



医药生物

【粤开医药】2024H1 业绩前瞻:整体持续承压, 局部延续分化

2024年08月05日

投资要点

分析师: 李兴

执业编号: S0300518100001

电话: 010-83755576

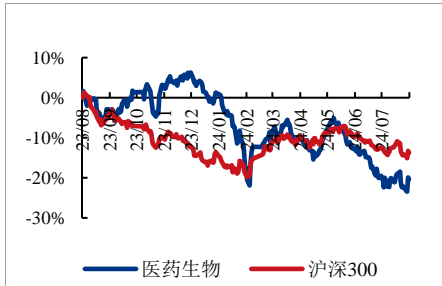
邮箱: lixing@y kzq.com

研究助理: 刘莎

电话: 15625156877

邮箱: liusha@y kzq.com

最近一年行业相对走势



资料来源: 聚源

近期报告

《【粤开医药月报】医保谈判来临, 关注ADC、PD-1、小分子抑制剂等品种进度》2023-11-02

《【粤开医药】医疗器械系列报告(四)体外诊断篇: 并驱争先, 前景广阔》2023-10-24

《【粤开医药】医疗器械系列报告(三)高值耗材篇: 集采扩面, 价值重构》2023-10-20

本月医药板块个股将集中披露半年度预告及快报, 届时市场将重点关注业绩。我们结合 2023 年及 2024Q1 业绩表现一窥行业表现, 提前梳理近来业绩具有相对韧性的板块。

医药生物板块整体: 疫情因素出清, 行业承压前行

截至 2024 年 7 月 26 日, A 股 101 家医药上市公司发布业绩预告, 49 家预喜, 52 家预悲, 行业面临一定增长压力。结合 2023 年及 2024Q1 业绩来看, 前期疫情高基数影响逐步退潮, 部分指标已经相对改善, 但依然存在以下几个问题需要关注。一是整体毛利率水平持续下降, 盈利能力有所下滑。2023 年及 2024Q1 营业成本分别为 16741.64 亿元、4306.10 亿元, 同比增长 3.72%、1.36%, 行业毛利率 33.09%、32.43%, 低于上年同期 1.88、1.06 个百分点。二是费用规模增速下滑, 精细化管理要求更高。销售费用、管理费用增速持续下滑, 2024Q1 分别为-7.37%、-0.86%, 处于近年来历史低位; 财务费用受汇兑收益影响出现一定波动, 2023 年略增 3.61%, 2024Q1 同比下滑 59.46%; 研发投入 2024Q1 增速-10.31%, 处于近年最低水平。三是运营效率出现下滑, 存在一定程度的产能闲置。2023 年及 2024Q1 医药行业总资产周转周期分别为 553.34 天、553.17 天, 处于近年来高位水平。用上市公司固定资产和在建工程之和的周转率来间接刻画行业产能利用率, 全行业产能利用率均低于近 3 年平均水平。四是现金流紧张, 相关风险有待化解。2023 年全行业经营、投资、筹资现金流量普遍下降, 其中经营活动产生的现金流量净额为 2523.39 亿元, 同比减少 11.11%, 投资、筹资活动净流出 1842.92 亿元、723.83 亿元, 现金及现金等价物净减少 143.40 亿元, 总体投资、经营风险较大。

化学制药板块: 原料药价格低位运行, 化学制剂拐点出现

化学制药业绩改善信号明显, 2024Q1 营业收入、净利润、扣非归母净利润分别增长 3.67%、44.04%、55.68%。

原料药受价格因素影响业绩不振, 营业收入、净利润、扣非归母净利润等指标仍处于下行区间。国内原料药进入产能集中释放期, 兼之海外渠道去库存, 部分订单流向印度等因素存在, 我们判断短期内价格将继续保持低位运行, 需静待产能出清、需求改善、订单回流等回暖信号。化学制剂降本成效显著, 创新药带动营业收入及利润有所改善。其中, 仿制药集采以价换量正在逐步兑现, 部分品种终端销售止跌回升; 创新药多个重磅品种进入商业化阶段, 快速放量驱动行业高景气。

中药板块: 业绩小幅下滑, 独家品种相对稳健

中药板块 2024Q1 受去年同期高基数影响出现一定程度下滑, 营业收入、净利润、扣非归母净利润同比下滑 0.77%、8.21%、6.70%。中药材价格 2023 年下半年小幅下跌后继续上涨, 预期推动营业成本上升。独家品种增长较为可观, 如具有较大议价权, 或能在成本涨价、利润下滑中实现一定豁免。



生物制品板块：血液制品高景气，疫苗相对内卷

生物制品板块受去年同期高基数影响，2024Q1 板块营业收入下滑 12.13%，但得益于精细化管理成效高，净利润和扣非归母净利润继续保持分别增长 12.72%、23.64%。

疫苗板块业绩增长来源主要在于带状疱疹疫苗、九价 HPV 疫苗、流感疫苗等品种，但受限于布局重合、竞争壁垒不高等因素影响，板块短期内可能会继续经历内卷出清。血液制品板块长期处于供需紧平衡状态，随着多个省份血浆站设置规划落地，龙头企业新血浆站获批建成，采浆产能持续快速增长，加之采集分离技术持续升级，我们判断行业供给侧格局改善，预期将迎来高景气阶段。

医疗器械板块：耗材板块率先修复，医疗设备短期疲软

医疗器械板块持续修复，2024Q1 营业收入、净利润和扣非归母净利润降幅收窄至 2.04%、6.40%、1.51%。

医疗设备板块受行业反腐影响订单延迟，短期业绩有所下滑，但受益于医疗资源下沉扩容、财政贴息贷款更新设备等长期利好，行业增长确定性较高；医疗耗材板块修复进度相对较快，营业收入、净利润、扣非归母净利润相对 2023Q1 正增长，略低于 2022Q1 高峰；体外诊断板块仍处于下行区间，但整体降幅已有所缩小。

医疗服务板块：CXO 下行，医院板块龙头持续受益

医疗服务板块 2024Q1 降幅进一步扩大，营业收入、净利润、扣非归母净利润同比下滑 7.17%、39.27%、32.28%。

CXO 板块受新冠订单波动、上游研发管线收缩等因素影响，业绩出现下滑。诊断服务板块新冠检测业务萎缩，常规医学诊断服务短期无法弥补，主要公司业绩均大幅下滑，行业应收账款金额较大，回款不及预期等风险尚存；医院板块业绩增速有所下滑，但龙头相对坚挺，尤其是技术、服务、人才、管理、规模等方面的品牌竞争力逐步强化，预计未来将在门诊量、手术量、营业收入、利润等方面持续稳健增长。

医药商业板块：医药流通毛利率下行，线下药店积极扩张

医药商业实现持续扩张，但受营业成本上涨、存货跌价损失、商誉减值等因素影响，利润水平反而有所下滑，2024Q1 营业收入、净利润、扣非归母净利润增速分别为 1.27%、-4.59%、-1.68%。

医药流通板块受药械集中带量采购、产品价格调整等相关因素影响，毛利率下行趋势明显。多数龙头企业在库存周转、应收账款回款方面依然存在一定阻碍，降低了整体盈利能力。线下药店板块受“双通道”、“门诊统筹”等处方外流利好因素影响积极扩张。全国性龙头公司在市场挖掘、产品供应、销售运营、会员管理等方面能力突出，销售规模和利润保持稳健增长。

风险提示

业绩不及预期、研发及商业化失败、政策落地效果不明显、地缘政治风险



目 录

一、2024H1 业绩前瞻:整体持续承压，局部延续分化.....	6
(一) 医药板块整体：疫情因素出清，行业承压前行.....	6
(二) 化学制药板块：原料药价格低位运行，化学制剂拐点出现.....	10
(三) 中药板块：小幅下滑，独家品种相对稳健.....	13
(四) 生物制品板块：血液制品高景气，疫苗相对内卷.....	15
(五) 医疗器械板块：耗材板块率先修复，医疗设备短期疲软.....	19
(六) 医疗服务板块：CXO 下行，医院板块龙头持续受益.....	21
(七) 医药商业板块：医药流通毛利率下行，线下药店积极扩张.....	24
二、行情回顾.....	26
(一) 市场表现.....	26
(二) 资金流向.....	28
(三) 行业估值.....	29
三、政策前沿.....	29
四、重要产品进度.....	30
五、风险提示.....	31

图表目录

图表 1：医药板块 2024 年中报业绩预喜率不足 50%.....	6
图表 2：A 股医药板块 2023 年及 2024Q1 业绩指标.....	6
图表 3：A 股医药生物板块销售费用增速处于近年新低.....	7
图表 4：A 股医药生物板块管理费用增速处于近年新低.....	7
图表 5：A 股医药生物板块财务费用有所缩减.....	7
图表 6：A 股医药生物板块研发费用增速处于近年新低.....	7
图表 7：医药生物营业周期处于近年最长.....	8
图表 8：医药生物应收账款周转周期处于近年最长.....	8
图表 9：医药生物存货周转周期出现一定拉长.....	8
图表 10：医药生物产能利用率处于近年低位.....	8
图表 11：医药生物主要经济活动现金流量情况.....	9
图表 12：医药生物现金及现金等价物流量紧张.....	9
图表 13：医药生物远期负债压力减轻.....	9
图表 14：医药生物短期偿债压力增大.....	9
图表 15：规上医药制造业指标情况.....	9
图表 16：医药制造业产能利用率有待提高.....	10
图表 17：2023 年化学制药及其子板块表现.....	10
图表 18：2024Q1 化学制药及其子板块表现.....	10
图表 19：2023 年以来主要维生素产品价格低位运行.....	11
图表 20：解热镇痛类消炎药物价格下跌.....	11
图表 21：2023 年我国肝素出口价格下跌.....	11



图表 22: 原料药产能 (远期固定资产) 近年来逐步放量	12
图表 23: 原料药产量近年来逐步放量	12
图表 24: 全球主要原料药进口市场进入去库存阶段	12
图表 25: 我国原料药出口进入下行区间	12
图表 26: 仿制药集采压力逐步缓释-部分集采品种公立医疗终端销售额增长率变化情况	13
图表 27: 创新药产品进入高速成长期	13
图表 28: 中药板块业绩指标	13
图表 29: 药材价格领先毛利率水平约一个季度	14
图表 30: 中药价格指数近期出现上涨	14
图表 31: 中药材种植企业毛利率相对坚挺	14
图表 32: 议价能力强独家品种毛利率相对坚挺	14
图表 33: 2023 年中国公立医疗机构终端内服中成药品牌 TOP20 (17 个为独家品种)	15
图表 34: 2023 年中国城市实体药店终端销售额超过 10 亿元的独家中成药	15
图表 35: 2023 年生物制品板块业绩指标	15
图表 36: 2024Q1 生物制品板块业绩指标	16
图表 37: 2023 年营业收入保持增长的疫苗公司	16
图表 38: 2024Q1 营业收入保持增长的疫苗公司	16
图表 39: 天坛生物、卫光生物经营业绩突出	17
图表 40: 上海莱士、博雅生物非血业务影响利润下滑	17
图表 41: 常见血液制品及其使用量	17
图表 42: PD-1/PD -L1 业绩分析	18
图表 43: 胰岛素企业业绩上涨	18
图表 44: 生物类似药大品种业绩表现 (百万元)	18
图表 45: 生物类似药阿达木单抗品种业绩表现	18
图表 46: 生命科学试剂上市公司受新冠业务影响大幅下滑	19
图表 47: 医疗器械板块 2023 年业绩表现	19
图表 48: 医疗器械板块 2024Q1 业绩表现	19
图表 49: 近一年国内县级医院医疗设备采购规模变化	20
图表 50: 龙头公司营业收入增速出现近年新低	20
图表 51: 防护用品营业收入增速 (%) 有所修复	20
图表 52: 防护用品扣非归母净利润增速 (%) 有所修复	20
图表 53: 新冠业务萎缩后体外诊断部分公司营业收入增速 (%) 有所修复	21
图表 54: 新冠业务萎缩后体外诊断部分公司扣非归母净利润增速 (%) 修复	21
图表 55: 2023 年医疗服务板块业绩指标	21
图表 56: 2024Q1 医疗服务板块业绩指标	21
图表 57: 受新冠订单影响小分子 CDMO 业绩下滑	22
图表 58: 临床 CRO 及现场管理营业增速 (%) 下滑	22
图表 59: 临床前业务营业增速 (%) 下滑	22
图表 60: 实验动物繁育业务营业增速 (%) 收窄	22



图表 61: 诊断服务板块营业收入大幅下滑	22
图表 62: 诊断服务板块应收账款占比较高	22
图表 63: 诊断服务期末计提应收账款坏账准备 (亿元)	23
图表 64: 诊断服务信用减值损失 (亿元)	23
图表 65: 眼科上市公司营业收入增速 (%)	23
图表 66: 眼科上市公司扣非归母净利润增速 (%)	23
图表 67: 眼科上市公司优势分析	23
图表 68: 2023 年医药商业板块业绩指标	24
图表 69: 2024Q1 医药商业板块业绩指标	24
图表 70: 医药流通板块毛利率 (%) 持续下滑	25
图表 71: 医药流通销售费用率 (%) 持续降低	25
图表 72: 医药流通板块存货周转率	25
图表 73: 医药流通板块应收账款周转天数	25
图表 74: 药店板块 2023 年扩张情况	25
图表 75: 全国性龙头公司 2023 年业绩表现	26
图表 76: 区域性公司 2023 年业绩表现	26
图表 77: 申万一级行业涨跌情况 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)	26
图表 78: 医药生物行情涨跌情况 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)	27
图表 79: 子板块涨跌幅 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)	27
图表 80: 个股涨跌幅前十 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)	28
图表 81: 各行业累计成交金额分布 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)	28
图表 82: 公募基金持仓情况	29
图表 83: 医药生物及其子板块估值变化情况	29
图表 84: 近期申请上市药品	30



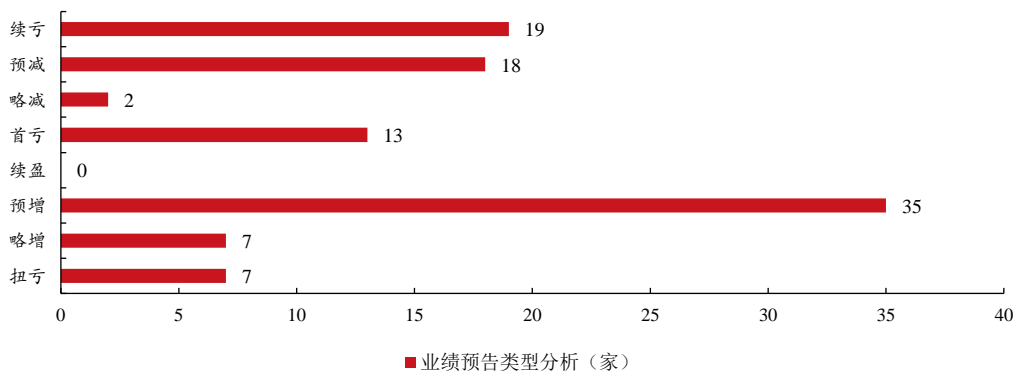
一、2024H1 业绩前瞻:整体持续承压，局部延续分化

本月医药板块个股将集中披露半年度预告及快报，届时市场将重点关注业绩。我们结合 2023 年及 2024Q1 业绩表现一窥行业表现，提前梳理近来业绩具有相对韧性的板块。

