

医药行业

业绩持续回暖，行业景气度高

——2020 年年报及 2021 年一季报业绩综述

投资要点

◆ **业绩总结：医药行业上市公司 2020 年业绩逐季修复，2021Q1 情况继续好转。**我们以 321 家 A 股上市公司为统计对象，医药行业上市公司 2020 年营收、归母净利润合计分别为 17,656、1,705 亿元，分别同比增加 11%、35%；2021 年 Q1，营收、归母净利润合计分别为 4,911、587 亿元，分别同比增加 34%、89%。2020 年医药行业上市公司业绩逐季修复，Q1-Q4 归母净利润呈负增长企业占比分别为 55%、46%、38%、35%；2021 年 Q1，情况继续好转，负增长占比下降至 18%。

◆ **医疗器械、医疗服务、生物制品业绩持续亮眼，2021Q1 各板块业绩均有大幅提升。**受疫情影响，2020 年医疗器械板块处于优势地位，业绩实现高速增长，居各子板块首位；医疗服务、生物制品板块业绩增速分别位居二、三名。随着国内整体经济活动恢复，因疫情推迟的需求将逐步得到释放，2021 年一季度各子板块业绩增速均有大幅提升。2021 年 Q1，从营收增速来看，化学制剂、生物制品、医疗服务为前三名；从利润端增速来看，中药、化学制剂、化学原料药板块增速排名在前三名。

◆ **受益于全球疫情，医疗器械子行业业绩呈爆发性增长。**受益于国外疫情蔓延器械出口较大及国内疫情控制良好，医疗器械子行业（医疗设备+低值耗材）业绩大幅增长，2020 年营收、扣非净利润分别为 1084、284 亿元，同比增速分别为 71%、217%；毛利率和净利率创历史新高分别提升 8.0、10.6 个百分点。2021 年第一季度器械子行业延续高增长，医院恢复常规设备采购，营收、扣非净利润同比增速分别为 101%、335%。

◆ **海外产能加速转移，国内 CXO 行业发展空间广阔。**全球疫情持续蔓延，海外药企纷纷加速转移管线至国内，CXO 领域业绩表现优秀。国内创新药浪潮已来，我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将倒逼仿制药企业转型升级，大力迎接医药创新，CXO 企业迎来快速发展的黄金时期。此外，部分特色原料药企业转型升级成为 CMO/CDMO 企业，行业成长空间打开，盈利能力预计将持续提升。

◆ **医疗服务连锁机构业绩强劲回升，行业长期景气。**医疗服务机构领域受到疫情影响较大，但业绩呈逐季修复态势，2020 年归母净利润增速为 131%，大幅提升 167 个百分点；主要系新冠检测需求爆发贡献，全域医学贡献板块主要利润增速。由于 2020 年同期受疫情影响基数较小及医疗服机构恢复正常经营前期压制需求释放，2021 年一季度医疗服务机构实现业绩爆发性增长，营收 102 亿元，同比增速为 111%。

◆ **投资策略：我们以是否与疫情相关分为两条投资逻辑。疫情相关投资建议有：**1) 布局新冠疫苗的企业；2) 防疫、抗疫相关医疗耗材及设备；3) 前期受压制的患者需求释放，非疫情相关企业业绩将迎来较大反弹。**非疫情相关投资建议有：**1) 创新药行业产业链（包括化药创新药、生物制药、疫苗、CXO）；2) 国产医疗器械优质企业；3) 政策免疫赛道：医美、连锁医疗服务机构、药店等；4) 拥有浆站优势及吨浆利润率高血制品企业；5) 原料药龙头。

◆ **风险提示：**宏观经济下行风险；药品降价超预期风险；药品研发不及预期。

投资评级

强于大市

维持评级

首选股票

评级

300015.SZ	爱尔眼科	买入
300759.SZ	康龙化成	买入
603259.SH	药明康德	买入
688363.SH	华熙生物	买入
600763.SH	通策医疗	增持
002821.SZ	凯莱英	增持
300896.SZ	爱美客	增持
688366.SH	昊海生科	增持

行业表现



%	1M	3M	12M
相对收益	9.6	9.9	7.4
绝对收益	10.7	-2.3	33.3

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

伍可心

分析师

SAC 执业证书：S0380521010002

联系电话：0755-82830333(190)

邮箱：wukx@wanhesec.com



正文目录

一、行业整体业绩表现.....	5
二、细分板块分析.....	9
(一) 化学原料药：受益于全球疫情，订单加速向国内转移.....	9
(二) 化学制剂：2021年Q1业绩基本恢复常态.....	10
(三) 中药：治疗类业绩恢复尚需时间，消费类中药品牌业绩稳健.....	11
(四) 生物制品：高景气赛道，业绩持续快速恢复.....	12
1、生物制药（生物制药+疫苗）：行业景气度高，业绩恢复高增长.....	13
2、血制品：需求端逐渐恢复，供给端或有收缩.....	14
(五) 医疗器械：业绩大幅增长，结构性分化.....	15
1、器械子领域（医疗设备+低值耗材）：行业景气度高，业绩大幅增长.....	16
2、高值耗材：业绩恢复明显，坚定国产替代路线.....	18
3、IVD：整体业绩爆发性增长，内部分化明显业绩恢复明显.....	19
(六) 医疗服务：行业维持高景气度，市场空间巨大.....	20
1、医疗服务连锁机构：业绩强劲回升，行业长期景气.....	21
2、CXO：海外产能持续转移，行业发展空间大.....	22
(七) 医药商业：结构性分化.....	23
1、医药流通：业绩增速修复尚待时日.....	24
2、医药零售：业绩受益于疫情及行业集中度提升.....	25
三、投资策略与建议.....	26
四、风险提示.....	27

图表目录

图 1 2012-2021Q1 医药制造业营业总收入及同比增速（亿元，%）.....	5
图 2 2012-2020Q1 医药制造业利润总额及同比增速（亿元，%）.....	5
图 3 医药上市公司营业收入及增速.....	6
图 4 医药上市公司归母净利润及增速.....	6
图 5 医药上市公司扣非净利润及增速.....	6
图 6 医药上市公司期间费用率（%）.....	6
图 7 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速（%）.....	6
图 8 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速（%）.....	7
图 9 医药上市公司个股归母净利润增速区间（家）.....	7
图 10 原料药上市公司营收及同比（亿元，%）.....	9
图 11 原料药上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）.....	9
图 12 原料药上市公司毛利率及净利率（%）.....	9
图 13 原料药上市公司主要费用率（%）.....	9
图 14 化学制剂上市公司营收及同比（亿元，%）.....	10
图 15 化学制剂上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）.....	10
图 16 化学制剂上市公司毛利率及净利率（%）.....	10
图 17 化学制剂上市公司主要费用率（%）.....	10
图 18 中药上市公司营收及同比.....	11
图 19 中药上市公司扣非净利润及同比.....	11
图 20 中药上市公司毛利率及净利率（%）.....	12
图 21 中药上市公司主要费用率（%）.....	12

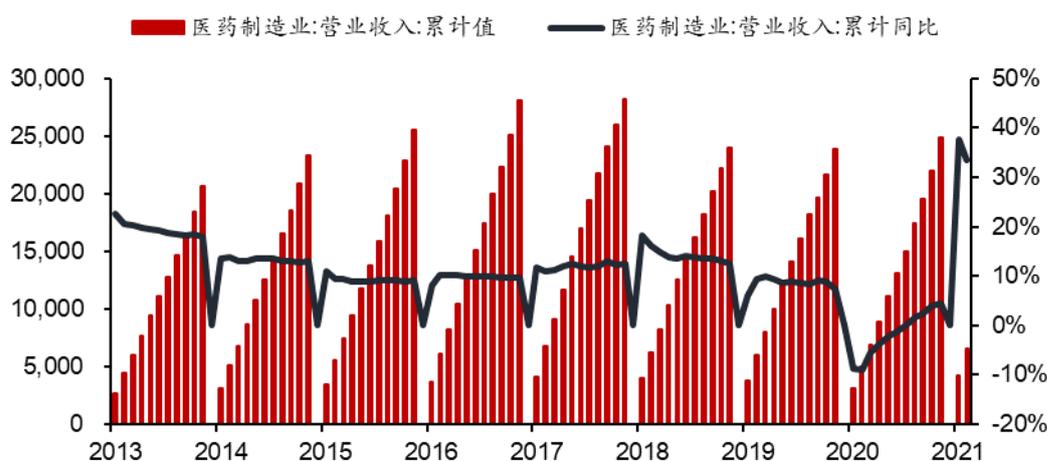
图 22	生物制品板块上市公司营收及同比 (亿元, %)	13
图 23	生物制品板块上市公司扣非净利润 (亿元, %)	13
图 24	生物制品板块上市公司毛利率及净利率 (%)	13
图 25	生物制品板块上市公司主要费用率 (%)	13
图 26	生物制药上市公司营收及同比	14
图 27	生物制药上市公司扣非净利润及同比	14
图 28	生物制药上市公司毛利率及净利率 (%)	14
图 29	生物制药上市公司主要费用率 (%)	14
图 30	血制品上市公司营收及同比	15
图 31	血制品上市公司扣非净利润及同比	15
图 32	血制品上市公司毛利率及净利率 (%)	15
图 33	血制品上市公司主要费用率 (%)	15
图 34	医疗器械板块上市公司营收及增速	16
图 35	医疗器械板块上市公司扣非净利润	16
图 36	医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)	16
图 37	医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)	16
图 38	医疗器械子领域上市公司营收及同比	17
图 39	医疗器械子领域上市公司扣非净利润及同比	17
图 40	医疗器械子领域上市公司毛利率及净利率 (%)	17
图 41	医疗器械子领域上市公司主要费用率 (%)	17
图 42	高值耗材上市公司营收及同比	18
图 43	高值耗材上市公司扣非净利润及同比	18
图 44	高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)	18
图 45	高值耗材上市公司主要费用率 (%)	18
图 46	IVD 上市公司营收及同比	19
图 47	IVD 上市公司扣非净利润及同比	19
图 48	IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)	19
图 49	IVD 上市公司主要费用率 (%)	19
图 50	医疗服务板块上市公司营收及增速	20
图 51	医疗服务板块上市公司扣非净利润	20
图 52	医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)	20
图 53	医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)	20
图 54	医疗连锁机构上市公司营收及增速	21
图 55	医疗连锁机构上市公司扣非净利润	21
图 56	医疗连锁机构上市公司毛利率及净利率 (%)	22
图 57	医疗连锁机构上市公司主要费用率 (%)	22
图 58	CXO 板块上市公司营收及增速	23
图 59	CXO 板块上市公司扣非净利润	23
图 60	CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)	23
图 61	CXO 上市公司主要费用率 (%)	23
图 62	医药商业上市公司营收及增速	24
图 63	医药商业上市公司扣非净利润	24
图 64	医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)	24
图 65	医药商业上市公司主要费用率 (%)	24
图 66	医药流通上市公司营收及增速	24
图 67	医药流通上市公司扣非净利润	24
图 68	医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)	25
图 69	医药流通上市公司主要费用率 (%)	25

