

后疫情时代恢复良好，行业发展方兴未艾 ——2020年报及2021一季报总结

分析师：王芳 执业证号：S0100519090004

2021年05月27日

风险提示：研发不及预期；销售不达预期；政策不确定性；带量采购影响；疫情控制不及预期等

守 民
正 生
出 在
新 勤



一、医药行业整体数据

- (1) 医药制造业恢复韧性十足
- (2) 医保基金收支保持平稳，集采价格压降明显
- (3) 终端药品收入下降显著
- (4) 药品注册申请保持稳定增速
- (5) 医药健康领域一级市场热情高涨

二、二级市场医药整体板块回顾

- (1) 整体业绩恢复良好，子板块间分化明显

三、生物医药各子板块业绩

- (1) 化学制剂:逐渐走出疫情阴霾，未来还看研发创新和国际化
- (2) 原料药:海外疫情加速产能转移至国内，业绩持续向好
- (3) 生物制品:业绩增速良好，各“赛道”维持较高景气度
- (4) 医疗器械:防疫产品需求高企，集采压力持续存在
- (5) 医疗服务:业绩受疫情影响明显，板块逐渐恢复
- (6) 中药:医保控费承压下，未来看政策催化下的国际化战略
- (7) 医药商业:业绩韧性较足，关注零售药店业绩增长

四、生物医药个股表现情况

- (1) 2020年和2021Q1生物医药板块个股营收和扣非归母净利润TOP10排行
- (2) 2020年和2021Q1生物医药板块个股涨幅前20排行

五、风险提示

行业整体表现：2020年利润增速近30%，2021Q1持续恢复

- 1) 整体业绩表现：2020年行业整体营收19072亿元，同比增长6.56%，归母净利润1299亿元，同比增长30.3%。2021Q1营收、利润两端明显反弹，整体营收增速31.01%，归母净利润增速82.6%。
- 2) 行情、估值及持仓：截止2021年5月27日，医药生物板块涨幅12.57%，沪深300指数涨幅为2.93%，跑赢沪深300指数9.64%，在申万28个行业中，市场表现处于第5名。板块近三年估值平均水平为36.87，目前市盈率（TTM）为41.35，高于近三年平均水平，处于73.33%分位点。2021年一季度基金持仓市值减少，但持仓占比保持稳定，略高于近一年平均水平。
- 3) 子版块看，2020年和2021Q1医疗器械板块营收增速表现最好，医疗服务板块净利润增速最快，2021Q1中药板块归母净利润正增长公司占比从2020年的58%提高到2021Q1的82%，业绩改善较明显。

各子行业业绩

- 1) 化学制剂：逐渐走出疫情阴霾，未来还看研发创新和国际化。2020年板块营业收入3215亿元，同比减少0.81%，归母净利润为198亿元，同比增长14.84%。2021Q1营业收入844亿元，同比增长20.19%，较2019Q1复合增长25.1%，归母净利润88.08亿元，同比增长23.99%。
- 2) 原料药：海外疫情加速产能转移至国内，业绩持续向好。2020年板块收入1001.48亿元，同比增长6.8%，实现归母净利润140.60亿元，同比增长27%。2021Q1，营业收入273亿元，同比增长27.3%，归母净利润实现38.84亿元，同比增长26.1%。
- 3) 生物制品：业绩增速良好，各“赛道”维持较高景气度。2020年板块营业收入为1287亿元，同比增长23.4%，增速较2019年有所放缓，实现归母净利润210亿元，同比增长30.6%。2021Q1，营业收入336亿元，同比增长58.8%，实现归母净利润61亿元，同比增长93.5%，2021Q1业绩回升明显。
- 4) 医疗服务：业绩受疫情影响明显，板块逐渐恢复。2020年医疗服务板块营业收入744亿元，同比增长15.2%，增速较上年下降15.8pct，利润端扭亏为盈，实现归母净利润99亿元，同比增长875%。2021Q1业绩增长显著，营业收入207亿元，同比增长75.4%，实现归母净利润28亿元，同比增长1485%，较2019Q1复合增长66%。

各子行业业绩

5) **医疗器械:防疫产品需求高企,集采压力持续存在。**2020年板块营业收入1971亿元,同比增长67%,实现归母净利润497亿元,同比增长171%。2021Q1业绩保持高速增长,实现营业收入613亿元,同比增长122%,归母净利润为195亿元,同比增长296%。

6) **中药:医保控费承压下,未来看政策催化下的国际化战略。**2020年板块营业收入3056亿元,同比减少4%,归母净利润-4.7亿元,同比减少102%。受到2020Q1低基础影响,2021Q1营业收入869亿元,同比增长20%,归母净利润85亿元,同比增长17%。

7) **医药商业:业绩韧性较足,关注零售药店业绩增长。**2020年板块营业收入7794亿元,同比增长9.9%,实现归母净利润158亿元,同比增长8.9%。2021Q1业绩增长提速,营业收入2106亿元,同比增长30%,较2019Q1复合增速10%,实现归母净利润57亿元,同比增长41%。

观点及建议关注标的

整体观点:建议关注确定性较高的CXO板块,不受医保限制的强消费属性赛道以及较高稀缺性的地道药材
建议关注标的:

- 1) 化学制剂:恒瑞医药、贝达药业等。
- 2) 原料药:博瑞医药、美诺华等。
- 3) 生物制品:华兰生物、长春高新、复星医药、智飞生物等。
- 4) 医疗服务:药明康德、药石科技、皓元医药、爱尔眼科、通策医疗、美年健康等。
- 5) 医疗器械:迈瑞医疗、欧普康视、爱博医疗、安图生物等。
- 6) 中药:片仔癀、同仁堂等。
- 7) 医药商业:老百姓、益丰药房、一心堂、大参林等

风险提示

研发不及预期;销售不达预期;政策不确定性;带量采购影响;疫情控制不及预期等

表 1：重点公司盈利预测与财务指标（市值单位：亿元）

代码	重点公司	现价（5月27日）	EPS			PE			市值(亿元)
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600276.SH	恒瑞医药	83.05	1.2	1.5	1.8	73	59	48	4601.39
300558.SZ	贝达药业	100.29	1.5	1.1	1.6	73	93	69	442.08
688166.SH	博瑞医药	38.92	0.4	0.6	0.9	111	74	48	188.19
603538.SH	美诺华	38.99	1.1	1.5	2.0	32	24	18	53.28
002007.SZ	华兰生物	44.87	0.9	1.1	1.3	46	37	31	744.52
000661.SZ	长春高新	497.18	7.5	10.0	12.9	55	42	32	1685.70
600196.SH	复星医药	48.68	1.4	1.8	2.1	47	38	32	1729.70
300122.SZ	智飞生物	207.00	2.1	3.3	4.2	95	60	46	3123.36
603259.SH	药明康德	152.11	1.3	1.6	2.2	140	103	78	4146.47
300725.SZ	药石科技	143.01	1.3	1.4	2.0	158	104	73	291.56
300015.SZ	爱尔眼科	73.98	0.4	0.6	0.8	201	147	112	3462.49
600763.SH	通策医疗	300.19	1.5	2.3	3.0	233	157	118	1148.37
002044.SZ	美年健康	12.66	0.1	0.2	0.3	88	58	44	486.93
300760.SZ	迈瑞医疗	448.52	5.5	6.7	8.2	90	74	61	6017.67
300595.SZ	欧普康视	81.39	0.7	0.7	0.9	196	141	105	847.95
688050.SH	爱博医疗	218.81	1.1	1.3	1.8	329	226	164	318.00
603658.SH	安图生物	89.48	1.7	2.0	2.6	73	46	35	545.23
600436.SH	片仔癀	333.72	2.8	3.4	4.1	139	113	93	2322.53
600085.SH	同仁堂	28.35	0.8	0.9	1.0	58	51	46	597.96
603883.SH	老百姓	62.49	1.5	1.9	2.3	37	30	24	228.03
603939.SH	益丰药房	85.86	1.5	1.8	2.4	61	46	36	466.98
002727.SZ	一心堂	42.76	1.4	1.6	2.0	29	23	19	227.45
603233.SH	大参林	77.81	1.6	2.1	2.6	46	36	28	484.09

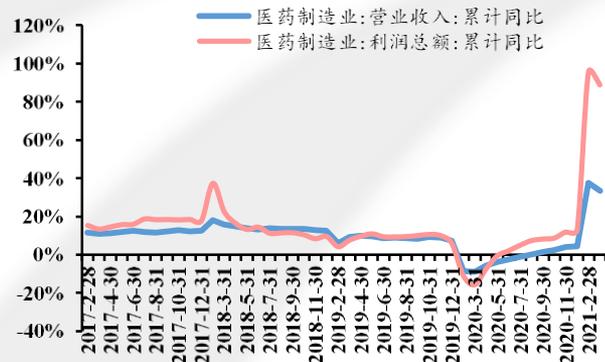
资料来源：Wind，民生证券研究院（注：EPS 采用 wind 一致性预期）

一、医药行业整体数据

1.1 医药制造业恢复韧性十足

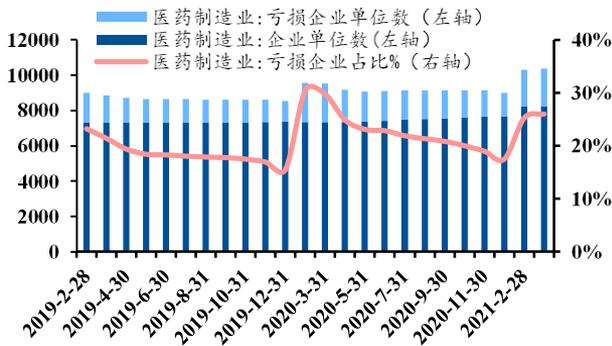
- **核心摘要1：2020年医药制造业绩保持稳定增长。**从营收端看，2020年中国医药制造业营业收入为24857亿元，累计同比增长4.5%，较上年增速下降2.9pct，营收增速有所放缓；从利润端看，2020年中国医药制造业利润总额为3507亿元，累计同比增长12.8%，较上年增速增长6.9pct。
- **核心摘要2：2021Q1行业持续恢复。**受2020Q1疫情扰动造成的低基数影响，2021Q1实现营收6555亿元，利润总额1147亿元，同比增长分别为31%和87%，较2019Q1同比增长分别为10%和52%，营收恢复良好，盈利能力提升明显。
- **核心摘要3：亏损企业占比有所提升。**2020年医药制造业亏损企业占比约17.5%，较上年占比提高1.9pct。2021Q1亏损企业占比约26%，同比下降3.7pct，但依旧比2019Q1高4.6pct，说明在疫情控制下，业绩逐渐复苏，但行业内竞争加剧，业绩分化更明显。

图 1：医药制造业收入增速及利润总额增速



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 2：医药制造业企业数及亏损企业数占比

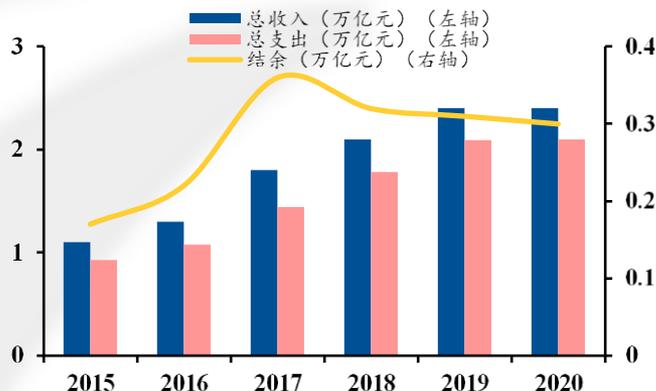


资料来源：Wind, 民生证券研究院

1.2 医保基金收支保持平稳，集采价格压降明显

- **核心摘要1：医保基金收支平稳，结余稳定。**2020年，国家医保基金（含生育保险）总收入约为24639亿元，同比增长1.8%，医保支出（含生育保险）总支出约为20949亿元，同比增长约1.0%，当年医保结余为3690亿元，历年滚存结余31373亿元。
- **核心摘要2：西药采购金额下降明显，集中采购金额下降。**2020年，全国通过省级药品集中采购平台网采订单总金额初步统计为9312亿元，同比下降601亿元。其中，西药（化学药品及生物制品）7521亿元，中成药1791亿元，分别同比下降594亿元（-7.3%）和7亿元（-0.39%）。此外，2020年，国家组织开展第二批、第三批药品集中带量采购，共覆盖87个品种，中选产品平均降价53%；开展国家组织冠脉支架集中带量采购，中选价格从均价1.3万元左右下降至700元左右，集采价格压降明显。

图3：医保基金收支情况（万亿元）



资料来源：国家医保局 民生证券研究院

1.3 终端药品收入下降显著

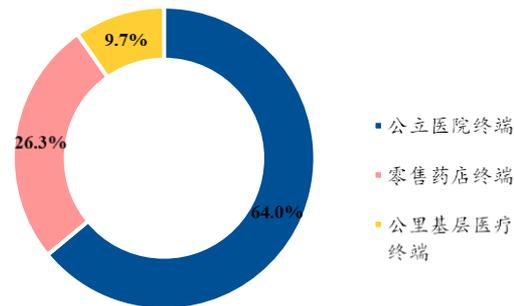
► **核心摘要：药品终端销售降幅明显。**受疫情影响，2020年我国三大终端药品销售额达16437亿元，同比下降8.5%。2020年，从实现药品销售的三大终端的销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大，2020年占比为64.0%，零售药店终端市场份额约为26.3%，公立基层医疗终端市场份额约为9.7%。

