

证券研究报告|行业专题报告

医药生物

行业评级：强于大市（维持评级）

2024年9月1日



医药板块24年中报总结：

中报分化，至暗已过，重视Pharma和创新药

证券分析师：

陈铁林 执业证书编号：S0210524080007

盛丽华 执业证书编号：S0210523020001

王艳 执业证书编号：S0210524040001

张俊 执业证书编号：S0120522080001

吴沛柯 执业证书编号：S0210524070003

刘佳琦 执业证书编号：S0210523090003

研究助理：何展聪、黄冠群、徐智敏、万喆瑞、杨风雨

请务必阅读报告末页的重要声明

- ▶ **二级市场回顾：医药估值处于底部位置，Q2公募医药持仓环比下降，处于低位。** 1) 医药指数：2024年初至今医药板块持续震荡回调，截至8月30日，在30个中信一级行业中排名倒数第七，估值处于历史底部位置。2) 公募基金医药重仓：24Q2公募基金医药重仓占比9.9%，环比下降1.1pct；医药基金持仓比例为31.3%，环比上升1.2pct；剔除医药基金持仓，持仓比例为7.0%，环比下降0.9pct。公募医药持仓优质行业龙头，重仓股相对分化。
- ▶ **医药行业宏观情况：** 1) 医药制造业累计收入利润边际向好。24M1-7 医药制造业收入同比下降1.1%，利润总额同比下降1.0%，收入及利润端降幅均大幅收窄。2) 医疗健康产业投融资静待回暖，根据动脉橙，23年全球投融资总额为21年的45.2%，国内为32.1%。24Q2全球投融资总额同比下降3.1%，静待回暖。3) 重磅支持政策频出提振行业：设备更新行动方案、超长期特别国债等有望进一步激发医疗机构采购需求。创新药全链条利好，审批加速+资金支持。
- ▶ **各子板块：**
 - 1) **化学制药：逐步走出集采影响，业绩表现出韧性。** 2024H1年实现营收1930.3亿元（同比+0.9%），归母净利润204.7亿元，（同比+10.7%）。24Q2单季度实现营收966.2亿元（同比+2.2%），实现归母净利润105.8亿元（同比+20.6%）。
 - 2) **生物制品：血制品增长最稳健，疫苗板块扰动因素有望出清。** 24H1实现收入668.0亿元（同比-11%），归母净利润108.8亿元（-29%），单看2024Q2，实现收入327.5亿元（同比-17%），归母净利润50.8亿元（同比-32%）。
 - 3) **中药：外部因素叠加，中药板块Q2业绩承压。** 2024H1实现营收1850.3亿元（同比-2.8%）；实现归母净利润216.1亿元（同比-5.6%）。单Q2实现营收864亿元（同比-5%）；实现归母净利润90.4亿元（同比-7%）。
 - 4) **医疗器械：器械板块略有复苏，预计Q3环比持续改善。** 2024H1实现营收1239.2亿元，同比增长0.5%，共实现归母净利润223.8亿元，同比下滑4.3%。24Q2单季度看，实现营收644.6亿元，同比增长3.2%，实现归母净利润120.6亿元，同比下滑3.6%。

5) 医疗服务：24Q2受基数和宏观环境影响持续承压。24H1合计实现营业收入383.3亿元，同比增长5.5%，实现归母净利润37.7亿元，同比增长1.6%。24Q2合计实现营业收入201.4亿元，同比增长5.0%，实现归母净利润23.8亿元，同比增长8%。

6) 药店：24Q2受基数、统筹政策、医保飞检影响增速有所承压。24H1合计实现营业收入577.2亿元，同比增长8.1%，实现归母净利润25.3亿元，同比变化-16.8%。24Q2合计实现营业收入280.4亿元，同比增长4.7%，实现归母净利润10.1亿元，同比变化-31.3%

7) 医药流通：24Q2受集采常态化、DRG扩面执行、行业合规趋严等影响板块业绩承压。24H1实现营业收入4436.5亿元，同比变化-0.3%，实现归母净利润86.6亿元，同比变化-4.7%。24Q2实现营业收入2178.3亿元，同比变化-1.6%，实现归母净利润43.8亿元，同比变化-8.4%。

8) 原料药：库存出清接近尾声，Q2业绩边际向好明显。合计实现营业收入628.3亿元，同比增长3.5%，实现归母净利润87.4亿元，同比增长15.6%。单看Q2，44家公司合计实现营收318.1亿元，+7.5%，归母净利润48.2亿元，+27.8%

9) 生命科学服务/上游：业绩承压，静待拐点。2024H1年实现营收74.4亿元，同比增长7.8%，共实现归母净利润6.3亿元，同比下滑20.9%。24Q2单季度看，实现营收39.1亿元，同比增长12.1%，实现归母净利润3.6亿元，同比下滑10.8%。

10) CXO：业绩承压，建议关注细分赛道临床CRO。2024H1年实现营收458.2亿元，同比下滑9.4%，共实现归母净利润78.1亿元，同比下滑33.8%。24Q2单季度看，实现营收238.3亿元，同比下滑7.7%，实现归母净利润47亿元，同比下滑29.8%。

11) 创新药：上市创新药品种稳定高增，利润同比快速收窄。2024H1年实现营收202.5亿元，同比+46%，共实现归母净利润-59.2亿元，亏损同比收窄34%。24Q2单季度看，实现营收110.1亿元，同比+38%，实现归母净利润-26.1亿元，亏损同比收窄43%。

➤ **风险提示：负向政策超预期；竞争加剧超预期；风险业绩不及预期；风险价格波动风险；新品研发与推广不及预期风险。**

1 行情回顾：医药板块整体回调，中成药表现相对较好

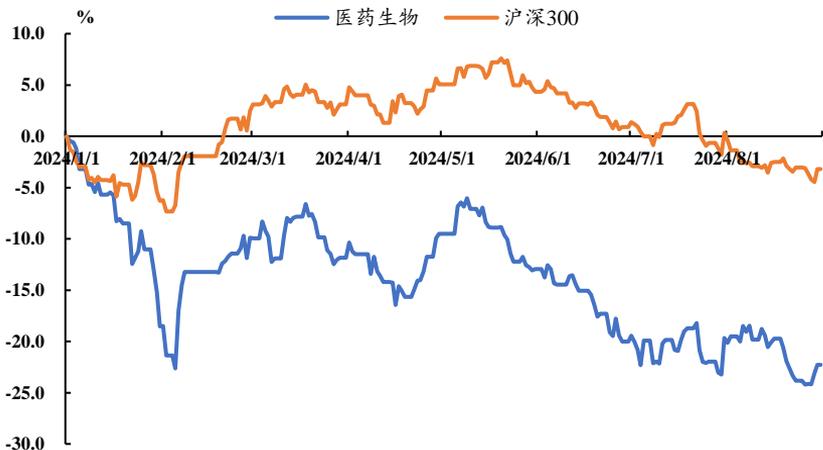
1.1 估值处于历史底部位置

1.2 公募医药持仓占比下降，处于绝对低位

1.1 行情回顾：2024H1医药板块震荡回调，24H2有望回升

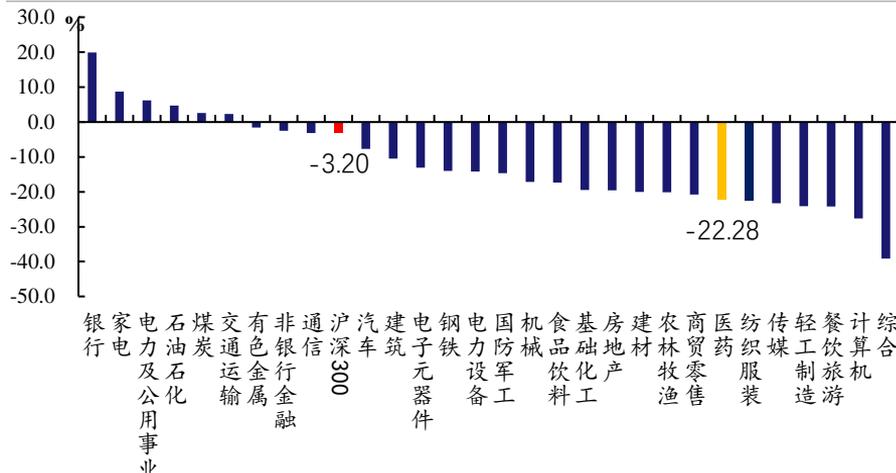
➤ 2024年初至今医药板块持续回调，产业政策频出24H2或有望反弹。2024年宏观经济下行压力加深，医药投融资环境边际改善趋缓。叠加开年中美政治风险因素影响，医药生物行业明显承压，板块持续回调。截至2024/8/30，中信医药指数下跌22.28%，跑输沪深300指数19.08pct，在30个中信一级行业中排名靠后。随着创新药支持政策、集采续约温和等利好信号释放，板块压力逐渐释放，2024下半年有望回升。

图表：2024年至今医药板块震荡回调，整体承压



资料来源：iFind，华福证券研究所整理

图表：2024年以来医药板块涨幅在中信一级行业中排名靠后

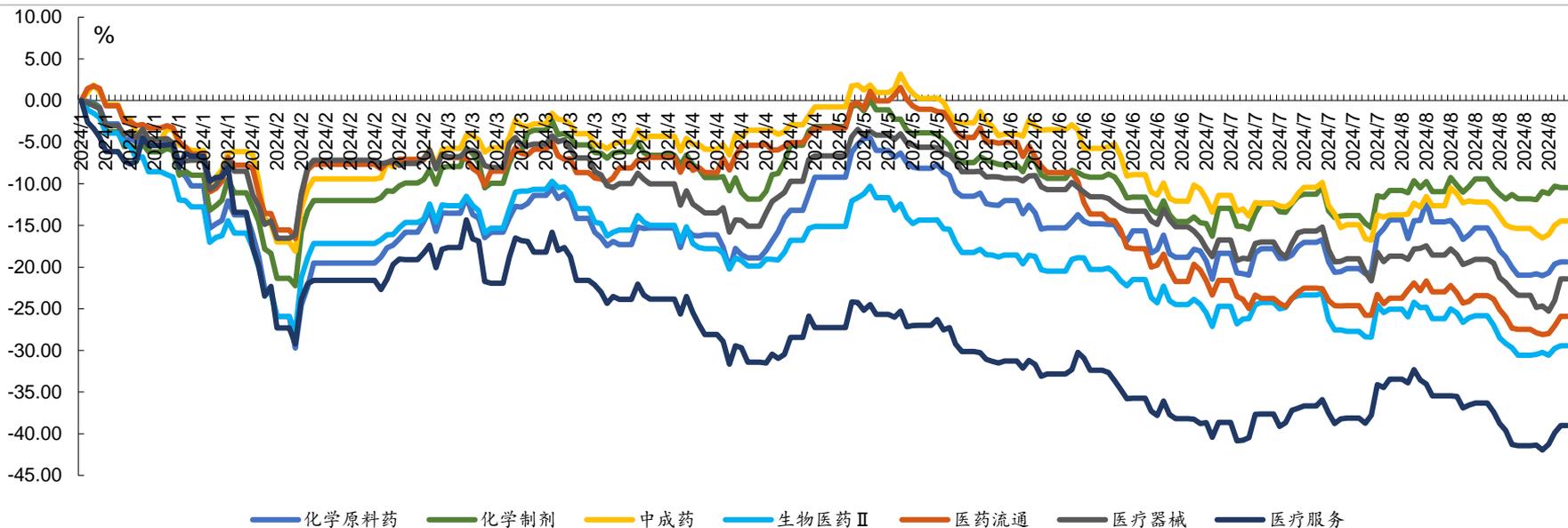


资料来源：iFind，华福证券研究所整理

1.1 子板块回顾：中成药表现相对较好，其余子行业承压有所回调

- **中药及化药制剂表现相对较好。** 中药企业业绩增长快速，叠加政策利好催化，表现相对较好；化学制剂中pharma企业业绩端相对坚挺，叠加创新药利好政策催化和23Q3院内制剂低基数预期，表现相对较好。自24年以来，截至2024/8/30，中成药和化药制剂涨跌幅分别为-14.48%和-10.44%，为医药板块中跌幅相对最小的子板块。
- **其余子行业承压，均有所回调：** 截至2024/8/30，化学原料药-19.37%、医疗器械-21.42%、医药流通-25.91%、生物医药-29.43%、医疗服务-39.02%。

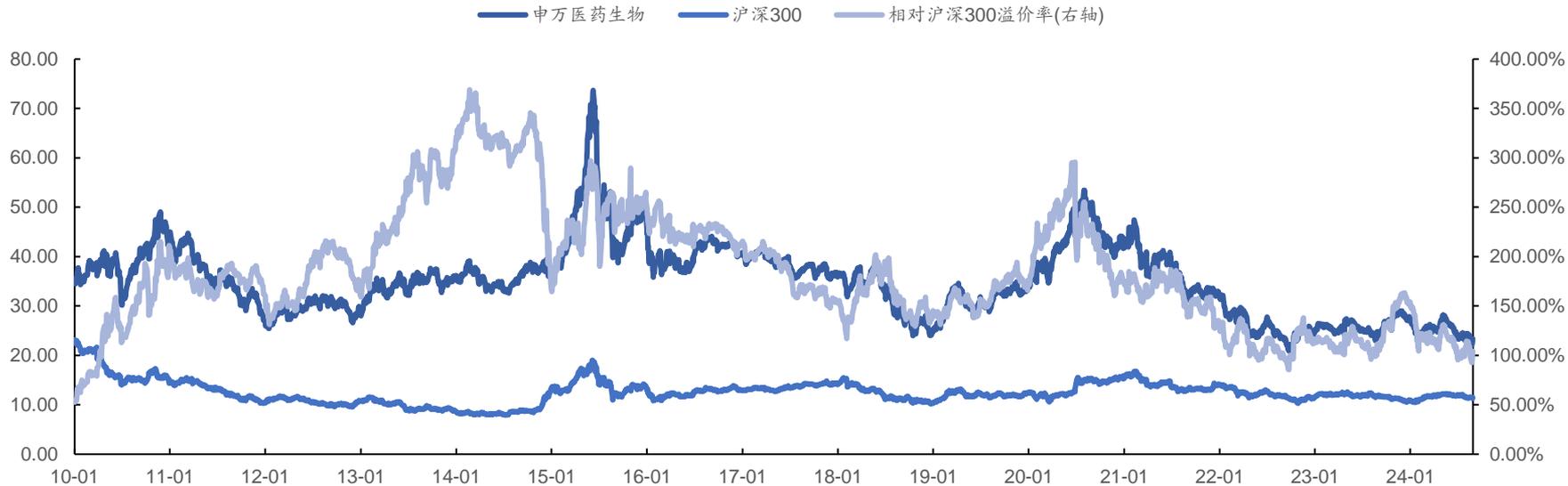
图表：2024年初至24/8/30医药子板块表现



1.1 医药板块估值溢价率处于历史底部位置，具备投资性价比

- 市场风格切换叠加政治因素影响，医药板块估值持续消化。截至2024/8/30，申万医药PE（TTM，剔除负值）为23.35X，达到1.1%分位（自2010/1/4始，下同），而沪深300 PE（TTM，剔除负值）为11.43X；医药板块估值溢价率为104.23%，达到历史5.5%分位，低于历史平均溢价率183.5%，处于2010年以来的偏下位置。

图表：医药板块绝对估值处于历史估值的偏下区间，溢价率处于历史偏下位置

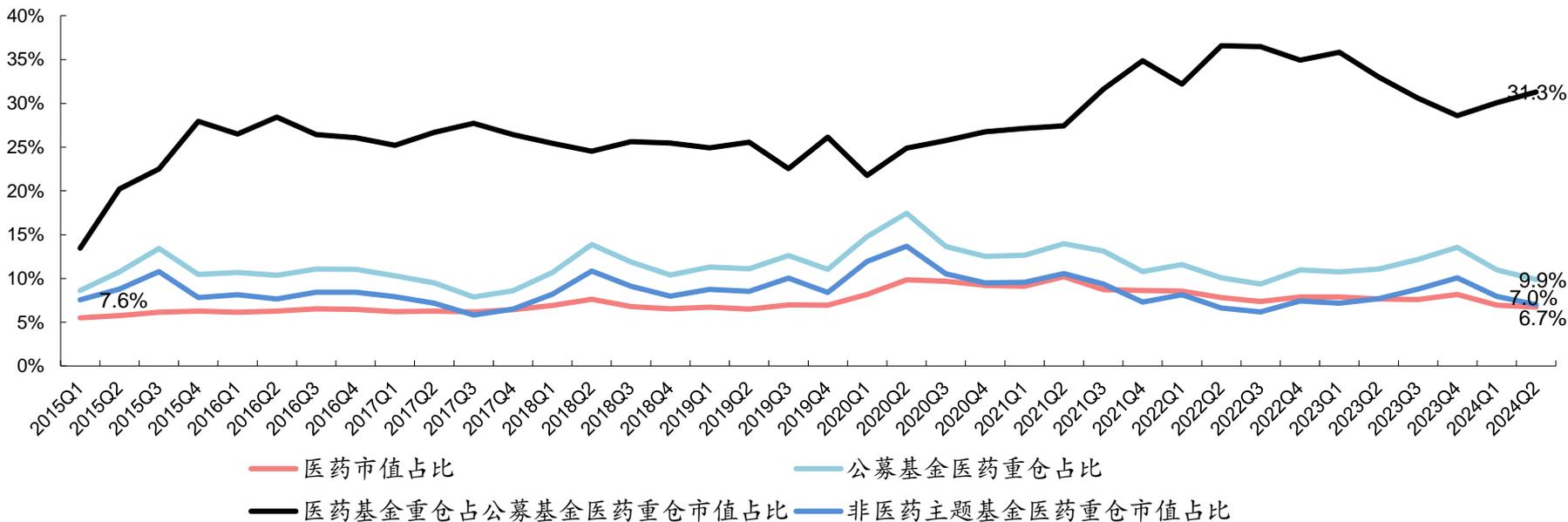


资料来源: iFind, 华福证券研究所整理

1.2 基金持仓：24年Q2公募医药持仓占比下降，处于绝对低位

- **24年Q2公募基金医药持仓占比下降，处于绝对低位**：2024年Q2，A股总市值80.94万亿，A股医药总市值5.45万亿，占A股总市值的比例为6.7%。公募基金重仓市值2.65万亿，其中公募基金医药重仓市值2617亿，占比9.9%，环比下降1.1pct；医药基金医药重仓市值为819亿，在公募基金医药持仓中的比例为31.3%，环比上升1.2pct；非医药主题基金医药重仓市值1797亿，在公募基金医药持仓中的占比为7.0%，环比下降0.9pct。

图表：2024Q1公募基金医药持仓占比分析



1.2 基金持仓：公募医药持仓优质行业龙头

- 医药行业重仓情况：从重仓股所属板块看，前十大重仓股中相对分化，持仓市值看，相较于24Q1出现增持的有医疗器械标的迈瑞医疗、鱼跃医疗，CXO标的泰格医药，中药标的东阿阿胶，Pharma标的科伦药业；而Pharma龙头恒瑞医药、器械标的联影医疗，医疗服务标的爱尔眼科，CXO龙头标的药明康德则出现不同程度的减持，其中恒瑞医药持仓市值下降较大。

图表：2024Q2公募基金前十大医药重仓股

项目	名称	期间涨跌幅	流通市值占比	持仓市值（亿）			持仓基金数量（支）		
				2024Q1	2024Q2	变动	2024Q1	2024Q2	2024Q1
公募基金持有市值前10大医药个股	迈瑞医疗	4%	12%	397	415	18	500	534	34
	恒瑞医药	-16%	11%	429	260	-168	614	401	-213
	药明康德	-13%	12%	131	123	-8	129	107	-22
	联影医疗	-15%	9%	106	84	-21	74	80	6
	科伦药业	2%	16%	71	76	5	251	191	-60
	爱尔眼科	-18%	8%	106	76	-29	122	106	-16
	泰格医药	-9%	20%	61	73	13	76	79	3
	惠泰医疗	7%	21%	65	65	0	105	121	16
	东阿阿胶	4%	15%	57	62	5	101	94	-7
	鱼跃医疗	12%	15%	37	55	18	69	104	35

资料来源：wind，华福证券研究所

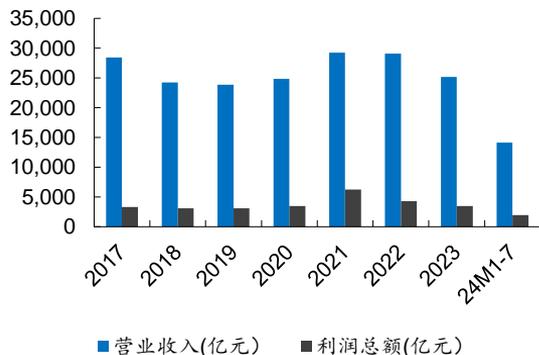
2 行业回顾：

- 2.1 医药工业整体表现：22-23年承压、24年H2有望迎来拐点
- 2.2 投融资情况：医疗健康产业历经2年资本寒冬，有望迎来拐点
- 2.3 医疗设备招投情况：24Q2尚未明显复苏，关注Q3政策驱动下环比改善情况
- 2.4 中药材价格指数：24上半年持续走高，Q3开始有所回落
- 2.5 设备更新行动方案、超长期特别国债等有望进一步激发医疗机构采购需求
- 2.6 创新药：政策与成果复盘

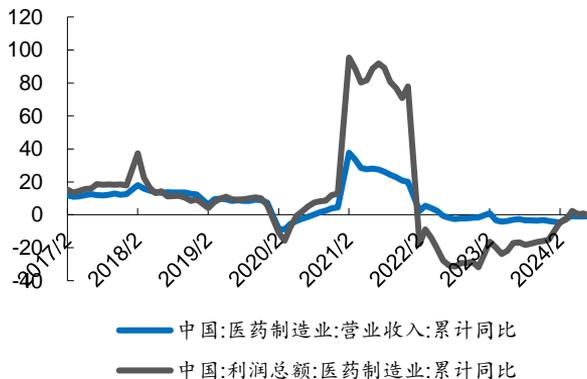
2.1 医药工业整体表现：22-23年承压、24年H2有望迎来拐点

- **医药制造业累计收入及利润边际向好：**2023年受到医药行业整治的影响，医药制造业收入同比下降13.4%，利润总额下降19%。从24年7月份的累计增速情况看，拐点将至：24M1-7 医药制造业收入同比下降1.1%，利润总额同比下降1.0%，收入及利润端降幅均大幅收窄。
- **24M1-6 医保支出快于收入增速：**截至2024年6月，全国基本医疗保险基金累计收入13884.28亿元，同比下降15.1%，累计支出11735.75亿元，同比下降10.0%。
- **医保资金虽然紧张，但历年仍有较多资金结余。**2023年医保基金结余5067亿元，同比增长7.8%。2024年6月医保基金结余2149亿元，同比下降35.2%。

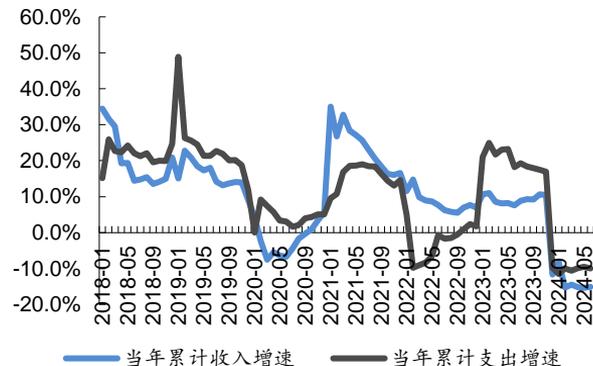
图：医药制造业收入及利润总额情况（亿元）



图：医药制造业收入及利润累计同比情况（亿元）

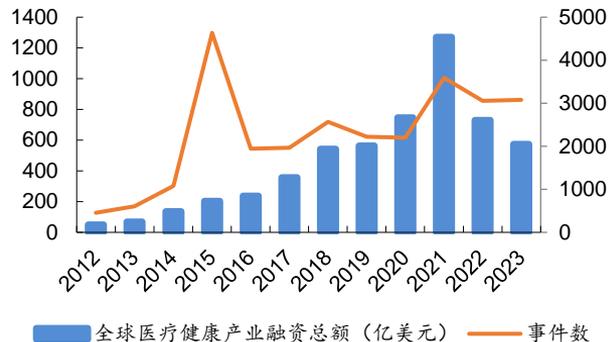


图：医保累计收入及支出增速

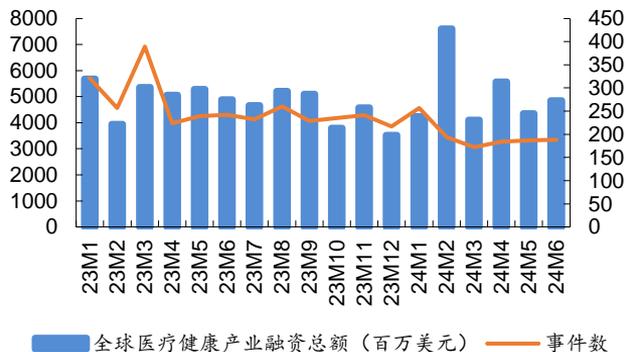


2.2 投融资情况：医疗健康产业历经2年资本寒冬，有望迎来拐点

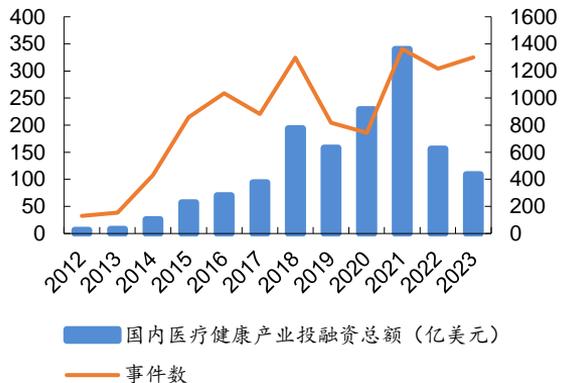
图表：全球医疗健康产业年度融资情况（亿美元）



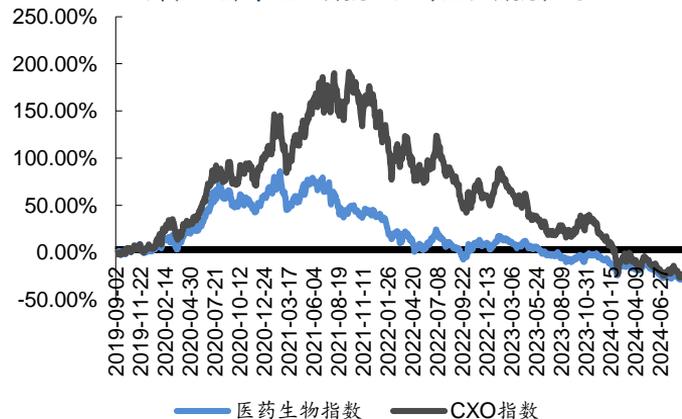
图表：全球医疗健康产业月度融资情况（亿美元）



图表：国内医疗健康产业年度融资情况（亿美元）



图表：国内CXO指数及医药生物指数表现

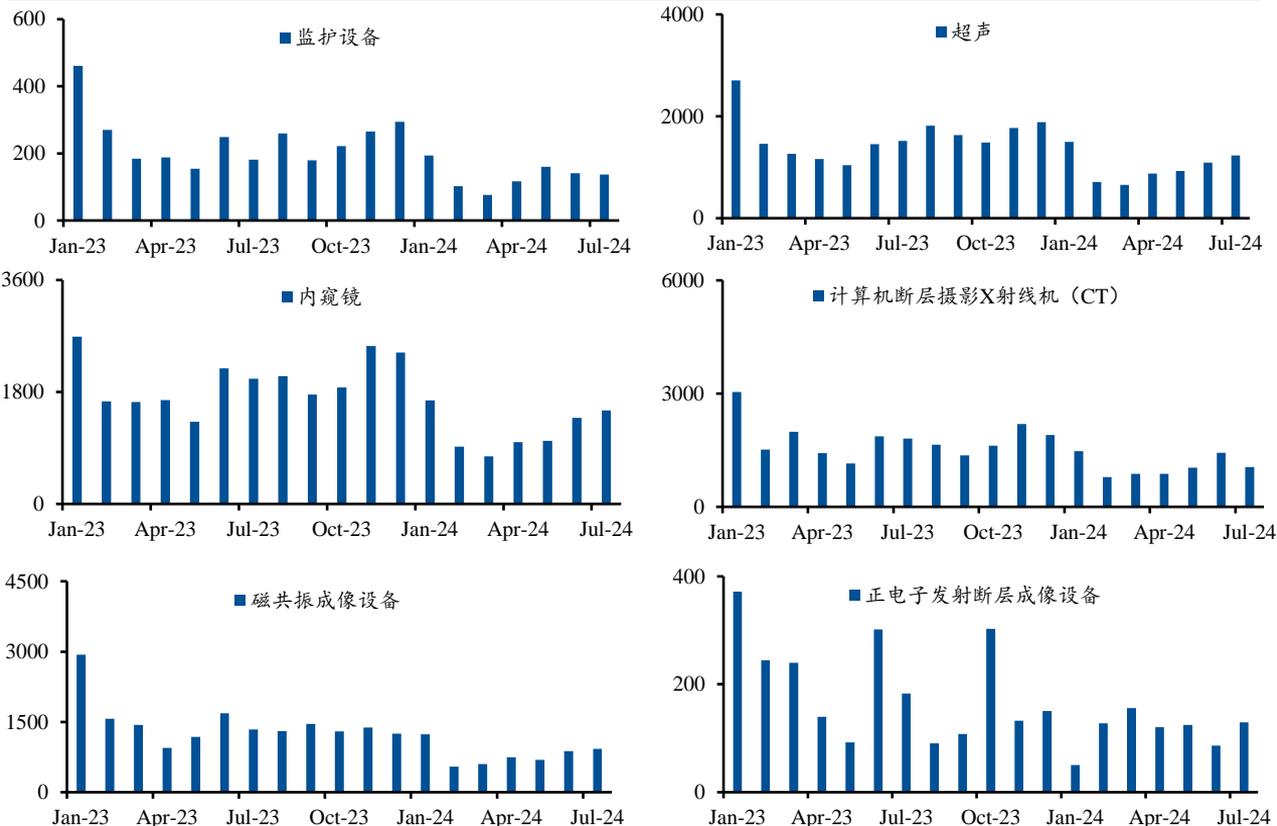


医疗健康产业投融资情况：

- **2021年投融资迎来高峰，22-23年进入资本寒冬，当下静待拐点。**
- **21年投融资高峰：**2021年投融资总额为1270亿美元，同比增长70.5%，其中国内投融资总额为340亿美元，同比增长48.5%。
- **历经2年资本寒冬，静待拐点：**23年全球投融资总额为21年的45.2%，国内为32.1%。24Q2全球投融资总额同比下降3.1%，静待回暖。
- **历史底部，静待拐点。**随着上游投融资迎来资本寒冬，医药行业上游投融资压力较大，随着底部逐渐清晰，CXO、创新药受此影响较大，随着创新药全链条支持政策出台，有望迎来拐点。

2.3 医疗设备招投情况：24Q2尚未明显复苏，关注Q3政策驱动下环比改善情况

图表：23年1月-24年7月部分医疗设备招投标情况（单位：百万元人民币）



医疗设备招投标情况：

- 医疗设备24Q2招投标尚未明显复苏，但24Q2较24Q1同比下滑幅度已显著收窄。主要系1) 23H2开始的医疗行业反腐致院端招投标情绪受压，24H1反腐影响持续；2) 招标进度不可避免地因设备更新项目而有所推迟。
- **Q3招投标有望展现良好恢复势头。**继3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》后，7月国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新；国家发改委已于近期审批通过了第一批的医疗设备更新项目。
- 我们认为医疗设备采购需求将随医疗需求的增加持续扩大，在23Q3低基数、24H1招采推迟的情况下，考虑设备装机需一定周期，看好24H2医疗设备相关公司的业绩释放。

2.4 中药材价格指数：24上半年持续走高，Q3开始有所回落

图表：24Q2以来中药材价格持续走高，进入7月有所回落



- 2024年3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，重点提及医疗领域的更新与建设方向。
- 2024年4月7日，中国人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。
- 2024年7月24日，国家发改委、财政部印发了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，其中明确提到了统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

我们认为：

医疗位列重点聚焦7大领域之一，以旧换新市场空间大、更新换代需求巨大。配合再贷款、预算拨款、专项债、特别国债等推进节奏，此次医疗设备更新的进程有望加速。结合各省份陆续出台的针对卫生健康领域的设备更新举措方案、地方性更新改造贷款贴息的实施方案、地方性医疗设备更新规划等，将助力设备更新行动方案的切实落地，国家发改委已审批通过第一批的医疗设备更新项目，配套的超长期国债资金到位后，医院将启动招标程序，招标情绪有望明显回暖，24H2设备板块的增长确定性强。

我们观察到设备采购形式呈现多样化演变，设备集中采购、县域医共体建设形式丰富院端采购形式：

- 1) 近期已有多地开启**医疗设备集采调研**，24年7月海南三亚市卫健委启动三亚市2024年医疗设备集中采购意向市场调研工作；24年8月江苏苏州卫健委启动2024年公立医疗机构设备集中采购的调研工作、福建省厦门市卫健委发布《关于邀请提供第二批医疗设备集中采购项目产品资料的公告》；
- 2) 据众成数科整理，根据国内部分省市已披露的数据，**县域医共体设备更新项目总金额已达到57.55亿元**；测算得预计第一轮县域医共体设备更新规模有望达到182.73亿元，覆盖全国31个省市4430个县域医共体。

