

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题

医药生物

2024年11月4日



行业进一步筑底，制药表现稳中向好

—医药行业：2024年三季度报总结

证券分析师

姓名：刘闯

资格编号：S1350524030002

邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

姓名：李强

资格编号：S1350524040001

邮箱：liqiang01@huayuanstock.com

姓名：林海霖

资格编号：S1350524050002

邮箱：linhailin@huayuanstock.com

行业总结：2024Q1-3医药业绩承压、分化显著，消费类疲弱，创新+麻药+原料药+血制品表现较好

- **行业整体**：2024Q1-Q3，458家医药公司实现营收1.84万亿元，同比下滑0.8%；共实现归母净利润1495.5亿元，同比下降3.3%。2024Q2实现营收6199.8亿元，同比-1.1%，实现归母净利润502.0亿元，同比-4.5%；2024Q3实现营收5981.1亿元，同比下降0.2%，相较24Q2降幅收窄；实现归母净利润421.6亿元，同比下降12.7%。
- **创新药**：2024Q1-Q3创新药公司共实现营收154.9亿元(未包括百济神州与诺诚健华)，同比增长113.5%，势头强劲。国内创新药企业已大面积走过研发周期，核心品种正处在商业化高速放量阶段。A股中有产品商业化的Biotech创新药收入显著加速增长，同时费用相对平缓渐增，因此利润端表现更好，盈利信号清晰积极。此外，出海授权已成为Biotech业绩第二增长曲线，高额首付款的确认提供可持续研发的资金动力支持。
- **化药**：2024Q1-Q3化药公司共实现营收3034.5亿元，同比增长2.07%；共实现归母净利润310.9亿元，同比增长12.39%。24Q3实现收入975.3亿元，同比增长3.67%；归母净利润为89.9亿元，同比增长12.19%。细分领域表现不同，传统仿转创药企表现较好，如恒瑞医药、海思科、信立泰等。化药板块或进一步加速分化，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。
- **医疗器械**：2024Q1-Q3营收1701亿元，同比+1.40%，归母净利润298亿元，同比-7.42%。单三季度实现收入545.8亿元，同比增长2.73%，归母净利润80.1亿元，同比下降12.99%，较上半年下滑进一步扩大。三季度，医疗器械公司业绩承压，迈瑞医疗、联影医疗等头部企业利润端均下滑，部分景气度较高的赛道，如电生理、呼吸道检测、海外出口品种，表现相对亮眼。
- **生物制品**：2024Q1-Q3实现营收898.3亿元，同比下滑19.2%；共实现归母净利润152.4亿元，同比下滑33.2%，其中：1) 血制品：实现营收178.7亿元，同比下滑1.7%；共实现归母净利润49.5亿元，同比增长5.7%，分季度看，24Q3实现营收65.7亿元，同比下降10.0%；实现归母净利润17.9亿元，同比增长0.6%，24Q2收入和归母净利润增速分别为14.0%和15.9%，在23Q3高基数背景下，血制品板块24Q3收入增速放缓，但行业依然维持稳健增长；2) 疫苗公司：实现营收342.3亿元，同比下滑38.6%；共实现归母净利润40.0亿元，同比下滑61.6%，分季度看，24Q3实现营收91.6亿元，同比下降55.7%；实现归母净利润7.7亿元，同比下滑77.7%，24Q2收入和归母净利润增速分别为-41.3%和-52.1%，行业受宏观环境影响承压较为明显。
- **中药**：2024Q1-Q3实现营收2696.5亿元，同比下降3.2%；实现归母净利润301.0亿元，同比下降9.0%，2024Q3实现营收814.2亿元，同比下滑3.3%，实现归母净利润77.2亿元，同比下滑10.4%。细分领域结构性分化，其中华润三九、东阿阿胶等品牌中药龙头实现业绩快速增长，佐力药业和方盛制药等公司在核心产品放量驱动下业绩亮眼。
- **原料药**：2024Q1-Q3实现营收930.7亿元，同比增长9.0%；实现归母净利润118.1亿元，同比增长30.0%。2024Q3实现营收307.0亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润42.0亿元，同比增长72.2%，板块业绩趋势向好，盈利能力改善明显。其中大宗原料药（抗生素、维生素等）如花园生物业绩表现较好，专利原料药如诺泰生物等业绩表现亮眼。



- **医药商业：**2024Q1-Q3医药商业公司共实现营收7734.8亿元，同比增长1.5%；共实现归母净利润154.3亿元，同比下滑8.8%。其中，24Q3线下药店实现营收275.1亿元（同比+5.4%），24Q2同比增速为+4.7%，增速相比Q2有所提升；实现归母净利润7.0亿元（同比-37.1%），24Q2同比增速为-31.3%，同比增速继续下滑。24Q3医药流通实现营收2279.8亿元（同比+4.6%），24Q2同比增速为-2.1%，相比Q2增速有所提升；实现归母净利润35.0亿元（同比-2.9%），相比24Q2同比下降幅度收窄。24Q3医药流通表现依旧相对稳健，且业绩增速相较Q2改善。药店利润继续承压，头部药房中益丰药房表现仍然较为突出，今年每个季度营收利润仍呈现正增长。
- **医疗服务：**2024Q1-Q3 16家医疗服务公司共实现营收585.7亿元，同比下滑1.4%；共实现归母净利润46亿元，同比下滑23.1%。单季度看，2024Q3实现收入203.3亿元，同比下滑3%；归母净利润为19.6亿元，同比下滑24.7%，其中5家眼科公司单24Q3实现收入81亿元，同比下滑2.4%，实现归母净利润15亿元，同比下滑15.7%，营收利润均下滑。受制于需求疲弱，24Q3医疗服务延续Q2趋势，整体表现一般。其中眼科板块营收利润均实现负增长，剔除爱尔眼科之后，业绩降幅增大。
- **CXO&科研服务产业链：**2024Q1-Q3实现营收624.7亿元，同比下滑8.6%；实现归母净利润104.6亿元，同比下滑35.3%。科研服务产业链实现营收73.2亿元，同比增长4.0%；实现归母净利润6.0亿元，同比下滑31.8%。分季度看：1) CXO板块：CXO板块24Q2和24Q3收入增速分别为-10.8%和-2.1%，归母净利润增速分别为-33.9%和-30.3%；2) 科研上游板块：科研上游板块24Q2和24Q3收入增速分别为9.9%和4.0%，归母净利润增速分别为-16.4%和-47.3%。

一、二级市场表现：

- ✓ **医药持续回调，已较长时间内处于历史底部。**受2023年开始行业整顿影响延续以及宏观环境变化，2024年至今整体医药情绪低迷，2024年至今指数下跌约11%，从历史水平看，医药板块目前动态估值为31倍PE（TTM），处于近十年底部位置。
- ✓ **细分子板块：化学制剂和原料药板块表现相对抗跌。**生物医药各子板块来看，2024年初至今（2024年10月30日），化学原料药和化学制剂板块回调较小，涨跌幅分别为0.8%和-0.9%；生物制品和医疗服务板块回调较多，涨跌幅分别为-23.3%和-20.6%。各子板块估值：目前化学原料药板块估值相对较高，达到41倍PE，化学制剂板块估值为38倍PE、医疗器械和医疗服务估值均超过30倍PE，医药商业、生物制品和中药估值相对较低。

二、资产配置：

- **非医药主动基金医药季度持仓环比进一步减少，2024Q3持仓比例处于历史低位。**截止2024Q3，全市场主动基金医药重仓合计市值为1984亿元，占其全市场总重仓占比10.7%，环比提升0.09%，但也处于过去3-4年相对较低水平。非医药主动基金医药重仓合计市值为1070亿元，占其全市场总重仓占比6.1%，环比减少0.11pct，非医药主动基金对医药的持仓有所减少。医药主题基金医药重仓合计市值为914亿元，占全市场主动基金持有医药市值的比例为46.1%，环比上升1.80pct。
- **医药基金重仓创新药，非医药主动基金偏好医疗器械。**细分领域持仓方面，医药主题基金近几个季度对**创新药**的持仓比例持续提高，2024Q3占比达到了39%，其次医疗器械持仓占比也一直较高（除2023Q3医院反腐影响占比下降），2024Q3达到18%，CXO近几个季度的持仓占比也有所上升，24Q3达到17%。非医药主动基金近几个季度对**医疗器械**的持仓比例最高，2024Q3占比达到了32%，其次是创新药，2024Q3达到22%，化学制药24Q3持仓达到12%。
- **个股持仓方面：**相比2024Q2，2024Q3医药主题基金持仓增加前五大个股分别是：恒瑞医药、药明康德、百济神州-U、康龙化成、凯莱英。减少前五大个股：片仔癀、诺泰生物、迈瑞医疗、迈威生物-U、东阿阿胶。非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：药明康德、恒瑞医药、通策医疗、爱尔眼科、奕瑞科技；减少前五大个股：迈瑞医疗、兴齐眼药、鱼跃医疗、海吉亚医疗、派林生物。

三、医疗活动及医保情况：

- ✓ **2023年诊疗人次复苏显著。**2023年，全国医疗卫生机构总诊疗人次95.5亿，同比增长13.5%，2023年居民平均到医疗卫生机构就诊6.8次；全国医疗卫生机构入院人次3.02亿，同比增长22.3%，居民年住院率为21.4%，医疗活动复苏较为显著。
- ✓ **医保结余持续增长：**2023年，医保总收入、总支出分别为33355.16亿元、28140.33亿元，增速分别为7.9%和14.4%，随着2023年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，2023年全国医保累计结余达到4.8万亿元。2024年1-7月，中国医保统筹基金收入为15754.9亿元，同比增长4.0%，统筹基金支出为13828.9亿元，同比增长14.9%。

四、宏观数据：

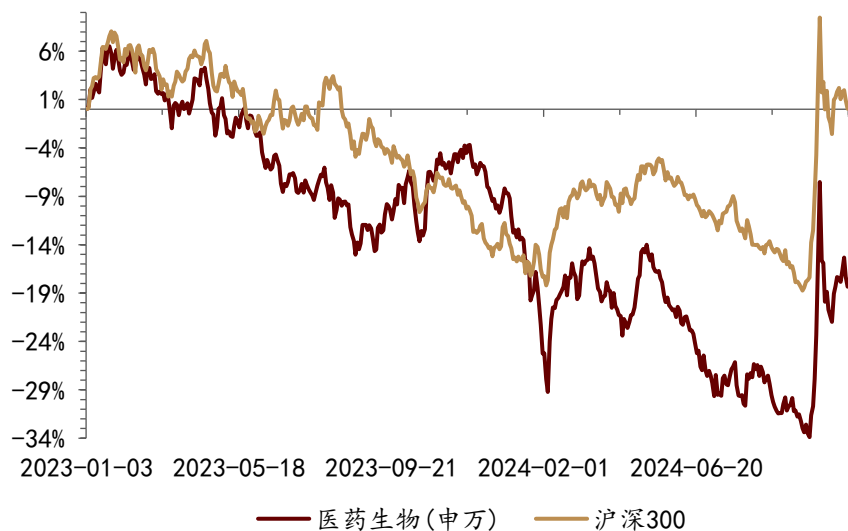
- ✓ **行业数据：**2024年1-9月，中国医药制造业累计收入达1.84万亿，同比增长0.2%；医药制造业累计利润为2544亿元，同比下降0.4%，我们判断主要是2024年行业整顿的延续产生了一定影响，但从趋势上来看，2024年以来，利润端下降幅度相比23年已经企稳。

主要内容

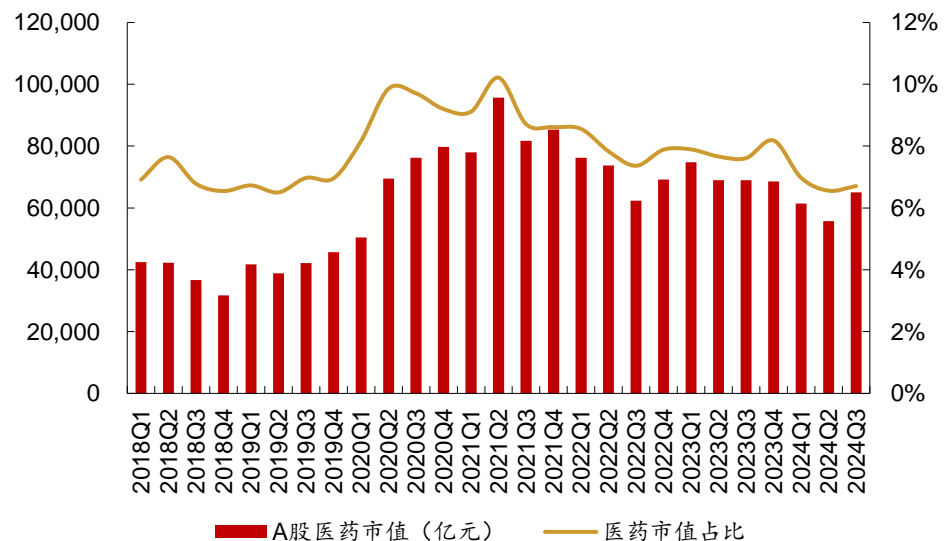
1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

- **医药指数：**2023年至今医药指数波动较大，整体处于震荡向下趋势，2023年至今指数下跌约18%，2024年至今指数下跌约11%，2024年以来，行业整顿影响有所延续，市场情绪整体较为低迷，医药板块深度回调，我们认为目前已经进入筑底期。
- **医药市值：**截至2024前三季度，A股医药公司总市值为6.5万亿元，占A股总市值6.7%，板块市值占比较24Q2环比增加0.15pct，但医药行业整体市值占比处于历史相对低位水平。

图：2023年初至今申万医药板块与沪深300指数行情

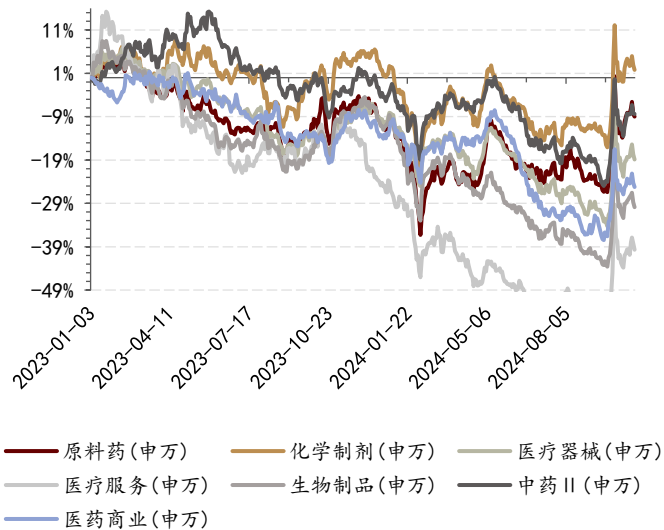


图：A股医药市值及占比变化情况

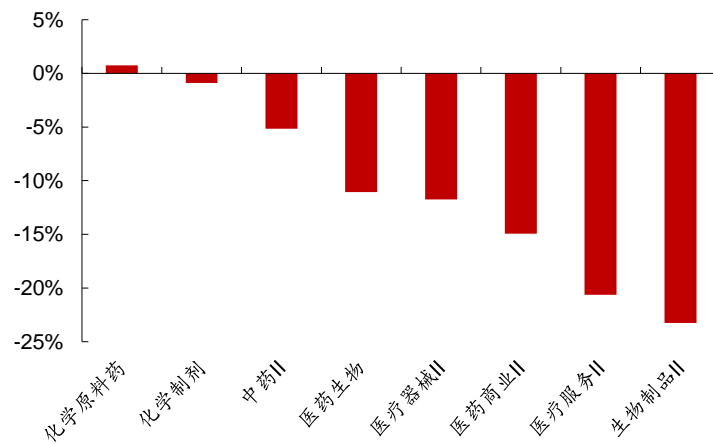


- **细分赛道：**生物医药各子板块来看，2024年初至今（2024年10月30日），化学原料药和化学制剂板块回调较小，涨跌幅分别为0.8%和-0.9%；生物制品和医疗服务板块回调较多，涨跌幅分别为-23.3%和-20.6%。
- **各子板块估值：**目前化学原料药板块估值相对较高，达到41倍PE，化学制剂板块估值为38倍PE、医疗器械和医疗服务估值均超过30倍PE，医药商业、生物制品和中药估值相对较低。

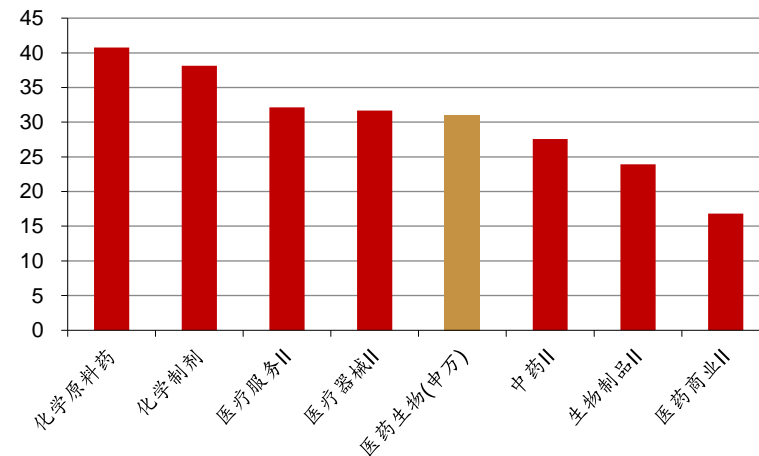
图：2023年初至今申万医药细分赛道走势情况



图：2024年初至今医药细分赛道涨跌幅情况

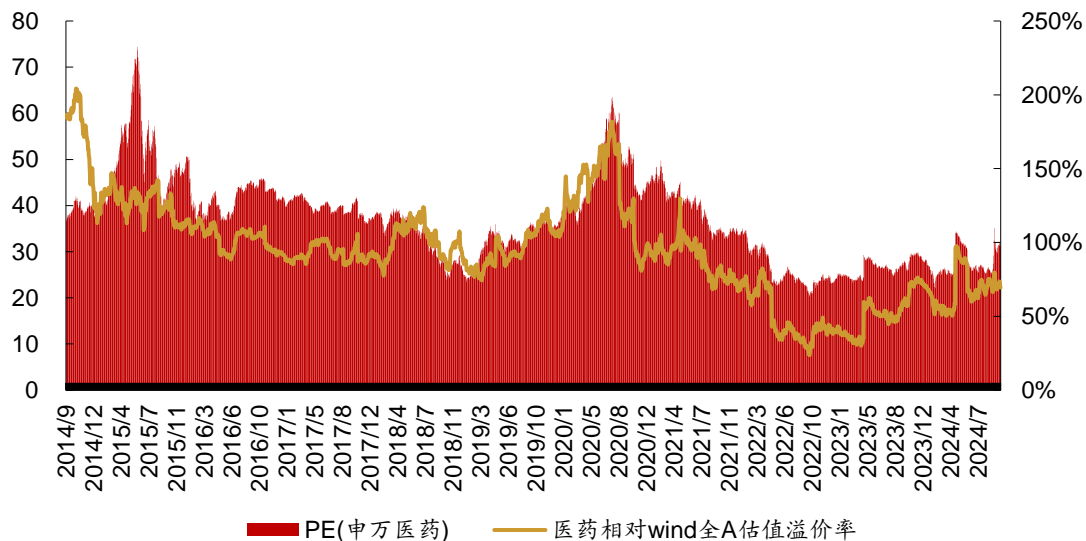


图：医药细分赛道目前估值情况 (TTM)

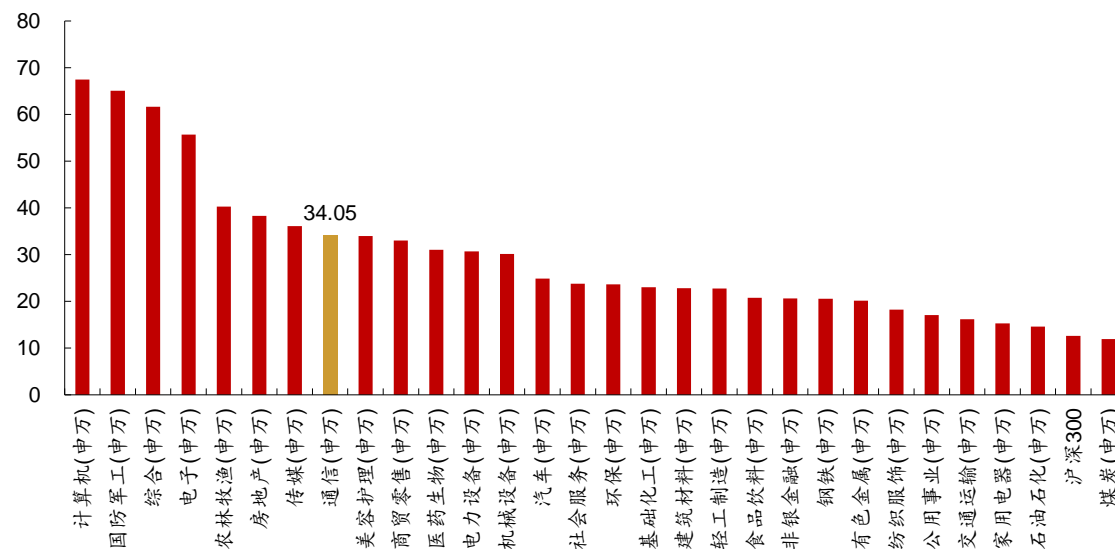


- **医药行业估值：**我们选取近十年医药生物行业PE(TTM)估值，以申万全A为基数，分析医药生物行业估值溢价情况，2020年医药行情由新冠疫情影响，医药整体估值大幅提升，医药生物相对wind全A估值溢价接近1倍，开启新一轮牛市。随后一直回调，处于近十年相对低位。
- **板块估值：**截至2024年10月30日，申万医药板块整体PE估值为34.05X，在申万一级分类中排第8。

图：过去十年行业PE估值溢价倍数（SW医药生物/SW全A）

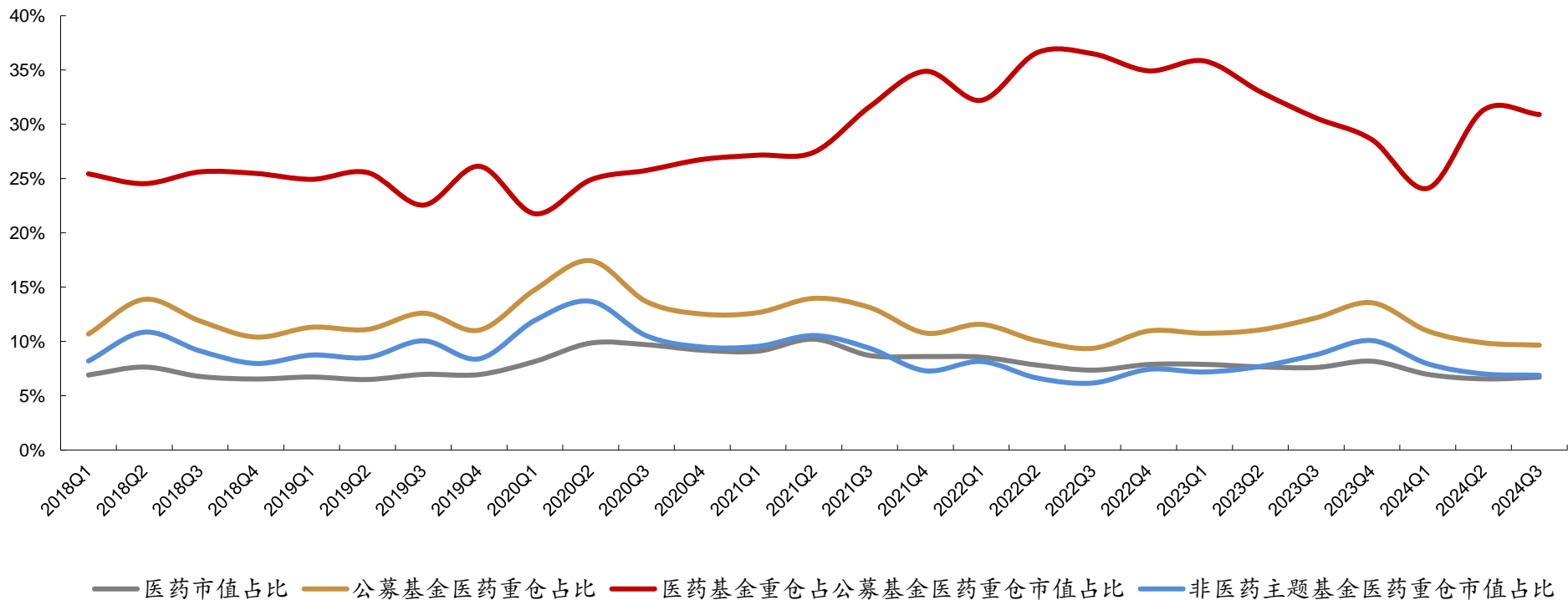


图：申万各板块PE估值情况
（截至2024年10月30日，整体TTM法）



■ **2024Q3公募基金持仓医药占比进一步**：截止2024Q3，公募基金（包括被动基金）的医药重仓合计市值为3049亿元，占公募基金总重仓占比9.7%，环比减少0.2pct，全基对医药的持仓有所减少。

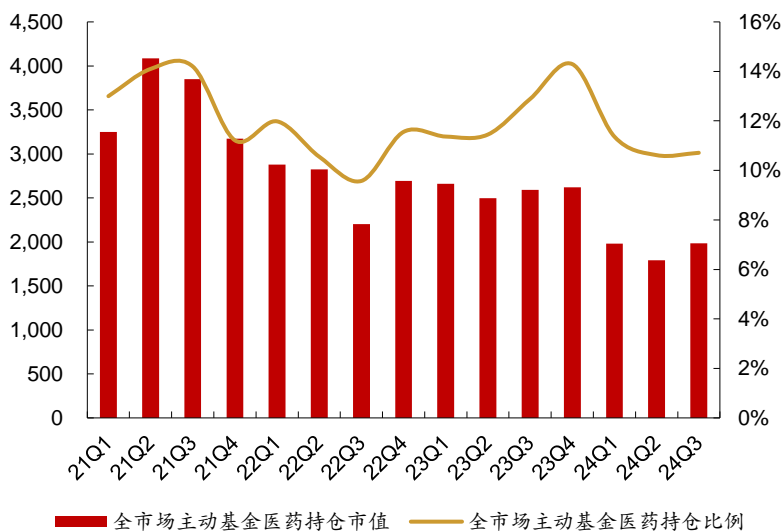
图：公募基金、医药主题基金对医药的持仓情况



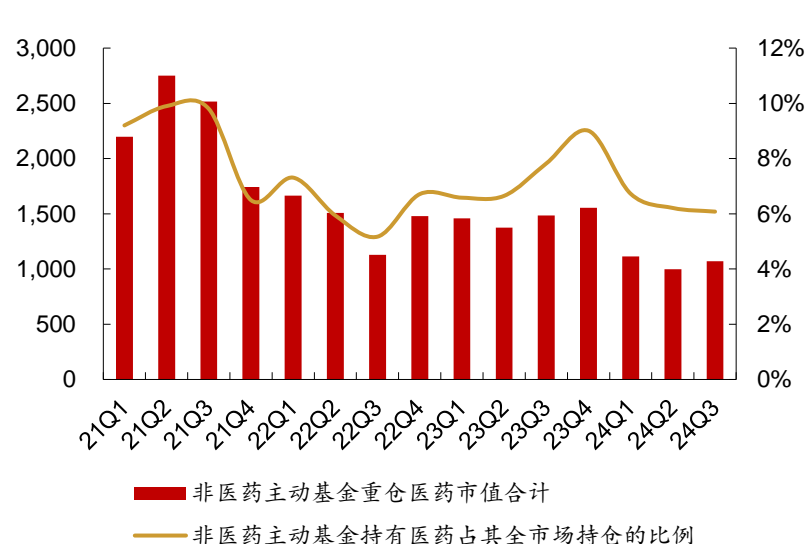
数据来源：Wind，华源证券研究所

- **2024Q3公募主动基金持仓医药占比依然相对较低：**剔除被动基金后，截止2024Q3，全市场主动基金医药重仓合计市值为1984亿元，占其全市场总重仓占比10.7%，环比提升0.09pct，但也处于过去3-4年相对较低水平。
- **全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为1070亿元，**占其全市场总重仓占比6.1%，环比减少0.11pct，非医药主动基金对医药的持仓有所减少。
- **医药主题基金医药重仓合计市值为914亿元，**占全市场主动基金持有医药市值的比例为46.1%，环比上升1.80pct。

图：全市场主动基金对医药的重仓情况（亿元）



图：非医药主动基金对医药的重仓情况（亿元）



图：医药主题基金对医药的重仓情况（亿元）

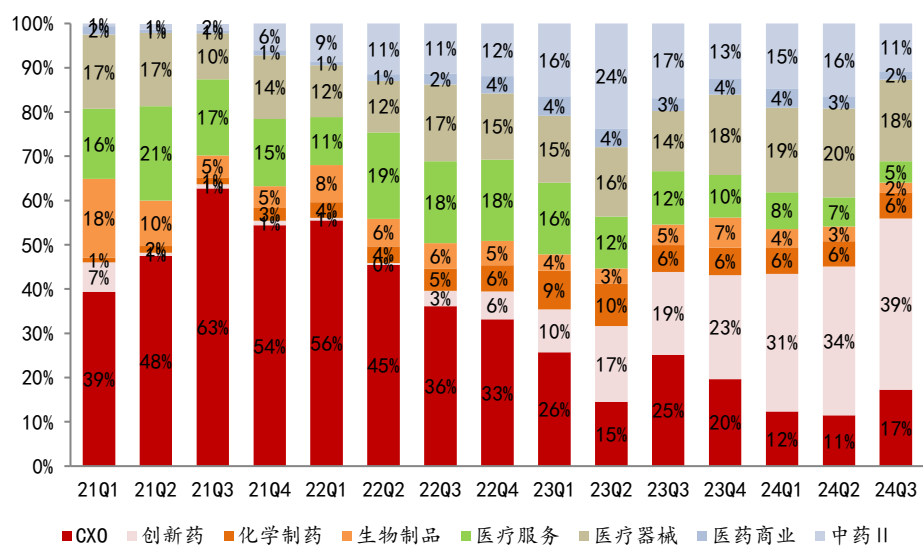


■ 医药基金重仓创新药，非医药主动基金偏好医疗器械：

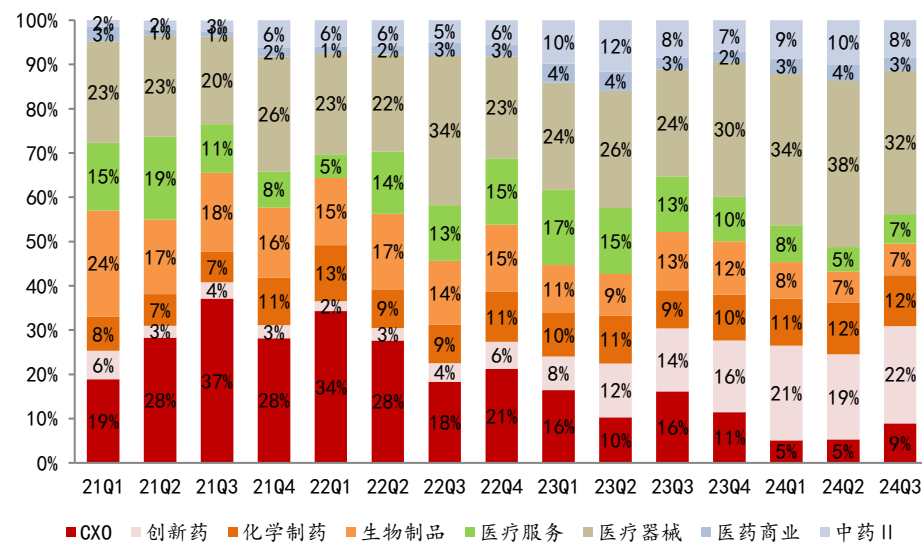
■ 对于医药主题基金，近几个季度对**创新药**的持仓比例持续提高，2024Q3占比达到了39%，其次**医疗器械**持仓占比也一直较高（除2023Q3医院反腐影响占比下降），2024Q3达到18%，**CXO**近几个季度的持仓占比也有所上升，24Q3到17%。

■ 对于非医药主动基金，近几个季度对**医疗器械**的持仓比例最高，2024Q3占比达到了32%，其次是**创新药**，2024Q3达到22%，**化学制药**24Q3持仓达到12%。

图：医药主题基金医药子行业公募重仓占比变化



图：非医药主动基金医药子行业公募重仓占比变化



- 2024Q3，医药主题基金持仓增加的前五大个股分别是：恒瑞医药、药明康德、百济神州-U、康龙化成、凯莱英。减少前五大个股：片仔癀、诺泰生物、迈瑞医疗、迈威生物-U、东阿阿胶。
- 2024Q3，非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：药明康德、恒瑞医药、通策医疗、爱尔眼科、奕瑞科技。减少前五大个股：迈瑞医疗、兴齐眼药、鱼跃医疗、海吉亚医疗、派林生物。

图：医药主题基金增/减市值前10大医药个股

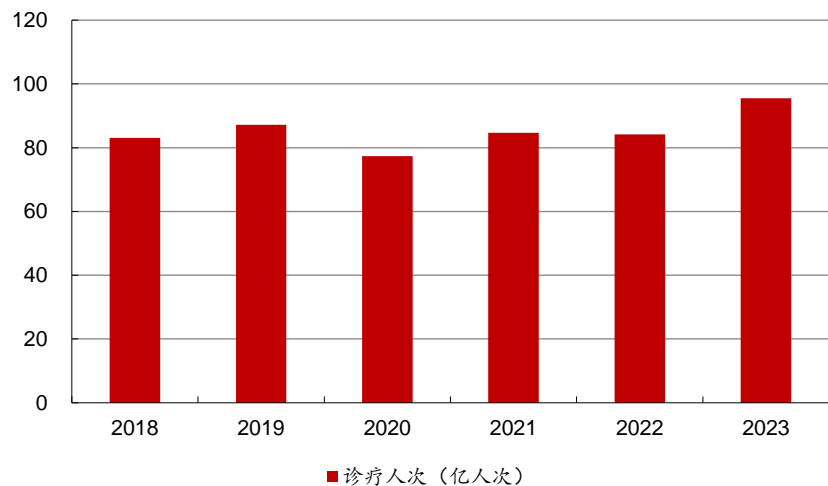
项目	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)			持仓基金数量(支)		
			2024Q2	2024Q3	变动	2024Q2	2024Q3	变动
医药主题基金增持市值前十大医药个股	恒瑞医药	36.66	101	129	28	67	73	6
	药明康德	33.61	31	50	18	9	20	11
	百济神州-U	55.78	9	25	17	15	35	20
	康龙化成	63.35	18	33	15	4	5	1
	凯莱英	27.25	5	20	15	4	6	2
	泰格医药	43.64	26	41	15	10	23	13
	泽璟制药-U	26.61	9	19	10	23	27	4
	爱博医疗	35.57	5	13	8	7	16	9
	百利天恒-U	7.89	19	27	8	17	23	6
	科伦博泰生物-B	10.92	5	12	7	8	19	11
项目	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)			持仓基金数量(支)		
			2024Q2	2024Q3	变动	2024Q2	2024Q3	变动
医药主题基金减持市值前十大医药个股	片仔癀	24.77	16	1	-15	5	2	-3
	诺泰生物	(11.97)	23	9	-14	28	18	-10
	迈瑞医疗	2.44	68	58	-10	40	31	-9
	迈威生物-U	(4.53)	11	5	-6	25	12	-13
	东阿阿胶	0.83	32	26	-6	17	15	-2
	同仁堂	10.08	23	18	-5	14	3	-11
	派林生物	(7.09)	7	2	-5	15	7	-8
	太极集团	(2.97)	3	0	-3	7	1	-6
	百诚医药	(17.60)	4	1	-3	3	1	-2
	荣昌生物	(18.73)	10	8	-2	13	11	-2