图 70	医疗药零售板块上市公司营收及增速	25
图 71	医疗药零售板块上市公司扣非净利润	25
图 72	医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)	26
图 73	医疗药零售上市公司主要费用率 (%)	26
表 1	2020 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名	8
表 2	2021Q1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名	8

一、行业整体业绩表现

医药制造业业绩持续回暖，利润端优于营收端。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2020年医药制造业实现营业收入24,857.3亿元，同比增速为4.5%；利润总额为3,506.70亿元，同比增速为12.8%。2020年由于受到疫情影响，医药制造业同比增速放缓，分季度来看，Q1受疫情影响最大，业绩增速整体呈负增长，Q2起国内恢复正常经营，医药制造业业绩逐季回暖。2021年一季度医药制造业业绩增速实现强劲增长，主要系疫情影响加速褪去及2020年同期低基数影响，实现营业收入同比增速为33.5%，实现利润总额同比增速为88.7%。

图1 2012-2021Q1 医药制造业营业总收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图2 2012-2020Q1 医药制造业利润总额及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

2021Q1 医药行业上市公司业绩增速强劲回升，整体盈利能力显著优于行业。我们以321家上市公司为统计对象，2020年，医药生物行业上市公司实现营收合计17,655.7亿元，同比增加10.7%，Q4单季度同比增速回升至23.6%；实现归属母公司净利润合计1,704.6亿元，同比增加35.2%，Q4单季度同比增速回升至29.5%；实现扣除非经常性损益的归属母公司净利润合计1,472.7亿元，同比增加33.2%；期间费用率除销售费用率下滑显著外，其余基本保持稳定，销售费用率下降2.1个百分点至14.3%，主要因为疫情期间出行受限导致销售渠道多从线下转为线上造成差旅等相关费用大幅减少。2020年，医药行业上市公司规模效

应凸显，整体增速大幅超过行业。受疫情影响加速褪去及去年同期基数较低影响，2021年一季度业绩实现高速增长，医药行业上市公司整体实现营业收入4,910.6亿元，同比增长34%；实现归母净利润586.8亿元，同比增长89%；实现扣非净利润534.3亿元，同比增长90%。

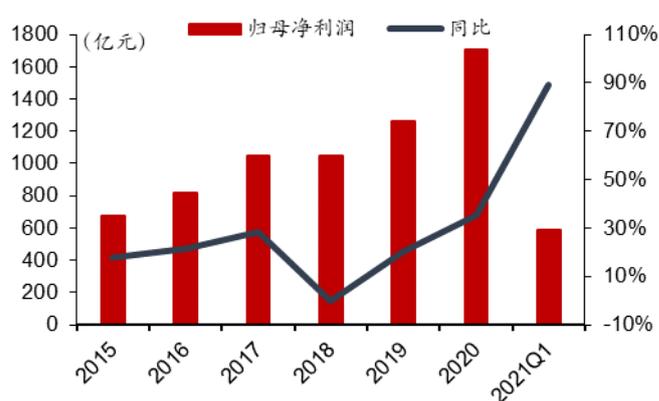
*注释：计算医药行业上市公司业绩时剔除了近三年数据可比性较低的公司，具体如下：(1) 存在ST或*ST或其他连续两年亏损的有：*ST生物、*ST华塑、*ST恒康、*ST交昂、ST百花、ST冠福、翰宇药业；(2) 经营存在较大波动的有：宜华健康、东阿阿胶、*ST华塑、国际医学、海南海药、通化金马、景峰医药、美年健康、创新医疗、嘉应制药、精华制药、亚太药业、长江健康、誉衡药业、瑞康医药、龙津药业、*ST天圣、莱美药业、康芝药业、吉药控股、盈康生命、翰宇药业、冠昊生物、美康生物、太极集团、圣济堂、ST康美、康恩贝、ST运盛、览海医疗；(3) 经常性损益占营业收入比重过大的有：国新健康、*ST华塑、览海医疗；(4) 非经常性损益占归属母公司净利润比重过大的有：国农科技、国新健康、*ST生物、海南海药、紫鑫药业、九安医疗、光正集团、佛慈制药、双成药业、香雪制药、仟源医药、博晖创新、广生堂、太极集团、江苏吴中、海正药业、亚宝药业、国发股份、新华医疗、哈药股份、天目药业、钱江生化、莎普爱思、济民制药。

图3 医药上市公司营业收入及增速



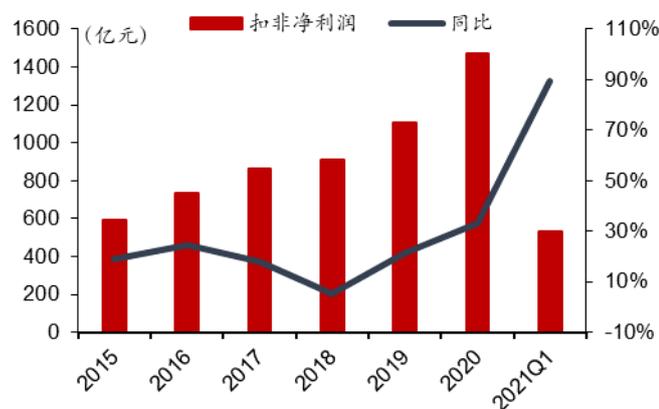
资料来源：Wind，万和证券研究所

图4 医药上市公司归母净利润及增速



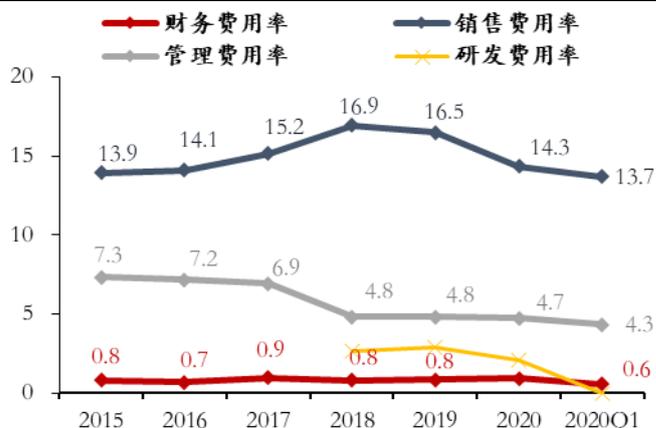
资料来源：Wind，万和证券研究所

图5 医药上市公司扣非净利润及增速



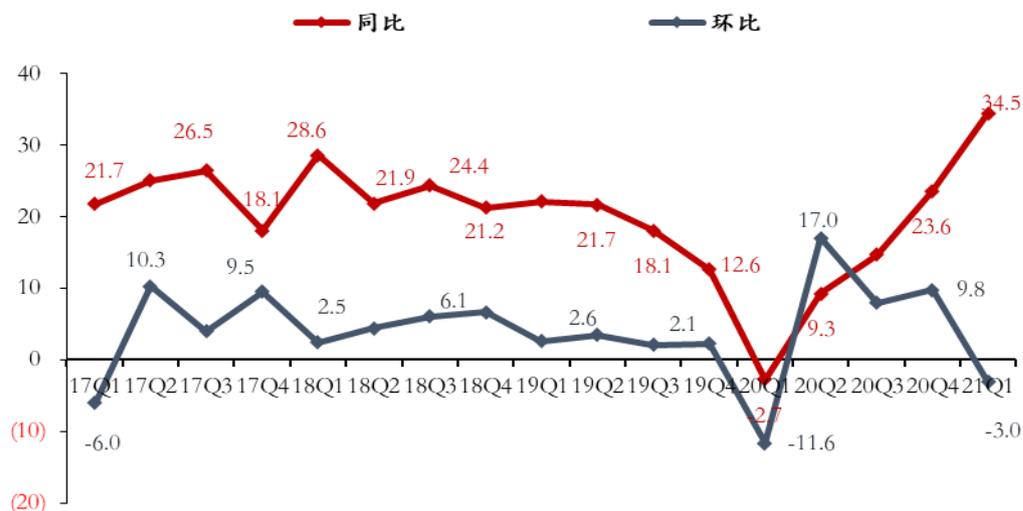
资料来源：Wind，万和证券研究所

图6 医药上市公司期间费用率 (%)



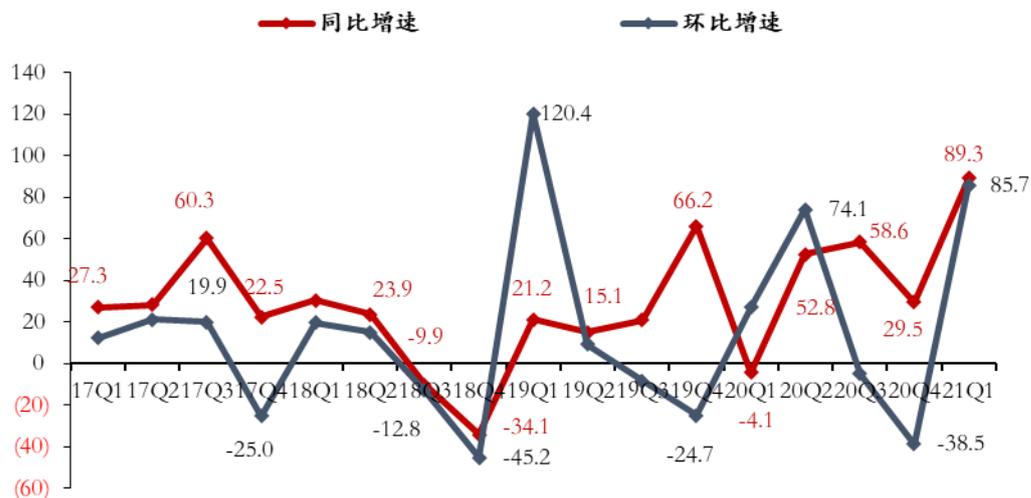
资料来源：Wind，万和证券研究所

图7 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

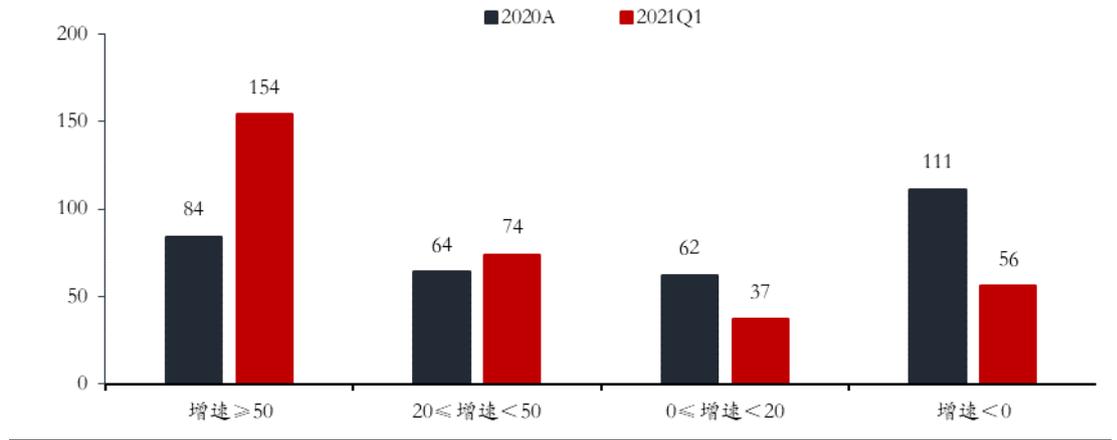
图 8 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

