

医药行业2023年三季度报总结

板块分化，看好医药结构性行情

西南证券研究发展中心
2023年11月

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

核心观点

- 我们选取了**330家**医药上市公司（包含科创板），**2023前三季度**收入总额**16668亿元（+7.6%）**；归母净利润**1584亿元（+2.2%）**；扣非归母净利润**1462亿元（+1.3%）**，分别占申万医药全成分比例是：89.6%、99.5%、102.9%，主要剔除了在2020-2023前三季度提取巨额商誉减值损失的企业、收入为负和2023年以后上市的公司。剔除新冠相关业务数据，2023前三季度收入总额15808亿元（+8.6%），归母净利润总额1389亿元（+8.8%）。2023前三季度实现收入正增长的公司有**212家**，占比**64%**；归母净利润正增长的公司有**190家**，占比**58%**。**2023Q3**收入**5344亿元（+0.2%）**；归母净利润**576亿元（-5%）**，受政策环境影响和疫情相关产品同期基数高影响，23Q3单季度略有承压。
- **血制品、部分高值耗材、医疗服务等板块保持较快增长。**2023前三季度收入及利润均实现稳健增长，排名前三的子行业为医疗服务、血制品、零售药店。**创新药及制剂**板块前三季度受外部环境影响，板块收入同比有所下降，但受益于销售费用减少，盈利能力稳中有升。板块2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%）。**医疗器械**板块由于23Q1疫情压制常规需求，23Q2-Q3受到22年同期高基数影响，导致板块承压。部分高值耗材保持较快增长，包括眼科、心脑血管高耗等。**血制品**2023年需求旺盛，部分产品供给能力强、库存储备丰富的企业业绩端受益明显。前三季度收入总额约为165亿元(+18.4%)，归母净利润总额约43亿元(+18.1%)。**生命科学上游**2023前三季度收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。**医疗服务**疫后行业快速修复，收入和利润端快速增长，规模效应凸显，2023前三季度收入465亿元（+21.6%），归母净利润50.8亿元（+83.6%）。**中药**板块收入和利润高速增长，主要原因在于感冒呼吸类用药在上半年增速较好。**零售药店**23Q1受流感、疫情反复影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，2023前三季度实现收入768.4亿元（+16.9%），归母净利润40.7亿元（+18.7%）。**CXO** 2023前三季度业绩增速放缓，商业化大订单逐步消化致使利润端整体承压明显。**疫苗**收入主要贡献为HPV疫苗，但以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，以及百克生物带状疱疹疫苗销售放量。**医药分销**板块上半年业绩增长亮眼，疫后复苏明显，Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。**原料药**板块2023前三季度原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。**制药装备及耗材**板块收入稳健增长，利润有所下滑，主要系收入结构变化、行业竞争等因素。
- **风险提示**：药品降价预期风险；政策风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **创新药及制剂（59家）**：2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%），扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%）。分季度看，板块23Q1/23Q2/23Q3收入分别为880.9/880.2/843.4亿元（+8.4%/+11.1%/-1.2%），归母净利润分别为111.2/113.7/106.7亿元（+7.3%/+24%/+6.7%）。从盈利能力看，前三季度板块毛利率为54.6%（+0.1pp），净利率为13.1%（+0.9pp），四费率为39.2%（-0.7pp）。2023Q3板块毛利率54.6%（-0.4pp），净利率12.6%（+0.9pp）。受Q3外部环境影响，单季度板块收入同比有所下降，但销售费用率同比下降2.3pp，净利率提升0.9pp，整体盈利能力有所提升。
- **医疗器械（84家）**：2023前三季度收入1283亿元（-5.7%），归母净利润294亿元（-13.4%），主要系23年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行所致。剔除新冠相关业务数据，2023前三季度器械板块收入1241亿元（+6.9%），归母净利润288亿元（+7.6%），主要系23年初仍有疫情压制常规需求和医药政策导致设备入院招标流程有所迟缓。此外，高值耗材中骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。低值耗材中大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致。剔除疫情单季度看，23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+13.2%/+6.5%/+1.3%，净利润同比增速分别为+16.4%/+8.1%/-0.6%。23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。
- **血制品（6家）**：2023年前三季度收入总额约为165亿元（+18.4%），归母净利润总额约43亿元（+18.1%），扣非归母净利润40亿元（+19%）。分季度来看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/54/57亿元，分别同比增长24.5%/12.2%/19.1%，扣非归母净利润分别为14/12/14亿元，分别同比增长23.3%/10.9%/22%。Q3单季度业绩增速环比有所提升，预计主要系部分企业23H1采浆逐步兑现业绩，同时行业需求维持较高水平。
- **生命科学产品及服务（8家）**：2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **医疗服务（13家）**：2023前三季度收入465亿元（+21.6%），归母净利润50.8亿元（+83.6%），扣非归母净利润47.6亿元（+84.6%）。各公司正常经营，规模迅速恢复，规模效应优势凸显，毛利率、净利率回升正常水平。收入166.7亿元（+11.5%），归母净利润22.9亿元（+17.3%），扣非归母净利润20.7亿元（+21.8%），进入2023Q2消费力逐渐显现疲软态势，Q3收入及利润端增速放缓，盈利能力方面持续提升。
- **中药（62家）**：2023年前三季度收入2194亿元（+13.4%），归母净利润285.8亿元（+40.7%），扣非归母净利润291.4亿元（+27%）。分季度看，板块22Q4/23Q1/23Q2/23Q3收入分别为831/911/835/755亿元（+16.2%/+14.7%/+16.3%/+3%），归母净利润分别为72/130/101/82亿元（+37.1%/+56.7%/+34%/12.1%）。
- **零售药店（7家）**：2023前三季度实现收入768.4亿元（+16.9%）；归母净利润40.7亿元（+18.7%）；扣非归母净利润39.1亿元（+17.9%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为257.9/258.9/251.5亿元，同比增长26.5%/15.7%/9.7%；归母净利润分别为15.3/14.5/10.9亿元，同比增长32%/17.3%/5.6%；扣非归母净利润分别为14.8/14/10.3亿元，同比增长30.6%/19%/2.2%。
- **CXO（20家）**：2023前三季度收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%）；归母净利润约161.5亿元（-10.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润137.9亿元（+5.1%）；扣非净利润总额为约146.8亿元（-4%）。分季度看，板块23Q3收入为230.2亿元（-4.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现收入209.7亿元（+12%）；归母净利润50.4亿元（-15.5%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现归母净利润42.6亿元（-0.3%）；扣非归母净利润增速为-10.2%。2023Q1-3板块表观收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，Q4关注扣除新冠订单高基数后常规业务的恢复性增长。从盈利水平看，2023Q1-3 CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平（42%，+1.3pp）略有上升；期间费率较为稳定，财务费率（-1.5%，+0.5pp）、销售费率（2.3%，+0.2pp）、管理费率（9.5%，+0.4pp）、研发费率（5.5%，+0.6pp）均有小幅提升，主要由于CXO企业表观收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率、规模效应等将有望拉动板块整体盈利能力持续提升。

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **疫苗（9家）**：2023年前三季度收入539亿元（+16%），归母净利润107.7亿元（-7.7%），扣非归母净利润103.2亿元（-10.5%），板块2023年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为166/183/190亿元（+15.6%/+12.2%/+19.1%），归母净利润分别为39.5/37.4/30.9亿元（+2.2%/-3.8%/-21.2%）。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，但以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，以及百克生物带状疱疹疫苗销售放量。利润端下降主要系传统疫苗受医疗反腐以及新生儿出生率下滑影响。剔除新冠疫苗影响，板块2023前三季度实现收入约539亿元（+18.2%），归母净利润约107.7亿元（-5%）。从盈利能力来看，2023前三季度板块毛利率为47%（-9pp），四费率为20%（-3pp），净利率为22%（-4pp），板块盈利能力下滑较大主要系智飞生物9价HPV疫苗销售占比较高，其毛利率、净利率相对较低所致。
- **医药分销（18家）**：2023年前三季度实现收入6587.9亿元（+9.6%），归母净利润为123.1亿元（-6.3%），扣非归母净利润为113.6亿元（-2%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为2259.4/2229.8/2098.7亿元，同比增长16%/15.1%/-1.2%；归母净利润分别为42.3/46.1/34.8亿元，同比增长20.7%/-19.6%/-11.1%；扣非归母净利润分别为39.9/40.9/32.7亿元，同比增长17.4%/-8.2%/-12.4%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022H1业绩低基数，2023H1增速表现亮眼。2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

分行业来看：

- **原料药（39家）**：2023前三季度实现收入764.1亿元（-1.1%），归母净利润89.3亿元（-19.9%），扣非归母净利润83.2亿元（-21.9%）；分季度看，板块2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润21.4亿元（-28.6%）。2023Q1-3原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。从盈利水平看，利润端短期承压，2023Q1-3原料药板块毛利率（34.8%，-0.9pp）、净利率（11.6%，-2.7pp）下滑明显，其中销售费率（7.6%，+0.2pp）、管理费率（6.9%，+0.4pp）、财务费率（-0.2%，+0.7pp）、研发费率（6.0%，+0.6pp）均持续提升。2023Q3利润端仍有承压，销售费率（7.6%，环比+0.3pp）、管理费率（7.5%，环比+0.7pp）、财务费率（1.0%，环比+3.7pp）、研发费率（6.6%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。
- **制药装备及耗材（5家）**：2023前三季度收入总额103亿元（+11.3%），归母净利润9.7亿元（-30.9%），扣非归母净利润8.9亿元（-30.3%），板块收入稳健增长，利润有所下滑。分季度来看，5家公司2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为32.6/36.1/34.2亿元，Q3环比有所下降，预计主要系行业需求未恢复。从盈利能力来看，2023前三季度样本公司整体毛利率为37%，同比-5pp。预计毛利率下降与行业竞争、整体需求等因素有关。费用率水平整体保持稳定。

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

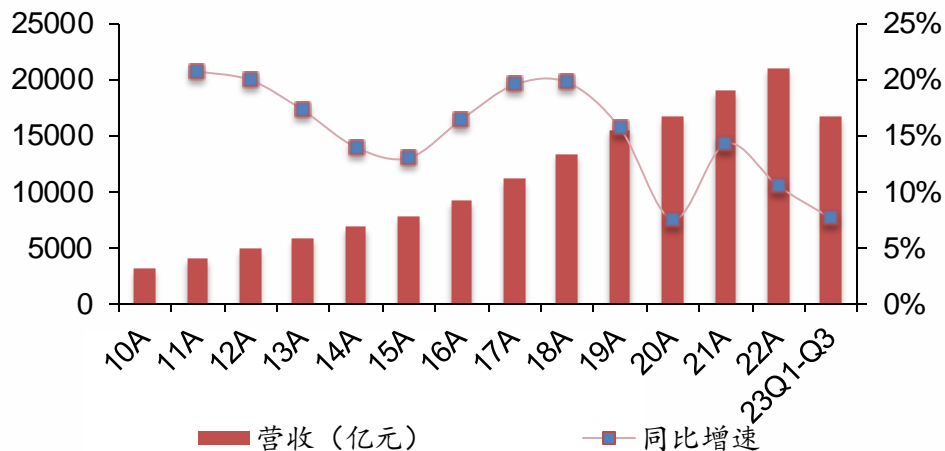
1.1 全行业（包括科创板公司）

- 我们选取了**330家**医药上市公司（包含科创板），**2023前三季度**收入总额**16668亿元（+7.6%）**；归母净利润**1584亿元（+2.2%）**；扣非归母净利润**1462亿元（+1.3%）**，分别占申万医药全成分比例是：89.6%、99.5%、102.9%，主要剔除了在2020-2023前三季度提取巨额商誉减值损失的企业、以及2023年以后上市的公司。剔除新冠相关业务数据，2023前三季度收入总额**15808亿元（+8.6%）**，归母净利润总额**1389亿元（+8.8%）**。
- 2023前三季度实现收入正增长的公司有212家，占比64%；归母净利润正增长的公司有190家，占比58%。

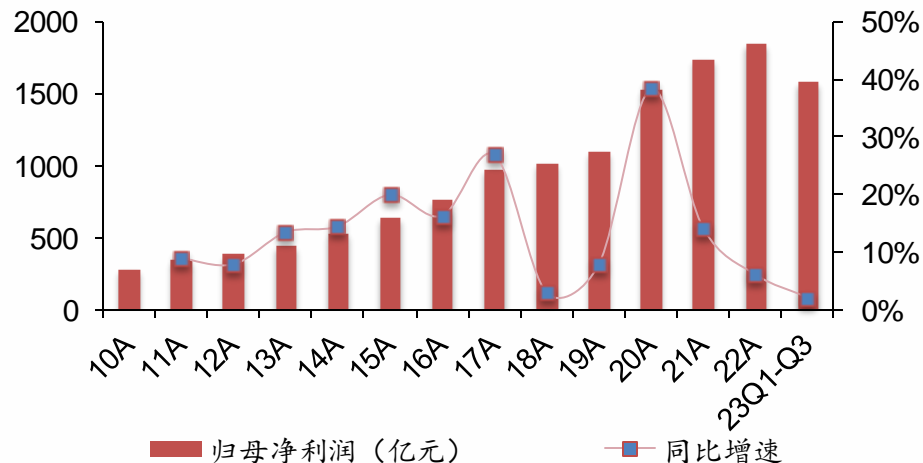
医药行业23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	7.63%	17	40	212	118
占比		5%	12%	64%	36%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	2.16%	59	92	190	140
占比		18%	28%	58%	42%

2010-23Q3医药行业上市公司收入总额及增速



2010-23Q3医药行业上市公司归母净利润总额及增速



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

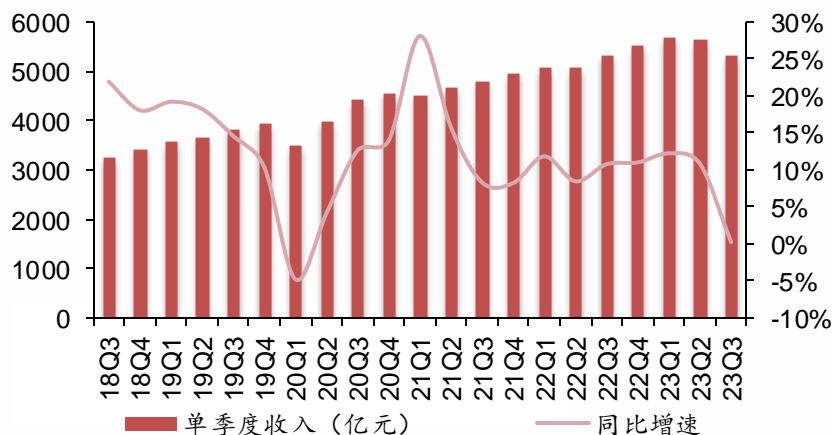
1.1 全行业（包括科创板公司）

分季度来看，收入环比下降，归母净利润环比下降单三季度收入和净利润增速承压。23Q1/Q2/Q3单季度实现收入 5691/5633/5344 亿元（+12.2%/+10.8%/+0.2%）；实现归母净利润 554/554/476亿元（+10.7%/+1%/-5%）；实现扣非归母净利润516/506/440亿元（+5.6%/+5.3%/-7.3%）。受政策环境影响和疫情产品同期基数高等影响，2023Q3单季度略有承压。

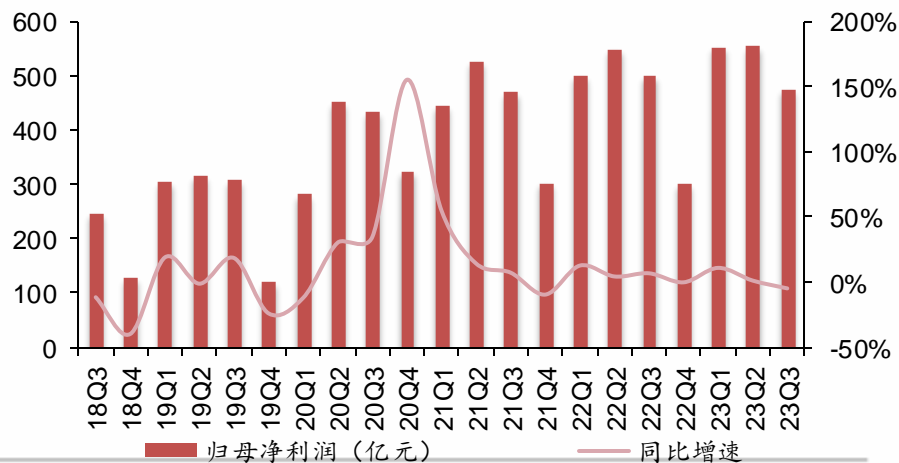
22Q1-23Q3分季度看医药行业整体表现

（亿元）	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	5070.5	5083.7	5331.8	5522.4	5690.7	5633.3	5344.2
YOY	11.8%	8.4%	10.8%	11.0%	12.2%	10.8%	0.2%
归母净利润	500.4	548.9	500.8	302.0	554.0	554.2	475.6
YOY	12.5%	4.1%	6.5%	-0.4%	10.7%	1.0%	-5.0%
扣非归母净利润	488.5	480.0	475.1	250.8	515.9	505.6	440.4
YOY	20.5%	3.8%	7.9%	21.7%	5.6%	5.3%	-7.3%

18Q3~23Q3单季度医药行业上市公司收入总额及增速



18Q3~23Q3单季度医药行业上市公司归母净利润总额及增速



1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

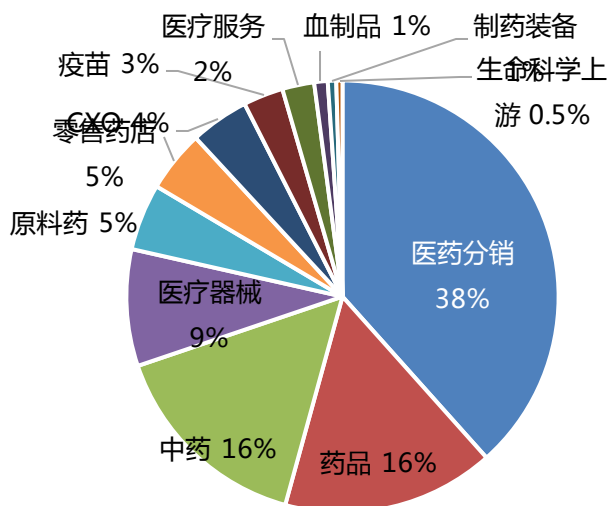
1.1 全行业（包括科创板公司）

- 收入端来看，2023前三季度子行业中收入占比最大的为医药分销板块，占比高达38%；占比第二、第三的分别为药品板块、中药板块，占比分别为16%、16%。
- 利润端来看，2023前三季度子行业中利润占比最大的为医疗器械板块，占比高达22%；占比第二、第三的分别为药品板块、中药板块，占比分别为20%、15%。

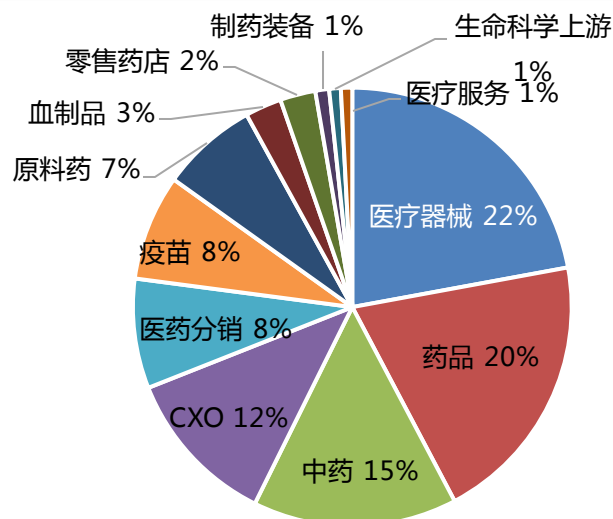
2017-23Q3医药行业整体表现

(亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1-Q3
营收	13370.7	15467	16632.4	19010.0	21008.5	16668.1
YOY	19.8%	15.7%	7.5%	14.3%	10.5%	7.6%
归母净利润	1024.4	1105.3	1529.0	1745.4	1852.3	1583.7
YOY	3.0%	7.9%	38.3%	14.2%	6.1%	2.2%
扣非归母净利润	874.6	928.3	1297.7	1516.3	1694.9	1462.3
YOY	7.8%	6.1%	39.8%	16.8%	11.8%	1.3%

23Q1-Q3医药行业子板块收入占全行业比例



23Q1-Q3医药行业子板块归母净利润占全行业比例



数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

1.1 全行业（包括科创板公司）

2023年前三季度

■ 主要增量贡献：

- 收入：医药分销、中药、药品
- 毛利：中药、药品、医疗服务
- 净利润：中药、药品、医疗服务

亿元	收入同比额度	毛利润变动	净利润变动
药品	145.7	79.8	36.2
CXO	7.3	12.4	-18.1
疫苗	72.9	-20.7	-8.9
医疗器械	-77.1	-31.2	-45.7
血制品	27.2	11.8	7.4
零售药店	111.3	33.5	6.4
医疗服务	82.5	42.9	23.1
医药分销	577.1	39.5	-8.3
原料药	-8.5	-9.9	-22.2
中药	243.9	120.6	78.4
生命科学上游	-10.6	-8.8	-10.3
制药装备	10.5	-0.5	-4.4
全行业	1,182.0	269.3	33.5

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。** 1) 从收入增速看，2023前三季度医疗服务 (+21.6%)、血制品 (+17.6%)、零售药店 (+16.9%) 等板块快速增长。2) 从归母净利润增速看，2023前三季度医疗服务 (+83.6%)、中药 (+40.7%)、零售药店 (+18.7%) 等板块高速增长。

	收入增速 23Q1-Q3	归母净利润增速 23Q1-Q3	毛利率变动 23Q1-Q3	毛利率水平 23Q1-Q3
医疗服务	21.6%	83.6%	2.9%	38.8%
血制品	17.6%	18.7%	-1.4%	51.2%
剔除华兰生物疫苗业务	18.4%	18.1%		
零售药店	16.9%	18.7%	-0.8%	35.0%
疫苗	15.6%	-7.7%	-11.4%	44.3%
剔除新冠后	18.2%	-5.0%		
中药	13.4%	40.7%	1.1%	43.0%
剔除中药消费品	8.7%	24.3%	0.4%	46.5%
制药装备	11.3%	-30.9%	-4.8%	37.2%
医药分销	9.6%	-6.3%	-0.3%	10.0%
创新药及制剂	5.9%	12.3%	0.0%	54.7%
CXO	1.1%	-10.1%	1.4%	42.0%
剔除新冠后	18.3%	5.1%		
原料药	-1.1%	-19.9%	-0.9%	34.8%
医疗器械	-5.7%	-13.4%	0.9%	56.6%
剔除新冠后	6.9%	7.6%	1.6%	56.5%
生命科学上游	-15.7%	-66.2%	-5.7%	46.3%
全行业	7.6%	2.2%	-0.7%	32.4%
剔除新冠后	9.4%	8.7%	-0.3%	33.4%

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

- **结构分化更加明显。** 1) 从收入增速看，23Q3血制品 (+37.5%)、疫苗 (+19.1%)、医疗服务 (+11.5%) 等板块快速增长。2) 从归母净利润增速看，23Q3血制品 (+30%)、医疗服务 (+17.3%)、中药 (+12.1%) 等板块高速增长。

	收入增速			归母净利润增速			毛利率变动			毛利率水平		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
血制品	27.5%	-7.9%	37.5%	40.6%	-9.5%	30.0%	-1.5%	-6.6%	3.2%	48.0%	47.9%	56.1%
剔除华兰生物疫苗业务	24.5%	12.2%	19.1%	23.3%	10.9%	22.0%						
疫苗	15.6%	12.2%	19.1%	2.2%	-3.8%	-21.2%	-5.5%	-11.0%	-16.9%	49.6%	45.2%	38.9%
剔除新冠后		12.0%			-3.8%							
医疗服务	24.5%	31.5%	11.5%	599.6%	144.9%	17.3%	5.0%	3.4%	1.1%	35.7%	38.8%	41.5%
零售药店	26.5%	15.7%	9.7%	32.0%	17.3%	5.6%	-1.5%	0.0%	-1.1%	35.0%	35.5%	34.3%
中药	14.7%	16.3%	3.0%	56.7%	34.0%	12.1%	1.8%	0.7%	-0.5%	45.6%	43.6%	42.4%
剔除中药消费品	12.7%	13.3%	-0.2%	55.6%	19.0%	-6.7%	2.0%	0.7%	-1.9%	48.4%	46.2%	44.5%
制药装备	12.6%	20.7%	1.9%	-4.9%	-28.2%	-58.9%	-2.1%	-5.5%	-6.9%	39.3%	38.6%	33.9%
医药分销	16.0%	15.0%	-1.2%	20.7%	-19.6%	-11.1%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	10.0%	10.5%	9.4%
创新药及制剂	8.4%	11.1%	-1.2%	7.3%	24.0%	6.7%	-0.4%	0.9%	-0.4%	54.7%	54.7%	54.6%
CXO	10.5%	-1.6%	-4.1%	20.6%	-21.5%	-15.5%	2.1%	1.1%	1.2%	41.2%	42.5%	42.4%
剔除新冠后			12.0%			-15.5%						
医疗器械	-6.8%	-4.7%	-5.4%	-19.0%	-8.7%	-12.6%	-1.1%	1.4%	2.3%	56.5%	56.1%	57.2%
剔除新冠后	13.2%	6.5%	1.3%	16.4%	8.1%	-0.6%	0.5%	1.5%	2.6%	56.3%	56.0%	57.3%
原料药	5.9%	-3.6%	-5.7%	-19.7%	-18.7%	-22.0%	-2.4%	-0.9%	0.5%	35.2%	34.6%	34.5%
生命科学上游	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-78.3%	-56.5%	-55.5%	-10.2%	-5.0%	-1.9%	46.8%	45.8%	46.2%
全行业	12.2%	10.8%	0.2%	10.7%	1.0%	-5.0%	-0.9%	-0.9%	-0.6%	32.6%	32.5%	31.9%

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

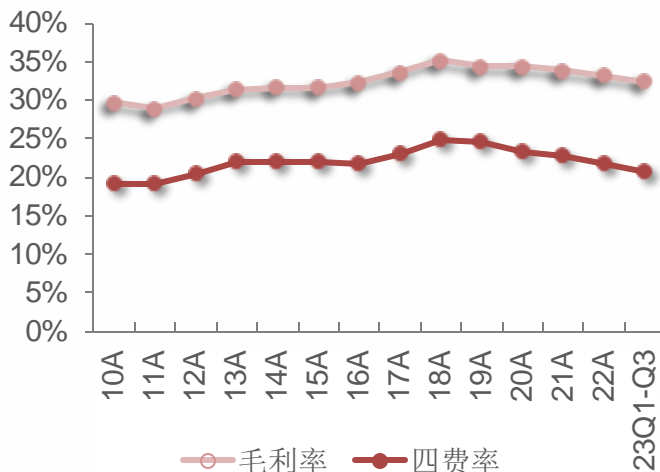
■ 全行业盈利分析：2023前三季度四费率略有下降

2023前三季度累计收入同比增速7.6%，毛利同比增速5.3%，归母净利润同比增速约2.2%。

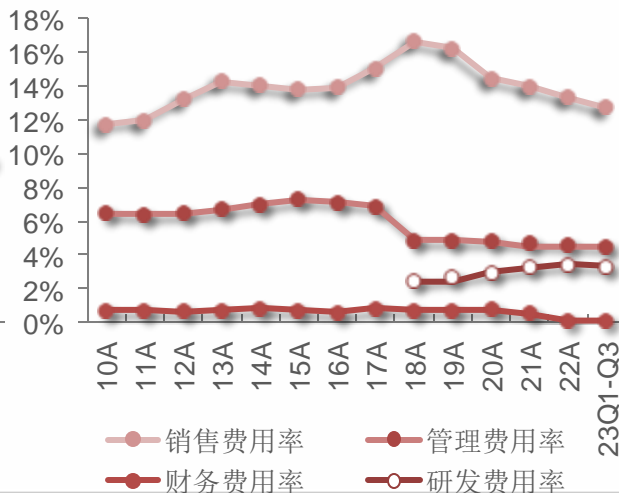
- 销售费用率12.8%，同比降低0.3pp。
- 管理费用率4.5%，保持平稳。
- 财务费用率0.2%，同比降低0.1pp。
- 研发费用率3.3%，同比降低0.1pp。

医药行业整体	23Q1-Q3 yoy	23Q1-Q3增加额 (亿元)	对应费用率	费用率 pp
营业收入	7.63%	1182		
毛利润	5.25%	269		
归母净利润	2.16%	34		
销售费用	8.81%	102	13%	-0.3
管理费用	5.06%	59	5%	0.0
财务费用	8.48%	19	0%	0.1
研发费用	288.87%	53	3%	0.1

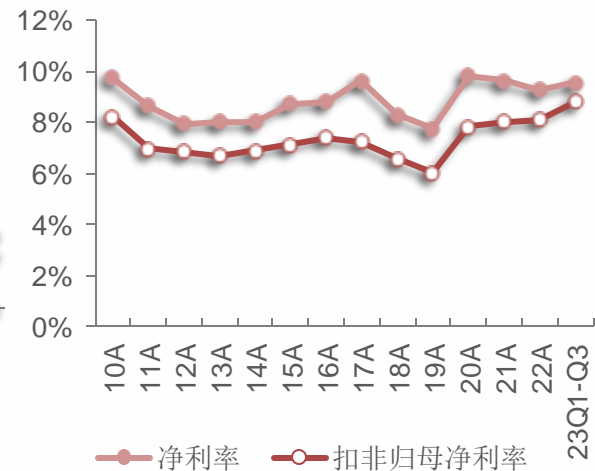
2010年-23Q3医药行业上市公司
毛利率及四费率



2010年-23Q3医药上市公司费用率



2010年-23Q3医药行业上市公司
净利率及扣非净利率



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

2023前三季度销售费用率同比减少，研发费用率同比增加

- 2023前三季度全行业销售费用同比增加102.4亿元，主要受**中药、零售药店、药品**板块带动，总销售费用率同比减少0.3pp。疫苗板块销售费用率同比下降3.8pp。
- 2023前三季度全行业研发费用同比增加53.2亿元，总销售费用率同比增加0.1pp。其中**医药分销、医疗器械**公司持续加大投入，各板块研发费率同比增速分别提高3.3pp、1.5pp。

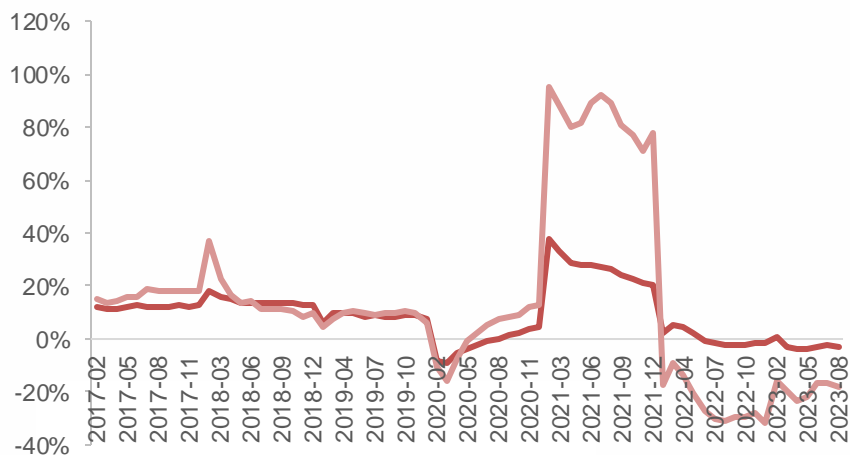
	销售费用		费用率		费用率同比变动		绝对值 (亿元)		绝对值同比增加	
	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3
药品	23.5%	24.4%	-2.3%	-1.2%	198.2	634.5	-22.2	6.8		
零售药店	23.4%	22.9%	-0.6%	-0.9%	58.8	175.9	3.8	19.8		
中药	23.0%	23.3%	-1.7%	-0.4%	183.1	614.3	-11.0	47.9		
医疗器械	16.7%	16.4%	1.3%	2.1%	67.8	210.9	1.7	16.1		
生命科学上:	15.9%	16.4%	2.2%	4.4%	3.2	9.4	-0.1	1.3		
血制品	15.0%	11.3%	2.4%	-1.9%	10.9	20.6	4.2	0.2		
疫苗	10.6%	12.2%	-6.8%	-3.8%	20.1	65.7	-7.6	-8.9		
医疗服务	10.2%	10.3%	-0.1%	-0.1%	16.9	48.0	1.5	8.3		
制药装备	9.8%	8.6%	1.7%	0.3%	3.4	8.8	0.6	1.2		
原料药	7.6%	7.6%	-0.4%	0.1%	17.9	57.9	-2.1	0.5		
医药分销	3.7%	4.0%	-0.5%	-0.3%	76.6	266.0	-12.2	8.0		
CXO	2.3%	2.3%	0.2%	0.2%	5.4	15.7	0.3	1.3		
全行业	12.4%	12.8%	-0.8%	-0.3%	662.2	2127.8	-42.8	102.4		
	研发费用		费用率		费用率同比变动		绝对值 (亿元)		绝对值同比增加	
	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3
医药分销	12.0%	12.7%	0.8%	3.3%	2.4	7.3	-0.3	0.9		
医疗器械	10.0%	9.7%	0.6%	1.5%	40.7	123.9	0.3	13.0		
CXO	9.3%	8.4%	0.8%	0.2%	3.2	8.6	0.3	1.1		
药品	8.9%	8.1%	0.9%	0.4%	75.2	211.6	6.5	22.2		
制药装备	6.6%	6.0%	0.7%	0.6%	15.5	45.8	0.8	4.3		
中药	5.8%	5.5%	-0.8%	-0.4%	11.1	29.5	0.5	2.2		
零售药店	5.7%	5.5%	0.1%	0.4%	13.0	37.4	-0.2	3.3		
生命科学上:	3.0%	3.1%	-0.4%	-0.2%	2.2	5.6	0.4	0.5		
原料药	2.8%	2.4%	0.0%	-0.1%	21.9	63.8	0.6	2.8		
疫苗	1.1%	1.0%	0.1%	0.1%	1.8	4.7	0.4	1.3		
医疗服务	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	5.8	19.0	-1.1	1.6		
血制品	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2	0.6	-0.0	0.1		
全行业	3.6%	3.3%	0.1%	0.1%	192.9	557.7	8.2	53.2		

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

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

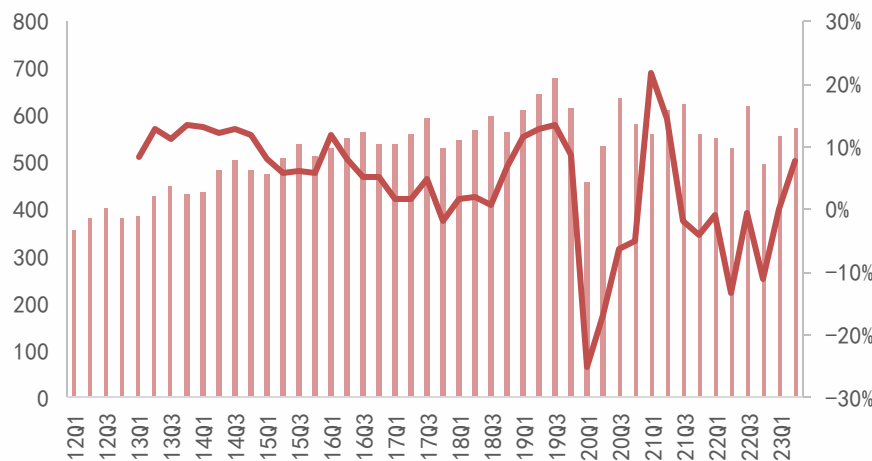
- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2023年1-9月，全国规模以上医药制造业实现营业收入18420亿元，同比下降3.4%。受集采、国谈、疫情放开和反腐政策实施的阶段性影响，2023年前三季度医药制造业整体表现偏弱，后续有望恢复增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：1月受到疫情放开的阶段性影响，2023前三季度整体药品销售额同比开始恢复，2023Q2 PDB样本医院药品销售573.9亿元，同比增长7.8%，主要因疫情放开后诊疗需求旺盛，带动医院药品需求。预计23H2受到医疗反腐的政策影响，新药入院流程可能延后。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。随着反腐影响逐渐淡化，**展望2023Q4，我们预计医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速(统计局)



— 医药制造业:营业收入:累计同比 — 医药制造业:利润总额:累计同比

2012-23Q2 我国PDB样本医院药品销售额



— 金额 — 同比增速

www.swsc.com.cn

数据来源：国家统计局、PDB、西南证券整理

1 医药行业2023年三季度报业绩总览——全行业表现

附表：剔除的公司名单（168家）

- 申万医药生物板块共491家。增补艾隆科技、健麾信息等7家，剔除新三板、ST公司、具有巨额商誉减值、收入/利润为负等情况的公司168家，最终选取330家作为样本公司对医药行业2023三季度报业绩总结。

南华生物	亚太药业	奥美医疗	透景生命	民生健康	润达医疗	康希诺	智翔金泰
四环生物	蓝帆医疗	莱美药业	华大基因	金凯生科	莎普爱思	南新制药	艾迪药业
海南海药	九安医疗	北陆药业	英科医疗	港通医疗	珍宝岛	迪哲医药	百利天恒
启迪药业	*ST太安	阳普医疗	海特生物	万邦医药	灵康药业	仁度生物	苑东生物
荣丰控股	长江健康	康芝药业	爱朋医疗	星昊医药	健友股份	首药控股	神州细胞
贝瑞基因	誉衡药业	ST吉药	药易购	诺思兰德	塞力医疗	前沿生物	亚辉龙
通化金马	千红制药	向日葵	中红医疗	辰光医疗	ST南卫	成都先导	西山科技
德展健康	尚荣医疗	振东制药	兰卫医学	哈一药业	金域医学	百济神州	安杰思
景峰医药	未名医药	翰宇药业	多瑞医药	江苏吴中	迈威生物	宣泰医药	康众医疗
金陵药业	瑞康医药	舒泰神	华兰股份	开开实业	爱威科技	泽璟制药	森萱医药
中关村	皓宸医疗	金城医药	天益医疗	ST康美	热景生物	天智航	鹿得医疗
河化股份	海思科	迪安诊断	粤万年青	华海药业	毕得医药	圣湘生物	梓橦宫
海森药业	双成药业	宝莱特	西点药业	ST中珠	安旭生物	东方生物	德源药业
华邦健康	ST三圣	仟源医药	华兰疫苗	神奇制药	华大智造	海创药业	欧康医药
亿帆医药	奥赛康	常山药业	宏源药业	复旦复华	科兴制药	诺禾致源	康乐卫士
科华生物	罗欣药业	凯利泰	科源制药	*ST目药	近岸蛋白	荣昌生物	数字人
达安基因	易明医药	溢多利	三博脑科	百花医药	华强科技	微电生理	中科美菱
万邦德	ST天圣	金石亚药	川宁生物	辽宁成大	赛伦生物	盟科药业	博迅生物
*ST东洋	赛隆药业	广生堂	国科恒泰	汉商集团	亚虹医药	益方生物	三元基因
冠福股份	哈三联	赛升药业	昊帆生物	华北制药	百奥泰	康为世纪	锦好医疗
奇正藏药	明德生物	乐心医疗	华人健康	海欣股份	君实生物	诺诚健华	新赣江

药品板块2023年三季报总结

- **Q3外部环境影 响， 板块收入同比有所下降， 但受益于销售费用减少， 盈利能力稳中有升。** 板块2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%）， 归母净利润331.5亿元（+12.3%）， 扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%）。 分季度看， 板块23Q1/23Q2/23Q3收入分别为880.9/880.2/843.4亿元（+8.4%/+11.1%/-1.2%）， 归母净利润分别为111.2/113.7/106.7亿元（+7.3%/+24%/+6.7%）。 从盈利能力看， 前三季度板块毛利率为54.6%（+0.1pp）， 净利率为13.1%（+0.9pp）， 四费率为39.2%（-0.7pp）。 2023Q3板块毛利率54.6%（-0.4pp）， 净利率12.6%（+0.9pp）。 受Q3外部环境影 响， 单季度板块收入同比有所下降， 但销售费用率同比下降2.3pp， 净利率提升0.9pp， 整体盈利能力有所提升。
- **政策持续引导新药研发以临床价值为导向、 以患者获益为核心， 支付端政策逐步缓和利好新药商业化。** 2023年8月， 国家药监局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》， 针对本土药物的同质化研发现象， 新药临床审批或再收紧， 其他同机制、 同靶点、 同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市， 该在审品种不再符合附条件批准上市要求的。 7月， 医保谈判简易续约规则调整有利于创新药实现以价换量， 在研发严要求的同时保障优质品种的商业化。
- **国产新药海外放量验证全球市场潜力， License out与自主出海渐入佳境。** 2023年上半年， 泽布替尼在美国市场实现25亿元销售额， 远超国内市场， 又在美国获批cLL关键适应症， 市场潜力持续放大。 2023年前三季度， 西达基奥仑赛销售额实现了3.41亿美元， 表现亮眼。 2023年已有两款国产药物成功在美上市， 分别为绿叶制药利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）和君实生物特瑞普利单抗（2023.10）， 替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）。 持续关注临床数据优异的III期品种以及具有丰富出海管线的企业， 关注已上市品种的商业化进展以及NDA品种的商业化预期。
- **投资建议。** 把握“国产新药落地节奏， 商业化放量是否超预期、 国际化/lincese out”三大逻辑主线。 重点关注： a） 创新药龙头： 恒瑞医药， 和黄医药， 康方生物， 贝达药业， 荣昌生物， 金斯瑞， 先声药业， 君实生物等； b） Biotech： 首药控股， 海创药业， 泽璟制药， 盟科药业， 亚盛医药， 前沿生物等； c） 转型创新： 京新药业， 恩华药业， 海思科， 康辰药业， 悦康药业等。
- **风险提示：** 创新药研发的不确定性、 研发进展不及预期、 商业化进展不及预期、 医药行业政策风险等。

药品板块2023年三季度报总结

2023年前三季度药品板块主要细分领域表现：

- ① **Biopharma：迎来业绩拐点，步入正向循环，在研创新管线逐步兑现，出海逻辑渐强。** Biopharma集采影响逐步出清，创新药陆续落地，创新药收入占比提升，业绩迎来拐点、重回上升通道。随着创新研发能力的成熟，国际竞争力与日俱增，越来越多的创新品种具备出海潜质。长期坚定看好国产创新药放量和出海逻辑。比如恒瑞医药2023上半年业绩重回上升通道；贝达药业随着贝福替尼、EGFR/C-MET双抗等产品的推进步入新产品周期。出海已成为重要看点，恒瑞医药双艾方案已在FDA提交NDA，2023年内已有4项出海BD达成，国际化加速再次印证公司自主创新能力已具备全球竞争力，管线价值持续兑现。百济神州泽布替尼在美国市场实现25亿元销售额，远超国内市场。
- ② **Biotech：核心品种逐步落地，商业化实力稳步提升，国际化不断迎来里程碑。** 随着Biotech企业核心品种的落地以及商业化的推进，Biotech公司收入有望大幅提升。泽璟制药、荣昌生物等收入实现明显提升，比如荣昌生物前三季度营业收入 5.7 亿元（+397.5%），泰它西普和维迪西妥单抗纳入医保后以量换价明显；泽璟制药多纳非尼医保准入医院和双通道药房覆盖面持续扩大，上半年实现2.2亿元收入（+108.7%）。杰克替尼上市在即。康诺亚/乐普生物、和黄医药、和铂等陆续迎来了超5亿美元总交易金额的license out，绿叶制药利培酮缓释微球注射剂等FDA获批，国产新药国际化不断迎来里程碑。
- ③ **转型创新企业：跨越集采阵痛，创新药陆续步入商业化阶段，新药销售崭露头角。** 八批国家集采按集采前价格测算，涉及金额超3500-4000亿元，约占公立医疗机构化学药、生物药年采购额超35%。越来越多的传统药企集采影响见底，创新药步入收获期，迎来业绩复苏与估值重塑。海思科、恩华药业、京新药业、康辰药业等创新品种陆续落地，如海思科的环泊酚、恩华药业的TRV-130、京新药业的达地西尼等，有望成为企业新的业绩增长点。
- ④ **生物药板块：疫后复苏正当时，新品落地有望稳步放量。** 生物药板块疫后复苏正当时，且随着公司在研创新产品的获批，业绩快速增长值得期待。如长春高新子公司百克生物2023Q1/Q2/Q3分别实现营业收入1.8/3.8/6.8亿元（+30%/+25%/+61%），实现归母净利润0.2/0.9/2.2亿元（+6%/+65%/+58.9%）主要系Q2季度公司带状疱疹疫苗首次实现上市销售。我武生物23Q1/Q2/Q3分别实现收入1.8/2.9/2.9亿元，分别同比增长-7.3%/+6.2%/-7.6%，2023年8月，公司“悬铃木花粉点刺液”、“德国小蠊点刺液”、“猫毛皮屑点刺液”上市许可申请已获得正式受理。

药品板块2023年三季度报总结

- ◆ 药品板块2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%），扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%）。分季度看，板块23Q1/23Q2/23Q3收入分别为880.9/880.2/843.4亿元（+8.4%/+11.1%/-1.2%），归母净利润分别为111.2/113.7/106.7亿元（+7.3%/+24%/+6.7%）。
- ◆ 从盈利能力看，2023年前三季度板块毛利率为54.6%（+0.1pp），净利率为13.1%（+0.9pp），四费率为39.2%（-0.7pp）。2023Q3板块毛利率54.6%（-0.4pp），净利率12.6%（+0.9pp）。随着集采、国谈等“政策底”显现，疫情影响消除，降本增效成为企业经营主旋律，此外，受Q3外部环境的影响，单季度板块收入同比有所下降，但销售费用率同比下降2.3pp，净利率提升0.9pp，整体盈利能力有所提升。

药品板块22Q1-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	812.4	792.4	854.1	877.3	880.9	880.2	843.4
同比增速	6.5%	2.4%	4.3%	6.1%	8.4%	11.1%	-1.2%
归母净利润	103.6	91.7	100.0	78.3	111.2	113.7	106.7
同比增速	13.1%	-9.7%	-9.1%	56.6%	7.3%	24.0%	6.7%

药品板块22Q1-23Q3盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	55.1%	53.8%	55.0%	53.3%	54.7%	54.7%	54.6%
净利率	12.8%	11.6%	11.7%	8.9%	12.6%	12.9%	12.6%
销售费用率	25.7%	25.0%	25.8%	26.8%	24.6%	24.9%	23.5%
管理费用率	6.8%	6.8%	6.8%	6.9%	6.5%	6.6%	7.3%
财务费用率	0.4%	-0.4%	-0.5%	0.7%	0.5%	-0.3%	-0.2%
研发费用率	6.8%	8.2%	8.0%	9.8%	7.3%	8.2%	8.9%

药品板块2023年三季度报总结

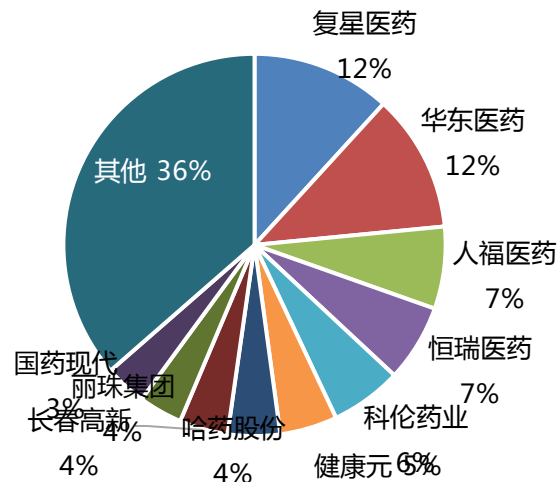
药品板块

- 59家药品板块公司2023年前三季度收入总额增速为5.9%、归母净利润总额增速为12.3%。收入和利润同比增速相比于23H1有所下降，主要系Q3受外部环境影响，单季度板块收入同比下降。
- 从盈利水平看，Q3外部环境变化影响销售费用率同比下降2.3pp，板块整体盈利能力稳中有升，毛利率为54.6%（-0.4pp），净利率为12.6%（+0.9pp）。
- 从收入贡献看，复星医药、华东医药、人福医药、恒瑞医药、科伦药业、健康元、哈药股份、丽珠集团、国药现代、长春高新等贡献最高。
- 从净利润贡献看，恒瑞医药、长春高新、复星医药、华东医药、科伦药业、人福医药、丽珠集团、健康元、华润双鹤、西藏药业等贡献最高。

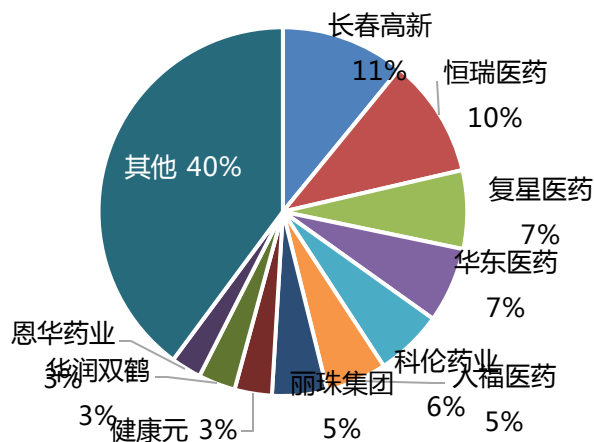
子板块23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	5.93%	3	5	41	18
占比		5%	8%	69%	31%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	12.27%	14	23	45	14
占比		24%	39%	76%	24%

23Q1-Q3收入前十占比



23Q1-Q3归母净利润前十占比

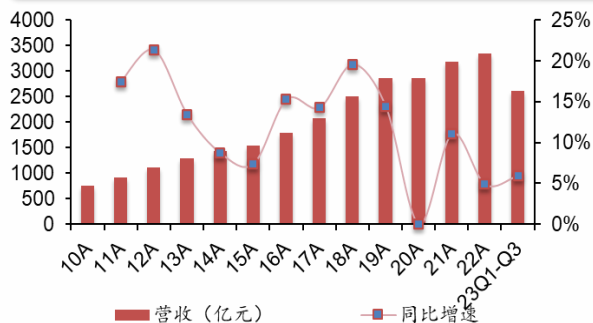


药品板块2023年三季度报总结

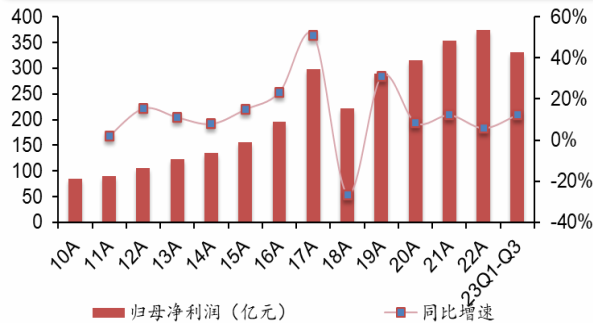
累计季度表现

- 药品板块2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%），扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%），四费率为39.2%（-0.6pp），销售费用率24.4%（-1.1pp），管理费用率6.8%（+0pp），研发费用率8.1%（+0.4pp）。

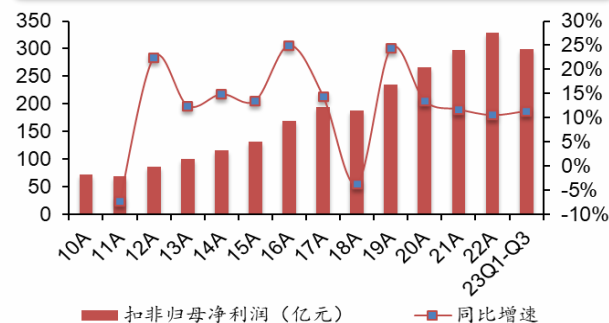
2010~23Q3收入及增速



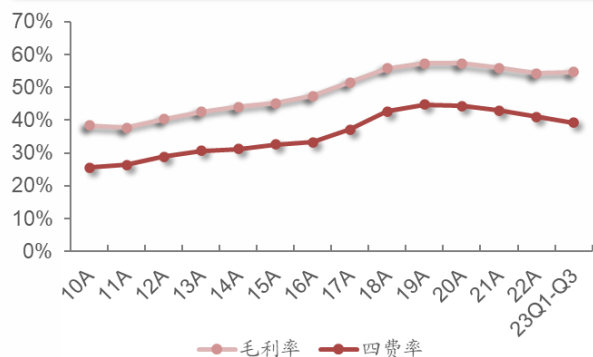
2010~23Q3归母净利润及增速



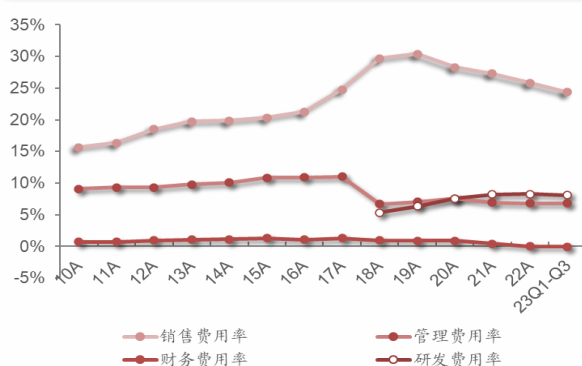
2010~23Q3扣非归母净利润及增速



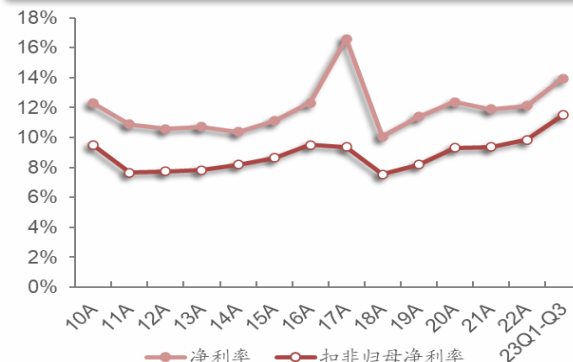
2010~23Q3毛利率与四费率变化趋势



2010~23Q3期间费用率变化趋势



2010~23Q3净利率变化趋势

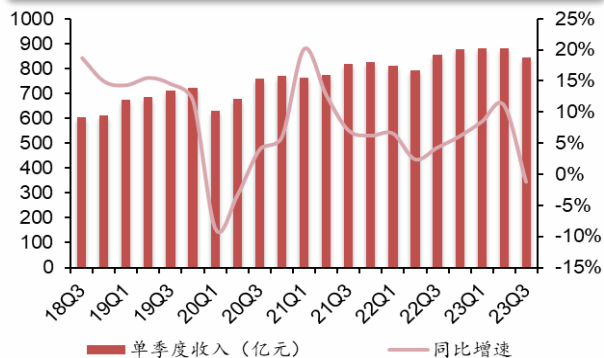


药品板块2023年三季度报总结

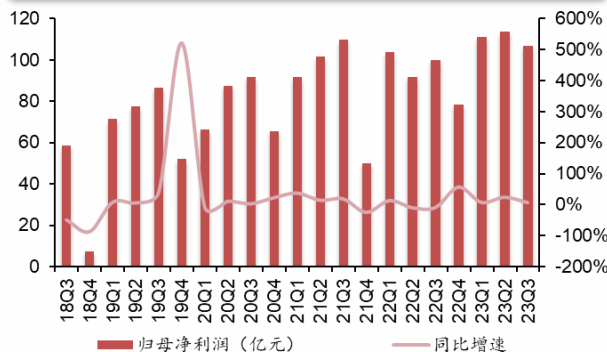
单季度表现

- 药品板块2023年Q3收入843.4亿元 (-1.2%)，归母净利润106.7亿元 (+6.7%)，扣非归母净利润96.5亿元 (+1%)，四费率为39.5% (-0.6pp)，销售费用率23.5% (-2.3pp)，管理费用率7.3% (+0.5pp)，研发费用率8.9% (+0.9pp)。

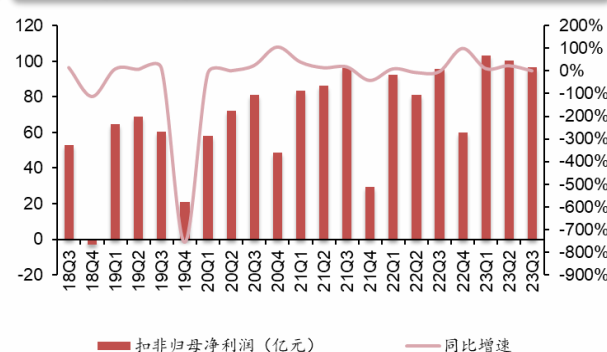
18Q3~23Q3收入及增速 (单季度)



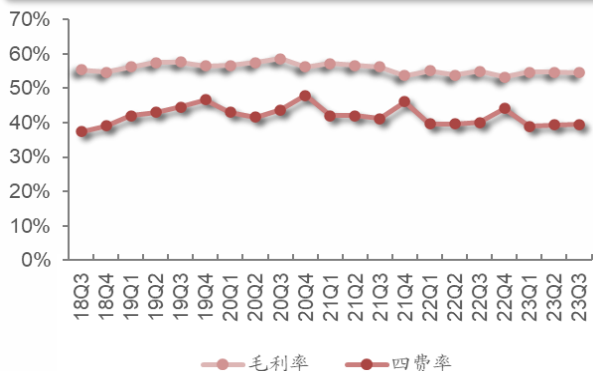
18Q3~23Q3归母净利润及增速 (单季度)



