

“疫”后归来，再望佳期

医药行业2020年报及2021年一季度回顾

证券分析师：赵金厚 A0230511040007

研究支持：张静含 A0230120070005，陈烨远 A0230119070002

联系人：陈烨远

2021.5.12



- **医药行业2020年呈现明显分化。**2020年是医药行业不平凡的一年。中国的新冠核酸检测、抗疫设备和耗材驰援海内外，相关板块2020业绩高增。与此同时，院内诊疗活动受到直接影响，常规用药、手术相关耗材、民营医疗服务行业受损，医药上市公司2020年业绩因此呈现明显分化。**2021展望：**无论从医药制造业收入和利润、医保支出、还是从上市公司季度业绩情况看，各项数据指标从去年下半年起呈现逐季度向好趋势。
- **建议关注：**（1）**疫情复苏：**去年下半年起，医药行业疫情复苏态势延续至今，建议关注受疫情影响去年业绩出现波动，业务立足国内，当前恢复强劲的医疗服务、手术相关设备耗材等标的；（2）**海外疫情波动：**海外新一波疫情又起，建议关注抗疫设备耗材新一轮需求下，相关公司今年业绩得到延续；（3）**着眼中长期：**疫情因素终将淡化，行业政策风险边际减弱，医药行业具有弱周期、稳增长特点，中长期投资维度下，建议重归寻找“坚持研发驱动、所处赛道潜力大、具备技术延伸能力或管理输出能力、发展模式清晰公司”的自下而上医药投资策略。**建议关注：恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、长春高新、药明康德、康泰生物、智飞生物、康希诺-U、司太立、健友股份、我武生物、爱博医疗、博瑞医药。**
- **风险提示：**（1）**疫情风险：**海内外疫情存在不确定性，直接影响短期内医药公司（特别是疫苗、抗疫设备、检测、手术）的业绩表现；（2）**政策风险：**当前第五批药品集中采购和第二批高值耗材集采正在推进，存在超预期降价风险；（3）**研发风险：**国内药品和器械研发仿创为主，成功率和风险调整的回报率较高，未来存在研发投入效益下降影响公司业绩风险。

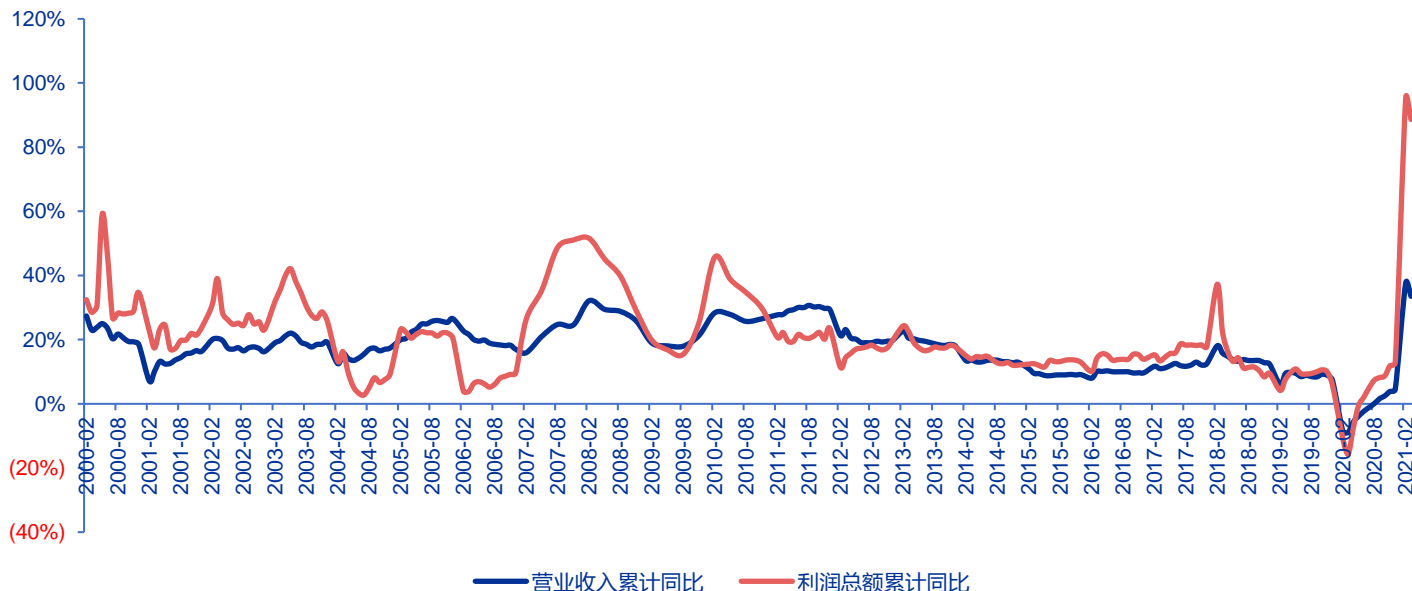
主要内容

1. 医药宏观数据
2. 2020年报及2021年一季度回顾
3. 指数涨跌幅和公司排名
4. 估值水平分析
5. 投资建议与风险提示

1.1 医药制造业收入和利润：2020年疫情影响较大，2021Q1低基数下实现高增

- 2020年医药制造业实现营业收入24,857亿元，累计同比增长4.5%，增速较上年下降2.9pct；实现利润总额3,507亿元，累计同比增长12.8%，增速较上年增速+6.9pct。
- 受上年新冠疫情低基数影响，2021年一季度行业收入和利润高增：2021Q1医药制造业收入同比增长33.5%，利润总额同比增长88.3%。

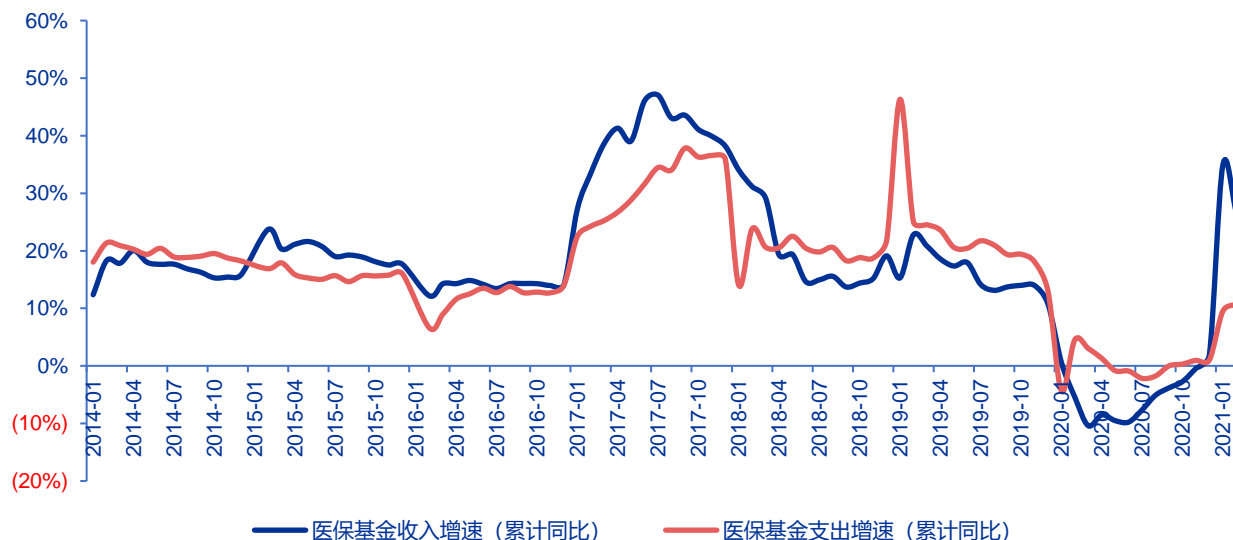
图1：医药制造业收入端持续增长，利润增速持续领先营收



1.2 医保收支：恢复性增长态势明显

- 2020年医保基金累计收入（包括生育保险）为24,639亿元，同比增长1.8%，增速较上年-8.9pct，医保基金累计支出（包括生育保险）为20,949亿元，同比增长1.0%，增速较上年-12.0pct。
- 截止2021年2月，医保基金累计收入（包括生育保险）为4,674亿元，同比增长26.7%，较2019年2月累计复合增速为9.4%；医保基金累计支出（包括生育保险）为3,088亿元，同比增长10.7%，较2019年2月累计复合增速为7.6%。

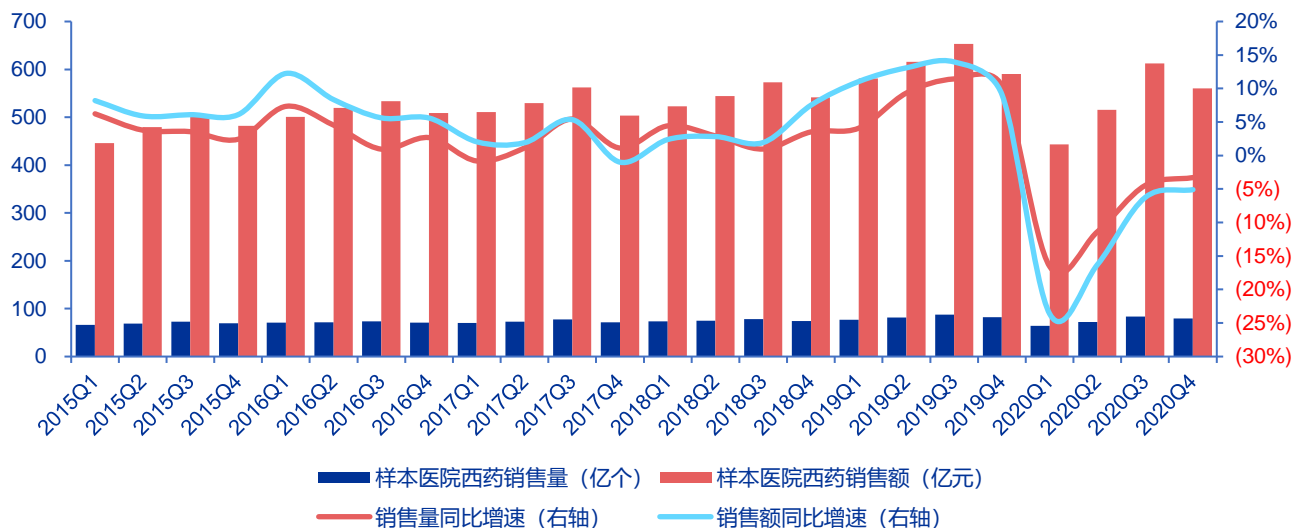
图2：医保基金收支恢复性增长



1.3 药品收入：新冠叠加带量采购，2020年负增长

- 2020年新冠疫情冲击叠加带量采购影响的显现，2020年公立医院药品收入出现负增长。
- 根据PDB数据库显示，2020年样本医院西药销售量为298.52亿个，同比增长-3.3%，西药销售额为2131.64亿元，同比增长-5.1%。

图3：受新冠冲击医院端西药销售恢复缓慢



1.4 一致性评价：继续推进，注射剂加速

- 一致性评价持续推进：截止2020年底，已上市仿制药的一致性评价受理数达到2638个（其中989个已过评），其中涉及品种共416个（其中219个过评）。
- 随着注射剂一致性评价政策的完善，注射剂一致性评价工作开始提速。截止2020年底，注射剂一致性评价受理总数1047个，涉及193个品种。

图4：一致性评价受理和过评情况（产品数）

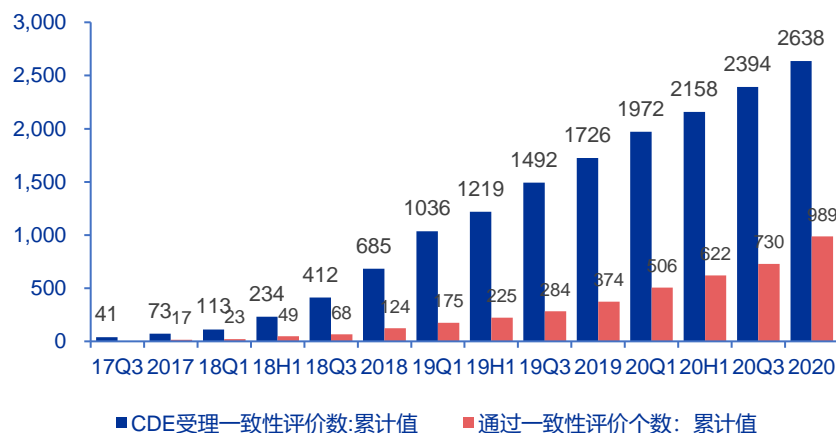
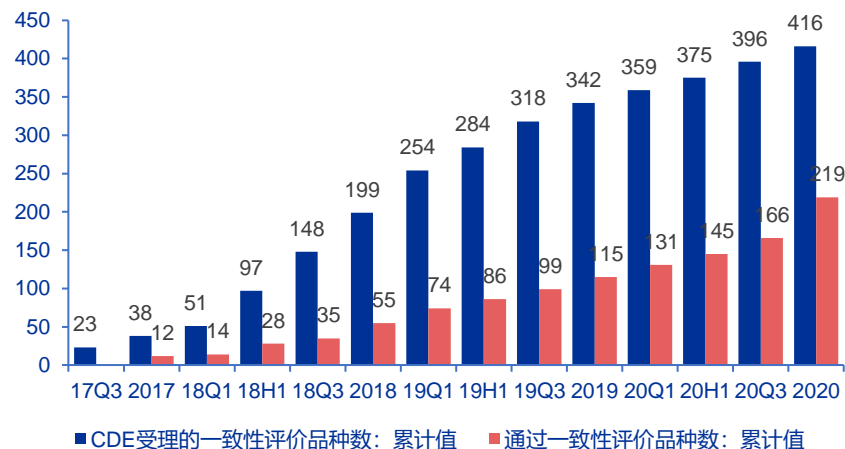


图5：一致性评价受理和过评情况（品种数）



主要内容

1. 医药宏观数据
2. 2020年报及2021年一季度回顾
3. 指数涨跌幅和公司排名
4. 估值水平分析
5. 投资建议与风险提示

2.1 利润增速领先收入增速

- 2020年，申万医药生物板块（剔除B股与新三板）实现营收19,229亿元，同比增长（经调整，下同）7.4%，较上年增速-5.6pct，营业成本为12,523亿元，同比增长7.5%，较上年增速-6.6pct。2021Q1实现营收总额5,281亿元，同比增长32.7%，与2019Q1复合增速为10.6%。
- 2020年板块实现归母净利润合计1,351亿元，同比增长33.5%，实现扣非归母净利润合计1,079亿元，同比增长37.8%。2021Q1实现归母净利润合计570亿元，同比增长86.7%，与2019Q1复合增速为24.1%；实现扣非归母净利润合计总额513亿元，同比增长88.4%，与2019Q1复合增速为24.3%。

图6：2020与2021Q1板块收入及增速

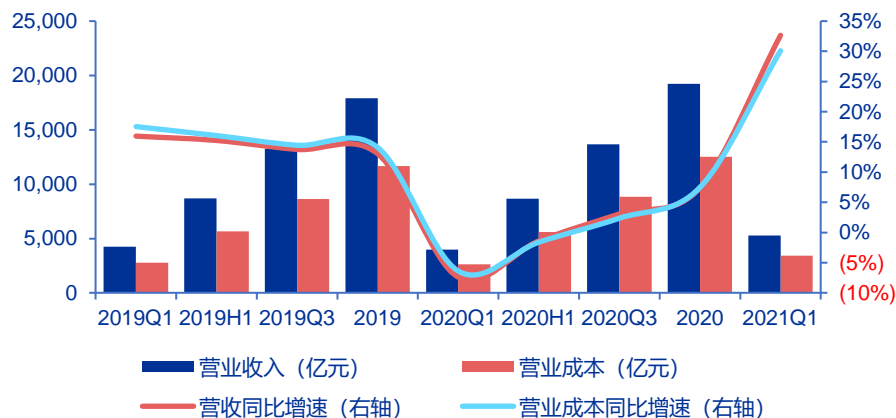
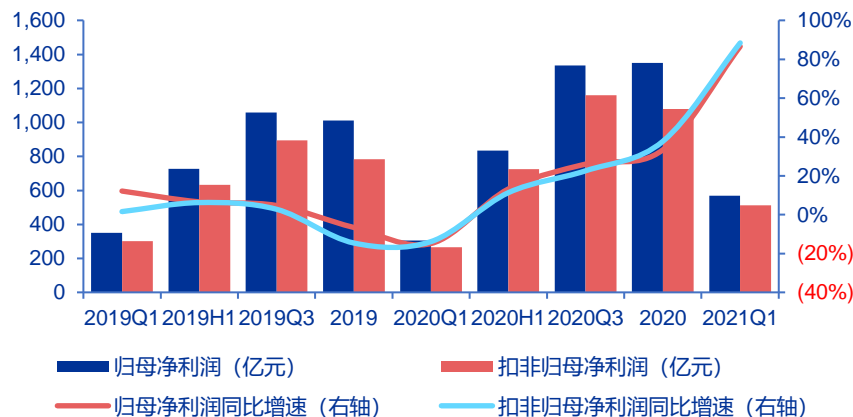


图7：2020与2021Q1板块利润及增速



附注：行业板块营收与业绩为申万一级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.2 费率稳步下降，研发支出再创新高

- 2020年医药生物板块销售、管理与财务费用总额分别为2,838、983、231亿元；销售、管理、财务费用率分别为14.8%、5.1%、1.2%，较上年-2.0pct、-0.1pct、+0pct；销售、管理、财务费用率合计为21.1%，较上年-2.1pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计保持下降趋势，由上年同期的21.7%下降至19.5%，销售、管理和财务费用率分别-1.4pct、-0.5pct、-0.3pct。
- 2020年板块累计研发开支695亿元，同比增长16.4%，研发开支占同期营收比重为3.6%，较上年+0.3pct。

图8：2020与2021Q1板块费率情况

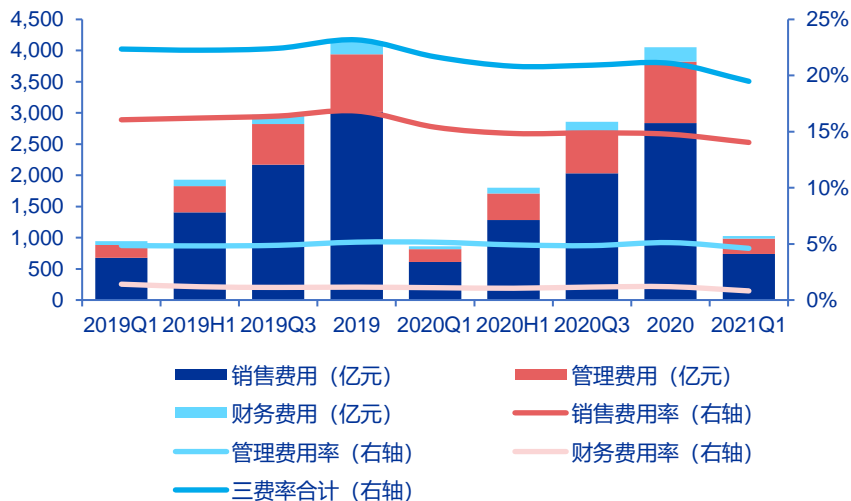
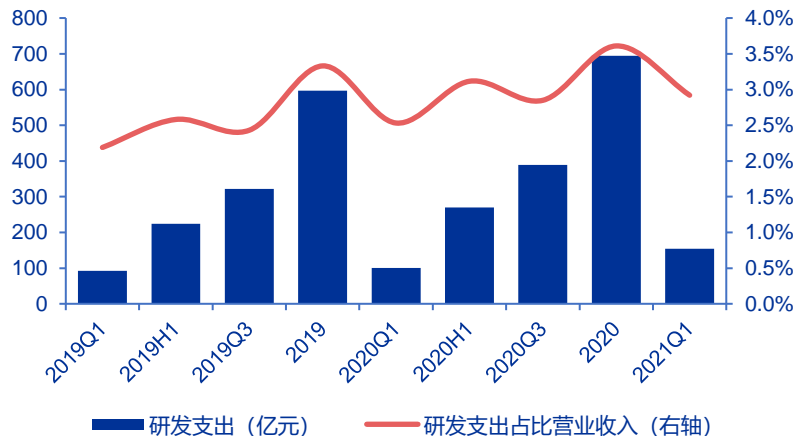


图9：2020与2021Q1板块研发支出占比



附注：行业板块各项费用为申万一级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股各项费用总和

2.3 毛利率持平，净利率上升，现金流强劲

- 2020年医药生物板块毛利率水平为34.9%，与上年持平，较2018年-0.6pct，总体保持稳定。2021Q1毛利率为35.1%，较去年同期+1.2pct。2020年板块净利率水平为7.7%，较上年+1.4%，较2018年+0.3%，维持上升趋势。
- 现金流方面，板块整体现金流保持2019年整体净流入方向，实现净流入1,269亿元，较上年大幅增长261%，至2021Q1筹资现金连续五个季度保持净流入状态。

图10：板块毛利率和净利率情况

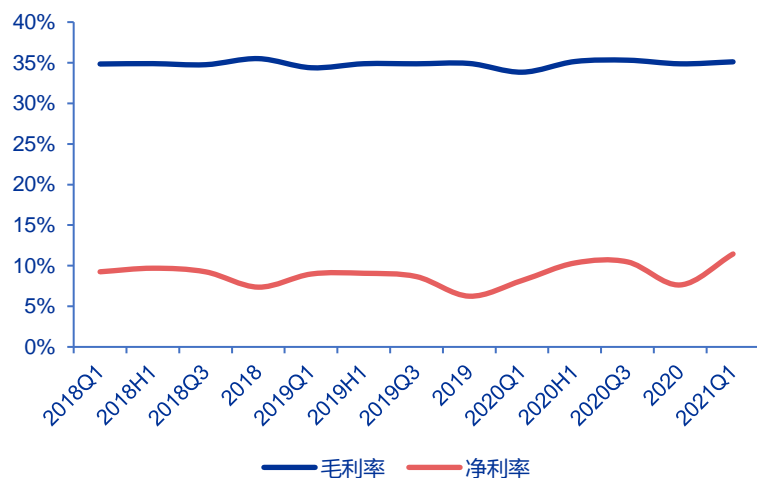
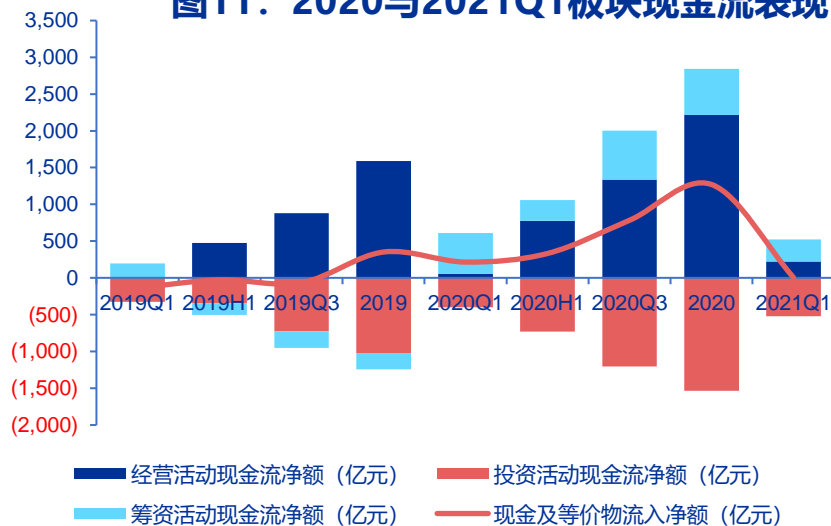


图11：2020与2021Q1板块现金流表现



附注：行业现金流为申万一级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股后各类现金流总和

2.4.1 子板块增速：2020医疗器械一骑绝尘

- 2020年全年按照收入增速来看，各子行业的排名为：医疗器械（59.6%）> 生物制品（18.5%）> 医疗服务（14.6%）> 医药商业（9.9%）> **板块整体（8.7%）** > 化学制药（-1.1%）> 中药（-3.5%）。
- 2020年全年按照扣非归母净利润增速来看，各子行业的排名为：医疗器械（188.1%）> 医疗服务（164.8%）> 生物制品（43.3%）> 化学制药（40.2%）> **板块整体（39.9%）** > 医药商业（8.6%）> 中药（-146.8%）。

图12：2020年子行业营收及增速（亿元）

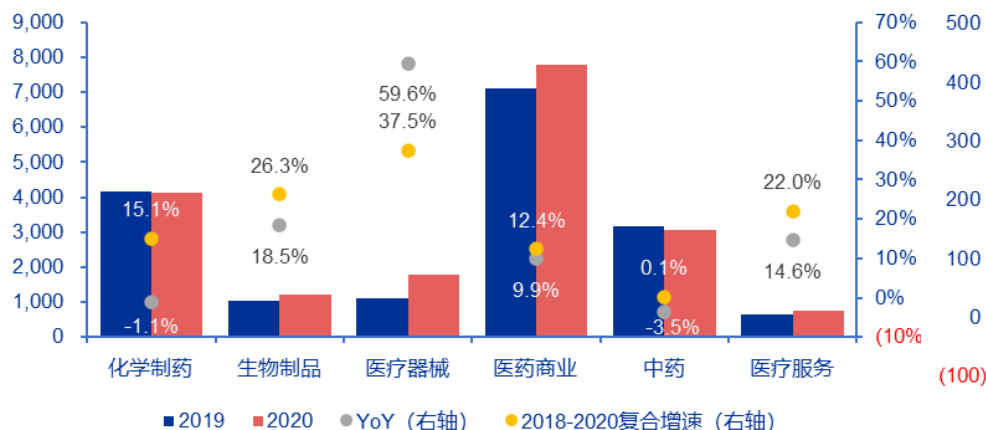
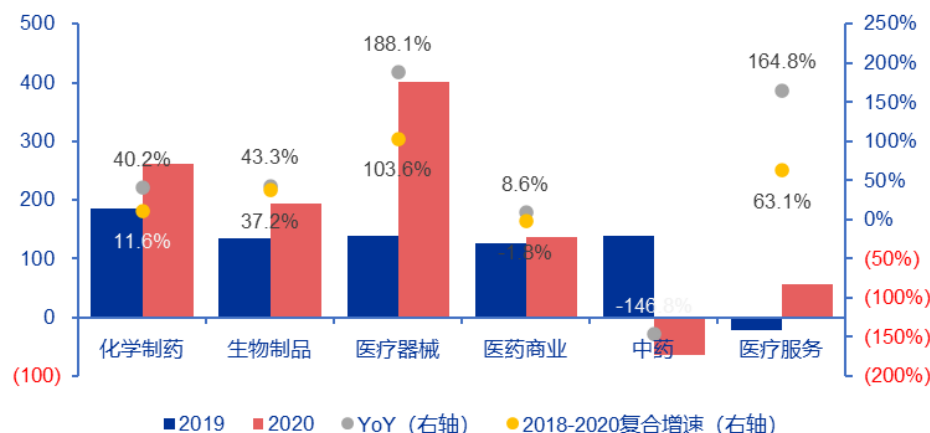


图13：2020年子行业利润及增速（亿元）



附注：行业子板块营收与扣非利润为申万二级行业分类下子板块成分股营收与扣非利润总和

2.4.2 子板块增速：2021Q1医疗服务表现出众

- 2021Q1按照收入增速来看，各子行业的排名为：医疗器械（98.8%）> 医疗服务（74.5%）> 生物制品（44.7%）> **板块整体（32.7%）** > 医药商业（29.9%）> 化学制药（20.5%）> 中药（20.3%）。
- 2021Q1按照扣非归母净利润增速来看，各子行业的排名为：医疗服务（388.3%）> 医疗器械（259.0%）> 生物制品（88.7%）> **板块整体（79.9%）** > 中药（30.1%）> 化学制药（25.3%）> 医药商业（16.1%）。

图14：2021Q1年子行业营收及增速（亿元）

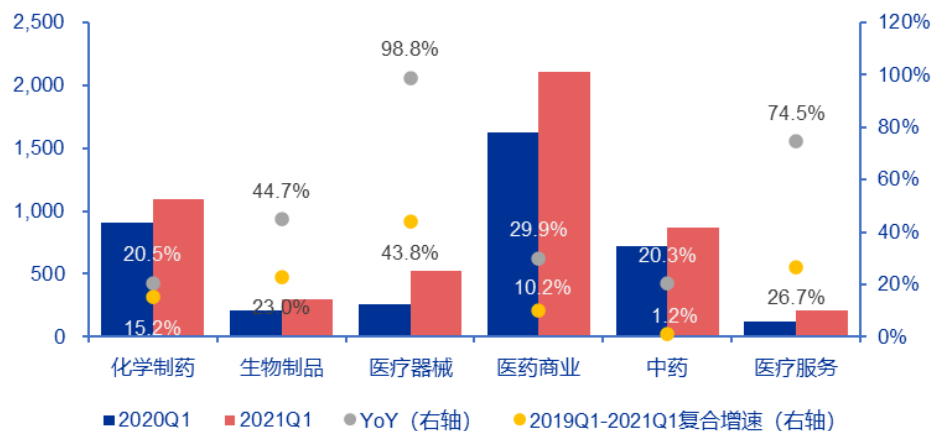
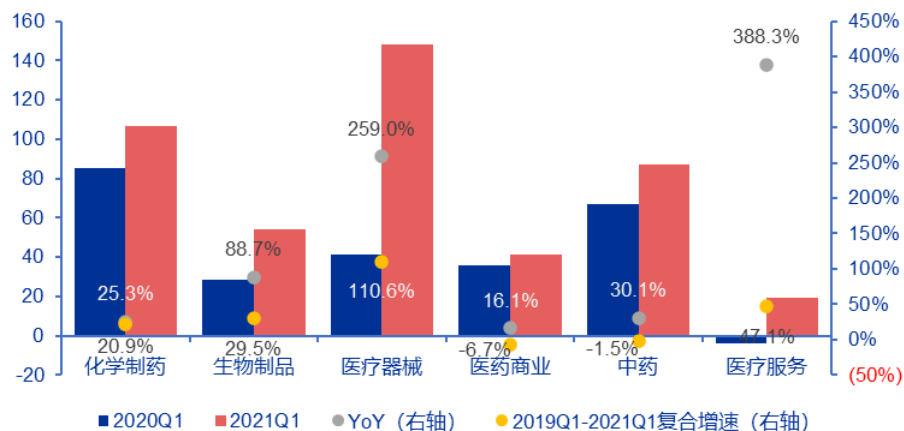


图15：2021Q1年子行业利润及增速（亿元）



附注：行业子板块营收与扣非利润为申万二级行业分类下子板块成分股营收与扣非利润总和

2.4.3 毛利率：医疗器械与生物制药持续增厚

- 根据整体法测算，2020年各子行业毛利率的排名为：医疗器械（55.9%，+5.5pct）>生物制品（55.3%，+0.9pct）>化学制药（49.3%，-0.7pct）>中药（43.4%，-1.0pct）>医疗服务（38.0%，-0.1pct）>医药商业（13.4%，-0.3pct）。
- 根据整体法测算，2021Q1各子行业毛利率的排名为：医疗器械（57.9%，+6.3pct）>生物制品（53.3%，+0.7pct）>化学制药（48.8%，-1.7pct）>中药（44.7%，+1.6pct）>医疗服务（35.9%，+10.8pct）>医药商业（12.6%，-1.0pct）。

图16：2020子行业毛利率情况

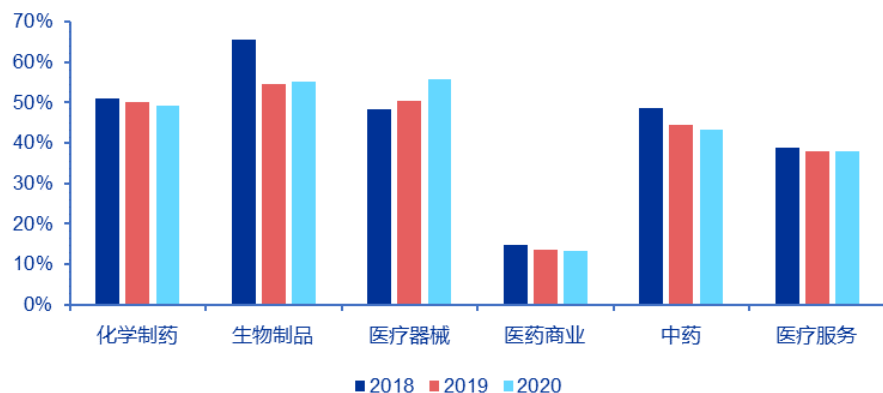
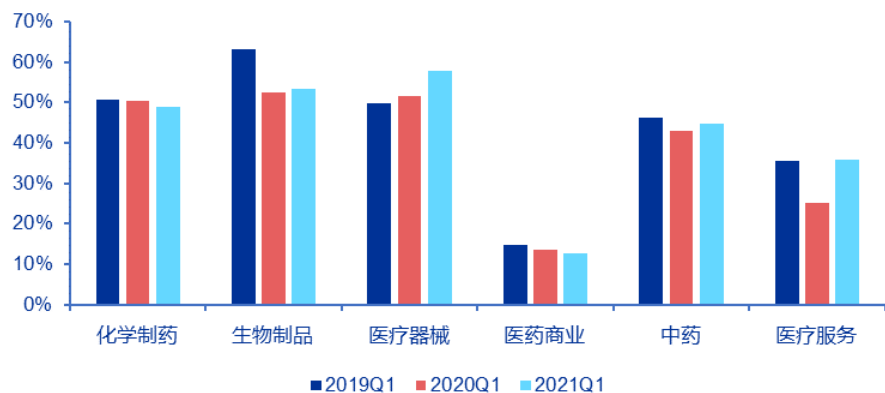


图17：2021Q1子行业毛利率情况



附注：毛利率计算方法为整体法

2.4.4 净利率：医疗服务负转正

- 根据整体法测算，2020年各子行业净利率的排名为：医疗器械（24.8%，+9.3pct）> 生物制品（20.4%，+3.7pct）> 医疗服务（14.3%，+15.2pct）> 化学制药（9.0%，+1.4pct）> 医药商业（2.6%，+0.1pct）> 中药（0.1%，-6.4pct）。
- 根据整体法测算，2021Q1各子行业净利率的排名为：医疗器械（30.2%，+12.3pct）> 生物制品（21.0%，+5.2pct）> 医疗服务（15.7%，+18.1pct）> 化学制药（12.3%，+0.0pct）> 中药（10.3%，-0.1pct）> 医药商业（3.2%，+0.3pct）。

图18：2020子行业净利率情况

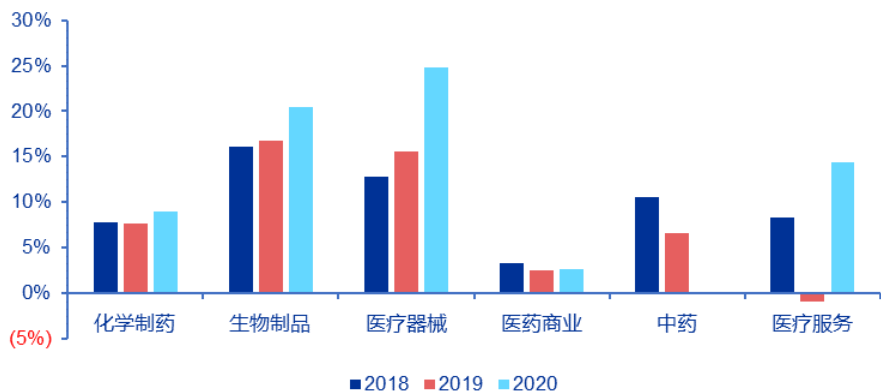
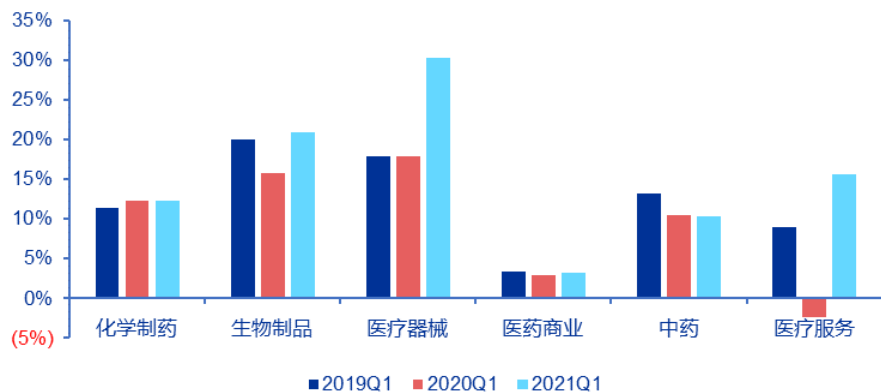


图19：2021Q1子行业净利率情况



附注：净利率计算方法为整体法

2.5 生物制品

- 2020年生物制品板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为1,296亿元，同比增长5.9%，较上年增速-3.8pct，营业成本为558亿元，同比增长5.8%，较上年增速+2.2pct。2021Q1实现营收总额337亿元，同比增长39.6%，与2019Q1复合增速为13.2%。
- 2020年板块实现归母净利润为211亿元，同比增长24.0%，实现扣非归母净利润166亿元，同比增长8.1%。2021Q1实现归母净利润61亿元，同比增长89.5%，与2019Q1复合增速为32.1%；实现扣非归母净利润56亿元，同比增长73.1%，与2019Q1复合增速为26.4%。

图20：2020与2021Q1生物制品收入及增速

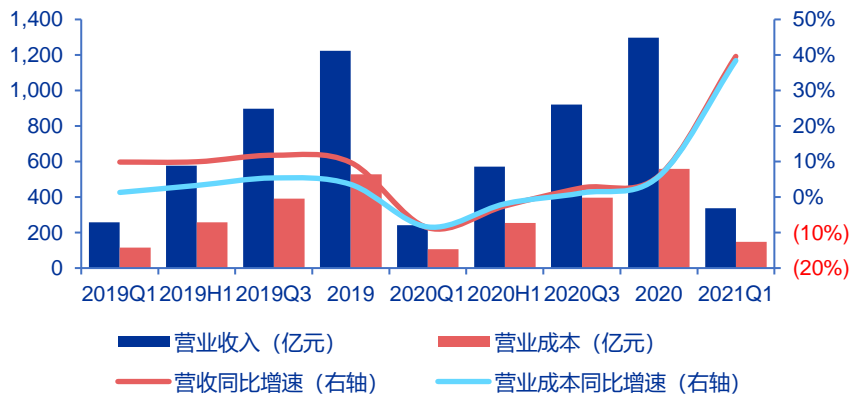
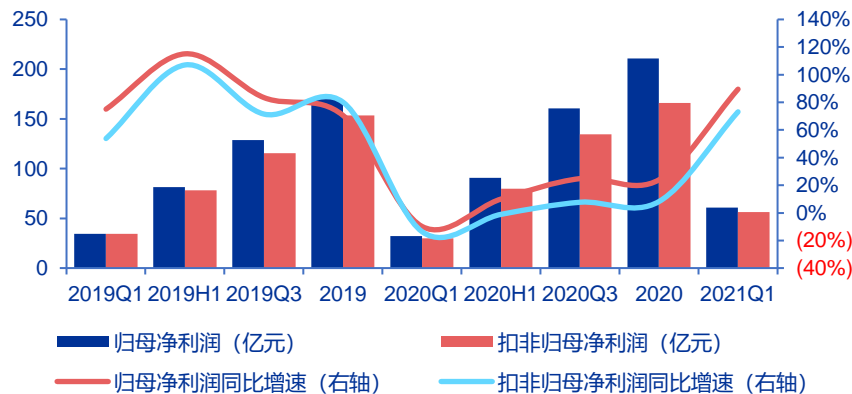


图21：2020与2021Q1生物制品利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.5 生物制品

- 2020年生物制品板块销售、管理、财务费用率分别为23.3%、7.9%、1.1%，较上年-1.6pct、-0.3pct、-0.2pct；销售、管理、财务费用率合计32.3%，较上年-2.1pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计较上年同期保持下降趋势，由上年同期的32.2%下降至28.5%，销售、管理和财务费用率分别-1.7pct、-1.4pct，-0.7pct。
- 2020年板块累计研发开支140亿元，同比增长28.6%，显著高出同期营收增速。研发开支占同期营收比重为10.8%，高于板块平均水平，较上年+1.9pct，处于历史最高水平。

图22：2020与2021Q1生物制品费率情况

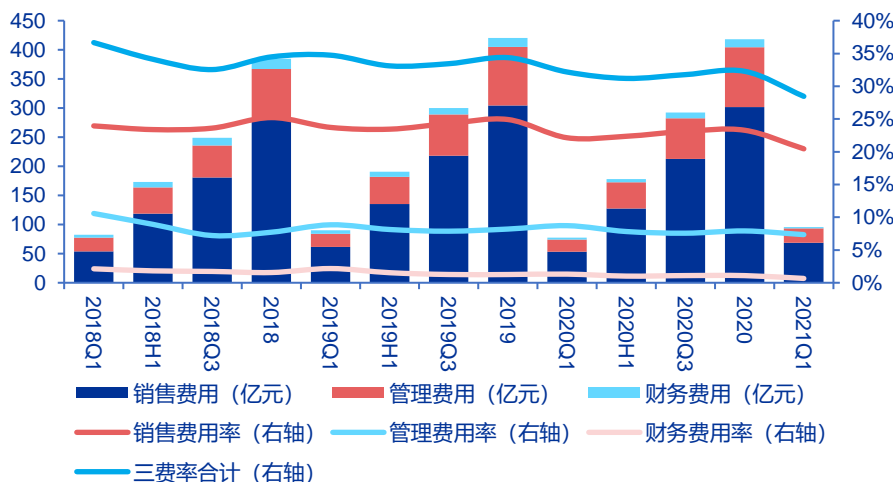
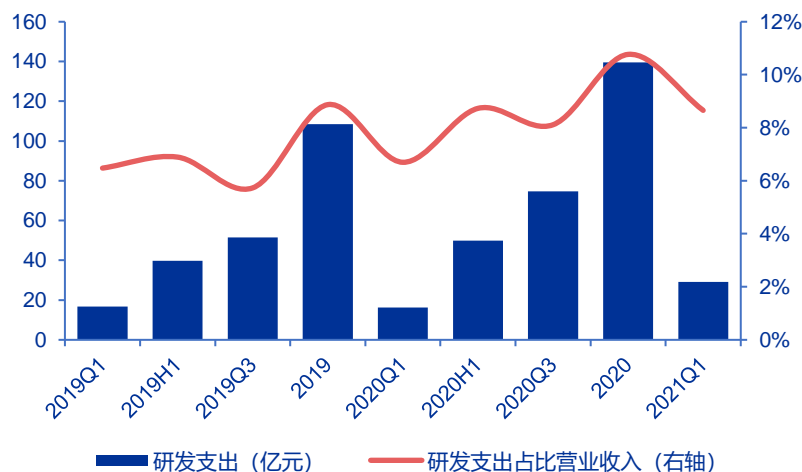


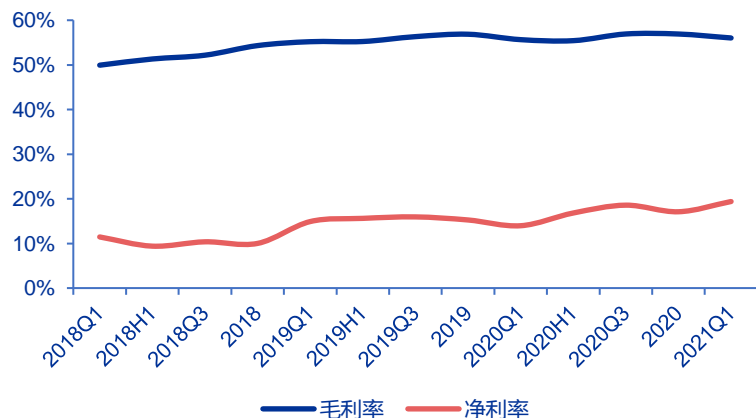
图23：2020与2021Q1生物制品研发开支占比



2.5 生物制品

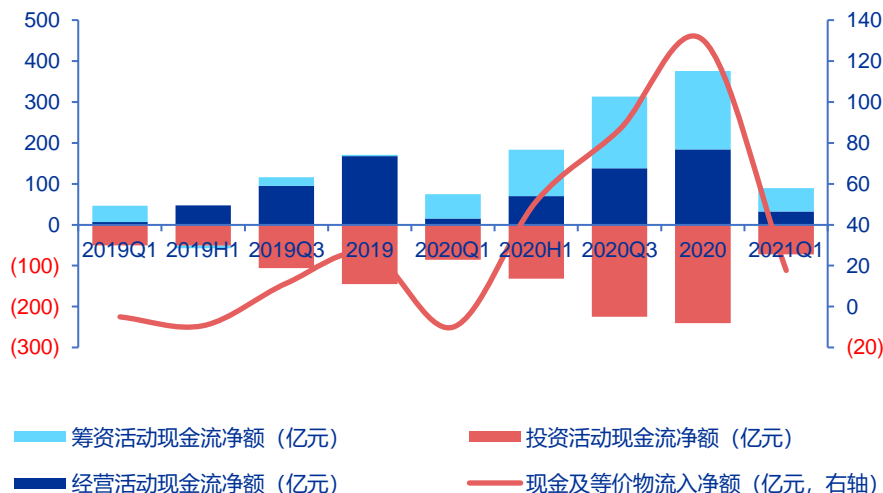
- 根据整体法测算，2020年生物制品板块毛利率水平为56.9%，与上年持平，较2018年+2.6pct，总体保持稳定。2021Q1毛利率为56.1%，较去年同期+0.4pct。2020年板块净利率水平为17.1%，较上年+1.8%，较2018年+7.1%，维持上升趋势。
- 现金流方面，从2020H1开始板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入130亿元。

图24：2020与2021Q1生物制品毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

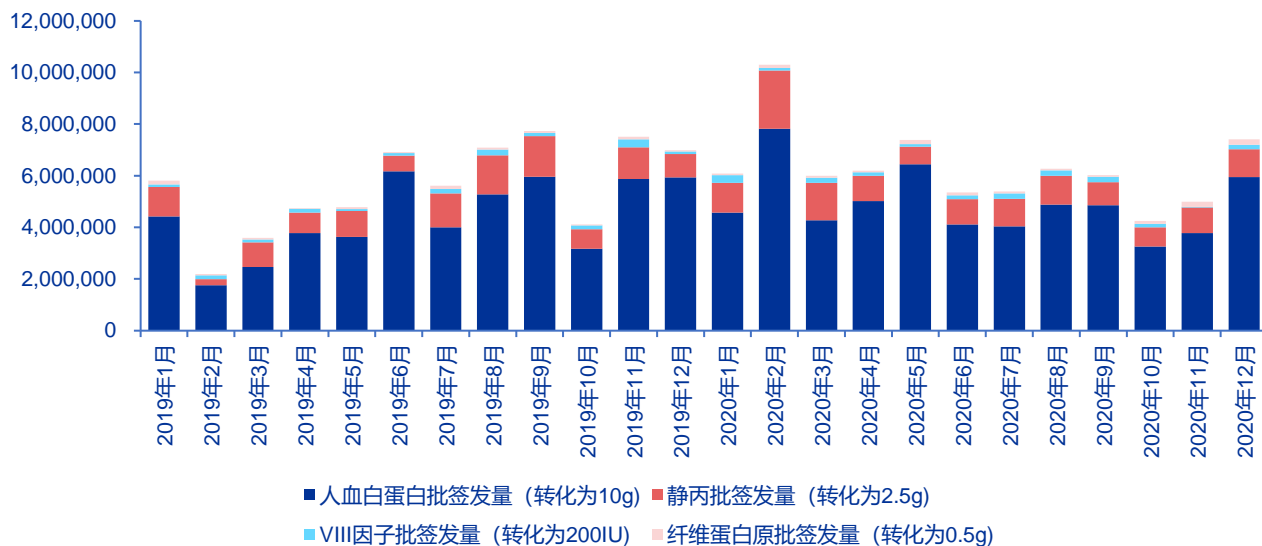
图25：2020与2021Q1生物制品现金流表现



2.5.1 血液制品

- 进口白蛋白批签发从2020Q3出现下滑，同比下降18%。国内采浆量2020年Q2后逐渐恢复，上半年天坛生物采浆量同比下滑13%，华兰生物同样受新冠疫情影响较大。
- 血制品行业政策门槛较高，从供需角度而言我国血制品市场规模仍有较大扩展空间，目前血浆量供应缺口较大。中长期而言，看好血制品结构优化调整，随着静丙学术推广的不断加强，相关凝血因子类产品需求有望持续得到释放。

图26：国内血液制品批签发变化（单位：瓶）



2.5.2 疫苗

- 2019年末沃森生物13价肺炎疫苗（沃欣安）和万泰生物2价HPV疫苗（馨可宁）获NMPA批准，国产首支13价肺炎疫苗及宫颈癌疫苗相继上市，拉开了国产重磅疫苗产品的序幕。
- 两款国产重磅疫苗产品上市后迅速放量，根据中检院批签发数据显示，2020年沃森13价肺炎疫苗批签发总量达447万剂，2020年万泰2价HPV疫苗批签发总量达246万剂，迅速实现对同类境外疫苗的国产替代。

图27：13价肺炎疫苗批签发数量（单位：万剂）

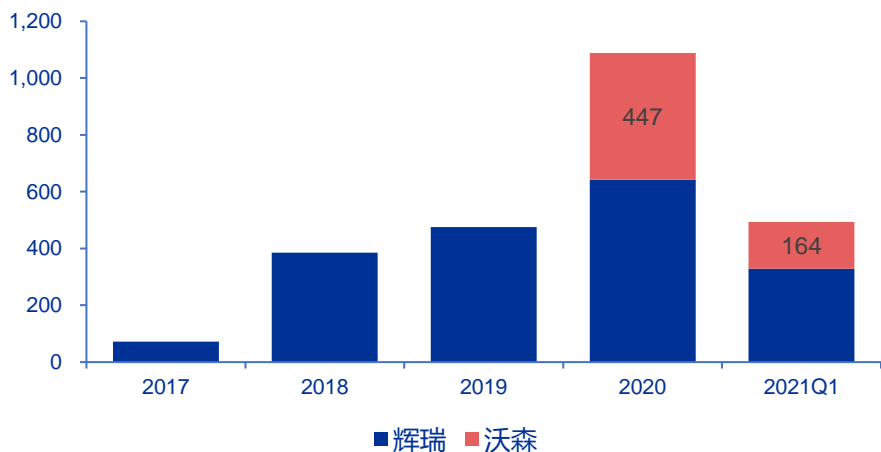
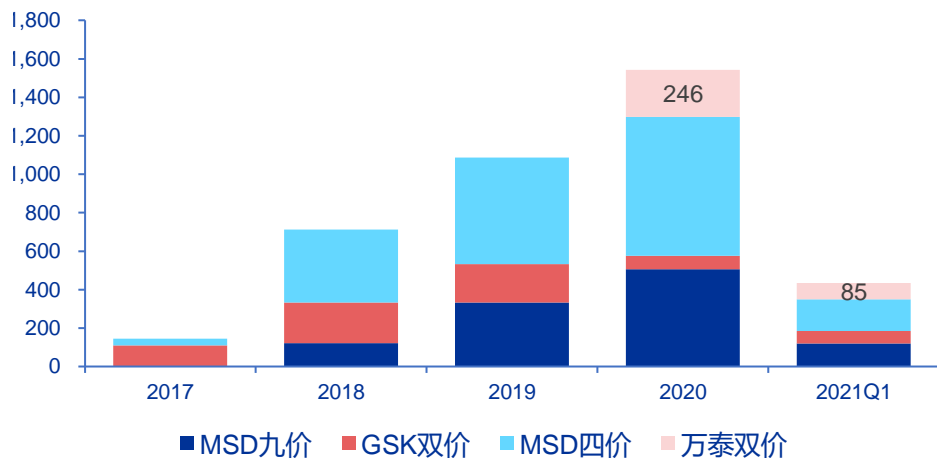


图28：HPV疫苗批签发数量（单位：万剂）



2.5.2 疫苗

- 截止至5月9日，全球新冠疫苗接种总量超过12.98亿剂次，其中中国大陆地区接种总量接近3.2亿剂。全球主要国家/地区至少接种一针人群比率情况如下：美国（44.8%）、欧盟（28.2%）、英国（53.0%）、巴西（16.6%）、土耳其（17.6%）、俄罗斯（8.2%）、加拿大（34.1%）。
- 目前大陆地区获批（附条件上市与紧急使用）的疫苗共有5款，涵盖灭活、重组蛋白、腺病毒等3种不同的技术路径。

图29：预测主要国家/地区完成免疫流程人口占比

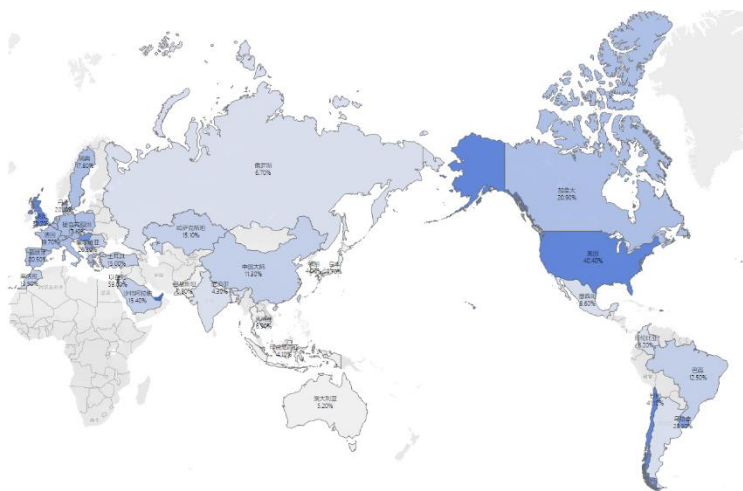
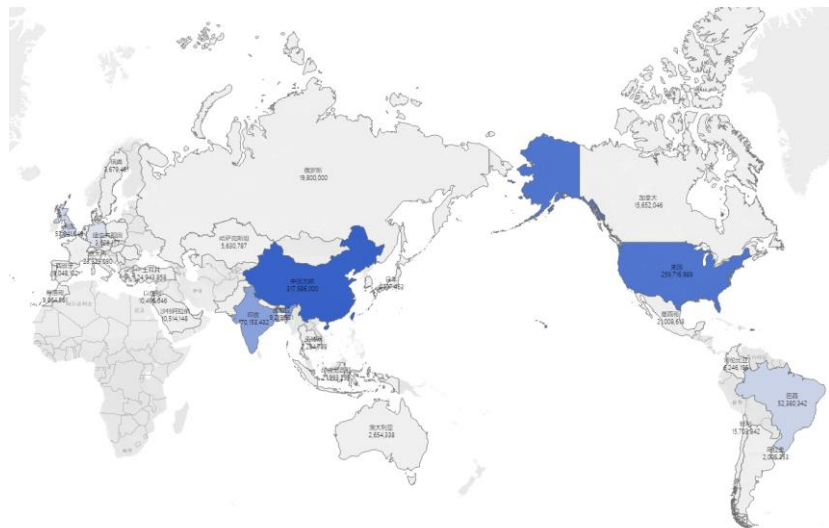


图30：主要国家/地区新冠疫苗接种量（单位：剂）



附注：1.截止至2021/5/9

2.疫苗覆盖人群为根据疫苗接种总量估算数据

2.6 医疗器械

- 2020年，医疗器械板块（剔除B股与新三板）受益于新冠疫情，实现营收总额为2,074亿元，同比大幅增长60.1%，较上年增速+45.4pct，2021Q1实现营收总额637亿元，同比增长110.4%，与2019Q1复合增速为46.6%。
- 2020年板块实现归母净利润总额为547亿元，同比增长157.5%，实现扣非归母净利润总额518亿元，同比增长189.5%。2021Q1实现归母净利润总额210亿元，同比增长264.8%，与2019Q1复合增速为90.0%；实现扣非归母净利润总额201亿元，同比增长293.6%，与2019Q1复合增速为102.9%。

图31：2020与2021Q1医疗器械收入及增速

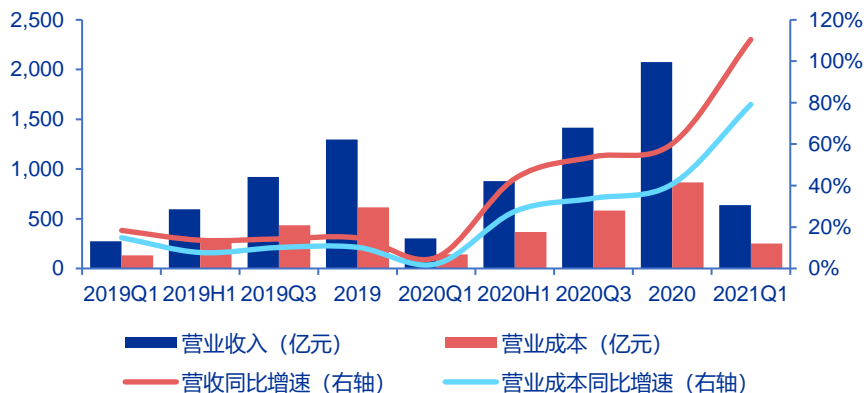
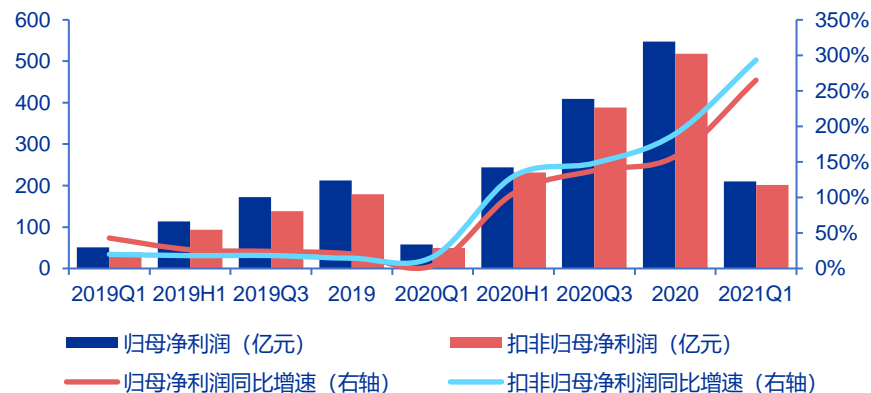


图32：2020与2021Q1医疗器械利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.6 医疗器械

- 2020年医疗器械板块销售、管理、财务费用率分别为13.1%、5.5%、1.1%，较上年-4.9pct、-1.7pct、+0.6pct；销售、管理、财务费用率合计19.6%，较上年-6.2pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计较上年同期保持下降趋势，由上年同期的24.6%下降至16.8%，销售、管理和财务费用率分别-5.0pct、-2.6pct，-0.1pct。
- 2020年板块累计研发开支129亿元，同比增长31.3%。研发开支占同期营收比重为6.2%，高于医药板块平均水平，较上年-1.4pct。

图33：2020与2021Q1医疗器械费率表现

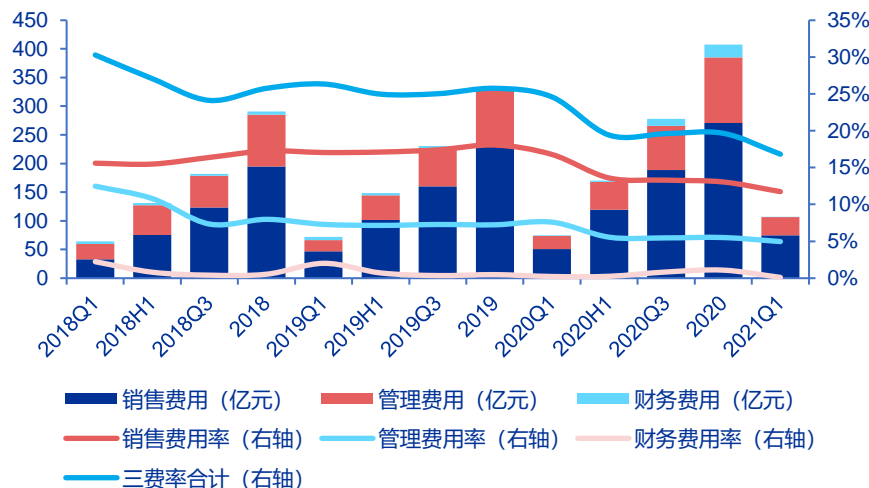
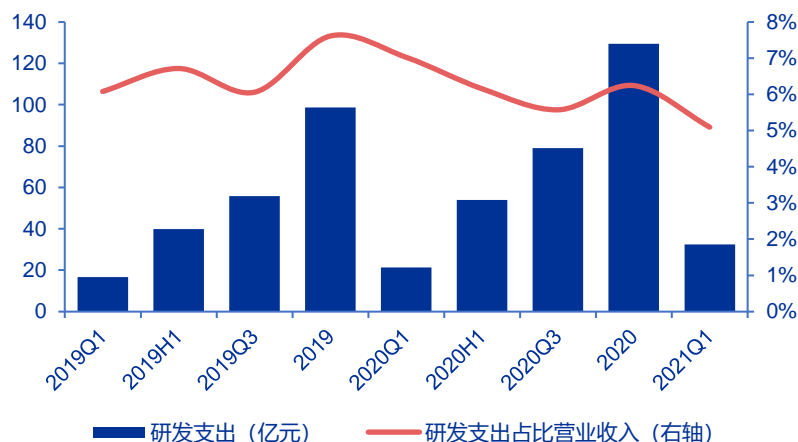


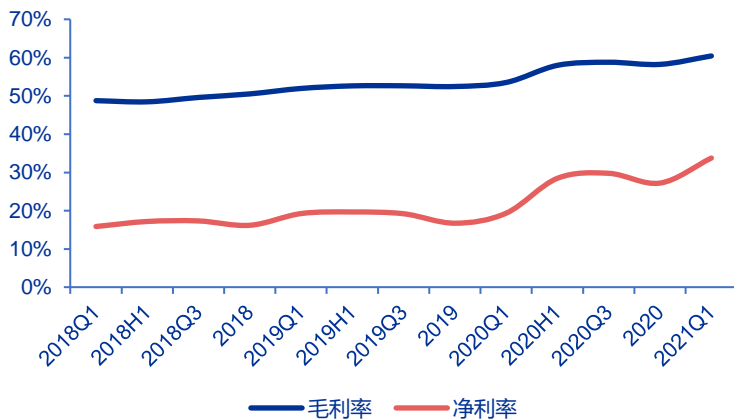
图34：2020与2021Q1医疗器械研发支出占比



2.6 医疗器械

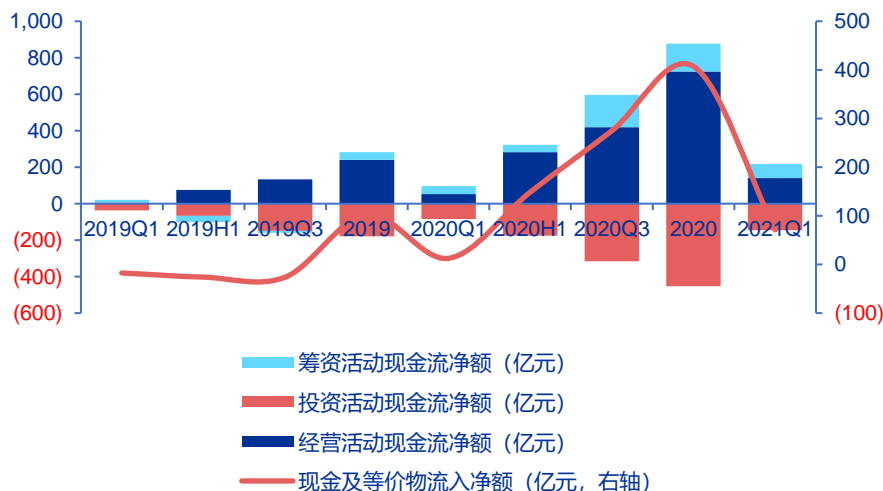
- 根据整体法测算，2020年医疗器械板块毛利率水平为58.3%，与上年+5.8pct，较2018年+7.7pct，保持上升趋势。2021Q1毛利率为60.5%，较去年同期+7.0pct。2020年板块净利率水平为27.2%，较上年+9.5%，较2018年+10.0%，增速快于毛利。
- 现金流方面，从2020H1开始板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入407亿元。

图35：2020与2021Q1医疗器械毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

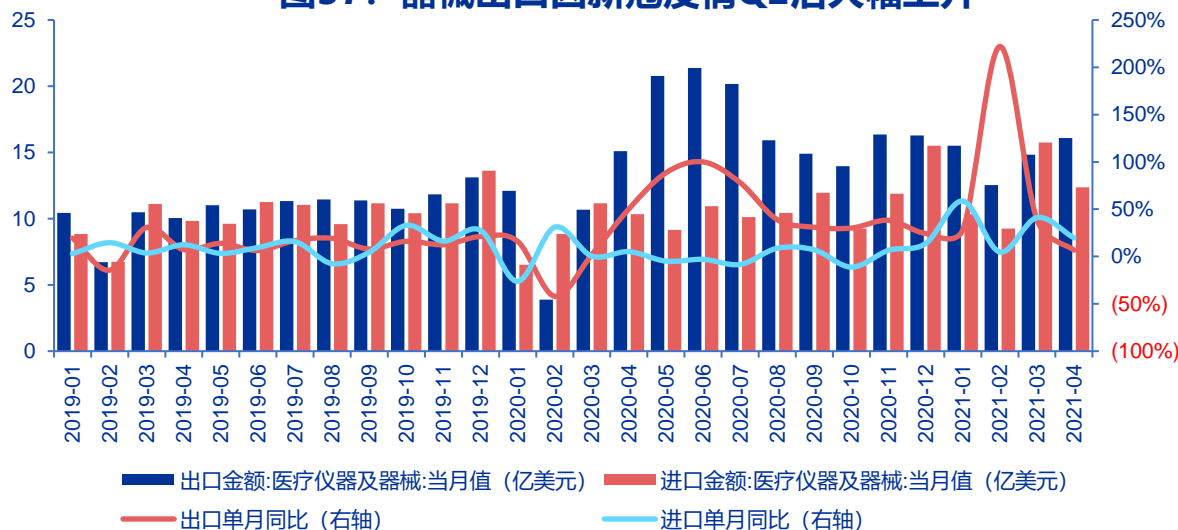
图36：2020与2021Q1医疗器械现金流表现



2.6 医疗器械

- 自2020年下半年开始海外订单成为国内IVD上市公司业绩的主要增长动力，因新冠疫情大幅获益的IVD公司包括圣湘生物、万孚生物、华大基因在2020年均取得爆发性的收入与业绩增长。
- 根据海关总署数据显示，虽然2020年2月我国医疗仪器及器械的出口额降至近年新低的3.89亿美元，但在数月内快速攀升至6月的21.38亿美元，创下历史最高水平，2020年全面医疗仪器与器械出口总额达181.5亿美元，较上年增长40.4%，2021Q1出口总额为42.9亿美元，同比增长60.7%，与2019Q1复合增速为24.6%。

图37：器械出口因新冠疫情Q2后大幅上升



2.7 化学制剂

- 2020年，受带量采购政策叠加新冠疫情影响，化学制剂板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为3,215亿元，同比增长-5.8%，较上年增速-18.5pct，降幅有所收窄。2021Q1实现营收总额845亿元，同比增长15.6%，与2019Q1复合增速为1.5%。
- 2020年板块实现归母净利润总额为198亿元，同比增长11.5%，实现扣非归母净利润总额143亿元，同比增长11.5%。2021Q1实现归母净利润总额88亿元，同比增长22.2%，与2019Q1复合增速为2.8%；实现扣非归母净利润总额71亿元，同比增长23.1%，与2019Q1复合增速为-2.7%。

图38：2020与2021Q1化学制剂收入与增速

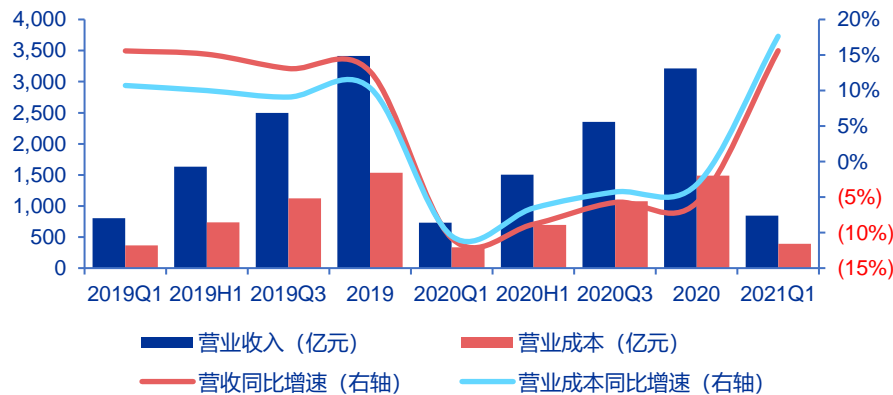
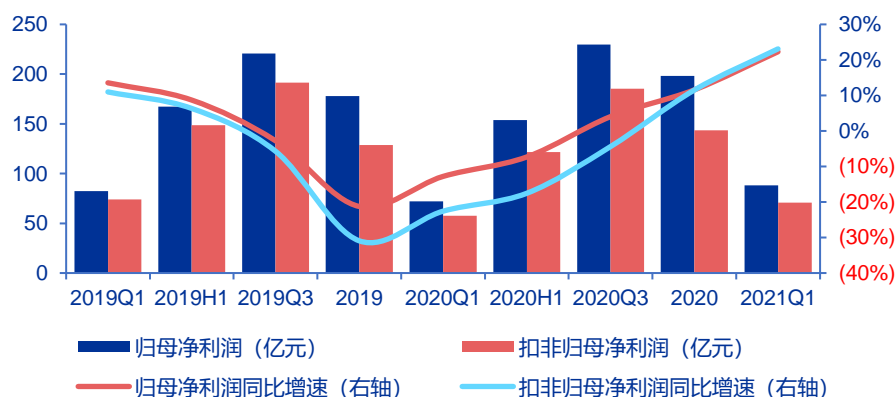


图39：2020与2021Q1化学制剂利润与增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.7 化学制剂

- 2020年化学制剂板块销售、管理、财务费用率分别为28.1%、7.8%、1.7%，较上年-2.3pct、+0.8pct、+0.3pct；销售、管理、财务费用率合计37.6%，较上年-1.2pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计由上年同期的37.4%下降至35.6%，销售、管理和财务费用率分别-1.0pct、-0.2pct，-0.5pct。
- 2020年板块累计研发开支246亿元，同比增长11.6%。研发开支占同期营收比重为7.7%，高于医药板块平均水平，较上年+1.2pct。

图40：2020与2021Q1化学制剂费率表现

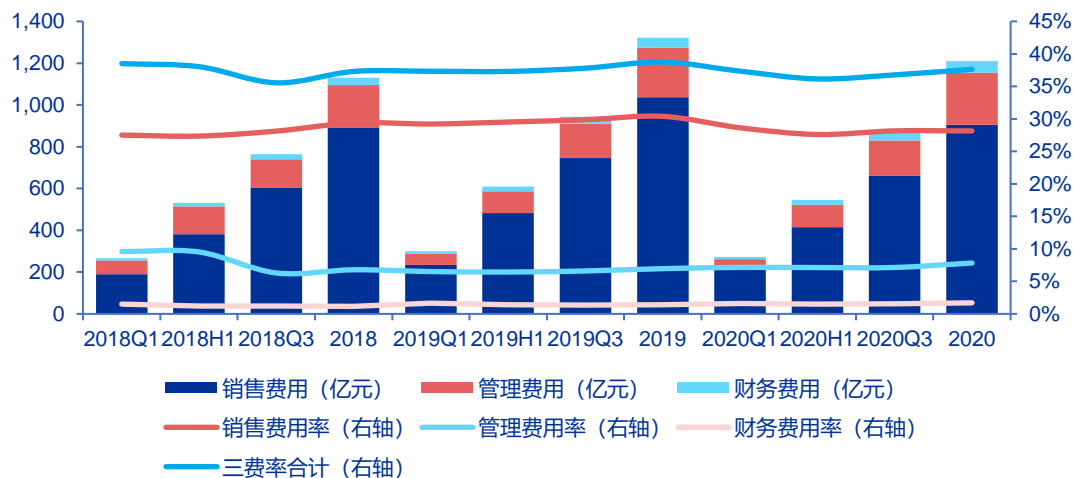


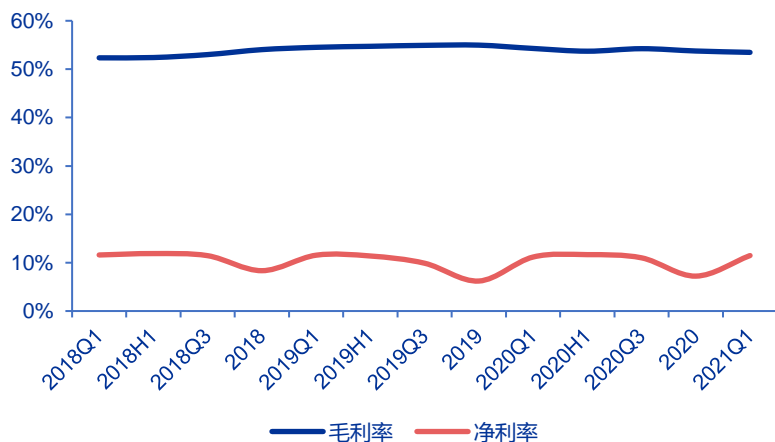
图41：2020与2021Q1化学制剂研发支出占比



2.7 化学制剂

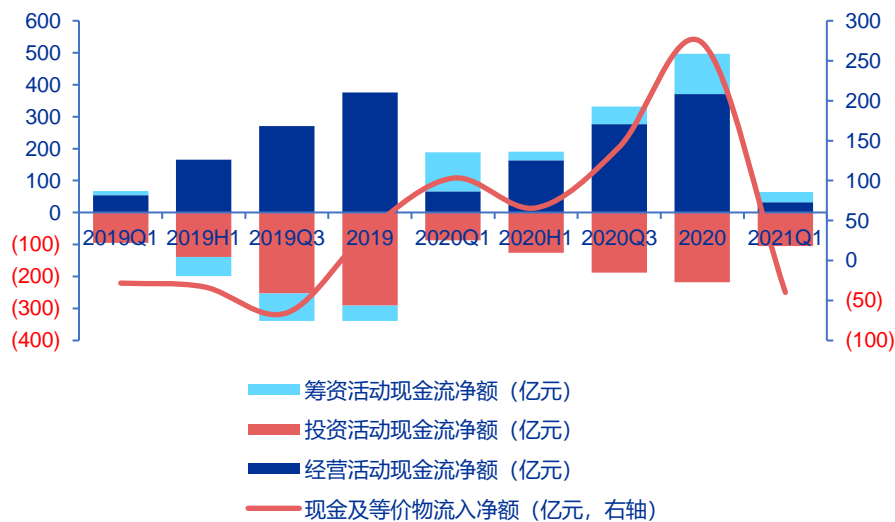
- 根据整体法测算，2020年化学制剂板块毛利率水平为53.8%，与上年-1.2pct，较2018年+7.7pct，保持上升趋势。2021Q1毛利率为53.5%，较去年同期-0.8pct。2020年板块净利率水平为27.2%，较上年+9.5%，较2018年+10.0%，增速快于毛利。
- 现金流方面，从2020H1开始板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入272亿元。

图42：2020与2021Q1化学制剂毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

图43：2020与2021Q1化学制剂现金流表现



2.7 化学制剂

- **第四批集采范围持续扩大：**根据2021年2月24日在上海开标的第四批集采结果，第四批集采共纳入45种药品，涉及高血压、糖尿病、消化道疾病、精神类疾病、恶性肿瘤等多种治疗领域，共有152家企业参加，产生拟中选企业118家，产生拟中选产品158个，拟中选产品平均降价52%。一批常用药品、抗癌药品费用将明显降低。
- **第五批集采箭在弦上：**5月8日，上海阳光采购网发布《关于开展第五批国家组织药品集中采购相关药品信息收集工作的通知》，第五批集采将于5月10日启动申报工作，此次集采共涉及60个药品202个品规，包括左氧氟沙星氯化钠注射剂、头孢他啶注射剂、阿奇霉素注射剂等202种品规在内。相比此前第四批带量采购的45个品种，此轮带量采购所涉药品范围进一步扩大，品种和品规数均为历次之最。

2.8 原料药

- 2020年，原料药板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为1,006亿元，同比增长4.8%，较上年增速-4.3pct，2021Q1实现营收总额275亿元，同比增长26.2%，与2019Q1复合增速为10.4%。
- 2020年板块实现归母净利润总额为141亿元，同比增长22.1%，实现扣非归母净利润总额119亿元，同比增长70.8%。2021Q1实现归母净利润总额39亿元，同比增长24.0%，与2019Q1复合增速为14.7%；实现扣非归母净利润总额36亿元，同比增长22.7%，与2019Q1复合增速为26.5%。

图44：2020与2021Q1原料药营收及增速

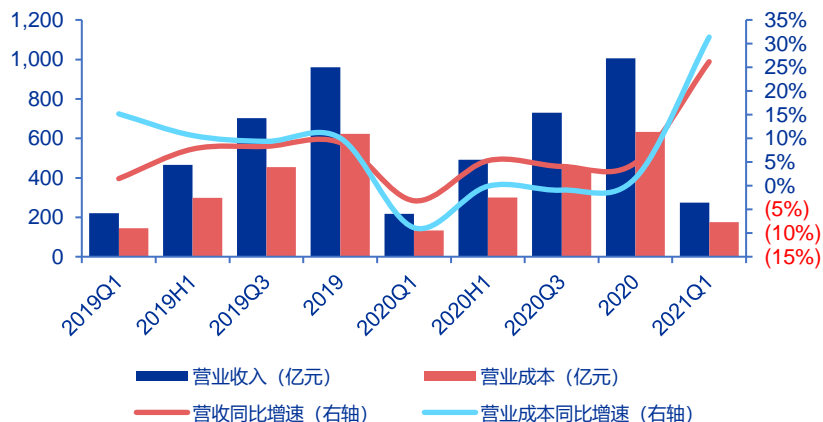
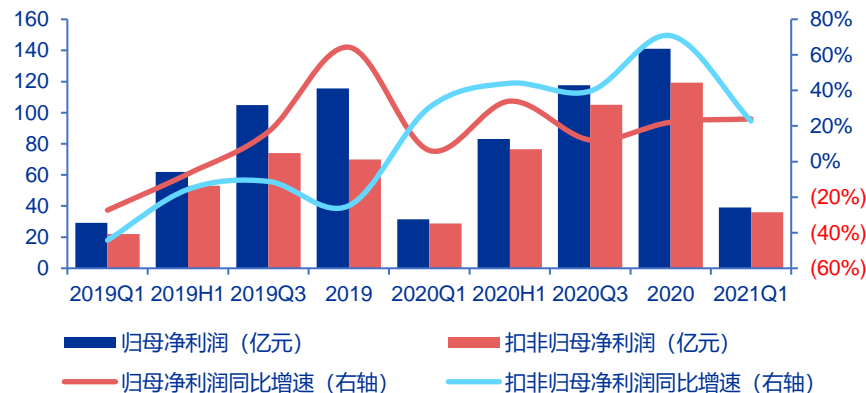


图45：2020与2021Q1原料药利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.8 原料药

- 2020年原料药板块销售、管理、财务费用率分别为8.0%、6.8%、2.1%，较上年-1.6pct、+0.2pct、+0.8pct；销售、管理、财务费用率合计16.9%，较上年-0.6pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计较上年同期保持下降趋势，由上年同期的17.2%下降至14.9%，销售、管理和财务费用率分别-1.4pct、-0.9pct，-0.04pct。
- 2020年板块累计研发开支49亿元，同比增长4.5%。研发开支占同期营收比重为4.9%，高于医药板块平均水平，与上年水平持平。

图46：2020与2021Q1原料药费率表现

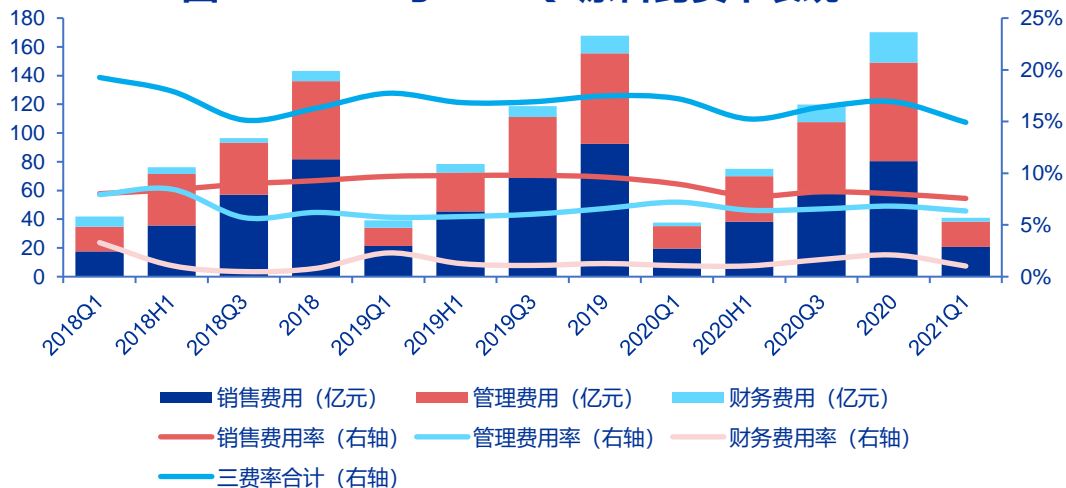
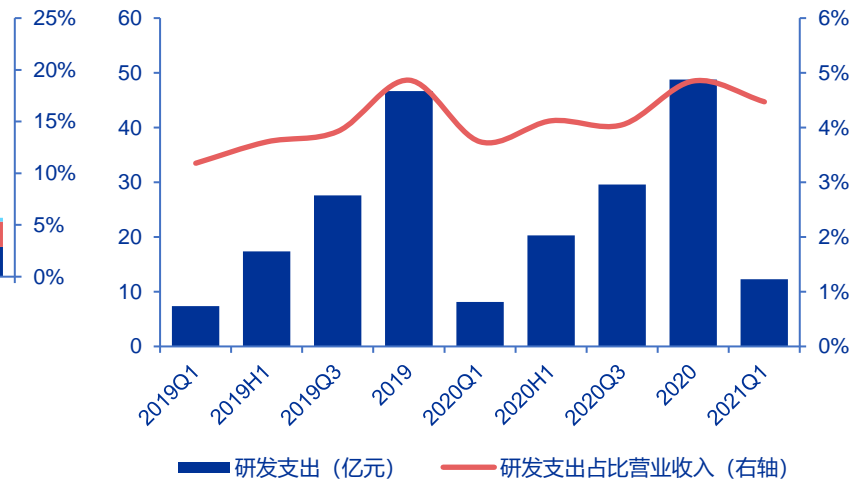


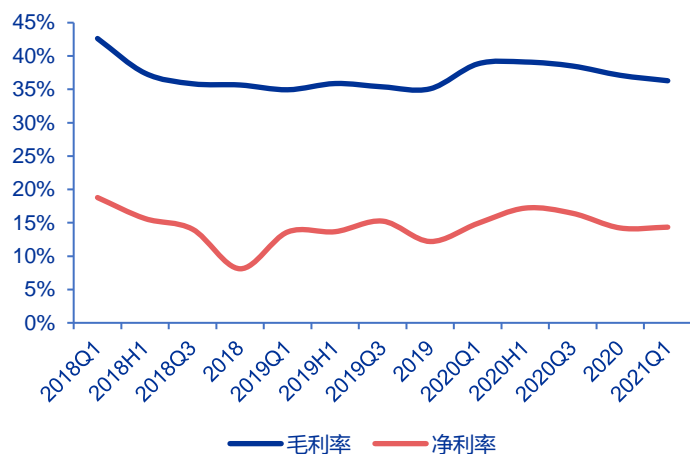
图47：2020与2021Q1原料药研发支出占比



2.8 原料药

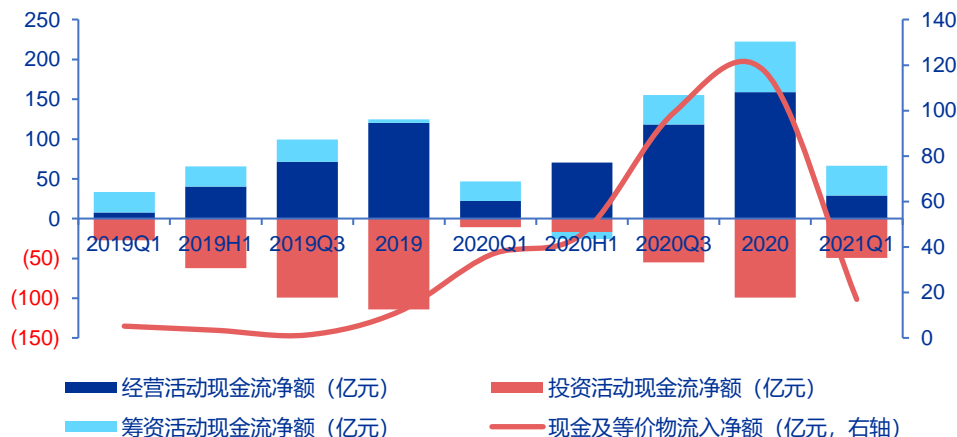
- 根据整体法测算，2020年原料药板块毛利率水平为37.1%，与上年+2.0pct，较2018年+1.5pct。2021Q1毛利率为36.3%，较去年同期-2.5pct。2020年板块净利率水平为14.2%，较上年+2.0%，较2018年+6.1%，增速快于毛利。
- 现金流方面，从2020H1开始板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入117亿元。

图48：2020与2021Q1原料药毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

图49：2020与2021Q1原料药现金流表现



2.9 医疗服务

- 2020年，医疗服务板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为760亿元，同比增长14.3%，较上年增速+2.2pct，2021Q1实现营收总额211亿元，同比增长74.6%，与2019Q1复合增速为23.0%。
- 2020年板块实现归母净利润总额为99亿元，同比增长853.2%，实现扣非归母净利润总额59亿元，同比增长206.6%。2021Q1实现归母净利润总额29亿元，同比增长996.2%，与2019Q1复合增速为58.4%；实现扣非归母净利润总额20亿元，同比增长430.7%，与2019Q1复合增速为44.7%。

图50：2020与2021Q1医疗服务收入及增速

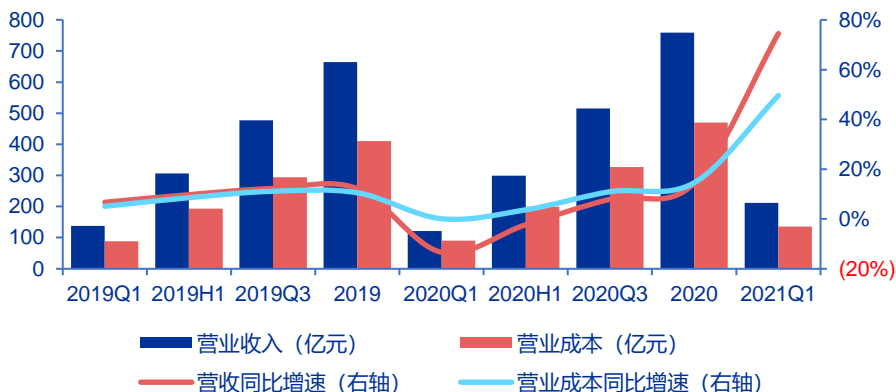
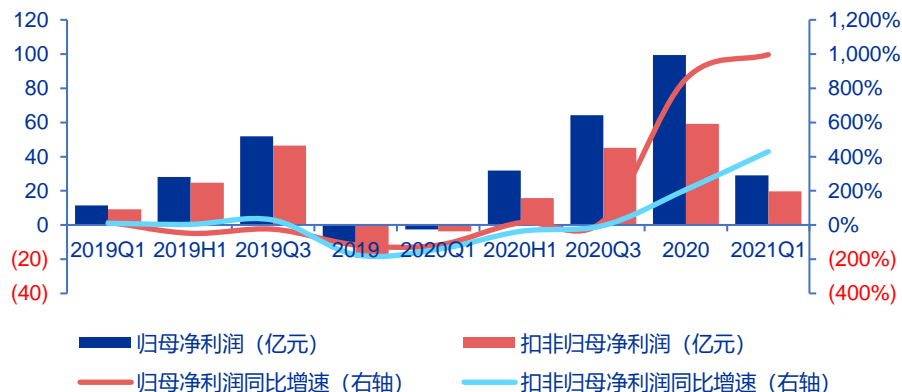


图51：2020与2021Q1医疗服务利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.9 医疗服务

- 2020年医疗服务板块销售、管理、财务费用率分别为8.2%、11.1%、2.7%，较上年-0.8pct、-0.6pct、+0.3pct；销售、管理、财务费用率合计22.0%，较上年-1.1pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计由上年同期的24.4%下降至20.2%，其中销售、管理和财务费用率分别-0.2pct、-3.1pct、-0.8pct。
- 2020年板块累计研发开支22亿元，同比增长19.4%。研发开支占同期营收比重为2.8%，较上年+0.1pct。

图52：2020与2021Q1医疗服务费率表现

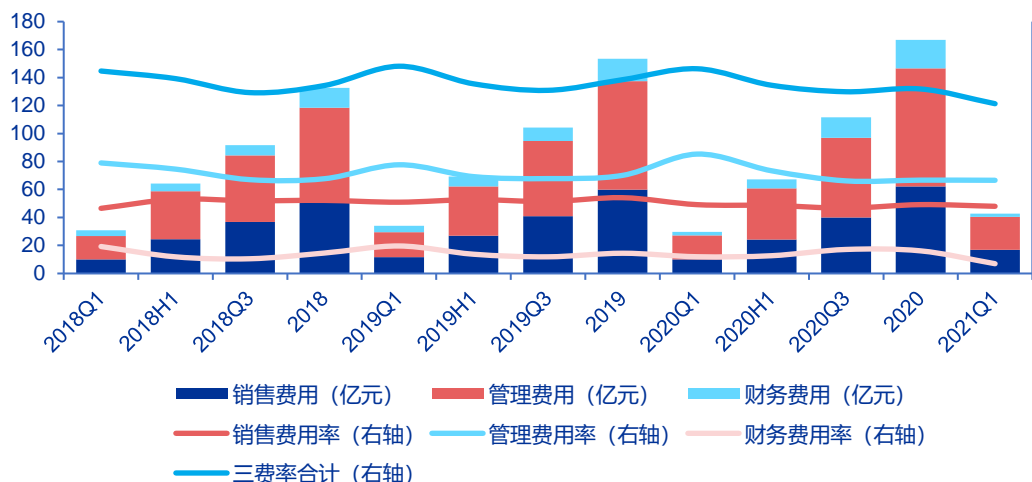
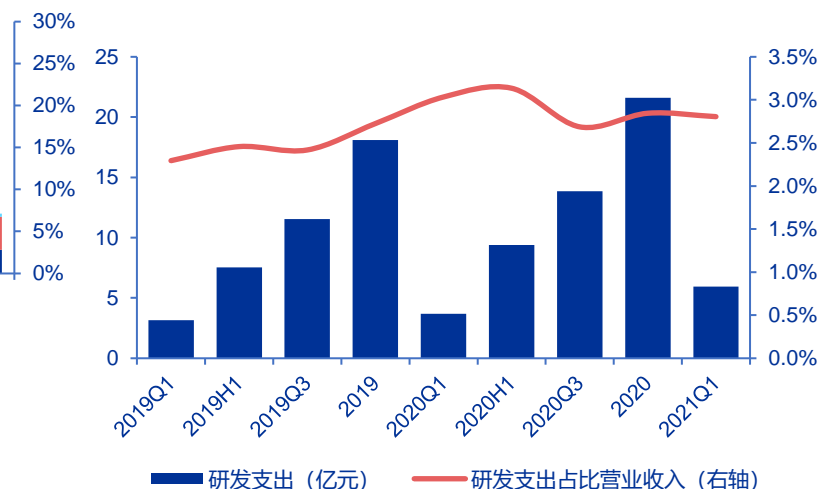


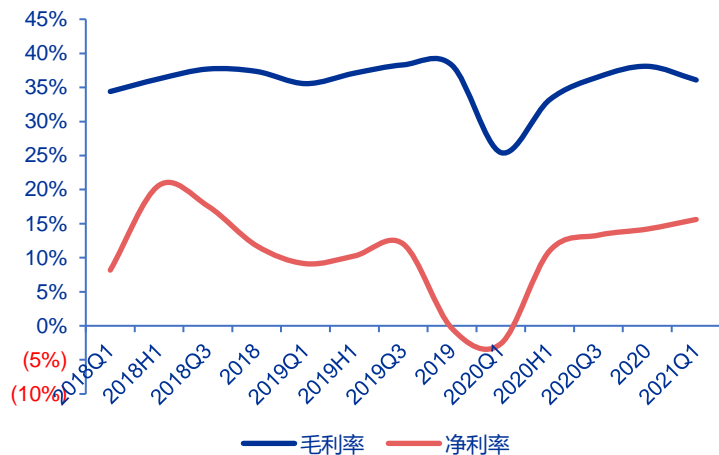
图53：2020与2021Q1医疗服务研发支出占比



2.9 医疗服务

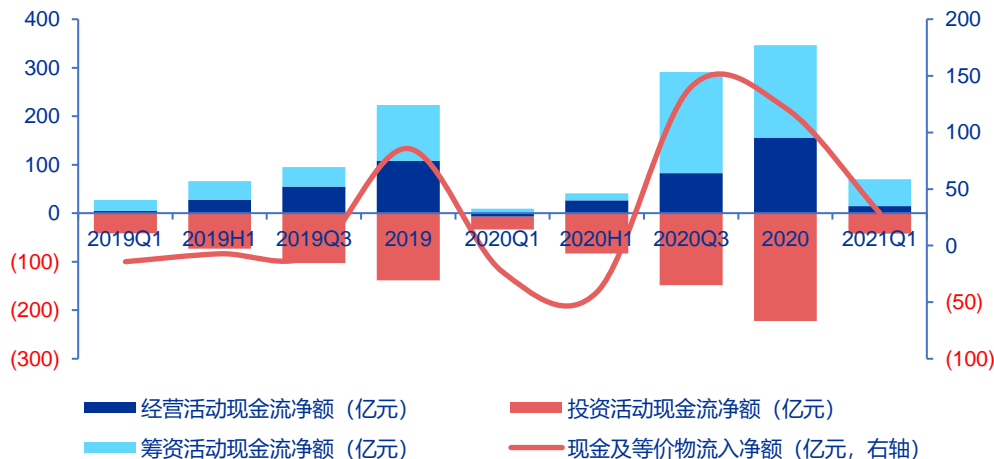
- 根据整体法测算，2020年医疗服务板块毛利率水平为38.1%，与上年-0.1pct，较2018年+0.8pct。2021Q1毛利率为36.1%，较去年同期+10.7pct。2020年板块净利率水平为14.2%，较上年+14.6%，较2018年+2.5%。
- 现金流方面，从2020Q3开始板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入122亿元。

图54：2020与2021Q1医疗服务毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

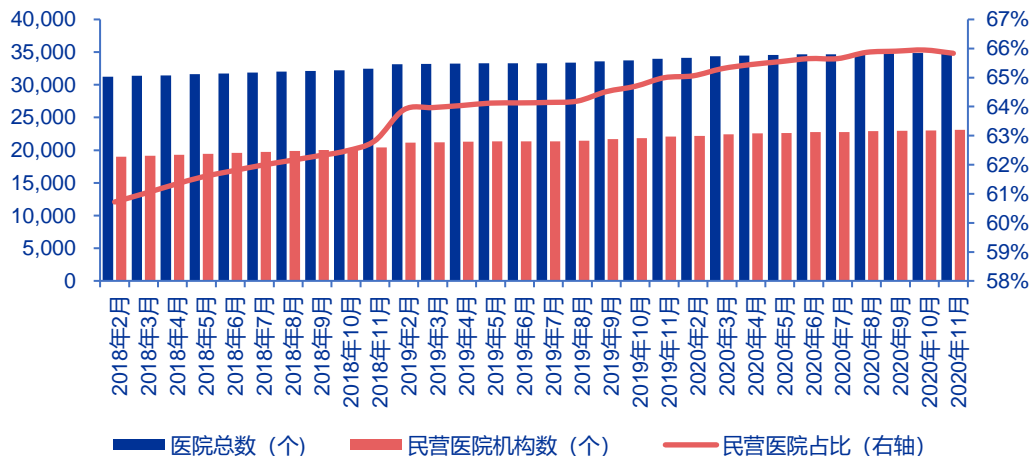
图55：2020与2021Q1医疗服务现金流表现



2.9.1 民营医疗服务

- 国内民营医疗机构占比逐年提升，根据国家卫健委数据显示，截止至2020年11月，我国民营医疗机构数量为23117个，同比增长4.7%，民营医院占比由上年同期的65%提升至65.8%，持续缓慢提升。
- 2020年9月武汉市医保局印发《武汉市基本医疗保险按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点工作方案》，对全市一级、二级、三级定点医疗机构全面推行DRG实际付费。社会办医将有机会参与医保控费与DRGs的推广。
- 肿瘤、脑科和辅助生殖等技术型赛道与眼视光、医美等消费型赛道逐渐凸显投资价值。

图56：民营医院占比提升趋势不改



- **中国CRO市场规模增长速度较快。根据Frost Sullivan测算国内CRO市场规模已从2014年的2.2亿美元增长至2019年约为6.6亿美元。同时新冠疫情加速全球创新药产业链向新兴经济体转移。此外国内Biotech公司发展迅速，研发浪潮助力CRO行业高速发展。**
- **2020年5月，NMPA发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》，结合近年药品审评审批加速、仿制药一致性评价、MAH 制度等系列重大政策改革，再次推动国内药品研发与生产相分离，推进医药外包服务行业加速成长。**
- **目前国内CRO领域集中度仍然较低。基于节约成本和加快研发进度的考虑，而企业倾向将研发业务外包给市场占有率高且提供一站式服务的CRO公司。因此如“药明系”（药明康德+药明生物），泰格医药等龙头公司是规模红利的最先获益者。药明康德于2020年完成对广州春盛的收购，将测试事业部业务拓展至非人灵长类实验动物的繁育和养殖，同时在2021Q1完成对瑞士与英国地区的2笔收购，加快拓展国际化布局版图。**

2.10 医药商业

- 2020年，医药商业板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为7,822亿元，同比增长9.4%，较上年增速-6.5pct，2021Q1实现营收总额2,106亿元，同比增长28.5%，与2019Q1复合增速为10.3%。
- 2020年板块实现归母净利润总额为159亿元，同比增长7.5%，实现扣非归母净利润总额138亿元，同比增长7.0%。2021Q1实现归母净利润总额57亿元，同比增长39.1%，与2019Q1复合增速为14.9%；实现扣非归母净利润总额41亿元，同比增长14.5%，与2019Q1复合增速为0.7%。

图57：2020与2021Q1医药商业收入及增速

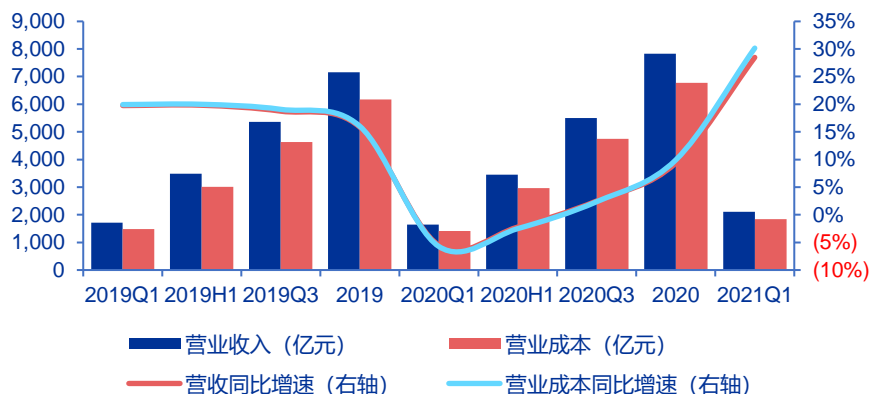
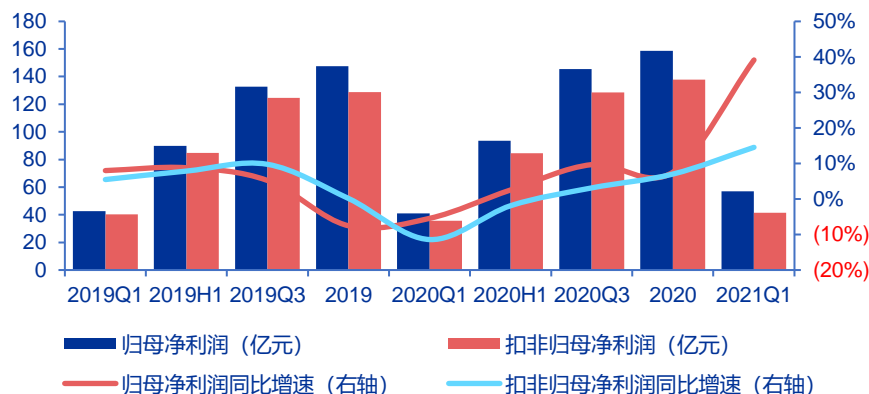


图58：2020与2021Q1医药商业利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.10 医药商业

- 2020年医疗商业板块销售、管理、财务费用率分别为6.2%、2.3%、0.8%，较上年-0.3pct、-0.0pct、-0.1pct；销售、管理、财务费用率合计9.2%，较上年-0.5pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计由上年同期的9.8%下降至9.0%，其中销售、管理和财务费用率分别-0.5pct、-0.1pct，-0.1pct。
- 2020年板块累计研发开支21亿元，同比增长19.6%。研发开支占同期营收比重为0.3%，较上年+0.1pct。

图59：2020与2021Q1医药商业三费率

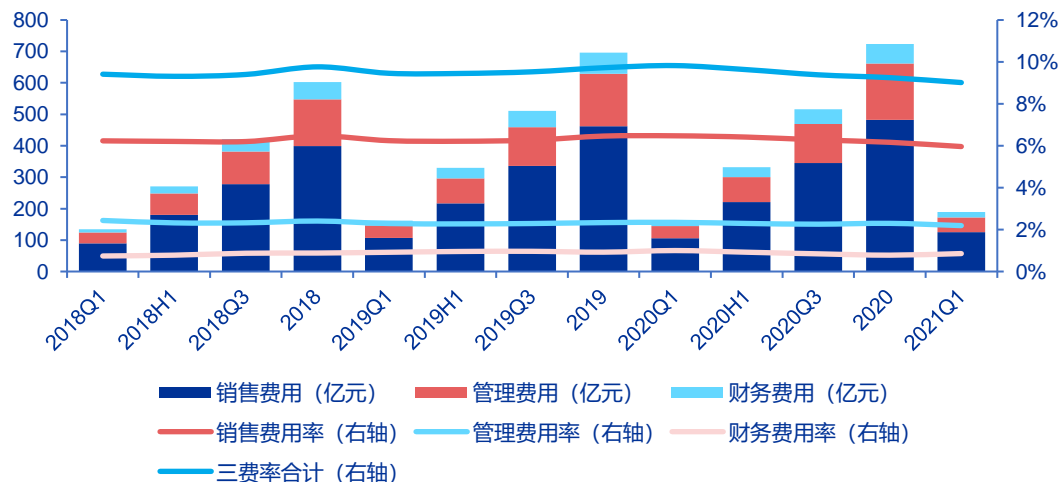
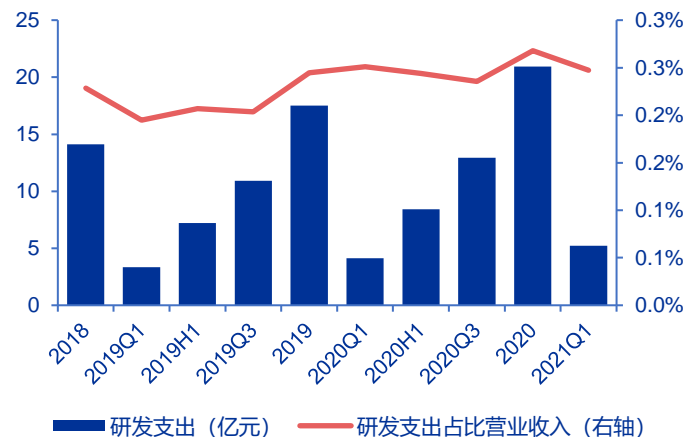


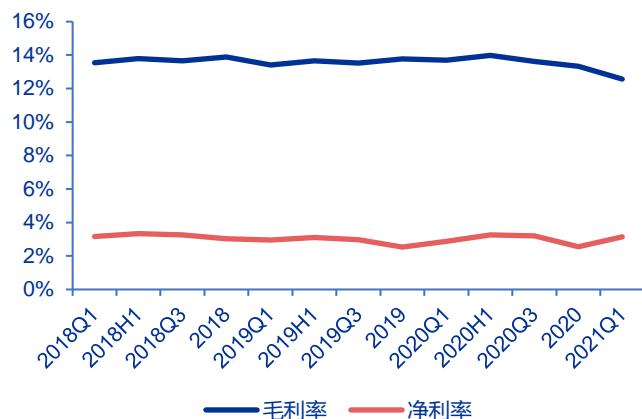
图60：2020与2021Q1医药商业研发支出占比



2.10 医药商业

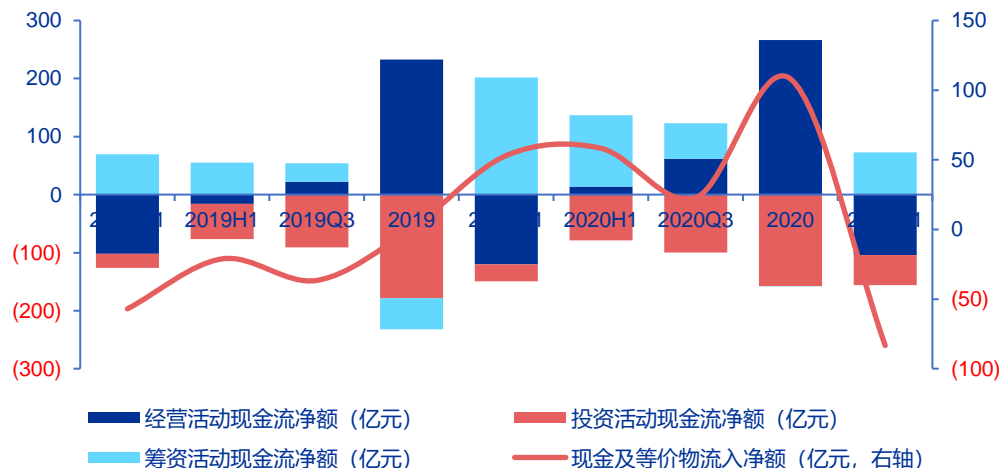
- 根据整体法测算，2020年医疗商业板块毛利率水平为13.3%，与上年-0.5pct，较2018年-0.6pct。2021Q1毛利率为12.6%，较去年同期-1.1pct。2020年板块净利率水平为2.6%，较上年+0.1%，较2018年-0.4%。
- 现金流方面，2020年末板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入108亿元。2021Q1板块现金流出83亿元。

图61：2020与2021Q1医药商业毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

图62：2020与2021Q1医药商业现金流表现



2.10.1 医药零售

- 医药分离、处方外流仍是医药零售板块的中长期增长主线，集采常态化的背景下，零售药店作为补充渠道的功能和作用得以提升。此外新冠疫情影响下，入院就诊购药转移至临近药店消费，再次凸显零售药店的替代属性。
- 零售药店连锁率持续提升，2019年我国零售连锁药店数量突破29万家，连锁率达55%，连锁经营的规模效应将长期利好现已区域/全国范围布局的连锁药店龙头企业。

图63：零售药店连锁率稳步抬升

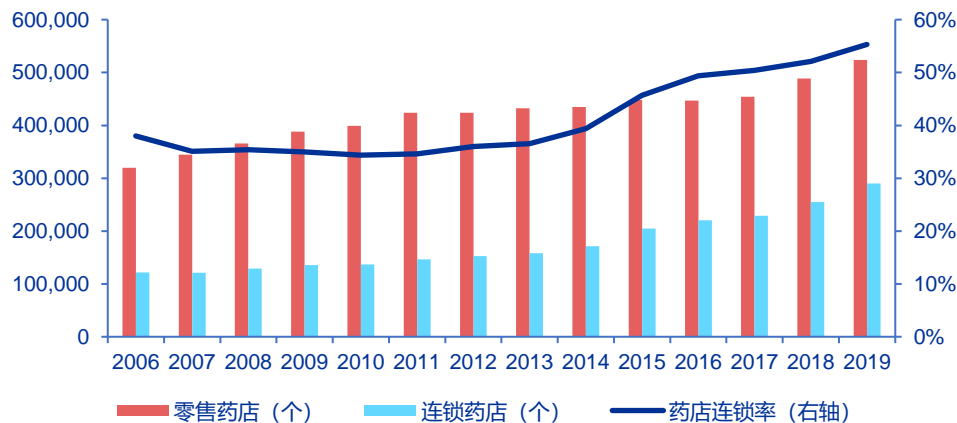


图64：全国各省市连锁化率



2.10.2 医药流通

- 根据商务部发布的《2021年药品流通行业运行统计分析报告》，2021年全国七大类医药商品销售总额为21,586亿元，扣除不可比因素同比增长7.7%。中国医药流通行业整体保持持续增长趋势，但从增长率发展趋势来看，受国家宏观经济环境影响，总体运行呈现缓中趋缓的态势，初步估计2021年医药流通市场规模增长至23,097亿元。
- 2020年受疫情影响，我国医药流通企业物流成本增加，第三方医药物流需求顺势增长。截至2020年11月，全国13,000家医药流通企业累计节省200亿元低水平重复投入。随着国家医药流通行业的整合，第三方医药物流成为大势所趋。
- 2020年7月，财政部会同国家卫健委、国家中医药局发布了《关于下达2020年公共卫生体系建设和重大疫情防控救治体系建设补助资金预算的通知》，明确要求加强疫苗冷链物流能力的建设，以保障疫苗以及温控药品的运输和储存。

2.11 中药

- 2020年，中药板块（剔除B股与新三板）实现营收总额为3,056亿元，同比增长-4.4%，较上年增速-13.8pct，2021Q1实现营收总额869亿元，同比增长19.5%，与2019Q1复合增速为2.6%。
- 受康美业绩影响，2020年板块实现归母净利润总额为-5亿元，同比增长-102.4%，实现扣非归母净利润总额-65亿元，同比增长-145.8%。2021Q1实现归母净利润总额85亿元，同比增长15.9%，与2019Q1复合增速为-7.6%；实现扣非归母净利润总额87亿元，同比增长28.9%，与2019Q1复合增速为2.4%。

图65：2020与2021Q1中药收入及增速

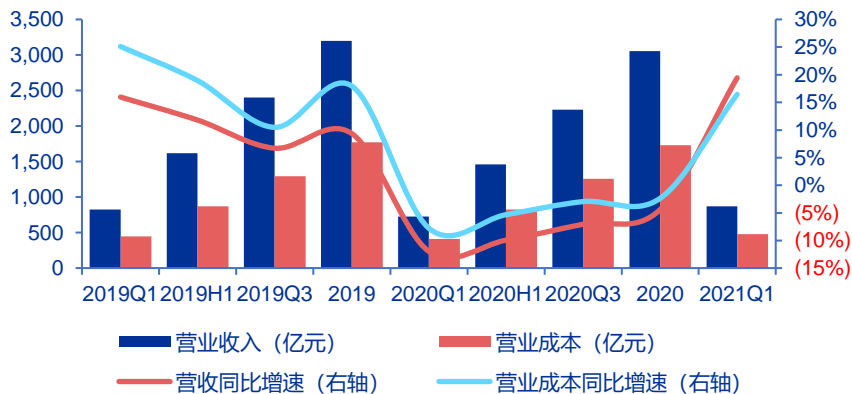
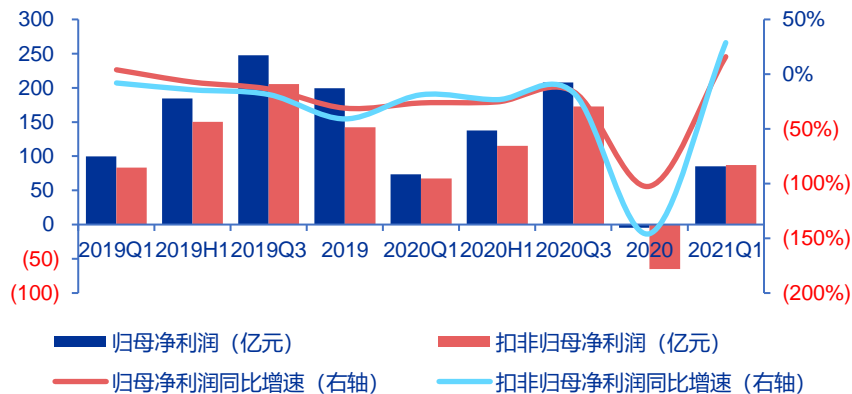


图66：2020与2021Q1中药利润及增速



附注：行业子板块营收与业绩为申万二级行业分类下子板块剔除B股与新三板成分股营收与业绩总和，以下费用与现金流计算调整相同；增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

2.11 中药

- 2020年中药板块销售、管理、财务费用率分别为24.1%、6.0%、1.2%，较上年-1.7pct、+0.3pct、-0.2pct；销售、管理、财务费用率合计31.3%，较上年-1.6pct。2021Q1销售、管理、财务费用率合计由上年同期的28.7%上升至29.0%，其中销售、管理和财务费用率分别+0.7pct、-0.2pct，-0.1pct。
- 2020年板块累计研发开支82亿元，同比增长-0.6%。研发开支占同期营收比重为2.7%，较上年+0.1pct。

图67：2020与2021Q1中药板块费率表现

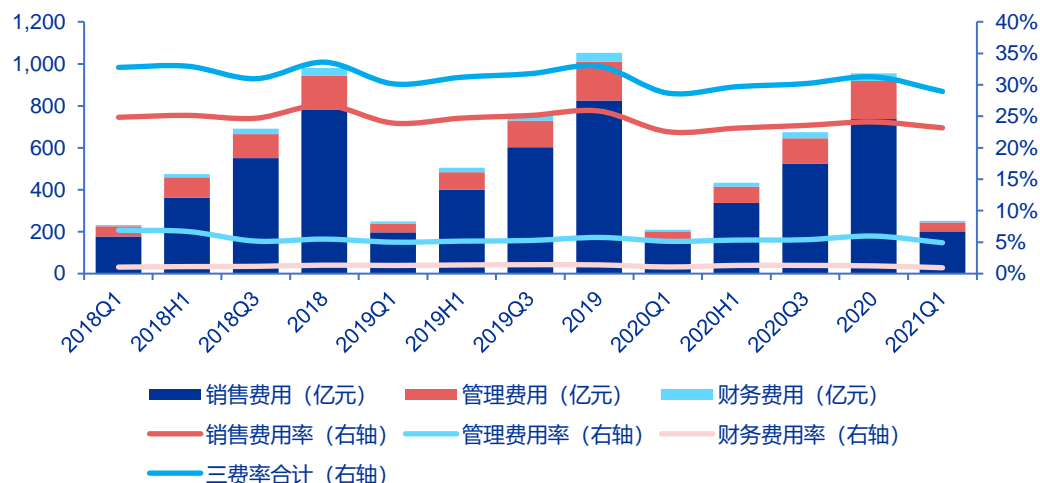
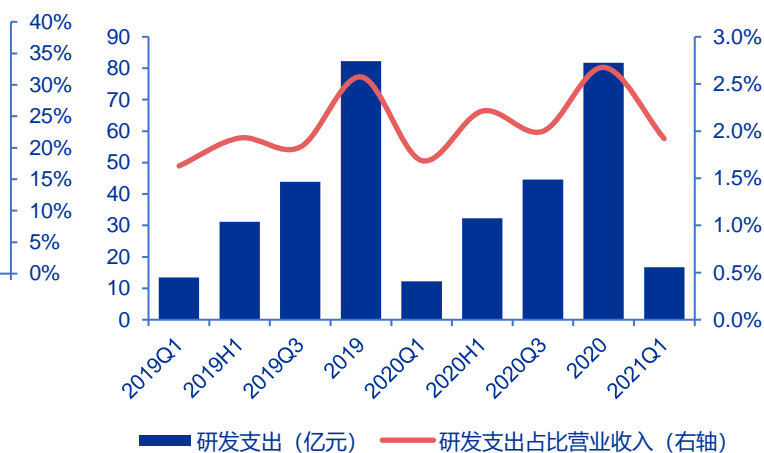


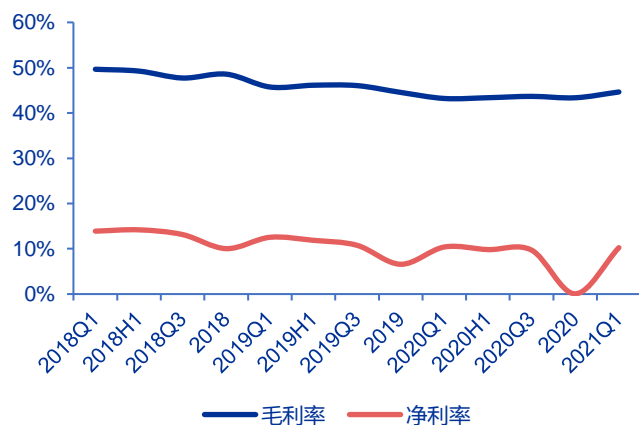
图68：2020与2021Q1中药板块研发支出占比



2.11 中药

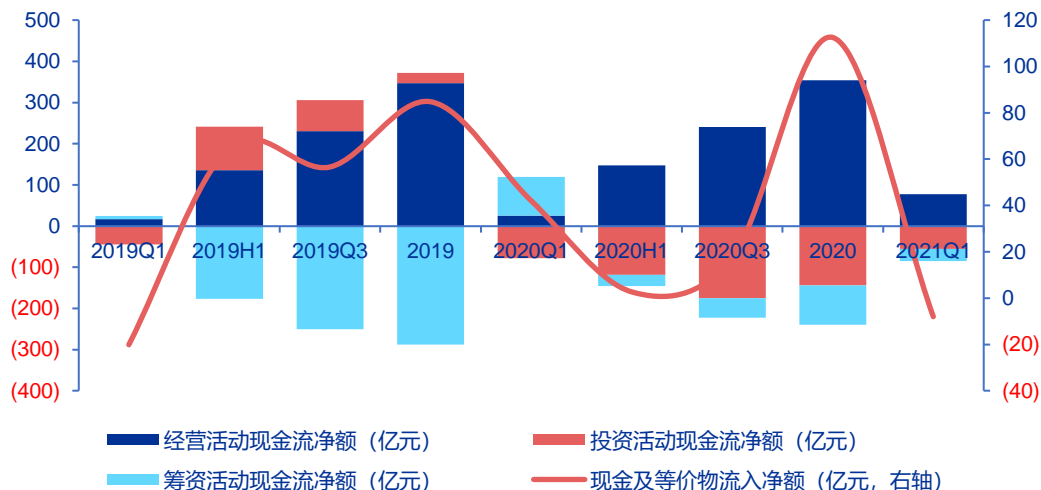
- 根据整体法测算，2020年中药板块毛利率水平为43.4%，与上年-1.2pct，较2018年-5.2pct。2021Q1毛利率为44.7%，较去年同期+1.3pct。2020年板块净利率水平为0.1%，较上年-6.5%。
- 现金流方面，2020年末板块现金流呈现净流入趋势，全年实现净流入113亿元。2021Q1板块现金流出8亿元。

图69：2020与2021Q1中药板块毛利率与净利率



附注：毛利率与净利率计算方法为整体法

图70：2020与2021Q1中药板块现金流表现



主要内容

1. 医药宏观数据
2. 2020年报及2021年一季度回顾
3. 指数涨跌幅和公司排名
4. 估值水平分析
5. 投资建议与风险提示

3.1 板块及子行业指数涨跌幅

- 2020年，申万医药生物指数全年累计涨幅为51.1%，6个二级指数涨幅排名分别为：医疗服务（95.3%）>医疗器械（83.8%）>生物制品（69.8%）>化学制药（32.8%）>医药商业（20.9%）>中药（14.7%）。
- 2021Q1，申万医药生物指数季度累计涨幅为-3.0%，6个二级指数涨跌幅排名分别为中药（1.3%）>医疗服务（-0.5%）>医药商业（-0.8%）>生物制品（-3.7%）>医疗器械（-4.4%）>化学制药（-5.4%）。

图71：2020年医药生物及二级行业指数涨跌幅

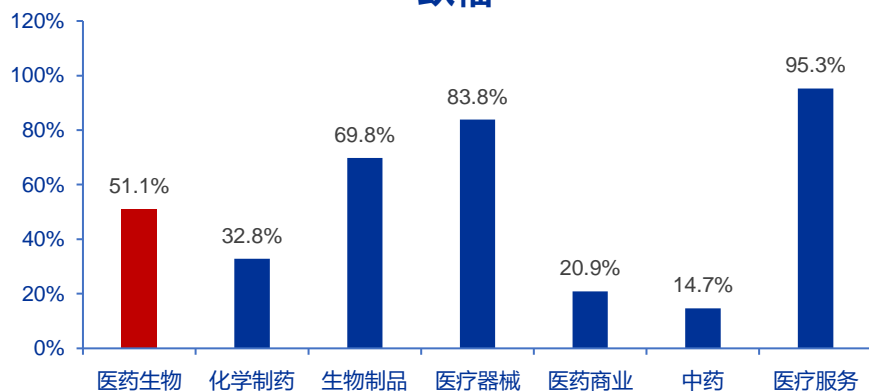
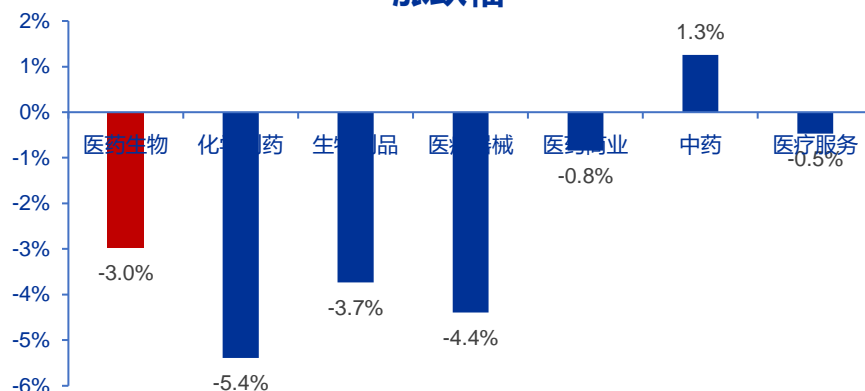


图72：2021Q1医药生物及二级行业指数涨跌幅



3.2 个股涨跌幅排名

- 2020年板块个股（剔除新股）涨幅排名靠前的企业多为疫苗概念股与新冠检测股，排名前三的公司为英科医疗、正川股份和振德医疗，全年累计涨幅分别为1428%、320%和306%。
- 2021Q1板块个股涨幅排名靠前的企业以CRO公司为主，排名前三的公司为美迪西、佰仁医疗和哈三联，Q1累计涨幅分别为96%、96%和51%。

表1：2020与2021Q1医药板块个股累计涨幅TOP10

排序	代码	公司简称	2020年累计涨跌幅	排序	代码	公司简称	2021Q1累计涨跌幅
1	300677.SZ	英科医疗	1428%	1	688202.SH	美迪西	96%
2	603976.SH	正川股份	320%	2	688198.SH	佰仁医疗	96%
3	603301.SH	振德医疗	306%	3	002900.SZ	哈三联	51%
4	688399.SH	硕世生物	236%	4	002219.SZ	*ST恒康	47%
5	002030.SZ	达安基因	228%	5	300363.SZ	博腾股份	45%
6	600211.SH	西藏药业	203%	6	603127.SH	昭衍新药	41%
7	300122.SZ	智飞生物	199%	7	002653.SZ	海思科	41%
8	300318.SZ	博晖创新	192%	8	002727.SZ	一心堂	39%
9	600763.SH	通策医疗	170%	9	000963.SZ	华东医药	39%
10	688202.SH	美迪西	169%	10	002044.SZ	美年健康	36%

附注：样本剔除当年或区间内板块上市新股

3.3 个股收入和利润排名

- 根据2020年营业收入大小排名，上海医药、九州通与白云山分别以1,919亿元、1,109亿元和617亿元位列前三。2021Q1三者营收排名仍然保持在板块前三之列。
- 根据2021年业绩（扣非净利润）排名，排名前三的公司分别是英科医疗（70.1亿元）、迈瑞医疗（65.4亿元）和恒瑞医药（59.6亿元），2021Q1三者同样分别以37.3亿元、17.0亿元和14.7亿元的业绩表现蝉联前三。

表2：2020年医药生物板块营收与业绩TOP20

排序	代码	公司简称	2020年营收 (亿元)	排序	代码	公司简称	2020年扣非利润 (亿元)
1	601607.SH	上海医药	1,919	1	300677.SZ	英科医疗	70.06
2	600998.SH	九州通	1,109	2	300760.SZ	迈瑞医疗	65.40
3	600332.SH	白云山	617	3	600276.SH	恒瑞医药	59.61
4	000028.SZ	国药一致	596	4	601607.SH	上海医药	38.21
5	000950.SZ	重药控股	452	5	002001.SZ	新和成	34.10
6	600511.SH	国药股份	404	6	300122.SZ	智飞生物	33.23
7	000078.SZ	海王生物	400	7	000661.SZ	长春高新	29.52
8	600713.SH	南京医药	398	8	000538.SZ	云南白药	28.99
9	600056.SH	中国医药	393	9	600196.SH	复星医药	27.18
10	000963.SZ	华东医药	337	10	300981.SZ	中红医疗	26.48
11	000538.SZ	云南白药	327	11	600332.SH	白云山	26.28
12	600196.SH	复星医药	303	12	688289.SH	圣湘生物	25.93
13	002758.SZ	浙农股份	287	13	603301.SH	振德医疗	25.18
14	600276.SH	恒瑞医药	277	14	000963.SZ	华东医药	24.30
15	002589.SZ	瑞康医药	272	15	603259.SH	药明康德	23.85
16	000411.SZ	英特集团	250	16	002030.SZ	达安基因	23.67
17	002462.SZ	嘉事堂	233	17	300015.SZ	爱尔眼科	21.31
18	300760.SZ	迈瑞医疗	210	18	300676.SZ	华大基因	20.49
19	600079.SH	人福医药	204	19	600998.SH	九州通	18.66
20	600739.SH	辽宁成大	169	20	002382.SZ	蓝帆医疗	17.42

表3：2021Q1医药生物板块营收与业绩TOP20

排序	代码	公司简称	2021Q1营收 (亿元)	排序	代码	公司简称	2021Q1扣非利润 (亿元)
1	601607.SH	上海医药	516	1	300677.SZ	英科医疗	37.29
2	600998.SH	九州通	326	2	300760.SZ	迈瑞医疗	16.96
3	600332.SH	白云山	200	3	600276.SH	恒瑞医药	14.71
4	000028.SZ	国药一致	160	4	601607.SH	上海医药	12.13
5	000950.SZ	重药控股	145	5	002001.SZ	新和成	10.91
6	600511.SH	国药股份	103	6	300122.SZ	智飞生物	9.42
7	000078.SZ	海王生物	101	7	000661.SZ	长春高新	8.72
8	600713.SH	南京医药	111	8	000538.SZ	云南白药	13.65
9	600056.SH	中国医药	86	9	600196.SH	复星医药	6.58
10	000963.SZ	华东医药	89	10	300981.SZ	中红医疗	13.94
11	000538.SZ	云南白药	103	11	600332.SH	白云山	15.92
12	600196.SH	复星医药	81	12	688289.SH	圣湘生物	5.94
13	002758.SZ	浙农股份	81	13	603301.SH	振德医疗	2.37
14	600276.SH	恒瑞医药	69	14	000963.SZ	华东医药	6.96
15	002589.SZ	瑞康医药	58	15	603259.SH	药明康德	8.30
16	000411.SZ	英特集团	65	16	002030.SZ	达安基因	11.13
17	002462.SZ	嘉事堂	58	17	300015.SZ	爱尔眼科	5.09
18	300760.SZ	迈瑞医疗	58	18	300676.SZ	华大基因	5.41
19	600079.SH	人福医药	47	19	600998.SH	九州通	4.20
20	600739.SH	辽宁成大	40	20	002382.SZ	蓝帆医疗	16.84

3.4 个股收入和利润增速排名

- 根据2020年营收增速进行排名，前五名均为科创板公司，分别为百奥泰、圣湘生物、康希诺、东方生物与之江生物，营收增速均在600%以上；利润（扣非净利润）增速方面，排名前五的分别是达安基因、圣湘生物、阳普医疗、英科医疗和中红医疗，业绩增速均在3000%以上。
- 2021Q1营收增速排名前五的公司为艾力斯、康希诺、热景生物、明德生物和东方生物，业绩增速排名前五的公司为热景生物、迪安诊断、明德生物、*ST交昂和英科医疗。

表4：2020年医药生物板块营收与业绩增速TOP20

排序	代码	公司简称	2020年营收增速	排序	代码	公司简称	2020年扣非利润增速
1	688177.SH	百奥泰-U	26327.1%	1	002030.SZ	达安基因	19912.8%
2	688289.SH	圣湘生物	1203.5%	2	688289.SH	圣湘生物	6786.2%
3	688185.SH	康希诺-U	990.1%	3	300030.SZ	阳普医疗	5871.7%
4	688298.SH	东方生物	788.8%	4	300677.SZ	英科医疗	4045.0%
5	688317.SH	之江生物	692.7%	5	300981.SZ	中红医疗	3006.0%
6	300677.SZ	英科医疗	564.3%	6	603301.SH	振德医疗	2275.6%
7	688399.SH	硕世生物	502.4%	7	688298.SH	东方生物	2081.8%
8	603301.SH	振德医疗	456.7%	8	002644.SZ	佛慈制药	2047.2%
9	002932.SZ	明德生物	429.4%	9	688317.SH	之江生物	1993.0%
10	002030.SZ	达安基因	386.4%	10	002932.SZ	明德生物	1423.2%
11	688606.SH	奥泰生物	370.5%	11	688399.SH	硕世生物	907.1%
12	002758.SZ	浙农股份	332.3%	12	688606.SH	奥泰生物	851.2%
13	300981.SZ	中红医疗	308.1%	13	300676.SZ	华大基因	825.2%
14	300869.SZ	康泰医学	261.8%	14	300869.SZ	康泰医学	771.0%
15	300676.SZ	华大基因	199.9%	15	600587.SH	新华医疗	764.6%
16	002432.SZ	九安医疗	184.4%	16	603222.SH	济民制药	713.6%
17	300142.SZ	沃森生物	162.1%	17	600351.SH	亚宝药业	656.5%
18	000004.SZ	国华网安	159.2%	18	300358.SZ	楚天科技	613.7%
19	688068.SH	热景生物	144.1%	19	300142.SZ	沃森生物	485.4%
20	600896.SH	*ST海医	139.1%	20	300246.SZ	宝莱特	441.4%

表5：2021Q1医药生物板块营收与业绩增速TOP20

排序	代码	公司简称	2021Q1营收增速	排序	代码	公司简称	2021Q1扣非利润增速
1	688578.SH	艾力斯-U	30865.7%	1	688068.SH	热景生物	124996.4%
2	688185.SH	康希诺-U	11483.2%	2	300244.SZ	迪安诊断	15354.7%
3	688068.SH	热景生物	3099.2%	3	002932.SZ	明德生物	13474.5%
4	002932.SZ	明德生物	2271.0%	4	600530.SH	*ST交昂	4325.1%
5	688298.SH	东方生物	1925.9%	5	300677.SZ	英科医疗	2881.6%
6	688180.SH	君实生物-U	838.8%	6	688298.SH	东方生物	2660.5%
7	300677.SZ	英科医疗	770.9%	7	300981.SZ	中红医疗	2629.0%
8	300981.SZ	中红医疗	588.2%	8	002758.SZ	浙农股份	2558.8%
9	600896.SH	*ST海医	553.1%	9	300015.SZ	爱尔眼科	1870.8%
10	688221.SH	前沿生物-U	504.4%	10	300683.SZ	海特生物	1373.9%
11	002750.SZ	龙津药业	398.2%	11	600645.SH	中源协和	1329.5%
12	300110.SZ	华仁药业	369.0%	12	300439.SZ	美康生物	1226.7%
13	688399.SH	硕世生物	327.5%	13	688488.SH	艾迪药业	1191.0%
14	688606.SH	奥泰生物	325.6%	14	002382.SZ	蓝帆医疗	1170.7%
15	300642.SZ	透景生命	310.2%	15	603882.SH	金域医学	1153.5%
16	300639.SZ	凯普生物	307.1%	16	688607.SH	康众医疗	1131.2%
17	002030.SZ	达安基因	297.4%	17	600789.SH	鲁抗医药	1055.1%
18	300142.SZ	沃森生物	286.4%	18	600272.SH	开开实业	1053.2%
19	300966.SZ	共同药业	284.1%	19	002422.SZ	科伦药业	1033.0%
20	688505.SH	复旦张江	263.5%	20	300110.SZ	华仁药业	1013.2%

3.5 2021Q1重点公司预测与实际利润增速表现

- 对比我们此前的预测结果和上市公司的实际发布利润增速，重点公司中迈瑞医疗、药明康德、智飞生物、我武生物等公司均有超预期表现；长春高新、安图生物、健友股份、司太立基本符合此前预期的增速表现。

表6：预测与实际利润增速对比

代码	公司	2021Q1利润增速（我们的预测）	2021Q1实际增速	代码	公司	2021Q1利润增速（我们的预测）	2021Q1实际增速
核心公司				CXO			
600276.SH	恒瑞医药	37%	14%	300759.SZ	康龙化成	42%	142%
300760.SZ	迈瑞医疗	26%	31%	300347.SZ	泰格医药	42%	79%
300122.SZ	智飞生物	68%	82%	生物制品			
603259.SH	药明康德	111%	395%	300142.SZ	沃森生物	由负转正	由负转正
000661.SZ	长春高新	60%	61%	300841.SZ	康华生物	-26%	55%
600998.SH	九州通	13%	32%	品牌中药			
300015.SZ	爱尔眼科	528%	510%	600436.SH	片仔癀	22%	21%
002007.SZ	华兰生物	9%	2%	000538.SZ	云南白药	13%	-40%
603658.SH	安图生物	81%	84%	600085.SH	同仁堂	13%	33%
600161.SH	天坛生物	6%	15%	医疗器械			
603707.SH	健友股份	32%	34%	688050.SH	爱博医疗	1100%	954%
300601.SZ	康泰生物	4000%	938%	300595.SZ	欧普康视	321%	264%
600763.SH	通策医疗	由负转正	由负转正	300003.SZ	乐普医疗	59%	89%
603882.SH	金域医学	567%	1023%	300832.SZ	新产业	44%	52%
300357.SZ	我武生物	51%	70%	688029.SH	南微医学	38%	41%
603520.SH	司太立	41%	41%	688016.SH	心脉医疗	36%	71%
688166.SH	博瑞医药	50%	43%	300529.SZ	健帆生物	33%	54%
化学制剂				002223.SZ	鱼跃医疗	-9%	20%
300558.SZ	贝达药业	-8%	13%	医药商业			
医疗服务				601607.SH	上海医药	23%	104%
002044.SZ	美年健康	同比减亏	同比减亏	原料药			
000516.SZ	国际医学	同比减亏	同比减亏	688356.SH	键凯科技	155%	230%

主要内容

1. 医药宏观数据
2. 2020年报及2021年一季度回顾
3. 指数涨跌幅和公司排名
4. 估值水平分析
5. 投资建议与风险提示

4.1 板块估值水平

- 根据2021/5/7日收盘价计算，申万医药生物2021E市盈率水平为36.8X，在申万一级行业分类中排名第4，同期A股市盈率水平为14.3X。
- 根据2021/5/7日收盘价计算，申万医药生物2020A市盈率水平为42.4X，在申万一级行业分类中排名第6，同期A股市盈率水平为18.2X。

图73：2021年医药生物板块预测PE估值水平

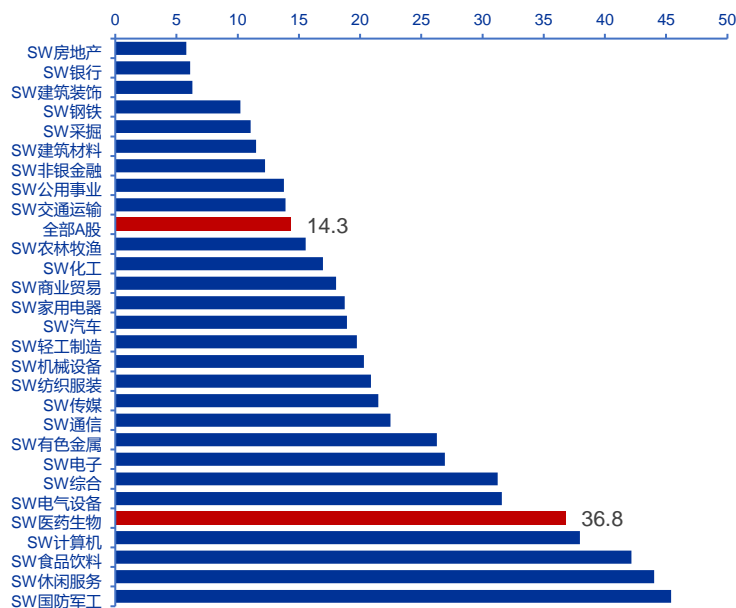
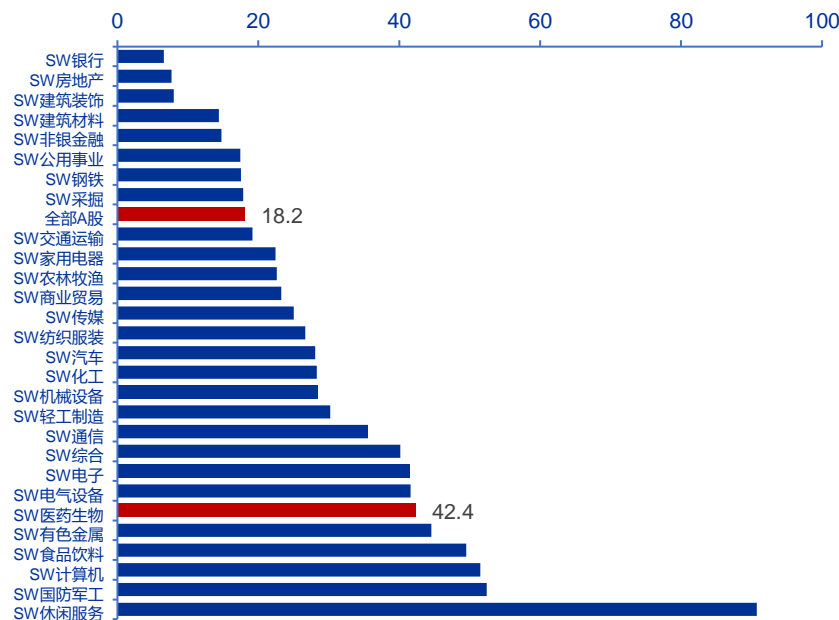


图74：2020年医药生物板块PE估值水平

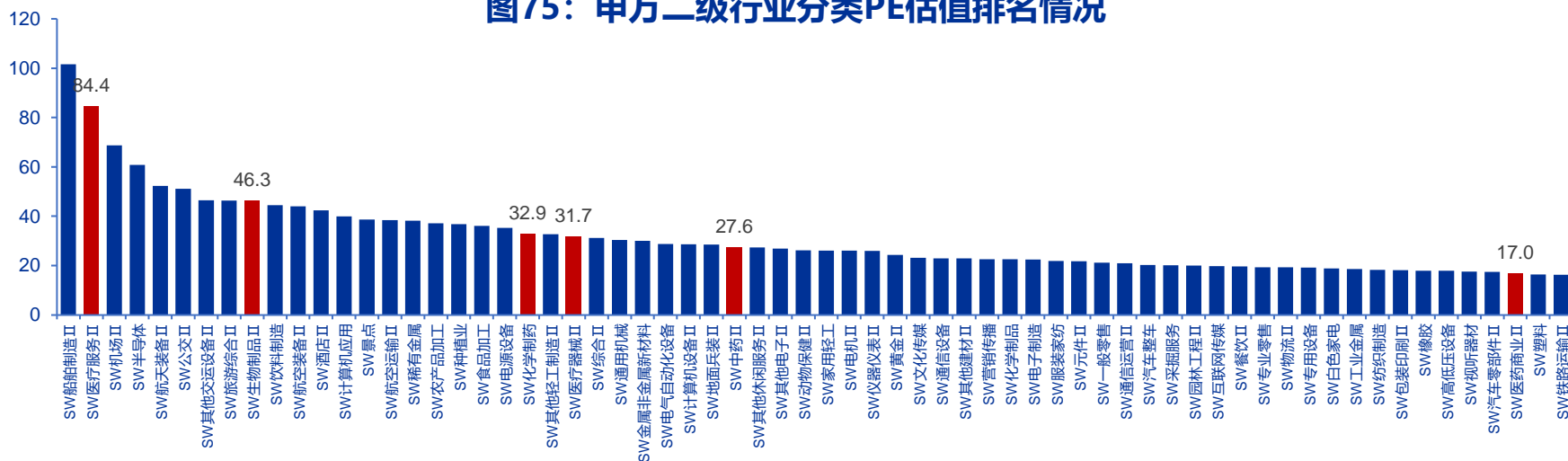


附注：计算规则为整体法并剔除负值

4.2 子行业估值水平

- 使用整体法并剔除负值使用2021/5/7收盘价计算申万所有二级行业分类的市盈率水平中，医药生物6个子板块的估值水平分别为：医疗服务（84.4X）>生物制品（46.3X）>化学制药（32.9X）>医疗器械（31.7X）>中药（27.6X）>医药商业（17.0X）。
- 子行业的PE估值排名在104个二级行业分类中的排名分别为：医疗服务（第2名）、生物制品（第9名）、化学制药（第21名）、医疗器械（第23名）、中药（第30名）、医药商业（第64名）。

图75：申万二级行业分类PE估值排名情况

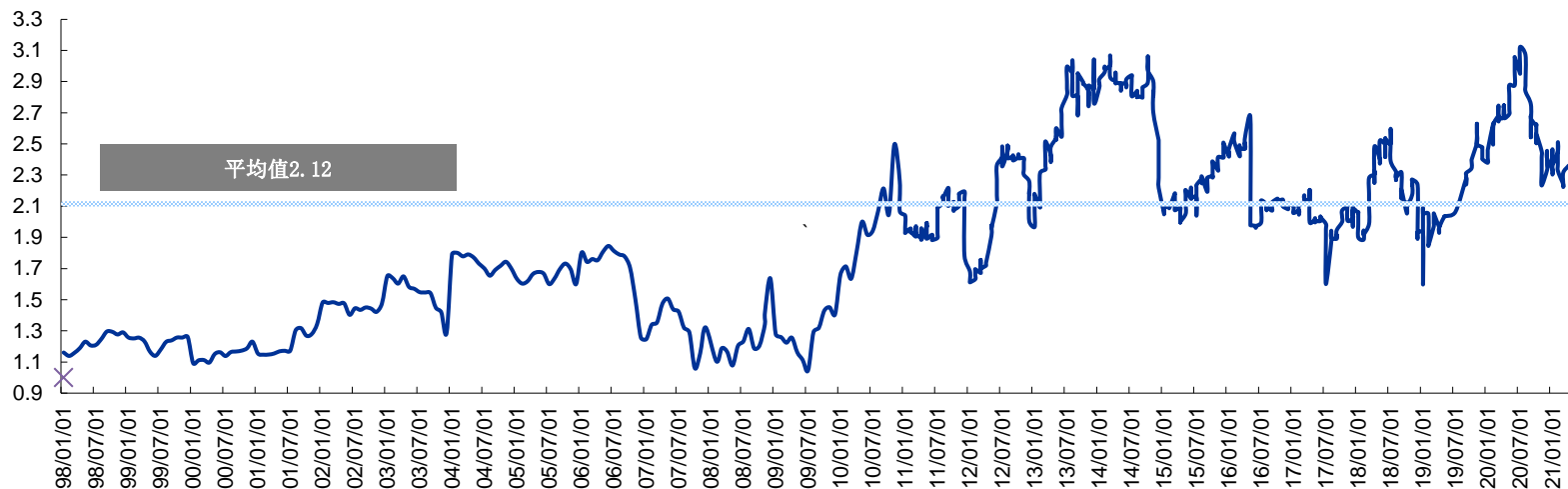


附注：计算规则为整体法并剔除负值

4.3 板块相对A股溢价水平

- 截止至2020/12/31, SW医药指数相对全部A股溢价141% (历史平均溢价率112%)。
- 截止至2021/4/2, SW医药指数相对全部A股溢价136% (历史平均溢价率112%)。相较年初溢价水平有小幅下降, 但仍高于历史平均水平。

图76: 医药生物板块与全部A股 预测市盈率比值



附注: 计算规则为整体法并剔除负值

主要内容

1. 医药宏观数据
2. 2020年报及2021年一季度回顾
3. 指数涨跌幅和公司排名
4. 估值水平分析
5. 投资建议与风险提示

5.1 投资建议与风险提示

- **投资建议：**（1）**疫情复苏：**去年下半年起，医药行业疫情复苏态势延续至今，建议关注受疫情影响去年业绩出现波动，业务立足国内，当前恢复强劲的医疗服务、手术相关设备耗材等标的；（2）**海外疫情波动：**海外新一波疫情又起，建议关注抗疫设备耗材新一轮需求下，相关公司今年业绩得到延续；（3）**着眼中长期：**疫情因素终将淡化，行业政策风险边际减弱，医药行业具有弱周期、稳增长特点，中长期投资维度下，建议重归寻找“坚持研发驱动、所处赛道潜力大、具备技术延伸能力或管理输出能力、发展模式清晰公司”的自下而上医药投资策略。**建议关注：恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、长春高新、药明康德、康泰生物、智飞生物、康希诺-U、司太立、健友股份、我武生物、爱博医疗、博瑞医药。**
- **风险提示：**（1）**疫情风险：**海内外疫情存在不确定性，直接影响短期内医药公司（特别是疫苗、抗疫设备、检测、手术）的业绩表现；（2）**政策风险：**当前第五批药品集中采购和第二批高值耗材集采正在推进，存在超预期降价风险；（3）**研发风险：**国内药品和器械研发仿创为主，成功率和风险调整的回报率较高，未来存在研发投入效益下降影响公司业绩风险。

5.2 重点公司估值表

表7：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2021/5/11		预测EPS(元)				PE		
		收盘价(元)	总市值 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600276.SH	恒瑞医药	83.71	4463	1.19	1.42	1.79	2.24	59	47	37
300760.SZ	迈瑞医疗	435.86	5299	5.48	6.61	8.11	9.75	66	54	45
300015.SZ	爱尔眼科	71.78	2958	0.42	0.57	0.78	1.01	126	92	71
000661.SZ	长春高新	488.91	1979	7.53	9.78	12.89	15.64	50	38	31
603259.SH	药明康德*	149.98	3650	1.21	1.64	2.16	2.91	91	69	52
300601.SZ	康泰生物	180.20	1237	0.99	1.75	3.06	-	103	59	-
300122.SZ	智飞生物*	209.82	3357	2.06	3.28	3.26	4.20	64	64	50
688185.SH	康希诺-U*	480.20	888	(1.60)	4.28	23.69	49.27	112	20	10
603520.SH	司太立	62.39	153	0.97	1.73	2.52	3.48	36	25	18
603707.SH	健友股份	43.00	402	0.86	1.16	1.53	2.06	37	28	21
300357.SZ	我武生物	67.43	353	0.53	0.70	0.90	1.16	96	75	58
688050.SH	爱博医疗	245.99	259	0.92	1.44	1.95	2.55	171	126	96
688166.SH	博瑞医药	37.39	153	0.41	0.65	0.99	1.45	58	38	26
300630.SZ	普利制药*	46.42	203	0.93	1.28	1.75	2.32	36	27	20

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：*公司的盈利预测取wind一致预期，其余公司为申万盈利预测

表8：申万医药生物板块及各子行业营收、利润及毛利率净利率情况

	营业收入（亿元）						营业收入增长率					
	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21
化学原料药	960	218	492	731	1006	275	9.1%	-3.2%	5.3%	4.1%	4.8%	26.2%
化学制剂	3412	731	1505	2354	3215	845	12.7%	-10.8%	-8.8%	-5.7%	-5.8%	15.6%
生物制品	1224	241	571	921	1296	337	9.7%	-8.6%	-2.5%	2.6%	5.9%	39.6%
医疗服务	664	121	299	515	760	211	12.1%	-13.5%	-2.3%	7.9%	14.3%	74.6%
医疗器械	1296	303	877	1417	2074	637	14.7%	5.3%	43.3%	53.8%	60.1%	110.4%
医药商业	7152	1639	3445	5495	7822	2106	15.9%	-5.5%	-2.2%	2.5%	9.4%	28.5%
中药	3197	728	1459	2231	3056	869	9.4%	-12.0%	-9.9%	-7.0%	-4.4%	19.5%
总计	17905	3981	8649	13663	19229	5281	13.0%	-7.4%	-1.4%	3.1%	7.4%	32.7%
	扣除非经常性损益后的净利润（亿元）						扣除非经常性损益后的净利润增长率					
	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21
化学原料药	70	29	76	105	119	36	-24.9%	30.4%	44.1%	39.6%	70.8%	22.7%
化学制剂	129	57	122	185	143	71	-30.9%	-22.6%	-17.6%	-4.4%	11.5%	23.1%
生物制品	154	30	80	135	166	56	80.0%	-13.6%	-1.1%	7.6%	8.1%	73.1%
医疗服务	-19	-4	16	45	59	20	-174.1%	-142.0%	-36.4%	-2.8%	206.6%	430.7%
医疗器械	179	49	232	388	518	201	14.5%	16.3%	129.8%	148.4%	189.5%	293.6%
医药商业	129	36	84	128	138	41	0.1%	-11.4%	-1.9%	3.1%	7.0%	14.5%
中药	142	68	115	173	-65	87	-40.8%	-18.7%	-23.2%	-16.8%	-145.8%	28.9%
总计	783	265	725	1159	1079	513	-14.5%	-13.8%	11.4%	22.6%	37.8%	88.4%
	毛利率						净利率					
	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21	19A	1Q20	1H20	1-3Q20	20A	1Q21
化学原料药	35.1%	38.8%	39.1%	38.5%	37.1%	36.3%	12.2%	14.9%	17.2%	16.4%	14.2%	14.4%
化学制剂	55.0%	54.3%	53.7%	54.2%	53.8%	53.5%	6.2%	11.2%	11.7%	11.0%	7.2%	11.5%
生物制品	56.9%	55.7%	55.4%	56.9%	56.9%	56.1%	15.3%	14.0%	16.9%	18.6%	17.1%	19.4%
医疗服务	38.2%	25.4%	33.2%	36.6%	38.1%	36.1%	-0.4%	-2.6%	11.0%	13.3%	14.2%	15.6%
医疗器械	52.5%	53.5%	58.0%	58.8%	58.3%	60.5%	16.7%	19.4%	28.5%	29.8%	27.2%	33.8%
医药商业	13.8%	13.7%	14.0%	13.6%	13.3%	12.6%	2.5%	2.9%	3.3%	3.2%	2.6%	3.1%
中药	44.6%	43.2%	43.4%	43.7%	43.4%	44.7%	6.6%	10.4%	9.8%	9.7%	0.1%	10.3%
总计	34.9%	33.9%	35.2%	35.3%	34.9%	35.1%	6.3%	8.2%	10.4%	10.5%	7.7%	11.5%

附注：采用整体法计算板块相关指标数据，板块中剔除B股与新三板股票，增长率指标根据每期样本量变化进行动态调整。

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华南	赵馨睿	0755-28332823	13530336936	zhaoxr@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；

减持 (underperform)：相对弱于市场表现5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

赵金厚
zhaojh@swsresearch.com