医药行业上市公司 2020 年受疫情影响业绩分化严重, 2021 年一季度疫情影响基本消除。2020 年医药行业上市公司业绩逐季修复, Q1 归母净利润呈负增长企业占比超过一半(55%), Q2 占比下降至 46%, Q3 占比下降至 38%, Q4 占比下降至 35%。2021 年一季度, 情况继续好转, 医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业下降至 56 家, 占比 17.5%; 增速为 0-20% 的有 37 家, 占比 11.5%; 增速为 20%-50% 的有 74 家, 占比 23.1%; 增速为 50% 以上的有 154 家, 占比 48.0%。

图 9 医药上市公司个股归母净利润增速区间 (家)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2020 年受疫情影响较大, 医疗器械板块处于优势地位, 营收及利润增速均实现高速增长, 居各子板块首位; 医疗服务、生物制品板块盈利增速分别位居二、三名。医药商业、中药、化学制剂板块增速排名在后三名。随着国内整体经济活动恢复, 因疫情推迟的需求将逐步得到释放, 生物制品、医疗服务板块的业绩已实现强劲恢复, 化学制剂逐季恢复到较好的水平。

表 1 2020 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

细分板块	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	增速排名	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	增速排名
化学原料药(申万)	722.67	3.93	4	116.02	12.34	4
化学制剂(申万)	2280.04	-7.63	7	207.91	-16.04	7
中药Ⅲ(申万)	2231.24	-6.99	6	226.78	1.13	6
生物制品Ⅲ(申万)	865.81	5.12	3	63.39	25.01	3
医药商业Ⅲ(申万)	5443.27	2.20	5	143.39	9.42	5
医疗器械Ⅲ(申万)	1263.21	49.41	1	345.54	126.25	1
医疗服务Ⅲ(申万)	509.77	7.88	2	175.79	32.29	2

资料来源: Wind, 万和证券研究所

2021 年一季度各子板块业绩增速均有大幅提升。从营收增速来看, 化学制剂、生物制品、医疗服务为前三名; 从利润端增速来看, 中药、化学制剂、化学原料药板块增速排名在前三名。随着国内整体经济活动恢复, 因疫情推迟的需求将逐步得到释放, 各板块的业绩已实现强劲恢复。

表 2 2021Q1 SW 医药生物三级行业营收、归母净利润及增速排名

细分板块	营业总收入 (亿元)	同比 (%)	增速排名	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	增速排名
化学原料药(申万)	298.54	57.95	4	57.95	65.25	3
化学制剂(申万)	519.75	152.43	1	152.43	215.45	2
中药Ⅲ(申万)	204.88	28.27	7	28.27	1341.65	1
生物制品Ⅲ(申万)	825.47	87.65	2	87.65	20.55	6
医药商业Ⅲ(申万)	2106.43	56.96	5	56.96	39.68	4
医疗器械Ⅲ(申万)	273.00	38.48	6	38.48	23.27	5
医疗服务Ⅲ(申万)	869.44	85.36	3	85.36	16.11	7

资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、细分板块分析

(一) 化学原料药：受益于全球疫情，订单加速向国内转移

我们以 27 家上市公司作为化学原料药的统计对象,2020 年原料药板块整体实现营收 588.22 亿元,同比增加 6.80%;实现扣除非经常性损益净利润合计 54.94 亿元,同比增加 1.96%。由于上半年疫情加速境外订单转移,原料药板块整体业绩表现较好。2021 年第一季度原料药板块整体实现营收 153.17 亿元,同比增加 13.26%;实现扣除非经常性损益净利润合计 17.12 亿元,同比增加 7.51%。

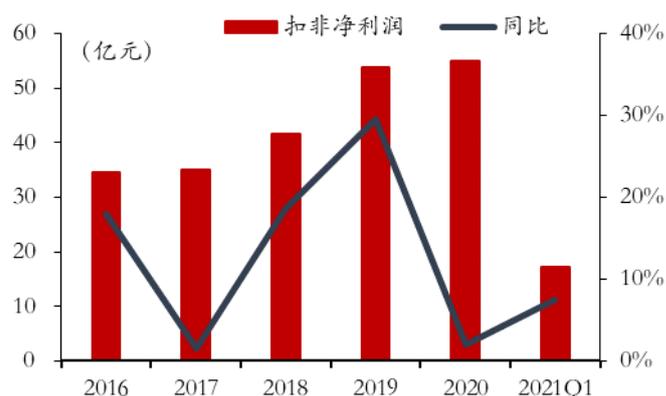
2020 年原料药行业上市公司盈利能力提升显著,毛利率为 43.13%,较 2019 年下降 0.76 个百分点;净利率为 11.99%,较 2019 年下降 0.35 个百分点。受疫情影响出行受限,销售费用率下降 2.22 个百分点至 12.20%;研发费用率为 5.39%,基本保持稳定;管理费用率为 8.86%,较 2019 年上涨 0.21 个百分点;财务费用率增加 1.18 个百分点至 2.42%。2021 年一季度,原料药板块毛利率为 41.99%,净利率 13.20%;销售费用率为 12.73%,研发费用率为 5.15%,管理费用率为 8.10%,财务费用率为 1.13%。

图 10 原料药上市公司营收及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 11 原料药上市公司扣非净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 原料药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 13 原料药上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

外在方面,中国凭借着成熟的工业体系及成本优势吸引了欧美原料药产能的转移,尤其在疫情影响下,国内因为疫情防控较好,生产经营恢复正常,部分原本给印度的订单向国内转移,

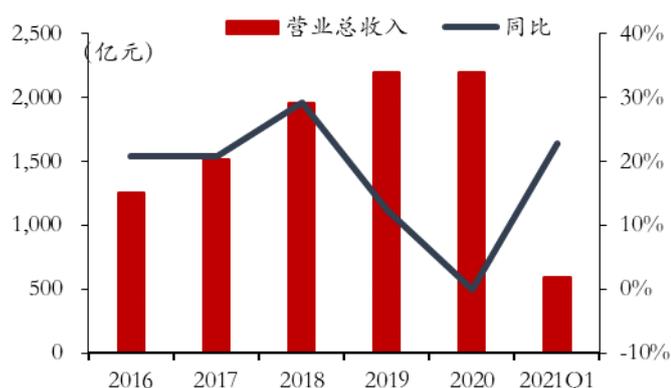
原料药行业优质企业有望借此进一步打开海外市场，建立品牌形象，以高性价比获得长期订单，龙头企业增长可期。从国内角度来看，原料药的业绩好转主要系供给侧改革，行业集中度提高及供给减少导致产品提价；部分特色原料药企业在成长期，逐渐升级为原料药制剂的一体化供应企业；此外，部分特色原料药企业逐步向 CMO/CDMO 拓展，行业成长空间打开，盈利能力预计将持续提升。

（二）化学制剂：2021 年 Q1 业绩基本恢复常态

我们以 48 家上市公司为统计对象来分析化学制剂行业概况。受疫情拖累，2020 年化学制剂上市公司收入利润较 2019 年基本保持稳定，2020 年实现营业收入 2199.57 亿元，同比下降 0.13%；实现扣非净利润合计 192.42 亿元，同比下降 0.14%。2020 年一季度受疫情影响，医院诊疗量大幅减少导致慢病及手术类产品销售下滑显著，二季度起医院门诊恢复正常开放，疫情影响逐步消化。2021 年第一季度化学制剂板块恢复正常状态，实现营收 589.73 亿元；同比增加 22.85%，实现扣除非经常性损益净利润合计 58.97 亿元，同比增加 36.77%。

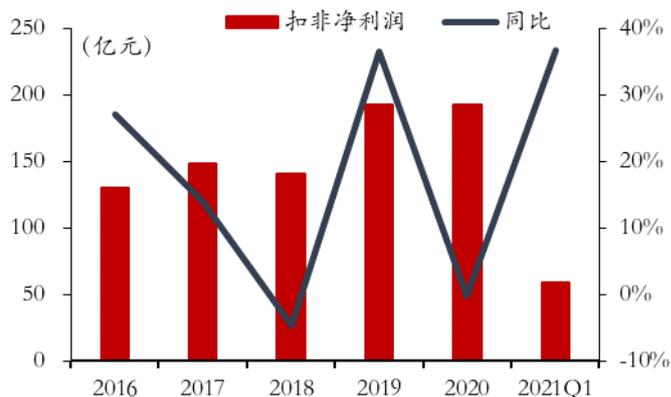
从盈利能力来看，2020 年化学制剂上市公司整体毛利率为 60.85%，下降 1.40 个百分点；净利率为 12.24%，较 2019 年增加 0.83 个百分点。期间费用率方面，销售费用率下降 3.83 个百分点至 30.90%，主要是疫情导致出行受限，营销多转为线上方式，差旅费大幅减少所致；同时，在带量采购的大背景下，每年集采范围逐步扩大，销售费用率有望持续下降。同期，研发费用率增加 1.26 个百分点至 8.05%，主要由于集采、新药加快审评等相关政策向新药倾斜，驱动化药制剂企业向创新药方向发展，加大研发投入所致；管理费用率增加 0.66 个百分点至 7.79%，财务费用率增加 0.06 个百分点至 1.29%。2021 年一季度毛利率为 60.25%，净利率 14.00%。其中销售费用率为 30.57%，研发费用率为 7.65%，管理费用率为 7.16%，财务费用率为 0.73%。

图 14 化学制剂上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 15 化学制剂上市公司扣非净利润及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 16 化学制剂上市公司毛利率及净利率（%）

图 17 化学制剂上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

化学制剂行业正在发生结构性变化，创新将是行业的主旋律，仿制药受一致性评价+集采等政策影响快速大幅降价，较原研药的优势已经明显缩窄，盈利能力持续下降；由于医保支付结构的调整，部分创新药龙头公司业绩增长提速，未来化学制剂公司分化将更加明显。2020第一季度受疫情影响，慢性病用药、手术相关产品等销售受影响较大，第二季度起，医院门诊量、住院量逐渐恢复，相关产品销售收入有所回升，但受带量采购相关政策影响，仿制药为主业务线的化学制剂行业全年收入或承压，创新药企业业绩或因政策倾斜获得较大改善。

