

➤ **政策鼓励支持、基本面持续改善，全面看多医药底部资产：**医疗设备更新、创新药全链条支持等政策持续鼓励支持，医药行业基本面持续改善，院内药、器械和医疗仪器设备等方向持续复苏，抗肿瘤、自免、近视防控、GLP-1 等大单品临床研发和销售进展不断，全面看多医药底部资产。

➤ **创新药：**各地陆续发布利好创新药政策；减肥&GLP-1 主线持续，关注国内 GLP-1 相关企业研发进展；超过 50 项中国研究亮相 2024 年 ASCO 大会，关注国内研发能力较强、具有创新技术平台的企业。出海成为打开企业成长天花板：国内胰岛素出海打开国内企业成长天花板，建议关注具有出海潜力胰岛素企业。

➤ **医疗设备与体外诊断：**政策端利好频现，设备更新带动医疗设备需求扩容，24H2 国内业绩反转在即。体外诊断领域维持高景气，盈利能力已恢复至正常水平，关注集采政策下国产替代进程及具备消费级别大单品且具备全球化布局的企业。

➤ **创新器械：**1) 高值耗材：重点关注具有较强基本面的狭窄性卒中神经介入及电生理方向真创新管线突破及国产替代加速投资机会。2) 仪器设备：24 年继续关注科学仪器方向的经营优化及行业供需重塑带来的投资机会，关注下半年换新政策带来的科学仪器龙头企业业绩修复机会。3) 低值耗材：行业出清进入尾声，龙头公司报表有望在下半年加速修复，关注海外关税政策调整后存在预期差的手套方向及 GLP-1 注射笔产业链方向。

➤ **中医药：**1) 继续看好国企改革相关中药标的，随着国改的深入推进，预期企业在做大做强同时，在研发方面能够加大投入，持续释放业绩；2) 看好中药创新药，关注大单品研发进展及商业化放量。

➤ **CXO：**需求已触底回升、供给端高点已现，供需关系持续改善将促进 CXO 行业景气度上行。展望 2024H2，中国创新药行业整体保持上升趋势，全球生物医药投融资大幅提振，国产创新药出海 BD 授权持续火热，需求改善将陆续传导至临床 CRO、CDMO 和临床前 CRO 板块，建议关注临床 CRO、多肽产业链、仿制药 CRO 板块。

➤ **生科产业链：**供需关系改善叠加全球化布局，生科链企业将迎来业绩反转。分不同细分赛道来看：1) 化学试剂：建议关注自主产品品牌提升与平台型运营企业，如泰坦科技和毕得医药；2) 生物试剂：建议关注兼具品牌规模效应以及海外增长逻辑确定的企业，如奥浦迈、诺唯赞和百普赛斯；3) 模式动物：建议关注高端品系小鼠的竞争力以及全球化拓展的企业，如药康生物。

➤ **医疗服务：**建议关注刚需性较强的公司以及体外基金资产储备充足的相关标的，如海吉亚医疗、新里程等；此外建议重点关注与公立医院形成差异化竞争，或形成优势互补的医疗服务细分板块，如三星医疗、固生堂等。

➤ **线下药房：**门诊统筹政策陆续落地实行，随着门诊统筹管理药房渗透率提升带来人流量提升，在 2023H2 后低基数情况下业绩增速有望提升。

➤ **原料药：**展望全年，随着国际市场需求回暖、国内集采风险逐步出清，原料药企盈利能力有望拾级而上。建议跟随处方药专利悬崖到来的行业背景下制剂品种专利到期带来的重磅产品增量和依靠 M 端能力出圈横向拓展 CDMO 业务的两大投资方向。

➤ **投资建议：**建议关注泰格医药、兴齐眼药、恒瑞医药、百济神州、微芯生物、科济药业、诺泰生物、博瑞医药、迈瑞医疗、怡和嘉业、开立医疗、澳华内镜、聚光科技、太极集团、珍宝岛、华润三九、方盛制药等。

➤ **风险提示：**集采压力大于预期风险；产品研发进度不及预期风险；竞争加剧风险；政策监管环境变化风险；药物研发服务市场需求下降的风险。

推荐

维持评级


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

1. 医药行业周报：回归业绩主线，关注低估值、经营边际改善的底部医药资产-2024/06/11
2. 医药行业周报：短期调整不改医药基本面向上，继续看好医药创新方向-2024/06/03
3. 医药行业周报：政策鼓励支持、创新催化不断，关注医药创新、设备更新-2024/05/27
4. 医药行业周报：医药政策持续边际回暖，关注医药创新、设备更新和中医药-2024/05/22
5. 医药行业周报：聚焦创新，关注医药板块底部需求变化-2024/05/13

目录

1 2024 年上半年政策解读及后续政策展望	4
1.1 医疗卫生体制改革	4
1.2 政务服务优化	5
1.3 医药监管	6
2 基金持仓：板块估值处于历史低位，24Q1 基金医药板块配置环比下降	9
3 药品板块	12
3.1 观点更新：五重催化叠加，看好 2024 年下半年创新药行情	12
3.2 盈利规模	12
3.3 盈利能力：销售费用率改善，净利率上升	13
3.4 研发趋势	14
3.5 重点公司业绩更新：A 股重点创新药公司	16
4 医疗设备：政策频频利好，24H2 有望迎来业绩反转	17
5 体外诊断：板块维持高景气，盈利能力已恢复至正常水平	20
6 创新器械：仪器设备短期承压，耗材方向趋势向好	23
6.1 高值耗材：成长性边际改善，经营效率持续优化	23
6.2 仪器设备：业绩短期承压，看好创新驱动的长期发展潜力	25
6.3 低值耗材：行业出清进入尾声，行业拐点显现	26
7 中药：看好中药创新药和中药国企改革	28
7.1 2023 年以来中药板块国企改革标的涨幅领先	28
7.2 看好中药创新药，关注大单品研发进展及商业化放量	29
8 CXO：供需关系改善将迎来行业向上拐点	31
8.1 2023&2024Q1 业绩回顾	31
8.2 供需分析：创新需求触底回升，供给端逐渐出清	36
9 生命科学上游：短期业绩承压，国产替代和全球化仍为主旋律	43
10 医疗服务板块：高基数效应逐步消退，后续增速有望提升	46
10.1 2022 年低基数下，2023 年整体医院板块业绩高增长	46
10.2 23Q1 高基数情况下，24Q1 医院板块业绩相对坚挺	46
11 线下药房板块	48
11.1 2022 年整体存在高基数效应，带来 2023 年增速有所放缓	48
11.2 23Q1 高基数情况下，24Q1 各家药房企业业绩韧性尽显	48
12 原料药：扰动风险逐步出清，板块业绩企稳已现曙光	50
12.1 原料药板块区间行情复盘	50
12.2 24Q1 板块业绩凸显企稳趋势，看好全年陆续而至的环比改善	50
12.3 短期板块盈利能力承压，费用结构优化拓宽利润空间	53
12.4 原料药行业多款产品价格筑底企稳，关注高壁垒特色原料药	54
12.5 静待原料药新一轮提价拐点，关注具备业务成长性的优质标的	56
13 投资建议	57

14 风险提示	59
插图目录	60
表格目录	62

1 2024 年上半年政策解读及后续政策展望

多地出台医药相关政策，利好创新器械发展。2024 年上半年第九批国采在各省陆续落地，第二备供结果大都出炉。政策方面，国家层面：多部门联合发文，强化创新产业链发展；国家层面：已有 124 个品种满足条件，或将被纳入第十批国采；国采接续方面，第六批胰岛素专项即将期满，集采降价温和。整体来看，集采降价较为温和，多地出台相关政策鼓励创新器械发展，支持研发及产业化，支持公共服务平台建设，着力提升创新医药临床研究质效，加力促进创新医药临床应用；加速科技创新突破，提升临床试验能力。

1.1 医疗卫生体制改革

2023 年 12 月 26 日，国务院印发《关于推动疾病预防控制事业高质量发展的指导意见》，提出 5 方面 22 条措施。《指导意见》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻落实党中央、国务院关于完善疾控体系的决策部署，整体谋划疾控事业发展、系统重塑疾控体系、全面提升疾控能力，推动疾控事业高质量发展和健康中国战略目标实现。该方案是新时代推动疾控体系现代化建设的重要纲领性文件。

2023 年 12 月 30 日，国家卫健委等部门联合印发了《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》。《指导意见》指出，到 2024 年 6 月底前，以省为单位全面推开紧密型县域医共体建设。到 2025 年底，紧密型县域医共体建设取得明显进展，相关政策进一步完善；力争全国 90% 以上的县（县级市，有条件的市辖区可参照）基本建成布局合理、人财物统一管理、权责清晰、运行高效、分工协作、服务连续、信息共享的县域医共体。到 2027 年底，紧密型县域医共体基本实现全覆盖，管理体制运行机制进一步巩固，县域防病治病和健康管理能力明显提升，县乡村三级协同支持关系进一步夯实，乡村两级服务水平明显加强，医保基金县域使用效能不断提高，群众获得感进一步增强。开展紧密型县域医共体建设，是提高县域医疗卫生资源配置和使用效率，促进医保、医疗、医药协同发展和治理，推动构建分级诊疗秩序的重要举措。

2024 年 1 月 11 日至 12 日，全国卫生健康工作会议在北京召开。会议强调了坚定不移推进深化医改各项任务、以基层为重点推进服务能力建设、促进人口长期均衡发展、充分发挥科技创新和人才队伍的重要支撑作用、稳步推进健康中国行动落实落地、促进中医药传承创新发展、推进疾控体系高质量发展、防范化解卫生健康领域重大风险和统筹推进法治、应急处置、国际交流等重点工作九个方面的内容。会议指出，全面推进健康中国建设，深化拓展医药卫生体制改革，更加突出医疗卫生机构的内涵式发展，更加突出卫生健康服务的系统连续，更好统筹发展和安全，不断增强人民群众健康获得感，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业奠定坚实健康根基。

2024年1月12日，国家医保局发布《关于加强医药集中带量采购中选产品供应保障工作的通知》，要求进一步做好中选药品供应保障。《通知》要求中选企业及时组织签订采购协议、畅通医疗机构反馈问题渠道、积极协调应对短时间激增需求、做好中选产品供应情况监测、探索建立供应情况评价机制、加强供应情况评分结果运用，确保群众持续享受集采改革成效。

2024年3月1日，国家医保局，人力资源社会保障部印发2023版国家医保目录，目前全国各省均已按时落地执行。上海、山东、湖南等省均要求及时召开药事会；四川、云南、甘肃、青海等省在增补民族药、中药饮片、医院制剂方面做出规定。同时，处在当前阶段，国家主要通过指导地方建立“双通道”管理机制、调整完善医疗机构药品使用考核机制等措施来打通国谈药品落地“最后一公里”。2023版医保目录，共有126个药品新增纳入目录，1个药品调出目录。调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3088种，其中西药1698种、中成药1390种，药饮片仍为892种。

2024年4月22日，有关负责人就进一步引导企业规范投标行为、保障集采中选药品质量等联合答记者问。目前，已开展9批国采，覆盖374种药品。各地也普遍开展省级联盟采购，发挥协同补充效应。集采通过以量换价，企业自主报价，中标后即获得明确的采购合同量，大幅节约营销费用，形成降价空间，有效降低患者费用负担。持有人制度下，药品上市许可和生产许可“解绑”，持有人在获得药品上市许可后，可以自行生产药品，也可以委托具有相应资质的药品生产企业生产。这让优秀研发创业团队的创新活力进一步释放，也使具有制造优势的企业更好发挥集约化优势，整体上优化了医药行业资源配置。两部门共同加强对委托生产持有人监管，在集采申报资格、中选规则、供应能力、质量监管、产品流通追溯等方面采取措施，进一步维护公平竞争的市场秩序，保障供应稳定性、保证药品质量。比如，严格申报资格，对涉及上市许可转让的药品开展追溯穿透，阻断违规获取投标资格的行为；对涉及委托生产的企业开展产能调查，防范供应风险；欢迎提供不当投标行为线索，加大处理力度，必要时对涉事企业约谈、纠偏，主动纠偏或提供有价值线索的可依法依规从轻处理，拒不整改的严肃处理。

2024年5月14日，国家医疗保障局办公室发布了《关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》。《通知》指出，今年集采目标为：到2024年底，各省份至少完成1批药品集采，实现国家和省级集采(含参与联盟采购)药品数累计达到500个以上，提前实现“十四五”规划，有条件的省份鼓励加大力度。

1.2 政务服务优化

2024年1月17日，国务院印发《关于进一步优化政务服务提升行政效能推动“高效办成一件事”的指导意见》。在2024年推动线上线下政务服务能力整体提升，健全“高效办成一件事”重点事项清单管理机制和常态化推进机制，实现第一批高频、面广、问题多的“一件事”高效办理。到2027年，基本形成泛在可及、

智慧便捷、公平普惠的高效政务服务体系，实现企业和个人两个全生命周期重要阶段“高效办成一件事”重点事项落地见效，大幅提升企业和群众办事满意度、获得感。近年来，国家层面多次出台文件优化政务服务、提升行政效能。从《关于加快推进全国一体化在线政务服务平台建设的指导意见》，到《关于在线政务服务的若干规定》，再到《关于加快推进政务服务标准化规范化便利化的指导意见》，这一项项制度设计，推动政务服务一步步迭代升级。

2024年2月8日，国家医保局发布《关于在医疗保障服务领域推动“高效办成一件事”的通知》，精细化科学化常态化优化医保服务。《通知》强调，要为医药企业提供更便捷服务。推进医保信息业务编码、医药企业药品和医用耗材挂网等集中采购工作线上“一件事”办理，压缩各项服务办理时间，优化业务办理流程。在国务院发布的《“高效办成一件事”2024年度重点事项清单》中同时提到了“信用修复‘一件事’”，价格招采信用评价制度或将也被纳入其中。截至目前，国家医保局已发布8期《价格招采信用评价“特别严重”和“严重”失信评定结果》。

1.3 医药监管

2024年1月29日，国家医保局发布《全国医疗保障跨省异地就医直接结算公共服务信息发布(第五十九期)》。文件显示，2023年1-12月，跨省异地就医直接结算运行基本平稳，跨省异地就医直接结算1.29亿人次，减少参保群众垫付1536.74亿元，分别较2022年增长238.67%、89.91%。

2024年2月4日，国家药监局药品审评中心发布了《2023年度药品审评报告》，报告显示，2023年受理需技术审评的化药药品注册申请9813件，按审评序列统计，IND1778件，同比增长66.48%；NDA249件，同比增长31.75%；ANDA3851件，同比增长66.35%，一致性评价申请1006件，同比增长20.48%。

2024年2月5日，国家医保局、医药价格和招标采购司《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)》通过有关行业协会(学)会征求意见。通知强调，为进一步落实企业自主制定药品价格政策要求，鼓励以临床价值为导向的药物研发创新，支持高质量创新药品的多元供给和公平可及，充分发挥市场决定性作用，更好发挥政府作用，健全药品价格形成机制。《通知》把价格、挂网、采购等关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业。这一政策旨在鼓励企业在新药研发上以临床价值为核心，聚焦实际需求。同时，对于那些秉持诚信经营原则、以高质量研发为核心竞争力的企业，将优先享受到这些政策带来的优惠和利益。

2024年2月7日，国家卫健委联合7部门发布《关于印发2022年度全国三级公立医院绩效考核国家监测分析情况的通报》。2022年度数据结果显示，通过连续5年的绩效考核引导，三级公立医院在发展方式、运行模式、资源配置等方面不断优化，医疗服务公平性、可及性和优质服务供给能力进一步增强。

2024年3月13日，国家卫健委联合医保局、药监局等多部门联合发布《关于加强医疗监督跨部门执法联动工作的意见》，围绕医疗监督跨部门执法联动的关键工作，从建立工作机制、突出重点执法、创新执法手段等三个方面，作出了具体要求。

2024年4月2日，2024年全国药政工作会议在京召开，会上总结2023年药政工作情况，安排部署2024年重点任务。会议强调，要在完善国家药物政策、健全基层药品联动管理机制、提升基本药物制度化水平、强化短缺药品会商联动机制、深化药品使用监测和临床综合评价结果应用、加强特殊人群和特定疾病药品供应保障等方面，持续增强高质量药品供应与药学服务的均衡性和可及性，聚力构建药品供应保障高质量发展新格局，为建成健康中国、奋力实现中国式现代化作出新的更大的贡献。

2024年4月8日，国家医保局、最高人民法院、最高人民检察院、公安部、财政部、国家卫健委联合召开2024年全国医保基金违法违规问题专项整治工作会议，对相关工作进行部署。会议指出，做好2024年专项整治工作，要突出六个重点：一是强化高压震慑，重拳打击虚假诊疗、倒卖医保药品、虚假购药等欺诈骗保行为；二是强化飞行检查，做实定点医药机构违法违规问题自查自纠；三是强化数据赋能，构建“事前提醒、事中审核、事后监管”三道大数据监管防线；四是强化治本之策，从技术、能力和管理等方面完善长效监管机制；五是强化分工合作，加强部门协同和上下联动，形成工作合力；六是强化纪律建设，打造过硬队伍，扎实推进医药领域腐败问题集中整治。

2024年4月11日，中央纪委国家监委网站发布《理论视野|营造风清气正医药行业生态》提到，总书记在中央纪委三次全会上强调，“深化整治金融、国企、能源、医药和基建工程等权力集中、资金密集、资源富集领域的腐败，清理风险隐患”。文章指出，医药领域正风肃纪反腐永远在路上。要避免前紧后松、时紧时松，加强对工作落实情况监督和对推进节奏的把控。事实上，强化受贿行贿一起查也在今年的医药反腐中被多次提及。推动完善全国行贿人信息库，健全对重点行贿人的联合惩戒机制，推动完善惩处行贿相关法律，加大通报典型案例。近期，医药销售人员行贿获刑的案例不时见诸报端。不少医药企业/医药人，认为医药反腐高压已经过去，但事实上医药反腐正持续深化，力度不断加强，多部门参与其中，形成监管全链条。中纪委已经建立具有联合惩戒功能的行贿人“黑名单”制度，地方也在积极探索推行，不断提升打击行贿的精准性和有效性。

2024年4月28日，国家医保局印发了《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》，在全国范围启动2024年医疗保障基金飞行检查工作。重点检查2022年1月1日-2023年12月31日期间医保基金使用、管理及有关内部控制制度建设、实施等情况，必要时追溯检查以前年度或延伸检查至2024年度。

2024年5月6日，国家医保局印发了《长期护理保险失能等级评估机构定点

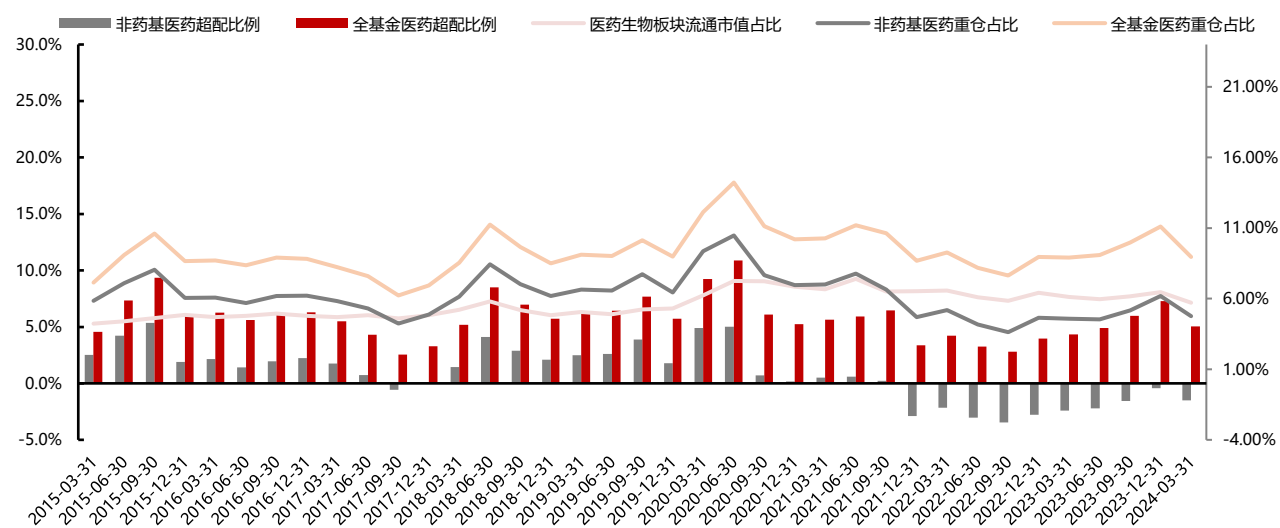
管理办法(试行)》。《定点管理办法》主要对定点评估机构的确定、运行管理、监督管理等方面作出规定。一是明确定点评估机构的申请条件和确定程序。二是提出定点评估机构的运行管理要求。三是规定对定点评估机构的监督管理要求。国家医保局将指导长期护理保险制度试点地区医保部门做好《定点管理办法》试行,及时总结经验做法,不断健全长期护理保险失能等级评估标准体系和管理办法,更好维护广大参保人合法权益。

2024年5月7日,国家药监局发布《关于调整精神药品目录的公告》,对精神药品目录进行调整,其中包括将右美沙芬列入第二类精神药品目录,自2024年7月1日起施行。《公告》指出,将右美沙芬、含地芬诺酯复方制剂、纳呋拉啡、氯卡色林列入第二类精神药品目录。同时将咪达唑仑原料药和注射剂由第二类精神药品调整为第一类精神药品,其它咪达唑仑单方制剂仍为第二类精神药品。

2 基金持仓：板块估值处于历史低位，24Q1 基金医药板块配置环比下降

自 2020 年半年度医药重仓高点以来，股票型基金中生物医药板块重仓配置呈波动下降趋势，非药基金已持续低配医药板块。截至 2024 年一季度末，全样本基金重仓资产配置中医药生物板块占比 11.2%，环比降幅较大，下降 2.7 个百分点；非药基金重仓资产配置中医药生物板块占比 6.0%，环比下降 1.8 个百分点。从医药生物板块的超额配置比例来看，2024 年一季度末，医药板块流通市值占全 A 股流通市值的 7.2%，非药基金医药板块超额配置为-1.2%，相较 2023 年末超配-0.3%，非药基金对医药板块的重仓配置比例继续环比下降。

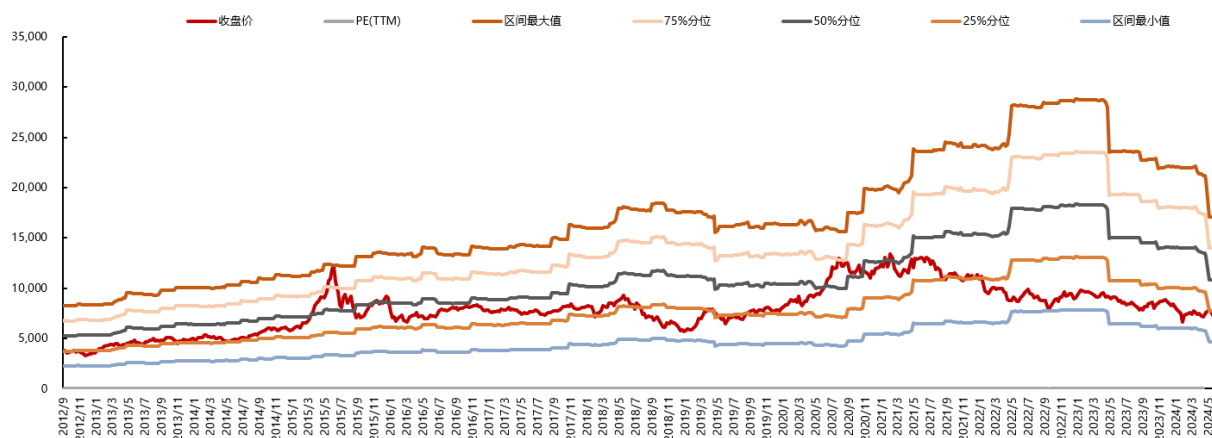
图1：2015Q1-2024Q1 非医药主题基金/全样本基金生物医药重仓情况



资料来源：Choice，民生证券研究院；注：全样本基金包含普通股票型、混合偏股型、股债混合型、灵活配置型四类基金产品；非药基金为全样本基金扣除 Choice 主题基金分类中医药生物、化学制药、生物制品、医疗器械、中药、医疗服务类别后剩余的基金样本

当前医药生物行业估值处于历史低位。截至 2024 年 5 月 31 日，申万生物医药指数(801150.SWI)收盘于 7284.24 点，对应 PE(TTM)为 32 倍，估值环比有所下降，但板块估值仍处于历史 25%分位以下，处于历史低位。

图2：医药生物历史估值情况（数据截至 2024 年 6 月 11 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

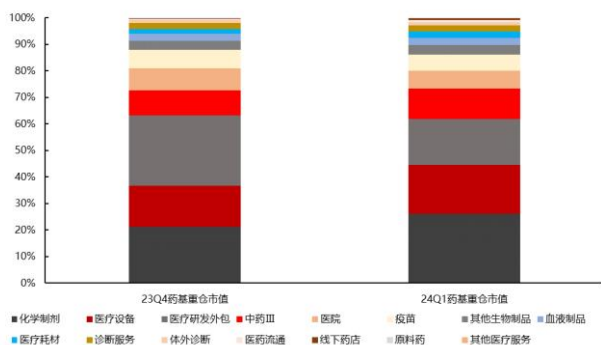
医药行业重仓市值占比继续下降，2024 年 Q1 全基金样本医药重仓配置占比环比下降 1.3 个百分点。根据 2024 年 Q1 基金定期报告，全基金样本医药行业重仓配置市值 2361.6 亿元（23Q4 为 2711.0）、重仓配置占比 13.2%（23Q4 为 14.5%），重仓市值及配置占比环比分别下降-349.5 亿元、1.3 个百分点。剔除医药基金持仓后，2024 年 Q1 非医药基金医药行业配置市值占比约 7.2%，较 2023 年 Q4 的 7.4% 环比略有下降。

