

医疗器械维持高景气，医疗服务恢复较快

——医药行业 21Q1 和 20A 业绩总结

核心观点：

- **受疫情影响，医药各板块业绩表现分化。** 去年新冠疫情对医药行业业绩产生较大影响。一方面，医院端医疗服务数据在疫情期间一度下滑，导致大部分医院端药物销售下滑；另一方面，部分直接受益于新冠疫情防控需求的公司业绩大幅放量。新冠疫情导致大部分公司一季度数据均为 2020Q1 下滑，2021Q1 大幅反弹。为了剔除新冠疫情影响，本次业绩分析 Q1 业绩增速时，着重分析 19Q1 至 21Q1 的两年一季度复合增速。
- **业绩统计筛选股票标准：** 参考申万行业分类，不包含科创板股票，剔除了数据不全的新股、部分主营非药企业以及部分经营异常公司（主要为 ST 类）。对于部分同时经营多个医药细分领域的公司，我们在整体分析时纳入，在单独分析子行业时剔除。
- **2020 年医疗器械受益最大，医疗服务恢复能力较强。** 2020 年收入增速由高到低排序分别为医疗器械、医疗服务、生物制品、医药商业、原料药、中药和化药；2020 年扣非归母净利润增速由高到低排序分别为为医疗器械、医疗服务、生物制品、原料药、医药商业、中药和化药。
- **生物制品恢复稳健增长。** 受疫情期间医疗服务量下滑影响，诊疗用生物制品在疫情期间需求一度下滑。摆脱疫情影响后，生物制品恢复稳健增长，不过增速水平相比疫情前仍有所降低。
- **医药流通继续降速，医药零售受影响较小。** 受疫情期间医疗服务量下滑影响，面向医院端的医药流通企业业绩进一步承压。面向个人消费者的连锁药店几乎不受疫情影响，仍保持较快增长。
- **原料药业绩未体现出抢占全球市场份额。** 原料药增速没有大幅增加，同时毛利率暗示也未出现普遍性的价格走强。去年国外疫情并未直接导致我国原料药出口抢占市场份额。原料药盈利水平有所提高主要是因为销售费用率的下降。
- **中药和化药板块增速较低。** 受疫情期间医疗服务量下滑影响，医院端中成药和化药销售下滑导致 2020 年中药和化药板块承压。同时集采等医保控费措施对化药中的仿制药压力较大。
- **风险提示：** 疫情反复的风险、药品降价压力超预期的风险、集采扩围节奏较快的风险等

医药行业

推荐（维持评级）

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

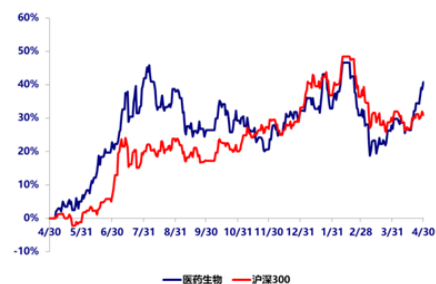
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.4.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、受疫情影响，医药各板块业绩表现分化	2
二、医疗器械维持高景气，医疗服务恢复力最强	3
（一）医疗器械受益于疫情，景气度高企	3
（二）医疗服务恢复力最强，成长性不减	5
（三）生物制品板块逐步恢复稳健增长	6
（四）原料药盈利能力有所提升	7
（五）医药流通增长承压，零售药店增长较快	8
（六）中药板块盈利边际好转	10
（七）化药板块业绩整体疲软	11
三、风险提示	12

一、受疫情影响，医药各板块业绩表现分化

去年新冠疫情对医药行业业绩产生较大影响。一方面，医院端医疗服务数据在疫情期间一度下滑，导致大部分医院端药物销售下滑；另一方面，部分直接受益于新冠疫情防治需求的公司业绩大幅放量。新冠疫情导致大部分公司一季度数据均为 2020Q1 下滑，2021Q1 大幅反弹。为了剔除新冠疫情影响，本次业绩分析 Q1 业绩增速时，着重分析 19Q1 至 21Q1 的两年一季度复合增速。

在业绩分析中，我们参考申万行业分类，不包含科创板股票，剔除了数据不全的新股、部分主营非药企业以及部分经营异常公司（主要为 ST 类）。对于部分同时经营多个医药细分领域的公司，我们在整体分析时纳入，在单独分析子行业时剔除。

