

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11月3日



## 医药板块24年三季报总结：

# 三季报分化，Pharma和创新药表现优异

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：S0210522080001

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，Q3公募医药持仓环比下降，处于低位。** 1) 医药指数中信医药指数下跌9.78%，跑输沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名29，行业显著滞涨。随着Q3业绩压力出清，以及医保谈判落地，医药行业有望迎来反转。2) 公募基金医药重仓：24Q3全部公募基金的医药重仓占比为9.9%，环比下降0.2pct，超配比例为2.98%，环比下降0.35pct；24Q3全部公募主动基金的医药重仓占比为10.7%，环比提升0.1pct，超配比例为3.77%，环比下降0.07pct；24Q3全部非药基金的医药重仓占比为4.6%，环比下降0.1pct，低配比例为2.32%，环比扩大0.32pct；24Q3全部非药主动基金的医药重仓占比为5.2%，环比持平，低配比例为1.72%，环比扩大0.22pct。
- **医药行业宏观情况：** 1) 医药制造业24Q3月度环比改善明显。24M1-9医药制造业收入同比增长0.1%，利润总额同比下降0.6%，增速基本企稳。M7/8/9分别实现收入1791/1893/2410亿元，同比变化-1.0%/+2.7%/+6.2%，实现利润181/217/340亿元，同比变化-15%/+3.4%/-0.9%，月度间收入和利润环比改善明显。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%。24Q3全球投融资总额同比下降0.3%，24M9单月融资额增长明显。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：营收凸显韧性，利润端维持高增长。** 2024Q1-3实现营收2649亿元（同比+1.2%），归母净利润272.5亿元（同比+9.3%）。24Q3单季度实现营收852.7亿元（同比+3%），实现归母净利润80.6亿元（同比+9%）。
  - 2) **生物制品：血制品增长表现较好，疫苗板块扰动因素拖累业绩。** 2024Q1-3实现营收930.7亿元（同比-18%），归母净利润162.8亿元（同比-30%）。24Q3单季度实现营收302.1亿元（同比-30%），实现归母净利润53.9亿元（同比-35%）。
  - 3) **中药：外部因素叠加，中药板块24Q3业绩承压。** 2024Q1-3实现营收2720.4亿元（同比-3%），归母净利润298.4亿元（同比-10.4%）。24Q3单季度实现营收822.2亿元（同比-3%），归母净利润74.7亿元，（同比-13%）。
  - 4) **医疗器械：器械板块利润端略有承压，预计Q4环比持续改善。** 2024Q1-3实现营收1686.7亿元（同比+2%），归母净利润296.5亿元（同比-5.3%）。24Q3单季度实现营收542亿元（同比+3.4%），归母净利润79.6亿元（同比-11.5%）。

**5) 医疗服务：24Q3受宏观环境和行业需求影响持续承压。**2024Q1-3实现营收594.6亿元（同比+4.6%），归母净利润63.3亿元（同比+0.6%）。24Q3单季度实现营收207.4亿元（同比+2.8%），归母净利润26.9亿元（同比-7%）。

**6) 药店：24Q3受比价、统筹政策、医保飞检影响增速有所承压。**2024Q1-3实现营收852.2亿元（同比+7.2%），归母净利润32.3亿元（同比-22.3%）。24Q3单季度实现营业收入275.1亿元（同比+5.4%），归母净利润7亿元（同比-37.1%）。

**7) 医药流通：24Q3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。**2024Q1-3实现营收7005.1亿元（同比+0.9%），归母净利润127.1亿元（同比-2.7%）。24Q3单季度实现营收2320.9亿元（同比+4.7%），归母净利润36.6亿元（同比-1.3%）。

**8) 原料药：库存出清接近尾声，Q3业绩边际向好明显。**2024Q1-3实现营收1143.3亿元（同比+7.9%），归母净利润146.7亿元（同比+32.8%）。24Q3单季度实现营收373.1亿元（同比+12.9%），归母净利润50.2亿元（同比+83.8%）。

**9) 生命科学服务/上游：业绩承压，静待拐点。**2024Q1-3实现营收257.1亿元（同比-3%），归母净利润19.2亿元（同比-35%）。24Q3单季度实现营收85.6亿元（同比-4.6%），归母净利润5.4亿元（同比-35.9%）。

**10) CXO：外部因素叠加，板块24Q3业绩承压。**2024Q1-3实现营收619.1亿元（同比-9.2%），归母净利润104.5亿元（同比-36.1%）。24Q3单季度实现营收222.7亿元（同比-1%），归母净利润34.6亿元（同比-32%）。

**11) 创新药：上市创新药品种稳定高增，利润同比快速收窄。**2024Q1-3实现营收133.4亿元，同比+26.6%，归母净利润-47.9亿元，亏损同比收窄18.3%。24Q3单季度实现营收48.4亿元，同比+34%，实现归母净利润-16.9亿元，亏损同比收窄13%。

➤ **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，化药制剂表现相对较好

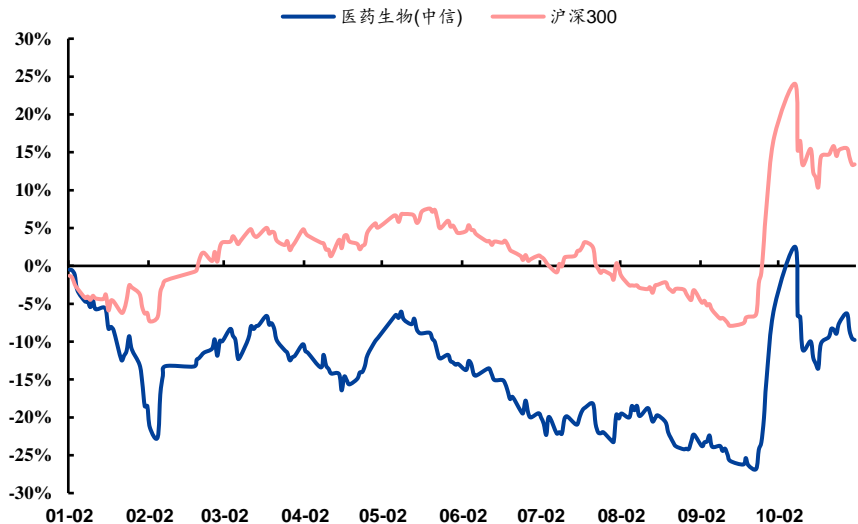
1.1 估值处于历史底部位置

1.2 公募医药持仓占比下降，处于绝对低位

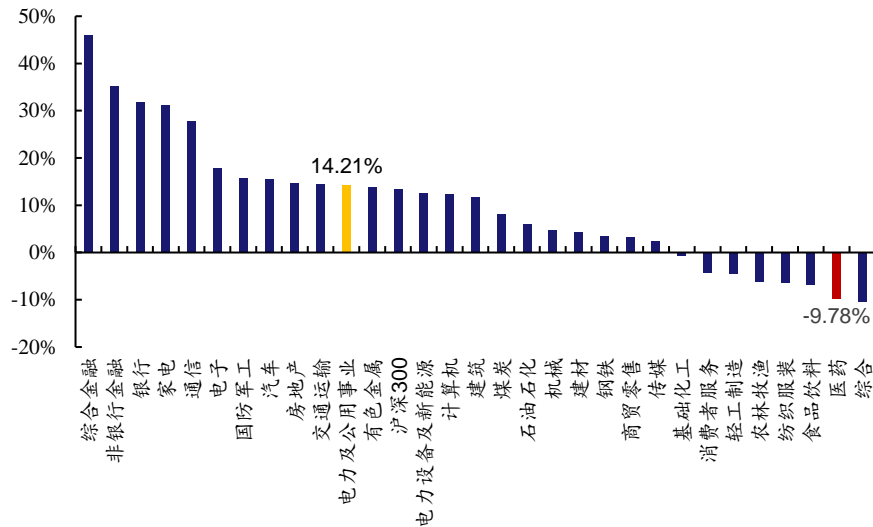
# 1.1 行情回顾：2024Q1-3医药板块震荡回调，显著滞涨

➤ **2024年初至今医药板块仍为负收益，显著滞涨于大盘。** 2024年宏观经济下行压力加深，支付端控费压力显著增大，医疗反腐力度未见放缓，行业治理政策频出，叠加开年中美政治风险因素影响，医药生物行业明显承压。截至2024/10/31，中信医药指数下跌9.78%，跑输沪深300指数23.19pct，在30个中信一级行业中排名29，行业显著滞涨。随着Q3业绩压力出清和行业治理政策影响扰动趋缓，医药行业2025年有望迎来反转。

图表：2024年至今医药板块震荡回调，整体承压



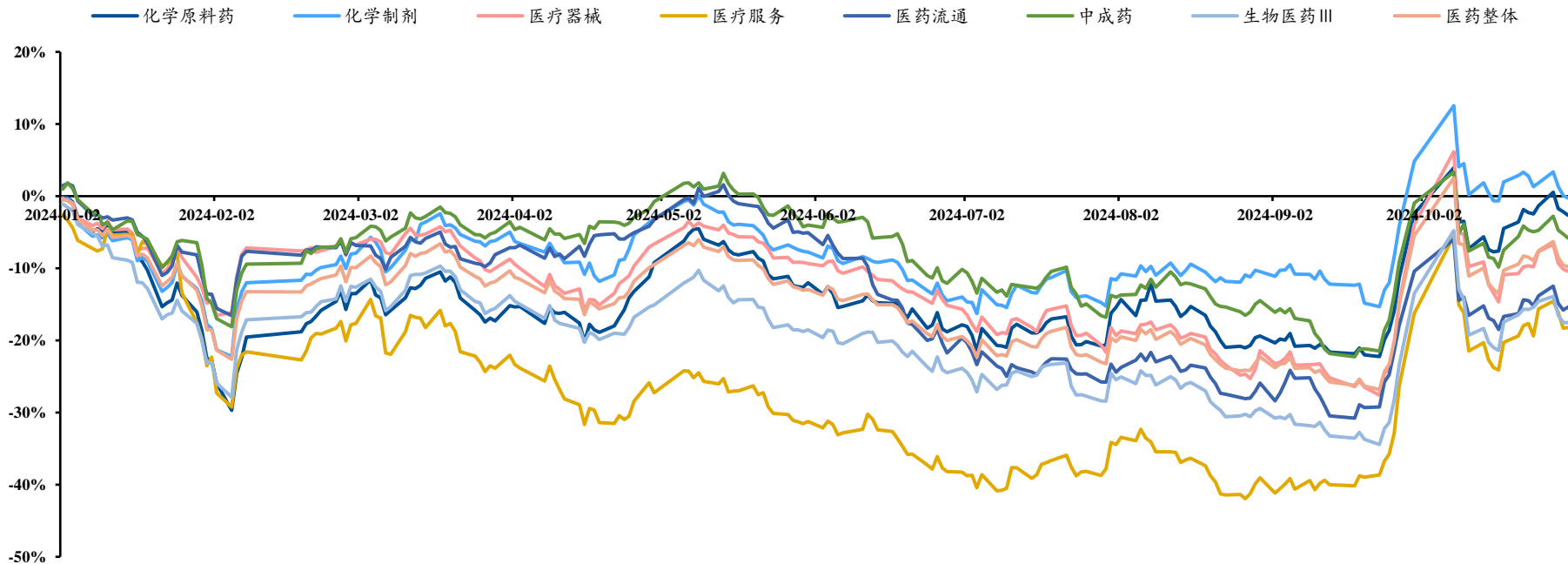
图表：2024年以来医药板块涨幅在中信一级行业中排名靠后



## 1.1 子板块回顾：化学制剂表现相对较好，其余子行业承压有所回调

- **化学制剂和原料药表现相对较好。**截至2024/10/31，化学制剂和原料药涨跌幅分别为-0.2%和-2.7%，为医药板块中跌幅相对最小的子板块。化学制剂受益于Pharma企业业绩相对稳健，创新药企业持续兑现业绩，叠加创新与利好政策催化，表现相对较好；原料药企业受益于涨价，利润实现快速增长，表现仅次于化学制剂。
- **其余子行业承压，均有所回调：**截至2024/10/31，中成药-5.8%、医疗器械-10.4%、医药流通-15.4%、生物医药-17.5%、医疗服务-18.2%。

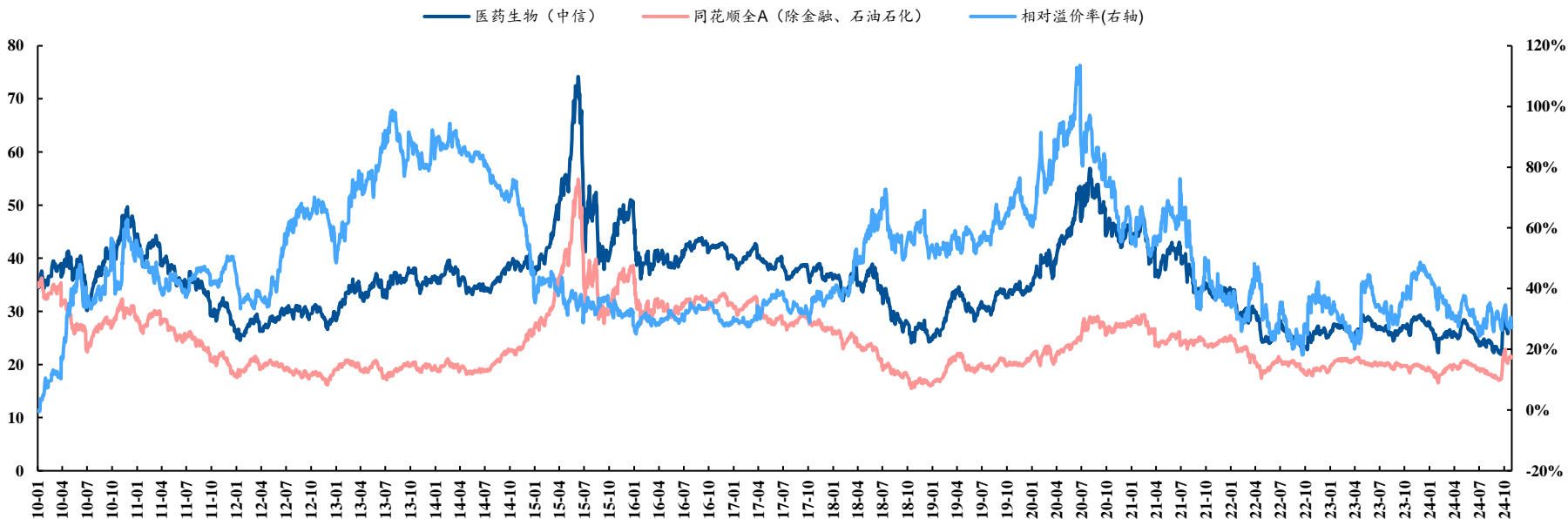
图表：2024年至今医药子板块涨跌幅情况



## 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

- **医药板块估值维持低位，溢价率持续收窄。**截至2024/10/31，中信医药PE (TTM，剔除负值) 为27.11X，达到19.75%分位（自2010/1/4始，下同），而同花顺全A（除金融、石油石化）PE (TTM，剔除负值) 为21.31X；医药板块估值溢价率为27.2%，达到历史5.75%分位，低于历史平均溢价率49.02%，处于2010年以来的偏下位置。

图表：2010/1/4至2024/10/31医药生物板块估值及溢价率变化情况

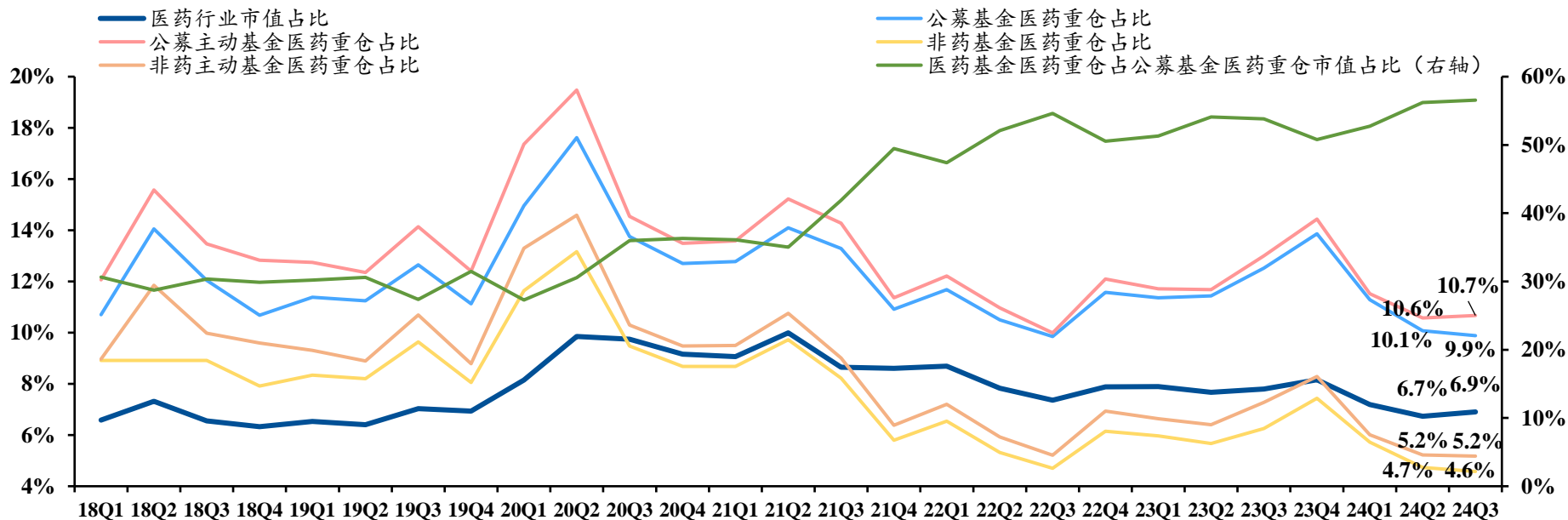


## 1.2 基金持仓：24年Q3公募医药持仓占比继续下降，处于绝对低位

### ➤ Q3医药行业基金重仓占比持续下降：

- 24Q3全部**公募基金**的医药重仓占比为9.9%，环比下降0.2pct，超配比例为2.98%，环比下降0.35pct；
- 24Q3全部**公募主动基金**的医药重仓占比为10.7%，环比提升0.1pct，超配比例为3.77%，环比下降0.07pct；
- 24Q3全部**非药基金**的医药重仓占比为4.6%，环比下降0.1pct，低配比例为2.32%，环比扩大0.32pct；
- 24Q3全部**非药主动基金**的医药重仓占比为5.2%，环比持平，低配比例为1.72%，环比扩大0.22pct。

