



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

低仓位、24Q1业绩增长和品类驱动医药行情

——2023年度和2024年一季度医药业绩总结和投资建议

分析师：谭国超(S0010521120002)，邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸(S0010522070002)，邮箱：licx@hazq.com

分析师：李 婵(S0010121110031)，邮箱：lichan@hazq.com

分析师：陈珈蔚(S0010122030002)，邮箱：chenjw@hazq.com

联系人：钱 琨(S0010122110012)

2024年5月27日

华安证券研究所

核心观点：低仓位、24Q1业绩增长和品类驱动医药行情

- **医药生物板块业绩：23年收入维持稳定，24Q1业绩增长。**2023年医药生物板块，营业总收入为25021亿元，同比增长1.01%，归母净利润为1637亿元，同比下降16.32%；2024年Q1，营业收入为6373亿元，同比减少0.16%，归母净利润为549亿元，同比增长9.99%。
- **基金持仓：2024Q1，全部公募基金对医药板块的持仓出现环比降低。**从全公募基金重仓持股的医药二级行业仓位来看，医疗服务行业持仓下滑显著，化学制药、医药商业持仓较稳。2024Q1，全部公募基金重仓持股中，医药股持仓占比为10.97%，环比下降2.6个百分点。全公募基金重仓持股中，对医药生物行业的持仓占比于2020Q2出现最高位为18.23%，2024年一季度，全公募基金的医药仓位开始环比降低。2024Q1，全公募基金重仓持股的医药二级子行业的持仓占比为：医疗器械3.22%（环比-0.40pct）、化学制药3.05%（环比-0.01pct）、医疗服务1.79%（环比-1.44pct）、生物制品1.55%（环比-0.67pct）、中药1.00%（环比-0.07pct）、医药商业0.35%（环比-0.01pct）。
- **中药板块：政策支持+行业景气度提升趋势不改，投资关注度逐步提高。**中药行情23年上半年得到充分演绎的情况下，即使三季度有所环比降低，但行业性整体机会仍旧被市场看好，不过风格和方向需要重新把握。年报一季报显示，在23年Q4和24年Q1高基数效应下，整体增速承压在所难免，但环比数据在改善。
- **医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显。**2023年&24Q1药店端恢复良好。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023年的内生增长逐步恢复，疫情因素逐步消化，叠加门诊统筹带来处方外流增量，政策上处方流转平台逐步完善，看好2024年后续药店板块。
- **医疗器械：板块业绩低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花。**2024Q1由于春节假期、反腐政策推进、集采政策切换、新冠疫情类需求波动、海外补库节奏波动等因素影响，设备板块、高值耗材、消费类器械业绩普遍增长乏力，但展望24Q2&24Q3，无论是同期基数水平，还是政策环境（如反腐、集采）向好，头部企业集中度提升、国产替代的趋势持续强化，渠道、品牌力加强，盈利水平恢复。

核心观点：低仓位、24Q1业绩增长和品类驱动医药行情

- **医疗服务：**具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的公司当下的宏观环境中更加有望保持稳定的增长。2023年，在疫情管控放开、内地与港澳通关等内外部环境的边际改善下，医疗服务线下诊疗业态逐步恢复，23年多家医疗服务标的表现亮眼。进入2024年，宏观经济环境整体延续疲软，叠加去年一季度的高基数，板块内部标的整体承压，利润端分化明显。DRGs控费的环境下医疗服务（医院）有望持续出清，拥有更强的经营管理能力的医院有望持续受益，持续提高渗透率及份额，并有望提升盈利能力。
- **血制品：**十四五期间浆站批文的计划增加为行业发展提供动力，具备优质浆站和领先产能的标的有望持续受益。供给端看，血制品行业监管严格、进入壁垒高，2001年至今国家不再批准设立新的血制品企业，行业内竞争格局较为固定，采浆量与浆站数量、献浆员数量等因素密切相关，增长较为稳定；随着十四五政策进入最后一年，新批浆站进程有望加快。需求端看，2023年初，疫情管控的突然放开导致院内就诊需求激增，进而带来血制品领域的阶段性爆发，23Q4&24Q1呼吸道疾病又一轮爆发，季节性疾病或将演变为长期化常态化疾病，需求端或将再次面临供不应求的局面。
- **创新药：**多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点。经过药品第八批集采后，第九批集采落地标期长达4年，有助于药品价格长期稳定，以及2023年下半年医疗反腐，多数公司在2023年集中出清消极因素，24Q1如期或超预期迎来业绩或增速拐点。龙头企业逐渐走出创新增长逻辑；特色创新公司管线推进陆续进入验证、兑现期，自Q2密集开展的国际学术会议有望带动研发型公司的热度。
- **CXO：**行业需求端有待回暖，供给端产能建设步伐放缓。2024年第一季度全球生物医药融资总额约70.41亿美元，同比下降约8.20%，投融资仍有所波动，静待回暖。供给端，截止2023年年底，CXO板块公司在建工程达156.13亿元，同比增长3%；固定资产达428亿元，同比增长24%。在建工程增速进一步放缓。
- **风险提示：**集采和医保谈判降价幅度超预期；新产品放量不及预期；行业竞争加剧风险；全球地缘政治因素影响。

相关标的

- 中药板块：**1) 好品种+有催化的OTC：佐力药业、贵州三力、羚锐制药、寿仙谷、特一药业、桂林三金等；2) 中药创新药：康缘药业、以岭药业、天士力、方盛制药、新天药业等；3) 国企改革下的品牌OTC；国企中药公司：昆药集团、太极集团、东阿阿胶、华润三九、达仁堂、康恩贝、广誉远、江中药业、广誉远等；4) 预期落空的政策推进-基药目录：康缘药业、济川药业、天士力、贵州三力、方盛制药、一品红。同时建议关注盘龙药业。
- 医药流通和药店：**1) 大型连锁：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；2) 后起区域龙头：健之佳，同时建议关注、漱玉平民、华人健康；3) 国企低估值+有改革预期标的：重药控股，推荐关注国药控股、华润医药、上海医药、国药一致、国药股份、中国医药；4) 特色化流通带来新增长极：建议关注：柳药集团、九州通、百洋医药、智云健康等。
- 医疗器械：**1) 高成长+绩优板块：微电生理、惠泰医疗、澳华内镜、圣湘生物、亚辉龙等；2) 业绩反转：骨科（春立医疗等）、一次性手套板块；3) 业绩改善：家用（三诺生物、可孚医疗）、设备（开立医疗、康复设备等）、新产品预期（乐普医疗）、出海（海泰新光、怡和嘉业）；4) 其他绩优股：安图生物、三鑫医疗等；5) IVD：英诺特、亚辉龙、安图生物等。
- 医疗服务：**1) 估值触底，经营环比改善的标的：美年健康，通策医疗。2) 具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科连锁标的：中医医疗服务：固生堂；眼科医疗服务：爱尔眼科、希玛眼科、华夏眼科、普瑞眼科、朝聚眼科；肿瘤医疗服务：海吉亚医疗。3) 经营管理能力强的严肃医疗标的：盈康生命、国际医学，同时建议关注：新里程。
- 血制品：**推荐上海莱士，同时建议关注：派林生物，博雅生物，天坛生物。
- 疫苗：**1) 带状疱疹疫苗：智飞生物、百克生物；2) 金葡菌疫苗：欧林生物；3) RSV疫苗：智飞生物，同时建议关注三叶草生物。
- 创新药：**1) 整体基本面向好+手握FIC产品：泽璟制药、亿帆医药、艾迪药业、兴齐眼药；2) 具有出海商业化实力或有效出海产品：科伦博泰生物-B、绿叶制药、贝达药业、信立泰、科兴制药；3) 出海型/平台型制药企业：科伦药业、荣昌生物、君实生物，同时建议关注百济神州、恒瑞医药、信达生物。
- CXO：**1) 在手订单充裕，业绩确定性较强：百诚医药、阳光诺和等；2) 海外业务占比高/增速快：药康生物等；3) 高景气细分赛道：圣诺生物、翰宇药业，同时建议关注诺泰生物、博济医药。



目录

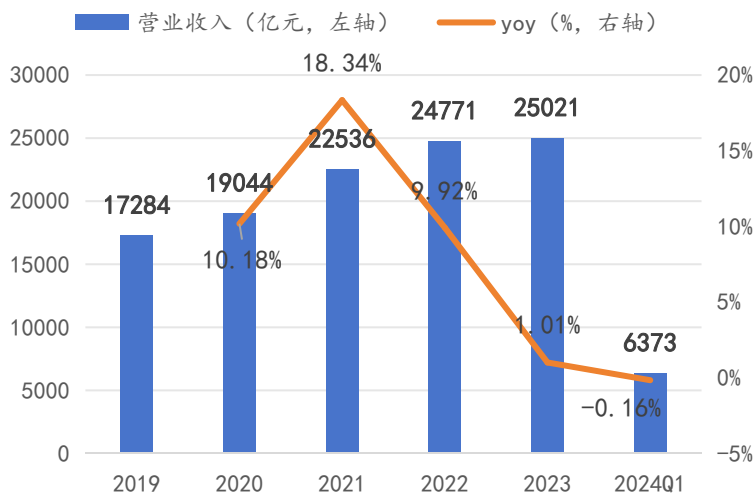
1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头

医药生物板块：23年收入维持稳定，利润有所下滑，24Q1利润开始回升

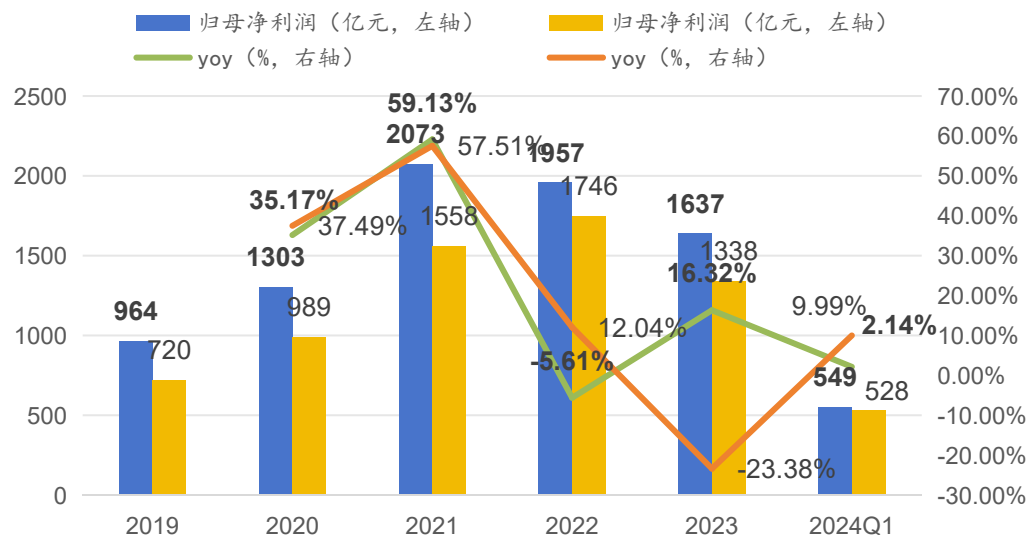
■ 截至2024年4月30日，A股医药企业发布了2023年年度报告和2024年一季度报告：

- 根据申万行业分类，2023医药生物板块，营业总收入为25021亿元，同比增长1.01%，归母净利润为1637亿元，同比下降16.32%，扣非归母净利润为1338亿元，同比下降23.38%。
- 2024年Q1，营业收入为6373亿元，同比减少0.16%，归母净利润为549亿元，同比增长9.99%，扣非归母净利润为528亿元，同比增长2.14%。

2019-2024Q1医药生物板块收入（亿元，%）



2019-2024Q1医药生物板块利润（亿元，%）



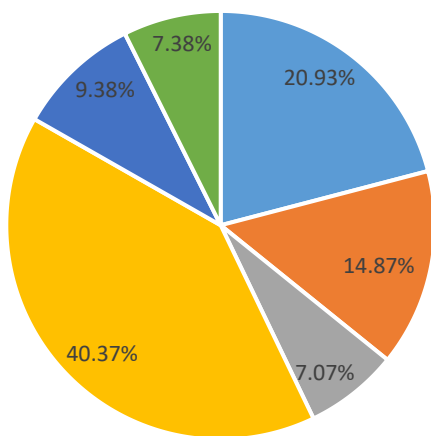
资料来源：Wind，华安证券研究所

医药生物II：医药商业收入占比较大，化学制药利润占比增加

- 医药生物II医药商业收入占比持续近半，化学制药利润增加。23年医药商业收入10102亿元，占比40.37%，24年Q1收入达2619亿元，占医药生物板块收入41.09%，保持稳定增长；第二是化学制药23年收入5238亿元，占比20.93%，24年Q1占比22.25%，保持稳定增长。但从利润上看，24Q1化学制药利润从21.18%增加到33.16%，成为占比最大的板块；医疗服务从23年占比14.22%下降到24年Q1占比6.99%。

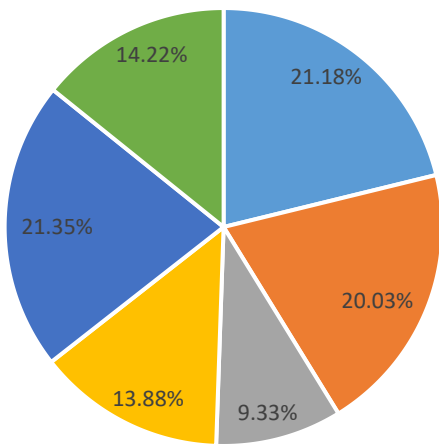
2023年医药生物II收入占比

■ 化学制药 ■ 中药II ■ 生物制品
 ■ 医药商业 ■ 医疗器械 ■ 医疗服务



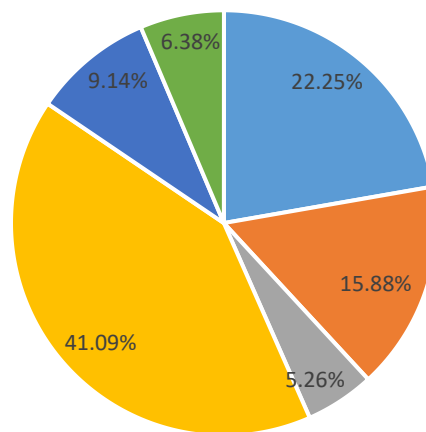
2023年医药生物II利润占比

■ 化学制药 ■ 中药II ■ 生物制品
 ■ 医药商业 ■ 医疗器械 ■ 医疗服务



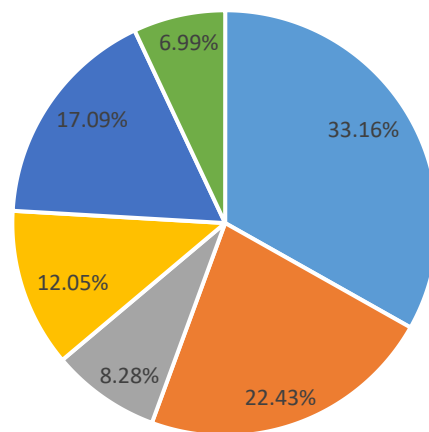
2024年Q1医药生物II收入占比

■ 化学制药 ■ 中药II ■ 生物制品
 ■ 医药商业 ■ 医疗器械 ■ 医疗服务



2024年Q1医药生物II利润占比

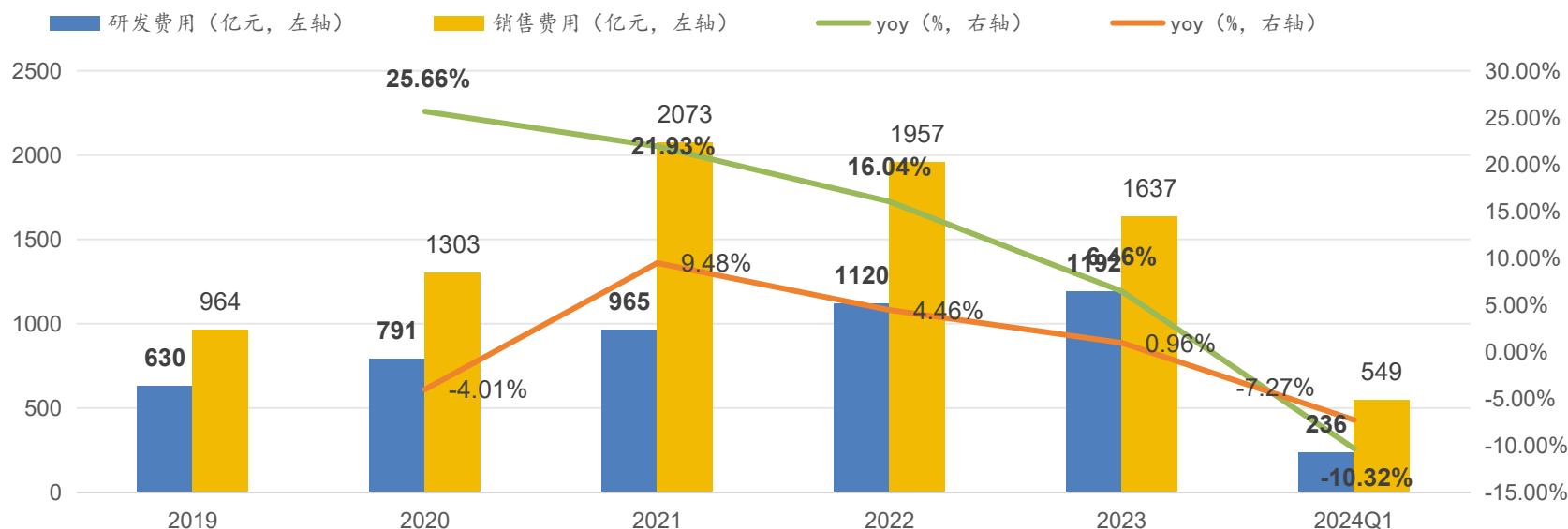
■ 化学制药 ■ 中药II ■ 生物制品
 ■ 医药商业 ■ 医疗器械 ■ 医疗服务



医药生物板块销售费用和研发费用：23年增速放缓，24年Q1开始减少

- 医药生物板块销售费用和研发费用：2023年维持增长，增速逐步放缓，24Q1投入开始减少；
- 根据申万行业分类，2023年医药生物板块，销售费用为3518亿元，同比增长0.96%，研发费用为1192亿元，同比增长6.46%。
- 2024年Q1，销售费用为808亿元，同比减少10.32%，研发费用为236亿元，同比减少7.27%。

2019-2024Q1医药生物板块销售费用和研发费用（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2023年医药生物板块研发费用和账面资金(剔除短期借款)TOP10企业梳理

- 医药生物板块中，2023年研发费用金额TOP10企业中，有8家企业同比维持增长，有4家企业研发费用率同比增长，分别是复星医药、迈瑞医疗、联影医疗、长春高新；2023年账面资金(剔除短期借款)后最高的3家企业分别是恒瑞医药、迈瑞医疗、百济神州，市净率最低的3家企业分别是白云山、国药股份、健康元。

研发费用金额TOP10

证券代码	证券名称	上市日期	总市值 (亿元)	2023研发费 用(亿元)	同比2022年增 长(%)	2023研发费 用率(%)	同比2022年 增加(%)
688235.SH	百济神州	2021-12-15	1277	128.13	14.90	73.54	-43.03
600276.SH	恒瑞医药	2000-10-18	3008	49.54	1.38	21.71	-1.26
600196.SH	复星医药	1998-08-07	575	43.46	1.02	10.50	0.71
300760.SZ	迈瑞医疗	2018-10-16	3797	34.33	17.45	9.83	0.20
601607.SH	上海医药	1994-03-24	599	22.04	4.35	0.85	-0.06
002422.SZ	科伦药业	2010-06-03	545	19.44	8.27	9.06	-0.43
688180.SH	君实生物	2020-07-15	255	19.37	-18.74	128.95	-35.10
688271.SH	联影医疗	2022-08-22	1088	17.29	32.33	15.15	1.01
000661.SZ	长春高新	1996-12-18	478	17.23	26.85	11.83	1.07
600380.SH	健康元	2001-06-08	234	16.62	-4.61	9.98	-0.18

剔除短期借款后资金TOP10

证券代码	证券名称	上市日期	PB (2023)	总市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	交易性金融资产 (亿元)	短期借款 (亿元)	剔除短期借款后 资金(亿元)	PE TTM
600276.SH	恒瑞医药	2000-10-18	7.43	3008	207.46	0.99	-	208.45	68
300760.SZ	迈瑞医疗	2018-10-16	11.48	3797	187.87	-	0.08	187.79	31
688235.SH	百济神州	2021-12-15	7.44	1277	151.25	74.63	46.84	179.04	-28
600380.SH	健康元	2001-06-08	1.70	234	156.92	0.83	20.76	136.99	16
600332.SH	白云山	2001-02-06	1.51	500	213.09	0.04	77.99	135.14	13
000538.SZ	云南白药	1993-12-15	2.57	1025	142.18	1.49	17.47	126.20	24
688271.SH	联影医疗	2022-08-22	5.77	1088	75.84	49.19	0.09	124.94	54
600085.SH	同仁堂	1997-06-25	4.68	612	121.32	0.00	0.93	120.39	36
600511.SH	国药股份	2002-11-27	1.70	268	109.26	-	2.68	106.57	12
603259.SH	药明康德	2018-05-08	2.44	1299	137.64	0.11	36.67	101.08	14

资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年5月6日收盘数据；剔除短期借款后资金=货币资金+交易性金融资产-短期借款；标的筛选时已剔除PB为负、“ST”和剔除短期借款后资金为负的标的。

目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头



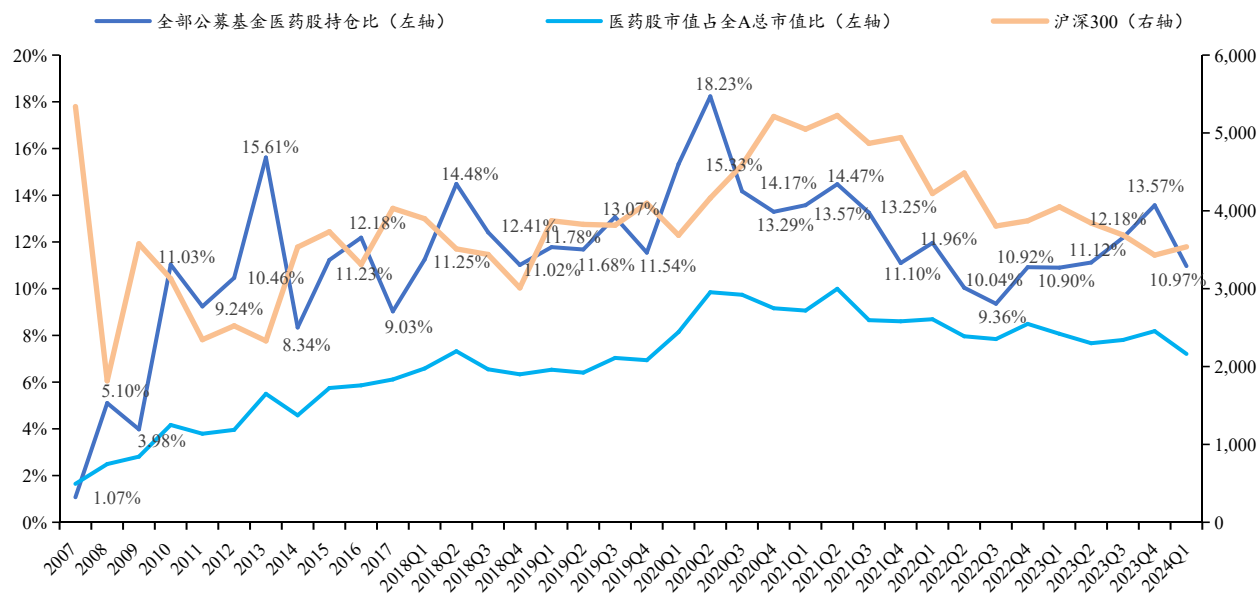
基金持仓核心观点：2024Q1医药持仓出现环比降低，医疗服务仓位下滑

- 2024Q1，全部公募基金对医药板块的持仓出现环比降低。2024Q1，全部公募基金重仓持股中，医药股持仓占比为10.97%，环比下降2.6个百分点。全公募基金重仓持股中，对医药生物行业的持仓占比于2020Q2出现最高位为18.23%，2024年一季度，全公募基金的医药仓位开始环比降低。
- 从全公募基金重仓持股的医药二级行业仓位来看，医疗服务行业持仓下滑显著，化学制药、医药商业持仓较稳。2024Q1，全公募基金重仓持股的医药二级子行业的持仓占比为：医疗器械 3.22%（环比-0.40pct）、化学制药 3.05%（环比-0.01pct）、医疗服务 1.79%（环比-1.44pct）、生物制品 1.55%（环比-0.67pct）、中药 1.00%（环比-0.07pct）、医药商业 0.35%（环比-0.01pct）。
- 从全公募基金重仓个股来看，恒瑞医药、迈瑞医疗的持股总市值保持领先，东阿阿胶备受关注。2024Q1公募基金重仓医药个股持股总市值排名前十的医药股为：恒瑞医药（428.75亿元）、迈瑞医疗（397.23亿元）、药明康德（130.91亿元）、爱尔眼科（105.77亿元）、联影医疗（105.50亿元）、智飞生物（91.11亿元）、科伦药业（71.13亿元）、惠泰医疗（65.17亿元）、泰格医药（60.53亿元）、东阿阿胶（56.69亿元）。
- 风险提示：全球地缘政治因素影响；行业增长不稳定的风险；政策变化带来的不确定性；其他可能影响行业正常发展的事件。

生物医药行业基金持仓出现环比降低

- 2024Q1，全部公募基金对医药板块的持仓出现环比降低。2024Q1，全部公募基金重仓持股中，医药股持仓占比为10.97%，环比下降2.6个百分点。
- 全公募基金重仓持股中，对医药生物行业的持仓占比于2020Q2出现最高位为18.23%，2024年一季度，全公募基金的医药仓位开始环比降低。

2007-2024Q1年度全部公募基金医药股持仓占比

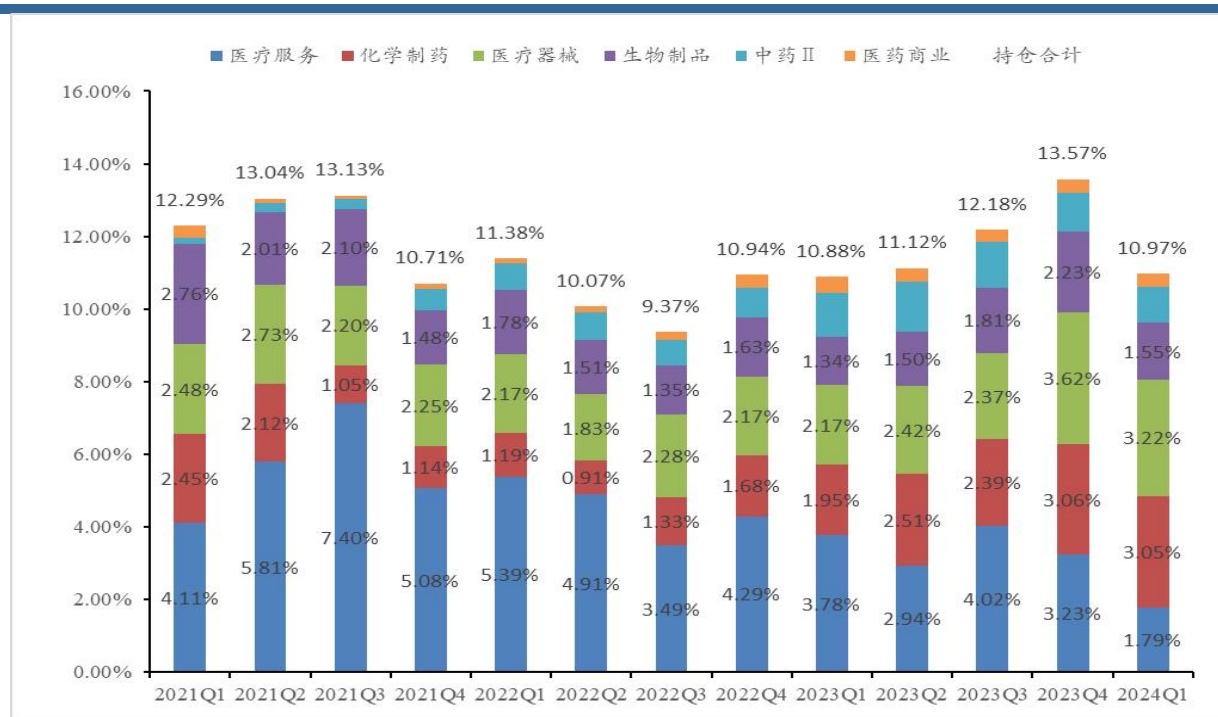


资料来源：wind、华安证券研究所

2021Q1-2024Q1全公募基金重仓医药——二级子行业持仓分布

- 全公募基金重仓医药——申万二级子行业持仓分布分析
- 2021年Q1-2024年Q1，医疗器械、化学制药、医疗服务等子行业持仓比例相对较高，而中药II和医药商业的持仓比例较低；2024Q1，各子板块持仓占比环比下滑。

全公募基金重仓医药——二级子行业持仓分布（21Q1-24Q1）

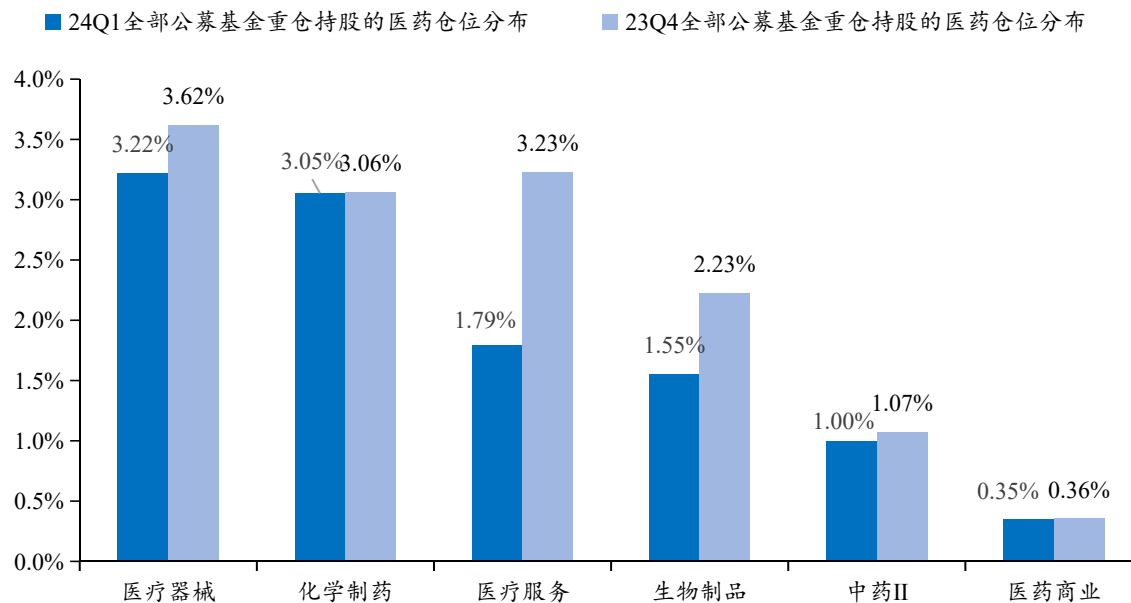


资料来源：wind、华安证券研究所

2024Q1公募基金子行业医药持仓：各子行业持仓环比均下降

- 全部公募基金重仓持股的医药二级行业仓位分析：医疗服务行业持仓下滑显著，化学制药、医药商业持仓较稳。
- 2024Q1，全公募基金重仓持股的医药二级子行业的持仓占比为：医疗器械 3.22%（环比-0.40pct）、化学制药 3.05%（环比-0.01pct）、医疗服务 1.79%（环比-1.44pct）、生物制品 1.55%（环比-0.67pct）、中药 1.00%（环比-0.07pct）、医药商业 0.35%（环比-0.01pct）。

2024Q1&2023Q4全部公募基金重仓持股的医药仓位分



资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

2024Q1公募基金医药持仓个股分析

- 2024Q1公募基金重仓医药个股持股总市值排名前十的医药股为：恒瑞医药（428.75亿元）、迈瑞医疗（397.23亿元）、药明康德（130.91亿元）、爱尔眼科（105.77亿元）、联影医疗（105.50亿元）、智飞生物（91.11亿元）、科伦药业（71.13亿元）、惠泰医疗（65.17亿元）、泰格医药（60.53亿元）、东阿阿胶（56.69亿元）。

2024Q1公募基金重仓持股医药股的持股总市值排名前20（亿元）

序号	代码	名称	持股总市值 (亿元)	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持有基金数	持仓比例	持股市值占基金 净值比(%)	所属二级行业
1	600276.SH	恒瑞医药	428.75	93,268.08	969.04	616	1.57%	0.1483	化学制药
2	300760.SZ	迈瑞医疗	397.23	14,113.32	-687.63	500	1.46%	0.1374	医疗器械
3	603259.SH	药明康德	130.91	28,347.06	-20,000.94	129	0.48%	0.0453	医疗服务
4	300015.SZ	爱尔眼科	105.77	82,634.77	-17,825.71	122	0.39%	0.0366	医疗服务
5	688271.SH	联影医疗	105.50	8,128.05	461.95	74	0.39%	0.0365	医疗器械
6	300122.SZ	智飞生物	91.11	20,273.57	-8,551.78	178	0.33%	0.0315	生物制品
7	002422.SZ	科伦药业	71.13	23,282.16	5,932.50	251	0.26%	0.0246	化学制药
8	688617.SH	惠泰医疗	65.17	1,522.27	103.99	105	0.24%	0.0225	医疗器械
9	300347.SZ	泰格医药	60.53	11,387.73	637.38	76	0.22%	0.0209	医疗服务
10	000423.SZ	东阿阿胶	56.69	9,214.35	2,815.47	101	0.21%	0.0196	中药II
11	000661.SZ	长春高新	44.55	3,706.87	-1,201.62	95	0.16%	0.0154	生物制品
12	603882.SH	金域医学	44.24	7,864.26	-1,967.77	48	0.16%	0.0153	医疗服务
13	600436.SH	片仔癀	40.15	1,756.94	-321.41	47	0.15%	0.0139	中药II
14	300832.SZ	新产业	37.23	5,628.21	-2,075.82	68	0.14%	0.0129	医疗器械
15	002223.SZ	鱼跃医疗	37.18	10,838.25	3,316.22	69	0.14%	0.0129	医疗器械
16	000999.SZ	华润三九	37.10	7,150.13	1,031.49	55	0.14%	0.0128	中药II
17	600079.SH	人福医药	35.42	18,249.85	-5,916.66	103	0.13%	0.0122	化学制药
18	688235.SH	百济神州-U	35.36	2,674.86	14.35	109	0.13%	0.0122	生物制品
19	600085.SH	同仁堂	27.84	6,792.13	-5,286.90	36	0.10%	0.0096	中药II
20	1801.HK	信达生物	27.12	7,935.56	501.84	88	0.10%	0.0094	生物制品

资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所



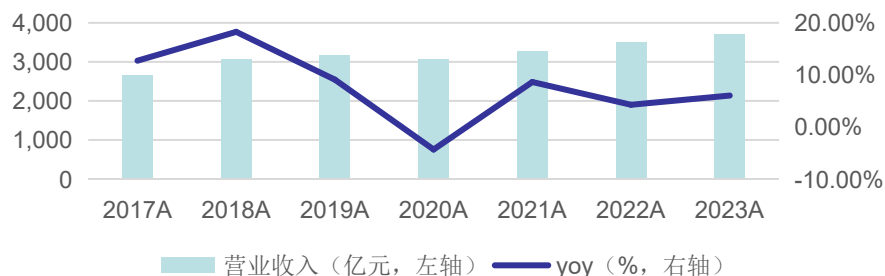
目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头

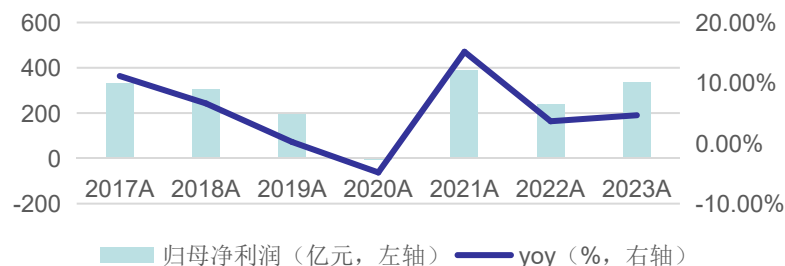
中药：2023年各指标稳步回升

- 2023年申万中药口径营业收入达到了3,713.1亿元，相较于2022年增长了6.03%；归母净利润为335.9亿元，相较于2022年增长了4.64%，增速有所提升。
- 2023年毛利率继续保持稳定，为44.10%，净利率有所回升，为9.40%。2023年ROE有所回升至9.18%

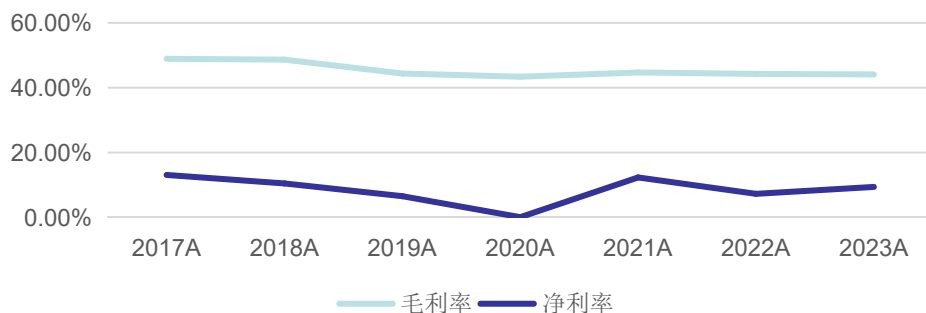
申万中药板块营收情况 (亿元, %)



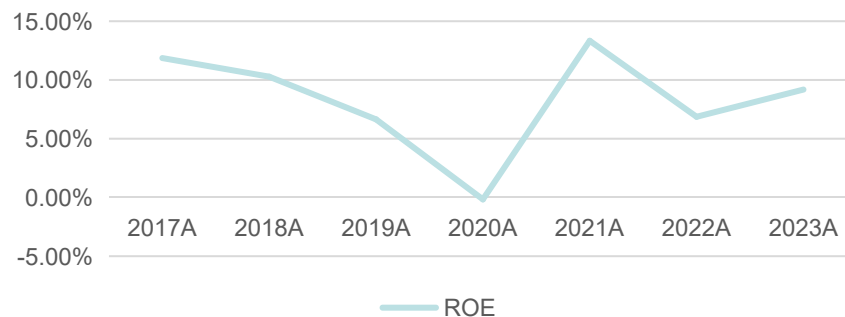
申万中药板块归母净利润情况 (亿元, %)