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2019Q1 至 2021Q1 医药行业两年一季度实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润复合增速分别为 11.72%、23.23%、25.82%，行业两年一季度复合增速稳健增长，医药行业一季度数据相比于疫情前基数也恢复良好。2020 年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 9.41%、37.90%、43.68%，疫情影响使 2020 年医药行业利润增速环比 2019 年大幅提升。

表 1.1.1: 医药行业收入及利润增速对比（剔除新股、并表）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	31.26%	-4.91%	11.72%	9.41%	13.46%
净利润增速	71.17%	-11.29%	23.23%	37.90%	3.05%
扣非后净利润增速	71.25%	-7.56%	25.82%	43.68%	-3.45%
经营性现金流/净利润	35.34%	30.66%	--	123.74%	116.69%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况，2019Q1 至 2021Q1 医药行业两年一季度实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润复合增速分别为 10.74%、21.86%、25.30%。2020 年医药行业整体实现的收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为 8.08%、45.55%、52.88%，并表及剥离因素对医药行业整体影响很小。

表 1.1.2: 医药行业收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	30.57%	-6.08%	10.74%	8.08%	12.99%
净利润增速	68.36%	-11.80%	21.86%	45.55%	-3.10%
扣非后净利润增速	73.92%	-9.73%	25.30%	52.88%	-8.34%
经营性现金流/净利润	33.12%	28.00%	--	125.93%	127.00%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

各版块 2020 年业绩分化明显。本次新冠疫情中，医疗器械受益最大，医疗服务恢复能力较强。仅考虑内生增速，剔除新股和并表因素，2020 年行业各板块收入增速中仅有医疗器械板块收入增速同比提升。按 2020 年收入增速由高到低排序分别为医疗器械（+60.78%）、医

疗服务(+18.89%)、生物制品(+15.18%)、医药商业(+14.11%)、原料药(+7.91%)、中药(+1.12%)和化药(-0.18%)。

仅考虑内生增速，剔除新股和并表因素，2020年行业各板块扣非归母净利润增速中医疗器械和医疗服务增速最高，医疗器械直接受益于疫情，医疗服务则展现出了极强的恢复能力。按2020年扣非归母净利润增速由高到低排序分别为为医疗器械(+168.99%)、医疗服务(+163.53%)、生物制品(+22.88%)、原料药(+21.13%)、医药商业(+6.26%)、中药(+0.90%)和化药(-22.83%)。

表 1.1.3: 医药各子行业内生收入增速对比 (剔除新股、并表)

子行业	21Q1	20Q1	20A	19A
化药	24.18%	-9.59%	-0.18%	10.51%
中药	26.86%	-7.49%	1.12%	3.54%
生物制品	31.15%	-5.00%	15.18%	30.04%
原料药	20.32%	4.05%	7.91%	8.50%
医药商业	30.11%	0.71%	14.11%	17.54%
医疗器械	89.02%	8.98%	60.78%	14.58%
医疗服务	79.90%	-10.20%	18.89%	19.83%
整体	31.26%	-4.91%	9.41%	13.46%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1.1.4: 医药各子行业内生扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表)

子行业	21Q1	20Q1	20A	19A
化药	50.00%	-27.01%	-22.83%	-2.27%
中药	31.75%	-10.30%	0.90%	-25.59%
生物制品	57.67%	-9.37%	22.88%	30.45%
原料药	10.18%	39.46%	21.13%	-2.55%
医药商业	32.01%	0.25%	6.26%	18.34%
医疗器械	202.53%	23.19%	168.99%	15.85%
医疗服务	31030.11%	-100.84%	163.53%	-40.64%
整体	71.25%	-7.56%	43.68%	-3.45%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、医疗器械维持高景气，医疗服务恢复力最强

(一) 医疗器械受益于疫情，景气度高企

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020年医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为60.78%和168.99%，2019Q1至2021Q1两年复合增速中医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为43.52%和93.05%。医疗器械