图 4：2013-2020 年三大终端药品销售额及增速



资料来源：米内网，民生证券研究院

图 5：2020 年药品销售三大终端销售占比

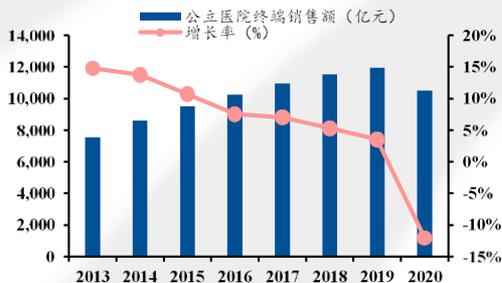


资料来源：米内网，民生证券研究院

1.3 终端药品收入下降显著

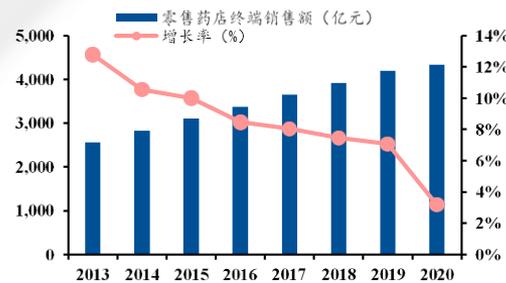
- 核心摘要1：公立医院终端销售额下降明显，首次收入负增长。**从市场份额最大的公立医院终端销售情况看，受疫情防控导致的日常诊疗活动减少、集采政策以及重点监控目录政策影响，2020年销售额为10512亿元，同比下降12%，近年首次收入负增长。
- 核心摘要2：零售药店终端销售由于包含网上药店市场，受疫情影响程度相对其他终端较小。**2020年销售额为4330亿元，收入增速放缓，但仍实现正增长，同比增长3.2%。其中，网上药店销售额为243亿元，同比增长75.6%，实体药店销售额为4087亿元，同比增长0.7%。零售药店终端销售受疫情冲击较小，主要是因为公立医院零售端一部分业务（日常慢性病药物、防疫物资等）转移至线上和线下药店，以及线上药店提供配送服务，提供了较高的便利性，避免了进入公共场所导致的交叉感染。
- 核心摘要3：公立基层医疗终端同受疫情冲击，销售额下降显著。**2020年销售额为1595亿元，同比减少11.8%。其中，城市社区卫生中心（站）市场销售额738亿元，同比增长6.1%，乡镇卫生院市场销售额为857亿元，同比减少23%。

图 6：2013-2020 年公立医院终端销售额及增速



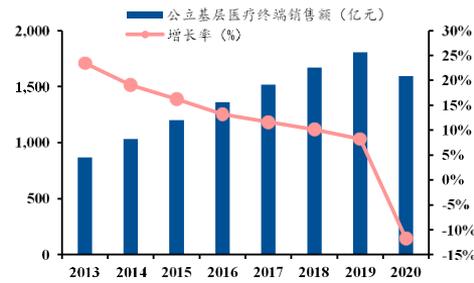
资料来源：米内网，民生证券研究院

图 7：2013-2020 年零售药店终端销售额及增速



资料来源：米内网，民生证券研究院

图 8：2013-2020 年公立基层医疗终端销售额及增速



资料来源：米内网，民生证券研究院

1.4 药品注册申请保持稳定增速

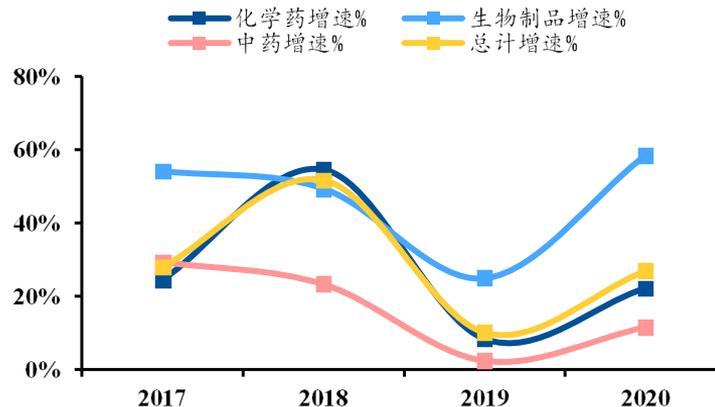
- **核心摘要1：药品注册数量增长保持较快增长，药品种类以化学药为主。**2020年CDE共承办新的药品注册申请以受理号计有10312个，同比增长27.6%；其中化学药7907个，占比约76.7%，中药受理472个，占比4.6%，生物制品受理1868个，占比18.2%。
- **核心摘要2：生物制品申请数量增长迅速。**近两年，生物制品药品注册申请数量保持较快增速，2019年和2020年同比增速分别为24.9%和58.4%，高于其他药品种类增速。

图 9：2016-2020 年各类药品注册申请数量



资料来源：CDE, 民生证券研究院

图 10：2017-2020 年各类药品注册申请数量增速

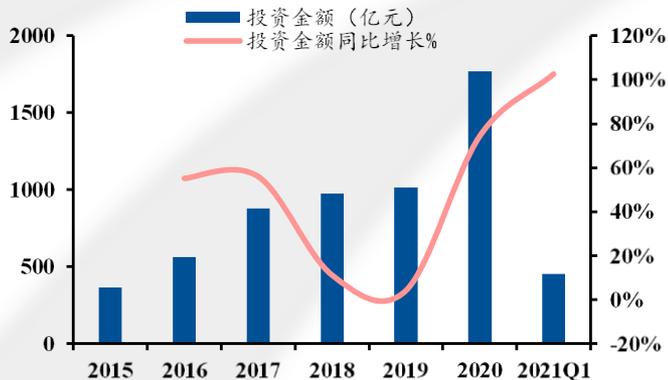


资料来源：CDE, 民生证券研究院

1.5 医药健康领域一级市场热情高涨

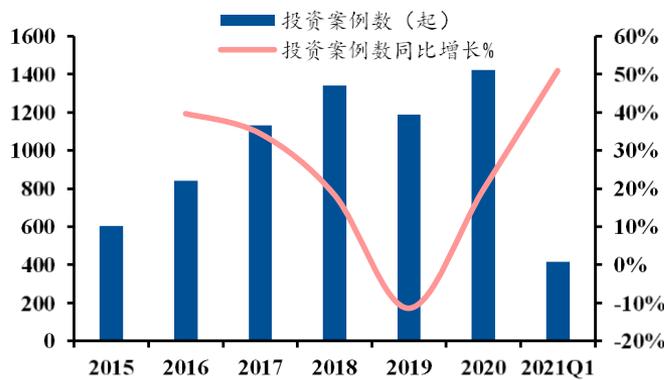
➤ **核心摘要：2020年医药健康领域投融资热情高涨。**2020年国内一级市场生物技术/医疗健康领域投融资额为1771亿元，同比增长74.3%，2021年一季度投融资额为435亿元，同比增长102.5%；从投融资案例数看，2020年发生投融资数1422例，同比增长19.7%，2021年一季度发生415例，同比增长50.90%。在金额和投融资数高增长下，一方面说明一级市场依旧长期看好医药健康领域，行业景气度较高，另一方面说明国内生物技术/医疗健康创新型企业医药各领域百花齐放，拥有较高投资价值和前景。

图 11：2015-2021Q1 国内健康领域投融资额



资料来源：清科研究,民生证券研究院

图 12：2015-2021Q1 国内健康领域投融资数

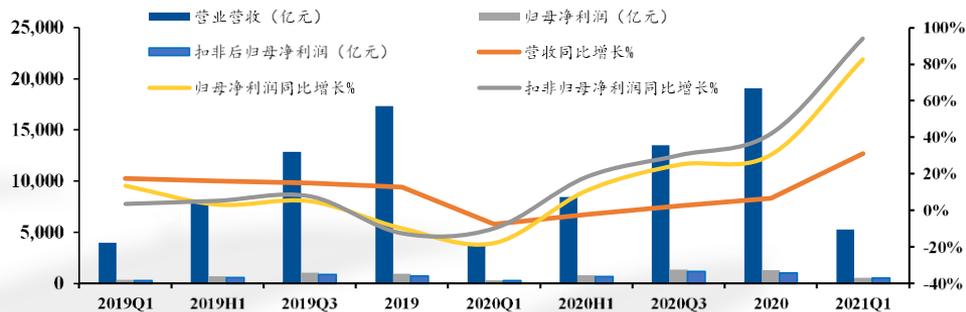


资料来源：清科研究,民生证券研究院

二、二级市场医药整体板块回顾

2.1 2020年营收增速放缓，21年初业绩恢复明显

图 13：2019Q1-2021Q1 医药生物板块业绩增长情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

表 2：近三个季度生物医药板块业绩环比增长情况

类别	2020Q3 单季	2020Q4 单季	2021Q1 单季
营业收入（亿元）	5060	5553	5250
营收环比增长%	10%	10%	-5%
归母净利润（亿元）	516	-17	555
归母净利润环比增长%	2%	-103%	3286%
扣非归母净利润（亿元）	449	-114	498
扣非归母净利润环比增长	3%	-125%	536%

资料来源：Wind, 民生证券研究院

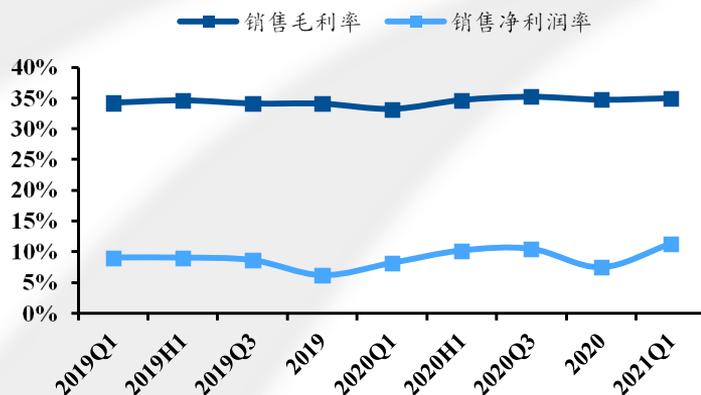
➤ **核心摘要1：营收增速略有放缓，盈利能力进一步提升。**2020年申万医药生物板块实现营业收入19072亿元，同比增长6.56%，较上年增速下降6.18pct。2020年实现归母净利润1299亿元，同比增长30.3%。2020年实现扣非后归母净利润1029亿元，同比增长41.8%，盈利能力进一步提升。

➤ **核心摘要2：2021年一季度板块恢复明显，业绩增长迅速。**2021Q1该板块实现营业收入5250亿元，同比增长31.01%，较2019Q1增长31.67%，较2020Q4环比减少5%；2021Q1该板块实现归母净利润555亿元，同比增长82.6%，较2019Q1增长65.6%，较2020Q4环比增长3286%；2021Q1该板块实现扣非归母净利润498亿元，同比增长93.9%，较2019Q1增长74.7%，较2020Q4环比增长536%

2.2 净利率提升明显，盈利能力增强

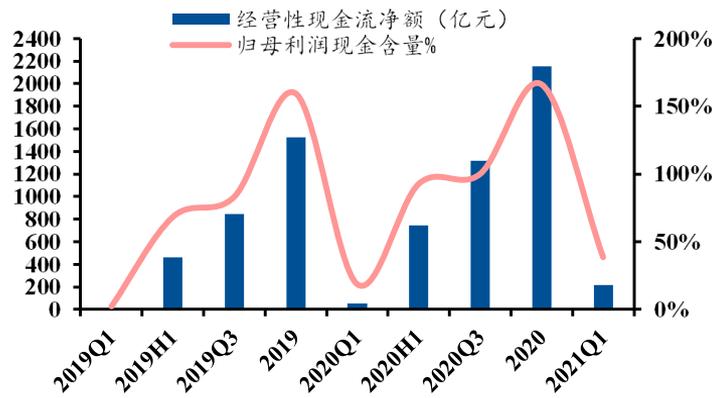
- 核心摘要1：净利率提升明显，盈利能力进一步增强。**2020年申万医药生物板块销售毛利率为34.7%，较上年提升0.7pct，销售净利率为7.4%，较上年提升1.3pct。2021Q1该板块毛利率为34.9%，销售净利率为11.3%，较2020Q1提升3.1pct，较2020年全年净利率提升3.9pct，净利率提升显著。
- 核心摘要2：回款能力提升，现金流良好。**2020年申万医药生物板块经营性现金流净额为2156亿元，同比增长41.6%；2021Q1该板块经营性现金流净额为214亿元，同比增长289.1%。其中观察归母利润现金含量（经营性现金流净额/同期归母净利润），2020年为165.9%（2019年为159.2%），2021Q1为38.6%（2020Q1为18.7%），利润现金含量提高。

图 14：2019Q1-2020Q1 医药板块销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：2019Q1-2021Q1 医药板块经营性现金流情况

