

2024 年 04 月 24 日

医药

SDIC

行业专题

证券研究报告

终端用量回升且供需格局优化，大输液行业步入高质量发展阶段

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

短期受益于医疗机构诊疗量恢复，大输液终端用量有望回升：

大输液是医疗机构基础的治疗方式，其用量与医疗机构的诊疗量高度相关。新冠疫情期间，医院诊疗量下降一定程度影响了大输液的终端用量。随着医疗机构诊疗量逐步恢复，大输液终端用量有望回升。宏观数据层面，根据国家卫健委的统计数据，国内医疗机构总诊疗人次从 2023 年 1 月的 4.60 亿人次逐步恢复至 2023 年 8 月的 6.02 亿人次，医疗机构总诊疗人次有望恢复至正常水平；微观数据层面，科伦药业等相关上市公司大输液业务收入已呈现恢复性增长。

大输液行业供需格局改善，行业盈利能力有望逐步优化：

国内大输液行业经历行业整合之后，目前行业供需关系已调整到较为平衡的状态。根据前瞻产业研究院和尚普咨询的数据，行业受到“限抗令”等相关政策的影响后，产能供给逐步收缩，国内大输液产量从 2013 年的 134 亿瓶/袋逐步下降至 2023 年的 90 亿瓶/袋。经历了较长时间的行业整合后，当前供需关系较为匹配。当前大输液行业格局稳定（科伦药业、华润双鹤、石四药、辰欣药业等占据行业主导地位）且产品价格充分降价，大输液行业盈利能力有望逐步改善。2023H1 相关上市公司（科伦药业、华润双鹤、辰欣药业）大输液业务的毛利率均值同比提升了 2.18 个百分点。

拓展产品管线和升级产品包装，驱动行业中长期的稳步发展：

通过拓展产品管线和升级产品包装，中长期大输液行业有望稳健增长且盈利能力有望进一步有优化。其中，产品拓展方面，碳水化合物输液、氨基酸输液、脂肪乳输液、微量元素和维生素输液等营养型输液产品具备较大的需求且部分产品外资仍占据较大的市场份额，国内企业有望通过拓展产品管线，进一步提升其市场份额；产品包装优化方面，非 PVC 软袋和可立袋等新型包装具备安全性好、便于运输贮藏、对环境无害等优势，该包装技术为大输液的主要发展方向。通过升级高毛利的新型包装，有望带动大输液产品盈利空间的改善。

建议关注：科伦药业、华润双鹤、石四药、辰欣药业、海思科、卫信康等

风险提示：产品销售不达预期风险；产品研发及审批速度低于预期风险；产品降价超预期风险。

| 首选股票 | 目标价（元） | 评级 |
|------|--------|----|
| | | |

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | -4.0 | -10.6 | -9.2 |
| 绝对收益 | -4.6 | -3.1 | -20.8 |

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--|------------|
| 新药周观点：恒瑞最新创新药管线披露，24 年有望迎来多个新品种获批 | 2024-04-21 |
| 新药周观点：AACR 2024 闭幕，国产 ADC 药物方兴未艾 | 2024-04-14 |
| 合成生物学行业专题系列三：生物制造继续开来，细分领域皆有可为 | 2024-04-13 |
| 新药周观点：创新药板块机构持仓持续提升，2023 年底达近年高峰 | 2024-04-07 |
| 新药周观点：首个 Claudin 18.2 靶向药物获批，国内企业处于该领域全球前列 | 2024-03-31 |

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 大输液产品药效迅速，临床上广泛运用..... | 4 |
| 2. 短期维度，受益于医疗机构诊疗量恢复，大输液终端用量有望持续回升..... | 5 |
| 3. 中长期维度，看好行业供需格局改善带来的盈利能力提升和产品拓展驱动的行业稳增长..... | 6 |
| 3.1. 大输液行业供需格局改善，行业盈利能力有望逐步优化..... | 6 |
| 3.2. 拓展大输液管线和升级产品包装，驱动行业的稳定增长..... | 10 |
| 3.2.1. 进一步优化产品管线，充分拓展营养性输液等领域..... | 10 |
| 3.2.2. 合理升级大输液包装，推动产品盈利能力的进一步提升..... | 12 |
| 4. 建议关注标的的汇总..... | 13 |
| 5. 风险提示..... | 18 |

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1. 国内医疗机构总诊疗人次数-当月值 (万人次) | 5 |
| 图 2. 科伦药业大输液业务收入情况 | 5 |
| 图 3. 华润双鹤大输液业务收入情况 | 5 |
| 图 4. 辰欣药业大输液业务收入情况 | 6 |
| 图 5. 石四药大输液业务收入情况 | 6 |
| 图 6. 国内大输液行业发展历程梳理 | 6 |
| 图 7. 相关上市公司大输液业务营收情况 | 7 |
| 图 8. 国内大输液产量和消费量情况 (亿瓶/袋) | 8 |
| 图 9. 大输液领域行业集中度情况 | 8 |
| 图 10. 2018 年大输液业务市占率 (按市场销量口径统计) | 8 |
| 图 11. 相关上市公司大输液业务毛利率情况 | 9 |
| 图 12. 相关大输液上市公司历年现金分红比例统计 | 9 |
| 图 13. 营养型输液的产品分类梳理 | 10 |
| 图 14. 国内肠外营养药物市场规模 (亿元) | 11 |
| 图 15. 2018 年各包装大输液产品的市场占比 | 12 |
| 图 16. 辰欣药业各包装大输液产品毛利率水平 | 12 |
| 图 17. 科伦药业的可立袋可实现完美自收缩 | 13 |
| 图 18. 科伦药业营收和利润增长情况 | 14 |
| 图 19. 科伦药业的营收拆分 | 14 |
| 图 20. 华润双鹤营收和利润增长情况 | 14 |
| 图 21. 华润双鹤的营收拆分 | 14 |
| 图 22. 石四药营收和利润增长情况 | 15 |
| 图 23. 石四药的营收拆分 | 15 |
| 图 24. 辰欣药业营收和利润增长情况 | 15 |
| 图 25. 辰欣药业的营收拆分 | 15 |
| 图 26. 海思科营收和利润增长情况 | 16 |
| 图 27. 海思科的营收拆分 | 16 |
| 图 28. 卫信康营收和利润增长情况 | 16 |
| 图 29. 卫信康的营收拆分 | 16 |
| 图 30. 大输液行业关注标的盈利预测汇总 | 17 |
| 表 1: 大输液产品类型分类 | 4 |
| 表 2: 常见的大输液产品梳理 | 4 |
| 表 3: 大输液行业相关政策梳理 | 7 |
| 表 4: 2022-2023 年相关上市公司肠外营养药物的研发布局梳理 | 11 |
| 表 5: 大输液产品包装形式分类 | 12 |

1. 大输液产品药效迅速，临床上广泛运用

大输液通常指容量大于等于 50ml 且直接静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，由于其具备药效迅速、药量较大等特点，目前在临床上应用较为广泛。从产品类型上分类，一般分为普通输液、营养型输液、治疗型输液、透析造影用输液、血容量扩张用输液等。

表1：大输液产品类型分类

| 产品类型 | 产品作用 |
|----------|--|
| 普通输液 | 分为电解质输液和酸碱平衡输液两类，主要用于调节人体新陈代谢、纠正体液的酸碱平衡、维持体液渗透压等，主要产品包括氯化钠注射液等 |
| 营养型输液 | 为患者提供人体必需的碳水化合物、氨基酸、脂肪、维生素、微量元素等营养物质，主要产品包括葡萄糖注射液、脂肪乳注射液、氨基酸注射液等 |
| 治疗型输液 | 直接将治疗性药物加入普通溶剂中的大输液，包括抗感染、抗肿瘤、心血管、消化用药等，主要产品包括氧氟沙星注射液、替硝唑注射液等 |
| 透析造影用输液 | 主要用于疾病的诊断，主要产品包括碘海醇注射液、泛影葡安等 |
| 血容量扩张用输液 | 主要用于增加血容量，防止失血性休克、防止血栓形成、降低血液粘度等，主要产品包括羟乙基淀粉注射液、右旋糖酐注射液等 |