申万中药板块毛利率、净利率



申万中药板块ROE

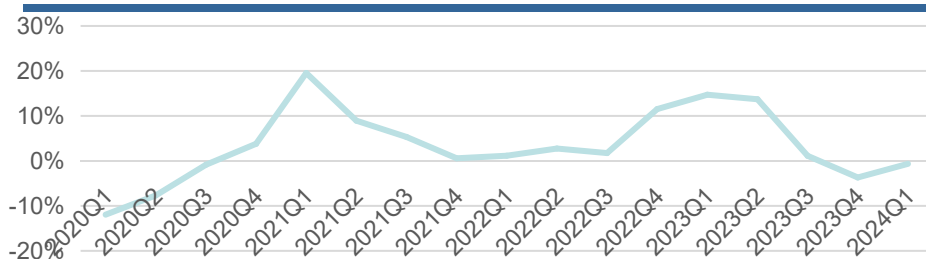


资料来源: wind、华安证券研究所

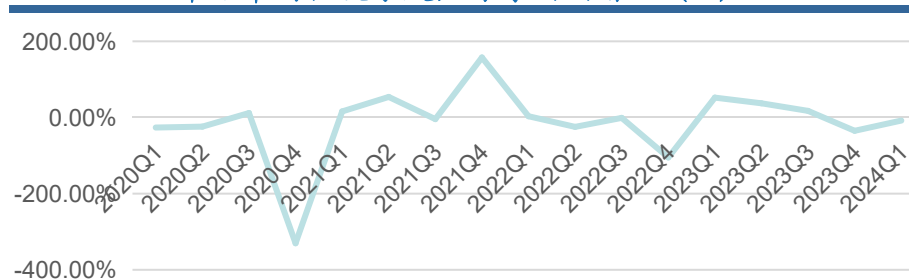
中药：季度波动逐步减弱，24Q1快速恢复

- 23Q4承压：受行业性影响营业收入同比下降了4%，归母净利润同比下降了34.93%；盈利能力也有所下滑，毛利率略微下降至42.99%，净利率下降至0.62%。
- 24Q1快速恢复：营业收入利润较23Q4改善，收入下降幅度缩小至0.7%，归母净利润同比下降了8.1%。盈利能力改善，毛利率净利率分别恢复至43.6%、13.1%。

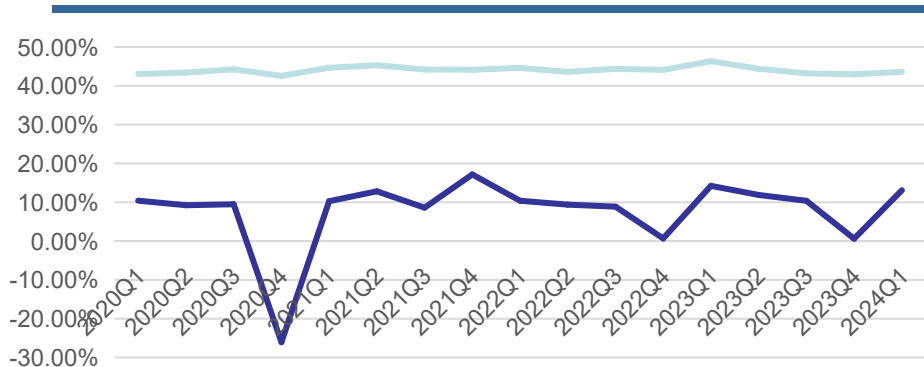
申万中药板块季度营收情况 (%)



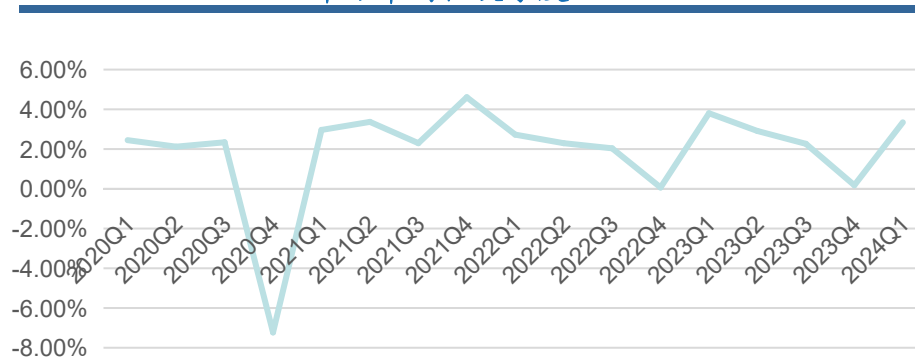
申万中药板块季度归母净利润情况 (%)



申万中药板块季度毛利率、净利率



申万中药板块季度ROE



资料来源：wind、华安证券研究所

中药：复盘—中药板块重视度逐步提升

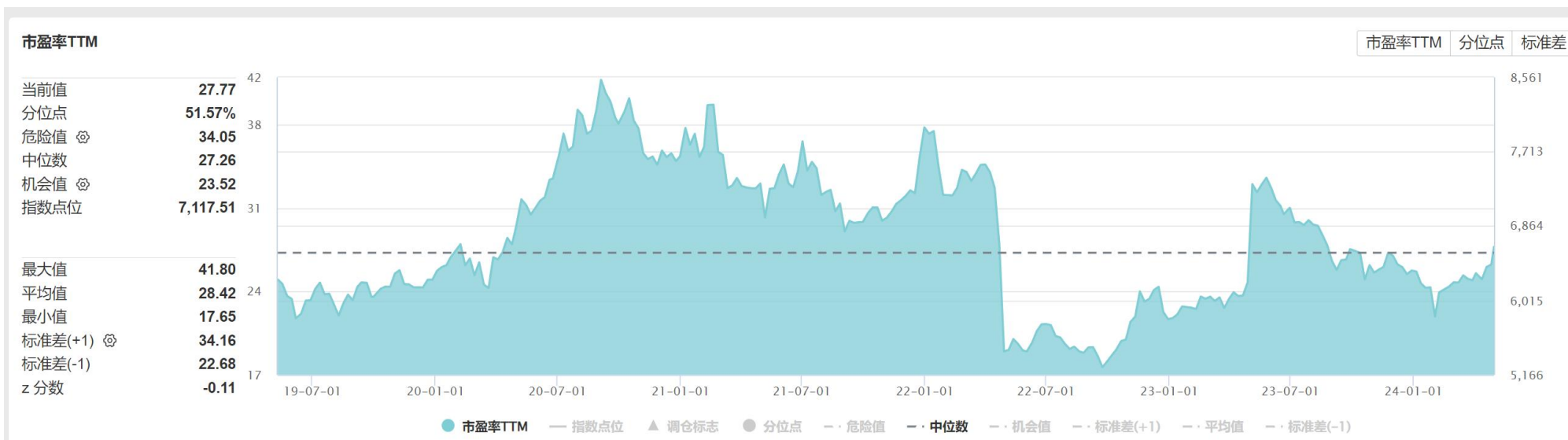


资料来源：wind、华安证券研究所

中药：估值处于中间分位

- 中药（申万）板块截止2024年4月30日，估值PE（TTM）为27.77，以5年维度来看，估值分位数为51.57%，处于中间分位。

中药（申万）板块PE分位数



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳

中药上市公司季度营收、利润增速汇总表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	营业收入同比(%)			归母净利润同比(%)			股息率	年度现金 分红比例 (已宣告)	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	净利润 2024E	PE 2024E	营业收入同比(%)			归母净利润同比(%)			股息率	年度现金分 红比例(已 宣告)
				2023Q4	2024Q1	趋势线	2023Q4	2024Q1	趋势线									2023Q4	2024Q1	趋势线	2023Q4	2024Q1	趋势线		
600436.SH	片仔癀	1,431	48	18%	21%	↑	-6%	27%	↑	1.0%	50%	603896.SH	有山堂	56	21	3.0	19	-25%	7%	↑	-22%	23%	↑	1.4%	30%
000538.SZ	云南白药	1,021	24	-2%	2%	↑	-104%	12%	↑	3.6%	91%	603998.SH	方盛制药	52	27	2.5	21	-5%	0%	↑	70%	10%	↑	2.5%	68%
600085.SH	同仁堂	581	34	-7%	2%	↑	-34%	10%	↑	1.2%	41%	600479.SH	千金药业	50	15	0.0	-	-10%	4%	↑	7%	5%	↑	3.0%	47%
000999.SZ	华润三九	593	19	3%	15%	↑	-9%	18%	↑	2.5%	52%	002728.SZ	特一药业	49	31	2.7	18	6%	-46%	↑	-20%	-91%	↑	5.2%	72%
600332.SZ	白云山	522	13	8%	6%	↑	-46%	3%	↑	2.3%	30%	300158.SZ	振东制药	48	-236	0.0	-	-9%	-18%	↑	43%	5953%	↑	0.0%	0%
000423.SZ	东阿阿胶	443	35	29%	36%	↑	37%	53%	↑	2.6%	100%	600351.SH	亚宝药业	47	23	0.0	-	-5%	-4%	↑	-54%	5%	↑	2.3%	54%
600566.SH	济川药业	379	13	0%	1%	↑	52%	25%	↑	3.2%	42%	605199.SH	葫芦娃	47	49	0.0	-	37%	-18%	↑	110%	-28%	↑	1.1%	47%
002603.SZ	以岭药业	315	69	-62%	-36%	↑	-143%	-75%	↑	1.6%	37%	002644.SZ	佛慈制药	40	-88	1.2	34	-12%	-14%	↑	-86%	-23%	↑	0.4%	23%
600518.SH	ST康美	276	172	-8%	5%	↑	114%	115%	↑	0.0%	0%	002198.SZ	嘉应制药	33	122	0.0	-	-36%	-27%	↑	-57%	-57%	↑	0.8%	74%
600329.SH	达仁堂	269	28	-10%	-3%	↑	-3%	-3%	↑	3.7%	100%	600594.SH	益佰制药	33	-364	0.0	-	7%	-16%	↑	89%	-256%	↑	1.6%	51%
600535.SH	天士力	231	21	-16%	-2%	↑	-52%	12%	↑	2.1%	46%	002864.SZ	连华药业	31	26	1.6	20	-6%	-7%	↑	14%	44%	↑	0.8%	21%
600129.SH	太极集团	202	24	-2%	-5%	↑	-36%	5%	↑	0.8%	20%	002082.SZ	万邦德	31	60	0.0	-	-13%	11%	↑	204%	5%	↑	1.6%	99%
000623.SZ	吉林敖东	178	16	15%	9%	↑	-79%	-70%	↑	4.0%	49%	600222.SH	太龙药业	29	48	0.0	-	-5%	-11%	↑	495%	477%	↑	0.0%	0%
603858.SH	步长制药	182	-816	-11%	-25%	↑	78%	-75%	↑	0.8%	43%	002412.SZ	汉森制药	29	14	0.0	-	16%	2%	↑	154%	6%	↑	0.0%	0%
600422.SH	诺药集团	172	40	0%	-3%	↑	459%	-9%	↑	0.9%	34%	301331.SZ	思威医药	29	43	0.0	-	3%	-9%	↑	-27%	-70%	↑	1.9%	63%
600750.SH	江中药业	168	23	24%	-9%	↑	27%	10%	↑	4.9%	116%	002107.SZ	沃华医药	28	65	0.0	-	-26%	-8%	↑	-95%	-62%	↑	5.2%	246%
002737.SZ	葵花药业	155	16	-21%	-14%	↑	-25%	-37%	↑	5.7%	78%	002873.SZ	新天药业	28	39	1.1	25	-18%	-15%	↑	-203%	-38%	↑	0.6%	19%
600285.SH	瑞倪制药	144	23	11%	15%	↑	70%	32%	↑	3.1%	79%	301111.SZ	粤万年青	26	86	0.0	-	12%	-10%	↑	30%	-21%	↑	0.6%	48%
002317.SZ	众生药业	129	74	-21%	-14%	↑	-122%	-63%	↑	1.3%	64%	600080.SH	金花股份	27	-63	0.0	-	4%	7%	↑	-293%	412%	↑	0.0%	0%
600572.SH	康恩贝	127	24	2%	-14%	↑	-125%	-24%	↑	4.0%	85%	300878.SZ	康缘药业	26	-228	0.0	-	51%	2%	↑	-72%	-12%	↑	1.4%	-442%
600771.SH	广誉远	126	121	1%	-11%	↑	99%	50%	↑	0.0%	0%	300147.SZ	香雪制药	24	-6	0.0	-	29%	-3%	↑	-5%	-886%	↑	0.0%	0%
002287.SZ	齐世威药	118	20	27%	23%	↑	78%	5%	↑	2.2%	44%	300534.SZ	陇神戎发	25	39	0.0	-	-33%	-14%	↑	-35%	11%	↑	0.2%	10%
600993.SH	马应龙	120	26	-8%	15%	↑	-60%	5%	↑	1.4%	39%	000790.SZ	华神科技	27	100	0.0	-	24%	-19%	↑	-57%	-29%	↑	0.2%	23%
600557.SH	康缘药业	115	21	12%	0%	↑	22%	5%	↑	1.9%	40%	002750.SZ	冠津药业	24	-35	0.0	-	-23%	22%	↑	16%	45%	↑	0.0%	0%
300026.SZ	红日药业	116	30	-32%	-12%	↑	-102%	-67%	↑	0.8%	18%	002566.SZ	益盛药业	23	27	0.0	-	-2%	-20%	↑	59%	-27%	↑	2.1%	52%
603567.SH	珍宝岛	114	22	-133%	-27%	↑	-110%	15%	↑	1.7%	40%	300519.SZ	新光药业	20	36	0.0	-	-39%	9%	↑	-71%	-25%	↑	3.1%	99%
300181.SZ	佐力药业	105	24	4%	36%	↑	39%	46%	↑	3.0%	82%	603963.SH	*ST大药	16	-70	0.0	-	-56%	-58%	↑	25%	-111%	↑	0.0%	0%
000650.SZ	仁和药业	91	16	-7%	-9%	↑	-77%	-3%	↑	3.1%	49%	000590.SZ	启迪药业	15	149	0.0	-	14%	-24%	↑	681%	-226%	↑	0.0%	0%
002424.SZ	贵州百灵	91	-20	1%	22%	↑	-1550%	-44%	↑	0.0%	0%	300391.SZ	长药控股	14	-2	0.0	-	-9%	-57%	↑	-866%	-107%	↑	0.0%	0%
600976.SH	健民集团	87	17	32%	-4%	↑	14%	0%	↑	2.1%	35%	603139.SH	康惠制药	14	-42	0.0	-	72%	3%	↑	55%	-87%	↑	0.0%	0%
002275.SZ	桂林三金	84	24	4%	-33%	↑	374%	-41%	↑	4.2%	84%	836433.BJ	大唐药业	13	759	0.0	-	16%	-30%	↑	51%	-84%	↑	1.6%	261%
600252.SH	中恒集团	84	54	13%	20%	↑	46%	420%	↑	0.4%	41%	300108.SZ	ST吉药	12	-3	0.0	-	-2%	5%	↑	-740%	-102%	↑	0.0%	0%
002390.SZ	信邦制药	77	26	-2%	-1%	↑	344%	11%	↑	1.5%	40%	600671.SH	*ST日药	11	-27	0.0	-	17%	72%	↑	71%	-7%	↑	0.0%	0%
000989.SZ	ST九芝	67	24	4%	-1%	↑	126%	-11%	↑	5.1%	115%	833266.BJ	生物谷	11	-318	0.0	-	-6%	14%	↑	71%	510%	↑	0.0%	0%
002349.SZ	福华制药	64	28	-1%	-12%	↑	21%	-19%	↑	1.2%	30%	002433.SZ	*ST太安	4	0	0.0	-	161%	-51%	↑	-138%	11%	↑	0.0%	0%
300039.SZ	上海凯宝	64	19	38%	4%	↑	82%	10%	↑	1.6%	32%														
603439.SH	贵州三力	64	22	35%	21%	↑	38%	2%	↑	1.3%	28%														
002907.SZ	华森制药	60	140	-21%	22%	↑	-147%	34%	↑	0.3%	64%														

资料来源：wind、华安证券研究所

中药：24Q1整体呈加仓态势，集中度有所提升

2024Q1基金重仓中药板块情况

序号	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
1	000423.SZ	东阿阿胶	101	37	9,214.35	2,815.47	14.31	566,867.03
2	600566.SH	济川药业	83	40	2,840.68	1,421.26	3.10	106,326.72
3	000999.SZ	华润三九	55	27	7,150.13	1,031.49	7.31	371,020.47
4	600422.SH	昆药集团	53	28	4,839.91	2,499.15	6.39	104,106.49
5	600129.SH	太极集团	52	20	3,129.54	-5,074.31	5.62	104,057.14
6	300181.SZ	佐力药业	51	23	3,412.28	2,252.62	5.68	44,052.52
7	600436.SH	片仔癀	47	24	1,756.94	-321.41	2.91	401,495.52
8	600285.SH	羚锐制药	43	23	4,716.76	1,682.98	8.38	101,174.59
9	600085.SH	同仁堂	36	21	6,792.13	-5,286.90	4.95	278,409.54
10	600557.SH	康缘药业	36	19	2,923.57	752.88	5.05	60,634.77
11	600750.SH	江中药业	36	23	1,459.48	-48.16	2.33	36,049.13
12	000538.SZ	云南白药	33	24	2,551.80	160.78	1.43	129,631.35
13	600976.SH	健民集团	30	9	1,434.77	546.60	9.38	82,886.44
14	600535.SH	天士力	29	18	1,758.77	587.08	1.18	28,333.75
15	002737.SZ	葵花药业	27	13	1,409.79	-576.14	2.41	38,656.50
16	002317.SZ	众生药业	20	9	3,044.23	-41.19	4.00	48,616.39
17	603998.SH	方盛制药	19	9	2,555.87	448.30	5.88	28,753.48
18	000650.SZ	仁和药业	16	9	2,598.09	1,868.73	1.95	17,069.48
19	600332.SH	白云山	15	13	896.95	465.55	0.64	25,876.95
20	600572.SH	康恩贝	15	10	3,298.43	-3,298.43	1.29	15,931.41
21	600479.SH	千金药业	11	9	1,087.96	1,075.67	2.60	11,750.01
22	000623.SZ	吉林敖东	9	8	687.61	120.71	0.56	9,942.89
23	603439.SH	贵州三力	8	4	834.88	309.89	2.04	13,383.06
24	3613.HK	同仁堂国药	6	1	29.10	-57.10	0.03	236.03
25	600993.SH	马应龙	6	5	1,760.37	976.95	4.09	39,080.23
26	002275.SZ	桂林三金	5	2	53.73	48.72	0.10	765.12
27	002603.SZ	以岭药业	5	5	466.29	-367.13	0.34	9,405.01
28	600329.SH	达仁堂	5	3	126.03	-788.40	0.22	3,516.27
29	300158.SZ	振东制药	4	1	2,252.25	-1,459.18	2.20	10,810.80
30	600771.SH	广誉远	4	4	31.57	-40.92	0.06	777.57
31	0874.HK	白云山	3	2	76.80	76.80	0.35	1,339.55
32	000590.SZ	启迪药业	2	2	10.26	-134.11	0.04	76.54
33	0570.HK	中国中药	2	1	2,168.20	583.00	0.43	8,412.69
34	300026.SZ	红日药业	2	1	745.98	450.87	0.27	2,916.79
35	603896.SH	寿仙谷	2	1	872.06	-674.27	4.32	21,801.50
36	000790.SZ	华神科技	1	1	1.82	1.82	0.00	7.52
37	002412.SZ	汉森制药	1	1	111.77	111.77	0.22	615.85
38	002728.SZ	特一药业	1	1	228.00	12.87	0.92	3,567.05
39	002864.SZ	盘龙药业	1	1	25.00	-88.65	0.39	726.25
40	002873.SZ	新天药业	1	1	2.01	-96.78	0.01	25.10
41	603858.SH	步长制药	1	1	0.01	0.01	0.00	0.13

中药：院内中药逐步摆脱影响，创新中药发展可期

- 院内中药逐步走出影响。选取6家标志性院内中药企业，核心产品与疫情相关导致基数影响，院内产品为主的公司相对恢复较缓，院内需要一定恢复时间。
- 中药研发投入稳健增长，标志性的三家老牌中药公司（以岭药业、康缘药业、天士力）研发费用率均在8%以上，显著高于整体中药板块研发费用率，随着后续管线获批业绩增厚可期。

代表性公司2023年财务情况

2023年	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, win一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率	研发费用率
以岭药业	385.43	69.33	19.12	103.18	-17.67%	13.52	-42.98%	14.09	-45.58%	12.08%	57.28%	26.21%	14.01%	0.26%	13.03%	8.27%
康缘药业	119.99	21.12	17.73	48.68	11.88%	5.37	23.79%	5.50	26.47%	10.79%	74.27%	39.79%	22.98%	-0.47%	11.24%	15.85%
天士力	255.25	20.99	18.53	86.74	0.42%	10.71	517.55%	11.81	60.11%	8.65%	66.80%	34.40%	14.52%	-0.22%	11.72%	10.57%
贵州三力	77.38	21.84	17.73	16.35	36.10%	2.93	45.42%	2.46	26.21%	21.61%	73.31%	48.48%	7.16%	-0.05%	18.04%	1.87%
方盛制药	48.19	26.89	21.14	16.29	-9.12%	1.87	-34.64%	1.34	25.35%	13.12%	68.10%	40.38%	15.80%	0.66%	11.03%	6.63%
新天药业	28.84	38.65	25.30	9.54	-12.29%	0.81	-27.48%	0.75	-25.87%	7.24%	77.07%	45.86%	19.88%	1.26%	8.48%	4.00%

资料来源：wind (2024/4/30)、华安证券研究所

中药：品牌中药老字号愈久弥新

- 疫情带动消费提升，老字号愈久弥新。选取5家品牌壁垒极高的中药老字号公司，财务数据来看，扣非利润增长率均上升一个台阶，主要系疫后人们对保健恢复需求提升，而极强品牌力的中药公司是主要选择。
- 其中，片仔癀和东阿阿胶的毛利率和净利率较高，品牌溢价凸显，云南白药和同仁堂保持了相对稳健，而广誉远改革持续推进下营收和净利润增长。

代表性公司2023年财务情况

2023年	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind 一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比增 长	扣非归 母净利 润(亿 元)	扣非归 母净利 润同比 增长	ROE	销售毛利 率	销售费用 率	管理费用 率	财务费用 率	销售净利 率
片仔癀	1,459.97	47.68	42.61	100.58	15.69%	27.97	13.15%	28.54	15.26%	22.64%	46.76%	7.78%	5.96%	-0.08%	28.35%
云南白药	883.16	23.88	22.05	391.11	7.19%	40.94	36.41%	37.64	16.45%	10.45%	26.51%	12.76%	3.57%	-0.66%	10.54%
同仁堂	736.48	33.73	29.71	178.61	16.19%	16.69	17.04%	16.57	18.32%	13.42%	47.29%	19.24%	10.09%	-0.62%	14.46%
东阿阿胶	317.61	34.74	31.53	47.15	16.66%	11.51	47.55%	10.83	54.70%	10.94%	70.24%	31.52%	11.67%	-1.96%	24.43%
广誉远	132.11	121.18	83.27	12.84	13.56%	0.90	136.03%	0.90	134.64%	6.19%	72.94%	50.11%	9.67%	1.21%	7.23%

资料来源：wind (2024/4/30)、华安证券研究所

中药：中药OTC市场需求提升带动业绩稳健增长

- 2023年中药OTC公司整体表现稳健。以华润三九、太极集团和济川药业为代表的行业领军者在营收和净利润方面实现了显著增长，其中华润三九的营收同比增长36.83%，归母净利润同比增长16.50%。然而，部分公司如桂林三金和羚锐制药的净利润同比增长率较高，分别达到了27.85%和22.09%。虽然有一些公司如寿仙谷和马应龙的业绩略有下滑，但整体来看，中药OTC行业在2023年仍保持了稳健增长的趋势。

代表性公司2023年财务情况

2023年	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind 一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长	扣非归母净 利润 (亿元)	扣非归母净 利润同比增 长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
华润三九	491.42	19.33	17.95	247.39	36.83%	28.53	16.50%	27.11	22.18%	15.86%	53.24%	28.16%	9.05%	-0.10%	12.83%
太极集团	258.73	24.24	18.27	156.23	10.58%	8.22	135.09%	7.74	111.35%	24.59%	48.60%	33.45%	6.23%	0.94%	5.46%
济川药业	289.72	12.68	12.61	96.55	7.32%	28.23	30.04%	26.92	32.72%	22.87%	81.52%	41.50%	8.67%	-2.67%	29.28%
康恩贝	129.79	24.26	17.33	67.33	12.21%	5.92	65.20%	5.54	14.60%	8.48%	58.48%	33.96%	12.53%	-0.28%	10.02%
达仁堂	259.16	27.69	22.68	82.22	-0.33%	9.87	14.49%	9.52	23.80%	15.04%	44.01%	25.86%	6.89%	-0.19%	11.78%
江中药业	131.43	22.85	20.56	43.90	13.00%	7.08	18.83%	7.04	38.97%	18.34%	65.31%	37.09%	7.83%	-1.36%	17.46%
寿仙谷	65.07	20.63	18.70	7.84	-5.39%	2.54	-8.39%	2.27	-10.45%	12.48%	82.72%	40.39%	17.43%	-2.94%	32.44%
桂林三金	85.14	23.86	15.80	21.72	10.81%	4.21	27.85%	3.82	71.92%	14.97%	73.00%	33.06%	16.62%	-0.66%	19.40%
羚锐制药	97.04	23.50	20.89	33.11	10.31%	5.68	22.09%	5.34	30.61%	21.27%	73.29%	45.41%	8.57%	-1.06%	17.16%
昆药集团	158.12	39.79	28.36	77.03	-6.99%	4.45	16.05%	3.35	33.45%	8.65%	44.82%	31.58%	5.00%	0.13%	5.90%
健民集团	100.09	16.68	14.05	42.13	15.72%	5.21	27.94%	4.38	17.10%	25.37%	46.05%	31.91%	5.85%	0.03%	12.42%
佐力药业	74.77	24.44	20.26	19.42	7.61%	3.83	40.27%	3.74	41.14%	14.10%	68.42%	40.03%	9.06%	-0.73%	20.12%
葵花药业	151.72	16.00	13.08	57.00	11.89%	11.19	29.05%	10.03	24.77%	24.96%	56.29%	23.97%	10.55%	-0.56%	20.44%
马应龙	104.23	26.47	21.54	31.37	-11.20%	4.43	-7.46%	3.52	-23.61%	12.25%	41.91%	22.80%	5.71%	-1.41%	14.40%
仁和药业	92.82	16.26		50.32	-2.35%	5.67	-1.25%	4.45	-11.44%	9.67%	37.12%	10.74%	6.29%	-0.50%	12.51%
特一药业	65.11	31.28	17.88	10.67	20.38%	2.53	42.07%	2.49	43.61%	14.83%	56.15%	16.34%	10.25%	0.45%	23.72%

资料来源：wind (2024/4/30)、华安证券研究所

中药：中药国企改革推进，带动业绩增长

- 国企是中药上市公司中不可或缺的部分。无论是在数量上、市值上还是在营收利润上，都高于全A医药国企在全A医药的占比，体现出国企属性在中药板块中的重要性。2023年综合来看，中药国企整体呈现出发展态势，其中一些领军企业在2023年表现强劲，表现出良好的成长势头。国企改革进行时，关注中药国企改革下的业绩推动。

代表性公司2023年财务情况

2023年	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind 一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入同 比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长	扣非归母净 利润 (亿元)	扣非归母净 利润同比增 长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
同仁堂	736.48	33.73	29.71	178.61	16.19%	16.69	17.04%	16.57	18.32%	13.42%	47.29%	19.24%	10.09%	-0.62%	14.46%
片仔癀	1,459.97	47.68	42.61	100.58	15.69%	27.97	13.15%	28.54	15.26%	22.64%	46.76%	7.78%	5.96%	-0.08%	28.35%
太极集团	258.73	24.24	18.27	156.23	10.58%	8.22	135.09%	7.74	111.35%	24.59%	48.60%	33.45%	6.23%	0.94%	5.46%
白云山	464.98	12.70	11.74	755.15	6.68%	40.56	2.25%	36.36	9.53%	12.11%	18.79%	8.08%	4.24%	-0.03%	5.64%
广誉远	132.11	121.18	83.27	12.84	13.56%	0.90	136.03%	0.90	134.64%	6.19%	72.94%	50.11%	9.67%	1.21%	7.23%
康恩贝	129.79	24.26	17.33	67.33	12.21%	5.92	65.20%	5.54	14.60%	8.48%	58.48%	33.96%	12.53%	-0.28%	10.02%
达仁堂	259.16	27.69	22.68	82.22	-0.33%	9.87	14.49%	9.52	23.80%	15.04%	44.01%	25.86%	6.89%	-0.19%	11.78%
江中药业	131.43	22.85	20.56	43.90	13.00%	7.08	18.83%	7.04	38.97%	18.34%	65.31%	37.09%	7.83%	-1.36%	17.46%
东阿阿胶	317.61	34.74	31.53	47.15	16.66%	11.51	47.55%	10.83	54.70%	10.94%	70.24%	31.52%	11.67%	-1.96%	24.43%
昆药集团	158.12	39.79	28.36	77.03	-6.99%	4.45	16.05%	3.35	33.45%	8.65%	44.82%	31.58%	5.00%	0.13%	5.90%
华润三九	491.42	19.33	17.95	247.39	36.83%	28.53	16.50%	27.11	22.18%	15.86%	53.24%	28.16%	9.05%	-0.10%	12.83%
佛慈制药	49.79	68.35	33.69	11.63	11.58%	0.67	-36.58%	0.51	-7.57%	3.88%	31.06%	13.22%	9.91%	-0.43%	5.86%

资料来源：wind (2024/4/30)、华安证券研究所

中药重点关注：中药创新药热度不减，逐渐进入收获期

■ 在2023年，中药注册申请的受理数量达到了1163件。以下是对这些数据的改写和详细分析：

• 审评序列统计：

- IND（临床试验申请）：共75件，与去年同期相比增长了31.58%。
- NDA（新药申请）：共26件，同比增长率达到了85.71%。
- 补充申请：数量最多，为1054件，同比增加了206.40%。
- ANDA（仿制药申请）：仅有1件，与去年保持一致。
- 进口再注册：共7件，数量与去年持平。

• 注册分类统计：

• IND：

- 创新中药IND：54件，涉及47个品种，同比增长38.46%。
- 改良型中药IND：21件，涉及21个品种，同比增长23.53%。

• NDA：

- 创新中药NDA：8件，涉及7个品种，数量与去年持平。
- 改良新中药NDA：3件，涉及3个品种。
- 古代经典名方中药复方制剂NDA：15件，涉及11个品种。

- 2024年以来，共8个中药新品种获IND受理（5个1.1类、3个2.3类）；共8个中药新品种获NDA受理（3个1.1类、5个3.1类）；本周新受理1.1类新药小儿黄金止咳颗粒的NDA申请。
- 2024年以来，4款中药品种获批上市，分别为1.1类的儿茶上清丸、3.1类的芍药甘草颗粒、1.1类九味止咳口服液上市、1.1类秦威颗粒

2024年1-4月获批的中药新药

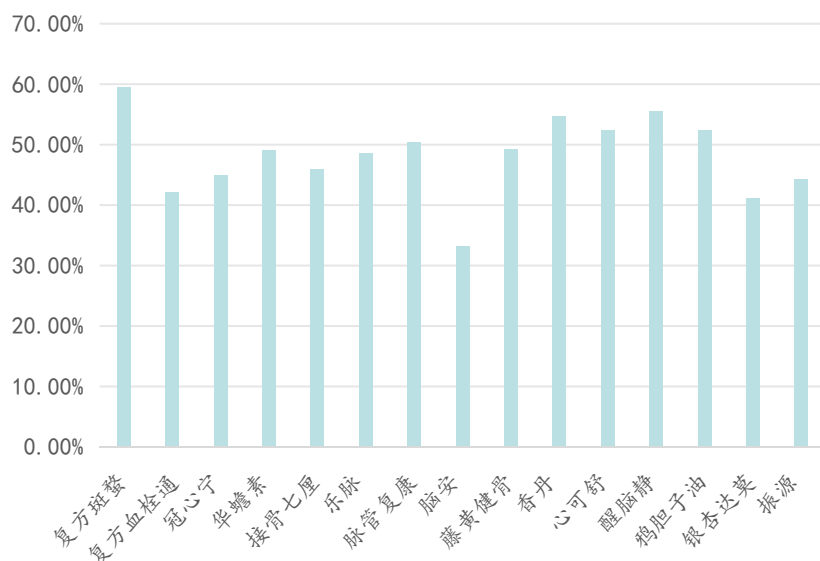
药品名称	注册分类	企业名称	获批时间	功效
儿茶上清丸	1.1	齐进药业	2024.1.8	轻型复发性阿 常他演场上焦 实热证
芍药甘草颗 粒	3.1	人福医药	2024.1.8	益阴养血,缓 急止痛
九味止咳口 服液	1.1	卓和药业	2024.2.2 0	止咳
秦威颗粒	1.1	成都华西天 然药物	2024.3	清热除湿祛风

资料来源：CDE、米内、华安证券研究所

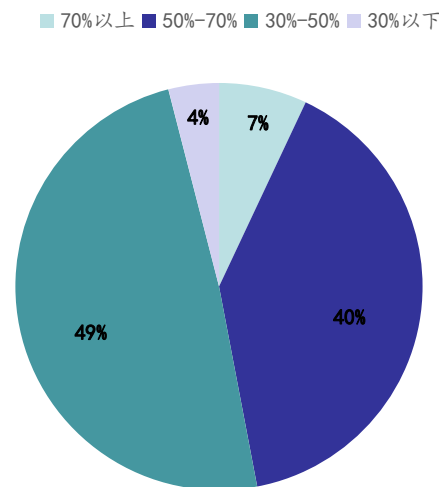
中药重点关注：全国中成药集采落地，降幅符合预期

- 2023年6月21日，湖北省召开全国中成药采购联盟集中带量采购现场报价信息公开大会，全国中成药集采中选结果正式公布。本轮中成药集采共有86家企业、95个报价代表品参与竞标，最终63家企业、68个报价代表品中选，中选率达71.6%，中选品种平均降幅49.36%，最高降幅76.8%，最低降幅14.5%，预计每年可节约药品费用超过45亿元。
- 后续关注新一轮中成药集采的消息，若降价温和有望带来竞争格局好的产品放量。

15个采购组平均降幅 (%)



中成药集采降幅 (%)



资料来源：湖北医药招采平台、易联招采、华安证券研究所



中药重点关注：医保23年目录对中药扶持进一步加大

- 2023年12月23日，国家医保局印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》。含中成药部分1323个，协议期内谈判药品含中成药67个。

1. 中成药使用范围变化

- 本次更新一共有73种中成药的使用范围发生变化，其中34种适用范围扩大，39种完全解限。适用范围扩大的药中有9个属于肿瘤药，8个属于心脑血管药。其中5款产品去掉了“重症”，5款产品去掉了“抢救”或“急救”。完全解限的药物中有23种与肿瘤相关，7个限儿童。一共涉及个38上市公司，及48个上市公司产品。

2023年医保调整中限制放松的中药

药品名称	使用范围变化	2023年使用限制描述
双黄连注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
注射用双黄连(冻干)	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构并有中风昏迷、脑外伤昏迷
喘可治注射液	适用范围扩大	或酒精中毒昏迷的患者。
醒脑静注射液	适用范围扩大	限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者。
百令片	适用范围扩大	限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者。
金水宝片(胶囊)	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
生脉注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
红花注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
灯盏细辛注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的缺血性心脑血管疾病患者。
灯盏花素注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的缺血性心脑血管疾病患者。
注射用灯盏花素	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的缺血性心脑血管疾病患者。
疏血通注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者。
舒血宁注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者。
黄芪注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的病毒性心肌炎或心功能不全患者。
华蟾素注射液	适用范围扩大	限肿瘤患者。
通关藤注射液(消癌平注射液)	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的肿瘤患者。
鸦胆子油乳注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构癌症患者。
热毒宁注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
痰热清注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
参附注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
安宫牛黄丸	适用范围扩大	限清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑梗炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。
参麦注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构。
瓜蒌皮注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构的冠心病稳定型心绞痛患者。
艾迪注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构癌症患者。
复方苦参注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构癌症患者。
参芪扶正注射液	适用范围扩大	限二级及以上医疗机构癌症患者。
生白颗粒(口服液、合剂)	适用范围扩大	限肿瘤患者。
养血口服液	适用范围扩大	限肿瘤患者。
益肺清化膏	适用范围扩大	限肿瘤患者。
猪苓多糖注射液	适用范围扩大	限肿瘤患者。

药品名称	使用范围变化
安脑丸(片)	完全解限
五福化毒丸(片)	完全解限
肝复乐片(胶囊)	完全解限
消癌平丸、消癌平颗粒(通关藤颗粒)、消癌平片(通关藤片)、消癌平胶囊(通关藤胶囊)、消癌平口服液(通关藤口服液)	完全解限
紫龙金片	完全解限
艾愈胶囊	完全解限
养正合剂	完全解限
定坤丹(丸)	完全解限
消风止痛颗粒	完全解限
复方阿胶浆	完全解限
健胃消食片	完全解限
化积颗粒(口服液)	完全解限
一捻金、一捻金胶囊	完全解限
慈丹胶囊	完全解限
威麦宁胶囊	完全解限
鸦胆子油软胶囊(口服乳液)	完全解限
金复康口服液	完全解限
养正消积胶囊	完全解限
龙牡壮骨颗粒	完全解限

资料来源：医保局、华安证券研究所

中药重点关注：解限中药带来显著复苏

- 在2023年，随着2022年医保目录调整的正式执行，一些中药注射液在等级医院市场中实现了显著的增长和复苏。特别是清开灵注射液、丹参注射液和血栓通注射液，它们的同比增长率非常高，显示出市场对这些产品的需求和接受度有显著提升。

2022年部分医保调整中解限中药注射剂23年放量情况

据中康开思数据显示，2023年的前三个季度中：

- 清开灵注射液：销售收入达到了5.17亿元，与去年同期相比，增长444%。
- 丹参注射液：销售收入为16.59亿元，同比增长了394%。
- 血栓通注射液：销售收入为1200万元，同比增长了393%。
- 血塞通注射液：销售收入接近1亿元，同比增长了190%。
- 康莱特注射液：销售收入达到了17.27亿元，同比增长了70%。
- 注射用血塞通（冻干）：销售收入为7.89亿元，同比增长了22%。