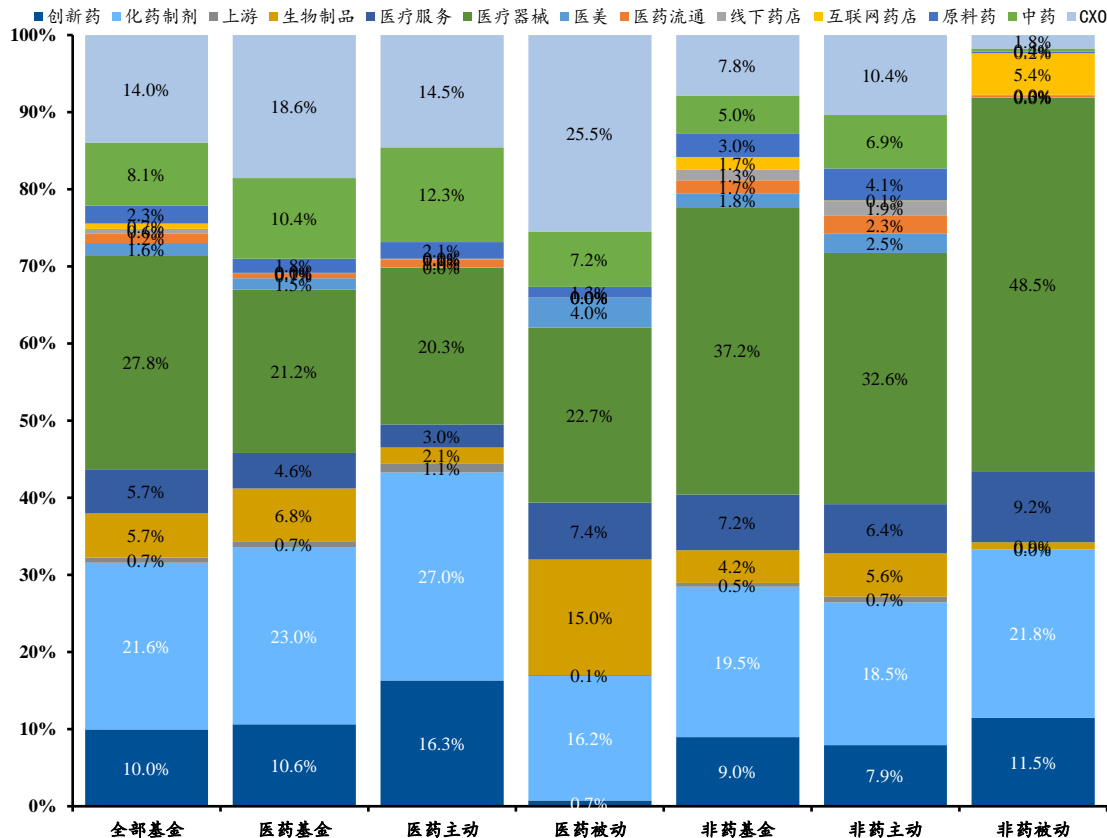
图：18Q1-24Q3医药行业基金重仓占比环比情况



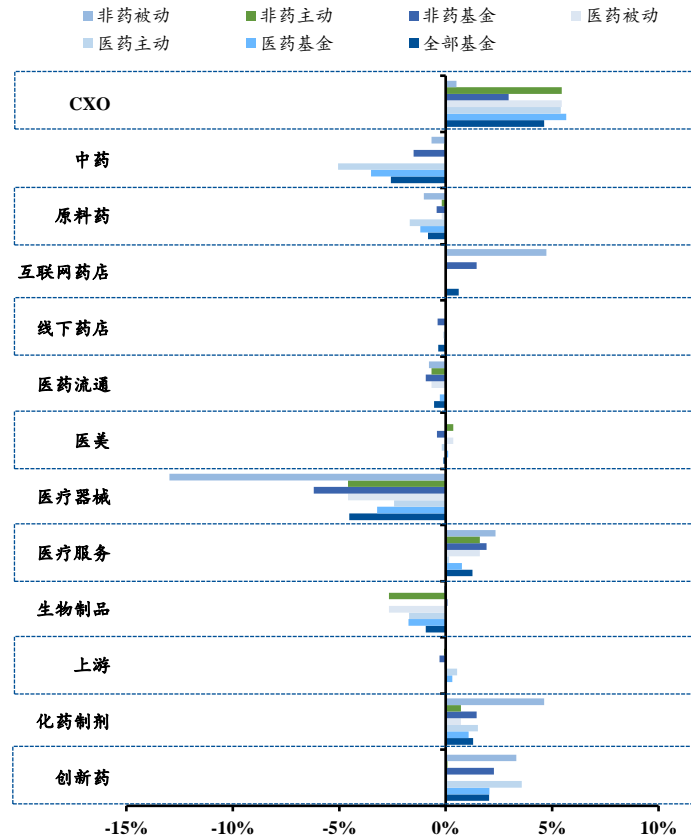


# 1.2 基金持仓：24Q3不同基金类型医药持仓结构比较及变化

图：24Q3不同基金类型持仓结构比较（按华福医药行业分类）



图：24Q3不同基金类型持仓结构变化（按华福医药行业分类）



## 1.2 基金持仓：重仓个股变化分析——全部基金

### ➤ 24Q3全部基金重仓个股变化分析：

- 持股市值前五：恒瑞医药（374亿）、迈瑞医疗（366亿）、药明康德（193亿）、爱尔眼科（125亿）、泰格医药（109亿）；
- 增持市值前五：恒瑞医药（+113亿）、药明康德（+71亿）、爱尔眼科（+48亿）、康龙化成（+44亿）、泰格医药（+36亿）；
- 减持市值前五：迈瑞医疗（-49亿）、诺泰生物（-17亿）、兴齐眼药（-17亿）、乐普医疗（-13亿）、派林生物（-11亿）。

图：24Q3全部基金重仓个股持有市值TOP20

项目	名称	期间涨跌幅	流通市值占比	持仓市值（亿）			持股总量（万股）		
				24Q2	24Q3	变动	24Q2	24Q3	变动
公募持有市值前20大医药个股	恒瑞医药	37%	11%	260	374	113	67,666	71,444	6%
	迈瑞医疗	2%	10%	415	366	-49	14,256	12,476	-12%
	药明康德	34%	13%	122	193	71	31,003	36,856	19%
	爱尔眼科	54%	10%	76	125	48	74,078	78,369	6%
	泰格医药	44%	23%	73	109	36	15,028	15,757	5%
	联影医疗	17%	14%	84	105	21	7,672	8,205	7%
	科伦药业	6%	20%	76	83	7	25,197	26,019	3%
	惠泰医疗	31%	17%	65	68	3	1,434	1,670	16%
	康龙化成	63%	12%	19	63	44	10,302	20,821	102%
	百济神州	56%	2%	27	59	32	2,344	3,275	40%
	东阿阿胶	1%	14%	62	56	-6	9,838	9,002	-9%
	华润三九	12%	8%	46	49	2	10,881	10,200	-6%
	鱼跃医疗	2%	13%	55	47	-8	14,563	12,221	-16%
	新产业	22%	8%	33	44	12	4,828	5,401	12%
	百利天恒	8%	23%	27	41	14	1,490	2,083	40%
	信达生物	28%	6%	30	41	11	8,926	9,591	7%
	智飞生物	23%	8%	31	38	6	11,109	11,255	1%
	泽璟制药	27%	20%	19	36	17	3,559	5,256	48%
	爱博医疗	36%	18%	17	34	18	2,253	3,446	53%
	人福医药	23%	10%	24	32	8	14,054	15,159	8%

图：24Q3全部基金重仓个股增持TOP10和减持TOP10

项目	名称	期间涨跌幅	流通市值占比	持仓市值（亿）			持股总量（万股）		
				24Q2	24Q3	变动	24Q2	24Q3	变动
公募增持市值前十大医药个股	恒瑞医药	37%	11%	260	374	113	67,666	71,444	6%
	药明康德	34%	13%	122	193	71	31,003	36,856	19%
	爱尔眼科	54%	10%	76	125	48	74,078	78,369	6%
	康龙化成	63%	12%	19	63	44	10,302	20,821	102%
	泰格医药	44%	23%	73	109	36	15,028	15,757	5%
	百济神州-U	56%	2%	27	59	32	2,344	3,275	40%
	联影医疗	17%	14%	84	105	21	7,672	8,205	7%
	爱博医疗	36%	18%	17	34	18	2,253	3,446	53%
	泽璟制药-U	27%	20%	19	36	17	3,559	5,256	48%
	凯莱英	27%	8%	7	23	16	1,047	2,753	163%
公募减持市值前十大医药个股	迈瑞医疗	2%	10%	415	366	-49	14,256	12,476	-12%
	诺泰生物	-12%	11%	33	16	-17	4,218	2,321	-45%
	兴齐眼药	-35%	4%	23	6	-17	1,395	582	-58%
	乐普医疗	-10%	1%	14	2	-13	9,640	1,163	-88%
	派林生物	-7%	6%	20	9	-11	7,559	3,818	-49%
	片仔癀	25%	1%	32	23	-10	1,559	877	-44%
	上海医药	13%	1%	15	6	-9	7,687	2,868	-63%
	海吉亚医疗	-16%	3%	12	4	-8	4,513	1,672	-63%
	鱼跃医疗	2%	13%	55	47	-8	14,563	12,221	-16%
	博瑞医药	-1%	3%	12	4	-7	3,294	1,224	-63%

## 1.2 基金持仓：24Q3全部基金重仓个股增持和减持TOP10结构分析

图：24Q3全部基金重仓个股增持和减持TOP10结构分析

项目	名称	期间涨跌幅	流通市值占比	持仓市值 (亿)			变动市值 (亿)					
				24Q2	24Q3	变动	医药基金	医药主动基金	医药被动基金	非药基金	非药主动基金	非药被动基金
公募增持市值 前十大医药个 股	恒瑞医药	37%	11%	260	374	113	52	31	22	58	21	37
	药明康德	34%	13%	122	193	71	48	19	29	22	21	1
	爱尔眼科	54%	10%	76	125	48	23	5	18	25	9	16
	康龙化成	63%	12%	19	63	44	38	16	23	6	6	0
	泰格医药	44%	23%	73	109	36	27	18	10	5	5	0
	百济神州-U	56%	2%	27	59	32	19	19	0	13	4	9
	联影医疗	17%	14%	84	105	21	6	1	5	15	3	12
	爱博医疗	36%	18%	17	34	18	12	12	0	6	2	5
	泽璟制药-U	27%	20%	19	36	17	11	11	1	6	2	4
	凯莱英	27%	8%	7	23	16	15	15	0	1	1	0
公募减持市值 前十大医药个 股	迈瑞医疗	2%	10%	415	366	-49	-15	-17	3	-33	-35	2
	诺泰生物	-12%	11%	33	16	-17	-15	-15	0	-2	-2	0
	兴齐眼药	-35%	4%	23	6	-17	-2	-2	0	-15	-12	-3
	乐普医疗	-10%	1%	14	2	-13	-10	0	-8	-3	-3	0
	派林生物	-7%	6%	20	9	-11	-10	-9	0	-1	-1	0
	片仔癀	25%	1%	32	23	-10	-10	-15	5	0	0	0
	上海医药	13%	1%	15	6	-9	-4	-1	-3	-5	-3	-2
	海吉亚医疗	-16%	3%	12	4	-8	0	0	0	-8	-8	0
	鱼跃医疗	2%	13%	55	47	-8	0	1	0	-8	-8	0
	博瑞医药	-1%	3%	12	4	-7	-2	-2	0	-5	-2	0

## 2 行业回顾:

2.1 医药工业整体表现: 24Q3月度环比改善明显

2.2 医保基金月度运行情况: 24年7月统筹收入+10.2%, 支出+5.3%

2.3 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

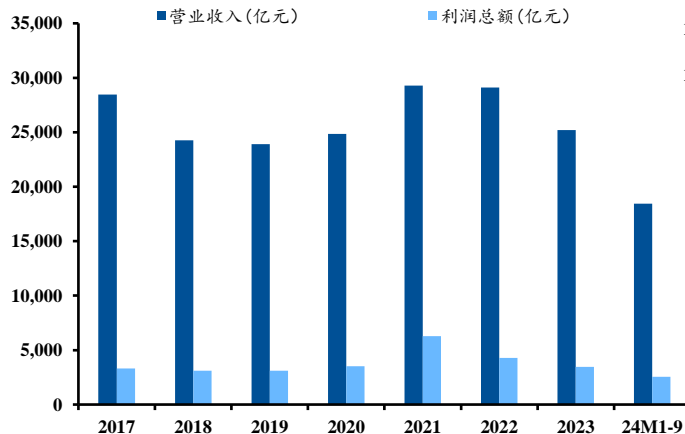
2.4 医疗设备招投情况: 9月首次现24年月度同比回正, 关注Q4政策驱动环比改善

2.5 中药材价格指数: 关注Q3后中药材价格以及产品的提价预期

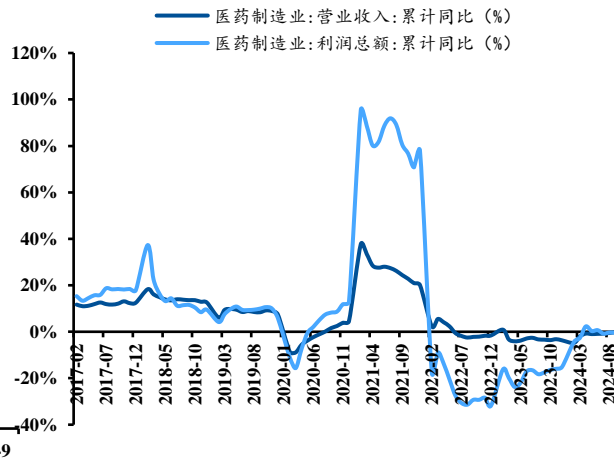
## 2.1 医药工业整体表现：24Q3月度环比改善明显

- **医药制造业累计收入及利润承压：**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%。24M1-9医药制造业收入同比增长0.1%，利润总额同比下降0.6%，**受行业治理政策影响**，增速基本企稳。
- **24Q3月度间收入、利润环比改善明显。**1) **分季度：**Q3整体医药制造业实现收入6094亿元，同比增长2.9%，实现利润总额738亿元，同比下降3.6%；2) **分月度：**M7/8/9分别实现收入1791/1893/2410亿元，同比变化-1.0%/+2.7%/+6.2%，实现利润181/217/340亿元，同比变化-15%/+3.4%/-0.9%，月度间收入和利润环比改善明显。