资料来源：辰欣药业招股说明书、Choice、国投证券研究中心

表2：常见的大输液产品梳理

| 大输液产品类型 | 相关产品 | 适应症 |
|----------|-------------------------------|---|
| 普通输液 | 碳酸氢钠注射液 | 治疗代谢性酸中毒；碱化尿液；作为制酸药等 |
| | 葡萄糖注射液 | 补充能量和体液；低糖血症；高钾血症等 |
| | 葡萄糖氯化钠注射液 | 补充热能和体液 |
| | 氯化钠注射液 | 高渗性失水；等渗性失水；低渗性失水；低氯性碱中毒等 |
| 营养型输液 | 中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（30%）注射液 | 为轻至中重度分解代谢的患者提供肠外营养治疗 |
| | ω-3 鱼油中/长链脂肪乳注射液 | 当口服或肠内营养不可能、功能不全或有禁忌时，为患者补充长链 ω-3 脂肪酸 |
| | 复方氨基酸（16AA-//）/葡萄糖（48%）电解质注射液 | 口服或肠内营养无法进行、不足或禁忌时，为中重度分解代谢患者提供肠外营养治疗 |
| | 果糖氯化钠注射液 | 用于胰岛素抵抗状态或不适宜使用葡萄糖时的补液治疗 |
| | 丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液 | 适用于需要补充谷氨酰胺患者的肠外营养 |
| 治疗型输液 | 维生素 C 葡萄糖注射液 | 治疗坏血病、慢性铁中毒、特发性高铁血红蛋白症等 |
| | 盐酸氨溴索氯化钠注射液 | 严重病例（中度）以上伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性呼吸道疾病；术后肺部并发症的预防性治疗 |
| | 胞磷胆碱钠葡萄糖注射液 | 用于急性颅脑外伤和脑手术后意识障碍等 |
| | 盐酸替罗非班氯化钠注射液 | 与肝素联用，预防心脏缺血事件；预防与经治冠脉突然闭塞有关的心脏缺血并发症 |
| | 胞磷胆碱钠氯化钠注射液 | 用于急性颅脑外伤及脑手术后的意识障碍等 |
| | 唑来膦酸注射液 | 用于治疗恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛等 |
| | 紫杉醇（白蛋白结合型） | 适用于治疗联合化疗失败的转移性乳腺癌 |
| 透析造影用输液 | 盐酸帕洛诺司琼注射液 | 预防高度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐等 |
| | 钆特醇注射液 | 用于脑、脊柱和周围组织病变的磁共振增强扫描检查等 |
| | 碘帕醇注射液 | 神经放射学造影；血管造影术；泌尿系造影术等 |
| 血容量扩张用输液 | 腹膜透析液（乳酸盐） | 急性肾功能衰竭；慢性肾功能衰竭；急性药物或毒物中毒等 |
| | 羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液 | 治疗和预防血容量不足，急性等容血液稀释（ANH） |
| | 右旋糖酐 40 氯化钠注射液 | 用于各种原因引起的休克和中毒性休克；预防术后血栓形成 |
| | 羟乙基淀粉 130/0.4 氯化钠注射液 | 治疗和预防血容量不足，急性等容血液稀释（ANH） |
| | 右旋糖酐 40 葡萄糖注射液 | 用于各种原因引起的休克和中毒性休克；预防术后血栓形成 |

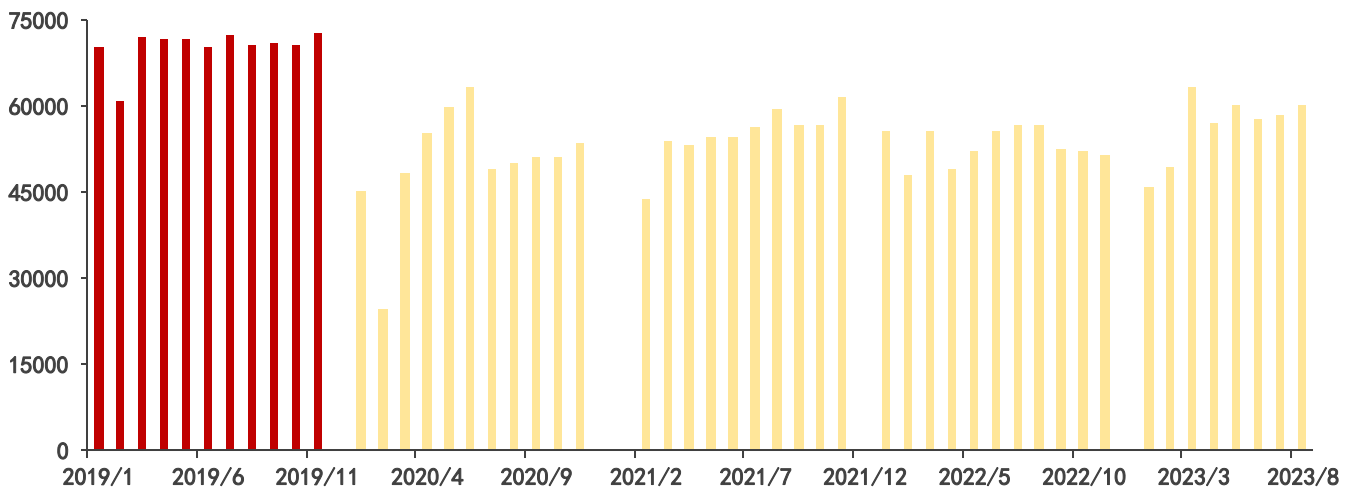
资料来源：科伦药业公司官网、百度百科、国投证券研究中心

2. 短期维度，受益于医疗机构诊疗量恢复，大输液终端用量有望持续回升

医疗机构诊疗量逐步恢复，有望带动大输液终端用量的回升。大输液是医疗机构基础的治疗方式，其用量与医疗机构的诊疗量高度相关。新冠疫情期间，医院诊疗量下降一定程度影响了大输液的终端用量。当前随着医疗机构诊疗量逐步恢复，大输液终端用量有望回升。

- 宏观层面，根据国家卫健委的统计数据，国内医疗机构总诊疗人次数从 2023 年 1 月的 4.60 亿人次逐步恢复至 2023 年 8 月的 6.02 亿人次，医疗机构总诊疗人次有望恢复至正常水平。

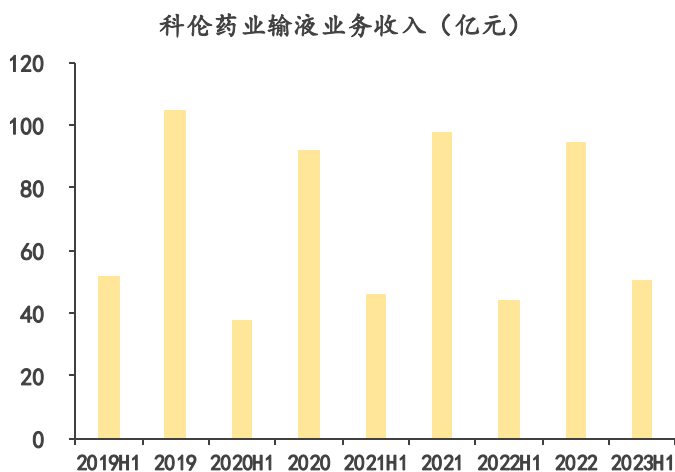
图1. 国内医疗机构总诊疗人次数-当月值（万人次）



资料来源：国家卫健委、国投证券研究中心

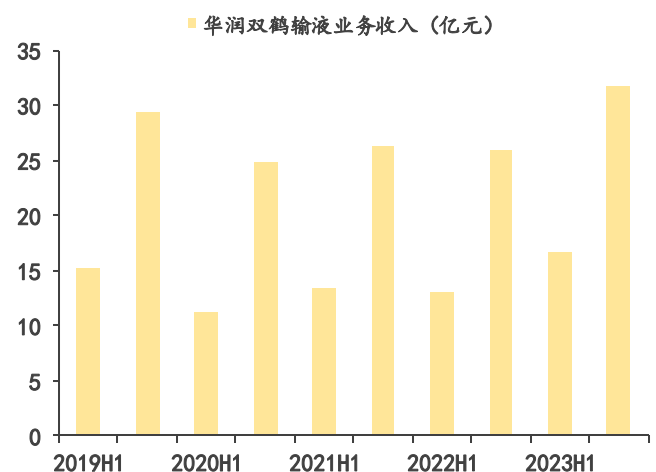
- 微观层面，相关上市公司大输液业务收入已呈现恢复性增长的态势。其中，以科伦药业为例，根据公司公告，其大输液业务收入从 2020H1 的 37.93 亿元逐步恢复至 2023H1 的 50.27 亿元。

图2. 科伦药业大输液业务收入情况



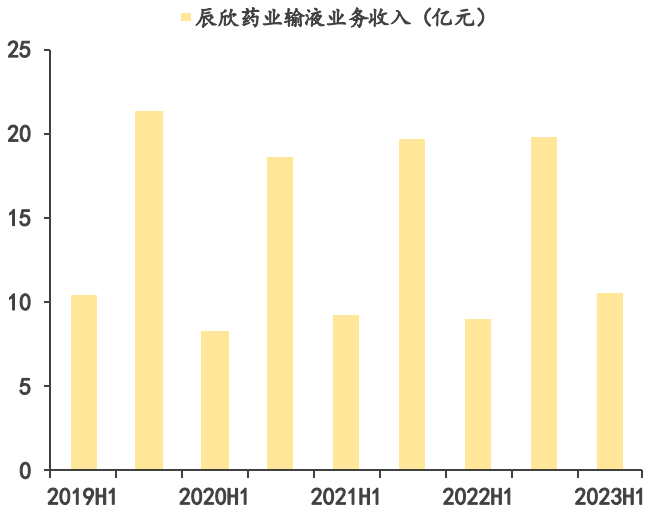
资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图3. 华润双鹤大输液业务收入情况



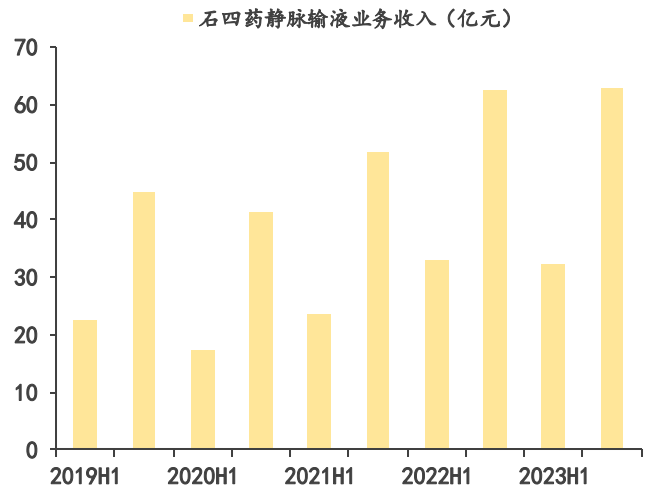
资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图4. 辰欣药业大输液业务收入情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图5. 石四药大输液业务收入情况



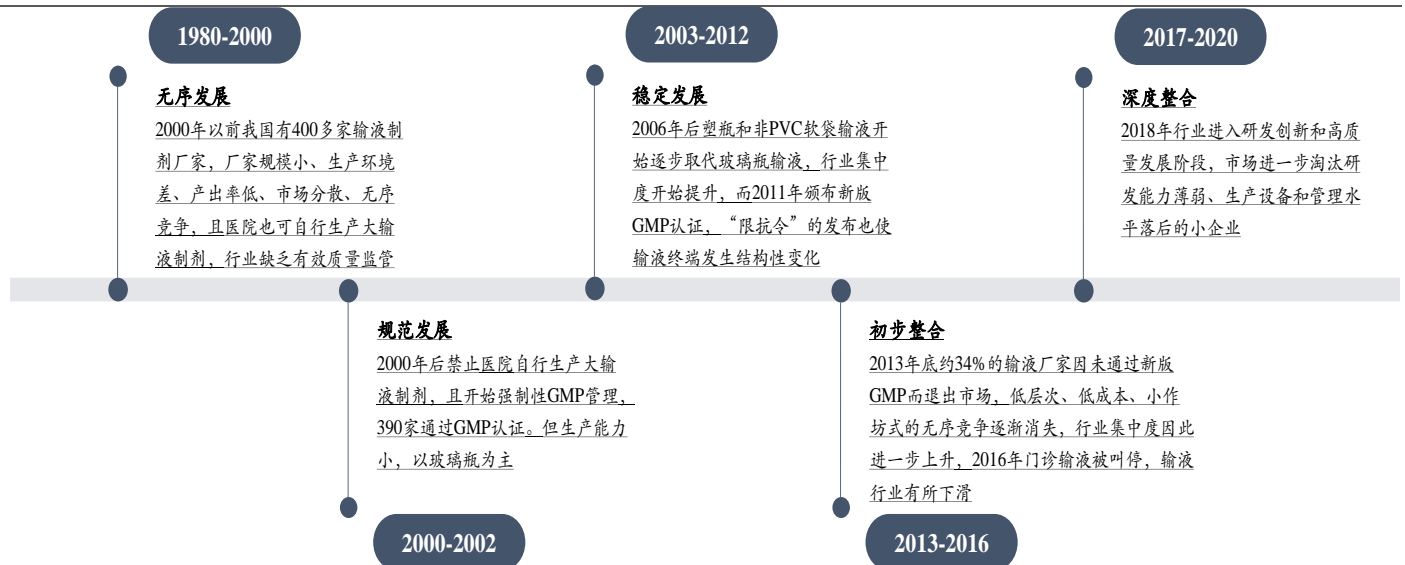
资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

3. 中长期维度，看好行业供需格局改善带来的盈利能力提升和产品拓展驱动的行业稳增长

3.1. 大输液行业供需格局改善，行业盈利能力有望逐步优化

国内大输液行业经历了无序竞争、规范化快速发展、规范化稳定发展、行业初步整合、行业深度整合等几个发展阶段后，目前已迈入成熟的发展阶段。其中，2012年之后，随着相关政策对抗菌药物加强管理和新版GMP政策推行，行业逐步进入了整合阶段。发展至今，大输液领域已形成较高的行业集中度，大输液行业已迈入较为成熟的发展阶段。从行业规模上分析，相关上市公司大输液业务营收从2012年的111.95亿元增长至2022年的217.24亿元，CAGR约为6.85%，行业逐步进入需求稳步增长的成熟阶段。

图6. 国内大输液行业发展历程梳理



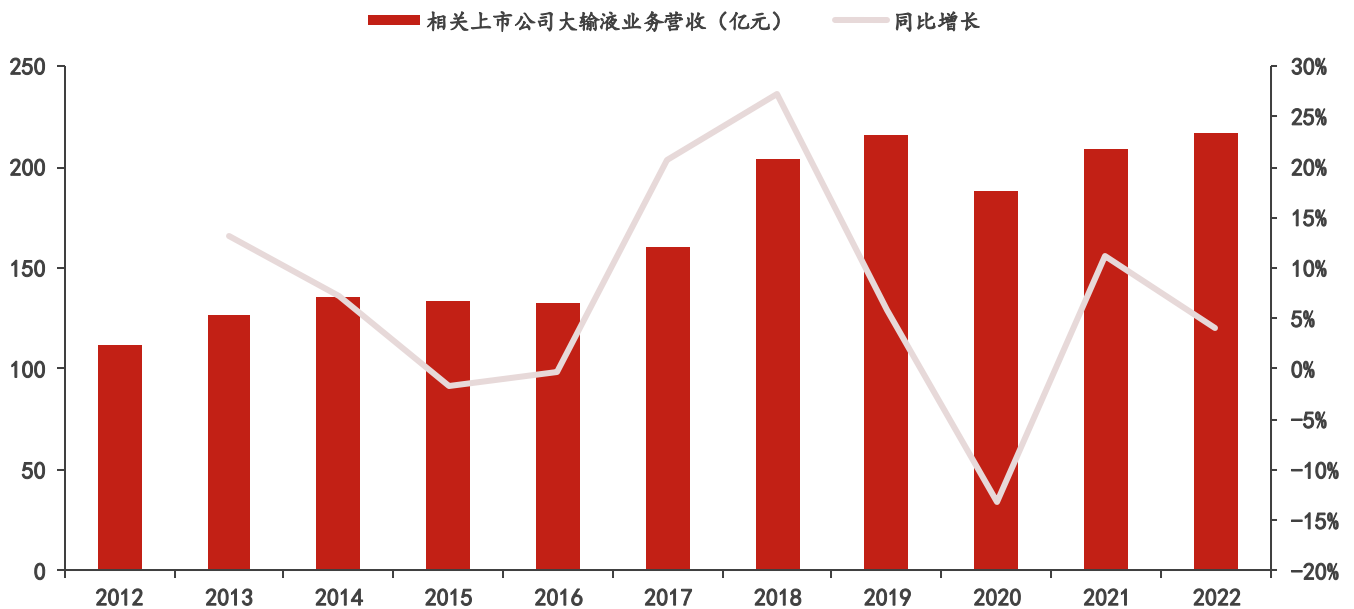
资料来源：前瞻产业研究院、国投证券研究中心

表3: 大输液行业相关政策梳理

| 颁布时间 | 颁布部门 | 相关文件 | 主要内容 |
|--------|--------|------------------------------|-------------------------------|
| 2012-4 | 卫生部 | 《抗菌药物临床应用管理办法》 | 加强医疗机构抗菌药物临床应用管理，规范抗菌药物临床应用行为 |
| 2015-8 | 国家卫计委等 | 《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》 | 要求医疗机构加强抗菌药物的管理，严格控制抗菌药物的使用 |
| 2017-3 | 国家卫计委 | 《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》 | 进一步加强抗菌药物临床应用管理、遏制细菌耐药 |

资料来源：政府官网、国投证券研究中心

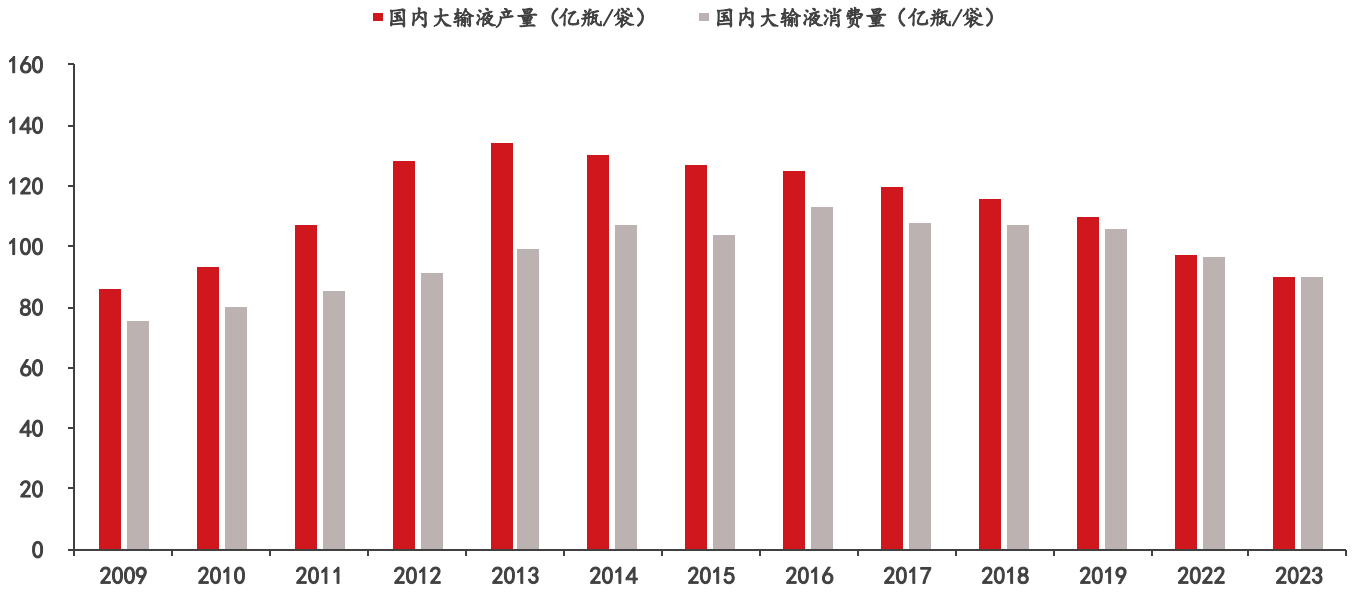
图7. 相关上市公司大输液业务营收情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心（纳入统计的上市公司包括科伦药业、华润双鹤、石四药、辰欣药业、华仁药业、济民制药、哈三联）

国内大输液行业经历行业整合之后，目前行业供需关系已调整到较为平衡的状态。根据前瞻产业研究院和尚普咨询的数据，2009年至2013年大输液行业持续稳步扩张，国内大输液产量从2009年的86亿瓶/袋稳步提升至2013年的134亿瓶/袋。在此期间，行业产量略高于国内大输液消费量。随后，受到“限抗令”等相关政策的影响，行业产能供给逐步收缩，国内大输液产量从2013年的134亿瓶/袋逐步下降至2023年的90亿瓶/袋，经历了较长时间的行业整合后，目前供需关系较为匹配。

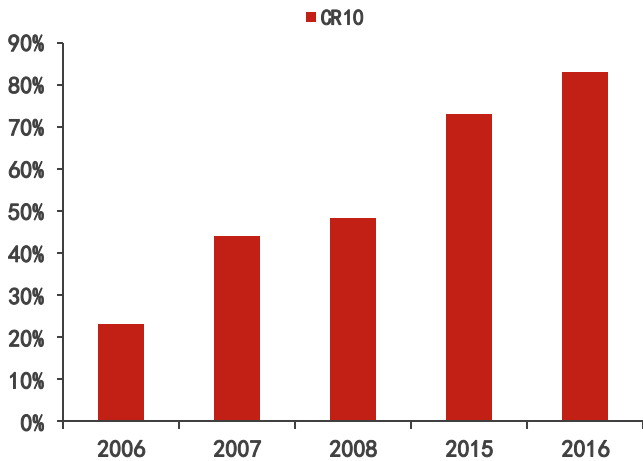
图8. 国内大输液产量和消费量情况 (亿瓶/袋)



资料来源：前瞻产业研究院、尚普咨询、国投证券研究中心

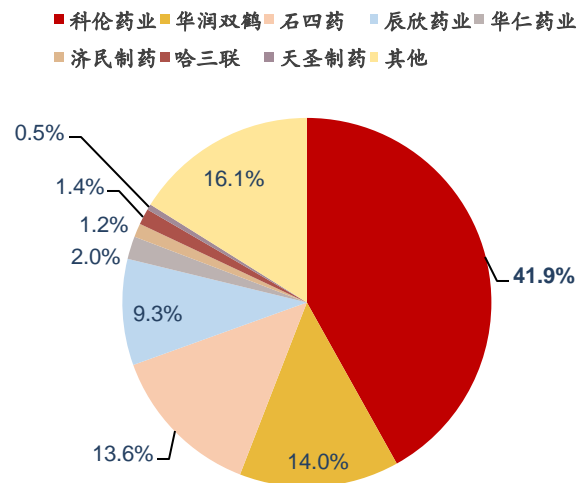
从行业集中度上分析，经历了行业持续整合，国内大输液行业的集中度持续提升。根据智研咨询的数据，其 CR10 从 2006 年的 23% 持续提升至 2016 年的 83%。从行业格局上分析，根据前瞻产业研究院的数据，2018 年科伦药业、华润双鹤、石四药、辰欣药业的市占率分别高达 41.9%、14.0%、13.6%、9.3%，行业集中度较高且格局较为稳定。

图9. 大输液领域行业集中度情况



资料来源：智研咨询、国投证券研究中心

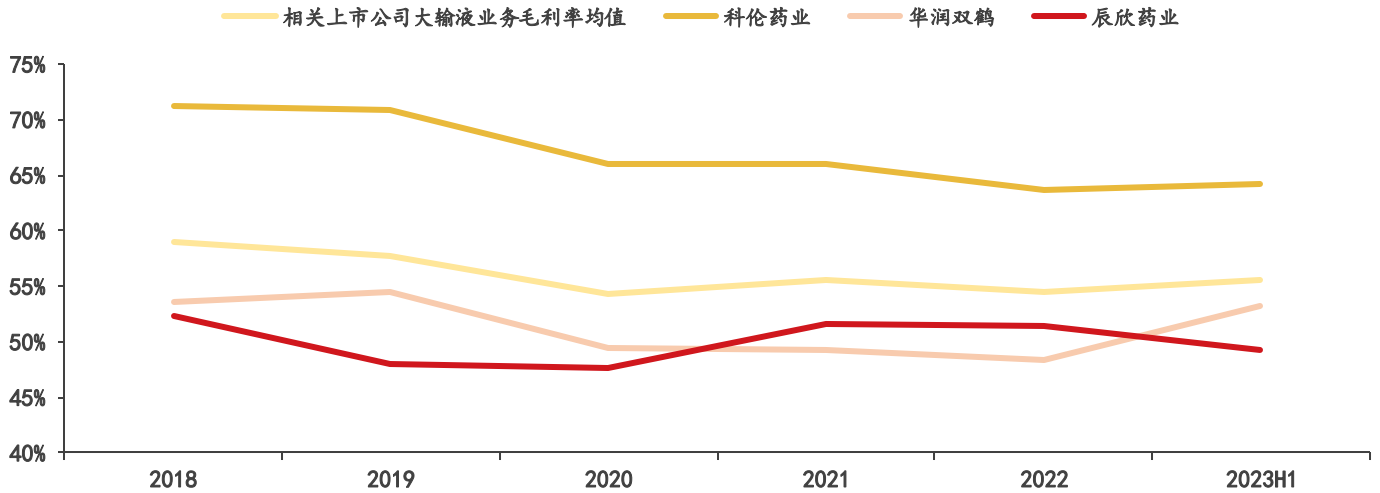
图10. 2018 年大输液业务市占率 (按市场销量口径统计)



资料来源：前瞻产业研究院、国投证券研究中心

经历了行业整合、产品降价等影响后，大输液行业盈利能力有望逐步改善。根据公司公告，受行业产能调整、产品降价等影响，相关上市公司（科伦药业、华润双鹤、辰欣药业）大输液业务的毛利率均值从 2018 年的 59.03% 下降至 2022 年的 54.49%。当前行业供需关系优化且产品价格充分降价，大输液行业盈利能力有望逐步改善，2023H1 相关上市公司大输液业务的毛利率均值为 55.53%，同比提升了 2.18 个百分点。

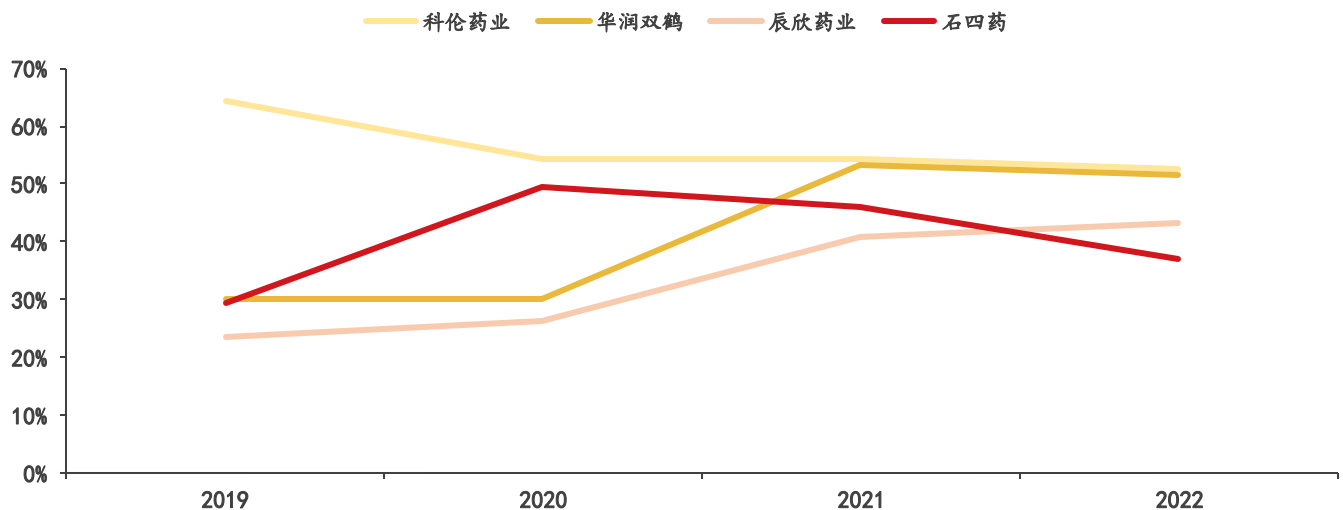
图11. 相关上市公司大输液业务毛利率情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心（纳入统计的上市公司包括科伦药业、华润双鹤、辰欣药业）

当前大输液行业供需格局稳定且产品价格合理，大输液行业有望进入新一轮的稳定盈利周期。大输液业务有望为相关龙头企业提供稳定的现金流，为相关公司的稳定分红提供坚实的基础，近年科伦药业、华润双鹤、辰欣药业、石四药均保持稳定的现金分红。

图12. 相关大输液上市公司历年现金分红比例统计



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

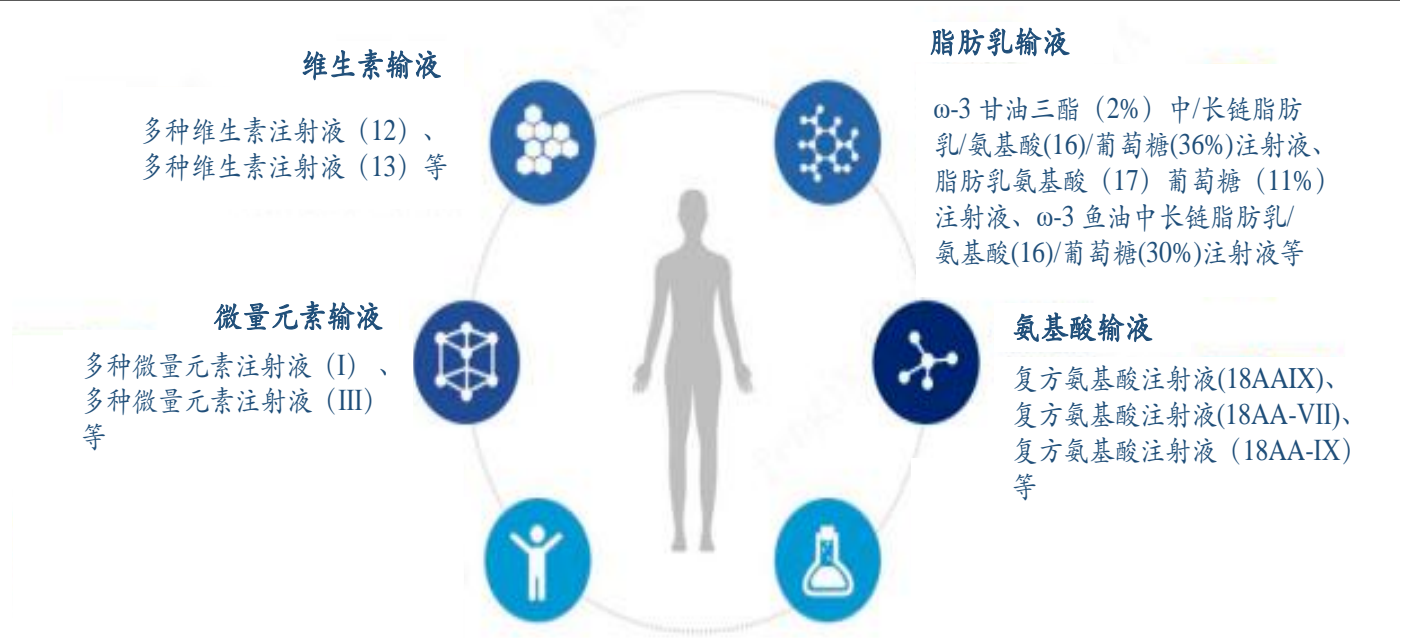
3.2. 拓展大输液管线和升级产品包装，驱动行业的稳定增长

通过拓展产品管线和升级产品包装，大输液行业有望维持稳健增长且盈利能力有望进一步优化。其中，产品管线拓展方面，通过拓展营养型和治疗型等输液产品，有望持续驱动行业的稳健增长；产品包装优化方面，通过推动非 PVC 软袋和可立袋等新型包装的升级，有望带动输液产品盈利空间的改善。

3.2.1. 进一步优化产品管线，充分拓展营养性输液等领域

营养型输液是患者在肠道无法正常吸收营养的条件下，通过静脉输液提供营养补充物，维持人体正常代谢的一种治疗方法。营养型输液主要分为碳水化合物输液、氨基酸输液、脂肪乳输液、微量元素和维生素输液等。

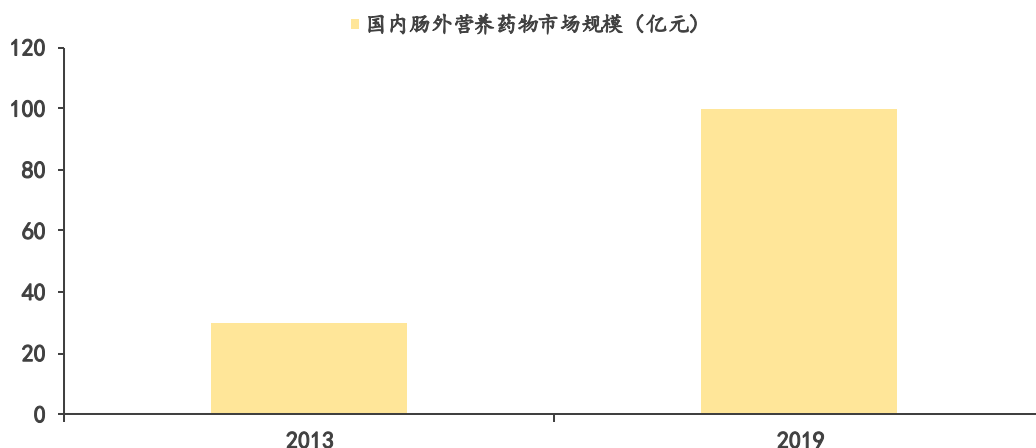
图13. 营养型输液的产品分类梳理



资料来源：卫信康公司公告、国投证券研究中心

肠外营养市场稳步增长，国内企业市占率有望进一步提升。得益于营养型输液较大的用药需求，国内肠外营养药物市场持续稳健发展。根据国家药监局的数据，国内肠外营养药物市场规模从 2013 年的 30 亿元稳步增长至 2019 年的 100 亿元，CAGR 约为 22%。目前 Fresenius Kabi 和 Baxte 在国内肠外营养市场仍占据较大的市场份额，国内企业有望通过拓展产品管线，进一步提升其市场份额。

图14. 国内肠外营养药物市场规模 (亿元)



资料来源：国家药监局、国投证券研究中心

表4: 2022-2023 年相关上市公司肠外营养药物的研发布局梳理

| 相关公司 | 研发项目 | 适应症 | 研发所处阶段 |
|------|--|---|------------|
| 科伦药业 | ω-3 甘油三酯 (2%) 中/长链脂肪乳/氨基酸 (16)/葡萄糖 (36%) 注射液 | 肠外营养 | 获批生产 (首仿) |
| | ω-3 鱼油中长链脂肪乳/氨基酸 (16)/葡萄糖 (30%) 注射液 | 肠外营养 | 申报生产 (首仿) |
| | 复方氨基酸注射液 (20AA) | 肠外营养 | 申报生产 |
| | 复方氨基酸 (15) 双肽 (2) 注射液 | 肠外营养 | 通过一致性评价 |
| 辰欣药业 | 丙氨酰谷氨酰胺注射液 | 氨基酸类药 | 已获批 |
| 华润双鹤 | 复方氨基酸注射液 (18AAIX) | 治疗蛋白质摄入不足、氨基酸吸收障碍等 | 2023 年申报受理 |
| | 小儿复方氨基酸注射液 (19AAI) 6% | 用于全肠外营养的婴幼儿 (包括低出生体重儿) 及小儿的营养支持 | 通过一致性评价 |
| 海思科 | 复方氨基酸注射液 (18AA-VII) 400ml | 用于低蛋白血症、低营养状态和手术前后等状态时的氨基酸补充 | 获得一致性批件 |
| | 复方氨基酸注射液 (18AA-IX) 200ml | 用于肾功能不全患者出现低蛋白血症、低营养状态和手术前后的氨基酸补充 | 获得一致性批件 |
| | 脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (11%) 注射液 | 用于不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养的成人患者 | 获得一致性批件 |
| | 复方氨基酸 (18AA) / 葡萄糖 (15%) 电解质注射液 | 不能经口或经肠道摄取营养及必须经中心静脉营养时, 本品可为患者补充水、电解质、氨基酸和热量 | 获得一致性批件 |
| | 精氨酸谷氨酸注射液 | 用于慢性肝病引起的血氨升高的辅助治疗 | 获得一致性批件 |
| | 复方氨基酸注射液 (18AA-VII) | 用于低蛋白血症、低营养状态和手术前后等状态时的氨基酸补充 | 已申报一致性评价 |
| | 复方维生素 (3) 注射液 | 适用于各种原因引起的维生素缺乏症, 以补充本品所含的维生素 | 已申报生产 |
| 卫信康 | 多种维生素注射液 (13) | 成人维生素补充 | 审评审批中 |
| | 复方电解质注射液 (II) | 电解质补充剂 | 审评审批中 |
| | 门冬氨酸钾注射液 | 电解质补充剂 | 审评审批中 |
| | 门冬氨酸钾镁注射液 | 电解质补充剂 | 审评审批中 |
| | 小儿复方氨基酸注射液 (20AA) | 小儿氨基酸补充剂 | 审评审批中 |
| | 多种微量元素注射液 (I) | 微量元素补充 | 审评审批中 |
| | 多种微量元素注射液 (III) | 微量元素补充 | 审评审批中 |

资料来源：公司公告、Choice、药智网、国投证券研究中心

3.2.2. 合理升级大输液包装，推动产品盈利能力的进一步提升

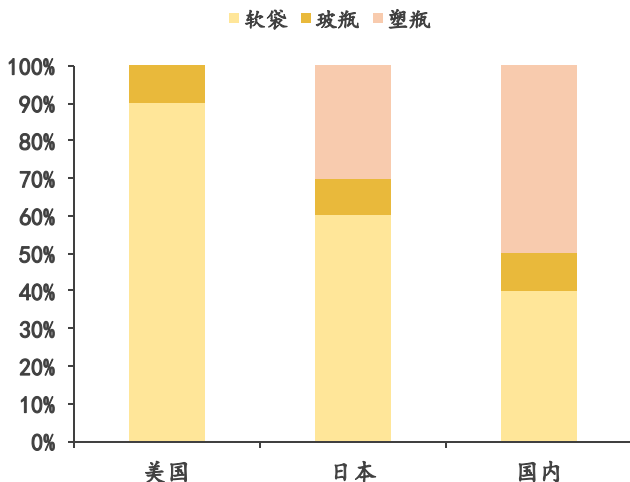
从包装形式上分类，大输液产品主要分为非 PVC 软袋、玻瓶、塑瓶、可立袋等几种。由于非 PVC 软袋和可立袋等具备安全性好、便于运输贮藏、对环境无害等优势，该包装技术为大输液的主要发展方向。目前软袋包装在大输液当中的占比持续提升，根据智研咨询的数据，国内软袋占比已提升至 40%，该比例与美国和日本相比仍有较大提升空间。随着高毛利率的新型包装的持续推广，大输液产品盈利能力有望进一步优化。

表5：大输液产品包装形式分类

| 包装类型 | 产品图示 | 优点 | 缺点 |
|----------|---|---|--|
| 可立袋 |  | 临床输液无需导入外界空气，有效避免二次污染；材料比其它塑材安全性更高；便于运输和贮存等 | 成本较高等 |
| 非 PVC 软袋 |  | 临床输液中无需引入空气，避免输液过程中的二次污染；软袋体积小且重量轻，便于运输贮藏等 | 成本较高等 |
| 玻瓶 |  | 价格较低；透明度、化学稳定性、相容性、水气阻隔性能较好等 | 临床输液需要不断向药液中引入空气以使药液滴出，容易造成药液的二次污染和交叉感染；运输费用较高；生产过程造成环境污染等 |
| 塑瓶 |  | 价格相对较低；运输费用较低；口部密封性较好；生产过程污染较少等 | 透明度相对较差；临床输液时需要进入空气，容易造成二次污染等 |

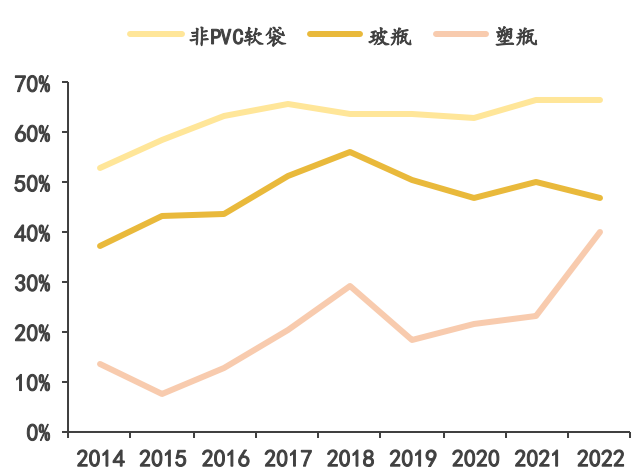
资料来源：辰欣药业招股说明书、Choice、科伦药业公司官网、国投证券研究中心

图15. 2018 年各包装大输液产品的市场占比



资料来源：智研咨询、国投证券研究中心

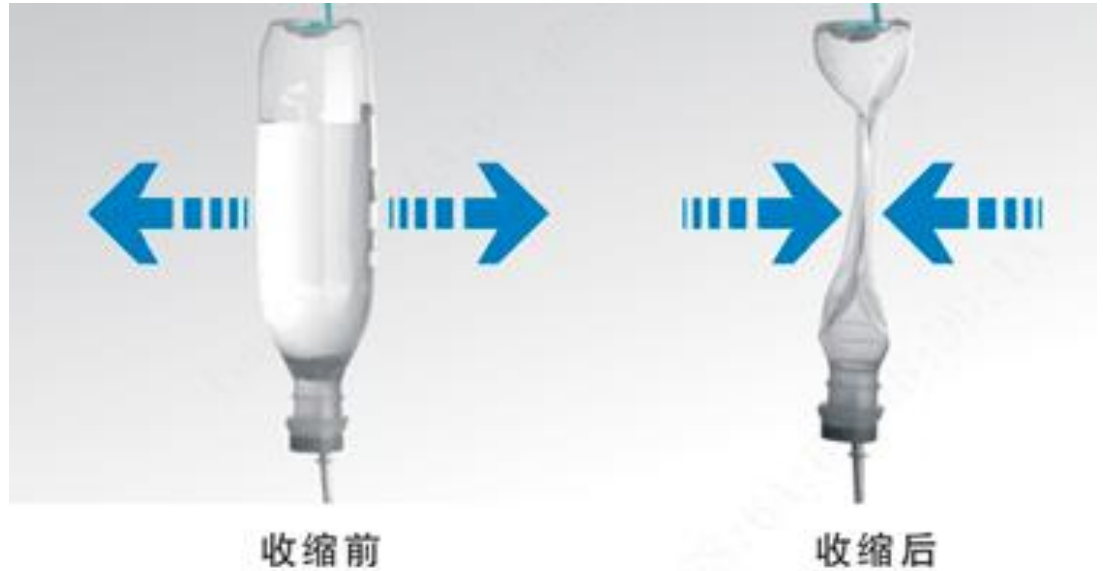
图16. 辰欣药业各包装大输液产品毛利率水平



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

- 科伦药业通过自主研发，开发了可立袋等包装材料，该材料在安全性、适用性、稳定性等方面具备显著优势。其中，安全性方面，可立袋的材料具备化学稳定性好、耐腐蚀、耐药液浸泡等优点，在药理上比其它塑材更安全；适用性方面，可立袋可以直立摆放，与玻瓶和塑瓶的临床配液规程一致，提高了输液效率；稳定性方面，其制造工艺解决了袋体自收缩的力学难题，保持袋体成型的稳定。

图17. 科伦药业的可立袋可实现完美自收缩



资料来源：公司官网、国投证券研究中心

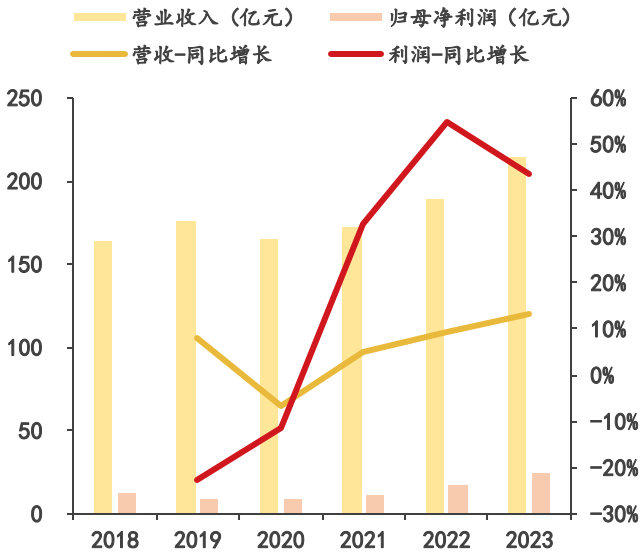
4. 建议关注标的汇总

科伦药业：(1) 积极拓展新品，推动大输液业务的稳健发展。经历了多年的深耕与发展，公司在在大输液领域形成稳固的头部地位。公司通过拓展肠外营养产品等新品，推动大输液板块的稳步发展。目前，中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)电解质注射液、中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)电解质注射液、复方氨基酸(15)双肽(2)注射液等核心品种已陆续上市，进一步丰富了公司大输液产品管线。

(2) ADC 管线价值持续兑现，创新药业务迎来收获期。公司通过科伦博泰布局 ADC 创新管线，全面布局了 TROP2、HER2、CLDN18.2 等多个靶点，目前多个 ADC 品种已与默沙东达成海外授权合作，后续研发管线的商业化兑现值得期待。

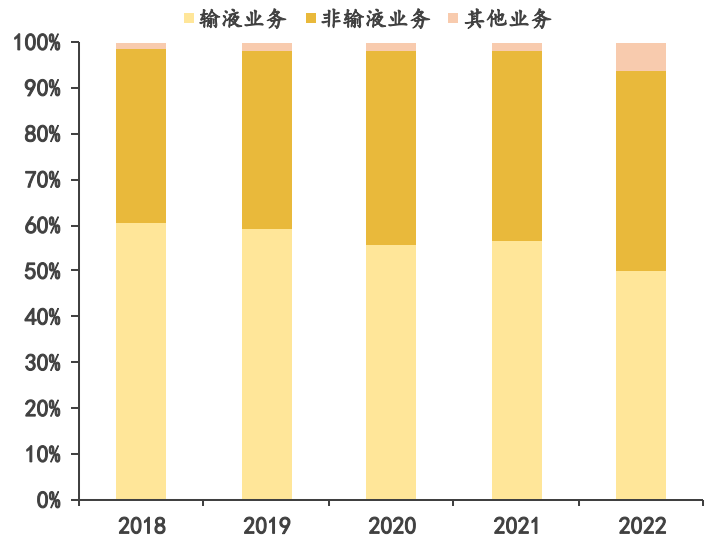
(3) 原料药业务得益于下游需求恢复，部分品种实现量价齐升。目前抗生素市场需求持续恢复，6-APA 和青霉素 G 钾盐等品种价格同比上涨，驱动原料药业务利润的快速增长。

图18. 科伦药业营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图19. 科伦药业的营收拆分



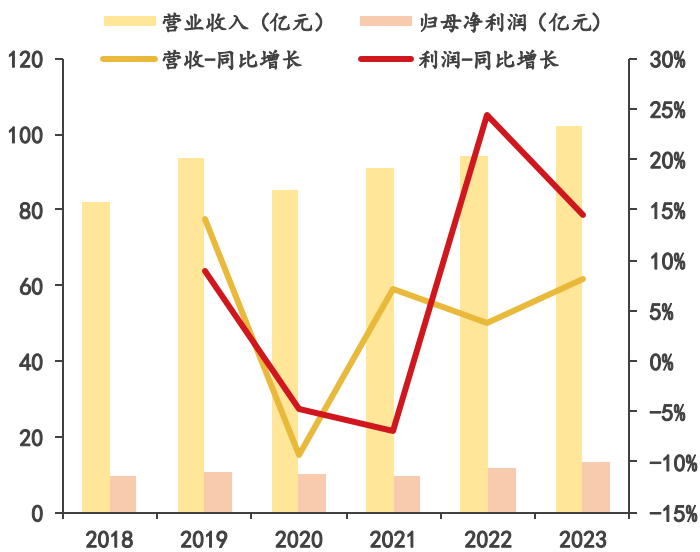
资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

华润双鹤：(1) 诊疗复苏和核心品种稳定放量，带动输液板块稳增长。其中，诊疗方面，疫情过后医院终端诊疗量逐步复苏，带动大输液用药需求的提升；新品方面，公司积极拓展营养性和治疗性产品，小儿复方氨基酸注射液(19AA-1)、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液、左氧氟沙星氯化钠注射液等有望稳定放量。

(2) 多个品种有望快速放量，非输液板块有望稳健发展。公司产品管线覆盖儿科、肾科、精神/神经、肿瘤等多个领域，目前拉考沙胺口服溶液、普瑞巴林、替尼泊苷、白消安等多个核心品种快速放量，有望带动非输液板块稳定增长。

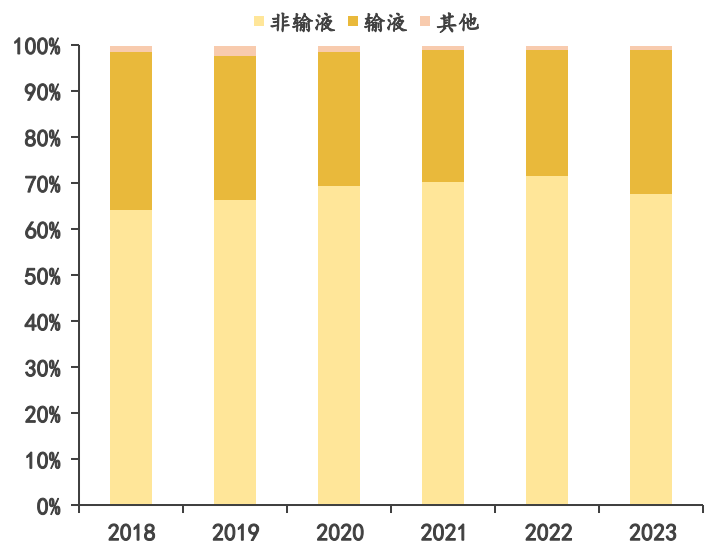
(3) 并购紫竹药业，强化女性健康用药的布局。紫竹药业为国内女性健康用药的领先药企，产品管线包括米非司酮、左炔诺孕酮、左炔诺孕酮炔雌醚、孕三烯酮等品种，与公司现有专科产品有望形成较强的协同效应。

图20. 华润双鹤营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图21. 华润双鹤的营收拆分



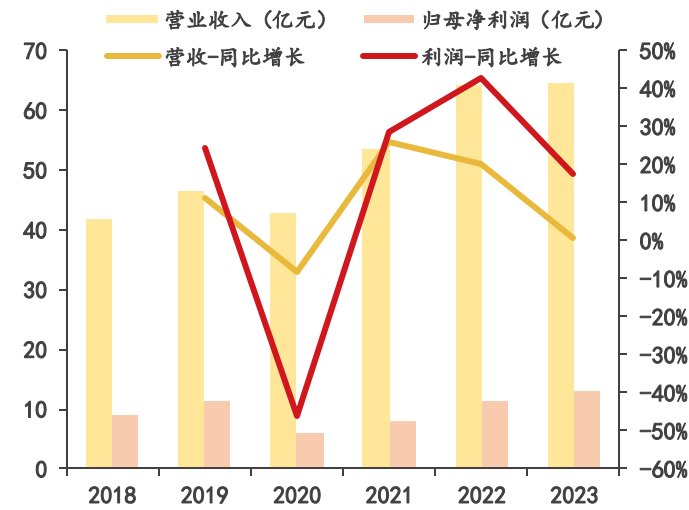
资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

石四药：(1) 治疗型产品稳定放量且产品结构持续优化，大输液业务的行业龙头地位进一步强化。公司通过积极拓展治疗性产品，进一步优化产品结构。目前盐酸氨溴索氯化钠、盐酸莫西沙星、左氧氟沙星氯化钠、腹膜透析液等重点品种的销售量持续快速增长。

(2) 受益于集采中标，固体制剂业务稳中求进。其中，非洛地平缓释片第八批集采中标，阿奇霉素片、盐酸莫西沙星片、替硝唑片、匹伐他汀钙片、琥珀酸普芦卡必利片等集采续标成功。

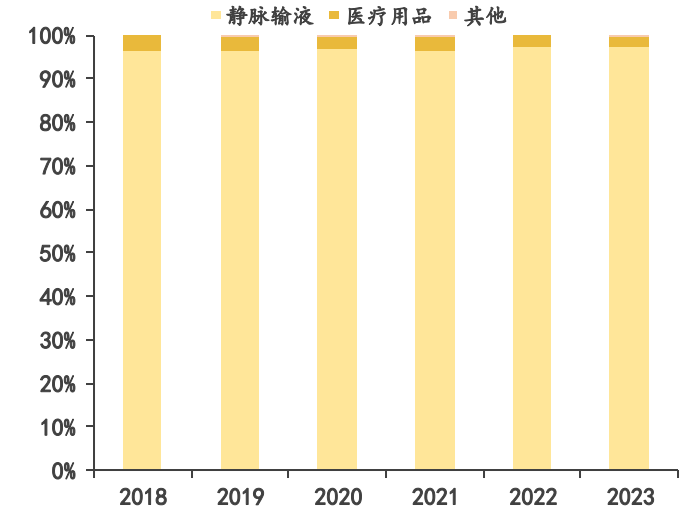
(3) 部分原料药品种销售有望回升，原料药业务有望实现恢复性增长。重点品种阿奇霉素有望量价齐升，咖啡因销量有望逐步恢复，看好原料药业务 2024 年止跌回暖。

图22. 石四药营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

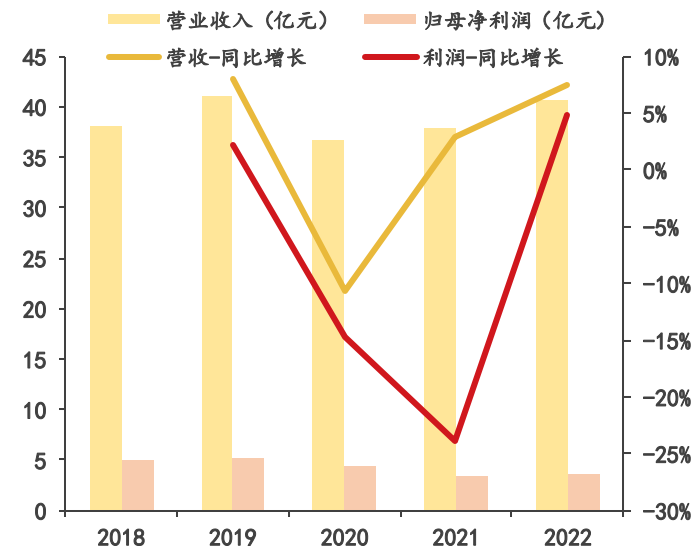
图23. 石四药的营收拆分



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

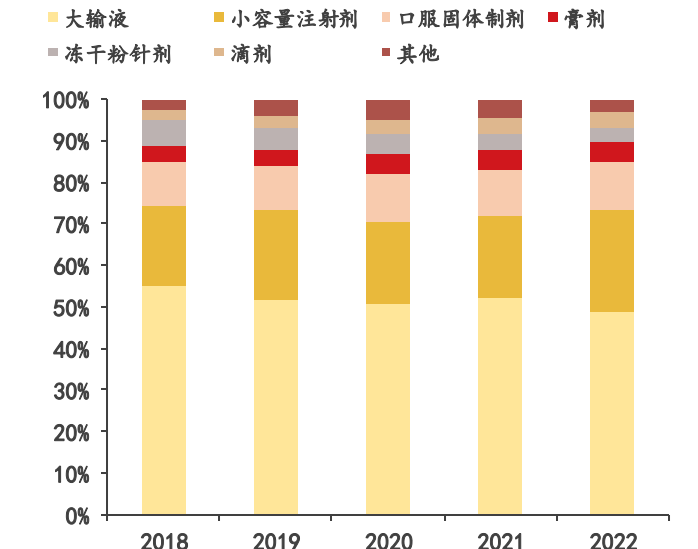
辰欣药业：受益于诊疗复苏和新品拓展，公司有望稳健发展。其中，诊疗复苏方面，疫情过后医院终端门诊诊疗量和住院量逐步恢复，带动大输液用药需求的回升；新品拓展方面，丙氨酰谷氨酰胺注射液、甲钴胺注射液、甲硝唑氯化钠注射液、依诺肝素钠注射液等在第八批集采中中标，有望借助集采实现销售快速放量。

图24. 辰欣药业营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图25. 辰欣药业的营收拆分

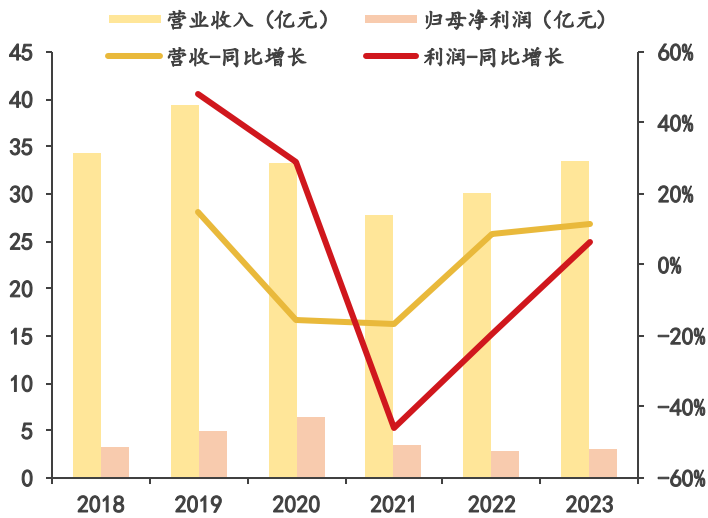


资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

海思科：(1) 创新管线价值持续兑现，创新药业务渐入收获期。其中，环泊酚纳入医保后处于商业化快速放量阶段；HSK16149（糖尿病周围神经痛药物）、HSK7653（2型糖尿病治疗药物）、HSK21542（镇痛药物）等多个核心品种已完成 NDA 申报。

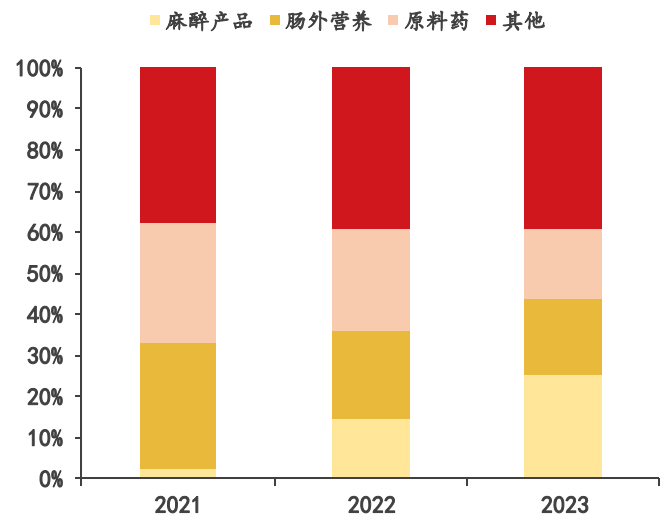
(2) 持续丰富产品管线，深耕肠外营养业务。公司充分挖掘输液领域患者的用药需求，积极拓展肠外营养业务，目前产品管线覆盖中/长链脂肪乳注射液（C6-24）、复方氨基酸注射液（18AA-VII）、羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液、脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液等核心品种，推动肠外营养业务稳步发展。

图26. 海思科营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

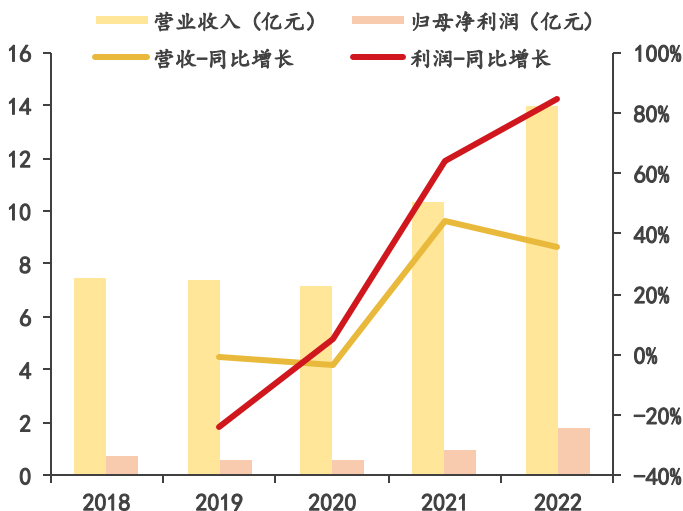
图27. 海思科的营收拆分



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

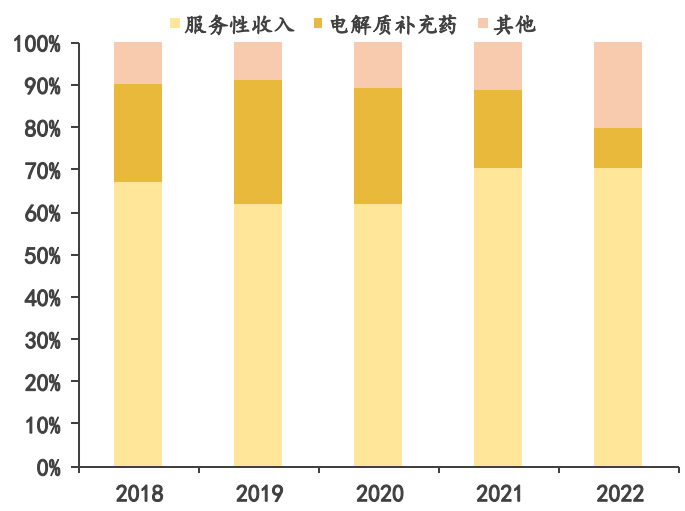
卫信康：持续拓展产品管线，推动公司快速成长。公司积极拓展具备市场前景的肠外营养产品，目前已形成丰富的产品矩阵。其中，注射用多种维生素（12）、多种微量元素注射液、小儿多种维生素注射液（13）、复方电解质注射液（V）等核心老品种稳定放量；小儿复方氨基酸注射液（19AA-I）、复方氨基酸注射液（20AA）、注射用多种维生素（13）（10/3）等近年获批新品有望带来销售增量。

图28. 卫信康营收和利润增长情况



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图29. 卫信康的营收拆分



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

图30. 大输液行业关注标的盈利预测汇总

| 上市公司 | 市值 (亿元) | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | 数据来源 |
|------|------------|-----------|--------|--------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------|
| | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | |
| 科伦药业 | 481.44 | 214.54 | 234.82 | 262.03 | 24.56 | 27.53 | 31.55 | 19.60 | 17.49 | 15.26 | Wind一致性预期 |
| 华润双鹤 | 220.10 | 102.22 | 114.85 | 128.87 | 13.33 | 15.15 | 17.18 | 16.51 | 14.53 | 12.81 | Wind一致性预期 |
| 石四药 | 141.33 | 64.63 | 76.59 | 89.29 | 13.19 | 15.85 | 18.70 | 10.72 | 8.92 | 7.56 | Wind一致性预期 |
| 海思科 | 303.93 | 33.55 | 40.27 | 59.68 | 2.95 | 4.43 | 6.33 | 103.03 | 68.55 | 48.05 | Wind一致性预期 |
| 卫信康 | 35.86 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 辰欣药业 | 72.22 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |

资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心（注：估值数据截止至2024.4.24，卫信康、辰欣药业无Wind或Choice一致性预期）

5. 风险提示

- **产品销售不达预期风险：**公司相关产品不被市场接受或终端推广进度不及预期等，均可能造成相关产品销售不达预期。
- **产品研发及审批速度低于预期风险：**相关上市公司的药品研发和审评需经历众多复杂环节，每个环节的不确定性均可能导致各上市公司在研品种的研发进展不及预期。
- **产品降价超预期风险：**各家上市公司部分在售品种存在被纳入带量采购的可能性，存在集采降价超预期风险。

目 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034