

求变、求新

——医药生物2023年及2024Q1业绩综述

行业评级：看好

2024年5月5日

分析师	孙建	分析师	吴天昊	分析师	郭双喜	分析师	王帅
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	邮箱	wutianhao@stocke.com.cn	邮箱	guoshuangxi@stocke.com.cn	邮箱	wangshuai1@stocke.com.cn
证书编号	S1230520080006	证书编号	S1230523120004	证书编号	S1230521110002	证书编号	S1230523060003

1、板块：经营质量向好，多领域现金流改善

- **复盘：**板块估值处于历史相对低点（PE-ttm中值32倍），2024年以来估值收缩8.2%，分化严重，其中，①扩张：化学制剂、医药流通、线下药店，②收缩：诊断服务、原料药、疫苗、血制品、中药、CXO等；
- **基本面：**ROE方面，2023年创10年低位，**中药、医药流通、线下药店、医疗设备、医院**等领域2023年ROE表现相对较好。除医疗设备外，医药多数领域经营性现金流表现较好，特别是诊断服务、体外诊断、化学制剂、原料药等；医药行业经历药耗集采、医疗反腐等行业规范性政策影响，产品研发、营销渠道等均处调整窗口，我们认为医药整体处于供给侧改革周期，我们看好处于营运效率、盈利能力提升窗口期的**中药、化学制剂（特别是新旧动能切换完成的公司）、药店、创新器械、医药流通、血制品**等领域。

2、细分领域财务表现分析

- ①**中药：**产品、渠道优化，提质增效、资本支出下降，业绩快速增长持续性好；②**化学制剂：**资本支出强度下降、新产品放量及集采过程中降本增效等因素影响，业绩恢复增长趋势有望延续；③**医药CXO：**新增订单趋势向好，驱动行业触底逐步恢复；④**生物制品：**ROE低位，新产品放量，行业逐步恢复性增长；⑤**医疗设备：**较高且稳定的净利率水平，但基数和反腐影响下收入增速放缓导致ROE处低位；⑥**医疗耗材：**连续8个季度收入负增长后，2024Q1实现收入、利润正增长；⑦**原料药：**消化产能周期，业绩弹性逐步体现；⑧**连锁药店：**诊疗常态化、处方外流驱动下持续稳健增长；⑨**医疗服务：**基数效应消化，消费需求逐步释放；⑩**医药流通：**高基数下增速放缓，诊疗常态化有望驱动板块稳定增长。

3、投资建议：

- **推荐院外、新业态、创新药械等方向。**国内医药行业处于供给侧改革的深水区，创新升级、渠道结构变化，成为主要方向，这个过程中，医院院外产品更受益于老龄化加速趋势、创新药械鼓励性政策影响下进入兑现期，更重要的是，随着医疗环节改革的深入，医药价值链重构，这个过程中，处方外流、医药CSO、各环节集中度提升成为必然趋势，也将呈现更多的投资机会。

- **院外：中药、药店、家用及康复器械：**东阿阿胶、华润三九、羚锐制药、济川药业、同仁堂、康缘药业、益丰药房、老百姓、健之佳、鱼跃医疗、翔宇医疗等；
- **创新药械：**迪哲医药、泽璟制药、康方生物、荣昌生物、科伦药业、恩华药业、九典制药、泰格医药、药明康德、迈瑞医疗、联影医疗、海尔生物、新华医疗、新产业、亚辉龙等；
- **医药新业态：**百诚医药、百洋医药、上海医药、阳光诺和、华东医药等。

4、风险提示：

- 行业政策不确定性风险；产品研发失败的风险；贸易摩擦持续的风险。

目录

CONTENTS

01 **行业整体总结**

02 **子领域分析**

03 **投资建议**

04 **风险提示**

01

行业整体

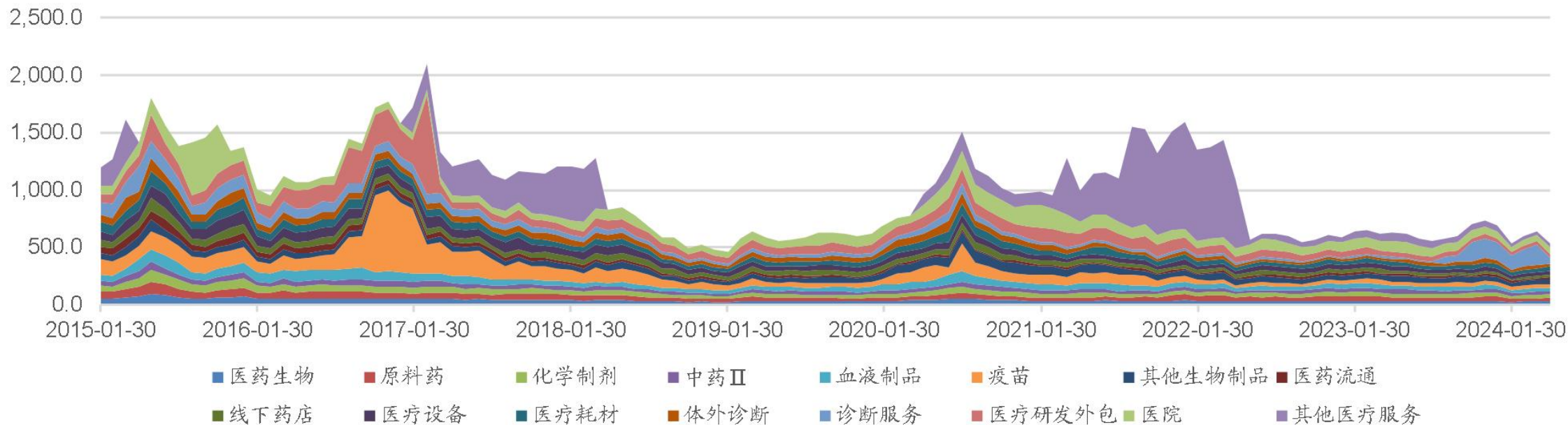
行情复盘

财务分析

持仓分析

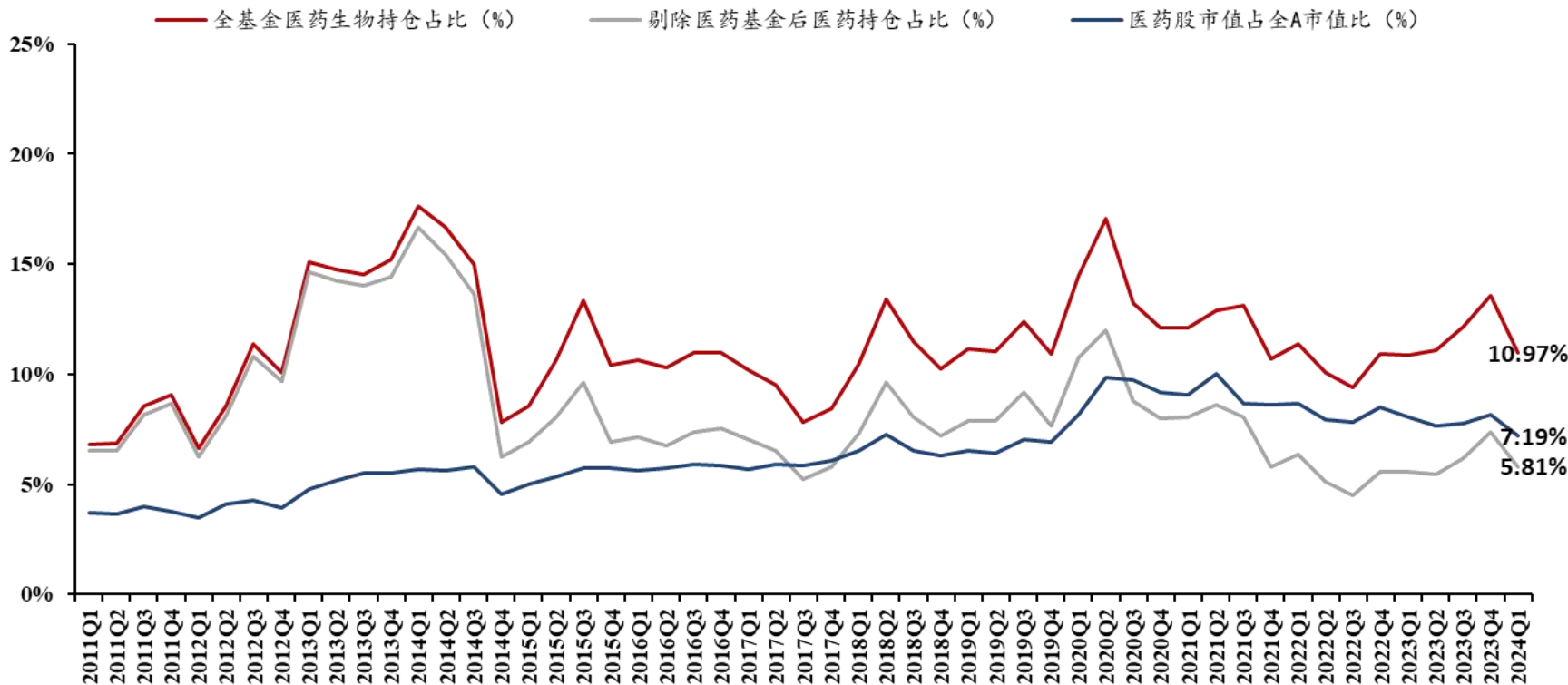
- 板块：估值处于历史相对低点（PE-ttm中值32倍），2024年以来估值收缩8.2%，分化严重；
- 细分：①扩张：化学制剂、医药流通、线下药店，②收缩：诊断服务、原料药、疫苗、血制品、中药、CXO等。

图：2015-2024年医药各子领域估值变化（PE-ttm）



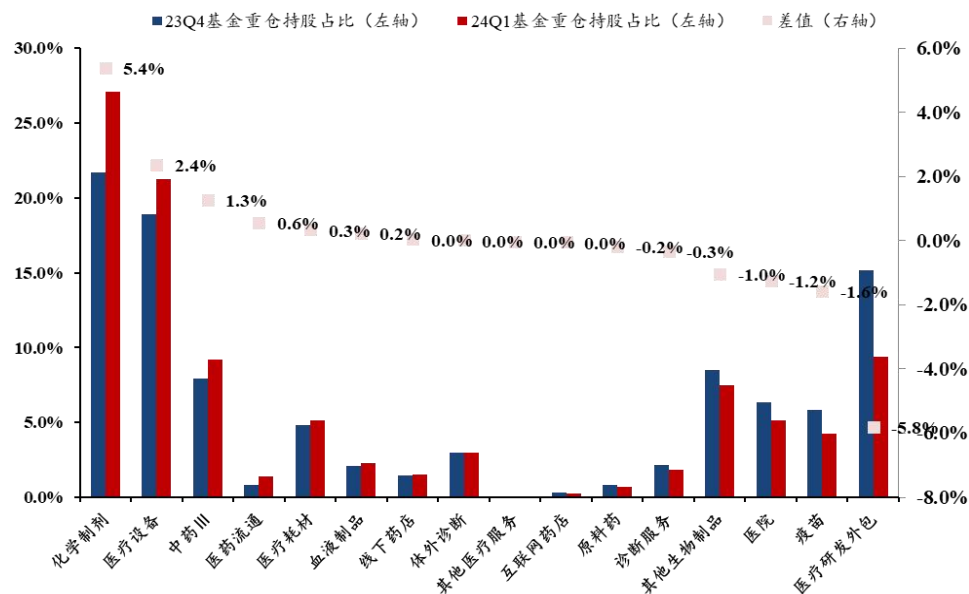
- **医药持仓变化：**2023Q1全部公募基金的重仓持股中，公募基金医药持仓占比为10.97%，环比下降2.60pct，医药持仓占比达到自2023Q2以来最低值。拆分来看，医药主题基金医药持仓占比为95.13%，环比下降0.35pct；剔除医药主题基金后医药持仓占比为5.81%，环比下降1.55pct。
- **相对配置比例：**2024Q1全部基金整体医药超配3.78%，超配比例环比下降1.62pct。拆分来看，医药主体基金超配医药87.94%，环比提升0.62pct；剔除医药基金后全基金低配医药1.37%，低配比例环比下降0.58pct。

图：2011Q1-2024Q1全基金医药持仓占比变化

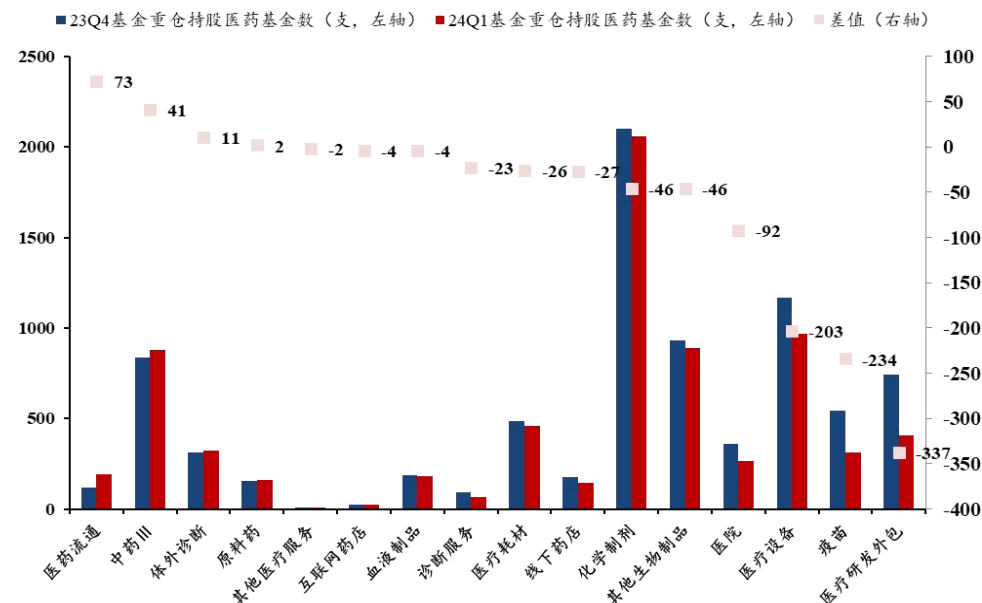


- **2024Q1细分板块持仓市值占比**（按细分板块基金持仓总市值占基金医药总持仓市值比例计），前五大细分板块分别为：化学制剂（27%）、医疗设备（21%）、CXO（9.4%）、中药（9.2%）；环比来看，2024Q1环比持仓增加最多的板块为化学制剂（+5.4pct）、医疗设备（+2.4pct）、中药（+1.3pct）；环比减持最多的板块为CXO（-5.8pct）、疫苗（-1.6pct）、医院（-1.2pct）。
- **2024Q1细分板块持仓基金数前五大分别为**：化学制剂（2057）、医疗设备（966）、其他生物制品（888）、中药（877）、医疗耗材（461）；环比来看，2024Q1持有基金数量环比增加最多的细分板块分别为医药流通（+73）、中药（+41）、体外诊断（+11）；持有基金数量环比减少最多的细分板块分别为CXO（-337）、疫苗（-234）、医疗设备（-203）。

图：2024Q1细分板块持仓占比环比变化（申万三级分类）

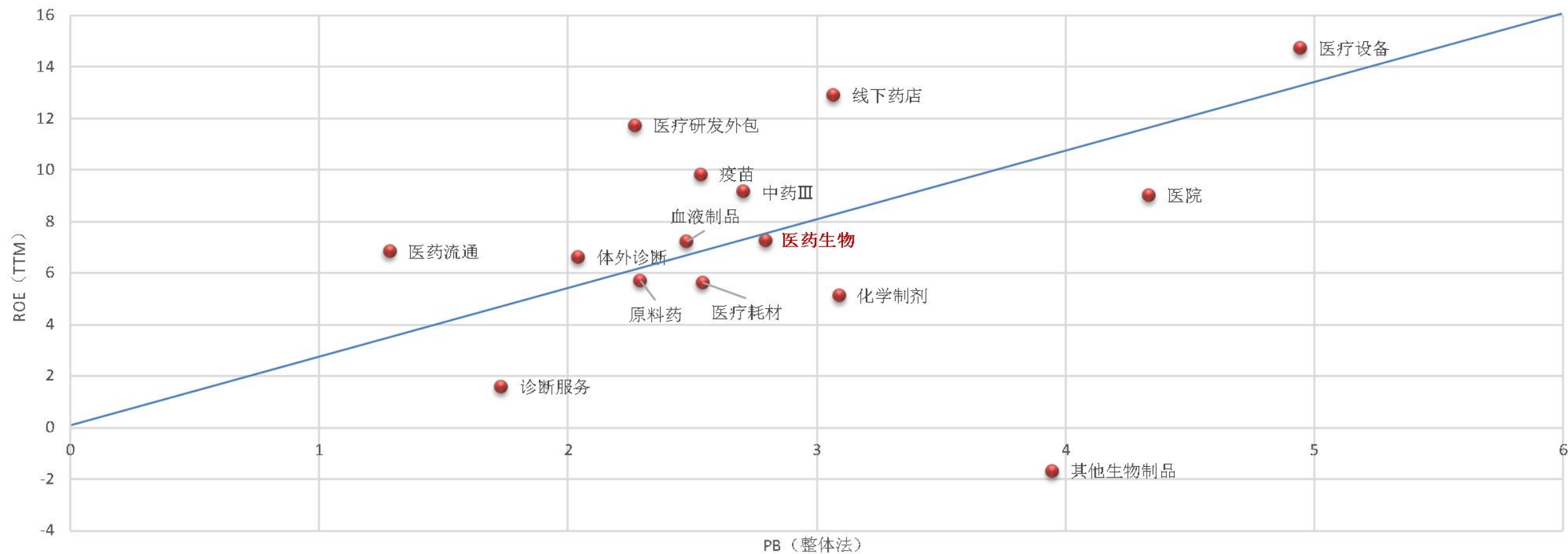


图：2024Q1细分板块持有基金数环比变化（申万三级分类）



- **ROE**: 2023年创十年低位，**中药、医药流通、线下药店、医疗设备、医院**等领域2023年ROE表现相对较好；
- ✓ **净利率**: 2023Q4净利率同比下降，仅少数呈现提升（医药流通、体外诊断、医院），2024Q1，化学制剂、血制品呈净利率提升，其他多数领域净利率呈下降；
- ✓ **资产周转率**: 医药板块整体资产周转率2018年以来持续下降，**中药、医药流通、血液制品、医院**等领域表现相对较好；
- ✓ **权益乘数**: 医药板块权益乘数呈现持续下降的趋势，这种变化的驱动体现在医药多数子领域，尤其是化学制剂、血制品、医疗设备、IVD及服务、CXO等子领域；
- ✓ **经营质量**: 除医疗设备外，**医药多数领域经营性现金流趋势表现较好**，特别是**诊断服务、体外诊断、化学制剂、原料药**等。
- 由此可以发现，医药板块整体因为经历药耗集采、医疗反腐等行业规范性政策影响下，呈现过渡期的特点，产品研发、营销渠道等均处调整窗口期，在这个过程中，我们认为经营质量高低对于公司经营改革起韧性支撑作用，当然这一点在医药各细分领域经营质量明显提升也可以得到验证，为了方便分析，在各子领域分析中，我们也着重从经营质量改善比较明显、同时ROE表现较好等领域重点分析。

医药子领域PB-ROE分析



- 板块ROE处过去十年低位，医药多数领域均呈现类似的趋势。中药、医药流通、线下药店、医疗设备、医院等领域2023年ROE表现相对较好。

表：2014-2023年医药板块各细分领域ROE (%)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
医药生物	12.2	11.9	11.8	12.0	9.6	8.2	9.2	12.0	9.6	7.3
原料药	6.4	6.4	7.7	9.0	7.1	11.6	12.4	9.6	10.0	5.7
化学制剂	12.4	13.7	13.1	14.9	8.5	6.5	6.6	7.5	5.5	5.1
中药Ⅲ	15.0	14.0	12.6	11.8	10.1	6.8	-1.2	12.2	6.9	9.1
血液制品	12.5	13.4	15.1	14.8	3.4	12.2	11.7	8.5	7.6	7.2
疫苗	5.6	-12.7	2.0	6.5	-2.9	13.0	17.0	24.2	14.3	9.8
其他生物制品	17.5	16.0	14.8	14.6	11.9	12.5	5.6	-1.1	-5.5	-1.7
医药流通	10.9	11.0	11.5	11.8	10.7	8.6	8.1	8.7	6.5	6.8
线下药店	15.5	14.7	12.5	14.4	13.9	14.9	17.2	14.0	15.4	12.9
医疗设备	12.2	8.5	6.8	6.7	15.0	16.3	20.8	19.2	16.9	14.7
医疗耗材	10.0	11.1	10.8	13.1	15.1	13.0	29.2	21.7	7.7	5.6
体外诊断	16.5	14.4	10.6	12.4	13.2	10.7	29.4	30.9	38.8	6.6
诊断服务	19.8	17.7	12.5	13.0	12.3	12.4	25.5	26.4	19.1	1.6
医疗研发外包	-6.5	-12.5	9.2	-4.3	12.1	11.8	12.5	14.1	16.8	11.7
医院	16.8	15.2	17.4	6.9	4.2	-18.5	6.9	0.8	0.2	9.0

- 在原料药、化学制剂、疫苗、药店、设备、耗材、IVD等领域资产周转率下滑影响下，医药板块整体资产周转率2018年以来持续下降，中药、医药流通、血液制品、医院等领域表现相对较好。

表：2014-2023年医药板块各细分领域资产周转率（次/年）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
医药生物	0.87	0.81	0.78	0.76	0.77	0.77	0.73	0.72	0.69	0.65
原料药	0.59	0.50	0.47	0.55	0.59	0.58	0.54	0.57	0.55	0.48
化学制剂	0.70	0.67	0.62	0.57	0.59	0.59	0.54	0.54	0.52	0.50
中药Ⅲ	0.74	0.67	0.62	0.60	0.60	0.63	0.59	0.63	0.60	0.61
血液制品	0.31	0.27	0.30	0.30	0.39	0.44	0.37	0.31	0.28	0.30
疫苗	0.17	0.20	0.12	0.30	0.47	0.55	0.53	0.58	0.49	0.47
其他生物制品	0.56	0.51	0.47	0.46	0.46	0.46	0.34	0.32	0.28	0.35
医药流通	1.68	1.64	1.65	1.55	1.44	1.42	1.39	1.39	1.33	1.36
线下药店	1.67	1.46	1.26	1.28	1.25	1.31	1.35	1.13	1.10	1.04
医疗设备	0.70	0.63	0.57	0.58	0.63	0.59	0.64	0.59	0.54	0.52
医疗耗材	0.49	0.52	0.48	0.51	0.52	0.48	0.70	0.59	0.42	0.39
体外诊断	0.52	0.48	0.44	0.49	0.53	0.52	0.69	0.69	0.84	0.24
诊断服务	1.39	1.13	0.87	0.86	0.87	0.90	0.97	1.00	0.94	0.55
医疗研发外包	0.32	0.31	0.34	0.38	0.52	0.48	0.40	0.41	0.51	0.44
医院	0.98	0.61	0.53	0.51	0.48	0.46	0.46	0.48	0.48	0.58

- 医药板块权益乘数呈现持续下降的趋势，这种变化的驱动体现在医药多数子领域，尤其是化学制剂、血制品、医疗设备、IVD及服务、CXO等子领域。

表：2014-2023年医药板块各细分领域权益乘数

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
医药生物	2.20	1.80	1.64	1.81	1.93	1.98	1.93	1.72	1.81	1.80	1.70
原料药	1.92	1.80	1.78	1.69	1.68	1.70	1.59	1.54	1.56	1.57	1.56
化学制剂	2.04	1.84	1.69	1.63	1.67	1.72	1.76	1.83	1.65	1.93	1.58
中药III	1.87	1.80	1.72	1.65	1.63	1.66	1.88	1.73	1.78	1.78	1.98
血液制品	1.96	1.81	1.70	1.51	1.40	1.34	1.33	1.24	1.21	1.24	1.24
疫苗	1.62	1.73	1.69	1.62	1.59	1.67	1.44	1.42	1.42	1.44	1.42
其他生物制品	1.35	1.33	1.30	1.34	1.36	1.33	1.43	1.54	0.96	1.12	1.16
医药流通	3.70	3.36	3.07	2.99	3.17	3.18	3.28	3.11	3.15	3.14	3.17
线下药店	1.65	1.77	1.85	1.99	1.98	2.06	2.16	2.40	2.81	2.89	2.89
医疗设备	1.49	1.54	1.56	1.61	1.62	1.57	1.52	1.49	1.49	1.40	1.39
医疗耗材	1.31	1.40	1.40	1.37	1.44	1.47	1.39	1.38	1.35	1.40	1.40
体外诊断	1.74	1.66	1.77	1.46	1.45	1.44	1.41	1.35	1.13	1.54	1.28
诊断服务	1.52	2.05	2.28	2.55	2.69	2.65	2.57	2.25	1.78	1.74	1.65
医疗研发外包	3.18	3.51	1.78	1.46	1.49	1.51	1.42	1.36	1.37	1.36	1.38
医院	1.49	1.70	1.78	2.08	2.01	1.72	5.85	-0.52	5.73	4.42	3.39

- 整体：2023年板块经营质量得到明显改善，经营性现金流表现好；
- 领域：除医疗设备外，医药多数领域经营性现金流表现较好，特别是诊断服务、体外诊断、化学制剂、原料药等领域因为存货、应收周转率明显改善原因，经营质量得到比较大的提高。

表：2014-2023年医药板块各细分领域经营活动产生的现金流/经营性净收益（%）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
医药生物	76.2	83.3	84.3	66.5	104.7	148.1	167.1	130.8	134.4	151.5
原料药	134.7	163.4	98.9	85.8	137.4	134.7	113.5	115.6	95.9	176.0
化学制剂	108.7	100.7	120.2	107.3	142.7	182.7	204.3	214.9	196.7	231.9
中药Ⅲ	65.9	64.1	86.2	61.7	104.4	171.2	0.0	202.8	206.8	115.5
血液制品	103.6	105.6	62.6	22.6	81.0	77.5	92.9	115.2	90.0	120.7
疫苗	0.0	0.0	0.0	72.0	31.4	79.1	103.9	76.3	55.9	123.2
其他生物制品	67.5	89.9	77.6	72.1	83.5	97.8	103.0	0.0	0.0	0.0
医药流通	4.0	45.7	20.8	-4.7	30.4	106.1	118.3	87.6	113.6	127.7
线下药店	50.6	68.0	60.5	96.6	120.5	156.7	138.0	198.8	218.2	226.8
医疗设备	1.9	-9.5	74.5	109.2	115.8	120.6	150.9	121.5	121.8	87.5
医疗耗材	79.1	98.8	111.5	97.0	100.8	122.6	113.4	114.9	139.0	169.9
体外诊断	85.2	68.8	47.0	46.8	85.7	112.9	113.3	95.2	99.0	165.7
诊断服务	79.9	-33.0	1.3	23.8	101.5	88.1	97.9	76.1	51.6	556.1
医疗研发外包	0.0	0.0	0.0	0.0	155.8	117.1	172.6	109.8	108.8	128.4
医院	98.5	118.0	16.3	106.9	245.4	0.0	451.9	432.9	525.7	184.9
其他医疗服务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1,292.9	264.9	311.9	355.3

- 整体：收入增速呈现持续放缓的趋势，2024Q1增速略恢复性增长；
- 领域：2024Q1收入增速恢复的子领域包括线下药店、其他生物制品、化学制剂、原料药、医药流通、医疗耗材。

表：2019-2024Q1年医药板块各细分领域营业收入同比增速（%）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
医药生物	17.5	15.5	12.0	7.1	-7.7	3.1	10.9	18.2	30.0	14.2	6.5	6.7	14.3	6.6	9.5	7.9	2.1	5.6	-2.8	-1.9	0.3
原料药	2.0	14.3	10.8	11.3	-2.9	12.6	1.6	6.2	25.1	6.9	14.3	19.7	9.1	4.4	10.1	-0.3	5.3	-4.9	-6.4	-9.6	-0.4
化学制剂	12.9	13.8	10.4	6.9	-12.2	-7.6	-0.4	-0.5	16.3	9.0	3.7	4.7	4.3	0.9	1.6	3.1	6.1	6.8	-4.6	-3.0	5.2
中药Ⅲ	22.7	10.8	1.9	1.7	-12.1	-7.8	-1.0	3.3	19.6	8.9	5.1	0.6	1.2	2.6	1.9	10.7	14.3	13.5	0.8	-3.7	-0.8
血液制品	31.1	16.8	27.9	3.3	7.8	-6.4	16.2	26.3	6.2	24.7	29.6	7.2	28.2	49.3	5.2	17.4	25.7	13.2	22.6	2.2	-5.2
疫苗	106.8	64.4	17.5	1.2	-5.3	20.5	21.5	39.2	45.7	57.7	65.2	53.5	48.9	4.6	-7.7	-9.5	3.8	-8.1	19.3	13.8	-11.1
其他生物制品	17.6	3.4	16.2	9.2	-15.8	-19.7	-0.8	-4.8	43.8	23.7	15.9	27.2	-12.8	3.1	14.8	-4.9	1.7	28.2	28.4	25.3	8.3
医药流通	18.4	18.2	16.2	7.5	-7.6	-0.7	9.9	26.5	25.8	16.3	3.4	2.4	7.2	2.3	10.3	6.3	13.7	13.2	-2.0	4.9	0.1
线下药店	29.8	32.6	23.2	19.7	24.5	24.8	25.8	24.4	13.4	12.0	16.1	15.7	16.9	27.0	24.7	48.7	26.4	15.9	9.9	-2.3	11.4
医疗设备	11.0	6.7	6.4	5.7	9.5	38.5	33.6	22.7	34.0	5.8	8.3	11.1	137.8	11.6	13.6	17.2	21.3	16.0	4.2	-3.4	-1.7
医疗耗材	25.1	20.4	22.2	20.1	6.4	106.0	115.8	93.2	149.4	-0.8	-26.5	-19.6	-29.4	-17.2	-7.1	-4.7	-6.3	-9.1	-2.1	-5.2	2.3
体外诊断	12.8	10.7	10.9	15.6	2.0	86.2	92.8	97.8	170.8	26.9	21.0	23.0	91.8	28.2	47.7	10.4	-78.6	-60.1	-60.3	-54.8	-11.4
诊断服务	32.4	19.4	17.5	10.9	-11.7	29.9	33.6	41.9	90.2	15.7	25.4	19.1	50.1	67.8	26.9	24.9	-39.0	-43.5	-37.1	-38.9	-9.2
医疗研发外包	27.4	34.5	26.5	28.2	14.8	29.2	32.3	29.1	52.9	38.0	32.0	37.8	66.9	69.5	62.9	43.3	9.7	-0.6	-3.6	-8.2	-12.3
医院	10.4	3.1	11.7	-4.0	-36.9	-16.2	18.3	33.5	94.5	41.8	-1.1	4.7	8.9	-5.0	9.7	-13.1	26.4	34.7	12.2	39.0	2.1
其他医疗服务	74.2	60.7	52.0	10.9	-37.8	-22.6	108.2	61.4	79.0	21.9	18.0	6.2	13.3	7.9	10.3	-6.2	5.3	3.3	-5.0	0.1	4.0

- 整体：相比收入端，利润端增速呈现更大的波动性，整体亦呈负增长；
- 领域：利润增速触底恢复或正增长的领域包括化学制剂、中药、原料药、血制品、线下药店、医疗耗材。

表：2019-2024Q1年医药板块各细分领域归母净利润同比增速（%）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
医药生物	13.4	-4.4	6.5	-198.9	-17.8	40.0	52.2	5.3	81.4	21.8	-1.6	1,446.4	23.0	-7.5	1.9	-76.0	-28.1	-15.6	-9.0	-56.0	-0.4
原料药	-23.9	36.8	84.3	144.4	7.4	59.4	-18.1	123.2	23.6	-8.3	1.8	-52.4	11.0	5.5	-8.0	49.0	-19.5	-25.3	-24.0	-112.3	-4.3
化学制剂	1.9	0.1	-18.7	-1,416.7	-14.1	-0.5	34.4	45.5	23.8	0.1	7.8	290.0	-12.8	-6.1	-21.8	268.9	14.3	6.1	5.4	-144.6	67.3
中药III	20.9	-14.3	-19.2	-373.0	-32.9	-14.7	11.2	-407.4	16.4	52.3	-4.5	146.9	3.5	-24.1	-4.5	-97.5	56.1	37.6	17.3	-31.8	-7.9
血液制品	404.6	96.7	515.2	34.2	12.3	15.4	19.1	80.5	20.5	19.2	34.4	-57.1	12.2	26.8	2.3	208.6	38.0	3.5	17.9	-60.0	11.3
疫苗	63.2	30.8	47.7	-37.1	-49.8	118.5	190.4	81.7	140.7	208.1	50.9	65.2	49.1	-54.5	-40.4	-42.6	1.5	-33.2	-2.7	-61.5	-54.8
其他生物制品	4.8	15.0	20.6	44.6	60.0	-3.4	-12.1	-34.4	144.1	81.2	71.5	-13.0	-136.9	-203.7	-866.3	-160.2	-751.9	54.8	230.9	18.9	33.3
医药流通	4.8	3.9	-5.7	-68.9	-12.7	5.6	22.1	-40.6	44.4	21.0	-16.4	-52.8	-17.7	3.7	9.1	-272.3	8.0	-41.5	-11.9	1,298	-1.3
线下药店	30.5	22.7	26.3	14.2	31.0	39.6	44.1	38.6	21.8	13.7	-8.9	-33.1	-1.7	9.0	23.3	140.9	32.5	17.0	5.7	-56.8	-3.1
医疗设备	53.9	21.0	18.4	56.9	2.4	100.6	81.0	11.1	61.0	-8.5	2.2	28.3	379.2	24.5	55.3	4.7	24.4	24.9	-22.0	-25.1	-6.2
医疗耗材	52.0	18.3	28.8	-28.8	-1.8	213.5	304.9	293.5	388.4	15.8	-60.0	-100.1	-70.8	-62.1	-31.1	438.6	-14.8	-16.8	-20.0	-68.8	11.7
体外诊断	9.0	-2.5	4.4	-66.4	6.7	215.8	251.7	536.7	344.7	14.3	12.2	36.5	104.2	21.7	54.9	-106.5	-90.8	-73.6	-79.5	714.8	-21.3
诊断服务	42.1	30.3	44.4	-47.7	-52.8	163.1	177.2	369.7	1,022.9	-5.3	23.3	18.9	78.7	114.4	9.7	-309.8	-83.2	-86.0	-79.1	33.5	-92.5
医疗研发外包	32.4	-16.8	16.5	2,557.8	1.8	146.9	19.3	78.3	246.8	-7.5	25.6	74.3	25.7	117.2	103.5	-16.8	19.2	-22.4	-15.6	-60.6	-41.0
医院	-7.6	-87.6	140.8	-1,003.0	-334.4	-29.9	14.0	120.4	94.2	99.9	-9.5	-175.6	-398.3	-54.9	51.0	-99.2	10,710.8	120.3	19.0	105.6	-18.0
其他医疗服务	9.9	5.0	23.8	419.4	75.6	93.7	75.6	-70.0	159.8	408.8	109.4	-15.2	-43.8	-3.8	20.1	-40.1	7.9	14.3	9.5	-53.1	19.6

- 整体：毛利率呈现逐步下降的趋势，2024Q1处过去5年低位；
- 领域：毛利率趋势向好的领域包括原料药、化学制剂、中药、血制品、体外诊断等，下降较多的包括疫苗、流通、药店、医疗耗材、诊断服务、CXO。

表：2019-2024Q1年医药板块各细分领域毛利率 (%)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
医药生物	34.2	35.0	33.8	33.5	33.2	35.5	35.4	33.2	35.0	35.4	34.3	33.7	36.7	34.2	33.9	33.8	33.5	33.5	33.2	32.3	32.4
原料药	38.3	39.8	34.2	34.2	38.7	39.2	37.3	33.8	36.5	36.3	31.6	29.9	32.8	30.8	29.3	29.9	31.8	31.2	30.2	25.9	30.3
化学制剂	54.8	56.1	55.5	54.0	54.5	53.4	55.4	52.8	54.0	51.9	52.1	49.4	51.2	50.2	51.4	49.5	51.1	51.3	50.3	50.3	53.1
中药III	46.2	46.9	45.8	39.7	43.1	43.5	44.3	42.6	44.7	45.4	44.3	43.9	44.7	43.7	44.5	44.3	46.4	44.5	43.3	43.1	43.7
血液制品	57.9	54.9	59.7	62.2	55.0	54.1	60.6	66.1	54.1	52.6	59.0	51.2	49.6	54.5	49.0	47.5	45.2	46.7	46.6	47.3	48.4
疫苗	48.6	52.1	32.1	34.7	30.9	35.8	41.7	36.1	35.4	57.1	45.0	40.9	41.8	44.3	49.1	49.7	47.2	42.2	42.6	38.0	35.0
其他生物制品	80.7	81.7	83.9	78.5	82.6	77.8	79.8	77.2	79.8	78.4	77.7	76.3	77.7	73.3	75.2	72.9	75.2	77.0	80.7	79.7	77.6
医药流通	12.0	12.5	11.4	12.8	11.6	12.4	11.2	11.0	10.5	11.2	11.0	11.0	10.5	11.1	10.2	11.1	10.3	10.6	9.6	10.1	9.6
线下药店	37.2	37.6	37.5	36.3	35.5	35.6	36.6	34.8	37.0	37.9	36.0	34.0	36.5	35.5	35.4	33.6	35.0	35.3	34.3	32.4	34.2
医疗设备	49.3	49.0	49.0	48.9	53.4	55.8	53.6	45.6	51.3	50.9	52.6	51.1	68.0	53.3	50.7	49.9	53.0	52.1	52.6	50.8	52.0
医疗耗材	50.8	52.2	52.2	53.8	51.6	58.0	61.5	58.5	60.7	59.7	50.4	46.8	44.8	47.2	43.7	42.8	44.8	44.0	41.2	38.9	41.9
体外诊断	57.8	57.8	57.1	56.7	57.4	67.2	67.4	63.9	68.5	67.9	65.9	61.3	67.9	60.1	61.3	54.5	58.6	60.9	62.2	60.5	62.3
诊断服务	31.0	33.8	31.8	32.5	29.3	40.0	38.0	40.2	38.0	36.5	39.6	39.5	41.6	39.8	42.2	34.2	36.7	36.5	36.0	32.9	31.5
医疗研发外包	38.7	39.9	40.9	39.6	35.8	40.5	40.0	40.1	38.1	39.3	40.3	38.6	39.8	41.8	42.0	40.4	41.8	42.8	42.8	38.1	37.3
医院	35.7	39.4	43.5	37.9	8.8	36.9	42.8	43.8	33.0	38.1	44.0	37.1	30.7	35.6	41.7	33.9	37.6	40.5	43.2	37.6	36.6
其他医疗服务	63.1	75.9	71.6	48.0	80.1	77.7	29.4	64.8	83.9	41.9	47.1	46.5	42.6	44.6	49.1	47.6	43.0	43.6	47.1	43.7	41.8

- 整体：与毛利率不同，2024Q1净利率相比2023年有较大提升，显示产品放量中期间费用率有所降低；
- 领域：2023Q4净利率同比下降，仅少数呈现提升（医药流通、体外诊断、医院）；2024Q1呈更大分化，化学制剂、血制品呈净利率提升，其他多数领域净利率呈下降。

表：2019-2024Q1年医药板块各细分领域净利率（%）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
医药生物	9.1	9.1	7.8	-1.5	8.2	11.9	10.8	-0.7	11.3	12.6	9.9	5.4	12.4	10.6	9.1	1.3	8.9	8.5	8.5	0.9	9.3
原料药	12.3	13.2	18.1	3.4	14.7	18.8	14.9	8.5	14.4	16.0	11.9	2.7	13.4	14.5	10.5	6.4	11.1	12.0	8.3	-1.3	10.2
化学制剂	10.9	11.4	7.9	-3.3	11.5	12.7	10.2	-1.6	11.7	10.8	10.3	0.9	9.6	10.3	7.6	1.2	9.9	9.0	8.3	-1.1	15.3
中药III	13.2	11.3	8.5	-6.6	10.4	9.3	9.5	-29.7	10.3	12.9	8.6	14.1	10.4	9.4	8.9	0.8	14.2	11.9	10.4	0.6	13.1
血液制品	27.2	26.3	29.4	21.0	28.0	32.1	31.1	29.9	32.3	30.9	31.2	12.0	27.6	27.9	28.1	19.9	29.2	26.5	27.3	8.5	34.4
疫苗	23.1	24.4	14.3	11.9	9.6	22.0	32.1	13.8	19.4	41.5	29.3	17.7	20.8	18.7	20.2	11.9	22.8	13.8	16.1	3.2	11.6
其他生物制品	27.3	25.7	27.8	13.9	23.7	21.6	17.0	8.1	25.4	23.0	23.3	-20.0	-7.1	-23.1	-14.6	-24.0	-10.8	-6.5	17.8	-17.8	11.0
医药流通	2.7	3.0	2.5	0.9	2.5	3.3	2.8	0.7	2.8	3.3	2.3	0.8	2.3	3.4	2.2	-0.5	2.2	1.9	2.0	0.6	2.1
线下药店	6.8	6.3	5.5	4.6	7.2	7.2	6.4	5.1	7.4	7.0	4.8	3.1	6.0	5.9	4.8	5.2	6.3	5.9	4.6	2.5	5.6
医疗设备	20.5	19.3	17.7	13.2	19.0	28.5	23.8	11.3	22.7	24.5	21.7	15.7	47.2	27.3	27.5	11.8	20.6	23.9	20.6	11.3	19.8
医疗耗材	19.8	20.4	19.4	9.4	19.0	33.2	37.5	21.3	37.2	38.9	21.1	0.1	16.2	17.4	15.5	5.9	14.8	16.1	11.9	1.8	14.8
体外诊断	19.4	20.0	17.1	1.7	19.8	35.7	35.6	23.1	38.4	35.4	32.8	27.5	40.1	33.5	37.8	-4.4	22.4	23.6	16.8	20.4	19.5
诊断服务	6.1	10.1	8.9	3.7	3.4	17.8	16.3	7.6	14.7	15.0	15.8	7.8	18.0	18.5	15.9	-7.3	6.2	5.3	6.2	-7.7	1.1
医疗研发外包	15.2	20.5	20.4	13.6	12.5	38.4	18.7	20.3	31.5	25.9	20.7	26.2	20.8	34.4	25.2	14.9	22.0	27.0	22.1	6.1	14.7
医院	6.6	6.6	13.6	-100.2	-24.7	5.0	13.6	16.8	-0.1	6.9	11.7	-10.9	-1.6	3.5	13.6	-20.4	9.2	10.0	15.4	0.8	7.4
其他医疗服务	-22.0	-25.1	-20.8	88.2	-3.0	3.3	1.6	18.9	5.1	9.0	9.4	10.8	3.7	8.9	11.0	4.7	5.2	9.1	11.7	0.2	5.2

- 整体：2024Q1处历史低位；
- 领域：化学制剂、中药、血制品、流通等领域销售费用率均处历史低位。

表：2019-2024Q1年医药板块各细分领域销售费用率（%）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
医药生物	16.1	16.4	16.2	17.4	15.1	14.2	14.8	14.5	14.1	13.6	14.1	14.7	12.7	13.2	13.8	14.9	13.4	13.9	13.2	14.7	12.4
原料药	13.1	13.3	9.9	9.4	9.0	7.0	9.0	7.5	7.6	6.7	6.8	5.6	5.7	5.9	6.3	6.1	6.3	5.8	6.6	6.9	5.9
化学制剂	30.0	30.9	30.4	30.4	28.5	26.6	29.1	28.1	27.8	26.4	26.7	26.3	24.9	23.8	25.9	26.1	23.7	24.6	23.0	24.3	20.8
中药III	24.2	25.7	25.9	27.9	22.4	23.6	24.5	25.5	23.2	24.3	24.2	25.9	22.5	23.0	24.5	25.3	23.0	23.7	22.9	26.3	21.3
血液制品	13.8	12.5	15.0	18.5	10.4	12.7	19.6	19.8	10.7	10.8	16.5	11.9	9.3	16.7	11.2	10.9	7.7	9.6	7.2	7.1	6.0
疫苗	12.4	16.7	11.1	15.0	8.6	10.9	13.1	13.0	7.9	8.5	7.6	10.8	8.7	13.7	15.3	15.5	12.5	12.3	14.0	14.2	9.1
其他生物制品	36.8	41.0	41.9	42.6	37.2	33.1	31.3	33.0	28.8	30.5	29.3	38.3	35.9	39.8	35.4	37.2	33.6	34.3	30.9	38.3	32.8
医药流通	5.2	5.1	4.9	5.6	4.9	5.0	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6	4.4	4.3	4.4	4.3	5.1	4.3	4.3	3.8	4.4	3.8
线下药店	24.0	24.3	25.4	24.8	22.3	21.5	23.7	23.4	23.3	24.5	25.2	24.1	23.9	23.4	24.0	19.8	22.2	23.0	23.3	22.8	22.5
医疗设备	16.6	16.9	18.4	18.8	17.1	13.9	14.4	13.7	14.5	12.9	14.0	15.9	7.5	13.0	14.6	16.4	13.9	14.5	14.8	17.7	14.9
医疗耗材	15.7	15.5	16.5	21.2	15.8	10.1	10.0	8.4	8.6	9.7	12.7	16.0	12.1	12.6	14.7	16.1	13.7	15.2	13.1	14.8	12.3
体外诊断	17.9	17.7	18.6	20.9	18.2	13.0	14.2	18.6	13.9	13.3	15.5	14.8	11.4	12.4	10.0	14.5	15.9	21.4	21.4	21.3	17.8
诊断服务	10.1	9.6	9.7	12.2	10.4	9.5	9.5	10.8	9.7	9.3	9.4	12.1	9.1	7.0	10.4	13.6	11.6	12.0	13.1	15.8	11.6
医疗研发外包	3.3	3.1	2.9	3.2	3.5	3.2	2.9	3.2	3.1	3.1	2.4	2.8	2.5	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6	2.9	3.0
医院	11.6	11.9	11.7	13.9	12.6	12.2	10.7	12.2	12.5	11.8	11.5	11.4	10.7	10.5	10.5	12.9	10.5	11.0	10.6	12.0	10.5
其他医疗服务	23.8	29.9	28.7	22.6	40.1	36.5	15.9	16.5	38.3	15.0	16.4	14.9	19.5	18.6	17.5	18.4	19.8	19.6	18.3	20.3	21.2

资本支出强度：延续2023年趋势，中药、化药、流通、医院进入新周期

- 原料药、血制品、疫苗、CXO、药店、设备等资本开支强度处高位：考虑验证周期，分化成为下阶段的主旋律。
- 中药、化学制剂、医药流通、医院等领域资本支出强度明显下降：以上领域同步呈现的运营效率提升，业绩弹性提升成为下个阶段的主旋律。

表：2014-2023年医药板块各细分领域资本支出/折旧和摊销

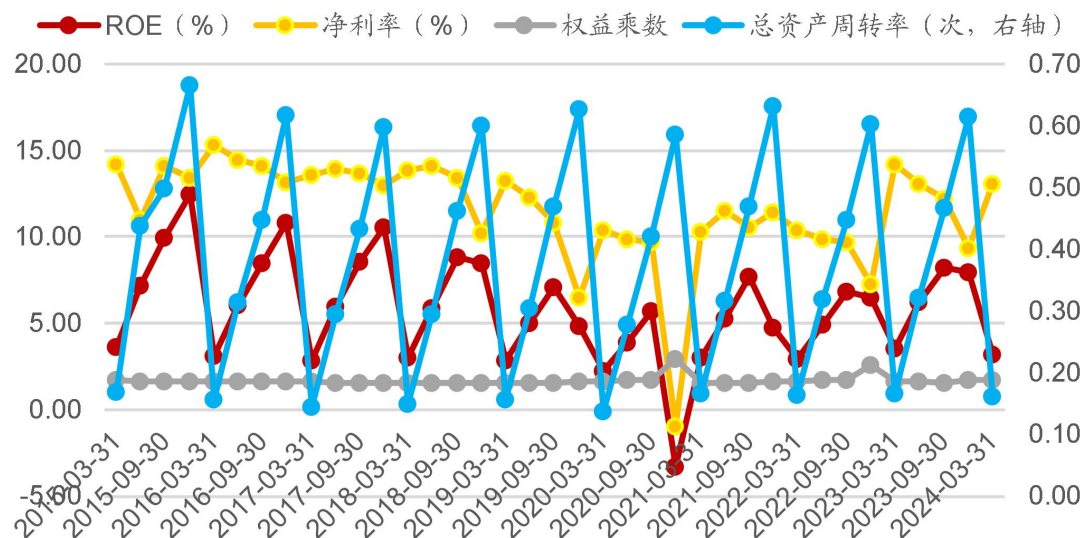
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
医药生物	2.6	2.4	2.3	2.4	2.5	2.3	2.3	2.8	2.5	2.1
原料药	2.7	2.5	2.0	1.8	2.8	2.5	2.1	2.1	2.3	1.8
化学制剂	2.6	2.1	2.1	2.3	2.0	1.9	2.0	2.1	1.9	1.6
中药Ⅲ	2.6	2.4	2.6	2.5	2.6	2.1	1.9	1.8	1.4	1.3
血液制品	2.2	1.8	1.8	1.4	1.5	1.9	2.9	3.7	3.9	3.2
疫苗	3.5	4.3	3.6	4.1	4.2	3.4	4.3	5.9	4.0	3.4
其他生物制	2.0	2.9	2.7	2.4	4.5	3.1	3.0	4.1	4.5	4.2
医药流通	2.9	2.7	2.8	2.6	2.3	2.3	1.9	2.1	1.7	1.7
线下药店	3.3	4.0	3.8	5.1	5.3	3.9	4.3	5.3	4.0	4.4
医疗设备	5.5	4.1	3.1	3.1	2.8	2.4	2.5	2.9	3.3	3.7
医疗耗材	1.6	1.7	1.7	3.0	3.7	3.2	4.7	5.7	2.8	2.2
体外诊断	1.9	2.5	3.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.9	3.8	2.6
诊断服务	4.6	3.5	3.7	2.5	1.7	1.3	1.5	1.9	2.2	2.2
医疗研发外	0.7	0.9	1.2	2.3	3.8	3.3	3.6	5.3	6.0	3.2
医院	2.0	4.2	2.4	3.9	2.8	3.7	2.0	2.4	1.9	1.8
其他医疗服	0.1	2.7	1.2	0.4	1.8	0.5	1.3	1.2	2.0	0.9

02

子领域分析

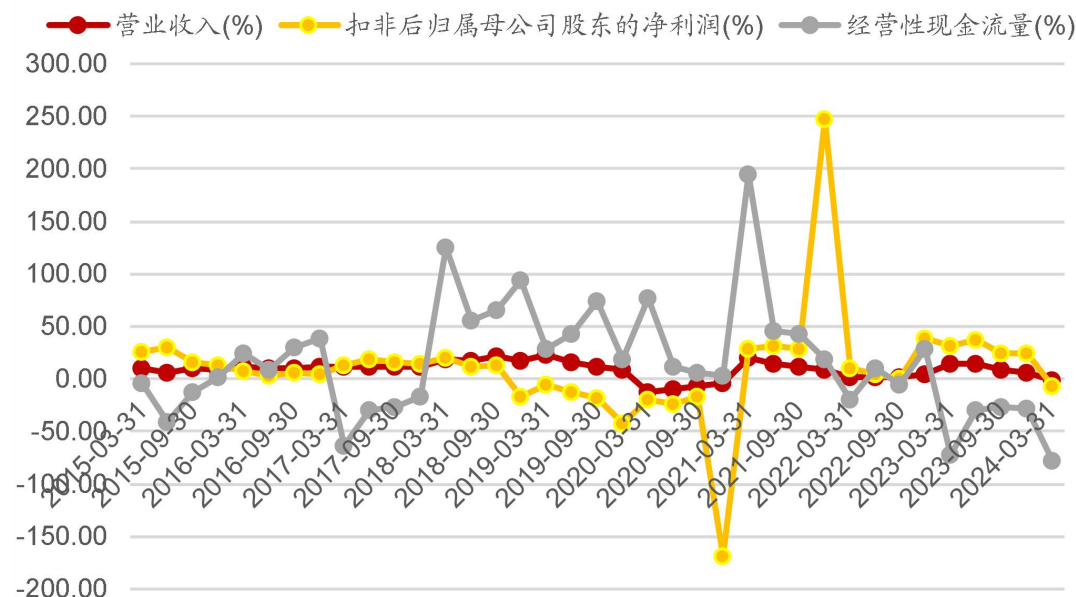
- 2024Q1净利率维持高位、高基数成长分化：**2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为5.9%、23.9%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-0.8%、-6.8%，2024Q1中药板块74家公司中，34家呈现净利率提升（2023年：36家），广誉远、珍宝岛（扭亏）、奇正藏药、陇神戎发、盘龙药业、江中药业、佐力药业、方盛制药、天士力（集采或业务调整）、济川药业、马应龙、寿仙谷、羚锐制药、东阿阿胶（渠道优化）、云南白药、千金药业、昆药集团、同仁堂（央国企提质增效）等公司带动板块净利率提升，同时我们也发现很多公司的成长性和呼吸系统疾病药物销售相关，显示流感等因素对业绩的正向影响。我们认为中药板块随着产品及渠道优化、资本支出下降，业绩快速增长持续性可期。

图：2015-2024年中药板块ROE变化情况



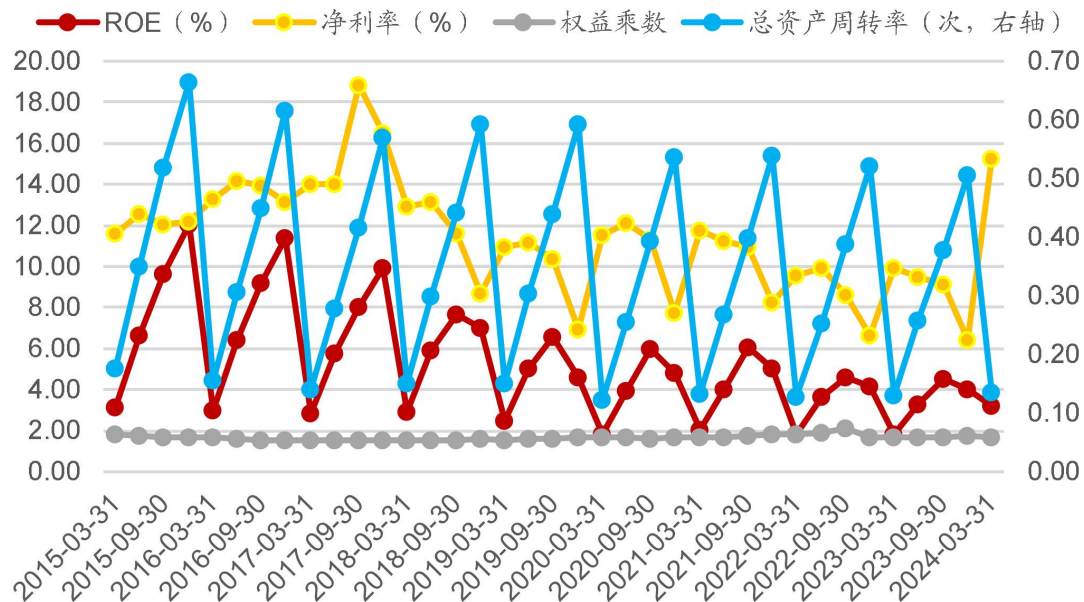
数据来源：wind，浙商证券研究所 注：图中ROE指的是扣非后ROE

图：2015-2024年中药板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)



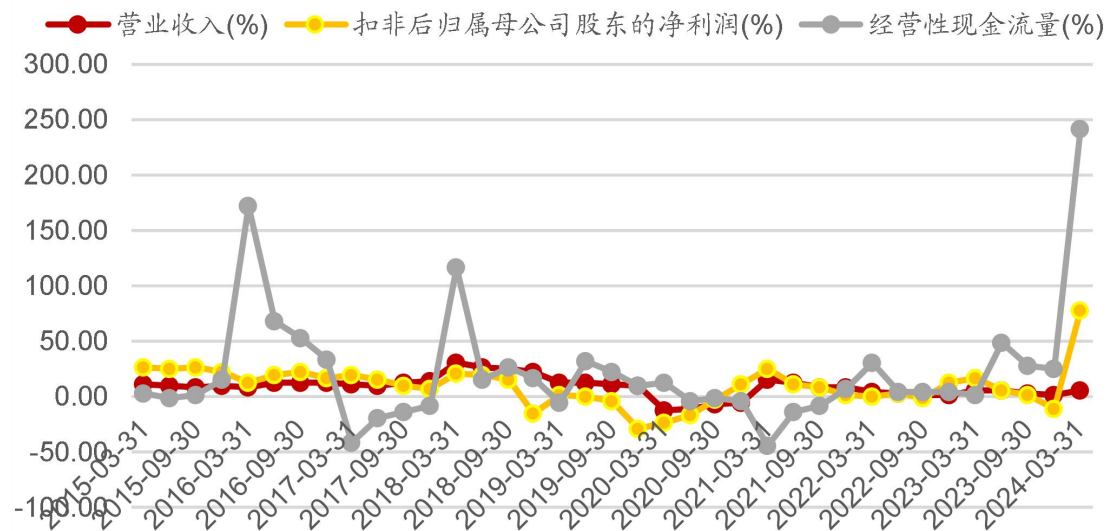
- 2024年净利率明显提升，现金流改善：** 2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为1.2%、-10.5%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为5.2%、77.8%，化学制剂板块56家企业呈现净利率明显提升（占比接近50%），主要是受创新产品商业化放量的同时加强费用管控（艾力斯、贝达药业、九典制药、兴齐眼药）、集采或调整业务结构降本增效（国药现代、圣诺生物、东诚药业、川宁生物、金城医药、宣泰医药、福元医药）、资产处置归核聚焦（景峰医药、誉衡药业）等因素影响，另外，我们发现在经营提效的同时，2023年以来现金流得到明显改善。我们认为化药制剂板块随着资本支出强度下降、新产品放量及集采过程中降本增效等因素影响，业绩恢复增长趋势有望延续。

图：2015-2024年化学制剂板块ROE变化情况



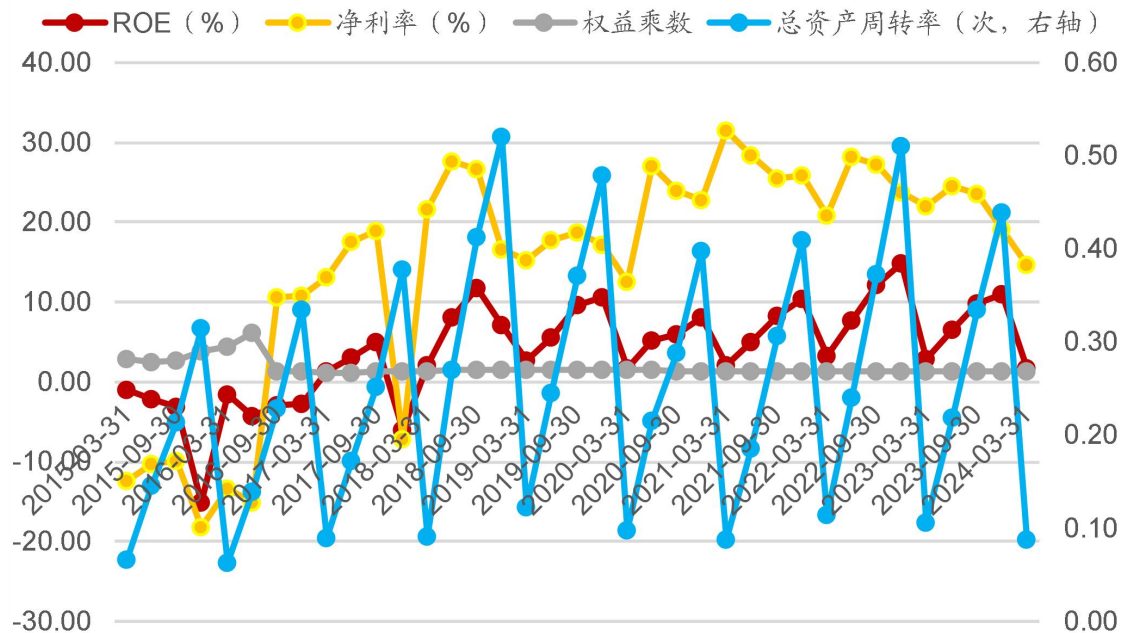
数据来源：wind，浙商证券研究所 注：图中ROE指的是扣非后ROE

图：2015-2024年化学制剂板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

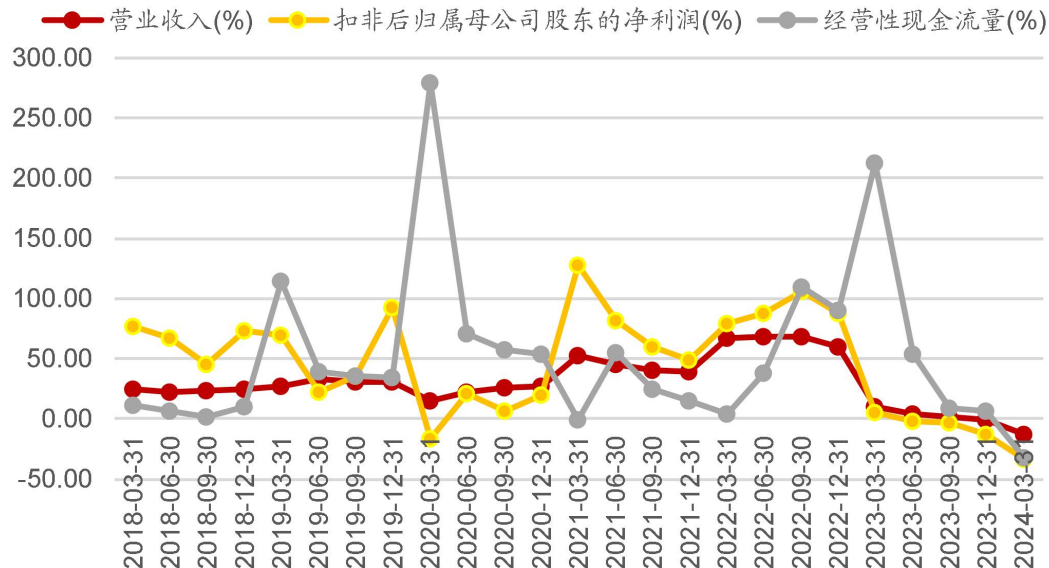


- 新增订单趋势向好，驱动行业触底逐步恢复：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为-0.9%、-13.2%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-12.3%、-33.2%，经历新冠大订单消化、产能快速扩张、贸易摩擦、投融资增速趋缓等因素影响，部分公司业绩下滑，随着新冠订单执行结束、2023年下半年以来海外投融资逐步趋暖、国内创新药商业化推进，我们认为CXO有望逐步触底，新增订单趋势向好，仿制药CXO景气持续性有望超预期，我们看好泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、百诚医药、阳光诺和等。

图：2015-2024年CXO板块ROE变化情况

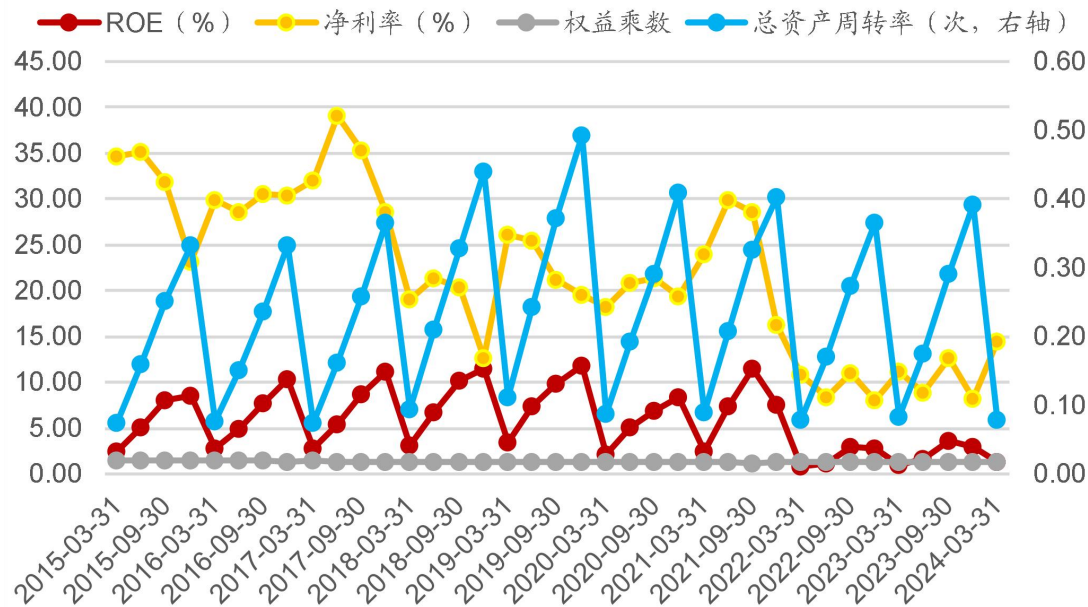


图：2018-2024年CXO板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速（%）

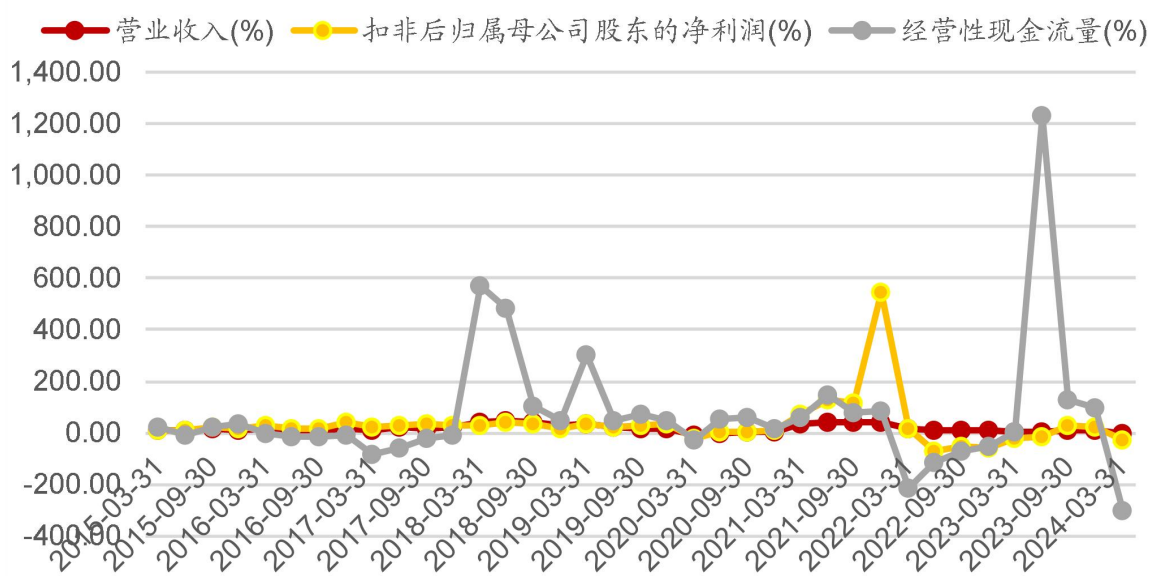


- 净利率处仍处低位，**24Q1略有恢复**：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为13.0%、20.9%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-4.4%、-29.2%，创新产品授权或商业化放量（疫苗：康华生物、百克生物，生物药：三生国健、特宝生物，血制品：神州细胞、天坛生物）、消化集采影响后快速增长或自身提质增效（安科生物、派林生物）、资产剥离聚焦主业（博雅生物）。

图：2015-2024年生物制品板块ROE变化情况

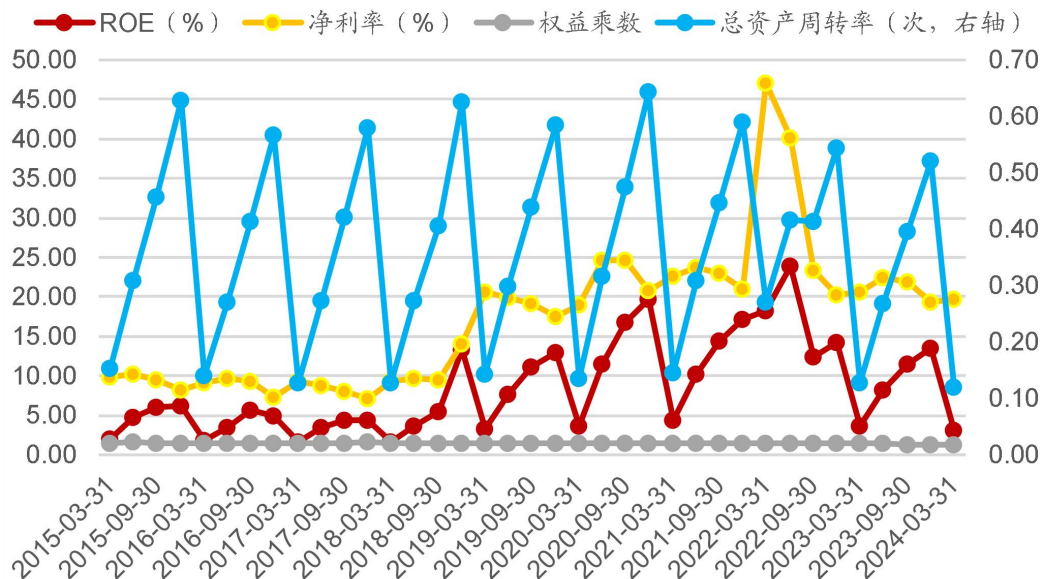


图：2015-2024年生物制品板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

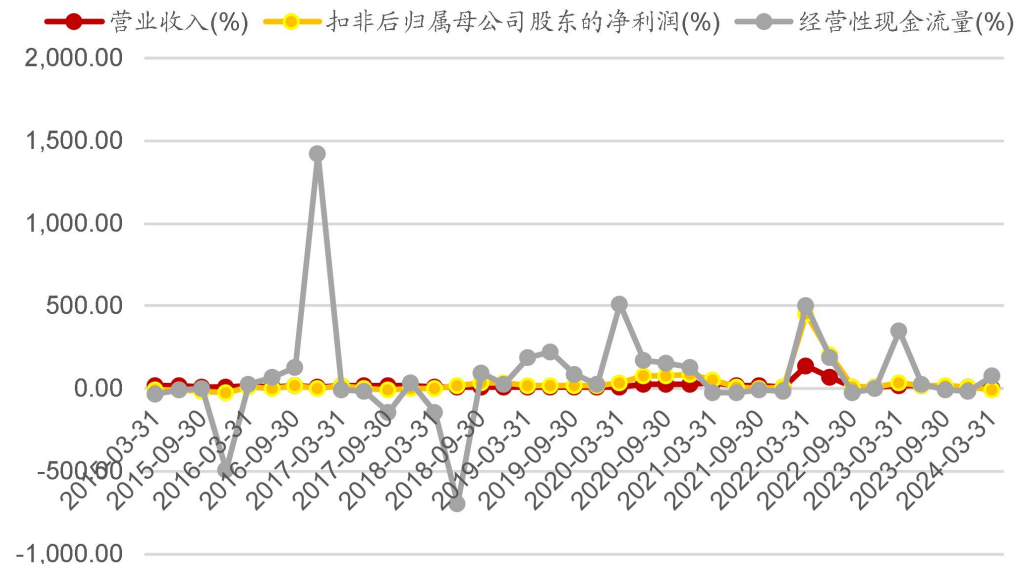


- 较高且稳定的净利率水平，但收入增速放缓导致ROE处低位：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为8.8%、8.3%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-1.7%、-9.6%，是该板块2028年以来这两个指标均呈现负增长，内镜、康复、家用器械等领域保持持续景气，超声受反腐影响，增速放缓，医疗设备的龙头公司保持较稳定的净利率水平（迈瑞医疗、联影医疗、麦澜德、祥生医疗、海泰新光等），但同时因为短期医疗政策、下游客户去库存（呼吸机）影响下收入增速放缓、新产品/新区域市场拓展（费用率提升），部分公司净利率下降。

图：2015-2024年医疗设备板块ROE变化情况

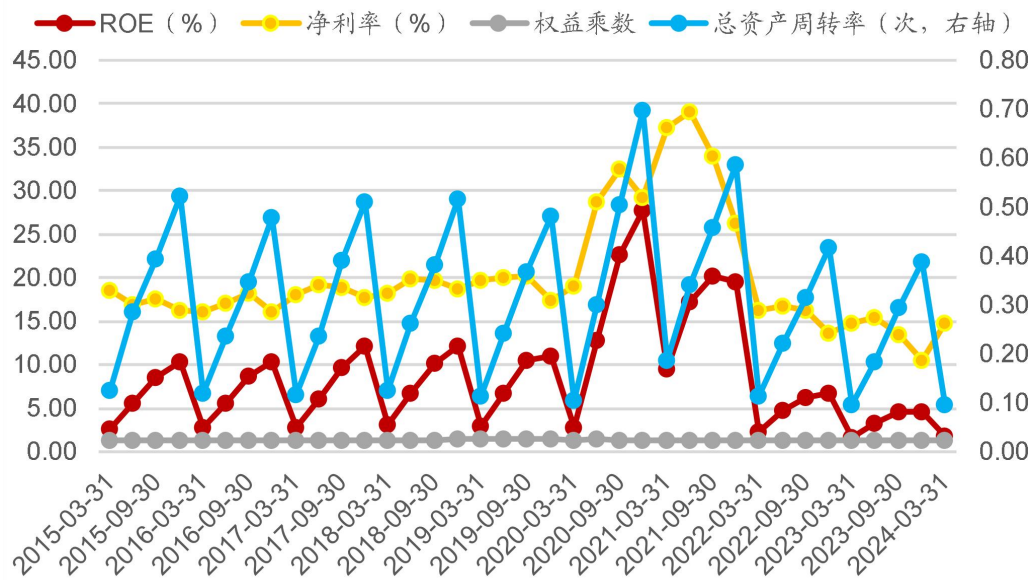


图：2015-2024年医疗设备板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)



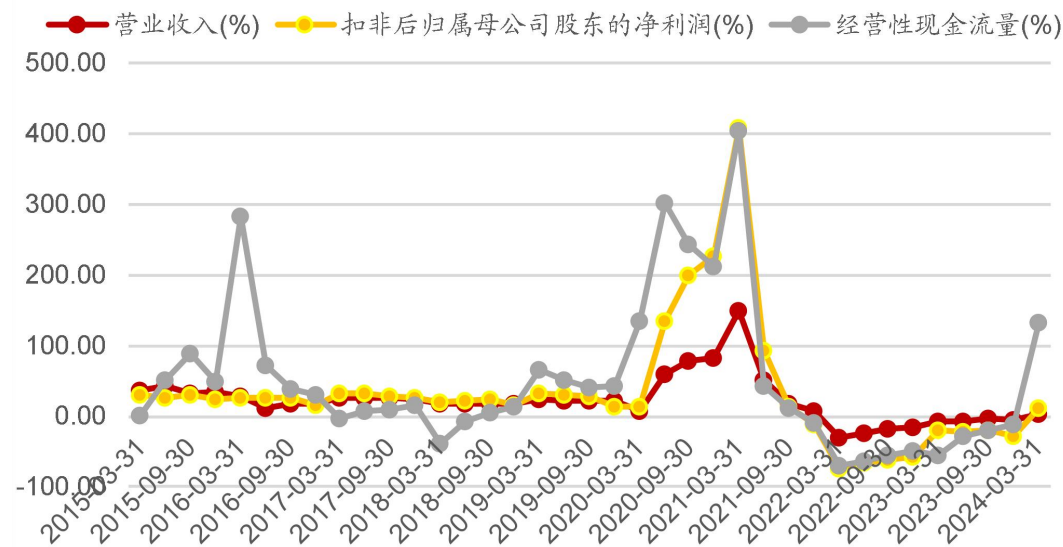
- 连续8个季度收入负增长后，**2024Q1实现收入、利润正增长**：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为-4.3%、-28.0%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为2.3%、11.7%，随着导管等产品集采执行、高端产品的放量、2023Q1低基数叠加2023年海外去库存影响（微电生理、爱博医疗、英科医疗、蓝帆医疗、洁特生物、惠泰医疗、健帆生物、心脉医疗、赛诺医疗、拱东医疗），但同时我们也留意到骨科耗材依然面临集采带来的价格影响周期中（春立医疗、威高骨科、凯利泰、正海生物、三友医疗）等。

图：2015-2024年医疗耗材板块ROE变化情况



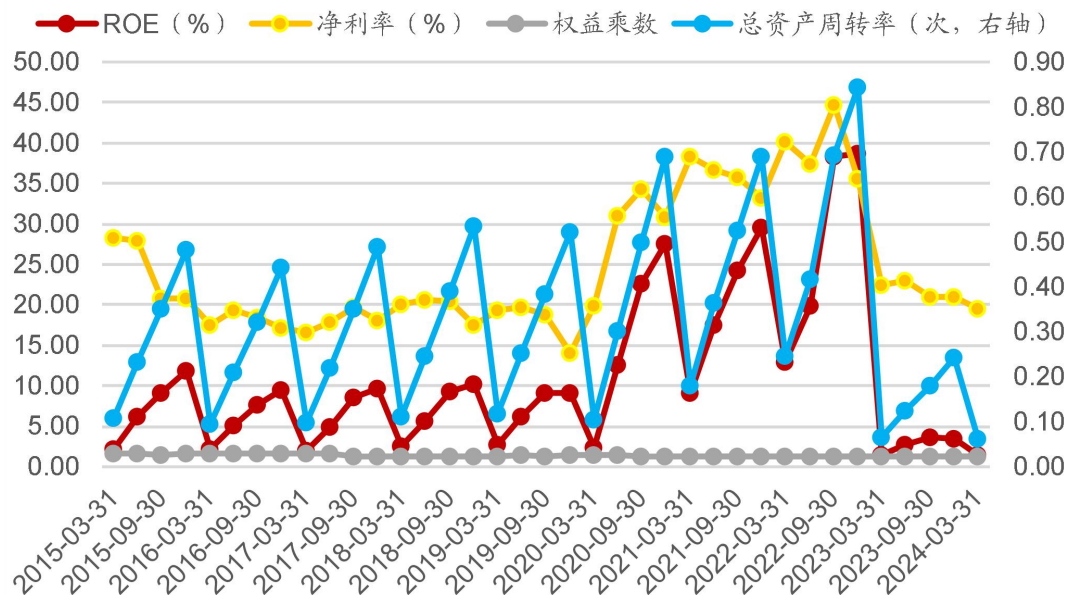
数据来源：wind，浙商证券研究所注：图中ROE指的是扣非后ROE

图：2015-2024年医疗耗材板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)



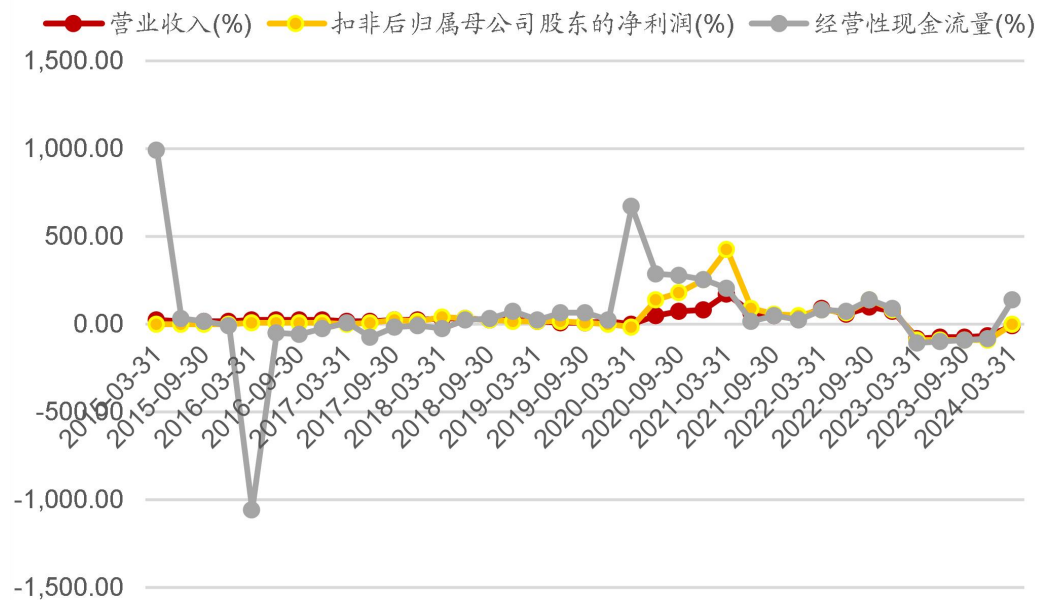
- 新冠检测基数消化，**2024Q1**随着新产品、海外拓展，业绩增速逐步恢复：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为-67.1%、-89.7%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-11.4%、0.08%，流感影响下，部分公司多产品矩阵、海外市场拓展，有效对冲2020-2022年的高基数，实现收入快速增长（英诺特、圣湘生物、迪瑞医疗、博拓生物）、2023年下半年以来诊疗逐步修复带来业绩快速增长（新产业、安图生物）、肿瘤检测也随着新产品、海外市场拓展迎来快速增长（艾德生物）。

图：2015-2024年体外诊断板块ROE变化情况



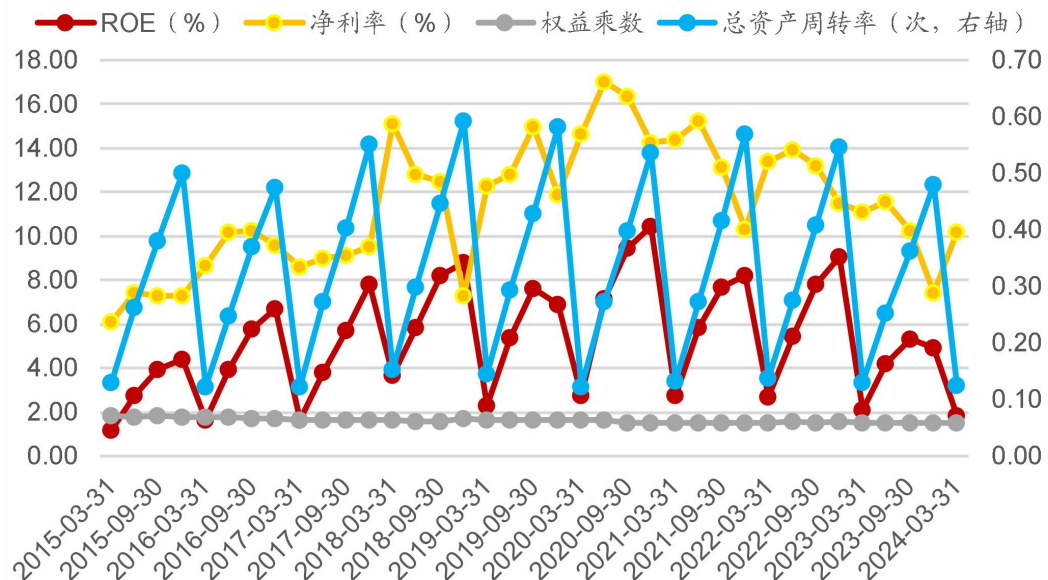
数据来源：wind，浙商证券研究所 注：图中ROE指的是扣非后ROE

图：2015-2024年体外诊断板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

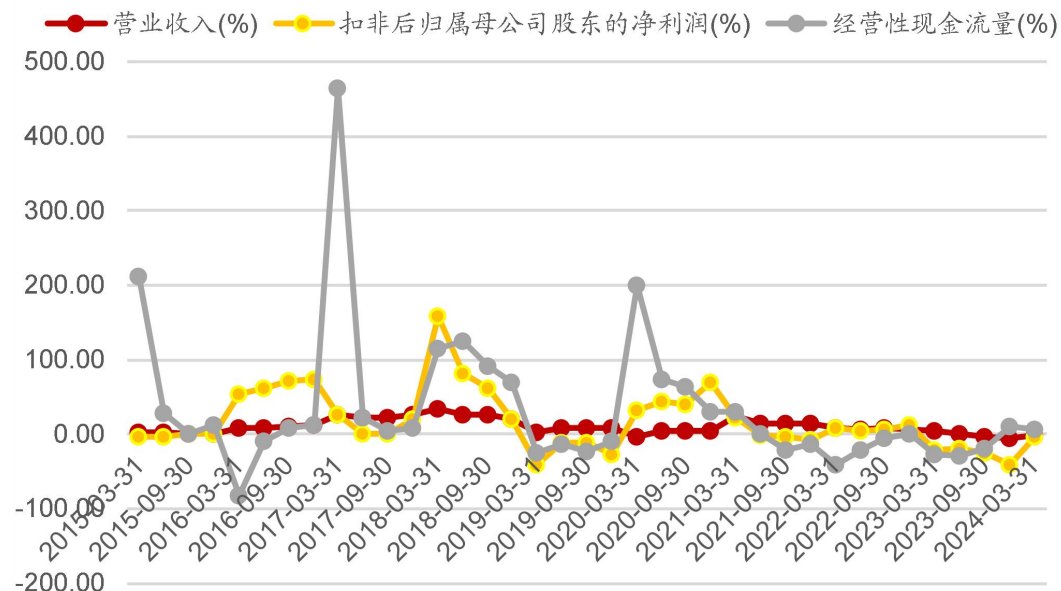


- 2024Q1在低基数下业绩增速下滑趋势收窄：**2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为-4.2%、-40.3%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-0.44%、-2.24%，原料药行业经过2021年以来的增速下滑，部分产品竞争格局优化，产品价格弹性体现、新产能逐步释放，同时叠加汇兑影响、产业链一体化优势，业绩弹性逐步体现（共同药业、海翔药业、海普瑞、奥锐特、司太立、仙琚制药），同时，我们也发现部分公司资产处置、聚焦主业带来营运效率提升、业绩弹性释放（溢多利、永安药业），原料药板块中部分生命科研类公司消化流感类产品基数后，也逐步迎来快速增长（纳微科技）。

图：2015-2024年原料药板块ROE变化情况

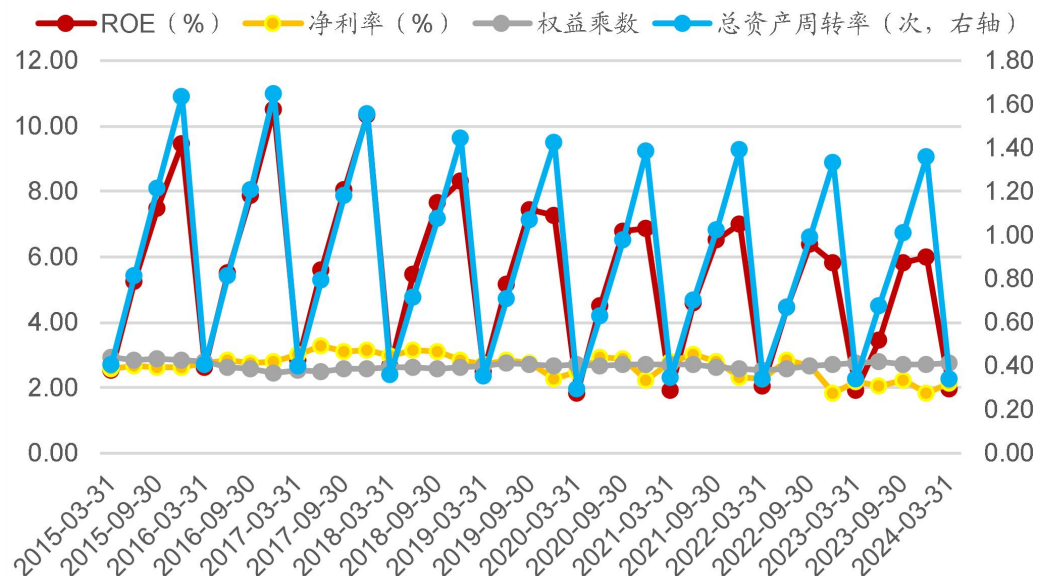


图：2015-2024年原料药板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

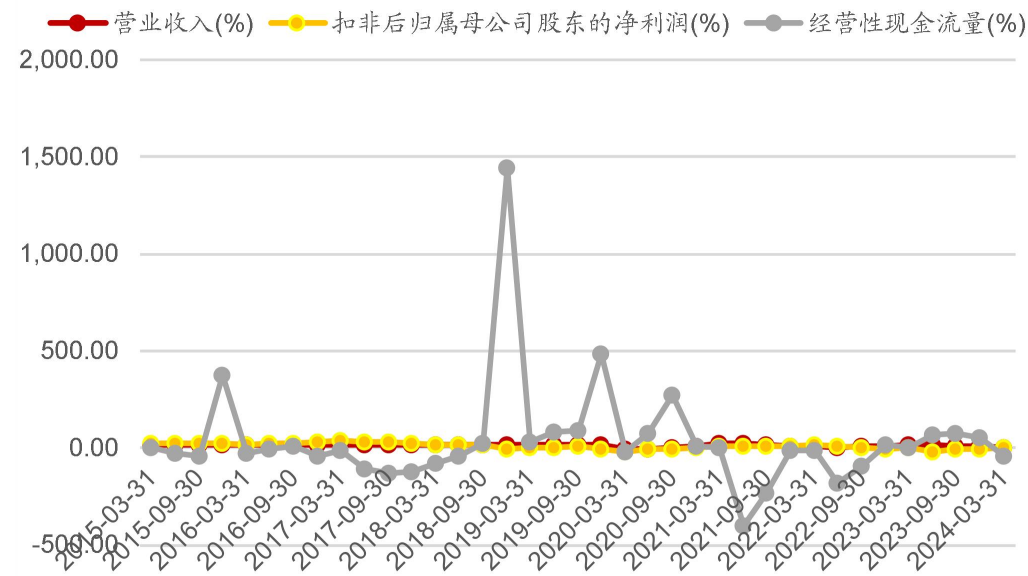


- 高基数下增速放缓，诊疗常态化有望驱动板块稳定增长：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为7.4%、-2.3%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为0.1%、-1.1%，除2020年上半年外，过去十年收入增速的最低水平，我们认为这和2023Q1流通公司高基数有关（集中执行医疗物资保障项目），比如中国医药等，随着诊疗正常化、新业态拓展（CSO）、资本支出持续下降趋势延续，流通板块的业绩弹性有望逐步体现。

图：2015-2024年医药流通板块ROE变化情况

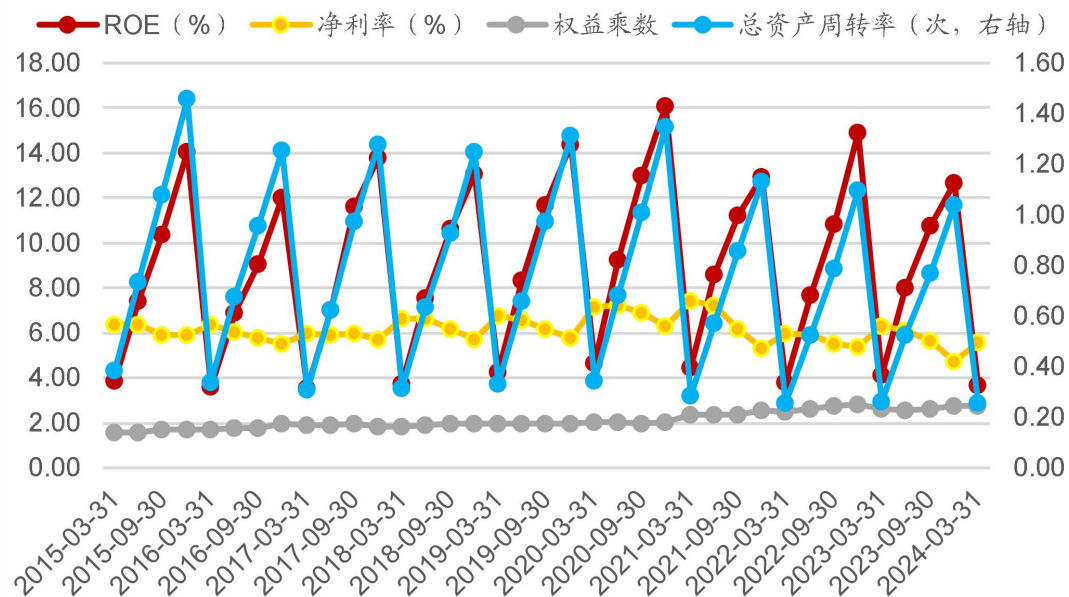


图：2015-2024年医药流通板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

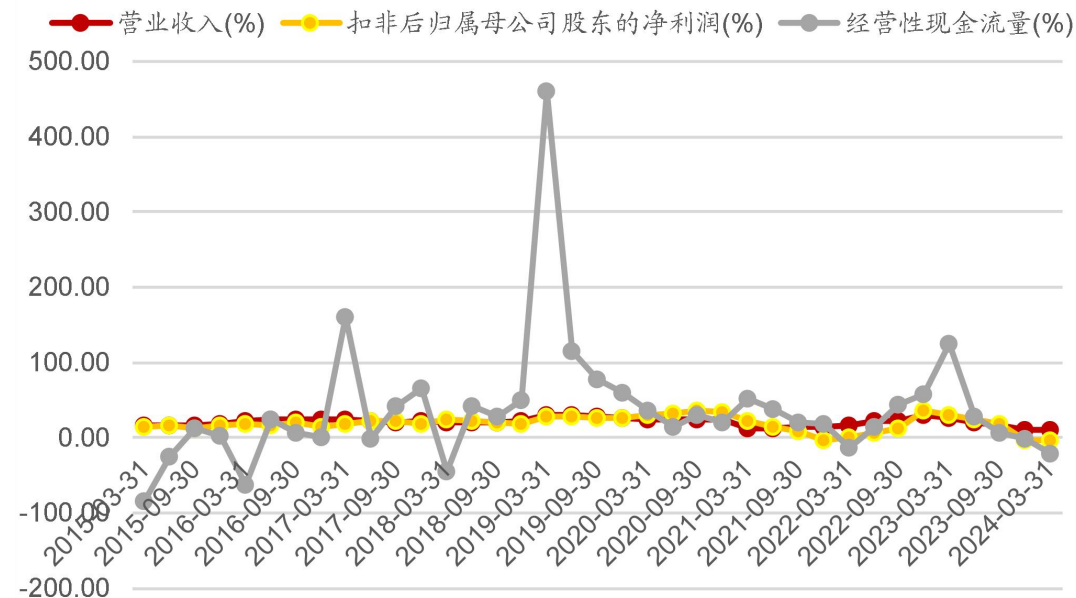


- 持续稳健增长：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为10.8%、-2.4%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为11.4%、-3.3%，药店公司业绩保持稳健增长的态势，诊疗常态化、处方外流趋势对行业需求的正向影响持续，供给端行业集中度持续提升，龙头公司有望快速稳健增长。

图：2015-2024年连锁药店板块ROE变化情况

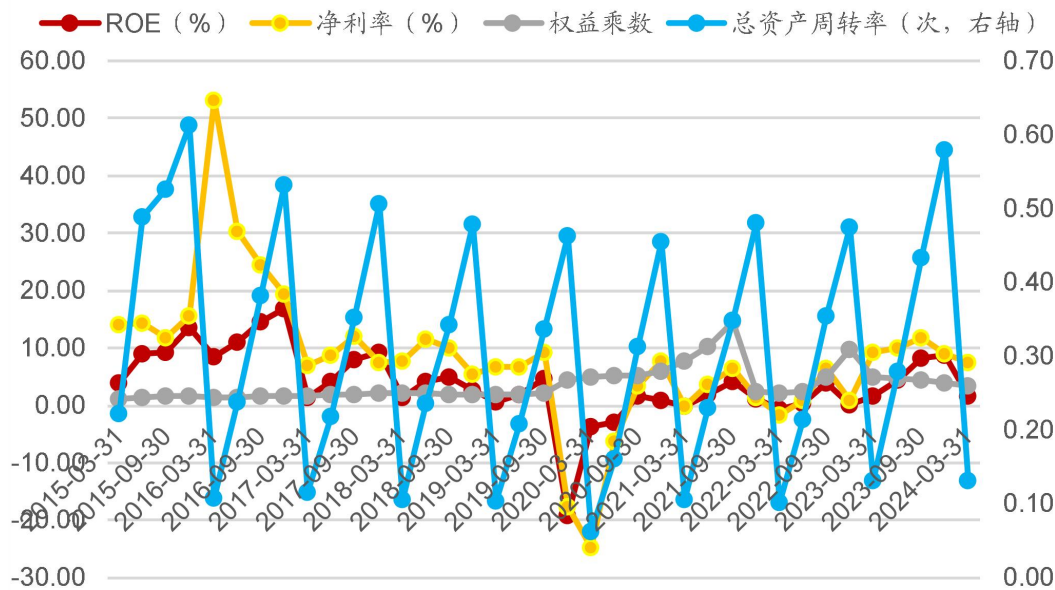


图：2015-2024年连锁药店板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

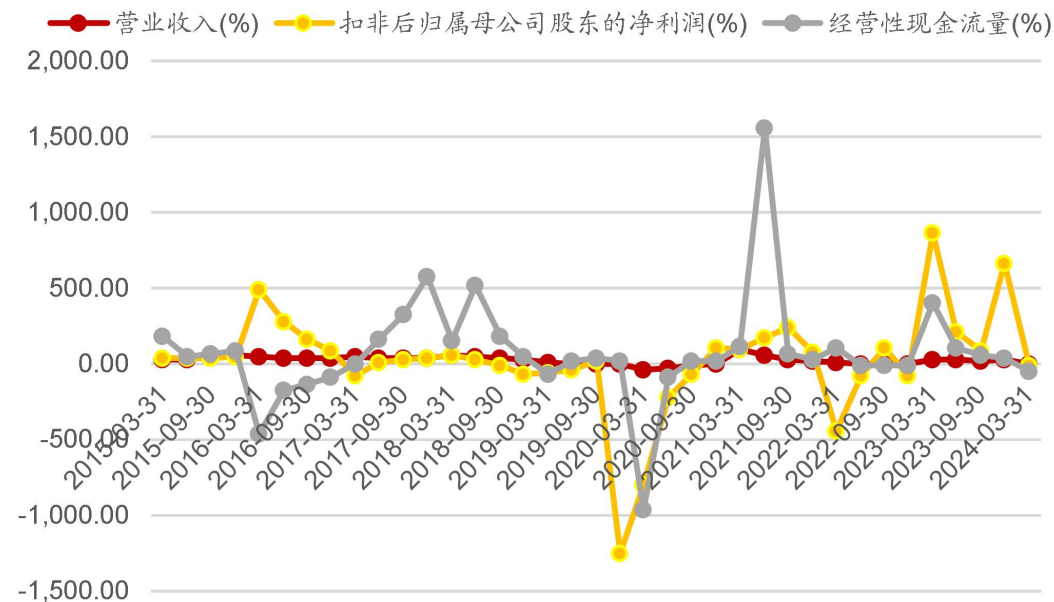


- **高基数下承压：**2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为27.2%、664.7%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为2.1%、-8.9%，医院收入增长依然和消费呈较强的相关性，经历2022年低基数，2023年收入增速呈明显的加速，2024Q1增速趋缓，但我们要留意到眼科等刚性领域受益于相关手术渗透率的提升，2024Q1的业绩下滑更多受择期手术高基数影响，我们认为随着诊疗正常化、医院综合实力提升，收入增长带来规模效应，利润加速增长。

图：2015-2024年医院板块ROE变化情况

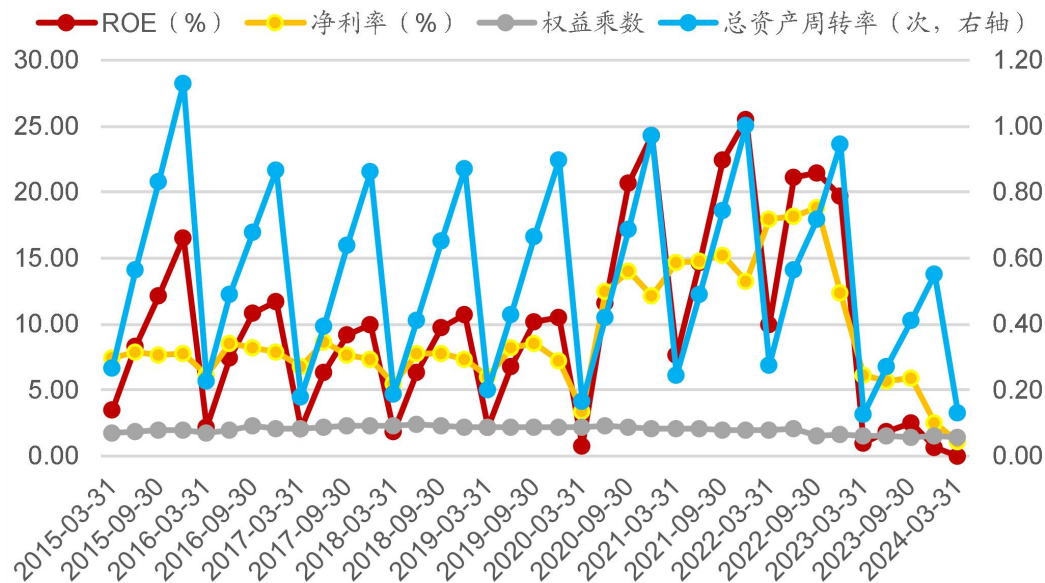


图：2018-2024年医院 板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

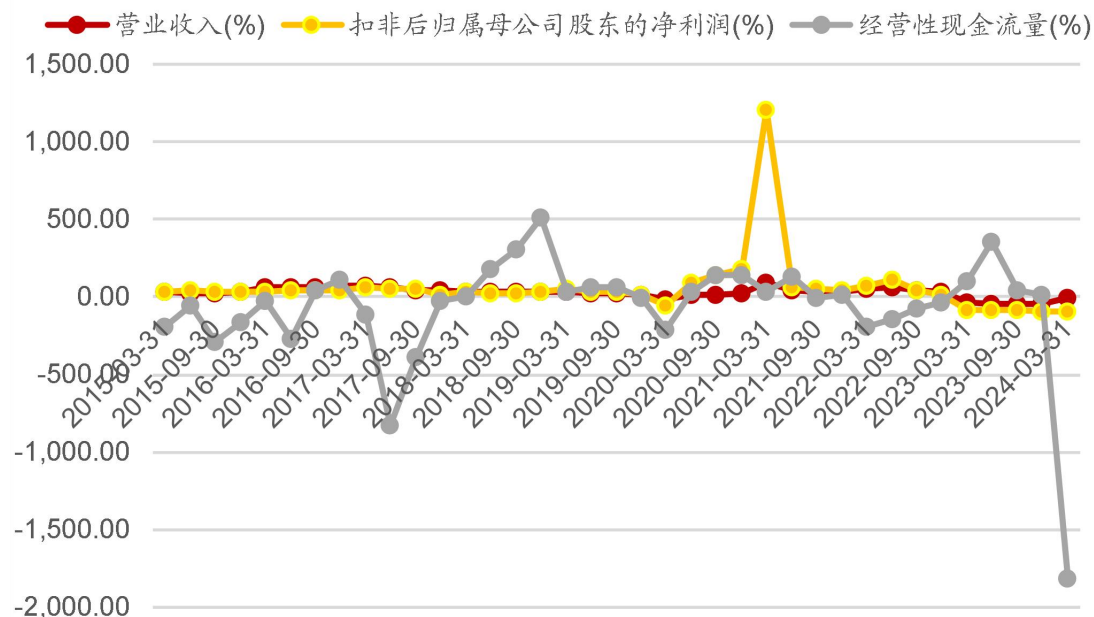


- 信用减值损失影响，业绩短期承压：2023年板块收入、扣非后净利润同比分别为-39.8%、-96.7%，2024Q1收入、扣非净利润同比分别为-9.2%、-97.6%，该板块业绩呈持续下滑趋势，主要是受外部环境和信用减值影响，我们认为随着回款逐步改善，业绩有望逐步触底回升（金域医学、迪安诊断）。

图：2015-2024年诊断服务板块ROE变化情况



图：2018-2024年诊断服务板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)



数据来源：wind，浙商证券研究所 注：图中ROE指的是扣非后ROE

03

投资建议

- **推荐院外、新业态、创新药械等方向。**国内医药行业处于供给侧改革的深水区，创新、升级、渠道结构变化，成为主要方向，这个过程中，医院院外产品更受益于老龄化加速趋势、创新药械鼓励性政策影响下进入兑现期，更重要的是，随着医疗环节改革的深入，我们判断医药价值链也将发生比较大的重构，这个过程中，处方外流、医药CSO、各环节集中度提升成为必然趋势，也将呈现更多的投资机会。
- ✓ **院外：**中药、药店、家用及康复器械：东阿阿胶、华润三九、羚锐制药、济川药业、同仁堂、康缘药业、益丰药房、老百姓、健之佳、鱼跃医疗、翔宇医疗等；
- ✓ **创新药械：**迪哲医药、泽璟制药、康方生物、荣昌生物、科伦药业、恩华药业、九典制药、泰格医药、药明康德、迈瑞医疗、联影医疗、海尔生物、新华医疗、新产业、亚辉龙等；
- ✓ **医药新业态：**百诚医药、百洋医药、上海医药、阳光诺和、华东医药等。

04

风险提示

- **行业政策不确定性风险：**医药行业是政策强监管行业，这是基于医药产品的特殊性，特别是产品使用的信息不对称性决定的，2018年以来药品集采、谈判、高值耗材集采等，都对医药产品的定价带来比较大的影响，而2024年随着DRG/DIP等政策的推进、医保监管水平的提升，医药政策依然存在不确定性，这一点也会给企业产品立项、营销策略确定等方面带来影响，进而带来业绩的不确定性，但我们认为政策的导向无疑是创新升级，真正的创新药械，必然引领行业走向，进而惠及病患，实现商业价值最大化；
- **产品研发失败的风险：**随着药监、医保对于创新药械产品的鼓励，国内创新药械不断涌现，但基于创新药研发结果具备不确定性，因此存在创新药研发失败的风险，也会影响投资者对于相关公司价值的判断；
- **贸易摩擦持续的风险：**创新药械、原料药、医疗耗材、医药CXO等领域多存在出口，而贸易摩擦的持续，必然会导致对于相关公司出口业务的表现带来不确定性的风险。

医药板块子领域资产属性划分：基于各细分领域“流动资产/总资产”比例分析，我们发现多数子领域因为底层驱动、商业模式决定，该比例处于相对稳定的区间，少数领域有趋势波动，比如线下药店随着IPO后资产扩张速度角奎，显示从“轻资产”到“重资产”的属性切换。

表：2014-2023年医药板块各细分领域流动资产/总资产比例变化（%）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
医药流通	80.3	80.7	80.2	79.6	80.3	79.3	79.1	77.5	79.2	80.3
诊断服务	72.2	59.0	53.9	51.8	58.0	62.6	65.7	69.2	75.2	68.9
医疗设备	64.6	57.3	60.8	58.0	59.0	61.4	61.4	62.2	69.5	63.4
其他生物制品	60.3	59.0	61.0	63.3	58.0	57.3	52.1	62.1	59.1	58.7
中药III	60.4	59.8	60.0	61.9	62.9	65.4	63.0	62.5	59.0	58.3
医药生物	58.5	58.0	58.1	59.4	59.4	58.7	59.0	59.1	59.4	57.9
体外诊断	59.1	56.9	54.8	59.7	55.4	54.8	65.8	68.8	66.1	57.6
疫苗	44.2	41.7	46.2	53.6	60.0	36.0	43.2	55.7	56.4	55.7
化学制剂	48.9	47.3	49.2	48.2	47.8	48.3	50.1	50.4	51.3	49.6
线下药店	74.2	66.0	68.2	66.7	58.7	59.5	63.8	46.1	51.1	49.5
医疗研发外包	27.0	31.1	37.3	39.1	50.1	45.7	50.8	51.7	46.6	48.8
原料药	46.5	46.0	44.0	48.0	46.2	44.0	46.5	46.8	48.0	46.8
血液制品	38.4	43.4	47.1	56.7	54.7	56.4	42.7	45.3	41.9	41.6
医院	47.7	51.5	43.1	40.2	30.9	32.7	35.1	31.6	36.7	35.0

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>