2.6 创新药-政策：药监加深门槛，政策强支持，BIC/FIC创新药正进入黄金发展期

	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023	2024
战略定位	国务院发布《中国制造2025》首次将生物医药产业提升到支柱性产业的高度						二十大报告提出“深化医药卫生体制改革，促进医保、医药、医疗协同发展治理”		《政府工作报告》提出“加快发展新质生产力”，并强调“ 创新药 是新质生产力的重要组成部分”
供给端	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	《药品上市许可持有人制度试点方案》	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品器械创新的意见》	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	《药物临床试验适应性设计指导原则》 《药品注册管理办法》修订设立了4个快速通道	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》 《专利法》修正，专利权期限补偿制度旨在弥补新药上市审评审批所占用的时间	《药物临床试验方案审评工作规范（征求意见稿）》多项细分疾病领域技术指导原则出台	《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》 《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》	《 全链条支持创新药发展实施方案 》指出 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
	清理积压	完善流程				提高标准		提高效率	
需求端	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7号）		医保局成立，“三医联动”开始 关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通知			共针对117个药品进行了国谈，成功94个，总体成功率80.34%。	医保目录调整工作中首次对外公开“简易续约”模式	新药从获批上市到进入目录的时间从5年缩短到1年多，80%的创新药能够在上市后两年内进入医保药品目录	国家医保局《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 DRG/DIP付费2.0版分组方案提出对 创药械特例 方案，原则上不超过5%。
	腾笼换鸟	控费力度高、药品入院难				医保覆盖效率提升		加快医院准入、放开定价	
产业趋势	供给侧改革	加快新药审批完善流程法规增加融资渠道		国产创新药数量井喷诞生第一批biopharma迅速跟进海外成熟技术		临床标准收紧审评门槛提高鼓励源头创新		FIC重要性加强催生有国际竞争力的品种催生有差异化的品种	

2.6 创新药-出海：通过license-out参与全球市场，FDA获批上市亦取得突破

中国创新药出海交易从2021年起首付款金额每年突破10亿美元



已获FDA批准上市的国产创新药

公司	产品	进度	FDA上市时间
百济神州	泽布替尼	已获 FDA /EMA 批准上市	201912
传奇生物	西达基奥仑赛	已获 FDA 批准上市	202202
绿叶制药	利培酮缓释微球	已获 FDA 批准上市	202301
百奥泰	托珠单抗生物类似药	已获 FDA 批准上市	202310
君实生物	特瑞普利单抗	已获 FDA 批准上市	202310
和黄药业	呋喹替尼	已获 FDA 批准上市	202311
亿帆医药	艾贝格司亭α注射液	已获 FDA 批准上市	202311

中国创新药出海交易金额TOP 15 (按首付款)

序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	首付款(百万)/美元
1	2023-12-11	Systimmune	Bristol-Myers Squibb	伦康依隆妥单抗	800
2	2024-08-09	同润生物	Merck & Co.	CN201	700
3	2021-01-11	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	650
4	2022-12-06	康方生物	Summit Therapeutics	依沃西单抗	500
5	2023-01-23	和黄医药	Takeda Pharmaceuticals	呋喹替尼	400
6	2023-10-24	联拓生物	Bristol-Myers Squibb	玛伐凯泰	350
7	2017-12-21	传奇生物	Johnson & Johnson	西达基奥仑赛	350
8	2021-12-20	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗	300
9	2022-08-15	云顶新耀	Immunomedics	戈沙妥珠单抗	280
10	2017-07-05	百济神州	Celgene	替雷利珠单抗	263
11	2023-05-02	西比曼生物科技	Janssen Biotech	C-CAR066;	245
12	2020-08-18	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	200
13	2021-08-09	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	200
14	2023-12-20	翰森制药	GSK	HS-20093	185
15	2023-11-09	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	185

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 生物制品板块
- 3.3 中药板块
- 3.4 医疗器械板块
- 3.5 医疗服务&流通药店板块
- 3.6 原料药板块
- 3.7 生命科学上游板块
- 3.8 CXO板块
- 3.9 创新药

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

➤ A股医药类上市公司表现：

➤ 2024H1：收入端增速较快的三个板块为创新药、血制品和医疗耗材；归母净利润增速较快的三个板块为原料药、化学制药和医疗耗材。

➤ 2024Q2：收入增速较快的三个细分板块为创新药、血制品和科研服务；归母净利润增速较快的三个细分板块为原料药、化学制药和医疗耗材。

图表：2024H1和24Q2各板块营业收入和净利润增速情况

行业	营业收入增速		归母净利润增速	
	2024H1	2024Q2	2024H1	2024Q2
化学制药	0.9%	2.2%	10.7%	20.6%
生物制品	-11%	-17%	-29%	-32%
疫苗	-23%	-35%	-52%	-45%
血制品	14%	25%	5%	11%
中药	-2.8%	-5%	-5.6%	-7%
医疗器械	0.5%	3.2%	-4.3%	-3.6%
医疗设备	-1.3%	-0.4%	-6%	-7%
医疗耗材	8.2%	12%	11.8%	13%
体外诊断	-6.3%	0%	-17.5%	-12%
医疗服务	5.5%	5%	1.6%	8%
零售药店	8.1%	4.7%	-16.8%	-31.3%
医药流通	-0.3%	-1.6%	-4.7%	-8.4%
原料药	3.5%	7.5%	15.6%	27.8%
科研服务	7.8%	12.1%	-20.9%	-10.8%
CXO	-9.4%	-7.7%	-33.8%	-29.8%
创新药	46%	38%	34%	43%

资料来源：iFinD，华福证券研究所，备注：2024年归母净利润来自iFinD一致预期。注：创新药归母净利润为同比亏损收窄值

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 创新药

3.3 生物制品板块

3.4 中药板块

3.5 医疗器械板块

3.6 医疗服务&流通药店板块

3.7 原料药板块

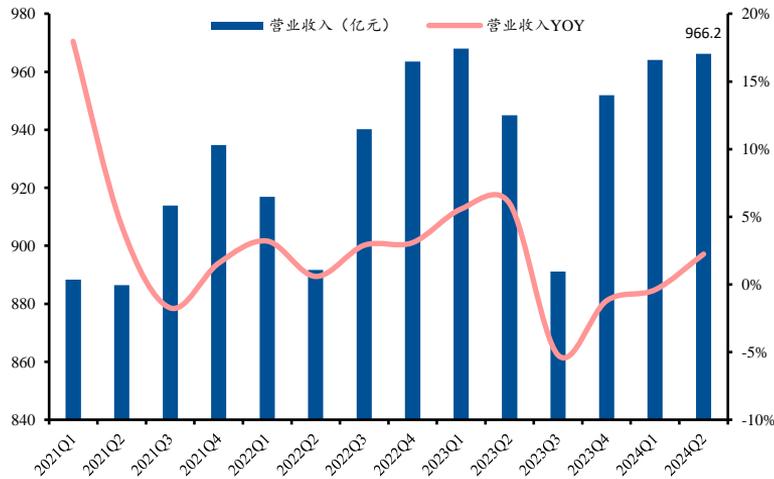
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

3.1 化药：逐步走出集采影响，业绩表现出韧性

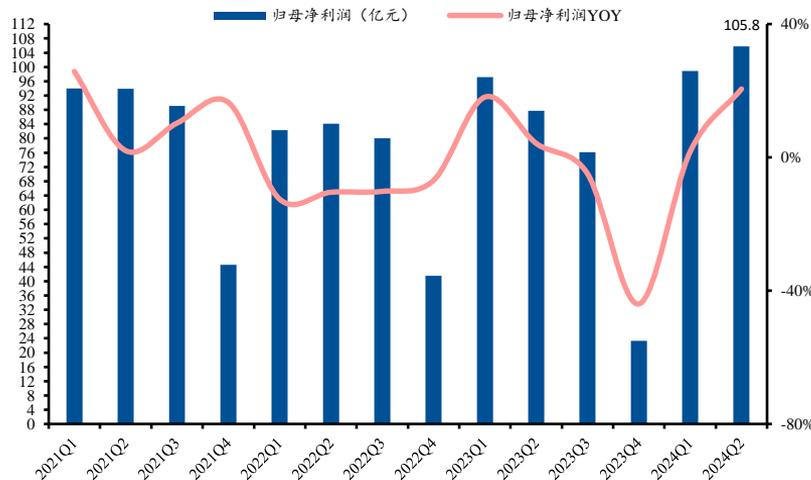
- 87家化药公司2024H1年实现营收1930.3亿元，同比增长0.9%，共实现归母净利润204.7亿元，同比增长10.7%。
- 24Q2单季度看，实现营收966.2亿元，同比增长2.2%，实现归母净利润105.8亿元，同比增长20.6%。

图表：21Q1-24Q2 化药板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 化药板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.1 化药：重点关注头部Pharma，看好其长期成长性

- **华福观点：**2024H1国内Pharma中报业绩大多表现好于预期，凸显综合韧性和第二成长曲线。在经历过前九批集采冲击、外部环境不利影响等挑战过后，Pharma展现出良好的经营业绩和成长潜力，从费用控制角度、产品研发能力、商业化角度以及长期成长空间，我们持续看好头部Pharma。
- **建议关注：**建议关注现阶段优质的Pharma资产：恒瑞医药、复星医药、科伦药业、信立泰、人福医药、恩华药业、亿帆医药和海思科。

图表：21Q1-24Q2 化药板块市值Top24公司收入情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
600276.SH	恒瑞医药	2,815	34.0%	21.8%	92.9%	48.7%	58.8	47.88
600196.SH	复星医药	541	-2.1%	-4.4%	-22.2%	-31.1%	34.0	15.91
000963.SZ	华东医药	517	2.8%	2.8%	22.9%	18.3%	33.7	15.34
002422.SZ	科伦药业	491	9.3%	10.2%	30.8%	28.4%	29.3	16.77
002653.SZ	海思科	348	25.3%	23.1%	57.1%	119.4%	4.0	87.39
002294.SZ	信立泰	336	19.4%	21.3%	13.5%	1.9%	6.3	53.02
600079.SH	人福医药	327	5.5%	3.9%	-5.1%	-16.1%	23.3	14.04
000513.SZ	丽珠集团	292	-7.2%	-6.1%	1.9%	3.2%	21.9	13.35
002262.SZ	恩华药业	259	15.1%	15.1%	14.6%	15.5%	12.3	21.12
600062.SH	华润双鹤	214	24.0%	13.3%	55.9%	34.7%	16.6	12.90
600380.SH	健康元	188	-6.4%	-5.6%	-4.6%	-4.8%	15.2	12.34
000766.SZ	通化金马	155	-15.8%	-10.9%	-14.0%	15.7%	-	/
000623.SZ	吉林敖东	152	-30.8%	-10.8%	-31.8%	-49.4%	21.1	7.18
600420.SH	国药现代	152	-6.3%	-7.5%	133.7%	108.3%	11.0	13.78
300573.SZ	兴齐眼药	150	35.9%	30.1%	96.7%	92.9%	6.7	22.28
002019.SZ	亿帆医药	134	29.9%	35.4%	144.1%	133.0%	5.6	24.06
002332.SZ	仙琚制药	114	-5.2%	0.9%	11.8%	12.6%	6.8	16.76
300705.SZ	九典制药	107	8.3%	12.2%	31.2%	43.8%	5.1	20.79
002755.SZ	奥赛康	99	27.0%	29.6%	149.0%	147.7%	0.3	382.05
002675.SZ	东诚药业	98	-17.2%	-20.4%	-64.6%	-39.3%	3.0	32.40
002020.SZ	京新药业	97	11.6%	11.0%	40.2%	27.3%	7.1	13.69
300255.SZ	常山药业	93	-14.1%	-30.8%	109.2%	69.9%	-	/
600812.SH	华北制药	82	3.9%	0.0%	154.8%	171.2%	-	/
300199.SZ	翰宇药业	82	-29.2%	-21.4%	107.1%	69.7%	0.8	109.05

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 创新药

3.3 生物制品板块

3.4 中药板块

3.5 医疗器械板块

3.6 医疗服务&流通药店板块

3.7 原料药板块

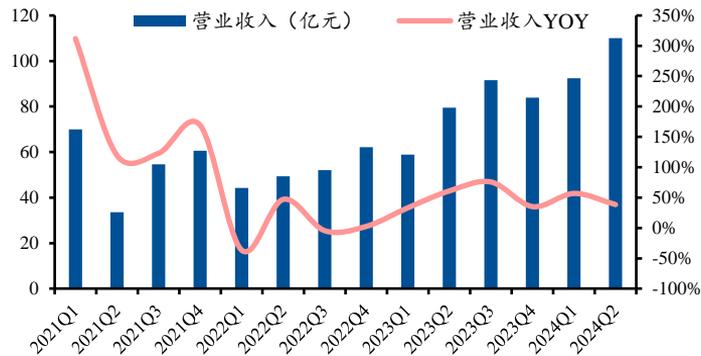
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

3.2 创新药：上市创新药品种稳定高增，利润同比快速收窄

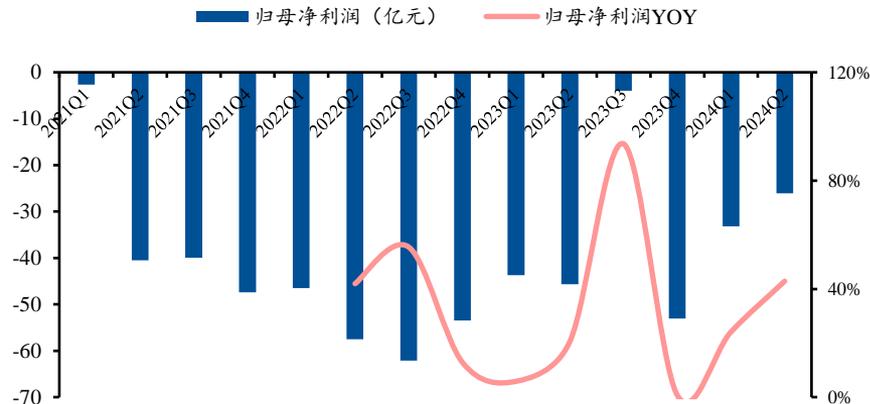
- 21家A股创新药公司2024H1年实现营收202.5亿元，同比+46%，共实现归母净利润-59.2亿元，亏损同比收窄34%。24Q2单季度看，实现营收110.1亿元，同比+38%，实现归母净利润-26.1亿元，亏损同比收窄43%。
- 随着创新药品种上市放量，企业期间费用率逐年大幅改善，板块利润亏损大幅收窄，预计有望迎来出色创新药企扭亏为盈的密集期。

图表：21Q1-24Q2 A股创新药板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 A股创新药归母净利润情况

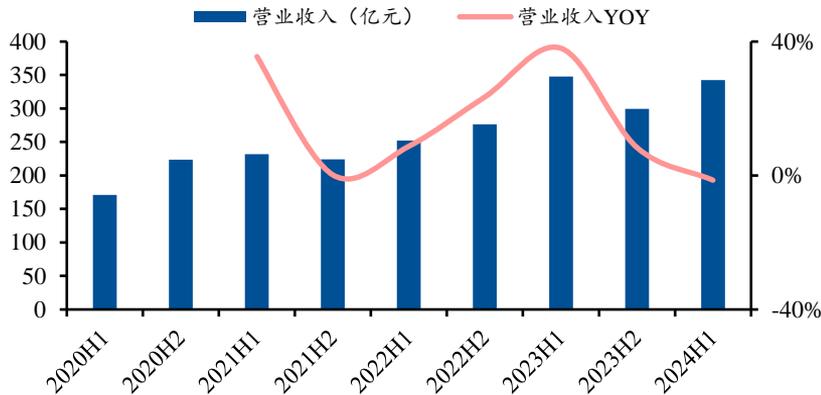


资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.2 创新药：亏损大幅收窄，预计将迎来扭亏为盈的密集期

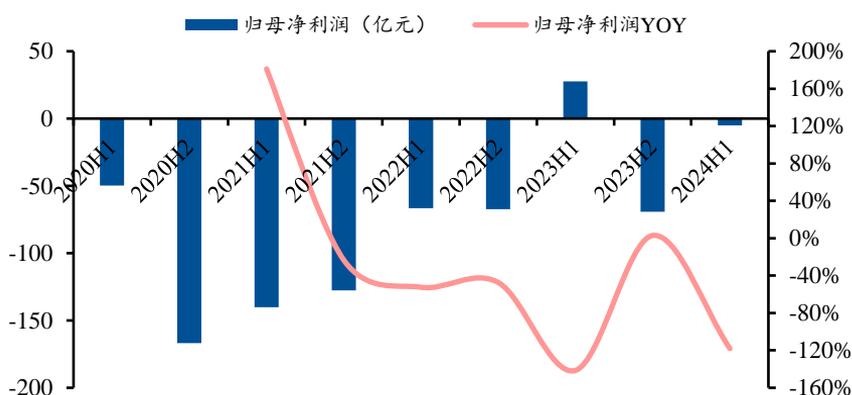
- 31家H股创新药公司2024H1年实现营收342.5亿元，同比-1%，主要由于2023年上半年康方生物和和黄医药的收入分别计入5亿美元和2.5亿美元的许可收入，剔除两笔较大的首付款后同比+16%。相比2023下半年来看，环比+14%。
- 共实现归母净利润-5.0亿元，亏损环比收窄93%。随着创新药品种上市放量，期间费用率有望逐年大幅改善，板块利润亏损大幅收窄，预计2025-2026年有望迎来出色创新药企扭亏为盈的密集期。