图3：全基金/医药主题基金/非医药基金重仓股配置变化情况（申万行业一级分类，亿元）

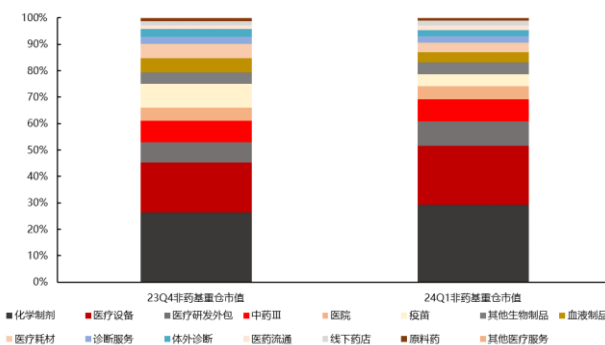
	24Q1全基金重仓市值	23Q4全基金重仓市值	环比增减	24Q1占比	23Q4占比	环比增减	24Q1医药基金重仓市值	23Q4医药基金重仓市值	24Q1占比	环比增减	24Q1非医药基金重仓市值	23Q4非医药基金重仓市值	环比增减	24Q1占比	23Q4占比	环比增减
传媒	184.8	188.8	-4.0	1.0%	1.0%	0.0%	5.9	9.2	0.5%	-3.4	178.9	179.6	-0.6	1.1%	1.1%	0.0%
电力设备	2005.4	2041.0	-35.6	11.2%	10.9%	0.3%	34.3	37.9	2.2%	-3.6	1971.1	2003.1	-32.0	12.0%	11.8%	0.2%
电子	2473.8	2720.6	-246.8	13.8%	14.5%	-0.7%	11.2	13.0	0.8%	-1.8	2462.6	2707.6	-245.0	14.9%	15.9%	-1.0%
房地产	148.6	165.3	-16.7	0.8%	0.9%	-0.1%	0.0	0.0	0.0%	0.0	148.6	165.3	-16.7	0.9%	1.0%	-0.1%
纺织服装	75.4	79.3	-3.9	0.4%	0.4%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	75.4	79.3	-3.9	0.5%	0.5%	0.0%
非银金融	751.7	761.9	-10.2	4.2%	4.1%	0.1%	0.0	0.0	0.0%	0.0	751.7	761.9	-10.2	4.6%	4.5%	0.1%
钢铁	42.2	44.1	-1.9	0.2%	0.2%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	42.2	44.1	-1.9	0.3%	0.3%	0.0%
公用事业	333.3	317.3	16.0	1.9%	1.7%	0.2%	2.1	1.3	0.1%	0.9	331.1	316.0	15.1	2.0%	1.9%	0.2%
国防军工	472.8	558.6	-85.8	2.6%	3.0%	-0.3%	3.3	3.6	0.2%	-0.3	469.5	555.0	-85.5	2.8%	3.3%	-0.4%
环保	40.6	41.0	-0.4	0.2%	0.2%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	40.6	41.0	-0.4	0.2%	0.2%	0.0%
机械设备	536.0	577.6	-41.6	3.0%	3.1%	-0.1%	1.1	1.4	0.1%	-0.4	534.9	576.2	-41.3	3.2%	3.4%	-0.1%
基础化工	307.2	333.9	-26.7	1.7%	1.8%	-0.1%	1.8	1.7	0.1%	0.0	305.4	332.2	-26.7	1.9%	2.0%	-0.1%
计算机	692.6	749.2	-56.6	3.9%	4.0%	-0.1%	2.8	3.2	0.2%	-0.4	689.8	746.0	-56.2	4.2%	4.4%	-0.2%
家用电器	610.3	607.2	3.1	3.4%	3.2%	0.2%	25.1	25.0	1.5%	0.1	585.2	582.2	3.0	3.6%	3.4%	0.1%
建筑材料	51.2	58.1	-7.0	0.3%	0.3%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	51.2	58.1	-7.0	0.3%	0.3%	0.0%
建筑装饰	82.1	84.7	-2.6	0.5%	0.5%	0.0%	0.1	0.1	0.0%	0.0	82.0	84.6	-2.6	0.5%	0.5%	0.0%
交通运输	260.6	264.4	-3.8	1.5%	1.4%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	260.6	264.4	-3.8	1.6%	1.6%	0.0%
煤炭	184.4	148.4	36.0	1.0%	0.8%	0.2%	0.2	0.2	0.0%	0.0	184.2	148.2	36.0	1.1%	0.9%	0.2%
美容护理	62.3	64.2	-1.9	0.3%	0.3%	0.0%	37.2	38.1	2.2%	-0.9	25.1	26.1	-1.0	0.2%	0.2%	0.0%
农林牧渔	339.2	344.8	-5.5	1.9%	1.8%	0.1%	2.6	2.8	0.2%	-0.2	336.6	341.9	-5.3	2.0%	2.0%	0.0%
汽车	635.7	685.3	-49.6	3.6%	3.7%	-0.1%	3.4	4.1	0.2%	-0.8	632.4	681.2	-48.8	3.8%	4.0%	-0.2%
轻工制造	127.3	138.6	-11.3	0.7%	0.7%	0.0%	4.6	4.1	0.2%	0.5	122.7	134.5	-11.8	0.7%	0.8%	0.0%
商贸零售	86.9	91.0	-4.1	0.5%	0.5%	0.0%	0.3	0.4	0.0%	0.0	86.6	90.6	-4.0	0.5%	0.5%	0.0%
社会服务	70.1	82.7	-12.5	0.4%	0.4%	0.0%	4.2	6.4	0.4%	-2.3	66.0	76.2	-10.3	0.4%	0.4%	0.0%
石油石化	124.3	117.3	7.0	0.7%	0.6%	0.1%	0.1	0.1	0.0%	0.0	124.3	117.2	7.0	0.8%	0.7%	0.1%
食品饮料	2871.4	2907.5	-36.1	16.0%	15.5%	0.5%	76.1	87.2	5.1%	-11.1	2795.4	2820.4	-25.0	17.0%	16.6%	0.4%
通信	537.8	491.1	46.7	3.0%	2.6%	0.4%	9.9	9.6	0.6%	0.4	527.8	481.5	46.3	3.2%	2.8%	0.4%
医药生物	2361.6	2711.0	-349.5	13.2%	14.5%	-1.3%	1182.7	1447.5	85.1%	-264.8	1178.8	1263.5	-84.7	7.2%	7.4%	-0.3%
银行	621.2	554.8	66.3	3.5%	3.0%	0.5%	3.2	3.0	0.2%	0.2	618.0	551.8	66.2	3.7%	3.2%	0.5%
有色金属	794.9	787.0	7.8	4.4%	4.2%	0.2%	1.3	0.9	0.1%	0.4	793.5	786.1	7.4	4.8%	4.6%	0.2%
综合	8.7	8.3	0.5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	0.0%	0.0	8.7	8.3	0.5	0.1%	0.0%	0.0%
合计	17894.3	18724.9	-830.6	100.0%	100.0%	0.0%	1413.3	1700.8	100.0%	-287.5	16481.1	17024.1	-543.1	100.0%	100.0%	0.0%

资料来源：Wind，民生证券研究院

根据申万三级行业分类：医药主题基金 24 年 Q1 医药行业布局以化学制剂、医疗设备和医疗研发外包为主，上述细分领域的重仓市值分别为 309.9、216.6 和 206.1 亿元，环比 2023 年 Q4 分别下降 5.7、13.2 和 187.0 亿元；非医药基金 24 年 Q1 医药行业布局以医疗设备、化学制剂和中药Ⅲ为主，上述细分领域的重仓市值分别为 345.1、263.0 和 108.2 亿元，环比分别降低 34.6、9.2 和 2.4 亿元。

图4：医药主题基金医药行业配置结构


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：非医药基金医药行业配置结构


资料来源：wind，民生证券研究院

从具体重仓股票来看：24 年 Q1，医药主题基金重仓市值前三依次为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德，重仓市值分别环比降低 6.4、10.8 和 121.3 亿元；24 年 Q1，非医药基金重仓市值前三依次为迈瑞医疗、恒瑞医疗和联影医疗，重仓市值分别环比变化-16.2、-10.0 和 3.4 亿元。

图6：医药主题基金生物医药重仓配置 Top10 (亿元)

证券名称	当期涨跌幅	所属申万行业	24Q1药基重仓市值	23Q4药基重仓市值	期内增减
恒瑞医药	3%	化学制剂	184.6	191.0	-6.4
迈瑞医疗	-12%	医疗设备	158.9	169.8	-10.8
药明康德	-20%	医疗研发外包	111.7	233.0	-121.3
爱尔眼科	-1%	医院	76.9	117.0	-40.0
泰格医药	-3%	医疗研发外包	49.7	55.3	-5.6
智飞生物	-15%	疫苗	45.4	75.2	-29.9
科伦药业	0%	化学制剂	33.6	29.0	4.6
片仔癀	-2%	中药III	33.0	40.6	-7.6
联影医疗	-15%	医疗设备	30.2	33.0	-2.7
华润三九	-34%	中药III	27.7	22.0	5.7

资料来源：wind，民生证券研究院

图7：非医药基金生物医药重仓配置 Top10 (亿元)

证券名称	当期涨跌幅	所属申万行业	24Q1非药重仓市值	23Q4非药重仓市值	期内增减
迈瑞医疗	-12%	医疗设备	207.0	223.2	-16.2
恒瑞医药	3%	化学制剂	113.1	123.0	-10.0
联影医疗	-15%	医疗设备	73.7	70.3	3.4
智飞生物	-15%	疫苗	36.9	76.4	-39.5
惠泰医疗	-2%	医疗耗材	34.4	35.2	-0.8
东阿阿胶	17%	中药III	27.4	21.4	6.0
爱尔眼科	-1%	医院	27.0	35.3	-8.4
新产业	-39%	体外诊断	25.0	38.2	-13.3
人福医药	4%	化学制剂	24.6	35.2	-10.5
科伦药业	0%	化学制剂	20.4	9.6	10.8

资料来源：wind，民生证券研究院

从重仓增量排名来看：24 年 Q1，医药主题基金新增重仓市值排名前三依次为东阿阿胶、惠泰医疗、鱼跃医疗，重仓市值分别环比提升 18.4、7.2 和 6.9 亿元；24 年 Q1，非医药基金新增重仓市值排名前三依次为科伦药业、兴齐眼药和泰格医药，重仓市值分别环比提升 10.8、10.5 和 6.5 亿元。

图8：医药主题基金生物医药加仓配置 Top10 (亿元)

证券名称	当期涨跌幅	所属申万行业	24Q1药基重仓市值	23Q4药基重仓市值	期内增减
东阿阿胶	17%	中药III	27.2	8.8	18.4
惠泰医疗	-2%	医疗耗材	17.9	10.6	7.2
鱼跃医疗	-28%	医疗设备	10.2	3.2	6.9
华润双鹤	-22%	化学制剂	5.8	0.0	5.8
华润三九	-34%	中药III	27.7	22.0	5.7
迈威生物-U	-27%	化学制剂	10.9	5.5	5.4
科伦药业	0%	化学制剂	33.6	29.0	4.6
万泰生物	-15%	疫苗	12.5	8.1	4.4
百洋医药	-12%	医药流通	6.5	2.7	3.7
海思科	-17%	化学制剂	7.1	4.2	2.9

资料来源：wind，民生证券研究院

图9：非医药基金生物医药加仓配置 Top10 (亿元)

证券名称	当期涨跌幅	所属申万行业	24Q1非药重仓市值	23Q4非药重仓市值	期内增减
科伦药业	0%	化学制剂	20.4	9.6	10.8
兴齐眼药	-12%	化学制剂	15.2	4.7	10.5
泰格医药	-3%	医疗研发外包	9.0	2.5	6.5
泽璟制药-U	-4%	化学制剂	8.3	2.2	6.0
东阿阿胶	17%	中药III	27.4	21.4	6.0
山东药玻	-5%	医疗耗材	7.6	2.8	4.8
济川药业	-2%	中药III	6.2	1.6	4.6
诺泰生物	-8%	医疗研发外包	12.3	7.6	4.6
九典制药	-16%	化学制剂	19.6	15.2	4.4
羚锐制药	-16%	中药III	5.8	1.7	4.1

资料来源：wind，民生证券研究院

3 药品板块

3.1 观点更新：五重催化叠加，看好 2024 年下半年创新药行情

各地陆续发布利好创新药政策：近期，广州、珠海、北京等地陆续多项政策出台，加速科技创新突破，支持研发及产业化，政策利好创新药发展，建议关注具有创新能力及创新重磅产品的企业。

减肥&GLP-1 主题持续：礼来近期又启动一项新 III 期临床试验，旨在评估每周 1 次 Retatrutide 对成人肥胖患者的心血管结局和肾功能的影响，此次是第 8 项 III 临床；2024 年 4 月 30 日，礼来发布一季度财报，替尔泊肽减重版 Mounjaro 销售额 18.07 亿美元，替尔泊肽减重版去年 11 月刚刚获批，今年一季度销售 5.17 亿美元。替尔泊肽合计销售额 23.24 亿美元，预计全年将突破 100 亿美元；关注国内 GLP-1 相关企业研发进展。

超过 50 项中国研究亮相 2024 年 ASCO 大会：4 月下旬 ASCO 公布大会的研究标题，今年口头汇报研究中共有 56 项为中国研究，就摘要重磅程度而言，广受关注的 Late Breaking Abstract (LBA) 中，中国研究为 6 项。关注国内研发能力较强、具有创新技术平台的企业。

年报一季报业绩高增长：创新药企业 2023 年年报以及 2024 年一季报陆续披露，多家企业归母净利润同比高增长，年报中科伦药业 (+44%)、艾力斯 (+394%)、甘李药业 (+177%)、贝达药业 (+139%)、三生国健 (+498%)、吉贝尔 (+42%)、特宝生物 (+94%) 等。一季报中海思科 (+220%)、艾力斯 (+778%)、甘李药业 (+95%)、三生国健 (+172%)、奥赛康 (+147%) 等。

企业出海：国内胰岛素出海将打开国内企业成长天花板，建议关注具有出海潜力的胰岛素企业。

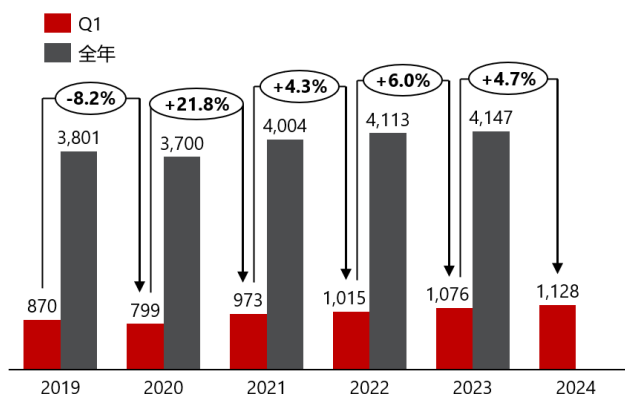
建议关注：恒瑞医药、百济神州、康方生物、科伦药业/科伦博泰、三生国健、甘李药业、通化东宝、兴齐眼药、三生制药、康诺亚、和黄医药、艾力斯、贝达药业、益方生物、奥赛康、迪哲医药、凯因科技、特宝生物、吉贝尔、海思科等。

3.2 盈利规模

3.2.1 化药营收稳健增长，生物药营收增长迅猛

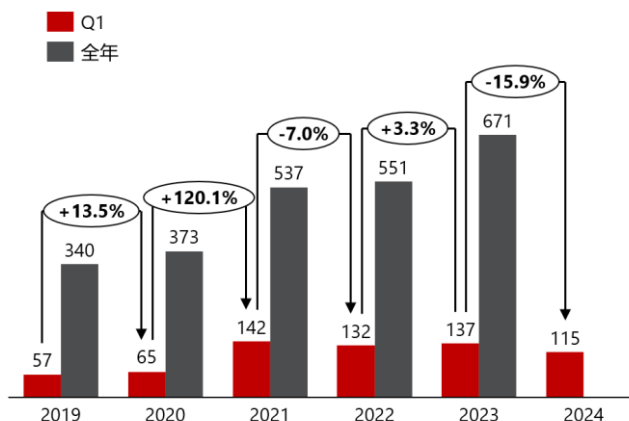
2023 年，SW 化学制剂板块的营业总收入规模达到 4147 亿元，同比增长 0.8%，继续保持近年来的增长趋势，但近两年增速放缓；SW 其他生物制品板块的营业总收入规模达到 671 亿元，同比增长 21.77%。

图10: SW 化学制剂板块营业总收入 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: SW 其它生物制品板块营业总收入 (亿元)

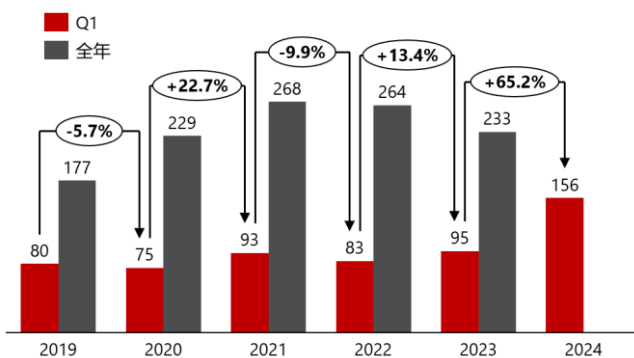


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3.2.2 净利润化药略微下滑, 生物药 24 年 Q1 扭亏为盈

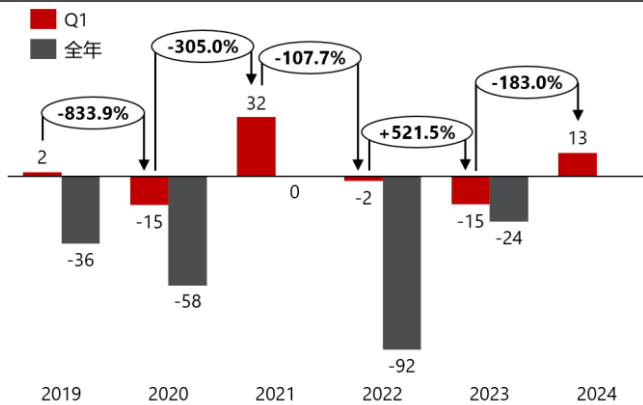
2023 年, SW 化学制剂板块归母净利润规模达到 233 亿元, 同比降低 11.7%, 但是 2024 年 Q1 化药板块整体净利润增长迅速; 2023 年 SW 其它生物制品板块近几年由于未盈利 Biotech 企业上市, 生物药板块整体净利润处于亏损状态, 但 24Q1 由负转正。

图12: SW 化学制剂板块归母净利润 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

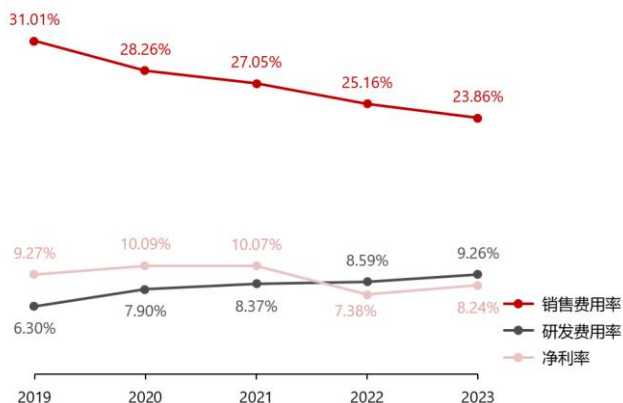
图13: SW 其它生物制品板块归母净利润 (亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3.3 盈利能力: 销售费用率改善, 净利率上升

2023 年, SW 化学制剂板块归母净利率达到 8.24%, 在 2021 年净利润下降之后, 近两年陆续恢复增长; 化药板块销售费用率持续改善, 2023 年降至 23.86%; 化学板块研发费用率持续上升, 2023 年为 9.26%。SW 其它生物制品板块归母净利润在 2023 年亏损有所收窄, 板块销售费用率持续优化, 2023 年销售费用率为 35.82%, 研发费用率 35.75%明显下降。

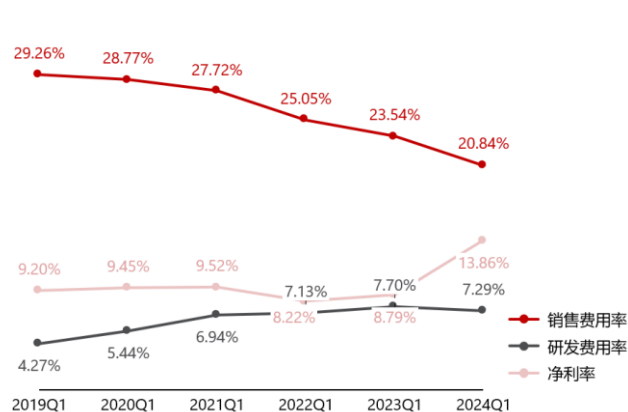
图14: SW 化学制剂板块年度费用率和净利率


资料来源: ifind, 民生证券研究院

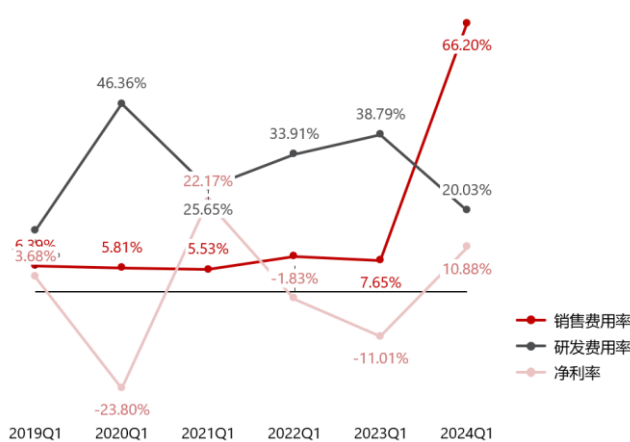
图15: SW 其它生物制品板块年度费用率和净利率


资料来源: ifind, 民生证券研究院

2024 年 Q1, SW 化学制剂板块归母净利率达到 13.86%, 在 2022 年 Q1 净利润下降之后, 今年恢复增长, 板块销售费用率持续改善, 2024Q1 降至 20.84%; 板块研发费用略微下降, 2024Q1 为 7.29%。SW 其它生物制品板块归母净利润在 23Q3 由负转正, 板块销售费用率 66.20%处于高位; 研发费用率 20.03%明显下降。

图16: SW 化学制剂板块单季度费用率和净利率


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: SW 其它生物制品板块单季度费用率和净利率


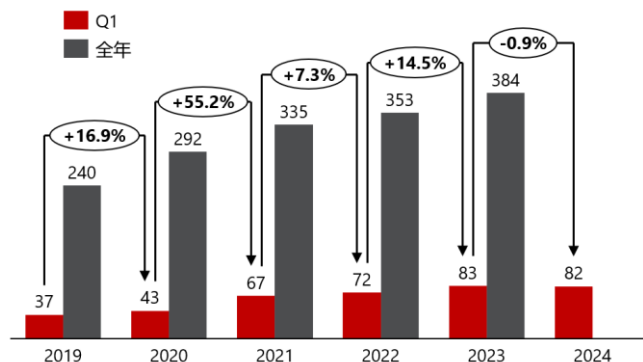
资料来源: ifind, 民生证券研究院

3.4 研发趋势

3.4.1 化药研发费用稳健增长, 生物药研发费用显著增加

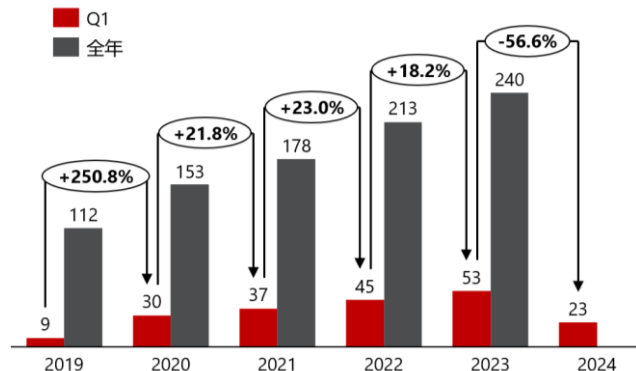
2023 年 SW 化学制剂板块研发费用总规模达到 384 亿元, 同比增长 8.70%, 2024 年 Q1 研发费用基本持平; SW 其它生物制品 2023 年研发费用总规模为 240 亿元, 同比增长 12.8%, 2024 年 Q1 研发费用率有明显下滑。

图18: SW 化学制剂板块研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: SW 其它生物制品板块研发费用 (亿元)

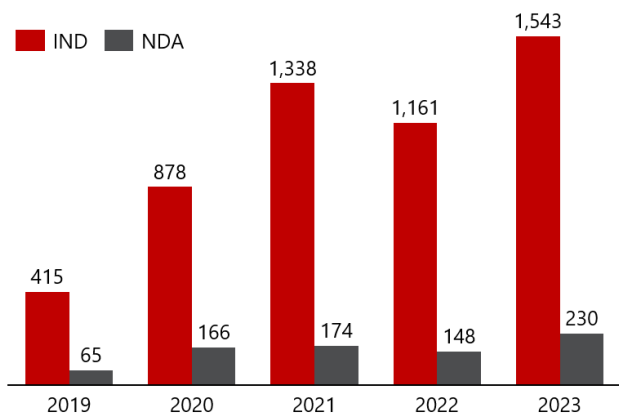


资料来源: wind, 民生证券研究院

3.4.2 IND/NDA 数量恢复增长, 2023 年 IND 再创新高

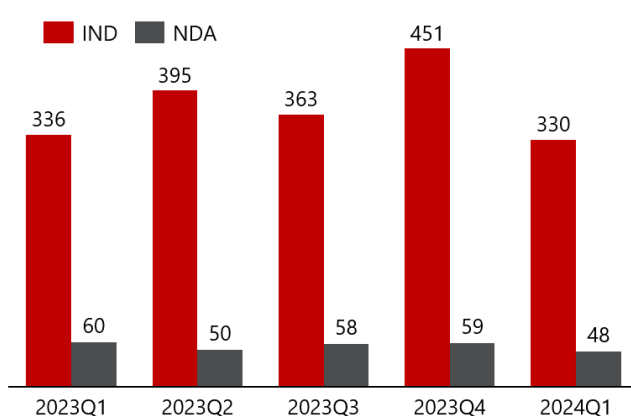
自 2018 年以来, 创新药新药临床试验申请 (IND) 及新药申请 (NDA) 数量稳步上升, 2023 年 IND/NDA 数量再创新高, 创新药 IND 数量为 1543 项, NDA 数量为 230 项。2024 年 Q1 创新药 IND 以及 NDA 数量明显下降。

图20: 2019-2023 创新药 IND 及 NDA 数量



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

图21: 23Q1-24Q1 创新药 IND 及 NDA 数量



资料来源: 医药魔方, 民生证券研究院

3.5 重点公司业绩更新：A 股重点创新药公司

表1：A 股重点公司 2023 年及 2024 年 Q1 业绩

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	市盈率	营业总收入 (百万元) 及同比增速				归母净利润 (百万元) 及同比增速			
				2022	2023	2023Q1	2024Q1	2022	2023	2023Q1	2024Q1
600276.SH	恒瑞医药	2,945.82	68.47	21,275.27	22,819.78	5,492.32	5,997.53	3,906.30	4,302.44	1,239.11	1,368.93
					7.26%		9.20%		10.14%		10.48%
688235.SH	百济神州-U	1,219.67	-27.21	9,566.41	17,423.34	3,066.39	5,359.34	-13,642.04	-6,715.86	-2,446.58	-1,908.06
					82.13%		74.78%		50.77%		22.01%
002422.SZ	科伦药业	525.80	21.41	18,912.65	21,453.93	5,601.80	6,219.42	1,708.70	2,456.11	810.32	1,026.19
					13.44%		11.03%		43.74%		26.64%
002653.SZ	海思科	333.34	112.96	3,015.29	3,355.07	623.64	752.13	277.00	295.11	28.75	91.96
					11.27%		20.60%		6.54%		219.86%
603087.SH	甘李药业	294.70	86.66	1,712.27	2,608.04	558.00	560.33	-439.52	340.07	49.22	96.00
					52.31%		0.42%		177.37%		95.04%
688578.SH	艾力斯	260.46	40.43	791.00	2,018.18	276.51	742.84	130.52	644.17	34.88	306.05
					155.14%		168.65%		393.54%		777.51%
688278.SH	特宝生物	246.93	44.46	1,526.91	2,100.32	419.31	545.30	287.02	555.45	84.17	128.81
					37.55%		30.05%		93.52%		53.03%
600867.SH	通化东宝	202.76	17.36	2,778.45	3,075.42	665.36	591.39	1,581.89	1,167.84	250.44	214.68
					10.69%		-11.12%		-26.17%		-14.28%
300558.SZ	贝达药业	174.05	50.01	2,376.63	2,456.20	531.62	735.78	145.42	348.03	51.40	98.14
					3.35%		38.40%		139.33%		90.95%
301015.SZ	百洋医药	165.94	25.28	7,509.62	7,563.90	1,686.42	1,661.16	502.09	656.31	122.41	165.99
					0.72%		-1.50%		30.71%		35.60%
688336.SH	三生国健	145.01	49.22	825.49	1,014.03	207.34	266.90	49.30	294.61	33.51	91.12
					22.84%		28.72%		497.63%		171.88%
688062.SH	迈威生物-U	142.30	-13.51	27.73	127.84	4.04	64.56	-955.23	-1,053.43	-241.11	-205.66
					361.03%		1572.54%		-10.28%		14.70%
688177.SH	百奥泰	137.85	-34.94	455.13	704.79	154.93	161.59	-480.40	-394.53	-142.58	-118.96
					54.86%		4.30%		17.87%		16.57%
002755.SZ	奥赛康	100.06	-67.36	1,872.57	1,443.46	338.56	448.49	-225.83	-148.53	-68.59	31.54
					-22.92%		32.47%		34.23%		145.99%
688566.SH	吉贝尔	50.15	22.89	654.73	860.93	165.34	194.23	154.67	219.09	38.01	52.51
					31.49%		17.47%		41.65%		38.15%
688687.SH	凯因科技	50.12	43.01	1,159.97	1,412.01	192.74	212.67	83.41	116.52	21.14	22.14
					21.73%		10.34%		39.71%		4.75%