图：非医药主动基金增/减市值前10大医药个股

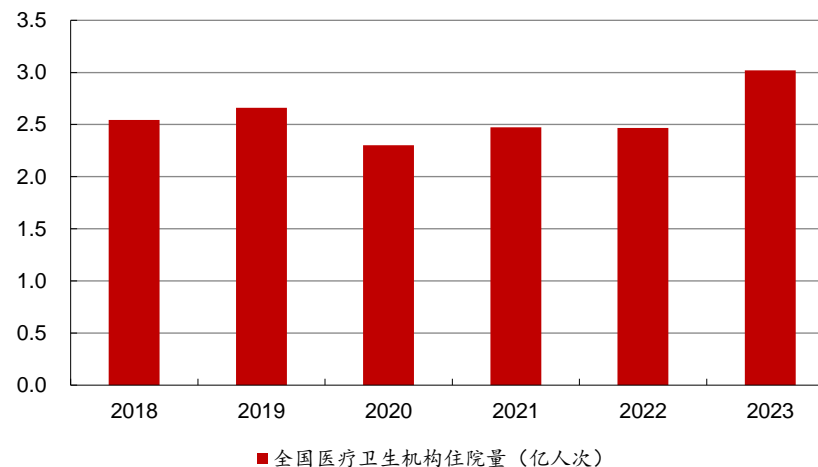
项目	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)			持仓基金数量(支)		
			2024Q2	2024Q3	变动	2024Q2	2024Q3	变动
非医药主题基金增持市值前十大医药个股	药明康德	33.61	12	32	20	31	72	41
	恒瑞医药	36.66	62	77	15	180	257	77
	通策医疗	53.11	4	18	13	11	31	20
	爱尔眼科	54.17	7	16	9	22	50	28
	奕瑞科技	10.08	4	13	8	18	22	4
	泰格医药	43.64	26	33	7	41	70	29
	信达生物	27.99	13	20	7	52	67	15
	药明生物	51.65	2	9	6	9	21	12
	百济神州-U	55.78	12	18	6	37	58	21
	康龙化成	63.35	1	7	6	6	25	19
项目	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)			持仓基金数量(支)		
			2024Q2	2024Q3	变动	2024Q2	2024Q3	变动
非医药主题基金减持市值前十大医药个股	迈瑞医疗	2.44	148	107	-41	224	185	-39
	兴齐眼药	(34.66)	18	6	-12	42	27	-15
	鱼跃医疗	1.81	36	27	-9	65	43	-22
	海吉亚医疗	(15.81)	12	4	-8	13	9	-4
	派林生物	(7.09)	13	7	-6	37	18	-19
	乐普医疗	(9.90)	6	1	-5	20	3	-17
	马应龙	3.82	11	7	-4	18	16	-2
	上海医药	13.46	8	5	-4	20	10	-10
	开立医疗	(8.26)	9	5	-4	34	33	-1
	诺泰生物	(11.97)	10	6	-3	60	32	-28

■ 诊疗人次及入院人次2023年显著提升：2023年，全国医疗卫生机构总诊疗人次95.5亿，同比增长13.5%，2023年居民平均到医疗卫生机构就诊6.8次；全国医疗卫生机构入院人次3.02亿，同比增长22.3%，居民年住院率为21.4%。

图：2018-2023年全国医疗机构诊疗人次



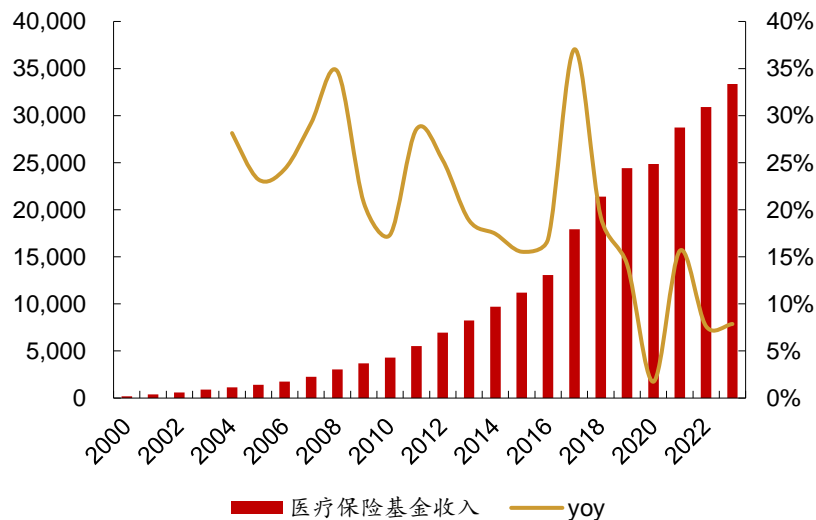
图：2018-2023年全国医疗机构住院人次



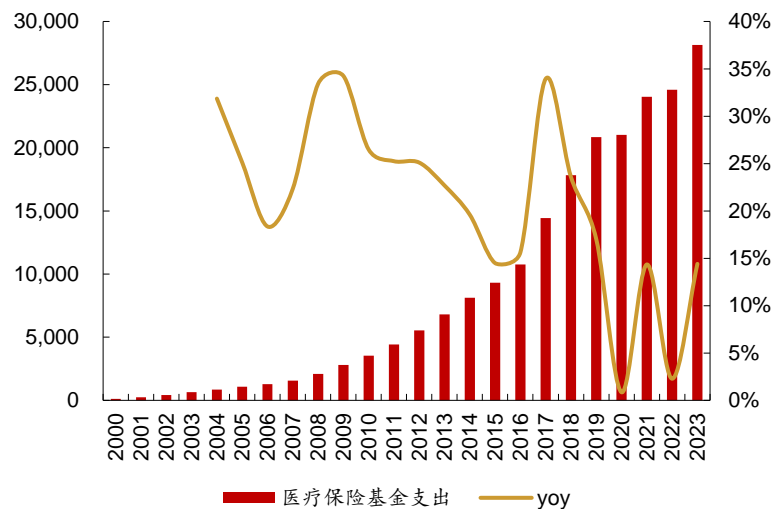
数据来源：卫健委，华源证券研究所

- **2023年医保支出增速超过收入增速，但总量稳步增长**：2023年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为33355.16亿元、28140.33亿元，增速分别为7.9%和14.4%，随着2023年医疗活动明显复苏，医保支出增速大于收入增速，但从绝对额看医保收入依然高出支出较多，2023年全国医保累计结余达到4.8万亿元。
- **2024年1-7月，中国医保统筹基金收入为15754.9亿元，同比增长4.0%，统筹基金支出为13828.9亿元，同比增长14.9%。**

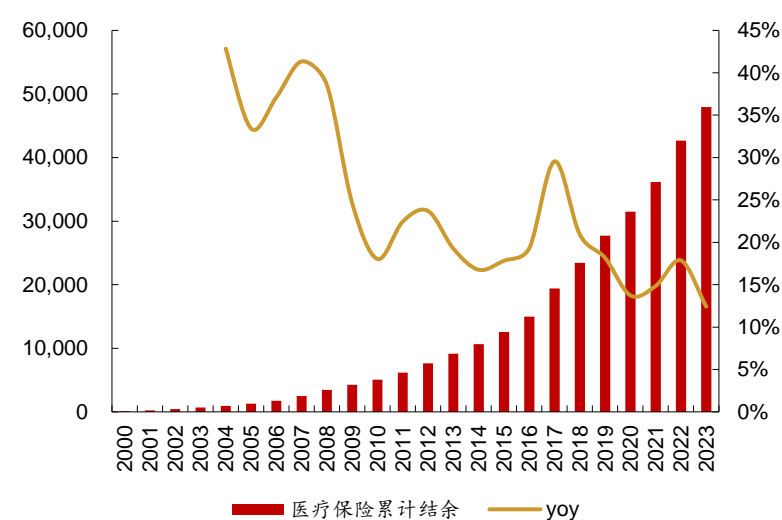
图：2000-2023年医保收入情况（亿元）



图：2000-2023年医保支出情况（亿元）

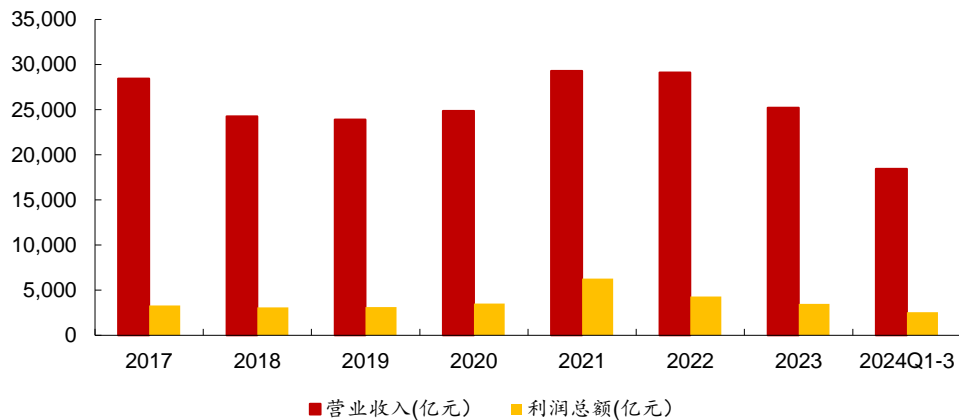


图：2000-2023年医保结余情况（亿元）

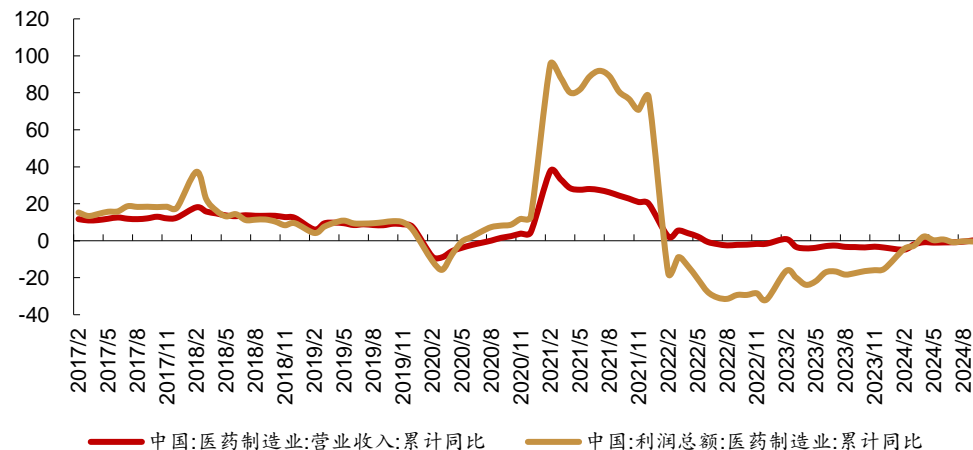


■ **医药制造业累计收入及利润**：2024年1-9月，中国医药制造业累计收入达1.84万亿，同比增长0.2%；医药制造业累计利润为2544亿元，同比下降0.4%，我们判断主要是2024年行业整顿的延续产生了一定影响。但从趋势上来看，2024年以来，利润端下降幅度相比23年已经企稳。

图：2017-2024Q3医药制造业累计收入及利润



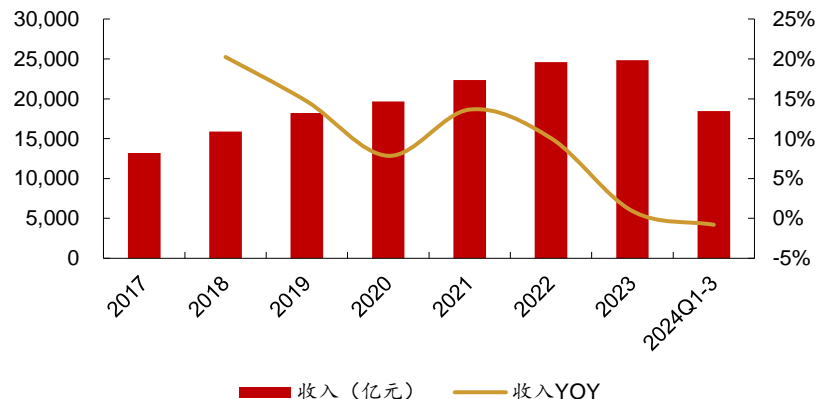
图：2017-2024.9 医药制造业收入及利润累计同比(%)



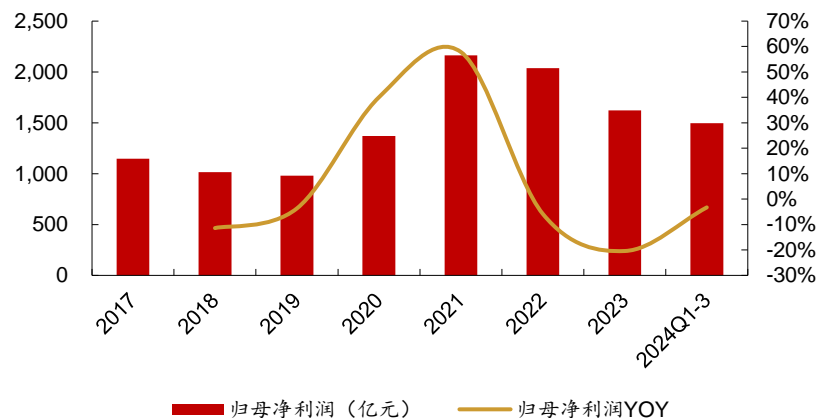
■ 医药：行业持续承压，Q3收入增速较Q2收窄

- 2024前三季度，458家医药公司实现营收1.84万亿元，同比下滑0.8%；共实现归母净利润1495.5亿元，同比下降3.3%，其中药品（创新药+化药）整体趋势表现较好，原料药前三季度景气度较高，血制品实现稳健增长，疫苗、医疗服务、CXO和科研服务产业链下滑趋势显著，药店表现亦有下行趋势。
- 2024Q3实现营收5981.1 亿元，同比下降0.2%，相较24Q2降幅收窄；实现归母净利润421.6亿元，同比下降12.7%。

图：2017-2024Q1-3医药公司收入及增速情况



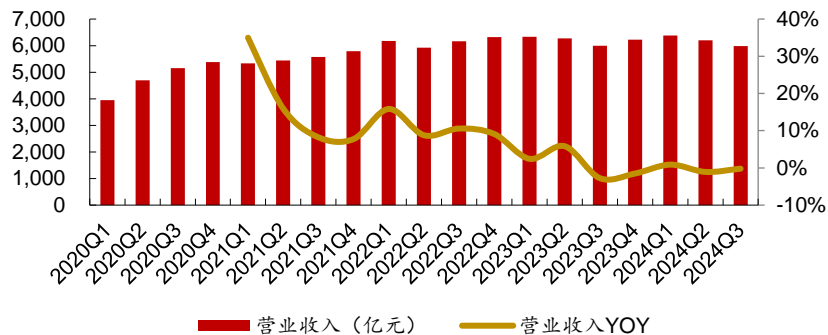
图：2017-2024Q1-3医药公司归母净利润及增速情况



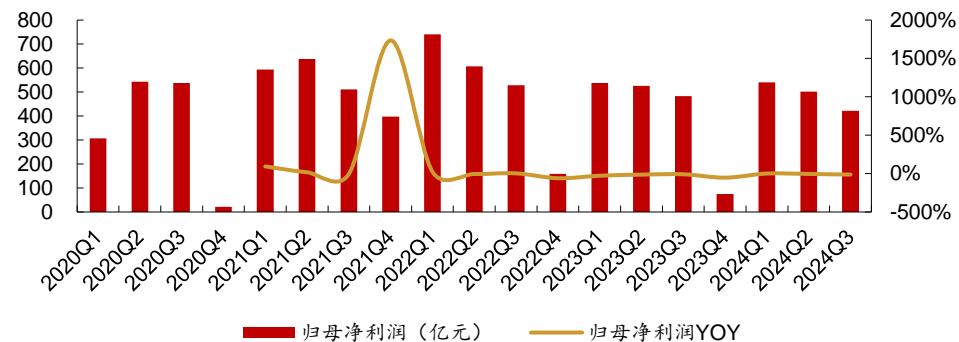
资料来源：wind，华源证券研究

■ 医药：行业持续承压，Q3收入增速较Q2收窄

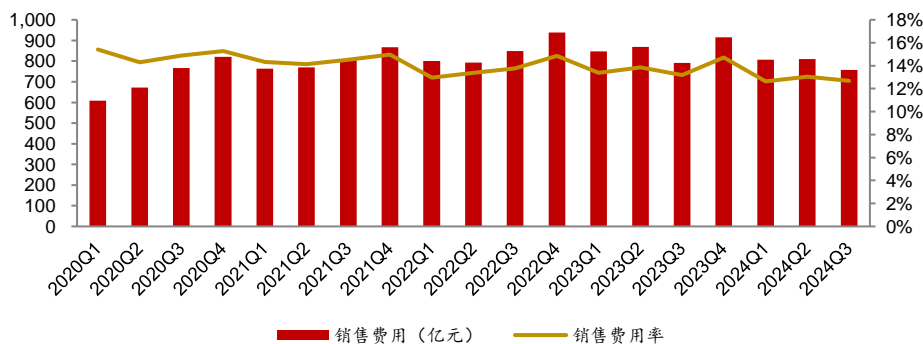
图：2020Q1-2024Q3医药公司收入及同比增速情况（分季度）



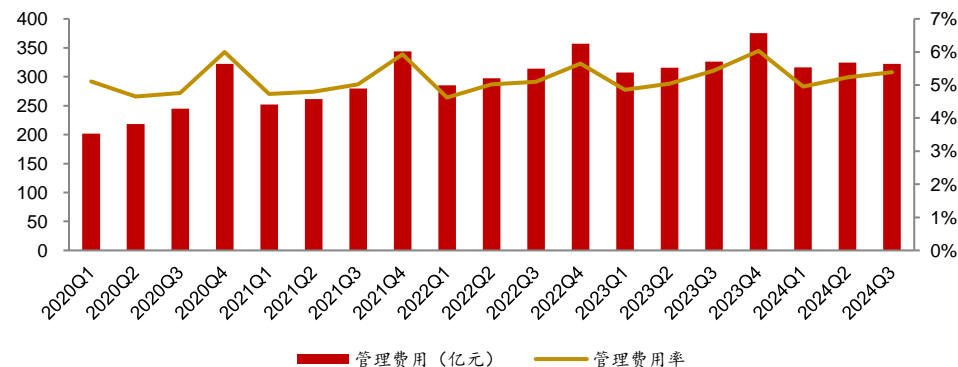
图：2020Q1-2024Q3医药公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3医药公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3医药公司管理费用率情况（分季度）

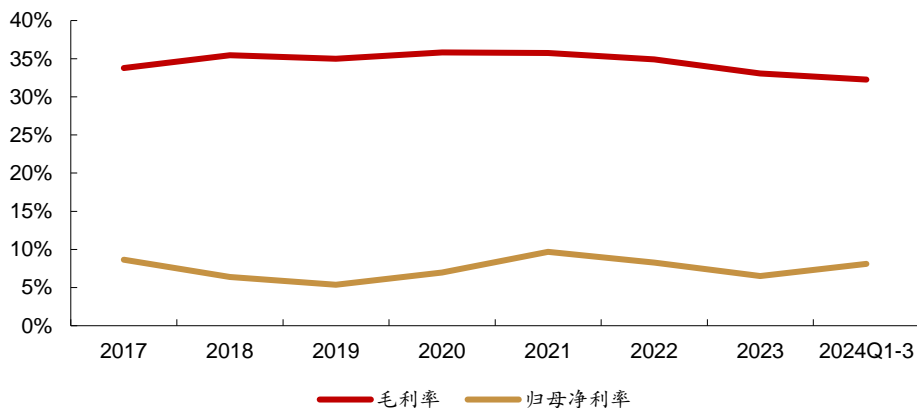


资料来源：wind，华源证券研究

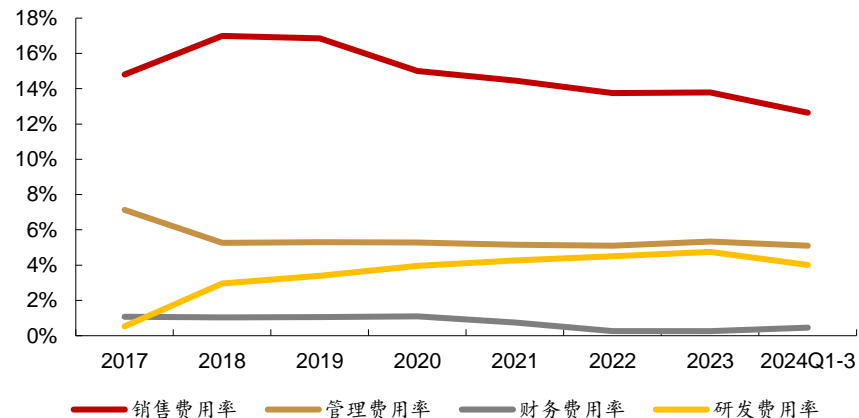
■ 医药：上半年盈利能力有所下降

- 盈利能力方面，2024Q1-3整体毛利率为32.3%，较2023Q1-3下降1.1pct，归母净利率为8.1%，较2023Q1-3下降0.2pct。
- 费用率方面，2024Q1-3销售费用率为12.6%，较2023年同期下降0.8pct；管理费用率为5.1%，较2023年同期基本持平；研发费用率为4.0%，较2023年同期下降0.4pct；财务费用率为0.45%，较2023年同期上升0.22pct。

图：2017-2024Q1-3医药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1-3医药公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ **医药：板块内部景气度分化，建议关注创新药械+血制品+原料药等细分领域**

- 2024Q1-3，医药细分领域增速表现分化较大，创新药整体趋势表现亮眼，化药板块仍受集采影响较同期收入增速放缓、但利润增长较快，原料药景气度较高，血制品实现稳健增长，疫苗、医疗服务、CXO和科研服务产业链下滑趋势显著，药店表现亦有下行趋势。
- 我们认为，过去三年医药内部子领域均有一定表现，但景气度阶段有较大不同，建议关注中药、创新药械、血制品、原料药等细分领域。

表：医药板块和细分领域收入和利润同比增速情况

	收入增速					利润增速				
	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
整体	0.9%	0.9%	-1.1%	-0.2%	-0.8%	-20.4%	0.6%	-4.6%	-12.7%	-3.3%
创新药	58.3%	173.7%	41.8%	37.8%	113.5%	-	-	-	-	-
化药	0.6%	-0.3%	3.0%	3.7%	2.1%	-7.8%	6.0%	19.5%	12.2%	12.4%
医疗器械	-28.58%	-1.79%	3.33%	2.73%	1.40%	-55.04%	-5.26%	-5.12%	-12.99%	-7.42%
中药	6.25%	-0.46%	-6.04%	-3.25%	-3.17%	37.40%	-7.67%	-9.71%	-10.39%	-9.03%
原料药	-2.64%	0.98%	12.63%	14.18%	8.99%	-30.87%	1.65%	27.03%	72.18%	29.96%
生物制品	10.6%	-5.4%	-18.5%	-30.7%	-19.2%	-6.4%	-29.4%	-33.1%	-36.9%	-33.2%
疫苗	13.4%	-14.8%	-41.3%	-55.7%	-38.6%	-18.8%	-54.8%	-52.1%	-77.7%	-61.6%
血制品	15.8%	-6.1%	14.0%	-9.9%	-1.7%	9.3%	3.2%	15.9%	0.6%	5.7%
医疗服务	-4.8%	-1.4%	0.2%	-3.0%	-1.4%	-0.9%	-36.2%	-10.7%	-24.7%	-23.1%
眼科	28.8%	3.0%	1.1%	-2.4%	0.4%	45%	-5.3%	4.7%	-15.7%	-6.8%
医药商业	7.9%	1.2%	-1.4%	4.7%	1.5%	-0.8%	-1.8%	-13.9%	-11.0%	-8.8%
药店	10.8%	11.4%	4.7%	5.4%	7.2%	-3.7%	-3.1%	-31.3%	-37.1%	-22.3%
CXO	-1.9%	-13.2%	-10.8%	-2.1%	-8.6%	-18.8%	-42.3%	-33.9%	-30.3%	-35.3%
科研服务上游	-20.1%	-1.8%	9.9%	4.0%	4.0%	-59.2%	-33.6%	-16.4%	-47.3%	-31.8%

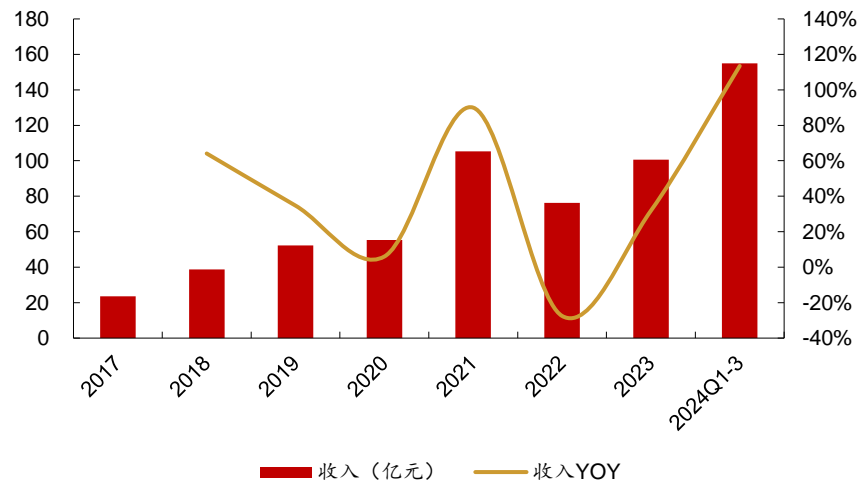
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

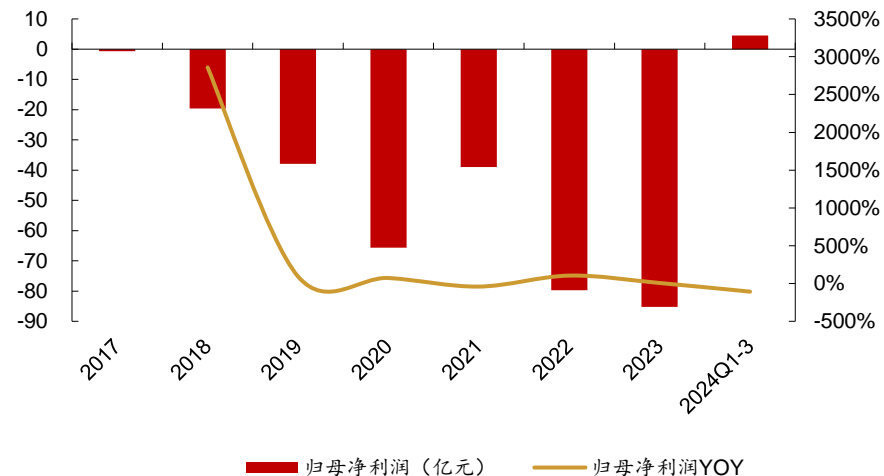
■ 创新药：2024前三季度创新药行业收入强势增长，费用渐趋平缓，出海授权成为业绩第二增长曲线

- 收入端：2024年Q1-Q3创新药公司共实现营收154.9亿元(未包括百济神州与诺诚健华)，同比增长113.5%，增长势头强劲。主要原因：1) 核心品种持续放量，如荣昌生物、艾力斯等；2) 新上市品种提供增量。如迪哲医药、智翔金泰等；3) 出海授权增厚业绩，如百利天恒。
- 利润端：2024年Q1-Q3创新药公司总净利润4.5亿元，扭亏主要原因：一是创新药收入显著加速增长，费用相对平缓渐增，利润端表现更好，如泽璟制药等。二是得益于百利天恒收到BMS的8亿美元首付款，利润大幅增长。

图：2017-2024Q1-Q3创新药公司收入及增速情况



图：2017-2024Q1-Q3创新药公司归母净利润及增速情况



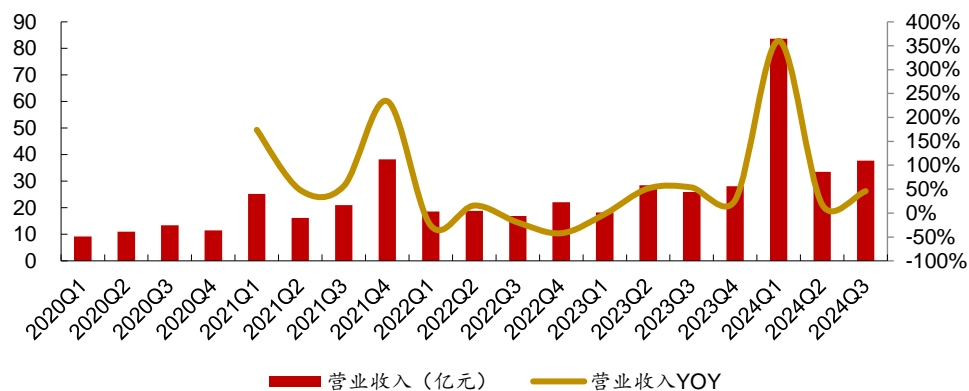
数据来源：Wind，华源证券研究所。

注：由于百济神州和诺诚健华暂未披露三季度业绩，因此未包含在内。

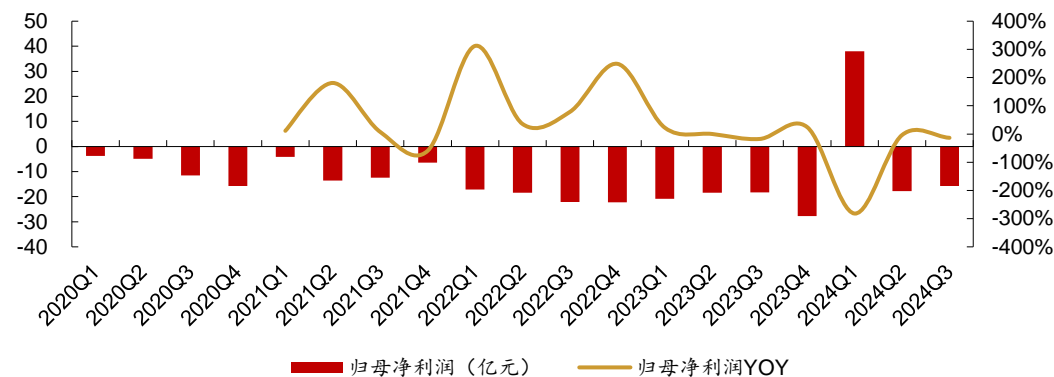
■ 创新药：2024前三季度创新药行业收入强势增长，费用渐趋平缓，出海授权成为业绩第二增长曲线

■ 研发/销售费用端：2024年Q1-Q3创新药公司共计销售费用46.19亿元，同比增长31.9%，主要由于核心品种处于商业化进院放量阶段，销售费用持续增加。共计研发费用67.94亿元，同比增长1.8%，由于大多数创新药公司已度过研发高速增长期，因此研发费用逐渐趋于平稳。

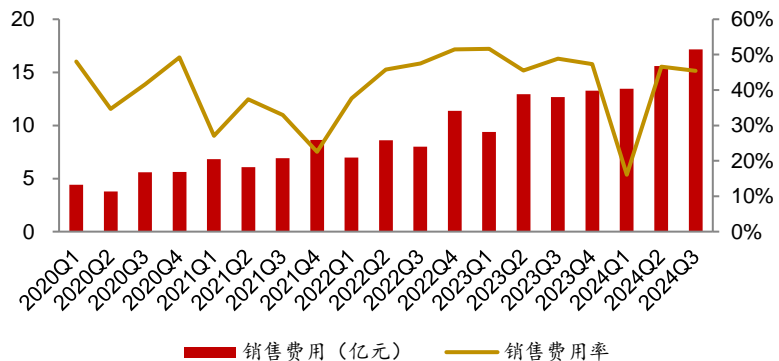
图：2020Q1-2024Q3创新药公司收入及增速情况（分季度）



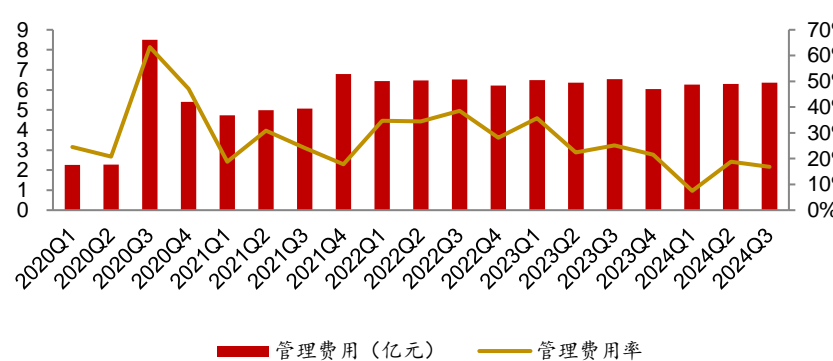
图：2020Q1-2024Q3创新药公司归母净利润及增速情况（分季度）



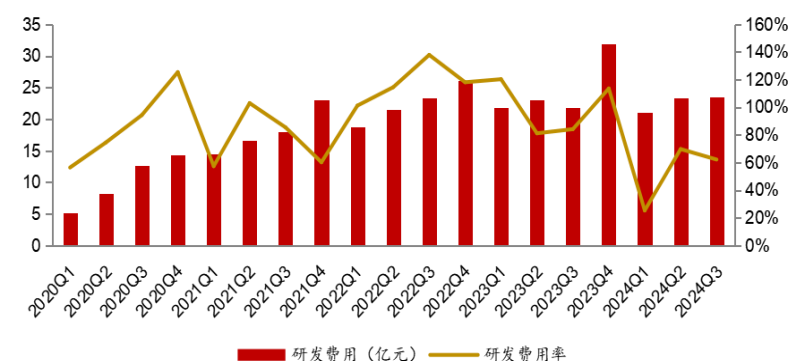
图：2020Q1-2024Q3创新药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3创新药公司管理费用及费用率情况（分季度）



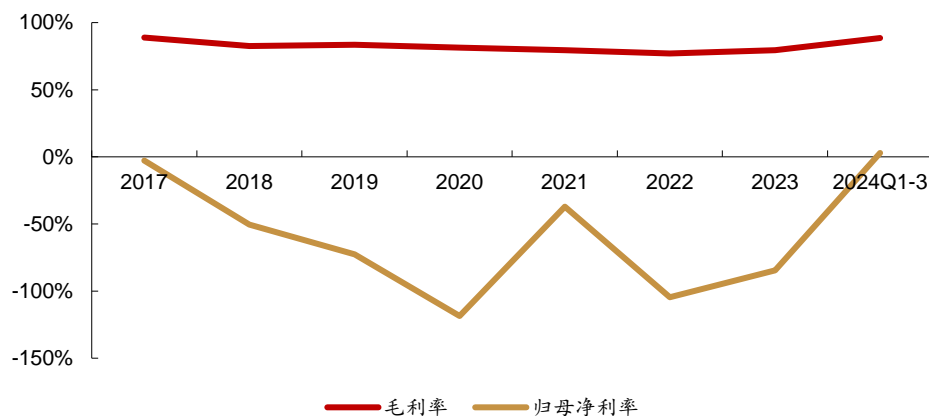
图：2020Q1-2024Q3创新药公司研发费用及费用率情况（分季度）



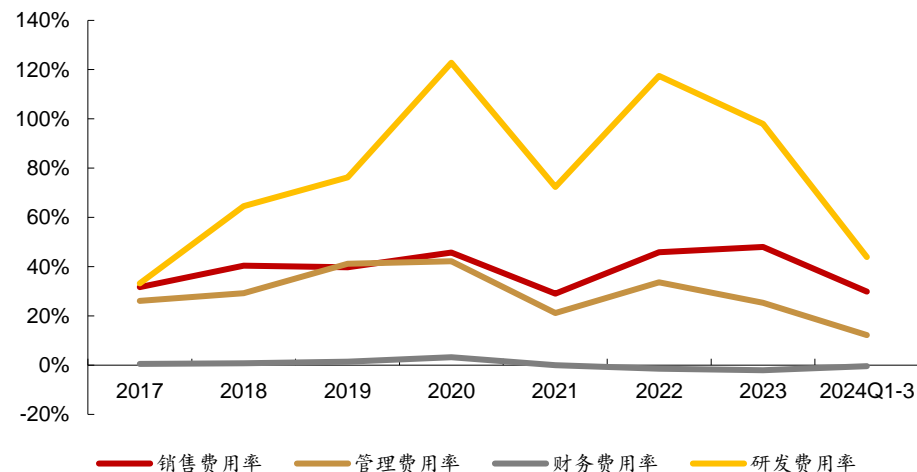
■ 创新药：2024前三季度创新药行业收入强势增长，费用渐趋平缓，出海授权成为业绩第二增长曲线