图表：20H1-24H1 H股创新药板块收入情况



资料来源：wind，华福证券研究所

图表：20H1-24H1 H股创新药归母净利润情况



资料来源：wind，华福证券研究所

3.2 创新药：进入创新药兑现期，业绩快速增长，创新药盈利拐点已至

图表：A股创新药公司

代码	简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润 一致预期(亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
600276.SH	恒瑞医药	2,815	34.0%	21.8%	92.9%	48.7%	58.8	47.88
688235.SH	百济神州-U	1,512	58.6%	65.4%	65.0%	44.9%	-40.4	-37.45
688506.SH	百利天恒-U	679	-51.7%	1685.2%	-	1521.3%	41.9	16.19
300765.SZ	新诺威	340	-28.4%	-25.8%	-73.5%	-65.8%	5.5	62.45
688180.SH	君实生物-U	227	-2.2%	17.4%	20.3%	35.3%	-14.3	-15.85
688578.SH	艾力斯	220	76.6%	110.6%	101.7%	214.8%	11.4	19.25
688192.SH	迪哲医药-U	156	-	-	56.1%	33.0%	-8.2	-19.13
300558.SZ	贝达药业	149	-2.2%	14.2%	29.8%	51.0%	4.3	34.56
688266.SH	泽璟制药-U	146	18.5%	9.4%	52.6%	41.8%	-1.6	-91.61
688331.SH	荣昌生物	112	61.8%	75.6%	-13.7%	-11.0%	-12.7	-8.88
688336.SH	三生国健	104	21.9%	24.9%	-37.3%	36.7%	3.0	34.95
688443.SH	智翔金泰-U	97	-80.7%	-90.5%	-5.9%	6.8%	-7.3	-13.21
688428.SH	诺诚健华-U	96	34.9%	11.2%	70.9%	38.0%	-5.8	-16.51
688062.SH	迈威生物-U	89	-44.2%	28.4%	-38.8%	-7.6%	-9.2	-9.66
688177.SH	百奥泰	83	50.7%	27.8%	-6.2%	6.6%	-1.0	-84.82
688321.SH	微芯生物	72	27.0%	25.1%	-	-	-1.0	-71.51
688197.SH	首药控股-U	53	-24.0%	-24.0%	-7.6%	-10.5%	-2.2	-24.00
688382.SH	益方生物-U	42	-92.2%	-81.4%	-	-27.7%	-3.2	-13.39
688488.SH	艾迪药业	35	-30.1%	-24.2%	-	-	-0.6	-61.02
688176.SH	亚虹医药-U	30	-	-	17.4%	0.8%	-4.1	-7.45
688373.SH	盟科药业-U	26	11.6%	44.2%	-43.8%	-60.9%	-4.7	-5.62
688302.SH	海创药业-U	24	-	-	40.8%	39.2%	-3.1	-7.86
688221.SH	前沿生物-U	20	-13.5%	20.3%	-7.6%	7.3%	-1.8	-10.61

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

图表：H股创新药公司

代码	简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润 一致预期(亿元)	PE (2024E)
			2023	2024H1	2023	2024H1		
3692.HK	翰森制药	1,184.8	7.7%	44.2%	26.9%	111.5%	40.8	26.5
1801.HK	信达生物	691.6	36.2%	47.9%	-52.8%	182.2%	-6.3	-100.3
9926.HK	康方生物-B	425.1	442.2%	-71.0%	-273.6%	-109.4%	-3.6	-106.8
6990.HK	科伦博泰生物-B	365.5	91.6%	41.2%	-6.8%	1096.5%	-4.7	-70.3
1548.HK	金斯瑞生物科技	251.6	33.9%	43.5%	-57.9%	87.1%	-1.3	-25.7
0013.HK	和黄医药	241.8	96.5%	-42.6%	-127.9%	-84.7%	-0.4	-82.0
0867.HK	康哲药业	173.7	-12.4%	-22.9%	-26.3%	-52.6%	17.6	9.0
9688.HK	再鼎医药	151.8	24.0%	42.5%	-24.5%	-21.3%	-2.8	-6.8
2096.HK	先声药业	148.4	4.3%	-8.1%	-23.4%	-79.9%	9.7	14.0
2186.HK	绿叶制药	114.7	2.5%	6.1%	-11.9%	158.6%	8.1	13.0
6855.HK	亚盛医药-B	104.3	6.2%	475.5%	4.8%	-140.5%	-3.7	-25.6
2162.HK	康诺亚-B	98.6	256.0%	-83.2%	16.6%	-817.0%	-7.9	-11.4
1952.HK	云顶新耀-B	67.3	138.8%	3232.9%	241.5%	49.3%	-9.2	-6.7
6955.HK	博安生物	49.3	19.9%	51.8%	-64.0%	-151.6%	0.0	0.0
2487.HK	科笛-B	39.1	1080.5%	174.4%	253.3%	-87.8%	-5.0	-7.1
2315.HK	百奥赛图	25.7	34.3%	25.6%	-36.4%	-73.3%	-0.9	-26.3
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	23.8	30.8%	27.2%	-35.3%	12.6%	0.0	0.0
2105.HK	来凯医药-B	20.0	-	-	-52.8%	-33.8%	-3.2	-5.7
2616.HK	基石药业-B	19.9	-2.3%	-3.2%	-59.3%	-107.5%	0.4	49.6
2171.HK	科济药业	18.6	-100.0%	12331.4%	-16.2%	-13.1%	-6.5	-2.6
1167.HK	加科思-B	13.2	-34.4%	-100.0%	-3.4%	1.8%	-4.2	-2.9
2142.HK	和铂医药-B	9.1	118.8%	-38.5%	-116.6%	-51.3%	0.0	0.0
6996.HK	德琪医药-B	4.3	-57.9%	-15.6%	-3.4%	-23.6%	0.0	0.0

资料来源：wind，华福证券研究所（注：一致预期自wind，截至2024年8月31日）

3.2 创新药：费用率持续下降，头部biopharma有望率先进入正循环

➤ 华福观点：关注创新药Pharma和头部Biopharma。

创新药Pharma：经历过前九批集采冲击，头部Pharma已完成仿制药到创新药的增长引擎的切换，开始进入新一轮的产品周期，如恒瑞24H1创新药收入达66.12亿元（含税，不含对外许可收入），同比+33%，翰森：创新药收入（含合作产品）同比+80.6%，占总营收77.4%，同比提升15.6pct。同时在整体外部环境的重压下，具备多产品的Pharma经营韧性凸显，利润表现稳健，支撑研发持续高投入。康哲药业自2024年下半年集采利空释放，芦可替尼乳膏等创新药获批后有望打开公司第二增长曲线。

➤ 建议关注：恒瑞医药、翰森制药、康哲药业、绿叶制药。

图表：A股创新药公司（部分）费用率变化情况

股票代码	公司	销售费用率				管理费用率				研发费用率			
		2022	2023	2023H1	2024H1	2022	2023	2023H1	2024H1	2022	2023	2023H1	2024H1
688578.SH	艾力斯	54.6%	45.6%	49.5%	39.4%	11.7%	6.5%	7.3%	4.4%	24.2%	15.5%	15.1%	8.3%
688428.SH	诺诚健华-U	70.1%	49.7%	50.6%	37.4%	28.0%	24.9%	22.0%	20.2%	103.7%	102.5%	95.7%	100.4%
688336.SH	三生国健	30.3%	24.8%	26.4%	22.1%	10.0%	6.2%	7.2%	5.8%	38.0%	27.8%	27.1%	24.7%
688331.SH	荣昌生物	57.1%	71.6%	82.9%	52.5%	34.5%	28.1%	38.8%	19.9%	127.2%	120.6%	127.9%	108.7%
688321.SH	微芯生物	46.3%	54.3%	59.2%	49.5%	14.2%	16.0%	18.8%	12.1%	30.9%	51.6%	67.1%	33.8%
688266.SH	泽璟制药-U	75.3%	64.8%	53.5%	49.9%	28.6%	4.3%	2.9%	11.0%	164.6%	128.4%	100.2%	75.3%
688235.SH	百济神州-U	62.7%	41.9%	47.0%	34.8%	28.2%	19.9%	23.6%	17.5%	116.6%	73.5%	81.1%	55.2%
688180.SH	君实生物-U	49.2%	56.2%	55.7%	54.4%	39.2%	35.7%	34.7%	30.5%	164.0%	128.9%	141.6%	69.5%
688177.SH	百奥泰	31.7%	24.0%	27.0%	27.1%	6.6%	4.6%	4.5%	4.2%	135.4%	109.1%	133.4%	100.1%
300558.SZ	贝达药业	32.8%	34.8%	34.9%	34.9%	19.2%	10.7%	15.5%	14.1%	29.4%	26.1%	25.5%	17.1%
600276.SH	恒瑞医药	34.5%	33.2%	32.9%	29.0%	10.8%	10.6%	9.7%	8.6%	23.0%	21.7%	20.9%	22.3%

3.2 创新药：费用率持续下降，头部biopharma有望率先进入正循环

➤ 华福观点：关注创新药Pharma和头部Biopharma。

Biopharma: 百济神州、金斯瑞、和黄医药均已实现海外产品商业化，康方生物AK112已海外授权，另外科伦博泰、亚盛医药依靠重磅产品海外授权收入也在2024H1实现扭亏。部分biopharma预计将在25-26年进入密集扭亏和进入正向循环，如百济神州：2024H1实现营收119.96亿元，+65.44%，Q2单季度营收收入66.37亿元，+58.6%，泽布替尼上半年销售收入突破10亿美元达到11.26亿美元。信达：2024H1收入39.52亿，+46.3%，其中产品收入38.11亿元+55.10%。金斯瑞：Q2单季度Carvykti销售1.87亿美元，同比+60%、环比+20%恢复增长。康方生物：上半年净利润-2.39亿元，环比23H2显著减亏。两个大品种AK112和AK104均实现商业化，预计将贡献未来2年的持续高增长，有望在2025年实现经营性扭亏。此外，部分biopharma，如艾力斯、神州细胞等已经实现经营性盈利。

建议关注：百济神州、康方生物、信达生物、金斯瑞生物科技、和黄医药、科伦博泰生物、云顶新耀、亚盛医药、三生国健。

图表：H股创新药公司（部分）费用率变化情况

股票代码	公司	销售费用率				管理费用率				研发费用率			
		2022	2023	2023H1	2024H1	2022	2023	2023H1	2024H1	2022	2023	2023H1	2024H1
3692.HK	翰森制药	37.8%	34.9%	37.0%	26.4%	6.4%	7.0%	7.3%	5.4%	18.0%	20.8%	20.6%	18.4%
0867.HK	康哲药业	29.7%	31.3%	27.7%	37.5%	7.0%	8.2%	6.6%	9.7%	1.4%	2.4%	1.6%	2.8%
1801.HK	信达生物	56.9%	50.0%	45.9%	43.3%	18.3%	12.1%	12.5%	7.4%	63.0%	35.9%	31.5%	32.3%
9926.HK	康方生物	65.8%	19.6%	12.0%	48.5%	23.7%	4.4%	2.7%	9.4%	157.6%	27.6%	15.6%	55.8%
2186.HK	绿叶制药	30.3%	33.4%	38.3%	27.5%	9.7%	10.5%	10.2%	9.4%	14.3%	9.5%	10.1%	
2096.HK	先声药业	37.7%	35.5%	36.7%	37.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	27.1%	23.5%	22.8%	18.1%
0013.HK	和黄医药	10.3%	6.4%	5.0%	8.9%	21.6%	9.5%	7.9%	10.0%	90.7%	56.7%	17.3%	31.2%
1548.HK	金斯瑞生物科技	26.8%	20.7%	20.8%	17.3%	29.0%	25.4%	27.2%	21.4%	62.1%	110.5%	24.6%	42.0%
9688.HK	再鼎医药	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	120.4%	105.6%	100.5%	79.4%	133.2%	201.9%	46.9%	62.0%
2616.HK	基石药业-B	67.9%	42.4%	49.4%	24.4%	51.7%	38.8%	33.5%	18.1%	127.5%	112.1%	70.2%	25.7%
1952.HK	云顶新耀-B	460.9%	136.7%	708.0%	66.4%	390.2%	97.6%	917.8%	28.8%	1142.4%	319.0%	3184.9%	83.9%
6855.HK	亚盛医药-B	74.3%	86.8%	58.1%	10.9%	80.5%	80.4%	63.7%	10.5%	350.8%	314.1%	216.1%	53.8%

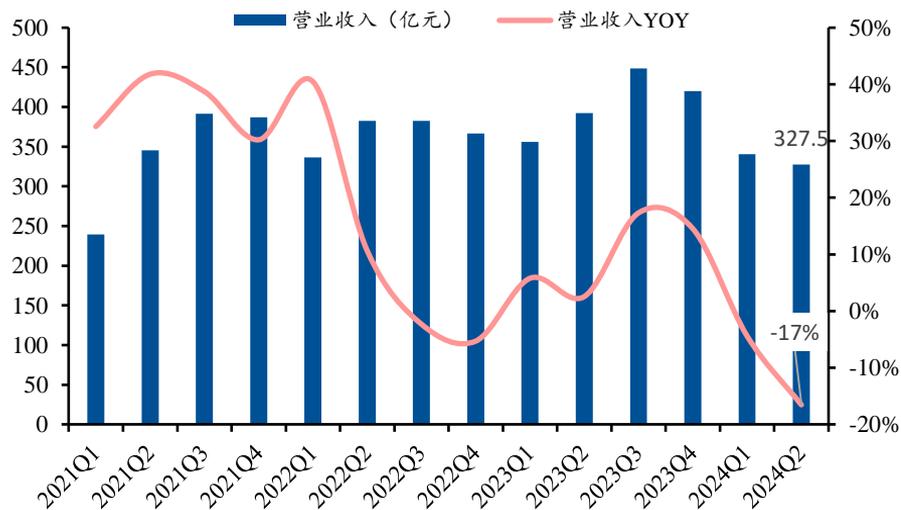
3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 创新药
- 3.3 生物制品板块
- 3.4 中药板块
- 3.5 医疗器械板块
- 3.6 医疗服务&流通药店板块
- 3.7原料药板块
- 3.8 生命科学上游板块
- 3.9 CXO板块

3.3 生物制品：血制品增长最稳健，疫苗板块扰动因素出清

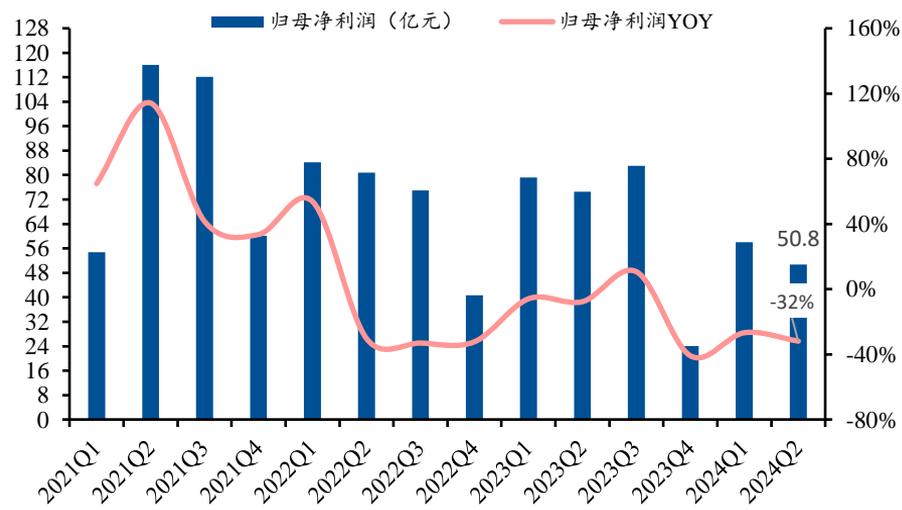
- 2024H1，经调整的45家生物制品板块公司实现收入668.0亿元（-11%），归母净利润108.8亿元（-29%）。
- 单看2024Q2，板块公司实现收入327.5亿元（-17%），归母净利润50.8亿元（-32%）。Q2收入同比下降有主要受疫苗拖累（出清同期流感疫苗影响）+基数影响。利润端下滑，主要受疫苗板块影响。

图表：21Q1-24Q2生物制品板块收入情况



资料来源：IFind，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2生物制品板块归母净利润情况



资料来源：IFind，华福证券研究所

3.3.1 血制品：行业景气度高，业绩持续释放

- **2024H1血制品行业景气度高，业绩持续释放。**2024H1，6家公司合计收入75.6亿元（+14%），归母21.2亿元（+5%）。
- **单看Q2**，6家公司合计收入40.6亿元（+25%），归母利润9.3亿元（+11%）。血制品业务普遍实现快速增长，天坛生物同期高基数下利润增速亮眼同比+34%，派林生物利润同比+136%，主要因为同期基数较低。博雅生物主要因为同期剥离子公司影响，表观增速下降，血制品业务仍实现稳定增长。

图表：血制品公司经营数据比较

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q1	2024Q2	2024Q1	2024Q2		
600161.SH	天坛生物	470	-5.4%	15.8%	20.9%	34.3%	13.5	35
300294.SZ	博雅生物	165	-44.4%	-39.1%	-10.7%	5.4%	5.6	30
002252.SZ	上海莱士	476	-0.3%	19.5%	5.3%	-7.0%	23.2	21
000403.SZ	派林生物	187	67.0%	56.3%	116.3%	136.3%	7.8	24
002007.SZ	华兰生物	276	-10.6%	22.8%	-25.6%	2.0%	16.7	17
002880.SZ	卫光生物	60	8.5%	19.3%	2.4%	14.0%	2.5	24

3.3.2 疫苗：板块利润下滑，行业增长出现乏力

- 疫苗13家公司24H1合计实现收入304.6亿元（-23%），归母净利润35.0亿元（-52%）。主要是智飞生物和万泰生物业绩下滑导致。
- **单看Q2**，13家公司合计收入136.3亿元（-35%），归母利润17.3亿元（-45%）。万泰生物和智飞生物主要受HPV疫苗销量放缓影响，康泰生物受库存出清竞争加剧影响收入下降。