资料来源：ifind, 民生证券研究院 (股价截至 2024 年 6 月 11 日)

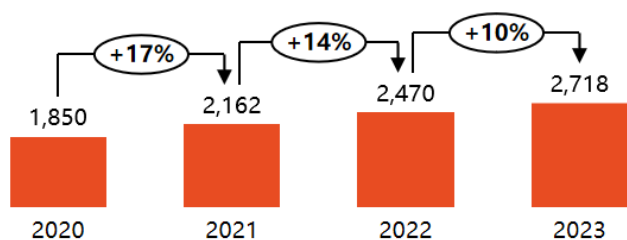
4 医疗设备：政策频频利好，24H2 有望迎来业绩反转

政策端利好频现，带动医疗设备需求扩容。 1) 2024 年 3 月国务院印发以旧换新政策，重在供给端改善，一是投资扶持，如对于工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模 2027 较 2023 年增长 25%以上，CAGR 达到 6%以上，各省份快速响应需求，预计本次执行力度较高；2) 加大 ICU 服务建设，带动相应设备需求快速提升。

展望 2024：基于 23 年下半年设备企业业绩普遍为低基数，今年下半年进一步叠加政策带来的需求端扩容，我们建议重点关注迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、山外山。

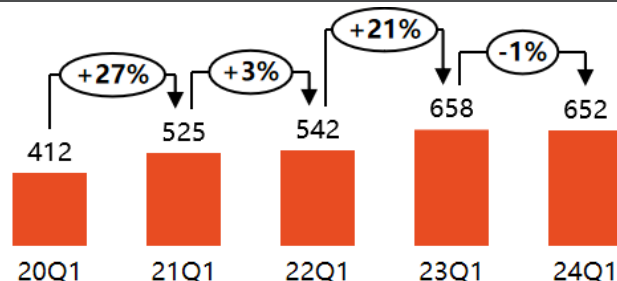
从收入来看，医疗设备厂商收入增速稳健。2023 年板块平均收入 27.18 亿元，同比上升 10%，2024 单 Q1 板块平均收入 6.52 亿元，同比下滑 1%。从利润上看，整体趋势和收入端持平，季度间利润受费用影响波动更大。2023 年板块平均营业利润 5.99 亿元，同比上升 25%，2024 单 Q1 板块实现营业利润 1.47 亿元，同比下滑 7%。

图22：2020-2023 年医疗设备板块营业收入(百万元)



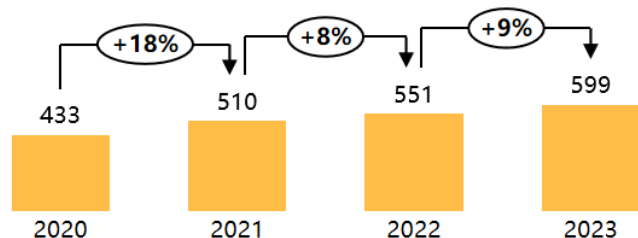
资料来源：wind，民生证券研究院

图23：20Q1-24Q1 医疗设备板块营业收入(百万元)



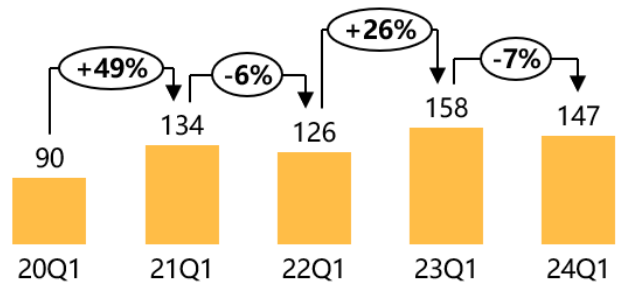
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：2020-2023 年医疗设备板块净利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

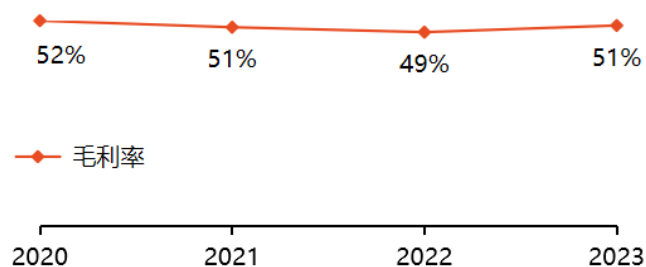
图25：20Q1-24Q1 医疗设备板块营业利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

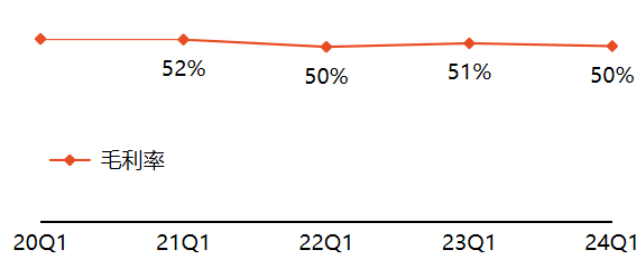
2020-2023 年，医疗设备板块毛利率水平相对稳定。2020-2023 年，板块平均毛利率维持约 50%，因其重资产属性，价格受外部环境扰动较小。20Q1-24Q1，医疗设备板块净利率季度间波动较大。近 5 年 Q1 板块平均净利率在 6%-15% 间波动，主要受季度的费用开支影响季度间净利率差异较大。

图26: 2020-2023 年，医疗设备板块毛利率



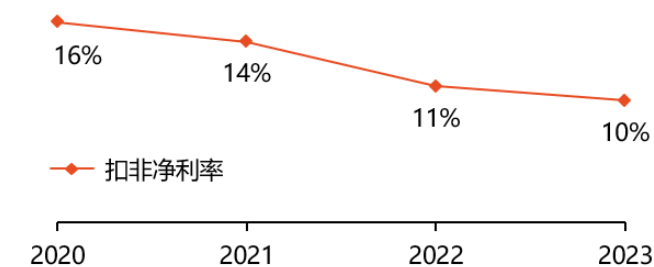
资料来源: wind, 民生证券研究院

图27: 20Q1-24Q1，医疗设备板块毛利率



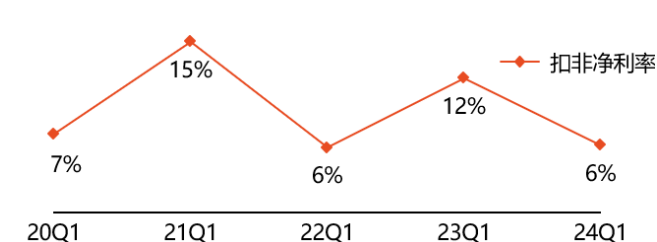
资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 2020-2023 年，医疗设备板块扣非净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

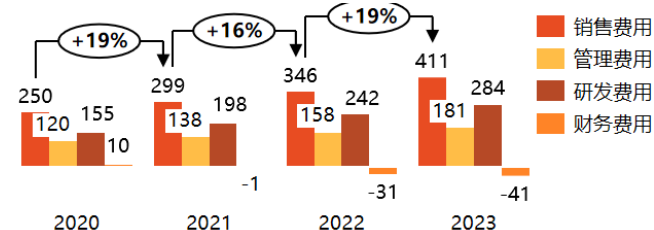
图29: 20Q1-24Q1，医疗设备板块扣非净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

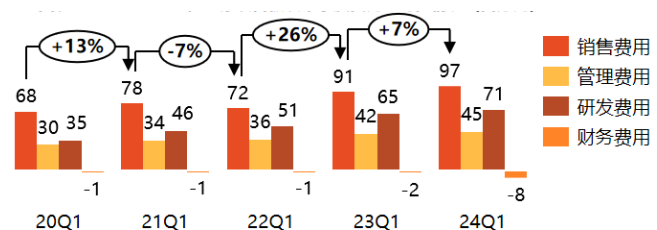
费用端，板块研发、销售和管理费用率呈现逐年增长趋势。2020-2023 年，期间费用率从 29% 窄幅稳步上升至 31%，单一季度费用率与全年趋势相差不大。

图30: 2020-2023 年，医疗设备板块费用绝对值情况 (百万元)



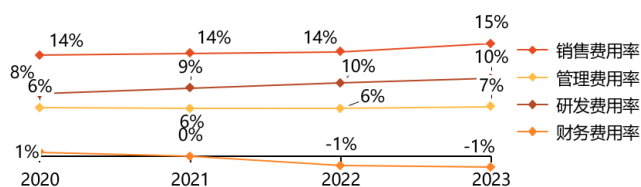
资料来源: wind, 民生证券研究院

图31: 20Q1-24Q1，医疗设备板块单季度费用绝对值情况 (百万元)



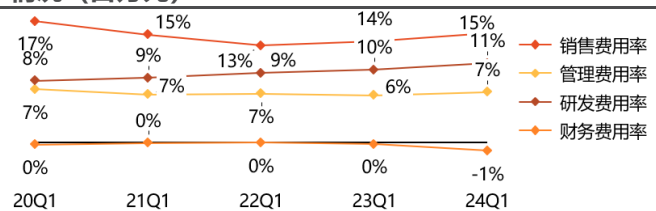
资料来源: wind, 民生证券研究院

图32：2020-2023 年，医疗设备板块费用绝对值情况 (百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

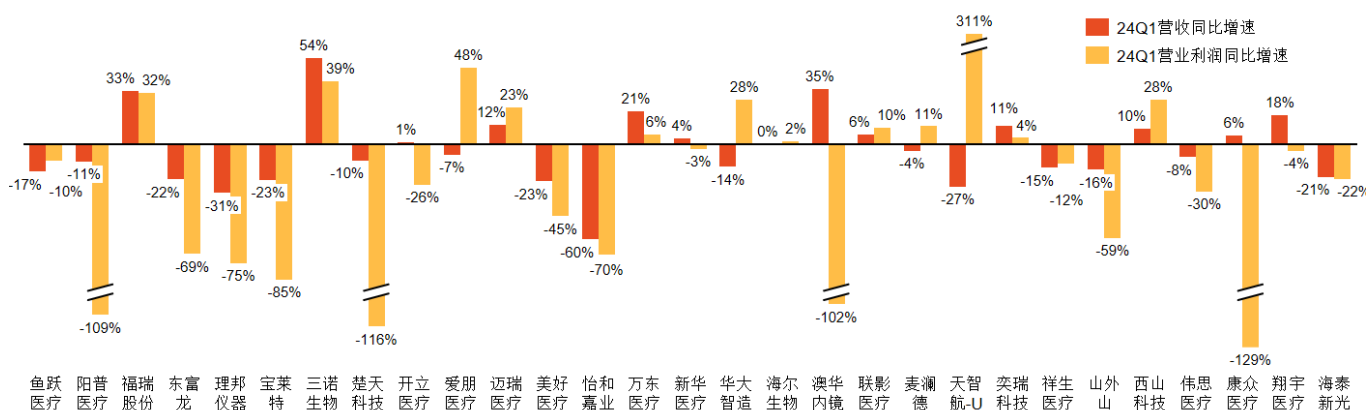
图33：20Q1-24Q1，医疗设备板块单季度费用绝对值情况 (百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

我们选取了国内 29 家医疗设备厂家，从业绩基本面来看，12 家收入端和利润端同比增速维持正增长，其中仅 4 家收入端维持 20%以上增速，主要是受医疗反腐持续性影响，行业景气度仍待恢复。

图34：2024Q1，医疗设备板块主要标的收入及营业利润同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

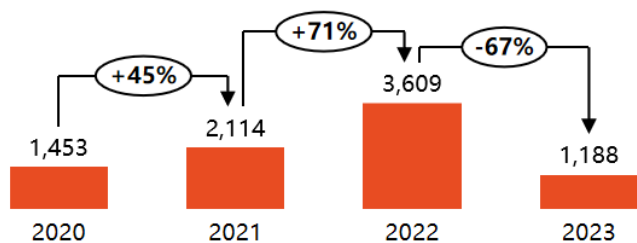
5 体外诊断：板块维持高景气，盈利能力已恢复至正常水平

化学发光技术壁垒高，国产化率低，伴随集采政策逐步推广落地、分级诊疗政策进一步推动，有望加速进口替代，提升检测渗透率。从 2021 安徽化学发光集采结果来看，国产龙头市占率提升明显，且出厂价受影响较小，有利于打破此前化学发光行业的固有格局，加速行业出清，并推动常规品类在三级医院的快速放量。

展望 2024 年：1) 集采为 IVD 行业的大势所趋，建议关注有望从集采中加速抢占市场份额的企业，如迈瑞医疗、新产业、安图生物和亚辉龙；2) 关注具备消费级别大单品且具备全球化布局的企业，如万孚生物、九安医疗等。

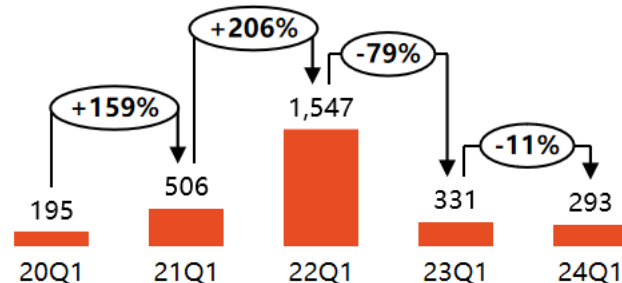
从收入来看，季度同比下滑幅度收窄。2023 年板块平均收入 11.88 亿元，同比下滑 67%，2024 单 Q1 板块平均收入 2.93 亿元，同比下滑 11%，主要受医疗反腐持续及终端需求疲软影响。从利润上看，24Q1 利润端同比大幅下滑。2023 年板块平均营业利润 2.86 亿元，同比下滑 81%，2024 单 Q1 板块实现营业利润 0.66 亿元，同比下降 27%，利润端受费用高企影响仍存在较大压力。

图35：2020-2023 年，体外诊断板块营业收入(百万元)



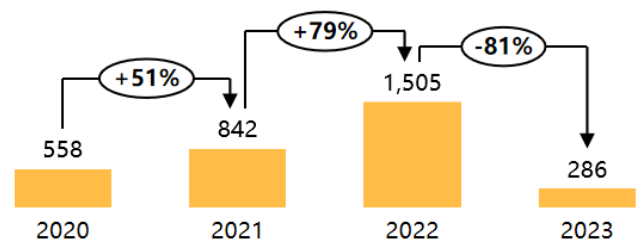
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度营业收入(百万元)



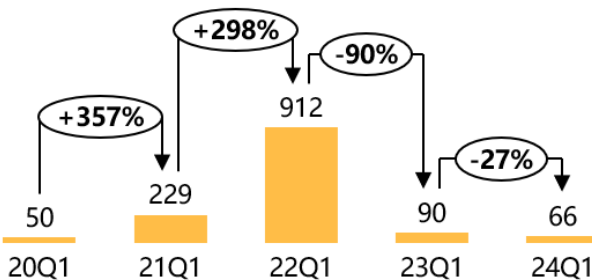
资料来源：wind，民生证券研究院

图37：2020-2023 年，体外诊断板块营业利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

图38：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度营业利润(百万元)

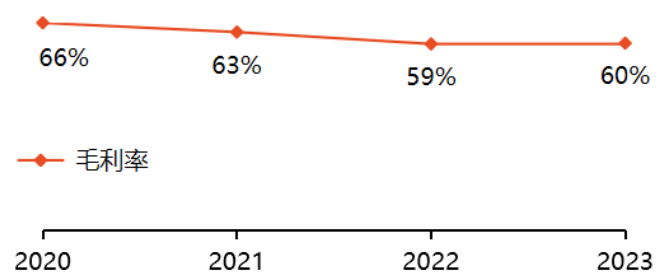


资料来源：wind，民生证券研究院

2020-2023 年，体外诊断板块毛利率呈现窄幅下滑趋势。2020-2023，板块

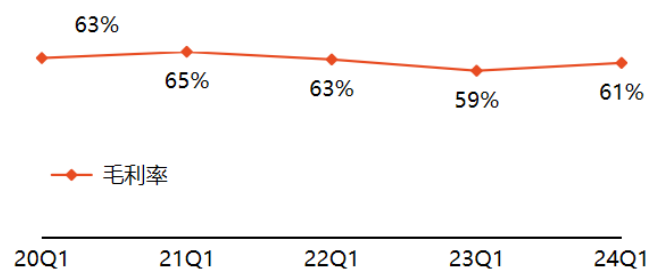
平均毛利率从 66% 下降至 60%，2022 年 Q4 价格下滑较多，因而拉低板块整体毛利率，2023 年恢复到正常水平，24Q1 逐步提升至 61%。2023 年体外诊断板块扣非净利率下滑幅度较大，24Q1 有所改善。2023 板块扣非净利率受存货减值以及费用高企影响为负值，24Q1 恢复至 10%。

图39：2020-2023 年，体外诊断板块毛利率情况



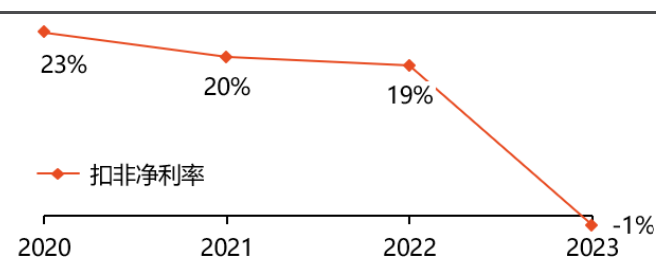
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度毛利率情况



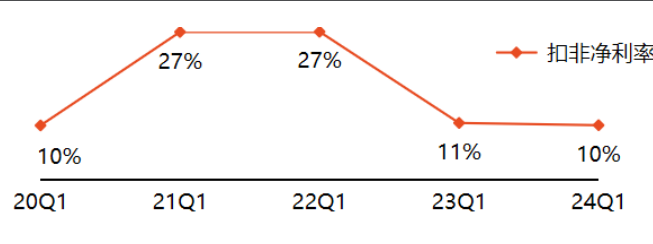
资料来源：wind，民生证券研究院

图41：2020-2023 年，体外诊断板块扣非净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

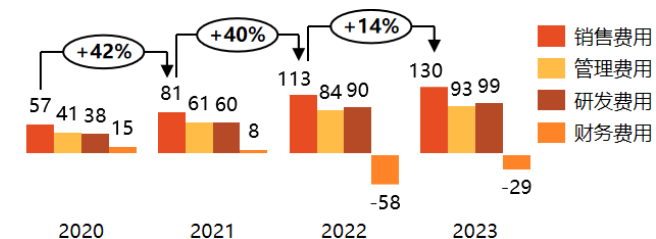
图42：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度扣非净利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

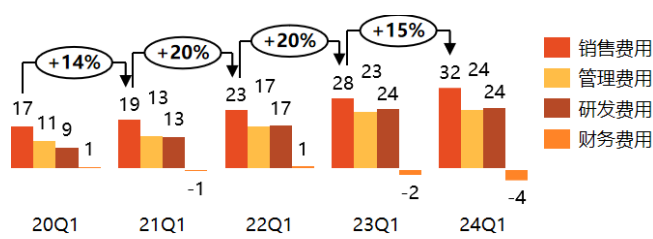
费用端，板块研发、销售和管理费用率均有所上升，企业持续加强投入以不断提升产品力及拓宽销售渠道。从费用绝对值来看，2024Q1 为近 5 年第一季度开支最高峰，从费用率来看，24Q1 期间费用率同比增加 3.4pcts，销售、管理和研发费用率季度间呈现不同程度的上升趋势，主要系企业持续加大研发及销售投入，以进一步增强自身的整体竞争力所致。

图43：2020-2023 年，体外诊断板块费用绝对值情况 (百万元)



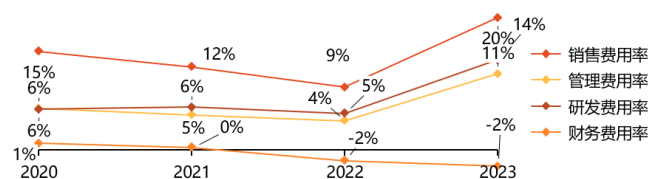
资料来源：wind，民生证券研究院

图44：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度费用绝对值情况 (百万元)



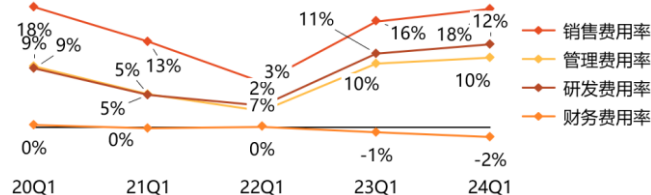
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：2020-2023 年，体外诊断块费用率情况（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

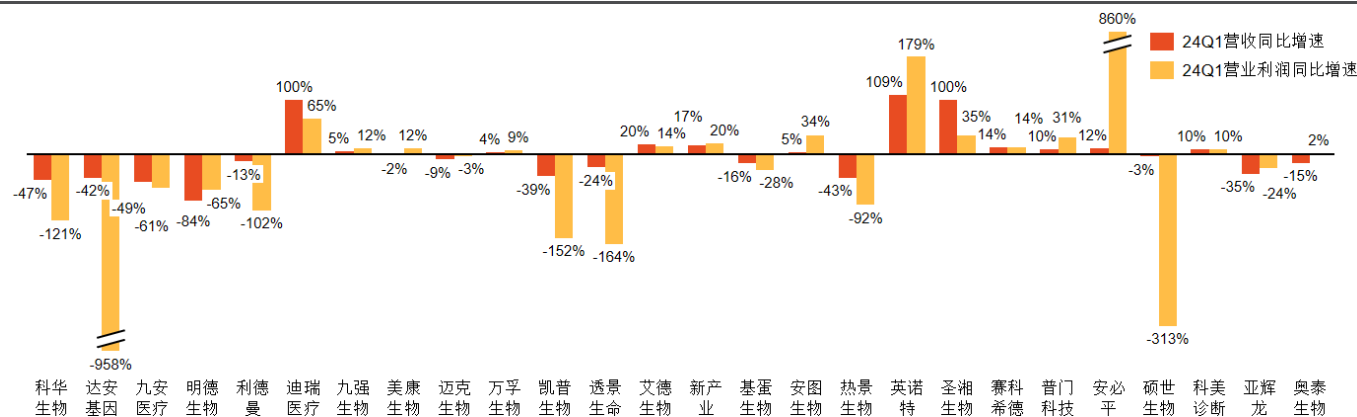
图46：20Q1-24Q1，体外诊断板块单季度费用率情况（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

受新冠业务、海外市场发展阶段及事件驱动影响，IVD 公司业绩表现两极分化严重。1) 新冠业务占比较高，如圣湘生物、东方生物等 2022 年新冠业务占比在 90%左右，23H1 收入与利润表现均差强人意，下半年受行业规律影响，业绩有望企稳回升；2) 新冠业务占比较低且海外业务占比高，如新产业等，2024Q1 收入端和利润端均维持了约 20%的同比增速，主要受益于海外第二成长曲线的拉动以及中高端机型装机带来的试剂放量。3) 大单品驱动：如英诺特和圣湘生物，受益于呼吸道检测产品驱动，24Q1 收入端均实现了翻倍增长。

图47：2024Q1，体外诊断板块主要标的收入及营业利润同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

6 创新器械：仪器设备短期承压，耗材方向趋势向好

国产公司锐意进取集采带来行业变局：器械集采自 2019 年以来推进节奏较快，随着国采制度趋于完善，降价幅度更加理性，有望牵引集采体系更加合理。集采的推进有望加速器械市场的腾笼换鸟、去伪存真，一方面在价格约束下将驱动国产替代进一步加速，另一方面将为国产公司的拓展真创新方向、打造全球领先的产品组合提供外生压力。近年在国内器械公司发力下，国产化率较低的品类近年出现持续下降，重点品种完成 0 到 1 的转变，未来国内进口替代方向大势所趋，国产公司有望在高端市场国产化进程中分享红利。

进口替代方向建议关注电生理、内镜领域：受益于微电生理在射频消融高端耗材方向的技术突破及锦江电子、惠泰医疗在脉冲消融方向的积极进展，外资垄断的电生理房颤领域有望进入国产替代加速阶段，海外厂商传统优势领域的影像、内镜方向也出现较为明显的国产替代趋势，建议关注微电生理、惠泰医疗、澳华内镜、开立医疗。

国产真创新方向建议关注神经介入领域：器械真创新方向曙光初现，受益于国内较大的患者体量基础，神经介入领域狭窄性脑卒中方向国产公司即将推出自膨载药支架，建议关注赛诺医疗。

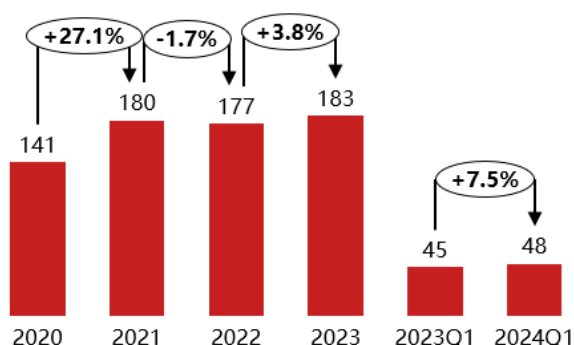
科学仪器方向有望受益于下半年设备换新政策催化，看好科学仪器下游需求复苏下的困境反转和业绩兑现，重点关注聚光科技。

6.1 高值耗材：成长性边际改善，经营效率持续优化

从成长性上看，随着 2023 年以来风险因素逐渐出清，高值耗材板块成长性持续边际改善。主要受 2022 年行业扰动、各级别集采在重点高值耗材产品方向上的快速推进及 2023 年行业整顿影响，板块整体仍处于低增长阶段，但参考近年变化趋势，我们认为受益于老龄化、手术渗透率提升、创新术式变革及国产化率提升等重要因素驱动，高值耗材板块基本面长期向好，随着行业扰动因素的出清，高值耗材板块正在逐步走出行业发展低谷，逐步进入边际加速轨道。

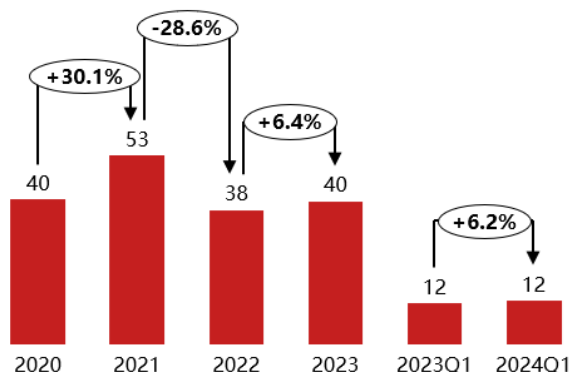
我们选择健帆生物、心脉医疗、惠泰医疗、南微医学、威高骨科、凯利泰、大博医疗、春立医疗、正海生物、戴维医疗、翔宇医疗、三友医疗、安杰思、麦澜德、伟思医疗、冠昊生物、康拓医疗、奥精医疗、东星医疗、天臣医疗、佰仁医疗、微电生理、赛诺医疗作为高值耗材板块分析样本公司，2023 年度高值耗材板块实现收入 183 亿元，同比增长 3.8%，实现净利润 40 亿元，同比增长 6.4%，2024 年 Q1 实现收入 48 亿元，同比增长 7.5%，实现净利润 12 亿元，同比增长 6.2%，参考近年数据，2023 年以来高值耗材板业绩增长态势边际改善。