疫情期间加速增长，主要是因为 IVD、医疗设备和医用防护用品等受益于新冠疫情。

表 2.1.1: 医疗器械板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	89.02%	8.98%	43.52%	60.78%	14.58%
净利润增速	191.00%	16.47%	84.10%	147.75%	15.37%
扣非后净利润增速	202.53%	23.19%	93.05%	168.99%	15.85%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况, 2020 年医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 49.35% 和 167.21%, 2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 38.56% 和 91.25%。考虑并表及剥离因素后, 医疗器械板块整体收入增速相比纯内生口径有所下滑。

表 2.1.2: 医疗器械板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	86.74%	2.81%	38.56%	49.35%	12.20%
净利润增速	197.28%	-1.39%	71.22%	133.01%	12.18%
扣非后净利润增速	222.30%	13.49%	91.25%	167.21%	8.57%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股, 仅考虑内生增长情况, 2020 年和 21Q1 医疗器械板块毛利率和净利率同比明显提升, 销售费用率同比明显下滑。由于新冠疫情造成的器械缺口, 医疗器械量价齐升, 毛利率显著提升, 同时供不应求导致销售费用率大幅下滑, 医疗器械盈利能力提升显著。

表 2.1.3: 医疗器械板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	59.22%	55.55%	57.57%	54.57%
净利率	30.47%	19.51%	27.21%	17.27%
销售费用率	12.49%	17.77%	13.48%	19.35%
期间费用率	23.57%	33.02%	26.20%	33.75%
研发支出/收入	5.58%	7.68%	6.10%	7.21%
经营性现金流/净利润	65.41%	128.21%	128.13%	107.16%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

由于 IVD 在医疗器械中经营模式较为特殊, 我们将 IVD 业务占比较大的公司数据单独汇总。2020 年医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 50.40% 和 172.91%, 2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医疗器械板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速

分别为 43.66% 和 283.62%。IVD 明显受益于疫情期间新冠检测试剂需求。

表 2.1.4: IVD 子行业收入及利润增速对比 (仅剔除新股)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	115.00%	-4.01%	43.66%	50.40%	15.80%
净利润增速	274.64%	2.32%	95.79%	158.38%	-9.72%
扣非后净利润增速	373.94%	210.52%	283.62%	172.91%	-7.50%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 医疗服务恢复力最强, 成长性不减

医疗服务板块没有并购或剥离影响特别大的个股, 仅考虑内生增长情况, 2020 年医疗服务板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 18.89% 和 163.53%, 2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医疗服务板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 27.10% 和 61.64%。医疗服务虽然疫情期间受影响比较大, 但是在国内疫情得到控制后恢复极快, 已恢复较快增长。

表 2.2.1: 医疗服务板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	79.90%	-10.20%	27.10%	18.89%	19.83%
净利润增速	3138.88%	-90.17%	78.41%	216.96%	-42.83%
扣非后净利润增速	31030.11%	-100.84%	61.64%	163.53%	-40.64%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

仅考虑内生增长情况, 医疗服务板块财务指标比较稳定。虽然去年上半年高毛利业务受疫情影响较大, 但是 2020 年整体毛利率水平已恢复至 19 年毛利率水平。净利率波动较大, 主要是受部分公司减值等非经常性损益影响。

表 2.2.2: 医疗服务板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	38.12%	27.58%	40.58%	40.07%
净利率	19.17%	0.58%	17.28%	7.20%
销售费用率	8.13%	8.49%	8.40%	9.45%
期间费用率	21.92%	26.10%	23.60%	24.41%
研发支出/收入	2.79%	3.22%	2.77%	2.67%
经营性现金流/净利润	44.07%	102.00%	126.11%	244.52%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

由于 CRO 在医疗服务中经营模式较为特殊, 我们将 CRO 公司数据单独汇总。2020 年 CRO

子行业整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 29.08%和 33.87%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医疗服务板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 33.67%和 43.98%。CRO 在国内疫情得到控制后迅速恢复较快增长，长期成长性不改。

表 2.2.3: CRO 子行业收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	52.81%	16.93%	33.67%	29.08%	31.76%
净利润增速	242.13%	12.17%	95.90%	81.27%	7.55%
扣非后净利润增速	122.50%	-6.83%	43.98%	33.87%	34.20%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（三）生物制品板块逐步恢复稳健增长

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020 年生物制品板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 15.18%和 22.88%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中生物制品板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 11.63%和 19.54%。生物制品增速下滑但仍保持稳健增长。去年疫情期间医疗服务量下滑，产品主要应用于临床诊疗的生物制品企业业绩也随之受到影响。