图表：疫苗板块上市公司经营数据比较

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)
			2024Q1	2024Q2	2024Q1	2024Q2	
833575.BJ	康乐卫士	45	-44.0%	-60.6%	-18.3%	-41.0%	-3.40
688739.SH	成大生物	100	3.2%	-0.3%	-35.9%	-32.8%	-
688670.SH	金迪克	14	-95.3%	-108.3%	-159.1%	-1431.6%	-
688319.SH	欧林生物	36	5.9%	-6.5%	-774.6%	-107.9%	0.48
688276.SH	百克生物	101	50.6%	-8.4%	229.5%	-17.2%	6.75
688185.SH	康希诺	69	13.7%	-353.4%	-21.9%	92.1%	-3.22
603392.SH	万泰生物	900	-73.9%	-52.0%	-89.9%	-70.5%	5.75
600739.SH	辽宁成大	115	19.0%	12.2%	-71.0%	92.4%	-
301207.SZ	华兰疫苗	110	-76.4%	-73.0%	-58.9%	-193.4%	9.60
300601.SZ	康泰生物	161	-39.6%	-23.6%	-73.7%	-63.5%	10.35
300142.SZ	沃森生物	166	-28.0%	-37.5%	-91.8%	-44.8%	-
300122.SZ	智飞生物	552	2.0%	-48.3%	-28.3%	-65.1%	93.91
300841.SZ	康华生物	70	12.0%	20.6%	42.1%	9.8%	7.23

3.3.3 其他：Q2整体生物药公司平稳增长，核心产品继续放量

- 其他生物制品板块26家公司24H1合计实现收入250.4亿元（+4%），归母净利润42.2亿元（-18%）。
- 单看Q2，26家公司合计收入129.9亿元（+0%），归母利润18.4亿元（-38%）。特宝生物继续放量增长，利润端同比+42%，神州细胞核心产品继续放量，Q2继续实现快速增长。三生国健老品种益赛普等快速增长。

图表：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入（亿元）			扣归母净利润（亿元）			扣非净利率		
	2023	24Q1	24Q2	2023	24Q1	24Q2	2023	24Q1	24Q2
三生国健	22.8%	28.7%	24.9%	85105.2%	203.6%	50.8%	20.4%	32.1%	21.1%
百奥泰	54.9%	4.3%	27.8%	9.7%	27.8%	5.6%	-66.9%	-76.0%	-67.2%
凯因科技	21.7%	10.3%	4.9%	124.6%	-4.2%	6.8%	8.7%	9.5%	7.5%
神州细胞-U	84.5%	86.3%	61.5%	83.9%	368.3%	1646.3%	-3.4%	25.6%	26.1%
特宝生物	37.6%	30.0%	31.7%	73.6%	42.9%	41.7%	27.6%	26.8%	27.7%
甘李药业	52.3%	0.4%	6.9%	162.8%	-42.9%	24.1%	11.4%	3.1%	9.7%
通化东宝	10.7%	-11.1%	-45.8%	38.9%	-13.0%	-102.8%	38.0%	36.4%	-1.8%
西藏药业	22.7%	-22.4%	-11.3%	112.5%	-19.8%	-9.9%	25.0%	33.4%	32.4%
我武生物	-5.3%	18.1%	11.1%	-5.2%	6.8%	-0.7%	35.2%	33.5%	33.0%
安科生物	22.9%	10.4%	0.9%	26.1%	15.0%	1.9%	28.2%	31.2%	30.0%
长春高新	15.4%	14.4%	7.6%	9.6%	-0.9%	-19.7%	31.0%	26.6%	26.2%

- **血制品：**我们仍然看好接下来血制品的景气度情况，优先关注有供给量的公司。血制品当下景气仍然高，出厂价提升逻辑持续兑现，有供给量的公司，量价齐升逻辑兑现，实现高增长。
 - **疫苗：**受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力。
 - **其他：**预计 2024H2 其他生物药公司平稳增长，主要关注核心产品放量机会。
 - 1) 胰岛素：甘李药业胰岛素续约实现量价齐升。
 - 2) 重组凝血八因子放量：国内血友病患者就诊渗透率和预防治疗渗透率提升空间仍较大。
 - 3) 长效干扰素：乙肝治愈临床证据不断积累，派格宾持续快速放量
- 建议关注：血制品（天坛生物、派林生物、博雅生物、上海莱士和华兰生物）；甘李药业、神州细胞、特宝生物等。

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 创新药

3.3 生物制品板块

3.4 中药板块

3.5 医疗器械板块

3.6 医疗服务&流通药店板块

3.7原料药板块

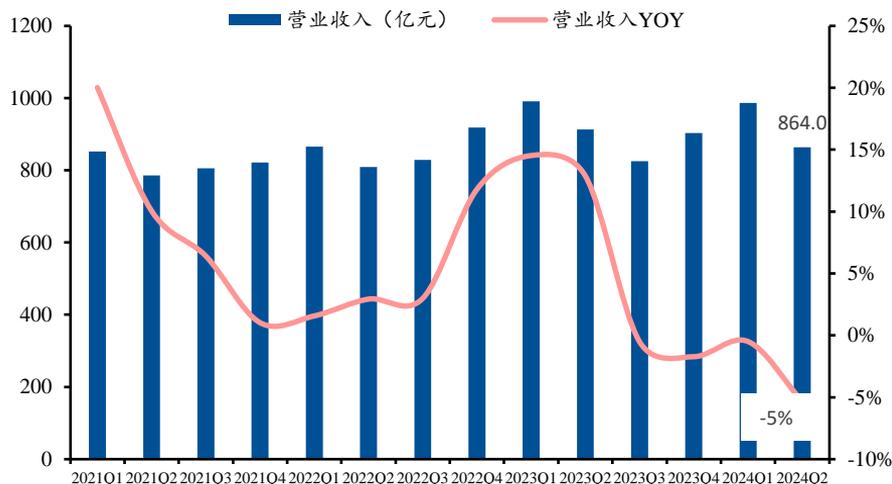
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

3.4 中药：外部因素叠加，中药板块Q2业绩承压

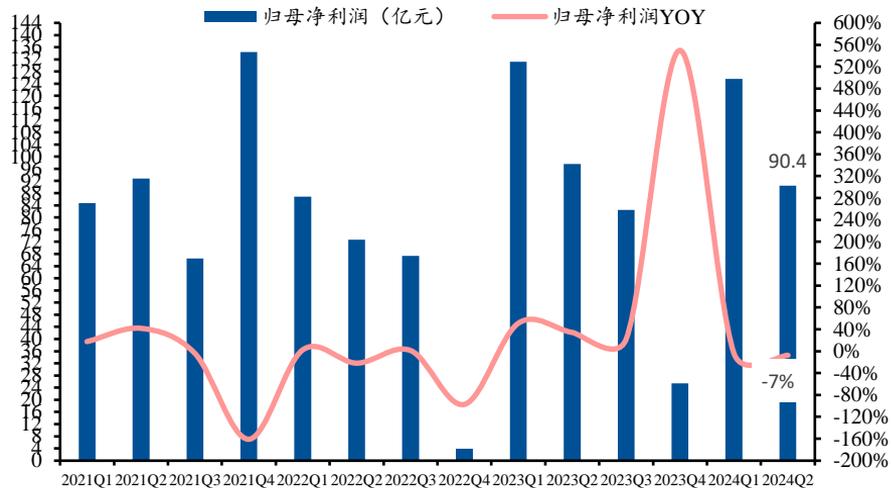
- 2024Q2，中药板块受去年Q2基数、同价政策与院内集采短期影响，71家中药公司实现营收864亿元，同比下滑5%；实现归母净利润90.4亿元，同比下滑7%。
- 2024H1，中药公司实现营收1850.3亿元，同比下滑2.8%；实现归母净利润216.1亿元，同比下滑5.6%。

图表：21Q1-24Q2中药板块收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2中药板块归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.4 中药板块重点公司：中药公司业绩分化明显

- **华福观点：**23年Q2受益于疫后呼吸消化类疾病高发，部分企业基数较高；叠加24Q2院内集采及零售同价政策短期影响，也有部分公司出现短期承压。24年Q3消化以上短期扰动因素后，部分公司的业绩有望在2024Q3迎来拐点，迎来正增长。
- **建议关注：**1.集采压力相对较小，短期有支撑的创新中药标的：悦康药业、方盛制药；2.国企改革持续深化：华润三九、江中药业、太极集团、昆药集团、云南白药、康恩贝；3.品牌力强，短期业绩稳健或有高股息、高性价比的标的：羚锐制药、马应龙。4.23Q3基数压力释放：济川药业、康缘药业、达仁堂等。

图表：中药板块上市公司经营数据比较

简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期(亿元)	PE(2024E)
		2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
东阿阿胶	321	17.9%	26.8%	28.0%	-27.5%	14.1	23
佐力药业	95	46.5%	41.2%	53.3%	-22.3%	5.4	18
盘龙药业	26	-10.6%	-8.9%	-12.8%	-47.5%	1.4	18
片仔癀	1,258	2.7%	12.0%	-3.1%	-51.5%	32.1	39
济川药业	272	-27.2%	-12.8%	-25.6%	-63.2%	29.8	9
寿仙谷	41	-20.4%	-5.1%	-14.1%	-73.7%	2.9	14
华润三九	577	0.3%	7.3%	42.5%	-44.9%	33.6	17
天士力	213	0.5%	-0.5%	-16.8%	-48.1%	11.9	18
方盛制药	50	12.8%	6.4%	55.3%	-37.5%	2.5	20
同仁堂	482	-2.6%	0.0%	-3.9%	-54.9%	19.5	25
马应龙	107	20.4%	17.5%	21.8%	-59.4%	5.5	19
太极集团	126	-21.9%	-13.6%	-25.0%	-56.2%	10.5	12
康缘药业	77	-25.0%	-11.5%	-12.6%	-57.4%	6.2	13
贵州三力	48	76.9%	45.9%	32.6%	-39.6%	3.5	14
健民集团	68	-9.5%	-7.0%	-8.5%	-44.6%	5.8	12
达仁堂	164	-2.8%	-3.0%	-15.9%	-62.6%	11.6	14
昆药集团	109	-8.5%	-5.7%	20.0%	-50.4%	5.7	19
康恩贝	108	-0.6%	-8.4%	-28.4%	-67.8%	7.2	15
葵花药业	127	-20.4%	-16.7%	-0.4%	-63.8%	12.0	11
桂林三金	78	22.5%	-10.5%	-4.5%	-47.1%	4.9	16
以岭药业	258	-27.1%	-32.2%	-43.9%	-85.9%	14.7	18

资料来源：iFinD，华福证券研究所，备注：2024年归母净利润来自iFinD一致预期。

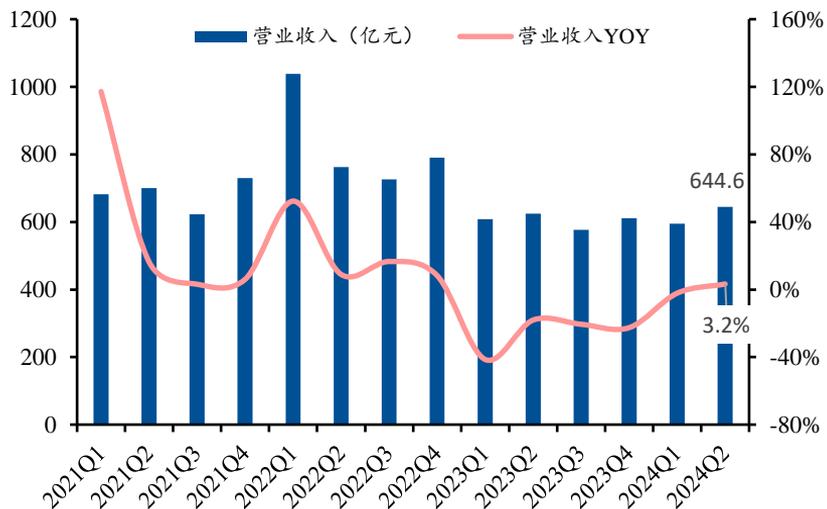
3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 创新药
- 3.3 生物制品板块
- 3.4 中药板块
- 3.5 医疗器械板块
- 3.6 医疗服务&流通药店板块
- 3.7 原料药板块
- 3.8 生命科学上游板块
- 3.9 CXO板块

3.5 医疗器械：器械板块略有复苏，预计Q3环比持续改善

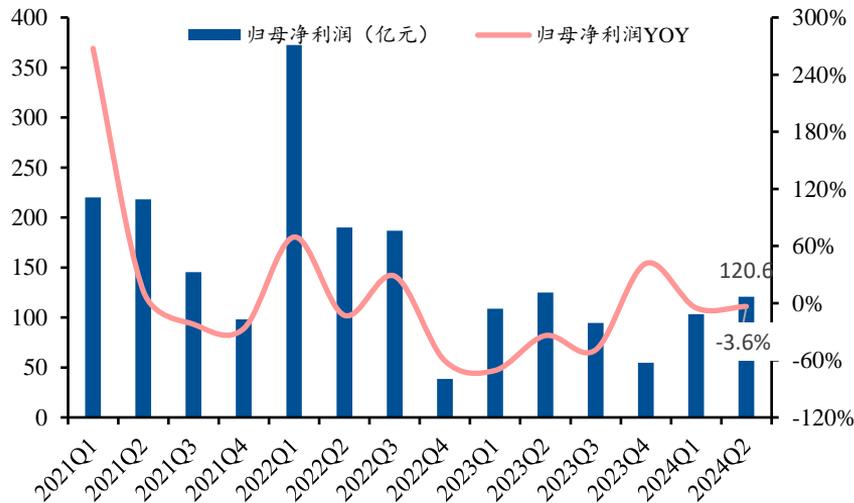
- 138家医疗器械公司2024H1实现营收1239.2亿元，同比增长0.5%，共实现归母净利润223.8亿元，同比下滑4.3%。
- 24Q2单季度看，实现营收644.6亿元，同比增长3.2%，实现归母净利润120.6亿元，同比下滑3.6%。

图表：21Q1-24Q2医疗器械板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2医疗器械板块归母净利润情况



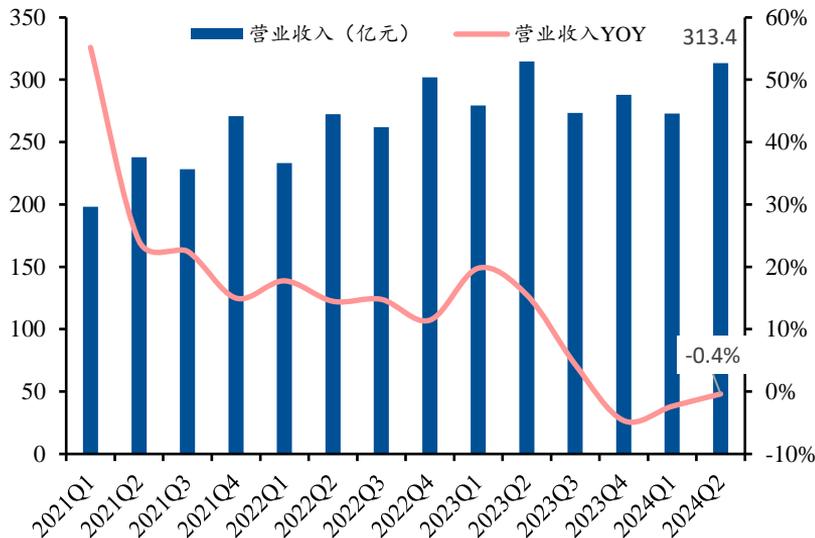
资料来源：iFinD，华福证券研究所

- **医疗器械：**器械板块24Q2营收同比回正、归母净利润降幅同比收窄；预计Q3环比持续改善，各板块均有望呈现增长。138家医疗器械公司2024H1实现营收1239.2亿元，同比增长0.5%，共实现归母净利润223.8亿元，同比下滑4.3%。24Q2单季度看，实现营收644.6亿元，同比增长3.2%，实现归母净利润120.6亿元，同比下滑3.6%。
- **①医疗设备：**受医疗行业整顿和医疗设备更新项目的影 响，H1公司经营承压，预期Q3起招标情绪有望改善。49家医疗设备公司2023年实现营收586.2亿元，同比下降1.3%，共实现归母净利润118.6亿元，同比下滑6%。24Q2单季度看，实现营收313.4亿元，同比下滑0.4%，实现归母净利润67.1亿元，同比下滑7%。
- **②IVD：**高基数影响消退，下半年受益诊疗环境改善、装机加速回归高增长。42家医疗耗材公司2024H1年实现营收244.2亿元，同比下滑6.3%，共实现归母净利润42.4亿元，同比下滑17.5%。24Q2单季度看，实现营收121.7亿元，同比基本持平，实现归母净利润21.3亿元，同比下滑12%。
- **③医疗耗材：**高耗集采落地增速提升，低耗海外去库存结束。48家医疗耗材公司2024H1年实现营收408.8亿元，同比增长8.2%，共实现归母净利润62.8亿元，同比增长11.8%。24Q2单季度看，实现营收209.6亿元，同比增长12%，实现归母净利润32.2亿元，同比增长13%。

