

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	6469.65
52 周最高	8843.95
52 周最低	6458.65

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:蔡明子
SAC 登记编号:S1340523110001
Email:caimingzi@cnpsec.com

近期研究报告

《DRG/DIP 2.0 版促进医保支付方式改革加速推进、贴近临床、增强保障》
- 2024.07.24

医药生物行业报告 (2024.07.22-2024.07.26)

2024Q2 部分子板块公募基金持仓占比环比提升

● 一周观点：2024Q2 部分子板块公募基金持仓占比环比提升，建议关注底部投资机会

2024 年 Q2, 公募基金医药股持仓占比 10.16%, 环比减少 0.94pct, 剔除医药基金后, 公募基金医药股持仓占比为 4.76%, 环比减少 0.83pct, 整体处于低配。2024 年 Q2, 申万医药股总市值占比为 6.54%, 环比减少 0.42pct, 公募基金医药股持股市值占流通市值比为 5.31%, 环比减少 0.23pct。回顾过去十年, 公募基金医药股持仓比例最大值为 17.97% (2020 年 Q2), 最小值为 7.9% (2017 年 Q3), 平均值为 12.01%。剔除医药基金后, 公募基金医药股持仓比例最大值为 14.22% (2014 年 Q1), 最小值为 1.44% (2015 年 Q2), 平均值为 6.26%。目前公募基金医药股配置整体低于历史平均水平, 处于较底部位置。

从医药细分领域来看, 2024 年 Q2 化学制剂、中药、医疗设备、医疗研发外包子板块的配置占比依然较高, 原料药、中药、血液制品、医药流通、医疗设备、医疗耗材、医疗研发外包子板块的配置比例环比有所提升。随着行业政策推动, 以及中报季的业绩兑现, 我们积极看好医药板块的底部配置机会。

● 一周观点：DRG/DIP 2.0 版促进医保支付方式改革加速推进、贴近临床、增强保障

7 月 23 日, 国家医保局发布《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》(下称“通知”), 印发了《按病组 (DRG) 付费分组方案 2.0 版》和《按病组分值 (DIP) 付费病种库 2.0 版》。我们认为“通知”将促进医保支付方式改革加速推进 (提高统一性+重视培训)、贴近临床 (特例单议/细化预算指标/注重一线意见/共同协商谈判)、增强保障 (鼓励预付金/清理应付未付)。政策利好以院内为主的药企、创新药和医疗服务企业。

● 一周表现：本周 (7 月 22 日-26 日) 本周医药生物下跌 4.02%, 医疗研发外包板块跌幅最小。三季度重点关注院内设备、低值耗材、血制品、中药等板块投资机会

本周医药生物下跌 4.02%, 跑输沪深 300 指数 0.35pct, 在 31 个子行业中排名第 27 位。7 月以来, 医药生物下跌 2.75%, 跑输沪深 300 指数 1.24pct。本周医疗研发外包板块跌幅最小, 下跌 1.07%; 医药流通板块下跌 1.13%, 化学制剂板块下跌 3.69%, 医疗设备板块下跌 3.7%, 原料药板块下跌 3.81%; 疫苗板块跌幅最大, 下跌 6.33%, 其他生物制品板块下跌 6.13%, 线下药店板块下跌 5.91%, 血液制品板块下跌 5.57%, 中药板块下跌 4.79%。从估值来看, 截至 2024 年 7 月 26 日, 生物医药板块 PE (TTM) 为 25.93 倍, 处于历史较低位。选股思路: 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;低估值业绩稳健增长的 OTC 企业。

● **推荐及受益标的:**

推荐标的: 康恩贝、佐力药业、英科医疗、派林生物、美年健康、国际医学、太极集团、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、阿拉丁、天坛生物、康希诺、老百姓、柳药集团、东阿阿胶、羚锐制药、迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、心脉医疗、上海医药。

(以上排名不分先后)。

● **风险提示:**

行业竞争加剧风险、政策执行不及预期风险、行业黑天鹅事件。产品销售不及预期风险、新品上市不及预期风险。应收账款回款风险;政策影响经营波动风险。

目录

1 一周观点：2024Q2 部分子板块公募基金持仓占比环比提升，建议关注底部投资机会.....	5
2 一周观点：DRG/DIP 2.0 版促进医保支付方式改革加速推进、贴近临床、增强保障	6
3 一周观点：ICL 行业渗透率加速提升，短期利空因素出清后长期投资价值凸现	7
4 本周（7 月 22 日- 26 日，下同）表现及子板块观点.....	9
4.1 本周医药生物下跌 4.02%，医疗研发外包板块跌幅最小	9
4.2 看好三季度医药板块底部投资机会	11
5 风险提示	16

