

**业绩呈现改善趋势，紧抓确定性机会**  
**——2024中期策略报告/2023年报&2024Q1季报总结**  
**行业投资评级：强大于市|维持**

**中邮证券研究所 医药团队**

蔡明子 (首席分析师)

SAC编号: S1340523110001

古意涵 (分析师)

SAC编号: S1340523110003

龙永茂 (分析师)

SAC编号: S1340523110002

陈成 (分析师)

SAC编号: S1340524020001

**中邮证券**

**2024年5月10日**

## 行情回顾：23年医药板块业绩承压，利空因素逐步出清，板块有望迎反转

医药生物板块历经3年调整，PE处于历史低位，估值修复空间较大，我们对24年医药板块保持乐观。23年全年医药板块营收稳中有升，整体收入增速为0.88%、归母净利润增速为-20.01%，收入基本持平，毛利率、费用率承压。2023年全年医院板块诊疗刚需稳健，医疗行业整顿整体影响不大，医保政策较多形成利好，整体经营向上；中药板块23年现金分红最多，分红总额超40亿元；24年Q1全基金重点增持了以化学制剂、中药板块为主的明星标的和以医疗耗材、血制品、其他生物制品、医疗研发外包等板块的潜力标的。随着医药利空因素出清，2024年医药板块整体业绩整体向好，叠加部分子板块在2023年业绩低基数，2024年业绩有望迎来复苏行情。

## 细分领域：血制品、医院板块需求端持续旺盛，创新药降本增效持续推进带动业绩增长

创新药板块23年业绩平稳增长，降本增效持续推进，研发投入稳步增加。CXO行业23年营收同比微跌，2024Q1营收同比减少，系公共卫生事件相关大订单减少，行业逐步修复至常规增长。血制品板块23年营收利润双增，供给良好增长，需求端持续旺盛。疫苗板块23年营收增速有所下滑，系供给端市场竞争及需求端新生儿数量低位影响。原料药板块23年采购量减少，24年去库存基本完成，板块季度环比改善趋势明显。中药板块业绩稳健，增速下滑主要系23Q1疫情放开受益高基数导致业绩承压，且中药原材料涨价带来成本压力。医院板块诊疗刚需稳健，整体经营向上。药店板块营收增长但受23Q1疫情放开受益高基数导致业绩承压，且部分地区统筹落地进展较慢。医疗设备、体外诊断板块23年营收及归母净利润有所下行但符合预期，主要受医疗行业整顿、设备采购及疫情影响；医疗耗材板块23年业绩稳健增长，高值耗材带量采购已到中后期且降价幅度逐渐温和，低值耗材库存也逐步出清有望迎来订单反转，整体行业边际性成长持续向好。

## 后续看好：紧抓确定性，重视医疗行业整顿机遇、政策红利、国企改革、集采放量、外延并购等机会

医药板块的业绩韧性较强，我们着重选择顺β、预计全年有较好业绩表现、估值合理的板块及个股。一是血制品，部分龙头企业Q1采浆增速预计高于行业平均水平，全年业绩弹性较大，股东优化带来的内生外延改善预期仍在兑现中。二是消费医疗，看好增速稳健且低估值的消费医疗赛道，在个股上优先推荐有明确外延并购预期的标的。三是部分低值耗材和国产设备，目前低值耗材中的部分产品海外订单预计在好转，走出了海外去库存影响，叠加低基数和低估值，性价比较高；医院端的以旧换新方案在各地有望加速落地，国产设备特别是中小型设备、有AI应用的厂家有望提高品牌占有率，加速产品迭代，同时预计Q2院内招标环比有望改善，板块有望整体回暖。四是中药板块，从23年报披露看，整体稳健增长，同时中药板块有稳定高分红、国企改革、运营效率提升等概念，主业稳定、估值偏低，在全年有望看到持续的业绩兑现。

## 推荐及受益标的：推荐标的：派林生物、美年健康、国际医学、太极集团、新天药业、九州通、益丰药房、海尔生物、英诺特、圣湘生物、微电生理、迈普医学。

受益标的：乐普生物、百诚医药、天坛生物、康希诺、老百姓、一心堂、柳药集团、东阿阿胶、康恩贝、羚锐制药、佐力药业、迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、华大智造、惠泰医疗、英科医疗、心脉医疗。

## 风险提示：集采降价超预期、消费复苏不及预期、企业外延并购落地低于预期。

# 目录

- 一 | **23&24Q1业绩回顾：板块分化明显，总体反弹有望**
- 二 | **创新药产业链：业绩平稳增长，研发投入稳步增加**
- 三 | **血制品、原料药、化学制剂：血制品需求旺盛，原料药去库存基本完成**
- 四 | **中药、药店：OTC实现正向增长，药店回暖趋势明显**
- 五 | **医疗服务：刚需诊疗量增价稳，盈利能力稳中有升**
- 六 | **医疗器械：政策驱动，设备有望恢复性增长**
- 七 | **受益标的**
- 八 | **风险提示**

—

23&24Q1业绩回顾：板块分化明显，总体反弹有望

# 1.1 板块回顾：23年全年医药板块营收稳中有升，毛利率、费用率承压

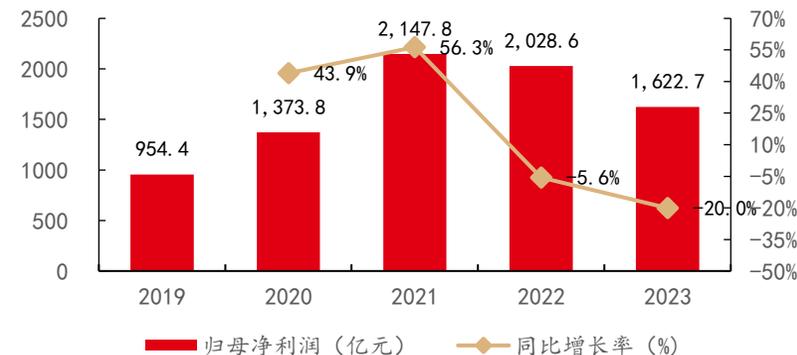
■ **23年全年医药板块营收稳中有升**：2023年全年医药板块整体收入增速为0.88%、归母净利润增速为-20.01%，收入基本持平，主要受部分板块疫情产品带来的高业绩基数行业整顿对部分公司院内业务开展造成一定的影响。24Q1医药板块整体业绩增速同比及环比表现均有改善。

图表1：2023年医药板块整体营业收入统计



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

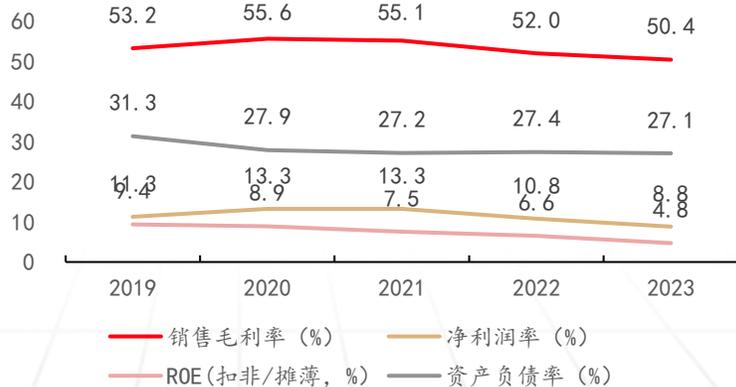
图表2：2023年医药板块整体归母净利润统计



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

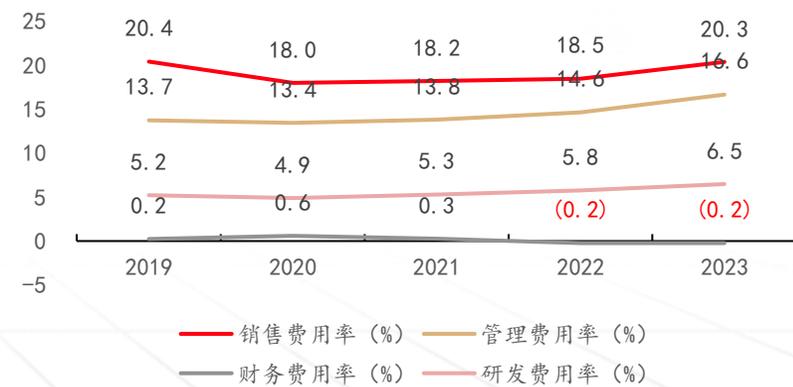
■ **毛利率、费用率承压**：2023年全年医药板块销售毛利率、净利润率及扣非/摊薄后净资产收益率 (ROE) 稳中略降，毛利率下降主要系部分公司产品集采带来的影响，板块净利润率下降系23年整体营收减少及相关费用率提升导致。未来龙头企业有望持续逐步从规模扩张阶段到精细化运营阶段，盈利能力有望持续提升。

图表3：2023年医药板块盈利端年内有所承压



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表4：2023年医药板块各项费用率均有增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 1.2 分板块情况：23年医院、血制品、线下药店及医疗设备板块业绩增速较快

- **分板块看**，2023年全年，医院板块诊疗刚需稳健，医疗行业整顿的整体影响不大，医保政策较多形成利好，整体经营向上；生物制品板块（血制品、疫苗等）随着疫情管控放开，供给端恢复导致以及需求端持续改善，业绩表现较好；医药商业随着疫情管控放开，药店等业绩表现突出；中药板块受益政策和业绩双驱动，业绩表现亮眼；化学制药板块营收端维持增长，24年一季度营收大幅增长；医疗器械板块受IVD2022年业绩高基数以及23年三季度行业政策影响业绩承压但增速维稳。随着医药利空因素出清，2024年医药板块整体业绩整体向好，叠加部分子板块在2023年业绩低基数，2024年业绩有望迎来加速增长。

图表5：2023年全年医药行业各板块业绩及增速统计

子板块	23年营业收入 (亿元)	23年归母净利润 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润同比增速 (%)
医院	584.66	458.69	27.46%	1361.51%
血液制品	191.74	166.60	15.09%	1.53%
线下药店	1108.26	999.97	10.83%	-3.71%
医疗设备	1114.28	1012.87	10.01%	-0.03%
医药流通	9757.55	9114.61	7.05%	0.69%
疫苗	906.97	848.36	6.91%	-20.17%
中药III	3721.18	3506.41	6.13%	34.32%
化学制剂	4182.14	4151.12	0.75%	-11.57%
医疗研发外包	949.20	957.94	-0.91%	-18.31%
医疗耗材	781.32	814.62	-4.09%	-22.41%
原料药	1090.86	1139.34	-4.26%	-37.52%
诊断服务	291.23	483.72	-39.79%	-91.14%
体外诊断	451.36	1371.58	-67.09%	-79.90%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

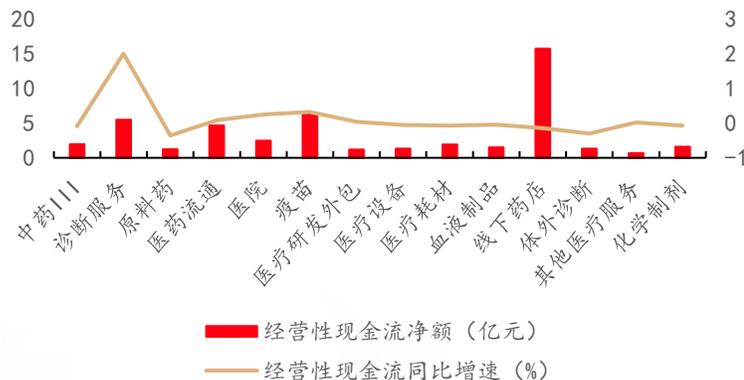
图表6：2024年一季度医药行业各板块业绩及增速统计

子板块	24Q1营业收入 (亿元)	24Q1归母净利润 (亿元)	营业总收入同比增速 (%)	归母净利润同比增速 (%)
线下药店	296.81	15.15	11.44%	-3.13%
化学制剂	1135.35	156.89	4.64%	64.93%
医院	137.10	9.49	2.31%	-18.31%
医疗耗材	203.57	29.56	2.30%	11.66%
医药流通	2515.21	47.03	0.27%	-0.35%
原料药	290.60	30.13	-0.33%	-5.86%
中药III	1011.99	127.21	-0.77%	-7.93%
医疗设备	267.52	52.42	-0.88%	-6.31%
血液制品	43.89	13.94	-5.22%	11.28%
诊断服务	63.51	0.26	-9.21%	-92.54%
疫苗	176.18	20.28	-11.10%	-54.76%
体外诊断	111.26	21.15	-11.41%	-21.34%
医疗研发外包	201.31	29.19	-12.32%	-41.04%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

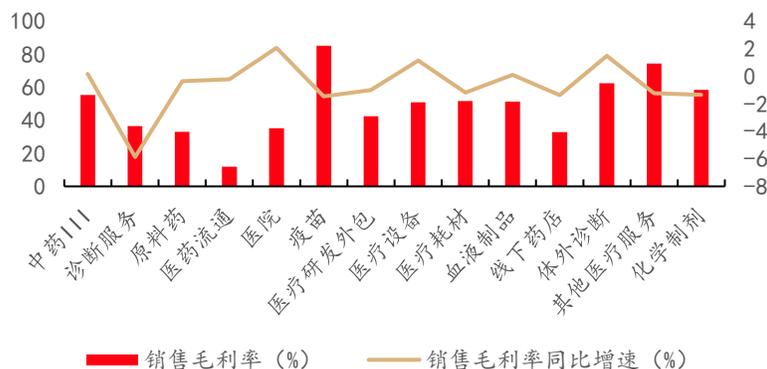
# 1.2 分板块情况：23年医院、血制品、线下药店及医疗设备板块业绩增速较快

图表7：23年医药各板块现金流同比持平



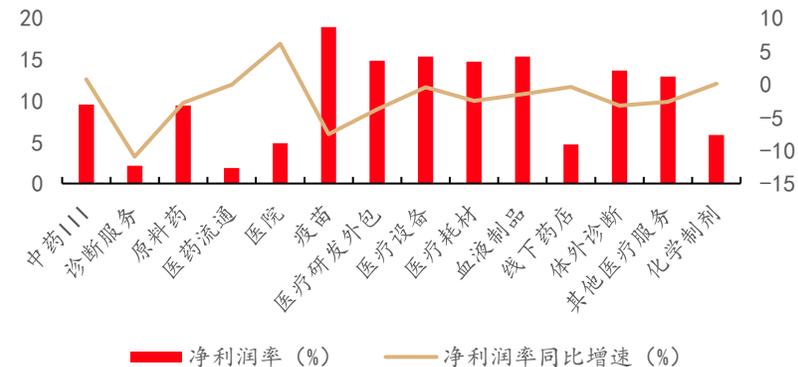
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表8：23年诊断服务等板块销售毛利率同比下行



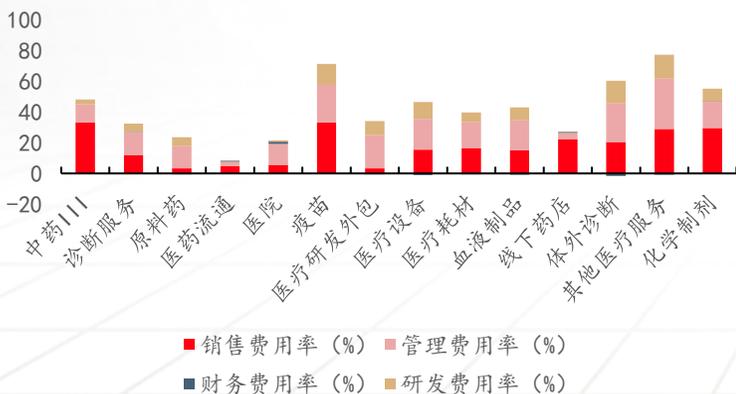
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表9：23年医院板块净利润率稳健增长



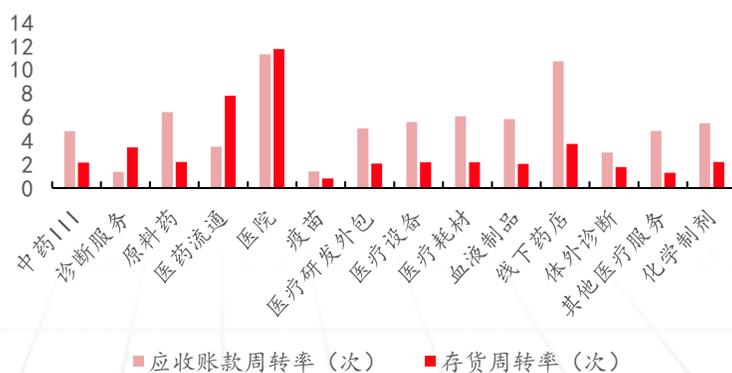
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表10：23年中药、疫苗、IVD等板块费用率较高



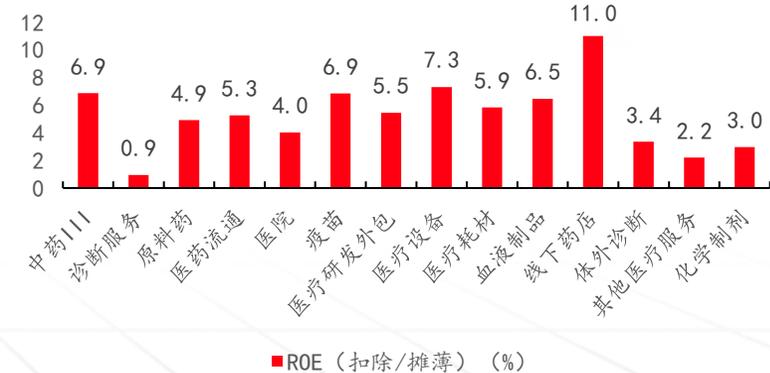
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表11：23年医院、药店板块经营周转较快



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

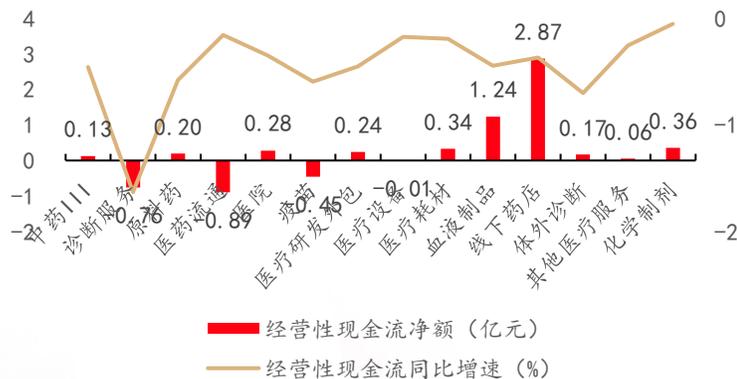
图表12：23年药店、中药、疫苗及设备板块ROE更高(%)



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

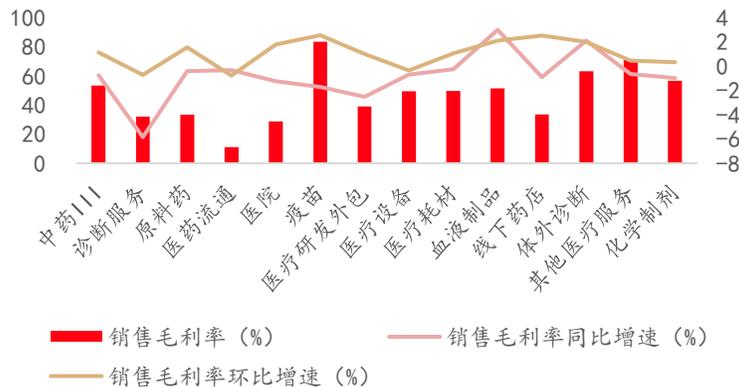
# 1.2 分板块情况：23年医院、血制品、线下药店及医疗设备板块业绩增速较快

图表13：24Q1医药各板块现金流同比减少



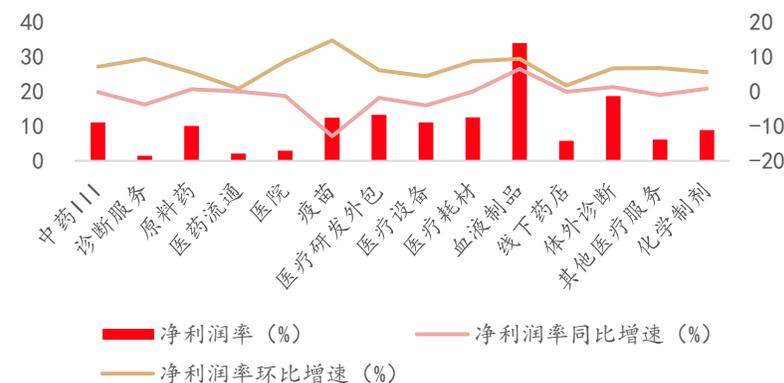
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表14：24Q1医药各板块销售毛利率环比持平



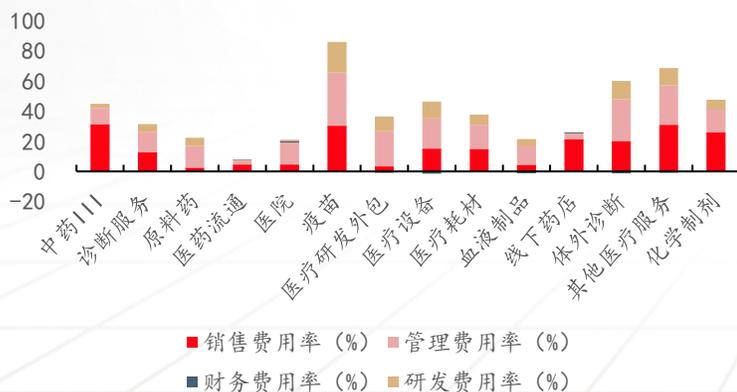
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表15：24Q1医药各板块净利润率环比持平



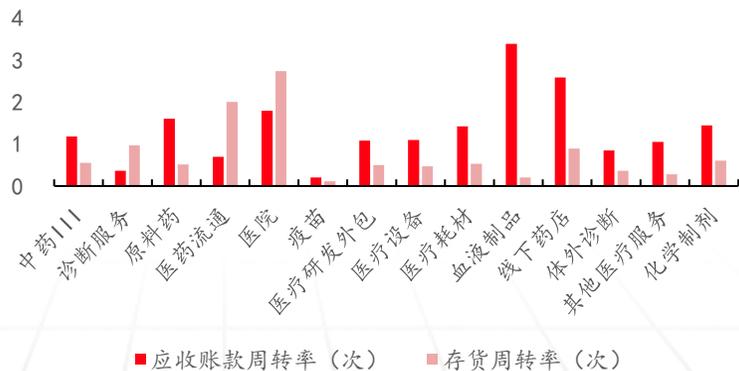
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表16：24Q1疫苗、IVD、中药板块维持高费率



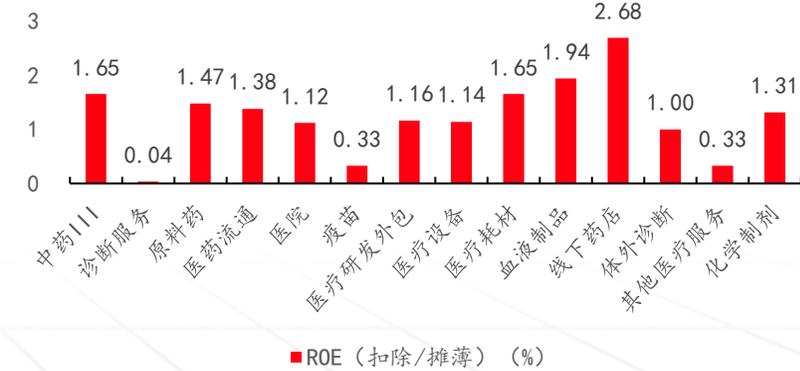
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表17：24Q1血制品、药店及医院板块回款加快



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表18：24Q1药店、中药、血制品等板块ROE更高 (%)



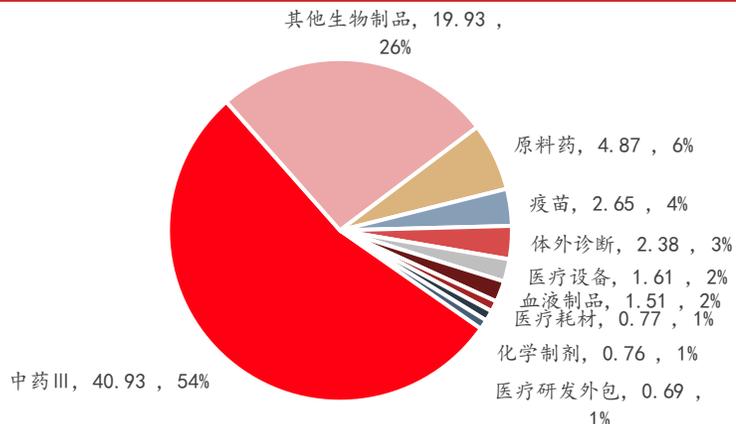
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

# 1.3 分红情况：23年中药板块现金分红最多，分红总额超40亿元

■ **23年全年中药板块现金分红总额最高**：2023年全年医药板块整体现金分红总额约76.09亿元，其中中药板块分红总额为40.93亿元，占比约54%，为现金分红总额最多的细分板块，其次为其他生物制品、原料药及疫苗板块。从个股分红来看，23年年度现金分红比例最高的个股为大唐药业（中药）、博讯生物（医疗设备）及睿昂基因（体外诊断），分红比例分别为261.14%、146.22%及126.77%。

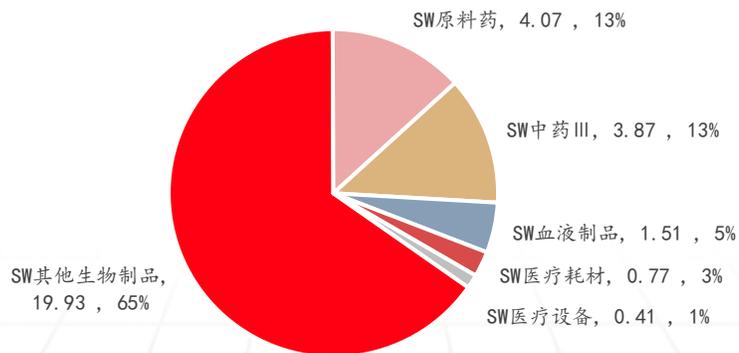
请参阅附注免责声明

图表19：23年医药行业各板块现金分红总额及占比（亿元、%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表20：24年至今医药行业各板块现金分红总额及占比（亿元、%）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（截至2024.04.30）

图表21：23年医药行业个股年度现金分红比例（%）

序号	证券代码	证券简称	申万三级	年度现金分红比例 (%)
1	836433.BJ	大唐药业	中药III	261.1
2	836504.BJ	博讯生物	医疗设备	146.2
3	688217.SH	睿昂基因	体外诊断	126.8
4	603301.SH	振德医疗	医疗耗材	100.7
5	300562.SZ	乐心医疗	医疗设备	94.7
6	000538.SZ	云南白药	中药III	90.5
7	002728.SZ	特一药业	中药III	72.0
8	300294.SZ	博雅生物	血液制品	63.7
9	600211.SH	西藏药业	其他生物制品	60.0
10	300206.SZ	理邦仪器	医疗设备	54.2
11	600750.SH	江中药业	中药III	53.3
12	300841.SZ	康华生物	疫苗	52.1
13	605369.SH	拱东医疗	医疗耗材	51.6
14	301277.SZ	新天地	原料药	50.3
15	300765.SZ	新诺威	原料药	49.5
16	300760.SZ	迈瑞医疗	医疗设备	45.0
17	688293.SH	奥浦迈	其他生物制品	44.6
18	300233.SZ	金城医药	化学制剂	43.4
19	301281.SZ	科源制药	原料药	42.2
20	002275.SZ	桂林三金	中药III	41.8
21	688289.SH	圣湘生物	体外诊断	41.2
22	000661.SZ	长春高新	其他生物制品	39.9
23	301509.SZ	金凯生科	医疗研发外包	39.7
24	300453.SZ	三鑫医疗	医疗耗材	37.1
25	300573.SZ	兴齐眼药	化学制剂	36.9
26	688389.SH	普门科技	体外诊断	36.6
27	600976.SH	健民集团	中药III	35.3
28	430017.BJ	星昊医药	化学制剂	26.0
29	300601.SZ	康泰生物	疫苗	23.3
30	300406.SZ	九强生物	体外诊断	22.4
31	603998.SH	方盛制药	中药III	21.2
32	002880.SZ	卫光生物	血液制品	20.7
33	603387.SH	基蛋生物	体外诊断	18.1
34	688410.SH	山外山	医疗设备	14.9
35	301257.SZ	普蕊斯	医疗研发外包	3.1

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

# 1.4 个股方面：24年初至今化学制剂、中药、耗材及IVD板块标的大幅上涨

- 自2024年1月1日至4月30日，化学制剂板块、中药板块、医疗耗材及体外诊断等板块出现个股大幅上涨的分化行情，其中川宁生物、艾力斯、兴齐眼药、羚锐药业、英诺特年初至今涨幅超40%，表现亮眼。股价涨幅与2024Q1及全年预期正相关性较强，反映出市场在医药板块整体反弹中，更看重业绩确定性和短中期的业绩弹性，预计这一风格将在今年得以延续。

图表22：24年初至今医药行业各细分板块涨/跌幅前五公司行情统计（%）

		原料药		化学制剂		中药		生物制品		医药商业		医疗研发外包		医疗服务		医疗设备		医疗耗材		体外诊断	
涨幅前5	1	富祥药业	20.73	川宁生物	56.90	羚锐制药	48.74	艾迪药业	18.15	国药股份	21.42	诺泰生物	24.65	三博脑科	(1.51)	福瑞股份	17.00	惠泰医疗	29.65	英诺特	45.26
	2	新诺威	13.22	艾力斯	49.02	佐力药业	39.87	特宝生物	15.59	国药一致	21.18	泰格医药	7.53	创新医疗	(3.09)	鱼跃医疗	11.77	健帆生物	23.89	硕世生物	34.60
	3	新和成	13.21	兴齐眼药	42.38	东阿阿胶	39.33	派林生物	7.53	柳药集团	20.45	百诚医药	5.78	华大基因	(14.31)	迈瑞医疗	4.81	英科医疗	18.11	九安医疗	6.42
	4	同和药业	1.90	江苏吴中	33.33	济川药业	30.89	三生国健	6.44	九州通	17.12	泓博医药	(2.46)	ST中珠	(15.12)	理邦仪器	(2.06)	山东药玻	10.08	亚辉龙	4.85
	5	溢多利	1.76	海思科	31.14	江中药业	27.68	安科生物	0.00	老百姓	11.98	成都先导	(9.81)	何氏眼科	(15.88)	锦好医疗	(2.50)	三鑫医疗	4.75	圣湘生物	4.65
跌幅前5	1	河化股份	(40.04)	景峰医药	(47.84)	*ST太安	(78.48)	智飞生物	(42.56)	荣丰控股	(42.83)	美迪西	(48.29)	普瑞眼科	(42.76)	辰光医疗	(44.41)	威高骨科	(38.34)	科华生物	(35.33)
	2	拓新药业	(37.97)	普利制药	(45.40)	长药控股	(47.67)	欧林生物	(42.41)	漱玉平民	(37.98)	药明康德	(39.98)	迪安诊断	(40.78)	阳普医疗	(40.00)	奥精医疗	(35.18)	易瑞生物	(35.07)
	3	宏源药业	(37.26)	海创药业-U	(44.15)	*ST吉药	(42.46)	康为世纪	(39.61)	塞力医疗	(34.72)	药康生物	(36.87)	诺禾致源	(38.73)	奕瑞科技	(38.91)	安杰思	(32.80)	凯普生物	(32.98)
	4	新赣江	(33.93)	上海谊众	(41.53)	龙津药业	(41.30)	金迪克	(38.51)	药易购	(27.47)	毕得医药	(36.74)	金域医学	(38.71)	康众医疗	(36.75)	康拓医疗	(32.06)	科美诊断	(31.14)
	5	九洲药业	(33.42)	亚虹医药-U	(38.59)	*ST大药	(38.38)	沃森生物	(37.43)	达嘉维康	(26.78)	皓元医药	(36.36)	光正眼科	(35.81)	鹿得医疗	(34.18)	洁特生物	(30.80)	仁度生物	(30.08)

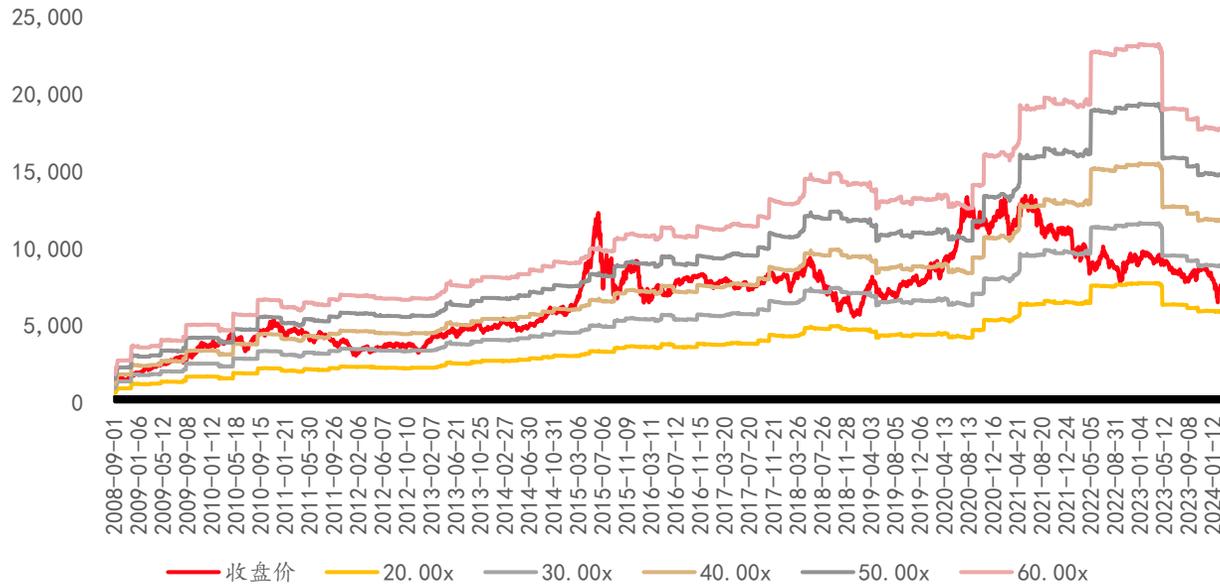
资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.5 板块估值：当前医药生物板块PE处于历史低位，板块基金持仓配置同比增加

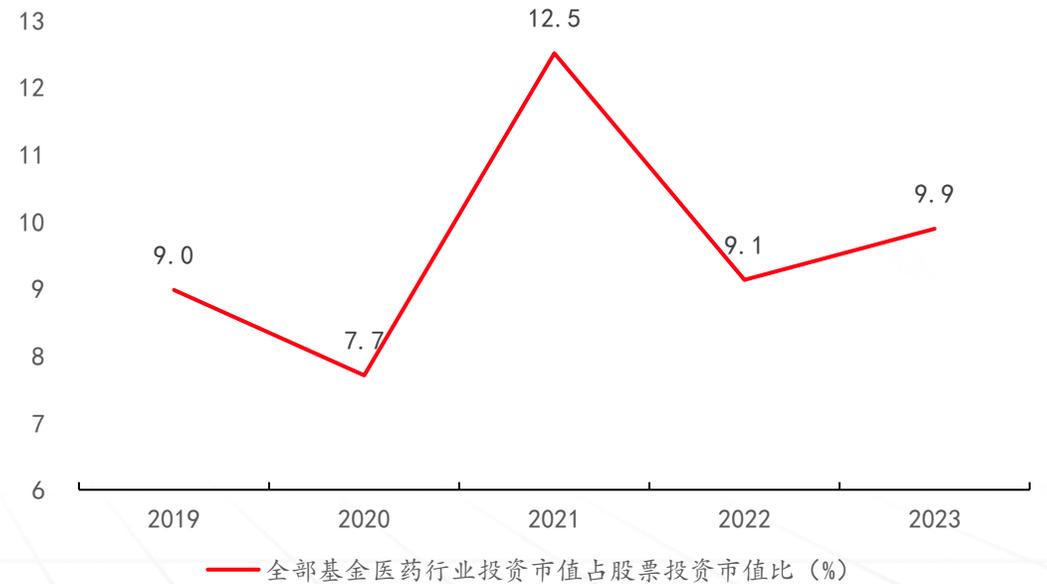
- **当前医药生物板块PE处于历史较低位置。**医药板块历经3年调整，我们对2024年板块保持乐观。从医药生物行业指数（801150.SI）近15年的整体趋势看，板块整体历史平均估值水平PE(TTM)为37.38倍，最高值为74.37倍（2015年6月12日），最低值为20.31倍（2022年9月26日），截至2024年4月30日，生物医药板块PE（TTM）为27.16倍，处于历史低位，估值修复空间较大。
- **板块基金持仓配置同比增加。**截至2023年基金年报，我国全部公募基金对医药行业标的的持仓配置总市值占其股票投资总市值的比重由2022年的9.13%提升至9.89%，同比增长0.76pct，医药板块历经3年调整后重获基金加仓配置，行情有望持续上行。

图表23：当前医药生物板块估值处于历史低位



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表24：医药行业基金持仓配置比例同比提升



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 1.6 基金持仓：利空出尽，医药持仓占比有望反转

- **医药生物板块公募基金持仓占比处于历史低位，与历史最高相差甚远。**整体看，医药生物板块目前公募基金持仓占比较少，2024Q1持仓占比为11.10%，而2020年6月份基金持仓占比高达17.01%。随着医疗行业整顿影响出清，基金持仓占比有望迎来反转。

图表25：医药生物板块公募基金持仓比例较低，仅为11.10%

	2022Q1 (%)	2022Q2 (%)	2022Q3 (%)	2022Q4 (%)	2023Q1 (%)	2023Q2 (%)	2023Q3 (%)	2023Q4 (%)	2024Q1 (%)
医药生物	11.6767	10.2227	9.5382	11.0106	11.1990	11.3953	12.2584	13.6705	11.1025
化学制药	1.2080	0.9128	1.1835	1.5728	1.9085	2.6546	2.5002	3.1318	3.0821
原料药	0.4700	0.1785	0.1825	0.2025	0.1780	0.1360	0.0841	0.1174	0.0702
化学制剂	0.7380	0.7344	1.0011	1.3703	1.7305	2.5186	2.4161	3.0143	3.0119
中药II	0.7768	0.8083	0.7337	0.8961	1.3078	1.7049	1.3654	1.1553	1.0803
中药III	0.7768	0.8083	0.7337	0.8961	1.3078	1.7049	1.3654	1.1553	1.0803
生物制品	1.8066	1.3414	1.1172	1.1817	1.1262	1.0729	1.2301	1.7925	1.3036
血液制品	0.0260	0.0158	0.0307	0.0387	0.0736	0.1280	0.1211	0.3028	0.2896
疫苗	1.4783	0.831	0.7061	0.7557	0.6296	0.5247	0.5976	0.8498	0.4995
其他生物制品	0.3023	0.4946	0.3804	0.3873	0.4229	0.4203	0.5114	0.64	0.5146
医药商业	0.1397	0.1544	0.2402	0.3333	0.4206	0.4112	0.3129	0.3304	0.3332
医药流通	0.0625	0.0430	0.0565	0.0646	0.1316	0.1922	0.1341	0.1124	0.1517
线下药店	0.0772	0.1114	0.1838	0.2688	0.289	0.219	0.1788	0.218	0.1815
医疗器械	2.0866	1.8024	2.4179	2.3164	2.3517	2.5688	2.5973	3.899	3.4814
医疗设备	1.7010	1.3884	1.9427	1.9233	1.8896	1.9192	1.8805	2.7633	2.5268
医疗耗材	0.2947	0.3904	0.4514	0.3463	0.364	0.4994	0.5561	0.7026	0.6047
体外诊断	0.0909	0.0235	0.0237	0.0468	0.0982	0.1502	0.1607	0.4331	0.3499
医疗服务	5.6589	5.2034	3.8457	4.7102	4.0842	2.9828	4.2525	3.3614	1.8219
诊断服务	0.1283	0.1445	0.1255	0.1989	0.3088	0.3156	0.2908	0.3121	0.2164
医疗研发外包	4.7980	3.6877	2.4861	3.0306	2.3935	1.6124	2.8638	2.1905	1.0739
医院	0.7326	1.3675	1.2312	1.4710	1.3714	1.0465	1.0882	0.8478	0.5245
其他医疗服务	0.0000	0.0038	0.0029	0.0097	0.0106	0.0082	0.0097	0.011	0.007

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 1.7 基金配置：24Q1基金重点增持及配置化学制剂、中药等板块

- 我们以全部基金为研究对象计算分析医药行业个股获重仓持有的基金数量以及重仓市值。2024年一季度，环比2023年四季度而言基金重点增持了以化学制剂、中药板块为主的明星标的和以医疗耗材、血制品、其他生物制品、医疗研发外包等板块的潜力标的。其中，科伦药业获重仓持有的基金数增长最多（+82支）、重仓增持市值第二；东阿阿胶获基金重仓持有市值增持变化最多（超25亿元）。

图表26：24年Q1医药个股获全部基金重仓持股数环比增长Top 20

序号	代码	名称	申万三级	24Q1重仓基金数	23Q4重仓基金数	持有基金数环比变化（支）
1	002422.SZ	科伦药业	化学制剂	251	169	82
2	600566.SH	济川药业	中药III	83	34	49
3	000423.SZ	东阿阿胶	中药III	101	56	45
4	600529.SH	山东药玻	医疗耗材	79	40	39
5	300181.SZ	佐力药业	中药III	51	13	38
6	300765.SZ	新诺威	原料药	61	24	37
7	300705.SZ	九典制药	化学制剂	90	62	28
8	603368.SH	柳药集团	医药流通	41	13	28
9	688443.SH	智翔金泰-U	其他生物制品	49	23	26
10	688266.SH	泽璟制药-U	化学制剂	66	42	24
11	688578.SH	艾力斯	化学制剂	28	5	23
12	688575.SH	亚辉龙	体外诊断	38	17	21
13	688488.SH	艾迪药业	其他生物制品	23	2	21
14	688253.SH	英诺特	体外诊断	20	0	20
15	300347.SZ	泰格医药	医疗研发外包	76	57	19
16	301096.SZ	百诚医药	医疗研发外包	38	19	19
17	688192.SH	迪哲医药-U	化学制剂	44	26	18
18	688617.SH	惠泰医疗	医疗耗材	105	89	16
19	300573.SZ	兴齐眼药	化学制剂	77	61	16
20	000403.SZ	派林生物	血液制品	73	57	16

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表27：24年Q1医药个股获全部基金重仓市值环比增长Top 20

序号	代码	名称	申万三级	24Q1持股总市值(万元)	23Q4持股总市值(万元)	重仓持股总市值环比变化(亿元)
1	000423.SZ	东阿阿胶	中药III	566867.0	315592.9	25.1
2	002422.SZ	科伦药业	化学制剂	711270.1	504007.7	20.7
3	600276.SH	恒瑞医药	化学制剂	4287533.7	4174685.6	11.3
4	002223.SZ	鱼跃医疗	医疗设备	371751.8	260111.6	11.2
5	688617.SH	惠泰医疗	医疗耗材	651669.4	551003.2	10.1
6	600062.SH	华润双鹤	化学制剂	91782.3	6592.8	8.5
7	300573.SZ	兴齐眼药	化学制剂	242726.2	159577.5	8.3
8	300705.SZ	九典制药	化学制剂	254542.4	179154.9	7.5
9	688062.SH	迈威生物-U	化学制剂	217472.7	142450.6	7.5
10	688266.SH	泽璟制药-U	化学制剂	117734.1	47007.5	7.1
11	688076.SH	诺泰生物	医疗研发外包	150951.6	82568.4	6.8
12	000999.SZ	华润三九	中药III	371020.5	304280.0	6.7
13	600566.SH	济川药业	中药III	106326.7	44612.3	6.2
14	1177.HK	中国生物制药	化学制剂	77645.0	21346.6	5.6
15	600422.SH	昆药集团	中药III	104106.5	48828.4	5.5
16	002653.SZ	海思科	化学制剂	145783.5	91537.2	5.4
17	301096.SZ	百诚医药	医疗研发外包	99211.3	46788.2	5.2
18	600529.SH	山东药玻	医疗耗材	125068.5	74315.9	5.1
19	000403.SZ	派林生物	血液制品	236701.5	187272.7	4.9
20	600285.SH	羚锐制药	中药III	101174.6	51908.1	4.9

资料来源：Wind、中邮证券研究所

二

## 创新药产业链：业绩平稳增长，研发投入稳步增加

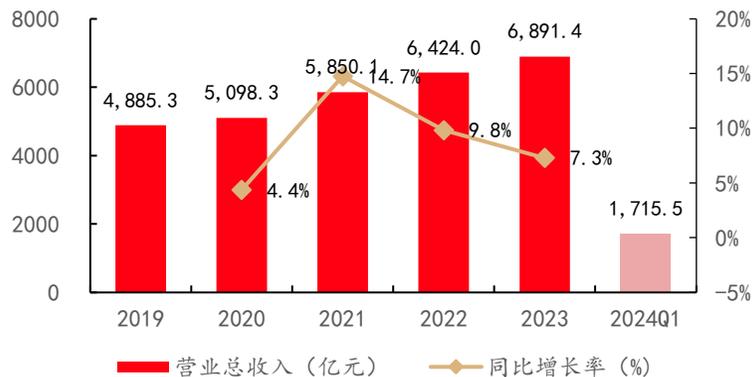
## 2.1 创新药板块回顾：业绩平稳增长，降本增效持续推进，研发投入稳步增加

■ **23年全年创新药板块业绩平稳增长**：2023年全年创新药板块整体收入增速为7.28%、归母净利润增速为-1.20%，营业收入维持平稳增长态势；归母净利润主要受疫情、医疗行业整顿等外部因素对创新药公司研发、出海及商业化推广造成一定的影响，自22年起同比下降，但23年归母净利润增速恢复趋势显著。

■ **降本增效持续推进**：2023年全年创新药板块销售毛利率同比提升2.75个百分点，销售费用率同比下降2.21个百分点，毛利率提升及销售费用率持续下降主要系公司持续推进降本增效工作，向精细化运营及高效率投入产出的商业模式转变。

■ **研发投入稳步增加**：23年全年创新药板块研发费用率同比提升0.65个百分点，自2019年来连续五年稳步增长，表明创新药企业以中长期发展视角经营企业，持续加大对创新药物的开发和研究，未来有望持续提升创新药竞争力和企业创新研发能力，形成商业化兑现。

图表28：2023年创新药板块整体营业收入统计



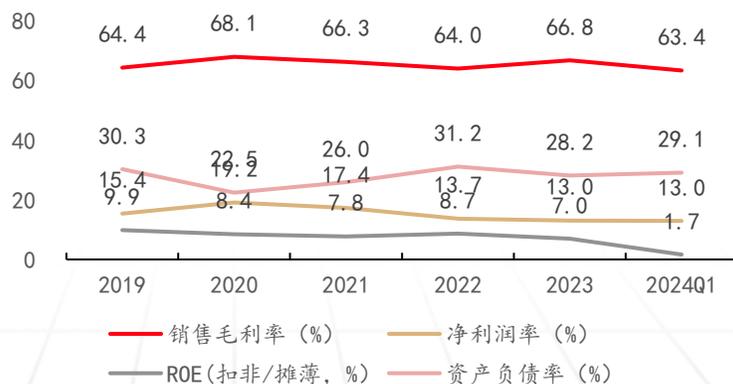
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表29：2023年创新药板块整体归母净利润统计



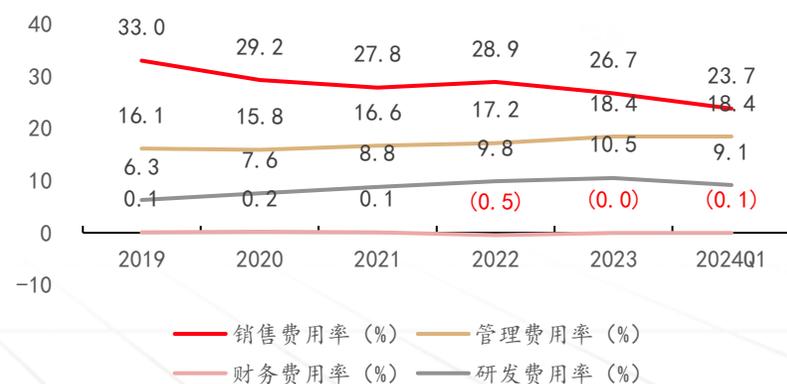
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表30：2023年创新药板块降本增效持续推进



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表31：2023年创新药板块研发投入持续增加

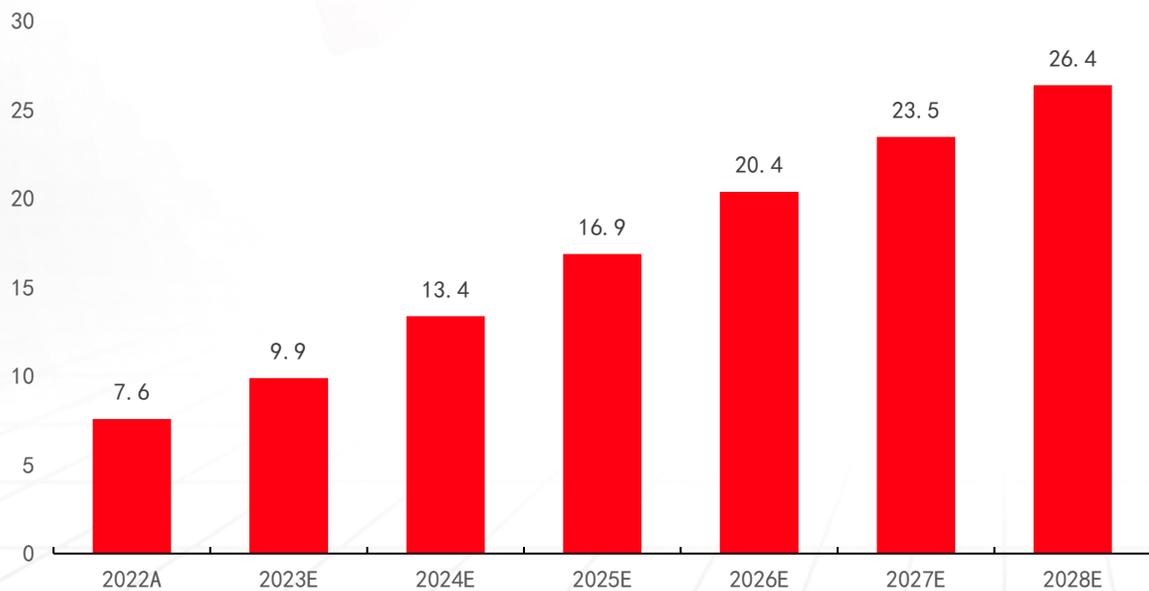


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.2 ADC市场空间有望快速增长，ADC商业化兑现加速

- **ADC市场空间有望快速增长，ADC商业化兑现加速。** 抗体-药物偶联物（ADC）已成为肿瘤学中一种关键的治疗方式，与多种适应症的标准化疗相比，其临床优势更为明显。预计到2028年，已获批的ADC和处于III期开发的ADC的收入将达到260亿美元。
- **目前全球已有15款ADC药物获批上市**，分别是辉瑞的Mylotarg、Besponsa，罗氏的Kadcyla、Polivy，阿斯利康的Lumoxiti、Enhertu，Seagen/武田制药的Adcetris，Seagen/安塞泰来的Padcev，Seagen/Genmab的Tivdak，葛兰素史克的Blenrep，吉利德的Trodelvy，Rakuten Medical的Akalux，ADC Therapeutics的Zynlonta，荣昌生物的爱地希，以及ImmunoGen/华东医药的Elahere；治疗领域涉及淋巴瘤、白血病、乳腺癌、多发性骨髓瘤、乳腺癌、头颈癌、尿路上皮癌等。

图表32：全球已获批及III期ADC药物销售额预测（十亿美元）



资料来源：Patrick Flynn, Smruthi Suryaprakash, Dan Grossman, Val Panier & John Wu. 《The antibody-drug conjugate landscape》、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表33：全球已上市的15款ADC创新药

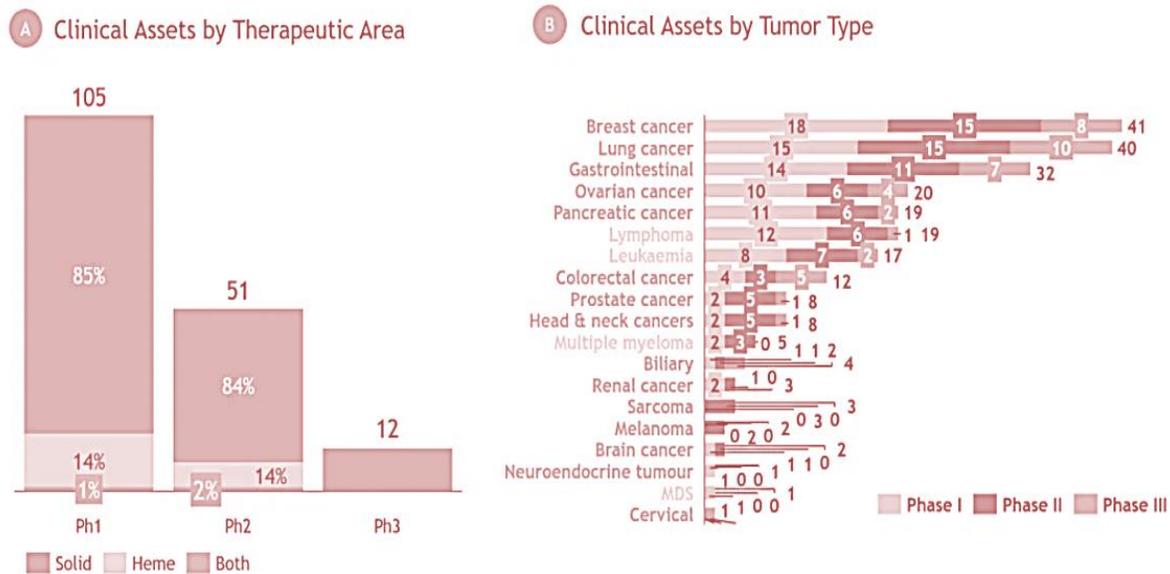
商品名	药物名称	主要企业	全球首次获批时间	国内研发进度	靶点	适应症
Mylotarg	Gemtuzumab Ozogamicin	辉瑞	2000/05-首次获批	无申报	CD33	白血病
			2010/06-撤市			
			2017/09/01-再获批			
Adcetris	Brentuximab Vedotin (维布妥单抗)	Seagen/武田	2011/8/19	批准上市	CD30	霍奇金淋巴瘤
Kadcyla	Trastuzumab Emtansine (恩美曲妥珠单抗)	罗氏	2013/2/22	批准上市	HER2	乳腺癌
Besponsa	Inotuzumab Ozogamicin (奥加伊妥珠单抗)	辉瑞	2017/6/28	批准上市	CD22	白血病
Lumoxiti	Moxetumomab Pasudotox	阿斯利康	2018/9/13	无申报	CD22	白血病
Polivy	Polatuzumab Vedotin	罗氏	2019/6/10	申请上市	CD79b	淋巴
Padcev	Enfortumab Vedotin	Seagen/安塞泰来	2019/12/18	III期临床	nectin-4	尿路上皮癌
Enhertu	Trastuzumab Deruxtecan	第一三共/阿斯利康	2019/12/20	申请上市	HER2	乳腺癌
Trodelvy	Sacituzumab Govitecan	Innovo medicines (吉利德)	2020/4/22	批准上市	HER2	乳腺癌
Blenrep	Belantamab Mafodotin	GSK	2020/8/5	III期临床	BCMA	多发性骨髓瘤
			2022/11/22撤市			
Akalux	Cetuximab Saratolacan	Rakuten Medical	2020/9/25	无申报	EGFR	头颈癌
Zynlonta	loncastuximab tesirine	ADC Therapeutics	2021/4/23	III期临床	CD19	B细胞淋巴瘤
爱地希	维迪西妥单抗	荣昌生物	2021/6/8	批准上市	HER2	胃癌
Tivdak	tisotumab vedotin	Genmab/Sea gen	2021/9/20	申报临床	Tissue factor	宫颈癌
Elahere	mirvetuximab	ImmunoGen/华东医药	2022/11/14	III期临床	FRa	卵巢癌

资料来源：药融云、中邮证券研究所

## 2.2 ADC在研管线以血液瘤为主、靶点独特丰富，针对多瘤种治疗布局全面

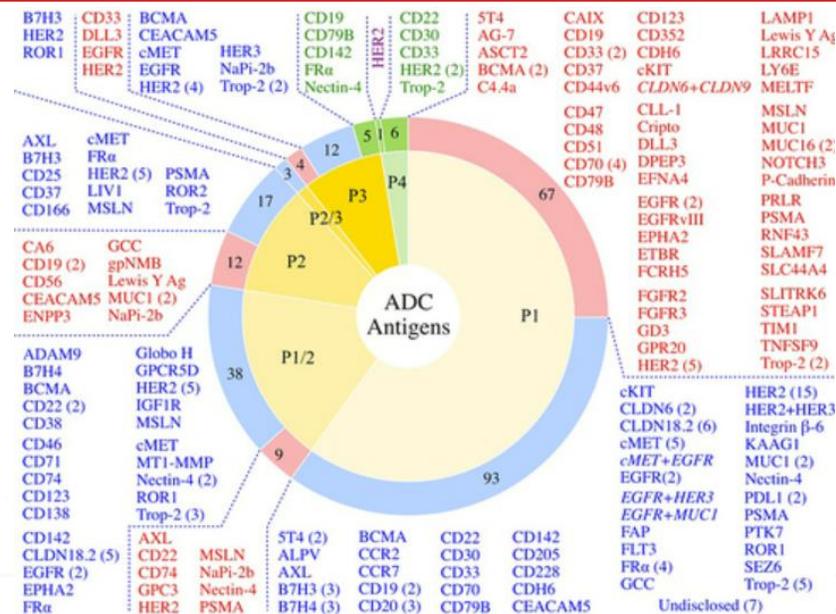
- **ADC在研管线以血液瘤为主，针对多瘤种治疗布局全面。** 根据BCG对下一代ADC药物研发的汇编整理，包含182个已获批准或正在全球临床开发中的抗体药物结合物（ADC）管线数据表明，ADC目前主要针对血液瘤进行研发，进入III期的ADC药物适应症基本为血液瘤，II期临床ADC药物中84%针对血液瘤、14%针对实体瘤，I期临床ADC药物中85%针对血液瘤、14%针对实体瘤。同时，ADC药物针对多适应症布局，其中乳腺癌、肺癌瘤种、胃肠癌、卵巢癌等瘤种ADC在研管线超20个。
- **ADC靶点独特丰富，有望成为攻克肿瘤的最重要手段之一。** 总体而言，在临床中有61个独特的靶点正在研究约90%的靶点是在癌细胞上高表达的抗原，约10%的靶点与肿瘤微环境的独特特征相关。例如，Pyxis Oncology的PYX-201靶向纤维连接蛋白是癌相关成纤维细胞高度分泌的一种细胞外蛋白。

图表34：61个在研ADC独特靶点按肿瘤类型计、按病种计



资料来源：Patrick Flynn, Smruthi Suryaprakash, Dan Grossman, Val Panier & John Wu. 《The antibody–drug conjugate landscape》、中邮证券研究所

图表35：临床试验中在研ADC靶点分布图



资料来源：Heather maecher, Vidya Jonnalagadda. 《Exploration of the antibody–drug conjugate clinical landscape》、中邮证券研究所

## 2.2 ADC药物授权交易如火如荼，国内ADC创新药license-out有望加速

- **ADC医药授权交易如火如荼，国内ADC创新药license-out有望加速。** 2019年3月起，阿斯利康与第一三共连续达成两笔重磅ADC交易；近些年DS-8201的频繁动态更新，不断刷新ADC记录。国内ADC行业掀起了一轮交易热潮，2022年ADC相关交易高达22笔；科伦和荣昌等企业成功签订超10亿美元的海外授权交易。2023年3月13日，辉瑞宣布430亿美元的总价收购ADC（抗体偶联药物）龙头药企Seagen，一举刷新ADC领域全球并购金额纪录。2023年，全球ADC交易如火如荼，交易次数多达数十起，包括并购和合作授权，其中最高交易总金额达430亿美元。

图表36：历年ADC药物交易金额及交易数量统计（百万美元、次）



资料来源：医药魔方NextPharma数据库、中邮证券研究所

图表37：2023年全球ADC交易TOP10

时间 (2023年)	授权方	被授权方	交易类型	交易总金额 (亿美元)	授权产品
3月13日	Seagen	辉瑞	收购	430	/
10月19日	第一三共	默沙东	合作协议	220	HER3 ADC、B7-H3 ADC和CDH6 ADC
11月30日	ImmunoGen	艾伯维	收购	101	/
12月11日	百利天恒	BMS	合作协议	84	EGFR/HER3双抗 ADC
5月7日	百力司康	卫材	合作协议	20	HER2 ADC
12月20日	翰森制药	GSK	合作协议	17.1	B7-H3 ADC
12月26日	LegoChem	强生	合作协议	17	Trop-2 ADC
4月3日	映恩生物	BioNTech	合作协议	16.7	HER2 ADC、B7-H3 ADC
10月20日	翰森制药	GSK	合作协议	15.7	B7-H4 ADC
10月30日	恒瑞医药	默克	合作协议	15.3	PARP+CLDN 18.2 ADC (选择权)

资料来源：药智网、各大公司官网、中邮证券研究所

## 2.2 创新药产业链：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	46.16	43.02	54.16	64.91	78.31	10.14%	25.87%	19.86%	20.64%	67.06	54.37	45.36	37.6
688235.SH	百济神州	133.31	-67.16	-45.09	-13.46	16.52	50.77%	32.86%	70.14%	222.70%	-28.05	-40.17	-134.54	109.64
688180.SH	君实生物	30.14	-22.83	-12.83	-3.74	5.70	4.38%	43.83%	70.83%	252.35%	-18.06	-23.16	-79.41	52.12
300759.SZ	康龙化成	19.75	16.01	17.36	20.65	23.52	16.48%	8.40%	18.97%	13.88%	32.34	20.34	17.1	15.01
2269.HK	药明生物	13.96	34.00	39.54	47.74	55.97	-23.09%	16.30%	20.74%	17.25%	33.82	13.94	11.55	9.85

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### ■ 弹性标的

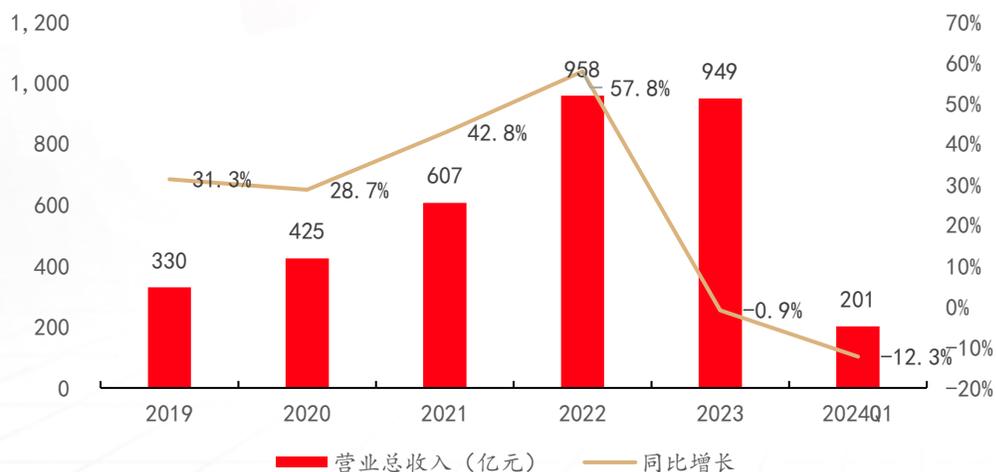
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002019.SZ	亿帆医药	13.24	-5.51	5.54	7.81	9.89	-388.19%	200.56%	40.94%	26.58%	-32.88	29.29	20.78	16.42
688331.SH	荣昌生物	55.55	-15.11	-10.34	-6.03	-0.36	-51.30%	31.55%	41.74%	94.01%	-22.35	-29.23	-50.18	-837.74
2157.HK	乐普生物	6.41	-0.22	-3.50	-1.12	2.72	96.79%	-1484.00%	68.00%	342.86%	-288.43	-28.18	-88.05	36.26
2696.HK	复宏汉霖	16.6	5.46	6.26	7.58	10.13	178.53%	14.71%	20.98%	33.67%	12.62	13.35	11.04	8.26

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- **CXO：大订单影响逐步减小，行业增长有望恢复。** 2023年CXO行业营业总收入合计为949亿元，同比微跌0.91%；2024Q1行业营业总收入合计201亿元，同比减少12.32%，公共卫生事件相关大订单减少，行业逐步修复至常规增长。2023年CXO行业归母净利润合计为181亿元，同比减少18.31%；2024Q1行业归母净利润合计29亿元，同比减少41.04%，前期成本投入导致利润端与收入端的增速不匹配，后续有望逐步消除。

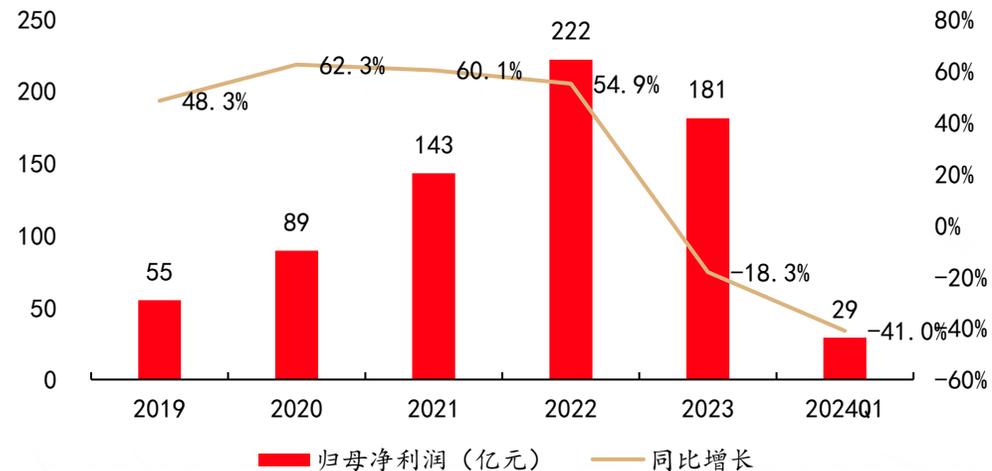
图表38：CXO行业收入增速放缓



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

注：CXO行业数据选取申万医药生物行业中医疗研发外包分类中相关标的。

图表39：CXO行业归母净利润下降幅度大于收入端

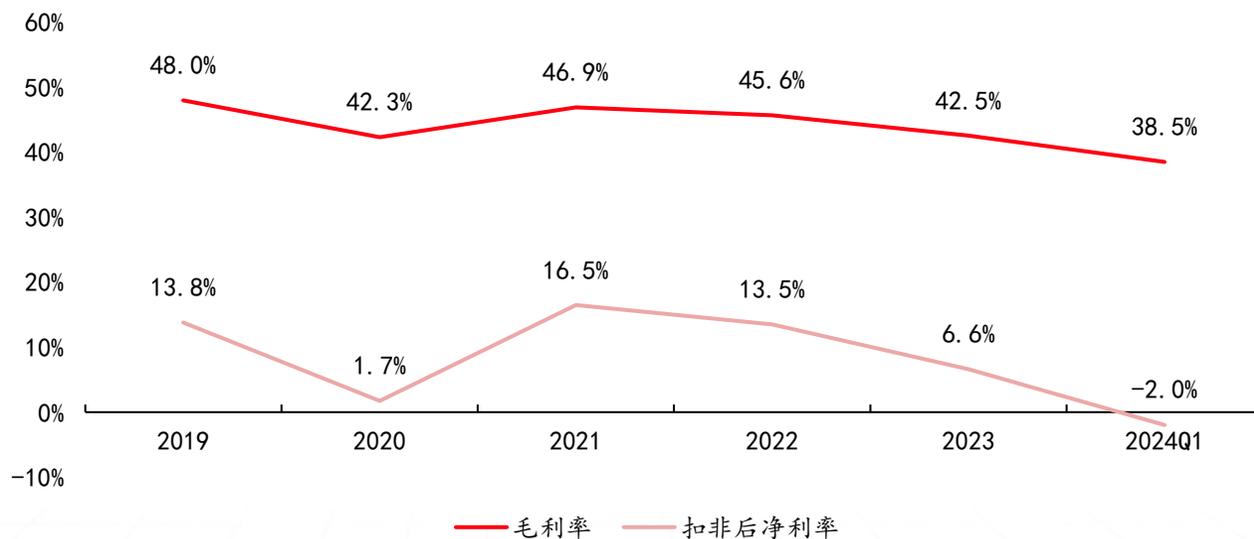


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- **CXO：毛利率和扣非净利率波动变化。** 2023年CXO行业毛利率为42.53%，同比减少3.1pct；扣非后净利率为6.61%，同比减少6.87pct。2024年一季度CXO行业毛利率与净利率有所下滑，我们认为，行业正在消化前期的成本投入，行业毛利率及扣非后净利率有望在中长期逐步回升。

图表40：CXO行业毛利率及扣非后净利率有所波动



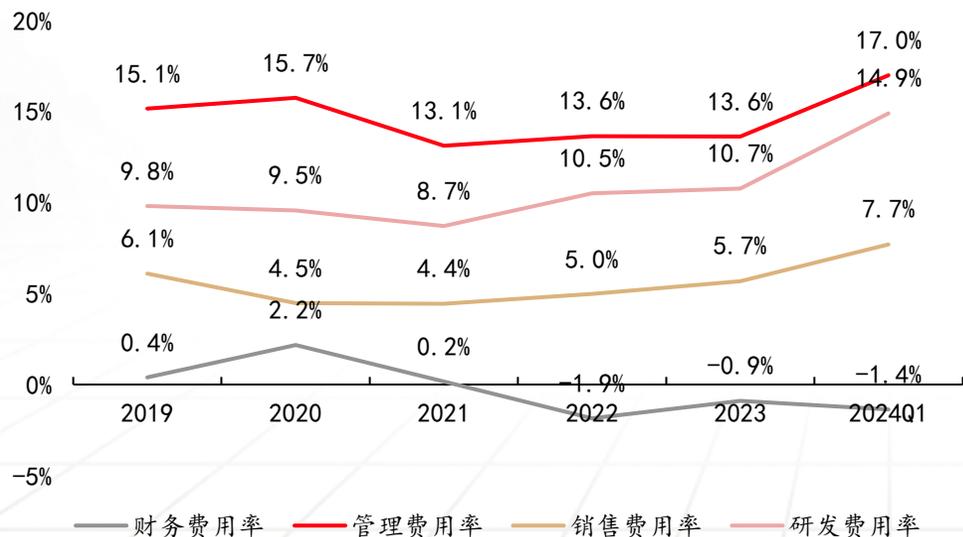
注：CXO行业数据选取申万医药生物行业中医疗研发外包分类中相关标的。

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

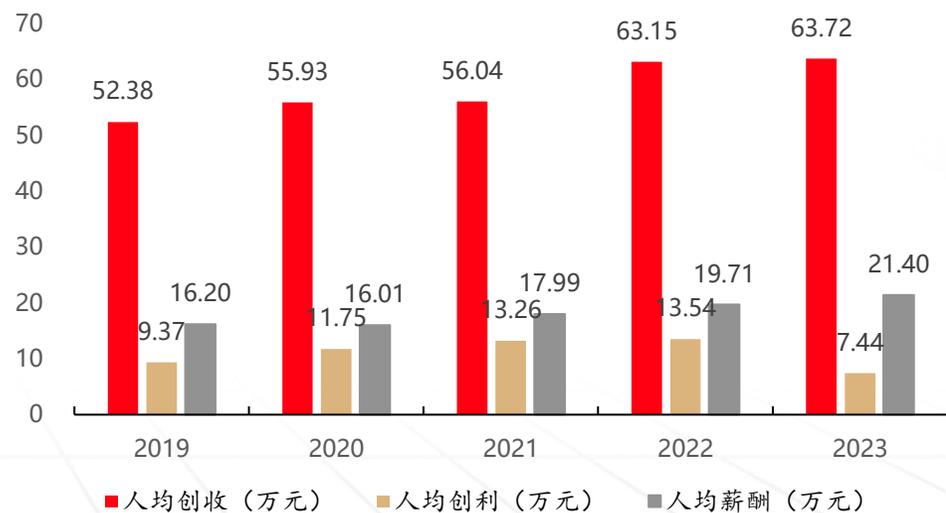
- **费用率水平稳态波动。**2023年CXO行业管理费用率、销售费用率和研发费用率分别为13.61%、5.67%、10.75%，同比下降0.03pct、上升0.71pct、上升0.25pct；从2024年一季度来看，费用率水平有所提升。受到大订单影响以及行业预期影响，费用率前期上升，2022-2023年逐步企稳，2024年一季度呈现季节性波动。
- **人均创收持续增长，人均创利有所下降。**2023年CXO行业人均创收63.72万元，同比提升0.57万元，人均创利7.44万元，同比减少6.09万元。毛利的下降与费用的上升导致人均创利有所下滑，后续成本管控和费用控制有望提升行业整体人均创利水平。

图表41：CXO费用投入上升



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表42：CXO行业人均创收持续增长



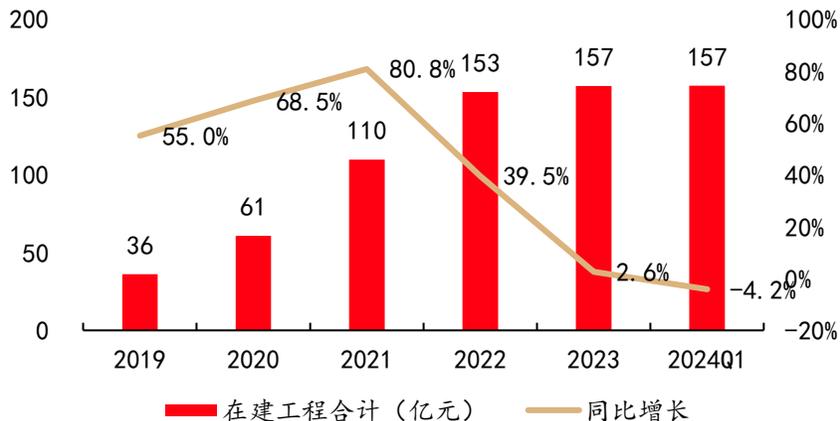
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

■ 行业整体固定资产投资趋于平缓，部分CXO公司投入持续。从行业整体情况来看，自2023年起，CXO行业在建工程及固定资产增长速度有所放缓，可能的原因是受到大订单预期减少和行业竞争等多方面因素影响。

■ 另一方面，部分头部CXO企业产能投入持续。2023年康龙化成在建工程为26.33亿元，同比增长58%；凯莱英在建工程为13.31亿元，同比增长24%；九洲药业在建工程为11.16亿元，同比增长40%。

图表43：CXO在建工程增长趋于平缓



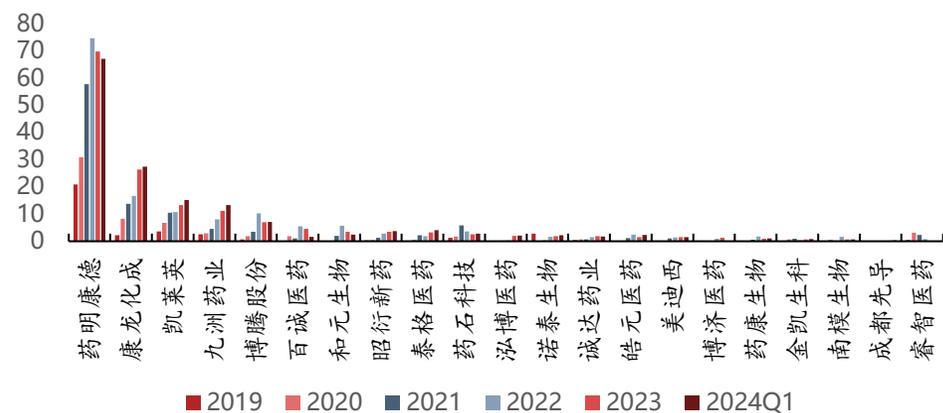
注：CXO行业数据选取申万医药生物行业中医疗研发外包分类中相关标的。  
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表45：CXO固定资产增长趋于平缓



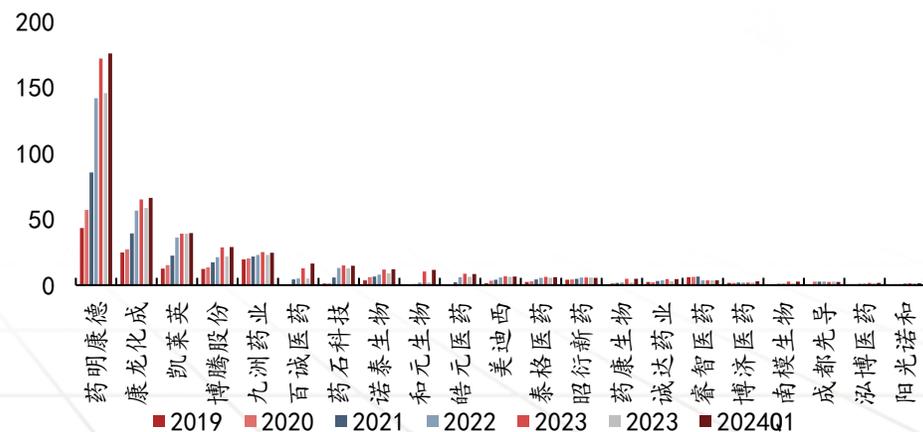
注：CXO行业数据选取申万医药生物行业中医疗研发外包分类中相关标的。  
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表44：部分CXO公司在建工程（亿元）持续增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表46：部分CXO公司固定资产（亿元）持续增长

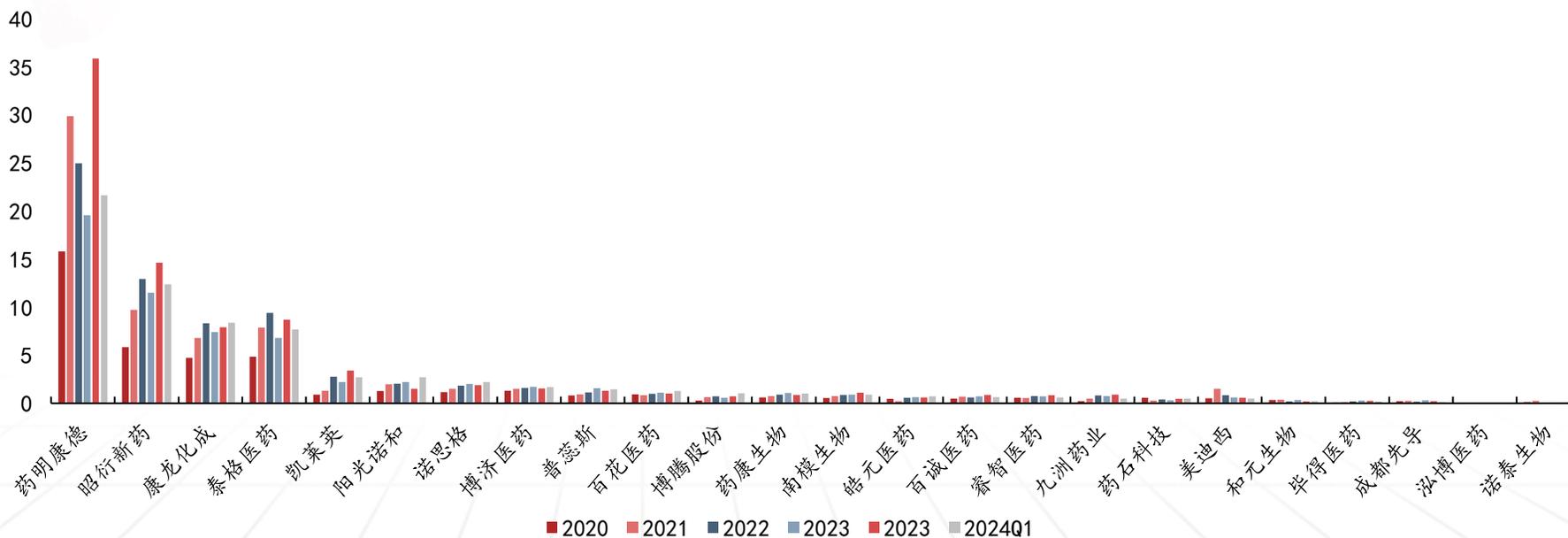


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- 合同负债为CXO企业后续发展提供业绩储备。我们注意到，受到大订单变化及行业竞争影响，各公司合同负金额在各年度间呈现一定的波动性。具体来看，一季度合同负债增速超过10%的公司有：阳光诺和2.7亿，同比增长77.2%；诺思格2.23亿，同比增长17.3%；博腾股份1.05亿，同比增长42.9%；普蕊斯1.47亿，同比增长12.2%；百花医药1.28亿，同比增长26.3%；药康生物1.03亿，同比增长16.3%；皓元医药0.73亿，同比增长19.1%；合元生物0.23亿，同比增长20.8%；泓博医药0.02亿，同比增长31.3%；诺泰生物0.13亿，同比增长81.0%。

图表47：CXO公司合同负债（亿元）呈现波动

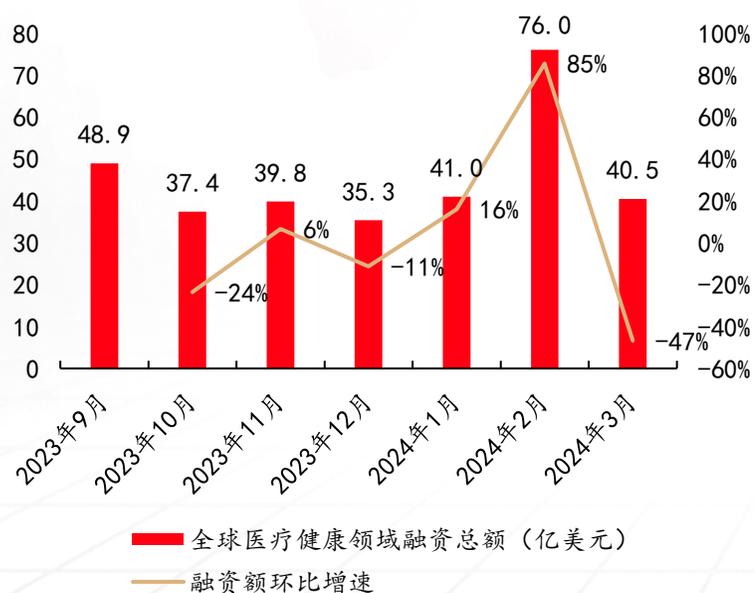


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

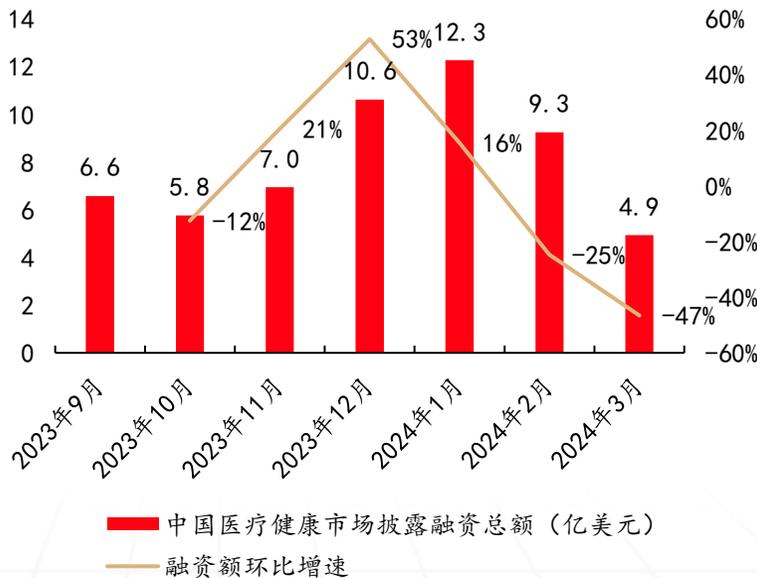
- **欧美一级市场融资额出现回暖迹象。**2024年3月，全球医疗健康领域共发生162起融资事件（不包括IPO、定向增发等），披露融资总额近40.46亿美元（约290.44亿人民币）。其中，国内市场共发生54起融资事件，披露融资总额约4.94亿美元。从月度环比数据来看，全球医疗健康融资额与国内医疗健康融资呈现月度波动，宏观层面未见明显上升趋势。然而，细观北美和欧洲一级市场融资额情况，2024年3月出现显著上升，提示回暖复苏可能。

图表48：全球医疗健康融资额呈现波动



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

图表49：国内医疗健康融资额静待拐点



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

图表50：欧美一级市场融资额3月回升



注：统计范围为北美与欧洲一级市场融资  
资料来源：动脉网、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- **CXO：估值处于历史底部，建议积极布局。**从估值水平来看，目前多家CXO龙头标的已经处于20X以下估值水平，属于历史较低位置。随着行业不利因素逐步消除，从长期维度来看，CXO行业整体估值处于历史底部，建议积极布局。

图表51：CXO行业估值合理

标的	PE			PEG		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
CXO平均	24.08	19.17	17.39	0.59	0.74	0.84
凯莱英	22.00	17.54	15.04	-0.55	0.69	0.91
泰格医药	21.92	18.63	15.65	2.23	1.05	0.82
博腾股份	39.47	22.33	26.59	-4.73	0.29	-1.66
博济医药	44.20	31.25	24.17	0.24	0.75	0.83
药石科技	30.63	24.92	20.17	1.54	1.09	0.85
康龙化成	18.64	15.67	13.76	2.22	0.83	0.99
百诚医药	21.10	15.72	11.87	0.58	0.46	0.37
泓博医药	43.92	33.40	28.99	0.29	1.06	1.90
普蕊斯	16.58	13.10	11.51	0.61	0.49	0.84
诺思格	25.72	20.77	17.39	2.18	0.87	0.90
昭衍新药	26.34	21.78	19.34	1.43	1.04	1.53
药明康德	12.85	11.32	10.08	5.05	0.84	0.82
九洲药业	11.35	9.46	9.38	0.45	0.47	11.38
药康生物	24.85	19.71	17.16	0.75	0.75	1.16
毕得医药	19.57	14.91	16.60	0.34	0.48	-1.64
诺泰生物	56.14	39.98	29.68	1.41	0.99	0.85
皓元医药	23.19	15.16	18.97	0.29	0.29	-0.94
美迪西	35.57	26.11	29.58	0.06	0.72	-2.52
成都先导	117.80	94.89	70.74	7.84	3.93	2.07
和元生物	-56.17	-2,641.53	256.82	-1.57	-26.99	0.23
南模生物	78.13	41.28		0.33	0.46	
阳光诺和	23.30	17.24	13.70	0.46	0.49	0.53

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（盈利预测来自iFinD一致预期，数据截止日期为2024.05.05）

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- CXO：行业逻辑逐渐清晰，龙头价值凸显。**  
 价格竞争可能会淘汰掉现金流不充裕的小企业，而行业龙头具备研发实力优势、资金优势、品牌优势、有望在行业供给端改革过程中保持竞争力、强者恒强。
- 关注在手订单增速持续、经营情况稳健向好标的。** 在经历过大大订单业绩短期释放后，行业逐渐回归稳健增长。博济医药、阳光诺和、诺泰生物、普蕊斯等标的订单增速持续增长。此外，泰格医药、药康生物等海外业务呈现出增长趋势。
- 新兴业务领域有望为行业带来增量。** 在多肽、寡核苷酸、小核酸药物、ADC产业链等研发活跃的新兴业务领域，药明康德、诺泰生物等公司产能不断投入，行业增长趋势显著。

图表52：CXO重点公司投资逻辑明晰

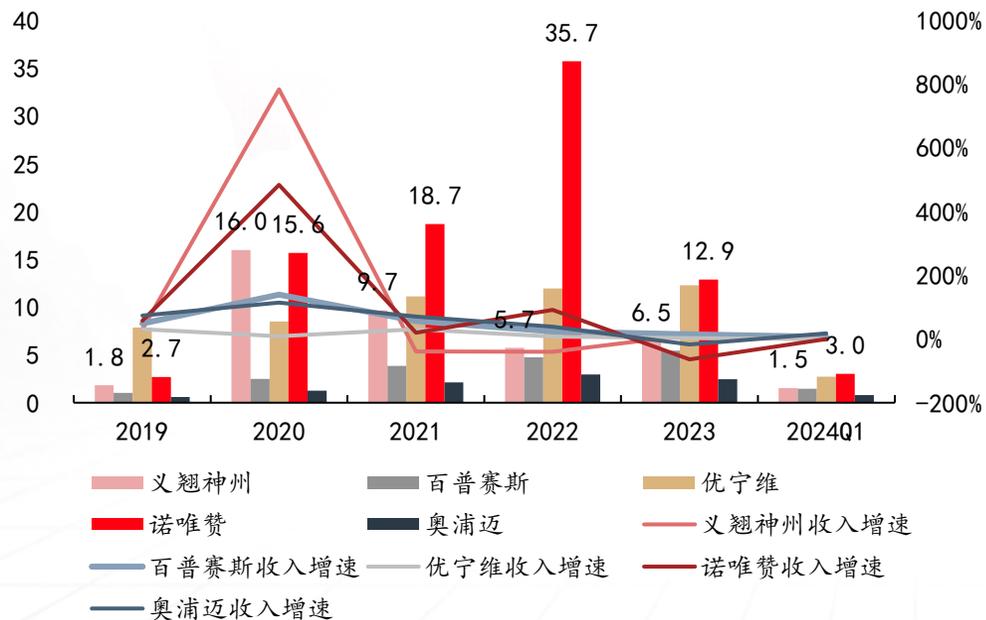
标的	2023		2024Q1		投资要点
	收入增速	扣非净利润增速	收入增速	扣非净利润增速	
凯莱英	-23.7%	-34.9%	-37.8%	-58.9%	费用管理成效初显，订单增长显著，预计2025年进入大规模商业化期，业绩增长可期。
泰格医药	4.2%	-4.0%	-8.0%	-20.5%	2023年在跨国药企药企及本土大药企中获得较好增长。新订单中跨国药企和本土药企占比显著增加，美国和澳洲订单强劲，国内biotech温和复苏。预计二季度扣非净利润环比增长，公司业务发展持续向好。
博腾股份	-47.9%	-87.5%	-50.8%	-131.6%	全面变革释放业绩活力，包括营销变革、成本费用结构优化、业务资产组合变化和管理优化。随着新兴业务的占比逐渐提高，产能利用率有望进一步回升。
博济医药	31.2%	-24.2%	62.1%	103.3%	中药订单显著增长，收入有所释放。GLP-1大订单有望带动公司整体增长，海外布局也有助公司开拓新市场增量。全年订单目标完成概率大。
药石科技	8.2%	-33.8%	-1.6%	-0.6%	费用管控效果显著，一季度净利润率有所提升。新兴业务保持较快增长。公司将不断加强与全球前二十大药企的合作，增强欧洲和日韩地区的销售力量。
康龙化成	12.4%	6.5%	-2.0%	-46.0%	全年预计将呈现逐渐恢复的趋势，海外订单拉动公司新签订单快速增长。今年下半年CMC板块会预期有一些增长预期。
普蕊斯	29.6%	70.6%	17.4%	7.7%	项目数量增长显著，团队人数不断增加。2021-2023年公司累计项目数从1900余项增长至3000余项，在执行项目数从1102项增长至1832项。2023年与今年一季度员工人数不断增加。2023年公司新签不含税合同金额12.92亿元，同比增长23.89%；公司存量不含税合同金额为18.81亿元，同比增长24.97%。行业集中度提升，公司业绩增长可期。
诺思格	13.2%	26.9%	10.2%	-18.4%	公司持续布局创新临床试验技术，并积极扩大全球布局。2023年度新增合同金额9.76亿元，同比增长20.01%。2023年限制性股票激励计划彰显公司发展信心。
药明康德	2.5%	16.8%	-11.0%	8.9%	新药研发早期订单趋势企稳，生物安全法案影响逐渐消除。多肽产能进一步增加，2023年增加的2.2万升固相合成产能，并且公司有新的扩产计划。
药康生物	20.5%	5.0%	12.0%	2.7%	公司处于业务扩张期，将持续高强度的研发投入，并加大对于海外市场的开拓力度。海外收入快速增长可期。产能不断释放，整体产能接近28万笼。
诺泰生物	58.7%	102.3%	71.0%	179.7%	多肽药物及小分子化药的自主研发和定制生产领域领军企业。目前多肽原料药产能已达到吨级以上，公司同步规划新建多肽生产车间，预计2025年底多肽原料药产能将达数吨级。自2021年起，公司毛利率持续提升，显示出强劲竞争力与稳健的经营能力。
阳光诺和	37.8%	26.7%	8.5%	41.7%	2023年公司新签订单15.04亿元，同比增长36.50%，累计存量订单25.66亿，同比增长28.69%。预计公司2024年订单数将持续保持强劲增长。

资料来源：iFinD、公司公告、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

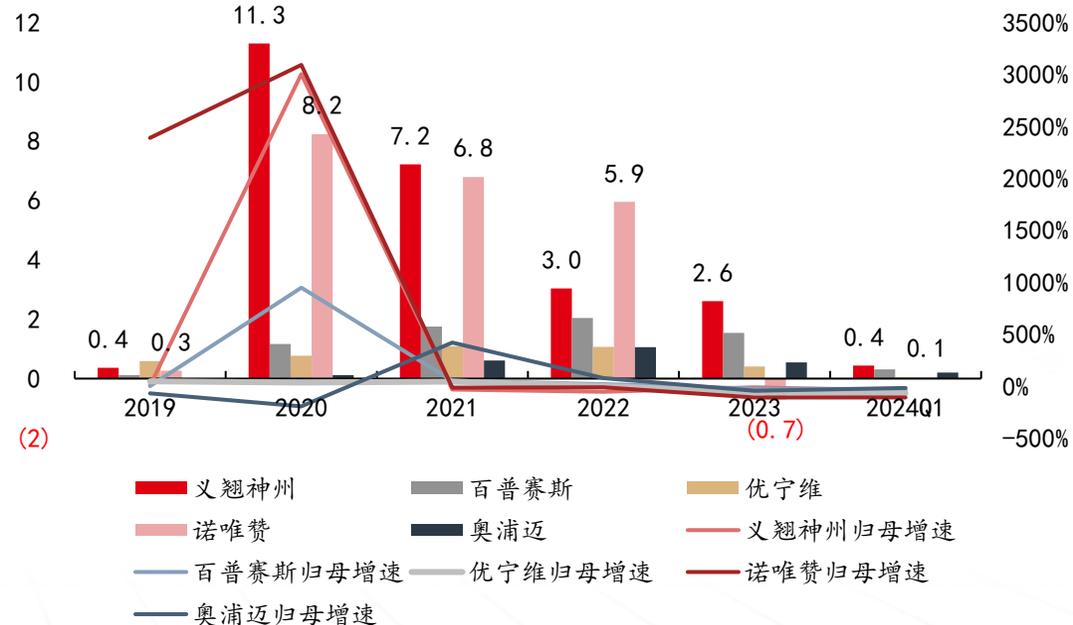
- **生物科研试剂：收入与归母净利润逐渐恢复。**在消化公共卫生事件所带来的收入增长后，生命科学试剂收入与归母净利润增速逐渐恢复。从趋势上看，今年一季度收入与归母净利润增速依然在底部波动，期待行业整体业绩的筑底回升。

图表53：生物科研试剂相关标的收入变化趋缓(亿元，%)



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表54：生物科研试剂相关标的归母净利润增速逐步修复(亿元，%)

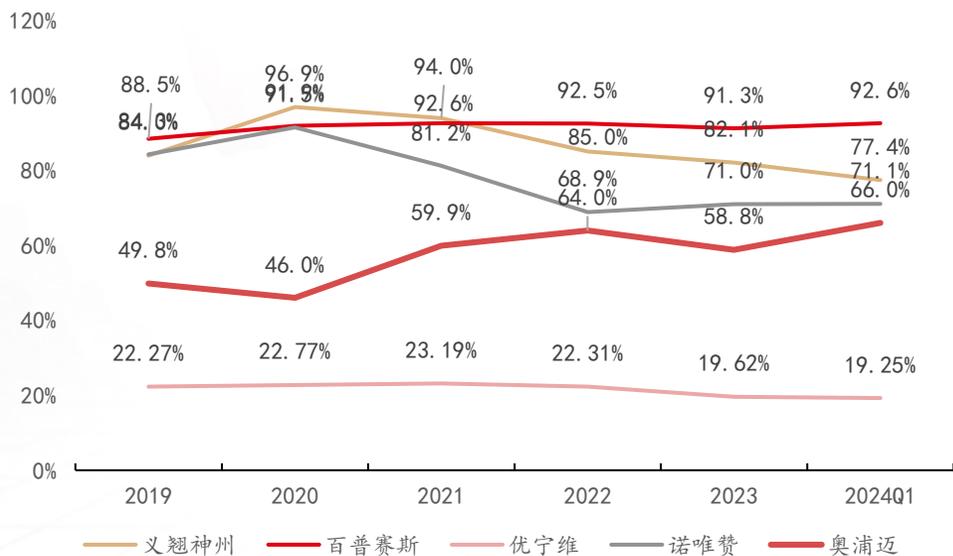


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

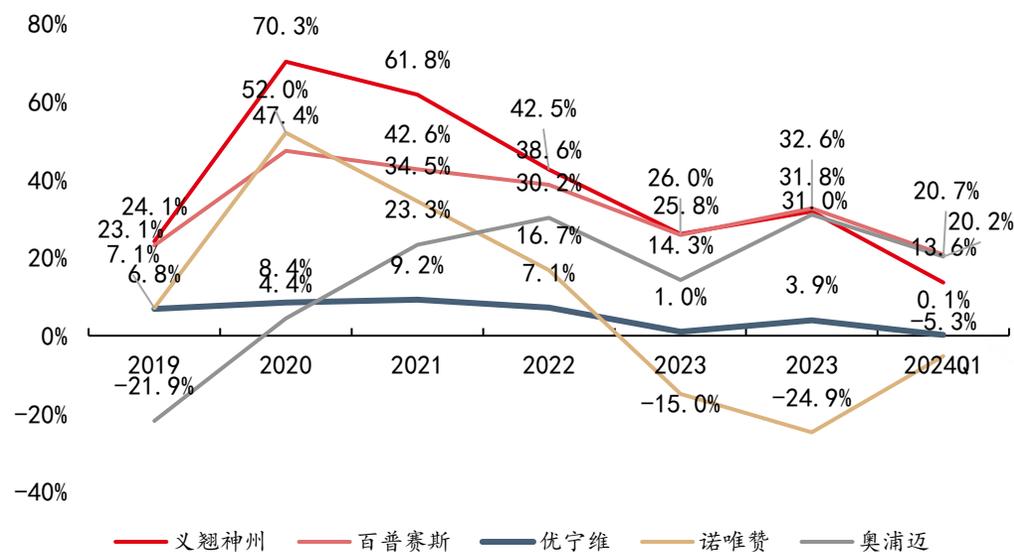
- **生物科研试剂：毛利率水平企稳，扣非后净利率略有波动。**目前生物科研试剂相关标的毛利率逐渐修复，走势趋向于稳定，其中，百普赛斯、诺唯赞、奥浦迈等标的毛利率呈现上升趋势。而就扣非后净利率而言，受到行业竞争、汇率波动以及费用投入的影响，整体有所波动。

图表55：生物科研试剂相关标的毛利率企稳



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表56：生物科研试剂相关标的扣非后净利率略有波动



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- **生物科研试剂：板块估值合理，长期发展可期。**作为生命科学研究和开发的基础材料，生物科研试剂是科研活动中不可或缺的易耗品。近期，多个地区出台全链条支持生物医药创新相关政策，有望拉动创新研发的需求，从而带动科研试剂行业的增长，行业有望迎来拐点，值得关注。

图表57：生物科研试剂重点标的估值合理

标的	PE			PEG		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
生物试剂平均	42.10	29.90	27.63	1.84	1.03	1.02
义翘神州	32.42	27.94	29.29	4.04	1.74	-6.37
百普赛斯	25.93	20.62	17.57	1.58	0.80	1.01
优宁维	50.05	37.90	29.48	1.59	1.18	1.03
诺唯赞	60.02	33.14	34.20	0.17	0.41	-10.97
奥浦迈	37.72	26.28	22.60	0.33	0.60	1.39

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（盈利预测来自iFinD一致预期，数据截止日期为2024.05.05）

## 2.3 CXO&生物科研试剂：不利因素逐步消除，常规业务稳步增长

- **生物科研试剂：**国内生物试剂公司各具特色，站在当前时点，业务修复趋势明显的标的有望优先消化完公共卫生事件影响。此外，随着海外生物医药投融资转暖，百普赛斯、奥浦迈等海外布局不断加强的企业也将打开新的增长曲线，获得业绩增量。

图表58：生物试剂行业重点标的投资逻辑清晰

标的	2023		2024Q1		投资要点
	收入增速	扣非净利润增速	收入增速	扣非净利润增速	
义翘神州	12.5%	-31.1%	-3.0%	-58.6%	常规业务恢复较好，CRO业务表现突出，抗体、基因等业务稳健复苏趋势明显。苏州子公司顺利通过于CMA和CNAS认证，能够正式对外出具权威检测报告。公司不断加大海外市场开拓力度，不断提升海外客户对于公司产品的认知度及好感度，海外子公司业务稳步推进。
百普赛斯	14.6%	-23.4%	6.7%	-32.1%	海外业务增长强劲。因产品结构差异、欧洲直销增加以及品牌影响力不断增强，一季度毛利率有所提升。公司精耕细作重组蛋白领域，目标是要成为研发相关领域的重要合作伙伴，从早期研发、到临床前、临床直至商业化生产全覆盖。苏州GMP工厂预计下半年投产，GMP相关产品收入有望逐步释放。
优宁维	2.6%	-85.6%	-0.9%	-96.7%	公司通过搭建一站式服务平台来解决生物试剂品类繁多、客户群体庞大且需求多样的行业痛点。始终坚持“优宁维-抗体专家”的战略定位，围绕抗体产品进行产品线及服务的拓展，随着产品管线扩充、数字化转型建设和自主品牌产品研发的投入力度不断加大，公司竞争力不断增强。
诺唯赞	-64.0%	-132.3%	-0.2%	78.8%	分子诊断试剂龙头标的。常规业务稳健增长，产品线布局逐步实现商业化，随着公司国际业务流程不断优化，海外市场有望提升。
奥浦迈	-17.4%	-60.9%	17.4%	-23.4%	培养基领域龙头标的，海内外项目不断进展。多款与国内药企使用产品将于今年完成变更或上市，海外客户有望提供增量，公司业绩预计保持增长。

资料来源：iFinD、公司公告、中邮证券研究所

## 2.3 CXO & 生物科研试剂：受益标的

- **泰格医药**：公司作为国内CXO行业龙头，随着行业复苏有望优先获益，目前跨国药企和本土药企的新订单占比显著增加，美国和澳洲的订单持续强劲，国内biotech行业复苏初显，公司业务发展持续向好。根据同花顺一致预期，预计公司2024年/2025年/2026年归母净利润为22.34亿元/26.17亿元/31.15亿元，PE分别为23.19X/19.71X/16.55X。
- **凯莱英**：成本和费用管控持续推进，预计明年出现成效。从询价上来看，海外客户持续向好状态。国内市场新业务领域，如ADC、小核酸和多肽预期发展积极，小分子呈现复苏迹象。根据同花顺一致预期，预计公司2024年/2025年/2026年归母净利润为13.57亿/17.01亿/19.84亿，PE分别为22.51X/17.95X/15.39X。
- **百普赛斯**：2023年常规收入同比增长接近30%，其中境外增长37%，境内增长17%。预计苏州GMP工厂下半年投产，到今年年底，GMP产品将显著增长，增厚公司业绩。根据同花顺一致预期，预计公司2024年/2025年/2026年归母净利润为1.78亿/2.24亿/2.64亿，PE分别为25.93X/20.62X/17.57X。
- **奥浦迈**：多款与国内药企使用产品将于今年完成变更或上市，海外客户贡献增量，新客户不断开拓，公司业绩预计保持增长。根据同花顺一致预期，预计公司2024年/2025年/2026年归母净利润为1.13亿/1.64亿/1.92亿，PE分别为38.39X/26.5X/22.6X。

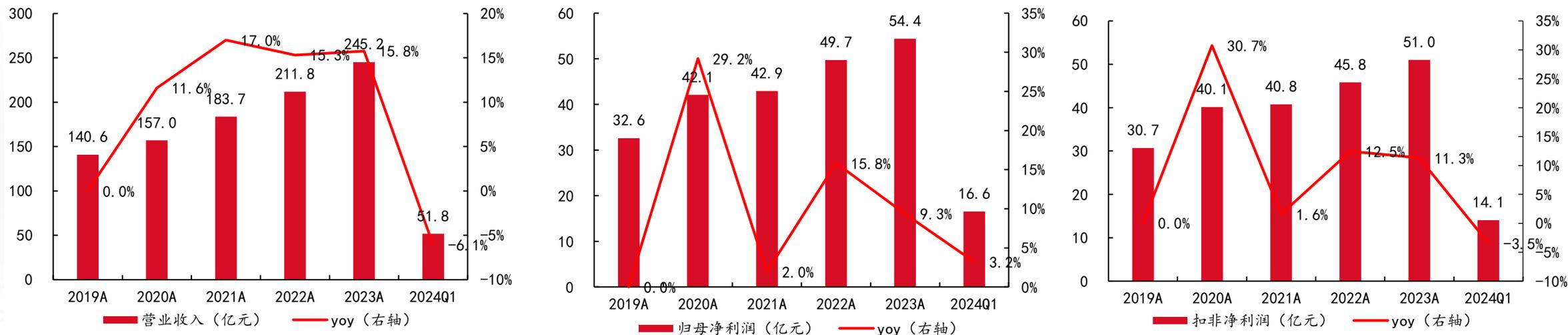
三

血制品、原料药、化学制剂：血制品需求旺盛，  
原料药去库存基本完成

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- **血制品板块持续稳健增长，高基数下24Q1增速短期放缓。**2023全年，血液制品板块收入同比增长15.8%，归母净利润同比增长9.3%，扣非净利润同比增长11.3%。（表观归母净利润增速较低主要系博雅生物计提非主营业务的减值损失和上海莱士的投资收益亏损所致）。
- 2024Q1血液制品板块收入同比下降6.1%，归母净利润同比增长3.2%，扣非净利润同比下降3.5%。23Q1疫情放开初期静丙需求大增基数较高，高基数下24Q1业绩短期放缓。

图表59：血制品板块收入端和利润端稳健增长，24Q1高基数下增速短期放缓



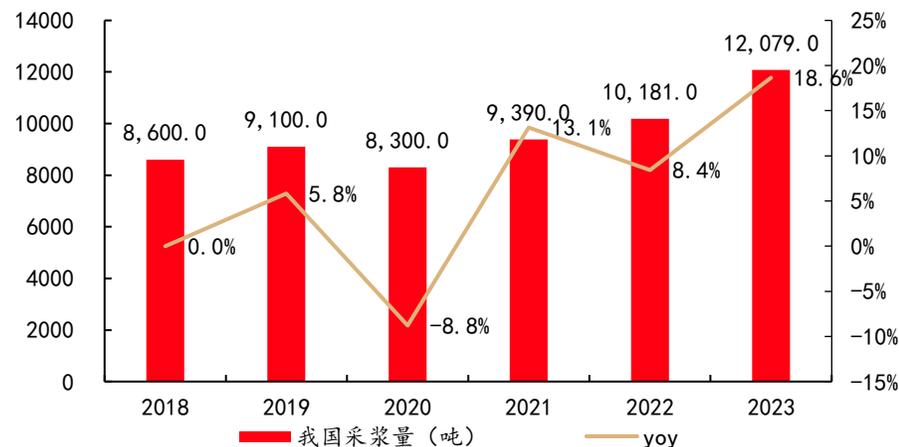
资料来源：Wind、中邮证券研究所

注：血制品行业数据包括天坛生物、博雅生物、华兰生物、上海莱士、派林生物、卫光生物

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- **供给侧加速提升支撑行业持续快速增长。**从行业供给上看，2023年全国采浆量超12000吨，同比增速高达18.6%。供给侧的持续增长将带动下游产品端的良好放量，2024年行业有望维持高增长态势。
- 从各上市公司采浆量增长上看，2023年派林生物、华兰生物和天坛生物采浆量分别增长41.2%、19.6%和18.7%。
- 从各上市公司在营浆站数量上看，2023年天坛生物新增在营浆站19家，华兰生物和派林生物新增浆站4家。

图表60：2023年我国采浆量超12000吨（+18.6%）



资料来源：公司公告、Wind、中邮证券研究所

图表61：血制品板块上市公司2023年经营情况

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	2023年营收 (亿元)	2023年归母净利润 (亿元)	2023年采浆量 (吨)	2023年采浆量同比增速	2023年在营浆站 (家)	2023年新增在营浆站数量 (家)
600161.SH	天坛生物	474	51.8	11.1	2415	18.7%	79	19
002252.SZ	上海莱士	477	79.6	17.8	1500	7.1%	41	0
002007.SZ	华兰生物	356	53.4	14.8	1342	19.6%	29	4
000403.SZ	派林生物	215	23.3	6.1	1200	41.2%	32	4
300294.SZ	博雅生物	159	26.5	2.4	467	6.6%	14	1
002880.SZ	卫光生物	68	10.5	2.2	517	10.7%	9	0

资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所（注：市值统计日期为2024.4.30）

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- 十四五以来，血制品上市公司浆站数量实现良好增长。**天坛生物浆站资源方面具备显著优势，在营浆站数量逐年增加，2023年在营浆站数量达79家（新增19家），目前浆站总数达102家，仍有23家浆站待释放。华兰生物十四五期间新增7家，分别于2023和2024年释放，派林生物随着派斯菲科浆站的陆续验收开采，2023年在营浆站数量达32家（新增4家），另外还有6家待释放。
- 疫情后单站采浆量快速提升，群众献浆意识氛围提升。**从各上市公司平均单站采浆量上看，2023年各公司单站采浆量均呈现加速提升趋势，反映出群众献浆意识和氛围的提升。目前卫光生物平均单站采浆量高达57.4吨，其他公司浆站潜力仍有较大挖掘和提升空间。

图表62：血制品板块上市公司浆站数量近三年有所增加

在采浆站数量（家）	2019	2020	2021	2022	2023	2023在采浆站数量（家）	总浆站（家）	在建/待验证
天坛生物	52	55	58	60	79	79	102	23
上海莱士	41	41	41	41	41	41	44	3
华兰生物	25	25	25	25	29	29	32	3
派林生物	11	26	27	28	32	32	38	6
博雅生物	12	13	13	13	14	14	16	2
卫光生物	8	8	8	9	9	9	9	0

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

图表63：血制品板块上市公司平均单站采浆量在快速提升（单位：吨）

平均单站采浆量	2019	2020	2021	2022	2023
天坛生物	32.8	31.2	31.2	33.9	30.6
上海莱士	30.0	29.3	31.2	34.1	36.6
华兰生物	40.0	40.0	40.0	44.9	46.3
派林生物	37.3	18.0	33.3	30.4	37.5
博雅生物	31.0	29.1	32.3	33.7	33.4
卫光生物		47.8	50.0	51.9	57.4

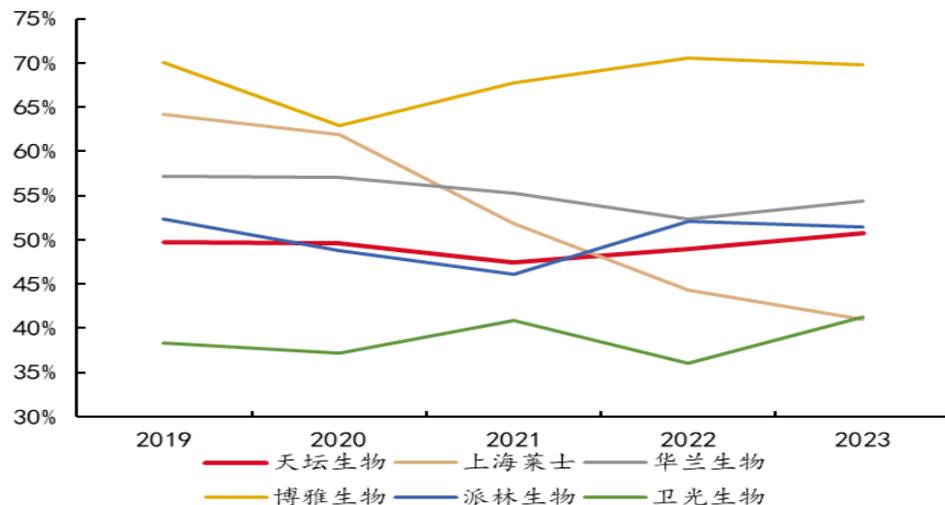
资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

注：天坛生物、华兰生物和派林生物2023年新增浆站数量较多，老浆站的平均单站采浆量高于表格计算数据

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- **毛利率维持稳定。**随着采浆规模的持续提升，血制品板块整体毛利率水平维持稳定。博雅生物由于产品结构均衡和工艺技术优秀，毛利率处于行业前列，华兰生物和天坛生物由于采浆规模的增长，2023年毛利率水平有所提升。
- **集采对血制品行业影响较小，出厂价有望维持良好价格体系。**从2022年广东联盟集采和2023年京津冀集采上看，产品价格体系保持相对稳定。由于供给侧的限制和需求端的持续旺盛，企业端维持良好出厂价。

图表64：血制品上市公司血制品业务毛利率变化情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

注：上海莱士2021年开始从事代理业务，代理业务毛利较低，从而整体毛利率下降

图表65：血制品集采降价幅度温和

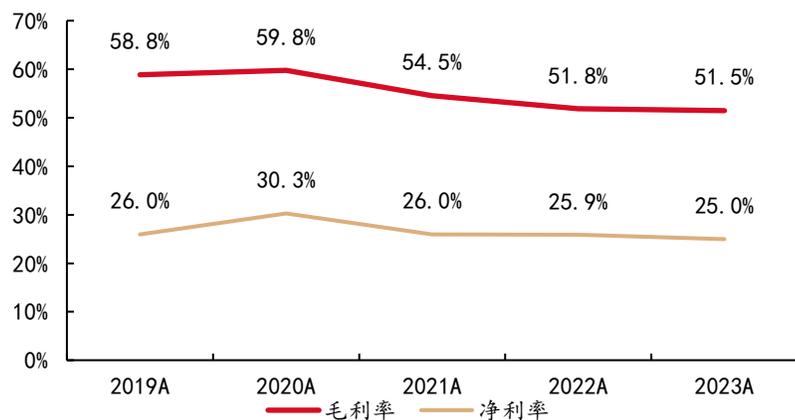
	2022年产品招标均价 (元)	广东联盟集采均价 (2022年) (元)	京津冀集采均价 (2023年) (元)
白蛋白 (10g)	396	405	408
静丙 (2.5g)	636	584	—
人免疫球蛋白(0.3g)	158	176	—
凝血八因子(200IU)	413	388	387
纤原 (0.5g)	876	858	783

资料来源：萝卜投资、广东省药品交易中心、北京医保局、中邮证券研究所

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- **盈利能力维持高水平，吨浆利润仍具备良好提升空间。** 2023年血制品板块净利率为25%，维持较高水平。从吨浆净利润上看，天坛生物、华兰生物、博雅生物吨浆利润均在持续提升，其中博雅生物吨浆利润最高。随着产品结构的不断丰富、规模化生产效益的显现和血制品临床认知程度的提升，吨浆利润依然具备良好提升空间。
- **行业景气度持续，人均用量具备较大提升空间。** 目前静丙和白蛋白仍处于供需紧平衡状态，因子类产品市场规模随着终端学术推广的提升有望实现良好增长。随着医生和患者对于血制品临床认知水平的提高，血制品人均用量有望逐步提升。

图表66：血制品板块盈利能力提升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表67：血制品上市公司吨浆利润情况

吨浆净利润 (万/吨)	2019	2020	2021	2022	2023
天坛生物	52.4	55.0	59.1	59.2	62.5
上海莱士	49.3	109.9	100.7	133.8	118.0
华兰生物	100.4	91.9	83.3	64.9	67.2
派林生物	38.5	39.0	43.6	69.2	50.9
博雅生物	95.7	45.1	91.6	113.7	116.1
卫光生物		49.7	51.3	25.9	42.2

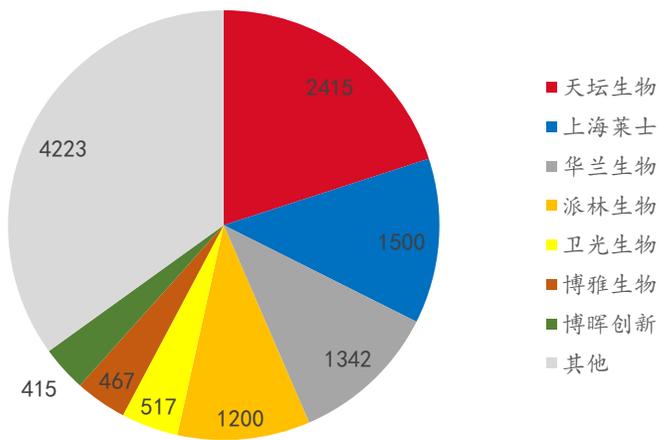
资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所

注：上海莱士2021年开始从事代理业务，2021年后净利润中包含代理业务利润贡献

### 3.1 血制品：采集量快速增长，产品需求持续旺盛，板块业绩有望提速

- **股东结构优化，行业外延并购有望加速，行业集中度持续提升，行业头部公司浆站资源优势愈发凸显。**中国血制品企业不到30家，近年来，血制品企业股东结构持续优化，并且在浆站资源方面实现助力赋能，企业在股东结构优化后浆站资源方面优势逐步显现，与其他企业的差距不断扩大，行业集中度有望进一步加速提升。

图表68：23年A股血制品上市公司合计采浆量占行业65%（吨）



资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

图表69：国资陆续控股血制品公司，外延并购进程加速

时间	血制品公司	主要事件	性质
2017年	天坛生物	国药控股天坛生物，成第一大股东和实际控制人	央企
2021年	博雅生物	华润医药收购博雅生物，控股28.86%，股票表决权占比40.01%	央企
2023年	派林生物	胜帮英豪收购派林生物，控股20.99%，股票表决权占比23.01%，陕西省国资委成实际控制人	地方国企
2024年	上海莱士	海尔集团拟收购基立福股权成为实控人，股票表决权占比为26.58%	集体所有制企业

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

## 3.1 血制品：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600161.SH	天坛生物	28.8	11.1	13.6	16.5	19.3	26.0%	22.3%	21.3%	17.1%	42.7	34.9	28.8	24.6
002252.SZ	上海莱士	7.2	17.8	24.3	28.0	29.2	-5.4%	36.7%	15.2%	4.1%	26.8	19.6	17.0	16.4
002007.SZ	华兰生物	19.5	14.8	17.0	19.8	22.6	37.7%	15.0%	16.2%	14.3%	24.0	20.9	18.0	15.7
300294.SZ	博雅生物	31.5	2.4	5.6	6.2	6.9	-45.1%	136.3%	9.9%	11.5%	66.8	28.3	25.7	23.1

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### ■ 弹性标的

证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
派林生物	29.3	6.1	7.7	9.2	11.1	4.3%	25.8%	19.8%	20.0%	35.1	27.9	23.3	19.4

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

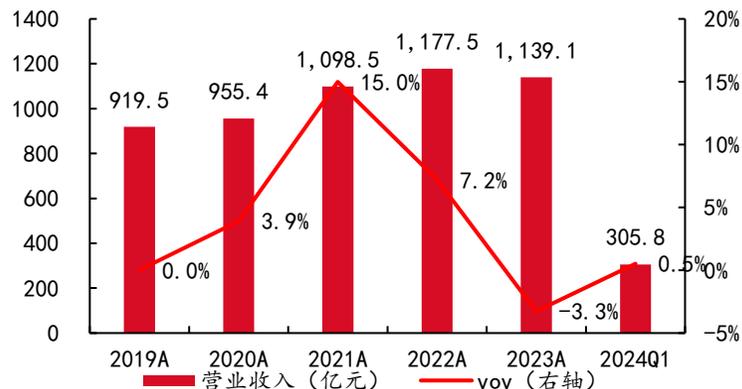
- 派林生物：采浆量持续快速提升，股东优化、经营改善下公司盈利能力逐步提升。

## 3.2 原料药：23年去库基本完成，24Q1回升趋势明显

■ **原料药板块2023年业绩见底。**2023年原料药板块收入同比下降3.3%，归母净利润同比下降32.6%。2023年板块受到去库存影响，下游需求减少，板块营收和利润双降。

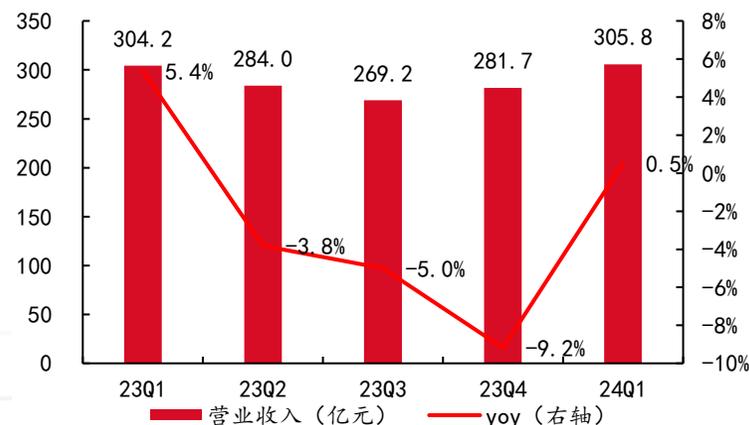
■ **2024Q1原料药收入和利润增速回升。**2024Q1，原料药板块收入同比增长0.5%，恢复正向增长；归母净利润同比下降0.3%，降幅明显收窄。随着行业去库完成和下游需求回暖，板块业绩有望逐步回升，进入向上周期。

图表70：2023年原料药板块收入小幅下降



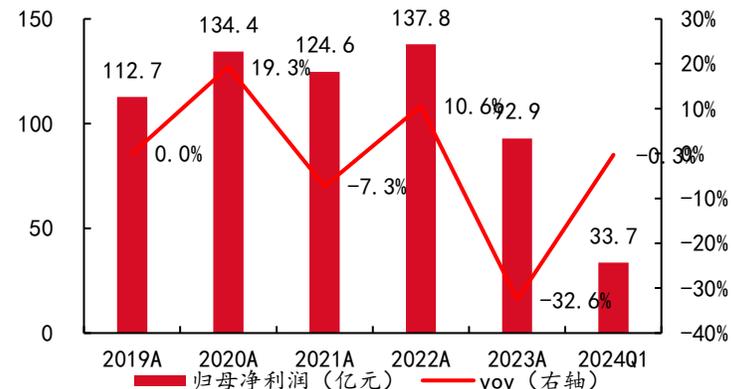
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表72：24Q1原料药板块收入增速回升



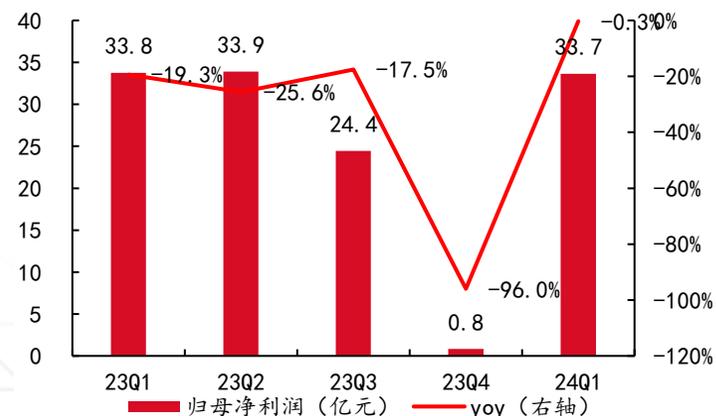
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表71：2023年原料药板块利润见底



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表73：24Q1原料药利润增速同步回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 3.2 原料药：23年去库基本完成，24Q1回升趋势明显

### ■ 抗生素类中间体价格有望维持较高水平：

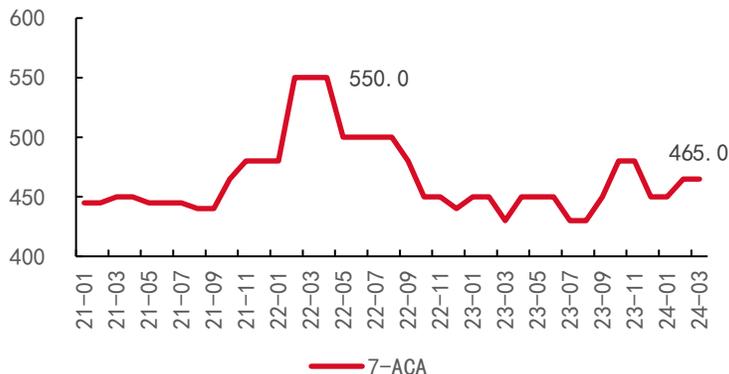
- 1) 需求端：抗生素下游市场需求稳定、刚需属性较强，下游市场需求平稳增长；
- 2) 供给端：行业竞争格局稳定，作为限制性产能行业没有新产能进入，且欧美部分产能退出，国内具备完整产业链竞争优势，能够以更低的成本和能耗供应产品，具备显著优势。

■ 硫红：市场紧缺，价格持续走高，市场供应紧张，今年预计维持高位；

■ 头孢（7-ACA等）：去年为价格底部，目前价格已触底回升；

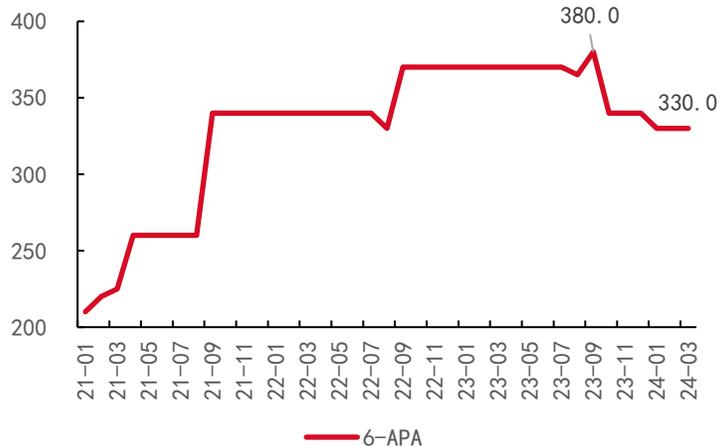
■ 青霉素（6-APA等）：价格处于高位盘整阶段，欧美部分产能退出目前产能较为紧缺。

图表74：7-ACA价格已触底回升（元/千克）



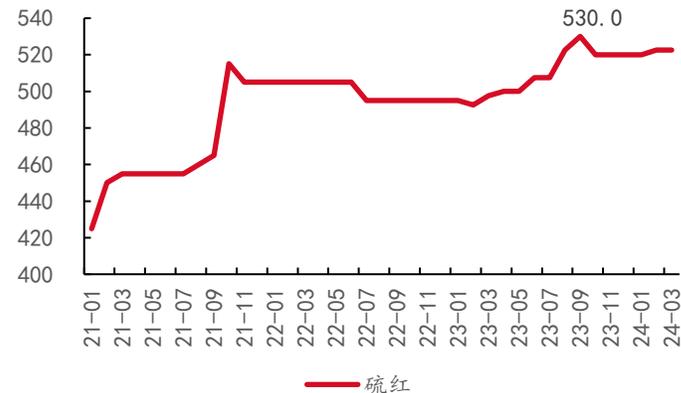
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表76：6-APA价格高位盘整（元/千克）



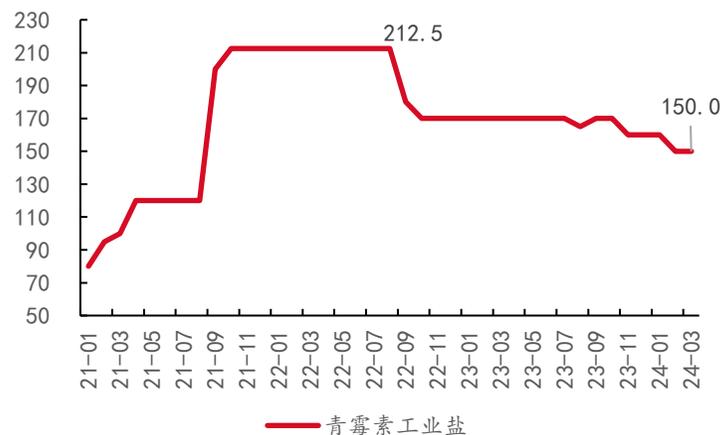
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表75：硫红价格持续走高（元/千克）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表77：青霉素价格高位盘整（元/BOU）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 3.2 原料药：受益标的

- 需求良好、产能稳定、全年有望维持良好价格体系的细分行业：抗生素行业——川宁生物/科伦药业；
- 业绩拐点显现/趋势向好标的：仙琚制药、司太立；
- 稳健增长、盈利能力较强标的：奥翔药业、奥锐特、同和药业。

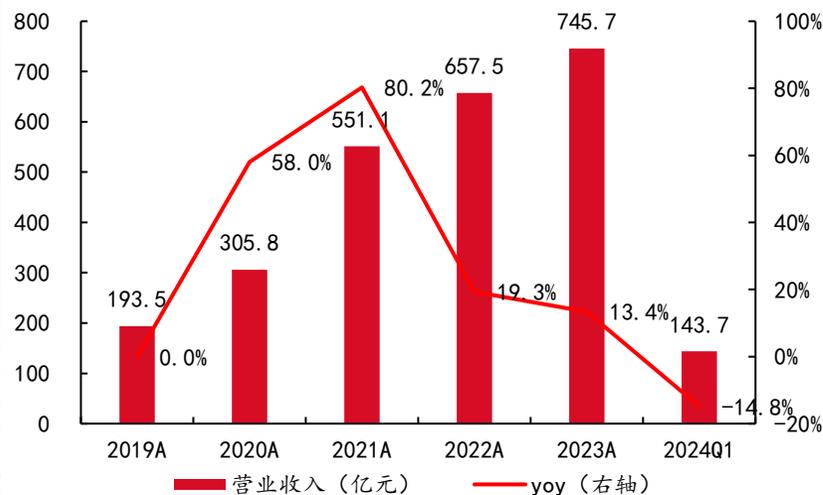
证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301301.SZ	川宁生物	13.2	9.4	11.4	13.3	15.5	128.6%	21.4%	16.9%	15.8%	31.1	25.7	21.9	19.0
002332.SZ	仙琚制药	11.8	5.6	7.1	8.6	9.9	-24.9%	26.1%	21.5%	15.3%	20.6	16.4	13.5	11.7
603520.SH	司太立	12.6	0.4	1.9	3.6	6.0	158.3%	340.5%	86.6%	65.5%	97.3	22.1	11.8	7.2
605116.SH	奥锐特	24.4	2.9	3.9	5.1	6.4	37.2%	33.8%	30.6%	27.0%	34.3	25.6	19.6	15.4
300636.SZ	同和药业	10.7	1.1	1.7	2.4	4.7	5.3%	59.7%	42.1%	96.3%	42.9	26.9	18.9	9.6
603229.SH	奥翔药业	11.6	2.5	3.1	4.0	4.9	7.9%	22.9%	27.2%	23.7%	27.1	22.1	17.3	14.0

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### 3.3 疫苗：短期增长承压，关注竞争格局好、渗透率低的细分领域

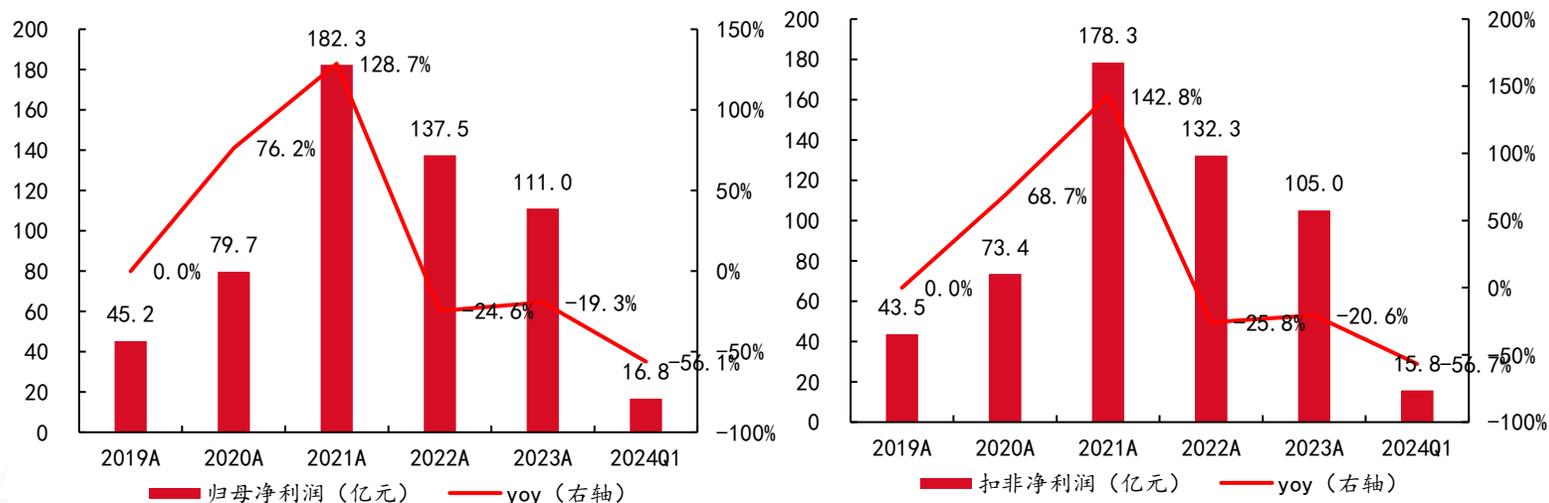
- **疫苗板块收入端增速有所放缓。**疫苗板块2023年收入同比增长13.4%；2024Q1收入同比下降14.8%。板块增速放缓，一方面我国新生儿人口数量持续下降，儿童苗市场增长承压；另一方面，HPV疫苗渗透率提升速度趋于放缓，部分品种销售下滑。
- **利润端延续下降趋势。**疫苗板块2023年归母净利润同比下降19.3%，扣非净利润同比下降20.6%；2024Q1归母净利润同比下降56.1%，扣非净利润同比下降56.7%。

图表78：疫苗板块收入端增速放缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表79：疫苗板块利润端延续下滑趋势

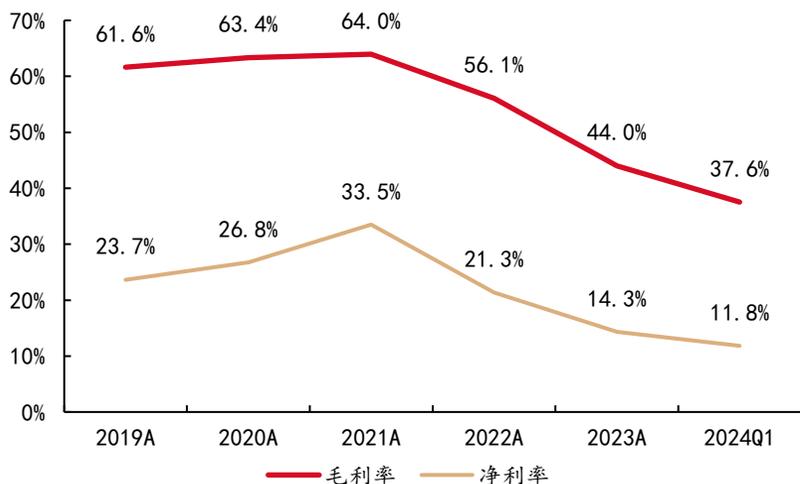


资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.3 疫苗：短期增长承压，关注竞争格局好、渗透率低的细分领域

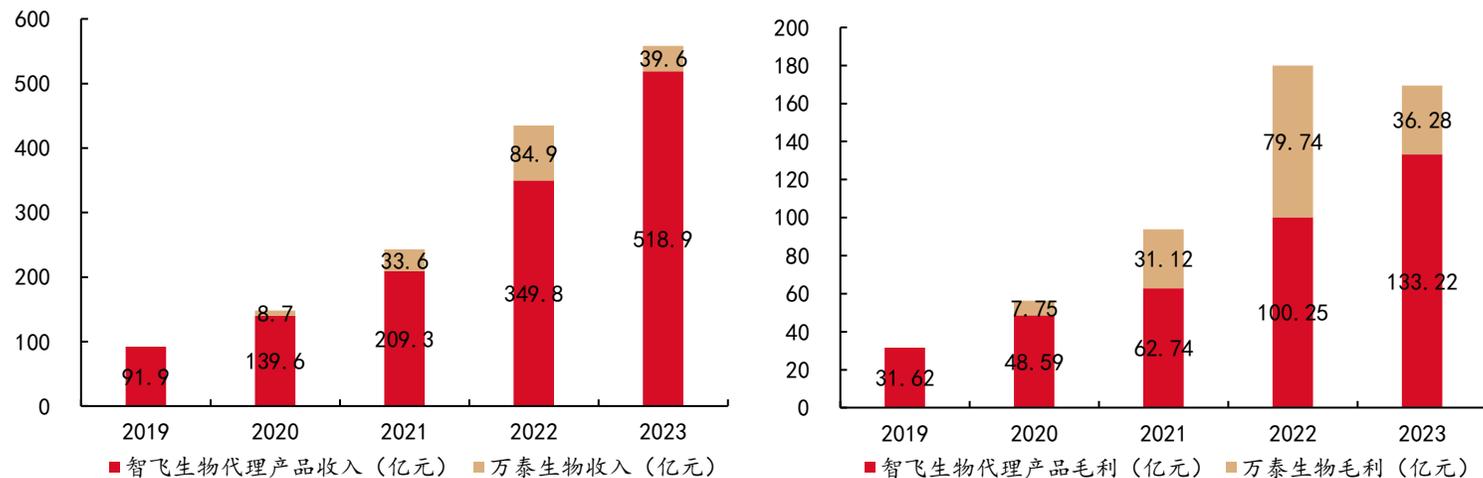
- **疫苗板块毛利率呈现持续下降趋势。**疫苗板块2023年毛利率为44.0%，呈现持续下降走势。一方面，2021-2023年有新冠疫苗基数影响，另一方面，HPV在疫苗板块收入占比较高，2023年HPV疫苗收入和毛利增速下滑，拉低板块整体毛利率。

图表80：疫苗板块毛利率下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表81：HPV疫苗收入增速放缓，毛利下滑

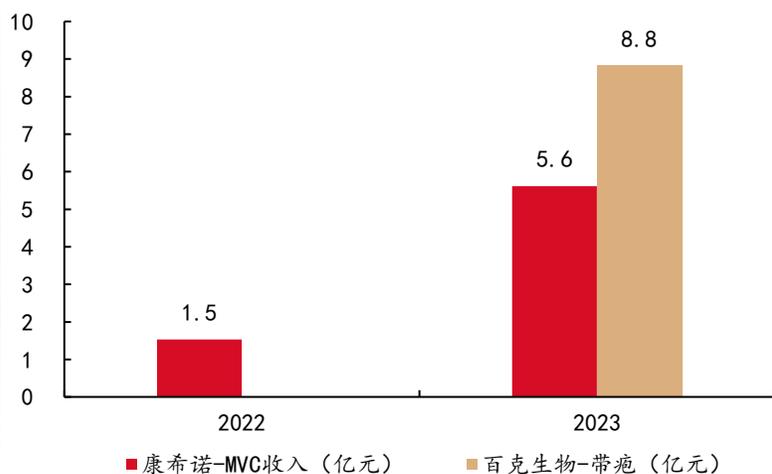


资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.3 疫苗：短期增长承压，关注竞争格局好、渗透率低的细分领域

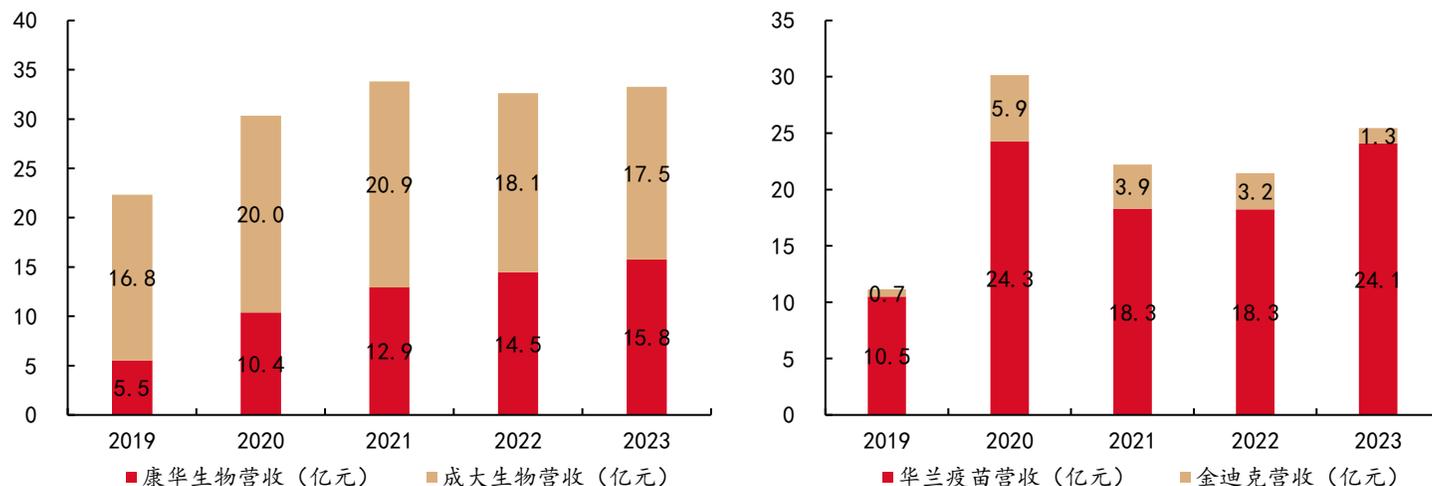
- **新品种有望持续快速放量，竞争格局和先发优势较为关键。** MCV4为康希诺独家品种，上市以来实现快速放量，2023年MCV2/4实现5.6亿收入；带状疱疹减毒活疫苗为百克生物独家产品，2023年上市首年实现8.8亿收入。
- **成人苗市场空间广阔。** 相对于儿童苗市场，成人苗市场较为稳定，以人用狂犬为例，产品批签发和销量较为稳定，升级品种二倍体狂犬替代率有望持续提升；流感疫苗在国内渗透率不足5%，具备广阔提升空间。

图表82：MCV疫苗和带疱减毒疫苗上市后快速放量



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表83：成人苗市场较为稳定，产品渗透率有提升空间



资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.3 疫苗：受益标的

- **建议关注：**1) 竞争格局好、渗透率低、处于快速放量阶段的疫苗品种，受益标的：康希诺、百克生物；2) 产品管线丰富、综合实力强劲的疫苗公司，受益标的：康泰生物、智飞生物。

图表84：疫苗板块上市公司营收和利润

代码	公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023
300122.SZ	智飞生物	840	306.5	382.6	529.2	102.1	75.4	80.7
603392.SH	万泰生物	866	57.5	111.9	55.1	20.2	47.4	12.5
300142.SZ	沃森生物	236	34.6	50.9	41.1	4.3	7.3	4.2
300601.SZ	康泰生物	226	36.5	31.6	34.8	12.6	-1.3	8.6
688276.SH	百克生物	162	12.0	10.7	18.2	2.4	1.8	5.0
301207.SZ	华兰疫苗	132	18.3	18.3	24.1	6.2	5.2	8.6
688739.SH	成大生物	118	20.9	18.1	17.5	8.9	7.1	4.7
688185.SH	康希诺	80	43.0	10.3	3.6	19.1	-9.1	-14.8
300841.SZ	康华生物	85	12.9	14.5	15.8	8.3	6.0	5.1
688319.SH	欧林生物	37	4.9	5.5	5.0	1.1	0.3	0.2
688670.SH	金迪克	22	3.9	3.2	1.3	0.8	0.4	-0.7

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：市值数据为2024年4月30日）

### ■ 稳健标的

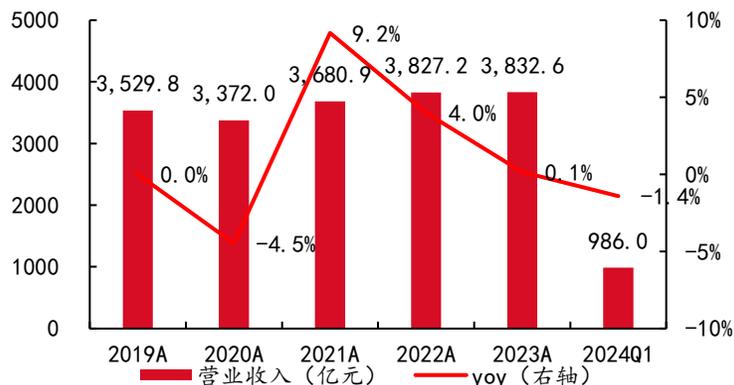
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688185.SH	康希诺	51.1	-14.8	-3.0	-2.0	2.7	-63.0%	-79.7%	-34.5%	-236.8%	-5.4	-26.7	-40.8	29.8
688276.SH	百克生物	39.1	5.0	7.2	9.3	11.3	176.0%	43.1%	30.3%	20.6%	32.3	22.5	17.3	14.3
300601.SZ	康泰生物	20.2	8.6	11.6	14.7	19.6	749.0%	34.1%	27.5%	33.0%	26.2	19.5	15.3	11.5
300122.SZ	智飞生物	35.1	80.7	105.4	125.0	131.0	7.0%	30.6%	18.5%	4.8%	10.4	8.0	6.7	6.4

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### 3.4 化药：医疗行业整顿影响边际减弱，集采常态化推进

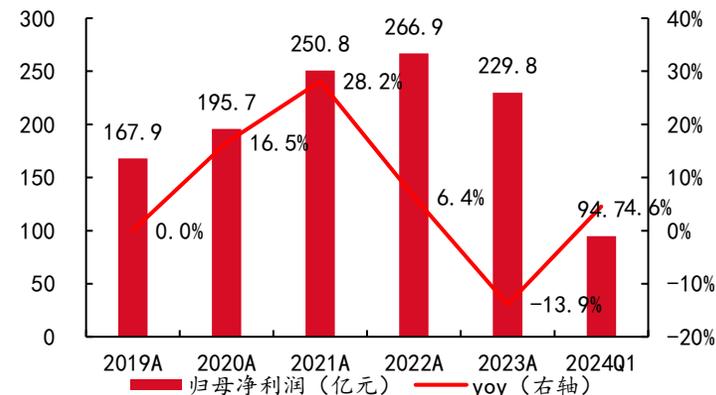
- **化药板块收入端维持平稳。**2023年化药板块收入维持平稳，同比增长0.1%；从季度收入变化上，23Q3开始，板块受到医疗行业整顿影响增速下滑，23Q4和24Q1收入降幅逐步收窄，24Q1化药板块收入同比下降1.4%。
- **2023年化药板块利润下滑，24Q1增速回升。**2023全年化药板块归母净利润同比下降13.9%，其中23Q4板块利润端呈现亏损，主要是部分企业年底计提减值。24Q1，化药板块归母净利润同比增长4.6%，恢复正增长，随着医疗行业整顿影响的边际减弱和集采的常态化进展，化药板块利润有望恢复平稳增长。

图表85：2023年化药板块收入端维持平稳



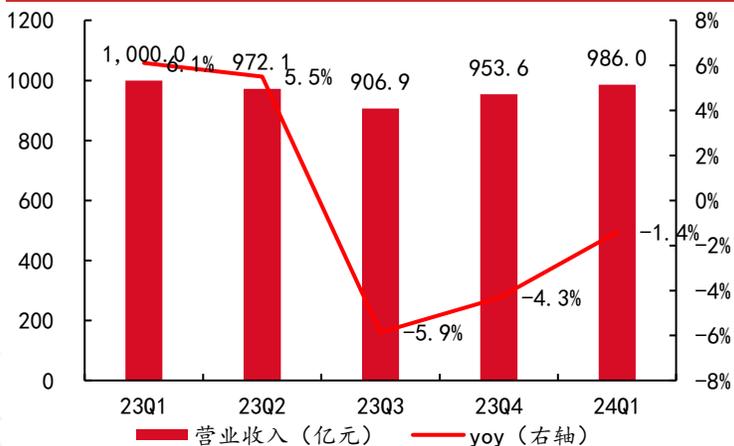
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表86：2023年化药板块利润下降



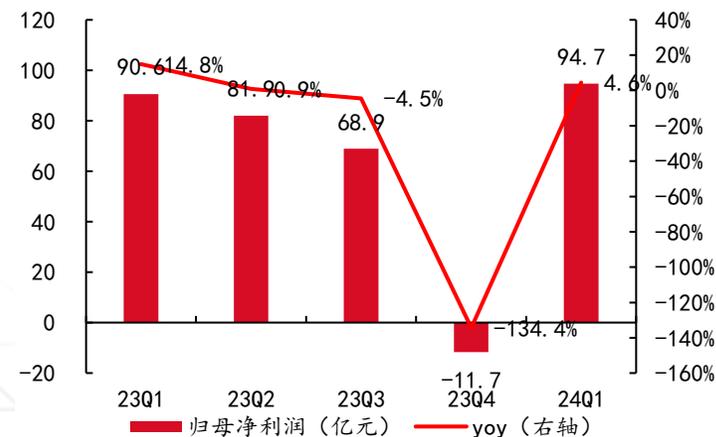
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表87：23Q3开始板块受到行业整顿影响收入增速下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表88：24Q1化药板块利润恢复正增长

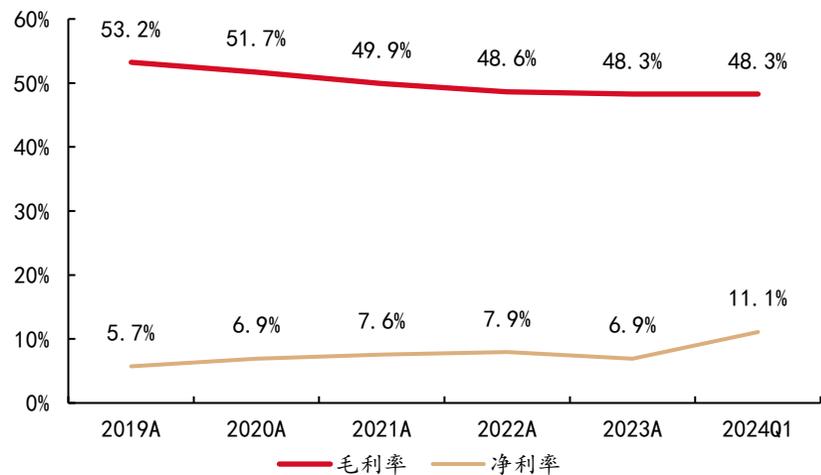


资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.4 化药：医疗行业整顿影响边际减弱，集采常态化推进

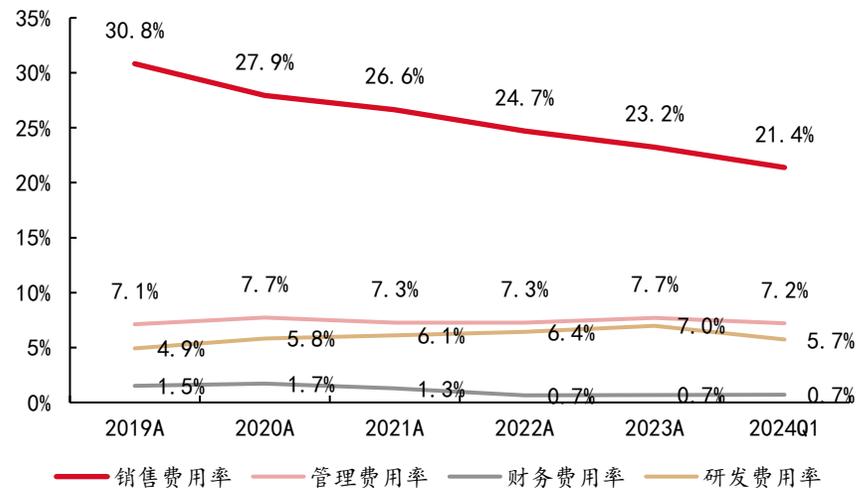
- **化药板块盈利能力企稳。**随着集采的常态化推进，化药板块毛利率逐步趋于稳定，2023年板块毛利率为48.3%。同时，板块销售费用率持续下降，2023年板块销售毛利率下降至21.4%。研发费用率稳步提升，2023年研发费用率为7.0%。板块整体有望逐步走出集采影响，盈利能力有望企稳回升。

图表89：化药板块盈利能力逐步企稳



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表90：化药板块销售费用率持续下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

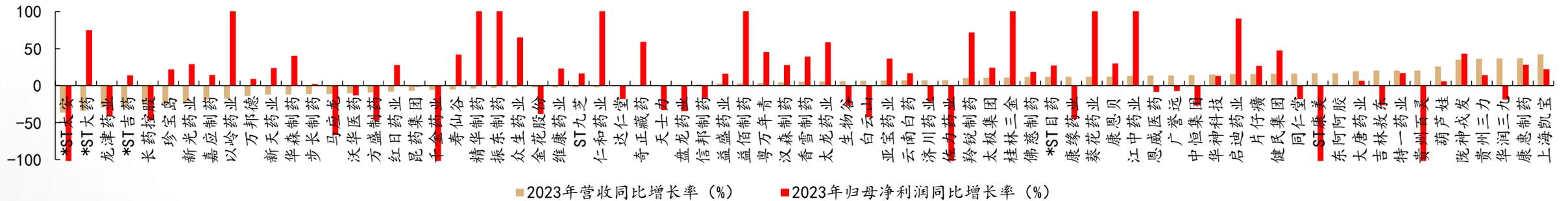
# 四

中药、药店：OTC实现正向增长，药店回暖趋势明显

# 4.1 中药：2023年及2024Q1院内中药标的增长普遍承压，OTC则实现正向增长

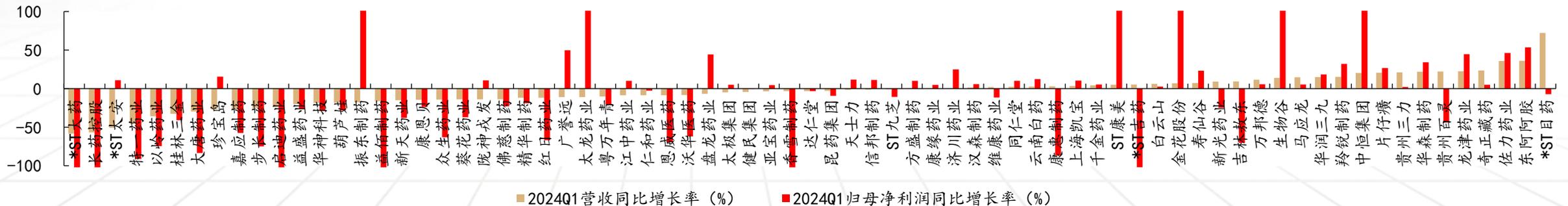
■ 中药板块2023年营收同比增长5.9%，2023年归母净利润同比增长34.2%；2024Q1营收同比下跌0.8%，2024Q1归母净利润同比下跌7.9%。板块业绩符合预期，24Q1业绩下滑下跌主要系23Q1疫情放开受益高基数导致业绩承压，且中药原材料涨价带来成本压力。2023年及2024Q1收入同比下滑主营较多为院内中药，预计与医疗监管相关政策影响有关。实现收入增长的标的较多为OTC中药，例如东阿阿胶、同仁堂、片仔癀、云南白药、葫芦娃、贵州百灵、寿仙谷、羚锐制药等。2024Q1院内中药销售有明显恢复，例如佐力药业乌灵胶囊实现高速增长，天士力心脑血管管线产品收入维持高个位数增长，羚锐制药在院内营销改革下院内产品放量明显。

图表91：2023年院内中药标的增长承压



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表92：2024Q1疫情相关品种企业业绩承压，品牌OTC实现正向增长



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 4.1 中药：2023年中药板块盈利能力仍在提升，销售费用率持续下降

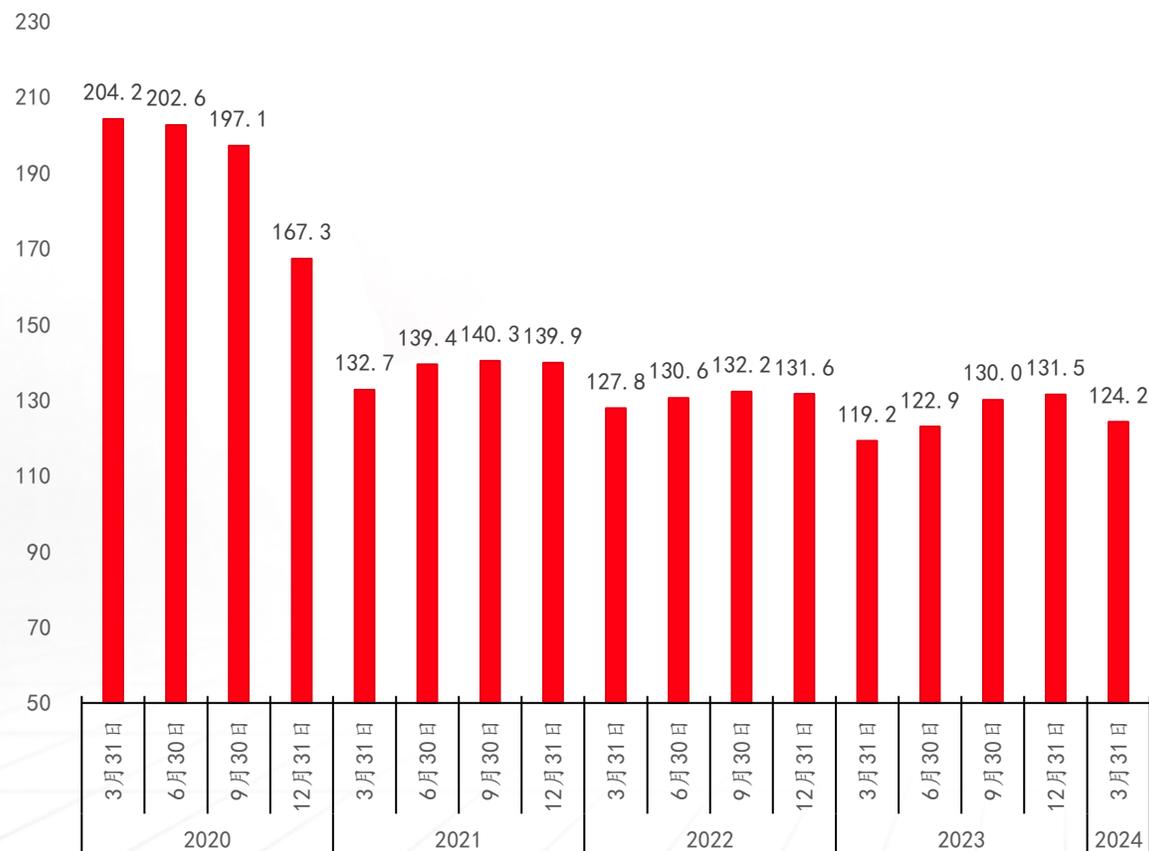
- **毛利率和净利率：**中药板块2023年毛利率提升0.14pct，2024Q1下滑2.30pct；2023净利率提升1.87pct，2024Q1下滑1.06pct。2023年中药企业盈利能力仍在提升。2024Q1毛利率下滑较明显我们预计与中药原材料涨价带来成本压力有关，在中药企业强化费用管控之下，提升费效比取得积极效果，净利率下降幅度小于毛利率下降幅度。
- **费用率：**2024Q1中药板块**销售费用率**同比下降明显（-1.57pct），管理费用率、财务费用率保持稳定。

图表93：中药板块销售费用率明显下降，净利率有望提升

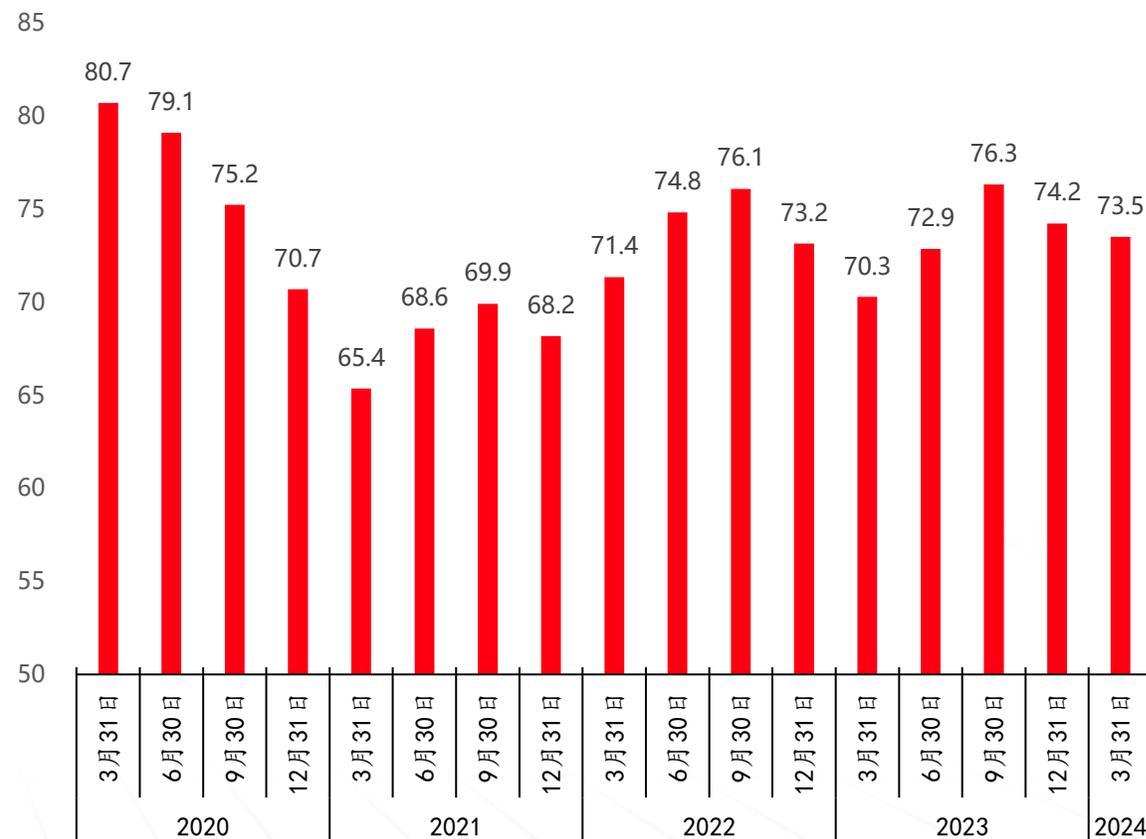
中药板块	2022	2023	变动pct	2023Q1	2024Q1	变动pct
毛利率	44.03%	44.18%	+0.14%	45.99%	43.68%	-2.30%
净利率	7.51%	9.38%	+1.87%	14.13%	13.07%	-1.06%
销售费用率	23.81%	23.86%	+0.06%	22.83%	21.25%	-1.57%
管理费用率	5.63%	5.65%	+0.02%	4.78%	4.80%	+0.02%
财务费用率	0.20%	0.07%	-0.12%	0.11%	0.00%	-0.11%

## 4.1 中药：中药板块整体营运效率仍在提升

图表94：中药板块存货周转天数持续下降，目前处于较低水平



图表95：中药板块应收账款周转天数呈下降趋势



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

### ■ 2024年中药板块我们看好四大方向的投资机会：

- 1、随着国企改革加强市值考核，中药国央企进行改革有望提升利润率，业绩释放能力强。相关标的：华润三九，昆药集团，太极集团，康恩贝，广誉远等。
- 2、疫情相关中药企业预计24年库存将逐步恢复正常，动销加快，回归正常增速。相关标的：以岭药业，济川药业等。
- 3、2023年医保目录对中成药医保限制明显放宽，有利于循证医学证据充足的药品的后续推广，且国谈药品降价幅度温和，在医药反腐大背景下，国谈药品有望加速放量，我们看好中药创新药销售快速增长。相关标的：天士力，方盛制药等。
- 4、看好通过外延并购整合延伸自身产品线，持续全方位提升渠道、管理等能力的企业。相关标的：桂林三金，寿仙谷，羚锐制药，新天药业等。

## 4.1 中药：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000423.SZ	东阿阿胶	68.72	11.51	14.04	16.81	19.86	77.10	21.97	19.78	18.13	38	32	26	22
600085.SH	同仁堂	42.33	16.69	19.58	22.74	26.07	16.17	17.35	16.13	14.64	35	30	26	22
002275.SZ	桂林三金	14.30	4.21	5.07	5.61	6.20	-4.13	20.26	10.72	10.60	20	17	15	14
600285.SH	羚锐制药	25.45	5.68	6.89	8.12	9.50	28.71	21.24	17.83	17.09	25	21	18	15
600535.SH	天士力	15.46	10.71	12.49	13.85	15.05	-110.87	16.65	10.82	8.69	22	18	17	15

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除桂林三金，盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### ■ 弹性标的

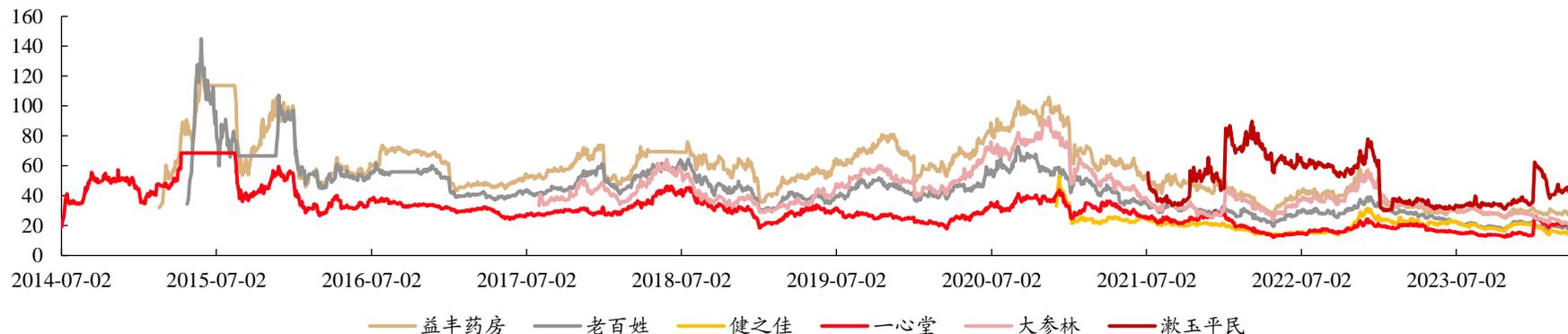
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603998.SH	方盛制药	11.82	1.87	2.53	3.01	3.68	308.12	35.47	18.88	22.17	28	21	17	14
600129.SH	太极集团	36.30	8.22	11.09	14.16	16.89	166.84	34.89	27.66	19.30	25	18	14	12
300181.SZ	佐力药业	14.91	3.83	5.14	6.36	7.85	52.17	34.18	23.79	23.35	27	20	16	13
002873.SZ	新天药业	11.91	0.81	1.22	1.47	1.76	12.11	51.06	19.92	20.22	34	23	19	16

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除新天药业，盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

## 4.2 药店：统筹落地节奏带来增速差异，管理能力仍是核心

- **2024年业绩向好确定性强，Q2开始业绩有望提速增长：**从同店来看，基于2023年1月疫情放开，3月流感带来的四类药销售激增，23年Q1药房处于高基数水平，进入23年4月后，居民用药进入去库存阶段，同店增速逐步回落，因此24年Q2零售药店在低基数的基础上，业绩增长有望提速。
- **门诊统筹政策落地有望提升客流、客单，带来业绩增量。**在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，对于客流具备虹吸效应，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、关联产品消费增加等有望带来客单价提升，门诊统筹有望带来业绩增量。
- **持续高速扩张，新开店有望后续贡献业绩。**2021年起各大药房开店速度整体提升，2024年有望保持高速扩张。新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。
- **零售药店赛道建议关注个股机会，我们看好积极布局门诊统筹门店，具有大并购项目落地预期，以及估值性价比突出的标的。建议关注（弹性和稳健不分先后）：**弹性：漱玉平民、健之佳、大参林。稳健：益丰药房、老百姓、一心堂。

图表96：零售药店板块业绩确定性强，当前处于估值低位，具备估值性价比（PE）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：收盘日截至2024年4月30日）

## 4.2 药店：利空因素逐步消化，回暖趋势明显

- 2023年，零售药店正面受到季节性疾病的影响，负面受到疫情品种去库存、医保个账改革、刷卡品种变动、统筹落地节奏不可控等因素影响，增速有所放缓。2023年一心堂利润负增长主要是由于公司接受税收辅导工作补缴税款及滞纳金。2024Q1基于2023Q1疫情放开带来的高基数，收入端仍实现稳健增长。

图表97：药店板块益丰药房业绩表现突出

零售药店	单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1
益丰药房	营业收入	5266	5441	5181	6700	22588	5971
	YOY	26.94%	18.23%	12.70%	2.47%	13.59%	13.39%
	归母净利润	336	369	294	413	1412	407
	YOY	23.60%	21.20%	18.96%	-5.81%	11.90%	20.89%
老百姓	营业收入	5441	5370	5231	6396	22437	5539
	YOY	31.39%	10.72%	9.31%	-0.05%	11.21%	1.81%
	净利润	291	222	203	212	929	321
	YOY	20.49%	3.36%	32.78%	21.17%	18.35%	10.27%
大参林	营业收入	2167	2171	2162	2581	9081	2314
	YOY	49.41%	39.52%	26.96%	-8.00%	20.84%	6.79%
	归母净利润	76	82	120	136	414	52
	YOY	143.67%	38.38%	13.94%	-23.72%	10.72%	-31.51%
一心堂	营业收入	4436	4240	4137	4567	17380	5100
	YOY	11.02%	6.81%	1.89%	-15.51%	-0.29%	14.96%
	归母净利润	239	265	181	-136	549	242
	YOY	33.49%	10.99%	-30.02%	-141.03%	-45.60%	1.03%
健之佳	营业收入	5947	6045	5731	6808	24531	6752
	YOY	27.16%	19.85%	12.44%	5.87%	15.45%	13.54%
	归母净利润	497	421	257	-8	1166	398
	YOY	29.29%	27.49%	22.90%	-106.99%	12.63%	-19.79%
漱玉平民	营业收入	2072	2189	2273	2657	9191	2439
	YOY	30.56%	21.44%	22.36%	3.15%	17.49%	17.69%
	归母净利润	65	74	23	-29	133	11
	YOY	30.38%	20.12%	23.58%	-128.98%	-42.01%	-83.72%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 4.2 药店：统筹落地节奏带来增速差异，管理能力仍是核心

- **从盈利能力来看**，随着加盟门店的迅速增加，批发业务收入占比提升迅速，以及统筹逐步落地带来中西成药收入增长提速，零售药店整体毛利率水平有所下降，但随着头部药房进入万店阶段，龙头药房规模优势显现，益丰药房、老百姓净利率水平整体稳中有升。2024Q1健之佳、一心堂、大参林净利率下滑我们认为主要是医保个账改革带来一定负面影响，而统筹政策仍在逐步落地的进程中，后续随着处方外流统筹医保有望逐步贡献业绩。

图表98：2023年药店板块增速放缓，利空因素逐步消化

2023	益丰药房	老百姓	健之佳	一心堂	大参林	漱玉平民
营收 (亿元)	225.88	224.37	90.81	173.80	245.31	91.91
YOY	13.59%	11.21%	20.84%	-0.29%	15.45%	17.49%
归母净利润 (亿元)	14.12	9.29	4.14	5.49	11.66	1.33
YOY	11.90%	18.35%	10.72%	-45.60%	12.63%	-42.01%
毛利率 (%)	38.2	32.5	35.9	33.0	35.9	28.3
2022毛利率 (%)	39.5	31.9	36.1	35.0	37.8	28.6
变动pct	-1.3	0.7	-0.3	-2.1	-1.9	-0.3
净利率 (%)	7.0	5.0	4.6	3.2	5.0	1.5
2022净利率	7.2	4.8	4.8	5.8	5.1	3.0
变动pct	-0.2	0.2	-0.3	-2.6	-0.1	-1.5

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表99：2024Q1药店板块在高基数的基础上增长稳健

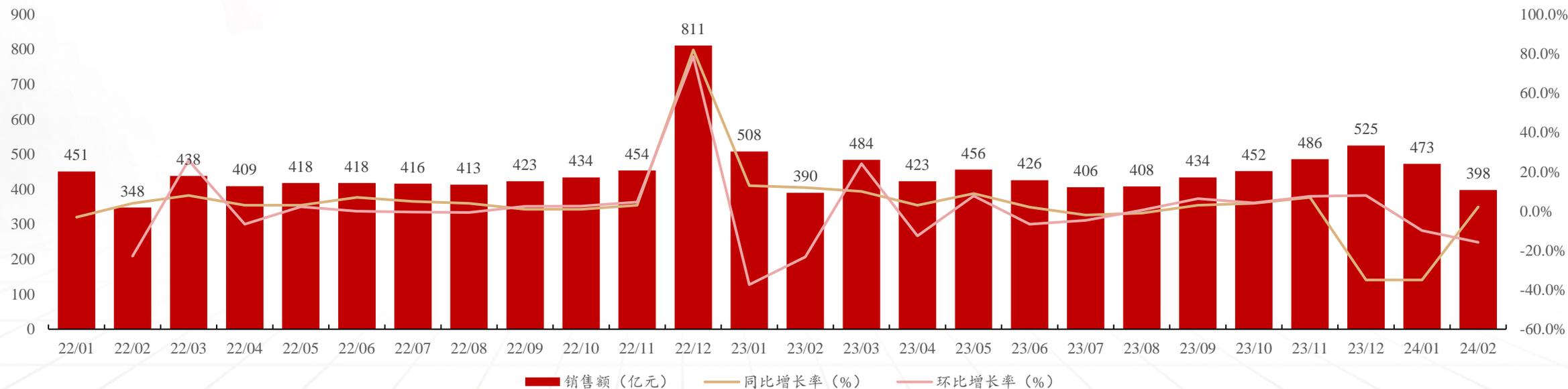
2024Q1	益丰药房	老百姓	健之佳	一心堂	大参林	漱玉平民
营收 (亿元)	59.71	55.39	23.14	51.00	67.52	24.39
YOY	13.39%	1.81%	6.79%	14.96%	13.54%	17.69%
归母净利润 (亿元)	4.07	3.21	0.52	2.42	3.98	0.11
YOY	20.89%	10.27%	-31.51%	1.03%	-19.79%	-83.72%
毛利率 (%)	39.2	35.2	34.4	30.4	35.5	27.3
2023Q1毛利率 (%)	39.7	33.0	32.6	33.5	38.1	29.1
变动pct	-0.4	2.2	1.8	-3.2	-2.7	-1.8
净利率 (%)	7.5	6.6	2.2	4.8	6.7	0.5
2023Q1净利率	7.2	6.2	3.5	5.5	8.8	3.2
变动pct	0.3	0.4	-1.2	-0.7	-2.1	-2.7

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 4.2 药店：行业2月销售呈回暖趋势

- 中康瓴速数据显示，截至2024年2月份，全国零售药店市场全品类销售额约398亿元，同比去年同期销售额增长2.1%，环比2024年1月下降15.9%。受到多种病毒侵袭的影响，感冒止咳相关用药需求增加，促使2月销售额同比增长2.1%。

图表100：全国-零售药店市场-全品类销售额趋势（亿元，%）



资料来源：中康数据、中邮证券研究所

## 4.2 药店：规模扩张仍是主旋律，万店阶段后管理要求升级

- **内生是药店增长的基石，外延并购为零售药店业绩带来最直接贡献，龙头药店内生自建+外延并购带动业绩增长。**自建方面，2021年起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。外延并购方面，并购为零售药店业绩带来最直接贡献。

图表101：2024年Q1零售药店保持高速扩张

2024年Q1	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
总门店数	13920	14446	14109	10746	5263	7934
直营店总数	10763	10281	9470	10746	5263	4341
加盟店总数	3157	4165	4639	0	0	3593
当期新增直营门店数	701	372	357	579	148	240
其中新开	364	0	351	579	134	22
其中并购	166	372	6	0	14	218
当期新增加盟店	171	0	285	0	0	0
当期关闭门店数	23	0	0	26	1	3
当期净增加门店数	849	372	642	553	147	237

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表102：龙头药房直营门店数量稳健增长

	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
截至2023年底						
总门店数	13250	14074	13574	10255	5116	7337
直营门店数	10264	9909	9180	10255	5116	4104
加盟门店数	2986	4165	4394	0	0	3233
截至2024Q1						
总门店数	13920	14446	14109	10746	5263	7934
直营门店数	10763	10281	9470	10746	5263	4341
加盟门店数	3157	4165	4639	0	0	3593
<b>直营门店增速</b>	<b>29.6%</b>	<b>27.9%</b>	<b>23.8%</b>	<b>16.7%</b>	<b>29.8%</b>	<b>30.6%</b>

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

## 4.2 药店：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603939.SH	益丰药房	43.94	14.12	17.67	22.14	27.78	42.54	25.12	25.34	25.43	32	26	21	16
603883.SH	老百姓	33.47	9.29	11.16	13.51	16.35	17.29	20.15	21.02	21.04	22	19	15	13
002727.SZ	一心堂	21.08	5.49	10.22	11.85	13.91	9.59	86.07	15.91	17.39	23	13	11	9
600998.SH	九州通	8.21	21.74	26.18	30.15	34.91	-14.84	20.42	15.19	15.77	15	12	10	9

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除益丰药房、九州通，盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### ■ 弹性标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301017.SZ	漱玉平民	12.67	1.33	2.70	3.52	2.86	99.64	102.54	30.61	-18.75	39	19	15	18
605266.SH	健之佳	47.74	4.14	4.88	5.94	6.88	20.90	17.82	21.63	15.81	15	13	10	9
603233.SH	大参林	21.78	11.67	15.00	18.53	21.18	30.90	28.60	23.54	14.26	22	17	14	12

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除益丰药房、九州通，盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

# 五

医疗服务：刚需诊疗量增价稳，盈利能力稳中有升

## 5.1 A股医疗服务：2023年医疗服务标的收入稳健增长

图表103：2023年&2024Q1收入增长情况

公司名称	2023年同比收入增速 (%)						2024Q1 (%)	
	Q1	Q2	H1	Q3	Q4	2023		
爱尔眼科	20.44	32.81	26.45	17.22	41.25	26.43	3.50	
华夏眼科	15.10	38.06	26.30	17.44	28.17	24.12	5.09	
普瑞眼科	38.73	72.85	54.88	45.13	88.39	57.50	4.01	
何氏眼科	26.91	38.80	32.66	6.51	31.17	24.07	(7.18)	
光正眼科	整体	16.23	112.69	60.08	21.44	27.10	40.06	(7.78)
	医疗业务			72.69			48.68	
通策医疗	3.04	3.71	3.38	0.11	14.24	4.70	5.03	
美年健康	53.82	46.46	49.87	(1.11)	29.02	26.44	(14.91)	
国际医学	247.40	50.78	106.91	34.05	59.86	70.34	10.75	
新里程	2.25	8.96	5.60	11.09	31.15	13.88	10.88	
三博脑科	17.55	22.88	20.22	7.66	48.05	22.93	7.99	
盈康生命	整体	35.09	17.91	25.90	31.64	25.40	27.20	15.17
	医疗服务			6.35			15.28	
信邦制药	整体	1.70	5.50	3.59	1.56	(1.57)	1.75	(1.41)
	医疗服务			(5.71)			(3.90)	
三星医疗	整体	13.42	36.63	26.17	11.40	42.24	25.99	34.53
	医疗服务			45.42			34.57	
迪安诊断	整体	(30.48)	(40.86)	(36.37)	(29.25)	(33.03)	(33.89)	(8.01)
	常规ICL			27.53			16.73	10.41
金域医学	整体	(50.19)	(46.05)	(48.17)	(48.63)	(31.77)	(44.82)	(13.05)
	常规ICL	19.52	23.72	21.60	7.31	11.37	15.35	

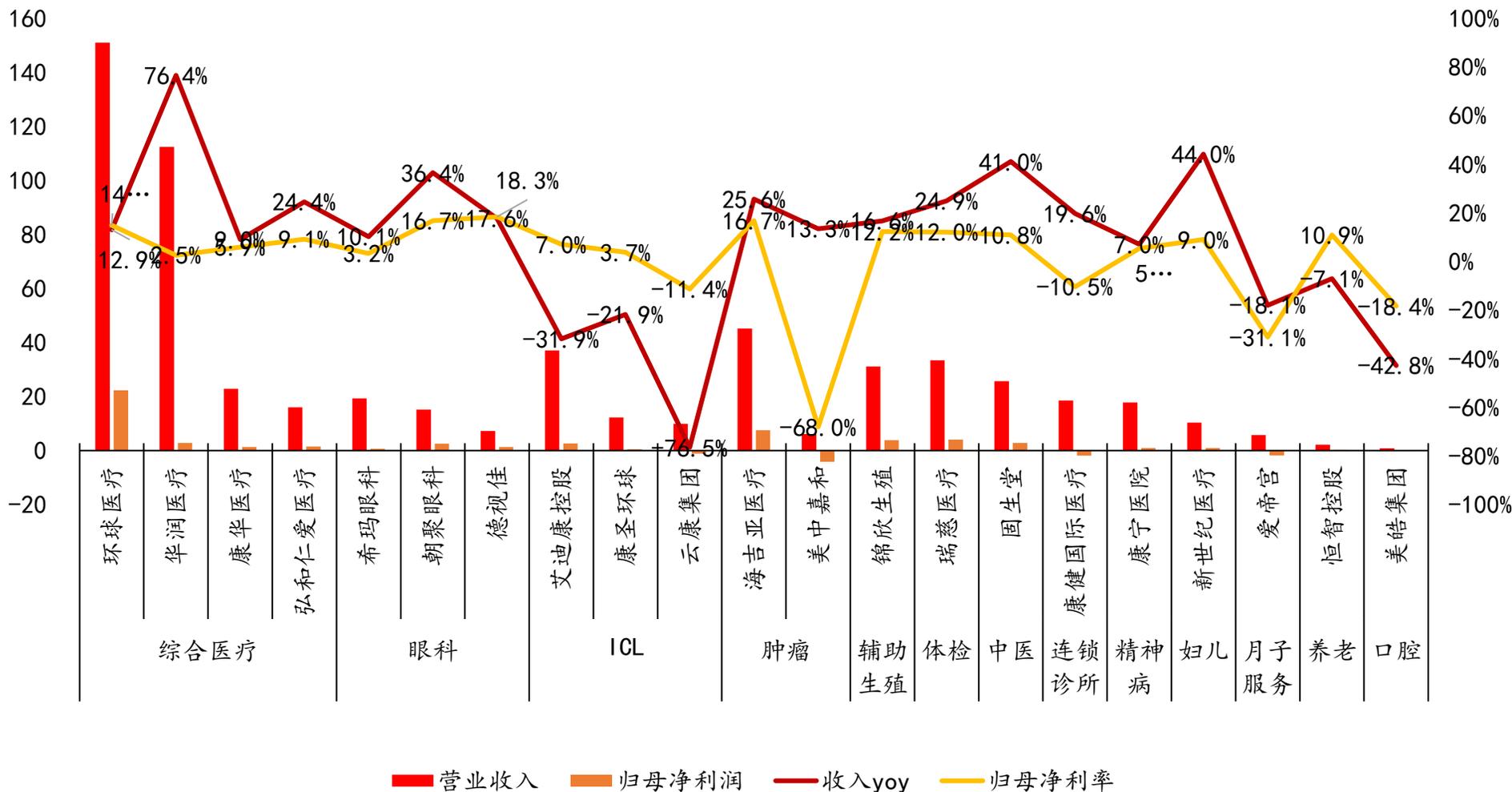
资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所

## 5.1 A股医疗服务：2023年医疗服务标的收入稳健增长

- 由于2022年各季度同期为非正常基数，季度收入增速波动较大，综合2023全年来看：
- **眼科**：2023年基本实现25%左右收入增速，增速仍稳健，2024Q1由于宏观环境和2023Q1眼病诊疗基数偏高，收入大多实现个位数增长。
- **体检**：行业需求稳定，龙头竞争力提升带来客户结构持续优化，叠加2022年基数较低，2023年收入实现较高增长，2024Q1由于淡季/同期基数较高/出行常态化导致到检减少，收入略有下滑。
- **口腔**：种植牙集采叠加消费弱复苏，且公司处于分院培育期，2023年公司业绩承压；2024Q1维持2023年收入增速，但考虑到同期种植牙尚未集采，预计放量明显，2024年公司有望实现恢复性增长。
- **综合医院**：经营稳健，国际医学由于床位快速爬坡，2023年收入实现高增长，2024Q1收入增速10.9%较为稳健。新里程在2023及2024Q1收入皆保持10%+的稳健增速。环球医疗2024Q1出院人次也同比增长9%。
- **肿瘤**：前期基数正常，收入稳健增长，部分医院由于DRGs收入略有下滑。
- **康复**：内生需求恢复叠加外延贡献促进收入高增长。
- **ICL**：2023年由于新冠业务高基数收入下滑，常规ICL在2023上半年保持20%-30%较好增长，下半年由于医疗行业整顿增速下滑至10%左右，2024Q1该影响持续，叠加行业竞争加剧和新冠基数影响，导致收入下滑10%左右。

## 5.2 港股医疗服务：2023年大部分实现收入稳健增长

图表104：2023年除了ICL和口腔，其他医疗服务标的收入皆有较好增长（单位：亿港元）



资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 5.3 量价拆分：刚需诊疗量增价稳，消费医疗价格下行但量增明显

图表105：2023年各类医疗服务收入量价拆分汇总

			收入yoy	量yoy	价yoy	备注
综合医疗	华润医疗		9.0%	10.0%	-0.9%	门诊，剔除新冠
			8.1%	10.2%	-1.8%	住院
	环球医疗		0.8%	21.1%	34.6%	门诊，剔除新冠人次（价格增速快主要系2022年低客单核酸检测拉低平均价格基数）
			17.9%	22.6%	-3.8%	住院
	康华医疗		2.4%	5.1%	-2.6%	门诊
			16.5%	17.9%	-1.2%	住院
眼科	宏力医疗管理		0.1%	8.9%	-8.1%	门诊
			10.0%	7.6%	0.1%	住院
	希玛眼科		13.64%	33.92%	-15.15%	内地眼科手术
			7.74%	8.70%	-0.88%	香港眼科手术
	朝聚眼科		33.25%	19.50%	11.50%	门诊
			48.06%	50.87%	-1.86%	住院
口腔	希玛眼科		27.36%	17.88%	8.04%	视光中心
			161.27%	95.84%	33.41%	就诊总数/就诊客单价（增速快主要系2023年深港通关促进客流量快速提升，为个体原因）
	美皓集团		-42.30%	-20.95%	-20.85%	活跃患者人数/人均消费
			26.44%	13.7%	11.2%	控股门店接待人次/综合客单价
	瑞慈医疗		35.24%	31.78%	2.62%	体检人次/人均消费单价
			22.13%	15.75%	5.51%	周期数量/ARS及管理服务费收入合计对应单周期价格
辅助生殖	锦欣生殖		59.14%	37.96%	15.35%	儿科住院
			57.41%	47.59%	6.66%	儿科门诊
	新世纪医疗		-7.48%	-5.88%	-1.70%	妇科住院
			22.54%	9.79%	11.60%	妇科门诊
	康宁医院		5.64%	-5.02%	11.22%	门诊
			8.27%	10.73%	-2.31%	住院(住院床日数/平均每床日开支)
精神病	固生堂		43.01%	45.91%	-1.99%	就诊人次/次均消费
			13.80%	3.29%	23.45%	检测量/单次检测价格
中医	康圣环球					
ICL						

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

## 5.4 医疗服务：2023年医疗服务标的盈利能力稳中有升

■ **毛利率：**眼科皆实现正增长；美年健康、国际医学由于2022年同期收入规模较低导致固定成本摊薄明显，毛利率基数低由此形成高增长；通策医疗毛利率略有下滑，主要系种植业务均价下降/正畸收入增速下滑有关；盈康生命和三星医疗毛利率明显提升，信邦制药基本持平；ICL由于前期有较多高毛利新冠收入导致毛利率下降。

■ **净利率：**归母净利率除了ICL，基本实现增长，提升幅度最大的是国际医学，其次为光正眼科、美年健康。

图表106：2023年盈利能力同比2022年变化情况

	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	扣非净利率	归母净利率
爱尔眼科	0.33%	0.00%	-1.18%	0.32%	-0.87%	0.82%
华夏眼科	0.98%	0.83%	0.52%	-0.48%	-0.17%	0.76%
普瑞眼科	2.33%	-3.40%	-2.22%	-0.37%	6.20%	8.67%
何氏眼科	3.36%	0.52%	1.99%	-0.44%	1.79%	1.89%
光正眼科	10.11%	-0.96%	-4.50%	-1.04%	37.39%	11.05%
美年健康	8.45%	-0.07%	-1.81%	-0.55%	10.91%	10.89%
国际医学	16.11%	-0.11%	-9.81%	-2.29%	30.61%	35.43%
新里程	-1.41%	-3.32%	4.20%	-1.06%	-2.07%	-4.08%
通策医疗	-2.28%	0.00%	0.34%	0.03%	-2.41%	-2.59%
盈康生命	2.04%	1.91%	-0.65%	-0.08%	58.67%(注)	58.37%(注)
信邦制药	-0.15%	-0.88%	-0.47%	-0.18%	0.61%	0.91%
三博脑科	0.67%	0.17%	-0.98%	-0.94%	2.25%	0.05%
三星医疗	5.11%	0.30%	1.46%	0.09%	2.93%	6.19%
迪安诊断	-5.87%	2.44%	0.89%	0.17%	-5.83%	-4.78%
金城医学	-6.65%	2.13%	3.32%	0.07%	-13.21%	-10.25%

资料来源：Wind、各公司公告、中邮证券研究所

注：盈康生命2023年净利率大幅提升主要系2022年有6.7亿资产减值损失导致基数低

## 5.5 医疗服务：需求稳健的细分赛道：眼科、体检、基础诊疗

- **眼科：需求方面，我们认为眼科需求仍然稳健向上**，2023年爱尔眼科门诊量及手术量皆增长35%左右，华夏眼科门诊量及手术量皆增长21%左右，需求量皆实现较好增长。2023年屈光业务受到消费下行和行业竞争加剧影响，全飞秒手术价格有所下滑，但屈光量增仍然稳健，且随着术式结构持续优化，我们认为价格影响收入和毛利程度有限。视光业务由于需求更为刚性，且客单价较低，各大眼科机构加大布局视光中心，我们认为视光仍有望保持较高增长。基础眼科方面，由于白内障晶体国采，促进中高端晶体渗透率加速提升，且随着60-70年代老龄人口成为诊疗主体，该部分群体眼健康意识和支付能力更强，白内障高端占比预计将加速提升。
- **体检：从行业来看**，民营体检在民营医疗服务中受消费下行影响小：需求刚性，收入大部分来自B端，基本为年度员工体检。**从公司来看**，优质龙头仍有提价空间，不同于其他医疗服务行业，体检龙头在发展初期采取低价策略跑马圈地，价格和公立体检机构差距较大，近年来专攻内生管理改善，提升医疗、服务质量，相比其他民营体检机构，在门店数量优势的基础上，新增创新产品等差异化优势，在行业整体需求稳健、优质需求紧缺的环境下，对终端客户的选择权逐步扩大。**我们看好体检龙头美年健康持续优化客户结构，通过创新产品实现C端销售突破，促进收入稳健增长，且在城市群改革等精细化管理下，盈利能力逐步提升。**
- **基础诊疗：综合医院我们主要看好两类企业，一是自身处于快速成长期的区域性医院机构，二是通过改革实现经营效率持续向上的医院集团。**国际医学旗下医院所在西安市辐射西北地区，医疗资源供不应求，公司在当地已建立优质口碑，收入逐季提升，利润也逐步减亏，展望2024年预计仍保持季度收入增长态势，利润弹性大。环球医疗/新里程两家公司在改革下呈现收入持续增长态势，盈利能力持续提升，且新建/并购等扩张计划陆续落地，内生改善+外延扩张促进快速发展。

## 5.6 医疗服务：业绩有望迎来拐点的专科龙头：IVF、口腔

- **辅助生殖：2024年迎来政策利好**，目前，已有5个省（市）将部分辅助生殖项目纳入医保报销，北京(2023年7月1日)、广西(2023年11月1日)、内蒙古(2024年2月1日)、甘肃(2024年2月1日)，山东（2024年4月1日）。**从已实施的地区情况来看，渗透率有明显提升：**广西实施5个月，全自治区辅助生殖机构门诊量达60.77万次，同比增长35.64%，医保基金支出约1.14亿元，报销比例59.13%。北京实施7个月以来，北京市职工就诊2.7万人，总费用2.2亿元，职工医保基金支出1.5亿元，在年度测算基金安全运行范围内。**我们认为行业渗透率有望加速提升。锦欣生殖除了受益于行业政策利好，展望2024年，促进公司业绩增长的驱动力包括：内生恢复**（武汉恢复 ARS 业务/老挝营业促进收入增长，美国盈利能力恢复/武汉减亏促进利润增长）**+业务扩张**（中国香港冻卵业务快速增长）**+外延加速**（积极主动寻找国内和东南亚并购机会，2024年4月1日锦欣生殖宣布与印尼Morula签署股权投资协议）。
- **口腔标的通策医疗**由于种植牙集采的行业政策影响，同时受到消费下行的环境影响（正畸方面，消费者更趋向于价格低的品种），且自身处于分院培养期，总院医生分流至分院助力业务开展，2023年整体业绩承压。随着蒲公英建设进入尾声，分院步入成熟期（截至2023年底50%处于孵化培育期）、集采种植牙颗数逐步加速增长（2023Q3+58%，**2024Q1种植收入+5.9%**，**考虑到价格同比下滑，预计2024Q1种植量有较高增长**），公司有望迎来业绩拐点。

## 5.7 医疗服务：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300015.SZ	爱尔眼科	12.9	33.6	43.2	54.5	63.6	33.1%	28.7%	25.9%	16.8%	35.8	27.8	22.1	18.9
6078.HK	海吉亚医疗	32.5	6.8	8.8	11.2	13.8	43.2%	28.7%	27.4%	22.5%	27.2	21.1	16.6	13.5
2666.HK	环球医疗	4.7	20.2	22.7	25.6	28.5	7.0%	12.2%	13.0%	11.2%	4.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：爱尔眼科、环球医疗盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年4月30日；港股标的收盘价为港元，归母净利润为人民币）

### ■ 弹性标的

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002044.SZ	美年健康	4.4	5.1	8.6	12.1	14.5	190.4%	69.6%	40.6%	20.0%	34.2	20.2	14.3	12.0
000516.SZ	国际医学	5.8	-3.7	0.3	2.2	5.1	68.7%	108.0%	631.4%	137.7%	-35.3	441.9	60.4	25.4
3309.HK	希玛眼科	3.0	0.6	0.7	0.9	1.1	383.4%	26.1%	25.6%	24.5%	60.3	47.8	38.1	30.6
600763.SH	通策医疗	60.8	5.0	6.2	7.4	8.7	-8.7%	23.2%	20.1%	17.8%	38.9	31.6	26.3	22.3

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：除国际医学，其他标的盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年4月30日；港股标的收盘价为港元，归母净利润为人民币）



## 医疗器械：政策驱动，设备有望恢复性增长

# 6.1 医疗器械板块回顾：23年器械板块业绩承压，24Q1业绩恢复趋势初现

## ■ 23年全年医疗器械板块业绩整体承压，24年

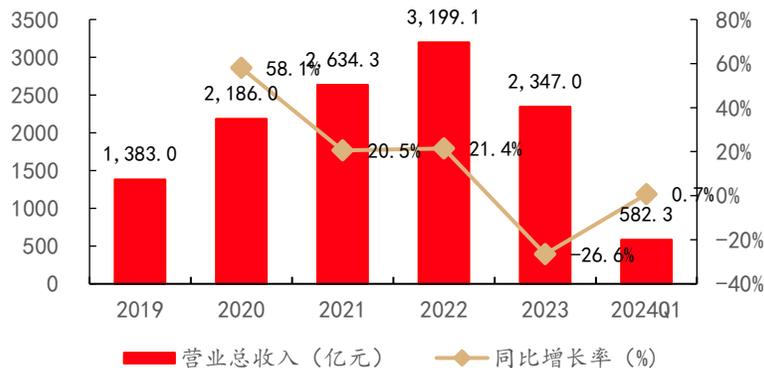
**Q1呈现恢复趋势：**2023年全年医疗器械药板块整体收入增速为-26.64%、归母净利润增速为-50.70%，营业收入短期承压；业绩主要受院内设备招标受到23年下半年以来医疗行业整顿影响及23年Q1贴息贷款和疫情放开后ICU相关设备紧急采购带来业绩的高基数影响；但24年Q1季度营业收入增速转负为正

(+0.65%)，归母净利润受23年Q1高基数影响仍为负但幅度明显减少。

## ■ 研发投入稳步增加：23年全年医疗器械板块研发费用率同比提升3.38个百分点，自2019年来连续四年保持平稳在7%后出现大幅增长，表明器械企业在业绩承压周期中持续加大创新器械研发，通过提升产品竞争力和自身创新能力以实现转型和破局。

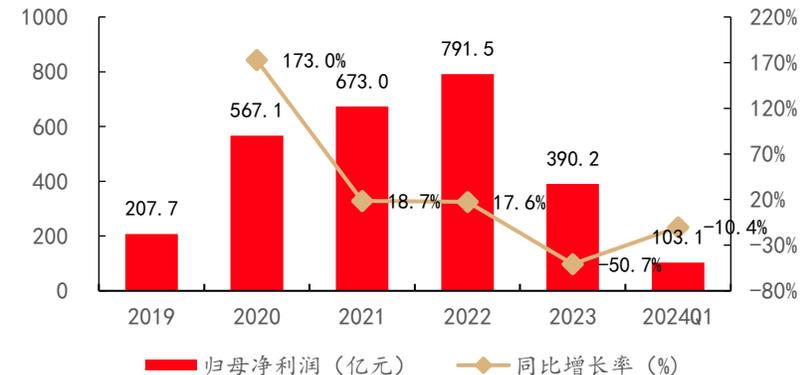
请参阅附注免责声明

图表107：2023年医疗器械板块整体营业收入统计



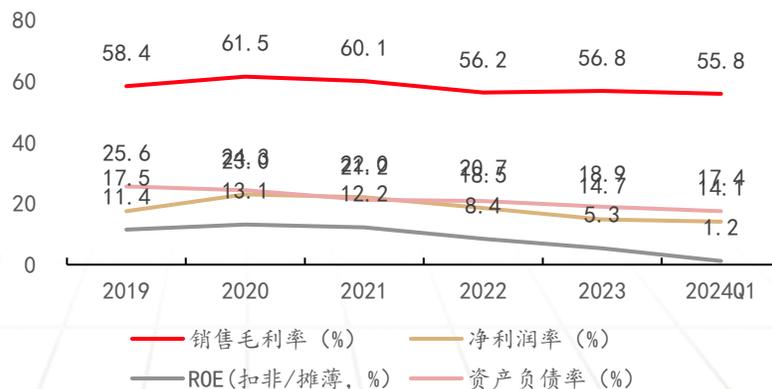
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表108：2023年医疗器械板块整体归母净利润统计



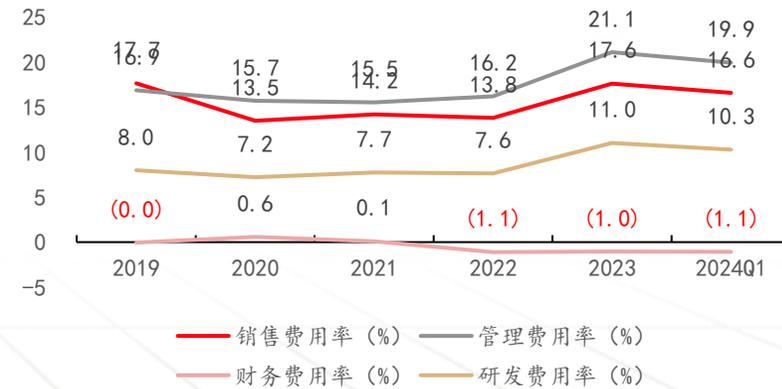
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表109：2023年医疗器械板块盈利端财务指标统计



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表110：2023年医疗器械板块研发投入快速增长

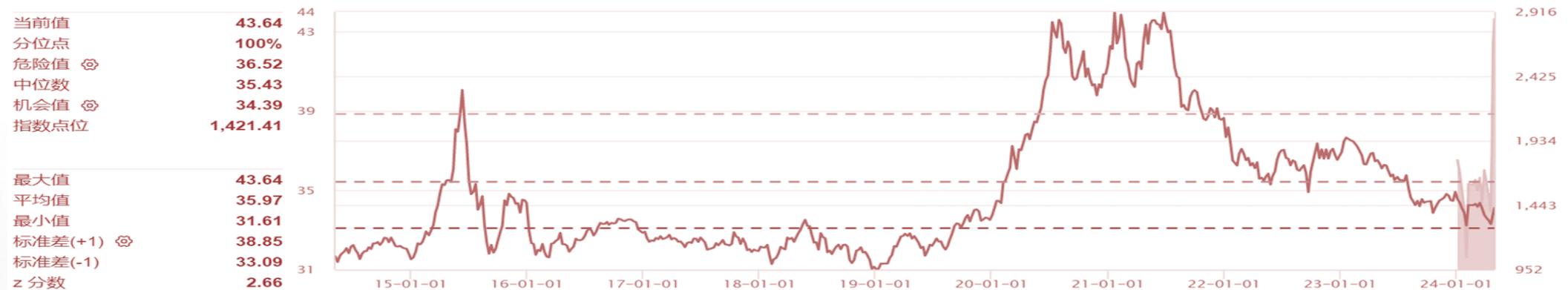


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 6.2 医疗器械：目前板块估值处于历史低位，低估值企业机会显现

- 板块估值水平：**板块整体跌至历史低位水平，2023年以来处于平稳回升状态。截至2024年4月30日，医疗器械整体板块（995023.CSI）PE水平为43.64倍，跌至近三年来的历史低位；预计医疗器械板块2024年PE为24.24，其中医疗设备、医疗耗材、体外诊断的24年PE（E）分别为25.45、22.18、23.51。目前医疗耗材板块中高值耗材带量采购已到中后期且降价幅度逐渐温和，低值耗材库存也逐步出清有望迎来订单反转，中长期看当前PE估值大概率处于板块估值修复的初期，后续板块价值有望回归至正常水平。

图表111：医疗器械板块当前PE估值处于历史较低水平



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表112：医疗器械板块23年全年及24年Q1涨跌幅及预测PE/PEG（%，倍）

子板块	23年M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	24年M1	M2	M3	M4至今	预测PEG (2024)	预测PE (2024)
医疗器械	4.11%	-0.63%	-1.40%	-2.03%	-1.74%	-5.21%	-2.32%	-9.24%	2.97%	2.80%	5.05%	-0.78%	-15.99%	7.09%	-1.67%	4.09%	4.06	24.24
医疗设备	3.92%	-3.24%	0.18%	-0.64%	-0.92%	-3.26%	-4.10%	-9.81%	2.39%	4.03%	6.17%	0.62%	-13.68%	6.76%	-2.93%	4.20%	2.22	25.45
医疗耗材	4.45%	0.92%	-3.17%	-2.82%	-0.82%	-6.57%	-0.92%	-11.52%	3.98%	1.49%	1.24%	-3.48%	-18.67%	6.13%	0.14%	7.10%	1.76	22.18
体外诊断	4.11%	2.78%	-2.42%	-3.80%	-4.30%	-7.70%	-0.05%	-5.24%	2.93%	1.80%	7.59%	-0.52%	-17.95%	9.01%	-0.90%	0.31%	-2.69	23.51

资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 6.3 医疗设备：以旧换新政策发布，院内设备更新有望提速

- **医疗设备子板块：**2024年3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。方案要求到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。我们认为，一方面《以旧换新方案》的政策支持，有望助力高端医疗设备市场的扩容；《以旧换新方案》将推动国内医疗设备市场的需求释放，国内医疗设备市场规模有望进一步提升。国产设备龙头企业有望把握政策机遇，提高品牌占有率，加速产品迭代。另一方面，《以旧换新方案》有望推动基层医疗落后设备的淘汰，提高医院诊断和治疗能力，从而提升基层医疗服务能力。
- **受益标的：**迈瑞医疗、联影医疗、天智航、微创机器人、澳华内镜、开立医疗、海泰新光、健麾信息、艾隆科技、祥生医疗、理邦仪器、润达医疗、奕瑞科技、康众医疗。

图表113：多地区发布的设备更新方案梳理

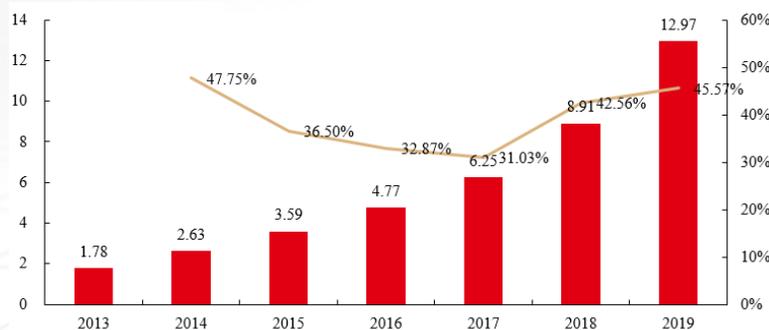
地区	实施方案
湖南	开展医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动医疗卫生机构根据功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，淘汰更新已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗卫生机构服务器类、终端类、网络设备类、安全设备类等信息化设施更新换代，进一步提升医院数据互联互通、网络信息和数据安全、医院信息标准化建设水平。
	开展医院病房改造提升。聚焦病房环境与设施短板，统筹推进空间改善、厕所革命和安全保障方面的改造提升。鼓励医院加强病房适老化，便利化改造，有序推动4人间及以上病房改造为2-3人间，适当增加单人间比例，合理增设独立卫生间和公共卫生间，有效提升群众满意度。改善医院现有供电、消防等安全保障措施，提升污水、污物处理能力，做好医疗废物处置。
山东	增强医疗卫生服务能力。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。实施村卫生室改造提升行动，全面优化硬件配备。
广东	推动医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，优化住院诊疗服务。探索推进医疗装备产品“购买技术服务”和设备租赁等新模式。
山西	推进医疗装备更新改造。重点依托国家级、省级区域医疗中心，同济山西医院国家紧急医学救援基地，山西省中医院中医药传承创新中心等国家在山西布局的重大专项，推动医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，合理配置适宜设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造。积极推进我省前沿医疗装备的技术科研与应用。
	推进医院病房改造提升。加强基层医疗卫生机构基础设施建设。聚焦病房环境与设施条件，统筹推进空间改善、厕所革命和安全保障等方面改造提升。提高医院病房配置标准，推动医疗机构病房改造提升，适当保留一定比例单人间，提高两人间、三人间比例鼓励医疗机构针对不同病种升级病房设施设备，加强病房适老化、便利化改造，推进病房标准化、智能化，补齐病房环境与设施短板。推动智慧医疗建设应用。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。鼓励加大智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息标准化建设投入，有序推进电子健康卡和数字影像云建设，拓展医疗健康数字化应用场景。
甘肃	主要实施医疗卫生机构装备更新、医疗机构病房改造提升、医疗领域信息化设施迭代升级等工程，加快淘汰超期使用、性能落后、无法维修、高耗能高排放、具有安全隐患的设备，提升安全可靠水平。
浙江	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。
	推进医疗卫生基础设施建设。加快推动浙江大学医学院附属第一医院余杭院区二期建设工程(国家医学中心[筹])、省公共卫生临床中心建设。争取国家医疗卫生应急综合演训基地项目(东部)落户浙江。推动医疗卫生机构消防安防基础设施设备更新改造。推进公立医院病房改造，优化病房结构，完善病房设施，到2027年2-3人间病房比例超过80%，适度提高以妇产科、儿科、老年科等为重点的单人间病房比例。
河南	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进各级医疗卫生机构医用设备和信息化设施迭代升级，淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医用设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。

资料来源：各政府官网、中邮证券研究所

## 6.4 体外诊断：寻找渗透率提升空间大、平台能力强的标的

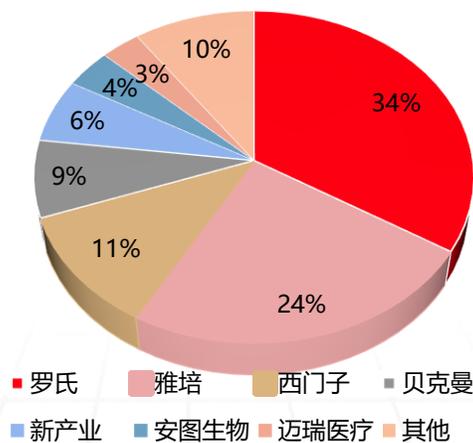
- **体外诊断子板块：我们看好2024年体外诊断板块估值和业绩双升的行业性机会。**我们持续关注IVD集采带来的国产替代机会，当前国产化率较低且份额较大的重要细分领域为化学发光试剂，国产化率不足30%。2023年安徽牵头二十五省（区、兵团）体外诊断试剂省际联盟化学发光产品集中带量采购，预计终局化学发光试剂国产化率有望快速提升，头部公司因其品牌和渠道优势，有望显著受益。板块估值目前处于历史底部，在集采政策接近消化完成和新冠业务高基数出清的背景下，2024年有望迎来体外诊断子板块估值修复行情。**建议重点关注IVD集采业绩兑现、渗透率提升空间大、平台型能力强的公司。**
- 回顾24年Q1，体外诊断子板块下跌10.12%，主要系2022年底疫情放开后，2023Q1院内诊疗量增长带来的检测需求提升，以及部分公司新冠检测受益，带来板块高基数。同时，产品入院仍受一定23年中开启的医疗行业整顿影响，但该影响有望在2024年逐步弱化出清。呼吸道病原体检测个股关注度较高，相关个股受益于临床认知提升和精准医疗政策推动，一季度业绩表现亮眼，二季度有望延续高增长。2024年是安徽体外诊断检测试剂集采业绩兑现年份，其中化学发光头部企业有望充分受益。受益标的：新产业、迈瑞医疗、圣湘生物、亚辉龙、润达医疗、安必平、英诺特。

图表114：国内呼吸道检测市场快速增长(亿元，%)



资料来源：英诺特招股说明书、中邮证券研究所

图表115：化学发光市场份额仍以进口厂家为主(%)



资料来源：观研天下、中邮证券研究所（2021年数据）

图表116：化学发光集采价格温和化，国产头部IVD企业有望充分受益

基于 PCR 方法学的人乳头瘤病毒 (HPV-DNA) 分型检测	品种	凯普生物	圣湘生物	罗氏	亚能生物	硕世生物	透景生命	博晖创新	安必平	之江生物	达安基因	科华生物	安普利	艾康生物	泰普生物	和实生物	迪安生物
意向采购量占比	16、18 型		68.3%								13.6%	9.0%	4.2%	3.6%	1.3%	0.0%	
意向采购量占比	16、18 型及其他不细分亚型	24.8%	33.9%	24.6%		6.6%	1.2%										4.9%
意向采购量占比	16、18 型及其他细分亚型	24.4%	12.2%		15.8%	8.1%	5.2%	8.9%	5.2%	2.7%	0.0%						4.6%
人绒毛膜促性腺激素 (HCG) (化学发光法)		罗氏	贝克曼	迈瑞	雅培	西门子	新产业	安图生物	迈克生物	亚辉龙	普门科技	热景生物	基蛋生物	希森美康	万孚生物	明德生物	
意向采购量占比	β-HCG	32.3%	24.6%	13.9%	9.3%			4.7%	5.2%	2.6%				0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
意向采购量占比	HCG	3.1%				52.5%	18.7%				13.0%	6.4%					
性激素六项 (化学发光法)		罗氏	贝克曼	西门子	迈瑞生物	雅培	新产业	安图生物	迈克生物	亚辉龙	普门科技	热景生物					
意向采购量占比	全套	28.5%	21.9%	10.0%	10.0%	8.5%	6.4%	4.2%	2.7%	1.7%	0.3%	0.3%					
传染病八项 (酶联免疫法和化学发光法)		万泰生物	科华生物	英科新创	中山生物	丽珠试剂											
酶联免疫法-意向采购量占比	全套	33.0%	31.4%	30.5%	1.4%	0.9%											
化学发光法		安图生物	迈瑞生物	雅培	迈克生物	科美诊断	万泰凯瑞	罗氏	新产业	亚辉龙	西门子						
意向采购量占比	全套	22.1%	15.9%	13.4%	9.8%	7.0%	6.9%	5.7%	5.5%	3.2%	1.4%						
糖代谢两项 (化学发光法)		罗氏	迈瑞生物	新产业	西门子	安图生物	雅培	贝克曼	亚辉龙	迈克生物							
意向采购量占比	全套	27.5%	13.1%	11.9%	10.9%	9.3%	7.8%	6.1%	3.0%	2.5%							

资料来源：安徽省医药集中采购平台、中邮证券研究所

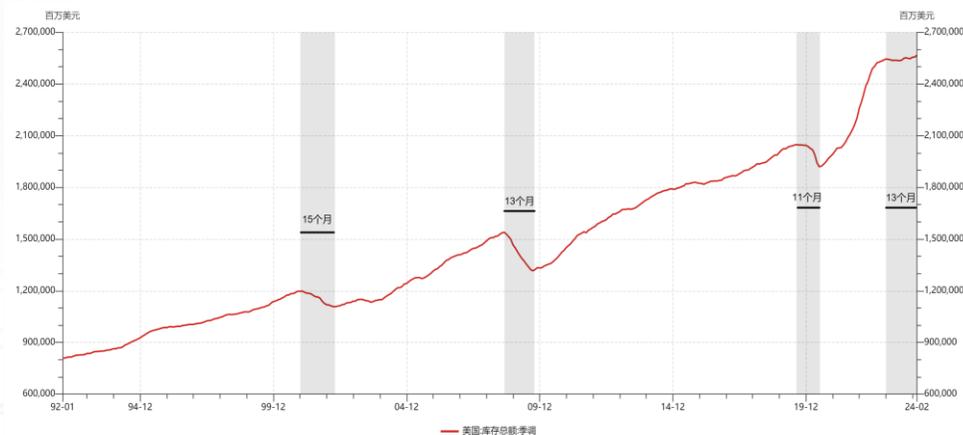
## 6.5 医疗器械：高值耗材集采处于中后期阶段，降价趋于温和

- **高值耗材子板块：我们认为高值耗材带量采购已处于中后期阶段，集采降价幅度逐渐温和，边际性成长持续向好。**在高值耗材领域，带量采购降价幅度趋向合理化，对企业端的利润压制更加温和，对于部分国产份额较低的细分子行业，带量采购有望有效提高国产品牌的占有率；对于创新能力强的企业，通过带量采购能更加凸显公司产品 and 疗法的优势；对于已经集采的品种而言，现处于快速放量阶段，关注集采放量良好和有新产品上市计划并能带来新成长曲线的公司，有望迎来公司业绩和估值的双重反转。**2024年看好电生理、主动脉介入、神经外科、内镜诊疗介入等国产替代领域和冠脉支架、骨科等集采后新机会的企业。**
- **国家冠脉支架接续采购中标均价上浮：**根据国家冠脉支架接续采购拟中选结果，共10家企业的14个产品获拟中选资格，中选率达91%；拟中选支架平均价格约770元，加上伴随服务费，终端价格区间在730元至848元，续约产品中标价格相比此前价格普遍上涨。
- **人工晶体、运动医学医用耗材带量采购降价幅度温和。**第四批国家组织高值医用耗材集中带量采购在天津开标并产生拟中选结果，本次集采覆盖人工晶体、运动医学相关高值医用耗材，本次集采中选产品平均降价70%左右，其中人工晶体类耗材平均降价60%，运动医学类耗材平均降价74%。集采企业中选率较高，共有128家企业参与本次集采，126家拟中选，中选率98%。本次集采降价幅度整体符合预期，其中人工晶体头部企业产品全部中标，降价幅度相对较低。预计集采后相关耗材渗透率会有所上升，且长远看有利于行业集中度提升，以及高端产品如双焦点和三焦点人工晶体使用量的增长，有利于行业龙头企业。
- **耗材集采逐步向普遍化和合理化的方向发展，建议关注已集采品种中具有新增长曲线的企业，和潜在集采品种中国产份额较低的企业。**

## 6.5 医疗器械：低值耗材去库存已到尾声叠加23年低基数，24年大概率高增长

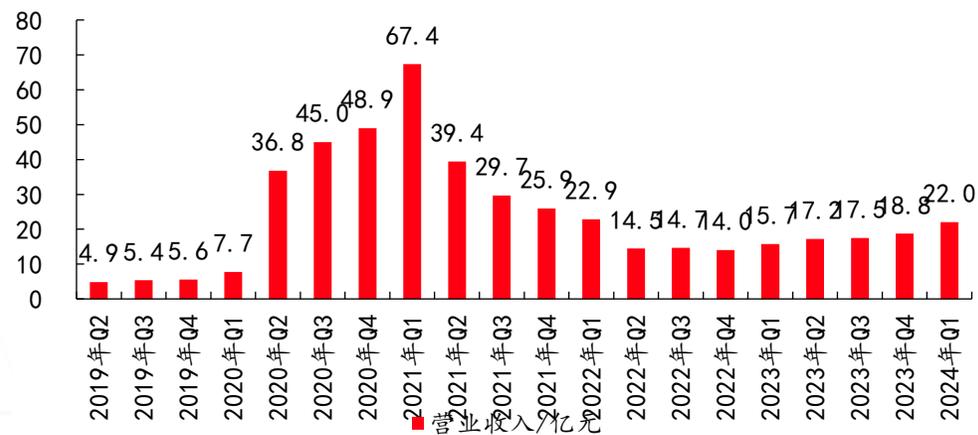
- **低值耗材子板块：**相关企业部分为出口依赖型企业，在疫情期间抓住历史机遇，不断实现海外市场拓客扩品，产能快速扩张。2023年海外经济相对疲软，当前正处于海外去库存周期，不同海外客户去库存节奏存在时间差异，常规去库存时间是1年-1年半，如医用敷料、丁腈手套、气管插管等低值耗材目前已到了去库存尾声，24年相关行业将迎来需求增长。
- **去库存已见尾声，低耗企业有望高增长：**我们预计2024年部分海外客户恢复常规订货，国内部分公司将迎来业绩反转，产能爬升节奏将加快。叠加2023年公司业绩低基数，2024年低值耗材领域布局价值将会凸显。**看好具有海外新订单拓展能力、下游去库存进度较快、企业自身技术壁垒较明显的企业。**

图表117：美国库存总额去库存接近尾声



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表118：英科医疗营业收入逐步上升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 6.6 医疗器械：受益标的

### ■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	304.59	115.82	139.76	168.47	202.04	20.56%	20.67%	20.54%	19.93%	30.42	26.42	21.92	18.28
688271.SH	联影医疗	132.56	19.74	23.73	29.53	36.47	19.21%	20.18%	24.47%	23.48%	57.19	46.04	36.99	29.96
688114.SH	华大智造	58.20	-6.07	-0.99	0.98	2.53	-129.98%	83.75%	199.03%	159.01%	-58.85	-245.03	247.43	95.53
300633.SZ	开立医疗	41.30	4.54	5.86	7.44	9.41	22.88%	28.85%	27.00%	26.58%	44.82	30.38	23.92	18.90
300832.SZ	新产业	70.70	16.54	20.80	26.46	33.38	24.53%	25.81%	27.16%	26.18%	37.16	26.70	21.00	16.64
603658.SH	安图生物	57.02	12.17	15.44	18.90	22.94	4.28%	26.83%	22.38%	21.38%	27.45	21.65	17.69	14.57
300003.SZ	乐普医疗	14.75	12.58	20.12	23.42	27.30	-42.88%	59.93%	16.37%	16.57%	24.15	13.78	11.85	10.16
603309.SH	维力医疗	12.30	1.92	2.43	3.05	3.82	15.56%	26.16%	25.73%	24.96%	21.67	14.85	11.81	9.45
688016.SH	心脉医疗	186.42	4.92	6.46	8.30	10.45	37.98%	31.28%	28.39%	25.94%	32.70	23.86	18.58	14.75

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

### ■ 弹性标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688139.SH	海尔生物	37.26	4.06	5.26	6.53	8.04	-32.41%	29.63%	24.02%	23.14%	31.73	22.51	18.15	14.74
688212.SH	澳华内镜	53.41	0.58	1.13	1.81	2.79	166.42%	94.58%	60.40%	54.36%	143.62	63.59	39.64	25.68
688253.SH	英诺特	36.33	1.74	3.03	4.24	6.28	15.44%	73.93%	40.13%	48.13%	19.56	16.34	11.66	7.87
688289.SH	圣湘生物	20.46	3.64	3.02	4.46	5.81	-81.22%	-16.93%	47.54%	30.34%	31.63	39.85	27.01	20.72
301033.SZ	迈普医学	34.50	0.41	0.60	0.88	1.21	13.89%	47.46%	45.95%	37.86%	70.37	37.81	25.91	18.79
688351.SH	微电生理	25.52	0.06	0.34	0.73	1.24	91.41%	497.67%	114.49%	70.46%	2121.98	353.24	164.69	96.61
688617.SH	惠泰医疗	503.68	5.34	7.03	9.49	12.48	49.13%	31.72%	34.95%	31.52%	48.65	47.88	35.48	26.98

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年4月30日）

七

受益标的

- **推荐标的：**派林生物、美年健康、国际医学、太极集团、新天药业、九州通、益丰药房、海尔生物、英诺特、圣湘生物、微电生理、迈普医学。
- **受益标的：**乐普生物、百诚医药、天坛生物、康希诺、老百姓、一心堂、柳药集团、东阿阿胶、康恩贝、羚锐制药、佐力药业、迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、华大智造、惠泰医疗、英科医疗、心脉医疗。



## 风险提示

- **风险提示：**行业竞争加剧风险、政策执行不及预期风险，集采降价超预期风险。

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES