

行业评级：看好（首次）



证券研究报告 | 行业专题

医药生物

2024年5月6日

底部拐点或已现，布局正当时

2023年报和2024一季报总结

证券分析师

姓名：刘闯

资格编号：S1350524030002

邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

姓名：李强

资格编号：S1350524040001

邮箱：liqiang01@huayuanstock.com

一、二级市场表现：

- ✓ **医药深度回调，目前处于底部。** 2023年初至今医药指数波动较大，整体处于震荡向下趋势，2023年指数全年下跌约7%，2023年至今更是下跌超过16%，2024年至今指数下跌约9%，其中23Q3回调幅度较大，24Q1指数大幅波动。从历史水平看，医药板块目前动态估值为27倍（TTM），处于近十年的底部位置。
- ✓ **细分子版块：中药和化学制剂板块表现较好。** 生物医药各子版块来看，2023年初至今（2024年4月30日），中药和化学制剂板块回调较小，涨跌幅分别为-0.7%和0.34%；医疗服务和生物制品板块回调较多，涨跌幅分别为-45.1%和-23.4%。估值方面，目前化学制剂板块估值相对较高，达到37倍PE，化学原料、医疗器械和中药估值也在30倍PE上下，医疗服务、生物制品和医药商业估值相对较低。

二、资产配置：

- ✓ **公募基金医药季度持仓快速变动，2024Q1持仓比例处于低位。** 配置方面，2023年医药受政策影响较大，2023Q1至2024Q1季度间医药持仓比例波动显著，持仓分布亦有较大变化。截至2024Q1，A股医药公司总市值为6.14万亿元，占A股总市值7.0%医药行业，整体市值处于历史低位水平，公募基金的医药重仓合计市值为3728亿元，占公募基金总重仓占比11.0%，环比减少2.6pct，剔除医药基金，公募基金医药持仓比例7.9%，环比减少2.2pct，处于历史较低位置。**2024Q1公募基金持仓增加的前五大个股分别是：**东阿阿胶、科伦药业、恒瑞医药、鱼跃医疗、惠泰医疗。**公募持股市值减少前五大个股：**药明康德、智飞生物、药明生物、爱尔眼科、同仁堂。

三、医疗活动及医保情况：

- ✓ **2023年诊疗人次复苏显著。** 截止2023年8月，全国诊疗人次累计达到27.5亿人次（2022年同期为26.7亿人次），全国出院人次累计达到1.6亿人次（2022年同期为1.4亿人次），随着疫情后医疗需求复苏，2023年医疗活动相比2022年显著提高。
- ✓ **医保结余持续增长：** 2023年，医保总收入、总支出分别为33355.16亿元、28140.33亿元，增速分别为7.9%和14.4%，2023年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，为近四年来首次支出增速大于收入增速，但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，预计2023年医保结余仍然有所增长。

四、宏观数据：

- ✓ **行业数据：** 2023年，中国医药制造业累计收入达2.25万亿，同比下降3.2%；医药制造业累计利润为3473亿元，同比下降19.0%，我们判断下半年医药行业反腐有一定影响。2024Q1中国医药制造业累计收入达0.61万亿，同比下降9.8%；医药制造业累计利润为823亿元，同比下降7.8%。
- ✓ **上市公司数据：** 2023年458家医药公司实现营收2.5万亿元，同比增长0.8%，共实现归母净利润1616.9亿元，同比下降21.7%；2024Q1实现营收6314.9亿元，同比下降0.1%，实现归母净利润560.3亿元，同比增长4.0%。

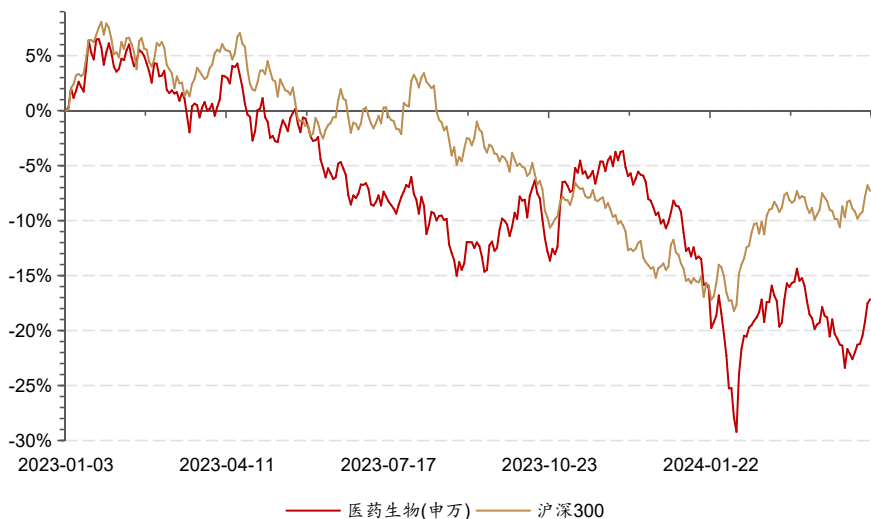
细分赛道：分化显著，创新药+中药+血制品表现较好

- **创新药**：国内创新药企业已大面积走过研发周期，正逐渐迈入商业化周期。A股中有产品商业化的Biotech2023年收入端表现较好，已有部分企业突破盈亏平衡点，业绩实现了非线性快速释放。
- **中药**：2023年营收365.6亿元，同比增长6.1%，归母净利润360.9亿元，同比增长24.3%；2024Q1营收996.2亿元，同比下滑0.8%，归母净利润128.1亿元，较去年同期高基数下滑8.2%，其中清热解毒类品种和国企改革类公司表现较为亮眼。
- **医疗器械**：2023年营收2238亿元，同比下滑28.6%，归母净利润359.7亿元，同比下滑55%；2024Q1营收557.4亿元，同比下滑1.8%，归母净利润101.4亿元，同比下滑5.3%，较过去4个单季度的大幅下滑有显著收窄。
- **生物制品**：2023年营收1512.0亿元，同比增长10.7%，归母净利润252.1亿元，同比下滑6.2%，其中血制品营收255.6亿元，同比增长16.3%，归母净利润54.1亿元，同比增长10.6%，终端需求旺盛推动行业高景气；2024Q1营收314.5亿元，同比下滑5.4%，归母净利润53.9亿元，同比下滑29.1%，
- **化药**：2023年营收3961.1亿元，同比增长0.2%，归母净利润282.2亿元，同比下降8.8%；2024Q1营收1024.8亿元，同比下降0.8%，归母净利润107.8亿元，同比增长4.7%。
- **原料药**：2023年营收1087.4亿元，同比下降3.6%，归母净利润82.2亿元，同比下降36%，2024Q1营收290.3亿元，同比增长0.2%，归母净利润29.9亿元，同比下降4%。
- **医药商业**：2023年营收1.02万亿元，同比增长7.9%，归母净利润184.1亿元，同比下滑0.9%，其中药店收入1108.3亿，同比增长10.8%，归母净利润48.1亿元，同比下降3.7%。2024Q1实现营收2635.9亿元，同比增长1.2%，实现归母净利润58.3亿元，同比下降1.8%。
- **医疗服务**：2023年营收792.8亿元，同比下滑4.8%，归母净利润58.9亿元，同比下滑0.9%，其中眼科营收293.6亿元，同比增长28.8%，归母净利润43.7亿元，同比增长45%。2024Q1营收182.5亿元，同比下滑1.4%，归母净利润9.5亿元，同比下滑36.23%，其眼科营收73.3亿元，同比增长2.9%，归母净利润10.8亿元，同比下滑5.3%。
- **CXO&科研服务产业链**：2023年CXO营收909.4亿元，同比下滑1.9%，归母净利润175.2亿元，同比下滑18.8%，科研服务产业链营收96.2亿元，同比下滑20.1%，归母净利润10.7亿元，同比下滑59.2%。2024Q1 CXO营收191.4亿元，同比下滑13.2%，归母净利润27.9亿元，同比下滑42.3%，科研服务产业链营收22.9亿，同比下滑1.78%，归母净利润2亿元，同比下滑33.6%。

- 1、**医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著**
- 2、**创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期**
- 3、**中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种**
- 4、**医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹**
- 5、**生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量**
- 6、**化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象**
- 7、**原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种**
- 8、**医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大**
- 9、**医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著**
- 10、**CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注**

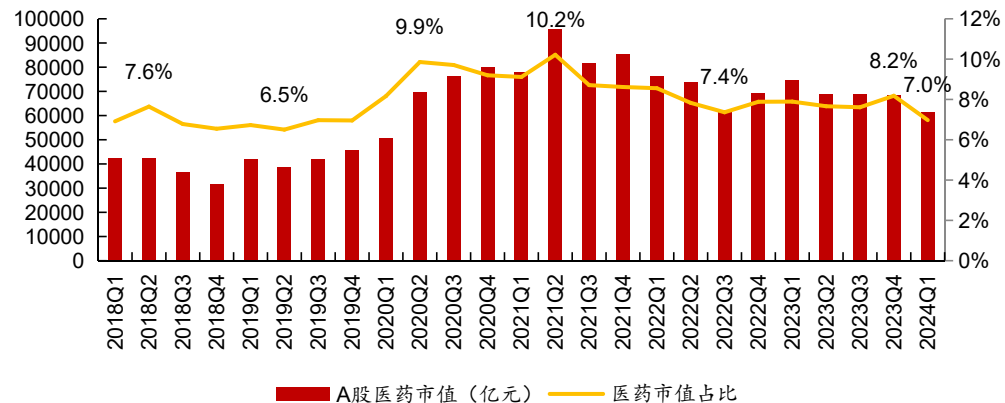
- 医药指数：**2023年初至今医药指数波动较大，整体处于震荡向下趋势，2023年指数全年下跌约7%，2023年至今更是下跌超过16%，2024年至今指数下跌约9%。2023年三季度受医药行业整顿影响，指数调整显著，2024年一季度，医药指数随大盘大幅波动。
- 医药市值：**截至2023年末，A股医药公司总市值为6.85万亿元，占A股总市值8.2%，板块市值占比较23Q3季度环比略升。截至2024Q1，A股医药公司总市值为6.14万亿元，占A股总市值7.0%，板块市值占比较23Q4季度环比下降，医药行业整体市值处于历史低位水平。

图：2023年初至今申万医药板块与沪深300指数行情



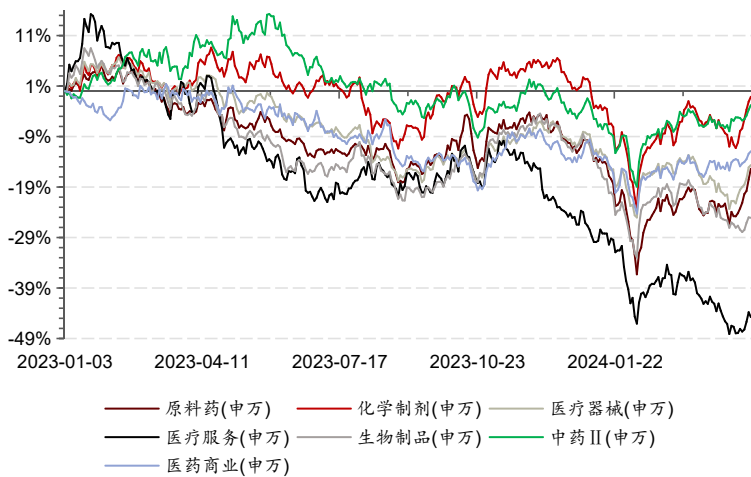
数据来源：Wind，华源证券研究所

图：A股医药市值及占比变化情况

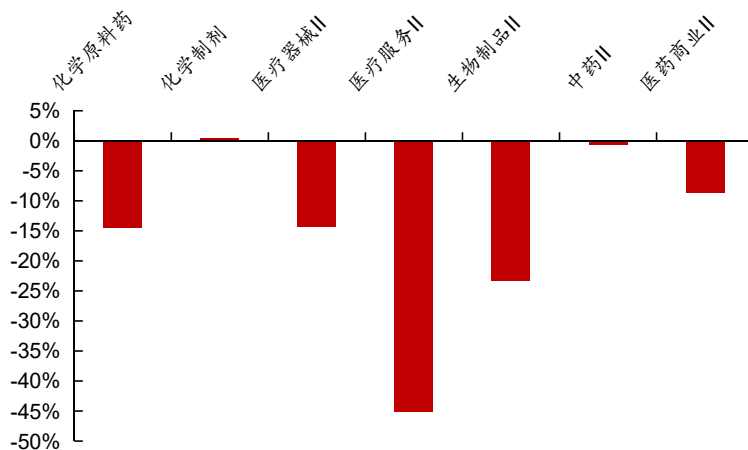


- **细分赛道：**生物医药各子版块来看，2023年初至今（2024年4月30日），**中药和化学制剂板块回调较小，涨跌幅分别为-0.7%和0.34%；医疗服务和生物制品板块回调较多，涨跌幅分别为-45.1%和-23.4%。**
- **各子版块估值：**目前化学制剂板块估值相对较高，达到37倍PE，化学原料、医疗器械和中药估值也在30倍PE上下，医疗服务、生物制品和医药商业估值相对较低。

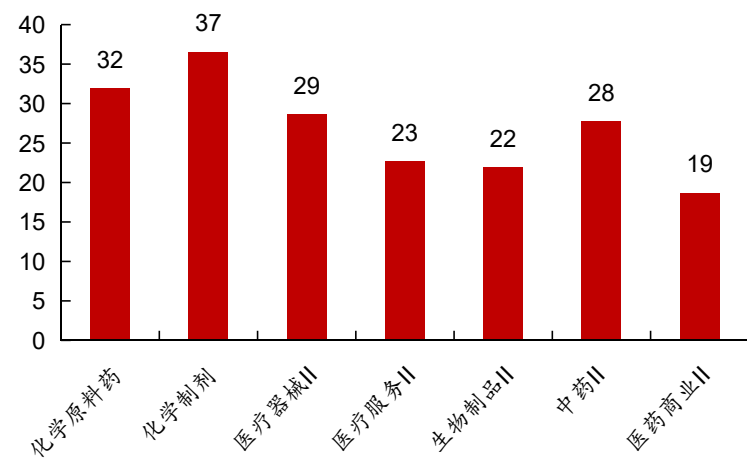
图：2022年初至今申万医药细分赛道走势情况



图：2023年初至今医药细分赛道涨跌幅情况

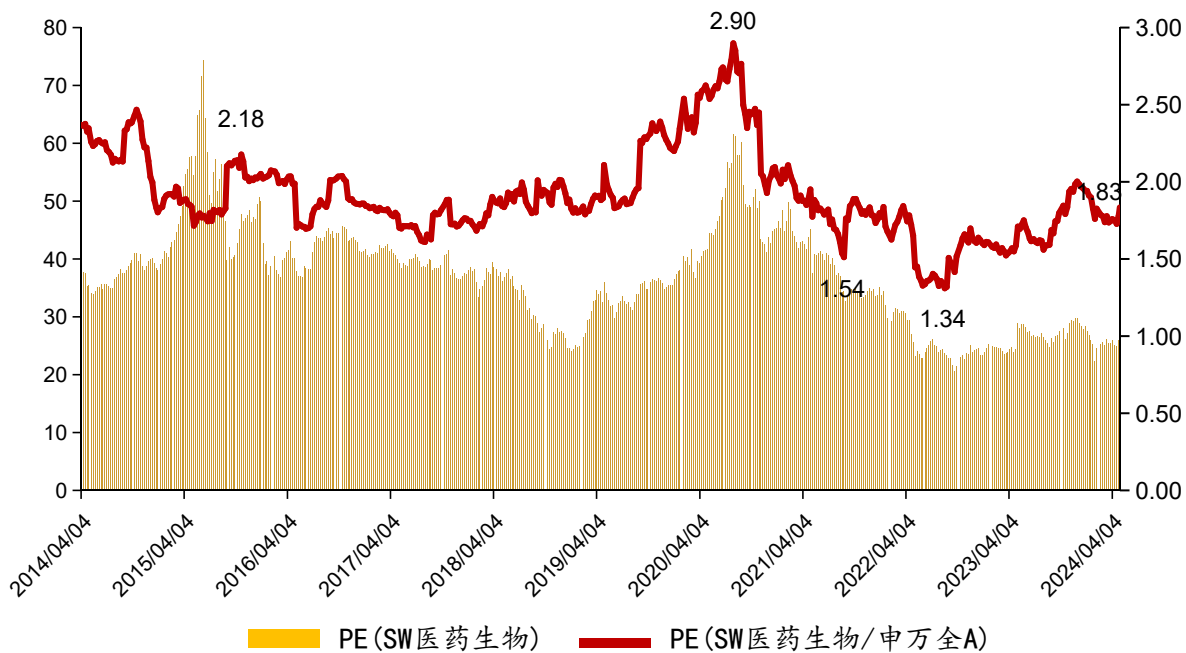


图：医药细分赛道目前估值情况 (TTM)

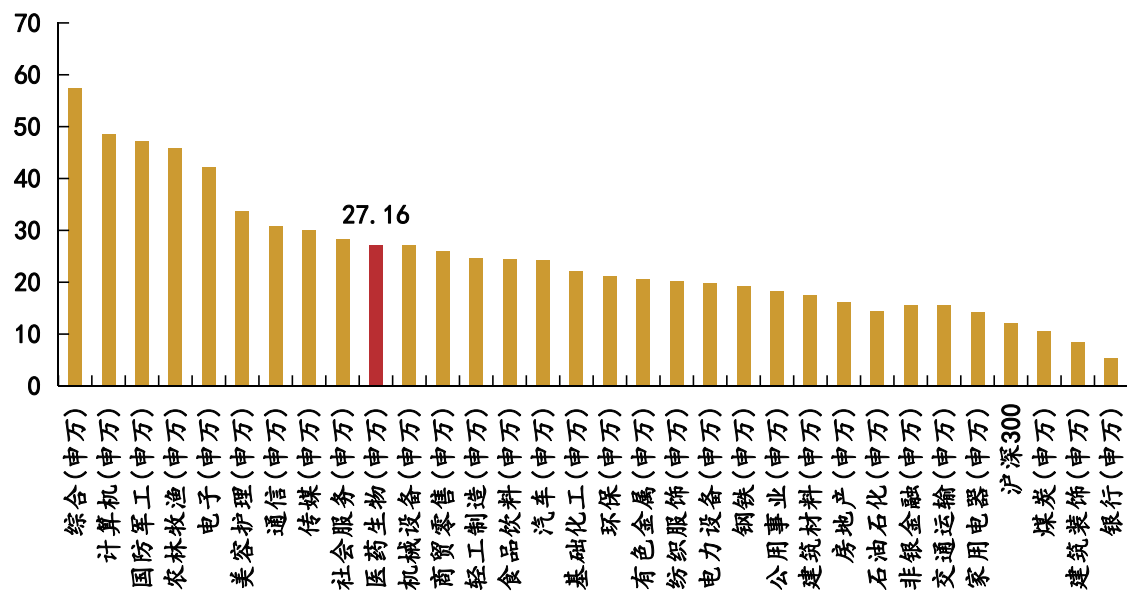


- 医药行业估值：**我们选取近十年医药生物行业PE(TTM)估值，以申万全A为基数，分析医药生物行业估值溢价情况，2020年医药行情由新冠疫情影响，医药整体估值大幅提升，医药生物相对wind全A估值溢价接近3倍，开启新一轮牛市。随后一直回调，目前PE溢价倍数不到2倍，处于近十年相对低位。
- 板块估值：**截至2024年4月30日，申万医药板块整体PE估值为27.16X，在申万一级分类中排第10。

图：过去十年行业PE估值溢价倍数 (SW医药生物/SW全A)

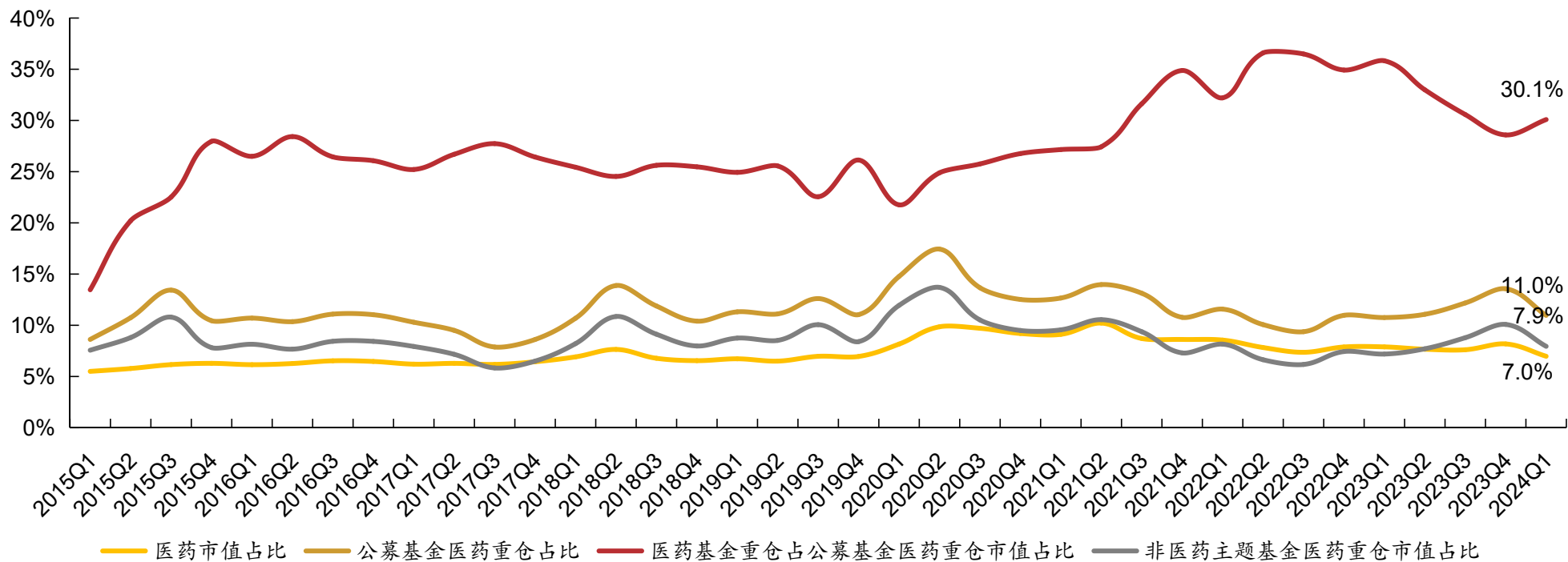


图：申万各板块PE估值情况 (截至2024年4月30日，整体TTM法)



■ **2024Q1公募基金持仓医药占比有所减少**：截止2024Q1，公募基金的医药重仓合计市值为3728亿元，占公募基金总重仓占比11.0%，环比减少2.6pct，全基对医药的持仓有所减少；医药主题基金对公募医药持仓899亿元，占比30.1%，环比上升1.5pct。

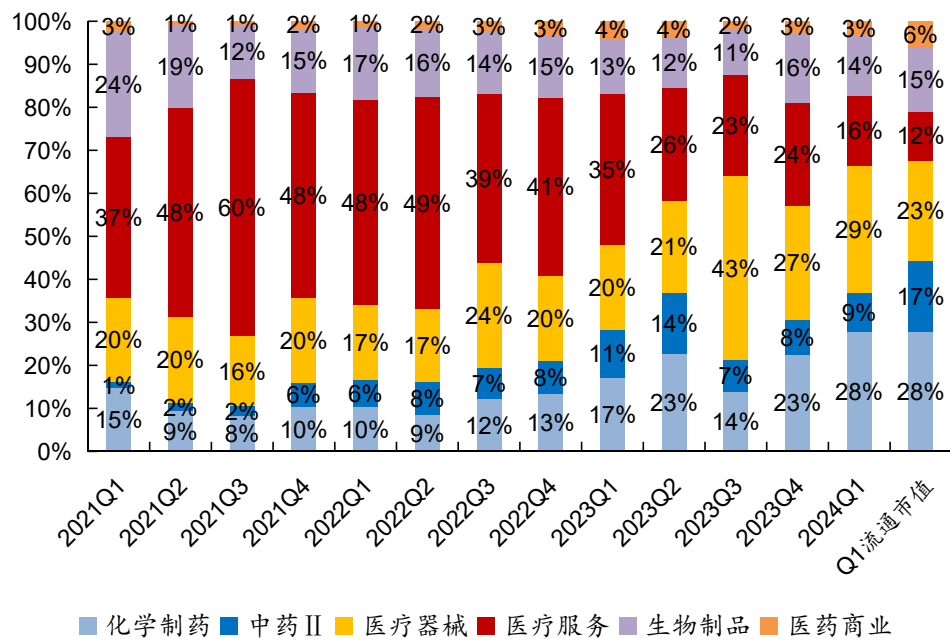
图：公募基金、医药主题基金对医药的持仓情况



数据来源：Wind，华源证券研究所

- 公募基金对医疗器械和药品持仓比例最高：**在公募基金对医药股票持仓中，按照申万医药分类，近几个季度对医疗器械的持仓比例最高，2024Q1对医疗器械持仓的占比达到了29%，其次化学制药持仓占比也一直较高（除2023Q3医院反腐影响占比下降），2024Q1达到28%，医疗服务持仓占比为16%。但从流通市值持仓占比来看，对中药持仓占比达到17%。
- 公募基金医药重仓个股情况来看，**持仓市值排名靠前的公司分别是恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、联影医疗、智飞生物等。

图：公募基金医药子行业公募重仓占比变化



表：公募基金医药重仓个股情况

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
公募持有市值前20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
	长春高新	-18%	15%	72	45	-27	138	95	-43
	金域医学	-10%	23%	62	44	-17	56	48	-8
	片仔癀	-6%	4%	50	40	-10	56	47	-9
	新产业	-15%	12%	60	37	-23	96	68	-28
	鱼跃医疗	-1%	8%	26	37	11	69	69	0
	华润三九	4%	6%	30	37	7	42	55	13
	人福医药	-22%	19%	60	35	-25	177	103	-74
	百济神州-U	-5%	24%	37	35	-2	102	109	7
	同仁堂	-24%	12%	65	28	-37	87	36	-51
	信达生物	-12%	5%	29	27	-2	91	88	-3

- 2024Q1，公募基金持仓增加的前五大个股分别是：东阿阿胶、科伦药业、恒瑞医药、鱼跃医疗、惠泰医疗。公募持股市值减少前五大个股：药明康德、智飞生物、药明生物、爱尔眼科、同仁堂。

表：公募增持市值前十大医药个股

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
公募增持市值前十大医药个股	东阿阿胶	25%	8%	32	57	25	56	101	45
	科伦药业	5%	10%	50	71	21	169	251	82
	恒瑞医药	2%	14%	417	429	11	698	614	-84
	鱼跃医疗	-1%	8%	26	37	11	69	69	0
	惠泰医疗	10%	19%	55	65	10	89	105	16
	华润双鹤	11%	0%	1	9	9	8	21	13
	兴齐眼药	17%	6%	16	24	8	61	77	16
	九典制药	13%	14%	18	25	8	62	90	28
	迈威生物-U	7%	10%	14	22	8	75	87	12
	泽璟制药-U	2%	3%	5	12	7	42	66	24

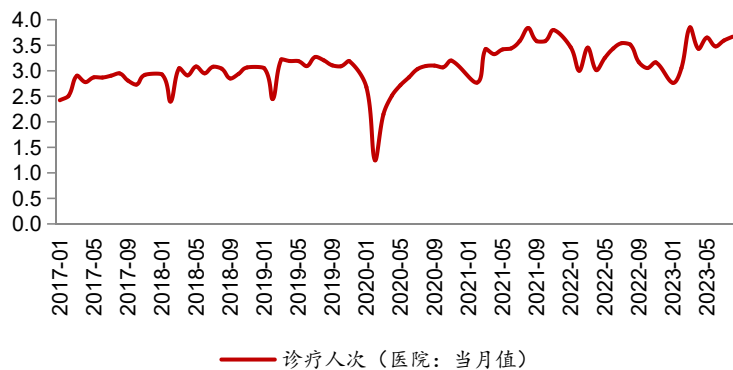
表：公募减持市值前十大医药个股

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
公募减持市值前十大医药个股	药明康德	-37%	30%	352	131	-221	385	129	-256
	智飞生物	-26%	16%	176	91	-85	382	178	-204
	药明生物	-52%	11%	65	5	-60	86	31	-55
	爱尔眼科	-19%	13%	159	106	-53	168	122	-46
	同仁堂	-24%	12%	65	28	-37	87	36	-51
	迈瑞医疗	-3%	13%	430	397	-33	550	500	-50
	康龙化成	-30%	17%	52	20	-32	44	5	-39
	凯莱英	-26%	14%	42	13	-29	36	16	-20
	太极集团	-28%	21%	38	10	-28	127	52	-75
	长春高新	-18%	15%	72	45	-27	138	95	-43