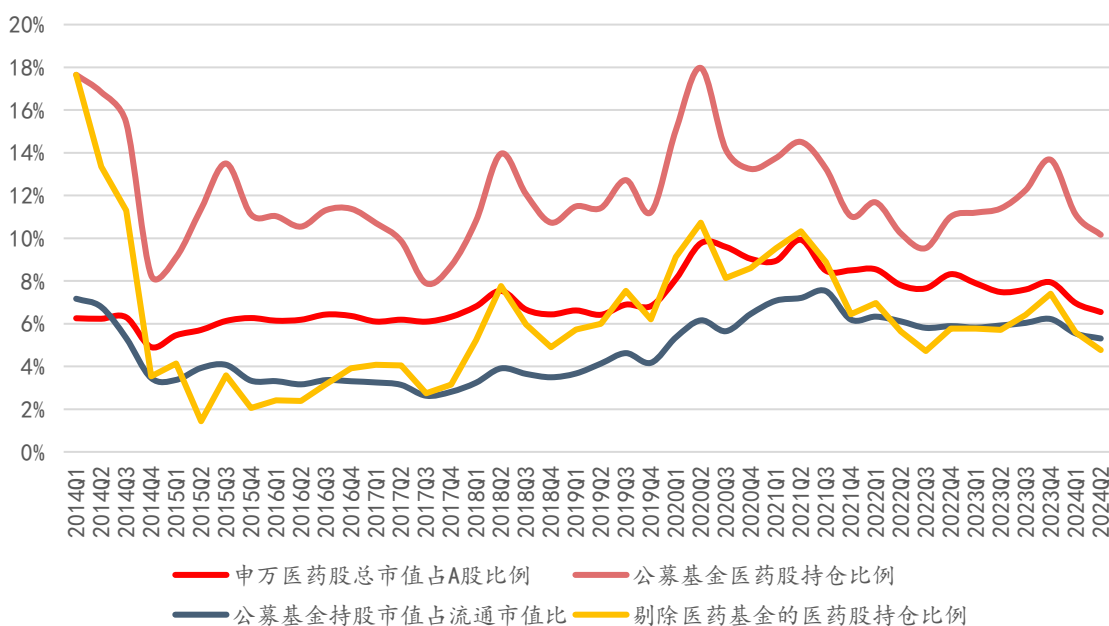
图表目录

图表 1: 公募基金医药股持仓比例处于历史较低位	5
图表 2: 2024Q2 化学制剂、中药、医疗设备、医疗研发外包子板块的配置占比较高	6
图表 3: 本周医药生物下跌 4.02%，跑输沪深 300 指数 0.35pct（单位：%）	9
图表 4: 本周医药生物涨跌幅在 31 个子行业中排名第 27 位（单位：%）	10
图表 5: 本周医疗研发外包板块跌幅最小	10
图表 6: 当前医药生物行业估值处于近 15 年的历史较低位（截至 2024 年 7 月 26 日）	11
图表 7: 医药各子板块 2 月触底反弹，化学制药、医药商业、生物制品等板块 2024 年 PEG 小于 1.15	15
图表 8: 各子板块呈现反弹趋势	15
图表 9: 20240722-20240726 各子板块个股涨跌幅（%）	16

1 一周观点：2024Q2 部分子板块公募基金持仓占比环比提升，建议关注底部投资机会

2024 年 Q2，公募基金医药股持仓占比 10.16%，环比减少 0.94pct，剔除医药基金后，公募基金医药股持仓占比为 4.76%，环比减少 0.83pct，整体处于低配。2024 年 Q2，申万医药股总市值占比为 6.54%，环比减少 0.42pct，公募基金医药股持股市值占流通市值比为 5.31%，环比减少 0.23pct。回顾过去十年，公募基金医药股持仓比例最大值为 17.97%（2020 年 Q2），最小值为 7.9%（2017 年 Q3），平均值为 12.01%。剔除医药基金后，公募基金医药股持仓比例最大值为 14.22%（2014 年 Q1），最小值为 1.44%（2015 年 Q2），平均值为 6.26%。目前公募基金医药股配置整体低于历史平均水平，处于较底部位置。

图表1：公募基金医药股持仓比例处于历史较低位



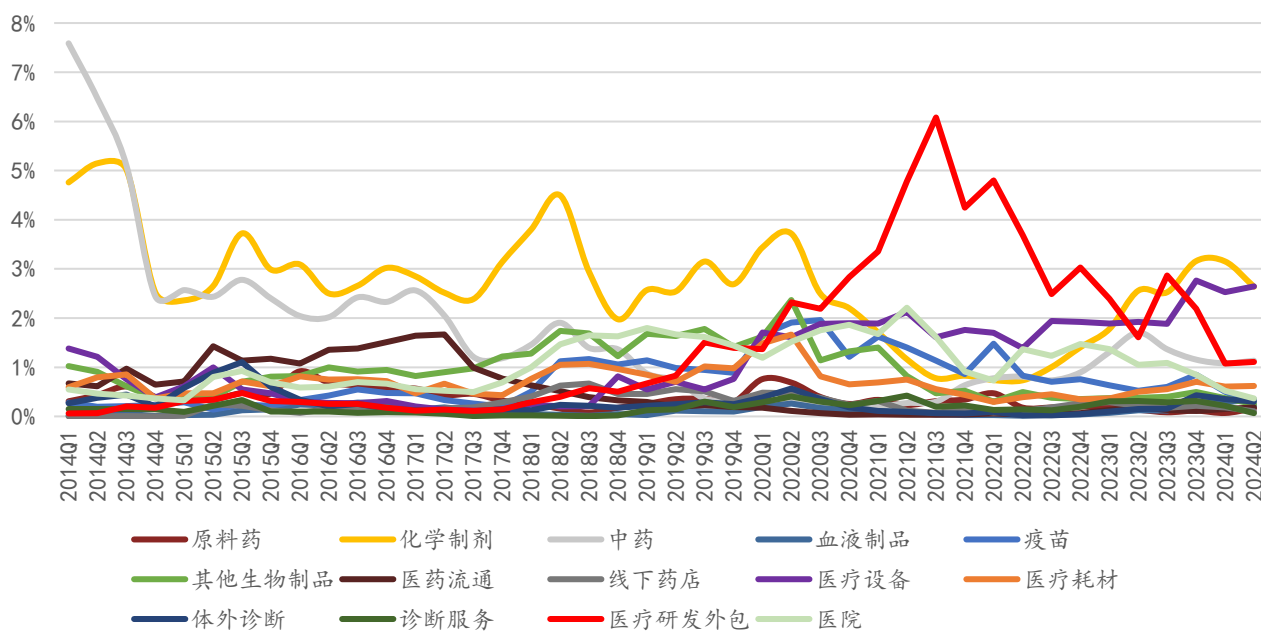
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从医药细分领域来看，2024 年 Q2 化学制剂、中药、医疗设备、医疗研发外包子板块的配置占比依然较高，原料药、中药、血液制品、医药流通、医疗设备、医疗耗材、医疗研发外包子板块的配置比例环比有所提升。2024 年 Q2，公募基金医药子板块中配置比例最高的是化学制剂和医疗设备，配置比例均为 2.64%，中药、医疗研发外包的配置比例也超过 1%，分别为 1.13%和 1.11%。就环比情况来看，原料药、中药、血液制品、医药流通、医疗设备、医疗耗材、医疗研发外