表 2.3.1: 生物制品板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表-纯内生）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	31.15%	-5.00%	11.63%	15.18%	30.04%
净利润增速	58.88%	-8.32%	20.69%	24.73%	30.29%
扣非后净利润增速	57.67%	-9.37%	19.54%	22.88%	30.45%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况，2020 年生物制品板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 17.68%和 26.23%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中生物制品板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 14.42%和 25.69%。考虑并表及剥离因素后，生物制品板块整体收入增速相比纯内生口径略有提升。

表 2.3.2: 生物制品板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	33.48%	-1.91%	14.42%	17.68%	36.14%
净利润增速	61.03%	-0.23%	26.75%	28.31%	36.35%
扣非后净利润增速	60.41%	-1.51%	25.69%	26.23%	41.60%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，生物制品财务指标比较稳定，

2020 年毛利率和销售费用率相比 2019 年略有下滑，幅度相仿，盈利能力基本不变。

表 2.3.3: 生物制品板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	61.27%	58.97%	61.66%	64.67%
净利率	27.39%	23.08%	25.95%	24.81%
销售费用率	18.73%	19.31%	21.37%	25.09%
期间费用率	29.23%	29.93%	31.52%	34.79%
研发支出/收入	5.39%	4.20%	5.29%	4.72%
经营性现金流/净利润	44.84%	37.32%	81.99%	78.60%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(四) 原料药盈利能力有所提升

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020 年原料药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 7.91% 和 21.13%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中原料药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 11.89% 和 23.96%。原料药收入增速没有出现明显提升，中国原料药在疫情期间未明显抢夺全球市场份额。原料药板块利润增速高于收入增速，主要是因为销售费用率大幅下降，提升了净利率。

表 2.4.1: 原料药板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	20.32%	4.05%	11.89%	7.91%	8.50%
净利润增速	15.20%	9.81%	12.47%	18.81%	6.59%
扣非后净利润增速	10.18%	39.46%	23.96%	21.13%	-2.55%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况，2020 年原料药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 7.80% 和 20.34%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中原料药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 12.16% 和 24.99%。并表和剥离影响对原料药板块影响不大。

表 2.4.2: 原料药板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	20.29%	4.58%	12.16%	7.80%	9.36%
净利润增速	15.56%	11.44%	13.48%	18.79%	5.94%
扣非后净利润增速	10.35%	41.57%	24.99%	20.34%	-1.81%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020 年和 2021Q1 销售费用率

均比去年同期明显下降，导致净利率提高。从毛利率来看，疫情期间原料药产品并未出现普遍的价格上涨现象，盈利能力提升主要来自于销售费用率的下降。

表 2.4.3: 原料药板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	40.97%	43.10%	43.07%	43.30%
净利率	14.58%	15.06%	14.28%	13.04%
销售费用率	11.07%	12.01%	11.40%	13.94%
期间费用率	23.93%	24.69%	26.26%	27.40%
研发支出/收入	4.87%	3.98%	4.88%	4.62%
经营性现金流/净利润	72.05%	47.93%	111.08%	104.64%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(五) 医药流通增长承压, 零售药店增长较快

剔除新股和并表因素较大的个股, 仅考虑内生增长情况 2020 年医药商业板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 14.11%和 6.26%, 2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医药商业板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 14.47%和 15.04%。受疫情影响, 医药商业去年收入利润增长有所下滑, 今年第一季度已有恢复迹象。

表 2.5.1: 医药商业板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	30.11%	0.71%	14.47%	14.11%	17.54%
净利润增速	29.46%	11.24%	20.00%	18.95%	16.94%
扣非后净利润增速	32.01%	0.25%	15.04%	6.26%	18.34%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况, 2020 年医药商业板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 10.92%和 21.85%, 2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医药商业板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 12.02%和 8.14%。考虑并表和剥离因素后, 2020 年医药商业收入增速不及纯内生口径, 利润增速远超纯内生口径, 主要是因为考虑并表和剥离的口径 2019 年基数较低。

表 2.5.2: 医药商业板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	28.07%	-2.03%	12.02%	10.92%	16.70%
净利润增速	28.04%	4.78%	15.83%	32.47%	-2.68%
扣非后净利润增速	24.12%	-5.79%	8.14%	21.85%	-0.31%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，医药商业财务指标比较稳定。由于销售费用率等期间费用率略有下滑，同比净利率略有提升。