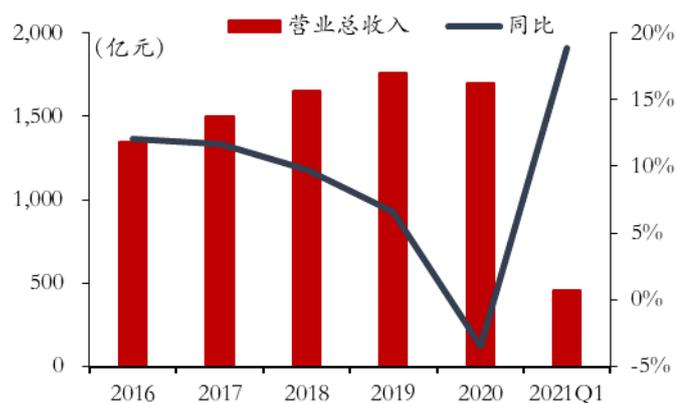
（三）中药：治疗类业绩恢复尚需时间，消费类中药品牌业绩稳健

中药板块是受疫情影响最大的板块之一，我们以52家上市公司作为统计对象，2020年中药板块实现营业收入合计1696.00亿元，同比下降3.45%；实现扣非净利润141.52亿元，同比下降8.77%。行业业绩整体增速低迷，业绩逐季改善，三季度起有明显好转，主要受以下因素影响：1) 受新冠疫情影响，仅有少部分生产疫情相关产品企业受益，大部分企业受疫情冲击较大，二季度开始由于国内疫情基本控制住，人群防护持续，流感等呼吸道疾病传染路径被大幅限制，相关企业业绩需要较长时间恢复；2) 中药注射剂的使用及销售被限制，部分中药注射剂为大单品的企业业绩大幅下滑；3) 新版医保目录出台后，部分企业产品被调出医保目录，则面临着3年退出期及之后的压力。2021年第一季度中药板块整体恢复较好，实现营收453.09亿元，同比增加18.85%；实现扣除非经常性损益净利润合计54.79亿元，同比增加27.72%。

2020年中药行业上市公司毛利率为57.68%，较2019年下降0.97个百分点，净利率为10.05%，较上年下降0.81个百分点。同期，财务费用率基本保持稳定；销售费用率下降1.48个百分点，主要是疫情导致出行受限，差旅费大幅减少所致，研发费用率上涨0.52个百分点至3.48%，管理费用率上涨0.30个百分点至6.64%。2021年一季度中药板块毛利率为59.06%，净利率13.50%。其中销售费用率为33.53%，研发费用率为2.91%，管理费用率为5.95%，财务费用率为0.27%。

图 18 中药上市公司营收及同比

图 19 中药上市公司扣非净利润及同比



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 20 中药上市公司毛利率及净利率 (%)

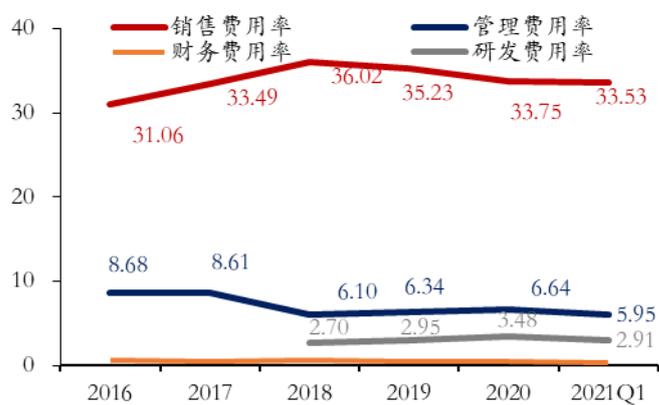


资料来源: Wind, 万和证券研究所



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 21 中药上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2020 年受新冠肺炎影响, 大部分中药企业受疫情冲击较大, 业绩需要较长时间恢复。此外, 中药注射剂在当前环境下使用受限, 销售压力较大, 中药口服制剂替代效应逐步显现。叠加医保目录调整及医保支付结构调整影响, 板块业绩承压, 且中药行业的研发投入难以加大将导致行业成长受制明显。建议关注消费属性较强的品牌中药。

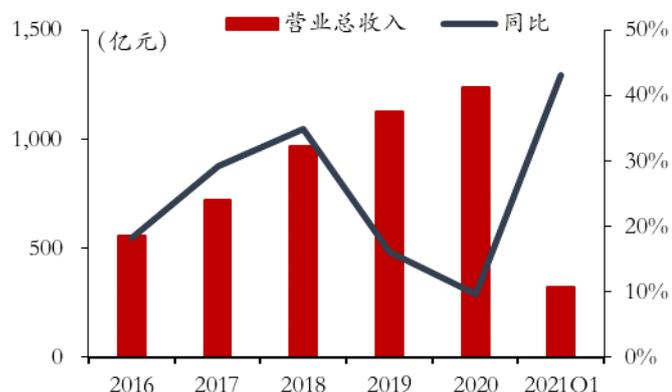
(四) 生物制品: 高景气赛道, 业绩持续快速恢复

我们以 44 家生物制品行业上市公司作为统计对象, 2020 年生物制品板块实现营业收入合计 1235.74 亿元, 同比上涨 9.65%; 实现扣非净利润 154.79 亿元, 同比增加 12.57%。2021 年第一季度生物制品实现营收 320.12 亿元, 同比增加 43.07%; 实现扣除非经常性损益净利润合计 52.10 亿元, 同比增加 87.94%。

2020 年, 生物制品板块整体毛利率为 57.18%, 较 2019 年下降 0.53 个百分点; 净利率为 16.82%, 较上年提升 2.24 个百分点。费用率方面, 研发费用率较上年增加 1.92 个百分点至 9.22%, 主要由于布局新冠疫苗的企业加大研发投入及部分国产疫苗研发管线逐步进入收获期, 研发投入随着项目进入中后期逐步增长所致。其余费用率均有所下降, 其中销售费用率下降 2.43 个百分点至 24.02%; 财务费用率下降 0.18 个百分点至 1.06%; 管理费用率下降 0.61 个百分点至 7.54%。2021 年一季度, 生物制品板块毛利率为 56.19%, 净利率 19.09%。其中销售费用率为 21.00%, 研发费用率为 9.21%, 管理费用率为 7.11%, 财务费用率为 0.57%。

接下来，我们将生物制品行业细分为生物制品（含生物制药及疫苗）及血制品子行业进一步分析。

图 22 生物制品板块上市公司营收及同比（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 23 生物制品板块上市公司扣非净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 24 生物制品板块上市公司毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 25 生物制品板块上市公司主要费用率（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

1、生物制药（生物制药+疫苗）：行业景气度高，业绩恢复高增长

我们以 38 家上市公司作为统计对象，2020 年生物制药行业上市公司实现营业收入合计 1077.05 亿元，同比上涨 9.36%；生物制药行业上市公司实现扣非净利润 114.67 亿元，同比增加 7.35%。生物制药行业上市公司在一季度受疫情影响较大，二季度起，国内生产经营恢复，业绩逐季快速恢复。受 2020 年同期低基数影响，2021 年第一季度生物制药板块实现高速增长，实现营收 285.91 亿元，同比增加 49.25%；实现扣除非经常性损益净利润合计 42.13 亿元，同比增加 118.69%。

2020 年生物制药板块毛利率为 56.90%，较 2019 年下降 0.75 个百分点；净利率为 14.90%，较上年提升 1.88 个百分点。费用率方面，研发费用率上涨 2.18 个百分点至 10.01%，主要由于布局新冠疫苗的企业加大研发投入及部分国产疫苗研发管线逐步进入收获期，研发投入随着项目进入中后期逐步增长所致；其他费用率均有所下降，其中销售费用率下降 2.93 个百分点至 25.18%，主要因疫情影响出行受限，销售渠道主要转为线上，差旅费大幅减少；管理费用率下降 0.58 个百分点；财务费用率下降 0.14 个百分点。2021 年一季度，生物制药板块毛利率为 56.53%，净利率 17.56%。其中销售费用率为 22.24%，研发费用率为 9.92%，

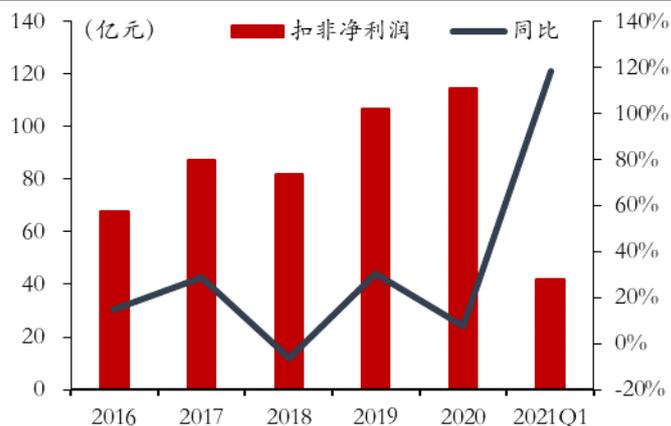
管理费用率为 6.96%，财务费用率为 0.76%。

图 26 生物制药上市公司营收及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 27 生物制药上市公司扣非净利润及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 28 生物制药上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 29 生物制药上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

生物制品行业景气度高，属于行业趋势，目前世界领先药企研发管线近半是生物制药，且生物药具有较高门槛，受政策降价影响也较小，预计在较长期内可维持增长态势。疫苗板块更是随着防优于治的概念逐渐渗透而迎来研发收获期。此外，各种新冠疫苗陆续上市，市场空间巨大，业绩可期。从支付端看，生物制品如生长激素、疫苗等产品有大部分不在医保支付范围，属于政策免疫标的，目前疫苗接种已开始恢复，随着疫情影响逐渐消化，中长期景气度有望维持较高水平。此外，随着科创板的成立，生物制药企业纷纷选择在国内上市，融资渠道被明显拓宽，预计未来生物制品行业的景气度将显著提升。

2、血制品：需求端逐渐恢复，供给端或有收缩

我们以 6 家上市公司作为统计对象，2020 年行业上市公司实现营业收入合计 158.69 亿元，同比增加 11.65%；实现扣非净利润 40.12 亿元，同比上涨 30.74%。2020 年受疫情影响，一季度国内采浆受限，二季度起国外疫情蔓延，由于血制品生产周期平均为 6 个月，我们认为血制品行业有望维持一定的涨价空间。由于 2020 年一季度国内疫情爆发，静丙、白蛋白等产品实现较大收入造成同期基数略高，2021 年一季度血制品营收小幅增长，实现营业收入 34.20 亿元，同比增加 6.29%；实现扣除非经常性损益净利润合计 9.97 亿元，同比增加 17.88%。

