

医药生物

报告原因：年报季报总结

2021年6月1日

2020 年年报及 2021 年一季报综述

行业业绩恢复性增长，持续看好创新药等高景气领域

维持评级

看好

行业研究

医药生物近一年市场表现



分析师：

刘建宏

执业登记编码：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点：

➤ **2020 年行业实现增长，2021Q1 显著恢复。**依据国家统计局数据，2020 年医药制造业规模以上企业实现营业收入 2.49 万亿元，同比增长 4.50%；利润总额 3506.70 亿元，同比增长 12.80%。2020Q1 主营业务收入同比增长 33.50%，与 2019 年同期相比增长 9.60%，两年复合增长率为 4.69%；利润总额同比增长 88.70%，与 2019 年同期相比增长 52.40%，两年复合增长率为 23.45%。剔除不可比数据，2020 年医药上市公司（287 家）营业收入同比增长 9.31%，归母净利润同比增长 24.54%。2020Q1 医药上市公司（317 家）营业收入同比增长 31.35%，与 2019 年同期相比增长 21.82%，两年复合增长率为 10.37%；归母净利润同比增长 75.81%，与 2019 年同期相比增长 46.93%，两年复合增长率为 21.22%。受新冠疫情影响，2020Q1 行业业绩有所下滑，随着国内疫情得到有效控制，2020Q2-Q4 业绩逐步恢复，2020 年全年业绩实现增长。由于 2020Q1 基数较低，2021Q1 行业业绩实现高速增长。行业利润增速高于收入增速，主要与销售费用率下降有关。

➤ **细分行业分化明显，医疗器械与医疗服务表现亮眼。**细分行业分化较为明显。2020 年，医疗器械与医疗服务表现亮眼，医药商业、化学原料药、生物制品维持较好景气度，化学制剂、中药承压。2021Q1，由于基数较低，各子行业均实现较好增长，医疗器械与医疗服务仍表现突出。

➤ **行业整体表现较好，医美与小市值相关个股大涨。**截止 2021 年 5 月 31 日，医药生物整体上涨 9.61%，跑赢沪深 300 指数 7.30 百分点，在 28 个申万一级行业中排名第 8。医药行业子板块中，医疗服务涨幅最大，上涨 20.74%，医药商业跌幅最大，下跌 2.92%。估值方面，申万一级医药行业 PE（TTM）为 41.67 倍，相对沪深 300 最新溢价率为 186.%，处于行业历史中位水平，在申万 28 个一级行业中处于中上游水平。医药子板块估值分化明显，其中医疗服务估值最高，达到 94.64 倍，医药商业估值较低，



为 18.62 倍。个股方面，2021 年医美及大量优质小市值公司均表现亮眼，热景生物、哈三联、美迪西等个股涨幅均超 100%。

➤ **投资建议。**医保控费大环境下，行业结构持续分化，部分细分领域符合产业发展趋势，景气度持续，建议投资者关注：

(1) 创新药。医保基金“腾轮换鸟”逐步深化，具备高临床价值属性的创新药地位进一步突出，市场空间加速放量。一方面，目前国产创新药已开启上市之路，进入黄金收获期，基于其研发周期长、投入大、成功率低的研发属性，建议关注研发实力较强、管线丰富、结构合理、产品优势突出的优质国产创新龙头企业，如恒瑞医药、复星医药等；另一方面，国内创新药研发热度持续，为提高研发效率，降低研发成本及研发风险，越来越多的制药企业选择医药外包服务（CXO），CRO、CMO、CDMO 等医药外包企业迎来业绩加速期，建议关注相关优质企业药明康德、康龙化成等。

(2) 高景气消费细分领域。疫苗等刚性消费细分领域受医保控费政策影响较小，行业壁垒较高，市场空间巨大，预计未来仍将维持高景气状态，建议关注智飞生物、康泰生物、华兰生物等研发与生产实力兼具的相关优质企业。

风险提示：行业政策风险、药品安全风险、研发风险、市场竞争风险、疫情影响风险。

,

目录

1. 2020 年行业实现增长，2021Q1 显著恢复	6
2. 细分行业分化明显，医疗器械与医疗服务表现亮眼	8
2.1 化学制剂：行业整体持续承压，创新药为主要推动力	8
2.2 化学原料药：业绩维持增长，CDMO 景气度持续攀升	10
2.3 中药：行业整体持续承压，品牌龙头企业维持稳定增长	11
2.4 生物制品：行业业绩实现恢复性增长，多个细分领域持续高景气	13
2.5 医疗器械：疫情相关产品需求持续，行业业绩表现亮眼	14
2.6 医疗服务：行业业绩表现突出，专科医疗及 CRO 景气度持续	16
2.7 医药商业：行业整体延续增长态势，零售药店表现稳健	17
3. 行业整体表现较好，医美与小市值相关个股大涨	18
3.1 行业涨幅排名靠前，医疗服务表现最佳	18
3.2 行业估值处于历史中位水平，子板块分化明显	19
3.3 医美及小市值公司受追捧，相关优质个股涨幅靠前	20
4. 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：医药制造业营业收入及利润总额累计同比	6
图 2：2016-2020 医药上市公司业绩增速	7
图 3：2019-2021Q1 医药上市公司单季度业绩增速	7
图 4：2016-2020 医药上市公司毛利率及净利率（整体法）	7
图 5：2019-2021Q1 医药上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	7
图 6：2016-2020 医药上市公司期间费用率（整体法）	7
图 7：2019-2021Q1 医药上市公司单季度期间费用率（整体法）	7
图 8：2016-2020 化学制剂上市公司业绩增速	9
图 9：2019-2021Q1 化学制剂上市公司单季度业绩增速	9

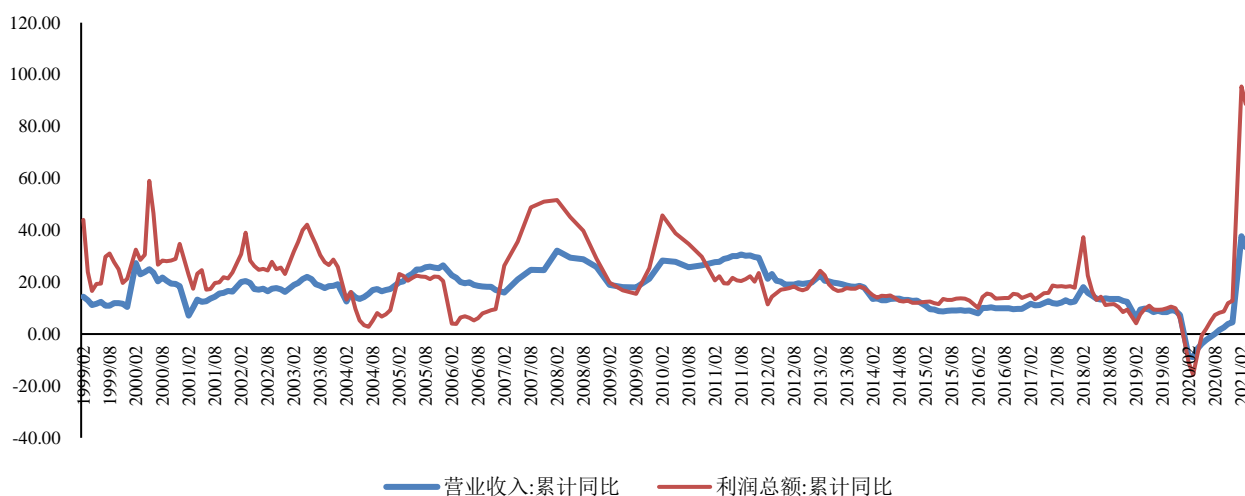
图 10: 2016-2020 化学制剂上市公司毛利率及净利率（整体法）	9
图 11: 2019-2020Q1 化学制剂上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	9
图 12: 2016-2020 化学制剂上市公司期间费用率（整体法）	9
图 13: 2019-2020Q1 化学制剂上市公司单季度期间费用率（整体法）	9
图 14: 2016-2020 原料药上市公司业绩增速	10
图 15: 2019-2021Q1 原料药上市公司单季度业绩增速	10
图 16: 2016-2020 原料药上市公司毛利率及净利率（整体法）	11
图 17: 2019-2021Q1 原料药上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	11
图 18: 2016-2020 原料药上市公司期间费用率（整体法）	11
图 19: 2019-2021Q1 原料药上市公司单季度期间费用率（整体法）	11
图 20: 2016-2020 中药上市公司业绩增速	12
图 21: 2019-2021Q1 中药上市公司单季度业绩增速	12
图 22: 2016-2020 中药上市公司毛利率及净利率（整体法）	12
图 23: 2019-2021Q1 中药上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	12
图 24: 2016-2020 中药上市公司期间费用率（整体法）	12
图 25: 2019-2021Q1 中药上市公司单季度期间费用率（整体法）	12
图 26: 2016-2020 生物制品上市公司业绩增速	13
图 27: 2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度业绩增速	13
图 28: 2016-2020 生物制品上市公司毛利率及净利率（整体法）	14
图 29: 2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	14
图 30: 2016-2020 生物制品上市公司期间费用率（整体法）	14
图 31: 2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度期间费用率（整体法）	14
图 32: 2016-2020 医疗器械上市公司业绩增速	15
图 33: 2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度业绩增速	15
图 34: 2016-2020 医疗器械上市公司毛利率及净利率（整体法）	15
图 35: 2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）	15
图 36: 2016-2020 医疗器械上市公司期间费用率（整体法）	15
图 37: 2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度期间费用率（整体法）	15
图 38: 2016-2020 医疗服务上市公司业绩增速	16

图 39: 2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度业绩增速.....	16
图 40: 2016-2020 医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）.....	16
图 41: 2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）.....	16
图 42: 2016-2020 医疗服务上市公司期间费用率（整体法）.....	17
图 43: 2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度期间费用率（整体法）.....	17
图 44: 2016-2020 医药商业上市公司业绩增速.....	17
图 45: 2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度业绩增速.....	17
图 46: 2016-2020 医药商业上市公司毛利率及净利率（整体法）.....	18
图 47: 2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）.....	18
图 48: 2016-2020 医药商业上市公司期间费用率（整体法）.....	18
图 49: 2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度期间费用率（整体法）.....	18
图 50: 申万行业及大盘涨跌幅对比.....	19
图 51: 医药生物行业各子板块涨跌幅对比.....	19
图 52: 申万一级医药生物行业及沪深 300 指数估值.....	19
图 53: 医药各子行业估值情况.....	19
图 54: 医药各子行业估值情况.....	20
表 1: 2019/2020 年及 2019Q1/2020Q1/2021Q1 医药各子行业营业收入及净利润增速.....	8
表 2: 2021 年医药生物行业个股涨幅前二十位（剔除次新股）.....	20

1. 2020 年行业实现增长，2021Q1 显著恢复

依据国家统计局数据，2020 年医药制造业规模以上企业实现营业收入 2.49 万亿元，同比增长 4.50%；利润总额 3506.70 亿元，同比增长 12.80%。2020Q1 主营业务收入同比增长 33.50%，与 2019 年同期相比增长 9.60%，两年复合增长率为 4.69%；利润总额同比增长 88.70%，与 2019 年同期相比增长 52.40%，两年复合增长率为 23.45%。

图 1：医药制造业营业收入及利润总额累计同比



数据来源：wind、山西证券研究所

剔除不可比数据，2020 年医药上市公司(287 家)营业收入同比增长 9.31%，归母净利润同比增长 24.54%。盈利能力方面，毛利率同比下降 0.85 个百分点，净利率同比提升 1.25 个百分点；销售费用率同比下降 2.5 个百分点，其他费用率波动较小。2020Q1 医药上市公司（317 家）营业收入同比增长 31.35%，与 2019 年同期相比增长 21.82%，两年复合增长率为 10.37%；归母净利润同比增长 75.81%，与 2019 年同期相比增长 46.93%，两年复合增长率为 21.22%。盈利能力方面，毛利率同比提升 0.82 个百分点，净利率同比提升 2.62 个百分点；销售费用率同比下降 1.26 个百分点，管理费用率同比下降 0.50 个百分点，其他费用率波动较小。

受新冠疫情影响，2020Q1 行业业绩有所下滑，随着国内疫情得到有效控制，2020Q2-Q4 业绩逐步恢复，2020 年全年业绩实现增长。由于 2020Q1 基数较低，2021Q1 行业业绩实现高速增长。行业利润增速高于收入增速，主要与销售费用率下降有关。

注：2018 年起研发费用从管理费用中拆分，报告中图表 2018 年前未列出相关数据

图 2：2016-2020 医药上市公司业绩增速

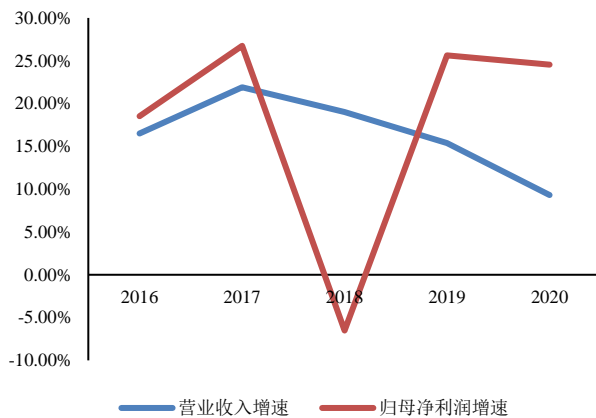
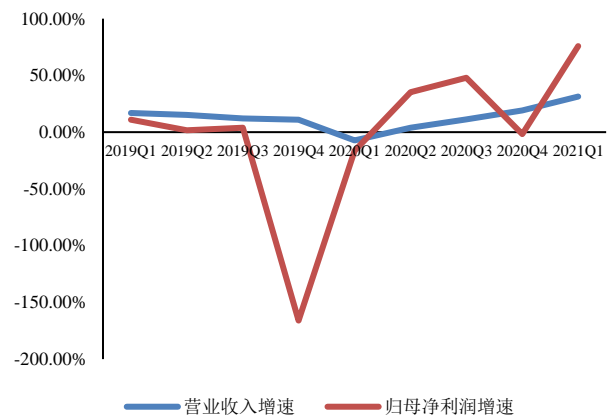


图 3：2019-2021Q1 医药上市公司单季度业绩增速



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

图 4：2016-2020 医药上市公司毛利率及净利率（整体法）

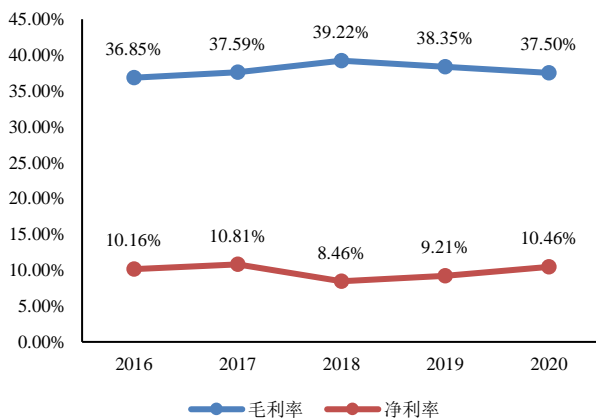
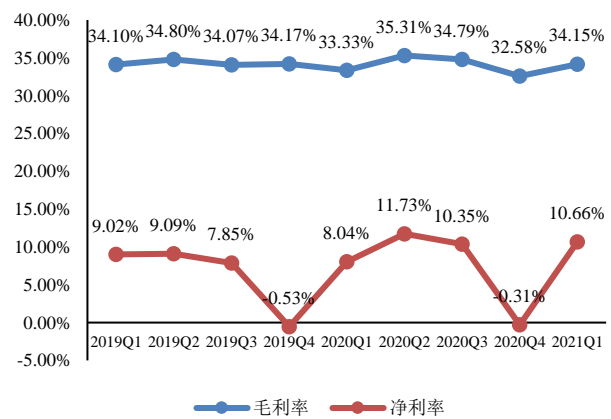


图 5：2019-2021Q1 医药上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

图 6：2016-2020 医药上市公司期间费用率（整体法）

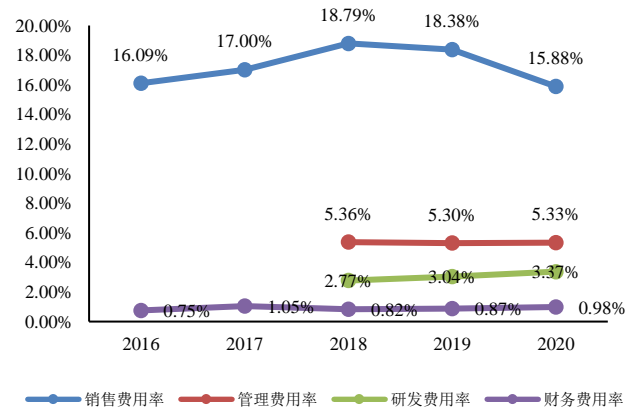
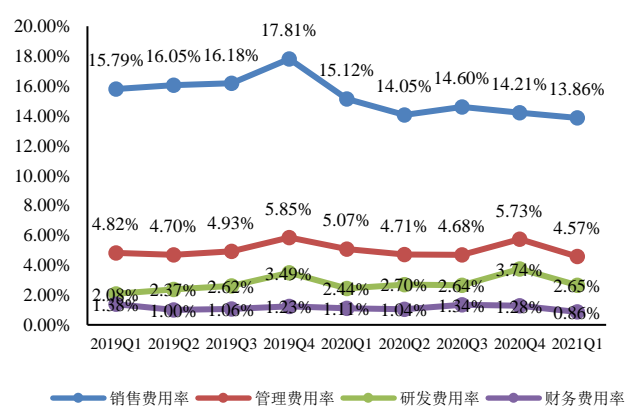


图 7：2019-2021Q1 医药上市公司单季度期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

2. 细分行业分化明显，医疗器械与医疗服务表现亮眼

从细分行业来看，分化较为明显。2020年，医疗器械与医疗服务表现亮眼，医药商业、化学原料药、生物制品维持较好景气度，化学制剂、中药承压。2021Q1，由于基数较低，各子行业均实现较好增长，医疗器械与医疗服务仍表现突出。

表 1：2019/2020 年及 2019Q1/2020Q1/2021Q1 医药各子行业营业收入及净利润增速

板块名称	2019A		2020A		2019Q1		2020Q1		2021Q1	
	营收增速 (%)	净利增速 (%)	营收增速 (%)	净利增速 (%)	营收增速 (%)	净利增速 (%)	营收增速 (%)	净利增速 (%)	营收增速 (%)	净利增速 (%)
医药生物	15.38	25.62	9.31	24.54	16.81	10.93	-7.62	-16.42	31.35	75.81
化学制剂	14.44	30.45	-4.95	-21.75	15.87	12.50	-9.63	-20.55	15.36	22.54
化学原料药	9.14	53.05	5.16	21.06	1.50	-27.41	-3.19	6.11	25.73	23.13
中药	12.40	2.39	-1.98	2.88	15.95	4.02	-12	-26.44	19.54	15.92
生物制品	11.98	76.09	6.80	19.01	17.02	48.41	-8.74	0.33	34.50	53.19
医疗器械	16.56	15.10	57.62	125.10	23.89	51.55	4.13	-0.23	102.93	247.83
医疗服务	20.69	39.49	22.53	70.34	7.39	17.35	-13.48	-119.21	74.86	-
医药商业	19.79	16.70	17.06	20.13	19.77	7.99	-5.51	-5.45	28.66	39.69

数据来源：wind、山西证券研究所

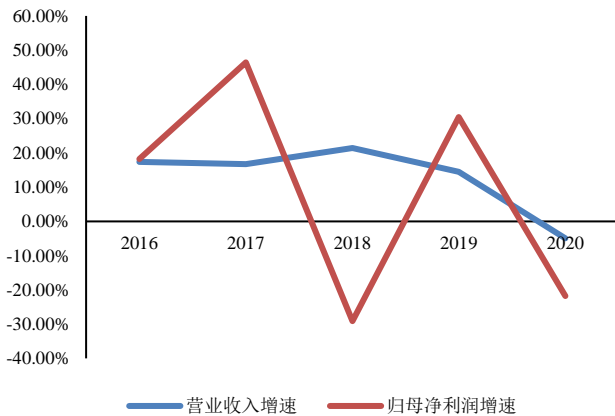
2.1 化学制剂：行业整体持续承压，创新药为主要推动力

受疫情、带量采购等政策影响，2020年化学制剂上市公司营业收入同比下降4.95%，归母净利润同比下降21.75%。盈利能力方面，毛利率同比下降1.19个百分点，净利率下降1.47个百分点；销售费用率同比下降2.32个百分点，管理费用率同比提升0.94个百分点，研发费用率同比提升1.33个百分点，财务费用率同比提升0.60个百分点。

国内疫情防控良好，行业业绩显著恢复，2020Q1化学制剂上市公司营业收入同比增长15.36%，与2019年同期相比增长4.26%，两年复合增长率为2.11%；归母净利润同比增长22.54%，与2019年同期相比下降2.64%，两年复合增长率为-1.33%。盈利能力方面，毛利率同比下降1.16个百分点，净利率维持稳定；销售费用率同比下降1.28个百分点，其他费用率波动较小。

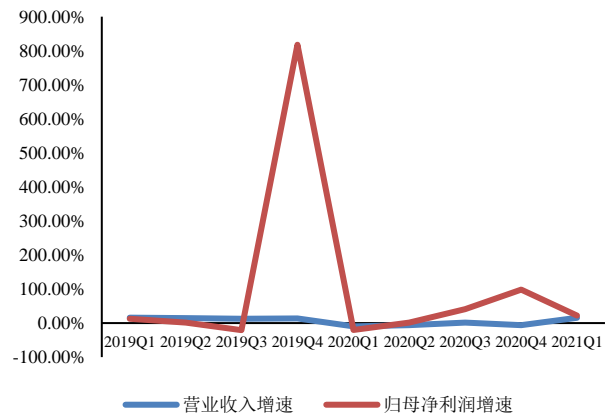
带量采购进入常态化，行业整体持续承压，结构分化日益明显，龙头公司业绩表现稳健，创新药成为行业业绩增长主要推动力，行业整体持续迈向高质量发展阶段。

图 8：2016-2020 化学制剂上市公司业绩增速



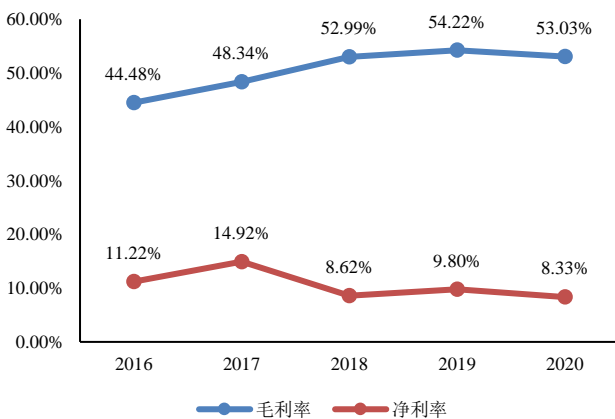
数据来源：wind、山西证券研究所

图 9：2019-2021Q1 化学制剂上市公司单季度业绩增速



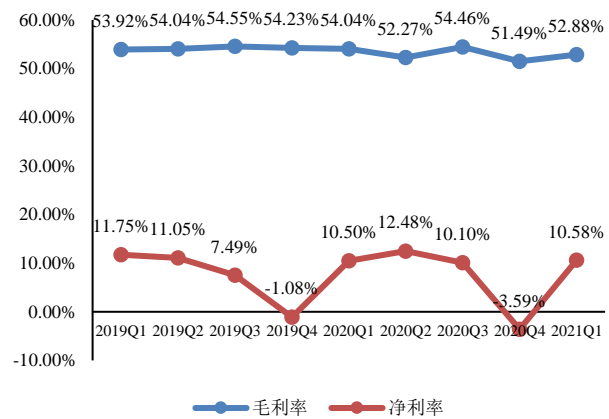
数据来源：wind、山西证券研究所

图 10：2016-2020 化学制剂上市公司毛利率及净利率（整体法）



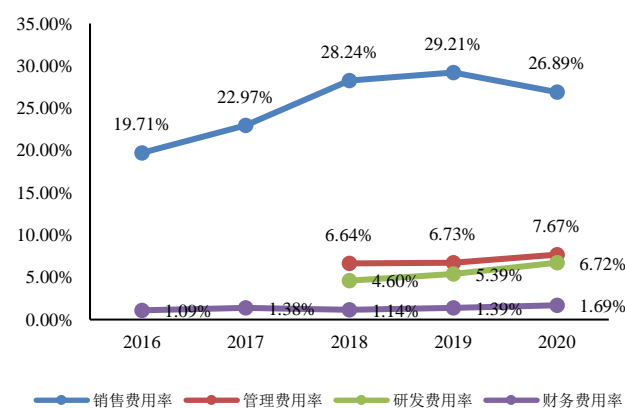
数据来源：wind、山西证券研究所

图 11：2019-2020Q1 化学制剂上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



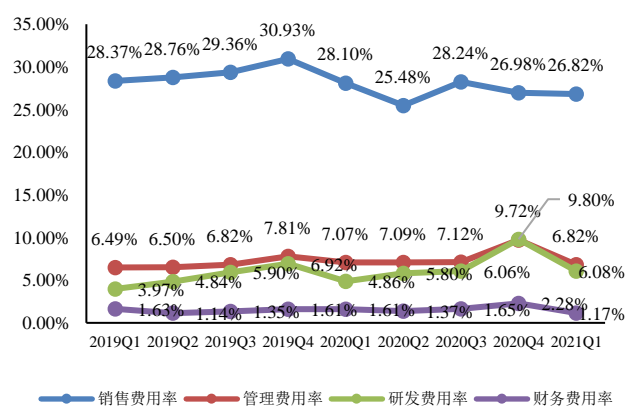
数据来源：wind、山西证券研究所

图 12：2016-2020 化学制剂上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 13：2019-2020Q1 化学制剂上市公司单季度期间费用率（整体法）



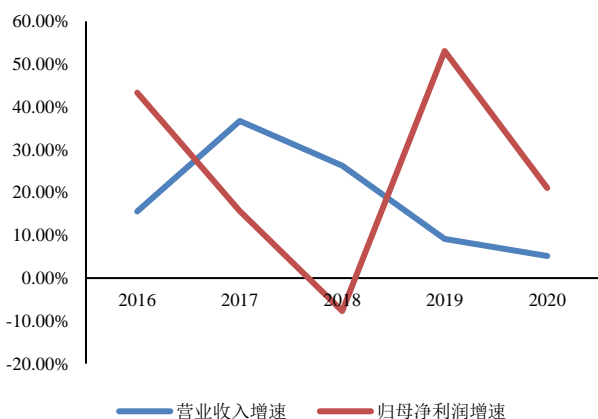
数据来源：Wind、山西证券研究所

2.2 化学原料药：业绩维持增长，CDMO 景气度持续攀升

2020 年化学原料药上市公司营业收入同比增长 5.16%，归母净利润同比增长 21.06%。盈利能力方面，毛利率、净利率分别同比提升 2.34、1.98 个百分点；销售费用率同比下降 1.31 个百分点，财务费用率同比下降 1.08 个百分点，管理费用率及研发费用率波动较小。行业增速有所放缓，但疫情防控下，仍维持较高景气度。相较大宗原料药，特色原料药技术壁垒高、客户黏性及利润水平高，成长性好，近几年在环保等政策的推动下，国内企业持续转型升级，特色原料药市场快速崛起。一方面，海外疫情持续蔓延，欧美、印度等海外原料药主要生产国受影响较为严重，部分原料药供给短缺，作为新兴市场，我国特色原料药国际地位将得到进一步提升；另一方面，国内创新药研发浪潮推动下，CDMO 行业景气度持续攀升，凯莱英、药石科技等优质企业进入业绩加速期。

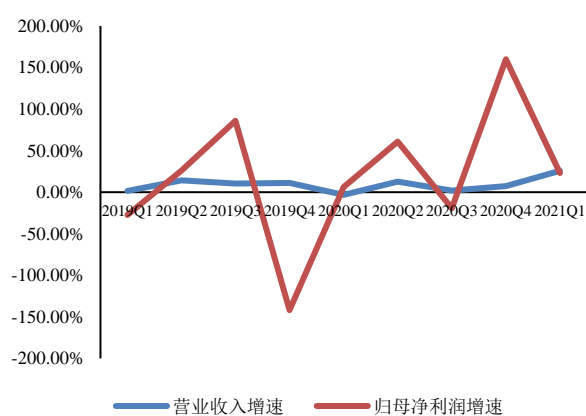
2021Q1 化学原料药上市公司营业收入同比增长 25.73%，与 2019 年同期相比增长 21.72%，两年复合增长率为 10.33%；归母净利润同比增长 23.13%，与 2019 年同期相比增长 30.65%，两年复合增长率为 14.30%。盈利能力方面，毛利率、净利率分别同比下降 2.55、0.61 个百分点；销售费用率同比下降 1.39 个百分点，管理费用率同比下降 0.83 个百分点，研发费用率同比提升 0.65 个百分点，财务费用率波动较小。