表 2.5.3: 医药商业板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	11.94%	12.63%	12.46%	12.69%
净利率	2.79%	2.76%	2.85%	2.65%
销售费用率	5.85%	6.32%	6.03%	6.08%
期间费用率	8.62%	9.30%	8.82%	9.13%
研发支出/收入	0.06%	0.05%	0.06%	0.06%
经营性现金流/净利润	-153.22%	-278.39%	124.40%	136.18%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

由于医药流通和零售药店是医药商业中差异较大的细分领域，我们将医药流通占比较大的公司和零售药店业务占比较大的公司数据分开单独汇总。

2020 年医药流通板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 3.08%和-8.29%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中医药流通板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 8.38%和 9.66%。医药流通业绩增长持续承压，考虑到一季度两年复合增速，仍处于低水平增长。

表 2.5.4: 医药流通子行业收入、利润增速及经营性现金流占比净利润对比 (剔除新股及并表-纯内生)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	23.08%	-4.57%	8.38%	3.08%	15.51%
净利润增速	30.64%	11.32%	20.59%	12.79%	14.75%
扣非后净利润增速	29.65%	-7.24%	9.66%	-8.29%	20.91%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2020 年零售药店板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 24.77%和 33.21%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中零售药店板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 19.33%和 26.16%。连锁药店业绩受疫情影响很小，仍保持较快增长势头。

表 2.5.5: 零售药店子行业收入、利润增速及经营性现金流占比净利润对比 (四大连锁药房合计)

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	15.46%	23.32%	19.33%	24.77%	26.56%
净利润增速	22.71%	30.94%	26.76%	37.41%	23.89%
扣非后净利润增速	23.46%	28.92%	26.16%	33.21%	26.49%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（六）中药板块盈利边际好转

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020 年中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 1.12%和 0.90%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 8.33%和 8.71%。中药板块收入近年来都维持低速增长，疫情期间医疗服务下滑导致诊疗类中成药下滑，中药收入增速在 2020 年继续下降。利润增速扭转下滑趋势，转为低速增长。

表 2.6.1: 中药板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表-纯内生）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	26.86%	-7.49%	8.33%	1.12%	3.54%
净利润增速	15.35%	-21.10%	-4.60%	6.86%	-13.31%
扣非后净利润增速	31.75%	-10.30%	8.71%	0.90%	-25.59%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况，2020 年中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为 -1.66%和 8.11%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 5.22%和 7.12%。考虑到并表和剥离因素后，中药仍维持低水平增长。

表 2.6.2: 中药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	20.67%	-8.26%	5.22%	-1.66%	4.04%
净利润增速	16.62%	-22.67%	-5.04%	13.97%	-16.32%
扣非后净利润增速	30.94%	-12.36%	7.12%	8.11%	-26.67%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，中药财务指标比较稳定。2020 年销售费用下滑幅度大于毛利率下滑幅度，导致中药板块净利率有所提升，盈利能力改善。

表 2.6.3: 中药板块财务指标对比（剔除新股及并表-纯内生）

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	52.51%	52.80%	52.96%	55.79%
净利率	11.72%	12.68%	10.04%	9.70%
销售费用率	28.63%	29.06%	30.56%	33.82%
期间费用率	36.60%	37.56%	40.31%	43.42%
研发支出/收入	2.16%	2.02%	2.82%	2.61%
经营性现金流/净利润	74.99%	87.33%	137.96%	108.98%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（七）化药板块业绩整体疲软

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，2020 年中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为-0.18%和-22.83%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 5.96%和 4.64%。化药收入和盈利增长均疲软，除了疫情期间医疗服务量下滑导致化药需求减少，带量集采等医保控费用药限制也制约了化药成长前景。

表 2.7.1: 化药板块收入及利润增速对比（剔除新股及并表-纯内生）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	24.18%	-9.59%	5.96%	-0.18%	10.51%
净利润增速	61.75%	-22.84%	11.72%	-20.78%	0.97%
扣非后净利润增速	50.00%	-27.01%	4.64%	-22.83%	-2.27%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