药品名称	2021年医保目录备注	2022年医保目录备注	2022年全国等级医院销售 额（百万）	2023年1-3季度全国等级医 院销售额（百万）
康莱特注射液	限二级及以上医疗机构中晚期肺癌或中晚期肝癌	限二级及以上医疗机构	1318	1727
清开灵注射液	急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者	限二级及以上医疗机构	161	517
丹参注射液	明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的患者	限二级及以上医疗机构	481	1659
血塞通注射液	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构	43	99
注射用血塞通（冻干）	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构	845	789
血栓通注射液	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构	3.47	12

资料来源：中康、华安证券研究所

中药：基药下的投资机会

- 再过半年，现行基药目录就已施行了6年，鉴于此周期与之前版本的调整周期相同，行业内部对于今年可能进行的目录更新持续抱有期望。在先前的两次目录调整中，中成药的收录种类从2009年版的102种增加到了2018年版的268种，其在目录中的比重也从33.22%增长到了39.12%。

2018年部分基药放量情况

- 中成药一旦被纳入基本药物目录，其市场销售通常会经历显著的增长。特别是在等级医院中，大约90%的中成药品种见证了销量的增长，其中有54%的品种销量增长超过了两倍。至今，2018年版国家基本药物目录中新增的独家中成药品种中，已有超过25个产品达到了亿级甚至20亿级的销售额，这些产品来自包括以岭药业、康缘药业、佐力药业、扬子江药业和广药集团等知名药企。
- 相关标的：**康缘药业、以岭药业、中国中药、华润三九、济川药业、贵州三力、一品红、葵花药业、珍宝岛、九芝堂、康恩贝、盘龙药业、桂林三金、康弘药业、方盛制药等。

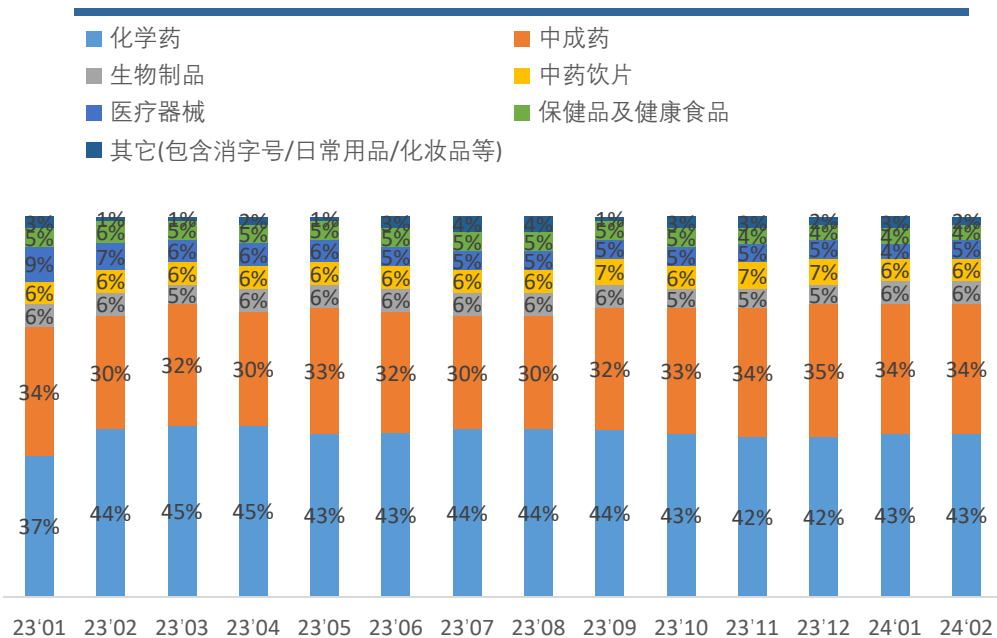
药品名称	企业	适应症	2018年等级医院销售额(亿)	2023年等级医院销售额(亿)	销售放量倍数
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	咳嗽	13	25	1.9倍
杏贝止咳颗粒	康缘药业	咳嗽	0.0457	2.5	56倍
通天口服液	太极集团	偏头痛	0.63	2	3倍
灵泽片	佐力药业	前列腺增生	0.0273	1.8	66倍
益气和胃胶囊	立方制药	慢性非萎缩性胃炎	0.017	2.8	165倍
津力达颗粒	以岭药业	II型糖尿病	0.57	2	6倍
滋肾育胎丸	白云山	习惯性流产	1.61	4.7	3倍
金叶败毒颗粒	中国中药	风热感冒	0.0763	1.43	19倍
鼻窦炎口服液	太极集团	急、慢性鼻炎	0.71	1.87	3倍
金振口服液	康缘药业	小儿支气管炎	1.92	4.63	2倍

资料来源：中康、华安证券研究所

中药：OTC稳步提升

- 2023年零售药店中中药占比持续维持在30%以上。其中，23年11月-24年2月，中成药因感冒退热、止咳咽喉等四类药需求增长，中成药销售占比维持在34%以上。

全国零售药店-药品及非药品销售额及占比趋势



- 2024年2月份的行业趋势显示，化学药增长速度放缓，而中成药呈现双位数同比增长，主要受到呼吸道疾病用药需求的推动；与此同时，医疗器械和保健品市场出现明显下滑。

全国零售药店-药品及非药品增长率

中西药属性	全国零售药店-药品及非药品增长率		
	份额%	增长率%	增长率%
	YTD2402	YTD2402同比	2402月度同比
药品市场	83.1%	3.1%	6.6%
化学药	43.2%	4.1%	0.1%
中成药	34.1%	2.1%	16.3%
生物制品	5.9%	1.5%	6.2%
非药品市场	16.9%	-24.9%	-15.3%
中药饮片	6.1%	0.4%	0.0%
医疗器械	4.6%	-44.1%	-26.8%
保健品及健康食品	4.3%	-24.2%	-21.0%
其它(包含消字号/日常用品/化妆品等)	1.9%	-23.2%	-7.0%

资料来源：中康、华安证券研究所

中药：大品种稳定增长

- 2023年，重点省份实体药店终端中，共有210个中成药品牌的销售额突破1亿元，总市场规模达到超过800亿。其中，销售额超过10亿元的品牌达到15个。

2023年样本实体药店销售额超过9亿元的中成药品牌

产品名称	企业名称	销售额 (亿元)	亚类
阿胶	东阿阿胶	29+	补血用药
藿香正气口服液	太极集团重庆陵制药	26+	祛暑剂
感冒灵颗粒	华润三九医药	25+	感冒用药
京都念慈蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈总厂	18+	止咳祛痰平喘用药
安宫牛黄丸	南京同仁堂药业	17+	脑血管疾病用药
健胃消食片	江中药业	16+	健胃消食类
肠炎宁片	江西康恩贝中药	16+	肠道用药
阿胶	山东福牌阿胶	16+	补血用药
蓝苓口服液	扬子江药业集团	12+	清热解毒用药
安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	12+	脑血管疾病用药
复方阿胶浆	东阿阿胶	12+	补血用药
急支糖浆	太极集团重庆陵制药	11+	止咳祛痰平喘用药
阿胶	山东宏济堂制药集团	11+	补血用药
舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	10+	风湿性疾病用药
云南白药气雾剂	云南白药集团	10+	消肿止痛用药
片仔癀	漳州片仔癀药业	9+	肝病用药
蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	9+	清热解毒用药
连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	9+	感冒用药
铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	9+	止咳祛痰平喘用药
补肺丸	丽彩甘肃西峰制药	9+	止咳祛痰平喘用药
金嗓子喉片	广西金嗓子	9+	咽喉用药

- 在同一时期，这210个中成药品牌中，有113个品牌保持了正增长的态势，占比超过53%。最高增长率达到了2409.54%，有3个品牌的增长率在100%到300%之间，另外还有20个品牌的增长率超过40%。

部分2023年增长率超过40%的过亿品牌

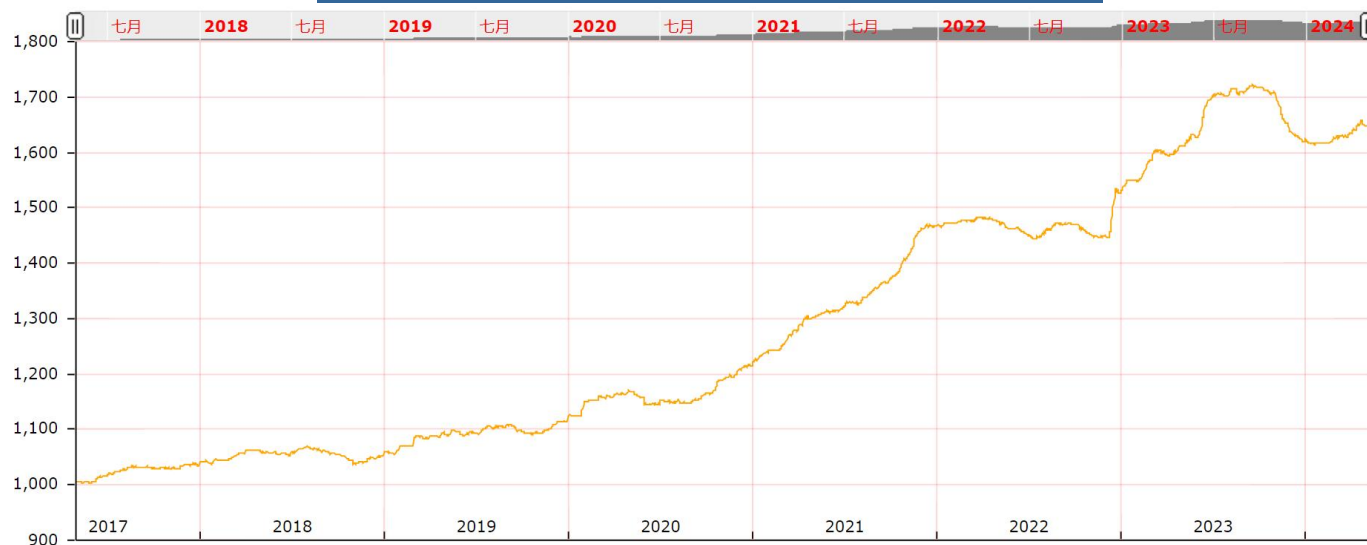
产品名称	企业名称	增长率	亚类
安宫牛黄丸	龙晖药业	348%	脑血管疾病用药
牛黄清心丸(局方)	南京同仁堂药业	125%	脑血管疾病用药
阿胶	湖南东健药业	109%	补血用药
安宫牛黄丸	津药达仁堂集团达仁堂制药	85%	脑血管疾病用药
气血固本口服液	深圳长寿药业	85%	补气用药
黄芪精	扬子江江苏龙凤堂中药	75%	补气用药
急支糖浆	太极集团重庆陵制药	61%	止咳祛痰平喘用药
蒲地蓝消炎片	吉林福康药业	61%	清热解毒用药
黄芪颗粒	四川百利药业	59%	补气用药
和胃整肠丸	李万山药厂	57%	胃药(胃炎、溃疡)
阿胶	九芝堂	57%	补血用药
当归补血口服液	郑州协和制药	57%	补气补血类其它用药
养胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	54%	胃药(胃炎、溃疡)
肠炎宁片	江西康恩贝中药	50%	肠道用药
四季抗病毒合剂	陕西海天制药	50%	感冒用药
护肝片	黑龙江葵花药业	46%	肝病用药
通络祛痛膏	河南羚锐制药	46%	消肿止痛用药
苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	46%	止咳祛痰平喘用药
抗病毒口服液	杭州华润老桐君药业	45%	感冒用药
逍遥丸	仲景宛西制药	41%	妇科调经药
六味地黄丸(浓缩丸)	太极集团重庆中药二厂	40%	壮腰健肾药
复方阿胶浆	东阿阿胶	40%	补血用药

资料来源：米内、华安证券研究所

中药：中药材价格仍在高位

- 据对亳州中药材价格监测显示，中药材价格经历2023年的快速上涨和年底回落，2024年平稳上扬，仍位于5年间高位。
- 中药材价格飙升引发了多方面影响：企业生产成本上涨，中药质量下降，民众用药成本增加，医保支出压力增大。同时，药材价格上涨刺激了药农的种植热情，导致产地盲目扩张，为未来价格下跌埋下了隐患。
- 近三年来，尤其是2023年上半年，异常的价格上涨提前释放了涨价压力，导致行情可能迎来快速下跌。预计本轮下行趋势将在2024年上半年触底，若明年春季疫情再次反复，可能会提前出现反弹。到2025年，随着新货源的大规模上市和资本逃离等因素的影响，市场行情将迎来新一轮快速下跌。

中药材价格指数变动情况



资料来源：中药材价格指数网、华安证券研究所

中药：配方颗粒国标增加至296个，关注集采中选的二线公司

- 配方颗粒国标增加至296个。2024年1月，国家药典委公布成第六批31个中药配方颗粒国家药品标准，包括17个新增品种和8个修订品种，截至目前，国家已累计发布396个中药配方颗粒国家药品标准，进一步提高了该类产品的市场准入门槛，同时对企业的规模和质量把控都提出了更高要求。
- 11月13日，山东省公共资源交易中心发布省际联盟中药配方颗粒集采中选结果。本次共产生13404个中选产品，其中涉及6893个代表品，与最高有效申报价相比，代表品的平均降幅为44.62%，最高降幅93.57%。

中药配方颗粒集采中标情况

企业名称	参与品种数量	中标数量	中标率	平均降幅
陕西盘龙药业集团股份有限公司	20	20	100%	-46%
陕西一方平康制药有限公司	140	140	100%	-46%
上海雷允上药业有限公司	87	30	34%	-40%
上海万仕诚药业有限公司	112	0	0%	
神威药业集团有限公司	382	24	6%	-40%
石家庄以岭药业股份有限公司	452	452	100%	-41%
四川国药天江药业有限公司	278	252	91%	-49%
四川新绿色药业科技发展有限公司	394	394	100%	-41%
天地恒一制药股份有限公司	376	368	98%	-52%
天士力医药集团股份有限公司	36	33	92%	-46%
惠州市天源药业有限公司	297	275	93%	-46%
云南神威施普瑞药业有限公司	192	192	100%	-40%
云南天江一方药业有限公司	489	486	99%	-50%
浙江贝非特药业有限公司	73	20	27%	-42%
浙江景岳堂药业有限公司	178	64	36%	-40%
浙江佐力药业股份有限公司	352	352	100%	-40%
仲景宛西制药股份有限公司	1	1	100%	-40%

企业中选情况				
企业名称	参与品种数量	中标数量	中标率	平均降幅
安国市聚药堂药业有限公司	178	167	94%	-69%
安徽广印堂中药股份有限公司	5	5	100%	-65%
安徽宏方药业有限公司	342	342	100%	-40%
安徽九州方圆制药有限公司	400	382	96%	-41%
安徽协和成制药有限公司	349	341	98%	-50%
白云山东泰商丘药业有限公司	51	51	100%	-41%
北京春风中药股份有限公司	300	24	8%	-41%
北京康仁堂药业有限公司	395	395	100%	-42%
甘肃佛慈红日药业有限公司	412	412	100%	-42%
广东一方制药有限公司	455	455	100%	-45%
广西仙茛制药有限公司	40	6	15%	-40%
广西一方天江制药有限公司	202	66	33%	-40%
广州市普善制药股份有限公司	130	86	66%	-42%
贵阳新天药业股份有限公司	334	291	87%	-43%
贵州京诚药业有限公司	79	79	100%	-66%
国药集团同济堂(贵州)制药有限公司	385	383	99%	-48%
国药集团中联药业有限公司	243	103	42%	-46%
河北晨光药业有限公司	8	8	100%	-47%
河北国金药业有限责任公司	216	58	27%	-41%
河南红日康仁堂药业有限公司	529	527	100%	-42%
湖北恒安芙林药业股份有限公司	452	396	88%	-40%
湖北一正药业股份有限公司	311	311	100%	-48%
湖南春光九汇现代中药有限公司	372	372	100%	-70%
湖南康寿制药有限公司	135	134	99%	-43%
湖南新汇制药股份有限公司	369	225	61%	-40%
华润三九现代中药制药有限公司	400	400	100%	-43%
吉林敖东延边药业股份有限公司	390	388	99%	-40%
吉林吉尔吉药业有限公司	471	450	96%	-43%
江苏康缘药业股份有限公司	396	0	0%	
江西百神药业股份有限公司	400	384	96%	-41%
江西草堂柜中药有限公司	4	4	100%	-58%
江西纳非堂制药有限公司	279	279	100%	-41%
江西瑞龙药业有限公司	389	352	90%	-41%
江西一方天江药业有限公司	320	320	100%	-45%
江明天江药业有限公司	398	398	100%	-45%
劲牌特江堂药业有限公司	176	162	92%	-40%
康美药业股份有限公司	138	128	93%	-48%
辽宁上药好护士药业(集团)有限公司	400	128	32%	-42%
内蒙古普康药业有限公司	32	32	100%	-62%
培力(南宁)药业有限公司	189	189	100%	-40%
山东红日康仁堂药业有限公司	223	223	100%	-42%
山东宏济堂制药集团股份有限公司	57	53	93%	-41%
山东尧王中药科技有限公司	400	398	100%	-43%
山东一方制药有限公司	394	394	100%	-50%

资料来源：国家药典委、山东省公共资源交易中心、华安证券研究所



中药：稳步向上，乐观看待行业的政策与业绩共振机会

- 中药行情23年上半年得到充分演绎的情况下，即使三季度有所环比降低，但行业性整体机会仍旧被市场看好，不过风格和方向需要重新把握。年报一季报显示，到23年Q4和24年Q1高基数效应下，整体增速承压在所难免，但环比数据在改善。
- 政策支持+行业景气度提升趋势不改，投资关注度逐步提高。因此当下中药投资可以更多的往政策、概念以及预期差方向考虑，可遵循以下思路：
 - 好品种+有催化的OTC。OTC产品品牌相对重要，选择特色领域有品牌、后续有催化的公司。相关标的佐力药业、贵州三力、羚锐制药、寿仙谷、特一药业、桂林三金等。
 - 中药创新药。由于23年各项调整，导致CDE新药推进进程减慢，预计未来迎来获批或者临床推进期，关注中药创新药机会，相关标的康缘药业、以岭药业、天士力、方盛制药、新天药业等。
 - 国企改革下的品牌OTC。中药板块为典型的中特估概念，并且国企比例较高，叠加国企改革如火如荼，国企中药公司也纷纷提出新的要求，未来业绩体现值得预期。代表性标的昆药集团、太极集团、东阿阿胶、华润三九、达仁堂、康恩贝、广誉远、江中药业等。
 - 预期落空的政策推进。基药目录：22年推迟到今年，推进进度一直被推后，但预计还是今年会出来，届时独家中药获批基药可能带来放量，相关标的康缘药业、济川药业、天士力、贵州三力、方盛制药、盘龙药业、一品红等。

中药估值表 202405

	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE		YOY 2024E	
						2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2026E		
品牌中药老字号	600436.SH	片仔癀	1,431	237.24	48	27.97	33.59	39.70	45.75	43	36	31	20%
	000538.SZ	云南白药	1,021	57.25	24	40.94	46.33	50.58	54.29	22	20	19	13%
	600085.SH	同仁堂	581	42.33	34	16.69	19.54	22.67	26.11	30	26	22	17%
	000423.SZ	东阿阿胶	443	68.72	35	11.51	14.04	16.84	20.00	32	26	22	22%
	600771.SH	广誉远	126	25.69	121	0.90	1.51	2.06		83	61		68%
中药OTC	000999.SZ	华润三九	593	59.97	19	28.53	33.01	37.69	42.81	18	16	14	16%
	600129.SH	太极集团	202	36.30	24	8.22	11.07	14.09	16.81	18	14	12	35%
	600566.SH	济川药业	379	41.14	13	28.23	30.06	33.90	38.12	13	11	10	6%
	600572.SH	康恩贝	127	4.94	24	5.92	7.32	8.58	9.55	17	15	13	24%
	600329.SH	达仁堂	269	34.99	28	9.87	11.88	14.32	17.16	23	19	16	20%
	600750.SH	江中药业	168	26.66	23	7.08	8.16	9.38	10.71	21	18	16	15%
	603896.SH	寿仙谷	56	27.50	21	2.54	2.97	3.42	3.74	19	16	15	17%
	002275.SZ	桂林三金	84	14.30	24	4.21	5.32	6.17	6.20	16	14	14	26%
	600285.SH	羚锐制药	144	25.45	23	5.68	6.91	8.17	9.57	21	18	15	22%
	600422.SH	昆药集团	172	22.72	40	4.45	6.06	7.61	9.33	28	23	18	36%
	600976.SH	健民集团	87	56.69	17	5.21	6.19	7.57	9.21	14	11	9	19%
	300181.SZ	佐力药业	105	14.91	24	3.83	5.16	6.38	7.88	20	16	13	35%
	002737.SZ	葵花药业	155	26.52	16	11.19	11.84	13.20	14.81	13	12	10	6%
	002644.SZ	佛慈制药	40	7.78	68	0.67	1.18	1.53	1.92	34	26	21	76%
	600993.SH	马应龙	120	27.84	26	4.43	5.57	6.54	7.81	22	18	15	26%
002728.SZ	特一药业	49	9.61	31	2.53	2.50	3.35	4.50	20	15	11	-1%	
院内中药创新药	002603.SZ	以岭药业	315	18.83	69	13.52	16.54	19.36	21.38	19	16	15	22%
	600557.SH	康缘药业	115	19.62	21	5.37	6.47	7.76	9.29	18	15	12	21%
	600535.SH	天士力	231	15.46	21	10.71	12.46	13.84	14.82	19	17	16	16%
	603439.SH	贵州三力	64	15.66	22	2.93	3.62	4.49	5.51	18	14	12	24%
	603998.SH	方盛制药	52	11.82	27	1.87	2.46	3.00	3.78	21	17	14	32%
	000790.SZ	华神科技	27	4.24	100	0.28							
	002873.SZ	新天药业	28	11.91	39	0.81	1.09	1.29	1.53	25	21	18	35%
中药配方颗粒	0570.HK	中国中药	217	4.30	15	12.85	13.00	14.97		17	14		1%
	000999.SZ	华润三九	593	59.97	19	28.53	33.01	37.69	42.81	18	16	14	16%
	300026.SZ	红日药业	116	3.86	30	5.07	7.06	8.53		16	14		39%
	2877.HK	神威药业	77	9.30	7	9.70							

资料来源: wind (2024/4/30, 标红为国企)、华安证券研究所

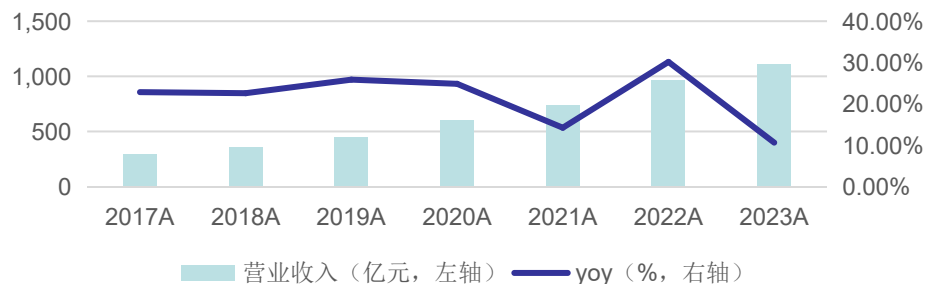
目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头

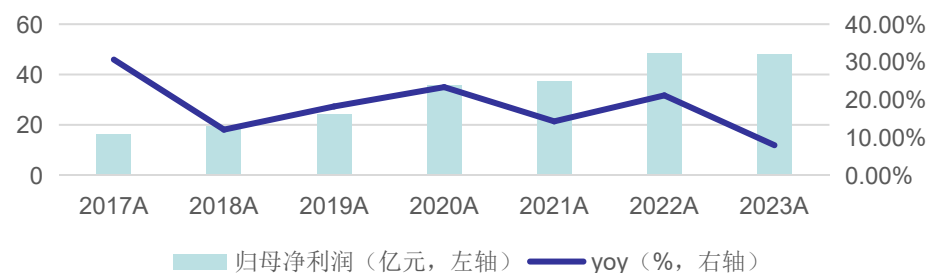
药店：板块2023年增长有所放缓

- 2023年药店板块营业收入达到1,108.3亿元，同比增长10.64%，相比前一年的30.15%增长有所放缓。归母净利润略有增长至48.1亿元，但年增长率降至7.95%。
- 毛利率和净利率在2023年继续下滑，毛利率下降至34.15%，净利率降至4.74%，有所下降主要系门诊统筹带来的处方药提升。

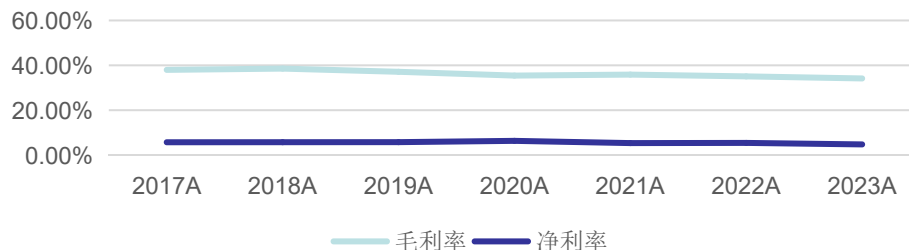
申万药店板块营收情况 (亿元, %)



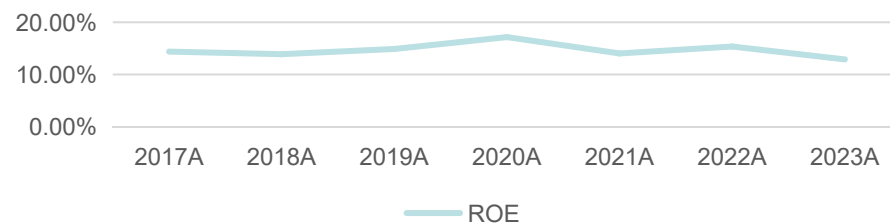
申万药店板块归母净利润情况 (亿元, %)



申万药店板块毛利率、净利率



申万药店板块ROE

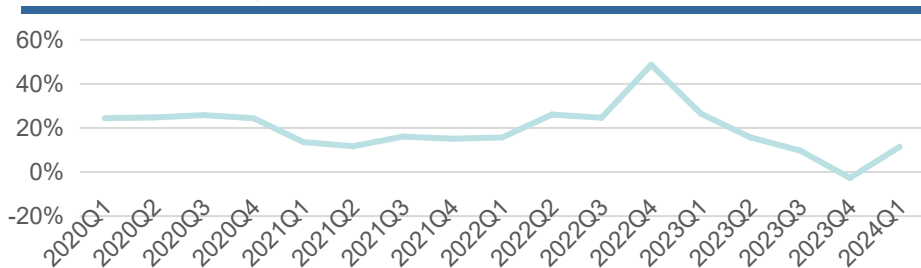


资料来源：wind、华安证券研究所

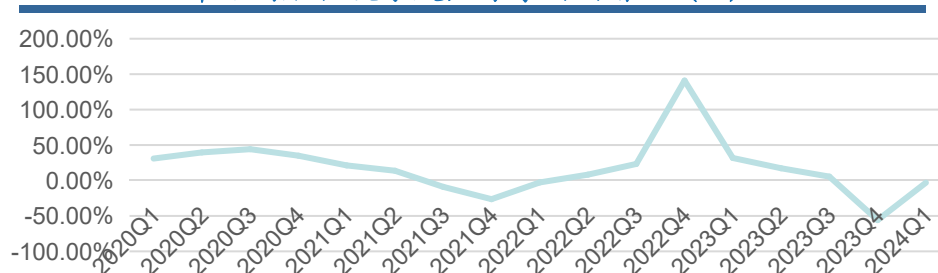
药店：基数和政策影响2023年，24Q1逐步恢复

- 在2023年第四季度，高基数下线下药店的财务表现出现下滑。营业收入同比下降3%。毛利率和净利率也分别降至32.40%和2.48%
- 进入2024年第一季度，营业收入同比有所回升至11.4%，显示一定程度的恢复，但归母净利润高基数下下降3.1%，表明盈利能力的持续挑战。毛利率和净利率有所改善，分别上升至34.2%和5.6%。

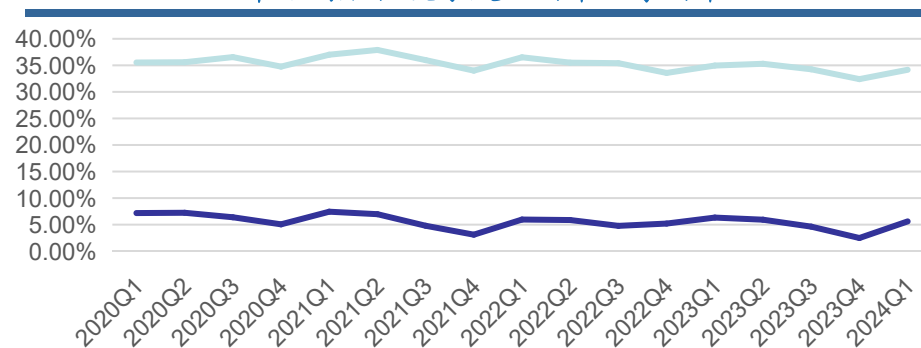
申万药店板块季度营收情况 (%)



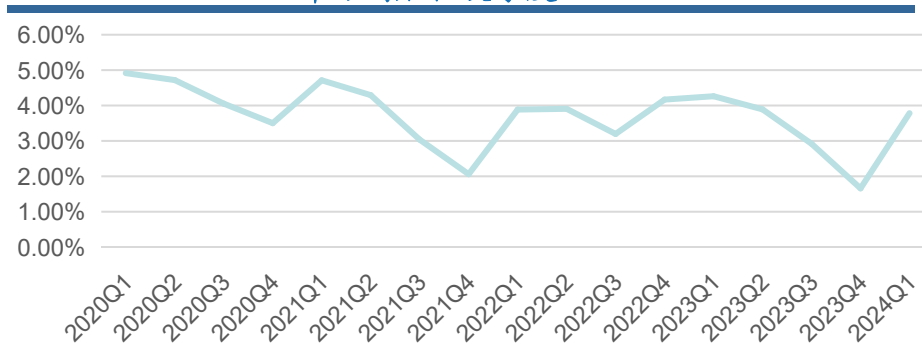
申万药店板块季度归母净利润情况 (%)



申万药店板块季度毛利率、净利率



申万药店板块季度ROE



资料来源：wind、华安证券研究所

药店代表公司：上市药店2023&24Q1稳健提升

上市药店对比

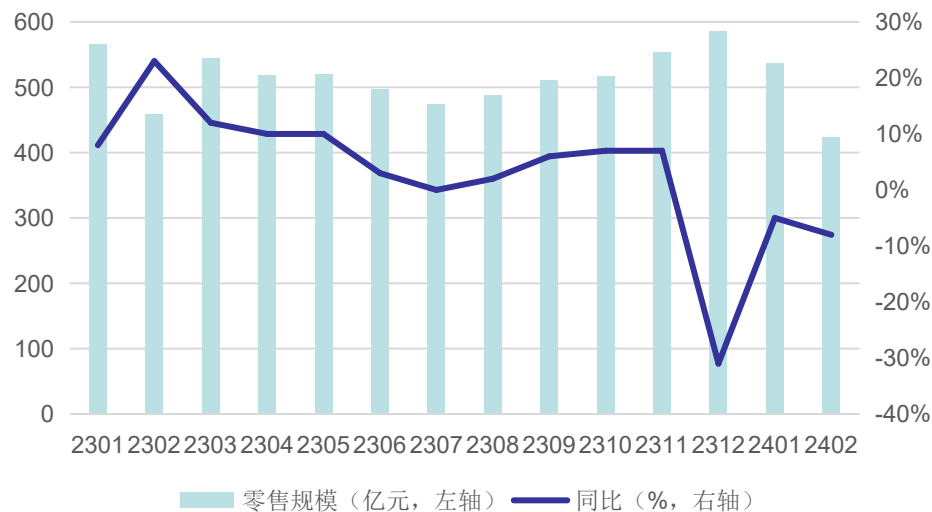
2023A	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民	华人健康
营业收入 (亿元)	225.88	224.37	245.31	173.80	90.81	91.91	37.97
营业收入同比	13.59%	11.21%	15.45%	-0.29%	20.84%	17.49%	16.39%
归母净利润 (亿元)	14.12	9.29	11.66	5.49	4.14	1.33	1.15
归母净利润同比	11.90%	18.35%	12.63%	-45.60%	10.72%	-42.01%	-28.68%
扣非归母净利润 (亿元)	13.62	8.44	11.41	7.33	3.99	1.27	1.06
扣非归母净利润同比	10.92%	14.68%	13.56%	-25.94%	7.26%	-42.34%	-29.89%
ROE	15.4%	14.0%	17.9%	7.2%	15.2%	5.9%	7.9%
销售毛利率	38.2%	32.5%	35.9%	33.0%	35.9%	28.3%	30.6%
销售费用率	24.3%	20.4%	22.9%	24.4%	26.3%	21.3%	21.2%
管理费用率	4.4%	5.3%	5.2%	2.5%	2.2%	3.2%	4.8%
财务费用率	0.4%	0.8%	0.8%	0.4%	1.4%	1.3%	0.5%
销售净利率	7.0%	5.0%	5.0%	3.2%	4.6%	1.5%	3.1%
经营性现金流净额 (亿元)	46.24	27.30	31.74	21.15	10.24	1.43	1.31
2024Q1	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民	华人健康
营业收入 (亿元)	59.71	55.39	67.52	51.00	23.14	24.39	11.04
营业收入同比	13.39%	1.81%	13.54%	14.96%	6.79%	17.69%	30.60%
归母净利润 (亿元)	4.07	3.21	3.98	2.42	0.52	0.11	0.48
归母净利润同比	20.89%	10.27%	-19.79%	1.03%	-31.51%	-83.72%	62.03%
扣非归母净利润 (亿元)	3.99	3.11	3.96	2.46	0.50	0.10	0.46
扣非归母净利润同比	24.26%	10.35%	-20.40%	2.14%	-32.32%	-84.25%	60.39%
最新市值 (亿元)	444	196	248	126	62	51	50
PE (2024E, wind一致预期)	25	18	17	13	13	19	
总门店 (24Q1)	13,920	14,109	14,915	10,746	5,263	7,934	1480+ (23A)
直营	10,763	9,470	10,305		药店4,918家	4,341	1,383
加盟	3,157	4,639	4,610		便利店345家	3,593	100+

资料来源：wind (2024.4.30)、华安证券研究所

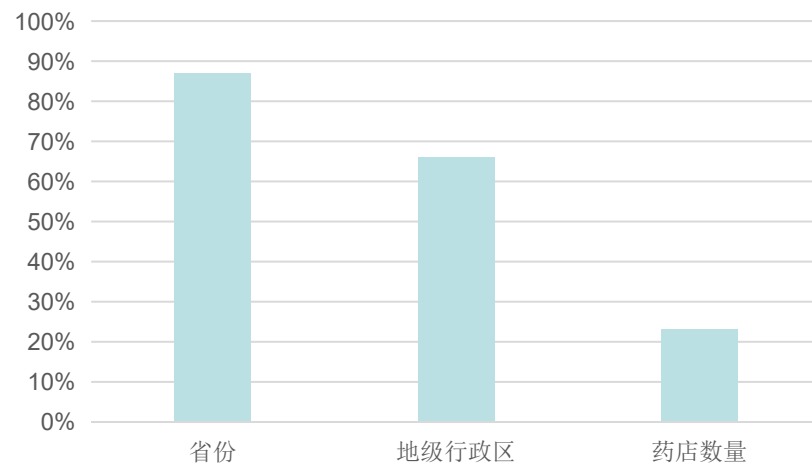
药店行业：逐步回升趋势明显，门诊统筹持续推进

- 根据米内网的统计数据，2023年医药零售市场的总销售额超过了9000亿元，与前一年相比增长了6.5%。在这一增长中，实体药店的销售额达到了6229亿元，呈现出1.8%的轻微上升。与此同时，网上药店的销售额增长更为显著，达到了3064亿元，同比增长了17.5%，占整个零售市场的33%，显示出网上药店在医药零售领域中占比的持续增长，电商渠道正逐渐成为医药零售中一个不可忽视的重要部分。
- 截至2024年2月，已有27个省份实施了药店门诊统筹政策，这占到了全国31个省份（不包括港澳台地区）的87%，尚有4个省份未实施该政策。在地级行政区层面，已有220个地级市实施了门诊统筹，占全国地级市总数的66%，还有113个地级市未覆盖，占比为34%。此外，截至2023年8月底，全国已有约14.14万家药店提供门诊统筹报销服务，这一数字占到了2022年底全国药店总数的23%。