(一) 医药板块整体：疫情因素出清，行业承压前行

截至 2024 年 7 月 26 日，A 股 101 家医药上市公司发布业绩预告，49 家预喜，52 家预悲，行业面临一定增长压力。这与 2023 年年报及 2024 年一季报数据是相互印证的。根据同花顺数据，2023 年，医药板块累计营业收入 25023.64 元，同比增长 0.82%，实现净利润 1694.22 亿元，同比下滑 20.63%，扣非归母净利润 1338.67 亿元，同比下滑 26.26%。2024 年一季度，医药板块营业累计营业收入 6373.23 元，同比下滑 0.23%，实现净利润 592.78 亿元，同比增长 3.17%，扣非归母净利润 528.80 亿元，同比增长 8.68%。

图表1：医药板块 2024 年中报业绩预喜率不足 50%



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：A 股医药板块 2023 年及 2024Q1 业绩指标

时间	营业收入(亿元)	营业收入增速	净利润(亿元)	净利润增速	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润增速
2023	25023.64	0.82%	1694.22	-20.63%	1338.67	-26.26%
2024Q1	6373.23	-0.23%	592.78	3.17%	528.80	8.68%

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

从财报数据来看，2023 年全行业受前期疫情高基数影响承压运行，2024 年以来尚未完全恢复，即便部分指标已经相对改善，但依然存在以下几个问题需要关注。

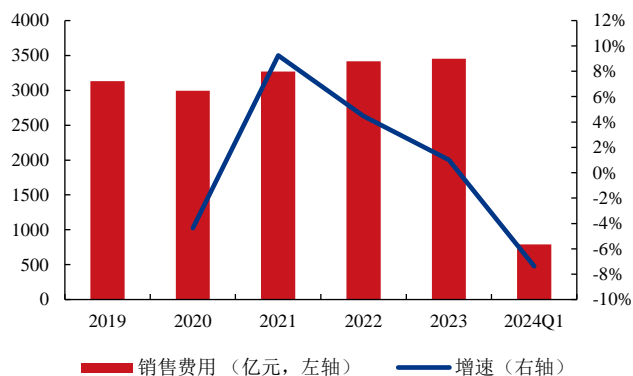
一是整体毛利率水平持续下降，盈利能力有所下滑。受集采和国家医保控费影响，大量医药产品价格出现不同程度下跌，兼之原料、人工费用上涨，营业成本进一步扩大，行业盈利能力有所下滑。2023 年营业成本 16741.64 亿元，同比增长 3.72%，高于营业收入增速 2.9 个百分点，行业毛利率 33.09%，低于上年同期 1.88 个百分点；2024Q1 营业成本 4306.10 亿元，同比增长 1.36%，高于营业收入增速 1.59 个百分点，毛利率 32.43%，分别低于上年同期和 2023 年 1.06、0.66 个百分点。

二是费用规模增速下滑，精细化管理要求更高。去年三季度以来医疗反腐加速进行，倒逼行业加强精细化管理。其中，销售费用、管理费用增速持续下滑，2024Q1 分别为-7.37%、-0.86%，整体处于近年来历史低位。财务费用受汇兑收益影响出现一定波动，但下滑趋势较为明显，2023 年同比略增 3.61%，2024Q1 同比下滑 59.46%，规模远低于 2019-2021 年同期平均水平。同时，受资本寒冬、业绩承压、新品种上市等相关因素影



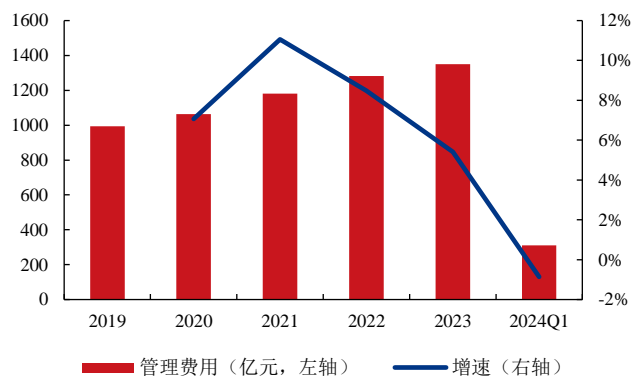
响，研发投入增速出现下滑，2024Q1 增速-10.31%,处于近年最低水平。

图表3: A 股医药生物板块销售费用增速处于近年新低



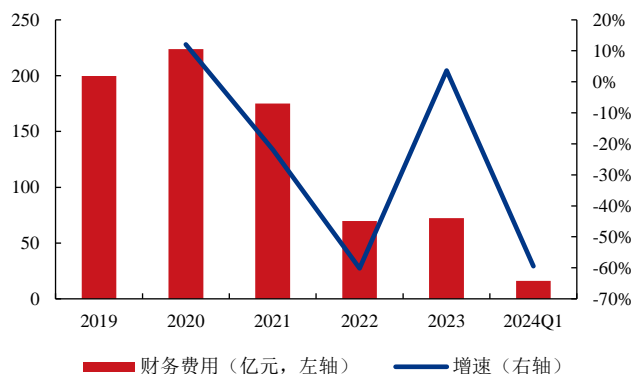
资料来源: 同花顺 iFinD、粤开证券研究院

图表4: A 股医药生物板块管理费用增速处于近年新低



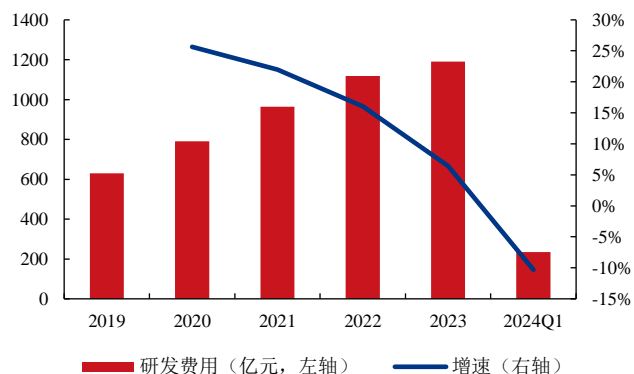
资料来源: 同花顺 iFinD、粤开证券研究院

图表5: A 股医药生物板块财务费用有所缩减



资料来源: 同花顺 iFinD、粤开证券研究院

图表6: A 股医药生物板块研发费用增速处于近年新低

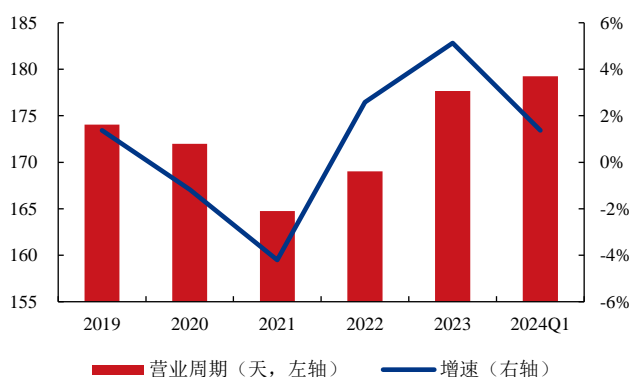


资料来源: 同花顺 iFinD、粤开证券研究院

三是运营效率出现下滑，存在一定程度的产能闲置。2023 年及 2024Q1 医药行业总资产周转率出现下滑，总资产周转周期分别为 553.34、553.17 天，处于近年来高位水平。营业周期（存货周转天数+应收账款周转天数）总体拉长，根据同花顺计算，2023 年及 2024Q1 营业周期分别为 177.68 天、179.22 天，分别增长 5.13%、1.37%。其中，2023 年及 2024Q1 应收账款周转天数分别为 84.82 天、87.81 天，同比增长 6.60%、2.16%，处于近年最高水平；存货周转天数分别为 92.86 天、91.42 天，同比增长 3.82%、0.64%。上市公司固定资产和在建工程之和的周转率（营业收入 TTM/（固定资产+在建工程）TTM）下滑，用该指标来间接刻画行业产能利用率，全行业产能利用率均低于近 3 年平均水平，略接近于 2016 年水平。

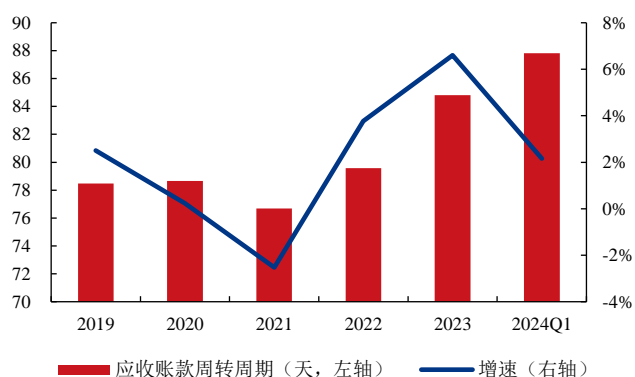


图表7：医药生物营业周期处于近年最长



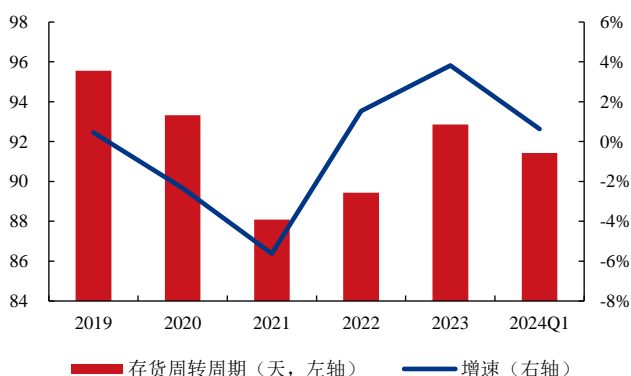
资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表8：医药生物应收账款周转周期处于近年最长



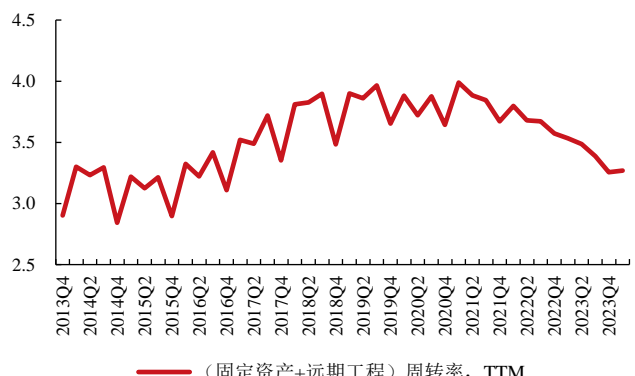
资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表9：医药生物存货周转周期出现一定拉长



资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表10：医药生物产能利用率处于近年低位

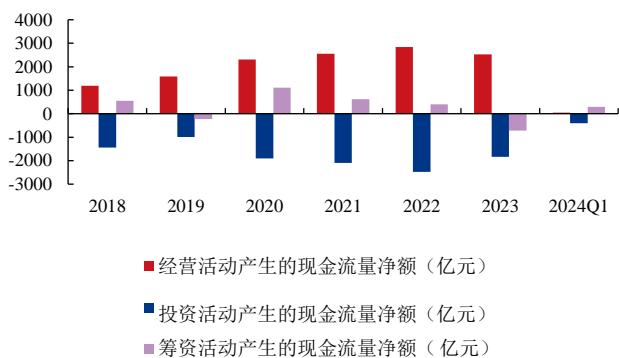


资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

四是现金流紧张，相关风险有待化解。2023 年全行业经营、投资、筹资现金流量普遍下降，其中经营活动产生的现金流量净额为 2523.39 亿元，同比减少 11.11%，投资、筹资活动净流出 1842.92 亿元、723.83 亿元，现金及现金等价物净减少 143.40 亿元，总体投资、经营风险较大。多数企业加快偿还债务，全行业 2023 年及 2024Q1 资产负债率降至 38.66%、38.50%，比上年同期减少 0.84、0.47 个百分点，远期负债压力有所减轻。但受限于现金压力及到期债务增长，短期偿债能力出现下滑，2023 年及 2024Q1 现金短债比有所下降。

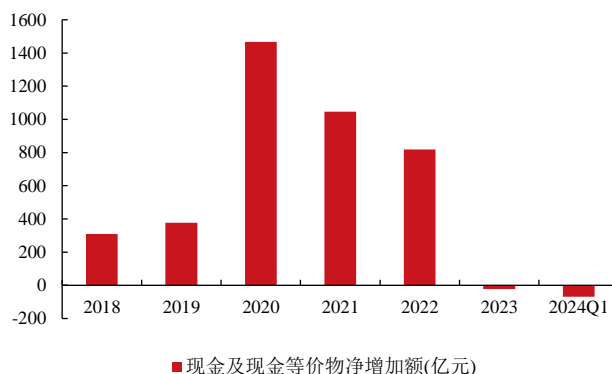


图表11: 医药生物主要经济活动现金流量情况



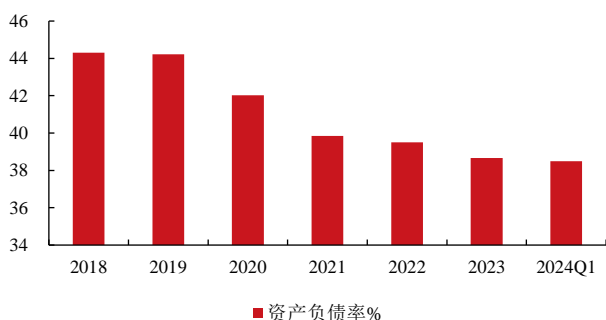
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表12: 医药生物现金及现金等价物流量紧张



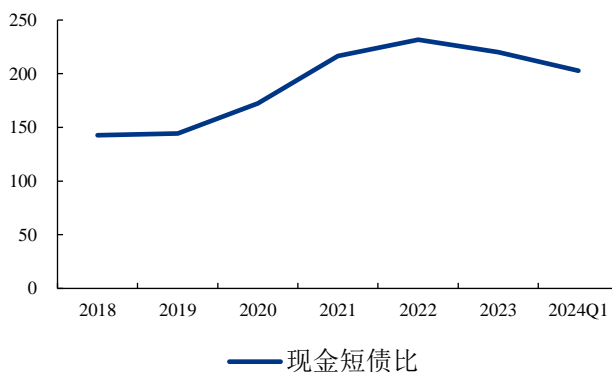
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表13: 医药生物远期负债压力减轻