若考虑内生+外延情况，2020 年中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润增速分别为-1.47%和-2.70%，2019Q1 至 2021Q1 两年复合增速中中药板块整体实现的收入和扣非归母净利润复合增速分别为 5.71%和 4.79%。即使考虑并表和剥离因素，化药业绩依旧疲软。

表 2.7.2: 化药板块收入及利润增速对比（仅剔除新股，内生+外延）

项目	21Q1	20Q1	21Q1/19Q1 复合	20A	19A
收入增速	25.87%	-11.22%	5.71%	-1.47%	9.84%
净利润增速	35.43%	-8.55%	11.29%	2.06%	-13.75%
扣非后净利润增速	50.61%	-27.09%	4.79%	-2.70%	-18.78%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

剔除新股和并表因素较大的个股，仅考虑内生增长情况，化药板块 2020 年净利率明显同比下滑，2021Q1 同比有所上升，反映了疫情对毛利率和期间费用率的不利影响。

表 2.7.3: 化药板块财务指标对比（剔除新股及并表-纯内生）

项目	21Q1	20Q1	20A	19A
毛利率	59.55%	58.97%	60.17%	62.22%
净利率	14.08%	10.61%	8.79%	10.40%
销售费用率	29.52%	31.50%	30.86%	34.67%
期间费用率	44.94%	46.27%	49.09%	49.88%
研发支出/收入	7.69%	5.99%	8.75%	6.96%
经营性现金流/净利润	39.32%	82.81%	150.14%	132.72%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

疫情反复的风险、药品降价压力超预期的风险、集采扩围节奏较快的风险等

表格目录

表 1.1.1: 医药行业收入及利润增速对比 (剔除新股、并表)	2
表 1.1.2: 医药行业收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	2
表 1.1.3: 医药各子行业内生收入增速对比 (剔除新股、并表)	3
表 1.1.4: 医药各子行业内生扣非归母净利润增速对比 (剔除新股、并表)	3
表 2.1.1: 医疗器械板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	4
表 2.1.2: 医疗器械板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	4
表 2.1.3: 医疗器械板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	4
表 2.1.4: IVD 子行业收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	5
表 2.2.1: 医疗服务板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	5
表 2.2.2: 医疗服务板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	5
表 2.2.3: CRO 子行业收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	6
表 2.3.1: 生物制品板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	6
表 2.3.2: 生物制品板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	6
表 2.3.3: 生物制品板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	7
表 2.4.1: 原料药板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	7
表 2.4.2: 原料药板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	7
表 2.4.3: 原料药板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	8
表 2.5.1: 医药商业板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	8
表 2.5.2: 医药商业板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	8
表 2.5.3: 医药商业板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	9
表 2.5.4: 医药流通子行业收入、利润增速及经营性现金流占比净利润对比 (剔除新股及并表-纯内生)	9
表 2.5.5: 零售药店子行业收入、利润增速及经营性现金流占比净利润对比 (四大连锁药房合计)	9
表 2.6.1: 中药板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	10
表 2.6.2: 中药板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股)	10
表 2.6.3: 中药板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	10
表 2.7.1: 化药板块收入及利润增速对比 (剔除新股及并表-纯内生)	11
表 2.7.2: 化药板块收入及利润增速对比 (仅剔除新股, 内生+外延)	11
表 2.7.3: 化药板块财务指标对比 (剔除新股及并表-纯内生)	11

分析师简介及承诺

孟令伟: 北京大学生物医药专业博士。专业能力突出, 博士期间从事创新药研发工作, 深度参与创新药临床前研究与临床申报, 熟悉创新药研发与创新服务产业链, 对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018 年加入中国银河证券。

刘晖: 北京大学汇丰商学院西方经济学硕士, 生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

本人承诺, 以勤勉的执业态度, 独立、客观地出具本报告, 本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月, 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 相对于基准指数 (交易所指数或市场中主要的指数)

推荐: 行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 行业指数超越基准指数平均回报。

中性: 行业指数与基准指数平均回报相当。

回避: 行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性: 指未来 6-12 个月, 公司股价与分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报相当。

回避: 指未来 6-12 个月, 公司股价低于分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司 (以下简称银河证券) 向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户 (以下简称客户) 提供, 无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正, 但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份, 客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险, 应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失, 在此之前, 请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区: 耿允淼 010-80928021 gengyuyou@chinastock.com.cn