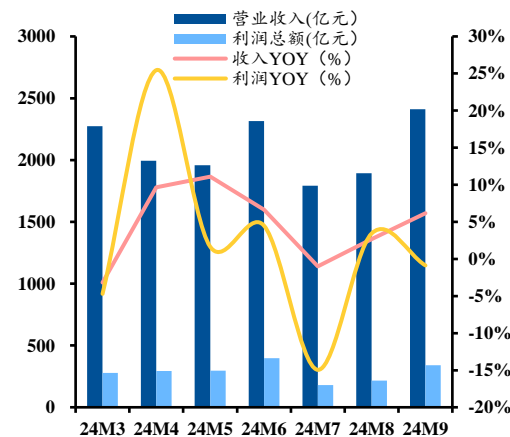
图：医药制造业收入及利润总额情况（亿元）



图：医药制造业收入及利润累计同比情况（%）

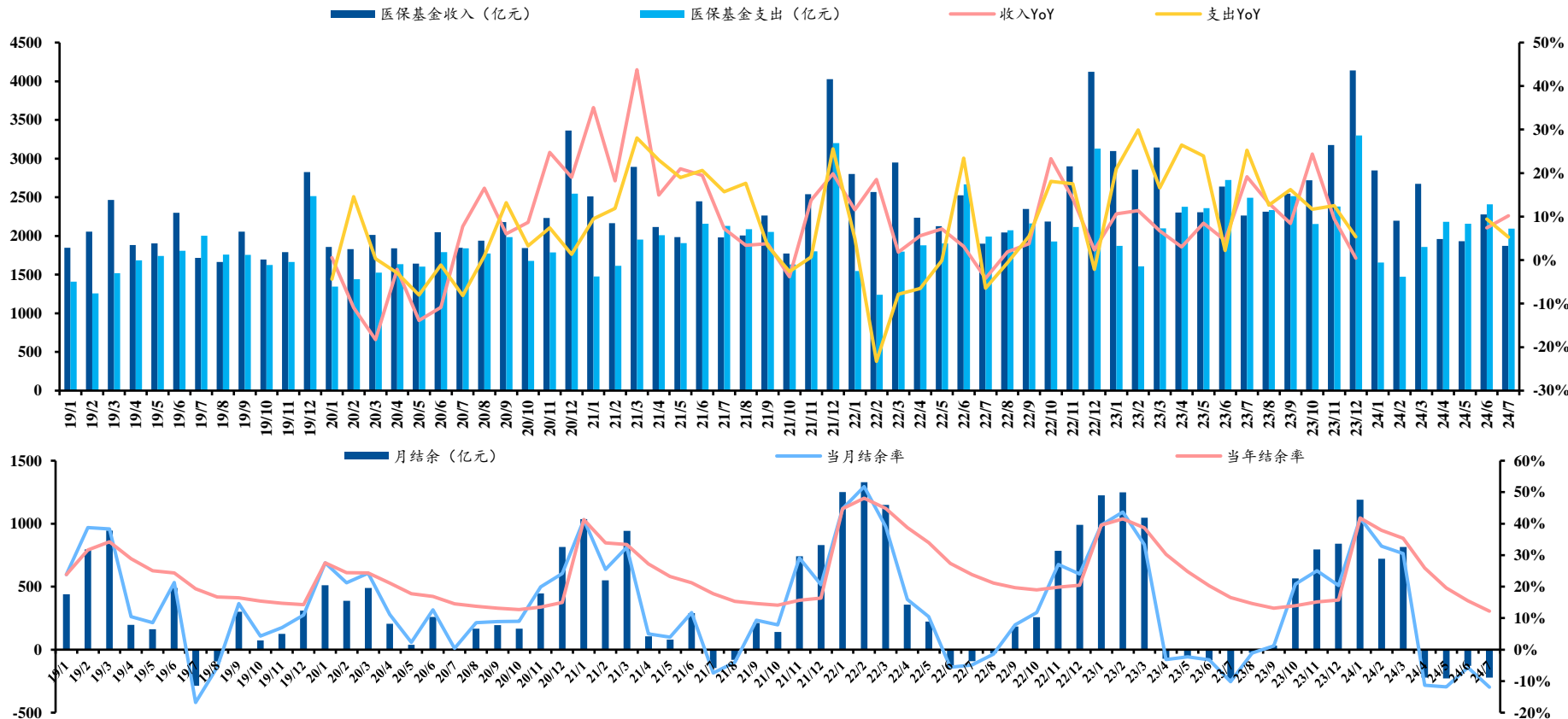


图：医药制造业收入及利润单月情况（%）



## 2.2 医保基金月度运行情况：24年7月统筹收入+10.2%，支出+5.3%

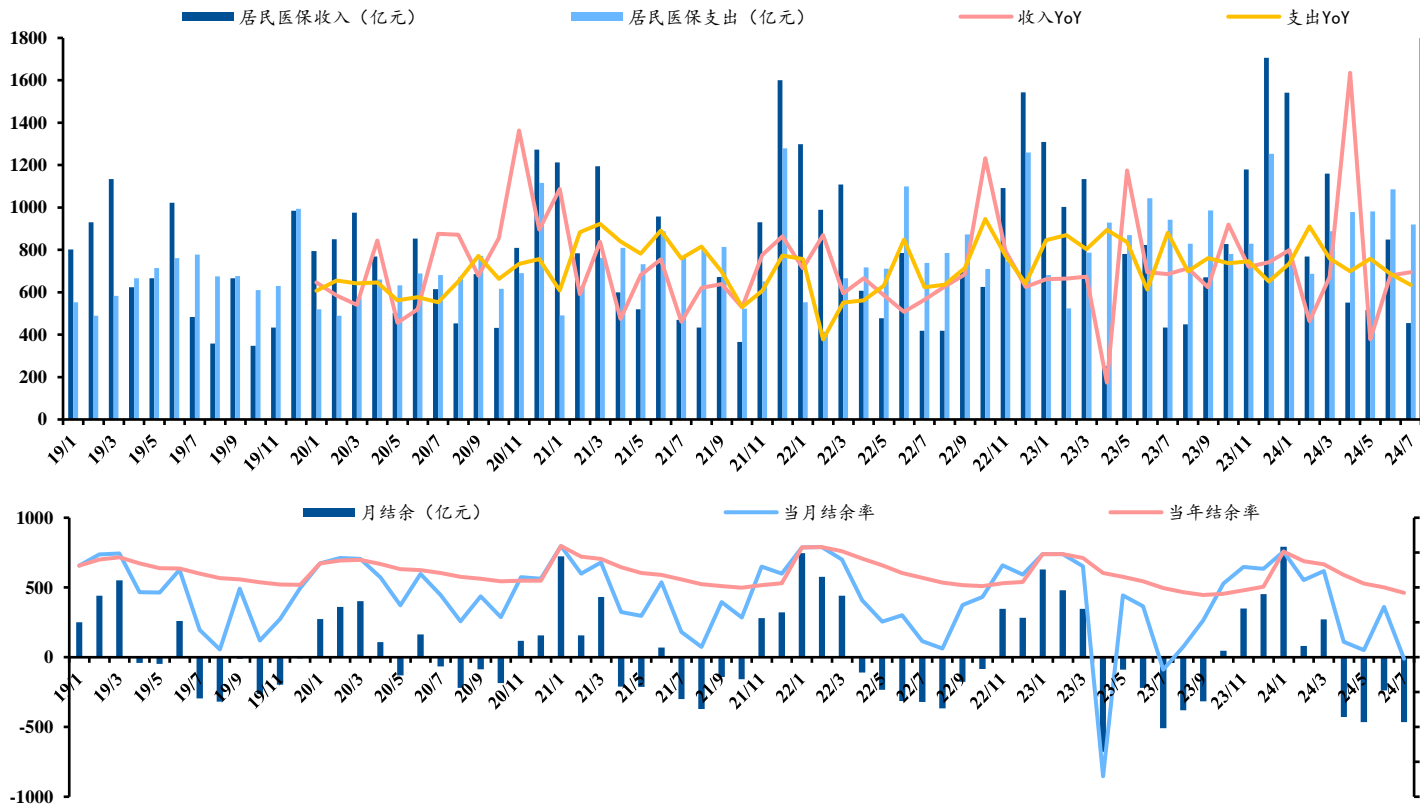
图表：医保基金月度收入、支出、结余及结余率情况



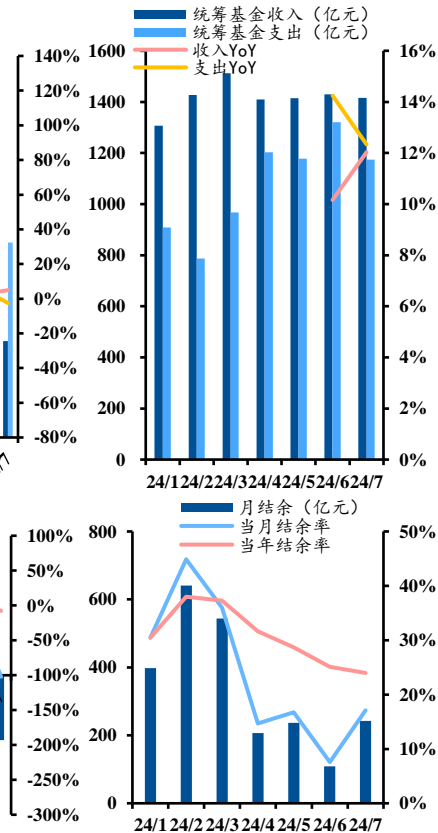
资料来源：国家医保局、华福证券研究所，注：自2024年起，医保局公布数据为基本医疗保险统筹基金收入、支出，不含职工基本医保个人账户收入、支出。2023年1-7月，统筹基金收入15146.78亿元，统筹基金支出12038.57亿元。

## 2.2 居民医保月度间收支波动较大，职工统筹基金整体运行稳健

图表：居民医保月度收入、支出、结余及结余率情况



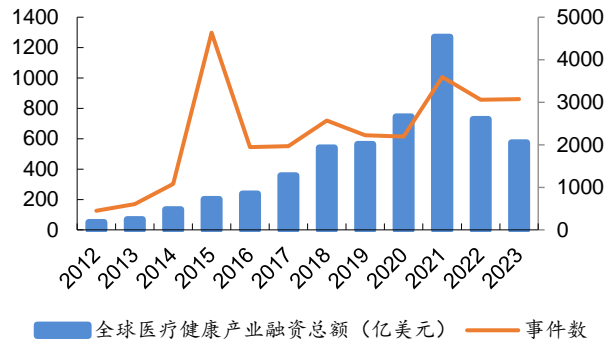
图表：职工统筹基金月度运行情况



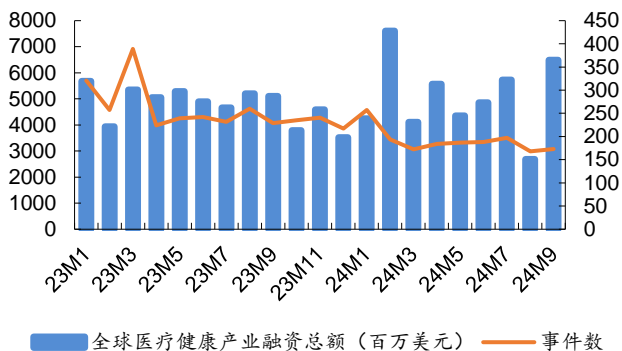
资料来源：国家医保局、华福证券研究所，注：按现行制度规定，居民医保个人缴费一般集中在第四季度到账，而支出在本年按月列支，基金收入和支出时序数额不尽匹配

## 2.3 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

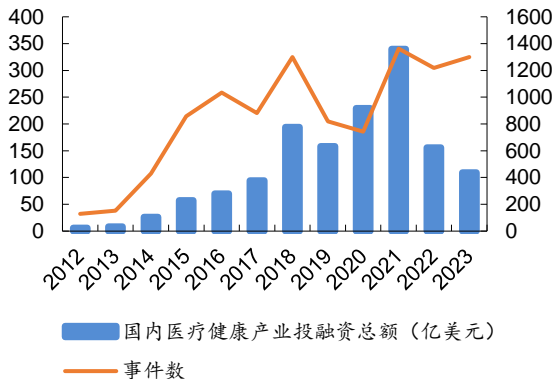
图表：全球医疗健康产业年度融资情况（亿美元）



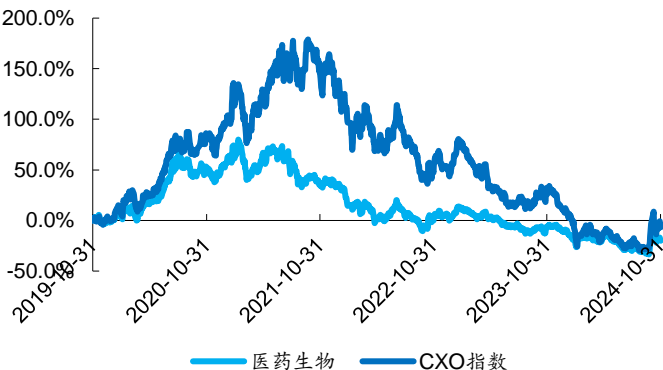
图表：全球医疗健康产业月度融资情况（百万美元）



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

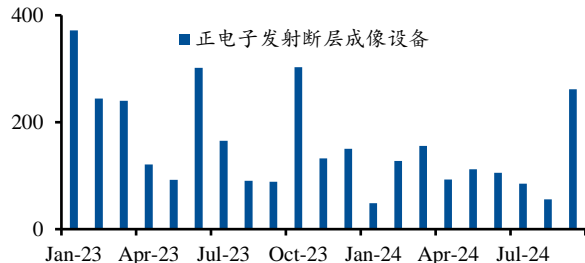


### 医疗健康产业投融资情况：

- **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%。24Q3全球投融资总额同比下降0.3%，24M9单月融资额增长明显。
- **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。



图表：23年1月-24年9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：

➤ **24年9月设备招投标金额环比提升明显，同比首次出现月度回正；24Q3较24H1同比下滑幅度显著收窄。** 经历行业整顿，24年医疗设备招采活动短期出现一定程度影响，我们看好采购意向公示后整体需求端释放。

➤ **Q4招投标有望展现良好恢复势头。** 目前基本各省已完成可行性研究报告的编制工作，我们看到步入三季度以来各省已陆续加快项目评审，并开启政府采购意向公示；按计划，预计年内全部完成项目可行性研究报告的编制和评审批复，项目招投标工作，及设备安装交付验收工作。

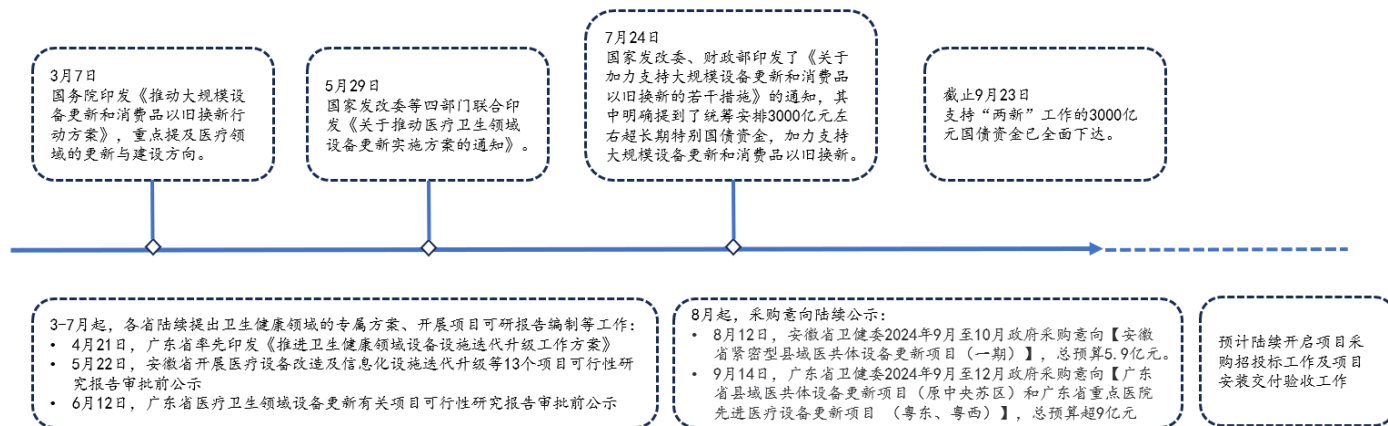
➤ **我们认为医疗设备采购需求将随医疗需求的增加持续扩大，在23H2低基数、24Q1-3招采推迟的情况下，考虑设备装机需一定周期，看好24Q4医疗设备相关公司的业绩释放。**

### 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，我们观察到从顶层设计出发，各省已加速推进执行：自3月印发方案以来，截止9月23日3000亿元国债资金已全面下达，多省加速评审及招标开展等。紧密型县域医共体建设提上议程：我们认为此次资金投入比重最大的或为县域医共体，品类或主要集中在医学影像领域。

经历行业整顿招采活动短期出现影响，24年9月医疗设备招采金额数据首次出现同比回正，环比大幅改善；在政策推进+23H2整体业绩低基数的背景下，叠加国产替代率的持续提升，我们建议关注以内镜、MR、DSA、放疗、高端超声等为代表的高端医疗设备国产替代及头部厂商。

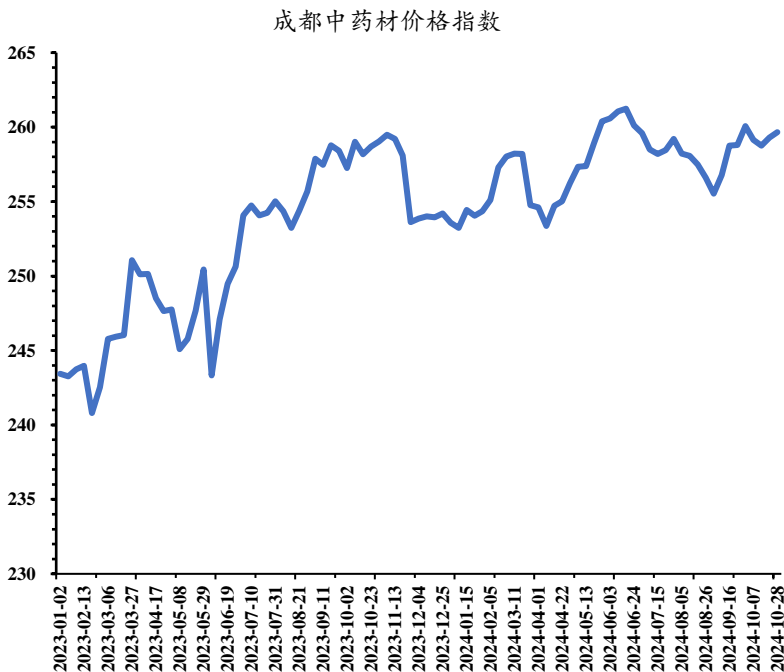
图表：医疗设备以旧换新支持力度与推进情况



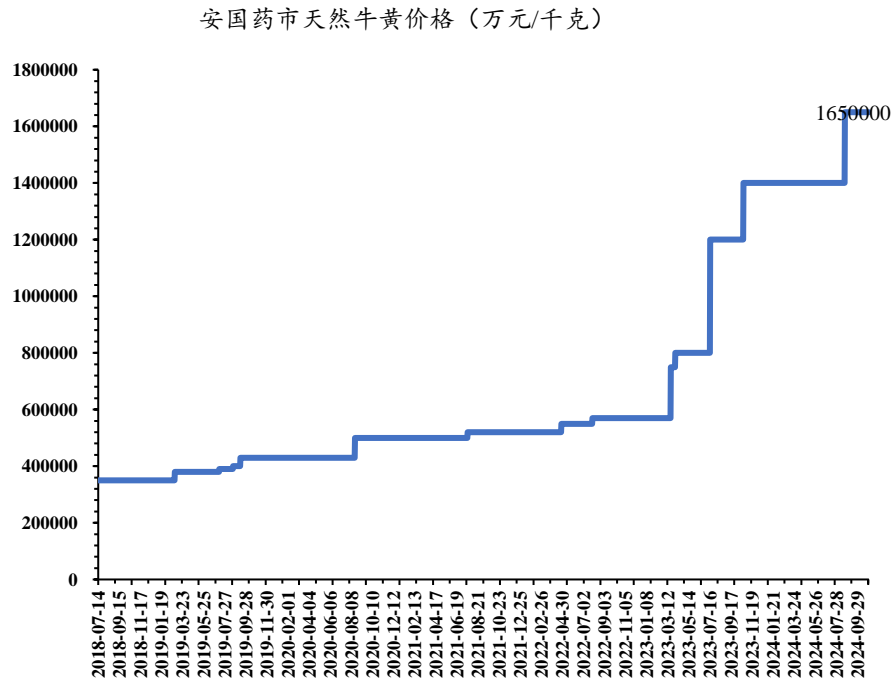
## 2.5关注Q3后中药材价格以及产品的提价预期

- 成都中药材价格2024年Q2以来持续走高，进入7月有所回落。近十年安国药市天然牛黄价格由十几万元提升至165万元/千克。
- 我们认为以牛黄为代表的名贵中药材价格上涨，有望带动相关品牌中药量价齐升。普通中药材价格有所回落，下半年成本端压力静待释放。

图表：24Q3以来中药材价格稳中有降



图表：安国药市天然牛黄价格持续上涨



## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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，创新药、化药制剂、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 24Q3收入增速较快的三个细分板块为创新药、医疗耗材和原料药；归母净利润增速较快的三个细分板块为原料药、医疗耗材和化药制剂；扣非归母净利润增速较快的三个细分板块为综合医院、原料药和化药制剂；
- 24Q3收入增速环比Q2加速较多的三个细分板块为创新药、化药制剂和家用器械；归母净利润增速环比加速较多的三个细分板块为原料药、医疗耗材和体外诊断。

图表：2024Q3各板块营业收入、归母净利润、扣非归母净利润增速情况（按照华福医药分类）

	公司数量	24Q3收入同比增速	24Q3收入环比增速	24Q2收入同比增速	23Q3收入同比增速	24Q3归母净利润同比增速	24Q3归母净利润环比增速	24Q2归母净利润同比增速	23Q3归母净利润同比增速	24Q3扣非归母净利润同比增速	24Q3扣非归母净利润环比增速	24Q2扣非归母净利润同比增速	23Q3扣非归母净利润同比增速
CXO	23	-3%	8%	-11%	-4%	-32%	-17%	-35%	-15%	-34%	-8%	-35%	-10%
ICL	3	-11%	-9%	-8%	-40%	-98%	-96%	-58%	-76%	-99%	-99%	-45%	-86%
创新药	23	34%	6%	12%	18%	-13%	-7%	7%	-12%	-6%	0%	-9%	-8%
化药制剂	81	3%	-5%	2%	-5%	9%	-17%	18%	-1%	19%	-22%	28%	-12%
上游	25	-5%	-3%	-1%	2%	-36%	-25%	-32%	-39%	-42%	-28%	-35%	-40%
血液制品	6	-10%	7%	14%	38%	1%	19%	16%	30%	-1%	18%	27%	36%
疫苗	13	-49%	-12%	-35%	15%	-73%	-46%	-45%	-9%	-74%	-43%	-50%	-12%
其他生物制品	25	-4%	6%	0%	16%	-13%	36%	-30%	45%	-12%	29%	-17%	44%
专科连锁	10	4%	3%	6%	12%	-8%	13%	7%	20%	-4%	24%	-8%	20%
综合医院	8	-2%	-2%	1%	9%	7%	-261%	-87%	-145%	39%	257%	-92%	-71%
医疗耗材	43	14%	1%	14%	-5%	14%	-18%	10%	-25%	14%	-23%	16%	-25%
医疗设备	41	-4%	-19%	3%	7%	-25%	-47%	1%	-25%	-26%	-47%	2%	11%
体外诊断	41	1%	-3%	-1%	-59%	4%	-14%	-11%	-81%	0%	-25%	4%	-86%
家用器械	5	5%	-10%	-8%	4%	-36%	-19%	-32%	39%	-24%	-29%	-23%	-1%
医药流通	25	5%	1%	-2%	-2%	-1%	-19%	-6%	-11%	0%	-19%	2%	-9%
线下药店	8	5%	-2%	5%	10%	-37%	-31%	-31%	6%	-34%	-26%	-34%	5%
原料药	54	13%	-5%	11%	-5%	84%	-7%	27%	-22%	89%	-2%	20%	-29%
中药	75	-3%	-7%	-6%	-1%	-13%	-21%	-12%	15%	-16%	-28%	-6%	-1%
整体	509	1%	-3%	-1%	-3%	-10%	-18%	-7%	-17%	-10%	-20%	-3%	-20%
整体-剔除流通	484	-1%	-4%	-1%	-4%	-11%	-18%	-8%	-18%	-11%	-20%	-4%	-21%

资料来源：iFinD，华福证券研究所，创新药剔除未披露业绩的百济神州、诺诚健华

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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

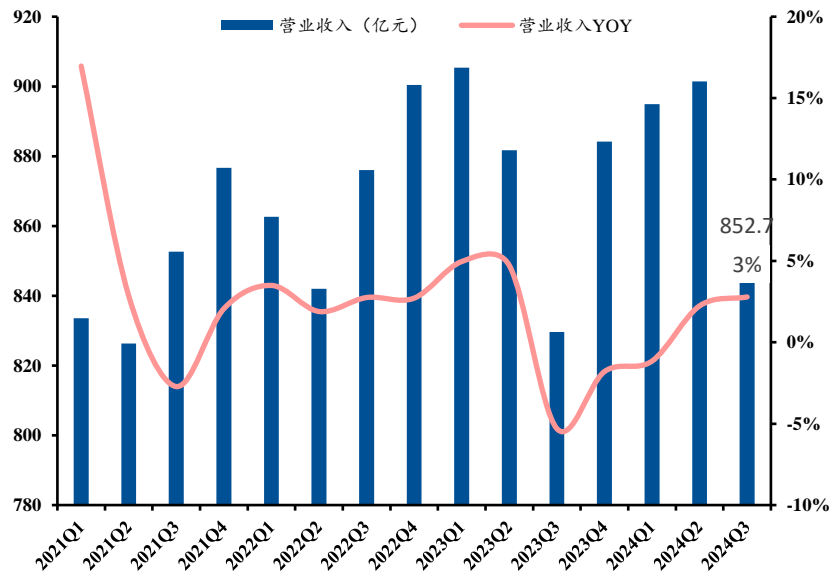
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

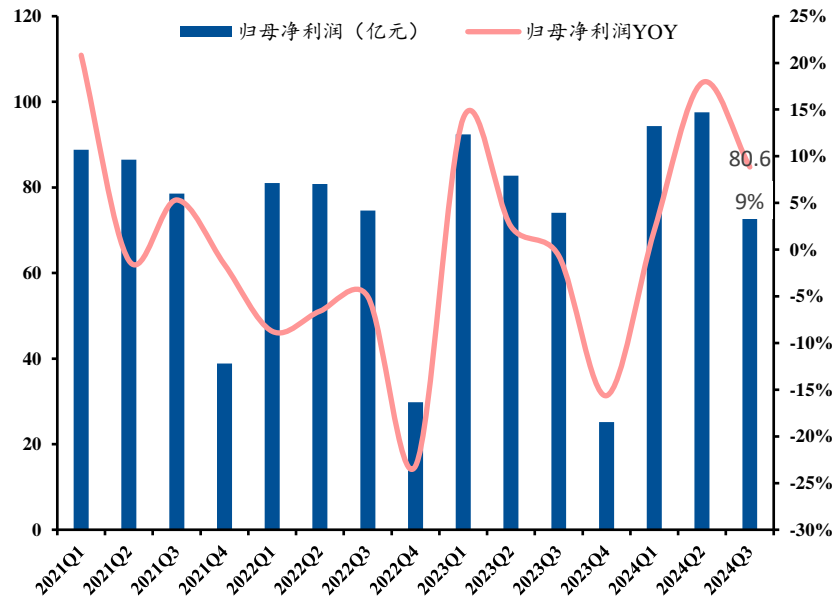
### 3.1 化药：营收凸显韧性，利润端维持高增长

- 81家化学制药公司2024前三季度年实现营收2649.0亿元，同比增长1.2%，共实现归母净利润272.5亿元，同比增长9.3%。
- 24Q3单季度来看，实现营收852.7亿元，同比增长3%，实现归母净利润80.6亿元，同比增长9%。

图表：21Q1-24Q3 化药板块收入情况



图表：21Q1-24Q3 化药板块归母净利润情况



### 3.1 化药：看好“创新+出海”，重点关注头部Pharma成长性

- **华福观点：**2024Q3国内化学制药企业收入端整体增速相较于Q2有所放缓，但是利润端仍然延续了24Q2较为强劲的表现。2024Q3整体外部环境压力较大，但是化药头部Pharma仍然表现出较强的经营韧性，增速高于行业平均水平。总体来看，Pharma在商业化、研发能力和成本控制等多方面具备较强领先优势。展望后市，随着2024年医保谈判落地，部分新药有望在2025年加速放量，此外部分企业通过海外业务拓展进一步打造出第二增长曲线，我们看好拥有“创新+出海”逻辑的Pharma企业。
- **建议关注：**（1）头部Pharma：恒瑞医药、科伦药业等；（2）新药加速兑现中Pharma：海思科、信立泰、亿帆医药、奥赛康和九典制药等；（3）高壁垒行业Pharma：人福医药、恩华药业等。

图表：24Q3化药板块市值Top22公司经营情况

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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
600276.SH	恒瑞医药	3,034	12.7%	18.7%	1.9%	33.0%	59.3	51.20
600196.SH	复星医药	637	12.3%	0.7%	55.4%	-11.9%	32.1	19.86
000963.SZ	华东医药	577	5.0%	3.6%	14.7%	17.1%	33.5	17.21
002422.SZ	科伦药业	523	-0.9%	6.6%	19.5%	25.9%	29.8	17.53
002653.SZ	海思科	409	5.0%	15.4%	72.8%	90.2%	4.1	98.98
002294.SZ	信立泰	366	24.1%	22.2%	17.0%	6.4%	6.3	58.22
300765.SZ	新诺威	353	-14.4%	-22.2%	-98.7%	-76.1%	4.7	74.66
600079.SH	人福医药	347	9.7%	5.7%	7.6%	-10.1%	23.0	15.11
000513.SZ	丽珠集团	306	-5.6%	-5.9%	7.4%	4.4%	21.4	14.31
002262.SZ	恩华药业	270	10.1%	13.4%	14.7%	15.2%	12.2	22.17
600062.SH	华润双鹤	223	13.3%	13.3%	16.5%	29.6%	17.7	12.60
600380.SH	健康元	214	-6.8%	-5.9%	25.0%	2.6%	15.2	14.05
300255.SZ	常山药业	189	-32.3%	-31.2%	123.3%	101.9%	0.0	#DIV/0!
600420.SH	国药现代	161	-3.1%	-6.2%	7.8%	69.3%	11.6	13.88
002019.SZ	亿帆医药	153	24.3%	31.7%	196.3%	149.5%	5.4	28.41
300573.SZ	兴齐眼药	146	30.5%	30.3%	28.4%	59.5%	5.8	25.29
<b>002755.SZ</b>	<b>奥赛康</b>	123	13.2%	23.6%	296.2%	168.8%	0.9	136.30
300705.SZ	九典制药	115	15.5%	13.4%	47.4%	45.1%	5.2	22.23
002675.SZ	东诚药业	107	-7.3%	-16.4%	-45.7%	-41.6%	2.8	38.02
002020.SZ	京新药业	107	7.1%	9.7%	10.3%	21.7%	7.1	14.95
600276.SH	恒瑞医药	3,034	12.7%	18.7%	1.9%	33.0%	59.3	51.20
600196.SH	复星医药	637	12.3%	0.7%	55.4%	-11.9%	32.1	19.86



## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、原料药和医疗耗材板块

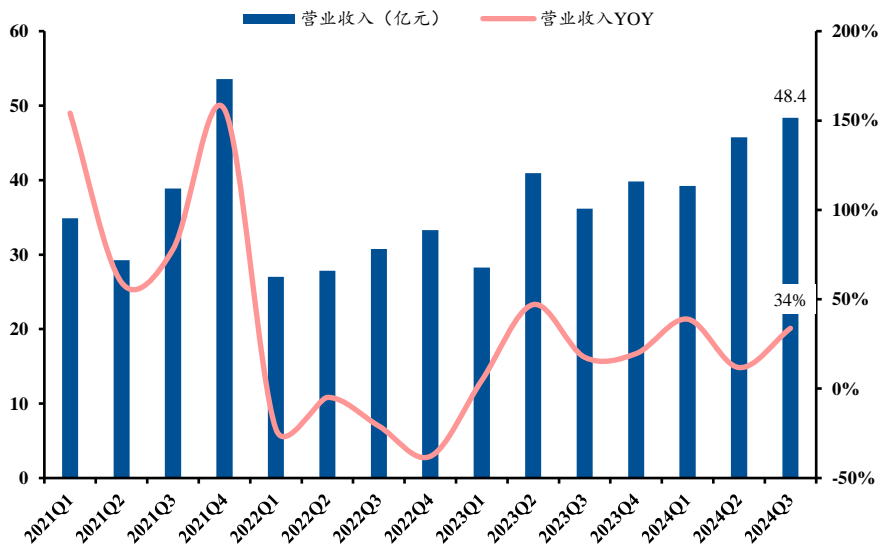
### 表现相对较好

- 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

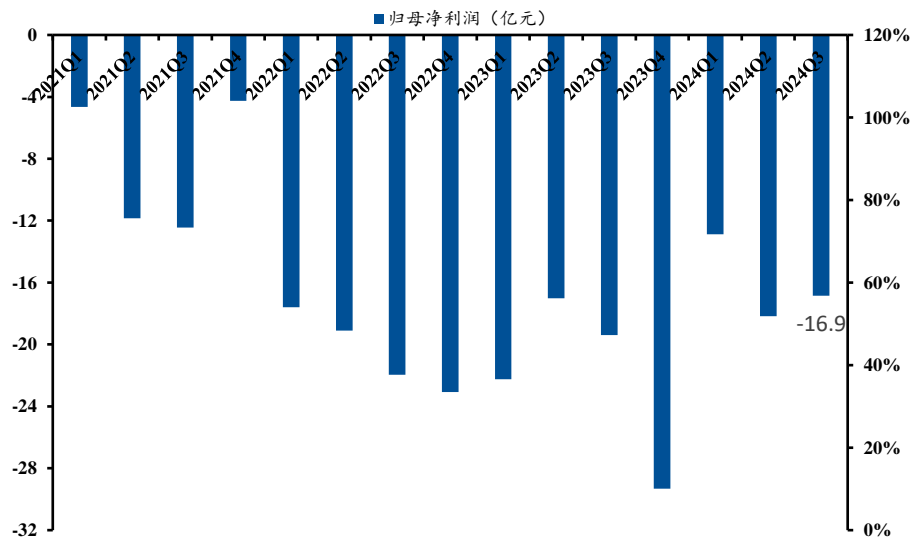
## 3.2 创新药：上市创新药品种稳定高增，利润同比快速收窄

- 23家A股创新药公司2024Q1-3实现营收133.4亿元，同比+26.6%，共实现归母净利润-47.9亿元，亏损同比收窄18.3%。24Q3单季度看，实现营收48.4亿元，同比+34%，实现归母净利润-16.9亿元，亏损同比收窄13%。
- 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：21Q1-24Q3创新药板块收入情况



图表：21Q1-24Q3创新药板块归母净利润情况



## 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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
688506.SH	百利天恒-U	747	64.8%	1399.2%	-221.7%	889.2%	42.3	17.67
688180.SH	君实生物-U	253	53.2%	28.9%	31.2%	34.1%	-13.7	-18.44
688578.SH	艾力斯	232	59.7%	88.0%	101.4%	159.0%	12.6	18.43
688192.SH	迪哲医药-U	200	236.4%	744.0%	32.1%	32.6%	-8.3	-24.25
300558.SZ	贝达药业	191	-	-	23.0%	36.6%	4.4	43.40
688266.SH	泽璟制药-U	167	130.7%	36.2%	64.3%	51.6%	-1.5	-113.10
688331.SH	荣昌生物	165	34.6%	57.1%	11.1%	-4.0%	-12.8	-12.89
688336.SH	三生国健	146	35.6%	28.6%	49.7%	42.2%	5.5	26.61
688443.SH	智翔金泰-U	109	196972.9%	8875.4%	-2.4%	3.9%	-7.7	-14.15
600645.SH	中源协和	99	-0.2%	0.3%	-3.0%	0.8%	1.5	67.26
688177.SH	百奥泰	93	22.4%	26.1%	0.1%	4.4%	-1.4	-64.74
688321.SH	微芯生物	91	67.3%	38.0%	78.8%	-147.3%	-0.9	-99.65
688062.SH	迈威生物-U	89	-	-	4.1%	-3.1%	-9.6	-9.18
688091.SH	上海道众	80	-39.5%	-39.3%	-99.4%	-73.5%	0.0	#DIV/0!
688505.SH	复旦张江	69	-24.0%	-22.5%	-25.4%	-3.8%	0.0	#DIV/0!
688382.SH	益方生物-U	60	-90.9%	-84.9%	-23.9%	-26.5%	-3.2	-19.01
688197.SH	首药控股-U	49	#DIV/0!	-24.0%	-33.0%	-17.6%	-2.3	-21.54
300436.SZ	广生堂	47	5.8%	16.7%	10.4%	63.9%	0.0	#DIV/0!
688176.SH	亚虹医药-U	39	1903.2%	4537.8%	-5.1%	-1.0%	-4.1	-9.57
688488.SH	艾迪药业	37	87.5%	-0.9%	32.2%	-87.8%	-0.6	-60.77
688302.SH	海创药业-U	37	#DIV/0!	#DIV/0!	26.3%	35.3%	-2.6	-14.07
688373.SH	盟科药业-U	31	-	-	24.6%	-19.2%	-4.0	-7.80
688221.SH	前沿生物-U	27	36.3%	26.9%	52.4%	20.2%	-1.8	-14.72

## 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：**经历过数次集采冲击，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。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。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、百济神州、艾力斯、荣昌生物。**

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	2023Q1-3	2024Q1-3	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3
688578.SH	艾力斯	54.6%	45.6%	47.8%	39.0%	11.7%	6.5%	6.2%	4.3%	24.2%	15.5%	14.2%	8.2%
688336.SH	三生国健	30.3%	24.8%	26.7%	20.0%	10.0%	6.2%	7.1%	6.0%	38.0%	27.8%	24.6%	27.1%
688331.SH	荣昌生物	57.1%	71.6%	70.2%	51.5%	34.5%	28.1%	31.6%	19.4%	127.2%	120.6%	111.5%	95.4%
688321.SH	微芯生物	46.3%	54.3%	58.9%	49.2%	14.2%	16.0%	19.1%	11.5%	30.9%	51.6%	60.6%	30.7%
688266.SH	泽璟制药-U	75.3%	64.8%	61.0%	49.4%	28.6%	4.3%	7.7%	10.7%	164.6%	128.4%	118.8%	71.0%
688180.SH	君实生物-U	49.2%	56.2%	56.2%	53.8%	39.2%	35.7%	36.4%	27.8%	164.0%	128.9%	128.8%	68.8%
688177.SH	百奥泰	31.7%	24.0%	25.7%	29.1%	6.6%	4.6%	4.8%	4.3%	135.4%	109.1%	132.3%	103.1%
300558.SZ	贝达药业	32.8%	34.8%	34.7%	37.1%	19.2%	10.7%	14.3%	12.6%	29.4%	26.1%	22.9%	16.4%
600276.SH	恒瑞医药	34.5%	33.2%	31.8%	30.3%	10.8%	10.6%	9.9%	9.3%	23.0%	21.7%	21.9%	22.5%

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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

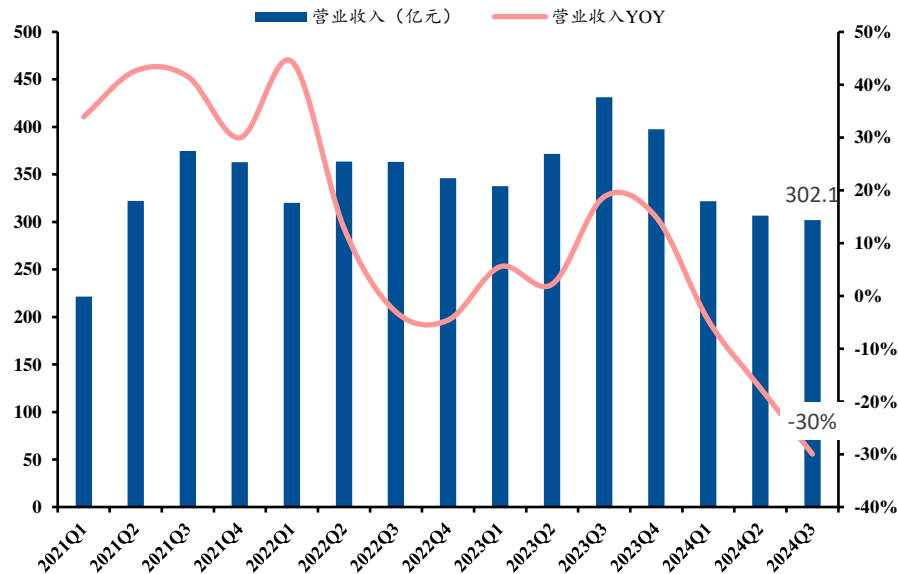
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

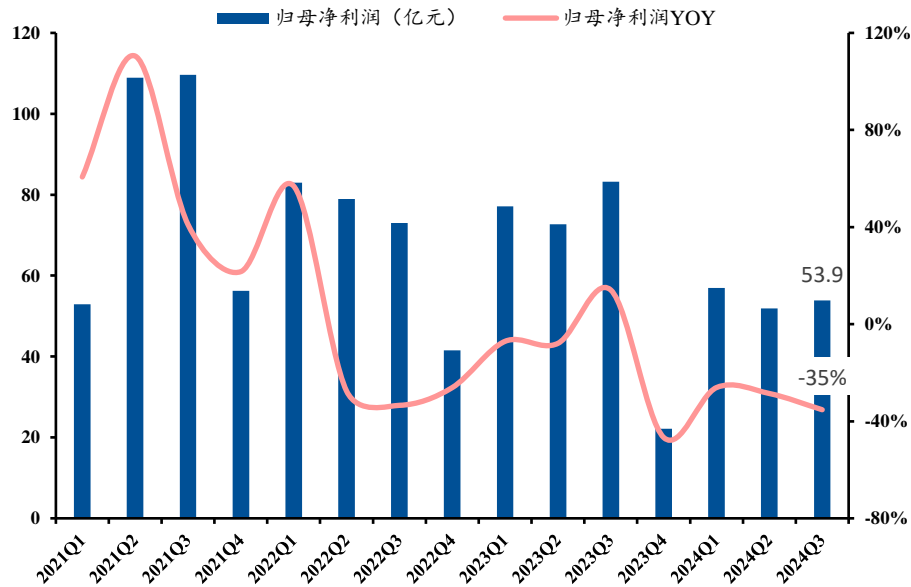
### 3.3 生物制品：血制品增长表现较好，疫苗板块扰动因素拖累业绩

- 2024Q1-3, 44家生物制品板块公司实现收入930.7亿元, 同比-18%, 归母净利润162.8亿元, 同比-30%
- 2024Q3, 经调整的44家生物制品板块公司实现收入302.1亿元, 同比-30%, 归母净利润53.9亿元, 同比-35%。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：21Q1-24Q3生物制品板块收入情况



图表：21Q1-24Q3生物制品板块归母净利润情况



### 3.3.1 血制品：行业业绩出现短期波动，行业景气度仍处于相对高位

- **血制品行业景气度仍处于高位，行业业绩短期波动。** 2024Q1-3，6家公司合计实现营业收入178.7元，同比-2%，实现归母净利润49.5亿元，同比+ 6%。
- 2024Q3，6家公司合计实现营业收入65.7亿元，同比-10%，实现归母净利润17.9亿元，同比+ 1%。其中博雅生物主要因为同期剥离子公司影响报表口径，表观增速下降，血制品业务仍实现同比增长。

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	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3		
600161.SH	天坛生物	470	-5.4%	15.8%	-7.4%	20.9%	34.3%	1.6%	13.6	35
300294.SZ	博雅生物	165	-44.4%	-39.1%	-46.2%	-10.7%	5.4%	-30.0%	5.6	30
002252.SZ	上海莱士	476	-0.3%	19.5%	1.3%	5.3%	-7.0%	8.8%	23.6	20
000403.SZ	派林生物	187	67.0%	56.3%	13.3%	116.3%	136.3%	17.9%	7.8	24
002007.SZ	华兰生物	276	-10.6%	22.8%	-21.0%	-25.6%	2.0%	-10.6%	14.5	19
002880.SZ	卫光生物	60	8.5%	19.3%	19.0%	2.4%	14.0%	45.1%	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24Q1-3合计实现收入425.2亿元 (-33%)，归母净利润44.4亿元 (-59%)。主要是智飞生物和万泰生物业绩下滑导致。
- **单看Q3**，13家公司合计收入120.5亿元，同比-49%，归母利润9.4亿元 (-73%)。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	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	
833575.BJ	康乐卫士	45	-44.0%	-60.6%	-67.9%	-18.3%	-41.0%	-9.5%	-3.40
688739.SH	成大生物	100	3.2%	-0.3%	-8.9%	-35.9%	-32.8%	-15.7%	4.31
688670.SH	金迪克	14	-95.3%	-108.3%	-665.3%	-159.1%	-1431.6%	72.7%	0.00
688319.SH	欧林生物	36	5.9%	-6.5%	34.7%	-774.6%	-107.9%	1740.0%	0.29
688276.SH	百克生物	101	50.6%	-8.4%	-40.4%	229.5%	-17.2%	-51.4%	5.46
688185.SH	康希诺	69	13.7%	-353.4%	76.1%	-21.9%	92.1%	102.1%	-3.85
603392.SH	万泰生物	900	-73.9%	-52.0%	-27.7%	-89.9%	-70.5%	-94.2%	5.66
600739.SH	辽宁成大	115	19.0%	12.2%	-6.5%	-71.0%	92.4%	148.1%	0.00
301207.SZ	华兰疫苗	110	-76.4%	-73.0%	-41.2%	-58.9%	-193.4%	-53.6%	7.74
300601.SZ	康泰生物	161	-39.6%	-23.6%	11.2%	-73.7%	-63.5%	-0.5%	8.34
300142.SZ	沃森生物	166	-28.0%	-37.5%	-28.5%	-91.8%	-44.8%	-12.6%	3.97
300122.SZ	智飞生物	552	2.0%	-48.3%	-69.5%	-28.3%	-65.1%	-103.7%	74.77
300841.SZ	康华生物	70	12.0%	20.6%	-10.2%	42.1%	9.8%	-17.7%	7.27



### 3.3.3 其他：Q3整体生物药公司有所下滑，但核心产品继续放量

- 其他生物制品板块25家公司24Q1-3合计实现收入326.9 亿元 (+1%)，归母净利润68.9亿元 (-12%)。
- **单看Q3**，25家公司合计收入115.8亿元，同比-4%，归母净利润26.6亿元 (-13%)。

图表：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入增速			扣归母净利润 (增速)			扣非净利率		
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1	24Q2	24Q3
凯因科技	10.3%	4.9%	0.8%	-4.2%	6.8%	16.3%	9.5%	7.5%	10.9%
神州细胞-U	86.3%	61.5%	40.4%	368.3%	1646.3%	4778.0%	25.6%	26.1%	23.9%
特宝生物	30.0%	31.7%	33.9%	42.9%	41.7%	41.3%	26.8%	27.7%	29.7%
甘李药业	0.4%	6.9%	17.8%	-42.9%	24.1%	38.6%	3.1%	9.7%	13.8%
通化东宝	-11.1%	-45.8%	-30.8%	-13.0%	-102.8%	-82.2%	36.4%	-1.8%	9.3%
西藏药业	-22.4%	-11.3%	-8.1%	-19.8%	-9.9%	-6.2%	33.4%	32.4%	31.6%
我武生物	18.1%	11.1%	8.4%	6.8%	-0.7%	0.3%	33.5%	33.0%	36.1%
安科生物	10.4%	0.9%	-5.0%	15.0%	1.9%	-11.9%	31.2%	30.0%	28.9%
长春高新	14.4%	7.6%	-2.8%	-0.9%	-19.7%	-21.4%	26.6%	26.2%	27.3%

- **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。**血制品尽管Q3行业整体业绩出现短期波动，当下景气仍然处于较高水平，优先关注有供给量的公司。
  - **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 2024Q4其他生物药公司业绩环比有望改善，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；出海预期。
    - 2) 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、特宝生物等。

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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

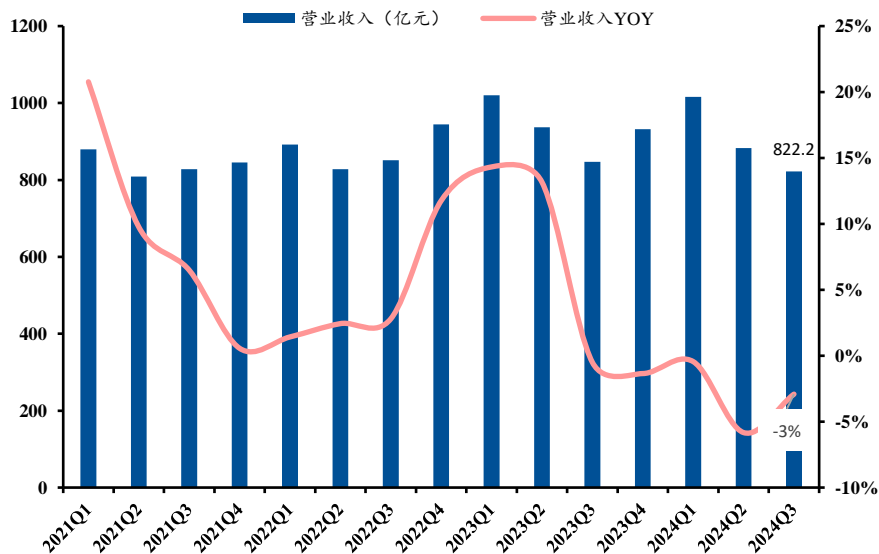
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

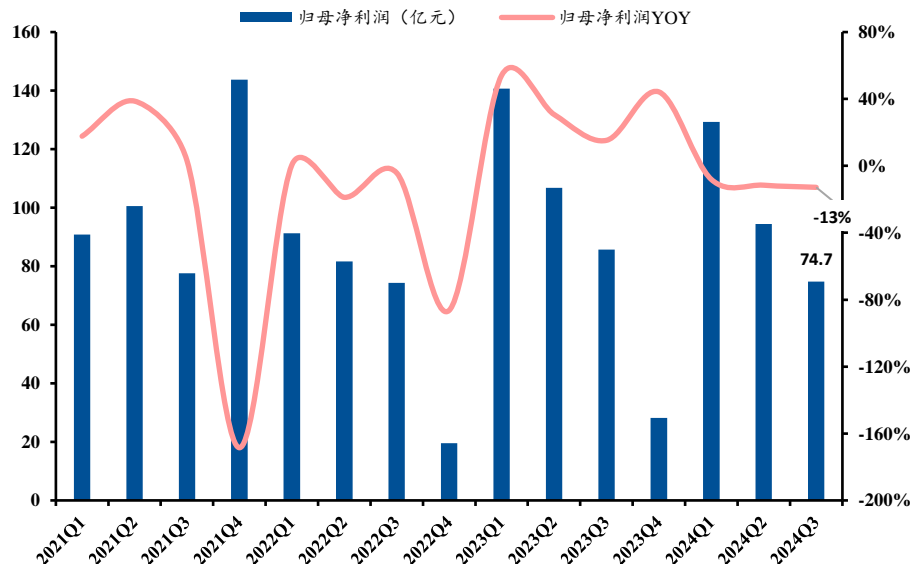
### 3.4 中药：外部因素叠加，中药板块24Q3业绩承压

- 2024Q3，中药板块受政策（同价政策、院内集采等）、环境（感冒消化等发病率下降、整体消费力下行等）及企业自身（去库存、调整发货节奏等）多重因素影响，业绩承压明显。
- 2024Q3，75家中药公司实现营收822.2亿元，同比下滑3%；实现归母净利润74.7亿元，同比下滑13%。
- 2024Q1-3,中药公司实现营收2720.4亿元，同比下滑3%；实现归母净利润298.4亿元，同比下滑10.4%。

图表：21Q1-24Q3中药板块收入情况



图表：21Q1-24Q3中药板块归母净利润情况



#### ➤ 华福观点：

- 三季报披露，中药板块承压标的负面情绪出清；同时伴随消费利好政策，中长期内需仍是明确方向；政策上全国中成药集采温和，基药预期潜在催化；我们认为中药情绪面、政策面与业绩面都将迎来边际改善。
- 中药24年Q3显著低估低配，仍有较大空间：24Q3在医药配置历史低位的情况下，中药板块配置仅占医药8.1%，环比下降2.6pct，显著低配；且年初至今依旧-5.8%，明确滞涨。

#### ➤ 建议关注：

- 湖北联盟第三批全国中成药集采目录温和，入选品种以院内处方药为主，且涉及上市公司大单品较少。建议关注集采压力出清标的：济川药业、悦康药业、贵州三力等。
- 国务院医改工作明确将适时调整基药目录，建议关注受益于基药目录调整的院内中成药标的：方盛制药、贵州三力、康缘药业、盘龙药业等。
- 国企改革持续深化，建议关注改革确定性强及具有收并购潜力的央国企：华润三九、江中药业、太极集团、昆药集团、云南白药、康恩贝。
- 品牌力强且产品受政策及消费力影响较小的偏刚需标的：羚锐制药、马应龙等。
- 板块承压下，建议关注绩优标的：东阿阿胶、佐力药业等。

### 3.4 Q3中药公司业绩分化明显

图表：中药板块重点上市公司情况

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)
		2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
片仔癀	1,414	9.6%	11.2%	11.7%	11.7%	31.7	44.56
云南白药	1,018	0.9%	0.8%	-12.2%	4.9%	45.9	22.20
华润三九	578	3.2%	6.1%	6.9%	23.2%	33.9	17.04
同仁堂	543	2.4%	0.7%	-18.6%	-2.9%	18.3	29.64
东阿阿胶	379	25.4%	26.3%	63.8%	47.0%	14.6	26.05
以岭药业	284	-1.3%	-25.8%	-84.1%	-68.5%	14.3	19.84
济川药业	278	-7.2%	-11.2%	-6.6%	-2.1%	28.3	9.82
天士力	223	-4.1%	-1.7%	-44.7%	-18.4%	11.3	19.82
达仁堂	189	-3.4%	-3.1%	7.7%	-6.3%	11.5	16.43
太极集团	143	-16.4%	-14.4%	-73.8%	-28.1%	8.6	16.60
江中药业	132	-5.1%	-5.4%	2.2%	7.6%	8.0	16.53
康恩贝	122	3.2%	-5.2%	27.2%	-16.8%	7.2	16.94
羚锐制药	122	5.8%	10.1%	7.8%	23.1%	6.9	17.52
昆药集团	115	3.4%	-2.7%	-2.9%	0.4%	5.5	20.76
葵花药业	115	-63.4%	-29.9%	-52.8%	-31.1%	12.2	9.41
佐力药业	114	36.0%	39.6%	40.6%	46.9%	5.4	21.10
马应龙	108	7.2%	14.1%	6.3%	9.4%	5.6	19.19
悦康药业	102	37.5%	1.2%	266.4%	37.7%	3.1	33.14
桂林三金	87	15.7%	-3.5%	377.7%	-3.3%	4.7	18.50
康缘药业	83	-9.9%	-11.1%	24.3%	2.2%	5.8	14.41
健民集团	66	-8.8%	-7.6%	-49.5%	-22.5%	5.7	11.53
贵州三力	57	55.5%	49.3%	35.2%	22.9%	3.4	16.56
方盛制药	53	21.7%	11.0%	158.7%	60.7%	2.5	21.42
盘龙药业	30	21.0%	0.1%	0.2%	6.5%	1.4	21.70

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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

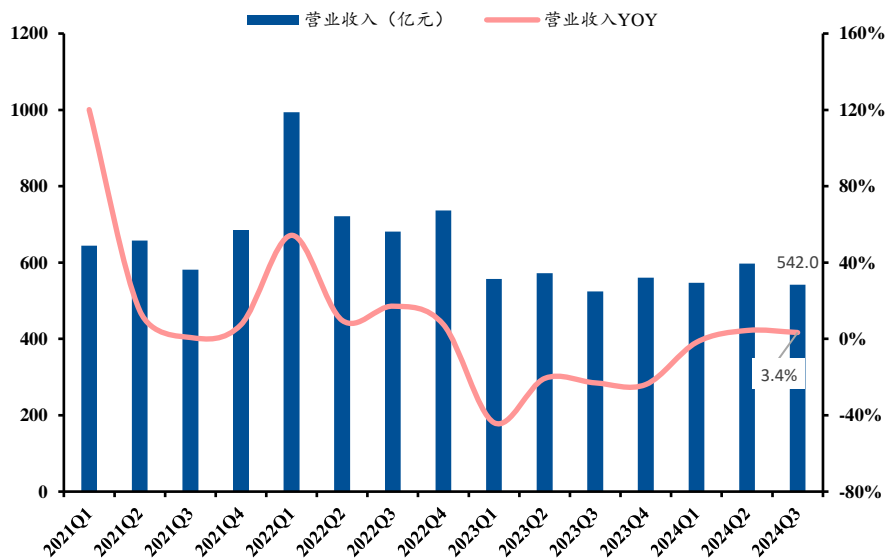
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

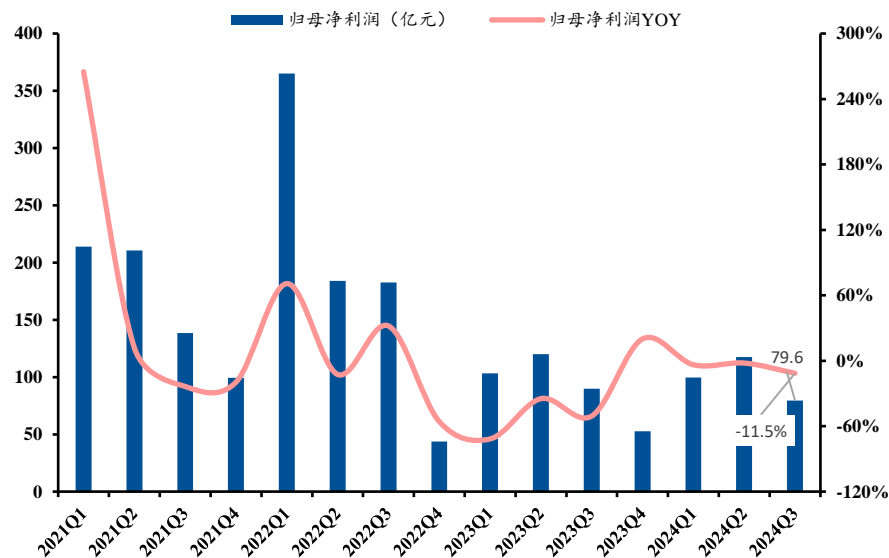
### 3.5 医疗器械：器械板块利润端略有承压，预计Q4环比持续改善

- 130家医疗器械公司2024Q1-3实现营收1686.7亿元，同比增长2.0%，共实现归母净利润296.5亿元，同比下滑5.3%。
- 24Q3单季度看，实现营收542亿元，同比增长3.4%，实现归母净利润79.6亿元，同比下滑11.5%。