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表14: 医药生物短期偿债压力增大



资料来源: wind、粤开证券研究院

规模以上工业企业数据进一步佐证上述情况。2023 年规模以上医药工业（包括医药制造业、医疗仪器设备及器械、制药专用设备）增加值约 1.3 万亿元，按照不变价格计算同比下降 5.2%；规模以上企业实现营业收入 29552.5 亿元，同比下降 4%；实现利润 4127.2 亿元，同比下降 16.2%；三项指标增速多年来首次均为负增长，且分别低于全国工业整体增速 9.8、5.1 和 13.9 个百分点。医药制造业 2023 年及 2024 年 1-5 月营业收入 25205.70 亿元、10037.10 亿元，同比下滑 3.7%、1.0%，利润总额 3473 亿元、1404.9 亿元，同比增长-15.1%、0.3%。产能利用率水平自 2021 年 Q2 的阶段高点 78.60%下行至 2023 年 Q3 的低点 72.70%，2023Q4 以来得到一定改善，当前（2024Q2）产能利用率 75.30%，低于 2018 年以来平均值（76.07%）和近三年平均值（75.57%）。

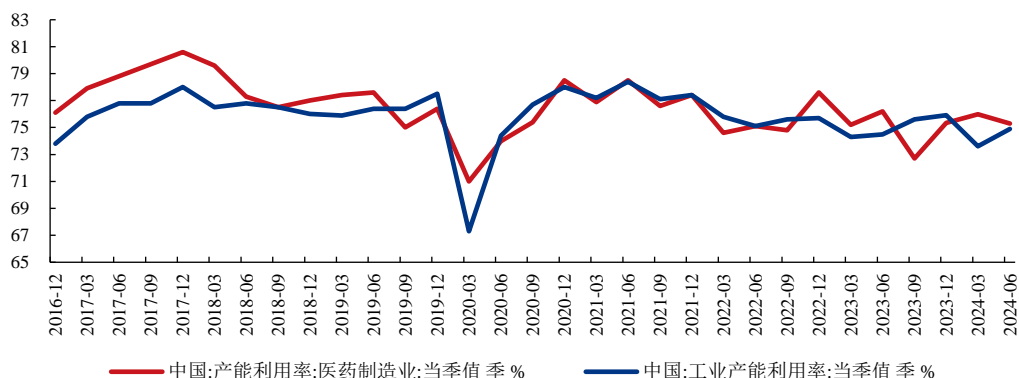
图表15: 规上医药制造业指标情况

主要指标	2023 年		2024 年 1-5 月	
	累计金额 (亿元)	增速 (%)	累计金额 (亿元)	增速 (%)
营业收入	25205.7	-3.7	10037.10	-1.0
其中: 营业成本	14401.6	-2.3	5868.30	0.7
财务费用	54.8	104.5	24.6	-26.6
管理费用	1698.1	0	663.9	1.6
营业利润	3461.8	-14.8	1409.7	0.7
利润总额	3473	-15.1	1404.9	0.3

资料来源: 国家统计局、粤开证券研究院



图表16：医药制造业产能利用率有待提高



资料来源：wind、粤开证券研究院

(二) 化学制药板块：原料药价格低位运行，化学制剂拐点出现

化学制药板块逐渐走出疫情影响，2024 年以来业绩改善信号明显。从业绩预告看，化学制药 2024H1 预喜率达到 61%（36 家公布，22 家预喜）。一季度业绩改善信号明显，全板块 2024Q1 营业收入 1418.11 亿元，同比增长 3.67%（2023 年 5237.77 亿元，同比下滑 0.7%）；净利润为 200.48 亿元，同比增长 44.04%（2023 年 349.30 亿元，同比下滑 18.96%）；扣非归母净利润为 176.99 亿元，同比增长 55.68%（2023 年 255.30 亿元，同比下滑 22.43%）。

图表17：2023 年化学制药及其子板块表现

行业	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
化学制药	5237.77	-0.27%	349.30	-18.96%	255.30	-22.43%
其中：原料药	1090.86	-4.26%	81.64	-38.13%	72.22	-40.18%
化学制剂	4146.90	0.83%	267.66	-10.51%	183.09	-12.14%

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

图表18：2024Q1 化学制药及其子板块表现

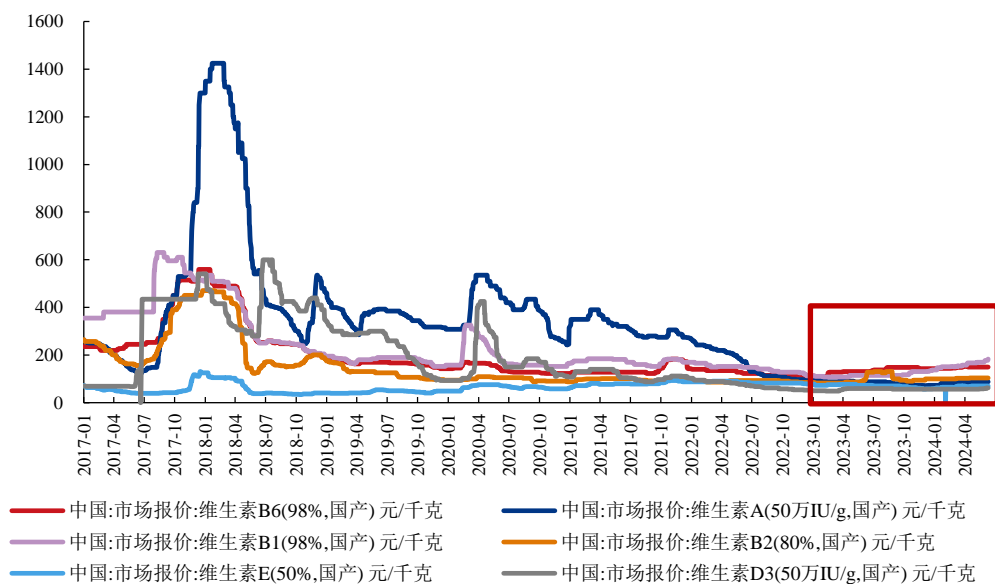
行业	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
化学制药	1418.11	3.67%	200.48	44.04%	176.99	55.68%
其中：原料药	290.60	-0.33%	29.51	-7.49%	28.34	-2.24%
化学制剂	1127.52	4.75%	170.97	59.37%	148.65	75.50%

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

原料药、化学制剂两大子板块业绩分化。其中，原料药受价格因素影响业绩不振，尤其是维生素、抗生素以及肝素等大宗出口产品拖累，大量存货计提减值，2023 年及 2024Q1 营业收入、净利润、扣非归母净利润等指标仍处于下行区间。国内原料药进入产能集中释放期（2018 年以来原料药新建或扩建项目大幅增长，2023 年产量达到近年最高点 394.9 万吨，2023 年及 2024Q1 远期工程+固定资产分别为 924.24 亿元、943.59 亿元，同比增长 9.34%、9.74%），兼之海外渠道去库存（全球原料药及中间体贸易额 2522.4 亿美元，同比下降 9.9%，我国 2023 年及 2024 年 1-4 月原料药出口金额分别为 409.09 亿元、141.3 亿美元，同比下滑 20.66%、4.18%），部分订单流向印度等因素存在，我们判断短期内价格将继续保持低位运行，需静待产能出清、需求改善、订单回流等回暖信号。

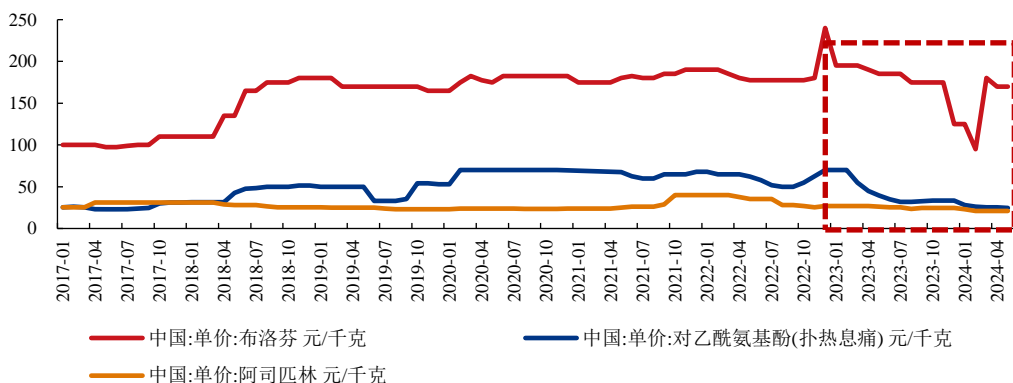


图表19：2023年以来主要维生素产品价格低位运行



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表20：解热镇痛类消炎药物价格下跌



资料来源: wind、粤开证券研究院

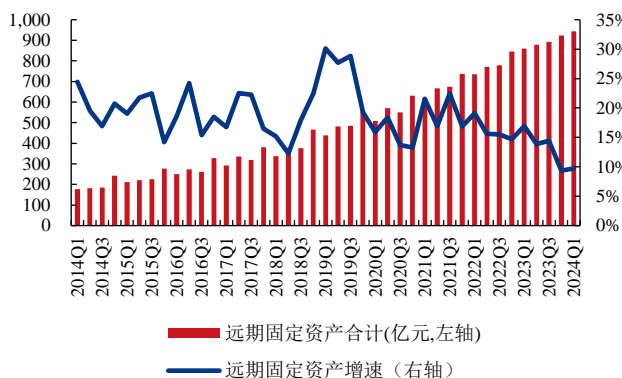
图表21：2023年我国肝素出口价格下跌



资料来源: wind、粤开证券研究院

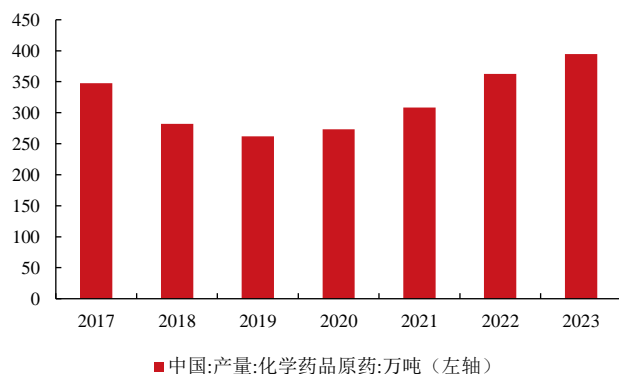


图表22: 原料药产能（远期固定资产）近年来逐步放量



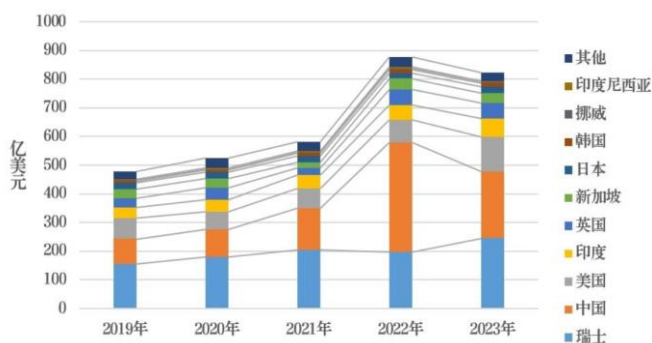
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表23: 原料药产量近年来逐步放量



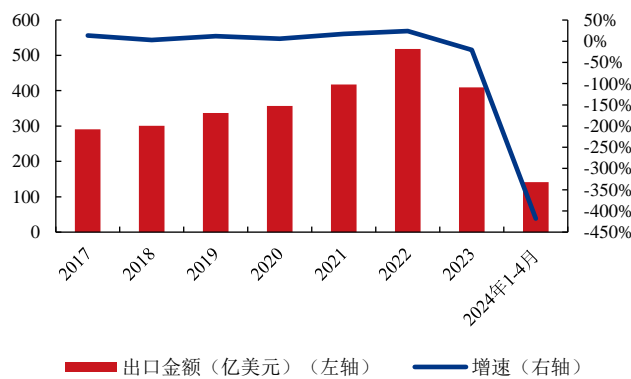
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表24: 全球主要原料药进口市场进入去库存阶段



资料来源: 中国医药保健品进出口商会、粤开证券研究院

图表25: 我国原料药出口进入下行区间

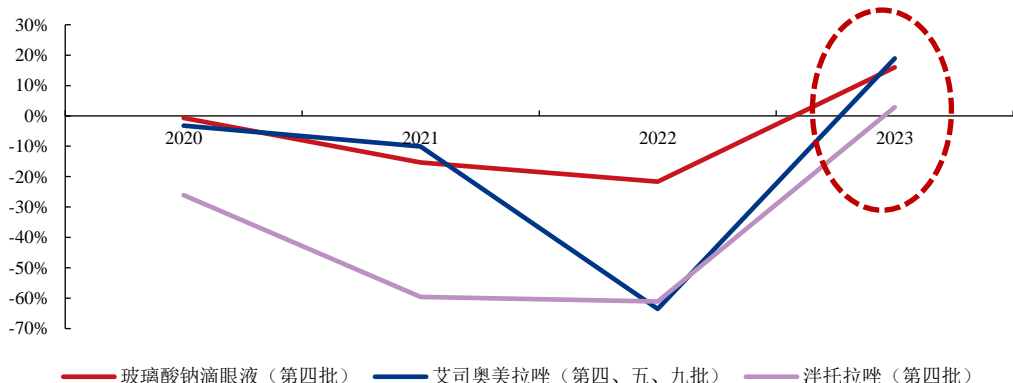


资料来源: 中国医药保健品进出口商会、粤开证券研究院

化学制剂降本成效显著，创新药带动营业收入及利润有所改善。制剂行业基本走出疫情影响，尤其是 2024 年一季度以来，降本成效显著，毛利率 53.14%，净利率 15.16%，相对上年同期增长 1.94、5.20 个百分点。从业绩结构来看，仿制药集采扩面提速，累计九批的带量采购基本囊括感染、肿瘤、心脑血管疾病、胃肠道疾病、精神疾病等常见病、慢性病用药，以价换量正在逐步兑现，部分品种（如第四批的玻璃酸钠滴眼液、艾司奥美拉唑、泮托拉唑等）终端销售止跌回升，多数企业正在跨越集采影响；创新药多个重磅品种进入商业化阶段，快速放量驱动行业高景气。