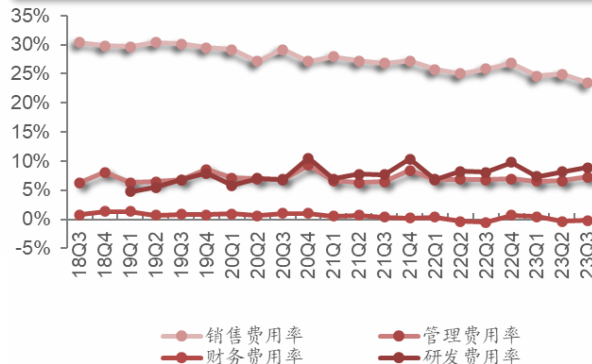
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速 (单季度)



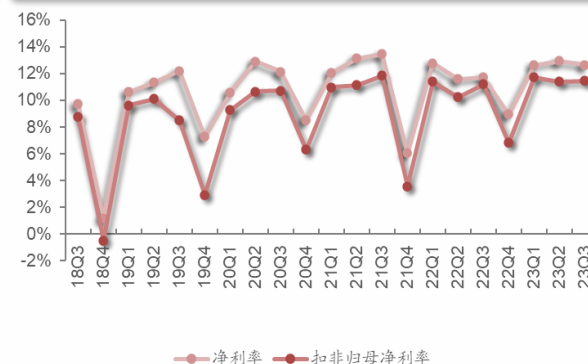
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势 (单季度)



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势 (单季度)



18Q3~23Q3净利率变化趋势 (单季度)



药品板块2023年三季度报总结

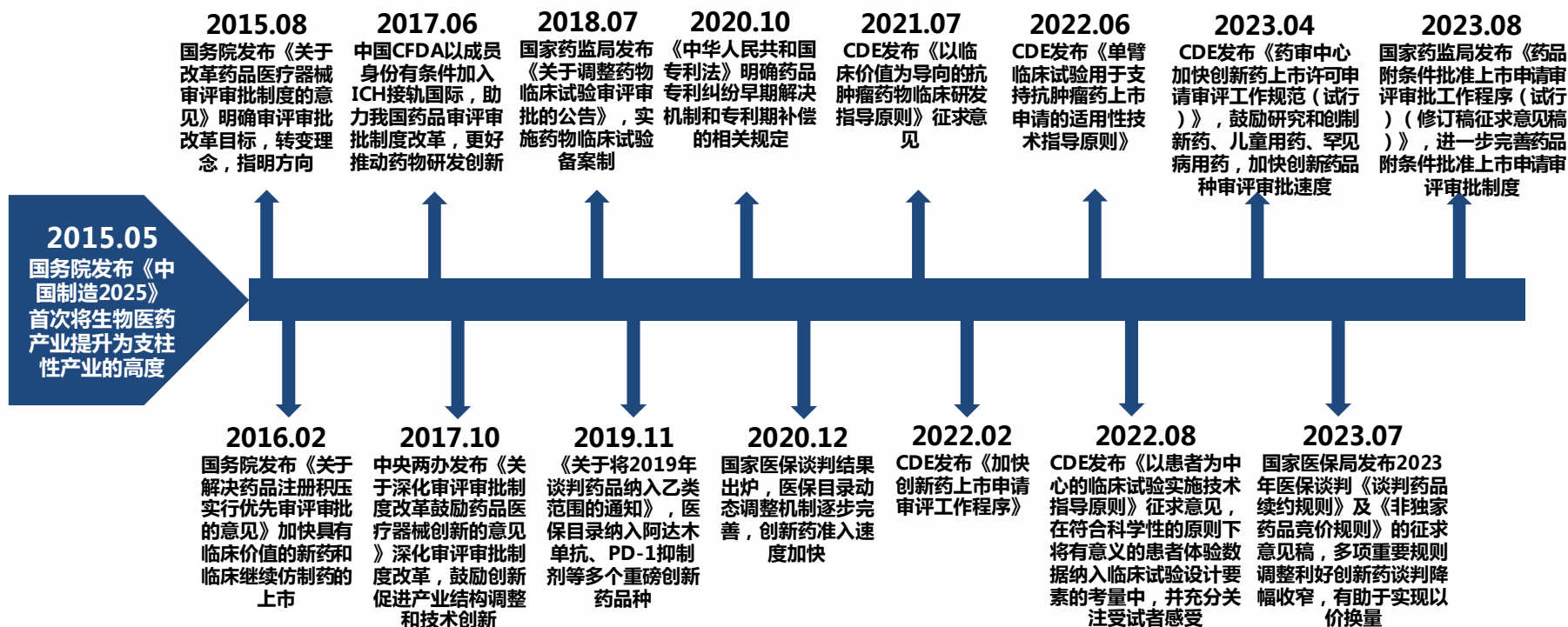
药品（按市值排序）

成分股	23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3		2023/9/30	收入同比增量 (百万元)		归母净利润同比增量 (百万元)		研发费用 (百万元)		销售费用 (百万元)		管理费用 (百万元)		财务费用 (百万元)	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	市值 (亿元)	23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比		
恒瑞医药	0%	0%	20%	21%	2%	11%	7%	9%	2866.7	168.33	300.39	3725.49	22%	5408.5	32%	167.91	10%	71.46	-2%		
华东医药	13%	7%	7%	4%	18%	9%	10%	7%	741.1	2536.02	207.58	840.79	3%	4662.35	15%	1105.84	4%	54.03	0%		
复星医药	5%	113%	-4%	-27%	-9%	-44%	-3%	-6%	699.7	(909.95)	(171.30)	3155.20	10%	7226.68	24%	3168.93	10%	56.08	2%		
长春高新	-7%	-25%	19%	33%	18%	8%	11%	4%	562.5	1635.48	147.81	166.64	11%	2115.07	26%	565.38	5%	80.53	-1%		
科伦药业	25%	178%	11%	3%	6%	3%	13%	40%	430.0	1494.1	453.3	155.66	11%	329.24	21%	706.77	4%	5.77	1%		
人福医药	20%	-27%	14%	12%	1%	-38%	11%	-20%	394.9	1856.2	(456.06)	301.17	6%	330.84	19%	11.65	7%	1.68	1%		
信立泰	-5%	-11%	9%	14%	-12%	-26%	-4%	-11%	330.5	(92.03)	(60.30)	256.28	10%	715.74	29%	208.43	8%	48.18	-2%		
丽珠集团	-2%	5%	16%	19%	-7%	-5%	2%	6%	304.1	166.54	94.75	985.76	10%	2814.43	29%	486.96	5%	16.48	-2%		
惠华药业	19%	21%	21%	23%	12%	16%	17%	19%	267.1	535.86	43.77	384.71	11%	1101.29	30%	151.54	4%	(9.93)	0%		
甘李药业	-19%	-57%	364%	-127%	68%	-161%	54%	164%	255.2	668.78	680.28	369.95	19%	703.63	37%	141.63	7%	68.49	-4%		
贝达药业	-9%	-39%	17%	778%	78%	1833%	23%	196%	239.7	380.83	201.89	467.94	23%	709.52	35%	292.17	14%	28.36	1%		
健康元	-2%	0%	6%	4%	-12%	-18%	-3%	-4%	236.9	(360.71)	(42.91)	1211.60	10%	324.804	27%	680.01	5%	14.42	-2%		
通化东宝	-25%	-70%	40%	-33%	2%	25%	0%	-46%	213.9	(7.57)	(642.62)	65.83	3%	633.67	30%	118.33	6%	(7.98)	0%		
兴齐眼药	-5%	-74%	34%	47%	4%	15%	10%	-10%	185.4	100.59	(20.51)	121.55	11%	410.56	37%	112.53	10%	(4.95)	0%		
华润双鹤	9%	12%	4%	0%	3%	24%	5%	10%	181.5	387.70	99.09	379.52	5%	836.26	24%	646.19	9%	32.11	0%		
艾力斯	149%	-254%	150%	251%	176%	644%	160%	661%	175.8	30.08	339.49	191.35	14%	644.68	48%	83.62	6%	36.50	-3%		
安科生物	11%	7%	27%	23%	17%	3%	18%	10%	166.5	314.70	60.12	152.94	8%	518.39	26%	131.91	7%	(2.36)	0%		
特宝生物	22%	47%	31%	55%	30%	150%	28%	84%	158.0	316.59	68.50	142.86	10%	602.43	41%	152.37	10%	(3.08)	0%		
武卫生物	-7%	-23%	6%	-13%	-8%	-17%	-4%	-17%	155.8	(26.39)	(57.07)	78.49	12%	242.62	36%	40.63	6%	22.02	-3%		
康弘药业	-1%	-6%	19%	3%	24%	38%	14%	9%	146.0	367.24	70.66	258.35	9%	1175.71	39%	306.30	10%	39.42	-1%		
国药现代	5%	131%	-4%	13%	-18%	9%	-6%	-32%	138.4	(557.28)	37.55	376.89	4%	671.74	18%	552.88	6%	51.72	-1%		
东诚药业	-3%	-9%	6%	18%	-18%	-37%	-6%	-13%	137.1	(156.10)	(44.50)	124.76	5%	406.10	16%	185.72	7%	1.23	0%		
三生国健	29%	9494%	50%	-912%	35%	727%	39%	13826%	133.3	203.25	62.74	179.65	25%	194.87	27%	52.17	7%	28.39	-4%		
海正药业	3%	72%	9%	2%	-12%	212%	0%	38%	132.4	(43.01)	26.02	311.94	4%	804.23	21%	683.26	8%	8.74	2%		
双鹭药业	8%	219%	3%	13%	-29%	-99%	-6%	33%	127.2	(50.34)	79.62	101.20	13%	207.31	27%	97.11	13%	11.65	-1%		
西藏药业	38%	74%	33%	234%	-11%	44%	21%	93%	124.8	409.86	210.56	8.32	0%	1329.61	56%	87.36	4%	17.15	-1%		
一品红	39%	39%	41%	25%	-18%	-31%	15%	6%	116.4	234.95	15.99	176.65	10%	861.54	47%	181.69	10%	13.64	1%		
京新药业	10%	10%	-3%	3%	7%	-10%	4%	0%	107.3	125.48	0.87	259.46	9%	605.89	21%	142.24	5%	38.24	-3%		
微芯生物	2%	770%	21%	-1310%	-11%	108%	4%	356%	95.3	12.92	50.29	211.23	61%	205.20	59%	66.61	19%	10.62	3%		
上海谊众	169%	79%	188%	62%	-17%	-39%	68%	25%	93.2	112.88	26.46	16.71	6%	78.78	28%	28.28	10%	20.23	-7%		
哈药股份	18%	22%	22%	180%	6%	213%	15%	86%	87.5	150.29	34.09	67.23	1%	681.10	15%	604.34	5%	16.86	0%		
福元医药	10%	33%	2%	13%	1%	4%	4%	15%	83.8	97.21	48.33	221.07	9%	914.91	37%	106.56	4%	39.01	-2%		
悦康药业	25%	34%	4%	59%	-52%	-128%	-16%	-55%	82.0	(644.31)	(183.23)	231.72	8%	1301.99	44%	168.43	6%	(9.08)	0%		
九典制药	12%	37%	23%	64%	19%	43%	18%	49%	81.6	293.76	101.60	157.35	8%	881.74	47%	66.43	4%	1.97	0%		
复旦张江	34%	78%	156%	-246%	-58%	-71%	-1%	144%	81.3	(8.31)	53.07	168.54	24%	333.64	17%	39.08	6%	0.02	0%		
泰恩康	6%	-4%	10%	141%	-11%	-34%	1%	12%	78.9	7.66	14.66	49.11	8%	99.52	17%	48.95	8%	(5.42)	-1%		
华特达因	-7%	5%	-5%	6%	-5%	-12%	-5%	0%	75.8	(99.98)	(1.62)	67.62	4%	340.01	20%	61.30	4%	(26.98)	-2%		
东北制药	0%	3%	4%	46%	-12%	446%	3%	72%	75.3	(165.49)	91.64	42.26	1%	480.47	23%	708.52	11%	(50.08)	-1%		
万泽股份	106%	79%	-19%	-32%	22%	68%	25%	28%	66.8	145.78	26.84	56.12	8%	190.69	26%	112.15	15%	14.98	2%		
汇宇制药	-49%	-68%	-42%	-40%	-46%	-69%	-46%	-6%	63.0	(560.98)	(146.42)	257.00	39%	259.10	39%	52.29	8%	31.38	-5%		
辰欣药业	30%	61%	9%	24%	-6%	17%	10%	34%	62.0	298.02	98.12	255.42	8%	946.67	29%	204.79	6%	25.33	-1%		
鲁抗医药	26%	2%	12%	282%	12%	149%	17%	110%	60.6	679.01	100.95	229.68	5%	453.41	10%	171.05	4%	44.39	1%		
康辰药业	6%	-45%	33%	89%	24%	158%	22%	43%	59.0	132.05	44.96	67.22	9%	344.49	48%	70.32	10%	11.03	-2%		
吉贝尔	19%	33%	114%	331%	17%	58%	45%	96%	57.2	190.41	75.81	42.10	7%	280.73	46%	42.08	7%	(8.93)	-1%		
福安药业	25%	131%	7%	48%	3%	89%	11%	85%	51.9	199.25	115.81	98.87	5%	623.31	31%	171.87	9%	(2.61)	0%		
华仁药业	5%	64%	27%	-16%	1%	12%	10%	11%	49.3	111.54	13.87	43.43	4%	163.09	13%	73.91	6%	50.83	4%		
卫信康	11%	55%	13%	15%	-22%	59%	-1%	39%	47.5	(5.98)	59.25	70.17	7%	190.57	18%	94.72	9%	(3.08)	0%		
力生制药	10%	11%	4%	46%	-12%	521%	1%	204%	45.8	9.55	30.04	77.60	9%	273.17	30%	77.16	8%	37.20	-4%		
润都股份	11%	6%	-12%	-22%	-13%	-114%	-5%	-35%	43.9	(46.61)	(36.07)	77.80	8%	256.16	27%	60.08	9%	9.20	1%		
凯因科技	12%	-15%	17%	40%	26%	67%	20%	32%	41.6	165.60	21.86	68.20	7%	579.73	58%	70.32	7%	14.03	-1%		
北大医药	3%	41%	13%	-16%	3%	-10%	6%	0%	40.4	98.49	0.38	13.82	1%	375.31	23%	85.17	5%	1.25	0%		
华纳药厂	22%	45%	21%	27%	0%	14%	14%	27%	38.5	128.75	34.13	75.64	7%	382.78	36%	46.90	4%	(3.22)	0%		
诚意药业	-7%	37%	9%	41%	-12%	-38%	-4%	11%	38.4	(16.73)	11.42	35.40	8%	108.06	24%	70.56	15%	5.22	1%		
昂利康	26%	20%	15%	43%	-4%	-81%	12%	1%	37.8	123.87	1.52	98.55	8%	244.74	21%	69.14	6%	(8.01)	-1%		
东宝生物	15%	31%	5%	-1%	-7%	2%	4%	9%	37.5	28.63	7.48	19.74	3%	13.83	2%	37.13	5%	(0.36)	0%		
丰原药业	25%	29%	15%	8%	-3%	4%	9%	4%	33.8	358.59	15.97	55.45	2%	453.20	14%	121.62	4%	20.56	1%		
圣诺生物	1%	-2%	6%	41%	26%	-28%	12%	-11%	33.5	30.79	(4.21)	20.38	7%	79.66	27%	40.78	14%	3.52	1%		
联环药业	12%	2%	2%	-14%	3%	-19%	5%	-11%	28.0	71.12	(10.45)	69.04	5%	390.14	26%	96.44	7%	17.80	1%		
海辰药业	-22%	-3%	23%	42%	4%	25%	0%	12%	27.7	(1.27)	2.34	31.90	8%	180.03	48%	55.86	15%	4.95	1%		

药品板块2023年三季度报总结

- 近年来，国家鼓励新药研发、加快审评审批的同时，从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2023年8月，国家药监局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订征求意见稿）》，针对本土药物的同质化研发现象，新药临床审批或再收紧，其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市，该在审品种不再符合附条件批准上市要求的。7月，医保谈判简易续约规则调整有利于创新药实现以价换量，在研发严要求的同时保障优质品种的商业化。

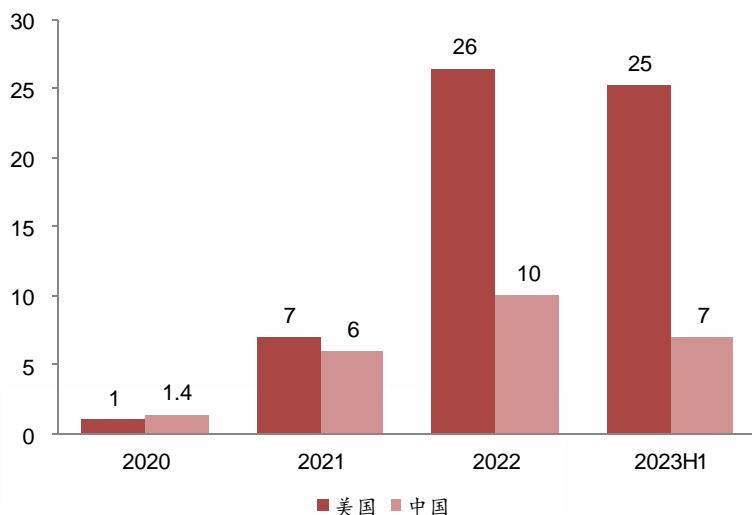
创新药行业相关政策汇总



药品板块2023年三季度报总结

- ◆ 按照上市进度来看，百济神州的泽布替尼（2019.11）、石药集团的马来酸左旋氨氯地平（2019.12）是第一批成功获FDA批准上市的国产创新药，绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是第二批成功出海的国产创新药。**2023年已有两款国产药物成功在美国上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）和君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）。**
- ◆ 首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。2022年，泽布替尼全球销售额达38.3亿元，同比大增159%。其中，美国市场成为百悦泽的核心突破点，百悦泽在美销售额同比增长超过2倍，达到26.4亿元。2023年上半年，其在美国市场实现25亿元销售额，国内市场实现7亿元销售额，美国市场销售额远超国内市场。2023年1月，泽布替尼在美国获批cLL这一关键适应症，未来市场潜力不容小觑。
- ◆ 2022年2月28日，传奇生物的西达基奥仑赛获得美国FDA批准上市，用于治疗复发或难治性多发性骨髓瘤（R/R MM）患者，这些患者既往接受过四线或以上的治疗，包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元。**2023年前三季度，西达基奥仑赛销售额实现了3.41亿美元。**

2020-2023H1 泽布替尼中美销售额（亿元）



海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	美国	2019.11
			华氏巨球蛋白血症 (WM)	美国	2021.8
			边缘区淋巴瘤 (MZL)	美国	2021.9
			华氏巨球蛋白血症 (WM)	欧盟	2021.11
			一线CLL/SLL	美国	2023.1
	替雷利珠单抗	-	2L食管鳞状细胞癌	欧盟	2023.09
石药集团	马来酸左旋氨氯地平	-	高血压	美国	2019.12
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	阿尔茨海默病	欧盟	2021.5
	注射用利培酮缓释微球	-	精神分裂症	美国	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	四线多发性骨髓瘤	美国	2022.2
			四线多发性骨髓瘤	欧盟	2022.5
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	全线鼻咽癌	美国	2023.10

药品板块2023年三季度报总结

- ◆ **License out大手笔频现，不断刷新交易金额，国产创新药的国际竞争力与日俱增。**随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，共30个License out项目总交易金额超5亿美元，其中超20亿美元的项目包括科伦药业的七个ADC项目（94.7亿美元）、康方生物AK112（50亿美元）、荣昌生物的纬迪西妥单抗（26亿）、百济神州的替雷利珠单抗（22亿），国产新药License out交易金额正快速提升。
- ◆ **恒瑞医药2023年内已有4项出海BD达成，国际化加速再次印证公司自主创新能力已具备全球竞争力。**2023年2月，EZH2抑制剂SHR2554有偿许可给美国Treeline Biosciences公司；8月，TSLP单抗SHR-1905注射液项目有偿许可给美国One Bio公司；10月，马来酸吡咯替尼片在印度范围内开发及商业化的独家权利有偿许可给Dr. Reddy's（瑞迪博士实验室）。2023年10月，CLDN18.2 ADC和PARP1在美国、日本和约定的欧洲国家的权益授权给Merck Healthcare，首付款1.6亿欧元，总交易金额超14亿欧元。

License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2022.12	科伦药业	Merck	七个在研临床前ADC项目		9475USD	175USD
2	2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗（AK112）	PD-1/VEGF	5000USD	500USD
3	2021.8	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗	HER2 ADC	2600USD	200USD
4	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200USD	650USD
5	2023.5	百力司康	卫材	BB-1701	HER2	2000USD	-
6	2023.4	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	HER2	1670USD	170USD
7	2023.1	药明生物	GSK	四款TCE双抗/多抗	-	1500USD	40USD
8	2023.11	恒瑞医药	德国Merck	HRS-1167、SHR-A1904	PARP1、CLDN18.2 ADC	1415EUR	160EUR
9	2022.5	科伦药业	Merck	SKB-264	TROP2	1410USD	47USD
10	2022.7	石药集团	Elevation	SYSA1801	Claudin18.2 ADC	1195USD	27USD
11	2023.2	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901	CLND18.2	1188USD	63USD
12	2023.1	和黄医药	武田制药	呋喹替尼	VEGFR	1130USD	400USD
13	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	1100USD	150USD
14	2023.8	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	TSLP	1025USD	21.5USD
15	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	1025USD	200USD
16	2022.5	礼新医药	Turning Point	LM-302	Claudin18.2 ADC	1025USD	25USD
17	2023.4	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2	1020USD	20USD
18	2023.3	高光制药	Biohaven	BHV-8000	TYK2/JAK1	970USD	20USD

药品板块2023年三季度报总结

License out超5亿美元品种一览（接上页）

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
19	2022. 7	科伦药业	MSD	早期ADC新药	Claudin18.2 ADC	936USD	35USD
20	2023. 1	信诺维	AmMax Bio Inc.	新一代ADC	-	871USD	-
21	2021. 6	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	EGFR	805USD	40USD
22	2020. 11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGFR/4-1BB	768USD	5USD
23	2023. 5	君实生物	瑞迪博士实验室	特瑞普利单抗	PD-1	728USD	-
24	2023. 2	恒瑞医药	Treeline BioSciences	SHR-2554	EZH2	706USD	11USD
25	2023. 2	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	Nectin-4	693USD	7.5USD
26	2019. 9	复宏汉霖	Kalbe Genexine	斯鲁利单抗	PD-1	682USD	10USD
27	2023. 5	赞荣医药	罗氏	ZN-A-1041	HER2	680USD	70USD
28	2021. 8	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin18.2	640USD	7.5USD
29	2023. 2	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008	B7H4 x 4-1BB	625USD	25USD
30	2023. 5	礼新医药	阿斯利康	LM-305	GPRC5D	600USD	55USD
31	2022. 9	先声药业	Almirall	SIM0278	IL-2	507USD	15USD
32	2022. 8	云顶新耀	Immunomedics	戈沙妥珠单抗	TROP2 ADC	455USD	280USD
33	2022. 4	和铂医药	阿斯利康	HBM7022	CD3/Claudin 18.2	350USD	25USD
34	2022. 1	君实生物	Coherus	JS006	TIGIT单抗	290USD	35USD

药品板块2023年三季度报总结

Biopharma：迎来业绩拐点，步入正向循环，在研创新管线逐步兑现，出海逻辑渐强

- Biopharma集采影响逐步出清，创新药陆续落地，创新药收入占比提升，业绩迎来拐点、重回上升通道。随着创新研发能力的成熟，国际竞争力与日俱增，越来越多的创新品种具备出海潜质。长期坚定看好国产创新药放量和出海逻辑。
- **恒瑞医药**：2023前三季度公司业绩保持稳健增长，毛利率84.4%（+1.1pp）；净利率20.3%（+0.9pp），利润率稳步提升。费用率管控良好，研发费用率21.9%（0pp），销售费用率31.8%（-0.6pp），管理费用率9.9%（+0.7pp）。2023年内已有4项出海BD达成，国际化加速再次印证公司自主创新能力已具备全球竞争力，管线价值持续兑现。我们认为，随着创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，公司仍然是国内创新药投资首选。
- **贝达药业**：公司2023年前三季度实现营业收入20.4亿元（+22.9%），归属于母公司股东的净利润3亿元（+196.4%），扣非后归属于母公司股东的净利润2.4亿元（+282.7%）。第三季度实现营业收入7.3亿元（+78.2%），归属于母公司股东的净利润1.6亿元（+1833.3%），扣非后归属于母公司股东的净利润1.5亿元（+5753.1%）。公司40余项在研项目持续推进，贝福替尼一线治疗适应症获批上市，EGFR/C-MET双抗联用三代EGFR TKI方案获批临床，有潜力成为EGFR阳性NSCLC一线标准治疗。

主要Biopharma企业2021~2023Q3财务数据（百万元）

公司 年份	恒瑞医药			贝达药业		
	2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3
总收入	25905	21275	17013.6	2245	2377	2043.6
yoy	-6.6%	-17.87%	6.7%	20.1%	5.82%	22.9%
毛利率	85%	83.61%	84.4%	92%	88.69%	85.7%
净利率	17.3%	17.93%	20.3%	16%	5.25%	14.4%
归母净利润	4484	3906	3473.8	383	145	304.7
yoy	-28.4%	-13.77%	9.5%	-36.8%	-62.04%	196.4%

药品板块2023年三季度报总结

Biotech企业：核心品种逐步落地，商业化实力稳步提升，国际化不断迎来里程碑

- 荣昌生物**：2023年第三季度营业收入3.5亿元（+58.3%），前三季度营业收入7.7亿元（+35.1%），业绩符合预期。核心产品放量显著，自免和肿瘤均准入超过600家医院。泰它西普和维迪西妥单抗2023年上半年放量显著，纳入医保后以量换价明显。截至2023年6月30日，自身免疫商业化团队超过600人，已准入超过600家医院。肿瘤科商业化团队近600人，已准入超过600家医院。泰它西普治疗系统性红斑狼疮（SLE）患者的国内Ⅲ期确证性研究达到预设的临床终点，第52周SRI-4应答率在泰它西普组为82.6%，安慰剂组仅38.1%，疗效优势明显。泰它西普用于治疗系统性红斑狼疮的全球多中心Ⅲ期临床试验于9月26日和9月28日获得欧盟和国家药品监督管理局批准，国际化征途再迎里程碑进展。
- 泽璟制药**：2023年前三季度实现营业收入2.8亿元（+42.6%），第三季度实现营业收入6217万元（-32.8%）。多纳非尼商业化稳步推进，2023年上半年实现2.2亿元收入，同比增加108.7%。医保准入医院和双通道药房覆盖面持续扩大，截至2023年6月30日，进入医院833家、双通道药房744家多纳非尼在全国的覆盖范围进一步扩大。杰克替尼的中、高危骨髓纤维化NDA申请已于2022年10月16号获得受理，Ⅲ期试验显示杰克替尼治疗中、高危骨髓纤维化24周时脾脏体积较基线缩小≥35%的受试者比例（SVR35）达72.3%，与对照组羟基脲（17.4%）相比有效性和安全性优势明显。重组人凝血酶上市许可申请已于2022年5月25日获国家药监局受理，上市申请处于技术审评中。

主要Biotech 2021~2023Q3财务数据（百万元）

公司 年份	荣昌生物			泽璟制药		
	2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3
总收入	1426	772	769.5	190.4	302	282.1
yoy	46753%	-45.9%	35.1%	588.2%	58.8%	42.6%
毛利率	95%	64.8%	76.9%	96.7%	91.4%	92.4%
净利率	16.9%	-	-	-	-	-
归母净利润	276.3	-999	-1030.6	-451	-458	-202.1
yoy	139%	-461.6%	-49.8%	-41.2%	-1.5%	44.4%

药品板块2023年三季度报总结

转型创新企业：跨越集采阵痛，创新药陆续步入商业化阶段，创新药销售崭露头角

- **京新药业**：2023年前三季度实现营业收入29.3亿元（+4.5%），归属于母公司股东的净利润4.7亿元（+0.2%），扣非后归属于母公司股东的净利润4.4亿元（-2.2%）。Q3公司实现营收9.9亿元（+6.7%），单季度收入恢复增长，营销改革后业绩逐步恢复。前三季度销售费用率约为20.7%（-3.6pp），管理费用率约为4.9%（+0.6pp），研发费用率约为8.9%（+0.1pp），费用率管控良好；毛利率约为51%（-3.2pp），净利率约为16.3%（-0.7pp），利润率较为稳定。首款失眠1类新药地达西尼胶囊（EVT201）上市在即。
- **海思科**：2023年前三季度实现营业收入23.8亿元（+13.7%），归属于母公司股东的净利润2亿元（+94.8%），归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.4亿元（+77.8%）。环泊酚放量持续超预期，长效降糖药物（HSK7653）已于2023年1月申报NDA。HSK16149糖尿病周围神经痛适应症已于2022年10月申报NDA，带状疱疹后神经痛适应症上市申请也于2023年9月获受理。术后镇痛药物（HSK21542）NDA于2023年10月获受理，2024-2025年有望迎来密集收获期。
- **恩华药业**：2023年前三季度实现营业收入36.6亿元（+17.2%），归属于母公司股东的净利润8.9亿元（+19.4%）。第三季度实现营业收入12.6亿元（+12.2%），归属于母公司股东的净利润3.4亿元（+15.8%）。环比来看，公司Q3单季收入和归母净利润均处于历史峰值，保持重点品种力月西、福尔利及思贝格等快速成长，并有效保证舒芬太尼、羟考酮注射液、阿芬太尼、等产品快速列院形成销售。前三季度毛利率73.1%（-3.3pp），净利率24.2%（+0.6pp），销售费用率30.1%（-4.7pp），管理费用率4.1%（-0.3pp），研发费用率10.5%（+0.8pp）。富马酸奥赛利定注射液（TRV130）预计年底参与医保谈判，未来有望贡献更多业绩增量。

主要转型创新企业2021~2023Q3财务数据（百万元）

公司 年份	京新药业			海思科			恩华药业		
	2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3
总收入	3335	3780	2925.5	2773	3015	2383.9	3935	4299	3656
yoy	2.4%	9%	4.5%	-16.7%	8.7%	13.7%	17.1%	9.2%	17.2%
毛利率	55.8%	53.3%	51%	65%	69.5%	71%	77.2%	76.3%	73.1%
净利率	18.4%	17.7%	16.3%	18.6%	13%	8.4%	20%	20.5%	24.2%
归母净利润	614	662	472.6	345	277	200.7	797	901	885.6
yoy	-5.9%	8.1%	0.2%	-45%	-19.7%	94.8%	9.5%	12.9%	19.4%

药品板块2023年三季报总结

生物药板块：疫后复苏正当时，新品落地有望稳步放量。

- 长春高新**：2023年前三季度实现营业收入106.8亿元，同比增长10.7%；实现归属于母公司股东净利润36.1亿元，同比增长4.3%；实现扣非后归母净利润36.2亿元，同比增长5.4%。23年Q1-3子公司金赛药业实现收入81.2亿元（+3.8%）实现净利润35.2亿元（+1.6%）。其中单Q3季度实现营业收入29.8亿元，同比增长4%，归母净利润实现13.3亿元（+3.8%），增速有所放缓。百克生物实现营业收入12.4亿元，实现净利润3.3亿元。百克生物2023Q1/Q2/Q3分别实现营业收入1.8/3.8/6.8亿元（+30%/+25%/+61%），实现归母净利润0.2/0.9/2.2亿元（+6%/+65%/+58.9%）主要系Q2季度公司带状疱疹疫苗首次实现上市销售，Q3季度开始陆续发货。
- 我武生物**：2023年前三季度实现收入6.7亿元（-3.8%），归母净利润2.7亿元（-17.4%），扣非归母净利润2.6亿元（-10.3%）。分季度来看，Q1/Q2/Q3分别实现收入1.8/2/2.9亿元，分别同比增长-7.3%/+6.2%/-7.6%，归母净利润0.7/0.8/1.2亿元，分别同比增长-23.2%/-12.6%/-16.8%，扣非归母净利润0.7/0.7/1.2亿元，分别同比增长-11.5%/-3.6%/-13.8%。前三季度公司销售毛利率95%，同比下降0.2pp。期间销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为36%/6%/11.7%，同比增长3.5pp/1.1pp/0.8pp，前三季度费用基本与去年同期持平。2023年8月，公司“悬铃木花粉点刺液”、“德国小蠊点刺液”、“猫毛皮屑点刺液”上市许可申请已获得正式受理。

主要生物药企业2021~2023Q3财务数据（百万元）

公司 年份	长春高新			我武生物		
	2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3
总收入	10746	12627	10681.7	807	896	673.8
yoy	25.3%	17.5%	10.7%	26.9%	10.9%	-3.8%
毛利率	87.6%	88%	84.9%	95.7%	95.4%	95.4%
净利率	36.3%	33.4%	35.4%	40.4%	37.5%	38.6%
归母净利润	3757	4140	3612.4	337.9	349	270.2
yoy	23.3%	10.2%	4.2%	21.4%	3.2%	-17.4%

医疗器械板块2023年三季度报总结

医疗器械：创新、复苏、出海、AI医疗是2023Q4的核心方向。

- **2023前三季度板块总结：**器械板块（84家样本公司，含科创板）2023前三季度收入1283亿元（-5.7%），归母净利润294亿元（-13.4%），主要系23年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行所致。剔除新冠相关业务数据，2023前三季度器械板块收入1241亿元（+6.9%），归母净利润288亿元（+7.6%），主要系23年初仍有疫情压制常规需求和医疗反腐导致设备入院招标流程有所迟缓。此外，高值耗材中骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。低值耗材中大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致。剔除疫情单季度看，23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+13.2%/+6.5%/+1.3%，净利润同比增速分别为+16.4%/+8.1%/-0.6%。23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。
- **创新、复苏、出海、AI医疗是2023Q4的核心方向。**展望2023Q4，从控费政策看，DRG给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现，叠加经济复苏，门诊量、手术量上半年增长明显，逐步恢复。十四五规划的“供应链自主可控”大方向亦有坚实基础。此外，国产器械的性价比得到全球认可，国产厂商陆续开启国际化征途。最后，AI赋能的医疗影像及CDSS与病种质控方向预计也将迎来结构性机会。因此，预计2023Q4器械板块，春风化雨，四大投资机会显现。
- **春风化雨，探寻四大投资机会：**
 - ① **自主可控/创新器械：**高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、手术机器人（微创机器人）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）、基因测序（华大智造）；
 - ② **后集采时代下“两低赛道”及复苏：**IVD（新产业、迈瑞医疗、普门科技、安图生物、安必平）、电生理（惠泰医疗、微电生理）、主动脉（心脉医疗）、外周（先瑞达）、人工晶体（爱博医疗）、TAVR（启明医疗）、内镜耗材（南微医学）、骨科、肿瘤早筛。
 - ③ **出海：**设备（迈瑞医疗、祥生医疗、福瑞股份、联影医疗、理邦仪器）、IVD（新产业、迈瑞医疗、普门科技、安图生物）、CGM（三诺生物）、低值耗材（振德医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、自动发药机（健麾信息、艾隆科技）等自主可控的高端设备。
 - ④ **AI赋能：**AI 医疗影像（祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI CDSS与病种质控（金域医学、润达医疗）、AI 医疗机器人（天智航、微创机器人-B）、AI 健康管理（乐心医疗、九安医疗）。
- **风险提示：**降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度报器械板块关键财务数据：

- **2023年三季度报板块总结：**器械板块（84家样本公司，含科创板）2023前三季度收入1283亿元（-5.7%），归母净利润294亿元（-13.4%），主要系23年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行所致。**剔除新冠相关业务数据**，2023前三季度器械板块收入1241亿元（+6.9%），归母净利润288亿元（+7.6%），主要系23年初仍有疫情压制常规需求和医疗反腐导致设备入院招标流程有所迟缓。此外，高值耗材中骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。低值耗材中大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致。
- **剔除疫情单季度看**，23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+13.2%/+6.5%/+1.3%，净利润同比增速分别为+16.4%/+8.1%/-0.6%。23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看，23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。

医疗器械板块2018-23H3关键财务数据（累计）

（亿元）	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-Q3
营收	874	1020	1375	1,572	1834	1,283
yoy	23.5%	16.7%	34.8%	14.3%	16.6%	-5.7%
归母净利润	147	188	327	364	409	294
yoy	35.1%	28.1%	74.2%	11.3%	12.4%	-13.4%
毛利率	54%	56%	58%	56%	55%	57%
净利率	35%	34%	29%	30%	29%	32%
销售费用率	17%	19%	24%	23%	22%	23%
管理费用率	15%	16%	22%	21%	21%	21%
研发费用率	19%	20%	15%	16%	15%	16%
财务费用率	8%	7%	6%	6%	6%	7%
剔除疫情后营收	843	982	1275	1426	1589	1241
yoy	27.4%	16.4%	29.9%	11.8%	11.4%	6.9%
剔除疫情后归母净利润	141	180	289	314	335	288
yoy	35.6%	28.2%	60.2%	8.7%	6.6%	7.6%

医疗器械板块22Q3-23Q3关键财务数据（单季度）

（亿元）	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	430	473.4	427	449.4	406.7
yoy	12.8%	13.8%	-6.8%	-4.7%	-5.4%
归母净利润	103.22	69.63	95.57	108.34	90.23
yoy	14.8%	-3.2%	-19.0%	-8.7%	-12.6%
毛利率	55.0%	54.1%	56.5%	56.1%	57.2%
净利率	24.0%	14.7%	22.4%	24.1%	22.2%
销售费用率	13.9%	15.3%	17.8%	15.7%	17.0%
管理费用率	5.8%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用率	-2.0%	-2.3%	0.1%	-0.2%	-3.1%
财务费用率	7.9%	9.4%	9.8%	9.2%	9.8%
剔除疫情后营收	390	428	410	436	395
yoy	13.1%	13.6%	13.2%	6.5%	1.3%
剔除疫情后归母净利润	90	67	92	106	90
yoy	17.9%	7.9%	16.4%	8.1%	-0.6%

医疗器械板块2023年三季度报总结

医疗器械四大领域

- **医疗设备**：23年Q1-3收入699.5亿元（+18.7%），归母净利润180亿元（+22.7%）。23年Q3收入216亿元（+7.4%），归母净利润54.2亿元（+8%），受医疗反腐影响，单三季度增速有所放缓。
- **IVD**：23年Q1-3收入241.4亿元（-40.7%），归母净利润48.2亿元（-59.4%）。23年Q3收入78.9亿元（-28.5%），归母净利润15亿元（-48.7%），板块业绩有所承压，主要系去年新冠产品销售基数较高所致。
- **高值耗材**：23年Q1-3收入206.3亿元（-4.1%），归母净利润49.1亿元（-8.5%）。23年Q3收入67.3亿元（-2.4%），归母净利润15.4亿元（-7.7%），不同赛道结构差异较大，如骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。电生理、眼科、主动脉介入领域增速较快主要因为创新产品渗透率持续提升。
- **低值耗材**：23年Q1-3收入135.8亿元（-8.9%），归母净利润17.3亿元（-18.9%）。23年Q3收入44.4亿元（-10.4%），归母净利润5.6亿元（-20.9%），大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致，部分企业如山东药玻实现增长主要系市场需求回暖、出口恢复常态，模制瓶、棕色瓶等主导产品销量较好增长，其次集采推动中硼硅产品销量高增。

医疗器械四大领域23Q1-Q3板块财务数据

领域	细分	收入（亿元）		收入增速		归母净利润（亿元）		利润增速		毛利率		净利率	
		23Q3	23Q1-3	23Q3	23Q1-3	23Q3	23Q1-3	23Q3	23Q1-3	23Q3	23Q1-3	23Q3	23Q1-3
医疗设备	生命信息与支持	93.8	294.4	11.0%	17.8%	34.3	102.7	17.9%	21.3%	66.5%	65.5%	36.6%	34.9%
	影像	51.2	168.8	12.0%	17.9%	3.5	19.8	1.4%	23.0%	41.0%	40.8%	6.8%	12.2%
	家用设备	32.0	116.9	3.3%	27.3%	9.3	30.8	21.9%	47.0%	51.7%	50.7%	28.9%	25.9%
	内窥镜产业链	6.7	22.7	0.0%	21.4%	0.8	4.8	-37.7%	22.9%	68.7%	69.3%	12.4%	21.2%
	康复	4.1	11.6	21.6%	33.6%	1.3	3.7	0.3%	44.4%	71.7%	69.9%	31.7%	31.7%
	其他医用设备	28.1	85.0	-5.5%	10.5%	5.0	17.9	-32.2%	-1.5%	49.2%	49.8%	17.9%	21.1%
	合计	216.0	699.5	7.4%	18.7%	54.2	179.6	8.0%	22.7%	56.2%	55.4%	25.1%	25.7%
IVD	合计	78.9	241.4	-28.5%	-40.7%	15.0	48.2	-48.7%	-59.4%	62.5%	61.2%	19.0%	19.6%
高值耗材	心脑血管	29.2	91.7	-8.5%	-8.2%	6.7	22.2	-7.6%	5.9%	68.6%	68.1%	23.0%	24.5%
	眼科	14.7	39.7	12.2%	22.7%	4.4	11.2	5.9%	29.0%	75.9%	75.0%	29.8%	29.6%
	骨科	11.2	37.5	-7.0%	-11.2%	1.2	5.8	-50.7%	-47.7%	65.4%	71.0%	10.4%	16.3%
	其他高值耗材	12.2	37.3	2.4%	-7.7%	3.1	9.9	7.6%	-23.0%	72.6%	72.6%	25.6%	26.7%
	合计	67.3	206.3	-2.4%	-4.1%	15.4	49.1	-7.7%	-8.5%	70.4%	70.8%	22.9%	24.4%
低值耗材	合计	44.4	135.8	-10.4%	-8.9%	5.6	17.3	-20.9%	-18.9%	33.3%	33.0%	12.6%	13.3%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械板块2023年三季度报总结

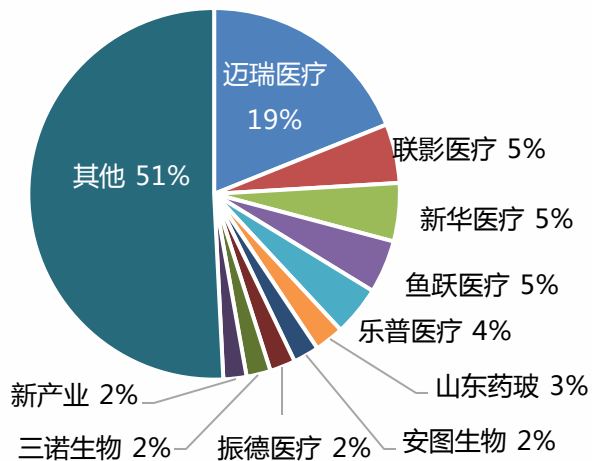
2023前三季度：56%器械公司净利润实现同比增长，前十净利润贡献约58%

- 2023前三季度器械板块（84家样本，含科创板）收入实现**正增长**的有**47家**，占比**56%**，超过**50%增长**有**5家**，占比**6%**；
- 2023前三季度器械板块（84家样本，含科创板）归母净利润实现**正增长**的有**41家**，占比**49%**，超过**50%增长**有**12家**，占比**14%**；
- **从收入贡献看**，迈瑞医疗、联影医疗、新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、山东药玻、安图生物、振德医疗、三诺生物、新产业贡献最高，贡献了49%收入。
- **从归母净利润贡献看**，迈瑞医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、新产业、联影医疗、安图生物、山东药玻、新华医疗、欧普康视、奕瑞科技贡献最高，贡献了58%归母净利润。

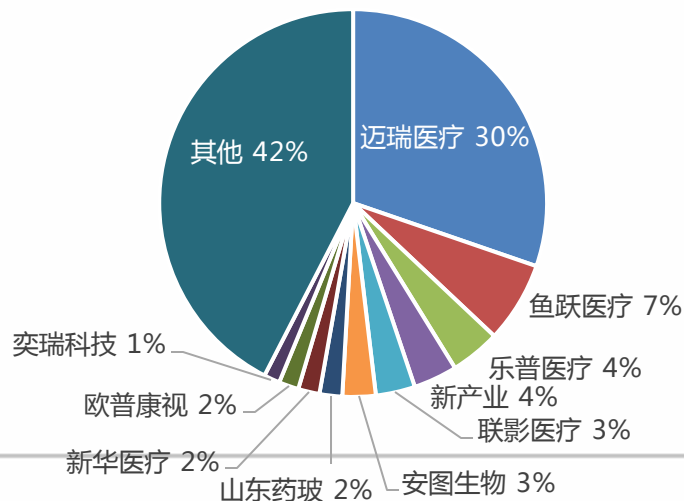
子板块23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.67%	5	14	47	37
占比		6%	17%	56%	44%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-13.45%	12	17	41	43
占比		14%	20%	49%	51%

23Q1-Q3收入前十占比



23Q1-Q3归母净利润前十占比

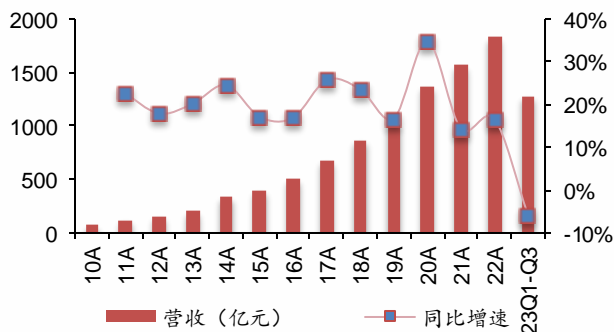


医疗器械板块2023年三季度报总结

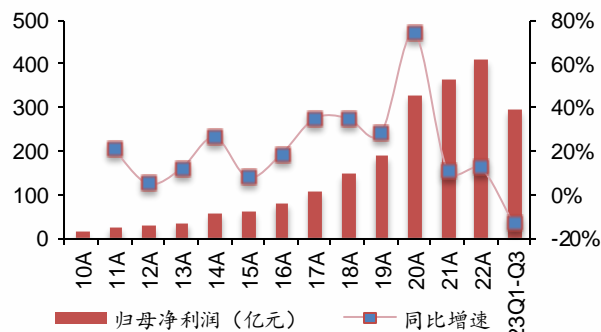
累计报表看：2023前三季度器械板块表现收入同比下滑5.7%

- 器械板块（84家样本公司，含科创板）2023前三季度收入1283亿元（-5.7%），归母净利润294亿元（-13.4%），主要系1）2023年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行；2）2023Q3医疗反腐政策导致器械入院招标流程延缓。

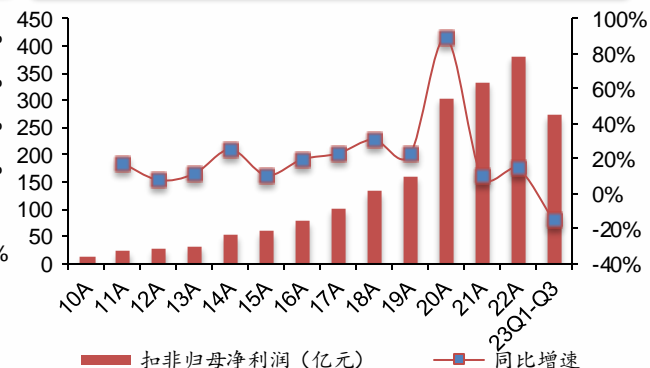
2010~23Q3收入及增速（累计）



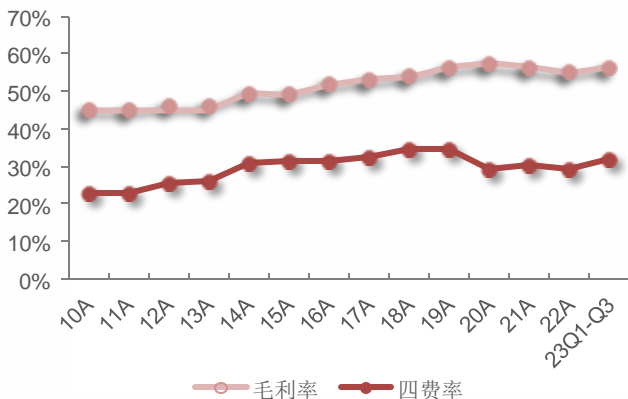
2010~23Q3归母净利润及增速（累计）



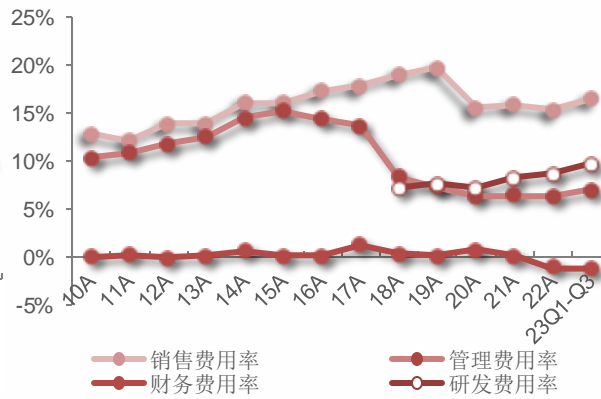
2010~23Q3扣非归母净利润及增速（累计）



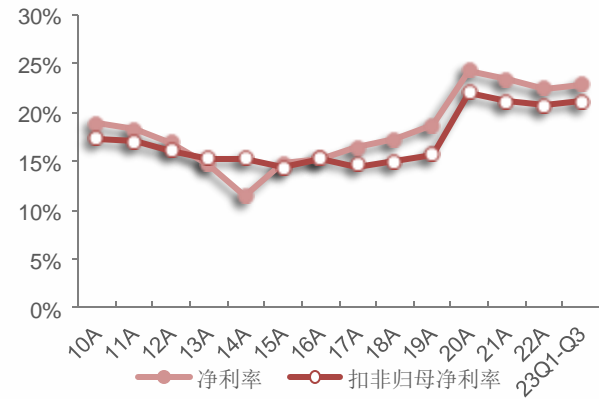
2010~23Q3毛利率与四费率变化趋势（累计）



2010~23Q3期间费用率变化趋势（累计）



2010~23Q3净利率变化趋势（累计）



www.swsc.com.cn

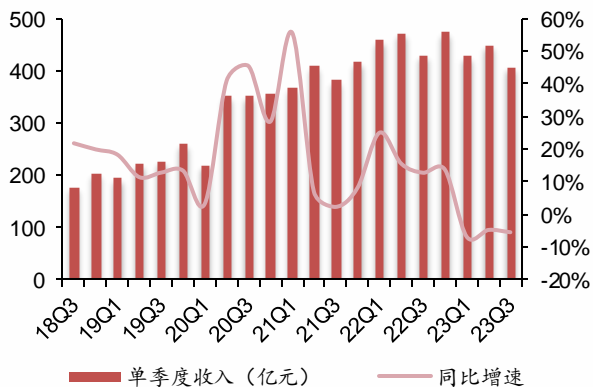
数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械板块2023年三季度报总结

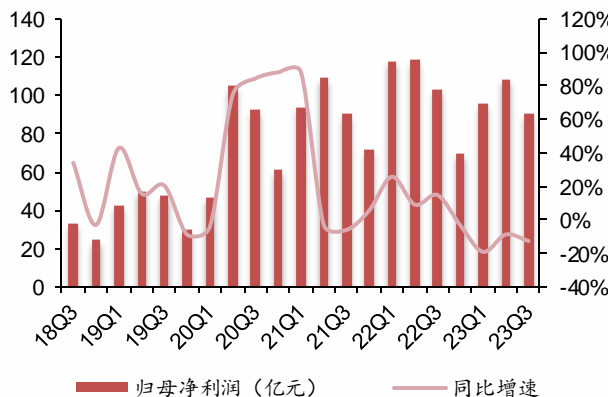
分季度看：疫情影响逐步消除，疫后复苏业绩逐渐回暖

■ 分季度看，23Q1/Q2单季度收入和净利润由于新冠检测需求下降，增速大幅放缓，常规业务虽有所恢复，但总体仍处于承压状态。23Q3受到新冠需求下滑叠加反腐延迟招标入院流程的影响，收入端同比下滑5.4%。2023年国内摆脱疫情销售营运能力逐渐恢复，四费率同比上升4.4pp，导致归母净利润下滑明显。利润端自23Q1疫情影响逐步消除，疫后复苏业绩回暖明显。但23Q3净利润较23Q2环比有所下降，仍受到低值耗材渠道端清理库存和政策影响。

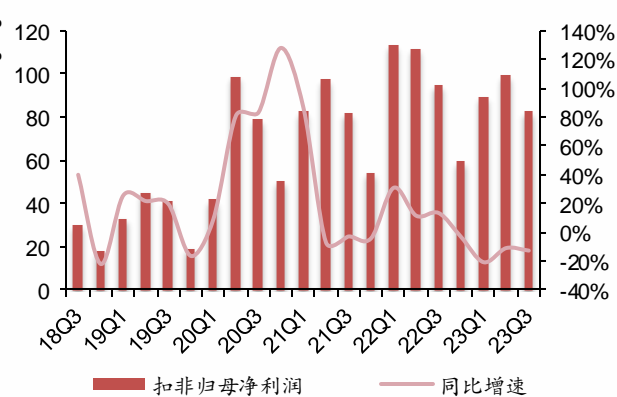
2018~23Q3收入及增速（单季度）



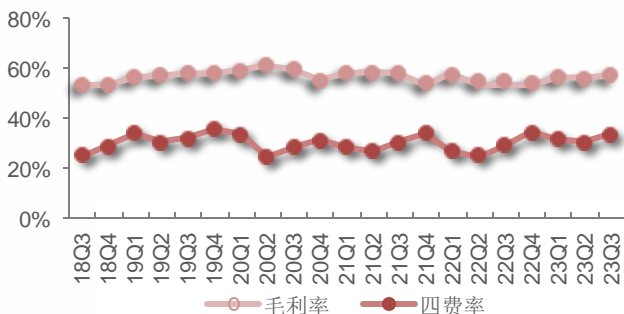
2018~23Q3归母净利润及增速（单季度）



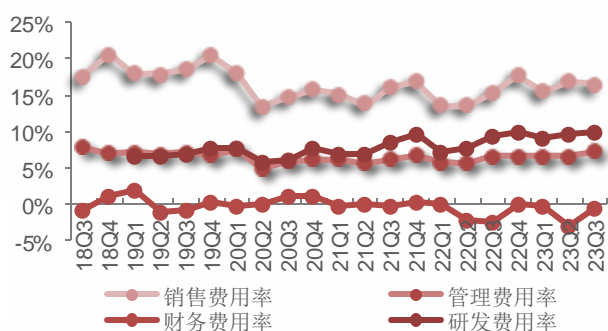
2018~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



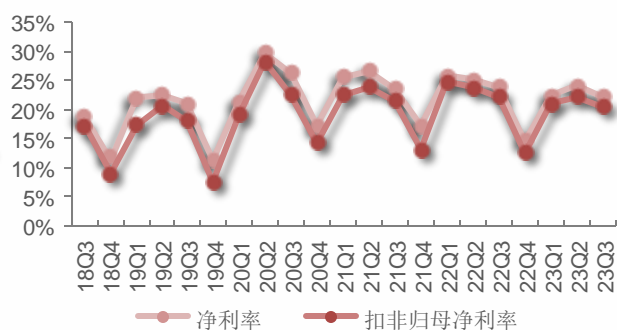
2018~23Q3毛利率与四费率变化趋势（单季度）



2018~23Q3期间费用率变化趋势（单季度）



2018~23Q3净利率变化趋势（单季度）



www.swsc.com.cn

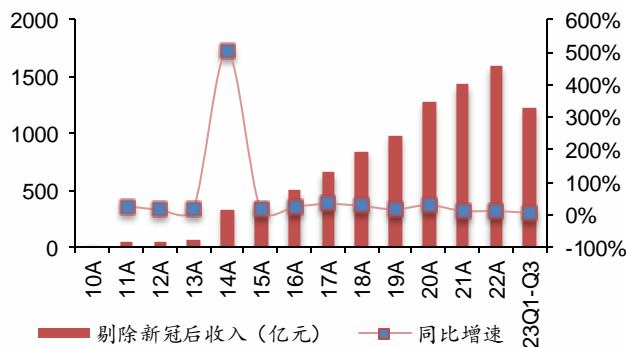
数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械板块2023年三季度报总结

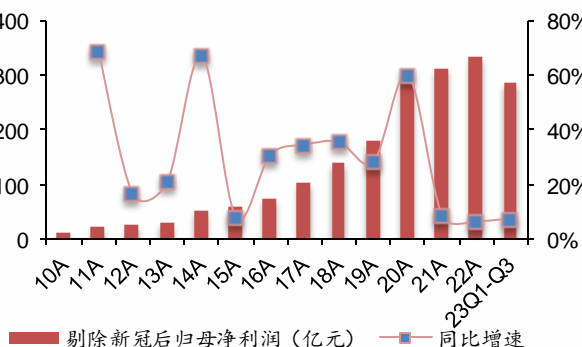
剔除新冠检测标的（抗原+核酸）的干扰，器械板块常规业务单季度业绩逐渐回暖

■ 剔除新冠检测试剂标的（之江、万孚、凯普等6家），2023前三季度器械板块收入1241亿元（+6.9%），归母净利润288亿元（+7.6%），23年初仍由于疫情压制常规需求，导致板块有所承压。剔除疫情单季度看，23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+13.2%/+6.5%/+1.3%，净利润同比增速分别为+16.4%/+8.1%/-0.6%。23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看，23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。

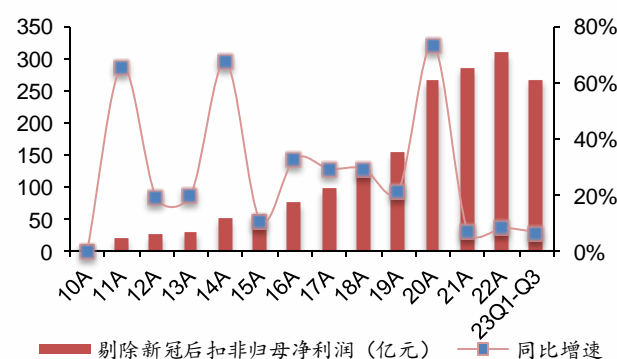
2010~23Q3收入及增速（累计）



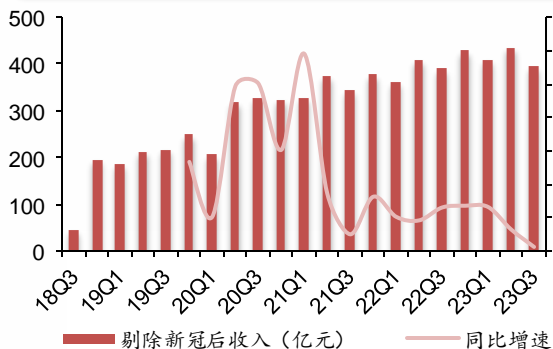
2010~23Q3归母净利润及增速（累计）



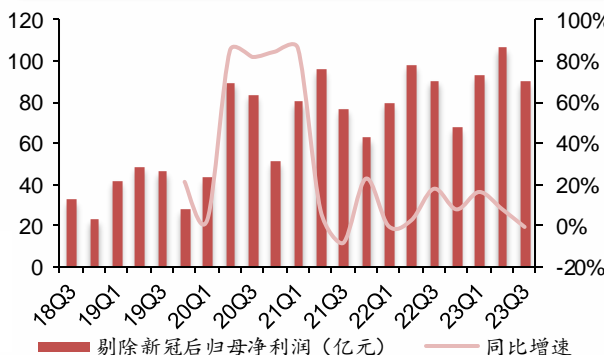
2010~23Q3扣非归母净利润及增速（累计）



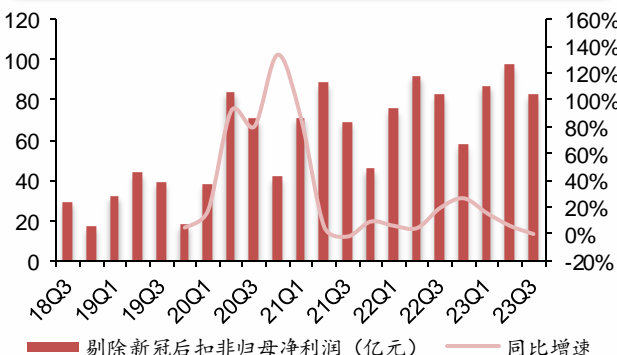
2010~23Q3收入及增速（单季度）



2010~23Q2归母净利润及增速（单季度）



2010~23Q2扣非归母净利润及增速（单季度）



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理；注：新冠检测标的为九安、安旭、东方、万孚、明德、热景、奥泰、博拓、圣湘、达安、华大、硕世、凯普、之江、迪安等，其中大部分标的因2022年及2023Q3非经常性损益过高或过低已从样本公司内删除

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度器械板块主要细分领域表现：医疗设备

- ① 影像设备：技术突破和产品升级背景下，国产替代持续加速，战略重心扩张海外。**影像设备是一个大市场，2020年国内市场规模（出厂端）为537亿元，2020年DSA、CT、US、MRI、PET-CT的每百万人保有量分别为4.6、21.4、157.1、8.6、0.61台，相比发达国家平均每百万人保有量33、65、600、43、5.8的配置水平，分别为有7、3、4、5、10倍的差距，预计2030年市场规模超千亿，主要驱动力来自患者检查需求和医疗检查能力供给的增加。在国产技术突破，以及叠加鼓励进口替代的政策背景下，影像赛道国产化率有望加速。考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展。高端影像领域建议关注：**联影医疗、迈瑞医疗**。
- ② 家用设备：精细化健康管理需求不断释放，家用设备发展势头旺盛。**家用医疗设备主要指在院外使用、以检测、治疗、保健为目的的医疗设备，常见的医疗设备包括血糖仪、血压计、呼吸机等。中国人均可支配收入的增长、居民保健意识的提升和慢病市场的不断扩大，都将刺激家用医疗设备需求释放，2021年中国家用医疗设备市场规模预计达到1025亿元。2023年前三季度板块实现收入138.1亿元（+15.8%），归母净利润33.2亿元（+45.3%），主要系CGM和呼吸机等家用设备业绩快速增长。家用设备领域建议关注：**家用呼吸机设备（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、CGM（三诺生物）**。
- ③ 内窥镜设备：行业稳健增长，技术逐步赶超进口加速国产替代进程。**内窥镜市场是一个有潜力的市场。根据弗若斯特沙利文数据，2019年全球医用内窥镜市场规模高达202亿美元，其中硬镜57亿美元，软镜60亿美元，设备/零部件相关30亿美元，内窥镜诊疗耗材相关55亿美元。根据弗若斯特沙利文预测，2021年国内市场规模（出厂端）为250亿元左右，预计2030年市场规模将达600亿元，中国市场预计也将在2030年成为全球内窥镜第二大市场。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、澳华内镜**有望突围。

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度器械板块主要细分领域表现：医疗设备

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
生命信息与 支持	迈瑞医疗	8828	11.2%	67.2%	38.4%	3392	20.5%	27304	17.2%	66.1%	36.0%	9834	21.4%
	康泰医学	123	-5.6%	45.9%	10.0%	12	-79.2%	617	33.5%	58.2%	31.6%	195	12.0%
	理邦仪器	434	12.9%	57.3%	6.6%	30	-24.2%	1524	22.7%	57.8%	15.7%	237	24.8%
影像	联影医疗	2161	28.1%	48.6%	5.8%	127	1.2%	7432	26.9%	48.7%	14.3%	1064	18.4%
	万东医疗	331	20.0%	43.1%	13.3%	44	0.8%	926	26.4%	41.6%	13.2%	120	16.5%
	新华医疗	2244	1.3%	28.3%	5.7%	120	22.9%	7317	10.0%	27.7%	8.3%	579	37.8%
	福瑞股份	283	4.6%	74.4%	15.4%	29	4.0%	807	12.2%	76.9%	15.1%	73	20.4%
	祥生医疗	105	-16.2%	60.0%	28.0%	29	-40.9%	402	13.5%	60.2%	35.2%	141	12.6%
家用设备	鱼跃医疗	1683	7.6%	51.2%	41.3%	697	100.4%	6663	30.2%	51.6%	32.7%	2191	92.9%
	三诺生物	1028	2.7%	56.7%	13.4%	143	-8.5%	3035	6.5%	53.0%	9.1%	318	-17.5%
	美好医疗	289	-26.5%	39.9%	20.5%	59	-58.1%	1043	-2.3%	42.9%	28.8%	300	-8.2%
	怡和嘉业	199	-55.9%	47.0%	13.8%	27	-77.1%	945	-6.8%	46.3%	28.9%	270	0.3%
	可孚医疗	605	3.9%	43.6%	7.1%	43	15.6%	2124	13.1%	45.4%	11.4%	242	44.5%
内窥镜	开立医疗	424	2.1%	68.1%	11.2%	48	-32.6%	1468	17.3%	68.7%	21.8%	321	30.7%
	澳华内镜	140	23.0%	74.3%	5.6%	7	102.2%	429	52.6%	75.6%	10.6%	45	426.5%
	海泰新光	108	-24.4%	64.1%	25.9%	29	-51.9%	376	10.8%	64.1%	30.8%	118	-15.5%
康复	翔宇医疗	207	52.7%	70.2%	34.6%	72	35.2%	542	52.0%	68.6%	33.3%	179	92.8%
	伟思医疗	112	35.8%	71.5%	27.8%	31	30.2%	332	53.2%	71.4%	30.6%	102	63.6%
	麦澜德	86	-25.3%	75.8%	30.1%	26	-49.6%	290	-2.6%	70.5%	29.8%	85	-13.6%
其他	奕瑞科技	440	14.7%	59.7%	23.9%	108	-53.2%	1397	26.5%	58.7%	30.3%	433	-14.8%
	海尔生物	556	-31.2%	49.0%	14.6%	79	-51.1%	1826	-12.0%	50.9%	20.0%	357	-22.6%
	山外山	181	71.1%	55.2%	25.9%	47	176.5%	576	122.0%	55.5%	31.3%	182	431.2%
	迪瑞医疗	354	23.0%	50.5%	20.5%	72	16.8%	1049	30.7%	49.8%	22.3%	234	20.4%
	麦克奥迪	350	-23.2%	43.2%	13.1%	44	-39.8%	1028	-18.5%	42.4%	11.9%	120	-34.3%
	健麾信息	64	-43.3%	40.3%	28.1%	18	-41.7%	241	-12.4%	47.6%	30.9%	74	-13.6%
	戴维医疗	142	0.6%	55.6%	21.9%	31	-22.8%	459	31.2%	58.0%	26.8%	123	61.6%
	赛科希德	63	8.2%	64.4%	43.9%	28	-10.3%	204	24.4%	63.2%	43.0%	88	12.3%
	东星医疗	109	3.4%	47.2%	19.9%	21	-13.3%	311	-2.1%	48.0%	23.7%	71	-7.2%
	华康医疗	452	18.0%	36.8%	8.1%	37	-7.4%	1145	47.0%	35.1%	5.2%	60	6.7%
	艾隆科技	101	-25.5%	56.4%	16.4%	17	-43.8%	264	-12.6%	53.7%	16.9%	45	-26.0%

医疗器械板块2023年三季度报总结

影像：技术突破和产品升级背景下，国产替代持续加速，战略重心扩张海外

- 影像设备是一个大市场，2020年国内市场规模（出厂端）为537亿元，2020年DSA、CT、US、MRI、PET-CT的每百万人保有量分别为4.6、21.4、157.1、8.6、0.61台，相比发达国家平均每百万人保有量33、65、600、43、5.8的配置水平，分别为有7、3、4、5、10倍的差距，预计2030年市场规模超千亿，主要驱动力来自患者检查需求和医疗检查能力供给的增加。在国产技术突破，以及叠加鼓励进口替代的政策背景下，影像赛道国产化率有望加速。考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端智能化升级，海外市场快速拓展。
- **联影医疗**：2023前三季度收入74.3亿元（+26.9%），归母净利润10.6亿元（+18.4%）。23年前三季度毛利率同比提升2.9pp，盈利能力进一步改善，主要系公司中高端及高端产品的收入明显提速。此外，公司设备业务增长稳健，服务收入和海外收入持续高增长。23年前三季度国内市场收入64亿元（+25%），海外市场收入10.3亿元（+39.7%），目前海外收入占比13.8%，海外市场高举高打推进顺利，收入有望持续高增长。截至23年6月底，公司累计向市场推出性能指标领先的产品数超90款，其中包括在欧洲放射学年会（ECR）发布的行业首款5.0T全身成像高场磁共振uMR Jupiter 5T和uAIFI平台，无缝链接基础研究、临床医学、前瞻科研、医学转换，技术突破和产品升级的逻辑不断兑现。
- **迈瑞医疗**：2023前三季度收入273亿元（+17.2%），归母净利润98.3亿元（+21.4%）。医疗反腐背景下增长稳健，整体海外加速趋势明显。自23年7月底医疗反腐升级，国内公立医院招投标活动明显延迟，迈瑞23Q3国内业务收入同比增长4.7%，整体受到一定影响。但海外持续高端客户群突破以及加快本地化平台建设，带来国际业务23Q3同比增长23%。业务线中：1）生命信息与支持类产品前三季度同比增长20.8%，主要得益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群突破的发力；2）体外诊断前三季度同比增长18.5%，国内体外诊断试剂消耗自3月份以来迅速复苏，并且医疗反腐对于试剂消耗的影响有限，同时在海外市场平台化能力建设的加速推进下，海外中大样本量客户突破的速度仍在加快；3）医学影像前三季度同比增长9.1%，医疗反腐造成了国内公立医院正常的超声招标采购活动推迟，海外基础医疗市场也受到了经济低迷和美元强势的影响，使得产线23Q3增速有所放缓。但海外市场超声线增长超过15%，中高端超声占比提速明显。
- **祥生医疗**：2023前三季度收入4亿元（+13.5%），归母净利润1.4亿元（+12.6%）。主要系：1）海外业务在公司整体业务中占比较高，形成了较多的外币资产，第三季度美元汇率波动产生汇兑损失，对净利润产生一定影响；2）第三季度部分在手订单受个别物料影响未能及时完成出货，相当部分高毛利外销订单将延期至四季度确认收入。

主要影像上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	联影医疗		万东医疗		迈瑞医疗		祥生医疗		开立医疗	
	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3
总收入	2161	7432	331	926	8828	27304	105	402	424	1468
yoy	-14.0%	26.9%	34.8%	26.4%	4.9%	17.2%	-17.6%	13.5%	-8.7%	17.3%
毛利率	48.6%	48.7%	43.1%	41.6%	67.2%	66.1%	60.0%	60.2%	68.1%	68.7%
净利率	5.9%	14.3%	13.3%	13.0%	38.4%	36.0%	28.0%	35.2%	11.2%	21.8%
归母净利润	127	1,064	44	120	3,392	9,834	29	141	48	321
yoy	-72.9%	18.4%	27.3%	16.5%	6.6%	21.4%	-42.1%	12.6%	-61.6%	30.7%

医疗器械板块2023年三季度报总结

家用设备：精细化健康管理需求不断释放，家用设备发展势头旺盛

- 家用医疗设备主要指在院外使用、以检测、治疗、保健为目的的医疗设备，常见的医疗设备包括血糖仪、血压计、呼吸机等。中国人均可支配收入的增长、居民保健意识的提升和慢病市场的不断扩大，都将刺激家用医疗设备需求释放，2021年中国家用医疗设备市场规模预计达到1025亿元。2023年前三季度板块实现收入138.1亿元（+15.8%），归母净利润33.2亿元（+45.3%），主要系CGM和呼吸机等家用设备业绩快速增长。
- **怡和嘉业**：2023前三季度收入合计9.4亿元（-56.8%），归母净利润2.7亿元（+0.3%），23Q3环比Q2有所下降系美国市场飞利浦产品在限定时间召回的偶发性影响消退，渠道库存待消化。后续随着库存压力减小，美国市场将保持稳定增长。
- **美好医疗**：2023前三季度收入合计10.4亿元（-2.3%），归母净利润3亿元（-8.2%），主要因呼吸机下游大客户库存待消化，导致公司业绩出现短期波动。公司形成“以家用呼吸机和人工战略耳蜗为基石业务，液态硅胶等为成长业务，新产品为战略业务”的中长期规划，打造具有强成长性的医疗器械CDMO和CRO一站式服务公司。
- **鱼跃医疗**：2023前三季度收入66.6亿元（+30.2%），实现归母净利润21.9亿元（+92.9%）。23Q3受疫情高基数影响，预计消毒感控类产品增速略有下滑。三代呼吸机BREATHCARE III在2023年9月上市，呼吸治疗业务品牌力和市场占有率有望持续提高。预计糖尿病护理业务实现高增长，2023年3月新一代14天免校准CGM产品CT3注册证落地。
- **三诺生物**：2023前三季度收入30.4亿元（+6.5%），归母净利润（-17.5%）。CGM快速增长，海外注册证加速推进。预计前三季度CGM实现接近4000万销售收入，三季度以来随着公司CGM产品的好评率不断提升，三季度预计将实现快速增长。海外市场方面，CGM产品已于9月29日获得欧洲CE认证，在美国也在积极推进注册临床工作。

主要家用设备上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	怡和嘉业		美好医疗		鱼跃医疗		三诺生物	
	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3
总收入	199	945	289	1,043	1,683	6,663	1,028	3,035
yoy	-55.9%	-6.8%	-26.5%	-2.3%	7.6%	30.2%	2.7%	6.5%
毛利率	47.0%	46.3%	39.9%	42.9%	51.2%	51.6%	56.7%	53.0%
净利率	13.8%	28.9%	20.5%	28.8%	41.3%	32.7%	13.4%	9.1%
归母净利润	27	270	59	300	697	2,191	143	318
yoy	-77.1%	0.3%	-58.1%	-8.2%	100.4%	92.9%	-8.5%	-17.5%

医疗器械板块2023年前三季度总结

内镜设备产业链：行业稳健增长，技术逐步赶超进口加速国产替代进程

- 内镜市场概况：**内窥镜市场是一个有潜力的市场。根据弗若斯特沙利文数据，2019年全球医用内窥镜市场规模高达202亿美元，其中硬镜57亿美元，软镜60亿美元，设备/零部件相关30亿美元，内窥镜诊疗耗材相关55亿美元。根据弗若斯特沙利文预测，2021年国内市场规模（出厂端）为250亿元左右，预计2030年市场规模将达600亿元，中国市场预计也将在2030年成为全球内窥镜第二大市场。
- 硬镜和软镜格局：**国产企业起步较晚，外资厂商以其先进的制造加工能力、创新工艺、以及完整的产品链占据我国内窥镜市场的主导地位。硬镜的技术壁垒略小于软镜，未来看好国产替代进程。集采的大背景下，中国企业有望在政策支持下迎来市场份额的加速追赶。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、澳华内镜**有望突围。
- 开立医疗：**2023年前三季度收入14.7亿元（+17.3%），归母净利润3.2亿元（+30.7%）。从产品线看，超声业务稳定增长，软镜设备业务实现较快增长，两条产品线的增长均符合公司预期。三季度受到外部环境影响，收入基本持平，但差旅费的增加也导致了净利润有所下滑。后续公司战略发展上，内窥镜板块推出HD-580，加速国产替代。HD-580较HD-550主要是图像质量提升，实现了更强图像解析力、更高图像信噪比和宽动态范围成像。
- 澳华内镜：**2023年前三季度收入4.3亿元（+52.7%），归母净利润0.5亿元（+426.5%）。公司前三季度收入及利润高速增长，符合公司三季报业绩快报预期。单三季度受医疗反腐影响，收入及利润略有所放缓。展望未来，22Q4为高基数，业绩端有所压力，但叠加股权激励，预计四季度仍有望高举高打。AQ-300持续迭代，各类镜体种类配套不断丰富。23年前三季度澳华内镜根据临床端的反馈对AQ-300系列进行了持续的迭代，在操控性能、操作手感、稳定性等多个方面做了进一步完善，产品性能得到了持续的优化。
- 南微医学：**2023年前三季度收入17.5亿元（+15.4%），归母净利润3.9亿元（+70.3%）。国内业务稳健恢复，可视化新品加速推广。海外市场持续高增。2023年前三季度，公司国内收入10.23亿元，同比增长9.12%。疫后国内手术量恢复明显，带动止血扩张、ERCP等产品入院推广，传统优势品种在短期政策影响下仍然保持稳健增速，有望带动相关耗材临床应用加速，一次性外科用胆道镜也已实现量产出货，第二成长曲线有望逐步打开成长空间。
- 海泰新光：**2023年前三季度收入3.8亿元（+10.8%），归母净利润1.2亿元（-15.5%）。自2023年二季度开始，由于史塞克1788整机推广有所延迟（其中摄像及供应链环节为1788产品推迟上市的主要原因），史塞克对上游镜体的需求有所放缓。因此带来了2个订单方面的影响：1)年初预计的荧光镜体新长周期订单在本年度落地有所延迟，后续新订单落地预期增大；2)史塞克对上游镜体短期需求的减少导致公司发货减慢，因此在手订单交付及确认收入进程也有所放缓。后续预计存在的边际变化：1)预计1788机型大批量推广将在2023Q4，相关订单需求将逐步恢复，公司在手订单的交付节奏也将逐步改善；2)与史塞克关于荧光腹腔镜的新长周期订单后续预计将落地；3)与史塞克就膀胱镜、小儿腹腔镜、宫腔镜或将开展进一步加深合作。

主要内窥镜产业链上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	开立医疗		澳华内镜		南微医学		海泰新光	
	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3	2023Q3	2023Q1-Q3
总收入	424	1,468	140	429	598	1,745	108	376
yoy	-8.7%	17.3%	62.7%	52.6%	15.6%	15.4%	5.5%	10.8%
毛利率	68.1%	68.7%	74.3%	75.6%	64.6%	64.0%	64.1%	64.1%
净利率	11.2%	21.8%	5.1%	10.5%	20.4%	22.1%	26.6%	31.4%
归母净利润	48	321	7	45	122	387	29	118
yoy	-61.6%	30.7%	328.0%	426.5%	50.0%	70.3%	-34.5%	-15.5%

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度报器械板块主要细分领域表现：IVD

④ **IVD集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。** IVD分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法，IVD板块公司通常涵盖多种诊断方法，以提供全面的检测解决方案，提高行业竞争力。2023前三季度板块实现营收241.4亿元（-40.7%），实现归母净利润48.2亿元（-58.5%）。板块业绩有所承压，主要系去年同期新冠产品销售基数较高所致。化学发光、生化、POCT试剂陆续进入集采，利好国产替代，龙头效应明显。随着国产设备和试剂产品技术不断提高，海外市场尤其是发展中国家得到有效拓展，IVD板块业绩有望实现国内+海外持续增长。IVD板块建议关注：**迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技、安必平。**

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
免疫	迈瑞医疗	8828	11.2%	67.2%	38.4%	3392	20.5%	27304	17.2%	66.1%	36.0%	9834	21.4%
	新产业	1043	18.5%	74.4%	41.9%	437	23.0%	2908	26.6%	72.4%	40.8%	1187	28.4%
	安图生物	1135	-6.3%	66.4%	31.7%	355	-2.8%	3242	-1.2%	64.6%	28.2%	901	0.2%
	迈克生物	734	-21.6%	57.9%	13.1%	94	-51.8%	2115	-22.2%	54.9%	12.7%	269	-55.3%
	普门科技	251	10.6%	69.1%	28.0%	70	31.4%	809	20.1%	66.4%	25.2%	205	33.9%
	科美诊断	126	-7.6%	75.8%	34.6%	44	-10.5%	345	-4.1%	75.3%	34.8%	120	1.7%
生化	浩欧博	110	6.1%	66.3%	15.6%	17	-15.2%	300	17.9%	62.8%	12.9%	39	-13.1%
	九强生物	417	1.7%	77.6%	30.9%	130	21.9%	1234	9.9%	75.6%	29.8%	371	37.9%
	美康生物	494	-19.1%	45.7%	10.9%	55	-3.2%	1471	-22.6%	44.9%	15.2%	230	13.0%
分子	利德曼	113	-32.5%	56.9%	8.1%	7	-30.9%	340	-37.2%	56.4%	8.4%	24	-31.1%
	艾德生物	249	20.4%	83.6%	18.9%	47	-65.2%	708	18.1%	83.6%	24.6%	174	-22.5%
	中源协和	404	-0.8%	71.0%	11.8%	50	0.2%	1202	2.2%	69.5%	10.8%	133	15.7%
	凯普生物	244	-82.8%	53.0%	11.2%	49	-90.3%	851	-80.0%	61.7%	13.7%	172	-88.4%
	之江生物	58	-85.6%	72.9%	5.2%	3	-98.0%	205	-89.1%	62.4%	16.9%	35	-94.5%
	硕世生物	90	-91.3%	50.5%	-119.9%	-108	-127.6%	276	-93.6%	60.1%	-63.7%	-176	-110.8%
	安必平	144	8.9%	65.5%	10.0%	19	130.9%	355	-5.3%	69.2%	5.3%	38	-13.9%
POCT	睿昂基因	71	-28.5%	79.9%	4.0%	3	-83.1%	199	-27.0%	75.0%	5.6%	19	-48.6%
	万孚生物	516	-22.2%	60.8%	12.6%	65	5.4%	2004	-57.3%	62.8%	19.8%	400	-67.8%
	基蛋生物	298	-26.3%	65.8%	20.9%	60	-58.5%	1001	-27.3%	67.4%	23.3%	229	-51.8%
	易瑞生物	53	-45.6%	68.6%	-55.7%	-30	-868.4%	165	-71.1%	48.7%	-60.1%	-99	-166.8%
	奥泰生物	172	-39.9%	50.9%	17.7%	30	-47.5%	560	-81.4%	47.9%	18.1%	102	-92.5%
	博拓生物	100	-57.0%	43.8%	29.1%	30	-78.6%	312	-82.2%	41.9%	28.8%	92	-89.7%
其他	英诺特	55	-9.7%	74.5%	16.6%	9	-52.3%	278	-10.3%	71.6%	31.1%	87	-32.2%
	博晖创新	279	30.4%	48.5%	4.0%	8	142.0%	806	34.9%	42.6%	1.8%	14	-136.0%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

各主营业务按市值排序 43

医疗器械板块2023年三季度报总结

IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。

- IVD 2023年三季度报总结：** IVD分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法，IVD板块公司通常涵盖多种诊断方法，以提供全面的检测解决方案，提高行业竞争力。2023前三季度板块实现营收241.4亿元（-40.7%），实现归母净利润48.2亿元（-58.5%）。板块业绩有所承压，主要系去年同期新冠产品销售基数较高所致。化学发光、生化、POCT试剂陆续进入集采，利好国产替代，龙头效应明显。随着国产设备和试剂产品技术不断提高，海外市场尤其是发展中国家得到有效拓展，IVD板块业绩有望实现国内+海外持续增长。IVD板块建议关注：**新产业、迈瑞医疗、普门科技、安图生物、安必平**。
- 生化诊断：** 江西省牵头生化诊断试剂带量集采，企业实现“以价换量”。1) 2022年底肝功能生化试剂带量集采，平均降幅为68.6%，国产品牌份额占比提升，23.7对集采产品实施“技耗分离”收费。2023H2继续开展肾功、心肌酶生化试剂集采工作，集采覆盖的生化试剂市场体量合计达70%，预期规则和降价幅度可参考肝功集采结果。2) 肾功试剂集采预期在23Q4开启，生化诊断企业即将迎来新一轮的以价换量热潮。九强生物在9月实施新一轮股权激励方案，有望推动公司未来持续发展。
- 分子诊断：** 新冠业务收入急速下滑，常规业务稳步增长。凯普生物是HPV核酸检测龙头，具有最齐全的HPV筛查产品组合，2023前三季度新冠业务仍有承压，23Q4执行的安徽省际联盟IVD试剂集采工作中将HPV核酸检测纳入集采范围，有助于公司业绩快速放量。艾德生物聚焦精准医疗分子诊断市场，拥有国内首批获得NMPA和CE认证的最齐全的肿瘤伴随诊断产品线。
- POCT：** 新冠业务收入急速下滑，常规业务稳步增长。万孚生物新冠业务仍有承压，前三季度业务收入20亿元（-57.3%），但毛利率和净利率显著提升得益于高毛利常规业务占比提升。

主要IVD上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	九强生物		凯普生物		艾德生物		万孚生物	
	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3
总收入	417	1,234	244	851	249	708	516	2,004
yoy	1.7%	9.9%	-82.8%	-80.0%	20.4%	18.1%	-22.2%	-57.3%
毛利率	77.6%	75.6%	53.0%	61.7%	83.6%	83.6%	60.8%	62.8%
净利率	30.9%	29.8%	11.2%	13.7%	18.9%	24.6%	12.6%	19.8%
归母净利润	130	371	49	172	47	174	65	400
yoy	21.9%	37.9%	-90.3%	-88.4%	-65.2%	-22.5%	5.4%	-67.8%

医疗器械板块2023年三季度报总结

化学发光：带量集采利好国产龙头，出海成为第二条成长曲线

- 免疫诊断是国内IVD最大的细分赛道，2021年免疫市场达369亿元。化学发光是免疫诊断的主流技术，占比接近90%，但国产化率仅有70%。1) 集采利好国产龙头替代：安徽省牵头化学发光带量采购实施，从2021年安徽省化学发光带量采购试点结果看，国产试剂具有价格优势，集采后市场份额明显提升。23Q4即将迎来省际联盟带量采购工作，化学发光企业有望进一步提高国产渗透率。考虑到海外尤其是发展中国家对中高速发光设备的需求，中高速设备装机带动长期试剂收入增量，出海有望成为企业的第二条成长曲线。化学发光板块建议关注：**新产业、迈瑞医疗、普门科技、安图生物。**
- **迈瑞医疗**：2023前三季度收入273亿元（+17.2%），归母净利润98.3亿元（+21.4%）。2023年前三季度IVD业务同比增长18.5%，主要因国内IVD试剂消耗自3月以来迅速复苏，且医疗反腐对试剂消耗的影响有限，同时在海外市场平台化能力建设的加速推进下，海外中大样本量客户突破的速度仍在加快。
- **新产业**：2023前三季度收入29亿元（+26.6%），归母净利润12亿元（+28.4%）。2023年前三季度海外端收入增速超过30%，主要因中高速设备装机占比持续提升。海外装机拉动试剂端业务不断放量，试剂收入对毛利率和净利率有贡献。
- **安图生物**：2023前三季度收入32亿元（-1.2%），归母净利润9亿元（+0.2%）。前三季度公司收入持平，主要受去年同期疫情检测产品高基数影响。23Q3单季度收入下滑系设备产品入院进度放缓，预计在Q4会有较好表现。从毛利端来看，Q3毛利率有所提升得益于产品结构优化，自有产品对公司毛利率贡献较大。
- **普门科技**：2023前三季度收入8亿元（+20.1%），归母净利润2亿元（+33.9%）。23Q3国内业务受到医疗反腐影响，设备入院流程放缓，预计Q4反腐有所缓和叠加23.8发布的股权激励，23Q4业绩趋势向好。

主要化学发光上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	迈瑞医疗		新产业		安图生物		普门科技	
	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3	23Q3	23Q1-Q3
总收入	8,828	27,304	1,043	2,908	1,135	3,242	251	809
yoy	11.2%	17.2%	18.5%	26.6%	-6.3%	-1.2%	10.6%	20.1%
毛利率	67.2%	66.1%	74.4%	72.4%	66.4%	64.6%	69.1%	66.4%
净利率	38.4%	36.0%	41.9%	40.8%	31.7%	28.2%	28.0%	25.2%
归母净利润	3,392	9,834	437	1,187	355	901	70	205
yoy	20.5%	21.4%	23.0%	28.4%	-2.8%	0.2%	31.4%	33.9%

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度器械板块主要细分领域表现：高值耗材

- ⑤ **心脑血管高值耗材：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。**23年前三季度板块收入91.7亿元（-8%），归母净利润22.2亿元（+6%）。23年Q3收入29.2亿元（-8%），归母净利润6.7亿元（-8%）。剔除乐普医疗后板块Q1-3实现营收29亿元（+31%），实现归母净利润8.6亿元（+38.7%），业绩实现快速增长。心脑血管高耗领域建议关注：**赛诺医疗**。
- ⑥ **眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。**23年前三季度板块实现收入39.9亿元（+23.1%），归母净利润11.2亿元（+28.7%），主要系2022Q1-Q3低基数影响，表现增速高。眼科建议关注：**欧普康视、爱博医疗、昊海生科**。
- ⑦ **骨科高值耗材：Q2脊柱国采执行，企业对应业务业绩承压；关节集采执行满一年，营收恢复快速增长。**23年前三季度板块实现收入37.5亿元（-11%），归母净利润5.8亿元（-48%）。主要系骨科脊柱国采影响，各厂家出厂价有所下降，同时部分厂家进行了渠道库存补差价。目前骨科三大领域已经全面执行集采。骨科建议关注：**爱康医疗、春丽医疗**。
- ⑧ **肾科：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。**肾科建议关注：**山外山、三鑫医疗、健帆生物**。

	主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
			营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
300003.SZ	心脑血管	乐普医疗	1958	-19.4%	65.6%	20.7%	392	-27.7%	6259	-19.4%	65.1%	22.4%	1354	-25.2%
688617.SH		惠泰医疗	426	28.4%	70.7%	33.8%	146	43.4%	1214	36.8%	71.4%	32.7%	403	54.8%
688198.SH		佰仁医疗	90	12.5%	91.0%	27.7%	26	15.8%	257	16.6%	89.7%	26.6%	70	17.5%
688016.SH		心脉医疗	267	29.9%	76.3%	40.3%	109	26.9%	888	33.8%	76.9%	43.3%	388	29.1%
688108.SH		赛诺医疗	83	49.8%	60.4%	-14.9%	-12	67.8%	245	47.4%	58.7%	-18.2%	-42	-61.7%
300238.SZ		冠昊生物	98	7.7%	86.5%	8.1%	11	-15.1%	309	5.1%	80.4%	12.3%	41	-117.8%
300595.SZ	眼科	欧普康视	539	2.4%	78.3%	47.0%	227	-7.9%	1320	9.0%	76.7%	45.7%	538	6.5%
688050.SH		爱博医疗	261	55.2%	78.9%	32.5%	89	19.7%	668	51.4%	81.5%	36.5%	252	26.6%
688366.SH		昊海生科	669	8.8%	72.8%	17.7%	122	34.0%	1982	25.2%	71.6%	16.5%	327	102.0%
688161.SH	骨科	威高骨科	277	-17.7%	58.9%	3.7%	10	-79.7%	1083	-22.3%	68.1%	11.3%	122	-72.4%
002901.SZ		大博医疗	376	-7.6%	62.5%	4.2%	4	-87.1%	1125	-8.9%	67.3%	10.4%	98	-54.0%
688236.SH		春立医疗	251	33.3%	67.0%	21.7%	55	3.5%	792	4.2%	70.7%	22.8%	181	-13.9%
688085.SH		三友医疗	77	-58.5%	67.3%	6.1%	3	-93.0%	359	-25.5%	80.1%	21.0%	66	-46.8%
688613.SH		奥精医疗	66	-8.4%	84.4%	27.5%	19	-42.3%	184	4.3%	83.1%	28.2%	54	-17.0%
688314.SH		康拓医疗	71	13.3%	81.2%	35.1%	25	-2.3%	207	15.8%	81.1%	30.8%	64	-0.9%
300529.SZ	其他	健帆生物	474	0.5%	80.9%	30.7%	146	16.6%	1486	-26.6%	80.7%	28.3%	424	-51.5%
688029.SH		南微医学	598	8.4%	64.6%	20.7%	122	19.7%	1745	15.4%	64.0%	22.6%	387	70.3%
300653.SZ		正海生物	97	-11.4%	90.6%	39.6%	38	-24.9%	322	-5.7%	90.4%	46.1%	148	-4.5%
688013.SH		天臣医疗	54	-12.8%	55.0%	12.0%	7	-48.5%	182	8.0%	56.9%	18.2%	33	4.2%

医疗器械板块2023年三季度报总结

高值耗材

- 骨科**：23年Q1-3收入37.5亿元（-11%），归母净利润5.8亿元（-48%）。23年Q3收入11.2亿元（-7%），归母净利润1.2亿元（-51%）。
- 眼科**：23年Q1-3收入39.7亿元（+23%），归母净利润11.2亿元（+29%）。23年Q3收入14.7亿元（+12%），归母净利润4.4亿元（+5.9%）。
- 心脑血管**：23年Q1-3收入91.7亿元（-8%），归母净利润22.2亿元（+6%）。23年Q3收入29.2亿元（-8%），归母净利润6.7亿元（-8%）。

细分高值耗材领域2023年三季度板块财务数据

领域	时间	高值耗材				
		骨科	眼科	心脑血管	其他高值耗材	合计
收入（亿元）	23Q1	13.0	12.0	33.2	12.9	71.2
	23Q2	13.3	13.0	29.3	12.2	67.8
	23Q3	11.2	14.7	29.2	12.2	67.3
	23Q1-3	37.5	39.7	91.7	37.3	206.3
收入增速	23Q1	3%	23%	0%	-1%	4%
	23Q2	-25%	37%	-16%	-21%	-12%
	23Q3	-7%	12%	-8%	2%	-2%
	23Q1-3	-11%	23%	-8%	-8%	-4%
归母净利润（亿元）	23Q1	2.8	3.3	8.4	3.6	18.2
	23Q2	1.9	3.5	7.0	3.2	15.5
	23Q3	1.2	4.4	6.7	3.1	15.4
	23Q1-3	5.8	11.2	22.2	9.9	49.1
利润增速	23Q1	-19%	24.3%	14%	-18%	1%
	23Q2	-65%	87.4%	13%	-43%	-18%
	23Q3	-51%	5.9%	-8%	8%	-8%
	23Q1-3	-48%	29%	6%	-23%	-8%
毛利率	23Q3	65%	76%	69%	73%	70%
	23Q1-3	71%	75%	68%	73%	71%
净利率	23Q3	10%	30%	23%	26%	23%
	23Q1-3	16%	30%	24%	27%	24%

医疗器械板块2023年三季度报总结

心脑血管高值耗材：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量

- 心血管高值耗材2023年三季度报总结**：23年Q1-3收入91.7亿元（-8%），归母净利润22.2亿元（+6%）。23年Q3收入29.2亿元（-8%），归母净利润6.7亿元（-8%）。因乐普医疗存在药品、医疗服务及健康管理业务，且去年同期存在新冠业务高基数，剔除乐普医疗后，板块Q1-3实现营收29亿元（+31%），实现归母净利润8.6亿元（+38.7%），业绩实现快速增长。
- 冠脉介入**：整体板块业绩表现较好。1）冠脉支架国采续标提价，平均提价幅度约为25%；2）国采续标后量的份额提升较高企业表现较好，且手术量恢复；3）首次进入国采范围内企业增量明显；4）部分近年获批的标外新产品放量；5）海外市场渗透率提升。
- 主动脉介入**：心脉医疗近年获批的创新性产品包括Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm®PTX药物球囊扩张导管临床表现优异，实现快速增长。
- 电生理**：集采实现以价换量。惠泰医疗在福建27省联盟集采中产品全线中标，其中三维磁盐水消融导管在上市18个月，预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。微电生理Q1受电生理省际联盟集中带量采购实施前经销商订货量减少的影响，销售收入同比下降。Q3随着公司产品市场渗透率持续提升，集采陆续落地执行，手术量快速提升。

主要心脑血管高值耗材上市公司2023年三季度财务数据

公司	赛诺医疗				心脉医疗				惠泰医疗				乐普医疗			
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3
总收入 (亿元)	0.7	0.9	0.8	2.4	2.9	3.4	2.7	8.9	3.5	4.4	4.3	12.1	24.4	18.6	19.6	62.6
yoy	23.8%	72.1%	49.8%	47.4%	10.7%	67.2%	29.9%	33.8%	31.7%	51.1%	28.4%	36.8%	-4.4%	-33.0%	-19.4%	-19.4%
毛利率	53.3%	61.4%	60.4%	58.7%	75.7%	78.3%	76.3%	76.9%	70.7%	72.6%	70.7%	71.4%	67.0%	62.2%	65.6%	65.1%
净利率	-22.2%	-15.2%	-14.6%	-17.1%	43.7%	46.0%	40.8%	43.7%	29.4%	35.3%	34.3%	33.2%	24.5%	19.6%	20.0%	21.6%
归母净利润 (亿元)	-0.16	-0.13	-0.12	-0.42	1.25	1.55	1.09	3.88	1.03	1.55	1.46	4.03	5.97	3.65	3.92	13.54
yoy	-44.9%	-68.0%	-67.8%	-61.7%	1.1%	69.0%	26.9%	29.1%	53.7%	68.0%	43.4%	54.8%	9.4%	-49.6%	-27.7%	-25.2%

医疗器械板块2023年三季度报总结

眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道

- **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。2023年前三季度板块实现收入39.9亿元（+23.1%），归母净利润11.2亿元（+28.7%），主要系2022Q1-Q3低基数影响，表观增速高。
- **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，2021年渗透率经测算仅为1.8%，对比台湾的5.4%仍有提升空间。
- **爱博医疗**：2023前三季度收入6.7亿元（+51.4%），归母净利润2.5亿元（+27.5%）。预计2023年多焦点人工晶体有望放量，普通人工晶体有望持续恢复正常增长；美瞳、离焦镜等产品有望持续放量；ok镜方面，随着近期带量采购政策方案共识的形成，市场对公司该业务的政策担忧也有望消失，估值和业绩迎来双击。
- **欧普康视**：2023前三季度收入13.2亿元（+9%），归母净利润5.4亿元（+6.5%），由于消费力出现疲软态势，叠加2022年同期高基数，产品销售收入增速放缓。

主要眼科器械上市公司2023年三季度财务数据（百万元）

公司	爱博医疗			欧普康视			昊海生科		
	2021	2022	2023Q1-Q3	2021	2022	2023Q1-Q3	2021	2022	2023Q1-Q3
总收入	433	579	668	1,295	1,525	1,320	1,767	2,130	1,982
yoy	58.6%	33.8%	51.4%	48.7%	17.8%	9.0%	32.6%	20.6%	25.2%
归母净利润	171	233	252	555	624	538	352	180	327
yoy	77.5%	35.8%	27.5%	28.0%	12.4%	6.5%	53.1%	-48.8%	102.0%
毛利率	84.3%	84.8%	81.5%	76.7%	76.9%	76.7%	72.1%	69.0%	71.6%
净利率	39.6%	40.2%	36.5%	42.8%	40.9%	45.7%	19.9%	8.5%	16.5%

医疗器械板块2023年三季度报总结

骨科高值耗材：Q2脊柱国采执行，企业对应业务业绩承压；关节集采执行满一年，营收恢复快速增长

- 骨科高值耗材2023年三季度报总结**：23年前三季度板块实现收入37.5亿元（-11%），归母净利润5.8亿元（-48%）。主要系骨科脊柱国采影响，各厂家出厂价有所下降，同时部分厂家进行了渠道库存补差价。目前骨科三大领域已经全面执行集采。2021年5月河南十二省骨科创伤类联盟带量采购启动，2022年6月全部落地执行；2022年4月关节国家带量采购开始执行；2022年三季度，创伤“3+N”联盟带量采购也陆续执行；2022年9月脊柱类产品完成带量采购招标，2023年4月逐步落地执行。
- 脊柱**：Q3季度受到脊柱集采落地执行以及国家政策影响，各医院终端手术量明显下降，致使业绩短期承压；
- 创伤**：两联盟集采陆续实行，大博医疗骨科创伤类毛利率下降到62%，营收同比下降35%。微创医疗创伤业务同比下降。
- 关节**：关节国采22Q2开始执行，2023Q2基本完成执行一年周期，2023Q3恢复同比增长。

主要骨科高值耗材上市公司2023年三季度财务数据

公司	大博医疗				三友医疗				威高骨科				春立医疗			
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3
总收入 (亿元)	3.9	3.6	3.8	11.3	1.6	1.2	0.8	3.6	3.9	4.2	2.8	10.8	2.5	2.9	2.5	7.9
yoy	-9.2%	-9.7%	-7.6%	-8.9%	24.2%	-27.4%	-58.5%	-25.5%	14.7%	-45.7%	-3.7%	-22.3%	-4.2%	-6.3%	33.3%	4.2%
毛利率	69.7%	69.7%	62.5%	67.3%	85.5%	80.9%	67.3%	80.1%	74.0%	68.8%	58.9%	68.1%	68.4%	75.7%	67.0%	70.7%
净利率	14.9%	9.9%	1.1%	8.7%	21.5%	23.3%	4.4%	18.5%	24.2%	4.2%	3.7%	11.3%	22.7%	23.9%	21.7%	22.8%
归母净利润 (亿元)	0.58	0.35	0.04	0.98	0.35	0.28	0.03	0.66	0.94	0.18	0.10	1.22	0.56	0.70	0.55	1.81
yoy	-47.8%	-48.3%	-87.1%	-54.0%	4.5%	-35.0%	-93.0%	-46.8%	-3.8%	-94.1%	-76.9%	-72.4%	-24.5%	-15.4%	3.5%	-13.9%

医疗器械板块2023年三季报总结

肾科：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大

- 山外山**：收入实现快速增长一方面来自于设备板块持续快速增长，截至2023年8月末山外山血透机/连续血液净化设备（CRRT）销售市占率居行业第一，其中血透机达到23.5%的占比，CRRT市占率达到27.3%的占比。此外海外收入快速增长，上半年海外收入6668万元，同比增长264%，目前已经在意大利、瑞士、印尼、印度、秘鲁、马来西亚、南非等70个国家打开销路。公司血透机凭借着高性价比的优势，在国际市场上持续快速增长。另一方面，公司的耗材也快速上量。截至上半年公司耗材收入突破4798万元，同比增长52%，其中自产耗材收入1019万元，同比增长133%，CRRT耗材上半年也同比增长256%，随着公司目前CRRT逐步实现快速装机，预计未来将实现快速增长。
- 三鑫医疗**：分业务来看，2023H1血液净化类产品收入4.2亿元，同比增长2.9%，实现稳健增长。2023H1输注类产品收入约1.1亿元，同比下降45.4%，剔除疫苗注射产品影响后，输注类产品（不含疫苗注射器）实现营业收入1亿元，同比增长5.8%。心胸外科收入0.3亿元（+7.4%），占收入比重5.7%。2022年公司进入血管介入新赛道PTA高压球囊扩张导管获批上市，目前在研项目30余个，预计2023年有望贡献增量。
- 健帆生物**：血液灌流器收入同比有所下滑，Q3同环比均有改善，主要系公司内部营销改革逐渐有所成效，且之前渠道库存逐渐消化。血液净化设备端，DX-10血液净化机截至1H23已覆盖国内近1300家医院，累计装机约3000台，其1H23实现收入1.95亿元（yoy+190.1%）。

主要肾科领域上市公司2023Q1-3财务数据

公司	山外山				三鑫医疗				健帆生物			
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3
总收入 (亿元)	1.9	2.0	1.8	5.8	2.7	3.1	3.5	9.3	5.7	4.4	4.7	14.9
yoy	187.1%	133.7%	71.1%	122.0%	-15.1%	-8.8%	7.4%	-5.5%	-17.9%	-48.7%	0.5%	-26.6%
毛利率	56.8%	54.4%	55.2%	55.5%	33.3%	33.9%	35.7%	34.4%	80.4%	80.7%	80.9%	80.7%
净利率	38.6%	29.6%	26.2%	31.6%	16.4%	14.5%	14.9%	15.2%	34.3%	18.4%	30.8%	28.5%
归母净利润 (亿元)	0.75	0.60	0.47	1.82	0.45	0.45	0.52	1.41	1.97	0.81	1.46	4.24
yoy	866.8%	538.6%	176.5%	431.2%	-5.6%	-22.0%	37.4%	-0.8%	-41.4%	-80.4%	16.6%	-51.5%

医疗器械板块2023年三季度报总结

2023年三季度器械板块主要细分领域表现：低值耗材

- ⑨ 注射穿刺类：新冠基数影响表现业绩，海外库存消化仍需时间。
- ⑩ 药用玻璃瓶：受益集采，中硼硅产品持续放量。
- 11 医用敷料/医用导管：新冠产品基数较大，常规业务平稳增长。

低值耗材领域建议关注：**振德医疗**。

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
注射穿刺类	济民医疗	233	15.1%	42.4%	3.5%	6	-65.2%	678	5.9%	44.0%	9.1%	45	-44.8%
	采纳股份	116	12.8%	44.1%	35.5%	41	20.0%	294	-22.2%	39.1%	31.6%	93	-30.9%
	康德莱	595	-21.6%	31.2%	10.5%	53	-34.6%	1875	-21.8%	32.6%	11.9%	187	-27.1%
	三鑫医疗	348	7.4%	35.7%	15.9%	52	37.4%	930	-5.5%	34.4%	16.3%	141	-0.8%
	五洲医疗	138	-6.4%	22.2%	12.9%	18	2.1%	415	4.7%	21.6%	13.0%	54	10.4%
药用玻璃瓶	山东药玻	1251	23.6%	30.7%	18.3%	229	32.3%	3674	22.9%	28.2%	16.7%	614	24.1%
	正川股份	220	22.3%	13.7%	2.3%	5	178.0%	668	13.1%	16.6%	5.3%	36	-15.7%
医用导管/ 医用敷料	振德医疗	903	-36.9%	33.3%	7.3%	63	-65.6%	3209	-23.5%	34.3%	9.6%	301	-34.0%
	维力医疗	325	-13.1%	44.3%	15.9%	52	-6.1%	977	-2.7%	45.4%	15.5%	144	4.7%
其他	拱东医疗	254	-33.2%	32.0%	10.7%	27	-72.1%	713	-39.6%	32.1%	12.4%	88	-71.4%
	迈普医学	60	35.8%	82.7%	22.5%	14	53.6%	146	4.7%	81.0%	17.4%	25	-15.6%
	洁特生物	133	1.8%	31.7%	8.3%	11	-29.6%	330	-31.4%	27.4%	4.3%	14	-83.7%

各主营业务按市值排序

医疗器械板块2023年三季度报总结

注射穿刺类：新冠基数影响表观业绩，海外库存消化仍需时间

- **采纳股份**：Q3收入同比也实现了正向增长，综合销售毛利率也回升至 44.06%，较2023Q2的38.4%继续提升，我们预计公司医用类新产品的收入占比提升导致。
- **五洲医疗**：单三季度实现收入1.4亿元（-6.4%），归母净利润0.18亿元（+2%），收入同环比均有下降。
- **三鑫医疗**：分业务来看，2023H1血液净化类产品收入4.2亿元，同比增长2.9%，实现稳健增长。2023H1输注类产品收入约1.1亿元，同比下降45.4%，剔除疫苗注射产品影响后，输注类产品（不含疫苗注射器）实现营业收入1亿元，同比增长5.8%。心胸外科收入0.3亿元（+7.4%），占收入比重5.7%。2022年公司进入血管介入新赛道PTA高压球囊扩张导管获批上市，目前在研项目30余个，预计2023年有望贡献增量。
- **康德莱**：23H1年常规产品线穿刺护理收入9.4亿元（+0.3%）；标本采集收入1.2亿（-39%）穿刺介入收入1321万（-91%）；医美业务2142万（-6%）。从Q3季度来看，海外去库存影响仍未消除，且去年同期存在新冠产品高基数。

主要注射穿刺类上市公司2023Q1-3财务数据

公司	三鑫医疗				采纳股份				五洲医疗				济民医疗				康德莱				
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	
总收入 (亿元)	2.7	3.1	3.5	9.3	0.7	1.1	1.2	2.9	1.2	1.6	1.4	4.1	2.2	2.2	2.3	6.8	6.9	5.9	5.9	18.7	
yoy	-15.1%	-8.8%	7.4%	-5.5%	-52.8%	-16.8%	12.8%	-22.2%	-2.6%	24.3%	-6.4%	4.7%	-22.0%	46.2%	15.1%	5.9%	-20.8%	-23.2%	-21.6%	-21.8%	
毛利率	33.3%	33.9%	35.7%	34.4%	31.8%	38.4%	44.1%	39.1%	20.6%	21.8%	22.2%	21.6%	47.0%	42.8%	42.4%	44.0%	34.4%	32.0%	31.2%	32.6%	
净利率	16.4%	14.5%	14.9%	15.2%	23.8%	32.1%	35.5%	31.6%	11.0%	14.6%	12.9%	13.0%	15.2%	2.5%	2.5%	6.7%	12.4%	8.2%	8.9%	10.0%	
归母净利润 (亿元)	0.45	0.45	0.52	1.41	0.16	0.35	0.41	0.93	0.13	0.23	0.18	0.54	0.34	0.06	0.06	0.45	0.85	0.48	0.53	1.87	
yoy	-5.6%	-22.0%	37.4%	-0.8%	-59.6%	-41.3%	20.0%	-30.9%	1.4%	24.3%	2.1%	10.4%	-52.3%	-	194.4%	-65.2%	-44.8%	20.1%	-53.3%	-34.6%	-27.1%

医疗器械板块2023年三季报总结

药用玻璃瓶：受益集采，中硼硅产品持续放量

- 山东药玻**：中硼硅持续放量增长。单三季度实现收入12.5亿元（+23.6%），归母净利润2.3亿元（+32.3%），扣非归母净利润为2.2亿元（+35.2%）。一类模制瓶前三季度受益于集采实现快速增长，前三季度预计超过9亿支，10月新投产5亿支的炉子，预计四季度有望模制瓶环比实现快速增长。棕色瓶前三季度增速超过20%，环比有所增长，主要系出口实现快速增长。日化瓶子环比略有下降，仍然保持20%多增长。卡氏瓶今年有望实现超过1亿多支，主要系海外需求旺盛。成本下降带来毛利率持续改善。前三季度的毛利率为28.21%，环比提升1.3pp主要系成本端三季度采购成本大幅下降，其中纯碱：尽管在9月价格短暂上涨7-8月的采购成本仍然维持在2200-2300的低位，纯碱市场经过短暂博弈之后四季度也将呈现逐月下降趋势；展望四季度，2022年四季度纯碱、煤炭、天然气成本均属于历史高位，尽管随着四季度天然气进入使用旺季，四季度成本环比有可能增长，但毛利率仍然有可能同比有增长。财务费用受到汇兑损益的影响，同比增长37.6%。
- 正川股份**：单三季度实现收入2.2亿元（+22%），归母净利润0.05亿元（+178%），各季度间收入体量相对稳定。

主要注射穿刺类上市公司2023Q1-3财务数据

公司 年份	山东药玻				正川股份			
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3
总收入 (亿元)	12.4	11.9	12.5	36.7	2.3	2.2	2.2	6.7
Yoy	18.7%	26.9%	23.6%	22.9%	0.4%	19.5%	22.3%	13.1%
毛利率	23.6%	30.3%	30.7%	28.2%	18.2%	17.7%	13.7%	16.6%
净利率	13.5%	18.5%	18.3%	16.7%	5.8%	7.9%	2.3%	5.3%
归母净利润 (亿元)	1.67	2.19	2.29	6.14	0.13	0.18	0.05	0.36
yoy	8.7%	29.8%	32.3%	24.1%	-49.8%	20.1%	178.0%	-15.7%

医疗器械板块2023年三季度报总结

医用敷料/医用导管：新冠产品基数较大，常规业务平稳增长

- **振德医疗**：隔离防护业务同期基数大，防疫影响逐步出清。分季度看，23Q1/Q2/Q3单季度收入分别为13/10.1/9亿元（+2.8%/-33.1%/-36.9%），单季度归母净利润分别为1.5/0.9/0.6亿元（+30.9%/-43.1%/-65.6%），主要系1）公共安全事件得到控制后，疫情相关隔离防护产品同期基数大且市场端库存待消化；2）全球经济环境不景气。分季度来看，23Q1/Q2/Q3隔离防护用品收入分别为4.1/0.8/0.3亿元，非常规业务扰动逐渐出清。剔除该类产品，2023Q1-Q3公司营业收入为26.8亿元（+7.4%），各常规核心业务线保持稳健增长
- **奥美医疗**：单三季度实现收入5.9亿元（-37%），归母净利润-0.1亿元（-93%），受新形势下感染防护产品需求锐减及全球经济不景气的影响，公司业绩短期承压。
- **维力医疗**：公司Q3实现收入3.25亿元（-13.1%），归母净利润0.52亿元（-6.1%）。三季度受到反腐政策影响，新产品入院速度下滑，国内销售承压。外销方面，北美大客户仍在去库存周期中。盈利能力看，前三季度公司毛利率45.39%，同比大幅提升2.23pp；销售费用率11.14%，同比下降0.52pp，主要受益于Q3国内反腐政策影响；管理费用率9.39%，同比提升0.29pp；财务费用率0.29%，同比提升0.82pp。

主要医用敷料/医用导管上市公司2023Q1-3财务数据

公司	医用敷料								医用导管			
	振德医疗				奥美医疗				维力医疗			
年份	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-3
总收入 (亿元)	13.0	10.1	9.0	32.1	8.1	6.1	5.9	20.2	3.6	2.9	3.3	9.8
yoy	2.8%	-33.1%	-36.9%	-23.5%	-18.0%	-46.4%	-36.6%	-34.2%	20.2%	-11.8%	-13.1%	-2.7%
毛利率	35.6%	33.6%	33.3%	34.3%	33.5%	27.8%	26.7%	29.8%	45.1%	47.0%	44.3%	45.4%
净利率	11.3%	9.0%	7.0%	9.4%	15.7%	4.8%	-1.1%	7.5%	14.4%	13.8%	15.9%	14.7%
归母净利润 (亿元)	1.46	0.91	0.63	3.01	1.28	0.29	-0.07	1.50	0.52	0.40	0.52	1.44
yoy	30.9%	-43.1%	-65.6%	-34.0%	-18.9%	-78.0%	-92.9%	-23.6%	34.9%	-8.5%	-6.1%	4.7%

