

证券研究报告

2023年年报及2024年一季报总结—— 抗疫与反腐中展现韧性，2024有望先抑后扬

医药行业强大于市（维持）

分析师： 叶寅 投资咨询资格编号:S1060514100001 邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN
倪亦道 投资咨询资格编号:S1060518070001 邮箱：NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN
韩盟盟 投资咨询资格编号:S1060519060002 邮箱：HANMENG MENG005@PINGAN.COM.CN
李颖睿 投资咨询资格编号:S1060520090002 邮箱：LIYINGRUI328@PINGAN.COM.CN
裴晓鹏 投资咨询资格编号:S1060523090002 邮箱：PEIXIAOPENG719@PINGAN.COM.CN
何敏秀 投资咨询资格编号:S1060524030001 邮箱：HEMINXIU894@PINGAN.COM.CN
研究助理：张若昶 一般证券从业资格编号:S1060122080061 邮箱：ZHANGRUOYI135@PINGAN.COM.CN
臧文清 一般证券从业资格编号:S1060123050058 邮箱：ZANGWENQING222@PINGAN.COM.CN

2024年05月09日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

医药行业：抗疫与反腐中展现韧性，2024年有望先抑后扬

- 医药行业2023年业绩前高后低，防疫模式优化和下半年行业反腐是主要扰动因素。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年医药行业上市公司实现营业收入2.28万亿元，同比增长1.99%，剔除诊断相关业务后增长6.36%，实现归母净利润1841亿元，同比下降16.89%，剔除诊断相关业务后同比增长0.41%。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入同比增长3.62%、7.22%、-1.39%、-1.21%（剔除诊断业务后为12.80%、10.94%、1.04%、1.36%），Q1-Q4分别实现归母净利润同比增长-24.72%、-8.79%、-11.20%、-23.80%（剔除诊断业务后为14.86%、3.41%、-0.33%、-25.05%），季度间主要扰动因素为2023Q1防疫模式调整以及2023H2的行业反腐。
- 2024年板块在高基数下有望先抑后扬。2024Q1医药行业上市公司（剔除不可比公司）实现收入5825亿元，同比增长0.12%，实现归母净利润514亿元，同比下降7.76%，考虑到2023Q1高基数因素，2024Q1板块财务表现环比呈现回暖趋势。考虑到2023年各季度基数差异较大，随着行业反腐趋于常态化，以及国家对医疗创新支持力度加大，预计2024年行业增速有望先抑后扬。

图表1：医药行业2022年以来单季及全年财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022全年	2023全年
收入（亿元）	5621.93	5376.76	5569.80	5776.51	5825.41	22345.01	22789.27
收入增速	3.62%	7.22%	-1.39%	-1.21%	0.12%	11.48%	1.99%
收入增速（剔除诊断）	12.80%	10.94%	1.04%	1.36%	0.36%	8.55%	6.36%
归母净利（亿元）	557.44	556.97	480.32	246.52	514.16	2215.54	1841.25
归母净利增速	-24.72%	-8.79%	-11.20%	-23.80%	-7.76%	8.04%	-16.89%
归母净利增速（剔除诊断）	14.86%	3.41%	-0.33%	-25.05%	-6.52%	-3.97%	0.41%

资料来源：WIND，平安证券研究所

1、原料药：2023业绩承压，2024Q1边际改善

- ▶ **原料药板块2023年业绩承压，下半年价格下滑较多影响板块全年业绩表现。**按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年原料药板块实现营收927亿元，同比减少3.29%，实现归母净利润76亿元，同比减少38.24%，增速均比2022年大幅下降。尤其是2023Q4，部分企业原料药价格大幅下滑（如肝素原料药等），对板块2023全年业绩带来压力较大。
- ▶ **2023年分季度来看，原料药板块呈现前高后低走势。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入247亿元、235亿元、219亿元、226亿元，分别同比增长4.20%、-3.36%、-3.72%、-9.93%，Q1-Q4分别实现归母净利润29亿元、27亿元、20亿元、-1亿元，同比减少24.48%、27.15%、24.08%、102.54%，2023全年呈现前高后低走势。
- ▶ **2024Q1原料药板块在高基数下呈现显著边际改善，板块盈利能力显著回升。**2024Q1原料药板块实现收入250亿元，同比增长0.96%，实现归母净利润29亿元，同比减少2.24%，收入和利润增速环比均有所改善，考虑到2023Q1高基数因素，2024Q1板块财务表现显著转暖，尤其是利润端降幅显著收窄，体现出板块盈利能力有所回升。
- ▶ **板块有望进入较快增长阶段，2024有望逐季走高。**随着需求端下游客户去库周期基本结束，全球基本药物需求稳中有升（尤其抗生素原料药等），供给端持续降本增效，板块整体增速有望恢复较快增长，抗生素、肝素、碘等竞争格局较好的品种中长期前景更优，从2023单季基数来看，2024年有望逐季走高。

图表2：原料药行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	247.22	234.82	219.15	225.70	249.58		958.42	926.89
收入增速	4.20%	-3.36%	-3.72%	-9.93%	0.96%		9.71%	-3.29%
归母净利（亿元）	29.22	26.93	19.94	-0.52	28.56		122.36	75.57
归母净利增速	-24.48%	-27.15%	-24.08%	-102.54%	-2.24%		-4.65%	-38.24%

资料来源：WIND，平安证券研究所

2、化学制剂：2023业绩承压，2024Q1边际改善

- ▶ 化学制剂板块2023年业绩承压，年底资产减值较多影响板块全年业绩表现。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年化学制剂板块实现营收4086亿元，同比增长1.21%，实现归母净利润298亿元，同比下降3.81%，增速均比2022年小幅下降。尤其是2023Q4，部分企业计提大额资产减值（如肝素存货等），对板块2023全年业绩带来压力较大。
- ▶ 2023年分季度来看，化学制剂板块呈现前高后低走势。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入1057亿元、1034亿元、974亿元、1020亿元，分别同比增长6.01%、6.63%、-4.27%、-3.03%，Q1-Q4分别实现归母净利润104亿元、98亿元、86亿元、10.18亿元，同比增长12.98%、8.57%、3.33%、-77.06%，2023全年呈现前高后低走势。
- ▶ 2024Q1化学制剂板块在高基数下呈现显著边际改善，板块盈利能力显著回升。2024Q1化学制剂板块实现收入1060亿元，同比增长0.31%，实现归母净利润115亿元，同比增长10.73%，收入和利润增速环比均有所改善，考虑到2023Q1高基数因素，2024Q1板块财务表现显著转暖，尤其是利润端表现突出，体现出板块盈利能力有明显回升。
- ▶ 板块进入稳定增长阶段，内部结构分化仍将持续，2024有望逐季走高。随着疫后诊疗活动正常化，人口老龄化背景下，正常医疗需求稳步释放，但同时受到医保控费等因素掣肘，板块整体增速预计维持稳定，内部分化持续，高壁垒、竞争格局优良的品种中长期前景更优，从2023单季基数来看，2024年有望逐季走高。

图表3：化学制剂行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	1057.16	1034.39	974.03	1019.96	1060.47		4036.64	4085.55
收入增速	6.01%	6.63%	-4.27%	-3.03%	0.31%		3.04%	1.21%
归母净利（亿元）	103.61	98.23	85.59	10.18	114.73		309.40	297.60
归母净利增速	12.98%	8.57%	3.33%	-77.06%	10.73%		2.15%	-3.81%

资料来源：WIND，平安证券研究所

3、中药：2023年表现亮眼，友好政策环境助力2024年保持较快增长

- ▶ **中药板块2023年业绩表现亮眼，非疫情相关产品增速回升。**按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年中药制剂板块实现营收3304亿元，同比增长7.27%，实现归母净利润360亿元，同比增长13.88%，增速均较2022年有所提升，其中利润端提升更加明显。我们认为中药板块2023年亮眼表现得益于非疫情相关产品增速回升，例如云南白药、济川药业、片仔癀、白云山、同仁堂等中药龙头2023年利润增速均高于2022年。
- ▶ **2023年分季度来看，化学制剂板块呈现前高后低走势。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入916亿元、835亿元、749亿元、804亿元，分别同比增长15.38%、15.28%、2.02%、-2.88%，Q1-Q4分别实现归母净利润131亿元、101亿元、83亿元、45亿元，同比增长42.66%、29.09%、11.38%、-36.97%，2023全年呈现前高后低走势。我们认为2023Q1业绩高增可能跟疫情放开，感冒呼吸类产品大幅放量有关；而2023Q4增速下滑，也是因为2022Q4高基数原因。
- ▶ **2024Q1中药板块在高基数下短期承压，但环比改善明显。**2024Q1中药板块实现收入918亿元，同比增长0.29%，实现归母净利润125亿元，同比下降4.82%，利润端仍然承压，但环比增速改善明显。我们认为感冒呼吸类产品脉冲式放量对中药板块的影响基本趋于尾声，看好中药板块后续增速持续恢复。
- ▶ **中药板块属于政策友好板块，2024年仍有望实现较快增长。**相较其他医药子行业来说，近几年政策对于中药板块支持力度只增不减，中药创新药研发热度高，中成药集采较化药更为温和，中药注射剂解限迎来触底反弹，中药配方颗粒集采落地后格局重塑将逐步完成。根据中国医药企业管理协会数据，2023年医药工业各子行业中只有中药饮片和中成药录得正增长，我们认为结合中药各细分领域所处阶段和友好的政策环境，中药板块2024年仍有望实现较快增长。

图表4：中药行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	915.79	835.48	748.69	803.71	918.49		3079.81	3303.67
收入增速	15.38%	15.28%	2.02%	-2.88%	0.29%		5.98%	7.27%
归母净利（亿元）	131.09	101.01	82.71	45.24	124.76		316.18	360.05
归母净利增速	42.66%	29.09%	11.38%	-36.97%	-4.82%		5.84%	13.88%

资料来源：WIND，平安证券研究所

4、血制品：2023年需求带动业绩增长，2024Q1盈利能力提升显著

- ▶ **血制品行业2023年疫情后业绩呈现增长态势，营收和利润有所改善。**按照SW行业分类，剔除上海莱士（2023年GDS长期股权投资权益确认投资损失影响）及博雅生物（非血制品业务商誉减持因素），2023年血制品板块实现营收85.58亿元，同比增长16.68%，实现归母净利润19亿元，同比增长22.39%。2023年国内诊疗活动复苏，血制品行业需求改善带动业绩提升。
- ▶ **2023年分季度来看，血制品采浆-批签发-放量节奏下存在一定季度波动，环比逐季度提升。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入18亿元、21亿元、23亿元、24亿元，分别同比变动31.15%、18.38%、33.51%、-3.63%，Q1-Q4分别实现归母净利润3.64亿元、4.47亿元、5.54亿元、5.76亿元，同比变动42.13%、12.66%、49.57%、2.38%，同比间存在一定的季度间波动，环比上逐季度提升。
- ▶ **2024Q1血制品行业利润端增长高于收入端增长。**2024Q1血制品板块实现收入19亿元，同比增长6.96%，实现归母净利润4.85亿元，同比增长33.36%，收入端增速不及利润端主要原因主营产品结构的改善。
- ▶ **板块供需两旺，浆站产能扩张及产品结构为核心。**国内血制品属于资源型行业，呈现集中化态势，部分企业大股东更换，赋能企业浆站扩张，十四五五年规划浆站逐步落地投产，行业供给端提升叠加需求端旺盛，带动企业业绩增长。

图表5：血制品2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	17.61	20.96	22.75	24.25	18.84		73.34	85.58
收入增速	31.15%	18.38%	33.51%	-3.63%	6.96%		4.91%	16.68%
归母净利（亿元）	3.64	4.47	5.54	5.76	4.85		15.86	19.41
归母净利增速	42.13%	12.66%	49.57%	2.38%	33.36%		16.89%	22.39%

资料来源：WIND，平安证券研究所

5、疫苗：大单品浪潮褪去，板块增长承压

- 疫苗行业2023年收入端略增长，利润端有所下滑。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年疫苗板块实现营收906.95亿元，同比增长6.91%，实现归母净利润131.12亿元，同比下滑19.76%。2023年疫苗企业利润端出现下滑，一方面大单品销售量放量放缓，另一方面部分产品竞争加剧，价格下滑所致。
- 去大单品下，2023年单季度利润端表现略差强人意。2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入198亿元、216亿元、261亿元、232亿元，分别同比变动3.81%、-8.13%、19.32%、13.78%，Q1-Q4分别实现归母净利润46亿元、34亿元、41亿元、10亿元，同比变动1.43%、-32.79%、-2.26%、-59.75%。收入端2023上半年同比仍受新冠业务基数影响，2023下半年收入增速维稳；利润端下半年受产品盈利空间缩窄、资产减值等影响（如万泰生物对新冠检测业务减值，沃森生物对二价HPV及其他疫苗产品存货、应收账款等相关资产计提减值），尤其是Q4下滑较为显著。
- 2024Q1收入和利润端均呈现下滑。2024Q1血制品板块实现收入176亿元，同比下滑11%，实现归母净利润21.14亿元，同比下滑-53.59%，板块增长承压。
- 延续大单品逻辑，企业端需寻求接力棒品种。疫苗行业过往依赖于HPV疫苗、新冠疫苗带动业绩短期放量显著，行业对于大单品的依赖性较高，后续带状疱疹疫苗、RSV疫苗或为下一增长动力。

图表6：疫苗行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	198.19	215.55	261.08	232.13	176.18		848.34	906.95
收入增速	3.81%	-8.13%	19.32%	13.78%	-11.10%		8.88%	6.91%
归母净利（亿元）	45.55	34.20	41.07	10.31	21.14		163.43	131.13
归母净利增速	1.43%	-32.79%	-2.26%	-59.75%	-53.59%		-25.95%	-19.76%

资料来源：WIND，平安证券研究所

6、其它生物制品：2023业绩有所恢复，2024Q1盈利能力有待提升

- ▶ 其它生物制品板块2023年业绩实现恢复性增长，Q1和Q3受大环境影响业绩有所扰动。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年其它生物制品板块实现营收445亿元，同比增长6.36%，实现归母净利润97亿元，同比增长3.30%，增速相比2022年有所恢复。2023Q1和Q3，分别受疫情管控放开和医药大环境影响，对板块2023全年业绩增速有所拖累。
- ▶ 2023年分季度来看，其它生物制品板块呈现波动性增长。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入97亿元、110亿元、119亿元、119亿元，分别同比增长-5.58%、14.75%、6.60%、10.08%，Q1-Q4分别实现归母净利润23亿元、29亿元、30亿元、14亿元，同比增长-36.76%、28.94%、15.67%、69.44%，2023全年呈现波动性增长。
- ▶ 2024Q1其它生物制品板块受反腐影响持续，板块盈利能力有待提升。2024Q1其它生物制品板块实现收入100亿元，同比增长3.15%，实现归母净利润21亿元，同比减少9.14%，收入保持稳健，利润增速有所下滑，主要受医疗反腐持续影响，考虑到2023Q1低基数因素，板块盈利能力仍有待提升。
- ▶ 板块进入稳定增长阶段，内部结构分化仍将持续，2024有望逐季好转。随着集采风险基本出清，创新产品贡献逐步显现，但同时受到反腐持续等因素掣肘，板块整体增速预计维持稳健增长，内部分化持续，创新性较强、竞争格局优良的品种中长期前景更优，从2023单季基数来看，2024年有望逐季好转。

图表7：其它生物制品行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022全年	2023全年
收入（亿元）	97.16	109.59	118.87	119.13	100.22	418.14	444.75
收入增速	-5.58%	14.75%	6.60%	10.08%	3.15%	5.48%	6.36%
归母净利（亿元）	23.03	29.16	30.40	14.19	20.92	93.68	96.77
归母净利增速	-36.76%	28.94%	15.67%	69.44%	-9.14%	-16.98%	3.30%

资料来源：WIND，平安证券研究所

7、医药流通：2023业绩稳中有升，2024Q1高基数下业绩下滑

- **医药流通板块2023年业绩整体稳中有升。**按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年医药流通板块实现营收8173亿元，同比增长8.95%，实现归母净利润188亿元，同比增长17.61%，增速均比2022年有所增长。尤其是2023Q4，在2022年Q4低基数的影响下，利润端实现快速增长。
- **2023年分季度来看，受反腐影响，3-4季度收入端增速放缓。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入2106亿元、2078亿元、1961亿元、2029亿元，分别同比增长16.33%、15.22%、-0.53%、5.80%，Q1-Q4分别实现归母净利润42亿元、45亿元、35亿元、67亿元，同比增长21.35%、-21.19%、-12.09%、129.80%，22Q2部分标的利润基数较高，带来23Q2利润端的下滑。22Q4的低基数，又导致23年Q4利润端的高增速，2023全年呈现V字走势。
- **2024Q1医药流通在高基数下业绩下滑。**2024Q1流通板块实现收入2121亿元，同比增长0.71%，实现归母净利润41亿元，同比增长-1.52%，收入和利润增速环比有所下滑，考虑到2023Q1高基数因素，2024Q1板块财务数据出现下滑。
- **板块进入稳定增长阶段，反腐负面影响逐步消除。**随着疫后诊疗活动正常化，人口老龄化背景下，正常医疗需求稳步释放。2023年反腐对板块的负面影响逐步消除，从2023单季基数来看，2024年有望逐季走高。

图表8：医药流通行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	2106.25	2077.63	1960.70	2028.71	2121.16		7502.21	8173.29
收入增速	16.33%	15.22%	-0.53%	5.80%	0.71%		8.37%	8.95%
归母净利（亿元）	41.65	44.85	34.81	66.70	41.01		159.85	188.00
归母净利增速	21.35%	-21.19%	-12.09%	129.80%	-1.52%		5.17%	17.61%

资料来源：WIND，平安证券研究所

8、线下药店：2023业绩增速放缓，2024Q1线下药店在高基数下业绩下滑

- ▶ **线下药房板块2023年在高基数下业绩增速放缓。**按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年医药流通板块实现营收1108亿元，同比增长10.83%，实现归母净利润48亿元，同比下降3.71%，在高基数下，行业增速均比2022年有所放缓。尤其是2023Q3，药房处于去库存的周期，行业收入与利润端均出现下滑；2023Q4受2022年高基数的影响，且受一些公司所在区域统筹药店政策节奏的影响，利润端出现下滑。
- ▶ **2023年分季度来看，上市公司业绩受库存周期影响。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入266亿元、268亿元、261亿元、313亿元，分别同比增长26.42%、15.87%、9.85%、-2.32%，Q1-Q4分别实现归母净利润16亿元、15亿元、11亿元、6亿元，同比增长32.74%、17.08%、5.76%、-56.73%。药房整体1、2、5月受新冠和流感流行的影响，药品销售较好。2、4月及三季度持续去库存。10-12月去库存完毕，叠加统筹门诊红利等，大多数药房企业经营向好。
- ▶ **2024Q1线下药店在高基数下业绩下滑。**2024Q1药房板块实现收入297亿元，同比增长11.44%，实现归母净利润15亿元，同比增长-3.13%。考虑到2023Q1高基数因素，2024Q1板块财务数据出现下滑。
- ▶ **政策支持，行业边际向上趋势明显。**随着统筹医保政策的稳定推进，互联网购药在不同区域陆续接入医保，行业基本面持续向上。药房行业整体库存周期健康，行业2024年有望逐季走高。

图表9：线下药店行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	266.33	267.80	261.01	313.12	296.81		999.97	1108.26
收入增速	26.42%	15.87%	9.85%	-2.32%	11.44%		30.44%	10.83%
归母净利（亿元）	15.64	14.78	11.20	6.47	15.15		49.93	48.08
归母净利增速	32.74%	17.08%	5.76%	-56.73%	-3.13%		31.25%	-3.71%

资料来源：WIND，平安证券研究所

9、医疗设备：2023业绩呈前高后低，2024Q1边际有所改善、招投标持续恢复

- ▶ 医疗设备板块2023年业绩呈前高后低态势，下半年开始的医疗反腐对设备招投标影响较大。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年医疗设备板块实现营业收入1062亿元，同比增长12.77%，实现归母净利润219亿元，同比增长14.61%，收入增长相比2022年有所下降、净利润增速有所提升。2023Q4医疗反腐带来的冲击更大、尤其在利润端，上半年板块利润释放较好，下半年由于收入受到影响、利润端承压。
- ▶ 2023年分季度来看，医疗设备板块Q1-Q2受益于疫情采购和疫后恢复增长快速，Q3-Q4受到医疗反腐影响表现承压。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现营业收入258亿元、293亿元、249亿元、262亿元，分别同比增长26.58%、21.31%、7.25%、-0.85%，Q1-Q4分别实现归母净利润57亿元、73亿元、54亿元、35亿元，同比增长40.60%、24.57%、6.04%、-14.64%，2023全年呈现前高后低态势。
- ▶ 2024Q1医疗设备板块在23Q1相对高基数下呈现边际改善，受反腐影响的设备招投标持续恢复中。2024Q1医疗设备板块实现收入257.27亿元，同比下滑0.19%，基本实现与去年同期水平，设备招投标逐步恢复，实现归母净利润54亿元，同比下滑4.82%，收入和利润增速环比Q4均有所改善。Q1本身为设备采购的淡季，且23Q1由于设备紧急采购和贴息政策后置影响导致基数较高，24Q1整体实现同等收入水平已经不易，龙头集中趋势逐渐明显。
- ▶ 医疗设备板块2024年有望呈现前低后高态势。一是基数因素，23年呈现前高后低、24年前低后高概率非常大；另一方面，设备采购逐步恢复到正常节奏，一般医院预算和招投标都是2季度较为旺盛，下半年订单成交较多，此外，2024年初国务院牵头印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，各省卫健委已在紧锣密鼓的开展医疗设备更新调查工作，预计将在下半年集中落地，刺激医疗设备采购需求。

图表10：医疗设备行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022全年	2023全年
收入（亿元）	257.75	293.31	249.09	261.86	257.27	941.78	1062.02
收入增速	26.58%	21.31%	7.25%	-0.85%	-0.19%	14.79%	12.77%
归母净利（亿元）	56.74	73.02	54.10	34.90	54.00	190.87	218.76
归母净利增速	40.60%	24.57%	6.04%	-14.64%	-4.82%	10.73%	14.61%

资料来源：WIND，平安证券研究所

10、医疗耗材：高值耗材逐步恢复正常增长，低值耗材有望迎来周期拐点

- 高值耗材板块2023年疫情管控放开后后常规诊疗逐步复苏，Q3开始的医疗反腐冲击较大，Q4后逐步恢复。按照SW行业和公司业务分类，剔除不可比公司后，2023年高值耗材板块实现营收309亿元，同比增长7.93%，实现归母净利润52亿元，同比增长8.68%，收入和利润增速均比2022年有所提升。2023年分季度来看，高值耗材板块Q1-Q2受益于疫后常规诊疗恢复增长迅速，Q3受到医疗反腐影响表现承压，Q4反腐影响逐渐减弱叠加22Q4基数极低（防疫管控放开大幅压制常规诊疗需求），Q4呈现恢复性增长。
- 2024Q1高基数影响下表现稳健，集采预期温和、板块确定性增强，全年快速增长可期。2024Q1高值耗材板块实现收入80亿元，同比增长7.98%，实现归母净利润16亿元，同比增长12.21%，Q1在高基数影响下仍实现不错增长，常规诊疗基本恢复到正常水平，叠加近期集采政策温和，价格预期明确，行业增长可期。
- 低值耗材板块2023年表现承压，一是全球周期性需求下行，二是22年疫情产品出货较多、基数较高，23年逐步恢复到常规需求中、并经历去库周期。按照SW行业和公司业务分类，剔除不可比公司后，2024Q1低值耗材板块实现收入99亿元，同比增长5.10%，实现归母净利润8.5亿元，同比增长45.51%，业绩端边际改善明显，有望逐步迎来周期拐点。

图表11：高值耗材及其他行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022全年	2023全年
收入（亿元）	73.65	80.16	77.46	78.11	79.53	286.66	309.38
收入增速	6.26%	6.69%	3.92%	15.41%	7.98%	3.57%	7.93%
归母净利（亿元）	14.06	14.21	13.45	10.18	15.77	47.76	51.90
归母净利增速	-5.37%	-0.26%	-2.50%	109.60%	12.21%	-23.69%	8.68%

图表12：低值耗材行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2022全年	2023全年
收入（亿元）	93.73	88.05	89.20	94.56	98.51	394.88	365.54
收入增速	-9.32%	-8.30%	-2.28%	-9.27%	5.10%	-23.97%	-7.43%
归母净利（亿元）	5.87	9.16	4.86	-2.51	8.54	35.13	17.39
归母净利增速	-33.75%	-18.55%	-42.53%	-138.23%	45.51%	-75.23%	-50.50%

资料来源：WIND，平安证券研究所

11、体外诊断：高新冠收入基数使2023年业绩承压，2024Q1进一步企稳

- 体外诊断板块2023年业绩承压，2022年高新冠基数和计提减值较多影响板块全年业绩表现。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年体外诊断板块实现营收662亿元，同比减少57.03%，实现归母净利润102亿元，同比下降78.82%。诸如九安医疗、达安基因、安旭生物、博拓生物、明德生物等体外诊断公司受益于全球旺盛的新冠检测需求，2022年营收和利润均实现爆发式增长。而2023年新冠相关诊断需求显著减少，导致这些公司的2023年业绩受到新冠相关收入高基数和计提减值的负面影响，收入和利润均大幅回落。
- 2023年分季度来看，体外诊断板块呈现逐步企稳态势。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入171亿元、165亿元、157亿元、169亿元，分别同比减少71.88%、49.85%、45.84%、46.01%，Q1-Q4分别实现归母净利润31亿元、30亿元、25亿元、17亿元，同比下滑89.11%、70.30%、70.08%、0.65%。2022年随着各国家陆续放开，新冠检测需求逐季减少，对应2023年逐季新冠相关基数也持续下滑，板块2023Q2后营收和利润逐渐企稳。
- 2024Q1体外诊断板块环比进一步企稳，板块表观增速将迎来修复。2024Q1体外诊断板块实现收入157亿元，同比下降8.09%，实现归母净利润22亿元，同比下滑29.14%，收入环比下滑8.09%，主要因为Q1春节对诊疗量有所影响；利润环比大幅改善，因为计提减值影响已基本出清。整体2024Q1板块财务表现进一步企稳，板块表观增速将迎来修复。
- 板块进入稳定增长阶段，内部结构分化仍将持续，2024有望逐季走高。随着疫情基数影响落地、诊疗活动正常化，体外诊断企业的常规诊断试剂销售逐步恢复，但受到国内医疗反腐、DRG持续落地等因素对大型设备入院和试剂消耗的影响，板块内部将分化。预计2024年海外收入占比高、常规试剂质量优以及快速响应国内大规模传染病诊断需求的体外诊断企业的业绩将领先板块。

图表13：体外诊断行业2023年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	171.31	164.98	156.55	169.08	157.44		1,540.39	661.91
收入增速	-71.88%	-49.85%	-45.84%	-46.01%	-8.09%		75.21%	-57.03%
归母净利（亿元）	30.70	30.03	25.23	16.50	21.75		483.91	102.47
归母净利增速	-89.11%	-70.30%	-70.08%	-0.65%	-29.14%		95.46%	-78.82%

资料来源：WIND，平安证券研究所（包括SW体外诊断、诊断服务、其他医疗服务中诺禾致源）

12、医疗研发外包：新药研发寒冬期+大订单基数效应，板块处于业绩底部

- 医疗研发外包板块遭遇新药研发寒冬期+大订单基数效应，板块处于业绩底部。按照SW行业分类，剔除不可比公司，2023年医疗研发外包板块实现营收896亿元，同比减少0.61%，实现归母净利润181亿元（其中泰格医药以扣非归母净利润为统计口径），同比下降9.36%，增速均比2022年显著下降。尤其是2023Q4，部分企业计提大额资产减值（如存货、生物资产等），几家参与大订单生产的CDMO企业从该季度起也不再有大订单确认，对板块2023全年业绩带来压力较大。
- 2023年分季度来看，医疗研发外包板块呈现前高后低走势。从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入218亿元、228亿元、227亿元、223亿元，分别同比增长11.30%、-1.49%、-3.24%、-6.92%，Q1-Q4分别实现归母净利润45亿元、61亿元、49亿元、26亿元（其中泰格医药以扣非归母净利润为统计口径），同比增长19.44%、-7.36%、-14.00%、-33.89%，2023全年呈现前高后低走势。
- 2024Q1医疗研发外包板块在高基数下业绩继续探底，各细分领域表现有一定差异。2024Q1医疗研发外包板块实现收入192亿元，同比降低11.79%，实现归母净利润33亿元，同比减少26.66%，收入和利润增速均表现较弱。该板块下不同细分领域表现有一定差异，其中主要业务来自国内的创新药研发外包企业正在经历23年国内签单价格竞争对报表端带来的冲击；以国外的创新药研发外包为主业的公司中，3家权重较大的龙头企业正在经历后大订单时期高基数影响，若扣除大订单因素，收入能实现持平或增长；而以国内仿制药研发外包为主业的公司则基本不受创新药投融资变化影响，保持收入、利润快速增长。
- 板块进入业绩底部区域，2024以触底消化为主基调。随着海外创新药投融资逐步回暖，以及国内创新药外包签单价格趋于稳定，2024年医疗研发外包板块整体处于业绩见底阶段。在前期订单价格竞争及大订单基数影响下，整体行业报表端还难见到显著改善，但业绩表现触底已是大概率事件。

图表14：医疗研发外包行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	217.85	228.46	226.93	222.51	192.17		901.19	895.74
收入增速	11.30%	-1.49%	-3.24%	-6.92%	-11.79%		61.07%	-0.61%
归母净利（亿元）	45.00	61.12	49.11	25.68	33.00		199.60	180.91
归母净利增速	19.44%	-7.36%	-14.00%	-33.89%	-26.66%		64.09%	-9.36%

资料来源：WIND，平安证券研究所

13、医院：2023业绩增长加速，2024Q1受高基数及假期时间扰动业绩有所波动

- **医院板块2023年实现加速增长。**按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2023年医院板块实现营收460亿元，同比增长26.57%，实现归母净利润53亿元，同比增长92.84%，2022年受流行性疾病的影响，患者就医不便。2023年医疗需求回补明显，择期手术实现爆发，推动23年收入与利润端的增长。
- **2023年分季度来看，除Q3均实现高增速。**从2023年分季度来看，Q1-Q4分别实现收入105亿元、114亿元、127亿元、114亿元，分别同比增长25.49%、36.99%、11.88%、37.29%，Q1-Q4分别实现归母净利润12亿元、16亿元、22亿元、3亿元，同比增长153.38%、132.85%、8.03%、扭亏。2023Q3，受经济环境影响，叠加2022年Q3基数较高，使得23年Q3增速放缓。2023Q1\Q2\Q4则均实高增速。
- **2024Q1在高基数下医院端业绩下滑。**2024Q1医院板块实现收入105亿元，同比增长0.05%，实现归母净利润10亿元，同比增长-14.69%。2023Q1综合医院基数较高，且2024Q1过年假期在2月，择期手术患者更倾向于年后进行手术，导致2024Q1板块财务数据出现下滑。
- **考虑整体经济环境，下半年增长确定性更强。**考虑经济环境影响，短期内医院端，尤其是专科医疗服务需求释放或将放缓。随着经济环境的改善，行业下半年有望实现加速增长。

图表15：医院行业2022年以来单季财务数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1		2022全年	2023全年
收入（亿元）	105.40	113.77	126.63	113.94	105.46		363.22	459.74
收入增速	25.49%	36.99%	11.88%	37.29%	0.05%		1.64%	26.57%
归母净利（亿元）	11.66	15.81	22.30	3.44	9.95		27.59	53.21
归母净利增速	153.38%	132.85%	8.03%	扭亏	-14.69%		-24.60%	92.84%

资料来源：WIND，平安证券研究所

风险提示

- **行业政策变动风险：**医药行业受到国家及各级地方药品监督管理部门和卫生部门等监管部门的严格监管。随着国家医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障体制的逐步完善，行业政策环境可能面临重大变化。
- **研发进展不及预期风险：**新药研发包括药物的新药发现、临床前研究和开发、新药临床试验申请、临床 I-III 期试验开发、新药上市申请及上市后研究等多个环节，创新药研发难度大，存在研发进展不及预期风险。
- **竞争加剧风险：**未来随着更多企业的药物陆续获批上市，市场竞争格局加剧，进而对定价和行业规模产生不利影响等。
- **公司经营不及预期：**公司经营情况不达预期等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。