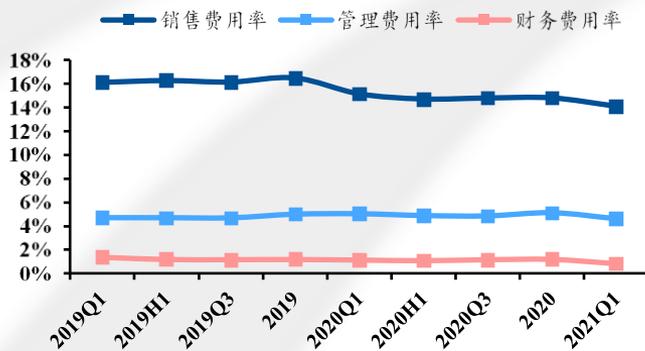


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 研发投入持续加速

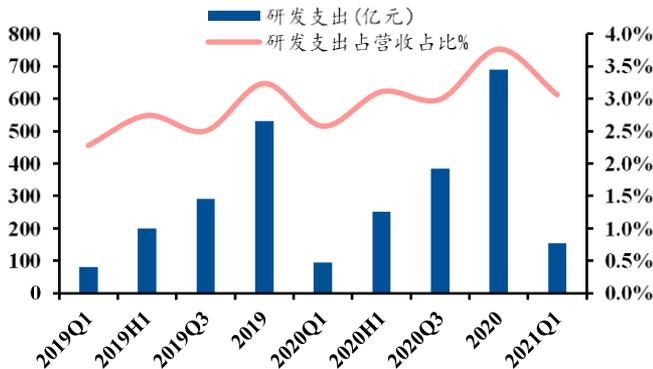
- 核心摘要1: 销售费用率有所降低, 管理费用率和财务费用率较稳定。**2020年生物医药板块销售费用率为14.80%, 较上年下降1.67pct, 2019年同期销售费用率为16.47%, 主要是由于2020年上半年新冠疫情影响, 药企各项营销推广等活动处于停滞状态, 导致销售费用支出同比有所减少。同时, 2021Q1三项费用率持续保持下降趋势, 主要是因为同期营业收入增长迅速。
- 核心摘要2: 研发投入加速, 研发重视程度进一步提高。**2020年板块研发支出为689亿元, 同比增长30%; 2021Q1研发支出为153亿元, 同比增长64%, 较2019Q1增长88%, 研发投入持续加速。从研发支出占营收比重看, 2020年研发支出占比为3.77%, 较上年提高0.53pct; 2021Q1研发支出占比为3.06%, 较2020Q1和2019Q1分别提高0.48pct和0.78pct, 研发重视程度进一步提高。

图 16: 2019Q1-2021Q1 生物医药板块三项费用率情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 2019Q1-2021Q1 生物医药板块研发支出情况

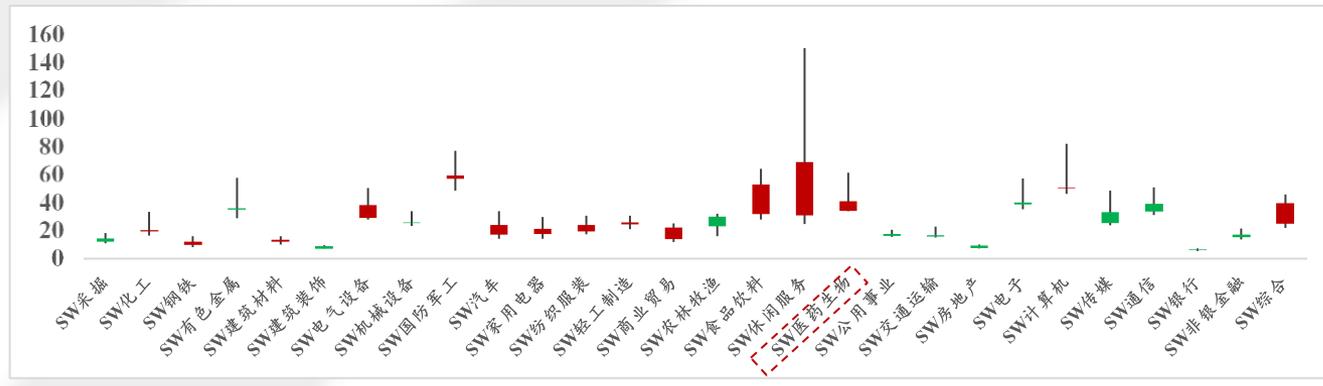


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 估值

- 核心摘要1:** 我们利用蜡烛图观察2020年年初至2021年5月27日各行业板块估值扩张和收缩情况，发现申万医药生物板块市盈率（TTM）最高值为61.5，最低值为34.1，医药生物板块区间估值振幅为80%，各个行业平均估值振幅为91%，医药生物板块估值振幅在申万28个行业中排名12，说明医药生物板块估值波动处于各行业中等略高水平（剔除极端波动板块休闲服务）。
- 核心摘要2:** 生物医药板块近三年平均水平为36.87，目前估值市盈率（TTM）为41.35，高于近三年平均水平，处于近73.33%分位点。

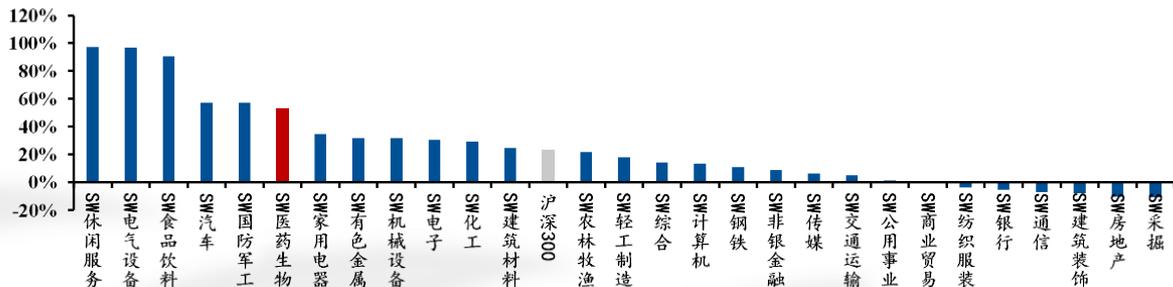
图 18： 2020-2021 年 5 月 27 日各行业板块估值蜡烛图



资料来源：Wind, 民生证券研究院

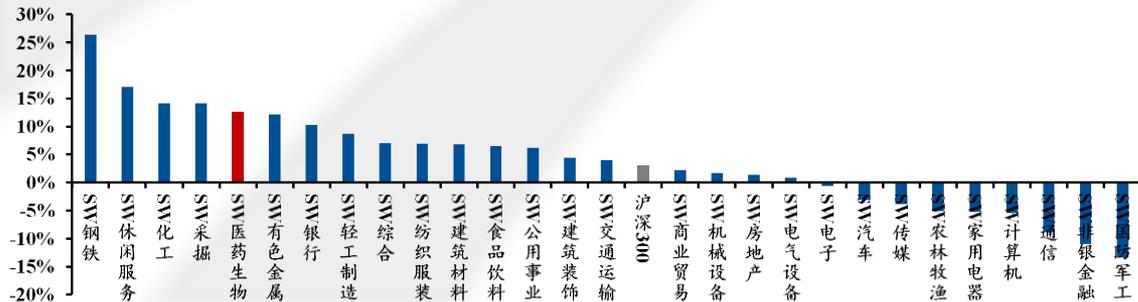
2.5 市场表现良好，显著跑赢大盘

图 19： 2020 年医药生物板块业绩表现



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 20： 2021 年初-2021 年 5 月 27 日医药生物板块业绩表现



资料来源：Wind, 民生证券研究院

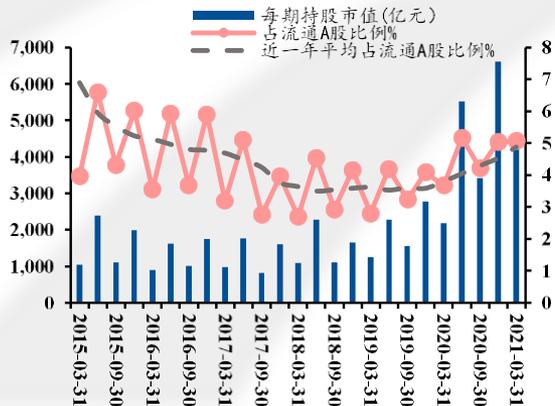
➤ **核心摘要1：2020年医药生物板块跑赢大盘。**受益于疫情行情催化带动医药相关板块（诊断器械、防疫设备、中成药等子赛道），2020年医药生物板块涨幅52.49%，沪深300涨幅为23.52%，跑赢沪深300指数28.92%。同时，医药生物板块在申万28个行业中，市场表现处于第6名，表现较好

➤ **核心摘要2：2021年初医药生物板块表现继续跑赢大盘。**受益于一季度报和年报披露、印度疫情爆发以及新冠疫苗概念，医药生物板块业绩良好（新冠检测试剂为业绩集中爆发增长板块、新冠疫苗板块得益于未来接种率提高及产能落地预期），截止2021年5月27日，医药生物板块涨幅12.57%，沪深300涨幅为2.93%，跑赢沪深300指数9.64%。同时，医药生物板块在申万28个行业中，市场表现处于第5名。

2.6 基金持仓占比进一步提升

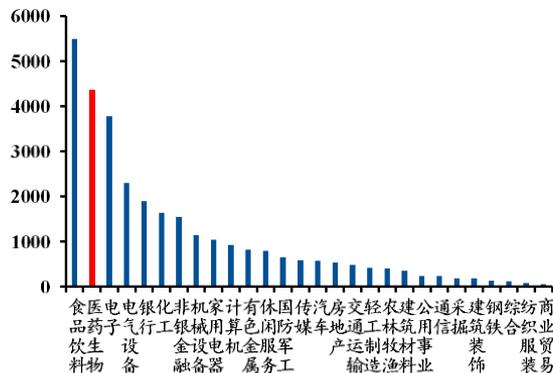
- **核心摘要1:** 2020Q4基金持仓市值和持仓占比有所增加，持仓占比略高于近一年平均水平。2020年末医药生物板块基金持仓市值为6616亿元，较2020Q3增长3201亿元，持仓市值占流通A股比例为5.04%，较2020Q3增长0.83pct，持仓占比略高于近一年平均占流通A股4.52%的比例。
- **核心摘要2:** 2021年一季度基金持仓市值减少，但持仓占比保持稳定，略高于近一年平均水平。2021年一季度生物医药板块基金持仓市值为4365亿元，较2020年末减少2250亿元，但持仓市值占流通A股比例为5.07%，较2020年末增长0.02pct，略高于近一年平均水平。持仓市值减少和持仓比例保持较稳定，主要是因为2021年春节后至2021年一季度末，医药板块与A股指数（000002.SH）同时回撤导致。
- **核心摘要3:** 生物医药板块为基金配置的重点之一。2021年一季度持股数为195个，全行业排名第一，持仓市值排名第二。

图 21: 2015Q-2021Q1 生物医药基金持仓情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 22: 2021Q1 各板块基金持仓市值



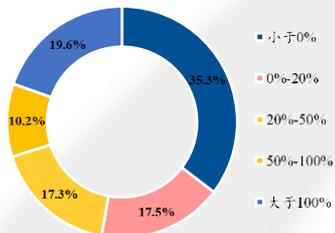
资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、生物医药各子板块业绩

3.1 整体业绩恢复良好，子板块间分化明显

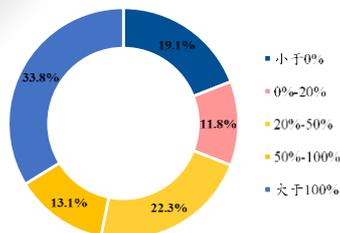
- **核心摘要1：2020年业绩分化明显，业绩尾部和头部公司占比相当。**2020年生物医药板块约64.7%公司归母净利润增速为正。其中，增速大于50%的公司占比近30%，增速显示负增长的公司占比约35.3%，业绩分化明显。
- **核心摘要2：2021Q1业绩整体改善显著，高增长公司占比提升，负增长公司占比缩小。**2021Q1生物医药板块约81%公司归母净利润显示正增长，其中，业绩头部公司（增速大于50%）占比近46.9%。业绩增速较快，一方面由于2020Q1的低基数，另一方面得益于国内疫情管控良好，线下科研和营销活动恢复，对CXO、医疗消费、制剂、器械等板块利好，以及海外疫情反复，对新冠检测试剂、防护器设备的持续需求推动业绩高增长。
- **核心摘要3：从子版块看，2021Q1，中药板块恢复较快，医疗服务和医疗器械板块高增速占比高。**2021Q1，中药板块归母净利润同比增速为正的占比从2020年的58%提高到2021Q1的82%，整体业绩恢复较好。从增速分布看，医疗服务和医疗器械板块增速大于50%的占比分别为64%和69%，远远高于其他板块，主要是由于医疗服务中的消费类（医美、眼科、牙科）、创新药服务CXO以及新冠检测试剂等板块的业绩高增长。

图 23：2020 年生物医药板块归母净利润增速分布情况



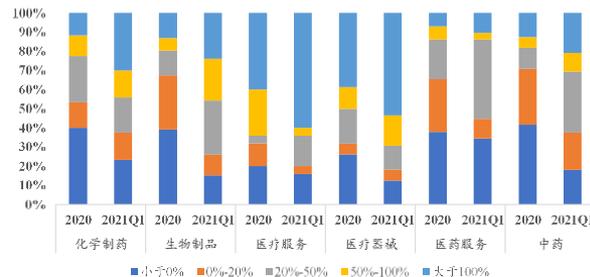
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：2021Q1 生物医药板块归母净利润增速分布情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