全国零售药店市场规模（按月份）及同比增长率



全国门诊统筹药店覆盖率



资料来源：米内、中康、华安证券研究所

药店：处方流转模式各地探索中，期待全国推进

全国处方流转模式整理

模式	省份	具体方案
广西梧州模式	广西	广西壮族自治区梧州市率先实践处方信息共享尝试，在2018年，该市全市20余家二级及以上级别医院、百家药店共同接入第三方处方信息共享平台，实现了医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。该处方共享平台主要以患者为核心，允许患者自主选择渠道取药，保障患者购药知情权和选择权；同时还能合理控制药品价格（跟标价），降低患者购药整体开支；推出复诊在线续方、网订店取、网订店送等新型配送方式。
广东模式	广东	2018年6月14日，广东省人民政府发布《促进“互联网+医疗健康”发展行动计划（2018-2020年）》，明确提出建设处方流转信息，推进处方信息共享，打破医疗机构信息孤岛；重视“社会力量”，指明处方外流方向是：推广处方流转平台，发展配送中心，支持医院、药品生产流通企业、药店、符合条件的第三方机构共同参与处方流转、药品物流配送。鼓励社会力量建设和运营药事服务平台，为基层医疗卫生机构、居民提供审方、合理用药咨询和精简处方等社会化药事服务。推广智慧药房，鼓励医院处方外配、信息共享，改造传统药品保障流程，为患者提供“一站式”药事服务。
陕西西安模式	陕西	“特定的院外药店”可以开具电子处方。《西安市药品零售企业电子处方共享服务指导原则》对提供电子处方服务的药企信用、程序有了明确规定。有法定代表人和完善的诊疗管理机制，具有《营业执照》和《医疗机构执业许可证》或各级卫健委部门以其他形式确认的第三方医疗服务许可，能够保证远程诊疗质量和安全的企业建立的互联网医院或互联网信息服务平台；有进驻这种平台的药店是可以“远程”开具一定疾病用药的电子处方的。处方应当经执业药师审核后方可调配。当时西安就有2000家药店可以参与到上述电子处方流转机制。
武汉阿里模式	武汉	2016年1月，武汉市中心医院与阿里健康网络医院合作，患者在阿里健康网络医院预约问诊之后，开具电子处方，并由九州通实现配送。
淄博京东模式	山东	2016年3月，山东淄博市人民政府、京东集团、新华制药三方签署合作协议，京东将为淄博市卫健委（原淄博市卫计委）建设“淄博市医疗处方流转信息平台”。淄博市公立试点医院向处方流转信息平台提供处方，允许用户使用电子处方平台便捷方式向新华大药店的药房购药。
广西柳州模式	广西	2017年5月，腾讯、柳州市工人医院、广西柳州医药股份有限公司达成合作，柳州工人医院上线“院外处方流转”服务，通过微信公众号承接医生开具的电子处方，即可实现处方的院外购药。
云南模式	云南	医疗机构医生开具电子处方后，通过医保电子处方中心，流转到“双通道”零售药店，参保患者可自主选择就近就便的“双通道”零售药店，凭医保电子凭证就能实现药品购买和“一站式”医保结算，使参保患者购买国家谈判药品更加便捷。下步，云南省医疗保障局将持续深化医保电子处方便民服务应用，积极探索“互联网+医保”创新服务，打通线上线下服务通道，让“信息和处方多跑路，患者少跑腿”，不断提升参保群众的获得感和幸福感。
浙江模式	浙江	“智慧医保”系统2022年3月在全省域上线运行，它统一了全省医保的业务编码、数据规范和经办规程，为浙江5599万名参保人员、2.4万家医药机构提供统一、高效的服务。2022年9月，浙江“智慧医保”系统正式通过国家医保局验收，浙江成为全国首批通过验收的省份。据统计，“智慧医保”系统上线以来已办理省域内医保关系转接98.85万人次，个账转移资金“秒到账”14.9亿元。其中，省外户籍人员转移接续431082人次；省内户籍人员省内转移接续557405人次。据了解，浙江基于“智慧医保”系统还开发集成多种创新应用，如“浙里病贫共济”“浙里舒心医保”“浙里惠保”“医保基金监管在线”“医药机构服务在线”等七大应用场景均已上线。
医药流通企业对接医院系统模式	上海 武汉 广东	医药商业公司和医院深度合作，搭建处方信息平台，与其系统零售药店合作为其提供药物，对药品质量和安全负责，并负责药物配送。如：上药电子处方流转模式、九州通的好药师大药房承接武汉市中心医院门诊药房外流处方模式、广药和广州市妇儿医院处方外配模式。
互联网医院模式	浙江	患者在互联网医院和药店的问诊平台获得电子处方，在线下药店拿药或者接受与互联网医院合作的药店进行O2O配送，特别适合慢病患者。代表案例乌镇互联网医院。

资料来源：各地医保局、华安证券研究所

药店行业：综合对比下，上市药店有先发优势且难以超越

- **综合对比：**4大药房门店破万，上市后先发优势显著。
- **门店数量：**六大连锁门店布局保持稳步扩张。截止23年底，老百姓、益丰药房、大参林门店数均已突破13000家。药房门店增长数量明显。
- **门诊统筹数量：**益丰药房和老百姓在门诊统筹数量上领先，分别拥有4200家和4262家。一心堂和健之佳的门诊统筹受地域影响，分别为735家和389家。
- **双通道数量：**大参林的双通道数量最多，为574个。益丰药房和老百姓分别拥有246个和280个双通道。一心堂和健之佳的双通道数量分别为227个和139个。
- **线上规模：**老百姓的线上规模最高，达到20亿元。健之佳的线上规模也较为显著，为21.6亿元。华人健康的线上规模最低，为6.5亿元。

上市药店综合对比

	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民	华人健康
门店数	13250	13574	14074	10225	5116	7337	1383
门店增加数	2982	2791	4029	1019	1051	1881	
门诊统筹数量	4200	4262	1281	735	389		67
双通道	246	280	574	227	139		
线上规模(亿元)	18.2	20		8.8	21.6	13.9	6.5

资料来源：上市公司财报、华安证券研究所

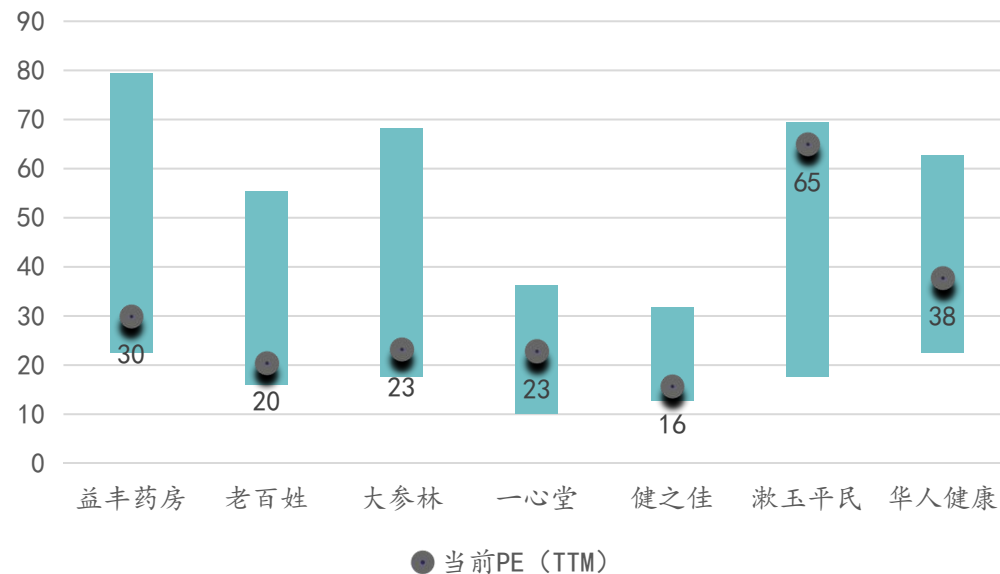
药店行业：估值处于底部，安全边际显著

- 指数估值：当前指数PE (TTM) 为24，处于5年25%分位。
- 公司估值：各上市药房当前PE (TTM) 均处于3年以来低分位水平

药店指数PE (TTM)



各上市药店估值分位



资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

药店：选股思路—摆脱影响，大连锁优势凸显

- 选股思路：2023年&24Q1药店端恢复良好。但在行业大逻辑支撑下，疫情影响也会持续减弱，随之传统开店增长的行业本质会更加凸显。整体来看，2023年的内生增长逐步恢复，疫情因素逐步消化，叠加门诊统筹带来处方外流增量，政策上处方流转平台逐步完善，看好2024年后续药店板块。
- 选股上，目前上市的7家上市药房走在市场前列，复苏也会成为板块性机会，大型连锁建议关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；后起区域龙头建议关注健之佳、漱玉平民、华人健康。

药店行业上市公司估值情况

股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			yoy		
代码	名称	（亿元）	（元）	（TTM）	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603939.SH	益丰药房	444	43.94	30	14.12	17.63	21.87	27.18	25	20	16	25%	24%	24%
603233.SH	大参林	248	21.78	23	11.66	14.86	18.01	21.30	17	14	12	27%	21%	18%
603883.SH	老百姓	196	33.47	20	9.29	11.18	13.54	16.25	18	14	12	20%	21%	20%
002727.SZ	一心堂	126	21.08	23	5.49	9.99	11.62	13.48	13	11	9	82%	16%	16%
605266.SH	健之佳	62	47.74	16	4.14	4.88	5.94	6.88	13	10	9	18%	22%	16%
301017.SZ	漱玉平民	51	12.67	65	1.33	2.70	3.52	2.86	19	15	18	103%	31%	-19%
301408.SZ	华人健康	50	12.52	38	1.15									

资料来源：wind（2024.4.30）、华安证券研究所

医药流通：行业影响影响逐步体现，指标预期企稳

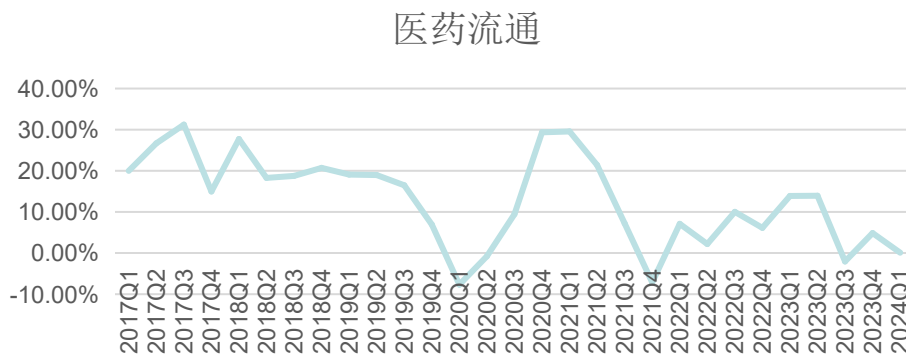
- 2023年收入端增长亮眼。受2023年下半年反腐影响，但在医院端逐步恢复下，其他各项指标持续企稳。
- 季度来看，2024一季度医院端继续承压，23Q4由于基数原因数据有所异常。可预期在摆脱疫情和行业因素后，板块恢复将逐步兑现。

流通行业收入、利润增速 以及核心财务指标情况

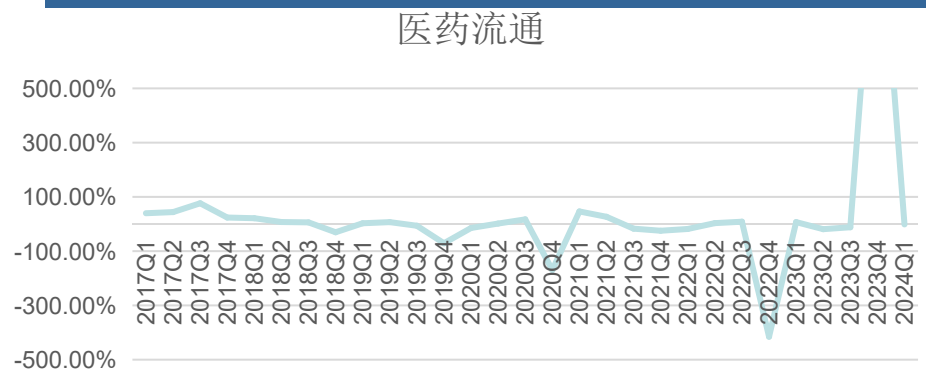
医药流通(申万)	2021A	2022A	2023A	2023Q1	2024Q1
营业收入YOY	11.16%	6.31%	7.43%	13.88%	0.10%
归母净利润YOY	7.40%	12.12%	4.04%	2.90%	2.14%
毛利率	10.81%	10.88%	10.16%	10.27%	9.62%
净利率	2.43%	1.86%	1.82%	2.19%	2.15%
期间费用率	7.42%	7.56%	6.97%	6.96%	6.32%
销售费用率	4.54%	4.57%	4.19%	4.28%	3.80%
ROE (平均)	9.69%	6.54%	6.83%	2.08%	2.12%
经营性现金净流量/营业收入	2.06%	2.26%	2.70%	-7.14%	-9.75%

资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通板块季度收入增速



医药流通板块季度净利润增速



医药流通：头部保持稳健，国企改革体现活力

医药流通公司对比 (2023年)

2023	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2023E, wind一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入同比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
上海医药	619.56	17.50	12.71	2,602.95	12.21%	37.68	-26.11%	30.91	-16.31%	5.56%	12.04%	5.34%	3.04%	0.57%	1.98%
国药股份	215.94	11.97	11.04	496.96	9.23%	21.46	9.67%	21.49	9.52%	14.31%	8.03%	1.94%	1.08%	-0.25%	4.70%
九州通	274.01	14.92	11.12	1,501.40	6.92%	21.74	4.27%	19.60	13.06%	8.94%	8.07%	2.94%	2.01%	0.79%	1.53%
国药一致	161.35	12.03	11.05	754.77	2.77%	15.99	7.57%	15.33	7.58%	9.54%	11.99%	7.06%	1.50%	0.27%	2.59%
中国医药	167.09	17.99		388.24	3.28%	10.48	42.45%	6.14	2.35%	9.37%	11.29%	4.15%	3.12%	0.29%	3.20%
百洋医药	188.30	24.29	19.79	75.64	0.72%	6.56	30.71%	6.35	25.14%	26.41%	29.98%	14.05%	3.29%	0.74%	8.46%
重药控股	85.89	15.91	9.27	801.19	18.12%	6.55	-31.22%	5.83	-33.45%	5.98%	7.87%	2.76%	1.86%	1.63%	0.96%
海王生物	86.38	-3.72		364.19	-3.74%	-16.90	-64.49%	-17.40	-58.35%	-43.93%	9.76%	3.82%	3.29%	2.59%	-4.72%
柳药集团	68.53	10.23	8.95	208.12	9.23%	8.50	21.11%	8.37	20.42%	13.50%	11.89%	2.66%	2.44%	1.20%	4.36%
南京医药	63.42	10.83		535.90	6.71%	5.78	-3.00%	5.76	-0.55%	9.29%	6.18%	2.19%	1.03%	1.00%	1.33%
润达医疗	119.23	50.61	19.70	91.47	-12.84%	2.73	-34.58%	1.49	-62.16%	6.69%	26.58%	10.02%	7.17%	3.46%	4.84%
英特集团	58.56	10.92		320.52	4.68%	4.89	130.29%	4.05	102.17%	15.42%	6.84%	2.56%	1.39%	0.46%	1.84%
瑞康医药	49.20	281.47		80.34	-34.74%	0.20	101.11%	-2.10	77.36%	0.37%	10.29%	5.38%	5.26%	1.65%	0.40%
*ST必康	0.00	0.00		42.68	-47.35%	-15.12	-29.42%	-12.60	-10.76%	-29.08%	5.64%	5.12%	10.46%	3.87%	-36.75%
嘉事堂	41.45	14.37		299.96	14.40%	2.50	-15.79%	2.39	-15.78%	6.01%	6.59%	2.42%	1.09%	0.48%	1.26%
人民同泰	45.35	12.99		103.90	7.77%	2.92	10.90%	2.87	10.02%	11.20%	9.59%	4.19%	0.91%	0.22%	2.81%
合富中国	32.04	55.34		10.93	-14.62%	0.47	-42.96%	0.47	-38.18%	4.03%	20.70%	7.63%	7.28%	-0.31%	4.32%
鹭燕医药	34.93	9.36		198.46	1.97%	3.64	5.32%	3.46	1.63%	12.83%	7.60%	2.23%	1.59%	1.12%	1.84%
达嘉维康	26.91	51.24		39.04	18.56%	0.34	-32.90%	0.34	-26.69%	1.98%	14.78%	8.24%	2.81%	1.88%	0.97%
药易购	30.09	58.78		44.30	11.62%	0.60	41.69%	0.54	37.40%	7.14%	8.30%	4.30%	1.73%	0.16%	1.28%
浙江震元	36.39	32.87		41.06	-0.94%	0.82	4.90%	0.78	14.40%	4.19%	18.68%	11.32%	4.69%	-0.27%	2.07%
国发股份	24.32	-26.66		3.69	-19.69%	-0.82	-336.10%	-0.90	-370.94%	-9.04%	24.84%	9.95%	18.08%	-0.83%	-21.99%
塞力医疗	22.41	-10.37		20.06	-13.10%	-1.59	-2.69%	-1.61	7.28%	-12.13%	19.57%	7.33%	11.31%	3.63%	-7.81%
开开实业	27.56	47.85		9.25	3.46%	0.39	-1.63%	0.09	-33.21%	6.75%	20.85%	8.24%	9.81%	-0.40%	4.43%
荣丰控股	18.65	-22.20		1.17	-81.65%	-0.50	-30.85%	-0.61	27.38%	-4.28%	27.87%	4.05%	44.47%	26.18%	-45.60%

资料来源: wind (2024.4.30)、华安证券研究所

医药流通：选股思路—把握国企改革预期下的经营提升

- 选股思路：后疫情时代下医院逐步恢复正常水平，对于医药流通公司而言经营开始恢复正常经营，尤其是回款周期缩短，现金流逐步正常。从收入体量上看，流通企业占据大头，而其中国企优势更为明显。随着集采逐步落地、医院服务恢复、利率低位，叠加国企改革下的经营改善，医药流通板块2023年反转相对明确。
- 选股上，关注国企低估值+有改革预期标的。相关标的：国药控股、华润医药、上海医药、国药一致、国药股份、中国医药、重药控股等。

医药流通行业国企估值情况

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			yoy		
					2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1099. HK	国药控股	612	19.62	6	90.54	98.82	108.79	120.19	6	6	5	0.7	0.6	0.5
3320. HK	华润医药	328	5.22	8	38.54	44.91	50.25	52.17	7	7	6	0.4	0.5	1.6
601607. SH	上海医药	664	17.92	17	37.68	52.22	58.54	65.93	13	11	10	0.3	0.9	0.8
000028. SZ	国药一致	196	35.13	12	15.99	17.69	19.52	21.60	11	10	9	1.0	1.0	0.8
600511. SH	国药股份	262	34.75	12	21.46	23.76	26.29	29.21	11	10	9	1.0	0.9	0.8
600056. SH	中国医药	166	11.12	18	10.48									
000950. SZ	重药控股	94	5.45	16	6.55	10.16	11.89	14.30	9	8	7	0.2	0.5	0.3

资料来源：wind (2024.4.30)、华安证券研究所

医药流通：选股思路—特色化流通带来新增长极

- 选股思路：医药流通作为医药行业的中游，依托其优势上下游延伸是趋势之一。向上延伸可以进入工业领域，借助渠道优势快速完成药品的推广，可以自行生产特色药品（柳药等）或者引进产品推广（CSO模式，百洋医药、智云健康等）；向下延伸可以进入终端，通过零售等渠道直达消费者，缩减中间环节，例如九州通的好药师大药房目前数量超过2万家。
- 相关标的：柳药集团、九州通、百洋医药、智云健康等

医药流通行业公司估值情况

股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			yoy		
代码	名称	（亿元）	（元）	（TTM）	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600998.SH	九州通	321	8.21	15	21.74	28.86	31.44	34.87	11	10	9	33%	9%	11%
603368.SH	柳药集团	91	22.79	10	8.50	10.17	12.24	14.89	9	7	6	20%	20%	22%
301015.SZ	百洋医药	170	32.35	24	6.56	8.59	11.06	13.86	20	15	12	31%	29%	25%
9955.HK	智云健康	20	3.33	-5	-3.23	-1.56	-0.29		(13)	(67)				

资料来源：wind（2024.4.30）、华安证券研究所

目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头



投资建议：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花

投资建议：

- **板块业绩低点已过**：2024Q1由于春节假期、反腐政策推进、集采政策切换、新冠疫情类需求波动、海外补库节奏波动等因素影响，设备板块、高值耗材、消费类器械业绩普遍增长乏力，但展望24Q2&24Q3，无论是同期基数水平，还是政策环境向好，头部企业集中度提升、国产替代的趋势持续强化，渠道、品牌力加强，盈利水平恢复。
- **估值偏低，板块低配**：板块2024Q1下调设备类、高耗及部分IVD的持仓，估值水平下降到近五年历史平均水平，具备反弹的基础。

投资推荐：

- **(1) 高成长+绩优板块**：高成长、高兑现、赛道逻辑正的成长类标的（微电生理、惠泰医疗、澳华内镜、圣湘生物、亚辉龙等）；
- **(2) 业绩反转**：骨科（春立医疗等）、一次性手套板块；
- **(3) 业绩改善**：家用（三诺、可孚）、设备（开立、康复设备等）、新产品预期（乐普医疗）、出海（海泰、怡和）；
- **(4) 其他绩优股**：安图生物、三鑫医疗等。
- **风险提示**：（1）医疗反腐行动持续进展，部分设备招投标延期，进而影响设备类公司经营业绩风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）出口订单波动风险。



医疗器械细分板块季报业绩总结：

■ 表现相对较好的细分领域：

- (1) 血管介入：心脏电生理、瓣膜类介入（外科瓣）、神经介入（如颅内带药支架）2024Q1在整个高耗板块仍表现最为亮眼。
- (2) 化学发光试剂：行业内龙头公司均实现了15%以上的增长。
- (3) 呼吸道检测：受季度性因素影响，呼吸道检测无论是分子检测类产品还是联检类产品均实现较快增长，如圣湘生物、英诺特。
- (4) 内镜设备：消化内镜的终端需求仍较为旺盛，国产龙头开立和澳华竞争优势突出，均在2024Q1表现出超行业增速增长。
- (5) 康复设备：板块整体受医疗反腐政策影响较少，且疫情期间显著受损于招标采购延迟，龙头公司如翔宇医疗、诚益通均呈现一定韧性。
- (6) 家用设备：家用医疗器械公司，商业模式C端客户为主，2024Q1在2023年高基数的基础上，仍实现了稳定增长，增长来自渠道拓展和品类拓展，展望未来，家用类公司的品牌价值持续提升，市场占有率也会稳步提升。
- (7) 海外市场拓展：中国医疗器械公司逐渐在海外影响力加强，如南微医学，艾德生物、微电生理、华大智造、联影医疗、开立医疗、迈瑞医疗等。

医疗器械细分板块季报业绩总结：

■ 经营改善或可期待继续改善的细分领域：

- (1) 低值耗材：出口类低值耗材以海外大客户的供应链企业为主，2023Q4/2024Q1海外客户库存去化，订单节奏下达正常，业绩均有所改善，如采纳股份、拱东医疗、洁特生物、维力医疗等。其次，一次性手套板块，头部企业英科医疗、中红医疗收入端均呈现增长恢复，预计24Q2会进一步恢复。
- (2) 骨科耗材：由于各家公司的库存水平、换货节奏不同，改善的节奏有所不同，部分公司已经走出集采影响，预计2024Q2开始板块会呈现出恢复态势。
- (3) 其他出口：如海泰新光，受大客户经营节奏、新品发布计划影响，业绩有一定的波动性。
- (4) 大型设备：受反腐政策影响，招标延迟，普遍设备类公司收入降速，预计2024Q2有所好转。

医疗器械细分板块季报业绩总结：

所属领域	证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	PE (2024)	2024E		主要推荐逻辑
						归母净利润 (亿元)	yoy	
医疗设备	688212.SH	澳华内镜	77.47	175.80	72.40	1.07	85%	AQ300国产替代持续加强
医疗设备	300633.SZ	开立医疗	179.71	43.18	30.25	5.94	31%	“设备+耗材”平台业务成型，主业内镜保持高速增长，彩超业务稳健增长
医疗设备	688114.SH	华大智造	239.82	-36.41	-74.48	-3.22	45%	基因测序仪海外持续放量，国内下游应用逐渐打开
医疗设备	688626.SH	翔宇医疗	65.15	28.52	24.22	2.69	19%	康复赛道最强贝塔，产品全，渠道广，综合解决能力强
医疗设备	300760.SZ	迈瑞医疗	3,777.97	31.04	27.18	139	20%	设备领域极具竞争力的国产品牌，三大主业稳健增长，种子业务积极培育中
医疗设备	300298.SZ	三诺生物	138.75	45.40	30.83	4.5	58%	CGM成为公司第二增长曲线，2025年进入美国市场
医疗设备	301087.SZ	可孚医疗	79.41	35.93	22.37	3.55	40%	线上渠道运营能力强，抖音平台收入快速起量，健听力远期再造一个“可孚”
医疗设备	688273.SH	麦澜德	24.11	25.72	20.26	1.19	34%	磁刺激+生殖康复设备放量，带动业绩快速增长
医疗设备	688580.SH	伟思医疗	32.06	25.06	18.86	1.7	25%	大康复+医美赛道卡位，产品布局初步完成，2024-2025年逐渐放量
IVD	688575.SH	亚辉龙	143.16	42.13	29.52	4.85	37%	高速机放量，单机单出提升+海外市场放量
IVD	603658.SH	安图生物	337.69	25.98	21.48	15.72	29%	化学发光集采落地+肿标领域有望提升份额
IVD	688289.SH	圣湘生物	121.63	31.62	36.53	3.33	-9%	呼吸道分子检测领域的领军者，并且探索居家检测市场，未来3年CAGR 50%
IVD	688253.SH	英诺特	63.49	23.85	16.03	3.96	127.60%	呼吸道快检龙头领军企业，海外市场联检产品获批预期高
高值耗材	688617.SH	惠泰医疗	354.46	62.04	48.69	7.28	36%	自主品牌主机手术量快速提升，单台耗材价值量不变，且PFA有望挤进下一轮集采，加速国产替代
高值耗材	688351.SH	微电生理	129.46	674.85	809.14	0.16	182%	房颤手术快速增长，国产替代加速
高值耗材	688236.SH	春立医疗	74.51	30.83	21.66	3.44	24%	关节赛道国产替代+标外产品快速增长
低值耗材	301122.SZ	三鑫医疗	30.55	25.10	12.89	2.37	15%	产能释放+新产品/新客户订单落地，未来四个季度业绩同比高增长

资料来源：IFind、华安证券研究所

注：市值选2024年5月7日收盘市值

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

医疗设备：国内受招采节奏影响，海外市场成为增长主力

■ 营业收入：

2023全年医疗设备板块，收入同比增长约10.71%，利润端同比增长仅0.16%，尤其是下半年增速放缓。2024Q1收入端增长更慢，基本与2023年同期持平，利润端也继续较同期下降。从季度看，2023Q4好于2023Q3，但2024Q1环比略低于2023Q4，考虑2024Q1春节假期影响，预计2024Q2会有较好改善。从2024Q1收入组成看，海外市场增速普遍优于国内市场，如开立、迈瑞、联影、华大智造等公司，平台型公司海外市场成为2024Q1的核心增长来源。

■ 财务指标：

2024Q1和2023年的毛利率水平基本保持稳定，变化不大，净利率水平由于销售费用率有所提升而略有下降。

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
收入增速	35.78%	16.50%	15.10%	10.71%	-0.57%	35.78%
归母净利润增速	76.76%	18.57%	19.24%	0.16%	-5.97%	76.76%
扣非归母净利润增速	100.12%	12.42%	12.75%	8.73%	-9.09%	100.12%

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
销售毛利率	52.11%	51.44%	50.51%	52.16%	52.13%	52.11%
销售净利率	20.35%	20.71%	21.46%	19.41%	19.63%	20.35%
销售费用率	13.92%	14.05%	14.29%	15.41%	15.21%	13.92%
研发费用率	8.34%	9.17%	9.82%	10.38%	10.63%	8.34%
管理费用率	6.25%	6.19%	6.28%	6.50%	6.64%	6.25%
财务费用率	0.49%	-0.09%	-1.31%	-1.49%	-1.17%	0.49%

资料来源：IFind，公司公告，华安证券研究所

注：医疗设备板块主要参考申万医药生物分类并做相应调整，涉及A股相关上市公司32家，包括迈瑞医疗、联影医疗、奕瑞医疗、麦澜德、可孚医疗、迈得医疗、山外山、华康医疗、美好医疗、怡和嘉业等

康复设备：行业处于成长初期，费用节奏影响表观利润

■ 业绩出现分化，四个公司各有特色：

- (1) 2023Q4存在一定的订单后置到2024Q1确认的情况，但结合2023Q4和2024Q1的业绩来看，以整体解决方案为特色的翔宇医疗收入端增长相对强劲，渠道广泛、产品种类丰富仍是重要的竞争优势；
- (2) 康复类公司相对规模都比较小，利润端易受公司费用计划影响。就2024Q1来看，翔宇医疗收入端增长最快，但利润端受费用影响增速低于收入端；麦澜德在2023Q1基数较高的基础上，保持了较好的扣非利润增长，看好其新产品在2024Q2放量增长。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	归母净利 率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用/ 总收入(%)
300430.SZ	诚益通	52	28.95	-11.56	-14.28	-35.42	52.38	17.16	9.36	37.71	25.90	38.77	11.41	6.49
688273.SH	麦澜德	23	25.07	-35.89	-78.71	-104.42	74.38	10.09	-4.39	12.04	24.67	74.05	36.60	12.41
688626.SH	翔宇医疗	64	27.95	53.73	47.36	79.21	68.72	23.64	18.12	3.34	12.07	68.82	22.90	17.48
688580.SH	伟思医疗	31	24.62	24.19	9.23	7.91	72.62	26.51	-8.24	-27.69	-27.42	70.18	24.81	17.60

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

影像设备：2024Q1增速下降，平台型公司韧性大

■ 2024Q1业绩来看，大型设备类公司如联影医疗、开立医疗、万东医疗、迈瑞医疗、澳华内镜收入端仍保持正增长，尤其迈瑞医疗在收入体量大规模的基础上仍实现了20%左右的利润端增长。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1				
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率(%)	归母净利率 (%)	总收入增速 (%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)
688607.SH	康众医疗	11	48.80	50.63	-696.24	-184.00	44.76	13.12	5.69	117.45	78.02	41.50	2.25
688358.SH	祥生医疗	36	25.74	207.49	-125.55	-108.28	52.13	6.15	-14.87	-13.28	-13.17	60.62	32.39
688677.SH	海泰新光	54	40.14	-31.20	-35.54	-35.62	62.20	29.16	-20.74	-20.68	-21.40	64.50	32.28
300206.SZ	理邦仪器	58	48.71	-17.25	-135.94	-156.19	55.71	-3.75	-30.65	-72.56	-75.65	59.67	8.76
688212.SH	澳华内镜	72	162.45	51.68	-3.55	35.74	70.59	5.08	34.91	-83.32	-101.54	76.40	1.51
600055.SH	万东医疗	105	55.11	-19.99	-5.38	-50.68	44.73	21.99	20.94	9.26	7.06	37.46	11.08
300633.SZ	开立医疗	178	42.74	27.58	7.56	3.43	70.96	20.51	1.33	-27.65	-26.55	69.40	20.90
688301.SH	奕瑞科技	203	33.22	4.87	30.94	-10.47	55.27	37.39	11.48	1.88	6.00	53.33	27.94
688271.SH	联影医疗	1,093	54.41	17.72	20.17	37.55	48.14	22.87	6.22	10.20	8.52	49.57	15.40
300760.SZ	迈瑞医疗	3,693	30.34	7.90	16.15	14.88	66.31	22.91	12.06	22.90	20.08	65.96	33.73

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

家用医疗器械：2024Q1高基数上稳增长，看好赛道长期价值

- **国内市场：**家用医疗器械以C端消费为主，长期来看，行业的集中度向头部提升，头部企业品牌力会越来越强，长期增长确定性高。2022Q4由于疫情防控政策放开，疫情防控品类需求旺盛，业绩基数偏高，常规品类仍能均在去年同期的水平上保持20%以上增长。
- **海外市场：**家用呼吸机市场由于市场竞争格局变化，渠道库存囤积较多，预计2024年下半年趋于平稳，相关上市公司如怡和嘉业、美好医疗仍处在业绩环比改善的过程中。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
002223.SZ	鱼跃医疗	387	16.55	-34.08	-55.36	-43.19	51.11	15.68	-17.44	-7.58	-21.69	49.94	29.63	5.58
300298.SZ	三诺生物	135	44.11	22.87	-149.84	-184.70	57.07	-3.29	14.92	35.51	21.48	50.73	9.04	9.43
300753.SZ	爱朋医疗	15	181.76	15.47	-106.13	-105.89	69.19	1.17	-6.71	11.63	76.41	65.91	1.28	8.75
301367.SZ	怡和嘉业	58	30.12	-55.82	-75.72	-89.24	45.35	15.17	-60.02	-67.89	-71.54	51.75	26.32	13.08
301087.SZ	可孚医疗	79	35.79	-33.61	-90.82	-95.04	37.22	1.69	-5.64	-24.75	-26.55	49.83	12.52	2.77
300562.SZ	乐心医疗	21	34.12	22.70	-146.54	-134.20	31.74	6.95	52.93	212.96	193.70	36.46	5.12	11.11
301363.SZ	美好医疗	105	39.76	-15.37	-82.41	-82.96	35.27	4.50	-23.34	-46.46	-44.38	38.29	20.61	8.07

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

上游制造设备：收入端同比恢复正增长仍需要时间

■ 从下游客户不同来看，药企类尤其是生物制品的需求受益于新冠疫情，耗材类企业一定程度对自动化设备的原需求受损于新冠疫情（供应商不能及时安装设备），因此2023年的上游设备制造商企业也显出相反的业绩表现，如东富龙、楚天科技业绩同比下降较多。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
300171.SZ	东富龙	114	26.27	-20.32	-93.05	-91.58	25.79	1.28	-22.07	-72.01	-73.44	30.54	6.14	6.69
300358.SZ	楚天科技	50	30.63	-11.86	-71.56	-69.09	34.47	1.73	-10.39	-115.65	-117.26	28.05	-1.49	10.39
600587.SH	新华医疗	104	15.55	2.42	-8.87	-9.74	26.53	2.80	3.68	7.39	13.77	24.68	8.50	3.29
688310.SH	迈得医疗	29	29.73	-19.21	-41.22	-46.65	45.60	18.67	2.08	-21.61	-25.12	53.51	12.95	13.31

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

体外诊断：新冠检测需求下滑，常规检测需求恢复

■ 营业收入：

随着新冠类检测需求大幅下滑，以及同比基数消除，IVD板块收入增速环比回升，2024Q1利润端已先于收入端同比增长为正。细分来看，化学发光（大发光、小发光）、呼吸道检测实现了较高增长。

■ 财务指标：

2024Q1毛利率有所提升，净利率也继续提升。近几年来看，IVD企业普遍加大了研发支出，无论是在新冠疫情中抓住机会赚取了较高利润的企业，还是老牌子的平台型企业，较新的领域如自免类检测、呼吸道联检、AD检测、幽门螺旋杆菌分型检测、MRD等检测。

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
收入增速	88.75%	47.32%	72.69%	-68.65%	-11.82%	-79.70%
归母净利润增速	268.30%	54.81%	76.25%	-84.28%	-21.47%	-91.02%
扣非归母净利润增速	317.54%	57.12%	79.38%	-88.72%	0.09%	-92.88%

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
销售毛利率	67.86%	65.53%	64.60%	61.02%	62.56%	58.81%
销售净利率	33.97%	35.70%	36.44%	18.27%	19.90%	22.34%
销售费用率	14.61%	12.15%	9.23%	20.10%	17.94%	15.94%
研发费用率	6.07%	6.35%	5.41%	13.84%	12.74%	11.32%
管理费用率	5.43%	4.65%	3.99%	10.61%	9.83%	9.02%
财务费用率	0.94%	0.30%	-1.70%	-2.77%	-1.64%	-0.86%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：管理费用里不包括研发费用

注：体外诊断板块主要参考申万医药生物分类并做相应调整，涉及A股相关上市公司35家，包括安图生物、九安医疗、新产业、艾德生物等

POCT: 2024Q1呼吸道检测表现突出

■ 三年疫情防控，居民的免疫能力下降，呼吸道检测需求旺盛，万孚生物、英诺特、博拓生物均受益于呼吸道检测需求爆发。我们认为新冠疫情后，居民、医生在呼吸道疾病的精准诊断上已经形成新的范式，这种检测习惯的延续具有确定性，后续随着精准检测的使用场景增多、医院级别渗透下沉，整体的检测渗透率提升，呼吸道检测市场将保持快速增长。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
002432.SZ	九安医疗	196	21.83	-71.84	-1,863.11	153.28	44.23	73.01	-49.03	-58.86	-10.58	71.60	40.73	7.07
300482.SZ	万孚生物	131	26.00	-22.72	-304.72	-205.35	62.01	11.55	3.54	7.20	6.78	66.30	25.60	12.26
688298.SH	东方生物	60	-14.37	-81.54	-66.95	-67.38	65.82	-193.59	-51.36	-33.82	-281.26	32.35	-38.24	39.34
300942.SZ	易瑞生物	30	-18.56	-22.47	31.12	25.28	52.15	-96.34	-39.92	74.66	71.77	74.62	-19.94	28.19
603387.SH	基蛋生物	48	19.50	-17.20	113.85	3,549.67	67.45	13.77	-16.32	-29.22	-17.71	71.47	27.19	13.68
688075.SH	安旭生物	46	28.49	376.74	-48.25	-60.94	29.54	-24.19	6.53	38.09	134.82	42.11	54.35	15.33
688606.SH	奥泰生物	53	28.52	-48.54	-144.87	-134.05	51.28	40.57	-15.34	10.50	30.83	50.13	22.33	11.58
688068.SH	热景生物	28	NA	-75.46	-82.78	-50.58	35.31	-20.10	-42.78	-91.42	-167.83	59.04	3.04	19.52
688767.SH	博拓生物	31	22.74	-10.11	-113.57	-103.20	70.58	11.61	30.81	233.05	335.55	44.83	29.15	10.80
688253.SH	英诺特	49	18.57	46.66	280.17	382.98	82.09	43.80	109.36	171.44	198.41	83.55	51.87	7.81

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

分子诊断：肿瘤用药伴随诊断和分子呼吸道联检增长亮眼

- PCR检测能力疫情后大幅提升，呼吸道分子检测成为新蓝海：2024Q1呼吸道疾病高发，呼吸道分子联检类产品放量增长。从方法学看，分子检测更精准，目前1个小时左右的分子快检基本满足临床门诊需求，预计随着检测时间的下降，分子检测在门急诊的渗透率将进一步提升。
- 伴随诊断需求刚性，院外检测样本回流：疫情结束后，肿瘤患者的异地就医恢复，肿瘤用药伴随诊断需求恢复，同时由于行业合规趋严，院外检测标本回流到院内，对于有IVD类产品的检测企业较为利好。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
002030.SZ	达安基因	98	-33.23	-87.51	-149.44	-197.23	39.68	-73.23	-41.85	-1,093.65	-1,011.18	55.84	-182.11	28.44
688289.SH	圣湘生物	120	31.29	-84.28	-81.09	-81.99	76.28	17.09	100.31	35.01	1,962.06	81.10	18.78	14.17
300685.SZ	艾德生物	87	32.50	38.28	121.68	137.24	84.74	26.12	19.53	12.01	26.44	84.46	27.52	20.73
300639.SZ	凯普生物	40	66.60	-81.04	-113.33	-115.54	58.93	-12.46	-39.39	-121.96	-126.62	50.31	-15.18	13.27
002932.SZ	明德生物	48	153.33	-95.96	-119.02	-150.44	84.64	-56.93	-83.63	-57.52	-133.22	40.28	46.11	44.59
688317.SH	之江生物	31	-27.00	-84.41	-230.00	-300.69	73.22	-248.08	-39.27	346.47	267.98	75.67	52.52	23.71
688399.SH	硕世生物	43	-13.70	-89.79	-197.18	-239.45	72.17	-156.06	-3.12	306.28	143.37	70.93	43.97	21.69
688393.SH	安必平	18	43.73	7.31	-359.16	-50.99	66.62	1.72	11.82	2.17	78.59	72.12	3.73	8.61
688217.SH	睿昂基因	14	201.29	-60.90	-382.94	-805.80	67.10	-18.35	12.84	-58.70	-142.08	77.65	-2.24	25.55
688193.SH	仁度生物	13	68.75	-25.79	-4,022.12	-154.93	80.55	35.09	15.60	157.94	110.99	80.56	8.26	22.71