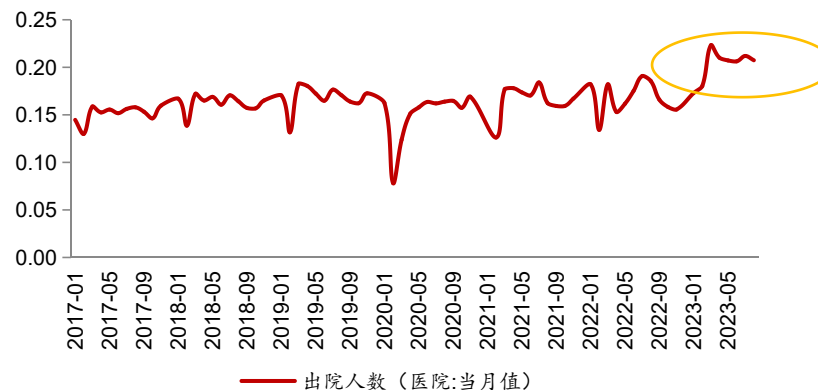
数据来源：Wind，华源证券研究所

- **诊疗人次及出院人次：**截止2023年8月，全国诊疗人次累计达到27.5亿人次（2022年同期为26.7亿人次），全国出院人次累计达到1.6亿人次（2022年同期为1.4亿人次），随着疫情后医疗需求复苏，2023年医疗活动相比2022年显著提高。

图：2017-2023（8月）全国诊疗人次



图：2017-2023（8月）全国出院人次



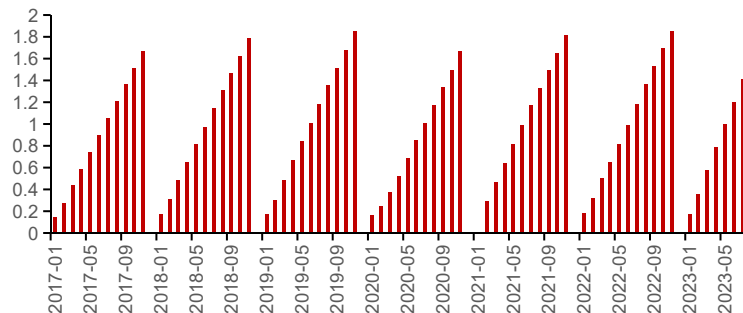
图：2017-2023（8月）全国诊疗人次（累计）

诊疗人次（医院：累计值）



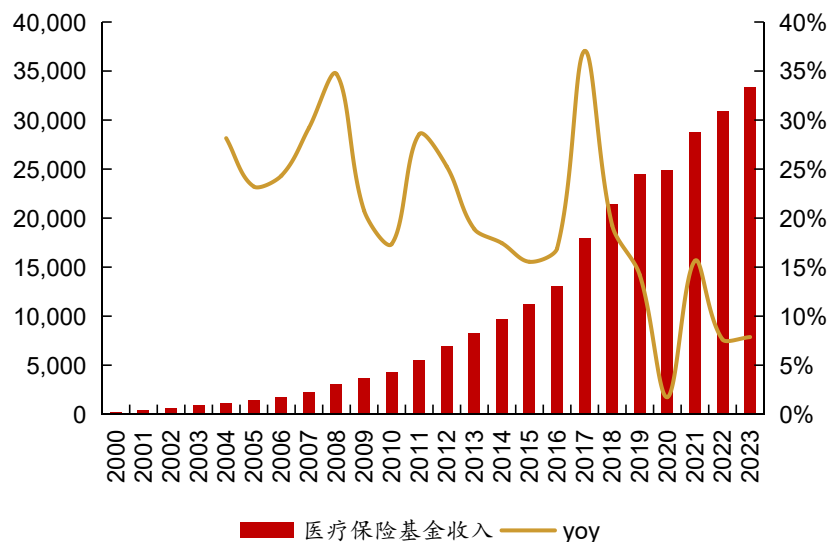
图：2017-2023（8月）全国出院人次（累计）

出院人数（医院：累计值）

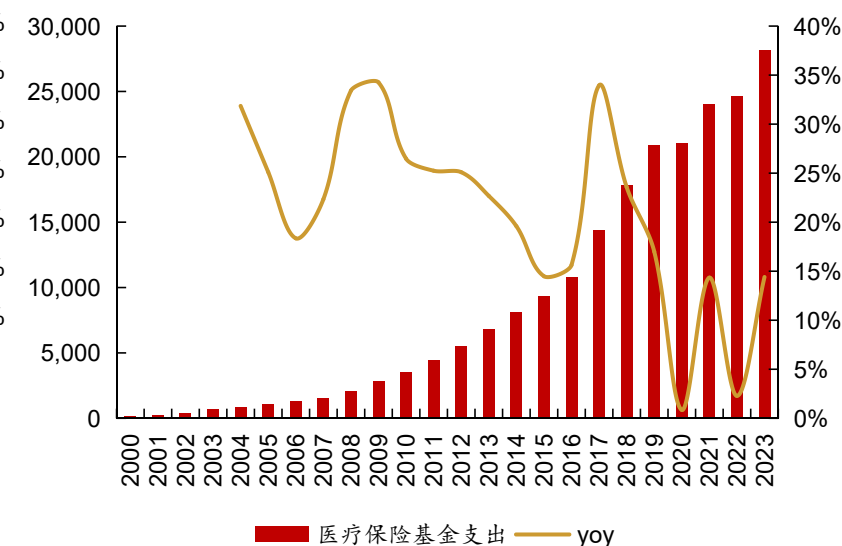


■ **2023年医保支出增速超过收入增速**：2023年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为33355.16亿元、28140.33亿元，增速分别为7.9%和14.4%，随着2023年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，为近四年来首次支出增速大于收入增速，上次为2020年（疫情原因），但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，预计2023年医保结余仍然有所增长。

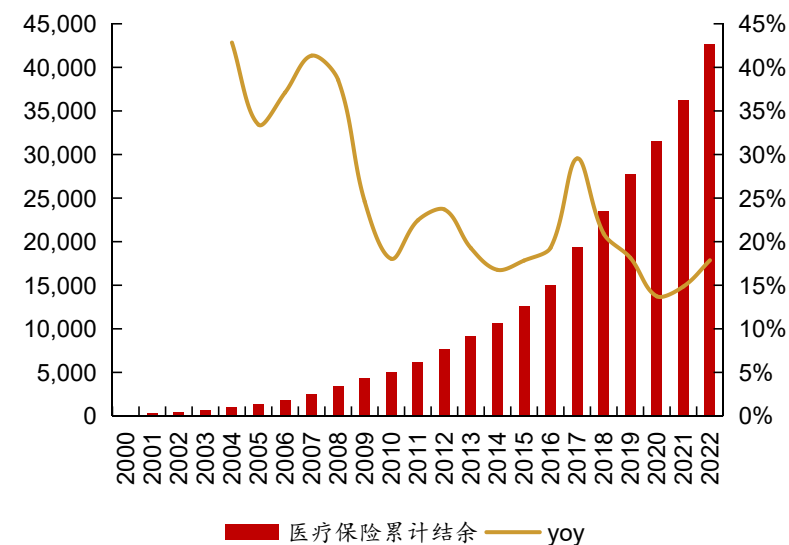
图：2000-2022年医保收入情况（亿元）



图：2000-2022年医保支出情况（亿元）

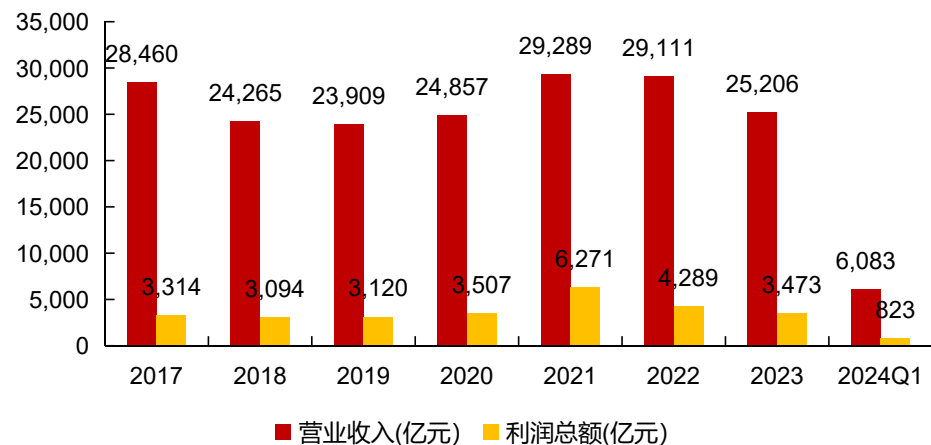


图：2000-2022年医保结余情况（亿元）

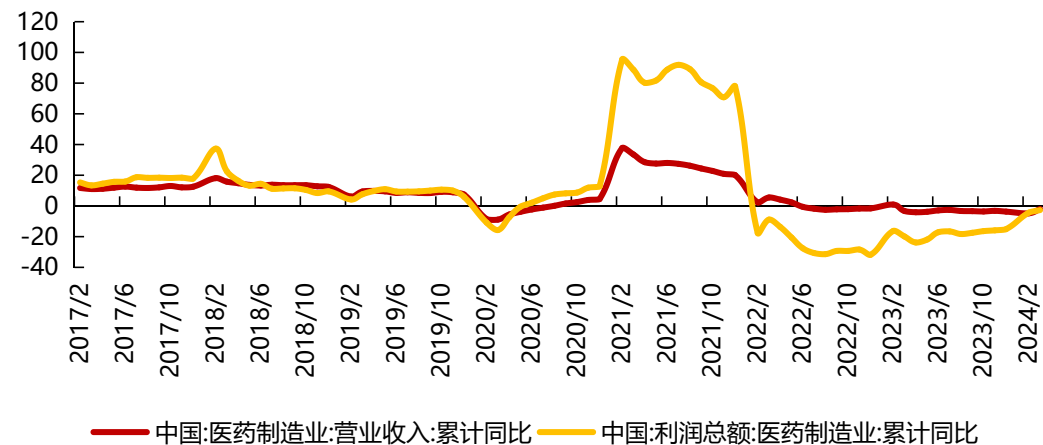


- **医药制造业累计收入及利润**：受疫情散发影响，根据国家统计局数据，2022年中国医药制造业累计收入达2.91万亿元，同比下降0.6%；医药制造业累计利润为4289亿元，同比下降31.6%。
- 2023年，中国医药制造业累计收入达2.25万亿，同比下降3.2%；医药制造业累计利润为3473亿元，同比下降19.0%，我们判断下半年医药行业反腐有一定影响。2024Q1中国医药制造业累计收入达0.61万亿，同比下降9.8%；医药制造业累计利润为823亿元，同比下降7.8%。

图：2017-2024Q1医药制造业累计收入及利润



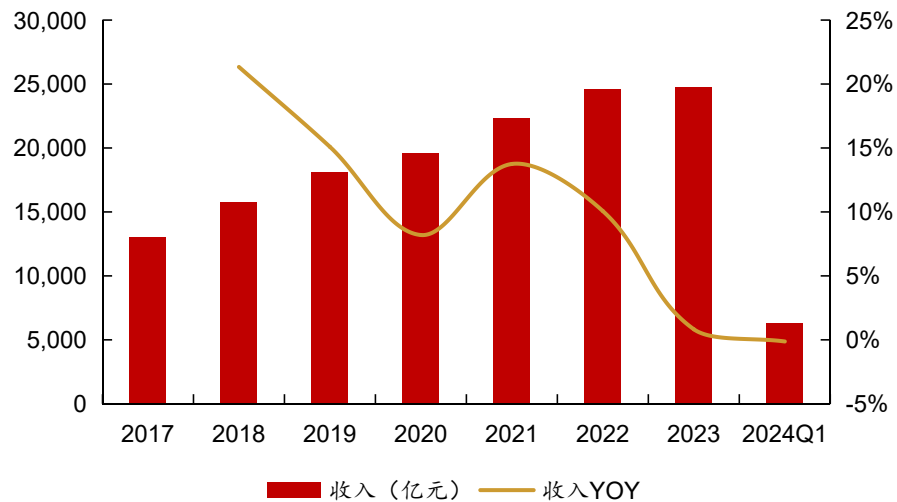
图：2017-2024Q1医药制造业收入及利润累计同比(%)



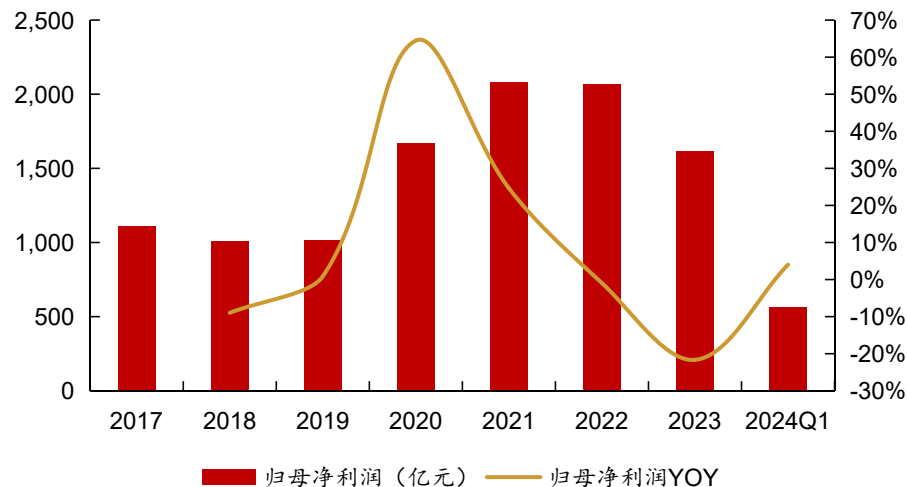
■ 医药：2023年内部分化严重，2024Q1整体盈利能力触底反弹

- 2023年458家医药公司实现营收2.5万亿元，同比增长0.8%；共实现归母净利润1616.9亿元，同比下降21.7%，其中中药、医药商业、医疗服务中的眼科等表现较好，医疗器械、CXO等表现较差。
- 2024Q1实现营收6314.9亿元，同比下降0.1%；实现归母净利润560.3亿元，同比增长4.0%。

图：2017-2024Q1医药公司收入及增速情况

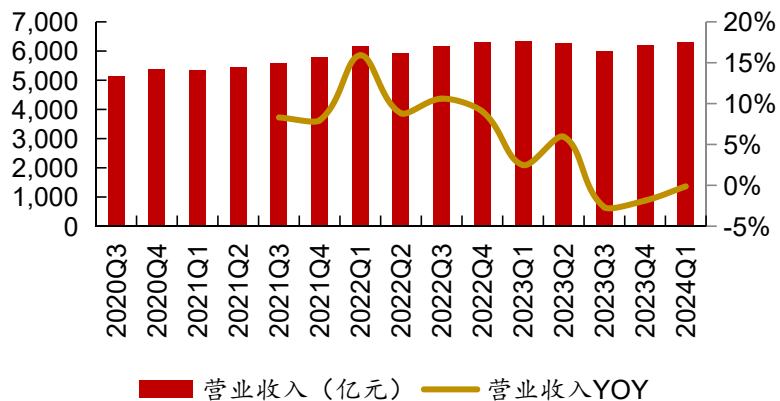


图：2017-2024Q1医药公司归母净利润及增速情况

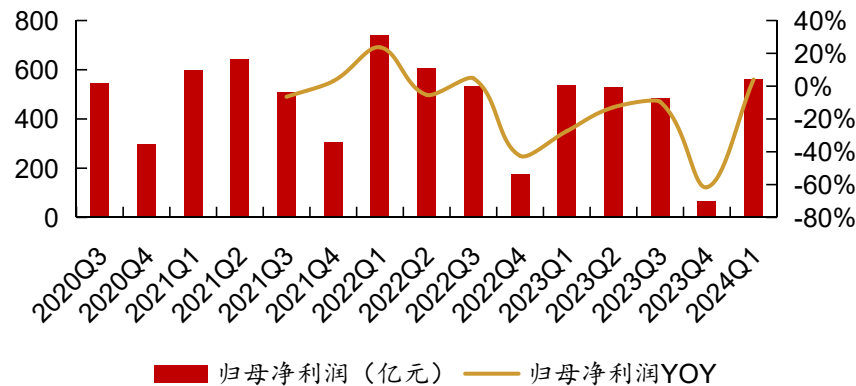


医药：2023年内部分化严重，2024Q1整体盈利能力触底反弹

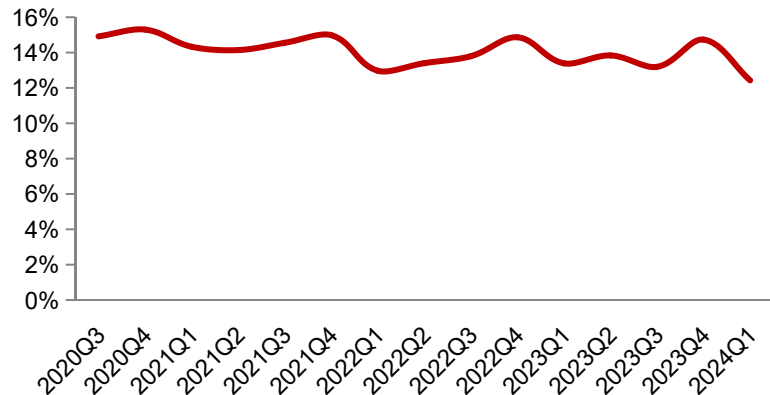
图：2020Q3-2024Q1医药公司收入及同比增速情况（分季度）



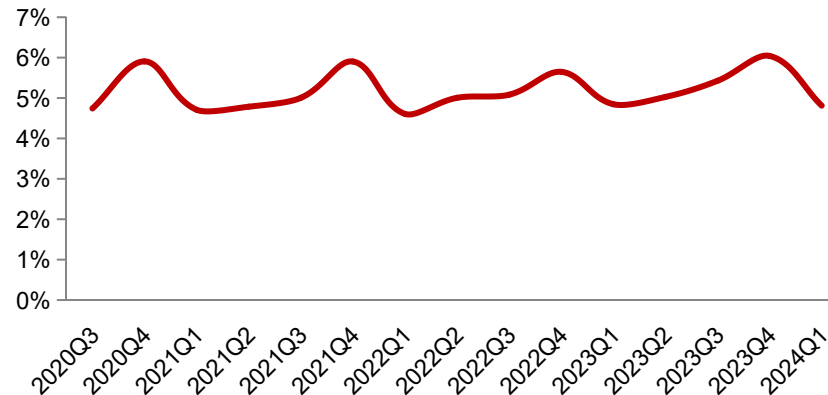
图：2020Q3-2024Q1医药公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1医药公司销售费用率情况（分季度）



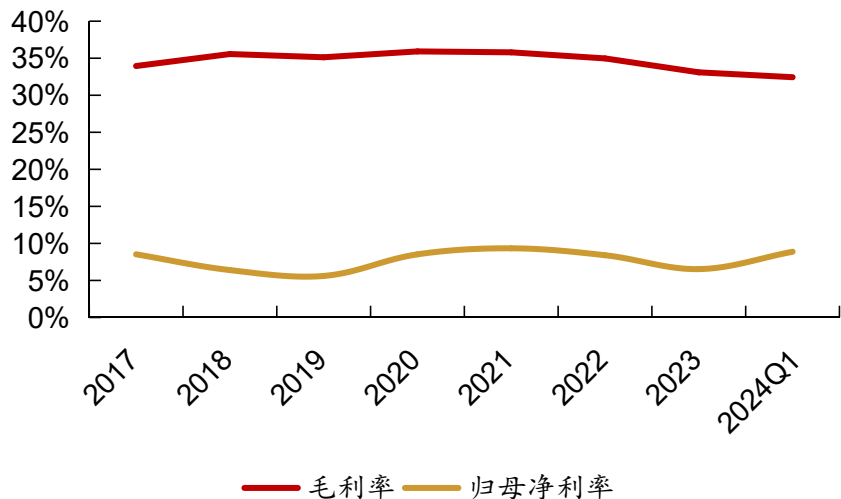
图：2020Q3-2024Q1医药公司管理费用率情况（分季度）



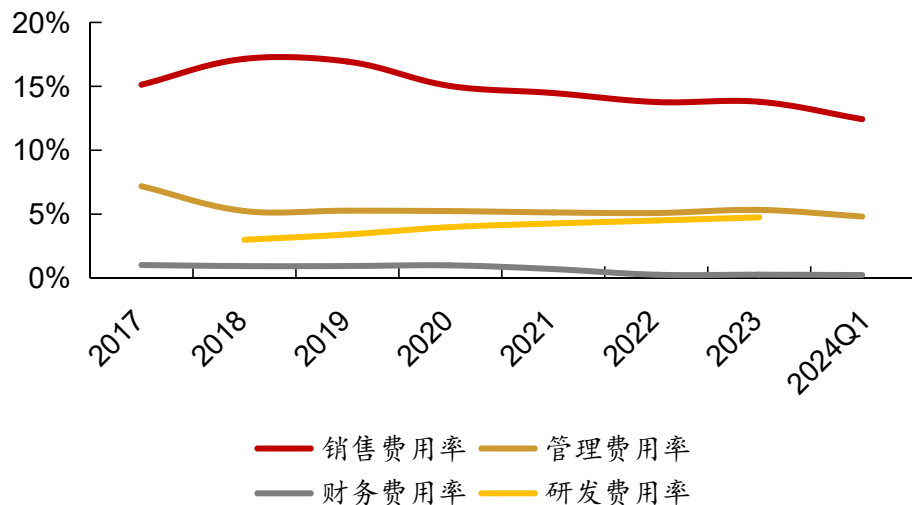
■ 医药：2023年内部分化严重，2024Q1整体盈利能力触底反弹

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为33.1%，较2022年减少1.88pct，归母净利率为6.5%，较2022年减少1.87pct；2024Q1整体毛利率为32.4%，较2023Q1年减少1.06pct，归母净利率为8.9%，较2023Q1提升0.35pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为13.8%，管理费用率为5.3%，较2022年略有提升，2023年财务费用率为0.26%，较2022年基本持平。2024Q1销售费用率为12.4%，同比减少0.96pct，管理费用率4.8%，同比基本持平。2023年行业整体研发费用率为4.75%，延续近几年持续增长趋势。

图：2017-2024Q1医药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1医药公司费用率情况



■ 医药：板块内部景气度分化，建议关注中药+创新药械+血制品等细分领域

- 2023年医药细分领域细分领域增速表现分化较大，中药板块整体趋势表现较好，化药板块和医药商业整体表现相对稳健，医疗器械、CXO和科研服务产业链下滑趋势显著，医疗服务表现亦有下行趋势。
- **我们认为**，过去三年医药内部子领域均有一定表现，但景气度阶段有较大不同，建议关注中药、创新药械、血制品等细分领域。

表：医药板块和细分领域收入和利润同比增速情况

	收入增速				利润增速			
	2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
整体	13.8%	10.1%	0.8%	-0.1%	24.6%	-1%	-21.7%	4.02%
中药	5.2%	4.3%	6.1%	-0.8%	17.8%	-18.5%	24.3%	-8.2%
医疗器械	19.1%	21.7%	-28.6%	-1.8%	17.6%	16.8%	-55%	-5.3%
化药	7.9%	3.2%	0.5%	-0.6%	14.1%	2.4%	-7%	6.3%
原料药	15.6%	6.8%	-3.6%	0.2%	-8.5%	8.5%	-36%	-4%
生物制品	38.1%	8.6%	10.7%	-5.37	56.3%	-18.7%	-6.2%	-29.1%
疫苗	80.2%	19.3%	13.4%	-14.8%	129.1%	-24.6%	-18.8%	-54.8%
血制品	16.1%	15.2%	16.3%	-5.6%	-5.9%	23.3%	10.6%	4.1%
医药商业	11.4%	8.6%	7.9%	1.2%	2.3%	-6.6%	-0.9%	-1.8%
药店	14.5%	30.4%	10.8%	11.4%	-1.6%	31.2%	-3.7%	-3.1%
医疗服务	27.7%	19.7%	-4.8%	-1.4%	6.3%	4.5%	-0.9%	-36.2%
眼科	24.1%	4.6%	28.8%	2.9%	29.7%	0.5%	45%	-5.3%
CXO	43.5%	59.4%	-1.9%	-13.2%	61.6%	56.2%	-18.8%	-42.3%
科研服务上游	22.1	26.3%	-20.1%	-1.8%	8.7%	-12.1%	-59.2%	-33.6%

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

■ **23年A股创新药Biotech收入同比有较大幅度提升**：我们选取A股中有产品商业化的Biotech公司，由于2022年疫情影响，绝大多数Biotech公司2023年季度同比实现增长，但由于2023H2反腐因素，部分企业收入同比增速放缓。

➢ 例如百济神州、君实生物等由于核心产品持续放量，2023年收入同比表现亮眼。

➢ 例如艾力斯、迪哲医药等得益于新品种上市销售放量，23年收入同比实现较大幅度提升。此外，艾迪药业HIV业务也有不错的销售表现。

表：2023全年及2024Q1部分Biotech收入（亿元）及同比增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
百济神州	30.66	41.85	56.24	45.48	
同比yoy	57%	85%	112%	69%	
荣昌生物	1.68	2.54	3.47	3.13	3.3
同比yoy	12%	27%	58%	55%	96%
君实生物-U	2.55	4.15	3.17	5.16	3.81
同比yoy	-60%	31%	17%	120%	49%
艾力斯	2.77	4.72	5.99	6.7	7.43
同比yoy	150%	150%	176%	145%	168%
迪哲医药-U			0.4	0.51	0.81
同比yoy					
贝达药业	5.32	7.82	7.3	4.13	7.36
同比yoy	-9%	17%	78%	-42%	38%
三生国健	2.07	2.7	2.53	2.83	2.67
同比yoy	29%	50%	35%	-5%	29%
泽璟制药-U	1.08	1.12	0.62	1.04	1.08
同比yoy	145%	81%	-33%	0%	0%
迈威生物-U	0.04	0.86	0.1	0.28	0.68
同比yoy	0%	1129%	11%	300%	1600%
诺诚健华-U	1.89	1.88	1.6	2.01	
同比yoy	59%	48%	-18%	9%	
艾迪药业	1.13	1.26	0.63	1.1	0.93
同比yoy	223%	223%	5%	0%	-18%
盟科药业-U	0.17	0.25	0.26	0.23	0.33
同比yoy	55%	150%	86%	77%	94%

- **23年A股创新药Biotech公司处于放量阶段，销售费用同比提升：**我们选取A股中有产品商业化的Biotech公司，由于国内大多数Biotech公司刚刚步入创新收获期，核心品种正处于商业化初期放量阶段，不断有新品种获批上市产生销售，因此销售费用仍处于快速增长阶段。