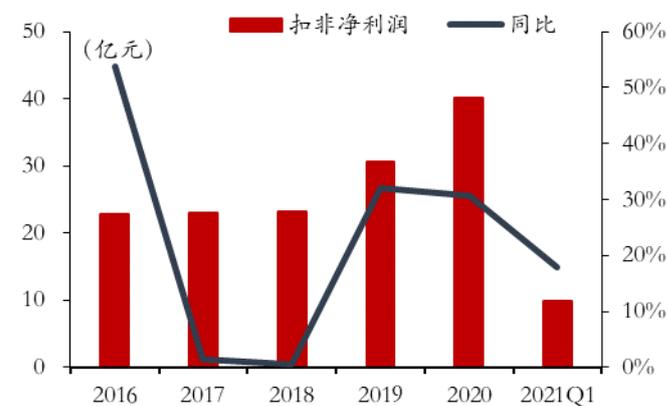
2020 年度血制品行业盈利能力显著提升，毛利率增加 0.90 个百分点至 59.13%，净利率增长 4.27 个百分点至 29.95%。从费用率方面来看，管理、财务费用率均有所下降，分别为 7.51%、-0.45%，分别下降 0.80、0.41 个百分点；销售、研发费用率均有所上涨，分别为 16.19%、3.83%，分别增加 1.25、0.23 个百分点。2021 年一季度，血制品板块毛利率为 53.32%，净利率 31.86%。同期，销售费用率为 10.59%，研发费用率为 3.34%，管理费用率为 8.39%，财务费用率为-1.01%。

图 30 血制品上市公司营收及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 31 血制品上市公司扣非净利润及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 32 血制品上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 33 血制品上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

疫情期间，静丙、白蛋白等血制品得到广泛应用和宣传，血制品的重要性得到进一步认识，有利于提高血制品的影响力。同时，因疫情影响，一季度采浆受限，考虑到半年的生产周期，以及二季度起医院门诊恢复经营，进口白蛋白因国外疫情持续蔓延供给受限，下半年起血制品供应出现紧张，2021 年血制品有望获得一定提价空间，业绩有望回升。长期来看，国内血制品龙头企业可凭借血站资源等优势进一步提高行业集中度。

(五) 医疗器械：业绩大幅增长，结构性分化

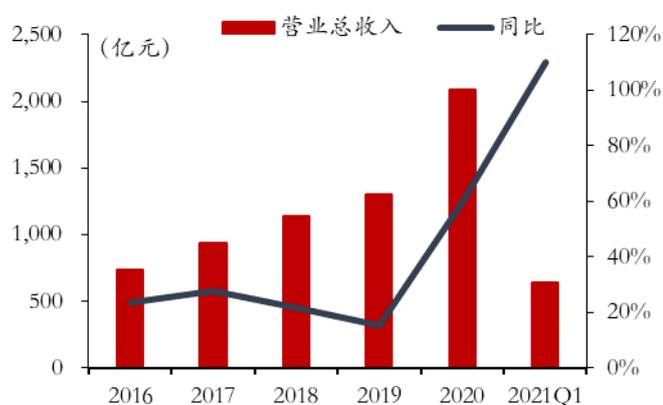
我们以 87 家上市公司作为统计对象，2020 年，医疗器械板块整体实现营业收入 2084.10 亿元，同比增长 59.62%；实现扣非净利润 519.09 亿元，同比增长 188.43%。2020 年受国内外疫情先后爆发影响，疫情相关产品（如防护耗材及呼吸机、监护仪、CT 等医疗设备）在抗疫过程中充分发挥其作用性，相关生产企业业绩因此大提升，带动医疗器械板块整体业绩实

现高速增长;在国外疫情仍在发展的情况下,相关企业今年业绩有望获得维持较高增长。2021年一季度,医疗器械板块实现营业收入 639.62 亿元,同比增长 110.07%;实现扣非净利润 201.47 亿元,同比增长 325.36%。

短期来看,国内复工复产情况较好,医院诊疗量从第二季度起快速恢复,非疫情相关产品生产企业的经营状况将随之逐渐改善,疫情引起政府高度重视,大力推动各地完善公共卫生体系建设,相关产品企业业绩增长将持续向好。长期来看,人口基数大、老龄化下,国内将发展成为全球最大市场,并且国产替代、分级诊疗等政策将持续利好具有较强创新能力的国产龙头企业,行业可以维持较高景气度。

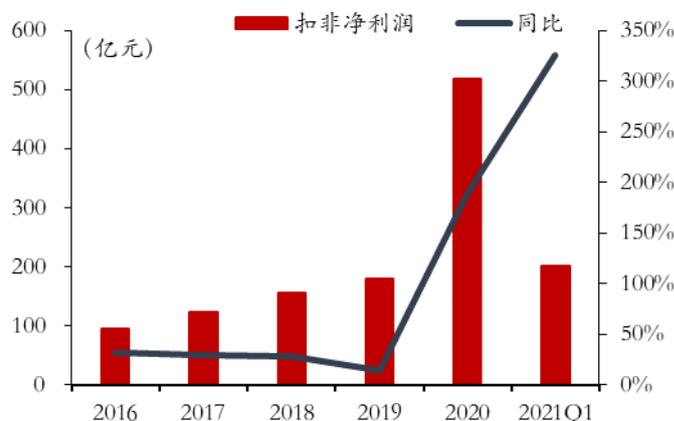
由于子板块领域众多,分化明显,我们将分为医疗器械(医疗设备+低值耗材)、IVD 及高值耗材三个细分领域进行简要分析。

图 34 医疗器械板块上市公司营收及增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 35 医疗器械板块上市公司扣非净利润



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 36 医疗器械板块上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 37 医疗器械板块上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

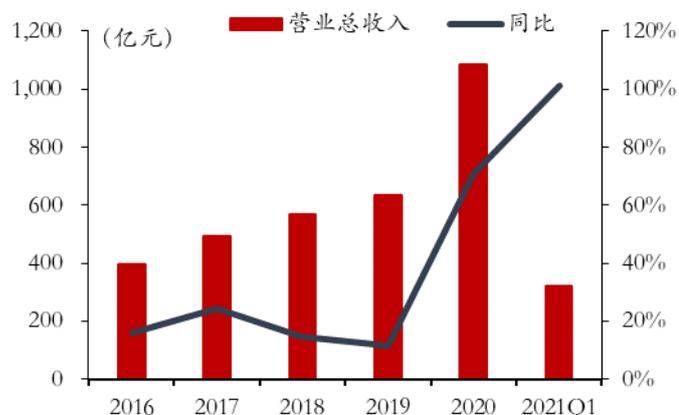
1、器械子领域(医疗设备+低值耗材): 行业景气度高, 业绩大幅增长

我们以医疗器械子领域 37 家上市公司作为统计对象, 2020 年器械子领域受益于国内外疫情先后爆发, 需求大幅提升, 整体业绩实现大幅增长, 实现营业收入合计 1084.12 亿元, 同比增加 70.61%; 实现扣非净利润 283.72 亿元, 同比增加 216.81%。受益于国外疫情蔓延器械

出口较大及国内疫情控制良好，医院恢复常规设备采购，2021年第一季度器械子领域（医疗设备+低值耗材）延续高增长，实现营收322.43亿元，同比增加101.33%；实现扣除非经常性损益净利润合计106.02亿元，同比增加335.30%。

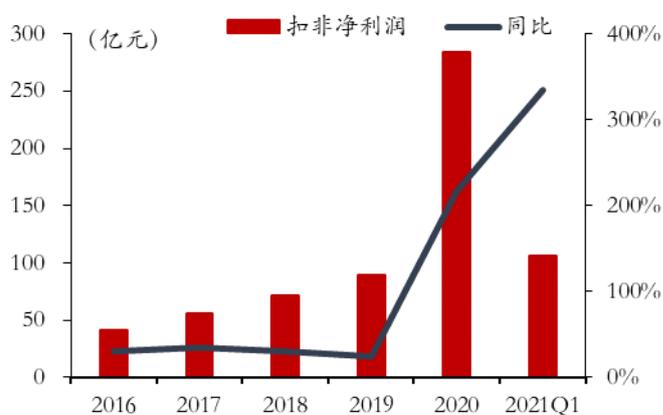
从盈利能力来看，2020年医疗器械子领域整体的毛利率和净利率均获得较大提升，创历史新高。2020年，医疗器械板块毛利率提升8.02个百分点至55.24%，净利率提升10.57个百分点至27.73%。疫情带来业绩爆发性增长导致基数大幅提升，除财务费用率略有上升外，其余费用率均有所下降；2020年销售、管理、研发费用率分别为10.14%、4.81%、5.20%，分别下降5.82、2.05、1.33个百分点；财务费用率提升1.06个百分点至1.05%。2021年一季度，医疗器械子领域整体毛利率为50.92%，净利率34.11%；销售费用率为8.78%，研发费用率为4.95%，管理费用率为4.73%，财务费用率为0.12%。

图 38 医疗器械子领域上市公司营收及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 39 医疗器械子领域上市公司扣非净利润及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 40 医疗器械子领域上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 41 医疗器械子领域上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

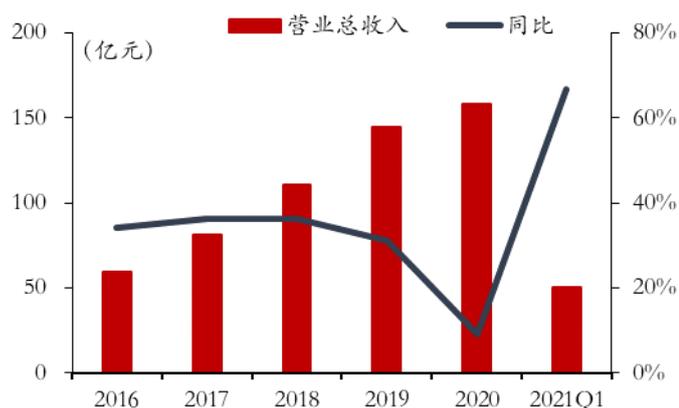
短期来看，行业内部业绩分化明显，疫情相关产品（如防护耗材及呼吸机、监护仪、CT等医疗设备）在抗疫过程中充分发挥其作用性，相关生产企业业绩因此大提升，相关企业2020年业绩获得爆发性增长，在国外疫情仍在发展的情况下，有望维持较高增长。此外，在本次疫情中，我国的公共卫生体系、传染病收治、危重症患者救治等方面暴露出较多问题，后续该细分领域将受益于公共卫生体系的进一步完善。中短期来看，前期抑制的常规设备采购需求有望随着二三级医院常规经营及采购逐步恢复而释放。长期来看，国产替代、分级诊疗等政策及景气度较高，产品研发迭代能力强的国产龙头值得长期关注。

2、高值耗材：业绩恢复明显，坚定国产替代路线

我们以高值耗材领域的 12 家上市公司作为统计对象，2020 年，高值耗材板块受疫情防控医院手术量下降拖累及四季度集采影响，业绩增速有所放缓，实现营业收入合计 158.15 亿元，同比增加 9.21%；实现扣非净利润 36.14 亿元，同比增加 9.04%。由于 2020 年同期低基数及医院门诊手术量快速回升，2021 年第一季度高值耗材领域业绩实现高增长，实现营收 50.00 亿元，同比增加 66.83%；实现扣除非经常性损益净利润合计 14.19 亿元，同比增加 77.21%。

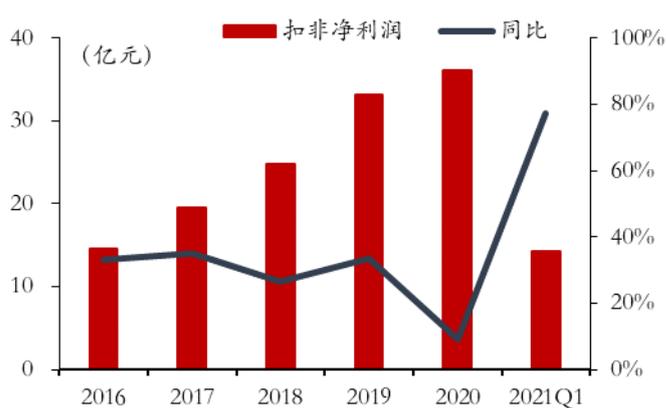
从盈利能力来看，2020 年高值耗材板块毛利率为 73.69%，下降 2.17 个百分点，净利率为 27.52%，基本保持稳定。期间费用率方面，受益于集采，销售费用率下降 3.19 个百分点至 24.39%，预计伴随集采范围逐步扩大，销售费用率有望持续下降；财务费用率下降 0.30 个百分点至 1.66%；管理费用率基本保持稳定；研发费用率增加 1.36 个百分点至 8.66%。2021 年一季度，伴随高值耗材集采陆续开展，销售费用率持续下降带动净利率提升，高值耗材板块净利率创历史新高，毛利率为 71.33%，净利率 31.52%。同期，期间费用率方面，销售费用率为 21.07%，研发费用率为 6.75%，管理费用率为 6.39%，财务费用率为 0.53%。

图 42 高值耗材上市公司营收及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 43 高值耗材上市公司扣非净利润及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 44 高值耗材上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 45 高值耗材上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

2020 年一季度受疫情影响，医院门诊及手术受限，高值耗材行业业绩整体低迷，随二季度医院门诊及手术恢复，业绩恢复明显。中长期来看，多个省份陆续开展针对高值耗材的集采，

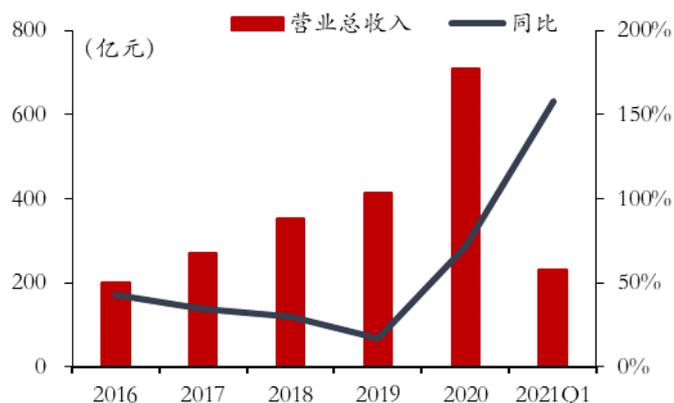
国产替代效应明显，高值耗材领域以价换量迎来业绩增长的爆发。

3、IVD：整体业绩爆发性增长，内部分化明显业绩恢复明显

我们以 32 家上市公司作为统计对象，2020 年 IVD 行业上市公司实现营业收入合计 708.29 亿元，同比增加 71.76%；实现扣非净利润 183.10 亿元，同比增加 265.85%。2020 年 IVD 板块业绩分化显著，部分推出新冠检测产品的 IVD 企业（如华大基因、硕生物等）接到国内外大量订单，相关企业业绩爆发式增长；而常规 IVD 的生产企业则业绩在疫情期间业绩下滑显著，Q2 起逐季修复。2021 年第一季度 IVD 领域实现营收 230.21 亿元，同比增加 157.59%；实现扣除非经常性损益净利润合计 76.30 亿元，同比增加 532.88%。

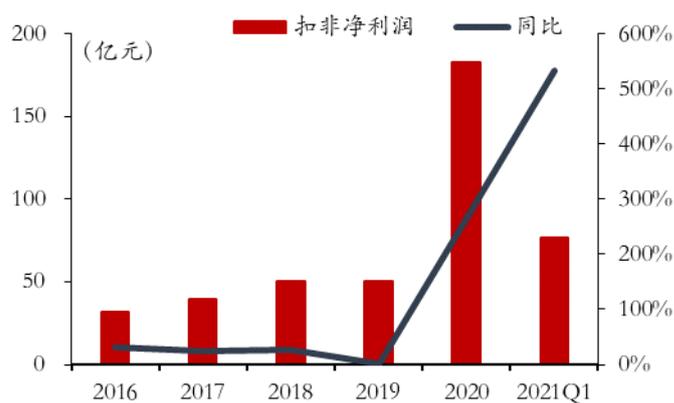
从盈利能力来看，受益于疫情，检测需求呈爆发性增长，IVD 行业整体的毛利率和净利率均获得较大提升，创历史新高。2020 年，IVD 板块毛利率上涨 8.29 个百分点至 61.56%，净利率大幅增加 14.01 个百分点至 28.65%。受疫情影响叠加规模效应，除财务费用率略有上涨外，其余费用率均有所下降，其中销售费用率下降 2.99 个百分点最为显著。2021 年 IVD 行业整体盈利能力提升至历史新高，毛利率为 64.29%，净利率 35.29%；销售费用率为 13.23%，研发费用率为 4.64%，管理费用率为 4.83%，财务费用率为 0.05%。

图 46 IVD 上市公司营收及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 47 IVD 上市公司扣非净利润及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 48 IVD 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 49 IVD 上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

对于常规 IVD 产品而言，疫情影响是暂时性的，长期来看，伴随着全球诊断科技水平的提升，医药行业迎来大变革。诊断跨越疾病防治的全周期，随着技术的提升及费用的下降，终端需

求将持续增长。尤其在医保控费的大背景下，DRGs 相关政策逐渐落实，精准治疗逐渐发展成熟，国产替代政策加持，国内 IVD 市场处于高速发展红利期，龙头企业或将引领行业。对于本次疫情防控中表现优越的 IVD 企业，是占有天时地利人和的优势：首先，我国率先检测出新冠病毒，国内 IVD 企业获得先发优势，积极应对疫情防控，大力投产，承接国内大量订单，2021 年一季度春节返乡检测也提供了一定需求；其次，我国在疫情防控期间表现优秀，2020 年二季度已经可以进入全国复工复产的阶段，新冠检测基本常态化，而海外疫情持续蔓延，新冠检测的供需存在较大缺口，我国优质 IVD 企业承接大量国内外新冠检测产品订单。因此，我们认为应该充分认识到检测产品的发展空间及应用场景广阔，我国优质企业在海外的认可度借此机会大幅提升。

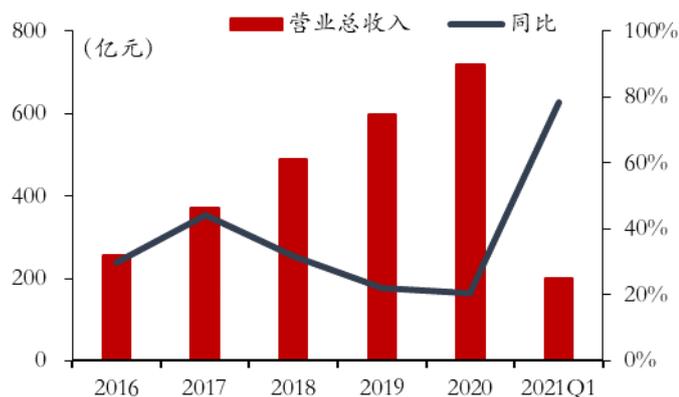
（六）医疗服务：行业维持高景气度，市场空间巨大

我们以 16 家上市公司作为医疗服务整个板块的统计对象，2020 年医疗服务行业增速放缓，上市公司实现营业收入合计 719.61 亿元，同比增加 20.45%；实现扣非净利润 93.35 亿元，同比增加 60.67%。2021 年第一季度医疗服务领域实现营收 200.95 亿元，同比增加 78.19%；实现扣除非经常性损益净利润合计 25.88 亿元，同比增加 878.92%。

从盈利能力来看，2020 年医疗服务板块毛利率和净利率分别为 41.55% 和 18.38% 提升至历史新高。费用方面，受疫情影响，除财务和研发费用率外，均有所下降。2021 年一季度医疗服务板块毛利率为 38.84%，净利率 19.46%。其中销售费用率为 7.63%，研发费用率为 3.65%，管理费用率为 10.40%，财务费用率为 0.50%。

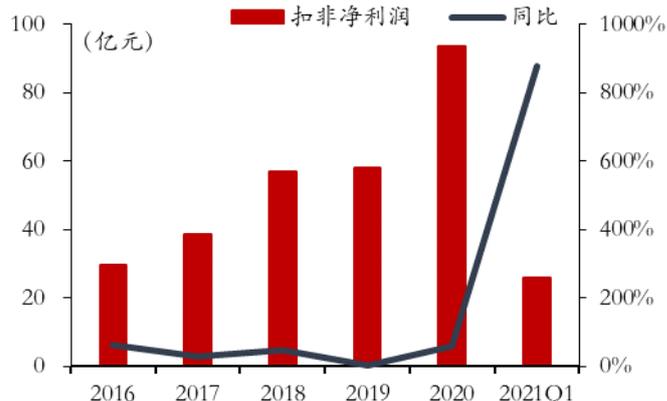
由于子领域区别较大，分化明显，我们将分为连锁医疗服务机构及 CXO 两个细分领域进行简要分析。

图 50 医疗服务板块上市公司营收及增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 51 医疗服务板块上市公司扣非净利润



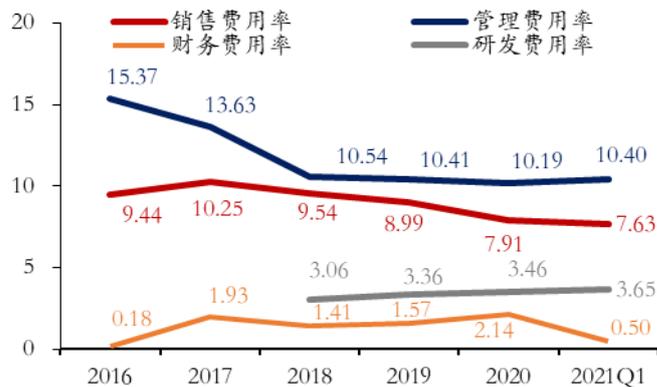
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 52 医疗服务板块上市公司毛利率及净利率 (%)