图48：2020-2024Q1 高值耗材板块收入规模(亿元)及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：2020-2024Q1 高值耗材板块净利润规模(亿元)及增速

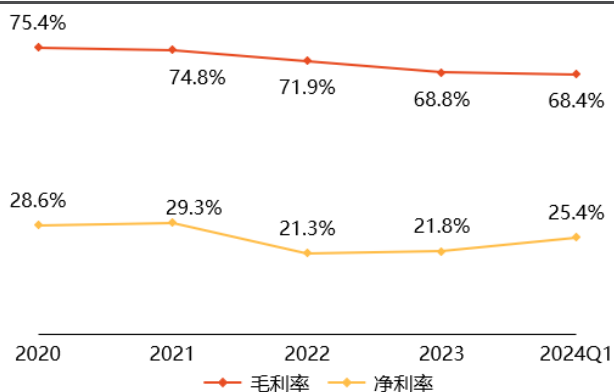


资料来源：wind，民生证券研究院

从盈利能力和经营效率上看，受内外因素影响，高值耗材板块毛利率水平持续承压，但受益于行业经营效率的提升，行业净利率水平持续改善。主要受行业竞争加剧导致的内生降价和集采政策影响下的行业被动降价影响，高值耗材板块毛利率水平持续下降，但受益于行业经营效率的不断提升，行业费用率水平出现一定优化，净利率水平自 2022 年以来持续上升。

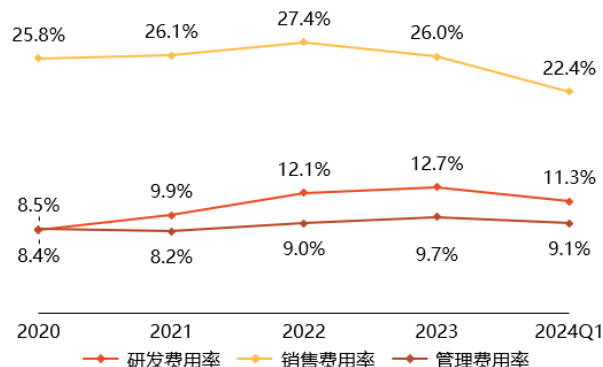
高值耗材整体板块 2023 年毛利率水平为 68.8%，2024 年 Q1 毛利率水平为 68.4%，仍处于下行轨道中。板块 2023 年净利率水平为 21.3%，2024 年 Q1 净利率水平为 25.4%，延续 2022 年以来的上行态势，我们认为 2022 年以来高值耗材板块净利率水平持续改善主要影响因子为行业经营效率的不断提升，2023 年度高值耗材板块整体销售费用率水平为 26.0%，2024 年 Q1 销售费用率水平为 22.4%，行业集采和重点公司内部提效的影响显著，随着集采的进一步深化，销售费用率的优化有望持续。2023 年行业整体管理费用率为 9.7%，2024 年 Q1 行业整体管理费用率为 9.1%，近年管理费用率整体稳定。2023 年行业整体研发费用率为 12.7%，达到近年高点，2020 年以来行业整体研发费用率持续抬升，彰显行业创新属性，2024 年 Q1 行业整体研发费用率为 11.3%，较 2023 年度出现一定下降，但参考 2020-2023 年行业研发费用率区间，2024 年 Q1 的研发费用率仍处于较高水平。

图50: 2020-2024Q1 高值耗材毛利率及净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图51: 2020-2024Q1 高值耗材板块费用率



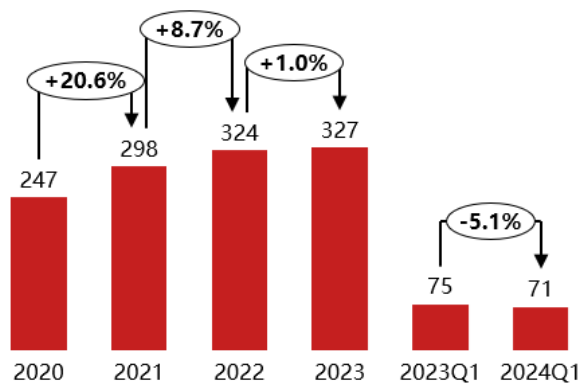
资料来源: wind, 民生证券研究院

6.2 仪器设备: 业绩短期承压, 看好创新驱动的长期发展潜力

主要受需求端偏弱影响, 仪器设备板块业绩兑现较弱。我们选择聚光科技、华大智造、健麾信息、楚天科技、东富龙、新华医疗、奕瑞科技、祥生医疗、福瑞股份、海能技术作为板块样本公司, 2023 年实现收入 327 亿元, 同比增长 1.0%, 2024 年 Q1 实现收入 71 亿元, 同比下降 5.1%。2023 年实现利润 17 亿元, 同比下降 63.9%, 2023 年实现板块整体实现利润 17 亿元, 同比下降 63.9%, 2024 年 Q1 板块整体实现净利润 2 亿元, 同比下降 55.9%。

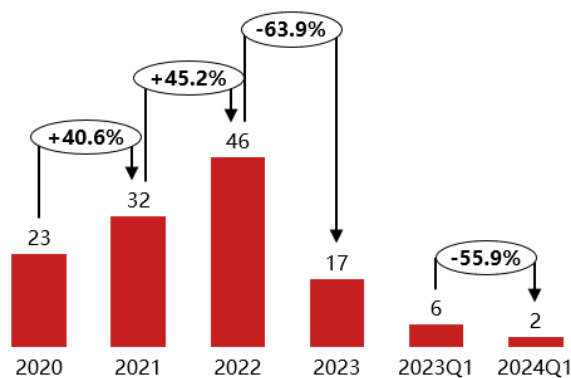
国产仪器重点高端产品不断推出, 看好行业发展前景。国产仪器厂商不断推出新产品提高国产仪器的市场覆盖面积, 如谱育科技的质谱流式、光谱流式、微波消解仪, 禾信仪器的四极杆联用飞行时间质谱, 海能技术的高效液相色谱等。我们预计随着科学仪器需求端触底回暖, 行业迎来更多国产支持政策, 看好下半年科学仪器行业的增速恢复。

图52: 2020-2024Q1 仪器设备板块收入规模(亿元)及增速



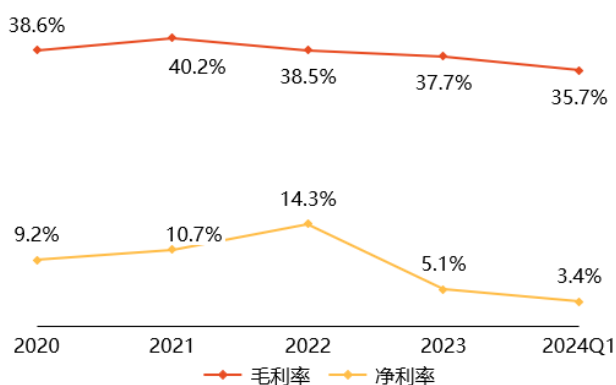
资料来源: wind, 民生证券研究院

图53: 2020-2024Q1 仪器设备板块利润规模(亿元)及增速

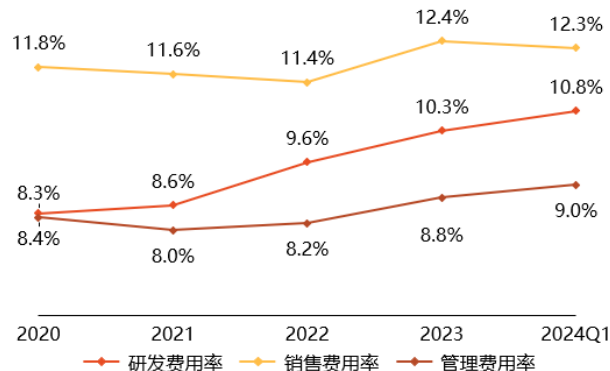


资料来源: wind, 民生证券研究院

2023 年板块整体毛利率水平为 37.7%，2024 年 Q1 毛利率水平为 35.7%，2023 年板块整体净利率水平为 5.1%，2024 年 Q1 板块整体净利率水平 3.4%，行业盈利能力仍处于低谷阶段。2023 年度销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 12.4%、10.3%及 8.8%，2024 年 Q1 销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 12.3%、10.8%及 9.0%，主要受板块收入端近年持续下滑影响及部分费用支出存在刚性，当前的费用率水平处于近年较高水平。

图54：2020-2024Q1 仪器设备板块毛利率及净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图55：2020-2024Q1 仪器设备板块费用率


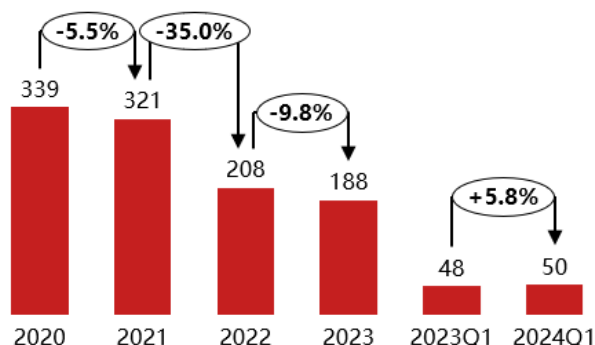
资料来源：wind，民生证券研究院

6.3 低值耗材：行业出清进入尾声，行业拐点显现

2020 年开始国内外相关低值耗材需求激增，驱动行业内重点公司业绩大幅跃升并形成业绩高基数，但需求端的持续繁荣牵引全行业扩产及价格体系下行，此外在下游形成较大的库存累积，2021 年以来行业进入周期出清阶段，参考重点公司业绩变化情况，我们认为行业的出清已经进入尾声，看好重点公司的困境反转和业绩增长修复。

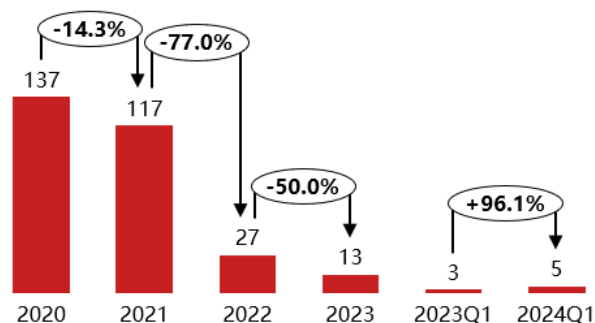
从成长性上看，低值耗材行业拐点出现，边际改善态势有望持续。我们选择华兰股份、采纳股份、拱东医疗、维力医疗、中红医疗、振德医疗、美好医疗、英科医疗、昌红科技作为低值耗材板块样本公司。2023 年板块整体实现收入 188 亿元，同比下降 9.8%，较 2022 年同期水平有明显收窄，2024 年 Q1 行业实现收入 50 亿元，同比增长 5.8%，重回增长轨道。2023 年板块整体实现净利润 13 亿元，同比下降 50.0%，2024 年 Q1 板块实现利润 5 亿元，同比增长 96.1%。

图56：2020-2024Q1 低值耗材板块收入规模(亿元)及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图57：2020-2024Q1 低值耗材板块利润规模(亿元)及增速

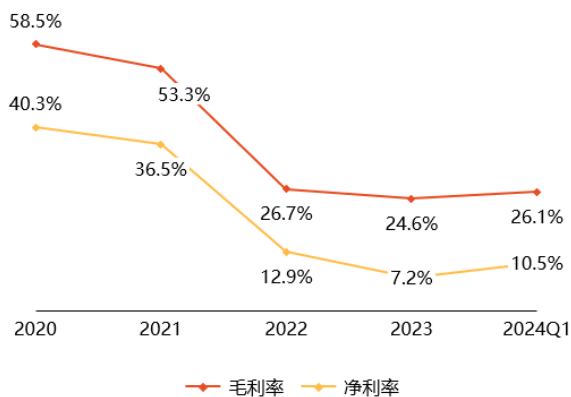


资料来源：wind，民生证券研究院

从盈利能力来看，板块整体毛利率及净利率水平出现拐点。主要受益于低值耗材板块收入的改善，行业整体毛利率水平及净利率水平出现改善，板块整体毛利率及净利率水平趋势趋同，2023 年板块整体毛利率水平为 24.6%，板块整体净利率水平为 7.2%，低于 2022 年水平，但下降幅度较 2022 年同期水平有大幅收窄，2024 年 Q1 低值耗材板块整体毛利率水平为 26.1%，净利率水平为 10.5%，均较 2023 年度水平出现改善。我们认为受前述行业承压因素出清的影响，行业拐点已经出现，低值耗材行业盈利能力有望在 2024 年出现持续改善。

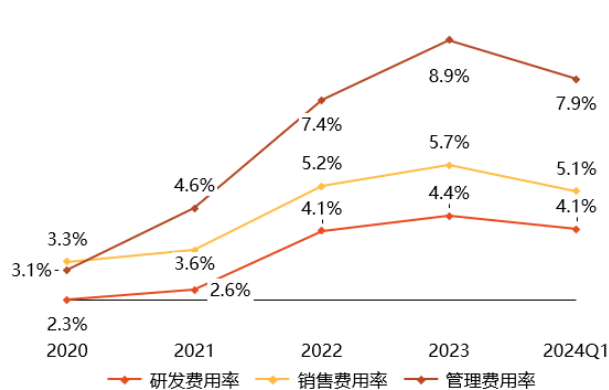
从营运效率上看，低值耗材板块费用率变化方向积极。受板块收入下滑及费用支出刚性的影响，低值耗材板块整体的费用率情况近年逐步走升，2023 年低值耗材板块整体销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 5.7%、8.9%及 4.4%，均为近年高点，随着行业发展态势整体逆转及收入增长回暖，2024 年 Q1 行业费用率情况出现改善，销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 5.1%、7.9%及 4.1%，较 2023 年度出现回落。

图58：2020-2024Q1 低值耗材板块毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图59：2020-2024Q1 低值耗材板块费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

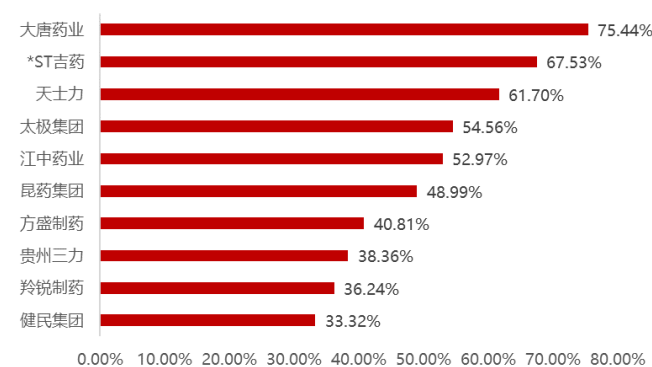
7 中药：看好中药创新药和中药国企改革

7.1 2023 年以来中药板块国企改革标的涨幅领先

2023 年、2024 年 1-5 月在中药板块中涨幅 Top10 的企业大部分属于国企改革标的，随着国企改革降本增效的推进，太极药业、东阿阿胶、华润三九等企业已经落实在了业绩方面。随着国企改革的持续深入推进，“1 利 5 率”的考核指引企业持续降本增效，进一步释放业绩。而央企负责人市值考核能够引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者，在投资者交流方面能够有更好的沟通。

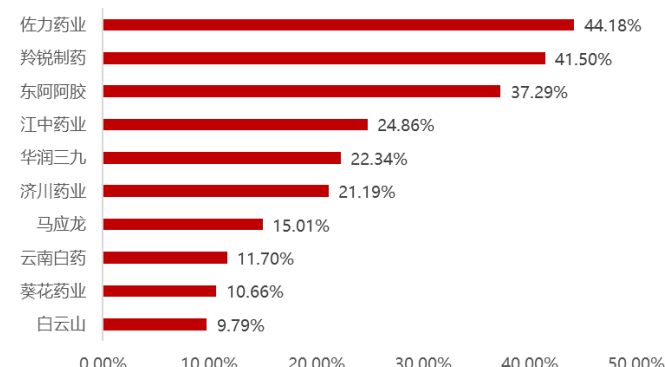
继续看好国企改革相关中药标的，随着国改的深入推进，预期企业在做大做强的同时，在研发方面能够加大投入，持续释放业绩。

图60：2023 年中药板块涨幅 Top10



资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 中药

图61：2024 年 1-5 月中药板块涨幅 Top10



资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 中药

表2：重点中药公司 2023 年年度及 2024 年一季度业绩情况

证券名称	2023 年年报				2024 年一季度			
	营业收入(亿元)	同比	归母净利润(亿元)	同比	营业收入(亿元)	同比	归母净利润(亿元)	同比
天士力	86.74	0.94%	10.71	516.73%	20.49	-1.49%	2.95	10.90%
太极集团	156.23	11.19%	8.22	134.86%	42.08	-4.95%	2.47	5.11%
佐力药业	19.42	7.59%	3.83	40.29%	6.73	35.69%	1.42	46.39%
云南白药	391.11	7.19%	40.94	36.42%	107.74	2.48%	17.02	12.12%
羚锐制药	33.11	10.29%	5.68	22.15%	9.09	15.21%	1.9	31.94%
济川药业	96.55	7.33%	28.23	30.03%	24.03	0.63%	8.45	24.82%
珍宝岛	31.44	-25.48%	4.73	155.68%	11.18	-27.12%	2.93	15.35%
昆药集团	77.03	-6.99%	4.45	16.19%	18.53	-2.98%	1.19	-9.16%
亚宝药业	29.1	7.06%	2.00	90.48%	7.71	-3.63%	1.12	4.67%
康恩贝	67.33	12.22%	5.92	65.36%	18.24	-14.41%	2.16	-23.94%

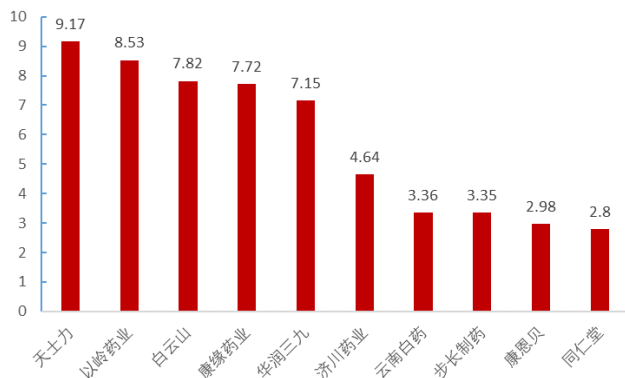
东阿阿胶	47.15	16.65%	11.51	47.56%	14.53	35.92%	3.53	53.48%
葵花药业	57	11.87%	11.19	29.07%	15.18	-14.04%	2.55	-37.19%
健民集团	42.13	15.71%	5.21	27.70%	9.7	-4.24%	1	0.00%
康缘药业	48.68	11.88%	5.37	23.73%	13.59	0.52%	1.48	4.96%
奇正藏药	20.45	0.00%	5.81	23.09%	3.65	23.31%	0.97	4.30%
江中药业	43.9	15.16%	7.08	18.79%	12.27	-6.76%	2.67	10.79%
同仁堂	178.61	16.19%	16.69	17.04%	52.67	2.41%	5.76	10.13%
华润三九	247.39	36.84%	28.53	16.50%	72.94	14.83%	13.64	18.51%
达仁堂	82.22	-0.33%	9.87	14.50%	20.86	-3.16%	3.87	-3.49%
片仔癀	100.58	15.69%	27.97	13.15%	31.71	20.57%	9.75	26.62%
盘龙药业	9.81	0.72%	1.1	8.91%	2.1	-7.08%	0.31	40.91%
千金药业	37.98	-5.66%	3.2	5.26%	10.01	4.27%	0.46	4.55%
白云山	755.15	6.68%	40.56	2.24%	229.46	6.09%	19.58	2.57%
仁和药业	50.32	-2.35%	5.67	-1.22%	12.38	-8.70%	1.77	-2.75%
马应龙	31.37	-11.18%	4.43	-7.52%	9.55	14.65%	1.98	5.32%
寿仙谷	7.84	-5.43%	2.54	-8.63%	2.21	7.28%	0.77	22.22%
ST九芝	29.61	-2.37%	2.97	-17.04%	10.79	-0.92%	1.45	-10.49%
红日药业	61.09	-8.14%	5.07	-18.75%	14.63	-11.81%	0.58	-66.86%
方盛制药	16.29	-9.10%	1.87	-34.62%	4.38	0.23%	0.7	9.38%
以岭药业	103.18	-17.67%	13.52	-42.76%	25.23	-35.88%	3.04	-74.73%
广誉远	12.84	13.53%	0.9	-136.00%	3.43	-11.14%	0.41	46.43%

资料来源: wind, 民生证券研究院

7.2 看好中药创新药, 关注大单品研发进展及商业化放量

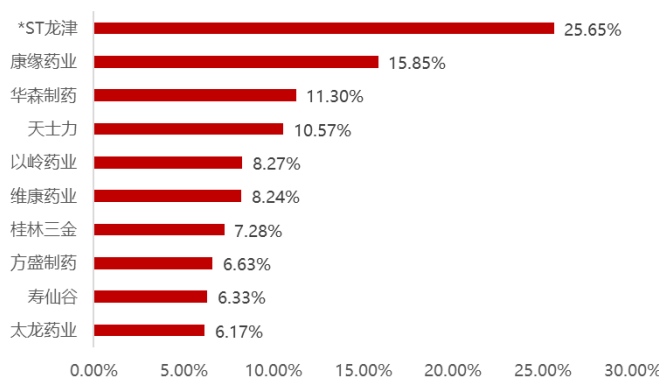
根据 wind 统计, 2023 年研发投入绝对值 Top10 企业中, 康缘药业、天士力、以岭药业等也都是研发费用率排名前列的企业。根据年报梳理, 参蒲益安颗粒、安神滴丸、通络明目胶囊、注射用羟基红花黄色素 A 等多个中药创新药大产品已经处于研发后期至商业化阶段, 后续看好此类大产品的商业化放量。

图62: 2023 年中药板块研发投入 top10 企业 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 中药

图63: 2023 年中药板块研发费用率 top10 企业



资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 中药

表3：重点中药创新药管线研发进展

	在研管线	适应症	研发进展	注册分类	
康缘药业	玉女煎颗粒	胃热阴虚证	2024年5月NDA	中药3.1	
	参蒲益安颗粒	盆腔炎性疾病后遗症	2024年5月NDA	中药1.1	
	龙七胶囊	治疗肺癌之痰瘀阻肺证所致的咳嗽、咯痰、痰血、气喘（气急）、胸闷、胸痛，并能缓解疼痛，缩小或稳定肿瘤，延长无疾病进展生存期	2024年4月NDA	中药1.1	
	六味地黄苷糖片	更年期综合征（肾阴虚证）	III期临床中	中药1.1	
	苏辛通窍颗粒	持续性变应性鼻炎	III期临床中	中药1.1	
	双鱼颗粒	流行性感冒（风热犯卫证）	III期临床中	中药1.1	
	热毒宁颗粒	流行性感冒（风热证）	III期临床中	中药2.1+2.2+2.3类	
	麻杏止咳颗粒	支气管哮喘慢性持续期	完成II期临床	中药1.1	
	伤科天芍凝胶	踝关节扭伤（血瘀郁热证）	完成II期临床	中药1.1	
	九味疏风平喘颗粒	支气管哮喘慢性持续期	完成II期临床	中药1.1	
	苁蓉润通口服液	功能性便秘	完成II期临床	中药1.2类	
	天士力	安神滴丸	慢性失眠	III期临床中	中药1.1
		脊痛宁片	中轴脊柱关节炎（肾阳亏虚、瘀血痹阻证）	III期临床中	中药1.1
以岭药业	复方丹参滴丸（T89）	急性高原综合症-美国	III期临床中	—	
	通络明目胶囊	糖尿病视网膜病变	2023年10月获批上市	中药1.1	
	芪防鼻通片	持续性变应性鼻炎	已报产	中药1.1	
	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	完成III期临床	中药1.1	
	小儿连花清感颗粒	儿童感冒	III期临床中	中药1.1	
	络痹通片	类风湿性关节炎	III期临床中	中药1.1	
	柴芩通淋片	反复发作性尿路感染	临床II期	中药1.1	
	藿夏感冒颗粒	普通感冒风邪袭表、湿蕴中阻证	临床II期	中药1.1	
悦康药业	注射用羟基红花黄色素A	急性缺血性脑卒中	2023年12月NDA	中药1.2	
	通络健脑片（复方银杏叶片）	血管性痴呆	2024年3月NDA	中药1.1	
	紫花温肺止咳颗粒	感冒后咳嗽	2024年3月NDA	中药1.1	
	培土清心颗粒	儿童特应性皮炎	临床II期	—	

资料来源：药智网，各公司2023年报，民生证券研究院

8 CXO：供需关系改善将迎来行业向上拐点

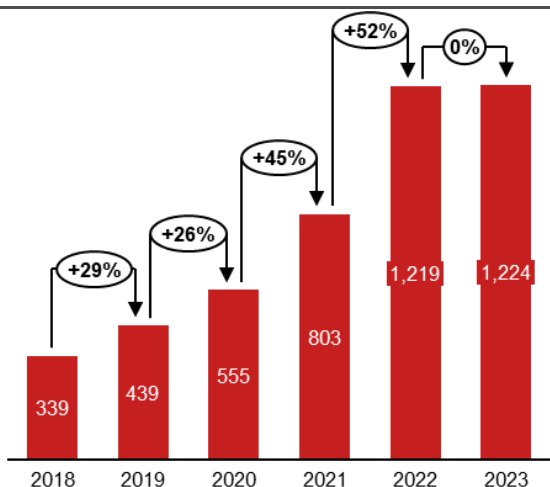
需求已触底回升、供给端高点已现，供需关系持续改善将促进 CXO 行业景气度上行。通过分析 CXO 行业需求端和供给端可以看出，全球生物医药投融资在 2023 年开始回暖，中国投融资也在 2024 年观察到环比改善趋势，从 Q1 各公司新签订单表现看，CXO 需求端已经触底回升，部分板块在价格有压力的背景下仍看到新签项目数量增长；供给端高点在 2022-2023 年已经出现，23 年行业资本开支已经有所减少，在建工程、员工人数与去年同期基本持平，CXO 公司未来将聚焦提升现有设施的产能利用率，对于传统产能投放会更加谨慎，更多布局海外产能以及多肽、寡核苷酸、ADC 等新能力。因此我们认为 CXO 行业将在供需关系的作用下逐渐向均衡状态回归，需求持续提升的同时供给端将陆续出清，行业有望重新进入景气度向上的拐点。此外地缘政治风险对板块发展造成扰动，目前新版生物安全法案设置了 8 年豁免期，中国 CDMO 和美国药品供应链存在一定的不确定性，但是目前该法案仍处于早期委员会阶段，建议持续关注后续进展，美国法案扰动也使得中国头部 CDMO 加速欧洲产能建设和市场开拓。

展望 2024 年，中国创新药行业整体保持上升趋势，全球生物医药投融资大幅提振，国产创新药出海 BD 授权持续火热，需求改善将陆续传导至临床 CRO、CDMO 和临床前 CRO 板块。建议关注估值底部回升且政策端利好的临床 CRO 板块，如泰格医药、普蕊斯、诺思格；GLP-1 带来了巨大的市场增量空间，建议关注诺泰生物、圣诺生物；建议关注估值修复的全球龙头公司，如康龙化成、凯莱英、药明康德；关注细分赛道具有强 α 的公司，如药明合联、阳光诺和、百诚医药、泓博医药、金斯瑞生物科技。

