

医院诊疗量快速恢复，关注大输液需求量反弹

2023年01月09日

► **大输液品种丰富，需求量与医院诊疗量挂钩。**我国住院病人基本都使用输液产品作为基础治疗手段，医疗机构床位数和住院人次的增长能带动大输液产品的需求和销量增长。近年以来国内大输液市场进入深度整合阶段，2019年产销量在110亿瓶(袋)左右，科伦药业市占率第一(约40%)，但对标海外市场集中度仍有上升空间。

► **集采和疫情对大输液行业的利空基本出尽，看好终端销售量反弹。**集采覆盖多个注射剂品种，体液平衡用输液、营养用输液、治疗用药物输液均有产品纳入国采或省采，第七批国采也纳入造影剂碘帕醇注射液。集采已纳入较大输液品种，价格水分已相对有限，未来行业集中度有望进一步增强。2021年随着疫情常态化，输液市场规模出现反弹，但仍未能恢复到疫情之前的水平。2022年底防疫政策调整后，医院诊疗量快速增加，我们预期大输液产品销售量将快速反弹。

► **大输液板块疫后修复弹性可观，低位估值凸显投资价值。**2020年开始，受疫情冲击，多数大输液公司销量出现下滑，尽管2021年出现一定程度修复，多数厂商2021年及2022年上半年输液板块销售收入仍未回到2019年同期水平，疫后修复潜力可观，再考虑考虑院内自然增长情况及近期新冠疫情带来的业绩弹性将进一步放大，相关标的公司如辰欣药业、科伦药业、华润双鹤、石四药、海思科等。

► **本周股票建议关注组合：**1) 成长组合：药石科技、金斯瑞生物科技、聚光科技；2) 稳健组合：山东药玻、科伦药业、石四药集团；3) 弹性组合：辰欣药业、华润双鹤、济民医疗

► **投资建议：**大输液板块主要上市公司包括辰欣药业、科伦药业、华润双鹤和石四药集团等，参考2021年每股净收益水平、2022及2023年一致预期每股净收益水平，2021-2023年四家主要公司PE倍数平均值分别为25，18x，16x，处于较低水平，板块主要上市公司股价上行空间可观。

► **风险提示：**终端用量恢复不及预期；产品生产和销售不及预期；疫情反复的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600529.SH	山东药玻	28.46	0.99	1.05	1.29	29	27	22	-
002422.SZ	科伦药业	28.59	0.77	1.14	1.38	37	25	21	-
2005.HK	石四药	5.06	0.26	0.41	0.50	19	12	10	-
603367.SH	辰欣药业	15.36	0.74	-	-	21	-	-	-
600062.SH	华润双鹤	19.20	0.90	1.07	1.20	21	18	16	-
603222.SH	济民医疗	10.42	0.43	-	-	24	-	-	-
300725.SZ	药石科技	81.75	2.44	1.76	2.54	34	46	32	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	25.85	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203.SZ	聚光科技	35.02	-0.51	0.36	0.67	-	97	52	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年01月09日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期；金斯瑞生物科技、石四药为港币，港币兑人民币汇率为0.87)

推荐

维持评级



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

- 1.创新药行业11月月报：通用型CAR-T技术持续发展，生物药IND申报延续增长态势-2023/01/04
- 2.民生医药一周一席谈：重点关注院内复苏机遇，持续跟踪门诊与手术量-2023/01/02
- 3.医药新制造之原料药月报2022年11月：解热镇痛药价格上调明显，化工品价格指数持续下行-2022/12/31
- 4.医药行业事件点评：中药保护条例重磅利好兑现在即，坚定看好中药战略性机遇-2022/12/26
- 5.民生医药一周一席谈：解热镇痛药产能充足，有力支持疫后快速复苏-2022/12/18

