

年报景气度分化，一季报复苏回暖

医药生物行业2020年报及2021年一季报总结分析

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈益凌
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：朱寒青
0755-81981837
zhuhanqing@guosen.com.cn
S0980519070002

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

联系人：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn

联系人：张超
0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn

报告摘要：年报景气度分化，一季报复苏回暖

- **财报回顾：2020年报表现分化，2021年一季报复苏回暖。** 2020年受到新冠疫情的深远影响，各板块财报呈现出明显分化：医疗器械、原料药子行业增速亮眼，板块扣非归母净利润分别为1103亿元（+52%）、121亿元（+41%）；生物制品、中药子行业表现良好，板块扣非归母净利润分别为122亿元（+17%）、204亿元（+11%）；受门诊、住院及零售端购药人数减少影响，化学制剂子行业出现较大下滑，板块扣非归母净利润143亿元（-17%）。2021年一季度各子版块呈现明显恢复，全线回暖，其中医疗器械、血制品板块分别受到检测及疫苗需求拉动，扣非归母净利润快速增长，分别达到420亿元（+99%）、42亿元（+85%）。
- **权益分配概况：行业龙头分红力度较大。** 以AH股医药上市公司2020年度现金分红额进行排序，前三甲为云南白药、迈瑞医疗和国药控股，现金分红均超过20亿元。前二十名皆为相关领域的龙头企业，如医药流通行业的国药、上药、九州通和华润；中药领域的云南白药、以岭药业、白云山；化学制剂行业的恒瑞、石药、丽珠、复星、中国生物制药等。以往被认为是创新标杆、研发投入大的龙头公司如迈瑞医疗、中国生物制药近些年也在加大分红力度，复星医药、药明康德等公司则维持30%的现金分红率。国内医药领域各细分行业蓬勃发展下，龙头公司盈利能力强，现金流充沛，将持续为股东提供稳定优质的分红回报。
- **疫情是照妖镜，也是放大镜。** 从财报呈现来看，疫情之下各企业表现分化。一方面，部分企业业绩受到明显拖累，出现大幅下滑；另一方面，先前在研发/销售/生产多方面苦练内功的CXO/原料药、IVD等高端制造领域相关公司依靠良好的响应速度与稳定供应能力加速进入欧美等规范市场、知名度逐步提升，所获利润和现金流有望持续助力公司的研究开发、销售推广和产能扩充，形成良性循环，先前进口替代缓慢的优质上游制药装备企业也有望凭借稳定的供应水平及优良的质量体系一举切入国内产业链，快速实现替代。
- **风险提示：疫情持续扩散的风险，集采、医保谈判降价超预期的风险**
- **投资建议：** 推荐关注行业景气度高、承接全球产业转移、实现进口替代或具备国际竞争力的优秀标的：药明康德、药明生物、普洛药业、迈瑞医疗、楚天科技、东富龙、东方生物等。

[01] 年报及一季报总结分析

[02] 医药上市公司权益分配概况

原料药子行业分析

■ 原料药子行业：产业转移加速，21Q1增长持续

海外疫情加速全球原料药产业转移，2020年A股原料药子行业收入端同比增长9.6%；受益于to B业务边际费用递减的特点，利润端增速显著高于收入端，20年归母净利润同比增长28.8%。

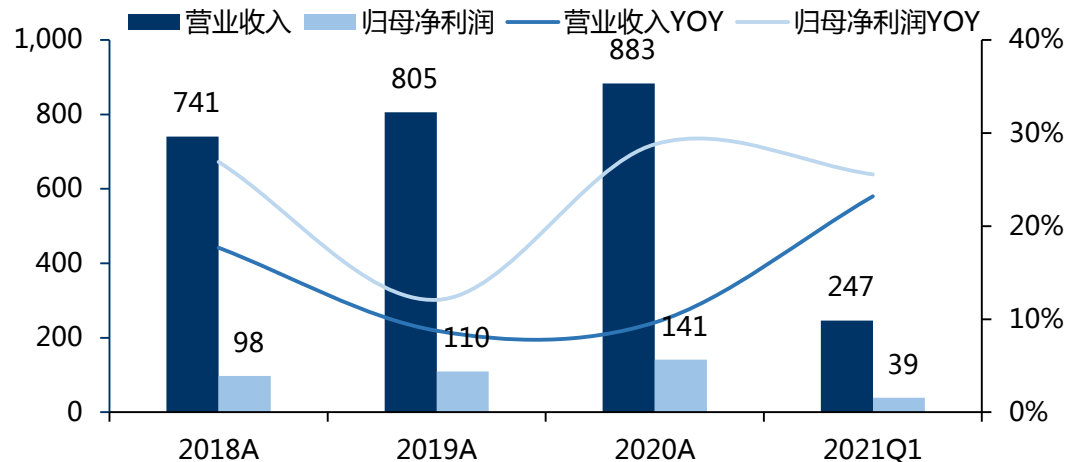
表：A股原料药子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	741	805	883	247
YOY	17.7%	8.8%	9.6%	23.2%
营业成本	433	476	512	147
毛利率	41.5%	40.9%	42.0%	40.2%
销售费用	81	92	80	21
费用率	11.0%	11.4%	9.1%	8.4%
管理费用 (除研发)	54	62	68	17
费用率	7.3%	7.7%	7.7%	7.0%
研发费用	35	43	44	12
费用率	4.7%	5.4%	5.0%	5.0%
财务费用	6	12	22	3
费用率	0.8%	1.5%	2.4%	1.2%
净利润	100	112	144	39
净利率	13.5%	13.9%	16.3%	16.0%
归母净利润	98	110	141	39
YOY	26.9%	12.1%	28.8%	25.6%
扣非归母净利润	84	85	121	35
YOY	16.8%	2.4%	41.1%	16.2%
经营性净现金流	133	112	150	30
ROE	10.6%	10.7%	11.3%	12.1%
总资产周转率	0.53	0.52	0.49	0.54
资产负债率	36.9%	38.4%	34.7%	35.5%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

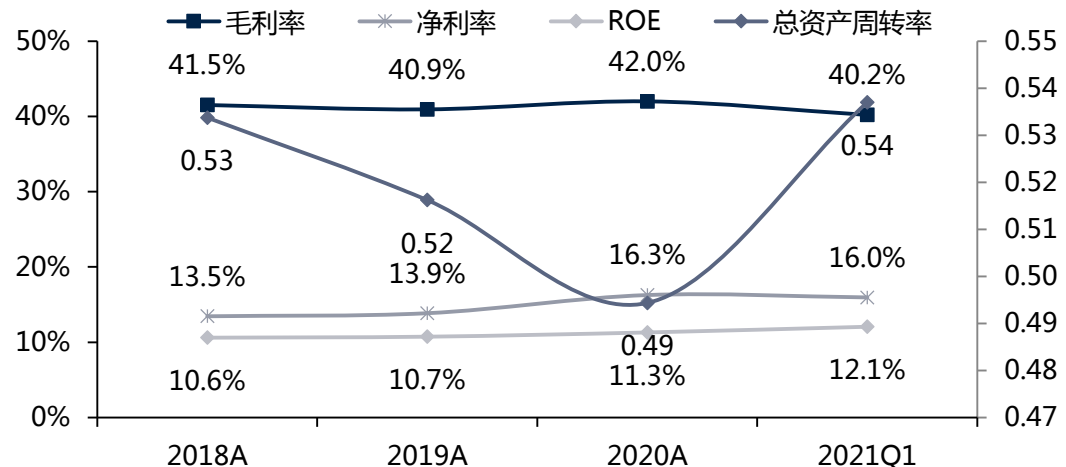
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股原料药子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股原料药子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原料药重点公司：基本面无虞，短期影响有限

- **疫情加速产业转移，板块有望持续受益。**全球高端制造业呈现由欧美向印度、中国等转移的发展趋势，经济整体下行、海外疫情持续背景下这一表现更为明显，承接全球产业转移，国内原料药行业迎来发展机遇；叠加国内跟随式创新进入商业化阶段、国际创新药研发热度持续，专利原料药行业迎来春天。
- **普洛药业：业绩持续释放，CDMO增长迅速**
- 2020年年报：实现营收78.80亿元（+9.3%），归母净利润8.17亿元（+47.6%）、扣非归母净利润6.91亿元（+30.5%），营收利润双增长，利润端增速超营收端；CDMO业务毛利率提升迅速，前期项目数翻番；原料药及中间体业务稳中有增，各项注册工作稳步推进；制剂业务受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的短期影响下滑明显，2020H2已基本恢复。
- 2021年一季报：实现营收19.67亿元（+15.6%）、归母净利润2.17亿元（+40.3%）、扣非归母净利润1.90亿元（+32.1%）；CDMO业务临床III期项目数同比增长89%，增速超预期；API业务受猪瘟恢复，兽药市场部分药品价格创新高；制剂业务恢复正常，左氧中标后3月开始有发货，预计Q2有望放量。
- **天宇股份：短期价格、汇率双重承压，长期影响有限**
- 2020年实现营收25.87亿元（+22.6%）、归母净利润6.67亿元（+13.9%）。21Q1实现营收7.59亿元（+33.4%）、归母净利润1.33亿元（-19.84%）。21年一季度业绩受到沙坦价格下降、人民币升值双重影响，业绩下滑明显。
- 公司海外收入占比超七成，且主要出口市场为海外规范市场，价格体系较为良好。沙坦品种主要竞争对手除美国以外业务当前已全面恢复，预计未来沙坦价格下降趋势将逐步缓和。随着原料药新品推出、CDMO项目进入商业化阶段，预计21年后有望恢复中高速增长。

表：原料药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
000739	普洛药业	27.54	325	0.69	0.80	1.00	1.25	39.7	34.4	27.5	22.0	18.6	27.5	买入
300702	天宇股份	26.13	91	3.69	3.65	5.00	6.63	7.1	7.2	5.2	3.9	18.8	26.1	买入
002332	仙琚制药	10.95	108	0.55	0.64	0.79	0.98	19.9	17.1	13.9	11.2	11.4	11.0	无评级
603538	美诺华	35.00	52	1.14	1.46	1.96	2.63	30.7	24.0	17.8	13.3	10.8	35.0	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：仙琚制药、美诺华盈利预测为Wind一致预期

化学制剂子行业分析

■ 化学制剂子行业：疫情影响收入增速，盈利能力回暖

2020年化药制剂收入下滑6.3%，主要受到疫情影响较大。利润端净利率水平回升，预计受销售费用率下降及非经常性损益影响较大。2021年一季度在去年同期低基数影响下，收入和利润端均保持较高增速。

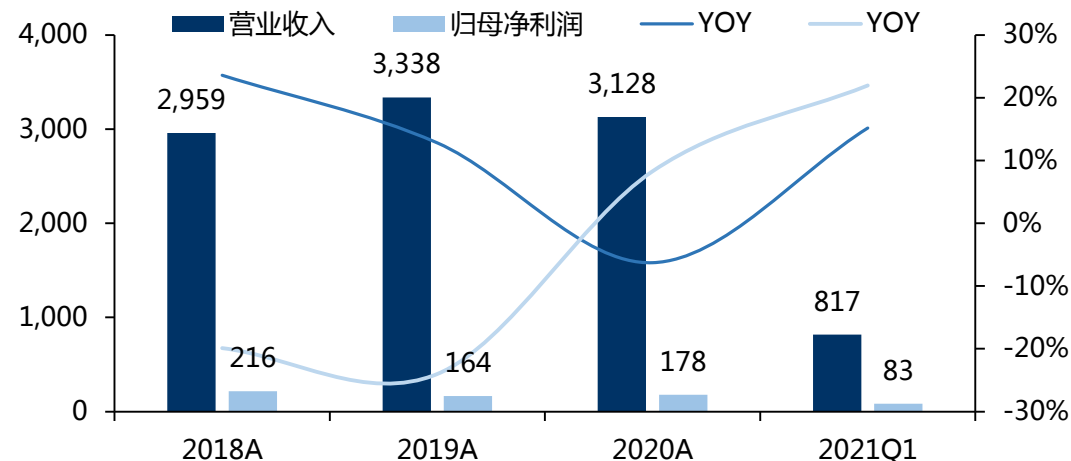
表：A股化学制剂子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	2,959	3,338	3,128	817
YOY	23.6%	12.8%	-6.3%	15.2%
营业成本	1,594	1,828	1,671	433
毛利率	53.9%	54.8%	53.4%	53.0%
销售费用	865	1,015	883	224
费用率	29.2%	30.4%	28.2%	27.4%
管理费用 (除研发)	201	232	246	51
费用率	6.8%	6.9%	7.9%	6.2%
研发费用	135	181	211	50
费用率	4.6%	5.4%	6.7%	6.2%
财务费用	38	50	56	10
费用率	1.3%	1.5%	1.8%	1.2%
净利润	242	196	207	91
净利率	8.2%	5.9%	6.6%	11.2%
归母净利润	216	164	178	83
YOY	-19.9%	-24.0%	8.3%	22.0%
扣非归母净利润	173	172	143	63
YOY	-4.6%	-0.6%	-17.0%	19.4%
经营性净现金流	321	359	350	28
ROE	6.0%	5.5%	4.3%	4.5%
总资产周转率	0.61	0.64	0.56	0.56
资产负债率	40.2%	40.9%	39.9%	39.3%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

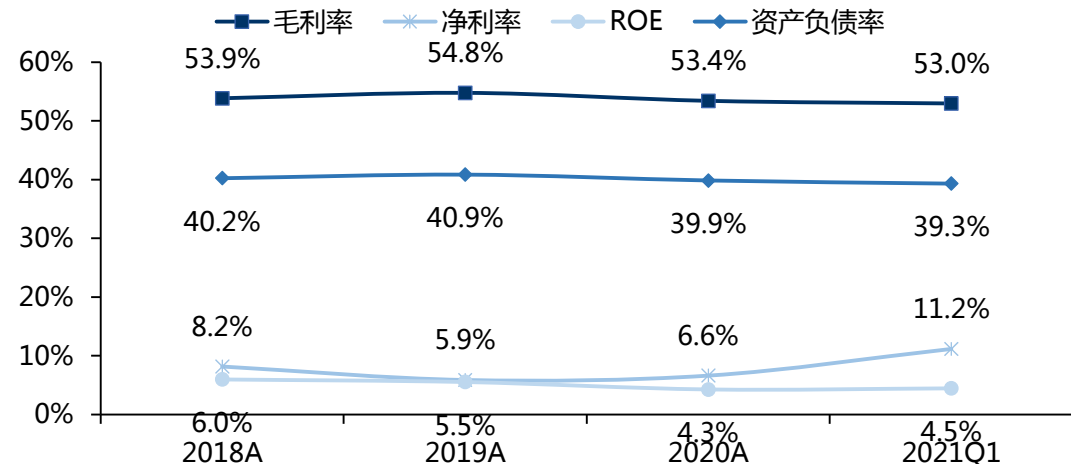
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股化学制剂子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股化学制剂子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

化学制剂重点公司：带量采购常态化，创新药驱动增长

化学制剂子行业重点公司：

- 带量采购常态化与DRGs逐步落地，传统仿制药企业持续承压，具有研发属性的创新药企业价值进一步凸显。恒瑞医药等国内创新药龙头多采用研发驱动的内生增长模式，产品管线丰富、多为自营销售模式，随着新品种持续获批放量，有望维持稳健增长。
- **恒瑞医药**：2020年公司收入+19.09%，归母净利润+18.78%，业绩符合预期，肿瘤业务维持稳健增长，麻醉业务受疫情部分影响，造影剂业务平稳增长。公司保持较高研发强度，研发项目进展顺利，股权激励力度较大，对业绩增速带来一定影响。
- **丽珠集团**：2020年实现营收105.20亿元（+12.10%），扣非归母净利润14.32亿元（+20.14%），21Q1收入及扣非业绩分别增长33.74%、20.55%。核心品种艾普拉唑系列、亮丙瑞林微球、疫情相关产品等放量带动整体稳健增长。
- **人福医药**：2020及2021Q1业绩稳健增长，合并范围变化影响收入端增速，核心子公司宜昌人福延续高增长，麻醉药品收入约42亿元（+16%），其中非手术科室收入约8亿元（+35%），阿芬太尼、瑞马唑仑等新产品有望凭借公司强大的学术推广能力实现快速放量。归核聚焦战略稳步推进，资产负债率和有息债务均有下降，公司经营效率和资本结构有望改善。
- **贝达药业**：2020年实现收入+20.36%，扣非归母净利润+60.30%，主要受益于核心品种埃克替尼稳健增长，销售收入同比+20.72%。2021Q1收入6.19亿元，环比增长70.62%，达到去年全年营收的三分之一。埃克替尼高基数下保持稳健增长，持续推进恩沙替尼市场推广，并积极推动恩沙替尼一线适应症注册。加大研发投入，在研项目稳步推进。

表：化学制剂重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
600276	恒瑞医药	59.22	3,789	0.99	1.22	1.48	1.78	59.9	48.4	40.0	33.3	21.6	2.2	买入
600196	复星医药	71.00	1,715	1.43	1.76	2.12	2.50	46.8	38.0	31.6	26.7	7.9	1.9	买入
002422	科伦药业	17.99	256	0.58	0.71	0.82	1.10	31.0	25.3	21.9	16.4	6.1	1.1	买入
000513	丽珠集团	39.42	321	1.83	2.12	2.50	3.01	21.5	18.6	15.8	13.1	14.2	1.0	买入
300558	贝达药业	90.87	377	1.50	1.16	1.57	2.05	60.6	78.3	57.9	44.3	14.6	7.1	买入
600079	人福医药	23.90	392	0.83	0.97	1.35	2.05	28.8	24.6	17.7	11.7	10.7	0.7	买入
1177.HK	中国生物制药	6.67	1,258	0.15	0.17	0.21	0.24	37.8	32.2	26.8	23.1	16.5	1.8	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

生物制品子行业分析

■ 生物制品子行业：疫情相关公司显著收益

2020年生物制品收入增长8.7%，增速明显下降，主要受到疫情影响较大，行业内部明显出现分化，疫情相关器械和IVD公司收入激增。净利率持续提升，估计受管理和销售费用率下降影响较大。2021Q1在去年低基数影响下，收入高增速，利润较高增速。

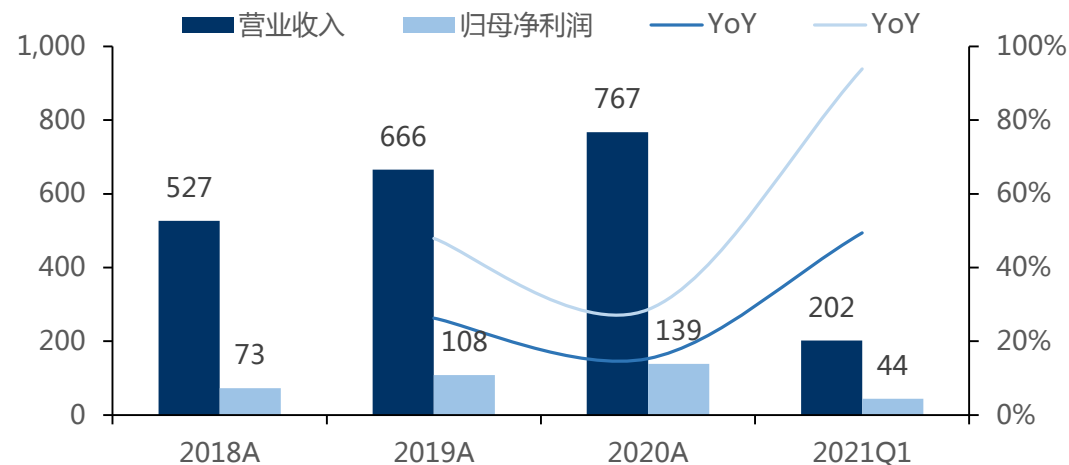
表：A股生物制品子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	527	666	767	202
YOY		26.3%	15.3%	49.4%
营业成本	155	214	257	70
毛利率	70.6%	67.9%	66.5%	65.4%
销售费用	162	187	201	45
费用率	30.7%	28.1%	26.2%	22.1%
管理费用 (除研发)	46	60	59	15
费用率	8.8%	9.1%	7.7%	7.5%
研发费用	44	57	80	22
费用率	8.4%	8.6%	10.4%	10.7%
财务费用	2.1	-0.2	0.4	-0.8
费用率	0.4%	-0.0%	0.1%	-0.4%
净利润	80	118	149	46
净利率	15.2%	17.7%	19.4%	22.7%
归母净利润	73	108	139	44
YOY		47.9%	28.6%	93.9%
扣非归母净利润	72	104	122	42
YOY		44.6%	16.7%	84.8%
经营性净现金流	72	111	130	24
ROE	7.6%	9.6%	8.6%	2.4%
总资产周转率	0.42	0.47	0.43	0.09
资产负债率	24.1%	22.3%	19.7%	19.7%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

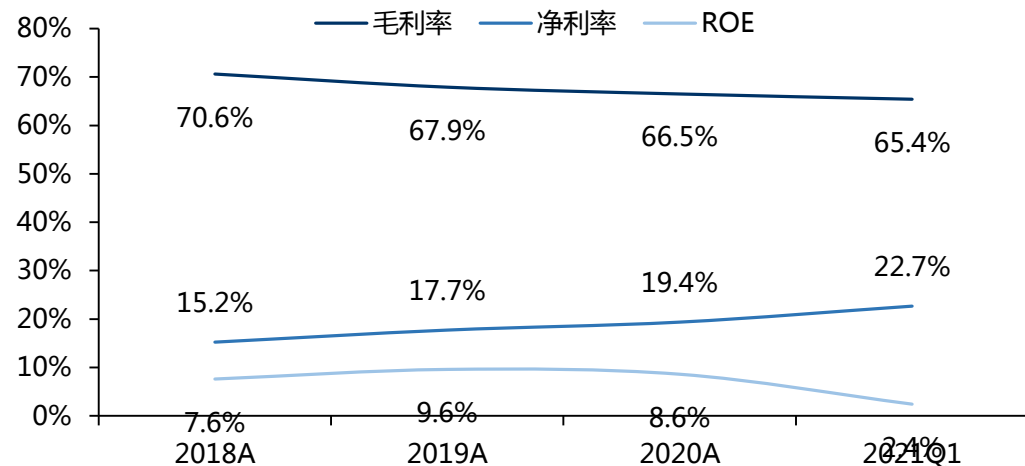
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股生物制品子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股生物制品子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

生物制品重点公司：血制品稳健，疫苗、生长激素高增长

- **血制品业绩稳健稳健增长。**血制品行业重点公司的营收增速基本与采浆匹配，由于2020年采浆受到疫情影响，一季度整体营收以个位数增长，利润端表现优于营收端。天坛生物、华兰生物一季度利润增速分别为15.1%、2.2%，符合我们预期。
- **疫苗行业高景气，营收利润高速增长。**虽然20年疫苗接种受到疫情的影响，但HPV疫苗、13价肺炎疫苗等的持续放量带动行业快速增长，智飞生物、沃森生物20年业绩分别增长40%和607%。21Q1疫苗持续快速增长，叠加20Q1的低基数效应，重点公司的业绩均有高速增长。随着新冠疫苗上市贡献利润，以及重磅品种的获批上市和持续放量，今年疫苗行业的业绩有望超预期增长。
- **生长激素疫情后恢复快速增长。**疫情造成的隔离对生长激素的新患入组产生较大影响，长春高新、安科生物20年的营收增速分别为16.3%和-0.6%；20年下半年开始，生长激素的纯销和新患入组均有很好的恢复，长春高新、安科生物21Q1的营收增速分别为37.4%、53.8%。

表：生物制品重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
000661	长春高新	333.61	1,350	7.53	10.16	12.72	15.32	44.3	32.8	26.2	21.8	27.9	1.2	买入
002007	华兰生物	36.46	665	0.89	1.05	1.27	1.48	41.1	34.7	28.7	24.6	21.4	1.9	买入
600161	天坛生物	38.20	525	0.51	0.55	0.70	0.89	74.9	69.5	54.6	42.9	14.1	3.4	买入
300122	智飞生物	156.20	2,499	2.06	3.02	4.03	4.92	75.7	51.7	38.8	31.7	40.0	1.5	增持
300601	康泰生物	125.22	860	1.03	1.71	2.87	3.91	121.6	73.2	43.6	32.0	9.1	1.3	增持
600867	通化东宝	11.26	229	0.46	0.54	0.65	0.77	24.5	20.9	17.3	14.6	16.7	1.1	买入
603087	甘李药业	75.09	422	2.31	2.52	2.85	3.29	32.5	29.7	26.3	22.8	13.8	2.4	无评级
1530.HK	三生制药	6.98	178	0.33	0.60	0.72	0.85	17.6	9.7	8.0	6.9	7.8	0.3	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：甘李药业盈利预测为Wind一致预期

中药子行业分析

■ 中药子行业：疫情中逆势增长

A股中药子行业2020年实现营收3007亿元（-2.6%）、归母净利润274亿元（+11.2%），受2019年低基数影响，利润端增速稳健；21Q1实现营收860亿元（+20.0%）、归母净利润91亿元（+19.4%），营收利润双双回暖。

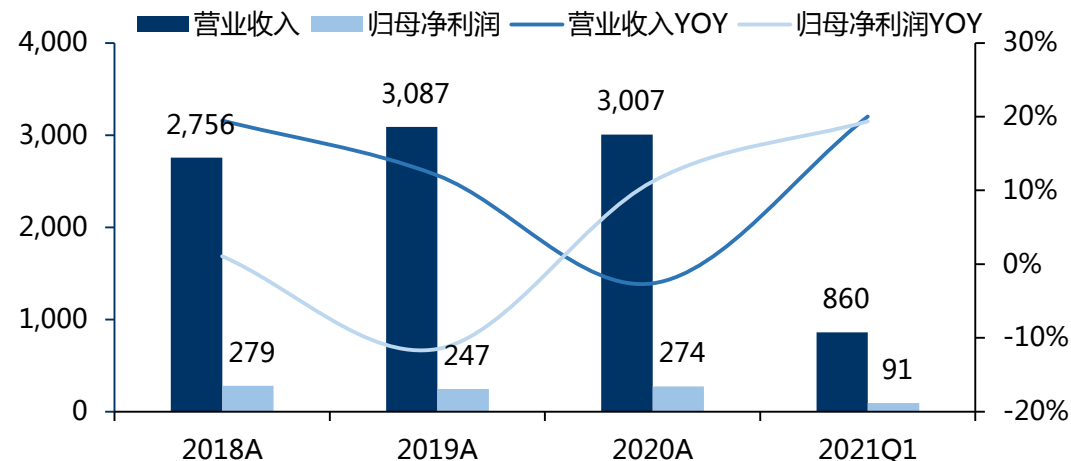
表：A股中药子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目（亿元）	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	2,756	3,087	3,007	860
YOY	19.5%	12.0%	-2.6%	20.0%
营业成本	1,385	1,673	1,678	472
毛利率	49.7%	45.8%	44.2%	45.0%
销售费用	774	817	731	201
费用率	28.1%	26.5%	24.3%	23.4%
管理费用（除研发）	148	172	170	41
费用率	5.4%	5.6%	5.6%	4.7%
研发费用	59	68	73	17
费用率	2.1%	2.2%	2.4%	1.9%
财务费用	20	21	15	3
费用率	0.7%	0.7%	0.5%	0.3%
净利润	291	258	281	95
净利率	10.6%	8.4%	9.4%	11.1%
归母净利润	279	247	274	91
YOY	1.1%	-11.5%	11.2%	19.4%
扣非归母净利润	224	185	204	90
YOY	-7.0%	-17.4%	10.6%	30.5%
经营性净现金流	298	317	347	76
ROE	10.6%	8.5%	8.9%	11.4%
总资产周转率	0.70	0.71	0.64	0.72
资产负债率	37.1%	36.2%	36.3%	35.4%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

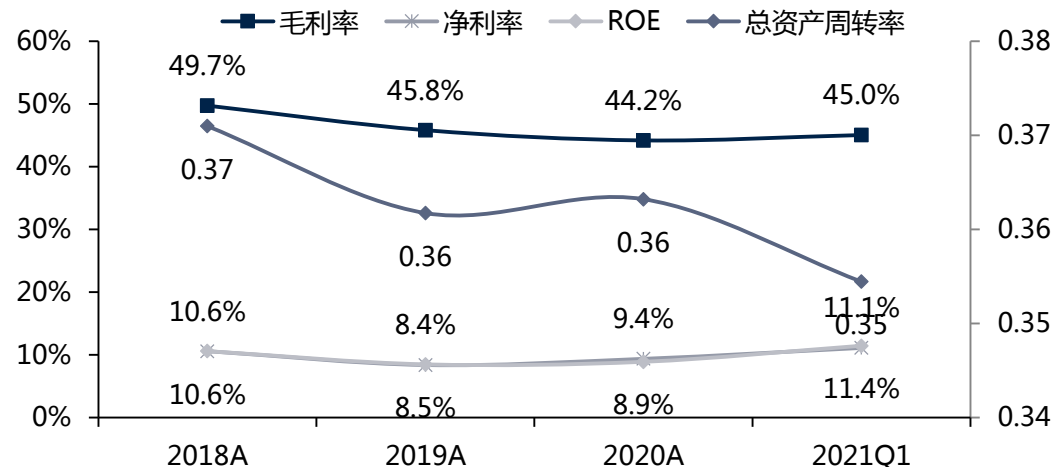
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股中药子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股中药子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中药重点公司：政策频出，顺政策标的业绩持续兑现

■ 政策频出：从“中西结合”到“中西并重”，行业新一轮景气周期有望到来

从2016年《中医药发展战略规划纲要》出台到2017年《中国中医药法》首次将“中西并重”列入发展方针，到今年来《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》等多项鼓励中药发展的政策出台，中药行业新一轮景气周期有望到来，严监管、高要求下顺政策标的业绩持续兑现。

■ 以岭药业：

2020年年报：实现营收87.82亿元（+50.8%），归母净利润12.19亿元（+101.0%）、扣非归母净利润11.65亿元（+109.6%）。连花清瘟疫情大放异彩销量翻倍，洛病理论指导下的相关研究成果20年获国家科技进步一等奖带动心脑血管系列产品高速增长。

21年一季报：实现营收36.68亿元（+57.2%），归母净利润（+54.1%）、扣非归母净利润6.68亿元（+54.71%），高基数下增长持续。

■ 中国中药：

2020年实现营收148.1亿元（+3.4%），归母净利润16.6亿元（+4.7%）；其中，中药配方颗粒业务实现营收100.1亿元（+8.5%），净利润17.4亿元（+12.6%），毛利润70.6亿元（+13.8%），毛利率70.5%（+3.3p.p），疫情之下仍保持稳健增速。

表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
002603	以岭药业	16.88	282	1.02	1.33	1.55	1.81	16.5	12.7	10.9	9.3	13.7	0.6	买入
0570.HK	中国中药	4.70	237	0.33	0.40	0.46	0.51	11.9	9.8	8.4	7.7	9.2	0.6	买入
600436	片仔癀	391.37	2,361	2.77	3.43	4.23	5.16	141.3	114.1	92.4	75.9	21.3	5.0	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：片仔癀盈利预测为Wind一致预期

医疗器械子行业分析

■ 医疗器械子行业：疫情相关公司显著收益

2020年医疗器械收入增长8.7%，增速明显下降，主要受到疫情影响较大，行业内部明显出现分化，疫情相关器械和IVD公司收入激增。净利率持续提升，估计受管理和销售费用率下降影响较大。2021Q1在去年低基数影响下，收入高增速，利润较高增速。

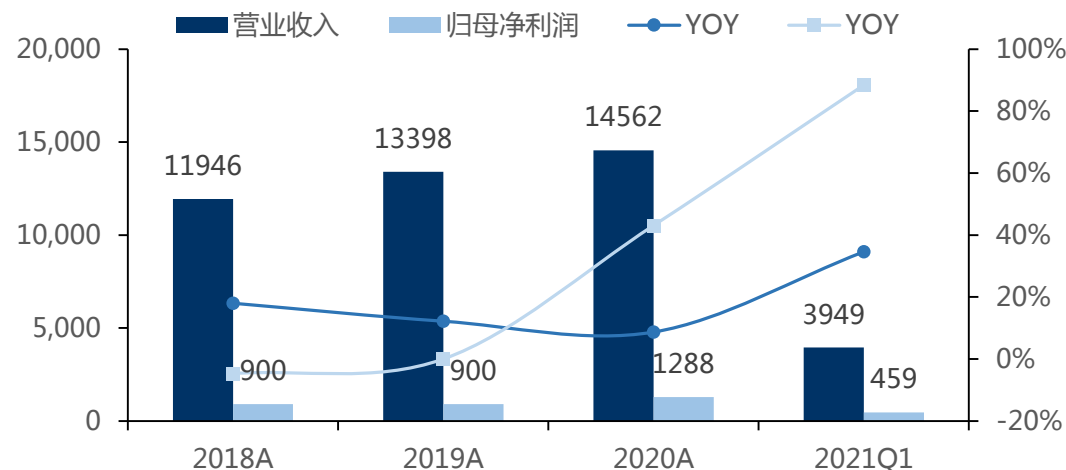
表：A股医疗器械子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	11,946	13,398	14,562	3,949
YOY	18.0%	12.2%	8.7%	34.6%
营业成本	7,288	8,243	9,015	2,425
毛利率	39.0%	38.5%	38.1%	38.6%
销售费用	2,249	2,512	2,374	623
费用率	18.8%	18.7%	16.3%	15.8%
管理费用 (除研发)	639	719	773	194
费用率	5.3%	5.4%	5.3%	4.9%
研发费用	317	401	482	121
费用率	2.7%	3.0%	3.3%	3.1%
财务费用	112	138	164	30
费用率	0.9%	1.0%	1.1%	0.8%
净利润	982	995	1,396	489
净利率	8.2%	7.4%	9.6%	12.4%
归母净利润	900	900	1,288	459
YOY	-4.7%	0.0%	43.1%	88.4%
扣非归母净利润	762	726	1,103	420
YOY	-0.4%	-4.7%	52.0%	98.5%
经营性净现金流	1,005	1,282	1,896	209
ROE	9.9%	9.1%	10.7%	3.6%
总资产周转率	0.75	0.75	0.72	0.18
资产负债率	41.4%	41.4%	40.1%	40.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

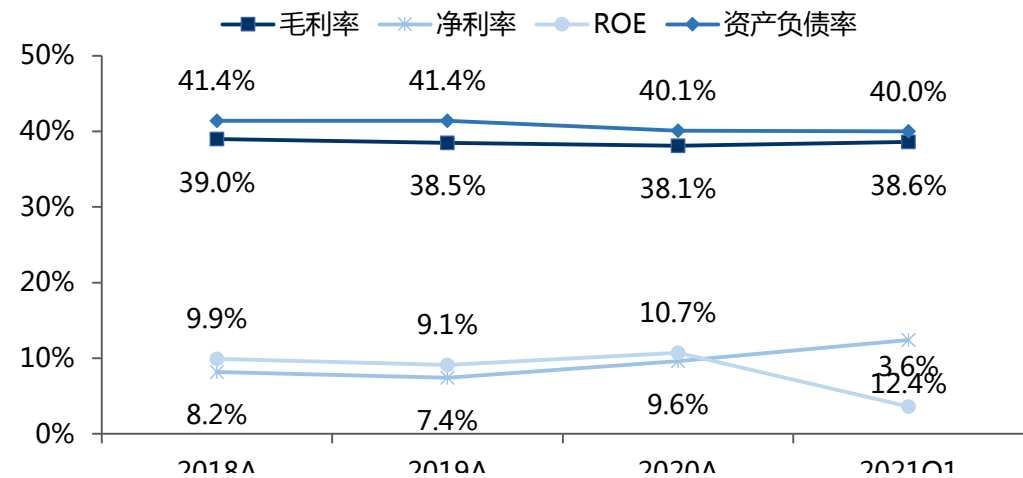
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股医疗器械子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股医疗器械子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

医疗器械重点公司：业绩分化，疫情相关器械和IVD高速增长

- **迈瑞医疗**：业绩超预期，新冠疫情拉动生命信息与支持业务的监护仪、呼吸机、输注泵，医学影像业务的便携彩超、移动DR，体外诊断业务的新冠IgG/IgM抗体检测试剂等加速增长，在国内和国际市场实现高端客户群突破，市占率进一步提升。
- **乐普医疗**：2020年收入80.39亿（+3.12%），扣非归母净利润14.13亿（+13.87%）。全年业绩符合预期，受集采影响Q4单季度收入端出现下降，利润端亏损。21Q1营收27.49亿元（+64.96%），扣非归母净利润6.83亿元（+81.76%）。一方面受疫情导致的低基数影响，另一方面介入无植入器械、新冠诊断试剂均取得大幅增长。
- **佰仁医疗**：剔除股份支付费用后，佰仁医疗20年净利润0.87亿元（+38.5%），21Q1净利润2455万元（+173.9%），核心产品牛心包外科瓣快速放量，推动业绩增长。
- **先健科技**：2020年实现营收6.42亿元（-4.0%），归母净利润2.16亿（+67.3%），将所有特殊项目扣除后，经营层面净利润为1.83亿，符合预期。外周血管病业务稳健增长，结构性心脏病业务全面布局。完成股权激励和股权计划，实现核心人才的利益绑定。
- **威高股份**：业绩符合预期。各业务线稳步推进亮点明晰，新布局业务拓宽边界协同发展。管理层顺利交接，引领公司进入新发展阶段。

表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300760	迈瑞医疗	410.35	4,989	5.48	6.60	7.95	9.69	74.9	62.2	51.6	42.3	28.6	3.0	买入
300003	乐普医疗	27.15	490	1.01	1.29	1.60	2.01	26.8	21.0	17.0	13.5	18.3	0.8	买入
1302.HK	先健科技	4.40	204	0.05	0.05	0.06	0.07	73.3	73.5	59.9	49.0	9.2	5.1	买入
300244	迪安诊断	31.46	195	1.29	1.96	2.07	2.37	24.4	16.1	15.2	13.3	17.1	0.7	买入
000710	贝瑞基因	26.33	93	0.60	0.29	0.46	0.61	43.9	90.8	57.2	43.2	8.8	164.3	买入
300639	凯普生物	28.00	82	1.66	1.85	2.23	2.79	16.9	15.1	12.6	10.0	15.2	0.8	买入
300463	迈克生物	36.24	202	1.43	1.77	2.19	2.70	25.3	20.5	16.5	13.4	20.9	0.9	买入
300676	华大基因	98.90	409	5.25	4.39	3.89	4.33	18.8	22.5	25.4	22.9	35.4	-4.5	买入
002223	鱼跃医疗	35.82	359	1.75	1.30	1.52	1.86	20.5	27.5	23.5	19.3	23.7	13.9	买入
300642	透景生命	68.70	63	1.33	2.33	3.12	3.99	51.6	29.5	22.0	17.2	9.5	0.7	买入
688198	佰仁医疗	190.79	183	0.59	0.53	1.17	1.80	323.4	360.0	163.1	106.0	6.8	8.0	买入
1066.HK	威高股份	14.26	645	0.45	0.56	0.68	0.82	26.4	21.3	17.4	14.6	11.6	1.0	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：华大基因、迈克生物、鱼跃医疗盈利预测为Wind一致预期

医疗服务子行业分析

■ 医疗服务子行业：疫情后行业景气度回升

2020上半年受疫情影响，下半年CXO公司订单需求旺盛，保持较高景气度；连锁服务龙头业务快速恢复，行业整体收入增长17.3%，归母净利润增速较高，除行业高景气带来的内生增长外，一方面去年同期部分公司减值金额较高，另一方面非经常性损益影响较大。

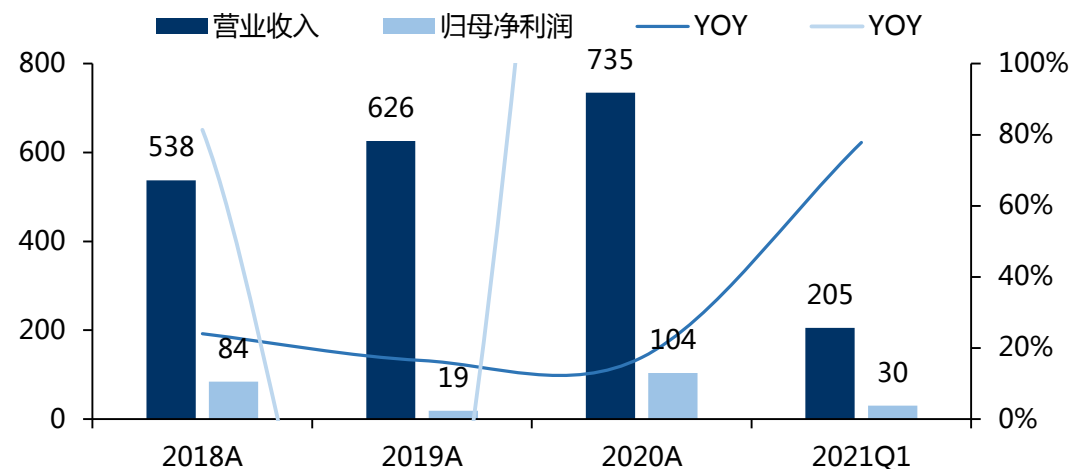
表：A股医疗服务子行业2018-2021Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2018A	2019A	2020A	2021Q1
营业收入	538	626	735	205
YOY	24.0%	16.5%	17.3%	77.8%
营业成本	212	245	286	76
毛利率	39.4%	39.1%	39.0%	36.9%
销售费用	49	57	60	16
费用率	9.2%	9.1%	8.2%	8.0%
管理费用 (除研发)	59	70	80	16
费用率	11.0%	11.2%	10.9%	7.9%
研发费用	13	18	22	6
费用率	2.5%	2.9%	3.0%	3.0%
财务费用	9	12	19	2
费用率	1.6%	1.9%	2.6%	1.1%
净利润	91	26	112	34
净利率	16.9%	4.2%	15.2%	16.6%
归母净利润	84	19	104	30
YOY	81.4%	-77.9%	455.9%	-
扣非归母净利润	51	9	66	21
YOY	36.3%	-81.7%	602.7%	-
经营性净现金流	83	104	156	15
ROE	9.1%	1.4%	7.3%	9.4%
总资产周转率	0.57	0.53	0.49	0.52
资产负债率	38.3%	43.3%	36.1%	36.5%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

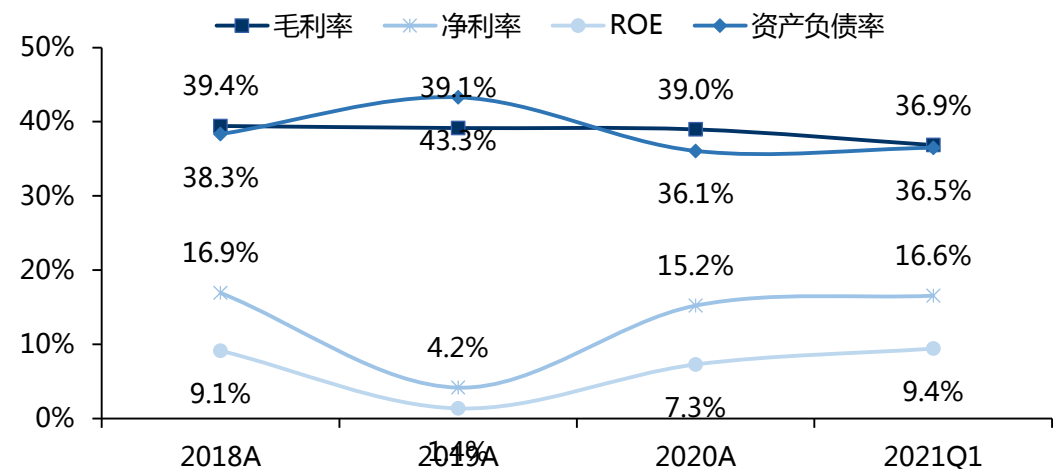
注：以上图、表均剔除ST股

图：A股医疗服务子行业2018-2021Q1收入及利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股医疗服务子行业2018-2021Q1重点比率表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

医疗服务重点公司：业绩分化，疫情相关器械和IVD高速增长

- **药明康德**：2020年收入+28.46%，经调整净利润+48.10%，疫情下整体保持了高速增长趋势，受益于产能利用率较高、收入结构调整等因素，经调整利润率显著提升。21Q1营收+55.3%，经调整净利润+63.6%，收入保持逐季提升态势，CDMO业务实现翻倍增长。公司短期在手订单较为饱满，2021年高增长确定性强；长期有望持续受益于一体化平台协同效应，保持稳健增长态势。
- **泰格医药**：2020年收入+13.88%，扣非业绩+26.89%，全年非经常性损益影响10.42亿元，处置长期股权投资、公允价值变动等影响较大。21Q1收入+38.74%，扣非业绩+98.37%。此前受疫情影响较大的临床CRO业务持续恢复，全年有望实现较高增长。
- **康龙化成**：2020年及21Q1收入分别增长36.6%、55.3%，扣非业绩分别增长58.5%、95.8%，均保持强劲增长态势，主要受益于订单需求旺盛、产能利用率提升，带来盈利能力的持续提升。一体化平台布局持续推进，新业务能力边界持续拓展。
- **爱尔眼科**：2020年及21Q1收入分别增长19.2%、113.9%，扣非业绩分别增长49.1%、1,870.8%，年报扣非业绩超预期。下半年业绩在后疫情时代快速修复，前期受抑制的患者刚性需求逐步释放。扣非后归母净利润超预期增长，主要是受到公允价值变动、商誉减值和大额捐赠支出影响。
- **锦欣生殖**：2020年收入-13.5%，经调整纯利-29.8%，主要是由于新冠疫情爆发及美国实施旅游限制，无法对海外客户开展业务。成都西囡医院增长稳健，VIP业务成为亮点；深圳中山进行内部优化，强劲修复；老挝锦瑞正进行开关前准备，预计今年明年开始投入运营；武汉锦欣仍在前期爬坡过程中，进展情况良好。

表：医疗服务重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		21/07/26	亿元/港币	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	
300347	泰格医药	152.90	1,302	2.20	2.04	2.68	3.35	69.5	75.0	57.1	45.6	10.9	5.0	买入
603259	药明康德	148.74	4,346	1.27	1.34	1.82	2.43	117.1	111.0	81.7	61.2	9.1	4.6	买入
300759	康龙化成	183.54	1,385	1.48	1.84	2.49	3.33	123.8	99.8	73.7	55.1	13.2	3.2	买入
300015	爱尔眼科	56.80	3,070	0.42	0.58	0.77	0.99	134.2	97.9	73.8	57.4	17.5	3.0	买入
002044	美年健康	7.85	307	0.14	0.21	0.28	0.36	56.1	36.6	27.8	22.1	6.9	1.0	无评级
600763	通策医疗	331.74	1,064	1.54	2.30	3.07	4.03	215.4	144.2	108.2	82.2	22.9	3.8	无评级
1951.HK	锦欣生殖	13.30	334	0.10	0.14	0.21	0.27	110.8	79.2	52.8	41.0	3.5	2.0	买入
6078.HK	海吉亚医疗	72.20	446	0.38	0.63	0.89	1.10	158.3	95.5	67.7	54.9	4.0	2.3	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：美年健康、通策医疗、海吉亚医疗盈利预测为Wind一致预期

【 01 】 年报及一季报总结分析

【 02 】 医药上市公司权益分配概况

行业龙头分红力度较大

行业龙头分红力度较大，现金分红为主。以A+H股医药生物行业上市公司2020年度现金分红额进行排序，前三甲为云南白药、迈瑞医疗和国药控股，现金分红均超过20亿元。前二十名皆为相关领域的龙头企业，如医药流通行业的国药、上药、九州通和华润；中药领域的云南白药、以岭药业、白云山；化学制剂行业的恒瑞、石药、丽珠、复星、中国生物制药等。以往被认为是创新标杆、研发投入大的龙头公司如迈瑞医疗、中国生物制药近些年也在加大分红力度，复星医药、药明康德等公司则维持30%的现金分红率。国内医药领域各细分行业蓬勃发展下，龙头公司盈利能力强，现金流充沛，将持续为股东提供稳定优质的分红回报。

表：A+H医药生物行业龙头公司2020年度分红情况

代码	公司简称	股价 21/07/26	总市值 亿元/港币	总股本 亿股	(2020A) 每10股			现金分红 亿元	现金分红率			分红收益率 (最新价)	除权除息日
					转增/股	送股/股	分红/元		18A	19A	20A		
000538	云南白药	105.10	1,343	12.8			3.90	49.17	63.0%	91.6%	89.1%	3.71%	2021-06-07
300760	迈瑞医疗	410.35	4,989	12.2			2.50	30.39	32.7%	39.0%	45.7%	0.61%	2021-05-28
1099.HK	国药控股	21.70	564	31.2			0.60	21.53	30.9%	28.1%	30.6%	3.79%	
002001	新和成	26.50	683	25.8	0.20		0.70	15.04	48.9%	49.5%	42.2%	2.64%	2021-05-19
601607	上海医药	18.76	485	28.4			0.48	13.64	30.0%	30.6%	30.3%	2.56%	2021-07-19
1093.HK	石药集团	10.42	1,040	119.7			0.24	13.03	30.7%	30.1%	24.9%	1.44%	
002603	以岭药业	16.88	282	16.7	0.40		1.00	11.93	20.0%	39.4%	97.9%	5.92%	2021-07-07
1513.HK	丽珠医药	28.85	321	9.4			1.15	11.78	79.5%	80.5%	69.8%	5.22%	
300677	英科医疗	100.89	370	3.7			3.00	11.68	16.6%	18.5%	16.7%	3.47%	2021-04-20
600196	复星医药	71.00	1,715	25.6			0.43	11.02	30.3%	30.1%	30.1%	0.61%	2021-07-19
1177.HK	中国生物制药	6.67	1,049	188.6			0.07	10.91	9.0%	33.3%	38.2%	1.20%	
600276	恒瑞医药	59.22	3,789	64.0		0.20	0.20	10.66	19.9%	19.1%	16.8%	0.34%	2021-06-10
300832	新产业	50.47	397	7.9	0.90		1.00	10.31			109.8%	4.95%	2021-05-21
0867.HK	康哲药业	16.96	349	24.7			0.34	10.22	40.5%	39.5%	39.2%	2.81%	
600998	九州通	13.90	260	18.7			0.50	9.14	14.0%		29.7%	3.60%	2021-06-17
603259	药明康德	148.74	4,346	29.5	0.20		0.36	8.90	30.0%	30.0%	30.1%	0.24%	2021-06-08
600332	白云山	30.69	471	16.3			0.54	8.75	20.0%	30.0%	30.0%	1.75%	2021-06-21
3320.HK	华润医药	4.32	226	62.8			0.10	6.20	20.2%	21.0%	22.9%	2.78%	
300015	爱尔眼科	56.80	3,070	54.1	0.30		0.15	6.18	47.2%	33.7%	35.9%	0.26%	2021-06-24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路1012号国信证券大厦18层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032