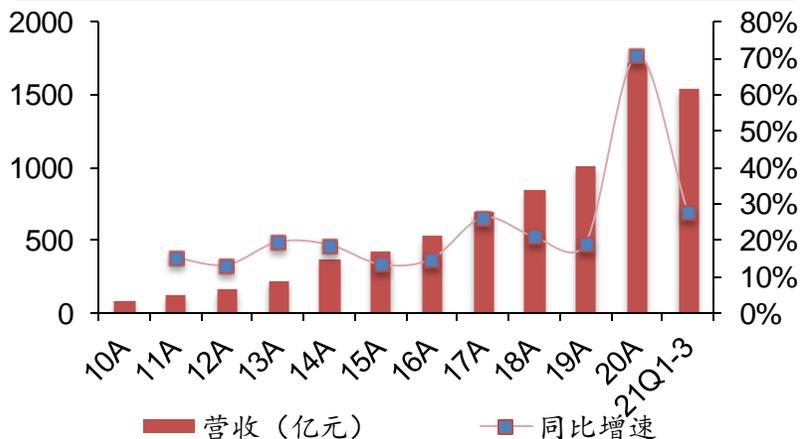
21Q1-3归母净利润前五占比



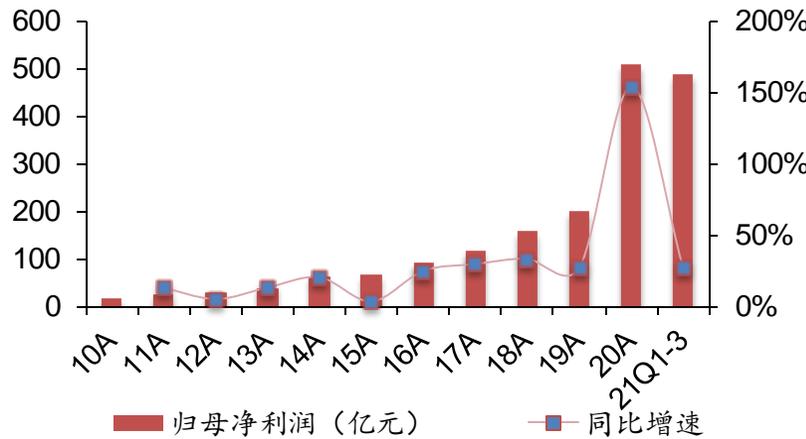
### 21Q1-3器械板块收入稳健增长，盈利能力维持高位

■ 器械板块（83家样本公司，含科创板）2021Q1-3收入1543亿元（+27.6%），归母净利润487亿元（+26.8%），毛利率61%，四费率25%，净利率32%，盈利能力维持高位。

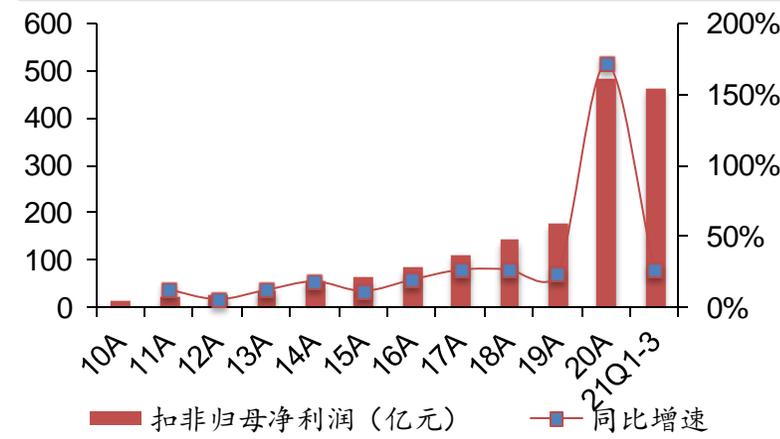
2010年~21Q1-3收入及增速



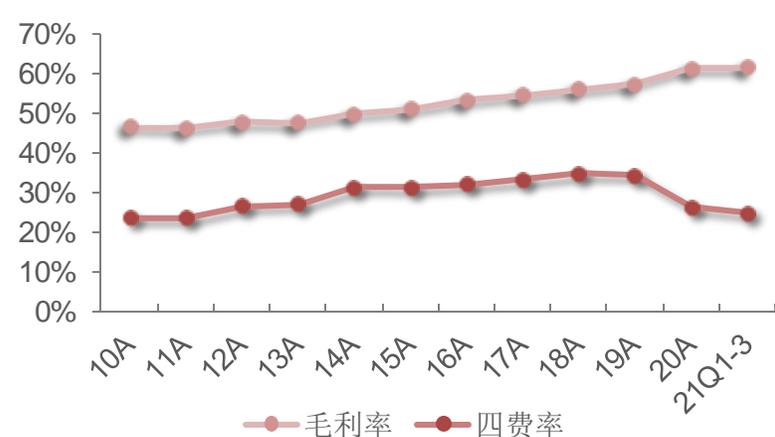
2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



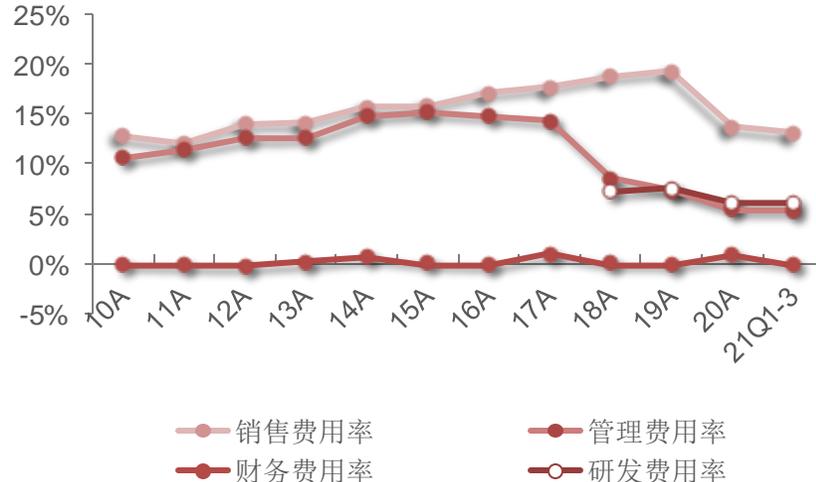
2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



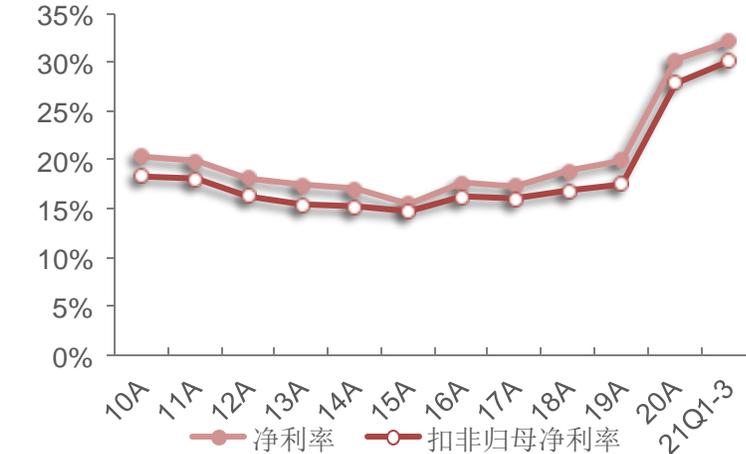
2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

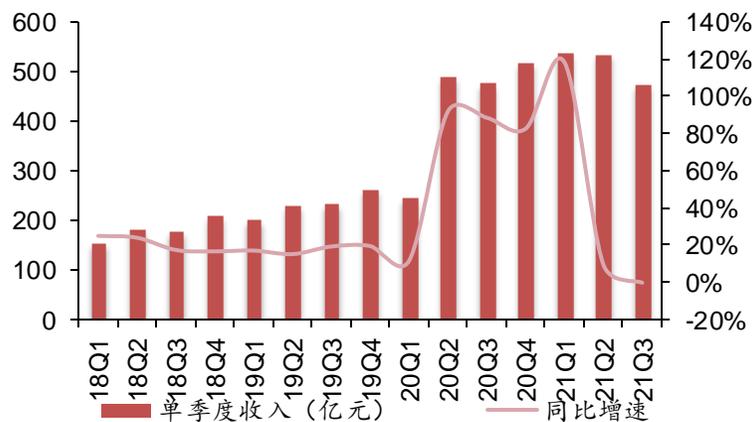


数据来源：Wind，西南证券整理

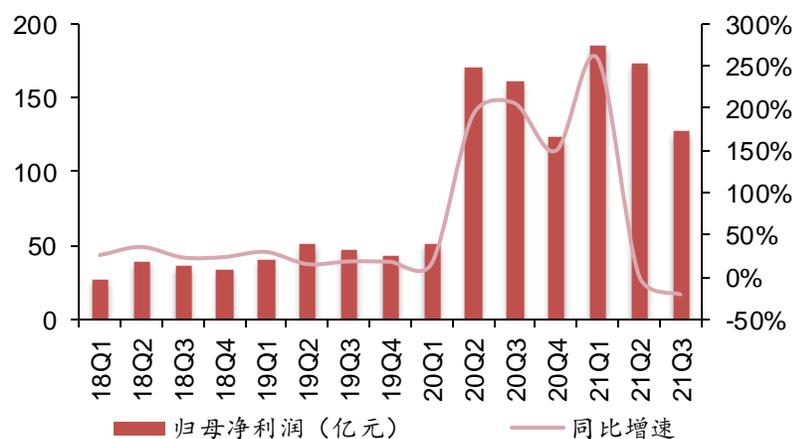
### 受高基数影响，Q3单季度同比增速下滑

- 医疗器械板块Q1/Q2/Q3单季度收入535.1/534.7/473.2亿元（+118%/+9.4%/-0.4%），单季度净利润185.5/174.1/127.5亿元（+259%/+1.6%/-20.9%），高基数下板块Q3单季度业绩有所承压。
- Q3单季度毛利率58.6%（-4.9pp），单季度四费率27.6%（+2.9pp），单季度净利率26.9%（-2.1pp）。

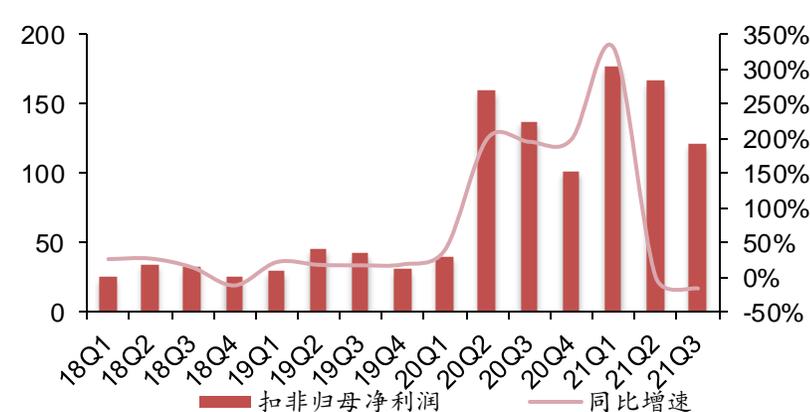
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



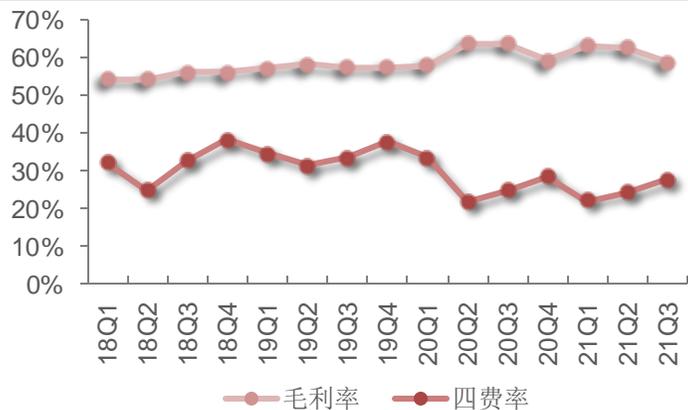
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



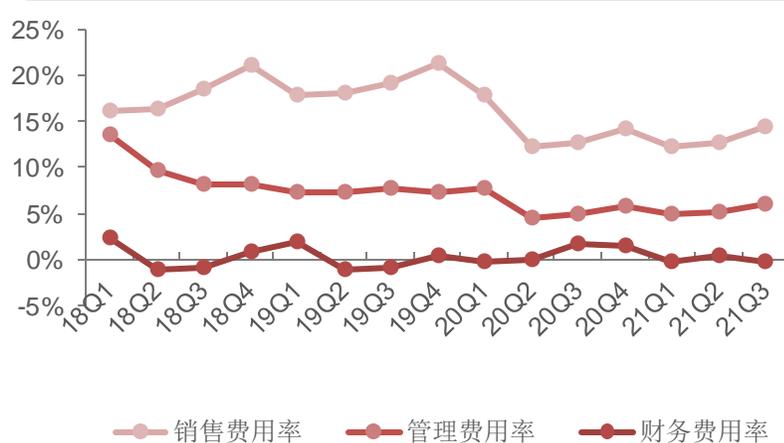
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



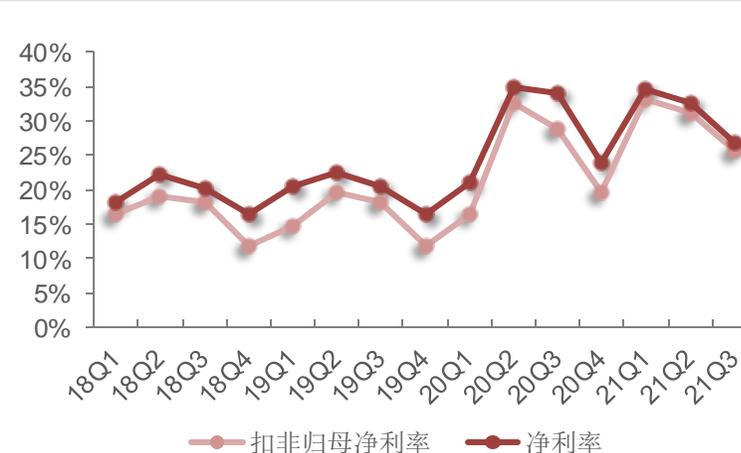
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



## 疫情受益股贡献了主要的业绩增量

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	21%	26%	20%	21%	21%	24%	4628	1,114	3,328	409	1,300	1629	8%	2,844	15%	844	4%	-86	0%
英科医疗	140%	206%	-34%	-57%	53%	59%	308	-1,523	4,702	-1,388	2,570	265	2%	264	2%	377	3%	-78	-1%
乐普医疗	54%	51%	-2%	-77%	35%	-3%	383	-35	2,248	-637	-52	604	7%	1,349	16%	532	6%	141	2%
东方生物	671%	548%	274%	274%	572%	490%	168	746	6,300	385	3,255	243	3%	688	9%	57	1%	-8	0%
达安基因	63%	105%	51%	22%	58%	64%	275	727	2,077	168	987	271	5%	617	11%	336	6%	-16	0%
鱼跃医疗	5%	-14%	20%	-1%	10%	-11%	361	290	462	-2	-159	312	6%	616	12%	257	5%	-16	0%
华大基因	-11%	-34%	-43%	-69%	-24%	-48%	378	-1,138	-1,600	-726	-1,291	355	7%	824	16%	241	5%	68	1%
中红医疗	221%	351%	-62%	-79%	47%	45%	124	-1,117	1,394	-905	720	15	0%	28	1%	54	1%	6	0%
振德医疗	-24%	-62%	-78%	-91%	-52%	-77%	84	-3,346	-4,254	-1,005	-1,615	106	3%	287	7%	311	4%	6	0%
热景生物	3904%	74262%	252%	660%	2508%	28999%	60	140	3,650	21	1,471	83	2%	183	5%	14	3%	-4	0%
科华生物	64%	149%	20%	20%	45%	81%	73	221	1,160	41	327	88	2%	458	12%	198	5%	26	1%
楚天科技	73%	1321%	149%	345%	67%	724%	121	772	2,339	128	355	308	8%	440	12%	243	7%	9	0%
圣湘生物	-3%	-9%	-18%	-19%	-9%	-13%	232	-266	-338	-145	-256	91	3%	284	9%	58	2%	4	0%
华熙生物	104%	35%	66%	14%	89%	27%	810	426	1,415	24	118	192	6%	1,397	46%	201	7%	3	0%
迈克生物	35%	71%	-3%	3%	19%	41%	161	-28	480	9	230	149	5%	423	14%	99	3%	43	1%
山东药玻	18%	15%	28%	11%	21%	13%	234	217	494	17	55	102	4%	58	2%	104	4%	-5	0%
安图生物	39%	51%	21%	26%	32%	39%	336	176	648	64	202	338	13%	427	16%	100	4%	9	0%
万孚生物	16%	24%	15%	-39%	15%	11%	158	84	334	-45	61	277	11%	942	22%	186	7%	26	1%
奥美医疗	-34%	-67%	0%	-63%	-25%	-66%	85	-3	-761	-156	-630	58	2%	47	2%	219	9%	12	0%
康德莱	17%	35%	8%	49%	14%	40%	88	56	265	28	61	125	6%	251	11%	160	7%	2	0%
硕世生物	97%	63%	97%	80%	#REF!	#REF!	75	513	1,071	220	414	62	3%	297	14%	45	2%	-16	-1%
凯普生物	157%	203%	68%	77%	97%	71%	83	282	1,075	112	374	80	4%	269	14%	162	9%	4	0%
明德生物	217%	190%	185%	173%	117%	137%	72	517	1,298	270	649	79	4%	115	6%	43	2%	-6	0%
健帆生物	37%	41%	33%	30%	203%	182%	404	148	466	56	236	96	5%	366	21%	81	5%	-16	-1%
威高骨科	32%	38%	11%	8%	35%	38%	267	45	309	10	111	82	5%	52	35%	63	4%	-22	-1%
海尔生物	56%	270%	53%	6%	24%	29%	286	205	539	8	426	174	11%	188	12%	85	6%	-12	-1%
之江生物	11%	-10%	-4%	-19%	55%	156%	93	-26	62	-52	-93	59	4%	204	14%	37	2%	-16	-1%
之江生物	11%	-10%	-4%	-19%	4%	-13%	93	-26	62	-52	-93	59	4%	204	14%	37	2%	-16	-1%
南微医学	53%	26%	43%	11%	4%	-13%	336	154	458	11	40	101	7%	254	18%	262	19%	7	1%
大博医疗	26%	20%	5%	-16%	49%	19%	192	21	195	-27	26	109	8%	440	34%	62	5%	-8	-1%
乐心医疗	80%	-19%	19%	-36%	18%	6%	25	76	429	-10	-15	93	7%	44	3%	58	5%	-1	0%
诺禾致源	37%	208%	28%	106%	51%	-28%	165	105	322	24	181	95	7%	194	15%	106	8%	6	0%
吴海生科	72%	739%	7%	-7%	34%	347%	220	27	383	-6	198	114	9%	417	33%	183	14%	-16	-5%
理邦仪器	-31%	-61%	-40%	-60%	43%	176%	66	-245	-636	-97	-385	172	4%	240	19%	71	6%	2	0%
九强生物	204%	548%	57%	67%	-34%	-61%	88	149	691	36	223	88	7%	253	21%	87	7%	7	1%
尚荣医疗	-10%	-20%	-52%	-98%	131%	255%	39	-299	-394	-34	-52	37	3%	85	7%	104	9%	3	0%
贝瑞基因	2%	-73%	3%	-110%	-25%	-41%	73	12	25	-37	-123	91	8%	214	19%	112	10%	11	1%
奥泰生物	30%	4%	194%	149%	2%	-81%	59	238	387	93	105	66	7%	30	3%	26	3%	-11	-1%

# 2 医药子行业2021年三季度报总结

## 器械



成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	92%	100%	38%	25%	63%	28%	557	116	390	37	165	21	2%	174	17%	72	7%	4	0%
凯利泰	31%	-5%	10%	11%	64%	60%	73	31	181	9	3	42	4%	201	21%	120	12%	8	1%
开立医疗	32%	333%	32%	1730%	23%	2%	119	71	228	29	112	192	20%	263	28%	64	7%	3	0%
基蛋生物	58%	78%	-16%	-19%	32%	419%	65	-61	159	-19	56	-119	13%	151	16%	54	6%	-6	-1%
亚翔龙	28%	-12%	10%	37%	21%	28%	109	29	148	18	6	99	12%	144	17%	60	7%	8	1%
拱东医疗	71%	98%	8%	8%	21%	4%	101	19	258	5	93	36	4%	32	4%	51	6%	-4	0%
三鑫医疗	17%	60%	29%	15%	44%	58%	48	72	144	6	32	23	3%	64	8%	47	6%	3	0%
奕瑞科技	44%	92%	58%	151%	21%	40%	319	99	269	70	170	91	11%	37	4%	34	4%	-20	-2%
万东医疗	-2%	-21%	31%	-13%	49%	109%	99	73	64	-6	-28	73	9%	142	18%	51	6%	-5	-1%
九安医疗	-45%	-79%	-61%	-104%	9%	-19%	30	-345	-817	-110	-313	95	12%	95	12%	145	18%	9	1%
宝莱特	-35%	-78%	-15%	-78%	-51%	-86%	25	-48	-318	-58	-245	47	6%	71	9%	60	8%	2	0%
维力医疗	-14%	-52%	0%	-17%	-29%	-78%	31	-1	-77	-7	-58	33	4%	99	13%	82	11%	6	1%
艾德生物	41%	38%	23%	44%	-9%	-41%	170	46	162	20	50	109	17%	189	29%	51	8%	2	0%
迪瑞医疗	-10%	2%	-15%	-64%	33%	40%	45	-37	-82	-81	-79	66	10%	91	14%	37	6%	-7	-1%
和佳医疗	6%	25%	-22%	-253%	-11%	-34%	36	-42	-16	-88	-77	32	5%	86	14%	58	10%	79	13%
福瑞股份	7%	177%	8%	4%	-3%	-95%	30	15	40	1	28	40	7%	161	27%	118	20%	-4	-1%
惠泰医疗	99%	186%	61%	50%	7%	91%	191	79	271	16	90	81	14%	130	22%	49	8%	0	0%
正川股份	27%	11%	136%	372%	84%	126%	52	131	199	24	28	11	2%	31	6%	30	6%	-1	0%
普门科技	37%	18%	40%	71%	57%	67%	92	54	151	16	29	118	22%	99	18%	27	5%	-9	-2%
心脉医疗	69%	53%	30%	56%	38%	32%	171	35	182	23	88	67	13%	52	10%	18	4%	-9	-2%
透景生命	158%	969%	-1%	-27%	55%	54%	46	-2	183	-12	72	50	11%	124	27%	32	7%	-1	0%
三友医疗	74%	85%	33%	3%	68%	214%	61	39	150	1	34	37	9%	214	51%	19	5%	-5	-1%
利德曼	39%	328%	14%	41%	56%	42%	37	20	90	5	24	24	6%	73	18%	54	13%	-3	-1%
南卫股份	-64%	-87%	-21%	-59%	28%	481%	18	-39	-505	-5	-77	23	6%	5	1%	43	11%	6	2%
科美诊断	57%	125%	-18%	-17%	-55%	-84%	66	-26	60	-8	31	48	14%	80	22%	30	8%	-4	-1%
翔宇医疗	17%	12%	5%	16%	20%	41%	76	7	38	6	15	46	13%	80	23%	23	6%	-15	-4%
安必平	47%	56%	-4%	-30%	12%	13%	27	-5	62	-10	8	35	11%	130	40%	26	8%	-11	-3%
戴维医疗	12%	18%	-10%	-100%	24%	12%	34	-13	9	-69	-59	28	9%	71	22%	38	12%	-2	0%
爱博医疗	99%	144%	52%	57%	3%	-47%	244	41	143	18	72	36	11%	61	19%	36	11%	-3	-1%
爱朋医疗	59%	13%	0%	-56%	79%	104%	21	0	80	-14	-10	26	8%	67	21%	66	21%	-3	-1%
伟思医疗	22%	29%	14%	20%	33%	-17%	65	14	48	6	22	46	15%	65	21%	28	9%	-12	-4%
正海生物	49%	47%	22%	13%	19%	26%	72	18	85	5	31	22	7%	94	31%	21	7%	-2	-1%
祥生医疗	44%	20%	15%	15%	39%	33%	35	13	70	4	12	50	17%	36	13%	17	6%	0	0%
康众医疗	44%	135%	-31%	-35%	32%	18%	30	-32	22	-9	18	21	8%	15	6%	17	7%	-2	-1%
浩欧博	87%	136%	36%	51%	10%	39%	39	23	92	10	36	21	9%	47	20%	20	8%	1	0%
海泰新光	0%	17%	29%	30%	64%	93%	77	19	19	8	16	27	12%	9	4%	24	11%	-2	-1%
睿昂基因	0%	82%	5%	22%	10%	22%	31	4	4	3	14	54	28%	54	26%	28	13%	-1	-1%
佰仁医疗	86%	-21%	13%	23%	2%	51%	221	7	65	3	-4	37	20%	80	43%	16	9%	-1	-1%
赛科希德	12%	67%	3%	68%	54%	-9%	35	2	13	10	27	12	7%	27	17%	10	6%	-21	-13%
奥精医疗	119%	372%	5%	4%	9%	67%	77	3	53	2	39	20	13%	11	7%	22	14%	-2	-1%
天臣医疗	41%	53%	10%	17%	51%	84%	19	5	34	2	10	20	13%	24	16%	16	11%	-4	-3%
爱威科技	32%	63%	20%	-4%	29%	39%	17	9	33	-1	4	20	13%	37	24%	10	7%	-1	0%
康拓医疗	38%	48%	27%	51%	27%	18%	36	12	38	9	20	8	5%	24	16%	26	17%	-2	-1%
赛诺医疗	-55%	-360%	-57%	-267%	34%	49%	31	-56	-154	-47	-160	109	90%	42	35%	63	52%	-3	-3%
迈普医学	31%	34%	18%	47%	-56%	-327%	37	5	22	4	9	14	14%	29	28%	15	15%	0	0%

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2021年11月3日

## 化学发光：国内常规业务逐步恢复，带量采购有望加速国产份额提升

- 化学发光体量大、增速快，国产化率低，2021年8月安徽开展化学发光带量采购试点，预计后续加速国产份额提升。
- **迈瑞医疗**：2021Q1-3收入193.9亿元（+20.7%），归母净利润66.6亿元（+24.2%），其中IVD业务预计增速25~30%，相比上半年30.8%的增速有所放缓，主要因20Q3海外新冠试剂出口贡献高基数所致。2020年化学发光试剂收入约19~20亿元，剔除海外新冠试剂约13亿元，公司在安徽、南京等地发光集采或谈判中均中选，后续有望份额大幅提升。
- **新产业**：2021Q1-3年收入18.9亿元（+20.6%），归母净利润6.7亿元（-4.7%），受股权激励摊销影响，表观净利润增速有所承压。2020年化学发光试剂收入约17亿元（+28.7%），剔除新冠检测试剂贡献的3.2亿元，预计常规试剂贡献13.9亿元，2020前三季度因疫情、河南水灾等因素影响收入增速有所放缓，预计后续常规业绩进一步恢复。
- **安图生物**：2021Q1-3收入27亿元（+31.6%），归母净利润7.2亿元（+39.3%）。2020年化学发光收入约12~13亿元，基本持平，2021Q1-3在低基数逐步恢复，但相比上半年增速有所放缓，主要因20Q3基数升高、河南水灾和疫情反复等因素影响。