表：2023全年及2024Q1部分Biotech销售费用（亿元）及同比增速（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
百济神州	14.92	19.15	17.59	21.38	
同比yoy	13.2%	27.6%	12.6%	32.4%	
荣昌生物	1.58	1.92	1.90	2.35	1.88
同比yoy	95.4%	178.1%	48.5%	44.4%	18.8%
君实生物-U	1.83	1.91	1.81	2.90	1.92
同比yoy	13.7%	29.8%	-12.2%	43.6%	4.9%
艾力斯	1.61	2.09	2.74	2.76	3.13
同比yoy	113.1%	120.5%	113.2%	108.2%	94.3%
迪哲医药-U	0.36	0.41	0.59	0.74	0.92
同比yoy				223.2%	155.9%
贝达药业	1.54	3.04	2.52	1.44	2.30
同比yoy	-14.7%	17.0%	404.7%	-50.0%	49.5%
三生国健	0.54	0.73	0.69	0.57	0.51
同比yoy	5.6%	8.1%	17.3%	-23.1%	-4.0%
泽璟制药-U	0.55	0.62	0.55	0.78	0.60
同比yoy	48.5%	16.4%	-15.3%	8.0%	8.4%
诺诚健华-U	0.86	1.05	0.76	1.00	
同比yoy	-8.2%	13.9%	-27.0%	-32.9%	
艾迪药业	0.18	0.33	0.23	0.31	0.21
同比yoy	90.2%	41.8%	34.6%	18.5%	16.0%
盟科药业-U	0.15	0.29	0.24	0.38	0.30
同比yoy	1.1%	82.6%	15.5%	27.2%	96.8%

数据来源：Wind，华源证券研究所

■ **23年A股创新药Biotech研发费用同比略有增加**：2019-2022年国内Biotech公司处于高速发展期，研发费用绝对值也呈现逐年大幅递增的情况，但由于不同Biotech公司的管线研发进展不同，2023年研发费用情况也表现出不同的趋势：

- 例如百济神州、荣昌生物等公司，管线丰富，持续有创新品种进入临床后期阶段，因此23年研发费用依旧同比增加。
- 例如泽璟制药、艾迪药业等公司，核心品种的已完成临床后期，各个管线进展相对平衡，因此23年研发费用持平。

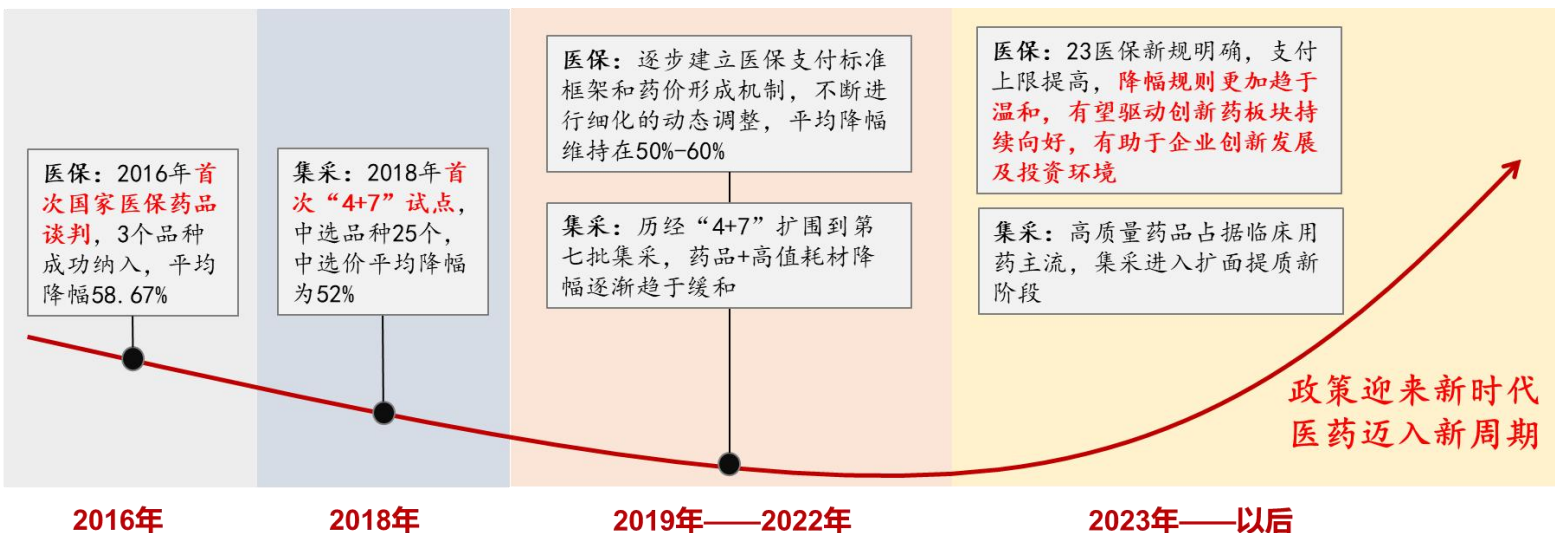
表：2019-2023年部分Biotech研发费用情况（亿元）

公司名称	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
艾迪药业	0.28	0.26	0.48	0.64	0.63
百济神州-U	65.88	89.43	95.38	111.52	128.13
君实生物-U	9.46	17.78	20.69	23.84	19.37
荣昌生物	3.52	4.66	7.11	9.82	13.06
三生国健	2.79	3.40	4.55	3.13	2.82
智翔金泰-U	1.25	2.36	2.95	4.54	6.20
艾力斯	1.62	1.78	2.23	1.92	3.13
百利天恒-U	1.81	1.96	2.79	3.75	7.46
贝达药业	3.26	3.63	5.66	7.00	6.40
迪哲医药-U	4.21	4.39	5.88	6.65	8.06
海创药业-U	1.16	4.29	2.65	2.51	2.48
迈威生物-U	3.63	5.81	6.23	7.59	8.36
盟科药业-U	0.95	0.54	1.52	1.50	3.45
诺诚健华-U	2.34	4.23	7.33	6.49	7.57
前沿生物-U	0.85	1.38	1.72	2.74	2.14
首药控股-U	0.44	0.85	1.57	1.99	2.03
亚虹医药-U	1.42	1.72	1.91	2.44	3.65
益方生物-U	1.33	10.08	3.15	4.61	4.43
泽璟制药-U	1.84	3.14	5.09	4.98	4.96

■ 需求+支付+政策+商业化共振，创新药行业将迎新时代：

- **需求端—中国人口老龄化加剧带动医药市场增长。** 预计中国在2035年左右，60岁及以上老年人口将突破4亿，在总人口中的占比将超过30%，进入重度老龄化阶段，研究表明老年与大多数慢性病呈正相关，超过80%的老年人（≥60岁）至少患有一种慢性病，包括高血压、心血管疾病、白内障、糖尿病、生殖疾病和癌症等。
- **支付端—医保降幅规则趋于温和，商业保险激发创新活力。** 社会化医保是中国绝对主要的支付端。根据2023年新公布的谈判续约规则，药品降幅有望更加合理温和。同时2025年后支付节点金额上调，最高上调至60亿，创新药领域有望诞生百亿大药。此外，商业保险也将发挥重要作用。
- **政策端—支持创新药政策相继出台。** 2024年初至今国家及各地方政府相继出台创新药相关积极政策，北京、上海、广州先行，后续各地方有望跟进，政策春风有望推动创新药实质性向上发展。
- **商业化—反腐影响逐步消退，行业进入商业化逻辑周期。** 2023Q3由于医疗反腐，创新药企进院销售收到一定程度影响。目前预计进院准入有较大起色。此外，各创新药企的核心管线正在进入获批上市、业绩放量阶段，部分头部Biotech公司有望在未来1-2年实现盈亏平衡。

图：政策迎来新时代，医药迈入新周期



2024.01.22

广州市人民政府办公厅印发《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》，最高支持50亿元。

2024.01.22

中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》，与医药健康相关的政策有3项。

2024.04.07

广州市黄埔区人民政府发布《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》现已开始施行，有效期3年。

2024.04.17

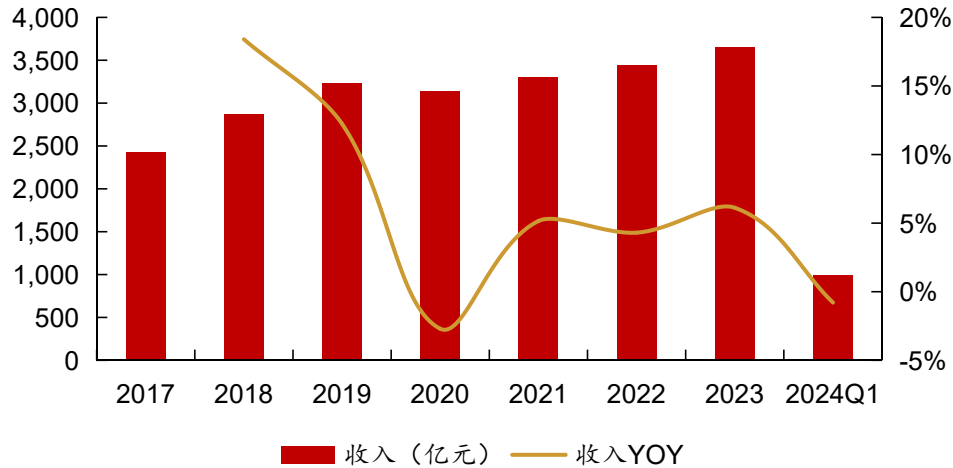
《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》发布

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、**中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种**
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

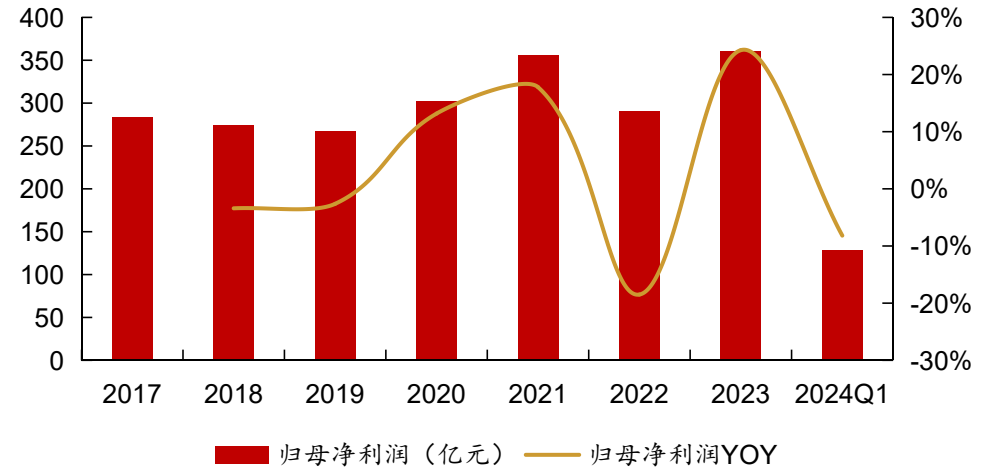
■ 中药：2023年业绩整体表现亮眼，2024Q1业绩略超预期

- 2023年67家中药公司共实现营收365.6亿元，同比增长6.1%；共实现归母净利润360.9亿元，同比增长24.3%，业绩表现较好，主要系疫情和流感高发加大了相关预防和治疗性中药需求。
- 单季度看，2023Q4实现892.3亿元，同比下滑3.33%；实现归母净利润为25.9亿元，同比下降28.5%；2024Q1实现营收996.2亿元，同比下滑0.8%，实现归母净利润128.1亿元，同比下滑8.2%，主要系去年同季度疫情导致的需求高基数。

图：2017-2024Q1中药公司收入及增速情况



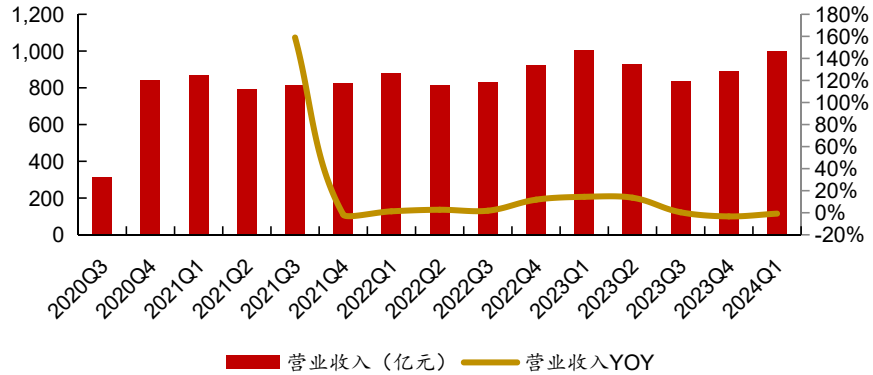
图：2017-2024Q1中药公司归母净利润及增速情况



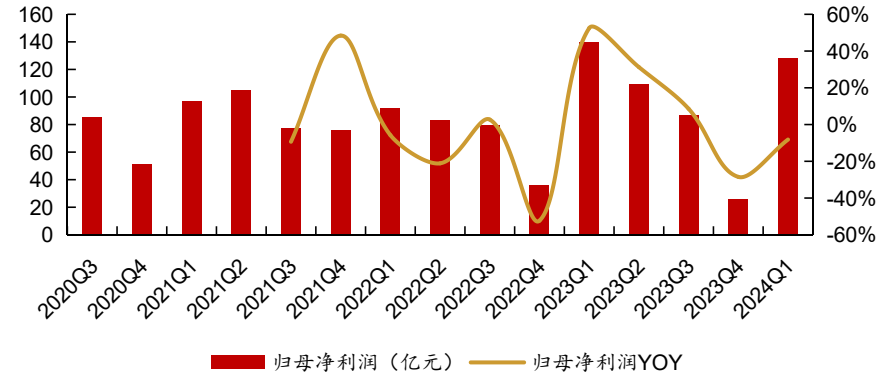
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 中药：2023年业绩整体表现亮眼，2024Q1业绩略超预期

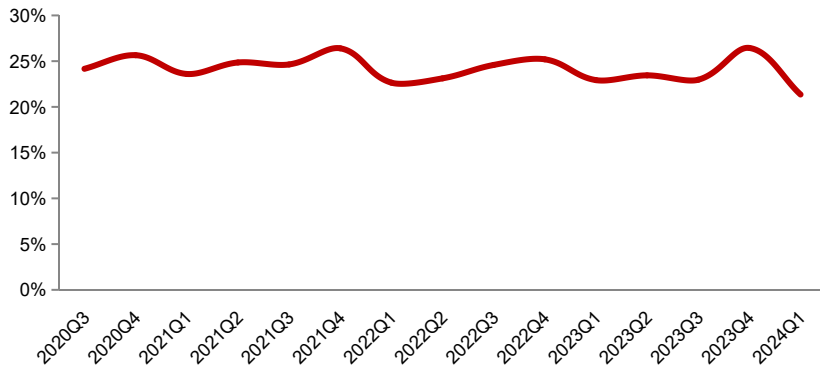
图：2020Q3-2024Q1中药公司收入及增速情况（分季度）



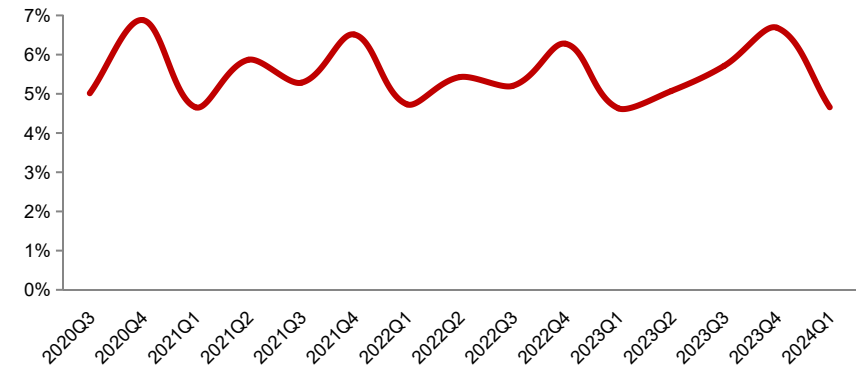
图：2020Q3-2024Q1中药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1中药公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1中药公司管理费用率情况（分季度）

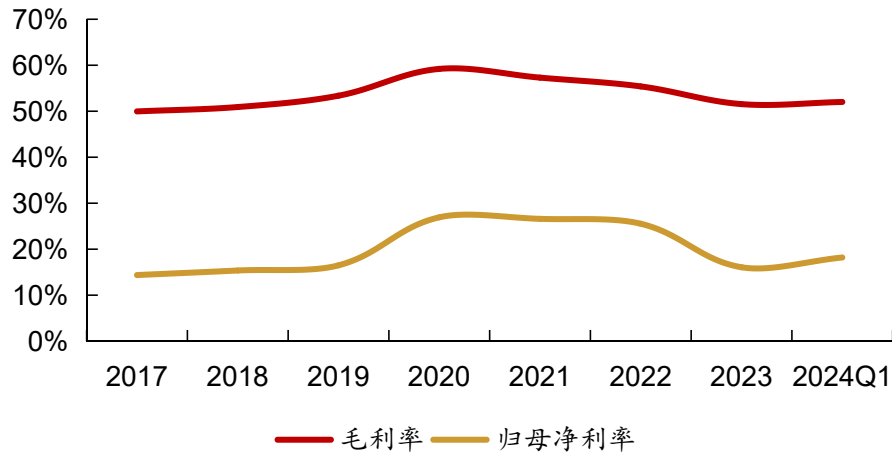




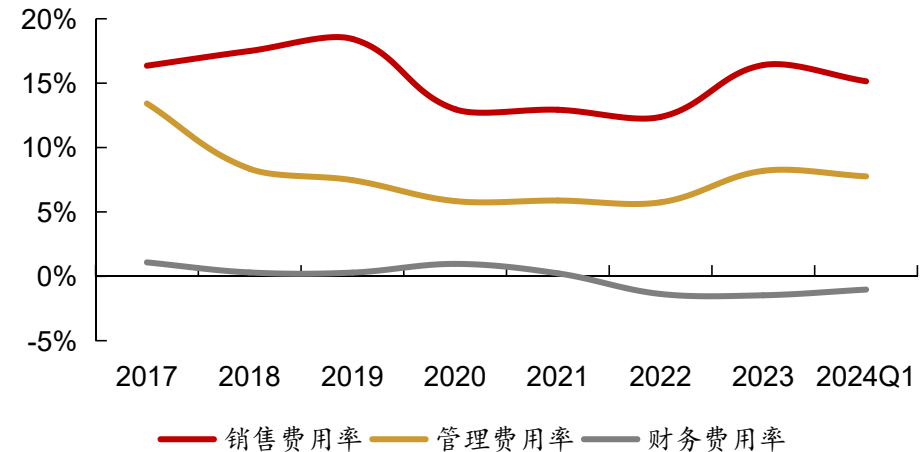
■ 中药：2023年业绩整体表现亮眼，2024Q1业绩略超预期

- **盈利能力方面**，2023年中药公司整体毛利率为44.5%，较2022年略有提升，归母净利率为9.87%，较2022年提升1.44pct；2024Q1整体毛利率为44%，较2023Q1年下降2.35pct，归母净利率为12.9%，较2023Q1年下降1.03pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为23.9%；管理费用率为5.49%，较2022年基本持平；2023年财务费用率为-0.03%，较2022年下降0.12pct。2024Q1销售费用率较去年同期有大幅度下滑，处于近几年最低水平，预计和多个因素相关，1) 医药行业整顿；2) 部分品OTC中药品牌力提升；3) 国企改革。

图：2017-2024Q1中药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1中药公司费用率情况



■ 中药：清热解毒类中药表现亮眼，国企改革+基药潜力较大

- **分结构看**，2023年和2024年一季度，以东阿阿胶为代表品牌中药表现亮眼，收入和净利润均保持了高速增长。另外，清热解毒类中药公司表现亦为亮眼，随着自我诊断意识和能力以及公司品牌力的提升，华润三九、济川药业等表现亮眼。同时，以佐力药业为代表的院内基药产品有较好表现。
- **我们认为**，在政策支持的大环境下，中药整体预计仍有较好的增长前景，但结构上预计有较大分化，看好具有国企改革空间的中药公司如昆药集团、太极集团、东阿阿胶、华润三九、江中药业、同仁堂、达仁堂等，以及具备基药品种潜力的个股如佐力药业、方盛制药、康缘药业、贵州三力、盘龙药业等。

表：2023年和2024Q1部分中药公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速 (%)		利润增速 (%)	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
000423.SZ	东阿阿胶	16.7%	36.0%	47.5%	53.4%
000999.SZ	华润三九	36.8%	14.8%	16.5%	18.5%
600750.SH	江中药业	13.0%	-8.7%	18.4%	10.0%
600422.SH	昆药集团	-7.0%	-3.0%	16.0%	-9.4%
600129.SH	太极集团	10.6%	-5.0%	132.0%	5.1%
600085.SH	同仁堂	16.2%	2.4%	16.9%	10.0%
600329.SH	达仁堂	-0.3%	-3.2%	14.5%	-3.4%
600566.SH	济川药业	7.3%	0.6%	30.0%	24.9%
603998.SH	方盛制药	-9.1%	0.4%	-34.6%	10.0%
300181.SZ	佐力药业	7.6%	35.7%	40.3%	46.1%

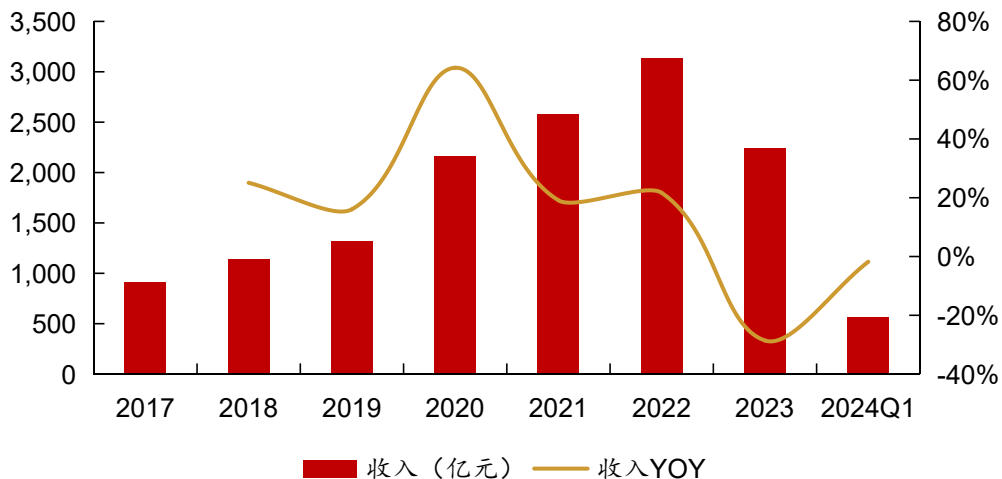
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

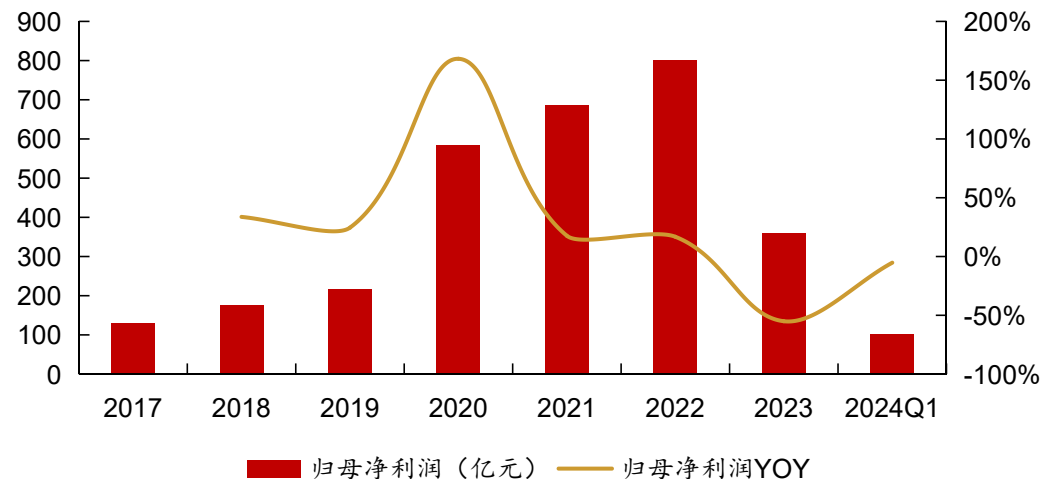
■ 医疗器械：2023年业绩下滑显著，2024Q1降幅显著收窄

- 2023年112家医疗器械公司共实现营收2238亿元，同比下滑28.6%；共实现归母净利润359.7亿元，同比下滑55%，业绩表现较差，主要系上一年疫情所需的应急产品高基数所致。
- 单季度看，2023Q4共实现营收561.1亿元，同比下滑23.5%；共实现归母净利润38.1亿元，同比下降38%。2024Q1共实现营收557.4亿元，同比下滑1.8%，共实现归母净利润101.4亿元，同比下滑5.3%，较过去4个季度的大幅下滑有显著收窄。由于2023年应急产品基数较2022年已大幅减少，绝对值占行业整体比例也较少，预计后续单季度有望重新恢复增长。

图：2017-2024Q1医疗器械公司收入及增速情况



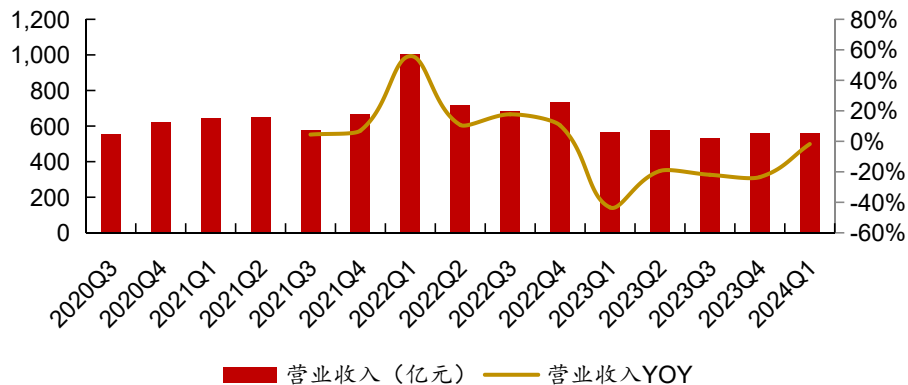
图：2017-2024Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况



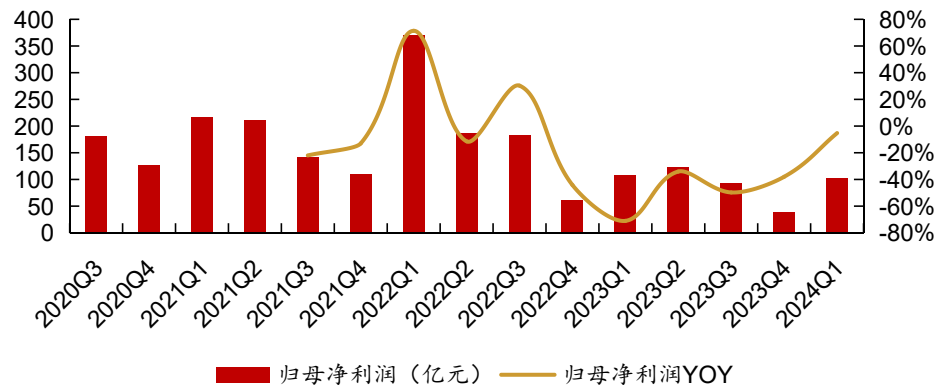
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 医疗器械：2023年业绩下滑显著，2024Q1降幅显著收窄