图表26：仿制药集采压力逐步缓释-部分集采品种公立医疗终端销售额增长率变化情况



资料来源：米内网、粤开证券研究院（注艾司奥美拉唑、泮托拉唑增长率为2023 前三季度增长率）

图表27：创新药产品进入高速增长期

公司名称	药品	作用机制	2023 销售额	同比增长	2024Q1 销售额	同比增长
百济神州	泽布替尼	BTK 抑制剂	13 亿美元 人民币 91.38 亿	129.00%	34.8 亿元	140.20%
艾力斯	伏美替尼	EGFR-TKI	19.78 亿元	150.20%	6.43 亿元	168.65%
诺诚健华	奥布替尼	BTK 抑制剂	6.71 亿元	18.50%	1.64 亿元	9%
泽璟制药	多纳非尼	多激酶抑制剂	3.84 亿元	27.10%	-	-
和黄医药	赛沃替尼	c-Met 抑制制剂	46.1 百万美元 人民币 3.33 亿	12.00%	-	-
	索凡替尼	酪氨酸激酶抑制剂	43.9 百万美元 人民币 3.17 亿	36.00%	-	-
	呋喹替尼	VEGFR 抑制剂	1.226 亿美元 人民币 8.86 亿	31.00%	约 5000 万美元	-
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCL-ABL 抑制剂	1.80 亿元	99.00%	-	-
盟科药业	康替唑胺	噁唑烷酮类抗菌药	0.91 亿元	88.30%	0.33 亿元	91.10%
艾迪药业	艾诺韦林	非核首类逆转录酶抑制剂	0.74 亿元	119.70%	0.357 亿元	76.52%
艾迪药业	艾诺米替	艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦	0.74 亿元	119.70%	0.357 亿元	76.52%
微芯生物	西格列他钠	PPAR 全激动剂	0.42 亿元	167.00%	-	3126.77%
恒瑞医药	达尔西利、瑞维鲁胺等	-	106.37 亿元	22.10%	-	-

资料来源：公司财报、粤开证券研究院

（三）中药板块：小幅下滑，独家品种相对稳健

中药板块 2024Q1 受去年同期高基数（抗病毒/感冒药物）影响出现一定程度下滑，营业收入、净利润、扣非归母净利润分别为 1011.98 亿元、132.26 亿元、120.31 亿元，同比下滑 0.77%、8.21%、6.70%，但相比 2022 年同期依然实现大幅增长，两年复合增长率分别为 6.50%、19.42%、10.26%。

图表28：中药板块业绩指标

时间	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速
2023	3721.18	6.09%	348.90	32.44%	291.36	23.91%
2024Q1	1011.98	-0.77%	132.26	-8.21%	120.31	-6.70%

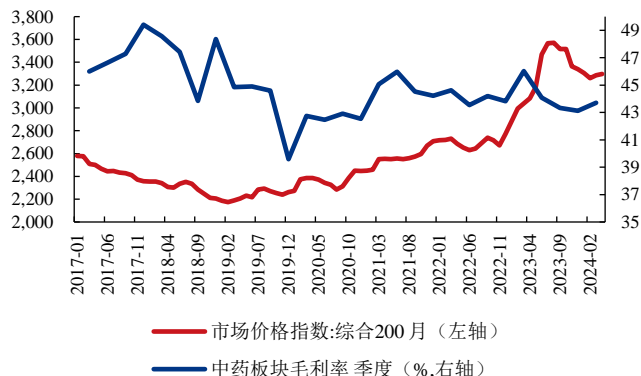
资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

从原材料端来看，中药材价格 2023 年下半年小幅下跌后（反映在 2024Q1 毛利率上涨）继续上涨（2024 年 3 月主要指数上涨），预期推动营业成本上升。二、三季度行业毛利率或将出现一定程度下滑，尤其是滋补类的（如党参、当归等）、香料类价格上涨，预期会对下游品种产生一定影响。我们认为，两类公司或能在本轮成本涨价、利润



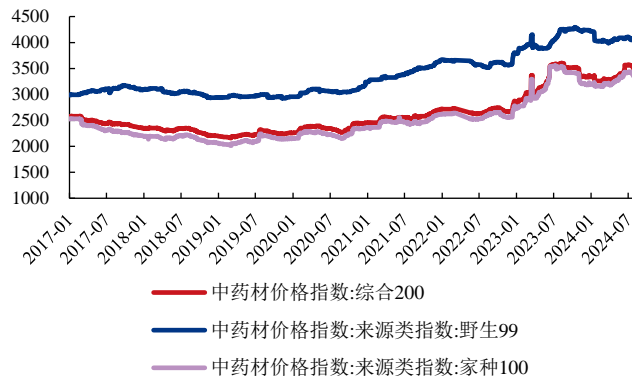
下滑中实现一定豁免：一类是拥有可控制的药材种植基地的，尤其是部分核心品种药材能够实现自给自足类的龙头公司，如奇正藏药掌握多数藏药品类的种植，天士力三七基地产量能够一定程度上控制三七涨价带来的成本压力等；一类是拥有具备较大议价权独家品种的，能够将上游药材成本转嫁到下游客户，如片仔癀等相关品种。

图表29：中药材价格领先毛利率水平约一个季度



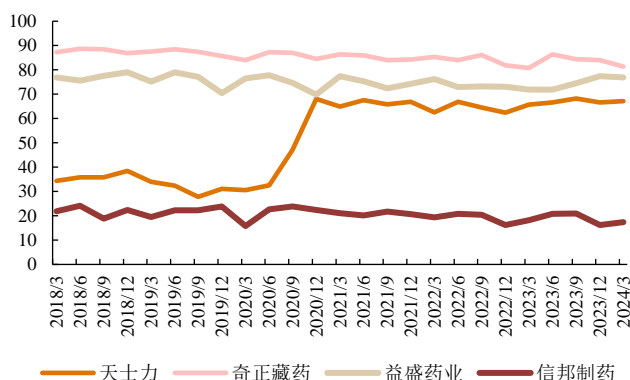
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表30：中药价格指数近期出现上涨



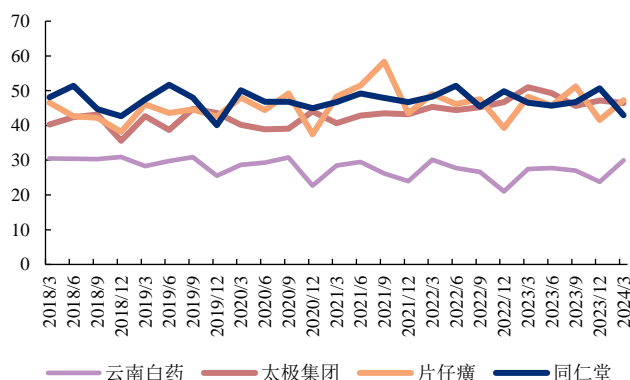
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表31：中药材种植企业毛利率相对坚挺



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表32：议价能力强独家品种毛利率相对坚挺



资料来源：wind、粤开证券研究院

从生产制造端来看，独家品种增长较为可观。根据米内网发布的 2023 年公立医疗机构、药店销售排行榜单来看，公立医疗机构销售额前 20 品牌中，17 个品种为独家中药品种，其中天士力复方丹参滴丸、扬子江苏黄止咳胶囊、和黄药业麝香保心丸销售额分别为超 30 亿元、接近 30 亿元，超 27 亿元，同比增长 1.2%（全渠道 9.89%）、44.16%、8.34%；实体药店终端销售过亿的 220 个中成药有 100 个为独家品种，独家中成药销售额合计超过 380 亿，7 个超 10 亿大品种，超 6 成独家中成药呈正增长，其中有 8 个涨超 50%。


图表33：2023年中国公立医疗机构终端内服中成药品牌 TOP20（17个为独家品种）

产品名称	企业名称	销售额	销售增长率	是否独家品种
复方丹参滴丸	天士力医药集团	30 亿+	1.20%	是
苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	约 30 亿	44.16%	是
麝香保心丸	上海和黄药业	27 亿元+	8.34%	是
脑心通胶囊	陕西步长制药	-	6.28%	是
稳心颗粒	山东步长制药	约 24 亿	20.62%	是
金水宝片	江西济民可信药业	-	10.54%	否
蓝岑口服液	扬子江药业集团	-	36.57%	是
蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	20 亿元+	-8.46%	是
百令胶囊	杭州中美华东制药	-	-1.29%	否
参松养心胶囊	北京以岭药业	20 亿元+	9.62%	是
小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	-	9.05%	是
尿毒清颗粒(无糖型)	康臣药业(霍尔果斯)	-	6.75%	是
通心络胶囊	石家庄以岭药业	-	0.29%	是
连花清瘟颗粒	北京以岭药业	-	-31.71%	是
肺力咳合剂	贵州健兴药业	-	22.17%	是
芪苈强心胶囊	石家庄以岭药业	15 亿元+	4.02%	是
华蟾素胶囊	陕西东泰制药	-	-0.07%	否
银丹心脑通软胶囊	贵州百灵企业集团制药	-	7.18%	是
生血宝合剂	清华德人西安幸福制药	-	4.73%	是
乌灵胶囊	浙江佐力药业	-	15.03%	是

资料来源：米内网、粤开证券研究院

图表34：2023年中国城市实体药店终端销售额超过10亿元的独家中成药

品种	企业名称	销售额	增速	医保
京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	18 亿+	9.24%	非医保
片仔癀	漳州片仔癀药业	16 亿+	23.04%	非医保
肠炎宁片	江西康恩贝中药	15 亿+	30.37%	国家医保(乙)
复方阿胶浆	东阿阿胶	12 亿+	-	国家医保(乙)
急支糖浆	太极集团	11 亿+	-	国家医保(乙)
蓝岑口服液	扬子江药业	11 亿+	-	国家医保(乙)
舒筋健腰丸	广州白云山陈李济药	11 亿+	-	非医保

资料来源：米内网、粤开证券研究院

从下游渠道来看，中药饮片和中成药集采逐渐扩大，总体降幅更为温和，如中成药集采的平均降幅 32.5%-49.36%，首次中药饮片联采降幅为 29.50%，均低于化学药动辄 50%以上的降幅。我们认为中药集采的降幅温和的主要逻辑在于政策端的中药品种保护和市场端的独家品种竞争优势，部分品种后续有望实现价稳量增。

（四）生物制品板块：血液制品高景气，疫苗相对内卷

生物制品行业受去年同期高基数影响，2024Q1 板块营业收入出现一定下滑，但得益于精细化管理成效高，管理费用、财务费用、销售费用大幅下滑，净利润和扣非归母净利润继续保持高增长。

图表35：2023年生物制品板块业绩指标

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
生物制品	1769.47	13.01%	144.28	23.59%	96.25	20.99%
其中：血液制品	191.74	15.09%	43.64	3.12%	38.37	3.95%
疫苗	906.97	6.91%	124.47	-25.62%	119.89	-21.88%
其他生物制品	670.77	21.77%	-23.83	-	-62.01	-

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院



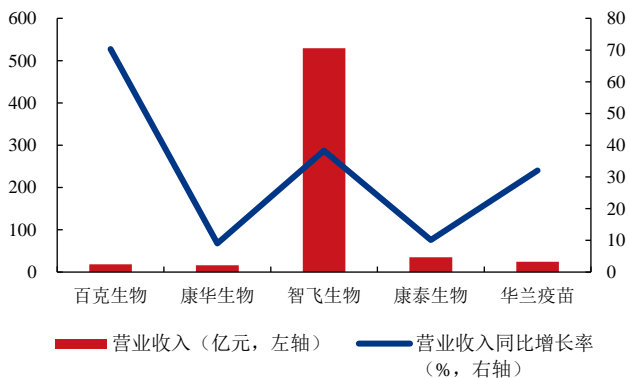
图表36：2024Q1 生物制品板块业绩指标

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
生物制品	335.14	-12.13%	48.19	12.72%	43.28	23.64%
其中：血液制品	43.89	-5.22%	15.10	11.54%	11.84	0.33%
疫苗	176.18	-11.10%	20.38	-54.87%	18.77	-55.36%
其他生物制品	115.08	-15.94%	12.71	-	12.66	-

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

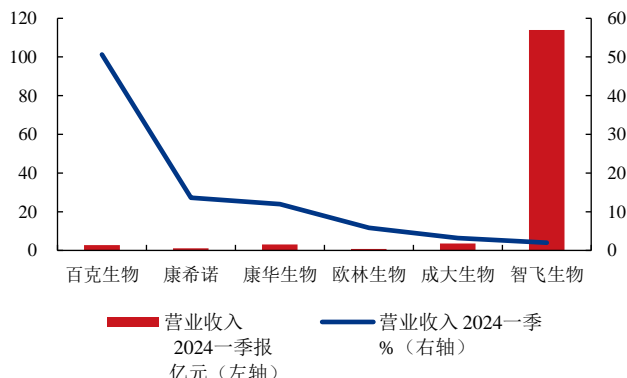
疫苗板块来看，新冠产品业绩萎缩影响较大，2023 年及 2024Q1 业绩增长来源主要在于带状疱疹疫苗（百克生物，首个国产替代）、九价 HPV 疫苗（智飞生物代理默沙东）、流感疫苗（华兰疫苗，2024Q1 受高基数影响下滑）等品种；二价 HPV 疫苗受九价扩龄影响出现业绩下滑（万泰生物、沃森生物）；其他的品类，如狂犬病疫苗（康华生物、成大生物）、流脑疫苗（康希诺、康华生物）上市品种增加，价格竞争加剧，业绩出现此消彼长。总体来看，14 疫苗家上市公司布局相对重合，即便是当前格局较好的带状疱疹疫苗、九价 HPV、流感疫苗亦有多产品进入临床三期阶段，我们判断板块短期内可能会继续经历内卷出清，当下消费级大品种壁垒不高，价格竞争优势因素有待挖掘。

图表37：2023 年营业收入保持增长的疫苗公司



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表38：2024Q1 营业收入保持增长的疫苗公司



资料来源：wind、粤开证券研究院

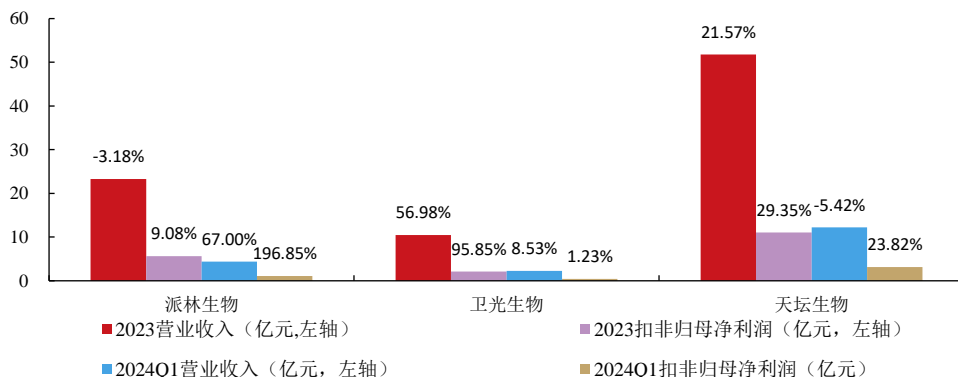
血液制品受益于诊疗活动恢复，需求复苏叠加供给格局改善，板块进入高景气期。血液板块复苏始于 2022Q4，国内第一波大面积人群感染下，血液制品中免疫球蛋白、白蛋白需求大增，经营业绩大幅修复。但受制于部分公司非血业务影响（如上海莱士投资损失影响、博雅生物其他业务下滑以及收购南京新百形成商誉减值），2023 年全年板块表现并不突出，营业收入、净利润、扣非归母净利润分别为 191.74 亿元、43.64 亿元、38.37 亿元，同比增长 15.09%、3.12%、3.95%。2024Q1 在前期高基数影响下营业收入小幅下滑，但净利润、扣非归母净利润得益于精细化管理依然保持高增长。