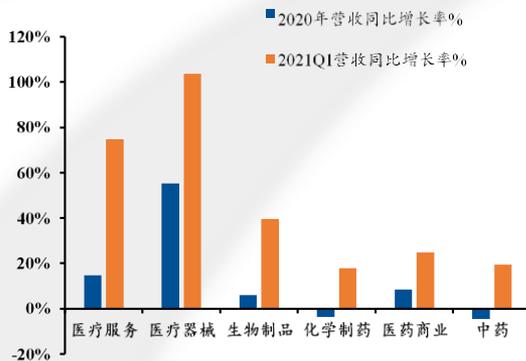
图 25：2020 年和 2021Q1 医药生物各子版块归母净利润增速分布图



资料来源：Wind，民生证券研究院

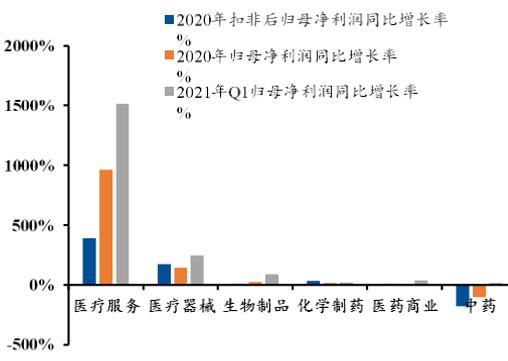
- **核心摘要1:** 医疗器械板块营收增速表现最好, 医疗服务板块净利润增速最快。2020年, 营收同比增速排名为: 医疗器械(+55.2%)、医疗服务(+14.7%)、医药商业(+8.5%)、生物制品(+5.9%)、化学制药(-3.7%)、中药(-4.4%); 2021Q1, 营收同比增速排名为: 医疗器械(+103.6%)、医疗服务(+74.7%)、生物制品(+39.6%)、医药商业(+24.7%)、化学制药(+17.8%)、中药(+19.4%); 从净利润增速看, 2020年和2021Q1, 医疗服务板块处于头部水平, 其次为医疗器械板块。
- **核心摘要2:** 中药板块净利润增速由负转正, 边际变化明显。观察子行业营收和净利润边际变化, 中药板块业绩增速变化最明显, 从营收增速看, 2020年同比减少4.4%, 2021Q1同比增长19.4%; 从净利润增速看, 2020年归母净利润同比减少102.4%, 扣非后归母净利润同比减少-179.6%, 2021年一季度同比增长16.1%。

图 26: 2020 年和 2021 年一季度各子板块营收增长情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

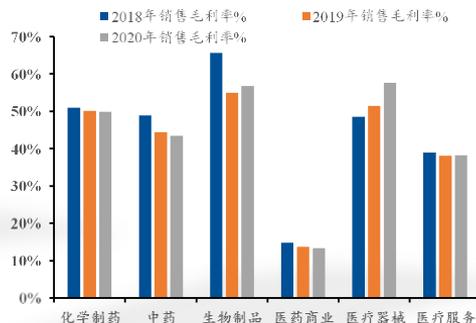
图 27: 2021Q1 生物医药板块增速分布情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

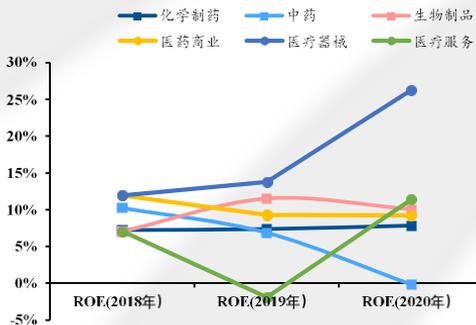
3.2 各子板块毛利率和ROE比较

图 28：2020 年生物医药各子板块销售毛利率情况



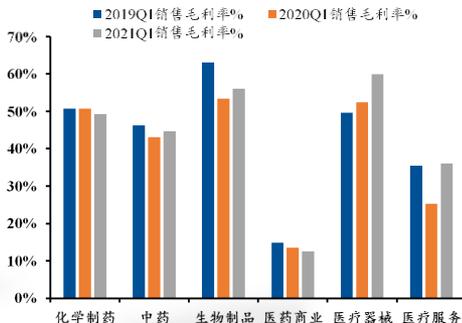
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 30：2018-2020 年生物医药各子板块 ROE 情况



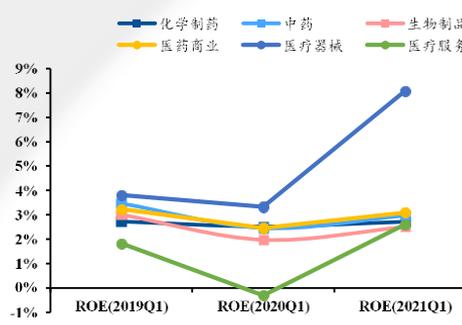
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 29：2021Q1 生物医药各子板块销售毛利率情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 31：2019Q1-2021Q1 生物医药各子板块 ROE 情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

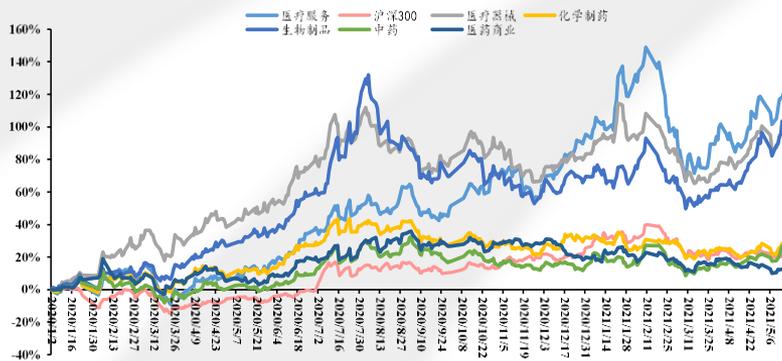
➤ **核心摘要1：2020和2021Q1医疗器械毛利率最高，2021Q1医疗服务毛利率提升显著。**2020年和2021Q1医疗器械毛利率分别为57.6%和59.9%，2020年较2019年的51.4%提升幅度近12.1%；2021Q1医疗服务毛利率为36%，较2020Q1的25.3%提升幅度近42.7%，回归2019Q1水平，毛利率提升显著。

➤ **核心摘要2：近三年，医疗器械ROE表现优异，中药板块ROE表现持续下降，2021Q1有所恢复。**医疗器械板块近三年ROE分别为11.9%、13.8%、26.3%，在子行业中处于领先水平，2020年提升显著，可能受益于新冠检测试剂、手套、口罩、呼吸机等新冠相关板块业绩高速增长；中药板块近三年ROE持续下降，分别为10.3%、6.9%、-0.2%，2021Q1为2.96%，呈现企稳状况。

3.4 各子板块二级市场表现和估值

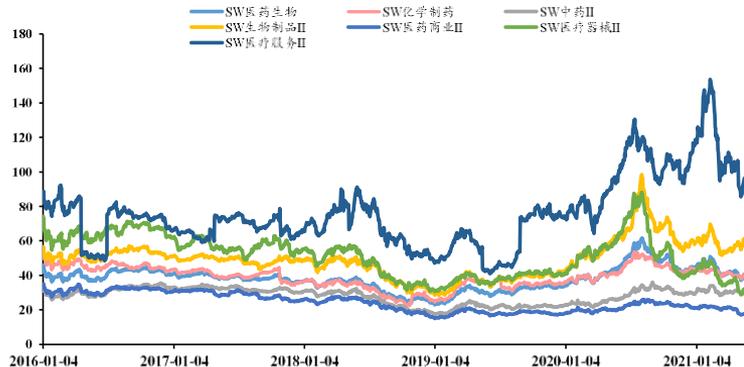
- **核心摘要1: 2020年医疗器械板块市场表现最优异, 各子板块市场表现差异明显。**2020年医疗器械板块涨幅为95%, 医疗服务板块以88%紧跟其后, 生物制品涨幅为77%, 以上三个板块跑赢医药生物大板块(涨幅56%), 化学制药涨幅26%, 医药商业涨幅23%, 中药涨幅16%, 表现最佳和最差板块差异达79%, 市场表现差异明显。
- **核心摘要2: 2021年初至2021年5月27日, 医疗服务板块受益于较高确定性表现最优异, 中药、医疗器械和生物制品板块跑赢医药生物大板块。**其中, 医疗服务板块涨幅24.4%, 中药、医疗器械和生物制品板块涨幅分别为18.99%、17.16%和14.4%, 以上四个板块跑赢医药生物大板块(涨幅12.5%), 化学制药和医药商业表现相对较差, 涨跌幅分别为0.38%和-4.2%。
- **核心摘要3: 医药生物大板块市盈率高于近5年平均水平, 但是各子板块估值与历史平均差异区别较大。**截止2021年5月27日, 医药生物板块PE41.35, (高于近5年平均水平PE38.00)。医疗服务PE102.46(高于近5年平均PE75.98), 生物制品PE57.58(高于5年平均PE49.25), 中药PE33.65(高于近5年平均PE28.06), 医疗器械PE32.96(低于近5年平均PE51.45), 医药商业PE17.69(低于近5年平均PE24.36), 化学制药PE40.64(高于近5年平均PE38.97)。

图 32: 2020-2021 年 5 月 27 日生物医药各子板块业绩表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

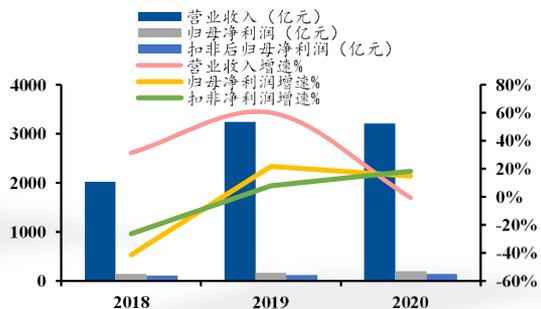
图 33: 2016-2021 年 5 月 27 日生物医药各子板块估值变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

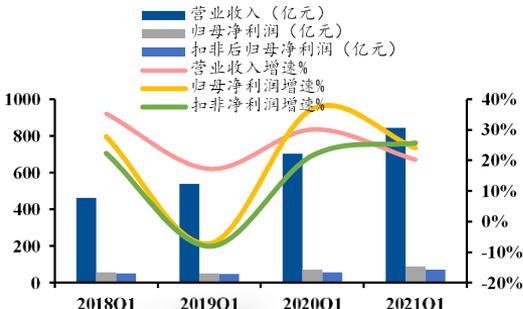
3.5 化学制剂:逐渐走出疫情阴霾, 未来还看研发创新和国际化

图 34: 2018-2020 化学制剂板块营收和净利润情况



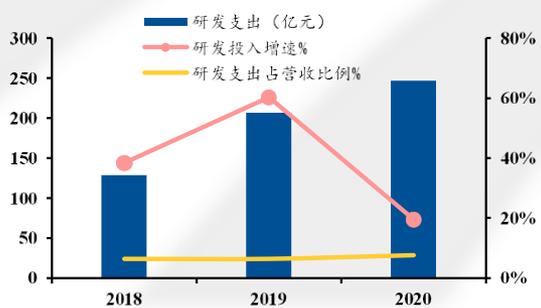
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 35: 2015Q1-2021Q1 化学制剂板块营收和净利润情况



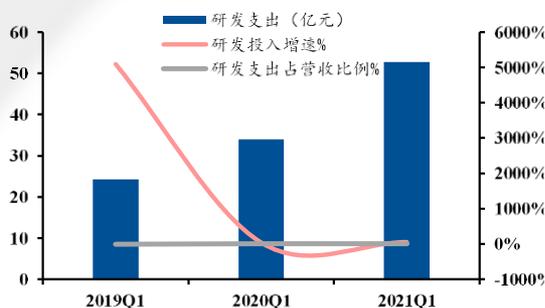
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 36: 2018-2020 化学制剂板块研发支出情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 37: 2019Q1-2021Q1 化学制剂板块研发支出情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

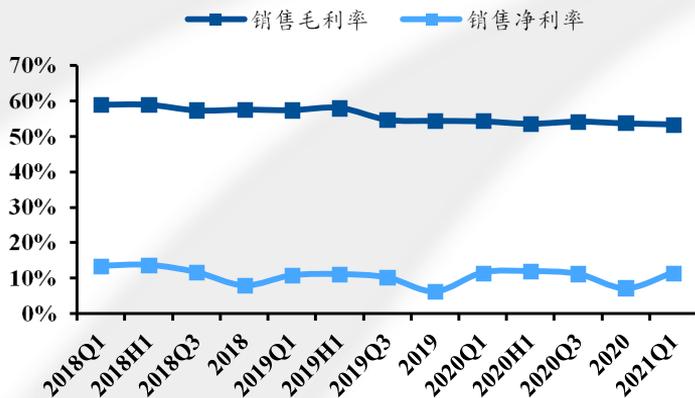
➤ **核心摘要1: 2020年受疫情影响营收放缓明显, 扣非后归母净利润增长良好, 2021Q1业绩恢复, 步入正轨。**2020年化学制剂板块营业收入3215亿元, 同比减少0.81%, 归母净利润为198亿元, 同比增长14.84%, 扣非后归母净利润为143亿元, 同比增长18.23%。2021Q1营业收入844亿元, 同比增长20.19%, 较2019Q1复合增长25.1%, 恢复情况良好, 归母净利润和扣非归母净利润分比为88.08亿元和70.94亿元, 分别同比增长23.99%和25.75%亿元, 较2019Q1复合增速分别为30.2%和23.7%, 利润端恢复良好。

➤ **核心摘要2: 2020年研发投入有所放缓, 但注重程度有所提升, 2021Q1研发投入保持快速增长。**2020年化学制剂板块研发支出246.89亿元, 同比增长19.58%, 增速有所放缓, 但是研发支出占营收比重为7.7%, 较上年提高1.3pct, 更重视研发创新能力搭建。2021Q1研发支出52.68亿元, 同比增长54.91%, 较2019Q1复合增速为47.5%, 保持快速增长; 2021Q1研发支出占营业收入为6.1%, 较2020Q1提高1.4pct, 持续重视研发投入。