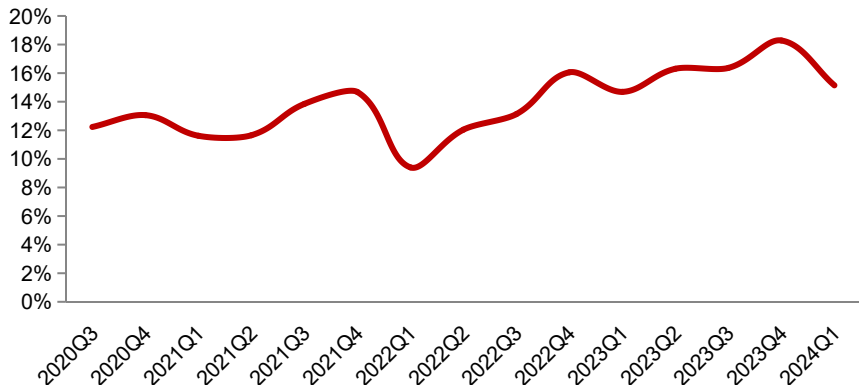
图：2020Q3-2024Q1医疗器械公司收入及增速情况（分季度）



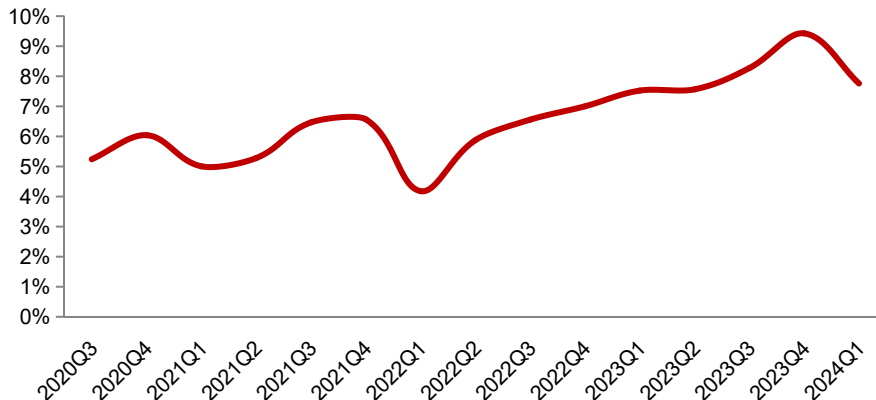
图：2020Q3-2024Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1医疗器械公司销售费用率情况（分季度）



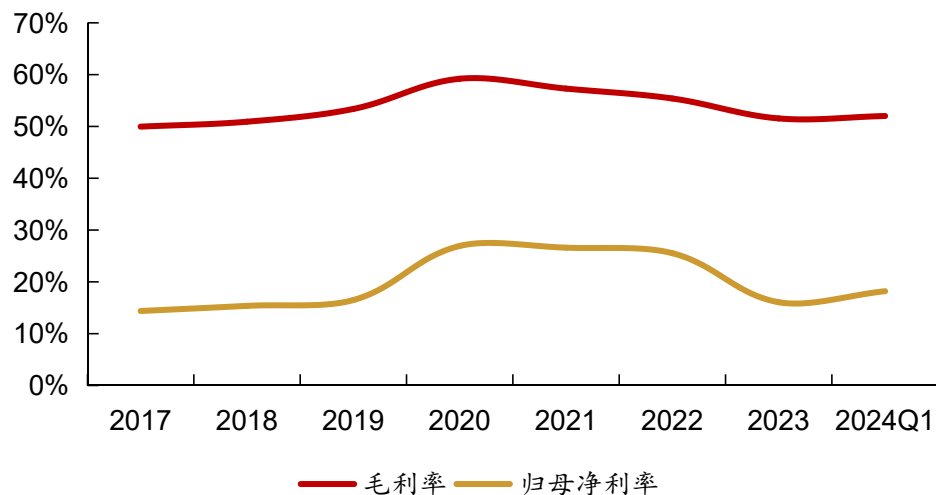
图：2020Q3-2024Q1医疗器械公司管理费用率情况（分季度）



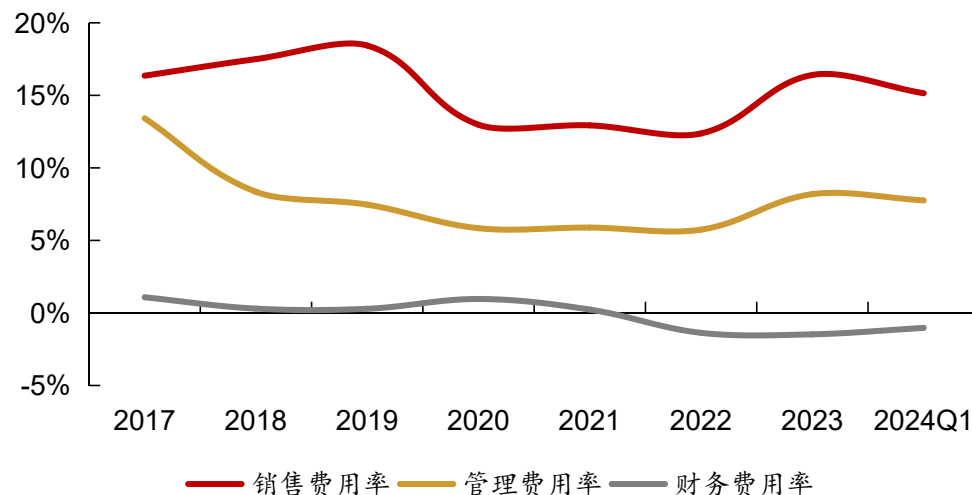
■ 医疗器械：2023年业绩下滑显著，2024Q1降幅显著收窄

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为51.6%，较2022年减少3.85pct，归母净利率为16.1%，较2022年减少9.46pct；2024Q1整体毛利率为52%，较2023Q1年略有提升，归母净利率为18.2%，较2023Q1年下降0.67pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为16.4%，较2022年提升4.03pct；管理费用率为8.2%，较2022年提升2.44pct。2023年行业销售和管理费用率相对过去几年较高，主要系应急产品的快速消退导致收入大幅下滑所致，预计随着销售收入重新回归增长以及公司内部调整，行业费用率有望改善。2023年财务费用率为-1.5%，较2022年减少0.1pct。2024Q1销售费用率和管理费用率分别为15.2%、7.8%，同比基本持平。

图：2017-2024Q1医疗器械公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1医疗器械公司费用率情况



■ 医疗器械：24H2院内招标有望复苏，关注出口供应链机会

- 医疗器械细分领域较多，2023年以IVD为代表的疫情应急产品需求急剧消退，其他板块表现不一，1) 医疗设备受2023年下半年开始行业整顿影响，迈瑞医疗等收入端整体承压；2) 常规产品为主的IVD如新产业受益于出海、国产替代等，整体表现较好；3) 以惠泰医疗为代表的耗材受益于国产替代表现较好；4) 以美好医疗为代表的出口供应链受去库存影响表现一般。
- **我们认为**，2024年下半年院内招标将显著恢复，有望支撑相关公司业绩增长，同时国产替代空间大的医用耗材有望持续快速增长。出海方面，建议关注去库存结束的海外供应链以及自主品牌的放量。

表：2023年和2024Q1部分医疗器械公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速		所属子板块
		2023	2024Q1	2023	2024Q1	
300760.SZ	迈瑞医疗	15.0%	12.1%	20.6%	22.9%	医疗设备
688271.SH	联影医疗	23.5%	6.2%	19.2%	10.2%	医疗设备
688114.SH	华大智造	-31.2%	-14.3%	-130.0%	-34.2%	医疗设备
300633.SZ	开立医疗	20.3%	1.3%	22.9%	-27.6%	医疗设备
688212.SH	澳华内镜	52.3%	34.9%	167.0%	-83.3%	医疗设备
603658.SH	安图生物	0.0%	5.1%	4.3%	33.9%	体外诊断
300832.SZ	新产业	29.0%	16.6%	24.5%	20.0%	体外诊断
688389.SH	普门科技	16.5%	10.1%	30.7%	21.7%	体外诊断
300396.SZ	迪瑞医疗	13.0%	99.6%	5.3%	56.7%	体外诊断
688617.SH	惠泰医疗	35.7%	30.2%	49.1%	36.5%	医用耗材
688351.SH	微电生理-U	26.5%	71.0%	85.2%	144.7%	医用耗材
688050.SH	爱博医疗	64.1%	63.6%	30.6%	31.3%	消费耗材
300595.SZ	欧普康视	13.9%	15.7%	6.9%	11.4%	消费耗材
301363.SZ	美好医疗	-5.5%	-23.3%	-22.1%	-46.5%	出口产业链
688677.SH	海泰新光	-1.3%	-20.7%	-20.2%	-20.7%	出口产业链
605369.SH	拱东医疗	-33.6%	20.2%	-66.5%	56.0%	出口产业链
002223.SZ	鱼跃医疗	12.3%	-17.4%	50.2%	-7.6%	家用器械
300298.SZ	三诺生物	2.7%	14.9%	-36.3%	35.5%	家用器械

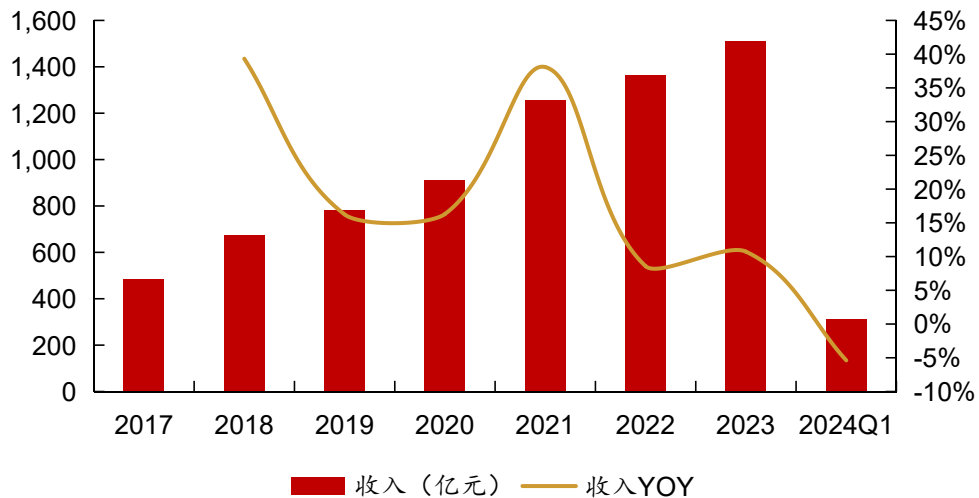
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、**医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著**
- 2、**创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期**
- 3、**中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种**
- 4、**医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹**
- 5、**生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量**
- 6、**化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象**
- 7、**原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种**
- 8、**医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大**
- 9、**医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著**
- 10、**CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注**

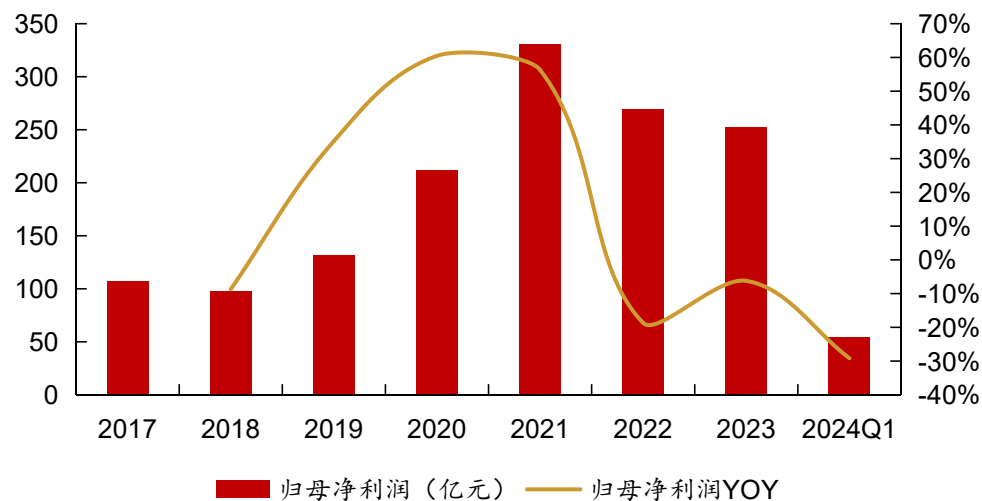
■ 生物制品：血制品表现亮眼，关注大品种放量

- 39家生物制品公司2023年共实现营收1512.0亿元，同比增长10.7%；共实现归母净利润252.1亿元，同比下滑6.2%。
- 24Q1单季度看，实现营收314.5亿元，同比下滑5.4%；实现归母净利润53.9亿元，同比下滑29.1%。

图：2017-2024Q1生物制品公司收入及增速情况



图：2017-2024Q1生物制品公司归母净利润及增速情况

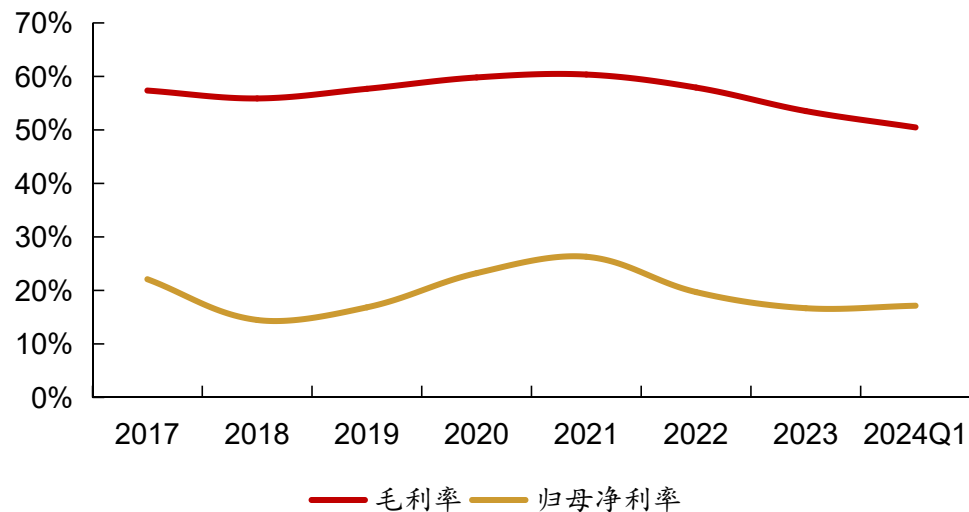


数据来源：Wind，华源证券研究所

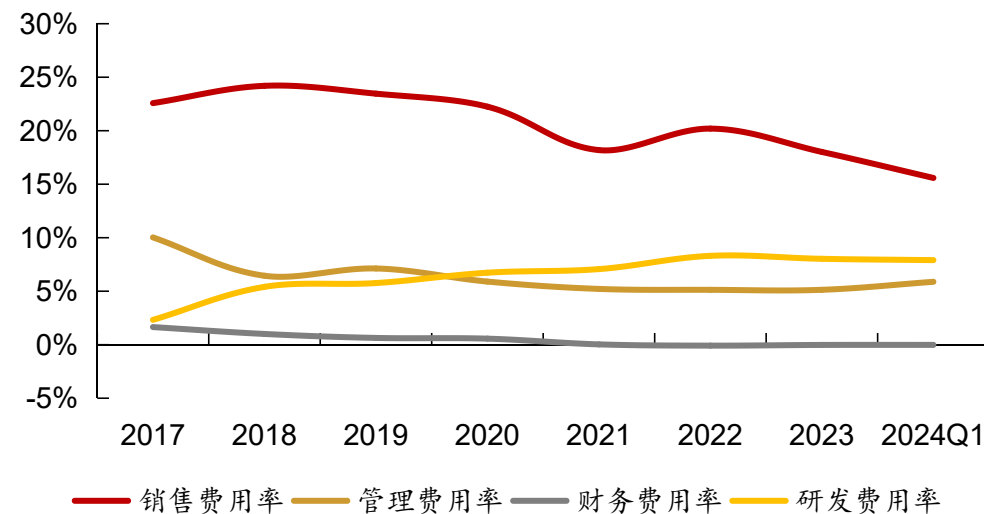
■ 生物制品：销售费用率有所下降，净利率提升

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为53.5%，较2022年下降4.4pct，归母净利率为16.7%，较2022年下降3.0pct；2024Q1整体毛利率为50.5%，较2023Q1年下降5.4pct，归母净利率为17.1%，较2023Q1年下降5.7pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为18.0%，较2022年基本持平；管理费用率为5.1%，较2022年基本持平；研发费用率为8.0%，较2022年下降0.3pct；财务费用率为-0.02%，较2022年基本持平。

图：2017-2024Q1生物制品公司毛利率及净利率情况

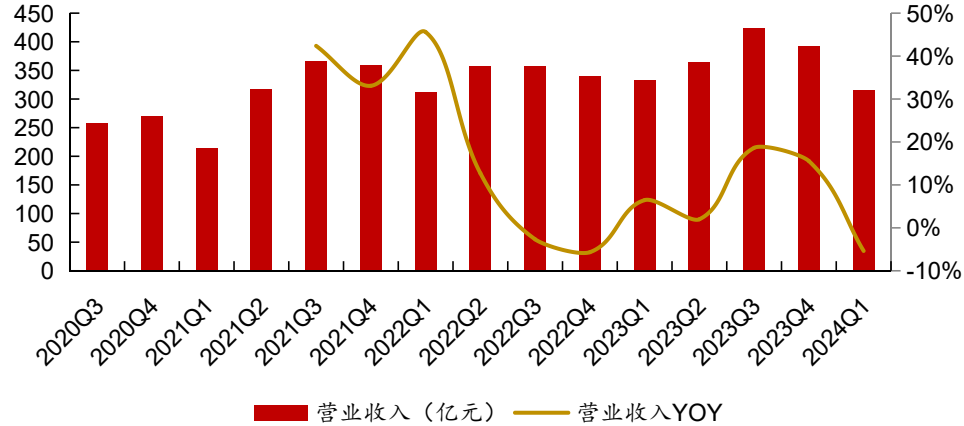


图：2017-2024Q1生物制品公司费用率情况

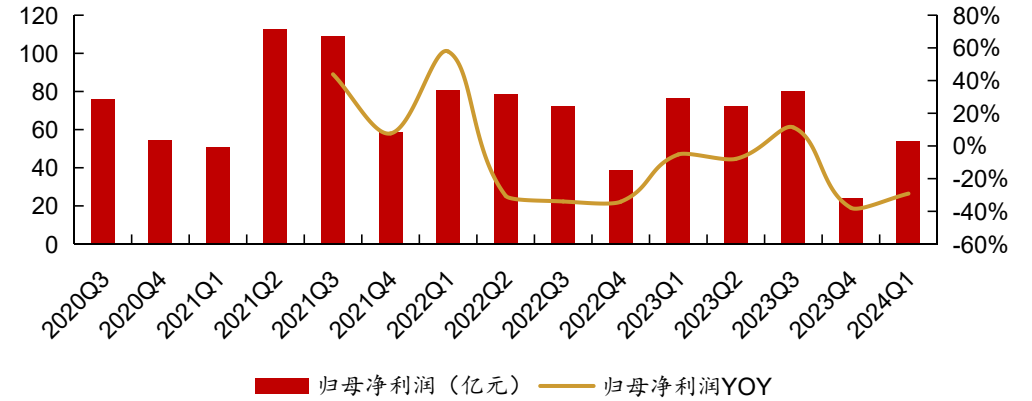




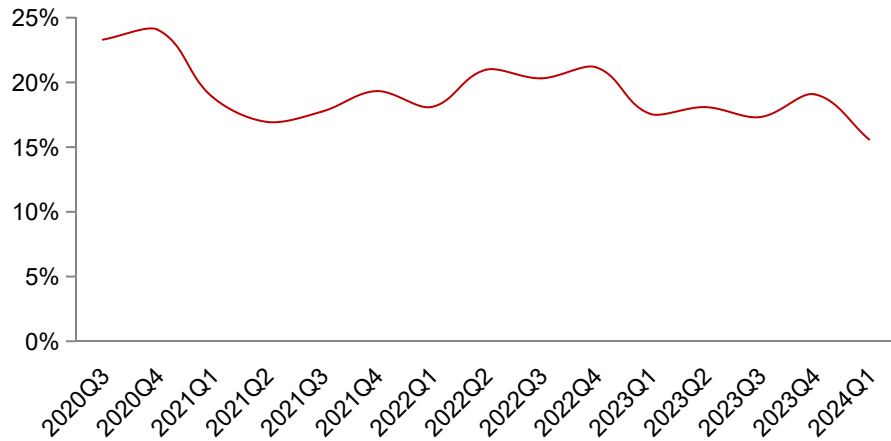
图：2020Q3-2024Q1生物制品公司收入及增速情况（分季度）



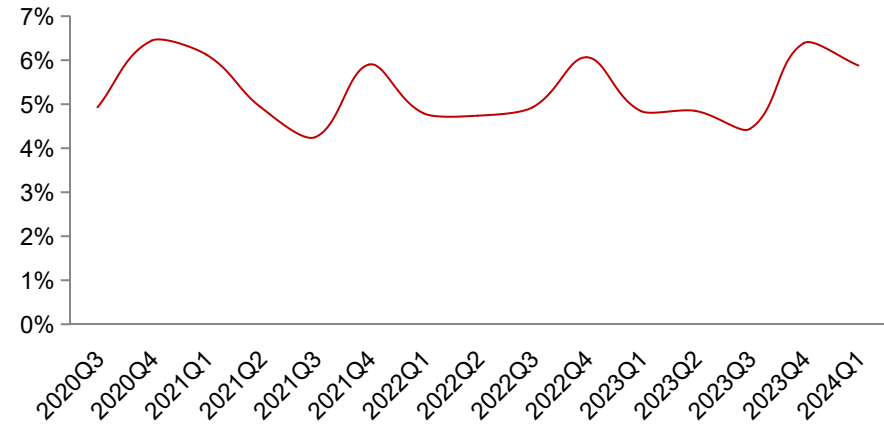
图：2020Q3-2024Q1生物制品公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1生物制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1生物制品公司管理费用率情况（分季度）



数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 生物制品：看好大单品放量逻辑，血制品维持高景气

- 整体来看行业表现较为稳定，分赛道看：**1) 疫苗**：短期利润承压，后续看新产品放量，建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。**2) 血制品**：2023年行业高景气，持续看好行业供需两旺，建议关注：天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、卫光生物、上海莱士等。

表：2023&2024Q1生物制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

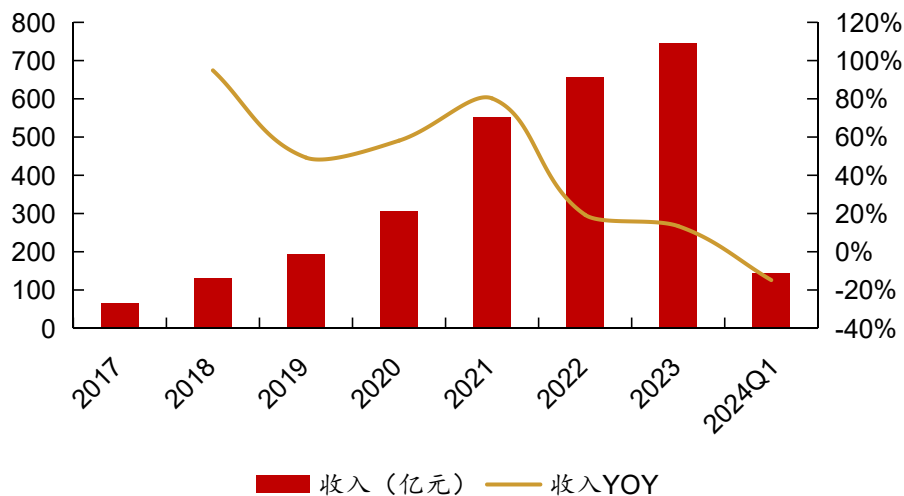
代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
688276.SH	百克生物	70.3%	50.6%	176.0%	229.5%
688739.SH	成大生物	-3.6%	3.2%	-34.7%	-35.9%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-76.4%	65.5%	-58.9%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-95.3%	-270.9%	-159.1%
300841.SZ	康华生物	9.0%	12.0%	-14.9%	42.1%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-39.6%	749.0%	-73.7%
688185.SH	康希诺	-65.5%	13.7%	-63.0%	-21.9%
600739.SH	辽宁成大	-26.0%	19.0%	-81.0%	-71.0%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	5.9%	-33.9%	-774.6%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-73.9%	-73.7%	-89.9%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-28.0%	-42.4%	-91.8%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	2.0%	7.0%	-28.3%
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-10.6%	37.7%	-25.6%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-44.4%	-45.1%	-10.7%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	67.0%	4.3%	116.3%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	-0.3%	-5.4%	5.3%
600161.SH	天坛生物	21.6%	-5.4%	26.0%	20.9%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	8.5%	86.1%	2.4%
300318.SZ	博晖创新	31.3%	3.6%	68.2%	283.9%

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
300009.SZ	安科生物	22.9%	10.4%	20.5%	17.3%
688177.SH	百奥泰	54.9%	4.3%	17.9%	16.6%
300239.SZ	东宝生物	3.3%	-7.5%	9.5%	-16.6%
603087.SH	甘李药业	52.3%	0.4%	177.4%	95.0%
300683.SZ	海特生物	-12.5%	-4.9%	-761.2%	-1024.0%
688687.SH	凯因科技	21.7%	10.3%	39.7%	4.8%
603590.SH	康辰药业	6.1%	20.7%	48.2%	62.3%
688136.SH	科兴制药	-4.3%	11.8%	-110.7%	241.5%
688163.SH	赛伦生物	9.1%	9.8%	-39.6%	-51.1%
300485.SZ	赛升药业	-35.1%	-17.5%	-49.7%	-23235.0%
000534.SZ	万泽股份	23.6%	3.2%	73.5%	12.4%
002581.SZ	未名医药	20.4%	10.8%	-2164.7%	-28.8%
300357.SZ	我武生物	-5.3%	18.1%	-11.1%	9.5%
600211.SH	西藏药业	22.7%	-22.4%	116.6%	3.2%
000661.SZ	长春高新	15.4%	14.4%	9.5%	0.2%
688520.SH	神州细胞-U	84.5%	86.3%	23.7%	148.5%
002038.SZ	双鹭药业	-3.0%	-17.4%	77.8%	-65.3%
000518.SZ	四环生物	-12.9%	-1.1%	-54.3%	84.3%
688278.SH	特宝生物	37.6%	30.0%	93.5%	53.0%
600867.SH	通化东宝	10.7%	-11.1%	-26.2%	-14.3%

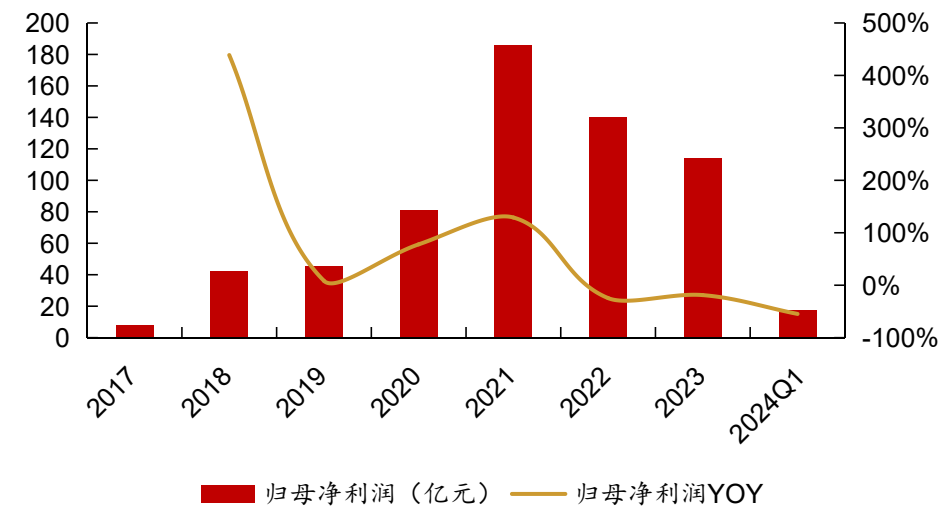
■ 受市场宏观环境影响，整体利润端承压：

- 11家疫苗公司2023年共实现营收745.7亿元，同比增长13.4%；共实现归母净利润114.0亿元，同比下滑18.8%，利润出现下滑主要系利润体量较大的万泰生物业绩大幅下滑影响（主要系2价HPV销售量下滑等原因）。
- 24Q1单季度看，共实现营收143.7亿元，同比下滑14.8%，主要系收入体量较大的万泰生物影响；共实现归母净利润17.6亿元，同比下滑54.8%，主要系利润体量较大的万泰生物和智飞生物影响。

图：2017-2024Q1疫苗公司收入及增速情况



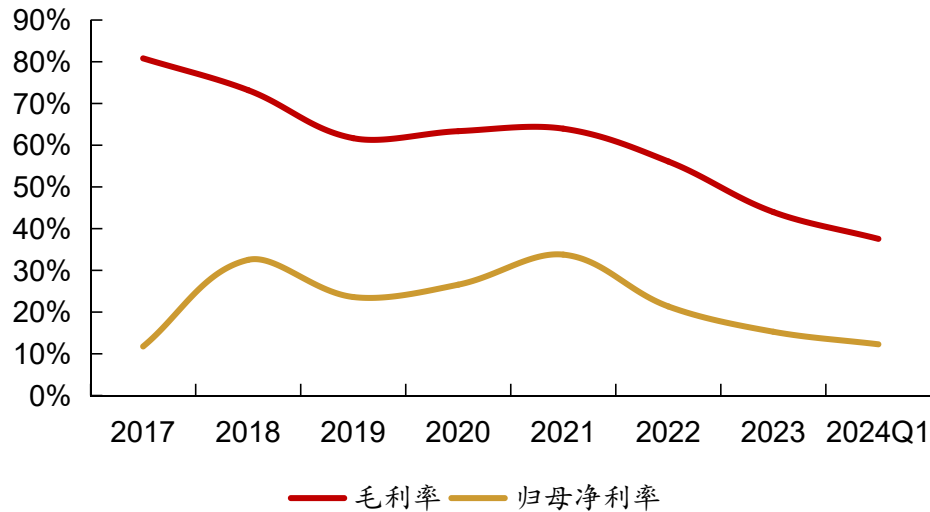
图：2017-2024Q1疫苗公司归母净利润及增速情况



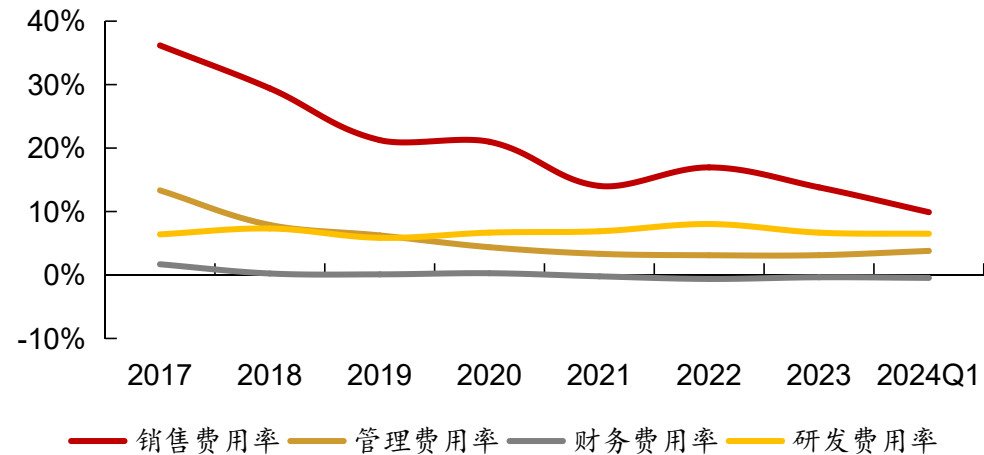
■ 受品种结构收入变化及宏观环境影响，盈利能力略有下滑：

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为44.0%，较2022年下降12.1pct，归母净利率为15.3%，较2022年下降6.1pct；2024Q1整体毛利率为37.5%，较2023Q1年下降12.4pct，归母净利率为12.3%，较2023Q1年下降10.8pct。盈利能力出现下滑主要系体量较大的智飞生物、万泰生物和沃森生物等影响，**整体来看，受消费等宏观环境变化影响以及大单品9价HPV（毛利率、净利率相对较低）疫苗占比变高等影响，疫苗行业盈利能力出现一定下降。**
- **费用率方面**，2023年销售费用率为13.8%，较2022年下降3.1pct；管理费用率为3.1%，较2022年基本持平；研发费用率为6.67%；财务费用率为-0.36%，较2022年上升0.3pct。

图：2017-2024Q1疫苗公司毛利率及净利率情况

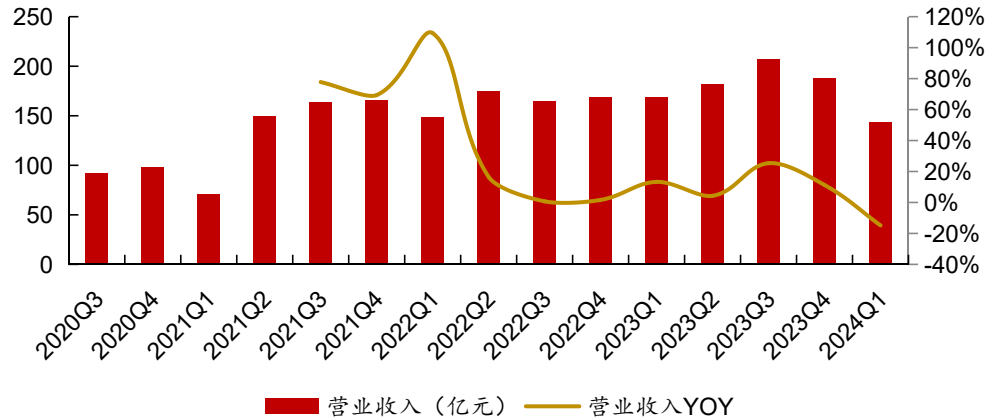


图：2017-2024Q1疫苗公司费用率情况

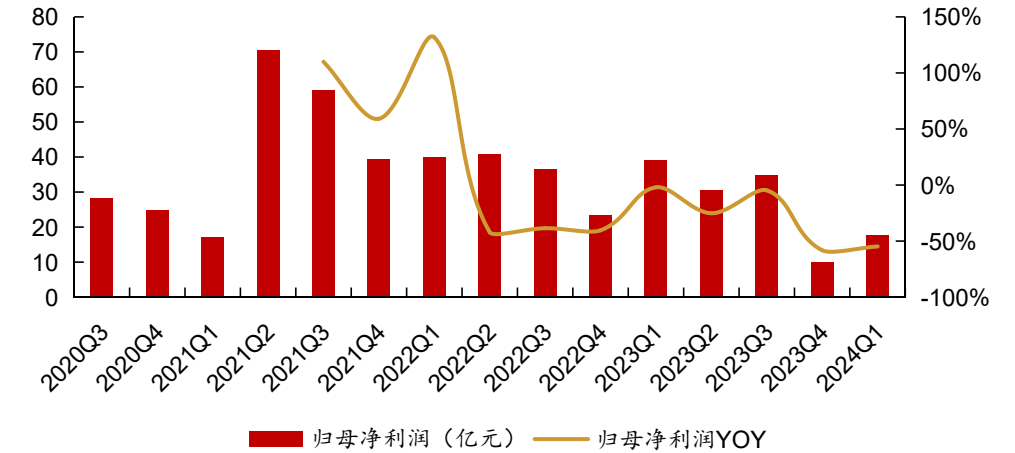




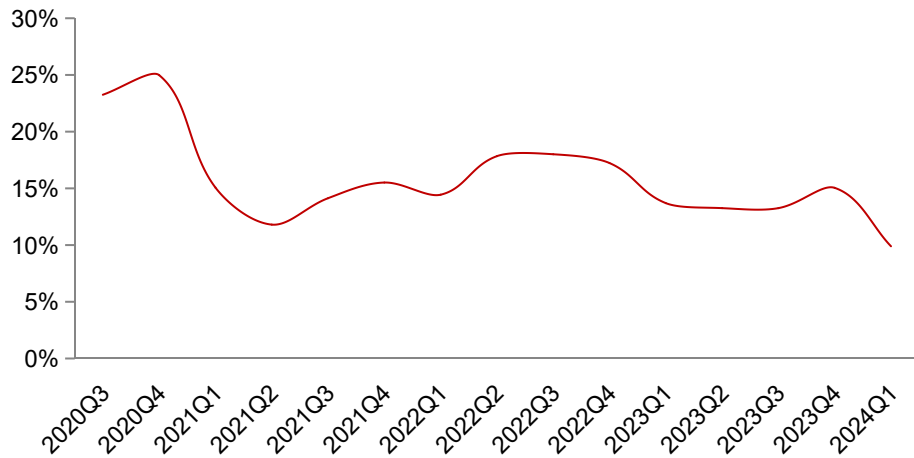
图：2020Q3-2024Q1疫苗公司收入及增速情况（分季度）



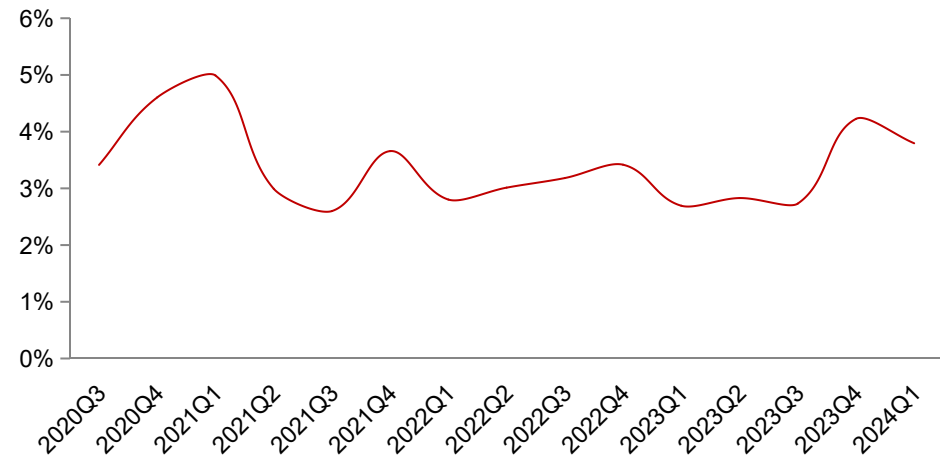
图：2020Q3-2024Q1疫苗公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1疫苗公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1疫苗公司管理费用率情况（分季度）



■ 看好后续带状疱疹、RSV等创新疫苗放量情况：

- **整体来看：**受新生儿下降、竞争格局以及消费宏观环境变化等影响，大部分疫苗公司2023年及2024Q1收入和归母净利润出现一定程度下滑。另外，9价HPV疫苗在2023年进一步高增长，收入占比提高，但同时拉低了智飞生物和行业整体的毛利率和净利率。**展望后市：**我们认为疫苗行业当前处于新产品放量期的窗口期，现有品种的增速放缓在一定程度上影响了上市公司报表，但参考海外发达国家市场，我们认为后续随着带状疱疹、RSV等新型疫苗的逐步放量，行业有望恢复稳健增长水平，部分公司也将迎来新一轮业绩增长期间。建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。

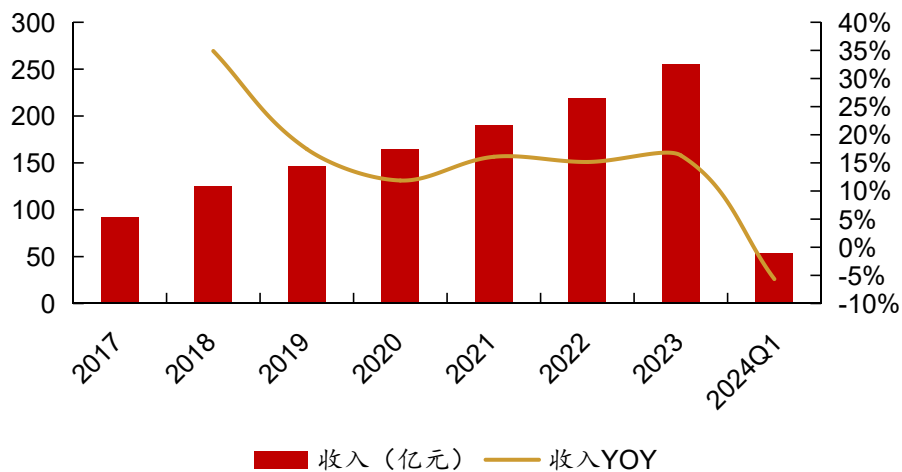
表：2023&2024Q1疫苗各公司收入及归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
688276.SH	百克生物	70.3%	50.6%	176.0%	229.5%
688739.SH	成大生物	-3.6%	3.2%	-34.7%	-35.9%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-76.4%	65.5%	-58.9%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-95.3%	-270.9%	-159.1%
300841.SZ	康华生物	9.0%	12.0%	-14.9%	42.1%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-39.6%	749.0%	-73.7%
688185.SH	康希诺	-65.5%	13.7%	-63.0%	-21.9%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	5.9%	-33.9%	-774.6%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-73.9%	-73.7%	-89.9%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-28.0%	-42.4%	-91.8%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	2.0%	7.0%	-28.3%

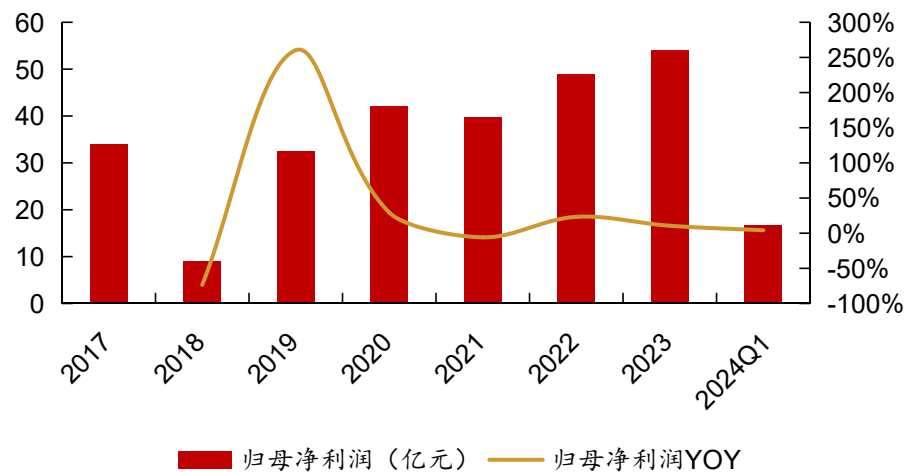
■ 2023年终端需求旺盛，业绩高增长：

- 7家疫苗公司2023年共实现营收255.6亿元，同比增长16.3%；共实现归母净利润54.1亿元，同比增长10.6%。受2023年初疫情影响，以及下半年呼吸道疾病高发影响，静丙等血制品需求大幅增长，带动行业业绩高增长。
- 24Q1单季度看，实现营收54.4亿元，同比下滑5.6%；实现归母净利润16.8亿元，同比增长4.1%。

图：2017-2024Q1血制品公司收入及增速情况



图：2017-2024Q1血制品公司归母净利润及增速情况

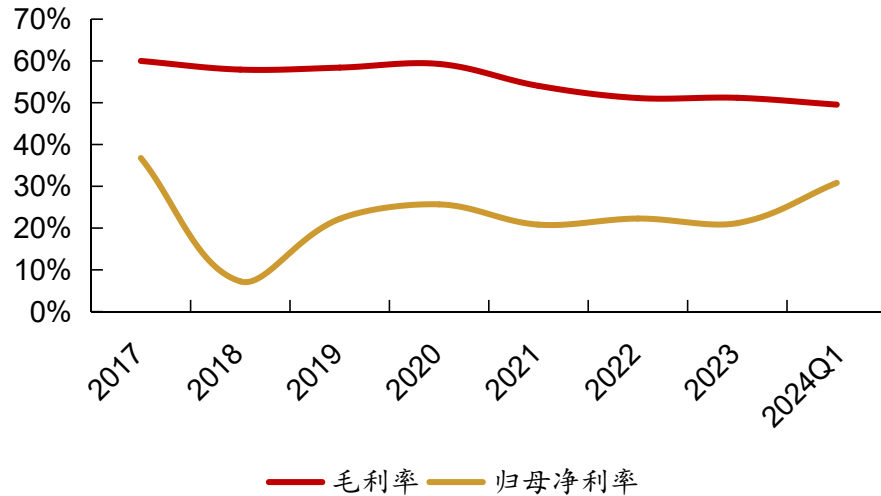


数据来源：Wind，华源证券研究所

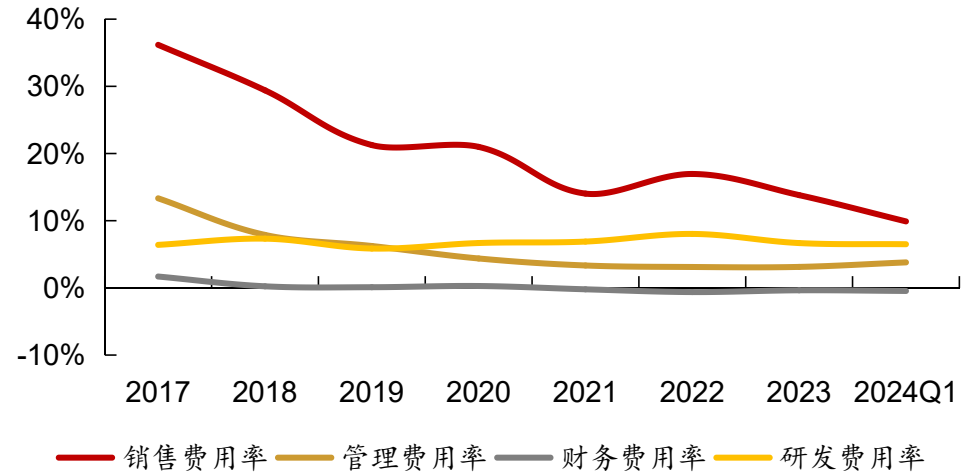
■ 2023年终端需求旺盛，业绩高增长：

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为51.2%，较2022年基本持平；归母净利率为21.2%，较2022年下降1.1pct；2024Q1整体毛利率为49.5%，较2023Q1年增长2.1pct；归母净利率为30.8%，较2023Q1年增长2.9pct，主要系天坛生物和上海莱士净利率提升所致。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为11.1%，较2022年下降1.7pct；管理费用率为6.9%，较2022年下降0.3pct；研发费用率为6.7%，较2022年下降1.4pct；财务费用率为-0.97%，较2022年下降0.2pct。

2017-2024Q1血制品公司毛利率及净利率情况

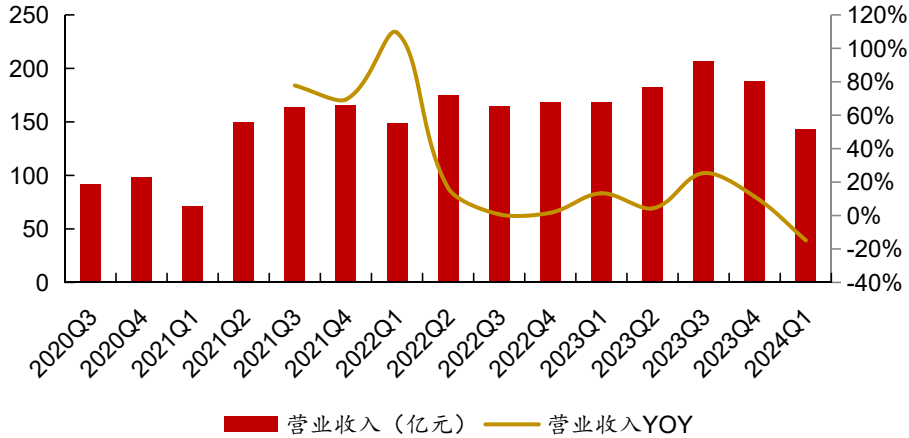


2017-2024Q1血制品公司费用率情况

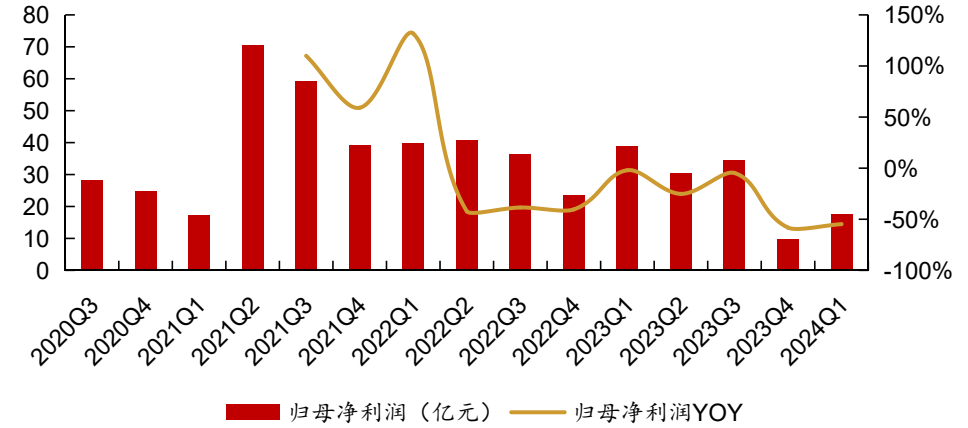




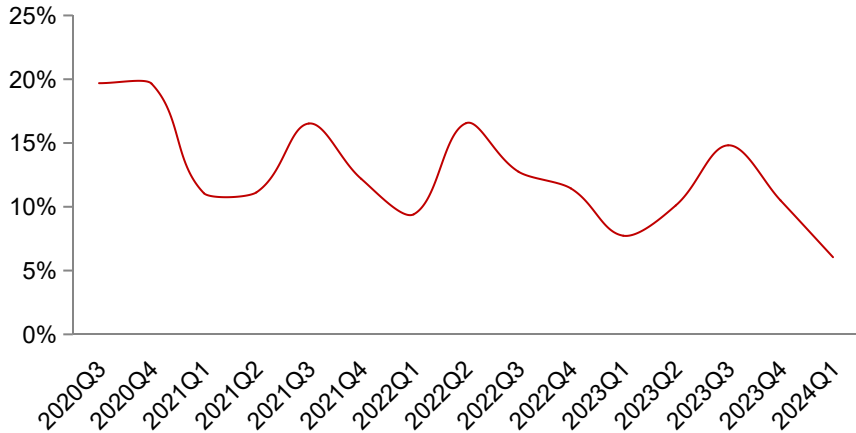
图：2020Q3-2024Q1血制品公司收入及增速情况（分季度）



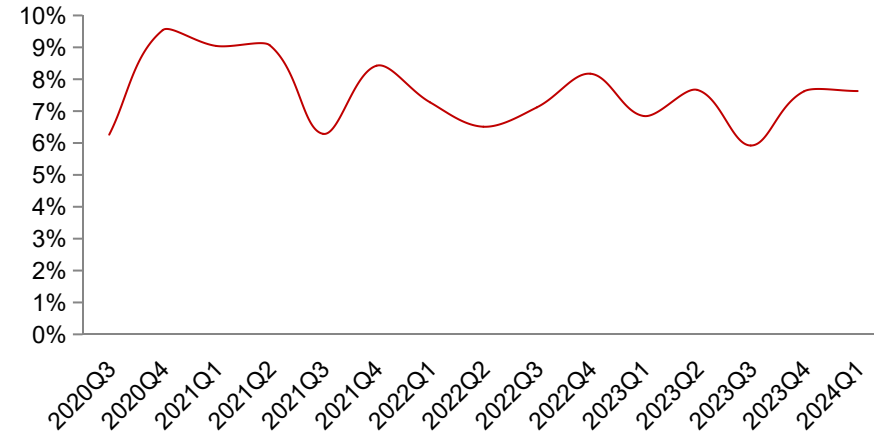
图：2020Q3-2024Q1血制品公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1血制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1血制品公司管理费用率情况（分季度）



数据来源：Wind，华源证券研究所

- **回顾2023年**，年初的新冠疫情影响和下半年的各种呼吸道疾病高发，使得对静丙等品种的需求大幅提升。再叠加2023年采浆量的恢复，整个行业供需两旺，除了博雅生物由于剥离子公司、上海莱士由于减值等影响表观业绩，多家血制品公司在2023年业绩取得较快增长。**展望后市**，基本目前依然维持紧平衡的趋势，白蛋白保持稳定，我们持续看好血制品行业高景气，建议关注天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、卫光生物等。

表：2023&2024Q1血制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-10.6%	37.7%	-25.6%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-44.4%	-45.1%	-10.7%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	67.0%	4.3%	116.3%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	-0.3%	-5.4%	5.3%
600161.SH	天坛生物	21.6%	-5.4%	26.0%	20.9%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	8.5%	86.1%	2.4%
300318.SZ	博晖创新	31.3%	3.6%	68.2%	283.9%

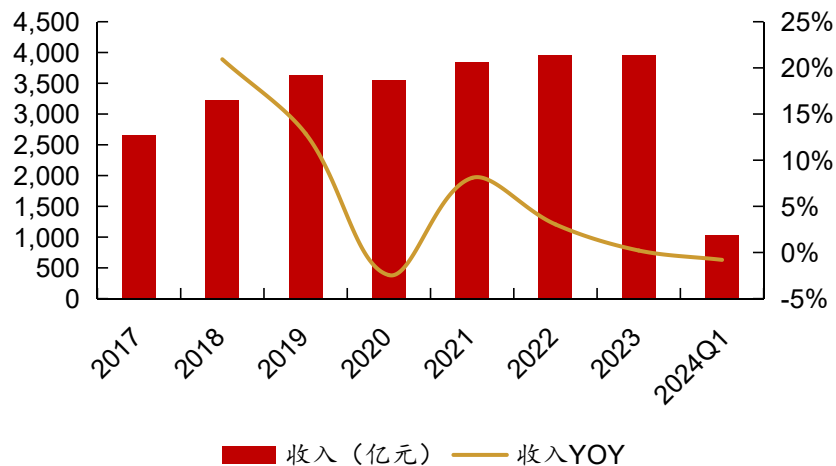
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

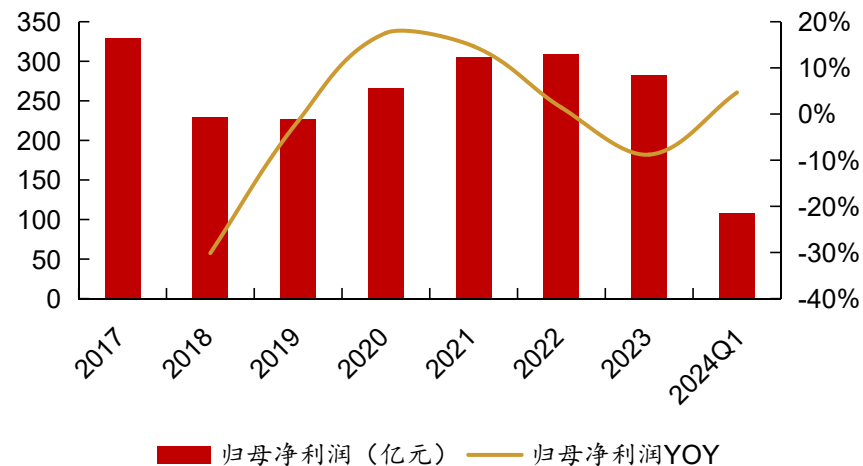
■ 化药：2023年行业表现前高后低，销售费用率和研发支出率剪刀差趋势持续加大

- 2023年化药公司共实现营收3961.1亿元，同比增长0.2%，其中Q3和Q4较上半年增速显著下滑，主要系三季度开始医药行业整顿所致；共实现归母净利润282.2亿元，同比下降8.8%，其中受Q4利润拖累较大。
- 单季度看，2023Q4实现收入988.9亿元，同比下降3.8%；归母净利润为6.9亿元，同比下降84.4%，其中健友股份、常山药业等大幅减值影响较大。2024Q1实现营收1024.8亿元，同比下降0.8%，实现归母净利润107.8亿元，同比增长4.7%。