我国血液制品长期处于供需紧平衡状态，人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子使用量分别为<0.1g/人/年、<0.01g/人/年、<0.1IU，远低于美国、日本和欧洲。供给侧采浆量受限（根据上海莱士年报，2023 年我国在采单采血浆站数量 300 余家，全年国内总体采浆量突破 12,000 吨，但血浆需求约达 16000 吨/年）、分离品种不多（龙头企业能提取约 14 种，海外巨头约 17-20 种）是主要影响因素。十四五以来，多个省份血浆站设置规划落地，天坛生物、华兰生物和博雅生物等龙头企业均有血浆站获批建设建成，采浆产能持续快速增长，加之采集分离技术持续升级，我们判断行业供给侧格局改善，预期



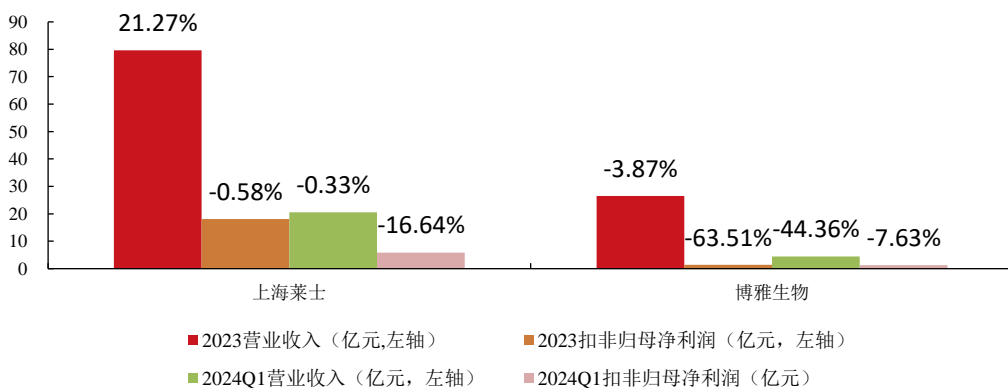
将迎来高景气阶段。

图表39：天坛生物、卫光生物经营业绩突出



资料来源：wind、粤开证券研究院（数字标签为相应增速）

图表40：上海莱士、博雅生物非血业务影响利润下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院（标签为相应增速）

图表41：常见血液制品及其使用量

分类	常用品种	应用领域和功能	各地区使用量
白蛋白	人血白蛋白	血浆中含量最多的蛋白质，约占血浆蛋白的 60%；具有调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能；适用于癌症化疗或放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克，肝病、糖尿病患者，可用于心肺分流术、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合症	美国、加拿大、日本约 0.5g/人/年，需求呈下降趋势；欧洲 0.1-0.3g/人/年，需求呈下降趋势；中国 <0.1g/人/年 需求呈上升趋势。
	人胎盘血白蛋白	调节血浆渗透压、运输、解毒和营养供给功能；适用于癌症化疗或放疗患者、低蛋白血症、烧伤、失血创伤引起的休克、肝病、糖尿病患者以及体弱多病的人，新生儿高胆红素者	
免疫球蛋白	人免疫球蛋白	预防麻疹和传染性肝炎，若与抗生素合并使用，可提高对某些细菌和病毒感染的疗效	美国、加拿大、日本 0.04g/人/年，需求呈上升趋势；欧洲 0.02-0.03g/人/年，需求呈上升趋势；中国 <0.01g/人/年，需求呈上升趋势。
	静注人免疫球蛋白（pH4）	使用时有较好的大剂量静脉注射耐受性，临床适应症较多。适于原发性免疫球蛋白缺乏症、继发性免疫球蛋白缺陷病和自身免疫疾病等	
	乙型肝炎人免疫球蛋白	主要用于乙肝的被动免疫、治疗和肝移植等	
	狂犬病人免疫球蛋白	主要用于被狂犬或其他携带狂犬病毒的动物咬伤、抓伤患者的被动免疫和治疗	
	破伤风人免疫球蛋白	主要是用于预防和治疗破伤风，尤其适用于对破伤风抗毒素（TAT）有过敏反应者	
	组织胺人免疫球蛋白	主要用于预防和治疗支气管哮喘、过敏性皮肤病、荨麻疹等过敏	

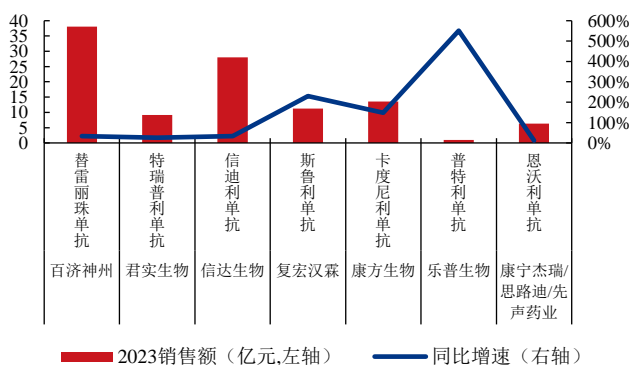


分类	常用品种	应用领域和功能	各地区使用量
凝血因子		性疾病	
	人凝血因子VIII	对缺乏人凝血因子VIII所致的凝血功能障碍具有纠正作用，主要用于防治甲型血友病和获得性凝血因子VIII缺乏而致的出血症及这类病人的手术出血治疗	美国、加拿大、日本>5IU，需求稳定；欧洲1-3IU，需求呈上升趋势；中国<0.1IU，需求呈上升趋势。
	人凝血酶原复合物	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子II、VII、IX、X缺乏症，如乙型血友病等	
	人纤维蛋白原	主要用于先天性或获得性纤维蛋白原缺乏症、弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍	
	人纤维蛋白胶	是治疗创伤的理想止血剂和粘合剂，作为一种新型的生物可降解的组织粘合剂和局部止血药，国际上已广泛用于许多外科领域	
外用冻干人凝血酶	局部止血药，辅助用于处理腹部切口创面的渗血		

资料来源：博雅生物:2020年向特定对象发行A股股票募集说明书(申报稿)、粤开证券研究院

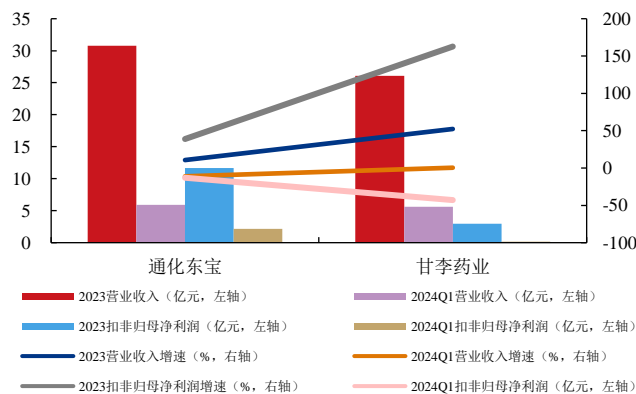
其他生物制品板块品类较多，表现也较为分化，综合分析主要增长点在于生物制品-创新药以及部分大品种生物类似药，如PD-1单抗、阿达木单抗、利妥昔单抗、贝伐珠单抗和曲妥珠单抗胰岛素等大品种，整体业绩都实现了强劲增长。同时受新冠业务萎缩影响，部分供新冠检测试剂、药品、疫苗所需的上游生命科学试剂（原料）大幅下滑拖累板块业绩。

图表42: PD-1/PD-L1 业绩分析



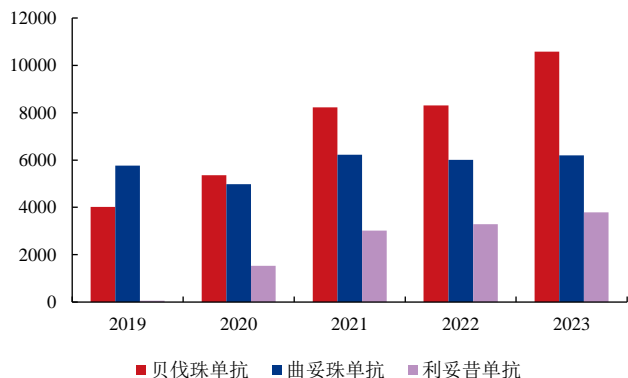
资料来源：财经网医药、粤开证券研究院

图表43: 胰岛素企业业绩上涨



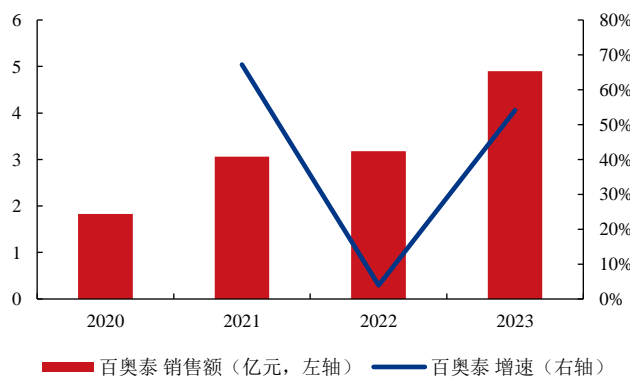
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表44: 生物类似药大品种业绩表现 (百万元)



资料来源：中康开思、粤开证券研究院

图表45: 生物类似药阿达木单抗品种业绩表现



资料来源：wind、粤开证券研究院


图表46：生命科学试剂上市公司受新冠业务影响大幅下滑

证券简称	2023 营业收入 (亿元)	2023 营业收入增速 (%)	2023 扣非归母净利润 (亿元)	2023 扣非归母净利润增速 (%)	2024Q1 营业收入 (亿元)	2024Q1 营业收入增速 (%)	2024Q1 扣非归母净利润 (亿元)	2024Q1 扣非归母净利润增速 (%)
诺唯赞	12.86	-63.97	-1.93	-132.28	3.02	-0.21	-0.16	78.77
奥浦迈	2.43	-17.41	0.35	-60.89	0.80	17.36	0.16	-23.38
康为世纪	1.71	-67.15	-1.19	-180.26	0.29	-62.57	-0.36	-830.27
近岸蛋白	1.53	-42.09	-0.07	-109.26	0.26	-39.34	-0.12	-273.62

资料来源：wind、粤开证券研究院

(五) 医疗器械板块：耗材板块率先修复，医疗设备短期疲软

医疗器械板块疫情退潮压力正在逐步被消化，2024 年以来相关指标得到一定改善，营业收入、净利润和扣非归母净利润降幅收窄至 2.04%、6.40%、1.51%（2023 年分别下滑 26.69%、51.64%、58.21%）。三大子板块业绩逻辑分化明显，医疗设备板块受行业反腐影响订单延迟，短期业绩有所下滑；医疗耗材与体外诊断疫情因素加快出清，恢复进度取决于前期受影响程度。

图表47：医疗器械板块 2023 年业绩表现

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速
医疗器械	2346.96	-26.69%	391.79	-51.64%	310.63	-58.21%
其中：医疗设备	1114.28	10.01%	215.62	-0.43%	197.07	8.33%
医疗耗材	781.32	-4.36%	81.83	-22.31%	64.76	-28.06%
体外诊断	451.36	-67.09%	94.35	-80.68%	48.80	-89.65%

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

图表48：医疗器械板块 2024Q1 业绩表现

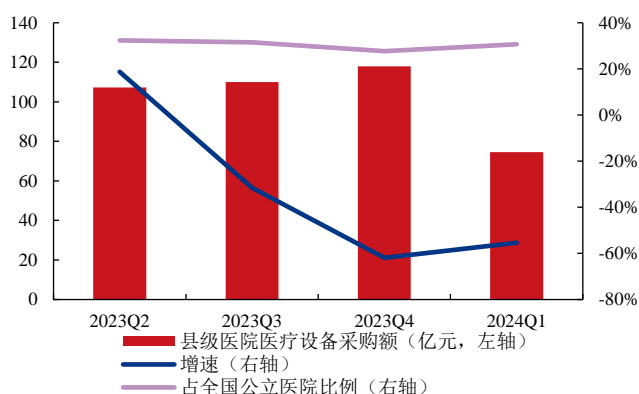
板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速	金额 (亿元)	增速
医疗器械	582.34	-2.04%	104.66	-6.40%	95.19	-1.51%
其中：医疗设备	267.52	-0.88%	52.88	-6.04%	48.12	-9.60%
医疗耗材	203.57	2.30%	30.03	9.62%	25.85	16.32%
体外诊断	111.26	-11.41%	21.74	-22.70%	21.23	0.08%

资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

医疗设备 受益于疫情期间提出的医疗资源下沉扩容，板块进入高景气阶段。但受 2023Q3 以来行业反腐影响，订单延迟导致一定程度的短期业绩疲软。从需求侧来看，县级医院医疗设备采购规模连续三个季度增速为负，2024Q1 仅 74.50 亿元，同比下滑 55.43%；从供给侧来看，海外巨头西门子、GE 医疗和飞利浦医疗中国业务集体下滑，国内迈瑞、联影等龙头业绩增速出现近年新低。我们判断，医疗设备短期或将继续受医疗反腐影响出现业务下滑，但受益于医疗资源下沉扩容、财政贴息贷款更新设备等长期利好，行业增长确定性较高，同时叠加政策鼓励公立医院在配置医用设备时优先选择国产设备，国内龙头或将持续坚挺。

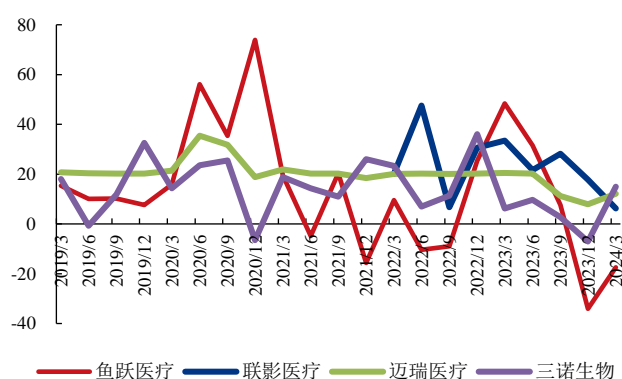


图表49: 近一年国内县级医院医疗设备采购规模变化



资料来源: 医装数胜、粤开证券研究院

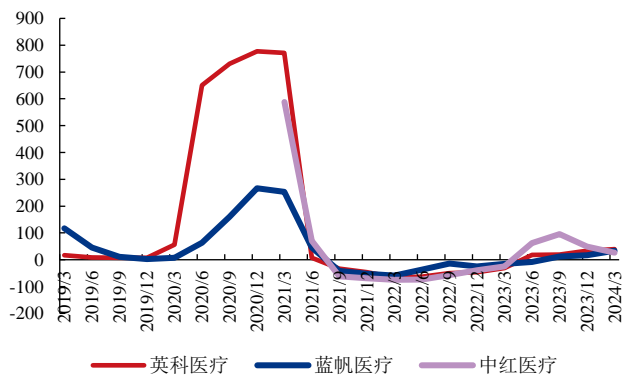
图表50: 龙头公司营业收入增速出现近年新低



资料来源: wind、粤开证券研究院

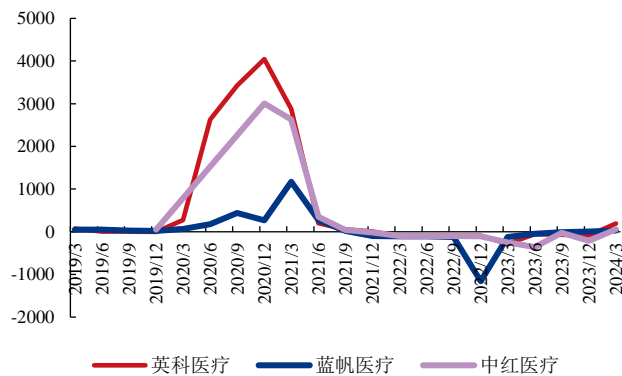
医疗耗材和体外诊断板块前期在抗疫工具包（防护用品、新冠检测试剂）的带动下逆势大涨，疫后受限于需求萎缩业绩持续下滑，2024Q1 有所修复。其中，医疗耗材板块前期影响相对较小，修复进度相对较快，营业收入、净利润、扣非归母净利润相对 2023Q1 正增长，略低于 2022Q1 高峰；体外诊断板块前期影响较大，目前仍处于下行区间，但整体降幅已有所缩小。此外，两大板块均出现新的业绩拉动点，如耗材领域，眼科、心脏、神经外科等高端植入耗材业绩持续增长；体外诊断领域，非新冠检测的生化免疫板块表现也不错，上半年呼吸道检测大幅上升。

图表51: 防护用品营业收入增速 (%) 有所修复



资料来源: wind、粤开证券研究院

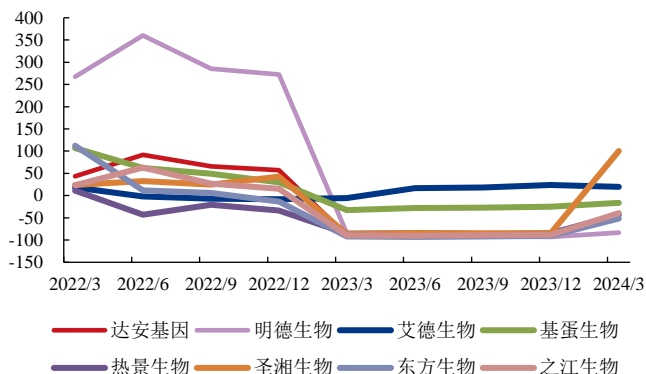
图表52: 防护用品扣非归母净利润增速 (%) 有所修复



资料来源: wind、粤开证券研究院

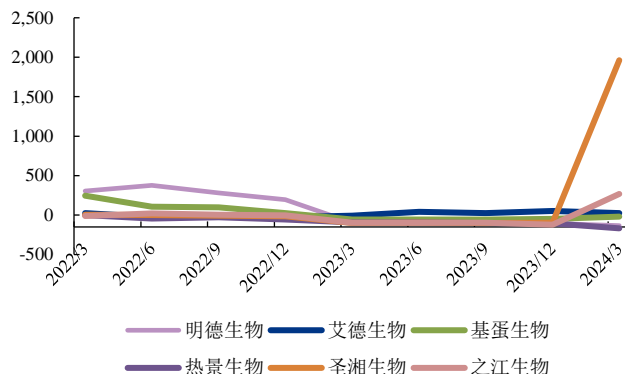


图表53: 新冠业务萎缩后体外诊断部分公司营业收入增速(%)有所修复



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表54: 新冠业务萎缩后体外诊断部分公司扣非归母净利润增速(%)修复



资料来源: wind、粤开证券研究院

(六) 医疗服务板块: CXO 下行, 医院板块龙头持续受益

受医疗研发外包(CXO)、诊断服务下行影响, 医疗服务整体修复不及预期, 2023年营业收入、净利润、扣非归母净利润分别为1846.48亿元、243.61亿元、219.76亿元, 同比下滑3.95%、16.50%、15.20%, 2024Q1降幅进一步扩大, 营业收入、净利润、扣非归母净利润分别为406.87亿元、40.74亿元、38.19亿元, 同比下滑7.17%、39.27%、32.28%。

图表55: 2023年医疗服务板块业绩指标

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额(亿元)	增速	金额(亿元)	增速	金额(亿元)	增速
医疗服务	1846.48	-3.95%	243.61	-16.50%	219.76	-15.20%
诊断服务	291.23	-39.79%	7.25	-87.93%	1.83	-96.68%
医疗研发外包	949.20	-0.91%	182.04	-18.88%	170.58	-13.22%
医院	584.66	27.23%	52.96	821.48%	46.37	664.65%
其他医疗服务	21.39	0.61%	1.36	-10.09%	0.98	-25.33%

资料来源: 同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表56: 2024Q1医疗服务板块业绩指标

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额(亿元)	增速	金额(亿元)	增速	金额(亿元)	增速
2024Q1	406.87	-7.17%	40.74	-39.27%	38.19	-32.38%
医疗服务	406.87	-7.17%	40.74	-39.27%	38.19	-32.38%
诊断服务	63.51	-9.21%	0.71	-83.51%	0.07	-97.62%
医疗研发外包	201.31	-12.32%	29.60	-40.08%	29.12	-33.24%
医院	137.10	2.31%	10.17	-22.46%	8.82	-8.86%
其他医疗服务	4.94	4.02%	0.26	4.22%	0.17	6.21%

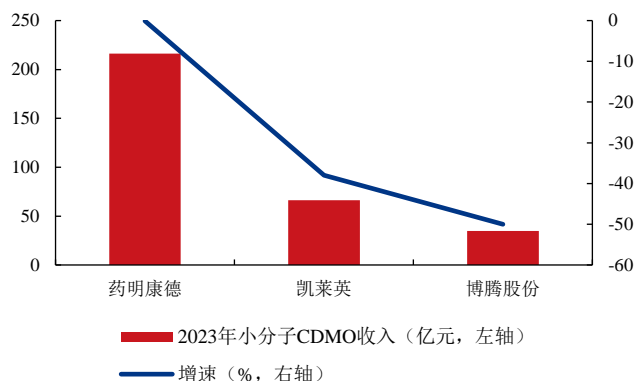
资料来源: 同花顺iFinD、粤开证券研究院

CXO 板块受新冠订单波动、上游研发管线收缩等因素影响, 业绩出现下滑。龙头公司相对坚挺, 在手订单数量经历短期下滑后有所回暖; 部分小公司国内业务价格下滑打折, 或将加速出清。分业务类型来看, CMO/CDMO 受新冠小分子大订单业务萎缩大幅下滑, 大分子、细胞与基因治疗、多肽类药物等新增长点尚不能完全弥补; 临床CRO及现场管理(SMO)2023年Q3以来进入折扣期, 当前行业承压较重, 龙头公司短期之内也较难逆转; 临床前药物发现及安全评价(GLP)价格持续下调, 即便业务量实现扩增, 整体营收依然出现下滑, 利润亏损较为严重; 实验动物繁育业务规模较小,



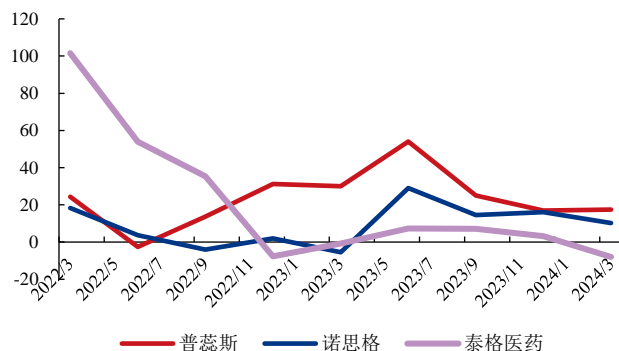
但也出现不同程度的营收增速收窄。

图表57: 受新冠订单影响小分子 CDMO 业绩下滑



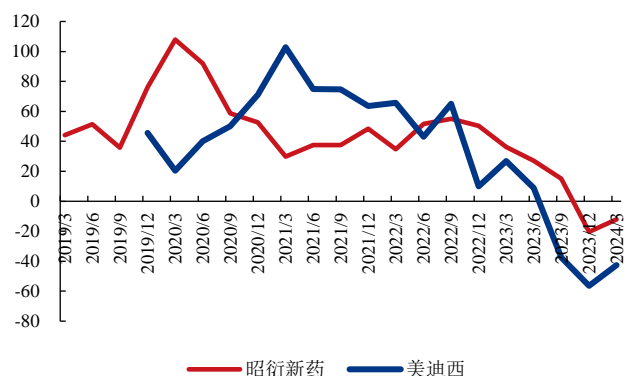
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表58: 临床 CRO 及现场管理营业增速 (%) 下滑



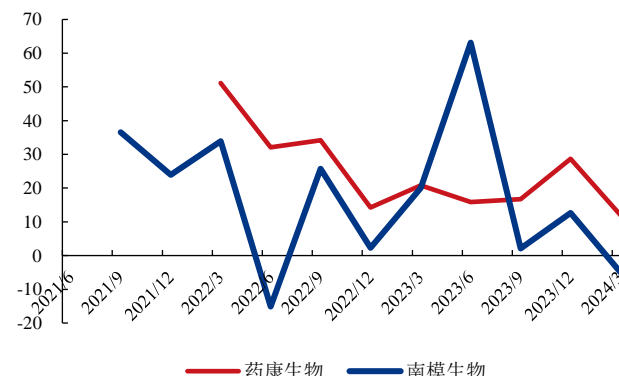
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表59: 临床前业务营业增速 (%) 下滑



资料来源: wind、粤开证券研究院

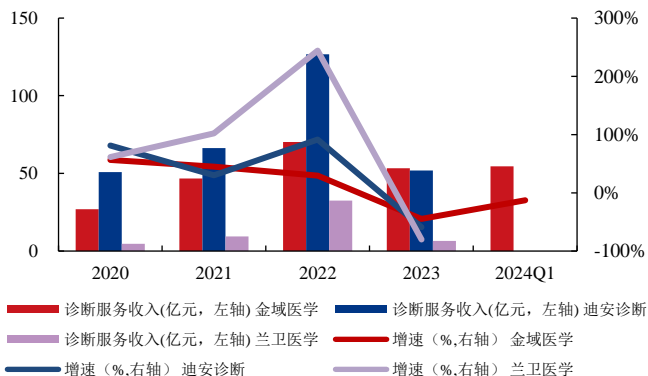
图表60: 实验动物繁育业务营业增速 (%) 收窄



资料来源: wind、粤开证券研究院

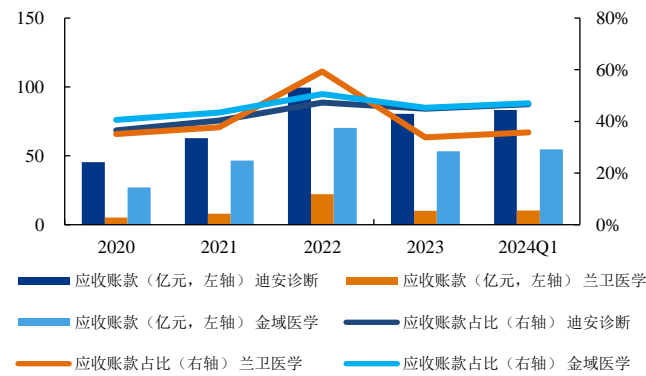
诊断服务板块受新冠检测业务萎缩，常规医学诊断服务短期无法弥补影响，主要公司业绩均大幅下滑。同时，行业应收账款金额较大，回款不及预期等风险尚存。如金域医学 2023 年及 2024Q1 应收账款分别为 53.35 亿元、54.61 亿元，占总资产比重 45.34%、47.07%，信用减值损失分别为 4.89、1.39 亿元，拉低公司利润水平。

图表61: 诊断服务板块营业收入大幅下滑



资料来源: wind、粤开证券研究院 (注: 迪安诊断、兰卫医学只计入医学诊断服务营业收入和增速)

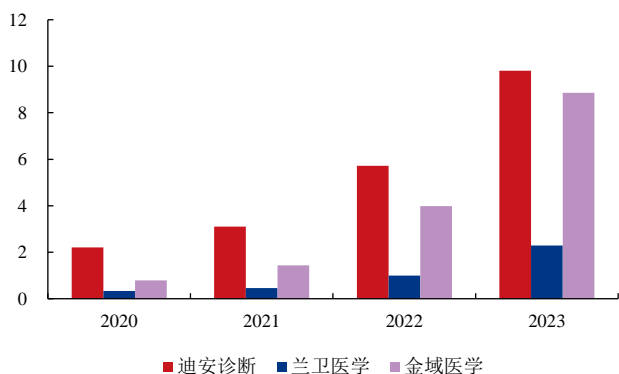
图表62: 诊断服务板块应收账款占比较高



资料来源: wind、粤开证券研究院

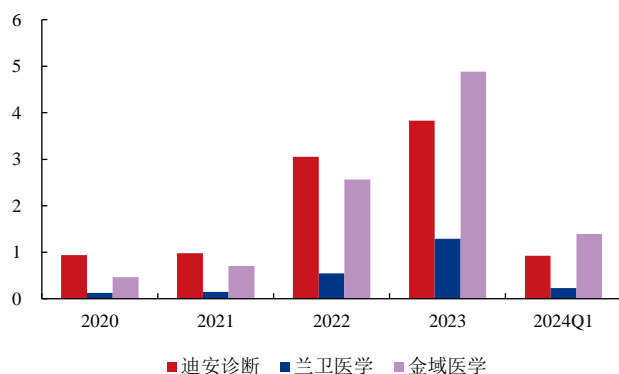


图表63: 诊断服务期末计提应收账款坏账准备 (亿元)



资料来源: wind、粤开证券研究院

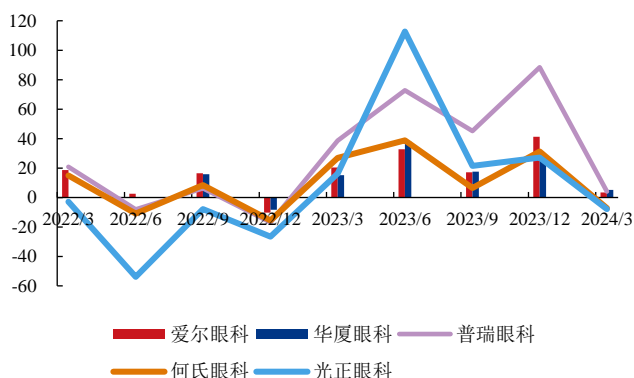
图表64: 诊断服务信用减值损失 (亿元)



资料来源: wind、粤开证券研究院

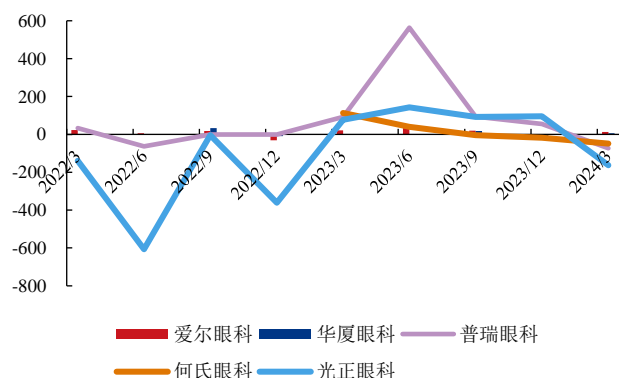
医院板块受益于因前期疫情封锁推迟的眼科、口腔、健康体检等业务恢复, 业绩表现相对亮眼。2024Q1 受上年同期高基数影响, 板块业绩增速有所下滑, 龙头相对坚挺, 部分中小公司则受影响较大。如眼科赛道 5 家上市公司, 爱尔眼科和华夏眼科等 2 家规模相对较大的公司一季度营收和扣非归母净利润保持正增长, 但普瑞眼科、何氏眼科、光正眼科等 3 家规模相对较小的公司营收和扣非归母净利润则有所下滑。我们认为龙头公司在技术、服务、人才、管理、规模等方面的品牌竞争力逐步强化, 预计未来将在门诊量、手术量、营业收入、利润等方面持续稳健增长。

图表65: 眼科上市公司营业收入增速 (%)



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表66: 眼科上市公司扣非归母净利润增速 (%)



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表67: 眼科上市公司优势分析

公司名称	成立年份	业务范围	医院数量	业务规模(2023年)	先进诊疗技术
爱尔眼科	2003年	遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚。	境内医院 256 家, 门诊部 183 家; 境外 131 家眼科中心及诊所。	门诊量 1510.64 万人次, 手术量 118.37 万例, 医疗人员 23935 人。	功能性人工晶状体、飞秒 ICL 及 3D 导航显微镜下的 ICL 植入术、后巩膜加固手术、41G 超精微针黄斑下注射 tPA、氟轻松玻璃体植入剂和法瑞西单抗等新技术、新药品应用
华夏眼科	2004年	全国 18 个省和直辖市的 47 个城市	57 家眼科专科医院和 60 家视光中心。	门诊量超 186 万人次, 手术量超 37 万例, 医疗人员 2301 人。	眼科手术 3D 可视化、“全光塑”屈光手术技术、全飞秒激光手术等
普瑞眼科	2006年	21 个主要城市	27 家眼科专科医院、3 家眼科门诊部。	门诊量 150.65 余万人次, 年手术量超 17.57 万台, 医疗人员 2648 人。	360° 全晰定制近视手术体系、全数字化定制角膜塑形镜验配等。



公司名称	成立年份	业务范围	医院数量	业务规模(2023年)	先进诊疗技术
何氏眼科	2009年	辽宁省内为主，其他地区逐步推进。	121家眼科服务机构。	门诊量 116 万余人次（2022年），医疗人员 1877 人。	先天性白内障、先天性小眼球、视网膜色素变性、视神经萎缩和白化病眼病等遗传眼基因检测，年龄相关性黄斑变性风险评估检测，糖尿病视网膜病变风险评估检测，高度近视易感基因检测，为眼病患者尤其是遗传眼病患者及家族成员提供基因检测、基因诊断治疗、个性化患病风险筛查和预防、生育指导等尖端技术服务。
光正眼科	2001年	上海、成都等10个中心城市	14家专业眼科医院和3家眼视光诊所。	-	飞秒、全飞秒、精雕飞秒、晶体植入、表层矫正等技术在内的多样化、个性化屈光解决方案以及白内障手术。

资料来源：各公司年报、粤开证券研究院

（七）医药商业板块：医药流通毛利率下行，线下药店积极扩张

医药商业实现持续扩张，但受营业成本上涨、存货跌价损失、商誉减值等因素影响，利润水平反而有所下滑。2023年及2024Q1营业收入分别为10101.78亿元、2618.77亿元，同比增长7.80%、1.27%；净利润分别为216.34亿元、66.45亿元，同比下滑2.36%、4.59%；扣非归母净利润分别为165.37亿元、54.84亿元，同比下滑2.31%、1.68%。

图表68：2023年医药商业板块业绩指标

板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
医药商业	10101.78	7.80%	216.34	-2.36%	165.37	-2.31%
医药流通	8993.52	7.43%	163.77	-2.29%	118.16	-2.28%
线下药店	1108.26	10.83%	52.57	-2.58%	47.22	-2.38%

资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

图表69：2024Q1医药商业板块业绩指标

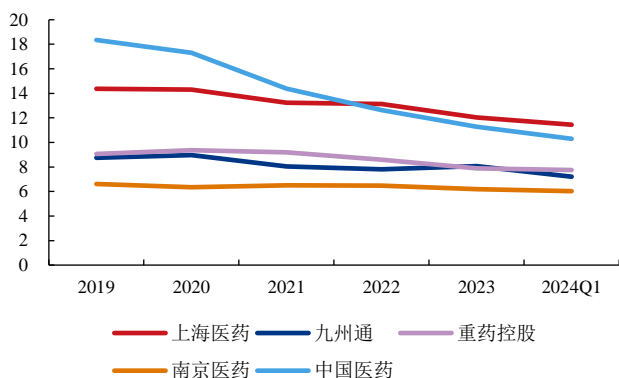
板块名称	营业收入		净利润		扣非归母净利润	
	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速	金额（亿元）	增速
2024Q1						
医药商业	2618.77	1.27%	66.45	-4.59%	54.84	-1.68%
医药流通	2321.96	0.10%	49.81	-5.65%	40.22	-1.07%
线下药店	296.81	11.44%	16.64	-1.28%	14.62	-3.34%

资料来源：同花顺iFinD、粤开证券研究院

医药流通板块以医药批发业务为主，受药械集中带量采购、产品价格调整等相关因素影响，毛利率下行趋势明显。企业端也加紧降低成本、提高效率，积极创造新的利润空间。如持续降低销售费用率，提升库存管理水平，缩短回款周期。但从2023年及2024Q1实际情况来看，多数龙头企业在库存周转、应收账款回款方面依然存在一定阻碍，降低了整体盈利能力。

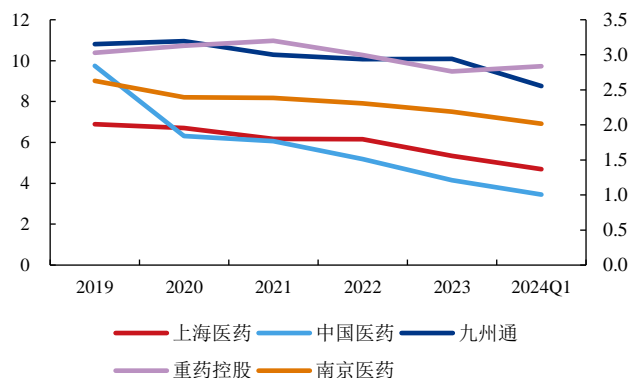


图表70: 医药流通板块毛利率(%)持续下滑



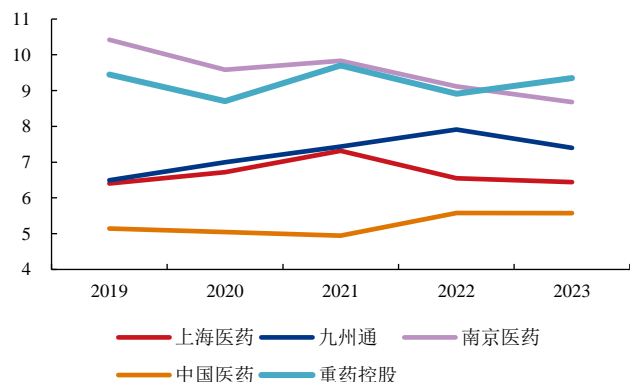
资料来源: wind、粤开证券研究院

图表71: 医药流通销售费用率(%)持续降低



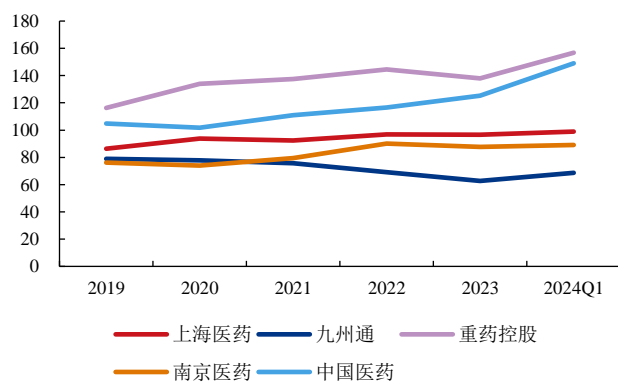
资料来源: wind、粤开证券研究院(上海医药、南京医药左轴,其余右轴)

图表72: 医药流通板块存货周转率趋势分化



资料来源: wind、粤开证券研究院

图表73: 医药流通板块应收账款周转天数趋势分化



资料来源: wind、粤开证券研究院

线下药店板块以医药零售业务为主,受“双通道”、“门诊统筹”等处方外流利好因素影响,行业进入积极扩张阶段。全国性龙头公司(如大参林、益丰药房、老百姓)在市场挖掘、产品供应、销售运营、会员管理等方面能力突出,销售规模和利润保持稳健增长;区域性公司部分由于扩张导致费用大幅支出,短期出现增收不增利。

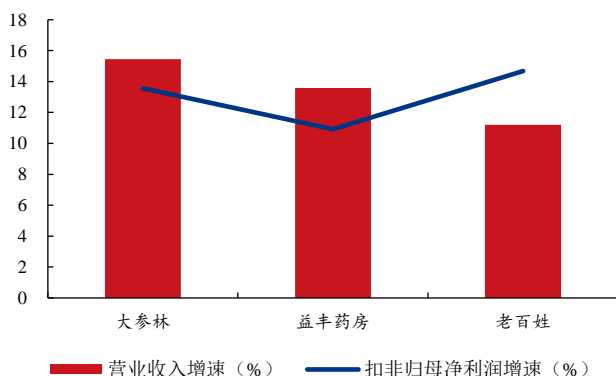
图表74: 药店板块 2023 年扩张情况

公司名称	2023 年增减情况				截至 2023 年年末情况
	自建门店	并购门店	加盟门店	关闭门店	
大参林	1382	750	2158	261	门店数量达到 14074 家,其中直营门店 9909 家,加盟店 4,165 家。
益丰药房	1613	559	1024	153	门店总数 13250 家(含加盟店 2986 家)
老百姓	1471	331	1586	271	门店总数 13,574 家门店的营销网络,其中直营门店 9180 家、加盟门店 4394 家。
一心堂	1381			134	门店总数 10255 家
漱玉平民	342	445	1094	8	门店总数 7337 家,其中直营门店数量 4104 家。
健之佳	747	272	-	5	门店总数 4777 家。
华人健康	141	24	-	-	直营门店 1383 家,加盟门店超百家。
第一医药	42		7	16	公司拥有门店 171 家

资料来源: 各公司 2023 年年报、粤开证券研究院

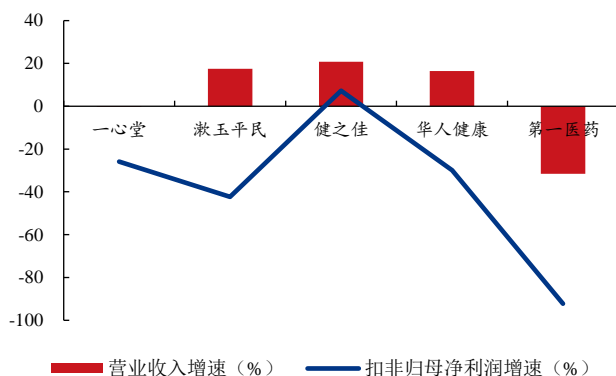


图表75：全国性龙头公司 2023 年业绩表现



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表76：区域性公司 2023 年业绩表现



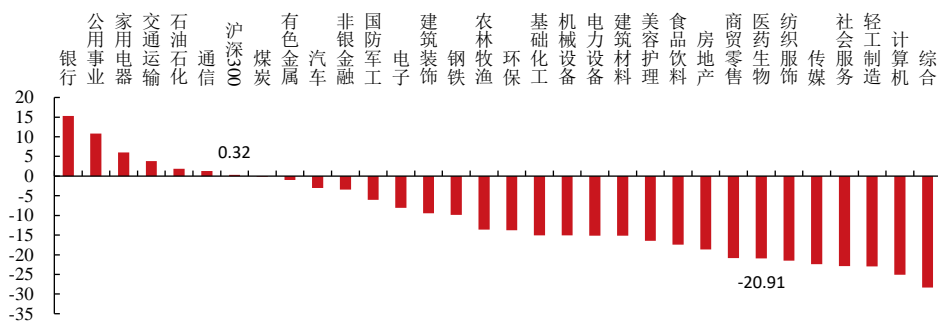
资料来源：wind、粤开证券研究院

二、行情回顾

(一) 市场表现

截至 2024 年 7 月 31 日，医药生物指数年初以来累计下跌 20.91%，位列申万 31 个子行业第 25 位，跑输沪深 300 指数 21.23 个百分点。

图表77：申万一级行业涨跌情况 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)