3.5.1 医疗设备：H1受行业整顿和设备更新影响，看好Q3政策驱动下业绩改善

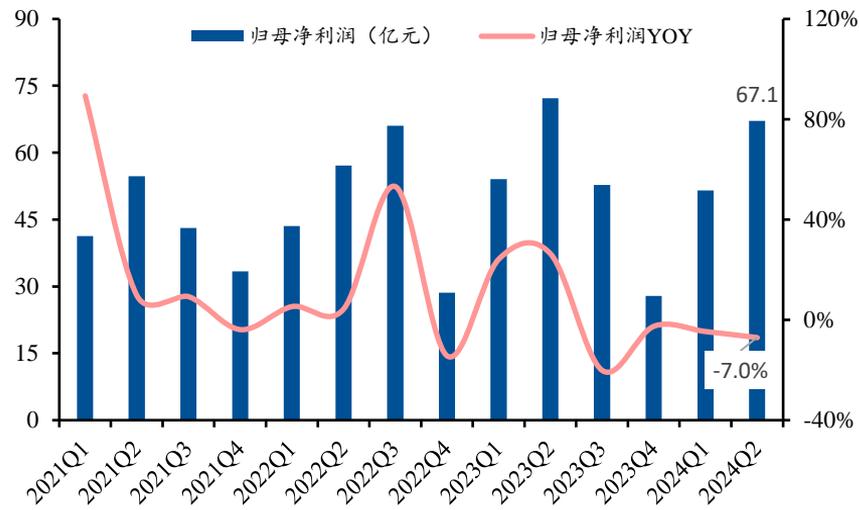
- 49家医疗设备公司2024H1实现营收586.2亿元，同比下降1.3%，共实现归母净利润118.6亿元，同比下滑6%。
- 24Q2单季度看，实现营收313.4亿元，同比下滑0.4%，实现归母净利润67.1亿元，同比下滑7%。

图表：21Q1-24Q2医疗设备公司收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2医疗设备公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

我们认为：

- 受医疗行业整顿和医疗设备更新项目的影 响，H1公司经营承压。国内招投标仍受政策影响，结构看H1内镜等影响程度好于其他常规设备。待设备更新资金到位后，招投标将逐步正常化，预计Q3起设备需求及装机进一步恢复。
- 板块政策扰动转为常规化，叠加以旧换新政策驱动，板块2024H2有望展现良好恢复势头。医疗器械板块23H2起受反腐影响，目前反腐已迈入常规化阶段；第一批的医疗设备更新项目已审批通过，叠加23Q3业绩低基数，需求端推动下预计24H2起陆续业绩释放。
- 重点公司中：建议关注（1）设备龙头公司：招投标趋势改善+以旧换新推动下龙头公司将显著收益，高端出海影响力持续提升，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等；（2）高成长内镜赛道：内镜强β板块+国产竞争力提升+新品上市，开立医疗、澳华内镜有望重回高增趋势；（3）老龄化背景下，关注家用医疗器械相关公司，鱼跃医疗、可孚医疗、呼吸产业链（怡和嘉业、美好医疗-海外去库存周期结束/需求迎来新一轮增长）等预计迎来显著刚需消费放量；（4）大单品放量逻辑：如三诺生物CGM、福瑞股份FibroScan等；（5）康复板块：蓝海赛道+估值处于底部，翔宇医疗、伟思医疗、诚益通、麦澜德。

3.5.1 医疗设备：H1受行业整顿和设备更新影响，看好Q3政策驱动下业绩改善

图表：重点医疗设备公司情况

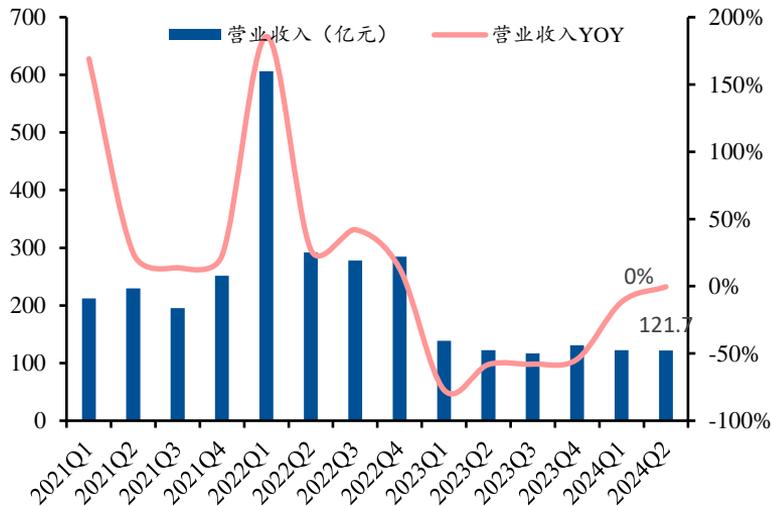
代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润 一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
300760	迈瑞医疗	3,041	10.3%	11.1%	13.7%	17.4%	139.5	22
688271	联影医疗	871	-2.5%	1.2%	-3.5%	1.3%	23.7	37
002223	鱼跃医疗	332	-8.8%	-13.5%	-41.0%	-25.0%	21.7	15
688114	华大智造	166	-17.7%	-16.2%	-287.8%	-204.2%	-3.3	/
300298	三诺生物	138	-17.0%	6.3%	8.2%	12.6%	4.4	31
300633	开立医疗	132	-6.5%	-2.9%	-47.7%	-37.5%	5.7	23
300049	福瑞股份	112	13.2%	22.5%	5.9%	72.0%	2.0	55
600587	新华医疗	103	0.9%	2.2%	4.2%	5.6%	8.2	13
688139	海尔生物	82	-8.1%	-3.7%	-31.4%	-15.8%	5.2	16
301087	可孚医疗	68	13.2%	2.6%	30.1%	-7.0%	3.7	18
301367	怡和嘉业	59	-28.5%	-48.8%	-51.8%	-62.1%	3.0	20
688212	澳华内镜	54	12.6%	22.3%	-86.5%	-85.1%	0.9	62
300206	理邦仪器	52	6.3%	-15.4%	29.9%	-39.6%	2.9	18
688626	翔宇医疗	39	-11.9%	0.9%	-74.8%	-47.4%	2.8	14
688677	海泰新光	35	-13.9%	-17.7%	-21.4%	-21.0%	1.9	18
300430	诚益通	31	-6.9%	-0.7%	1.7%	12.5%	2.2	14
688410	山外山	28	-42.7%	-29.7%	-80.7%	-65.9%	2.2	13
688358	祥生医疗	24	-18.5%	-16.5%	-39.8%	-27.3%	2.1	11
688580	伟思医疗	22	-16.4%	-12.8%	-31.2%	-29.7%	1.6	14
688273	麦澜德	21	30.2%	11.7%	37.3%	23.4%	1.3	16

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

3.5.2 IVD：高基数影响消退，下半年受益诊疗环境改善、装机加速回归高增长

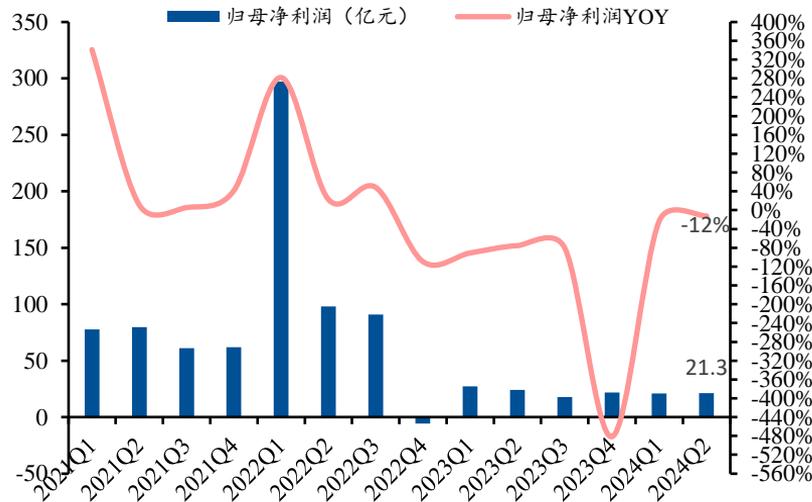
- 42家医疗耗材公司2024H1年实现营收244.2亿元，同比下滑6.3%，共实现归母净利润42.4亿元，同比下滑17.5%。
- 24Q2单季度看，实现营收121.7亿元，同比基本持平，实现归母净利润21.3亿元，同比下滑12%。

图表：21Q1-24Q2 医疗耗材板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 IVD板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.5.2 IVD：高基数影响消退，下半年受益诊疗环境改善、装机加速回归高增长

➤ **华福观点：**头部公司高基数影响消退，下半年受益诊疗环境改善+集采推动国产替代、装机加速回归高增长。24H1行业仍受同期疫情高基数及医疗行业整治影响，预计随集采落地执行+下半年糖代谢、肿瘤标志物集采开展，推动国产份额提升及装机加速，叠加出海端持续高速增长，下半年业绩有望逐季度持续改善。其中：1) 化学发光市场规模大、国产替代率仍较低，同时出海仍有广阔空间。且23年安徽集采中国产发光企业安图、迈瑞占比靠前，且降价幅度相对进口更为温和，长期有望加速国产渠道发展与份额提升+试剂上量带动的盈利能力优化。出海端性价比优势加持，已迈入存量装机带动试剂放量新阶段。国产厂商国内外装机提速、高端机型推动产品结构优化，**建议关注**新产业、亚辉龙等标的。2) 老牌IVD平台型厂商，产品丰富度高，国企入主赋能发展，销售改革+试剂上量加速有望迈入新阶段。**建议关注**迪瑞医疗、九强生物等标的。

图表：24H1及24Q2 IVD公司收入及利润情况

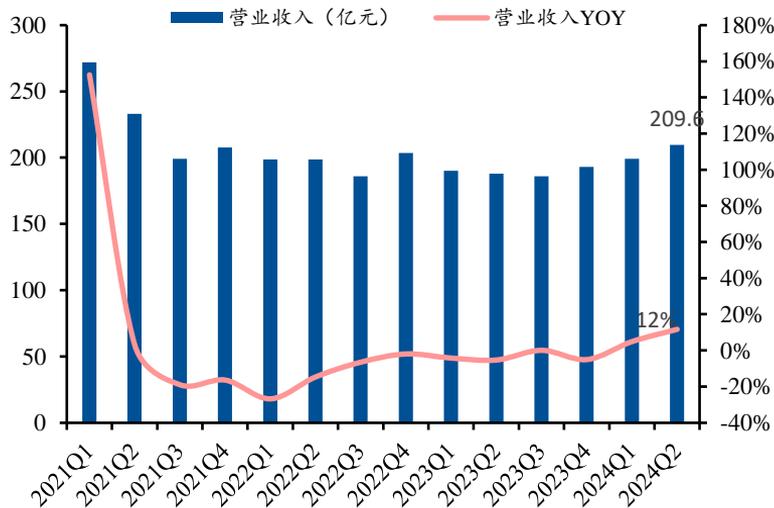
代码	简称	市值(亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期(亿元)	PE(2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
300760.SZ	迈瑞医疗	3,041	10.3%	11.1%	13.7%	17.4%	139.5	21.79
300832.SZ	新产业	525	20.2%	18.5%	20.8%	20.4%	20.7	25.36
603658.SH	安图生物	237	4.3%	4.7%	-2.8%	13.5%	14.4	16.43
688575.SH	亚辉龙	116	27.4%	-10.7%	77.5%	22.3%	4.7	24.42
300396.SZ	迪瑞医疗	40	-40.6%	26.4%	-48.3%	2.1%	4.2	9.39
300406.SZ	九强生物	76	-3.4%	0.7%	-0.6%	3.6%	/	/
688389.SH	普门科技	58	1.3%	5.6%	39.3%	27.8%	4.2	/
688289.SH	圣湘生物	108	40.2%	67.6%	139.0%	70.9%	3.3	/
300482.SZ	万孚生物	104	8.7%	5.8%	5.1%	6.4%	6.5	16.08

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

3.5.3 医疗耗材：高耗集采落地增速提升，低耗海外去库存结束

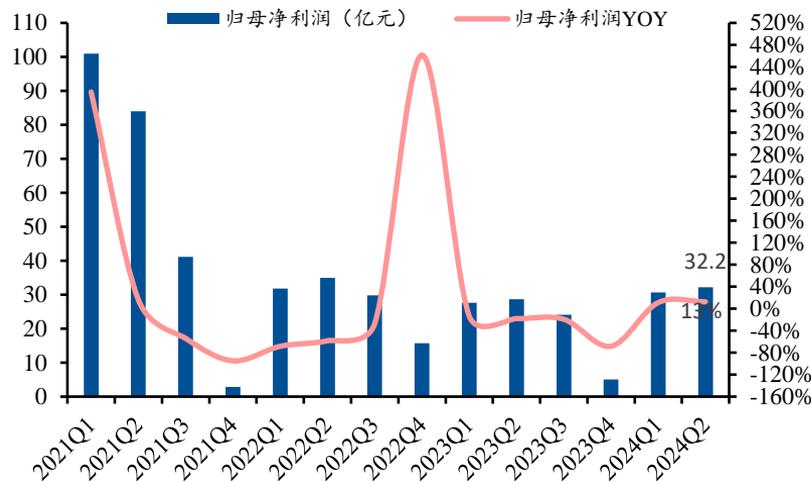
- 48家医疗耗材公司2024H1年实现营收408.8亿元，同比增长8.2%，共实现归母净利润62.8亿元，同比增长11.8%。
- 24Q2单季度看，实现营收209.6亿元，同比增长12%，实现归母净利润32.2亿元，同比增长13%。

图表：21Q1-24Q2 医疗耗材板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 医疗耗材板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.5.3 医疗耗材：高耗集采落地增速提升，低耗海外去库存结束

➤ 华福观点：

- **高耗：**上半年手术量相对高基数，下半年集采落地+高端新品放量增速提升。上半年骨科等部分细分领域手术量基数相对较高、电生理受集采报量周期影响环比略有承压，下半年手术量环比预期改善，同时随着行业有望迈入集采受益阶段，高端新品持续推出及加速进院放量。**建议关注迈普医学、微电生理等。**
- **低耗及上游代工产业链：**板块整体低估值，下半年海外端业绩恢复性高增。1) 国内：产品升级+渠道扩张，行业历经集采出清头部厂商强者恒强。2) 海外：大客户去库存周期结束，24Q2大多数厂商已环比恢复正增长，下半年业绩有望伴随新客户拓展+老订单恢复逐季度加速。当前低值耗材行业整体处于低估值，预计24年业绩恢复性增长，**建议关注美好医疗、维力医疗等。**

图表：24H1及24Q2 医疗耗材公司收入及利润情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
605369.SH	拱东医疗	44	21.5%	20.8%	56.6%	56.3%	2.6	17.25
301363.SZ	美好医疗	118	9.8%	-6.3%	-16.1%	-29.8%	3.9	30.04
688677.SH	海泰新光	35	-13.9%	-17.7%	-21.4%	-21.0%	1.9	18.15
688617.SH	惠泰医疗	336	24.5%	27.0%	30.8%	33.1%	7.0	48.01
688351.SH	微电生理	102	21.4%	39.6%	11.9%	689.3%	0.4	252.71
688236.SH	春立医疗	41	-46.2%	-29.7%	-66.1%	-37.3%	/	/
688161.SH	威高骨科	87	-3.1%	-6.8%	230.5%	-16.7%	2.6	/
688310.SH	迈得医疗	18	-27.0%	-16.3%	-102.4%	-75.2%	1.1	/
688050.SH	爱博医疗	150	72.9%	68.5%	24.0%	27.5%	4.0	37.12
300595.SZ	欧普康视	129	10.6%	13.2%	-4.4%	4.4%	7.5	17.26
301033.SZ	迈普医学	28	57.3%	42.4%	328.1%	172.4%	0.6	44.40

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

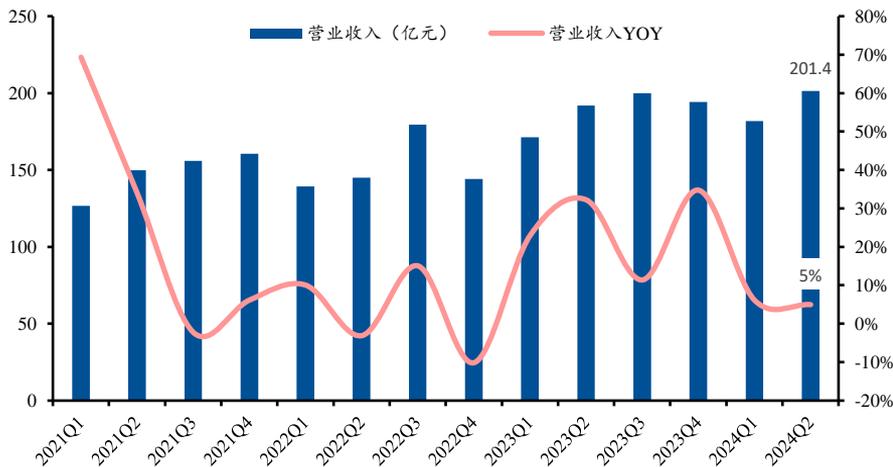
3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 创新药
- 3.3 生物制品板块
- 3.4 中药板块
- 3.5 医疗器械板块
- 3.6 医疗服务&流通药店板块
- 3.7 原料药板块
- 3.8 生命科学上游板块
- 3.9 CXO板块