3.5 化学制剂:逐渐走出疫情阴霾, 未来还看研发创新和国际化

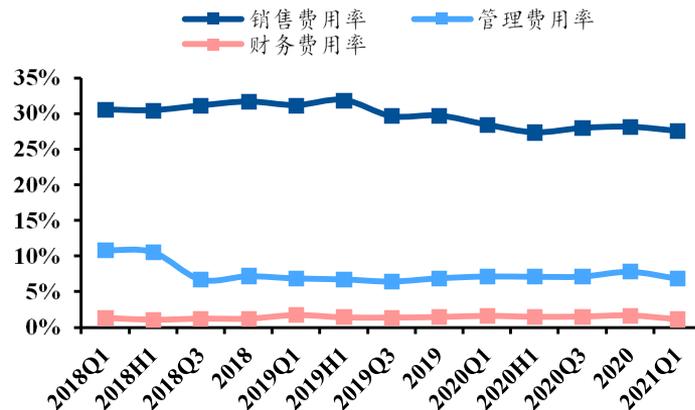
- **核心摘要1:** 2020年疫情压力下, 毛利率略有下降, 三项费用率控制良好, 净利率有所提升。2020年化学制剂板块毛利率和净利率分别为53.8% (较上年-0.7pct) 和7.2% (较上年+0.8pct), 三项费用率合计37.64% (较上年-0.42pct), 合计三项费用率有所下降, 主要由于销售费用率较上年下降1.55pct。
- **核心摘要2:** 2021Q1三项费用率持续控制。2021Q1化学制剂板块毛利率和净利率分别为53.5% (较2020Q1-0.8pct) 和11.6% (较2020Q1持平), 三项费用率合计35.54% (较2020Q1下降1.69pct, 较2019Q1下降4.25pct)。在医保控费和集采背景下, 仿制药企通过精简开支、控制三项费用来减少产品毛利率下降冲击, 保持相对盈利能力。

图 38: 2018Q1-2021Q1 制剂板块销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 39: 2018Q1-2021Q1 制剂板块三项费用率变化情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.5 化学制剂:逐渐走出疫情阴霾, 未来还看研发创新和国际化

小结:

- 2020年受到疫情负面影响以及持续推进的集采政策, 化学制剂板块营收增速有所放缓, 板块整体毛利率略有下降, 但是受益于合理的三项费用率控制以及疫情导致线下销售活动无法正常开展, 销售费用支出有所下降等因素, 净利率保持略有增长, 整体净利润增速保持稳定态势。
- 2021Q1国内疫情控制良好, 正常诊疗活动恢复开展, 化学制剂板块营收和净利润恢复较快增长, 在各国疫苗接种率提升下, 预计逐渐走出疫情阴霾, 回归正常态势。目前, 创新升级、提高制剂竞争壁垒已成业内共识, 未来, 通过持续增长的研发投入, 布局创新药和高难仿药提高产品在医保谈判中的议价能力, 以及通过国际化, 进军海外市场突破医保限制是未来提高业绩天花板的主要方向。
- 综合考量药企研发管线丰富程度、研发品种竞争壁垒、占据KOL医生心智以及后期商业化落地能力, 建议关注具有丰富管线、创新能力以及海外国际化能力的企业(如恒瑞医药、复星医药)、具有高难仿原料药和制剂一体化的企业(如博瑞医药等)。

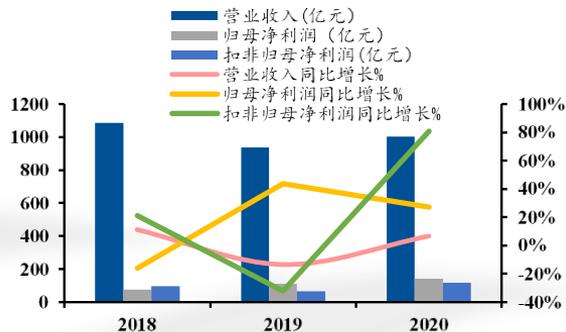
表 3: 化学制剂板块重点公司营收及增速

证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020 Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
华东医药	354.46	336.83	-4.97%	28.13	28.20	0.24%	85.98	88.97	3.47%	11.47	7.58	-33.90%	
恒瑞医药	232.89	277.35	19.09%	53.28	63.28	18.78%	55.27	69.29	25.37%	13.15	14.97	13.77%	
人福医药	218.07	203.69	-6.59%	8.43	11.49	36.32%	45.75	46.70	2.09%	1.37	3.01	120.22%	
科伦药业	176.36	164.64	-6.65%	9.38	8.29	-11.57%	35.38	41.51	17.35%	0.22	1.75	701.49%	净利润约 4 亿-5 亿元, 同比增长 97.2%-146.50%
丽珠集团	93.85	105.20	12.10%	13.03	17.15	31.63%	25.05	33.50	33.74%	3.99	5.20	30.12%	
东诚药业	29.93	34.19	14.24%	1.55	4.18	170.02%	7.14	8.90	24.76%	0.74	0.67	-9.44%	
贝达药业	15.54	18.70	20.36%	2.31	6.06	162.70%	6.47	6.19	-4.41%	1.30	1.48	13.24%	

资料来源: Wind, 民生证券研究院

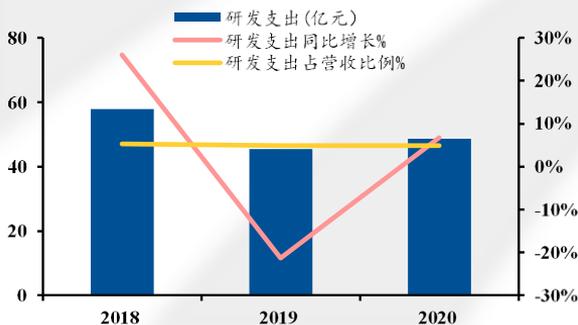
3.6 原料药：海外疫情加速产能转移至国内，业绩持续向好

图 40：2018-2020 原料药板块营收和净利润情况



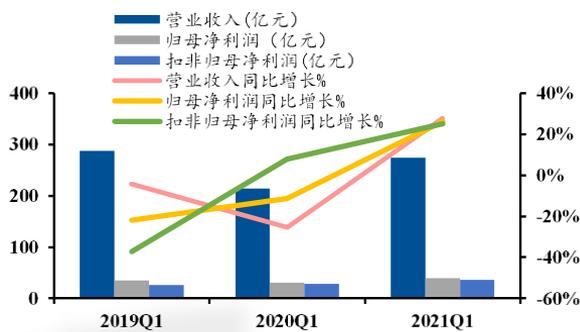
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 42：2018-2020 原料药板块研发支出情况



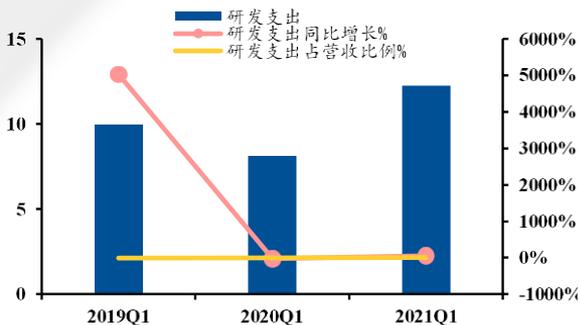
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 41：2019Q1-2021Q1 原料药板块营收和净利润情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 43：2019Q1-2021Q1 原料药板块研发支出情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

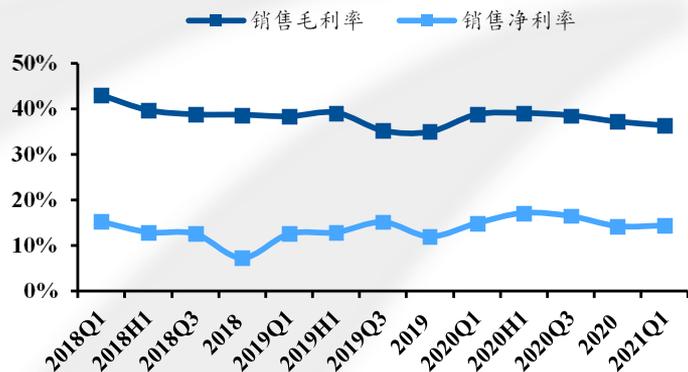
➤ **核心摘要1：**受益于国际产能转移以及海外疫情反复，特别是原料药大国印度疫情爆发，国内原料药板块业绩持续向好。2020年原料药板块收入1001.48亿元，同比增长6.8%，受益于毛利率提升（同比+2.3pct）以及三项费用合理管理（合计下降0.6pct），归母净利润实现140.60亿元，同比增长27%，扣非归母净利润为118亿元，同比增长80.9%。2021Q1，营业收入273亿元，同比增长27.3%，归母净利润实现38.84亿元，同比增长26.1%，扣非后归母净利润实现35.73亿元，同比增长25%，盈利成长性延续2020年态势。

➤ **核心摘要2：**2021Q1研发支出增长显著，更加重视研发能力的提升。2020年原料药板块研发支出为48.58亿元，同比增长6.8%；2021Q1研发支出为12.23亿元，同比增长50.8%，较2019Q1复合增速为10.86%。此外，2021Q1研发支出占比营收为4.47%，高于2020Q1的3.79%和2019Q1的3.47%，更加注重研发投入。

3.6 原料药：海外疫情加速产能转移至国内，业绩持续向好

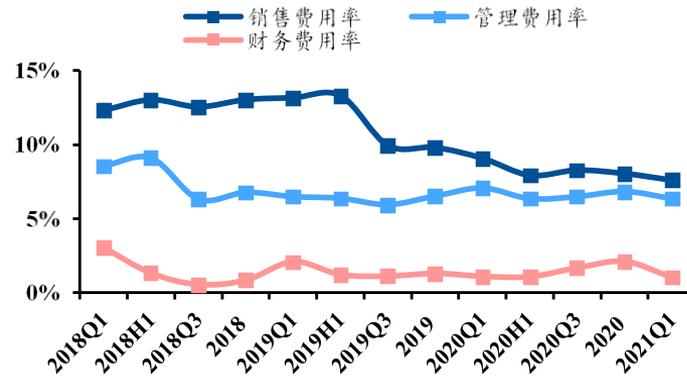
➤ **核心摘要：**2020年销售毛利率和净利率共同提升，净利率提升幅度领先于毛利率提升幅度。2020年原料药板块毛利率为37.2%（较2019年+2.3%），净利率为14.2%（较2019年+2.2%），净利率提升幅度（+19%）较毛利率提升幅度（+6%）更大。2021年一季度，原料药板块毛利率略有下降（较2020Q1下降2.4%），同时三项费用率合计为15%（较2020Q1下降2.2%），而净利率略有下降（较2020Q1下降0.5%），主要是因为研发支出占营收比重提高（较2020Q1增长0.68%）

图 44：2018Q1-2021Q1 原料药板块销售毛利率和净利率



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 45：2018Q1-2021Q1 原料药板块三项费用率变化情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

3.6 原料药：海外疫情加速产能转移至国内，业绩持续向好

小结：

- 受益于发达国家产能逐渐转移、海外疫情反复以及2021年一季度印度疫情爆发，2020年和2021年一季度原料药板块业绩趋势整体向好，在产品毛利率提升以及三项费用合理控制下，盈利增速快于营收增速。
- 未来，我们从三个维度观察原料药板块业绩驱动因子。1) 从国际产能转移看，发达国家由于监管政策较发展中国家更加严格，从生产成本、人力成本、监管成本等因素考量，有动力把产能从高成本地区转移至低成本地区（例如印度、中国），中国原料药生产商拥有完善的产业化基础设施和工程师红利、拥有的GMP认证以及DMF备案数量呈现追赶印度态势，有能力承接海外产能转移；2) 从国内政策端看，药品带量采购不断扩围，以价换量趋势明显，制剂生产商从成本角度出发寻求更低成本的原料药以维持毛利率，间接的提升上游原料药产品话语权，重点关注能够提供高难仿原料药和中间体的供应商。3) 从专利药到期带动仿制药商业化看，2022-2024年大量的专利药到期将推动仿制药市场持续增长，进而带动原料药需求量的持续增加，国内特色和专利原料药企有望享受仿制药商业化红利。
- 建议关注拥有难仿药原料药和中间体研发生产以及原料药和制剂一体化能力的公司（如博瑞医药）、研发能力和产品质量受到国际巨头认可并长期合作的公司（如美诺华）

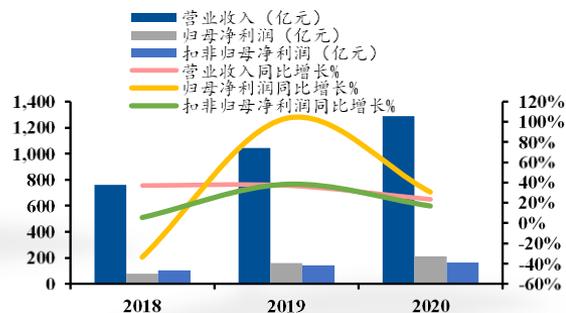
表 4：原料药板块重点公司营收及增速

证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020 Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
普药业	72.11	78.80	9.28%	5.53	8.17	47.58%	17.01	19.67	15.63%	1.55	2.17	40.34%	-
博腾股份	15.51	20.72	33.56%	1.86	3.24	74.84%	3.91	5.43	38.99%	0.48	0.88	82.90%	-
美诺华	11.80	11.94	1.14%	1.51	1.67	10.91%	2.85	3.38	18.55%	0.44	0.50	15.43%	-

资料来源：Wind，民生证券研究院

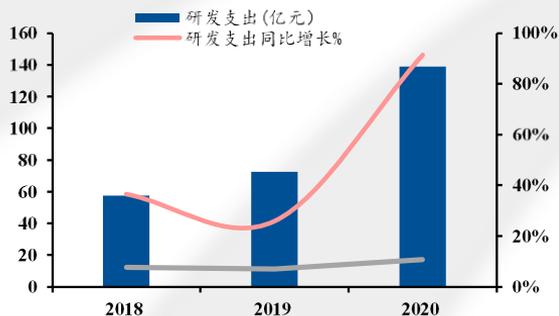
3.7 生物制品：业绩增速良好，各“赛道”维持较高景气度

图 46：2018-2020 年生物制品板块营收和净利润情况



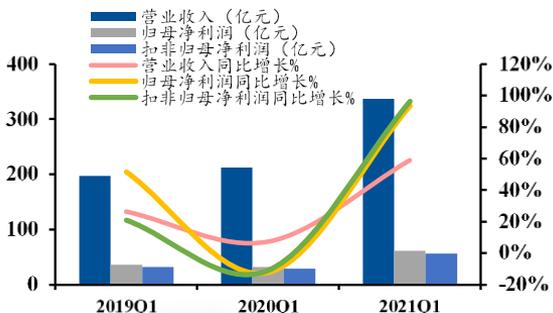
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 48：2018-2020 年生物制品板块研发支出情况



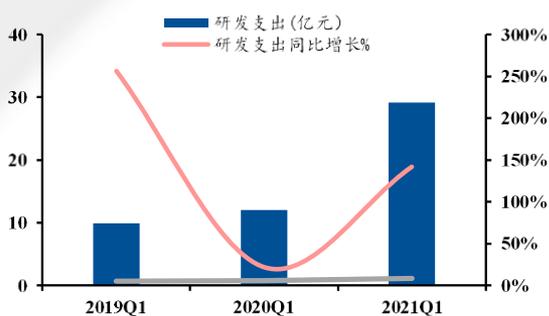
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 47：2019Q1-2021Q1 生物制品板块营收和净利润情况



研究院资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 49：2019Q1-2021Q1 生物板块研发支出情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

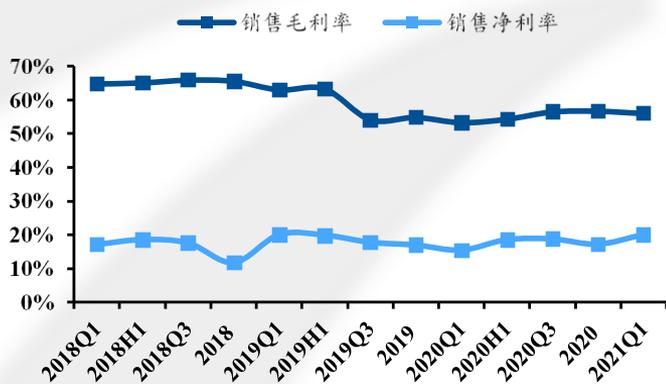
➤ **核心摘要1：2020年业绩增速略有放缓，2021Q1恢复明显，业绩增长迅速。**2020年生物制品板块营业收入为1287亿元，同比增长23.4%，增速较2019年有所放缓，实现归母净利润210亿元，同比增长30.6%，扣非后归母净利润165亿元，同比增长17%，业绩增速有所放缓。2021Q1，板块营业收入336亿元，同比增长58.8%，实现归母净利润61亿元，同比增长93.5%，扣非后归母净利润56亿元，同比增长96%，2021Q1业绩回升明显。

➤ **核心摘要2：更加重视研发创新，加速研发投入。**2020年生物制品板块研发支出138亿元，同比增长91%，研发支出占营业收入比重达到10.8%，为近三年新高。2021Q1延续2020年高研发投入态势，研发支出29亿元，同比增长142%，研发支出占营业收入比重为8.2%，显著高于同期2020Q1的5.7%和2019Q1的5%，研发投入加速增长。

3.7 生物制品：业绩增速良好，各“赛道”维持较高景气度

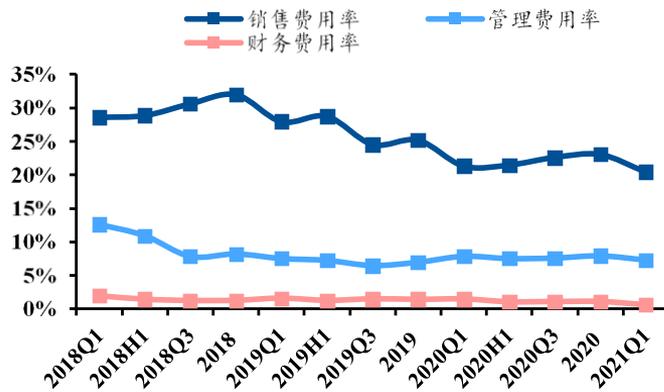
- **核心摘要1：2020年毛利率和净利率略有提升，2021Q1净利率提升显著。**2020年生物制品板块毛利率为56.7%（较2019年+1.8%），净利率17.2%（较2019年+0.3%）。2021Q1毛利率56.1%（较2020Q1+2.8%），净利率20%（较2020Q1+4.5%），受益于财务费用率下降0.84%、管理费用率下降0.54%、销售费用率下降0.89%，净利率提升显著。
- **核心摘要2：2020和2021Q1三项费用率持续下降。**2020年三项费用率合计为32.04%，较2019年下降1.5%，2021Q1三项费用率合计为28.33%，较2020Q1下降2.28%，板块三项费用率持续下降。

图 50：2018Q1—2021Q1 生物制品板块毛利率和净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 51：2018Q1-2021Q1 生物制品板块三项费用率情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.7 生物制品：业绩增速良好，各“赛道”维持较高景气度

小结：

- 生物制品板块2020年业绩增速略有放缓，2021Q1恢复明显，业绩增长迅速。1) 受新冠疫情影响，2020年国内采浆量约8300吨，同比下滑8.8%，但是各血制品批签发保持增长，其中人血白蛋白同比增长16%，静丙同比增长12%，纤维蛋白原同比增长59%，需求端不断增长，血浆供给端供应萎缩，血制品面临涨价预期。2) 由于潜在市场巨大，新冠疫苗成为后疫情时代生物制品板块业绩增长的因素；疫苗产能、有效性成为关注重点，从有效性看，mRNA技术疫苗在各技术条线中保护率最高，BioNTech疫苗有效性达到95%，从目前产能看，国药中生北京所的新冠灭活疫苗达到年产能50亿剂，科兴生物灭活疫苗达到年产能20亿剂，复星医药mRNA疫苗有望达到年产能10亿剂，智飞生物重组亚单位疫苗达到年产能4亿剂，康泰生物灭活疫苗年产能约为2-3亿剂；在目前国内快速增长的接种率趋势下，新冠疫苗板块业绩有望在未来二、三季度快速放量。

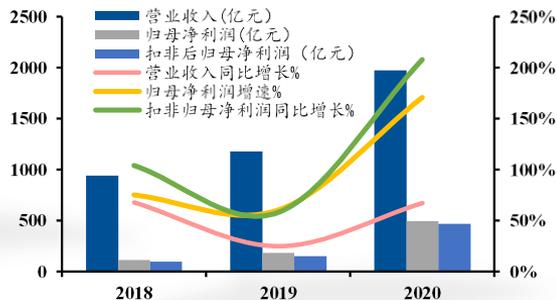
表 5：生物制品板块重点公司营收及增速

证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020 Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
长春高新	73.74	85.77	16.31%	17.75	30.47	71.64%	16.61	22.81	37.35%	5.42	8.75	61.21%	-
华兰生物	37.00	50.23	35.76%	12.83	16.13	25.69%	6.78	6.23	-7.99%	2.47	2.53	2.23%	-
智飞生物	105.87	151.90	43.48%	23.66	33.01	39.51%	26.35	39.27	49.04%	5.16	9.38	81.69%	-
沃森生物	11.21	29.39	162.1%	1.42	10.03	606.60%	1.12	4.34	286.5%	-0.18	0.32	277.50%	-
我武生物	6.39	6.36	-0.49%	2.98	2.78	-6.65%	1.10	1.65	49.31%	0.41	0.70	70.31%	-
康泰生物	19.43	22.61	16.36%	5.75	6.79	18.22%	1.77	2.77	56.31%	0.02	0.25	937.58%	-
复星医药	285.85	303.07	6.02%	33.22	36.63	10.27%	58.81	80.56	37.00%	5.77	8.47	46.78%	-

资料来源：Wind，民生证券研究院

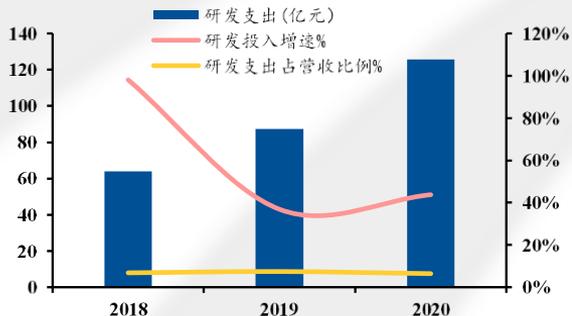
3.8 医疗器械:防疫产品需求高企, 集采压力持续存在

图 52: 2018-2020 年医疗器械板块营收和净利润情况



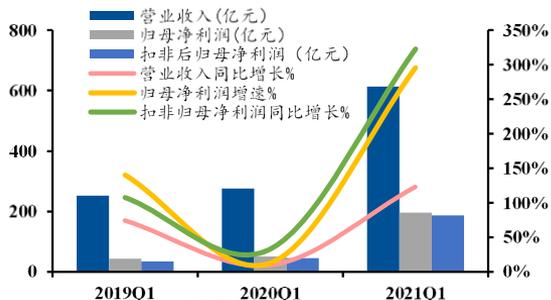
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 54: 2018-2020 年生物制品板块研发支出情况



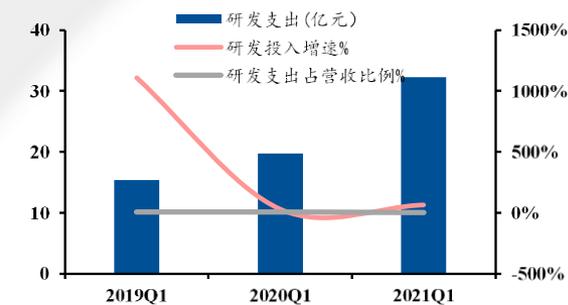
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 53: 2019Q1-2021Q1 医疗器械板块营收和净利润情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 55: 2019Q1-2021Q1 生物板块研发支出情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

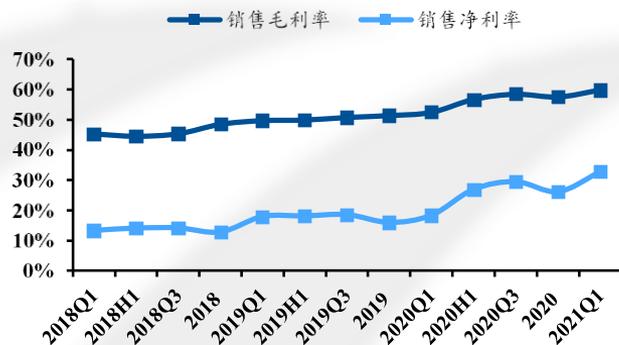
➤ **核心摘要1: 疫情元年业绩爆发式增长, 2021年Q1业绩继续快速增长。**2020年医疗器械板块营业收入1971亿元, 同比增长67%, 实现归母净利润497亿元, 同比增长171%, 扣非归母净利润470亿元, 同比增长207%。该板块高速增长推测受益于国内外新冠检测试剂以及疫情防护产品(手套、口罩、呼吸机等)需求高企, 特别是国外疫情较国内延续更长时间, 抗疫产品出口带动业绩快速增长。2021Q1业绩保持高速增长, 实现营业收入613亿元, 同比增长122%, 归母净利润为195亿元, 同比增长296%, 扣非归母净利润187亿元, 同比增长322.5%。

➤ **核心摘要2: 研发投入持续增速, 保持较快增长。**2020年研发支出125亿元, 同比增长44%, 较上年增速提高6.9pct; 2021Q1研发支出32亿元, 同比增长63%, 随着2020年盈利能力提升, 2021年将更有能力提高研发支出强度, 支撑产品更快更新换代。

3.8 医疗器械:防疫产品需求高企, 集采压力持续存在

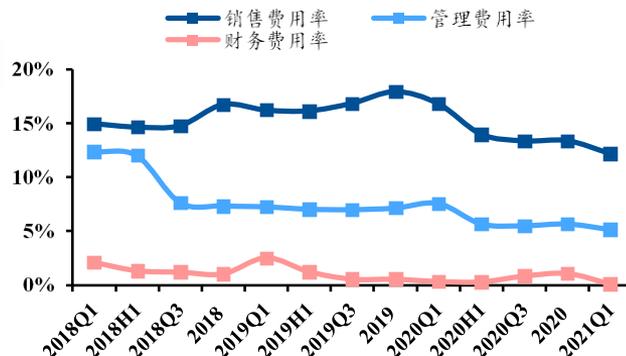
- **核心摘要:** 2020年盈利能力改善显著, 2021Q1净利率持续提升。2020年医疗器械板块毛利率为57.6% (较上年提高6.2pct), 同时销售费用率下降4.5pct, 管理费用率下降1.4pct, 全年实现净利率26.1% (较上年提高10pct); 2021Q1毛利率达到59.9%, 净利率32.7%, 较2020Q1和2020年提高显著, 显示了业绩较强的持续性。

图 56: 2018Q1-2021Q1 年医疗器械板块毛利率和净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 57: 2018Q1-2021Q1 医疗器械板块三项费用率情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.8 医疗器械:防疫产品需求高企, 集采压力持续存在

小结:

- 2020年海外确诊数持续高升, 来自海外的新冠检测试剂以及疫情基础防护订单对国内相关公司带来明显业绩增量。医疗器械板块2020年归母净利润同比增速排名前10的公司中, 有7家属于新冠检测公司, 3家属于抗疫基础防护类(手套、医用敷料等), 其中新冠检测归母净利润增速排名前三的为圣湘生物(+6527%)、达安基因(+2556%)、东方生物(+1943%), 抗疫基础防护类公司排名前三的为英科医疗(+3829%)、中红医疗(+2883%)、振德医疗(+1524%)。
- 受到集采政策影响, 2020年心脏支架、骨科等高值耗材相关板块持续承压, 建议关注医保免疫赛道(消费类: 医美、眼科、口腔、肿瘤早筛等), 国产化率低、产品标准较难统一(化学发光), 以及国际化能力强、产品占据医生心智的系统性器械公司
- 建议关注迈瑞医疗、欧普康视、爱博医疗、微创医疗、心脉医疗、艾德生物、安图生物等

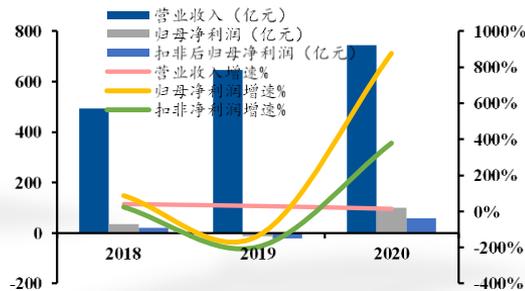
表 6: 医疗器械板块重点公司营收及增速

证券简称	2019 营收(亿元)	2020 营收(亿元)	YOY	2019 归母净利润(亿元)	2020 归母净利润(亿元)	YOY	2020 Q1 营收(亿元)	2021 Q1 营收(亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润(亿元)	2021 Q1 归母净利润(亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
欧普康视	6.47	8.71	34.59%	3.07	4.33	41.20%	1.04	2.87	175.9%	0.38	1.38	263.70%	-
艾德生物	5.78	7.28	25.94%	1.35	1.80	33.11%	0.91	1.74	91.65%	0.26	0.43	67.59%	-
迈瑞医疗	165.56	210.26	27.00%	46.81	66.58	42.24%	47.41	57.81	21.93%	13.13	17.15	30.59%	-
安图生物	26.79	29.78	11.15%	7.74	7.48	-3.41%	5.50	8.17	48.44%	0.93	1.71	84.15%	-
爱博医疗	1.95	2.73	39.88%	0.67	0.97	44.80%	0.26	0.84	222%	0.03	0.36	954.25%	-

资料来源: Wind, 民生证券研究院

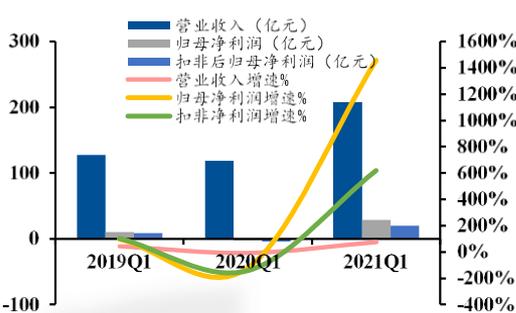
3.9 医疗服务：业绩受疫情影响明显，板块逐渐恢复

图 58：2018-2020 年医疗服务板块营收和净利润情况



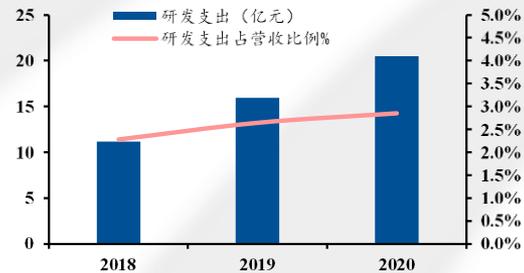
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 59：2019Q1-2021Q1 医疗服务板块营收和净利润情况



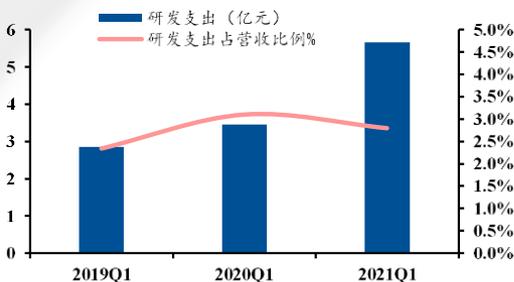
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 60：2018-2020 年医疗服务板块研发支出情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 61：2019Q1-2021Q1 医疗服务板块研发支出情况



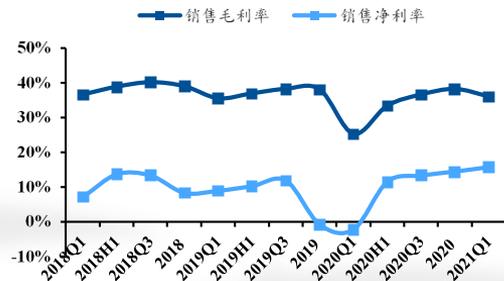
资料来源：Wind，民生证券研究院

➤ **核心摘要1：2020年营收有所放缓，盈利提升明显。** 受益于CXO板块以及第三方消费类服务（眼科、口腔、体检、ICL等）的业绩增长，整体板块盈利提升明显。2020年医疗服务板块营业收入744亿元，同比增长15.2%，增速较上年下降15.8pct，利润端扭亏为盈，实现归母净利润99亿元，同比增长875%，扣非后归母净利润59亿元，同比增长380%；2020Q1板块业绩受疫情影响明显，进入2021Q1，国内疫情控制保持良好态势，被延迟的线下医疗服务需求继续释放，2021Q1业绩增长显著，营业收入207亿元，同比增长75.4%，实现归母净利润28亿元，同比增长1485%，较2019Q1复合增长66%，扣非后归母净利润20亿元，同比增长620%，较2019Q1复合增长49%。

➤ **核心摘要2：2020年研发支出占比营收提高，2021Q1加速研发支出。** 2020年板块研发支出20亿元，同比增长29%，占营业收入比重近三年持续提高，达到2.8%；2021Q1研发支出5.6亿元，同比增长64%，较2019Q1复合增长41%，持续强化研发投入。

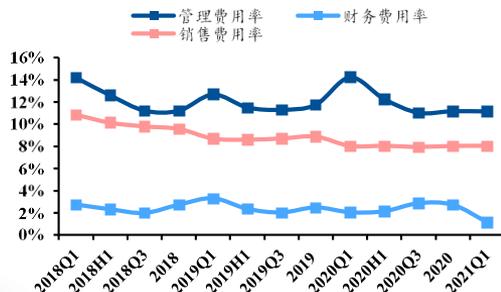
3.9 医疗服务：业绩受疫情影响明显，板块逐渐恢复

图 62：2018-2020 年医疗服务板块毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 63：2018Q1-2021Q1 医疗服务板块三项费用率情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 7：医疗服务板块重点公司营收及增速

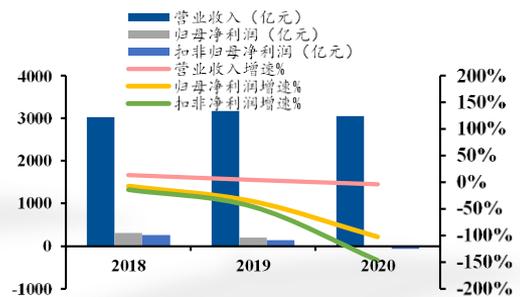
证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020 Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
国际医学	9.91	16.07	62.17%	-4.04	0.45	111.23%	2.75	6.32	129.75	-1.89	-1.83	3.35%	-
美年健康	85.25	78.15	-8.33%	-8.66	5.54	163.93%	5.35	13.32	148.92	-5.99	-4.24	29.19%	净利润约-40000万元--30000万元,增长48.87%~61.66%
爱尔眼科	99.90	119.12	19.24%	13.79	17.24	25.01%	16.42	35.11	113.90	0.79	4.84	509.88%	-
泰格医药	28.03	31.92	13.88%	8.42	17.50	107.90%	6.50	9.02	38.74%	2.55	4.55	78.65%	-
康龙化成	37.57	51.34	36.64%	5.47	11.72	114.25%	9.59	14.89	55.28%	1.02	2.46	142.20%	-
通策医疗	18.94	20.88	8.12%	4.63	4.93	5.69%	1.93	6.31	221.59	-0.19	1.64	-	-
药明康德	128.72	165.35	28.46%	18.55	29.60	59.62%	31.88	49.50	55.31%	3.03	15.00	394.92%	-
金域医学	52.69	82.44	56.45%	4.02	15.10	275.24%	11.71	26.79	128.81	0.48	5.38	1,023.12%	-

资料来源：Wind，民生证券研究院

- **核心摘要1：2020年初板块受疫情冲击明显，毛利率和净利率双下滑，随着疫情控制，逐步恢复常态。** 医疗服务板块中CXO、以及线下医疗服务赛道（眼科、口腔、体检等）在2020年初受疫情影响明显，第三方检测实验室ICL受益于疫情检测需求，增长迅速。2020Q1医疗服务板块销售毛利率仅25.3%，净利率-2.2%，下滑明显，随着疫情逐步控制，全年毛利率和净利率恢复正常，实现毛利率38.2%，回归2019年水平，实现净利率14.4%，较2019年增长明显，盈利能力明显改善。进入2021Q1，在毛利率与疫情前相当的情况下，受益于三项费用率合理控制（合计20%，低于近三年同期水平），净利率提升明显，达到15.7%，高于近三年同期水平。
- **建议关注药明康德、通策医疗、爱尔眼科、金域医学、康龙化成等**

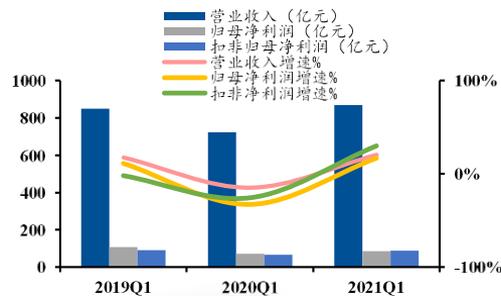
3.9 中药：医保控费承压下，未来看政策催化下的国际化战略

图 64：2018-2020 年中药板块营收和净利润情况



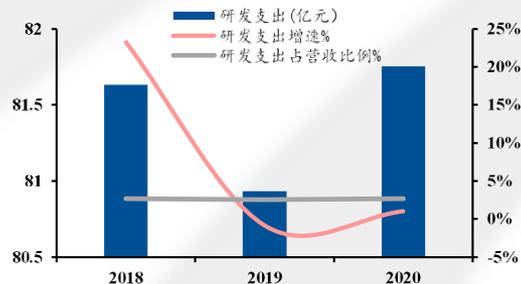
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 65：2019Q1-2021Q1 中药板块营收和净利润情况



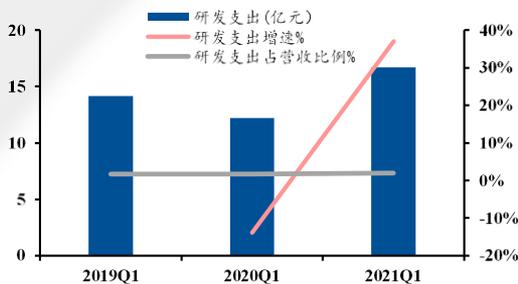
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 66：2018-2020 年中药板块研发支出情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 67：2019Q1-2021Q1 中药板块研发支出情况



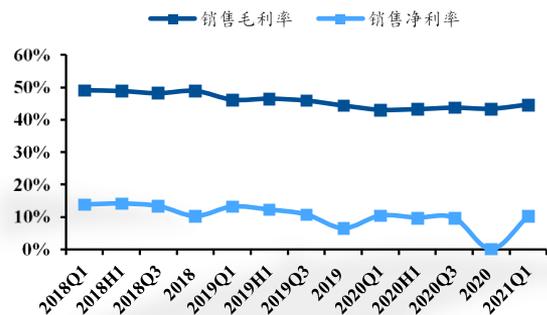
资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ **核心摘要1：2020年业绩下降明显，2021Q1业绩回归2019Q1水平。**受到医保控费影响，国家版辅助用药目录等政策，以及未来的带量采购影响，中药板块持续承压，业绩在疫情前增速已经放缓。2020年板块营业收入3056亿元，同比减少4%，归母净利润-4.7亿元，同比减少102%，扣非后归母净利润-65亿，同比减少147%，近三年增速持续负增长。受到2020Q1低基础影响，2021Q1营业收入869亿元，同比增长20%，归母净利润85亿元，同比增长17%，扣非后归母净利润87亿元，同比增长30%，回归2019年Q1水平。

➤ **核心摘要2：研发支出增速缓慢，占比营收较小。**2020年板块研发支出81亿元，同比增长1%，占整体营收比重约2.67%，近三年研发支出占比较稳定；2021Q1研发支出16亿元，同比增长37%，较2019Q1复合增速8%，增速略有提升。

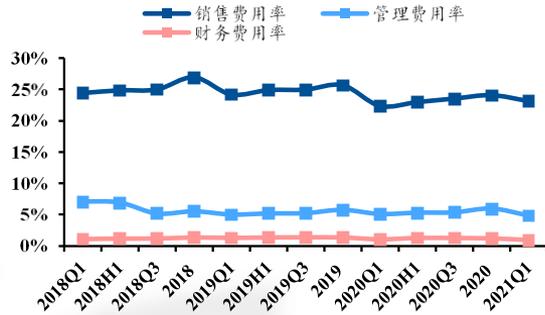
3.9 中药：医保控费承压下，未来看政策催化下的国际化战略

图 68：2018-2020 年中药板块毛利率和净利率情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 69：2018Q1-2021Q1 中药板块三项费用率情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

➤ **核心摘要1：销售净利率下滑，销售费用率维持较高水平。**2020年中药板块毛利率为43.4%，较2019年略有下降，净利率为0.07%，下滑明显，经推测，主要是因为ST康美在2020第四季度财务亏损250亿元所致。中药板块销售费用率一直保持较高水平，2020年销售费用率为24%，2021Q1销售费用率为23.1%，略有下降。

➤ 未来，在《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》、《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》等政策催化下，中药板块建议关注拥有创新转型能力、疗效验证能力、能够走向国门的公司。

表 8：中药板块重点公司营收及增速

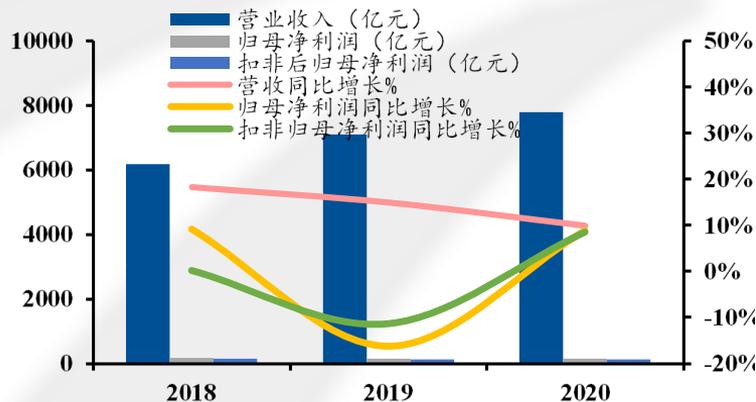
证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020 Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
东阿阿胶	29.59	34.09	14.79%	-4.44	0.43	109.52%	4.38	7.33	67.56%	-0.84	0.62	173.51%	-
云南白药	296.65	327.43	10.38%	41.84	55.16	31.85%	77.43	103.28	33.38%	12.82	7.63	-40.48%	-
同仁堂	132.77	128.26	-3.40%	9.85	10.31	4.67%	30.30	37.06	22.33%	2.39	3.18	33.24%	-
片仔癀	57.22	65.11	13.78%	13.74	16.72	21.62%	17.14	20.02	16.76%	4.68	5.65	20.84%	-

资料来源：Wind, 民生证券研究院

3.9 医药商业：业绩韧性较足，关注零售药店业绩增长

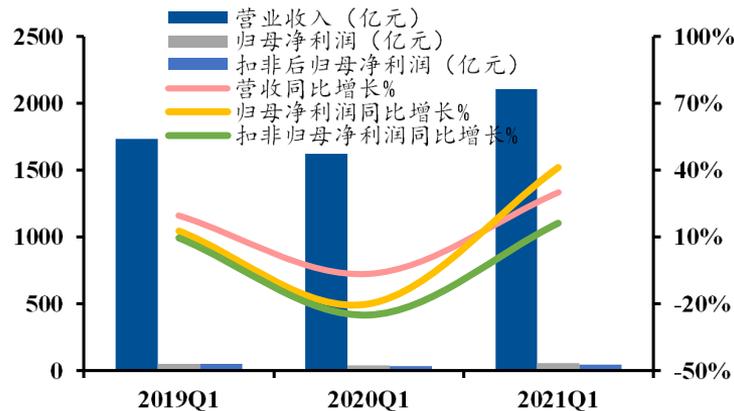
► **核心摘要1：2020年业绩较2019年有所恢复，2021Q1进一步提速。**2020年医药商业板块营业收入7794亿元，同比增长9.9%，实现归母净利润158亿元，同比增长8.9%，扣非归母净利润137亿元，同比增长8.6%，2020年营收增速放缓，主要是受到疫情影响，医药流通物流不变导致业务无法开展。2021Q1业绩增长提速，营业收入2106亿元，同比增长30%，较2019Q1复合增速10%，实现归母净利润57亿元，同比增长41%，扣非后归母净利润41亿元，同比增长16%，恢复至2019Q1同期水平附近。

图 70：2018-2020 年医药商业板块营收和净利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

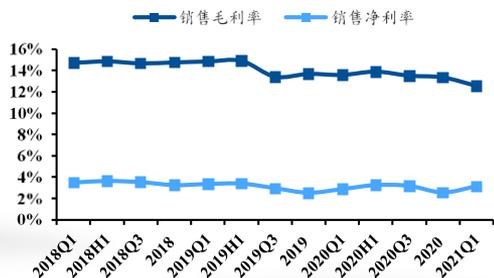
图 71：2019Q1-2021Q1 医药商业板块营收和净利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

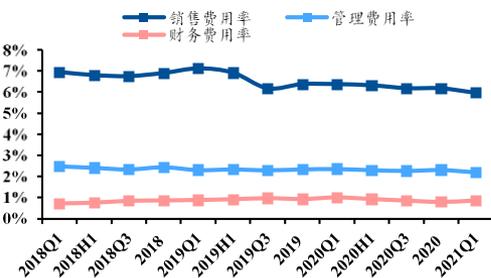
3.9 医药商业：业绩韧性较足，关注零售药店业绩增长

图 72：2018-2020 年医药商业板块毛利率和净利率情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 73：2018Q1-2021Q1 医药商业板块三项费用率情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

表 9：医药商业板块重点公司营收及增速

证券简称	2019 营收 (亿元)	2020 营收 (亿元)	YOY	2019 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YOY	2020 Q1 营收 (亿元)	2021 Q1 营收 (亿元)	YOY	2020 Q1 归母净利润 (亿元)	2021 Q1 归母净利润 (亿元)	YOY	1-6 月业绩预告
国药一致	520.46	596.49	13.00%	12.71	14.02	10.57%	128.24	160.50	25.15%	2.49	3.29	32.15%	-
一心堂	104.79	126.56	20.78%	6.04	7.90	30.81%	30.87	34.29	11.07%	2.05	2.61	27.28%	-
国药股份	446.44	403.79	-9.56%	16.04	13.83	-13.79%	82.10	103.47	26.03%	2.32	2.98	28.38%	-
九州通	994.97	1,108.60	11.42%	17.27	30.75	78.10%	271.73	326.29	20.08%	5.77	7.60	31.73%	-
上海医药	1,865.66	1,919.09	2.86%	40.81	44.96	10.17%	404.48	516.00	27.57%	10.38	21.20	104.24%	-
大参林	111.41	145.83	30.89%	7.03	10.62	51.17%	33.62	40.59	20.73%	2.80	3.41	21.51%	-
老百姓	116.63	139.67	19.75%	5.09	6.21	22.09%	32.82	36.38	10.85%	1.96	2.28	16.03%	-
益丰药房	102.76	131.45	27.91%	5.44	7.68	41.29%	30.48	36.30	19.09%	1.91	2.41	29.39%	-

资料来源：Wind, 民生证券研究院

- **核心摘要：**毛利率净利率在疫情下保持稳定水平，各项费用率保持平稳。2020年板块毛利率13.4%，净利率2.6%，与上年相比较为平稳，三项费用率亦保持稳定态势。
- 2020年归母净利润增速前十公司医药商业公司中，五家为零售药店，包括大参林(+51%)、健之佳(+49%)、益丰药房(+41%)，一心堂(+30%)、老百姓(+22%)，零售板块维持较高增长。在处方外流、互联网医药线上引流、慢病管理以及并购扩张手段增加品牌影响力等因素下，线下零售药店有望持续发力。

四、生物医药个股表现情况

2020年和2021Q1生物医药板块个股营收和扣非归母净利润前10排行

表 10：2020 年生物医药板块营收和扣非归母净利润 TOP10

序号	证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)	序号	证券代码	公司名称	扣非归母净利润 (亿元)
1	601607.SH	上海医药	1919	1	300677.SZ	英科医疗	70
2	600998.SH	九州通	1109	2	300760.SZ	迈瑞医疗	65
3	600332.SH	白云山	617	3	600276.SH	恒瑞医药	60
4	000028.SZ	国药一致	596	4	601607.SH	上海医药	38
5	200028.SZ	一致 B	596	5	002001.SZ	新和成	34
6	000950.SZ	重药控股	452	6	300122.SZ	智飞生物	33
7	600511.SH	国药股份	404	7	000661.SZ	长春高新	30
8	000078.SZ	海王生物	400	8	000538.SZ	云南白药	29
9	600713.SH	南京医药	398	9	600196.SH	复星医药	27
10	600056.SH	中国医药	393	10	300981.SZ	中红医疗	26

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 11：2021Q1 生物医药板块营收和扣非归母净利润 TOP10

序号	证券代码	公司名称	营业收入 (亿元)	序号	证券代码	公司名称	扣非归母净利润 (亿元)
1	601607.SH	上海医药	516	1	300677.SZ	英科医疗	37
2	600998.SH	九州通	326	2	300760.SZ	迈瑞医疗	17
3	600332.SH	白云山	200	3	002382.SZ	蓝帆医疗	17
4	000028.SZ	国药一致	160	4	600332.SH	白云山	16
5	200028.SZ	一致 B	160	5	600276.SH	恒瑞医药	15
6	000950.SZ	重药控股	145	6	300981.SZ	中红医疗	14
7	600713.SH	南京医药	111	7	000538.SZ	云南白药	14
8	600511.SH	国药股份	103	8	601607.SH	上海医药	12
9	000538.SZ	云南白药	103	9	688298.SH	东方生物	12
10	000078.SZ	海王生物	101	10	002030.SZ	达安基因	11

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 12：2020 年生物医药板块营收和扣非归母净利润同比增长 TOP10

序号	证券代码	证券简称	营业总收入同比增长%	序号	证券代码	证券简称	扣非归母净利润同比增长%
1	688177.SH	百奥泰-U	26327%	1	002030.SZ	达安基因	19913%
2	688289.SH	圣湘生物	1204%	2	688289.SH	圣湘生物	6786%
3	688185.SH	康希诺-U	990%	3	300030.SZ	阳普医疗	5872%
4	688298.SH	东方生物	789%	4	300677.SZ	英科医疗	4045%
5	688317.SH	之江生物	693%	5	300981.SZ	中红医疗	3006%
6	300677.SZ	英科医疗	564%	6	603301.SH	振德医疗	2276%
7	688399.SH	硕世生物	502%	7	688298.SH	东方生物	2082%
8	603301.SH	振德医疗	457%	8	002644.SZ	佛慈制药	2047%
9	002932.SZ	明德生物	429%	9	688317.SH	之江生物	1993%
10	002030.SZ	达安基因	386%	10	002932.SZ	明德生物	1423%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 13：2021Q1 生物医药板块营收和扣非归母净利润同比增长 TOP10

序号	证券代码	证券简称	营业总收入同比增长%	序号	证券代码	证券简称	扣非归母净利润同比增长%
1	688578.SH	艾力斯-U	30866%	1	688068.SH	热景生物	124996%
2	688185.SH	康希诺-U	11483%	2	300244.SZ	迪安诊断	15355%
3	688068.SH	热景生物	3099%	3	002932.SZ	明德生物	13474%
4	002932.SZ	明德生物	2271%	4	600530.SH	交大昂立	4325%
5	688298.SH	东方生物	1926%	5	300677.SZ	英科医疗	2882%
6	688180.SH	君实生物-U	839%	6	688298.SH	东方生物	2660%
7	300677.SZ	英科医疗	771%	7	300981.SZ	中红医疗	2629%
8	300981.SZ	中红医疗	588%	8	002758.SZ	浙农股份	2559%
9	600896.SH	*ST 海医	553%	9	688575.SH	亚辉龙	2510%
10	688221.SH	前沿生物-U	504%	10	300015.SZ	爱尔眼科	1871%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2020年和2021Q1生物医药板块个股涨幅前20排行

表 14：生物医药板块涨幅 TOP20

序号	证券代码	公司名称	2020 年涨跌幅	序号	证券代码	公司名称	2021 年初至 2021 年 5 月 27 日涨跌幅
1	603392.SH	万泰生物	1499%	1	688068.SH	热景生物	320%
2	300677.SZ	英科医疗	1428%	2	688202.SH	美迪西	198%
3	300841.SZ	康华生物	362%	3	002900.SZ	哈三联	183%
4	603976.SH	正川股份	320%	4	002219.SZ	佰仁医疗	128%
5	603301.SH	振德医疗	306%	5	688198.SH	拱东医疗	118%
6	688399.SH	硕世生物	236%	6	000150.SZ	翔宇医疗	114%
7	002030.SZ	达安基因	228%	7	002435.SZ	昊海生科	101%
8	605199.SH	葫芦娃	223%	8	688626.SH	键凯科技	93%
9	600211.SH	西藏药业	203%	9	000963.SZ	华东医药	92%
10	300122.SZ	智飞生物	199%	10	300142.SZ	*ST 恒康	89%
11	300832.SZ	新产业	195%	11	300358.SZ	海泰新光	87%
12	300318.SZ	博晖创新	192%	12	605369.SH	仁和药业	87%
13	832278.NQ	鹿得医疗	186%	13	688677.SH	诺禾致源	86%
14	600763.SH	通策医疗	170%	14	300937.SZ	爱美客	84%
15	688202.SH	美迪西	169%	15	300573.SZ	同仁堂	82%
16	300595.SZ	欧普康视	160%	16	603392.SH	博腾股份	80%
17	000516.SZ	国际医学	159%	17	688050.SH	沃森生物	75%
18	603456.SH	九洲药业	159%	18	600587.SH	爱博医疗	75%
19	300347.SZ	泰格医药	157%	19	000790.SZ	宜华健康	75%
20	300363.SZ	博腾股份	156%	20	300896.SZ	长江健康	74%

资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

风险提示

研发不及预期；销售不达预期；政策不确定性；带量采购影响；疫情控制不及预期等

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

分析师承诺：

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。