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

化学发光：集采政策落地后，国产品牌替代加速

■ 化学发光类企业普遍表现较好，尤其是头部国产品牌。2024Q1新产业、安图生物、亚辉龙利润端均表现较好。24Q1新产业发光国内增速预计在12%，海外市场增速25%；亚辉龙国内增长51%，海外市场增长42%；安图生物国内发光增长约16.7%，海外整体预计保持100%增长。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
300832.SZ	新产业	556	32.21	36.16	15.77	14.98	74.57	45.71	16.62	20.04	25.49	73.84	41.73	9.93
603658.SH	安图生物	334	25.72	3.54	17.86	20.61	66.35	26.35	5.09	33.93	33.15	64.52	30.18	13.88
688575.SH	亚辉龙	136	40.10	-40.34	-49.70	-66.12	67.26	13.77	-34.65	-18.72	-31.29	62.34	12.97	19.43
300463.SZ	迈克生物	80	25.45	-12.29	-59.05	-61.64	56.18	5.63	-8.88	3.05	-2.00	57.41	20.16	9.66
688389.SH	普门科技	82	23.73	8.71	25.64	39.68	64.35	36.74	10.06	21.69	24.60	69.99	34.96	11.97
688468.SH	科美诊断	30	19.75	-5.01	-21.06	-19.79	75.47	27.12	10.36	10.21	13.56	77.75	34.47	16.71
688656.SH	浩欧博	16	34.53	43.26	-408.33	-400.86	60.03	9.23	5.97	-31.50	-29.62	62.08	4.45	12.40

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

其他：关注小而美的细分领域

- 血栓与止血体外诊断领域：可应用于脑卒中、冠心病、静脉血栓栓塞症等血栓性疾病和出血性疾病的预防、筛查、诊断和监测，该领域也仍由进口品牌主导，国产替代空间大，关注赛科希德。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q3					2023H1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
300406.SZ	九强生物	109	20.44	30.69	27.19	15.78	72.38	30.01	5.49	8.67	10.91	76.86	30.52	10.89
300396.SZ	迪瑞医疗	71	22.34	-21.12	-38.40	-48.04	52.71	12.54	99.60	56.73	55.53	36.40	18.38	4.84
002022.SZ	科华生物	38	-11.92	-66.99	-3.22	4.25	34.88	-40.86	-46.79	-152.63	-181.25	42.05	-4.89	10.65
300439.SZ	美康生物	39	14.81	-29.37	-641.44	-235.12	43.62	6.40	-1.91	10.76	14.37	42.26	16.21	7.95
688338.SH	赛科希德	27	21.96	10.29	12.37	12.39	61.88	40.85	13.56	14.48	14.23	64.19	40.12	6.19
300289.SZ	利德曼	25	585.92	-25.98	-90.71	-78.75	60.19	-6.94	-12.51	-132.61	-176.41	53.31	-2.07	9.33
300642.SZ	透景生命	24	32.01	-28.29	26.47	13.92	70.87	32.83	-23.61	-140.33	-159.54	60.32	-6.49	18.57
688067.SH	爱威科技	11	46.29	7.02	-56.36	-63.86	55.50	-5.19	14.46	136.42	314.51	57.47	10.83	11.14

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

高值耗材：2024Q1环比有所恢复，利润率提升

■ 营业收入：

2024Q1高值耗材板块收入环比提速，尽管同比仍是低个位数增长，预计2023年下半年医疗反腐政策对院内手术量的影响已经基本结束。

■ 财务指标：

毛利率看同比2023Q1下降约1个百分点，同时销售费用率也有接近1个百分点下降，整体的利润率水平仍在高位稳定。毛利率下降，我们预计和集采推进（如骨科、眼科）有关。板块层面来看，2020年以来毛利率处于下行趋势，目前重要的耗材基本都已国采或省级联盟集采，预计2024年的毛利率水平基本能够维持。

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
收入增速	7.55%	32.42%	2.79%	-4.22%	1.02%	3.62%
归母净利润增速	18.22%	24.70%	-11.23%	-7.83%	2.75%	1.12%
扣非归母净利润增速	20.47%	34.71%	-13.48%	-11.18%	4.04%	-4.32%

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
销售毛利率	74.11%	71.29%	70.36%	69.47%	69.70%	70.75%
销售净利率	26.05%	24.53%	21.19%	20.39%	25.58%	25.15%
销售费用率	26.21%	24.55%	24.95%	24.95%	22.05%	23.34%
研发费用率	8.62%	9.23%	10.48%	11.46%	10.25%	10.24%
管理费用率	8.75%	8.33%	9.05%	10.39%	8.66%	8.74%
财务费用率	0.54%	0.11%	-0.69%	-0.79%	-0.69%	0.03%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：高值耗材板块主要参考申万医药生物分类并做相应调整，选取行业内相关A股上市公司共22家，如欧康维视、爱博医疗、南微医学、正海生物、佰仁医疗、西山科技、安杰思等

眼科：消费医疗弱复苏，平台型企业新业务增加新看点

- 眼科器械公司，2024Q1对比2023Q4来看，同比增速有所下降，这与宏观环境消费预期低迷是相一致的。
- 从眼科主要的三家公司来看，业绩层面爱博医疗表现较好，我们预计与公司隐形眼镜业务、离焦镜业务快速增长有关。
- 从行业层面看，眼科疾病人群基数大，综合型眼科企业仍具有较高的投资价值。白内障适用于老年人群，CSR距离发达国家仍有1-2倍以上发展潜力；视光业务面向青少年儿童，东亚儿童近视现状严峻，OK镜和离焦镜都有很好的市场潜力；隐形眼镜业务，从代工做起，未来国内代厂也会切入到品牌直营方面，TO C端离消费者更近，价值链位置更高。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
688050.SH	爱博医疗	157	47.66	104.86	54.32	89.92	63.02	18.37	63.55	31.26	31.70	71.61	31.72	6.77
688366.SH	昊海生科	145	37.45	22.74	377.12	330.78	67.13	13.29	5.68	20.16	33.05	69.21	14.32	10.05
300595.SZ	欧普康视	169	24.61	32.92	8.49	5.86	68.78	30.78	15.71	11.39	11.59	76.00	45.61	1.75

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：市值选2024年5月4日收盘市值

华安证券研究所

血管介入：2024Q1板块表现亮眼，基本不受反腐政策影响

■ 板块从2024Q1的表现来看，几乎是整个高耗里业绩增长最好的，无论是主动脉支架、神经介入还是心脏电生理、瓣膜植入等。从医保局披露的数据看，2023年PCI手术支架植入量218万条，同比增长17%。冠脉集采后，既促进了国产支架植入量的提升（市场更下沉，二级医院开展业务率提升；开展业务的医院从2020年2400家提升到3600家），也促进了医生对其他心血管疾病的重视，如心脏电生理、心脏瓣膜。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
688016.SH	心脉医疗	154	27.94	28.63	85.74	100.91	75.23	34.81	25.38	47.63	48.91	76.52	51.07	6.48
300003.SZ	乐普医疗	277	24.27	-39.58	-124.29	-148.21	61.12	-5.54	-21.14	-19.27	-18.85	66.89	25.64	10.27
688108.SH	赛诺医疗	47	-224.76	266.33	-103.96	-98.71	59.57	2.15	24.46	115.42	12.25	54.34	6.48	39.54
688617.SH	惠泰医疗	337	58.94	32.80	34.11	21.78	70.95	29.94	30.20	36.48	51.59	72.01	30.28	14.41
688351.SH	微电生理	120	626.03	36.11	-2,311.78	67.02	58.34	-6.26	71.01	144.70	91.18	60.54	4.68	22.17
688198.SH	佰仁医疗	161	144.39	52.16	27.14	42.86	90.22	39.61	17.53	-28.88	-29.26	89.28	5.11	52.59

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

再生医学&骨科：整体业绩一般，部分公司已经走出影响

■ 从板块来看，整体业绩表现一般，预计仍受集采影响和消费弱复苏影响。其中，迈普医学、大博医疗、春立医疗相对业绩表现较好。从驱动因素来看，迈普医学的PEEK材料产品、脑膜胶、止血纱等新产品顺利放量，弥补了集采价格下降带来的收入影响；大博医疗和春立医疗，则在不同程度上走出了集采的影响，随着医疗反腐政策影响的消除，预计2024Q2开始会进一步加速恢复。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
300238.SZ	冠昊生物	27	116.39	14.32	-86.54	-91.20	74.93	-10.78	-18.85	-34.93	-29.18	78.05	16.92	8.18
300653.SZ	正海生物	42	23.88	-0.08	41.68	0.72	88.18	46.39	-17.83	-24.38	-33.93	87.30	45.05	9.19
301033.SZ	迈普医学	23	47.48	51.95	167.90	679.19	83.69	18.16	28.59	91.19	87.05	81.29	26.12	9.23
688314.SH	康拓医疗	18	23.89	11.32	3.38	10.01	81.40	16.32	8.16	2.65	0.57	81.22	28.06	6.66
688613.SH	奥精医疗	19	45.10	-38.16	-99.26	-170.86	80.73	0.52	-0.94	-62.52	-77.11	80.38	11.38	15.95
002901.SZ	大博医疗	133	212.80	104.61	-67.76	-68.22	69.59	-9.50	9.17	6.05	4.48	68.14	15.73	14.03
688236.SH	春立医疗	75	31.25	-5.72	-0.83	-0.23	75.92	23.34	-9.95	-1.18	-1.46	73.84	24.84	15.77
688085.SH	三友医疗	47	79.39	-39.47	-55.75	-58.25	79.58	28.87	-46.26	-106.05	-109.63	58.30	-4.47	19.97
300326.SZ	凯利泰	36	73.60	-7.55	-92.38	-90.43	44.49	-7.57	-16.37	-85.48	-82.13	48.51	6.72	6.08
688161.SH	威高骨科	102	192.61	-69.77	-106.12	-108.46	57.95	-4.82	-10.74	-62.92	-62.03	59.46	10.30	8.49

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

微创外科：关注细分领域优势企业

- 内镜诊疗器械龙头企业：关注河北联盟对止血夹的集采落地情况，短期内预计对相关上市公司影响不大，关注公司南微医学、安杰思。
- 吻合器国产头部企业：戴维医疗。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
688576.SH	西山科技	38	31.65	49.88	64.71	-46.54	69.48	35.74	9.98	8.07	-12.70	70.72	34.89	12.89
688581.SH	安杰思	49	20.58	50.44	54.49	-49.82	74.17	45.47	23.35	54.22	41.44	71.78	47.31	10.30
688013.SH	天臣医疗	14	29.22	12.83	24.52	55.92	54.13	19.74	1.26	-2.97	22.24	58.54	18.85	11.79
688029.SH	南微医学	136	25.86	42.33	-4.09	3.16	65.71	14.92	12.72	41.36	42.21	68.31	23.78	4.99
300314.SZ	戴维医疗	32	23.69	1.98	15.00	24.94	58.69	15.57	-1.61	-23.81	-11.14	58.53	24.53	6.62

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

低值耗材：出口型公司2024Q1改善明显

■ 营业收入：

低耗板块2024Q1整体同比收入增速转正，在近三年的收入下滑中，在2024Q1逐渐恢复正增长。

■ 财务指标：

目前板块的盈利能力基本回升到2022年的水平。2024Q1与2022年相比较，毛利率仍略有下降，但销售费用率和研发费用率均有下降；同时，2024Q1整体的销售净利率较2023年显著回升。

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
收入增速	134.52%	-1.61%	-25.10%	-7.94%	4.98%	-13.29%
归母净利润增速	515.22%	-15.89%	-75.57%	-52.84%	45.55%	-44.93%
扣非归母净利润增速	582.61%	-23.04%	-77.51%	-67.35%	87.80%	-61.91%

	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1
销售毛利率	53.66%	47.06%	26.37%	24.68%	26.10%	24.64%
销售净利率	30.61%	26.17%	8.53%	4.37%	8.46%	6.10%
销售费用率	4.33%	4.31%	5.67%	6.24%	5.24%	5.41%
研发费用率	2.86%	3.35%	4.22%	4.15%	4.08%	3.91%
管理费用率	4.10%	5.49%	7.37%	8.20%	7.27%	7.56%
财务费用率	1.57%	0.51%	-1.44%	-0.46%	-0.13%	1.37%

资料来源：wind、公司公告，华安证券研究所

注：低值耗材板块标的参考申万行业分类，选取行业内相关A股上市公司共21家，如拱东医疗、洁特医疗、康德莱、采纳股份、昌红科技、华强科技等

低值耗材：出口继续恢复，看好一次性手套板块投资机会

■ 手套：手套行业供需格局好转，目前高成本的马来西亚手套大厂的产能利用率已经提升到70-80%，国内低成本的手套大厂产能满产，预计随着后续手套需求的恢复，手套价格也会提升，手套的盈利水平也将回升，继续看好该板块的投资机会。

证券代码	证券简称	总市值* (亿元)	PE(TTM)	2023Q4					2024Q1					
				总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母净 利润增速(%)	毛利率 (%)	净利率(%)	总收入增 速(%)	归母净利 润增速(%)	扣非归母 净利润增 速(%)	毛利率(%)	净利率(%)	研发费用 率(%)
603301.SH	振德医疗	57	45.69	52.69	-145.17	-137.62	36.01	-11.13	25.88	-49.89	-46.99	34.83	7.80	3.06
603309.SH	维力医疗	36	18.91	14.41	67.08	136.86	47.07	11.83	14.49	-3.54	-0.68	47.00	17.00	6.62
603987.SH	康德莱	35	16.84	19.79	-20.74	-27.30	32.01	7.65	17.03	-28.88	-28.07	30.92	11.71	3.69
605369.SH	拱东医疗	57	45.43	9.21	18.62	61.63	34.09	7.96	20.22	56.02	85.73	33.14	16.59	4.09
688026.SH	洁特生物	17	32.35	3.03	885.76	-560.20	38.69	15.61	32.30	192.97	142.15	31.93	8.36	6.61
300677.SZ	英科医疗	179	23.09	33.90	-650.24	-20.66	16.46	2.78	40.06	255.63	194.63	20.65	10.92	3.84
300981.SZ	中红医疗	47	-38.24	48.77	-597.27	453.43	10.77	-26.76	26.22	120.85	55.67	11.41	0.25	1.76
301097.SZ	天益医疗	24	43.31	12.32	-253.11	-66.45	39.89	2.41	9.39	-60.88	-77.09	35.81	4.31	10.64
301122.SZ	采纳股份	29	23.73	32.66	-28.33	-24.13	38.25	17.00	65.52	57.73	114.87	39.72	22.64	5.28
300151.SZ	昌红科技	85	338.01	40.33	-308.20	-274.23	21.50	-9.82	18.11	-21.01	-34.95	28.40	9.14	5.14
002382.SZ	蓝帆医疗	57	-9.68	17.27	-6.54	-19.24	9.71	-15.84	32.96	-27.97	26.51	14.66	-6.79	5.72
600529.SH	山东药玻	187	22.53	9.16	30.84	24.69	27.54	12.35	2.50	32.59	36.14	30.59	17.42	3.15
603976.SH	正川股份	24	50.50	13.11	-79.65	-84.94	14.19	1.96	8.94	61.97	88.96	21.16	8.57	2.69

资料来源：IFind、公司公告，华安证券研究所

注：市值选2024年5月4日收盘市值

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

亚辉龙：化学发光新白马，“自免+常规+多项特色”创新型IVD

- **核心看点：**化学发光biotech，内生增长白马，净利率提升（市场有认知差），切换25年估值目前PE仅20X。
- **1) 自免+常规+多项特色，IVD中的biotech。**自免及特色项目国内第一，发光常规及生化发力：公司具有发光注册证151张，生化注册证82张，23年国内化学发光装机近1500台，国内top100三甲医院覆盖率69%，高举高打。特色试剂包括抗磷脂抗体，自身免疫肌炎谱、高敏肌钙蛋白、过敏原项目等。
- **2) 经营结构改善，净利率提升明显。**公司23年研发投入较多，累加新冠减值净利率不高。24年上半年开始，公司新冠减值+卓润出表等费用在三季度处理完毕，利润有望迎来快速释放，持续24-26年。
- **投资建议：**预测公司2024-2026年营业收入有望实现21.71/27.36/33.76亿元，同比增长5.7%/26.0%/23.4%；归母净利润实现4.85/6.60/9.00亿元，同比增长36.5%/36.2%/36.4%。对应PE倍数为25/18/13X。

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2053	2171	2736	3376
收入同比 (%)	-48.4%	5.7%	26.0%	23.4%
归属母公司净利润	355	485	660	900
净利润同比 (%)	-64.9%	36.5%	36.2%	36.4%
毛利率 (%)	56.8%	67.3%	70.0%	71.6%
ROE (%)	13.9%	15.9%	17.8%	19.5%
每股收益 (元)	0.63	0.85	1.16	1.58
P/E	36.30	24.63	18.09	13.26
P/B	5.08	3.92	3.22	2.59
EV/EBITDA	28.26	15.13	11.24	8.13

资料来源：ifind（2024年5月5日），华安证券研究所

英诺特：呼吸道病原体POCT隐形冠军，渗透率稳步提升

- **核心看点：**流感仅作为催化因素，实际上是临床诊疗流程优化推动公司核心产品渗透率提升（核心逻辑），东南亚市场拿证后持续放量，欧洲CE拿证预期在年底。24-26E保持30-50%的业绩指引。
- **医疗终端快速增长，渗透率持续提升。**23年医疗机构覆盖数由1700家增加至4200家，预计24年新增2000家以上。
- **公司产能持续爬坡。**公司产能仍在爬升，上限可以200万份/日，完全可以覆盖高峰期需求。
- **ToC合作进展预期。**目前万孚健康已代理，阿里健康、京东健康还在谈。
- **海外拓展值得期待。**海外业务利润率和国内近似，23Q4泰国单品销售额1000万，24年有望计划多扩展1-2个国家。

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	478	802	1136	1529
收入同比 (%)	7.0%	67.8%	41.7%	34.6%
归属母公司净利润	174	396	569	759
净利润同比 (%)	15.4%	127.6%	43.8%	33.2%
毛利率 (%)	76.0%	88.3%	83.7%	79.1%
ROE (%)	9.4%	17.6%	20.2%	21.2%
每股收益 (元)	1.28	2.91	4.18	5.58
P/E	19.54	11.32	7.87	5.91
P/B	1.85	1.99	1.59	1.25
EV/EBITDA	14.83	8.42	5.15	3.07

资料来源：ifind（2024年5月5日），华安证券研究所



目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头



医疗服务核心观点：关注政策进展，静待消费花开

- 2023年，在疫情管控放开、内地与港澳通关等内外部环境的边际改善下，医疗服务线下诊疗业态逐步恢复，23年多家医疗服务标的表现亮眼。进入2024年，宏观经济环境整体延续疲软，叠加去年一季度的高基数，板块内部标的整体承压，利润端分化明显。
- 进入2024年，我们认为具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的公司在当下的宏观环境中更加有望保持稳定的增长，此外我们密切关注DRGs执行后医疗服务项目收费的调降节奏。2024年为《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》的收官之年，按要求今年应该实现100%地区覆盖、100%医疗机构覆盖、90%病种覆盖，DRG/DIP付费医保基金支出占住院医保基金支出达70%。DRGs控费的环境下医疗服务（医院）有望持续出清，拥有更强的经营管理能力的医院有望持续受益，持续提高渗透率及份额，并有望提升盈利能力。
- 建议关注：
 - ✓ 具备优秀的经营管理能力与可复制的商业模式的专科连锁
 - 中医医疗服务，建议关注固生堂，稀缺的中医诊疗服务连锁机构，逆周期属性明显，经营韧性强，业绩确定性高；中医诊疗需求持续扩大，公司作为供给驱动型发展模式，持续绑定中医师，发展空间广阔）。
 - 眼科医疗服务，多家眼科医疗服务23年业绩都有亮眼表现，其中严肃诊疗项目受益于人口老龄化的不可逆趋势，期待渗透率的持续提高，以及新产品、新术式的迭代带来的新增长，建议关注爱尔眼科、希玛眼科、华夏眼科、普瑞眼科、朝聚眼科等。
 - 肿瘤医疗服务，建议关注海吉亚医疗（择期属性弱、业绩稳定，体内多家医院进入快速爬坡期，内生外延增长确定性高，业绩进入收获期）。
 - ✓ 经营管理能力强的严肃医疗
 - 建议关注新里程（定增预期年内落地，体外医院并表节奏明确，体内医院量大质优，在当地有口皆碑，有望持续提升业绩）、盈康生命（定增预期年内落地，外延并购双主业齐下，股权激励增长提供动力）、国际医学（新院区消费专科属性强爬坡快，单床产出持续提高，盈亏平衡点有望提前）。
- 风险提示：政策不确定性，市场竞争加剧，扩张不及预期。

资料来源：国家医保局、wind、华安证券研究所

医疗服务：2023&24Q1业绩回顾

我们选取爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、何氏眼科、希玛眼科、朝聚眼科、通策医疗、瑞尔集团、现代牙科、三星医疗、海吉亚医疗、盈康生命、国际医学、新里程、美年健康、固生堂、三博脑科、环球医疗等18支A+H标的作为医疗服务标的池进行业绩统计与复盘。整体看，2023年线下诊疗需求在疫后快速恢复，医疗服务特别是严肃医疗赛道收入利润表现整体良好，进入2024年各标的由于基数、宏观环境等因素影响业绩有所承压：

- ✓ 2023年医疗服务标的池实现营业总收入总和925.21亿元人民币，平均同比2022年增速29.53%，平均同比2019年增速109.74%；2023年标的池实现归母净利润总和105.38亿元人民币，平均同比2022年增速134.35%，平均同比2019年增速203.38%。23年服务板块收入&利润整体表现良好，主要系疫情放开后积压需求的释放及正常就诊需求的快速恢复，利润端表现较收入端而言更为亮眼，收入端同比2019年同期增速高主要系标的池内个别公司基数过低扰动。从盈利能力看，2023年医疗服务标的池实现平均毛利率35.81%，实现平均净利率8.53%，主要由于利润端在疫情前后反弹程度较大，且标的池内部分标的在业绩期内实现扭亏，医疗服务标的池盈利能力整体有较为明显的提升。
- ✓ 2024Q1医疗服务标的池实现营业总收入总和164.96亿元人民币，平均同比2023Q1增速9.23%，2024Q1标的池实现归母净利润总和13.31亿元人民币，平均同比2023Q1增速-7.93%，整体看有所承压，主要系板块在去年积压需求一次性释放带来的高基数下有一定压力，且宏观环境恢复不及预期，消费整体疲弱，导致业绩增长略显乏力。利润端承压较为明显且分化明显，主要系不同细分赛道内标的的基数差异较大。

资料来源：wind、华安证券研究所；数据截至2024-05-05；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；24Q1数据不含港股标的

医疗服务：标的池2023年业绩回顾

证券代码	证券简称	总市值	年初至今涨跌幅 (%)	PE TTM	预测PE-2024	预测PE-2025	预测PE-2026	总营收2023AR	总营收同比增速 (23AR, %)	归母净利润2023AR	归母净利润同比增速 (23AR, %)	毛利率 (23AR, %)	净利率 (23AR, %)
300015.SZ	爱尔眼科	1,203.37	-18.46	34.61	27.83	22.10	18.91	203.67	26.43	33.59	33.07	50.68	17.99
601567.SH	三星医疗	475.57	64.39	23.80	20.65	17.05	13.76	114.63	25.99	19.04	100.79	33.51	16.88
301267.SZ	华厦眼科	219.41	-18.60	32.67	25.13	19.82	16.75	40.13	24.12	6.66	29.60	48.85	16.94
6078.HK	海吉亚医疗	207.88	2.69	30.38	23.27	18.68	15.23	40.84		6.83	43.24	31.55	16.80
600763.SH	通策医疗	194.92	-20.48	38.62	31.68	26.47	23.10	28.47	4.70	5.00	-8.72	38.38	20.37
002044.SZ	美年健康	173.01	-26.46	44.80	20.18	14.35	11.96	108.94	27.67	5.06	190.45	42.75	6.14
000516.SZ	国际医学	130.00	-29.10	-32.62	82.14	30.07	22.50	46.18	70.34	-3.68	68.69	8.15	-10.38
2273.HK	固生堂	105.25	-6.15	41.65	29.91	21.97	16.54	23.27		2.52	39.45	30.13	10.87
301293.SZ	三博脑科	97.42	-1.51	112.10		61.48	0.79	13.13	22.93	0.78	23.31		0.75
002219.SZ	新里程	84.25	-18.48	250.68	63.50	34.94	20.88	35.90	13.88	0.31	-80.29	29.64	1.09
2666.HK	环球医疗	82.45	6.90	4.07	3.63	3.22	2.89	136.72		20.21	7.02	33.49	16.09
301239.SZ	普瑞眼科	73.66	-42.76	60.16	26.74	19.05	19.26	27.18	57.50	2.68	1,202.56	43.87	10.25
300143.SZ	盈康生命	53.11	-22.20	60.96	39.70	30.87	24.12	14.71	27.20	1.00	116.85	28.39	6.76
3600.HK	现代牙科	43.83	18.37	11.95				31.81		4.04	83.30	53.62	12.64
301103.SZ	何氏眼科	39.85	-15.88	111.63				11.85	24.07	0.64	94.99	41.41	4.90
6639.HK	瑞尔集团	35.25	-6.82	-28.20	137.44	33.79	26.41	14.76		-2.20	68.63	16.77	-15.13
3309.HK	希玛眼科	34.77	-11.34	61.77	49.11	39.05	31.38	19.29		0.62	383.42	32.17	4.48
2219.HK	朝聚眼科	25.44	-10.41	11.09	9.01	7.52	6.51	13.74		2.29	21.92	45.35	16.07

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；市值&PE TTM截至2024-05-05

医疗服务：标的池2024Q1业绩回顾

证券代码	证券简称	总营收24Q1	总营收同比增速 (24Q1, %)	归母净利润24Q1	归母净利润同比增速 (24Q1, %)	毛利率 (24Q1, %)	净利率 (24Q1, %)
300015.SZ	爱尔眼科	51.96	3.43	8.99	15.16	48.16	18.76
601567.SH	三星医疗	30.25	34.48	3.64	35.15	30.81	12.11
301267.SZ	华夏眼科	9.78	5.10	1.56	3.75	48.79	16.90
600763.SH	通策医疗	7.08	5.01	1.73	2.51	44.60	28.80
002044.SZ	美年健康	18.01	-14.87	-2.87	-66.67	28.00	-17.18
000516.SZ	国际医学	11.73	11.07	-1.05	-40.37	6.54	-11.40
301293.SZ	三博脑科	13.74	35.29	0.33	123.31	1.19	11.51
002219.SZ	新里程	8.63	9.97	0.24	12.19	28.47	2.93
301239.SZ	普瑞眼科	6.76	3.91	0.17	-89.58	40.43	2.82
300143.SZ	盈康生命	4.16	15.34	0.26	-33.69	26.62	6.27
301103.SZ	何氏眼科	2.85	-7.23	0.29	-49.01	43.47	9.59

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币亿元

医疗服务：固生堂

- 23年业绩符合预期，公司盈利能力稳健提升，外延并购与内生增长齐头并进，截至报告期末公司新增门店9家（其中自建2家、并购7家），共有56家中医门诊机构及4家线下药房。随着医联体合作持续推进，医生人数稳步增加，有望延续稳健快速增长。24Q1公司诊疗人次约107万，同比增长约42.1%，其中23年4月1日~24年3月31日期间成立的门店1Q24就诊人次约7.4万，贡献增速约10%，高景气度延续。
- 我们认为公司具备强大的业务整合、外延扩展和内生管理的能力，随着公司持续扩大线下业务覆盖区域、优化线上平台，公司最终有望成为中国最大的智能化、产品化、平台化的新中医体系。我们持续看好公司运营扩张业务版图的能力，预计2024~2026年将实现营业收入31.18/39.23/48.98亿元人民币，同比增长34%/26%/25%；实现归母净利润3.49/4.73/6.09亿元人民币，同比增长38%/35%/29%。维持“买入”评级。

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2323	3118	3923	4898
收入同比 (%)	43%	34%	26%	25%
归母净利润	252	349	473	609
归母净利润同比 (%)	40%	38%	35%	29%
ROE (%)	10.94%	13.14%	15.11%	16.31%
每股收益 (元)	1.06	1.41	1.92	2.47
市盈率 (P/E)	47.55	33.23	24.53	19.03

资料来源：wind，华安证券研究所

第三方检测核心观点&2023&24Q1业绩回顾

- 我们选取**金域医学、迪安诊断、润达医疗、康圣环球、艾迪康控股**等5支A+H标的作为第三方检测标的池进行业绩统计与复盘。整体看，2023年各标的由于基数、政策等因素影响业绩有所承压，进入24年，外部政策环境扰动依旧存在，叠加行业内部的竞争和出清，业绩依旧承压，建议持续关注行业出清进度及政策影响的消化程度，中长期维度看行业龙头有望凭借规模效应和成本管控能力持续提高渗透率：
 - ✓ 2023年第三方检测标的池实现营业总收入总和355.60亿元人民币，平均同比2022年增速-30.52%，平均同比2019年增速55.22%；2023年标的池实现归母净利润总和15.00亿元人民币，平均同比2022年增速-60.11%，平均同比2019年增速81.39%。23年服务板块收入&利润表观承压，主要系22年各标的均有不同规模的核酸检测等一过性业务带来的高基数影响所致，同比疫情前板块已实现恢复和增长。从盈利能力看，2023年第三方检测标的池实现平均毛利率36.75%，实现平均净利率5.65%，主要由于各标的业务结构有所差异，且均有不同程度的一过性减值影响。
 - ✓ 2024Q1第三方检测标的池实现营业总收入总和68.87亿元人民币，平均同比2023Q1增速-8.66%，2024Q1标的池实现归母净利润总和0.27亿元人民币，平均同比2023Q1增速-90.04%，利润端承压较为明显，主要系检验试剂集采、医保支付改革、反腐等政策带来的负面影响还在持续，叠加去年同期高基数影响导致业绩增长乏力。
- 展望后续，我们认为行业出清仍将持续，在疫情、反腐等偶发因素影响逐渐消除后，板块或将迎来大幅度反弹。建议关注迪安诊断（诊断服务+诊断产品双轮业务驱动发展，ICL业务持续增长，合作共建业务持续推进，合作医院数量持续增长；开发AI专病检验模型，赋能临床检验），润达医疗（院内检验服务综合平台，全流程赋能医院检验科，深度合作华为持续发展AI业务，为公司贡献业绩增量），金域医学等。
- 风险提示：行业竞争加剧风险，检验试剂和服务价格下降风险。

资料来源：wind、华安证券研究所

第三方检测：标的池2023年&24Q1业绩回顾

证券代码	证券简称	总市值	年初至今涨跌幅 (%)	PE TTM	预测PE-2024	预测PE-2025	预测PE-2026	总营收2023AR	总营收同比增速 (23AR, %)	归母净利润 2023AR	归母净利润同比增速 (23AR, %)	毛利率 (23AR, %)	净利率 (23AR, %)
603882.SH	金城医学	179.77	-38.71	37.84	17.12	12.97	12.44	85.40	-44.82	6.43	-76.64	36.37	7.47
300244.SZ	迪安诊断	88.39	-40.78	51.89	9.70	7.56	7.49	134.08	-33.89	3.07	-78.56	31.05	4.35
9960.HK	康圣环球	14.07	-6.55	34.02				11.05		0.41	-45.29	46.64	3.73
9860.HK	艾迪康控股	66.05	-23.31	28.06				33.59		2.35	-65.50	43.49	7.81
603108.SH	润达医疗	108.75	-10.76	50.61	19.70	16.30		91.47	-12.84	2.73	-34.58	26.20	4.86

证券代码	证券简称	总营收24Q1	总营收同比增速 (24Q1, %)	归母净利润24Q1	归母净利润同比增速 (24Q1, %)	毛利率 (24Q1, %)	净利率 (24Q1, %)
603882.SH	金城医学	18.41	-13.09	-0.19	-112.46	31.94	-1.44
300244.SZ	迪安诊断	29.73	-8.00	0.23	-85.54	25.28	2.58
603108.SH	润达医疗	20.72	-4.87	0.23	-72.11	26.39	2.31

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；市值&PE TTM截至2024-05-05

医疗服务：润达医疗

- 润达医疗是全国领先的检验科战略合作伙伴，通过多年深耕检验供应链服务及实验室综合服务，具备系统化自主产品开发能力系统化的IT开发服务能力、完备的工程师服务团队体系，是院内检测服务综合平台。2024年，在反腐等政策逐步常态化的环境下，公司作为检测服务的龙头，主业的规模效应有望持续显现，业绩表现有望企稳。
- 在多个领域达成合作，打开业务天花板。公司与柳药、美年健康、国药等公司达成合作，持续拓展业务边界，同时在上海以外的地区持续提高渗透率。
- AI带来想象空间：公司与华为达成深度合作，依托华为盘古推出检验大模型，为公司全面升级AI软件、持续提高医院端的渗透率。除华为合作大模型以外，公司自有的慧检（临床检验智能辅助决策系统）在医院端同步推进，今年有望落地近百家，为公司带来稳定业绩增量。
- 从商业板块看，在政策推动检验在院内发展的趋势下，公司有望乘春风，持续提高市占率，为公司绑定更多的医院；从工业板块看，公司纵深布局IVD产业链，未来有望持续扩充产品矩阵，打造第二增长曲线；从新政策看，LDT共建政策打开公司新的业务增长空间。公司未来会以大数据、云计算、人工智能等信息技术为基础，赋能传统检验服务向精细化、信息化、智慧化的方向升级，帮助医院客户进一步降本增效，从而构建纵深护城河。

资料来源：wind、华安证券研究所

目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头



血制品核心观点：业绩与景气度双增，持续性可期

- 血制品行业的刚性需求、紧供给、强监管等属性为行业内标的业绩长期稳定增长提供底层驱动。
 - **供给端看**，血制品行业监管严格、进入壁垒高，2001年至今国家不再批准设立新的血制品企业，行业内竞争格局较为固定，采浆量与浆站数量、献浆员数量等因素密切相关，增长较为稳定；随着十四五政策进入最后一年，新批浆站进程有望加快。
 - 他山之石：海外血制品巨头企业通常采用并购作为最主要且最有效的市场扩张手段。在国外血制品市场上，西班牙的基立福（Grifols）、美国的百特（Baxter）、澳大利亚的杰特贝林公司（CSL）、和瑞士的欧克沛制药（Octapharma）等企业占据绝大部分市场，它们通过收购合并的方式构建了行业内的垄断竞争格局。基立福和CSL公司创立较早，分别建立于1940年和1916年，通过不断的收购合并来提升市场份额，扩大自身业务版图，最终成为血制品市场巨头。此外，作为百特近10年刚剥离出来的上市公司，Baxter也因其市场价值而被英国制药巨头Shire公司收购，Octapharma也在不断的并购中前进，这进一步凸显了并购对于该行业的重要性。借鉴了国外成熟市场行业巨头的发展经验，中国血制品行业的领军企业也有望通过并购整合来推动市场竞争。**拥有充足浆站资源、领先技术和规模经济效益的公司将拥有更大的竞争优势**，领军企业有望完成对于中小企业的收购，以进一步提升血液制品行业的集中度。
 - **需求端看**，2023年初，疫情管控的突然放开导致院内就诊需求激增，进而带来血制品领域的阶段性爆发，23Q4&24Q1呼吸道疾病又一轮爆发，季节性疾病或将演变为长期化常态化疾病，需求端或将再次面临供不应求的局面，静丙、人白等重点产品有望迎来量价齐升，且静丙和白蛋白等大产品目前依旧处于紧平衡状态，渠道库存低，临床价值认识仍需提升。未来随着血制品临床价值认知的持续提高，以及分离提纯技术的提高所带来的产品迭代，血制品市场规模有望进一步扩大，需求有望加速增长。
- 展望后续，我们认为十四五期间浆站批文的计划增加为行业发展提供动力，具备优质浆站和领先产能的标的有望持续受益，同时我们关注赛道内公司股东变革带来的赋能增量。建议关注：派林生物，博雅生物，上海莱士，天坛生物等。
- 风险提示：政策不确定性，市场竞争加剧，扩张不及预期。

资料来源：wind、华安证券研究所

血制品：2023&24Q1业绩回顾

- 我们选取天坛生物、博雅生物、上海莱士、派林生物、卫光生物、华兰生物等6支标的作为第三方检测标的池进行业绩统计与复盘。整体看，行业景气度快速提高，行业供需格局现阶段依旧保持紧平衡：
 - 2023年血制品标的池实现营业总收入总和245.15亿元人民币，平均同比2022年增速18.51%，平均同比2019年增速81.49%；2023年标的池实现归母净利润总和54.39亿元人民币，平均同比2022年增速17.26%，平均同比2019年增速92.44%。从盈利能力看，2023年血制品标的池实现平均毛利率50.74%，实现平均净利率23.66%。血制品增速一直以来较为稳定，其中华兰生物有流感疫苗叠加，利润增速高；博雅生物表观同比下降，主要系内部有非主业，血制品业务保持稳定增长。
 - 2024Q1血制品标的池实现营业总收入总和51.76亿元人民币，平均同比2023Q1增速2.42%，2024Q1标的池实现归母净利润总和16.56亿元人民币，平均同比2023Q1增速18.11%，平均毛利率51.89%，平均净利率31.87%。一季度板块内部利润端增速有所分化、整体增速偏低，主要系去年同期高基数，且部分标的有非主业影响。剔除后各标的依旧保持平稳增长，行业景气度有望持续延续。

证券代码	证券简称	总市值	年初至今涨跌幅 (%)	PE TTM	预测PE-2024	预测PE-2025	预测PE-2026	总营收2023AR	总营收同比增速 (23AR, %)	归母净利润 2023AR	归母净利润同比增速 (23AR, %)	毛利率 (23AR, %)	净利率 (23AR, %)
002007.SZ	华兰生物	356.06	-12.02	25.59	20.88	17.98	15.72	53.42	18.26	14.82	37.66	69.33	33.26
002880.SZ	卫光生物	68.11	-14.52	30.99				10.49	56.98	2.19	86.06	40.88	20.90
002252.SZ	上海莱士	477.15	-10.25	26.25	19.62	17.03	16.36	79.64	21.27	17.79	-5.35	40.51	22.42
600161.SH	天坛生物	474.07	-7.01	40.71	34.92	28.77	24.55	51.80	21.57	11.10	25.99	50.30	29.41
300294.SZ	博雅生物	158.64	-5.69	72.38	28.27	25.73	23.07	26.52	-3.87	2.37	-45.06	52.40	9.43
000403.SZ	派林生物	214.63	7.53	31.67	28.25	23.55	19.30	23.29	-3.18	6.12	4.25	51.02	26.50

资料来源：wind、华安证券研究所；数据截至2024-05-05

血制品：标的池2023年&24Q1业绩回顾

证券代码	证券简称	总营收24Q1	总营收同比增速 (24Q1, %)	归母净利润24Q1	归母净利润同比增速 (24Q1, %)	毛利率 (24Q1, %)	净利率 (24Q1, %)
002007.SZ	华兰生物	7.87	-10.41	2.62	-25.56	55.20	35.22
002880.SZ	卫光生物	2.26	8.41	0.47	2.40	42.83	20.84
002252.SZ	上海莱士	20.56	-0.51	7.57	5.32	39.26	37.04
600161.SH	天坛生物	12.22	-5.56	3.17	20.91	55.63	35.72
300294.SZ	博雅生物	4.48	-44.46	1.52	-10.74	67.50	34.15
000403.SZ	派林生物	4.36	67.06	1.22	116.31	50.91	28.27

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；市值&PE TTM截至2024-05-05

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

血制品：上海莱士

- **业绩股权变更落地，股权激励提高员工生产效率，老牌企业迎来新发展周期。**上海莱士是采浆量行业前三的大型血制品企业，产品矩阵完善，2014年以来通过收购邦和药业、同路生物、浙江海康、广西冠峰等企业持续拓展业务版图，截至23年末公司共有**44家单采血浆站**（包含收购的广西冠峰2家），**5个生产基地**（上海、郑州、合肥、温州、南宁）。近日公司公告实控人变为海尔集团，结束了此前无实控人的状态，有望助力公司提高山东区域品牌影响力和市占率，加速获取新浆站，进而带来采浆量新增长。
- **采浆量、吨浆收入、吨浆利润均居行业前列，估值低于其他标的，具备提升空间。**2023年公司全年采浆量约1510吨，2024年预计达1640吨（同比+8%~10%）。公司2023年吨浆成本91.8万/吨，处于行业低位；2022年吨浆收入469万元/吨，吨浆利润134.29万元/吨，均位于行业前三。从估值角度看，公司2024/2025年PE 22/20x，显著低于行业其他标的。
- 预计2024~2026年公司将实现营业总收入82.15/90.57/99.67亿元（同比+3.2%/10.2%/10.1%）；将实现归母净利润21.64/24.64/26.13亿元（+21.6%/+13.9%/+6.0%），建议关注配置机会，维持“增持”评级。

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7964	8215	9057	9967
收入同比 (%)	21.3%	3.2%	10.2%	10.1%
归属母公司净利润	1779	2164	2464	2613
净利润同比 (%)	-5.4%	21.6%	13.9%	6.0%
毛利率 (%)	40.8%	41.8%	42.2%	42.7%
ROE (%)	6.0%	6.8%	7.2%	7.1%
每股收益 (元)	0.27	0.33	0.37	0.39
P/E	29.63	22.05	19.36	18.26
P/B	1.79	1.50	1.39	1.30
EV/EBITDA	19.63	15.56	12.63	11.58

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币百万元

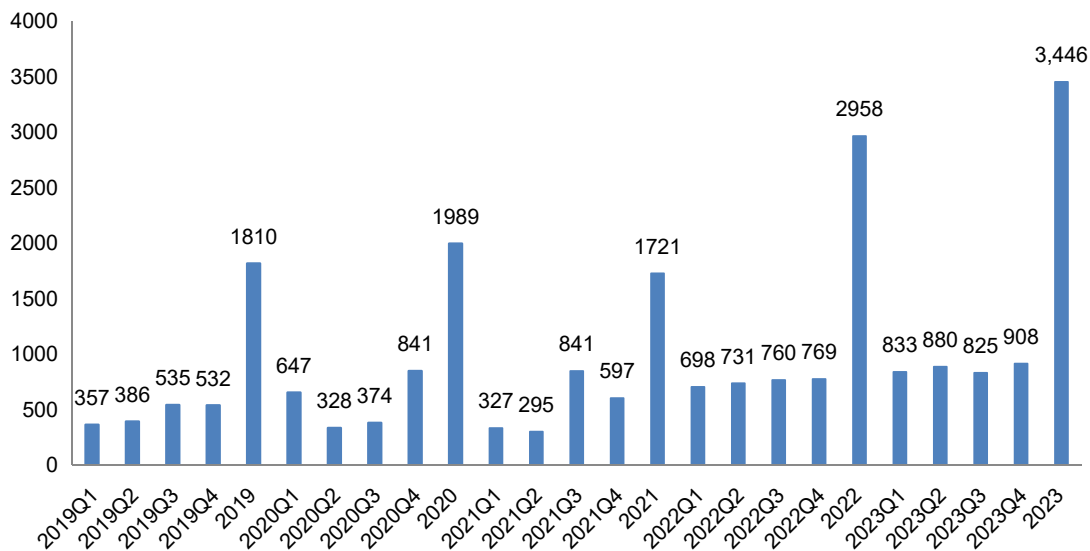
疫苗：核心观点

- 疫苗行业：二类苗市场空间广阔，期待重磅单品放量，看好拥有大单品及优质管线储备、具备国际化战略布局的企业
 - ✓ 疫苗板块在经历新冠疫情的三年加速奔跑后，板块内各标的均有不同程度的产能需要出清，叠加新生儿数量的减少，疫苗行业增长略显乏力。展望后续，我们看到疫苗板块正在悄然发生变化，沃森生物13价肺炎结合疫苗实现出海，获得印度尼西亚上市许可证的公告，康泰生物人二倍体狂犬疫苗获批上市且国际化进程稳步推进，疫苗行业未来有望重归快速发展阶段，多个重磅单品放量可期，研发的同步推进为长期发展空间奠基。
 - 带状疱疹疫苗：重磅成人疫苗品种，2023年GSK实现全球收入34.46亿英镑（同比+15%），国内渗透率低、行业竞争格局良好，商业化空间广阔，推荐关注智飞生物（GSK独家合作推广销售，三年最低采购金额约206亿元，市场空间广阔，公司成长空间打开）、百克生物（国产首款带状疱疹疫苗，价格低副作用小适用人群更广）。
 - 金葡菌疫苗：欧林生物全球独家单品，三期中期数据反馈良好，上市后有望快速提升市场份额。
 - RSV疫苗：引起急性呼吸道感染的主要病原体之一，目标人群为5岁以下儿童和65岁及以上老年人，有望成为下一个重磅单品，GSK、辉瑞2023年分别实现销售12.4亿英镑、8.9亿美元，目前国内无本土企业获批RSV疫苗且企业布局处于早期阶段，建议关注智飞生物（拥有与GSK联合开发和商业化的权利），三叶草生物（预计明年开启临床，平台技术优势明显）。
- 风险提示：出海进度不及预期，行业竞争加剧等。

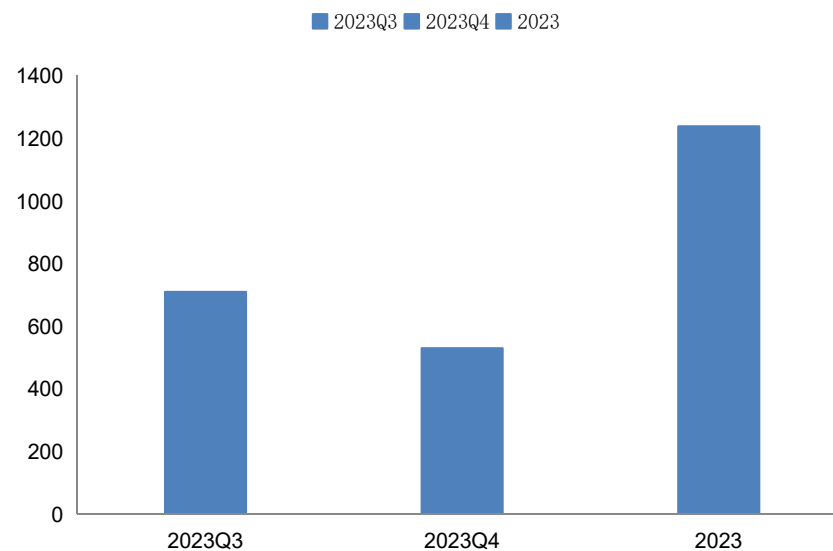
资料来源：wind、华安证券研究所

疫苗：海外单品持续放量，映射国内销量可期

GSK 带疱疫苗去全球销量（百万英镑）



GSK RSV疫苗全球销量（百万英镑）



资料来源：wind、yahoo finance，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

疫苗：标的池2023&24Q1业绩回顾

- 我们选取智飞生物、百克生物、欧林生物、康华生物、康泰生物等8支标的作为第三方检测标的池进行业绩统计与复盘。整体看，行业景气度快速提高，行业供需格局现阶段依旧保持紧平衡：
 - ✓ 2023年疫苗标的池实现营业总收入总和631.96亿元人民币，平均同比2022年增速3.40%；2023年标的池实现归母净利润总和92.65亿元人民币，平均同比2022年增速76.85%。从盈利能力看，2023年疫苗标的池实现平均毛利率37.58%，实现平均净利率-58.49%，盈利能力整体偏弱，主要系板块内部标的（康希诺）对存货、应收退款成本、预付账款和长期资产等项目进行减值导致。
 - ✓ 2024Q1疫苗标的池实现营业总收入总和126.53亿元人民币，平均同比2023Q1增速-18.72%，2024Q1标的池实现归母净利润总和15.43亿元人民币，平均同比2023Q1增速-105.61%，平均毛利率77.77%，平均净利率-57.40%。一季度板块业绩有所承压，主要系各类减值费用影响以及基期影响。

证券代码	证券简称	总市值	年初至今涨跌幅 (%)	PE TTM	预测PE-2024	预测PE-2025	预测PE-2026	总营收2023AR	总营收同比增速 (23AR, %)	归母净利润 2023AR	归母净利润同比增速 (23AR, %)	毛利率 (23AR, %)	净利率 (23AR, %)
300122.SZ	智飞生物	840.22	-42.56	11.21	7.97	6.72	6.42	529.18	38.30	80.70	7.04	26.59	15.32
688276.SH	百克生物	161.62	-28.72	29.75	22.54	17.29	14.33	18.25	70.30	5.01	175.98	90.16	27.65
688319.SH	欧林生物	36.96	-42.41	-300.61	47.25	30.87	20.11	4.96	-9.38	0.18	-33.94	93.51	2.32
300841.SZ	康华生物	84.59	-18.98	15.28	11.77	10.44	9.04	15.77	9.03	5.09	-14.86	93.48	32.48
300601.SZ	康泰生物	225.62	-25.60	31.78	19.53	15.32	11.52	34.77	10.14	8.61	749.02	84.42	24.95
301207.SZ	华兰疫苗	131.88	-20.94	16.39	12.39	10.29	8.18	24.10	32.03	8.60	65.49	88.01	35.90
688670.SH	金迪克	21.56	-38.51	-16.74	9.21	5.00		1.35	-57.74	-0.71	-270.88	77.46	-53.58
688185.SH	康希诺	126.40	-31.45	-8.35	-42.10	-64.31	47.03	3.57	-65.49	-14.83	-63.04	-253.78	-553.00

疫苗：标的池2023&24Q1业绩回顾

证券代码	证券简称	总营收24Q1	总营收同比增速 (24Q1, %)	归母净利润24Q1	归母净利润同比增速 (24Q1, %)	毛利率 (24Q1, %)	净利率 (24Q1, %)
300122.SZ	智飞生物	113.96	2.00	14.58	-28.26	25.72	12.85
688276.SH	百克生物	2.70	51.42	0.61	229.50	89.63	22.59
688319.SH	欧林生物	0.71	5.89	-0.26	-774.61	92.39	-38.77
300841.SZ	康华生物	3.11	11.90	1.49	42.09	95.83	48.23
300601.SZ	康泰生物	4.52	-39.68	0.54	-73.69	83.97	12.04
301207.SZ	华兰疫苗	0.34	-77.15	0.39	-58.93	89.56	118.30
688670.SH	金迪克	0.05	-95.86	-0.21	-159.13	85.55	-492.10
688185.SH	康希诺	1.14	-8.26	-1.70	-21.89	59.55	-142.33

资料来源：wind、华安证券研究所；总营收和归母净利润单位为人民币亿元；市值&PE TTM截至2024-05-05

目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头

制药核心观点：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点

- ❑ **宏观环境：**创新药A股、尤其是港股前期表现不佳，目前处于行业板块洼地，随着国际其他地区资产价格到达高点、日元贬值等因素，外资开始配置AH医药资产，港股中流动性较佳的个股、ETF下医药B板块具有反弹空间；
- ❑ **医药政策：**2024年延续2023年的支付向好政策趋势，《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿等文件使创新药在定价、支付方向上迎来具体实施方向；
- ❑ **药企发展：**经过药品第八批集采后，第九批集采落地标期长达4年，有助于药品价格长期稳定，以及2023年下半年医疗反腐，多数公司在2023年集中出清消极因素，24Q1如期或超预期迎来业绩或增速拐点；
- ❑ **催化事件：**龙头企业逐渐走出创新增长逻辑，恒瑞医药、信达生物、科伦药业的创新持续带来营收、利润增长；特色创新公司管线推进陆续进入验证、兑现期，自Q2密集开展的国际学术会议有望带动研发型公司的热度。

2024创新药及制剂板块投资主线：挖掘临床获益+真创新，建议关注FIC及出海品种

- 整体基本面向好+手握FIC产品：泽璟制药、亿帆医药、艾迪药业、兴齐眼药；
- 具有出海商业化实力或有效出海产品：科伦博泰生物-B、绿叶制药、贝达药业、信立泰、科兴制药；
- 出海型/平台型制药企业：百济神州、恒瑞医药、科伦药业、信达生物、荣昌生物、君实生物。

风险提示：创新药研发不及预期的风险；审批注册不及预期的风险；医药政策相关风险；国际供应链变动风险；国际汇率变动风险；地缘政治与贸易冲突风险；技术人才紧缺和人才流失的风险

创新药相关标的可比估值

相关公司可比估值（Wind一致预期）

股票 代码	股票 名称	总市值 亿元	营业收入（百万元）				PE		PS			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2024E	2025E		
600276.SH	恒瑞医药	2944.55	22819.78	26372.31	30576.57	35697.33	54.37	45.36	37.60	11.17	9.63	8.25
688235.SH	百济神州	1221.72	17423.34	22773.11	29669.66	34491.53	-40.17	-134.54	109.64	5.36	4.12	3.54
1801.HK	信达生物	663.68	6206.07	7308.00	9466.00	12378.00	-98.43	194.33	44.58	9.08	7.01	5.36
002422.SZ	科伦药业	543.74	21453.93	23592.46	26175.29	29403.04	18.85	16.45	14.18	2.30	2.08	1.85
6990.HK	科伦博泰生物 -B	359.48	1540.49	1194.32	1368.61	2322.96	-51.20	-51.97	-62.74	30.10	26.27	15.48
002294.SZ	信立泰	355.85	3365.34	3955.63	4636.20	5470.39	54.80	46.69	40.23	9.00	7.68	6.51
300573.SZ	兴齐眼药	323.41	1467.57	3021.28	4372.54	5493.92	46.74	30.40	24.44	10.70	7.40	5.89
688180.SH	君实生物	254.41	1502.55	2373.37	3780.80	4354.33	-24.12	-89.85	52.12	10.72	6.73	5.84
688331.SH	荣昌生物	245.18	1082.95	1700.65	2407.37	3429.31	-33.33	-61.51	-837.74	14.42	10.18	7.15
300558.SZ	贝达药业	174.63	2456.20	3150.49	3929.12	4686.23	41.24	31.71	25.10	5.54	4.44	3.73
002019.SZ	亿帆医药	162.33	4068.11	5212.06	6284.27	7294.35	29.29	20.78	16.42	3.11	2.58	2.23
688266.SH	泽璟制药	145.85	386.44	800.70	1473.99	2159.98	-103.85	99.46	36.22	18.22	9.90	6.75
2186.HK	绿叶制药	113.60	6143.08	6991.00	8529.00	10279.00	13.20	8.33	6.59	1.62	1.33	1.11
688488.SH	艾迪药业	62.19	411.36	556.48	811.79	1090.17	-180.08	88.18	52.38	11.18	7.66	5.70
688136.SH	科兴制药	33.76	1259.04	1524.71	1980.92	2590.50	143.83	30.10	17.01	2.21	1.70	1.30

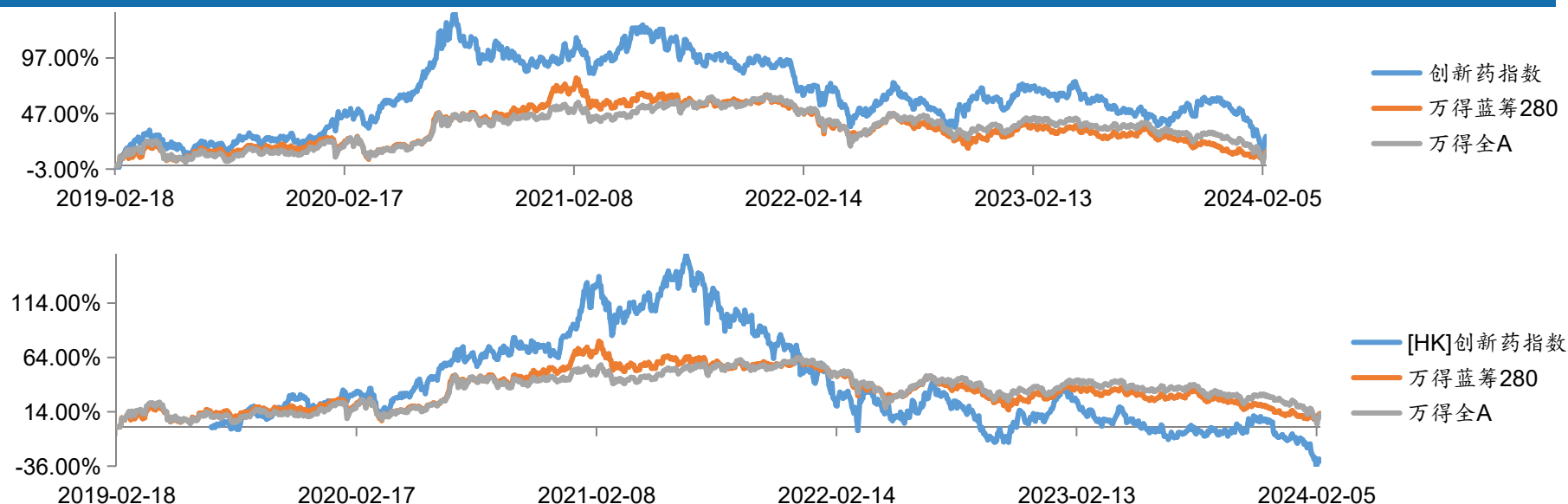
以上公司除恒瑞医药、百济神州、信达生物外，其余为华安证券研究所医药组深度覆盖

资料来源：Wind一致预期（按2024年4月30日收盘价，以市值大小排序）、华安证券研究所

行业估值复盘：触底回弹，具高性价比，外资加仓配置

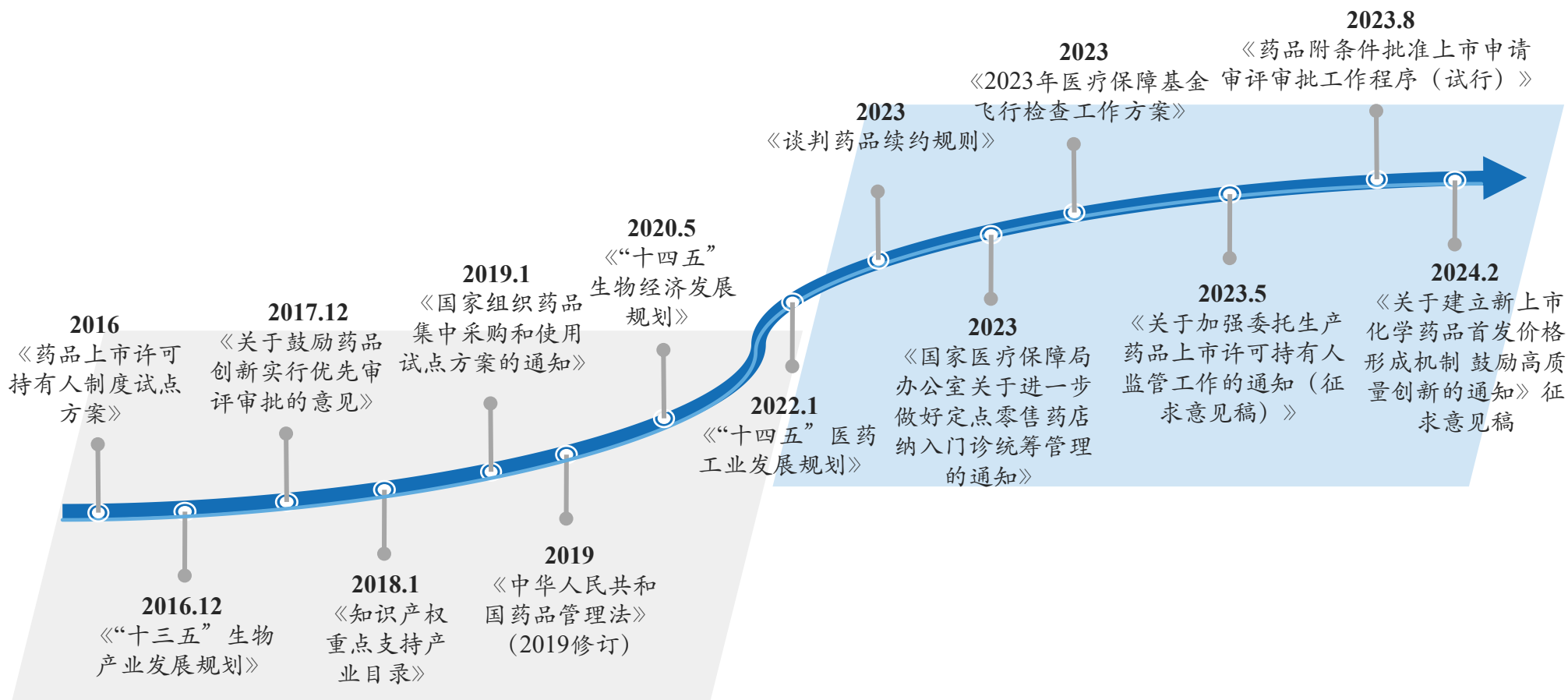
- 回顾创新药2023，年初因美联储加息暂停等预期带动1月强势上涨行情，上半年整体较好。Q3因医疗行业反腐对估值有所压缩。而由于药企业绩普遍未受重创，反而由于费用降低带来一时间利润增厚，叠加年底医保谈判催化，出海方面频现好消息，12月现一波小反弹。
- 2024年初大盘整体表现不佳，以及美国生物法案等消息面影响造成创新药板块重挫。农历新年前，国内支付端政策现利好，连续两日大幅反弹。目前整体估值在具有高度性价比位置，多层利空出尽，创新药板块具有反弹后劲。

2019年~YTD A股及港股创新药指数行情



资料来源：Wind、华安证券研究所

医药政策复盘：创新药审批审评和医保支付政策日趋成熟规范



资料来源：国家医保局、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

医药政策复盘：2019~2023年历次药品集采应采尽采，价格压缩趋于平缓

- 2018年以来，国家组织药品集中带量采购已经进行了七批。集采以“4+7”试点为起始，此后大概每隔半年开展一次，七批下来共计采购294个品种，平均降幅在50%以上。5年以来，历次集中采购药品价格平均降幅超50%，患者药物治疗成本压力得到显著减轻，同时院内购药因此与零售价格拉开较大差距，不乏价格敏感型患者因此选择诊疗机构端作为长期购药途径。
- 第九批集采对中标药品的采购周期给出新规，往年集采中标药品遵循以下原则：中标企业不足3家的采购周期为1年，中标企业达3家的药品采购周期延长至2年，中标企业数为4家的采购周期则为3年。2023年集采规则取消中标企业数量对采购周期的限制，并将此标期统一拉长至4年。这一调整将很大程度上提升企业参与集采投标的积极性，集采覆盖药企范围扩大也将有助于市场供应的稳定发展。

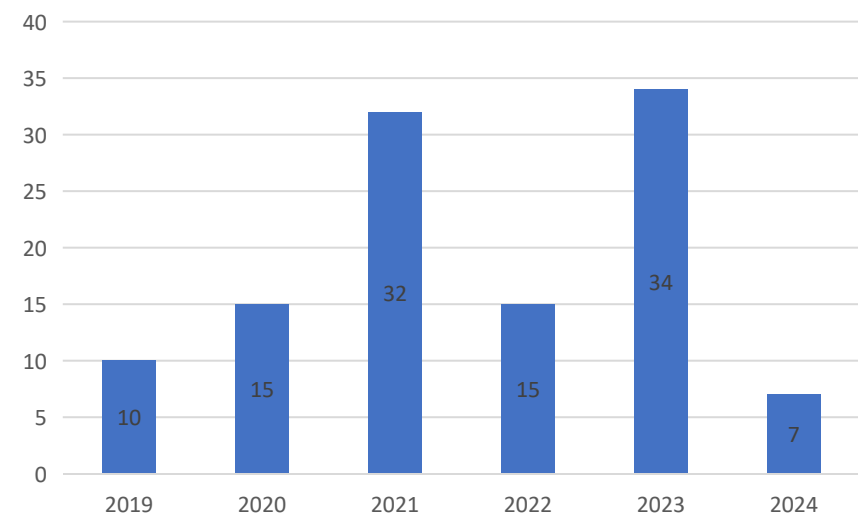
	批次	招标品种数	中标数	采购量	平均降幅	最高降幅	采购周期	集采范围	执行时间
第一批	4+7试点	31	25	1家30%	52%		1年	11个试点城市	2019.3
	4+7扩围	25	25	1家50% 2家60% 3家70%	59%	78%	1-2年	25个扩围省份	2019.12
	第二批	33	32		53%	93%			2020.4
	第三批	56	55		53%	95%			2020.11
	第四批	45	45	1家50% 2家60% 3家70% ≥4家80%	52%	96%	1-3年		2021.4
	第五批	62	61		56%	98%			2021.9
	第六批（胰岛素）	16	16	2.1亿支	48%	76%	2年	全国	2022.5
	第七批	61	60		48%	97%	1-3年		2022.11
	第八批	39	39	1家50% 2家60% 3家70% ≥4家80%	56%	83%	1-2.5年		2023.7
	第九批	42	41		58%	99%	4年		2024.3

资料来源：国家组织药品联合采购办公室、华安证券研究所

制药板块复盘：2023获批国产一类新药数量创新高

- 新药临床方面**，2023年我国共有34款国产1类新药获批，数量上较2022年增长156%，也刷新了2021年32款的历史纪录。与此同时，目前还有80款国产1类新药处于上市申请NDA阶段，这些品种有望未来一两年内在国内批准上市。随着CDE审评的科学严格化发展，药企持续创新研发为疾病市场输入优质国产创新药，满足临床未满足需求。
- 仅2024年1月1日至3月15日，获批1类新药（含1/1.1类化药、生物药）已达5款。涉及阿尔茨海默病、2型糖尿病、术后疼痛、骨髓瘤、黑色素瘤等多个领域。

近年NMPA批准一类新药数量



2024年NMPA批准一类新药（化药、生物药）

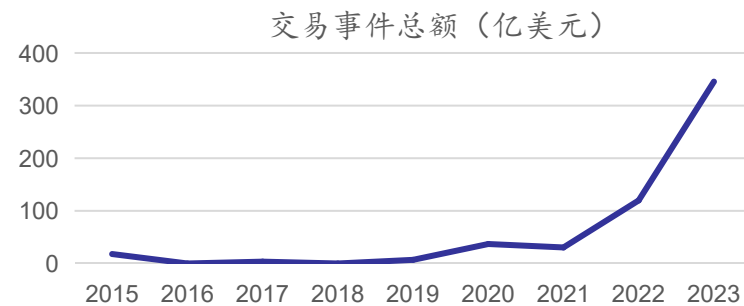
药品名	公司	获批日期	适应症
仑卡奈单抗注射液	卫材	1.9	阿尔茨海默症
脯氨酸加格列净片	惠升生物	1.19	T2DM
富马酸吉利定注射液	恒瑞医药	1.31	术后疼痛
泽沃基奥仑赛注射液	科济药业	3.1	多发性骨髓瘤
妥拉美替尼胶囊	科州药物	3.15	黑色素瘤

资料来源：获批新药数更新至2024.3.15，公司官网、华安证券研究所整理

制药板块复盘：BD授权出海大年，国产创新药创新性获MNC认可

- 合作授权方面，2023年国产创新药对外授权集中爆发，MNC抄底优质创新药资产，不乏超10亿美元大额交易。2023年末百利天恒以84亿美元总额向BMS授出其BL-B01D1（EGFR/HER ADC）海外权益，刷新中国创新药出海最高交易金额。前十大授权资产中ADC占一半，继续巩固中国ADC创新药在全球研发链条中的地位。

近年生物医药行业BD授权事件统计



2023年创新药BD授权前十大交易

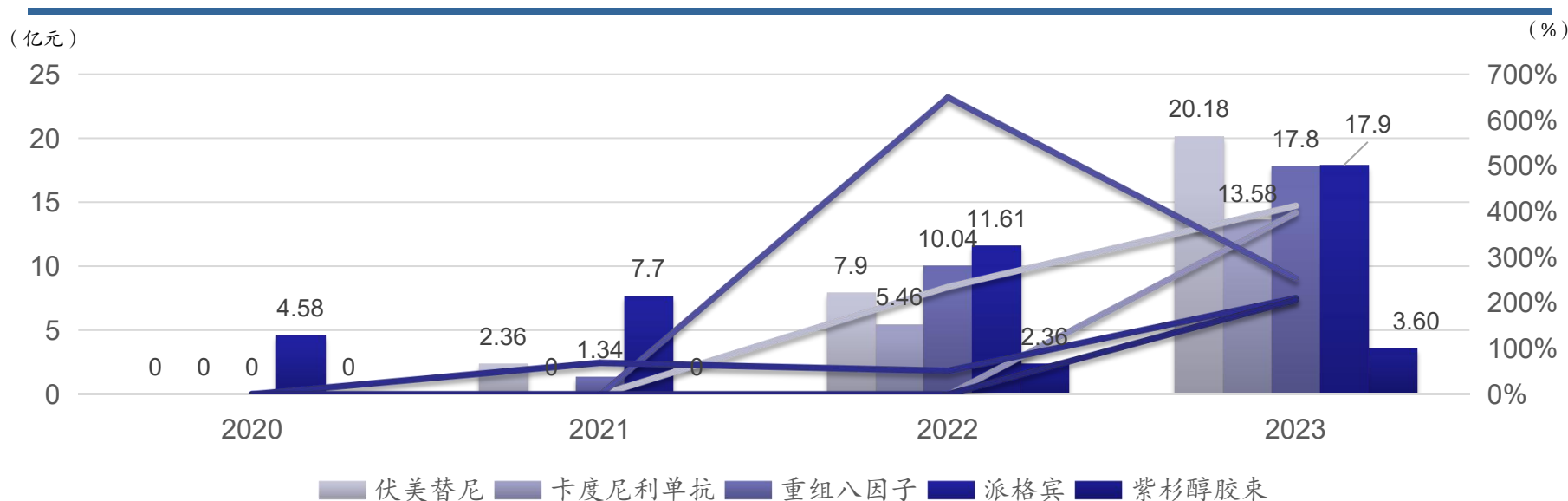
金额	授权方	受让方	产品	总金额	靶点
1	百利天恒	BMS	BL-B01D1	84亿美元	EGFR/HER3 ADC
2	康方生物	Summit Therapeutics	AK112	50亿美元	PD-1/VEGF双抗
3	诚益生物	阿斯利康	ECC5004	20.1亿美元+销售分成	GLP-1RA
4	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	16.7亿美元+销售分成	HER2 ADC、TOP-1 ADC
5	翰森生物	葛兰素史克	HS-20089	15.7亿美元+销售分成	B7-H4 ADC
6	恒瑞医药	德国默克	HRS-1167, SHR-A1904	14.97亿美元+销售分成	Claudin18.2 ADC
7	和黄医药	武田	呋喹替尼	11.3亿美元+销售分成	VEGF小分子
8	传奇生物	诺华	CAR-T细胞疗法	11.1亿美元	DLL3 CAR-T
9	和铂医药/诺纳生物	辉瑞	HBM9033	11亿美元+销售分成	MSLN ADC
10	普米斯生物	BioNTech	PM8002	10.55亿美元	PD-L1/VEGF双抗

资料来源：获批新药数更新至2024.3.15，公司官网、华安证券研究所整理

制药板块复盘：临床需求大单品持续放量，支撑创新研发底层逻辑

- 商业化方面，具有实际临床需求、疾病市场较大的单品持续放量，这类创新药公司走出底层创新研发支持快速盈利，并反馈支持更大创新的良性循环逻辑。其中以艾力斯的伏美替尼、康方生物的卡度尼利单抗、神州细胞的重组八因子注射液、特宝生物的派格宾、上海谊众的紫杉醇胶束为主要代表。其中艾力斯的伏美替尼在上市第三年（2023年）即达到20亿元销售额大关，堪称国产创新药商业化传奇，其放量原因来自国内非小细胞肺癌近年的高发病率，三代EGFR肺癌靶向药本身的治疗优越性，以及医保内的高可及性，公司积极抓住准入推广等市场机会，加快产品放量。

代表成功商业化大单品销售情况（亿元）



资料来源：公司年报、华安证券研究所整理

制药公司业绩复盘：成本控制持续显效益

- **营收利润端**：2023年化学制药公司整体营收增速为0.65%，24Q1为-0.23%，2023年医药反腐对23Q4营收造成较大影响，23年归母净利润增速为5.08%，24Q1为3.86%，23年主要为反腐影响下公司费用投入减少、公司持续深化成本控制造成；生物制药整体营收增速为13.16%，24Q1为5.55%，23年归母净利润增速为10%，24Q1为0.81%，多家公司进入产品商业化或审批阶段，营收利润开始收获增量。
- **费用率**：2023年化学制药公司整体期间费用率为32.33%，销售费用率为23.78%，销售费用率为近年最低，且Q1保持降低趋势；生物制药公司整体期间费用率为48.37%，24Q1为42.82%，销售费用率为35.99%，24Q1为32.99%，新产品导入阶段投入较多所致。

申万化学制剂及生物制药板块历年财务指标

化学制剂	2021A	2022A	2023A	2023Q1	2024Q1	其他生物制品	2021A	2022A	2023A	2023Q1	2024Q1
营业收入YOY	6.14%	2.51%	0.65%	5.53%	-0.23%	营业收入YOY	15.79%	-0.67%	13.16%	-3.41%	5.55%
归母净利润YOY	8.60%	5.05%	5.08%	2.62%	3.86%	归母净利润YOY	13.33%	5.22%	10.00%	2.70%	0.81%
毛利率	51.12%	49.90%	50.61%	50.14%	53.03%	毛利率	78.52%	73.38%	80.43%	72.04%	78.03%
净利率	9.30%	7.51%	6.47%	10.76%	15.24%	净利率	28.86%	24.85%	-3.65%	24.74%	11.15%
期间费用率	34.82%	33.06%	32.33%	31.19%	28.35%	期间费用率	37.81%	37.48%	48.37%	34.26%	42.82%
销售费用率	26.19%	24.64%	23.78%	22.85%	20.74%	销售费用率	28.77%	28.43%	35.99%	25.29%	32.99%
ROE（平均）	8.82%	6.86%	5.07%	2.47%	3.35%	ROE（平均）	13.46%	9.78%	-1.72%	2.28%	1.04%
经营性现金净流量/营业收入	11.52%	12.33%	13.90%	5.27%	15.60%	经营性现金净流量/营业收入	27.63%	22.76%	-2.26%	20.24%	11.53%