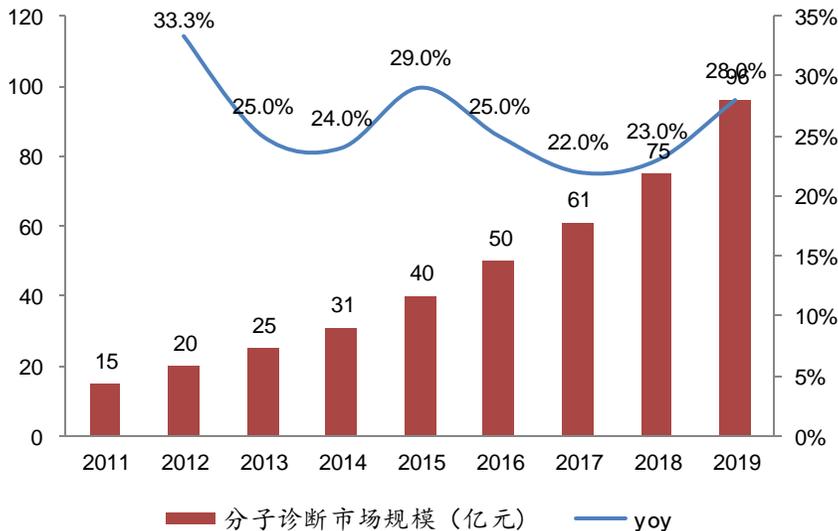
### 主要化学发光企业2021年Q1-3财务数据

公司	新产业			安图生物			迈瑞医疗		
	2019	2020	2021Q1-3	2019	2020	2021Q1-3	2019	2020	2021Q1-3
总收入	1,682	2,195	1,894	2,679	2,978	2,695	16,556	21,026	19,392
yoy	21.5%	30.5%	20.6%	38.9%	11.1%	31.6%	20.4%	27.0%	20.7%
毛利率	80.0%	77.2%	70.3%	66.6%	59.7%	59.7%	65.2%	65.0%	65.6%
净利率	45.9%	42.8%	35.2%	28.9%	25.1%	26.6%	28.3%	31.7%	34.4%
归母净利润	773	939	666	774	748	717	4,681	6,658	6,663
yoy	11.3%	21.6%	-4.7%	37.6%	-3.4%	39.3%	25.8%	42.2%	24.2%
2020化学发光试剂收入	1705百万元（剔除新冠试剂1385）			约1200-1300百万元			1950百万元（剔除海外新冠试剂约1300）		
yoy	28.7%			0-10%			约10%		

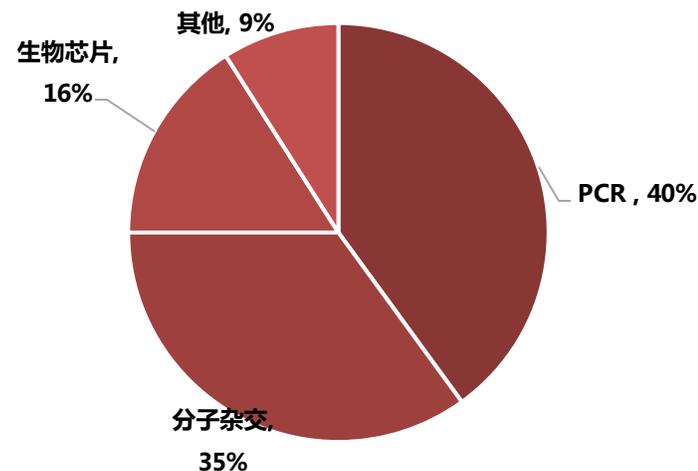
### 分子诊断：高基数下有所分化

- 分子诊断近年来行业增速约25%，2019年行业规模约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、灵敏度高、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，2021Q1-3收入273.8亿元（+147.1%），归母净利润114.6亿元（+42.4%），高增长主要由于新冠检测试剂出口能维持高水平，单Q3来看，增速比上半年放缓，主要因价格下降、基数增加等因素。
- 华大基因**：2021年前三季度收入51.5亿元（-23.7%），归母净利润14.1亿元（-47.7%）。新冠检测试剂出口有所下滑，常规业务恢复有机增长。
- 艾德生物**：2021年前三季度收入6.5亿元（+33.4%），归母净利润1.8亿元（+40%），低基数下重回高增长态势。伴随诊断行业成长突出，公司产品齐全，院内市占率领先，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



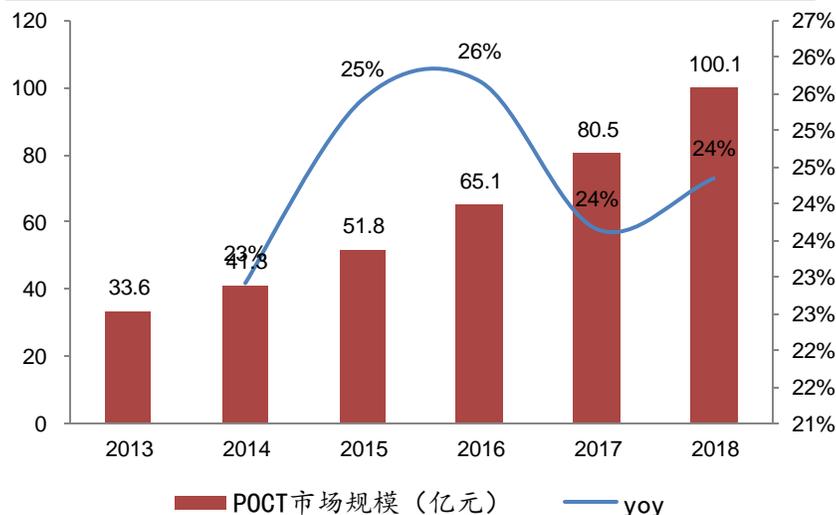
#### 主要分子诊断企业2021Q1-3财务数据

代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3
688298.SH	东方生物	3,265	7,401	788.8%	572.4%	1,677	3,919	1942.9%	489.8%
002030.SZ	达安基因	5,341	5,637	386.4%	58.4%	2,449	2,525	2556.8%	64.2%
300676.SZ	华大基因	8,397	5,152	199.9%	-23.7%	2,090	1,414	656.4%	-47.7%
688289.SH	圣湘生物	4,763	3,267	1203.5%	-9.4%	2,617	1,757	6527.9%	-12.7%
688399.SH	硕世生物	1,740	2,172	502.4%	97.3%	820	996	878.5%	71.2%
300639.SZ	凯普生物	1,354	1,992	85.7%	117.2%	363	647	146.2%	136.7%
000710.SZ	贝瑞基因	1,540	1,112	-4.8%	2.3%	211	28	-46.1%	-81.4%
300685.SZ	艾德生物	728	646	25.9%	33.4%	180	177	33.1%	40.0%
	合计	27,130	27,379	345.8%	147.1%	10,407	11,463	734.4%	42.4%

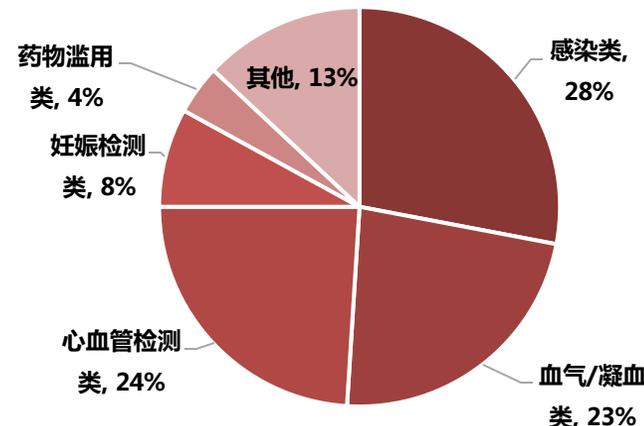
### POCT：核心公司2021Q1-3有所分化

- 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。**
- 2021Q1-3常规业务逐步恢复，叠加部分公司新冠检测试剂仍贡献增量，总体POCT企业实现收入、利润正增长，但增速有所分化，其中明德生物由于新冠贡献增量较多，增速较快。
- 万孚生物**：国产POCT龙头，2021Q1-3收入25.1亿元（+15.4%），归母净利润6.3亿元（+10.8%），单Q3业绩表现低于预期，主要因成本增加导致毛利率下降。
- 基蛋生物**：2021Q1-3收入9.2亿元（+20.9%），归母净利润2.5亿元（+28.4%）。
- 明德生物**：2021Q1-3收入19.4亿元（+202.8%），归母净利润10.1亿元（+182.2%），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2020Q1-3财务数据

公司	万孚生物		基蛋生物		明德生物	
	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3
总收入	2,811	2,507	1,123	922	959	1,938
yoy	35.6%	15.4%	16.0%	20.9%	429.4%	202.8%
毛利率	69.0%	65.7%	63.0%	65.2%	78.2%	76.1%
净利率	22.6%	25.0%	27.1%	27.4%	48.9%	51.9%
归母净利润	634	627	305	253	469	1,005
yoy	63.7%	10.8%	-10.3%	28.4%	1029.2%	182.2%
2020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	

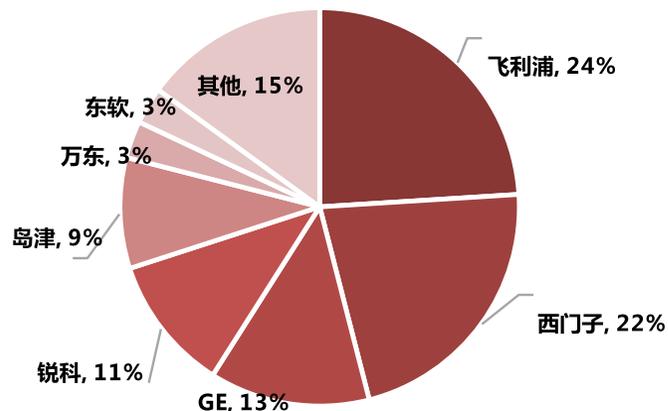
### 影像：超声产业链恢复较好

- 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占据绝对份额，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，后续CT、MRI也有望逐步突破。关注万东、东软、迈瑞、联影等企业。
- 万东医疗：2021前三季度收入8亿元（+8.7%），归母净利润1.2亿元（-18.7%），主要因移动DR销售数量与去年上半年相比有较大幅度的降低。
- 迈瑞医疗：2021Q1-3公司影像业务同比增速30~35%，比中报27%的增速进一步提升，主要因国内外台式彩超需求恢复。

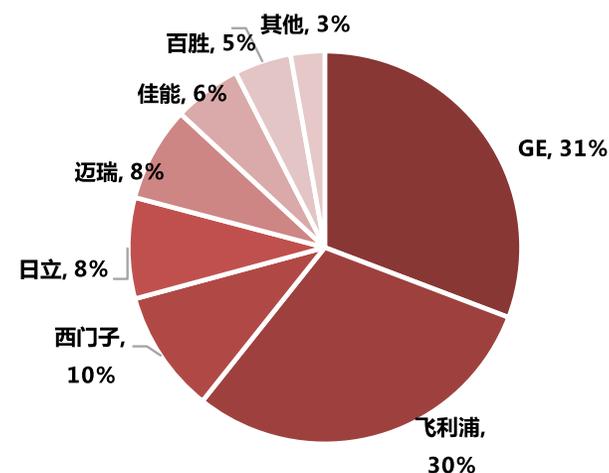
#### 主要影像上市公司2021Q1~3财务数据

公司	万东医疗		祥生医疗		迈瑞医疗		开立医疗	
	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021H1
总收入	1,132	801	333	289	4,196	约4200~4400	784	432
yoy	15.2%	8.7%	-9.9%	32.0%	3.9%	30~35%	-12.0%	31.0%
毛利率	50.4%	48.0%	58.6%	59.0%	66.2%	约65~70%	67.0%	65.1%
净利率	19.5%	15.0%	29.9%	26.9%	-	-	-	-
归母净利润	221	120	100	78	-	-	-	-
yoy	30.7%	-18.7%	-5.2%	18.2%	-	-	-	-
2021Q1-3分析	移动DR销售数量与去年同期相比有较大幅度的降低		下游超声采购逐步恢复常态		国内外台式彩超采购恢复，影像增速比中报27%有所提速		国内超声采购逐步恢复，预计前三季度增速25~30%	

#### 2017年X射线设备竞争格局



#### 2017年超声设备竞争格局



## 心血管：心血管手术逐步恢复，创新器械标的业绩领涨

- **心血管治疗需求旺盛。**我国心血管病现患人数高达2.9亿人，近年来心血管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，未来外周、电生理和心脏节律、TAVR增速领跑。
- 前三季度心血管手术逐步恢复。除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、惠泰医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等表现较好。
- **乐普医疗：**心血管药械平台型企业，2021Q1-3收入86.4亿元（+35.2%），归母净利润19.2亿元（-2.6%）。前三季度器械板块除COVID-19相关产品外的常规业务营业收入较2020年同期增长14.85%，传统支架业务下降，但介入无植入创新产品组合实现收入6.1亿元（+1073.2%），实现显著放量，单三季度创新器械占营收比重为13%，显著提升。
- **心脉医疗：**2021Q1-3收入+55.4%，归母净利润+53.9%，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。
- **惠泰医疗：**2021Q1-3收入+84%，归母净利润+126.4%，电生理和通路类产品持续高增长。
- **佰仁医疗：**2021Q1-3收入+54.2%，归母净利润-9.4%，剔除股份支付影响，内生归母净利润0.87亿元（+56.4%）。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（半年报）：**心血管器械平台型企业，产品布局齐全，2021上半年低基数逐步恢复，收入24.9亿元（+25.3%）。
- **启明医疗（半年报）：**2021年上半年收入2.4亿元（+139%），TAVR放量驱动收入快速增长，全年增长可期。

主要心血管器械上市公司2021Q1-3财务数据（港股更新至2021中报）

公司	乐普医疗		赛诺医疗		心脉医疗		惠泰医疗		佰仁医疗		微创医疗		启明医疗-B		沛嘉医疗-B	
	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入（百万）	8,039	8,635	327	121	470	510	479	593	182	183	4,233	2,485	276	274	39	52
yoy	3.1%	35.2%	-24.9%	-56.0%	40.9%	55.4%	18.7%	84.0%	24.6%	54.2%	-18.2%	25.3%	18.4%	134.0%	93.1%	247.6%
毛利率	67.0%	62.5%	79.9%	68.6%	79.1%	79.2%	70.4%	69.9%	88.9%	88.3%	67.2%	64.4%	82.3%	78.6%	65.3%	72.4%
净利率	22.4%	22.2%	6.9%	-91.7%	45.6%	49.0%	23.1%	27.3%	31.1%	22.0%	-29.5%	-23.5%	-65.9%	-41.2%	-5248.1%	-336.3%
归母净利润（百万）	1,802	1,921	22	-111	215	250	111	162	57	40	-1,248	-583	-182	-113	-2,069	-175
yoy	4.4%	-2.6%	-75.0%	-326.6%	51.4%	53.9%	34.2%	126.4%	-10.4%	-9.4%	-513.2%	-37.7%	52.2%	-159.8%	-288.9%	90.2%

### 骨科：关节带量采购结果落地，因渠道、降价等因素业绩有所承压

- **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渗透率提升。**2018年中国骨科耗材市场规模为262亿元，同比增长16.4%。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%。
- **关节集采相比冠脉支架有所缓和。**从2021年9月14日公布的关节集采中标价格来看，平均降幅在82%，降幅总体比之前的冠脉支架小很多，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品有望实现以价换量。
- **大博医疗：**前三季度收入13.1亿元（+17.6%），归母净利润4.5亿元（+6.1%）。骨科创伤类龙头+积极拓展其他增长点。
- **三友医疗：**前三季度收入4.2亿元（+55.8%），归母净利润1.1亿元（+42.2%）。脊柱植入龙头，业绩回归高增长。
- **威高骨科：**2021Q1-3收入15.7亿元（+24.5%），归母净利润4.9亿元（+29%）。

中国骨科细分领域市场规模（亿元）



主要骨科上市公司2021Q1-3财务数据（港股更新至2021中报）

公司	大博医疗		凯利泰		三友医疗		威高骨科		春立医疗		爱康医疗	
	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021H1	2020	2021H1
总收入	1,587	1,305	1,062	973	390	419	1,824	1,571	928	478	1,036	450
yoy	26.2%	17.6%	-13.1%	22.8%	10.2%	55.8%	15.9%	24.5%	9.3%	18.3%	11.6%	-6.3%
毛利率	85.9%	85.6%	66.6%	61.3%	90.9%	90.3%	82.4%	81.8%	72.3%	76.3%	69.0%	68.9%
净利率	38.2%	34.8%	-11.9%	20.5%	30.4%	27.1%	30.6%	31.5%	30.5%	32.6%	30.3%	24.8%
归母净利润	606	453	-127	199	119	113	558	494	283	156	314	111
yoy	30.1%	6.1%	-141.9%	1.5%	21.2%	42.2%	26.4%	29.0%	19.7%	33.1%	17.6%	-31.6%

### 肾科：治疗刚需品种，业绩延续高增长态势

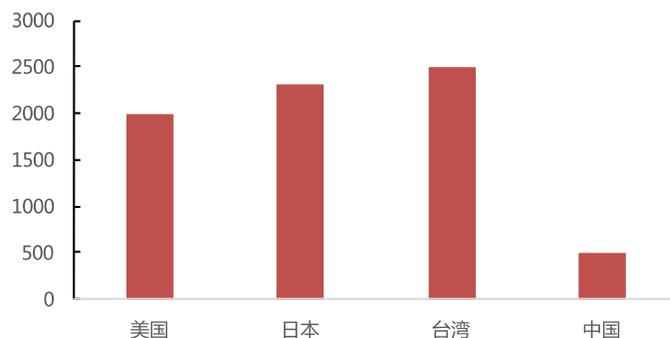
■ 血液净化耗材市场空间大：2019年预计我国ESRD患者数量为258万，年复合增速5.2%，目前透析治疗率28%不到，假设2030年透析率80%，透析患者中使用灌流（HP）的比例为50%，那么预计2030年血液净化耗材市场规模达到444亿，复合增速16%。

■ 血液净化为治疗刚需，疫情期间和疫情后基本维持高增长态势。

■ 健帆生物：前三季度收入17.8亿元（+35.5%），归母净利润8.6亿元（+37.6%）。其中肾科领域实现30%左右的增长。

■ 三鑫医疗：前三季度收入8.3亿元（+21.2%），归母净利润1.15亿元（+39.5%），2021Q1-3血液净化业务收入同比增长30%左右，因价格下降、原材料成本上升等因素血液净化业务有所承压，疫苗注射剂贡献增量。

每百万人口透析患者数量



主要肾科器械上市公司2021Q1-3财务数据

公司	健帆生物		三鑫医疗	
年份	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3
总收入	1,951	1,782	940	826
yoy	36.2%	35.5%	30.3%	21.2%
毛利率	85.2%	85.0%	32.4%	34.3%
净利率	44.9%	48.4%	12.3%	13.9%
归母净利润	875	863	116	115
yoy	53.3%	37.6%	87.4%	39.5%

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%

### 眼科：需求旺盛，核心公司业绩高增长

- 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**：2021Q1-3收入3.3亿元（+79%），归母净利润1.4亿元（+104.4%），预计前三季度人工晶体收入同比增长约55%，角膜塑形镜收入约8000-9000万，大幅增长。
- 欧普康视**：2021Q1-3收入10亿元（+64.2%），归母净利润4.4亿元（+59.6%），延续高增长态势。

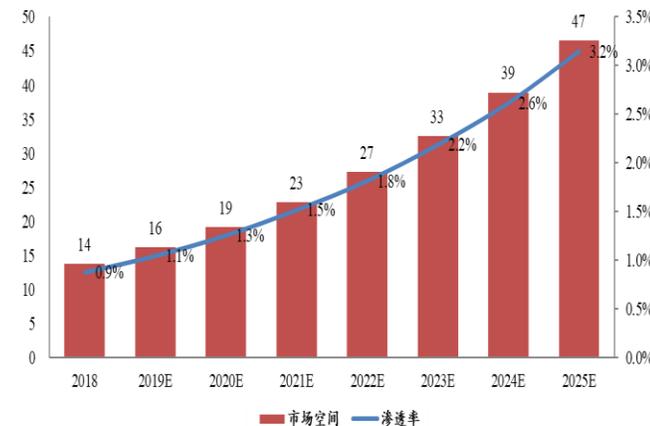
#### 主要眼科器械上市公司2021Q1-3财务数据

公司 年份	爱博医疗			欧普康视			昊海生科		
	2019	2020	2021Q1-3	2019	2020	2021Q1-3	2019	2020	2021Q1-3
总收入	195	273	325	647	871	996	1,604	1,332	1,275
yoy	53.7%	39.9%	79.0%	41.1%	34.6%	64.2%	2.9%	-16.9%	42.9%
毛利率	85.7%	83.9%	84.0%	78.4%	78.5%	77.1%	77.3%	74.9%	74.2%
净利率	34.2%	35.4%	43.2%	47.4%	49.8%	44.5%	23.1%	17.3%	24.4%
归母净利润	67	97	140	307	433	443	371	230	310
yoy	228.3%	44.8%	104.4%	41.9%	41.2%	59.6%	-10.6%	-37.9%	175.6%

#### 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）



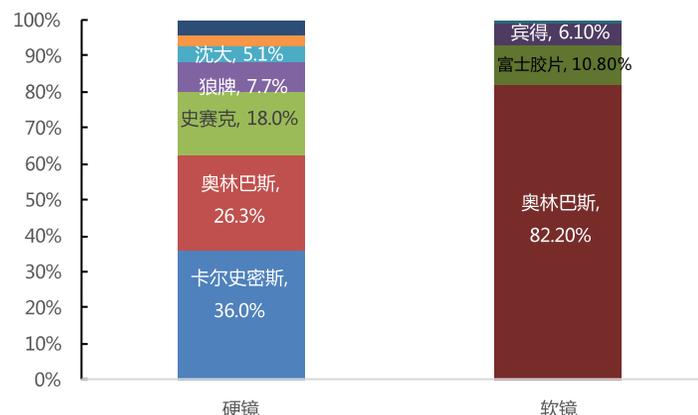
### 内镜产业链：行业稳健增长，国产替代正当时

- 内镜市场概况**：2019年全球内窥镜器械约400亿美元，其中软镜110元，占比28%，硬镜90亿，占比22%，其余为设备和附件。国内预计2019年内窥镜240亿，其中硬镜117亿，占比49%，软镜60亿，占比25%。
- 硬镜和软镜格局**：由于成像稳定性和清晰度离国际巨头差距过大，硬镜和软镜基本由进口厂商主导。硬镜领域关注国产龙头**迈瑞医疗、海泰新光、沈阳沈大、浙江天松**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，历年维持15%以上增长，奥林巴斯、富士胶片、宾得占据中国90%以上，国产龙头**开立医疗、上海澳华**有望突围。
- 内镜诊疗耗材**：由于饮食习惯，国人消化道疾病多发，但相关的内镜检测开展率较低，胃镜、肠镜检查不到发达国家的1/5。随着内镜微创手术的成熟、国家健康战略的推行以及早筛理念的普及，未来消化科内镜手术量会有长足的提升，带动相关耗材的增长。**2018年国内内镜诊疗耗材约为30-35亿**，其中活检类5亿、手术类10亿（圈套器和注射针）、止血类5亿（止血夹）、ERPC类11亿，且EMR/ESD等高价值产品增速更快。
- 南微医学**：2021Q1-3收入13.9亿元（+49.2%），归母净利润2.5（+19.2%），剔除股权激励因素，归母净利润为3.17亿元（+52%），未来可视化产品有望贡献新增长点。

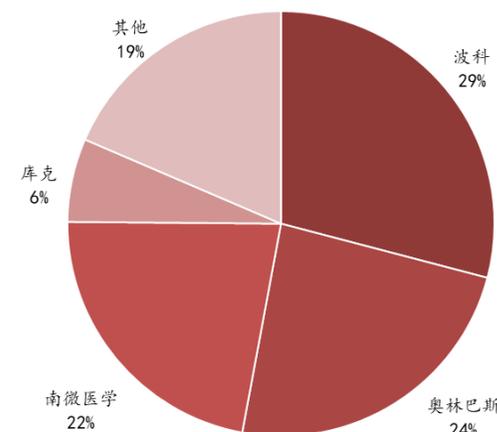
主要内镜及其诊疗器械上市公司2021Q1-3财务数据

公司	开立医疗		南微医学		海泰新光	
	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3	2020	2021Q1-3
总收入	1,163	940	1,326	1,389	275	218
yoy	-7.2%	32.0%	1.4%	49.2%	8.8%	9.6%
毛利率	66.4%	65.9%	66.0%	64.5%	63.7%	64.8%
净利率	-4.0%	14.8%	19.7%	17.9%	35.0%	42.1%
归母净利润	-46	139	261	249	96	92
yoy	-145.6%	418.8%	-14.1%	19.2%	34.0%	21.6%

中国硬镜和软件市场竞争格局



2018年中国内镜耗材市场竞争格局



## 医疗服务：疫情与高基数导致收入端环比回落

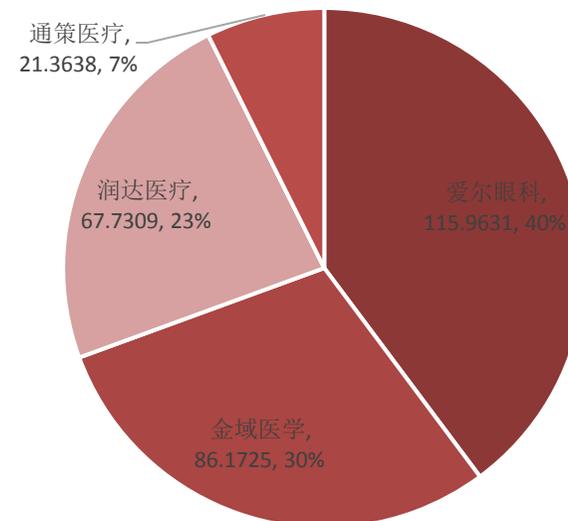
- **疫情与高基数导致收入端环比回落。**4家医疗服务公司2021Q1-Q3收入同比增速为40.2%，归母净利润同比增速为43%。单Q3收入同比增速13%，归母净利润同比增速为8.3%，环比有所回落。主要的原因是：其一、2020年下半年疫情逐渐恢复，各位患者集中问诊，形成2020Q3相对的高基数；其二、国内2021Q3疫情反复影响各地医院门诊量；其三、种植牙集采导致口腔患者推迟问诊。
- **新院区落地开花，民营医疗服务质量有望不断提升。**今年上半年国内疫情防控有力，医疗服务公司经营扩张进展顺利。**1) 通策医疗：**2021Q1-Q3成功开业9个蒲公英分院，2021Q4预计开业4家，2022全年预计开业12家，同时正式筹备紫金港540张牙椅超大规模三级口腔医院，未来建成后有望将标准化的大众口腔治疗推向更广泛的居民、高水平的院区建设成功后有望实现医质进一步提升。**2) 爱尔眼科：**公司公告拟募资不超过36.50亿元（发行不超过2.06亿股）用于对七大重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，未来公司有望在具有消费力和辐射力重点区域持续扩大实力。**3) 锦欣生殖：**收购全国最大单体妇儿医院，加快产业价值链延申，单个患者价值提升2-3倍，达到10-15万元。公司2021年并购5个重大标的在2021年将大幅增厚利润。**4) 海吉亚：**2021年下半年苏州永鼎和贺州广济实现并表，山东聊城预计2021年底开业，2022年将持续增厚业绩。预计到2023年通过内生“自建+扩建”有望达到1万张床位，至少布局18家医院。
- **政策支持民营医疗服务，医疗服务价格体系调整值得期待。**政策鼓励社会力量依法举办医疗卫生机构，民营医院通过聚焦专科，能够提供差异化的服务，与公立医院形成互补，同时也能缓解公立医疗资源供给不足现状。民营医疗服务提供差异化的服务并且享受自主定价权，医院运营效率更高。医保局发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，预计未来医疗服务价格将有升有降，总体而言未来民营医疗服务价格水平有望借助差异化服务将得到提升。依托口碑、技术、人才和资金的优势，民营医疗服务ROE和净利润率持续提升。
- 从三个维度精选优质赛道，**1) 盈利能力：**牙科、眼科、辅助生殖等行业龙头企业具有医生、品牌、技术壁垒，具有较好的竞争格局，在成熟门店的净利润率上通常更高；**2) 复制性：**眼科、辅助生殖、康复等相对具有较好的可复制性；**3) 政策风险：**辅助生殖、体检、眼科、口腔对于医保的依赖程度更低，消费属性更强。建议关注细分领域龙头标的，如通策医疗、爱尔眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗。
- **建议重点关注：**关注“盈利能力+可复制性+医保风险”，精选专科医院赛道，建议关注细分领域龙头标的，如通策医疗、爱尔眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗等。

- 4家医疗服务公司2021Q1-3收入约为291亿元（+40.2%）、归母净利润总额约为46.2亿元（+43%）。
- 从盈利水平看，医疗服务板块整体盈利能力稳中有升，Q3季度行业毛利率（47%）同比提升2.2个pp，销售费用率（9%）保持稳定，净利率（17.7%）下降0.8个pp。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、金域医学、润达医疗、通策医疗贡献比例为40%、30%、23%、7%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、金域医学、通策医疗、润达医疗贡献比例为43%、36%、14%、7%。