图表：21Q1-24Q3医疗器械板块收入情况



图表：21Q1-24Q3医疗器械板块归母净利润情况





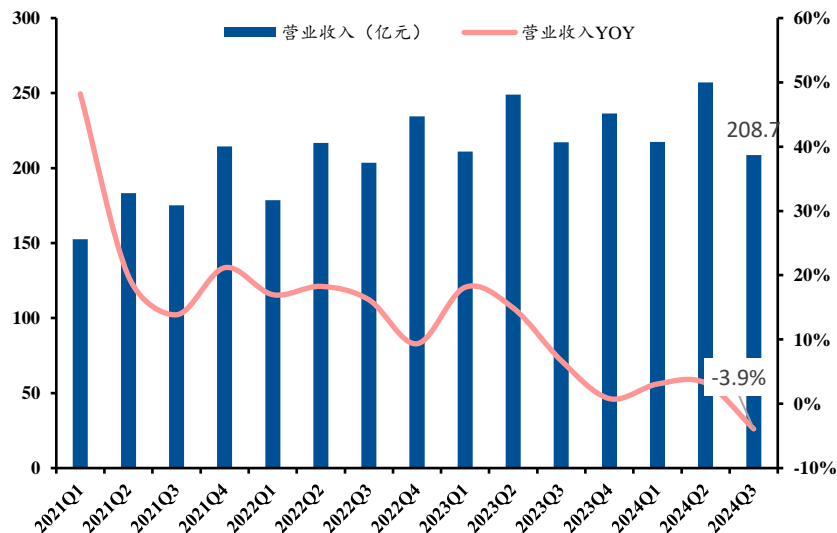
### 3.5 医疗器械：器械板块利润端略有承压，预计Q4环比持续改善

- **医疗器械：**器械板块24Q3营收持续同比为正、归母净利降幅略有放大；预计Q4环比持续改善，各板块均有望呈现增长。130家医疗器械公司2024Q1-3实现营收1686.7亿元，同比增长2.0%，共实现归母净利润296.5亿元，同比下滑5.3%。24Q3单季度看，实现营收542亿元，同比增长3.4%，实现归母净利润79.6亿元，同比下滑11.5%。
- **①医疗设备：**受医疗行业整顿和以旧换新政策实施进程影响，Q3公司经营承压，预期Q4起招标情绪有望改善。41家医疗设备公司2024Q1-3实现营收683.2亿元，同比增长0.9%，共实现归母净利润135.6亿元，同比下滑5.6%。24Q3单季度看，实现营收208.7亿元，同比下滑3.9%，实现归母净利润32.5亿元，同比下滑24.6%。
- **②医疗耗材：**低耗继续环比改善，高耗集采落地增速回升。24Q1-Q3板块内43家公司合计实现营业收入178.3亿元，同比增长10.5%，实现归母净利润23.4亿元，同比增长11.2%。24Q3板块内43家公司合计实现营业收入521.6亿元，同比增长14%，实现归母净利润78.7亿元，同比增长14%。
- **③家用医疗器械：**利润端短期受费用及汇兑扰动，行业长期产业趋势确定。24Q1-Q3板块内5家公司合计实现营业收入128.2亿元，同比下滑4%，实现归母净利润22.1亿元，同比下滑27%。24Q3板块内5家公司合计实现营业收入39.4亿元，同比增长5%，实现归母净利润5.8亿元，同比下滑36%。
- **④IVD：**高基数影响消退，Q3同比继续改善。24Q1-Q3板块内41家公司合计实现营业收入353.8亿元，同比下滑5%，实现归母净利润59.1亿元，同比下滑12%。24Q3板块内41家公司合计实现营业收入115.5元，同比增长1%，实现归母净利润17.8亿元，同比增长4%。

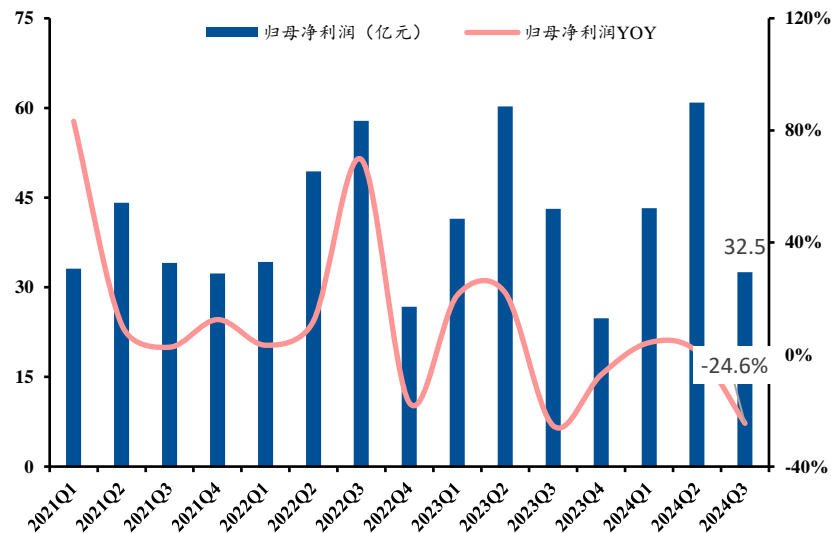
### 3.5.1 医疗设备：Q1-3受行业整顿及政策实施进程影响，看好Q4政策驱动下业绩改善

- 41家医疗设备公司2024Q1-3实现营收683.2亿元，同比增长0.9%，共实现归母净利润135.6亿元，同比下滑5.6%。
- 24Q3单季度看，实现营收208.7亿元，同比下滑3.9%，实现归母净利润32.5亿元，同比下滑24.6%。

图表：21Q1-24Q3医疗设备公司收入情况



图表：21Q1-24Q3医疗设备公司归母净利润情况



#### 华福观点：

- **受医疗行业整顿和以旧换新政策实施进程影响，Q3公司经营承压。**国内招投标受政策影响程度大，我们观察到9月医疗设备招采金额出现24年首次月度同比回正，拐点已现。我们认为随设备更新项目逐步进入政府招标公示阶段，招投标将逐步正常化，**预计Q4起**设备需求及装机将进一步恢复。
- **板块政策扰动转为常规化，叠加以旧换新政策驱动，板块2024Q4有望展现良好恢复势头。**医疗器械板块自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，支持“两新”工作的3000亿元国债资金已全面下达，叠加招标延迟开标的背景下，我们预计需求端推动下预计24Q4起将陆续业绩释放。
- **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）大单品放量逻辑：如福瑞股份FibroScan等；（4）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：Q3受行业及以旧换新执行进度影响，看好Q4政策驱动下业绩改善

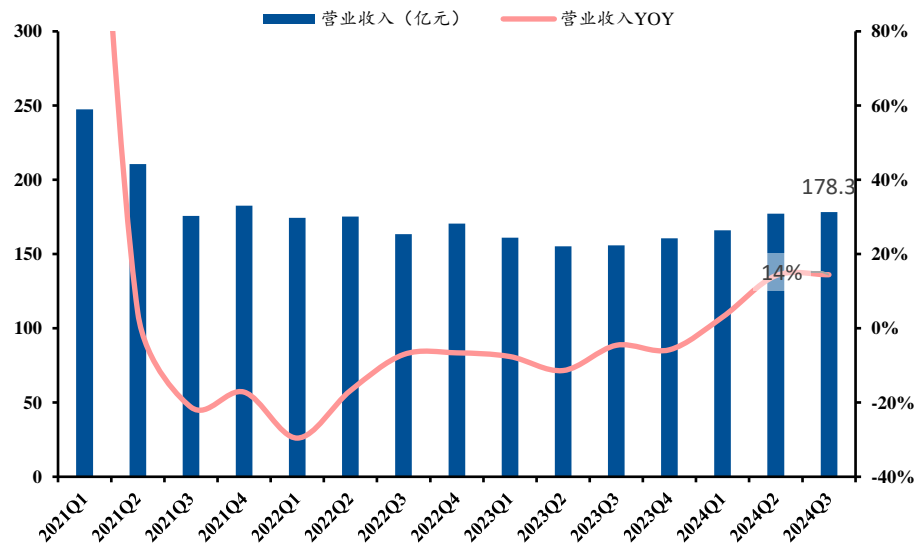
图表：重点医疗设备公司情况

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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
300760	迈瑞医疗	3,232		8.0%	-9.3%	8.2%	137.7	23
688271	联影医疗	1,007	-25.0%	-6.4%	-320.6%	-36.9%	22.9	44
688114	华大智造	207	-13.2%	-15.2%	-65.5%	-134.3%	-3.3	/
300633	开立医疗	154	-9.2%	-4.7%	-229.5%	-66.0%	4.6	33
300049	福瑞股份	103	19.4%	21.4%	-9.2%	39.4%	2.0	51
600587	新华医疗	105	-0.3%	1.5%	10.6%	6.6%	7.9	13
688139	海尔生物	99	0.5%	-2.4%	-5.0%	-13.5%	5.2	19
688212	澳华内镜	71	5.4%	16.8%	345.2%	-17.4%	0.6	115
300206	理邦仪器	60	6.1%	-9.3%	57.2%	-27.4%	2.0	31
688626	翔宇医疗	46	-18.5%	-6.5%	-76.6%	-59.0%	2.3	20
688677	海泰新光	46	-9.4%	-15.3%	-7.0%	-17.6%	1.8	26
300430	诚益通	40	-45.8%	-14.3%	-72.9%	-23.2%	2.2	19
688410	山外山	35	-22.4%	-27.4%	-65.8%	-65.9%	1.9	19
688358	祥生医疗	27	8.8%	-9.8%	-42.1%	-30.4%	2.0	14
688580	伟思医疗	28	-10.5%	-12.1%	-8.3%	-23.1%	1.4	19
688273	麦澜德	26	18.8%	13.8%	-9.4%	13.4%	1.3	19

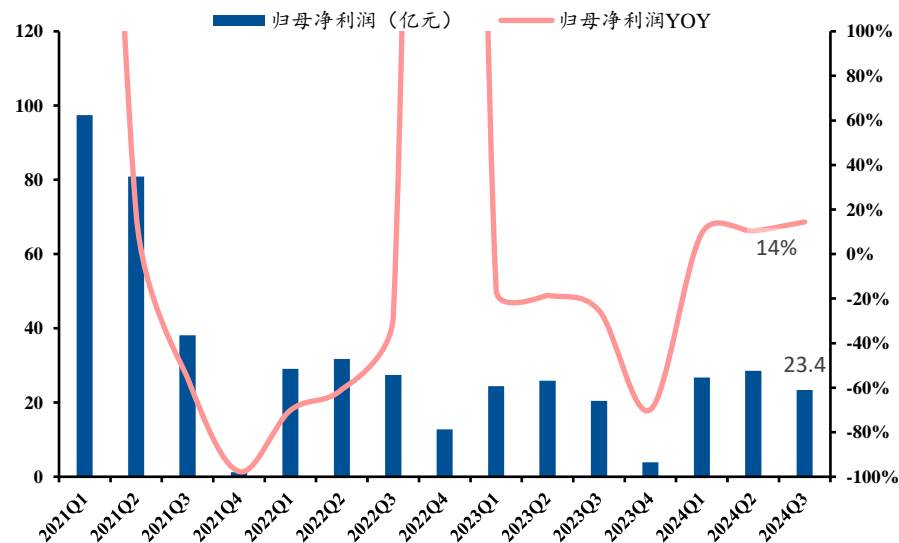
### 3.5.2 医疗耗材：低耗继续环比改善，高耗集采落地增速回升

- 24Q1-Q3板块内43家公司合计实现营业收入178.3亿元，同比增长10.5%，实现归母净利润23.4亿元，同比增长11.2%。
- 24Q3板块内43家公司合计实现营业收入521.6亿元，同比增长14%，实现归母净利润78.7亿元，同比增长14%。
- 23Q3由于海外客户去库存及国内医疗行业整治，收入和利润端增速均处于低位，24Q3海外恢复性高增、国内集采落地及高端新品放量持续提升增速水平。

图表：21Q1-24Q3医疗耗材板块收入情况



图表：21Q1-24Q3医疗耗材板块归母净利润情况



### 3.5.2 医疗耗材：低耗继续环比改善，高耗集采落地增速回升

#### ➤ 华福观点：

- **高耗：23年同期医疗行业整治影响，Q3集采落地+高端新品放量增速提升。**去年同期医疗行业整治影响手术开展及入院节奏，Q3集采执行及手术量环比改善、高端新品持续推出，业绩增速向好。Q4随脊柱各地集采执行去库存、关节续约有望提价，行业有望持续边际改善。**建议关注**迈普医学、微电生理、三友医疗、赛诺医疗、乐普医疗等。
- **低耗及上游代工产业链：板块整体低估值，Q3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，24Q3大多数厂商环比持续向上，后续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，预计明年业绩持续恢复性增长，**建议关注**美好医疗、维力医疗等。

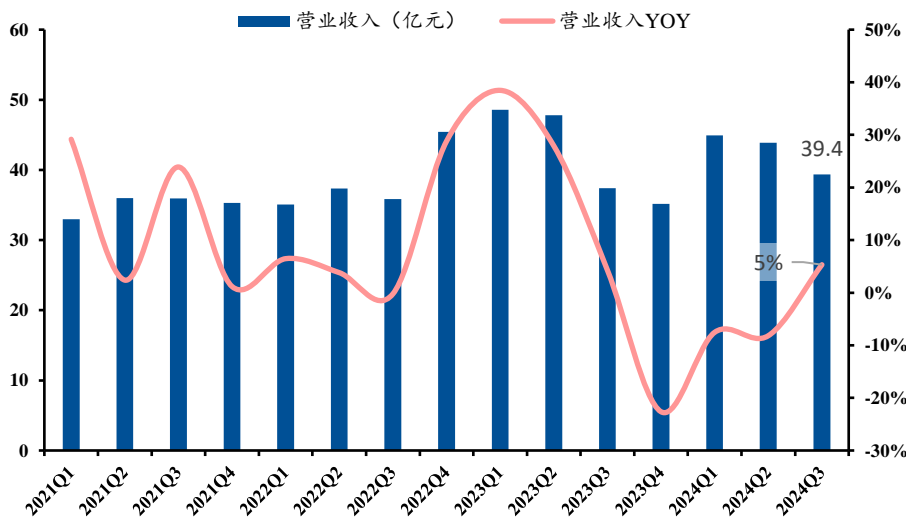
图表：医疗耗材重点上市公司情况

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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
605369.SH	拱东医疗	49	10.9%	17.3%	68.9%	60.2%	2.5	19.30
300003.SZ	乐普医疗	226	-28.4%	-23.5%	-73.1%	-40.7%	15.2	14.87
301363.SZ	美好医疗	131	55.7%	10.9%	49.9%	-14.1%	3.9	33.66
688677.SH	海泰新光	46	-9.4%	-15.3%	-7.0%	-17.6%	1.8	25.91
688617.SH	惠泰医疗	362	23.1%	25.6%	27.2%	31.0%	7.1	51.12
688351.SH	微电生理	93	-1.5%	23.2%	163.9%	262.2%	0.4	228.65
603309.SH	维力医疗	40	18.2%	8.5%	17.0%	15.8%	2.3	16.88
688161.SH	威高骨科	119	20.1%	0.1%	594.2%	34.7%	2.4	49.98
688050.SH	爱博医疗	180	49.1%	60.9%	23.4%	26.0%	4.0	44.80
300595.SZ	欧普康视	168	1.6%	8.4%	-12.8%	-2.9%	7.3	22.83
301033.SZ	迈普医学	34	14.7%	31.0%	50.8%	107.7%	0.6	53.11
688085.SH	三友医疗	54	57.3%	-7.3%	104.5%	-87.1%	1.1	48.85

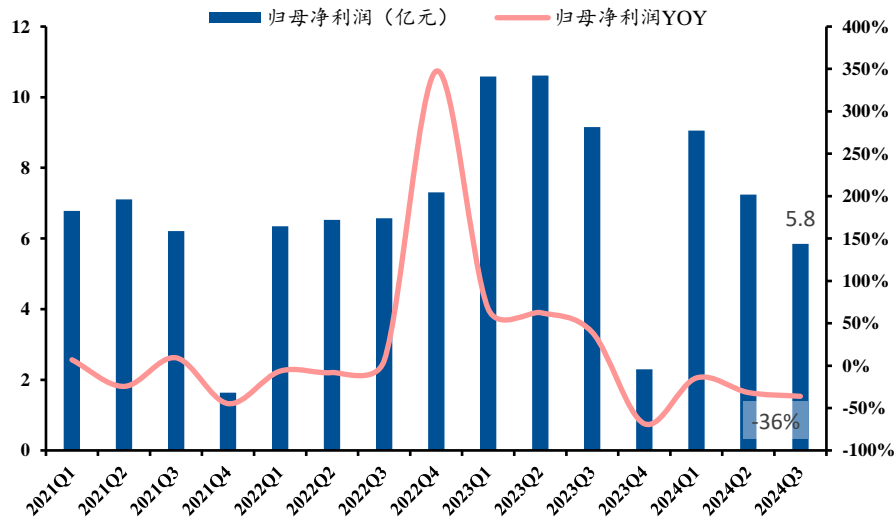
### 3.5.3 家用器械：利润端短期受费用及汇兑扰动，行业长期产业趋势确定

- 24Q1-Q3板块内5家公司合计实现营业收入128.2亿元，同比下滑4%，实现归母净利润22.1亿元，同比下滑27%。
- 24Q3板块内5家公司合计实现营业收入39.4亿元，同比增长5%，实现归母净利润5.8亿元，同比下滑36%。
- 行业疫情后需求端持续增长，24Q3收入端保持稳健，利润端增速核心受汇兑损益及费用投入加大影响。

图表：21Q1-24Q3家用器械板块收入情况



图表：21Q1-24Q3家用器械板块归母净利润情况



### 3.5.3 家用器械：利润端短期受费用及汇兑扰动，不改行业长期向好趋势

#### ➤ 华福观点：

- Q3收入端稳健增长，利润端受短期扰动承压，老龄化下行业长期产业趋势不改。老龄化背景下，家用医疗器械需求端有望持续扩容，疫情后行业处于增速修复期，Q3收入端业绩保持稳健增速。利润端核心受头部厂商新品上市费用增加、汇兑损益等短期影响扰动，但长期产业向好趋势不改。**建议关注**怡和嘉业、三诺生物、可孚医疗、鱼跃医疗等。

图表：家用器械重点上市公司情况

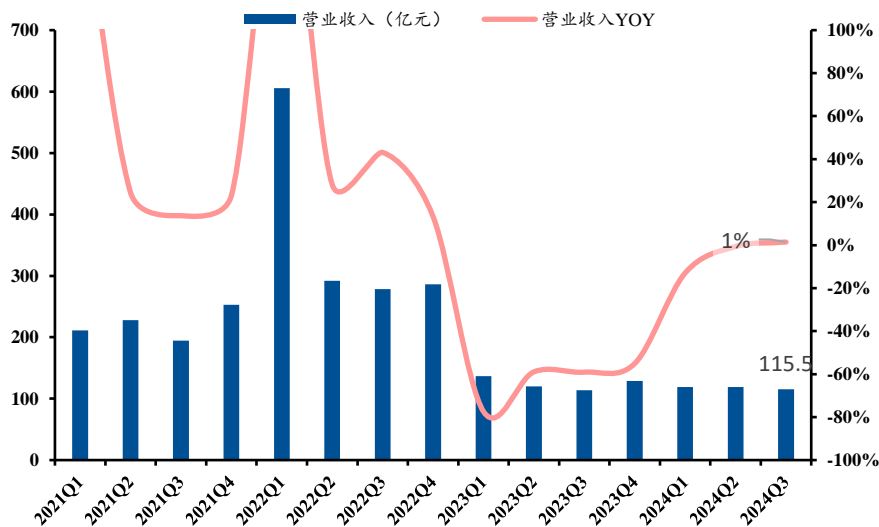
代码	简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
301367.SZ	怡和嘉业	66	10.5%	-36.3%	21.8%	-53.7%	2.2	29.96
300298.SZ	三诺生物	147	2.0%	4.8%	-59.4%	-19.7%	4.0	36.58
301087.SZ	可孚医疗	79	14.1%	5.9%	55.5%	4.1%	3.7	21.26
002223.SZ	鱼跃医疗	340	2.2%	-9.5%	-40.9%	-30.1%	20.9	16.30
300562.SZ	乐心医疗	28	15.4%	24.4%	139.4%	232.8%	0.6	44.11



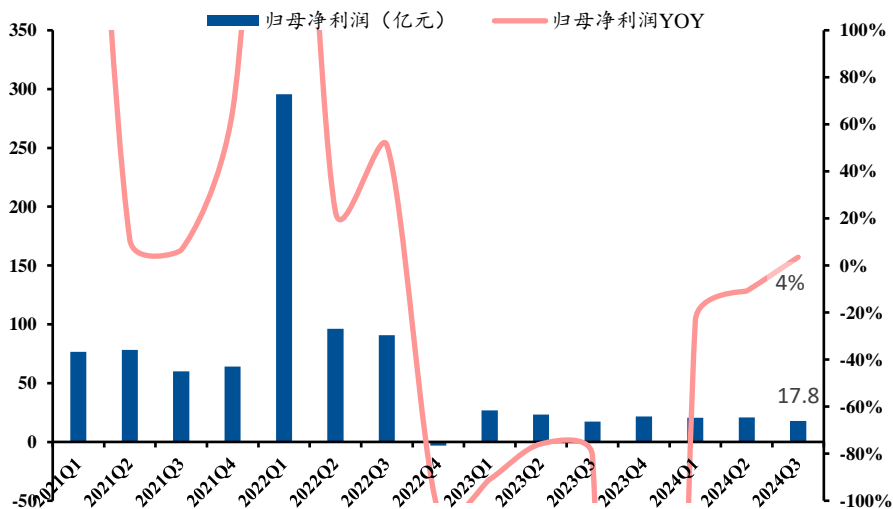
### 3.5.3 IVD: 高基数影响消退, Q3同比继续改善

- 24Q1-Q3板块内41家公司合计实现营业收入353.8亿元, 同比下滑5%, 实现归母净利润59.1亿元, 同比下滑12%。
- 24Q3板块内41家公司合计实现营业收入115.5元, 同比增长1%, 实现归母净利润17.8亿元, 同比增长4%。
- 头部公司高基数影响消退, Q3受益诊疗环境改善+集采推动国产替代、装机加速同比继续改善。

图表: 21Q1-24Q3IVD板块收入情况



图表: 21Q1-24Q3IVD板块归母净利润情况



### 3.5.3 IVD：高基数影响消退，Q3同比继续改善

#### ➤ 华福观点：

- **头部公司高基数影响消退，Q3受益诊疗环境改善+集采推动国产替代、装机加速同比继续改善。24Q3随集采落地执行，推动国产份额提升及装机加速，叠加出海端持续高速增长，业绩同比继续改善。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：IVD重点上市公司情况

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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
300760.SZ	迈瑞医疗	3,232	1.4%	8.0%	-9.3%	8.2%	137.7	23.48
300832.SZ	新产业	538	15.4%	17.4%	10.0%	16.6%	20.3	26.49
603658.SH	安图生物	261	3.4%	4.2%	-5.2%	6.1%	13.9	18.83
688575.SH	亚辉龙	103	-7.7%	-9.8%	-68.2%	-23.3%	4.7	21.90
300396.SZ	迪瑞医疗	43	-16.0%	12.1%	-62.3%	-17.8%	3.6	12.13
300406.SZ	九强生物	81	-0.4%	0.3%	-5.2%	0.6%	6.1	13.31
688389.SH	普门科技	72	6.4%	5.9%	21.5%	25.6%	4.1	17.41
688289.SH	圣湘生物	131	54.1%	63.2%	-81.4%	-34.8%	3.3	40.18
300482.SZ	万孚生物	119	17.5%	8.8%	22.7%	9.0%	6.5	18.38

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、原料药和医疗耗材板块

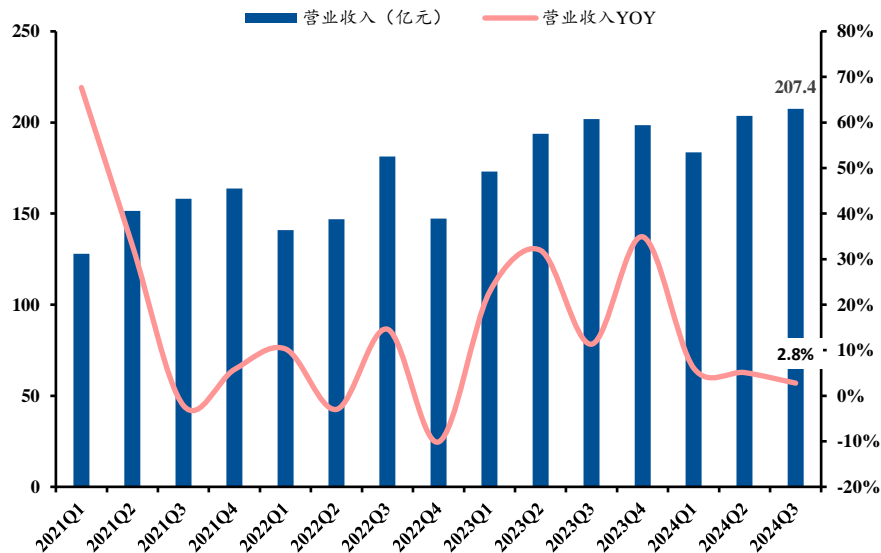
### 表现相对较好

- 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

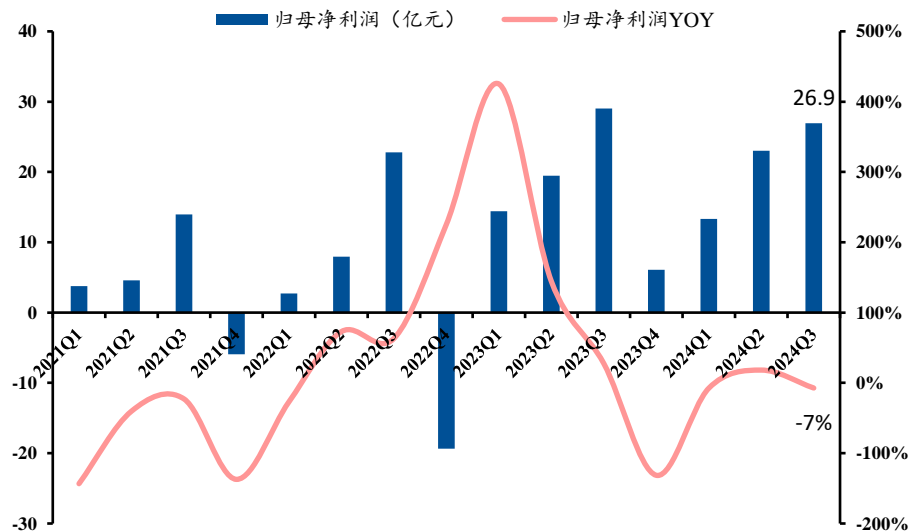
### 3.6.1 医疗服务：24Q3受宏观环境和行业需求影响持续承压

- 板块在宏观经济环境下行和行业需求疲弱的影响下业绩持续承压。
- 24Q1-3板块内18家公司合计实现营业收入594.6亿元，同比增长4.6%，实现归母净利润63.3亿元，同比增长0.6%。
- 24Q3板块内18家公司合计实现营业收入207.4亿元，同比增长2.8%，实现归母净利润26.9亿元，同比变化-7%。
- 24Q3板块业绩持续承压，主要系宏观经济环境扰动下消费医疗类业务需求增长有所承压，以及严肃医疗受医保控费压制。展望明年，在各项经济刺激政策持续出台的情况下，行业需求有望迎来快速回暖，板块业绩有望触底反弹。

图表：21Q1-24Q3医疗服务板块收入情况



图表：21Q1-24Q3医疗服务板块收入情况



### 3.6.1 医疗服务：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，随着各项经济刺激政策出台，业绩有望重回稳健增长轨道；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。

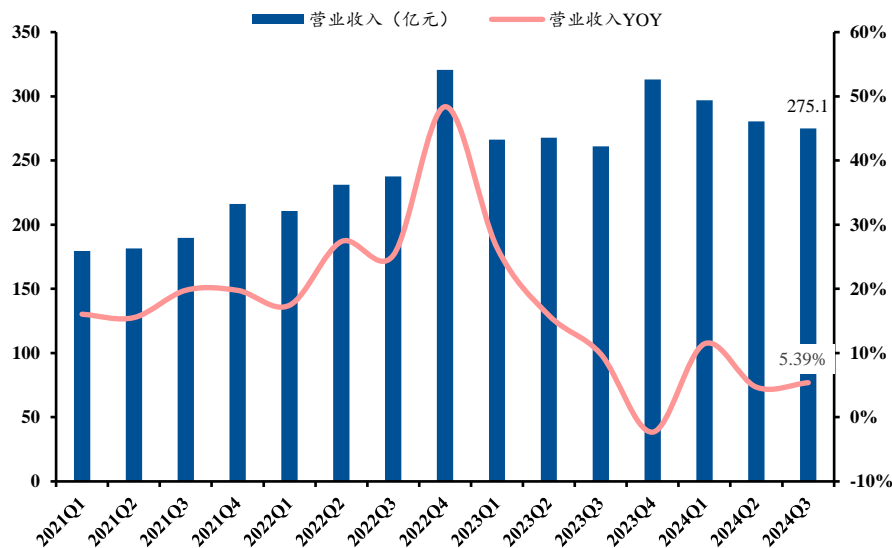
图表：医疗服务重点上市公司情况

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)
		2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
爱尔眼科	1,351	-0.7%	1.6%	-4.6%	8.5%	39.6	34.12
通策医疗	225	0.0%	2.2%	-9.1%	-2.6%	5.7	39.52
美年健康	186	4.4%	-1.1%	11.6%	-89.1%	6.3	29.37
华夏眼科	180	2.0%	2.5%	-23.3%	-24.5%	6.7	26.82
国际医学	123	4.6%	7.9%	-60252.1%	4.6%	-0.6	-204.82
三博脑科	92	10.7%	10.2%	32.3%	44.6%	0.0	/
新里程	88	-4.4%	6.9%	68.8%	58.0%	1.3	68.42
信邦制药	69	-3.1%	-5.3%	-31.9%	-28.4%	2.6	26.54
盈康生命	66	6.5%	11.3%	18.6%	-12.2%	1.3	52.52
普瑞眼科	59	-9.1%	-1.4%	-133.3%	-95.0%	1.4	42.90
何氏眼科	35	-13.3%	-8.4%	-136.5%	-83.5%	0.8	41.48

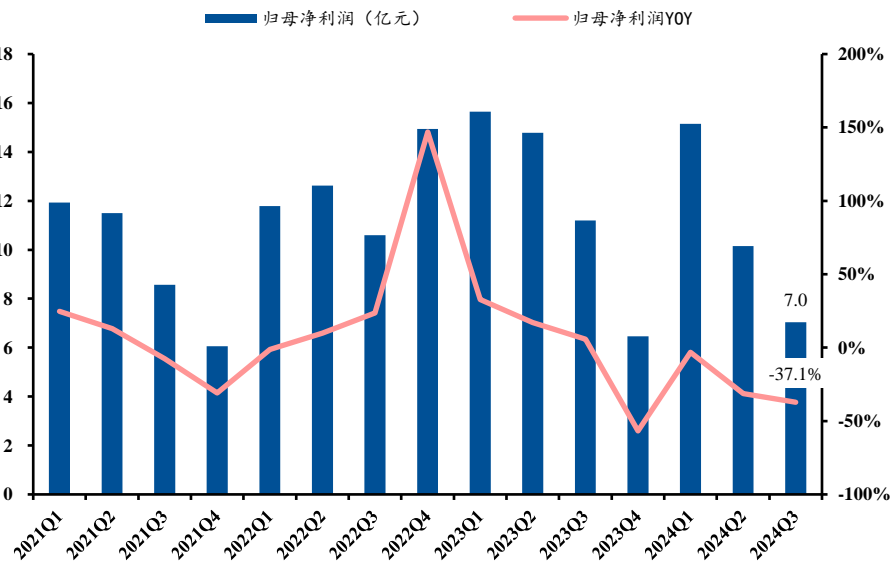
## 3.6.2 药店：24Q3受比价、统筹政策、医保飞检影响增速有所承压

- 板块在比价、统筹政策、医保飞检的影响下增速有所承压。
- 24Q1-3板块内8家公司合计实现营业收入852.2亿元，同比增长7.2%，实现归母净利润32.3亿元，同比变化-22.3%。
- 24Q3板块内8家公司合计实现营业收入275.1亿元，同比增长5.39%，实现归母净利润7亿元，同比变化-37.1%。
- 今年以来由于行业竞争加剧，院外药价治理加深，医保个账改革及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，对板块业绩造成明显的影响。

图表：21Q1-24Q3药店板块收入情况



图表：21Q1-24Q3药店板块收入情况



### 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

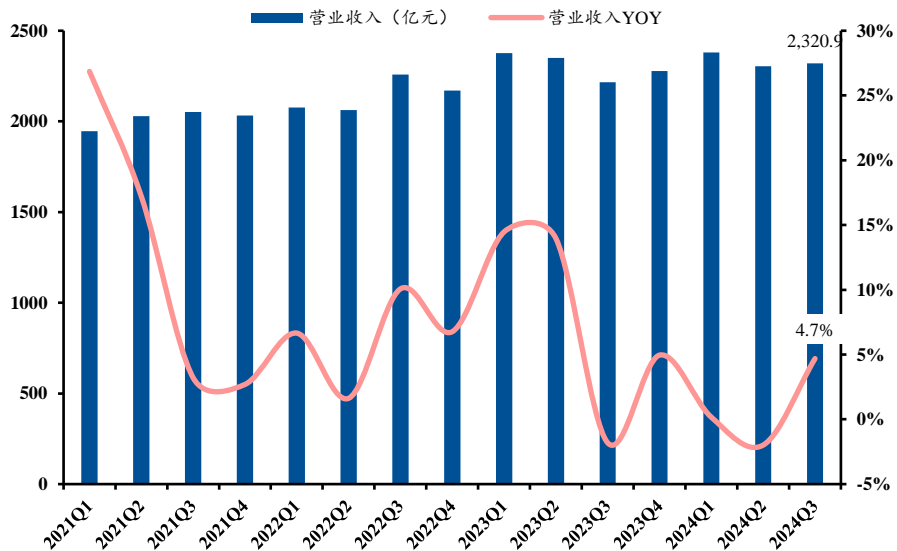
- **华福观点：**药店板块短期内受政策扰动业绩或有所承压，但中长期行业集中度提升的投资逻辑未变，门诊统筹、院外比价、医保飞检等政策对行业合规经营提出更高要求，中小玩家面临越来越大的生存压力，行业供给出清有望加速，同时龙头玩家有望凭借规模优势摊薄合规化带来的经营成本，持续提升市场份额。
- **建议关注：**（1）运营效率突出，管理能力优秀，经营韧性强劲的益丰药房，（2）全国布局，精细化运营措施持续落地，内部经营效率持续改善的老百姓，（3）深耕华南，开店保持较快节奏且存在统筹政策进一步放开预期的大参林，（4）云南区域性龙头，多业态稳步推进的一心堂。

图表：药店重点上市公司情况

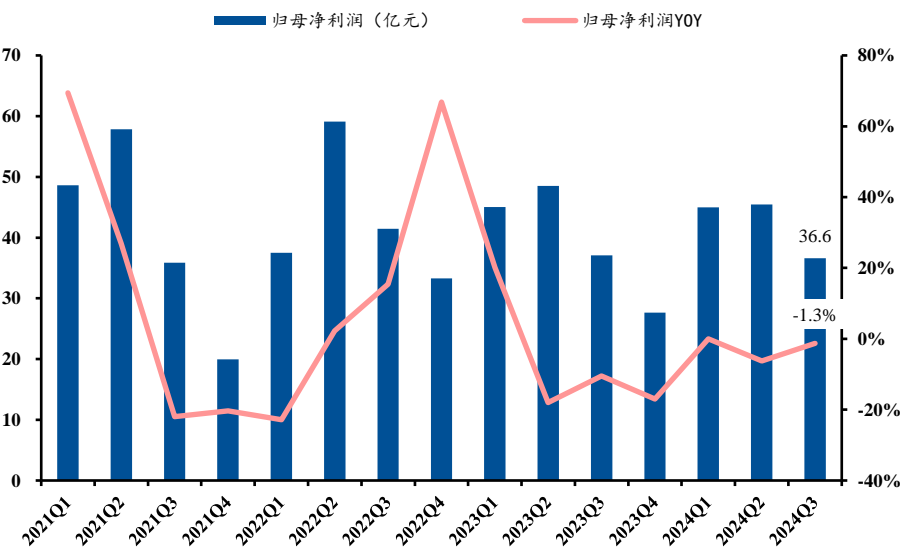
简称	市值 (亿元)	营业收入增速		归母净利润增速		2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
益丰药房	279	5.3%	8.4%	6.4%	11.1%	16.9	16.47
大参林	165	11.4%	11.3%	-22.0%	-26.9%	13.4	12.32
老百姓	121	1.2%	1.2%	-37.3%	-12.1%	10.6	11.38
一心堂	80	3.6%	6.1%	-94.2%	-57.4%	7.6	10.48
漱玉平民	47	-0.6%	8.3%	-263.8%	-108.1%	2.7	17.80
健之佳	33	4.1%	3.6%	-68.5%	-63.8%	4.0	8.26

- 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。
- 24Q1-3板块内25家公司合计实现营业收入7005.1亿元，同比增长0.9%，实现归母净利润127.1亿元，同比变化-2.7%。
- 24Q3板块内25家公司合计实现营业收入2320.9亿元，同比增长4.7%，实现归母净利润36.6亿元，同比变化-1.3%。

图表：21Q1-24Q3医药流通板块收入情况



图表：21Q1-24Q3医药流通板块归母净利润情况





### 3.6.3 医药流通：短期有所承压但长期逻辑未变，建议关注经营效率改善和份额提升的龙头

- **华福观点：**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)
		2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3		
上海医药	648	8.2%	6.1%	-6.3%	6.8%	51.1	12.69
九州通	259	3.6%	-0.8%	1.6%	-7.0%	23.9	10.84
国药股份	236	7.1%	4.1%	0.6%	1.3%	22.1	10.67
中国医药	170	1.6%	-12.4%	141.3%	-24.7%	/	/
国药一致	145	2.6%	-0.2%	-10.4%	-10.4%	16.1	8.99
百洋医药	144	37.0%	11.8%	42.1%	29.7%	8.4	17.04
润达医疗	102	-13.8%	-10.4%	-137.7%	-82.2%	3.7	27.23
重药控股	94	12.7%	2.2%	1269.4%	-43.5%	7.3	12.90
柳药集团	73	1.5%	2.4%	8.7%	6.1%	9.5	7.60

## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、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

