

医药板块7月投资策略：重拾信心，寻找稳增长 个股

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7月4日

➤ 医药板块Q2整体下跌，但原料药、院内刚需品种、海外去库存周期品种等细分板块表现稳健。

2024Q2医药指数 (801150.SI) 下跌10.2%，分析Q2下跌原因，主要系医药板块Q2业绩有一定压力，其中院外消费来看，客流量受到基数和消费偏弱的影响，预计增速偏低。院内来看，医疗整顿对院内业务开展仍有一定影响，院内手术量以及新产品进院未完全恢复，设备端以旧换新暂未到集中落地的阶段，所以部分院内设备、检测、药品端销售业绩承压，但环比呈现边际改善趋势。6月下旬医保比价系统在部分地区上线，引起市场恐慌，担心零售端终端价会向院内、线上靠拢，压缩零售和厂家的利润空间，导致6月药店、中药板块加速下跌。整体看，我们预计院外消费端整体承压，但原料药、院内需求刚性的药品和器械，以及率先走出海外去库存周期影响的耗材板块和个股仍保持稳健增长。

➤ 2024Q3展望：看好刚需品种、出海弹性、低估值龙头、OCT等方向。

虽然板块尚处于医保院内院外严监管的阶段，但严监管也在加速行业集中度提升，龙头企业预计保持稳健增长，不必过于悲观。同时，医保比价系统的目的更多在于消除终端不合理定价，而非一刀切的统一价格，预计对药店、工业端业绩影响有限，药店集中度将加速提升。Q3在筹码加速出清、板块整体低基数背景下，叠加医院以旧换新政策落地、投融资数据回暖等利好，目前板块PE(24E) 22.38倍，具备较强吸引力，我们看好医药板块底部投资机会。**看好方向：**院内外刚需品种（如血制品、肿瘤特效药等）；出海弹性品种（如GLP-1原料药、呼吸道检测、手套等）；集中度持续提升的低估值龙头；比价政策错杀的部分OTC企业。

➤ **推荐及受益标的：**推荐标的：海尔生物、康恩贝、派林生物、佐力药业、英科医疗；受益标的：海泰新光、上海医药、阿拉丁。

➤ **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。

1.1 板块回顾：Q2短期承压，原料药、院内刚需等细分板块表现稳健

➤ 医药指数Q2整体下跌，但原料药、院内刚需、海外去库存周期品种等细分板块表现稳健。

2024Q2医药指数 (801150.SI) 下跌10.2%，分析Q2下跌原因，主要系医药板块Q2业绩有一定压力，其中院外消费来看，客流量受到基数和消费偏弱的影响，预计增速偏低。院内来看，医疗整顿对院内业务开展仍有一定影响，院内手术量以及新产品进院未完全恢复，设备端以旧换新暂未到集中落地的阶段，所以部分院内设备、检测、药品端销售业绩承压，但环比呈现边际改善趋势。6月下旬医保比价系统在部分地区上线，引起市场恐慌，担心零售端终端价会向院内、线上靠拢，压缩零售和厂家的利润空间，导致6月药店、中药板块加速下跌。整体看，我们预计院外消费端整体承压，但原料药、院内需求刚性的药品和器械，以及率先走出海外去库存周期影响的耗材板块和个股仍保持稳健增长。

图表1：2024年二季度医药板块个别个股表现突出

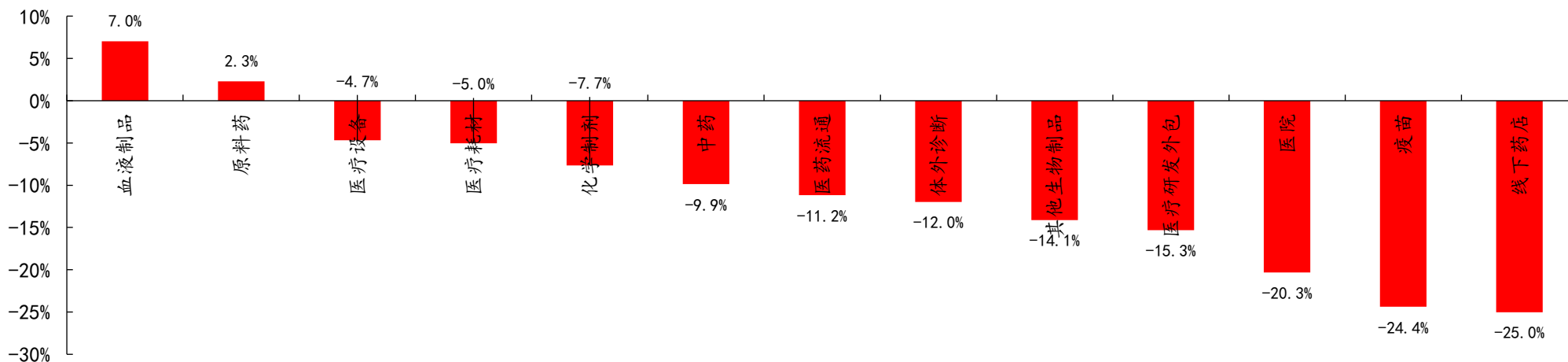
证券代码	证券名称	24Q2区间涨幅前十	证券代码	证券名称	24Q2区间跌幅前十
301580.SZ	爱迪特	71.7%	300391.SZ	长药控股	-54.4%
688076.SH	诺泰生物	48.1%	603882.SH	金城医学	-51.7%
300401.SZ	花园生物	47.5%	002728.SZ	特一药业	-51.2%
688506.SH	百利天恒	44.5%	688301.SH	奕瑞科技	-47.5%
301301.SZ	川宁生物	38.9%	688091.SH	上海谊众	-47.3%
688578.SH	艾力斯	37.2%	688016.SH	心脉医疗	-46.6%
300636.SZ	同和药业	36.7%	688580.SH	伟思医疗	-45.5%
600521.SH	华海药业	32.2%	301230.SZ	泓博医药	-45.2%
688139.SH	海尔生物	31.9%	688131.SH	皓元医药	-44.7%
002773.SZ	康弘药业	25.0%	688050.SH	爱博医疗	-43.1%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：时间从2024年4月1日到2024年6月28日，剔除ST个股）

1.2 Q3展望：看好刚需品种、出海弹性、低估值龙头、OCT等方向

- **坚定看好行业底部投资机会。**虽然板块尚处于医保院内院外严监管的阶段，但严监管也在加速行业集中度提升，龙头企业预计保持稳健增长，不必过于悲观。同时，医保比价系统的目的更多在于消除终端不合理定价，而非一刀切的统一价格，预计对药店、工业端业绩影响有限，药店集中度将加速提升。Q3在筹码加速出清、板块整体低基数背景下，叠加医院以旧换新政策落地、投融资数据回暖等利好，目前板块PE(24E) 22.38倍，具备较强吸引力，我们看好医药板块底部投资机会。
- **Q3看好方向：**院内外刚需品种（如血制品、肿瘤特效药等）；出海弹性品种（如GLP-1原料药、呼吸道检测、手套等）；集中度持续提升的低估值龙头；比价政策错杀的部分OTC企业。

图表2：2024年二季度血液制品和原料药板块涨幅表现较好



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：时间从2024年4月1日到2024年6月28日）

1.3 细分板块：血制品领先全行业，24Q2环比和同比均有望实现良好增长

- **药店**：从内生看，预计上市药房Q2同店环比改善，同比在去年正常基数背景下，预计持平或小幅增长；预计比价政策对药店实际影响有限，目前药店受宏观经济影响，短期量价仍有压力，需要关注处方外流配套政策。23年7月由于去库存、个账改革等因素影响行业呈负增长基数低，预计今年7月起有望明显回暖。
- **中药**：含疫情产品的标的环比改善，二季度收入预计同比提升或者或小幅提升，但下滑幅度呈现收窄趋势。受消费环境影响，部分中药保健品增长相对乏力。院内集采产品随着药事会恢复正常开展，进院环比改善。整体看中药板块预计保持两位数增速。
- **医疗服务**：预计保持较快增长的是肿瘤服务和中医诊疗，其他赛道仍有一定压力，但龙头受影响相对较小，眼科、口腔、体检、民营医院细分龙头超跌，三季度业绩有望改善。
- **医疗耗材**：Q2预计院内手术量同比近持平，环比变好，主要原因是23年上半年受疫情放开后的影响，23年Q2手术量相对较高。24年Q2医疗整顿对医疗耗材新产品入院还有部分影响，预计24Q3在手术量提升下有望加速。
- **医疗设备**：Q2受院内医疗整顿影响，订单转化周期拉长，板块基数处于相对高位，业绩承压。看好目前设备以旧换新快速推进，Q3中小设备有望迎来部分订单转化。
- **IVD**：板块受当前院内控费影响，同期相对高基数，Q2业绩承压。呼吸道病原体检测个股关注度较高，该赛道受益于临床认知提升和精准医疗政策推动，个股业绩有望延续高增长。
- **血制品**：23H2采浆增速较高，对应产品端落地在24H1，24Q2环比和同比均有望实现良好增长。
- **CXO**：受到投融资数据探底回升扰动和去年H2降价影响，预计临床前板块Q2同比有所承压，环比平稳增长。临床试验板块预计Q2同比有所增长，龙头具备优势。在生物安全法的影响下，CDMO板块预计Q2同比承压，环比持平，行业集中度有望提升。

■ 推荐逻辑：浆站数和采浆量快速增长；陕煤控股后在浆站资源拓展和管理效能提升上赋能助力收入端稳健增长：

- 1) 公司现有38家浆站，目前在采浆站34个，尚有4个浆站处于在建/验收阶段（双林2个；派斯菲科2个）。
- 2) 2023年公司采浆量超1200吨（双林400+，派斯菲科400+，德源300），2024采浆量有望达到1400吨。
- 3) 陕煤具备较强资金实力，有望在陕煤重点投资区域以及保供区域开拓浆站，保障公司长期稳健增长。
- 4) 静丙需求依旧旺盛，价格体系较好，高纯静丙销售情况超市场预期；白蛋白较为平衡；特免类产品或有区域集采压力但中间费用较高对利润没有影响。
- 5) 产能规划合理充足：双林二期工程预计2025H2投产（1500吨），能够满足双林和德源的血浆生产需求。

盈利能力提升：

- 5) 吨浆利润有较大提升空间：目前70万/吨，近两年随着因子类放量，有一定提升空间，后期随着高纯静丙上市，工艺改造后球蛋白收得率提升，吨浆净利润会进一步提高。
- 6) 费用率有下行空间：销售费用率持续下降，管理提质增效下，其他费用率也有下降空间。

■ 陕煤控股后，迎来积极变化，各项进程稳步推进，具备较高兑现度：

- 1) 德源供浆合作周期进一步延长并且德源供浆量增加；
- 2) 在建浆站陆续完成验收开采，进度符合预期；
- 3) 双林与巴基斯坦经销商签订静独家经销协议，积极布局海外市场；
- 4) 双林高纯静丙获批临床；派斯菲科高纯静丙临床前研究快速推进，分别有望于2026和2027年陆续上市。

■ 盈利预测：

2024年：在采浆量和投浆量的增长驱动下实现高增长，2024年预计实现收入29.7亿元（+27.5%）、净利润7.8亿元（+27.9%），对应EPS 1.07元，对应PE 25.8倍，当前估值水平具备配置性价比。

图表3：派林生物盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,329	2,970	3,451	3,908
增长率(%)	-3.18	27.54	16.19	13.26
EBITDA(百万元)	796	1,017	1,227	1,406
归属母公司净利润(百万元)	612	783	943	1,098
增长率(%)	4.25	27.90	20.39	16.53
EPS(元/股)	0.84	1.07	1.29	1.50
市盈率(P/E)	32.93	25.75	21.39	18.35
市净率(P/B)	2.71	2.52	2.32	2.12
EV/EBITDA	23.92	18.73	15.17	12.80

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

推荐标的：佐力药业-医保限制放宽后加快基层推广，大单品有望快速放量

■ 23年收入结构：乌灵系列12亿（乌灵胶囊10亿+灵泽片2亿）+百令片2亿+中药饮片4.6亿+中药配方颗粒0.4亿。

■ 乌灵胶囊受益集采量增明显：

乌灵胶囊是公司独家产品，治疗失眠、健忘、心理障碍等，作用机理明确，拥有医保甲类+基药身份，进入多个临床指南；基于以上优势，乌灵胶囊在城市和县级公立医院端市占率呈现持续提升趋势，2021年成为市占率第一，2022年城市、县级公立医院市占率分别达到14%、10%。

我们认为，乌灵胶囊在集采下迎来加速增长的发展机会（价格降幅21%，较为温和），一是通过更换大规格包装促进销量提升，从36粒/盒换为54粒/盒，较多科室医生习惯按盒数开具服用量，由此单盒粒数增加了50%，目前广东联盟6个省（自治区）、北京、江苏、福建、天津、重庆等已执行集采；二是销售人员在集采基础上根据当地医保和医院情况更换更大包装，例如北京乌灵胶囊采购规格近期采购基本以270粒/盒为主，进一步助力销量提升。利润方面，目前集采影响销量预计过半，更换大规格下对毛利率影响程度较小，且公司营销效率在集采下提升，销售费用率自2022Q3保持季度环比下降趋势。

乌灵系列二线品种加速贡献增量：灵泽片受益基药政策加速进院，近几年销售曲线增长明显，在中国公立医疗机构终端前列腺用药（中成药）产品排名中，灵泽片由2020年的第13位提升至2023年上半年的第3位，2023年销售规模超过2亿元，我们认为其有望保持25%+增长。灵莲花胶囊在2024年4月转化为OTC品种，前期主攻电商渠道打造品牌影响力（规模小，几百万）。

■ 百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广，百令胶囊潜在发展空间大：

百令片于2022年4月进入广东联盟中成药集采，降价幅度39%，随着集采陆续执行，2023年百令片收入下滑21%，预计目前涉及集采的销量占比已超过70%，2023年百令片销量基本持平，2024Q1同比增长7.11%，已实现正向增长，同时自2024年1月起，百令片医保适应症范围放宽，有助于百令片向基层医疗机构下沉，开拓更多市场。

百令胶囊于2023年12月29日拿到药品批件，为国内首个获批同名同方药，有望于2024Q2末完成挂网，并形成可观增量。

■ 中药饮片保持较快增长，中药配方颗粒开启恢复性增长：

公司近年来围绕“一体两翼”的战略目标，布局中药饮片、中药配方颗粒业务，中药饮片收入自2021-2023年保持20%+收入增速，2023年收入规模达到4.6亿元，且2024Q1延续25%+的较快收入增速；中药配方颗粒业务方面，截至2024年4月中旬，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案335个，随着国标省标备案的增加，2024Q1中药配方颗粒收入同比增长332.99%，呈现恢复增长态势。

图表4：佐力药业盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,942	2,503	3,069	3,725
增长率(%)	7.61	28.86	22.60	21.39
EBITDA(百万元)	503	692	887	1,119
归属母公司净利润(百万元)	383	530	691	886
增长率(%)	40.27	38.45	30.43	28.20
EPS(元/股)	0.55	0.76	0.99	1.26
市盈率(P/E)	28.90	20.88	16.01	12.49
市净率(P/B)	4.06	3.92	3.73	3.52
EV/EBITDA	13.46	15.12	11.80	9.32

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

推荐标的：康恩贝-国资入主开启混改新阶段，“一体两翼”驱动成长

■ 国资入主开启混改新阶段，给予“买入”评级

康恩贝成立于1969年，前身为兰溪县云山制药厂；经过不断发展，康恩贝于2004年在上交所挂牌上市；2020年7月，浙江省国贸集团下属子公司浙江省中医药健康产业集团收购了康恩贝20%的股权，公司成为省国贸集团实际控制的上市公司，实控人变更为浙江省国资委。国资入主后，公司优化资产结构，持续剥离低效无效资产，推行期权激励，经营业绩持续向好。

■ 持续深化混改，优化资产结构聚焦核心主业

2021年7月，康恩贝混改实施方案作为浙江省国资系统第一个深化混合所有制改革的试点方案正式出台。2022年5月，康恩贝混改案例被国务院国资委纳入国企改革三年行动经验交流案例。浙江省国资委对康恩贝混改做出了高度评价。公司坚定聚焦中药大健康核心业务，致力于优化资产结构，通过收购省国贸集团体系内中医药大学饮片公司66%股权和奥托康科技公司100%股权消除同业竞争，并于2020-2023年陆续剥离低效无效资产。为持续推动中药大健康平台建设，康恩贝将继续实施以中药大健康为核心的外延并购战略，以加速业务扩展和市场布局。

■ 聚焦推进大品牌大品种工程，“一体两翼”驱动成长

公司坚守中药大健康核心业务的产业发展战略，和以全品类中药产品为主体，以特色化学药品、特色健康消费品为两翼的业务体系，持续强化消化代谢、呼吸、泌尿、心脑血管领域竞争力，“康恩贝”“金笛”“前列康”等品牌已经深入人心。2023年公司过亿品种已达到17个，较2022年新增2个。2024年，公司将继续扎实推进大品牌大品种工程，焕新做大老品牌，创新培育新品牌，建优大品牌大品种产品矩阵，除继续夯实康恩贝肠炎宁系列10亿级销售规模外，力争2个品牌系列产品实现销售5-10亿级、5-6个产品实现销售2-5亿级。

图表5：康恩贝盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,733	7,556	8,433	9,400
增长率(%)	12.20	12.23	11.61	11.47
EBITDA(百万元)	1,137	1,359	1,570	1,770
归属母公司净利润(百万元)	592	807	902	1,063
增长率(%)	65.19	36.44	11.81	17.80
EPS(元/股)	0.23	0.31	0.35	0.41
市盈率(P/E)	19.94	14.62	13.07	11.10
市净率(P/B)	1.68	1.53	1.37	1.22
EV/EBITDA	10.06	7.47	6.07	4.95

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

■ 非存储产品持续完善，创新支持新产业高速增长

围绕生命科学和医疗创新场景，在非存储产品系列化布局继续完善，截止24年一季度新产业占收入比重达39%，同比增长22%，环比增长36%，多品类发展新格局进一步夯实。其中，在生命科学领域推出光照/霉菌培养箱、落地式高速冷冻离心机、全自动细胞培养工作站等新产品方案；在医疗创新领域推出普药配液机器人、小安瓿瓶配液机器人等新产品方案，加快公司产品丰富度提升进程。

■ 基建与复苏发力推动生命科学与医疗创新板块齐发展

分板块看，从自动化样本库、智慧实验室到制药工艺用户场景延伸，方案日趋多样化。公司紧跟医疗新基建、公卫复苏和血/浆站持续复苏机会，服务贵州、河南等疫苗城市网和西藏、上海等自动化血站建设；用药自动化方案突破浙大邵逸夫医院、中山市人民医院等用户，向高端市场进一步突破。

■ 国内推动市场下沉，国外积压项目有望逐步转化

国内市场，公司继续推动市场细分与下沉，提升各业务线协同性，有望显著受益于以旧换新政策。海外市场24年Q1实现收入1.86亿元，同比有所下滑，主要系项目类业务执行周期等问题导致，但环比实现6%增长，预计随着积压项目逐步转化，海外市场在2024Q2-Q4业绩有望迎来反弹，实现较高增速。

图表6：海尔生物盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,281	2,811	3,500	4,383
增长率(%)	-20.36	23.25	24.51	25.23
EBITDA(百万元)	436	702	864	1,066
归属母公司净利润(百万元)	406	527	654	820
增长率(%)	-32.41	29.69	24.23	25.33
EPS(元/股)	1.28	1.66	2.06	2.58
市盈率(P/E)	28.52	21.99	17.70	14.13
市净率(P/B)	2.74	2.45	2.15	1.87
EV/EBITDA	26.69	14.27	11.09	8.37

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

推荐标的：英科医疗-出口订单价格迎来回暖，海外去库存周期受益

■ 2024年公司持续推进产能和产效建设。

公司24年持续推进产能和产效建设。公司将持续推进张店区英科医疗智能医疗器械研发营销科技园项目建设；提升生产装备的自动化水平和智能化水平，提高生产效率；合理推进安徽安庆和山东青州天然乳胶手套以及丁腈手套项目；进一步提升新品研发力度，全面扩充公司产品品类。

■ 成本因素助力丁腈手套市场，出口订单价格迎来回暖。

4月份以来，国内丁腈手套市场报价整体延续高位。受平台渠道影响，零售价格普遍偏高。目前成本面丁腈胶乳价格，短期内受原材料丁二烯及丙烯腈价格高位影响，企业无意低出，支撑丁腈手套企业报盘坚挺。且由于国际局势动荡不安，国际贸易商备货心态积极，场内低价产品难寻。预期手套企业产能利用率稳定为主，手套企业接单价格坚挺。

图表7：英科医疗盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,919	8,685	9,974	10,989
增长率(%)	4.61	25.53	14.84	10.18
EBITDA(百万元)	593	2,329	2,857	3,339
归属母公司净利润(百万元)	383	1,185	1,536	1,843
增长率(%)	-39.12	209.52	29.54	20.04
EPS(元/股)	0.59	1.83	2.37	2.85
市盈率(P/E)	46.18	14.92	11.52	9.60
市净率(P/B)	1.10	1.04	0.95	0.87
EV/EBITDA	25.75	7.50	5.80	4.55

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

■ 深化改革创新，在医药商业整合上形成了新格局

医药商业板块一直都是上海医药的“基本盘”“压舱石”，经过多年的开疆拓土、用心经营，公司分销网络已经覆盖全国31个省区市，建成院内供应链服务（SPD）项目300+个。正因为拥有如此庞大而高效的分销网络，公司医药流通业务规模连年高居全国第2位，成为公司核心竞争力的重要体现。为应对行业大集中大竞争变革，公司居安思危，稳步推进医药商业南北板块整合，形成了“组织一体、业务一体、管理一体”的医药商业新格局。公司还通过多领域、多渠道的深度合作，与商业伙伴共建新型生态圈，2023年公司与赛诺菲达成了全渠道、全国范围的重大战略合作，有望拉动公司2024年CSO业务高速增长。

■ 扎实推进医药工业卓越制造行动

公司积极对研发管线进行聚焦，终止前景不明朗的管线，并将加快中药产业传承创新发展，大力促进工业营销加快转型，持续打造卓越制造体系，加快集约化、智能化、绿色化发展。我们还将加大投资并购力度，加快国际化发展步伐，进一步完善公司治理、加强合规建设、履行社会责任，持续推动公司高质量发展，工业端有望保持平稳增长。此外，管理层换届完成，降本增效工作进一步推进，经营活力不断提升，业绩有望逐步释放，增长稳健且有一定成长性。

图表8：上海医药盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	260,295.09	287,774.64	319,247.91	353,086.75
营业总收入增长率	12.21%	10.56%	10.94%	10.60%
归母净利润(百万元)	3,768.00	5,251.67	5,907.55	6,578.85
归母净利润增长率	-32.92%	39.38%	12.49%	11.36%
基准股本(百万股)	3,703.30	3,703.52	3,703.52	3,703.52
EPS摊薄(元)	1.02	1.42	1.59	1.78
ROE	5.50%	7.32%	7.79%	8.16%
ROA	2.52%	2.75%	3.01%	3.02%
PE	16.44	13.67	12.15	10.91

资料来源：iFinD一致预期、中邮证券研究所

受益标的：阿拉丁-科研试剂龙头企业，海外业务拓展稳步推进

- **科研试剂龙头企业，在国产化进程中具备一定优势：**目前国内科研试剂国产化率较低，外资品牌占比较高。但近年来，随着公共卫生事件影响，国内品牌市场份额有所提升。公司是国内科研试剂品种最齐全的生产商之一，自成立以来一直以进口替代为己任，坚持打造“阿拉丁”自主试剂品牌，通过自主研发扩充产品线，缓解了国内企业进口试剂价格昂贵、发货周期长等局面，在业内享有较高声誉。目前公司科研端需求保持旺盛，订单量增长较快。
- **海外业务拓展稳步推进：**公司去年开始拓展海外业务，美国西海岸仓库备货顺利。公司在新加坡、美国、爱尔兰注册了公司，未来欧美市场重点拓展海外业务。公司正与当地高校、经销商等进行对接，加大线上推广和线下展会力度，目前订单量逐渐增加，海外业务发展值得期待。
- **并购源叶生物，形成优势互补：**源叶生物是一家专注于生化试剂的公司，拥有丰富的特色产品。收购完成后，双方可以实现优势互补，公司能够与源叶生物共享产品开发、研发、质控、生产、仓储及线上销售等方面的资源，提高客户覆盖率和销售规模，对公司发展起到积极作用。
- **高分红：**近三年公司累计分红1.35亿元，分红率52%，其中2023年分红达到净利润的69%。

图表9：阿拉丁盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	402.88	487.71	597.34	731
营业总收入增长率	6.55%	21.06%	22.48%	22.38%
归母净利润(百万元)	85.83	122.86	156.38	196.1
归母净利润增长率	-7.48%	43.14%	27.29%	25.40%
基准股本(百万股)	198.13	277.38	277.38	277.38
EPS摊薄(元)	0.43	0.59	0.75	0.99
ROE	8.28%	11.04%	12.30%	13.17%
ROA	5.76%	8.85%	10.17%	11.33%
PE	44.23	21.86	17.17	13.69

资料来源：iFinD一致预期、中邮证券研究所

受益标的：海泰新光-发货量环比有望回暖，公司整机业务放量可期

■ 美国客户新系统升级结束，公司发货量环比有望回暖

美国客户新一代内窥镜系统在 2023 年 9 月正式上市，公司针对美国客户独家设计生产了1788系统中的光源模组、荧光腹腔镜及摄像适配镜头，规格近20种，相关配套产品销售量逐步提升。新型4mm宫腔镜已完成定型，预计2024年6月上市。公司开发2.9mm膀胱镜、3mm小儿腹腔镜及开放手术外视镜有望与美国客户拓展合作至泌尿、妇科及开放手术领域。

■ 公司整机业务放量可期

国内自有品牌布局拓展，自主整机放量可期。公司产品如关节镜、三维腹腔内窥镜、胸腔内窥镜已注册并上市。全系列腹腔镜，包括白光、荧光等规格，预计2024年完成注册。针对泌尿科、妇科等开发的内窥镜产品预计2024年中期完成注册。第二代内窥镜摄像系统已推出市场并形成销售。

图表10：海泰新光盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	470.60	612.56	769.83	960.21
增长率(%)	-1.31	30.17	25.67	24.73
归母净利润(百万)	145.71	210.39	274.47	348.63
增长率(%)	-20.19	44.39	30.46	27.02
EPS(摊薄)	1.20	1.73	2.25	2.86
基准股本(百万股)	121.64	121.81	121.81	121.81
ROE(摊薄)(%)	11.27	14.43	15.86	17.08
ROA(%)	10.20	12.60	13.54	14.56
PE	44.44	22.04	16.89	13.30
PEG	-2.20	0.50	0.55	0.49

- **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。

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