包的配置比例分别环比提升 0.09pct、0.05pct、0.06pct、0.03pct、0.12pct、0.02pct、0.04pct。而化学制剂、疫苗、其他生物制品、线下药店、体外诊断、诊断服务、医院的配置比例分别环比减少 0.51pct、0.27pct、0.13pct、0.07pct、0.05pct、0.15pct、0.16pct。

我们认为，目前公募基金医药板块配置比例处于 5 年以来的历史较低位置，随着行业政策推动，以及中报季的业绩兑现，积极看好医药板块的底部配置机会。

图表2：2024Q2 化学制剂、中药、医疗设备、医疗研发外包子板块的配置占比较高



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2 一周观点：DRG/DIP 2.0 版促进医保支付方式改革加速推进、贴近临床、增强保障

7 月 23 日，国家医保局发布《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》（下称“通知”），印发了《按病组（DRG）付费分组方案 2.0 版》和《按病组分值（DIP）付费病种库 2.0 版》。政策发布背景：截至 2023 年底，全国超九成的统筹地区已经开展 DRG/DIP 支付方式改革，积极促进了医疗机构主动控制成本、规范诊疗行为，但部分地方医保部门和医疗机构、医务人员反映现行分组不够精准、不够贴近临床等问题，国家医保局开展几十场临床论证，广泛征求并吸收意见建议，形成了 2.0 版分组方案。

2.0 版促进医保支付方式改革推进、贴近临床、增强保障

《通知》主要包括三部分内容：

（一）新版分组落地执行，规范各地分组。

（1）提高支付方式规范统一性；（2）用好特例单议机制；（3）重视培训工作，分级分类开展培训。

（二）提升结算清算水平，减轻医疗机构资金压力。

（1）要求次年 6 月底前全面完成前一年度基金清算，原则上费用结算时间自申报截止次日起不超过 30 个工作日；（2）定期向医疗机构反馈入组、结算信息；（3）全面清理应付未付费用。

（三）加强改革协同，做到公开透明。

（1）要合理编制医保基金支出预算；（2）注重来自临床一线的意见；（3）健全谈判协商机制。

基于以上，我们认为“通知”将促进医保支付方式改革加速推进（提高统一性+重视培训）、贴近临床（特例单议/细化预算指标/注重一线意见/共同协商谈判）、增强保障（鼓励预付金/清理应付未付）。

DRG 2.0 版分组细化精准，DIP 2.0 版总数减少结构优化。DRG(2.0 版)分组方案 ADRG（核心疾病诊断相关分组）从 376 组升级至 409 组，根据临床操作更为细化精准，例如颅脑手术根据不同伴随诊断结果的分类，烧伤手术根据不同烧伤面积的分类，还有呼吸系统其他手术根据使用医疗设备不同的分类，此外，还有根据技术更新变化后新增的分类，例如眼科中的晶状体联合手术。

DIP（2.0 版）满足了数据更新、编码升级等客观要求，也更好地契合了医疗技术进步及临床行为的复杂性。病种总数有所减少，核心病种从 11553 组降到 9520 组；结构优化，如由于相关手术操作形成的新增病种达到 1110 个。

投资建议：我们认为政策利好以院内为主的药企、创新药和医疗服务企业。

3 一周观点：ICL 行业渗透率加速提升，短期利空因素出清后长期投资价值凸现

当前市场对 ICL 行业发展主要有以下疑问：

（1）DRG 医保支付改革下，ICL 渗透率是否有提升？

（2）疫情期间新增的小产能是否抢走了部分龙头份额？

（3）区域检验中心加大建设，ICL 面临更大竞争？

(4) 2023 年下半年以来，有出现普检价格战的趋势，目前的影响程度？

我们发现目前行业出现以下趋势：

(1) 2023 年较 2019 年中标数量明显增加，2024 年至今中标数量逼近 2023 年全年水平；中标合同的客户结构明显优化，优质医院中标订单金额较高，且项目更加细化；

我们认为近年来医保控费（包括 DRG 医保支付方式改革、集采等）较大促进了渗透率提升，2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，**ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升；**

(2) 2021-2022 年新成立 ICL 数量处于历史高水平，但预计淘汰率低于疫情前。小产能竞标集中在社康/体检/两癌筛查等小型需求。

我们认为对于只具备新冠检测能力的小产能出清只是时间问题，当前淘汰率不高预计因为等待资金回笼再结束经营，或等待寻求转让机会；对于还具备其他检测技术能力的中小产能，若仅稳定获取社康/体检中心/两癌筛查等小型需求，以及具备差异化技术的专科 ICL，可能保持较长经营，但以上规模业务预计对龙头影响不大。

(3) 区域检验中心会发布招标公告向 ICL 外送其样本。

我们认为区域检验中心和 ICL 并非纯竞争关系，大型连锁 ICL 的技术、管理能力仍处于行业优质水平，区域检验中心也会基于其技术和成本情况考虑外送给 ICL，同时，对于 ICL 而言，区域检验中心的加入更促进了优质医院检验外送，**ICL 和区域检验中心有业务协同。**

(4) 价格方面，杭州竞争激烈程度高于其他地区，普检扣率从 25%-30%下滑至 20%-25%区间，但也有优质合同扣率未下滑；其他地区竞争激烈程度较杭州温和。

我们认为首先降价仍是区域性而非全国范围，四川、广东等地区扣率变化不大，其次杭州扣率下降不是招标端降低价格上限，而是 ICL 自身根据成本水平主动就某领域检测降价，已保证了其盈利水平；且在优质订单分项打包招标的趋势下，不同 ICL 可根据自身优势检测领域加大单领域竞标，不会直接丢失大型医院的招标项目机会。

综合来看，我们认为 2023 年 ICL 恢复常态经营后，叠加 DRGs 基本在全国铺开、持续深化，医院在成本效益考虑下加大外送倾向明显，ICL 渗透率预计在 2024 年已加速提升。竞争格局方面，小产能虽然目前仍在逐步出清过程中，但其市场定位和龙头有差异，对龙头影响不大，且区域检验中心和 ICL 当前并非纯竞争关系，业务有协同互补。价格方面，杭州竞争激烈程度高，扣率有下降趋势，但其他地区较为温和，且 ICL 是考虑自身成本后主动报价，保证了其盈利水平。

长期来看，ICL 是在医保控费环境下少有的受益增长的行业，且行业竞争格局稳定，集中度高，主要竞争者拥有更为合规的业务模式、多样化检测能力、精细化运营能力等竞争优势，能够在行业扩容中抢占更多市场空间，长期发展潜力大。

推荐标的：迪安诊断；受益标的：金域医学、艾迪康控股、云康集团。

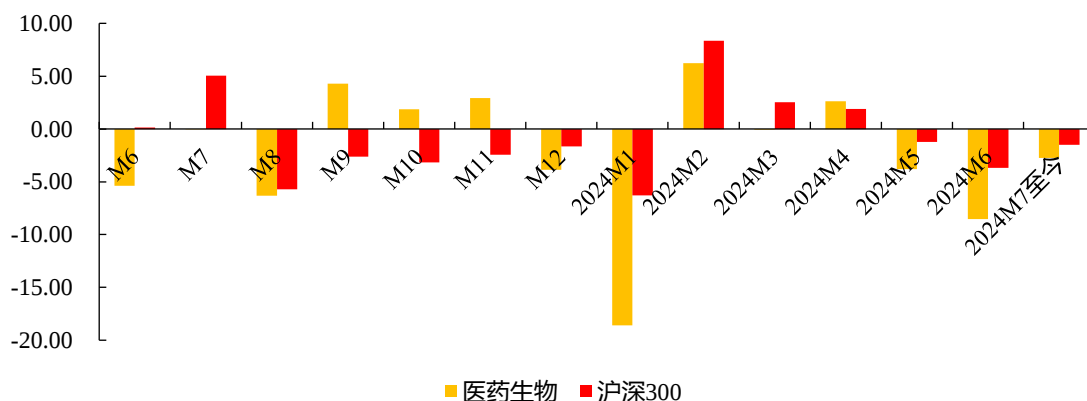
风险提示：应收账款回款风险；政策影响经营波动风险。

4 本周（7 月 22 日- 26 日，下同）表现及子板块观点

4.1 本周医药生物下跌 4.02%，医疗研发外包板块跌幅最小

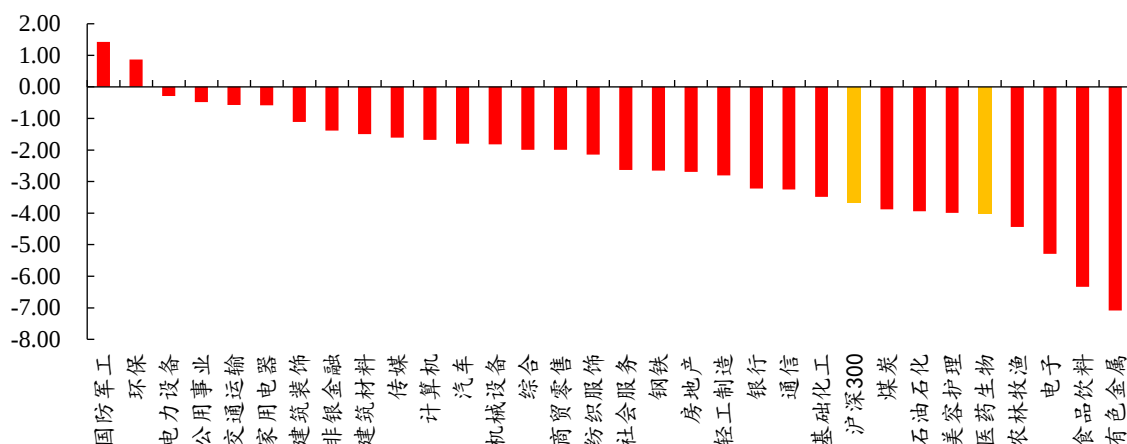
本周医药生物下跌 4.02%，跑输沪深 300 指数 0.35pct，在 31 个子行业中排名第 27 位。7 月以来，医药生物下跌 2.75%，跑输沪深 300 指数 1.24pct。

图表3：本周医药生物下跌 4.02%，跑输沪深 300 指数 0.35pct（单位：%）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

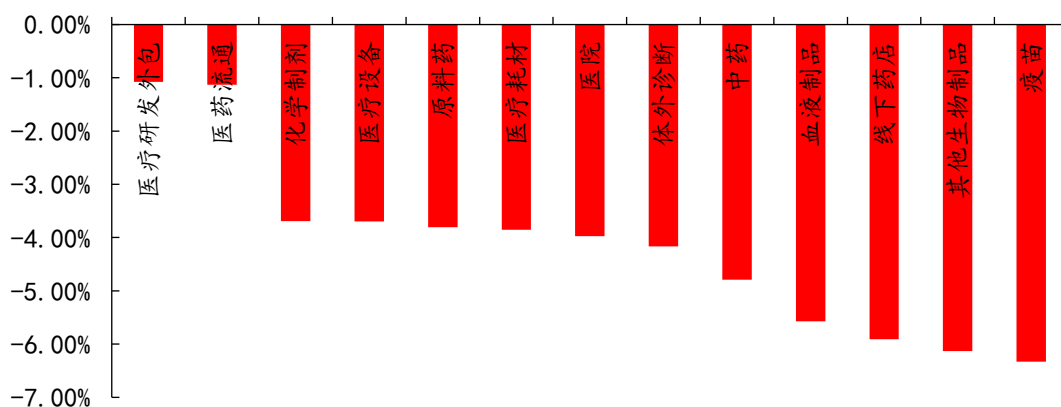
图表4：本周医药生物涨跌幅在 31 个子行业中排名第 27 位（单位：%）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

本周医疗研发外包板块跌幅最小，下跌 1.07%；医药流通板块下跌 1.13%，化学制剂板块下跌 3.69%，医疗设备板块下跌 3.7%，原料药板块下跌 3.81%；疫苗板块跌幅最大，下跌 6.33%，其他生物制品板块下跌 6.13%，线下药店板块下跌 5.91%，血液制品板块下跌 5.57%，中药板块下跌 4.79%。

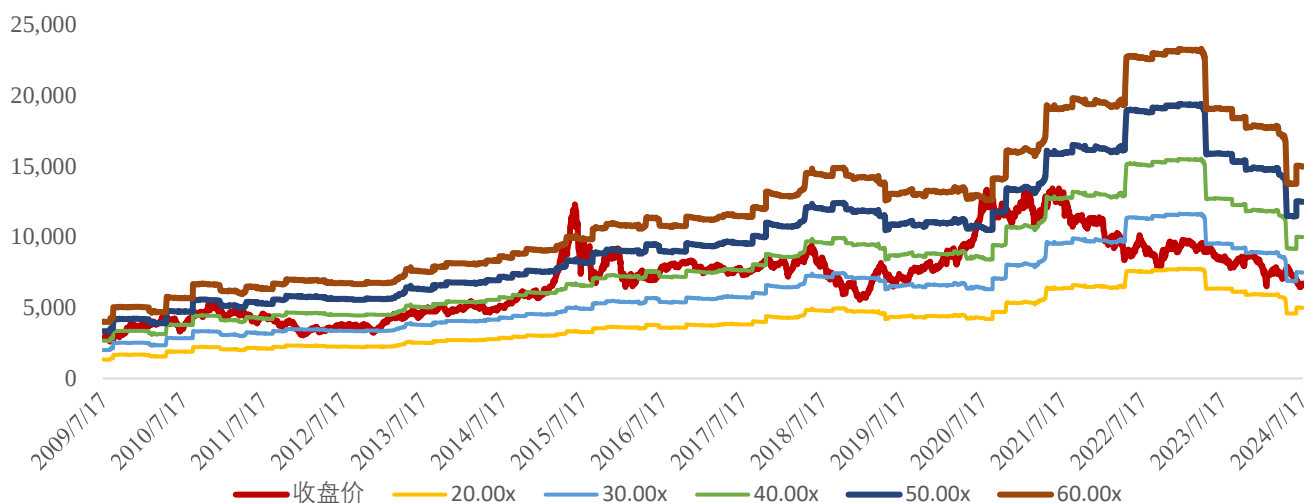
图表5：本周医疗研发外包板块跌幅最小



资料来源：Wind、中邮证券研究所

当前医药生物行业估值处于历史低位。我们选取医药生物行业指数（801150.SI）作为样本，按日进行分析。从近 15 年的整体趋势看，医药生物行业的历史平均估值水平 PE(TTM) 为 37.20 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 7 月 26 日，生物医药板块 PE(TTM) 为 25.93 倍，处于历史较低位。

图表6：当前医药生物行业估值处于近 15 年的历史较低位（截至 2024 年 7 月 26 日）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

4.2 看好三季度医药板块底部投资机会

我们看好三季度医药板块底部投资机会。选股思路：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；低估值业绩稳健增长的 OTC 企业。

（1）医疗设备

本周医疗设备板块下跌 3.70%，板块 5 月以来下调幅度较大，主要系 23Q2 高基数和 24Q2 院内反腐影响，24Q2 业绩承压。目前设备以旧换新政策快速推进，委属 44 家医院完成申报答辩，省属、市属医院陆续答辩中，院内需求有望快速转化为订单。近日公布的 2024 年设备更新贷款财政贴息和超长国债政策是 2022 年底贴息贷款政策的延续，且支持力度较大。复盘 22 年底贴息政策执行后，医疗设备板块实现了全面业绩增厚，高增长延续时间达两至三个季度。医疗设备板块 2024H2 有望迎来政策利好带来的业绩兑现期，建议密切关注各地设备采购政策进展。从交付周期维度考量，我们认为部分中小设备生产厂家有望在 24Q3-25Q1 兑现政策红利，大型设备生产厂家预计在 24Q4 至 25Q1 实现业绩高增长。叠加 23 年下半年医疗设备板块整体业绩低基数，我们认为 24 年下半年板块有望进入业绩高增长区间。建议关注中小型医疗设备以旧换新方向。

推荐标的：海尔生物、迈瑞医疗。受益标的：新华医疗、山外山、澳华内镜、开立医疗、海泰新光、理邦仪器。

(2) 医疗耗材

本周医疗耗材下跌 3.85%，其中 9 家公司上涨，37 家公司下跌。受到 DRG/DIP 2.0 的影响，耗材板块大部分企业下跌，其中半年度业绩较好的个股股价有所上涨。现阶段在高值耗材方面，我们建议关注行业拥挤度低，公司技术壁垒高，成长确定性强的企业；在低值耗材方面，我们认为美国加关税事件对不同企业的影响要区别看待。尤其关注部分能通过产能升级或产线转移等方式规避加关税影响的企业，若行业和企业基本面无明显变化，仅因情绪变化股价暂时回调的标的，在情绪下跌时更具有配置价值。其次接近 8 月份，建议关注半年度业绩较好的企业，尤其是判断企业业绩能否稳定且延续。

推荐标的：英科医疗、微电生理、迈普医学。受益标的：中红医疗、怡和嘉业、惠泰医疗、心脉医疗、海泰新光。

(3) IVD 板块

本周 IVD 板块下跌 4.16%，板块 5 月以来下调幅度较大，主要系板块受当前院内控费影响，24Q2 业绩承压。近期国家医保局公布 DRG2.0 政策，我们认为院内刚需检测不会受到影响，创新项目除外机制倒逼企业端加大研发力度，提升产品创新性和竞争力。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，二季度预计延续高增长。此外，FDA 批准九安医疗、万孚生物、东方生物在美呼吸道三联检产品，在 Q3、Q4 转化为业绩。2024 年是安徽体外诊断检测试剂集采业绩兑现年份，头部企业有望充分受益。建议关注：IVD 集采业绩兑现、呼吸道检测、出海方向。推荐标的：圣湘生物、英诺特。受益标的：九安医疗、万孚生物、新产业、亚辉龙。

(4) 血液制品板块

本周血液制品板块下跌 5.57%，部分产品挂网价格有所下降影响板块整体行情走势。目前我国白蛋白和静丙两大品种需求依旧维持良好增长趋势，并未出现供大于求，价格体系有望维持稳定。部分小制品市场空间短期面临增长压力，长期来看人均使用量仍有提升空间。并且随着研发管线的不断推进，新产品有望逐步上市，打开行业成长空间。2024 上半年各公司采浆量预计维持良好增长态势，产品端景气度持续。2024Q1 板块在高基数影响下短期增速放缓，二季度高基数影响减弱，业绩端有望恢复稳健增长。全年来看板块有望在采浆量的提升下实现业

绩加速提升，板块整体具备强业绩支撑，业绩端具备较强确定性。血制品行业国有资本控股趋势显著，行业集中度有望进一步提升。血制品行业进入十四五兑现关键期，建议关注具备浆站获取能力强、运营效率高、新品推出快的头部血制品公司。

推荐标的：派林生物、博雅生物、上海莱士、华兰生物。受益标的：天坛生物等。

（5）药店板块

本周线下药店板块下跌 5.91%，主要是市场对板块 Q2 业绩悲观情绪导致。短期来看，去年 7、8 月由于去库存、统筹贡献暂未体现等因素，行业增长处于全年低点，24 年 7 月同店明显回暖，有望迎来业绩拐点，全年业绩前低后高趋势明显。门店扩张方面，上半年度各大零售药店有序推进自建、并购、加盟业务，预计门店扩张节奏基本符合预期。长期来看，零售药店的中长期集中度提升逻辑未变，下跌之后建议优先配置龙头标的。

推荐标的：益丰药房。

（6）医疗服务

本周医疗服务板块下跌 3.97%，个股基本皆有下跌，三博脑科、创新医疗、光正眼科跌幅较低，不到 1pct；跌幅最大的为国际医学（-7.9%）、金域医学（-7.3%）。从已发布的 2024 年半年度业绩预告来看，国际医学业绩稳健，收入增长且亏损收窄；美年健康 Q2 收入预计同比正增长，利润端下滑主要系参转控门店数量增加后单店平均收入下滑，而固定支出不变，还新增股权激励费用约 3000 万元，符合其淡季经营特性；光正眼科的眼科收入同比基本持平，但由于销售费用、股权激励费用有所增加导致利润下滑；金域医学常规检测需求增速不及预期，叠加固定成本投入加大，计提了约 2.9 亿信用减值损失，导致归母下降 65%-72%。2024 年下半年，消费下行的影响仍在持续，我们主要关注两个方向，一是不受消费影响的刚需医疗，二是经营已经出现向上拐点的标的。第一个方向对应国际医学、新里程、环球医疗、海吉亚医疗等标的，该部分公司旗下医疗机构内生经营稳健，我们更看好当前有外延预期、有快速发展的潜力业务的标的；第二个方向对应口腔、ICL 等行业，口腔当前种植业务量价企稳，正畸收入同比增速也稳健，整体经营已经有向上拐点，叠加 2025 年产能增加，业绩有望在 2025 年迎来拐点。

期；ICL 在 2024 年中期预计仍有较大减值压力，但从价格来看，当前普检、特检中标扣率基本稳定，特检开单逐步恢复，若应收账款减值压力在 2024 年中期释放充分，2024 年下半年将有望迎来业绩拐点。

推荐标的：海吉亚医疗、国际医学。受益标的：通策医疗、环球医疗、希玛眼科、新里程、艾迪康控股。

(7) 中药板块

本周中药板块下跌 4.79%，除启迪药业、天士力略有上涨，大部分标的下跌，跌幅较小的有贵州三力、吉林敖东，跌幅超过 5% 的更多为中药 OTC，包括羚锐制药、东阿阿胶、片仔癀等。从已发布的 2024 年半年度业绩预告来看，利润预增主要原因包括：(1) 其核心产品保持较好增长，例如佐力药业和东阿阿胶；(2) 精细化管理加强，例如太龙药业和康美药业。利润预减主要原因包括：(1) 核心产品集采降价或产品医保受限等政策影响，例如沃华医药、众生药业、步长制药、*ST 大药、益佰制药；(2) 同期高基数影响，例如以岭药业；(3) 自身改革影响，例如特一药业。近期的业绩预告也逐步印证了我们之前对中药板块的观点：Q2 中药较多疫情药品仍面临较高基数或较高库存影响，院内中药当前销售增速在逐步恢复，集采下部分中药迎来放量机会，OTC 端在去库存阶段后品牌力较强、经营效率提升的企业业绩向好潜力大。从估值来看，目前中药板块 24 年 PEG 为 1.28，在医疗子板块中处于较高位置，结合其业绩的稳健性，我们现在更多是去寻找经营有预期差，业绩稳健的低估值个股。

推荐标的：佐力药业、康恩贝；受益标的：羚锐制药、方盛制药。

(8) CXO 板块

本周医疗研发外包板块下跌 1.07%，是医药中跌幅最小的板块。展望下半年，生物安全法案立法推进的概率已经式微，目前板块整体波动已经趋于平缓，预计向下空间较小，投融资数据也在探底回升中。CXO 目前配置相对较低，Q2 略有提升。分季度看，2023Q3/2023Q4/2024Q1/2024Q2，CXO 板块在公募基金中的配置比例为 2.86%/2.19%/1.07%/1.11%，23 年 Q3 是阶段性的高点，今年 Q2 整体配置相对回升。板块 PE 约 20 倍，是 2018 年以来的历史最低水平。从估值、资金交易和行业预期层面考虑，目前 CXO 板块已经处于历史底部区间。我们判断后续如果

出现边际催化，有望带动板块复苏。建议关注相关龙头标的以及订单增速较好企业。

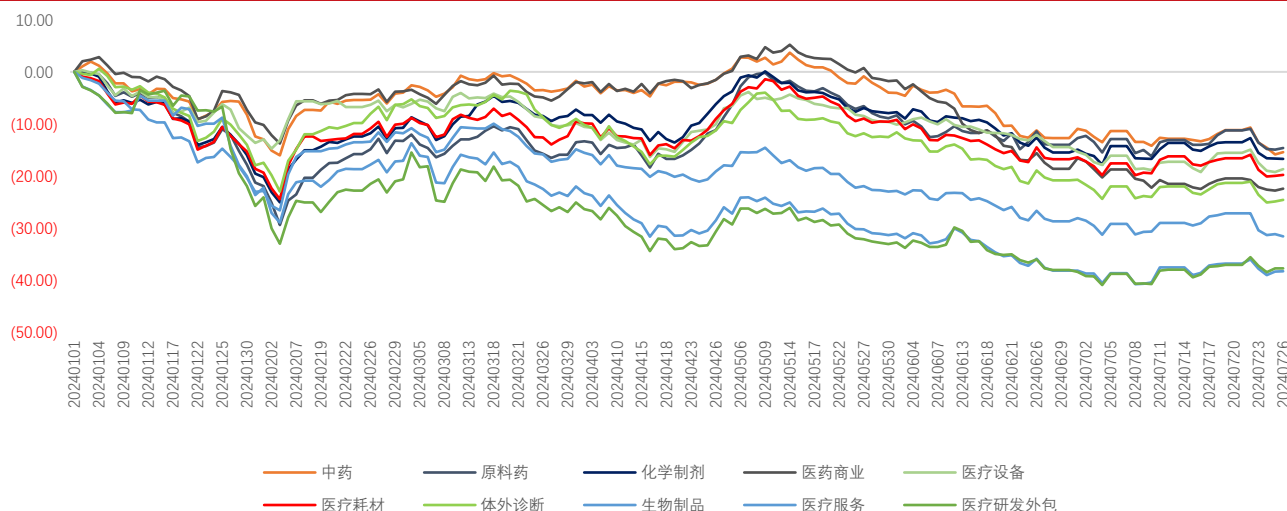
受益标的：康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、诺泰生物等。

图表7：医药各子板块2月触底反弹，化学制药、医药商业、生物制品等板块2024年PEG小于1

	2023M11	M12	2024M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7 至今	2024 PE	2025 PE	2024 PEG	2025 PEG
中药	4.64%	-3.83%	-12.46%	4.41%	3.14%	3.92%	-3.76%	-9.08%	-3.11%	21.02	19.04	1.28	1.15
化学制药	2.73%	-3.02%	-19.92%	6.05%	4.01%	6.31%	-2.54%	-7.72%	-1.34%	37.67	29.74	0.67	0.53
原料药	2.52%	-4.26%	-21.32%	5.65%	-0.42%	11.46%	0.31%	-5.62%	-0.70%	28.12	22.74	0.82	0.67
化学制剂	2.78%	-2.73%	-19.59%	6.14%	5.02%	5.18%	-3.19%	-8.20%	-1.49%	40.61	31.83	0.62	0.49
医药商业	7.45%	-3.11%	-9.72%	3.73%	2.61%	3.66%	-1.31%	-17.17%	-4.72%	13.32	12.32	0.61	0.57
医药流通	4.93%	-4.80%	-9.21%	3.93%	4.87%	1.29%	-2.71%	-9.70%	-1.20%	13.89	13.27	0.68	0.67
线下药店	12.51%	0.05%	-10.63%	3.35%	-1.52%	8.29%	1.28%	-30.57%	-12.99%	11.79	10.06	0.45	0.39
医疗器械	5.05%	-0.78%	-15.99%	7.09%	-1.67%	4.09%	-2.79%	-7.00%	-4.55%	24.98	21.06	0.92	0.78
医疗设备	6.17%	0.62%	-13.68%	6.76%	-2.93%	4.20%	-3.39%	-5.38%	-4.94%	25.53	20.87	1.17	0.96
医疗耗材	1.24%	-3.48%	-18.67%	6.13%	0.14%	7.10%	-2.02%	-7.98%	-3.64%	25.07	19.61	0.62	0.49
体外诊断	7.59%	-0.52%	-17.95%	9.01%	-0.90%	0.31%	-2.37%	-9.54%	-4.76%	23.51	23.90	0.88	0.89
生物制品	6.17%	-2.29%	-23.11%	10.91%	-3.80%	-1.56%	-6.03%	-7.45%	-4.06%	24.12	18.59	0.64	0.49
血液制品	15.60%	1.56%	-17.27%	6.91%	0.65%	4.21%	-1.37%	4.13%	-3.05%	26.31	22.70	1.09	0.94
疫苗	5.34%	-0.92%	-25.12%	13.31%	-9.75%	-8.26%	-6.94%	-12.43%	-2.19%	17.66	15.08	0.77	0.65
其他生物制品	4.08%	-4.72%	-23.28%	10.28%	-0.11%	1.77%	-7.18%	-8.27%	-5.96%	34.41	21.40	0.42	0.26
医疗服务	-4.47%	-10.54%	-23.70%	3.55%	-5.61%	-4.51%	-6.91%	-9.95%	-0.18%	21.59	16.41	1.30	0.99
医院	-3.81%	-7.87%	-19.73%	7.04%	-7.62%	-2.36%	-7.39%	-13.25%	-1.35%	28.44	20.65	0.85	0.62
医疗研发外包	-6.68%	-12.23%	-25.82%	1.12%	-4.87%	-3.36%	-6.31%	-7.52%	0.53%	18.02	14.42	1.88	1.51

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表8：各子板块呈现反弹趋势



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表9：20240722-20240726 各子板块个股涨跌幅（%）

	原料药	化学制剂	中药	生物制品	医药商业
涨幅前5	1 浙江医药 1.27	*ST 景峰 26.28	*ST 吉药 8.09	康为世纪 27.31	塞力医疗 11.32
	2 本立科技 0.94	复旦复华 14.41	*ST 龙津 4.37	康乐卫士 2.62	合富中国 8.85
	3 普洛药业 0.64	泰恩康 6.85	*ST 大药 1.02	赛升药业 0.00	开开实业 8.58
	4 尔康制药 0.00	ST 三圣 4.39	启迪药业 0.81	未名医药 (0.44)	漱玉平民 6.36
	5 拓新药业 (0.68)	人福医药 1.96	华神科技 0.60	优宁维 (0.46)	达嘉维康 4.37
跌幅前5	1 键凯科技 (12.11)	首药控股-U (16.55)	长药控股 (27.79)	特宝生物 (12.90)	益丰药房 (10.44)
	2 奥锐特 (11.52)	兴齐眼药 (16.45)	羚锐制药 (9.73)	万泰生物 (11.16)	老百姓 (7.45)
	3 新诺威 (10.37)	九典制药 (14.38)	东阿阿胶 (9.28)	博雅生物 (11.09)	海王生物 (5.20)
	4 河化股份 (7.46)	艾力斯 (13.84)	片仔癀 (9.16)	艾迪药业 (10.98)	国发股份 (4.86)
	5 花园生物 (5.36)	迪哲医药-U (11.64)	太极集团 (7.55)	荣昌生物 (10.01)	健之佳 (4.82)
	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 诺思格 4.13	ST 中珠 7.50	新华医疗 3.99	国科恒泰 5.66	东方生物 9.00
	2 药康生物 3.67	澳洋健康 0.00	联影医疗 2.88	正川股份 4.90	硕世生物 3.30
	3 康龙化成 3.45	三博脑科 (0.06)	怡和嘉业 2.40	南卫股份 3.12	圣湘生物 1.38
	4 南模生物 1.68	创新医疗 (0.16)	华康医疗 1.67	五洲医疗 2.15	利德曼 0.27
	5 数字人 1.01	光正眼科 (0.98)	宝莱特 1.40	尚荣医疗 1.71	仁度生物 0.16
跌幅前5	1 百诚医药 (13.72)	国际医学 (7.90)	山外山 (12.12)	春立医疗 (13.36)	睿昂基因 (29.65)
	2 成都先导 (7.93)	金域医学 (7.30)	海尔生物 (9.97)	赛诺医疗 (8.72)	亚辉龙 (14.91)
	3 阳光诺和 (6.92)	普瑞眼科 (5.94)	奕瑞科技 (9.05)	爱迪特 (8.57)	浩欧博 (11.40)
	4 和元生物 (6.81)	诺禾致源 (5.90)	三诺生物 (7.63)	拱东医疗 (8.07)	迪瑞医疗 (8.79)
	5 皓元医药 (5.04)	新里程 (5.49)	海泰新光 (7.46)	健帆生物 (7.78)	九强生物 (7.76)

资料来源：Wind、中邮证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧风险、政策执行不及预期风险、行业黑天鹅事件。产品销售不及预期风险、新品上市不及预期风险。应收账款回款风险；政策影响经营波动风险。

中邮证券投资评级说明

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

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

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 号邮储银行大厦 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