资料来源：iFinD，更新至2024/3/31、华安证券研究所

制药公司业绩复盘：A股盈利制药公司23FY及24Q1业绩表现

单位：百万元	总市值(亿元)	2024预测 PE	2024预测 净利润	2023营收	yoy(%)	2023归母	yoy(%)	研发投入占 营收比(%)	销售费用占 营收比(%)	2024Q1 营收	yoy(%)	2024Q1 归母	yoy(%)
600276.SH 恒瑞医药	2944.55	54.37	5415.57	22819.78	7.26	4302.44	10.14	26.95	33.20	5997.53	9.20	1368.93	10.48
000963.SZ 华东医药	577.88	16.90	3419.35	40623.78	7.71	2838.86	13.59	13.10	16.36	10410.81	2.93	862.41	14.18
600196.SH 复星医药	563.66	17.67	3579.20	41399.54	-5.81	2386.27	-36.04	14.34	23.46	10157.26	-6.56	609.73	-38.22
002422.SZ 科伦药业	543.74	18.85	2884.17	21453.93	12.69	2456.11	44.03	9.10	20.74	6219.42	10.32	1026.19	26.00
300765.SZ 新诺威	481.35	55.20	871.99	2501.70	-4.75	755.56	4.03	1.86	8.20	524.07	-27.08	79.06	-38.86
002294.SZ 信立泰	355.85	54.80	649.32	3365.34	-3.35	580.07	-8.95	31.13	30.18	1090.97	22.92	200.27	-5.06
002653.SZ 海思科	338.25	76.31	443.26	3355.07	11.27	295.11	6.51	26.09	35.78	752.13	20.60	91.96	219.86
600079.SH 人福医药	330.55	13.27	2490.14	24524.74	9.79	2134.48	-14.07	6.28	17.93	6367.37	2.28	486.39	-26.89
300573.SZ 兴齐眼药	323.41	46.74	691.96	1467.57	17.42	240.04	13.39	12.38	36.48	349.88	22.10	34.75	79.59
000513.SZ 丽珠集团	323.26	16.75	2220.38	12430.04	-1.58	1953.65	2.32	9.94	28.95	3242.81	-4.99	607.82	4.45
688578.SH 艾力斯	279.36	26.95	1036.60	2018.18	155.14	644.17	393.54	15.51	45.61	742.84	168.65	306.05	777.51
002262.SZ 恩华药业	252.00	19.94	1263.51	5041.50	17.28	1036.92	15.12	12.18	34.45	1357.57	15.16	265.28	16.64
688278.SH 特宝生物	246.15	32.59	755.41	2100.32	37.55	555.45	93.52	13.33	40.41	545.30	30.05	128.81	53.03
603707.SH 健友股份	221.48	18.78	1179.09	3931.39	5.89	-189.45	-117.37	15.02	10.70	1004.27	-23.19	177.19	-46.68
600867.SH 通化东宝	199.96	15.81	1265.08	3075.42	10.69	1167.84	-26.17	13.67	29.68	591.39	-11.12	214.68	-14.28
002773.SZ 康弘药业	199.52	0.00	0.00	3957.46	16.77	1044.77	16.52	11.43	37.17	1092.78	23.50	373.52	33.72
300558.SZ 贝达药业	174.63	41.24	423.43	2456.20	3.35	348.03	139.33	40.80	34.76	735.78	38.40	98.14	90.95
002019.SZ 亿帆医药	162.33	29.29	554.19	4068.11	6.03	-551.07	-388.19	12.94	27.51	1325.97	41.28	146.10	125.55
688336.SH 三生国健	147.78	47.77	309.34	1014.03	22.84	294.61	497.63	30.98	24.83	266.90	28.72	91.12	171.88
002399.SZ 海普瑞	135.93	0.00	0.00	5445.57	-23.94	-783.26	-207.68	3.44	9.50	1373.25	5.55	155.04	133.00
002675.SZ 东诚药业	114.04	28.65	398.00	3275.65	-8.58	209.74	-31.75	9.56	15.49	647.23	-23.90	64.33	28.38
002755.SZ 奥赛康	103.77	695.85	14.91	1443.46	-22.92	-148.53	34.23	41.15	58.21	448.49	32.47	31.54	145.99
002020.SZ 京新药业	102.12	14.60	699.31	3998.84	5.79	618.90	-6.55	10.03	19.59	1060.66	10.44	171.21	13.23
688321.SH 微芯生物	90.11	-58.01	-155.33	523.71	-1.18	88.84	408.09	77.30	54.30	130.60	22.60	-18.30	43.64
688658.SH 悦康药业	74.39	23.21	320.46	4196.30	-7.61	184.80	-44.87	10.38	42.11	967.90	-14.24	69.31	-18.72
688513.SH 苑东生物	72.75	25.66	283.50	1117.12	-4.56	226.57	-8.09	22.03	34.42	314.99	13.37	75.01	23.00
688505.SH 复旦张江	61.32	0.00	0.00	850.73	-17.50	108.63	-21.28	28.76	45.09	147.65	-21.94	2.35	-73.29
688091.SH 上海谊众	59.23	0.00	0.00	360.25	52.68	161.55	13.09	6.23	29.60	68.70	-25.65	29.18	-46.97
688687.SH 凯因科技	51.18	31.71	161.38	1412.01	21.73	116.52	39.71	12.22	56.19	212.67	10.34	22.14	4.75
688566.SH 吉贝尔	50.43	18.76	268.77	860.93	31.49	219.09	41.65	6.48	46.68	194.23	17.47	52.51	38.15

资料来源：Wind一致预期（更新至2024年4月30日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

制药公司业绩复盘：A股未盈利制药公司23FY及24Q1业绩表现

单位：百万 元	总市值(亿 元)	2024预测 PE	2024预测净 利润	2023营收	yoy(%)	2023归母	yoy(%)	研发投入占 营收比(%)	销售费用占 营收比(%)	2024Q1营 收	yoy(%)	2024Q1归 母*	yoy(%)
688235.SH 百济神州	1811.33	-40.17	-4509.19	17423.34	82.13	-6715.86	50.77	0.00	41.92	0.00	0.00	0.00	0.00
688506.SH 百利天恒	620.19	14.12	4391.96	561.87	-20.11	-780.50	-176.40	0.00	44.71	5462.12	4325.45	5005.16	3100.16
688331.SH 荣昌生物	302.38	-33.33	-907.14	1082.95	40.26	-1511.23	-51.30	120.62	71.58	330.43	96.41	-348.92	-7.77
688180.SH 君实生物	297.09	-24.12	-1231.53	1502.55	3.38	-2283.43	4.38	128.95	56.19	380.80	49.24	-283.03	47.92
688520.SH 神州细胞	221.96	72.00	308.25	1887.35	84.46	-396.02	23.70	64.50	23.11	612.50	86.30	74.20	148.49
688192.SH 迪哲医药	187.25	-22.77	-822.33	91.29	0.00	-1107.71	-50.50	882.47	230.09	81.32	0.00	-224.23	6.38
688428.SH 诺诚健华	152.64	-22.27	-685.33	738.54	18.09	-631.26	28.80	102.53	49.68	0.00	0.00	0.00	0.00
688266.SH 泽璟制药	145.85	-103.85	-140.45	386.44	27.83	-278.58	39.08	128.44	64.82	108.24	0.12	-39.50	30.98
688062.SH 迈威生物	141.34	-16.05	-880.84	127.84	361.03	-1053.43	-10.28	653.79	111.79	67.56	1572.42	-205.66	14.70
688177.SH 百奥泰	137.14	-135.11	-101.51	704.79	54.86	-394.53	17.87	109.06	23.98	161.59	4.30	-118.96	16.57
002755.SZ 奥赛康	103.77	695.85	14.91	1443.46	-22.92	-148.53	34.23	41.15	58.21	448.49	32.47	31.54	145.99
688197.SH 首药控股	76.62	-32.27	-237.45	5.23	186.18	-185.57	-6.76	0.00	0.00	0.00	0.00	-53.31	-13.21
688488.SH 艾迪药业	62.19	-180.08	-34.54	411.36	68.44	-76.07	38.70	20.46	25.38	92.89	-17.52	-13.61	-2898.79
688382.SH 益方生物	56.28	-20.41	-275.75	185.53	0.00	-283.98	41.26	238.73	0.00	8.61	0.00	-83.18	29.43
002793.SZ 罗欣药业	50.36	0.00	0.00	2363.87	-34.11	-661.14	46.03	9.90	40.78	688.73	3.97	-36.66	59.37
688176.SH 亚虹医药	37.73	-10.00	-377.35	13.75	52604.25	-400.43	-62.42	0.00	250.27	24.32	106217.71	-82.85	-31.64
688136.SH 科兴制药	33.76	143.83	23.47	1259.04	-4.32	-190.29	-110.74	27.39	54.75	360.66	11.79	12.40	241.49
688373.SH 盟科药业	33.48	-6.65	-503.33	90.78	88.31	-421.12	-91.16	379.90	118.32	33.02	91.10	-102.14	-81.86
300204.SZ 舒泰神	31.92	0.00	0.00	364.18	-33.66	-398.89	-102.48	123.02	49.88	94.98	46.09	-3.77	92.26
688302.SH 海创药业	28.79	-8.55	-336.86	0.00	0.00	-294.16	2.44	0.00	0.00	0.00	0.00	-47.21	37.36
300436.SZ 广生堂	28.57	0.00	0.00	422.71	9.58	-348.59	-173.61	74.33	44.90	120.05	36.06	-14.64	76.87
688221.SH 前沿生物	24.65	-10.76	-228.98	114.25	34.82	-328.96	7.79	187.51	56.69	24.65	106.93	-55.71	26.42
300255.SZ 常山药业	107.25	0.00	0.00	1410.44	-39.63	-1240.21	-7181.47	16.62	33.52	294.32	-41.36	-61.67	-1457.82
002693.SZ 双成药业	21.92	0.00	0.00	235.93	-14.13	-50.74	-663.02	14.46	43.64	42.76	-47.52	-8.74	-294.04

*红色为2024Q1扭亏公司

资料来源：Wind一致预期（更新至2024年4月30日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

制药公司业绩复盘：港股盈利制药公司23FY及24Q1业绩表现

单位：百 万港元		总市值(亿港元)	2024预测 PE	2024预测净 利润	2023营收	yoy(%)	2023归母	yoy(%)	研发投入占营 收比 (%)	销售费用占营 收比 (%)
3692.HK	翰森制药	1082.66	26.53	3783.83	10103.81	7.69	3277.50	26.85	20.76	34.95
1093.HK	石药集团	804.18	11.09	6725.80	31450.11	1.66	5873.33	-3.58	15.36	29.06
1177.HK	中国生物制药	539.59	17.64	2835.84	27982.30	-2.77	2331.94	-8.32	15.73	32.85
9926.HK	康方生物	424.27	-130.01	-302.55	4526.25	440.35	2028.30	273.60	0.00	19.67
2196.HK	复星医药	336.19	0.00	0.00	41248.51	-5.85	2397.56	-35.84	14.34	23.55
0013.HK	和黄医药	267.48	-38.11	-89.70	838.00	96.52	100.78	127.93	36.04	6.37
1513.HK	丽珠医药	252.21	0.00	0.00	12278.52	-1.58	1953.65	2.32	9.94	29.30
0867.HK	康哲药业	180.71	5.45	3071.88	8013.29	-12.43	2400.94	-26.33	2.44	31.34
3933.HK	联邦制药	174.43	5.63	2872.77	13739.88	21.22	2701.35	70.85	5.51	11.60
1530.HK	三生制药	165.85	7.91	1943.25	7815.94	13.84	1549.24	-19.13	10.17	38.46
0512.HK	远大医药	161.15	0.00	0.00	10529.59	10.12	1880.00	-9.59	5.43	24.38
2096.HK	先声药业	148.23	13.81	995.32	6607.81	4.49	714.76	-23.22	23.66	35.66
2005.HK	石四药集团	141.92	9.17	1548.50	6463.01	0.45	1318.62	17.44	4.48	23.71
1558.HK	东阳光长江药业	114.40	0.00	0.00	6294.59	68.08	1992.62	2501.23	3.05	24.58
6600.HK	赛生药业	113.73	8.45	1248.18	3155.61	14.76	1121.90	31.16	5.41	22.59
2186.HK	绿叶制药	113.60	13.20	798.00	6143.08	2.70	532.61	-11.94	9.54	33.47
2696.HK	复宏汉霖	90.22	13.35	626.34	5394.91	67.82	546.02	178.53	20.74	32.52
9989.HK	海普瑞	50.62	0.00	0.00	5430.97	-24.05	-783.26	-207.68	3.44	9.53
1349.HK	复旦张江	22.29	0.00	0.00	845.34	-17.50	108.63	-21.28	28.76	45.38
2142.HK	和铂医药-B	10.45	0.00	0.00	89.50	120.13	22.80	116.61	50.37	1.19

资料来源：Wind一致预期（更新至2024年4月30日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

制药公司业绩复盘：港股未盈利制药公司23FY及24Q1业绩表现

单位：百 万港元		总市值(亿港 元)	2024预测 PE	2024预测净 利润	2023营收	yoy(%)	2023归母	yoy(%)	研发投入占营收 比(%)	销售费用占营收 比(%)
6160.HK	百济神州	1328.42	-28.41	-597.50	2458.78	73.65	-881.71	56.00	0.00	0.00
1801.HK	信达生物	663.68	-98.43	-625.10	6206.07	36.21	-1027.91	52.83	35.89	49.96
6990.HK	科伦博泰生物-B	359.48	-51.20	-650.97	1540.49	91.62	-522.21	4.72	66.92	1.27
9995.HK	荣昌生物	162.21	-11.69	-1286.37	1076.13	40.16	-1511.23	-51.30	120.62	72.03
9688.HK	再鼎医药	126.99	-6.04	-268.84	266.72	24.03	-334.62	24.51	99.68	0.00
1877.HK	君实生物	121.63	-5.90	-1911.35	1502.55	3.38	-2281.62	4.38	128.95	56.19
2157.HK	乐普生物-B	106.37	-28.18	-350.00	225.35	1347.16	-22.10	96.79	203.27	19.21
2162.HK	康诺亚-B	99.59	-11.53	-800.46	354.10	253.87	-359.36	-16.63	168.40	0.00
9969.HK	诺诚健华	94.30	-18.66	-468.63	738.54	18.09	-631.26	28.80	102.53	49.68
1952.HK	云顶新耀-B	80.88	-9.48	-791.00	125.93	884.46	-844.46	-241.50	428.85	183.77
0460.HK	四环医药	56.91	0.00	0.00	1860.54	-21.85	-54.02	97.18	31.05	23.77
2509.HK	荃信生物-B	56.85	0.00	0.00	0.00	0.00	-507.75	-70.28	0.00	0.00
6855.HK	亚盛医药-B	53.40	-6.09	-813.08	221.98	5.85	-925.64	-4.84	318.48	88.02
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	50.08	-15.58	-298.00	218.77	31.12	-210.59	35.35	186.28	0.00
1477.HK	欧康维视生物-B	49.74	0.00	0.00	246.37	54.99	-379.79	5.68	50.24	91.84
2171.HK	科济药业-B	35.63	-4.68	-706.52	0.00	0.00	-747.79	16.19	0.00	0.00
6978.HK	永泰生物-B	17.65	0.00	0.00	0.00	0.00	-334.82	-5.25	0.00	0.00
1244.HK	3D Medicines	17.30	-11.23	-142.85	634.95	11.91	-524.70	48.78	67.01	59.66
2552.HK	华领医药-B	16.78	-12.75	-122.00	76.61	335.31	-211.23	-3.80	223.91	104.11
1167.HK	加科思-B	14.73	-3.14	-435.12	63.52	-33.66	-359.12	3.43	586.15	0.00
2616.HK	基石药业-B	14.13	-2.99	-437.53	463.84	-3.64	-367.23	59.32	113.79	42.98
2137.HK	腾盛博药-B	10.07	0.00	0.00	0.62	-98.80	-174.83	63.90	65268.23	229.98
6622.HK	兆科眼科-B	8.30	0.00	0.00	18.75	0.00	-385.04	5.47	1776.27	276.74
2126.HK	药明巨诺-B	7.96	0.00	0.00	173.86	19.32	-768.00	9.23	237.91	65.11
6996.HK	德琪医药-B	7.15	0.00	0.00	67.31	-57.97	-581.18	3.38	602.73	286.37

资料来源：Wind一致预期（更新至2024年4月30日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

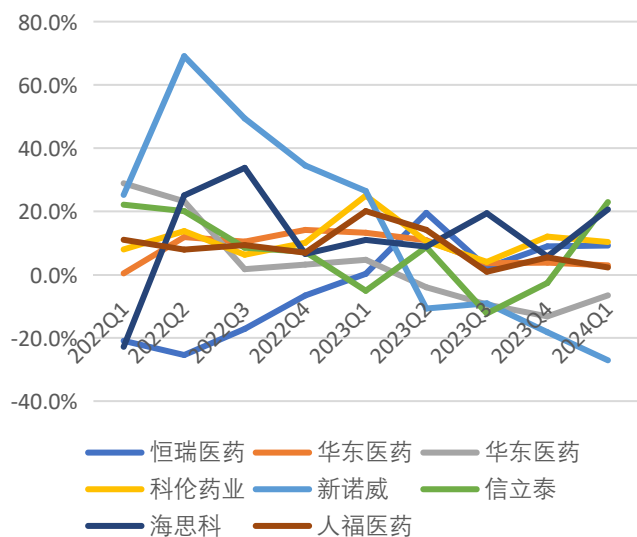
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

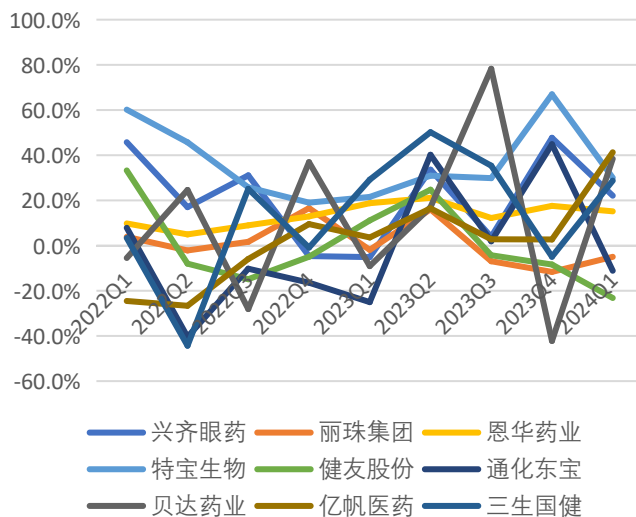
制药公司业绩复盘：23Q4反腐影响营收增速分化，24Q1未有明显增收

- **营收端：**23Q4延续23Q3医疗反腐对公司营收的影响，头部市值公司由于产品线的丰富，整体影响不大，华东医药、新诺威、信立泰有所下滑，其中信立泰叠加主力单品集采影响，全年营收受影响较大，24Q1有显著回升；中部市值公司中，具备市场需求产品的公司亦能具有不错增速，特宝生物头部单品带动营收持续高增速；中小市值公司中有新产品或新适应症获批的获得了显著的新增量支持，例如微芯生物的西格列他纳2型糖尿病适应症获批等。
- 2024年多数制药公司营收增长多来自医保准入产品的增长，Q1多为渠道建设时期，预计Q2会有较明显的营收贡献爬坡。

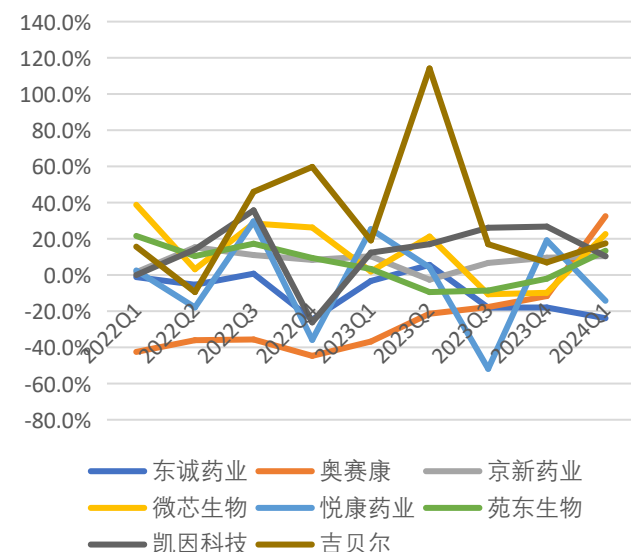
前八大市值制药公司单季度收入增速



中部市值制药公司单季度收入增速



中小市值制药公司单季度收入增速

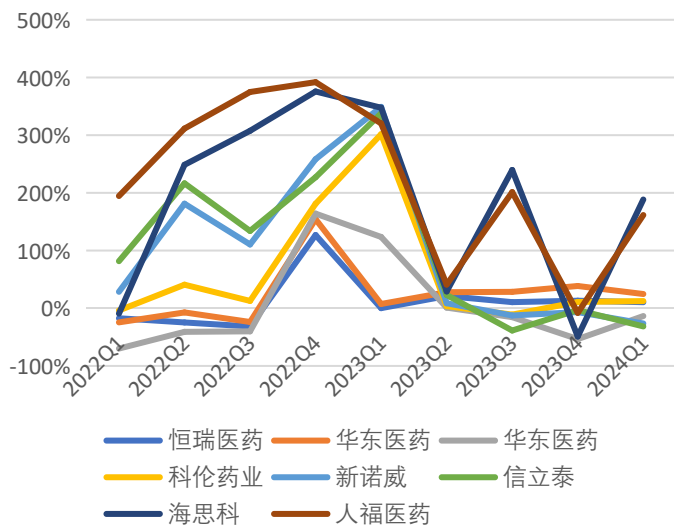


资料来源：iFinD，华安证券研究所

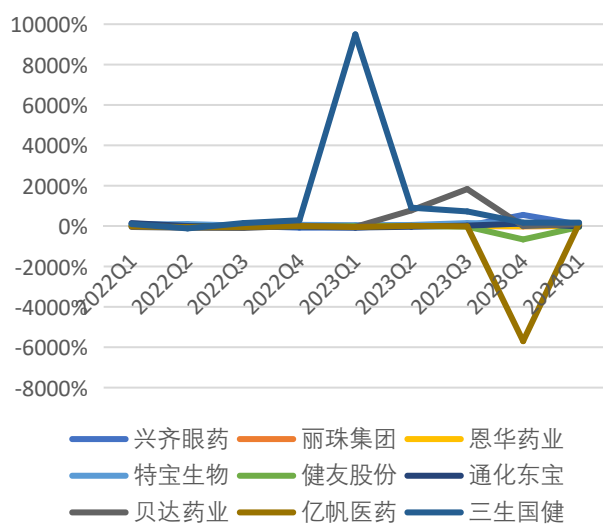
制药公司业绩复盘：成本控制持续增厚利润，23年集中出清消极影响

- **利润端：**头部公司持续深化成本控制，销售费用率有较大的收窄，24年预计将延续趋势，但随着医药推广活动、研发项目的推进，24Q1的费用整体有所回升；对于中部市值不少公司选择在2023年集中进行减值计提处理，例如亿帆医药及健友股份，其中亿帆医药则在24Q1明显收获利润恢复；中小市值公司有望在2024年通过新产品带来的营收增收实现更高利润增速或扭亏，例如，已在24Q1实现盈利的公司（23年为亏损）有神州细胞、奥赛康、科兴制药。
- 2024年利润增速主要来自持续的降本增效，以及产品销售进入收获期，继续关注药企运营拐点。

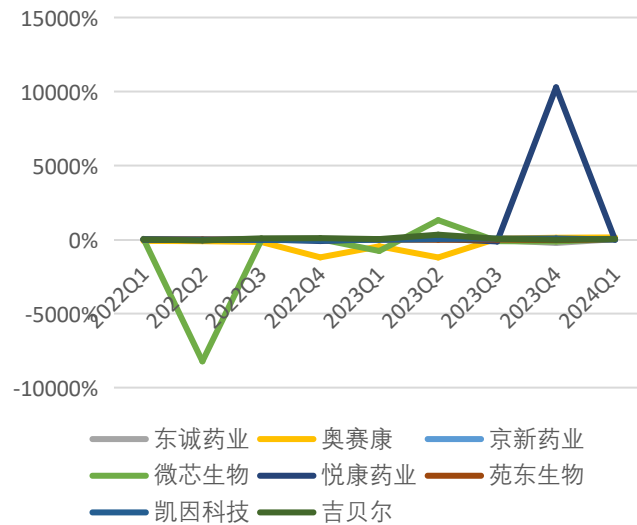
前八大市值制药公司单季度利润增速



中部市值制药公司单季度利润增速



中小市值制药公司单季度利润增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

主要观点：挖掘临床获益+真创新，关注FIC及出海品种

✓ 建议关注标的

- 差异化优势是目前药企在国内外成功的最重要因素，FIC是最终方向。
- 借助跨国药企MNC的资源与实力形成企业层面、产品层面联盟。
- 在国内支付政策与环境的转变下，积极考虑内外双循环战略布局。
- 传统大药企模式创新、产业升级，小型biotech技术创新势在必行。

1) 整体基本面向好+手握FIC产品：

泽璟制药（三抗出海BD潜力+凝血酶、杰克替尼商业化）；

亿帆医药（基础业务增量+F652、F627出海）；

信立泰（集采影响出清 JK07心衰出海）；

艾迪药业（国产HIV复方医保内首年放量）；

兴齐眼药（首个治疗近视阿托品滴眼液获批上市）；

2) 具有出海商业化实力及有效产品的：

科伦博泰生物-B（SKB264国内即将上市，8项国际临床开展中）；

贝达药业（恩沙替尼FDA即将获批）；

康哲药业（深耕东南亚，IL-23、芦可软膏等国内FIC+集采挤压出尽）；

绿叶制药（CNS前瞻性布局全球化供应体系）；

科兴制药（生物类似药出口东南亚、欧盟等地）；

3) 长期关注出海型/平台型制药企业：百济神州、恒瑞医药、科伦药业、信达生物、荣昌生物、君实生物。

下划线为华安医药覆盖

华安证券研究所



目录

1. 23年和24Q1业绩：24Q1利润开始逐步增长
2. 基金持仓：24Q1医药持仓出现环比降低
3. 中药：逐步减弱疫情影响，各公司季度增速趋稳
4. 医药流通和药店：摆脱影响，大连锁优势凸显
5. 医疗器械：板块低点已过，做多窗口开启，设备耗材多点开花
6. 医疗服务：关注政策进展，静待消费花开
7. 血制品和疫苗：业绩与景气度双增，持续性可期
8. 创新药：多数公司23年消极因素集中出清，24Q1迎来拐点
9. CXO：业绩短期承压，看好高景气细分领域龙头



CXO：2023年报及2024年一季报总结及展望

- 营业收入增速虽相较于2022年同期有所下降，但多数公司仍保持平稳增长，利润端分化较为明显，短期承压。以23家CXO公司为例，2023年板块整体实现营业收入1088.19亿元，同比增长0.45%；归母净利润210.45亿元，同比下降19.44%。其中仿制药CRO公司如百诚医药、阳光诺和，因与创新药景气度弱相关，仍保持较为高速增长。此外，细分领域领先的企业，也实现了较高的营业增速，如普蕊斯、诺泰生物、诺思格等。因业务结构、下游需求、产能扩建节奏等因素的差异，利润端出现较为明显分化。
- 行业需求端有待回暖，供给端产能建设步伐放缓。营业收入增速虽相较于2022年同期有所下降，但多数公司仍保持平稳增长，利润端分化较为明显，短期承压。其中仿制药CRO公司如百诚医药、阳光诺和，因与创新药景气度弱相关，仍保持较为高速增长。此外，细分领域领先的企业，也实现了较高的营业增速，如普蕊斯、诺泰生物、诺思格等。因业务结构、下游需求、产能扩建节奏等因素的差异，利润端出现较为明显分化。
- 多肽药物需求旺盛，多肽产业链企业潜力突出。根据沙利文数据，2020年全球肽CDMO市场规模约20亿美元，预计到2025年市场规模达44亿美元，2020~2025年复合增长率为17.7%。GLP-1药物需求旺盛，如礼来的Mounjaro（替尔泊肽）2023年全年实现销售额51.63亿美元，增长显著，24Q1实现销售额约18.07亿美元；Zepbound（替尔泊肽）于2023年11月上市，获批减肥减重适应症。该产品已经上市，实现迅速放量，至23年底已实现销售额1.75亿美元。2024年Q1为上市后首个完整销售季度，实现销售额5.17亿美元。再如诺和诺德的司美格鲁肽的三个子品牌实现快速增长，2023年Rybelsus销售额187.50亿DKK（+66%）；Ozempic销售额约957.18亿DKK（+60%）；Wegovy销售额达313.43亿DKK（+407%）。多肽药物下游需求旺盛，有望带动产业链相关企业快速增长。



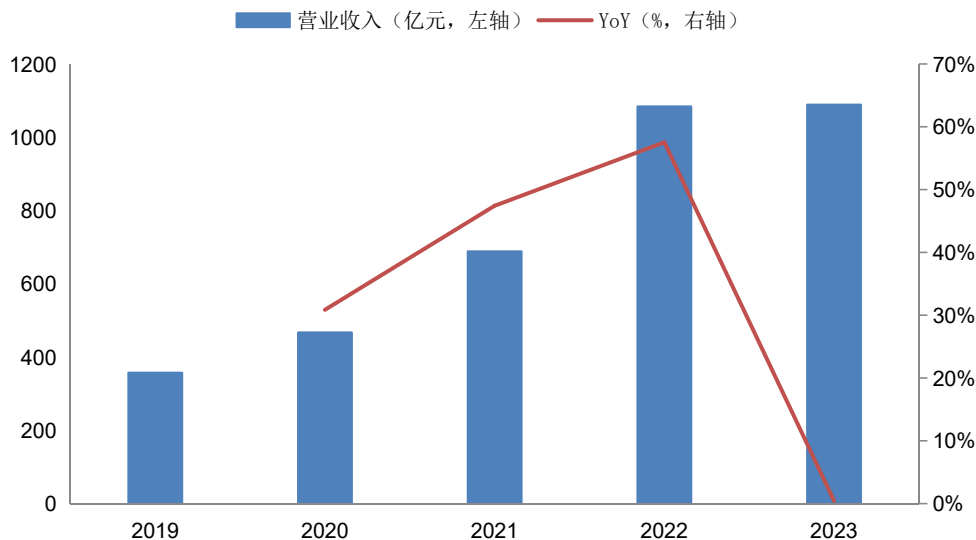
CXO：2023年报及2024年一季报总结及展望

- **投资建议：**后续配置上，我们认为可以关注：
 - 1) 在手订单充裕，业绩确定性较强：百诚医药、阳光诺和等；
 - 2) 海外业务占比高/增速快：药康生物等；
 - 3) 高景气细分赛道：诺泰生物、圣诺生物、翰宇药业、博济医药等。
- **风险提示：**创新药研发不及预期的风险；原材料成本上涨风险；投融资下滑风险；国际汇率变动风险；地缘政治与贸易冲突风险；技术人才紧缺和人才流失的风险。

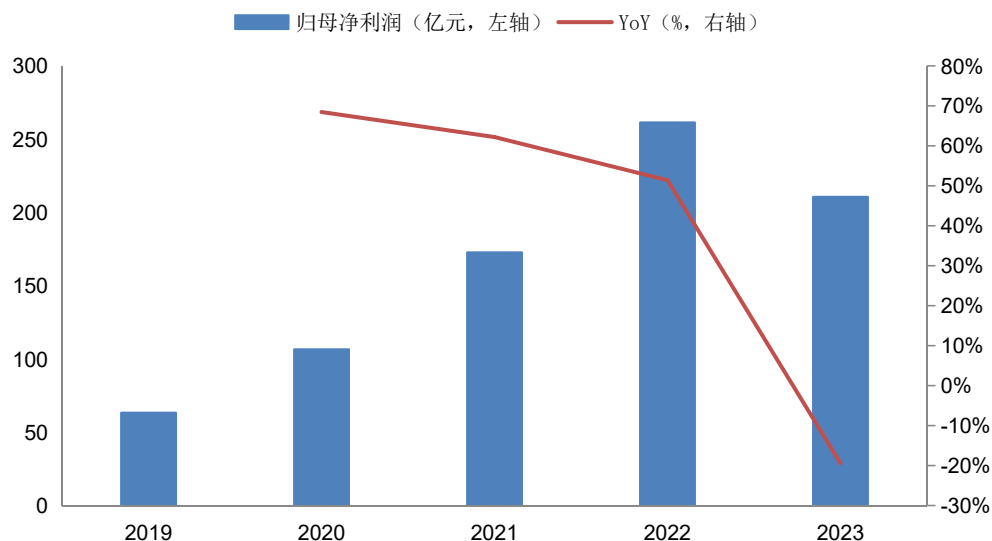
CXO：行业营收端增速减缓，利润端短期承压

- 我们以23家CXO公司为例（具体样本公司见下页），2023年板块整体实现营业收入1088.19亿元，同比增长0.45%；归母净利润210.45亿元，同比下降19.44%。表观业绩增速放缓，我们认为有多项因素导致，1) 2022年因大订单交付等因素，同期业绩高基数；2) 行业景气度下行，部分企业增速放缓；
- 营业收入增速虽相较于2022年同期有所下降，但多数公司仍保持平稳增长，利润端分化较为明显，短期承压。其中仿制药CRO公司如百诚医药、阳光诺和，因与创新药景气度弱相关，仍保持较为高速增长。此外，细分领域领先的企业，也实现了较高的营业增速，如普蕊斯、诺泰生物、诺思格等。因业务结构、下游需求、产能扩建节奏等因素的差异，利润端出现较为明显分化。

CXO板块公司收入表现（亿元）



CXO板块公司利润表现（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

CXO：行业营收端增速减缓，利润端短期承压

CXO公司业绩增速情况

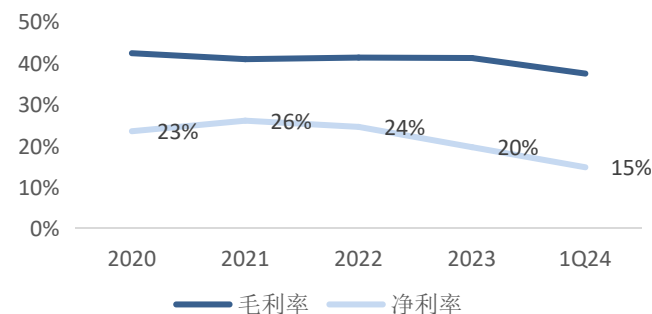
代码	公司简称	营业收入同比增速			归母净利润同比增速			营业收入同比增速（单季度）			归母净利润同比增速（单季度）		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	1Q22	1Q23	1Q24	1Q22	1Q23	1Q24
603259.SH	药明康德	39%	72%	3%	72%	73%	9%	71%	6%	11%	10%	32%	-10%
2269.HK	药明生物	83%	48%	12%	101%	30%	-23%	/	/	/	/	/	/
300759.SZ	康龙化成	45%	38%	12%	42%	-17%	16%	41%	30%	2%	1%	40%	-3%
002821.SZ	凯莱英	47%	121%	24%	48%	209%	-31%	165%	9%	38%	224%	26%	-5%
300347.SZ	泰格医药	63%	36%	4%	64%	-30%	1%	102%	-1%	8%	14%	10%	-3%
603456.SH	九洲药业	53%	34%	1%	67%	45%	12%	60%	27%	16%	120%	35%	-16%
300363.SZ	博腾股份	50%	127%	48%	61%	283%	-8%	166%	-5%	51%	334%	-20%	-13%
688202.SH	美迪西	75%	42%	8%	118%	20%	-11%	66%	27%	43%	71%	32%	-13%
688131.SH	皓元医药	53%	40%	38%	49%	1%	-34%	33%	39%	21%	15%	-26%	-6%
300725.SZ	药石科技	18%	33%	8%	164%	-35%	-37%	17%	14%	2%	2%	-18%	-14%
603127.SH	昭衍新药	41%	50%	5%	77%	93%	-6%	35%	36%	12%	34%	50%	-24%
300149.SZ	睿智医药	14%	-22%	4%	-360%	-194%	-340%	-1%	-30%	13%	480%	-402%	-1%
688621.SH	阳光诺和	42%	37%	38%	46%	48%	18%	54%	57%	9%	63%	44%	52%
688076.SH	诺泰生物	14%	1%	59%	-7%	12%	26%	-19%	55%	71%	-59%	31%	216%
301333.SZ	诺思格	26%	5%	13%	18%	14%	43%	18%	-5%	10%	15%	8%	-20%
301096.SZ	百诚医药	81%	62%	68%	94%	75%	40%	114%	68%	34%	353%	80%	42%
301257.SZ	普蕊斯	50%	17%	30%	64%	25%	86%	24%	30%	7%	0%	160%	-10%
300404.SZ	博济医药	24%	31%	31%	129%	-29%	-12%	34%	39%	62%	69%	-6%	41%
688222.SH	成都先导	28%	6%	13%	-1%	-60%	61%	5%	-4%	54%	-223%	33%	-24%
688238.SH	和元生物	79%	14%	30%	-43%	-28%	-42%	57%	-58%	93%	29%	-363%	33%
688265.SH	南模生物	40%	10%	21%	37%	-109%	281%	34%	20%	5%	18%	-202%	-9%
688046.SH	药康生物	50%	31%	20%	63%	32%	-3%	51%	21%	12%	67%	2%	-5%
688117.SH	圣诺生物	2%	2%	10%	2%	5%	9%	-13%	1%	28%	23%	-2%	17%

资料来源：wind、华安证券研究所

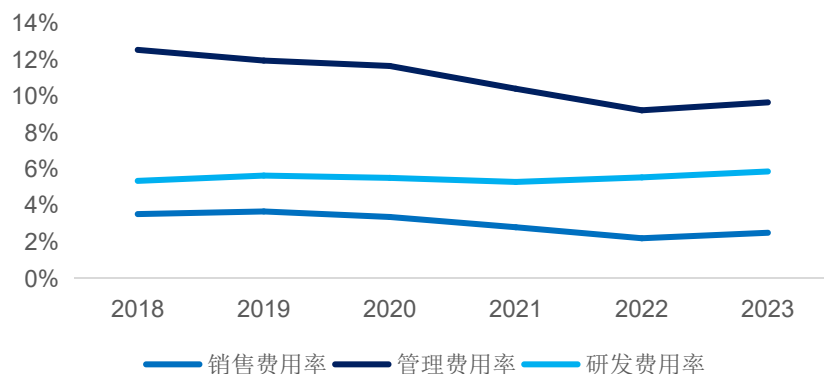
CXO：利润端短期承压，静待修复

- 整体看，CXO板块公司毛利率与净利率水平自2023年开始有所下滑。我们认为由多方面因素共同影响：1) 部分企业大订单交付完成，逐步回归常规业务。2) 生物医药领域投融资波动，同时行业竞争加剧，部分企业业务毛利率受到影响。

CXO板块盈利水平情况

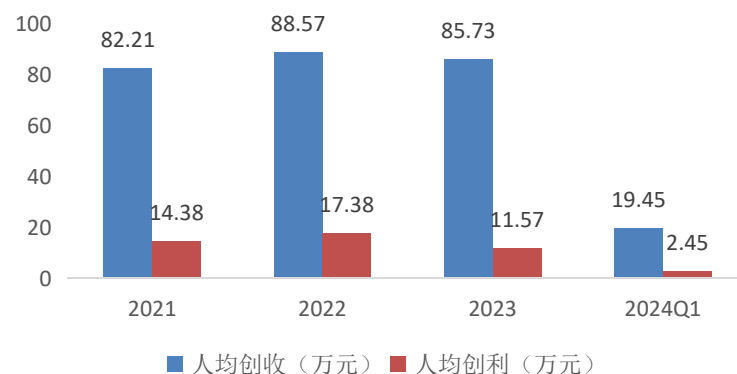


CXO板块期间费用率情况



资料来源：wind、华安证券研究所

CXO板块人均创收及人均创利情况



CXO：利润率短期承压，静待修复

CXO公司业绩增速情况

代码	公司简称	毛利率						净利率					
		2020	2021	2022	2023	1Q24	趋势	2020	2021	2022	2023	1Q24	趋势
603259.SH	药明康德	37.99	36.29	37.30	41.18	38.13	↑	18.06	22.43	22.62	24.05	24.54	↑
2269.HK	药明生物	45.13	46.93	44.04	40.08	/		30.14	34.09	29.76	20.94	/	
300759.SZ	康龙化成	37.47	35.99	36.71	35.75	32.66		22.34	21.76	13.17	13.71	8.08	↑
002821.SZ	凯莱英	46.55	44.33	47.37	51.16	43.52	↑	22.92	23.05	32.13	28.76	19.97	
300347.SZ	泰格医药	47.43	43.55	39.64	38.58	37.83		63.56	65.06	32.06	29.12	18.83	
603456.SH	九洲药业	37.51	33.33	34.66	37.66	34.04	↑	14.35	15.61	16.91	18.67	16.00	↑
300363.SZ	博腾股份	41.68	41.36	51.96	40.69	15.84		15.60	15.32	27.53	4.79	-18.35	
688202.SH	美迪西	41.07	45.34	40.79	23.77	8.33		20.15	24.39	20.39	-2.43	-14.47	
688131.SH	皓元医药	56.67	54.12	51.44	45.17	40.80		20.22	19.66	14.11	6.72	3.28	
300725.SZ	药石科技	45.79	48.13	45.48	42.52	42.69		18.02	41.92	20.44	11.44	13.11	
603127.SH	昭衍新药	51.38	48.73	47.90	42.62	32.84		29.15	36.69	47.32	16.48	-84.16	
300149.SZ	睿智医药	38.32	31.69	25.42	24.77	17.67		10.40	-23.78	28.52	-79.77	-10.87	
688621.SH	阳光诺和	49.61	53.41	55.49	56.68	59.58	↑	21.35	22.04	23.36	19.62	27.25	
688076.SH	诺泰生物	58.16	55.76	57.57	60.97	67.26	↑	21.17	16.90	18.85	16.01	18.15	
301333.SZ	诺思格	39.25	38.32	36.85	39.79	37.84	↑	17.61	16.49	17.93	22.58	13.29	↑
301096.SZ	百诚医药	65.81	67.26	67.37	65.53	68.19		27.60	29.65	31.95	26.74	23.10	
301257.SZ	普蕊斯	29.12	26.08	27.29	30.41	25.33	↑	10.53	11.49	12.35	17.73	12.32	↑
300404.SZ	博济医药	43.70	43.22	37.93	33.34	33.83		9.55	13.42	6.92	4.89	10.31	
688222.SH	成都先导	79.36	47.02	47.67	49.25	54.80	↑	26.28	20.38	7.73	11.00	12.95	↑
688238.SH	和元生物	58.11	51.34	44.41	-6.55	-20.82		63.94	21.28	13.40	-62.41	-71.00	
688265.SH	南模生物	60.34	60.86	41.74	42.38	43.31	↑	22.71	22.11	-1.78	-5.62	-15.55	
688046.SH	药康生物	72.04	74.33	71.38	67.61	65.99		29.18	31.72	31.87	25.54	18.77	
688117.SH	圣诺生物	79.21	71.97	65.47	63.76	63.12		15.84	15.85	16.30	16.17	15.81	

资料来源：wind、华安证券研究所

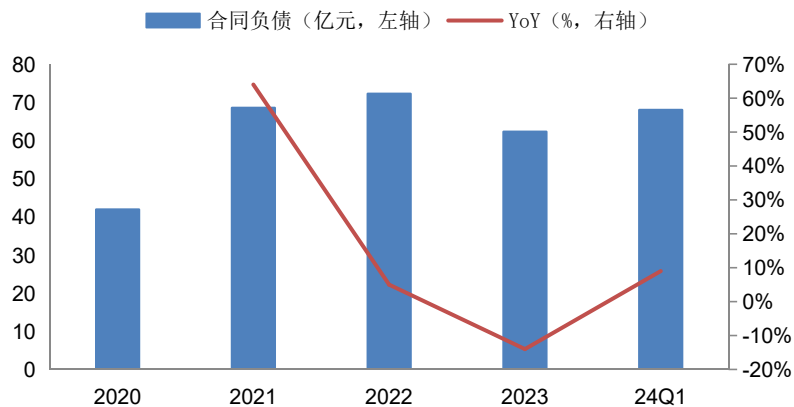
敬请参阅末页重要声明及评级说明 注：表中毛利率和净利率单位为“%”

华安证券研究所

CXO：合同负债短期有所波动

- 合同负债短期有所波动。2023，CXO板块公司整体合同负债达62.27亿元，相较于2022年底下降14%。2024年一季度末，合同负债有所回升，约67.98亿元，环比提升9%。
- 其中，合同负债体量较大的有药明康德（22亿）、昭衍新药（12亿）、康龙化成（8亿）。
- 增速较快的有博腾股份（+82%）、圣诺生物（+71%）、诺泰生物（+59%）。

CXO板块合同负债情况（亿元）



CXO公司合同负债（亿元）

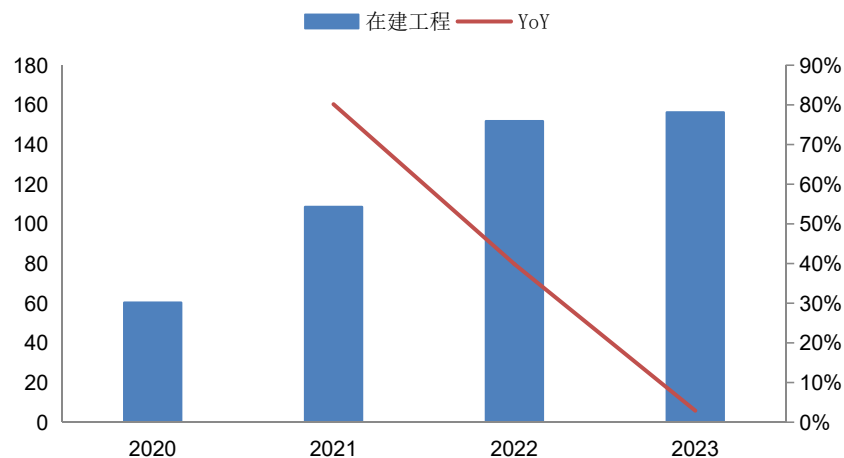
代码	公司简称	合同负债				
		2020	2021	2022	2023	1Q24
603259.SH	药明康德	15.81	29.86	24.97	19.55	21.63
300759.SZ	康龙化成	4.73	6.80	8.32	7.41	8.37
002821.SZ	凯莱英	0.90	1.31	2.77	2.21	2.72
300347.SZ	泰格医药	4.85	7.90	9.40	6.80	7.67
603456.SH	九洲药业	0.23	0.50	0.83	0.75	0.49
300363.SZ	博腾股份	0.29	0.64	0.74	0.58	1.05
688202.SH	美迪西	0.54	1.52	0.86	0.63	0.48
688131.SH	皓元医药	0.48	0.23	0.59	0.65	0.73
300725.SZ	药石科技	0.57	0.28	0.39	0.33	0.49
603127.SH	昭衍新药	5.84	9.72	12.95	11.52	12.39
300149.SZ	睿智医药	0.58	0.55	0.74	0.73	0.60
688621.SH	阳光诺和	1.28	2.00	2.06	2.21	2.70
688076.SH	诺泰生物	0.13	0.26	0.07	0.08	0.13
301333.SZ	诺思格	1.17	1.51	1.83	2.00	2.23
301096.SZ	百诚医药	0.50	0.71	0.63	0.74	0.64
301257.SZ	普蕊斯	0.81	0.92	1.15	1.58	1.47
300404.SZ	博济医药	1.30	1.53	1.60	1.74	1.69
688222.SH	成都先导	0.23	0.25	0.18	0.31	0.16
688238.SH	和元生物	0.34	0.38	0.20	0.35	0.23
688265.SH	南模生物	0.54	0.74	0.88	0.91	0.92
688046.SH	药康生物	0.60	0.76	0.89	1.08	1.03
688117.SH	圣诺生物	0.16	0.15	0.18	0.10	0.16

资料来源：wind、华安证券研究所

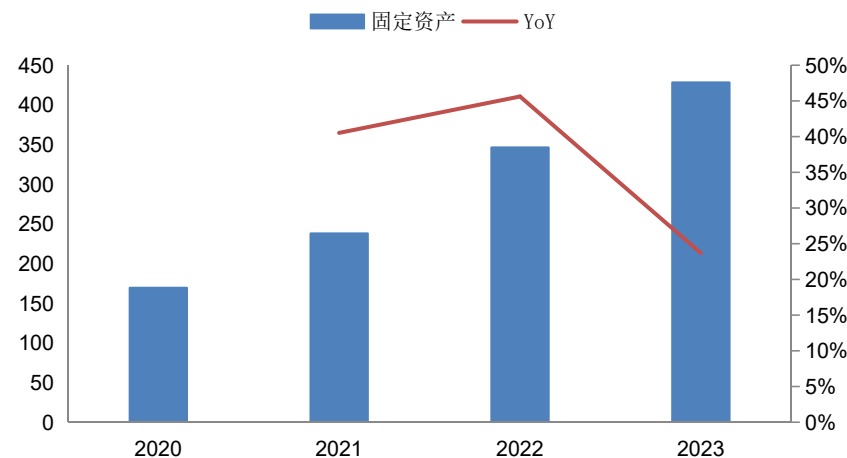
CXO：产能建设进展逐步放缓

- **产能建设进展逐步放缓。**截止2023年年底，CXO板块公司在建工程达156.13亿元，同比增长3%；固定资产达427.95亿元，同比增长24%。在建工程增速进一步放缓。
- **固定资产截至2023年底，**体量较大的有药明康德（172亿）、康龙化成（65亿）、凯莱英（39亿）。相较于2022年末增速较快的和元生物（+429%）、药康生物（+151%）、百诚医药（+147%）。
- **在建工程截至2023年底，**体量较大的有药明康德（70亿）、康龙化成（26亿）、凯莱英（13亿）。相较于2022年末增速较快的有圣诺生物（+228%）、泰格医药（+74%）、康龙化成（+58%）。

CXO板块在建工程情况（亿元）



CXO板块固定资产情况（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

CXO：产能建设进展逐步放缓

CXO公司在建工程及固定资产情况（亿元）

证券代码	公司简称	在建工程						固定资产					
		2020	2021	2022	2023	1Q24	23年同比增速	2020	2021	2022	2023	1Q24	23年同比增速
603259.SH	药明康德	30.86	57.72	74.73	69.82	67.13	-7%	57.10	85.54	141.71	171.90	175.76	21%
300759.SZ	康龙化成	8.21	13.74	16.71	26.33	27.42	58%	27.23	39.23	56.65	64.97	66.26	15%
002821.SZ	凯莱英	6.71	10.47	10.72	13.31	15.15	24%	15.35	22.44	36.22	39.13	39.55	8%
300347.SZ	泰格医药	0.55	2.17	1.86	3.24	4.08	74%	3.00	4.38	5.66	6.39	6.19	13%
603456.SH	九洲药业	3.00	4.72	8.39	11.98	13.25	43%	20.21	21.70	22.91	25.06	24.61	9%
300363.SZ	博腾股份	1.89	3.42	10.29	6.93	7.12	-33%	13.63	17.48	21.20	28.75	28.97	36%
688202.SH	美迪西	0.11	1.01	1.40	1.43	1.50	2%	3.43	4.11	5.77	6.73	6.61	17%
688131.SH	皓元医药	0.24	1.16	2.47	1.52	2.29	-38%	0.46	2.30	6.23	8.75	8.56	40%
300725.SZ	药石科技	1.71	5.75	3.58	2.56	2.75	-28%	1.38	5.96	13.04	14.95	14.73	15%
603127.SH	昭衍新药	0.49	1.27	2.78	3.42	3.67	23%	4.46	4.93	5.90	5.83	5.68	-1%
300149.SZ	睿智医药	3.09	2.36	0.75	0.08	0.08	-89%	6.37	6.71	3.75	3.74	3.67	0%
688621.SH	阳光诺和	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	/	0.75	0.87	1.43	1.59	1.57	11%
688076.SH	诺泰生物	0.10	0.35	1.80	1.86	2.20	3%	6.04	6.65	8.07	11.96	12.22	48%
301333.SZ	诺思格	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.25	0.22	0.35	0.30	0.42	-14%
301096.SZ	百诚医药	1.87	1.04	5.46	4.49	1.64	-18%	0.67	4.47	5.22	12.91	16.57	147%
301257.SZ	普蕊斯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.06	0.07	0.09	0.11	0.10	12%
300404.SZ	博济医药	0.03	0.11	0.92	1.21	0.01	31%	1.83	2.08	2.04	2.09	2.91	3%
688222.SH	成都先导	0.00	0.00	0.00	0.23	0.35	/	2.82	2.82	2.64	2.55	2.49	-3%
688238.SH	和元生物	0.14	1.92	5.73	3.46	2.44	-40%	0.55	0.91	1.98	10.46	11.65	429%
688265.SH	南模生物	0.50	0.20	1.55	0.61	0.67	-61%	0.60	1.14	1.20	2.84	2.78	137%
688046.SH	药康生物	0.03	0.53	1.72	0.90	0.97	-48%	1.60	1.76	1.94	4.87	4.95	151%
688117.SH	圣诺生物	0.69	0.50	0.84	2.74	2.79	228%	1.31	1.84	1.99	2.08	2.12	5%

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



CXO：板块估值和配置处于历史低位

- 截至2024年4月30日，CXO指数收于1365.28，自年初下跌22.33%，沪深300指数收于3604.39，自年初上涨5.05%。当前PE约32倍，处于低估值区间。

CXO板块涨跌幅



CXO指数市盈率



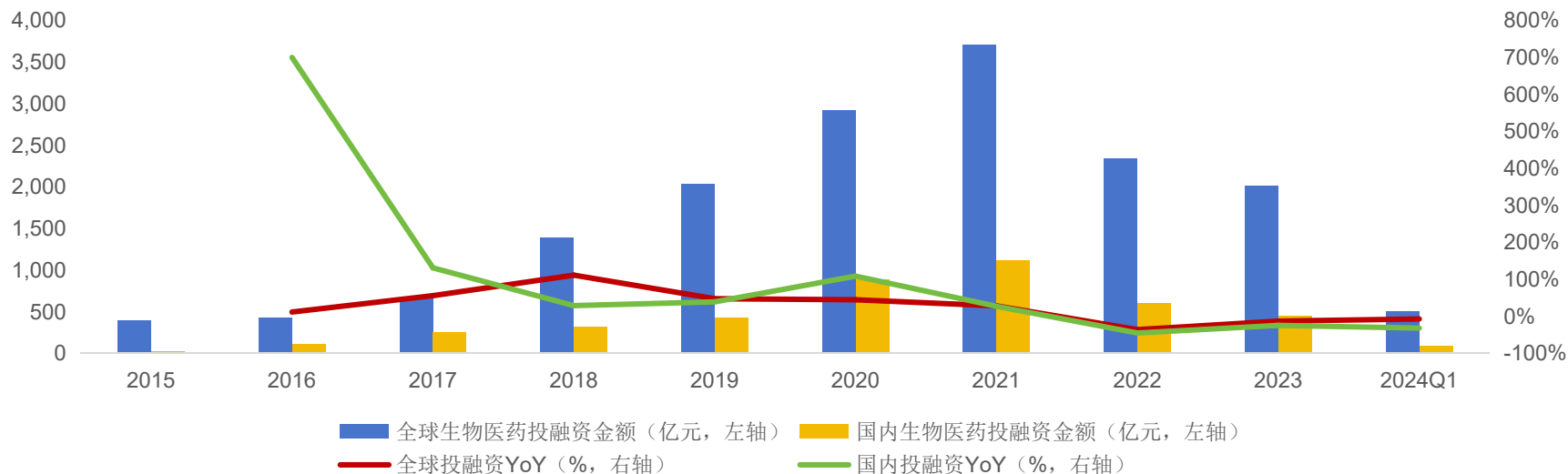
资料来源：WIND、华安证券研究所



生物医药投融资：短期仍有波动，静待回暖

- 2024年第一季度，全球生物医药融资总额约70.41亿美元，同比下降约8.20%。目前看，生物医药投融资仍有所波动。

生物医药领域投融资情况



多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出

- 多肽产业链可以大致分为：1) 上游企业主要为相关原料和设备厂商企业，代表企业如昊帆生物、纳微科技、东富龙、蓝晓科技等；2) 中游企业主要为CDMO 厂商和多肽原料药的制造商，代表企业如药明康德、凯莱英、翰宇药业、圣诺生物、诺泰生物等；3) 下游企业主要为多肽药物的创新药与仿制药企业，代表企业如礼来、豪森药业、复星医药、恒瑞医药等。

多肽药物产业链

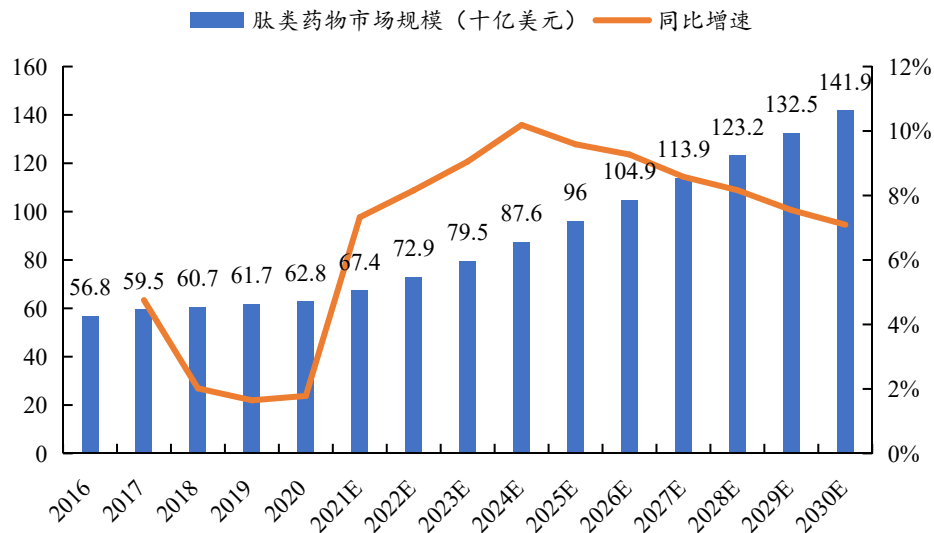


资料来源：各公司官网，华安证券研究所

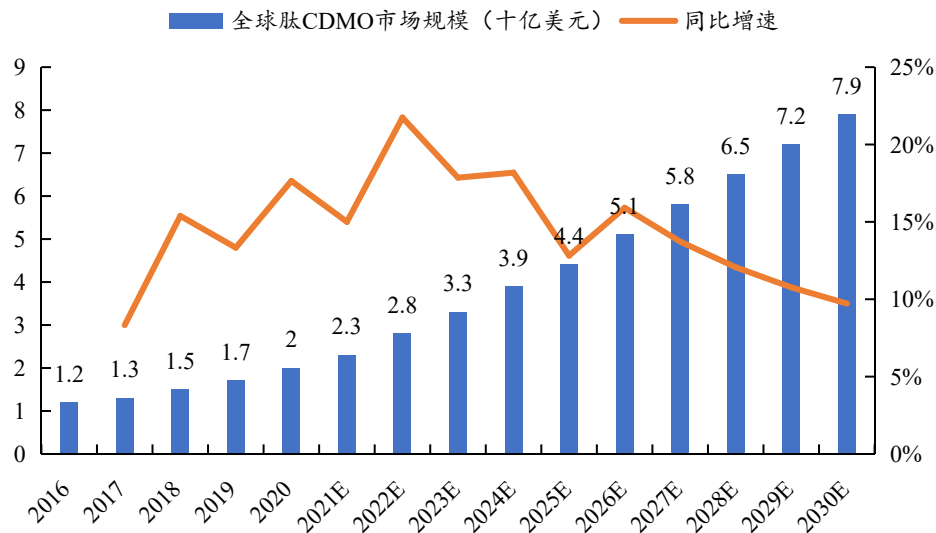
多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出

- 2016~2020年，FDA批准47款肽类药物，全球共获批约80种肽类药物，绝大多数均用于治疗糖尿病及其他代谢类疾病。2020年全球肽类药物市场规模达628亿美元，预计2025年将增至960亿美元，年复合增长率为8.8%。
- 根据沙利文数据，2016年全球肽CDMO市场为12亿美元，到2020年增至20亿美元，年复合增长率为13.3%。预计到2025年市场规模达44亿美元，2020~2025年复合增长率为17.7%。

全球肽类药物市场规模



全球肽类药物CDMO市场规模

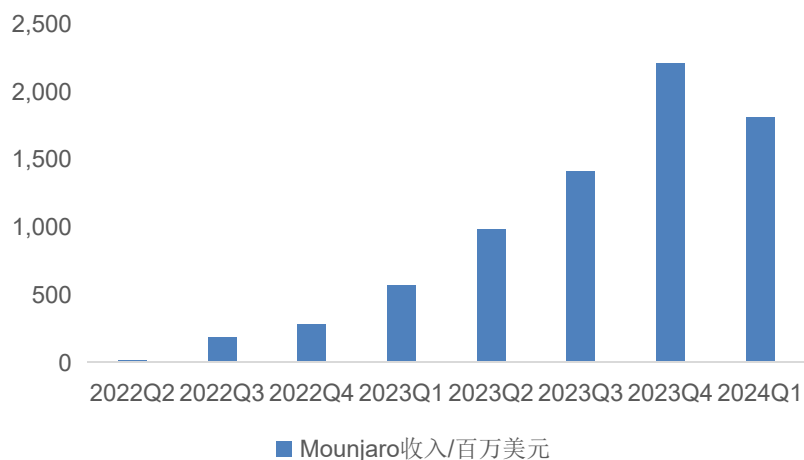


资料来源：昂博招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 2024年4月30日，礼来公布其2024年第一季度业绩，1Q24实现营业收入87.68亿美元，同比增长26%。推动业绩实现强劲增长的产品主要是Mounjaro（替尔泊肽，糖尿病药物）、Zepbound（替尔泊肽，肥胖适应症）、Verzenio（阿贝西利，乳腺癌适应症）以及Jardiance（恩格列净，糖尿病药物）。
- Mounjaro（替尔泊肽）于2022年5月获批上市，以帮助改善2型糖尿病患者的血糖控制。2022年该产品销售额约4.83亿美元，2023年全年实现销售额51.63亿美元，增长显著。2024年第一季度，该产品销售额约18.07亿美元。
- Zepbound（替尔泊肽）于2023年11月上市，获批减肥减重适应症。该产品已经上市，便实现迅速放量，至23年底已实现销售额1.75亿美元。2024年Q1为上市后首个完整销售季度，实现销售额5.17亿美元。

Mounjaro自上市起销售额情况



礼来1Q24上修全年业绩指引

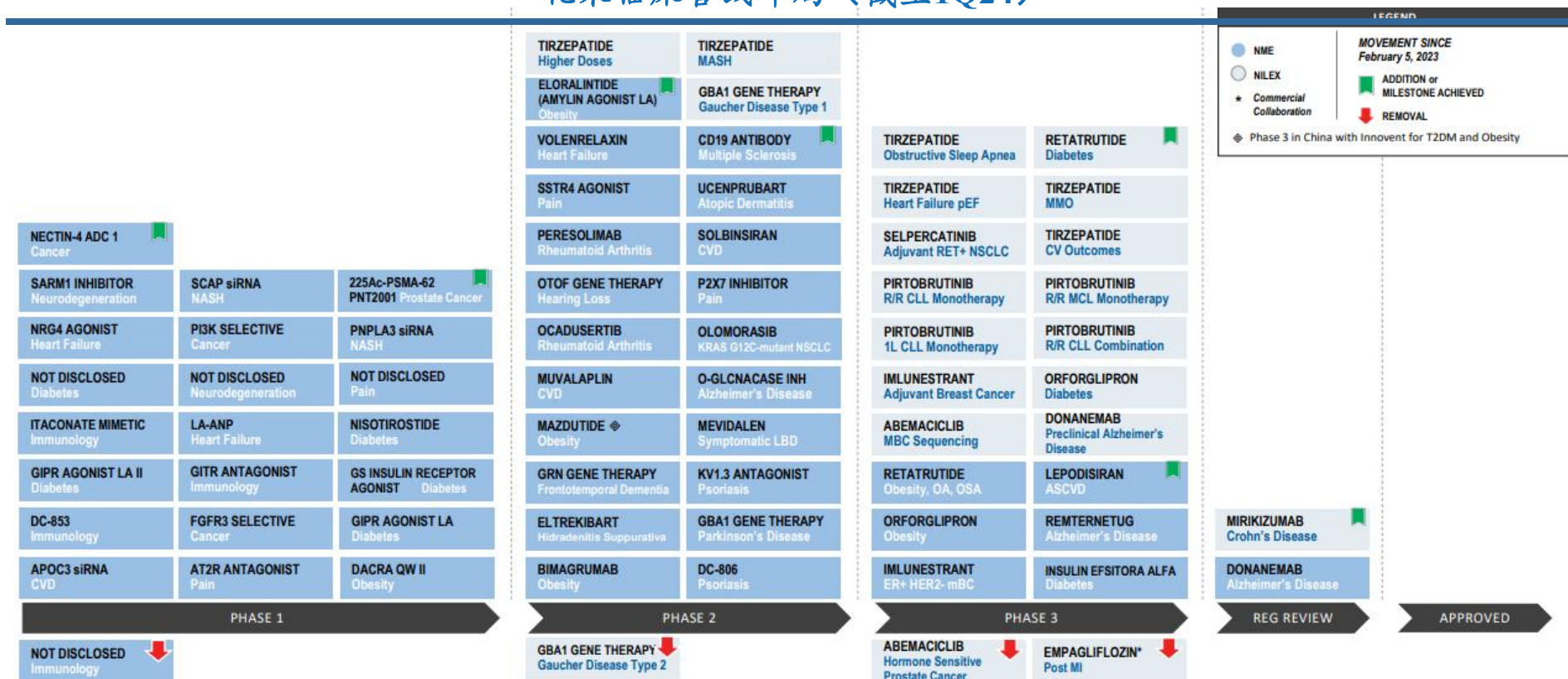
	Prior	Updated
REVENUE	\$40.4 – \$41.6 billion	\$42.4 – \$43.6 billion
GROSS MARGIN – OPEX¹		
REVENUE		
(GAAP)	30% – 32%	32% – 34%
(NON-GAAP)	31% – 33%	33% – 35%
OTHER INCOME/(EXPENSE)		
(GAAP)	\$(500) – \$(400) million	Unchanged
(NON-GAAP)	\$(500) – \$(400) million	Unchanged
TAX RATE	Approx. 14%	Unchanged
EARNINGS PER SHARE²		
(GAAP)	\$11.80 – \$12.30	\$13.05 – \$13.55
(NON-GAAP)	\$12.20 – \$12.70	\$13.50 – \$14.00

资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 礼来持续拓展替尔泊肽适应症版图，除减肥和糖尿病还针对心血管疾病、慢性肾病、NASH等慢性病适应症进行布局。随着临床管线的推进及后续适应症的获批，替尔泊肽的市场空间有望进一步扩大。

礼来临床管线布局（截至1Q24）

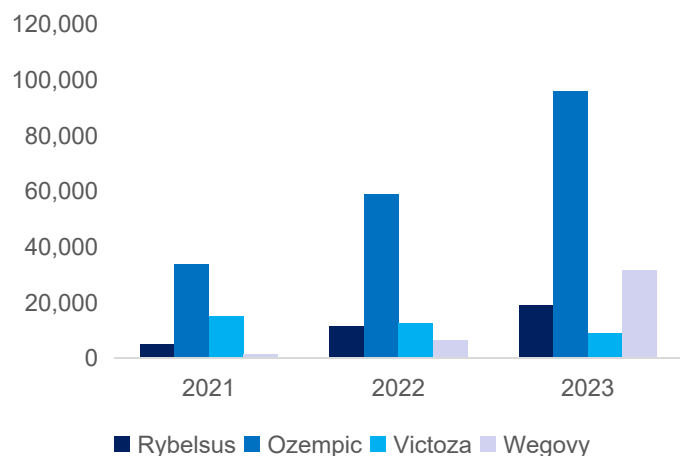


资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

GLP-1 药物需求旺盛，司美格鲁肽放量显著

- 2024年5月2日，诺和诺德公布2024年第一季度业绩，1Q24实现营业收入653.49亿DKK（丹麦克朗），同比增长22%。主要增长驱动力在于司美格鲁肽的快速放量。1Q24公司在糖尿病和肥胖护理领域销售额约610亿DKK，同比增长25%，其中GLP-1糖尿病销售增长30%，肥胖护理同比增长41%。
- 2023年诺和诺德GLP-1类产品实现强劲增长。其中司美格鲁肽增长最为快速，司美格鲁肽目前有Rybelsus、Ozempic、Wegovy三个品牌，Rybelsus（用于降糖，口服片剂）销售额达187.50亿DKK，同比增长66%；Ozempic（降糖，皮下注射制剂）销售额约957.18亿DKK，同比增长60%；Wegovy（减重）增长更为显著，销售额达313.43亿DKK，同比增长407%。

诺和诺德GLP-1类产品销售情况（mm DKK）



诺和诺德1Q24上修全年业绩指引

	Expectations 2 May 2024	Expectations 31 January 2024
Sales growth - at CER	19% to 27%	18% to 26%
Sales growth - reported	In line with CER growth	Around 1 percentage point lower
Operating profit growth - at CER	22% to 30%	21% to 29%
Operating profit growth - reported	In line with CER growth	Around 2 percentage points lower
Financial items (net)	Loss of around DKK 0.7 billion	Gain of around DKK 1.3 billion
Effective tax rate	19% to 21%	19% to 21%
Free cash flow	DKK 57 to 67 billion	DKK 64 to 74 billion

资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出

部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

业务类型	企业	备注
CDMO	药明康德	<ul style="list-style-type: none"> TIDES 业务（主要为寡核苷酸和多肽）继续放量。 2023 年TIDES 业务收入达34.1亿（+64.4%）。截至2023年末，TIDES 业务在手订单同比+226%。TIDES D&M服务客户数量达到140个，同比提升36%，服务分子数量达到267个，同比提升41%。 2023年公司完成了常州和泰兴基地产能扩建工程。新产能已于2024年1月投入使用，多肽固相合成反应釜体积由原计划的20,000L增加至32,000L。
	凯莱英	<ul style="list-style-type: none"> 公司大力推动多肽业务的发展，2023年新承接12个项目，首个GLP-1 NDA项目申报准备中，持续加强液相合成等新技术能力储备。 产能方面，加快多肽商业化产能建设，以支撑持续开拓多肽商业化生产外包业务，截至本报告披露日，固相合成总产能有10,250L，预计到2024年6月底达到14,250L，以满足客户固相多肽商业化生产需求。 在研发平台方面，持续推进化学大分子各业务板块技术平台建设，储备新技术，夯实业务基础，包括寡核苷酸液相-酶连接技术、多肽固相-液相-酶连接技术、新型连接器、佐剂、辅料开发等。
	九州药业	<ul style="list-style-type: none"> 多肽GMP生产线于2023年一季度投入使用，完成多肽GMP生产并交付客户，获得客户高度评价并签署战略合作协议。2023年多肽团队完成数十条多肽的合成及交付工作。报告期内公司成功交付千万级多肽IND项目。 从在手订单来看，公司预计2024年多肽业务预计较去年增长30%以上，同时，新建600-800公斤/年的多肽商业化产能，满足快速增长的多肽业务需求，也会关注多肽的仿制药业务。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所



多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出

业务类型	企业	备注
原料药	诺泰生物	<ul style="list-style-type: none"> 产能方面，IPO募投项目“106车间多肽原料药产品技改项目”顺利投产，公司多肽原料药产能现已达吨级规模。此外，公司同步规划新建多肽生产车间，预计2025年底多肽原料药产能将达数吨级。公司司美格鲁肽等多个长链修饰多肽原料药的单批次产量已达10公斤以上。截至2024年4月，在CDE登记的五家公司司美格鲁肽原料药企业中，公司是唯一一家包装规格达到1kg/袋的企业。 目前，公司的多肽原料药已销往美国、印度、加拿大、欧洲等海外市场，主要客户包括Cipla、Apotex、Chemo、Teva、Dr.Reddy、普利制药、齐鲁制药、健友股份等知名制药公司。 公司建立了基于固液融合的多肽规模化生产技术平台，具备了侧链化学修饰多肽、长链修饰多肽单批次十公斤级以上的大生产能力，产品收率、合成效率和质量较传统技术大幅提升，生产成本大幅降低。
	圣诺生物	<ul style="list-style-type: none"> 多肽原料药方面，公司已拥有17个自主研发的多肽类原料药品种。在国内市场，公司取得13个品种多肽原料药生产批件或激活备案；在国外市场，公司利拉鲁肽等9个品种获得美国DMF备案，其中9个品种处于激活状态。多肽CDMO方面，公司已为新药研发企业和科研机构提供了40余个项目的多肽创新药药理学CDMO服务，其中1个品种获批上市进入商业化阶段，2个进入申报生产阶段，19个进入临床试验阶段。 产能方面，公司在大邑县投资新建研发多肽制剂生产线，未来将成为多肽创新药转化中心及高端制剂生产基地，是公司全新的总部基地，目前主体建设已经完工；公司IPO募投项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”主体建设已经完工；新建106、107、108原料药车间亦在有序推进建设当中。
	翰宇药业	<ul style="list-style-type: none"> 公司目前拥有28个多肽药物，9个新药证书，31张临床批件。 公司注射用特利加压素、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、依替巴肽注射液、注射用西曲瑞克等产品国内市场占有率均名列前茅。仿制药板块一共16个产品通过视同通过一致性评价，含11个多肽注射剂和5个小分子固体制剂。 公司的多肽原料药属特色原料药类，目前已有16个美国DMF、5个欧盟DMF、5个欧盟CEP、14个中国DMF。随着全球原料药市场复苏，多肽类药物专利到期，公司原料药业务将稳步增长。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

百诚医药：订单充沛，业绩持续高增长

- **公司整体业绩进入收获期，营收利润高增长。**公司作为“药学+临床研究”综合CRO领域的先行者，深耕行业多年，具备仿制药药学研究、临床试验及注册申报等一体化竞争优势。研发投入持续增加，技术平台体系完善。公司2023年实现营业收入10.17亿元，同比增长67.51%；实现归母净利润2.72亿元，同比增长40.07%。1Q24实现营业收入2.16亿元，同比增长34.04%；实现归母净利润0.50亿元，同比增长42.06%。
- **订单和项目储备充足，稳定增长。**凭借创新发展模式，客户订单齐增长，业绩放量有保障。2023年公司新增订单金额约为13.60亿元，同比增长35.06%；在手订单15.86亿元，同比增长18.90%。
- **CDMO业务快速发展，为业绩增长新方向。**目前赛默具备原料+制剂生产能力，剂型全，产能大。2023年，赛默制药对内对外合计取得定制研发生产服务实现营业收入1.93亿元，承接项目360余个，对内完成280个受托研发项目CDMO服务。目前赛默制药累计已完成项目落地验证400多个项目，申报注册200多个项目，位居全国前列。公司积极推进CDMO业务，提升前端业务研发效率，进一步增强与客户合作黏性。
- **自研成果转化业务步入收获期，增长迅速。**公司自主研发技术成果转化业务在2023年转化了104个项目，截至2023年末公司已经立项尚未转化的自主研发项目近300项，随着后续部分保留权益的药品上市销售后，有望为公司带来持续稳定的销售权益分成，进一步增厚公司利润。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年营业收入分别为13.65/18.13/23.77亿元；同比增速为34.1%/32.9%/31.1%；归母净利润分别为3.57/4.81/6.18亿元；净利润同比增速31.2%/34.6%/28.6%；对应2024~2026年EPS为3.28/4.41/5.68元/股；对应PE为21/16/12X。

阳光诺和：一季度利润端超预期，新签订单持续高增长

- **毛利率稳步提升，各业务板块快速发展。**2023年人均产值、毛利率稳步上升。2023年人均产值达到74.69万元（+14.60万元）；毛利率为56.68%（+1.19pp）。1Q24毛利率59.58%（+10.3pp）。药物发现方面，目前公司在创新药方面聚焦于多肽类和小核酸类药物的研发，研发标的来源均为自主立项。截至2023年底，公司立项自研1类创新品种共11项。同时公司布局了中药、宠物药等重要领域为客户提供全面服务。截至2023年末该板块人员1002人（+20%）。临床试验方面，全国设立19个常驻点，已与260余家医院建立长期临床合作。生物分析方面，公司目前正在运行100余项创新药临床前、临床I期项目。截至2023年末该板块人员368人（+26.46%）。
- **在手订单充裕，为公司后续发展提供强劲动力。**2023年新签订单15.04亿元，同比增长36.50%；累计存量订单25.66亿，同比增长28.69%。公司先后为国内约800家客户提供药物研发服务，充裕的订单和良好的客户关系为公司未来的发展奠定良好基础。
- **持续重视研发投入，深化竞争优势。**公司于2023年和1Q24分别投入研发费用1.24亿元、0.35亿元，分别同比增长37.91%、80.85%。2023年公司新立项自研项目达100余项，累计已超350项。人员方面，截至2023年底，公司研发人员1155人，占总员工的84.31%，其中硕士及博士202人，占研发人员的17.49%。
- **盈利预测：**我们预计公司2024~2026年营收分别为12.48/16.41/21.38亿元；同比增速为33.9%/31.5%/30.3%；归母净利润分别为2.69/3.56/4.76亿元；净利润同比增速45.4%/32.4%/34.0%；对应2024~2026年EPS为2.40/3.18/4.25元/股；对应PE为24/18/13X。

圣诺生物：深耕多肽领域，多业务板块放量在即

- **多肽研发生产领先企业，专注多肽产业20余载。**公司聚焦于多肽医药领域，为国内最具实力的多肽研发生产企业之一。主要产品及服务包括自主研发的多肽原料药和制剂产品、多肽创新药药物研究及定制生产服务（CDMO）、以及小分子药物左西孟旦的相关业务。公司深耕多肽领域20年，具有先进的多肽药物研发技术以及规模化生产能力。
- **原料药与CDMO储备丰富，业务增长动力强劲。**公司优选市场容量大且具有成长潜力、高技术门槛的品种。截止2023，公司拥有17个自主研发的多肽类原料药品种。在国内市场，公司取得13个品种多肽原料药生产批件或激活备案，其中恩夫韦肽、卡贝缩宫素为国内首仿品种；在国外市场，利拉鲁肽等9个品种获得美国DMF备案，其中9个品种处于激活状态，可被制剂生产企业引用申报。CDMO方面，公司已为新药研发企业和科研机构提供了40余个项目的多肽创新药药学CDMO服务，其中1个品种获批上市进入商业化阶段，2个进入申报生产阶段，19个进入临床试验阶段。
- **制剂业务有望借集采快速放量，提升市占率。**公司的醋酸奥曲肽注射液纳入第七批全国药品集中采购，采购周期3年，于2022年11月全国各地开始陆续落地执行。醋酸阿托西班注射液以及注射用生长抑素纳入第八批全国药品集中采购，采购周期2.5年，于2023年7月开始执行。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年公司实现营业收入5.99亿元、7.83亿元、8.82亿元（同比+37.6%/+30.8%/+12.6%）；实现归母净利润1.20亿元、1.51亿元、1.85亿元（同比+70.6%/+25.7%/+22.7%）。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期风险，研发进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，环保政策风险，汇兑损益风险等

风险提示

- **集采和医保谈判降价幅度超预期：**集采和医保谈判带来价格的不确定性，降价幅度超预期可能会造成收入波动；
- **新产品放量不及预期：**新产品推进需要完善进院并建设销售团队，销售推进可能不及预期；
- **行业竞争加剧风险：**新产品和替代产品推出市场可能导致竞争加剧；
- **全球地缘政治因素影响：**现阶段全球地缘政治对海外市场及供应链的影响超出预期。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！