8.1 2023&2024Q1 业绩回顾

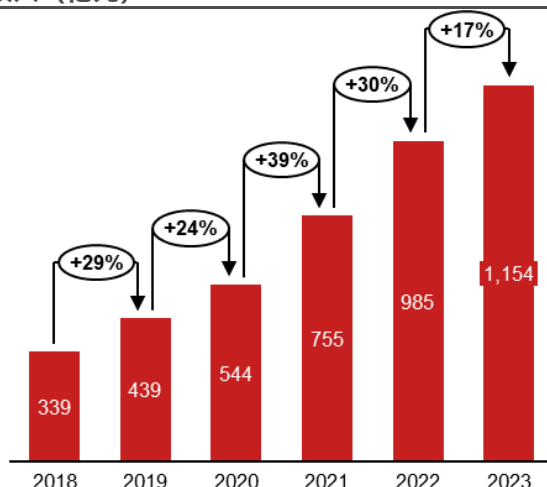
从营收来看，新冠大订单结束后 CXO 板块收入增速有所放缓。2021-2022 年 CXO 板块迎来历史级新冠大订单，叠加生物医药投融资高涨催生的强劲研发需求，整体收入大幅提升。2023 年各家公司新冠订单已陆续交付完毕，同时投融资遇冷传导至需求端整体疲软，竞争加剧下新签项目数量和价格都面临较大压力，全年 CXO 板块收入 1224 亿元，同比增长 0.4%，与去年同期基本持平，剔除新冠项目后收入 1154 亿元，同比增长 17%，在高基数下仍然稳健增长。

图64：2018-2023年CXO板块营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院

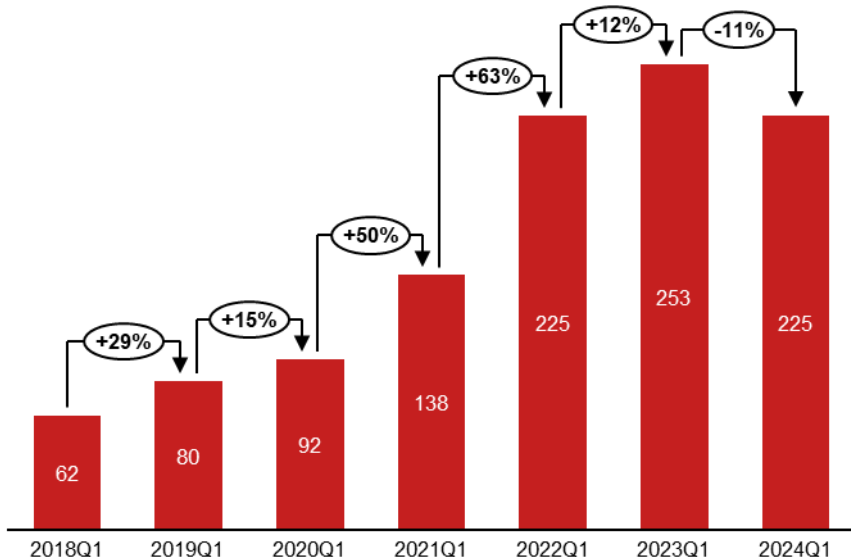
图65：2018-2023年CXO板块剔除新冠大订单后营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院。注：新冠大订单包括药明康德、药明生物、凯莱英、博腾股份

2024年Q1，CXO板块实现收入225亿元，同比下降11%，反映出2023年上游需求面临一定压力，并且国内市场价格竞争激烈、产能利用率不如去年同期。此外23Q1仍有新冠订单交付，剔除新冠后药明康德、凯莱英收入增速为-1.8%、15.21%，博腾股份扣除大订单影响后的收入同比基本持平。Q1在需求端也观察到一些积极恢复信号，后端业务部分公司观察到询单、签单的回暖改善，而前端业务仍然竞争压力较大，尤其是国内市场价格仍处于底部。

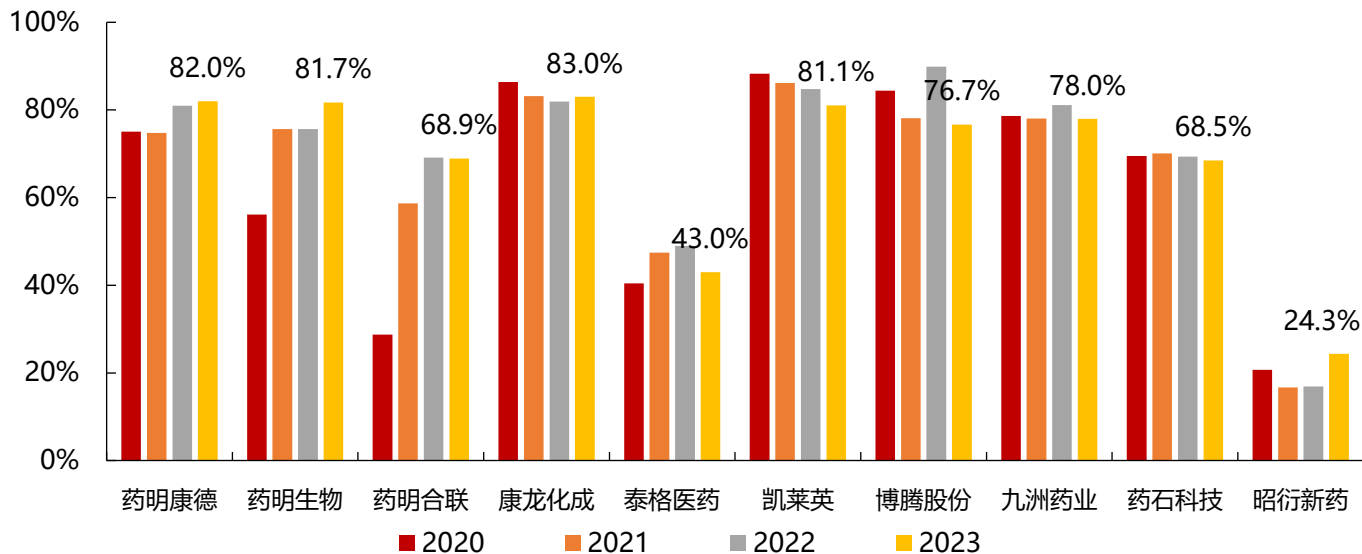
图66：2018-2024年一季度CXO板块营业收入（亿元）



资料来源：同花顺，各公司公告，民生证券研究院

外需仍为CXO板块主要的订单来源。从收入结构上看，多数头部国内CXO企业70%以上的收入来自于海外市场，在国内投融资阶段性遇冷和需求低迷的情况下，药明康德、康龙化成等公司受益于海外客户订单仍保持稳健业绩和龙头地位。

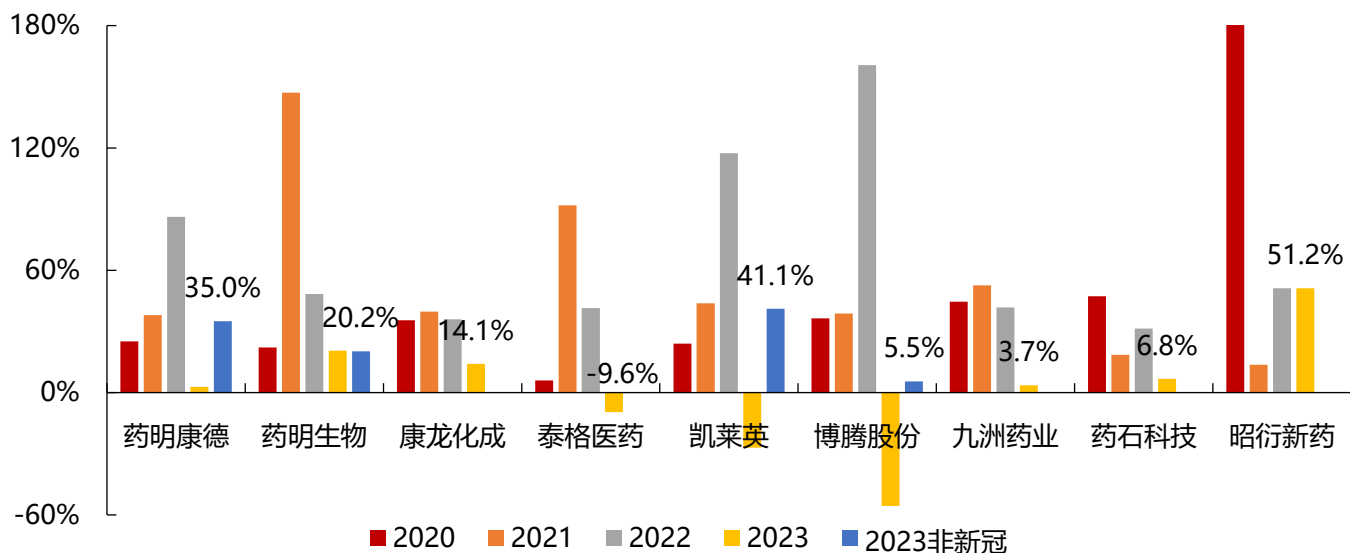
图67：2020-2023 年中国 CXO 企业海外收入占比



资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院

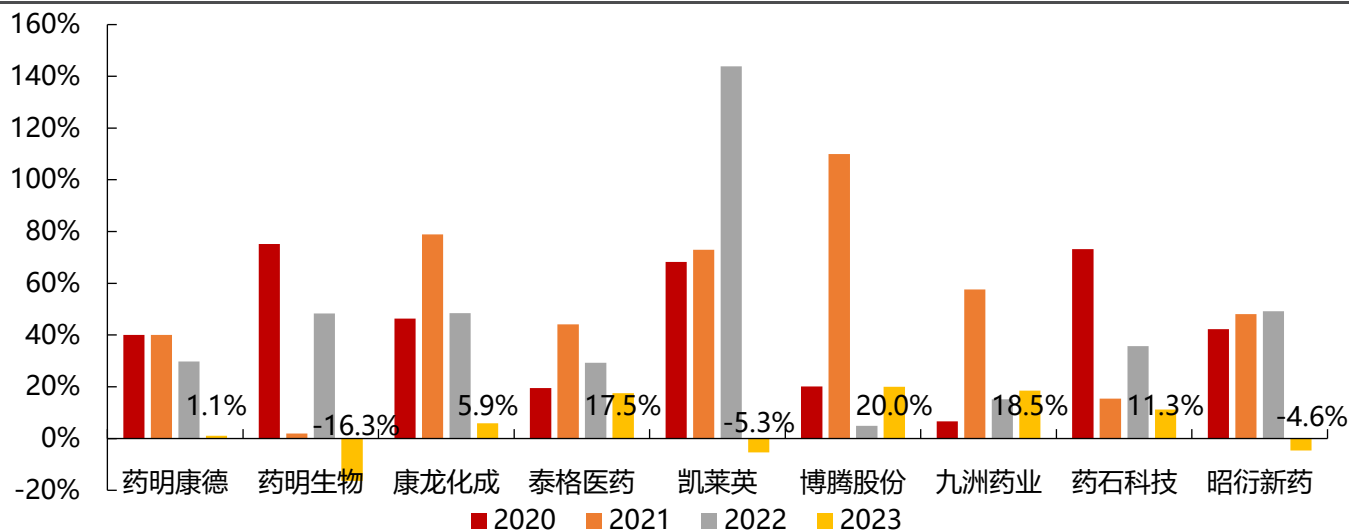
全球投融资和研发投入增速的基线将重新确定，海外市场受益于 GLP-1、ADC、AD 等产品快速放量保持高景气度。2023 年中国主要的 9 个 CXO 企业中，药明康德、药明生物、康龙化成、昭衍新药的海外收入增速高于国内收入增速；剔除新冠项目后，2023 年药明康德、凯莱英、博腾股份海外非新冠收入同比增长 35.0%、41.1%和 5.5%，药明生物北美非新冠收入同比增长 20.2%，海外市场投融资有所恢复，创新研发需求有望逐渐改善，未来海外地区预计将持续贡献优异业绩。

图68：2020-2023 年中国 CXO 的海外收入同比增速



资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院。注：药明生物 2023 年北美非新冠收入增速 20.2%，昭衍新药 2020 年海外收入增速 477.5%

图69：2020-2023 年中国 CXO 的国内收入同比增速



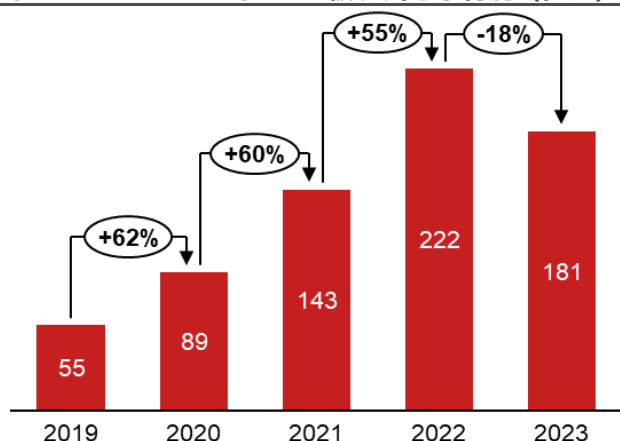
资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院

利润端显著下降，主要系产能利用率低、成本费用增加、市场竞争加剧、新业务拓展等多种因素。2023 年 CXO 板块归母净利润为 181 亿元，同比下降 18%，

2024 年 Q1 归母净利润 29 亿元，同比下降 41%；利润端显著下降，主要原因系：

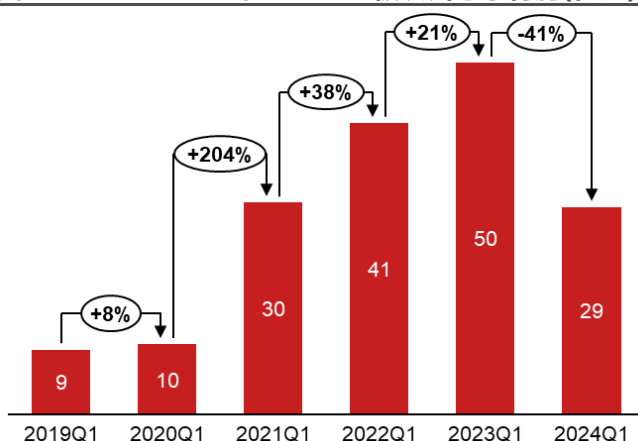
- (1) 新冠商业化大订单减少，整体收入规模下降，规模效应有所减少；
- (2) 产能利用率偏低，新产能仍处于爬坡期，单位固定成本分摊增加；
- (3) 新设施投资较大，相关固定资产折旧、运营费用和人力成本有所增加，且早期多数处于亏损状态；
- (4) 受行业竞争加剧、订单价格下降使得毛利率下滑；
- (5) 由于市场价格波动带来的减值损失，例如临床前安全性评价业务所使用的实验用猴在 2023 年及 2024 年 Q1 价格大幅下降，部分自有猴场的公司生物资产公允价值变动产生净损失。

图70：2019-2023 年 CXO 板块归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

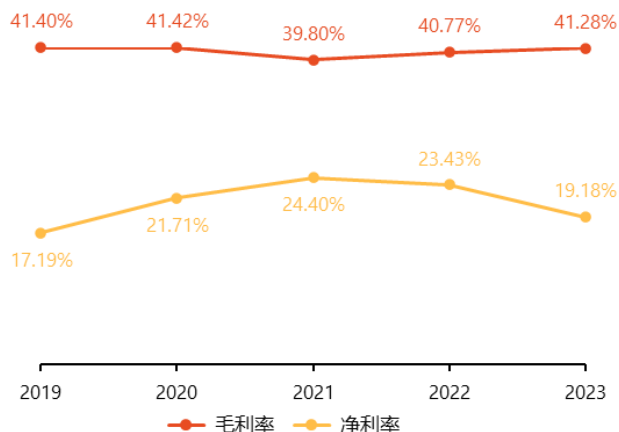
图71：2019-2024 年 Q1 CXO 板块归母净利润(亿元)



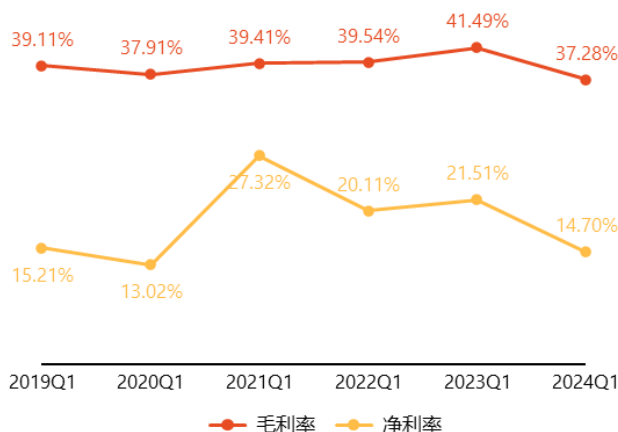
资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

从毛利率和净利率上看，CXO 板块盈利能力有所走弱。2023 年及 2024 年 Q1 CXO 板块毛利率分别为 41.28%和 37.28%，短期有小幅波动，净利率分别为 19.18%和 14.70%，呈现下降趋势。展望未来，各公司一方面要积极拓展新客户

和新订单,持续提升现有设施产能利用率,并且通过多种精益运营手段来控制成本和费用增长;另一方面在拓展新业务和新产能时要调整投入节奏,提升运营质量和水平,并且控制亏损额。

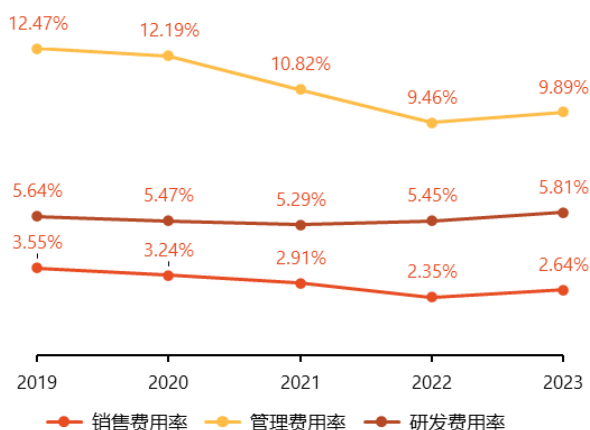
图72: 2019-2023年CXO板块毛利率和净利率


资料来源:同花顺,民生证券研究院
数据范围:SW 医疗研发外包 (851563.SI)

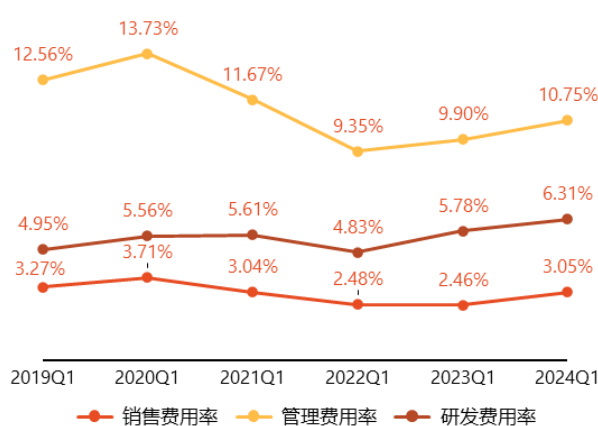
图73: 2019-2024年Q1 CXO板块毛利率和净利率


资料来源:同花顺,民生证券研究院
数据范围:SW 医疗研发外包 (851563.SI)

CXO 板块研发、销售、管理费用率均有所上升, 各公司持续加强新技术、新能力建设和客户拓展。2023年CXO板块管理费用率、研发费用率、销售费用率分别为9.89%、5.81%和2.64%,2024年Q1进一步提升至10.75%、6.31%、3.05%,23年各家公司增加了全球BD拓展和客户访问,销售费用有所增长,并且为远期发展拓展新技术平台,多家公司在大分子、ADC、多肽和寡核苷酸、细胞与基因治疗、合成生物学等领域积极布局。

图74: 2019-2023年CXO板块期间费用率


资料来源:同花顺,民生证券研究院
数据范围:SW 医疗研发外包 (851563.SI)

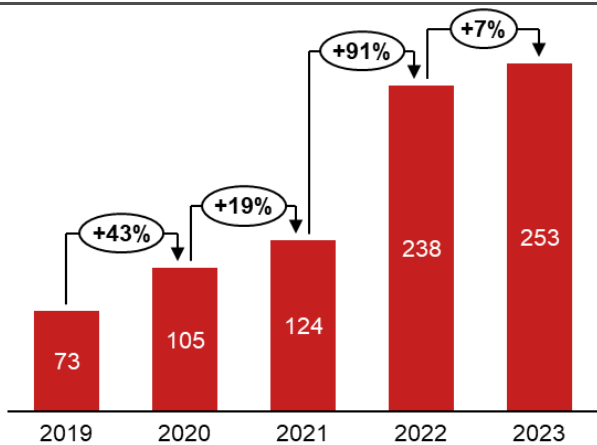
图75: 2019-2024年Q1 CXO板块期间费用率


资料来源:同花顺,民生证券研究院
数据范围:SW 医疗研发外包 (851563.SI)

2024年Q1 CXO板块现金流大幅下降, 在去年同期高基数下销售回款有所减少。2023年CXO板块经营性现金流净额为253亿元,同比增长7%,业务发展及高效运营产生持续增长的自由现金流;2024年Q1经营性现金流净额为38

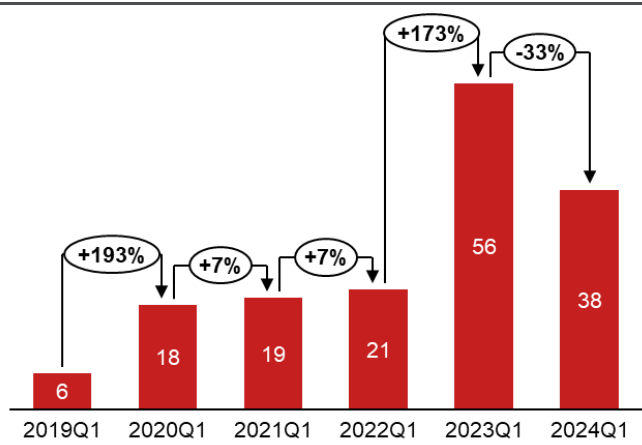
亿元，同比下降 33%，一方面去年同期仍有大订单回款产生的高基数，另一方面随着行业竞争加剧和需求疲软，Q1 收到的销售回款金额有所减少。

图76：2019-2023 年 CXO 板块经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

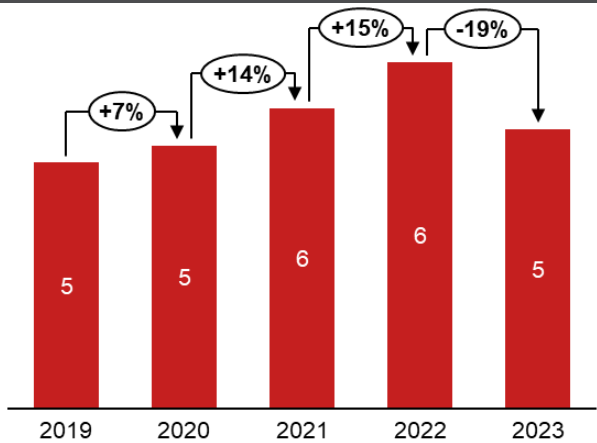
图77：2019-2024 年 Q1 CXO 板块经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

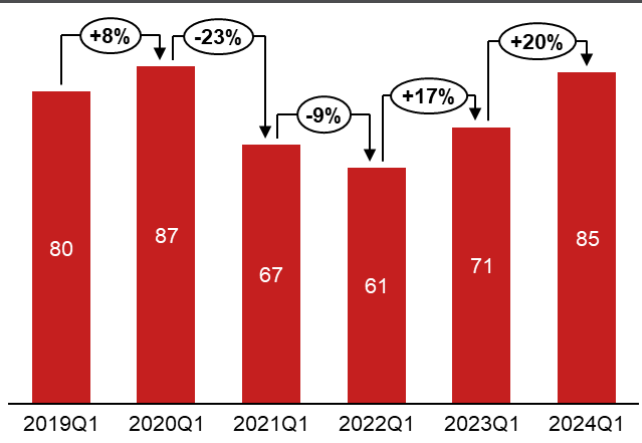
应收账款维持高位，应收账款周转率降低。2023 年 CXO 板块应收账款达到 193 亿元，同比增长 14%，应收账款增速比往年放缓，应收账款周转率为 5.2 次，同比下降 19%，反映出投融资预冷时下游客户面临一定的资金压力，CXO 对客户的账期有一定延长，2024Q1 应收账款周转天数达到 85 天，同比增长 20%。

图78：2019-2023 年 CXO 板块应收账款周转率（次）



资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

图79：2019-2024 年 Q1 CXO 板块应收账款周转天数



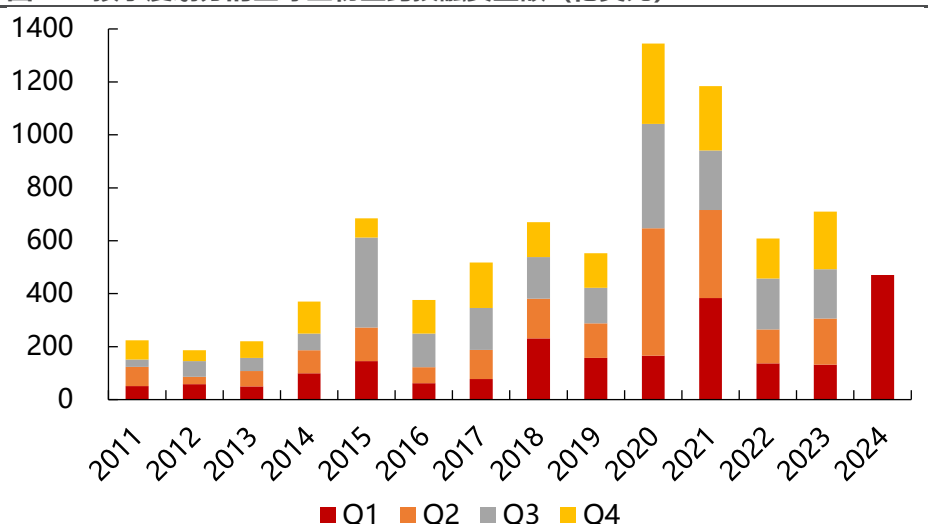
资料来源：同花顺，民生证券研究院
数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

8.2 供需分析：创新需求触底回升，供给端逐渐出清

24Q1 全球生物医药投融资强势反弹，海外需求呈现逐渐回暖趋势。在经历 2022 年全球资本市场预冷后，生物医药投融资在 2023 年出现反弹，根据 Bioworld 统计 2023 年全球生物医药投融资额达到 707.7 亿美元，同比增长 17%；

2024 年投融资延续强劲增长，Q1 达到 470.7 亿美元，达到自 2011 年以来的历史第二高季度数据，同比增长 257%、环比增长 118%，主要系 IPO、follow-ons、公开或其他融资以及风险投资的出色表现所推动。我们看好全球投融资呈现持续改善趋势，海外客户订单仍是中国 CXO 产业链重要的业绩贡献，我们预期在全球研发需求回暖的背景下 CXO 公司 2024 年业绩有望实现逐季度复苏。

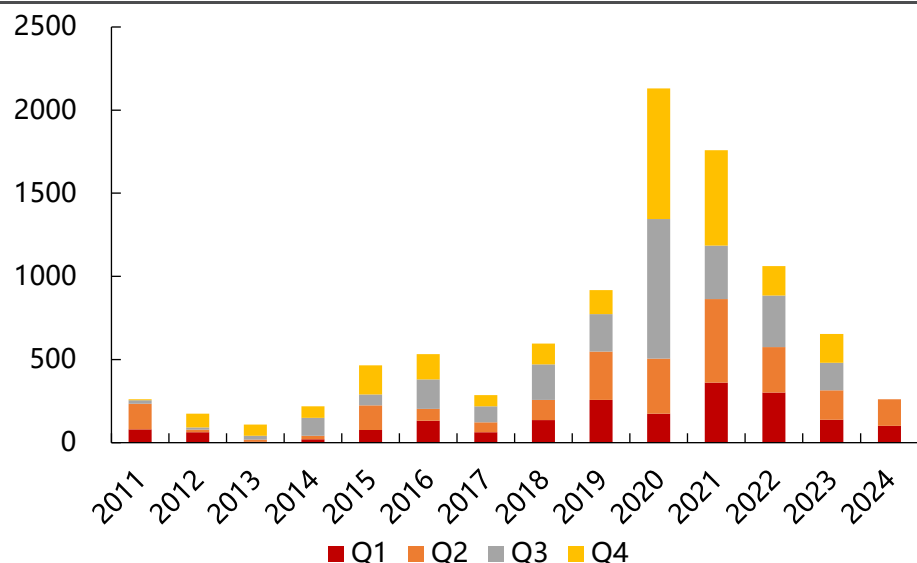
图80：按季度划分的全球生物医药投融资金额（亿美元）



资料来源：BioWorld，民生证券研究院

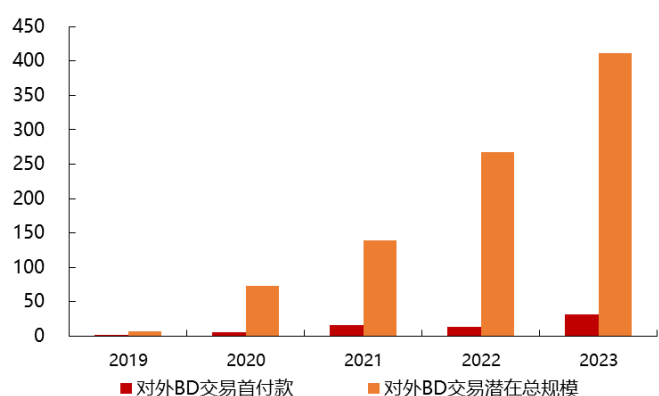
中国投融资状况将有所改善，对外授权交易成为创新药资金来源新渠道。截至 5 月初的 Q2 中国创新药投融资环比 24Q1 有所改善，随着多地利好创新药发展的政策陆续推出，中国创新药产业链展现复苏趋势。尽管近几年融资下滑，但是中国创新药资产对外 BD 授权交易持续升温，2023 年国产创新药向海外 License-out 产品授权交易数量和金额创下新高，全年总交易数量 80 笔，潜在总金额达到 411 亿美元，同比增长 53%，从中国到美国和欧盟的创新药授权达到 37 项，占全球 out-licensing 交易的 13%。中国创新药行业正在迈向新的创新周期，聚焦源头创新并且得到全球认可，授权至海外跨国药企成为创新药研发资金来源的新渠道。

图81：按季度划分的中国创新药投融资金额（亿元）



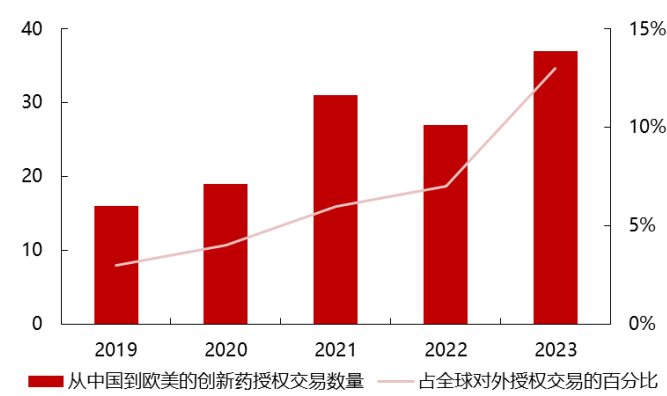
资料来源：医药魔方，民生证券研究院。注：2024Q2 数据截至 2024 年 5 月 16 日

图82：中国药物对外授权交易规模显著增长（亿美元）



资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

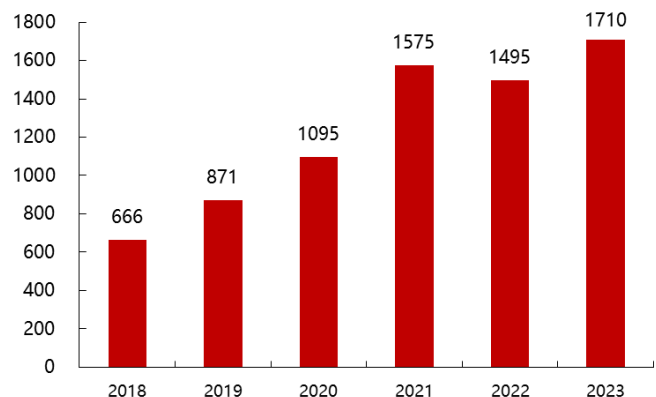
图83：中国到欧美的创新药授权交易数量（个）及占比



资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

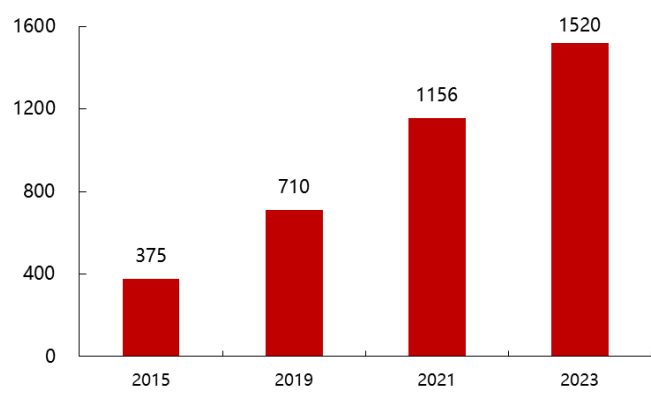
中国临床试验活动仍然强劲，外资申办方对中国开展临床试验热情不减。中国临床管线和临床基地数量持续增长，2023 年中国新启动的创新药临床试验为 1710 项，同比增长 14.4%，经过认证的临床试验基地达到 1520 个，其中参与全球临床试验的中国基地占比提升至 6.4%，在承接全球临床试验中发挥更大作用。近年来外资申办方在中国开展的临床试验逐年增加，2023 年同比增长 18.5%，MNC 持续扩大自身研发管线并加大对中国的创新投入，对于 CXO 的需求将持续稳健提升。

图84：中国新启动的创新药临床试验数量（项）



资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

图85：中国经认证的临床试验基地数量（个）



资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

Q1 多家公司新签订单显著改善，需求回暖将在未来几个季度业绩端逐渐体现。

药明康德在面临外部环境的不确定性下仍然实现新增客户超 300 个，康龙化成 Q1 新签订单增长超 20%，凯莱英询价指标、新签订单、在手订单、订单与目标收入覆盖率均呈现积极增长状态，即便在价格端面临较大压力的临床前板块中，昭衍新药等公司也实现了新签项目数量的稳健增长。我们认为 2024 年国内外需求端回暖将持续推进，随着订单向收入转化将逐渐反映到未来几个季度的公司业绩。

表4：CXO 板块 2024 年 Q1 需求回暖情况

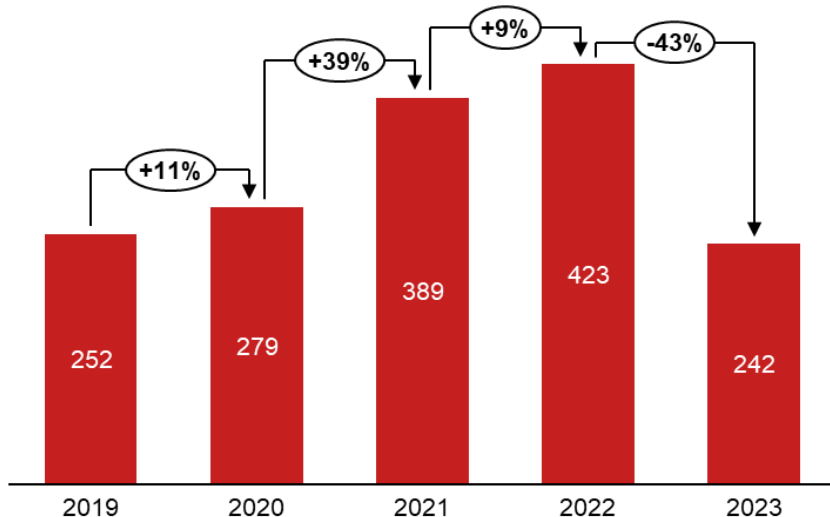
公司	Q1 需求回暖情况
药明康德	Q1 新增客户 300+，活跃客户 6000+，新增客户收入 0.7 亿；WuXi Chemistry 新增分子 337 个，比去年同期增加 120 个
康龙化成	Q1 新签订单同比增长 20%+，其中实验室服务新签订单同比增长 10%+、CDMO 服务新签订单同比增长 40%+ 1) 询价作为先行指标，今年有回暖迹象，NDA 项目询价同比增加。公司新签订单增加，主要来自海外市场和中后期临床项目、商业化项目，临床阶段和国内客户新签订单贡献度低于海外客户和商业化项目；新签订单整体增速继续保持良好势头。
凯莱英	2) 海外市场持续向好，跨国大制药公司需求强劲，Biotech 客户需求有所复苏，观察行业已在复苏但仍需要时间；国内在小核酸、ADC、多肽等重点领域询价积极。
九洲药业	Q1 项目数同比增长 10-15%，其中处于 NDA 阶段项目增长较快
药明合联	XDC 外包需求强劲，公司将 2024 年从药明生物的原材料采购服务协议上限从 32.6 百万元提高至 80.0 百万元 (+145%)，将 2025 年上限从 21.3 百万元提高至 75.0 百万元 (+252%)
博腾股份	前端市场询盘保持稳定增长，新签订单呈现恢复性增长，主要驱动来自小分子 CDMO 业务海外市场需求增长
昭衍新药	Q1 新签订单 4 亿，新签项目数量同比增长约 20%，截至 Q1 末在手订单 33.8 亿，相比 2023 年末的 33 亿元有小幅增长
皓元医药	截至 Q1 末在手订单约 4.3 亿元，与 2023 年底持平
泓博医药	Q1 新签订单达到 1.67 亿元，同比增长 38.05%，新增客户数量 18 家，同比增长 50%
博济医药	Q1 新增业务合同金额 3.98 亿元，同比增长 135%；公司预期 2024 年订单增速超过 2023 年增速 (38.12%)
和元生物	Q1 新增订单超过 8000 万元，同比增长约 60%，环比增长约 167%

资料来源：各公司公告，各公司业绩推介材料，民生证券研究院

资本开支有所放缓，CXO 板块将逐渐从成长期进入稳步发展期。 CXO 板块在过去几年投入大量资本开支用于产能建设，随着需求端短期预冷，各公司也随之调整资本开支规模和方向。2023 年 CXO 板块资本支出/折旧和摊销为 242，同比减少 43%，多家龙头公司也适当缩减资本开支。展望 2024 年，在生物安全法案草案的背景下客户将更加关注地缘政治问题和供应链安全，多家公司将随着行业变

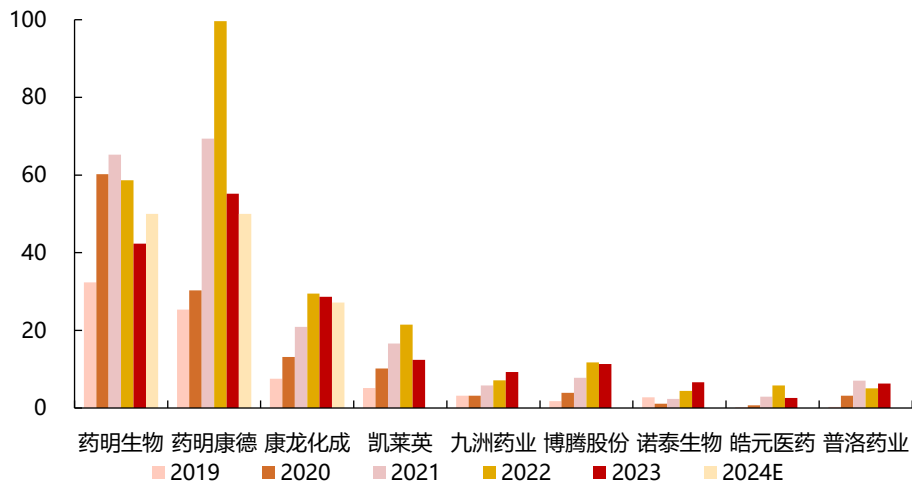
化重点布局海外，例如药明生物将聚焦欧洲和美国的产能扩建、药明康德将继续推进全球产能建设、药明合联启动建设新加坡生产基地、九洲药业将通过收并购方式完善全球产业链布局和新业务布局、凯莱英将在欧洲通过自建或并购方式获得 API 商业化产能、博腾股份将继续建设斯洛文尼亚研发基地和 J-STAR 实验室。

图86：2019-2023 年 CXO 板块资本支出 / 折旧和摊销



资料来源：同花顺，民生证券研究院。数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

图87：2019-2023 年 CXO 公司资本开支 (亿元)

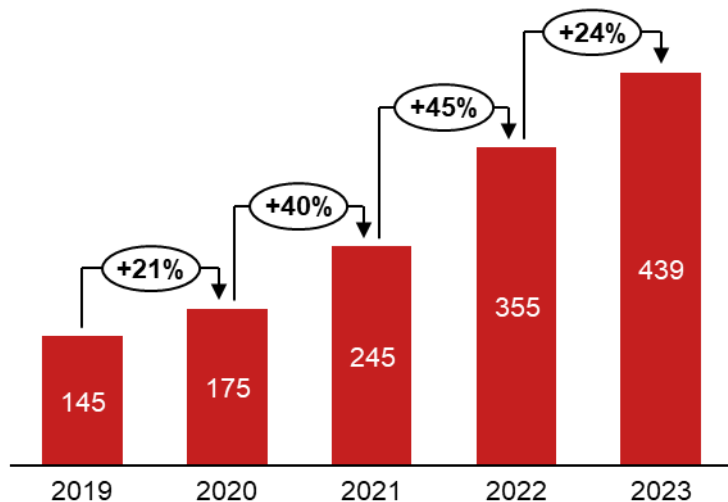


资料来源：同花顺，民生证券研究院。注：2024 年数据为各公司预测

从固定资产规模及增速上看，CXO 板块固定资产规模保持增长，但是增速有所放缓。在过去几年医药行业投融资高景气、下游研发需求旺盛的背景下，CXO 公司为承接订单储备规划了大量新产能，实验室面积、反应釜体积、CRO 人数、国内外基地数量都有较大幅度增长。随着 2023 年新冠大订单交付完毕，叠加投融资阶段性遇冷导致下游研发创新需求疲软，CXO 板块固定资产增速整体放缓，各家公司优先进行客户订单拓展来保证现有产能被充分填满，新产能将根据订单情况

和交付节奏来逐步投放，2023年CXO板块固定资产规模为439亿元，同比增加24%；在建工程为157亿元，与去年同期基本持平。

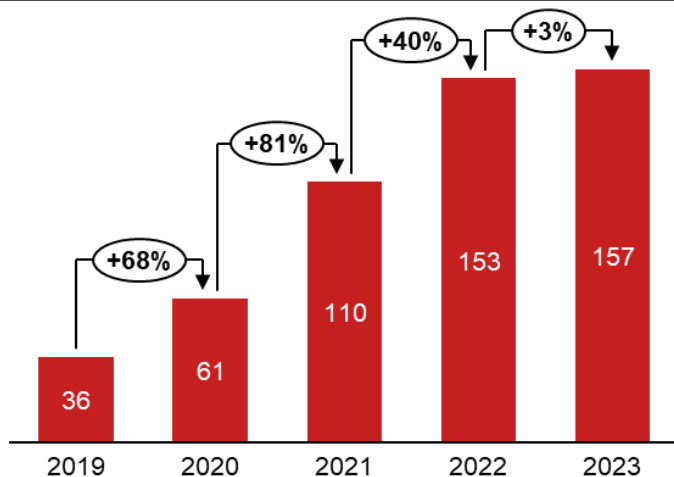
图88：2019-2023年CXO板块固定资产（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院。数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

ADC、多肽和寡核苷酸等新兴业务是未来行业重点投资方向。药明康德 TIDES 分子管线及能力快速提升，2024年1月多肽固相合成反应釜已增加至32000L；凯莱英加快化学大分子产能建设，已具备500kg的寡核苷酸年产能、多肽固相合成产能10250L，预计2024年上半年底达到14250L，金山生物药CDMO商业化产能扩建已完成；诺泰生物第三代多肽车间已正式投产，多肽原料药年产能已达到吨级以上，司美格鲁肽等长链多肽单批次产能已超过十几公斤。

图89：2019-2023年CXO板块在建工程（亿元）

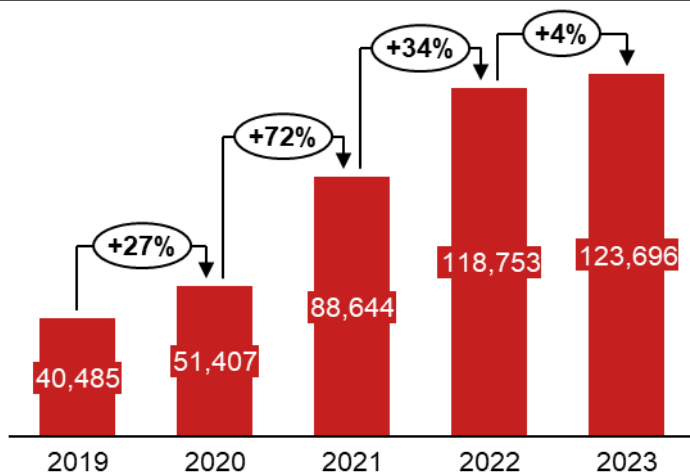


资料来源：wind，民生证券研究院。数据范围：SW 医疗研发外包 (851563.SI)

中国CXO企业人均创收快速增长，逐渐缩小与海外龙头公司的差距。人员规模是衡量CRO业务产能的重要指标，2023年CXO行业人员规模总体稳定，一定程度上反映了产能供给已达到相对高点。从人效上看，近年来随着中国CXO收入

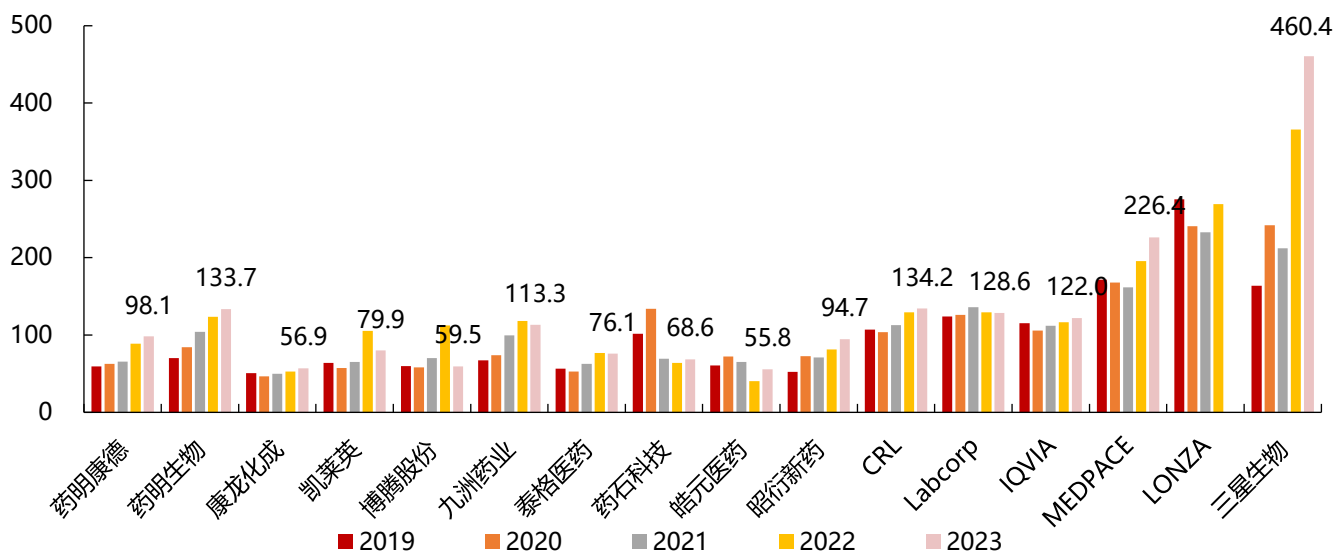
规模快速增长, 人均创收也呈现出上升态势, 虽然相比国外龙头公司仍有一定的提升空间, 但是差距在逐步缩小。药明康德、药明生物、九洲药业等公司 2023 年人均创收超过或接近 100 万元, 海外公司人均创收一般在 100-300 万元区间。

图90: 2019-2023 年 CXO 板块员工总数 (人)



资料来源: wind, 民生证券研究院。数据范围: SW 医疗研发外包 (851563.SI)

图91: 2019-2023 年国内外 CXO 公司人均创收 (万元)



资料来源: 同花顺, 民生证券研究院

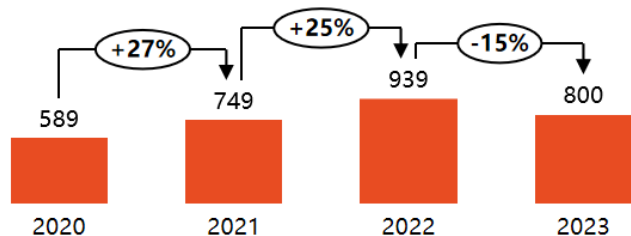
9 生命科学上游：短期业绩承压，国产替代和全球化仍为主旋律

供需关系改善叠加全球化布局，生科链企业将迎来业绩反转。 1) 需求端：从产业链传导维度，2023年下半年以来一级投融资底部回升，带动创新药行情回暖，进一步把需求传导至上游产业链，包括科研试剂、耗材和设备等，对应个股业绩在逐渐修复；2) 供给端：产业出清进入到新阶段，头部企业尤其是已上市公司凭借规模生产、品牌效应等进一步抢占市场份额，头部集中效应明显，竞争格局愈加清晰；3) 全球化：国内生命科学企业大多成立于2010前后，历经十余年的技术沉淀以及产品迭代，产品性能和生产规模逐步靠近进口产品甚至可以与之媲美，国内企业获得切入海外厂家供应链的良机，2021年以来，国内生科企业纷纷积极布局海外市场，陆续在海外招募研发及销售人员和建立各自的生产基地以完成本地化生产。

展望2024年，分不同细分赛道来看：1) 化学试剂：建议关注自主产品品牌提升与平台型运营企业，如泰坦科技和毕得医药；2) 生物试剂：建议关注兼具品牌规模效应以及海外增长逻辑确定的企业，如奥浦迈、诺唯赞和百普赛斯；3) 模式动物：建议关注高端品系小鼠的竞争力以及全球化拓展的企业，如药康生物。

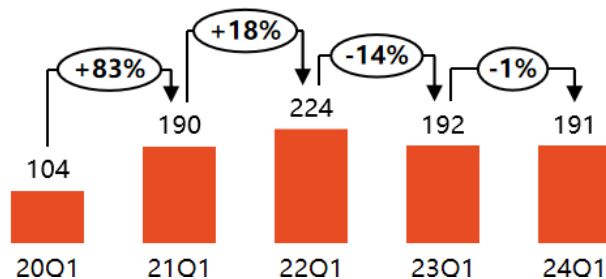
从收入来看，生科链厂商季度间环比呈下滑趋势。2023年板块平均收入8.00亿元，同比下滑15%，主要受新冠业务相关收入骤减以及国内资本开支收紧影响，2024单Q1板块平均收入1.91亿元，同比下滑1%，下降幅度大幅缩窄。从营业利润上看，受新冠收入骤减影响2023年营业利润同比大幅下滑。2023年板块平均营业利润0.82亿元，同比下滑60%，2024单Q1板块实现营业利润0.15亿元，同比下降38%，主要系受终端消费疲软影响。

图92：2020-2023年，生科链板块营业收入(百万元)



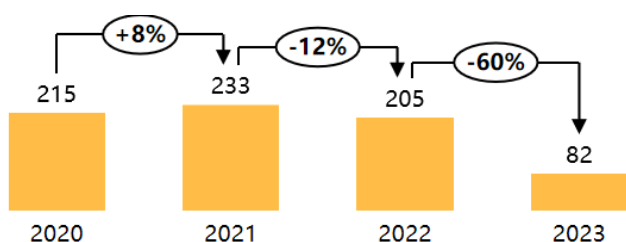
资料来源：wind，民生证券研究院

图93：20Q1-24Q1，生科链板块单季度营业收入(百万元)



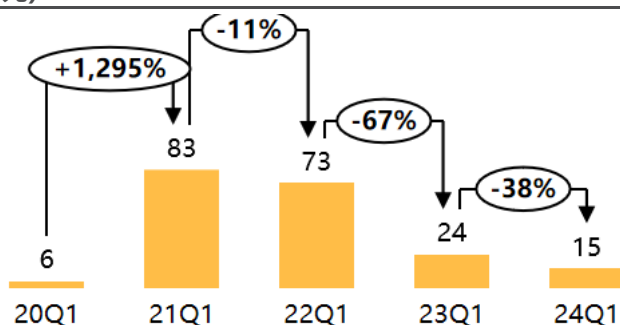
资料来源：wind，民生证券研究院

图94：2020-2023 年，生科链板块营业利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

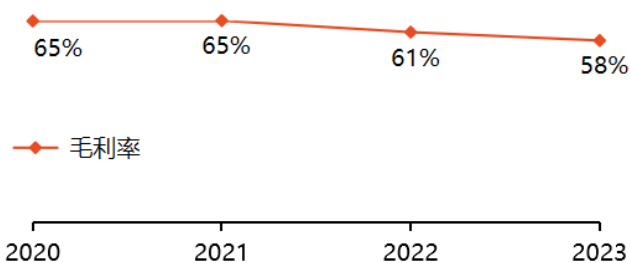
图95：20Q1-24Q1，生科链板块单季度营业利润(百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

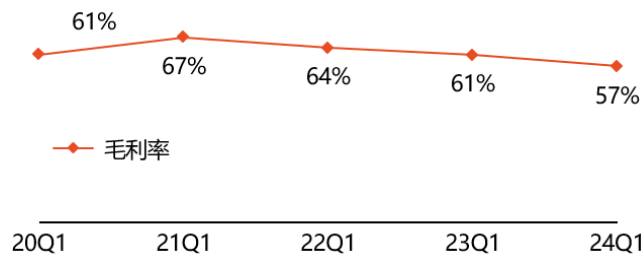
2020-2023 年，生科链板块毛利率呈现逐年下滑趋势。2020-2023 年，板块平均毛利率从 65% 下滑至 58%，2022 年下半年开始系新冠产品去库存影响，价格下滑较多，因而快速拉低板块整体毛利率，2023Q1 起系行业恢复不及预期，竞争加剧影响，板块平均毛利率下滑至 58%，24Q1 下滑幅度开始收窄，行业供需趋于平衡。2020-2023 年，生科链板块扣非净利率呈现快速下滑趋势。2023 仅为 6%，3 年下滑 24pcts，主要系伴随新冠收入骤减，个股各项费用开支仍处于高启状态且板块毛利率下滑所致。

图96：2020-2023 年，生科链板块毛利率



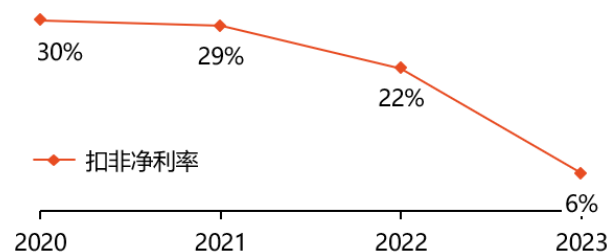
资料来源：wind，民生证券研究院

图97：20Q1-24Q1，生科链板块毛利率



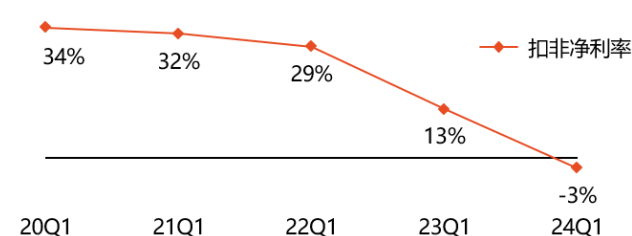
资料来源：wind，民生证券研究院

图98：2020-2023 年，生科链板块扣非净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图99：20Q1-24Q1，生科链板块扣非净利率