- **盈利能力方面**，随着价格体系维护较好、成本控制效率提升、自建工厂生产逐渐成熟，叠加海外收入占比提升，近年毛利率不断提高。毛利率从2021年的79.45%提升至2024年前三季度的88.60%。
- **费用率方面**，头部创新企业的核心品种收入显著加速增长，同时费用相对平缓增长，因此费用率情况逐渐下降，其中研发费用率从2020年的122.80%降至2024年前三季度的43.87%，销售费用率从2020年的45.78%降至2024年前三季度的29.83%。

图：2017-2024Q1-3创新药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1-3创新药公司费用率情况



■ 创新药：多数创新药企业处于产品放量阶段，收入增速亮眼，亏损大幅收窄

- 我们认为，目前绝大多数创新药企已走过研发周期，核心品种正处在高速放量阶段，叠加强监管环境下，真正具备临床价值的产品有望快速放量，并且有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2023&2024Q1-3创新药公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
688488.SH	艾迪药业	68.4%	-17.5%	-30.1%	87.5%	-0.9%	38.7%	-2898.8%	-215.6%	32.2%	-87.8%
688180.SH	君实生物-U	3.4%	49.2%	-2.2%	53.2%	28.9%	4.4%	47.9%	20.3%	31.2%	34.1%
688331.SH	荣昌生物	40.3%	96.4%	61.8%	34.6%	57.1%	-51.3%	-7.8%	-13.7%	11.1%	-4.0%
688336.SH	三生国健	22.8%	28.7%	21.9%	35.6%	28.6%	497.6%	171.9%	-37.3%	49.7%	42.2%
688443.SH	智翔金泰-U	154.9%	-93.7%	-80.7%	196972.9%	8875.4%	-39.0%	18.5%	-5.9%	-2.4%	3.9%
688578.SH	艾力斯	155.1%	168.7%	76.6%	59.7%	88.0%	393.5%	777.5%	101.7%	101.4%	159.0%
688506.SH	百利天恒-U	-20.1%	4325.5%	-51.7%	64.8%	1399.2%	-176.4%	3100.2%	-109.8%	-221.7%	889.2%
300558.SZ	贝达药业	3.3%	38.4%	-2.2%	15.7%	14.7%	139.3%	90.9%	29.8%	23.0%	36.6%
688192.SH	迪哲医药-U	0.0%	0.0%	0.0%	236.4%	744.0%	-50.5%	6.4%	56.1%	32.1%	32.6%
688302.SH	海创药业-U	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	37.4%	40.8%	26.3%	35.3%
688062.SH	迈威生物-U	361.0%	1572.4%	-44.2%	167.7%	41.8%	-10.3%	14.7%	-38.8%	4.1%	-3.1%
688373.SH	盟科药业-U	88.3%	91.1%	11.6%	40.8%	42.9%	-91.2%	-81.9%	-43.8%	24.6%	-19.2%
688221.SH	前沿生物-U	34.8%	106.9%	-13.5%	36.3%	26.9%	7.8%	26.4%	-7.6%	52.4%	20.2%
688197.SH	首药控股-U	186.2%	0.0%	-24.0%	0.0%	-24.0%	-6.8%	-13.2%	-7.6%	-33.0%	-17.6%
688176.SH	亚虹医药-U	52604.3%	106217.7%	102223.1%	1903.2%	4537.8%	-62.4%	-31.6%	17.4%	-5.1%	-1.0%
688382.SH	益方生物-U	0.0%	0.0%	-92.2%	-90.9%	-84.9%	41.3%	29.4%	-162.7%	-23.9%	-26.5%
688266.SH	泽璟制药-U	27.8%	0.1%	18.5%	130.7%	36.2%	39.1%	31.0%	52.6%	64.3%	51.6%

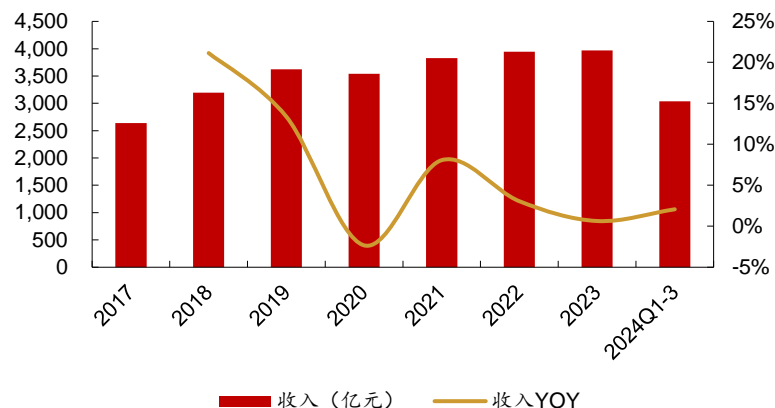
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

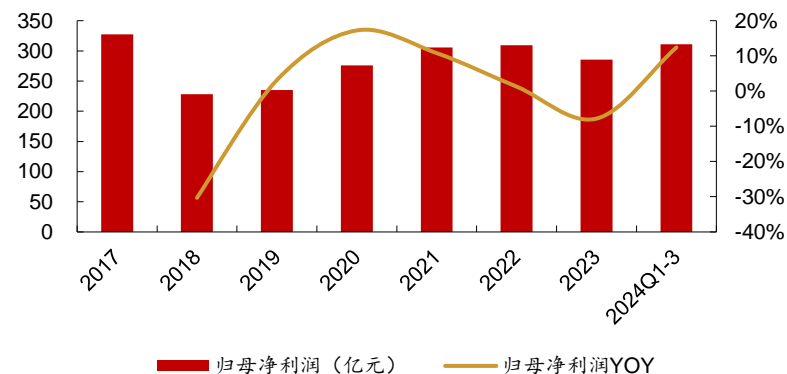
化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 2024年Q1-Q3化药公司共实现营收3034.5亿元，同比增长2.07%；2024年Q1-Q3共实现归母净利润310.9亿元，同比增长12.39%。其中，恒瑞医药对整体业绩贡献较大。
- 单季度看，24Q3实现收入975.3亿元，同比增长3.67%；归母净利润为89.9亿元，同比增长12.19%。收入端呈现企稳态势。

图：2017-2024年Q1-Q3化药公司收入及增速情况



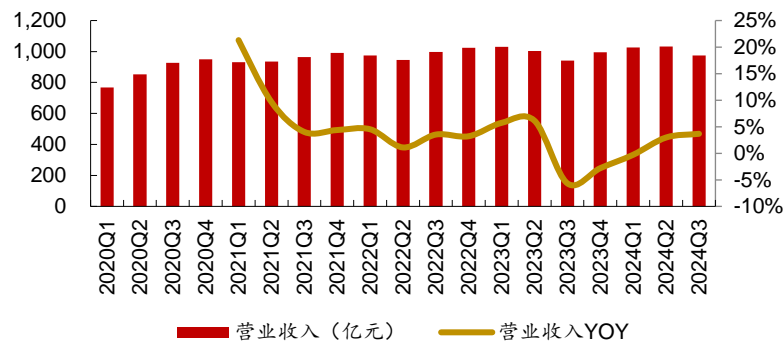
图：2017-2024年Q1-Q3化药公司归母净利润及增速情况



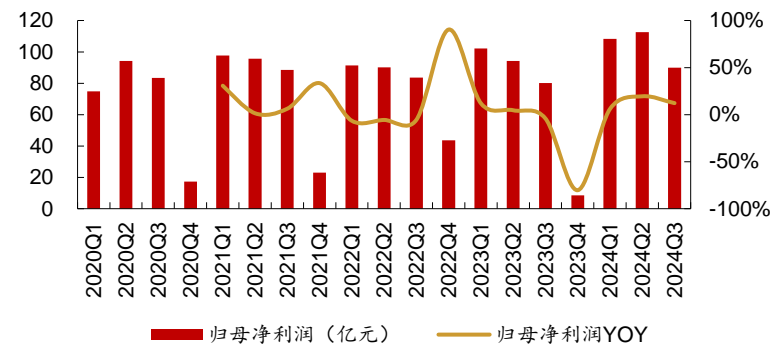
数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

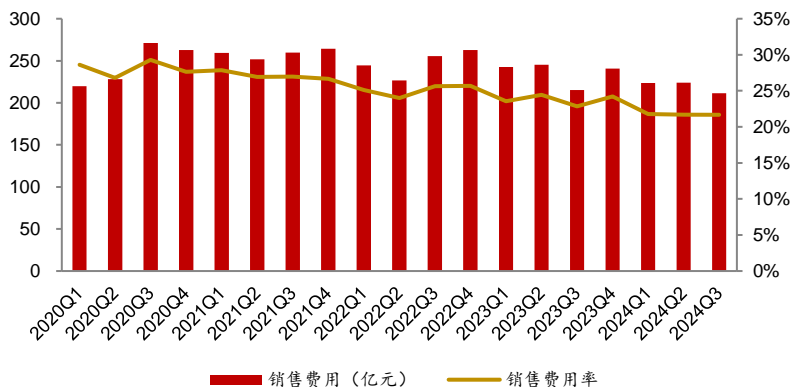
图：2020Q1-2024Q3化药公司收入及增速情况（分季度）



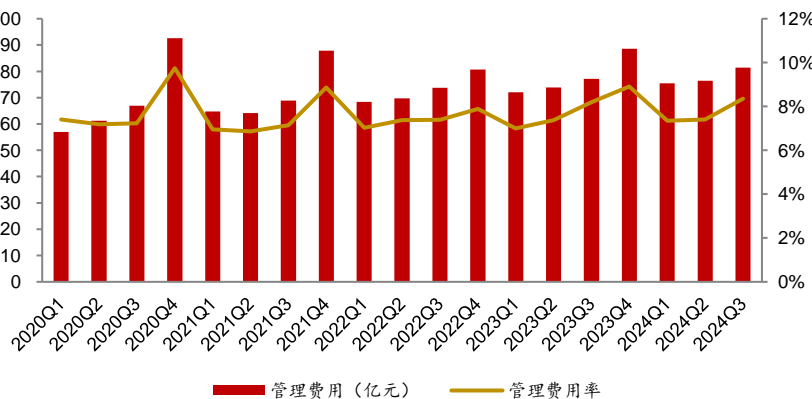
图：2020Q1-2024Q3化药公司归母净利润及增速情况（分季度）



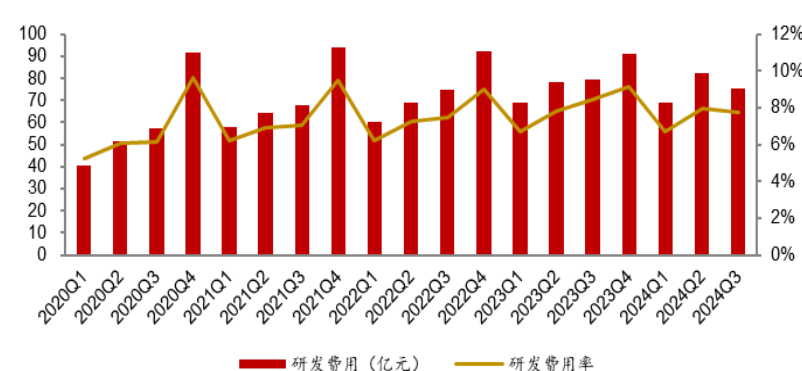
图：2020Q1-2024Q3化药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3化药公司管理费用及费用率情况（分季度）



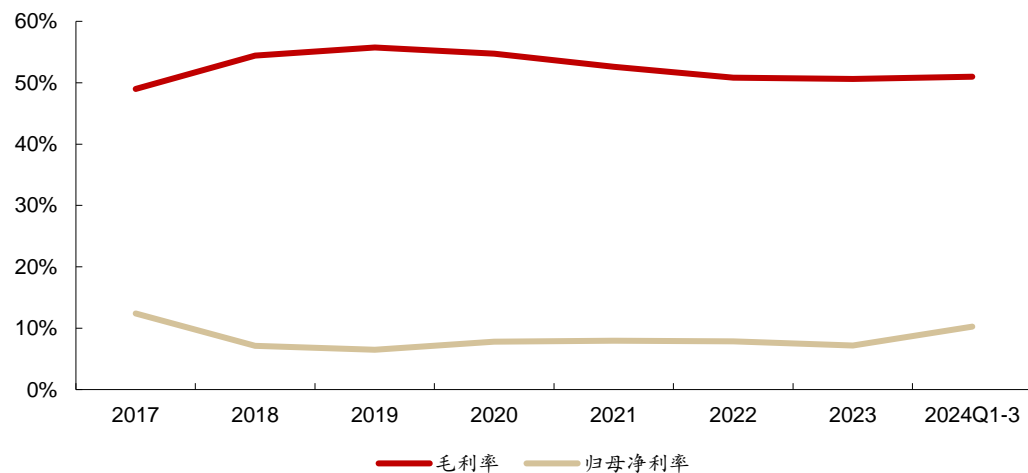
图：2020Q1-2024Q3化药公司研发费用及费用率情况（分季度）



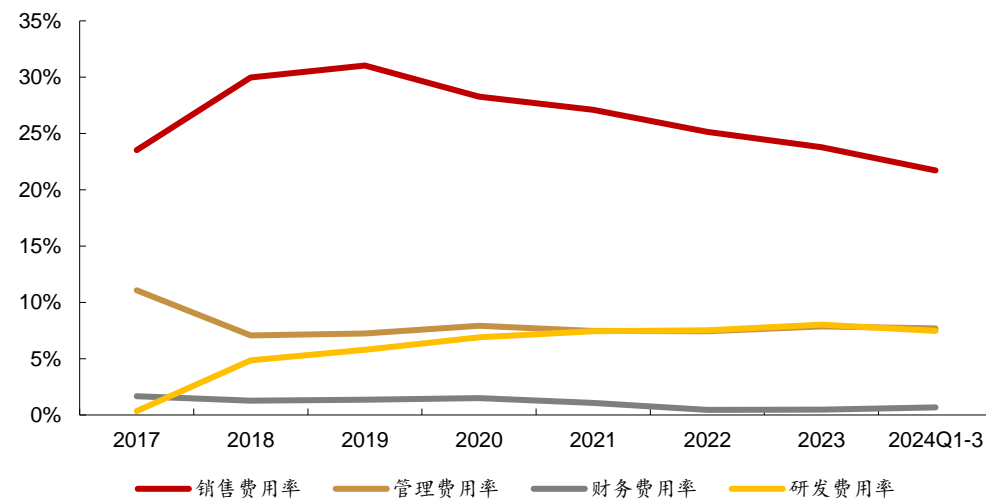
化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 盈利能力方面，2024年Q1-Q3整体毛利率为50.95%，较去年同期50.76%略有增加；归母净利率为10.25%，较去年同期提升0.94pct。
- 费用率方面，受药品集采、医疗改革、支持创新等政策影响，化药板块销售费用率持续下降，2024年Q1-Q3销售费用率为21.72%，较23年同期减少1.92pct；管理费用率为7.69%，较23年同期提升0.18pct。研发支出方面，近几年行业研发支出率趋于平缓，2024年Q1-Q3研发支出率为7.47%，较23年同期减少0.18pct。

图：2017-2024年Q1-Q3化药公司毛利率和净利率



图：2017-2024年Q1-Q3化药公司费用率情况



化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 从经营数据来看，化药板块24Q3在去年同期低基数下未能实现收入高增，我们认为：1) 23年行业整顿影响在24年有所延续；2) 大输液板块因为集采和市场竞争等原因增速放缓；3) “四同”等政策对院内外药品价格有一定影响。
- 但依然可以看到，依然有细分领域表现亮眼，仿转创逻辑的创新药企表现较好，如恒瑞医药创新转型显著，得益于首付款确认，24年前三季度收入同比增长18.7%；海思科、信立泰创新药板块均有不错表现；麻药板块保持稳健；老龄化消费方向（九典）增长较快等。
- 我们认为，化药板块未来内部分化显著，真正具备临床价值的优质性价比产品有望在合规的销售模式下胜出，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2023&2024Q1-Q3化药公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
600276.SH	恒瑞医药	7.3%	9.2%	34.0%	12.7%	18.7%	10.1%	10.5%	92.9%	1.9%	33.0%
002422.SZ	科伦药业	12.7%	10.3%	8.7%	0.3%	6.6%	44.0%	26.0%	31.3%	19.9%	25.9%
002653.SZ	海思科	11.3%	20.6%	25.3%	5.0%	15.4%	6.5%	219.9%	57.1%	72.8%	90.2%
002294.SZ	信立泰	-3.4%	22.9%	19.4%	24.1%	22.2%	-9.0%	-5.1%	13.5%	17.0%	6.4%
002262.SZ	恩华药业	17.3%	15.2%	15.1%	10.1%	13.4%	15.1%	16.6%	14.6%	14.7%	15.2%
600079.SH	人福医药	9.8%	2.3%	5.5%	9.7%	5.7%	-14.1%	-26.9%	-5.1%	7.6%	-10.1%
600062.SH	华润双鹤	6.2%	2.3%	0.7%	0.5%	1.2%	13.0%	11.0%	3.4%	-11.8%	1.1%
688566.SH	吉贝尔	31.5%	17.5%	-5.5%	5.7%	4.3%	41.7%	38.2%	19.3%	-10.6%	12.6%
600380.SH	健康元	-2.9%	-4.8%	-6.4%	-6.8%	-5.9%	-4.0%	-5.0%	-4.6%	25.0%	2.6%
002020.SZ	京新药业	5.8%	10.4%	11.6%	7.1%	9.7%	-6.5%	13.2%	40.2%	10.3%	21.7%
300705.SZ	九典制药	15.7%	17.7%	8.3%	15.5%	13.4%	36.5%	63.4%	31.2%	47.4%	45.1%
002773.SZ	康弘药业	16.8%	23.5%	16.0%	3.6%	13.8%	16.5%	33.7%	29.5%	-6.2%	18.0%
000513.SZ	丽珠集团	-1.6%	-5.0%	-7.2%	-5.6%	-5.9%	2.3%	4.5%	1.9%	7.4%	4.4%
002793.SZ	罗欣药业	-34.1%	4.0%	-3.8%	8.9%	3.0%	46.0%	59.4%	-42.0%	-72.1%	-15.6%
603676.SH	卫信康	-5.4%	-9.3%	-21.0%	15.8%	-6.3%	20.9%	57.5%	-7.1%	4.7%	15.7%

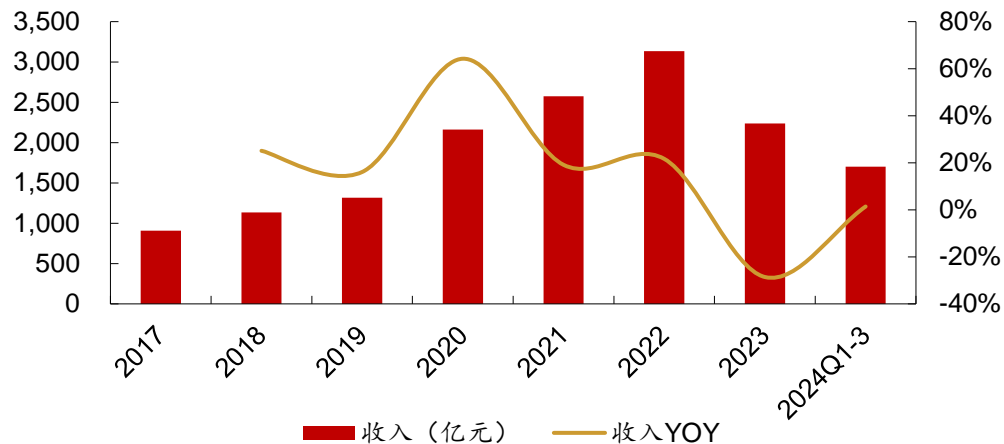
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

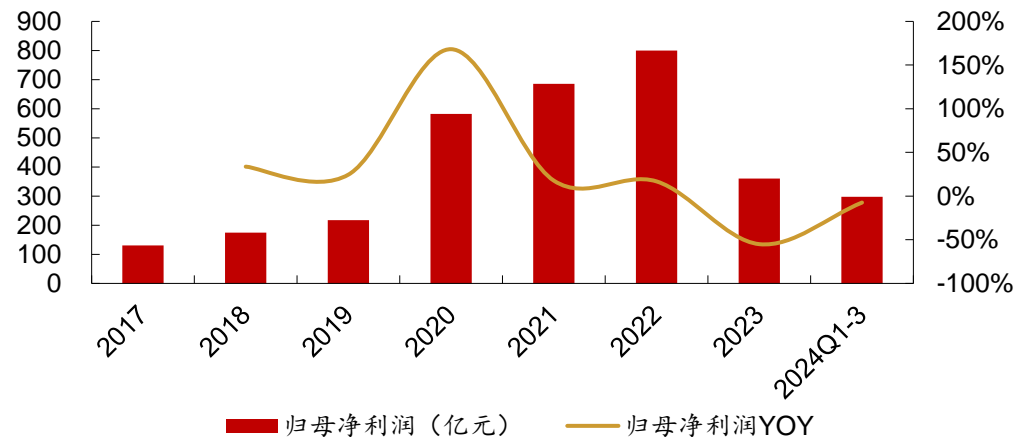
■ 医疗器械：2024前三季度整体承压，2025年待底部反弹

- 2024年上半年112家医疗器械公司共实现营收1701亿元，同比上涨1.40%；共实现归母净利润298亿元，同比下滑7.42%。医疗设备更新政策促进行业采购，但也对部分终端非设备更新项目的推进造成干扰，需求短期下行；毛利率减少情况下，管理费用和研发费用有所提升，行业整体利润影响更为严重。
- 单季度看，2024Q2共实现营收545.8亿元，同比上涨2.73%，相较24Q2的3.33%增速，增速放缓；共实现归母净利润80.1亿元，同比下降12.99%，较24Q2下滑5.12%，下滑幅度进一步扩大。政策端影响反复，常态化经营受干扰，预计四季度有望随着设备更新落地，逐步恢复常态。

图：2017-2024Q3医疗器械公司收入及增速情况

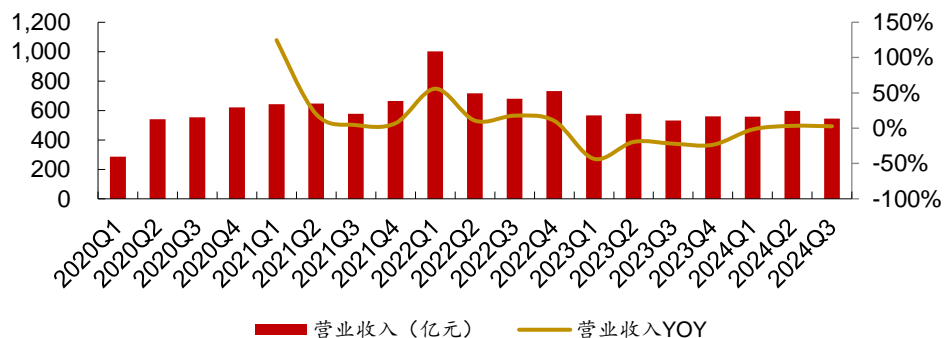


图：2017-2024Q3医疗器械公司归母净利润及增速情况

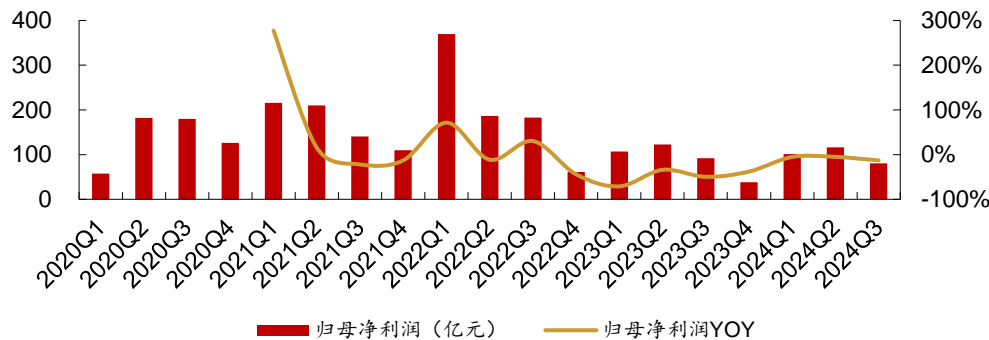


■ 医疗器械：2024前三季度整体承压，2025年待底部反弹

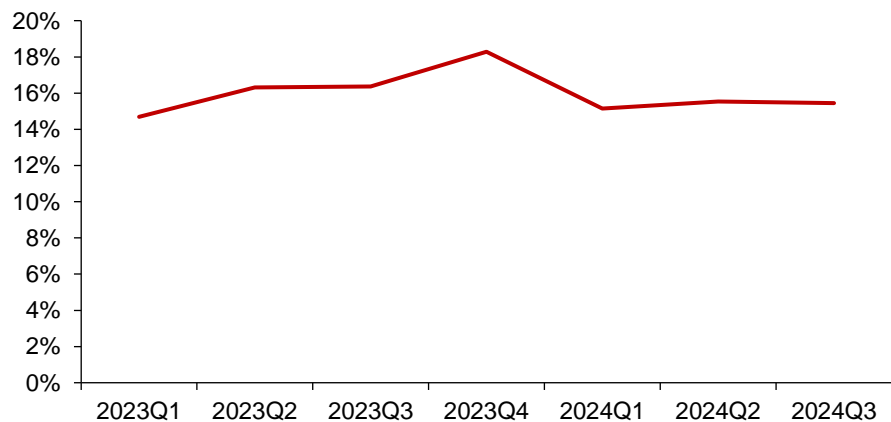
图：2020Q1-2024Q3医疗器械公司收入及增速情况（分季度）



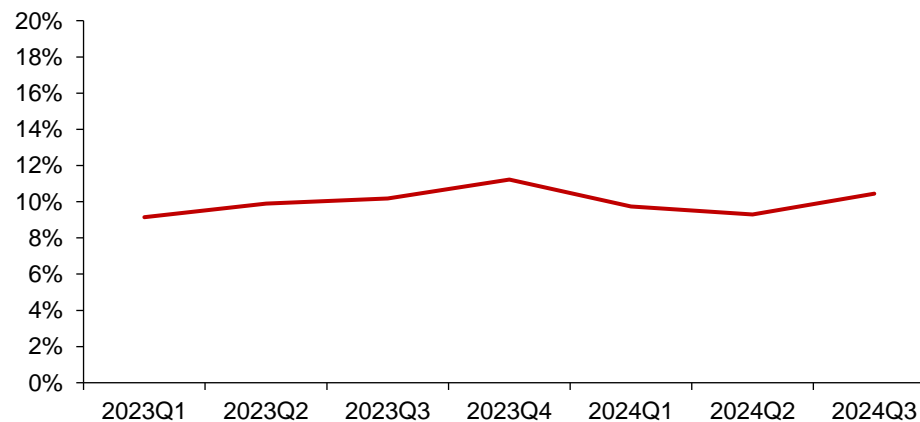
图：2020Q1-2024Q3医疗器械公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3医疗器械公司销售费用率情况（分季度）



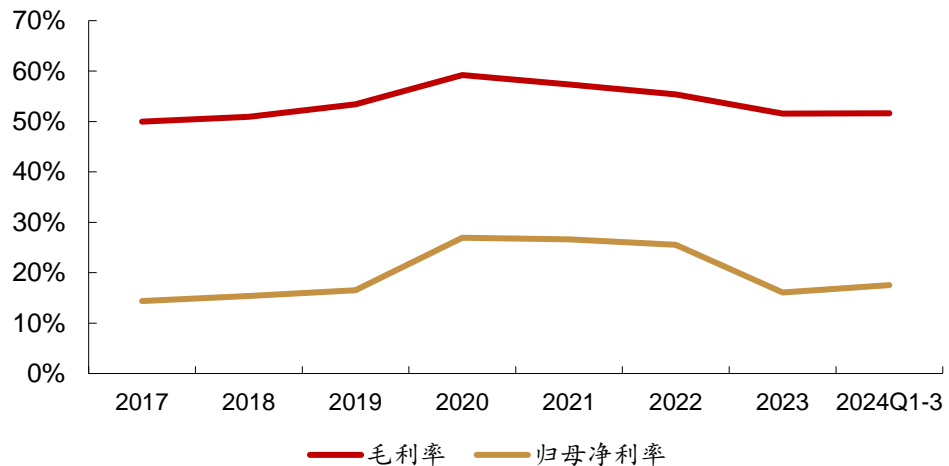
图：2020Q1-2024Q3医疗器械公司研发费用率情况（分季度）



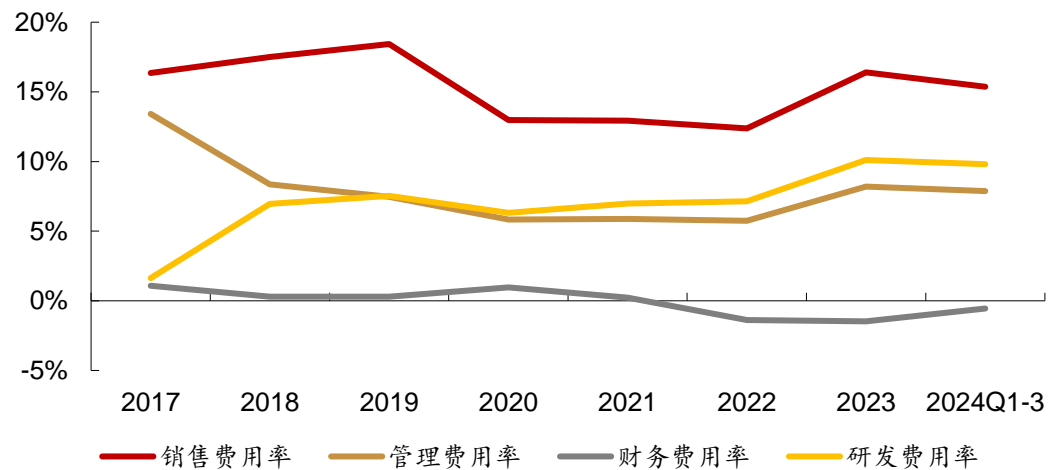
■ 医疗器械：2024前三季度整体承压，2025年待底部反弹

- 盈利能力方面，2024Q3整体毛利率为51.6%，较2023Q3提升0.26pct，归母净利率为17.5%，较2023Q3减少1.67pct。
- 费用率方面，2024Q3销售费用率为15.4%，较2023Q3减少0.40pct；研发费用率为9.81%，较2023Q3提升0.07pct。2024前三季度行业销售费用有所调整，公立项目主导背景下，需要阶段性延迟，市场推广活动效果减弱；研发费用率基本持平，器械企业持续加强研发投入，存量产品快速迭代，持续缩小与进口品牌差距；2024Q3管理费用率为7.87%，基本持平；同期财务费用率为-0.54%，较2023Q3增加1.19pct。

图：2017-2024Q3医疗器械公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q3医疗器械公司费用率情况



■ 医疗器械：2024前三季度整体承压，2025年待底部反弹

- 医疗设备前三季度受政策端影响，院内采购需求放缓，高端产品入院影响较为严重，相关公司表现收入放缓，利润下滑；体外诊断集采落地不及预期对试剂销售造成干扰，叠加DRGs背景下检测量波动，国内行业需求放缓，头部厂家装机量稳健，后续集采落地有望受益；医疗耗材高景气及出海品种表现相对亮眼，如电生理、呼吸道检测等，国内仍处于渗透率迅速提升阶段，平稳过渡行业影响，低值耗材基于23年同期低基础，整体表现较好，采购恢复常态。
- 我们认为，4季度随着设备更新落地，部分设备采购需求逐步恢复，年内公司经营情况有望逐步向好，预计2025年大规模落地，叠加低基数，设备板块有望迎来阶段性反弹，关注经销渠道、合作关系牢固，长期稳定出海方向。

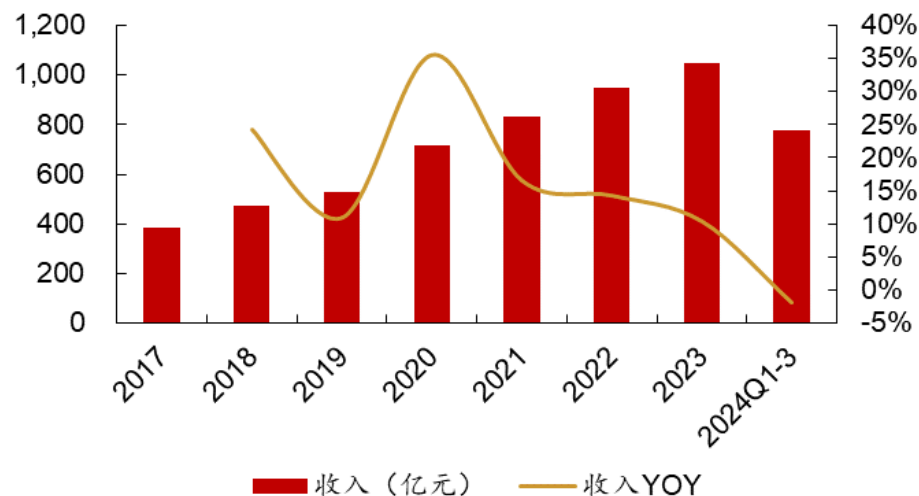
表：2023年和2024前三季度部分医疗器械公司收入和利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
300760.SZ	迈瑞医疗	15.0%	12.1%	10.3%	1.4%	8.0%	20.6%	22.9%	13.7%	-9.3%	8.2%
688271.SH	联影医疗	23.5%	6.2%	-2.5%	-25.0%	-6.4%	19.2%	10.2%	-3.5%	-320.6%	-36.9%
300633.SZ	开立医疗	20.3%	1.3%	-6.5%	-9.2%	-4.7%	22.9%	-27.6%	-47.7%	-229.5%	-66.0%
688212.SH	澳华内镜	52.3%	34.9%	12.6%	5.4%	16.8%	167.0%	-83.3%	-86.5%	345.2%	-17.4%
688575.SH	亚辉龙	-48.4%	-34.6%	27.4%	-7.7%	-9.8%	-64.9%	-18.7%	77.5%	-68.2%	-23.3%
300832.SZ	新产业	29.0%	16.6%	20.2%	15.4%	17.4%	24.5%	20.0%	20.8%	10.0%	16.6%
688289.SH	圣湘生物	-84.4%	100.3%	40.2%	54.1%	63.2%	-81.2%	35.0%	139.0%	-81.4%	-34.8%
688253.SH	英诺特	7.0%	109.4%	56.6%	81.9%	87.1%	15.4%	171.4%	155.1%	320.1%	182.7%
688617.SH	惠泰医疗	35.7%	30.2%	24.5%	23.1%	25.6%	49.1%	36.5%	30.8%	27.2%	31.0%
688351.SH	微电生理-U	26.5%	71.0%	21.4%	-1.5%	23.2%	85.2%	144.7%	11.9%	163.9%	262.2%
688050.SH	爱博医疗	64.1%	63.6%	72.9%	49.1%	60.9%	30.6%	31.3%	24.0%	23.4%	26.0%
301363.SZ	美好医疗	-5.5%	-23.3%	9.8%	55.7%	10.9%	-22.1%	-46.5%	-16.1%	49.9%	-14.1%
002901.SZ	大博医疗	6.9%	9.2%	49.8%	50.4%	35.9%	-36.3%	6.0%	116.6%	2331.0%	145.5%
688161.SH	威高骨科	-37.6%	-10.7%	-3.1%	20.1%	0.1%	-81.3%	-62.9%	230.5%	594.2%	34.7%
605369.SH	拱东医疗	-33.6%	20.2%	21.5%	10.9%	17.3%	-66.5%	56.0%	56.6%	68.9%	60.2%
603309.SH	维力医疗	1.8%	-14.5%	26.4%	18.2%	8.5%	15.6%	-3.5%	39.6%	17.0%	15.8%
002223.SZ	鱼跃医疗	12.3%	-17.4%	-8.8%	2.2%	-9.5%	50.2%	-7.6%	-41.0%	-40.9%	-30.1%
300298.SZ	三诺生物	2.7%	14.9%	-0.5%	2.0%	4.8%	-36.3%	35.5%	0.8%	-59.4%	-19.7%

