

证券研究报告|行业定期报告

医药生物

行业评级：强于大市（维持评级）

2024年5月3日



医药板块23年年报和Q1季报总结： 至暗时刻已过，静待反转

证券分析师：

盛丽华 执业证书编号：S0210523020001

王艳 执业证书编号：S0210524040001

张俊 执业证书编号：S0120522080001

刘佳琦 执业证书编号：S0210523090003

研究助理：何展聪、徐智敏、万喆瑞、吴沛柯、黄冠群、张绍辉

请务必阅读报告末页的重要声明

- **二级市场回顾：医药估值处于底部位置，Q1公募医药持仓环比下降，处于低位。** 1) 医药指数：2023年初医药板块略有上涨，23年4月份至24年初持续震荡回调，截至4月30日，在30个中信一级行业中排名倒数第三，估值处于历史底部位置。2) 公募基金医药重仓：24Q1公募基金医药重仓占比 11.0%，环比下降2.6pct；医药基金持仓比例为24.1%，环比下降4.5pct；剔除医药基金持仓，持仓比例为7.9%，环比下降2.1pct。公募医药持仓优质行业龙头，重仓股相对分化。
- **医药行业宏观情况：** 1) 医药制造业累计收入利润承压下行。23年医药制造业收入同比-13.4%，利润总额-19%。24M2 医药制造业收入同比下降4.8%，利润总额同比下降4.4%，降幅收窄。2) 医疗健康产业投融资静待回暖，据医药魔方，2024Q1中国医疗健康领域一级市场共发生319起投融资事件，同比下降30%，去除特殊事件后融资金额总计196.9亿人民币，同比下降9%。3) 重磅支持政策频出提振行业：再贷款、设备更新行动方案等有望激发医疗机构采购需求。创新药全链条利好，审批加速+资金支持。
- **各子板块：**
 - 1) **化学制药：24Q1韧性十足，看好24年业绩趋势向好。** 23年板块营业收入3829.4亿元（同比+1.6%），归母净利润285.8亿元（同比-下0.5%），2023Q4和2024Q1呈现逐步向好的趋势。2024Q1合计实现营收978.9亿元（同比-0.6%），实现归母净利润101.6亿元（同比+4.0%）。
 - 2) **生物制品：血制品增长最稳健，疫苗板块扰动因素出清。** 23年板块实现收入1617亿元（同比+10%），归母净利润58亿元（同比-7%），其中，疫苗公司出清新冠疫苗减值影响，板块其他公司保持稳健增长。2024Q1板块实现收入341亿元（-4%），归母净利润58亿元（-27%），Q1收入同比下降有主要受疫苗拖累+基数影响。
 - 3) **中药：24Q1高基数短暂承压，诸多公司24Q1业绩表现亮眼。** 2023年板块实现营收3631.8亿元（同比+6.1%），实现归母净利润336.6亿元（同比+45.8%）。24Q1在23年高基数影响下，实现营收986.3亿元（同比-1%），实现归母净利润125.6亿元（同比-4%）。
 - 4) **医疗器械：政策压制下业绩触底，预计Q2环比持续改善。** 2023年板块实现营收2420.1亿元（同比-27%），归母净利润383亿元（同比-51.4%）。24Q1实现营收594.6亿元（同比-2.2%），实现归母净利润103.2亿元（同比-5.1%）。

5) 医疗服务：23年板块业绩表现亮眼，24Q1受基数和宏观环境影响有所承压。2023年板块实现营业收入720.1亿元（同比+24.9%，实现归母净利润73.9亿元（同比+174.1%），2024Q1板块内收入172.4亿元（同比+6%），实现归母净利润13.9亿元（同比-6%）。

6) 药店：23年&24Q1受基数和统筹政策影响增速有所承压。23年板块实现收入1108.3亿元，同比增长10.8%，实现归母净利润48.1亿元，同比变化-3.7%。2024Q1板块合计实现营业收入296.8亿元，同比增长11%，实现归母净利润15.1亿元，同比变化-3%。

7) 医药流通：23年业绩增长稳健，24Q1受基数影响有所承压。2023年板块实现营业收入8703亿元，同比增长8.1%，实现归母净利润153.4亿元，同比增长4.7%，2024Q1板块实现营业收入2258.1亿元，同比增长1%，实现归母净利润42.8亿元，同比变化-1%。

8) 原料药：库存出清接近尾声，Q1业绩触底回升。2023年板块实现营业收入1151.0亿元（同比-4.7%），实现归母净利润87.9亿元，同比下滑43.5%。2023Q1板块公司实现营业收入310.2亿元同比下降0.4%，实现归母净利润39.3亿元，同比增长3.5%。

9) 生命科学服务上游：疫情相关业务影响23年表现增速，24Q1有所回升。2023年营业收入总计为147亿元（同比-10.4%），归母净利润为13.6亿元（同比-55.3%）。2024Q1营收合计为35.6亿元（同比+1.9%）。24Q1归母净利润合计为2.4亿元（同比-39.3%）。

10) CXO：业绩承压，建议关注细分赛道仿制药CXO+临床CRO。2023年板块实现营收1007.8亿元（同比-0.7%），归母净利润196亿元（同比-11.6%）。24Q1实现营收219.8亿元（同比-11.2%），实现归母净利润31.1亿元（同比-39.1%）。

➤ **风险提示：负向政策超预期；竞争加剧超预期；风险业绩不及预期；风险价格波动风险；新品研发与推广不及预期风险。**

1 行情回顾：医药板块整体回调，中成药表现相对较好

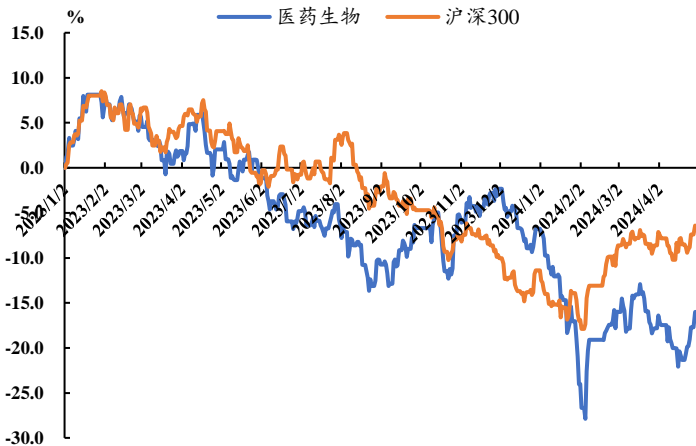
1.1 估值处于历史底部位置

1.2 公募医药持仓占比下降，处于绝对低位

1.1 行情回顾：2023年医药板块震荡回调，24Q2有望回升

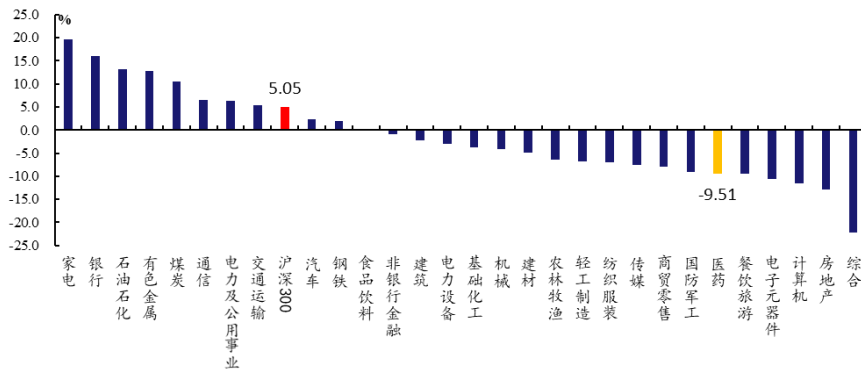
2024年初至今医药板块持续回调，产业政策频出Q2或有望反弹。2023年医药板块先升后降，震荡回调，2024年宏观经济下行压力加深，医药投融资环境边际改善趋缓。叠加开年中美政治风险因素影响，医药生物行业明显承压，板块持续回调。截至2024/4/30，中信医药指数下跌9.51%，跑输沪深300指数14.56pct，在30个中信一级行业中排名靠后。随着创新药支持政策、集采续约温和等利好信号释放，板块压力逐渐释放，2024有望回升。

图表：2023年医药板块震荡回调，整体承压



资料来源：iFind，华福证券研究所整理

图表：2024年以来医药板块涨幅在中信一级行业中排名靠后

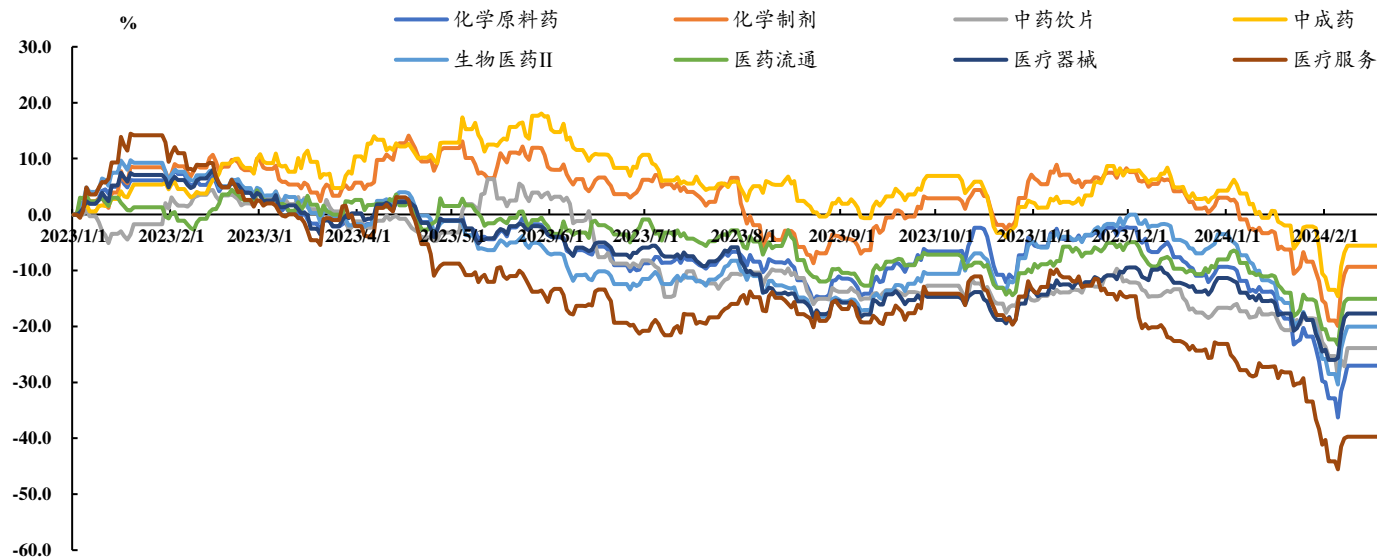


资料来源：iFind，华福证券研究所整理

1.1 子板块回顾：中成药表现相对较好，其余子行业承压有所回调

- **中成药表现相对较好。**中成药企业业绩增长快速，叠加政策利好催化，表现相对较好。自23年以来，截至2024/4/29涨幅为+4.00%，为医药板块中唯一上涨的子板块。
- **其余子行业承压，均有所回调：**截至2024/4/29，化学制剂表现相对良好，涨跌幅为：-0.79%，其余子板块依次为医药流通-11.87%、中药饮片-16.96%、医疗器械-17.59%、生物医药-18.32%、化学原料药-19.49%、医疗服务-43.00%。

图表：2023年以来受到政策催化，中成药表现亮眼

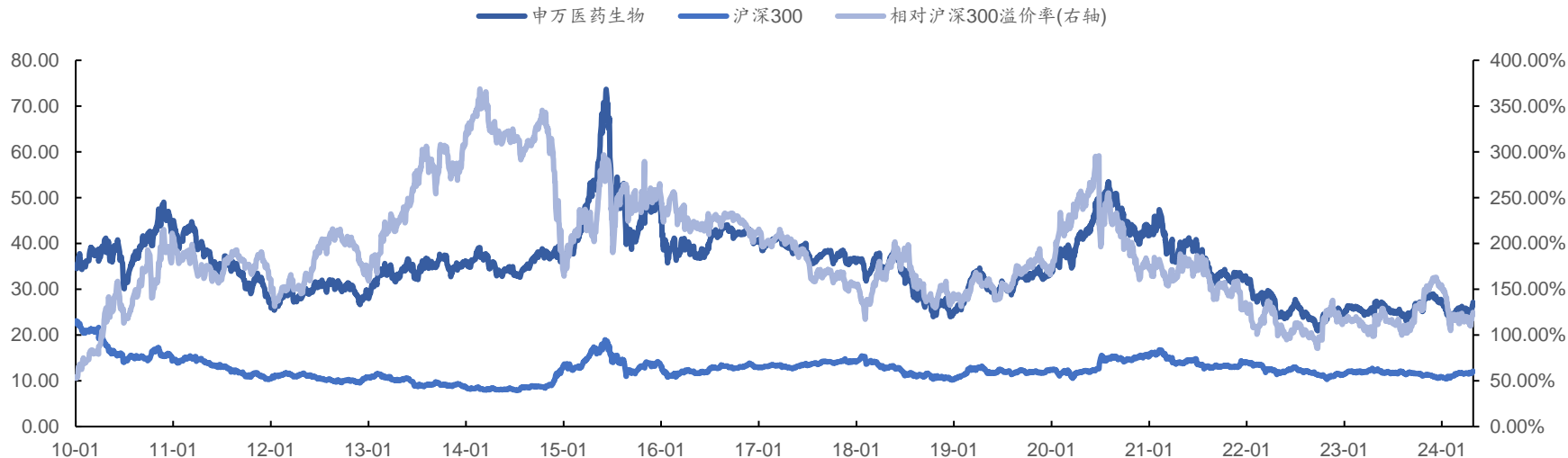


资料来源：iFind，华福证券研究所整理

1.1 医药板块估值溢价率处于历史底部位置，具备投资性价比

- 市场风格切换叠加政治因素影响，医药板块估值持续消化。截至2024/4/29，申万医药PE（TTM，剔除负值）为27.17X，达到16.5%分位（自2010/1/4始，下同），而沪深300 PE（TTM，剔除负值）为12.08X；医药板块估值溢价率为124.82%，达到历史15.7%分位，低于历史平均溢价率186.1%，处于2010年以来的偏下位置。

图表：医药板块绝对估值处于历史估值的偏下区间，溢价率处于历史偏下位置

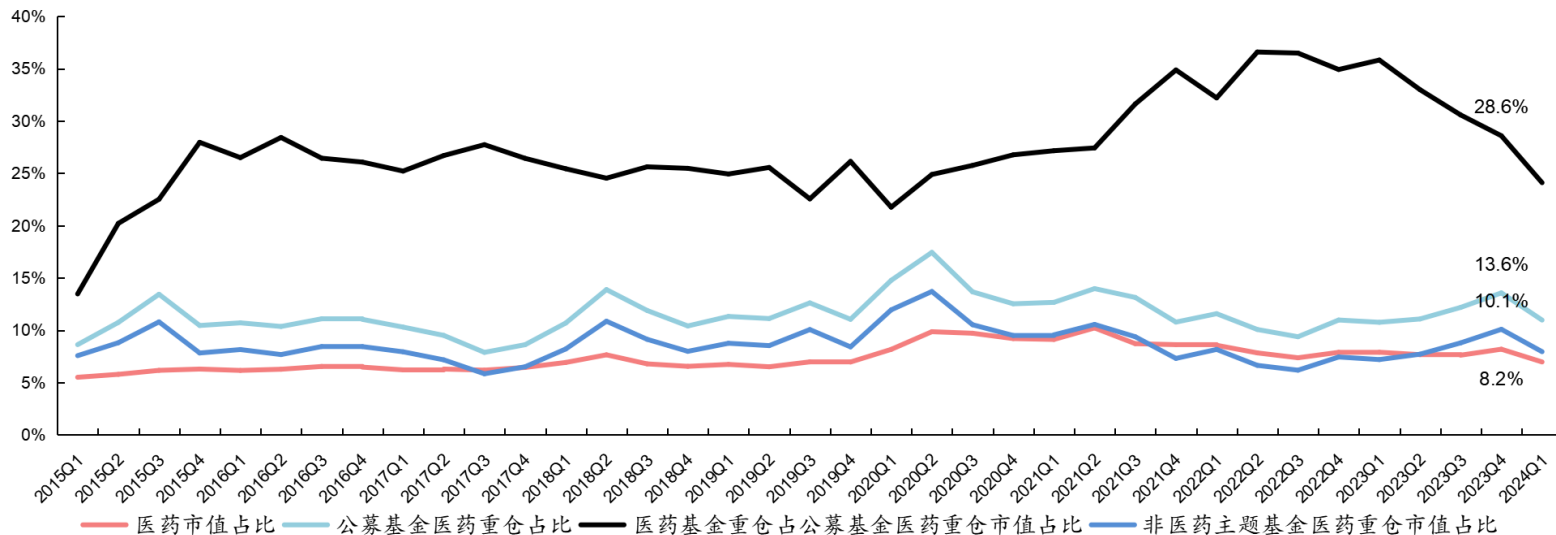


资料来源：iFind，华福证券研究所整理

1.2 基金持仓：24年Q1公募医药持仓占比下降，处于绝对低位

- **24年Q1公募基金医药持仓占比下降，处于绝对低位**：2024年Q1，A股总市值90.0万亿，A股医药总市值5.8万亿，占A股总市值的比例为7.0%。公募基金重仓市值2.7万亿，其中公募基金医药重仓市值2987亿，占比 11.0%，环比下降2.6pct；医药基金医药重仓市值为899亿，在公募基金医药持仓中的比例为24.1%，环比下降4.5pct；非医药主题基金医药持仓市值2088.2亿，在公募基金医药持仓中的占比为7.9%，环比下降2.1pct。

图表：2024Q1公募基金医药持仓占比分析



1.2 基金持仓：公募医药持仓优质行业龙头

- 医药行业重仓情况：从重仓股所属板块看，前十大重仓股中相对分化，各板块行业龙头地位稳固：如医疗器械标的迈瑞医疗、联影医疗，创新药标的恒瑞医药、科伦药业，CXO标的药明康德，医疗服务标的爱尔眼科，中药标的东阿阿胶，疫苗标的智飞生物等。

图表：2024Q1公募基金前十大医药重仓股

项目	名称	期间涨跌幅	流通市值占比	持仓市值（亿）			持仓基金数量（支）		
				2023Q4	2024Q1	变动	2023Q4	2024Q1	变动
公募基金持有市值前10大医药个股	恒瑞医药	2%	14%	417	429	11	698	614	-84
	迈瑞医疗	-3%	13%	430	397	-33	550	500	-50
	药明康德	-37%	30%	352	131	-221	385	129	-256
	爱尔眼科	-19%	13%	159	106	-53	168	122	-46
	联影医疗	-5%	10%	105	106	0	82	74	-8
	智飞生物	-26%	16%	176	91	-85	382	178	-204
	科伦药业	5%	10%	50	71	21	169	251	82
	惠泰医疗	10%	19%	55	65	10	89	105	16
	泰格医药	-3%	15%	59	61	2	56	76	20
	东阿阿胶	25%	8%	32	57	25	56	101	45

资料来源：iFinD，华福证券研究所

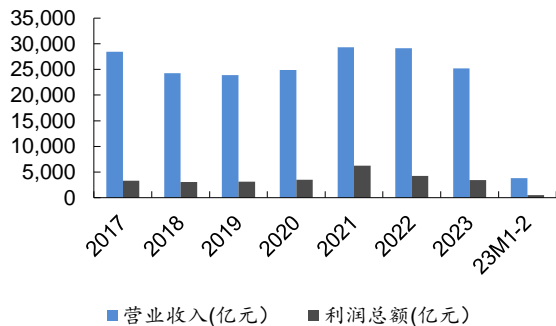
2 行业回顾：

- 2.1 医药工业整体及医保收支情况：医药工业整体22-23年承压，医保资金历年仍有资金结余
- 2.2 医药投融资情况：2021年投融资迎来高峰，22-23年进入资本寒冬，当下静待拐点
- 2.3 PDB院内数据和院外数据：PDB院内和零售市场销售额总体平稳呈上升
- 2.4 器械招标情况：招投Q1疲软，关注Q2政策驱动下环比改善情况
- 2.5 药品审评情况：2023年药品注册申请受理量增幅大，IND、NDA申请双旺盛
- 2.6 中药材价格：持续走高
- 2.7 重要政策：医疗设备更新+创新药全产业链支持

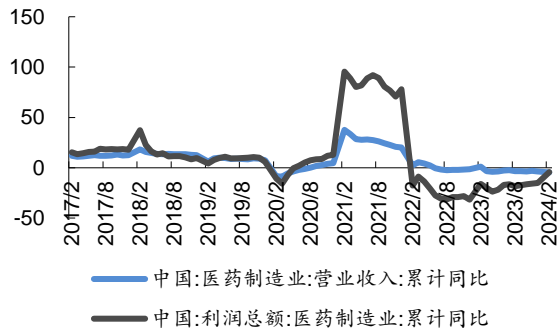
2.1 医药工业整体表现：22-23年承压、24年有望迎来拐点

- **医药制造业累计收入及利润承压下行：**2023年受到医药行业整治的影响，医药制造业收入同比下降13.4%，利润总额下降19%。从24年2月份的累计增速情况看，拐点将现：24M2 医药制造业收入同比下降4.8%，利润总额同比下降4.4%，利润端降幅大幅收窄。
- **23年医保支出快于收入增速：**由于2022年支出低基数，23医保支出增速大于收入增速。截止2023年11月，全国基本医疗保险基金累计收29362.2亿元，同比增长10.5%，累计支出24910.9亿元，同比增长16.9%。近两年收入增速较为平稳，支出增速较快主要是由于去年疫情封控导致整体医疗相关消费较少所致
- **医保资金虽然紧张，但历年仍有较多资金结余。**2023年医保基金结余5067亿元，同比增长7.8%。

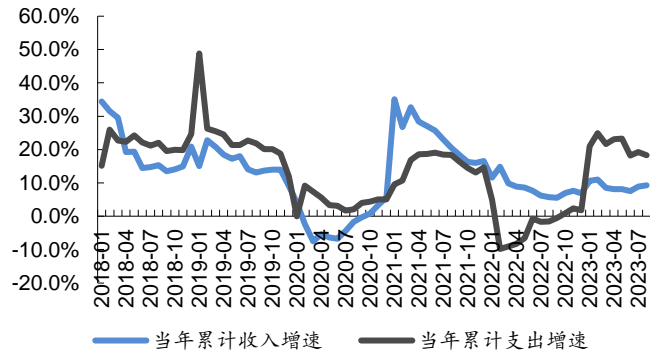
图：医药制造业收入及利润总额情况（亿元）



图：医药制造业收入及利润累计同比情况（亿元）

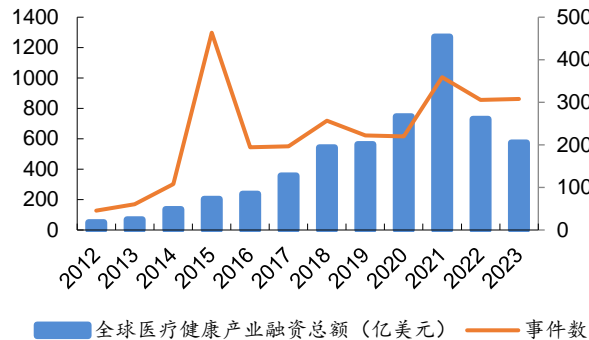


图：医保累计收入及支出增速

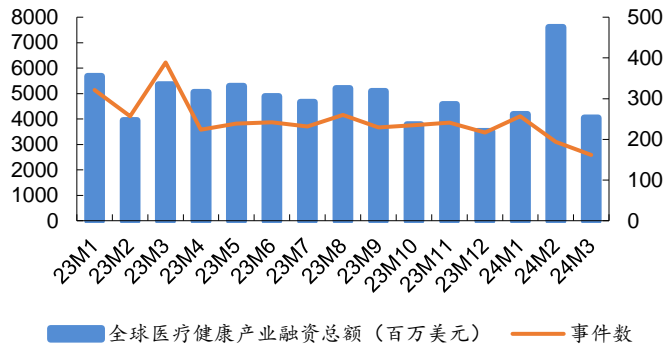


2.2 投融资情况：医疗健康产业历经2年资本寒冬，CXO板块深度调整

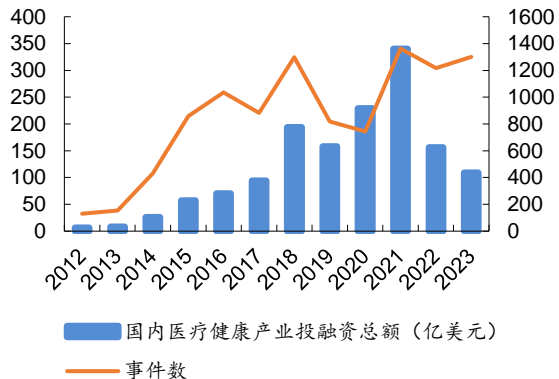
图表：全球医疗健康产业年度融资情况（亿美元）



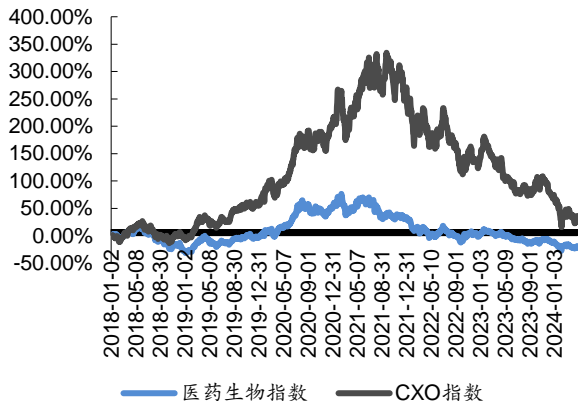
图表：全球医疗健康产业月度融资情况（亿美元）



图表：国内医疗健康产业年度融资情况（亿美元）



图表：国内CXO指数及医药生物指数表现

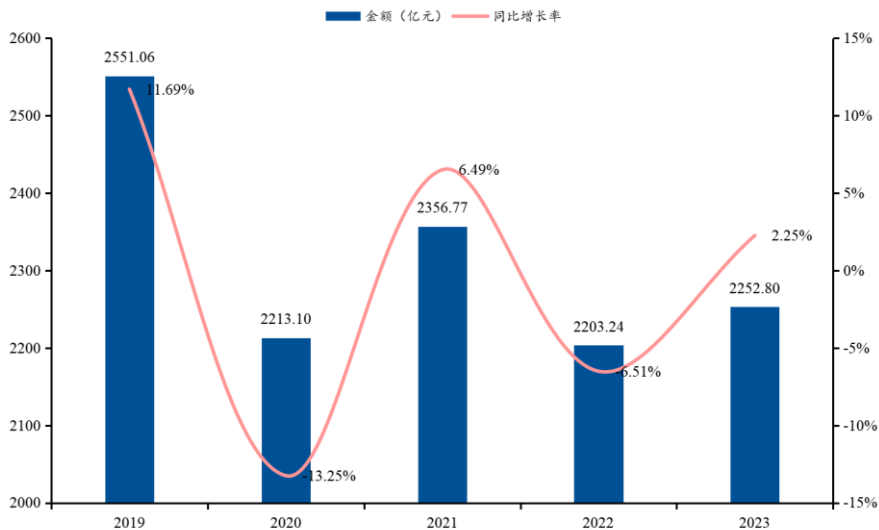


医疗健康产业投融资情况：

- 2021年投融资迎来高峰，22-23年进入资本寒冬，当下静待拐点。
- 21年投融资高峰：2021年投融资总额为1270亿美元，同比增长70.5%，其中国内投融资总额为340亿美元，同比增长48.5%。
- 历经2年资本寒冬，静待拐点：23年全球投融资总额为21年的45.2%，国内为32.1%。24Q1全球投融资总额同比增长5.8%，静待回暖。
- CXO处于历史底部，静待拐点。随着上游投融资迎来资本寒冬，影响CXO板块订单及行情，结合受到海外宏观环境的影响，21Q4末开始CXO板块迎来深度调整，目前板块处于历史底部，静待拐点。

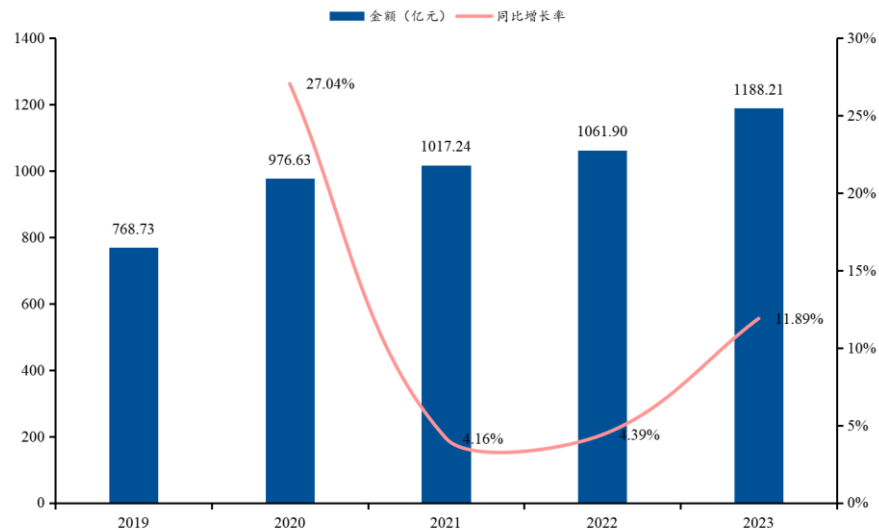
2.3 PDB院内和零售市场销售数据：总体平稳呈上升

图表：院内市场近五年销售额（亿元）



资料来源：PDB，华福证券研究所

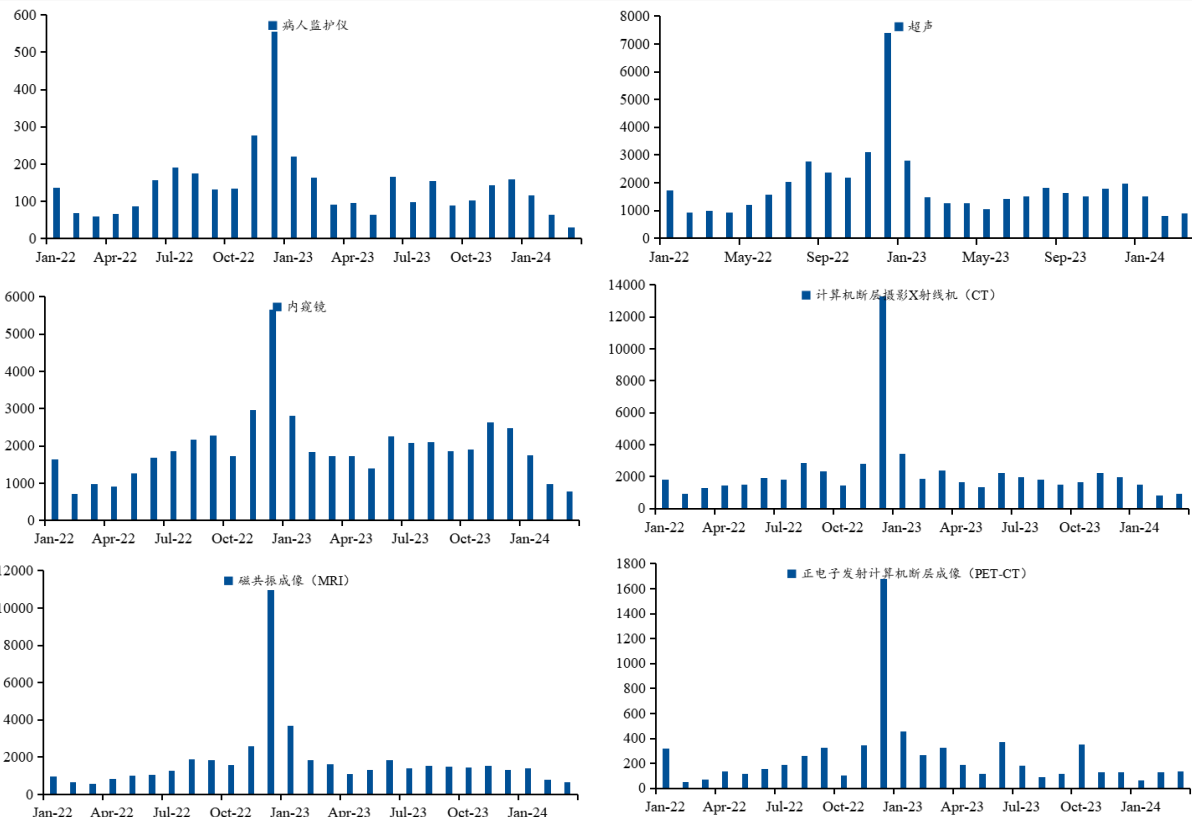
图表：零售市场近五年销售额（亿元）



资料来源：PDB，华福证券研究所

2.4 医疗设备招投情况：24Q1疲软，关注Q2政策驱动下环比改善情况

图表：22年-24年3月部分医疗设备招投标情况（单位：百万元人民币）



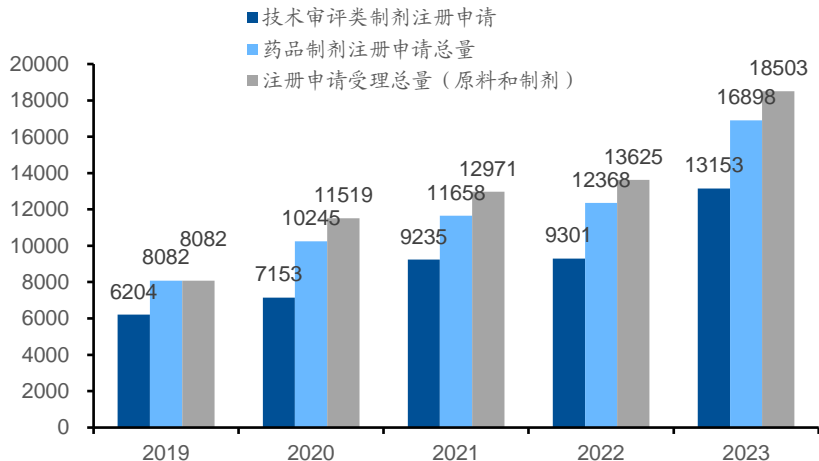
医疗设备招投标情况：

- **医疗设备2024Q1招投标呈现疲软状态**，主要系1) 23Q1高基数影响（22年末贴息贷款刺激影响）；2) 23H2开始的医疗行业反腐致院端招投标情绪受压，24开年反腐影响持续，招投标情况未见明显改善。
- **Q2招投标有望展现良好恢复势头**。2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，重点提及医疗领域的更新与建设方向。各地已陆续推出实施方案，预计招投标情况将呈现环比改善趋势，叠加23Q3低基数，需求端推动下预计24H2起陆续推动医疗设备公司业绩释放。

2.5 药品审评情况：2023年药品注册申请受理量增幅大，IND、NDA申请双旺盛

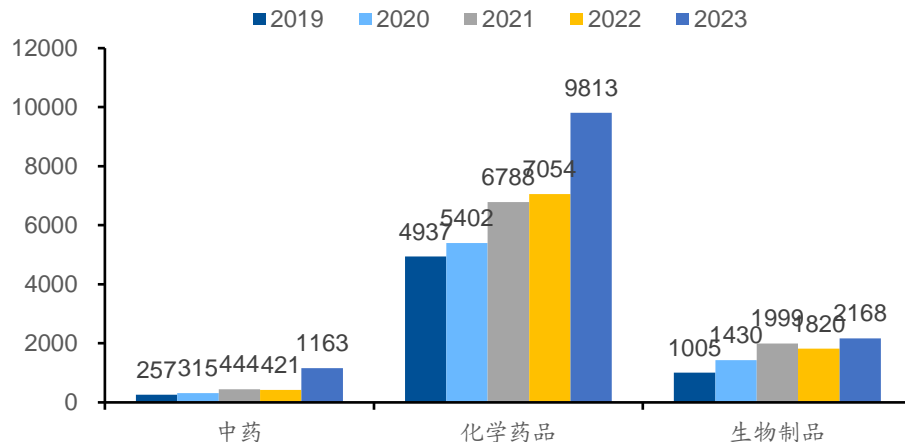
- ▶ 近年来，多重医药创新鼓励政策持续激发，产业创新活力持续释放，2023年药品注册申请申报量持续增长。药审中心受理各类注册申请18503件（以受理号计），同比增加**35.84%**。药审中心全年受理新药临床试验申请（简称“IND”）2997件，同比增加33.56%。**新药上市许可申请（简称“NDA”）470件，同比增加40.72%**。
- ▶ 2023年共批准上市1类创新药40个品种，其中9个品种为通过优先审评审批程序批准上市，13个品种为品附条件批准上市，8个品种在临床研究阶段纳入了突破性治疗药物程序、4个新冠治疗药物通过特别审批程序批准上市。近年来，围绕新机制、新靶点药物的基础研究和转化应用不断取得新突破，以细胞治疗、基因治疗、小核酸药物等为代表的新一代疗法日渐成熟。2023年批准治疗用生物制品 IND 891件,包括创新治疗用生物制品 695 件（510个品种），同比增加25.68%；**建议批准治疗用生物制品 NDA 132件,包括创新治疗用生物制品 19 件（15个品种），同比增加111.11%**。

图表：2019年至2023年注册申请受理情况



资料来源：CDE，华福证券研究所

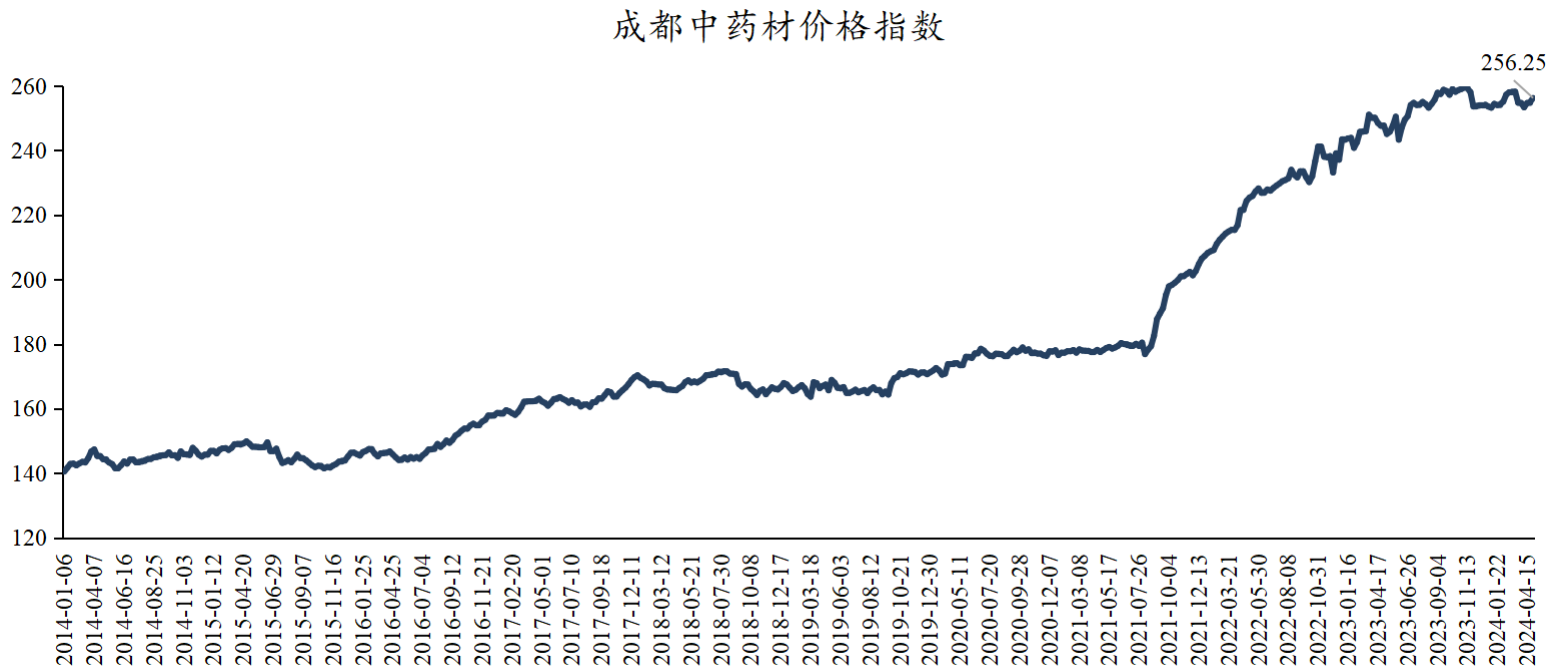
图表：2019年至2023年需技术审评的各药品类型注册申请受理情况（件）



资料来源：CDE，华福证券研究所

2.6 中药材价格指数：持续走高

图表：21年以来中药材价格持续走高



- 2024年3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，重点提及医疗领域的更新与建设方向。
- 2024年4月7日，中国人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。
- 从中央预算内投资、专项债券、23年增发国债项目进度看：1) 24年中央预算内投资共安排7000亿元，截至4月17日已下达超过2000亿元，占全年比重超过30%；2) 24年专项债券规模为3.9万亿元，已完成24年项目的初筛、推送给财政部并反馈各地方；3) 24年2月发改委完成共1万亿元增发国债项目清单下达工作，所有增发国债项目于预计于24年6月底前开工建设。

我们认为：

医疗位列重点聚焦7大领域之一，以旧换新市场空间大、更新换代需求巨大。配合再贷款、预算拨款、专项债、特别国债等推进节奏，此次医疗设备更新的进程有望加速。结合各省份陆续出台的针对卫生健康领域的设备更新举措方案、地方性更新改造贷款贴息的实施方案等，将助力设备更新行动方案的切实落地，叠加23H2反腐影响下，24年设备板块的增长确定性强。

- 国务院设备更新方案出台后，4月起山东、浙江、湖南、河南、黑龙江、广东、北京、福建、福建、甘肃、宁夏、海南等地纷纷发布地方设备更新具体方案/资金支持方案。其中北京市发改委出台《关于进一步加强重点领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案》，对社会资本举办的综合医院、专科医院、中医医院、基层医疗卫生机构开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等涉及的设备购置与更新改造项目，给予2.5个百分点的贴息，期限2年；广东省印发首份卫生健康领域方案《推进卫生健康领域设备设施迭代升级工作方案》，到2027年全省卫生健康领域设备投资规模较2023年增长25%以上；到2024年底更新医疗卫生机构医疗影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备0.6万台；到2027年底，更新以上设备超过2万台。

- 2024年1月19日，广州市人民政府办公厅关于印发《广州促进生物医药产业高质量发展若干政策措施的通知》，给予创新药研发全链条财政重金支持，全球顶尖项目最高支持额度50亿元，支持期限最长5年；国家级平台成果按总投资额30%予以支持，最高1亿元支持。创新药、改良型新药和生物类似药分阶段最高按实际投入临床研发费用的40%给予资助；I/II/III期最高1000万/2000万/3000万元。
- 2024年4月7日，北京市医疗保障局等九部门发布关于对《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》公开征求意见的公告，并在4月17日正式印发。从研发端提质增效，审批加速：1）临床试验启动整体用时压缩至28周，支持重点企业实现全球同步开展临床试验；2）药品补充申请审评时限从200日压缩至60日、药品临床试验审批时限从60日压缩至30日；3）出海：2024年推动5个品种“走出去”。支付端创新药限制松绑，鼓励多元化支付：1）国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于4次；2）加快国谈药货款支付，国谈药、创新诊疗项目不受医疗机构总额预算指标限制3）对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG病组支付标准，单独支付；4）鼓励商业保险、企业补充医疗保险等体系对于创新药械的覆盖。

我们认为：

北京创新药利好政策提到国谈后1个月内开药事会，一年至少4次药事会，创新药医保资金单独计费，极大加速国谈创新药进院，创新药有望更快速达到销售峰值。此外，新药研发端申请审批再加速，压缩新药临床申请时限，药监审查与医院伦理审查同步且伦理互认，极大加快了临床申请到正式启动时间。无论是研发端还是支付端均有相关明确政策支持，看好创新药在国家重点产业布局的战略地位，多个重要区域有望继续出台相关产业政策夯实中国创新药行业向前发展，走向国际化。

3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 生物制品板块

3.3 中药板块

3.4 医疗器械板块

3.5 医疗服务&流通药店板块

3.6 原料药板块

3.7 生命科学上游板块

3.8 CXO板块

3 各子板块分化严重，血制品、药店、中药等板块表现相对较好

图表：2023年和2024Q1各版块营业收入和净利润增速情况

➤ 509家A股医药类上市公司表现：

➤ 2023年：收入端增速较快的三个板块为医疗服务、血制品和医疗耗材；归母净利润增速较快的三个板块为医疗服务、中药和血制品。

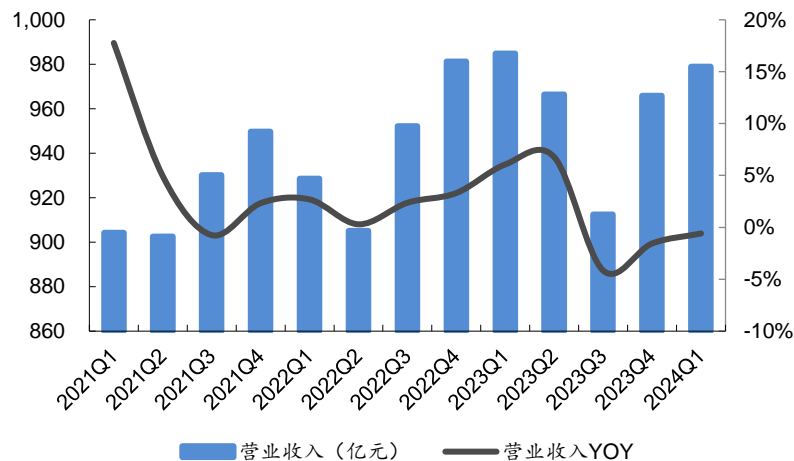
➤ 2024Q1：收入增速较快的三个细分板块为零售药店、医疗服务和医疗耗材；归母净利润增速较快的三个细分板块为化学制药、原料药和血制品。

行业	营业收入增速		归母净利润增速	
	2024Q1	2023	2024Q1	2023
化学制药	-0.60%	1.60%	4.00%	-0.50%
生物制品	-4%	10%	-27%	-7%
疫苗	-11%	6%	-57%	-24%
血制品	-6%	16%	3%	9%
中药	-1%	6.30%	-4.10%	45.80%
医疗器械	-2.20%	-27%	-5.10%	-51.40%
医疗设备	-8%	-2.40%	-4.60%	-6%
医疗耗材	4.80%	11.10%	-4%	-24.40%
体外诊断	-12%	-65%	-22%	-81%
医疗服务	6%	24.90%	-6%	174.10%
零售药店	11.40%	10.80%	-3%	-3.70%
医药流通	1%	8.10%	-1%	4.70%
原料药	-0.40%	-4.70%	3.50%	-43.50%
科研服务	1.90%	-10.40%	-39.30%	-55.30%
CXO	-11.20%	-0.70%	-39.10%	-11.60%

3.1 化药：24Q1韧性十足，看好24年业绩趋势向好

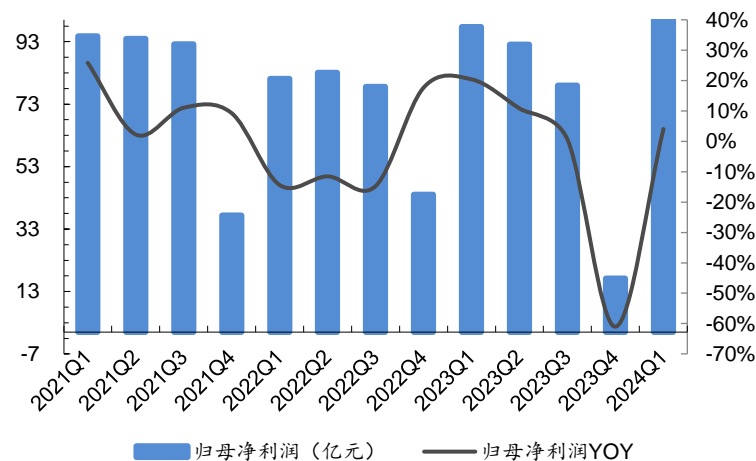
- 2023年91家化学制剂公司合计实现营业收入3829.4亿元，同比增长1.6%，实现归母净利润285.8亿元，同比下滑0.5%，板块整体受到Q3医疗环境影响较大，2023Q4和2024Q1呈现逐步向好的趋势。
- 2024Q1，化药板块合计实现营收978.9亿元，同比下滑0.6%，实现归母净利润101.6亿元，同比增长4.0%

图表：21Q1-24Q1化学制剂板块收入情况



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1化学制剂板块归母净利润情况



资料来源：Wind，华福证券研究所

3.1 化药：24Q1韧性十足，看好24年业绩趋势向好

- **重点公司中：**自23Q3以来，相关公司表现持续向好，24Q1展现出良好的恢复态势，建议关注（1）经营稳健的大药企：恒瑞医药、科伦药业、人福医药、丽珠集团、恩华药业、华润双鹤等；（2）全年业绩趋势向好，边际改善显著的标的：亿帆医药、仙琚制药、信立泰、苑东生物、京新药业；（3）大单品弹性标的：兴齐眼药、海思科、吉贝尔等。

图表：化药板块重点上市公司经营数据比较

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润预期 (亿元)	PE
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
600276.SH	恒瑞医药	2946	9.2%	7.3%	10.5%	10.1%	57.8	51
000963.SZ	华东医药	578	2.9%	7.7%	14.2%	13.6%	33.8	17
600196.SH	复星医药	565	-6.6%	-5.8%	-38.2%	-36.0%	34.8	16
002422.SZ	科伦药业	526	10.3%	12.7%	26.0%	44.0%	28.4	18
002294.SZ	信立泰	355	22.9%	-3.4%	-5.1%	-9.0%	6.5	55
600079.SH	人福医药	346	2.3%	9.8%	-26.9%	-14.1%	24.8	14
002653.SZ	海思科	333	20.6%	11.3%	219.9%	6.5%	4.4	75
300573.SZ	兴齐眼药	322	22.1%	17.4%	79.6%	13.4%	6.9	46
000513.SZ	丽珠集团	317	-5.0%	-1.6%	4.5%	2.3%	22.2	14
002262.SZ	恩华药业	253	15.2%	17.3%	16.6%	15.1%	12.6	20
600380.SH	健康元	223	-4.8%	-2.9%	-5.0%	-4.0%	15.8	14
600062.SH	华润双鹤	222	2.3%	6.2%	11.0%	13.0%	15.1	15
002019.SZ	亿帆医药	157	41.3%	6.0%	125.6%	-388.2%	5.7	27
600420.SH	国药现代	142	-8.6%	-6.9%	84.8%	10.2%	9.9	14
300705.SZ	九典制药	127	17.7%	15.7%	63.4%	36.5%	5.1	25
002332.SZ	仙琚制药	114	8.4%	-5.9%	13.5%	-24.9%	7.1	16
300723.SZ	一品红	101	-13.0%	9.8%	-9.5%	-36.5%	3.5	29
002020.SZ	京新药业	101	10.4%	5.8%	13.2%	-6.5%	7.0	14
688513.SH	苑东生物	72	13.4%	-4.6%	23.0%	-8.1%	2.8	25
688566.SH	吉贝尔	50	17.5%	31.5%	38.2%	41.7%	2.6	19

资料来源：iFinD，华福证券研究所，备注：2024年归母净利润来自iFinD一致预期。

- **2024Q1板块韧性十足，全年业绩趋势有望持续向好。**化学制药板块经历过9轮集采后，大部分化药公司已经陆续走出集采负面影响，通过“创新+出海+挖掘核心品种”等方式确立公司第二增长曲线，部分药企管线逐步开始兑现，且随着医疗反腐的边际改善，整体业绩在24年第一季度呈现良好恢复态势。展望后市，我们认为一方面医保谈判品种有望在24年持续放量，另一方面院内药品由于23年Q3外部环境影响整体基数较低，我们认为化药板块全年业绩有望逐季向好，化药板块的估值体系有望从修复走向重估成长行情。
- **建议关注：**
 - ❑ 经营稳健的大药企：恒瑞医药、科伦药业、人福医药、丽珠集团、恩华药业、华润双鹤等；
 - ❑ 全年业绩趋势向好，边际改善显著的标的：亿帆医药、仙琚制药、信立泰、苑东生物、京新药业；
 - ❑ 大单品弹性标的：兴齐眼药、海思科、吉贝尔等。

3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 生物制品板块

3.3 中药板块

3.4 医疗器械板块

3.5 医疗服务&流通药店板块

3.6 原料药板块

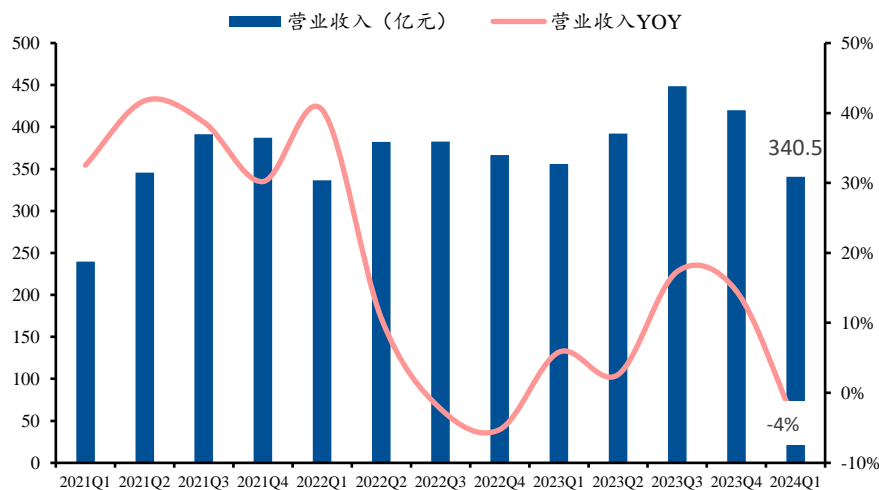
3.7 生命科学上游板块

3.8 CXO板块

3.2 生物制品：血制品增长最稳健，疫苗板块扰动因素出清

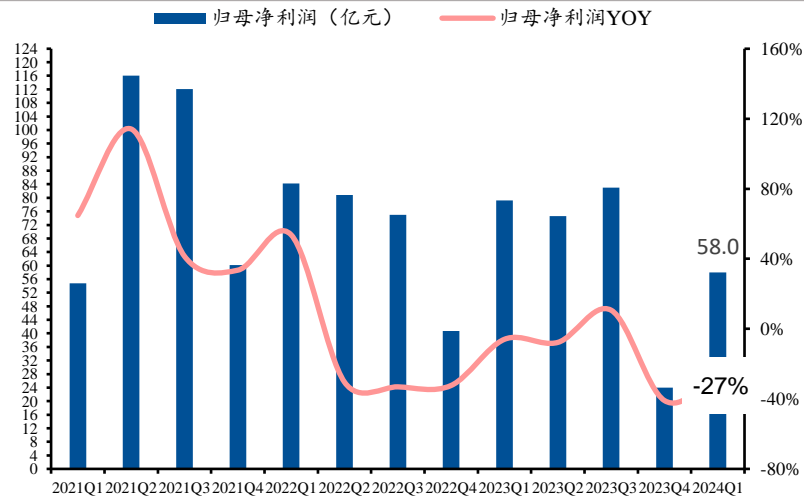
- 2023年，经调整的45家生物制品板块公司实现收入1617亿元（+10%），归母净利润58亿元（-7%），其中，疫苗公司出清新冠疫苗减值影响，板块其他公司保持稳健增长。
- 2024Q1，板块公司实现收入341亿元（-4%），归母净利润58亿元（-27%）。Q1收入同比下降有主要受疫苗拖累（出清同期流感疫苗影响）+基数影响。利润端下滑，主要受疫苗板块影响。

图表：21Q1-24Q1生物制品板块收入情况



资料来源：IFind，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1生物制品板块扣非归母净利润情况



资料来源：IFind，华福证券研究所

3.2.1 血制品：行业景气度高快速增长

- **2023年血制品行业景气度高快速增长**，6家公司合计收入245亿元（+15.8%），归母54亿元（+9.3%）。其中，天坛生物利润收入增速均在20%+，华兰生物血制品叠加流感疫苗放量，利润增速达到+37%。卫光生物恢复性增长，收入+57%，利润+86%。博雅生物收入和利润同比下降，主要是因为剥离非血制品资产所致，血制品业务保持稳定增长。
- **2024Q1同期高基数下持平略有增长，景气度持续**。6家公司合计收入52亿元（-6%），归母利润17亿元（+3%）。天坛生物同期高基数下利润增速亮眼同比+26%，派林生物利润同比+117%，主要因为同期基数较低。

图表：血制品公司经营数据比较

代码	简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期（亿元）
			2024Q1	2023	2024Q1	2023	
600161.SH	天坛生物	474	-5.4%	21.6%	20.9%	26.0%	14
300294.SZ	博雅生物	159	-44.4%	-3.9%	-10.7%	-45.1%	6
002880.SZ	卫光生物	68	8.5%	57.0%	2.4%	86.2%	0
002252.SZ	上海莱士	477	-0.3%	21.3%	5.3%	-5.4%	25
002007.SZ	华兰生物	356	-10.6%	18.3%	-25.6%	37.7%	17
000403.SZ	派林生物	215	67.0%	-3.2%	116.3%	4.3%	7

3.2.2 疫苗：板块利润下滑，行业增长出现乏力

- **2023年疫苗利润下滑，主要为继续出清新冠扰动影响，疫苗13家公司合计实现收入854亿元（+6%），归母净利润113亿元（-24%）。其中，百克生物和华兰疫苗和百克生物表现最为亮眼利润分别+176%、+66%、，分别得益于带状疱疹疫苗上市放量和流感疫苗放量。智飞生物利润增速（+7%）不及收入增速（38%），主要受新冠疫苗退货影响。康泰生物利润端（+749%）主要因为22年新冠资产减值基数影响。康希诺继续出清新冠扰动影响。**
- **2023Q1疫苗合计实现收入168亿元（-11%），归母净利润18亿元（-57%），利润大幅下滑主要受智飞生物和万泰生物利润下滑影响。新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力。百克生物带状疱疹疫苗，行业渗透率低，格局好，继续放量，收入同比+51%，利润同比+230%。**

图表：疫苗板块上市公司经营数据比较

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)
			2024Q1	2023	2024Q1	2023	
833575. BJ	康乐卫士	60	-44.0%	-6.4%	-18.3%	-2.8%	-3.6
688739. SH	成大生物	119	3.2%	-3.6%	-35.9%	-34.7%	7.6
688670. SH	金迪克	22	-95.3%	-57.7%	-159.1%	-270.9%	2.3
688319. SH	欧林生物	36	5.9%	-9.4%	-774.6%	-33.9%	1.0
688276. SH	百克生物	165	50.6%	70.3%	229.5%	176.0%	7.2
688185. SH	康希诺	82	13.7%	-65.5%	-21.9%	-63.0%	-
<u>603392. SH</u>	万泰生物	869	-73.9%	-50.7%	-89.9%	-73.7%	23.1
600739. SH	辽宁成大	162	19.0%	-26.0%	-71.0%	-81.0%	0.0
301207. SZ	华兰疫苗	132	-76.4%	32.0%	-58.9%	65.5%	10.9
300601. SZ	康泰生物	228	-39.6%	10.1%	-73.7%	749.0%	12.5
300142. SZ	沃森生物	239	-28.0%	-19.1%	-91.8%	-42.4%	8.5
300122. SZ	智飞生物	855	2.0%	38.3%	-28.3%	7.0%	111.2
300841. SZ	康华生物	85	12.0%	9.0%	42.1%	-14.9%	-

3.2.3 其他：Q1整体生物药公司平稳增长，核心产品继续放量

- **2023年其他生物药企业合计26家**，23年实现收入518亿元（+14%），归母净利润93亿元（+14.6%）。其中，特宝生物、甘李药业、西藏药业增速亮眼，利润端增速分别为（+94%）、（+177%）、（+117%），特宝生物和西藏药业主要来自核心产品放量，甘李药业主要是集采影响出清，恢复增长。
- **2024Q1其他生物药公司平稳增长，核心产品继续放量**。Q1实现收入120亿元（+8%），归母净利润24亿元（+9%）。其中特宝生物继续放量增长，利润端同比+53%，神州细胞核心产品继续放量，Q1实现扭亏为盈，三生国健老品种益赛普等快速增长，利润端同比+172%。

图表：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）				扣非归母净利润（亿元）				扣非净利率			
	2022	23Q1	2023	24Q1	2022	23Q1	2023	24Q1	2022	23Q1	2023	24Q1
三生国健	-11.1%	29.2%	22.8%	28.7%	103.2%	626.5%	85105.2%	203.6%	0.0%	13.6%	20.4%	32.1%
百奥泰	-45.6%	108.7%	54.9%	4.3%	-1554.9%	-38.3%	9.7%	27.8%	-114.8%	-109.7%	-66.9%	-76.0%
凯因科技	1.4%	12.3%	21.7%	10.3%	-23.6%	52.9%	124.6%	-4.2%	4.7%	11.0%	8.7%	9.5%
神州细胞-U	661.3%	111.0%	84.5%	86.3%	55.4%	48.5%	83.9%	368.3%	-38.7%	-17.8%	-3.4%	25.6%
特宝生物	34.9%	21.5%	37.6%	30.0%	69.9%	35.6%	73.6%	42.9%	21.9%	24.4%	27.6%	26.8%
甘李药业	-52.6%	-19.1%	52.3%	0.4%	-135.3%	-81.1%	162.8%	-42.9%	-27.7%	5.4%	11.4%	3.1%
通化东宝	-15.0%	-25.0%	10.7%	-11.1%	-23.9%	-36.5%	38.9%	-13.0%	30.3%	37.2%	38.0%	36.4%
西藏药业	19.5%	38.2%	22.7%	-22.4%	453.6%	60.3%	112.5%	-19.8%	14.5%	32.3%	25.0%	33.4%
我武生物	10.9%	-7.3%	-5.3%	18.1%	-0.4%	-11.5%	-5.2%	6.8%	35.1%	37.1%	35.2%	33.5%
安科生物	7.5%	11.4%	22.9%	10.4%	306.8%	12.7%	26.1%	15.0%	27.5%	30.0%	28.2%	31.2%
长春高新	17.5%	-6.6%	15.4%	14.4%	10.1%	-23.9%	9.6%	-0.9%	32.6%	30.7%	31.0%	26.6%

- **血制品：**我们仍然看好接下来血制品的景气度情况，优先关注有供给量的公司。超低库存水平，需求持续旺盛，静丙持续供不应求，接下来血制品企业有望将更大份额转移到院外市场，出厂价有望进一步提升，更充分享受价格上涨，利润弹性大。
- **疫苗：**受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注目前渗透率低格局较好的带状疱疹疫苗市场。

- **其他：**预计 2024Q2 其他生物药公司平稳增长，主要关注核心产品放量机会。
 - 1) 脱敏制剂：舌下脱敏竞争格局优良，国内过敏性鼻炎患者群体庞大，渗透率低，有望恢复疫情之前快速增长。
 - 2) 重组凝血八因子放量：国内血友病患者就诊渗透率和预防治疗渗透率提升空间仍较大。
 - 3) 长效干扰素：乙肝治愈临床证据不断积累，派格宾持续快速放量

- **建议关注：**血制品（天坛生物、派林生物和博雅生物）；疫苗（百克生物）、我武生物、神州细胞、特宝生物等。

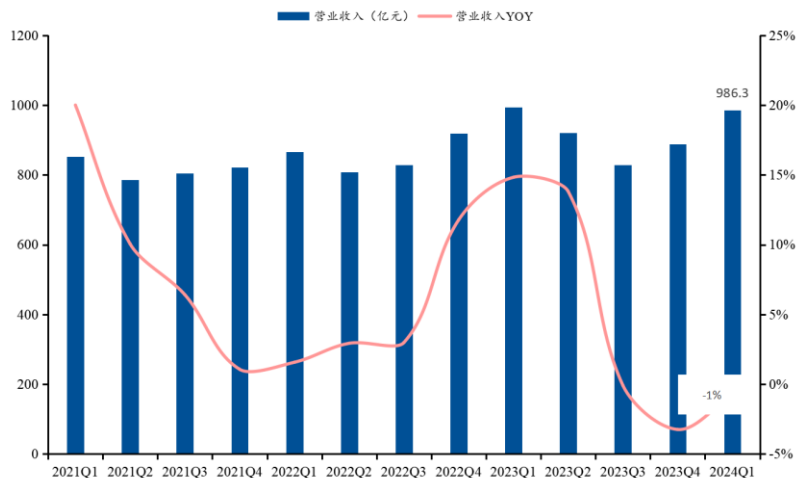
3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 生物制品板块
- 3.3 中药板块
- 3.4 医疗器械板块
- 3.5 医疗服务&流通药店板块
- 3.6 原料药板块
- 3.7 生命科学上游板块
- 3.8 CXO板块

3.3 中药：24Q1高基数短暂承压

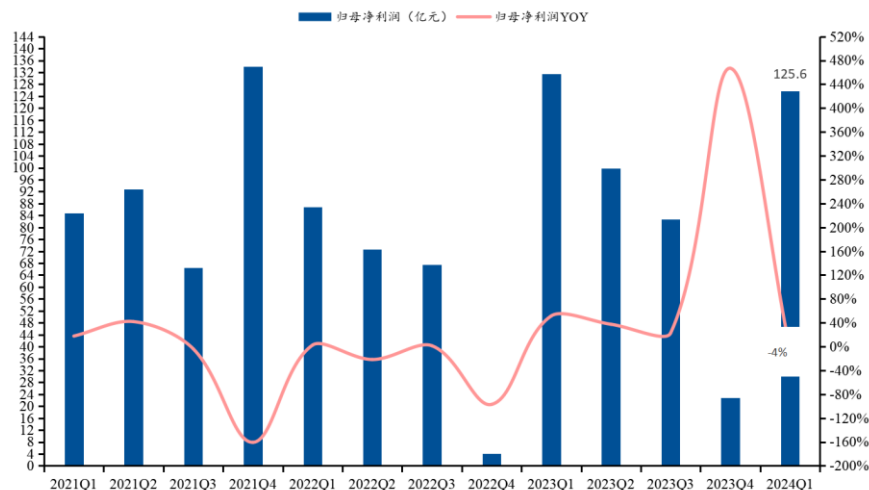
- 71家中药公司2023年实现营收3631.8亿元，同比增长6.1%，共实现归母净利润336.6亿元，同比增长45.8%。
- 24Q1单季度看，在23年高基数影响下，实现营收986.3亿元，同比下滑1%，实现归母净利润125.6亿元，同比下滑4%。

图表：21Q1-24Q1中药板块收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1中药板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.3 中药板块重点公司：中药业绩期捷报频传，基数压力下出现一定分化

- 中药板块诸多公司 24Q1 业绩表现亮眼，如东阿阿胶、佐力药业、盘龙药业、片仔癀和济川药业等。
- 同时在 23 年新冠放开叠加医药反腐的特殊背景下，也有部分公司出现短期承压。24 年消化以上短期扰动因素后，部分公司的业绩有望在 2024Q2-3 迎来拐点。

图表：中药板块上市公司经营数据比较

简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024 归母净利润	对应 (2024PE)
		2024Q1	2023	2024Q1	2023		
东阿阿胶	435	36.0%	16.7%	53.4%	47.5%	14.0	31
佐力药业	102	35.7%	7.6%	46.1%	40.3%	5.1	20
盘龙药业	31	-6.9%	0.7%	44.5%	9.2%	1.6	20
片仔癀	1,422	20.6%	15.7%	26.6%	13.1%	34.2	42
济川药业	371	0.6%	7.3%	24.9%	30.0%	30.0	12
寿仙谷	55	7.2%	-5.4%	23.2%	-8.4%	3.3	17
华润三九	585	14.8%	36.8%	18.5%	16.5%	33.1	18
天士力	230	-1.5%	0.9%	10.9%	517.5%	12.5	18
方盛制药	51	0.4%	-9.1%	10.0%	-34.6%	2.5	20
同仁堂	595	2.4%	16.2%	10.0%	17.0%	19.7	30
马应龙	117	14.7%	-11.2%	5.4%	-7.5%	5.5	21
太极集团	196	-5.0%	11.2%	5.1%	135.1%	11.2	18
康缘药业	114	0.5%	11.9%	4.7%	23.5%	6.4	18
贵州三力	62	20.9%	36.1%	2.0%	45.4%	3.6	17
健民集团	86	-4.3%	15.7%	0.0%	27.9%	6.2	14
达仁堂	193	-3.2%	-0.3%	-3.4%	14.5%	12.0	16
昆药集团	173	-3.0%	-7.0%	-9.4%	16.0%	6.1	28
康恩贝	126	-14.4%	12.2%	-24.0%	65.2%	7.6	17
葵花药业	151	-14.0%	11.9%	-37.2%	29.1%	11.8	13
桂林三金	83	-32.6%	10.8%	-40.9%	27.8%	5.4	15
以岭药业	318	-35.9%	-17.7%	-74.7%	-42.7%	21.8	15

3.3 中药板块观点：滞涨标的有望迎拐点，关注国企改革标的

- **Q1中药短期业绩捷报频传，基数压力下出现一定分化，滞涨标的有望迎来拐点：**在23年新冠放开叠加医药反腐的特殊背景下，部分公司出现短期承压。部分滞涨中药公司有望在2024Q2-3迎来拐点，24年进入消化以上短期扰动因素后，部分公司的业绩有望在2024Q2-3迎来拐点。建议关注短期承压的滞涨标的：方盛制药、贵州三力、康缘药业、太极集团、昆药集团、悦康药业；
- **中药中长期成长性明确：**
 - **支持政策频繁出台：**行业利好政策不断，22-23年均有重磅政策出台，顶层会议反复提及。从《关于促进中医药传承创新发展的意见》到《“十四五”中医药发展规划》，再到各类配套政策全方面落地，支持力度大；同时，中药作为全产业链及需求基本在国内自循环的行业，免疫国际环境的各类影响。
 - **中药公司央企国企较多，资金相对充裕，行业存在潜在整合趋势，公司分红有望提升。**老牌中药企业国资占比高，中药板块市值排名前6的公司均为国资控股，市值排名前20的中药公司中，国资控股占12家，在当前国企改革的大背景下，中药国企公司有望实现改革升级，兑现到经营业绩上。建议关注国企改革标的：太极集团、昆药集团、华润三九、东阿阿胶、江中药业。
 - **老龄化环境下，中药在慢性病等方面有独特的治疗优势，政策支持与民众认同度提升下，应用场景有望持续扩张。**OTC品牌中药具备健康+消费属性，多年来已经孕育出阿胶、片仔癀等头部单品，未来有望孕育出更多大单品。建议关注品牌OTC：济川药业、马应龙等。

3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 生物制品板块

3.3 中药板块

3.4 医疗器械板块

3.5 医疗服务&流通药店板块

3.6 原料药板块

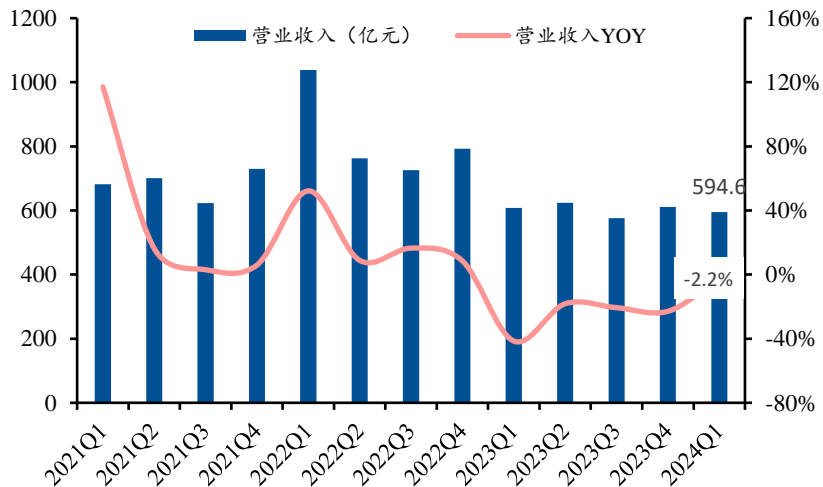
3.7 生命科学上游板块

3.8 CXO板块

3.4 医疗器械：器械板块政策影响下业绩触底，预计Q2环比持续改善

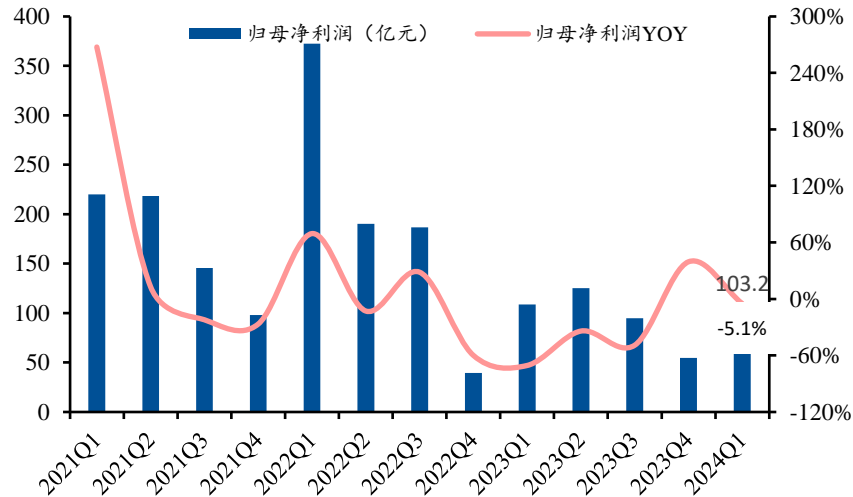
- 138家医疗器械公司2023年实现营收2420.1亿元，同比下滑27.1%，共实现归母净利润383亿元，同比下滑51.4%。
- 24Q1单季度看，实现营收594.6亿元，同比下滑2.2%，实现归母净利润103.2亿元，同比下滑5.1%。

图表：21Q1-24Q1医疗器械板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1医疗器械板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

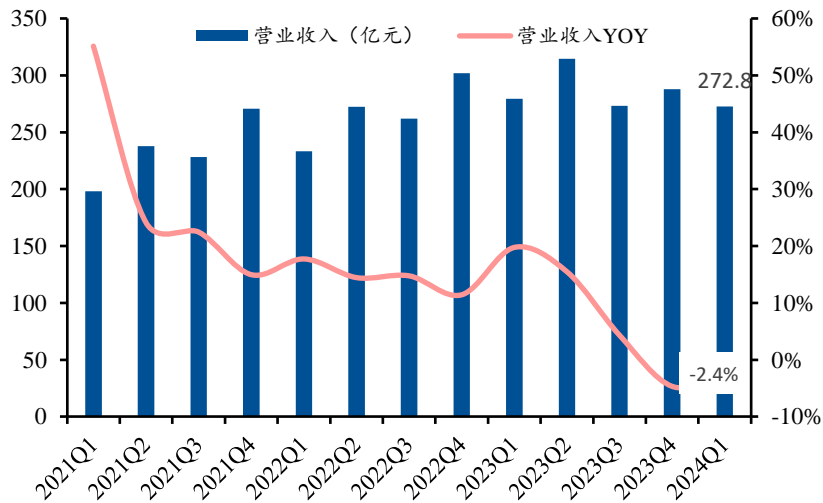
3.4 医疗器械：器械板块政策影响下业绩触底，预计Q2环比持续改善

- **医疗器械：**器械板块政策影响下业绩触底，预计Q2环比持续改善，各板块有望回归增长趋势。138家医疗器械公司2023年实现营收2420.1亿元，同比下滑27.1%，共实现归母净利润383亿元，同比下滑51.4%。24Q1单季度看，实现营收594.6亿元，同比下滑2.2%，实现归母净利润103.2亿元，同比下滑5.1%。
- **①医疗设备：**Q1高基数叠加反腐影响持续下同比回落，设备更新政策影响下预计Q2起环比改善。49家医疗设备公司2023年实现营收1155.1亿元，同比增长8%，共实现归母净利润206.9亿元，同比增长6%。24Q1单季度看，实现营收272.8亿元，同比下滑2.4%，实现归母净利润51.5亿元，同比下滑4.6%。
- **② IVD：**同比降幅收窄，集采执行国产份额有望提速。41家IVD公司2023年实现营收508.1亿元，同比下滑65%，共实现归母净利润91.0亿元，同比下滑81%。24Q1单季度看，实现营收122.6亿元，同比下滑12%，实现归母净利润21.1亿元，同比下滑22%。
- **③医疗耗材：**低耗订单拐点确定，高耗后集采时代受益加速。48家医疗设备公司2023年实现营收756.9亿元，同比下滑4%，共实现归母净利润85.2亿元，同比下滑24%。24Q1单季度看，实现营收199.2亿元，同比增长5%，实现归母净利润30.6亿元，同比增长11%。

3.4.1 医疗设备：反腐影响持续，看好Q2政策驱动下业绩改善

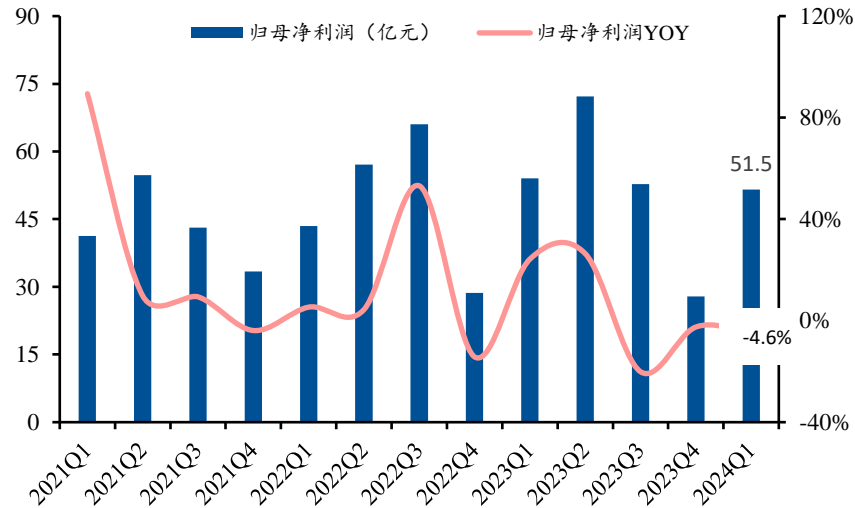
- 49家医疗设备公司2023年实现营收1155.1亿元，同比增长8%，共实现归母净利润206.9亿元，同比增长6%。
- 24Q1单季度看，实现营收272.8亿元，同比下滑2.4%，实现归母净利润51.5亿元，同比下滑4.6%。

图表：21Q1-24Q1医疗设备公司收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1医疗设备公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.4.1 医疗设备：反腐影响持续，看好Q2政策驱动下业绩改善

▶ **重点公司中：**建议关注（1）设备龙头公司：高端出海影响力持续提升，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等；（2）高成长内镜赛道：内镜强β板块+国产竞争力提升+新品上市，开立医疗、澳华内镜预计延续高增长趋势；（3）康复板块：蓝海赛道+估值处于底部，翔宇医疗、伟思医疗、诚益通、麦澜德；（4）消费医疗器械公司，鱼跃医疗等预计迎显著刚需消费放量。

图表：21Q1-24Q1医疗设备公司收入情况

代码	简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期(亿元)	PE(2024E)
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
300760	迈瑞医疗	3,693	12.1%	15.0%	22.9%	20.6%	140.4	26
688271	联影医疗	1,093	6.2%	23.5%	10.2%	19.2%	24.3	45
002223	鱼跃医疗	387	-17.4%	12.3%	-7.6%	50.2%	22.6	17
688114	华大智造	242	-14.3%	-31.2%	-34.2%	-130.0%	0.1	2209
300633	开立医疗	178	1.3%	20.3%	-27.6%	22.9%	5.9	30
688139	海尔生物	118	0.0%	-20.4%	0.1%	-32.4%	5.3	23
600587	新华医疗	104	3.7%	7.9%	7.4%	30.1%	8.4	12
688212	澳华内镜	72	34.9%	52.3%	-83.3%	166.4%	1.1	63
688626	翔宇医疗	64	18.1%	52.5%	3.3%	81.0%	2.8	23
300206	理邦仪器	58	-30.6%	11.2%	-72.6%	-5.0%	3.0	20
301367	怡和嘉业	58	-60.0%	-20.7%	-67.9%	-21.8%	4.2	14
688677	海泰新光	54	-20.7%	-1.3%	-20.7%	-20.2%	2.2	25
688410	山外山	52	-16.0%	80.7%	-54.1%	228.3%	2.4	22
300430	诚益通	52	9.4%	20.6%	37.7%	36.4%	2.3	22
688358	祥生医疗	36	-14.9%	27.0%	-13.3%	38.4%	2.2	17
688580	伟思医疗	31	-8.2%	43.7%	-27.7%	45.2%	1.8	17
688273	麦澜德	23	-4.4%	-9.6%	12.0%	-26.3%	1.7	14

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年4月29日）

我们认为：

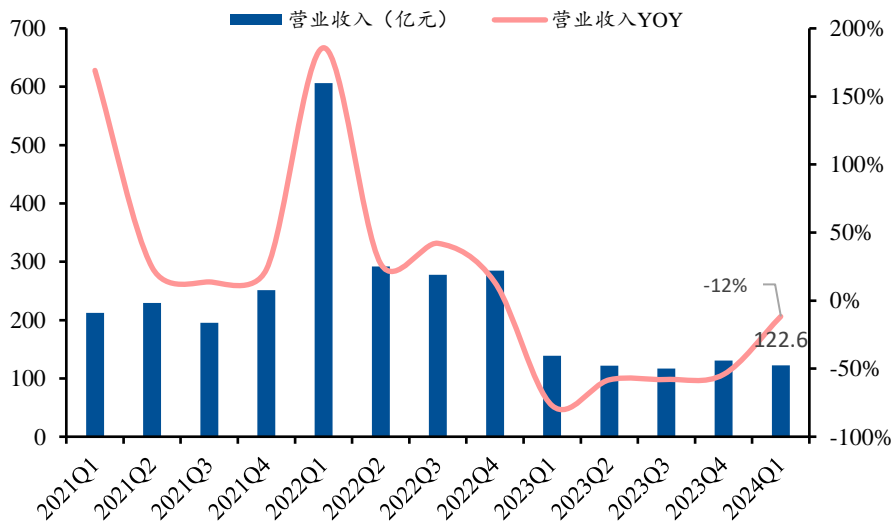
- **Q1高基数叠加反腐影响持续下同比回落，设备更新政策影响下预计Q2起环比改善。**国内招投标仍受政策影响，在医疗新基建及海外拉动下，结构看内镜、康复等影响程度好于其他常规设备。随反腐影响消退、设备更新资金到位后，招投标将逐步正常化，预计Q2起设备需求及装机进一步恢复。
- **板块政策扰动出清，叠加以旧换新政策驱动，板块2024Q2有望展现良好恢复势头。**医疗器械板块23H2起受反腐影响，随着反腐周期进入尾声，24Q2起预计招投标将环比改善，叠加23Q3业绩低基数，需求端推动下预计24H2起陆续业绩释放。
- **重点公司中：**建议关注（1）设备龙头公司：高端出海影响力持续提升，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等；（2）高成长内镜赛道：内镜强β板块+国产竞争力提升+新品上市，开立医疗、澳华内镜预计延续高增长趋势；（3）康复板块：蓝海赛道+估值处于底部，翔宇医疗、伟思医疗、诚益通、麦澜德；（4）消费医疗器械公司，鱼跃医疗等预计迎显著刚需消费放量。

3.4.2 IVD: 同比降幅收窄, 集采执行国产份额有望提速

➢ 41家IVD公司2023年实现营收508.1亿元, 同比下滑65%, 共实现归母净利润91.0亿元, 同比下滑81%。

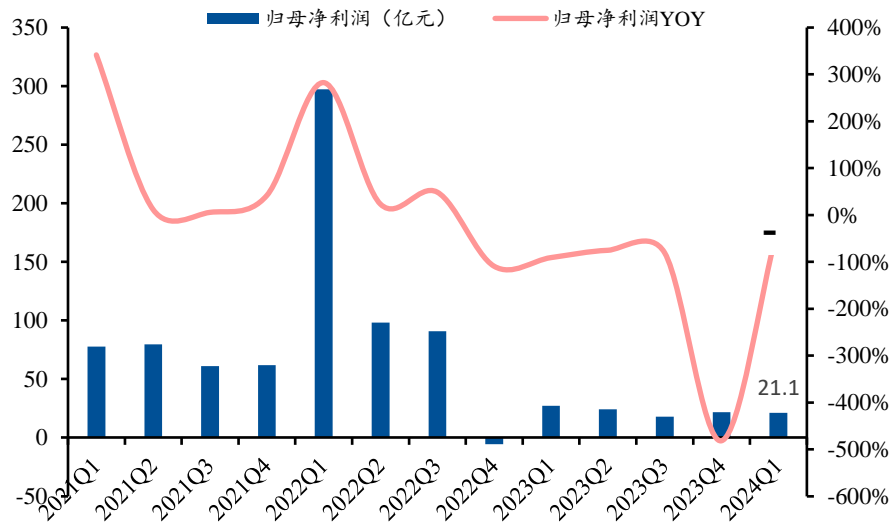
➢ 24Q1单季度看, 实现营收122.6亿元, 同比下滑12%, 实现归母净利润21.1亿元, 同比下滑22%。

图表: 21Q1-24Q1 IVD公司收入情况



资料来源: iFinD, 华福证券研究所

图表: 21Q1-24Q1 IVD公司归母净利润情况



资料来源: iFinD, 华福证券研究所

3.4.2 IVD：同比降幅收窄，集采执行国产份额有望提速

- 重点公司中：建议关注（1）化学发光头部公司：国内加速进口替代，出海打开成长天花板，如迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙等；（2）国企入主老牌IVD公司：老牌IVD平台型公司，国企入主赋能发展新阶段。迪瑞医疗、九强生物预计开启新增长曲线；（3）高速成长的平台型公司：特色竞争优势明显，全年高速增长，如普门科技等；（4）POCT细分赛道公司：POCT基层渗透提升+出海加速，如圣湘生物、万孚生物等。

图表：重点IVD公司情况

代码	简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期（亿元）	PE（2024E）
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
300760.SZ	迈瑞医疗	3,693	12.1%	15.0%	22.9%	20.6%	140.4	26
300832.SZ	新产业	556	16.6%	29.0%	20.0%	24.5%	20.8	27
603658.SH	安图生物	334	5.1%	0.0%	33.9%	4.3%	15.4	22
688575.SH	亚辉龙	136	-34.6%	-48.4%	-18.7%	-64.9%	4.8	29
300396.SZ	迪瑞医疗	71	99.6%	13.0%	56.7%	5.3%	4.3	17
300406.SZ	九强生物	109	5.5%	15.3%	8.7%	34.6%	6.2	17
688389.SH	普门科技	82	10.1%	16.5%	21.7%	30.7%	4.3	19
688289.SH	圣湘生物	120	100.3%	-84.4%	35.0%	-81.2%	3.0	40
300482.SZ	万孚生物	131	3.5%	-51.3%	7.2%	-59.3%	6.5	20

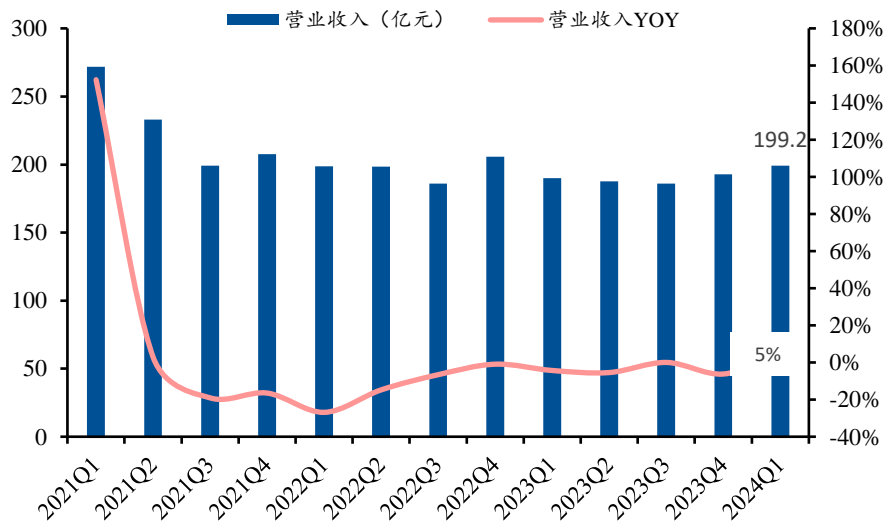
我们认为：

- **Q1疫情高基数叠加反腐影响消退下降幅收窄，试剂上量+海外复苏预计Q2业绩有望改善。** Q1 IVD公司业绩仍受同期疫情高基数、反腐影响，但同比降幅已有所收窄。预计随反腐影响消退、试剂上量加速、海外持续拓展，预计Q2 IVD业绩有望持续改善。
- **集采陆续落地执行，头部厂商份额提升进程持续。** 肝功生化IVD试剂集采23年7月起陆续执行，预计24H2将执行肾功、心肌酶生化集采、安徽化学发光集采结果。集采整体降幅符合预期，有望进一步利好国产头部厂商份额提升、推动进口替代，加速试剂上量进程。
- **重点公司中：** 建议关注（1）化学发光头部公司：国内加速进口替代，出海打开成长天花板，如迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙等；（2）国企入主老牌IVD公司：老牌IVD平台型公司，国企入主赋能发展新阶段。迪瑞医疗、九强生物预计开启新增长曲线；（3）高速成长的平台型公司：特色竞争优势明显，全年高速增长，如普门科技等；（4）POCT细分赛道公司：POCT基层渗透提升+出海加速，如圣湘生物、万孚生物等。

3.4.3 医疗耗材：低耗订单拐点确定，高耗后集采时代受益加速

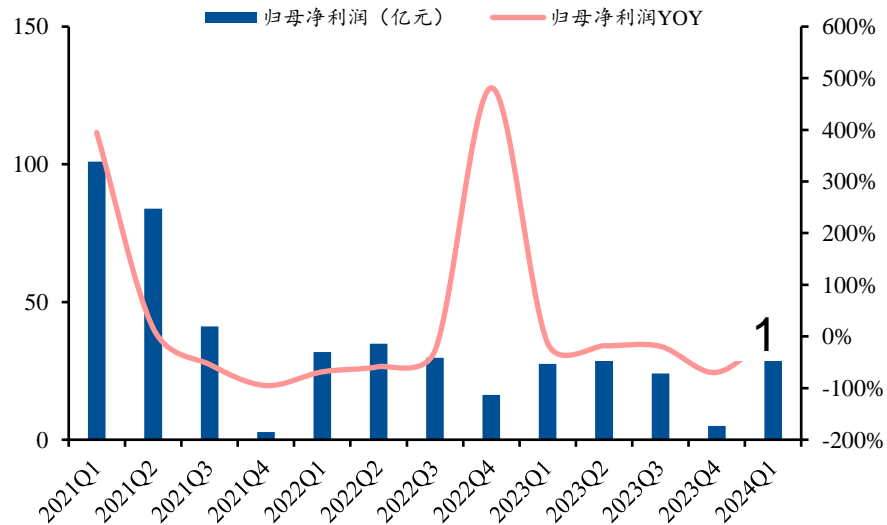
- 48家医疗设备公司2023年实现营收756.9亿元，同比下滑4%，共实现归母净利润85.2亿元，同比下滑24%。
- 24Q1单季度看，实现营收199.2亿元，同比增长5%，实现归母净利润30.6亿元，同比增长11%。

图表：21Q1-24Q1医疗耗材公司收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1医疗耗材公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.4.3 医疗耗材：低耗订单拐点确定，高耗后集采时代受益加速

- 重点公司中：建议关注（1）海外客户去库存后低耗及上游代工板块公司：如拱东医疗、美好医疗、海泰新光等；（2）电生理公司：集采加速国产替代，惠泰医疗、微电生理预计延续高增长趋势；（3）骨科器械公司：反腐影响进入尾声，接续集采后国产份额提升显著，春立医疗、威高骨科等业绩有望复苏；（4）眼科器械公司：隐形眼镜国产替代有望发力，迈得医疗、爱博医疗、欧普康视等。

图表：重点医疗耗材及代工相关情况

代码	简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期（亿元）	PE（2024E）
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
605369.SH	拱东医疗	57	20.2%	-33.6%	56.0%	-66.5%	2.7	21
301363.SZ	美好医疗	105	-23.3%	-5.5%	-46.5%	-22.1%	4.1	25
688677.SH	海泰新光	54	-20.7%	-1.3%	-20.7%	-20.2%	2.2	25
688617.SH	惠泰医疗	337	30.2%	35.7%	36.5%	49.1%	7.0	48
688351.SH	微电生理	120	71.0%	26.5%	144.7%	91.4%	0.4	327
688236.SH	春立医疗	75	-9.9%	0.6%	-1.2%	-9.7%	3.4	22
688161.SH	威高骨科	102	-10.7%	-37.6%	-62.9%	-81.3%	2.7	37
688310.SH	迈得医疗	29	2.1%	25.2%	-21.6%	48.9%	1.7	17
688050.SH	爱博医疗	157	63.6%	64.1%	31.3%	30.6%	4.0	39
300595.SZ	欧普康视	169	15.7%	13.9%	11.4%	6.9%	7.8	22

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年4月29日）

我们认为：

- **低耗：海外去库存陆续结束+疫情高基数影响减弱，24年有望回归常规增长轨道。**海外去库存陆续结束、同期疫情高基数影响逐步减弱，低耗公司23Q4-24Q1环比改善显著，部分公司业绩已重回增长正轨。重点医疗耗材及代工相关公司Q2低基数+订单拐点确定，有望加速增长，24全年增长确定性强。
- **高耗：国产替代加速+手术量恢复+集采执行，24年有望高速增长。**高值耗材渗透率低、国产替代空间广阔。集采加速国产品牌入院放量进程，23年高值耗材公司业绩延续增长态势。叠加反腐影响陆续消退，24Q2起预计随手术量进一步恢复，24年全年有望高速增长。电生理手术量加速恢复、骨科接续集采后国产份额显著提升，24H2板块成长有望提速。
- **重点公司中：**建议关注（1）海外客户去库存后低耗及上游代工板块公司：如拱东医疗、美好医疗、海泰新光等；（2）电生理公司：集采加速国产替代，惠泰医疗、微电生理预计延续高增长趋势；（3）骨科器械公司：反腐影响进入尾声，接续集采后国产份额提升显著，春立医疗、威高骨科等业绩有望复苏；（4）眼科器械公司：隐形眼镜国产替代有望发力，迈得医疗、爱博医疗、欧普康视等。

3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 生物制品板块

3.3 中药板块

3.4 医疗器械板块

3.5 医疗服务&药店&流通板块

3.6 原料药板块

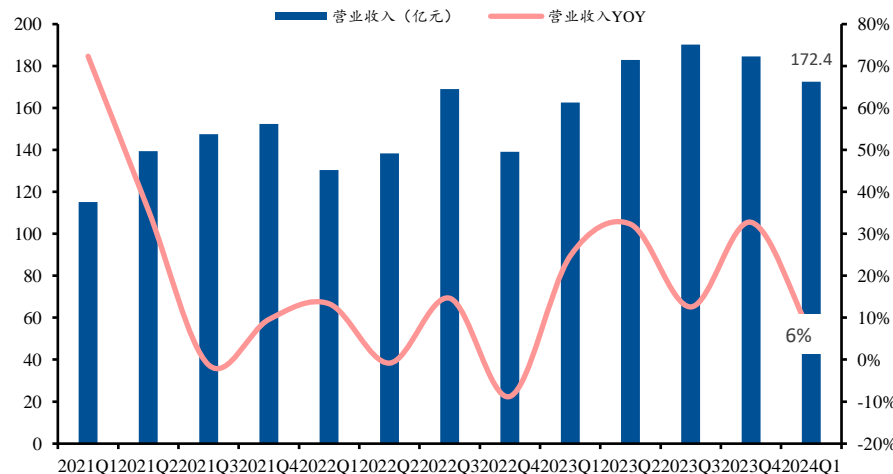
3.7 生命科学上游板块

3.8 CXO板块

3.5.1 医疗服务：23年板块业绩表现亮眼，24Q1受基数和宏观环境影响有所承压

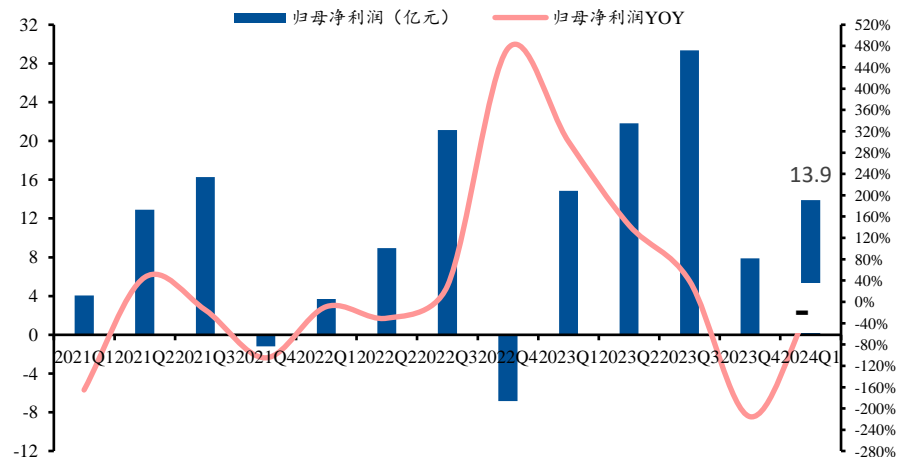
- 2023年，经调整的13家医疗服务企业公司合计实现营业收入720.1亿元，同比增长24.9%，实现归母净利润73.9亿元，同比增长174.1%，板块业绩表现亮眼，一方面系疫后居民就诊不受限制，需求恢复正常，另一方面系疫情期间积压的治疗需求集中释放，显著拉动增长，其中以严肃类医疗服务需求集中释放更为明显。
- 2024Q1，板块在高基数和宏观经济环境的影响下增速有所承压，板块内公司合计实现营业收入172.4亿元，同比增长6%，实现归母净利润13.9亿元，同比变化-6%。23Q1由于积压需求集中释放，收入和利润端增速均处于高位，对24Q1形成一定影响，此外，宏观经济环境扰动下消费医疗类业务需求增长有所承压，进一步影响板块业绩增长。

图表：21Q1-24Q1医疗服务板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1医疗服务板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.5.1 医疗服务：静待高基数消化和行业需求回暖，关注板块内结构性差异

- 医疗服务重点公司23年普遍实现收入和利润的快速增长；24Q1收入增速普遍承压，利润增速表现有所分化，龙头公司表现出较强的经营韧性。估值层面，大部分医疗服务重点公司估值已处于合理区间。
- 建议关注：（1）眼科医疗服务：潜在未满足治疗需求庞大，充分受益于人口老龄化，新产品和新术式持续迭代带来二次增长，如爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科等；（2）口腔医疗服务：种植牙持续放量拉动业绩增速回升，行业或迎来整合期，如通策医疗、瑞尔集团；（3）严肃类医疗服务：需求增长刚性，DRG控费下有望凭借经营效率优势获得更高市场份额，受益于医生自由化趋势，如海吉亚医疗、国际医学、新里程等；（4）其他重点医疗服务公司：如中医赛道的固生堂、体检赛道的美年健康、康复赛道的三星医疗等。

图表：医疗服务重点上市公司情况

简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2024Q1	2023	2024Q1	2023		
爱尔眼科	1,224	3.5%	26.4%	15.2%	33.1%	45.1	27
华夏眼科	220	5.1%	24.1%	3.8%	30.1%	8.7	25
通策医疗	196	5.0%	4.7%	2.5%	-8.7%	6.9	28
美年健康	191	-14.0%	26.4%	-71.4%	190.4%	8.4	23
三星医疗	466	34.5%	26.0%	35.2%	100.8%	22.8	20
国际医学	130	10.7%	70.3%	-40.4%	68.7%	1.7	77
普瑞眼科	75	4.0%	57.5%	-89.6%	1202.6%	2.9	26
三博脑科	99	8.0%	22.9%	34.9%	24.0%	0.8	125
新里程	84	10.9%	13.9%	13.1%	-80.2%	1.7	48

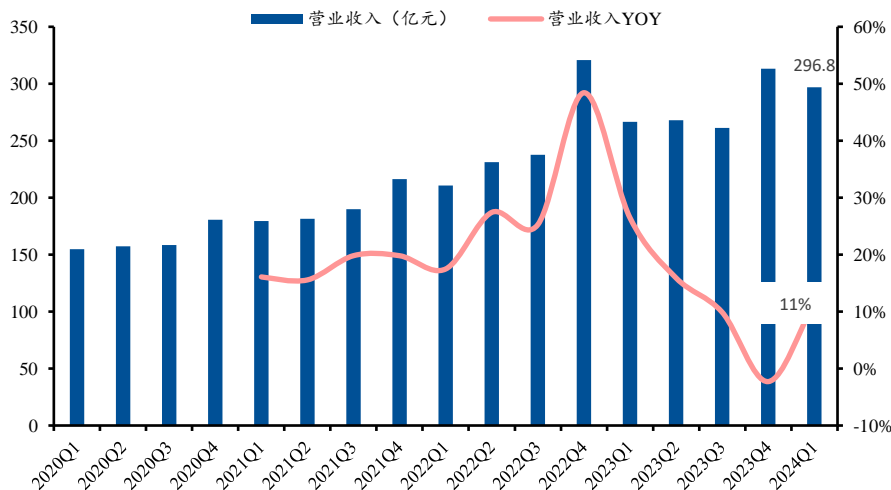
我们认为：

- **板块2024Q2或因高基数有所承压，但需关注内部结构性差异。**23Q2由于疫情积压需求的集中释放，板块业绩基数较高，24Q2或面临同比增速的压力，但板块内部结构性差异明显，如24Q2种植牙扰动出清的口腔板块，有望迎来收入和利润增速的双重拐点；如需求增长刚性的严肃医疗板块，有望持续受益于内部经营效率的提升。
- **中期维度来看，医改持续推进将持续利好头部民营医疗。**（1）DRG/DIP支付方式的推进将有效提高医疗机构医保应收账款的周转率，同时经营效率更高、管理能力更强的头部民营医疗将有望持续扩大市场份额；（2）医疗服务价格改革利好服务占比较高、技术实力突出的医疗机构，头部民营医疗机制灵活，收入结构调整阻力小，有望率先获得此次改革的红利；（3）医生薪酬改革（年薪制）和编制改革（去行政化）将会加速医生自由化的节奏，头部民营医疗能提供更好的学术平台、薪酬收入和晋升空间，获医的优势明显。
- **长期维度来看，医疗服务的供需缺口是民营医疗投资不变的长期逻辑。**一方面，随着人口老龄化和居民生活水平的提升，医疗服务需求的持续增长是确定性的长期趋势。另一方面，行业两个最大的支付方医保基金和政府财政正面临越来越大的收支压力，无力支撑公立医疗机构去满足所有医疗需求，公立机构需优先满足生存类治疗需求。因此，生存类治疗需求之上的、对于生存质量、服务体验有更高要求的多层次需求所面临的供给缺口会越来越大，民营医疗作为公立医疗补充的地位只会增强而不会减弱。
- **重点公司中，建议关注**（1）眼科医疗服务：潜在未满足治疗需求庞大，充分受益于人口老龄化，新产品和新术式持续迭代带来二次增长，如爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科等；（2）口腔医疗服务：种植牙持续放量拉动业绩增速回升，行业或迎来整合期，如通策医疗、瑞尔集团；（3）严肃类医疗服务：需求增长刚性，DRG控费下有望凭借经营效率优势获得更高市场份额，受益于医生自由化趋势，如海吉亚医疗、国际医学、新里程等；（4）其他重点医疗服务公司：如中医赛道的固生堂、体检赛道的美年健康、康复赛道的三星医疗等。

3.5.2 药店：23年&24Q1受基数和统筹政策影响增速有所承压

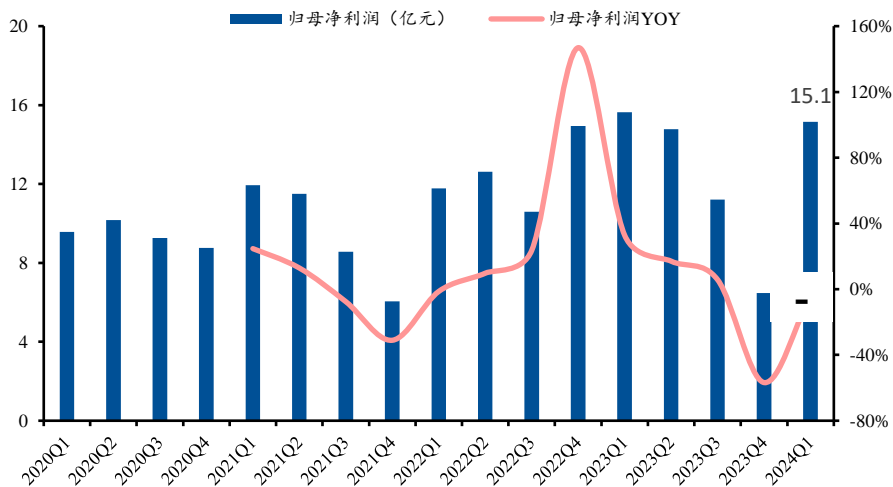
- 2023年，经调整的8家药店板块公司合计实现营业收入1108.3亿元，同比增长10.8%，实现归母净利润48.1亿元，同比变化-3.7%，板块利润端增速有所承压，主要系（1）23Q4由于高基数效应增速承压，（2）门诊统筹政策落地后对行业造成阶段性的扰动；（3）医疗反腐和医保飞检也造成了阶段性的销售压力。
- 2024Q1，板块在高基数的影响下增速有所承压，板块内公司合计实现营业收入296.8亿元，同比增长11%，实现归母净利润15.1亿元，同比变化-3%。23Q1由于疫情类产品销售大幅增长，业绩基数较高。同时我们也观察到24Q1药店板块收入仍维持了较快增速，我们认为主要系门诊统筹政策已逐步体现出对客流和销售额的拉动作用，随着品类结构进一步调整优化，有望观察到毛利额和净利率的同步上扬。

图表：21Q1-24Q1药店板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1药店板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.5.2 药店：Q2起板块增速有逐季改善，门诊统筹拉动作用逐步体现

- 药店重点公司23年普遍实现了稳健的收入和利润增长；24Q1收入增速在门诊统筹拉动下实现平稳增长，利润增速表现有所分化，龙头公司表现出较强的成长性。估值层面，大部分药店重点公司估值已处于合理区间。
- 建议关注：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂。

图表：药店重点上市公司情况

简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2024Q1	2023	2024Q1	2023		
益丰药房	435	13.4%	13.6%	20.9%	11.6%	18.0	24
大参林	246	13.5%	15.5%	-19.8%	12.6%	16.1	15
老百姓	192	1.8%	11.2%	10.3%	18.4%	9.3	21
一心堂	124	15.0%	-0.3%	1.0%	-45.6%	11.3	11
漱玉平民	51	17.7%	17.5%	-83.7%	-42.0%	3.0	17
健之佳	62	6.8%	20.8%	-31.5%	14.1%	5.0	12

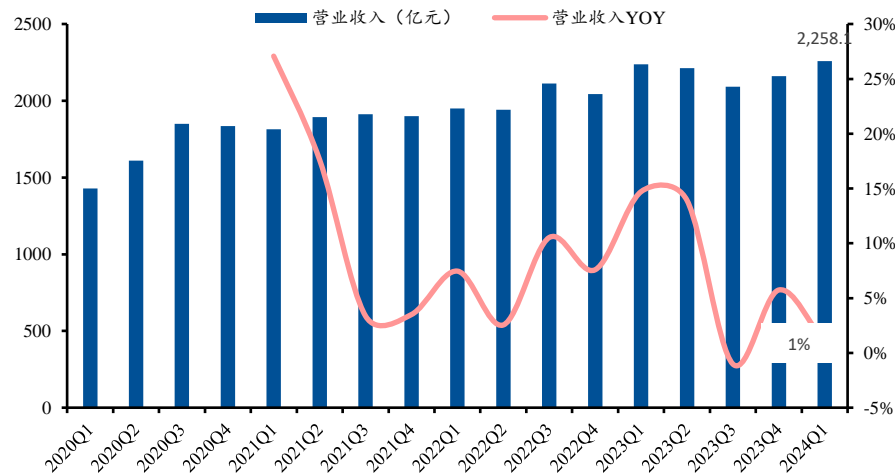
我们认为：

- **板块2024Q2增速有望逐季改善。**23Q2-Q4受到个账改革、统筹落地前期政策不明朗、医保飞检、医疗反腐等影响，门店经营有所承压，从24Q2起，随着上述因素的影响消退或边际改善，板块业绩有望随着逐季改善。
- **门诊统筹政策有望持续拉动同店增长，且随着品类结构调整有望拉动毛利额增长。**门诊统筹政策在全国范围内仍处于持续扩容和落地的阶段，经过前期政策不明朗的阶段后，门诊统筹已开始对门店客流和销售额起到明显的拉动作用，后续随着门店品类结构进一步调整，统筹政策将有望实现对毛利额的拉动。
- **政策推动下行业集中度将持续提升。**门诊统筹政策和处方外流对门店经营提出了更高要求，如人员资质、信息化系统等，此外，医保基金的持续严监管也将对门店的合规经营提出更高要求，这种趋势下，行业中小型玩家将面临越来越大的生存压力，而头部玩家经营规范性更强，也能通过规模效应摊薄合规成本投入对经营的影响，竞争优势将日渐突出，市场份额有望持续扩大。
- **重点公司中，建议关注**（1）运营效率突出，管理能力优秀，业绩持续兑现的益丰药房，（2）全国布局，精细化运营措施持续落地，内部经营效率持续改善的老百姓，（3）深耕华南，开店保持较快节奏且存在统筹政策进一步放开预期的大参林，（4）云南区域性龙头，多业态稳步推进的一心堂。

3.5.3 医药流通：23年业绩增长稳健，24Q1受基数影响有所承压

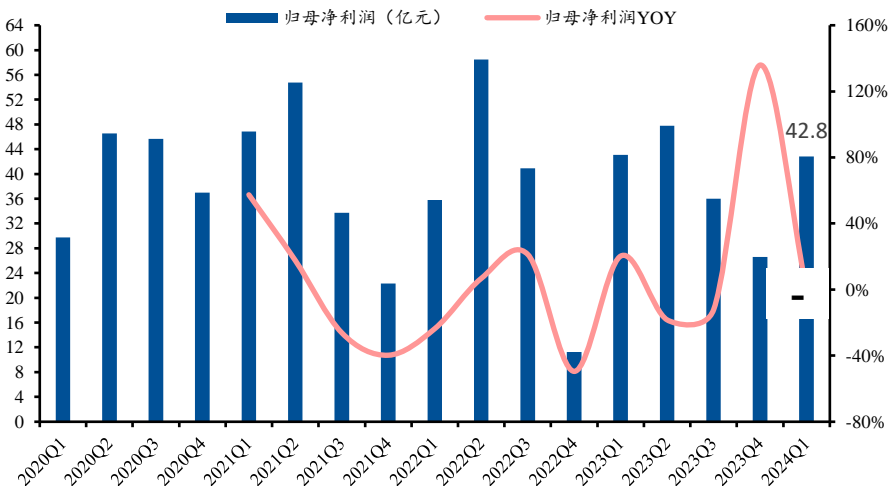
- 2023年，经调整的23家医药流通板块公司合计实现营业收入8703亿元，同比增长8.1%，实现归母净利润153.4亿元，同比增长4.7%，板块整体增长稳健。23Q3-Q4受医疗反腐影响，增速有所承压。
- 2024Q1，板块增速有所承压，主要系受非流通业务23Q1基数较高影响，板块内公司合计实现营业收入2258.1亿元，同比增长1%，实现归母净利润42.8亿元，同比变化-1%。23Q1由于流感等季节性疾病因素影响，相关产品销量大增，非流通业务如零售、工业业绩基数较高。

图表：21Q1-24Q1医药流通板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1医药流通板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.5.3 医药流通：Q2起板块有望修复，内生经营效率改善和业态拓展值得关注

- 医药流通重点公司23年大部分实现了稳健的收入和利润增长；24Q1在高基数影响下，重点公司仍实现了相对稳健的业绩增长，经营韧性和确定性较强。估值层面，医疗流通大部分重点公司估值均处于较低位置。
- 建议关注：国药一致、国药股份、九州通、百洋医药、重药控股、柳药集团等。

图表：医药流通重点上市公司情况

简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2024Q1	2023	2024Q1	2023		
上海医药	592	5.9%	12.2%	1.6%	-32.9%	54.2	11
九州通	321	-3.8%	6.9%	-4.2%	4.3%	30.3	11
国药股份	262	8.0%	9.2%	10.9%	9.3%	23.7	11
国药一致	180	2.2%	2.8%	7.3%	7.6%	17.7	10
百洋医药	170	-1.5%	0.7%	35.6%	30.7%	8.6	20
重药控股	94	0.0%	18.1%	-38.0%	-31.2%	10.2	9
润达医疗	109	-4.8%	-12.8%	-72.1%	-34.6%	5.7	19
柳药集团	91	8.2%	9.2%	15.0%	21.1%	10.2	9

我们认为：

- **板块2024Q2起增速有望修复。**23Q2-Q4受到医疗反腐影响，流通行业销售端有所承压，反腐力度较大、持续时间较长的地区有望实现更高的反弹，如两广地区。
- **行业内生经营效率改善和业态拓展正持续兑现，估值有望迎来重估。**流通行业的重点公司大部分为地方性国企，在国企改革推动下经营效率正逐步呈现改善趋势，且后续持续改善可期。此外，流通企业由单一医药分销向CSO、医药零售、医药工业等多业态转型升级的预期也在逐步兑现，行业整体估值有望迎来重估。
- **规范性要求下行业集中度将持续提升。**随着行业规范性逐步提高，规模效应带来的竞争优势将越发显著，行业集中度有望持续提升。
- **重点公司中，建议关注**（1）内生经营效率有望持续改善，存在资产整合预期的国药一致；（2）经营质量优秀，业务壁垒较高的国药股份；（3）业态持续拓展，经营效率持续提升的百洋医药、九洲通等；（4）区域性流通龙头重药控股、柳药集团等。

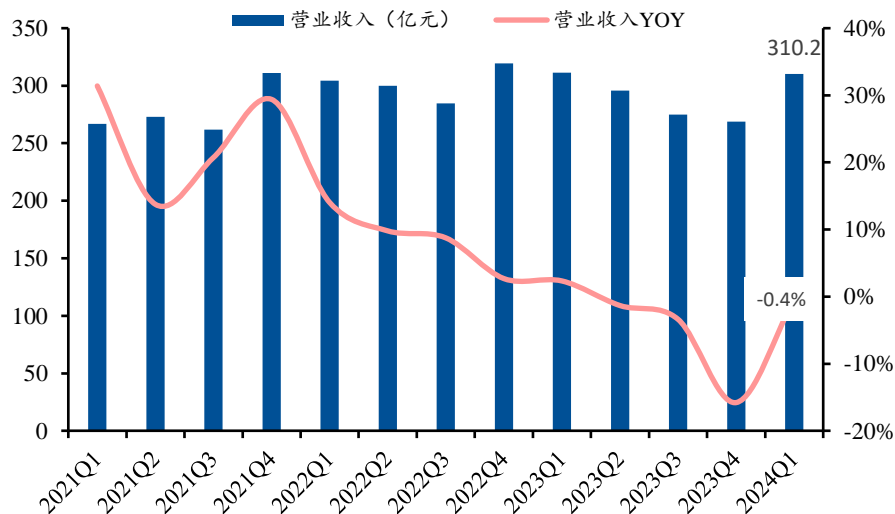
3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 生物制品板块
- 3.3 中药板块
- 3.4 医疗器械板块
- 3.5 医疗服务&流通药店板块
- 3.6 原料药板块
- 3.7 生命科学上游板块
- 3.8 CXO板块

3.6 原料药：库存出清接近尾声，Q1业绩触底回升

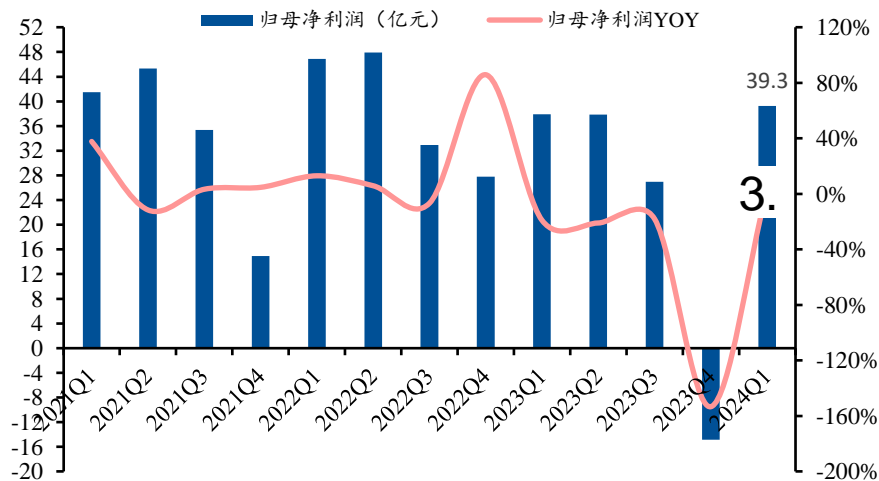
- 2023年，经调整的44家原料药公司合计实现营业收入1151.0亿元，同比下滑4.7%，实现归母净利润87.9亿元，同比下滑43.5%。2023年板块业绩下降的主要原因包括原料药产能阶段性过剩导致的价格下降，以及下游制剂厂商消化疫情期间库存导致需求下降。分季度来看，23Q4原料药营收和利润降幅较为明显。
- 2023Q1，板块整体走出触底反弹趋势，板块内公司合计实现营业收入310.2亿元，较23Q1同比下降0.4%，实现归母净利润39.3亿元，同比增长3.5%。行业整体边际向好，短期看部分原料药价格已触底回升，海外原料药去库存亦已接近尾声，供需关系显著改善，同时上游大宗化工原料价格仍处于相对低位，成本端优势有望带来更强的盈利能力，带动Q1业绩实现反转，其中利润端修复弹性明显大于收入端。

图表：21Q1-24Q1原料药板块收入情况



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：21Q1-23Q1医疗服务板块扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，华福证券研究所

3.6 原料药：库存出清接近尾声，Q1业绩触底回升

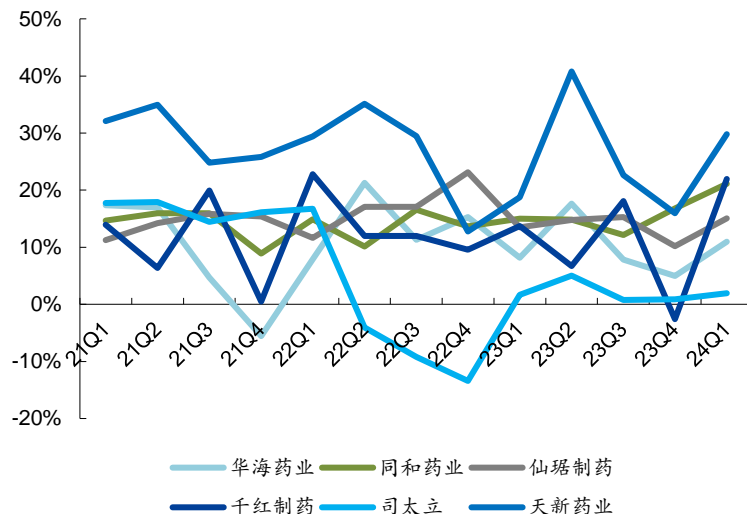
- ▶ **重点公司中：建议关注** 1) 大宗原料药：维生素B1近半年持续涨价，关注天新药业等；2) 特色原料药：受益库存出清及专利悬崖下新产品上量，关注华海药业、仙琚制药、同和药业等；3) 其他原料药：碘价步入降价周期，关注成本端受益的司太立；肝素价格底部，下半年或将反转，关注千红制药和东诚药业等；
- ▶ **盈利能力持续修复，底部反转逻辑有望延续。**在经历了2023年过剩产能出清以及下游去库存后，当前原料药企业盈利能力有望持续修复，以选取的重点公司为例，24Q1各公司销售净利率均较23Q4出现显著回升。

图表：2023及24Q1重点公司收入、利润及估值情况

代码	简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期(亿元)	PE (2024E)
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
600521.SH	华海药业	239	21.4%	0.5%	56.6%	-28.9%	9.2	26
300636.SZ	同和药业	43	-6.5%	0.3%	31.6%	5.3%	1.7	26
002332.SZ	仙琚制药	114	8.4%	-5.9%	13.5%	-24.9%	7.2	16
002550.SZ	千红制药	66	-24.2%	-46.8%	-24.2%	-46.8%	3.1	21
603520.SH	司太立	42	13.5%	-25.1%	13.5%	-25.1%	2.0	21
603235.SH	天新药业	117	-14.5%	-18.3%	35.9%	-23.5%	-	-

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年4月30日）

图表：21Q1-24Q1重点公司净利率水平（%）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

我们认为：

- 原料药产量边际改善，出口量持续增长。2023 年中国药品原药产量342.7万吨，同比下降7.6%，其中23Q4-24Q1国内原料药产量同比降幅显著收窄，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。
- 出口价格回归疫情前水平，部分品种已触底回升，看好后续原料药价格表现。出口单价上看，2023年原料药出口单价为3.28美元/公斤，已回落至疫情前水平，后续下行空间有限。
- 多重因素催化下原料药长期成长空间有望开启。在部分产品涨价和Q1部分公司业绩较好，以及筹码结构较好背景下近期获得市场关注。尽管市场有所担忧印度企业的竞争（不是所有品种都有竞争，且产能建设及成功达产还需时间），但原料药量价均明确底部且有向上趋势，预计下半年将更加明朗。

- 建议关注：
 - ❑ 大宗原料药：维生素B1近半年持续涨价，关注天新药业等；
 - ❑ 特色原料药：受益库存出清及专利悬崖下新产品上量，关注华海药业、仙琚制药、同和药业等；
 - ❑ 其他原料药：碘价步入降价周期，关注成本端受益的司太立；肝素价格底部，下半年或将反转，关注千红制药和东诚药业等；

3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 生物制品板块

3.3 中药板块

3.4 医疗器械板块

3.5 医疗服务&流通药店板块

3.6 原料药板块

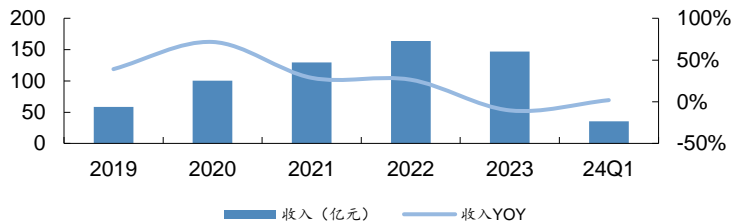
3.7 生命科学上游板块

3.8 CXO板块

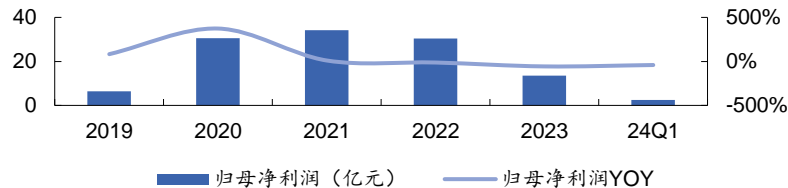
3.7 业绩复盘：疫情相关业务影响23年表观增速，24Q1有所回升

- ▶ **业绩复盘：**重点公司2023年营业收入总计为147亿元，同比-10.4%，2018-2023年CAGR达28.4%。2024Q1营收合计为35.6亿元（同比+1.9%）。2023年归母净利润为13.6亿元（同比-55.3%），24Q1归母净利润合计为2.4亿元（同比-39.3%）。

图表：生命科学服务/上游公司2019-2024Q1收入（亿元）



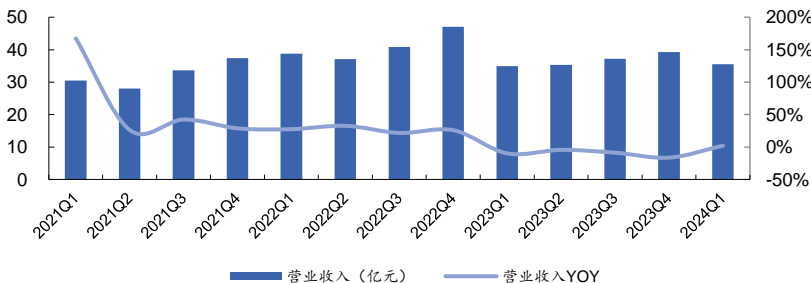
图表：生命科学服务/上游公司2019-2024Q1归母净利润（亿元）



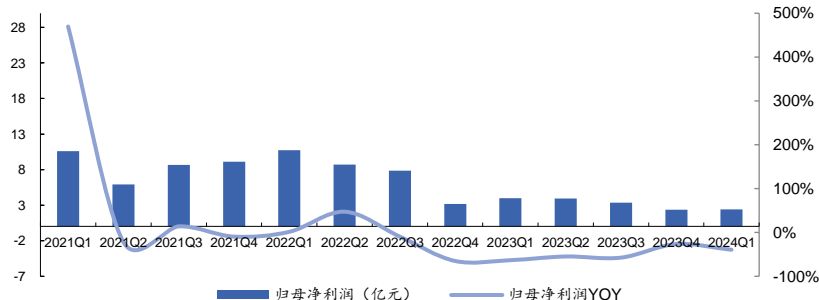
资料来源：iFind，华福证券研究所

资料来源：iFind，华福证券研究所

图表：生命科学服务/上游公司2021Q1-2024Q1收入（亿元）



图表：生命科学服务/上游公司2021Q1-2024Q1归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，华福证券研究所

资料来源：iFind，华福证券研究所

3.7 生命科学服务/上游：重点公司2023&24Q1经营数据

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润 一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
301047.SZ	义翘神州	91	-3.0%	12.5%	-47.7%	-14.2%	2.8	32
688131.SH	皓元医药	50	20.7%	38.4%	-63.8%	-34.2%	2.7	18
688315.SH	诺禾致源	60	6.3%	4.0%	21.4%	0.5%	2.3	26
688426.SH	康为世纪	21	-62.6%	-67.2%	-826.1%	-153.0%	0.6	35
688133.SH	泰坦科技	34	1.4%	6.2%	-90.8%	-41.9%	1.4	25
688356.SH	键凯科技	49	-30.2%	-28.3%	-69.3%	-38.0%	1.4	35
688690.SH	纳微科技	87	16.6%	-16.9%	36.7%	-75.1%	1.4	63
688293.SH	奥浦迈	43	17.4%	-17.4%	-19.1%	-48.7%	1.2	36
301080.SZ	百普赛斯	46	6.7%	14.6%	-31.9%	-24.6%	1.9	25
688073.SH	毕得医药	32	4.0%	30.9%	-29.4%	-24.9%	2.0	16
688137.SH	近岸蛋白	25	-39.3%	-42.1%	-123.6%	-85.8%	-0.2	-133
688179.SH	阿拉丁	32	13.8%	6.6%	-0.8%	-7.0%	1.2	26
301166.SZ	优宁维	27	-0.9%	2.6%	-71.0%	-62.1%	0.5	50
688105.SH	诺唯赞	112	-0.2%	-64.0%	110.3%	-111.9%	2.0	55
688046.SH	药康生物	52	12.0%	20.5%	-5.1%	-3.5%	2.3	23
688265.SH	南模生物	21	-5.0%	21.0%	9.4%	-281.2%	0.1	173
301393.SZ	昊帆生物	47	-27.1%	-13.1%	-17.8%	-23.5%	1.5	32

- **生命科学服务需求端同样受国内投融资等宏观因素影响，工业端需求尚未见拐点。**国内需求端拆开来看，工业端需求受投融资因素直接影响，预计回暖时点仍在后延；科研端需求刚性，增长稳定。海外市场相比国内更为广阔。生命科学上游公司海外收入体量未形成较大规模，受宏观因素下行影响更小，总体仍处于快速提升阶段。
- **新冠诊疗研发需求因素扰动出清，2024Q1企稳回升。**生命科学服务公司多为细分赛道中的优质公司，多数于近年科创板上市。新冠诊疗研发高需求带动企业相关收入和支出高增，随着新冠相关收入大幅下降、对应资产处理完毕，其扰动影响于2023基本出清。长期来看，国产替代+出海拓展的逻辑仍在持续兑现中，2024年有望在低基数下企稳回升。
- **建议关注：**
 - ❑ **药康生物：**研发刚需模型支撑国内稳健增长，海外差异化优势深化，具备保持高增潜力。
 - ❑ **奥浦迈：**国内临床各阶段客户稳定增长，管线进展带来增长弹性，优势领域拓张管线数量有望持续提升。
 - ❑ **键凯科技：**国内商业化客户稳定增长，海外客户商业化获批，放量在即。
 - ❑ **百普塞斯：**常规业务增长稳健，海外积极布局增速强劲。

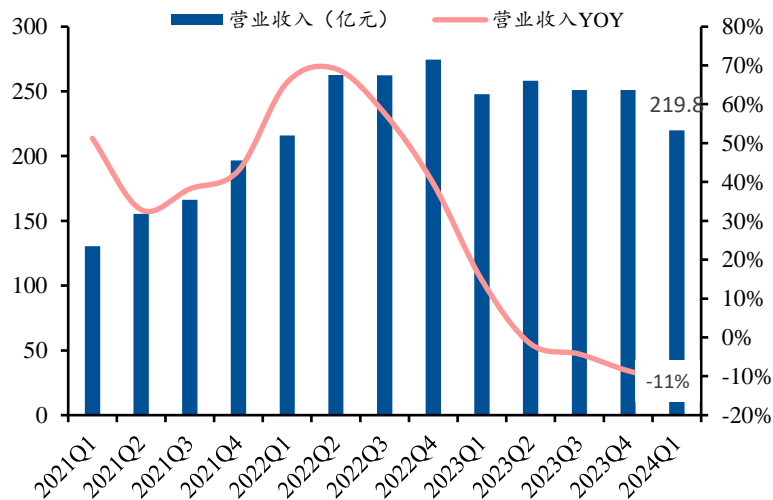
3 各子板块分化严重，血制品、中药、药店板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 生物制品板块
- 3.3 中药板块
- 3.4 医疗器械板块
- 3.5 医疗服务&流通药店板块
- 3.6 原料药板块
- 3.7 生命科学上游板块
- 3.8 CXO板块

3.8 CXO：业绩承压，建议关注细分赛道 仿制药CXO+临床CRO

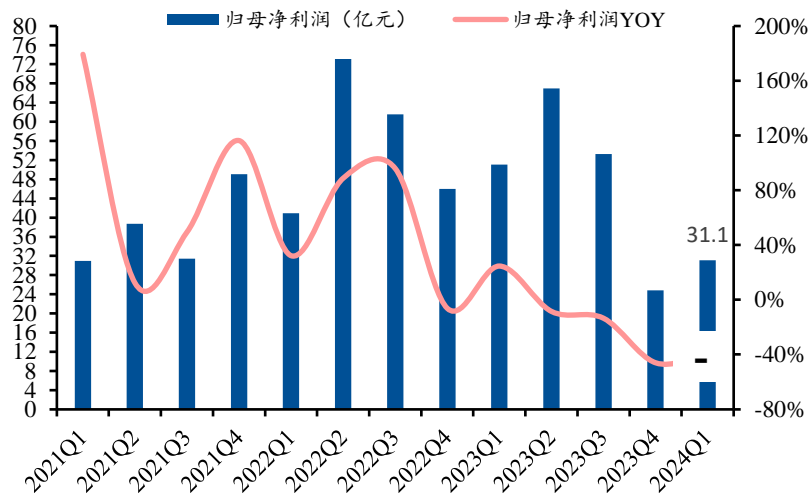
- 22家CXO公司2023年实现营收1007.8亿元，同比下滑0.7%，共实现归母净利润196亿元，同比下滑11.6%。
- 24Q1单季度看，实现营收219.8亿元，同比下滑11.2%，实现归母净利润31.1亿元，同比下滑39.1%。

图表：21Q1-24Q1 CXO板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q1 CXO板块归母净利润情况

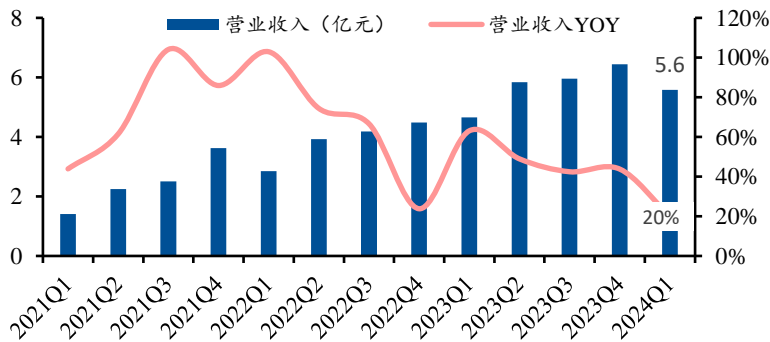


资料来源：iFinD，华福证券研究所

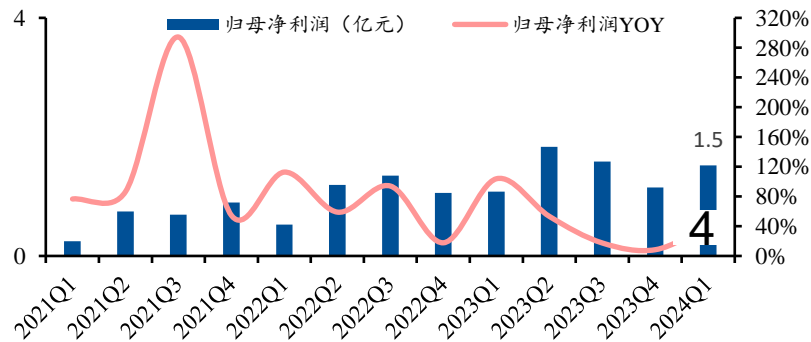
3.8 建议关注：高景气度仿制药CXO

- **CXO**：在全球&国内医疗健康投融资进入资本寒冬的背景下，影响CXO板块订单情况，同时受到海外宏观环境的影响，从21Q4末至今，CXO迎来深度调整，目前处于历史底部，若未来投融资整体迎来回暖，有望改善CXO板块的订单情况。当前底部位置，整体板块静待拐点，同时在细分板块内，建议关注免疫海外宏观环境及投融资影响的高景气度仿制药CXO板块，以及若投融资回暖，有望率先受益的临床CRO板块。
- **仿制药CXO**：1) 仿制药CXO均为国内业务，基本免疫海外宏观环境及医药投融资的影响；2) 在集采常态化的背景下，仿制药需求维持高位，注册申报数量逐年上升，仿制药CXO有望维持高景气度；3) 业绩高增长：仿制药CXO代表企业百诚医药，2023年及24Q1利润端增速分别为：40.1%/42.1%，高景气度下公司业绩表现亮眼。

图表：仿制药CXO板块分季度收入情况（亿元，%）



图表：仿制药CXO板块分季度利润情况（亿元，%）



3.8 静待投融资回暖，建议关注高景气度的仿制药CXO

➤ 重点公司中建议关注：

- ▣ 仿制药CXO：高景气度，免疫海外宏观环境及投融资影响，如百诚医药、阳光诺和、万邦医药等；
- ▣ 临床CRO：有望率先受益于投融资回暖，如泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

图表：21Q1-24Q1 CXO公司收入情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润 一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q1	2023	2024Q1	2023		
603259	药明康德	1,262	-11.0%	2.5%	-10.4%	9.0%	102.1	12.37
300759	康龙化成	324	-2.0%	12.4%	-33.8%	16.5%	17.7	18.29
603456	九洲药业	145	-15.7%	1.4%	-15.7%	12.2%	13.1	11.07
002821	凯莱英	304	-37.8%	-23.7%	-55.3%	-31.3%	15.1	20.15
603127	昭衍新药	126	-12.1%	4.8%	-245.0%	-63.0%	5.3	23.74
300363	博腾股份	93	-50.8%	-47.9%	-131.2%	-86.7%	4.3	21.54
688202	美迪西	48	-42.5%	-17.7%	-137.0%	-109.8%	1.6	30.69
688238	和元生物	39	93.5%	-29.7%	-32.8%	-427.8%	/	/
688621	阳光诺和	65	8.5%	37.8%	51.8%	18.5%	2.8	22.92
688222	成都先导	53	54.3%	12.6%	248.4%	61.2%	0.5	114.21
301333	诺思格	47	10.2%	13.2%	-19.9%	43.1%	1.8	25.79
300347	泰格医药	485	-8.0%	4.2%	-58.6%	0.9%	22.6	21.47
301230	泓博医药	39	7.7%	2.3%	-76.0%	-44.0%	0.9	41.45
300725	药石科技	67	-1.6%	8.2%	-14.3%	-37.2%	2.4	27.87
301257	普蕊斯	28	17.4%	29.6%	-10.2%	86.1%	1.8	15.37
300404	博济医药	29	62.1%	31.2%	40.7%	-12.0%	0.7	40.93
301096	百诚医药	76	34.0%	67.5%	42.1%	40.1%	3.7	20.54
688076	诺泰生物	117	71.0%	58.7%	215.6%	26.2%	2.3	51.21
600721	百花医药	23	20.0%	5.5%	209.0%	137.3%	/	/
000739	普洛药业	164	3.6%	8.8%	1.8%	6.7%	12.1	13.59
301509	金凯生科	46	-41.9%	7.0%	-58.8%	7.5%	1.8	26.46
301520	万邦医药	30	25.1%	31.1%	18.8%	9.5%	1.5	20.55

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年4月29日）

4 风险提示

- **负向政策超预期：**医药板块受政策影响较大，集采未中标或降价幅度过大、医保谈判失败或降价幅度过大等相关政策风险，会对公司业绩产生较大影响。
- **竞争加剧超预期风险：**随着在研和即将上市的产品增多，存在行业竞争加剧风险。
- **业绩不及预期风险：**随着行业竞争加加剧，公司存在业绩不及预期风险。
- **价格波动风险：**随着医改配套政策相继落地，产品价格面临持续下降的风险；若终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。
- **新品研发与推广不及预期风险：**若产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