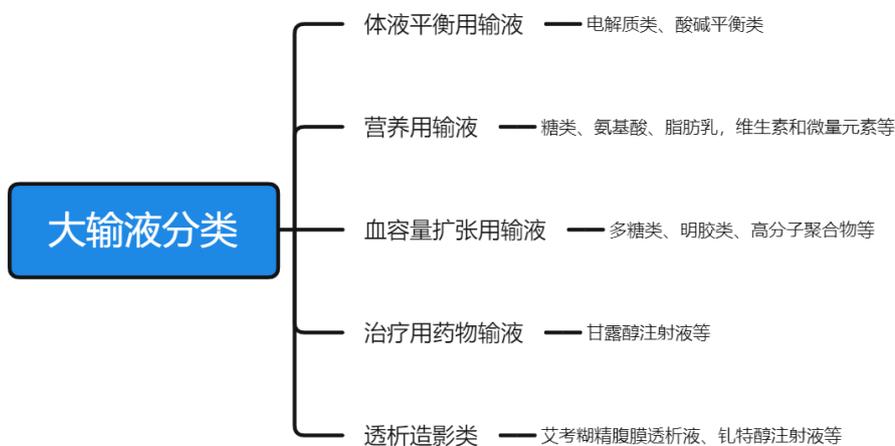
目录

1 医院诊疗量恢复，大输液需求量提升	3
2 大输液板块疫后修复弹性可观，低位估值凸显投资价值	6
2.1 大输液板块近年持续受疫情冲击，疫后修复潜力可观.....	6
2.2 大输液板块标的估值水平较低，上行空间可观.....	8
3 投资建议	10
4 风险提示	11
插图目录	12
表格目录	12

1 医院诊疗量恢复，大输液需求量提升

大输液品种丰富，需求量与医院诊疗量挂钩。大容量注射液（简称大输液），通常是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，一般可分为 5 类：体液平衡用输液、营养用输液、血容量扩张用输液、治疗用药物输液和透析造影类。我国住院病人基本都使用输液产品作为基础治疗手段，医疗机构床位数和住院人次的增长能带动大输液产品的需求和销量增长。

图1：大输液分类



资料来源：辰欣药业招股书，民生证券研究院整理

国内大输液市场品种齐全，行业已经进入深度整合阶段。国内大输液品种齐全，可满足临床需求。2000 年之后，诸多与注射液相关的法规的颁布和实施，中国输液行业进入规范化发展阶段。2018 年以来，集采压力日益凸显，终端对高质低价产品的需求日益增长，市场也进入深度整合阶段，头部企业的市占率继续提升，尾部企业逐步被淘汰。

图2：大输液市场发展历程

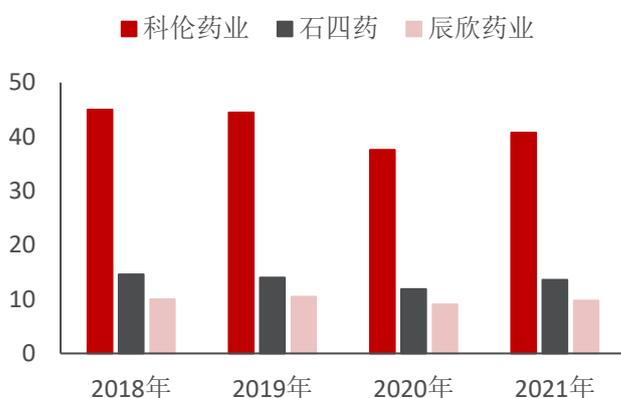


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院整理

国内大输液年产销量在 110 亿瓶(袋)左右，科伦药业市占率第一(约 40%)，对标海外市场集中度仍有上升空间。2013 年我国大输液产量达到 134 亿瓶(袋)，此后产量开始下滑，2019 年我国大输液全国总销量约 110 亿瓶(袋)。2020-2022

年以来受疫情影响，医院诊疗量受压制，国内大输液产业需求下行。2020年四大输液巨头科伦药业、石四药集团、辰欣药业、华润双鹤已经占据行业份额约80%，其中科伦药业输液销量稳定在37-45亿袋/瓶，市占率40%左右。但与海外成熟市场相比，我国大输液行业市场集中度仍较低，欧美日等国市场集中现象非常明显，输液生产企业数量少、规模大，如美国的百特公司占据了全美80%的输液市场；在欧洲，大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领；在日本，大冢公司占有50%左右的市场份额。参考海外市场，我国大输液市场集中度仍有进一步提升空间。

图3：2018-2021年部分企业大输液销售量（亿袋/瓶）



资料来源：科伦药业、石四药集团、辰欣药业年报，民生证券研究院

集采纳入较大输液品种，价格水分已相对有限，未来行业集中度有望进一步增强。集采之后，大输液的价格水分已相对有限，企业回款及时，销售费用率降低，市场集中度进一步增强。集采覆盖多个注射剂品种，不仅氯化钠注射液、葡萄糖注射液等纳入集采，营养类注射剂中的氨基酸注射液、脂肪酸注射剂，多种治疗用注射剂也被纳入国采或省采，以及第七批国采纳入造影剂碘帕醇注射液。

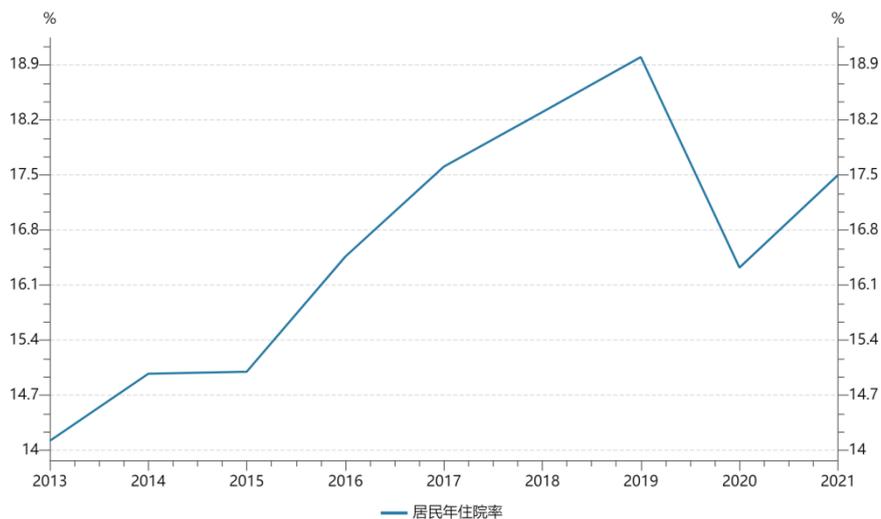
表1：2022年第七批国采纳入造影剂碘帕醇注射液

序号	规格	包装方式	计价单位	生产企业	中选价格（元）
1	50ml:18.5g(l)*30瓶/盒	中硼硅玻璃输液瓶和注射液用卤化丁基橡胶塞装	盒	北京北陆药业股份有限公司	1666.76
2	100ml:37g(l)*30瓶/盒	中硼硅玻璃输液瓶和注射液用卤化丁基橡胶塞装	盒	北京北陆药业股份有限公司	2739.00
3	50ml:18.5g(l)*10瓶/盒	玻璃瓶	盒	上海博莱科信谊药业有限责任公司	720.17
4	100ml:37g(l)*10瓶/盒	玻璃瓶	盒	上海博莱科信谊药业有限责任公司	1192.79
5	100ml:37g(l)*10瓶/中盒	玻璃瓶装，瓶塞为卤化丁基胶塞（氯化）	盒	上海司太立制药有限公司	1403.80
6	100ml:37g(l)*100ml/瓶，每箱40瓶	中硼硅玻璃输液瓶，注射液用溴化丁基橡胶塞	箱	南京正大天晴制药有限公司	5674.80

资料来源：上海阳光医药采购网，民生证券研究院

疫情对大输液行业的利空基本出尽。2021年随着疫情常态化，输液市场规模出现反弹，但仍未能恢复到疫情之前的水平。2022年底防疫政策调整后，医院诊疗量快速增加，预期大输液产品销售量将快速反弹。

图4：2013-2021年居民年住院率恢复情况



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

综上，我们判断短期新冠患者入院增加，中期疫情后医院常规住院率恢复，有望直接拉动大输液产品终端需求量的提升；长期国内输液龙头企业在成本、产品迭代升级、市占率提升上更有优势。

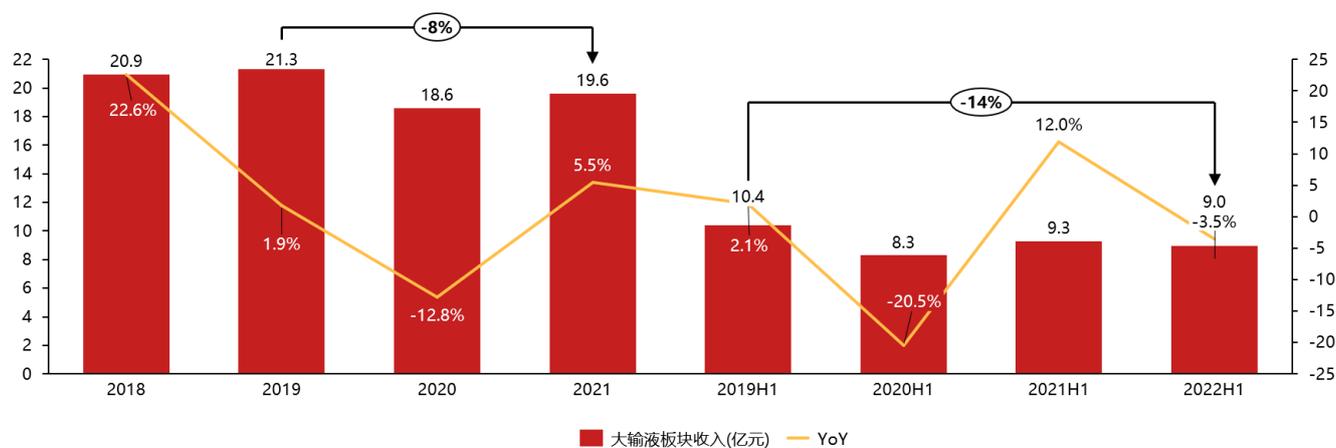
2 大输液板块疫后修复弹性可观，低位估值凸显投资价值

2.1 大输液板块近年持续受疫情冲击，疫后修复潜力可观

大输液板块相关公司将迎来持续修复，仍具有可观空间。2020年开始，受疫情冲击，多数大输液公司销量出现下滑，尽管2021年出现一定程度修复，多数厂商2021年及2022年上半年输液板块销售收入仍未回到2019年同期水平，疫后修复潜力可观，再考虑院内自然增长情况及近期新冠疫情带来的业绩弹性将进一步放大，相关标的公司如辰欣药业、科伦药业、华润双鹤、石四药、海思科等。

辰欣药业2019年输液板块实现收入21.3亿元，2021年同期收入仅19.6亿元，较2019年下降8%，2022年上半年销售收入为9.0亿元，较2019年同期的10.4亿元水平下降近14%。从销售量方面来说，2021年辰欣药业大输液—玻瓶销量同比下降1.97%，大输液—PVC软包销量同比下降24.71%。

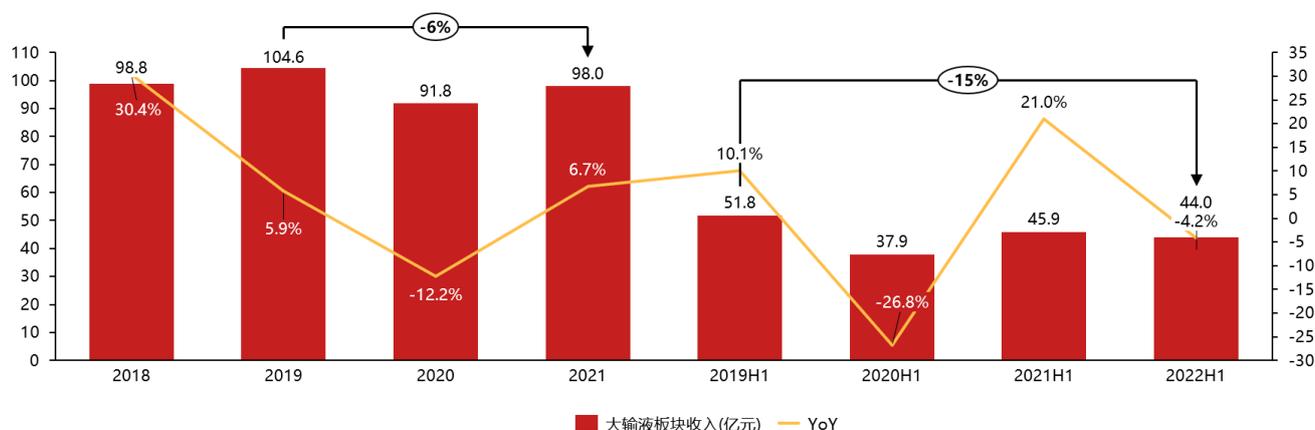
图5：2018-2022H1 辰欣药业输液板块收入情况



资料来源：wind，民生证券研究院

科伦药业2021年输液板块营业收入为98.0亿元，较2019年同期下降6%，2022年上半年输液板块实现营收44亿元，较2019年同期水平下降15%。

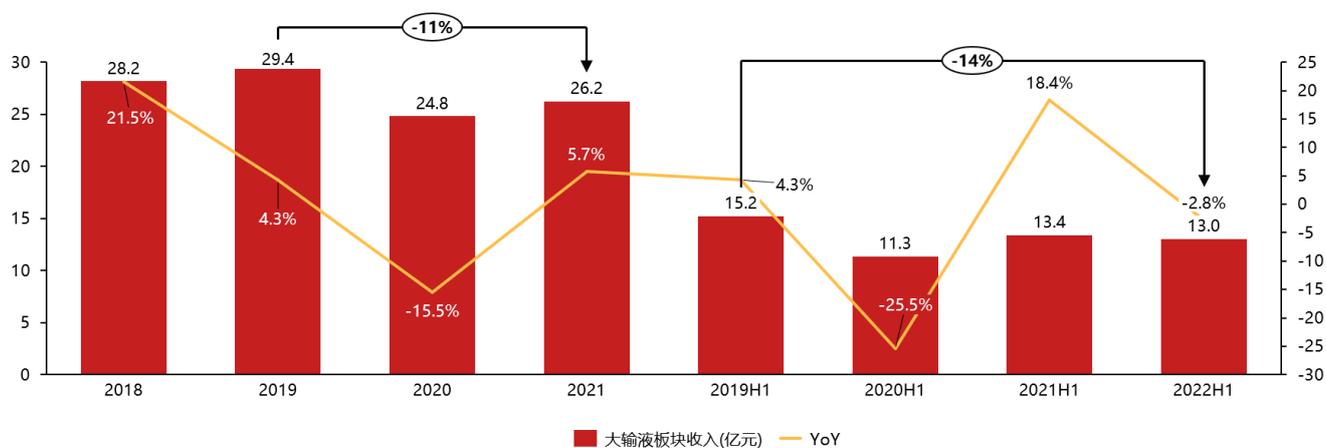
图6: 2018-2022H1 科伦药业输液板块收入情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

华润双鹤 2021 年输液板块销售收入为 26.2 亿元, 较 2019 年下降近 11%, 2022 年上半年输液板块实现销售收入 13.0 亿元, 较 2019 年同期下降近 14%。

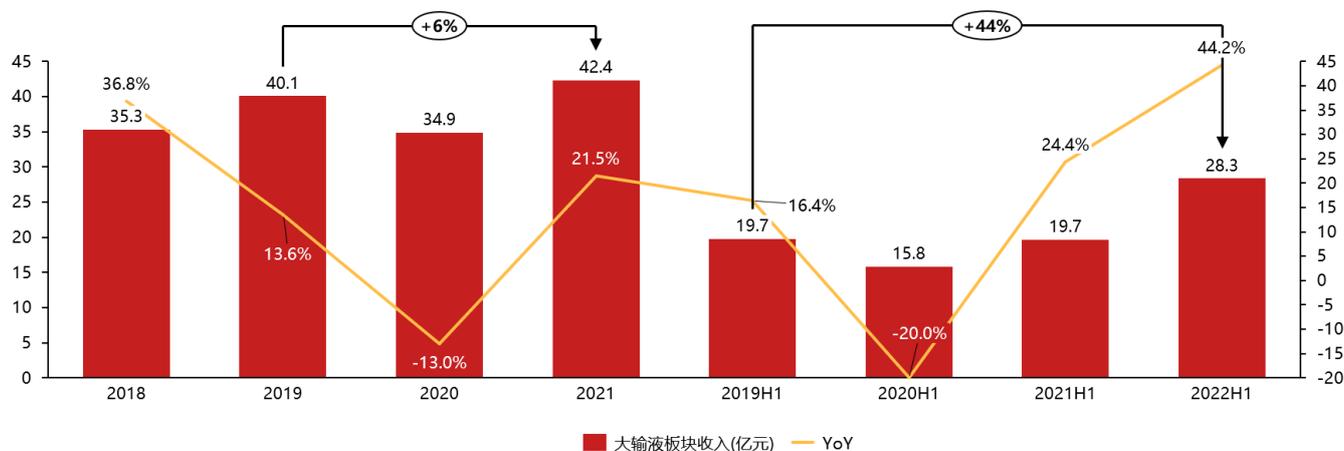
图7: 2018-2022H1 华润双鹤输液板块收入情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

石四药 2021 年输液板块营收为 42.4 亿元, 较 2019 年同期水平上升 6%, 公司 2022 年上半年输液板块实现收入 28.3 亿元, 较 2022 年同期水平大幅上升近 44%。

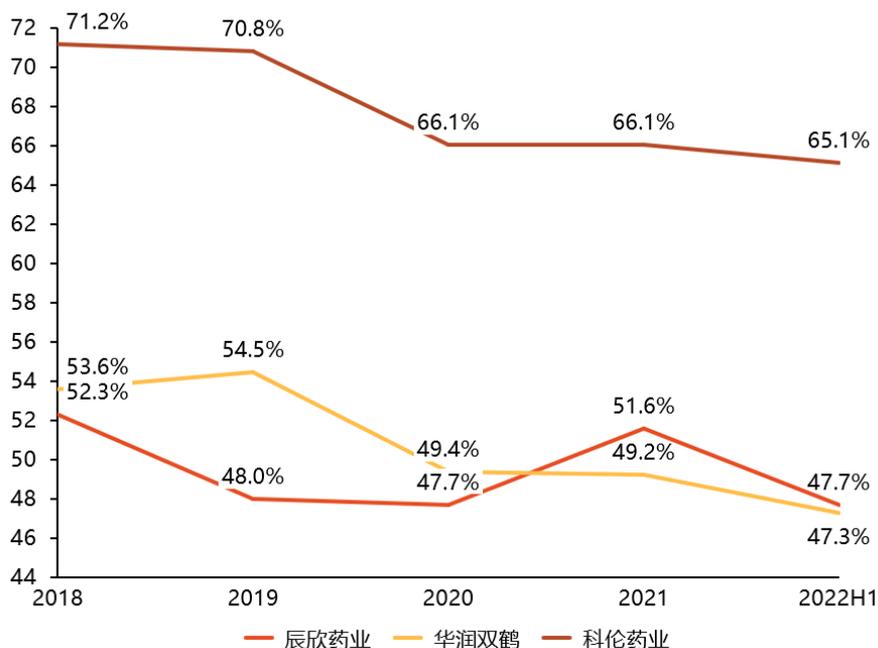
图8: 2018-2022H1 石四药输液板块收入情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

大输液板块经过行业价格, 相关公司毛利率水平近年持续下行, 随着逐步走出疫情及行业内价格战结束, 相关公司逐步修复利润率, 有望进一步增厚公司盈利能力。2020年以来相关公司输液板块受疫情冲击盈利能力出现较大幅度的下滑, 我们认为疫情修复驱动下大输液产品仍具有进一步提价空间, 将驱动相关板块主要公司盈利能力进一步提升。

图9: 2018-2022H1 大输液板块主要公司毛利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 大输液板块标的估值水平较低, 上行空间可观

大输液板块主要上市公司包括辰欣药业、科伦药业、华润双鹤和石四药集团等，参考 2021 年每股净收益水平、2022 及 2023 年一致预期每股净收益水平，2021-2023 年四家主要公司 PE 倍数平均值分别为 25，18x，16x，处于较低水平，板块主要上市公司股价上行空间可观。

表2：输液板块重点公司估值水平

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
辰欣药业	603367.SH	15.36	0.74	-	-	21	-	-
科伦药业	002422.SZ	28.59	0.77	1.14	1.38	37	25	21
华润双鹤	600062.SH	19.20	0.9	1.07	1.2	21	18	16
石四药集团	2005.HK	5.07	0.26	0.41	0.5	20	12	10
均值						25	18	16

资料来源：Wind，民生证券研究院；（注：股价为 2023 年 01 月 09 日收盘价；表中均为未覆盖公司，未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；石四药为港币，港币兑人民币汇率为 0.87）

3 投资建议

大输液板块主要上市公司包括辰欣药业、科伦药业、华润双鹤和石四药集团等，参考2021年每股净收益水平、2022及2023年一致预期每股净收益水平，2021-2023年四家主要公司PE倍数平均值分别为25，18x，16x，处于较低水平，板块主要上市公司股价上行空间可观。

表3：医药行业重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600529.SH	山东药玻	28.46	0.99	1.05	1.29	29	27	22	-
002422.SZ	科伦药业	28.59	0.77	1.14	1.38	37	25	21	-
2005.HK	石四药	5.06	0.26	0.41	0.50	19	12	10	-
603367.SH	辰欣药业	15.36	0.74	-	-	21	-	-	-
600062.SH	华润双鹤	19.20	0.90	1.07	1.20	21	18	16	-
603222.SH	济民医疗	10.42	0.43	-	-	24	-	-	-
300725.SZ	药石科技	81.75	2.44	1.76	2.54	34	46	32	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	25.85	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203.SZ	聚光科技	35.02	-0.51	0.36	0.67	-	97	52	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年01月09日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期；金斯瑞生物科技、石四药为港币，港币兑人民币汇率为0.87）

4 风险提示

- 1) **终端用量恢复不及预期。**终端院内用量恢复较慢，导致产业链业绩不及预期。
- 2) **产品生产和销售不及预期。**终端需求、原材料成本、订单数量改善不及预期，其他突发性事件导致生产和销售恢复较慢的风险。
- 3) **疫情反复的风险。**新冠新亚型不断出现，疫情加重的风险。

插图目录

图 1: 大输液分类.....	3
图 2: 大输液市场发展历程.....	3
图 3: 2018-2021 年部分企业大输液销售量 (亿袋/瓶)	4
图 4: 2013-2021 年居民年住院率恢复情况.....	5
图 5: 2018-2022H1 辰欣药业输液板块收入情况.....	6
图 6: 2018-2022H1 科伦药业输液板块收入情况.....	7
图 7: 2018-2022H1 华润双鹤输液板块收入情况.....	7
图 8: 2018-2022H1 石四药输液板块收入情况.....	8
图 9: 2018-2022H1 大输液板块主要公司毛利率情况	8

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2022 年第七批国采纳入造影剂碘帕醇注射液	4
表 2: 输液板块重点公司估值水平.....	9
表 3: 医药行业重点公司盈利预测、估值与评级.....	10

分析师承诺

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

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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