图 14：2016-2020 原料药上市公司业绩增速



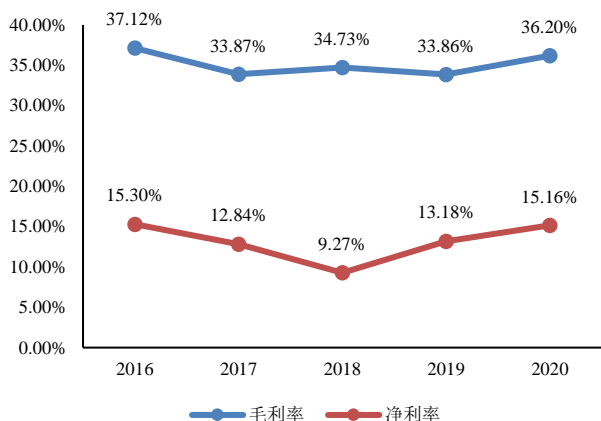
数据来源：wind、山西证券研究所

图 15：2019-2021Q1 原料药上市公司单季度业绩增速



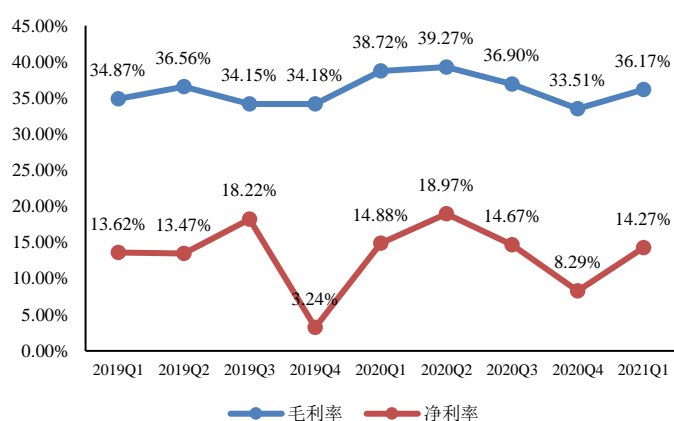
数据来源：wind、山西证券研究所

图 16: 2016-2020 原料药上市公司毛利率及净利率(整体法)



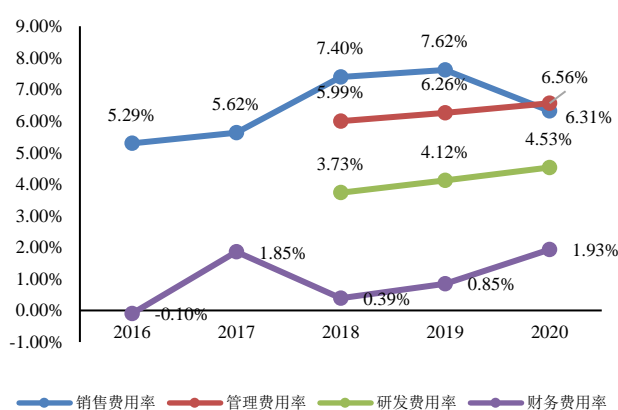
数据来源: wind、山西证券研究所

图 17: 2019-2021Q1 原料药上市公司单季度毛利率及净利率(整体法)



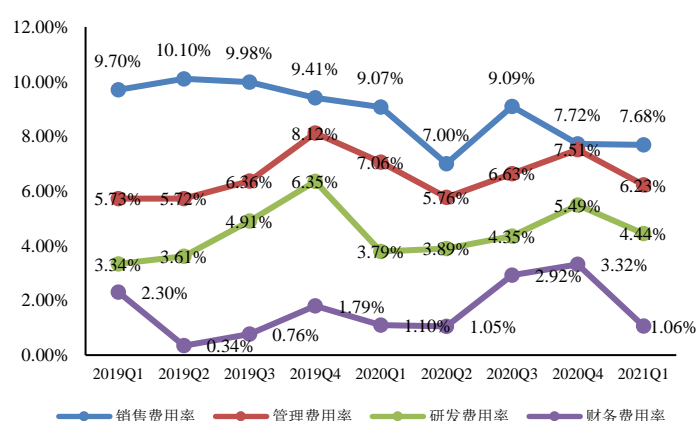
数据来源: wind、山西证券研究所

图 18: 2016-2020 原料药上市公司期间费用率(整体法)



数据来源: wind、山西证券研究所

图 19: 2019-2021Q1 原料药上市公司单季度期间费用率(整体法)



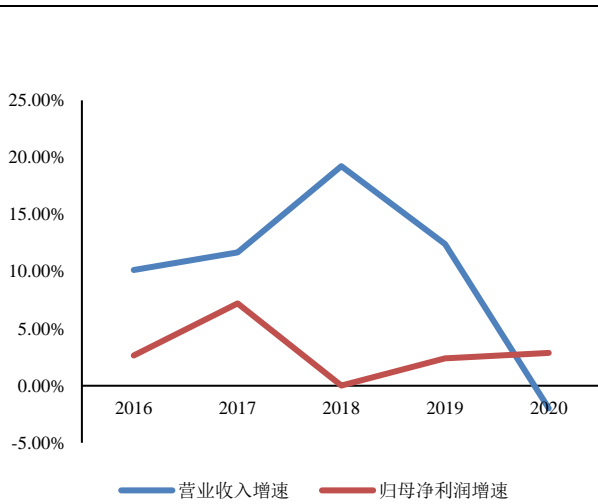
数据来源: wind、山西证券研究所

2.3 中药：行业整体持续承压，品牌龙头企业维持稳定增长

2020 年中药上市公司营业收入同比下降 1.98%，归母净利润同比增长 2.88%。盈利能力方面，毛利率同比下降 1.40 个百分点，净利率略有上升；销售费用率同比下降 2 个百分点，其他费用率波动较小。受疫情及医保目录调整、重点药品监控、使用限制等医保控费政策影响，行业整体持续承压，但部分品牌龙头企业如云南白药、片仔癀等仍维持稳定增长，疫情相关企业如以岭药业实现高速增长。

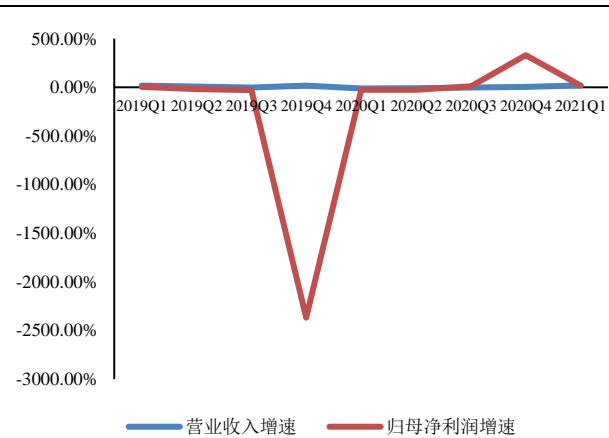
2021Q1 中药上市公司营业收入同比增长 19.54%，与 2019 年同期相比增长 5.20%，两年复合增长率为 2.57%；归母净利润同比增长 15.92%，与 2019 年同期相比下降 14.74%，两年复合增长率为-7.66%。盈利能力方面，毛利率同比提升 1.50 个百分点，净利率略有下降；销售费用率同比提升 0.65 个百分点，其他费用率波动较小。

图 20：2016-2020 中药上市公司业绩增速



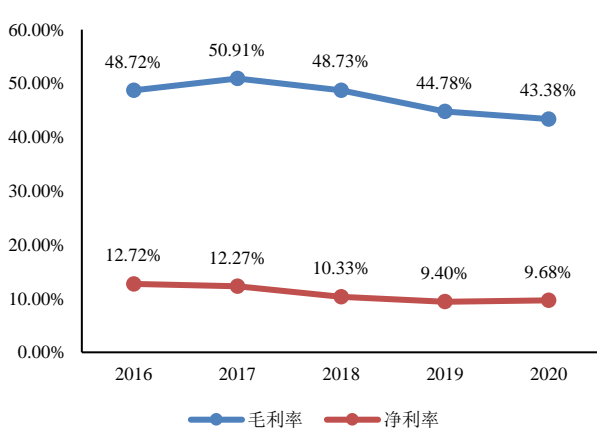
数据来源：wind、山西证券研究所

图 21：2019-2021Q1 中药上市公司单季度业绩增速



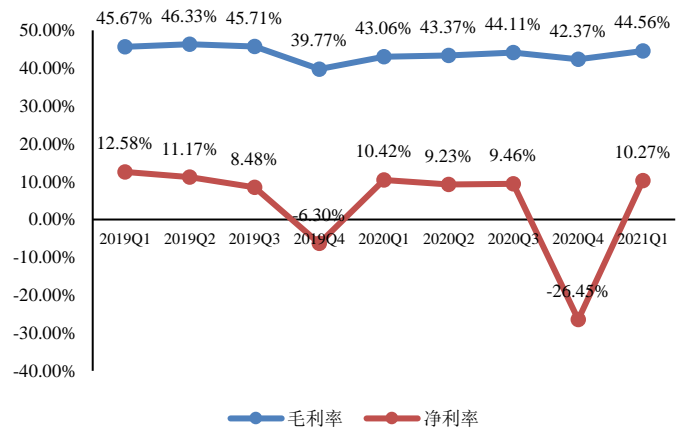
数据来源：wind、山西证券研究所

图 22：2016-2020 中药上市公司毛利率及净利率（整体法）



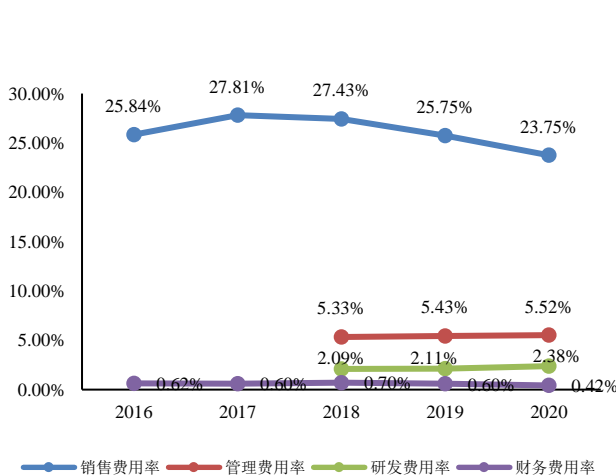
数据来源：wind、山西证券研究所

图 23：2019-2021Q1 中药上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



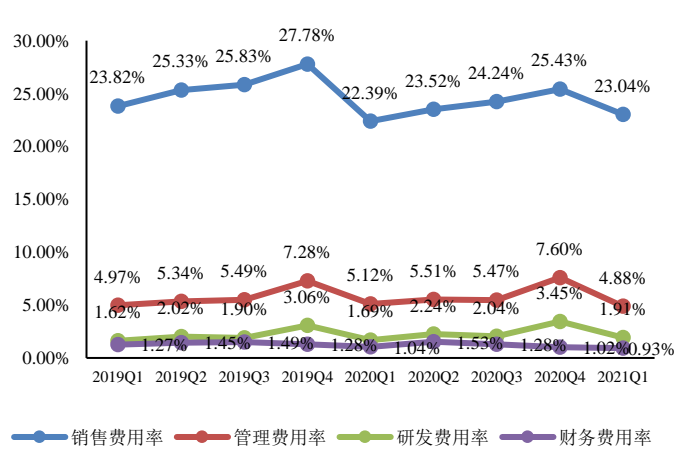
数据来源：wind、山西证券研究所

图 24：2016-2020 中药上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

图 25：2019-2021Q1 中药上市公司单季度期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

2.4 生物制品：行业业绩实现恢复性增长，多个细分领域持续高景气

2020 年生物制品上市公司营业收入同比增长 6.80%，归母净利润同比增长 19.01%。盈利能力方面，毛利率同比下降 1.06 个百分点，净利率同比提升 1.69 个百分点；销售费用率同比下降 2.53 个百分点，研发费用率提升 1.07 个百分点，其他费用率波动较小。受新冠疫情影响，2020 年行业增速放缓，但随着国内疫情得到有效控制，2020Q2-Q4 业绩已实现恢复性增长。

2021Q1 生物制品上市公司营业收入同比增长 34.50%，与 2019 年同期相比增长 22.75%，两年复合增长率为 10.79%；归母净利润同比增长 53.19%，与 2019 年同期相比增长 53.70%，两年复合增长率为 23.98%。盈利能力方面，毛利率略有下降，净利率同比提升 2.52 个百分点；管理费用率同比下降 1.38 个百分点，其他费用率波动较小。生物制药产业是目前医药产业中发展最快、活力最强、技术壁垒最高的领域之一，疫苗、生长激素等细分领域景气度持续，智飞生物等相关优质企业业绩恢复高速增长。

图 26：2016-2020 生物制品上市公司业绩增速

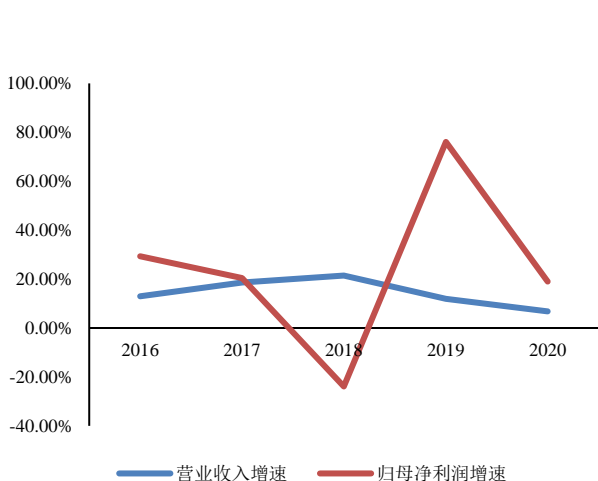
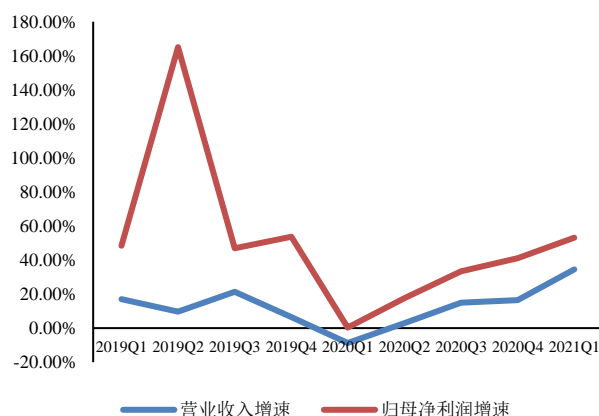


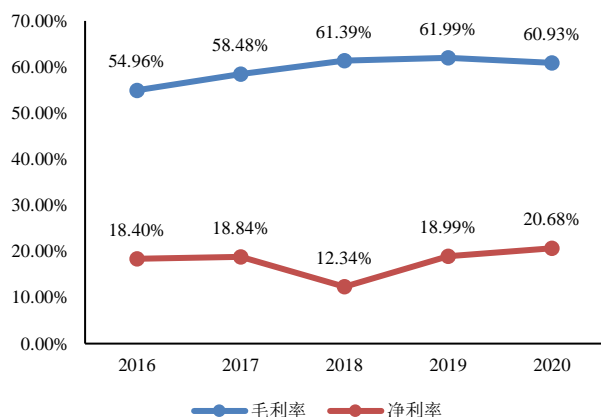
图 27：2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度业绩增速



数据来源：wind、山西证券研究所

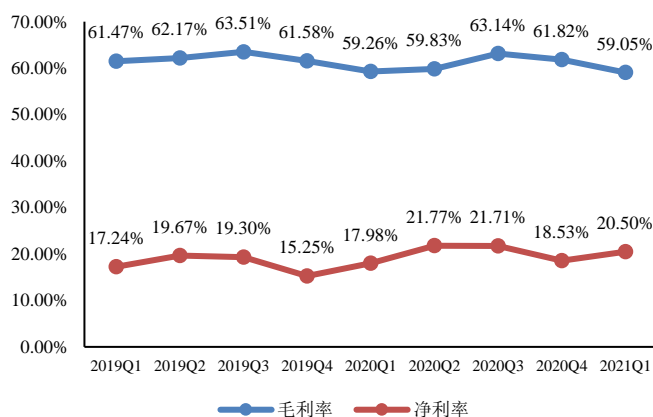
数据来源：wind、山西证券研究所

图 28：2016-2020 生物制品上市公司毛利率及净利率（整体法）



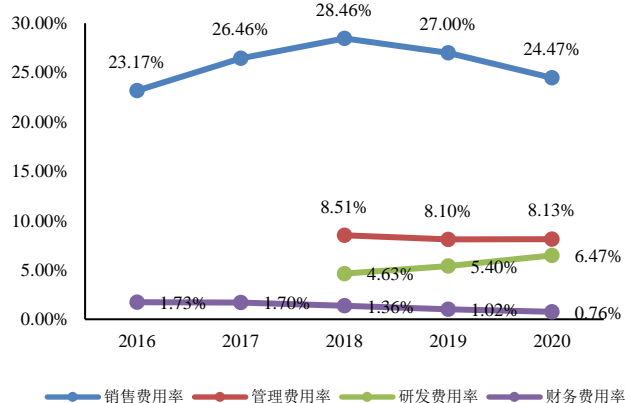
数据来源：wind、山西证券研究所

图 29：2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



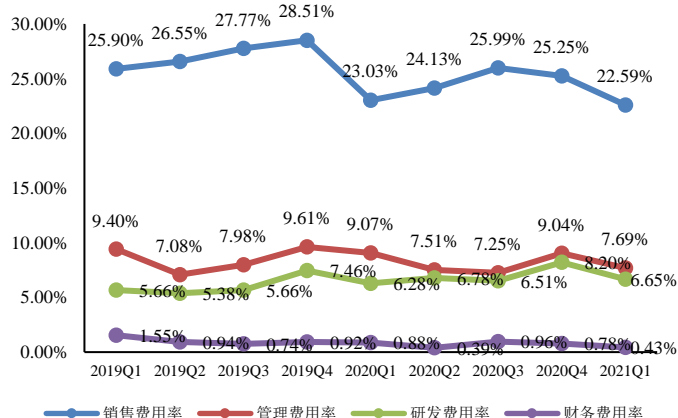
数据来源：wind、山西证券研究所

图 30：2016-2020 生物制品上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

图 31：2019-2021Q1 生物制品上市公司单季度期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

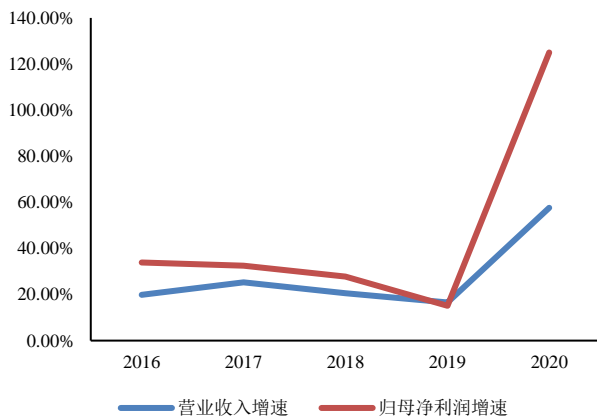
2.5 医疗器械：疫情相关产品需求持续，行业业绩表现亮眼

2020 年医疗器械上市公司营业收入同比增长 57.62%，归母净利润同比增长 125.01%。盈利能力方面，毛利率、净利率分别同比提升 2.19、8.54 个百分点；销售费用率、管理费用率及研发费用率分别下降 5.49、1.52、1.08 个百分点，财务费用率同比提升 0.81 个百分点。

2021Q1 医疗器械上市公司营业收入同比增长 102.93%，与 2019 年同期相比增长 111.30%，两年复合增长率为 45.36%；归母净利润同比增长 247.83%，与 2019 年同期相比增长 247.04%，两年复合增长率为 86.29%。盈利能力方面，毛利率、净利率分别同比提升 6.33、13.19 个百分点；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比下降 4.98、2.53、2.10 个百分点，财务费用率基本维持稳定。

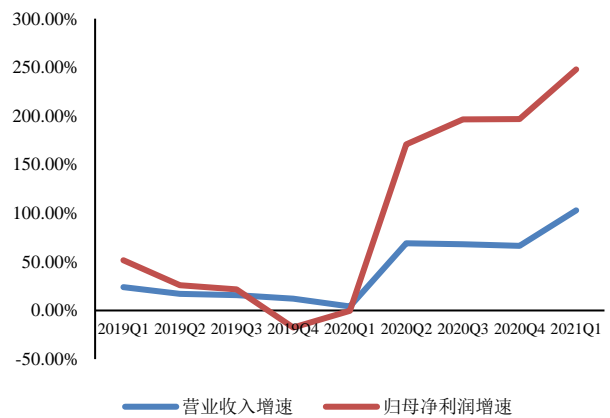
国内疫情防控常态化，全球疫情持续蔓延，核酸检测、口罩、呼吸机等疫情相关市场需求持续，行业业绩延续爆发式增长。

图 32：2016-2020 医疗器械上市公司业绩增速



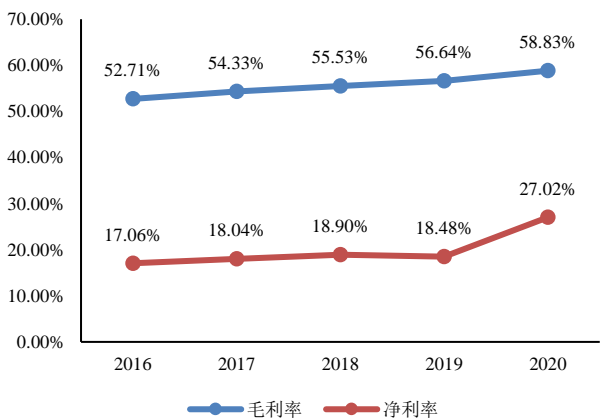
数据来源：wind、山西证券研究所

图 33：2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度业绩增速



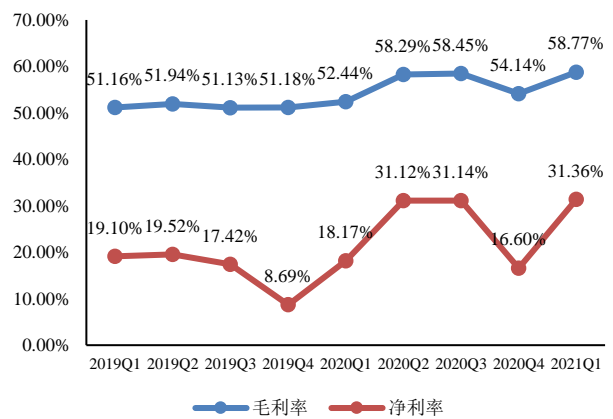
数据来源：wind、山西证券研究所

图 34：2016-2020 医疗器械上市公司毛利率及净利率（整体法）



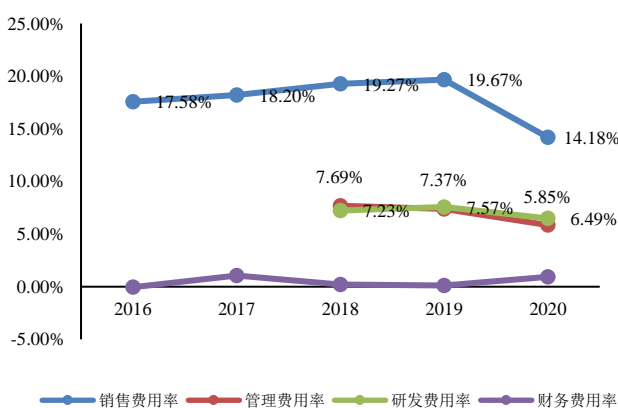
数据来源：wind、山西证券研究所

图 35：2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



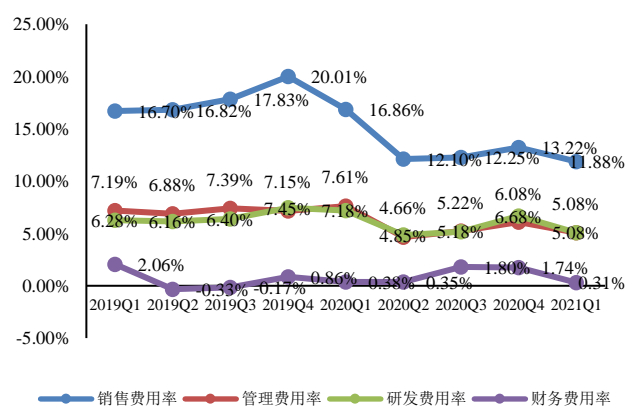
数据来源：wind、山西证券研究所

图 36：2016-2020 医疗器械上市公司期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

图 37：2019-2021Q1 医疗器械上市公司单季度期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

2.6 医疗服务：行业业绩表现突出，专科医疗及 CRO 高景气度持续

2020 年医疗服务上市公司营业收入同比增长 22.53%，归母净利润同比增长 70.34%。盈利能力方面，毛利率、净利率同比分别提升 1.36、4.87 个百分点；销售费用率、管理费用率分别下降 0.57、0.51 个百分点，财务费用率同比提升 0.84 个百分点，研发费用率维持稳定。

2021Q1 医疗服务上市公司营业收入同比增长 74.86%，与 2019 年同期相比增长 51.30%，两年复合增长率为 22.98%；归母净利润转正，与 2019 年同期相比大幅增长 160.33%，两年复合增长率为 61.35%。盈利能力方面，毛利率同比提升 10.55 个百分点；管理费用率同比下降 3.13 个百分点，财务费用率同比下降 0.89 个百分点，销售费用率、研发费用率基本维持稳定。

爱尔眼科、通策医疗等专科医疗服务龙头虽 2020Q1 业绩受疫情影响较大，但随着国内疫情的控制，2020Q2 起业绩快速恢复；一致性评价及医药创新需求持续推动下，CRO 行业维持高景气状态，药明康德等龙头企业业绩持续高增长。

图 38：2016-2020 医疗服务上市公司业绩增速

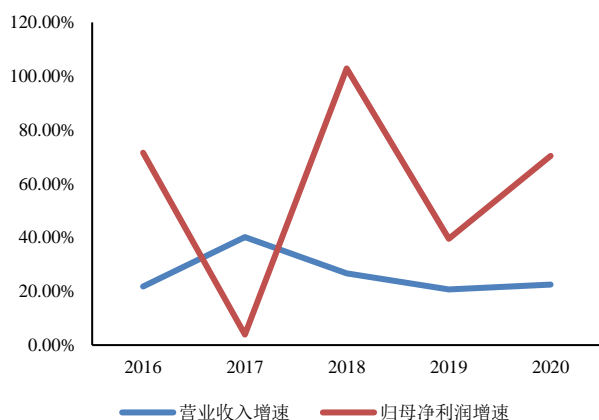
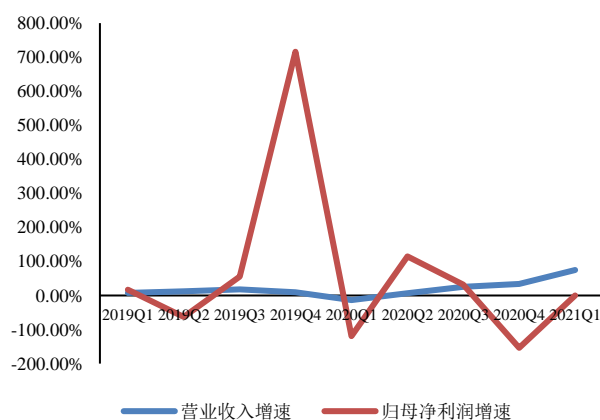
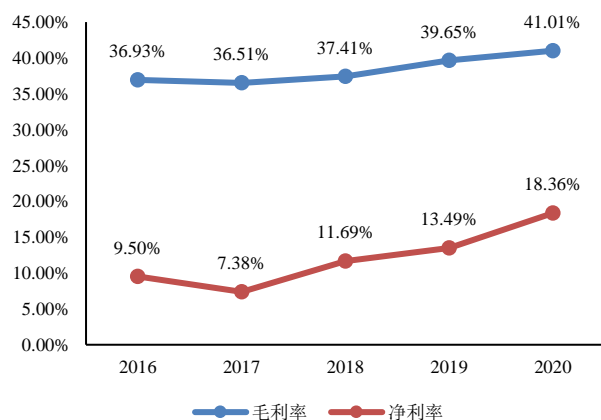


图 39：2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度业绩增速



数据来源：wind、山西证券研究所

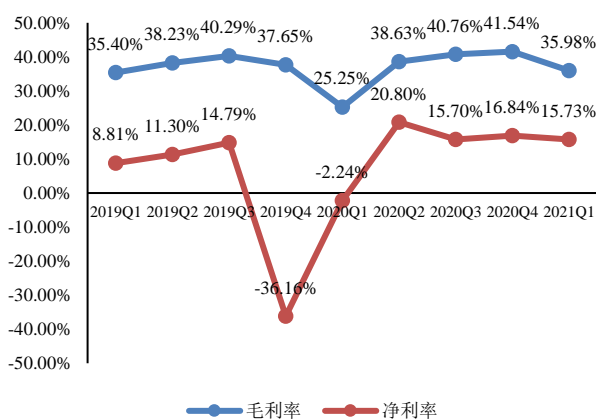
图 40：2016-2020 医疗服务上市公司毛利率及净利率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

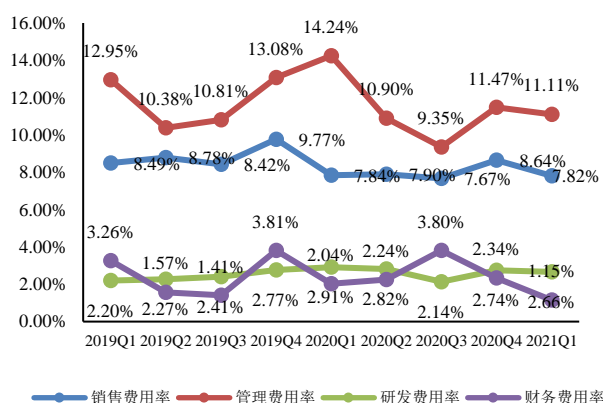
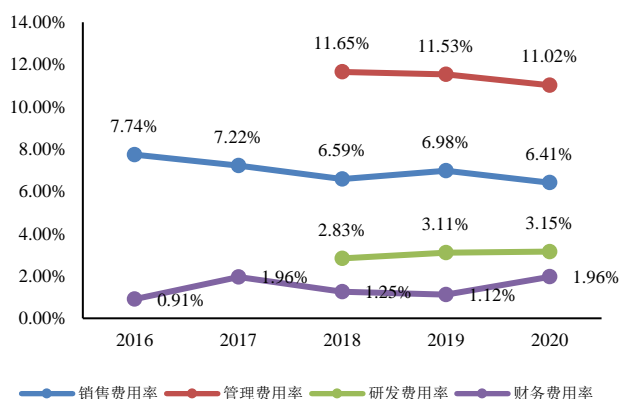
数据来源：wind、山西证券研究所

图 41：2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度毛利率及净利率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

图 42：2016-2020 医疗服务上市公司期间费用率（整体法） 图 43：2019-2021Q1 医疗服务上市公司单季度期间费用率（整体法）



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所

2.7 医药商业：行业整体延续增长态势，零售药店表现稳健

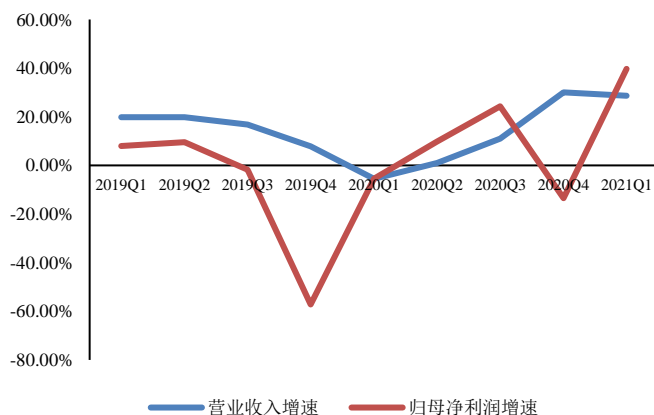
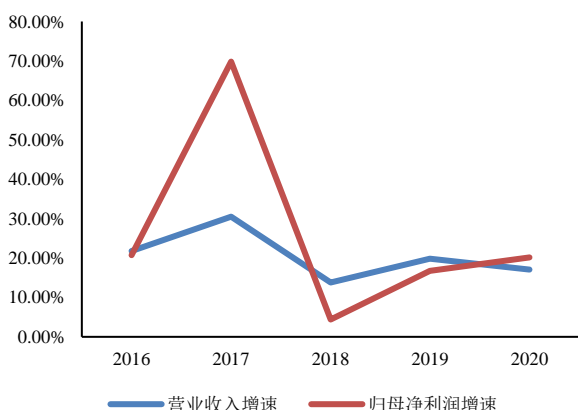
2020 年医药商业上市公司营业收入同比增长 17.06%，归母净利润同比增长 20.13%。盈利能力方面，毛利率、净利率及费用率均维持稳定。

2021Q1 医药商业上市公司营业收入同比增长 28.66%，与 2019 年同期相比增长 21.56%，两年复合增长率为 10.26%；归母净利润同比增长 39.69%，与 2019 年同期相比增长 32.09%，两年复合增长率为 14.93%。盈利能力方面，毛利率同比下降 1.70 个百分点，净利率略有下降；销售费用率同比下降 0.51 个百分点，其他费用率均维持稳定。

行业整体延续增长态势，受益于处方外流及规模化效应，一心堂、益丰药房等零售药店业绩表现稳健。

图 44：2016-2020 医药商业上市公司业绩增速

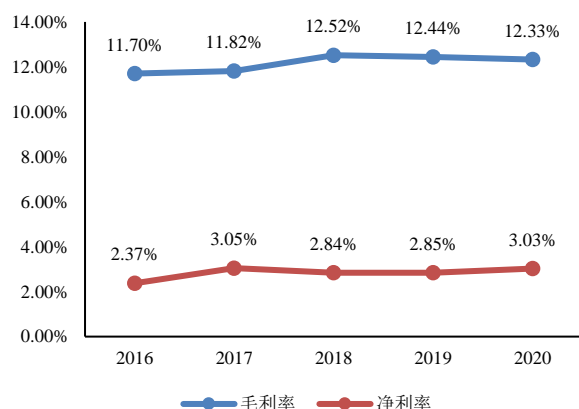
图 45：2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度业绩增速



数据来源：wind、山西证券研究所

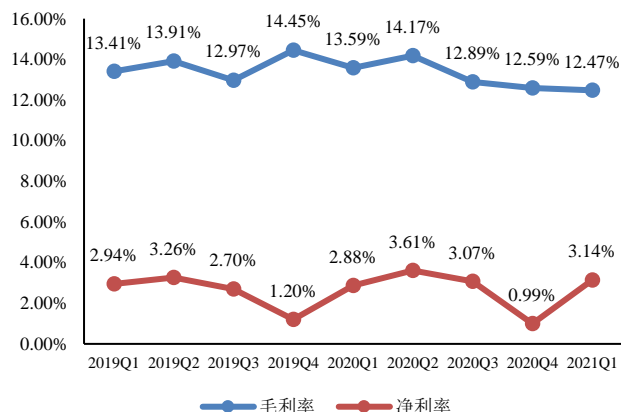
数据来源：wind、山西证券研究所

图 46: 2016-2020 医药商业上市公司毛利率及净利率(整体法)



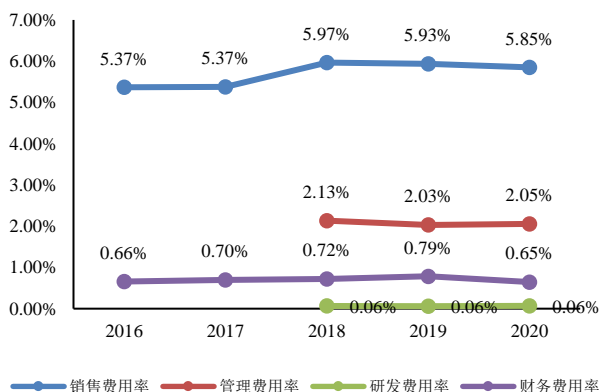
数据来源: wind、山西证券研究所

图 47: 2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度毛利率及净利率(整体法)



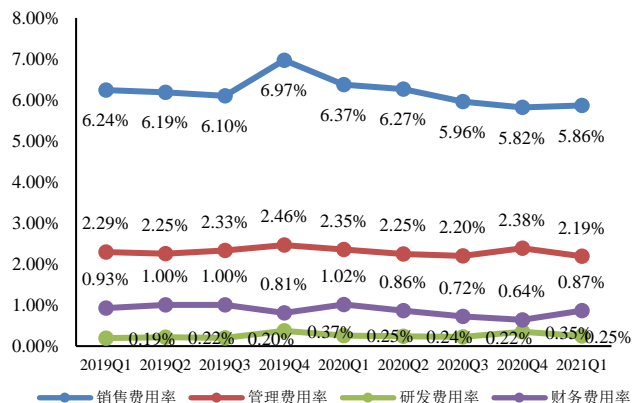
数据来源: wind、山西证券研究所

图 48: 2016-2020 医药商业上市公司期间费用率(整体法)



数据来源: wind、山西证券研究所

图 49: 2019-2021Q1 医药商业上市公司单季度期间费用率(整体法)



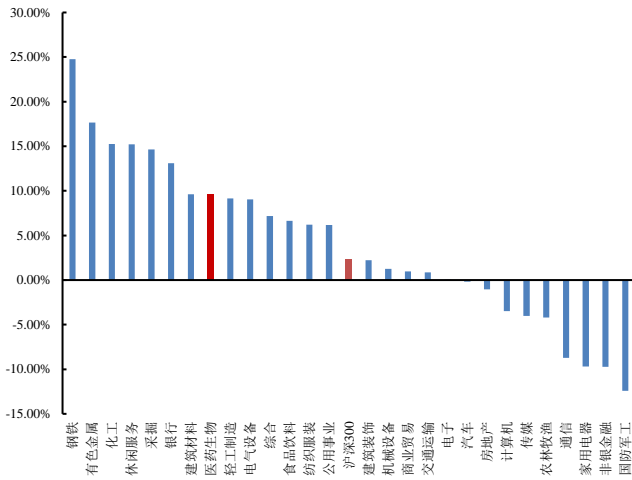
数据来源: wind、山西证券研究所

3. 行业整体表现较好, 医美与小市值相关个股大涨

3.1 行业涨幅排名靠前, 医疗服务表现最佳

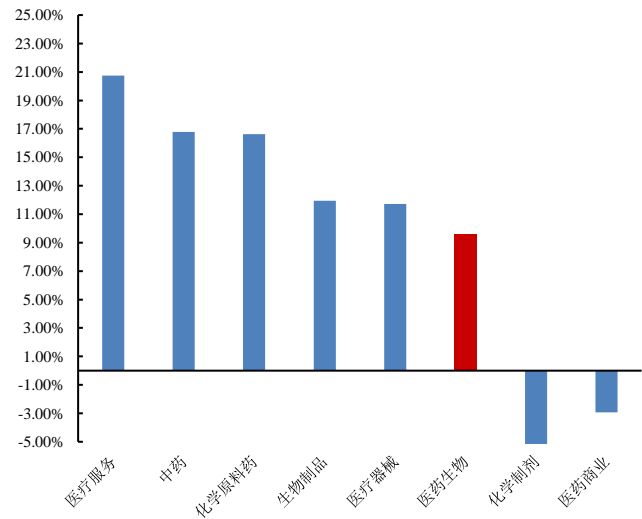
截止 2021 年 5 月 31 日, 沪深 300 指数上涨 2.31%, 报 5331.57 点, 申万一级行业涨跌不一, 其中医药生物整体上涨 9.61%, 跑赢沪深 300 指数 7.30 百分点, 在 28 个申万一级行业中排名第 8。医药行业子板块中, 医疗服务涨幅最大, 上涨 20.74%, 医药商业跌幅最大, 下跌 2.92%。

图 50: 申万行业及大盘涨跌幅对比



数据来源：wind、山西证券研究所

图 51: 医药生物行业各子板块涨跌幅对比

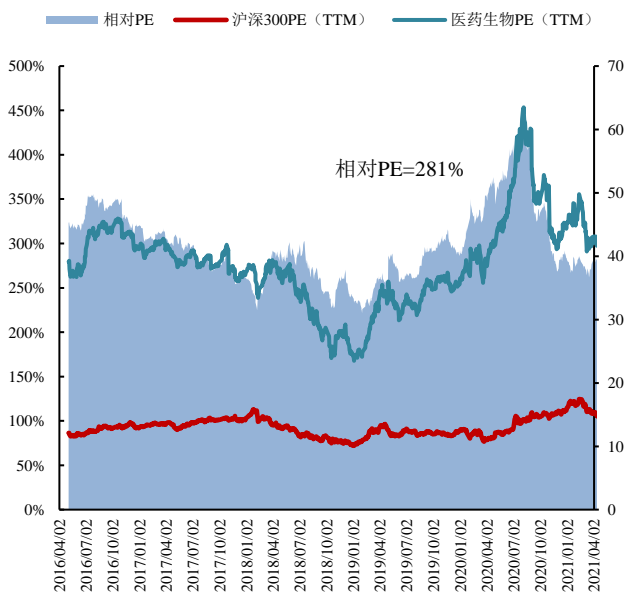


数据来源：wind、山西证券研究所

3.2 行业估值处于历史中位水平，子板块分化明显

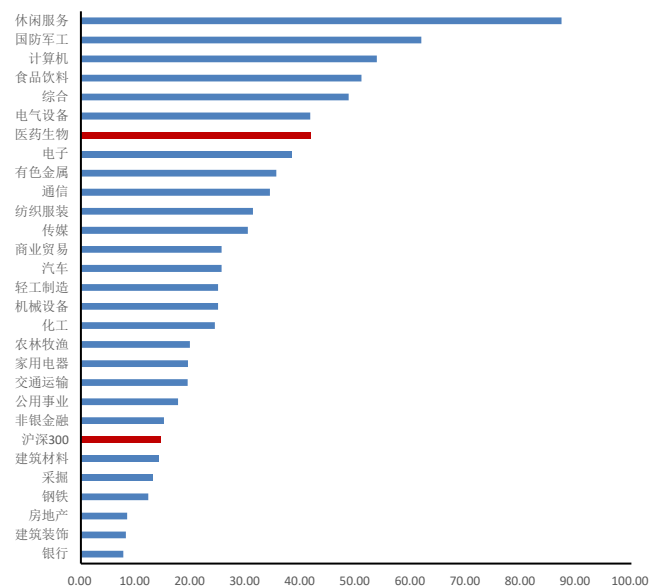
截至 2021 年 5 月 31 日，申万一级医药行业 PE(TTM)为 41.67 倍，相对沪深 300 最新溢价为 186.0%，处于行业历史中位水平，在申万 28 个一级行业中处于中上游水平。医药子板块估值分化明显，其中医疗服务估值最高，达到 94.64 倍，医药商业估值较低，为 18.62 倍。

图 52: 申万一级医药生物行业及沪深 300 指数估值



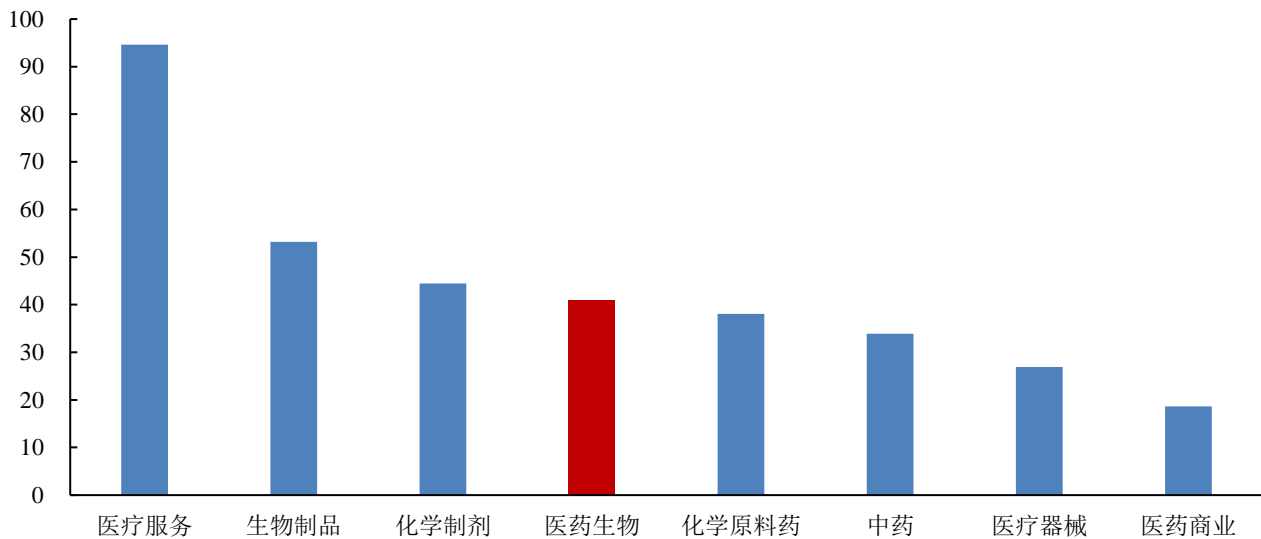
数据来源：wind、山西证券研究所

图 53: 医药各子行业估值情况



数据来源：wind、山西证券研究所

图 54：医药各子行业估值情况



数据来源：wind、山西证券研究所

3.3 医美及小市值公司受追捧，相关优质个股涨幅靠前

剔除次新股，2021 年医美及大量优质小市值公司均表现亮眼，热景生物、哈三联、美迪西等个股涨幅均超 100%。

表 2：2021 年医药生物行业个股涨幅前二十位（剔除次新股）

证券简称	涨跌幅 (%)	所属子板块	证券简称	涨跌幅 (%)	所属子板块
热景生物	370.53	医疗器械	华熙生物	83.77	生物制品
哈三联	242.81	化学制剂	楚天科技	83.61	医疗器械
美迪西	187.92	医疗服务	沃森生物	82.08	生物制品
佰仁医疗	135.27	医疗器械	博腾股份	80.80	化学原料药
昊海生科	125.16	医疗器械	长江健康	78.77	化学制剂
*ST 恒康	103.39	医疗服务	健民集团	76.60	中药
华东医药	98.87	化学制剂	同仁堂	76.49	中药
仁和药业	94.31	中药	欧普康视	73.15	医疗器械
宜华健康	89.19	医疗服务	兴齐眼药	71.41	化学制剂
康德莱	87.89	医疗器械	江苏吴中	68.03	化学制剂

数据来源：wind、山西证券研究所

注：数据截止 2021 年 5 月 31 日

4. 投资建议

医保控费大环境下，行业结构持续分化，部分细分领域符合产业发展趋势，景气度持续，建议投资者关注：

(1) 创新药。医保基金“腾轮换鸟”逐步深化，具备高临床价值属性的创新药地位进一步突出，市场空间加速放量。一方面，目前国产创新药已开启上市之路，进入黄金收获期，基于其研发周期长、投入大、成功率低的研发属性，建议关注研发实力较强、管线丰富、结构合理、产品优势突出的优质国产创新龙头企业，如恒瑞医药、复星医药等；另一方面，国内创新药研发热度持续，为提高研发效率，降低研发成本及研发风险，越来越多的制药企业选择医药外包服务（CXO），CRO、CMO、CDMO 等医药外包企业迎来业绩加速期，建议关注相关优质企业药明康德、康龙化成等。

(2) 高景气消费细分领域。疫苗等刚性消费细分领域受医保控费政策影响较小，行业壁垒较高，市场空间巨大，预计未来仍将维持高景气状态，建议关注智飞生物、康泰生物、华兰生物等研发与生产实力兼具的相关优质企业。

5. 风险提示

行业政策风险、药品安全风险、研发风险、市场竞争风险、疫情影响风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