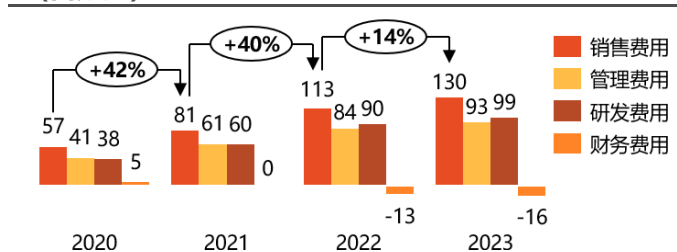


资料来源：wind，民生证券研究院

费用端，板块研发、销售和管理费用率均有所上升，企业持续加强投入以不断提升产品力及拓宽销售渠道。2024Q1 期间费用率同比仍增加 2.3pcts，销售、管理和研发费用率等均呈现不同程度的上升趋势，主要系企业持续加大研发及销售

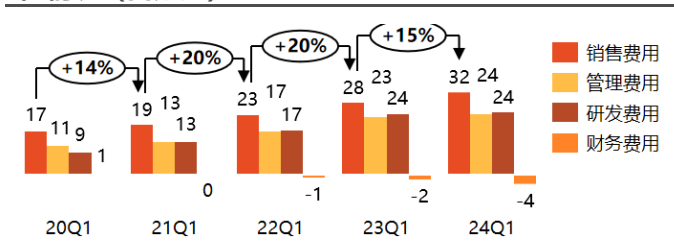
投入，以进一步增强自身的整体竞争力所致。

图100：2020-2023 年，生科链板块费用绝对值情况 (百万元)



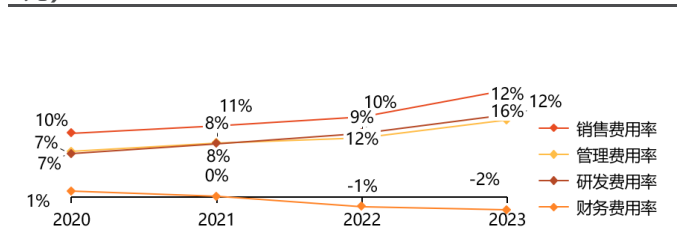
资料来源：wind，民生证券研究院

图101：2020Q1-2024Q1，生科链板块单季度费用绝对值情况 (百万元)



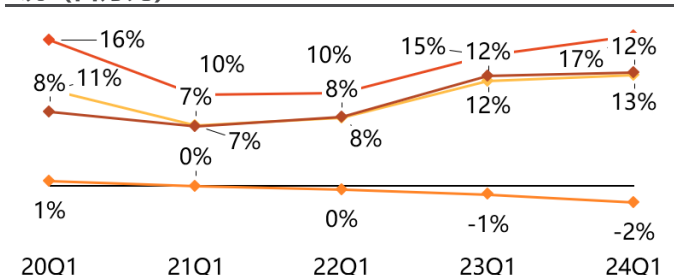
资料来源：wind，民生证券研究院

图102：2020-2023 年，生科链板块费用率情况 (百万)



资料来源：wind，民生证券研究院

图103：2020Q1-2024Q1，生科链板块单季度费用率情况 (百万)



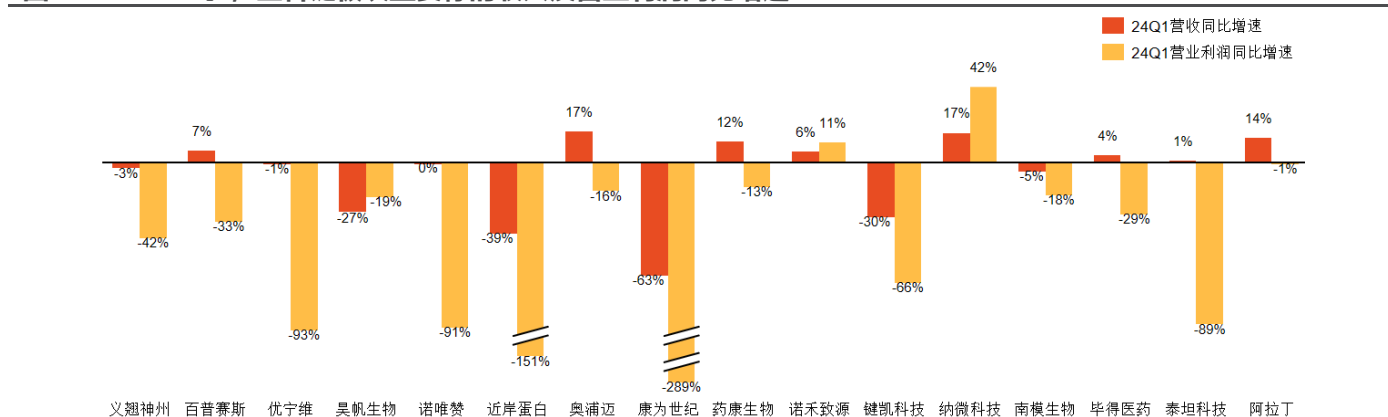
资料来源：wind，民生证券研究院

受供需结构影响，生科链部分企业营收端呈现恢复趋势，而营业利润更受行业竞争、费用高增影响，绝大部分企业仍出现大幅下滑。

1) 营收实现正增长超过 10%的企业：如奥浦迈、药康生物、纳微科技和阿拉丁，均属于产品驱动型公司且在各自领域处于第一梯队，2024 年价格体系趋于稳定，且凭借较为充足的现金流，有望进一步以较低的成本抢占更高的市场份额。

2) 营收为负增长超过 10%的企业：如昊帆生物、近岸蛋白、康为世纪、键凯科技，其共因为行业供需仍不匹配，且部分企业未处于行业第一梯队，产品价格仍受压制，需等待行业需求端进一步回暖。

图104：2024Q1，生科链板块主要标的收入及营业利润同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

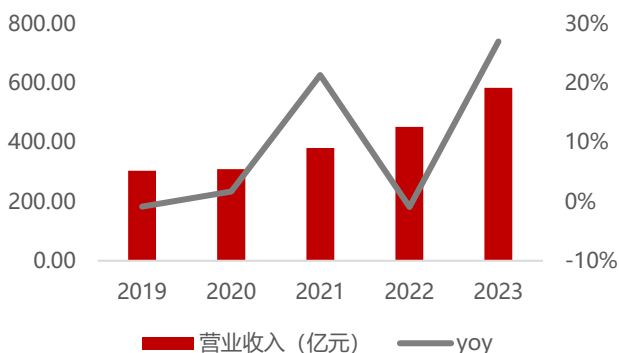
10 医疗服务板块：高基数效应逐步消退，后续增速有望提升

在消费力相对疲软的情况下，后续建议重点关注刚需性质较强的医疗服务公司，例如：海吉亚医疗等；以及体外基金资产储备充足的相关标的，例如：新里程、三星医疗，后续随着公司资金的充裕有望逐步将体外资产收入上市公司体内，提升整体业绩；此外，建议重点关注与公立医院形成差异化竞争，或形成优势互补的医疗服务细分板块，例如：固生堂等。

10.1 2022 年低基数下，2023 年整体医院板块业绩高速增长

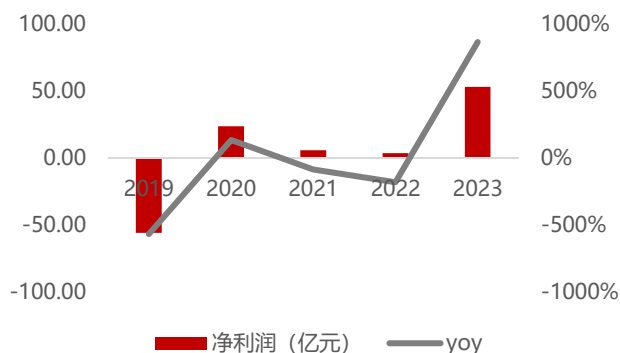
2022 年低基数情况下，医院（申万）板块 2023 年实现高速增长。2022 年受相关政策影响下，医院板块整体营收及利润增速均处于较低区间，而后续 2023 年由于前期低基数情况下，迎来了较快反弹。以此，2023 年全年医院（申万）板块营收达到 584.65 亿元，同比增长 27%，利润达到 52.96 亿元，同比增长 866%。

图105：医院（申万）指数 2019-2023 年营业收入总计



资料来源：wind，民生证券研究院

图106：医院（申万）指数 2019-2023 年净利润总计



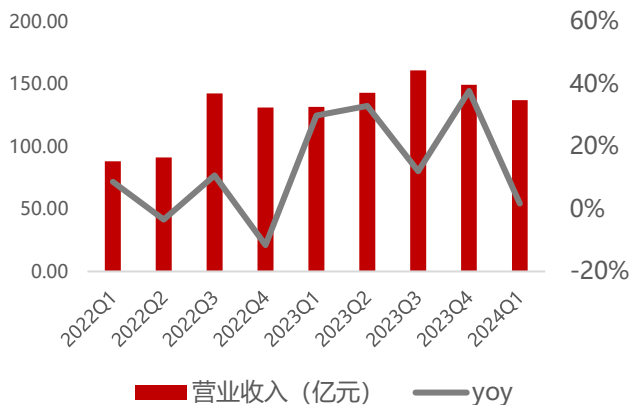
资料来源：wind，民生证券研究院

10.2 23Q1 高基数情况下，24Q1 医院板块业绩相对坚挺

2024Q1 医院板块在高基数效应下相对坚挺，后续增速有望逐步回升。2023Q1 存在积压医疗需求的集中增长，因而存在相对较高基数，尽管 24Q1 在中国新年因素的影响，一般为传统医疗淡季，2023Q1 医院（申万）板块营收达到 131.67 亿元，同比增长 30%，利润达到 12.12 亿元，同比增长 512%，存在相对较高基数效应，然而 2024Q1 板块营收达到 137.10 亿元，同比增长 2%，表现相对坚挺；利润端看，刚需医疗受 DRGs 等医保政策影响，而消费医疗受到消费力以及行业竞争加剧等因素的影响，盈利能力有所下滑，2024Q1 利润达到 10.17 亿元，同比下降 19%。我们预计，随着相对高基数效应的释放，后续 Q2-Q4 增速

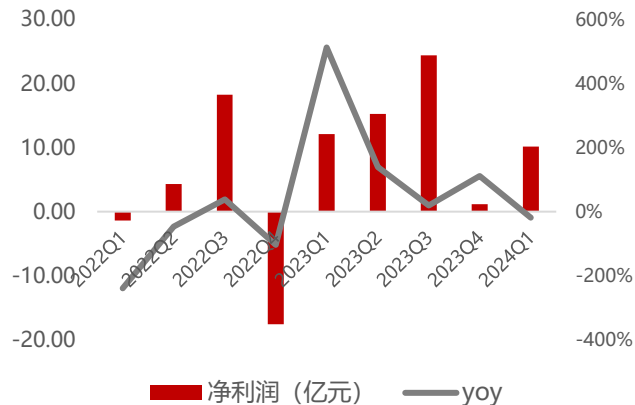
有望有所回升。

图107: 医院 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 营业收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图108: 医院 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 净利润总计



资料来源: wind, 民生证券研究院

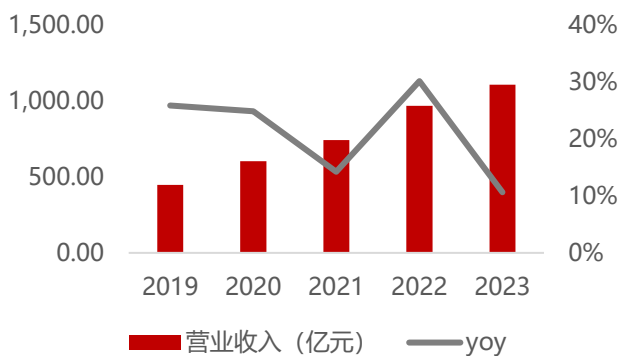
11 线下药房板块

回顾 2024Q1 在前期 2023Q1 较高基数效应下仍处于行业平稳增长的态势，而后 2023Q2 存在二阳影响，因而相对基数也处于高位。我们认为 24Q3 在前期 23Q3 低基数效应下应展现出较高的增速，后续随着门诊统筹在各个区域逐步落地，以及处方的外流，我们认为药店行业将带来较好的增量空间，建议关注：益丰药房、老百姓、一心堂、大参林等。

11.1 2022 年整体存在高基数效应，带来 2023 年增速有所放缓

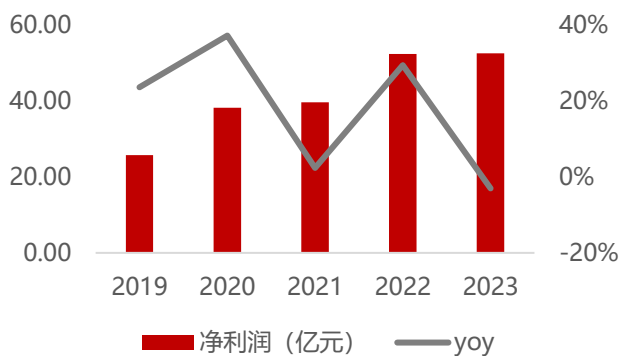
2022 年相关“四类药”用药需求激增带来全年高基数效应，线下药房（申万）板块 2023 年整体增速有所放缓。2022Q4 用药需求激增导致整体 2022 年全年线下药房板块业绩高速增长，其中营业收入达到 967.35 亿元，同比增长 30%，净利润达到 52.36 亿元，同比增长 29%，而后续 2023 年由于高基数影响，以及 22Q4 家庭药品储备充足，导致 2023Q2-Q3 整体行业业绩均受到压制，因此 2023 年线下药房板块业绩增速有所放缓。以此，2023 年全年线下药房（申万）板块营收达到 1108.26 亿元，同比增长 11%，利润达到 52.57 亿元，同比下降 3%。

图109：线下药房 2019-2023 年营业收入总计



资料来源：wind，民生证券研究院

图110：线下药房 2019-2023 年净利润总计



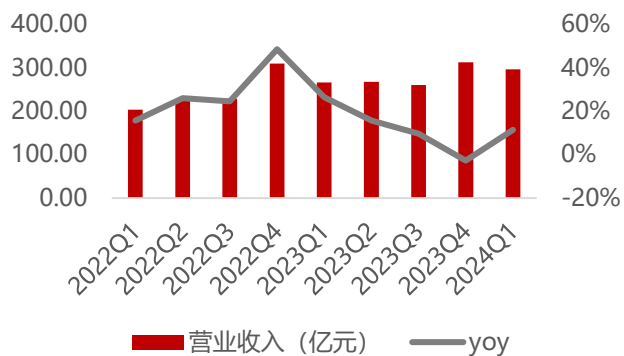
资料来源：wind，民生证券研究院

11.2 23Q1 高基数情况下，24Q1 各家药房企业业绩韧性尽显

2023Q1 线下药店行业相关“四类药”用药需求仍然处于高位，24Q1 在 23Q1 高基数效应下，整体行业增速处于平稳上升态势。2023Q1 “四类药”需求仍处于高位，22Q4-23Q1 家庭药品需求的集中释放导致家庭药品储备处于高位，因而 2023Q2-Q3 整体行业业绩均受到压制，而后随着家庭药品储备的逐步下降，23Q4 整体行业环比有所提升，然而 22Q4 存在超高基数，因而行业同比增速仍处于低

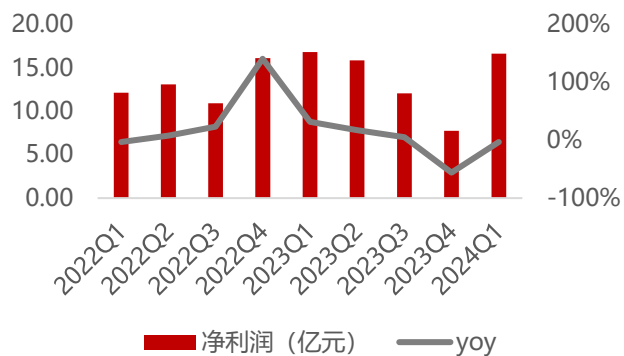
位；而后 24Q1 在前期高基数效应下，整体行业增速有所回升。

图111：线下药房（申万）指数 2022Q1-2024Q1 营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图112：线下药房（申万）指数 2022Q1-2024Q1 净利润总计



资料来源：wind，民生证券研究院

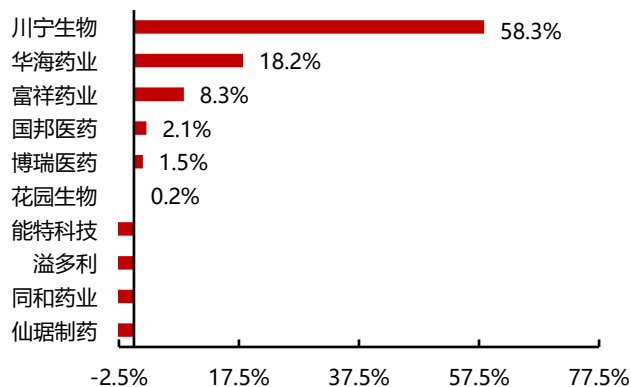
12 原料药：扰动风险逐步出清，板块业绩企稳已现曙光

2023 年原料药板块营收、利润双降，国内制剂集采和下游客户步入去库存周期是板块业绩下滑的主因。24Q1，原料药板块业绩表现略有回升，板块已然初现企稳曙光。展望全年，随着国际市场需求回暖、国内集采风险逐步出清，原料药企业盈利能力有望拾级而上。建议跟随处方药专利悬崖到来的行业背景下制剂品种专利到期带来的重磅产品增量和依靠 M 端能力出圈横向拓展 CDMO 业务的两大投资方向。建议关注：华海药业、健友股份、仙琚制药、东诚药业、美诺华、同和药业、天宇股份、九洲药业、普洛药业等。

12.1 原料药板块区间行情复盘

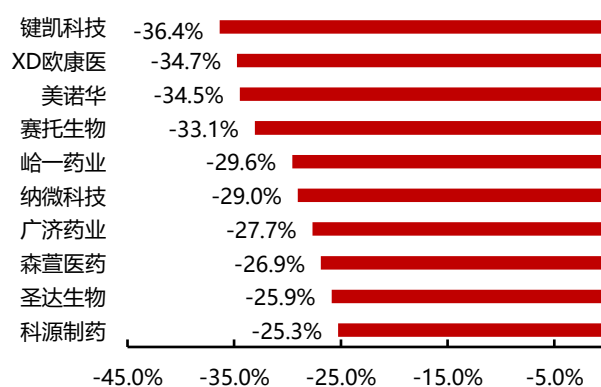
2023 年全年原料药板块受制于下游客户去库存及集采政策深化影响，整体股价表现略显疲软。但减重药相关原料药/创新业务转型标的诸如新诺威、博瑞医药、奥锐特等涨幅居前。2024 年 1-5 月，受益于抗生素产品价格韧性及合成生物业务带来的增量收入驱动，川宁生物领涨原料药板块。展望 2024 年来看，随着下游客户去库完成市场需求回暖、国内集采风险阶段性出清等利好因素叠加，原料药板块有望开启新一轮成长期。

图113：2024 年 1-5 月原料药板块涨幅 Top10



资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

图114：2024 年 1-5 月原料药板块跌幅 Top10

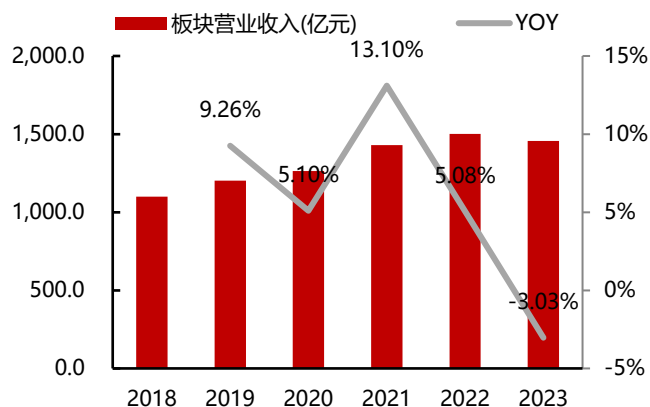


资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

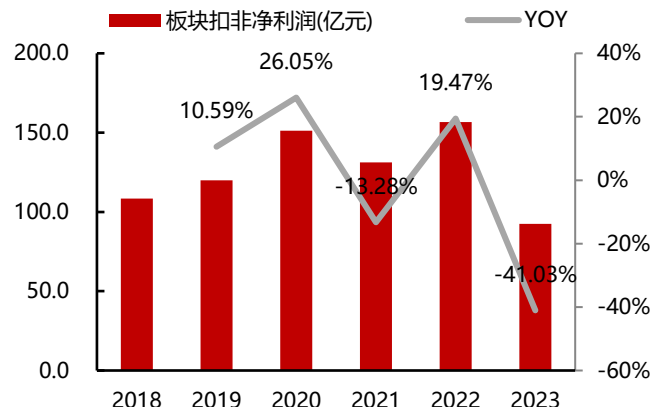
12.2 24Q1 板块业绩凸显企稳趋势，看好全年陆续而至的环比改善

2023 年板块营收、利润双降，国内制剂集采和下游客户进入去库存周期是业绩低迷主因。2023 年全年，原料药板块收入同比下降 3.9%，归母净利润同比下降 42.0%。从市场需求端看：2023 年内，原料药市场由于下游客户整体呈现出的

去库存周期而步入需求低点，多款产品价格持续磨底对市场供给方造成了较大的负面影响，肝素原料药头部企业海普瑞、健友股份四季度分别针对肝素库存资产计提减值损失 8.6、12.4 亿元，对公司盈利能力带来的拖累较为明显。从集采端来看，2023 年内，仙琚制药、华海药业等延伸至制剂业务的原料药企受到原有产品集采导致业绩受损，利润端同比降幅较大。

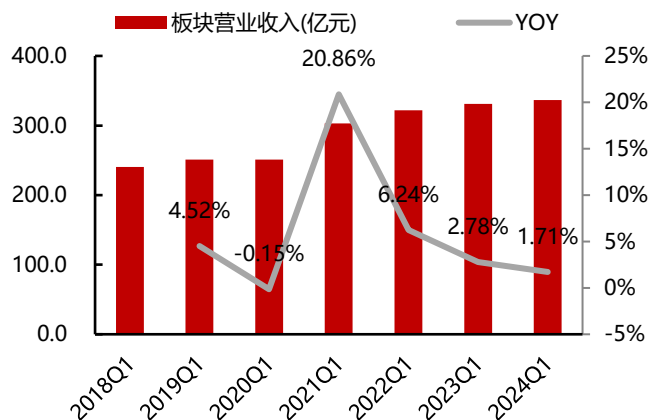
图115：原料药板块年度营业收入及同比


资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

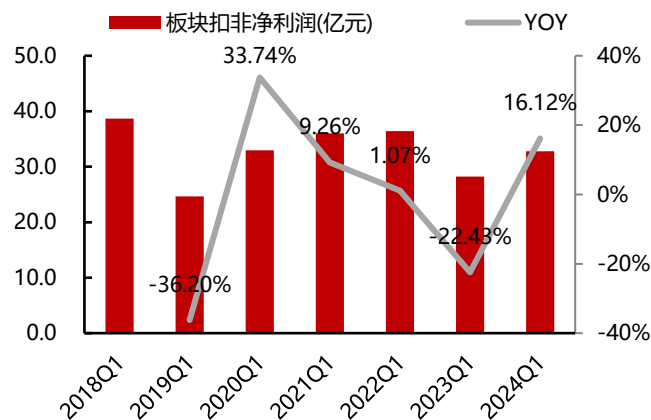
图116：原料药板块年度扣非净利润及同比


资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

24Q1 已现企稳曙光，市场需求回暖、集采风险出清背景下，原料药企盈利能力有望拾级而上。从单季度数据看，2024 年 Q1，在去年同期业绩高基数的背景下，原料药板块实现营业收入 336.7 亿元，同比提升 1.7%，板块扣非归母净利润 32.8 亿元，同比提升 16.1%，原料药板块业绩企稳曙光已然出现。展望 2024 全年，随着全球市场内下游客户去库存周期逐渐接近尾声，并且随着处方药专利到期后制剂+原料药产品的放量周期来临，原料药企有望迈入新一轮成长周期，板块业绩表现有望乘风而起、拾级而上。

图117：原料药板块单季度收入


资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

图118：原料药板块单季度归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

表5：原料药板块公司 2023 年年度及 2024 年一季度业绩情况

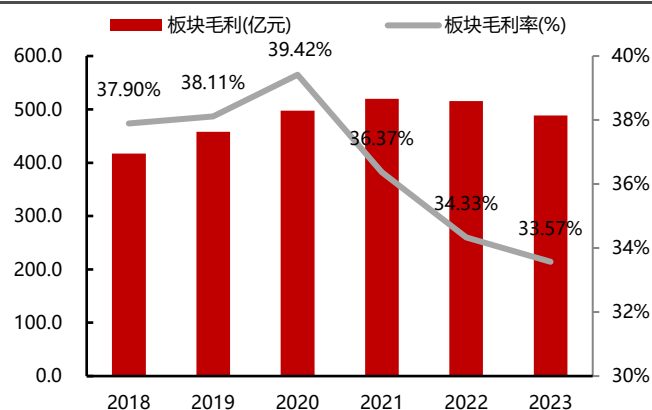
证券名称	2023 年年报				2024 年一季度			
	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比
同和药业	7.2	0.3%	1.1	5.3%	2.1	-6.5%	0.4	31.6%
键凯科技	2.9	-28.3%	1.2	-38.0%	0.6	-30.2%	0.1	-69.3%
华海药业	83.1	0.5%	8.3	-28.9%	25.0	21.4%	2.7	56.6%
能特科技	111.3	-9.2%	2.6	-41.8%	30.4	2.6%	0.6	-34.7%
东亚药业	13.6	15.0%	1.2	16.1%	3.5	-4.6%	0.2	3.5%
天宇股份	25.3	-5.2%	0.3	123.0%	6.9	-11.3%	0.4	-59.6%
花园生物	10.9	-22.8%	1.9	-49.9%	3.3	4.1%	0.9	76.4%
浙江医药	77.9	-4.0%	4.3	-20.4%	22.5	12.0%	1.1	-3.4%
仙琚制药	41.2	-5.9%	5.6	-24.9%	10.4	8.4%	1.5	13.5%
海普瑞	54.5	-23.9%	-7.8	-207.7%	13.7	5.6%	1.6	133.0%
奥锐特	12.6	25.2%	2.9	37.2%	3.4	11.1%	0.8	79.1%
普洛药业	114.7	8.8%	10.6	6.7%	32.0	3.6%	2.4	1.8%
国邦医药	53.5	-6.5%	6.1	-33.5%	13.4	-5.1%	2.0	2.1%
新诺威	25.0	-4.8%	7.6	4.0%	5.2	-27.1%	0.8	-38.9%
哈一药业	2.3	-12.5%	0.5	-14.1%	0.7	5.0%	0.1	-10.2%
威尔药业	11.6	4.0%	1.1	18.1%	3.3	33.8%	0.3	31.5%
山河药辅	8.4	19.1%	1.6	23.6%	2.4	-4.0%	0.5	0.9%
科源制药	4.5	1.1%	0.8	-15.6%	1.5	17.8%	0.2	-32.9%
海森药业	4.0	-6.0%	1.0	-2.7%	1.2	8.3%	0.3	33.6%
津药药业	37.8	2.5%	1.2	230.6%	8.6	-12.8%	0.6	-14.0%
永安药业	9.7	-33.5%	-0.1	-108.8%	2.0	-36.8%	0.3	91.4%
奥翔药业	8.2	6.8%	2.5	7.9%	3.0	14.6%	1.1	20.1%
美诺华	12.2	-16.5%	0.1	-96.6%	2.6	6.7%	0.1	-67.7%
森萱医药	5.9	-5.5%	1.3	-16.2%	1.4	-21.4%	0.3	-23.2%
纳微科技	5.9	-16.9%	0.7	-75.1%	1.5	16.6%	0.2	36.7%
广济药业	7.4	-7.5%	-1.4	-378.6%	1.8	56.3%	-0.5	-14.7%
新华制药	81.0	8.0%	5.0	20.8%	24.7	-6.2%	1.4	-6.4%
亨迪药业	6.6	28.8%	1.8	40.0%	1.4	-28.6%	0.4	-6.4%
博瑞医药	11.8	15.9%	2.0	-15.5%	3.4	11.5%	0.6	-9.5%
尔康制药	17.8	-4.7%	-2.0	-525.1%	2.8	-49.6%	0.0	-88.9%
圣达生物	7.3	-1.4%	-0.5	-271.7%	1.8	9.2%	0.0	9.2%
富祥药业	16.1	-2.3%	-2.0	-41.9%	3.4	-14.4%	0.0	104.9%
共同药业	5.7	-6.3%	0.2	-42.8%	1.2	2.3%	0.0	-11.9%
欧康医药	2.4	-9.9%	0.2	-50.5%	0.7	15.8%	0.1	53.9%
司太立	22.0	3.0%	0.4	158.3%	6.4	13.5%	0.1	28.4%
溢多利	8.0	-32.2%	-0.1	-159.0%	2.0	9.9%	0.2	243.5%
赛托生物	12.8	-2.5%	0.5	8.7%	2.4	-27.0%	0.0	-80.0%
海翔药业	21.7	-19.7%	-4.2	-577.3%	5.3	-16.7%	0.3	-22.6%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