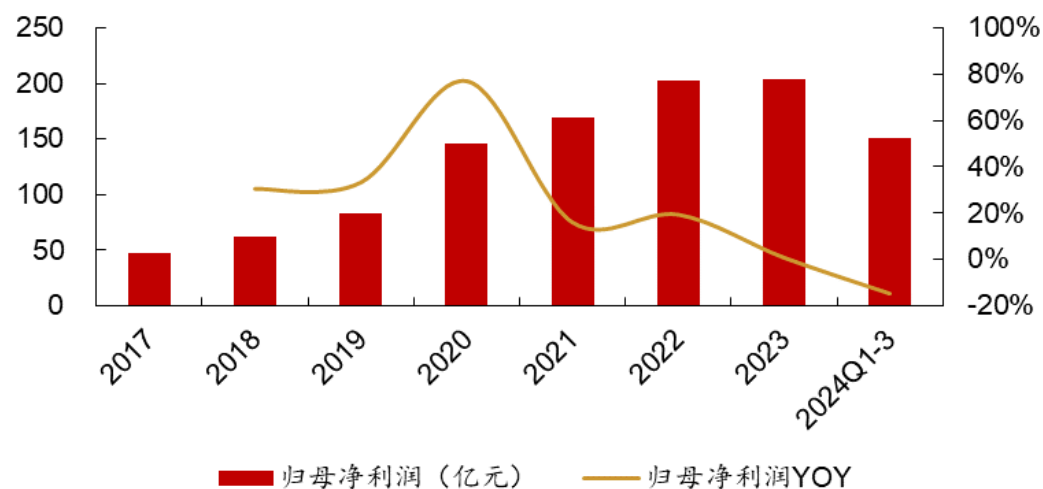
■ 医疗设备：季度业绩承压，25年行业有望底部向上

- 2024年前三季度医疗设备类公司共实现营收776亿元，同比下滑1.97%；共实现归母净利润150亿元，同比下滑14.77%。医疗设备更新落地延迟，以及部分非设备更新需求交叉影响，院内采购短期受阻，整体需求下行；23年行业整顿影响仍在持续，使得医疗设备相对承压。
- 单季度看，2024Q3共实现营收236.6亿元，同比下滑3.81%，相较24Q2的-1.51%，承压明显；共实现归母净利润35.4亿元，同比下滑31.19%，较24Q2下滑9.62%的幅度，影响进一步扩大。主要关注设备更新政策落地进度，各省份招投标数据恢复情况。

图：2017-2024Q3医疗设备公司收入及增速情况



图：2017-2024Q3医疗设备公司归母净利润及增速情况



■ 医疗设备：季度业绩承压，25年行业有望底部向上

- ▶ 前三季度受政策端影响，院内采购需求放缓，高端产品入院影响较为严重，相关公司表观收入放缓，利润下滑。
- ▶ 我们认为，政策端的影响，对医疗设备板块业绩影响较大，年内承压明显，预计2025年，随着医疗设备更新有序落地，板块有望迎来底部向上机会，中长期，细分品种国产化率仍处于较低水平，随着国产品牌产品力进一步提升，有望在全球范围提升综合竞争力。

表：2023年和2024前三季度部分医疗设备公司收入和利润同比增速情况

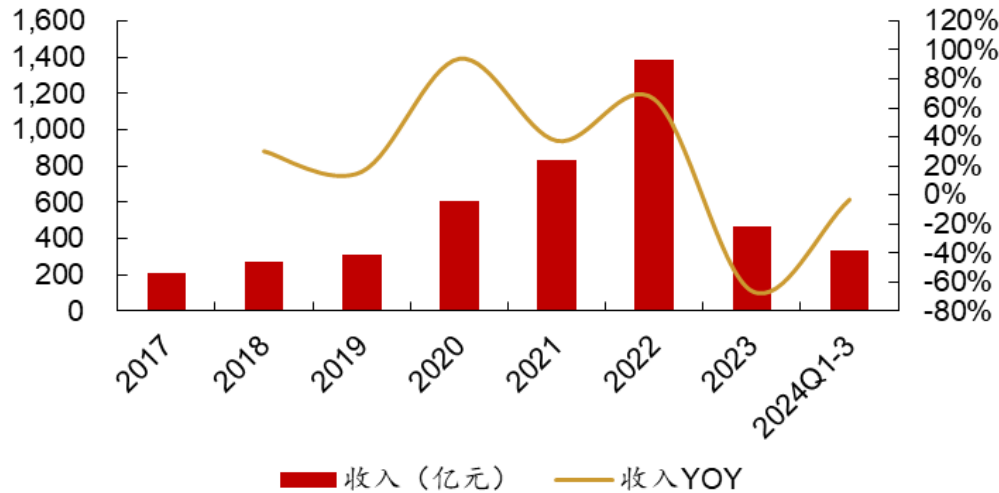
		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
300298.SZ	三诺生物	2.7%	14.9%	-0.5%	2.0%	4.8%	-36.3%	35.5%	0.8%	-59.4%	-19.7%
688212.SH	澳华内镜	52.3%	34.9%	12.6%	5.4%	16.8%	167.0%	-83.3%	-86.5%	345.2%	-17.4%
300049.SZ	福瑞股份	14.4%	33.4%	13.2%	19.4%	21.4%	3.8%	228.6%	5.9%	-9.2%	39.4%
688139.SH	海尔生物	-20.4%	0.0%	-8.1%	0.5%	-2.4%	-32.4%	0.1%	-31.4%	-5.0%	-13.5%
688677.SH	海泰新光	-1.3%	-20.7%	-13.9%	-9.4%	-15.3%	-20.2%	-20.7%	-21.4%	-7.0%	-17.6%
688114.SH	华大智造	-31.2%	-14.3%	-17.7%	-13.2%	-15.2%	-130.0%	-34.2%	-287.8%	-65.5%	-134.3%
300633.SZ	开立医疗	20.3%	1.3%	-6.5%	-9.2%	-4.7%	22.9%	-27.6%	-47.7%	-229.5%	-66.0%
688271.SH	联影医疗	23.5%	6.2%	-2.5%	-25.0%	-6.4%	19.2%	10.2%	-3.5%	-320.6%	-36.9%
300760.SZ	迈瑞医疗	15.0%	12.1%	10.3%	1.4%	8.0%	20.6%	22.9%	13.7%	-9.3%	8.2%
688273.SH	麦澜德	-9.6%	-4.4%	30.2%	18.8%	13.8%	-26.2%	12.0%	37.3%	-9.4%	13.4%
301363.SZ	美好医疗	-5.5%	-23.3%	9.8%	55.7%	10.9%	-22.1%	-46.5%	-16.1%	49.9%	-14.1%
600587.SH	新华医疗	7.9%	3.7%	0.9%	-0.3%	1.5%	30.8%	7.4%	4.2%	10.6%	6.6%
301367.SZ	怡和嘉业	-20.7%	-60.0%	-28.5%	10.5%	-36.3%	-21.8%	-67.9%	-51.8%	21.8%	-53.7%
002223.SZ	鱼跃医疗	12.3%	-17.4%	-8.8%	2.2%	-9.5%	50.2%	-7.6%	-41.0%	-40.9%	-30.1%



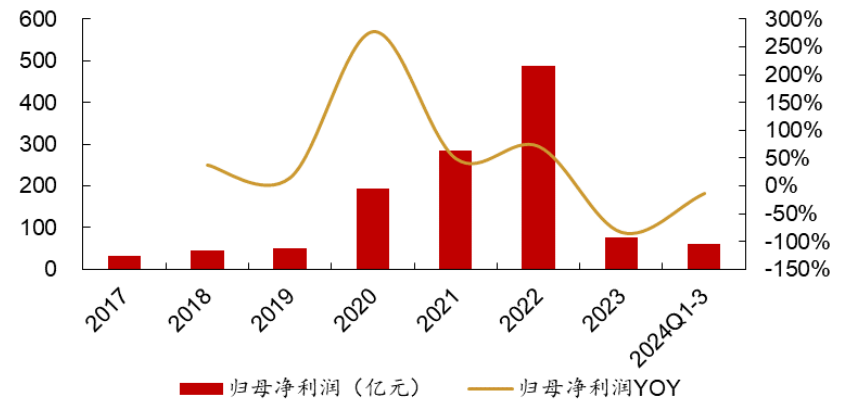
■ 体外诊断：集采落地放缓，潜力品种持续高增

- 2024年前三季度体外诊断类公司共实现营收336亿元，同比下滑3.22%；共实现归母净利润60亿元，同比下滑14.06%。一方面国内大规模推广DRGs，对于套餐类检测有所影响，检测量同比下滑；另一方面，2023年安徽传染病/性激素执行较预期较晚，使得集采品类量价无法对冲，影响单季度公司层面收入。
- 单季度看，2024Q3共实现营收110.3亿元，同比上涨3.04%，相较24Q2的0.12%增速，改善明显，收入绝对值相近情况下，23Q3国内装机数量处于低基数；共实现归母净利润18.5亿元，同比上涨1.06%，较24Q2下滑16.70%的幅度显著改善。主要关注集采政策更新、执行进度、新品种落地情况。

图：2017-2024Q3体外诊断公司收入及增速情况



图：2017-2024Q3体外诊断公司归母净利润及增速情况



■ 体外诊断：集采落地放缓，潜力品种持续高增

- ▶ 体外诊断集采落地不及预期对试剂销售造成干扰，叠加DRGs背景下检测量波动，国内行业需求放缓，头部厂家装机量稳健，后续集采落地有望受益。
- ▶ 我们认为，随着占比较大的细分产品相继集采，行业增速下行背景下，公司产线拓宽势在必行，部分新品在疫后持续快速兑现，同时，拓展海外稳定渠道，对冲国内潜在影响，长期提高公司经营质量。

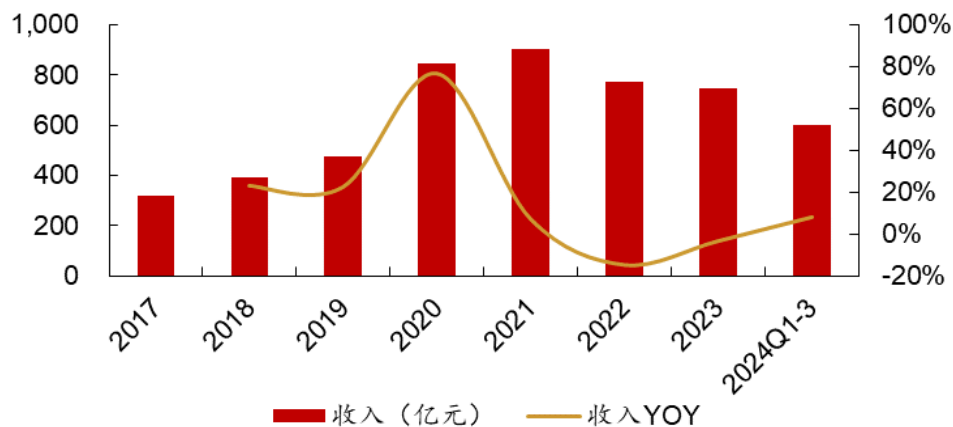
表：2023年和2024前三季度部分体外诊断公司收入和利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
002432.SZ	九安医疗	-87.7%	-49.0%	-25.2%	60.3%	-23.8%	-92.2%	-58.9%	92.2%	591.4%	52.6%
300396.SZ	迪瑞医疗	13.0%	99.6%	-40.6%	-16.0%	12.1%	5.3%	56.7%	-48.3%	-62.3%	-17.8%
300482.SZ	万孚生物	-51.3%	3.5%	8.7%	17.5%	8.8%	-59.3%	7.2%	5.1%	22.7%	9.0%
300685.SZ	艾德生物	23.9%	19.5%	17.5%	22.5%	19.8%	-0.9%	12.0%	14.7%	77.6%	30.8%
300832.SZ	新产业	29.0%	16.6%	20.2%	15.4%	17.4%	24.5%	20.0%	20.8%	10.0%	16.6%
603658.SH	安图生物	0.0%	5.1%	4.3%	3.4%	4.2%	4.3%	33.9%	-2.8%	-5.2%	6.1%
688253.SH	英诺特	7.0%	109.4%	56.6%	81.9%	87.1%	15.4%	171.4%	155.1%	320.1%	182.7%
688289.SH	圣湘生物	-84.4%	100.3%	40.2%	54.1%	63.2%	-81.2%	35.0%	139.0%	-81.4%	-34.8%
688389.SH	普门科技	16.5%	10.1%	1.3%	6.4%	5.9%	30.7%	21.7%	39.3%	21.5%	25.6%
688575.SH	亚辉龙	-48.4%	-34.6%	27.4%	-7.7%	-9.8%	-64.9%	-18.7%	77.5%	-68.2%	-23.3%

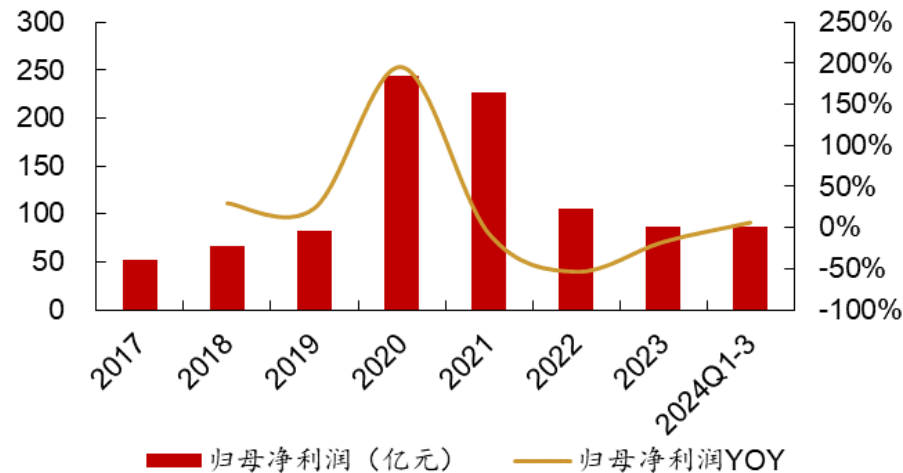
■ 医疗耗材：高值耗材景气度持续，低耗出口回暖

- 2024年前三季度医疗耗材类公司共实现营收602亿元，同比上涨8.14%；共实现归母净利润87亿元，同比上涨6.03%。其中高值耗材景气度持续，骨科等集采出清表现亮眼，电生理维持稳定行业增长；低值耗材基于同期出口低基数，三季度海外采购需求恢复，表观回暖明显。
- 单季度看，2024Q3共实现营收203.9亿元，同比上涨10.35%，相较24Q2的10.01%增速，基本持平，前三季度均为同比正增长，且增长幅度逐季度提高；共实现归母净利润25.4亿元，同比上涨4.38%，较24Q2增长8.89%的幅度有所收窄。后续主要关注境外产能建设及地缘政策的变化。

图：2017-2024Q3医疗耗材公司收入及增速情况



图：2017-2024Q3医疗耗材公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，华源证券研究所

■ 医疗耗材：高值耗材景气度持续，低耗出口回暖

- 医疗耗材高景气及出海品种表现相对亮眼，如电生理、呼吸道检测等，国内仍处于渗透率迅速提升阶段，平稳过渡行业影响，低值耗材基于23年同期低基础，整体表现较好，采购恢复常态。
- 我们认为，集采落地的细分产品，量价关系对冲充分后，或者新品种补位，可以重点关注；稳定出口将是中长期经营及市场关注主线，国内品牌逐步在海外建立工厂、参与全球临床评估，相较被动接受订单阶段，出海主动权及确定性更强。

表：2023年和2024前三季度部分医疗耗材公司收入和利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
300298.SZ	三诺生物	2.7%	14.9%	-0.5%	2.0%	4.8%	-36.3%	35.5%	0.8%	-59.4%	-19.7%
002901.SZ	大博医疗	6.9%	9.2%	49.8%	50.4%	35.9%	-36.3%	6.0%	116.6%	2331.0%	145.5%
688617.SH	惠泰医疗	35.7%	30.2%	24.5%	23.1%	25.6%	49.1%	36.5%	30.8%	27.2%	31.0%
688161.SH	威高骨科	-37.6%	-10.7%	-3.1%	20.1%	0.1%	-81.3%	-62.9%	230.5%	594.2%	34.7%
688050.SH	爱博医疗	64.1%	63.6%	72.9%	49.1%	60.9%	30.6%	31.3%	24.0%	23.4%	26.0%
605369.SH	拱东医疗	-33.6%	20.2%	21.5%	10.9%	17.3%	-66.5%	56.0%	56.6%	68.9%	60.2%
688108.SH	赛诺医疗	78.0%	24.5%	39.2%	25.8%	30.2%	75.6%	115.4%	138.5%	-18.7%	83.8%
688351.SH	微电生理-U	26.5%	71.0%	21.4%	-1.5%	23.2%	85.2%	144.7%	11.9%	163.9%	262.2%

数据来源：Wind，华源证券研究所

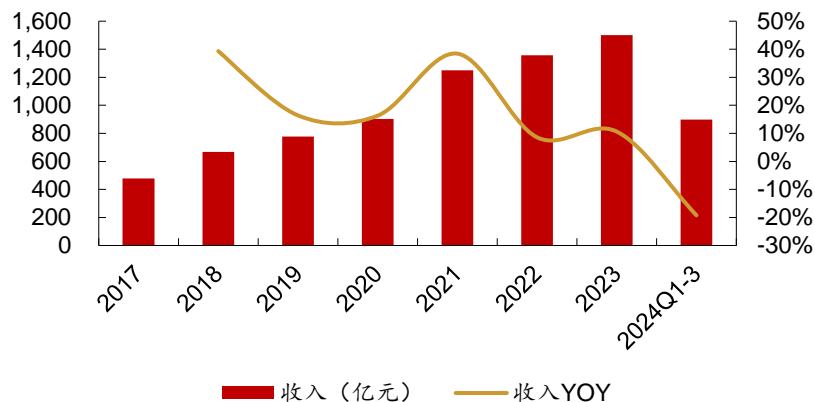
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

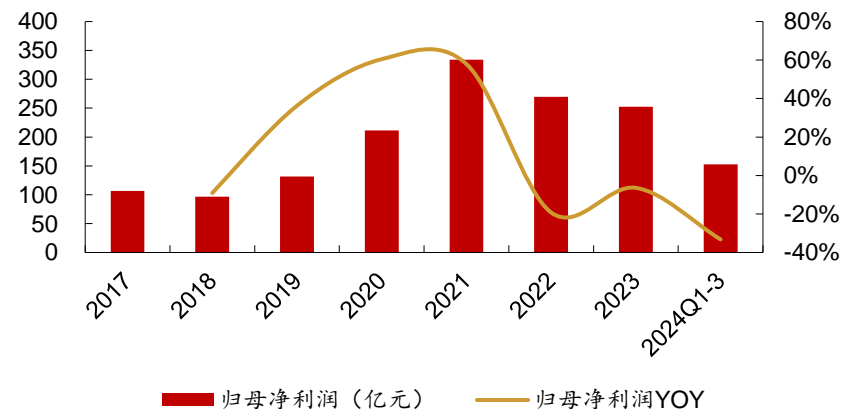
■ 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压

- 38家生物制品公司2023年共实现营收1501.6亿元，同比增长10.6%；共实现归母净利润252.4亿元，同比下滑6.4%。2024Q1-3实现营收898.3亿元，同比下滑19.2%；共实现归母净利润152.4亿元，同比下滑33.2%。
- 分季度看：24Q3单季度看，实现营收291.2亿元，同比下滑30.7%；实现归母净利润50.5亿元，同比下滑36.9%；24Q2收入和归母净利润增速分别为-18.5%和-33.1%，受疫苗板块影响，Q3业绩继续承压。

图：2017-2024Q1-3生物制品公司收入及增速情况

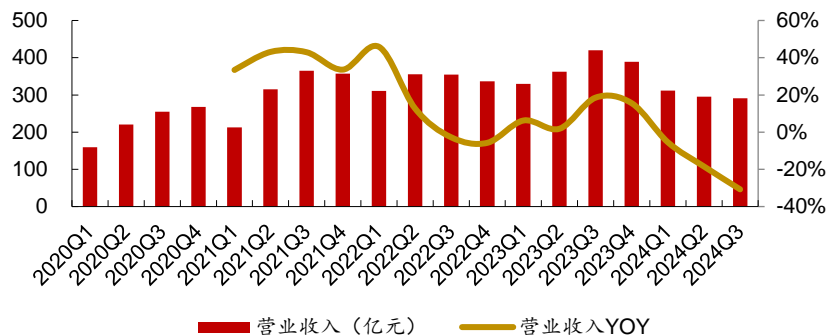


图：2017-2024Q1-3生物制品公司归母净利润及增速情况

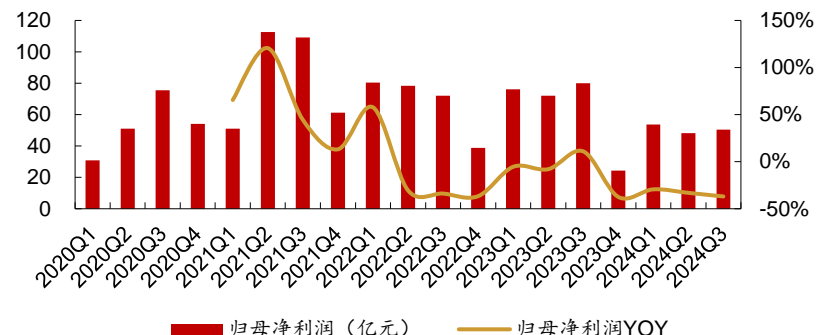


资料来源：wind，华源证券研究

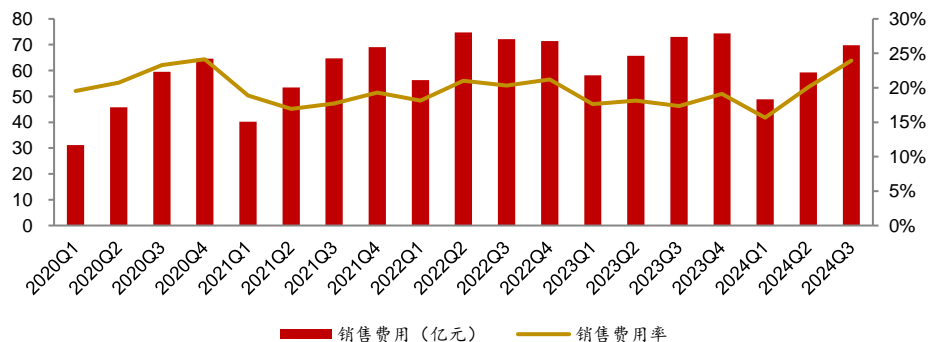
图：2020Q1-2024Q3生物制品公司收入及同比增速情况（分季度）



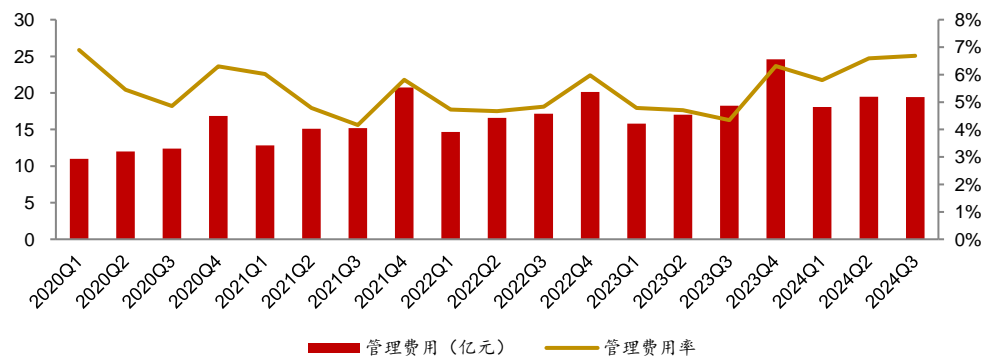
图：2020Q1-2024Q3生物制品公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3生物制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3生物制品公司管理费用率情况（分季度）

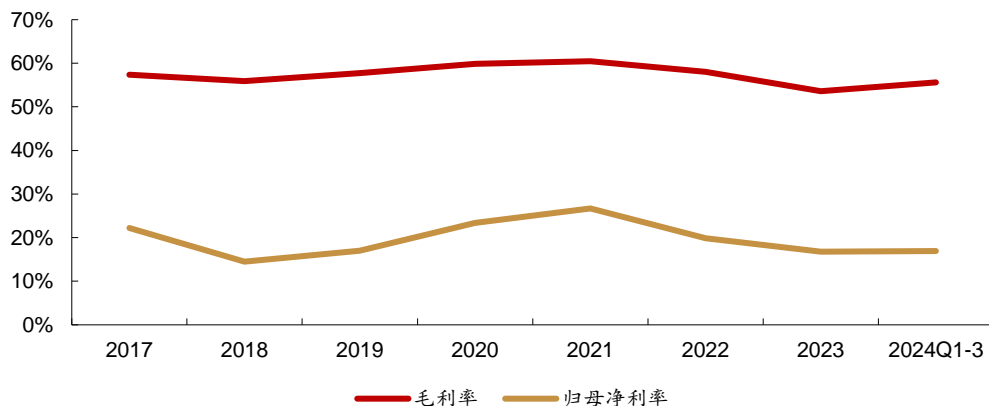


资料来源：wind, 华源证券研究

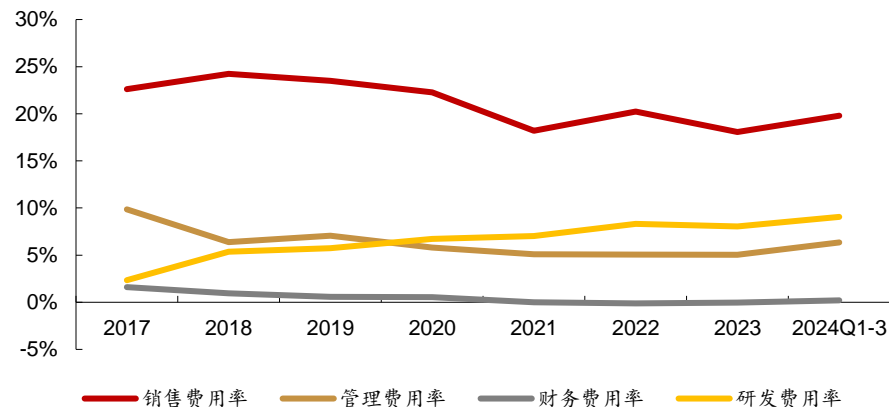
■ 生物制品：销售费用率稳定，毛利率下行

- 盈利能力方面，2024Q1-3整体毛利率为55.6%，较2023Q1-3上升1.4pct，归母净利率为17.0%，较2023Q1-3下降3.5pct，主要系疫苗板块拖累所致。
- 费用率方面，2024Q1-3销售费用率为19.8%，较2023年同期上升2.1pct；管理费用率为6.3%，较2023年同期上升1.7pct；研发费用率为9.1%，较2023年同期上升1.6pct；财务费用率为0.22%，较2023年同期上升0.28pct。

图：2017-2024Q1-3生物制品公司毛利率及净利率情况



图：2017-2024Q1-3生物制品公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 生物制品：销售费用率稳定，毛利率下行

➤ 整体来看行业表现较为稳定，分赛道看：1) 疫苗：受宏观环境影响，板块短期利润承压，后续看新产品放量，建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。2) 血制品：2024年行业维持高景气，且行业整合加速，集中度持续提升，建议关注：天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、卫光生物、上海莱士等。

表：2023&2024Q1-3生物制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
300009.SZ	安科生物	22.9%	10.4%	-7.3%	-15.2%	-5.0%	20.5%	17.3%	-5.9%	-32.7%	-9.9%
688177.SH	百奥泰	54.9%	4.3%	50.7%	22.4%	26.1%	17.9%	16.6%	-6.2%	0.1%	4.4%
300239.SZ	东宝生物	3.3%	-7.5%	-21.9%	-11.7%	-13.8%	9.5%	-16.6%	-25.1%	-50.7%	-30.4%
603087.SH	甘李药业	52.3%	0.4%	12.3%	37.6%	17.8%	177.4%	95.0%	138.9%	57.5%	90.4%
300683.SZ	海特生物	-12.5%	-4.9%	3.3%	9.5%	2.9%	-761.2%	-1024.0%	35.6%	-10.9%	-50.3%
688687.SH	凯因科技	21.7%	10.3%	2.1%	-4.5%	0.8%	39.7%	4.8%	17.7%	26.5%	19.7%
603590.SH	康辰药业	6.1%	20.7%	-28.0%	-10.4%	-10.2%	48.2%	62.3%	-44.1%	-39.4%	-24.0%
688136.SH	科兴制药	-4.3%	11.8%	22.3%	-13.0%	7.1%	-110.7%	241.5%	98.6%	178.5%	131.6%
688163.SH	赛伦生物	9.1%	9.8%	2.8%	4.0%	4.3%	-39.6%	-51.1%	29.0%	28.3%	23.9%
300485.SZ	赛升药业	-35.1%	-17.5%	-24.4%	-11.3%	-18.0%	-49.7%	-23235.0%	-65.9%	112.6%	-150.0%
000534.SZ	万泽股份	23.6%	3.2%	9.4%	9.2%	6.9%	73.5%	12.4%	12.6%	15.5%	13.4%
002581.SZ	未名医药	20.4%	10.8%	-4.9%	-19.5%	-7.0%	-2164.7%	-28.8%	94.1%	-47.0%	-50.8%
300357.SZ	我武生物	-5.3%	18.1%	4.8%	4.7%	8.4%	-11.1%	9.5%	-7.8%	1.2%	0.8%
600211.SH	西藏药业	22.7%	-22.4%	-0.3%	2.4%	-8.1%	116.6%	3.2%	6.0%	-35.0%	-7.4%
000661.SZ	长春高新	15.4%	14.4%	2.1%	-16.9%	-2.8%	9.5%	0.2%	-33.9%	-26.4%	-22.8%
688520.SH	神州细胞-U	84.5%	86.3%	44.4%	10.7%	40.4%	23.7%	148.5%	239.9%	129.5%	168.2%
002038.SZ	双鹭药业	-3.0%	-17.4%	-48.8%	-23.1%	-30.4%	77.8%	-65.3%	-135.2%	-11568.0%	-105.3%
000518.SZ	四环生物	-12.9%	-1.1%	-23.3%	-14.2%	-13.3%	-54.3%	84.3%	57.0%	35.8%	66.3%
688278.SH	特宝生物	37.6%	30.0%	33.1%	37.5%	33.9%	93.5%	53.0%	48.8%	49.8%	50.2%

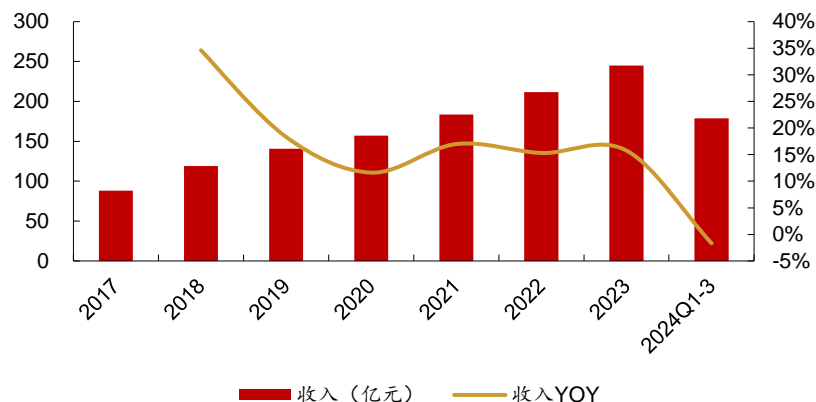
		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
600867.SH	通化东宝	10.7%	-11.1%	-78.8%	-2.4%	-30.8%	-26.2%	-14.3%	-289.9%	-40.4%	-108.7%
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-10.6%	22.8%	-21.0%	-10.8%	37.7%	-25.6%	2.0%	-10.6%	-13.5%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-44.4%	-39.1%	-46.2%	-43.2%	-45.1%	-10.7%	5.4%	-30.0%	-11.1%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	67.0%	56.3%	13.3%	37.5%	4.3%	116.3%	136.3%	17.9%	66.4%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	-0.3%	19.5%	1.3%	6.4%	-5.4%	5.3%	-7.0%	8.8%	2.8%
600161.SH	天坛生物	21.6%	-5.4%	15.8%	-7.4%	1.3%	26.0%	20.9%	34.3%	1.6%	18.5%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	8.5%	19.3%	19.0%	16.1%	86.1%	2.4%	14.0%	45.1%	20.8%
688276.SH	百克生物	70.3%	50.6%	-8.4%	-40.4%	-17.5%	176.0%	229.5%	-17.2%	-51.4%	-26.2%
688739.SH	成大生物	-3.6%	3.2%	-0.3%	-8.9%	-2.4%	-34.7%	-35.9%	-32.8%	-15.7%	-28.9%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-76.4%	-73.0%	-41.2%	-44.3%	65.5%	-58.9%	-193.4%	-53.6%	-57.5%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-95.3%	-108.3%	665.3%	-67.8%	-270.9%	-159.1%	-1431.6%	72.7%	-382.6%
300841.SZ	康华生物	9.0%	12.0%	20.6%	-10.2%	7.1%	-14.9%	42.1%	9.8%	-17.7%	10.0%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-39.6%	-23.6%	11.2%	-18.1%	749.0%	-73.7%	-63.5%	-0.5%	-49.6%
688185.SH	康希诺	-65.5%	13.7%	353.4%	76.1%	222.9%	-63.0%	-21.9%	92.1%	102.1%	77.4%
600739.SH	辽宁成大	-26.0%	19.0%	12.2%	-6.5%	6.6%	-81.0%	-71.0%	92.4%	148.1%	18.9%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	5.9%	-6.5%	34.7%	9.7%	-33.9%	-774.6%	-107.9%	1740.0%	-86.7%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-73.9%	-52.0%	-27.7%	-60.8%	-73.7%	-89.9%	-70.5%	-94.2%	-85.3%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-28.0%	-37.5%	-28.5%	-32.2%	-42.4%	-91.8%	-44.8%	-12.6%	-53.7%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	2.0%	-48.3%	-69.5%	-42.0%	7.0%	-28.3%	-65.1%	-103.7%	-67.1%

资料来源：wind，华源证券研究

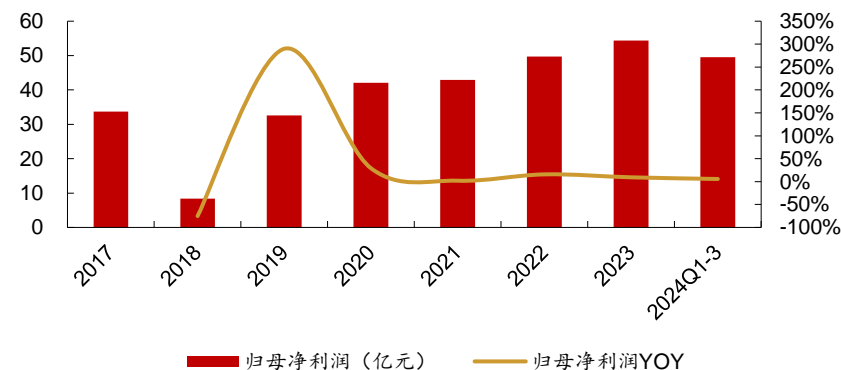
■ 血制品：静丙需求旺盛，业绩稳健增长

- 6家血制品公司2024Q1-3实现营收178.7亿元，同比下滑1.7%；共实现归母净利润49.5亿元，同比增长5.7%。整体来看，在2023年疫情导致基数较高的背景下，收入端维持稳定，利润端在静丙的放量下实现小幅增长。
- 分季度看：24Q3实现营收65.7亿元，同比下降9.9%；实现归母净利润17.9亿元，同比增长0.6%，24Q2收入和归母净利润增速分别为14.0%和15.9%，在23Q3高基数背景下，血制品板块收入增速放缓。

图：2017-2024Q1-3血制品公司收入及增速情况



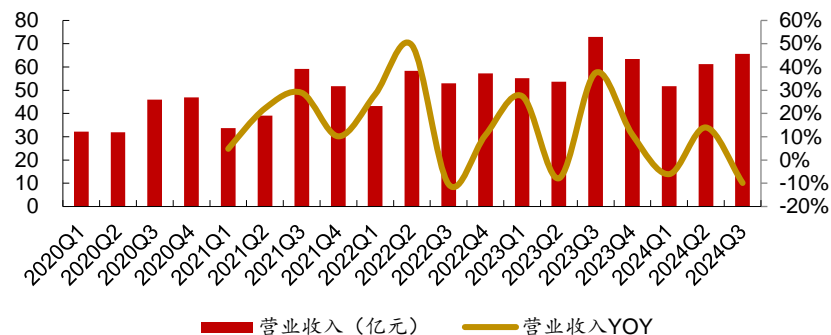
图：2017-2024Q1-3血制品公司归母净利润及增速情况



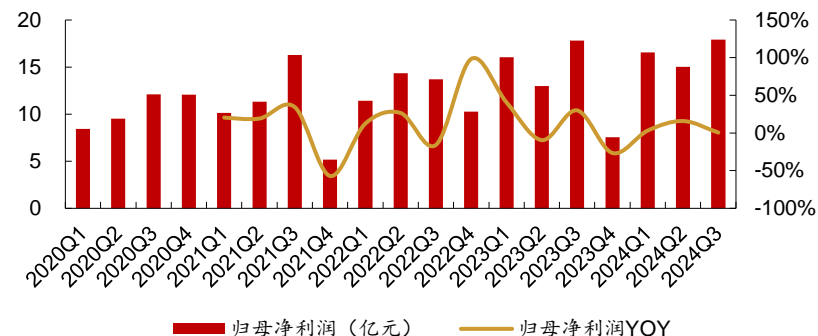
资料来源：wind，华源证券研究

■ 血制品：静丙需求旺盛，业绩稳健增长

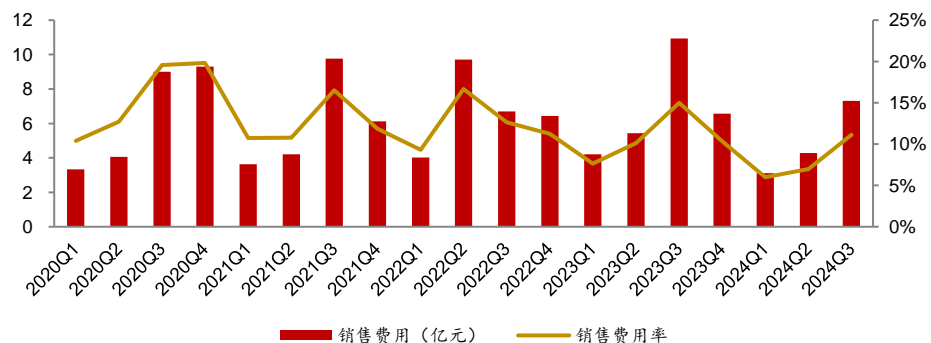
图：2020Q1-2024Q3血制品公司收入及同比增速情况（分季度）



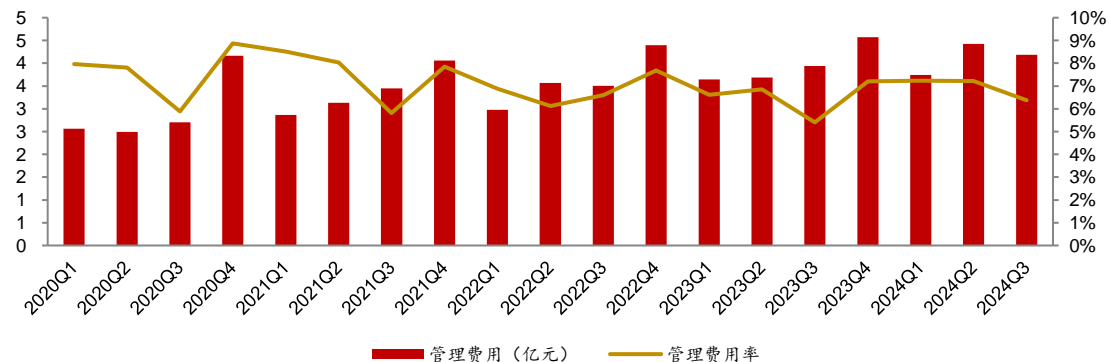
图：2020Q1-2024Q3血制品公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3血制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3血制品公司管理费用率情况（分季度）

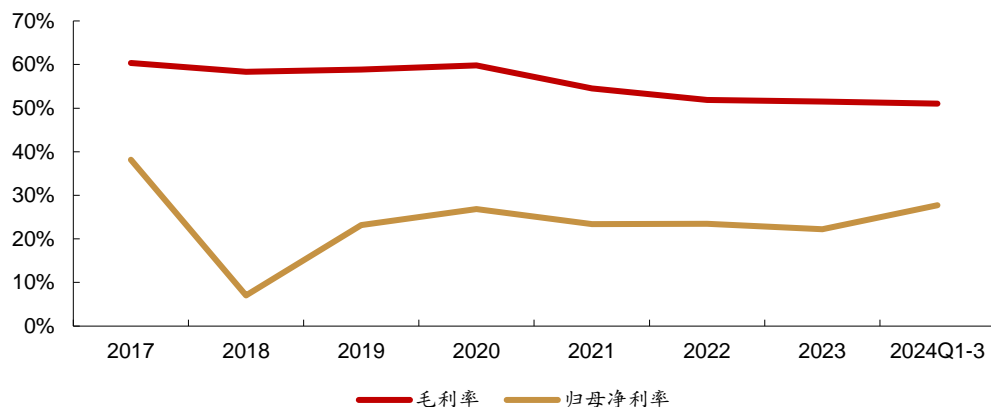


资料来源：wind，华源证券研究

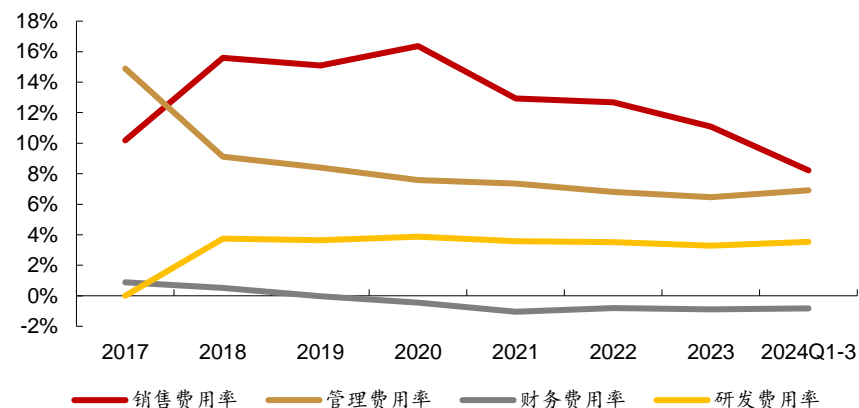
■ 血制品：净利率持续提高

- 盈利能力方面，2024Q1-3整体毛利率为51.0%，较2023Q1-3下降0.2pct，归母净利率为27.7%，较2023Q1-3上升1.9pct，随着静丙持续放量，血制品行业盈利水平显著提高。
- 费用率方面，2024Q1-3销售费用率为8.2%，较2023年同期下降3.1pct；管理费用率为6.9%，较2023年同期上升0.7pct；研发费用率为3.5%，较2023年同期上升0.5pct；财务费用率为-0.83%，较2023年同期基本持平。

图：2017-2024Q1-3血制品公司毛利率及净利率情况



图：2017-2024Q1-3血制品公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 血制品：盈利能力持续上升

- 回顾2024前三季度，在需求端尤其是静丙方面依然保持较好的景气度，血制品板块整体呈现毛利率上升、费用率收窄的趋势，表明行业盈利能力出现较为显著的改善，上市公司中除了博雅生物（子公司出表）和华兰生物以外，其他血制品公司收入端都取得了正增长，利润端方面除了华兰生物和博雅生物外均有正增长。展望后市，静丙目前依然维持紧平衡的趋势，白蛋白我们判断为短期内供需关系正常波动，我们持续看好血制品行业高景气，建议关注天坛生物、派林生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、卫光生物等。

表：2023&2024Q1-3血制品各公司收入及归母净利润同比增速情况

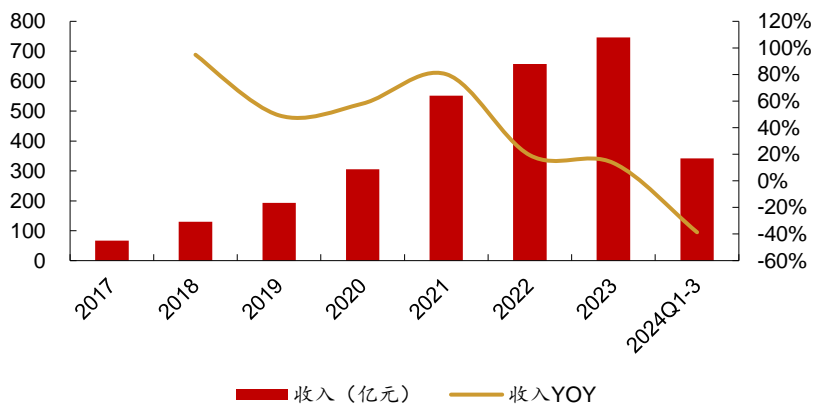
		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
002007.SZ	华兰生物	18.3%	-10.6%	22.8%	-21.0%	-10.8%	37.7%	-25.6%	2.0%	-10.6%	-13.5%
300294.SZ	博雅生物	-3.9%	-44.4%	-39.1%	-46.2%	-43.2%	-45.1%	-10.7%	5.4%	-30.0%	-11.1%
000403.SZ	派林生物	-3.2%	67.0%	56.3%	13.3%	37.5%	4.3%	116.3%	136.3%	17.9%	66.4%
002252.SZ	上海莱士	21.3%	-0.3%	19.5%	1.3%	6.4%	-5.4%	5.3%	-7.0%	8.8%	2.8%
600161.SH	天坛生物	21.6%	-5.4%	15.8%	-7.4%	1.3%	26.0%	20.9%	34.3%	1.6%	18.5%
002880.SZ	卫光生物	57.0%	8.5%	19.3%	19.0%	16.1%	86.1%	2.4%	14.0%	45.1%	20.8%

资料来源：wind，华源证券研究

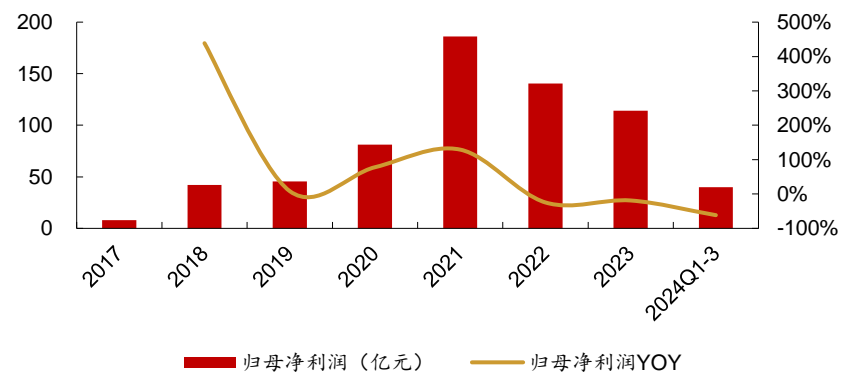
■ 疫苗：受市场宏观环境影响，整体利润端承压

- 11家疫苗公司2024Q1-3实现营收342.3亿元，同比下滑38.6%；共实现归母净利润40.0亿元，同比下滑61.6%。整体来看，受宏观消费环境影响，多款自费二类苗接种不及预期，导致业绩承压。
- 分季度看：24Q3实现营收91.6亿元，同比下降55.7%；实现归母净利润7.7亿元，同比下滑77.7%，24Q2收入和归母净利润增速分别为-41.3%和-52.1%。

图：2017-2024Q1-3疫苗公司收入及增速情况



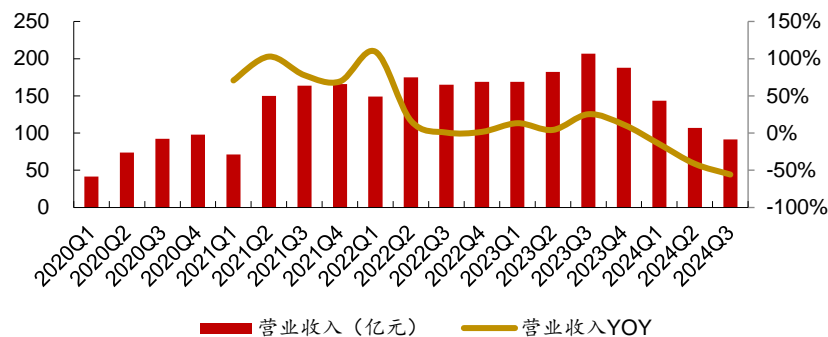
图：2017-2024Q1-3疫苗公司归母净利润及增速情况



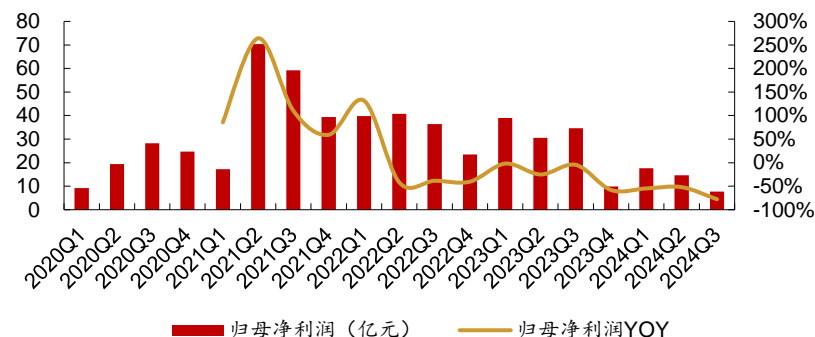
资料来源：wind，华源证券研究

■ 疫苗：受市场宏观环境影响，整体利润端承压

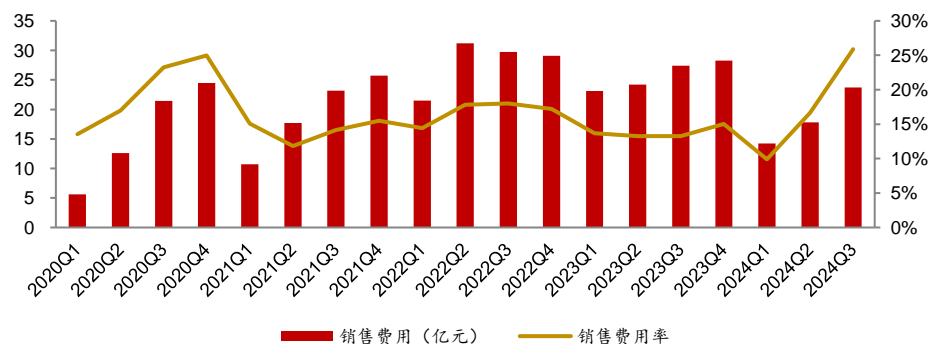
图：2020Q1-2024Q3疫苗公司收入及同比增速情况（分季度）



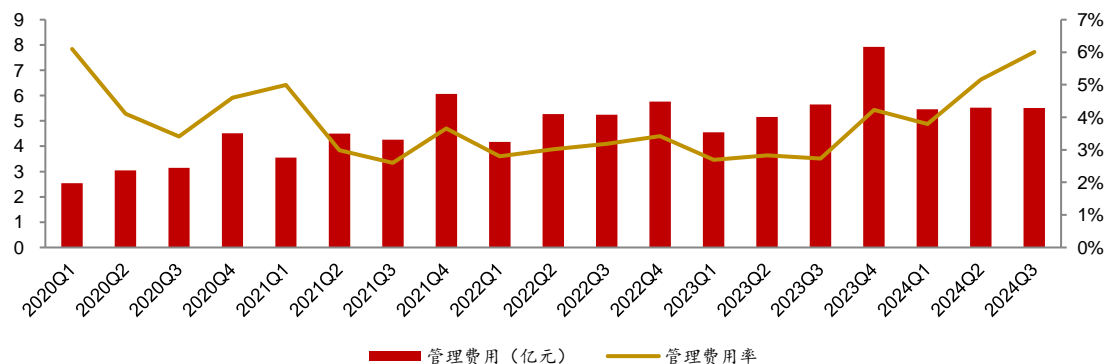
图：2020Q1-2024Q3疫苗公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3疫苗公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3疫苗公司管理费用率情况（分季度）

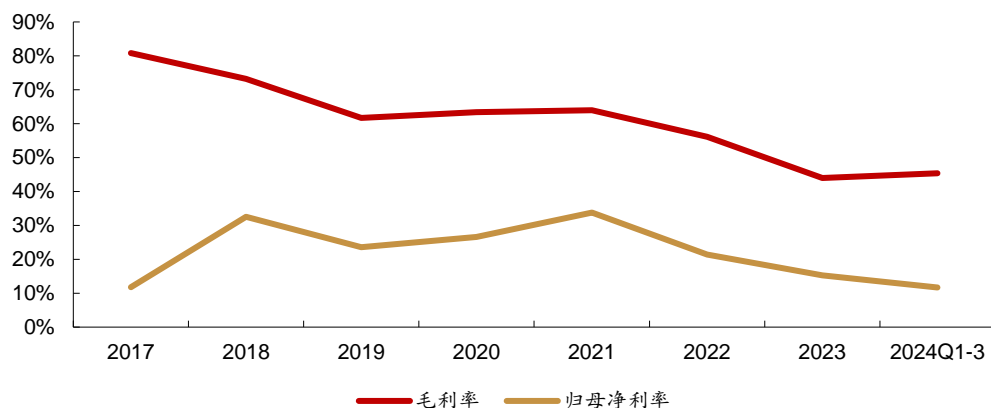


资料来源：wind，华源证券研究

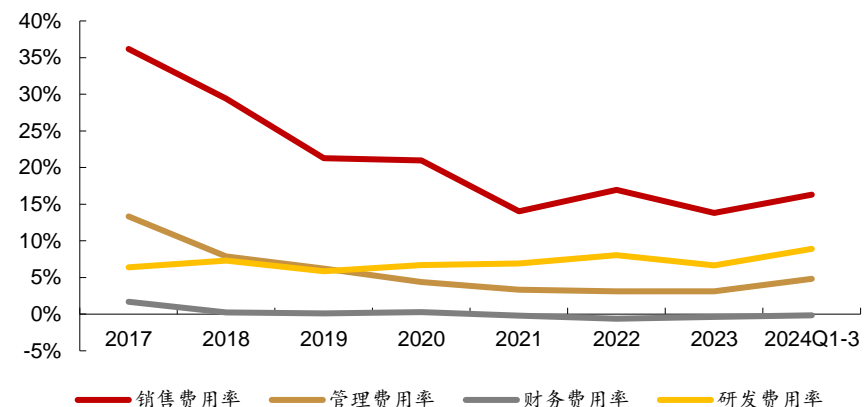
■ 疫苗：受品种结构收入变化及宏观环境影响，盈利能力下滑

- **盈利能力方面**，2024Q1-3整体毛利率为45.4%，较2023Q1-3下降0.2pct，归母净利率为11.7%，较2023Q1-3下降7.0pct，盈利能力出现下滑主要系体量较大的智飞生物、万泰生物和沃森生物等影响，整体来看，受消费等宏观环境变化影响以及大单品9价HPV（毛利率、净利率相对较低）疫苗占比变高等影响，疫苗行业盈利能力出现一定下降。
- **费用率方面**，2024Q1-3销售费用率为16.3%，较2023年同期上升2.9pct；管理费用率为2.7%，较2023年同期上升2.1pct；研发费用率为8.9%，较2023年同期上升2.7pct；财务费用率为-0.43%，较2023年同期上升0.3pct。

图：2017-2024Q1-3疫苗公司毛利率及净利率情况



图：2017-2024Q1-3疫苗公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ 看好后续带状疱疹、RSV等创新疫苗放量情况

- 整体来看：受新生儿下降、竞争格局以及消费宏观环境变化等影响，大部分疫苗公司2024H1收入和归母净利润出现一定程度下滑。另外，9价HPV疫苗在2024H1收入占比提高，拉低了智飞生物和行业整体的毛利率和净利率。展望后市：我们认为疫苗行业当前处于新产品放量期的窗口期，现有品种的增速放缓在一定程度上影响了上市公司报表，但参考海外发达国家市场，我们认为后续随着带状疱疹、RSV等新型疫苗的逐步放量，行业有望恢复稳健增长水平，部分公司也将迎来新一轮业绩增长期间。建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。

表：2023&2024Q1-3疫苗各公司收入及归母净利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
688276.SH	百克生物	70.3%	50.6%	-8.4%	-40.4%	-17.5%	176.0%	229.5%	-17.2%	-51.4%	-26.2%
688739.SH	成大生物	-3.6%	3.2%	-0.3%	-8.9%	-2.4%	-34.7%	-35.9%	-32.8%	-15.7%	-28.9%
301207.SZ	华兰疫苗	32.0%	-76.4%	-73.0%	-41.2%	-44.3%	65.5%	-58.9%	-193.4%	-53.6%	-57.5%
688670.SH	金迪克	-57.7%	-95.3%	-108.3%	665.3%	-67.8%	-270.9%	-159.1%	-1431.6%	72.7%	-382.6%
300841.SZ	康华生物	9.0%	12.0%	20.6%	-10.2%	7.1%	-14.9%	42.1%	9.8%	-17.7%	10.0%
300601.SZ	康泰生物	10.1%	-39.6%	-23.6%	11.2%	-18.1%	749.0%	-73.7%	-63.5%	-0.5%	-49.6%
688185.SH	康希诺	-65.5%	13.7%	353.4%	76.1%	222.9%	-63.0%	-21.9%	92.1%	102.1%	77.4%
688319.SH	欧林生物	-9.4%	5.9%	-6.5%	34.7%	9.7%	-33.9%	-774.6%	-107.9%	1740.0%	-86.7%
603392.SH	万泰生物	-50.7%	-73.9%	-52.0%	-27.7%	-60.8%	-73.7%	-89.9%	-70.5%	-94.2%	-85.3%
300142.SZ	沃森生物	-19.1%	-28.0%	-37.5%	-28.5%	-32.2%	-42.4%	-91.8%	-44.8%	-12.6%	-53.7%
300122.SZ	智飞生物	38.3%	2.0%	-48.3%	-69.5%	-42.0%	7.0%	-28.3%	-65.1%	-103.7%	-67.1%

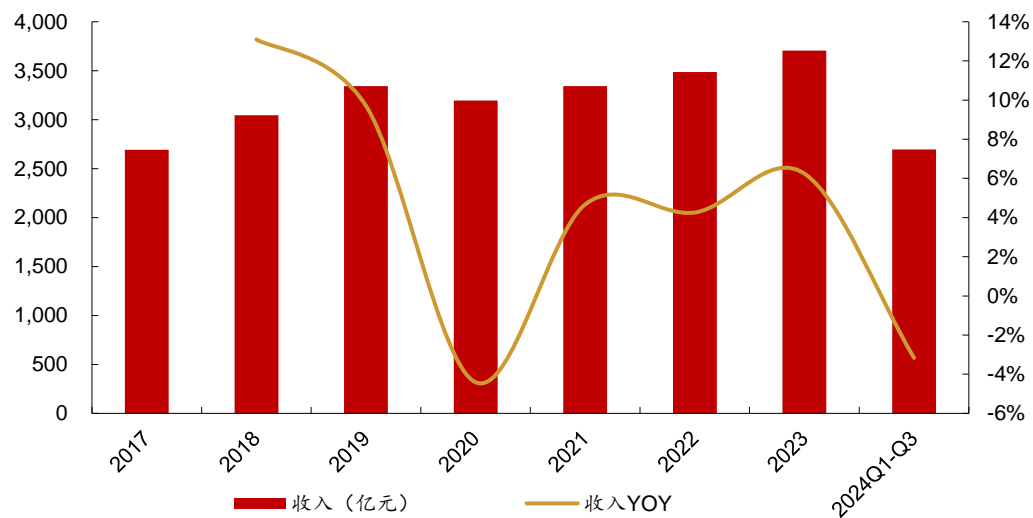
资料来源：wind，华源证券研究

主要内容

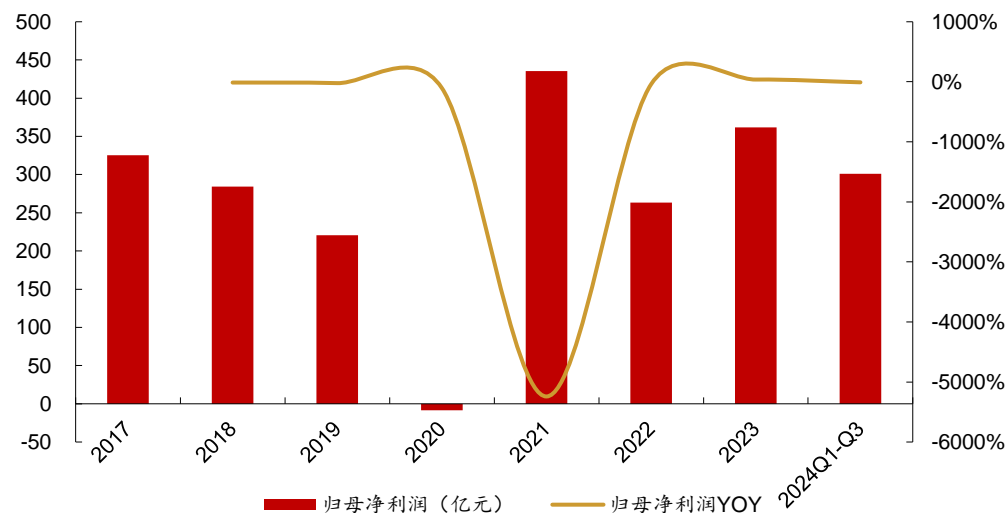
1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

- **中药：Q3收入降幅收窄，利润延续半年报下滑趋势**
- 68家中药公司2024Q1-Q3实现营收2696.5亿元，同比下降3.2%；实现归母净利润301.0亿元，同比下降9.0%，前三季度整体业绩承压，主要原因是感冒呼吸类产品渠道去库存、终端消费需求疲软及去年同期业绩高基数等因素影响。
- 分季度看：2024Q3实现营收814.2亿元，同比下滑3.3%，实现归母净利润77.2亿元，同比下滑10.4%。24Q2收入和归母净利润增速分别为-6.0%和-9.7%，Q3利润降幅环比Q2增加0.67pct，主要原因是三季度感冒呼吸类药物需求减弱以及部分中药公司核心产品渠道去库存。

图：2017-2024Q1-3中药公司收入及增速情况

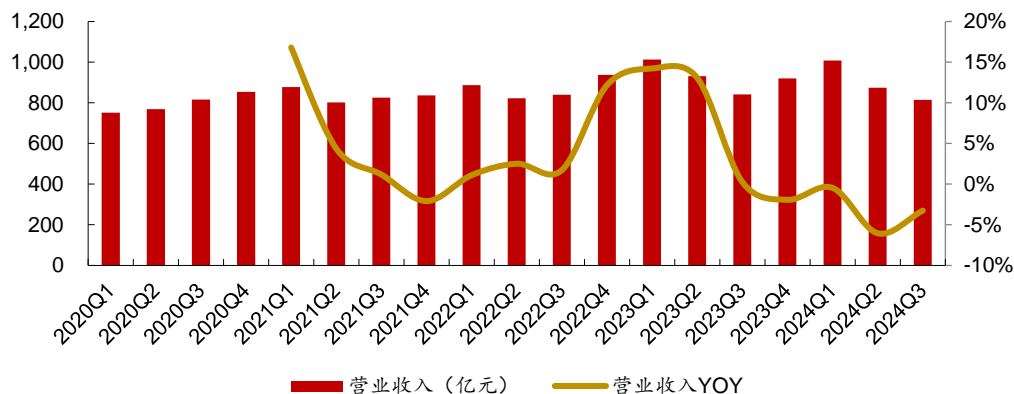


图：2017-2024Q1-3中药公司归母净利润及增速情况

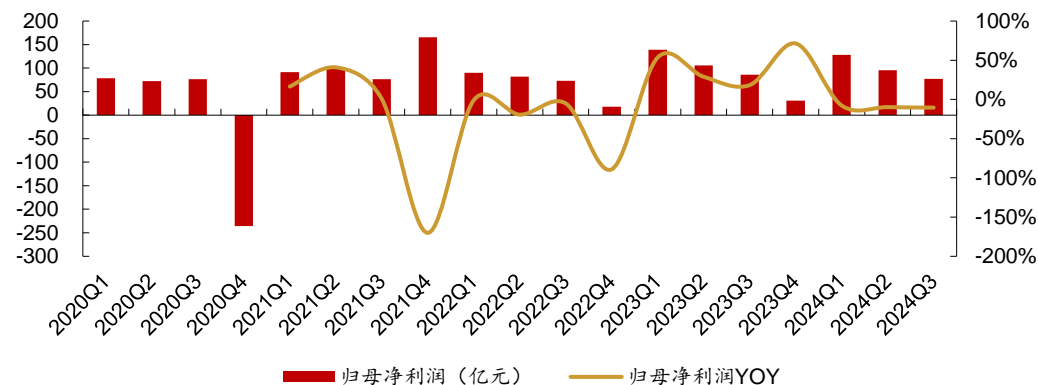


■ 中药：Q3收入降幅收窄，利润延续半年报下滑趋势

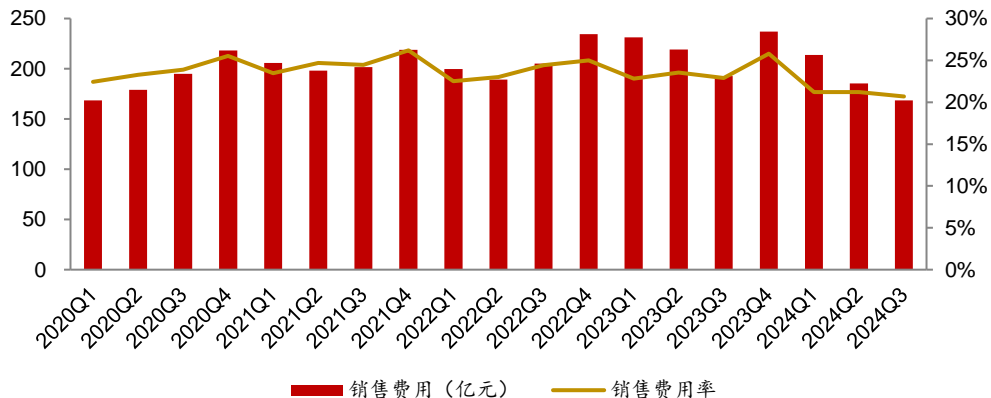
图：2020Q1-2024Q3中药公司收入及增速情况（分季度）



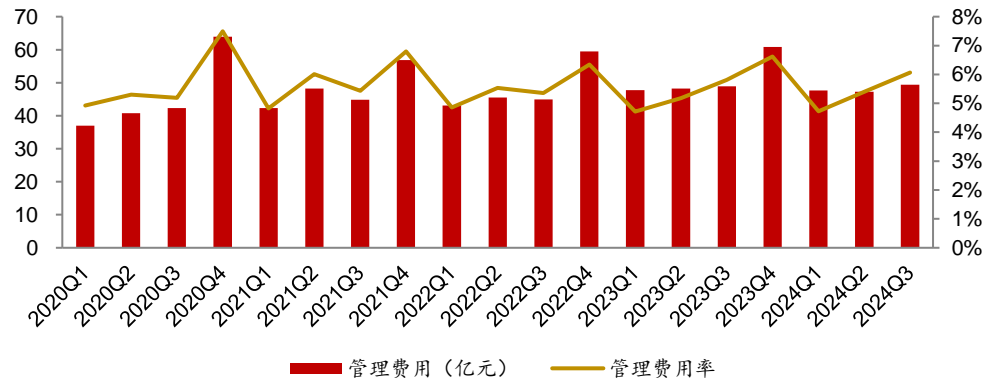
图：2020Q1-2024Q3中药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3中药公司销售费用率情况（分季度）



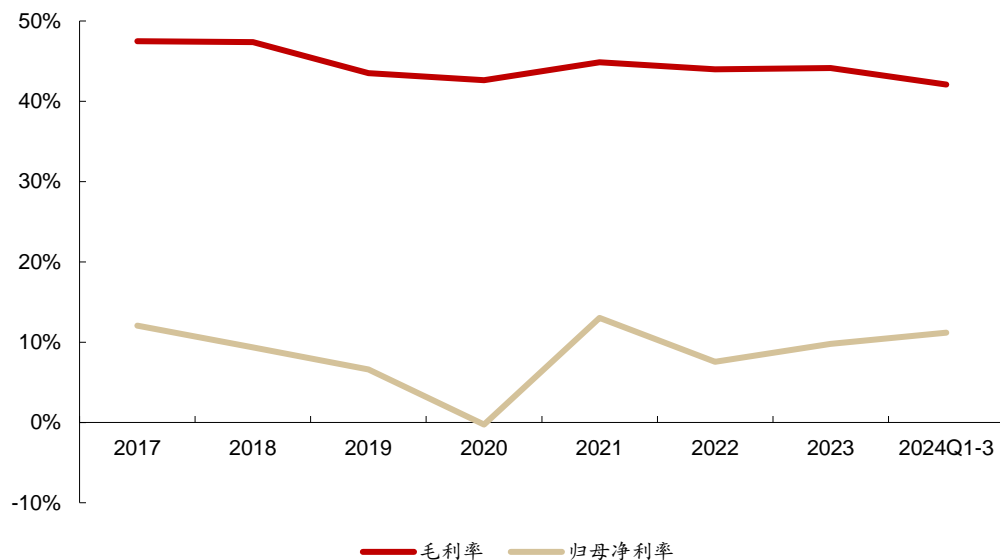
图：2020Q1-2024Q3中药公司管理费用率情况（分季度）



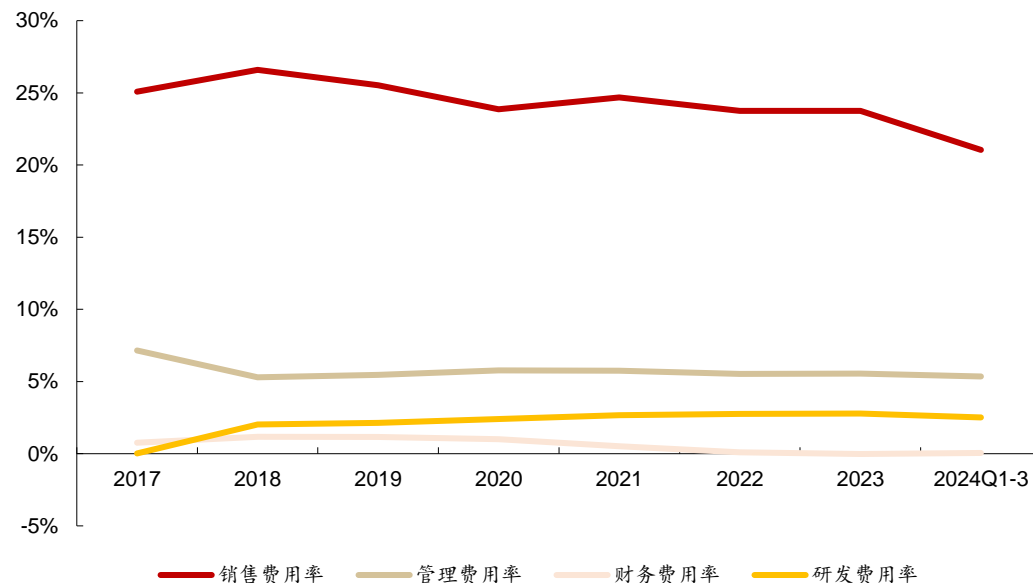
■ 中药：毛利率下滑，期间费用率较为稳定

- 盈利能力方面，24Q1-3整体毛利率为42.1%，较去年同期下降2.5pct，主要原因是中药材原材料价格上涨以及部分产品集采降价；归母净利率为11.2%，较去年同期减少0.7pct。
- 费用率方面，24Q1-3期间费用率为29.0%（同比+0.7pct），其中销售费用率为21.1%（同比-2.0pct）、管理费用率为5.4%（同比+0.1pct）、财务费用率为0.06%（同比+0.1pct），研发费用率为2.5%（同比+0.1pct）。

图：2017-2024Q3中药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2024Q3中药公司费用率情况



■ 中药：渠道库存持续改善和集采政策有望企稳，看好明年业绩反转趋势

- 2024年前三季度板块整体承压、内部结构性分化，华润三九、东阿阿胶等品牌中药龙头实现业绩快速增长，佐力药业和方盛制药等公司在核心产品放量驱动下业绩亮眼，以岭药业、太极集团、济川药业等公司由于大单品渠道去库存及感冒用药基数影响短期业绩承压。
- 展望明年，产品端随着渠道库存去化接近尾声并逐渐恢复至正常水平，相关公司业绩预计将逐渐反转；同时，第三批全国中成药联盟集采及首批续约有望较快落地，释放板块政策端压力。我们看好：1) 具有国企改革驱动下业绩有望提速的中药公司如昆药集团、太极集团等，2) 品牌OTC龙头企业，如华润三九、同仁堂、马应龙等，以及具备基药潜力且成长性较好的个股如方盛制药、贵州三力、盘龙药业等。

表：2023&2024Q1-3中药公司收入和利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
603998.SH	方盛制药	-9.1%	0.4%	12.8%	21.7%	11.0%	-34.6%	10.0%	55.3%	158.7%	60.7%
000423.SZ	东阿阿胶	16.7%	36.0%	17.9%	25.4%	26.3%	47.5%	53.4%	28.0%	63.8%	47.0%
300181.SZ	佐力药业	7.6%	35.7%	46.5%	36.0%	39.6%	40.3%	46.1%	53.3%	40.6%	46.9%
603439.SH	贵州三力	36.1%	20.9%	76.9%	55.5%	49.3%	45.4%	2.0%	32.6%	35.2%	22.9%
600557.SH	康缘药业	11.9%	0.5%	-25.0%	-9.9%	-11.1%	23.5%	4.7%	-12.6%	24.3%	2.2%
000999.SZ	华润三九	36.8%	14.8%	0.3%	3.2%	6.1%	16.5%	18.5%	42.5%	6.9%	23.2%
600993.SH	马应龙	-11.2%	14.7%	20.4%	7.2%	14.1%	-7.4%	5.4%	21.8%	6.3%	9.4%
002864.SZ	盘龙药业	0.7%	-6.9%	-10.6%	21.0%	0.1%	9.2%	44.5%	-12.8%	0.2%	6.5%
600422.SH	昆药集团	-7.0%	-3.0%	-8.5%	3.4%	-2.7%	16.0%	-9.4%	20.0%	-2.9%	0.4%
600566.SH	济川药业	7.3%	0.6%	-27.2%	-7.2%	-11.2%	30.0%	24.9%	-25.6%	-6.6%	-2.1%
600085.SH	同仁堂	16.2%	2.4%	-2.6%	2.4%	0.7%	16.9%	10.0%	-3.9%	-18.6%	-2.9%
600535.SH	天士力	0.4%	-1.7%	0.7%	-4.1%	-1.7%	505.3%	11.6%	-17.0%	-44.7%	-18.4%
600129.SH	太极集团	10.6%	-5.0%	-21.9%	-16.4%	-14.4%	132.0%	5.1%	-25.0%	-73.8%	-28.1%
002603.SZ	以岭药业	-17.7%	-35.9%	-27.1%	-1.3%	-25.8%	-42.8%	-74.7%	-43.9%	-84.1%	-68.5%

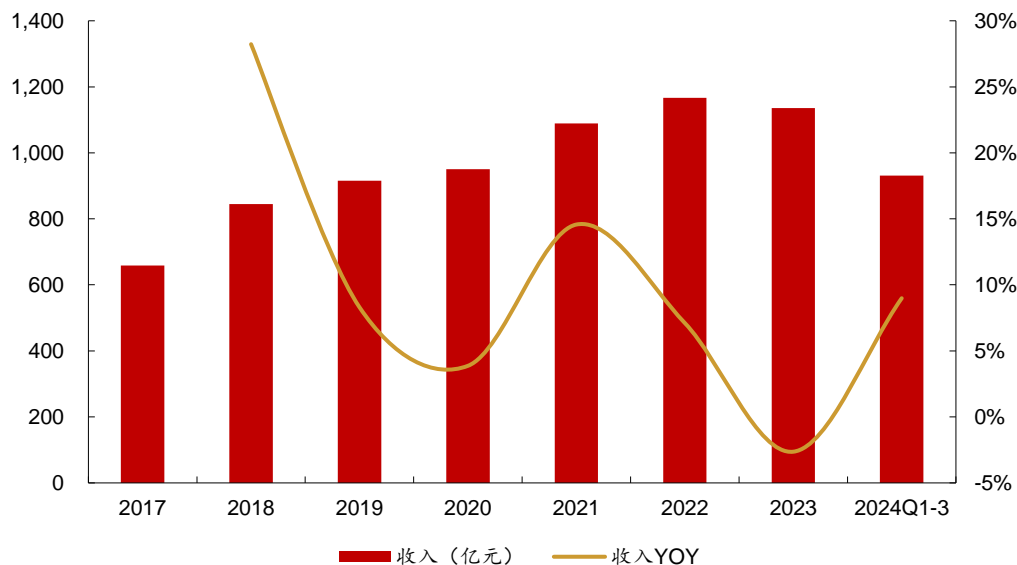
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

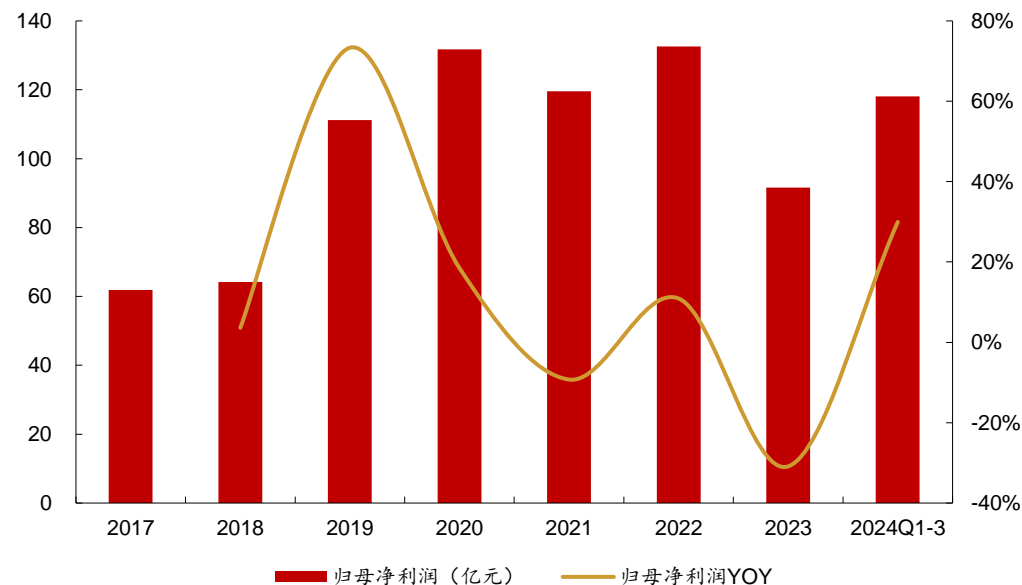
■ 原料药：大宗原料药表现较好，专利原料药业绩亮眼

- 44家原料药公司2024Q1-Q3实现营收930.7亿元，同比增长9.0%；实现归母净利润118.1亿元，同比增长30.0%。
- 分季度看：2024Q3实现营收307.0亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润42.0亿元，同比增长72.2%，24Q1收入和归母净利润增速分别为1.0%和1.7%，24Q2收入和归母净利润增速分别为12.6%和27.0%，Q3收入和利润增长环比提速，业绩趋势持续向好，盈利能力改善明显。

图：2017-2024Q1-3原料药公司收入及增速情况

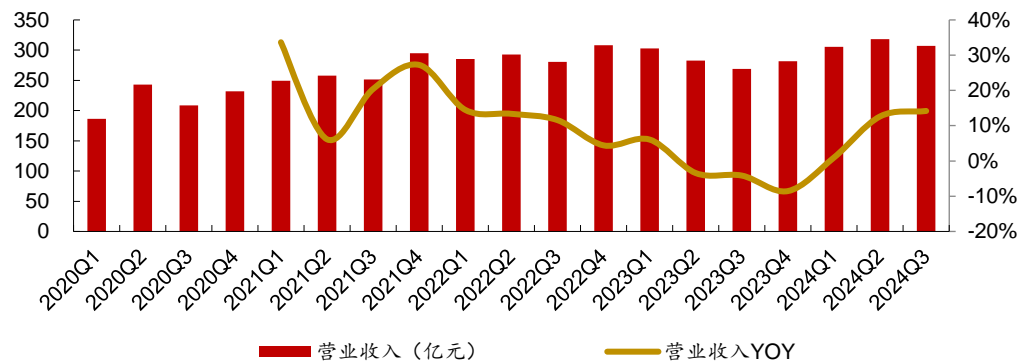


图：2017-2024Q1-3原料药公司归母净利润及增速情况

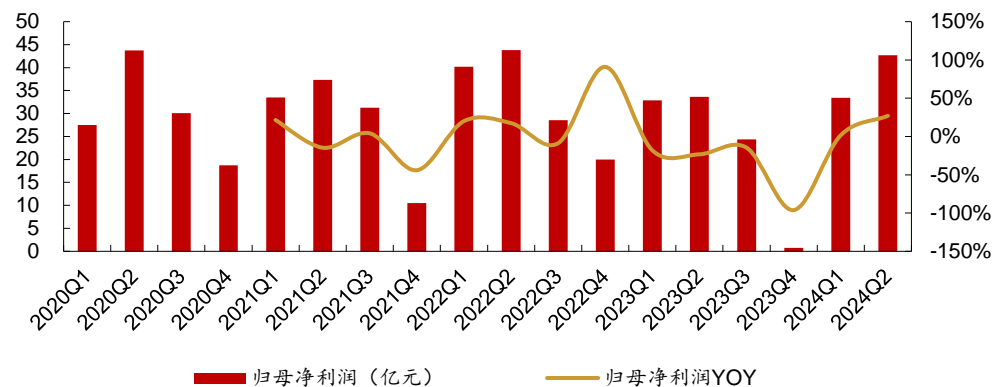


■ 原料药：大宗原料药表现较好，专利原料药业绩亮眼

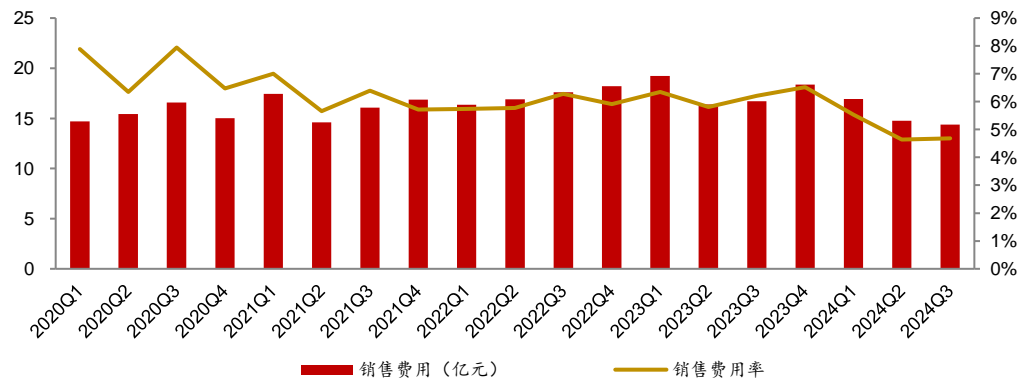
图：2020Q1-2024Q3原料药公司收入及同比增速情况（分季度）



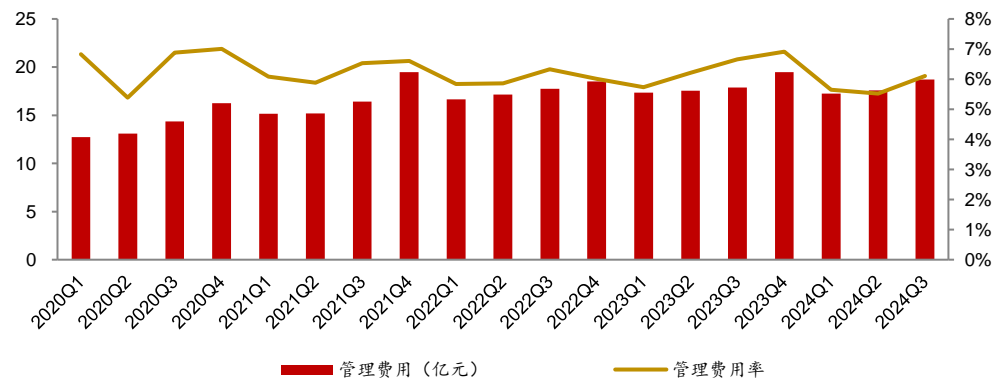
图：2020Q1-2024Q3原料药公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3原料药公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3原料药公司管理费用率情况（分季度）

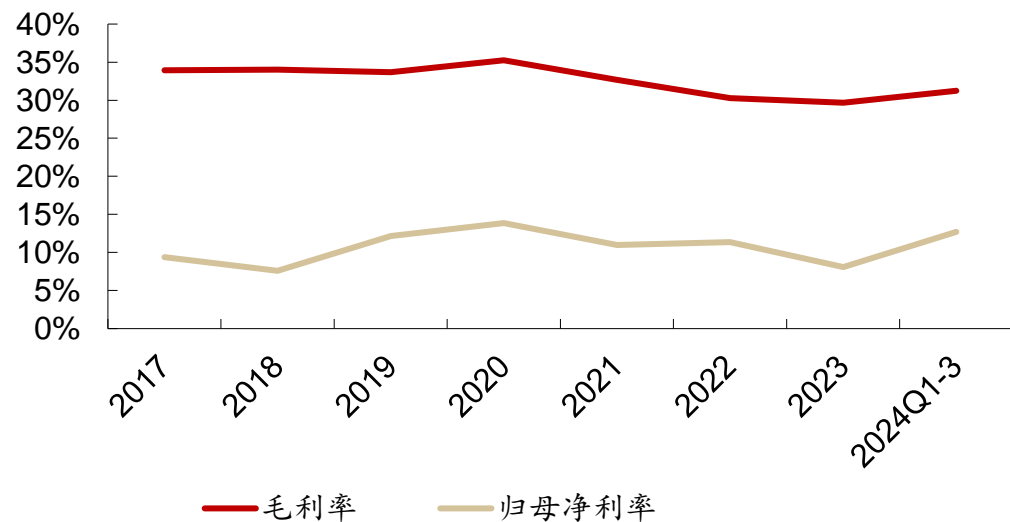


■ 原料药：大宗原料药表现较好，专利原料药业绩亮眼

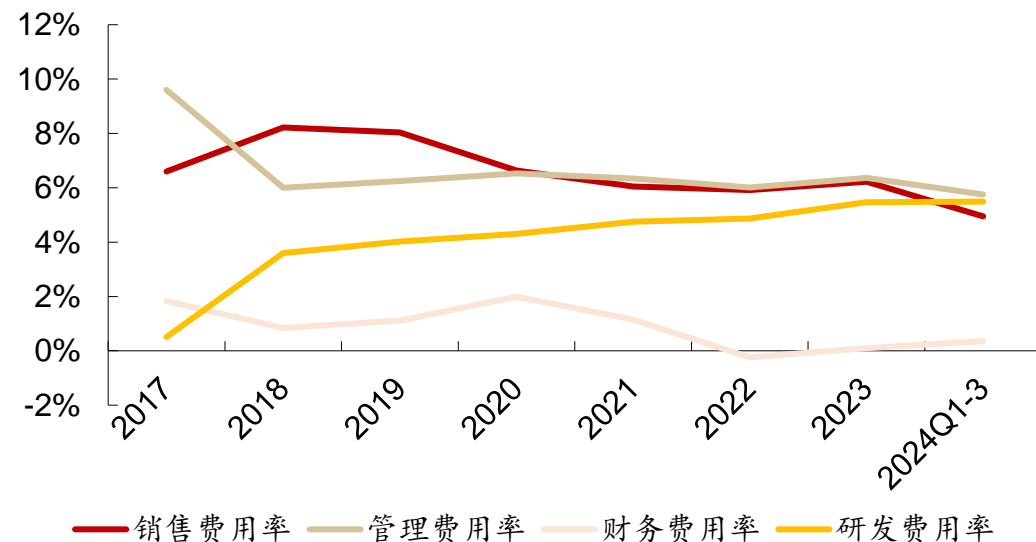
➤ 盈利能力方面，2024Q1-3整体毛利率为31.3%，较2023Q1-3年提升0.5pct，归母净利率为12.7%，较2023Q1-3提升2.1pct。

■ 费用率方面，24Q1-3期间费用率为16.6%（同比+4.3pct），其中销售费用率为5.0%（同比-1.2pct）、管理费用率为5.8%（同比-0.4pct）、财务费用率为0.4%（同比+0.4pct），研发费用率为5.5%（同比+0.2pct）。

图：2017-2024Q1-3原料药公司毛利率和净利率



图：2017-2024Q1-3原料药公司费用率情况



■ 原料药：大宗原料药表现较好，专利原料药业绩亮眼

- 原料药板块景气度持续回升，资本开支放缓、经营情况趋势向好，其中大宗原料药（抗生素、维生素等）如花园生物业绩表现较好，专利原料药如诺泰生物等业绩表现亮眼。
- 我们认为，原料药板块盈利能力持续修复，建议关注景气度有望提升的细分原料药品种以及受益于全球重磅创新药专利到期红利的品种。

表：2023&2024Q1-3原料药公司收入和利润同比增速情况

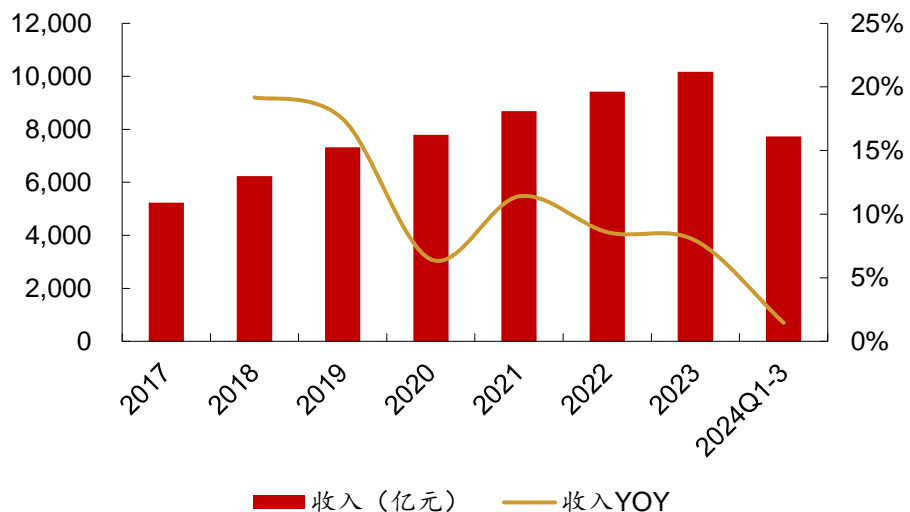
代码	公司名称	收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
300702.SZ	天宇股份	-5.2%	-11.3%	1.2%	28.6%	3.6%	123.0%	-59.6%	139.5%	4570.3%	23.7%
600216.SH	浙江医药	-4.0%	12.0%	11.7%	39.7%	21.0%	-20.4%	-3.4%	29.6%	1737.6%	182.0%
300401.SZ	花园生物	-22.8%	4.1%	-20.5%	40.0%	4.4%	-49.9%	76.4%	-22.5%	213.2%	62.1%
002001.SZ	新和成	-5.1%	24.5%	40.5%	65.2%	43.3%	-25.3%	35.2%	58.9%	188.9%	89.9%
688076.SH	诺泰生物	58.7%	71.0%	146.8%	36.3%	76.5%	26.2%	215.6%	671.8%	146.9%	281.9%
301301.SZ	川宁生物	26.2%	20.0%	45.7%	8.3%	24.4%	128.6%	101.0%	92.0%	24.2%	68.1%
300636.SZ	同和药业	0.3%	-6.5%	9.1%	5.6%	1.8%	5.3%	31.6%	8.6%	21.1%	21.7%
002332.SZ	仙琚制药	-5.9%	8.4%	-5.2%	-1.8%	0.0%	-24.9%	13.5%	11.8%	12.2%	12.4%
000739.SZ	普洛药业	8.8%	3.6%	12.6%	12.4%	9.3%	6.7%	1.8%	5.4%	-2.2%	2.2%
000739.SZ	普洛药业	8.8%	3.6%	12.6%	12.4%	9.3%	6.7%	1.8%	5.4%	-2.2%	2.2%
603229.SH	奥翔药业	6.8%	14.6%	-7.1%	-2.6%	2.7%	7.9%	20.1%	1.2%	-24.5%	1.6%
605116.SH	奥锐特	25.2%	11.1%	57.7%	-3.3%	18.0%	37.2%	79.1%	112.7%	-30.3%	22.0%

主要内容

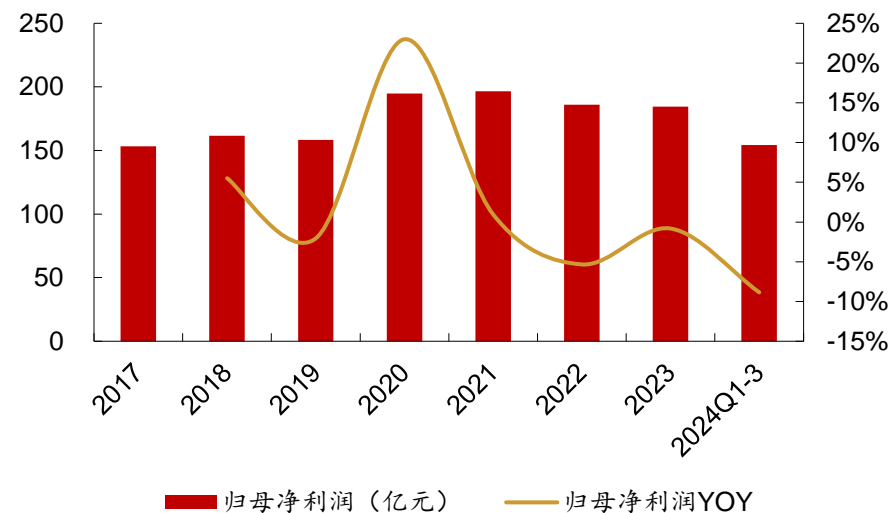
1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

- **医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑**
- **24Q1-3医药商业公司共实现营收7734.8亿元，同比增长1.5%；共实现归母净利润154.3亿元，同比下滑8.8%。**其中，线下药店实现收入852.2亿元，同比增长7.2%；实现归母净利润32.3亿元，同比下降22.3%。医药流通实现营收6882.5亿元，同比增长0.8%；实现归母净利润122.0亿元，同比下滑4.5%。
- **单季度看，24Q3线下药店实现营收275.1亿元（同比+5.4%），24Q2同比增速为+4.7%，增速相比Q2有所提升；实现归母净利润7.0亿元（同比-37.1%），24Q2同比增速为-31.3%，同比增速继续下滑。24Q3医药流通实现营收2279.8亿元（同比+4.6%），24Q2同比增速为-2.1%，相比Q2增速有所提升；实现归母净利润35.0亿元（同比-2.9%），相比24Q2同比下降幅度收窄。**

图：2017-2024Q3医药商业公司收入及增速情况

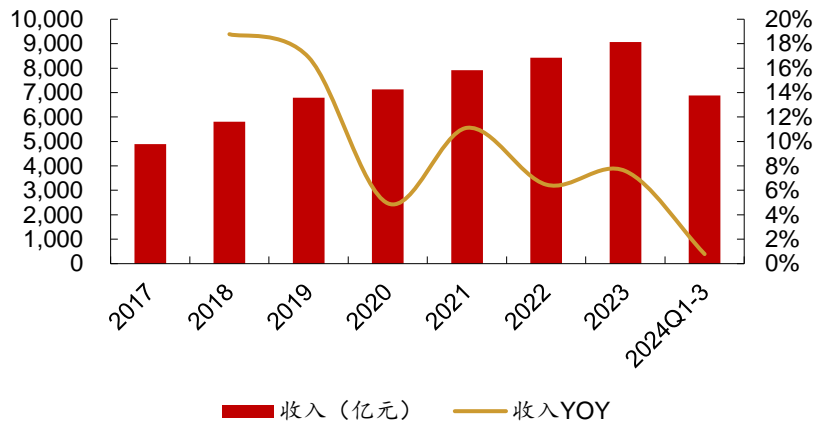


图：2017-2024Q3医药商业公司归母净利润及增速情况

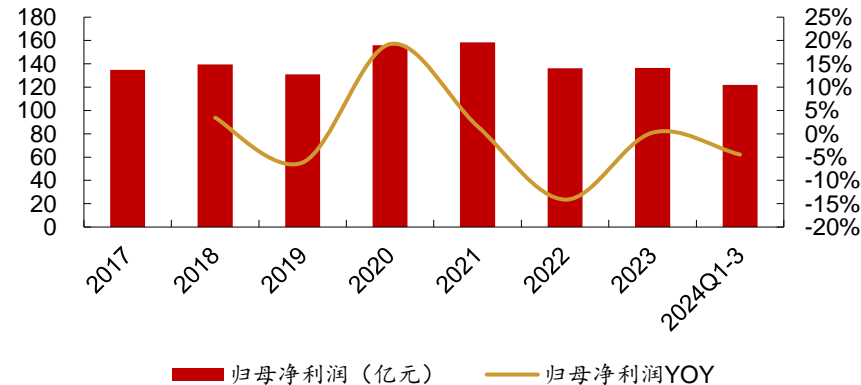


■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

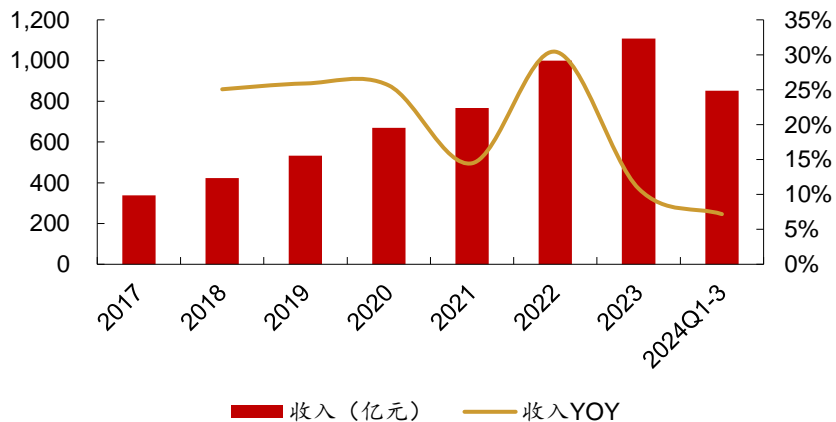
图：2017-2024Q3医药流通公司收入及增速情况



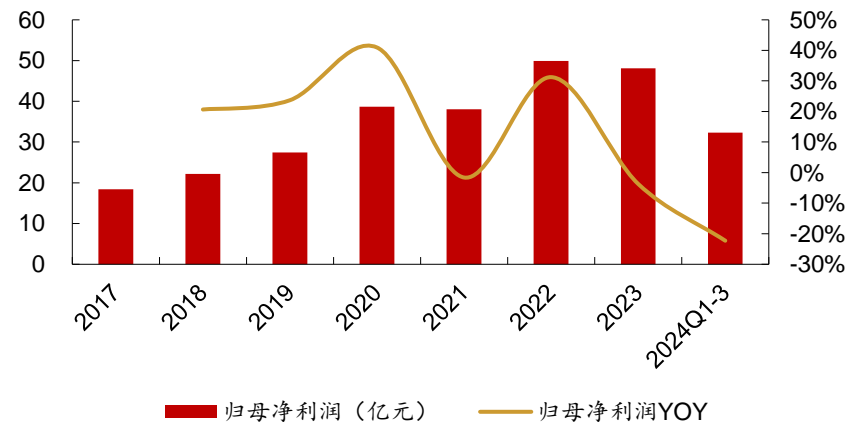
图：2017-2024Q3医药流通公司归母净利润及增速情况



图：2017-2024Q3线下药店公司收入及增速情况

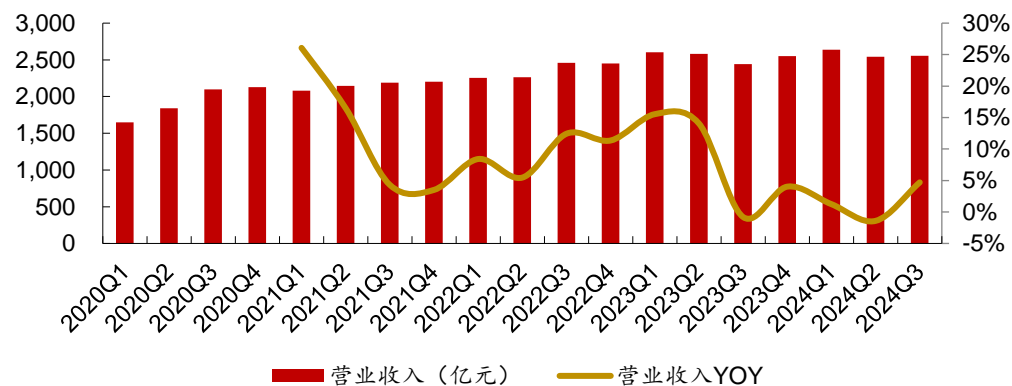


图：2017-2024Q3线下药店公司归母净利润及增速情况

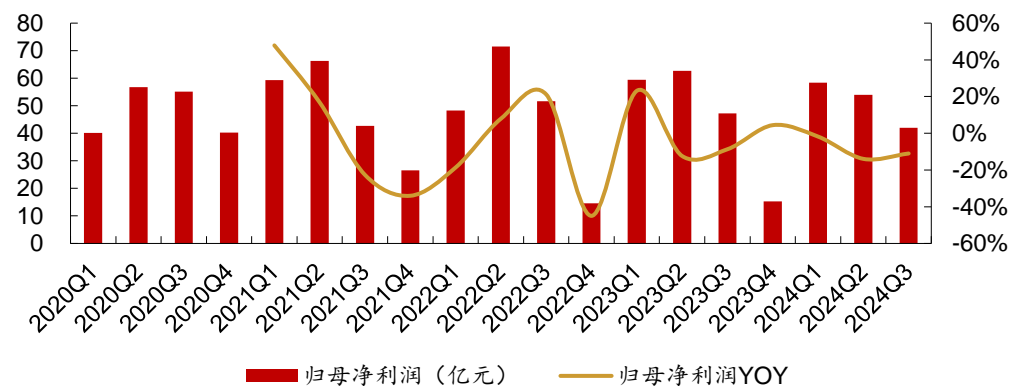


■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

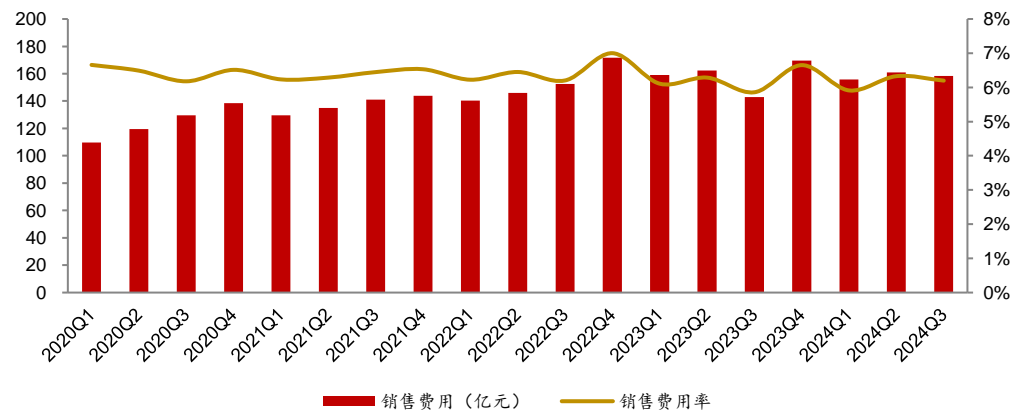
图：2020Q1-2024Q3医药商业公司收入及增速情况（分季度）



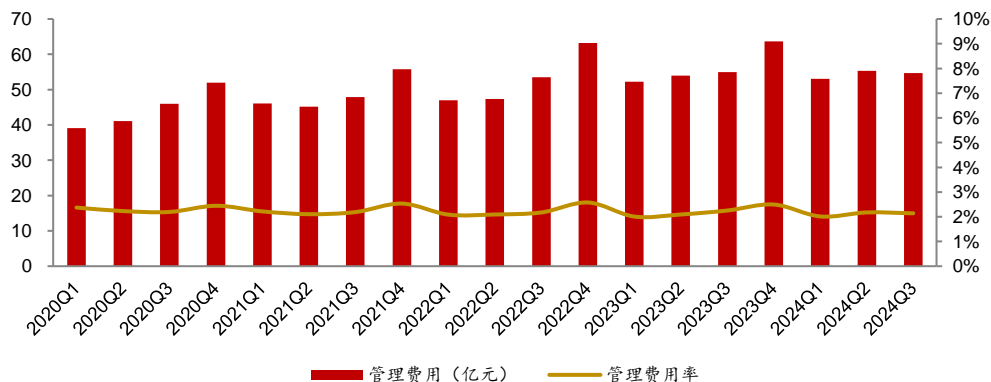
图：2020Q1-2024Q3医药商业公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3医药商业公司销售费用情况（分季度）

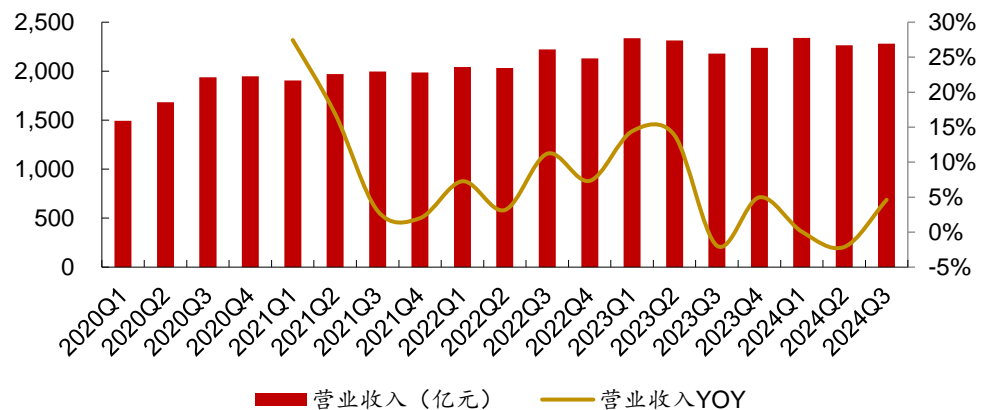


图：2020Q1-2024Q3医药商业公司管理费用情况（分季度）

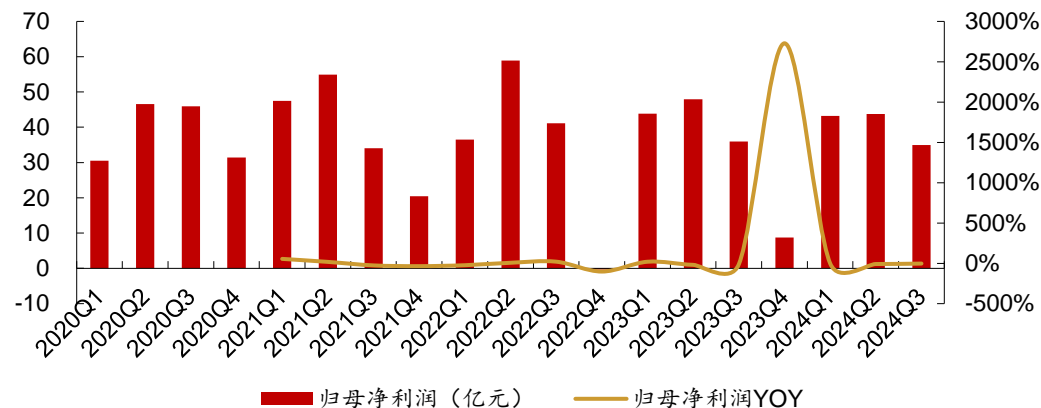


■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

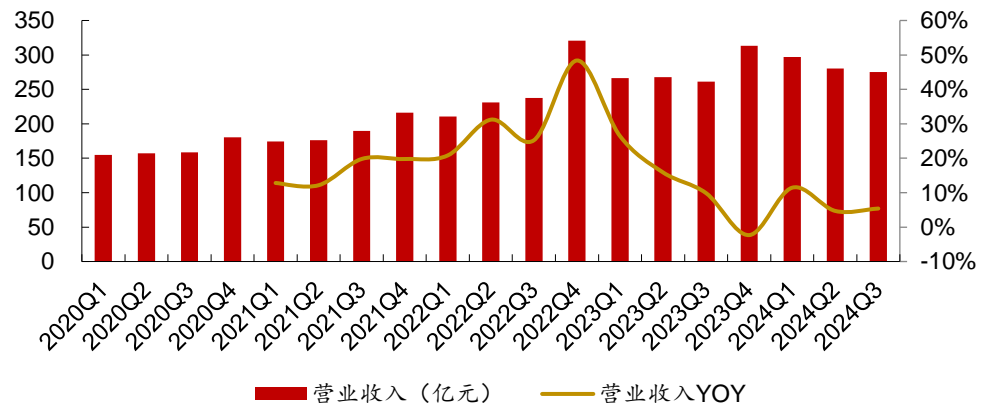
图：2020Q1-2024Q3医药流通公司收入及增速情况（分季度）



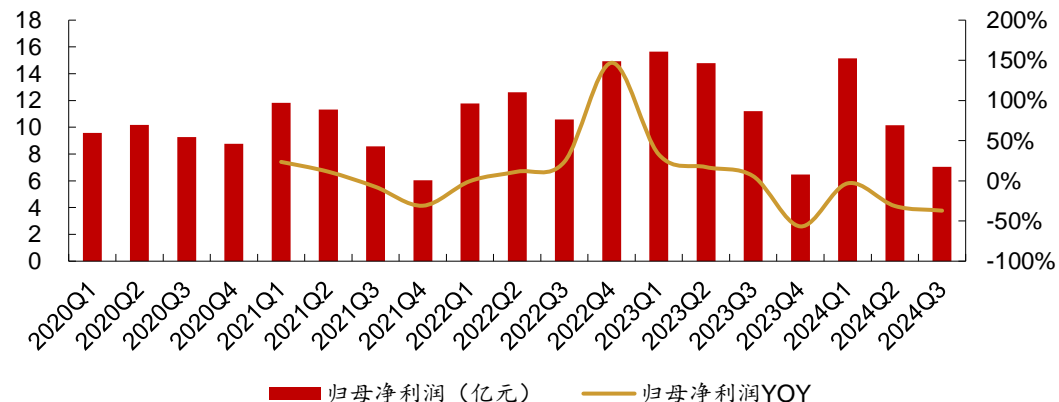
图：2020Q1-2024Q3医药流通公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3线下药店公司收入及增速情况（分季度）



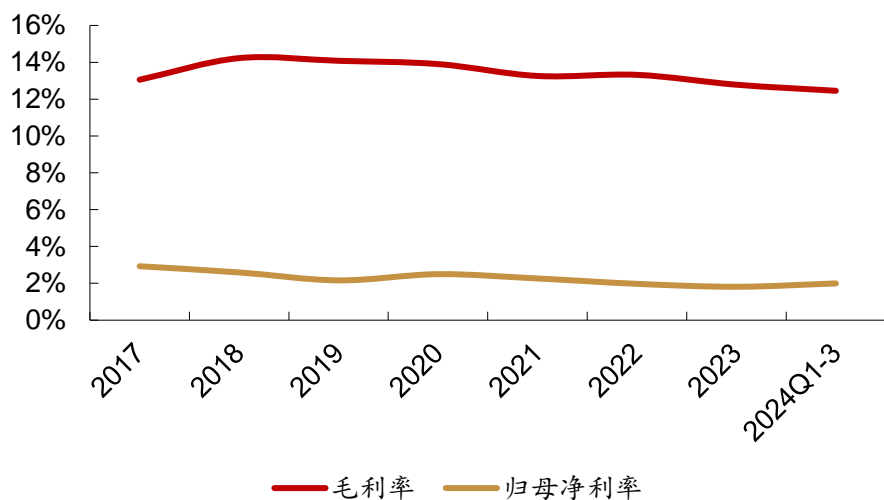
图：2020Q1-2024Q3线下药店公司归母净利润及增速情况（分季度）



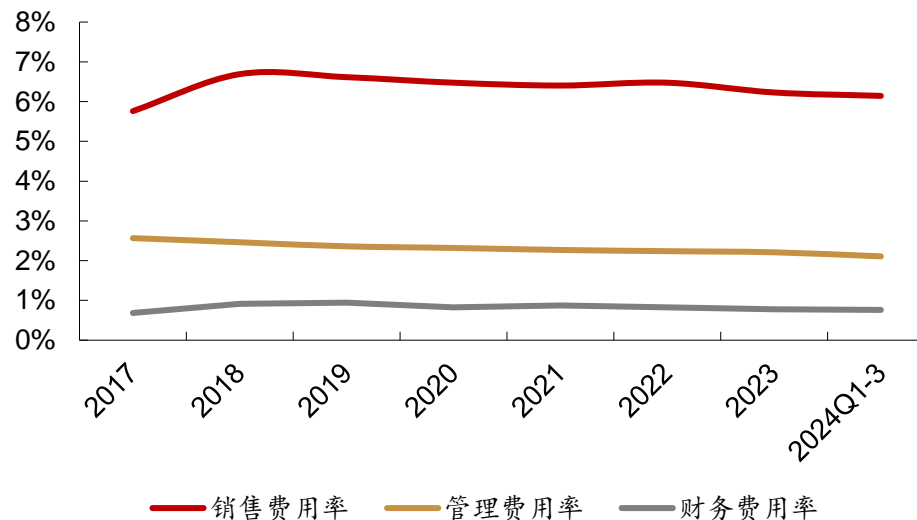
■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

- **盈利能力方面**，24Q1-3整体毛利率为12.5%，较去年同期减少0.3pct，归母净利率为2.0%，较去年同期减少0.2pct；2024Q3整体毛利率为12.1%，较2023Q3减少0.1pct，归母净利率为1.6%，较2023Q3下降0.3pct。其中药店Q3毛利率34.2%，同比持平；医药流通Q3毛利率为9.4%，同比下滑0.2pct。
- **费用率方面**，24Q1-3销售费用率为6.1%、管理费用率为2.1%、财务费用率为0.8%，较去年同期基本稳定；2024Q3销售费用率为6.2%（同比+0.3pct）、管理费用率为2.1%（同比-0.1pct），财务费用率为0.8%（同比持平）。其中药店销售/管理/财务费用率分别为25.2%/4.1%/0.9%，同比+1.8/+0.2/+0.1pct，医药流通销售/管理/财务费用率分别为3.9%/1.9%/0.8%，同比+0.1/-0.1/+0.0pct。

图：2017-2024Q3医药商业公司毛利率和归母净利率

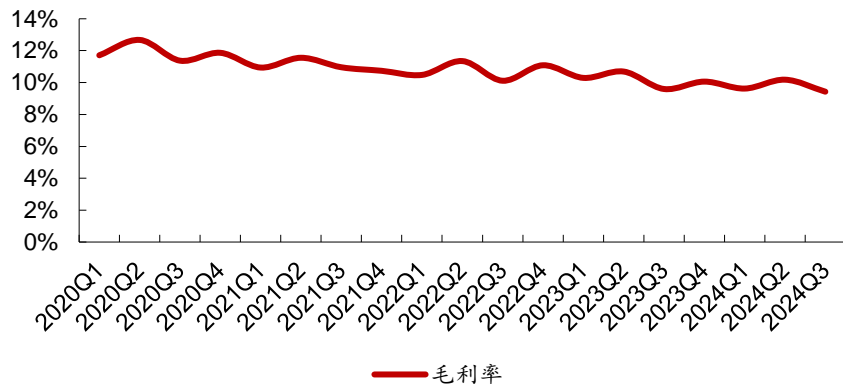


图：2017-2024Q3医药商业公司费用率情况

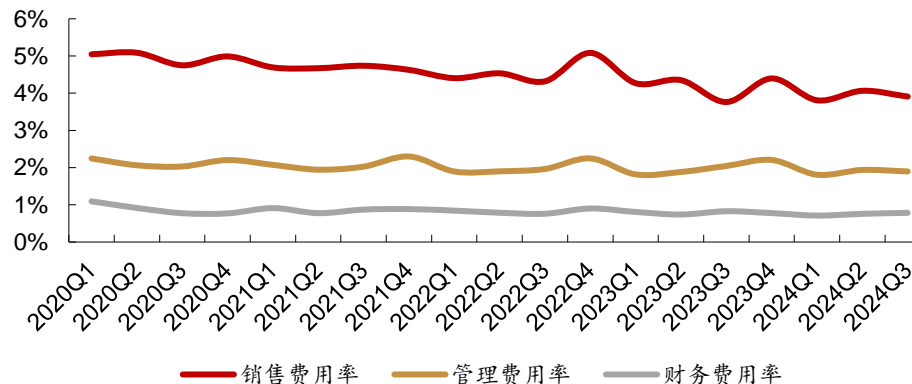


■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

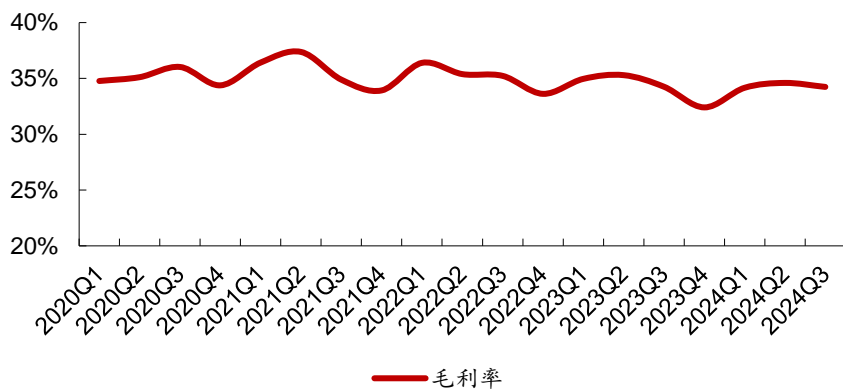
图：2020Q1-2024Q3医药流通公司毛利率情况（分季度）



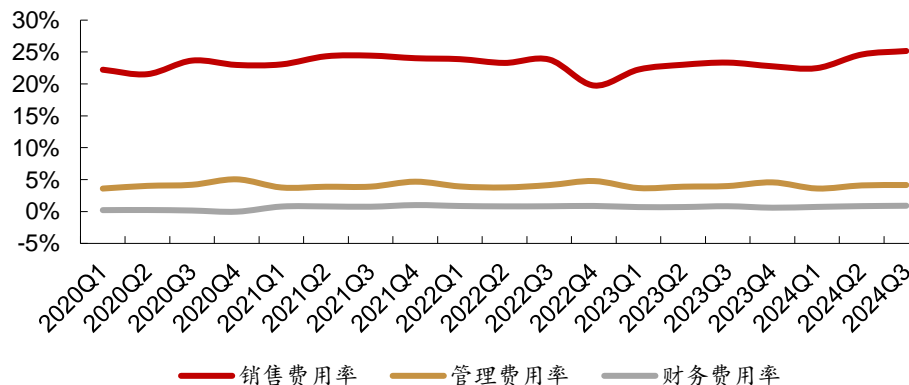
图：2020Q1-2024Q3医药流通公司费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3线下药店公司毛利率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3线下药店公司费用率情况（分季度）



■ 医药商业：Q3收入增速有所改善，利润下滑

- 24Q3医药流通表现依旧相对稳健，且业绩增速相较Q2改善。药店利润继续承压，头部药房中益丰药房表现仍然较为突出，今年每个季度营收利润仍呈现正增长。
- 我们认为，目前受到宏观经济、行业政策变化等因素影响，医药商业企业业绩短期存在一定压力。但从长期来看，在集采常规化的后时代，医药流通整体有望保持个位数的稳健增长，其中头部企业有望通过收并购等方式进一步提升市场份额，建议关注国内龙头国药系及地方龙头。药店方面，短期来看受社会消费环境、医保统筹政策等因素影响业绩承压。但长期来看门诊统筹政策的持续推进、行业集中度提升仍然是大趋势，龙头连锁仍有较大成长空间，预计未来业绩将逐渐好转。

表：2023-2024年医药商业公司收入和利润同比增速情况

		收入增速					归母净利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q1-3
603233.SH	大参林	15.5%	13.5%	9.1%	11.4%	11.3%	12.6%	-19.8%	-38.4%	-22.0%	-26.9%
600833.SH	第一医药	-31.5%	0.6%	-1.8%	8.7%	2.5%	-37.8%	21.8%	478.0%	50.2%	156.2%
301408.SZ	华人健康	16.4%	30.6%	20.1%	16.3%	22.1%	-28.7%	62.0%	-12.4%	17.4%	22.6%
605266.SH	健之佳	20.8%	6.8%	0.0%	4.1%	3.6%	14.1%	-31.5%	-87.0%	-68.5%	-63.8%
603883.SH	老百姓	11.2%	1.8%	0.6%	1.2%	1.2%	18.4%	10.3%	-18.2%	-37.3%	-12.1%
301017.SZ	漱玉平民	17.5%	17.7%	8.7%	-0.6%	8.3%	-42.0%	-83.7%	-81.6%	-263.8%	-108.1%
002727.SZ	一心堂	-0.3%	15.0%	-0.8%	3.6%	6.1%	-45.6%	1.0%	-84.9%	-94.2%	-57.4%
603939.SH	益丰药房	13.6%	13.4%	6.5%	5.3%	8.4%	11.6%	20.9%	6.0%	6.4%	11.1%
600511.SH	国药股份	9.2%	8.0%	-2.2%	7.1%	4.1%	9.3%	10.9%	-5.1%	0.6%	1.3%
000028.SZ	国药一致	2.8%	2.2%	-5.1%	2.6%	-0.2%	7.6%	7.3%	-24.2%	-10.4%	-10.4%
600998.SH	九州通	6.9%	-3.8%	-1.5%	3.6%	-0.8%	4.3%	-4.2%	-14.3%	1.6%	-7.0%
603368.SH	柳药集团	9.2%	8.2%	-2.8%	1.5%	2.4%	21.1%	15.0%	-9.9%	8.7%	6.1%
601607.SH	上海医药	12.2%	5.9%	4.4%	8.2%	6.1%	-32.9%	1.6%	28.2%	-6.3%	6.8%
000950.SZ	重药控股	18.1%	0.0%	-4.5%	12.7%	2.2%	-31.2%	-38.0%	-61.1%	1269.4%	-43.5%

主要内容

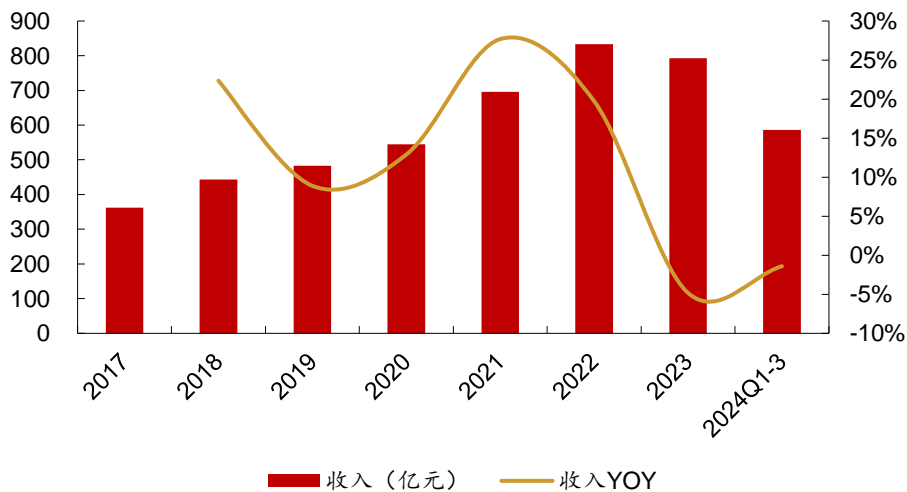
1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示



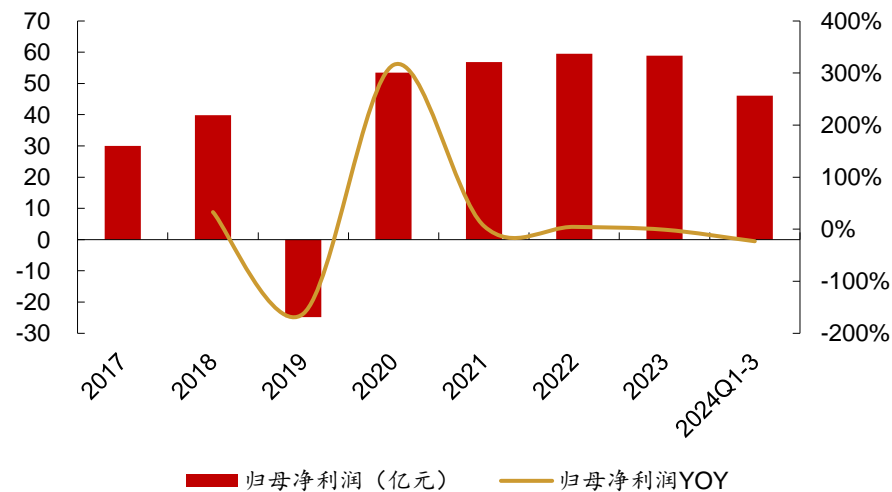
■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

- 医疗服务整体：2024年前三季度16家医疗服务公司共实现营收585.7亿元，同比下滑1.4%；共实现归母净利润46亿元，同比下滑23.1%。单季度看，24Q3实现收入203.3亿元，同比下滑3%；归母净利润为19.6亿元，同比下滑24.7%。

图：2017-2024Q3医疗服务公司收入及增速情况

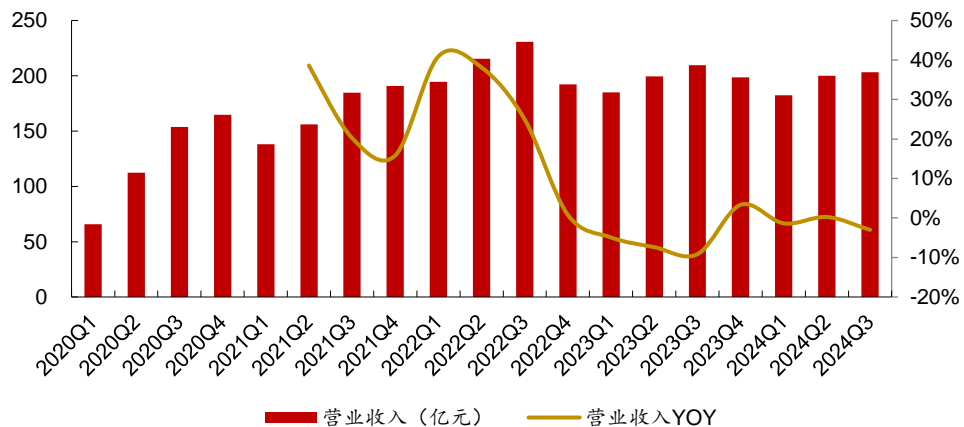


图：2017-2024Q3医疗服务公司归母净利润及增速情况

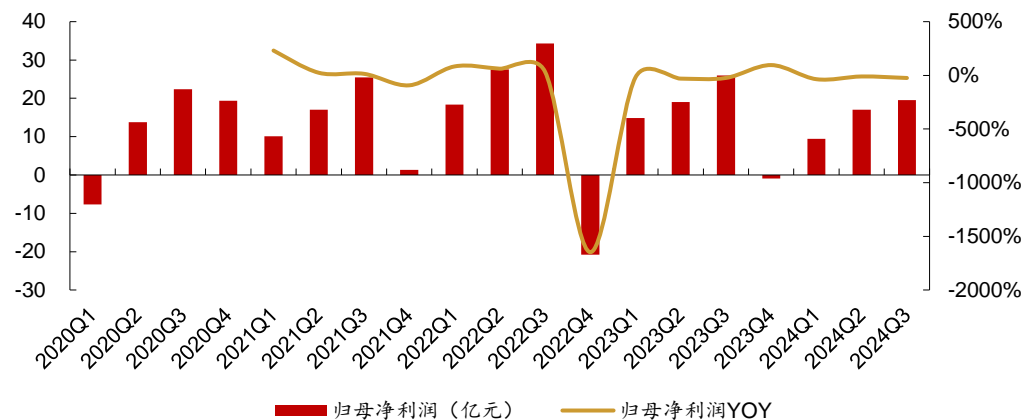


■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

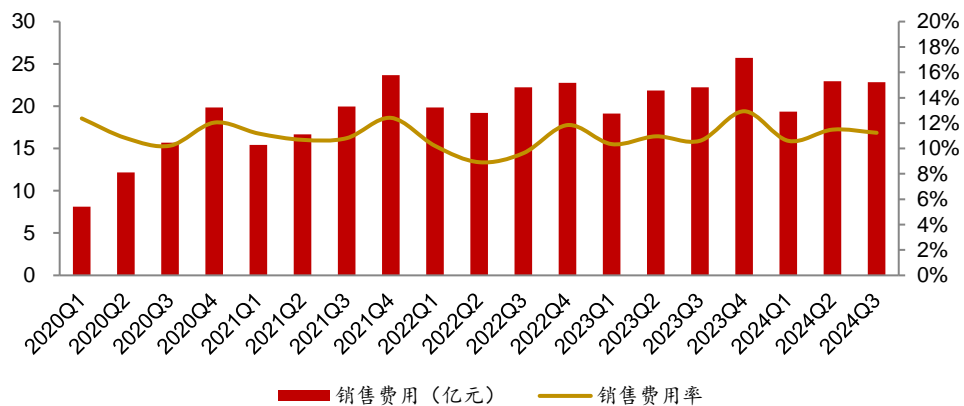
图：2020Q3-2024Q3医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



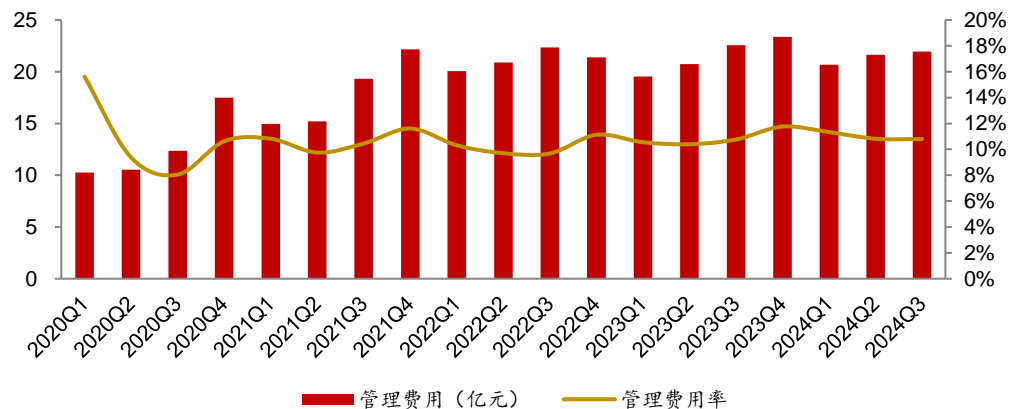
图：2020Q3-2024Q3医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q3医疗服务公司销售费用情况（分季度）



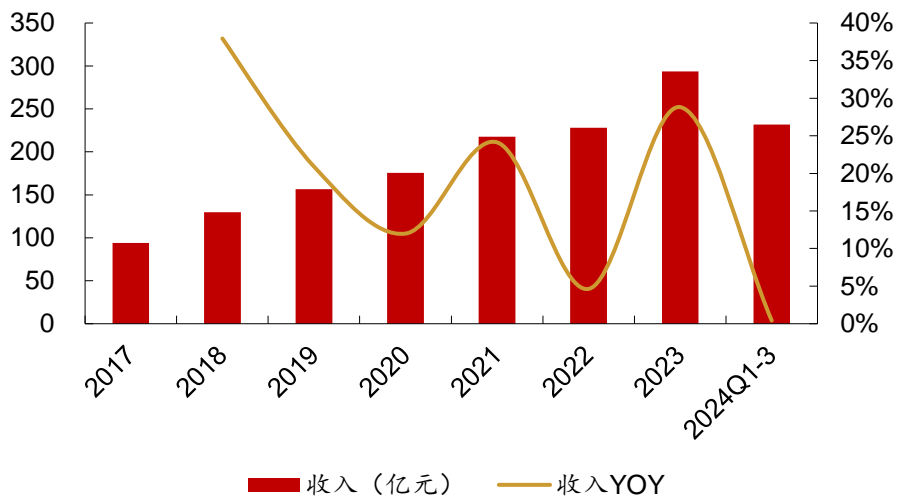
图：2020Q3-2024Q3医疗服务公司管理费用情况（分季度）



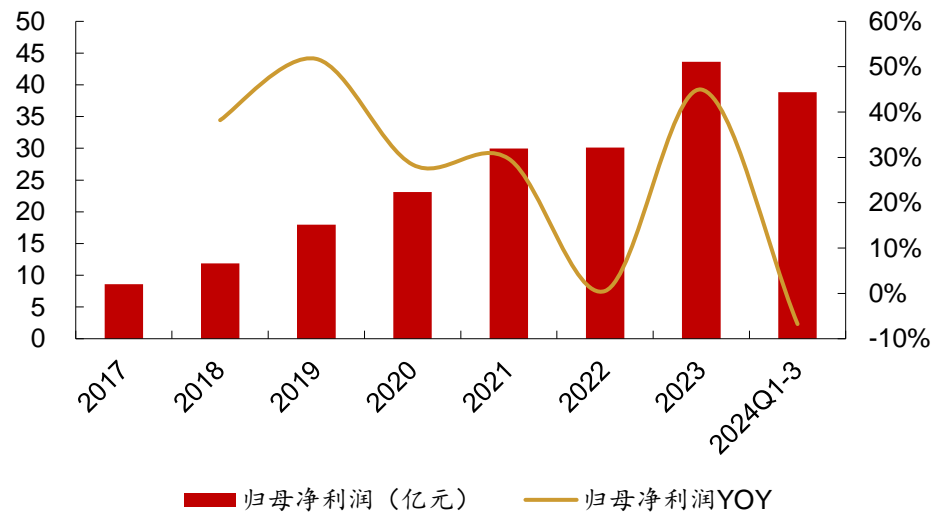
■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

- 眼科：2024年前三季度5家眼科公司共实现营收231.8亿元，同比提升0.4%；共实现归母净利润38.8亿元，同比下滑6.8%。单季度看，24Q3实现收入81亿元，同比下滑2.4%，实现归母净利润15亿元，同比下滑15.7%，营收利润均下滑。

图：2017-2024Q3眼科医疗服务公司收入及增速情况

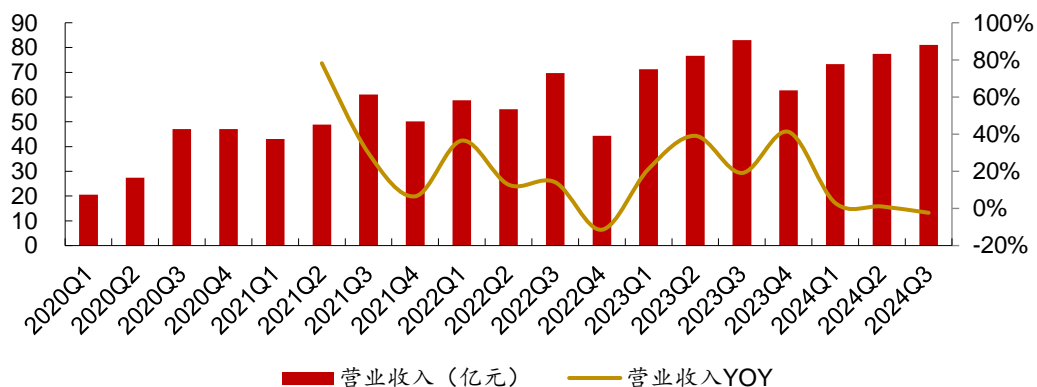


图：2017-2024Q3眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况

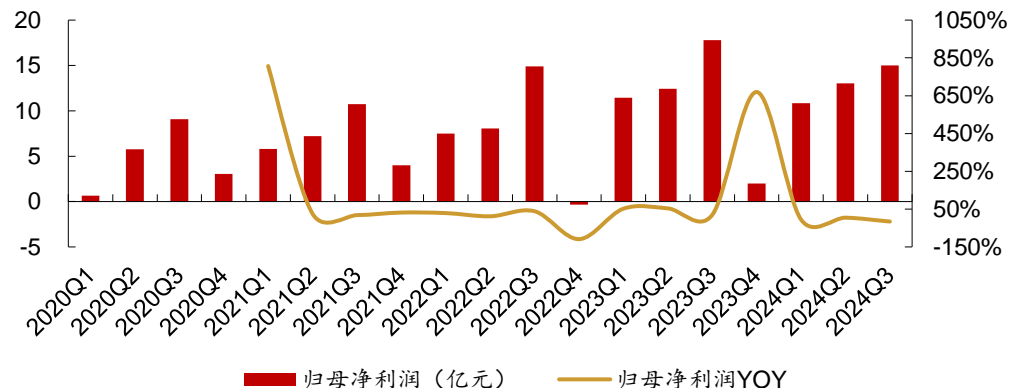


■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

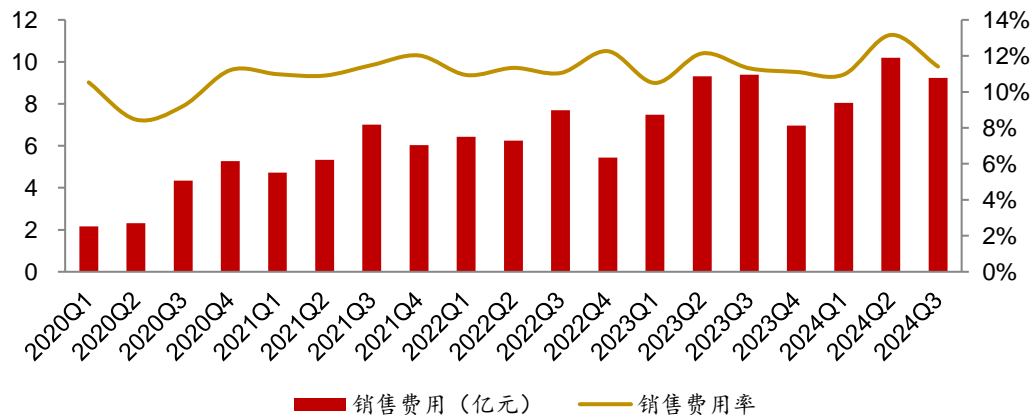
图：2020Q3-2024Q3眼科医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



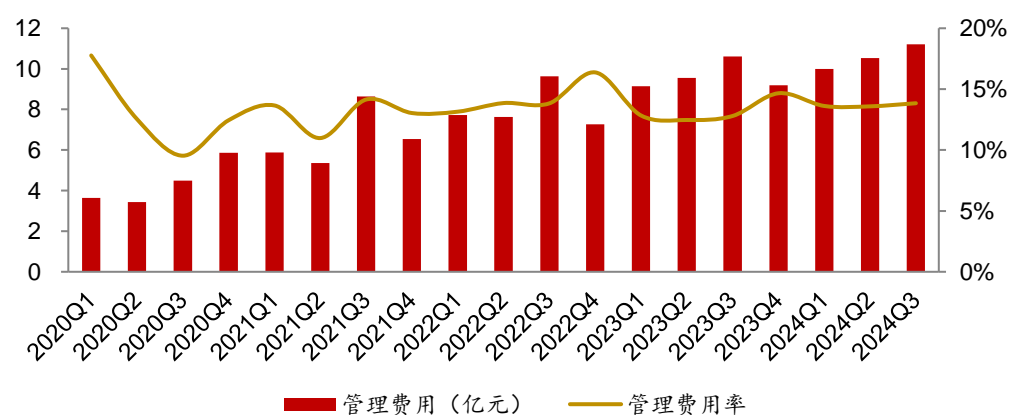
图：2020Q3-2024Q3眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q3眼科医疗服务公司销售费用情况（分季度）



图：2020Q3-2024Q3眼科医疗服务公司管理费用情况（分季度）

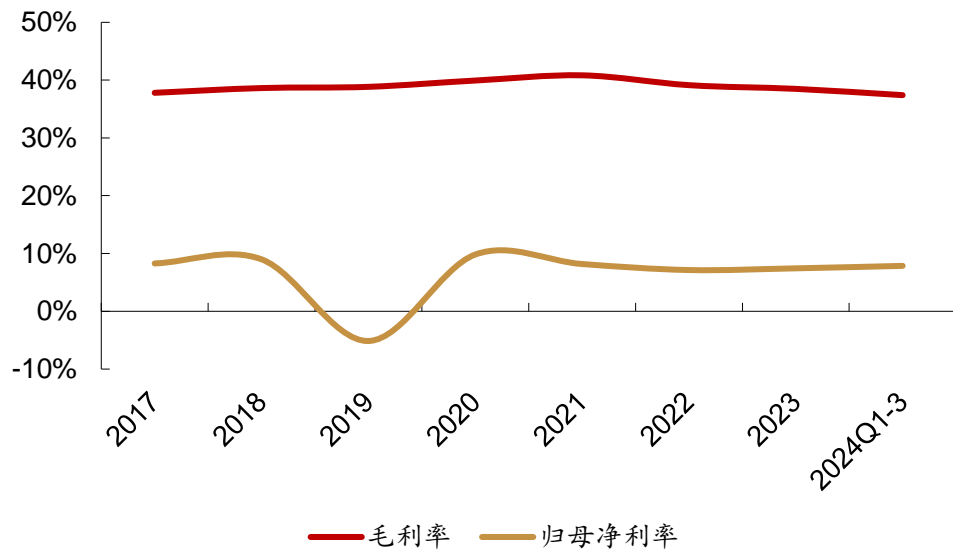




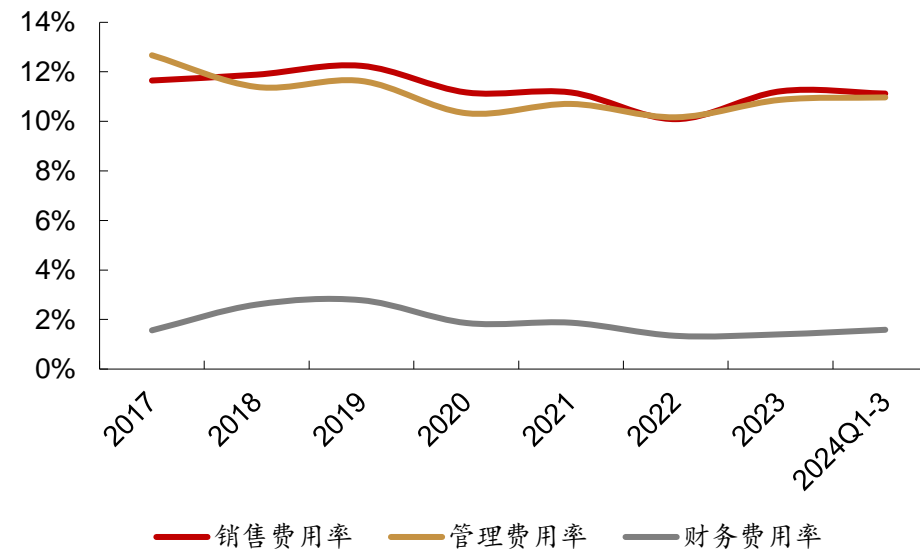
■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

- 整体盈利能力方面，2024年前三季度整体毛利率为37.4%，较去年同期减少2.0pct；归母净利率为7.9%，较去年同期减少2.2pct；24Q3整体毛利率为39.4%，较去年同期减少1.6pct，归母净利率为9.6%，较去年同期下降2.8pct。
- 整体费用率方面，2024年前三季度销售费用率为11.2%，较去年同期提升0.6pct；管理费用率为10.8%，财务费用率为1.5%，同比均持平。2024Q3销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为11.3%、10.6%、1.5%，同比分别+0.7pct、-0.1pct、+0.0pct。

图：2017-2024Q3医疗服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2024Q3医疗服务公司费用率情况

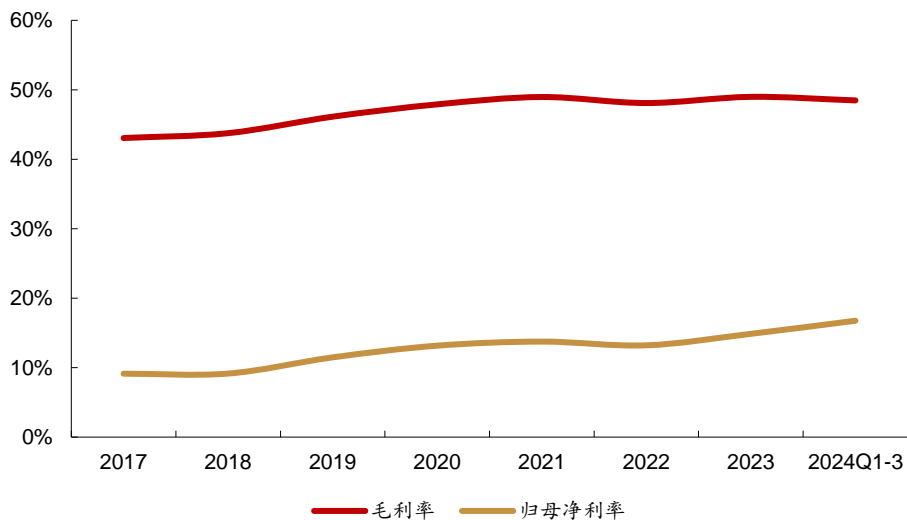




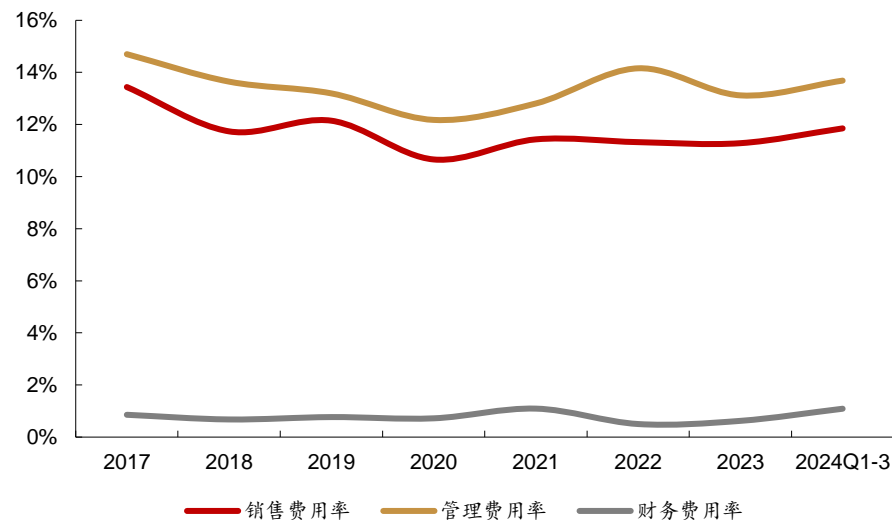
■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

- 眼科公司盈利能力方面，2024年前三季度整体毛利率为48.5%，较去年同期减少1.7pct；归母净利率为16.8%，较去年同期减少1.3pct；24Q3整体毛利率为50.2%，较去年同期减少3.1pct，归母净利率为18.5%，较去年同期减少2.9pct。
- 眼科公司费用率方面，2024年前三季度销售费用率为11.4%，同比提升0.1pct；管理费用率为13.8%，同比提升1.0pct；财务费用率为1%，同比下降0.1pct。24Q3销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为12.6%、13.0%、1.0%，同比分别提升1.3pct、0.2pct、0.0pct。

图：2017-2024Q3眼科医疗服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2024Q3眼科医疗服务公司费用率情况



■ 医疗服务：消费需求不足，Q3增速继续下降

- 受制于需求疲弱，24Q3医疗服务延续Q2趋势，整体表现一般。其中眼科板块营收利润均实现负增长，剔除爱尔眼科之后，业绩降幅增大。
- 我们认为，眼科和齿科的长期需求依旧较为刚性，若经济复苏，行业需求有望回升。同时渗透率仍处于低位，市场天花板足够高，且目前板块的估值已经消化较为充分，处于历史较低水平，建议积极关注。

表：2023-2024年医疗服务公司收入和利润同比增速情况

		收入增速					归母净利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	24Q1-3
300015.SZ	爱尔眼科	26.4%	3.5%	2.3%	-0.7%	1.6%	33.1%	15.2%	23.5%	-4.6%	8.5%
002173.SZ	创新医疗	13.5%	-1.4%	2.8%	0.3%	0.5%	-53.5%	37.9%	908.7%	9.8%	95.9%
002524.SZ	光正眼科	40.1%	-7.8%	-14.4%	-22.7%	-15.5%	-111.8%	138.6%	53.6%	-519.5%	-299.4%
002622.SZ	皓宸医疗	51.1%	26.1%	18.8%	20.5%	21.3%	-63.3%	546.7%	-38.4%	48.8%	-17.3%
301103.SZ	何氏眼科	24.1%	-7.2%	-4.5%	-13.3%	-8.4%	91.4%	-49.0%	-122.8%	-136.5%	-83.5%
301267.SZ	华夏眼科	24.1%	5.1%	0.9%	2.0%	2.5%	30.1%	3.8%	-46.4%	-23.3%	-24.5%
002044.SZ	美年健康	27.7%	-14.0%	4.1%	4.4%	-1.1%	-194.8%	71.4%	-60.1%	11.6%	-89.1%
301239.SZ	普瑞眼科	57.5%	4.0%	2.2%	-9.1%	-1.4%	1202.6%	-89.6%	-63.6%	-133.3%	-95.0%
600763.SH	通策医疗	4.7%	5.0%	2.0%	0.0%	2.2%	-8.7%	2.5%	0.9%	-9.1%	-2.6%
300244.SZ	迪安诊断	-33.9%	-8.0%	-10.1%	-11.9%	-10.0%	-78.6%	-85.5%	-83.4%	-23.8%	-75.4%
603882.SH	金域医学	-44.8%	-13.0%	-6.9%	-13.2%	-10.9%	-76.6%	-112.5%	-19.9%	-98.6%	-83.7%
301060.SZ	兰卫医学	-60.1%	5.8%	6.2%	0.0%	3.9%	-122.9%	-95.0%	-162.5%	-6060.5%	4511.4%
000516.SZ	国际医学	70.3%	10.7%	8.4%	4.6%	7.9%	-68.7%	40.4%	-53.4%	60252.1%	-4.6%
301293.SZ	三博脑科	22.9%	8.0%	11.9%	10.7%	10.2%	24.0%	34.9%	75.8%	32.3%	44.6%
002219.SZ	新里程	13.9%	10.9%	15.6%	-4.4%	6.9%	-80.2%	13.1%	0.9%	-68.8%	58.0%
300143.SZ	盈康生命	27.2%	15.2%	12.3%	6.5%	11.3%	-116.9%	-33.7%	-8.1%	18.6%	-12.2%

数据来源：Wind，华源证券研究所

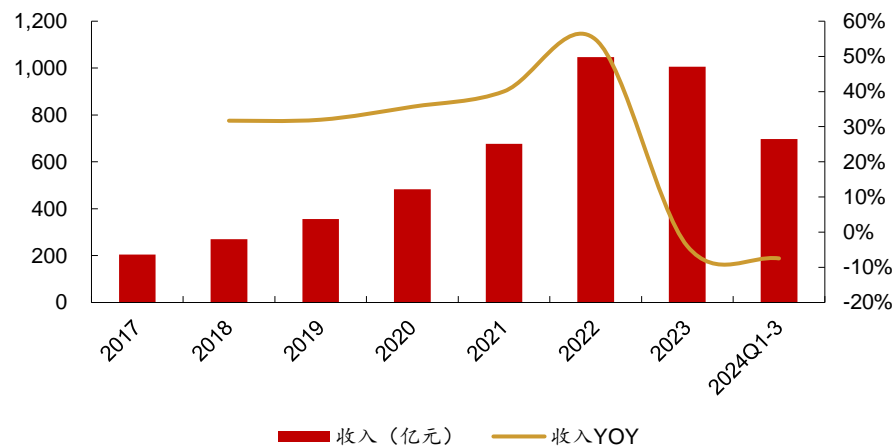
主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示

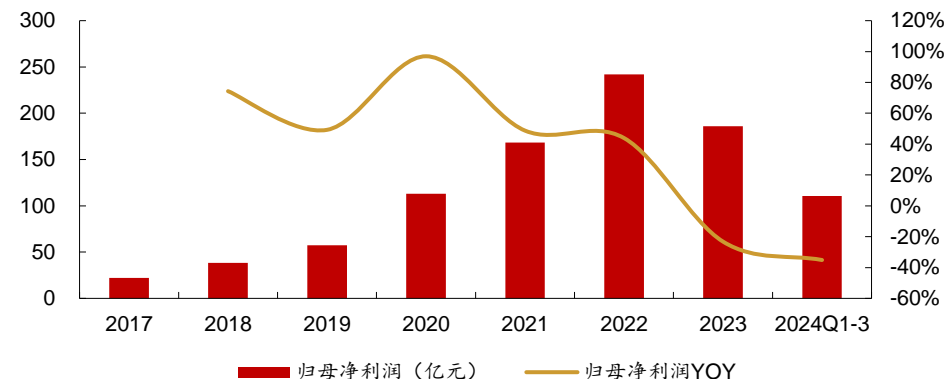
■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

- 2024年前三季度CXO&科研服务产业链共实现营收697.9亿元，同比下降7.5%；共实现归母净利润110.7亿元，同比下降35.1%。其中，CXO实现营收624.7亿元，同比下滑8.6%；实现归母净利润104.6亿元，同比下滑35.3%。科研服务产业链实现营收73.2亿元，同比增长4.0%；实现归母净利润6.0亿元，同比下滑31.8%。
- 单季度看，2024Q3实现营收249.9亿元，同比下降1.5%；实现归母净利润36.5亿元，同比下降31.1%。其中，CXO板块24Q2和24Q3收入增速分别为-10.8%和-2.1%，归母净利润增速分别为-33.9%和-30.3%；科研上游板块24Q2和24Q3收入增速分别为9.9%和4.0%，归母净利润增速分别为-16.4%和-47.3%。

图：2017-2024Q1-3CXO&科研产业链公司收入及增速情况



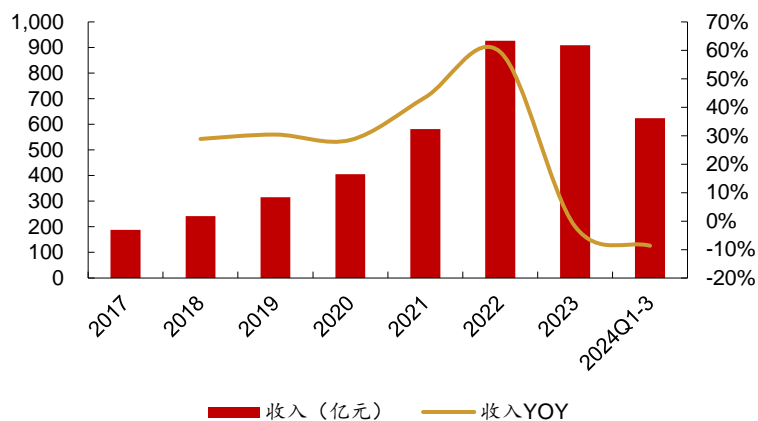
图：2017-2024Q1-3CXO&科研产业链公司归母净利润及增速情况



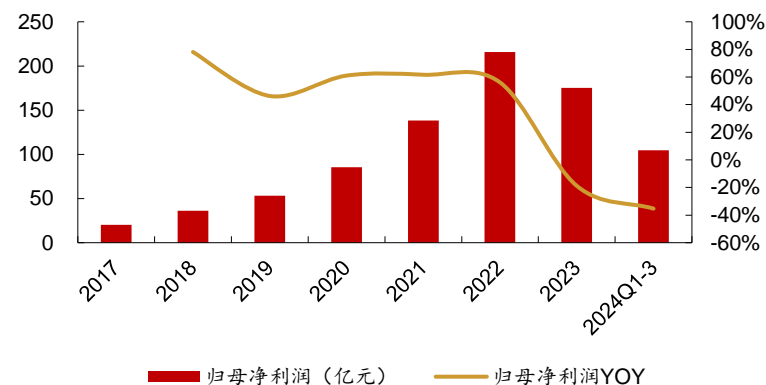
资料来源：wind，华源证券研究

■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

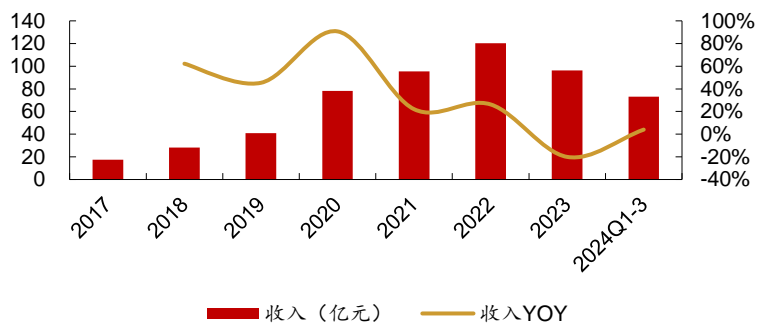
图：2017-2024Q1-3 CXO公司收入及增速情况



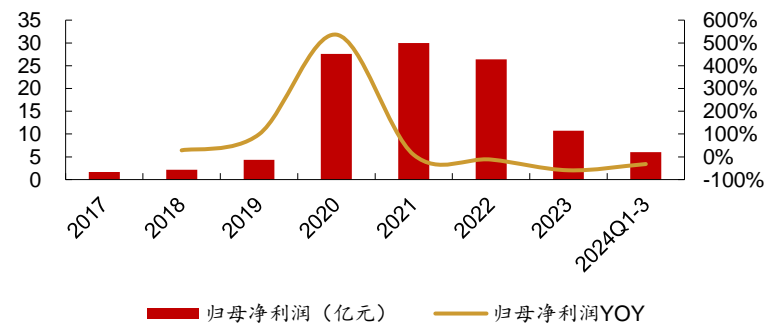
图：2017-2024Q1-3 CXO公司归母净利润及增速情况



图：2017-2024Q1-3科研服务产业链公司收入及增速情况

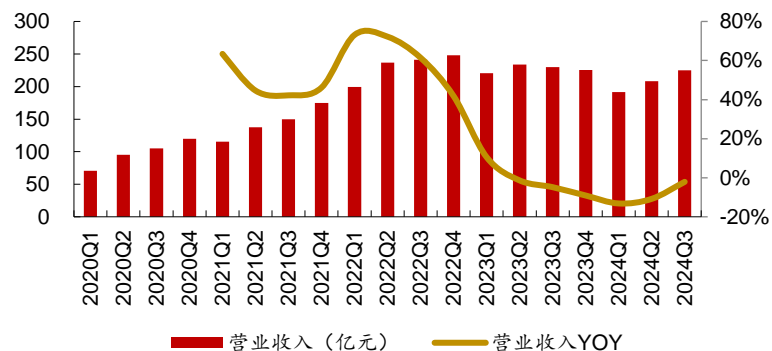


图：2017-2024Q1-3科研服务产业链公司归母净利润及增速情况

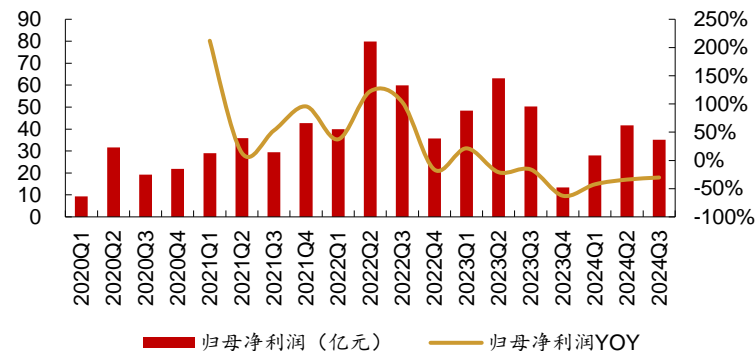


■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

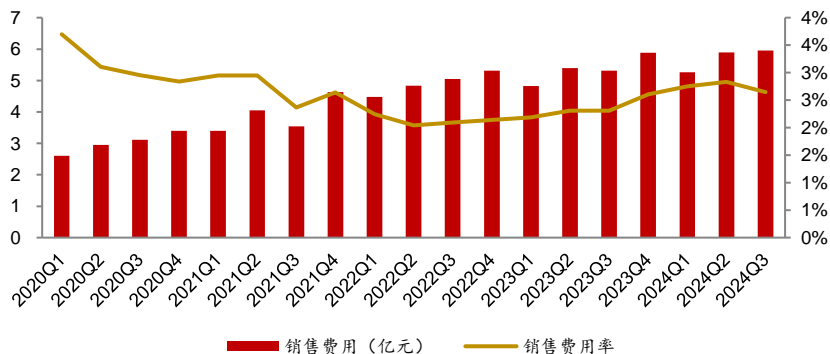
图：2020Q1-2024Q3CXO公司收入及增速情况（分季度）



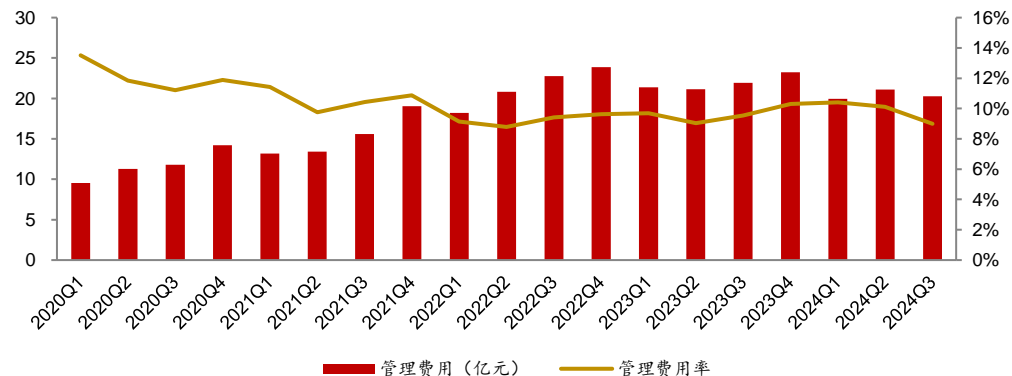
图：2020Q1-2024Q3CXO公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3CXO公司销售费用率情况（分季度）



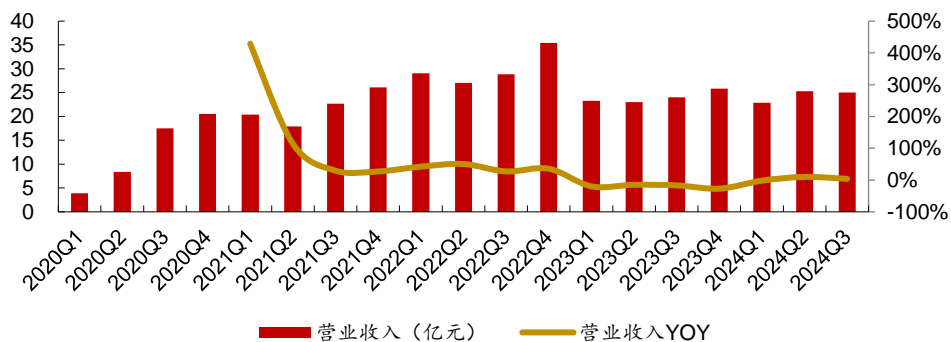
图：2020Q1-2024Q3CXO公司管理费用率情况（分季度）



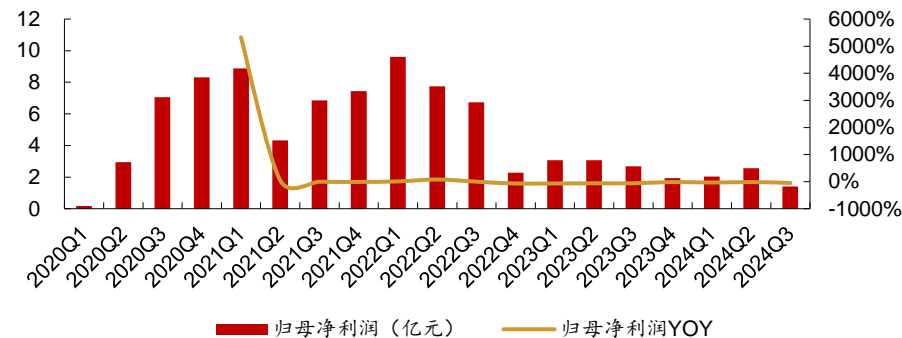
资料来源：wind，华源证券研究

■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

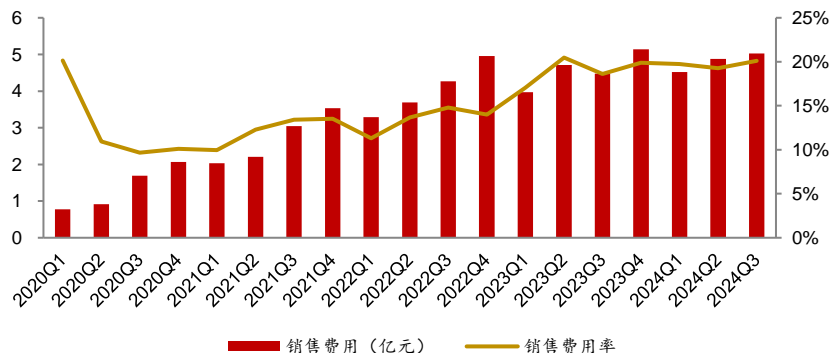
图：2020Q1-2024Q3科研上游公司收入及增速情况（分季度）



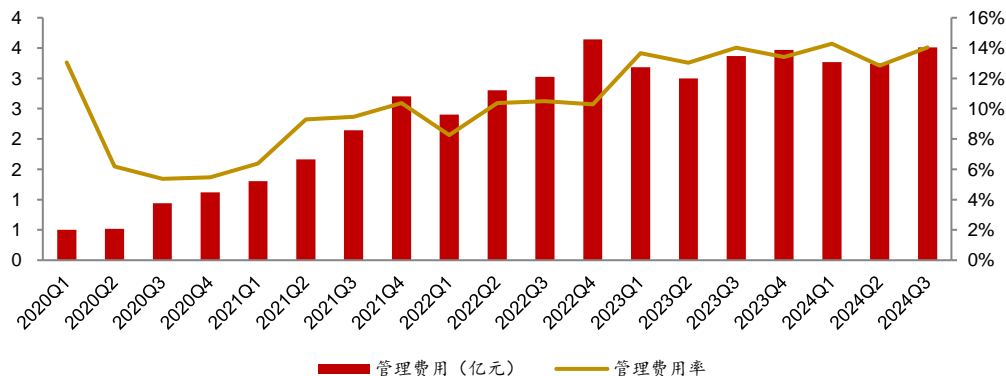
图：2020Q1-2024Q3科研上游公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3科研上游公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2024Q3科研上游公司管理费用率情况（分季度）

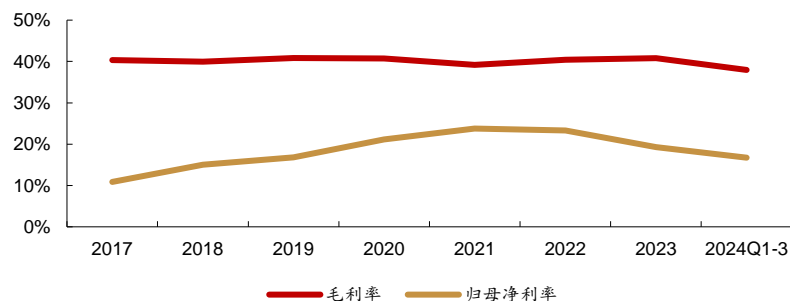


资料来源：wind, 华源证券研究

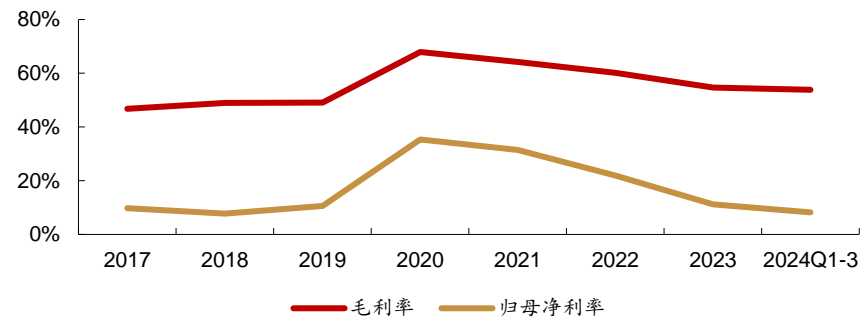
■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

- **盈利能力方面**，2024前三季度CXO整体毛利率为37.9%，较2023年同期下降4.0pct；归母净利率为16.7%，较2023年同期下降6.9pct。科研服务整体毛利率为53.8%，较2023年同期下降1.6pct；归母净利率为8.2%，较2023年同期下降4.3pct。
- **费用率方面**：1) CXO公司：2024前三季度销售费用率为2.7%，较2023年同期上升0.5pct；管理费用率为9.8%，较2023年同期上升0.4pct；研发费用率为5.7%，较2023年同期上升0.2pct；2) 科研上游公司：2024前三季度销售费用率为19.7%，较2023年同期上升1.0pct；管理费用率为13.7%，较2023年同期上升0.1pct；研发费用率为14.0%，较2023年同期下降0.6pct。

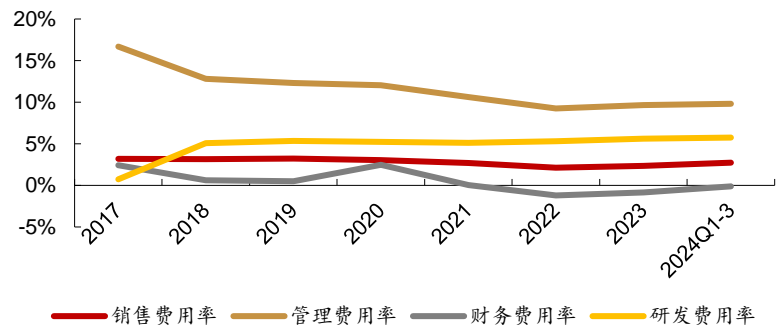
图：2017-2024Q1-3 CXO公司毛利率和归母净利率



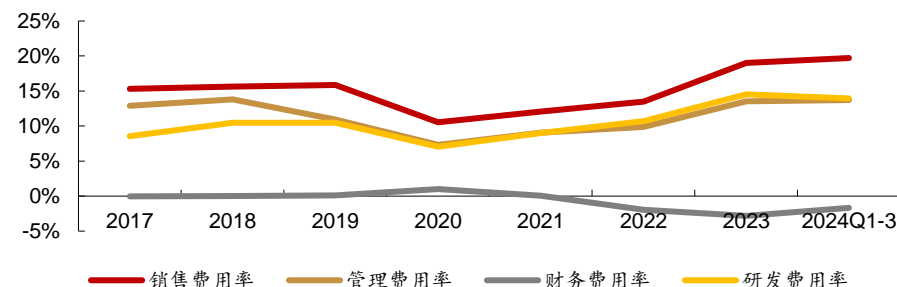
图：2017-2024Q1-3科研服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2024Q1-3 CXO公司费用率情况



图：2017-2024Q1-3科研上游公司费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究

■ CXO&科研服务产业链：业绩整体承压，盈利能力下滑显著

■ 受行业景气度下行及应急产品快速消退，2024前三季度板块业绩下滑显著。从结构上看，以百诚医药和阳光诺和为代表的仿制药CRO业绩表现亮眼，博济医药（中药CRO）表现也较为不错。

➢ 我们认为，CXO和上游科研服务行业经过过去几年的快速发展，目前行业景气度承压，需求和供给错配，竞争加剧，预计仍需要一段时间消化，但结构上仍有一定机会，建议关注仿制药CRO以及国内创新药CRO。

表：2023&2024Q1-3CXO&科研服务产业链公司收入及归母净利润同比增速情况

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
301096.SZ	百诚医药	67.5%	34.0%	17.7%	-32.3%	1.1%	40.1%	42.1%	0.0%	-90.9%	-29.7%
600721.SH	百花医药	5.5%	20.0%	15.2%	-4.2%	9.4%	137.3%	209.0%	-68.4%	-72.5%	35.4%
300404.SZ	博济医药	31.2%	62.1%	34.8%	69.9%	55.0%	-12.0%	40.7%	131.6%	143.2%	88.0%
300363.SZ	博腾股份	-47.9%	-50.8%	-29.8%	10.7%	-30.0%	-86.7%	-131.2%	-170.7%	-187.7%	-145.7%
688222.SH	成都先导	12.6%	54.3%	1.5%	15.0%	21.4%	61.2%	248.4%	-124.6%	59.8%	64.7%
301201.SZ	诚达药业	0.7%	-1.3%	-2.0%	-14.9%	-6.3%	-14.6%	-5.1%	-32.7%	-52.2%	-34.0%
688131.SH	皓元医药	38.4%	20.7%	19.1%	13.8%	17.7%	-34.2%	-63.8%	10.3%	212.9%	21.3%
688238.SH	和元生物	-29.7%	93.5%	1.0%	33.0%	34.2%	-425.9%	-32.8%	-445.2%	-190.6%	-166.9%
301230.SZ	泓博医药	2.3%	7.7%	16.1%	-3.0%	6.6%	-44.0%	-76.0%	-30.1%	-105.6%	-66.8%
603456.SH	九洲药业	1.4%	-15.7%	-14.3%	-9.2%	-13.4%	12.2%	-15.7%	-30.2%	-54.8%	-34.7%
002821.SZ	凯莱英	-23.7%	-37.8%	-45.3%	-18.1%	-35.1%	-31.3%	-55.3%	-79.4%	-59.7%	-67.9%
300759.SZ	康龙化成	12.4%	-2.0%	0.6%	10.0%	3.0%	16.5%	-33.8%	101.6%	-12.6%	24.8%
688202.SH	美迪西	-17.7%	-42.5%	-37.8%	-9.8%	-32.2%	-109.8%	-137.0%	-150.6%	-14.1%	-212.0%
301333.SZ	诺思格	13.2%	10.2%	0.3%	12.4%	7.1%	43.3%	-19.9%	-38.0%	-35.0%	-32.9%
301257.SZ	普蕊斯	29.6%	17.4%	9.7%	2.0%	9.2%	86.1%	-10.2%	-12.1%	-55.5%	-28.4%
300149.SZ	睿智医药	-14.2%	-12.7%	-20.2%	-12.2%	-15.1%	-352.8%	-1.3%	-472.6%	107.6%	-96.9%
301520.SZ	万邦医药	31.1%	25.1%	4.4%	40.2%	21.9%	9.5%	18.8%	-12.1%	-3.1%	0.6%
688621.SH	阳光诺和	37.8%	8.5%	35.9%	53.2%	32.5%	18.1%	51.8%	8.2%	11.4%	21.4%
603259.SH	药明康德	2.5%	-11.0%	-6.5%	-2.0%	-6.2%	9.0%	-10.4%	-26.9%	-17.0%	-19.1%
300725.SZ	药石科技	8.2%	-1.6%	-20.2%	-14.4%	-12.7%	-37.2%	-14.3%	-12.3%	-17.6%	-14.4%
603127.SH	昭衍新药	4.8%	-12.1%	-18.4%	-15.5%	-15.9%	-63.0%	-245.0%	205.5%	-58.0%	-121.5%
300347.SZ	泰格医药	4.2%	-8.0%	-10.9%	-11.9%	-10.3%	0.9%	-58.6%	-68.6%	-34.7%	-56.7%

		收入增速					利润增速				
		2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
688046.SH	药康生物	20.5%	12.0%	17.8%	6.7%	12.1%	-3.5%	-5.1%	0.7%	-45.5%	-16.6%
688293.SH	奥浦迈	-17.4%	17.4%	19.8%	43.2%	25.7%	-48.7%	-19.1%	-66.7%	-41.5%	-36.9%
301080.SZ	百普赛斯	14.6%	6.7%	16.6%	13.8%	12.3%	-24.6%	-31.9%	-44.1%	-26.6%	-34.9%
688356.SH	键凯科技	-28.3%	-30.2%	-18.8%	-21.6%	-24.0%	-38.0%	-69.3%	-36.3%	-85.4%	-67.5%
688690.SH	纳微科技	-16.9%	16.6%	13.9%	34.6%	21.9%	-75.1%	36.7%	44.7%	-142.6%	7.7%
688073.SH	毕得医药	30.9%	4.0%	-0.2%	-1.1%	0.8%	-24.9%	-29.4%	-45.0%	8.2%	-26.1%
688265.SH	南模生物	21.0%	-5.0%	0.5%	0.9%	-1.2%	-281.2%	9.4%	-66.9%	48.3%	-4.0%
688315.SH	诺禾致源	4.0%	6.3%	7.9%	4.7%	6.3%	0.5%	21.4%	-3.7%	12.5%	7.3%
301393.SZ	昊帆生物	-13.1%	-27.1%	57.6%	10.2%	8.1%	-23.5%	-17.8%	60.3%	51.4%	22.1%
688137.SH	近岸蛋白	-42.1%	-39.3%	5.9%	-10.0%	-16.8%	-85.8%	-123.6%	-614.8%	-366.0%	-215.0%
688426.SH	康为世纪	-67.2%	-62.6%	-14.1%	4.2%	-35.1%	-153.0%	-826.1%	-52.1%	-77.6%	-169.1%
688105.SH	诺唯赞	-64.0%	-0.2%	29.3%	12.9%	13.4%	-111.9%	110.3%	135.9%	-57.5%	123.8%
301047.SZ	义翘神州	12.5%	-3.0%	13.3%	-13.3%	-2.3%	-14.1%	-47.7%	-47.7%	-59.2%	-51.6%
301166.SZ	优宁维	2.6%	-0.9%	-6.6%	-11.6%	-6.6%	-62.2%	-71.0%	-40.4%	-117.6%	-65.0%

主要内容

1. 医药行业：24Q1-3业绩持续承压，细分领域分化显著
2. 创新药：创新品种快速放量，盈利信号积极，关注海外增量
3. 化药：板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
4. 医疗器械：政策波动采购需求延迟，高景气、出海品种表现亮眼
5. 生物制品：血制品相对稳健，疫苗短期承压
6. 中药：整体承压、分化显著，渠道库存逐渐改善
7. 原料药：行业边际向上，大宗原料药表现较好
8. 医药商业：流通业绩增速相较Q2改善，药店利润继续承压
9. 医疗服务：消费疲弱，业绩承压
10. CXO&科研服务产业链：行业持续低迷，龙头韧性相对较好
11. 风险提示



- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。



信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES