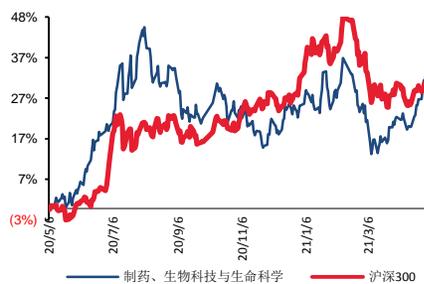


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 医药 2020 年报及 21 年一季报总结—板块整体强劲恢复，甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告:

《血制品业务有望实现稳定增长，国内 21 年四价流感需求有望持续旺盛》--2021/04/29

《一季度业绩超预期，盈利能力进一步提升》--2021/04/29

《迈瑞医疗业绩点评：21Q1 扣非净利润增长高达 35%，全球知名度提升为后续发展铺路》--2021/04/29

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

证券分析师：陈灿

### 报告摘要

疫情之下全年仍表现优异，21Q1 迎来强势复苏，医疗服务及 CXO 板块成长性最高。2020 年医药行业扣非后归母净利润总额为 1006.72 亿元 (+44.54%)、整体的经营性现金流净额为 2112.61 亿元 (+42.83%)；21Q1 医药行业的扣非后归母净利润总额为 485.62 亿元 (+96.68%)、整体的经营性现金流净额为 199.71 亿元 (+546.81%)。分子行业来看，2021 年一季度，高景气度和抗疫相关的板块的成长性较高，医疗服务、医疗器械和生物医药的扣非后归母净利润分别同比增加 9220.46%、246.58% 和 136.30%；其余板块均在去年底基数的基础上受益于终端需求恢复等因素而实现不同程度的成长恢复。

21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情，医疗器械和医疗服务领涨。年报及一季报业绩超预期个股，带动医药板块呈现业绩催化行情。2021 年初至今，以板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确。随着年报及一季报陆续披露，2021 年二季度以来，在业绩超预期个股带动下医药板块呈现业绩催化行情。

截至 2021 年 4 月 30 日，与疫情概念相关的板块医疗器械 (IVD、低值耗材) 和医疗服务 (处于景气度上行周期的 CXO，以及疫情控制后终端需求恢复的医疗服务) 表现突出，分别上涨 16.04% 和 11.35%，位居涨幅第一和第二。

子行业估值差收敛，医疗服务和医疗器械已回调至相对低位。20Q3 以来公募基金重仓比例回落，低于十年平均。板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确，随着 21 年估值逐渐切换，显现出较好的配置价值。基于长期竞争优势与业绩估值平衡性，我们关注细分领域里质地优良、估值相对合理具有安全边际、增长确定性强的标的。

电话：021-58502206

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

证券分析师助理：曹聪聪

电话：021-58502206

E-MAIL: caocc@tpyzq.com

#### 各板块半年报情况总结：

**1、化学制剂：**疫情影响医院诊疗活动，制剂企业销售呈前高后低态势；21Q1 则由于低基数表现高增长，其中龙头企业产品竞争力较好、销售能力较强，表现出较强的抗风险和复苏能力。关注 1) 资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的 BigPharma；2) 平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的 Biotech。

**2、生物药：**小儿疫苗接种偏刚需，热门自费疫苗仍处于快速放量阶段，2020 年疫苗企业销售额和净利润快速增长。血制品板块则由于疫情下医院诊疗活动的减少，相关制品销售也有所下滑；类消费生物药板块同样疫情影响了市场推广和新患开发，同比增速有所放缓。21Q1 疫苗企业重点产品持续放量，规模效应明显；血制品企业同样有所复苏；类消费生物药企业则由于基数低叠加 21Q1 新患等的快速恢复，利润端实现高速增长。

**3、医疗服务：**上半年门店的经营情况受到影响，收入呈阶段性的下降，下半年消费需求的释放，全年实现较高业绩增长。龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强。

**4、医疗器械：**疫情影响，医疗器械企业经营情况两极分化严重，生产和销售疫情相关的设备、耗材等企业获得了大量的订单和利润；生产非疫情相关、且非刚性需求产品的厂家则业绩受损严重；刚需属性明显的产品生产企业则业绩基本保持稳健增长。21Q1 企业已经恢复开展正常的经营活动，同时抗疫产品也持续贡献增量。

**5、医药外包：**新冠外包合作促进信任升级，短中期 CDMO 全球产业转移有望提速，同时国内需求端景气度持续，医药外包仍是极具成长确定性的子板块之一。平台型公司的成长性确定性强，药明康德和康龙化成等表现优异。在岸外包领域中国市场红利持续，存货反应 2021Q1 昭衍新药和泰格医药在手订单充足。

**6、特色原料药：**产业升级型、技术平台型公司的成长性高，21Q1 特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润均值增速分别为 34%、41%。印度新冠疫情二次爆发，中国原料药供应链稳定性的优势凸显，建议关注规范市场转移订单 2021 年落地情况。

**7、医药商业：**受疫情影响，20 年整体板块增速下降，其中零售药店板块表现优秀，益丰药房、老百姓、大参林和一心堂继续保持快速增长。配送企业九州通、柳州股份等受疫情影响较小，继续保持快速增长。配送企业 2021Q1 增长恢复。

#### 医药板块投资策略：甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会

##### 一、供给侧创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素。

创新所带来的投资机会是长生命周期的。对于医保体系下的药械企业而言，医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励使得创新成为企业发展的唯一出路，而从发展阶

段来看不管是创新药械还是创新疫苗相比海外仍处于起步阶段，企业创新能力的提升和国产化替代的趋势将形成结构性投资机会。 **推荐创新药械、创新疫苗、创新药及创新药产业链板块。**

1) 创新药相关标的：恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为 BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药；百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药。

2) 创新药产业链相关标的：药明康德、凯莱英、康龙化成、药石科技、博腾股份。

3) 医疗器械相关标的：检测板块重点关注迈瑞医疗、金域医学、安图生物、万孚生物、凯普生物、普门科技；创新医疗器械相关标的：微创医疗、南微医学、惠泰医疗。

4) 创新疫苗相关标的：智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物、康希诺。

## 二、需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道

### 1、连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒。

1) 眼科、口腔和体检服务宽赛道、高壁垒。龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

相关标的：爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖、美年健康。

2) ICL：检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。

相关标的：金域医学。

### 2、药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升。

医药分家大趋势下，处方外流带来的市场扩容、集中度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。

推荐：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

### 3、消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低的，具备长期成长品种。

消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。

推荐：生长激素龙头长春高新以及快速发展的安科生物；国内舌下脱敏龙头我武生物；角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗。

### 4、血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间。

长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

继续推荐：华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

**风险提示：**政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

## 目录

	<b>一、 行业逻辑 .....</b>	<b>7</b>
	(一) 基本面：21Q1 医药行业整体强劲恢复 .....	7
高	(二) 二级市场：Q2 以来呈现业绩催化行情，溢价率低于十年平均，当前板块配置性价比	
9		
	<b>二、 各细分板块总结 .....</b>	<b>13</b>
	(一) 化学制药：创新研发仍是主线，平台效应逐步体现 .....	13
突出	(二) 生物制药：疫苗新技术潜力十足，类消费生物药坡长雪厚，高壁垒血制品成长属性	
	15	
18	(三) 医疗服务：业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升	
	(四) 医疗器械：新技术、新市场、新机遇，国产医疗器械以创新升级实现进口替代	
20	(五) 医药外包：重点关注产业转移加速的 CDMO 及商业模式升级的平台型公司	25
	(六) 特色原料药：不稳定外部环境下，关注 2021 年海外转移订单落地 .....	27
	(七) 医药商业：大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容 .....	28
	<b>三、 医药板块投资策略：甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会 .....</b>	<b>30</b>
	(一) 供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素 .....	30
	(二) 需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道 .....	32
	<b>四、 风险提示 .....</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1: 15-21Q1 生物医药行业净利润同比增速 .....	7
图表 2: 15-21Q1 生物医药行业经营性现金流同比增速 .....	7
图表 3: 16Q1-21Q1 生物医药各子版块净利润同比增速 .....	8
图表 4: 16Q1-21Q1 生物医药行业的毛利率情况 .....	8
图表 5: 16Q1-21Q1 生物医药各子板块的毛利率情况 .....	8
图表 6: 16Q1-21Q1 生物医药行业的净利率情况 .....	9
图表 7: 16Q1-21Q1 生物医药各子板块的净利率情况 .....	9
图表 8: 21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情 .....	10
图表 9: 2021 年以来医药各个子行业分化明显 .....	10
图表 10: 截至 2021 年 4 月 30 日, 医药板块绝对估值及溢价率处于十年中位 .....	10
图表 11: 2021 年初以来, 生物医药各子行业估值差收敛 .....	11
图表 12: 20Q3 以来公募基金重仓医药行业比例回落 .....	11
图表 13: 21Q2 以来北上资金医药行业投资占比回升 .....	12
图表 14: 医疗服务、医疗器械等非药板块占比持续提升 .....	12
图表 15: 化学制剂板块重点公司估值数据比较 .....	14
图表 16: 化学制剂板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	15
图表 17: 生物制品板块重点公司估值数据比较 .....	17
图表 18: 生物制品板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	17
图表 19: 医疗服务板块重点公司估值数据比较 .....	20
图表 20: 医疗服务板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	20
图表 21: 医疗器械板块重点公司估值数据比较 .....	22
图表 22: 医疗器械板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	24
图表 23: 医药外包板块重点公司估值数据比较 .....	26
图表 24: 医药外包板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	26
图表 25: 特色原料药板块重点公司估值数据比较 .....	27
图表 26: 特色原料药板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	28
图表 27: 医药商业板块重点公司估值数据比较 .....	30
图表 28: 医药商业板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较 .....	30

## 一、行业逻辑

### (一) 基本面：21Q1 医药行业整体强劲恢复

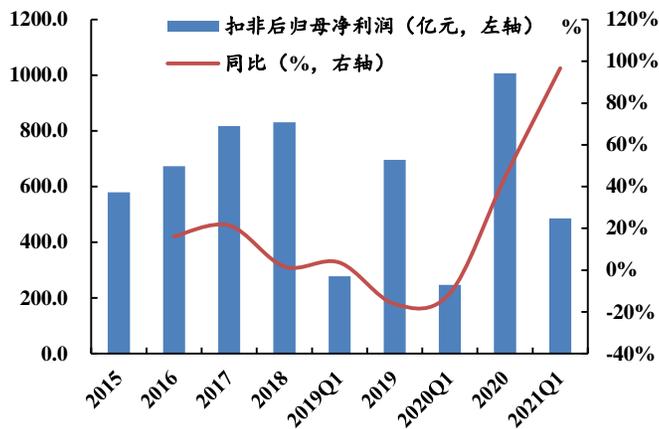
#### ➢ 21Q1 医药行业整体强恢复，医疗服务及 CXO 板块成长性最高

2020 年，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 1006.72 亿元，同比增长 44.54%；医药行业整体的经营性现金流净额为 2112.61 亿元，同比增长 42.83%。

2021 年一季度，生物医药行业的扣非后归母净利润总额为 485.62 亿元，同比增长 96.68%；医药行业整体的经营性现金流净额为 199.71 亿元，同比增长 546.81%。

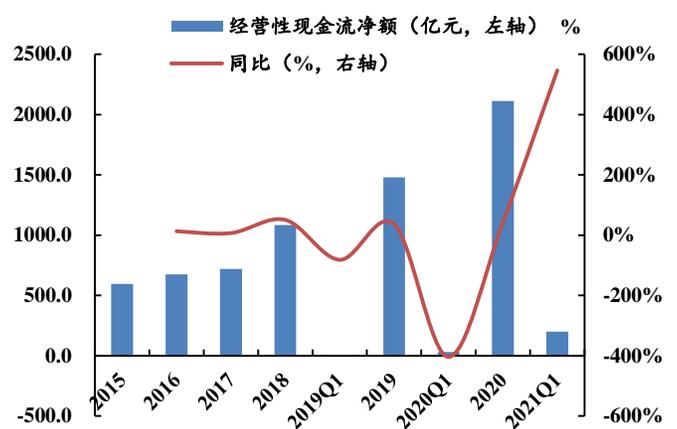
分子行业来看，2021 年一季度，高景气度和抗疫相关的板块的成长性较高，医疗服务（CS 医疗服务包括医疗服务、第三方实验室检测和创新药研发外包服务）、医疗器械和生物医药的扣非后归母净利润分别同比增加 9220.46%、246.58%和 136.30%；除中药饮片板块外（-111.36%），其余板块均在去年低基数的基础上受益于终端需求恢复等因素而实现不同程度的成长恢复，其中化学制剂、医药流通和化学原料药的扣非后归母净利润分别同比增加 44.87%、23.01%和 19.76%。

图表 1：15-21Q1 生物医药行业净利润同比增速



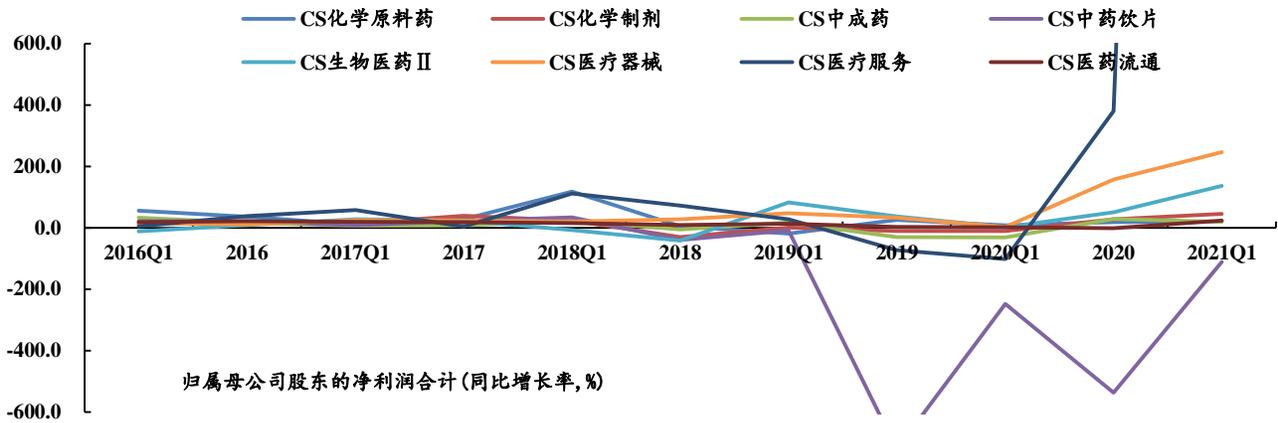
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 2：15-21Q1 生物医药行业经营性现金流同比增速



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 3: 16Q1-21Q1 生物医药各子版块净利润同比增速

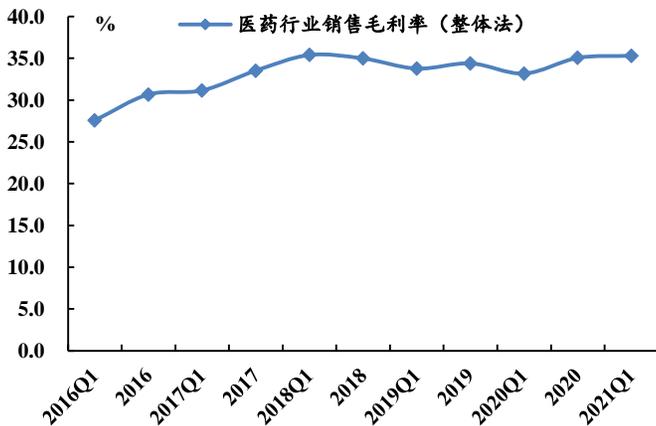


➤ 21Q1 生物医药行业的盈利水平较去年同期明显提升

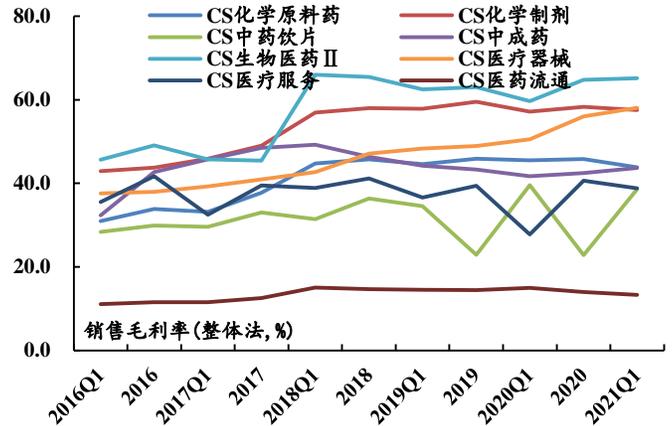
2020年，生物医药行业整体的毛利率为35.05%，相比去年同期提高0.66pct。2021年一季度，生物医药行业整体的毛利率为35.30%，相比去年同期提高2.13pct。

分子行业来看，2021年一季度，医疗服务、医疗器械和生物医药等的毛利率水平同比提升，分别提升11.05pct、7.50pct和5.47pct。2021年一季度，医药流通、化学原料药和中药饮片的毛利率水平同比下降，分别为下降1.67pct、1.63pct和0.94pct。

图表 4: 16Q1-21Q1 生物医药行业的毛利率情况



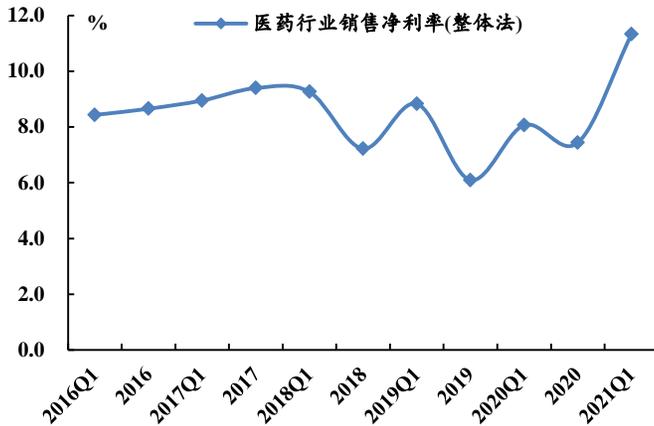
图表 5: 16Q1-21Q1 生物医药各子板块的毛利率情况



2020年，生物医药行业整体的净利率为7.44%，相比去年同期增加1.34pct。2021年一季度，生物医药行业整体的净利率为11.33%，相比去年同期增加3.26pct。

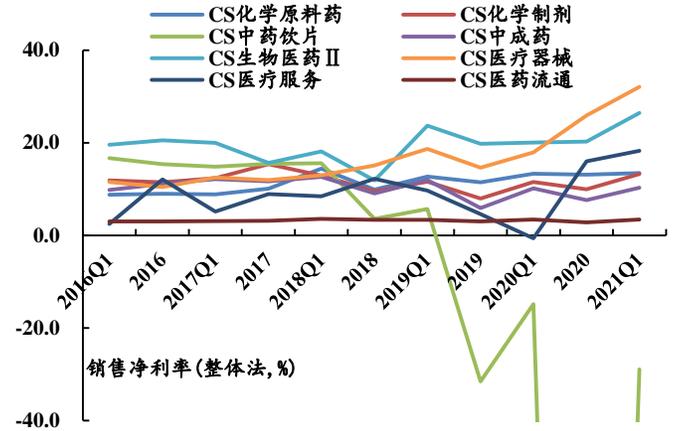
分子行业来看，2021年一季度，医疗服务、医疗器械、生物医药和化学制剂等的净利率水平同比提升，分别提升18.88pct、14.20pct、6.42pct和1.73pct。2021年一季度，中药饮片和医药流通的净利率水平同比下降，分别为下降14.09pct和0.05pct。

图表 6：16Q1-21Q1 生物医药行业的净利率情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 7：16Q1-21Q1 生物医药各子板块的净利率情况



资料来源：wind，太平洋研究院整理

## (二) 二级市场：Q2 以来呈现业绩催化行情，溢价率低于十年平均，当前板块配置性价比高

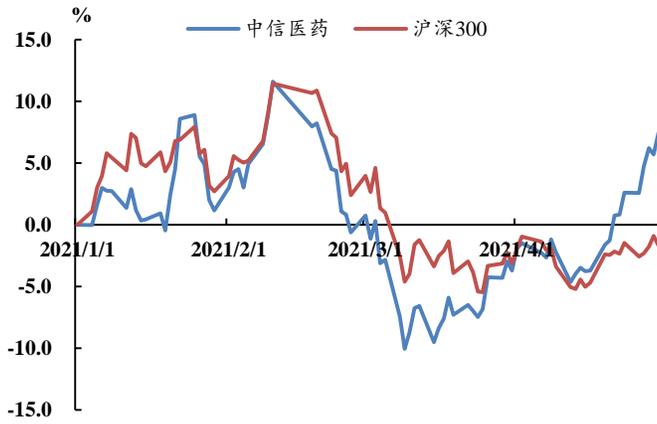
### ➤ 21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情，医疗器械和医疗服务领涨

年报及一季报业绩超预期个股，带动医药板块呈现业绩催化行情。2021年初至今，以板块内龙头及白马标的为代表的核心资产回调幅度较大，而多数核心资产基本面优异、业绩增长明确。随着年报及一季报陆续披露，2021年二季度以来，在业绩超预期个股带动下医药板块呈现业绩催化行情。

截至2021/04/30，中信医药指数上涨7.43%，跑赢沪深300指数9.1个百分点，在30个中信一级行业中排名第7位。

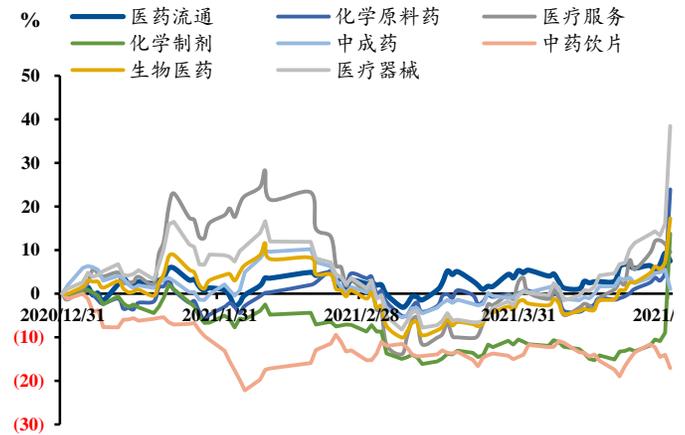
子行业分化明显，医疗器械和医疗服务表现突出。2021年以来，医药板块子行业分化明显。截至2021年4月30日，与疫情概念相关的板块医疗器械（IVD、低值耗材）和医疗服务（处于景气度上行周期的CXO，以及疫情控制后终端需求恢复的医疗服务）表现突出，分别上涨16.04%和11.35%，位居涨幅第一和第二。

图表 8：21Q2 以来医药板块呈现业绩催化行情



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 9：2021 年以来医药各个子行业分化明显

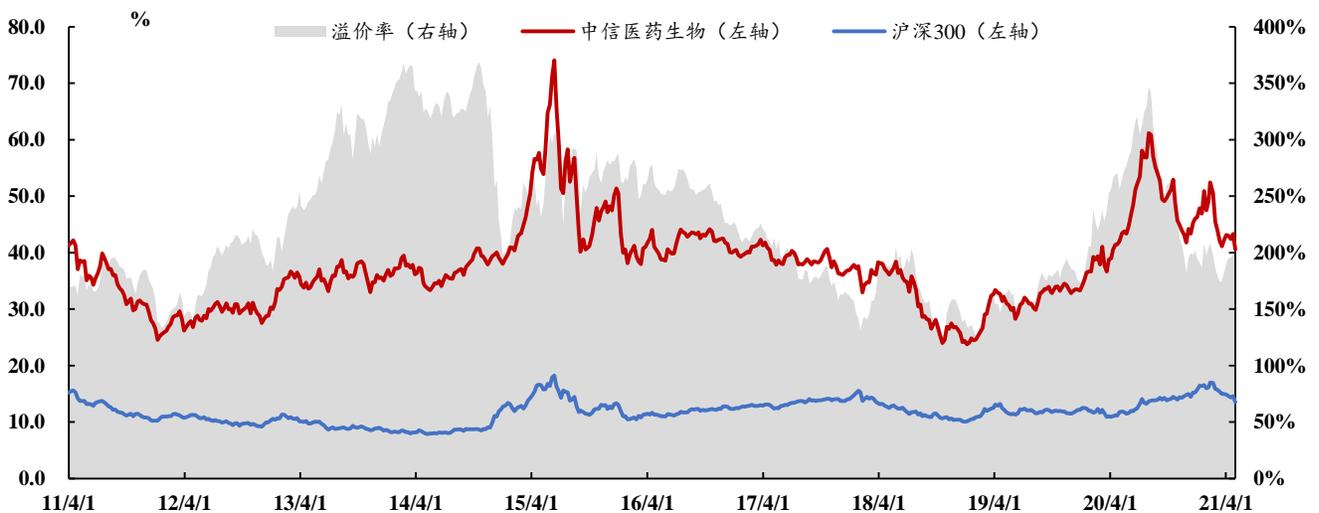


资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 估值：绝对估值处于近十年中位，估值溢价率低于十年平均值

医药板块的绝对估值以及溢价率处于近十年来中位。2021 年以来，在市场行情切换和医药板块白马标的的回调的共同推动下，医药板块估值持续下调。截至 2021 年 4 月 30 日，中信医药 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 41X，达到 10 年 54.74%分位，而沪深 300 PE (TTM，整体法，剔除负值) 为 18X，医药板块估值溢价率为 199.93%，达到 10 年 54.22%分位，且低于 10 年平均 (225.99%)。

图表 10：截至 2021 年 4 月 30 日，医药板块绝对估值及溢价率处于十年中位

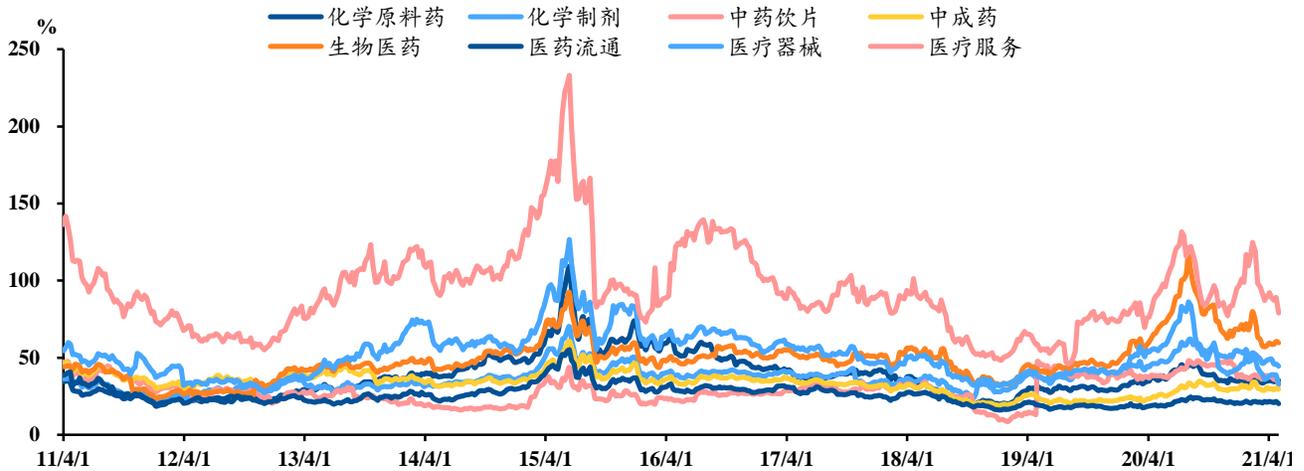


资料来源：wind，太平洋研究院整理

子行业估值差收敛，医疗服务和医疗器械已回调至相对低位。子行业估值分化十分明显，生物医药、化学制剂、中药饮片和中成药 PE 分别为 60X、45X、32X 和 30X，

历史分位点分别为 51.36%、63.43%、66.85%和 48.71%，处于十年中位；医疗服务、化学原料药、医疗器械和医药流通 PE 分别为 79X、35X、33X 和 20X，历史分位点分别为 33.93%、32.44%、26.03%和 36.46%，处于十年相对低位。

图表 11：2021 年初以来，生物医药各子行业估值差收敛



资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 基金持仓：20Q3 以来公募基金重仓比例回落，低于十年平均

2021 年 Q1，公募基金重仓医药行业的比例为 12.9%，同比下降 4.75pct，环比提升 0.24pct。目前持仓比例略低于 10 年平均（13.1%），处于十年中枢区间，医药板块的投资性价比大大提升。

图表 12：20Q3 以来公募基金重仓医药行业比例回落



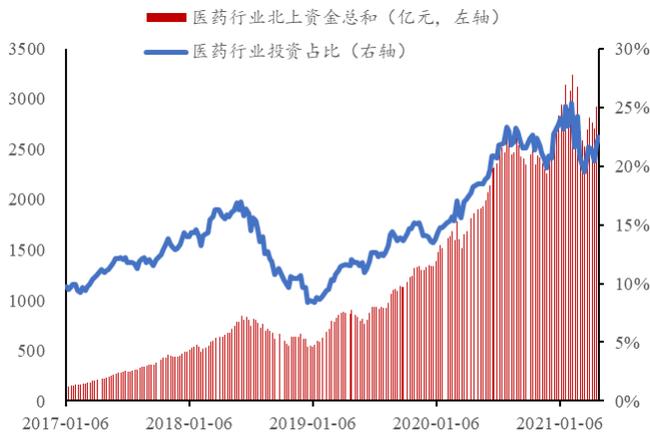
资料来源：wind，太平洋研究院整理

➤ 北上资金医药持仓比例回升，医疗服务等非药板块持续受青睐

北上资金近年来提高了对医药行业的配置比例，自2021年二季度以来，北上资金医药行业投资占比回升，处于相对高位。截至2021/4/30，医药行业北上资金总和为3048亿元，北上资金医药持仓比例为22.5%，持股比例超过公募一季度重仓医药持仓比例13%。

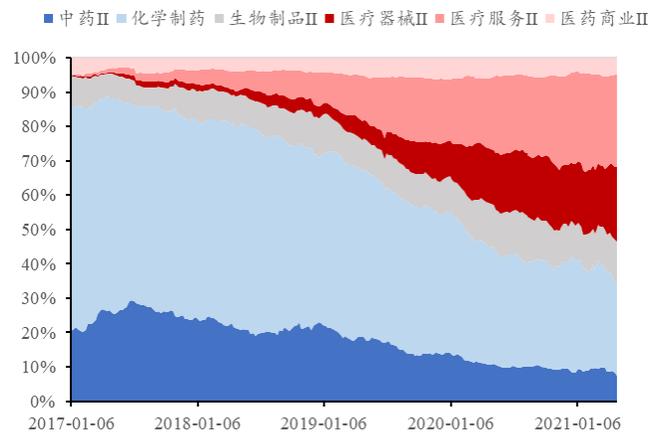
分子行业看，医疗服务和医疗器械等非药板块备受海外投资者青睐，持仓占比分别从2017年初的0.13%和0.45%提升至目前的26.90%和21.65%，而化学制药板块从65.42%下滑至25.83%。

图表 13：21Q2 以来北上资金医药行业投资占比回升



资料来源：wind，太平洋研究院整理

图表 14：医疗服务、医疗器械等非药板块占比持续提升



资料来源：wind，太平洋研究院整理

## 二、各细分板块总结

### (一) 化学制药：创新研发仍是主线，平台效应逐步体现

#### ➤ 观点

全国带量采购与医保目录谈判动态调整已成为政策新常态，对于企业而言一方面仿制药面临竞争集采只是时间问题，推陈出新成为唯一出路；另一方面国内新药对比海外呈现达峰快、峰值低的销售曲线，DCF模型估值受到影响；此外随着 BigPharma 与 Biotech 发力，部分潜力靶点竞争已趋于白热化，创新药研发进入“下半场”。在政策背景下，我们建议关注 1) 资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的 BigPharma；2) 平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的 Biotech。

1、化学制药企业：近年集采政策加速推进使得综合型化学制药企业表现两级分化，而由于研发体系并非一朝一夕建成，尽管在仿制药集采降价压力下多数企业均有发力创新的行动，但研发团队专业性和临床转化效率更高的企业已表现出较大的领先优势，其研发投入兑现潜力也更大，这类企业我们建议关注 A 股恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为 BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药。

2、初创型 Biotech：受益于药审政策改革、人才归国红利和一、二级市场融资渠道通畅，近年来国内初创型 Biotech 百花齐放，并凭借自身独特的差异化研发平台吸引资本市场关注，也成为国内创新药出海的潜在“代言人”。对于初创型 Biotech 企业而言，我们仍需关注相关研发人才的学术背景底层技术平台的可延展性，这事关企业优质的研发管线是否可顺利兑现和持续扩充，基于此我们建议关注 港股百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等企业。

#### ➤ 成长性分析

由于化学制剂企业产品通常为医院销售的的处方药，2020 年上半年尤其是一季度疫情影响医院诊疗活动，下半年随着疫情稳定就诊人数恢复，因此大多数制剂企业销售呈前高后低态势，体现在财务数据上来说 2020 年收入和盈利同比增长放缓、21 年一季度则由于低基数表现高增长。

就我们所选化学制剂板块的重点公司进行分析，2020 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 0%、-7%、25%，疫情对利润的影响大于收入，主要是相关销售费用和研发投入仍需支出。细分来看其中龙头企业产品竞争力较好、销售能力较强，表现出较强的抗风险和复苏能力。2021 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润（剔除科伦药业异常值）和经营性现金流同比增速平均

值分别为 22%、30%、42%，盈利能力的恢复好于收入，主要是利润端基数较低。

1) 恒瑞医药: 2020 年收入 277.35 亿元(+19.09%)、归母净利润 63.28 亿元(+18.78%)，PD-1 单抗放量带动抗肿瘤板块业务高速增长，麻醉造影增速受疫情影响。2021Q1 收入 69.29 亿元(+25.37%)、归母净利润 14.97 亿元(+13.77%)，抗肿瘤板块维持快速增长，麻醉板块恢复性增长，造影剂板块保持稳定增长。

2) 复星医药: 2020 年收入 303.07 亿元(+6.02%)、归母净利润 36.63 亿元(+10.27%)，制药业务略有增长，生物类似药放量弥补集采损失。2021Q1 收入 80.56 亿元(+37.00%)、归母净利润 8.47 亿元(+46.78%)，生物类似药持续放量叠加 20Q1 低基数。

3) 贝达药业: 2020 年收入 18.70 亿元(+20.36%)、归母净利润 6.06 亿元(+162.70%)，临床优势助力埃克替尼持续增长。2021Q1 收入 6.19 亿元(-4.41%)、归母净利润 1.48 亿元(+13.24%)，主要是去年一季度疫情期间经销商提高了安全库存量导致基数较高。

4) 丽珠集团: 2020 年收入 105.20 亿元(+12.10%)、归母净利润 17.15 亿元(+31.63%)，西药制剂受疫情影响前高后低，艾普拉唑针剂持续快速放量，原料药业务盈利能力提升显著，丽珠诊断贡献较大利润增量。2021Q1 收入 33.49 亿元(+33.74%)、归母净利润 5.20 亿元(+30.12%)，消化道、促性激素产品拉动 Q1 西药制剂同比快速恢复。

图表 15: 化学制剂板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE		PB		营业收入同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1		
恒瑞医药	1.2	1.5	1.8	71	57	47	21%	12	34	19	25	31	20	15	38	-10	-87		
复星医药	1.4	1.8	2.1	42	34	28	11%	4	15	6	37	7	22	51	9	-20	93		
贝达药业	1.5	1.2	1.6	73	93	68	10%	8	27	20	-4	50	60	7	94	16	-73		
康弘药业	(0.3)	1.0	1.3	(74)	21	17	15%	3	12	1	45	2	-151	45	131	-66	463		
丽珠集团	1.8	2.1	2.5	26	22	19	15%	3	6	12	34	26	20	21	39	22	42		
健康元	0.6	0.6	0.8	26	23	19	11%	2	7	13	30	31	17	19	27	31	3		
科伦药业	0.6	0.8	0.9	38	28	24	7%	2	8	-7	17	-29	-20	1033	-25	0	38		
华东医药	1.6	1.7	2.0	33	31	26	17%	5	16	-5	3	15	-6	-19	-2	70	38		
人福医药	0.7	1.0	1.2	47	35	27	12%	4	17	-7	2	120	42	98	238	-2	-66		
信立泰	0.1	0.5	0.7	629	72	54	8%	6	-4	-39	-12	-54	-99	9	12	-9	-81		
海思科	0.6	0.7	0.9	45	39	29	21%	8	15	-15	24	94	-43	54	62	-73	91		
普利制药	0.9	1.3	1.8	53	38	28	22%	8	52	25	60	66	34	44	127	54	76		
恩华药业	0.7	0.9	1.1	22	18	15	18%	3	8	-19	23	21	18	21	-24	308	9		
<b>平均值</b>				<b>79</b>	<b>39</b>	<b>31</b>	<b>15%</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>-7</b>	<b>108</b>	<b>56</b>	<b>25</b>	<b>42</b>		

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

### ➤ 盈利能力分析

2020 年(除去康弘药业异常值)化学制剂板块重点公司的销售毛利率同比下降 0.09pct, 但由于同期期间费用率下降 1.34pct, 使得净利率同比上升 2.36pct, 主要是一

方面疫情期间相关销售推广活动减少，另一方面化学制剂企业规模效应有所体现，此外相关政府补助和投资收益对净利率也有提升作用。费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提高-2.66pct、1.05pct、0.63pct、0.17pct 至 29.04%、8.27%、10.65%、0.92%，其中销售费用率下降幅度较大，主要与疫情期间相关销售推广活动减少有关。

从 2021 年一季度（除去海思科异常值）情况来看，化学制剂重点公司毛利率大体维持稳定，期间费用率在除开异常值之后相比 2020 年仍减少 0.69pct，预计主要是收入端快速恢复，规模效应更加明显，从分项来看主要是管理费用率下降贡献较多。得益于此重点公司整体净利率进一步提升至 18.56%。

图表 16：化学制剂板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
恒瑞医药	87.5	87.9	86.9	62.4	63.7	60.5	22.9	22.7	21.6
复星医药	59.6	55.7	52.5	53.7	49.3	44.5	13.1	13.0	12.1
贝达药业	93.2	94.5	92.9	76.6	72.3	67.0	14.5	32.1	23.7
康弘药业	91.9	92.4	90.6	68.4	107.5	63.6	22.0	-8.2	25.5
丽珠集团	63.9	64.9	66.0	45.1	43.0	45.2	15.6	20.3	17.8
健康元	64.4	65.7	64.8	45.9	43.4	43.8	15.4	19.1	18.3
科伦药业	60.2	59.9	53.9	53.1	48.7	51.0	5.8	4.8	3.7
华东医药	32.0	33.3	36.2	22.5	23.5	24.2	8.3	8.6	8.7
人福医药	39.5	39.5	41.5	31.2	32.6	34.4	6.2	8.5	8.7
信立泰	78.4	79.5	67.6	58.5	56.5	46.3	15.3	1.8	19.8
海思科	65.8	63.3	70.3	56.5	60.7	60.4	12.1	18.1	62.6
普利制药	81.6	84.4	81.9	46.7	37.0	36.9	31.7	34.3	44.3
恩华药业	62.6	59.1	75.7	44.1	49.5	54.5	15.8	21.6	18.4
<b>平均值</b>	<b>67.7</b>	<b>67.7</b>	<b>67.8</b>	<b>51.1</b>	<b>52.9</b>	<b>48.6</b>	<b>15.3</b>	<b>15.1</b>	<b>22.0</b>

资料来源：wind，太平洋研究院整理

## (二) 生物制药：疫苗新技术潜力十足，类消费生物药坡长雪厚，高壁垒血制品成长属性突出

### ➤ 观点

新冠疫苗进入兑现期，除产生充沛现金流外，还促进行业 mRNA 疫苗等新技术的发展，有望通过技术上的突破进一步拓宽预防性疫苗的边界。消费升级趋势下，类消

费生物药坡长雪厚，市场先发者和领导者建立强大的覆盖网络和服务体系，竞争格局优异。血制品短期采浆受疫情影响，长期看产品丰富和适应症拓展带来成长。

1、短期来看国内疫苗企业新冠疫苗即将进入兑现期，业绩弹性大，后续如 III 期数据以及订单情况披露催化剂较多；此外疫苗新品陆续上市贡献业绩，疫苗企业高成长性仍将持续。长期来看新冠疫苗的研发也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，以 mRNA 为代表的新技术大放异彩，也加快了疫苗行业新技术的引进与应用，长远来看促进了预防性疫苗行业技术迭代升级。更好疫苗技术平台有望实现弯道超车，有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。建议关注智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物。

2、类消费生物药：由于其显著的满足升级型消费需求的特点，通常可免疫医保政策影响，且面临的终端需求广阔。另外类消费生物药的服务属性被大幅强化，用户口碑和使用黏性形成排他效应，市场先发者凭借广覆盖的销售网络和多年探索建立的售前售后服务体系，构建了高壁垒的市场准入，使优异的竞争格局得以长期保持。建议关注长春高新、我武生物、安科生物。

3、血制品：短期疫情影响国内采浆量以及进口白蛋白的供给量，考虑到国内需求恢复，预计供需短缺口逐渐体现。供需存在缺口逻辑进入到兑现期。长期来看随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有充足成长空间。建议关注天坛生物、华兰生物。

### ➤ 成长性分析

就我们所选生物制品板块的重点公司进行分析，2020 年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为 33%、83%、82%，拆分来看疫苗板块尽管 2020 年一季度新冠疫情影响接种，但一方面小儿疫苗接种偏刚需，各地安排补种，另一方面 HPV 疫苗、PCV13 疫苗、人二倍体狂苗以及流感疫苗等自费疫苗仍处于快速放量阶段，带动企业销售额和净利润快速增长。血制品板块则由于疫情下医院诊疗活动的减少，相关制品销售也有所下滑，且由于疫情影响采浆工作及生产工期安排，带来采浆成本、单位生产成本上升。类消费生物药板块同样疫情影响了市场推广和新患开发，同比增速有所放缓。

2021 年一季度重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流（剔除康华生物异常值）同比增速平均值分别为 53%、100%、31%，其中疫苗企业重点产品持

续放量，规模效应明显；血制品企业同样有所复苏；类消费生物药企业则由于基数低叠加 21Q1 新患等的快速恢复，利润端实现高速增长。

图表 17：生物制品板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE		PB	营业收入同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E		19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1
智飞生物	2.1	3.3	4.2	109	69	54	40%	28	102	43	49	64	39	80	133	156	77	
康泰生物	1.0	1.9	3.0	183	97	61	24%	20	-4	16	56	28	17	238	50	-13	-136	
万泰生物	1.6	2.8	4.1	197	108	75	33%	35	20	99	165	39	274	396	31	72	318	
康华生物	6.8	10.7	15.0	64	41	29	27%	11	-1	87	51	19	119	54	219	102	-1724	
沃森生物	0.6	0.9	1.3	97	66	50	20%	13	28	162	286	6	485	477	195	84	-166	
天坛生物	0.5	0.6	0.7	78	63	51	13%	8	12	5	12	21	2	17	-5	9	-33	
华兰生物	0.9	1.1	1.3	48	39	32	22%	8	15	36	-8	14	29	-11	5	-3	185	
派林生物	0.3	0.6	0.9	147	58	41	16%	7	6	15	35	105	13	64	64	2	-43	
博雅生物	0.6	0.9	1.2	58	38	29	9%	3	19	-8	3	-8	-39	12	-428	728	127	
卫光生物	1.2	1.5	1.9	39	30	25	14%	4	19	10	-27	11	13	-19	87	64	-65	
长春高新	7.5	10.0	12.9	66	50	39	28%	14	37	16	37	77	66	60	119	-43	82	
安科生物	0.3	0.4	0.5	75	53	41	16%	9	17	-1	54	-61	202	62	3	57	47	
我武生物	0.5	0.8	1.0	138	97	72	21%	21	28	0	49	31	-11	50	13	10	48	
通化东宝	0.5	0.5	0.7	29	24	20	18%	4	3	4	15	-1	18	20	31	3	4	
甘李药业	2.2	2.5	2.9	61	53	47	14%	7	21	16	17	21	9	7	177	7	-11	
<b>平均值</b>				<b>93</b>	<b>59</b>	<b>44</b>	<b>21%</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>53</b>	<b>24</b>	<b>83</b>	<b>100</b>	<b>46</b>	<b>82</b>	<b>-86</b>	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

### 盈利能力分析

2020 年生物制品板块重点公司的销售毛利率 72.32%，同比上升 0.86pct，期间费用率下降 1.86pct，净利率同比上升 3.47pct 至 29.6%，其中疫苗企业如万泰生物、康华生物和沃森生物等盈利能力提升较为明显，费用方面管理费用率下降较多；血制品企业净利率大体持平，类消费生物药企业中生长激素企业表现较好。费用率细分来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提高-0.57pct、-1.66pct、-0.85pct、0.17pct 至 26.58%、8.53%、6.27%、-0.62%，其中管理费用率下降幅度较大。

从 2021 年一季度（除去海思科异常值）情况来看，生物制品板块重点公司毛利率保持稳定，期间费用率相比 2020 年略有提升，从分项来看主要是管理费用率和研发费用率有所提升较多，整体净利率也略有下降。

图表 18：生物制品板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1

智飞生物	42.0	39.0	40.9	14.4	12.1	10.7	22.4	21.7	23.9
康泰生物	91.6	90.0	85.6	59.6	57.2	80.5	29.6	30.0	9.1
万泰生物	72.0	81.2	84.4	56.1	48.1	42.3	17.8	29.0	35.2
康华生物	94.2	93.9	93.3	53.6	47.3	42.1	33.7	39.3	42.4
沃森生物	79.7	86.4	87.4	65.6	50.9	60.3	17.3	41.2	17.8
天坛生物	49.9	49.7	47.4	17.0	17.3	15.5	27.2	27.4	26.8
华兰生物	65.0	72.7	63.1	23.9	30.5	22.5	37.3	36.7	40.2
派林生物	52.3	48.8	42.7	31.9	27.5	20.6	17.2	17.4	19.7
博雅生物	61.3	54.4	52.5	43.0	42.4	34.8	15.2	10.3	15.5
卫光生物	38.4	37.2	40.8	14.2	13.2	18.5	20.8	21.0	19.3
长春高新	85.2	86.7	90.1	44.8	40.5	41.1	31.9	38.6	39.6
安科生物	78.0	78.8	81.3	54.1	53.6	49.4	6.4	20.4	26.0
我武生物	96.4	95.5	95.8	42.4	47.4	53.3	45.8	42.4	41.1
通化东宝	74.0	79.7	83.2	39.5	41.6	35.2	29.2	32.2	40.9
甘李药业	91.8	90.9	90.0	45.5	48.2	63.3	40.3	36.6	34.6
<b>平均值</b>	<b>71.5</b>	<b>72.3</b>	<b>71.9</b>	<b>40.4</b>	<b>38.5</b>	<b>39.4</b>	<b>26.1</b>	<b>29.6</b>	<b>28.8</b>

资料来源：wind，太平洋研究院整理

### (三) 医疗服务：业绩恢复良好，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升

#### ➤ 观点

1) 受新冠疫情影响，2020 上半年公司门店的经营情况受到影响，收入呈阶段性的下降，但随着下半年消费需求的释放，全年实现较高业绩增长。集中程度提升和渗透率提升是医疗服务领域两大主题，龙头将持续受益于行业渗透率提升与集中程度提升，构筑品牌影响，形成进入壁垒。

考虑到国内疫情得到控制后受益于区域资源整合及全球资源协同的优势兑现，预计 2021 年公司主营业务有望持续兑现高增长。

2) 检验外包业务渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。我国检验外包行业渗透率持续提升奠定了当前增速在 20% 左右、远高于检验市场增速，同时渗透率提升空间较大，随着医保控费、DRGs 等政策的推进，外包率的进一步提升确定性增加，奠定了检验外包市场增长量的基础。

受新冠疫情影响，核酸检测收入增长迅速。从长期角度来看，政府和社会各界对第三方医检行业的认知和认可大幅提升。后疫情时期，国家正在进一步加大公共卫生体系建设的力度，第三方医检行业成长空间将进一步扩大。

龙头企业持续受益于行业渗透率提升，品牌影响力持续增强，继续关注爱尔眼科、通策医疗和金域医学。

### ➤ 成长性分析

受新冠疫情影响，2020上半年公司门店的经营情况受到影响，收入呈阶段性的下降，但随着下半年眼科消费需求的释放，全年实现较高业绩增长，持续受益于医疗服务升级、连锁效应规模效应；口腔医疗需求刚性，分院扩张顺利，蒲公英计划全面落地，随着产能扩产，新建牙椅单产不断提升，有望迎来新增长曲线；2020下半年体检恢复，需求快速反弹，人次有所下降，客单价稳中有升，体检中心逐步步入成熟期，将带动净利润率提升，接下来有望恢复正常增长；受疫情催化，第三方医学检验新冠检测量大幅增长，随着疫情缓解，常规检测业务恢复增长。

1) 爱尔眼科：2020全年营收同比+12.3%，归母净利润+25.0%，门诊量+13.9%，手术量+14.2%。前十大医院受益于眼科医疗服务升级、连锁效应规模效应带来的毛利率提高。

2021Q1 营收同比+113.9%，归母净利润+509.9%，较19年同期分别增长56.43%/62.14%，后疫情时期业绩实现恢复性高增长。

2) 通策医疗：2020营收同比+18.12%，归母净利润+5.7%。2020年合计诊疗人次+3.3%，平均单次诊疗费用+4.69%，量价齐升。医生数量+38.1%，牙椅数+25.7%，口腔医疗营业面积+38.3%，医院产能扩张有望在未来2-3年带来利润增量。

2021Q1 营收同比+221.6%，归母净利润1.61亿元，实现扭亏为赢，较19年同期分别增长60.1%/73.6%，后疫情时期业绩实现恢复性高增长。

3) 美年健康：2020营收同比下降8.3%，归母净利润5.54亿元，扣非亏损6.0亿元。2020年销售人均产出82.7万（较之2019年+3.7万）。Q4收入增速+51.1%，归母净利润10.7亿元，扭亏为赢。

2021Q1 营收同比2019Q1+4.2%，归母净利润亏损4.24亿元，预计上半年归母净利润亏损3-4亿元，预计主要受体检周期影响。

4) 金域医学：2020营收同比+56.5%，归母净利润+275.2%，公司常规业务（扣除新冠）同比增长约4.80%，Q3/4分别同比+21.91%/20.91%，特检业务+48.77%，血液病系列+29.4%，实体肿瘤系列+22.3%，神经免疫及自身免疫系统+12.5%。

2021Q1 营收同比+128.8%，归母净利润+1023.1%，主要是核酸检测业务高速增长。截至2021年3月底，累计完成核酸检测6200万人份，其中2020年累计检测量超过

3200 万人份，约占同期全国总体核酸检测量 1/10，成为全球核酸检测量最高的单一机构，从而核酸检测收入增长迅速。

图表 19：医疗服务板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB		营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1	
爱尔眼科	0.42	0.57	0.75	178	130	99	20%	26	25	19	114	32	49	1,871	48	61	7,570	
美年健康	0.14	0.22	0.29	87	56	42	9%	5	1	-8	149	-222	31	35	-18	-23	29	
通策医疗	1.54	2.28	3.03	204	137	103	26%	35	23	8	222	39	4	778	38	8	282	
金域医学	3.26	3.13	2.98	44	46	48	29%	13	16	56	129	67	357	1,153	25	130	236	
迪安诊断	1.29	1.81	1.83	30	22	21	20%	4	21	26	87	-18	172	15,355	29	220	-28	
平均值				109	78	63	21%	17	17	20	140	-20	123	3838	25	79	1618	

资料来源：wind，太平洋研究院整理

#### ➤ 盈利能力分析

眼科服务爱尔眼科 2020 年毛利率上升，销售/管理/财务费用率下降，规模效应下盈利水平总体有所提升，净利润率提升。通策医疗毛利率和净利率较之疫情前明显提升，成本费用不断降低，盈利能力有所提升，公司运用多项降本增效措施，提升医院、科室、团队/医生的接诊效率和服务水平，同时保持较低的销售、管理、财务费用。ICL 金域医学规模效应显现，规模效应和项目结构优化提升毛利率，费用率平稳下降，净利润率提升。美年健康由于门店数量的增加带来相应费用增加，提升医质和数字化转型背景下总部费用预计也有增加等因素。

图表 20：医疗服务板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
爱尔眼科	49.3	51.0	47.3	25.8	23.1	25.2	14.3	15.8	15.5
美年健康	43.8	37.1	15.8	36.6	36.0	50.3	-8.4	8.3	-34.6
通策医疗	46.1	45.2	47.5	14.2	14.5	13.3	26.8	26.1	29.7
金域医学	39.5	46.7	47.1	31.1	24.6	22.5	7.9	19.1	20.7
迪安诊断	32.2	38.2	38.0	21.9	21.1	20.2	6.8	10.0	14.4
平均值	42.2	43.6	39.2	25.9	23.9	26.3	9.5	15.8	9.1

资料来源：wind，太平洋研究院整理

### (四) 医疗器械：新技术、新市场、新机遇，国产医疗器械以创 新升级实现进口替代

#### ➤ 观点

基础科学技术进步、配套产业链成熟，为国产医疗器械发展提供打下根基；分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激对于医疗器械产

品的需求；政策引导和支持、资本青睐和涌入等外部因素则提供了历史性发展机遇。我们认为，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

从投资角度，建议关注以下主线：

**(1) 体外诊断：**①新冠病毒检测除了为相关产品和服务企业贡献利润之外，我们认为长期来看加快了第三方独立医学实验室渗透率、以及分子诊断产品的认知度和使用率的提升，进一步打开检测相关企业的成长边界。建议关注万孚生物、凯普生物、金城医学等优质个股。

②国内化学发光企业迎来市场扩容(行业市场规模 250-300 亿，增速约 15%-20%)、终端下沉(开拓基层空白市场，受益于分级诊疗、民营机构发展)、进口替代(外企占据国内 80%+的市场份额，医保控费为本土企业提供发展契机)多重机会共振，成长空间充足。我们认为领先企业未来 3 年复合增速有望达 30%以上，建议关注迈瑞医疗、安图生物、新产业等头部企业仪器装机和单产提升节奏。

**(2) 眼科：**①国产人工晶状体正处于进口替代持续演绎的节点：由于带量采购整体上更看重产品的性能、质量，而非品牌的既往市占率，在一定程度上降低了质量过关国产产品的准入门槛，相应地弱化了进口在终端覆盖上的先发优势，强调产品性价比、国产替代进行时。中长期，在民营眼科医院的推动下眼科的未满足需求将有效释放，而产品结构、研发管线符合眼科诊疗需求升级方向的眼科器械公司，将持续受益于眼科赛道的高成长以及消费属性。

②中长期国内角膜塑形镜渗透率提升空间大：我国青少年总体近视率为 53.6%，远超世界平均水平，基数大；角膜塑形镜在我国 8-18 岁近视青少年的渗透率仅为 1.26%，提升空间大。经历约 20 年的市场培育，需求端患者对角膜塑形镜的认知及消费能力提高，服务端眼视光医生供给增多，这些为角膜塑形镜渗透率的提升提供了基础。

推荐具备研发优势的公司，相关标的为欧普康视、爱博医疗和昊海生科。

**(3) 牙科：**隐形正畸空间大、增速快：2019 年中国隐形正畸市场规模约 97 亿元，过去五年复合增速 56%；同时国内渗透率提升空间巨大：中国接受正畸治疗的病例中仅 10.5%采用的是隐形矫正，对比美国的这一比例为 33.1%。我们预测，未来十年随着国内隐形正畸的渗透率提升、市场规模也将保持高增长状态，相关公司包括时代天使和通策医疗。

**(4) 药玻：**从需求端看：化药注射剂一致性评价提速，同时新冠疫苗包材需求旺盛；从供给端看：国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。建议关注国内药用玻璃龙头企业山东药玻，利润有望保持快速增长。

### ➤ 成长性分析

2020年由于疫情影响，医疗器械企业经营情况两极分化严重：（1）一方面，生产和销售抗疫相关的设备、耗材、试剂等企业获得了大量的订单和利润，例如设备类企业迈瑞医疗、鱼跃医疗，耗材类企业英科医疗、蓝帆医疗，试剂类企业圣湘生物、东方生物、硕世生物、华大基因等；（2）另一方面，生产和销售非抗疫相关、且非刚需产品的企业则经营活动受影响、业绩受损，例如贝瑞基因、开立医疗、祥生医疗、浩欧博、昊海生科等；（3）此外，刚需属性明显的产品生产企业则业绩基本保持稳健增长，例如健帆生物、欧普康视、爱博医疗、心脉医疗等。随着疫情逐渐得到控制，上述企业的常规业务有望逐步恢复正常增长。

就我们所选医疗器械板块的重点公司进行分析，2020年的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为113%、435%、623%。其中，营业收入同比增速平均值较高，主要是受到上述第一类企业，尤其是圣湘生物、东方生物、硕世生物这类新冠检测产品的生产企业有关，其2019年同期基数小、2020年新冠检测试剂的需求量大，其同比增速均在500%以上；扣非后归母净利润同比增速快于营业收入同比增速，与疫情影响下员工差旅活动减少有关；经营性现金流同比增速实现了高于净利润同比增速的大幅增长，主要是因为部分企业的疫情相关产品供不应求，通常采取先款后货、全款预订的销售模式，故应收账款/合同负债、经营性现金流大幅超过2019年同期水平。

2021年第一季度，企业已经恢复开展正常的经营活动，同时抗疫产品也持续贡献增量，整体来看营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为261%、3828%、596%。其中，热景生物由于新冠抗原检测产品大量出口德国市场有关，其增速大幅偏离企业平均水平；若剔除热景生物，营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速平均值分别为180%、366%、249%，表现增速较高与去年同期的低基数、今年抗疫产品实现销售的贡献有关。

图表 21：医疗器械板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)	PE (倍)	ROE	PB	营业收入同比增速 (%)	扣非后归母净利润同比增速 (%)	经营活动产生的现金流同比增速 (%)
----	---------	--------	-----	----	--------------	------------------	--------------------

	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1
迈瑞医疗	5.48	6.62	8.08	85	<b>70</b>	<b>58</b>	27%	19	20	27	22	25	42	35	17	88	-22
健帆生物	1.09	1.47	2.00	89	<b>66</b>	<b>48</b>	32%	21	41	36	53	48	61	45	52	64	57
欧普康视	0.71	0.99	1.33	163	<b>118</b>	<b>88</b>	25%	30	41	35	176	41	49	236	85	38	1,559
昊海生科	1.30	2.50	3.31	104	<b>54</b>	<b>41</b>	7%	4	3	-17	149	-5	-42	360	-11	-25	129
爱博医疗	0.92	1.34	1.85	244	<b>167</b>	<b>121</b>	9%	14	54	40	222	583	41	967	59	144	572
乐普医疗	1.00	1.38	1.63	32	<b>23</b>	<b>20</b>	21%	5	23	3	65	18	14	82	33	5	1,133
安图生物	1.66	2.58	3.37	74	<b>47</b>	<b>36</b>	16%	7	39	11	48	38	-8	103	29	18	309
新产业	2.28	2.78	3.89	58	<b>48</b>	<b>34</b>	20%	9	22	31	84	12	19	50	18	17	347
万孚生物	1.85	2.46	3.10	55	<b>41</b>	<b>33</b>	24%	10	26	36	26	38	59	49	25	243	-96
迈克生物	1.43	1.74	2.14	33	<b>27</b>	<b>22</b>	21%	6	20	15	106	19	50	298	137	138	21
普门科技	0.34	0.47	0.67	76	<b>54</b>	<b>39</b>	14%	7	31	31	35	66	45	51	13	49	59
基蛋生物	1.17	1.81	2.35	30	<b>19</b>	<b>15</b>	21%	-	41	16	86	38	-17	76	21	-18	125
透景生命	1.32	2.53	3.21	51	<b>27</b>	<b>21</b>	15%	4	21	11	310	18	-31	179	8	-45	16
浩欧博	0.90	1.80	2.60	87	<b>44</b>	<b>30</b>	33%	9	29	-14	199	37	-30	0	47	-15	171
华大基因	5.05	4.35	3.73	26	<b>30</b>	<b>35</b>	24%	7	10	200	98	-28	825	369	1,427	1,507	-30
圣湘生物	6.54	4.55	4.01	15	<b>22</b>	<b>25</b>	33%	6	20	1,204	191	561	6,786	210	123	11,693	107
东方生物	13.98	12.80	12.97	13	<b>14</b>	<b>14</b>	42%	6	29	789	1,926	21	2,082	2,660	22	3,202	793
艾德生物	0.81	1.16	1.56	105	<b>74</b>	<b>55</b>	19%	14	32	26	92	8	26	183	62	46	30
热景生物	1.80	-	-	125	-	-	0%	-	12	144	3,099	-28	311	124,996	-65	750	12,719
贝瑞基因	0.59	0.92	1.16	50	<b>32</b>	<b>26</b>	13%	4	12	-5	-9	16	-61	-66	-26	31	30
硕世生物	13.98	-	-	13	-	-	0%	-	25	502	327	39	907	304	24	777	-72
凯普生物	1.54	1.75	2.19	26	<b>23</b>	<b>18</b>	16%	4	26	86	307	36	161	827	40	176	-104
九强生物	0.19	0.89	1.09	107	<b>23</b>	<b>19</b>	17%	4	9	1	232	9	-62	574	-26	-35	31
英科医疗	19.85	37.04	29.54	9	<b>5</b>	<b>6</b>	62%	3	10	564	771	1	4,045	2,882	77	2,506	1,014
蓝帆医疗	1.68	5.13	3.84	14	<b>5</b>	<b>6</b>	31%	1	31	126	253	22	268	1,171	21	369	731
山东药玻	0.95	1.19	1.53	43	<b>34</b>	<b>27</b>	15%	5	16	15	22	31	23	14	29	-6	-203
鱼跃医疗	1.75	1.27	1.47	18	<b>25</b>	<b>22</b>	15%	4	11	45	19	10	130	20	-23	361	-82
南微医学	1.96	2.78	4.14	114	<b>80</b>	<b>54</b>	13%	10	42	1	59	58	-23	52	31	-8	367
大博医疗	1.51	1.86	2.34	43	<b>35</b>	<b>28</b>	27%	9	63	26	63	30	31	80	30	28	740
心脉医疗	2.98	4.07	5.57	112	<b>82</b>	<b>60</b>	20%	16	44	41	99	45	57	94	34	52	92
惠泰医疗	1.66	2.59	3.84	172	<b>110</b>	<b>75</b>	19%	16	67	19	124	85	21	526	195	170	511
翔宇医疗	1.23	1.71	2.23	65	<b>46</b>	<b>36</b>	27%	12	19	16	54	73	52	51	110	39	121
伟思医疗	2.10	2.61	3.63	60	<b>48</b>	<b>35</b>	12%	6	53	19	41	65	36	73	65	-15	120
开立医疗	-0.11	0.55	0.71	-263	<b>55</b>	<b>42</b>	13%	7	2	-7	20	-67	-223	242	-19	42	99
海泰新光	1.11	1.45	1.89	78	<b>60</b>	<b>46</b>	30%	18	26	9	-6	27	23	-14	73	37	25
祥生医疗	1.25	1.49	1.77	40	<b>33</b>	<b>28</b>	9%	-	13	-10	22	7	-7	35	12	3	18
<b>平均值</b>				<b>60</b>	<b>48</b>	<b>37</b>	<b>21%</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>113</b>	<b>261</b>	<b>55</b>	<b>435</b>	<b>3828</b>	<b>76</b>	<b>623</b>	<b>596</b>

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

### ➤ 盈利能力分析

2020年，医疗器械板块重点公司的销售毛利率、期间费用率、销售净利率平均值

分别同比提高 1.3pct、-4.4pct、4.4pct 至 68.2%、34.4%、30.1%。(1) 毛利率提升，主要是受到一次性手套、新冠检测试剂等关键防疫物资产品的价格影响，其中英科医疗、蓝帆医疗、东方生物、圣湘生物的毛利率分别同比提升 43.9pct、17.8pct、31.7pct、14.5pct；(2) 费用率方面，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率的平均值分别同比提高-3.6pct、-0.8pct、-0.7pct、0.7pct 至 18.1%、7.0%、9.0%、0.3%，其中销售费用率下降幅度较大，主要与疫情期间员工差旅活动的减少有关。(3) 综合毛利率和费用率的正向影响，净利率平均值提升 4.4pct 至 30.1%。我们预计，随着疫情影响趋缓、企业的常规业务活动恢复常态，整体销售费用率方面或有提升，各企业的盈利能力也有望恢复至常态化水平。

图表 22：医疗器械板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
迈瑞医疗	65.2	65.0	65.0	32.8	30.0	32.8	28.3	31.7	29.7
健帆生物	86.2	85.2	85.2	41.6	32.9	27.1	39.7	44.8	48.8
欧普康视	78.4	78.5	77.8	31.9	29.0	30.6	45.6	51.0	51.2
昊海生科	77.3	74.9	74.8	53.8	59.8	48.7	23.5	17.0	26.0
爱博医疗	85.7	83.9	83.1	50.1	43.9	39.5	33.7	35.2	42.8
乐普医疗	72.2	67.0	64.9	45.9	42.9	31.2	22.1	23.4	27.6
安图生物	66.6	59.7	57.5	33.6	32.5	36.5	29.4	25.4	21.4
新产业	80.0	77.2	71.0	29.2	31.0	38.3	45.9	42.8	31.6
万孚生物	65.2	69.0	70.5	39.1	40.1	46.4	20.6	21.9	21.9
迈克生物	51.8	53.1	60.3	28.6	25.7	21.6	17.6	22.2	30.8
普门科技	60.5	60.9	64.1	39.8	37.5	31.6	23.8	26.0	32.8
基蛋生物	72.8	63.0	62.4	35.1	33.6	34.5	36.1	29.4	24.7
透景生命	78.6	66.4	68.8	40.5	42.6	49.5	35.6	24.6	19.4
浩欧博	68.1	65.6	66.2	40.0	42.2	45.4	24.6	25.5	21.9
华大基因	53.6	60.1	63.6	40.2	29.2	23.2	9.9	25.0	34.0
圣湘生物	65.2	79.6	73.8	54.2	15.0	12.7	10.8	54.9	53.5
东方生物	47.5	79.2	75.3	22.7	15.6	13.5	21.1	51.5	53.0
艾德生物	90.4	87.0	82.6	63.9	62.2	54.7	23.4	24.8	25.0
热景生物	73.1	63.0	66.1	60.1	40.4	8.7	16.0	21.7	49.0
贝瑞基因	61.1	52.6	48.8	33.4	37.3	37.2	23.9	13.4	6.3
硕世生物	81.8	77.6	73.6	50.6	24.8	19.7	29.0	47.1	45.2
凯普生物	80.6	73.4	65.9	60.2	38.0	27.7	18.8	29.1	30.9
九强生物	68.8	61.5	70.0	23.0	38.6	28.7	39.4	14.3	36.0
英科医疗	25.1	69.0	70.5	14.9	8.2	3.9	8.6	50.6	55.4
蓝帆医疗	46.6	64.4	68.8	30.1	15.9	10.3	14.9	22.4	54.3
山东药玻	36.9	33.6	27.6	17.2	12.2	8.2	15.3	16.5	16.9
鱼跃医疗	42.2	52.7	51.9	24.2	24.4	19.2	16.4	26.1	27.8
南微医学	65.8	66.0	66.3	39.9	46.5	46.3	24.1	20.1	17.4

大博医疗	85.6	85.9	86.5	41.9	42.8	44.9	38.1	38.7	35.9
心脉医疗	79.3	79.1	80.1	33.5	30.8	20.6	42.5	45.6	51.5
惠泰医疗	70.8	70.4	70.3	47.7	47.0	42.0	19.3	21.7	27.2
翔宇医疗	66.4	67.8	69.6	37.9	31.0	35.3	30.2	39.6	33.7
伟思医疗	73.7	73.6	73.3	40.7	35.5	38.8	31.0	37.8	38.8
开立医疗	65.3	66.4	62.2	59.5	57.5	53.0	8.1	-4.0	12.8
海泰新光	58.4	63.7	67.9	24.7	24.6	24.2	28.7	34.9	38.8
祥生医疗	60.9	58.6	60.0	32.5	36.7	33.3	28.4	29.9	27.9
<b>平均值</b>	<b>66.9</b>	<b>68.2</b>	<b>68.0</b>	<b>38.7</b>	<b>34.4</b>	<b>31.1</b>	<b>25.7</b>	<b>30.1</b>	<b>33.4</b>

资料来源：wind，太平洋研究院整理

## (五) 医药外包：重点关注产业转移加速的 CDMO 及商业模式升级的平台型公司

### 观点

**新冠外包合作促进信任升级。**不同于药物发现CRO，我国CDMO尚处于产业转移的初期，以新冠药物研发外包为契机，国内CDMO服务商与欧美药企的信任升级，后续相关企业凭借优势CMC技术和高效服务能力，其在欧美药企pipeline的渗透率有望持续提升。

**短中期，CDMO全球产业转移有望提速，CRO领域中国市场红利持续。**新增订单方面，合同负债可以反应CXO公司新项目启动时收取的预收款项，存货可以反应在手客户订单的增加。2021年一季度，凯莱英和药石科技的合同负债分别同比增加467%、346%，侧面反应了中国市场稳定供应下CDMO服务商的全球订单拓展情况优异。2021年一季度，昭衍新药和泰格医药的存货分别同比增加223%、218%，侧面反应了安评和临床CRO领域的中国市场红利持续。

**医保控费压力、创新药定价对药物临床价值的考核，持续创新成为国内药企的首选。**2020年，A股上市药企合计研发投入达689.50亿元，同比增长30%；2021年一季度，A股上市药企合计研发投入达153.87亿元，同比增长64%，显示在疫情影响消退及政策压力下国内规模以上药企持续加大研发投入。

**中长期，CXO凭借溢出效应赋能，有望共享国内创新药研发红利。**国内的CXO公司是先于国内创新药企发展起来的，在服务海外创新药企的过程中逐步搭建的端到端、一体化的能力，有望助力国内药企实现新药研发的降本增效，同时通过“IP引入+CXO”、“EFS换股权”等商业模式，共享中国市场创新药需求爆发的红利。

**重点关注：产业转移加速的 CDMO，以及商业模式升级的平台型公司。**相关标的，药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份和药石科技。

### ➤ 成长性分析

平台型 CXO 公司的成长确定性更强。2021 年一季度，医药外包板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为 51%、117%、158%。2021 年一季度，平台型公司药明康德和康龙化成的扣非后归母净利润同比增速分别为 121%、96%，药明康德值得关注的是小分子 CDMO 业务收入翻倍、毛利率提升；康龙化成的实验室服务、CMC 服务和临床研究服务三板块均呈现高速增长趋势，经营效率持续提升。2021 年一季度，药石科技和博腾股份的扣非后归母净利润同比增速分别为 152%、56%，药石科技主要是 CDMO 业务拓展，2021Q2 起晖石并表值得期待；博腾股份主要是 CRO 业务强劲恢复，短中期 API 商业化订单有望贡献业绩弹性。

图表 23：医药外包板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E			21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19
药明康德	1.21	1.63	2.15	131	98	74	12%	11	34	28	55	23	25	121	78	36	-39
泰格医药	2.01	2.23	2.69	78	70	58	12%	8	22	14	39	56	27	98	1	89	168
康龙化成	1.48	1.81	2.44	110	89	66	14%	12	29	37	55	58	59	96	19	76	53
昭衍新药	1.16	1.55	2.07	131	98	74	25%	26	56	68	30	71	79	438	-16	189	0
凯莱英	2.98	4.08	5.42	111	81	61	15%	12	34	28	63	33	32	39	45	-5	105
博腾股份	0.60	0.81	1.11	93	68	50	12%	8	31	34	39	125	78	56	81	44	-65
药石科技	0.92	1.43	2.05	156	101	70	13%	12	38	54	68	16	27	152	-21	114	198
成都先导	0.16	0.23	0.40	153	104	61	11%	9	75	-8	57	135	-42	-61	232	-99	843
平均值				120	89	64	14%	12	40	32	51	65	35	117	52	55	158

资料来源：wind，太平洋研究院整理

### ➤ 盈利能力分析

2021 年一季度，板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低 3.3pct、降低 7.1pct、提高 12.4pct，一季度重点公司多数的盈利能力实现提升；其中毛利率下降，主要是受成都先导毛利率下滑的拖累，成都先导收购的 FBDD/SBDD 技术公司 Vernalis 还处在整合期，毛利率较低；净利率提升，主要是受药明康德、康龙化成和泰格医药的投资收益带动。

图表 24：医药外包板块重点公司 2020 & 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
药明康德	39.0	38.0	37.1	19.7	22.0	17.6	14.8	18.1	30.4
泰格医药	46.5	47.4	46.9	20.1	22.9	14.5	34.8	63.6	80.1
康龙化成	35.5	37.5	34.7	18.7	18.2	15.9	14.1	22.3	15.9
昭衍新药	52.6	51.4	51.6	22.7	25.5	6.2	27.9	29.2	46.3
凯莱英	45.5	46.6	42.9	21.9	22.0	25.0	22.5	22.9	19.9

博腾股份	37.8	41.7	40.4	24.0	24.4	24.6	11.6	15.6	16.2
药石科技	51.6	45.8	47.5	25.2	25.7	24.3	23.0	18.0	24.4
成都先导	81.5	79.4	48.3	51.6	67.6	47.4	45.5	26.3	8.4
平均值	48.8	48.5	43.7	25.5	28.5	21.9	24.3	27.0	30.2

资料来源：wind，太平洋研究院整理

## (六) 特色原料药：不稳定外部环境下，关注 2021 年海外转移订单落地

### 观点

我国特色原料药行业进入以产业升级为主逻辑的长周期，头部公司的业绩高成长性有望持续。作为医药板块中外循环参与度最高的细分领域之一，2020上半年疫情对国内特色原料药企业的出口运输、客户审计、海外业务拓展等造成了负面影响。在此前提下，2020全年特色原料药板块中的重点公司仍取得优异业绩表现，说明了在产业升级长周期中，头部公司业绩持续增长的确信性较高。

海外疫情反复，不稳定外部环境下，建议关注2021年海外转移订单落地。全球原料药产业链中，印度是中国的重要下游以及竞争对手。印度新冠疫情二次爆发，中国原料药供应链稳定性的优势凸显。从订单转移确定性的角度，推荐关注规范市场转移订单在2021年的认证及落地情况。

**重点关注：**推荐通过自下而上的方式，从产品梯队、产能释放和业务升级等维度优选个股，建议重点关注特色原料药向CDMO/CMO升级型公司。相关标的，九洲药业和博瑞医药。

### 成长性分析

产业升级型、技术平台型公司的成长性高。2021年一季度，特色原料药板块重点公司的营业收入、扣非后归母净利润和经营性现金流同比增速的均值分别为34%、41%、-48%。2021年一季度，产业升级型公司九洲药业的扣非后归母净利润同比增速为211%，九洲药业与诺华合作的CDMO产品沙库巴曲缬沙坦、尼洛替尼和瑞博西林正处于快速放量阶段。2021年一季度，技术平台型公司博瑞医药和奥翔药业的扣非后归母净利润同比增速分别为46%、128%，博瑞医药2020年产品商业化进程加速，例如恩替卡韦和米卡芬净钠原料药分别获得欧洲CEP证书和FDA批准。

图表 25：特色原料药板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)	PE (倍)	ROE	PB	营收同比增速 (%)	扣非后归母净利润同比增速 (%)	经营活动产生的现金流同比增速 (%)
----	---------	--------	-----	----	------------	------------------	--------------------

	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1
博瑞医药	0.41	0.62	0.95	96	64	42	15%	10	23	56	45	42	54	46	-4	153	175
奥翔药业	0.36	0.75	1.13	107	52	35	20%	11	26	33	81	42	77	128	663	58	-111
华海药业	0.64	0.85	1.06	34	25	21	17%	4	6	20	-5	293	81	-24	2483	-11	-82
天宇股份	3.45	4.17	5.48	21	17	13	18%	3	44	23	33	223	3	-19	445	45	-141
美诺华	1.12	1.46	1.99	39	30	22	12%	4	39	1	19	135	-43	11	286	40	-118
司太立	0.97	1.75	2.55	69	38	26	20%	7	47	4	25	77	41	34	29	-29	-207
仙琚制药	0.51	0.64	0.79	29	23	19	15%	3	2	8	34	34	22	72	169	52	-32
普洛药业	0.69	0.90	1.17	45	34	27	20%	7	13	9	16	55	30	32	63	-22	-7
亿帆医药	0.78	0.86	1.02	23	21	17	11%	2	12	4	-9	8	11	-64	-20	18	-28
健友股份	0.86	1.17	1.54	53	39	30	23%	9	45	18	20	43	31	30	-1449	33	107
九洲药业	0.46	0.72	0.96	95	60	45	17%	10	8	31	119	27	42	211	109	-28	-88
<b>平均值</b>				<b>55</b>	<b>37</b>	<b>27</b>	<b>17%</b>	<b>6</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>34</b>	<b>89</b>	<b>32</b>	<b>41</b>	<b>252</b>	<b>28</b>	<b>-48</b>

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

### 盈利能力分析

2021年一季度, 板块内重点公司毛利率、期间费用率、净利率分别同比降低2.9pct、2.1pct、0.04 pct; 其中毛利率下降, 主要是博瑞药业、天宇股份和亿帆药业的拖累, 博瑞医药主要受产品结构变化的影响, 天宇股份主要受核心沙坦类 API 价格下行的影响。

图表 26: 特色原料药板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
博瑞医药	64.0	54.9	54.2	39.3	30.8	24.3	22.1	21.6	25.7
奥翔药业	51.8	56.4	55.4	32.1	31.8	18.4	18.3	21.2	30.5
华海药业	60.5	63.7	62.9	46.5	44.9	47.0	11.3	15.3	17.4
天宇股份	56.1	51.6	41.9	22.6	23.9	20.2	27.8	25.8	17.6
美诺华	38.3	36.5	35.0	21.8	22.5	17.8	13.6	14.5	15.9
司太立	42.7	44.0	44.3	22.9	22.5	23.4	14.0	18.6	17.7
仙琚制药	60.5	55.6	56.9	45.3	40.8	42.3	11.9	13.2	11.2
普洛药业	32.4	28.0	30.1	23.1	17.4	17.9	7.7	10.4	11.0
亿帆医药	46.1	46.5	39.9	25.4	27.9	28.1	16.8	17.2	9.8
健友股份	51.2	59.0	57.6	24.4	27.3	21.8	24.5	27.3	30.9
九洲药业	34.8	37.5	31.2	19.8	21.2	16.3	11.7	14.4	11.1
<b>平均值</b>	<b>49.0</b>	<b>48.5</b>	<b>46.3</b>	<b>29.4</b>	<b>28.3</b>	<b>25.2</b>	<b>16.3</b>	<b>18.1</b>	<b>18.1</b>

资料来源: wind, 太平洋研究院整理

## (七) 医药商业: 大型连锁药店持续受益行业集中程度提升和扩容

### 观点

连锁药店板块观点: 稳健快速增长, 估值合理, 成长逻辑不改。

①行业增速稳健，O2O业务带动同店增长，费用减少业绩增长提速；

②医药分家大趋势下，中长期处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。

③线上药店受限于医保属地化管理，在医保端对接存在困难，线上线下商品差异明显，线上药店对线下冲击非常有限。

**继续推荐：**一心堂、大参林、益丰药房、老百姓。

**2、配送企业：**2020H1受疫情影响，医院终端诊疗受到限制，直销业务和调拨业务下降。随着疫情的影响减弱，业务逐步恢复Q3-4有所恢复，后续公司业绩有望恢复到稳健增长态势。关注受益于持续行业的整合，麻精类特色业务持续稳步发展，各项业务齐头并进的国药股份。终端资源丰富，流通市占率提升和高毛利业务占比提升带来整体业绩提速的柳药股份。

#### ➤ 成长性分析

**板块整体保持了稳健增长的态势，**2020年医药商业板块营收、扣非后归母净利润分别增长14%、18%，受2020年疫情影响，整体板块增速下降，其中零售药店板块表现优秀，益丰药房、老百姓、大参林和一心堂继续保持快速增长。配送企业九州通、柳州股份等受疫情影响较小，继续保持快速增长。

配送企业2021Q1增长恢复。

**1、连锁药店板块：**2020年益丰药房收入、归母净利润同比增长27.95%、41.3%；大参林实现收入、归母净利润同比增长30.9%、51.2%；老百姓实现收入、归母净利润同比增长20.8%、30.8%；一心堂收入、归母净利润同比增长19.2%、23.5%。

2021Q1益丰药房收入、归母净利润同比增长19.1%、29.4%；大参林实现收入、归母净利润同比增长20.7%、21.5%；老百姓实现收入、归母净利润同比增长10.9%、16.0%；一心堂收入、归母净利润同比增长11.1%、27.3%。

#### **2、配送企业：**

2020年柳药股份实现收入+5.5%，归母净利润+3.8%；国药股份实现收入-9.6%，归母净利润-13.8%。九州通实现收入+11.4%，归母净利润78.1%，扣非归母+22.3%。

2021Q1 国药实现收入+26.0%，归母净利润+28.4%。20201Q1 柳药股份实现收入+15.1%，归母净利润+12.3%。2021Q1 九州通实现收入+20.1%，归母净利润 31.73%。

图表 27：医药商业板块重点公司估值数据比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE		PB		营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	21E	21E	19	20	21Q1	19	20	21Q1	19	20	21Q1		
益丰药房	1.39	1.81	2.35	66	50	37	16%	8	49	28	19	41	37	30	89	39	36		
一心堂	1.33	1.64	2.00	24	20	17	15%	4	14	21	11	16	27	27	55	5	-15		
大参林	1.61	2.06	2.63	51	47	38	21%	8	26	31	21	35	48	25	95	14	60		
老百姓	1.52	1.90	2.37	43	35	28	16%	4	23	20	11	15	14	13	13	40	122		
九州通	1.64	1.49	1.72	19	15	12	12%	1	14	11	20	24	22	16	126	24	5		
国药股份	1.83	2.18	2.49	15	13	11	13%	2	15	-10	26	24	-17	51	81	-27	-5		
柳药股份	1.96	2.49	2.98	13	11	10	17%	1	27	5	15	27	1	11	1,752	61	-23		
上海医药	1.58	1.90	2.08	13	11	9	11%	1	17	3	28	30	10	23	92	14	-86		
平均值				29	24	19	15%	4	23	14	19	27	18	25	288	21	12		

资料来源：wind，太平洋研究院整理

### ➤ 盈利能力分析

药店板块毛利率有所下降、期间费用率有所降低，毛利率降低与疫情期间产品结构、返利影响以及处方药占比逐步提升有关，处方外流和医保门店资格的逐步放开，处方药占比会进一步提升，毛利率虽然进一步下降，但门店收入规模扩大坪效不断上升。

图表 28：医药商业板块重点公司 2020 &amp; 2021Q1 财务数据比较

股票	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1	2019	2020	2021Q1
益丰药房	39.0	38.0	40.5	30.8	29.0	30.7	5.9	6.6	7.4
一心堂	38.7	35.8	37.0	31.3	28.2	28.3	5.8	6.2	7.6
大参林	39.5	38.5	39.4	31.0	28.6	28.6	6.3	7.4	8.6
老百姓	33.6	32.1	33.5	26.9	25.5	25.5	5.3	5.5	7.1
九州通	8.7	9.0	7.8	6.4	6.1	5.7	1.8	3.1	2.4
柳药股份	12.1	12.4	12.5	5.9	6.5	5.6	5.1	5.0	5.4
国药股份	8.8	7.8	6.6	3.4	3.6	2.9	4.2	3.7	3.2
上海医药	14.4	14.3	13.7	10.8	10.7	10.2	2.6	2.9	4.6
平均值	24.3	23.5	23.9	18.3	17.3	17.2	4.6	5.1	5.8

资料来源：wind，太平洋研究院整理

## 三、医药板块投资策略：甄选高壁垒好赛道，把握确定性成长机会

### (一) 供给侧的创新是夯实竞争力、提升竞争壁垒的核心要素

与品牌壁垒极强的大消费领域不同，从长期的维度来看大多数医药制造企业所提供的产品都会面临新进入者的竞争，从而使得行业超额回报率逐渐回落，因此对于企业而言，打造差异化的产品或服务，形成长期可持续的创新能力，方能在动态的市场供需竞争之中保持活力，提升企业成长的确定性。

创新所带来的投资机会是长生命周期的。对于医保体系下的药械企业而言，医保战略性购买对于价值的追求，以及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励使得创新成为企业发展的唯一出路，而从发展阶段来看不管是创新药械还是创新疫苗相比海外仍处于起步阶段，企业创新能力的提升和国产化替代的趋势将形成结构性投资机会。

#### ➤ 创新药：国产创新药具备政策红利、人才红利和资源红利

药审政策改革、人才归国红利和一、二级市场融资渠道使得国内创新药研发“百花齐放”，医保局相关政策及对于极高临床创新价值的产品和技术的支持和鼓励则进一步促进了国内新药研发的繁荣。首先对比海外，国内新药研发具备“后发优势”，在仿创“me-better”和新靶点 POC 验证的“fast-follow”上可借鉴海外经验，这也是国内新药研发管线快速积累的基础；其次在全新机制的真正创新药方面，国内拥有人才红利和临床样本多的优势，近年亦有不少优质新药研发企业进行积极探索，它们代表着国内药物研发最“高精尖”的层次。

#### 投资策略：

建议关注 1) 资金充裕、临床转化效率高和销售能力强的 BigPharma——恒瑞医药（国内创新药龙头企业）、贝达药业（凭借埃克替尼成长为 BioPharma，管线专注于肺癌领域）以及港股石药集团、中国生物制药和翰森制药；2) 平台延展性强、具备差异化竞争优势和国际化潜力的 Biotech——百济神州、信达生物、君实生物、荣昌生物、康方生物、亚盛医药等。

#### ➤ 创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛

创新药的研发和生产环节繁杂，单一企业贯通全产业链难度极大，高效率的平台化研发和生产机构应运而生，CRO、CDMO 等企业专注于产业链中的少数环节，具备较多专业性人才和研发生产技术，成为新药研发分工合作和全球化的代表产业。

国内 CXO 企业具备规模优势和“工程师红利”，既可参与全球新药研发外包的竞争，也受益于国内创新药研发的快速崛起，所处赛道宽广，且多数企业具备差异化的

技术平台，客户认可度高，构筑强大的竞争壁垒，中长期将维持高景气度。

**投资策略：**

建议关注药明康德、凯莱英、康龙化成、药石科技、博腾股份等。

➤ **创新医疗器械：国产医疗器械技术创新与升级迎来历史性发展机遇**

基础科学技术进步、配套产业链成熟，为国产医疗器械发展提供打下根基；分级诊疗打开基层空间、鼓励社会办医开辟民营医疗机构市场，共同刺激对于医疗器械产品的需求；政策引导和支持、资本青睐和涌入等外部因素则提供了历史性发展机遇。我们认为，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

**投资策略：**

1) 创新医疗器械代表性企业——微创医疗、南微医学、惠泰医疗；

2) 检测板块。① 行业增速高，且含技术替代/进口替代逻辑；② 抗疫期间客户范围大幅拓宽，为未来高增长奠定基础；③ 仪器试剂封闭模式，受集采影响小。

相关标的：迈瑞医疗、金域医学、安图生物、万孚生物、凯普生物、普门科技。

➤ **创新疫苗：市场天花板高、创新意愿强，供给需求有望长期保持高景气**

创新疫苗同时具备供给端创新带来的更新换代空间和需求端的高成长性，市场天花板高、创新意愿强。近年国内优质创新疫苗企业的上市使得疫苗研发技术平台的概念深入人心，此次疫情的突发也为疫苗行业带来挑战和机遇，一方面对于新技术的重视程度大幅提升，各企业对 mRNA 等新型疫苗技术争相布局；另一方面疫情和日趋激烈的市场竞争环境倒逼传统疫苗企业技术升级，国产创新疫苗的繁荣有望实现对目前存有未满足需求疫苗的进一步升级换代。也有望通过技术上的突破，在技术上实现“难啃的骨头”传染病疫苗的开发，进一步拓宽预防性疫苗的边界，形成供求共振的高景气。

**投资策略：**

建议关注智飞生物、万泰生物、康泰生物、康华生物、康希诺。

**(二) 需求端顺应消费升级大趋势，寻找高成长的好赛道**

除上述板块外，医药行业还有部分处于医保体系外、服务属性较强的企业，其购买方偏向更高端升级型消费需求，当前渗透率低，长期赛道宽广、生命周期长。此外服务型企业通常存在服务半径和口碑效应范围，市场领先者往往通过广覆盖的销售网络和精益求精的服务体系构筑强大的竞争壁垒，使得新进入者很难通过单一的产品差异化卖点切入。这类企业由于竞争格局优良，渗透率提升前景广阔，顺应消费升级大趋势，长期具备高成长性。

#### ➤ 连锁医疗服务：宽赛道、高壁垒

在国家政策扶持和民营资本进入的背景下，连锁专科医疗服务机构切入公立医疗体系未重点覆盖的细分领域如眼科、牙科和体检，通过更精细化的服务模式和标准化、可复制性迅速提升市场份额。集团化专科连锁服务属性极强，在全国扩张的过程中对企业管理的要求也极高，先发者通常拥有更加规范的管理模式和更成熟的扩张模式，扩张后的盈利能力也更强，龙头效应显著。

#### 投资策略：

建议关注民营眼科医疗龙头爱尔眼科、牙科龙头通策医疗以及辅助生殖龙头锦欣生殖；以及受益于检验外包业务渗透率提升，特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势的ICL龙头金域医学。

#### ➤ 药店：处方外流带来市场扩容，药店龙头市占率将持续提升

医药分家大趋势下，处方外流带来的市场扩容、集中程度提升、龙头优势巩固提升逻辑不变。带量采购使得医院端失标和中标产品都将药店作为更重要的终端，医院端处方有望更多流向药店，处方外流速度加快，药店客单价不一定增加，但客流量将增大，以及大连锁议价能力提升，通过议价降低影响。药店向专业化和更具粘性的服务属性业态发展。DTP药房和慢病管理药房，搭建慢病管理平台，更具专业化和提升客户粘性发展，提升线下药店服务属性。

#### 投资策略：

建议关注益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

#### ➤ 消费升级下的壁垒高格局好、渗透率低、具备长期成长的企业

部分细分领域企业可提供远优于现有方案的升级性产品，如生长激素、角膜塑形

镜等并非“治病救人”的刚需医疗品种，而是更偏向于追求更加美好生活的消费升级产品。这部分终端需求庞大，且通常远未被满足，随着群众认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。此外尽管企业所提供的是产品，但其服务属性更加突出，对医师的培训、对消费者售前售后的各类问题的解决等服务细节是形成品牌效应、建立排他性的核心，市场先发者通常具备较大优势。

#### 投资策略：

建议关注生长激素龙头长春高新以及快速发展的安科生物；国内舌下脱敏龙头我武生物；角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗。

#### ➤ 血制品：浆站资源高壁垒，国内血制品企业具有长足成长空间

长期来看，随着学术推广工作推进、国内认知度提升，终端需求将逐步起来，相应的医保配套政策也有望跟上，静丙市场空间将有望进一步释放。长期看，静丙有望替代白蛋白成为浆量主要驱动力，成为血制品行业成长主要驱动力，静丙渗透率低，国内血制品企业具有长足成长空间。

目前浆站审批趋严，且浆站审批向龙头企业倾斜。在行业浆量增长增速继续下降，供不应求情况下，价格有望上行，龙头企业在浆量成长超越行业增长且能享受到价格上涨，增速超越行业增长。

#### 投资策略：

华兰生物（血制品+流感疫苗有望超预期+新冠疫苗进展）、天坛生物（获取血浆资源能力强，长期成长空间足）。

## 四、风险提示

政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。