图 53 医疗服务板块上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

受疫情影响，第一季度连锁品牌医疗服务机构经营受限，二季度起经营状况逐步好转，长期来看，连锁品牌医疗服务机构及 CXO 受益于国内对健康的关注提升及医疗的需求持续扩大，将在较长时期内维持高景气度的发展态势。CXO 企业在疫情期间受负面影响较小，相反，在海外疫情持续蔓延时，部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业，因此在行业趋势向好的背景下，疫情或成国内 CXO 订单增长驱动器。

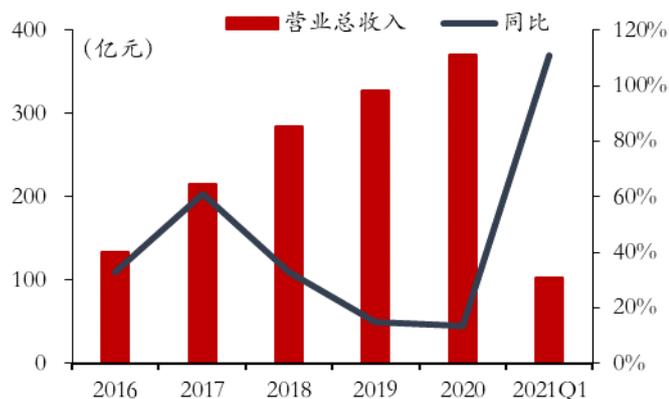
1、医疗服务连锁机构：业绩强劲回升，行业长期景气

我们以 5 家上市公司作为统计对象，整体而言，2020 年医疗服务机构细分领域上市公司实现营业收入合计 371.28 亿元，同比上涨 13.44%；实现扣非净利润 37.84 亿元，同比增加 131.22%，大幅提升 167 个百分点。2020 年，受益于新冠检测需求爆发贡献，金域医学实现扣非净利润 14.57 亿元，同比增速为 357.24%，贡献医疗服务板块 39% 的扣非净利润，贡献板块主要利润增速。2020 年一季度医疗服务机构受到疫情影响较大，二季度起逐步恢复正常经营，业绩逐季修复；其中眼科龙头爱尔眼科业绩恢复强劲，实现扣非净利润 21.31 亿元，同比增速为 49.12%，贡献板块 56% 的利润。由于 2020 年同期受疫情影响基数较小及医疗服务机构恢复正常经营前期压制需求释放，2021 年一季度医疗服务机构实现业绩爆发性增长，实现营收 102.17 亿元，同比增加 111.13%；实现扣除非经常性损益净利润合计 8.98 亿元（2020 年一季度扣非净利润为负值，因此同比数据无意义）。

2020 年医疗服务板块毛利率和净利率分别为 42.23%、13.86%，分别提升 0.89、7.29 个百分点；销售、管理、财务费用率均有所下降，分别为 12.39%、8.66%、1.82%，分别下降 1.35、0.37、0.62 个百分点，研发费用率基本保持稳定。2021 年一季度医疗服务机构毛利率为 38.86%，净利率为 9.53%，主要由于美年健康一季度实现亏损，剔除该影响，板块实现净利率为 14.04%。同期，销售费用率为 12.07%，研发费用率为 1.99%，管理费用率为 9.32%，财务费用率为 2.06%。

图 54 医疗连锁机构上市公司营收及增速

图 55 医疗连锁机构上市公司扣非净利润



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 56 医疗连锁机构上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所 (*2020年1季度扣非净利润为负值，不具有可比性，因此同比数据不做参考)

图 57 医疗连锁机构上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

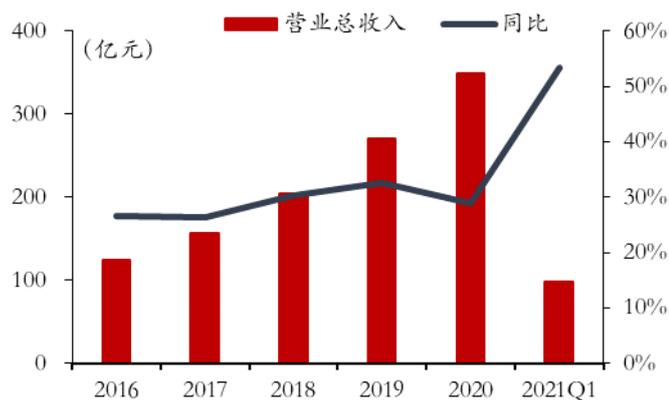
2020年受疫情影响，一季度，专科医疗服务机构经营受限，第二季度起疫情的影响逐渐消解；三季度叠加暑期效应，专科医疗需求得到巨大释放，相关上市公司业绩复苏强劲。长期来看，在国民健康意识逐渐增强和医改政策持续推进的背景下，鼓励社会资本推动医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变，医疗连锁机构存在庞大市场，在较长时期内仍会维持较高景气度，品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

2、CXO：海外产能持续转移，行业发展空间大

我们以11家上市公司作为统计对象，2020年CXO细分领域上市公司实现营业收入合计348.33亿元，同比增加28.96%；实现扣非净利润55.51亿元，同比增加33.01%。2020年三月份起，国内经营活动恢复，而国外疫情蔓延，CXO行业承接大量国外转移订单。2021年一季度CXO实现营收98.78亿元，同比增加53.43%；实现扣除非经常性损益净利润合计16.90亿元，同比增加113.92%。

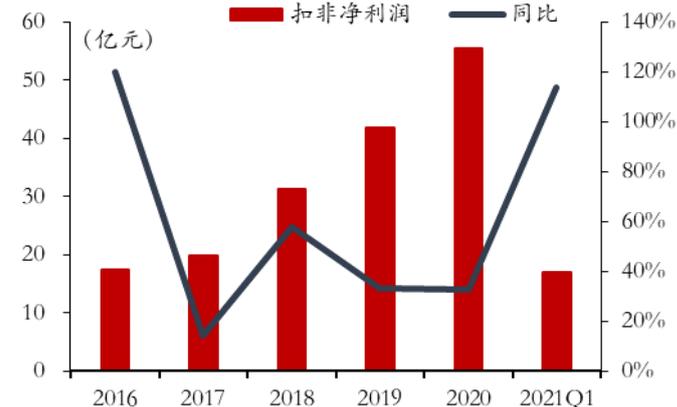
从盈利能力来看，2020年CXO板块毛利率提升0.04个百分点至40.82%，净利率提升5.37个百分点至23.20%；销售、管理、研发费用率分别为3.04%、11.52%、5.37%，分别下降0.10、0.28、0.14个百分点，财务费用率上升1.96个百分点至2.48%。2021年一季度，CXO板块整体毛利率为38.82%，净利率29.72%。其中销售费用率为3.04%，研发费用率为5.37%，管理费用率为11.52%，财务费用率为-1.11%。

图 58 CXO 板块上市公司营收及增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 59 CXO 板块上市公司扣非净利润



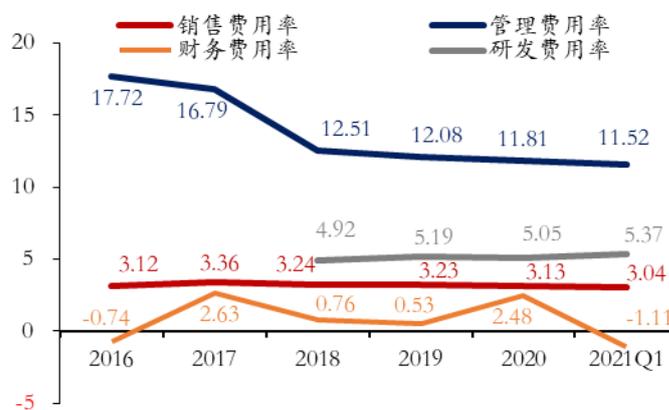
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 60 CXO 上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 61 CXO 上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

CXO 企业在疫情期间受负面影响较小, 相反, 海外疫情持续蔓延, 部分欧美知名药企为保证研发进度将部分研发管线转移至国内 CXO 企业, 因此在国内 CXO 行业趋势向好的背景下, 疫情成国内 CXO 订单驱动器。长期来看, 国内创新药浪潮已来, 我国仿制药集采降价、上市许可认知度、新药注册优先审评等系列医药行业重大政策将仿制药产业引领至创新药产业, 大力迎接医药创新, 逐步实现世界创新高度。CRO 领域将医药研发与制造进行划分实现分工合作, 将研发周期长、失败率高的影响降到最小, CRO 企业盈利将持续整个研发周期, 不惧新药是否最终获批。CMO/CDMO 企业受益于海外产业转移、工程师红利且持续推出创新鼓励政策, 我国 CMO/CDMO 企业迎来快速发展的黄金时期。整体来看, CXO 领域将在较长时期维持高景气度。

(七) 医药商业: 结构性分化

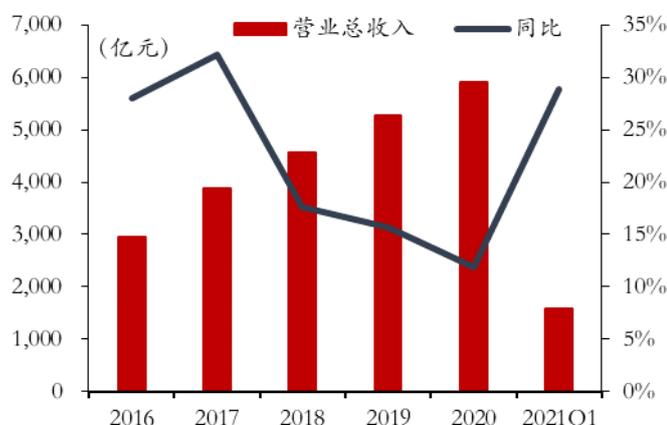
我们以 25 家上市公司作为医药商业板块统计对象, 整体而言, 2020 年医药商业板块上市公司实现营业收入合计 5902.27 亿元, 同比上涨 11.84%; 实现扣非净利润 102.30 亿元, 同比增加 4.81%。2021 年第一季度医药商业实现营收 1590.66 亿元, 同比增加 28.87%; 实现扣除非经常性损益净利润合计 29.96 亿元, 同比增加 15.66%。

从盈利能力来看, 2020 年医药商业板块上市公司毛利率和净利率分别为 13.04%、2.53%, 分别下降 0.51、0.04 个百分点; 费用率基本维持稳定水平。2021 年一季度毛利率为 12.24%,