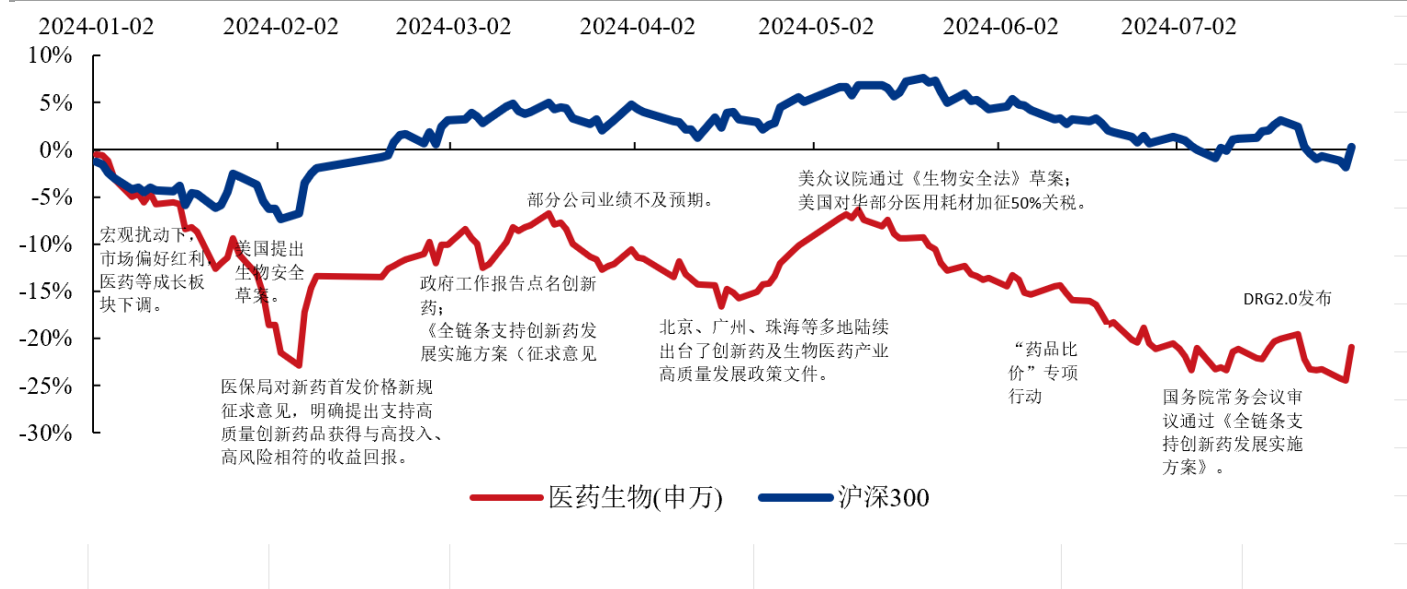


资料来源：wind、粤开证券研究院

从行情走势来看，医药板块自 2023 年 12 月开始进入长达 8 个月的回调期。即便中期出现化学新药首发价格新规发布、多地出台支持医药产业政策等利好因素催化，但在市场风格偏防御、行业盈利承压、外部扰动较大等压制因素作用下，医药生物指数整体表现不佳。



图表78: 医药生物行情涨跌情况 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)



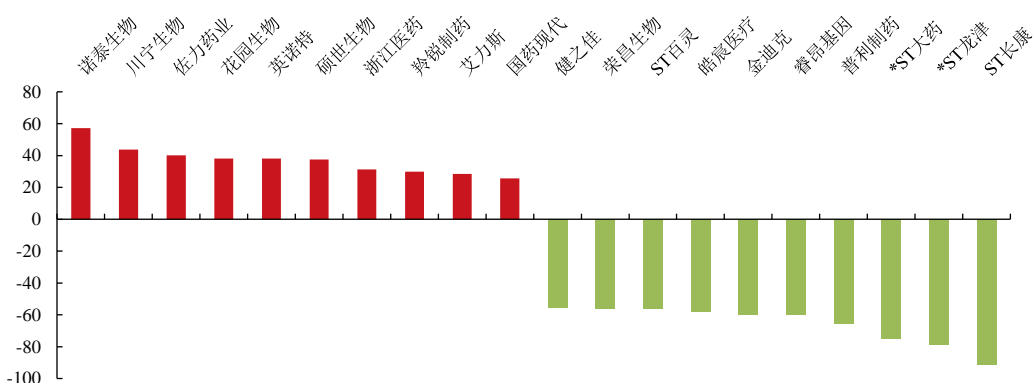
六大子板块出现不同程度下跌。尤其是医疗服务、生物制品、医药商业累计跌幅超 34%、28%、21%。个股方面，出现 GLP-1 多肽药物、合成生物学、医药电商等局部亮点，诺泰生物、川宁生物、佐力药业领涨，涨幅达到 57.20%、43.74%、40.03%；ST 板块大幅回调，跌幅前三 ST 长康、*ST 大药、*ST 龙津，分别为-91.13%、-79.10 %、-74.83%。

图表79: 子板块涨跌幅 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)





图表80: 个股涨跌幅前十 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)

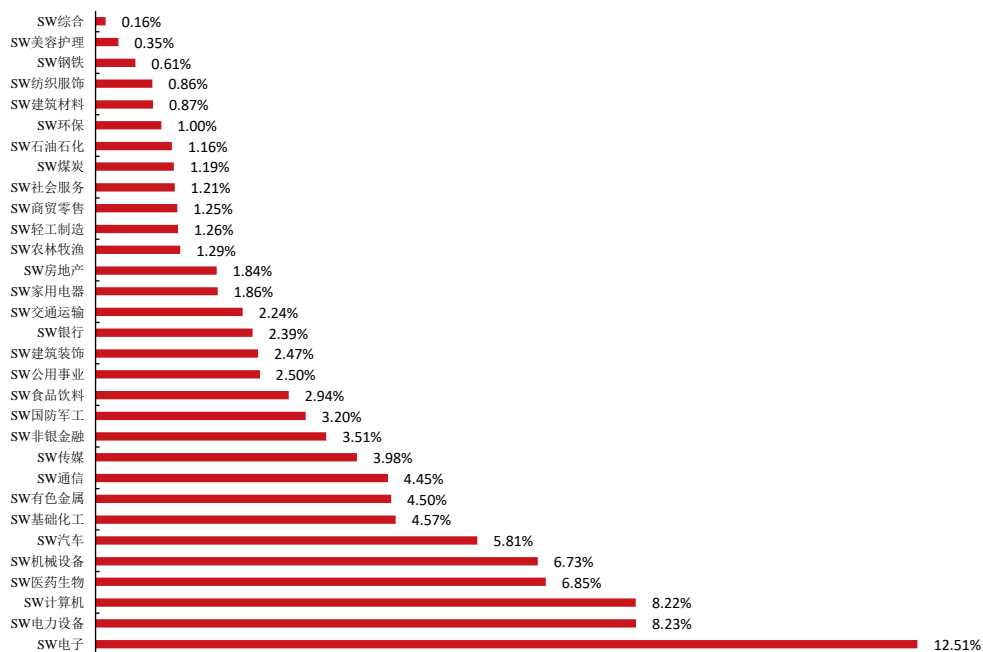


资料来源: wind、粤开证券研究院

(二) 资金流向

资金成交额方面, 今年来 (截至 7 月 31 日), 医药生物行业成交额累计 79458.06 亿元, 占全部 A 股 6.85%, 位列申万 31 个子行业第 4 位, 总体交易活跃度居前。

图表81: 各行业累计成交金额分布 (%) (截至 2024 年 7 月 31 日)

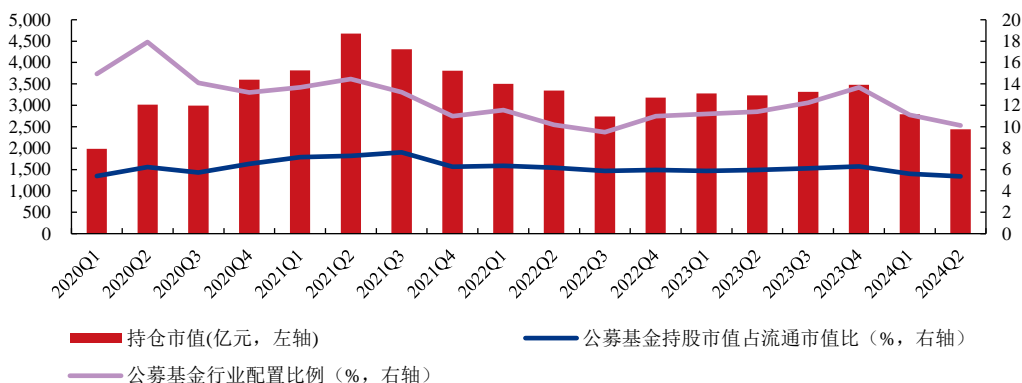


资料来源: wind、粤开证券研究院

全部公募基金 2024Q2 持仓医药市值达到 2440.95 亿元, 占流通股市值 5.36%, 行业配置比例达到 10.12%, 环比一季度分别下滑 0.24、0.98 个百分点, 处于近年来较低分位水平。



图表82：公募基金持仓情况



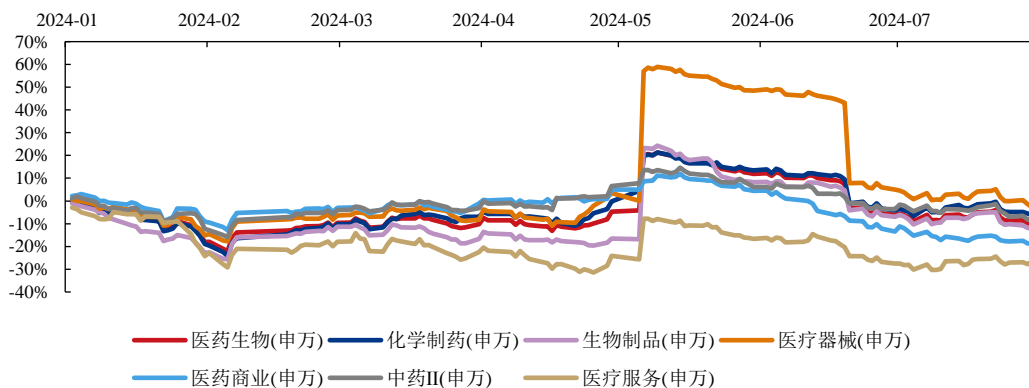
资料来源：同花顺 iFinD、粤开证券研究院

北向资金持股医药市值保持相对稳定。根据同花顺数据，截至 7 月 31 日，陆股通近一年净流出 131.98 亿元，持股医药市值累计 1458.14 亿元，行业配置比例达 7.18%，占医药行业流通市值 3.18%，相对 A 股超配 0.14 个百分点。

(三) 行业估值

截至 7 月 31 日，医药生物板块 PE-TTM 为 26.78X，相较年初累计下降 5.50%，处于近年来历史低位。仅化学制药估值上升 1.47%、其余子板块估值均下降。

图表83：医药生物及其子板块估值变化情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、政策前沿

1. 7 月 5 日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化创新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

点评：《全链条支持创新药发展实施方案》从药品研发、审评审批、医保支付、入院使用等多个环节全链条、全方位支持创新药发展。结合 3 月创新药写入政府工作报告、多地陆续发布支持生物医药产业文件来看，我们认为政策层面的积极信号将助力我国创新药发展提速换挡，后续伴随创新药应用目录、“应配尽配”等具体措施落地，创新药



全产业链有望受益。

2. 7月31日，国家药监局（NMPA）正式发布《国家药监局关于印发优化创新药临床试验审评审批试点工作方案的通知》。文件指出，将在1年试点期内在若干试点区域内，至少完成10个创新药品种实现30个工作日内完成临床试验请审评审批并启动临床试验。8月2日，国家药监局公布关于同意在北京上海开展优化创新药临床试验审评审批试点的批复，同意在北京、上海开展优化创新药临床试验审评审批试点。

点评：实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时，这无疑是创新药审评审批改革的又一重要举措。尽管该工作目前仍处于试点酝酿中，但参考多项药品审评审批制度试点后正式实施的效果，我们认为该项举措将进一步释放政策红利，加快创新药从研发到上市。

四、重要产品进度

图表84：近期申请上市药品

药品名称	企业名称
BBM-H901 注射液	上海信致医药科技有限公司;上海勉亦生物科技有限公司
普基仑赛注射液	重庆精准生物技术有限公司
塞多明基注射液	北京诺思兰德生物技术股份有限公司;江苏耀海生物制药有限公司
重组红细胞生成刺激蛋白注射液（CHO 细胞）	沈阳三生制药有限责任公司;广东三生制药有限公司
艾米迈托赛注射液	铂生卓越生物科技（北京）有限公司
注射用泽尼达妥单抗	百济神州（苏州）生物科技有限公司;无锡药明生物技术股份有限公司
司普奇拜单抗注射液	成都康诺行生物医药科技有限公司
塔戈利单抗注射液	四川科伦博泰生物医药股份有限公司
注射用金纳单抗	长春金赛药业有限责任公司
昂戈瑞西单抗注射液	上海君实生物医药科技股份有限公司;上海君实生物工程有限公司
注射用苏维西塔单抗	江苏先声生物制药有限公司
TQB2450 注射液	正大天晴药业集团南京顺欣制药有限公司
夫那奇珠单抗注射液	苏州盛迪亚生物医药有限公司
菲诺利单抗注射液	神州细胞工程有限公司
怡培生长激素注射液	厦门特宝生物工程股份有限公司
赛立奇单抗注射液	重庆智翔金泰生物制药股份有限公司
注射用 SKB264	四川科伦博泰生物医药股份有限公司
TNM002 注射液	珠海泰诺麦博制药股份有限公司
苏帕鲁肽注射液	上海银诺医药技术有限公司;智享生物（苏州）有限公司
艾帕洛利单抗注射液	齐鲁制药有限公司
依若奇单抗注射液	中山康方生物医药有限公司;康融东方（广东）医药有限公司
艾帕洛利单抗托沃瑞利单抗注射液	齐鲁制药有限公司
德国小蠊点刺液	浙江我武生物科技股份有限公司
猫毛皮屑点刺液	浙江我武生物科技股份有限公司
悬铃木花粉点刺液	浙江我武生物科技股份有限公司
注射用瑞卡西单抗	广东恒瑞医药有限公司;苏州盛迪亚生物医药有限公司
注射用重组人凝血因子VIII-Fc 融合蛋白	江苏晟斯生物制药有限公司;澳斯康生物（南通）股份有限公司
伊努西单抗注射液	康融东方（广东）医药有限公司
口服六价重配轮状病毒活疫苗（Vero 细胞）	武汉生物制品研究所有限责任公司
重组人源化抗 PCSK9 单克隆抗体注射液	上海君实生物医药科技股份有限公司;上海君实生物工程有限公司
泰特利单抗注射液	四川科伦博泰生物医药股份有限公司

资料来源：药智网、粤开证券研究院



五、风险提示

业绩不及预期、研发及商业化失败、政策落地效果不明显、地缘政治风险扰动。



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、非银金融负责人，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com