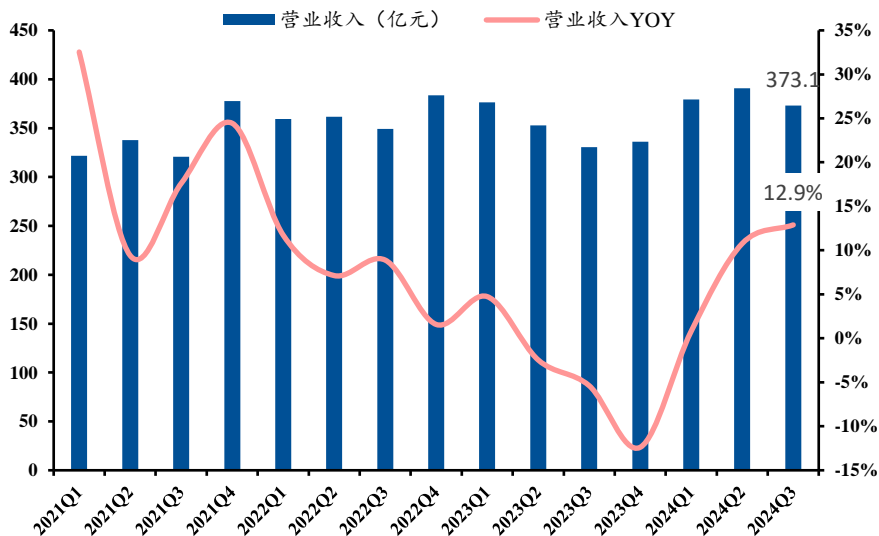
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

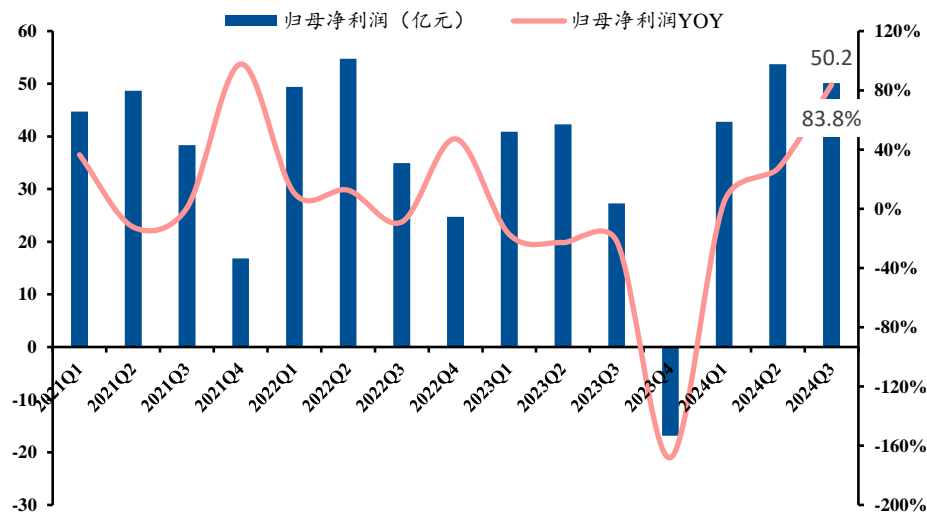
### 3.7 原料药：库存出清接近尾声，Q3业绩边际向好明显

- 2024Q1-3, 54家原料药公司合计实现营业收入1143.3亿元, 同比+7.9%, 实现归母净利润146.7亿元, 同比+32.8%。
- 2024Q3看, 合计实现营业收入373.1亿元, 同比+12.9%, 实现归母净利润50.2亿元, 同比+83.8%, 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24Q3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



图表：21Q1-23Q2原料药板块归母净利润情况



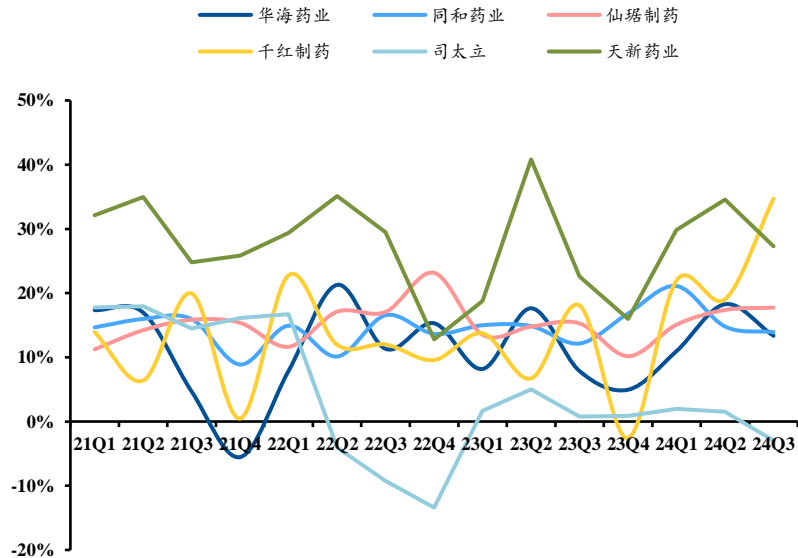
### 3.7 原料药：库存出清接近尾声，Q3业绩边际向好明显

► **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，24Q3各公司销售净利率较去年同期普遍出现显著回升。

图表：2023及24Q1/Q2/Q3重点公司收入、利润及估值情况

简称	市值 (亿元)	营业收入增速 (%)				扣非归母净利润增速				2024归母净利润一致预期 (亿元)	PE (2024E)
		2023	24Q1	24Q2	24Q3	2023	24Q1	24Q2	24Q3		
华海药业	247	0.5	21.4	19.4	16.8	-26.0	67.3	-2.2	121.8	13.0	19
同和药业	33	0.3	-6.5	0.1	1.8	0.8	23.3	61.2	15.9	1.4	23
仙琚制药	114	-5.9	8.4	0.9	0.0	-12.1	9.8	13.3	14.7	6.8	17
千红制药	67	-21.2	-24.2	-19.0	-17.6	-44.4	19.1	196.9	-9.8	3.5	19
司太立	37	3.0	13.5	22.7	10.6	136.5	31.9	-44.9	2,278.4	1.2	31
天新药业	111	-18.3	-14.5	-4.8	8.5	-24.1	33.5	-10.4	127.0	7.2	15

图表：21Q1-24Q3重点公司净利率水平 (%)



资料来源: iFinD, 华福证券研究所 (注: 一致预期自iFinD, 截至2024年10月31日)

### 华福观点：

- **原料药产量边际改善明显，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%），处于主动去库存时期，24年Q2开始产量实现同比增长，M4-M6产量同比增速分别为6.0%、10.8%、9.4%，出口量看，24H1原料药出口数量同比增长23.4%，需求在回升。
- **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。
- **投资建议：原料药板块库存出清需求恢复，成本端价格下行利润增厚，重磅产品专利的陆续到期**新产品上量，看好原料药板块新一轮景气回升的投资机会。
- **建议关注：**
  - ❑ 特色原料药：受益库存出清、制剂一体化以及新产品上量，关注华海药业、奥锐特、仙琚制药、普洛药业、国邦医药等；
  - ❑ 减重产业链：诺泰生物、博瑞医药。
  - ❑ 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，创新药、化药制剂、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

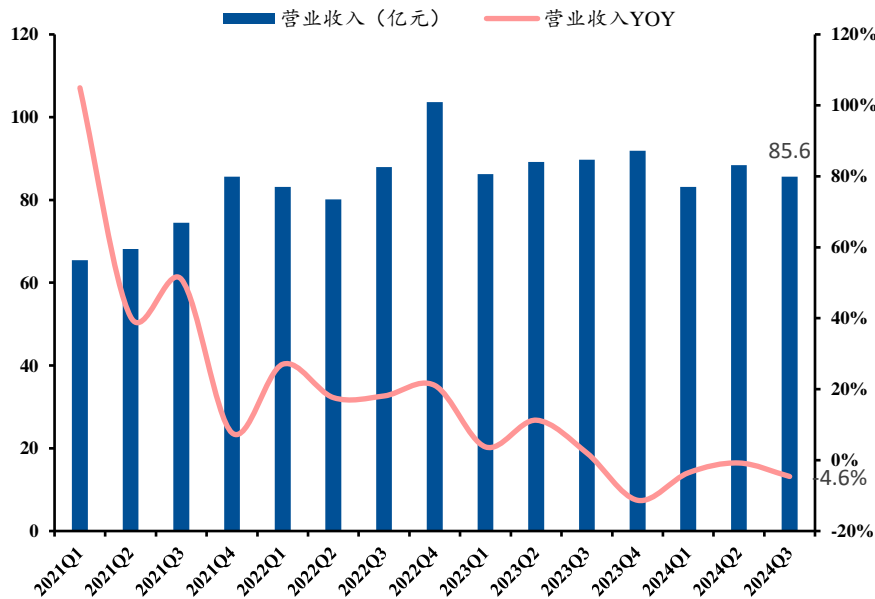
3.8 生命科学上游板块

3.9 CXO板块

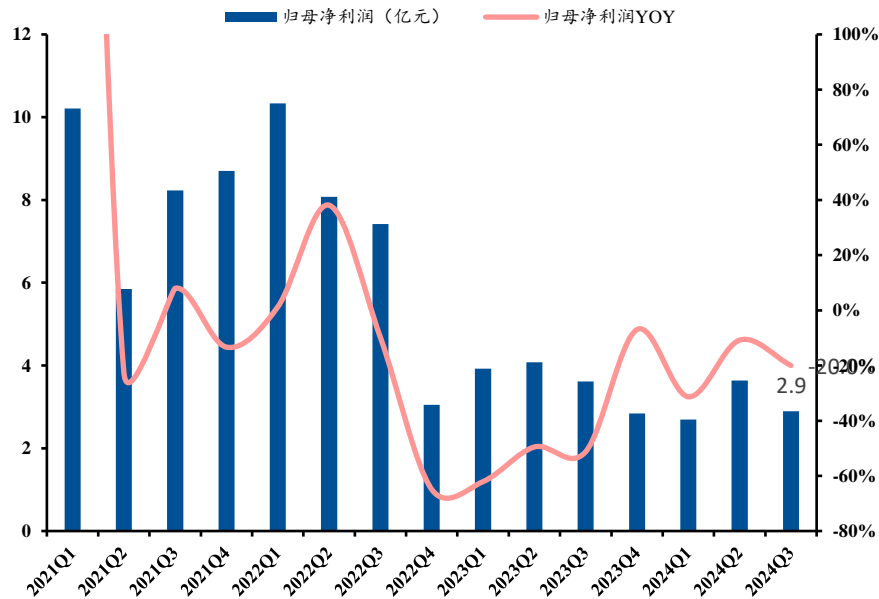
### 3.8 生命科学服务/上游：业绩承压，静待拐点

- 25家生命科学/上游公司2024Q1-3实现营收257.1亿元，同比下滑3%，共实现归母净利润19.2亿元，同比下滑35%
- 单看Q3，25家生命科学/上游公司实现营收85.6亿元，同比下滑4.6%，共实现归母净利润5.4亿元，同比下滑35.9%。

图表：21Q1-24Q3 生命科学/上游板块收入情况



图表：21Q1-24Q2 生命科学/上游板块归母净利润情况



### 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：24Q2/H1/Q3 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	2024Q3	2024Q2	2024H1	2024Q3		
688690.SH	纳微科技	80	13.9%	15.1%	34.6%	44.7%	41.6%	-142.6%	1.6	51.30
688356.SH	键凯科技	35	-18.8%	-25.0%	-21.6%	-36.3%	-59.1%	-85.4%	1.0	35.06
688315.SH	诺禾致源	53	7.9%	7.2%	4.7%	-3.7%	3.9%	12.5%	2.0	26.65
688293.SH	奥浦迈	42	19.8%	18.4%	43.2%	-66.7%	-36.3%	-41.5%	0.8	55.79
688265.SH	南模生物	20	0.5%	-2.2%	0.9%	-66.9%	-214.9%	48.3%	/	/
688179.SH	阿拉丁	38	41.5%	28.6%	43.0%	120.8%	52.9%	6.4%	1.3	30.05
688137.SH	近岸蛋白	24	5.9%	-20.1%	-10.0%	-614.5%	-172.1%	-366.0%	/	/
688133.SH	泰坦科技	37	8.8%	5.1%	0.5%	-89.0%	-89.9%	-78.5%	0.7	51.53
688131.SH	皓元医药	77	19.1%	19.8%	13.8%	10.3%	-25.8%	212.9%	1.6	47.83
688105.SH	诺唯赞	94	29.3%	13.7%	12.9%	135.9%	119.9%	-57.5%	1.0	98.49
688073.SH	毕得医药	33	-0.2%	1.8%	-1.1%	-45.0%	-38.1%	8.2%	1.2	27.04
688046.SH	药康生物	56	17.8%	15.0%	6.7%	0.7%	-1.6%	-45.5%	1.9	29.44
301393.SZ	昊帆生物	49	57.6%	7.1%	10.2%	60.3%	12.0%	51.4%	1.2	41.95
301166.SZ	优宁维	26	-6.6%	-3.9%	-11.6%	-40.4%	-56.3%	-117.6%	0.0	/
301080.SZ	百普赛斯	49	16.6%	11.6%	13.8%	-44.1%	-38.1%	-26.6%	1.5	32.96
301047.SZ	义翘神州	84	13.3%	4.5%	-13.3%	-47.7%	-47.7%	-59.2%	1.6	52.14



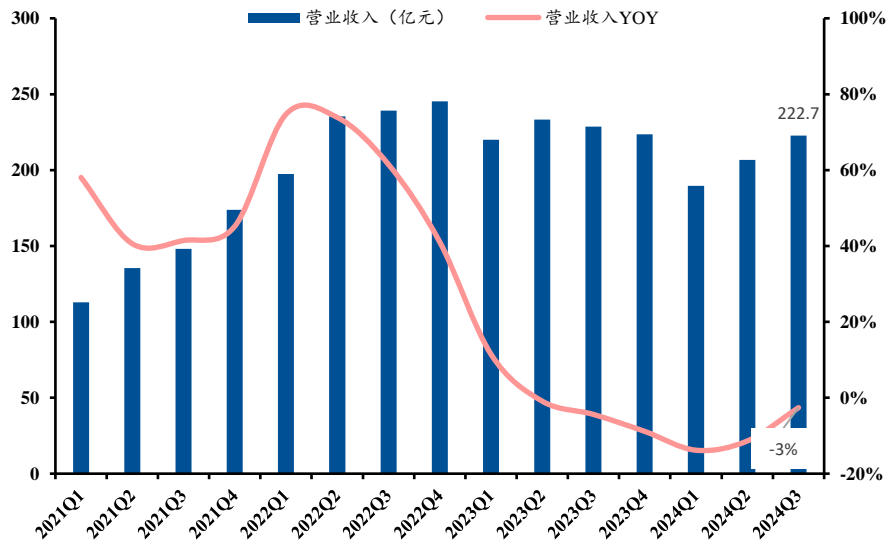
## 3 各子板块分化严重，创新药、化药制剂、原料药和医疗耗材板块表现相对较好

- 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

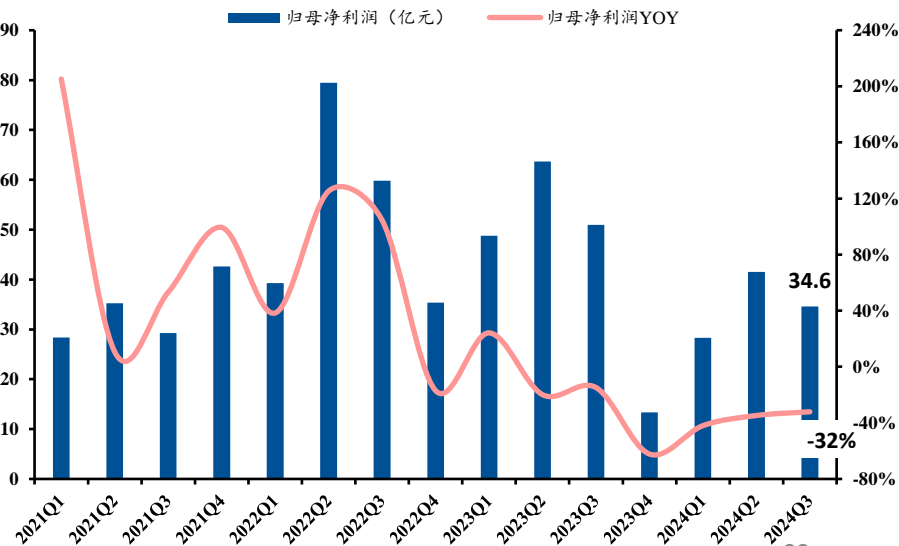
### 3.9 CXO：外部因素叠加，板块24Q3业绩承压

- 2024Q3，23家CXO公司实现营收222.7亿元，同比下滑3%；实现归母净利润34.6亿元，同比下滑32%。
- 2024Q1-3，23家CXO公司实现营收619.1亿元，同比下滑9.2%；实现归母净利润104.5亿元，同比下滑36.1%。

图表：21Q1-24Q3CXO板块收入情况



图表：21Q1-24Q3CXO板块归母净利润情况



### 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底部趋势基本明确的背景下，Q3部分CXO公司开始出现回暖迹象，订单边际改善开始，随着后续美国生物安全法案的推进，行业有望迎来情绪出清，重新拥抱上行周期，中长期坚定看好。
- **建议关注：**1) 情绪面被压制的全球头部CXO标的：药明康德；2) 国内创新药支持背景下有望受益的标的：泰格医药、诺思格。

图表：21Q1-24Q3 CXO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)
			2024Q3	2024Q1-3	2024Q1	2024Q1-3		
603259	药明康德	1,460	-2.0%	-6.2%	-17.0%	-19.1%	96.1	15.20
300759	康龙化成	470	10.0%	3.0%	-12.6%	24.8%	18.2	25.78
603456	九洲药业	139	-9.2%	-13.4%	-54.8%	-34.7%	9.5	14.72
603127	昭衍新药	116	-15.5%	-15.9%	-58.0%	-121.5%	0.9	128.16
300363	博腾股份	96	10.7%	-30.0%	-187.7%	-145.7%	-2.0	-47.38
688202	美迪西	46	-9.8%	-32.2%	-14.1%	-212.0%	-0.3	-168.51
688238	和元生物	35	33.0%	34.2%	-190.6%	-166.9%	-1.3	-27.52
688621	阳光诺和	50	53.2%	32.5%	11.4%	21.4%	2.5	19.83
688222	成都先导	53	15.0%	21.4%	59.8%	64.7%	0.5	105.56
301333	诺思格	56	12.4%	7.1%	-35.0%	-32.9%	1.4	40.46
300347	泰格医药	505	-11.9%	-10.3%	-34.7%	-56.7%	16.7	30.17
301230	泓博医药	33	-3.0%	6.6%	-105.6%	-66.8%	0.4	90.14
300725	药石科技	71	-14.4%	-12.7%	-17.6%	-14.4%	2.1	33.52
301257	普蕊斯	23	2.0%	9.2%	-55.5%	-28.4%	1.4	16.04
300404	博济医药	34	69.9%	55.0%	143.2%	88.0%	0.7	47.46
301096	百诚医药	43	-32.3%	1.1%	-90.9%	-29.7%	3.0	13.99
600721	百花医药	28	-4.2%	9.4%	-72.5%	35.4%	0.0	/
000739	普洛药业	188	12.4%	9.3%	-2.2%	2.2%	11.7	16.08
301509	金凯生科	36	-18.7%	-33.9%	-79.0%	-73.1%	0.0	/
301520	万邦医药	27	40.2%	21.9%	-3.1%	0.6%	1.3	21.78

## 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

