

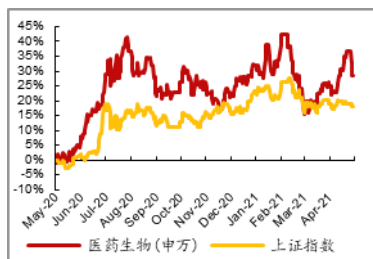
投资评级

强于大市

行业基本情况

最新收盘	12,069
一年涨幅	28.31%
年内涨幅	-0.07%

医药生物行业一年来走势



研发部

分析师：鲁春娥  
SAC 登记编号：S1340515060001  
联系电话：010-67017788  
Email：luchune@cnpsec.com

医药生物行业研究

——医药生物行业 2020 年报 2021 一季报综述

投资要点：

- **板块内业绩分化。**2020 年收入同比增长 5.7%；归母净利润同比增长 39.34%；扣非后归母净利润同比增长 48.08%。毛利率同比下滑 0.17 个百分点，费用率下滑 2.1 个百分点，其中销售费用率下滑 2.28 个百分点。收入同比增长 27.65%；归母净利润同比增长 62.62%；扣非后归母净利润同比增长 68.32%。板块内业绩分化，2020 年，扣非后归母净利润增速：医疗器械>化学原料药>医疗服务>生物制品>中药>医药商业>化学制剂。2021Q1，扣非后归母净利润增速：医疗服务>医疗器械>生物制品>中药>化学原料药>化学制剂>医药商业。受益于疫情相关的防护类、检测类、生命支持类、中药抗病毒类以及部分原料药个股业绩大增，CRO、CDMO 等行业持续高景气。
- **医药生物投资策略。**年度策略中我们提出，“医药生物板块将继续分化，选股策略为在考虑业绩和估值的基础上，选择符合行业政策导向，在未来行业变革有望成为下一阶段龙头的个股，规避不具有业绩支撑、估值严重高估的个股。”我们关注以下几条投资主线：**一、创新：**创新是永远的主题，集采背景下，未来行业格局重构，行业分化加剧，创新环境不断优化，值得长期关注。个股关注：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、康龙化成、药石科技等；**二、连锁药店：**连锁化率提升，分级诊疗及处方外流预期，模式具有可复制性。个股关注大参林、益丰药房、老百姓、一心堂；**三、医疗器械：**行业空间大，技术快速迭代；进口替代提速。个股关注：迈瑞医疗、新产业、欧普康视等。**四、医疗服务：**消费升级

概念，行业持续高景气。个股关注：爱尔眼科、通策医疗等。

- **风险提示。** 医保谈判、招标等医药行业相关政策不确定性风险；中药材等原材料大幅上涨风险；药品降价超预期风险；新药研发失败风险；药物不良反应风险；医疗事故风险；行业估值压力造成的回调风险。

## 目 录

1、2020 年报及 2021 年一季报：医药生物板块内业绩分化 .....	5
1 各子板块及重点公司表现.....	7
2.1 中药子板块：消费医药龙头稳定增长，抗病毒中药个股表现突出 .....	7
2.2 化学制剂子板块：多因素迭加加剧分化 .....	9
2.3 化学原料药子板块：疫情下供需格局变化 .....	10
2.4 生物制剂子板块：血制品平稳，疫苗增加业绩弹性 .....	11
2.5 医疗器械子板块：疫情相关检测、防护等需求大增 .....	13
2.6 医药商业子板块：连锁药店保持较快增长 .....	14
2.7 医疗服务子板块：行业持续高景气度 .....	15
3、医药行业投资策略 .....	17
4、风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 医药板块 2020 年度主要财务指标 .....	5
图表 2: 医药板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	6
图表 3: 各子板块 2020 年度收入与利润增速 .....	7
图表 4: 各子板块 2021Q1 收入与利润增速 .....	7
图表 5: 中药板块 2020 年度主要财务指标 .....	8
图表 6: 中药板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	9
图表 7: 化学制剂子板块 2020 年度主要财务指标 .....	10
图表 8: 化学制剂子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	10
图表 9: 化学原料药子板块 2020 年度主要财务指标 .....	11
图表 10: 化学原料药子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	11
图表 11: 生物制品子板块 2020 年度主要财务指标 .....	12
图表 12: 生物制品子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	13
图表 13: 医疗器械子板块 2020 年度主要财务指标 .....	14
图表 14: 医疗器械子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	14
图表 15: 医药商业子板块 2020 年度主要财务指标 .....	15
图表 16: 医药商业子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	15
图表 17: 医疗服务子板块 2020 年度主要财务指标 .....	16
图表 18: 医疗服务子板块 2021Q1 年度主要财务指标 .....	16
图表 19: 2015 年至 2020 年 FDA/NMPA 批准注册的创新药数目 .....	18
图表 20: 民营医院数 .....	20
图表 21: 药店连锁化率不断提升 .....	21

## 1、2020 年报及 2021 年一季报：医药生物板块内业绩分化

2020 年，医药生物板块所有上市公司（剔除科创板、新股、数据不具有可比性公司，我们共统计了 292 家上市公司数据）收入同比增长 5.70%；归母净利润同比增长 39.34%；扣非后扣母净利润同比增长 48.08%。毛利率同比下滑 0.17 个百分点，费用率下滑 2.1 个百分点，其中销售费用率下滑 2.28 个百分点。我们考虑主要是由于疫情，以及集采等因素，企业的销售推广费用下降。2020 年一季度，受疫情影响，除少部分防护类、生命支持类、抗病毒中药等公司外，大部分公司均受到影响，收入与利润下滑，此后随着疫情控制，医院诊疗秩序恢复，上市公司业绩逐步恢复。

图表 1：医药生物板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	16192.25	15318.75	5.70%	13447.53	13.91%
毛利率	36.70%	36.87%	-0.17%	37.40%	-0.53%
销售费用率	15.62%	17.90%	-2.28%	17.98%	-0.08%
管理费用率	5.23%	5.12%	0.11%	5.09%	0.03%
财务费用率	1.16%	1.09%	0.07%	0.98%	0.11%
费用率	22.00%	24.10%	-2.10%	24.05%	0.06%
营业利润	1913.64	1440.92	32.81%	1357.08	6.18%
所得税率	16.86%	19.57%	-2.71%	17.91%	1.66%
净利润	1574.87	1160.50	35.71%	1106.65	4.87%
扣除非经常性损益后净利润	1234.61	833.74	48.08%	889.53	-6.27%
归属母公司净利润	1467.97	1053.49	39.34%	1018.78	3.41%
净利率	9.07%	6.88%	2.19%	7.58%	-0.70%

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

2021Q1，医药生物板块上市公司（统计数据同上）收入同比增长 27.65%；归母净利润同比增长 62.62%；扣非后扣母净利润同比增长 68.32%。毛利率同比提升 0.85 个百分点，费用率下滑 1.83 个百分点，其中销售费用率下滑 1.22 个百分点。2020Q1

业绩出现低基数下的高增长，板块整体表现良好。目前国内防控形势良好，已有 5 款新冠疫苗上市，疫苗预防接种率快速提升。印度疫情失控，疫情防控形势依然严峻，疫情、分子检测等板块依然有望维持高景气度。

图表 2：医药生物板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	4419.82	3462.51	27.65%	3665.44	-5.54%
毛利率	36.61%	35.76%	0.85%	36.78%	-1.02%
销售费用率	14.90%	16.12%	-1.22%	17.23%	-1.11%
管理费用率	4.75%	5.13%	-0.37%	4.78%	0.35%
财务费用率	0.83%	1.07%	-0.24%	1.36%	-0.29%
费用率	20.49%	22.31%	-1.83%	23.36%	-1.05%
营业利润	618.73	397.67	55.59%	449.56	-11.54%
所得税率	15.39%	17.41%	-2.03%	16.67%	0.75%
净利润	522.55	325.37	60.60%	376.24	-13.52%
扣除非经常性损益后净利润	449.05	266.78	68.32%	296.72	-10.09%
归属母公司净利润	490.99	301.93	62.62%	345.40	-12.58%
净利率	11.11%	8.72%	2.39%	9.42%	-0.70%

资料来源：Wind 资讯，中邮证券研发部

从各子板块来看，2020 年，扣非后归母净利润增速：医疗器械>化学原料药>医疗服务>生物制品>中药>医药商业>化学制剂。医疗器械：对手套等防护类、生命支持以及新冠检测等需求大增，拉动了器械板块业绩大增；化学原料药：由于海外疫情从而带来对国内原料药行业的需求增加，VA、VE 等价格出现大幅上涨，带来企业盈利能力提升；疫情使医药行业 CDMO 业务加速向国内转移。

图表 3: 各子板块 2020 年度收入与利润增速

	营业收入	收入增速	扣非后净利润	利润增速
中药	2974.24	-2.23%	219.47	17.19%
化学制剂	3211.10	-7.15%	140.29	4.04%
化学原料药	983.58	4.85%	115.49	75.72%
生物制品	1157.23	9.23%	187.76	26.42%
医疗器械	1753.24	52.35%	388.61	162.48%
医药商业	5542.93	6.36%	96.34	5.04%
医疗服务	569.92	24.36%	86.63	50.44%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

2021Q1, 医药生物板块收入与利润增速均出现高增长, 板块内部继续分化, 扣非后净利润增速: 医疗服务>医疗器械>生物制品>中药>化学原料药>化学制剂>医药商业。医疗服务中连锁专科、ICL、CRO 等均表现优异, 医疗器械中新冠检测服务需求旺盛, 传统检测业务恢复, 带动了板块业绩的高增长。

图表 4: 各子板块 2021Q1 收入与利润增速

	营业收入	收入增速	扣非后净利润	利润增速
中药	850.46	19.71%	93.04	30.29%
化学制剂	846.09	13.29%	70.71	16.17%
化学原料药	269.24	25.73%	34.87	21.95%
生物制品	283.78	32.80%	51.30	66.64%
医疗器械	511.93	91.06%	144.57	239.24%
医药商业	1489.59	22.71%	27.95	8.43%
医疗服务	168.73	76.58%	26.61	295.32%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2、各子板块及重点公司表现

### 2.1、中药子板块: 消费医药龙头稳定增长, 抗病毒中药个股表现突出

我们统计了 66 家中药上市公司, 2020 年, 收入同比下降 2.23%, 归母净利润同比增长 17.42%, 扣非后净利润同比增长 17.19%。2021Q1, 收入同比增长

19.71%，归母净利润同比增长 18.85%，扣非后净利润同比增长 30.29%。中药子板块近年来受医保控费、辅助用药限制等因素影响，行业持续承压，具备消费属性的品牌龙头企业表现突出，2020 年的疫情加大了对抗病毒中药的需求，以岭药业等相关上市公司业绩大幅增长。2021Q1，中药子板块收入与利润均出现低基数下的高增长，品牌中药企业保持稳定增长。

图表 5: 中药子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	2974.24	3042.23	-2.23%	2709.38	12.29%
<b>毛利率</b>	<b>43.90%</b>	<b>45.44%</b>	<b>-1.54%</b>	<b>49.40%</b>	<b>-3.96%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>24.15%</b>	<b>26.37%</b>	<b>-2.22%</b>	<b>28.02%</b>	<b>-1.65%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>5.58%</b>	<b>5.53%</b>	<b>0.04%</b>	<b>5.33%</b>	<b>0.21%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>0.38%</b>	<b>0.58%</b>	<b>-0.20%</b>	<b>0.64%</b>	<b>-0.06%</b>
<b>费用率</b>	<b>30.11%</b>	<b>32.48%</b>	<b>-2.37%</b>	<b>33.99%</b>	<b>-1.51%</b>
营业利润	359.06	312.41	14.93%	335.24	-6.81%
<b>所得税率</b>	<b>18.84%</b>	<b>19.37%</b>	<b>-0.53%</b>	<b>16.33%</b>	<b>3.04%</b>
净利润	289.52	252.29	14.76%	283.32	-10.95%
扣除非经常性损益后净利润	219.47	187.28	17.19%	223.64	-16.26%
归属母公司净利润	282.59	240.65	17.42%	270.65	-11.08%
<b>净利率</b>	<b>9.50%</b>	<b>7.91%</b>	<b>1.59%</b>	<b>9.99%</b>	<b>-2.08%</b>

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部



图表 6: 中药子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	850.46	710.43	19.71%	768.48	-7.55%
<b>毛利率</b>	<b>44.78%</b>	<b>43.33%</b>	<b>1.45%</b>	<b>46.62%</b>	<b>-3.29%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>23.19%</b>	<b>22.71%</b>	<b>0.49%</b>	<b>25.00%</b>	<b>-2.29%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>4.67%</b>	<b>4.91%</b>	<b>-0.24%</b>	<b>4.89%</b>	<b>0.02%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>0.27%</b>	<b>0.41%</b>	<b>-0.14%</b>	<b>0.62%</b>	<b>-0.21%</b>
<b>费用率</b>	<b>28.13%</b>	<b>28.03%</b>	<b>0.10%</b>	<b>30.51%</b>	<b>-2.48%</b>
营业利润	113.81	96.52	17.91%	119.32	-19.10%
<b>所得税率</b>	<b>16.33%</b>	<b>16.97%</b>	<b>-0.64%</b>	<b>16.28%</b>	<b>0.68%</b>
净利润	95.56	79.23	20.61%	100.39	-21.08%
扣除非经常性损益后净利润	93.04	71.41	30.29%	80.38	-11.16%
归属母公司净利润	91.54	77.02	18.85%	96.42	-20.13%
<b>净利率</b>	<b>10.76%</b>	<b>10.84%</b>	<b>-0.08%</b>	<b>12.55%</b>	<b>-1.71%</b>

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2.2、化学制剂子板块: 多因素迭加加剧分化

我们统计了 74 家化学制剂上市公司, 2020 年, 收入同比下降 7.15%, 归母净利润同比增长 4.44%, 扣非后净利润同比增长 4.04%。2021Q1, 收入同比增长 13.291%, 归母净利润同比增长 16.37%, 扣非后净利润同比增长 16.17%。由于国内化学制剂企业多以仿制药为主, 目前集采主要是通过仿制药一致性评价的品种, 从中标结果来看, 降价幅度明显, 企业一旦未能中选, 意味着失去了绝大部分市场份额。从化学制剂子板块业绩来看, 仿制药企业业绩普遍不佳, 而早期向创新转型且产品线丰富的龙头企业业绩稳定增长。长期来看, 化药市场格局加速重构, 创新药上市后通过医保谈判可快速进入医实现放量, 未来创新药市场占比持续提升, 在研管线合理丰富的龙头企业具有更大的发展空间。

图表 7: 化学制剂子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	3211.10	3458.29	-7.15%	3059.18	13.05%
毛利率	52.60%	54.23%	-1.63%	53.04%	1.19%
销售费用率	27.20%	29.51%	-2.31%	28.23%	1.28%
管理费用率	7.77%	6.70%	1.07%	6.56%	0.14%
财务费用率	1.89%	1.60%	0.29%	1.26%	0.33%
费用率	36.86%	37.80%	-0.94%	36.05%	1.75%
营业利润	288.39	297.68	-3.12%	325.95	-8.67%
所得税率	17.89%	23.01%	-5.12%	18.12%	4.89%
净利润	234.69	231.21	1.50%	266.97	-13.39%
扣除非经常性损益后净利润	140.29	134.85	4.04%	190.82	-29.33%
归属母公司净利润	197.18	188.80	4.44%	235.83	-19.94%
净利率	6.14%	5.46%	0.68%	7.71%	-2.25%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 8: 化学制剂子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2020年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	846.09	746.85	13.29%	837.16	-10.79%
毛利率	52.17%	54.14%	-1.96%	54.16%	-0.02%
销售费用率	26.54%	27.80%	-1.26%	28.47%	-0.67%
管理费用率	6.85%	6.99%	-0.14%	6.15%	0.84%
财务费用率	1.41%	1.89%	-0.47%	1.73%	0.15%
费用率	34.80%	36.67%	-1.87%	36.36%	0.32%
营业利润	112.21	108.58	3.34%	120.76	-10.08%
所得税率	14.61%	17.13%	-2.53%	16.16%	0.97%
净利润	95.34	88.44	7.80%	102.54	-13.76%
扣除非经常性损益后净利润	70.71	60.87	16.17%	78.76	-22.72%
归属母公司净利润	87.45	75.15	16.37%	88.25	-14.84%
净利率	10.34%	10.06%	0.27%	10.54%	-0.48%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

### 2.3、化学原料药子板块: 疫情下供需格局变化

我们统计了 29 家化学原料药上市公司, 2020 年, 收入同比增长 4.85%, 归母净利润同比增长 23.82%, 扣非后净利润同比增长 75.72%。2021Q1, 收入同比增长 25.73%, 归母净利润同比增长 23.13%, 扣非后净利润同比增长 21.95%。疫情影响原料药供应格局, VA、VE 等原料药价格上涨, 相关上市公司业绩大增。CMO/CDMO 公司继续保持快速增长, 行业继续保持高景气度。近期印度疫

情失控，可能影响全球原料药供应链，国内原料药企业有望受益。

图表 9: 化学原料药子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	983.58	938.09	4.85%	859.98	9.08%
毛利率	37.02%	34.93%	2.08%	35.56%	-0.63%
销售费用率	8.15%	9.80%	-1.65%	9.44%	0.35%
管理费用率	6.73%	6.52%	0.21%	6.13%	0.39%
财务费用率	2.13%	1.29%	0.83%	0.81%	0.48%
费用率	17.00%	17.61%	-0.60%	16.39%	1.22%
营业利润	165.96	134.61	23.29%	99.82	34.86%
所得税率	15.70%	16.74%	-1.04%	22.41%	-5.68%
净利润	139.13	112.31	23.88%	67.92	65.36%
扣除非经常性损益后净利润	115.49	65.73	75.72%	89.59	-26.64%
归属母公司净利润	137.03	110.67	23.82%	66.78	65.73%
净利率	13.93%	11.80%	2.13%	7.77%	4.03%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 10: 化学原料药子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	269.24	214.15	25.73%	221.20	-3.19%
毛利率	36.17%	38.72%	-2.54%	34.87%	3.84%
销售费用率	7.68%	9.07%	-1.38%	9.70%	-0.64%
管理费用率	6.23%	7.06%	-0.84%	5.73%	1.33%
财务费用率	1.06%	1.10%	-0.04%	2.30%	-1.20%
费用率	14.97%	17.23%	-2.26%	17.73%	-0.50%
营业利润	45.82	38.35	19.47%	35.90	6.84%
所得税率	15.91%	16.28%	-0.36%	16.31%	-0.03%
净利润	38.43	31.86	20.62%	30.13	5.76%
扣除非经常性损益后净利润	34.87	28.60	21.95%	21.94	30.31%
归属母公司净利润	37.91	30.79	23.13%	29.02	6.11%
净利率	14.08%	14.38%	-0.30%	13.12%	1.26%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2.4、生物制剂子板块：血制品平稳，疫苗增加业绩弹性

我们统计了 35 家生物制剂上市公司，2020 年，收入同比增长 9.23%，归母净利润同比增长 34.93%，扣非后净利润同比增长 26.42%。2021Q1，收入同比

增长 32.80%，归母净利润同比增长 63.74%，扣非后净利润同比增长 66.64%。  
 血制品：疫情影响采浆量，血制品公司业绩相对平稳；疫苗：重磅品种继续拉动相关公司业绩。随着智飞生物、康希诺的新冠疫苗获得有条件上市，有望带来相关上市公司的业绩弹性。其他生物制品：生长激素、粉尘螨滴剂等不受降价影响表现较好。

图表 11: 生物制品子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	1157.23	1059.48	9.23%	922.73	14.82%
<b>毛利率</b>	<b>55.23%</b>	<b>55.84%</b>	<b>-0.61%</b>	<b>54.54%</b>	<b>1.29%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>22.13%</b>	<b>25.43%</b>	<b>-3.30%</b>	<b>25.92%</b>	<b>-0.49%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>6.98%</b>	<b>7.02%</b>	<b>-0.04%</b>	<b>7.14%</b>	<b>-0.12%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>1.16%</b>	<b>1.43%</b>	<b>-0.27%</b>	<b>1.67%</b>	<b>-0.24%</b>
<b>费用率</b>	<b>30.27%</b>	<b>33.88%</b>	<b>-3.61%</b>	<b>34.73%</b>	<b>-0.85%</b>
营业利润	276.58	219.79	25.84%	154.68	42.09%
<b>所得税率</b>	<b>14.15%</b>	<b>15.61%</b>	<b>-1.46%</b>	<b>15.88%</b>	<b>-0.27%</b>
净利润	238.33	184.75	29.00%	129.20	43.00%
扣除非经常性损益后净利润	187.76	148.52	26.42%	107.27	38.45%
归属母公司净利润	228.18	169.11	34.93%	117.67	43.72%
<b>净利率</b>	<b>19.72%</b>	<b>15.96%</b>	<b>3.76%</b>	<b>12.75%</b>	<b>3.21%</b>

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 12: 生物制品子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	283.78	213.68	32.80%	230.93	-7.47%
毛利率	53.06%	54.04%	-0.98%	55.29%	-1.25%
销售费用率	19.79%	21.26%	-1.47%	24.49%	-3.23%
管理费用率	6.82%	7.90%	-1.08%	6.96%	0.93%
财务费用率	0.87%	1.56%	-0.69%	2.09%	-0.52%
费用率	27.47%	30.72%	-3.25%	33.54%	-2.82%
营业利润	69.59	43.36	60.51%	52.97	-18.15%
所得税率	14.02%	17.59%	-3.57%	14.26%	3.33%
净利润	59.46	35.01	69.86%	45.04	-22.28%
扣除非经常性损益后净利润	51.30	30.78	66.64%	37.19	-17.22%
归属母公司净利润	55.19	33.70	63.74%	41.30	-18.40%
净利率	19.45%	15.77%	3.68%	17.89%	-2.11%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2.5、医疗器械子板块: 疫情相关检测、防护等需求大增带动业绩大幅增长

我们统计了 55 家医疗器械上市公司, 2020 年, 收入同比增长 52.35%, 归母净利润同比增长 130.14%, 扣非后净利润同比增长 162.48%。2021Q1, 收入同比增长 32.80%, 归母净利润同比增长 63.74%, 扣非后净利润同比增长 66.64%。新冠检测类、防护、生命支持类等器械需求大增带动相关上市公司业绩大涨。传统医院检测类公司由于疫情影响医院诊疗, 2020 年 Q1 业绩影响较大, 随后逐步恢复, 2021Q1 新冠检测类、防护类等上市公司业绩亮眼, 传统检测等业务恢复增长。

图表 13: 医疗器械子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	1753.24	1150.83	52.35%	1013.87	13.51%
毛利率	55.77%	51.04%	4.74%	49.23%	1.81%
销售费用率	13.09%	17.75%	-4.66%	16.87%	0.88%
管理费用率	5.63%	6.94%	-1.31%	7.18%	-0.24%
财务费用率	1.25%	0.65%	0.60%	0.66%	-0.01%
费用率	19.97%	25.34%	-5.37%	24.71%	0.63%
营业利润	500.10	216.58	130.91%	189.41	14.35%
所得税率	14.07%	15.63%	-1.56%	14.48%	1.15%
净利润	429.04	183.34	134.02%	163.56	12.09%
扣除非经常性损益后净利润	388.61	148.05	162.48%	134.86	9.78%
归属母公司净利润	411.53	178.82	130.14%	157.38	13.62%
净利率	23.47%	15.54%	7.93%	15.52%	0.02%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 14: 医疗器械子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	511.93	267.94	91.06%	256.72	4.37%
毛利率	57.84%	51.98%	5.86%	50.85%	1.13%
销售费用率	11.96%	16.59%	-4.63%	16.57%	0.01%
管理费用率	5.29%	7.41%	-2.12%	7.05%	0.37%
财务费用率	0.45%	0.55%	-0.10%	2.14%	-1.59%
费用率	17.70%	24.55%	-6.85%	25.76%	-1.21%
营业利润	178.13	55.20	222.70%	56.80	-2.82%
所得税率	13.87%	14.56%	-0.69%	14.02%	0.54%
净利润	153.60	48.49	216.78%	49.13	-1.30%
扣除非经常性损益后净利润	144.57	42.62	239.24%	37.08	14.92%
归属母公司净利润	148.78	47.40	213.91%	47.81	-0.87%
净利率	29.06%	17.69%	11.37%	18.62%	-0.94%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2.6、医药商业子板块: 连锁药店保持较快增长

我们统计了 23 家医药商业上市公司, 2020 年, 收入同比增长 6.36%, 归母净利润同比增长 2.87%, 扣非后净利润同比增长 5.04%。2021Q1, 收入同比增长 22.71%, 归母净利润同比增长 14.77%, 扣非后净利润同比增长 8.43%。受带量采购、疫情等因素影响, 2020 年医疗终端数据出现下滑, 以医药分销为主

的全国及各省医药商业龙头企业业绩持续承压；受益于连锁化率提升，规模不断扩张的连锁药店上市公司业绩保持较快增长。

图表 15: 医药商业子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	5542.93	5211.55	6.36%	4517.94	15.35%
毛利率	13.15%	13.43%	-0.28%	13.65%	-0.23%
销售费用率	6.05%	6.19%	-0.14%	6.19%	0.00%
管理费用率	2.25%	2.27%	-0.02%	2.36%	-0.08%
财务费用率	0.87%	1.03%	-0.16%	0.93%	0.09%
费用率	9.17%	9.49%	-0.32%	9.48%	0.01%
营业利润	190.16	177.58	7.09%	184.31	-3.65%
所得税率	26.35%	26.60%	-0.26%	24.21%	2.40%
净利润	132.63	130.50	1.63%	139.97	-6.76%
扣除非经常性损益后净利润	96.34	91.72	5.04%	99.97	-8.25%
归属母公司净利润	107.21	104.22	2.87%	118.61	-12.13%
净利率	1.93%	2.00%	-0.07%	2.63%	-0.63%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 16: 医药商业子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	1489.59	1213.91	22.71%	1252.12	-3.05%
毛利率	12.36%	12.96%	-0.60%	13.05%	-0.10%
销售费用率	5.90%	6.07%	-0.17%	5.89%	0.18%
管理费用率	2.15%	2.21%	-0.06%	2.21%	0.01%
财务费用率	0.99%	1.06%	-0.07%	1.00%	0.06%
费用率	9.05%	9.34%	-0.30%	9.09%	0.25%
营业利润	52.13	44.93	16.02%	47.88	-6.17%
所得税率	23.17%	22.55%	0.62%	23.30%	-0.74%
净利润	40.10	34.31	16.85%	36.71	-6.52%
扣除非经常性损益后净利润	27.95	25.77	8.43%	29.76	-13.40%
归属母公司净利润	34.30	29.89	14.77%	31.30	-4.52%
净利率	2.30%	2.46%	-0.16%	2.50%	-0.04%

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

## 2.7、医疗服务子板块：行业持续高景气度

我们统计了 10 家医疗服务上市公司，2020 年，收入同比增长 24.36%，归母

净利润同比增长 70.31%，扣非后净利润同比增 50.44%。2021Q1，收入同比增长 76.58%，归母净利润同比增长 348.26%，扣非后净利润同比增长 295.32%。CRO 行业持续高景气；连锁医疗服务于 2020 年 Q2 后逐步恢复，2021Q1 高增长一方面源于 2020Q1 低基数，另一方面业务恢复至疫情前增速。

图表 17: 医疗服务子板块 2020 年度主要财务指标

	2020年1-12月	2019年1-12月	同比增长	2018年1-12月	同比增长
营业收入	569.92	458.29	24.36%	364.44	25.75%
<b>毛利率</b>	<b>41.65%</b>	<b>40.11%</b>	<b>1.53%</b>	<b>39.19%</b>	<b>0.92%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>6.27%</b>	<b>6.85%</b>	<b>-0.59%</b>	<b>6.82%</b>	<b>0.03%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>10.54%</b>	<b>10.92%</b>	<b>-0.38%</b>	<b>11.26%</b>	<b>-0.34%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>1.96%</b>	<b>1.12%</b>	<b>0.84%</b>	<b>1.15%</b>	<b>-0.03%</b>
<b>费用率</b>	<b>18.77%</b>	<b>18.90%</b>	<b>-0.13%</b>	<b>19.23%</b>	<b>-0.34%</b>
营业利润	133.37	82.28	62.10%	67.68	21.57%
<b>所得税率</b>	<b>14.06%</b>	<b>18.16%</b>	<b>-4.11%</b>	<b>16.10%</b>	<b>2.06%</b>
净利润	111.54	66.09	68.77%	55.71	18.63%
扣除非经常性损益后净利润	86.63	57.59	50.44%	43.37	32.79%
归属母公司净利润	104.25	61.21	70.31%	51.85	18.05%
<b>净利率</b>	<b>18.29%</b>	<b>13.36%</b>	<b>4.94%</b>	<b>14.23%</b>	<b>-0.87%</b>

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

图表 18: 医疗服务子板块 2021Q1 年度主要财务指标

	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长	2019年1-3月	同比增长
营业收入	168.73	95.55	76.58%	98.84	-3.32%
<b>毛利率</b>	<b>40.18%</b>	<b>32.60%</b>	<b>7.58%</b>	<b>38.30%</b>	<b>-5.70%</b>
<b>销售费用率</b>	<b>6.31%</b>	<b>6.37%</b>	<b>-0.06%</b>	<b>6.81%</b>	<b>-0.44%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>10.22%</b>	<b>12.30%</b>	<b>-2.09%</b>	<b>11.64%</b>	<b>0.67%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.02%</b>	<b>2.71%</b>	<b>-2.63%</b>
<b>费用率</b>	<b>16.62%</b>	<b>18.75%</b>	<b>-2.12%</b>	<b>21.15%</b>	<b>-2.40%</b>
营业利润	47.05	10.73	338.62%	15.93	-32.68%
<b>所得税率</b>	<b>13.54%</b>	<b>21.58%</b>	<b>-8.05%</b>	<b>21.81%</b>	<b>-0.23%</b>
净利润	40.06	8.04	398.37%	12.30	-34.64%
扣除非经常性损益后净利润	26.61	6.73	295.32%	11.61	-42.01%
归属母公司净利润	35.82	7.99	348.26%	11.29	-29.21%
<b>净利率</b>	<b>21.23%</b>	<b>8.36%</b>	<b>12.87%</b>	<b>11.42%</b>	<b>-3.06%</b>

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部



### 3、医药行业投资策略

我们在年度策略中我们提出，“医药生物板块将继续分化，选股策略为在考虑业绩和估值的基础上，选择符合行业政策导向，在未来行业变革有望成为下一阶段龙头的个股，规避不具有业绩支撑、估值严重高估的个股。”

从政策来看，2009年3月17日中共中央、国务院发布的“关于深化医药卫生体制改革的意见”拉开了新医改的序幕，经过多年发展，目前我国已建立了基本医疗保障体系，基本药物保障体系、药品供应保障体系及公共卫生服务体系。2018年3月，国家医疗保障局成立，为国务院直属机构。国家医疗保障局的成立是医保制度顶层设计的重大变革，是医疗保障制度的职责、职能和功能在组织架构上新的定位，符合新时期、新形势和新目标下国家医保制度发展目标的需要。医保局承接了支付职能、定价职能、监督职能，体现三保合一、三医联动，医药行业从而进行了“大医保时代”。医保局作为最大的医疗服务的购买方，具有很强的话语权，目前已完成了四次国家集采，降价幅度显著。对于临床疗效突出，缺乏市场竞争的专利药进行国家药品谈判，谈判成功后纳入医保目录，实现医保目录的动态调整，改善新药可及性的同时，确保医保基金支出可控。在基保目录调整过程中，通过调出临床价值不高药品，谈判降低目录内费用明显偏高的药品、专项谈判到期药品的价格，特别是近年来集中带量采购通过“以量换价”，进一步挤压药价水分，实现“腾笼换鸟”。今年的政府工作报告中明确提出，“采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法”，未来将通过国家集采、省级或跨省级、区域医疗中心等多种方式进行药品及耗材的集采，从而实现控费降价的目的。

投资方面，建议关注以下主线：

#### 主线一：创新产业链

我们认为，“创新是永恒的主题”。医药行业增速换挡，产能过剩，结构性矛盾突出，可持续发展的核心在于创新。医药行业大变革，行业进入创新时代。

**医药：**自2015年药品审评制度改革以来，相关政策陆续出台，临床核查数据，清理审评审批的积压，规范临床试验；重新定义新药的概念，明确化药的分类；推行仿制品一致性评价，限制低水平重复，提高药品质量；试点上市许可人制度，优化新药研发环境，鼓励创新；加入ICH，全面与国际接轨；建立专利期限补偿制度试点，鼓励创新；推行“两票制”，减少药品流通环节，行业集中度提升。

**医保：**国家医保局成立后，通过国家药品集采及各省际联盟等药品集采，使仿制药价格大幅下降，国家药品谈判加速创新药纳入医保时间，探索按病种付费、DIP

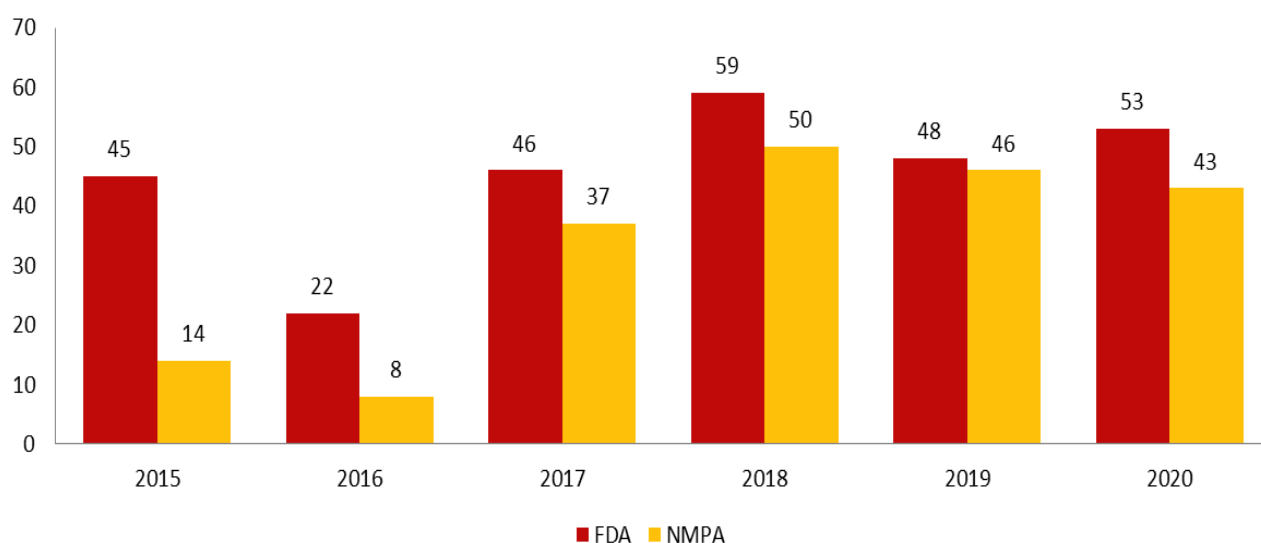
等支付改革方式，医保基金“腾笼换鸟”，利好国产高性价比的创新药企业。

**医疗：**医保控费常态化，公立医院回归公益性。限制辅助用药政策、限抗政策、取消药品及耗材加成，分级诊疗促使医疗资源下沉，公立医院改革进入深水区。

创新药研究已进入黄金发展期，从药品审评审批、医保支付、医院使用上均鼓励新药研发，企业创新意识不断增强。由于新药研发存在周期长、风险高、资金投入大等特点，随着社会分工更加专业化，CRO 企业凭借其低成本、高效率、专业化的特点，服务范畴已涵盖药物研发的整个过程，成为医药研发产业链中不可缺少的环节。目前全球已有超过 50% 的制药公司和生物技术企业应用研发外包服务，进一步促进了药物 CRO 行业的快速发展。近年来随着我国新药研发环境的逐步成熟，企业研发意识增强，研发投入不断增加，使得我国药物发现 CRO 市场规模呈快速增长态势，2018 年中国药物发现 CRO 市场规模为 78 亿元，2011-2018 年年复合增长率达到 24.8%。在医药行业细分加剧、上市许可人制度落实、工程师红利下药品 CRO 行业向中国转移等因素影响下，国内 CRO 行业将保持快速增长，预计至 2022 年，国内 CRO 市场规模将达到 1402 亿元，预测 2019-2022 年均增长率在 20% 左右。

我们持续看好创新产业链的公司，无论是药品还是医疗器械，均向规范市场接轨，医药行业进入创新时代，“创新”是未来长期的投资主线，我们看好早期布局且研发管线产品丰富的创新龙头企业，如恒瑞医药，以及为创新药研发提供服务的 CRO 公司，如药明康德、康龙化成、泰格医药、药石科技等。

图表 19: 2015 年至 2020 年 FDA/NMPA 批准注册的创新药数目



资料来源：贝达药业 2020 年报、FDA、NMPA、弗洛斯特沙利文

## 主线二：国产替代加速的医疗器械

医疗器械市场空间广阔。受益于经济水平的发展，健康需求不断增加，中国医疗器械市场迎来了巨大的发展机遇，据医械研究院测算，2018年中国医疗器械市场规模约为5304亿元，同比增长19.86%，预计到2022年，中国医疗器械市场规模将达到11252亿元。我国医疗器械市场规模已成为全球第二大医疗器械市场，未来仍将以近20%的年增幅保持高速增长。

尽管我国医疗器械市场发展快速，但与发达国家相比仍然差距巨大。我国人均医疗器械费用仅为6美元，而发达国家人均医疗器械费用均超过100美元，如美国为329元，德国223元，日本157元。我国医疗器械市场仍有很大发展空间。

我国医疗器械处于产业变革关键期。11月初，冠脉支架国家集采结束，降价幅度超预期，价格由1万多元降至几百元，预计未来将有骨科、眼科等高值耗材纳入集采范围。高值耗材集采将加速国产替代步伐，促进质量提升和企业的研发创新。医疗器械产业已被纳入国家战略性新兴产业、《中国制造2025》以及国家重点支持的高新技术领域等，政策对优秀国产设备扶持力度加大，分级诊疗政策将加大基层医疗机构投入，高性价比的国产医疗器械更具竞争力。生化、酶免、生命监护仪器等医疗器械等已完成进口替代，部分优秀的企业产品已进入国际市场。重点关注：迈瑞医疗、欧普康视、安图生物等

## 主线三：医疗服务

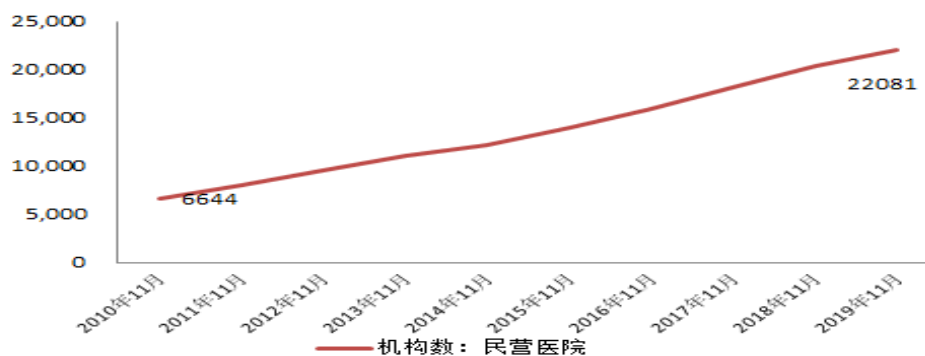
我们认为，医疗服务已进入品牌化时代。从政策上，国家在市场准入和竞争环境方面给予民营医院一定的政策倾斜，社会资本包括外资、基金会等都可以进入医疗服务市场，同时部分公立医院将改制。民营医院快速发展，由2010年的6644家发展至2019年的22081家，CAGR14.28%，远高于医院数未来医疗服务市场竞争日趋激烈，监管趋严使民营医院的规范化运行成为必然，特色专科医院通过品牌优势得以扩张，而部分大型医疗集团的雏形已开始显现。

我国民营资本涉足较深的为眼科、口腔、皮肤整形及妇科等领域，随着监管趋严，市场不断规范，品牌连锁专科医疗机构获得较快发展。目前连锁医疗机构以诊所和专科医院居多。连锁医院在服务内容和形式上，建立有独立于医院之外的相关主体，如检验中心、康复中心、护理中心、物流中心，实现资源共享；连锁诊所多以眼科、口腔科、体检等为主，通常不需要住院治疗，医疗项目多为自费项目，部分面向高端人群市场；连锁集团内的核心医疗机构通过流动手术、人才培养，提高连锁医院的技术水平和管理水平；连锁医院集团大大改善了医院整体品牌形象，方便了病人就医，节约了大量的社会成本。

民营连锁医疗机构快速发展，以爱尔眼科和通策医疗为代表的民营连锁医疗

机构崛起，消费升级、政策倾斜、友好的竞争环境、资本市场助力不断使品牌形象提升，成为各领域的龙头企业，收入规模不断扩大。重点关注：爱尔眼科、通策医疗等。

图表 20：民营医院数



资料来源：卫计委，中邮证券研发部整理

#### 主线四：行业高景气的药店连锁行业

零售市场药品规模持续增长，占比继续提升。受“新冠”疫情影响，在人们尽量减少出行与消费的情况下，2020上半年零售终端的药品销售规模出现负增长，但随着人们生活逐渐恢复正常，经济回暖，预计2020全年零售终端的药品规模将恢复正增长。受疫情影响，医药电商迎来发展新高峰，2020上半年，网上药店销售规模119亿，增速达到70%，维持高速增长。疫情改变了人们的消费习惯，随着处方外流、互联网医院的快速发展，电商有望成为医药市场重要的新终端。

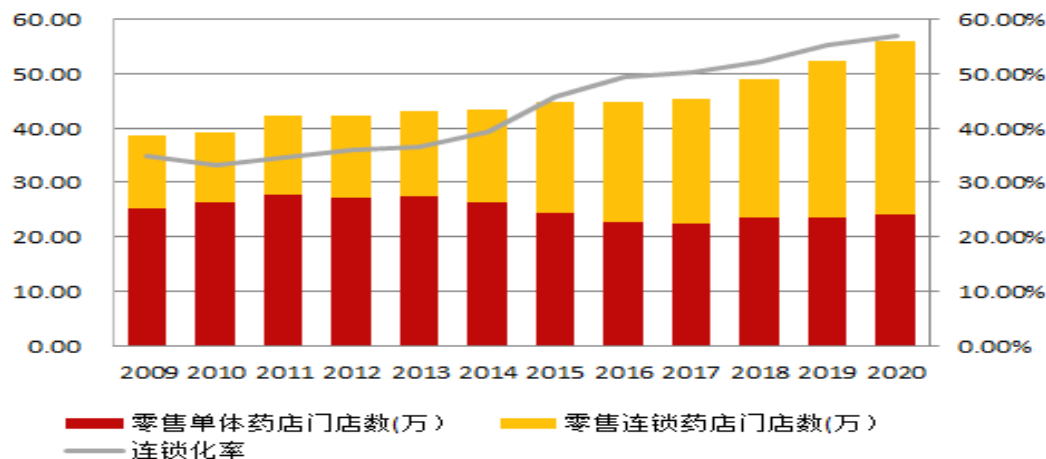
药店作为药品销售第二终端，随着公立医院药占比的控制以及药品零加成等制度的实施，药店销售占比逐步提升。根据米内网数据，实现药品销售的三大终端中，第一终端市场份额最大，2020占比64.0%，第二终端市场份额2020占比26.3%，第三终端占比9.7%。

药店连锁化率持续提升。2016年，随着新版GSP在药品零售企业全面实施，单体药店生存压力加大，零售企业连锁率和集中度或将进一步提升，药品零售市场呈现“强者恒强”的格局。上市公司利用资金、品牌、渠道等优质，通过自建门店或并购方式，门店数不断增加，规模优势凸显。在2019-2020年度中国连锁药店直营力百强榜中，一心堂、大参林、益丰药店、老百姓和国药控股国大药房分列前五。

我们看好药店连锁化率不断提升，分级诊疗及处方外流趋势下的连锁药店个

股。关注老百姓、益丰药店、大参林等。

图表 21：药店连锁化率不断提升



资料来源：米内网，中邮证券研发部整理

## 4、风险提示

医药生物行业是一个高风险、高投入、高收益的行业，同时又是关系国计民生的行业，受多种因素影响，尤其是政策影响较大。长期来看，我们依然看好医药生物行业的长期发展，同时注意以下风险：

- (1) 集采、医保谈判、招标等医药行业相关政策不确定性风险；
- (2) 中药材等原材料价格大幅上涨风险；
- (3) 药品降价超预期风险；
- (4) 新药研发失败风险；
- (5) 药物不良反应风险；
- (6) 医疗事故风险；
- (7) 行业估值压力造成的回调风险。

---

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

---

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师(一人或多人)承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

---

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

请务必阅读正文之后的免责条款部分

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 业务简介

---

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。