图：2017-2024Q1化药公司收入及增速情况

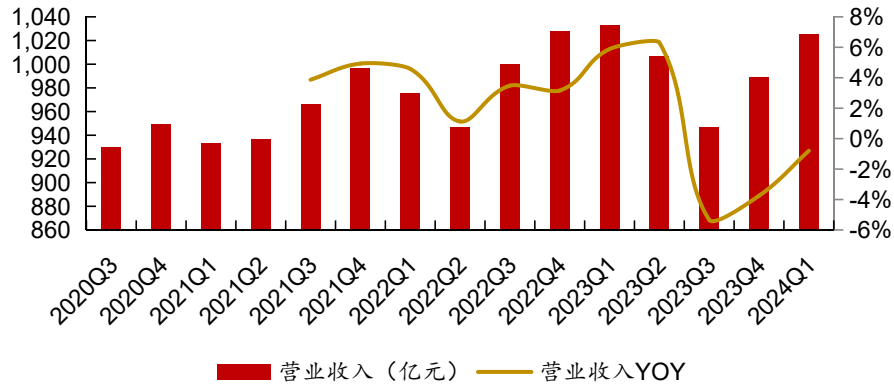


图：2017-2024Q1化药公司归母净利润及增速情况

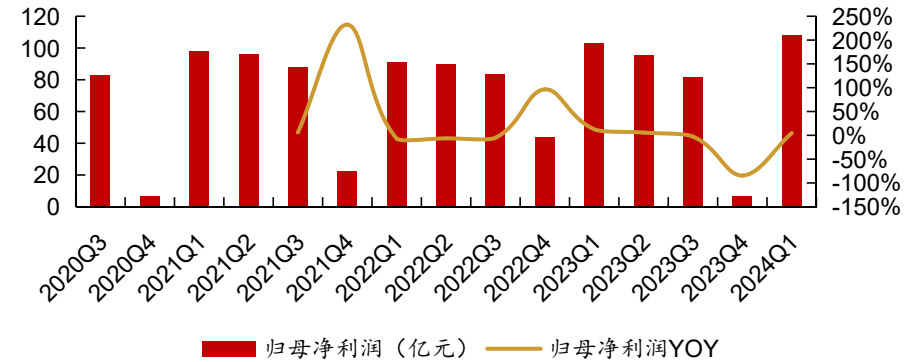


化药：2023年行业表现前高后低，销售费用率和研发支出率剪刀差趋势持续加大

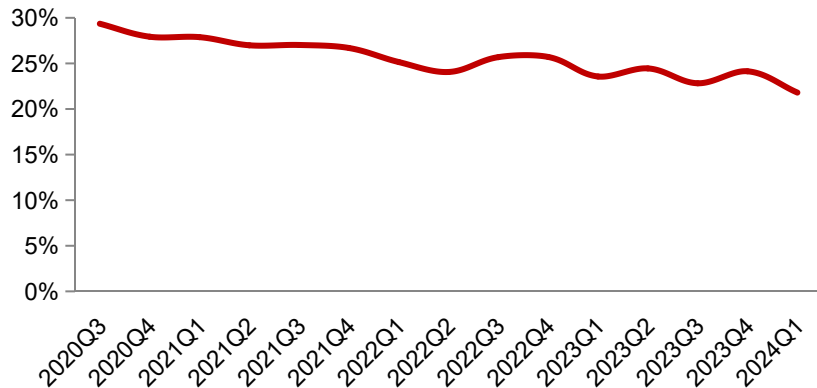
图：2020Q3-2024Q1化药公司收入及增速情况（分季度）



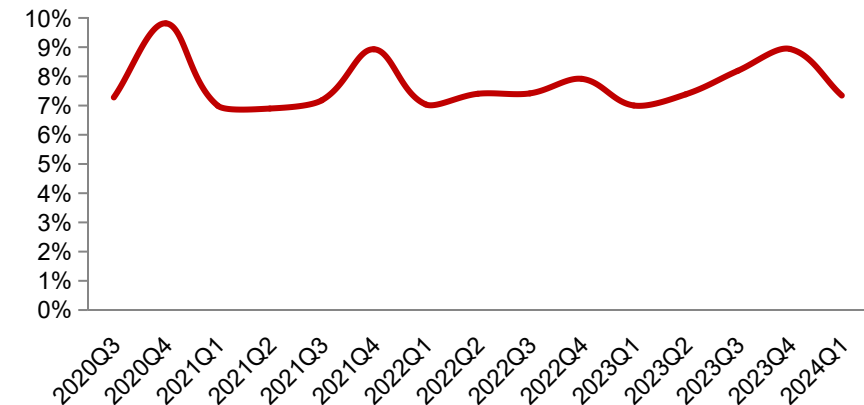
图：2020Q3-2024Q1化药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1化药公司销售费用率情况（分季度）



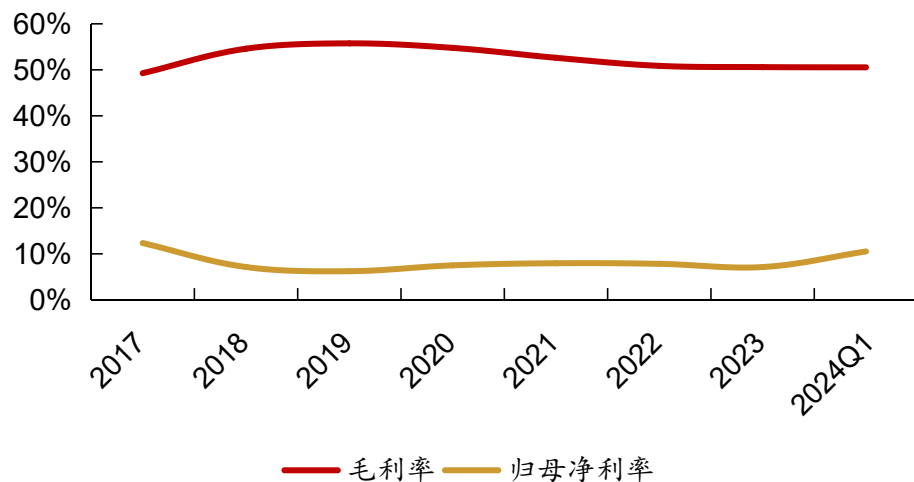
图：2020Q3-2024Q1化药公司管理费用率情况（分季度）



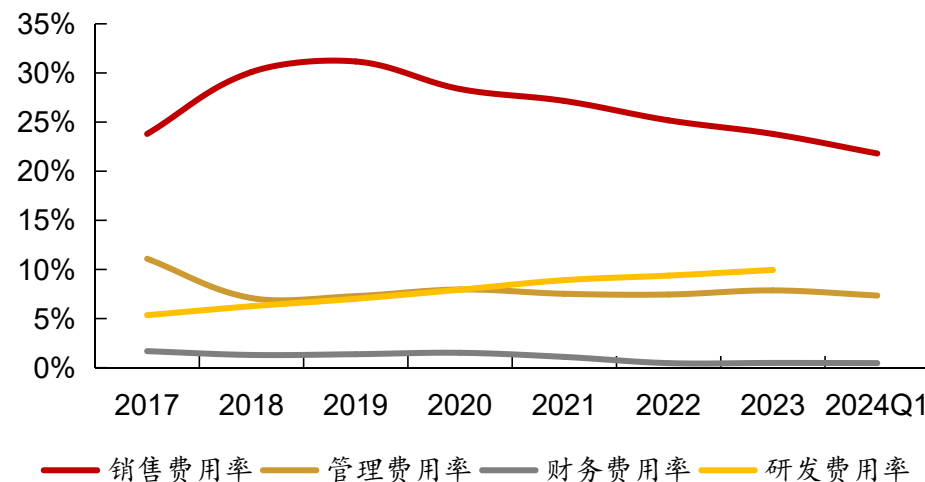
■ 化药：2023年行业表现前高后低，销售费用率和研发支出率剪刀差趋势持续加大

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为50.6%，较2022年减少0.27pct；归母净利率为7.1%，较2022年减少0.7pct；2024Q1整体毛利率为50.5%，较2023Q1年减少0.75pct，归母净利率为10.5%，较2023Q1年提升0.55pct。
- **费用率方面**，受药品集采、医疗改革、支持创新等政策影响，化药板块销售费用率持续下降，2023年销售费用率为23.8%，较2022年减少1.38pct；管理费用率为7.9%，较2022年提升0.42pct。研发支出方面，近几年行业研发支出率持续提升，2023年研发支出率为9.95%。2024Q1销售费用率为21.8%，同比减少1.76pct；管理费用率为7.34%，同比提升0.66pct。

图：2017-2024Q1化药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1化药公司费用率情况



化药：寻找产品型公司，关注行业整顿后的真成长机会

- 受医药行业整顿影响，2023年化药板块整体呈现前高后低，下半年收入增速较上半年增速下滑明显，其中Q3更为显著。从单季度看，2024Q1已呈现一定的恢复迹象。
- 我们认为**，在医药销售合规监管趋严的大环境下，化药板块或进一步加速分化，真正具备临床价值的优质性价比产品有望在合规的销售模式下胜出，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2023年和2024Q1化药公司收入和利润同比增速情况

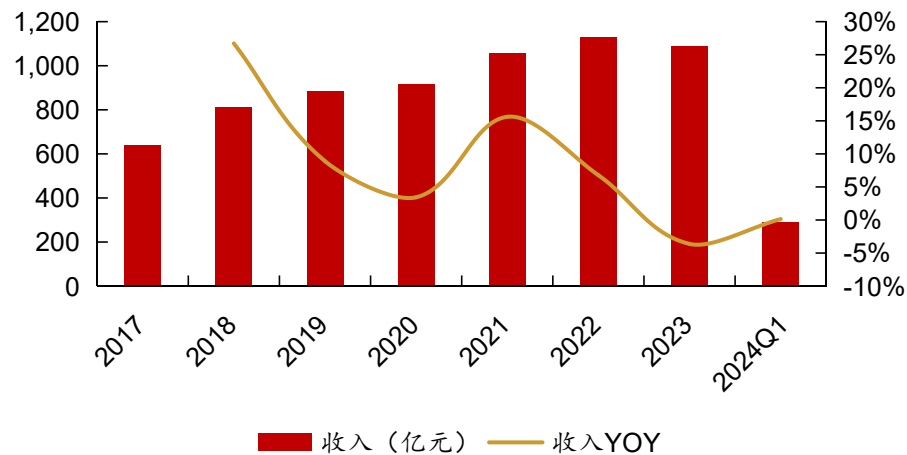
代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
600276.SH	恒瑞医药	7.3%	9.2%	10.1%	10.5%
002294.SZ	信立泰	-3.4%	22.9%	-9.0%	-5.1%
002653.SZ	海思科	11.3%	20.6%	6.5%	219.9%
600079.SH	人福医药	9.8%	2.3%	-14.1%	-26.9%
002262.SZ	恩华药业	17.3%	15.2%	15.1%	16.6%
600062.SH	华润双鹤	6.2%	2.3%	13.0%	11.0%
300705.SZ	九典制药	15.7%	17.7%	36.5%	63.4%
688566.SH	吉贝尔	31.5%	17.5%	41.7%	38.2%
000963.SZ	华东医药	7.7%	2.9%	13.6%	14.2%
002020.SZ	京新药业	5.8%	10.4%	-6.5%	13.2%
002773.SZ	康弘药业	16.8%	23.5%	16.5%	33.7%
000513.SZ	丽珠集团	-1.6%	-5.0%	2.3%	4.5%
600380.SH	健康元	-2.9%	-4.8%	-4.0%	-5.0%
603676.SH	卫信康	-5.4%	-9.3%	20.9%	57.5%

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

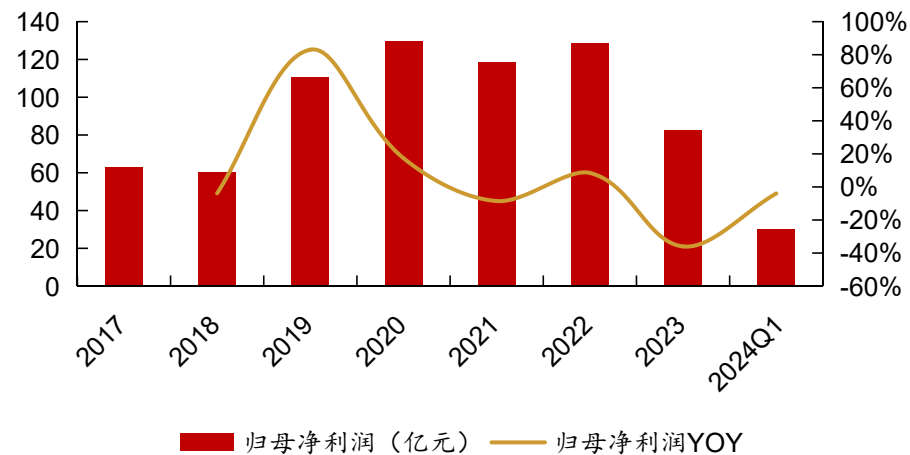
■ 原料药：2023年业绩下滑显著，2024Q1呈现景气度反转迹象

- 2023年原料药公司共实现营收1087.4亿元，同比下降3.6%，主要系原料药周期下行所致；共实现归母净利润82.2亿元，同比下降36%，利润下滑显著，主要是2023Q4单季度亏损所致。
- 单季度看，2023Q4实现收入269.3亿元，同比下降10%；实现归母净利润-2.2亿元，同比由盈利19.2亿转亏，主要系海普瑞等减值导致亏损较大所致。2024Q1实现营收290.3亿元，同比增长0.2%，实现归母净利润29.9亿元，同比下降4%。

图：2017-2024Q1原料药公司收入及增速情况

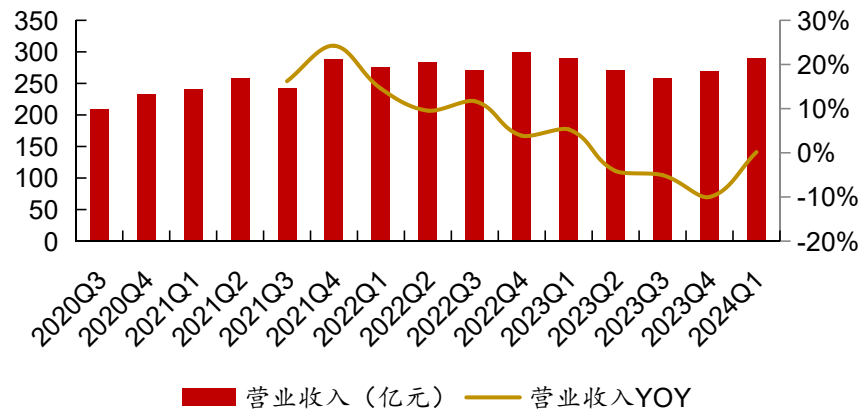


图：2017-2024Q1原料药公司归母净利润及增速情况

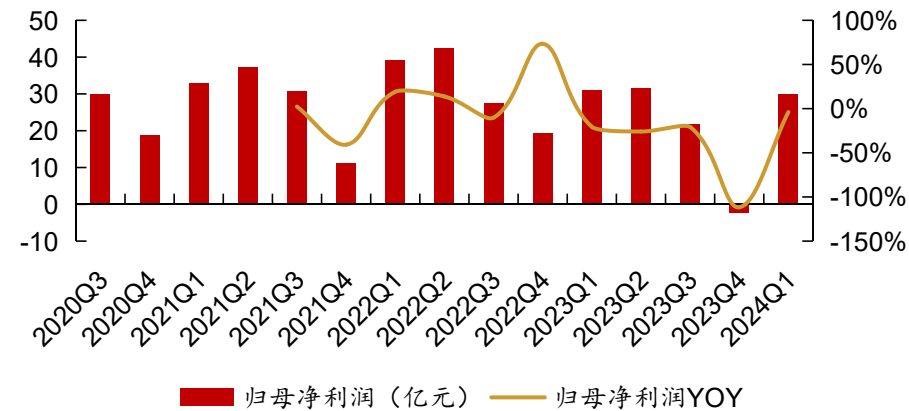


■ 原料药：2023年业绩下滑显著，2024Q1呈现景气度反转迹象

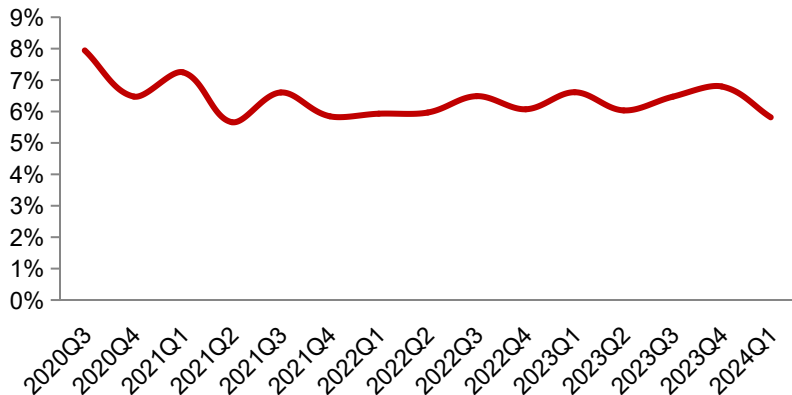
图：2020Q3-2024Q1原料药公司收入及增速情况（分季度）



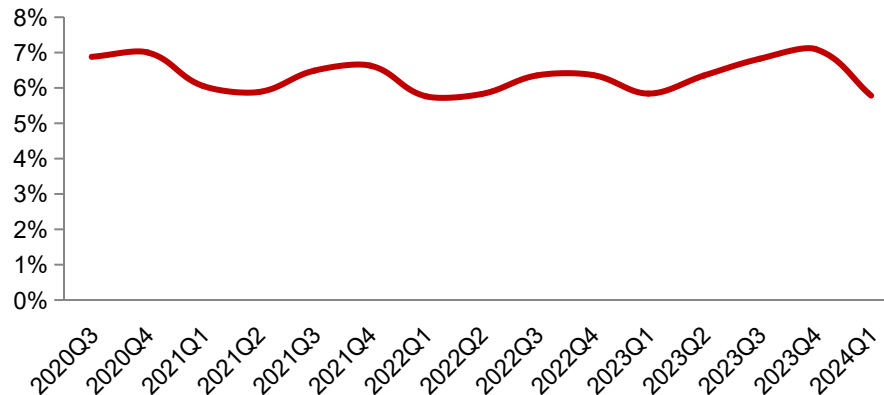
图：2020Q3-2024Q1原料药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1原料药公司销售费用率情况（分季度）



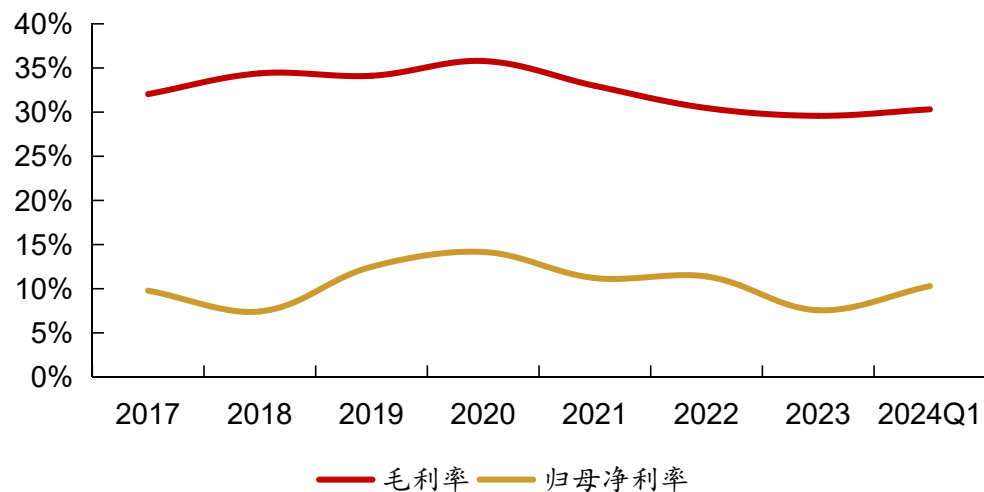
图：2020Q3-2024Q1原料药公司管理费用率情况（分季度）



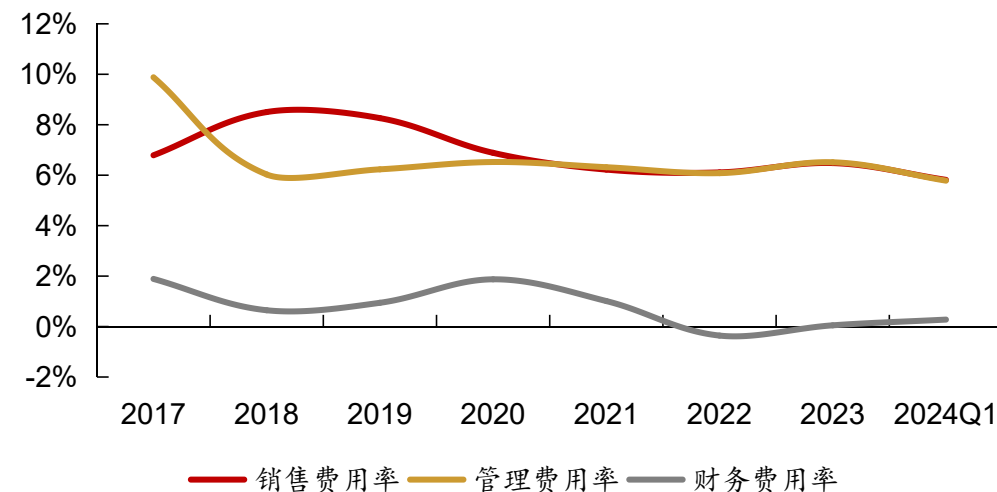
■ 原料药：2023年业绩下滑显著，2024Q1呈现景气度反转迹象

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为29.6%，较2022年减少0.88pct；归母净利率为7.6%，较2022年减少3.82pct；2024Q1整体毛利率为30.3%，较2023Q1年减少1.06pct；归母净利率为10.3%，较2023Q1年减少0.44pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为6.5%，较2022年提升0.37pct；管理费用率为6.5%，较2022年提升0.43pct；财务费用率为0.05%，同比提升0.41pct。2024Q1销售费用率为5.8%，同比减少0.8pct，管理费用率为5.8%，同比减少0.06pct。

图：2017-2024Q1原料药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1原料药公司费用率情况



■ 原料药：行业拐点降至，关注景气度高的细分品种

- 受行业景气度波动影响，2023年维生素、沙坦类、甾体激素、兽药类等原料药价格承压，2023年原料药板块业绩表现一般。2024年一季度原料药板块收入恢复增长，行业景气度有望触底回升。
- **我们认为**，原料药在2023年实现了去库存、价格下行风险基本解除，预计2024年行业有望筑底回升，关注景气度有望提升的细分原料药品种以及受益于全球重磅创新药专利到期红利的品种。

表：2023年和2024Q1原料药公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
002001.SZ	新和成	-5.1%	24.5%	-25.3%	35.2%
600216.SH	浙江医药	-4.0%	12.0%	-20.4%	-3.4%
300401.SZ	花园生物	-22.8%	4.1%	-49.9%	76.4%
000739.SZ	普洛药业	8.8%	3.6%	6.7%	1.8%
603520.SH	司太立	3.0%	13.5%	158.3%	28.4%
600521.SH	华海药业	0.5%	21.4%	-28.9%	56.6%
300636.SZ	同和药业	0.3%	-6.5%	5.3%	31.6%
605507.SH	国邦医药	-6.5%	-5.1%	-33.5%	2.1%
002399.SZ	海普瑞	-23.9%	5.6%	-207.7%	133.0%
002332.SZ	仙琚制药	-5.9%	8.4%	-24.9%	13.5%

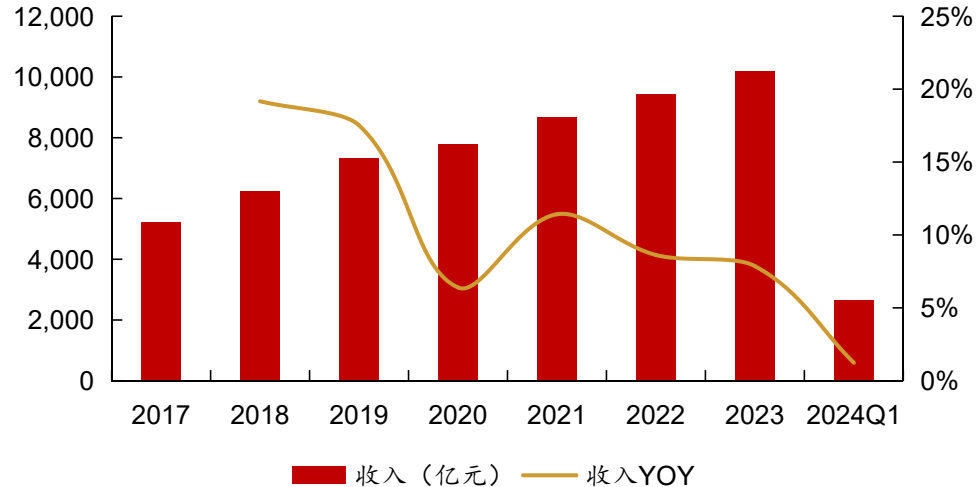
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

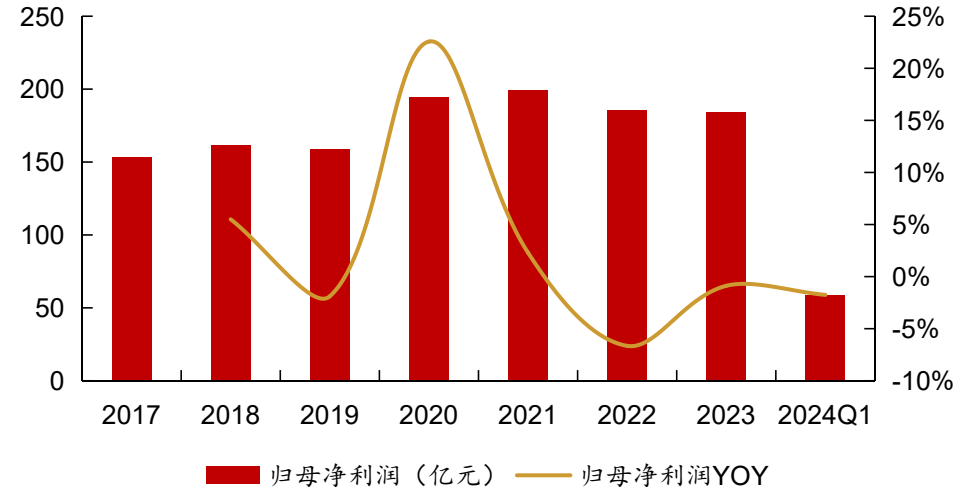
■ 医药商业：2023年收入增长较快，2024Q1单季度表现一般

- 2023年医药商业公司共实现营收1.02万亿元，同比增长7.9%；共实现归母净利润184.1亿元，同比下滑0.9%。其中，2023年药店实现收入1108.3亿，同比增长10.8%；实现归母净利润48.1亿元，同比下降3.7%。
- 单季度看，2023Q4实现收入2552.1亿元，同比增长4%；归母净利润为15.1亿元，同比增长3.99%。2024Q1实现营收2635.9亿元，同比增长1.2%，实现归母净利润58.3亿元，同比下降1.8%。

图：2017-2024Q1医药商业公司收入及增速情况

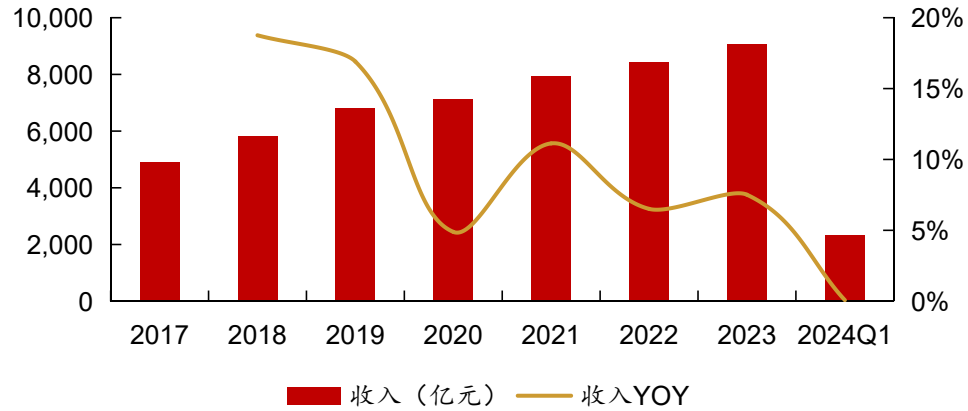


图：2017-2024Q1医药商业公司归母净利润及增速情况

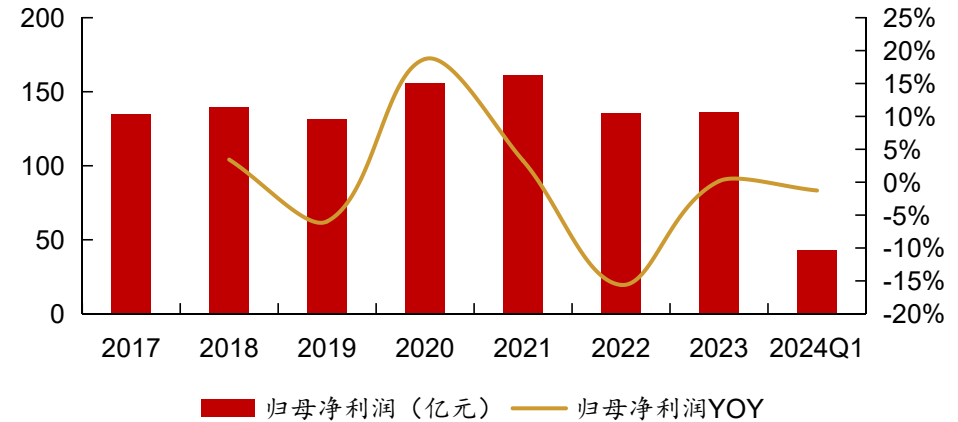


医药商业：2023年收入增长较快，2024Q1单季度表现一般

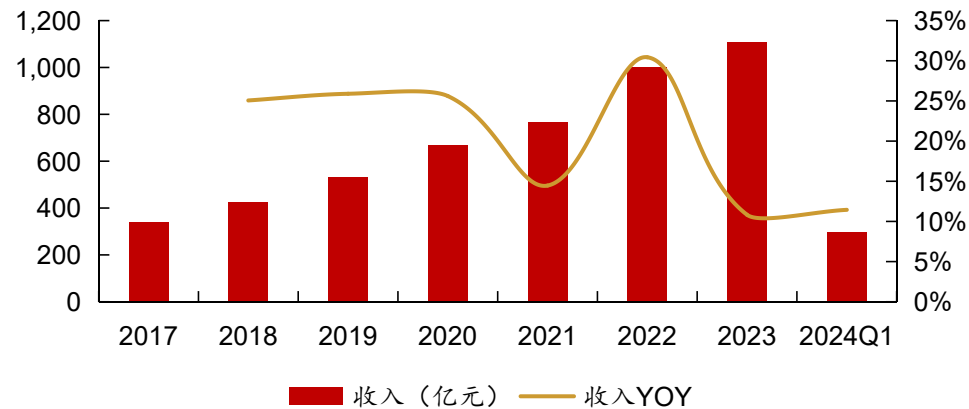
图：2017-2024Q1医药流通公司收入及增速情况



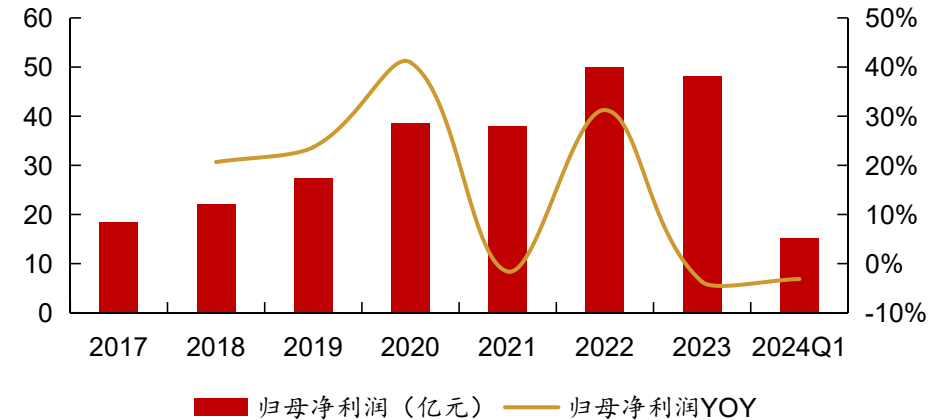
图：2017-2024Q1医药流通公司归母净利润及增速情况



图：2017-2024Q1线下药店公司收入及增速情况

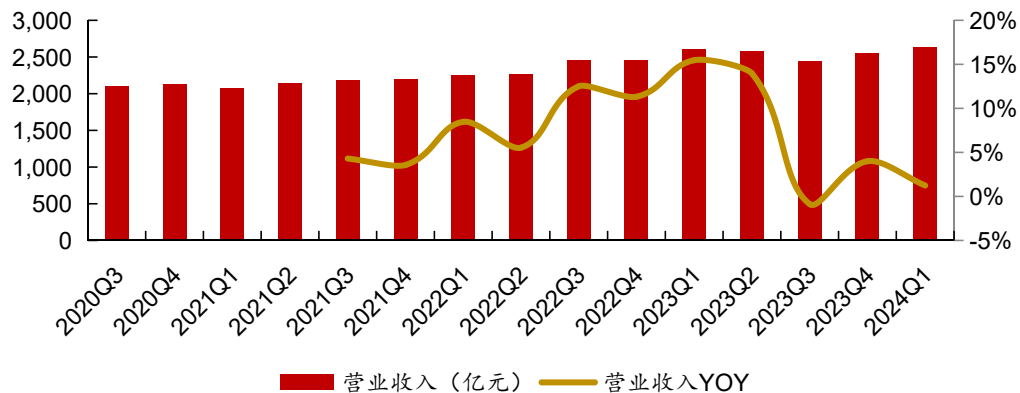


图：2017-2024Q1线下药店公司归母净利润及增速情况

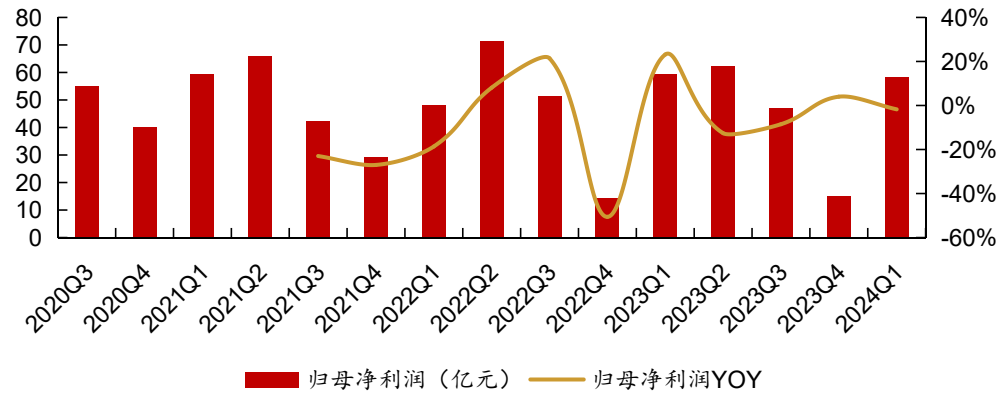


医药商业：2023年收入增长较快，2024Q1单季度表现一般

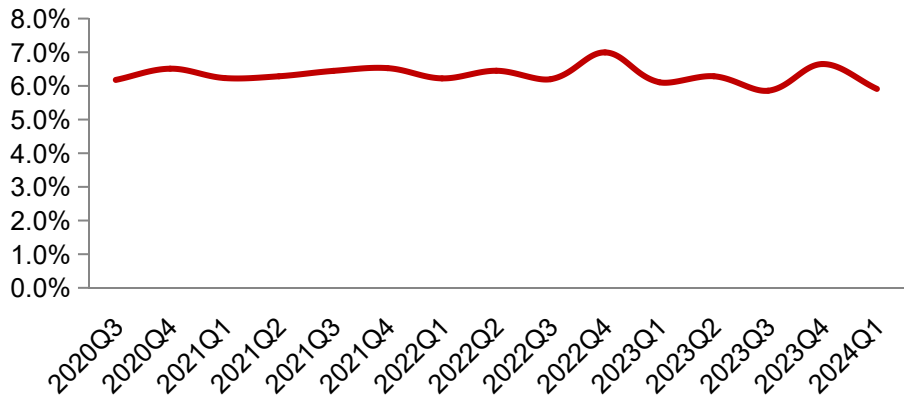
图：2020Q3-2024Q1医药商业公司收入及增速情况（分季度）



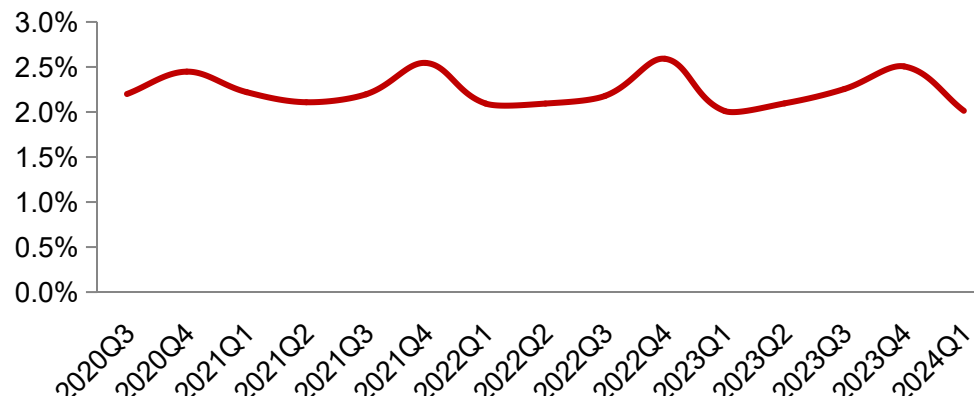
图：2020Q3-2024Q1医药商业公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1医药商业公司销售费用率情况（分季度）



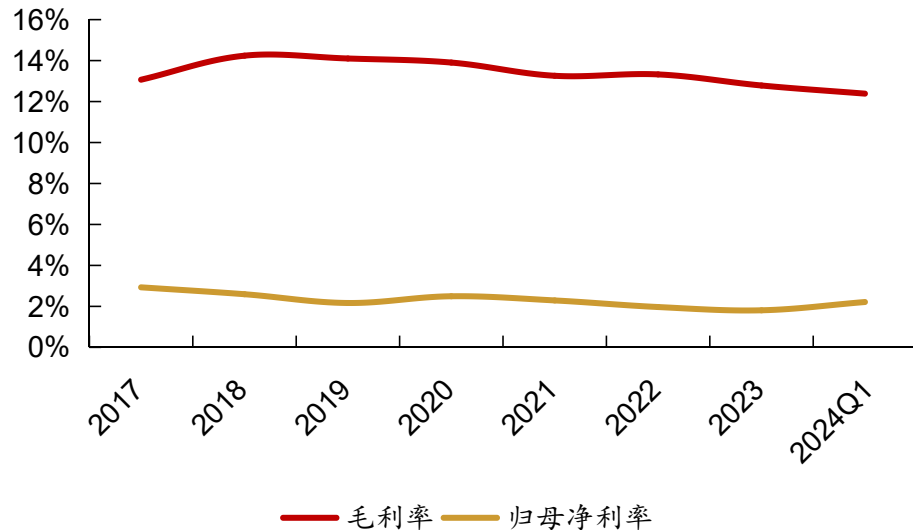
图：2020Q3-2024Q1医药商业公司管理费用率情况（分季度）



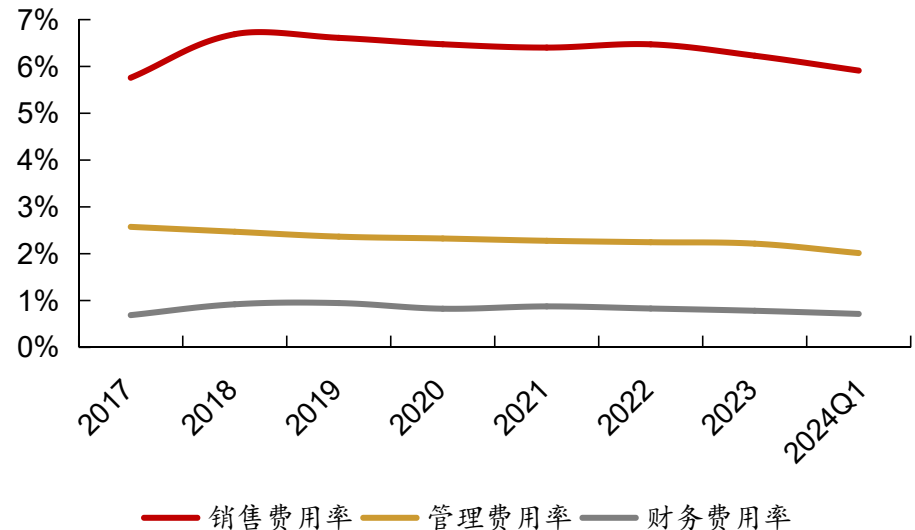
■ 医药商业：2023年收入增长较快，2024Q1单季度表现一般

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为12.8%，较2022年减少0.54pct，归母净利率为1.8%，较2022年减少0.16pct；2024Q1整体毛利率为12.4%，较2023Q1年减少0.43pct，归母净利率为2.2%，较2023Q1年下降0.07pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为6.2%，较2022年减少0.24pct；管理费用率为2.2%，较2022年减少0.03pct；2023年财务费用率为0.78%，较2022年基本稳定。2024Q1销售费用率为6.1%，同比减少0.2pct；管理费用率为2%，同比基本持平。

图：2017-2024Q1医药商业公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1医药商业公司费用率情况



■ 医药商业：关注国药系，挖掘药店基本面分化下机会

- 2023年医药商业整体表现较为稳健，头部几家商业流通企业如国药股份、国药控股、重药控股、九州通等持续保持稳健增长趋势，2023年和2024Q1药店内部表现分化加大。
- **我们认为**，在集采常规化的后时代，医药流通将整体有望保持个位数的稳健增长，其中头部企业有望进一步提升市场份额。国药系作为国内龙头，建议积极关注，同时关注地方性龙头。受所处地区不同，药店受政策影响短期有较大分化，建议关注相关受益标的。

表：2023年和2024Q1医疗商业公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
603233.SH	大参林	15.5%	13.5%	12.6%	-19.8%
600833.SH	第一医药	-31.5%	0.6%	-37.8%	21.8%
301408.SZ	华人健康	16.4%	30.6%	-28.7%	62.0%
605266.SH	健之佳	20.8%	6.8%	10.7%	-31.5%
603883.SH	老百姓	11.2%	1.8%	18.4%	10.3%
301017.SZ	漱玉平民	17.5%	17.7%	-42.0%	-83.7%
002727.SZ	一心堂	-0.3%	15.0%	-45.6%	1.0%
603939.SH	益丰药房	13.6%	13.4%	11.9%	20.9%
600511.SH	国药股份	9.2%	8.0%	9.3%	10.9%
000028.SZ	国药一致	2.8%	2.2%	7.6%	7.3%
600998.SH	九州通	6.9%	-3.8%	4.3%	-4.2%
603368.SH	柳药集团	9.2%	8.2%	21.1%	15.0%
601607.SH	上海医药	12.2%	5.9%	-32.9%	1.6%
000950.SZ	重药控股	18.1%	0.0%	-31.2%	-38.0%

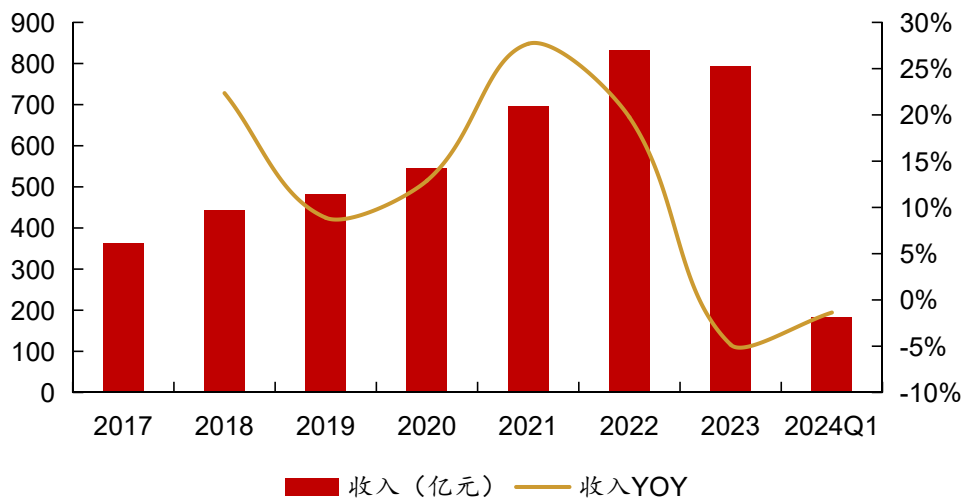
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、**医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著**
- 2、**创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期**
- 3、**中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种**
- 4、**医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹**
- 5、**生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量**
- 6、**化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象**
- 7、**原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种**
- 8、**医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大**
- 9、**医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著**
- 10、**CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注**

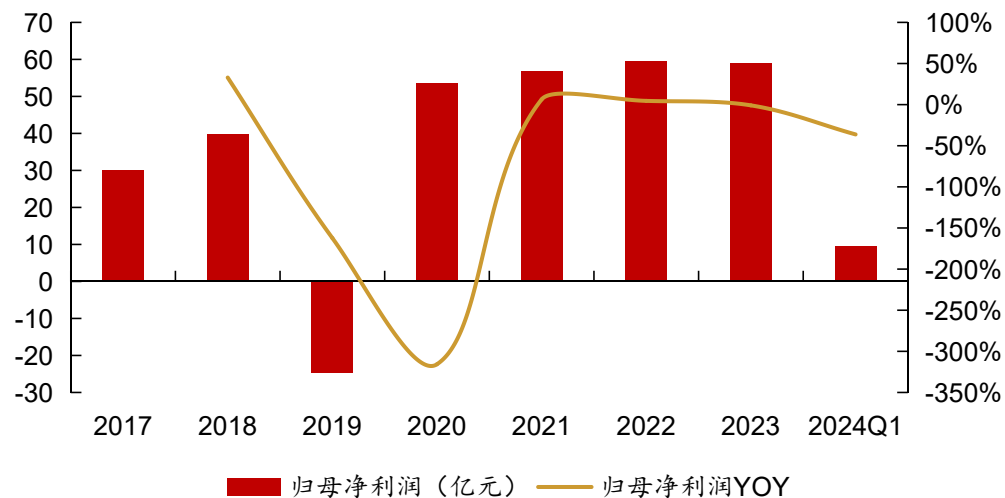
■ 医疗服务：2023年业绩表现一般，2024Q1利润下降显著

- 2023年16家医疗服务公司共实现营收792.8亿元，同比下滑4.8%；共实现归母净利润58.9亿元，同比下滑0.9%，业绩表现一般，主要系迪安诊断、金域医学、兰卫医学三家医学检验机构（ICL）业绩显著下滑所致，剔除这三家后，行业常规医疗需求表现较好。
- 单季度看，2023Q4实现收入198.7亿元，同比增长3.3%；归母净利润为-1亿元，相比于2022Q4亏损21亿显著减亏。2024Q1实现营收182.5亿元，同比下滑1.4%；实现归母净利润9.5亿元，同比下滑36.23%，主要系去年同期基数相对较高以及眼科等消费类医疗需求相对疲软所致。

图：2017-2024Q1医疗服务公司收入及增速情况

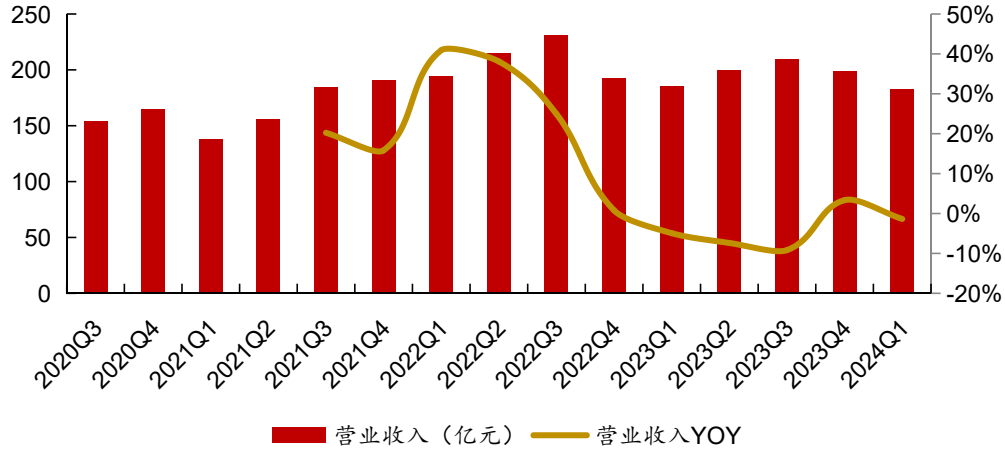


图：2017-2024Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况

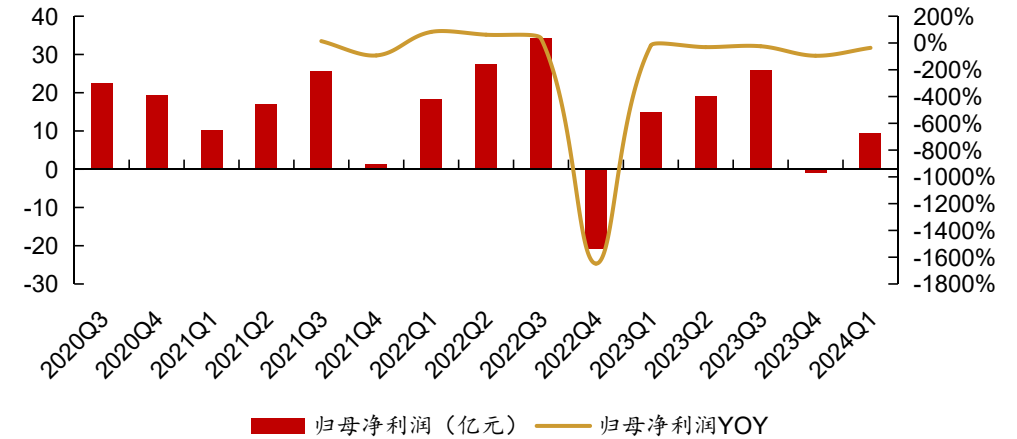


■ 医疗服务：2023年业绩表现一般，2024Q1利润下降显著

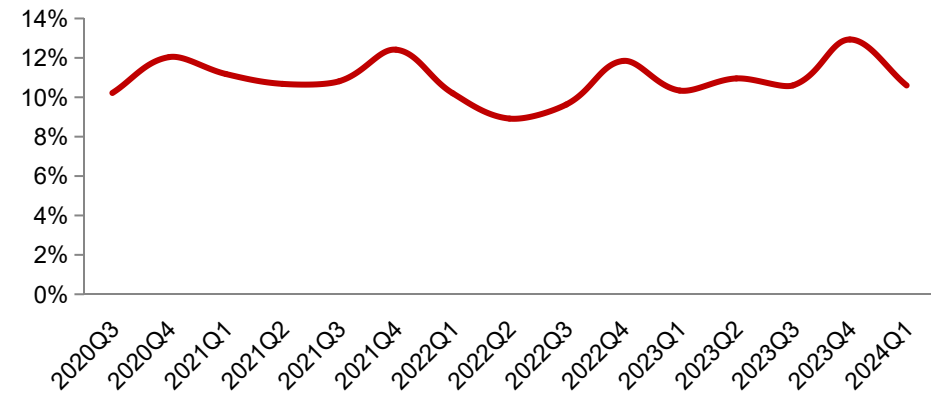
图：2020Q3-2024Q1医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



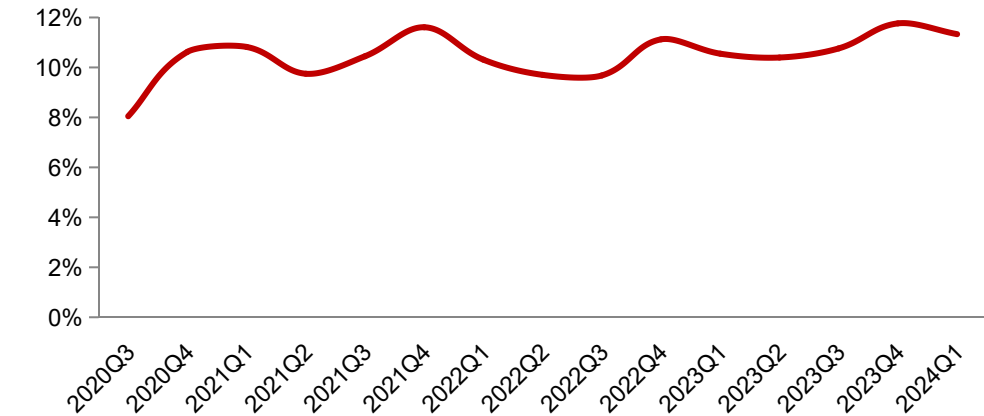
图：2020Q3-2024Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1医疗服务公司销售费用率情况（分季度）



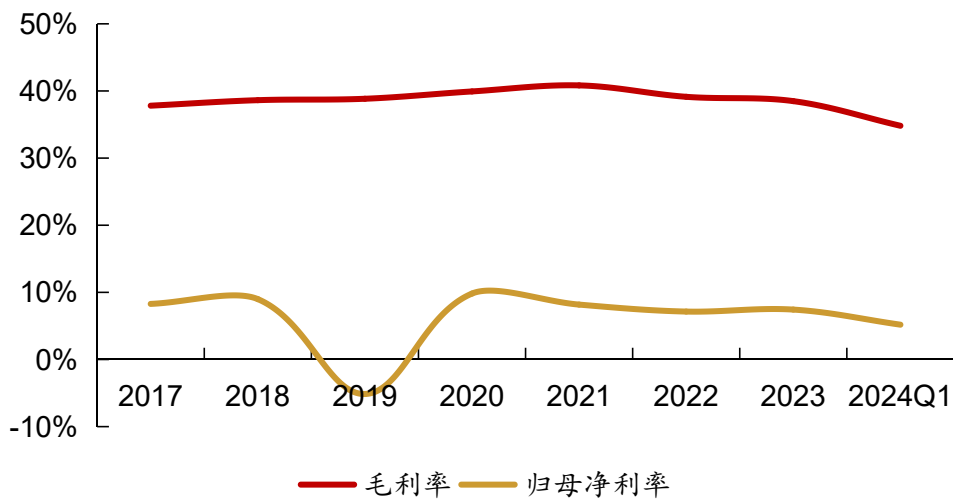
图：2020Q3-2024Q1医疗服务公司管理费用率情况（分季度）



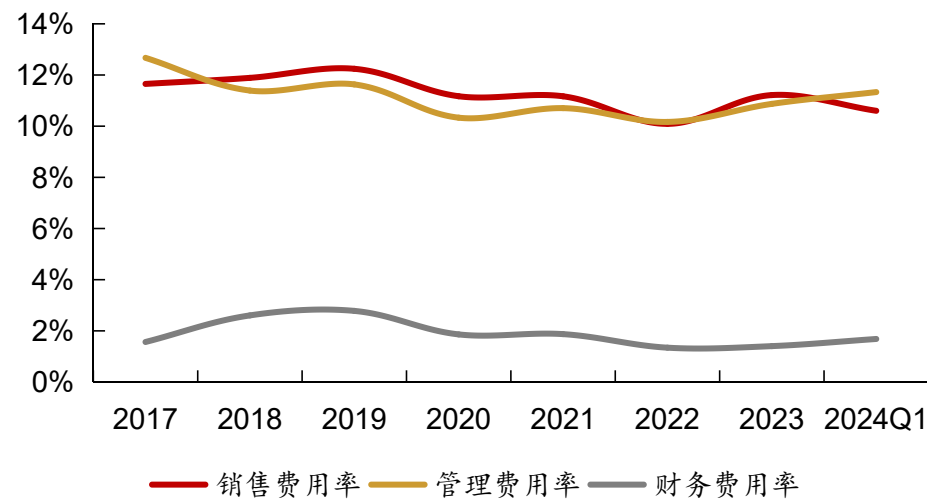
■ 医疗服务：2023年业绩表现一般，2024Q1利润下降显著

- **盈利能力方面**，2023年整体毛利率为38.5%，较2022年减少0.64pct；归母净利率为7.43%，较2022年提升0.3pct；2024Q1整体毛利率为34.8%，较2023Q1年减少2.7pct，归母净利率为5.19%，较2023Q1年下降2.84pct。
- **费用率方面**，2023年销售费用率为11.2%，较2022年提升1.12pct；管理费用率为10.9%，较2022年提升0.71pct；2023年财务费用率为1.4%，较2022年基本稳定。2024Q1销售费用率和管理费用率分别为10.6%、11.3%，同比分别提升0.26pct和0.78pct。

图：2017-2024Q1医疗服务公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1医疗服务公司费用率情况



■ 医疗服务：关注眼科、齿科等医疗需求复苏机会

- 2023年医疗服务医疗表现分化显著，其中眼科类受益于白内障等受压制、但偏刚性需求的释放以及视光类需求的反弹，2023年整体表现较好。受制于短期需求疲弱，2024Q1表现一般。ICL等在高基数下，2023年和2024Q1整体表现都较为一般。
- **我们认为**，眼科和齿科的长期需求依旧较为刚性，市场天花板足够高，随着消费需求的逐步复苏，行业增速有望提升，且板块的估值已经消化较为充分，处于历史较低水平，建议积极关注。

表：2023年和2024Q1医疗服务公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
300015.SZ	爱尔眼科	26.4%	3.5%	33.1%	15.2%
002173.SZ	创新医疗	13.5%	-1.4%	53.3%	-37.9%
002524.SZ	光正眼科	40.1%	-7.8%	111.8%	-138.6%
002622.SZ	皓宸医疗	51.1%	26.1%	63.3%	-546.7%
301103.SZ	何氏眼科	24.1%	-7.2%	95.0%	-49.0%
301267.SZ	华夏眼科	24.1%	5.1%	29.6%	3.8%
002044.SZ	美年健康	26.4%	-14.9%	190.4%	-66.7%
301239.SZ	普瑞眼科	57.5%	4.0%	1202.6%	-89.6%
600763.SH	通策医疗	4.7%	5.0%	-8.7%	2.5%
300244.SZ	迪安诊断	-33.9%	-8.0%	-78.6%	-85.5%
603882.SH	金域医学	-44.8%	-13.0%	-76.6%	-112.5%
301060.SZ	兰卫医学	-60.1%	5.8%	-122.9%	-95.0%
000516.SZ	国际医学	70.3%	10.7%	68.7%	-40.4%
301293.SZ	三博脑科	22.7%	7.9%	23.3%	35.3%
002219.SZ	新里程	13.6%	9.8%	-80.3%	12.2%
300143.SZ	盈康生命	27.2%	15.2%	116.9%	-33.7%

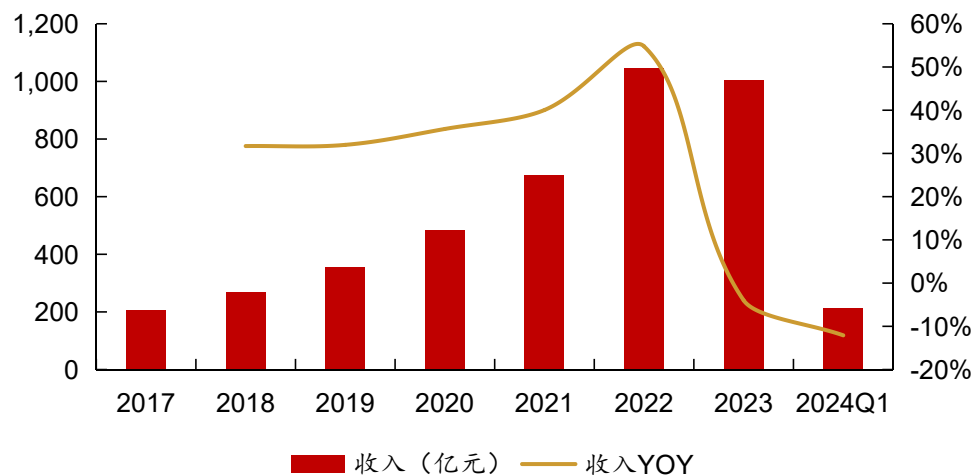
数据来源：Wind，华源证券研究所

- 1、医药行业：基金季度持仓轮动较快，细分领域景气度差距显著
- 2、创新药：中国创新药大面积走过研发周期，行业即将迈入商业化新周期
- 3、中药：业绩表现亮眼，看好国企改革+基药品种
- 4、医疗器械：2023年业绩下滑显著，看好24H2需求反弹
- 5、生物制品：血制品表现亮眼，关注疫苗大品种放量
- 6、化药：2023H2受行业影响较大，2024Q1有复苏迹象
- 7、原料药：2023年业绩承压显著，关注景气度拐点的细分品种
- 8、医药商业：整体表现稳健，药店业绩分化较大
- 9、医疗服务：2023年ICL拖累板块，常规医疗需求反弹显著
- 10、CXO&科研服务产业链：业绩承压，细分领域仍值得关注

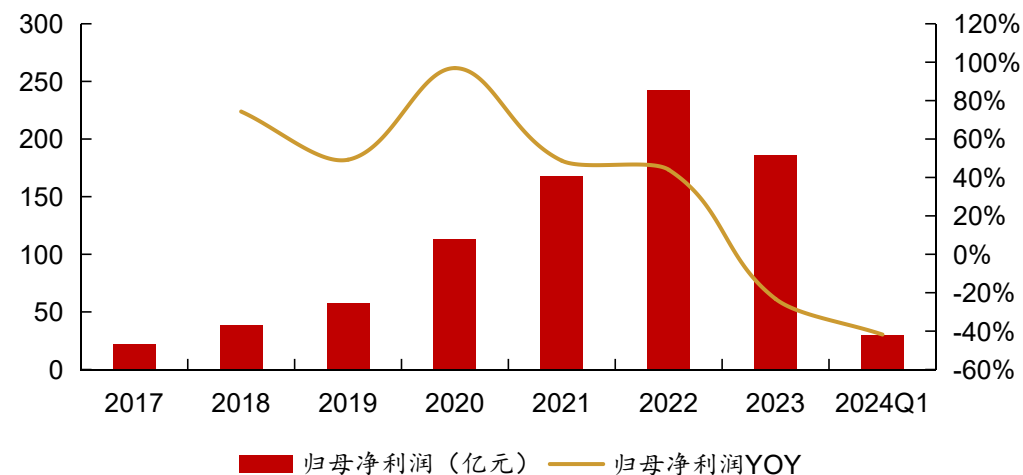
■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

- 2023年CXO&科研服务产业链共实现营收1005.6亿元，同比下降4%；共实现归母净利润186亿元，同比下降23.2%。其中，CXO实现营收909.4亿元，同比下滑1.9%；实现归母净利润175.2亿元，同比下滑18.8%。科研服务产业链实现营收96.2亿元，同比下滑20.1%；实现归母净利润10.7亿元，同比下滑59.2%。
- 单季度看，2024Q1实现营收214.3亿元，同比下降12.1%；实现归母净利润30亿元，同比下降41.8%。其中，CXO实现营收191.4亿元，同比下滑13.2%；实现归母净利润27.9亿元，同比下滑42.3%。科研服务产业链实现营收22.9亿，同比下滑1.78%；实现归母净利润2亿元，同比下滑33.6%。

图：2017-2024Q1CXO&科研产业链公司收入及增速情况



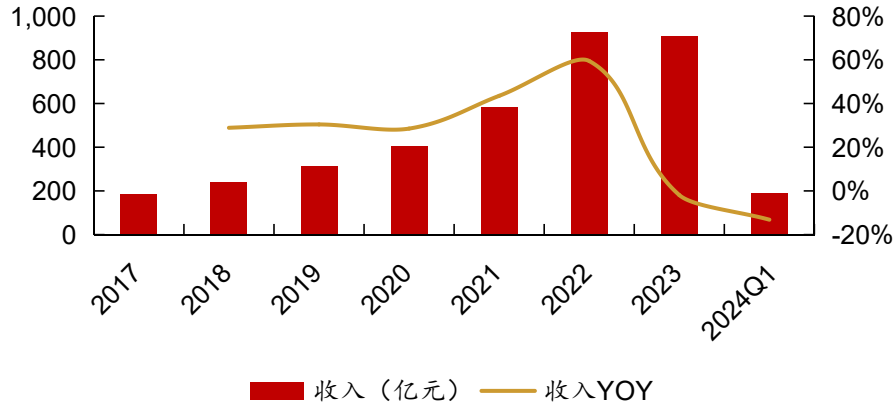
图：2017-2024Q1CXO&科研产业链公司归母净利润及增速情况



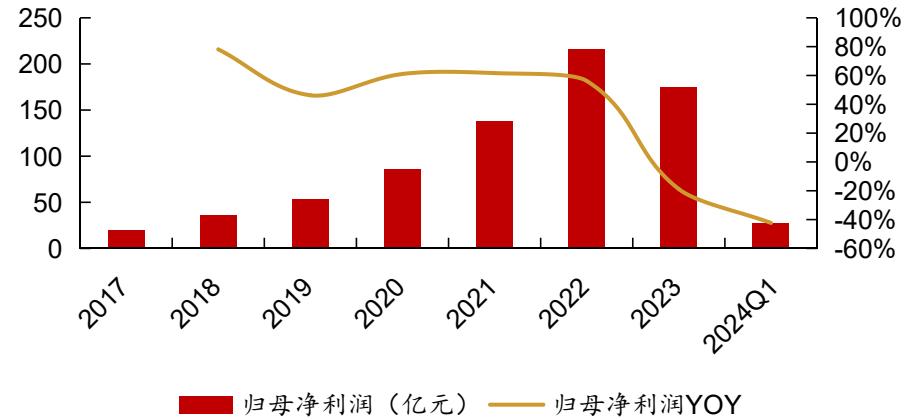
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

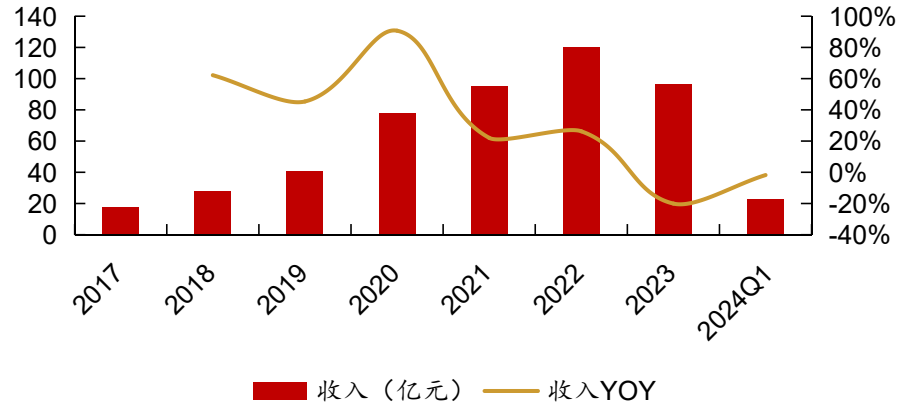
图：2017-2024Q1CXO公司收入及增速情况



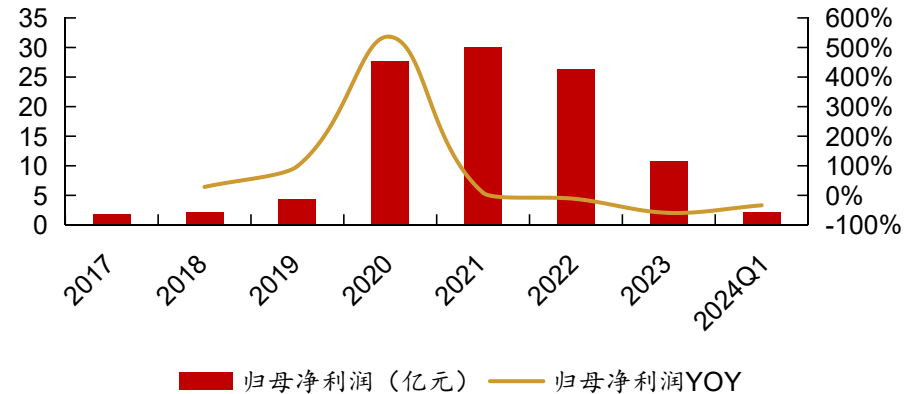
图：2017-2024Q1CXO公司归母净利润及增速情况



图：2017-2024Q1科研服务产业链公司收入及增速情况

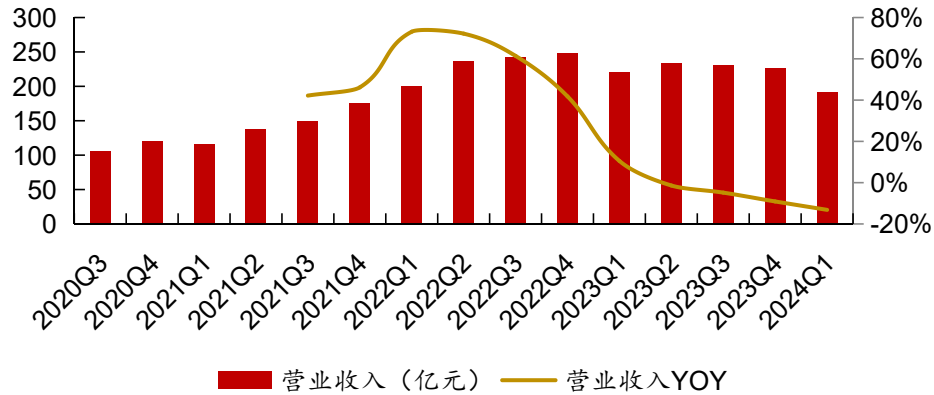


图：2017-2024Q1科研服务产业链公司归母净利润及增速情况

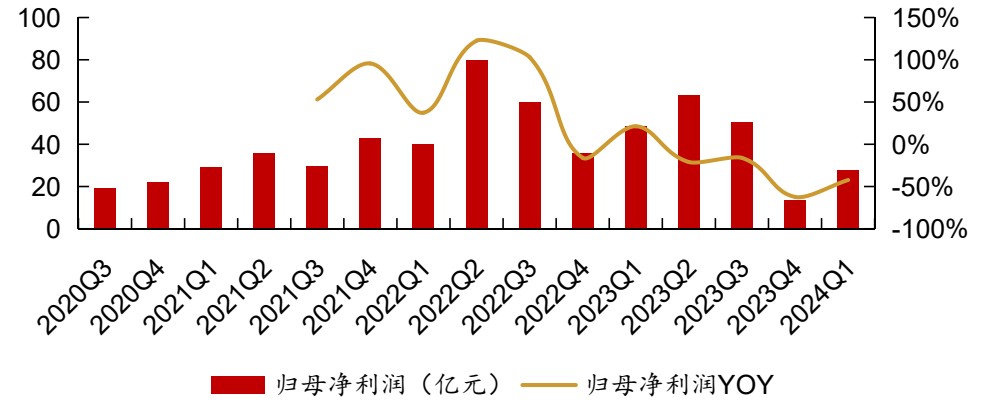


■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

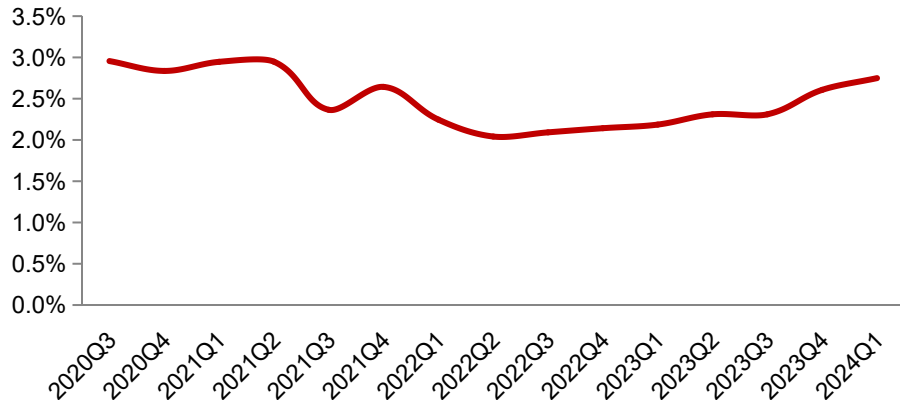
图：2020Q3-2024Q1CXO公司收入及增速情况（分季度）



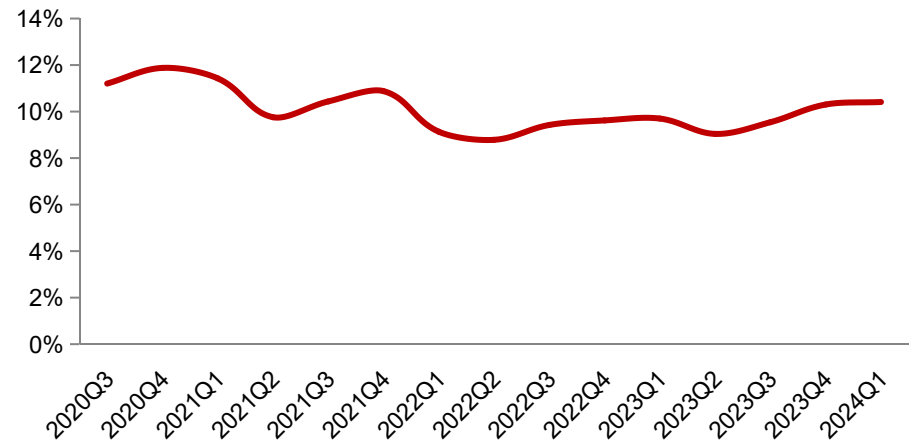
图：2020Q3-2024Q1CXO公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1CXO公司销售费用率情况（分季度）

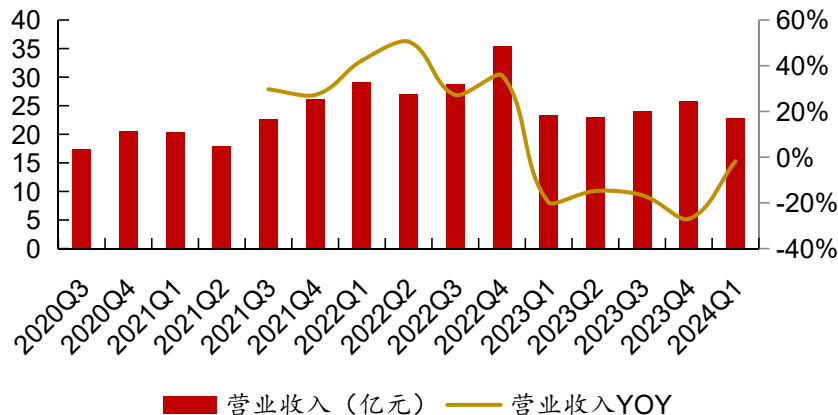


图：2020Q3-2024Q1CXO公司管理费用率情况（分季度）

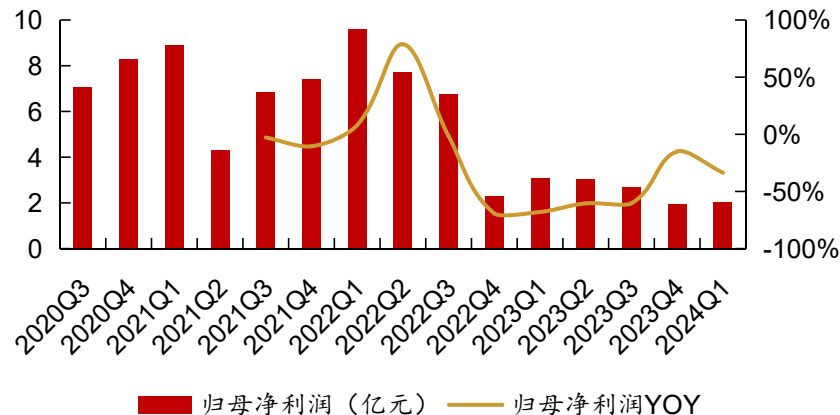


■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

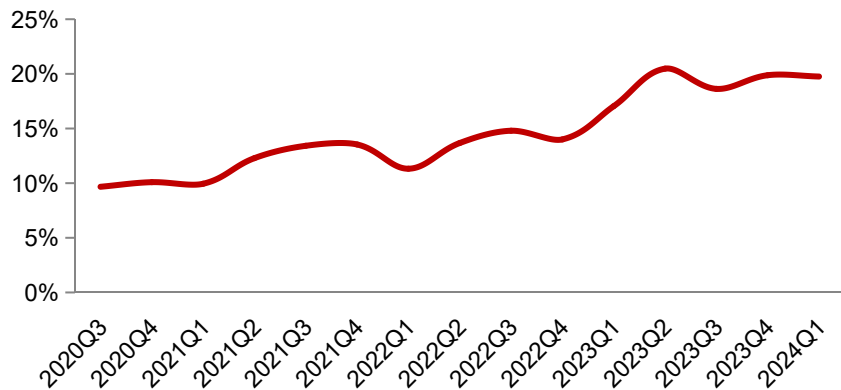
图：2020Q3-2024Q1科研服务公司收入及增速情况（分季度）



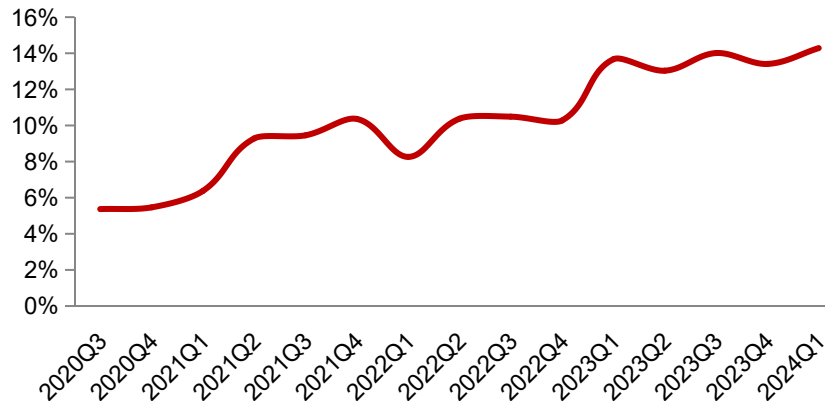
图：2020Q3-2024Q1科研服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q1科研服务公司销售费用率情况（分季度）



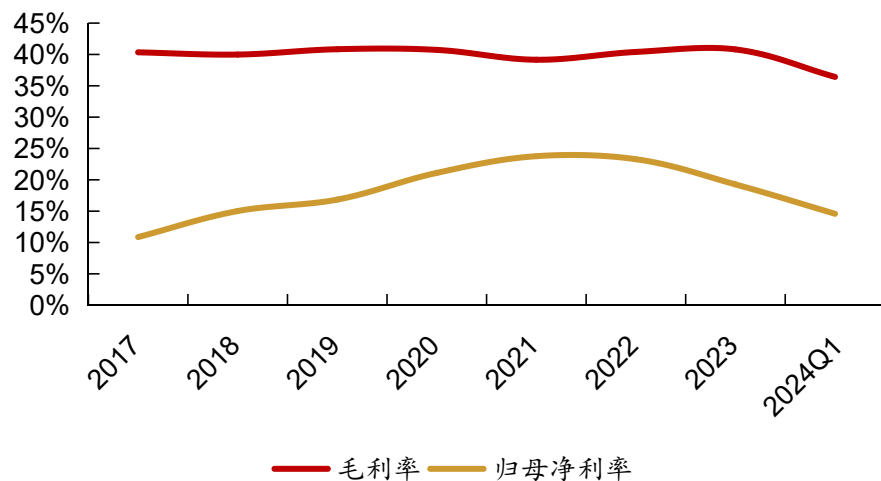
图：2020Q3-2024Q1科研服务公司管理费用率情况（分季度）



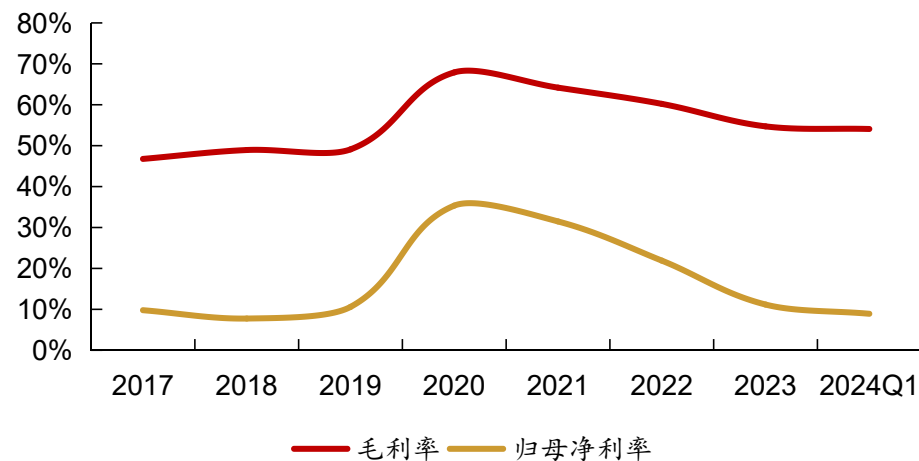
■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

- **盈利能力方面**，2023年CXO整体毛利率为40.8%，较2022年提升0.4pct；归母净利率为19.3%，较2022年减少4.02pct。科研服务整体毛利率为54.7%，较2022年减少5.5pct；归母净利率为11.2%，较2022年减少10.74pct
- **单季度看**，2024Q1CXO整体毛利率为36.4%，较2023Q1年减少4.73pct；归母净利率为14.6%，较2023Q1年减少7.36pct。**科研服务**整体毛利率为54.1%，较2023Q1年减少2.82pct；归母净利率为8.9%，较2023Q1年减少4.28pct。

图：2017-2024Q1CXO公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1科研服务公司毛利率和净利率



■ CXO&科研服务：行业景气度仍有下行风险，建议关注国内仿制药CRO

- 受行业景气度下行及应急产品快速消退，2023年和2024一季度板块业绩下滑显著。从结构上看，以百诚医药和阳光诺和为代表的仿制药CRO业绩表现亮眼。
- **我们认为**，CXO和上游科研服务行业经过过去几年的快速发展，目前行业景气度承压，需求和供给错配，竞争加剧，预计仍需要一段时间消化，但结构上仍有一定机会，建议关注仿制药CRO以及国内创新药CRO。

表：2023年和2024Q1 CXO和科研服务公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速		利润增速	
		2023	2024Q1	2023	2024Q1
603259.SH	药明康德	2.5%	-11.0%	9.0%	-10.4%
300347.SZ	泰格医药	4.2%	-8.0%	0.9%	-58.6%
300759.SZ	康龙化成	12.4%	-2.0%	16.5%	-33.8%
002821.SZ	凯莱英	-23.7%	-37.8%	-31.3%	-55.3%
603127.SH	昭衍新药	4.8%	-12.1%	-63.0%	-245.0%
301096.SZ	百诚医药	67.5%	34.0%	40.1%	42.1%
688621.SH	阳光诺和	37.8%	8.5%	18.1%	51.8%
688046.SH	药康生物	20.5%	12.0%	-3.5%	-5.1%
688265.SH	南模生物	21.0%	-5.0%	-281.2%	9.4%
688293.SH	奥浦迈	-17.4%	17.4%	-48.7%	-19.1%
301080.SZ	百普赛斯	14.6%	6.7%	-24.6%	-31.9%

数据来源：Wind，华源证券研究所



- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com

华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com

华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

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。

本报告采用的基准指数：沪深300指数



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

谢谢聆听