净利率 2.71%。其中销售费用率为 5.84%，研发费用率为 0.07%，管理费用率为 2.10%，财务费用率为 0.94%。

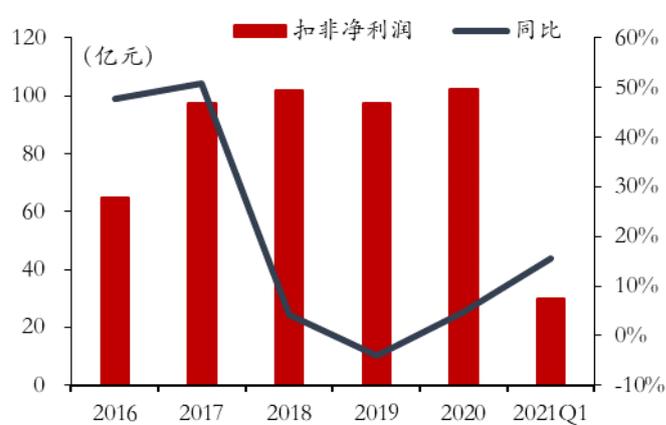
由于流通领域与零售领域分化明显，我们将分别进行简要分析。

图 62 医药商业上市公司营收及增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 63 医药商业上市公司扣非净利润



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 64 医药商业上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 65 医药商业上市公司主要费用率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

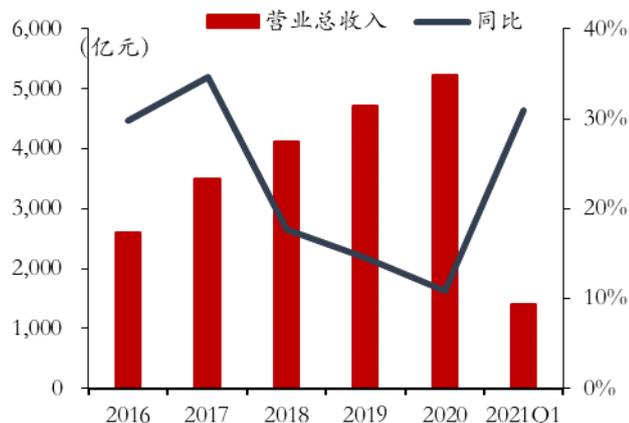
1、医药流通：业绩增速修复尚待时日

我们将 19 家上市公司作为医药流通领域统计对象，2020 年，医药流通领域上市公司实现营业收入 5234.05 亿元，同比增加 10.82%；实现扣非净利润 67.95 亿元，同比下降 3.38%。整体而言，医药流通板块业绩受疫情拖累流通，二季度起逐步恢复，下半年出现快速反弹。2021 年第一季度医药流通实现营收 1409.82 亿元，同比增加 30.87%；实现扣除非经常性损益净利润合计 18.83 亿元，同比增加 9.39%。

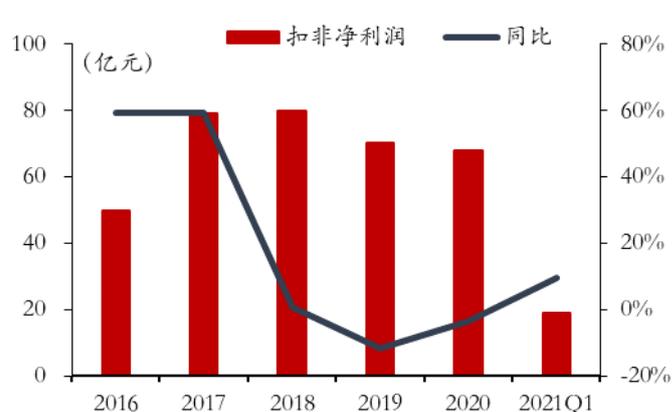
从盈利能力来看，2020 年，医药流通领域上市公司毛利率下降 0.70 个百分点至 10.50%，净利率下降 0.14 个百分点至 2.11%；除销售费用率小幅下降 0.39 个百分点外，期间费用率基本保持稳定。2021 年一季度，医药流通板块毛利率为 9.44%，净利率 2.18%。其中销售费用率为 3.85%，研发费用率为 0.08%，管理费用率为 1.92%，财务费用率为 0.95%。

图 66 医药流通上市公司营收及增速

图 67 医药流通上市公司扣非净利润



资料来源: Wind, 万和证券研究所



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 68 医药流通上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 69 医药流通上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2020 年一季度因受疫情影响, 医院诊疗受限, 医药流通领域业绩承压, 二季度开始, 疫情影响逐季褪去。随着集采政策不断深化, 相应药械配送费随之降低, 对于配送企业成本控制能力要求较高, 头部企业凭借规模优势、较强配送能力、较广网络布局将获得更多相关配送业务进而不断市场份额。目前, 部分医药流通企业已布局上游医药工业板块及下游药店零售以实现产业链贯通, 从而进一步打开长期业绩增长空间。

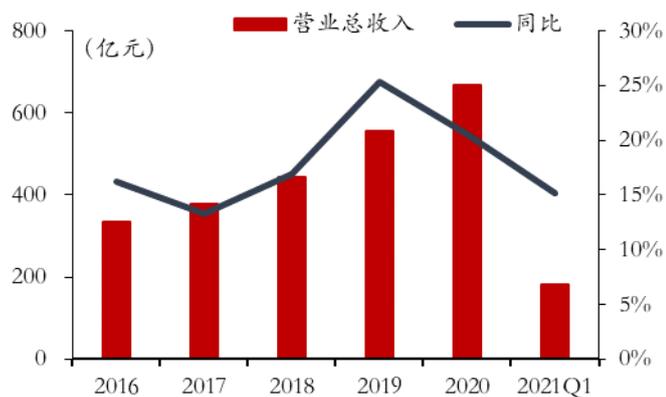
2、医药零售：业绩受益于疫情及行业集中度提升

我们以 6 家上市公司作为统计对象, 2020 年, 受益于疫情品种带动及扩张节奏, 医药零售板块整体实现较高速增长, 实现营业总收入合计 668.22 亿元, 同比增加 20.53%; 实现扣非净利润 34.35 亿元, 同比增加 25.91%。2021 年一季度医药零售实现营收 180.85 亿元, 同比增加 15.12%; 实现扣除非经常性损益净利润合计 11.14 亿元, 同比增加 28.06%。

从盈利能力来看, 2020 年, 药店板块毛利率下降 0.64 个百分点至 32.98%, 净利率提升 0.50 个百分点至 5.83%; 受疫情影响叠加规模效应, 销售费用率下降 0.82 个百分点至 21.15%, 其余费用率基本保持稳定。2021 年一季度, 医疗零售板块整体毛利率为 34.09%, 净利率 6.85%。其中销售费用率为 21.32%, 研发费用率为 0.04%, 管理费用率为 3.49%, 财务费用率为 0.83%。

图 70 医疗药零售板块上市公司营收及增速

图 71 医疗药零售板块上市公司扣非净利润

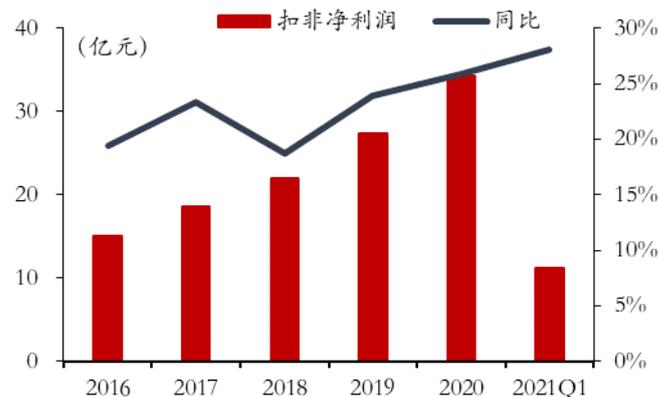


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 72 医疗药零售上市公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 73 医疗药零售上市公司主要费用率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2020 年一季度因受疫情影响, 医院诊疗受限, 医药零售基本为除疫情药品外唯一购药途径, 因此本次疫情对零售药店实现正面影响。短中期来看, 医保账户改革, 医保个人账户的资金池总量萎缩, 零售药店首当其冲, 医保支付的院外市场容量存在收缩压力, 叠加监管政策和开店限制趋严, 倒逼小规模连锁药店及单体药店出清, 头部连锁药店有望通过新建和收购进一步扩大市占份额。长期来看, 相关医改政策逐步落实, 如处方外流、“取消药品加成”、“药店分级”等措施将药店采购议价能力将进一步提升, 行业可以实现进一步扩大。

三、投资策略与建议

目前进入后疫情时代, 投资方向有以下 4 条主线: 1) 疫苗行业目前仍面临较大的供给缺口, 目前国内防疫相关疫苗研发及产能进度位居世界前列, 相关企业有望凭借领先的上市进度和较大的供应量获得率先的业绩爆发和持续增长; 2) 国内局部疫情爆发和国外新兴市场疫情大规模蔓延带来的新冠检测、防护耗材、医疗设备等需求持续; 3) 疫情冲击下加速订单转移的行业, 如 CXO; 4) 国内疫情影响褪去, 前期受压制的患者需求逐季释放, 非疫情相关产品的生产、服务企业迎来较大反弹。

中长期来看, 医药生物行业具备强刚需属性, 随着全国人口老龄化和科学技术的进步, 行业整体将维持高景气度。我们认为相关投资主线应该有以下 5 条: 1) 创新药行业产业链 (包括化药创新药、生物制药、疫苗、CXO): 近年来国内系列医改政策组合拳推动制药企业提高创新能力, 在研产品线丰富、研发能力强的创新药企业将进一步提高利润空间; 其中生物

制药因具有较高技术门槛，将在较长期间维持高景气；疫苗作为防患于未病的有效工具拥有广阔前景。此外，由于国内对创新药的倾斜政策逐步倒逼国内药企转型，海外知名药企逐步将研究外包至发展中国家，如中国、印度，我国医疗服务细分领域 CXO 板块未来将随之有很大的提升空间。**2) 国产医疗器械优质企业：**此次疫情爆发暴露了我国卫生防控体系的短板，随着全国卫生防控体系的完善及分级诊疗的逐步落实，国产替代将持续利好产品研发迭代能力强的医疗器械细分领域龙头。**3) 医美、连锁医疗服务机构、药店等政策免疫赛道：**医美、眼科、口腔、体检、ICL 服务赛道宽，龙头企业有望持续受益于人均可支配收入增加和行业渗透率与集中度提升，构建品牌影响力。**4) 血制品行业：**血制品龙头企业有望通过资源整合、提高经营效率、凭借血战资源和技术优势进一步提升市场份额。**5) 部分原料药企业：**国内环保要求逐渐提高，原料药龙头企业逐步提高市场集中度；由于带量采购大幅压缩仿制药企业利润，部分原料药企业转型升级为“原料药+制剂”一体化企业或 CMO/CDMO，盈利能力有望进一步提升，行业成长空间被打开。

四、风险提示

宏观经济下行风险；药品降价超预期风险；药品研发不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>