12.3 短期板块盈利能力承压，费用结构优化拓宽利润空间

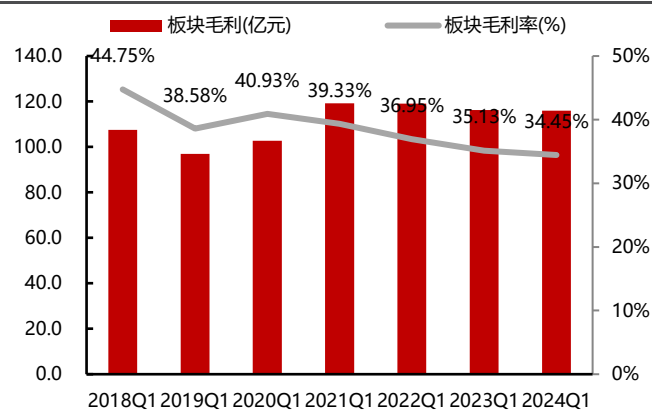
行业市场竞争环境的恶化叠加国内药品集采政策持续深化，原料药板块毛利率自 2020 年以来持续收窄。从板块整体的毛利率情况表现来看，2020 年由于下游市场需求的陡然提升，多个原料药产品市场出现了短期的供需错配，当年板块盈利能力达到近 5 年高点 39.4%。2021-2023 年间，印度开始逐步推行了针对原料药产业的系列补贴政策，加剧了原料药行业的竞争压力，原料药企毛利率也自 2020 年高点下滑至 2023 年的 33.6%。

图119：2018-2023 年原料药板块毛利



资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

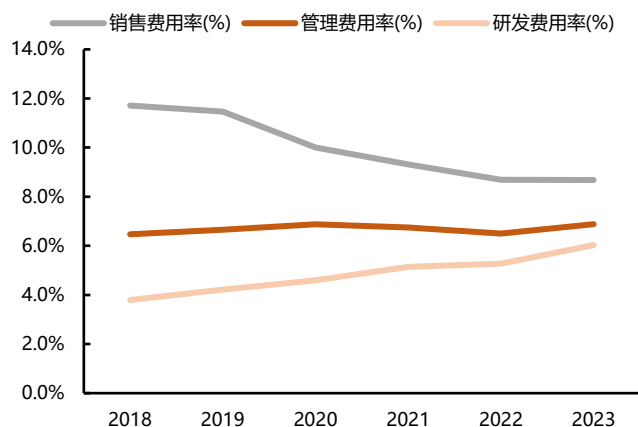
图120：2018Q1-2024Q1 原料药板块毛利



资料来源：wind，民生证券研究院；板块范围为 SW 三级行业原料药

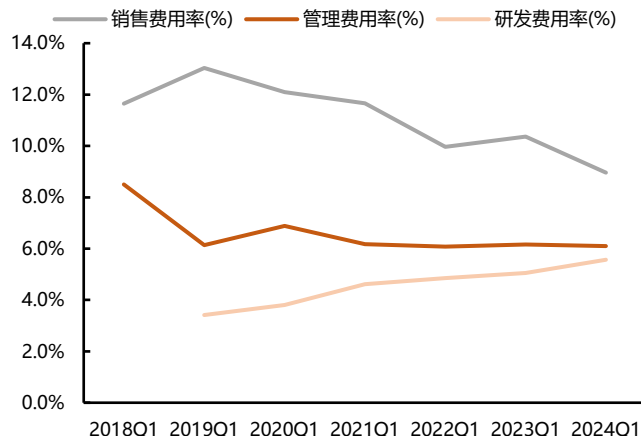
研发费率提升，销售费率控制，板块费用结构持续优化，部分对冲了行业竞争加剧带来的负向影响。在行业竞争加剧的现实背景之下，原料药企也在积极探寻第二成长曲线（主要是向 CDMO 和/或下游制剂领域探索）和降本增效途径，力争弱化外部环境对公司长远发展带来的负面影响。从 2018-2023 年的板块费用率结构来看：板块销售费用率下降趋势明显，自 2018 年的 11.7% 持续降低至 2023 年的 8.7%；研发费率持续提升，自 2018 年 3.8% 的低位持续攀升至 2023 年的 6.0%。上述费用结构的优化体现出原料药企在成本控制和转型研发驱动成长的逻辑正在逐步得到验证。截至 2024 年一季度，板块销售费用率同比继续维持下降趋势，在单季度毛利率水平下降的情况下，通过费用控制带动了板块利润率水平的提升。

图121: 2018-2023 年原料药板块费用率水平



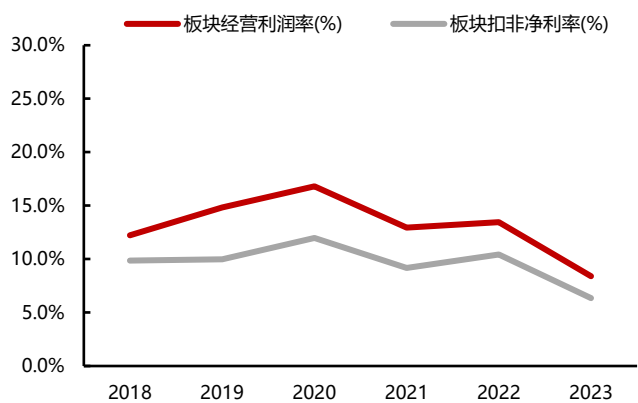
资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 三级行业原料药

图122: 2018Q1-2024Q1 原料药板块费用率水平



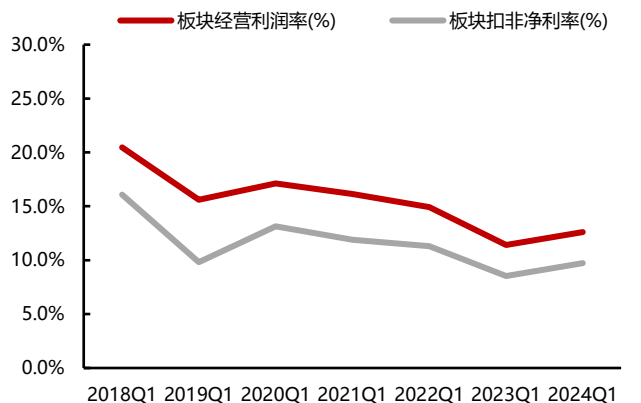
资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 三级行业原料药

图123: 2018-2023 年原料药板块利润率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 三级行业原料药

图124: 2018Q1-2024Q1 原料药板块利润率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院; 板块范围为 SW 三级行业原料药

12.4 原料药行业多款产品价格筑底企稳, 关注高壁垒特色

原料药

原料药行业多款产品价格筑底企稳, 关注高壁垒特色原料药。由于 2020-2022 年内海外客户备库存要求叠加全球供应链格局变化, 多款 API 订单转移至国内厂商, 往期 API 需求骤升的行业性机会刺激行业整体产能盲目扩张。2023 年受到产能过剩导致的整体竞争加剧叠加下游客户去库存影响, API 产品销售价格持续探底。立足当前时点, 国内 API 行业整体处于量价端的周期性底部, 其中肝素、缬沙坦、厄贝沙坦等特色原料药产品的月度价格环比数据已经连续两月处于持平或略有提升状态, 建议关注周期低点有望迎来估值+业绩双重修复的细分 API 领域龙头——华海药业、天宇股份和健友股份。

抗生素核心产品价格持续创下新高, 看好寡头市场形成后的利润贡献弹性提升。抗生素及中间产品行业受益于环保政策收紧带动的落后产能出清, 当前多个核

心品种诸如硫氰酸红霉素等大单品已达到供需紧平衡阶段，在当前格局清晰、同盟形成的背景下，高价周期持续性较高。

表6：原料药产品价格数据跟踪

产品名	数据截至	价格单位	现价	月度环比变化	年度环比	当前价格所属分位 (三年维度)
维生素产品						
维生素A	2024/6/11	元/千克	87	0%	0%	38.40%
维生素B1	2024/6/11	元/千克	178	5%	36%	98.90%
维生素B2	2024/6/11	元/千克	104	0%	3%	80.60%
维生素B5	2024/6/11	元/千克	57	0%	-44%	3.60%
维生素B6	2024/6/11	元/千克	150	0%	10%	89.60%
维生素D3	2024/6/11	元/千克	63	6%	2%	85.70%
维生素E	2024/6/11	元/千克	70	0%	-5%	28.40%
维生素K3	2024/6/11	元/千克	99	0%	5%	52.00%
生物素	2024/6/11	元/千克	33	0%	-16%	0.00%
烟酸	2024/6/11	元/千克	40	1%	-11%	63.40%
叶酸	2024/6/11	元/千克	183	0%	-8%	1.80%
抗生素及中间体产品						
6-APA	2024/5/31	元/千克	320	0%	-10%	0.00%
7-ACA	2024/5/31	元/千克	480	0%	4%	69.50%
7-ADCA	2024/5/31	元/千克	520	0%	3%	65.20%
青霉素工业盐	2024/5/31	元/BOU	110	-15%	-17%	0.00%
硫氰酸红霉素	2024/5/31	元/千克	550	0%	5%	95.60%
阿莫西林	2024/5/31	元/千克	295	-2%	-5%	13.00%
4-AA	2024/5/31	元/千克	915	-1%	-19%	4.30%
激素类产品						
地塞米松	2024/5/31	元/千克	45000	0%	176%	73.90%
皂素	2024/5/31	元/千克	580	0%	10%	86.90%
双烯	2024/5/31	元/千克	1000	0%	7%	86.90%
心血管原料药						
缬沙坦	2024/5/31	元/千克	650	0%	-10%	17.30%
赖诺普利	2024/5/31	元/千克	2150	-4%	-7%	0.00%
马来酸依那普利	2024/5/31	元/千克	825	0%	0%	0.00%
阿托伐他汀钙	2024/5/31	元/千克	1250	0%	-10%	0.00%
厄贝沙坦	2024/5/31	元/千克	625	0%	-3%	8.60%
替米沙坦	2024/5/31	元/千克	1050	0%	-13%	0.00%
解热镇痛类						
布洛芬	2024/5/31	元/千克	170	0%	-18%	13.00%
安乃近	2024/5/31	元/千克	98	0%	-2%	39.10%
扑热息痛	2024/5/31	元/千克	25	-3%	-39%	0.00%
阿司匹林	2024/5/31	元/千克	21	0%	-16%	0.00%
咖啡因	2024/5/31	元/千克	125	0%	-15%	0.00%
特殊原料药产品						

肝素	2024/5/31	美元/千克	4755	0%	-53%	4.30%
洛伐他汀	2024/5/31	元/千克	345	-3%	-3%	0.00%
辛伐他汀	2024/5/31	元/千克	1700	0%	0%	30.40%
阿托伐他汀	2024/5/31	元/千克	1250	0%	-10%	0.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院

12.5 静待原料药新一轮提价拐点，关注具备业务成长性的优质标的

我们认为随着海外医疗终端去库存接近尾声之后，板块下游需求有望持续恢复。同时在原料药整体价格趋势逐渐触底甚至开始回升背景下，我们看好原料药板块底部投资机会。原料药板块建议跟随两条主要的投资逻辑：

- 1) **原料药+制剂一体化**：寻找处方药专利悬崖背景下，做好重磅单品专利储备/原料药产能供应的优质投资标的。建议关注：华海药业、健友股份、仙琚制药、东诚药业和美诺华等。
- 2) **原料药+CDMO 业务**：依托研发能力和规范化生产经验积累，从 M 端的生产优势出圈获取 CDMO 业绩增量优质代工企业。建议关注：同和药业、天宇股份、九洲药业、普洛药业等。

13 投资建议

政策鼓励支持、基本面持续改善，全面看多医药底部资产：医疗设备更新、创新药全链条支持等政策持续鼓励支持，医药行业基本面持续改善，院内药、器械和医疗仪器设备等方向持续复苏，抗肿瘤、自免、近视防控、GLP-1 等大单品临床研发和销售进展不断，全面看多医药底部资产。

创新药：各地陆续发布利好创新药政策；减肥&GLP-1 主线持续，关注国内 GLP-1 相关企业研发进展；超过 50 项中国研究亮相 2024 年 ASCO 大会，关注国内研发能力较强、具有创新技术平台的企业。出海成为打开企业成长天花板：国内胰岛素出海打开国内企业成长天花板，建议关注具有出海潜力胰岛素企业。

医疗设备与体外诊断：政策端利好频现，设备更新带动医疗设备需求扩容，24H2 国内业绩反转在即。体外诊断领域维持高景气，盈利能力已恢复至正常水平，关注集采政策下国产替代进程及具备消费级别大单品且具备全球化布局的企业。

创新器械：1) 高值耗材：重点关注具有较强基本面的狭窄性卒中神经介入及电生理方向真创新管线突破及国产替代加速投资机会。2) 仪器设备：24 年继续关注科学仪器方向的经营优化及行业供需重塑带来的投资机会，关注下半年换新政策带来的科学仪器龙头公司业绩修复机会。3) 低值耗材：行业出清进入尾声，龙头公司报表有望在下半年加速修复，关注海外关税政策调整后存在预期差的手套方向及 GLP-1 注射笔产业链方向。

中医药：1) 继续看好国企改革相关中药标的，随着国改的深入推进，预期企业在做大做强的同时，在研发方面能够加大投入，持续释放业绩；2) 看好中药创新药，关注大单品研发进展及商业化放量。

CXO：需求已触底回升、供给端高点已现，供需关系持续改善将促进 CXO 行业景气度上行。展望 2024H2，中国创新药行业整体保持上升趋势，全球生物医药投融资大幅提振，国产创新药出海 BD 授权持续火热，需求改善将陆续传导至临床 CRO、CDMO 和临床前 CRO 板块，建议关注临床 CRO、多肽产业链、仿制药 CRO 板块。

生科产业链：供需关系改善叠加全球化布局，生科链企业将迎来业绩反转。分不同细分赛道来看：1) 化学试剂：建议关注自主产品品牌提升与平台型运营企业，如泰坦科技和毕得医药；2) 生物试剂：建议关注兼具品牌规模效应以及海外增长逻辑确定的企业，如奥浦迈、诺唯赞和百普赛斯；3) 模式动物：建议关注高端品系小鼠的竞争力以及全球化拓展的企业，如药康生物。

医疗服务：建议关注刚需性较强的公司以及体外基金资产储备充足的相关标的，如海吉亚医疗、新里程等；此外建议重点关注与公立医院形成差异化竞争，或形成优势互补的医疗服务细分板块，如三星医疗、固生堂等。

线下药房：门诊统筹政策陆续落地实行，随着门诊统筹管理药房渗透率提升带来人流量提升，在 2023H2 后低基数情况下业绩增速有望提升。

原料药：展望全年，随着国际市场需求回暖、国内集采风险逐步出清，原料药企盈利能力有望拾级而上。建议跟随处方药专利悬崖到来的行业背景下制剂品种专利到期带来的重磅产品增量和依靠 M 端能力出圈横向拓展 CDMO 业务的两大投资方向。

建议关注泰格医药、兴齐眼药、恒瑞医药、百济神州、微芯生物、科济药业、诺泰生物、博瑞医药、迈瑞医疗、怡和嘉业、开立医疗、澳华内镜、聚光科技、太极集团、珍宝岛、华润三九、方盛制药等。

14 风险提示

1) 集采压力大于预期风险：医用耗材正在全国范围内开展集中采购，后续集采价格以及对企业的影响尚具有不确定性。

2) 产品研发进度不及预期风险：新产品的推出是企业不断前进的动力，若产品研发进度受到拖累或者失败，会影响企业的核心竞争力。

3) 竞争加剧风险：医药行业随着同类型产品不断上市或新一代产品上市，行业竞争可能加剧，产品市场份额存在不及预期或下滑风险，影响企业营收和利润。

4) 政策监管环境变化风险：医药行业受政策严格监管，上市审批政策、医保支付政策、合规监管政策、环保政策等存在不断演变的可能性。

5) 药物研发服务市场需求下降的风险：尽管全球医药行业预期将在人口老龄化、高水平的可支配收入及医疗开支增加等因素的带动下持续增长，但无法保证医药行业将按预期的速度增长。如果未来全球医药市场增长速度放缓，可能导致客户暂缓进行项目研发或削减研发预算，从而将对各药物研发服务公司的经营业绩及前景造成不利影响。

插图目录

图 1: 2015Q1-2024Q1 非医药主题基金/全样本基金生物医药重仓情况.....	9
图 2: 医药生物历史估值情况 (数据截至 2024 年 6 月 11 日)	10
图 3: 全基金/医药主题基金/非医药基金重仓股配置变化情况 (申万行业一级分类, 亿元)	10
图 4: 医药主题基金医药行业配置结构.....	11
图 5: 非医药基金医药行业配置结构.....	11
图 6: 医药主题基金生物医药重仓配置 Top10 (亿元)	11
图 7: 非医药基金生物医药重仓配置 Top10 (亿元)	11
图 8: 医药主题基金生物医药加仓配置 Top10 (亿元)	11
图 9: 非医药基金生物医药加仓配置 Top10 (亿元)	11
图 10: SW 化学制剂板块营业总收入 (亿元)	13
图 11: SW 其它生物制品板块营业总收入 (亿元)	13
图 12: SW 化学制剂板块归母净利润 (亿元)	13
图 13: SW 其它生物制品板块归母净利润 (亿元)	13
图 14: SW 化学制剂板块年度费用率和净利率	14
图 15: SW 其它生物制品板块年度费用率和净利率	14
图 16: SW 化学制剂板块单一季度费用率和净利率	14
图 17: SW 其它生物制品板块单一季度费用率和净利率	14
图 18: SW 化学制剂板块研发费用 (亿元)	15
图 19: SW 其它生物制品板块研发费用 (亿元)	15
图 20: 2019-2023 创新药 IND 及 NDA 数量.....	15
图 21: 23Q1-24Q1 创新药 IND 及 NDA 数量.....	15
图 22: 2020-2023 年医疗设备板块营业收入(百万元).....	17
图 23: 20Q1-24Q1 医疗设备板块营业收入(百万元).....	17
图 24: 2020-2023 年医疗设备板块净利润(百万元).....	17
图 25: 20Q1-24Q1 医疗设备板块营业利润(百万元).....	17
图 26: 2020-2023 年, 医疗设备板块毛利率	18
图 27: 20Q1-24Q1, 医疗设备板块毛利率	18
图 28: 2020-2023 年, 医疗设备板块扣非净利率	18
图 29: 20Q1-24Q1, 医疗设备板块扣非净利率	18
图 30: 2020-2023 年, 医疗设备板块费用绝对值情况 (百万元)	18
图 31: 20Q1-24Q1, 医疗设备板块单季度费用绝对值情况 (百万元)	18
图 32: 2020-2023 年, 医疗设备板块费用绝对值情况 (百万元)	19
图 33: 20Q1-24Q1, 医疗设备板块单季度费用绝对值情况 (百万元)	19
图 34: 2024Q1, 医疗设备板块主要标的收入及营业利润同比增速	19
图 35: 2020-2023 年, 体外诊断板块营业收入(百万元).....	20
图 36: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度营业收入(百万元).....	20
图 37: 2020-2023 年, 体外诊断板块营业利润(百万元).....	20
图 38: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度营业利润(百万元).....	20
图 39: 2020-2023 年, 体外诊断板块毛利率情况.....	21
图 40: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度毛利率情况.....	21
图 41: 2020-2023 年, 体外诊断板块扣非净利率情况.....	21
图 42: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度扣非净利率情况	21
图 43: 2020-2023 年, 体外诊断板块费用绝对值情况 (百万元)	21
图 44: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度费用绝对值情况 (百万元)	21
图 45: 2020-2023 年, 体外诊断板块费用率情况 (百万元)	22
图 46: 20Q1-24Q1, 体外诊断板块单季度费用率情况 (百万元)	22
图 47: 2024Q1, 体外诊断板块主要标的收入及营业利润同比增速	22
图 48: 2020-2024Q1 高值耗材板块收入规模(亿元)及增速	24
图 49: 2020-2024Q1 高值耗材板块净利润规模(亿元)及增速	24
图 50: 2020-2024Q1 高值耗材毛利率及净利率	25
图 51: 2020-2024Q1 高值耗材板块费用率	25
图 52: 2020-2024Q1 仪器设备板块收入规模(亿元)及增速	25
图 53: 2020-2024Q1 仪器设备板块利润规模(亿元)及增速	25
图 54: 2020-2024Q1 仪器设备板块毛利率及净利率	26

图 55:	2020-2024Q1 仪器设备板块费用率.....	26
图 56:	2020-2024Q1 低值耗材板块收入规模(亿元)及增速.....	27
图 57:	2020-2024Q1 低值耗材板块利润规模(亿元)及增速.....	27
图 58:	2020-2024Q1 低值耗材板块毛利率及净利率.....	27
图 59:	2020-2024Q1 低值耗材板块费用率.....	27
图 60:	2023 年中药板块涨幅 Top10	28
图 61:	2024 年 1-5 月中药板块涨幅 Top10	28
图 62:	2023 年中药板块研发投入 top10 企业 (亿元)	29
图 63:	2023 年中药板块研发费用率 top10 企业.....	29
图 64:	2018-2023 年 CXO 板块营业收入 (亿元)	32
图 65:	2018-2023 年 CXO 板块剔除新冠大订单后营业收入 (亿元)	32
图 66:	2018-2024 年一季度 CXO 板块营业收入 (亿元)	32
图 67:	2020-2023 年中国 CXO 企业海外收入占比	33
图 68:	2020-2023 年中国 CXO 的海外收入同比增速	33
图 69:	2020-2023 年中国 CXO 的国内收入同比增速	34
图 70:	2019-2023 年 CXO 板块归母净利润 (亿元)	34
图 71:	2019-2024 年 Q1 CXO 板块归母净利润 (亿元)	34
图 72:	2019-2023 年 CXO 板块毛利率和净利率	35
图 73:	2019-2024 年 Q1 CXO 板块毛利率和净利率	35
图 74:	2019-2023 年 CXO 板块期间费用率.....	35
图 75:	2019-2024 年 Q1 CXO 板块期间费用率.....	35
图 76:	2019-2023 年 CXO 板块经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	36
图 77:	2019-2024 年 Q1 CXO 板块经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	36
图 78:	2019-2023 年 CXO 板块应收账款周转率 (次)	36
图 79:	2019-2024 年 Q1 CXO 板块应收账款周转天数.....	36
图 80:	按季度划分的全球生物医药投融资金额 (亿美元)	37
图 81:	按季度划分的中国创新药投融资金额 (亿元)	38
图 82:	中国药物对外授权交易规模显著增长 (亿美元)	38
图 83:	中国到欧美的创新药授权交易数量 (个) 及占比.....	38
图 84:	中国新启动的创新药临床试验数量 (项)	39
图 85:	中国经认证的临床试验基地数量 (个)	39
图 86:	2019-2023 年 CXO 板块资本支出 / 折旧和摊销.....	40
图 87:	2019-2023 年 CXO 公司资本开支 (亿元)	40
图 88:	2019-2023 年 CXO 板块固定资产 (亿元)	41
图 89:	2019-2023 年 CXO 板块在建工程 (亿元)	41
图 90:	2019-2023 年 CXO 板块员工总数 (人)	42
图 91:	2019-2023 年国内外 CXO 公司人均创收 (万元)	42
图 92:	2020-2023 年, 生科链板块营业收入(百万元).....	43
图 93:	20Q1-24Q1, 生科链板块单季度营业收入(百万元).....	43
图 94:	2020-2023 年, 生科链板块板块营业利润(百万元).....	44
图 95:	20Q1-24Q1, 生科链板块单季度营业利润(百万元).....	44
图 96:	2020-2023 年, 生科链板块毛利率	44
图 97:	20Q1-24Q1, 生科链板块毛利率.....	44
图 98:	2020-2023 年, 生科链板块扣非净利率.....	44
图 99:	20Q1-24Q1, 生科链板块扣非净利率	44
图 100:	2020-2023 年, 生科链板块费用绝对值情况 (百万元)	45
图 101:	20Q1-2024Q1, 生科链板块单季度费用绝对值情况 (百万元)	45
图 102:	2020-2023 年, 生科链板块费用率情况 (百万元)	45
图 103:	20Q1-2024Q1, 生科链板块单季度费用率情况 (百万元)	45
图 104:	2024Q1, 生科链板块主要标的收入及营业利润同比增速.....	45
图 105:	医院 (申万) 指数 2019-2023 年营业收入总计	46
图 106:	医院 (申万) 指数 2019-2023 年净利润总计	46
图 107:	医院 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 营业收入.....	47
图 108:	医院 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 净利润总计.....	47
图 109:	线下药房 2019-2023 年营业收入总计.....	48
图 110:	线下药房 2019-2023 年净利润总计	48
图 111:	线下药房 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 营业收入.....	49

图 112: 线下药房 (申万) 指数 2022Q1-2024Q1 净利润总计	49
图 113: 2024 年 1-5 月原料药板块涨幅 Top10.....	50
图 114: 2024 年 1-5 月原料药板块跌幅 Top10.....	50
图 115: 原料药板块年度营业收入及同比.....	51
图 116: 原料药板块年度扣非净利润及同比	51
图 117: 原料药板块单季度收入	51
图 118: 原料药板块单季度归母净利润.....	51
图 119: 2018-2023 年原料药板块毛利	53
图 120: 2018Q1-2024Q1 原料药板块毛利.....	53
图 121: 2018-2023 年原料药板块费用率水平.....	54
图 122: 2018Q1-2024Q1 原料药板块费用率水平	54
图 123: 2018-2023 年原料药板块利润率水平.....	54
图 124: 2018Q1-2024Q1 原料药板块利润率水平	54

表格目录

表 1: A 股重点公司 2023 年及 2024 年 Q1 业绩.....	16
表 2: 重点中药公司 2023 年年度及 2024 年一季度业绩情况	28
表 3: 重点中药创新药管线研发进展.....	30
表 4: CXO 板块 2024 年 Q1 需求回暖情况.....	39
表 5: 原料药板块公司 2023 年年度及 2024 年一季度业绩情况	52
表 6: 原料药产品价格数据跟踪	55

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026