医疗器械板块2023年三季度报总结

医疗器械板块（按市值排序）

单位（百万元）：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3		市值(亿元) 2023.09.30	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比		
迈瑞医疗	20%	22%	20%	22%	11%	21%	17%	21%	3,271.3	4008	1732	2509	9.2%	3989	14.6%	1116	4.1%	0.0%	-2.2%		
联影医疗	33%	8%	22%	30%	28%	1%	27%	18%	857.9	574	165	1370	18.4%	1253	16.9%	380	5.1%	(1.0%)	-1.8%		
新产业	18%	15%	47%	51%	19%	23%	27%	28%	499.1	611	262	271	9.3%	484	16.6%	89	3.1%	(2.6%)	-0.9%		
鱼跃医疗	48%	54%	32%	141%	8%	100%	30%	93%	345.3	547	1055	397	6.0%	855	12.8%	290	4.3%	(8.0%)	-1.2%		
乐普医疗	-4%	9%	-33%	-50%	-19%	-28%	-19%	-25%	309.0	(1503)	(457)	675	10.8%	1194	19.1%	565	9.0%	44	0.7%		
安图生物	1%	1%	3%	4%	-6%	-3%	-1%	0%	268.1	(39)	2	462	14.2%	542	16.7%	134	4.1%	3	0.1%		
惠泰医疗	32%	54%	51%	68%	28%	43%	37%	55%	255.9	326	143	168	13.9%	233	19.2%	62	5.1%	(4.0%)	-0.4%		
奕瑞科技	35%	35%	31%	7%	15%	-53%	27%	-15%	249.4	293	(75)	184	13.2%	62	4.4%	64	4.6%	(2.4%)	-1.7%		
欧普康视	8%	17%	21%	25%	2%	-8%	9%	6%	230.5	108	33	30	2.3%	267	20.2%	83	6.3%	(5.0%)	-0.4%		
开立医疗	28%	171%	23%	9%	2%	-33%	17%	31%	210.0	217	75	264	18.0%	353	24.0%	85	5.8%	(3.3%)	-2.2%		
爱博医疗	45%	34%	53%	32%	55%	17%	51%	27%	189.3	227	53	65	9.7%	127	19.0%	75	11.3%	1	0.1%		
佰仁医疗	-2%	-14%	37%	37%	12%	16%	17%	18%	185.3	37	10	63	24.5%	83	32.4%	23	8.9%	(0.0%)	-0.1%		
山东药玻	19%	9%	27%	30%	24%	32%	23%	24%	184.8	685	119	93	2.5%	98	2.7%	116	3.1%	(2.9%)	-0.8%		
健帆生物	-18%	-41%	-49%	-80%	1%	17%	-27%	-51%	181.8	(540)	(450)	176	11.9%	441	29.7%	113	7.6%	(2.7%)	-1.8%		
昊海生科	29%	33%	42%	1130%	9%	34%	25%	102%	170.4	399	165	154	7.8%	626	31.6%	313	15.8%	(4.8%)	-2.4%		
威高骨科	15%	-4%	-46%	-94%	-4%	-77%	-30%	-75%	161.8	(311)	(320)	87	8.0%	468	43.2%	42	3.9%	(1.8%)	-1.7%		
三诺生物	6%	4%	101%	-26%	49%	-7%	6%	-18%	144.8	1055	(45)	245	8.1%	716	23.6%	315	10.4%	29	0.9%		
美好医疗	29%	62%	-1%	12%	-27%	-58%	-2%	-8%	143.8	(24)	(27)	80	7.7%	23	2.2%	73	7.0%	(4.4%)	-4.2%		
南微医学	24%	134%	15%	100%	8%	20%	15%	70%	143.7	233	160	103	5.9%	383	21.9%	226	13.0%	(6.0%)	-3.6%		
大博医疗	-9%	-48%	-10%	-48%	-8%	-87%	-9%	-54%	134.7	(109)	(115)	192	17.0%	409	36.3%	86	7.7%	(1.8%)	-1.6%		
心脉医疗	11%	1%	67%	69%	30%	27%	34%	29%	133.4	224	88	118	13.3%	89	10.0%	39	4.4%	(7.0%)	-0.8%		
万东医疗	21%	24%	38%	31%	20%	1%	26%	17%	130.1	193	17	110	11.9%	164	17.7%	58	6.3%	(5.4%)	-5.9%		
海尔生物	22%	21%	-17%	-25%	-31%	-51%	-12%	-23%	121.7	(249)	(104)	243	13.3%	252	13.8%	136	7.4%	(1.5%)	-0.8%		
新华医疗	15%	54%	13%	35%	1%	23%	10%	38%	119.6	666	159	291	4.0%	676	9.2%	351	4.8%	17	0.2%		
九强生物	0%	13%	30%	102%	2%	22%	10%	38%	117.6	111	102	110	8.9%	271	21.9%	81	6.6%	35	2.8%		
万孚生物	-68%	-77%	-53%	-52%	-22%	5%	-57%	-68%	113.0	(2692)	(840)	259	12.9%	466	23.2%	151	7.5%	(1.1%)	-0.6%		
艾德生物	-5%	7%	41%	95%	20%	-65%	18%	-22%	98.9	108	(50)	151	21.3%	223	31.5%	53	7.5%	(2.3%)	-3.2%		
福瑞股份	16%	50%	18%	29%	5%	4%	12%	20%	96.9	88	12	57	7.0%	239	29.7%	164	20.3%	(2.0%)	-0.3%		
迈克生物	-27%	-42%	-18%	-72%	-22%	-52%	-22%	-55%	92.1	(603)	(332)	217	10.3%	428	20.3%	118	5.6%	16	0.8%		
普门科技	32%	31%	18%	43%	11%	31%	20%	34%	91.3	136	52	139	17.1%	169	20.8%	45	5.6%	(2.9%)	-3.6%		
康泰医学	101%	132%	-16%	-69%	-6%	-79%	34%	12%	86.8	155	21	80	12.9%	79	12.8%	32	5.2%	(3.1%)	-5.1%		
中源协和	-4%	4%	12%	56%	-1%	0%	2%	16%	85.1	26	18	118	9.8%	279	23.2%	250	20.8%	(1.3%)	-1.1%		
春立医疗	-4%	-25%	-6%	-15%	33%	3%	4%	-14%	82.5	32	(29)	115	14.5%	234	29.5%	29	3.6%	(9.0%)	-1.1%		

医疗器械板块2023年三季度报总结

医疗器械板块（按市值排序）

单位（百万元）：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3		市值(亿元) 2023.09.30	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比		
怡和嘉业	132%	192%	-25%	-11%	-56%	-77%	-7%	0%	82.1		(69)		1	93	9.9%	77	8.1%	32	3.4%	(4)	-0.4%
可孚医疗	42%	168%	-5%	-20%	4%	16%	13%	44%	81.0		246		74	79	3.7%	525	24.7%	92	4.3%	(12)	-0.6%
澳华内镜	54%	386%	91%	1197%	23%	102%	53%	427%	80.6		148		37	106	24.8%	153	35.8%	58	13.6%	(2)	-0.5%
山外山	187%	867%	134%	539%	71%	176%	122%	431%	75.9		316		147	25	4.4%	88	15.3%	28	4.9%	(15)	-2.6%
振德医疗	3%	31%	-33%	-43%	-37%	-66%	-24%	-34%	72.2		(988)		(155)	110	3.4%	288	9.0%	371	11.6%	(29)	-0.9%
翔宇医疗	68%	299%	41%	129%	53%	35%	52%	93%	70.5		185		86	73	13.5%	125	23.0%	27	5.0%	(21)	-4.0%
海泰新光	59%	35%	16%	-7%	-24%	-52%	11%	-16%	69.3		37		(22)	54	14.4%	13	3.5%	38	10.1%	(5)	-1.2%
迪瑞医疗	47%	28%	26%	17%	23%	17%	31%	20%	68.2		246		40	85	8.1%	158	15.1%	52	4.9%	4	0.4%
理邦仪器	64%	183%	-4%	-34%	13%	-24%	23%	25%	63.9		282		47	240	15.8%	356	23.4%	83	5.5%	(11)	-0.7%
凯普生物	-80%	-87%	-77%	-88%	-83%	-90%	-80%	-88%	63.1		(3408)		(1316)	102	12.0%	158	18.6%	183	21.5%	4	0.4%
拱东医疗	-35%	-70%	-49%	-72%	-33%	-72%	-40%	-71%	62.7		(467)		(220)	35	5.0%	48	6.8%	61	8.6%	(13)	-1.8%
正海生物	-7%	-3%	2%	15%	-11%	-25%	-6%	-5%	57.6		(19)		(7)	33	10.3%	83	25.7%	23	7.2%	(1)	-0.2%
基蛋生物	-33%	-44%	-21%	-58%	-26%	-58%	-27%	-52%	56.9		(376)		(246)	161	16.0%	254	25.4%	75	7.5%	(45)	-4.5%
三友医疗	24%	4%	-27%	-35%	-59%	-93%	-25%	-47%	56.5		(123)		(58)	47	13.1%	143	39.9%	22	6.2%	(11)	-3.2%
麦克奥迪	-3%	-15%	-26%	-42%	-23%	-40%	-18%	-34%	53.9		(233)		(62)	45	4.4%	99	9.6%	124	12.0%	(1)	-0.1%
健麾信息	35%	41%	-1%	-3%	-43%	-42%	-12%	-14%	53.7		(34)		(12)	19	7.8%	18	7.3%	17	7.0%	(1)	-0.5%
济民生物	-22%	-52%	46%	-194%	15%	-65%	6%	-45%	53.6		38		(37)	22	3.2%	121	17.8%	74	10.9%	15	2.2%
易瑞生物	-79%	-125%	-72%	-211%	-46%	868%	-71%	-167%	49.8		(407)		(248)	49	29.4%	53	32.1%	62	37.3%	(6)	-3.9%
赛诺医疗	24%	-45%	72%	-68%	50%	-68%	47%	62%	49.0		79		67	80	32.9%	47	19.1%	71	28.8%	1	0.5%
奥泰生物	-89%	-96%	-76%	-88%	-40%	-47%	-81%	-93%	48.9		(2450)		(1259)	90	16.0%	47	8.5%	48	8.7%	(43)	-7.7%
采纳股份	-53%	-60%	-17%	-41%	13%	20%	-22%	-31%	48.0		(84)		(41)	15	5.2%	4	1.3%	19	6.6%	(8)	-2.8%
伟思医疗	77%	77%	55%	90%	36%	30%	53%	64%	46.9		115		40	42	12.6%	88	26.4%	33	10.0%	(15)	-4.5%
康德莱	-21%	20%	-23%	-53%	-22%	-35%	-22%	-27%	46.8		(524)		(69)	68	3.6%	169	9.0%	118	6.3%	20	1.1%
博晖创新	44%	-139%	32%	-111%	30%	-142%	35%	136%	46.6		209		53	54	6.7%	79	9.8%	149	18.5%	18	2.3%
祥生医疗	65%	111%	3%	17%	-16%	-41%	13%	13%	46.5		48		16	59	14.7%	37	9.3%	24	5.9%	(26)	-6.4%
美康生物	-15%	3%	-32%	34%	-19%	-3%	-23%	13%	46.0		(431)		27	119	8.1%	196	13.3%	133	9.0%	(4)	-0.3%
之江生物	-90%	-98%	-91%	-87%	-86%	-98%	-89%	-94%	44.8		(1678)		(594)	42	20.6%	69	33.7%	61	29.7%	(8)	-42.4%
戴维医疗	62%	422%	43%	59%	1%	-23%	31%	62%	43.4		109		47	27	6.0%	92	20.1%	42	9.2%	(17)	-3.7%
科美诊断	-17%	-11%	15%	37%	-8%	-11%	-4%	2%	42.0		(15)		2	47	13.7%	66	19.0%	30	8.6%	(5)	-1.4%
三鑫医疗	-15%	-6%	-9%	-22%	7%	37%	-6%	-1%	37.6		(55)		(1)	34	3.7%	54	5.9%	67	7.2%	(2)	-0.2%
维力医疗	20%	35%	-12%	-9%	-13%	-6%	-3%	5%	37.5		(27)		6	63	6.4%	109	11.1%	92	9.4%	3	0.3%
冠昊生物	-8%	2%	23%	-103%	8%	-15%	5%	118%	36.6		15		273	31	9.9%	124	40.2%	37	12.0%	2	0.8%
赛科希德	35%	46%	31%	15%	8%	-10%	24%	12%	35.6		40		10	14	6.8%	29	14.1%	11	5.2%	(25)	-12.4%

医疗器械板块2023年三季度报总结

医疗器械板块（按市值排序）

单位（百万元）：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股	23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3		市值(亿元) 2023.09.30	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比
麦澜德	46%	54%	-12%	4%	-25%	-50%	-3%	-14%	34.2		(8)		(13)	43	14.8%	66	22.8%	33	11.4%	(11)	-3.7%
利德曼	-44%	-31%	-35%	-31%	-32%	-31%	-37%	-31%	32.5		(202)		(11)	25	7.4%	67	19.6%	66	19.3%	(9)	-2.5%
东星医疗	-9%	-18%	-2%	6%	3%	-13%	-2%	-7%	32.1		(7)		(6)	20	6.5%	29	9.3%	45	14.6%	(9)	-2.8%
博拓生物	-90%	-98%	-79%	-80%	-57%	-79%	-82%	-90%	30.8		(1444)		(793)	44	14.0%	17	5.5%	37	11.8%	(6)	-21.4%
奥精医疗	4%	41%	20%	-14%	-8%	-42%	4%	-17%	30.5		8		(11)	30	16.6%	27	14.8%	54	29.3%	(2)	-1.1%
正川股份	0%	-50%	20%	20%	22%	178%	13%	-16%	30.3		77		(7)	16	2.3%	10	1.5%	33	5.0%	14	2.1%
硕世生物	-94%	-103%	-95%	-108%	-91%	-128%	-94%	-111%	30.1		(4017)		(1800)	99	35.8%	142	51.4%	106	38.3%	(24)	-8.7%
华康医疗	83%	102%	71%	61%	18%	-7%	47%	7%	29.0		366		4	62	5.4%	127	11.1%	126	11.0%	3	0.3%
英诺特	94%	104%	-51%	-71%	-10%	-52%	-10%	-32%	28.4		(32)		(41)	34	12.4%	33	11.7%	33	11.7%	(8)	-3.0%
康拓医疗	21%	8%	14%	-6%	13%	-2%	16%	-1%	25.2		28		(1)	14	6.6%	41	19.8%	35	17.1%	(3)	-1.6%
迈普医学	-3%	1%	24%	24%	-6%	2%	5%	10%	25.0		19		5	8	2.0%	9	2.3%	12	3.0%	(7)	-1.8%
五洲医疗	19%	9%	-29%	-71%	36%	52%	5%	-15%	25.0		7		(5)	18	12.0%	38	26.3%	33	22.6%	0	0.2%
浩欧博	6%	-59%	46%	48%	6%	-15%	18%	-13%	24.5		46		(6)	35	11.8%	73	24.3%	35	11.6%	1	0.5%
洁特生物	-61%	-121%	-23%	-59%	2%	-30%	-31%	-84%	23.7		(151)		(72)	24	7.2%	23	6.9%	21	6.3%	3	0.8%
安必平	-24%	-60%	-2%	-34%	9%	131%	-5%	-14%	22.7		(20)		(6)	45	12.6%	126	35.4%	59	16.6%	(6)	-1.8%
睿昂基因	18%	-155%	-43%	-37%	-29%	-83%	-27%	-49%	22.2		(74)		(18)	50	25.3%	54	27.0%	37	18.5%	(4)	-1.8%
艾隆科技	18%	-749%	-9%	-17%	-25%	-44%	-13%	-26%	20.2		(38)		(16)	36	13.6%	39	14.8%	30	11.2%	5	1.9%
天臣医疗	17%	61%	23%	26%	-13%	-49%	8%	4%	18.4		13		1	25	13.6%	28	15.5%	23	12.4%	(2)	-1.1%

血制品板块2023年三季报总结

血制品：

- **供给端限制逐步解除，Q3板块业绩环比提速：**剔除华兰生物疫苗业务后，6家血液制品上市公司2023年前三季度收入总额约为165亿元(+18.4%)，归母净利润总额约43亿元(+18.1%)，扣非归母净利润40亿元(+19%)。分季度来看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/54/57亿元，分别同比增长24.5%/12.2%/19.1%，扣非归母净利润分别为14/12/14亿元，分别同比增长23.3%/10.9%/22%。Q3单季度业绩增速环比有所提升，预计主要系部分企业23H1采浆逐步兑现业绩，同时行业需求维持较高水平。
- **供给端差异导致业绩分化，收入快速增长推动利润率提升。**2023年血制品行业需求旺盛，部分产品供给能力强、库存储备丰富的企业业绩端受益明显。受益于Q1新冠疫情需求，以及前三季度整体的收入快速增长，多数企业前三季度毛利率有所提升。部分企业毛利率下降，主要系投浆量增长有限、产品结构变化以及汇率影响。
- **三季度国产人白恢复增长，静丙维持快速增长。**2023年三季度，国产人白签发批次同比增长9%，前三季度累计签发批次同比下降3%；三季度进口人白签发批次同比增长10%；同期静丙签发批次同比增长21%。
- **投资建议：**我们看好浆量规模领先、产品盈利能力强的个股，建议关注上海莱士（002252）、卫光生物（002880）、华兰生物（002007）、派林生物（000403）、天坛生物（600161）等。
- **风险提示：**采浆不达预期风险；行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

血制品板块2023年三季度报总结

- **供给端限制逐步解除，Q3板块业绩环比提速**：剔除华兰生物疫苗业务后，6家血液制品上市公司2023年前三季度收入总额约为165亿元(+18.4%)，归母净利润总额约43亿元(+18.1%)，扣非归母净利润40亿元(+19%)。分季度来看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/54/57亿元，分别同比增长24.5%/12.2%/19.1%，扣非归母净利润分别为14/12/14亿元，分别同比增长23.3%/10.9%/22%。Q3单季度业绩增速环比有所提升，预计主要系部分企业23H1采浆逐步兑现业绩，同时行业需求维持较高水平。
- **从盈利能力看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023年前三季度整体销售毛利率为47.3%，同比-1.3pp，预计毛利率下降主要系产品结构变化，2023年我国人白、静丙需求较旺盛，其他高毛利血制品种需求逐步复苏。行业费用率整体下降，预计系收入较快增长摊薄费用所致。**

血制品板块2023Q3YTD业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

单位：亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3YTD	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3YTD
营收	54	54	57	165	43	48	48	139
yoy	24.5%	12.2%	19.1%	18.4%	28.2%	22.3%	5.8%	17.7%
归母净利润	15	13	14	43	11	12	12	36
yoy	34.9%	4.5%	16.1%	18.1%	12.5%	8.8%	-0.1%	6.7%
扣非归母净利润	14	12	14	40	11	11	12	34
yoy	23.3%	10.9%	22.0%	19.0%	14.5%	3.9%	-3.6%	2.6%
毛利率	46.6%	47.8%	47.6%	47.3%	49.4%	47.1%	49.4%	48.6%
四费率	14.9%	19.3%	16.3%	16.8%	17.6%	19.0%	20.4%	19.1%
销售费用率	7.0%	10.2%	7.4%	8.2%	9.4%	10.0%	10.9%	10.1%
管理费用率	6.5%	6.5%	6.4%	6.5%	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%
财务费用率	-1.2%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	-0.7%
研发费用率	2.6%	2.9%	3.4%	3.0%	2.7%	2.8%	3.2%	2.9%

血制品板块2023年三季度报总结

供给端差异导致业绩分化，收入快速增长推动利润率提升。2023年血制品行业需求旺盛，部分产品供给能力强、库存储备丰富的企业业绩受益明显。多数企业前三季度毛利率有所提升，预计主要受益于Q1新冠疫情需求，以及前三季度整体的收入快速增长。部分企业毛利率下降幅度较大，主要系业务结构变化以及汇率影响。

血制品板块样本公司2023Q3YTD经营对比

单位：亿元	收入	yoy	净利润	yoy	毛利率	同比	净利率	同比
派林生物	13.7	-7.95%	3.3	-6.68%	50.05%	+0.4 pp	23.73%	+0.3 pp
天坛生物	40.2	38.09%	8.9	47.69%	49.61%	+0.9 pp	22.06%	+1.4 pp
华兰生物	39.1	8.62%	10.7	18.51%	69.64%	+2.6 pp	27.28%	+2.3 pp
其中血制品板块	22	7.6%	7.3	29.75%	54.94%	+3.8 pp	33.10%	+5.7 pp
上海莱士	59.4	19.87%	17.9	11.46%	41.92%	-3.2 pp	30.12%	-2.3 pp
博雅生物	21.9	5.17%	4.6	10.95%	50.04%	-5.0 pp	21.19%	+1.1 pp
卫光生物	7.4	78.75%	1.5	107.83%	42.90%	+2.1 pp	20.56%	+2.9 pp

2023年Q3批签发跟踪:国产人白恢复增长，静丙维持快速增长

2023年三季度，国产人白签发批次同比增长9%，前三季度累计签发批次同比下降3%；三季度进口人白签发批次同比增长10%；同期静丙签发批次同比增长21%。

分品种批签发数据汇总

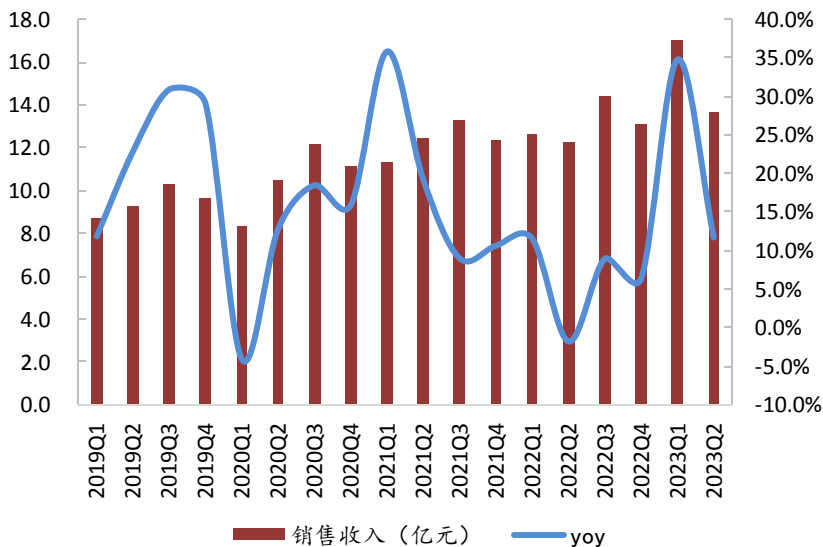
血制品名称	企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长	
		2022Q3YTD	2023Q3YTD		2022Q3	2023Q3		
人血白蛋白	进口总计	1878	2232	19%	743	814	10%	
	进口占比	62%	67%	/	66%	66%	/	
	国产总计	1159	1123	-3%	391	425	9%	
	国产占比	38%	33%	/	34%	34%	/	
	合计	3037	3355	10%	1134	1239	9%	
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	749	974	30%	278	335	21%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	104	81	-22%	46	37	-20%
	破伤风免疫球蛋白	合计	129	95	-26%	42	26	-38%
	免疫球蛋白	合计	10	51	410%	5	18	260%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	18	18	0%	12	6	-50%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	16	25	56%	12	6	-50%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	6	0	/	3	0	/
凝血因子类	凝血因子VIII	合计	319	323	1%	132	126	-5%
	凝血酶原复合物	合计	223	241	8%	111	91	-18%
	纤维蛋白原	合计	235	207	-12%	87	70	-20%

2023年血制品需求持续复苏

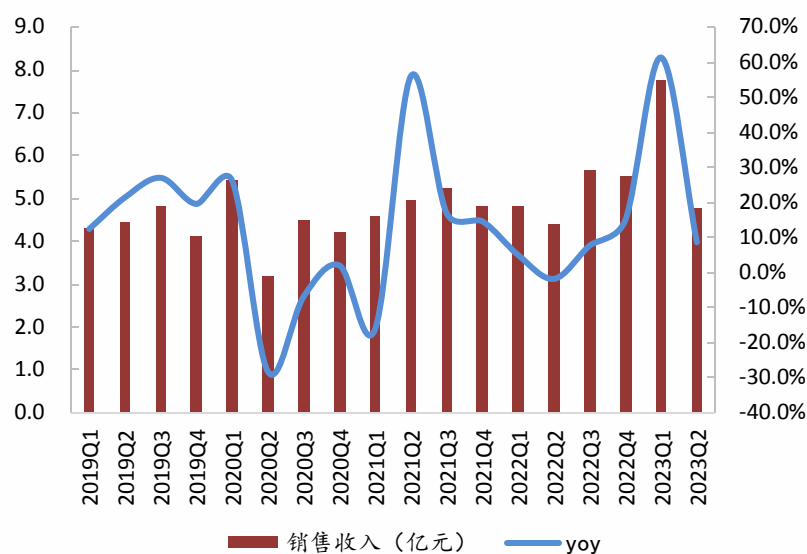
➤2023年一季度，相关重症治疗拉动血制品需求快速上升。样本医院人血白蛋白2023Q1销售额17亿元，同比增长35%，静丙销售额7.8亿元，同比增长超60%。

➤自2023年二季度以来，院内常规诊疗逐步恢复。样本医院人血白蛋白2023Q2销售额13.7亿元，同比增长12%，静丙销售额4.8亿元，同比增长9%。

样本医院人白销售额



样本医院静丙销售额



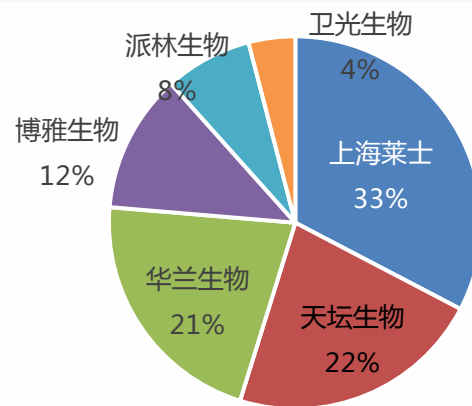
血制品板块2023年三季度报总结

- 血制品板块此次共选取6家公司。板块2023年前三季度收入总额增速为18.4%，归母净利润增速为18.1%。收入方面，1家公司收入超过50%，共有4家公司实现正增长，1家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，1家公司增速超过50%，2家公司收入增速超过30%，共有5家公司实现正增长。

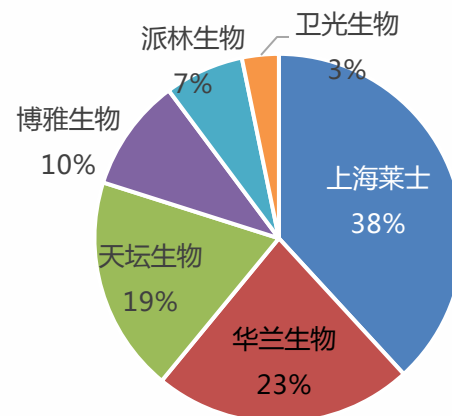
子板块2023年前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	18.41%	1	2	5	1
占比		17%	33%	83%	17%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	18.13%	1	2	5	1
占比		17%	33%	83%	17%

2023年前三季度各公司收入占比



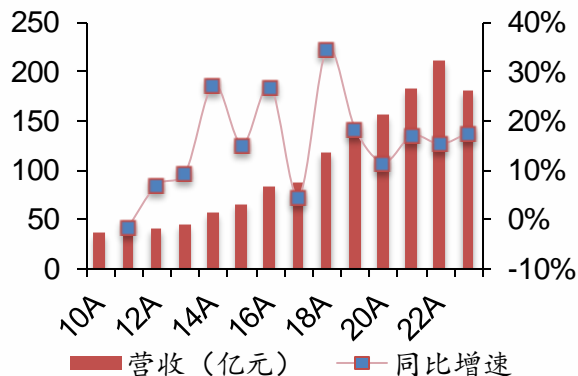
2023年前三季度各公司归母净利润占比



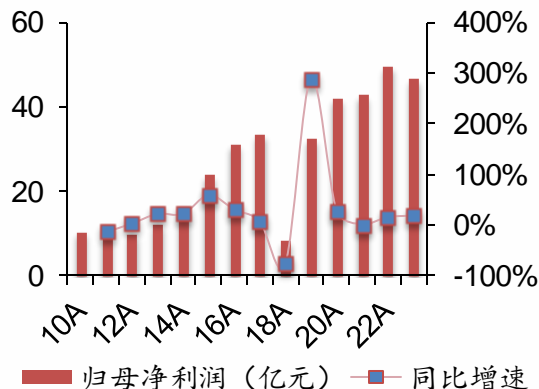
血制品板块2023年三季度报总结

累计季度表现

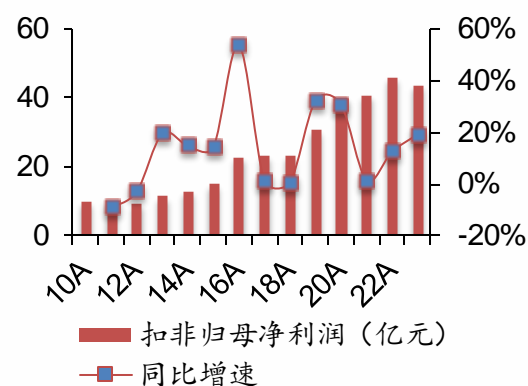
2010年~23Q3YTD收入及增速



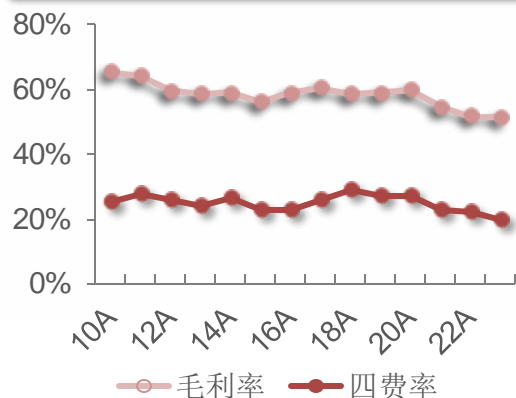
2010年~23Q3YTD归母净利润及增速



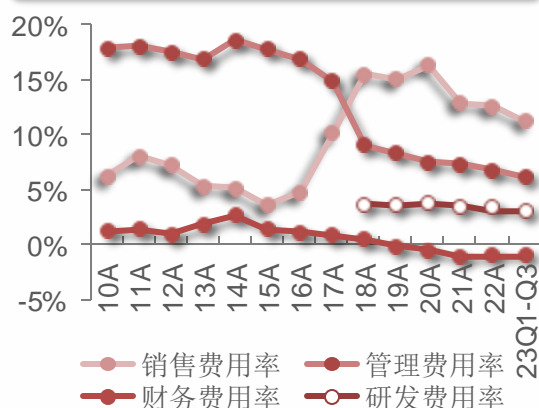
2010年~23Q3YTD扣非归母净利润及增速



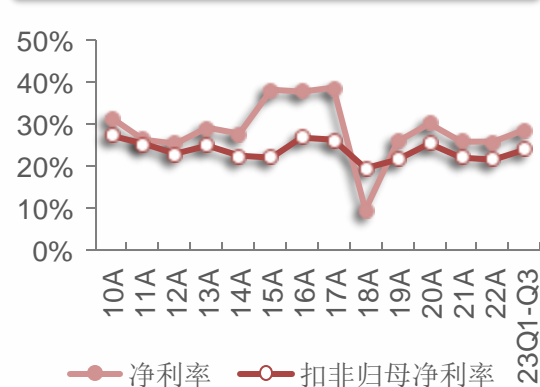
2010年~23Q3YTD毛利率与四费率变化趋势



2010年~23Q3YTD期间费用率变化趋势



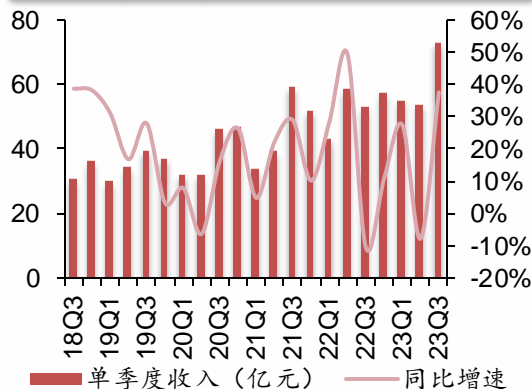
2010年~23Q3YTD净利率变化趋势



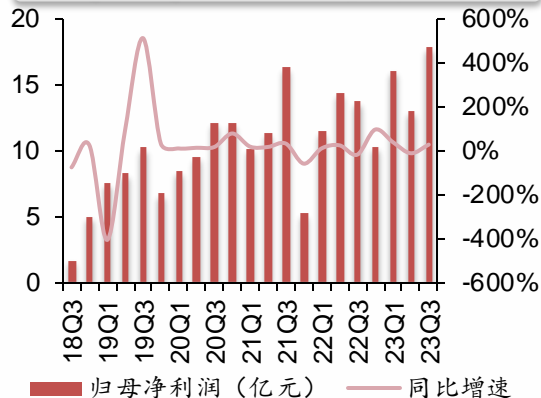
血制品板块2023年三季度报总结

单季度表现

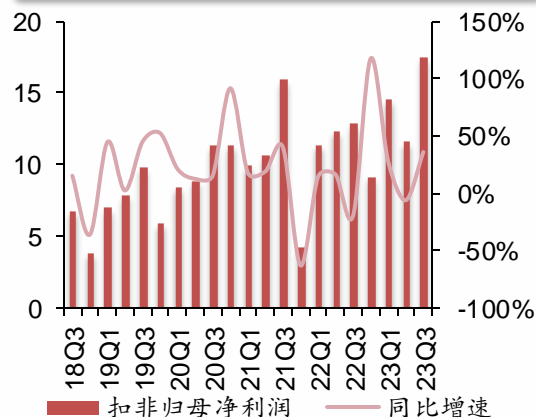
18Q1~23Q3收入及增速（单季度）



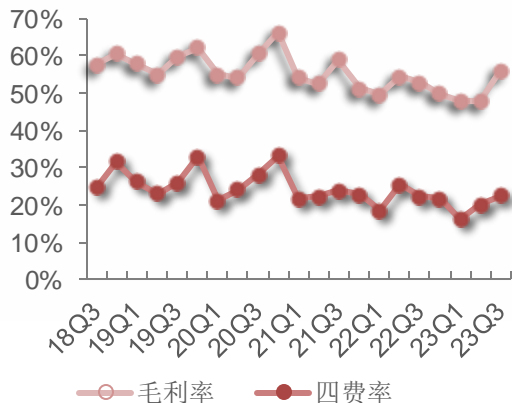
18Q1~23Q3归母净利润及增速（单季度）



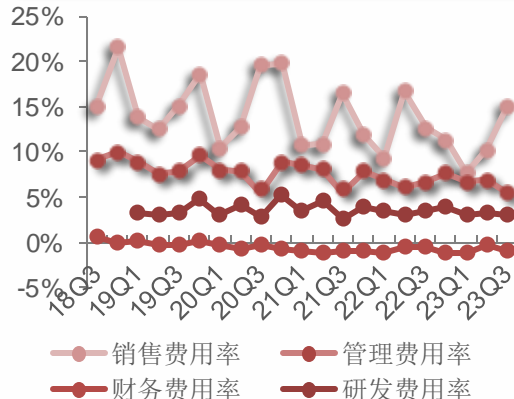
18Q1~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



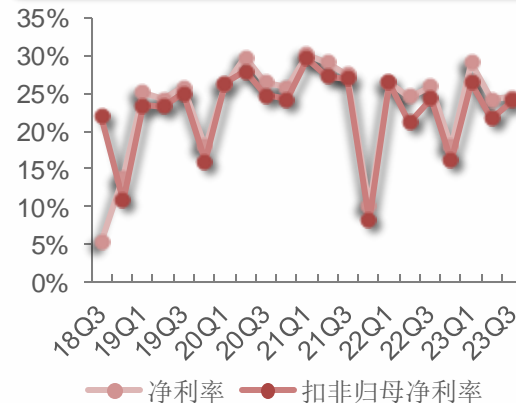
18Q1~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q1~23Q3期间费用率变化趋势



18Q1~23Q3净利率变化趋势



血制品板块2023年三季度报总结

主要公司2023年三季度业绩表现

- **1) 上海莱士 (002252) : 三季度收入环比增长10.7%，汇率变动及投资收益影响利润率。**公司前三季度收入分别为20.6/18.4/20.3亿元(+22.4%/+14.3%/+22.7%)，归母净利润分别为7.2/5.2/5.5亿元(+31.1%/+1.4%/+1.1%)。23Q3收入/利润分别环比增长10.7%/5.4%。前三季度销售毛利率41.9%，同比下降3.2pp，预计主要系代理人白收入占比有所提升，以及汇率波动影响。销售费用率4.8%(-0.9pp)，管理费用率4.2%(-0.5pp)，销售和管理费用率有所下降，预计主要系收入端快速增长摊薄费用。研发费用率2.2%(+0.2pp)，研发投入快速增长。归母净利率30.1%(-2.3pp)，Q3公司持有的交易性金融资产录得亏损6274万元。
- **2) 卫光生物 (002880) : 收入持续快速增长，三季度研发费用投入较高。**公司前三季度收入分别为2.1/2.5/2.8亿元(+51.3%/+164.3%/+55%)，归母净利润分别为4574/5529/5022万元(+80.5%/+156.5%/+94%)。前三季度销售毛利率42.9%，同比上升2.1pp，预计主要系生产销售恢复，收入大幅增长摊薄成本。销售费用率3.4%(-0.6pp)，管理费用率7.7%(-3.2pp)，销售和管理费用率有所下降，预计主要系收入端快速增长摊薄费用。前三季度整体研发费用率为6.9%(-0.1pp)，其中三季度公司确认研发费用3165万元。公司前三季度归母净利率为18.1%，环比下降4.2pp，主要系短期研发费用增长较快。
- **3) 华兰生物 (002007) : 血制品板块稳健增长，疫苗板块复苏。**公司前三季度收入分别为8.8/7/23.3亿元(+37.5%/-58.8%/+85.8%)，归母净利润分别为3.5/1.7/5.4亿元(+50.4%/-49.9%/+70.2%)，扣非归母净利润分别为2.8/1.2/5.1亿元(+27.4%/-50.5%/+71.9%)。季度间增速波动较大，主要系流感疫苗批签发及发货节奏差异。公司前三季度整体业绩符合我们此前预期。分板块来看，前三季度疫苗板块实现收入17.2亿元(+10.2%)，归母净利润4.3亿元(+24.8%)，疫苗业务呈复苏态势。剔除疫苗业务后收入为21.9亿元(+7.5%)，归母净利润6.4亿元(+14.7%)，血制品板块业绩稳健增长。
- **4) 派林生物 (000403) : 三季度业绩快速增长,费用率明显下降。**分季度来看，2023年Q1/Q2/Q3收入分别为2.6/4.5/6.7亿元(-47.9%/-8.7%/+32.5%)，归母净利润分别为0.6/0.9/1.8亿元(-46.6%/-24.8%/+42.4%)。预计Q3业绩表现较好，主要系投浆快速增长。从盈利能力看，前三季度公司销售毛利率为50.1%(+1.4pp)，其中单三季度销售毛利率为51.4%(-2.8pp)。预计三季度毛利率下降主要系产品销售结构变化。单三季度销售费用率为12.2%，同比-5.5pp，管理费用率为6.1%，同比-1.7pp，研发费用率3.7%，同比-0.1pp。预计销售费用率下降较多主要系目前我国人白、静丙需求较好，相关品种收入占比上升。综合上述因素，公司单三季度净利率27.5%，同比上升1.9pp。
- **5) 天坛生物 (600161) : 三季度业绩快速增长，超出此前预期。**公司前三季度收入分别为12.9/14/13.3亿元(+83.3%/+18%/+30.2%)，归母净利润分别为2.6/3/3.2亿元(+109.2%/+17.4%/+48.5%)。根据医药魔方数据，前三季度公司人白累计获批签发254批(-18%)，静丙累计获批228批(+12%)。三季度业绩增速较快，预计主要系产品销量增长以及去年同期基数略低。前三季度销售毛利率49.6%，同比增长0.9pp，预计主要系产品价格变动及高毛利产品占比提升。销售费用率4.9%(-1.9pp)，管理费用率8.2%(+0.1pp)，研发费用率1.5%(-1.3pp)。

血制品板块2023年三季度报总结

主要公司2023年三季度报业绩表现

单位(亿元)：收入同比增量、净利润同比增量
单位(百万元)：四费

成分股	2023Q1		2023Q2		2023Q3		2023QYTD		市值(亿元) 2023.09.30	收入同比增 量 2023Q3YTD	净利润同比 增量 2023Q3YTD	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润				2023Q3YTD	占比	2023Q3YTD	占比	2023Q3YTD	占比	2023Q3YTD	占比
派林生物	-48%	-47%	-9%	-25%	33%	42%	-8%	-7%	155.2	(1.19)	(0.23)	53.76	3.9%	202.26	14.7%	121.65	8.8%	(42.89)	-3.1%
天坛生物	83%	109%	18%	17%	30%	48%	38%	48%	422.3	11.09	2.87	58.35	1.5%	198.71	4.9%	329.48	8.2%	(33.98)	-0.8%
华兰生物	37%	50%	-59%	-50%	86%	70%	9%	19%	405.0	3.11	1.67	217.86	5.6%	893.76	22.8%	207.74	5.3%	1.94	0.0%
上海莱士	22%	31%	14%	1%	23%	1%	20%	11%	469.2	9.84	1.84	132.45	2.2%	284.44	4.8%	250.81	4.2%	(48.77)	-0.8%
博雅生物	23%	64%	-1%	-11%	-5%	-1%	5%	11%	157.3	1.08	0.46	48.04	2.2%	454.12	20.7%	159.98	7.3%	(21.16)	-1.1%
卫光生物	51%	81%	164%	157%	55%	94%	79%	108%	80.9	3.24	0.78	50.44	6.9%	24.99	3.4%	56.91	7.7%	8.26	1.1%

生命科学上游板块2023年三季报总结

- **生命科学上游板块2023年三季报总结**：生命科学上游板块2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。
- **国内需求疲软仍未看到拐点，海外市场增速较快**。分产品来看，常规业务中，2023年Q1-3百普赛斯收入3.7亿元（+30%），实现较大幅度增长，主要系海外业务快速增长带动（海外常规业务同比增速40+%），义翘神州实现收入3.6亿元（+18%）。单Q3季度看，百普赛斯常规业务收入1.3亿元（+24%），义翘神州1.2亿元（+11.4%）。常规业务增速放缓主要系国内市场终端需求相对疲软。从产品SKU新增数量来看，板块扩品类进展加速，其中诺唯赞目前终端产品已超1500种，百普赛斯超3300种。
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别**。1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **一体化龙头的打造**：1）不同试剂种类扩充，覆盖多品类产品，提升客户数量及范围；2）加强产业链体系建设，逐步拓展产业链上游、中游制造能力、下游服务能力建设，提升品牌影响力及客户认可度。
- **主要标的**：百普赛斯（301080）、诺唯赞（688105）、阿拉丁（688179）、药康生物（688046）、义翘神州（301047）、泰坦科技（688133）、优宁维（301166）、南模生物（688265）等。
- **风险提示**：产品拓展不及预期、行业竞争格局加剧、疫情影响销售放量的风险。

生命科学上游板块2023年三季度报总结

- 生命科学上游板块2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。

生命科学上游板块22-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	23.7	20.2	23.7	28.6	18.4	18.6	20.1
同比增速	22.9%	28.5%	28.8%	35.5%	-22.4%	-8.0%	-15.5%
归母净利润	7.2	4.2	4.3	0.2	1.6	1.8	1.9
同比增速	-10.1%	29.9%	-7.0%	-95.5%	-78.3%	-56.5%	-55.5%
扣非归母净利润	6.6	3.4	3.1	0.6	0.7	1.1	1.3
同比增速	-56.7%	-26.1%	-26.2%	-88.6%	-88.7%	-68.8%	-59.4%

生命科学上游板块22-23Q3盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	57.0%	50.8%	48.1%	49.9%	46.8%	45.8%	46.2%
净利率	30.2%	20.7%	18.0%	0.8%	8.4%	9.8%	9.5%
销售费用率	9.6%	12.7%	13.7%	12.3%	15.4%	18.0%	15.9%
管理费用率	6.4%	8.9%	8.8%	9.1%	11.2%	10.5%	11.1%
财务费用率	-0.9%	-3.1%	-1.7%	-1.0%	-1.0%	-3.4%	-1.2%
研发费用率	7.4%	9.8%	11.2%	9.5%	13.2%	13.1%	12.0%

生命科学上游板块2023年三季度报总结

泰坦科技/义翘神州为板块业绩主要贡献者

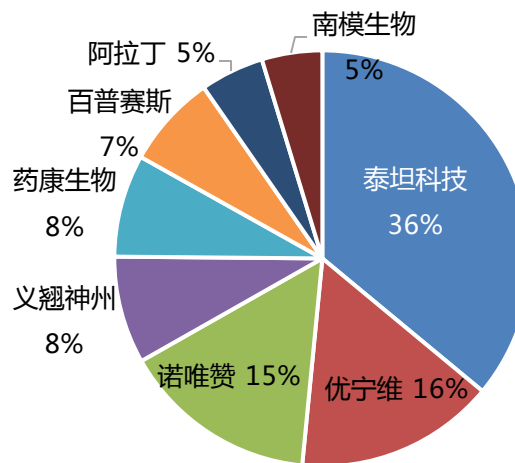
2023前三季度生命科学板块实现收入57亿元，7家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，0家公司净利润增速超过50%增长。

从2023前三季度生命科学上游板块收入占比看，泰坦科技占比36%；从2023前三季度生命科学上游板块归母净利润占比看，义翘神州占比29%；泰坦科技和义翘神州分别为板块收入、利润的主要贡献者。

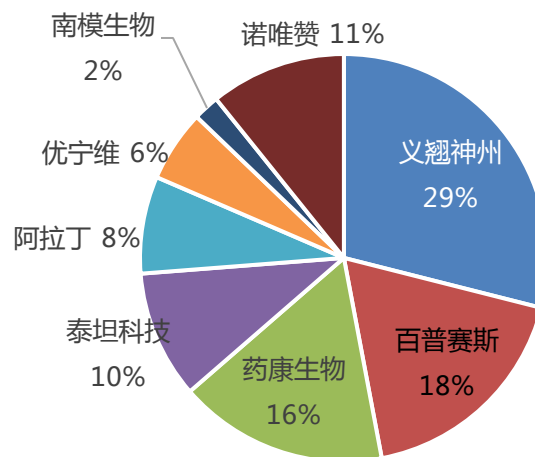
板块2023前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-15.66%	0	0	7	1
占比		0%	0%	88%	13%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-66.24%	0	0	0	8
占比		0%	0%	0%	100%

2023前三季度板块收入占比



2023前三季度板块归母净利润占比

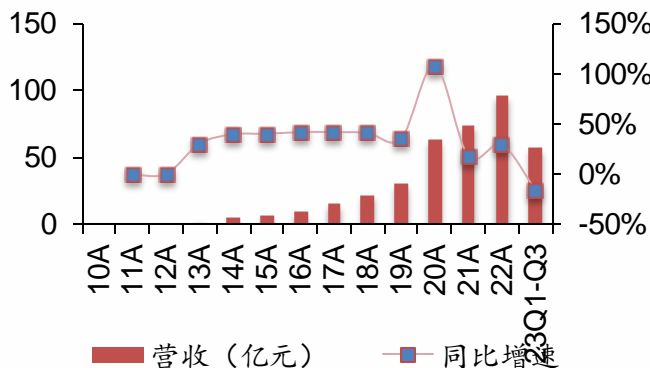


生命科学上游板块2023年三季度报总结

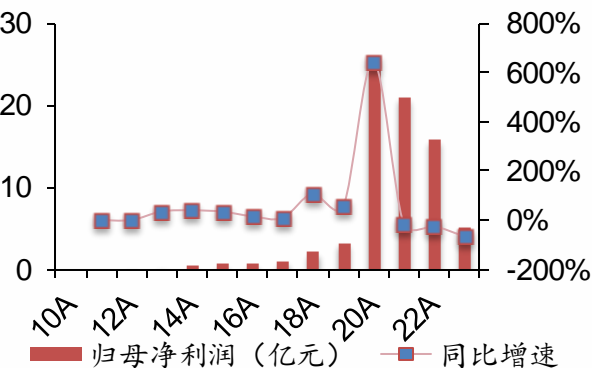
累计：国内终端需求疲软影响收入增速，新冠产品减值及费用投入增加导致利润端下滑

生命科学上游板块2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。

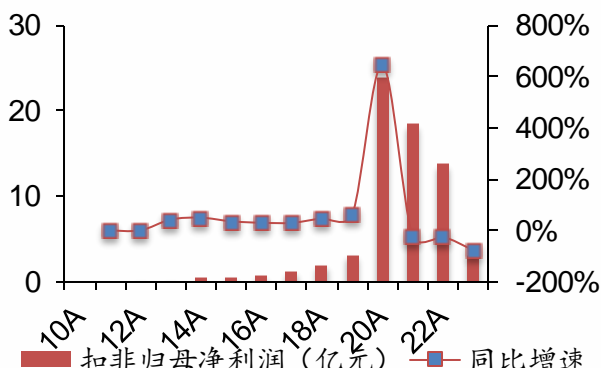
2013年~23Q1-3收入及增速



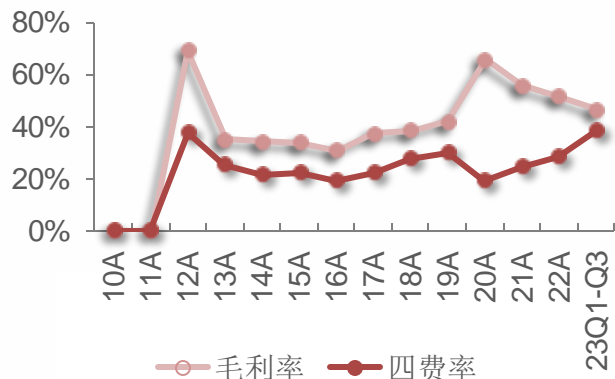
2013年~23Q1-3归母净利润及增速



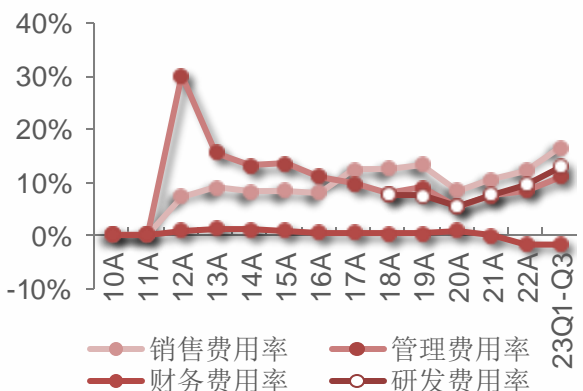
2013年~23Q1-3扣非归母净利润收入及增速



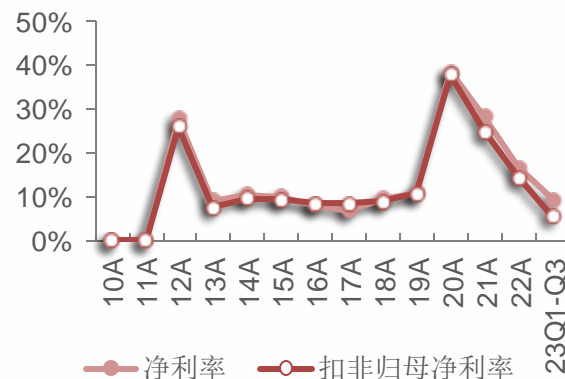
2013年~23Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2013年~23Q1-3期间费用率变化趋势



2013年~23Q1-3净利率变化趋势

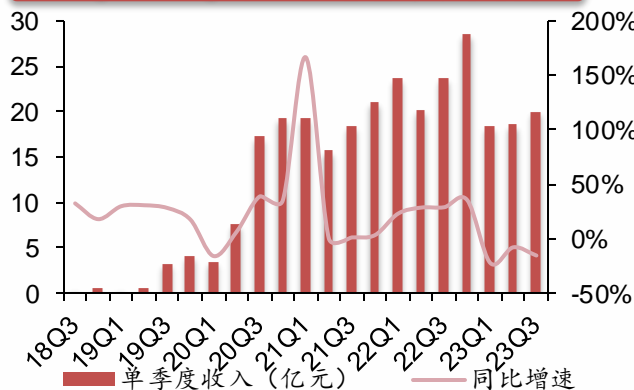


生命科学上游板块2023年三季度报总结

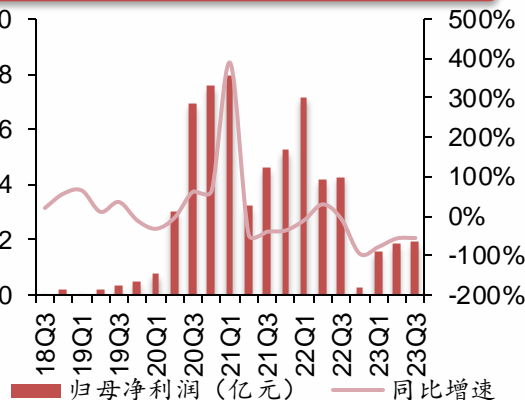
2023Q3：基本面仍未看到拐点，期待国内需求复苏

板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。

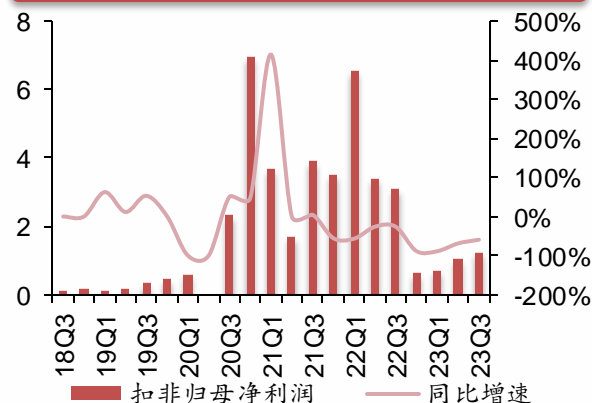
18Q1~23Q3收入及增速（单季度）



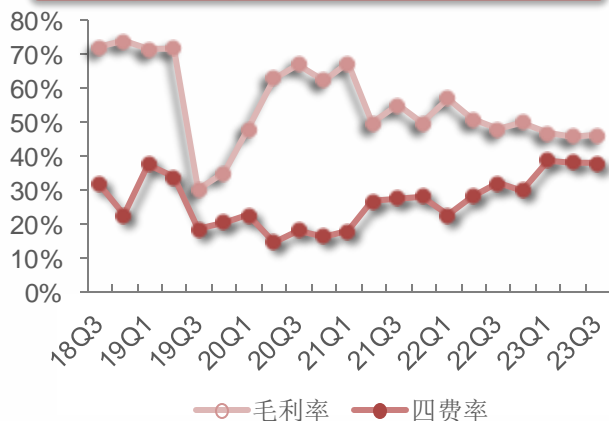
18Q1~23Q3归母净利润及增速（单季度）



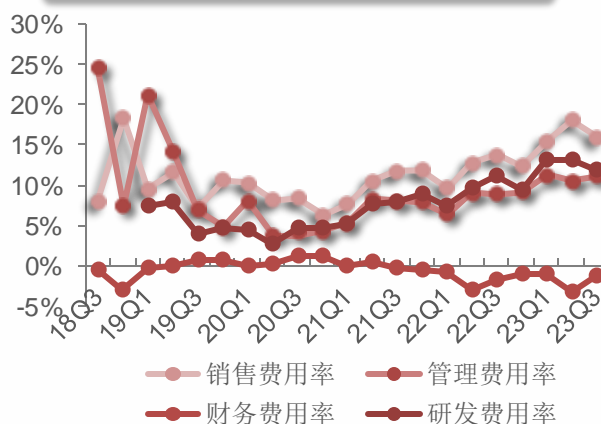
18Q1~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



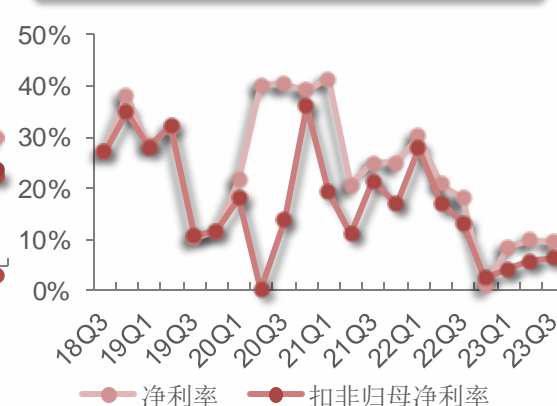
19Q1~23Q3毛利率与四费率变化趋势



19Q1~23Q3期间费用率变化趋势



19Q1~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

生命科学上游板块2023年三季报总结

生命科学上游板块成分股（按市值排序）

单位（亿元）：收入同比增量、净利润同比增量
单位（百万元）：四费

成分股	2023Q3		2023Q1-3		市值(亿元) 2023.09.30	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		2023Q1-3	2023Q1-3	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比
诺唯赞	-56%	-97%	-62%	-110%	115.4	(14.35)	(8.25)	246.38	28.3%	329.50	37.9%	173.00	19.9%	(15.53)	-1.8%		
百普赛斯	16%	-36%	17%	-23%	84.2	0.60	(0.38)	94.03	22.8%	116.51	28.2%	63.45	15.4%	(47.75)	-11.6%		
义翘神州	40%	-17%	11%	-26%	114.2	0.46	(0.71)	61.04	12.8%	12.41	23.6%	89.84	18.9%	(41.26)	-8.8%		
阿拉丁	10%	56%	6%	-17%	37.5	0.17	(0.11)	39.15	13.8%	23.53	8.3%	48.16	17.0%	0.28	0.1%		
泰坦科技	-5%	-62%	6%	-26%	62.3	1.09	(0.25)	115.18	5.6%	156.47	7.6%	94.28	4.6%	14.95	0.7%		
优宁维	-13%	-85%	3%	-49%	35.3	0.24	(0.39)	37.54	4.2%	101.73	11.5%	27.69	3.1%	(5.12)	-0.6%		
南模生物	2%	-136%	24%	-19364%	31.6	0.53	(0.15)	58.35	21.8%	39.43	14.7%	40.35	15.1%	1.37	0.5%		
药康生物	17%	-14%	18%	-8%	70.5	0.68	(0.10)	75.31	16.6%	57.01	12.5%	87.14	19.2%	(11.57)	-2.5%		

- 8家生命科学上游公司样本选择标准：1) 剔除了2022年9月30日后上市的公司；2) 主营业务包括试剂、模式动物、试剂服务商。

医疗服务板块2023年三季度报总结

医疗服务：2023Q3受基数原因影响业绩增速放缓

- **2022Q3医疗服务板块高基数，2023Q3行业业绩表现增速放缓。**我们选取13家医疗服务A股样本公司，均为经营较为稳健成熟的医疗服务专科/综合医院。13家医疗服务公司2023Q1-Q3收入约为收入465亿元（+21.6%），归母净利润50.8亿元（+83.6%），扣非归母净利润47.6亿元（+84.6%）。各公司正常经营，规模迅速恢复，规模效应优势凸显，毛利率、净利率回升正常水平。收入166.7亿元（+11.5%），归母净利润22.9亿元（+17.3%），扣非归母净利润20.7亿元（+21.8%），进入2023Q2消费力逐渐显现疲软态势，Q3收入及利润端增速放缓，盈利能力方面持续提升。
- **眼科赛道经营韧性凸显，受消费疲软影响部分项目增速放缓。**2023Q1-Q2眼科板块收入端在疫后修复的趋势下，实现快速增长，利润端表现亮眼，我们认为主要受益于1)无疫情因素影响，部分店龄在4年左右的医院减亏/实现盈利；2)业务结构升级，屈光、视光等高毛利业务收入占比提升，拉动公司利润率提升；3)手术量、门诊量快速修复，收入端修复，公司规模效应凸显，毛利率提升。Q2以来消费力疲软，Q3部分消费属性项目如屈光、视光旺季收入增速放缓，除基数原因影响，仍有可选消费部分消费力不足影响，其他赛道如口腔赛道受消费情绪影响大于眼科赛道，业绩修复速度放缓。整体医疗服务板块中，眼科赛道具备较强经营韧性。
- **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。
- **建议重点关注：**建议关注细分领域龙头标的，如爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、通策医疗、美年健康等。
- **风险提示：**经营不及预期风险；政策风险；疫情散发风险；医疗事故风险等。

医疗服务板块2023年三季度报总结

- ◆ 医疗服务板块2023年前三季度收入465亿元（+21.6%），归母净利润50.8亿元（+83.6%），扣非归母净利润47.6亿元（+84.6%）。分季度看，板块23Q1/23Q2/23Q3收入分别为144.5/153.8/166.7亿元（+24.5%/+31.5%/+11.5%），归母净利润分别为12.2/15.8/22.9亿元（+599.6%/+144.9%/+17.3%）。
- ◆ 从盈利能力看，2023年前三季度板块毛利率为39%（+3pp），净利率为12%（+4pp），四费率为24%（-1pp）。2023Q3板块毛利率41.5%（+1.1pp），净利率13.7%（+0.7pp）。医疗服务板块在2023年Q1-Q2在疫后复苏的趋势下，积压的医疗需求释放，与此同时2022年同期受疫情影响大部分医疗服务标的业绩低基数，2023Q1-Q2表观增速高速增长，进入2023Q2，消费乏力趋势显现，至2023Q3受消费疲软等影响，医疗服务标的尤其偏消费医疗属性的标的增速放缓，叠加2022Q3高基数，2023Q3医疗服务标的业绩增速放缓。

医疗服务板块22Q1-23Q3业绩速览

医疗服务板块22Q1-23Q3盈利能力指标概览

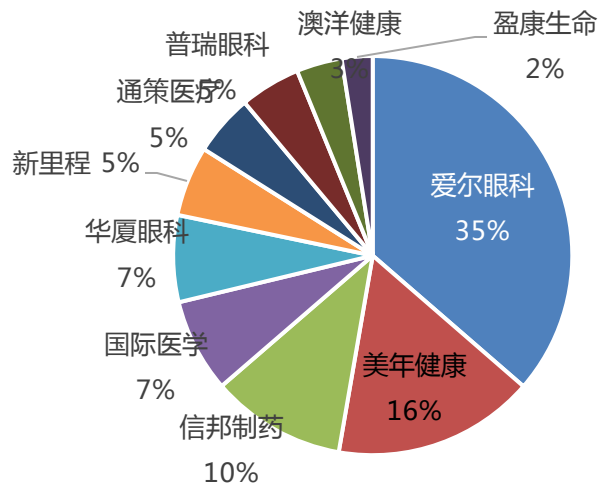
(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	116.07	116.97	149.48	118.92	144.46	153.78	166.73	毛利率	30.7%	35.5%	40.4%	32.7%	35.7%	38.8%	41.5%
同比增速	4.59%	-8.01%	10.56%	-13.58%	24.47%	31.47%	11.54%	净利率	1.5%	5.5%	13.0%	-10.3%	8.4%	10.2%	13.7%
归母净利润	1.74	6.43	19.49	-12.22	12.18	15.75	22.87	销售费用率	10.4%	10.4%	10.3%	12.1%	10.1%	10.7%	10.2%
同比增速	-66.94%	2906.93%	53.48%	241.58%	599.58%	144.86%	17.31%	管理费用率	12.5%	12.3%	11.3%	13.3%	11.5%	10.9%	11.0%
								财务费用率	2.1%	1.7%	1.2%	2.1%	1.6%	1.1%	1.7%
								研发费用率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	0.9%	1.1%	1.1%

医疗服务板块2023年三季度报总结

医疗服务：利润端快速增长

- 13家医疗服务板块公司2023年前三季度收入总额增速为21.6%、归母净利润总额增速为83.6%。收入和利润双升，主要系疫后医疗服务行业积压的医疗需求释放，加速亏损医院扭亏/低店龄医院增速提升等影响。
- 从盈利水平看，毛利率与净利率同步提升，净利率增幅大于毛利率。2023Q1-Q3毛利率为38.8% (+2.9pp)，净利率为12.1% (+3.9pp)。
- 从收入贡献看，爱尔眼科 (34.5%)、美年健康 (15.5%)、信邦制药 (10.4%)、国际医学 (7.2%)、华夏眼科 (6.7%)、新里程 (5.4%)、通策医疗 (4.7%)、普瑞眼科 (4.7%)、澳洋健康 (3.5%)、盈康生命 (2.4%) 为收入占比前十大公司。
- 从净利润贡献看，爱尔眼科 (62.6%)、华夏眼科 (11%)、通策医疗 (10.1%)、普瑞眼科 (6.2%)、信邦制药 (4.9%)、美年健康 (4.4%)、何氏眼科 (2%)、盈康生命 (1.9%)、澳洋健康 (0.8%)、新里程 (0.7%) 为归母净利润占比前十大公司。

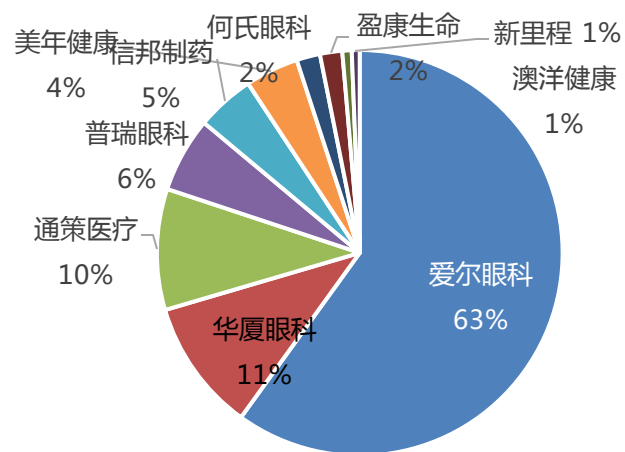
23Q1-Q3收入前十占比



子板块23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	21.56%	2	3	12	1
占比		15%	23%	92%	8%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	83.61%	6	8	9	4
占比		46%	62%	69%	31%

23Q1-Q3归母净利润前十占比

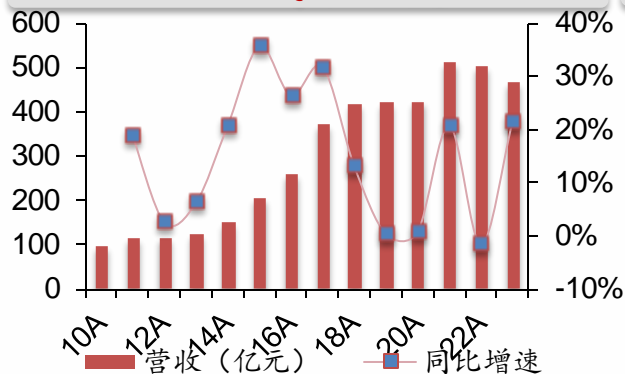


医疗服务板块2023年三季度报总结

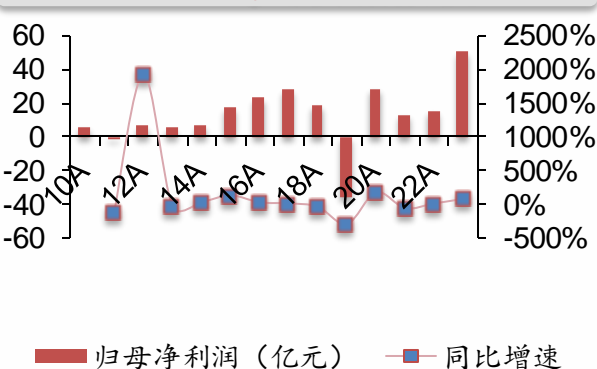
累计季度表现：加强费用率管控，净利率提升幅度大于毛利率

■ 医疗服务板块2023年前三季度收入465亿元（+21.6%），归母净利润50.8亿元（+83.6%），扣非归母净利润47.6亿元（+84.6%）。四费率为23.9%（-1pp），销售费用率10.3%（-0.1pp），管理费用率11.1%（-0.8pp），研发费用率1%（-0.1pp）。2023Q1-Q3毛利率为38.8%（+2.9pp），净利率为12.1%（+3.9pp）。医疗服务板块疫后快速修复，门诊量手术量均有回升，规模效应凸显，毛利率提升，与此同时公司管控销售费用及管理费用，费用率下降，净利率提升幅度大于毛利率提升幅度；另一方面，部分单体医院扭亏也是净利率提升的重要原因之一。

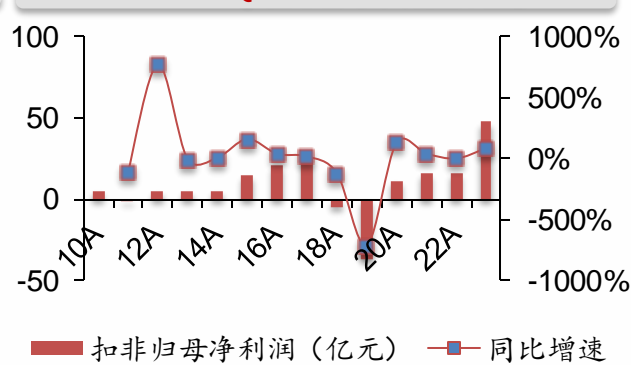
2010~23Q3收入及增速



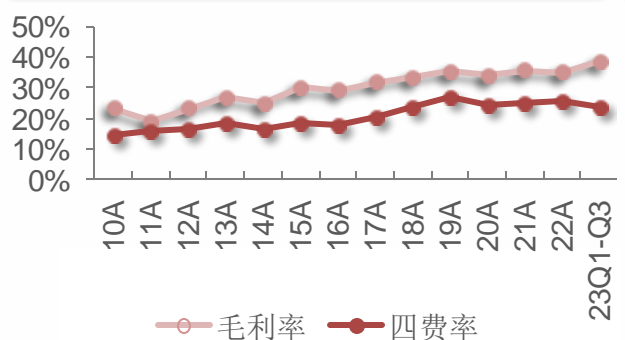
2010~23Q3归母净利润及增速



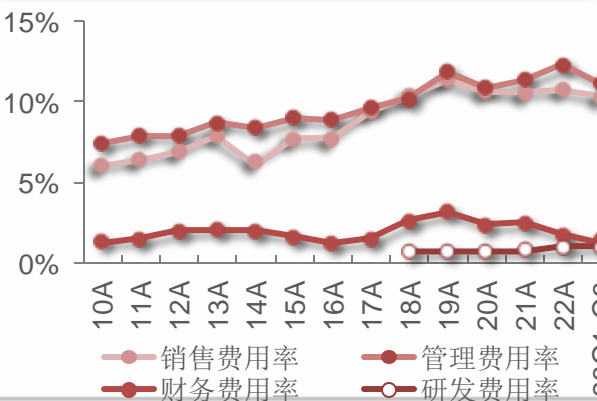
2010~23Q3扣非归母净利润及增速



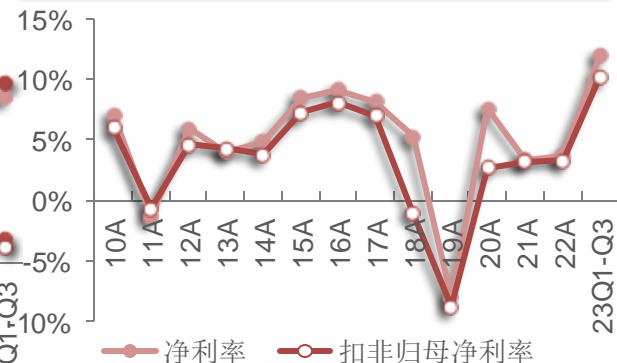
2010~23Q3毛利率与四费率变化趋势



2010~23Q3期间费用率变化趋势



2010~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

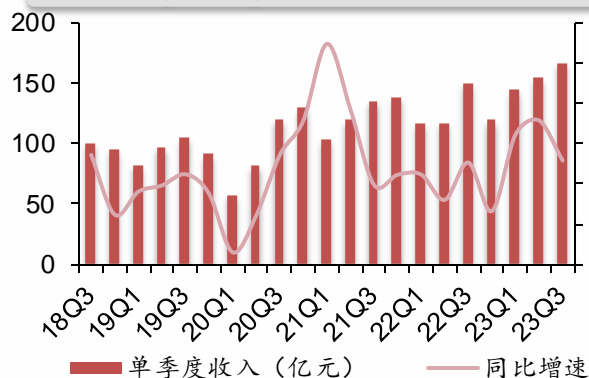
数据来源：Wind，西南证券整理

医疗服务板块2023年三季度报总结

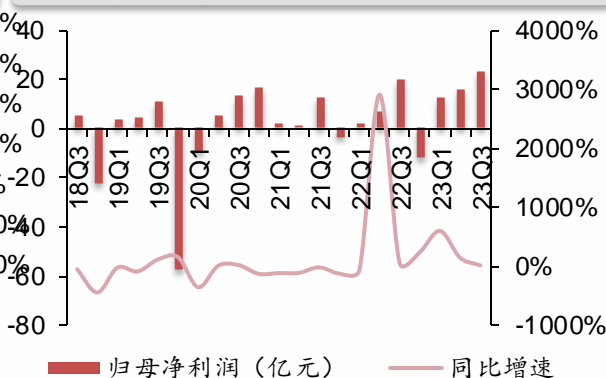
单季度表现：消费力疲软叠加22Q3高基数原因，业绩增速放缓

- 医疗服务板块2023年第三季度收入166.7亿元（+11.5%），归母净利润22.9亿元（+17.3%），扣非归母净利润20.7亿元（+21.8%），四费率为23.9%（+0.1pp），销售费用率10.2%（-0.1pp），管理费用率11%（-0.3pp），研发费用率1.1%（+0.1pp）。毛利率为41.5%（+1.1%），净利率13.7%（+0.7%）。进入2023Q2消费力逐渐显现疲软态势，Q3收入及利润端增速放缓，盈利能力方面持续提升。

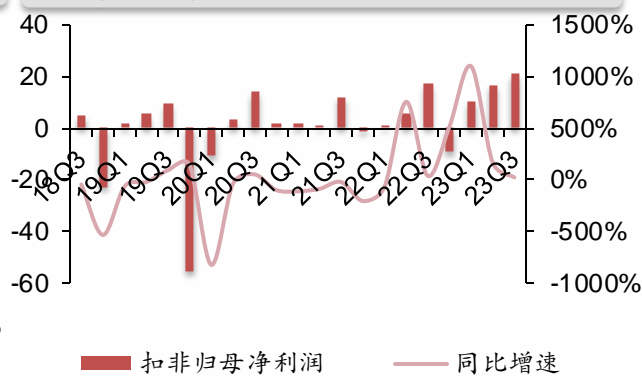
18Q3~23Q3收入及增速（单季度）



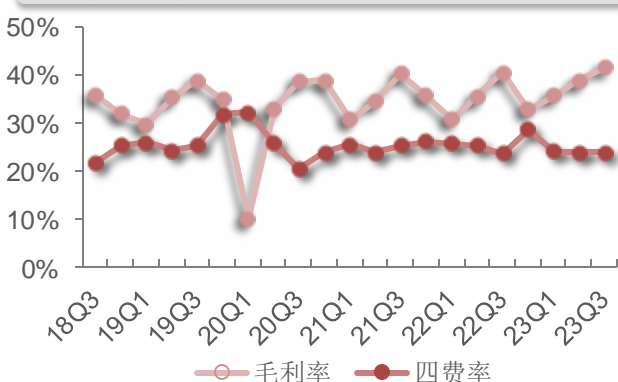
18Q3~23Q3归母净利润及增速（单季度）



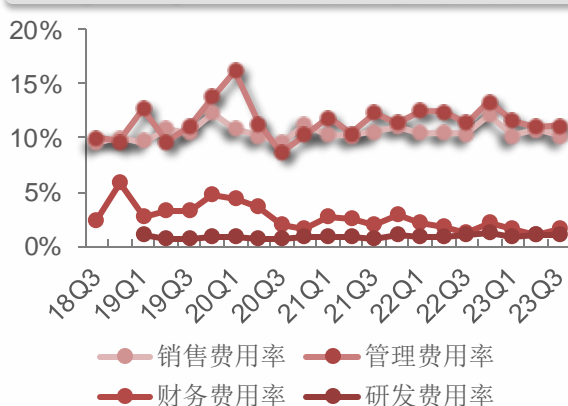
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



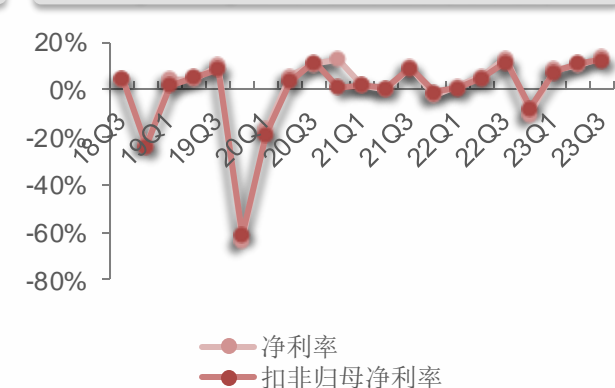
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势（单季度）



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势（单季度）



18Q3~23Q3净利率变化趋势（单季度）



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗服务板块2023年三季度报总结

- **2023Q3由于基数原因业绩增速放缓。** 2023Q1处于新冠感染达峰后的免疫期，新冠疫情影响小，医疗服务板块整体收入、利润端快速修复，进入2023Q2，由于2022Q2是医院板块标的低基数，所以2023Q2表观增速高，进入Q3季度，由于2022Q3高基数原因，各细分赛道业绩增速均放缓。

医疗服务板块（医院赛道）2023Q1-2023Q3收入及利润增速

			23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	20%	28%	33%	37%	17.22%	37.82%	22.95%	34.97%
		华夏眼科	15%	34%	38%	65%	17.44%	25.65%	22.98%	40.17%
		普瑞眼科	39%	335%	73%	420%	45.13%	92.83%	51.19%	237.48%
		何氏眼科	27%	118%	39%	37%	6.51%	-11.95%	22.38%	51.23%
		光正眼科	16%	-78%	113%	-147%	21.44%	-97.31%	44.49%	-92.11%
	口腔行业	通策医疗	3%	1%	4%	5%	0.11%	-6%	2.12%	-0.67%
	体检行业	美年健康	55%	-61%	47%	-175%	-0.60%	-22.47%	24.81%	158.10%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	信邦制药	2%	-28%	6%	78%	1.56%	-17.33%	2.92%	2.30%
		盈康生命	35%	64%	18%	34%	31.64%	184.53%	27.82%	69.43%
	康复治疗	澳洋健康	-15%	12%	33%	-106%	-13.11%	-119.83%	-3.34%	59.69%
		创新医疗	19%	-85%	22%	-96%	-1.53%	-130.56%	12.32%	-10.52%
	综合医院	国际医学	247%	-83%	51%	-12%	34.05%	-99.97%	74.70%	73.12%
		新里程	2%	1708%	9%	-28%	11.82%	-138.14%	7.51%	-70.34%

医疗服务板块2023年三季度报总结

眼科医疗：经营韧性凸显，盈利能力持续提升

- **爱尔眼科**：2022年收入161.1亿元（+7.4%），归母净利润25.2亿元（+8.7%）。国内疫情反复导致收入端增速放缓，术式结构升级、消费类业务收入占比提升使得归母净利润增速快于收入增速。2023前三季度收入160.5亿元（+23%），归母净利润31.8亿元（+35%），无疫情扰动快速修复，此外公司从并购基金并表医院为公司贡献业绩增量。
- **华夏眼科**：2022年收入32.3亿元（+5.5%），归母净利润5.1亿元（+12.5%），疫情下保持快速增长，体现企业经营韧性；2023前三季度收入31亿元（+23%），归母净利润5.6亿元（+40.2%），纯内生增长，净利润快速增长体现公司业务结构升级以及培育期亿元盈亏平衡贡献利润增量。
- **普瑞眼科**：2022年收入17.3亿元（+0.9%），归母净利润0.2亿元（-78.1%），利润占比大的医院由于局部疫情而停业或执行严格的防疫政策，收入端增速放缓，利润端负增长；2023前三季度收入21.7亿元（+51.2%），归母净利润3.2亿元（+237.5%），疫后快速修复，表现超预期。
- **何氏眼科**：2022年收入7.7亿元（-0.7%），归母净利润0.3亿元（-61.6%），受疫情影响，收入端增速放缓，利润端负增长；2023前三季度收入9.4亿元（+22.4%），归母净利润1亿元（+51.2%），业绩快速修复，表现超预期。

A股主营业务为眼科医疗服务公司2023前三季度财务数据

	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科
收入（亿元）	160.47	31.03	21.66	9.44
yoy	23%	22.98%	51.19%	22.38%
归母净利润（亿元）	31.81	5.57	3.17	0.99
yoy	35%	40.17%	237.48%	51.23%
毛利率	51.93%	50.62%	45.55%	44.43%
净利率	21.94%	18.35%	15.04%	10.18%
销售费用（亿元）	16.07	3.98	3.46	1.25
管理费用（亿元）	20.84	3.34	2.63	1.50
销售费用率	10.01%	12.83%	15.99%	13.29%
管理费用率	12.99%	10.77%	12.14%	15.87%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗服务板块2023年三季度报总结

重点公司点评

- **爱尔眼科**：公司发布2023年三季度报，2023年Q1-Q3实现收入160.5亿元，同比+23%，归母净利润31.8亿元，同比+35%，扣非后约为31.1亿元，同比约+24%。其中单Q3实现收入58亿元，同比+17.2%，归母净利润14.7亿元，同比+37.8%；扣非归母净利润13.5亿元，同比+32.6%。三季度收入增速放缓，盈利能力持续提升。公司单三季度收入端实现同比17.2%的增长，归母净利润增速37.8%，扣非归母净利润32.6%，三季度由于2022Q3高基数，以及居民消费力疲软等因素影响，收入端增速放缓；盈利能力方面公司2023年单三季度公司毛利率达56.3%，同比提升0.2pp，净利率27.4%，同比提升4.2pp，盈利能力持续提升。销售投入加大，费用率整体稳中向好。公司2023前三季度销售、管理、研发费用率分别为10% (+0.4pp)、13% (-0.9pp)、1.5% (-0.05pp)，管理费用率优化，销售费用率因摆脱疫情影响，线下活动投入加大所致，2023前三季度净利率21.9% (+2.2pp)，公司费用率管控能力持续提升。
- **通策医疗**：公司发布2023年三季度报，2023年单三季度实现收入8.2亿元 (+0.1%)，归母净利润2.1亿元 (-5.6%)，扣非后约2亿元 (-3.4%)。2023年公司前三季度实现收入21.8亿元 (+2.1%)，归母净利润5.1亿元 (-0.7%)，扣非后约5亿元 (-0.1%)。整体业绩短期承压，静待种植牙放量。二季度以来消费乏力，叠加种植牙集采政策影响，公司平均客单价下降，收入端增长疲软，2023Q3收入同比+0.1%增速，归母净利润同比-5.6%增速，业绩承压。种植项目受集采影响逐步放量，第三季度开始种植颗数增量可观，2024年公司种植牙降价带来的基数影响将会消除，静待公司业绩修复。毛利率受集采等影响同比下降，费用管控加强净利率降幅收窄。费用率方面，公司2023Q3销售费用率为1%，较Q2持平，管理费用率为7.6%，较Q2环比-1.5%，公司费用控制有所优化。2023Q1-Q3公司毛利率42.6%，较去年同期下降0.6pp，净利率28%，较去年同期下降0.1pp，种植牙集采、消费属性项目增速放缓等因素影响公司毛利率降低，但由于公司费用管控加强，公司净利率下降幅度收窄。持续推进“蒲公英计划”，待产能释放未来可期。公司蒲公英计划推进，持续推动省内下沉，蒲公英医院体量快速增长。目前公司体内40家蒲公英医院，22家已实现盈利，5家医院达到盈亏平衡，13家医院尚在培育期。整体蒲公英医院近三分之一牙椅未投放，产能增长空间大。预计培育期蒲公英医院逐步成熟，产能逐渐释放，为公司持续贡献业绩。

医疗服务板块2023年三季度报总结

重点公司点评

- **普瑞眼科**：2023前三季度实现营业收入21.7亿元，同比增长51.2%；实现归母净利润3.2亿元，同比增长237.5%；实现扣非归母净利润2.3亿元，同比增长153.7%。公司稳步推进扩张计划确保收入增长潜力，积极调整业务结构促进利润率上升。公司按照“全国连锁化+同城一体化”的整体布局战略，继续在全国各地推进扩张计划，公司2022年在疫情下逆势扩张4家医院，2023新开3家(含并购1家)，目前有8家新院在筹备过程中，预计23年底至24上半年逐步开业。新开医院成为公司收入增长的内生引擎。与此同时，2023年公司积极布局白内障业务，积极推广高端晶体以满足多样化消费需求，提高白内障业务收入及利润水平，为日益增长的白内障诊疗需求蓄力。
- **华夏眼科**：公司发布2023年三季度报，2023年第三季度实现收入11.1亿元(+17.4%)，归母净利润2亿元(+25.7%)，扣非后约2.1亿元(+18.7%)。2023年公司前三季度实现收入31亿元(+23%)，归母净利润5.6亿元(+40.2%)，扣非后约5.7亿元(+32.1%)。省内外积极扩张，布局均衡且具备区位优势。目前公司在福建省内各地级市医院布局已完成，在本部所在地厦门深度布局视光中心，叠加省内多年塑造的良好品牌力以及名医资源，省内基本盘稳固；公司积极向省外扩张，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区，预计明年覆盖全国24个省会城市并向地级市扩展。报告期内，公司联合中电数字等四家公司共同投资成立华夏壹号基金，对眼科医院和眼科产业进行投资管理，目前华夏壹号已收购四川源聚爱迪眼科医院管理有限公司51%股权，该公司控股成都爱迪眼科医院(三甲)、恩施慧宜眼科医院(三级)、睢宁复兴眼科医院(二甲)及微山医大眼科医院(二级)。消费眼科业务略显疲软，基础眼科业务持续放量。受经济环境影响，消费眼科业务略显疲软，基础眼科等刚性需求逐步释放，更多依靠基础眼科实现营业收入较快增长。2023年前三季度公司白内障业务实现量价齐升，白内障业务量增长超30%，其中中高端白内障占比达70%以上，盈利能力进一步提升。未来公司将以基础眼科为根基，保持白内障业务优势，同时继续加大消费眼科投入，实现业绩增长双轮驱动。盈利能力表现向好，公司加大研发未来可期。2023年前三季度公司毛利率为50.6%(+2.6pp)，净利率18.4%(+2.4pp)，盈利能力表现良好。销售费用率为12.8(+0.9pp)，管理费用率为10.8%(+0.3pp)，主要受公司规模不断扩大所致。公司继续加大投入研发，2023年前三季度研发投入同比增长71.3%，开展多项课题研究，强化自身临床科研能力。

医疗服务板块2023年三季度报总结

重点公司点评

- **国际医学**：公司发布2023年三季度报，2023年第三季度实现收入11.3亿元（+34%），归母净利润-6.4万元（+100%），扣非后约-0.9亿元（+54.7%）。2023年公司前三季度实现收入33.4亿元（+74.7%），归母净利润-2.2亿元（+73.1%），扣非后约-3.5亿元（+55.6%）。公司聚焦核心医院，打造西北医疗服务高地。公司旗下西安高新医院为中国第一家社会办医三甲医院，开放床位1500张；西安国际医学中心医院为按三甲标准建设的三级综合医院，规划床位5037张，两家大型核心医院可减轻中西部地区优质医疗资源不足现状。另一方面，公司积极布局医美、康复医疗、辅助生殖等领域，业务结构将不断优化，公司蓄力静待启航。公司业绩持续向好，经营性现金流大幅改善。公司2023年Q3实现收入11.3亿元，同比+34%；2023年前三季度实现收入33.4亿元，同比+74.7%，已超过2021年29.2亿和2022年27.1亿的年营业收入。受营业收入增加影响，2023年前三季度公司实现经营性现金流净额6.9亿元，同比大幅增长24680%，其中第三季度实现的经营性现金流净额为2.8亿元，经营性现金流大幅改善。公司亏损加速收窄，年内有望实现单月盈亏平衡。公司业务规模持续提升，规模效益逐渐显现，加之内部管理逐步优化，业务结构调整，毛利率进一步提升，2023年Q3公司毛利率10.9%，同比+9.9pp，环比+3.6pp。随着亏损商洛医院的剥离，公司盈利表现进一步向好，2023年Q3公司归母净利润-6.4万元，同比+100%，亏损加速收窄。年底为医院传统业绩高峰，重症患者比重提高，均次费用回升，公司有望实现单月盈亏平衡。

医疗服务板块2023年三季度报总结

医疗服务板块成分股（按市值排序）

单位（百万元）：收入同比增量、净利润同比增量、四费

成分股增速	23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3		市值(亿元) 2023.09.30	收入同比增 量	归母净利润 同比增量	研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比
爱尔眼科	20%	28%	33%	37%	17%	38%	23%	35%	1,676.3	2996	824.20	246.03	1.5%	1607.02	10.0%	2084.38	13.0%	64.00	0.4%
华厦眼科	15%	34%	38%	65%	17%	26%	23%	40%	371.5	580	159.75	62.35	2.0%	398.17	12.8%	334.33	10.8%	15.97	0.5%
通策医疗	3%	1%	4%	5%	0%	-6%	2%	-1%	282.8	45	(3.44)	43.85	2.0%	20.28	0.9%	192.63	8.8%	23.72	1.1%
美年健康	55%	-61%	47%	-175%	-1%	-22%	25%	158%	266.2	1467	614.19	41.61	0.6%	1651.97	22.9%	577.15	8.0%	215.36	3.0%
国际医学	247%	-83%	51%	-12%	34%	-100%	75%	73%	180.6	1430	604.77	9.53	0.3%	22.38	0.7%	432.42	12.9%	165.08	4.9%
普瑞眼科	39%	335%	73%	420%	45%	93%	51%	237%	175.7	733	223.24	7.16	0.3%	346.45	16.0%	262.94	12.1%	45.98	2.1%
新里程	2%	1708%	9%	-28%	12%	-138%	8%	-70%	117.3	180	(78.80)	6.91	0.3%	140.96	5.6%	440.13	17.6%	83.00	3.3%
信邦制药	2%	-28%	6%	78%	2%	-17%	3%	2%	93.3	137	5.54	2.05	0.0%	254.85	5.3%	308.01	6.4%	24.41	0.5%
盈康生命	35%	64%	18%	34%	32%	185%	28%	69%	64.7	240	38.54	42.56	3.9%	47.18	4.3%	117.18	10.6%	1.77	0.2%
何氏眼科	27%	118%	39%	37%	7%	-12%	22%	51%	55.9	173	33.68	7.87	0.8%	125.46	13.3%	149.80	15.9%	(14.09)	-1.5%
创新医疗	19%	-85%	22%	-96%	-2%	-131%	12%	-11%	40.6	67	(1.35)	0.00	0.0%	7.82	1.3%	82.94	13.7%	(10.54)	-1.7%
光正眼科	16%	-78%	113%	-147%	21%	-97%	44%	-92%	35.6	255	(1.17)	1.54	0.2%	139.15	16.8%	100.53	12.2%	29.89	3.6%
澳洋健康	-15%	12%	33%	-106%	-13%	-120%	-3%	60%	28.9	(56)	14.83	1.69	0.1%	36.79	2.3%	97.56	6.0%	26.03	1.6%

中药板块2023年三季报总结

- ◆ 中药板块2023年前三季度收入2194亿元（+13.4%），归母净利润285.8亿元（+40.7%），扣非归母净利润291.4亿元（+27%）。分季度看，板块22Q4/23Q1/23Q2/23Q3收入分别为831/911/835/755亿元（+16.2%/+14.7%/+16.3%/+3%），归母净利润分别为72/130/101/82亿元（+37.1%/+56.7%/+34%/12.1%）。
- ◆ 从盈利能力看，2023年前三季度板块毛利率为43%（+1.1pp），净利率为14%（+2.8pp），四费率为33%（-1pp）。2023Q3板块毛利率42.4%（-0.4pp），净利率10.8%（+0.9pp）。随着产品结构变化，以及通过提价策略，中药板块整体毛利率有所提升。从四费率来看，中药大部分国企改革的中药企业也在不断提质增效，费用率也在持续下行。

中药板块22Q1-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	794.0	718.2	732.9	831.3	910.7	835.3	754.7
同比增速	1.8%	3.0%	2.5%	16.2%	14.7%	16.3%	3.0%
归母净利润	82.9	75.1	72.7	71.7	129.8	100.6	81.5
同比增速	-5.5%	-13.5%	-3.6%	37.1%	56.7%	34.0%	12.1%

中药板块22Q1-23Q3盈利能力指标概览

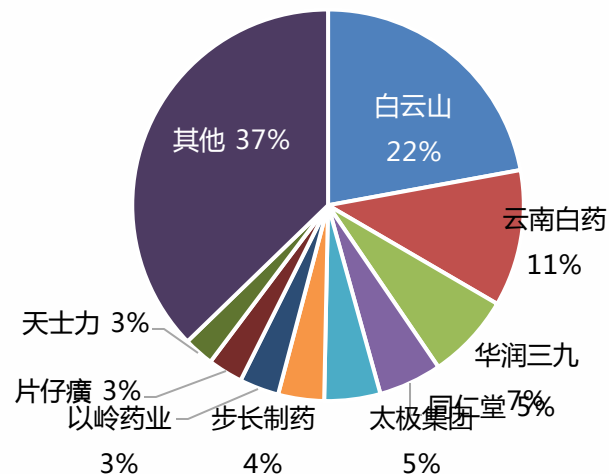
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	43.8%	42.9%	42.8%	43.5%	45.6%	43.6%	42.4%
净利率	10.4%	10.5%	9.9%	8.6%	14.3%	12.0%	10.8%
销售费用率	21.5%	22.1%	22.9%	23.5%	21.9%	22.5%	21.7%
管理费用率	4.4%	5.3%	5.0%	6.0%	4.4%	4.8%	5.4%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	2.3%	2.8%	2.7%	3.7%	2.1%	2.5%	2.8%

中药板块2023年三季度报总结

中药板块

- 62家中药板块公司2023年前三季度收入总额增速为13.4%、归母净利润总额增速为40.7%。收入和利润高速增长，主要原因在于感冒呼吸类用药在上半年增速较好，高毛利产品占比提升带来毛利率增长，同时加大成本控制，费用率下降，带来整体利润率提升。
- 从盈利水平看，高毛利产品占比提升和产品提价，毛利率提升至43%（+1.1pp），净利率为10.8%（+2.8pp）。
- 从收入贡献看，白云山、云南白药、华润三九、同仁堂、太极集团、步长制药、以岭药业、片仔癀、天士力等贡献最高。
- 从净利润贡献看，云南白药、白云山、片仔癀、华润三九、济川药业、以岭药业、同仁堂、吉林敖东、天士力等贡献最高。

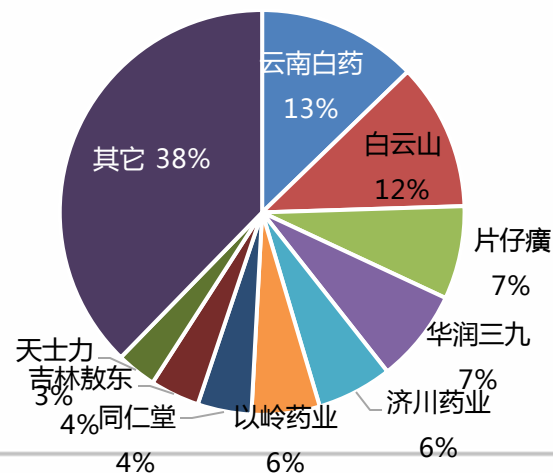
23Q1-Q3收入前十占比



子板块23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	13.4%	2	6	43	19
占比		3%	10%	69%	31%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	40.7%	14	20	42	20
占比		23%	32%	68%	32%

23Q1-Q3归母净利润前十占比

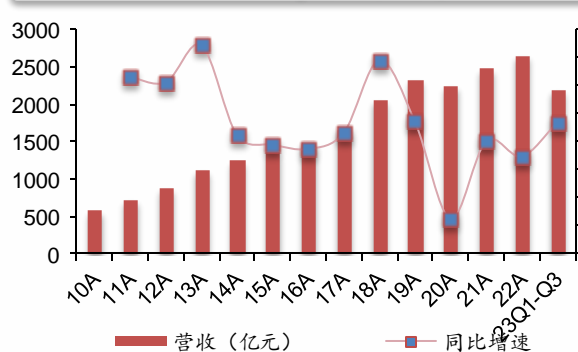


中药板块2023年三季度报总结

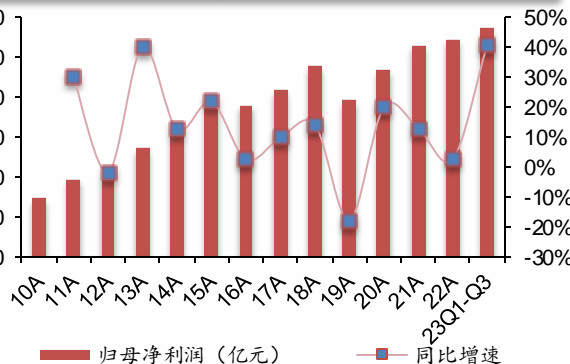
累计季度表现

- 中药板块2023年前三季度收入2194亿元 (+13.4%)，归母净利润285.8亿元 (+40.7%)，扣非归母净利润291.4亿元 (+27%)。四费率为33% (-1pp)，销售费用率25% (-0.6pp)，管理费用率5% (-0.2pp)，研发费用率0% (-0.1pp)，研发费用率为3% (-0.2pp)。

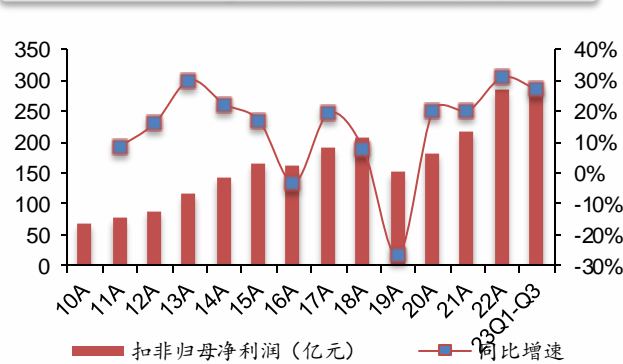
2010~23Q3收入及增速



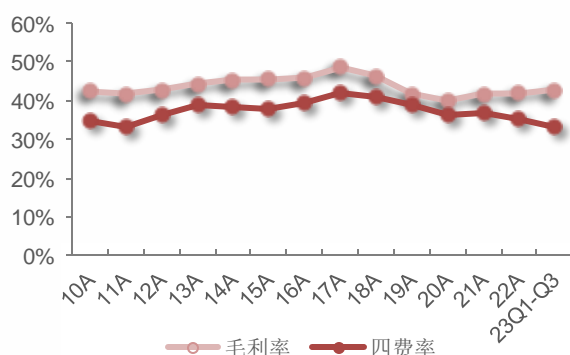
2010~23Q3归母净利润及增速



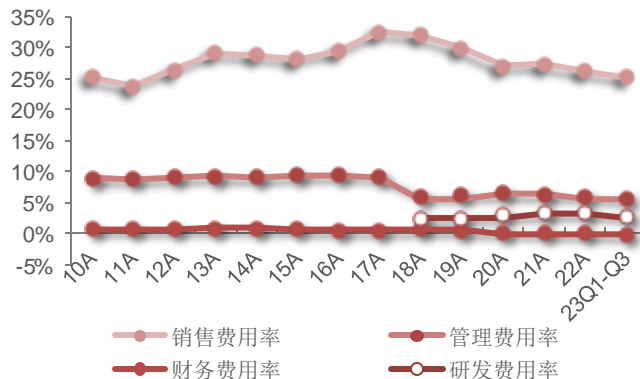
2010~23Q3扣非归母净利润及增速



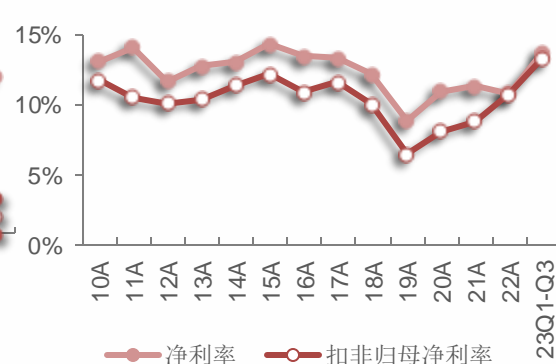
2010~23Q3毛利率与四费率变化趋势



2010~23Q3期间费用率变化趋势



2010~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

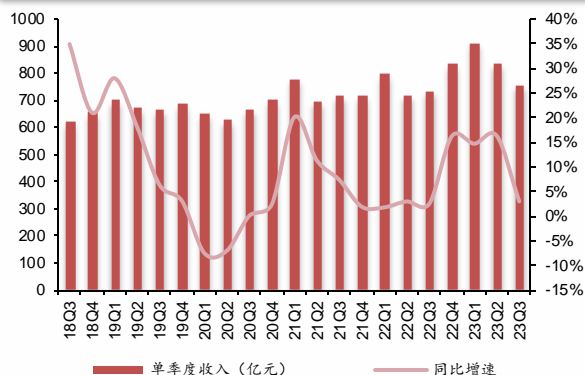
数据来源：Wind，西南证券整理

中药板块2023年三季度报总结

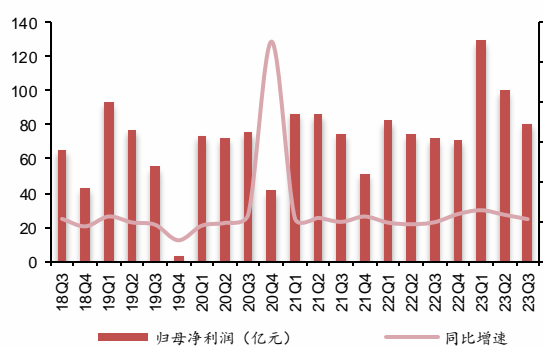
单季度表现

- 中药板块2023年第三季度收入754.7亿元 (+3%)，归母净利润81.5亿元 (+12.1%)，扣非归母净利润74.2亿元 (+4.8%)，四费率为29.7% (-0.9pp)，销售费用率21.7% (-1.2pp)，管理费用率5.4% (+0.4pp)，财务费用率为-0.2% (-0.3pp)，研发费用率2.8% (+0.1pp)。

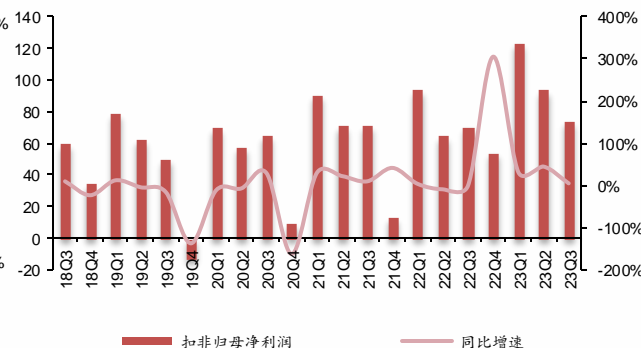
18Q3~23Q3收入及增速 (单季度)



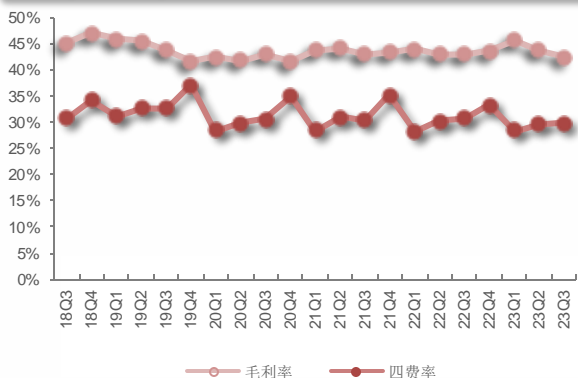
18Q3~23Q3归母净利润及增速 (单季度)



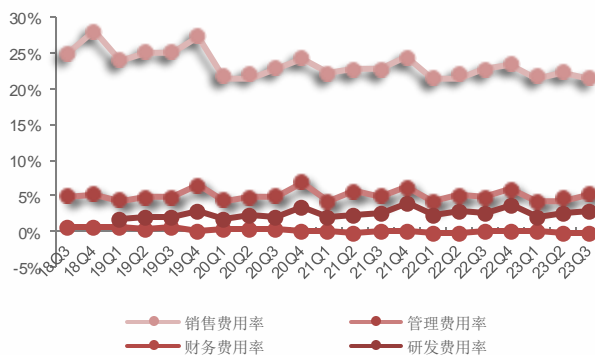
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速 (单季度)



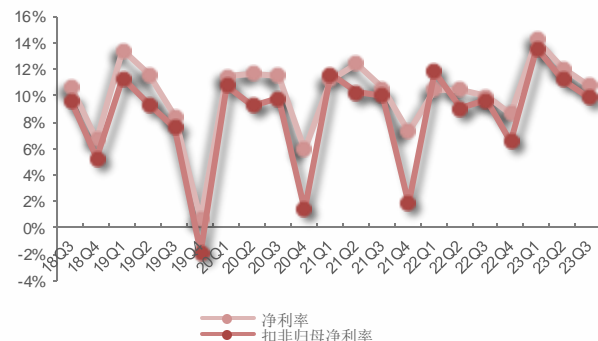
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势 (单季度)



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势 (单季度)



18Q3~23Q3净利率变化趋势 (单季度)



零售药店板块2023年三季度报总结

药店板块：门诊统筹政策利好龙头，把握“开店”与“店效”的双重弹性，板块估值修复可期

- **23Q3业绩短期承压，门店稳健增长。** 2023前三季度7家连锁药店公司实现收入768.4亿元（+16.9%）；归母净利润40.7亿元（+18.7%）；扣非归母净利润39.1亿元（+17.9%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为257.9/258.9/251.5亿元，同比增长26.5%/15.7%/9.7%；归母净利润分别为15.3/14.5/10.9亿元，同比增长32%/17.3%/5.6%；扣非归母净利润分别为14.8/14/10.3亿元，同比增长30.6%/19%/2.2%。
- **23Q1-3历史复盘：23Q1受流感、疫情反复影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，一季度疫后复苏稳健增长。23Q2-Q3业绩增速放缓，季度业绩环比下降。** 主要有以下原因：1）积压的大量库存逐步消化，消费者需求饱和，短期健康购药需求有一定扰动。2）受个人账户改革以及医保门诊统筹政策影响。各地医疗机构推进门诊统筹速度不均衡，部分地区的门诊统筹政策在公立医院以及医疗机构优先放开，从而出现顾客短期回流的情况。此外，我们关注到23Q3龙头门诊统筹资质药房占比稳步上升，但由于处方流转药店衔接仍需时间，相关业绩增量仍有较大增长空间。3）通过社零数据反馈，短期7、8月消费力下降。9月受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，社零数据边际向上，社零总额同比增长5.5%，环比上涨0.9个百分点，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，Q4消费力有望持续修复。
- **统筹服务各地陆续推进，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性。** 1）政策利好：2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。我们认为此政策利好龙头零售药店获客，重点聚焦两点：统筹门店申请条件优化，处方药加速外流。2）门店稳健扩张，建议关注并购节奏：连锁药店步入“万店时代”，品类结构持续优化。截至2023Q3末，6家药店门店数分别为：老百姓（13065家）、大参林（12993家）、益丰药房（12350家）、一心堂（10008家）、漱玉平民（6778家）、健之佳（4771家）。药店板块全年维持较高的门店扩张速度，大型连锁药店有望率先发力，引领行业复苏。3）盈利能力：随着精细化管理，调整品类结构，高毛利的保健品、中药等占比持续提升，盈利能力有望稳定且小幅提升。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。** 1）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，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。2）处方外流加速，线上线下融合发展。集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。
- **投资建议：**建议关注稳健的大型连锁药店，推荐大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；并购门店整合不及预期；药品降价风险；政策波动风险。

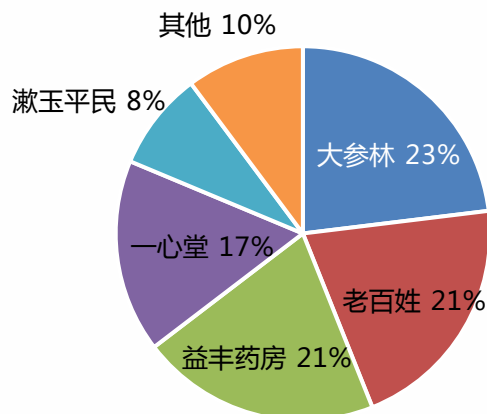
零售药店板块2023年三季度报总结

- 药店板块此次共选取7家公司。板块2023Q1-3收入总额增速为16.9%，归母净利润增速为18.7%。收入方面，共有6家公司实现正增长，其中有1家同比增速高于30%，1家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，共有6家公司归母净利润实现正增长，有1家同比增速高于30%，1家公司利润出现同比下滑。
- 2023Q1-3板块毛利率为35%，同比下降0.8pp；四费率为28%，同比下降1pp，销售费用率为23%，同比下降0.9pp，管理费用率为4%，同比下降0.1pp；财务费用率为1%，同比下降0.1pp。

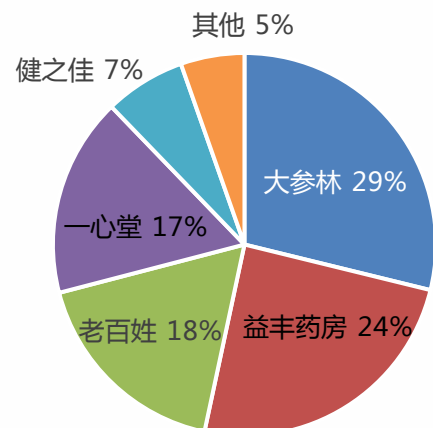
子板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	16.94%	0	1	6	1
占比		0%	14%	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	18.73%	0	1	6	1
占比		0%	14%	86%	14%

23Q1-3收入占比



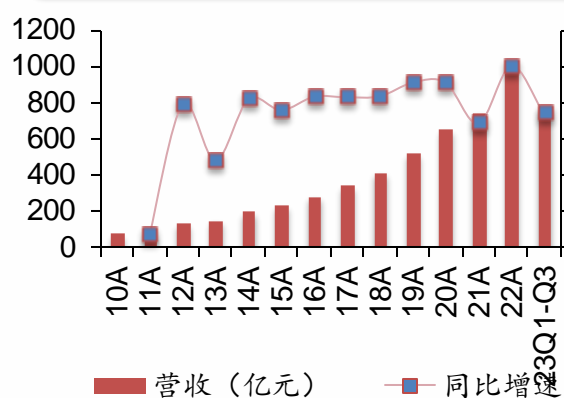
23Q1-3归母净利润占比



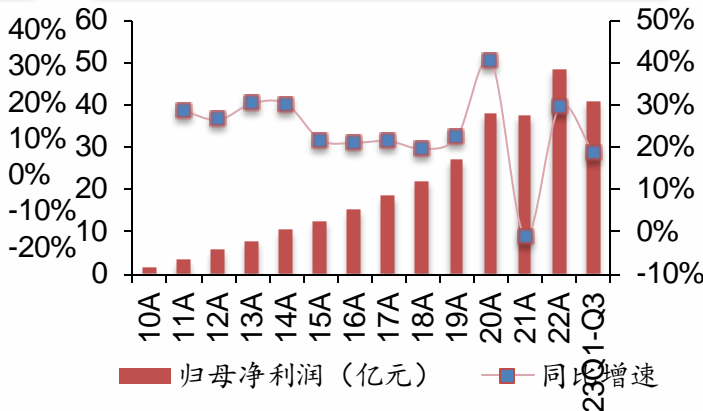
零售药店板块2023年三季度报总结

□ 累计季度表现

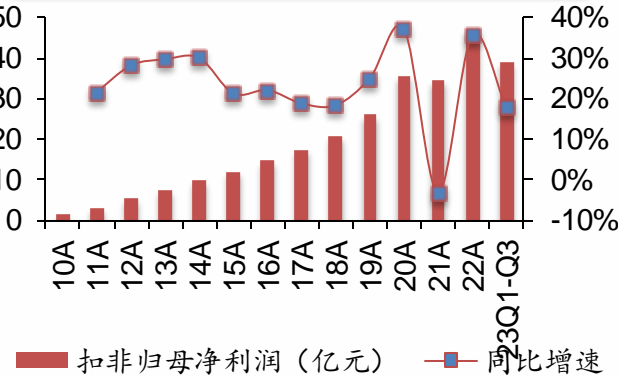
10年~23Q3收入及增速



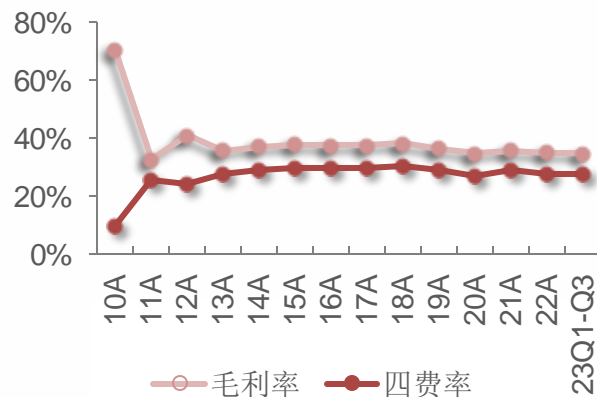
10年~ 23Q3归母净利润及增速



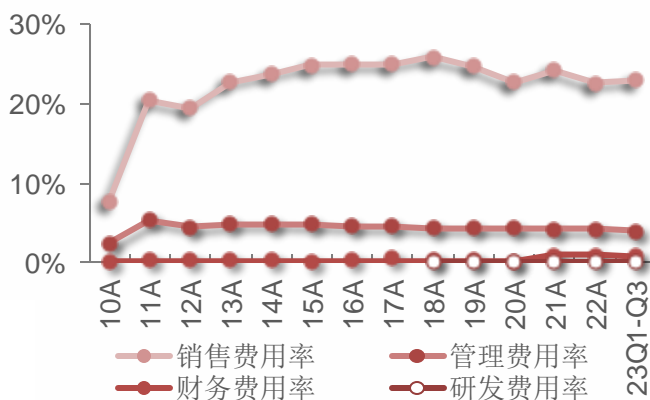
10年~ 23Q3扣非归母净利润及增速



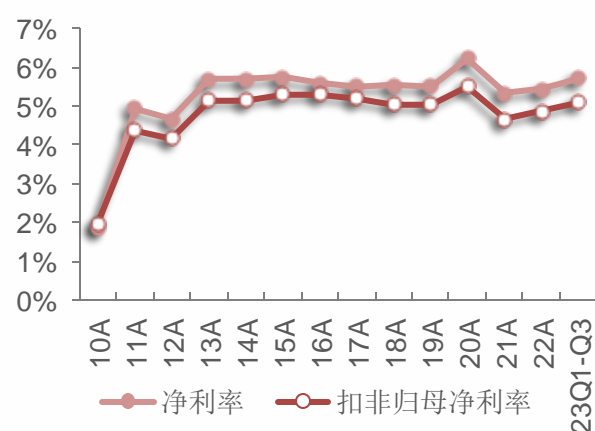
10年~ 23Q3毛利率与四费率变化趋势



10年~ 23Q3期间费用率变化趋势



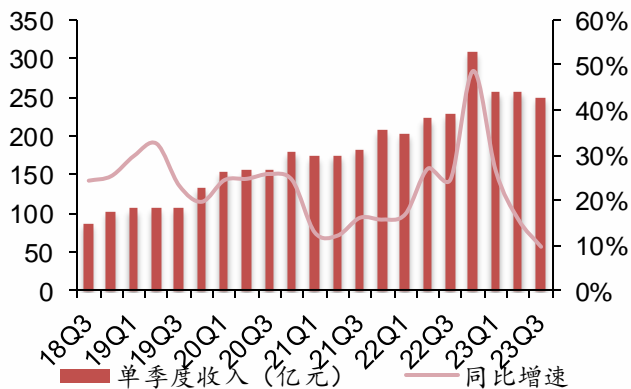
10年~ 23Q3净利率变化趋势



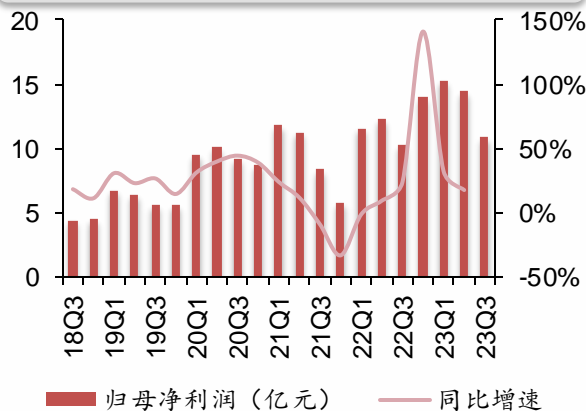
零售药店板块2023年三季度报总结

□ 单季度表现

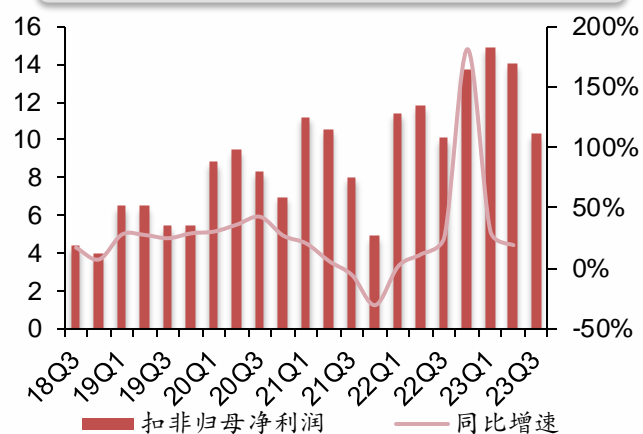
18Q3~23Q3收入及增速



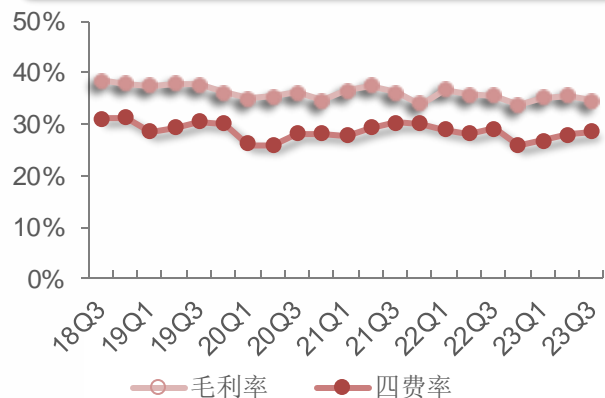
18Q3~23Q3归母净利润及增速



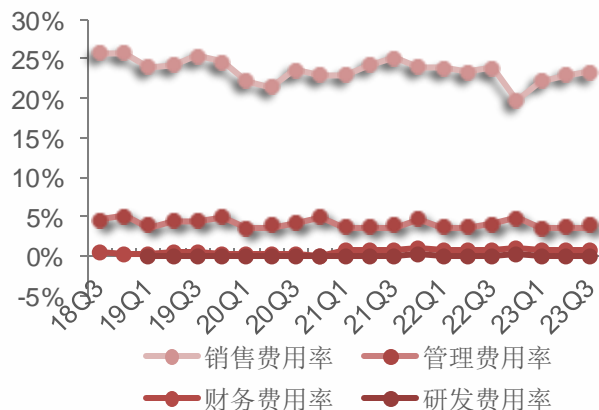
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速



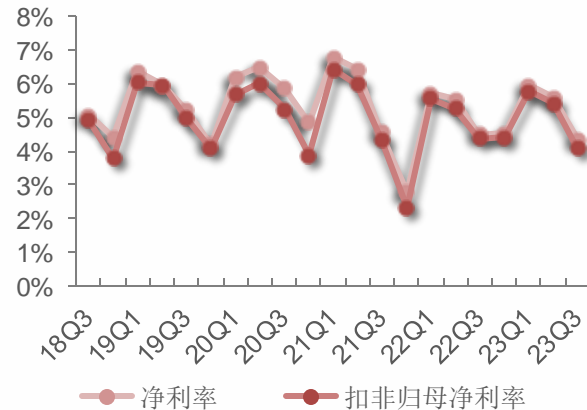
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



零售药店板块2023年三季度报总结

- 23Q3业绩短期承压，门店稳健增长。** 2023前三季度7家连锁药店公司实现收入768.4亿元（+16.9%）；归母净利润40.7亿元（+18.7%）；扣非归母净利润39.1亿元（+17.9%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为257.9/258.9/251.5亿元，同比增长26.5%/15.7%/9.7%；归母净利润分别为15.3/14.5/10.9亿元，同比增长32%/17.3%/5.6%；扣非归母净利润分别为14.8/14/10.3亿元，同比增长30.6%/19%/2.2%。
- 21年-23Q3历史复盘：**21年药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及四大类药品管控，21年业绩增速全年放缓。板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏，22Q4业绩表现亮眼，主要受疫情放开影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，23Q1疫后复苏稳健增长。**23Q2-Q3业绩增速放缓，季度业绩环比下降，主要有以下原因：**1) 积压的大量库存逐步消化，消费者需求饱和，短期健康购药需求有一定扰动。2) 受个人账户改革以及医保门诊统筹政策影响，各地医疗机构推进速度不均衡，部分地区的门诊统筹政策在公立医院以及医疗机构优先放开，从而出现顾客短期回流的情况。此外，我们关注到龙头门诊统筹资质药房占比稳步上升，但由于处方流转药店衔接仍需时间，相关业绩增量仍有较大增长空间。3) 通过社零数据反馈，短期7、8月消费力下降。9月受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，社零数据边际向上，社零总额同比增长5.5%，环比上涨0.9个百分点，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，Q4消费力有望持续修复。

药店板块2017-23Q3关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-3
营收	338.7	412.5	518.0	650.4	743.2	967.3	768.4
YOY	21.5%	21.8%	25.6%	25.6%	14.3%	30.2%	16.9%
归母净利润	18.4	22.0	26.9	37.8	37.3	48.3	40.7
YOY	21.5%	19.6%	22.4%	40.4%	-1.1%	29.4%	18.7%
扣非归母净利润	17.6	20.8	26.0	35.7	34.6	46.9	39.1
YOY	18.9%	18.4%	25.1%	37.2%	-3.2%	35.6%	17.9%
毛利率	37.8%	38.3%	36.7%	35.0%	35.9%	35.1%	35.0%
四费率	29.9%	30.5%	29.4%	27.0%	29.2%	27.6%	27.6%
净利率	5.5%	5.5%	5.5%	6.2%	5.3%	5.4%	5.7%
销售费用率	24.9%	25.8%	24.7%	22.6%	24.2%	22.5%	22.9%
管理费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.2%	3.8%
财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

药店板块22Q1-23Q3关键财务数据（单季度）

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	203.9	223.8	229.3	310.3	257.9	258.9	251.5
YOY	16.9%	27.0%	24.7%	48.7%	26.5%	15.7%	9.7%
归母净利润	11.6	12.4	10.3	14.0	15.3	14.5	10.9
YOY	-1.7%	9.0%	23.3%	140.9%	32.0%	17.3%	5.6%
扣非归母净利润	11.4	11.8	10.1	13.7	14.8	14.0	10.3
YOY	1.6%	11.7%	25.9%	181.4%	30.6%	19.0%	2.2%
毛利率	36.5%	35.5%	35.4%	33.6%	35.0%	35.5%	34.3%
四费率	28.7%	28.0%	29.0%	25.7%	26.7%	27.7%	28.3%
净利率	3.5%	3.9%	3.5%	4.5%	6.0%	5.6%	4.3%
销售费用率	23.9%	23.4%	24.0%	19.8%	22.3%	23.0%	23.4%
管理费用率	3.9%	3.7%	4.1%	4.8%	3.6%	3.9%	4.0%
财务费用率	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

零售药店板块2023年三季度报总结

重点公司业绩分析

- **大参林：业绩符合预期，门店保持高速扩张。**并购推进门店扩张，区域壁垒优势巩固。公司坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略，根据丰富的门店拓展和规模化运营经验，聚焦已进入省份的市占率，持续推进门店扩张。截至2023Q3末，公司在广东、广西、河南、湖北、陕西、黑龙江、新疆、山西、安徽等19个省份（含自治区及直辖市）共有12993家连锁门店（含加盟店3688家）。2023Q1-Q3公司净增2948家门店，其中新增自建门店1019家，加盟门店1681家，并购门店427家，关闭门店179家。
- **一心堂：业绩短期承压，期待疫后提速复苏。**直营门店数量稳步提升。公司逐步加强云南以外门店拓展速度，提升各市场门店经营规模效应。截至2023Q3末，直营门店数量10008家，2023Q3公司新增门店439家，其中云南省门店数量5358家，占比53.5%，其余省市门店数量4650家，占比46.5%，提升3.2%。非云南门店数量占比持续提升，主要集中在公司重点发展的川渝地区，占比42.7%，门店数量1983家。广西地区门店数量924家，山西地区门店数量708家，贵州地区门店数量510家，海南地区门店数量410家，其余市场门店数量合计115家。
- **益丰药房：业绩稳健增长，区域聚焦，稳健扩张。**2023Q1-3公司新增门店2240家（自建门店1046家，并购门店368家，加盟店826家），迁址门店49家，关闭门店109家。截至2023Q3末，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津十省市拥有门店总数12350家（加盟店2788家）。截止2023Q3末，公司9562家直营连锁门店，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的门店8327家，占公司门店总数比例为87.1%。
- **老百姓：业绩稳健增长，门店稳步扩张。**截至2023Q3末，公司在湖南、湖北、广东等20个省份（含自治区及直辖市）共有13065家连锁门店（含加盟店4120家）。2023Q1-Q3公司净增2709家门店，其中直营门店1479家，加盟门店1230家。截至报告期末，公司覆盖的20个省份中，门诊统筹政策已落地14个省份，全国可刷可互门店总计为2893家，占公司总店数的22.14%。从数据上来看，今年已纳入门诊统筹管理的零售药店在来客数和销售额方面均有较为明显的提升，且门诊统筹落地门店毛利率保持平稳。
- **健之佳：业绩稳健增长，省外扩张放量可期。**“自建+收购”双轮驱动，门店稳健扩张。公司门店覆盖云南、四川、重庆、广西、河北、辽宁六个省市。截至2023Q3末，公司门店总数为4711家，较年初门店数增长16.18%，同比增长18.28%。前三季度公司自建门店603家，收购门店61家，因发展规划及经营策略调整关闭门店8家，净增门店656家。店龄一年以内新店684家，占比14.5%，店龄二年以内次新店449家，占比9.5%，新店、次新店合计1133家，占比由上年同期的28.4%下降至24.1%；二年以上老店（含零星收购项目并入）共3578家，占比76%。

零售药店板块2023年三季度报总结

零售药店板块成分股（按市值排序）

成分股	23Q1-Q3		22Q1-Q3		2023Q1		2023Q2		2023Q3		23Q1-Q3		2023/11/2	收入同比 增量 (亿 元)	归母净利 同比增 量 (亿 元)	研发费用 (亿元)		销售费用 (亿元)		管理费用 (亿元)		财务费用 (亿元)	
	收入 (亿 元)	归母净利 润 (亿 元)	收入 (亿 元)	归母净利 润 (亿 元)	收入YOY	归母净利 润YOY	收入YOY	归母净利 润YOY	收入YOY	归母净利 润YOY	收入YOY	归母净利 润YOY	市值 (亿 元)	23Q1- Q3	23Q1- Q3	23Q1- Q3	占比	23Q1- Q3	占比	23Q1- Q3	占比	23Q1- Q3	占比
益丰药房	158.9	10.0	133.5	8.2	27%	24%	18%	21%	13%	19%	19%	21%	346.9	(4.43)	(0.17)	0.00	0.0%	1.69	12.7%	0.56	4.2%	(0.06)	-0.4%
大参林	177.2	11.7	148.2	9.2	27%	29%	20%	27%	12%	23%	20%	27%	277.2	7.87	0.09	0.08	0.1%	29.96	23.4%	3.21	2.5%	0.39	0.3%
老百姓	160.4	7.2	137.8	6.1	31%	20%	11%	3%	9%	33%	16%	18%	153.1	25.40	1.76	0.15	0.1%	40.52	25.5%	6.79	4.3%	0.63	0.4%
一心堂	128.1	6.9	120.3	6.8	11%	33%	7%	11%	2%	-30%	7%	1%	131.0	22.65	1.07	0.01	0.0%	33.56	20.9%	7.03	4.4%	1.38	0.9%
漱玉平民	65.3	1.6	52.5	1.3	31%	30%	21%	20%	22%	24%	25%	25%	79.3	29.06	2.51	0.36	0.2%	39.04	22.0%	8.35	4.7%	1.51	0.9%
健之佳	65.0	2.8	47.1	1.9	49%	160%	40%	39%	27%	15%	38%	42%	71.1	17.91	0.86	0.00	0.0%	17.14	26.4%	1.36	2.1%	0.94	1.4%
第一医药	13.4	0.6	17.8	0.7	17%	373%	-21%	-40%	-47%	-72%	-25%	-23%	25.9	12.87	0.32	0.00	0.0%	13.96	21.4%	2.18	3.3%	0.94	1.4%

零售药店板块2023年三季度报总结

重点公司指标分析

- 业绩对比：2023年前三季度药店整体表现稳健，23Q3业绩短期承压。其中，2023Q1-3大参林的收入和利润增速都是行业领先。益丰药房、老百姓、健之佳表现稳健。
- 门店数对比：从当期净增加门店数量来看，2023Q1-3大参林净增2948家门店，同比增长35.7%，位列行业最高；老百姓、益丰药房紧随其后，2023Q1-3分别净增2709家、2082家。截至2023Q3末，6家药店门店数分别为：老百姓（13065家）、大参林（12993家）、益丰药房（12350家）、一心堂（10008家）、漱玉平民（6778家）、健之佳（4771家）。

药店板块（一心堂、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、漱玉平民）数据对比

	2022						2023H1						2023Q1-3					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入 (亿元)	212.5	198.9	174.3	201.8	75.4	78.2	119.9	107.1	86.8	108.1	43.4	42.6	177.2	158.9	128.1	160.4	65.0	65.3
YoY	27%	30%	20%	29%	44%	47%	23%	22%	9%	20%	44%	26%	19.6%	19.0%	6.6%	16.4%	38.0%	24.5%
归母净利润 (亿元)	10.4	12.7	10.1	7.9	3.6	2.3	9.2	7.1	5.1	5.1	1.6	1.4	11.7	10.0	6.9	7.2	2.8	1.6
YoY	31%	43%	10%	17%	21%	100%	28%	22%	21%	12%	75%	25%	27%	21%	1%	18%	42%	25%
扣非归母净利润 (亿元)	10.1	12.3	9.9	7.4	3.6	2.2	9.0	6.8	5.1	4.9	1.6	1.3	11.6	9.7	6.8	6.5	2.7	1.6
YoY	41%	43%	10%	29%	28%	115%	27%	21%	27%	17%	65%	25%	27%	22%	5%	14%	37%	30%
经营性现金流 (亿元)	37.6	39.2	25.0	23.1	11.9	1.5	14.8	14.1	6.8	10.4	5.5	0.2	24.8	28.8	13.4	14.3	7.1	1.4
毛利率 (%)	37.8	39.5	35.1	31.9	36.1	28.6	37.4	40.0	33.6	32.7	34.8	30.9	37.1	39.6	33.1	32.5	35.9	30.1
净利率 (%)	5.1	7.2	5.8	4.8	4.8	3.0	8.0	7.5	5.9	5.7	3.6	3.3	6.9	7.1	5.4	5.3	4.3	2.4
销售费用率 (%)	24.3	24.5	23.4	19.3	25.4	20.5	21.5	25.7	23.4	20.5	25.7	21.3	22.0	25.5	23.4	15.7	26.4	21.4
管理费用率 (%)	5.6	4.7	2.6	5.5	2.8	2.7	4.6	4.4	2.5	4.4	2.0	3.4	4.7	4.3	2.0	3.3	2.1	3.3
财务费用率 (%)	1.0	0.5	0.6	1.2	1.4	1.0	0.8	0.4	0.2	0.8	1.5	1.4	0.9	0.4	0.2	0.7	1.5	1.4
存货周转率 (%)	3.5	3.6	3.4	4.1	2.9	3.7	1.9	1.8	1.6	1.8	1.3	1.5	2.5	2.7	2.4	2.7	1.9	2.4
应收账款周转率 (%)	24.2	13.6	11.3	11.7	18.3	14.5	11.4	6.3	5.2	5.5	8.2	5.0	16.9	9.2	3.1	7.8	12.4	6.8
门店数	10045	10268	9206	10783	4055	5456	11989	11580	9569	12291	4439	6332	12993	12350	10008	13065	4711	6778
YoY (同比)	22.6%	31.5%	7.5%	29.1%	33.2%	63.3%	34.8%	25.9%	6.4%	22.8%	35.2%	57.9%	35.7%	26.3%	8.7%	26.5%	18.3%	46.3%
其中：直营门店	8038	8306	9206	7649	4055	3325	8902	9089	9569	8524	4439	3868	9305	9562	10008	8945	4711	4015
加盟店	2007	1962	0	3134	0	2131	3087	2491	0	3767	0	2464	3688	2788	0	4120	0	2763
其中：当期自建	689	1241	1009	1695	324	318	610	692	531	963	381	202	1019	1046	802	1479	603	284
当期收购	310	545	0	0	718	450	362	202	0	0	61	342	427	368	0	351	61	407
当期加盟	1072	1030	0	1069	0	1382	1080	529	0	760	0	0	1681	826	0	1230	0	632
当期搬迁	0	145	186	158	0	0	0	30	103	0	0	0	0	49	0	595	0	0
当期闭店	219	212	177	175	31	35	108	81	65	0	4	1	179	109	0	183	8	1
当期净增	1852	2459	646	2431	1011	2115	1944	1312	363	1723	438	543	2948	2082	802	2282	656	1322

CXO板块2023年三季度报总结

- **2023Q1-3业绩增速放缓，商业化大订单逐步消化致使利润端整体承压明显。** CXO板块共选取20家公司，2023Q1-3收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%）；归母净利润约161.5亿元（-10.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润137.9亿元（+5.1%）；扣非净利润总额为约146.8亿元（-4%）。分季度看，板块23Q3收入为230.2亿元（-4.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现收入209.7亿元（+12%）；归母净利润50.4亿元（-15.5%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现归母净利润42.6亿元（-0.3%）；扣非归母净利润增速为-10.2%。2023Q1-3板块表观收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，Q4关注扣除新冠订单高基数后常规业务的恢复性增长。从盈利水平看，2023Q1-3 CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平（42%，+1.3pp）略有上升；期间费率较为稳定，财务费率（-1.5%，+0.5pp）、销售费率（2.3%，+0.2pp）、管理费（9.5%，+0.4pp）、研发费率（5.5%，+0.6pp）均有小幅提升，主要由于CXO企业表观收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率、规模效应等将有望拉动板块整体盈利能力持续提升。
- **宏观维度：美联储加息预期见顶，板块估值体系有望重塑。** 1) 在通胀和需求双回落背景下，2023H2美联储加息周期预期见顶，生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度或将持续。** 预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。1) **海外**：2022年投融资事件数、总额有所下降，2023Q1-3全球医疗健康行业融资活动持续回暖，2022、2023Q1-3投融资总额分别为5609.7亿元（-52.8%）、4483.7亿元（+0.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、2264件（-2.4%）；2) **国内**：一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖，2022年、2023Q1-3国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、850.2亿元（-25.1%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、962件（+12.1%），投融资活动强度仍在波动中，创新药研发景气度有望持续修复。2023Q1-3我国创新药新增IND数量1133个（+18%）、新增NDA数量185个（+58.1%）；单Q3新增IND数量359个（-3.5%）、新增NDA数量67个（+55.8%），较2022年同期增长显著，创新需求仍将持续。
- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。** 1) 新冠大订单陆续交付，22年收入、利润均实现高增长；2) 在建工程、固定资产增速较2022年有所放缓；3) 合同负债与预收账款稳健增长，在手订单增速略有放缓。
- **未来展望：1) 短期维度：**国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现；海外产能转移趋势持续；2) **中期维度：**多肽类药物商业化在即，CDMO空间广阔；国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头；3) **长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**建议关注产业链布局一体化平台型CXO企业，推荐CRDMO/CTDMO一体化龙头企业药明生物、药明康德，临床CRO康龙化成、泰格医药，小分子CDMO凯莱英、九洲药业、博腾股份、皓元医药等，多肽CDMO相关标的诺泰生物、圣诺生物等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

CXO板块2023年三季度报总结

新冠大订单陆续交付，23Q1-3板块表现业绩明显承压

CXO板块共选取20家公司，2023Q1-3收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%）；归母净利润约161.5亿元（-10.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润137.9亿元（+5.1%）；扣非净利润总额为约146.8亿元（-4%）。分季度看，板块23Q3收入为230.2亿元（-4.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现收入209.7亿元（+12%）；归母净利润50.4亿元（-15.5%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现归母净利润42.6亿元（-0.3%）；扣非归母净利润增速为-10.2%。2023Q1-3板块表现收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，Q4关注扣除新冠订单高基数后常规业务的恢复性增长。

从盈利水平看，2023Q1-3 CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平（42%，+1.3pp）略有上升；期间费率较为稳定，财务费率（-1.5%，+0.5pp）、销售费率（2.3%，+0.2pp）、管理费率（9.5%，+0.4pp）、研发费率（5.5%，+0.6pp）均有小幅提升，主要由于CXO企业表现收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率、规模效应等将有望拉动板块整体盈利能力持续提升。

CXO板块21Q3-23Q3业绩速览

(亿元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
单季度收入	149.6	175.2	199.5	236.5	240.1	248.0	220.4	232.8	230.2
同比增速	36.7%	42.9%	71.5%	71.4%	60.5%	41.6%	10.5%	-1.6%	-4.1%
归母净利润	29.6	42.8	40.1	79.9	59.6	36.7	48.4	62.7	50.4
同比增速	47.5%	72.7%	36.2%	125.8%	101.4%	-14.3%	20.6%	-21.5%	-15.5%
扣非归母净利润	26.3	25.9	39.5	57.9	55.7	39.4	42.6	54.2	50.0
同比增速	65.4%	32.6%	100.9%	103.6%	110.2%	50.0%	8.0%	-6.4%	-10.2%

CXO板块21-23Q3盈利能力指标概览

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	39.9%	38.0%	39.1%	41.4%	41.3%	39.9%	41.2%	42.5%	42.4%
净利率	19.8%	24.4%	20.1%	33.8%	24.8%	14.8%	22.0%	26.9%	21.9%
销售费率	2.4%	2.6%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
管理费率	10.5%	10.9%	9.1%	8.8%	9.5%	9.7%	9.7%	9.1%	9.6%
财务费率	-0.6%	0.3%	0.3%	-3.3%	-2.7%	1.1%	1.1%	-4.5%	-0.8%
研发费率	5.2%	5.0%	4.6%	4.9%	5.5%	5.8%	5.5%	5.2%	5.7%

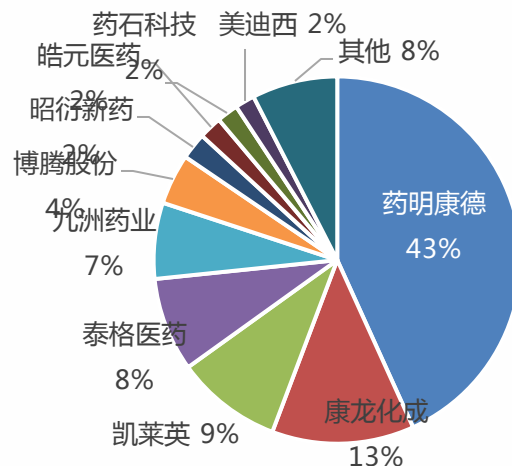
CXO板块2023年三季度报总结

龙头CXO企业为业绩主要贡献者

2023Q1-3：CXO板块实现收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%），14家样本公司收入实现正增长，5家公司收入增速超30%、6家公司净利润增速超30%；2家公司收入增速超50%，3家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，**2023Q1-3**药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、九洲药业贡献比例为43%、13%、9%、8%、7%；从净利润贡献看，药明康德、凯莱英、泰格医药、康龙化成、九洲药业贡献比例为50%、14%、12%、7%、6%。

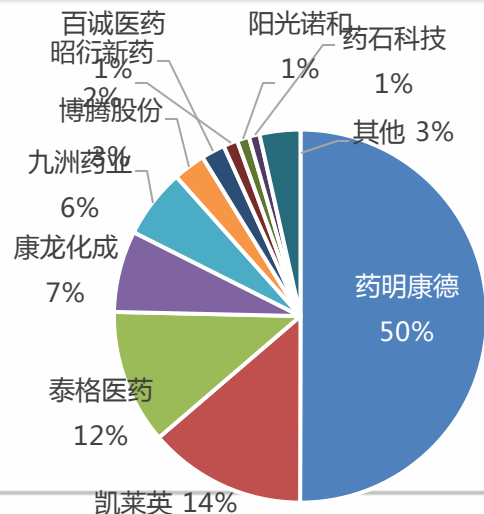
2023Q1-3板块收入占比



板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	1.08%	2	5	14	6
占比		10%	25%	70%	30%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-10.10%	3	6	11	9
占比		15%	30%	55%	45%

2023Q1-3板块归母净利润占比

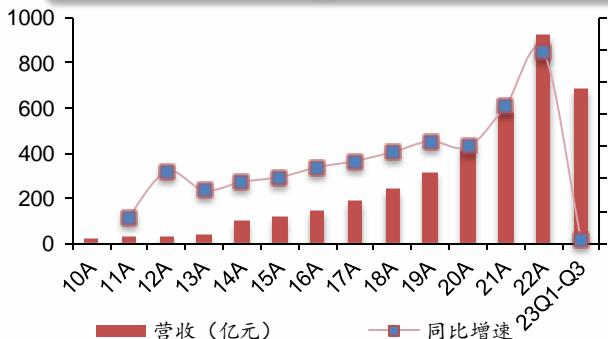


CXO板块2023年三季报总结

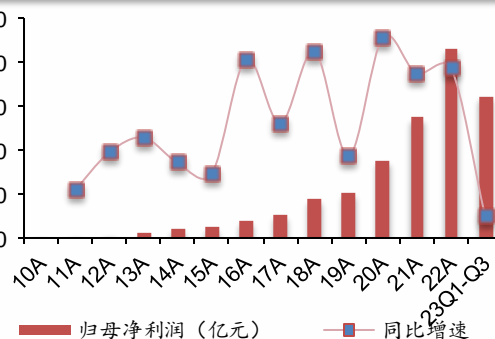
累计季度表现

2023Q1-3业绩增速放缓，商业化大订单逐步消化致使利润端整体承压明显。20家CXO代表企业2023Q1-3实现收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%），在2022年同期高基数下增速明显放缓；归母净利润约161.5亿元（-10.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润137.9亿元（+5.1%）；扣非净利润总额为约146.8亿元（-4%），随着商业化大订单交付进入尾声，CXO板块表观业绩增速放缓。扣除商业化大订单高基数后药明康德、凯莱英、博腾股份常规业务恢复性高增，增速分别为23.4%/24.5%/~40.3%；投融资活动影响下前端实验室服务、CGT等新兴业务增速放缓。

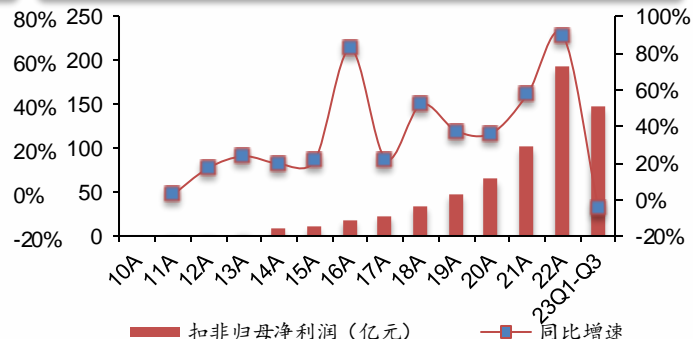
2010年~23Q1-3收入及增速



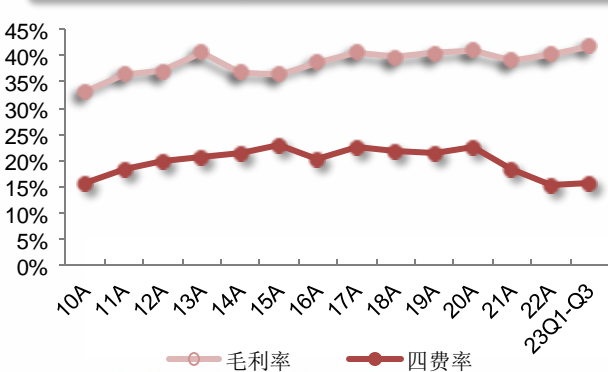
2010年~23Q1-3归母净利润及增速



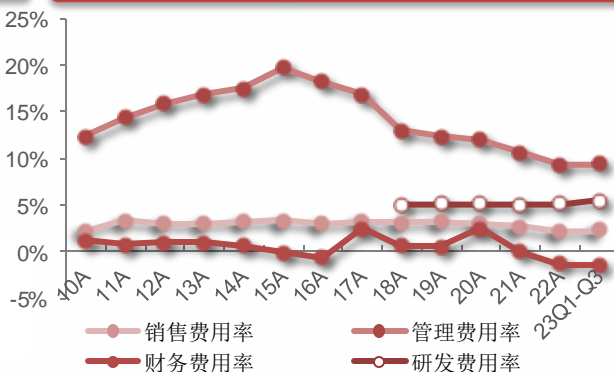
2010年~23Q1-3扣非归母净利润收入及增速



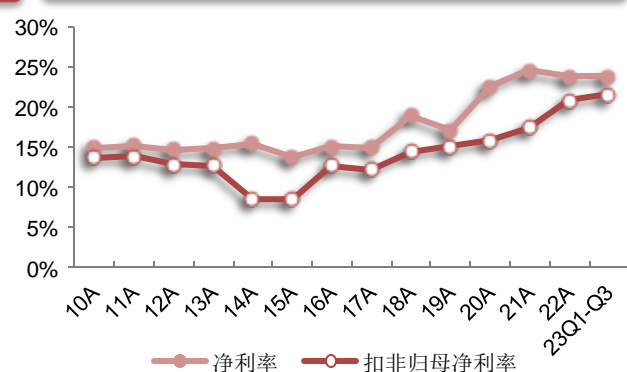
2010年~23Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~23Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~23Q1-3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

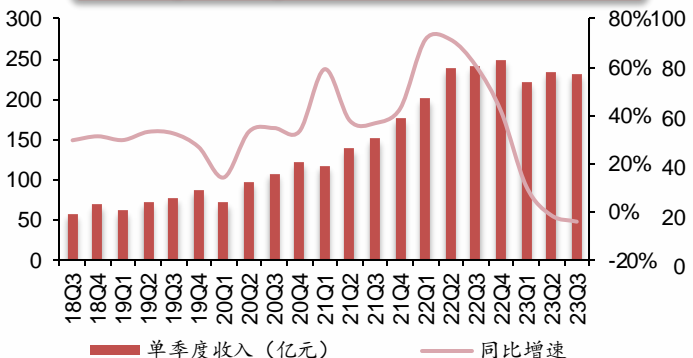
数据来源：Wind，西南证券整理

CXO板块2023年三季度报总结

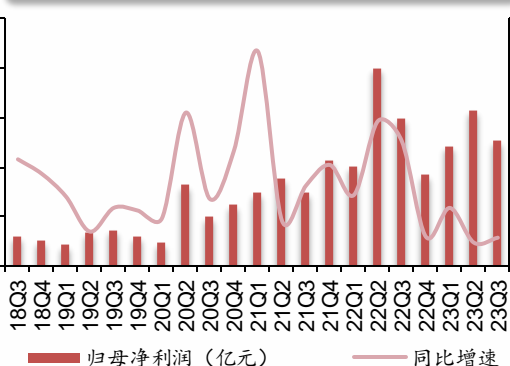
单季度表现

2023Q3各项业绩指标回落，板块增速趋缓。 20家CXO企业2023Q3收入为230.2亿元（-4.1%），剔除新冠收入贡献后预计实现收入209.7亿元（+12%）；归母净利润50.4亿元（-15.5%），剔除新冠收入贡献后预计实现归母净利润42.6亿元（-0.3%）；扣非归母净利润增速为-10.2%。新冠订单受益下同期高基数、疫情影响商务洽谈及订单转化、投融资情绪下行等因素共同影响，23Q3各项业绩指标在Q2基础上继续调整；中长期仍持续看好创新产业链推动板块增速。

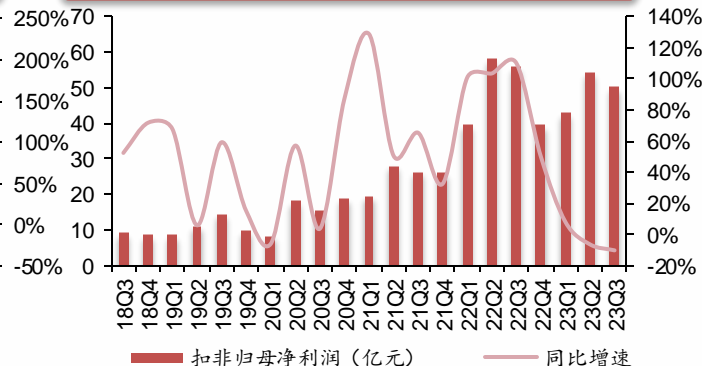
18Q3~23Q3收入及增速（单季度）



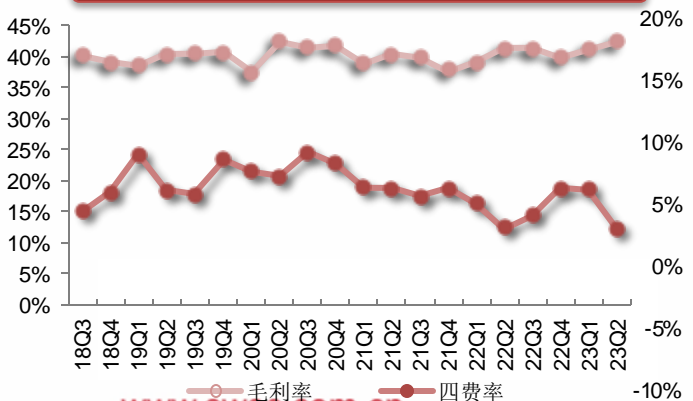
18Q3~23Q3归母净利润及增速（单季度）



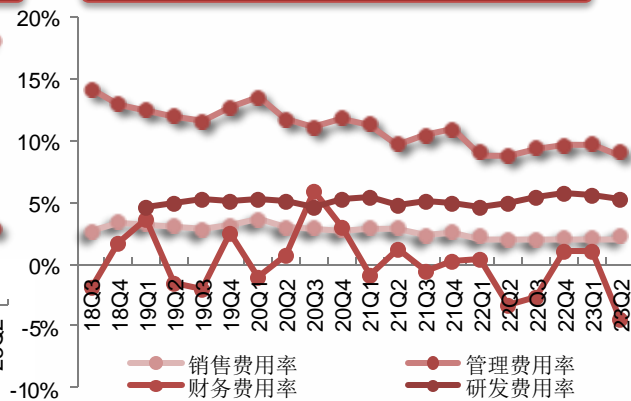
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



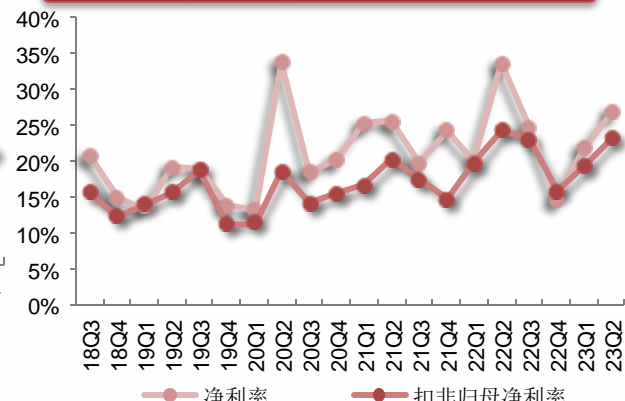
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



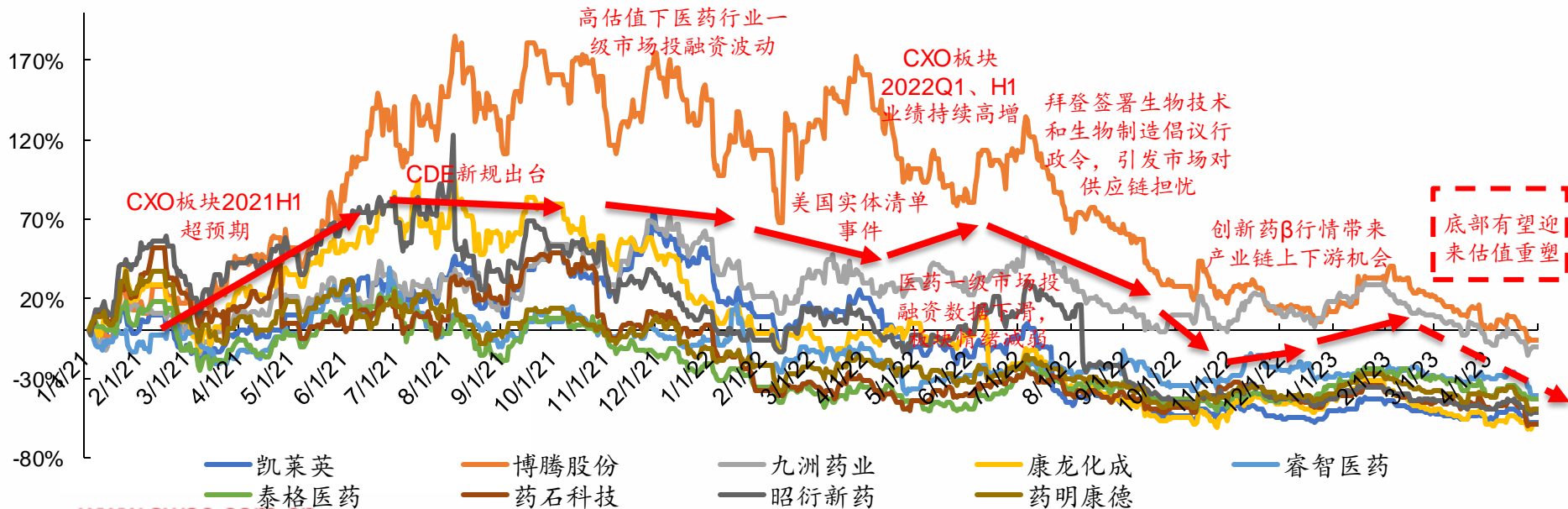
CXO板块2023年三季报总结

宏观维度：美联储加息预期见顶，板块估值体系有望重塑

美联储加息预期见顶，医药一级投融资在宏观大背景下或将持续修复。美国货币政策方面，2021年起美联储较大幅度向上修正经济预期和通货膨胀预期，联邦基金利率市场已充分定价；2022年内美联储已连续加息6次，累计加息375个基点；当地时间6月14日美联储宣布将联邦基金利率的目标区间维持在5-5.25%，该决策得到FOMC投票委员全票赞成。7月美国CPI同比上涨3.2%，涨幅略高于6月的3%，核心CPI同比上涨4.7%，为2021年10月以来最低水平，核心通胀压力正边际减弱。在通胀和需求双回落背景下，2023H2美联储加息周期预期见顶，生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会。

头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。头部CXO企业新冠商业化订单带来的一次性业绩高速增长对估值的扰动已基本出清，内生业务增速将重塑CXO估值体系。我们认为，当前CXO板块已回落至历史低位，具备较高配置价值。

部分CXO公司股价复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理，数据更新至2023年10月31日最新收盘价

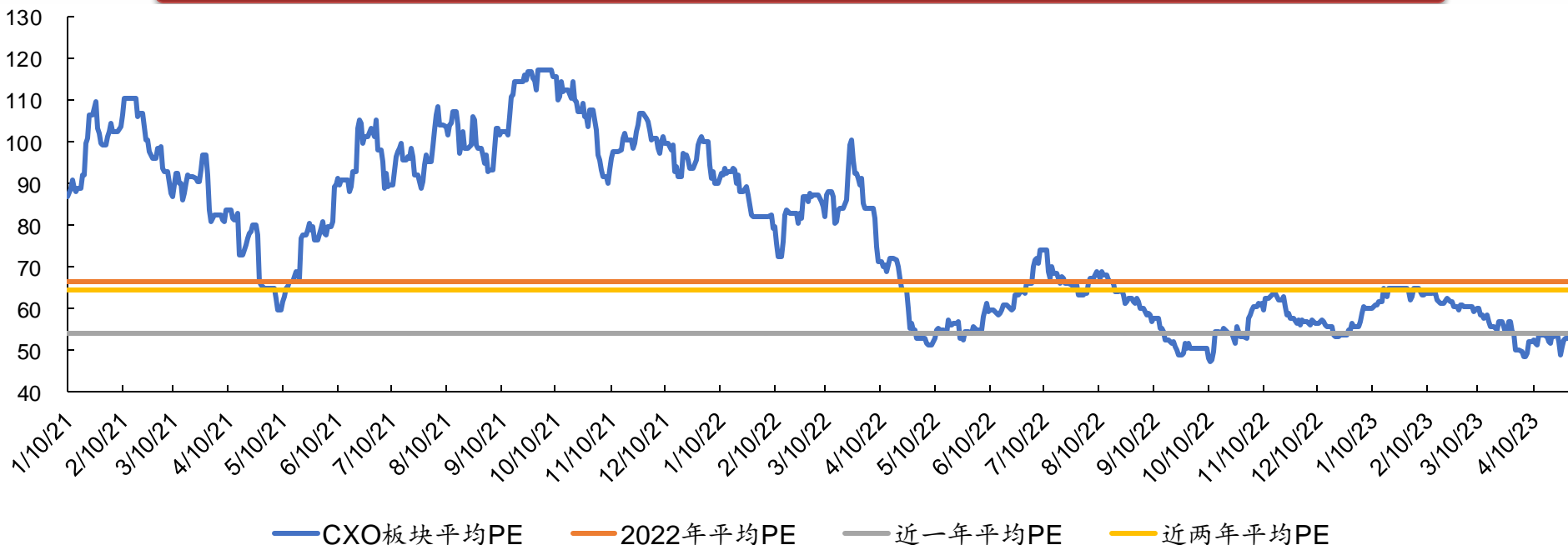
CXO板块2023年三季报总结

宏观维度：板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化

CXO板块估值回落至历史底部。2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，目前主要CXO公司PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值。

CXO个股估值仍处于分化。博腾股份（PE-TTM 8×）、睿智医药（PE-TTM 12×）、凯莱英（PE-TTM 17×）等公司估值相对较低；和元生物（PE-TTM 160×）、博济医药（PE-TTM 128×）、诺泰生物（PE-TTM 82×）、诺思格（PE-TTM 64×）等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下。经过市场调整，目前CXO个股估值仍处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)



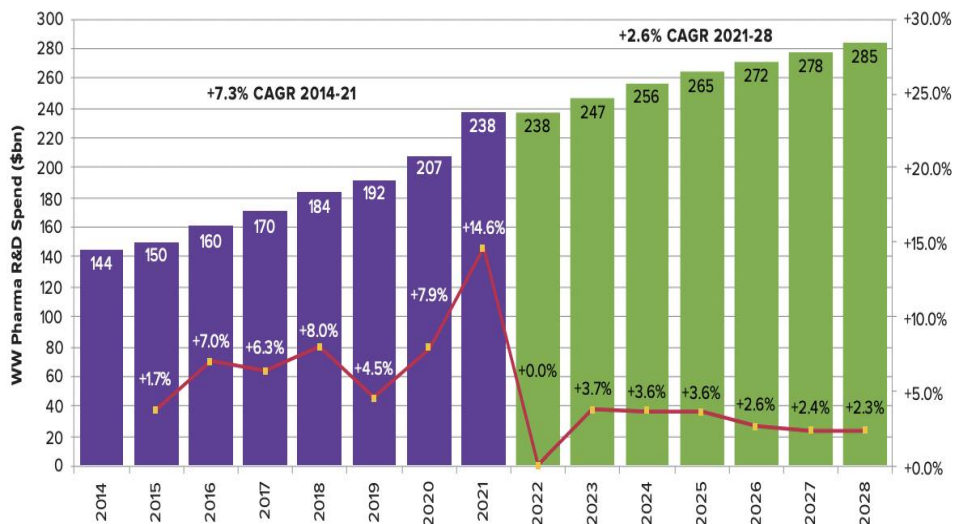
CXO板块2023年三季报总结

行业维度：全球医药研发投入稳健增长，我国医药生物研发开支仍有波动

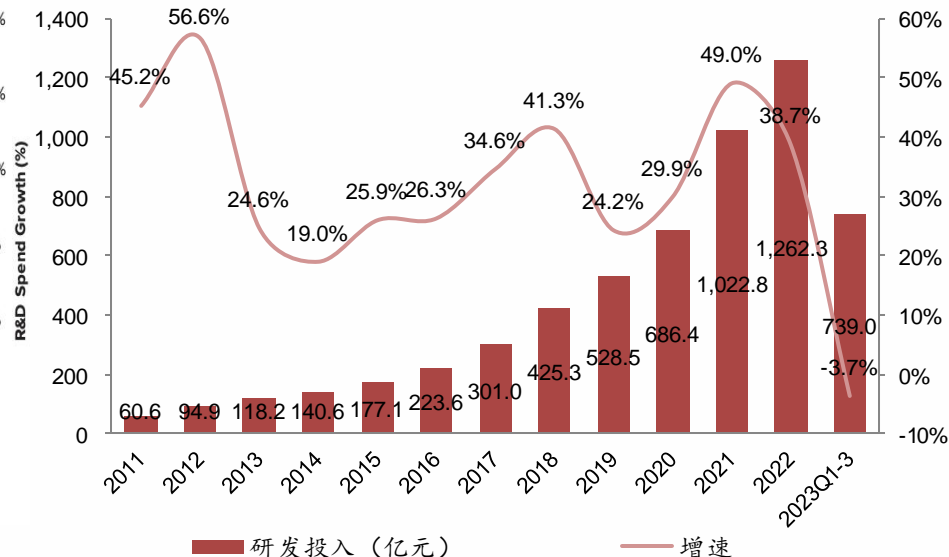
全球医药生物企业研发投入稳步增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。

我国医药生物企业研发开支持续高增，单季度表现仍有波动。我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2021年研发投入额1022.8亿元（+49%），此后受投融资等因素影响增速略有放缓，2023Q1-3研发投入额达739亿元（-3.7%），单Q3增速（-45.8%）较Q2（+19.4%）下滑明显。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发投入



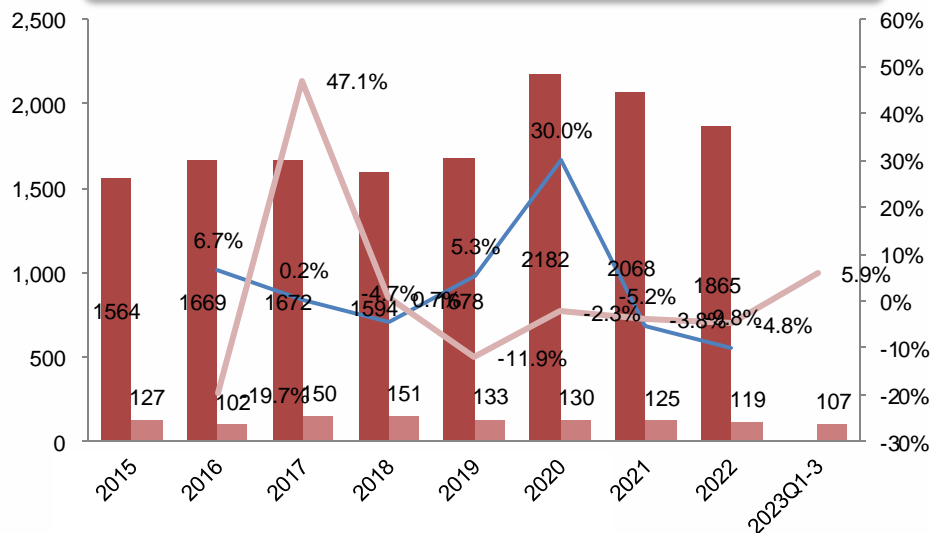
CXO板块2023年三季度报总结

行业维度：创新药IND和NDA数量保持高位，创新需求仍将持续

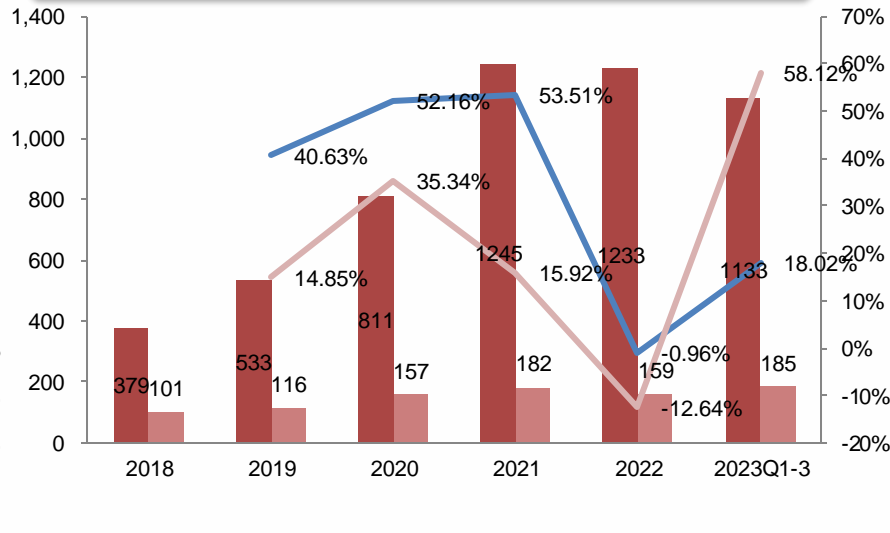
美国创新药IND和NDA数量略有提升。据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%），此后数量略有下降（2022年新增1865个，同比-9.8%），我们认为主要由药企研发投入略有放缓、部分同质化靶点临床开发收紧等因素所致；2015-2021年间美国创新药NDA/BLA数量在120~150个波动，2022年新增数量略有下降（119个，-4.8%），我们认为主要由创新药物审评机制趋于严格、疫情影响下药物审批及临床试验进度放缓等因素所致；2023Q1-3新增NDA/BLA数量107个（+5.9%），获批数量略有提升。

我国创新药IND和NDA数量稳健增长，创新需求仍将持续。2019年后我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的811个增至2021年的1245个（同比+53.5%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的157个增至2021年的182个（同比+15.9%），国产生物创新药进入上市收获期。2023Q1-3我国创新药新增IND数量1133个（+18%）、新增NDA数量185个（+58.1%）；单Q3新增IND数量359个（-3.5%）、新增NDA数量67个（+55.8%），较2022年同期增长显著，创新需求仍将持续。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



■ IND数量 ■ NDA/BLA数量 — IND数量yoy — NDA/BLA数量yoy

■ IND数量 ■ NDA数量 — IND数量yoy — NDA数量yoy

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，FDA，西南证券整理

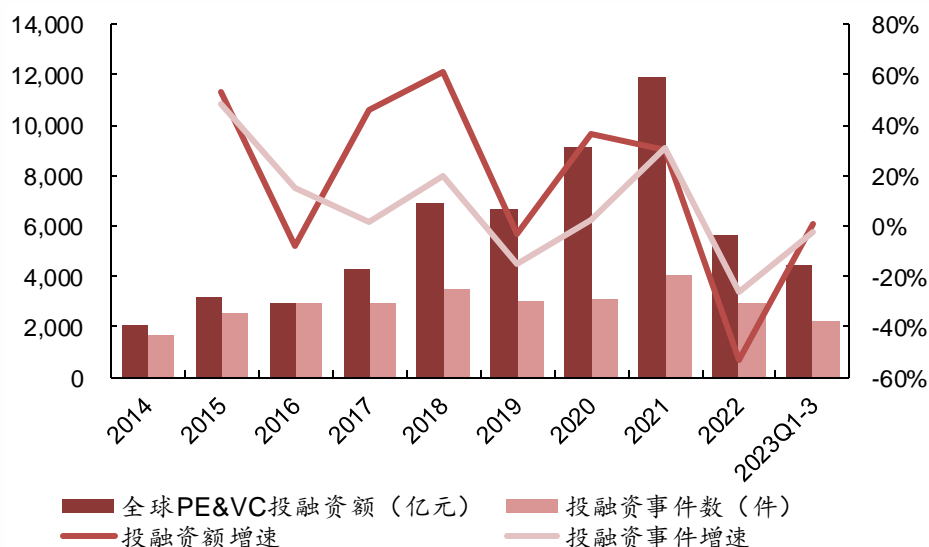
CXO板块2023年三季度报总结

行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖、国内仍在波动

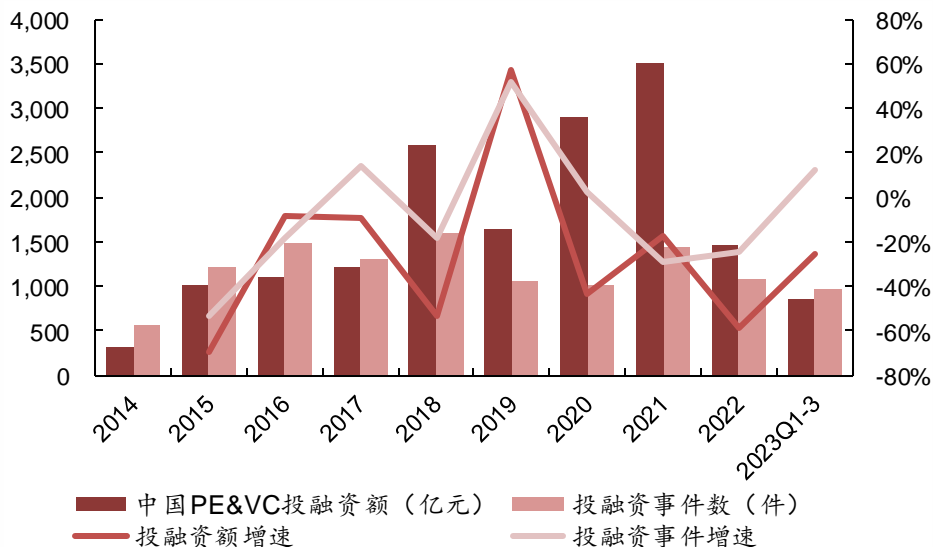
海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019、2020年较为平稳，2021年融资额达11879.3亿元，同比有所回升。2022年起全球资本市场趋于冷静，投融资事件数、总额有所下降；2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续回暖，2022、2023Q1-3投融资总额分别为5609.7亿元（-52.8%）、4483.7亿元（+0.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、2264件（-2.4%）。

国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖，2022年、2023Q1-3国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、850.2亿元（-25.1%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、962件（+12.1%），投融资活动强度仍在波动中，创新药研发景气度有望持续修复。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



CXO板块2023年三季报总结

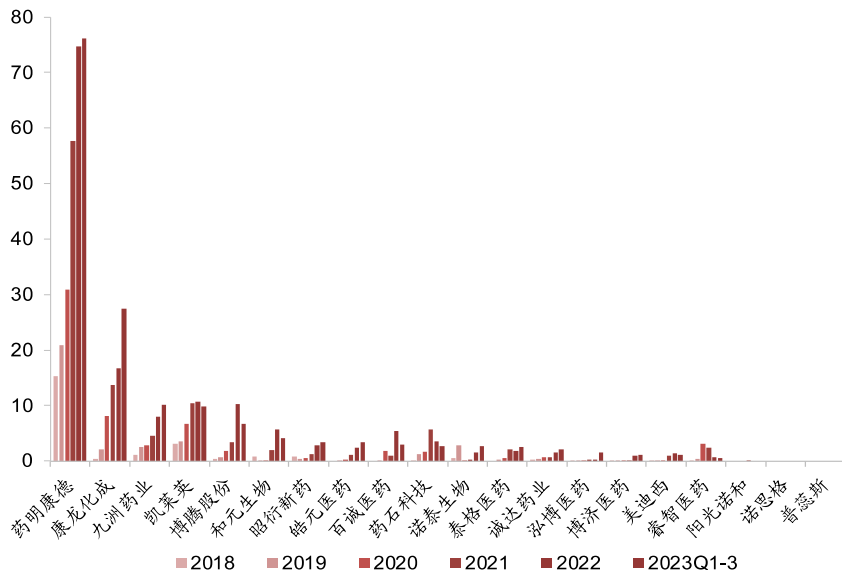
企业维度：CXO企业在建工程、固定资产增速较2022年有所放缓

从在建工程增速来看，2023Q1-3泓博医药（+2930%，主要用于临床前新药研发基地建设项目支出）、诺泰生物（+110.9%，主要用于杭州澳赛诺新厂II期、多肽研发中心、中华药港项目、诺澳实验室工程等项目支出）、康龙化成（+79.7%，主要用于宁波第二、第三园区及西安生物医药研发项目支出）、九洲药业（+65.9%，主要用于瑞博台州厂区、瑞博苏州研发中心、九洲外沙分公司生产基地等项目支出）等企业增速较高，增速均超60%，行业整体在建工程增速较2022年有所放缓。

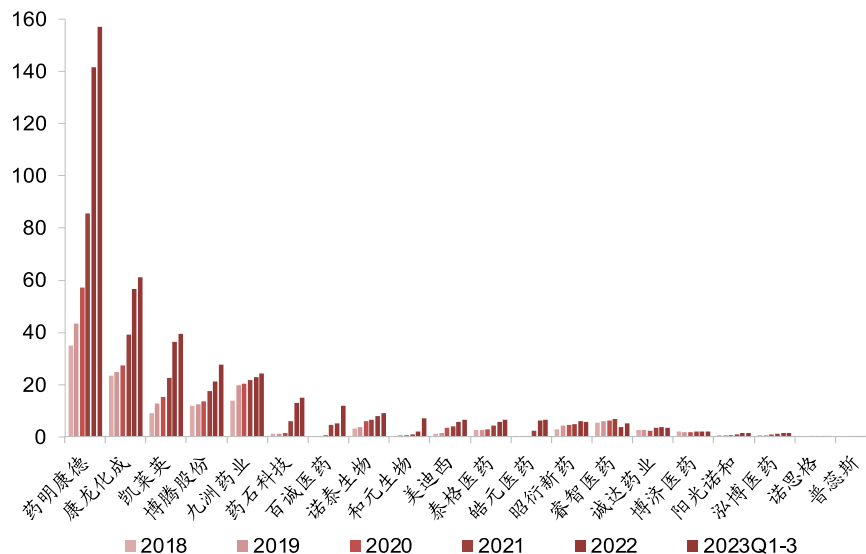
从固定资产增速来看，2023Q1-3和元生物（+608.7%）、百诚医药（+155.4%）、皓元医药（+72.2%）等企业高速增长，增速均超过70%；药石科技固定资产也仍保持50%以上增速，行业整体固定资产增速较2022年有所放缓。

整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持稳健增长，从侧面体现出目前行业仍处于景气度周期，但行业整体在建工程及转固增速较2022年有所放缓。

A股CXO企业在建工程情况（亿元）



A股CXO企业固定资产情况（亿元）



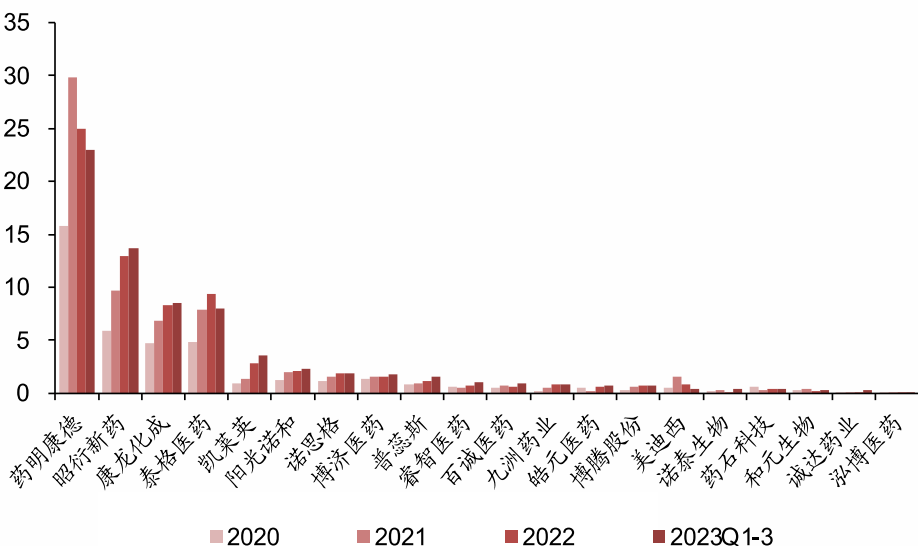
CXO板块2023年三季度报总结

企业维度：合同负债与预收账款稳健增长，在手订单增速略有放缓

从合同负债与预收账款来看，2023Q1-3诺泰生物（+1240.7%）、诚达药业（+266.5%）、泓博医药（+200%）、睿智医药（+85.4%）、皓元医药（+83.7%）等企业增速较快；从绝对值来看，2023Q1-3药明康德、昭衍新药等企业分别达到22.9亿元和13.7亿元，合同负债与预收账款稳健增长，表明下游需求仍在持续。

CXO企业**在手订单增速略有放缓**，2023H1百诚医药、博济医药等仍增速较高，分别为56.3%、49%；从绝对值来看，药明康德、药明生物（201.1亿美元）在手订单金额较高，凯莱英（9.1亿美元）、昭衍新药（38.7亿元）等企业在手订单金额也相对较高。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况（亿元）



部分A股CXO企业**在手订单**情况

公司名称	2021年	2022	2023H1
药明康德	291亿元（+83%）	351亿元 （2022H1，+77%）	在手订单+25% （剔除新冠后）
药明生物	136亿美元 （+20%）	205.7亿美元 （+51%）	201.1亿美元 （+8.6%）
泰格医药	114亿元（+57%）	138亿元（+21%）	未披露
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	9.1亿美元
昭衍新药	29亿元（+71%）	44亿元（+52%）	38.7亿元
百诚医药	8.9亿元（+78%）	10.1亿元 （新签，+25%）	6.3亿元 （新签，+56.3%）
阳光诺和	15.7亿元（+39%）	19.9亿元（+27%）	未披露
博济医药	12.8亿元	-	5.6亿元（+49%，其中中药订单1.9亿元）

CXO板块2023年三季度报总结

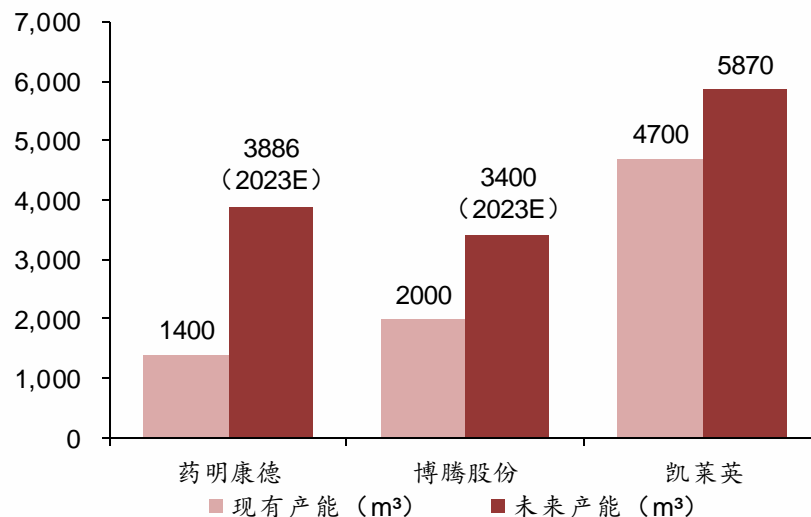
企业维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现

新冠口服小分子药物赛道短期景气度高，已为国内小分子CDMO企业带来巨大增量。从订单数量看，目前Paxlovid新冠商业化订单受益最充分的是小分子CDMO龙头药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月21日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元；2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表现增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年	5.8亿元	3.2亿元	12.3亿元
2022Q1	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
2022Q2	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
2022Q3	26.9亿元	~10亿元	15.96亿元
2022Q4	~30.3亿元	~9.3亿元	11.3亿元
2022年	~100亿元	~47.6亿元	59.1亿元
2023Q1	8.2亿元	~7.5亿元	7.4亿元
2023Q2	6.9亿元	~2.4亿元（0.14亿美元未交付）	12.05亿元
2023Q3	~14.7亿元	0.14亿美元	4.75亿元
2023E	29.7亿元	1.5亿美元	~25亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况



CXO板块2023年三季报总结

CXO板块2023Q1-3业绩速览（按市值排序）

单位（亿元）：收入同比增量、净利润同比增量
单位（百万元）：四费

成分股	2023Q1		2023Q2		2023Q3		2023Q1-3		市值 (亿元)	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2023Q1-3	2023Q1-3	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比
药明康德	6%	32%	7%	5%	0%	1%	4%	9%	2,520.9	11.47%	6.98%	1025.81	3.5%	521.22	1.8%	1979.88	6.7%	603.41	-2.2%		
泰格医药	-1%	10%	7%	22%	7%	19%	5%	17%	541.6	2.44%	2.75%	195.34	3.5%	32.70	2.3%	527.54	9.3%	(105.71)	-1.9%		
康龙化成	30%	40%	15%	30%	5%	-6%	16%	19%	536.5	11.57%	1.78%	296.76	3.5%	193.92	2.3%	1213.98	14.2%	108.84	1.3%		
凯莱英	9%	26%	-20%	-15%	-36%	-47%	-18%	-19%	525.9	(14.22)%	(5.12)%	513.11	8.0%	38.99	2.2%	561.46	8.8%	(148.91)	-2.3%		
九洲药业	27%	35%	-5%	31%	-7%	25%	5%	30%	256.6	2.04%	2.24%	239.84	5.2%	65.16	1.4%	364.07	8.0%	(56.55)	-1.2%		
昭衍新药	36%	50%	27%	-140%	15%	-9%	24%	-48%	182.6	3.11%	(3.22)%	77.64	4.9%	18.33	1.2%	229.24	14.4%	(118.51)	-7.5%		
博腾股份	-5%	-20%	-61%	-87%	-46%	-89%	-42%	-71%	160.8	(21.22)%	(11.25)%	425.22	14.0%	107.47	3.5%	437.65	14.4%	(22.60)	-0.7%		
诺泰生物	55%	31%	44%	11%	171%	172%	86%	72%	105.6	3.27%	0.39%	85.40	12.0%	45.80	6.5%	153.61	21.7%	7.75	1.1%		
皓元医药	39%	-26%	44%	-10%	42%	-44%	42%	-25%	95.0	4.06%	(0.40)%	171.91	12.5%	101.52	7.4%	178.76	13.0%	19.43	1.4%		
美迪西	27%	32%	9%	-24%	-38%	-144%	-5%	-59%	93.8	(0.57)%	(1.63)%	95.90	8.1%	58.28	4.9%	98.14	8.3%	1.41	0.1%		
药石科技	14%	-18%	15%	-32%	-1%	-58%	9%	-38%	89.1	1.07%	(0.91)%	132.53	10.3%	41.16	3.2%	148.75	11.5%	19.75	1.5%		
百诚医药	68%	80%	75%	29%	66%	36%	70%	39%	75.4	2.93%	0.56%	153.97	21.6%	6.75	0.9%	99.13	13.9%	(16.83)	-2.4%		
阳光诺和	57%	44%	30%	30%	35%	28%	40%	33%	74.9	1.97%	0.42%	83.13	12.0%	19.40	2.8%	74.81	10.8%	3.36	0.5%		
诺思格	-5%	8%	29%	65%	14%	77%	12%	50%	70.1	0.56%	0.42%	39.09	7.5%	11.12	2.1%	45.63	8.7%	(8.28)	-1.6%		
和元生物	-58%	-363%	-14%	-264%	-34%	-289%	-36%	-310%	62.1	(0.78)%	(1.03)%	38.58	28.2%	28.39	20.7%	44.45	32.4%	(12.46)	-9.1%		
睿智医药	-30%	-402%	-4%	-99%	-16%	-129%	-18%	-104%	44.4	(1.86)%	(10.65)%	58.85	7.0%	33.63	4.0%	142.86	16.9%	5.44	0.6%		
诚达药业	-6%	-25%	-41%	-75%	6%	18%	-15%	-34%	43.4	(0.45)%	(0.31)%	15.90	6.1%	2.59	1.0%	57.90	22.2%	(6.05)	-2.3%		
普蕊斯	30%	160%	54%	279%	25%	107%	36%	164%	43.4	1.43%	0.63%	25.87	4.8%	5.72	1.1%	27.58	5.1%	(6.01)	-1.1%		
泓博医药	16%	47%	14%	74%	3%	-26%	11%	20%	42.9	0.35%	0.08%	28.72	7.8%	8.89	2.4%	43.89	12.0%	(3.14)	-0.9%		
博济医药	39%	-6%	28%	143%	22%	-17%	29%	8%	35.1	0.80%	0.02%	36.54	10.2%	30.82	8.6%	46.69	13.0%	(0.52)	-0.1%		

疫苗板块2023年三季度报总结

- **2023年三季度报总结：**1) 疫苗板块2023年前三季度收入539亿元 (+16%)，归母净利润107.7亿元 (-7.7%)，扣非归母净利润103.2亿元 (-10.5%)，板块2023年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为166/183/190亿元 (+15.6%/+12.2%/+19.1%)，归母净利润分别为39.5/37.4/30.9亿元 (+2.2%/-3.8%/-21.2%)。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，但以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，以及百克生物带状疱疹疫苗销售放量。利润端下降主要系传统疫苗受医疗反腐以及新生儿出生率下滑影响。剔除新冠疫苗影响，板块2023前三季度实现收入约539亿元 (+18.2%)，归母净利润约107.7亿元 (-5%)。从盈利能力来看，2023前三季度板块毛利率为47% (-9pp)，四费率为20% (-3pp)，净利率为22% (-4pp)，板块盈利能力下滑较大主要系智飞生物9价HPV疫苗销售占比较高，其毛利率、净利率相对较低所致。
- **关注渗透率较低的重磅品种。**受到医疗反腐以及新生儿出生率下滑的影响，大部分疫苗企业Q3季度业绩有所下滑，但需求相对旺盛的九价HPV疫苗以及渗透率较低的带状疱疹疫苗放量相对较好。具体来看，带状疱疹疫苗在我国50岁以上人群渗透率约为0.3%，提升空间巨大，其中百克生物产品在23Q2已经实现销售，截至目前已经完成全国大部分省份市场准入，预计23H2销量将逐季增加。其次，我国流感疫苗渗透率约为2.5%，在国家政策支持、人群接种意识不断提升、厂家学术宣传推广的带动下，在去年同期低基数效应下，销售增速有望快速增长，但仍需跟踪接种率数据。
- **关注在研管线上市节奏催化。**在研管线方面，HPV疫苗目前已有10余款品种在研，但国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。肺炎球菌疫苗中，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快，康希诺的PBPV疫苗目前处于临床I b期。欧林生物全球创新品种金黄色葡萄球菌疫苗目前已经进入三期临床，预计2025年获批。其他品种如智飞生物的人二倍体狂犬疫苗、四价流感疫苗也预计于24-25年获批。
- **主要标的：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰生物、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期；疫情反复导致发货、接种资源限制；竞争格局加剧。

疫苗板块2023年三季度报总结

九价HPV疫苗贡献板块主要收入增量，传统品种与去年同期基本持平或略有下滑

疫苗板块2023年前三季度收入539亿元（+15.6%），归母净利润107.7亿元（-7.7%），扣非归母净利润103.2亿元（-10.5%），板块2023年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为166/183/190亿元（+15.6%/+12.2%/+19.1%），归母净利润分别为39.5/37.4/30.9亿元（+2.2%/-3.8%/-21.2%）。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，但以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，利润端略有下降主要系万泰生物2价HPV疫苗销售下滑。剔除新冠疫苗影响，板块2023前三季度实现收入约539亿元（+18.2%），归母净利润约107.7亿元（-5%）。

从盈利能力来看，2023前三季度板块毛利率为44%（-12pp），四费率为20%（-4pp），净利率为20%（-6pp）2023Q3板块毛利率为39%（-17pp），净利率为16.3%（-8.3pp），四费率为18.8%（-7.4pp），板块盈利能力下滑较大主要系智飞生物9价HPV疫苗销售占比较高，其毛利率、净利率相对较低所致。

疫苗板块22-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	143.8	163.1	159.3	162.8	166.3	183.1	189.7
同比增速	116.7%	21.6%	13.9%	8.9%	15.6%	12.2%	19.1%
归母 净利润	38.6	38.9	39.2	27.7	39.5	37.4	30.9
同比增速	122.3%	-36.4%	-21.0%	-15.2%	2.2%	-3.8%	-21.2%
扣非归母 净利润	38.2	38.1	39.0	25.7	38.2	35.6	29.4
同比增速	149.9%	-36.0%	-19.4%	-19.8%	0.1%	-6.5%	-24.7%

疫苗板块22-23Q3盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	55.1%	56.3%	55.8%	53.4%	49.6%	45.2%	38.9%
净利率	26.8%	23.8%	24.6%	17.0%	23.7%	20.4%	16.3%
销售费用率	14.7%	15.8%	17.4%	16.9%	13.3%	12.8%	10.6%
管理费用率	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	2.3%	2.3%	2.6%
财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%
研发费用率	4.3%	6.5%	6.7%	10.1%	5.1%	5.5%	5.8%

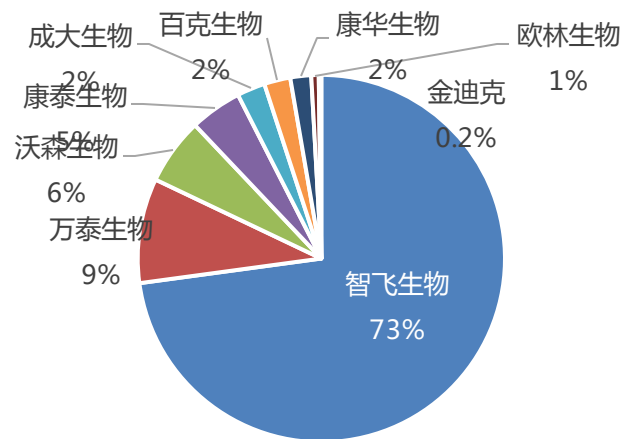
疫苗板块2023年三季度报总结

智飞生物仍为板块业绩主要贡献者

2023前三季度疫苗板块实现收入539亿元，2家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速均超过50%增长，2家公司净利润增速超过50%增长。

从2023前三季度疫苗板块收入占比看，智飞生物占比73%；从2023前三季度疫苗板块归母净利润占比看，智飞生物占比61%；智飞为板块收入、利润的主要贡献者。

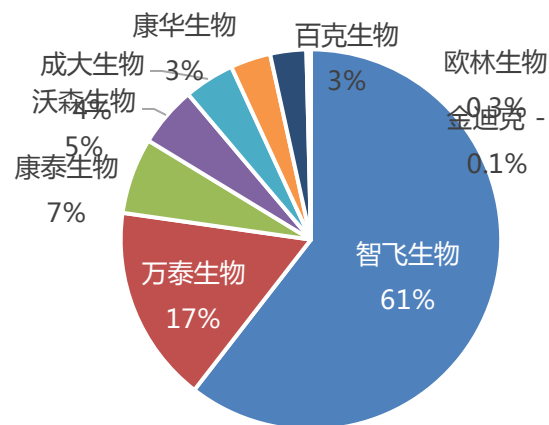
2023前三季度板块收入占比



板块2023前三季度业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	15.6%	0	2	2	7
占比		0%	22%	22%	78%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-7.7%	2	2	4	5
占比		22%	22%	44%	56%

2023前三季度板块归母净利润占比

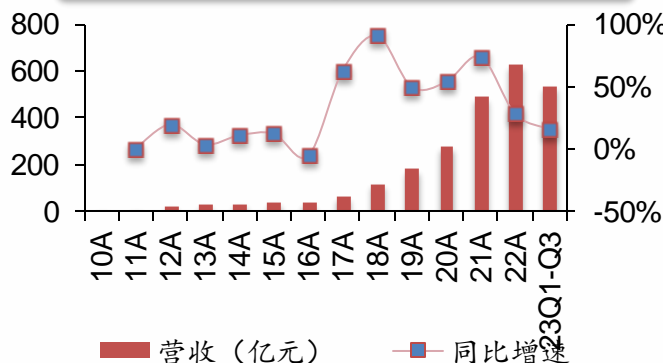


疫苗板块2023年三季报总结

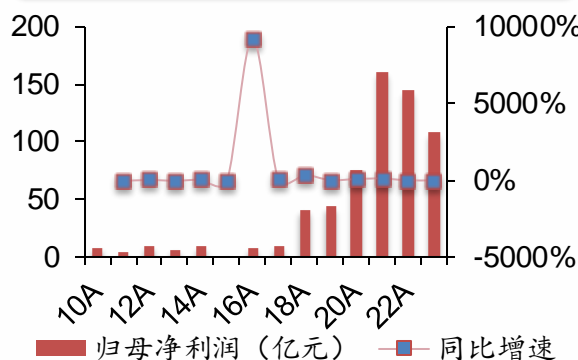
累计：2023前三季度九价HPV疫苗带动板块收入增长，传统疫苗收入基本持平或略有下滑

疫苗板块2023年前三季度收入539亿元（+15.6%），归母净利润107.7亿元（-7.7%），扣非归母净利润103.2亿元（-10.5%），从盈利能力来看，2023前三季度板块毛利率为47%（-9pp），四费率为20%（-3pp），净利率为22%（-4pp），板块盈利能力下滑较大主要系智飞生物9价HPV疫苗销售占比较高，其毛利率、净利率相对较低所致。

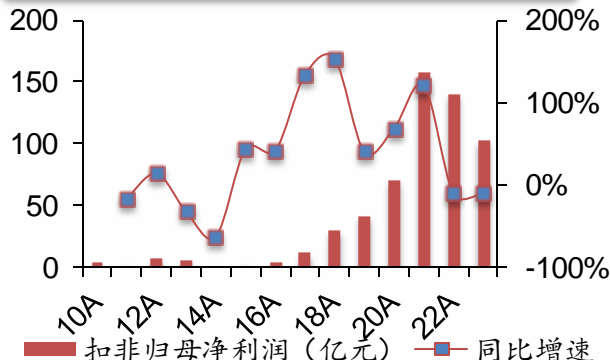
2010年~23Q1-3收入及增速



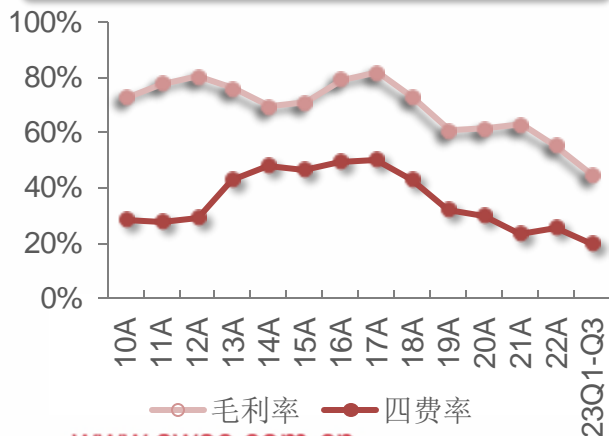
2010年~ 23Q1-3归母净利润及增速



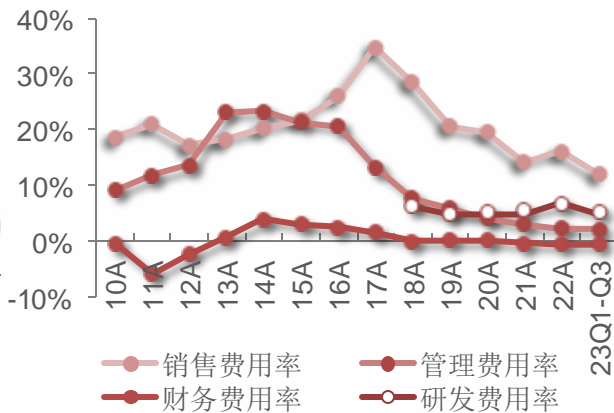
2010年~ 23Q1-3扣非归母净利润收入及增速



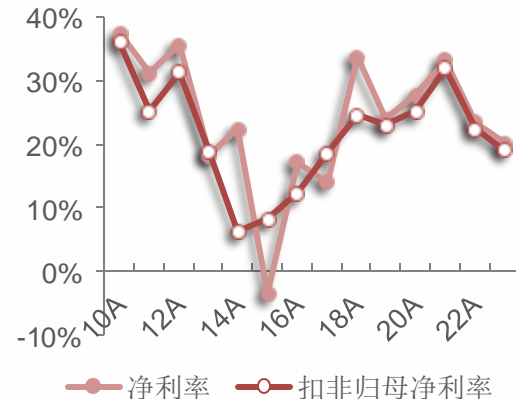
2010年~ 23Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 23Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~ 23Q1-3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

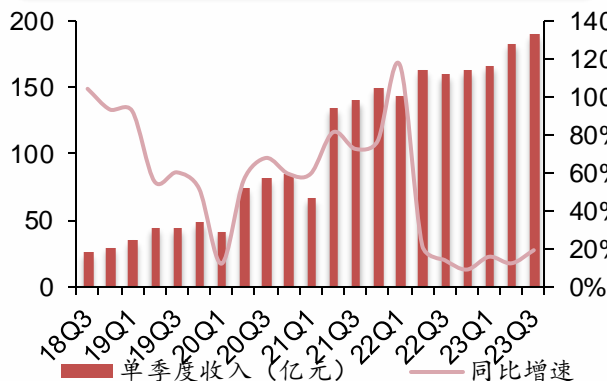
数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗板块2023年三季度报总结

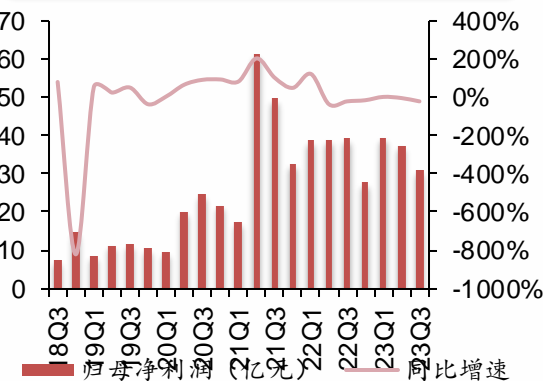
2023Q3：智飞生物、百克生物收入端增速较快，其余传统疫苗均有下滑。

板块2023Q3单季度收入为190亿元（+19.1%），归母净利润为30.9亿元（+21.2%）。主要系智飞生物9价HPV疫苗以及百克生物带状疱疹疫苗放量所致。盈利能力看，2023Q3板块毛利率为45%（-11pp），净利率为20.4%（-3.4pp），四费率为20.2%（-4.2pp）。

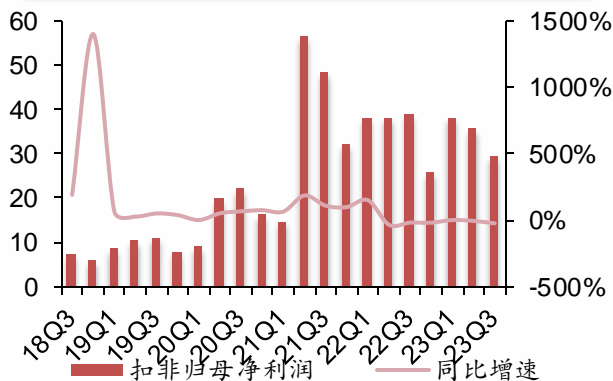
18Q3~23Q3收入及增速（单季度）



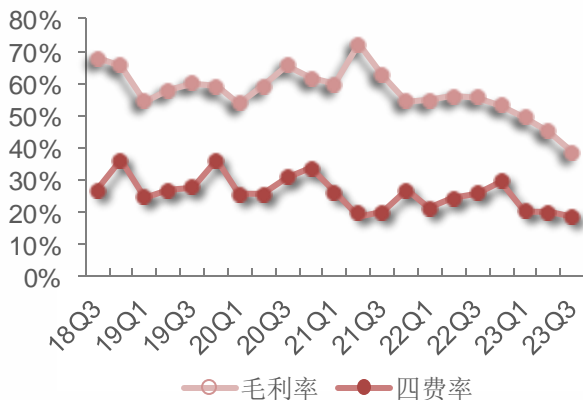
18Q3~23Q3归母净利润及增速（单季度）



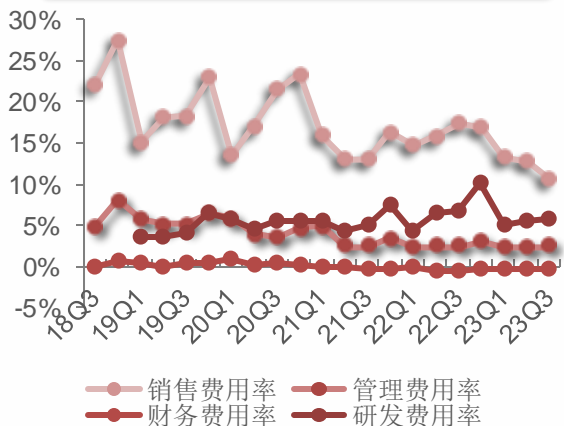
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



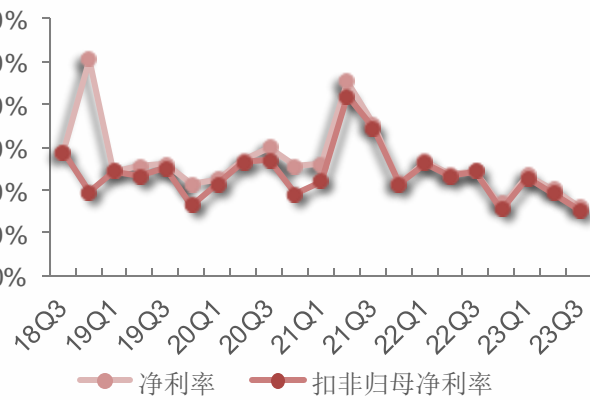
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗板块2023年三季度报总结

疫苗行业2023前三季度疫苗批签发

重点疫苗批签发情况：

多联苗：2023Q3，五联苗同比持平、四联苗同比增长。2023Q1-3，民海生物四联苗批签发23批次(+53%)；赛诺菲巴斯德五联苗批签发78批次(+7%)。

肺炎疫苗：2023Q3，13价肺炎疫苗批签发21批次(-36%)，23价肺炎疫苗批签发20批次(+150%)。2023Q1-3，13价肺炎结合疫苗批签发68批次(-3%)；23价肺炎多糖疫苗批签发57批次(+111%)；

HPV疫苗：2023Q3批签发95批次(-12%)。其中双价HPV疫苗批签发57批次(-25%)。2023Q1-3，双价HPV疫苗，万泰生物批签发批次数据为277批次(+28%)，泽润生物批签发22批次(+120%)，葛兰素史克批签发8批次(+60%)；默沙东四价 HPV 疫苗批签发32批次(-29%)；默沙东九价 HPV 疫苗批签发91批次(+78%)。2023Q1-3HPV总批发批次为430批次(+31%)。

带状疱疹疫苗：2023Q3带状疱疹疫苗批签发11批次，2023Q1-3批签发29批次。23Q3百克生物批签发8批次，GSK批签发3批次。

2023Q3疫苗主要品种批签发批次数据

疫苗名称	企业名称	签发批次 (次)		同比增速	签发批次 (次)		同比增速	
		2022Q3	2023Q3		2022Q1-3	2023Q1-3		
百白破-Hib-IPV (五联苗)	赛诺菲巴斯德	21	21	0%	73	78	7%	
百白破-Hib (四联苗)	民海生物	0	15	/	15	23	53%	
吸附白喉破伤风联合疫苗	武汉所	4	6	50%	19	12	-37%	
吸附破伤风疫苗	欧林生物	13	14	8%	37	28	-24%	
吸附无细胞百白破联合疫苗	成都所	0	0	/	3	0	-100%	
	武汉所	0	3	/	7	13	86%	
	沃森生物	3	0	-100%	15	8	-47%	
	民海生物	0	0	/	2	5	150%	
总计		3	3	0%	27	26	-4%	
带状疱疹	重组带状疱疹疫苗 (CHO细胞)	GSK	0	3	/	0	11	/
	带状疱疹减毒活疫苗	百克生物	/	8	/	/	18	/
	总计		0	11	/	0	29	/
HPV	二价HPV	GSK	3	3	0%	5	8	60%
		泽润生物	4	1	-75%	10	22	120%
	四价HPV	万泰生物	69	53	-23%	216	277	28%
		默沙东	22	6	-73%	45	32	-29%
		默沙东	10	32	220%	51	91	78%
	总计		108	95	-12%	327	430	31%
肺炎	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	辉瑞	0	4	/	1	8	700%
		民海生物	11	12	9%	37	15	-59%
		沃森生物	22	5	-77%	32	45	41%
	总计		33	21	-36%	70	68	-3%
	23价肺炎球菌多糖疫苗	默沙东	0	3	/	5	7	40%
		科兴生物	0	2	/	7	6	-14%
民海生物		0	3	/	0	12	/	
总计		3	6	100%	6	15	150%	
总计		5	6	20%	9	17	89%	
总计		8	20	150%	27	57	111%	
总计		41	41	0%	97	125	29%	
脑膜炎	总计	89	93	4%	197	339	72%	
IPV	总计	74	151	104%	337	323	-4%	
肠道病毒	总计	27	12	-56%	103	47	-54%	
b型流感嗜血杆菌结合疫苗 (Hib疫苗)	赛诺菲巴斯德	0	0	/	1	1	0%	
	民海生物	5	0	-100%	8	0	-100%	
	智飞生物	4	6	50%	5	10	100%	
	欧林生物	0	2	/	4	2	-50%	
	兰州所	3	3	0%	8	3	-63%	
	沃森生物	3	2	-33%	3	8	167%	
总计		15	13	-13%	29	24	-17%	
流感疫苗	总计	274	248	-9%	449	264	-41%	
狂犬疫苗	总计	240	149	-38%	482	521	8%	
轮状病毒	总计	29	17	-41%	155	133	-14%	
水痘减毒活疫苗	总计	134	80	-40%	335	216	-36%	
乙肝疫苗	总计	98	30	-69%	295	140	-53%	

数据来源：中检院，医药魔方，西南证券整理，截至2023.10.8

疫苗板块2023年三季度报总结

在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
上海所	减毒活疫苗	II期	---
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期	---
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	---
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	---
康希诺	重组蛋白	临床前	---
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	---

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间	产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17	2025年	13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	二价HPV	已上市	2020/05			兰州所	III期	2019/9/19	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24			科兴中维	I期	2018/4/10	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027		成都安特金	I期	2020/4/21	
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4			江苏坤力	I期	2021/7/27	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026		艾美卫信	I期	2021/1/26	
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30			康泰生物	已上市	2021/10	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8			沃森生物	已上市	2020/3/30	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3			辉瑞	已上市	2016国内获批	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14			15价肺炎球菌结合疫苗	智飞生物	III期	2021/7/16
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026	智飞生物	完成临床	2017/12/20		
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4		23价肺炎球菌多糖疫苗	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4			科兴中维	IV期	2021/7/5	
第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4		华安科创		I期	2020/9/8		
诺宁生物/神州细胞	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4						
	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29						
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24						

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗板块2023年三季度报总结

在研管线——已上市企业mRNA技术路径布局进展

药品名称	靶点	研发机构	疾病	全球阶段	中国阶段
新型冠状病毒疫苗	SARS-CoV-2	智飞生物	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
带状疱疹mRNA疫苗	VZV	康华生物	带状疱疹	临床前	临床前
狂犬病mRNA疫苗	rabies virus		狂犬病	临床前	临床前
CS-2034	SARS-CoV-2 S protein	康希诺	新型冠状病毒感染	II期临床	II期临床
二价新型冠状病毒mRNA疫苗	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
新型冠状病毒mRNA 脂质纳米颗粒疫苗	SARS-CoV-2	Precision NanoSystems;康希诺	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
SYS6006	SARS-CoV-2 S protein	石药集团	新型冠状病毒感染;重症急性呼吸综合征	申请上市	申请上市
ARCoVax	SARS-CoV-2 S protein	军科院军事医学研究院;艾博生物;沃森生物	新型冠状病毒感染	III期临床	III期临床
RQ3013	SARS-CoV-2 S protein	蓝鹊生物;沃森生物	新型冠状病毒感染	III期临床	III期临床
RQ3025	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
呼吸道合胞病毒mRNA疫苗	RSV		RSV感染	临床前	临床前
流感病毒mRNA疫苗	influenza virus	艾博生物;沃森生物	流感	临床前	临床前
带状疱疹mRNA疫苗	VZV		VZV感染	临床前	临床前
流感病毒mRNA疫苗	influenza virus	华兰生物	流感	临床前	临床前
tozinameran	SARS-CoV-2 S protein	BioNTech;Pfizer;复星医药	新型冠状病毒感染	批准上市	II期临床
ganulameran	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	I/II期临床	临床前
abdavomeran	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	II/III期临床	I期临床
LVRNA009	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	III期临床	II期临床
LVRNA021	SARS-CoV-2	丽凡达生物(艾美疫苗)	新型冠状病毒感染	III期临床	II期临床
LVRNA010	SARS-CoV-2		新型冠状病毒感染	I期临床	临床前
LVRNA012	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
LVRNA001	RABV-G		狂犬病	申报临床	临床前
LVRNA002	rabies virus		狂犬病	申报临床	申报临床
新型冠状病毒delta变异株mRNA疫苗	SARS-CoV-2	艾美疫苗	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
RSV mRNA疫苗	RSV	安科生物;阿法纳生物	RSV感染	临床前	临床前
新型冠状病毒变异株mRNA疫苗	SARS-CoV-2		新型冠状病毒感染	临床前	临床前
PTX-COVID19-B	SARS-CoV-2 S protein	云顶新耀;Providence Therapeutics	新型冠状病毒感染	III期临床	临床前
EVER-COVID19-M1	not available		新型冠状病毒感染	临床前	临床前
mRNA 狂犬病疫苗	rabies virus		狂犬病	临床前	临床前
mRNA 疫苗	not available	云顶新耀	感染	临床前	临床前
mRNA cancer vaccine	not available		癌症	临床前	临床前
ZSVG-02-0	SARS-CoV-2 S protein	中国生物技术股份有限公司	新型冠状病毒感染	II期临床	临床前
Omicron株新型冠状病毒mRNA疫苗	SARS-CoV-2		新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
VGPOX 1-3	monkeypox virus		猴痘	临床前	临床前
ZSVG-02	SARS-CoV-2 S protein		新型冠状病毒感染	临床前	临床前
iHIVARNA-01	CD40L;HIV-1;CD70;TLR4	eTheRNA immunotherapies;远大医药;	HIV-1感染	II期临床	临床前
eTheRNA-A002	HPV E6;HPV E7		头颈部鳞状细胞癌	临床前	临床前
SW0123	SARS-CoV-2 S protein	西藏药业(康哲药业);斯微生物	新型冠状病毒感染	I/II期临床	I/II期临床
tuberculosis vaccine	M.tb		结核病	临床前	临床前
R520A	SARS-CoV-2	瑞科生物;瑞吉生物	新型冠状病毒感染	申报临床	临床前
HY-0011	not available	汇宇制药	实体瘤	临床前	临床前
YKYY010	RABV-G	悦康药业	狂犬病	临床前	临床前
Z-V acciRNA	SARS-CoV-2	冠昊生物	新型冠状病毒感染	临床前	临床前

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗板块2023年三季度报总结

疫苗板块成分股

单位(亿元)：收入同比增量、净利润同比增量
单位(百万元)：四费

成分股	2023Q3		2023Q1-3		市值(亿元) 2023.09.30	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		2023Q1-3	2023Q1-3	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比
智飞生物	57%	21%	41%	16%	1,168.1	114.48	9.23	648.54	1.7%	1844.84	4.7%	273.50	0.7%	35.21	0.1%		
沃森生物	-27%	-11%	-15%	4%	378.4	(5.48)	0.22	573.44	18.2%	1143.35	36.2%	180.63	5.7%	(52.19)	-1.7%		
康泰生物	0%	126%	-4%	243%	326.9	(1.01)	4.94	358.50	14.5%	845.52	34.3%	171.35	7.0%	(1.89)	-0.1%		
康华生物	-10%	-28%	-6%	-24%	90.2	(0.64)	(1.14)	185.93	18.8%	270.26	27.3%	66.26	6.7%	(5.86)	-0.6%		
万泰生物	-70%	-92%	-43%	-54%	608.5	(36.82)	(23.35)	812.68	16.4%	1511.18	30.4%	196.63	4.0%	(52.20)	-1.3%		
百克生物	61%	59%	44%	56%	266.2	3.77	1.19	136.69	11.0%	443.84	35.7%	114.46	9.2%	(10.55)	-0.8%		
欧林生物	-14%	-81%	-5%	-25%	73.3	(0.18)	(0.10)	80.28	22.8%	160.31	45.5%	58.16	16.5%	2.93	0.8%		
金迪克	-103%	-163%	-45%	-120%	40.1	(1.00)	(0.67)	12.05	10.0%	55.64	46.0%	49.71	41.1%	(1.86)	-1.5%		
成大生物	-3%	-38%	-2%	-21%	143.9	(0.26)	(1.26)	139.29	10.4%	293.89	22.0%	176.17	13.2%	(57.82)	-4.3%		

- 9家疫苗公司样本选择标准：1) 根据申万行业疫苗分类选择；2) 剔除了2022年9月30日后上市公司；3) 剔除了疫苗收入占比小于50%的公司；4) 剔除了受新冠疫苗影响较大的公司。

医药分销板块2023年三季度报总结

医药分销观点：三季度业绩短期承压，重视产业上下游延申价值

- **2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，长期有利于行业集中度提升。** 2023年前三季度，18家医药分销公司实现收入6587.9亿元（+9.6%），归母净利润为123.1亿元（-6.3%），扣非归母净利润为113.6亿元（-2%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为2259.4/2229.8/2098.7亿元，同比增长16%/15.1%/-1.2%；归母净利润分别为42.3/46.1/34.8亿元，同比增长20.7%/-19.6%/-11.1%；扣非归母净利润分别为39.9/40.9/32.7亿元，同比增长17.4%/-8.2%/-12.4%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022H1业绩低基数，2023H1增速表现亮眼。2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。** 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。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。建议积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **上半年估值短期波动，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）、重药控股（000950）、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，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

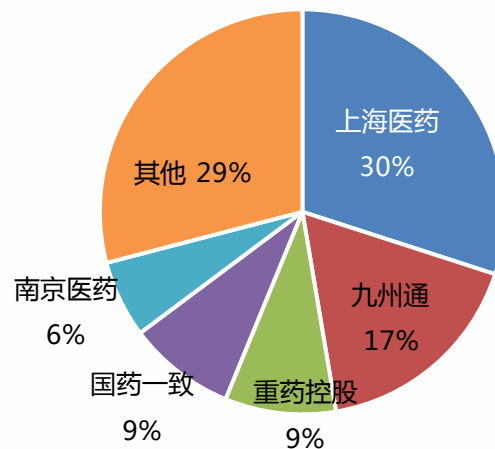
医药分销板块2023年三季度报总结

- 医药分销板块此次共选取18家公司。板块2023Q1-3收入总额增速为9.6%，归母净利润总额同比下降6.3%。收入方面，共有14家公司实现正增长，4家公司收入出现同比下滑。归母净利润方面，共有9家公司归母净利润实现正增长，其中1家同比增速高于50%，3家同比增速高于30%，9家公司出现同比下滑。
- 从盈利水平来看，2023Q1-3整体毛利率为10%，同比下降0.3pp。2023Q1-3费用率为6.9%，同比下降0.2pp。其中销售费用率4%，同比下降0.3pp；管理费用率为1.9%，保持稳定；财务费率为0.8%，保持稳定；研发费率为0.3%，保持稳定。

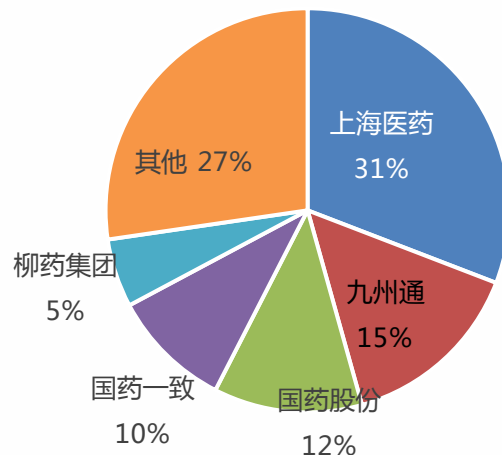
子板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	9.60%	0	0	14	4
占比		0%	0%	78%	22%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-6.34%	1	3	9	9
占比		6%	17%	50%	50%

23Q1-3收入占比



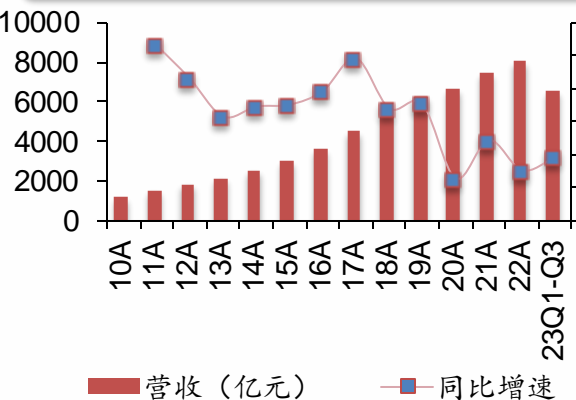
23Q1-3归母净利润占比



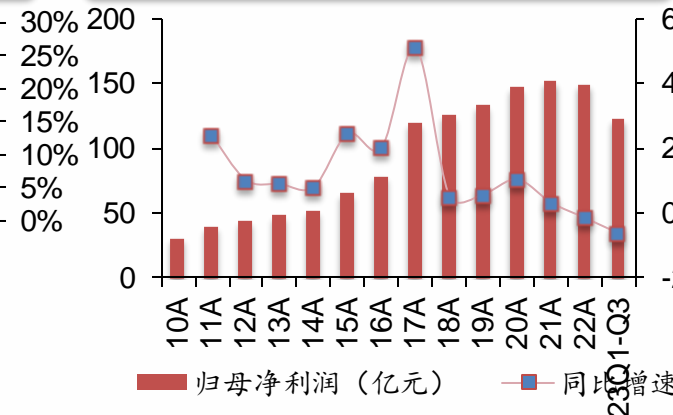
医药分销板块2023年三季度报总结

累计季度表现

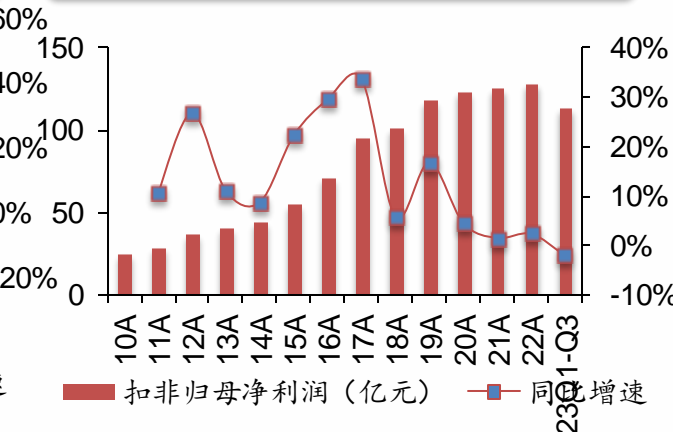
10年~23Q3收入及增速



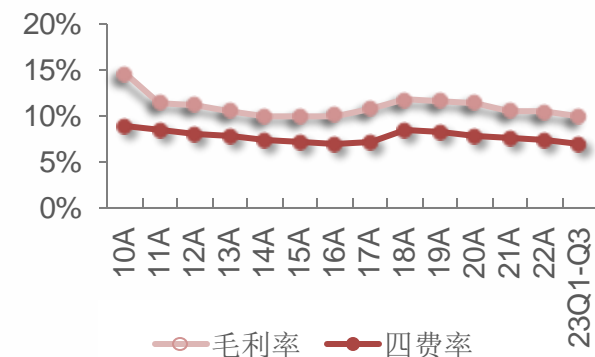
10年~23Q3归母净利润及增速



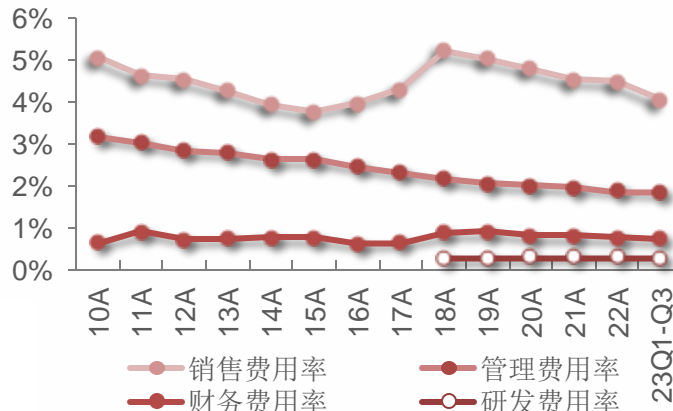
10年~23Q3扣非归母净利润及增速



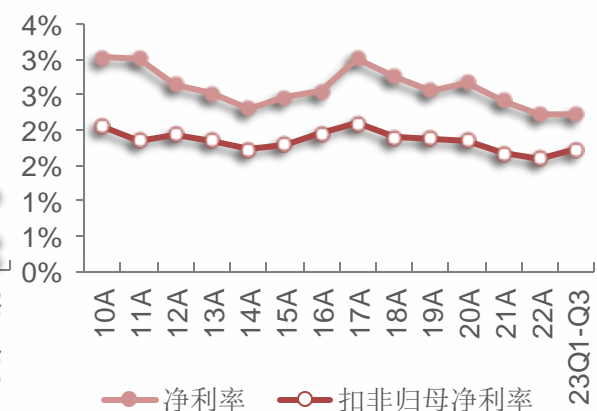
10年~23Q3毛利率与四费率变化趋势



10年~23Q3期间费用率变化趋势



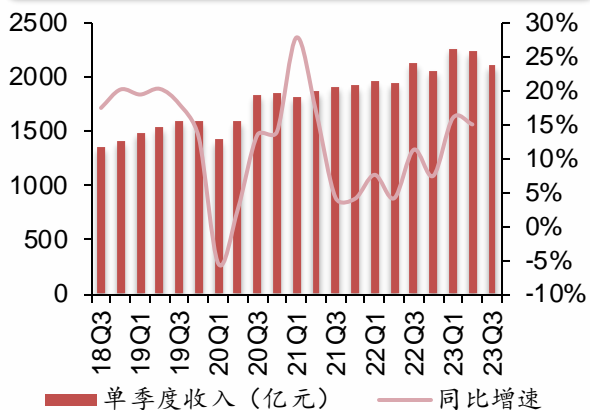
10年~23Q3净利率变化趋势



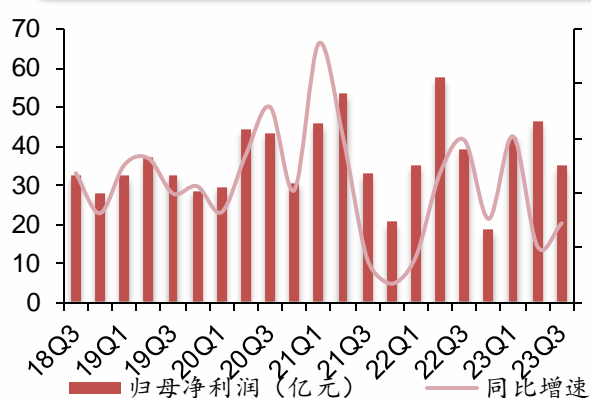
医药分销板块2023年三季度报总结

□ 单季度表现

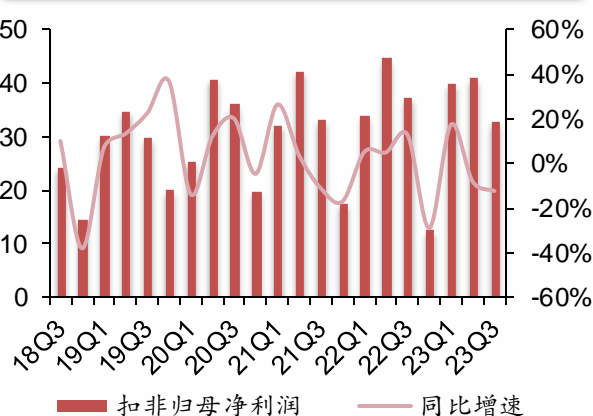
18Q3~23Q3收入及增速



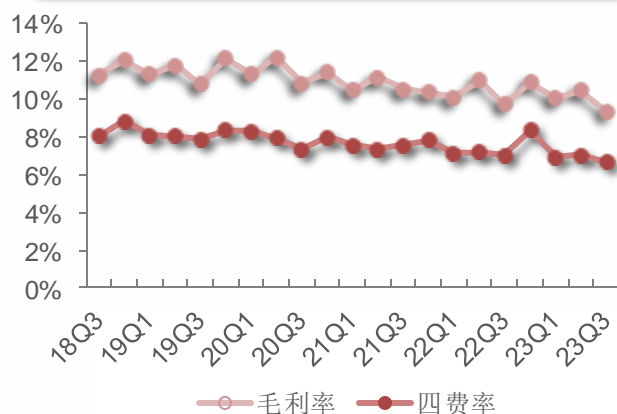
18Q3~23Q3归母净利润及增速



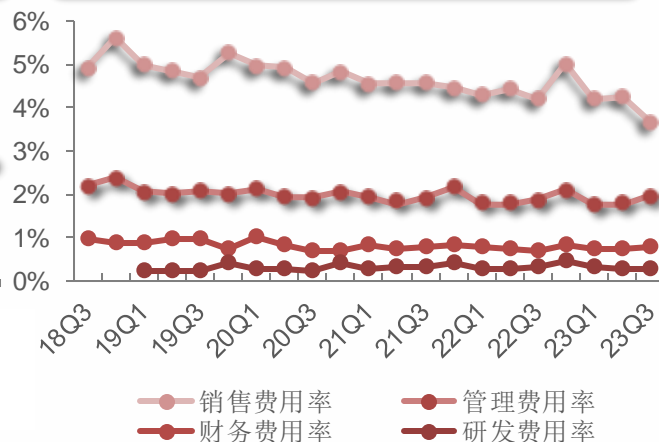
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速



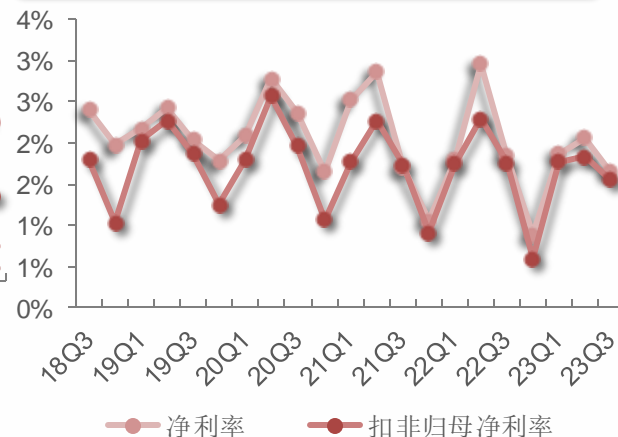
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理

医药分销板块2023年三季度报总结

- **2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，长期有利于行业集中度提升。** 2023年前三季度，18家医药分销公司实现收入6587.9亿元（+9.6%），归母净利润为123.1亿元（-6.3%），扣非归母净利润为113.6亿元（-2%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为2259.4/2229.8/2098.7亿元，同比增长16%/15.1/-1.2%%；归母净利润分别为42.3/46.1/34.8亿元，同比增长20.7/-19.6%/-11.1%；扣非归母净利润分别为39.9/40.9/32.7亿元，同比增长17.4/-8.2%/-12.4%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022H1业绩低基数，2023H1增速表现亮眼。2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。
- **分季度看，受政策影响，分销板块盈利能力平稳波动。** 盈利能力主要受医保控费和医疗改革等政策影响。行业整体需求仍表现强劲，政策影响逐步落地消化，企业根据政策变化加速产业结构化调整。

医药分销2017-23Q3关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-3
营收	4556.5	5331.3	6273.8	6676.5	7492.1	8065.1	6,587.9
YOY	24.6%	17.0%	17.7%	6.4%	12.2%	7.6%	9.6%
归母净利润	120.0	126.2	133.6	147.4	152.1	149.8	123.1
YOY	51.0%	5.2%	5.8%	10.4%	3.2%	-1.5%	-6.3%
扣非归母净利润	95.6	101.1	118.1	123.5	125.3	128.3	113.6
YOY	33.7%	5.8%	16.8%	4.5%	1.5%	2.4%	-2.0%
毛利率	10.7%	11.8%	11.7%	11.4%	10.6%	10.4%	10.0%
四费率	7.2%	8.5%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%	6.9%
净利率	3.0%	2.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.2%
销售费用率	4.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.5%	4.5%	4.0%
管理费用率	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

医药分销22Q1-23Q3关键财务数据（单季度）

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	1948.1	1938.5	2124.2	2054.3	2259.4	2229.8	2098.7
YOY	7.6%	4.1%	11.3%	7.5%	16.0%	15.0%	-1.2%
归母净利润	35.0	57.3	39.1	18.4	42.3	46.1	34.8
YOY	-23.4%	7.4%	19.3%	-9.5%	20.7%	-19.6%	-11.1%
扣非归母净利润	34.0	44.5	37.3	12.4	39.9	40.9	32.7
YOY	5.1%	5.0%	12.8%	-29.0%	17.4%	-8.2%	-12.4%
毛利率	10.1%	11.0%	9.7%	10.9%	10.0%	10.5%	9.4%
四费率	7.1%	7.2%	7.0%	8.3%	7.0%	7.0%	6.7%
净利率	1.8%	3.0%	1.8%	0.9%	1.9%	2.1%	1.7%
销售费用率	4.3%	4.4%	4.2%	5.0%	4.2%	4.2%	3.7%
管理费用率	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.7%	1.8%	2.0%
财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%

医药分销板块2023年三季度报总结

- **上海医药：三季度业绩凸显韧性，创新管线步入收获期。**收入方面，2023年前三季度，公司医药流通业务实现销售收入1771.9亿元（+14.2%）；医药零售业务收入65.3亿元（+15%）；医药工业实现收入208亿元（+5.1%）。利润方面，2023年前三季度，由于上年同期子公司青春宝搬迁收益以及本期参股公司上药康希诺计提资产减值准备等一次性特殊损益的影响，公司实现归属于上市公司股东的净利润38亿元（-21.1%）；剔除上述一次性特殊损益影响后的归母净利润42.7亿元（+8.6%）。创新管线步入收获期，市场潜力巨大，截至2023Q3末，新药管线中已有3项提交pre NDA或上市申请。2023Q3公司新增2个品种（2个品规）通过了仿制药一致性评价，使得获批一致性评价的产品累计增加到55个品种（79个品规）。中药深化：国家密集出台政策，中药品种价值待实现。工商联动：产业供应链上下联动，深耕东南亚市场。
- **九州通：业绩符合预期，主体与创新业务双驱动。**公司强力推进“新零售、新产品、互联网医疗和REITs”四大新战略落地实施，药九九 B2B 平台、好药师“万店加盟”计划、“幂健康”平台等均进展顺利，器械、总代、中药等高毛利战略产品销售占比不断提升，“Bb/BC 仓配一体化”、多仓联网、九州万店数字化平台、ERP 系统升级等 PMO 及数字化转型重点项目深化推进，取得较好的阶段性成果，加速了公司经营模式的转型升级。
- **柳药集团：三季度业绩凸显韧性，工业板块放量可期。**1) 批发和零售板块稳健增长。公司凭借渠道优势和药械耗材SPD等供应链增值服务，持续提升与上下游客户的合作粘性，推动创新药、优质治疗药以及器械耗材的引进推广，落地集采集配模式，23Q3医院药械市场份额进一步提升。2) 中药饮片产能和销售规模持续提升，同时公司成立中成药营销中心，统筹中成药营销推广工作，为未来省外市场拓展搭建业务基础。3) 公司中药配方颗粒继续加快在区内医疗机构的进院布局，并积极开展广东、四川、重庆等地省标备案工作，为未来加快品种在更大范围的市场拓展奠定基础。
- **重药控股：业绩短期承压，国企改革未来可期。**受行业政策环境影响，三季度业绩短期承压。三季度公司继续推进部分对外投资并购项目，加快数字化能力提升，推动组织架构调整，在网络覆盖、物流配送、营销能力等方面得到持续提升。公司未来将持续推进“十四五”战略规划的300城计划，随着地级市市场的覆盖逐步增加，进一步加强在药品流通与医疗器械流通市场的拓展。国企改革深化，公司紧紧围绕“一千两双三百城、三化四能五路军”的总战略指导思想，持续优化产业结构，激活企业增长动能。
- **国药一致：三季度业绩短期承压，零售业务净利率提升。**公司围绕可持续、高质量发展目标，多措并举，经营效益总体有所增长。分销业务收入利润增速放缓，零售业务净利率持续提升。分板块看，2023年前三季度分销业务实现收入395.7亿元（+2.4%），净利润7.9亿元（-0.57%），净利率为2%；2023年前三季度零售业务实现收入177.2亿元（+6.4%）；实现净利润3.8亿元（+80.3%），净利率为2.1%。

医药分销板块2023年三季度报总结

医药分销板块成分股（按市值排序）

成分股	23Q1-Q3		22Q1-Q3		2023Q1		2023Q2		2023Q3		23Q1-Q3		2023/11/2 市值(亿元)	收入同比 增量(亿元)	归母净利润 同比增量(亿元)	研发费用(亿元)		销售费用(亿元)		管理费用(亿元)		财务费用(亿元)	
	收入(亿元)	归母净利润(亿元)	收入(亿元)	归母净利润(亿元)	收入YOY	归母净利润YOY	收入YOY	归母净利润YOY	收入YOY	归母净利润YOY	收入YOY	归母净利润YOY				23Q1-Q3	23Q1-Q3	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比	23Q1-Q3	占比
上海医药	1,975.1	38.0	1,746.1	48.1	16%	21%	21%	-55%	3%	6%	13%	-21%	598.2	228.96	(10.17)	14.68	0.7%	104.70	5.3%	41.93	2.1%	11.54	0.6%
九州通	1,143.6	18.2	1,029.5	17.4	20%	24%	13%	-4%	0%	2%	11%	5%	282.6	114.18	0.85	1.31	0.1%	32.92	2.9%	20.66	1.8%	9.25	0.8%
国药股份	365.3	14.6	345.4	14.3	2%	11%	18%	17%	-1%	-16%	6%	2%	217.9	19.87	0.31	0.53	0.1%	6.82	1.9%	3.08	0.8%	(0.23)	-0.1%
百洋医药	55.0	4.9	55.2	3.4	-9%	38%	4%	42%	4%	49%	0%	43%	195.3	(0.24)	1.50	0.11	0.2%	7.30	13.3%	1.68	3.1%	0.39	0.7%
中国医药	298.0	5.9	269.2	7.7	47%	9%	0%	-26%	-12%	-66%	11%	-23%	177.7	28.80	(1.75)	0.73	0.2%	12.10	4.1%	7.43	2.5%	0.67	0.2%
国药一致	565.9	11.9	546.2	10.5	9%	44%	4%	11%	-2%	-4%	4%	14%	147.7	19.69	1.42	0.18	0.0%	38.44	6.8%	8.09	1.4%	1.24	0.2%
重药控股	583.8	5.2	505.3	7.8	24%	48%	26%	20%	-1%	-99%	16%	-34%	91.2	78.53	(2.52)	0.03	0.0%	16.47	2.8%	10.58	1.8%	9.85	1.7%
海王生物	286.4	0.9	289.6	1.3	8%	5%	12%	-69%	-20%	-96%	-1%	-33%	85.6	(3.15)	(0.43)	0.37	0.1%	10.66	3.7%	8.87	3.1%	5.88	2.1%
柳药集团	156.2	6.7	142.2	5.8	11%	18%	14%	23%	5%	12%	10%	17%	75.7	13.94	0.99	0.19	0.1%	3.76	2.4%	3.38	2.2%	1.68	1.1%
南京医药	405.5	4.4	374.4	4.7	20%	13%	8%	-21%	-2%	-4%	8%	-6%	66.8	31.11	(0.30)	0.29	0.1%	8.59	2.1%	3.62	0.9%	4.01	1.0%
英特集团	239.2	3.7	223.1	1.6	11%	44%	8%	212%	3%	92%	7%	128%	61.8	16.05	2.05	0.06	0.0%	5.58	2.3%	3.10	1.3%	1.12	0.5%
人民同泰	78.2	2.4	72.6	1.9	14%	56%	15%	36%	-4%	1%	8%	25%	44.7	5.69	0.49	0.00	0.0%	3.15	4.0%	0.65	0.8%	0.16	0.2%
嘉事堂	217.9	2.4	202.8	2.5	5%	-14%	30%	-3%	-9%	5%	7%	-4%	42.8	15.07	(0.10)	0.00	0.0%	5.93	2.7%	2.28	1.0%	1.16	0.5%
鹭燕医药	147.8	2.6	143.2	2.5	4%	11%	10%	12%	-5%	-11%	3%	4%	37.3	4.51	0.11	0.03	0.0%	3.25	2.2%	2.24	1.5%	1.67	1.1%
合富中国	8.3	0.4	9.6	0.5	-13%	-39%	-6%	2%	-19%	-26%	-13%	-19%	32.8	(1.23)	(0.10)	0.02	0.3%	0.58	7.0%	0.53	6.3%	(0.02)	-0.2%
浙江震元	31.2	0.7	30.7	0.5	14%	22%	1%	41%	-9%	40%	2%	35%	29.3	0.48	0.18	0.32	1.0%	3.57	11.4%	1.21	3.9%	(0.08)	-0.3%
达嘉维康	27.8	0.2	22.4	0.5	40%	-20%	16%	-85%	19%	-62%	24%	-55%	28.4	5.37	(0.29)	0.03	0.1%	1.98	7.1%	0.68	2.4%	0.49	1.8%
国发股份	2.8	-0.2	3.4	0.3	-16%	-136%	-6%	-640%	-25%	-125%	-16%	-148%	23.4	(0.55)	(0.49)	0.05	1.8%	0.23	8.2%	0.37	13.2%	(0.02)	-0.8%

原料药板块2023年三季度报总结

- **2023Q1-3原料药板块收入略降，盈利能力下滑。**原料药板块共选取39家公司，2023Q1-3原料药板块实现收入764.1亿元（-1.1%），归母净利润89.3亿元（-19.9%），扣非归母净利润83.2亿元（-21.9%）；分季度看，板块2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润21.4亿元（-28.6%）。2023Q1-3原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。从盈利水平看，利润端短期承压，2023Q1-3原料药板块毛利率（34.8%，-0.9pp）、净利率（11.6%，-2.7pp）下滑明显，其中销售费率（7.6%，+0.2pp）、管理费率（6.9%，+0.4pp）、财务费率（-0.2%，+0.7pp）、研发费率（6.0%，+0.6pp）均持续提升。2023Q3利润端仍有承压，销售费率（7.6%，环比+0.3pp）、管理费率（7.5%，环比+0.7pp）、财务费率（1.0%，环比+3.7pp）、研发费率（6.6%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。
- **2023Q1-3原料药板块头部企业贡献近一半业绩，收入、利润贡献集中度较低。**2023Q1-3：原料药板块实现收入764.1亿元，19家样本公司收入实现正增长，2家公司收入增速超30%、10家公司净利润增速超30%；2家公司收入增速超50%，6家公司净利润增速超50%。**从收入贡献看**，2023Q1-3新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为14%、11%、9%、8%、5%；**从净利润贡献看**，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为23%、10%、7%、5%、5%。
- **核心观点：优质公司产业能力升级，三条路径打开长期成长空间。**1) “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。2) 优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期：原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性，步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。3) 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高：以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **投资建议：**建议关注九洲药业、健友股份、博瑞医药、海普瑞等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

原料药板块2023年三季度报总结

2023Q1-3原料药板块收入略降，盈利能力下滑

原料药板块共选取39家公司，2023Q1-3原料药板块实现收入764.1亿元（-1.1%），归母净利润89.3亿元（-19.9%），扣非归母净利润83.2亿元（-21.9%）；分季度看，板块2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润21.4亿元（-28.6%）。2023Q1-3原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。

从盈利水平看，利润端短期承压，2023Q1-3原料药板块毛利率（34.8%，-0.9pp）、净利率（11.6%，-2.7pp）下滑明显，其中销售费率（7.6%，+0.2pp）、管理费率（6.9%，+0.4pp）、财务费率（-0.2%，+0.7pp）、研发费率（6.0%，+0.6pp）均持续提升。2023Q3利润端仍有承压，销售费率（7.6%，环比+0.3pp）、管理费率（7.5%，环比+0.7pp）、财务费率（1.0%，环比+3.7pp）、研发费率（6.6%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。

原料药板块21Q3-23Q3业绩速览

(亿元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
单季度收入	226.5	268.1	256.8	265.7	250.1	275.2	272.1	256.1	235.8
同比增速	16.8%	24.5%	11.2%	10.4%	10.4%	2.6%	5.9%	-3.6%	-5.7%
归母净利润	32.2	18.2	41.0	40.5	30.1	20.5	32.9	32.9	23.5
同比增速	-6.4%	-33.1%	4.5%	-5.4%	-6.6%	12.2%	-19.7%	-18.7%	-22.0%
扣非归母净利润	28.5	12.1	37.4	38.5	29.9	17.8	30.1	31.7	21.4
同比增速	-0.6%	-29.4%	2.9%	0.5%	-1.5%	37.7%	-20.9%	-18.7%	-28.6%

原料药板块21Q3-23Q3盈利能力指标概览

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	37.9%	35.2%	37.6%	35.5%	34.0%	32.8%	35.2%	34.6%	34.5%
净利率	14.2%	6.8%	16.0%	15.2%	12.0%	7.4%	12.1%	12.8%	10.0%
销售费率	8.2%	7.0%	7.2%	7.2%	8.0%	7.7%	7.8%	7.3%	7.6%
管理费率	7.1%	7.2%	6.1%	6.3%	7.1%	7.1%	6.3%	6.8%	7.5%
财务费率	0.6%	1.6%	1.1%	-1.9%	-1.8%	0.8%	1.2%	-2.7%	1.0%
研发费率	5.5%	5.6%	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%	5.1%	6.4%	6.6%

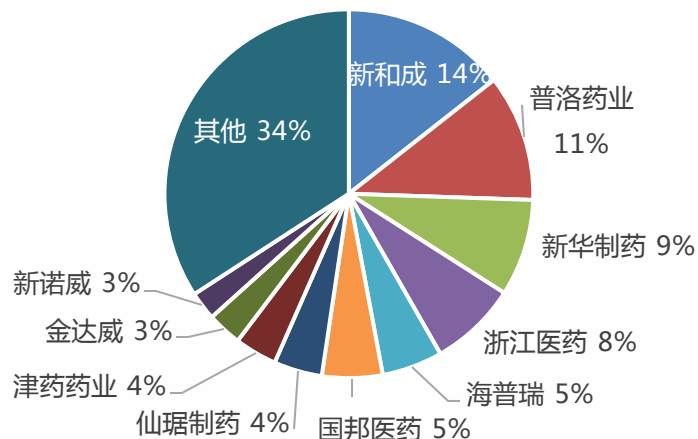
原料药板块2023年三季度报总结

2023Q1-3头部企业贡献近一半业绩，收入、利润贡献集中度较低

2023Q1-3：原料药板块实现收入764.1亿元，19家样本公司收入实现正增长，2家公司收入增速超30%、10家公司净利润增速超30%；2家公司收入增速超50%，6家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2023Q1-3新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为14%、11%、9%、8%、5%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为23%、10%、7%、5%、5%。

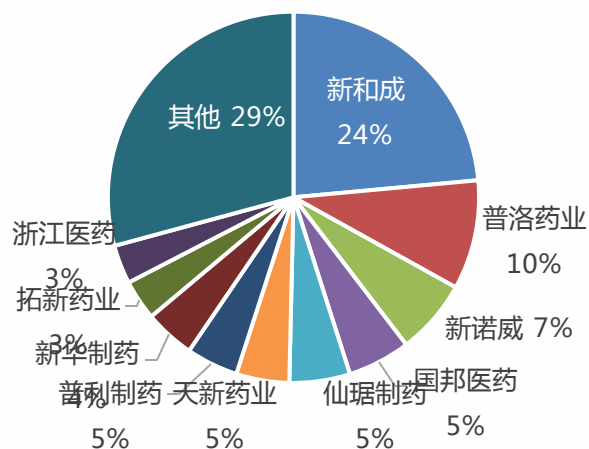
2023Q1-3板块收入占比



板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.10%	2	2	19	20
占比		5%	5%	49%	51%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-19.94%	6	10	18	21
占比		15%	26%	46%	54%

2023Q1-3板块归母净利润占比

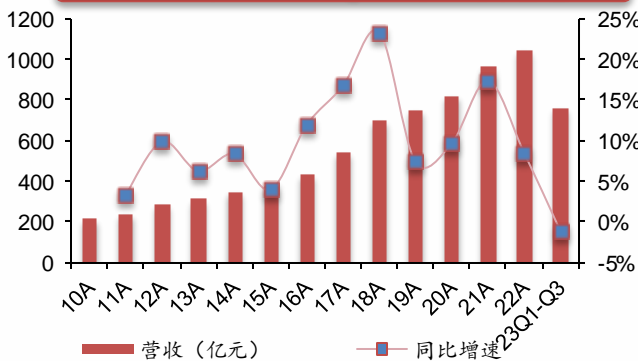


原料药板块2023年三季度报总结

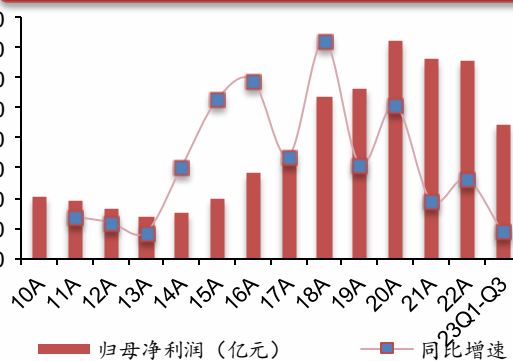
累计季度表现

2023Q1-3收入略降，利润端受制于去库存周期、非法规市场价格竞争等因素短期承压。原料药板块2023Q1-3收入总额764.1亿元（-1.1%）；归母净利润总额为89.3亿元（-19.9%）；扣非归母净利润总额为83.2亿元（-21.9%）。收入端较22年同期略降、利润端短期承压，主要由于前三季度国际客户去库存，Q1执行原有订单出货量仍较高、Q2以来出货量放缓，夏季停产检修以及非法规市场价格竞争激烈带来的原料药产品价格下滑等因素所致。

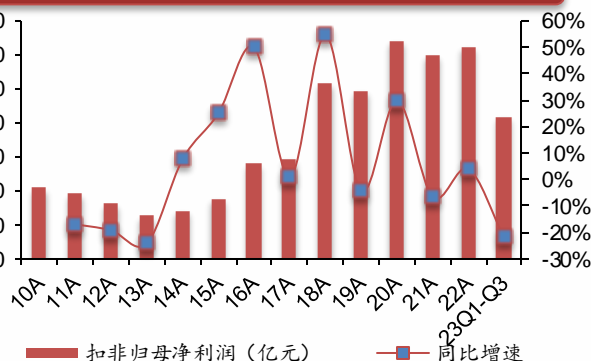
2010年~2023Q1-3收入及增速



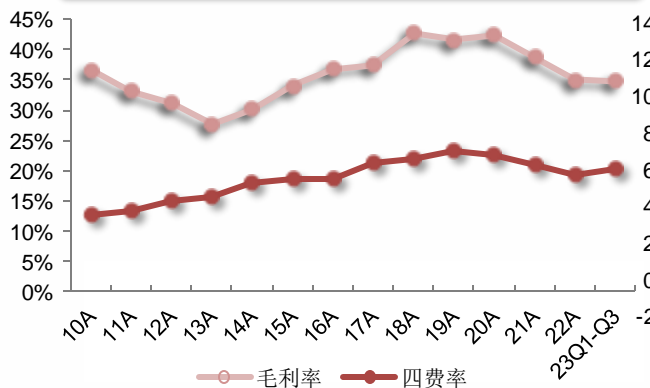
2010年~2023Q1-3归母净利润及增速



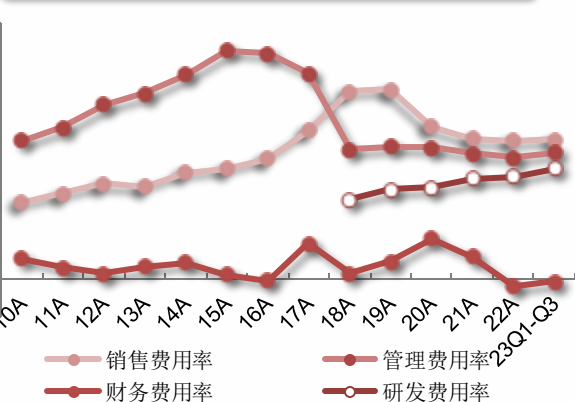
2010年~2023Q1-3扣非归母净利润收入及增速



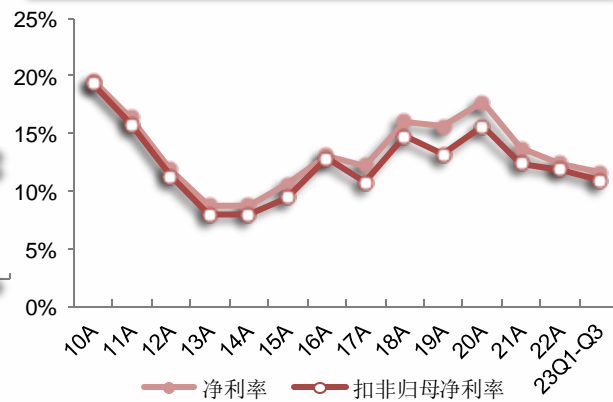
2010年~2023Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~2023Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~2023Q1-3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

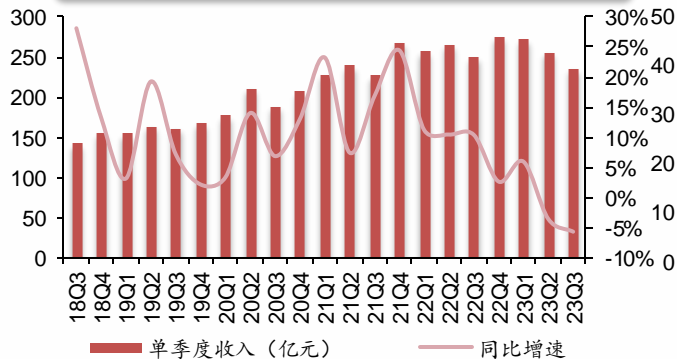
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药板块2023年三季度报总结

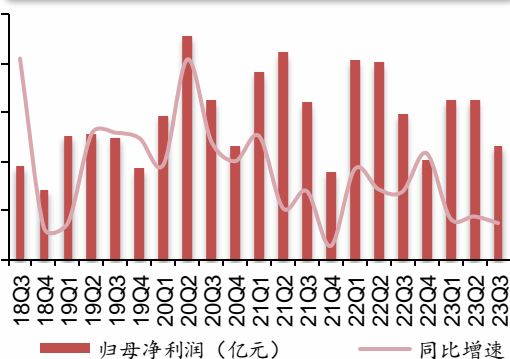
单季度表现

23Q3收入端增速持续下滑，利润端明显承压。2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润总额为21.4亿元（-28.6%）。2023Q2-Q3收入端增速持续下滑、利润端明显承压，预计Q4原材料成本下行持续缓解毛利率压力，汇兑收益等财务因素或将对制剂出口属性较强的公司净利润形成正向贡献。

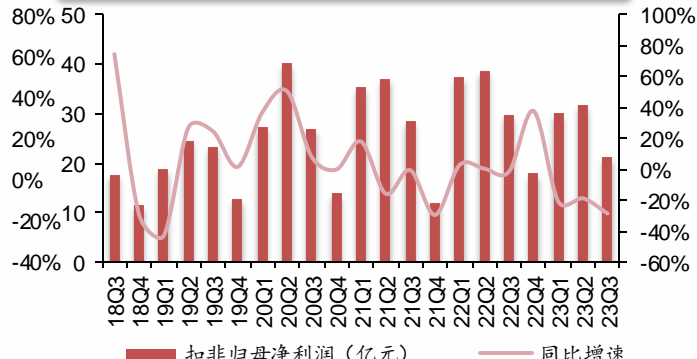
18Q3~23Q3收入及增速（单季度）



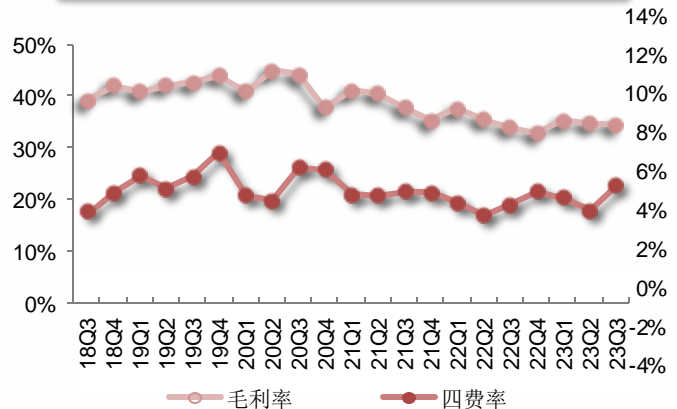
18Q3~23Q3归母净利润及增速（单季度）



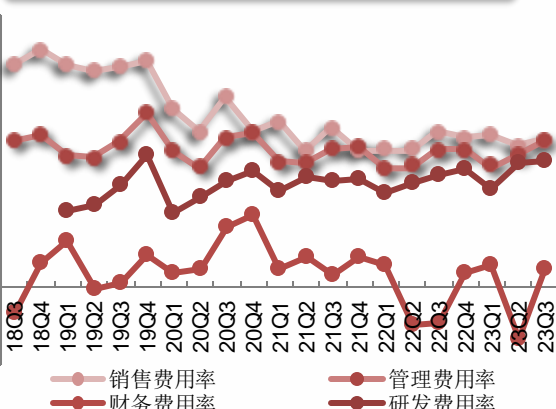
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



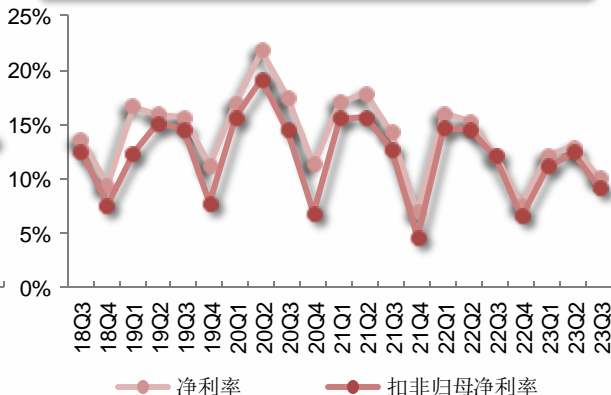
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

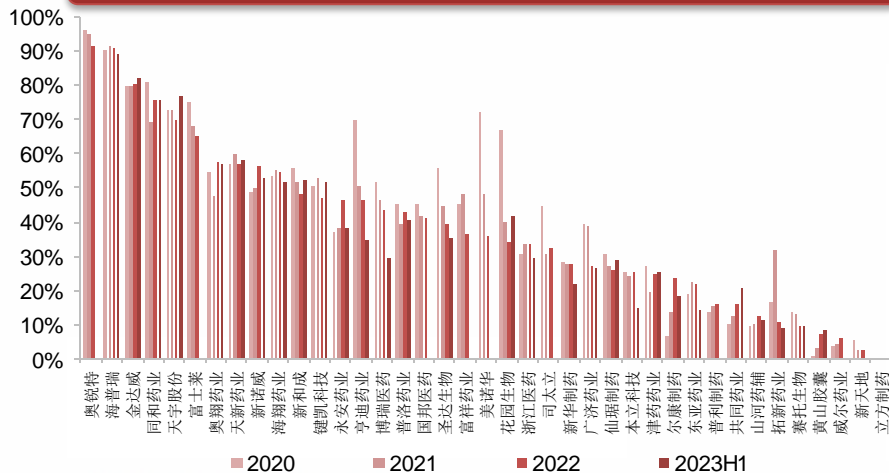
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药板块2023年三季度报总结

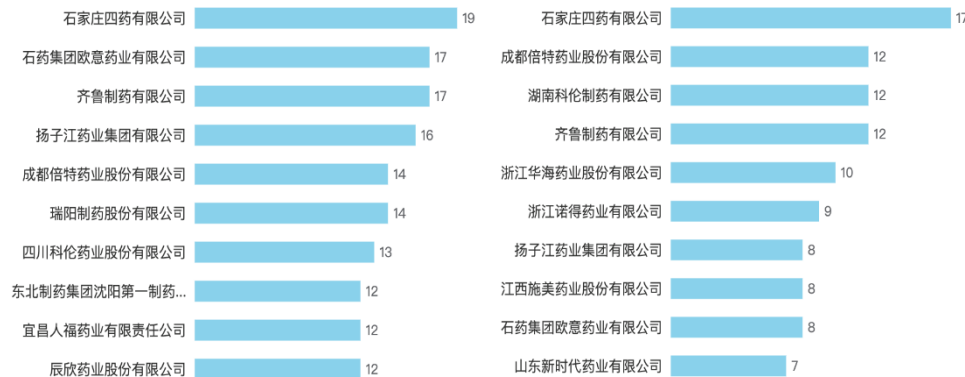
制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2022年海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业2023H1海外收入24.1亿元（+12.2%）。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2023H1获批并通过一致性评价产品50个、获批原料药登记号60个，快速放量有望持续。

2020-2023H1部分原料药及制剂企业海外收入占比



2022、2023H1我国API及制剂公司制剂获批数量Top10 (个)

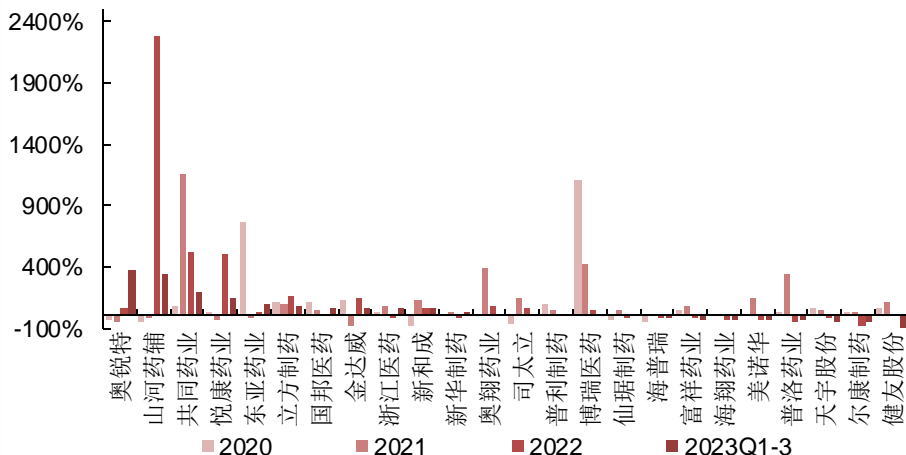


原料药板块2023年三季报总结

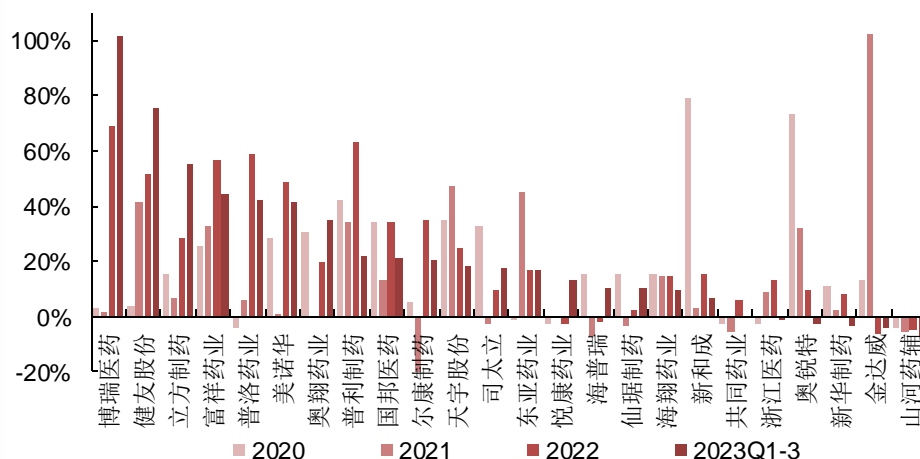
优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2022年奥翔药业CDMO收入占比达53%，天宇股份CDMO毛利率达50%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2023Q1-3奥锐特、山河药辅、共同药业、悦康药业等企业增速较高，均保持100%以上增速；从绝对值来看，新和成、普利制药、博瑞医药2023Q1-3在建工程分别为50.9亿元、17.2亿元、16.7亿元；从固定资产来看，2023Q1-3博瑞医药、健友股份、立方制药等企业高速增长，增速均超50%；从绝对值来看，2023Q1-3新和成、浙江医药、新华制药等固定资产均超30亿元。

部分A股API及制剂企业在建工程增速



部分A股API及制剂企业固定资产增速



www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

原料药板块2023年三季度报总结

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品，截至2022年末，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228已开展四个剂量组爬坡研究，安全性和药代动力学良好；多肽类降糖药BGM0504注射液已获批开展减重和2型糖尿病适应症临床试验，目前已完成Ia期临床给药和观察，初步数据显示良好药效(体重下降)、安全性和药代动力学特征。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (锝[⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

原料药板块2023年三季度报总结

原料药板块2023Q1-3业绩速览（按市值排序）

单位（亿元）：收入同比增量、净利润同比增量
单位（百万元）：四费

成分股	2023Q1		2023Q2		2023Q3		2023Q1-3		市值 (亿元)	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2023Q1-3	2023Q1-3	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比	2023Q1-3	占比
新和成	-16%	-47%	-3%	-17%	-3%	-22%	-8%	-30%	501.0	(1.38)	(2.10)	630.88	5.7%	112.30	1.0%	404.12	3.7%	43.65	0.4%		
新诺威	53%	64%	6%	14%	16%	14%	0%	13%	343.8	3.55	1.21	33.67	1.8%	169.92	8.9%	54.33	2.9%	(5.54)	-3.3%		
普洛药业	47%	57%	-1%	27%	-1%	14%	13%	30%	201.1	9.45	1.94	483.76	5.7%	429.93	5.1%	357.91	4.2%	(3.19)	-1.0%		
海普瑞	-32%	-72%	-24%	-79%	-17%	-86%	-25%	-78%	162.0	(13.32)	(0.05)	52.22	3.7%	402.92	9.9%	306.24	7.5%	74.35	1.8%		
博瑞医药	23%	16%	12%	-25%	20%	-4%	18%	-3%	159.2	1.42	(0.06)	63.82	17.9%	45.10	4.9%	83.11	9.1%	24.21	2.6%		
普利制药	1%	-14%	8%	5%	-10%	-20%	-1%	-11%	124.2	(0.38)	(0.51)	29.84	17.0%	79.68	13.3%	88.47	6.5%	27.34	2.0%		
海翔药业	-21%	-52%	-15%	-127%	-20%	-263%	-19%	-119%	115.9	(3.44)	(2.46)	93.28	5.6%	20.98	1.3%	227.19	13.6%	(5.75)	-3.3%		
天新药业	-5%	-39%	-15%	-1%	-28%	-45%	-15%	-25%	115.7	(2.33)	(1.38)	62.67	4.2%	22.74	1.5%	103.94	7.0%	(1.37)	-6.9%		
仙琚制药	-9%	4%	-2%	-17%	-9%	-14%	-6%	-11%	115.5	(2.33)	(0.58)	139.46	4.3%	726.84	22.5%	232.56	7.2%	(15.50)	-0.6%		
新华制药	44%	40%	11%	38%	2%	23%	19%	34%	111.5	10.44	0.99	34.28	5.3%	643.45	9.9%	359.16	5.5%	9.35	0.1%		
金达威	7%	-28%	-8%	-37%	4%	-20%	1%	-30%	111.3	0.15	(1.05)	50.91	2.2%	25.34	9.7%	292.50	12.6%	(2.35)	-0.9%		
固邦医药	20%	-3%	-8%	-45%	-12%	-42%	-1%	-32%	111.1	(0.30)	(2.32)	62.76	4.0%	53.85	1.3%	229.55	5.7%	(1.30)	-1.1%		
浙江医药	-8%	-56%	0%	22%	-3%	-69%	-4%	-38%	105.1	(2.47)	(1.83)	607.13	10.3%	755.07	12.8%	308.72	5.3%	(20.59)	-0.4%		
奥锐特	38%	12%	-14%	-34%	42%	96%	20%	25%	100.5	1.52	0.46	95.78	10.4%	67.24	7.3%	21.30	13.1%	(7.36)	-0.8%		
奥翔药业	28%	32%	17%	27%	3%	21%	16%	27%	89.0	0.92	0.48	73.69	11.0%	10.47	1.6%	78.21	11.6%	(3.34)	-4.7%		
天宇股份	4%	18%	-21%	-414%	-15%	-101%	-11%	77%	78.6	(2.39)	0.30	81.14	9.7%	61.21	3.3%	210.46	11.3%	20.79	1.1%		
键凯科技	-8%	-10%	-31%	-64%	-31%	-40%	-24%	-39%	76.4	(0.77)	(0.65)	40.04	16.4%	6.43	2.6%	34.74	14.2%	(2.53)	-1.0%		
尔康制药	28%	16%	13%	242%	-12%	-291%	10%	10%	72.0	1.22	0.04	40.83	2.8%	89.43	6.2%	249.01	15.2%	3.47	0.2%		
亨迪药业	51%	43%	89%	177%	30%	57%	84%	84%	65.5	1.92	0.66	34.93	6.4%	17.47	3.2%	35.34	6.5%	(1.30)	-7.2%		
拓新药业	325%	970%	-10%	-80%	-49%	-93%	76%	186%	64.1	3.22	2.04	34.94	4.7%	8.99	1.2%	88.22	11.8%	(2.72)	-0.4%		
花园生物	-18%	-66%	-18%	-55%	-13%	-44%	-17%	-58%	58.8	(1.30)	(2.05)	59.93	6.7%	12.88	23.7%	99.42	11.1%	8.92	1.0%		
富祥药业	-1%	-208%	7%	-270%	7%	-3836%	4%	-278%	58.2	0.52	(1.28)	63.50	4.9%	29.18	2.3%	102.91	8.0%	15.69	1.2%		
津药药业	11%	199%	13%	46%	-10%	-405%	5%	194%	57.3	1.22	1.00	124.90	4.4%	775.13	27.3%	194.74	6.9%	11.55	0.4%		
司太立	9%	-88%	22%	-259%	26%	-109%	18%	101%	53.7	2.52	0.20	103.55	6.3%	64.27	3.9%	91.38	5.6%	84.92	5.2%		
立方制药	29%	40%	-24%	27%	-61%	-44%	-20%	0%	49.4	(3.20)	0.01	59.93	3.9%	426.70	28.0%	46.56	3.1%	(3.77)	-0.2%		
同和药业	23%	23%	3%	51%	-7%	-32%	6%	6%	48.6	0.31	0.04	47.48	8.5%	17.56	3.1%	27.96	5.0%	(4.04)	-0.7%		
新天地	8%	37%	-13%	25%	54%	143%	9%	53%	45.2	0.42	0.47	29.61	6.0%	2.51	0.5%	30.76	6.3%	(0.93)	-0.2%		
美诺华	-51%	-62%	-15%	-118%	4%	-19%	-25%	-75%	43.9	(3.22)	(1.59)	64.35	6.9%	33.29	3.6%	26.45	13.6%	16.00	1.7%		
赛托生物	32%	21%	-14%	128%	-13%	-48%	-1%	48%	38.5	(0.30)	0.20	41.73	4.5%	11.72	1.3%	104.49	11.3%	25.37	2.7%		
威尔药业	-15%	-4%	-7%	-19%	16%	40%	-3%	0%	36.2	(0.22)	(0.00)	40.56	4.9%	8.68	1.0%	76.21	9.2%	10.22	1.2%		
山河药辅	29%	46%	22%	20%	13%	24%	22%	31%	35.3	1.12	0.29	30.67	4.8%	19.62	3.1%	20.69	3.2%	1.30	0.2%		
东亚药业	45%	3%	9%	61%	3%	62%	18%	40%	34.6	1.52	0.24	53.60	5.3%	11.96	1.2%	96.40	9.6%	(5.44)	-0.6%		
富士莱	10%	29%	8%	-11%	-27%	-71%	-2%	-16%	31.8	(0.33)	(0.20)	30.55	7.9%	3.69	0.9%	33.29	8.6%	(7.16)	-2.0%		
共同药业	-1%	-69%	0%	-4%	-34%	-59%	-14%	-43%	30.4	(0.62)	(0.17)	30.32	7.9%	3.65	0.9%	34.82	9.0%	7.04	1.8%		
永安药业	-25%	-70%	-32%	-29%	-24%	-122%	-36%	-71%	29.8	(3.20)	(1.15)	35.95	4.5%	60.88	7.6%	11.83	13.9%	(6.90)	-0.9%		
广济药业	-13%	-627%	-6%	12%	11%	760%	-3%	-436%	28.4	(0.14)	(0.87)	48.94	9.4%	29.03	5.6%	104.42	20.0%	27.34	5.2%		
黄山胶囊	41%	44%	6%	2%	7%	3%	18%	15%	26.3	0.52	0.07	10.53	3.0%	23.23	6.5%	19.62	5.5%	(8.32)	-2.4%		
本立科技	-15%	-22%	-23%	5%	69%	-12%	-8%		25.1	(0.73)	(0.04)	20.25	3.9%	0.98	0.2%	27.59	5.3%	(10.29)	-2.0%		
圣达生物	-9%	-83%	17%	-151%	-2%	-56%	2%	-108%	23.6	0.03	(0.50)	30.19	5.5%	9.70	1.8%	53.34	9.8%	(8.30)	-1.6%		

制药设备及耗材2023年三季度报总结

- **2023年前三季度板块总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2023Q3YTD收入总额103亿元（+11.3%），归母净利润9.7亿元（-30.9%），扣非归母净利润8.9亿元（-30.3%），板块收入稳健增长，利润有所下滑。分季度来看，5家公司2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为32.6/36.1/34.2亿元，Q3环比有所下降，预计主要系行业需求未恢复。从盈利能力来看，2023Q3YTD样本公司整体毛利率为37%，同比-5pp。预计毛利率下降与行业竞争、整体需求等因素有关。费用率水平整体保持稳定。
- **制药装备板块**：2023年前三季度楚天科技、东富龙收入分别同比增长14.2%/13.3%。受高毛利业务收入占比下降、行业竞争等因素影响，相关公司毛利率端承压；公司通过管控费用率，净利率端受影响相对更小。
- **耗材板块**：纳微科技、奥浦迈收入分别增长-4%、-23%；相关公司收入增长受去年同期新冠相关业务带来的基数效应、非核心业务增速较慢等因素影响。
- **耗材板块覆盖项目持续增长，未来商业化放量可期**。截至23H1，奥浦迈培养基覆盖142个药物项目，较2022年末增加31个；其中3期项目19个，较2022年末增加5个；商业化项目2个，较2022年末增加1个；同期纳微科技填料覆盖抗体、疫苗/重组蛋白、胰岛素项目数量分别为849、435、103个，其中3期及商业化项目分别为45、17、34个。相关管线商业化进度持续推进，未来有望带动相关耗材放量。
- **相关标的**：楚天科技（300358）、东富龙（300171）、奥浦迈（688293）、新华医疗（600587）。
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

制药设备及耗材2023年三季度报总结

2023Q3YTD板块总结：

- **板块总结：**选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2023Q3YTD收入总额103亿元（+11.3%），归母净利润9.7亿元（-30.9%），扣非归母净利润8.9亿元（-30.3%），板块收入稳健增长，利润有所下滑。
- **分季度来看，**5家公司2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为32.6/36.1/34.2亿元，Q3环比有所下降，预计主要系行业需求未恢复。
- **从盈利能力来看，**2023Q3YTD样本公司整体毛利率为37%，同比-5pp。预计毛利率下降与行业竞争、整体需求等因素有关。费用率水平整体保持稳定。

板块业绩概览

单位：亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3YTD
营收	32.6	36.1	34.2	103
同比增速	12.6%	20.7%	1.9%	11.3%
归母净利润	4.2	3.7	1.9	9.74
同比增速	-4.9%	-28.2%	-58.9%	-30.9%
扣非归母净利润	4.1	3.2	1.6	8.91
同比增速	-3.8%	-20.4%	-62.9%	-30.3%

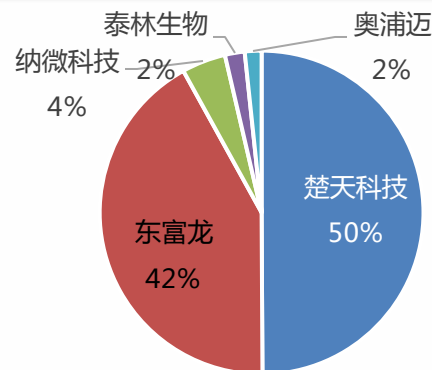
板块财务数据概览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3YTD
毛利率	39.3%	38.6%	33.9%	37%
四费率	23.4%	24.0%	28.3%	25%
销售费用率	7.1%	8.8%	9.8%	9%
管理费用率	8.5%	8.1%	9.3%	9%
财务费用率	-0.2%	-0.8%	-0.1%	0%
研发费用率	7.9%	7.9%	9.3%	8%
净利率	12.9%	10.2%	5.5%	10%

制药设备及耗材2023年三季度报总结

- 收入方面，5家公司中，共有2家公司2023Q3YTD实现正增长。归母净利润方面，5家公司归母净利润有所下滑。
- 从收入占比来看，楚天科技、东富龙占比较高，上述公司23Q3YTD收入合计占比为92%。从净利润来看，上述公司23H1合计占比为90%。

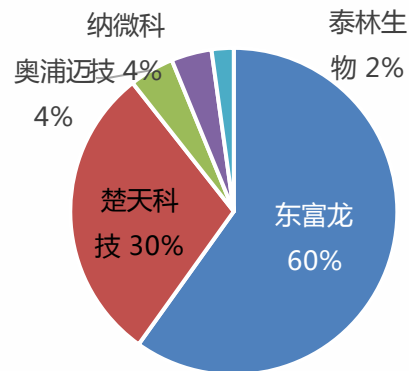
2023Q3YTD各公司收入占比



子板块2023Q3YTD业绩速览

收入增速	子版块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	11.32%	0	0	2	3
占比		0%	0%	40%	60%
归母净利润增速	子版块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-30.88%	0	0	0	5
占比		0%	0%	0%	100%

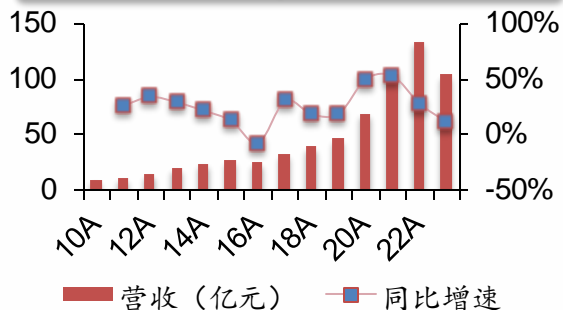
2023Q3YTD各公司归母净利润占比



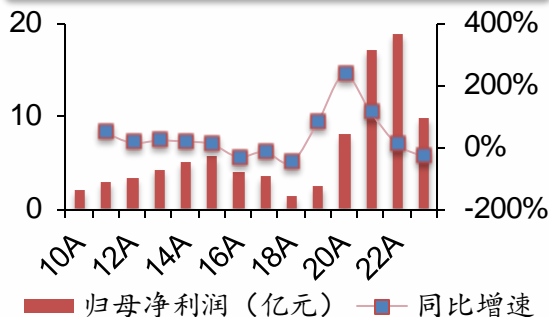
制药设备及耗材2023年三季度报总结

累计季度表现

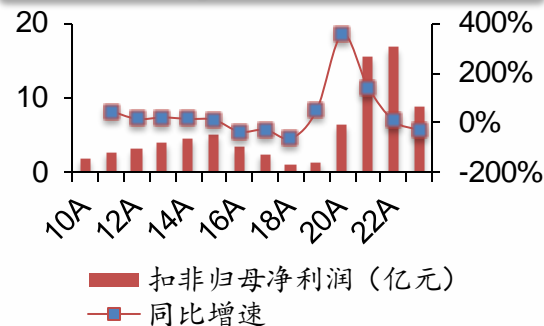
2010年~2023Q3YTD收入及增速



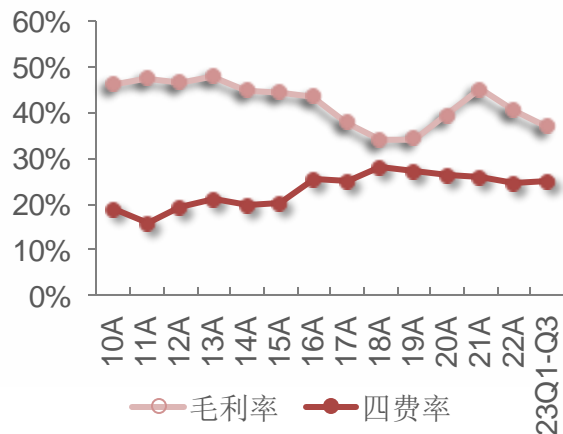
2010年~2023Q3YTD归母净利润及增速



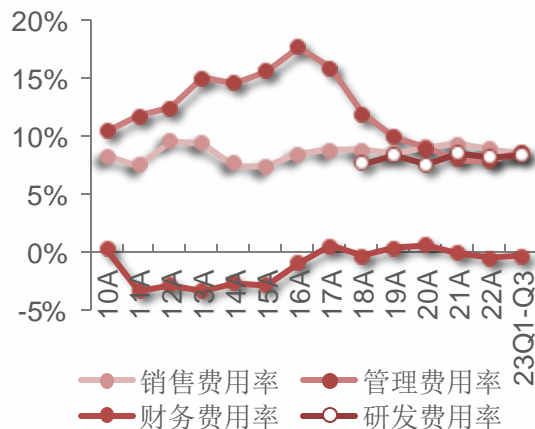
2010年~2023Q3YTD扣非归母净利润及增速



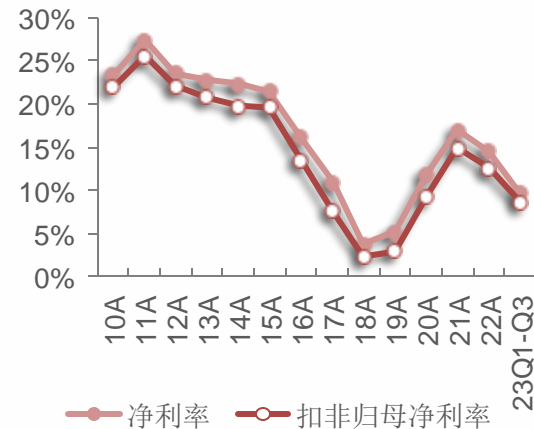
2010年~2023Q3YTD毛利率与四费率变化趋势



2010年~2023Q3YTD期间费用率变化趋势



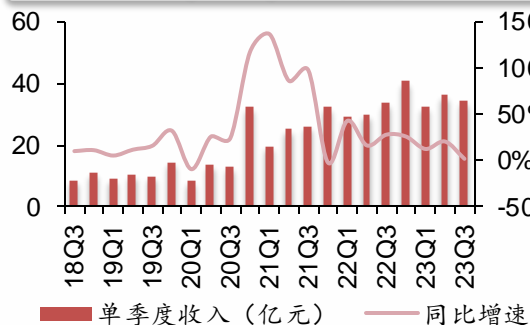
2010年~2023Q3YTD净利率变化趋势



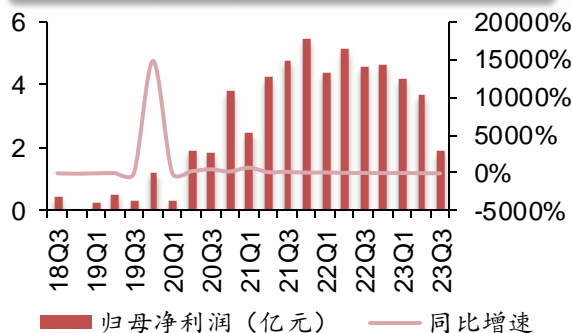
制药设备及耗材2023年三季度报总结

单季度表现

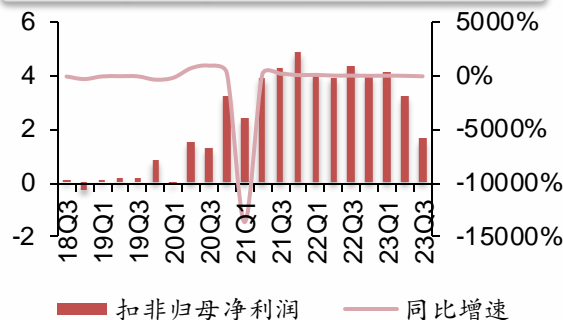
18Q3~23Q3收入及增速



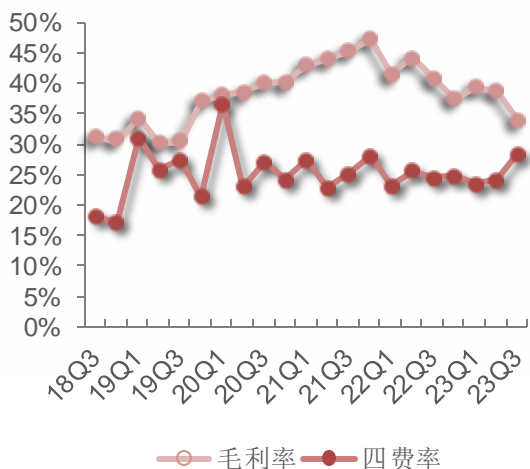
18Q3~23Q3归母净利润及增速



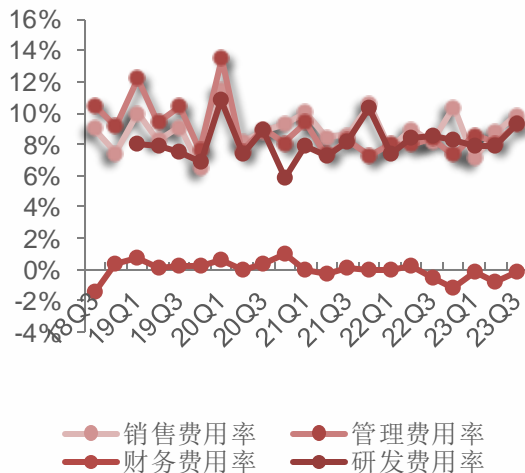
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速



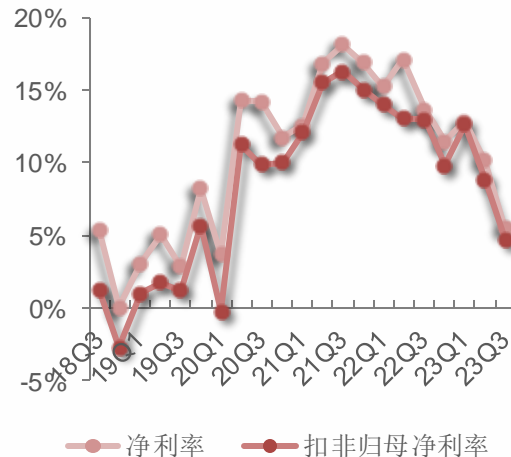
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



制药设备及耗材2023年三季度报总结

- **制药装备板块2023年前三季度收入端稳健增长。**楚天科技、东富龙收入分别同比增长14.2%/13.3%。受高毛利业务收入占比下降、行业竞争等因素影响，相关公司毛利率端承压；公司通过管控费用率，净利率端受影响相对更小。
- **耗材板块：**纳微科技、奥浦迈收入分别增长-4%、-23%；相关公司收入增长受去年同期新冠相关业务带来的基数效应、非核心业务增速较慢等因素影响。

制药设备及耗材板块样本公司2023Q3YTD经营对比

证券简称	楚天科技	东富龙	泰林生物	纳微科技	奥浦迈
收入	51.3	43.3	2.0	4.5	1.7
yoy	14.2%	13.3%	-13.1%	-4.0%	-23.0%
归母净利润	2.9	5.8	0.2	0.4	0.4
yoy	-37.9%	-3.5%	-54.9%	-81.6%	-48.0%
毛利率	31.3%	38.2%	54.0%	79.0%	58.8%
同比	-6.1 pp	-2.3 pp	-4.0 pp	+0.9 pp	-7.9 pp
归母净利率	5.6%	13.5%	10.5%	8.6%	25.2%
同比	-4.7 pp	-2.3 pp	-9.7 pp	-36.4 pp	-12.1 pp

制药设备及耗材2023年三季度报总结

- **楚天科技 (300358)**：前三季度实现收入51.3亿元，同比+14.2%，实现归母净利润2.9亿元，同比-37.9%，扣非归母净利润2.8亿元，同比-37.3%。其中单三季度实现收入17.8亿元，同比+9.4%，归母净利润0.2亿元，同比-87.6%，扣非归母净利润0.1亿元，同比-90.9%。从盈利能力来看，前三季度公司销售毛利率31.3%，销售净利率5.6%，预计主要系行业竞争加剧。公司整体费用率保持稳定，前三季度销售费用率9.9%，同比下降1.1pp，管理费用率6.6%，同比增加0.4pp，研发费用率7.4%，同比下降0.9pp。
- **东富龙 (300171)**：2023年公司前三季度分别实现收入14.2/15.3/13.7亿元，分别同比增长15%/28.4%/-1.1%；归母净利润分别为2.3/2/1.6亿元，分别同比增长9.3%/2%/-22%。2023年前三季度销售毛利率38.2%，同比-2.3pp，预计与公司收入结构及产品价格变动有关。2023年前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用分别为2.5亿元、3.8亿元、2.7亿元，占收入的比例分别为5.7%、8.8%、6.2%，分别同比+1.2pp、-0.6pp、+0.1pp。销售净利率为13.5%，同比下降2.4pp，主要系毛利率下降所致。
- **奥浦迈 (688293)**：前三季度实现收入1.7亿元 (-23.1%)，归母净利润为4318万元 (-48%)，扣非归母净利润3170万元 (-56.7%)。前三季度同比下降，主要系生物医药融资环境变化，以及22年业务基数中较高部分是IVD试剂和海外大客户疫情期间紧急采购。如剔除上述因素，预计公司培养基业务前三季度收入同比增长约20%。前三季度销售毛利率为58.8%，同比-7.9pp，主要系收入下降固定成本摊销减少，以及业务结构变化所致。费用率方面，销售费用率6.8% (+2.4pp)，管理费用率20.4% (+6.5pp)，研发费用率19.1% (+8.2pp)，预计主要系收入下降导致费用率有所上升。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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，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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	xy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				