3.6.1 医疗服务：24Q2受基数和宏观环境影响持续承压

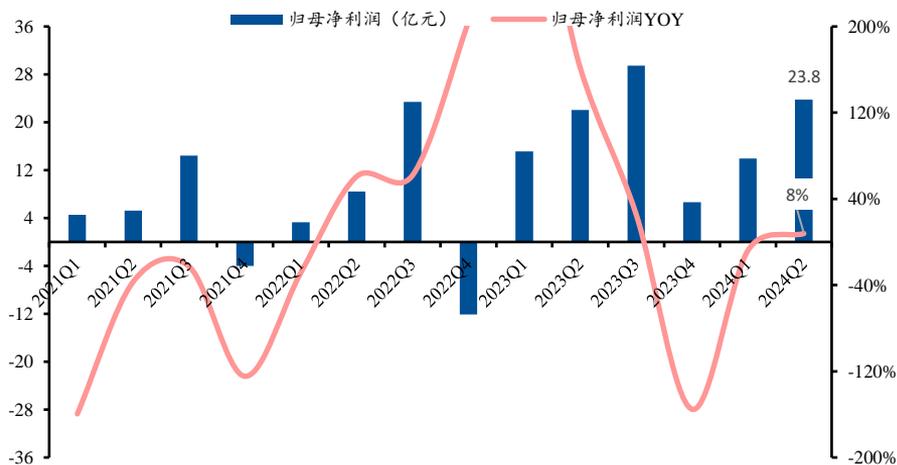
- 板块在高基数和宏观经济环境的影响下增速有所承压。
- 24H1板块内16家公司合计实现营业收入383.3亿元，同比增长5.5%，实现归母净利润37.7亿元，同比增长1.6%。
- 24Q2板块内16家公司合计实现营业收入201.4亿元，同比增长5.0%，实现归母净利润23.8亿元，同比增长8%。
- 23Q2由于积压需求集中释放，收入和利润端增速均处于高位，对24Q2形成一定影响，此外，宏观经济环境扰动下消费医疗类业务需求增长有所承压，严肃医疗受医保控费压制，进一步影响板块业绩增长。

图表：21Q1-24Q2医疗服务板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2医疗服务板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.6.1 医疗服务：高基数季度已过，静待行业需求回暖，关注板块内结构性差异

- **华福观点：**医疗服务重点公司高基数季度已过，短期内业绩或受到宏观环境影响有所承压，但板块中期受益医改持续推进，长期受益于医疗服务供需缺口持续扩大的逻辑未变，估值层面，大部分医疗服务重点公司估值已处于合理区间，静待行业需求回暖，同时关注板块内结构性差异。
- **建议关注：**（1）眼科医疗服务：潜在未满足治疗需求庞大，充分受益于人口老龄化，新产品和新术式持续迭代带来二次增长，如爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科等；（2）口腔医疗服务：种植牙持续放量拉动业绩增速回升，行业或迎来整合期，如通策医疗、瑞尔集团；（3）严肃类医疗服务：需求增长刚性，DRG控费下有望凭借经营效率优势获得更高市场份额，受益于医生自由化趋势，如海吉亚医疗、国际医学、新里程等；（4）其他重点医疗服务公司：如中医赛道的固生堂、体检赛道的美年健康、康复赛道的三星医疗等。

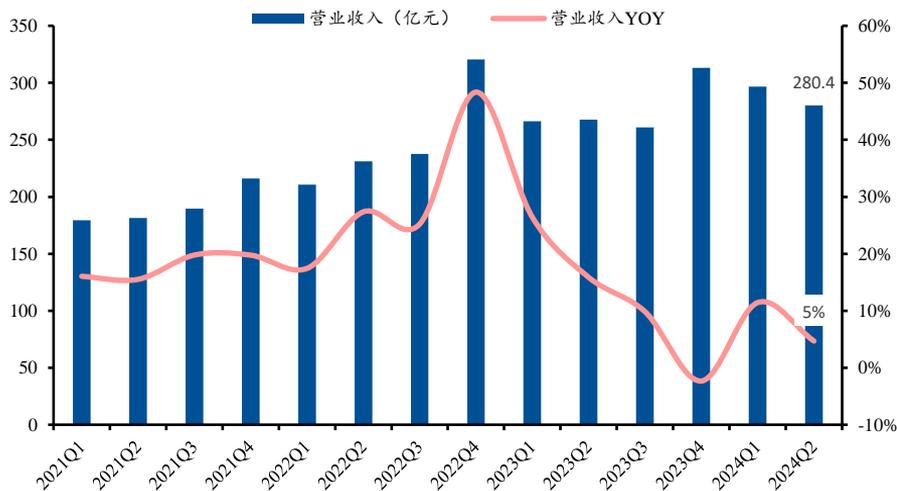
图表：医疗服务重点上市公司情况

简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期（亿元）	PE（2024E）
		2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
爱尔眼科	905	2.3%	2.9%	23.5%	19.7%	41.4	21.88
三星医疗	464	20.4%	26.1%	30.9%	32.2%	23.4	19.85
通策医疗	194	2.0%	3.5%	0.9%	1.8%	5.8	33.71
华夏眼科	144	0.9%	2.8%	-46.4%	-25.2%	8.2	17.56
美年健康	136	4.1%	-4.5%	-60.1%	-2227.0%	8.1	16.69
国际医学	97	8.4%	9.5%	53.4%	21.9%	0.9	110.96
三博脑科	67	11.9%	10.0%	75.8%	52.6%	/	/
信邦制药	62	-11.3%	-6.4%	-45.6%	-26.4%	3.8	16.31
新里程	61	15.6%	13.3%	0.9%	5.5%	1.3	47.46
盈康生命	49	12.3%	13.7%	-8.1%	-22.4%	1.3	37.51
普瑞眼科	48	2.2%	3.1%	-63.6%	-81.6%	1.7	27.92
何氏眼科	31	-4.5%	-5.8%	-122.8%	-69.3%	0.8	36.59

3.6.2 药店：24Q2受基数、统筹政策、医保飞检影响增速有所承压

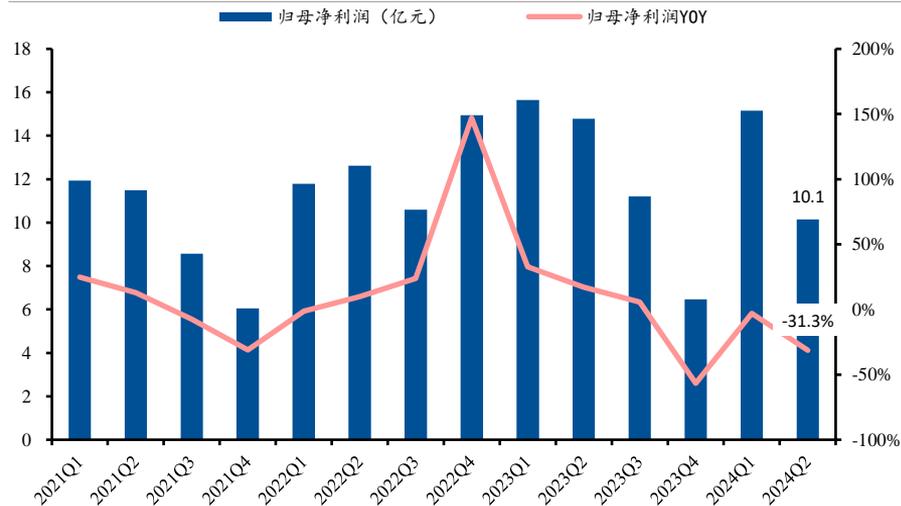
- 板块在高基数、统筹政策、医保飞检的影响下增速有所承压。
- 24H1板块内8家公司合计实现营业收入577.2亿元，同比增长8.1%，实现归母净利润25.3亿元，同比变化-16.8%。
- 24Q2板块内8家公司合计实现营业收入280.4亿元，同比增长4.7%，实现归母净利润10.1亿元，同比变化-31.3%。
- 23Q2由于二阳带来四类药销售基数较高，对24Q2形成一定影响，此外，今年以来门诊统筹政策有所收紧，叠加医保飞检对门店经营节奏形成一定扰动，进一步影响板块业绩增长。

图表：21Q1-24Q2药店板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2药店板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.6.2 药店：板块受政策扰动短期内业绩或承压，中长期投资逻辑未变，关注龙头

- **华福观点：**药店板块短期内受政策扰动业绩或有所承压，但中长期行业集中度提升的投资逻辑未变，门诊统筹、院外比价、医保飞检等政策对行业合规经营提出更高要求，中小玩家面临越来越大的生存压力，行业供给出清有望加速，同时龙头玩家有望凭借规模优势摊薄合规化带来的经营成本，持续提升市场份额。
- **建议关注：**（1）运营效率突出，管理能力优秀，经营韧性强劲的益丰药房，（2）全国布局，精细化运营措施持续落地，内部经营效率持续改善的老百姓，（3）深耕华南，开店保持较快节奏且存在统筹政策进一步放开预期的大参林，（4）云南区域性龙头，多业态稳步推进的一心堂。

图表：药店重点上市公司情况

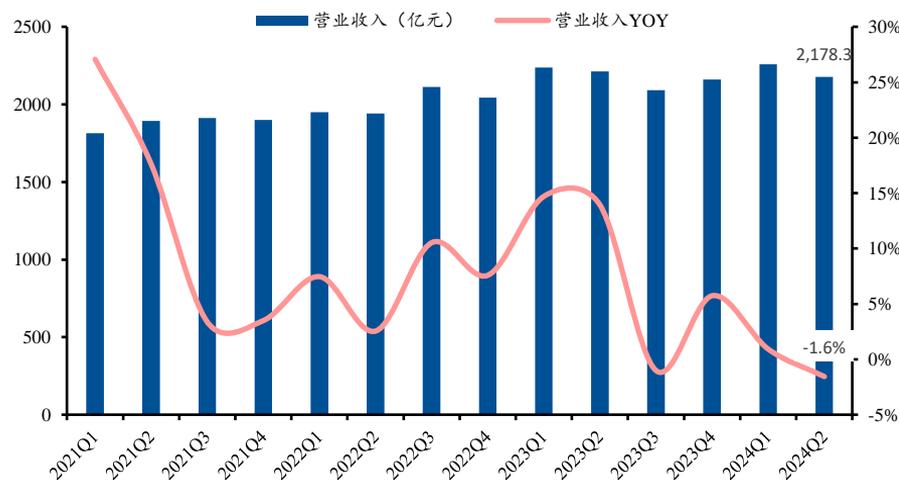
简称	市值（亿元）	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期（亿元）	PE（2024E）
		2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
益丰药房	245	6.5%	9.9%	6.0%	13.1%	17.7	13.85
大参林	154	9.1%	11.3%	-38.4%	-28.3%	14.2	10.82
老百姓	103	0.6%	1.2%	-18.2%	-2.1%	11.2	9.19
一心堂	72	-0.8%	7.3%	-84.9%	-44.1%	9.9	7.29
漱玉平民	38	8.7%	13.1%	-81.6%	-82.6%	2.2	17.35
健之佳	30	0.0%	3.4%	-87.0%	-60.2%	4.8	6.41

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

3.6.3 医药流通：24Q2受集采常态化、DRG扩面执行、行业合规趋严等影响板块业绩承压

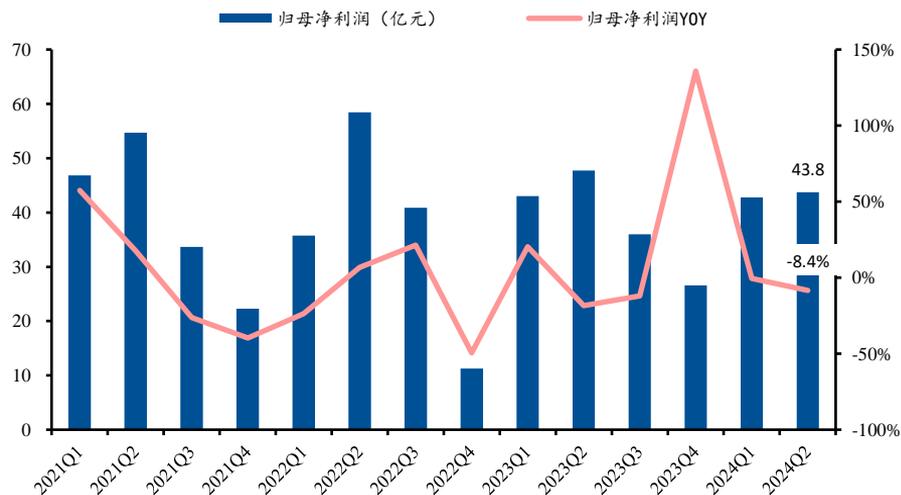
- 板块在集采常态化、DRG扩面执行、行业合规趋严、院内反腐影响用药等影响下增速有所承压。
- 24H1板块内23家公司合计实现营业收入4436.5亿元，同比变化-0.3%，实现归母净利润86.6亿元，同比变化-4.7%。
- 24Q2板块内23家公司合计实现营业收入2178.3亿元，同比变化-1.6%，实现归母净利润43.8亿元，同比变化-8.4%。

图表：21Q1-24Q2医药流通板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2医药流通板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

- **华福观点：**流通板块Q3有望受益于反腐导致的低基数，而从经营趋势来看，随着集采持续扩面和行业合规性要求持续提高，流通环节的渠道更加透明、规范、统一，短期内行业市场规模承压，但行业格局有望加速出清，龙头公司有望持续提升市场份额。此外，下游医疗机构回款压力持续加大，流通企业的垫资压力增加，这种情况下融资能力较强、资金成本较低的龙头企业有望实现显著的竞争优势。
- **建议关注：**（1）经营效率持续改善，创新业态逻辑持续兑现的上海医药；（2）经营质量优秀，业务壁垒较高的国药股份；（3）内生经营效率有望持续改善的国药一致；（4）业态持续拓展，经营效率持续提升的百洋医药、九州通等；（5）区域性流通龙头重药控股、柳药集团等。

图表：医药流通重点上市公司情况

简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
上海医药	609	4.4%	5.1%	28.2%	12.7%	52.6	11.56
九州通	235	-1.5%	-2.8%	-14.3%	-10.1%	25.2	9.31
国药股份	222	-2.2%	2.6%	-5.1%	1.6%	23.7	9.37
中国医药	152	-0.8%	-17.7%	-34.7%	-40.2%	/	/
国药一致	133	-5.1%	-1.6%	-24.2%	-10.5%	17.4	7.64
百洋医药	121	-0.8%	-1.1%	12.6%	21.9%	8.6	14.18
润达医疗	85	-12.0%	-8.5%	-26.9%	-47.8%	4.2	20.22
重药控股	83	-4.5%	-2.3%	-61.1%	-53.6%	8.0	10.49
柳药集团	63	-2.8%	2.9%	-9.9%	4.8%	9.9	6.42

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

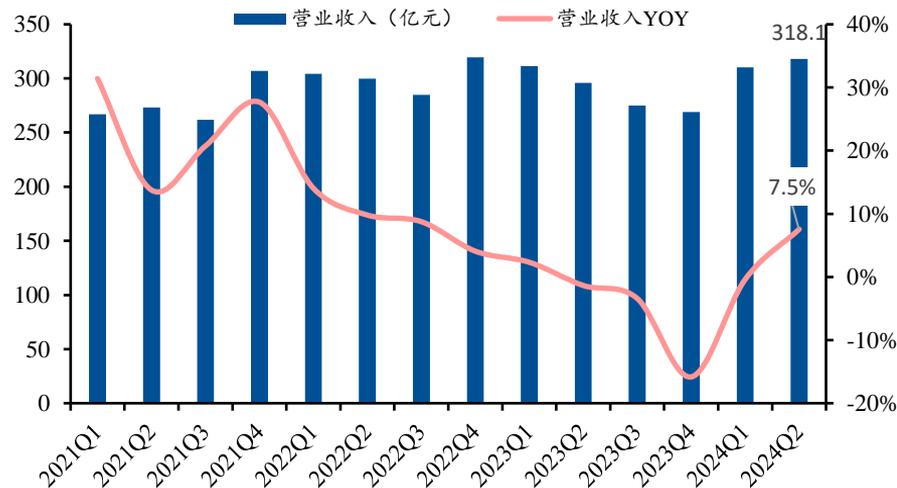
3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 创新药
- 3.3 生物制品板块
- 3.4 中药板块
- 3.5 医疗器械板块
- 3.6 医疗服务&流通药店板块
- 3.7 原料药板块**
- 3.8 生命科学上游板块
- 3.9 CXO板块

3.7 原料药：库存出清接近尾声，Q2业绩边际向好明显

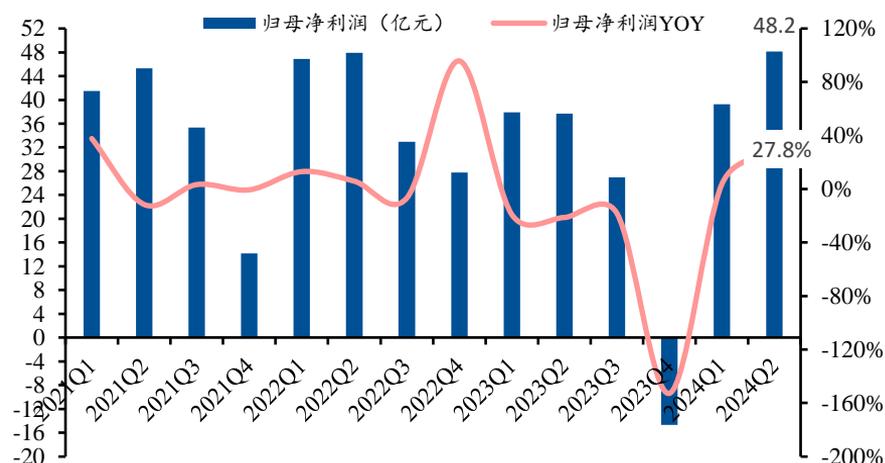
- 2024上半年，板块整体走出触底反弹趋势，经调整的44家原料药公司合计实现营业收入628.3亿元，同比增长3.5%，实现归母净利润87.4亿元，同比增长15.6%。单看Q2，44家公司合计实现营收318.1亿元，+7.5%，归母净利润48.2亿元，+27.8%，业绩边际向好趋势明显。
- 当前看部分原料药价格已触底回升，海外原料药去库存亦已接近尾声，供需关系显著改善，同时上游大宗化工原料价格仍处于相对低位，成本端优势有望带来更强的盈利能力，带动24H1业绩实现反转，其中利润端修复弹性明显大于收入端。

图表：21Q1-24Q2原料药板块收入情况



资料来源：iFind，华福证券研究所

图表：21Q1-23Q2原料药板块归母净利润情况



资料来源：iFind，华福证券研究所

3.7 原料药：库存出清接近尾声，Q2业绩边际向好明显

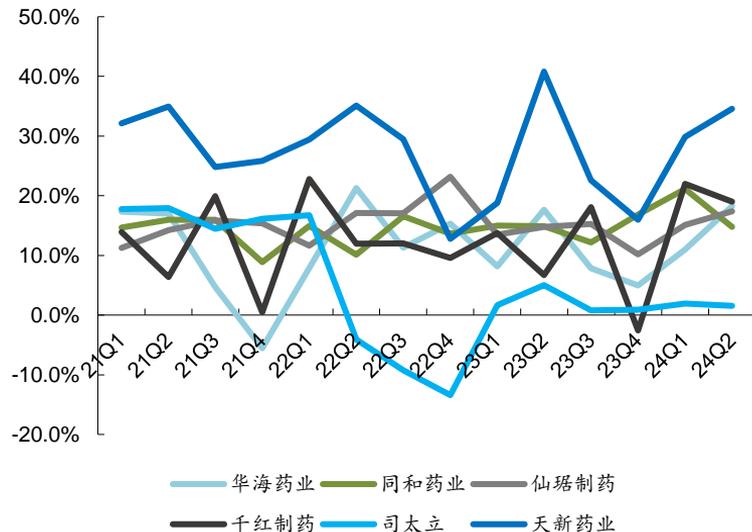
► 盈利能力持续修复，底部反转逻辑有望延续。在经历了2023年过剩产能出清以及下游去库存后，当前原料药企业盈利能力有望持续修复，以选取的重点公司为例，24H1各公司销售净利率均较23Q4出现显著回升。

图表：2023及24Q1/Q2重点公司收入、利润及估值情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速			归母净利润增速			2024归母净 利润 一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2023	24Q1	24Q2	2023	24Q1	24Q2		
600521.S H	华海药业	247	0.5	21.4	19.4	-26.0	67.3	18.0	9.2	27
300636.S Z	同和药业	33	0.3	-6.5	0.1	0.8	23.3	36.1	1.7	19
002332.S Z	仙琚制药	114	-5.9	8.4	0.9	-12.1	9.8	11.8	7.2	16
002550.S Z	千红制药	67	-21.2	-24.2	-19.0	-44.4	19.1	60.6	3.1	21
603520.S H	司太立	37	3.0	13.5	22.7	136.5	31.9	-23.3	2.0	19
603235.S H	天新药业	111	-18.3	-14.5	-4.8	-24.1	33.5	3.7	6.7	17

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

图表：21Q1-24Q2重点公司净利率水平（%）



资料来源：iFinD，华福证券研究所

华福观点：

- 原料药产量边际改善，出口量持续增长。2023 年中国药品原药产量342.7万吨，同比下降7.6%，其中23Q4-24Q1国内原料药产量同比降幅显著收窄，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。
- 出口价格回归疫情前水平，部分品种已触底回升，看好后续原料药价格表现。出口单价上看，2023年原料药出口单价为3.28美元/公斤，已回落至疫情前水平，后续下行空间有限。
- 随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，原料药量价均明确底部且有向上趋势。

- 建议关注：
 - ❑ 特色原料药：受益库存出清及专利悬崖下新产品上量，关注华海药业、仙琚制药、同和药业等；
 - ❑ 抗生素中间体竞争格局再优化，产品价格有望维持高位，关注：国药现代、川宁生物、联邦制药。

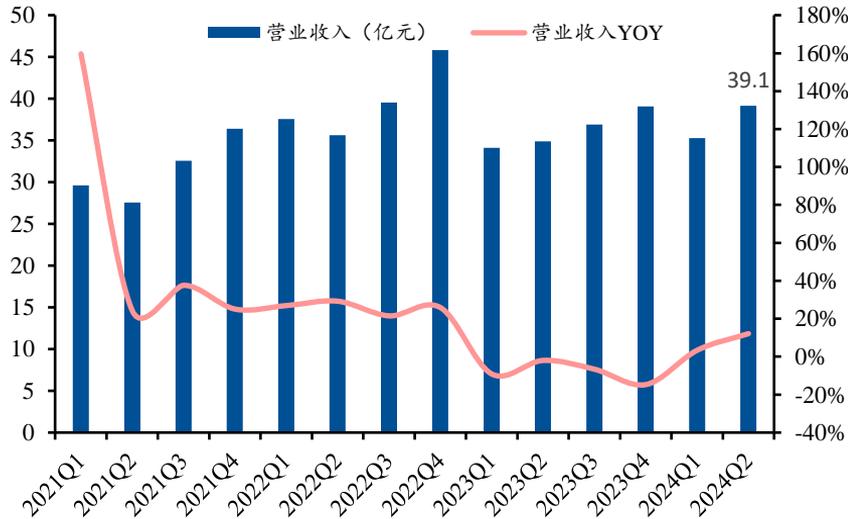
3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 3.1 化学制药板块
- 3.2 创新药
- 3.3 生物制品板块
- 3.4 中药板块
- 3.5 医疗器械板块
- 3.6 医疗服务&流通药店板块
- 3.7 原料药板块
- 3.8 生命科学上游板块
- 3.9 CXO板块

3.8 生命科学服务/上游：业绩承压，静待拐点

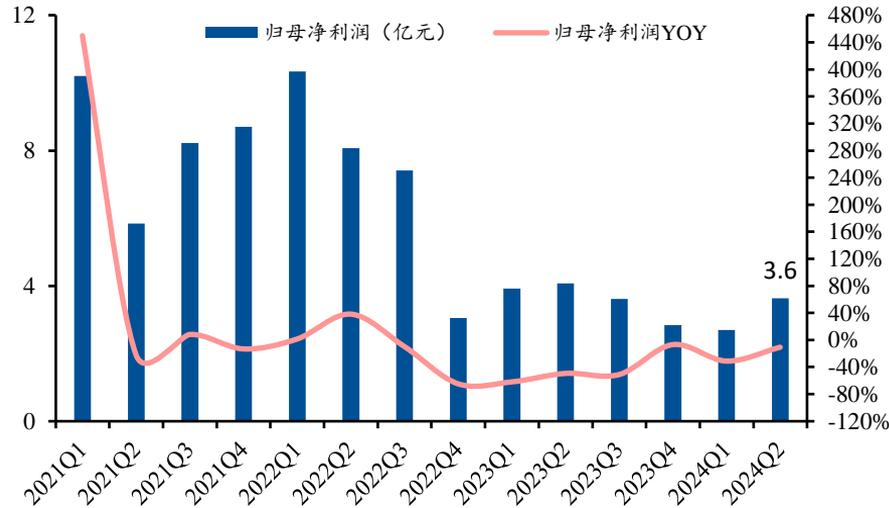
- ▶ 16家生命科学/上游公司2024H1年实现营收74.4亿元，同比增长7.8%，共实现归母净利润6.3亿元，同比下滑20.9%。
- ▶ 24Q2单季度看，实现营收39.1亿元，同比增长12.1%，实现归母净利润3.6亿元，同比下滑10.8%。

图表：21Q1-24Q2 生命科学/上游板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 生命科学/上游板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.8 生命科学服务/上游：业绩承压，静待拐点

▶ **华福观点：**国内需求端拆开来看，工业端需求受投融资因素直接影响，预计回暖时点仍在后延；科研端需求刚性，增长稳定。海外市场相比国内更为广阔。随着宏观环境因素触底，行业需求有望迎来拐点。

图表：24H1及24Q2 生命科学上游公司收入及利润情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
688690.SH	纳微科技	62	13.9%	15.1%	44.7%	41.6%	1.5	41.01
688356.SH	键凯科技	31	-18.8%	-25.0%	-36.3%	-59.1%	1.3	23.91
688315.SH	诺禾致源	43	7.9%	7.2%	-3.7%	3.9%	2.0	21.32
688293.SH	奥浦迈	31	19.8%	18.4%	-66.7%	-36.3%	0.8	36.29
688265.SH	南模生物	16	0.5%	-2.2%	-66.9%	-214.9%	/	/
688179.SH	阿拉丁	28	41.5%	28.6%	120.8%	52.9%	1.2	22.58
688137.SH	近岸蛋白	21	5.9%	-20.1%	-614.5%	-172.1%	/	/
688133.SH	泰坦科技	27	8.8%	5.1%	-89.0%	-89.9%	1.0	27.42
688131.SH	皓元医药	48	19.1%	19.8%	10.3%	-25.8%	1.5	33.08
688105.SH	诺唯赞	82	29.3%	13.7%	135.9%	119.9%	1.0	79.80
688073.SH	毕得医药	27	-0.2%	1.8%	-45.0%	-38.1%	1.3	20.38
688046.SH	药康生物	45	17.8%	15.0%	0.7%	-1.6%	2.0	22.31
301393.SZ	昊帆生物	40	57.6%	7.1%	60.3%	12.0%	1.2	34.04
301166.SZ	优宁维	23	-6.6%	-3.9%	-40.4%	-56.3%	0.5	43.19
301080.SZ	百普赛斯	40	16.6%	11.6%	-44.1%	-38.1%	1.7	23.80
301047.SZ	义翘神州	70	13.3%	4.5%	-47.7%	-47.7%	2.1	33.82

资料来源：iFinD，华福证券研究所（注：一致预期自iFinD，截至2024年8月31日）

3 各子板块分化严重，化药、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

3.1 化学制药板块

3.2 创新药

3.3 生物制品板块

3.4 中药板块

3.5 医疗器械板块

3.6 医疗服务&流通药店板块

3.7原料药板块

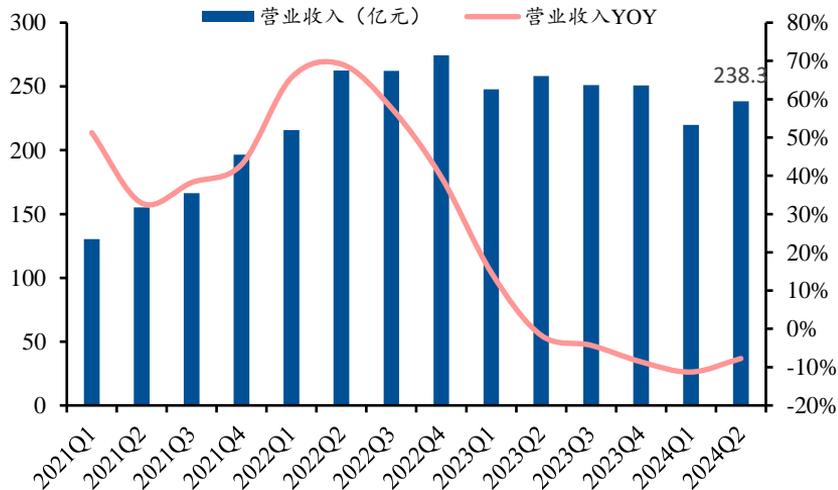
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

3.9 CXO：业绩承压，建议关注细分赛道——临床CRO

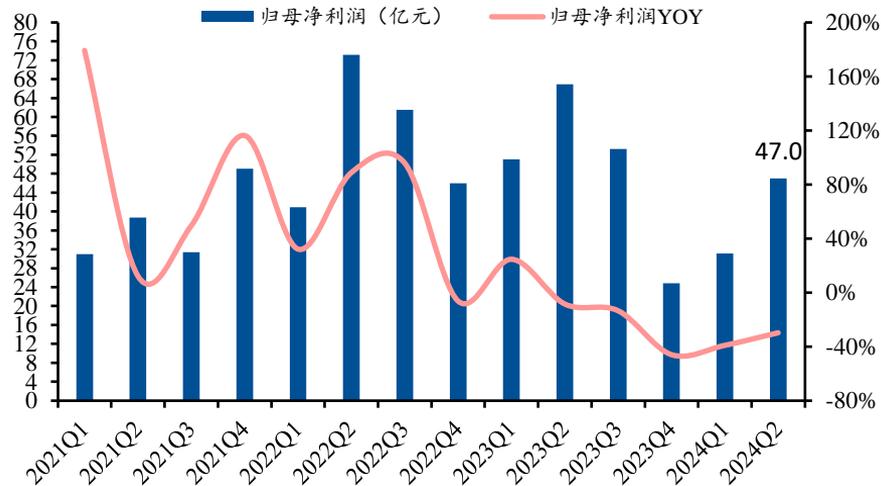
- 22家CXO公司2024H1年实现营收458.2亿元，同比下滑9.4%，共实现归母净利润78.1亿元，同比下滑33.8%。
- 24Q2单季度看，实现营收238.3亿元，同比下滑7.7%，实现归母净利润47.0亿元，同比下滑29.8%。

图表：21Q1-24Q2 CXO板块收入情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

图表：21Q1-24Q2 CXO板块归母净利润情况



资料来源：iFinD，华福证券研究所

3.9 CXO：业绩承压，建议关注细分赛道——临床CRO

- ▶ **华福观点：**在全球&国内医疗健康投融资进入资本寒冬的背景下，影响CXO板块订单情况，同时受到海外宏观环境的影响，从21Q4末至今，CXO迎来深度调整，目前处于历史底部，若未来投融资整体迎来回暖，有望改善CXO板块的订单情况。当前底部位置，整体板块静待拐点。
- ▶ **建议关注：**若投融资回暖，有望率先受益的临床CRO板块，如泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

图表：24H1及24Q2 CXO公司收入及利润情况

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q2	2024H1	2024Q2	2024H1		
603259	药明康德	1,110	-6.5%	-8.6%	-26.9%	-20.2%	96.2	11.54
300759	康龙化成	322	0.6%	-0.6%	101.6%	41.6%	17.5	18.41
603456	九洲药业	114	-14.3%	-15.1%	-30.1%	-23.6%	11.5	9.95
002821	凯莱英	227	-45.3%	-41.6%	-79.4%	-70.4%	12.4	18.34
603127	昭衍新药	97	-18.4%	-16.1%	205.5%	-287.3%	4.4	21.86
300363	博腾股份	65	-29.8%	-42.2%	-170.7%	-141.4%	/	/
688202	美迪西	34	-37.8%	-40.2%	-150.6%	-142.3%	-0.1	/
688238	和元生物	27	1.0%	35.0%	-445.2%	-153.0%	-1.3	/
688621	阳光诺和	38	35.9%	22.1%	8.2%	25.9%	2.6	14.30
688222	成都先导	37	1.5%	25.1%	-124.6%	75.2%	0.5	69.43
301333	诺思格	38	0.3%	4.7%	-38.0%	-31.9%	1.6	24.07
300347	泰格医药	410	-10.9%	-9.5%	-68.6%	-64.5%	20.6	19.94
301230	泓博医药	29	16.1%	11.8%	-30.1%	-51.4%	0.6	47.07
300725	药石科技	54	-20.2%	-11.8%	-12.3%	-13.3%	2.2	24.32
301257	普蕊斯	20	9.7%	13.2%	-12.1%	-11.3%	1.5	12.99
300404	博济医药	28	34.8%	46.9%	131.6%	71.0%	0.7	39.58
301096	百诚医药	40	17.7%	23.9%	0.0%	12.3%	3.3	12.01
688076	诺泰生物	124	146.8%	107.5%	671.8%	442.8%	3.7	33.61
600721	百花医药	23	15.2%	17.4%	-68.4%	74.3%	/	/
000739	普洛药业	174	12.6%	8.0%	5.4%	4.0%	11.9	14.60
301509	金凯生科	32	-36.9%	-39.4%	-78.4%	-71.3%	1.8	18.19
301520	万邦医药	25	4.4%	13.5%	-12.1%	2.3%	1.3	19.45

4 风险提示

- **负向政策超预期：**医药板块受政策影响较大，集采未中标或降价幅度过大、医保谈判失败或降价幅度过大等相关政策风险，会对公司业绩产生较大影响。
- **竞争加剧超预期风险：**随着在研和即将上市的产品增多，存在行业竞争加剧风险。
- **业绩不及预期风险：**随着行业竞争加加剧，公司存在业绩不及预期风险。
- **价格波动风险：**随着医改配套政策相继落地，产品价格面临持续下降的风险；若终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。
- **新品研发与推广不及预期风险：**若产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