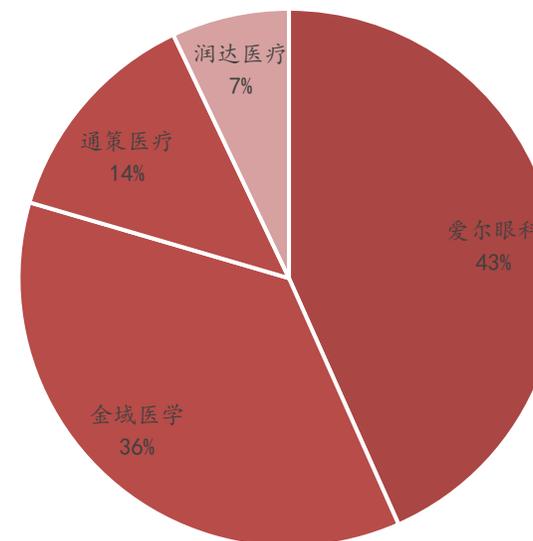
### 子板块2021Q1-3年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	40.22%	0	4	4	0
占比		0%	100%	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	42.96%	2	3	4	0
占比		50%	75%	100%	0%

### 21Q1-3收入占比



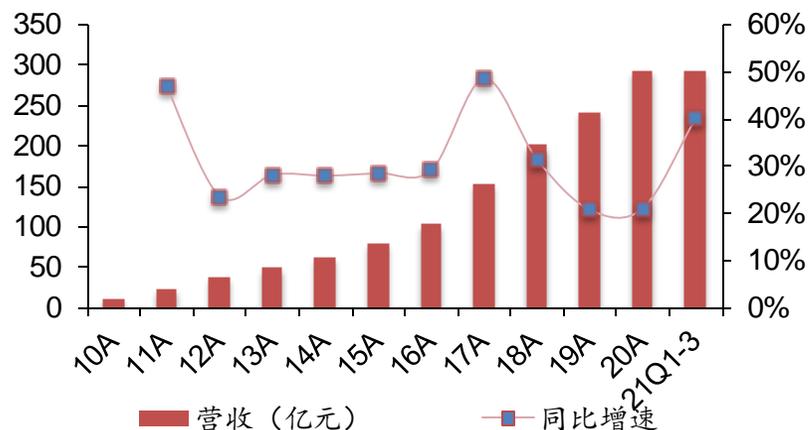
### 21Q1-3归母净利润占比



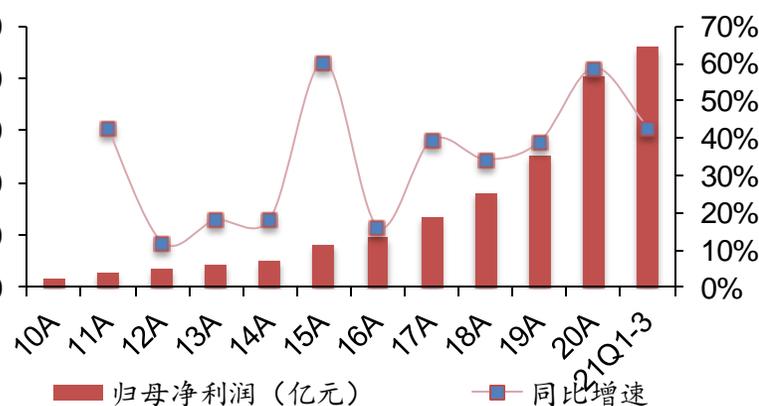
## 21Q1-3样本公司业务全面恢复

■ 4家医疗服务公司2021Q1-3收入约为291亿元（+40%）、归母净利润总额约为46.2亿元（+43%），行业前三季度表现增速较高，除了金域医学前三季度仍有新冠检测业务增量，板块内各项常规业务相对于2019年的复合增长率约为20~30%左右，已经回归正常水平。我们的样本公司数量较少，没有包括尚未转盈的公司，因此样本内的优质企业表现出整体毛利率保持较高水平，叠加持续的规模效应压低费率，整体盈利质量保持较高水平。

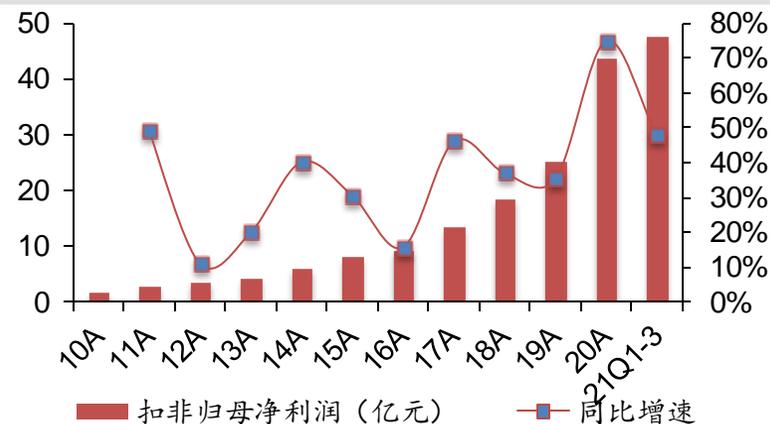
### 2010年~21Q1-3收入及增速



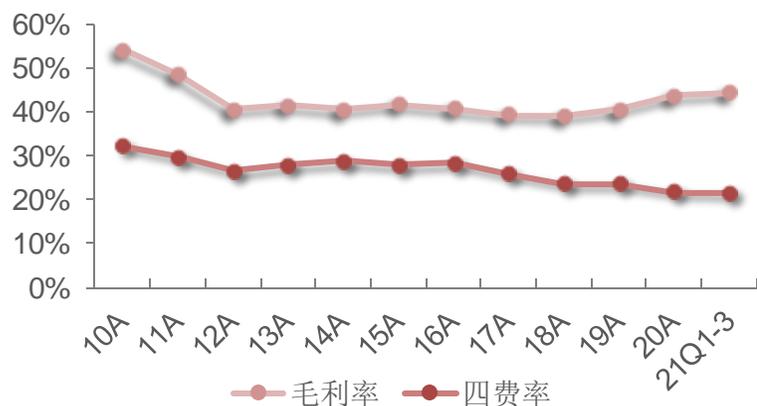
### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



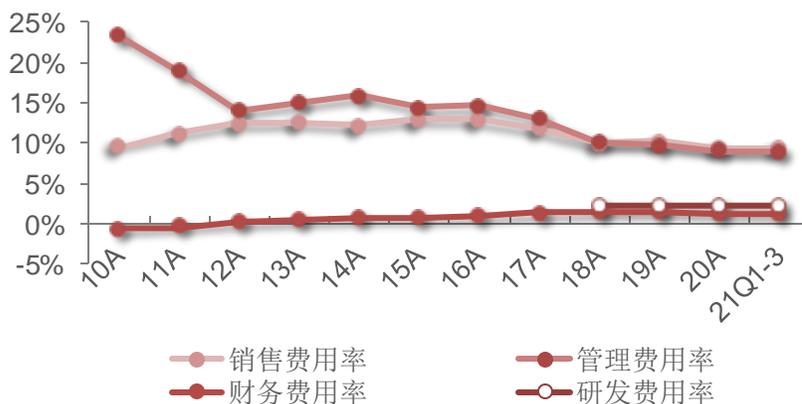
### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



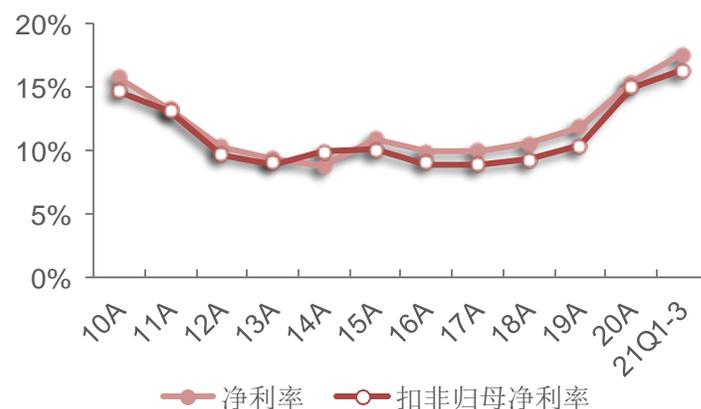
### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势



### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

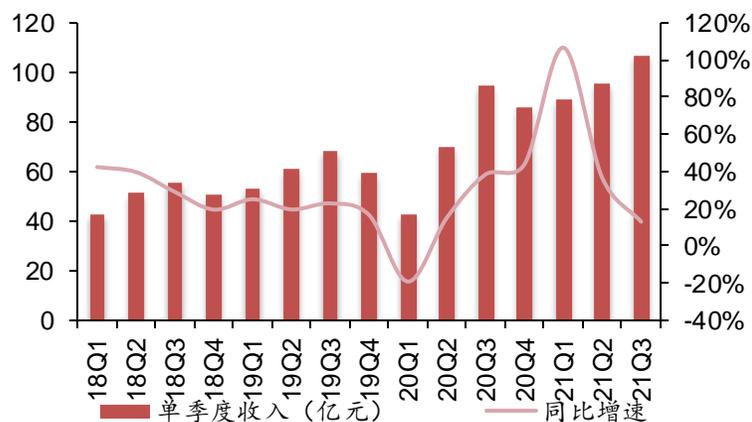


数据来源：Wind，西南证券整理

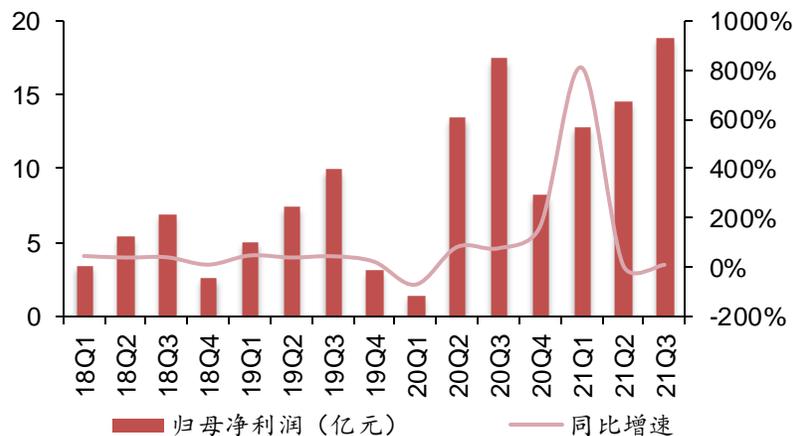
## 单季度表观增速受2020年基数影响

■ 4家医疗服务公司2021 Q1/Q2/Q3收入分别约为89/96/107亿元 (+106%/+36.4%/+13%)、归母净利润总额分别约为12.8/14.5/18.9亿元 (+810%/+8%/+8%)，季度之间增速波动较大，主要是2020年一季度医院经营受疫情影响较大，同时部分需求递延到2020年二季度，我们的医疗服务板块纳入标的都有明显的固定成本属性，去年季度收入节奏的扰乱造成今年单季度利润波动较大。展望Q4来看，预计还是受到去年基数影响，尽管各项业务顺利开展，业绩表观增速仍然可能较以往偏低。

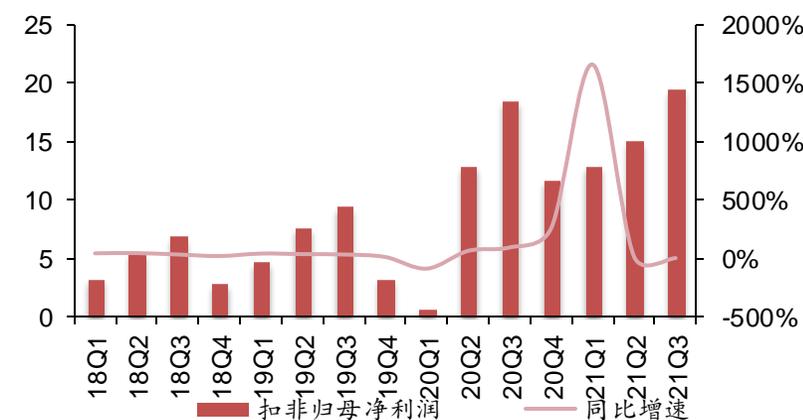
### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



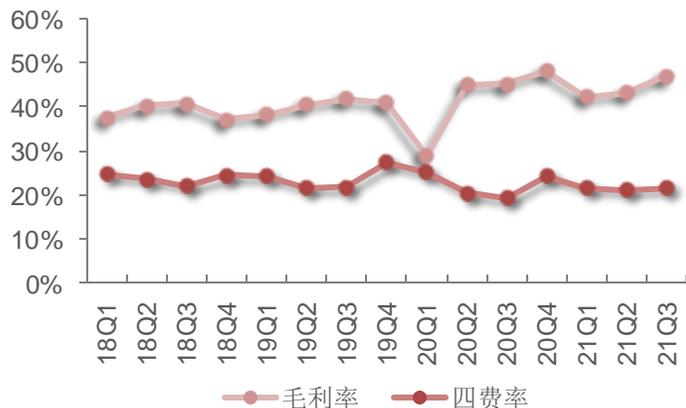
### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



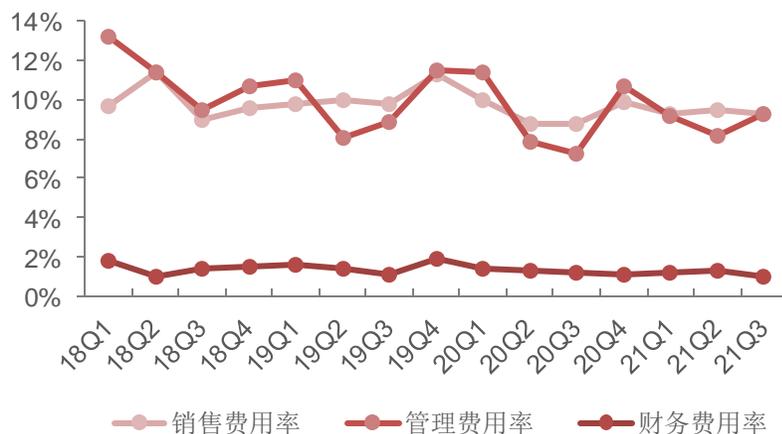
### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



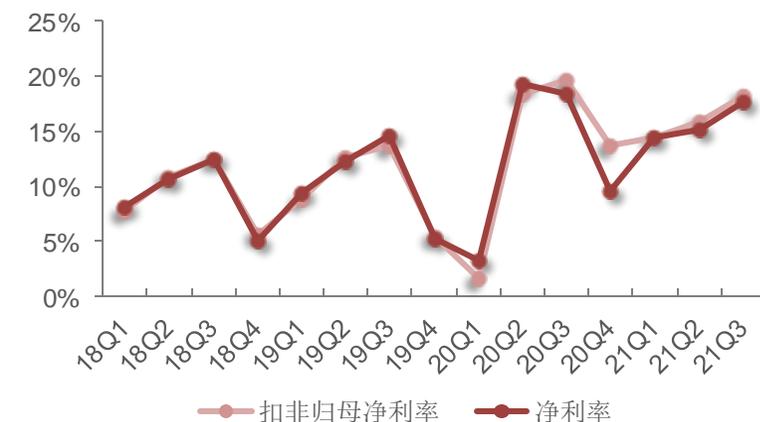
### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



## 医疗服务

- **通策医疗**：2021Q1-Q3成功开业9个蒲公英分院，2021Q4预计开业4家，2022全年预计开业12家，同时正式筹备紫金港540张牙椅超大规模三级口腔医院，未来建成后有望将标准化的大众口腔治疗推向更广泛的居民、高水平的院区建设成功后有望实现医质进一步提升。
- **爱尔眼科**：公司公告拟募资不超过36.50亿元（发行不超过2.06亿股）用于对七大重点省会及直辖市龙头医院的新建及迁址扩建，未来公司有望在具有消费力和辐射力重点区域持续扩大实力。
- **锦欣生殖**：收购全国最大单体妇儿医院，加快产业价值链延申，单个患者价值提升2-3倍，达到10-15万元。公司2021年并购5个重大标的在2021年将大幅增厚利润。
- **海吉亚**：2021年下半年苏州永鼎和贺州广济实现并表，山东聊城预计2021年底开业，2022年将持续增厚业绩。预计到2023年通过内生“自建+扩建”有望达到1万张床位，至少布局18家医院。

成分股增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	76%	65%	-3%	2%	35%	30%	2566	-153	3,031	18	457	157	1%	1,107	10%	1531	13%	92	1%
金城医学	57%	91%	34%	23%	48%	59%	531	809	2,790	114	617	362	4%	985	11%	603	7%	8	0%
通策医疗	75%	141%	15%	7%	44%	55%	700	104	684	19	224	32	1%	17	1%	173	8%	19	1%
润达医疗	47%	86%	23%	-5%	38%	38%	60	458	1,848	-6	90	82	1%	604	9%	276	4%	223	3%
美年健康	85%	46%	-5%	-30%	32%	54%	301	-140	1,422	-78	276	38	1%	1,403	24%	487	8%	264	5%
三星医疗	-4%	0%	-12%	-28%	-7%	-9%	185	-243	-387	-66	-63	228	4%	284	6%	222	4%	57	1%
信邦制药	15%	327%	3%	-34%	10%	71%	130	48	444	-30	87	1	0%	287	6%	300	6%	83	2%

### 疫苗：新冠疫情加速行业发展，重点解决未满足需求是企业成功之道

- **2021Q1-3板块总结**：21Q1-3疫苗板块实现收入405亿元（+52%），归母净利润120亿元（+154.7%），扣非归母净利润117亿元（+171.4%）。业绩同比大幅增长系新冠疫苗持续放量，智飞、康泰新冠疫苗归母净利润合计实现约55亿元。目前康泰与阿斯利康合作的腺病毒新冠疫苗已经在印尼获批，智飞也取得了乌兹别克斯坦和印尼两个国家的紧急使用。预计Q4及明年海外疫苗出口将持续贡献增量业绩。传统疫苗板块实现归母净利润65亿元（+38%），增速有所放缓，主要系新冠疫苗接种以及散点疫情频发造成，预计在疫情常态化背景下，传统疫苗接种有望恢复正常增长。
- **行业盈利能力主要靠新冠疫苗持续提升**。从盈利能力看，21Q1-3行业毛利率为58%（+7pp）、四费率为23%（-6pp）、净利率为30%（+16pp），其中新冠疫苗的毛利率预计在80%以上，净利率预计在50%左右。板块盈利能力主要靠新冠疫苗品种实现大幅提升。
- **疫情常态化已成共识，加强针接种有望为企业贡献持续利润**。在疫情长期与人类共存的背景下，打开国门的关键是形成“检测-预防-治疗”的全流程完善体系。目前辉瑞的口服新冠候选药物Paxlovid可以减少高达89%的新冠肺炎非住院患者的住院或死亡率，成为防疫的有效一环。但其中疫苗仍是最为关键的一步，目前已有7种加强针接种方案在不同国家获批，同源接种与异源序贯均能产生较高的中和抗体水平，在预防重症、死亡以及突变株方面效果显著。目前我国疫苗接种已经基本完成一轮，相关企业有望凭借加强针以及海外出口持续受益。
- **疫情驱动行业加速发展**。此次疫情一方面加快民众对疫苗的认知，另一方面资本快速涌入疫苗行业。我们认为，未来疫苗行业重点解决未满足的需求，主要有三个路径：1）暂无疫苗的严重危害性传染病疫苗研发（如HIV病毒）。2）多联多价疫苗提升保护范围、缩短免疫剂次，制造工艺改进提高运输效率、减少企业成本。3）新型技术路线，如mRNA疫苗。目前康泰生物的13价肺炎疫苗已经上市，万泰生物的9价HPV疫苗处于Ⅲ期临床，各大龙头企业在mRNA技术领域均展开布局，未来国产疫苗逐步进入收获期。
- **投资建议**：康泰生物（300601）、康希诺（688185）、欧林生物（688319）、百克生物（688276）、智飞生物（300122）、康华生物（300841）、华兰生物（002007）。

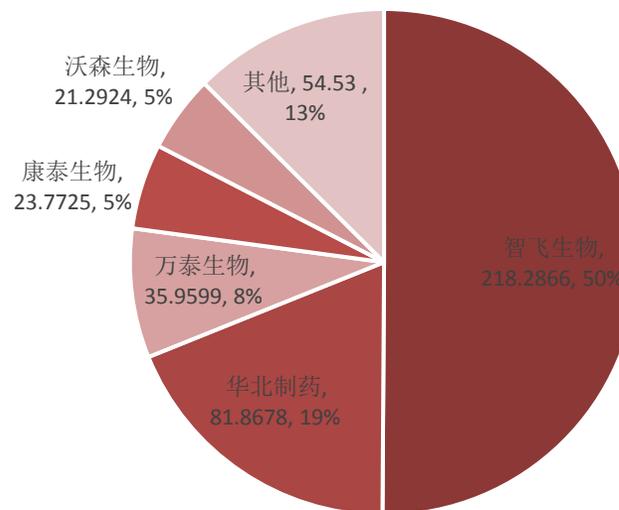
### 智飞生物带动板块业绩增长

- 21Q1-3疫苗板块实现收入405亿元，5家样本公司收入实现正增长，4家公司收入增速均超过50%增长，6家公司净利润增速超过50%增长。
- 从21Q1-3疫苗板块收入占比看，智飞占比50%；从21Q1-3年疫苗板块归母净利润占比看，智飞占比63%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

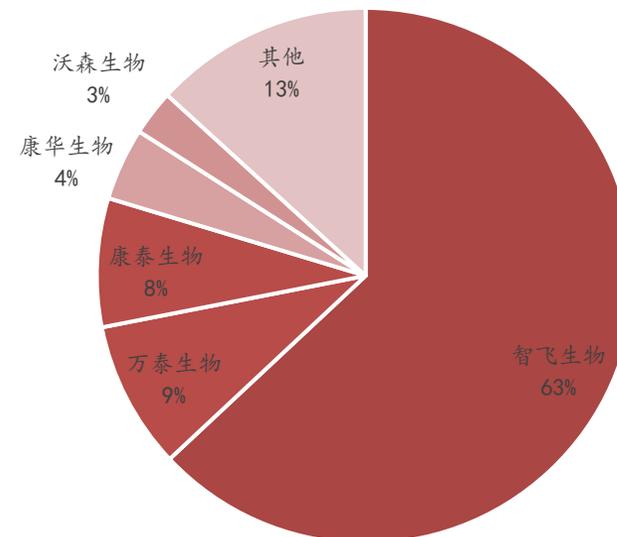
子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	51.94%	3	6	6	3
占比		33%	67%	67%	33%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	154.72%	6	6	6	3
占比		67%	67%	67%	33%

21Q1-3收入占比



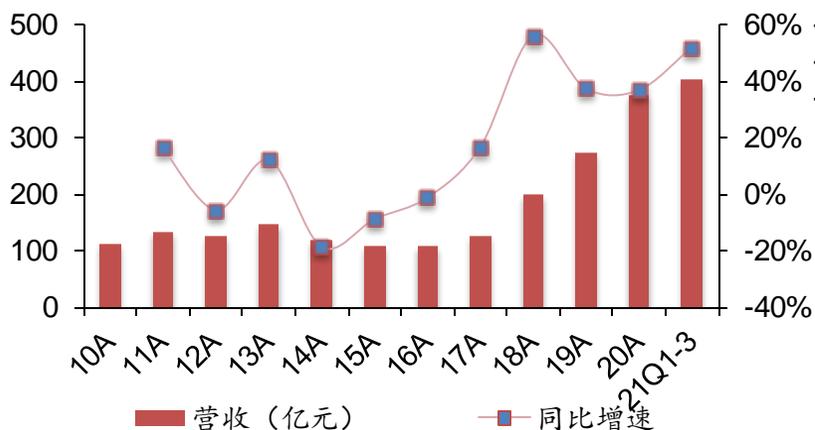
21Q1-3归母净利润占比



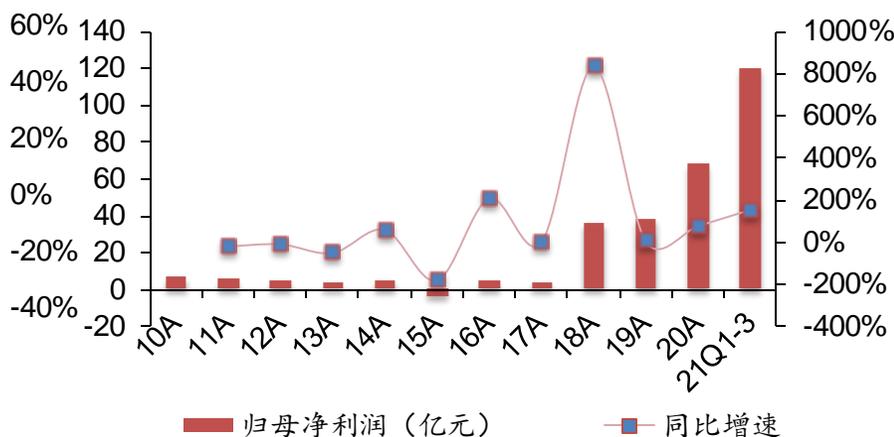
### 21Q1-3业绩表现优异，板块高景气度延续

■ 疫苗板块Q1-3收入405亿元（+51.9%），归母净利润120亿元（+154.7%），扣非归母净利润117亿元（+171.4%），盈利能力看，板块扣非归母净利率为29%，板块高景气度延续。

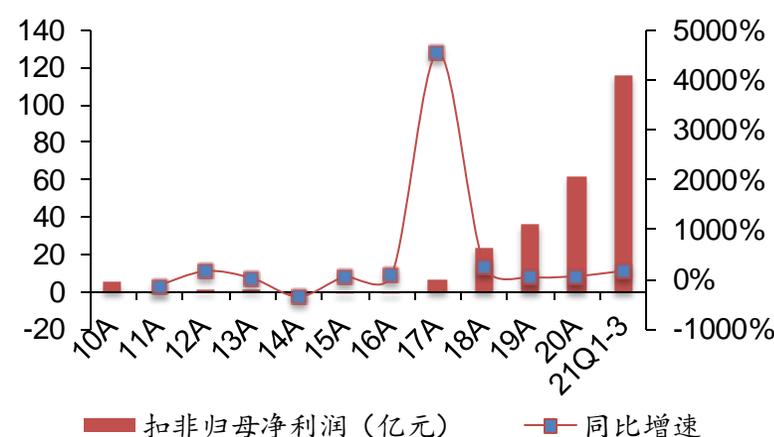
2010年~21Q1-3收入及增速



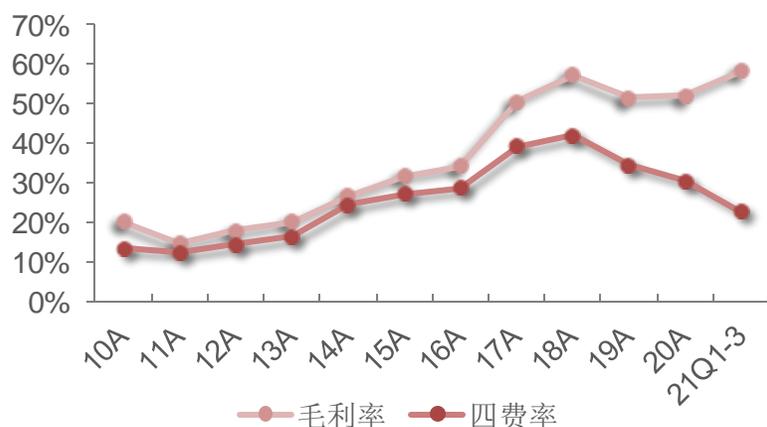
2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



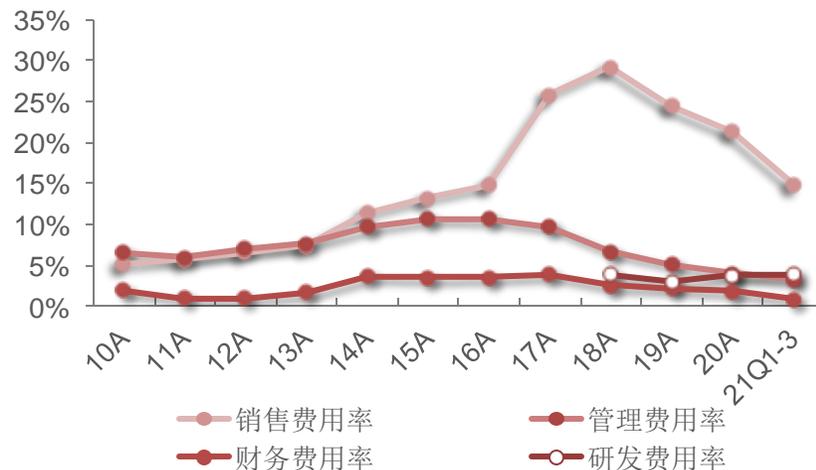
2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



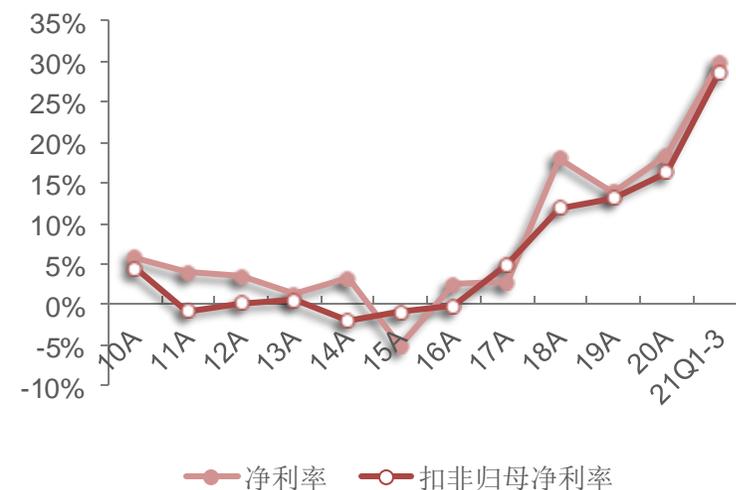
2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势



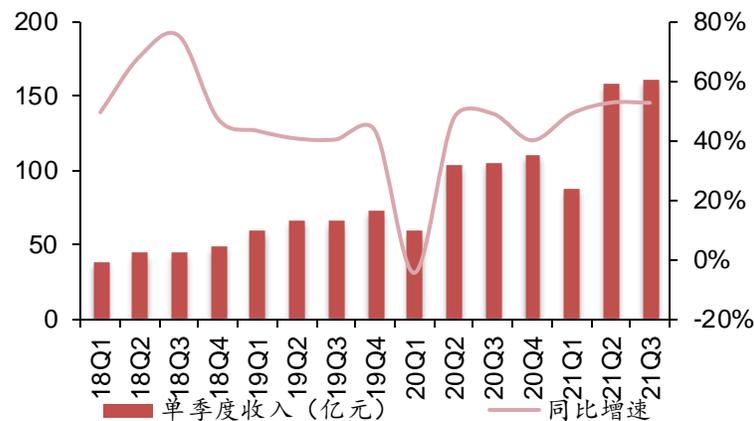
2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势



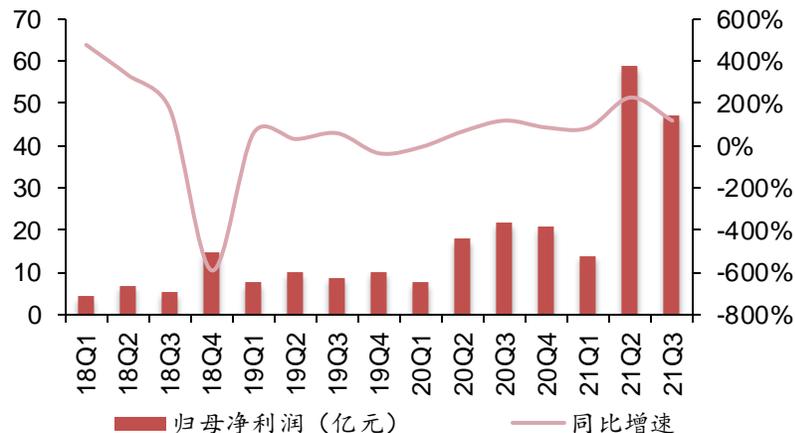
### 疫情影响体现在Q1，后续逐季加速

- 疫苗板块 Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 87.5/157.1/160.2 亿元 ( +49.1%/+52.8%/52.7% ) ，归母净利润分别为 14/58.8/47.3 亿元 ( +85%/+228%/118% ) 。

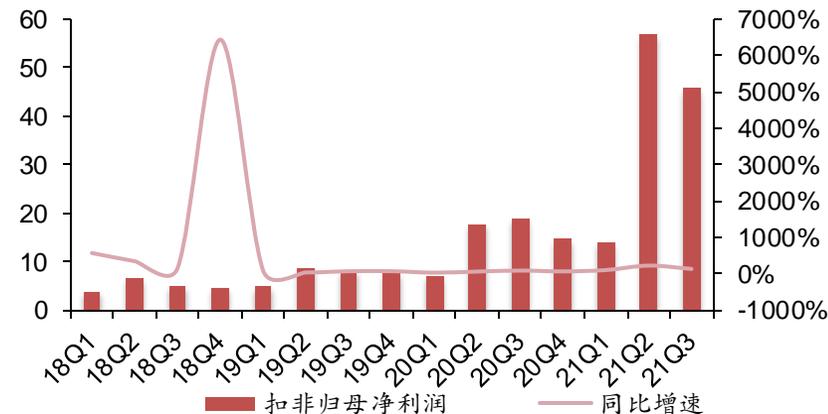
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速 (单季度)



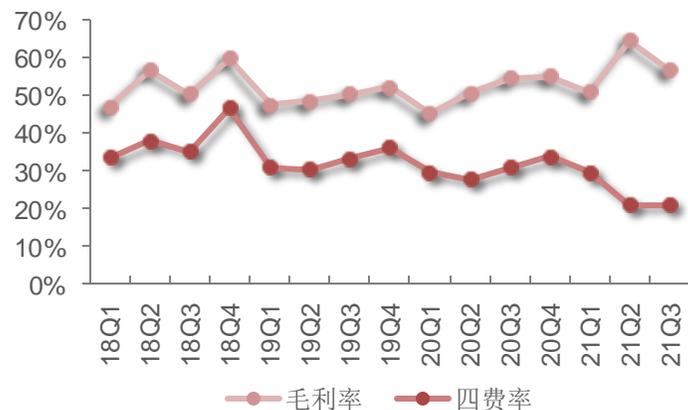
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速 (单季度)



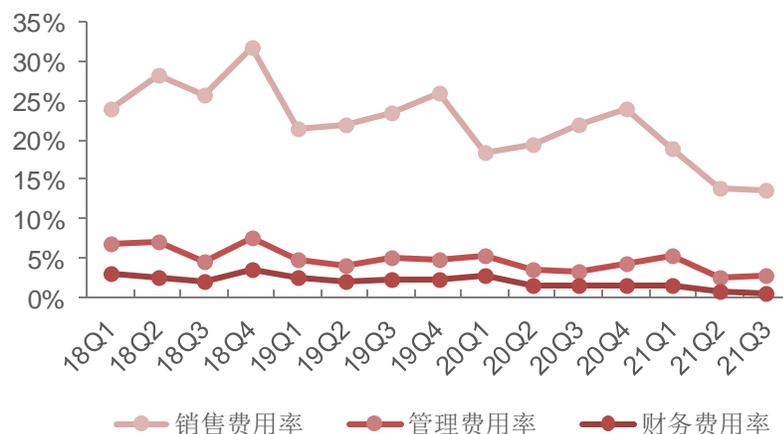
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速 (单季度)



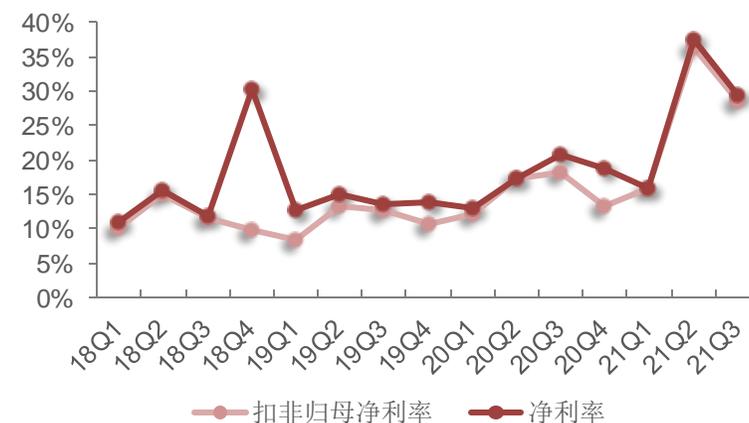
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



## 疫苗

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	88%	265%	113%	199%	98%	239%	2164	4,601	10,779	1,939	5,925	240	1%	1,225	6%	201	1%	20	0%
华北制药	-6%	-99%	-14%	-10%	-10%	-88%	154	-413	-452	-2	-110	99	1%	1,666	20%	434	5%	424	5%
万泰生物	133%	196%	116%	109%	125%	155%	1332	876	1,997	244	721	453	13%	1,082	30%	125	3%	1	0%
康泰生物	21%	30%	141%	303%	67%	139%	742	775	957	526	603	222	9%	488	21%	162	7%	39	-2%
沃森生物	135%	419%	-22%	-88%	36%	-16%	866	214	562	-329	-71	335	16%	761	36%	202	9%	26	-1%
百克生物	-3%	-23%	-25%	-42%	-13%	-32%	281	120	-138	-68	-109	119	13%	355	38%	80	8%	6	-1%
康华生物	23%	38%	-38%	106%	-4%	70%	145	142	-36	170	240	46	6%	218	28%	63	8%	16	-2%
金迪克	-63%	-242%	81%	123%	33%	107%	71	142	87	68	52	29	8%	115	33%	29	8%	8	2%
欧林生物	52%	225%	31%	53%	42%	115%	119	27	85	12	42	33	12%	122	43%	35	12%	0	0%

### 血制品：供需处于紧平衡阶段，集采对行业影响温和

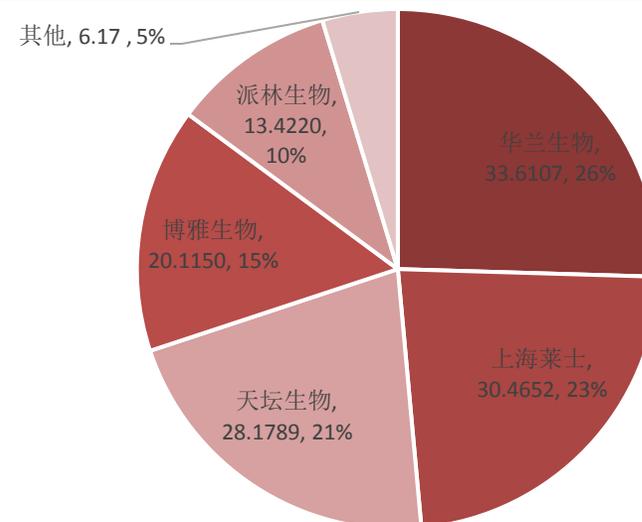
- **2021Q1-3板块收入、业绩增长稳健**：6家血液制品公司2021上半年收入总额增速为19.9%，归母净利润总额增速为25.6%；其中单三季度收入增速为28.9%，归母净利润增速为34.4%，三季度板块收入增速提升明显。21Q3板块毛利率略降低4.3pp，销售费用率降低3.1pp，板块净利润在28%左右，维持稳定。
- **受前期疫情影响，目前行业供需处于紧平衡状态**：2020年以来新冠疫情爆发，前期国内采浆受到影响，叠加近期海外企业对我国出口血制品下滑，促进我国血制品库存加速出清，导致行业呈现平衡偏紧的供需格局，预计这一格局将在未来一年内保持稳定。
- **广东联盟集采规则温和，利于行业平稳有序发展**：2021年9月30日，广东省联盟集采文件征求意见稿公布，意见稿未设置企业间竞争性降价规则，且中选企业可以获得全部原采购量。我们认为本次血制品集采政策较为温和，预计利好国产血制品企业的进口替代，同时对企业的渠道管控、精细化运营等方面提出了更高的要求。
- **投资建议**：**1）推荐派林生物（000403）**：并购派斯菲科+供浆协议落地，采浆规模快速提升，公司现有浆站5年潜在采浆量为1500吨左右。新品上市+产品结构改善提升吨浆净利润。广东双林2个浆站通过验收概率较高，派斯菲科有9个新建及2个迁址的省级浆站批文，部分浆站有望于明年完成验收。公司前三季度积极把握海外地区血制品紧缺带来的出口机遇，通过紧急使用授权获取出口订单，未来有望进一步卡位海外市场常规销售。**2）推荐华兰生物（002007）**：血制品+疫苗双轮驱动，公司浆站资源丰富，年采浆量超过千吨，血制品产品种类丰富，血浆利用率较高。公司处于国内流感疫苗市场优势地位，近年来流感疫苗需求旺盛，公司产能充足，未来成长可期。**3）推荐天坛生物（600161）**：浆站数量国内首位，规模优势显著，公司目前有56个运营浆站，2020年新增4个浆站，截止2021年10月31日累计公告新增15家浆站，新增浆站运营成熟将持续带来成长动能。

- 板块2021Q1-3收入总额增速为20%，其中第三季度收入增速为28.9%；2021Q1-3归母净利润总额增速为25.7%，其中第三季度增速为34.4%。6家血液制品公司中上半年收入、利润均实现正增长。
- 第三季度，板块毛利率下降4.3pp，销售费用率降低3.1pp，板块净利润在28%左右，维持稳定。

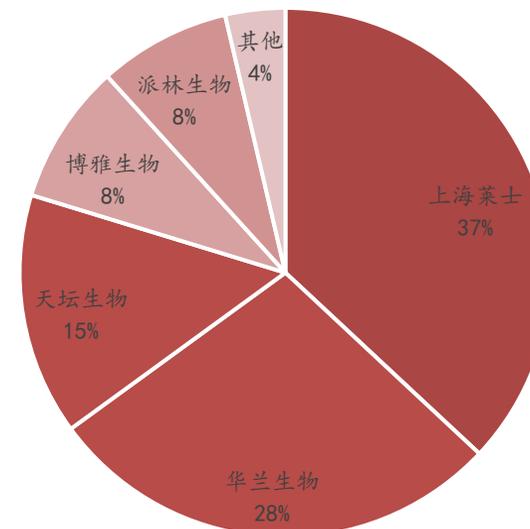
### 子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	19.91%	1	2	6	0
占比		17%	33%	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	25.65%	1	2	6	0
占比		17%	33%	100%	0%

### 21Q1-3收入占比

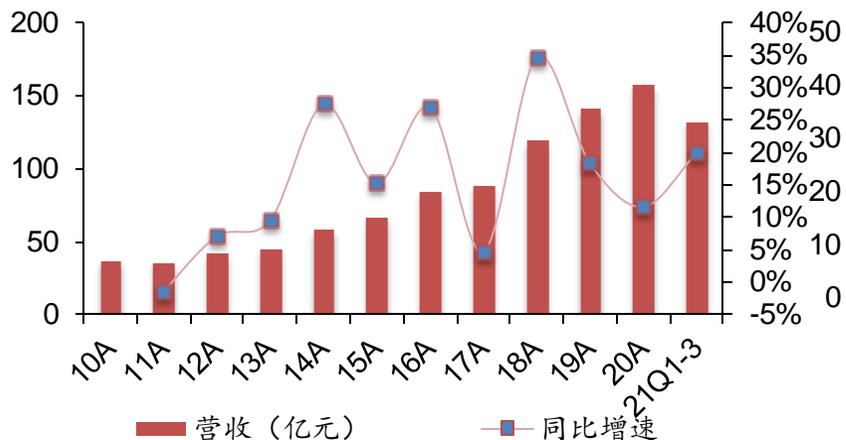


### 21Q1-3归母净利润占比

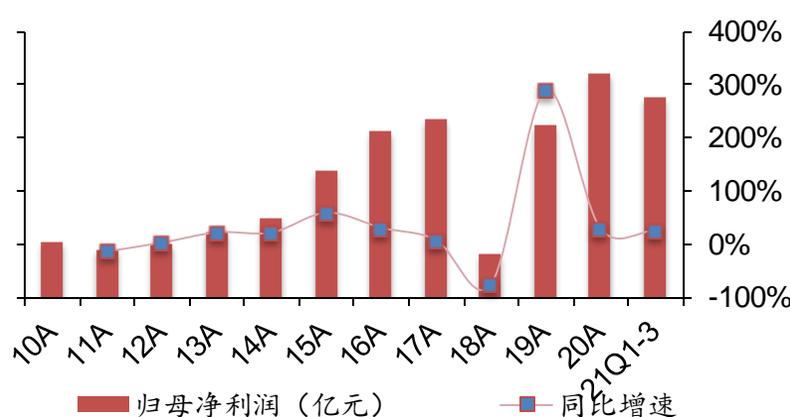


### 累计季度表现

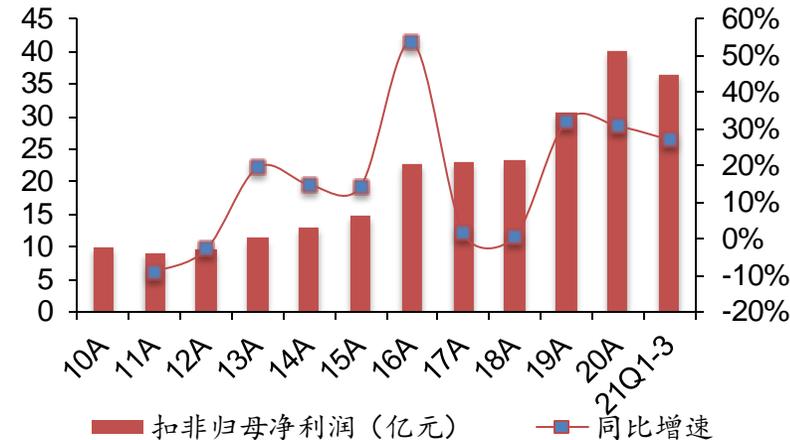
#### 2010年~21Q1-3收入及增速



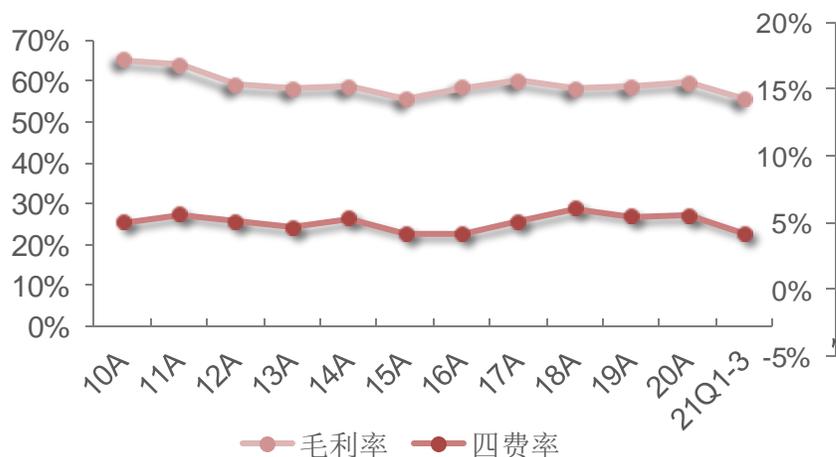
#### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



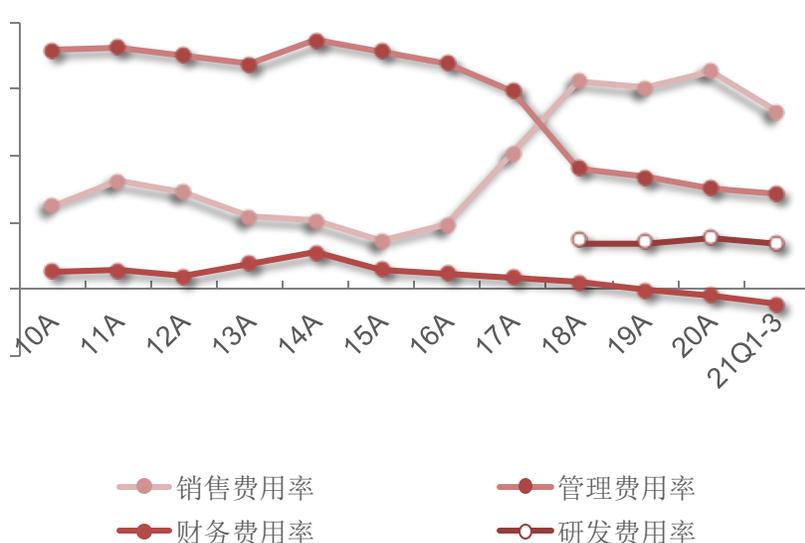
#### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



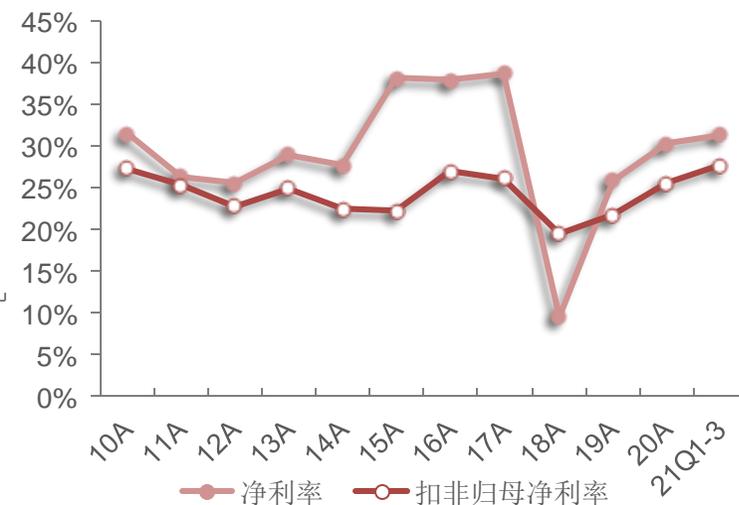
#### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

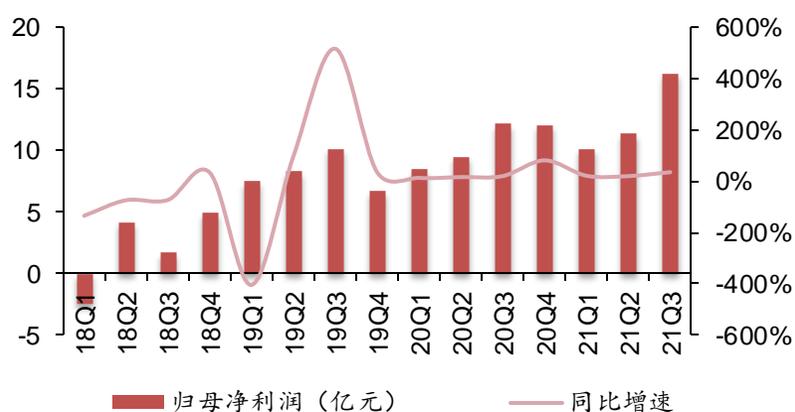


### 单季度表现

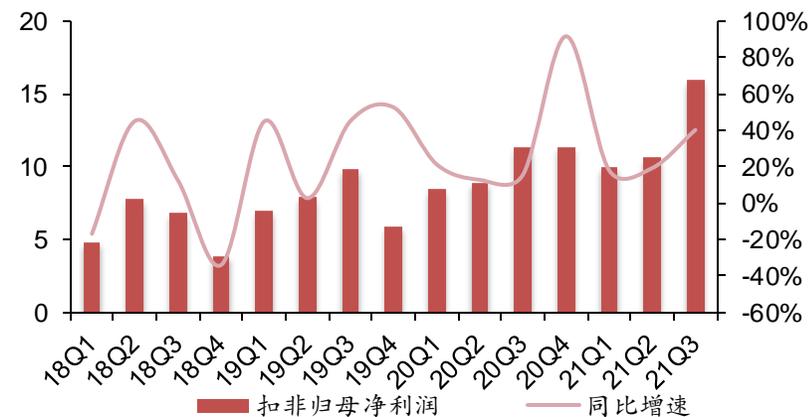
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



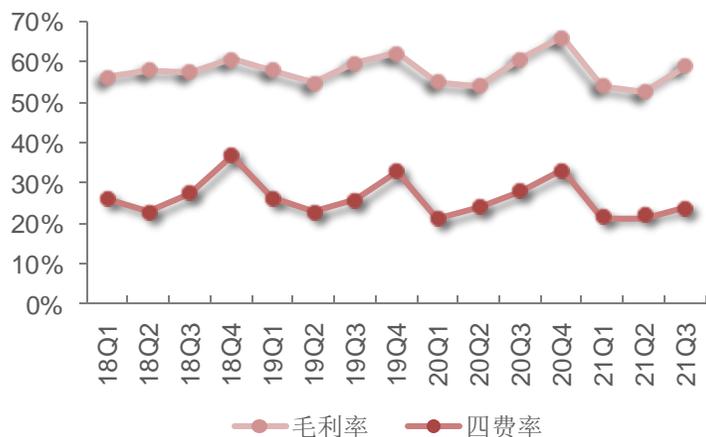
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



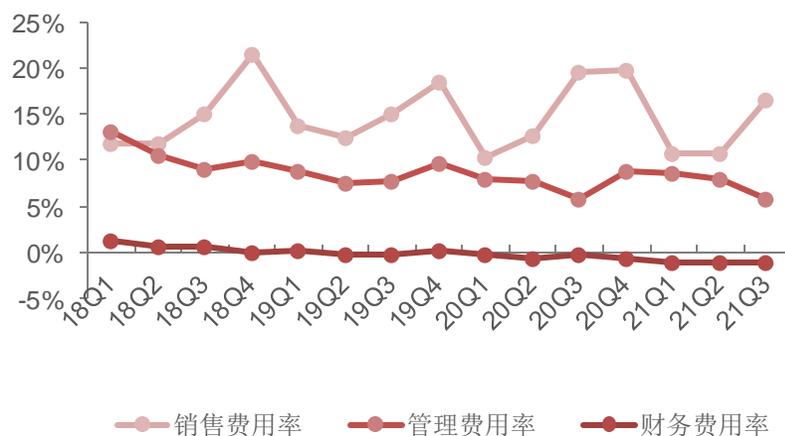
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



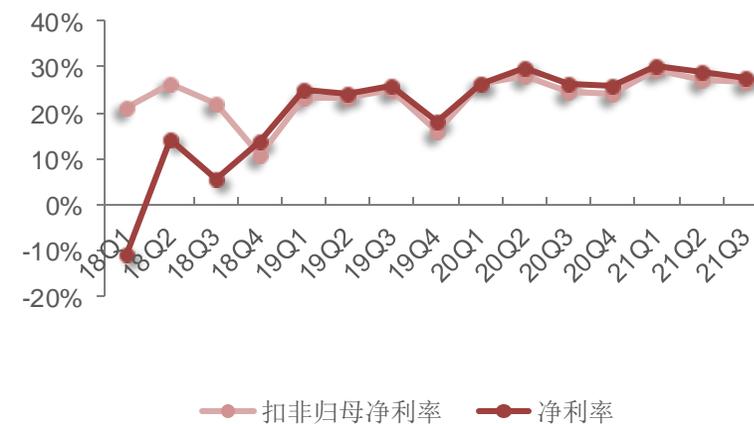
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



### 主要公司三季度业绩表现

- 派林生物**：前三季度实现营业收入13.4亿元，同比增长102.71%；实现归母净利润3亿元，同比增长192.88%；扣非归母净利润2.6亿元，同比增长166.54%；单三季度实现营收5.5亿元，同比增长135%，实现归母净利润1.3亿元，同比增长213.42%，扣非归母净利润1.1亿元，同比增长180.15%。符合此前预期。公司并购逐步兑现，浆量快速增长，部分新建浆站有望于明年取得验收，
- 天坛生物**：前三季度实现收入28.2亿元，同比增长6.91%；实现归母净利润5.6亿元，同比增长12.32%；实现扣非后归母净利润5.52亿元，同比增长14.07%。公司全国在营浆站56家，2021年累计公告新增15家浆站，十四五期间国内浆站数量有望持续快速增长，公司受益于股东国药集团的背景，浆站拓展能力行业领先，将进一步巩固龙头地位。
- 华兰生物**：前三季度实现收入33.6亿元，同比增长9.38%；实现归母净利润10.57亿元。同比降低9.6%，扣非净利润9.74亿元，同比降低11.36%，公司前三季度血制品业务恢复稳定增长。流感疫苗需求旺盛，公司疫苗产能充足，三季度快速放量。

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
华兰生物	-7%	-11%	23%	32%	9%	10%	560	386	288	147	93	191	6%	615	18%	199	6%	-15	0%
上海莱士	34%	31%	77%	22%	49%	27%	451	562	1,008	87	301	78	3%	226	7%	209	7%	-36	-1%
天坛生物	17%	19%	-7%	4%	7%	12%	402	74	182	8	61	71	3%	192	7%	212	8%	-49	-2%
博雅生物	6%	23%	8%	100%	8%	44%	179	56	23	63	100	52	3%	556	28%	141	7%	-3	0%
派林生物	85%	180%	135%	213%	103%	193%	229	317	680	87	200	24	2%	154	11%	137	10%	-34	-3%
卫光生物	-18%	-10%	40%	56%	1%	14%	67	81	9	24	17	35	6%	18	3%	47	8%	-6	-1%

### 生物药

- **业绩持续快速恢复，2021Q1-3收入和净利润持续增长。**14家生物药公司2021Q1-3收入总额增速为23.5%、归母净利润总额增速为37.2%。生物药去年同期受疫情影响较大，目前已迎来恢复。生物药企业去年同期受疫情影响较大，业绩基数相对较低，进入到今年上半年，行业已经完全迎来恢复，三季度继续加速恢复，预计全年仍将保持较快增长。
- **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，Q1-3生物药板块整体盈利能力稳中有升，行业毛利率（63%）基本保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，管理费用率（8%）、研发费用率（8.4%）保持稳定，净利率（22%）同比有所提升。
- **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。2021Q1-3，生物药板块ROE为6.93%，同比下降0.3pp，总体来看，生物药板块ROE保持在比较稳定的水平。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2021Q1-3为79.82%，同比下降2.81pp，预计四季度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2021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，预计随着黄花蒿粉滴剂的放量，四季度有望持续加速。

### 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）。

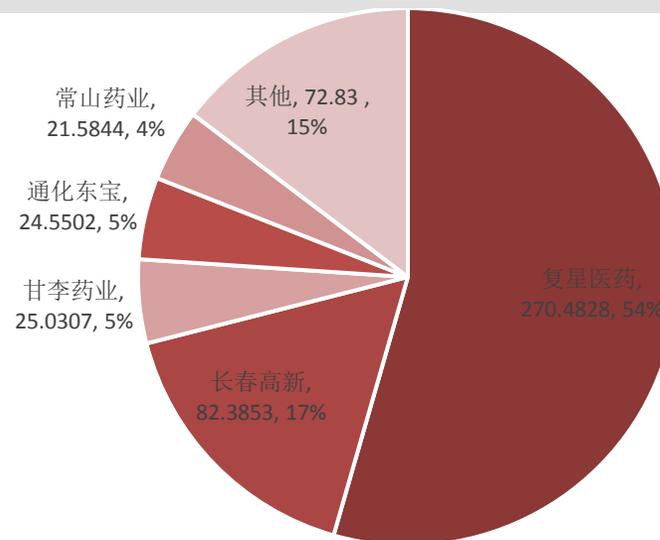
### 生物药

- 14家生物药公司2021Q1-3收入总额增速为23.5%、归母净利润总额增速为37.2%。生物药去年同期受疫情影响较大，目前已迎来恢复。
- 从盈利水平看，Q1-3生物药板块整体盈利能力稳中有升，行业毛利率（63%）基本保持平稳，销售费用率（27%）持续下降，管理费用率（8%）、研发费用率（8.4%）保持稳定，净利率（22%）同比有所提升。

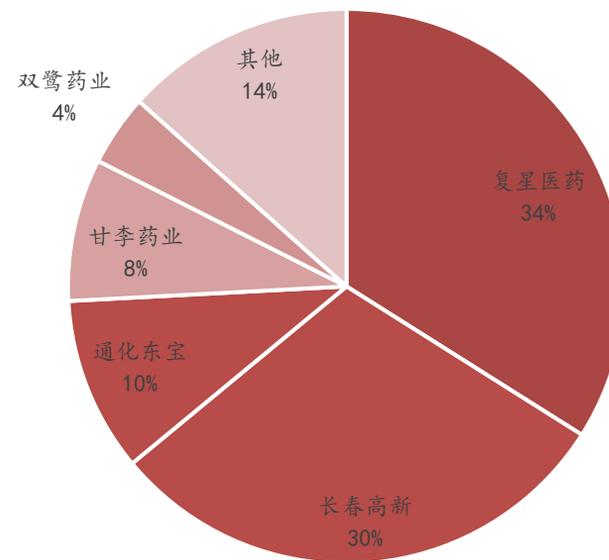
子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	23.49%	2	5	13	1
占比		14%	36%	93%	7%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	37.18%	0	8	13	1
占比		0%	57%	93%	7%

21Q1-3收入前五占比

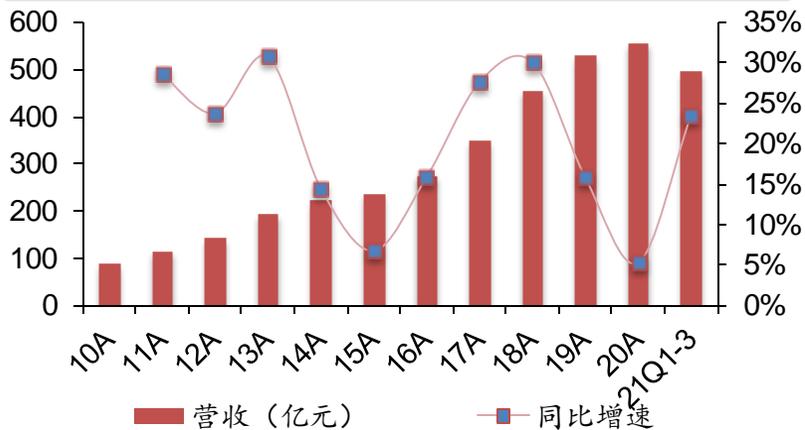


21Q1-3归母净利润前五占比

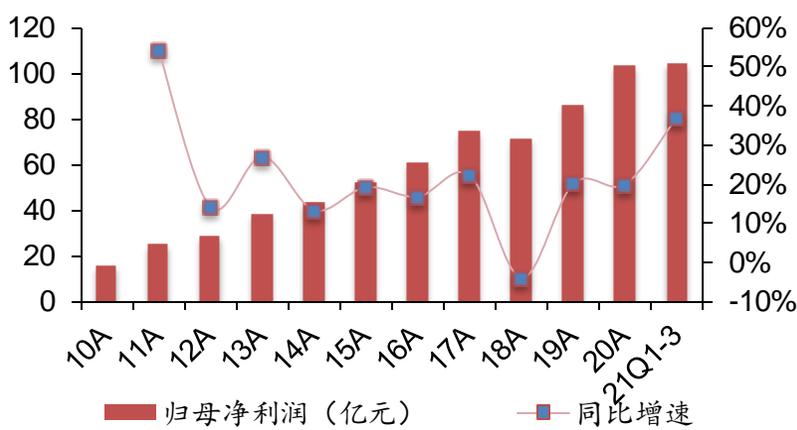


## 累计季度表现：收入和利润增速均实现较快增长

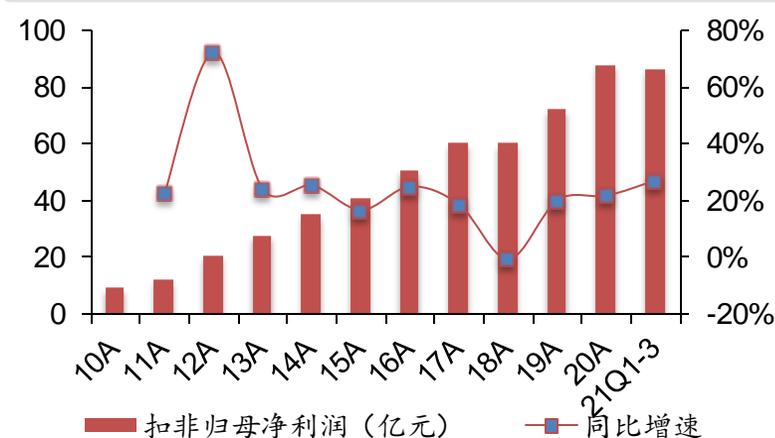
### 2010年~21Q1-3收入及增速



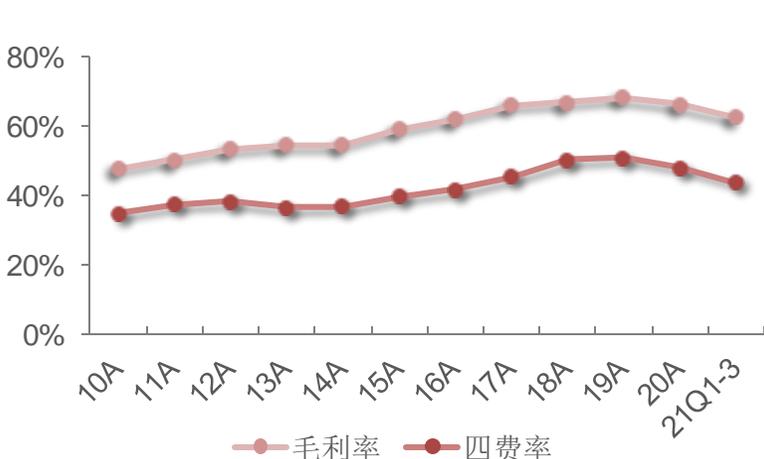
### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



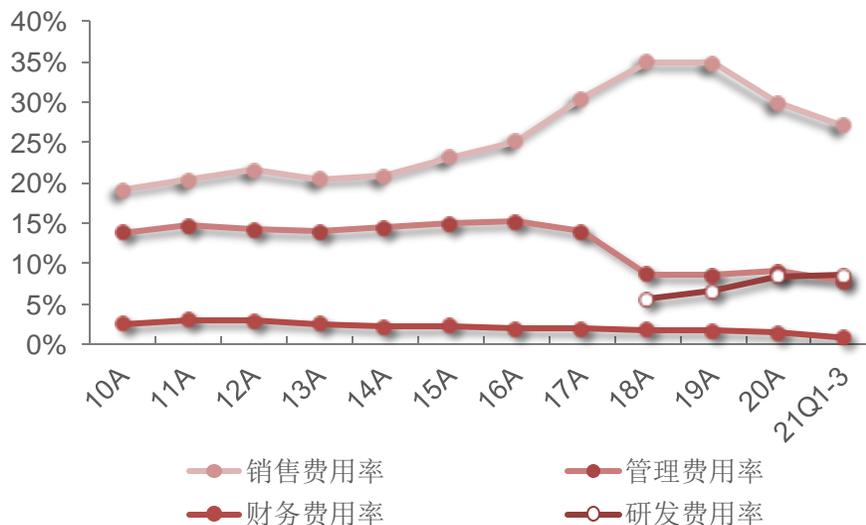
### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



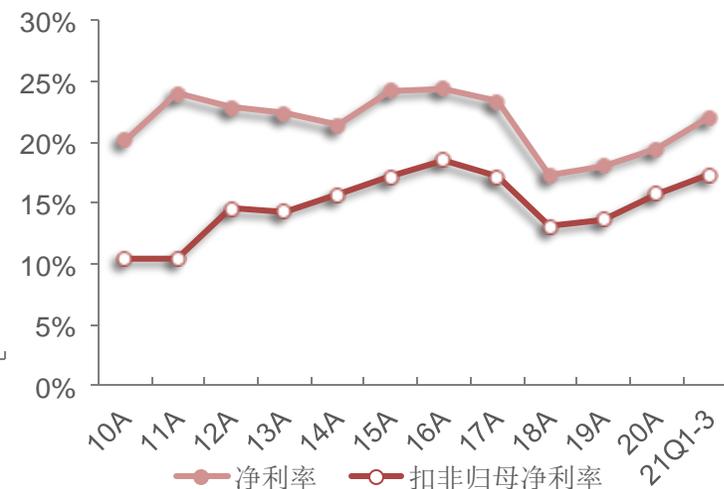
### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势

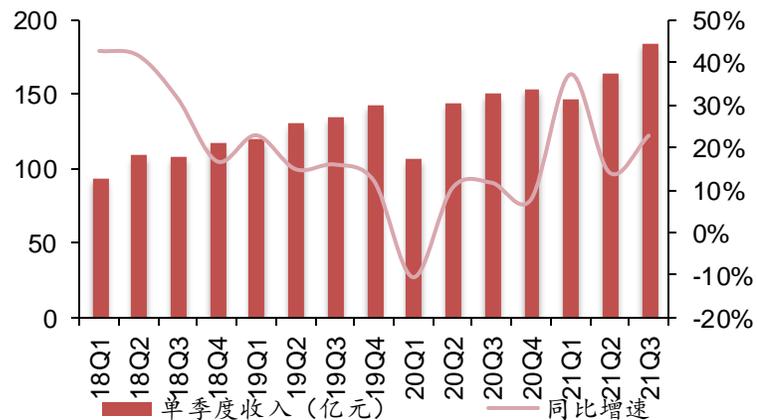


### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

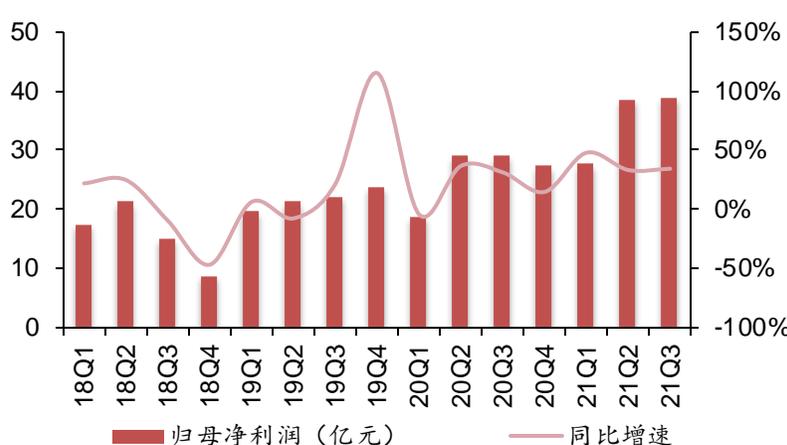


## 单季度表现：收入、利润增速环比有所提升，盈利能力略有下降

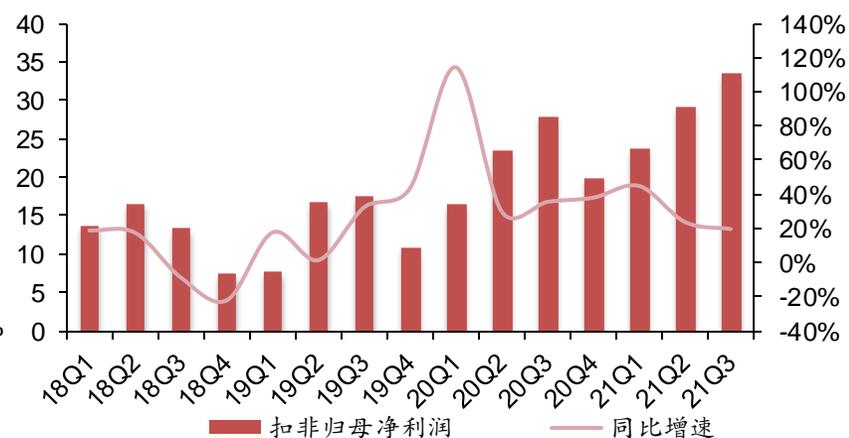
### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



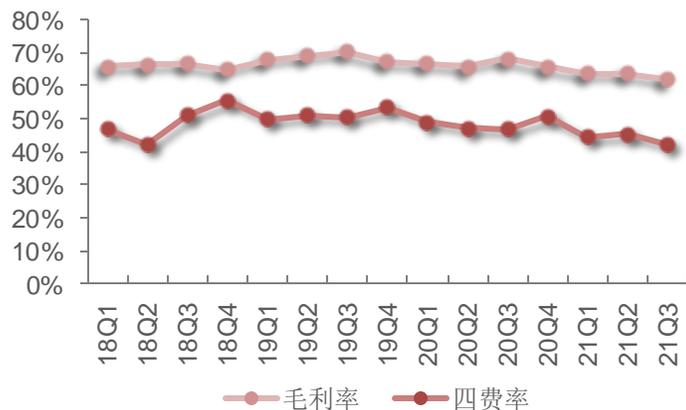
### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



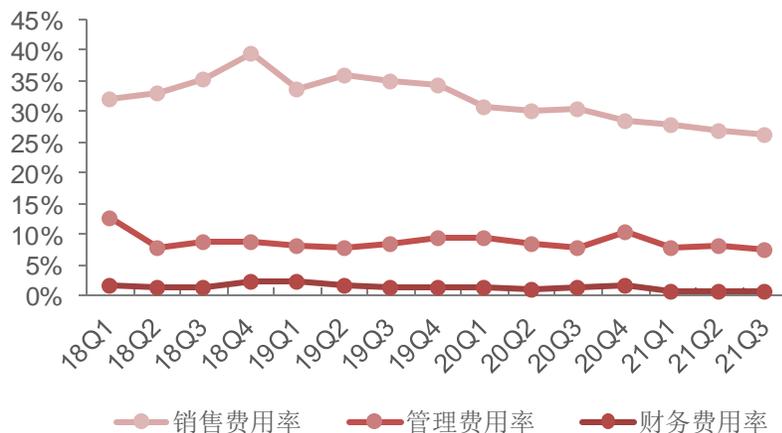
### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



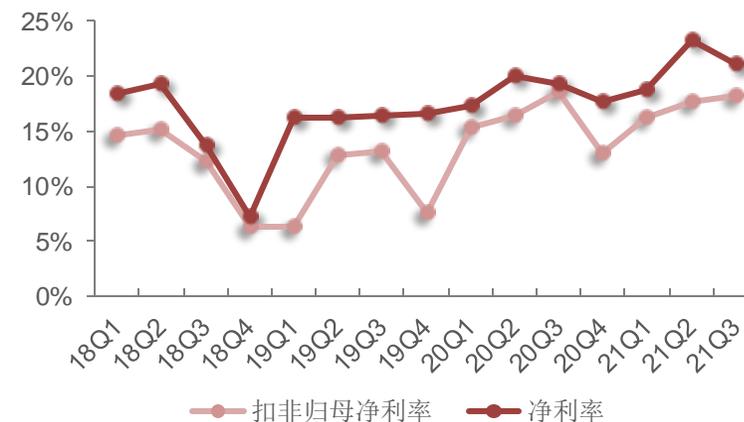
### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



### 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。2021Q1-3，生物药板块ROE为6.93%，同比下降0.3pp，总体来看，生物药板块ROE保持在比较稳定的水平。
- 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2021Q1-3为79.82%，同比下降2.81pp，预计四季度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



## 生物药

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	21%	45%	25%	42%	22%	44%	1173	2,021	4,946	318	1,086	2414	9%	6,813	25%	2251	8%	393	1%
长春高新	27%	47%	32%	29%	29%	39%	1067	794	1,840	273	887	568	7%	2,179	26%	379	5%	-66	-1%
甘李药业	22%	21%	4%	32%	14%	27%	371	43	311	120	185	351	14%	730	29%	238	10%	-17	-1%
通化东宝	13%	24%	12%	84%	12%	41%	246	82	269	179	312	118	5%	723	29%	168	7%	-6	0%
常山药业	40%	20%	18%	-32%	32%	1%	62	113	521	-24	2	106	5%	816	38%	92	4%	50	2%
安科生物	36%	50%	31%	36%	34%	44%	207	138	395	49	130	101	7%	567	37%	93	6%	-2	0%
赛升药业	80%	1%	12%	18%	53%	7%	56	36	421	8	9	80	7%	429	35%	51	4%	-8	-1%
中源协和	24%	36%	12%	55%	20%	43%	103	42	190	28	58	102	9%	284	25%	249	21%	-5	0%
双鹭药业	16%	53%	-5%	26%	8%	44%	95	-16	71	28	133	121	13%	351	38%	72	8%	-13	-1%
莱茵生物	61%	11%	59%	129%	61%	33%	47	96	269	16	22	25	4%	25	4%	60	8%	16	2%
我武生物	34%	38%	17%	4%	26%	20%	278	40	129	5	45	61	10%	205	33%	35	6%	-17	-3%
万泽股份	21%	31%	34%	2%	26%	22%	65	48	97	0	16	49	10%	183	39%	93	20%	14	3%
东宝生物	48%	11%	19%	64%	37%	30%	35	21	111	2	3	7	2%	7	2%	21	5%	2	1%
四环生物	-37%	-539%	-27%	-68%	-33%	-205%	33	-31	-118	11	-45	59	25%	95	40%	51	22%	2	1%

### 核心观点：业绩增速放缓，重点关注品牌中药

- **业绩增速放缓，行业分化明显。** 49家中药公司2021Q1-Q3收入总额增速为12%、归母净利润总额增速为10.3%，扣非后归母净利润增速为16.6%。Q3单季收入端增速为7%，归母净利润端增速为-15.5%，扣非后归母净利润为3.6%，收入端回落主要系2020Q3疫情恢复形成高基数。从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体保持稳定，21年Q1-Q3，行业毛利率（44%），销售费用率（23%）保持稳定，净利率（11%）略有提升。单Q3毛利率为30.6%，环比下滑0.6pp，主要系原材料涨价带来部分中药成本上涨。
- **行业利好政策不断，国家政策鼓励导向明显。** 利好政策方面，国家在推动中药创新、中药国际化、中药质量控制和中医医疗服务方面密集出台利好政策，促进行业稳健快速发展。与此同时，湖北、广东等地中药集采苗头初显，中成药独家品种竞争格局较好，集采降价幅度有限。
- **上游中药材迎来涨价带来业绩分化。** 2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄、三七、天然麝香均有不同程度提价。原材料涨价带来行业业绩分化，中成药独家品种涨价带来毛利率提升，其他普药品种成本上涨，毛利率有所下降。前期提价品种比如片仔癀和同仁堂将持续释放业绩。2021Q1-Q3片仔癀受益于产品提价以及开辟线上直营渠道，肝病用药毛利率提升至81.9%，带动整体利润端增速超过收入增速。
- **国企混改释放红利，股权激励相继落地。** 中药行业国企混改以及股东层面的变动在近一年加速落地，云南白药、太极集团、广誉远、中新药业在国企混改后极大释放员工积极性，云南白药混改股权激励目标将提高员工积极性，国企混改红利在逐步释放。云南白药推出两期管理层股权激励计划，行权条件需要达到2021-2022年ROE考核分别不低于10.5%和11%，分红比例不低于40%。截至2021Q3公司净资产为381.5亿元，ROE为6.5%，假设按照净资产不变，我们测算全年归母净利润至少需要达到40亿元，Q4主营业务有望在股权激励下实现快速增长。
- **品牌中药具有长期成长属性，大健康转型值得期待。** 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。比如片仔癀、云南白药等具有强品牌的中药企业将仍然维持长期成长空间。关注大健康转型中的标的，比如片仔癀、云南白药、马应龙、仁和药业等。片仔癀的日化板块已经启动分拆上市，云南白药的大健康板块将全面实现品牌价值延申。

### 投资策略

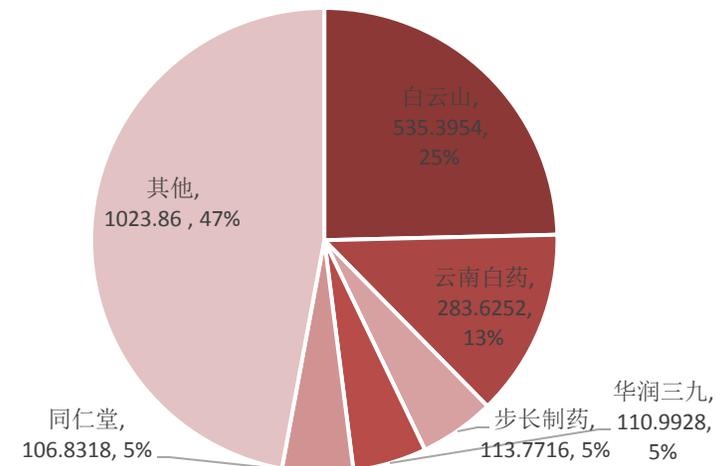
- **中药行业投资逻辑主要聚焦于消费属性明显的公司：**消费品属性强的中药企业成长持续性明显，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：片仔癀（600436）、云南白药（000538）、同仁堂（600085）等。

- 49家中药公司2021Q1-3收入总额增速为12%、归母净利润总额增速为10.3%，Q3单季收入稳健增长，利润同比下降；收入端增速为7%，利润端下降15.5%。
- 从盈利水平看，中药板块整体盈利能力整体稳中有升，21Q1-3，行业毛利率（43%），销售费用率（23%）保持稳定，净利率（9%）略有下滑。

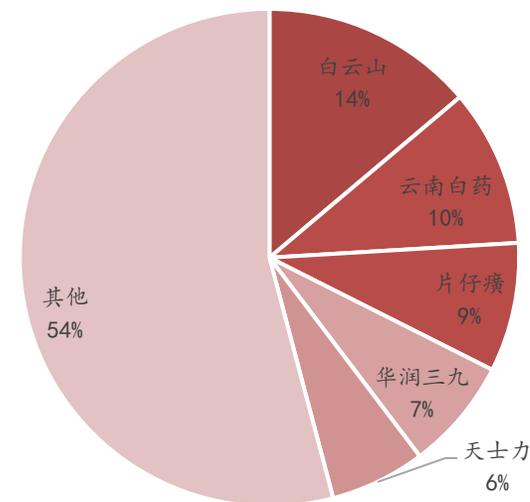
### 子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.02%	4	11	42	7
占比		8%	22%	86%	14%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	10.30%	8	13	38	11
占比		16%	27%	78%	22%

### 21Q1-3收入前五占比

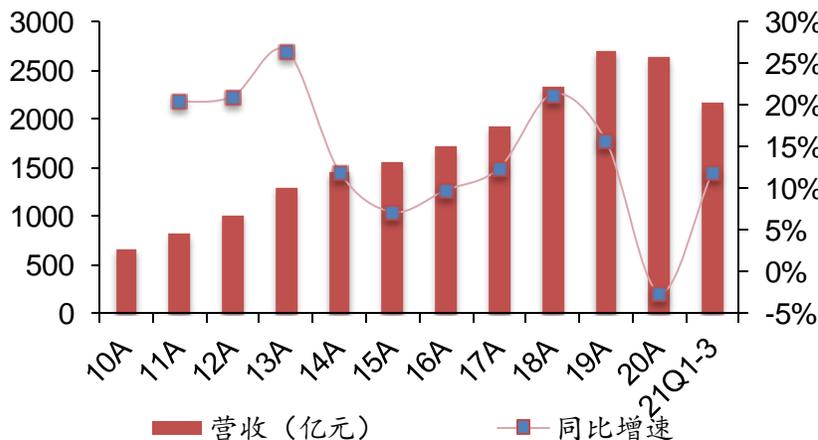


### 21Q1-3归母净利润前五占比

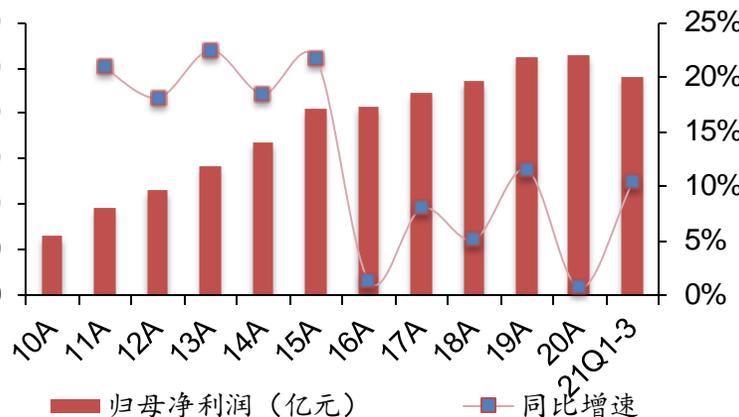


### 累计季度表现

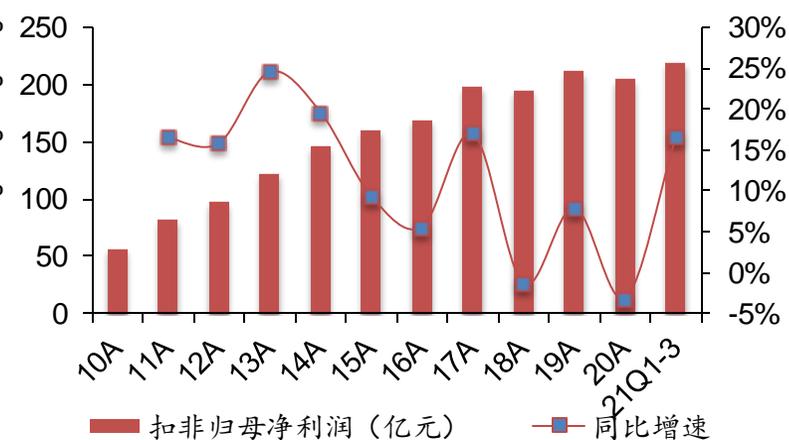
#### 2010年~21Q1-3收入及增速



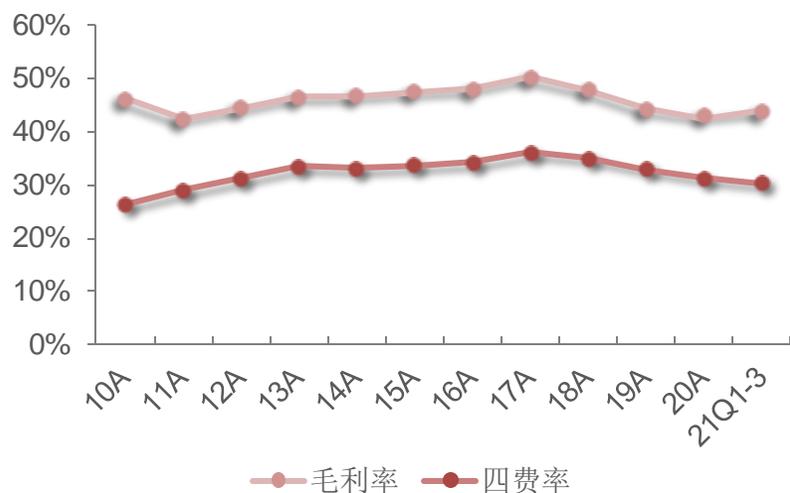
#### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



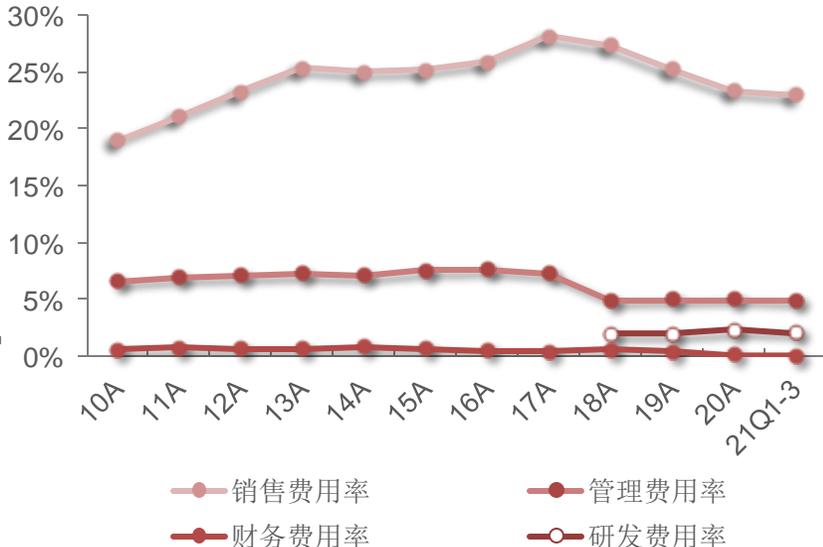
#### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



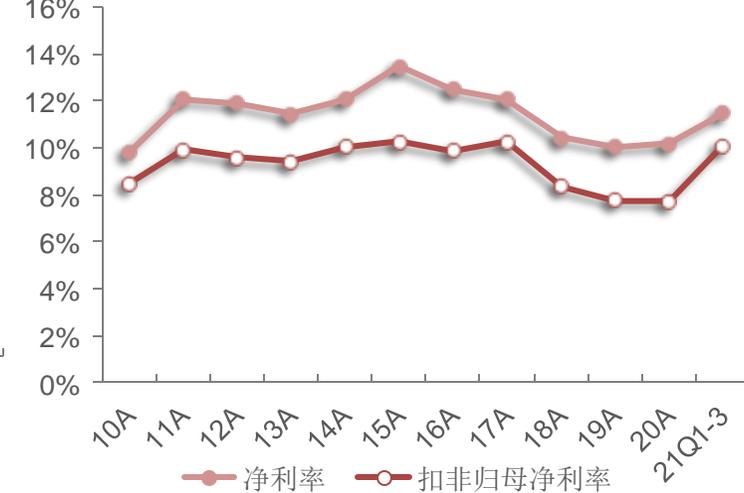
#### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势

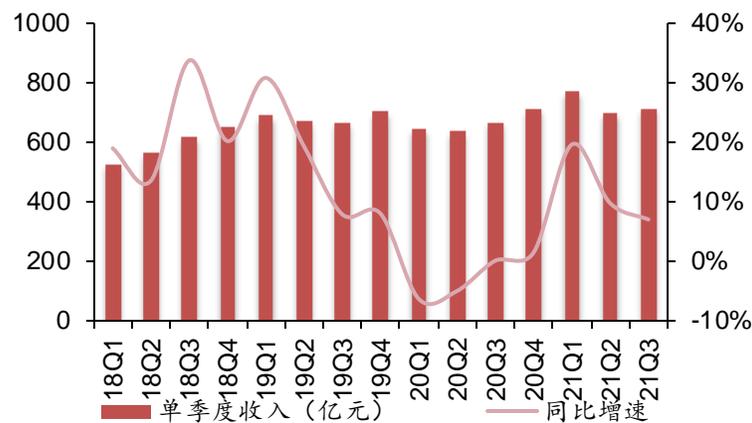


#### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

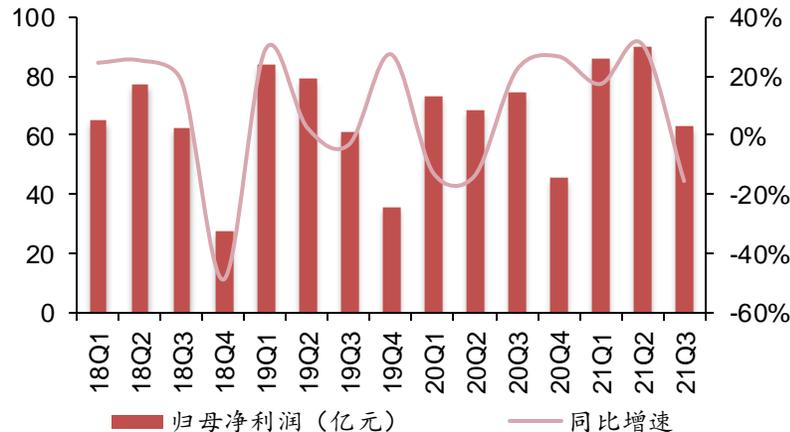


### 单季度表现

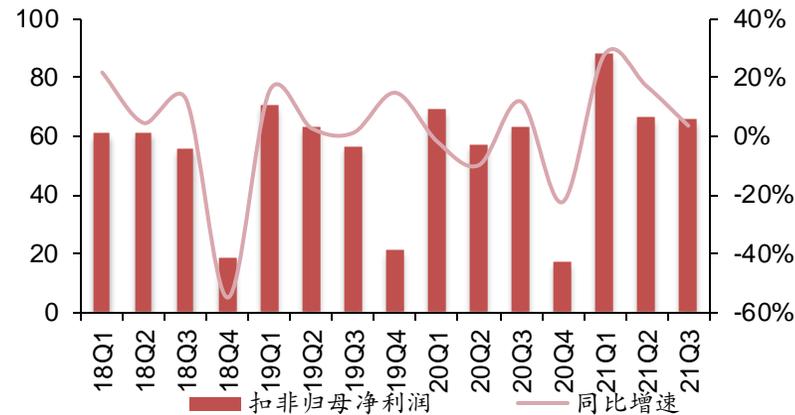
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



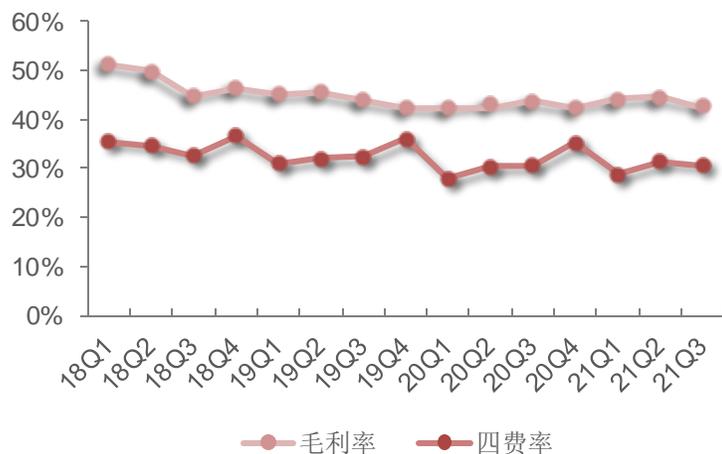
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



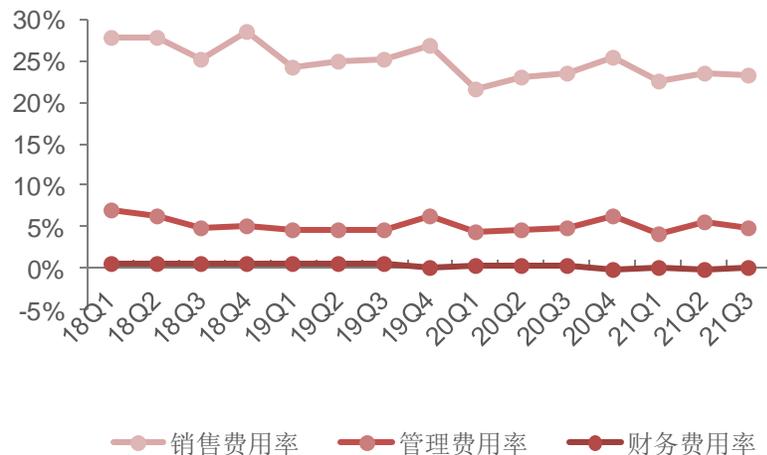
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



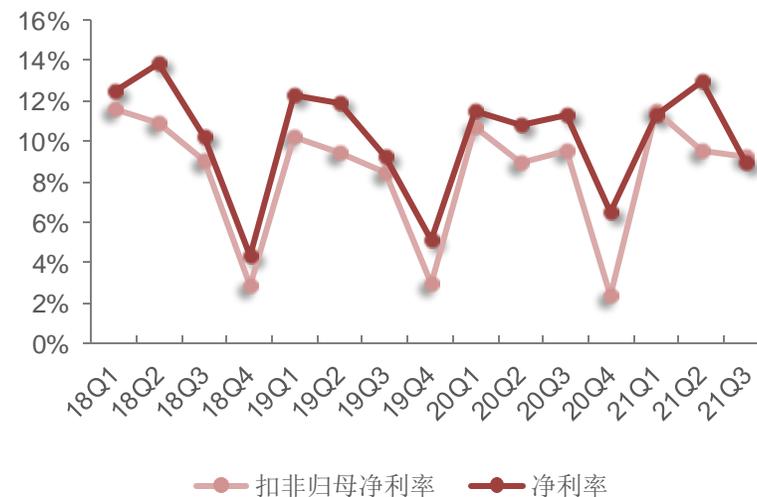
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



# 2 医药子行业2021年三季度报总结

## ——中药

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
白云山	19%	42%	6%	-10%	14%	25%	441	996	6,655	-85	653	605	1%	4,572	9%	1469	3%	-118	0%
云南白药	23%	-27%	10%	-64%	19%	-42%	1153	842	4,431	-1,150	-1,802	196	1%	2,876	10%	1006	4%	-201	-1%
步长制药	5%	5%	-5%	-34%	21%	51%	204	-213	133	-166	-122	261	4%	5,790	95%	668	11%	101	2%
华润三九	32%	29%	-2%	-25%	19%	10%	236	-66	1,858	-127	177	355	3%	3,545	32%	603	5%	-31	0%
同仁堂	23%	30%	9%	26%	-49%	35%	469	274	1,630	61	205	99	2%	2,150	37%	969	17%	23	0%
太极集团	12%	652%	8%	2733%	1%	-9%	86	236	925	165	232	57	1%	3,072	27%	498	4%	168	1%
以岭药业	31%	35%	13%	-14%	25%	33%	272	255	1,664	-42	208	538	10%	2,796	52%	347	6%	27	1%
片仔癀	19%	29%	24%	93%	26%	20%	2456	439	1,042	432	683	98	1%	470	6%	258	3%	-63	-1%
昆药集团	20%	48%	-3%	-19%	18%	29%	62	-65	604	-25	83	72	1%	1,795	17%	281	3%	26	0%
天士力	-56%	46%	-30%	16%	8%	39%	201	-824	-5,621	65	381	397	7%	1,923	36%	288	5%	30	1%
济川药业	25%	25%	27%	52%	16%	100%	162	364	1,095	143	312	220	19%	2,634	222%	228	19%	-58	-5%
中新药业	11%	43%	3%	30%	19%	38%	152	45	395	46	185	94	3%	1,209	33%	313	9%	-23	-1%
信邦制药	15%	327%	3%	-34%	-9%	22%	130	48	444	-30	87	1	0%	287	11%	300	11%	83	3%
仁和药业	19%	36%	32%	53%	12%	14%	129	328	702	68	155	43	2%	445	23%	173	9%	-46	-2%
葵花药业	31%	30%	51%	17%	11%	24%	83	307	809	14	84	95	2%	846	14%	283	5%	-9	0%
九芝堂	13%	11%	10%	64%	58%	29%	74	86	331	20	42	80	5%	1,167	75%	190	12%	3	0%
珍宝岛	20%	50%	160%	-160%	37%	26%	133	661	924	-90	2	37	1%	506	17%	248	8%	106	3%
中恒集团	8%	8%	-33%	60%	46%	12%	107	-393	-257	66	93	100	4%	1,321	52%	256	10%	-39	-2%
千金药业	4%	28%	-6%	3%	17%	21%	34	-60	11	3	25	84	4%	722	35%	165	8%	-8	0%
健民集团	75%	192%	40%	31%	39%	4%	69	234	1,000	21	131	26	1%	796	44%	91	5%	2	0%
康缘药业	14%	10%	12%	9%	14%	-4%	56	90	312	4	19	337	27%	1,074	86%	113	9%	7	1%

# 2 医药子行业2021年三季度报总结

## ——中药

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
马应龙	70%	8%	14%	20%	12%	19%	107	108	795	19	38	47	2%	498	17%	66	2%	-25	-1%
香雪制药	-15%	-64%	3%	-595%	62%	104%	41	23	-258	-40	-131	49	2%	221	8%	203	8%	101	4%
羚锐制药	15%	24%	21%	16%	11%	1426%	64	123	304	15	57	62	1%	993	10%	127	1%	-10	0%
贵州百灵	-1%	-25%	-4%	-25%	52%	1%	82	-30	-38	-13	-40	24	1%	794	29%	142	5%	65	2%
江中药业	9%	14%	16%	13%	10%	71%	71	95	203	17	54	48	1%	631	13%	96	2%	-23	0%
众生药业	54%	50%	17%	-76%	14%	10%	67	88	513	-84	12	87	3%	690	27%	99	4%	3	0%
西藏药业	65%	36%	45%	15%	0%	16%	119	163	572	16	94	19	1%	829	31%	56	2%	2	0%
桂林三金	17%	2%	9%	-28%	-5%	-3%	76	30	158	-18	-12	170	24%	310	44%	109	15%	-16	-2%
奇正藏药	28%	347%	1%	-430%	40%	111%	130	5	174	-445	323	44	4%	510	47%	88	8%	1	1%
太龙药业	16%	2%	15%	-15%	-2%	-25%	47	49	153	0	-1	45	2%	84	4%	86	4%	66	3%
方盛制药	25%	11%	12%	-11%	23%	9%	22	41	188	-2	2	33	4%	472	59%	88	11%	9	1%
佐力药业	49%	182%	26%	42%	69%	130%	46	78	309	13	69	32	5%	527	86%	59	10%	7	1%
上海凯宝	13%	6%	49%	17%	3%	-6%	46	85	147	5	10	32	5%	433	67%	49	8%	-20	-3%
新天药业	50%	86%	22%	17%	38%	46%	23	52	203	6	28	12	2%	367	49%	89	12%	12	2%
沃华医药	6%	12%	-27%	-30%	16%	17%	35	-71	-39	-15	-4	40	16%	323	131%	36	15%	0	0%
益盛药业	15%	26%	1%	12%	22%	30%	25	2	60	3	11	15	3%	321	67%	71	15%	4	1%
佛慈制药	18%	-49%	60%	128%	32%	-32%	37	104	162	14	-34	11	2%	94	14%	35	5%	-7	-1%
华森制药	15%	-10%	-15%	4%	38%	11%	45	-36	20	1	-5	25	4%	180	29%	29	5%	1	0%
盘龙药业	69%	31%	4%	-9%	10%	20%	19	8	171	-3	7	6	1%	241	36%	37	6%	-5	-1%
贵州三力	34%	49%	191%	1859%	20%	3%	53	156	251	40	63	3	0%	296	27%	28	2%	1	0%
广誉远	-13%	-211%	-14%	-393%	23%	102%	137	-35	-92	-84	-176	19	9%	406	187%	64	30%	20	9%
华神科技	7%	20%	-5%	41%	2%	26%	31	-10	12	3	8	14	2%	155	28%	40	7%	-2	0%
易明医药	36%	-23%	16%	78%	16%	12%	17	25	115	3	0	7	1%	126	11%	31	3%	-1	0%
寿仙谷	34%	30%	3%	30%	15%	-27%	65	4	86	7	20	35	10%	237	71%	56	17%	-3	-4%
康惠制药	21%	-6%	4%	-52%	28%	0%	19	5	43	-7	-8	6	1%	103	20%	23	4%	3	0%
新光药业	24%	24%	3%	6%	-10%	-89%	24	3	34	2	13	9	0%	21	1%	13	1%	-6	0%
启迪古汉	29%	111%	11%	80%	-20%	-223%	19	6	40	4	20	6	5%	31	24%	48	37%	-5	-4%
大理药业	-11%	-315%	-36%	-211%	-13%	-271%	15	-21	-33	-9	-11	1	0%	77	13%	27	4%	0	0%

### 原料药：优质公司产业能力升级、拓展新品种，特色原料药逐步进入配置区间

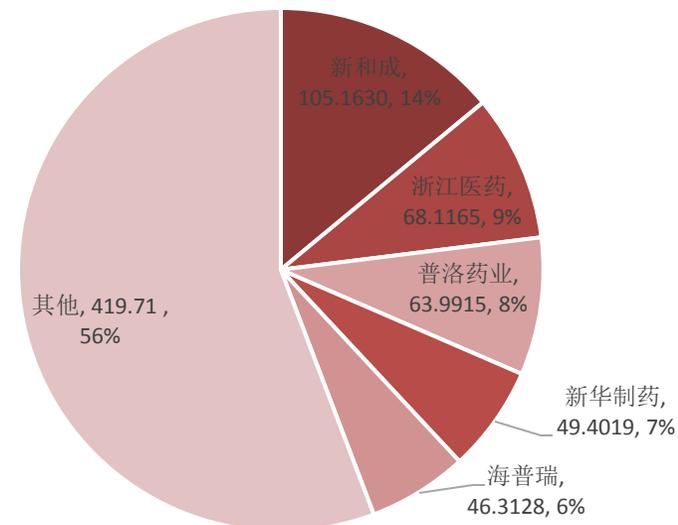
- **季度波动较大，21Q1-3板块业绩同比略有下滑。**原料药板块2021Q1-3同比增长14.2%，归母净利润下降0.4%；单三季度收入、归母净利润分别为250亿元、37亿元，分别同比+14.5%、-2.6%。
- **内部分化较大，优质公司产业能力升级，拓展新品种。**35家原料药公司中有26家公司收入实现正增长，其中7家超过30%，9家公司收入同比下滑。22家公司实现归母净利润正增长，其中3家增速超过50%。健友股份、普洛药业、花园生物、仙琚制药、奥翔药业等贡献板块业绩增长。价格和成本波动造成行业的周期性明显，建议臻选细分领域内具有成长趋势的公司，尤其是下半年业绩表现较为稳健的公司。国内优质特色原料药企业产业能力升级，拓展新品种。“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：**建议关注健友股份、海普瑞、博瑞医药、九州药业、普洛药业等。

- 原料药板块2021Q1-3同比增长14.2%，归母净利润下降0.4%；单三季度收入、归母净利润分别为250亿元、37亿元，分别同比+14.5%、-2.6%。
- 35家原料药公司中有26家公司收入实现正增长，其中7家超过30%，9家公司收入同比下滑。22家公司实现归母净利润正增长，其中3家增速超过50%。

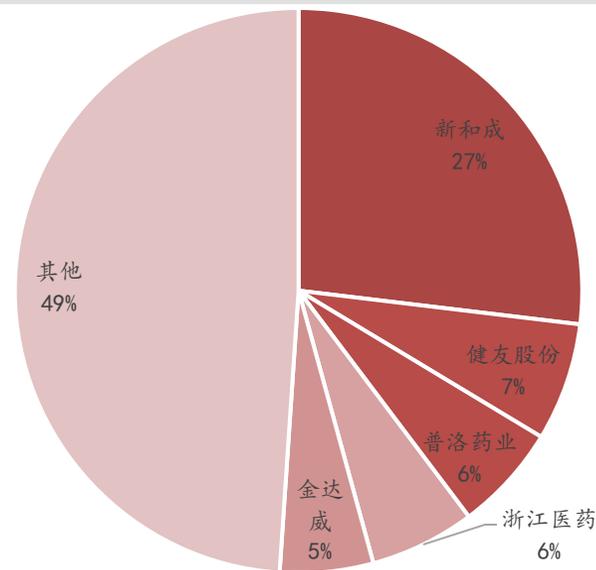
### 子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	14.15%	0	7	26	9
占比		0%	20%	74%	26%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-0.36%	3	8	22	13
占比		9%	23%	63%	37%

### 21Q1-3收入前五占比



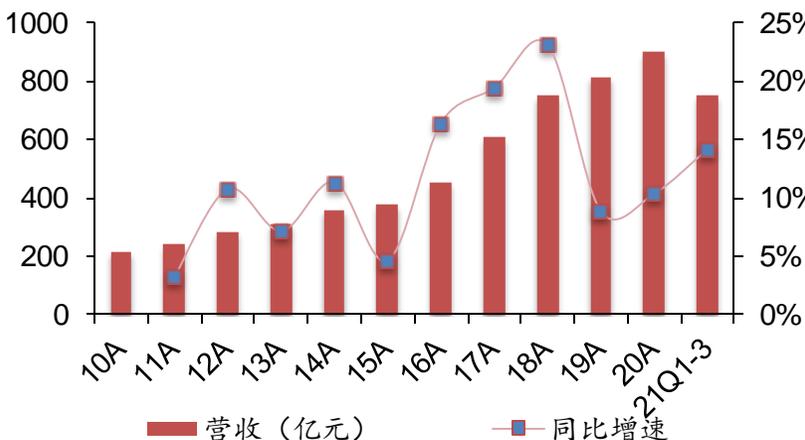
### 21Q1-3归母净利润前五占比



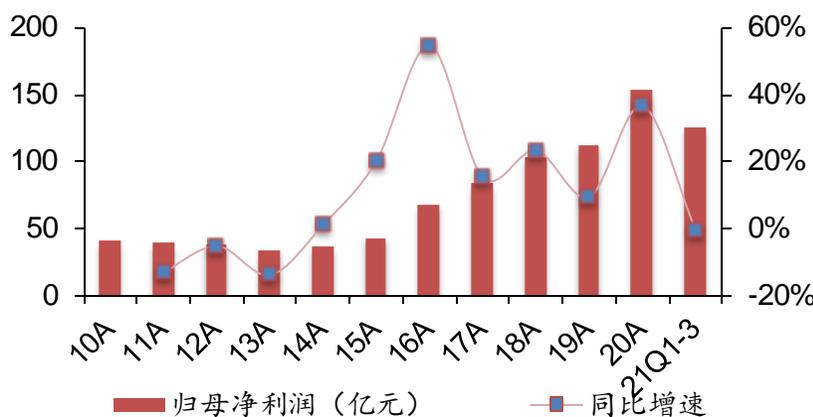
### 累计季度表现：收入端平稳增长，利润端增长一般

- 原料药板块2021Q1-3同比增长14.2%，归母净利润下降0.4%；单三季度收入、归母净利润分别为250亿元、37亿元，分别同比+14.5%、-2.6%。

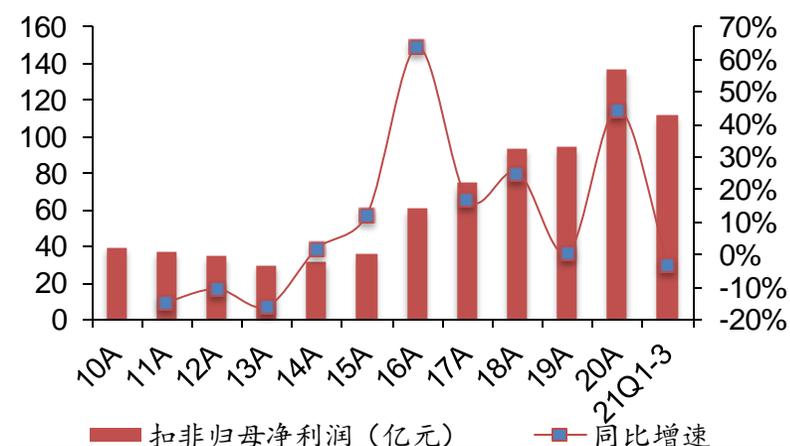
#### 2010年~21Q1-3收入及增速



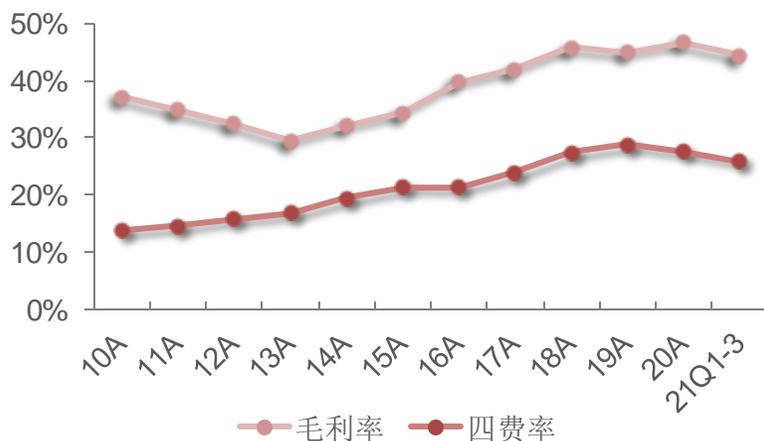
#### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



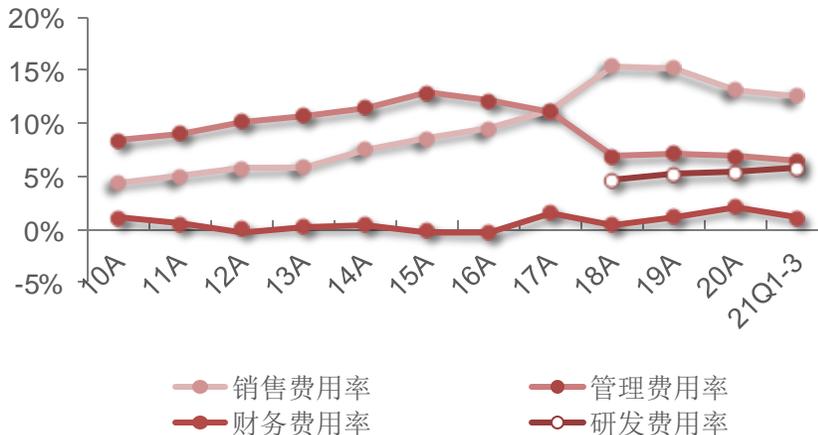
#### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



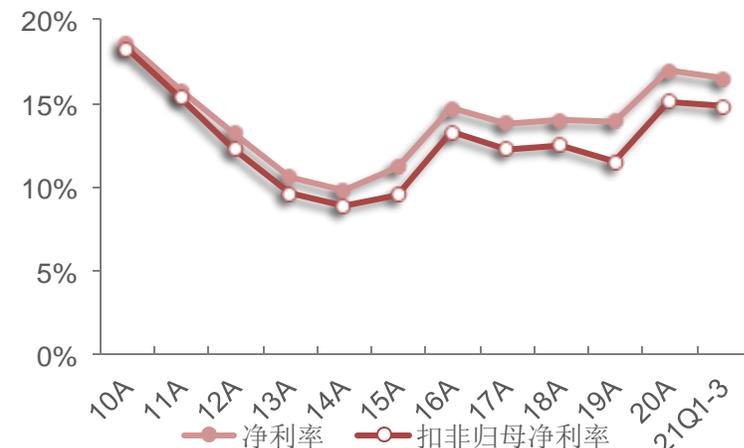
#### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

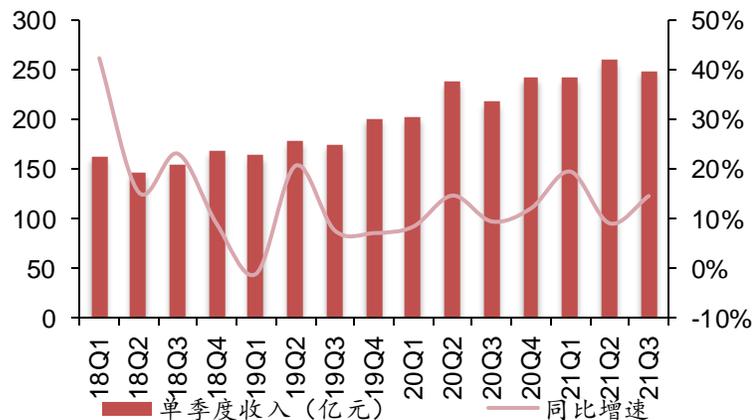


数据来源：Wind，西南证券整理

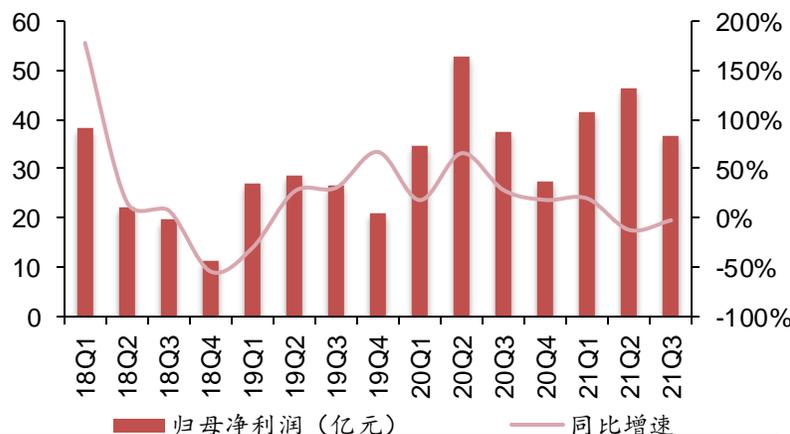
## 单季度表现：收入平稳增长，盈利能力下降拖累利润增速

■ 21Q1/Q2/Q3原料药板块分别实现收入242亿元/260/250亿元，同比+19%/+9%/+14.5%，在利润端21Q1/Q2/Q3实现归母净利润41.7亿元/46.4/36.8亿元，同比+20%/-12.4%/-2.6%。三季度板块归母净利润下滑有所缓解，主要是毛利率同比去年下滑约5.1pp，价格和成本波动造成行业的周期性明显，建议臻选细分领域内具有成长趋势的公司，尤其是Q4业绩表现较为稳健的公司。

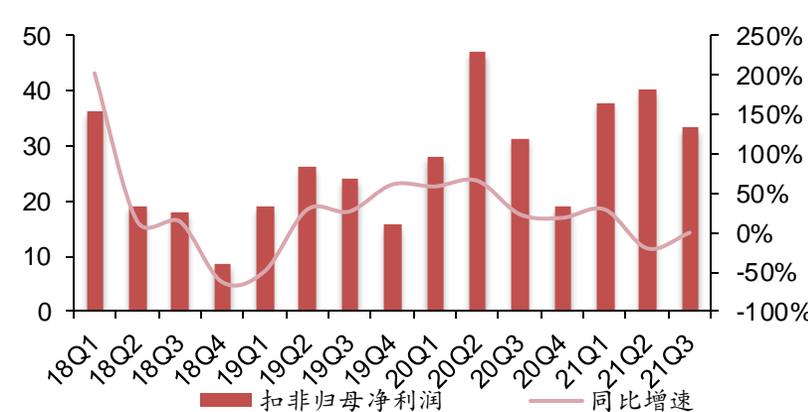
### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



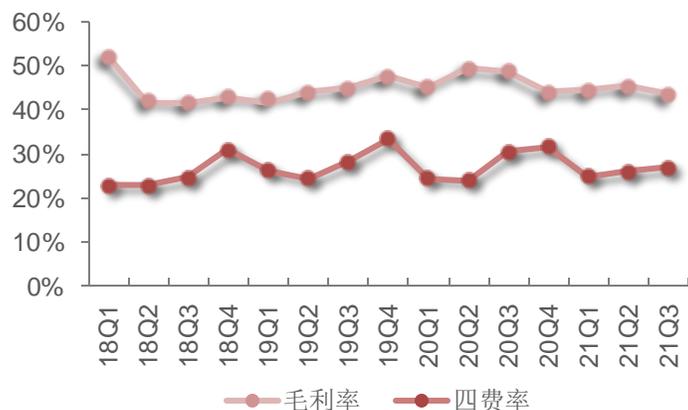
### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



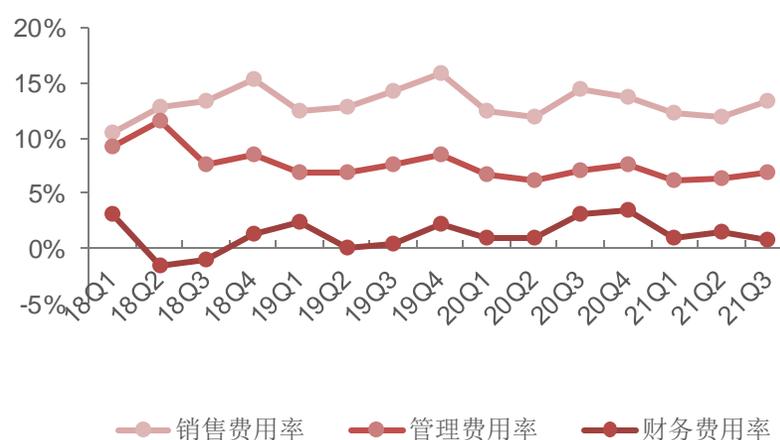
### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



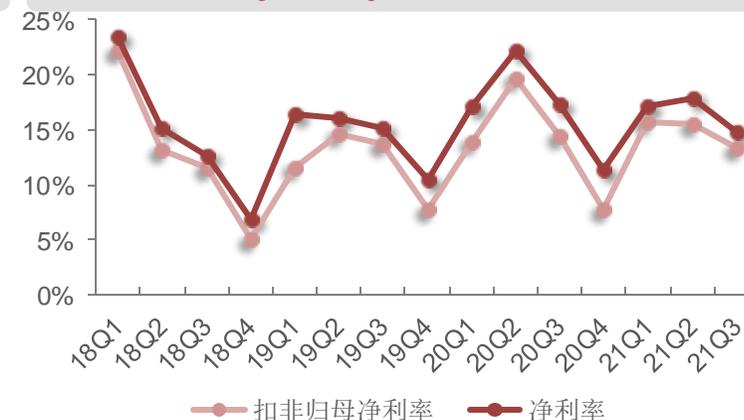
### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



# 2 医药子行业2021年三季度报总结

## ——原料药



成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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%	9%	50%	32%	41%	15%	682	1,092	3,043	229	429	520	5%	89	1%	292	3%	187	2%
浙江医药	31%	19%	15%	26%	29%	38%	152	293	1,382	49	130	693	25%	940	34%	251	9%	52	2%
普洛药业	7%	29%	17%	4%	10%	21%	401	303	589	8	132	321	5%	376	6%	309	5%	15	0%
新华制药	8%	16%	3%	16%	25%	21%	39	36	302	11	39	247	4%	454	7%	255	4%	39	1%
海普瑞	17%	-42%	72%	-3%	5%	-16%	207	634	1,089	-4	-247	109	4%	294	11%	282	10%	231	9%
华海药业	-8%	-11%	0%	-72%	-6%	-30%	298	-3	-273	-188	-251	570	12%	879	19%	853	19%	131	3%
亿帆医药	-15%	-70%	-23%	-60%	2%	-18%	207	-312	-745	-115	-621	133	4%	607	19%	299	9%	39	1%
悦康药业	27%	61%	8%	32%	31%	-35%	95	96	540	39	120	99	2%	1,580	34%	166	4%	23	0%
仙琚制药	21%	33%	1%	21%	13%	28%	111	11	384	32	101	157	5%	934	28%	260	8%	18	1%
国邦医药	5%	-15%	-4%	-25%	45%	37%	149	-44	67	-47	-116	106	9%	55	5%	186	16%	21	2%
健友股份	25%	36%	35%	41%	19%	47%	471	266	622	85	232	153	5%	369	11%	71	2%	4	0%
金达威	10%	2%	-3%	-47%	-18%	-68%	180	-33	136	-141	-129	56	2%	180	5%	255	7%	39	1%
立方制药	20%	27%	22%	24%	7%	16%	37	167	289	8	26	43	1%	451	9%	32	1%	1	0%
尔康制药	-31%	56%	29%	-54%	-7%	22%	84	170	-200	-62	-25	33	7%	94	21%	197	43%	4	1%
千红制药	33%	40%	-3%	22%	2%	-5%	53	-13	205	18	44	44	4%	324	31%	84	8%	11	-1%
司太立	18%	11%	40%	9%	25%	11%	137	131	254	5	21	82	6%	11	1%	96	7%	57	4%
普利制药	55%	42%	35%	30%	18%	30%	223	133	355	39	105	204	15%	160	12%	78	6%	27	2%
永安药业	23%	-50%	33%	70%	15%	49%	26	163	234	14	-32	39	5%	110	14%	57	7%	1	0%
富祥药业	-5%	-31%	-1%	-88%	47%	45%	119	-2	-43	-66	-132	52	7%	22	3%	88	12%	4	0%
新诺威	3%	-9%	-1%	4%	-4%	-45%	67	-4	15	3	-13	12	1%	214	20%	29	3%	19	-2%
美诺华	6%	10%	-24%	-43%	-11%	-14%	42	-70	-30	-14	-6	50	3%	20	1%	112	7%	12	1%
华纳药厂	34%	22%	15%	1%	-3%	-4%	34	36	159	0	12	46	5%	389	42%	39	4%	2	0%
苑东生物	15%	36%	16%	77%	21%	26%	54	37	101	30	61	148	9%	352	21%	45	3%	3	0%
威尔药业	46%	-2%	56%	51%	42%	67%	31	100	253	9	8	35	8%	8	2%	74	17%	5	1%
博瑞医药	58%	45%	30%	46%	27%	14%	137	62	238	22	55	120	15%	22	3%	73	9%	8	1%
圣达生物	-13%	-68%	-12%	-67%	49%	11%	27	-27	-87	-33	-136	28	4%	7	1%	68	9%	4	1%
广济药业	-5%	215%	-11%	-50%	26%	-28%	23	-19	-37	-14	26	29	3%	16	1%	71	6%	11	1%
花园生物	1%	45%	-27%	-36%	-9%	-3%	72	-39	-35	-23	50	27	7%	7	2%	44	12%	17	-5%
山河药辅	19%	6%	16%	5%	-7%	55%	26	20	67	1	4	16	3%	14	3%	22	5%	1	0%
共同药业	50%	120%	22%	3%	18%	6%	40	26	126	0	23	25	5%	3	1%	28	6%	5	1%
奥翔药业	36%	57%	57%	103%	26%	10%	78	52	128	14	44	49	12%	4	1%	56	13%	2	0%
同和药业	17%	2%	47%	28%	-13%	-68%	33	48	89	5	6	24	4%	13	2%	15	3%	2	0%
多瑞医药	39%	-20%	-2%	-15%	40%	73%	25	-3	65	-2	-11	17	4%	252	56%	31	7%	1	0%
吉贝尔	3%	22%	-27%	-38%	20%	-19%	38	-44	-36	-13	-3	24	6%	188	47%	31	8%	3	-1%
黄山胶囊	36%	38%	15%	12%	29%	27%	19	11	68	2	9	11	4%	22	8%	20	7%	5	-2%

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2021年11月3日

## 药店：影响扰动Q3业绩，加快门店扩张布局

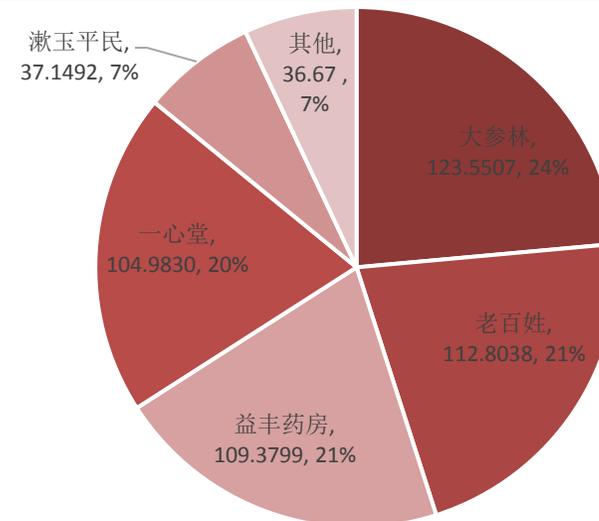
- **Q3业绩承压，看好Q4毛利改善**：5家连锁药店公司2021Q1-Q3总额为525亿元，增速为14.5%，其中Q3收入增速为16.3%；归母净利润总额为31.2亿元，增速为9.6%，其中Q3增速为-8.2%。Q3利润端受到全国各地疫情散发影响，同时2020Q3存在高基数，导致利润端增速同比有所回落，部分药店同店增速有所下降。从毛利端来看，单Q3毛利率36.4%，环比下滑，主要系高毛利感冒药限售，处方药占比提升等因素影响。预计Q4利润端将逐季改善，日化、中药等高毛利产品有望持续改善产品结构，提升毛利率水平，带动利润端逐季改善。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方**。集采、DRGs、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，从长期看处方药外流市场有望带来2000亿增量市场。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2020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，次新店有望逐步进入盈利期**。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。2021上半年，五家上市药店均维持高速增长步伐，上半年大参林、一心堂、老百姓、益丰药房新增门店数量为958家、933家、1147家、847家，我们预计全年仍将维持较高的扩张速度，五家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。截至2021Q3末，随着2020年并购加速，各大连锁药店的次新店占比提升，有望在2022-2023年步入盈利期。
- **互联网销售处方药打开市场空间**。《药品网络销售监督管理办法（送审稿）》明确网络销售处方药主体，并且规定处方药审核细则。未来线下零售可在保证处方真实性基础上通过线上出售处方药，此外线下药店具有医保、会员管理、慢病管理等优势，在O2O市场具有先天优势。大参林、一心堂、老百姓、益丰药房同比增长分别为100%、78%、200%、140%，线上业务实现快速发展。
- **投资建议**：我国连锁药店集中度仍在持续提升，大连锁收购&自建门店空间大；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）。

- 6家连锁药店公司2021Q1-3收入总额增速为14.5%，其中第三季度收入增速为16.3%；归母净利润总额增速为10%，其中第三季度下降8.2%。从趋势来看，第三季度收入环比上升、净利润环比继续下降。
- 第三季度，药店板块的毛利率为36%，销售费用率（25.5%）逐渐回归到疫情前的水平。

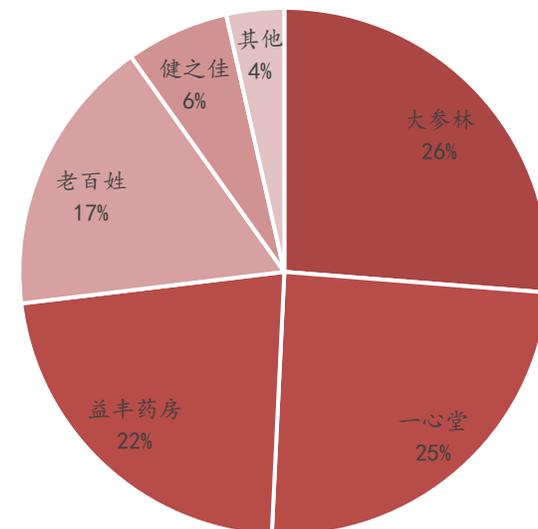
### 子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	14.50%	0	0	6	0
占比		0%	0%	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	9.64%	0	0	4	2
占比		0%	0%	67%	33%

### 21Q1-3收入占比

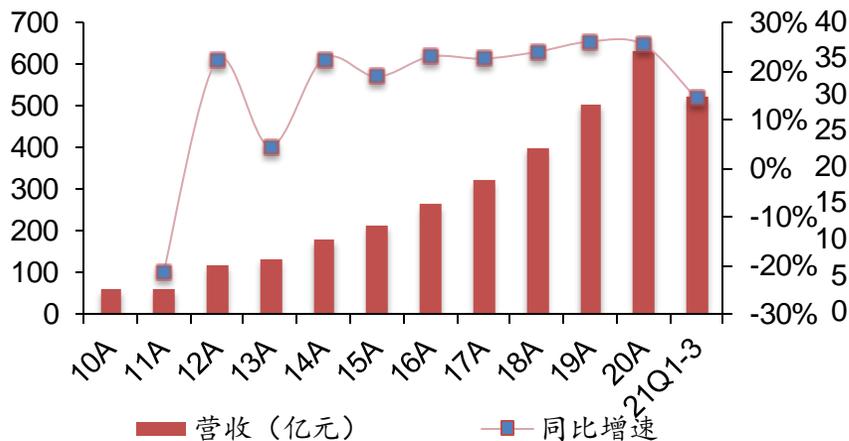


### 21Q1-3归母净利润占比

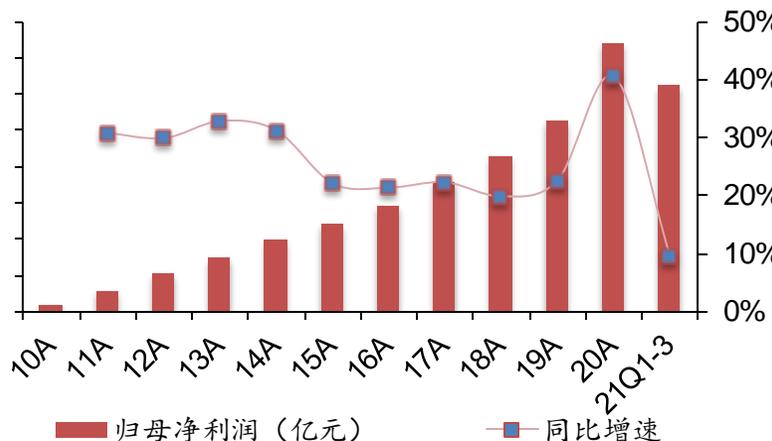


### 累计季度表现

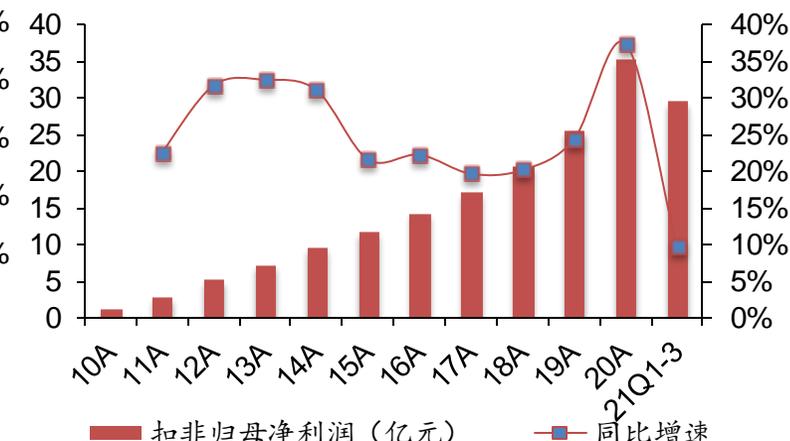
#### 2010年~21Q1-3收入及增速



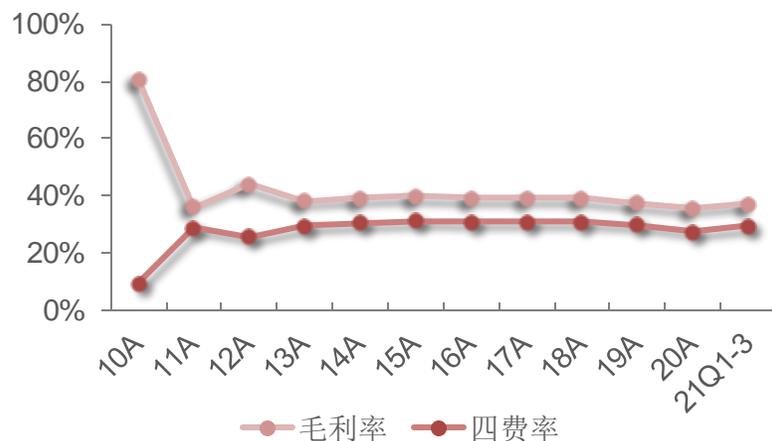
#### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



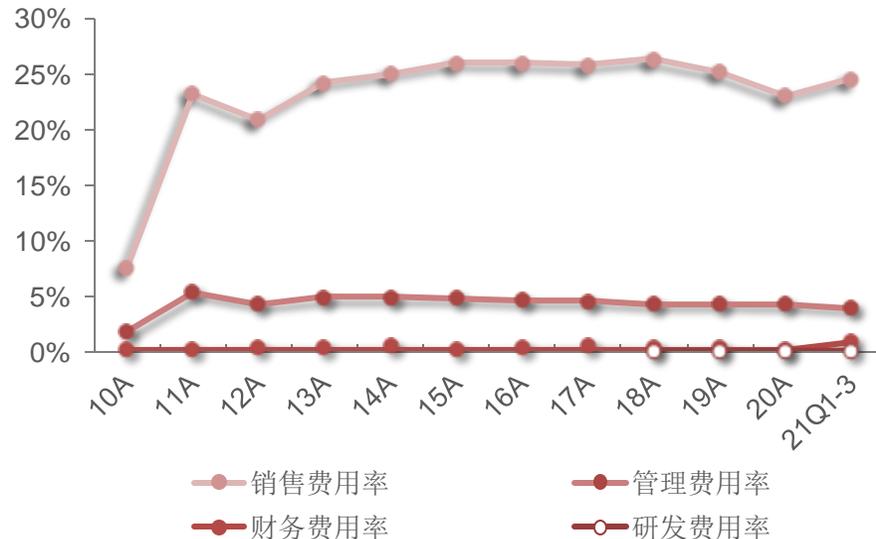
#### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



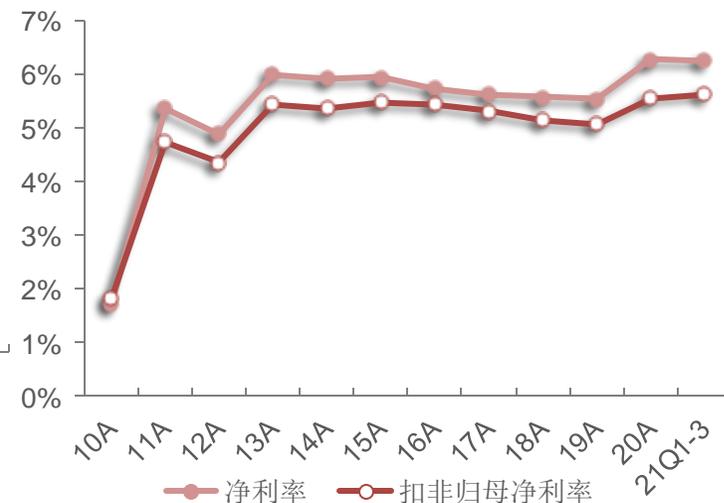
#### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势

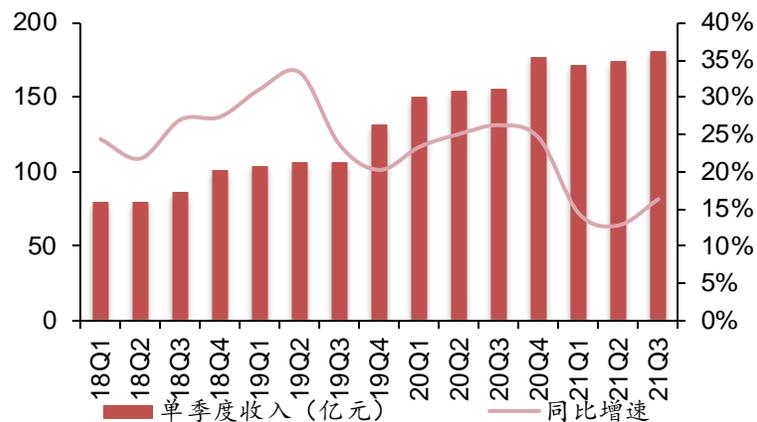


#### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

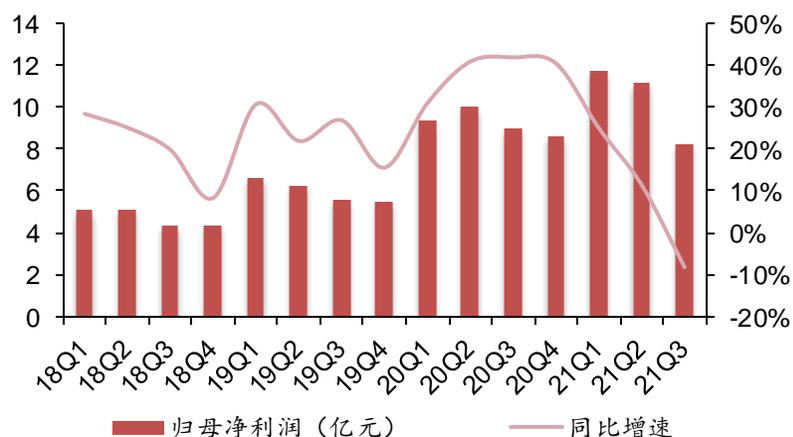


### 单季度表现

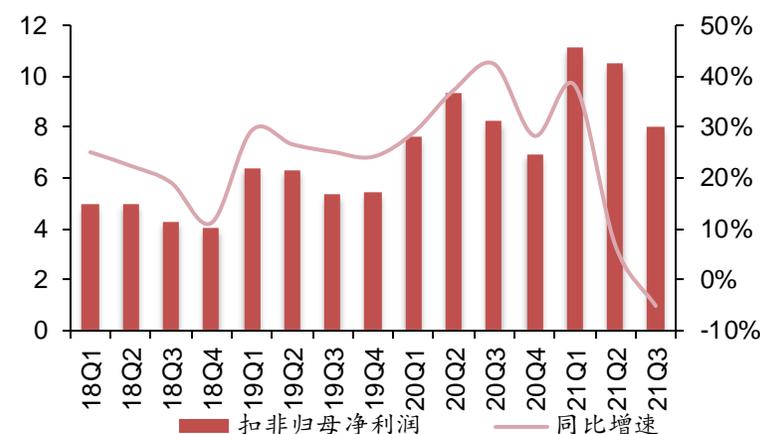
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



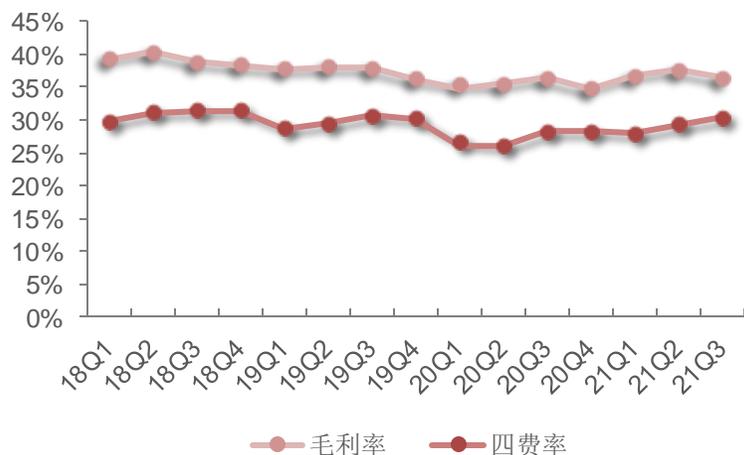
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



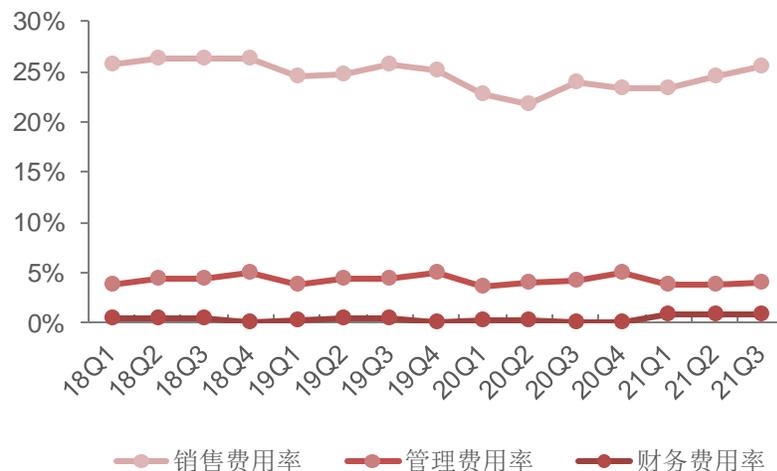
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



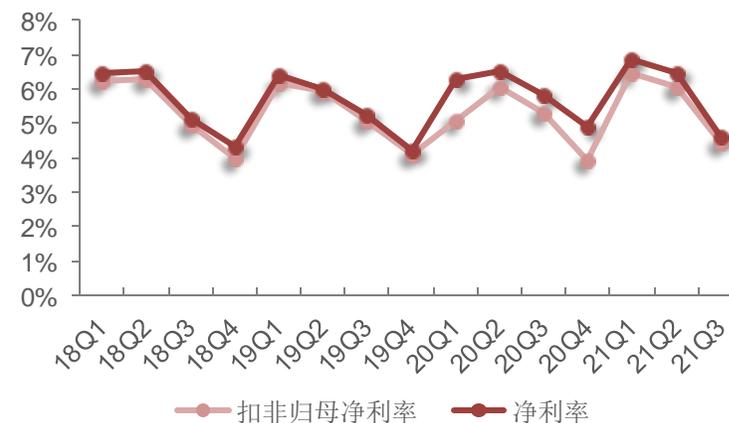
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



## 重点公司业绩分析

- 大参林**：疫情短期影响华南销售，门店拓展顺利进行。公司拥有门店6978家（含加盟店552家），上半年公司净增门店958家，其中新开门店589家，收购门店189家，加盟店237家，关闭门店57家，门店拓展计划完成顺利。华南地区增速放缓，主要是第二季度广东疫情爆发，公司积极配合抗疫，暂停部分高风险区域门店营业以及部分感冒类药品销售。随着广东疫情的消除，预计三季度公司经营恢复正常。
- 一心堂**：业绩复合预期，创新业务稳步推进。公司总门店共有8053家直营连锁门店，同比增加1370家门店，新增门店主要集中于云南（新增441家）、四川（新增185家）、广西（新增107家）等地，西南地区布局进一步深化。慢病医保门店为814家，慢病医保门店占比全集团门店总数10.11%。O2O与B2C业务稳步发展。截至2021Q1-3，公司已实现7298家直营门店覆盖O2O业务，O2O业务占整体电商业务销售额的78.3%，积极布局药妆店，通过引进优质药妆产品。完成一部分配方颗粒品种的备案并取得临床备案批件，未来将逐步提高中药占比。
- 益丰药房**：门店扩张加速，看好下半年超预期增长。公司全国净增门店897家，其中自建门店683家（含加盟店164家），并购门店214家，门店总数达6888家。截止2021Q1-3，公司共有直营门店5682家门店，预计全年净增加门店将超过2000家。采取O2O和B2C双引擎策略，实现了互联网业务的显著增长。持续推进DTP与医保门店建设，有望在未来进一步受益政策红利。
- 老百姓**：业绩逐季向好，“自建+并购”提速。2021Q1-3，公司全国新增门店1290家，其中直营门店855家（自建门店496家，资产性并购124家，股权并购235家），加盟门店435家，门店总数达7680家。2021年6月，公司定增获得审核通过，拟向不超过35名特定对象募资不超过17.4亿元，拟在15个省市新建1680家连锁药店，我们预计下半年公司“自建+并购”扩张将加速。

成分股 增速	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	16%	9%	21%	-37%	18%		-6%	306	749	1,863	-100	-49	9	0%	2,984	24%	605	5%
老百姓	12%	21%	11%	-16%	14%	26%	189	387	1,161	-25	45	0	0%	2,422	23%	466	4%	122	1%
益丰药房	17%	26%	14%	7%	16%	21%	359	448	1,501	13	105	9	0%	2,893	26%	479	4%	86	1%
一心堂	11%	26%	18%	28%	11%	9%	207	587	1,260	52	160	4	0%	2,755	24%	278	2%	57	1%
漱玉平民	10%	23%	14%	-56%	15%	15%	121	148	378	-29	-13	0	0%	844	23%	106	3%	18	0%
健之佳	13%	10%	19%	23%	11%	-11%	53	210	480	14	25	0	0%	931	25%	98	3%	36	1%

数据来源：Wind，西南证券整理，市值基准日为2021年11月3日

## 重点公司指标分析

- 2021Q1-3，大参林的收入和利润增速都是行业领先，从当期净增加门店数量来看，老百姓是行业中最高的。
- 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。

	2020					2021Q1					2021H1				
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳
收入（亿元）	104.9	92.4	101.2	94.4	44.7	40.6	34.3	36.4	36.3	11.7	80.6	67.0	74.6	73.5	23.8
增速	30%	21%	21%	28%	26.60%	21%	11%	11%	19%	10.54%	16%	11%	12%	17%	12.83%
净利润（亿元）	8.8	6.0	6.0	6.6	2.5	3.4	2.6	2.3	2.4	0.6	6.5	5.2	4.1	5.1	1.2
增速	51.6%	30.8%	22.1%	41.3%	50.0%	21.5%	27.3%	16.0%	29.4%	20.9%	8.6%	25.8%	20.8%	26.0%	10.2%
净利率（%）	8.4	6.5	5.9	7.0	5.6	8.6	7.6	7.1	7.4	5.4616	8.2	7.8	6.2	7.6	5.1
毛利率（%）	38.6	36.2	32.5	38.5	33.7	39.4	37.0	33.5	40.5	34.1814	39.1	38.9	33.4	40.8	35.1
销售费用率（%）	23.0	24.5	20.0	24.3	23.3	23.1	24.6	20.5	25.7	24.4329	23.7	26.2	20.8	25.6	6.1
管理费用率（%）	4.2	3.5	4.8	4.1	3.3	4.6	3.1	4.0	4.0	2.5968	4.7	2.8	4.2	4.2	3.0
财务费用率（%）	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.2	0.8	0.6	1.1	0.9	0.9075	0.9	0.6	1.1	0.8	0.1
<b>门店数</b>	<b>6020</b>	<b>7205</b>	<b>6533</b>	<b>5991</b>	<b>2130</b>	<b>6451</b>	<b>7537</b>	<b>7268</b>	<b>6279</b>	<b>2216</b>	<b>6978</b>	<b>8053</b>	<b>7680</b>	<b>6888</b>	<b>2416</b>
增速（同比）	28%	15%	27%	26%	22%	32%	18%	34%	29%		34%	20%	32%	34%	
增速（环比）	9%	4%	6%	9%		7%	5%	11%	5%	4%	8%	7%	6%	10%	9%
其中：直营门店	5705	7205	4892	5338	2130	6057	7537	5416	5586	2216	6426	8053	5393	6031	2416
加盟店	315		1641	653		394		1852	693		552		2287	857	
其中：当期自建	845	1155	1089	820	411	294	372	582	195	98	589	950	496	519	230
当期收购	259			254		76			53		189		359	214	78
当期加盟	261		645	249		79		211	58		237		435	164	
当期搬迁		167					35					85			
当期闭店	92	49	自营91，加盟238	84	33	18	5	58	18	12	57	17	143	50	22
当期净增	1273	1106	1405	1239	378	431	367	735	288	86	958	933	1147	847	286

### 医药分销：疫情扰动业绩，重视产业上下游延申价值

- **Q3受到疫情反复影响，业绩环比回落：**18家医药流通股Q1-Q3收入总额增速为22.6%，归母净利润总额增速为20.3%，扣非后归母净利润增速为11.4%。单Q3实现收入同比增速为11.2%，归母净利润的同比增速为-16.8%，扣非归母净利润同比增速为0.6%。三季度费用率均环比保持稳定。销售费用率同比增加0.1pp，财务费用率增加0.1pp，管理费用率同比无变化。
- **带量采购加速行业集中度提升，现金流状况持续向好。**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，使得流通商腾出更多资金去开展新业务。2021Q1-3流通企业经营活动产生现金流量净额同比增速为12%，同比2019Q1-3实现由负转正，并持续大幅改善。
- **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，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。国大药房旗下拥有药店8439家，并延续快速增长趋势。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。上海医药Q3创新药研发投入持续加大，与HUYABIO达成一项license out交易，并license in两项重磅单品。
- **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，同时总代总销品种，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。

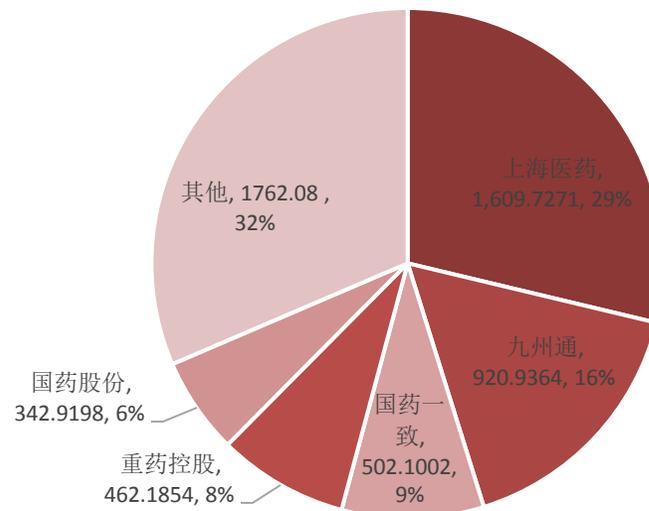
### 医药分销：业绩回暖提升性价比，行业加速集中业绩增长可期

- 18家医药流通股21Q1-3收入总额增速为22.6%，归母净利润总额增速为20.3%。
- 从盈利水平来看，单三季度毛利率为10.4%，同比下降0.2pp。
- 三季度费用率均环比保持稳定。销售费用率同比增加0.1pp，财务费用率增加0.1pp，管理费用率同比无变化。

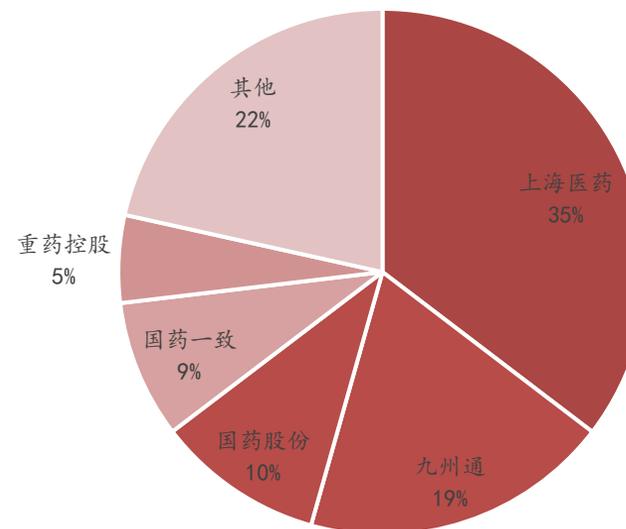
#### 子板块2021Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	22.61%	1	2	17	1
占比		6%	11%	94%	6%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	20.30%	3	3	13	5
占比		17%	17%	72%	28%

#### 21Q1-3收入前五占比

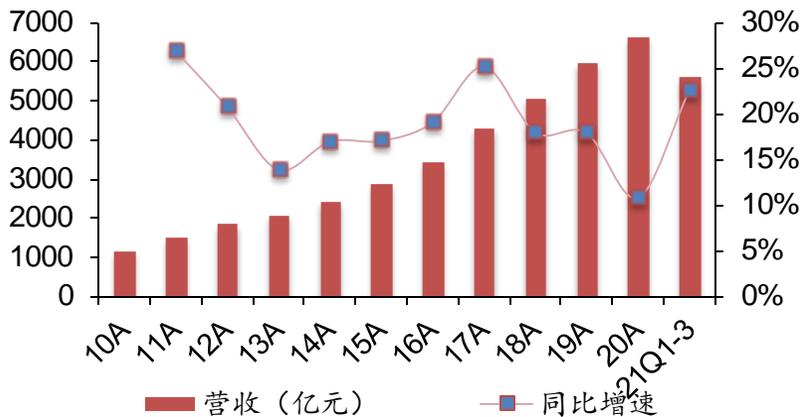


#### 21Q1-3扣非归母净利润前五占比

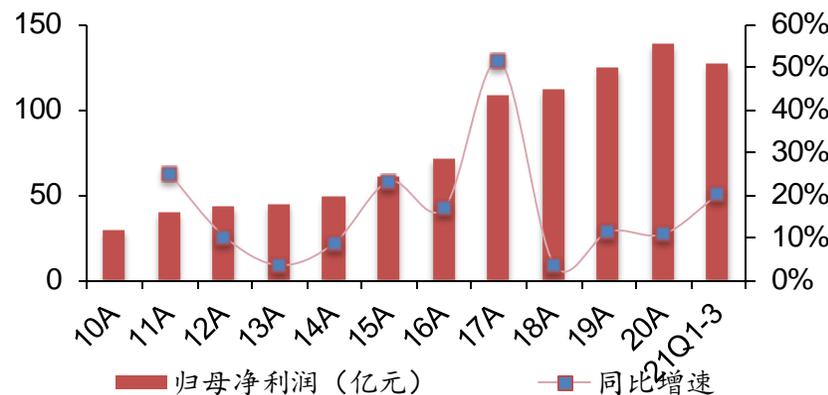


## 累计季度表现

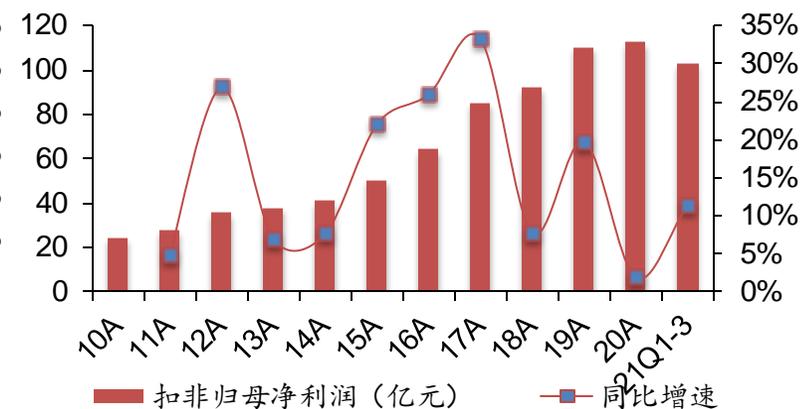
### 2010年~21Q1-3收入及增速



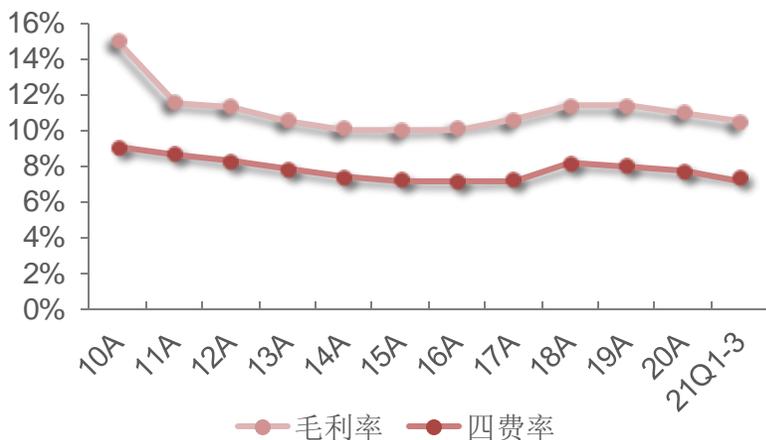
### 2010年~ 21Q1-3归母净利润及增速



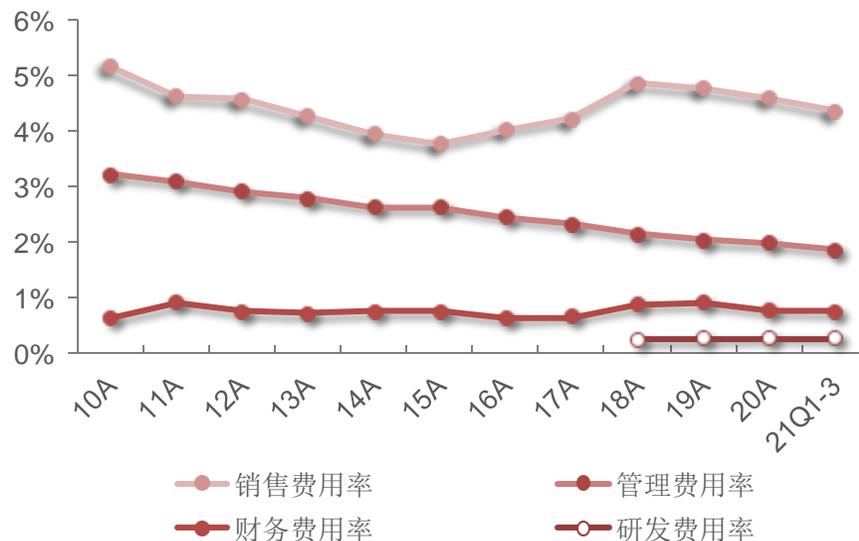
### 2010年~ 21Q1-3扣非归母净利润及增速



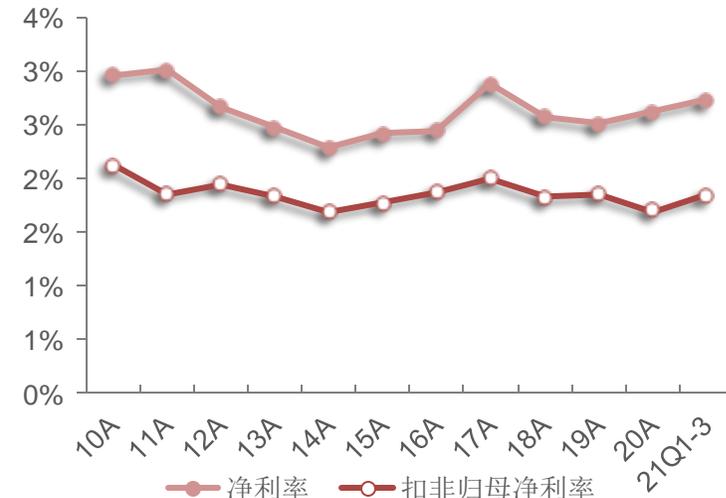
### 2010年~ 21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



### 2010年~ 21Q1-3期间费用率变化趋势

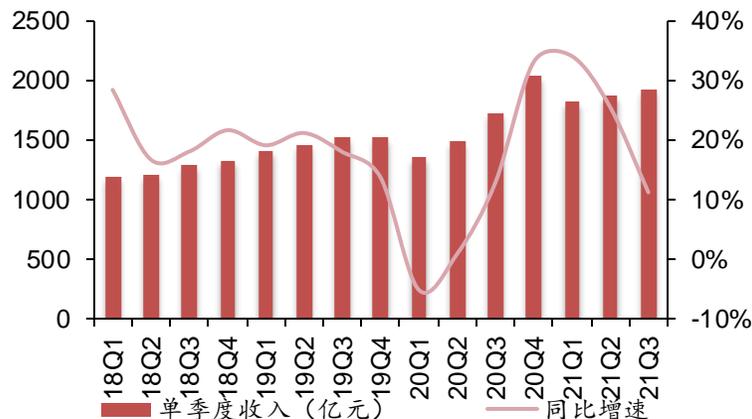


### 2010年~ 21Q1-3净利率变化趋势

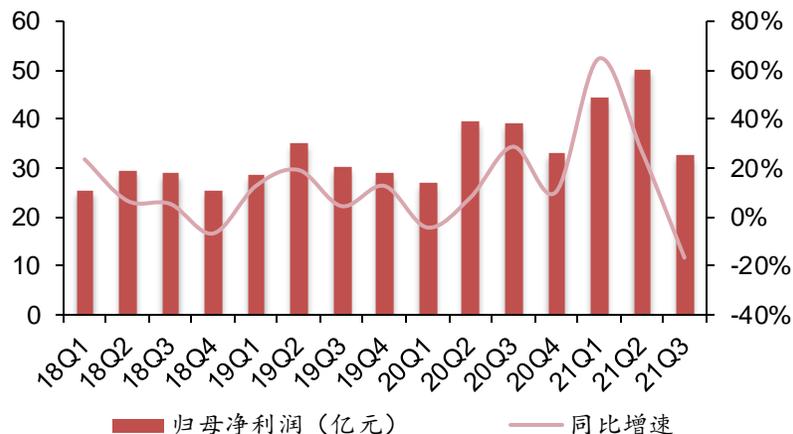


### 单季度表现

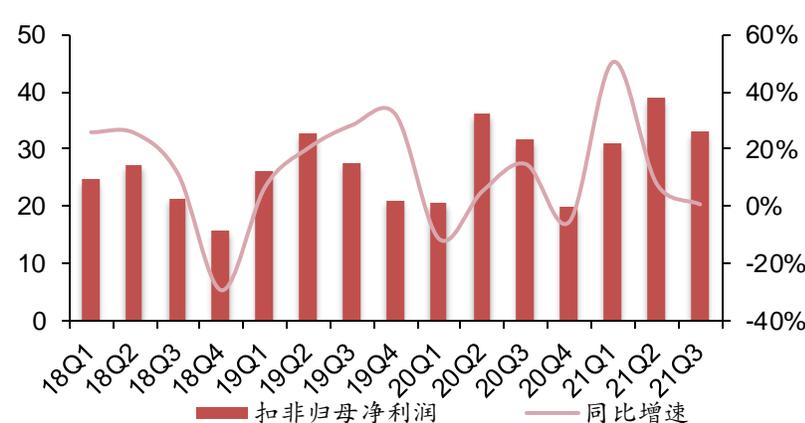
#### 18Q1~21Q1-3收入及增速（单季度）



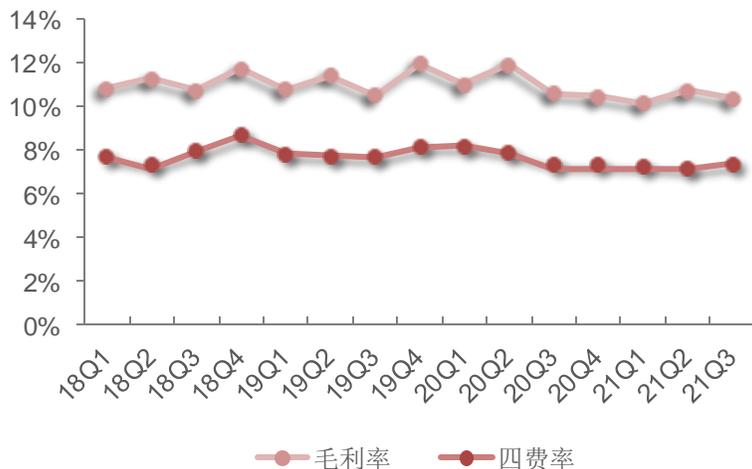
#### 18Q1~21Q1-3归母净利润及增速（单季度）



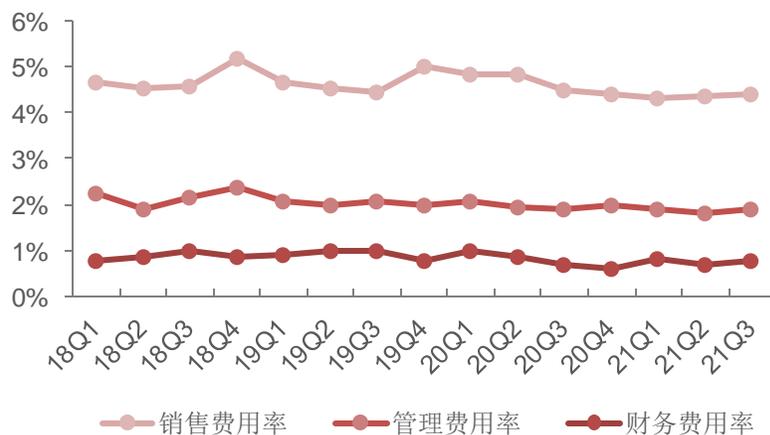
#### 18Q1~21Q1-3扣非归母净利润及增速（单季度）



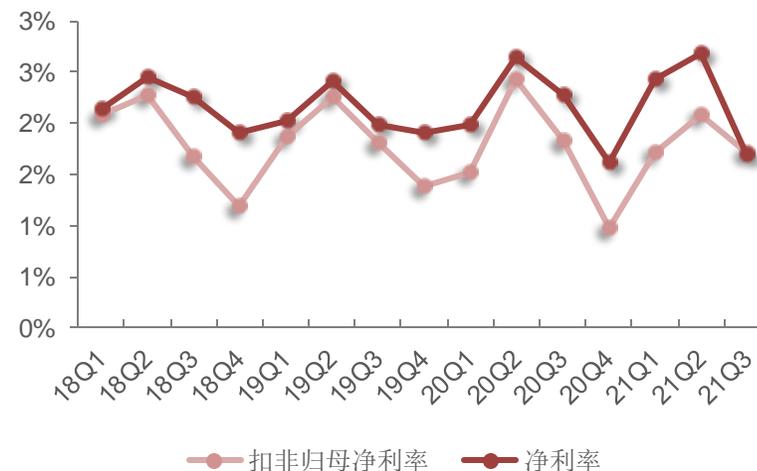
#### 18Q1~21Q1-3毛利率与四费率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3期间费用率变化趋势



#### 18Q1~21Q1-3净利率变化趋势



**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。上海医药Q3创新药研发投入持续加大, 与HUYABIO达成一项license out交易, 并license in两项重磅单品。

**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	Q2		Q3		Q1-3		市值	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		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	21%	46%	5%	-21%	15%	24%	452	2,578	20,650	-243	882	1367	1%	10,216	6%	3575	2%	930	1%
九州通	21%	73%	4%	-74%	15%	12%	251	1,142	11,774	-650	264	112	0%	2,676	3%	1776	2%	709	1%
国药股份	22%	15%	9%	-6%	18%	30%	230	1,336	7,330	-21	77	39	0%	667	2%	269	1%	-13	0%
国药一致	76%	46%	21%	-22%	17%	8%	134	2,756	15,802	-68	70	0	0%	3,490	7%	760	2%	166	0%
重药控股	26%	24%	5%	39%	52%	11%	82	636	5,181	151	297	4	0%	1,391	3%	750	2%	829	2%
柳药股份	20%	29%	6%	13%	10%	-18%	56	698	4,323	14	64	7	0%	385	3%	278	2%	140	1%
华通医药	13%	9%	-3%	2%	27%	56%	49	-342	2,031	1	13	11	0%	549	2%	471	2%	53	0%
南京医药	34%	111%	2074%	1262%	15%	23%	45	8,482	25,444	167	366	16	0%	774	2%	313	1%	323	1%
百洋医药	10%	16%	3%	21%	28%	93%	143	218	1,423	7	21	0	0%	692	13%	127	2%	44	1%
嘉事堂	29%	29%	3%	-17%	19%	8%	35	212	3,062	-19	21	0	0%	625	3%	208	1%	122	1%
人民同泰	17%	18%	8%	-9%	27%	67%	33	340	1,599	-7	16	0	0%	293	4%	71	1%	33	0%
鹭燕医药	10%	-17%	9%	-21%	14%	8%	27	375	1,125	-45	110	2	0%	277	2%	230	2%	139	1%
海王生物	33%	69%	17%	63%	7%	7%	85	374	1,535	38	94	49	0%	1,308	4%	1015	3%	634	2%
英特集团	38%	68%	15%	150%	8%	18%	32	241	1,158	73	149	1	0%	452	2%	286	1%	106	1%
浙江震元	7%	-7%	5%	-42%	6%	-18%	23	41	159	-9	13	22	1%	338	13%	106	4%	-11	0%
第一医药	19%	-60%	18%	-79%	-17%	-38%	18	124	382	-8	21	0	0%	115	12%	49	5%	-14	-1%
药易购	55%	-58%	7%	-111%	19%	-66%	40	43	469	-23	28	0	0%	96	4%	26	1%	1	0%
塞力斯	-26%	-22%	8%	-59%	35%	-97%	28	28	-198	-14	22	26	1%	92	5%	150	8%	52	3%

## 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
行业评级	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn