



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

医药中报总结：大制药板块是亮点，下半年有望迎来医药整体复苏

投资逻辑

2024 年上半年医药板块上市企业克服各项不利因素，整体保持了稳定增长。其中，药品板块整体表现较为突出，创新药、仿制药及部分生物制品均有业绩亮点；与此同时，部分生物制品和医疗器械、医疗服务与消费医疗、中药与药店等板块则相对承压。展望下半年，随着基数的下降、采购景气度的恢复，以及政策预期的企稳，我们积极看好院内药品器械需求的修复和业绩增速提升，医药板块下半年有望迎来整体反转。

药品板块：虽然增速有所下降，但纳入我们统计的 A 股与港股药品相关企业营收依然实现了稳定增长。24Q2 生物药板块收入增长较为突出，部分 biotech 企业减亏明显，景气度较高；化药板块同样亮点颇多，较多企业实现快速增长。创新依然是药品行业最强的驱动之一，在当前医保环境下，创新既能带来定价优势，降低控费降价风险，又能驱动企业收入利润快速增长。此外我们注意到，原料药行业 2024 二季度以来展现量价弹性，抗生素中间体、维生素等多个品种展现量价改善弹性。建议后续持续关注原料药板块的品种景气度变化，自下而上按品种把握。在制药板块投资策略上，考虑半年报总体业绩态势、国内医疗秩序规范化治理，以及全链条支持创新药产业链等政策，我们重点看好 1) 放量热点品种：继续看好 GLP-1 及多肽产业链；2) 美股映射赛道和出海领先标的：看好创新色彩浓厚，欧美市场有重磅品种潜力的标的；3) 抗风险龙头：在当前全球经济大环境下，更好技术、经营、合规管控能力与更强的资金储备将有效降低医药研发经营风险。

医疗器械与设备：上半年设备采购需求承压，未来增长趋势有望逐步恢复。上半年医疗设备招采活动因普遍处于观望状态而有所延迟，但头部医疗器械企业加大海外市场的拓展力度和布局，在国内市场承压情况下贡献了额外增长支撑。未来头部企业在更加透明和规范的采购环境中竞争优势将更加凸显，同时支持设备更新项目的超长期特别国债及地方政府专项债的发行进度加快，未来我国医疗器械与设备板块增长趋势有望逐步恢复。

生物制品：赛道表现分化，重点关注强成长性品种。1) 根据企业核心品种所处的生命周期不同，长效干扰素等高成长性大单品放量迅速，相关公司业绩增速较板块整体表现尤为亮眼；2) 白蛋白、静丙院端需求长期维持稳定向上，上半年血液制品公司业绩整体实现稳健增长；3) 公共卫生政策、市场环境客观变化等因素导致部分企业业绩短期承压。后续建议持续关注长效干扰素等处于快速成长期的大单品以及具备浆源优势的头部血液制品公司。

中药和药店：消化高基数影响，下半年有望迎来恢复性增长。24 年上半年消化高基数影响，业绩有所承压。院外方向，大品种渠道规格梳理更清晰、价格管控能力更强，消化高基数因素影响后，下半年有望迎来稳健增长。院内方向，集采提质扩面下，看好独家品种通过集采持续放量。药店业绩短期承压，由于外部环境变化，未来行业可能迎来出清，集中度有望加快提升，建议继续关注经营质量优秀、现金流状况良好的龙头公司。

医疗服务与消费医疗：业绩阶段性承压，看好长期发展空间。1) 医疗服务端，24 年上半年，院内诊疗活动缓慢复苏，反映在业绩端，多家医疗服务公司收入保持韧性，同时由于部分医疗服务机构仍处快速扩张期，因此利润端略有承压。长期维度，内生外延并举有望为公司持续贡献增量。2) 消费医疗端，由于基数较高且短期消费环境发生变化，整体板块 24 年上半年业绩稍有承压但仍具韧性。预计未来随行业供给侧持续丰富，有望驱动市场需求进一步释放。

医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点。随着后续货币环境及投融资环境改善，医药上游企业业绩有望实现逐渐修复。

投资建议

我们积极看好下半年院内药品器械需求的修复和业绩增速提升，以及医药板块下半年有望迎来整体反转。我们认为，下半年医药板块核心投资机会仍将聚焦于院内需求，建议重点关注 1) 创新药临床进展和出海授权突破，以及 2) 院内存量药械在下半年的业绩复苏。

重点标的：特宝生物、人福医药、科伦博泰、信达生物、新产业等。

风险提示

销售不达预期风险，医保降价控费政策超出预期风险，海外业务汇兑和地缘政治风险，研发临床数据不达预期风险，消费医疗景气度不达预期风险等。



内容目录

药品板块：集采品种放量可期，创新品种看消费与出海的更大空间.....	5
创新驱动高成长，创新单品与热点赛道原料药持续强势增长.....	7
中国医药创新开始在国际水平市场崭露头角.....	7
原料药业绩改善，部分品种进入量价上行周期.....	7
医疗器械：上半年设备采购需求承压，未来增长趋势有望逐步恢复.....	8
研发投入保持相对稳定，器械出口恢复稳定增长.....	10
生物制品：赛道表现分化，重点关注强成长性品种.....	11
长效干扰素：乙肝治愈不断深入，有望持续放量.....	12
血制品：业绩整体实现稳健增长，行业集中度持续提升.....	13
疫苗：整体板块业绩短期承压.....	14
生长激素：上半年收入端整体稳定.....	17
医疗服务与消费医疗：业绩阶段性承压，看好长期发展空间.....	17
中药：消化高基数影响，下半年有望迎来恢复性增长.....	21
药店：业绩短期承压，行业或已进入出清阶段.....	25
医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点.....	28
投资建议.....	30
重点标的.....	30
风险提示.....	30

图表目录

图表 1：近 11 年 A&H 药品上市公司上半年度总营收同比增速.....	5
图表 2：A&H 股部分生物药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	5
图表 3：A&H 股市值过百亿的化药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	6
图表 4：近 9 年-A&H 部分药品板块企业的归母净利润（亿元，比较上半年度）.....	6
图表 5：近 9 年 A&H 药品板块归母净利润同比增速（上半年度）.....	7
图表 6：部分原料药企业中报和二季度表现.....	8
图表 7：2024 年上半年及 Q2 部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况（亿元）.....	9
图表 8：2019Q1-2024Q2 医疗器械（中信）板块销售费用及费用率情况.....	10
图表 9：2019Q1-2024Q2 医疗器械（中信）板块研发费用及费用率情况.....	10
图表 10：2020 年 1 月至 2024 年 7 月医疗仪器及器械出口金额（亿美元）及增速.....	11
图表 11：部分生物制品公司 2024 年上半年主要财务数据.....	11
图表 12：部分生物制品公司 2024 年 Q2 主要财务数据.....	12



图表 13:	特宝生物 2016-1H24 收入 (亿元)、归母净利润 (亿元)	12
图表 14:	部分血液制品企业 1Q22-2Q24 各季度收入 (亿元) 及同比增速 (%)	13
图表 15:	血制品行业近年来行业整合事件	14
图表 16:	部分 HPV 疫苗企业 1Q22-2Q23 营业收入 (亿元) 及环比增速 (%)	15
图表 17:	2024 年 HPV 疫苗签发批次整体下行	15
图表 18:	2020-7M24 国内带状疱疹疫苗签发批次	16
图表 19:	GSK 预测美国以外市场的增长将带动 Shingrix 峰值销售超过 40 亿英镑	16
图表 20:	长春高新及安科生物 1q22~2q24 收入 (亿元) 及归母净利润 (亿元)	17
图表 21:	重庆医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)	18
图表 22:	四川医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)	18
图表 23:	医疗服务板块部分公司 2024 年上半年主要财务数据	18
图表 24:	主要眼科公司 2024H1 营业收入 (百万元) 及同比 (%)	18
图表 25:	主要眼科公司 2024H1 扣非归母净利润 (百万元) 及同比 (%)	19
图表 26:	主要眼科医院 2024H1 细分项目收入 (百万元) 及毛利率同比变化	19
图表 27:	主要眼科企业 2024H1 销售费用和管理费用情况	19
图表 28:	眼科企业 2024H1 毛利率	19
图表 29:	眼科企业 2024H1 扣非归母净利率	19
图表 30:	2024H1 部分医疗服务公司业务布局情况	20
图表 31:	医美板块部分公司 2024H1 主要财务数据	21
图表 32:	医美板块部分公司 2024Q2 主要财务数据	21
图表 33:	中药板块部分上市公司总体 24 年 Q1/Q2 收入及利润端在高基数下有所承压	21
图表 34:	1H24 及 2Q24 部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润 (百万元) 及增长情况	22
图表 35:	部分中药公司部分产品挂网价及线上销售价格对比	23
图表 36:	部分公司核心单品集采批次及降价情况	23
图表 37:	全国中成药联盟集采独家品种平均降幅更低	24
图表 38:	中药材价格指数: 综合 200, 24 年二季度中药材价格高位回升	25
图表 39:	1H24 及 2Q24 部分上市连锁药店公司收入、归母净利润、扣非归母净利润 (百万元) 及增长情况	25
图表 40:	部分上市连锁药店 24 年 Q2 利润端总体同比减少	26
图表 41:	职工医保统筹基金 (含生育保险) 收支情况	26
图表 42:	职工医保统筹基金 (含生育保险) 结存情况	26
图表 43:	职工医保个人账户收支情况	27
图表 44:	职工医保个人账户结存情况	27
图表 45:	部分上市连锁药店高毛利率非药品收入占比下降	27
图表 46:	2024 年以来多个省份陆续提高门诊统筹待遇水平	28
图表 47:	2021 至 2024H1 各板块市值加权平均涨跌幅	29



图表 48: 2018-2024H1 各板块收入同比增速中位数 (单位: %)	29
图表 49: 2018-2024H1 各板块净利润同比增速中位数 (单位: %)	29
图表 50: 2018-2024H1 试剂耗材子板块毛利率 (单位: %)	30
图表 51: 2018-2024H1 试剂耗材子板块净利率 (单位: %)	30

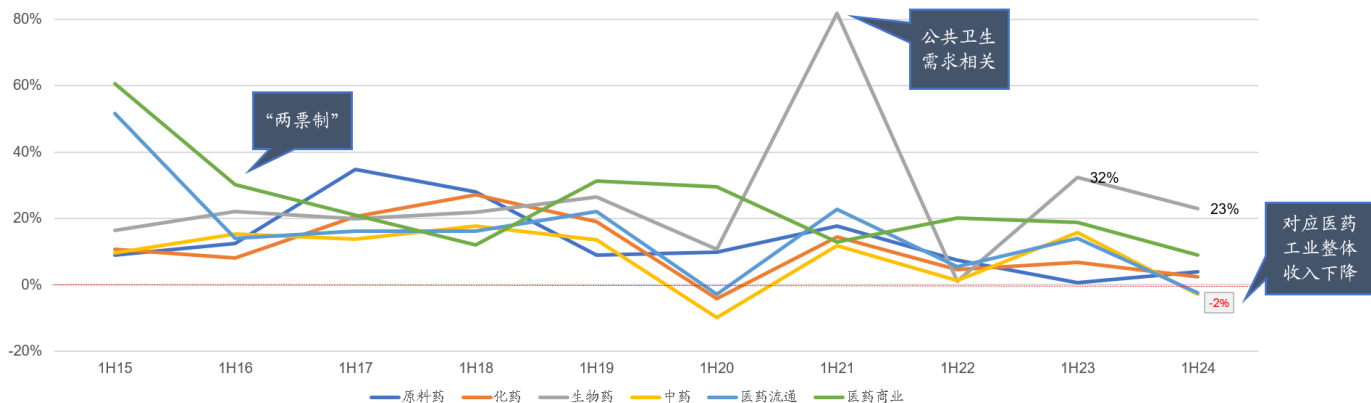


- 2024 年上半年医药板块上市公司克服各项不利因素，整体保持了稳定增长。其中，药品板块整体表现较为突出，创新药、仿制药及部分生物制品均有业绩亮点；医疗器械行业克服控费压力、设备采购滞后和渠道库存出清压力，继续实现增长。
- 而部分生物制品和医疗器械、医疗服务与消费医疗、中药与药店等板块则相对承压。
- 展望下半年，随着基数的下降、采购景气度的恢复，以及政策预期的企稳，我们积极看好院内药品器械需求的修复和业绩增速提升，医药板块下半年有望迎来整体反转。
- 而核心投资机会仍将聚焦于院内需求，重点关注 1) 创新药临床进展和出海授权突破，以及 2) 院内存量药械在下半年的业绩复苏。

药品板块：集采品种放量可期，创新品种看消费与出海的更大空间

根据已发布的 2024 年上半年财报来看，虽然增速有所下降，但纳入我们统计的 A 股与港股药品相关企业营收依然实现了稳定增长。24Q2 生物药板块收入增长较为突出，部分 biotech 企业减亏明显，景气度较高；化药板块同样亮点颇多，较多企业实现快速增长。

图表1：近 11 年 A&H 药品上市公司上半年度总营收同比增速



来源：各公司年报，Wind，国金证券研究所

图表2：A&H 股部分生物药企业-营收利润（亿元）及其增速

公司	24H1收入	23H1收入	yoy%	24H1归母 净利润	23H1归母 净利润	yoy%	24H1扣非 归母	23H1扣非 归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
主要生物药个股																		
百济神州-U	119.96	72.51	65%	-28.77	-52.19	n.a.	-31.25	-55.02	n.a.	66.37	41.85	59%	-9.69	-27.72	n.a.	-10.78	-28.88	n.a.
百利天恒-U	55.53	3.11	1685%	46.66	-3.28	n.a.	46.44	-3.31	n.a.	0.91	1.88	-52%	-3.39	-1.61	n.a.	-3.60	-1.64	n.a.
信达生物	43.38	29.34	48%	-3.93	-1.39	n.a.	-3.93	-1.41	n.a.	43.38	29.34	48%	-3.93	-1.39	n.a.	-3.93	-1.41	n.a.
长春高新	66.39	61.68	8%	17.20	21.60	-20%	17.37	21.64	-20%	34.61	33.90	2%	8.61	13.03	-34%	8.90	13.10	-32%
康方生物	10.65	36.77	-71%	-2.39	25.25	-109%	-2.81	24.19	-112%	10.65	36.77	-71%	-2.39	25.25	-109%	-2.81	24.19	-112%
科伦博泰生物	14.77	10.46	41%	3.10	-0.31	n.a.	3.10	-0.37	n.a.	14.77	10.46	41%	3.10	-0.31	n.a.	3.10	-0.37	n.a.
甘李药业	13.15	12.30	7%	2.99	1.34	123%	1.27	1.02	24%	7.55	6.72	12%	2.03	0.85	139%	1.10	0.72	52%
君实生物-U	7.86	6.70	17%	-6.45	-9.97	n.a.	-6.27	-9.71	n.a.	4.05	4.15	-2%	-3.62	-4.54	n.a.	-3.20	-4.12	n.a.
金斯瑞生物科	5.62	3.92	44%	-1.75	-0.94	n.a.	-0.67	-0.64	n.a.	5.62	3.92	44%	-1.75	-0.94	n.a.	-0.67	-0.64	n.a.
特宝生物	11.90	9.04	32%	3.04	2.02	51%	3.30	2.33	42%	6.45	4.84	33%	1.76	1.18	49%	1.84	1.31	41%
神州细胞-U	13.05	8.08	61%	1.26	-1.38	n.a.	3.40	-0.22	n.a.	6.92	4.79	44%	0.52	0.15	240%	1.83	0.37	402%
通化东宝	7.40	13.66	-46%	-2.30	4.85	-148%	-0.13	4.80	-103%	1.49	7.01	-79%	-4.45	2.34	-290%	-2.28	2.33	-198%
安科生物	12.99	12.87	1%	4.16	3.96	5%	3.90	3.83	2%	6.43	6.93	-7%	1.98	2.11	-6%	1.85	2.05	-10%
再鼎医药	1.88	1.32	43%	-1.34	-1.70	n.a.	-1.34	-1.80	n.a.	1.01	0.69	46%	-0.80	-1.21	n.a.	-1.34	-1.80	n.a.
三生制药	44.02	37.91	16%	10.90	9.81	11%	11.40	11.43	0%	44.02	37.91	16%	10.90	9.81	11%	11.40	11.43	0%
智翔金泰-U	0.00	0.00	-90%	-3.62	-3.88	n.a.	-3.64	-3.91	n.a.	0.00	0.00	-81%	-1.98	-1.87	n.a.	-1.99	-1.89	n.a.
荣昌生物	7.94	4.74	67%	-7.80	-7.03	n.a.	-7.80	-7.03	n.a.	4.52	2.95	53%	-4.32	-3.80	n.a.	-7.80	-7.03	n.a.
荣昌生物	7.42	4.22	76%	-7.80	-7.03	n.a.	-7.94	-7.28	n.a.	4.11	2.54	62%	-4.32	-3.80	n.a.	-4.48	-3.96	n.a.
复宏汉霖	27.46	25.02	10%	3.86	2.40	61%	3.76	2.25	67%	27.46	25.02	10%	3.86	2.40	61%	3.76	2.25	67%
三生国健	5.97	4.78	25%	1.30	0.95	37%	1.26	0.84	51%	3.30	2.70	22%	0.38	0.61	-37%	0.40	0.55	-27%

来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

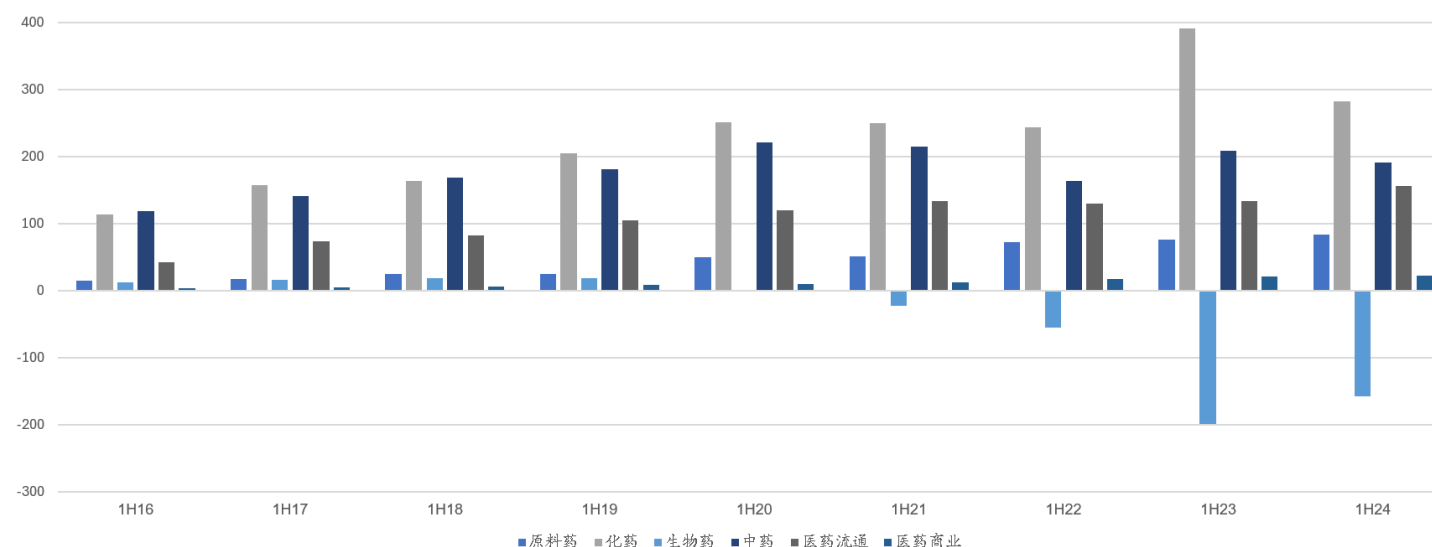


图表3: A&H 股市值过百亿的化药企业-营收利润 (亿元) 及其增速

公司	24H1收入	23H1收入	yoy%	24H1归母 净利润	23H1归母 净利润	yoy%	24H1扣非 归母	23H1扣 非归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
主要化药个股																		
恒瑞医药	136.01	111.68	22%	34.32	23.08	49%	34.90	22.43	56%	76.03	56.76	34%	20.63	10.69	93%	20.50	10.23	100%
翰森制药	65.06	45.13	44%	27.26	12.89	111%	26.84	12.29	118%	65.06	45.13	44%	27.26	12.89	111%	26.84	12.29	115%
中国生物制药	160.07	153.14	5%	30.17	12.59	140%	13.89	8.50	63%	160.07	153.14	5%	30.17	12.59	140%	13.89	8.50	63%
复星医药	204.63	213.95	-4%	12.25	17.77	-31%	12.54	13.73	-9%	103.06	105.24	-2%	6.15	7.91	-22%	6.46	4.53	42%
石药集团	164.25	161.44	2%	30.20	29.67	2%	30.46	29.63	3%	73.20	80.66	-10%	14.08	15.38	-8%	30.46	29.63	3%
华东医药	209.65	203.85	3%	16.96	14.34	18%	16.25	14.27	14%	105.54	102.71	3%	8.34	6.79	23%	7.87	6.70	17%
科伦药业	118.27	107.34	10%	18.00	14.02	28%	17.53	13.49	30%	56.08	51.32	9%	7.74	5.92	31%	7.61	5.60	36%
海思科	16.87	13.70	23%	1.65	0.75	119%	0.76	0.68	11%	9.35	7.46	25%	0.73	0.46	57%	0.46	0.42	9%
信立泰	20.43	16.84	21%	3.44	3.38	2%	3.34	3.03	10%	9.52	7.97	19%	1.44	1.27	14%	1.32	1.12	18%
人福医药	128.61	123.83	4%	11.11	13.24	-16%	10.89	10.71	2%	64.94	61.57	5%	6.25	6.58	-5%	6.25	5.63	11%
丽珠集团	62.82	66.90	-6%	11.71	11.35	3%	11.55	10.94	6%	30.40	32.77	-7%	5.63	5.53	2%	5.65	5.24	8%
恩华药业	27.63	24.00	15%	6.29	5.45	15%	6.34	5.45	16%	14.06	12.22	15%	3.64	3.17	5%	3.67	3.16	16%
川宁生物	31.95	24.17	32%	7.66	3.91	96%	7.66	3.93	95%	16.72	11.47	46%	4.14	2.15	92%	4.14	2.18	90%
华海药业	51.28	42.94	19%	7.49	5.69	32%	7.65	6.22	23%	26.30	22.35	18%	4.78	3.96	21%	4.49	4.33	4%
和黄医药	3.06	5.33	-43%	0.26	1.69	-85%	0.26	1.69	-85%	3.06	5.33	-43%	0.26	1.69	-85%	0.26	1.69	-85%
艾力斯	15.76	7.49	111%	6.56	2.08	215%	6.47	1.84	252%	8.34	4.72	77%	3.50	1.74	102%	3.46	1.64	111%
华润双鹤	59.29	52.34	13%	10.47	7.77	35%	9.22	7.22	28%	30.94	24.95	24%	6.30	4.04	56%	5.24	3.63	44%
东阳光	60.13	51.76	16%	2.26	-1.39	n.a.	1.81	-2.31	n.a.	31.83	24.89	28%	1.28	-2.05	n.a.	0.90	-3.20	n.a.
健康元	82.35	87.20	-6%	7.76	8.15	-5%	7.62	7.82	-3%	38.95	41.61	-7%	3.37	3.53	-5%	3.34	3.35	0%
健友股份	21.43	23.04	-7%	4.05	6.25	-35%	3.69	6.11	-40%	11.38	9.96	14%	2.28	2.92	-22%	1.97	2.81	-30%
康弘药业	22.94	19.20	19%	6.92	5.25	32%	6.78	5.10	33%	12.01	10.36	16%	3.19	2.46	30%	3.15	2.43	30%
康哲药业	37.31	48.41	-23%	9.10	19.21	-53%	9.10	19.21	-53%	37.31	48.41	-23%	9.10	19.21	-53%	9.10	19.21	-53%
迪哲医药-U	2.04	0.00	#DIV/0!	-3.45	-5.14	n.a.	-3.81	-5.36	n.a.	1.22	0.00	#DIV/0!	-1.21	-2.75	n.a.	-1.26	-2.85	n.a.
吉林敖东	14.12	15.83	-11%	5.37	10.63	-49%	8.12	9.38	-13%	5.50	7.95	-31%	3.94	5.77	-32%	5.34	4.93	8%
国药现代	59.60	64.45	-8%	7.18	3.45	108%	6.83	3.22	112%	28.37	30.27	-7%	3.87	1.66	134%	3.57	1.52	136%
兴齐眼药	8.92	6.85	30%	1.69	0.88	93%	1.69	0.86	97%	5.42	3.99	36%	1.35	0.68	97%	1.33	0.70	90%
贝达药业	15.01	13.14	14%	2.24	1.48	51%	2.17	0.88	145%	7.65	7.82	-2%	1.26	0.97	30%	1.27	0.70	81%
联邦制药	71.88	69.13	4%	14.91	12.84	16%	13.79	12.47	11%	71.88	69.13	4%	14.91	12.84	16%	13.79	12.47	11%
泽璟制药-U	2.41	2.20	9%	-0.67	-1.14	n.a.	-0.72	-1.30	n.a.	1.32	1.12	18%	-0.27	-0.57	n.a.	-0.30	-0.66	n.a.
远大医药	61.30	59.89	2%	15.58	10.29	51%	11.14	8.00	39%	61.30	59.89	2%	15.58	10.29	51%	11.14	8.00	39%
先声药业	31.21	33.96	-8%	4.57	22.75	-80%	4.77	2.75	73%	31.21	33.96	-8%	4.57	22.75	-80%	4.77	2.75	73%
亿帆医药	26.32	19.44	35%	2.53	1.09	133%	1.79	0.94	90%	13.06	10.06	30%	1.07	0.44	144%	0.69	0.34	102%
海普瑞	28.32	27.14	4%	6.64	1.23	438%	4.74	0.76	521%	14.55	14.08	3%	5.09	0.57	795%	4.74	0.76	521%
博瑞医药	6.58	5.87	12%	1.06	1.09	-3%	1.05	1.05	0%	3.18	2.83	12%	0.42	0.39	9%	0.41	0.35	16%
仙琚制药	21.38	21.18	1%	3.40	3.02	13%	3.31	2.97	12%	11.00	11.61	-5%	1.89	1.69	12%	1.86	1.64	13%

来源: Wind, 各公司财报, 国金证券研究所

图表4: 近 9 年-A&H 部分药品板块企业的归母净利润 (亿元, 比较上半年度)



来源: Wind, 各公司财报, 国金证券研究所

生物药板块, 随着越来越多新品种 (包括原研创新药和高壁垒生物类似物) 进入商业化, 开始持续放量, 以及部分企业对外商业化授权不断兑现, 有关企业收入与利润同步增长, 未盈利药企的亏损逐步收窄; 化药板块, 仿制药已经历 9 次国采, 价格因素消化, 放量步入上升通道; 创新小分子在出海和国内强劲放量上都值得期待。

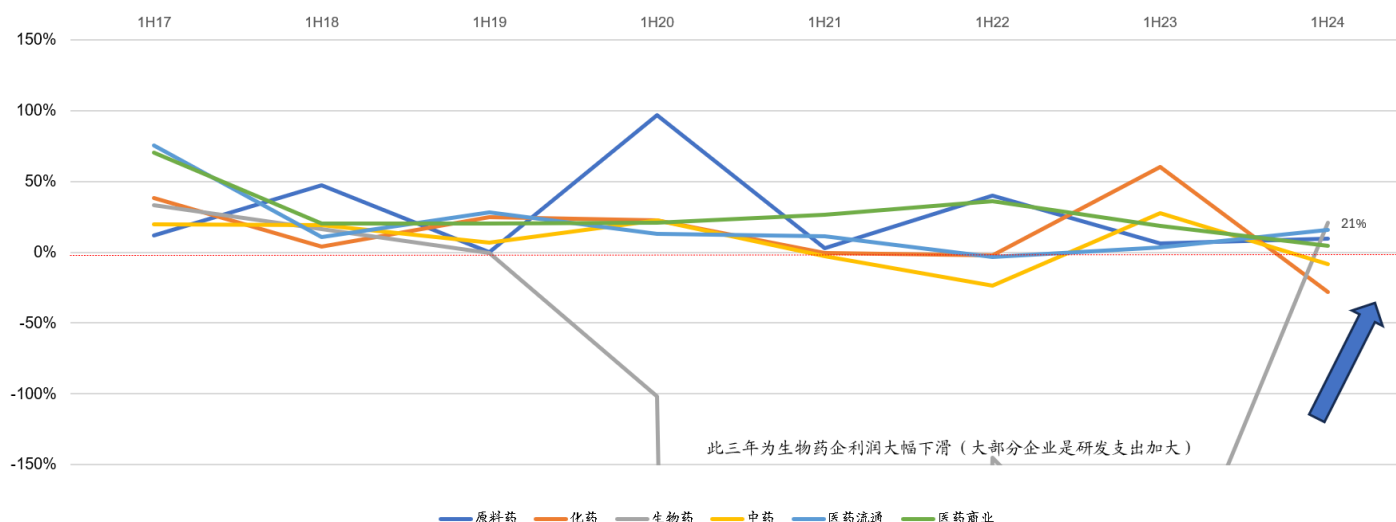
国际和国内 BD (授权合作交易) 的不断落地, 正在使得创新资产价值提前兑现。此外, 热



门赛道（如 GLP-1、长效干扰素、重组凝血八因子等）相关需求的爆发式增长带来业绩成长动力。

图表5：近 9 年 A&H 药品板块归母净利润同比增速（上半年度）

近9年（1H2016~1H2024）A&H医药上市公司半年度归母净利润同比增速%



来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

创新驱动高成长，创新单品与热点赛道原料药持续强势增长

创新依然是药品行业最强的驱动之一，在当前医保环境下，创新既能带来定价优势，降低控费降价风险，又能驱动企业收入利润快速增长：

- 科创板上市药企艾力斯的伏美替尼、神州细胞的重组八因子、特宝生物长效干扰素等优秀产品就是良好例证，高增长带动企业业绩走出独立行情；
- 伴随着全球原研重磅药密集专利悬崖的到来以及 Glp-1 等热点大单品全球研发热潮，特定专业赛道的原料药企也将获得更大成长空间；

中国医药创新开始在国际水平市场崭露头角

我们在 2024 年 3 月的创新药深度前瞻报告《2024 年，全球与中国创新药产业链 10 大展望》中，已经详细分析了中国医药产业的崛起和中国药企正在经历创新药出海突破。

- 金斯瑞生物科技、百济神州、君实生物、百奥泰与和黄药业等诸多药企创新药及生物类似物在欧美商业化已经开始落地放量；
- 与此同时，在对外授权和商业权利转让方面，百利天恒、科伦博泰、康方生物、翰森制药、恒瑞医药等都取得了重要进展。

原料药业绩改善，部分品种进入量价上行周期

此外我们注意到，原料药行业 2024 二季度以来展现量价弹性，抗生素中间体、维生素、肝素等多个品种展现量价改善弹性。建议后续持续关注原料药板块的品种景气度变化，自下而上按品种把握。



图表6：部分原料药企业中报和二季度表现

公司	1H24收入 (百万元)	1H23收入 (百万元)	yoy%	1H24归母 净利润(百 万元)	1H23归母 净利润(百 万元)	yoy%	1H24扣非 归母(百万 元)	1H23扣非 归母(百万 元)	yoy%	24Q2收入 (百万元)	23Q2收入 (百万元)	yoy%	24Q2归母 净利润(百 万元)	23Q2归母 净利润(百 万元)	yoy%	24Q2扣非 归母(百万 元)	23Q2扣非 归母(百万 元)	yoy%
原料药																		
新和成	9845	7419	33%	2204	1483	49%	2157	1375	57%	5346	3806	40%	1335	840	59%	1300	789	65%
新诺威	972	1310	-26%	137	401	-66%	134	394	-66%	448	626	-28%	58	219	-73%	56	215	-74%
凯莱英	2697	4622	-42%	499	1686	-70%	448	1568	-71%	1298	2372	-45%	217	1056	-79%	194	950	-80%
健友股份	2143	2304	-7%	405	625	-35%	369	611	-40%	1138	996	14%	228	292	-22%	197	281	-30%
普洛药业	6429	5954	8%	625	601	4%	602	595	1%	3231	2869	13%	381	362	5%	363	361	0%
浙江医药	4405	3938	12%	315	272	16%	317	239	33%	2156	1930	12%	206	159	30%	211	141	50%
亿帆医药	2632	1944	35%	253	109	133%	179	94	90%	1306	1006	30%	107	44	144%	69	34	100%
海普瑞	2837	2713	5%	664	123	438%	329	80	311%	1464	1412	4%	509	57	795%	172	35	391%
九洲药业	2764	3255	-15%	475	622	-24%	468	613	-24%	1289	1503	-14%	238	341	-30%	234	339	-31%
国邦医药	2892	2810	3%	405	357	13%	395	358	10%	1554	1400	11%	206	163	26%	202	166	22%
奥锐特	731	553	32%	189	96	97%	187	94	99%	395	251	58%	106	50	113%	105	50	108%
海正药业	5243	6060	-13%	435	404	8%	259	282	-8%	2517	2997	-16%	187	172	9%	126	113	12%
海翔药业	1039	1196	-13%	38	19	99%	31	67	-54%	510	562	-9%	6	-23	n. a.	-2	70	-103%
金达威	1523	1552	-2%	130	184	-29%	129	183	-29%	780	761	2%	59	97	-39%	60	101	-41%
新华制药	4732	4672	1%	265	270	-2%	249	253	-1%	2258	2033	11%	124	118	5%	112	105	6%
花园生物	600	657	-9%	142	117	21%	109	106	3%	270	340	-21%	51	65	-23%	48	62	-23%
博腾股份	1352	2339	-42%	-170	410	-143%	-174	391	-145%	674	961	-30%	-75	106	-171%	-81	94	-186%
能特科技	6231	5347	17%	57	302	-81%	48	134	-64%	3190	2384	34%	1	216	-99%	15	66	-77%
纳微科技	340	295	15%	45	32	42%	37	19	89%	186	163	14%	28	19	45%	23	13	73%
奥翔药业	492	469	5%	180	160	12%	172	153	11%	191	206	-7%	67	67	1%	64	61	5%
药石科技	745	844	-12%	99	114	-13%	68	108	-38%	367	461	-20%	49	56	-12%	26	67	-61%
宏源药业	898	998	-10%	36	65	-45%	15	40	-63%	472	494	-4%	5	0	1552%	-4	-11	n. a.
皓元医药	1056	881	20%	70	95	-26%	66	86	-22%	551	463	19%	54	49	10%	53	44	20%
尔康制药	621	1050	-41%	6	52	-88%	2	24	-91%	346	503	-31%	3	26	-87%	6	5	18%
富祥药业	682	856	-20%	-22	-60	n. a.	-49	-61	n. a.	342	458	-25%	-24	-30	n. a.	-39	-29	n. a.
拓新药业	219	657	-67%	-2	310	-101%	-8	304	-103%	110	106	4%	-4	5	-174%	-7	2	-550%
司太立	1330	1084	23%	23	35	-35%	20	26	-23%	688	518	33%	11	26	-59%	10	19	-45%
同和药业	382	382	0%	70	57	22%	68	50	36%	176	161	9%	26	24	9%	27	17	61%
键凯科技	129	171	-25%	28	68	-59%	22	67	-67%	64	79	-19%	13	21	-36%	10	23	-56%
威尔药业	688	523	32%	79	53	48%	69	53	31%	358	277	30%	44	27	64%	35	27	30%
森萱医药	272	318	-14%	70	77	-9%	67	73	-9%	134	142	-6%	35	31	11%	34	30	15%
山河药辅	450	453	-1%	96	88	8%	80	82	-2%	212	205	3%	46	39	17%	38	36	4%
美诺华	608	582	4%	19	31	-39%	20	26	-24%	345	336	3%	5	-13	n. a.	-1	14	-106%
赛托生物	567	664	-15%	13	60	-78%	5	37	-86%	322	329	-2%	10	45	-77%	4	22	-84%
科源制药	237	224	6%	36	51	-30%	26	49	-47%	91	100	-9%	15	19	-24%	6	18	-66%
东亚药业	648	674	-4%	32	55	-41%	27	51	-47%	296	304	-3%	8	31	-73%	7	28	-77%
永安药业	426	578	-26%	52	56	-6%	36	12	196%	229	267	-14%	24	41	-42%	16	6	141%
富士莱	217	297	-27%	0	96	-100%	-6	85	-107%	120	141	-15%	-6	45	-114%	-9	40	-122%
圣达生物	384	363	6%	16	-6	n. a.	5	-11	n. a.	200	194	3%	13	-10	n. a.	4	-10	n. a.
康普化学	196	221	-11%	60	73	-18%	57	71	-20%	130	106	22%	37	38	-3%	37	38	-4%
广济药业	296	344	-14%	-107	-26	n. a.	-116	-27	n. a.	116	229	-49%	-56	18	-408%	-59	18	-435%
共同药业	234	268	-13%	-5	17	-129%	-5	13	-138%	112	148	-25%	-9	13	-164%	-8	13	-165%
星昊医药	321	331	-3%	60	53	13%	51	41	24%	167	185	-9%	35	32	10%	29	25	13%
无锡晶海	171	203	-16%	28	28	0%	23	30	-24%	79	89	-12%	13	8	56%	8	12	-29%
海昇药业	71	127	-44%	23	54	-57%	23	54	-57%	29	69	-58%	7	33	-80%	7	33	-80%
哈一药业	137	123	12%	29	37	-28%	26	24	11%	67	57	19%	17	23	-27%	15	11	32%

来源：Wind，国金证券研究所

在投资策略上，考虑半年报总体业绩态势、国内医疗秩序规范化治理，以及全链条支持创新药产业链等政策，我们重点看好：

- 放量热点品种：继续看好 GLP-1 及多肽产业链，如信达生物、诺泰生物、圣诺生物等；
- 美股映射赛道和出海领先标的：看好创新色彩浓厚，欧美市场有重磅品种潜力的标的如科伦博泰、百利天恒、康方生物、百济神州、金斯瑞生物科技、和黄药业、百奥泰等；
- 抗风险龙头：在当前全球经济大环境下，更好技术、经营、合规管控能力与更强的资金储备将有效降低医药研发经营风险，建议关注：恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、石药集团、上海医药等。

医疗器械：上半年设备采购需求承压，未来增长趋势有望逐步恢复

以纳入我们统计的部分医疗器械上市公司业绩为例，2024 年上半年板块收入同比增长 +6.4%，归母净利润同比增长 +9.0%，扣非归母净利润同比增长 9.8%；2024 年 Q2 板块收入同比增长 +7.1%，归母净利润同比增长 +4.0%，扣非归母净利润同比增长 7.8%。



- 部分医疗器械公司由于 2023 年上半年非常规产品基数较高，2024 年上半年同比承压，但板块整体收入及利润依然实现了增长。
- 此外，产品力较强的头部医疗器械企业加大海外市场的拓展力度和布局深度，获得了额外增长动力。
- 受到医疗行业整顿和医疗设备更新项目尚未落地执行的影响，不少原本应启动的医疗设备招标采购活动因处于观望状态而被继续推迟，
- 但中国市场医疗行业整顿已逐渐进入常态化，对于医院招标采购的影响也将消退，头部企业在更加透明和规范的采购环境中竞争优势将更加凸显。
- 在资金方面，支持设备更新项目的超长期特别国债仍在按计划发行，地方政府专项债的发行进度也观察到有加快的趋势，以上因素将会直接有效地缓解医院的资金压力，为医疗设备的招标采购提供支持。

图表7：2024 年上半年及 Q2 部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况（亿元）

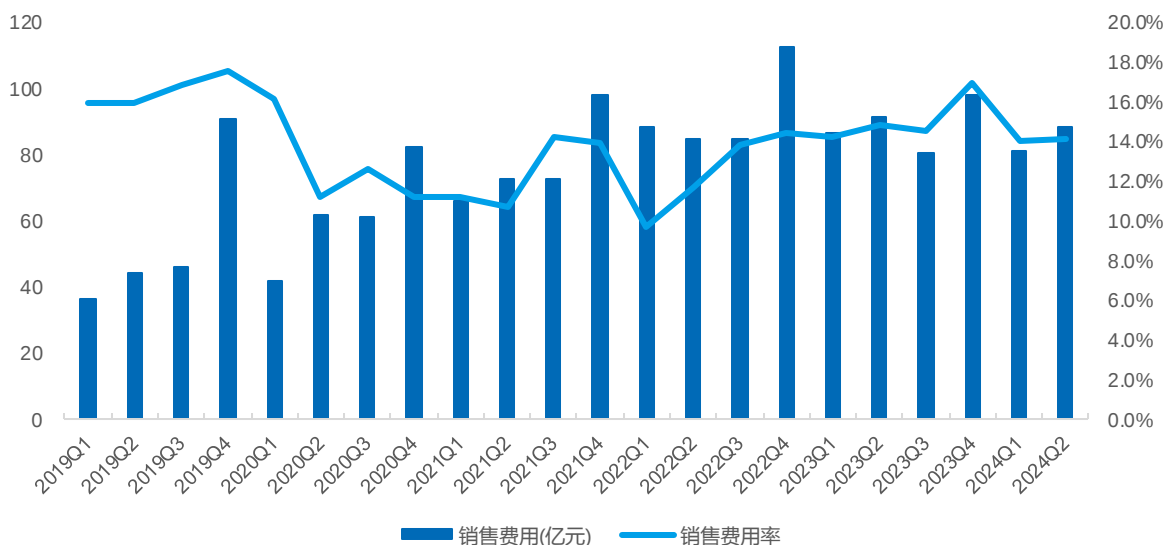
公司	24H1收入	23H1收入	yoy%	24H1归母 净利润	23H1归母 净利润	yoy%	24H1扣非 归母	23H1扣 非归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣 非归母	yoy%
医疗器械																		
迈瑞医疗	205.31	184.76	11%	75.61	64.42	17%	73.80	63.41	16%	111.58	101.11	10%	44.01	38.71	14%	43.43	38.12	14%
联影医疗	53.33	52.71	1%	9.50	9.38	1%	7.98	7.87	1%	29.83	30.58	-2%	5.87	6.08	-3%	4.98	5.10	-2%
英科医疗	45.12	32.95	37%	5.87	2.93	100%	4.87	1.71	188%	23.09	17.22	34%	3.49	4.46	-22%	3.26	3.41	-4%
鱼跃医疗	43.08	49.80	-14%	11.20	14.94	-25%	9.64	12.55	-23%	20.76	22.77	-9%	4.61	7.80	-41%	4.13	5.52	-25%
乐普医疗	33.84	43.01	-21%	6.97	9.61	-27%	6.47	9.05	-28%	14.62	18.64	-22%	2.15	3.65	-41%	1.91	3.42	-44%
新产业	22.11	18.65	19%	9.03	7.50	20%	8.68	6.87	26%	11.90	9.89	20%	4.77	3.95	21%	4.68	3.68	27%
三诺生物	21.33	20.07	6%	1.97	1.75	13%	1.78	1.99	-10%	11.19	13.49	-17%	1.17	1.08	8%	1.01	1.35	-25%
可孚医疗	15.59	15.19	3%	1.85	1.99	-7%	1.66	1.71	-3%	7.51	6.64	13%	0.84	0.64	30%	0.74	0.46	62%
健帆生物	14.96	10.12	48%	5.53	2.78	99%	5.26	2.63	100%	7.51	4.40	71%	2.68	0.81	231%	2.55	0.73	248%
南微医学	13.34	11.47	16%	3.10	2.64	17%	3.06	2.59	18%	7.14	5.97	20%	1.67	1.63	3%	1.65	1.60	3%
开立医疗	10.13	10.43	-3%	1.71	2.73	-38%	1.55	2.73	-43%	5.33	5.70	-6%	0.70	1.35	-48%	0.63	1.48	-57%
惠泰医疗	10.01	7.88	27%	3.43	2.57	33%	3.28	2.42	35%	5.46	4.38	24%	2.02	1.55	31%	1.91	1.52	26%
大博医疗	9.64	7.50	29%	1.38	0.94	46%	1.22	0.65	88%	5.37	3.58	50%	0.77	0.35	117%	0.73	0.18	311%
亚辉龙	9.60	10.75	-11%	1.73	1.42	22%	1.61	1.28	26%	5.29	4.15	27%	1.07	0.60	77%	1.04	0.45	132%
心脉医疗	7.87	6.22	27%	4.04	2.80	44%	3.87	2.60	49%	4.29	3.36	28%	2.19	1.55	42%	2.09	1.41	48%
威高骨科	7.51	8.05	-7%	0.93	1.12	-17%	0.89	1.07	-17%	4.03	4.16	-3%	0.58	0.18	230%	0.55	0.16	237%
美好医疗	7.06	7.54	-6%	1.69	2.41	-30%	1.63	2.24	-27%	4.25	3.87	10%	1.11	1.33	-16%	1.07	1.24	-14%
维力医疗	6.76	6.52	4%	1.06	0.92	15%	1.01	0.83	22%	3.67	2.90	26%	0.56	0.40	40%	0.54	0.35	52%
澳华内镜	3.54	2.89	22%	0.06	0.38	-85%	-0.01	0.33	-104%	1.84	1.64	13%	0.03	0.22	-87%	-0.01	0.17	-106%
山外山	2.78	3.95	-30%	0.46	1.34	-66%	0.38	1.29	-70%	1.15	2.02	-43%	0.12	0.60	-81%	0.09	0.58	-84%
安杰思	2.64	2.06	28%	1.24	0.79	58%	1.20	0.77	56%	1.52	1.15	32%	0.72	0.45	61%	0.72	0.43	68%
祥生医疗	2.48	2.96	-16%	0.81	1.12	-27%	0.74	1.10	-33%	1.07	1.31	-18%	0.36	0.59	-40%	0.29	0.59	-50%
微电生理	1.98	1.42	40%	0.17	0.02	689%	0.01	-0.12	-	1.09	0.90	21%	0.13	0.11	12%	0.02	0.03	-23%
采纳股份	1.94	1.77	10%	0.33	0.51	-35%	0.21	0.38	-43%	0.84	1.10	-24%	0.08	0.35	-77%	0.04	0.30	-87%
奥精医疗	1.00	1.18	-15%	0.09	0.35	-74%	0.01	0.27	-96%	0.53	0.70	-25%	0.02	0.17	-86%	-0.02	0.12	-118%

来源：Wind，国金证券研究所

2024 年 Q2 医疗器械（中信）板块销售费用率达到 14.1%，同比-0.8pct，环比 Q1 持平。2024 年 Q2 在医疗行业整顿背景下费用投入整体得到控制，预计下半年学术推广及推广活动将逐步恢复。



图表8：2019Q1-2024Q2 医疗器械（中信）板块销售费用及费用率情况



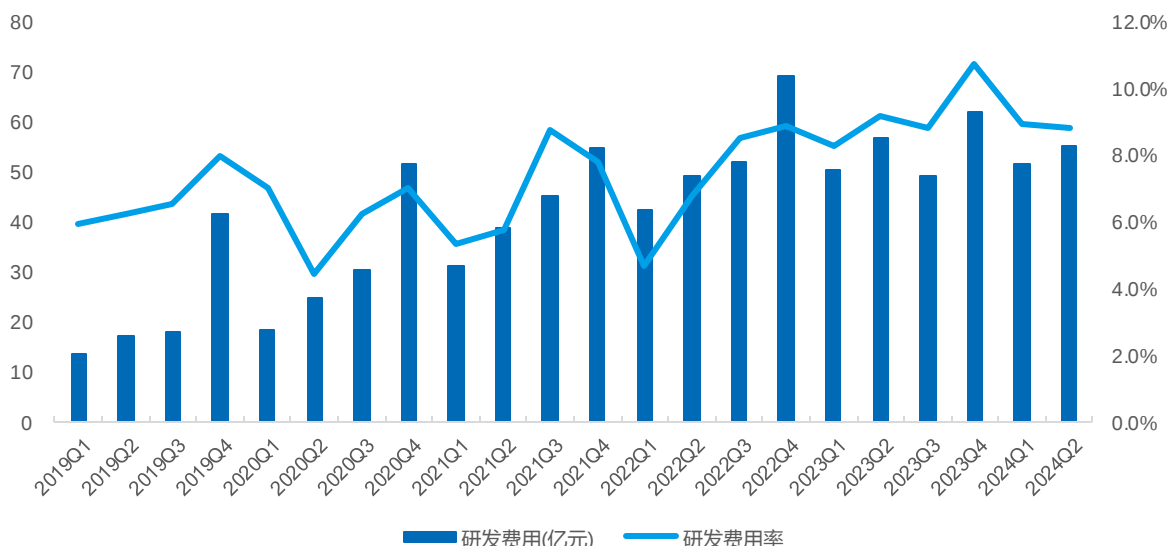
来源：Wind，国金证券研究所

研发投入保持相对稳定，器械出口恢复稳定增长

2024 年 Q2 医疗器械（中信）板块研发费用率达到 8.8%，同比-0.3pct。国内医疗器械研发投入及费用率长期呈现逐步提升趋势，医疗器械（中信）板块研发费用率已从 2019 年的 6.9%提升到 2023 年的 9.2%，4 年时间提升 2.3pct。

随着国家多项鼓励科技创新政策出台并实施，医疗器械创新发展呈加速之势，医疗器械生产企业创新研发内在的动力大大增强，创新医疗器械产品将加速涌现。国内上市公司研发投入占收入比例正在逐步接近跨国医疗器械公司水平。

图表9：2019Q1-2024Q2 医疗器械（中信）板块研发费用及费用率情况

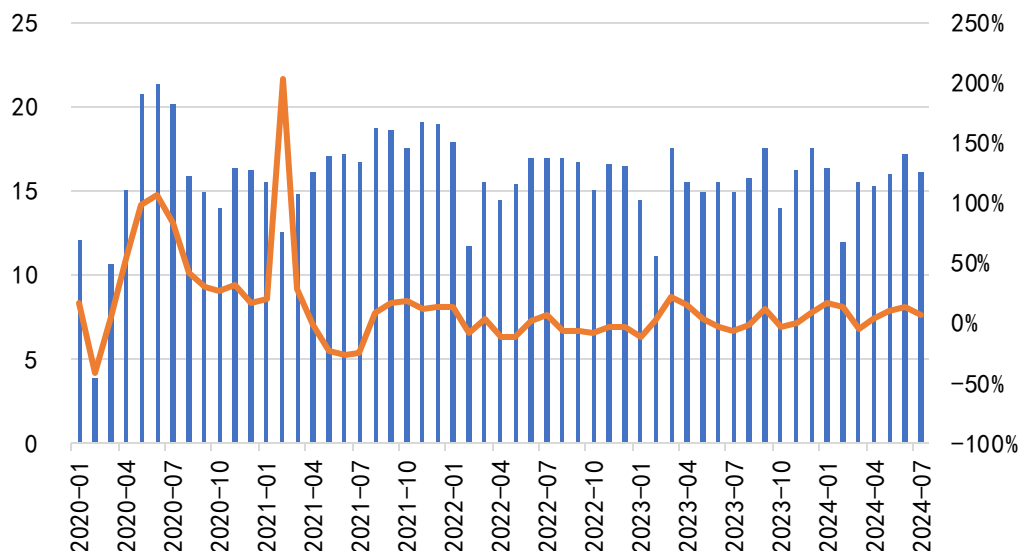


来源：Wind，国金证券研究所

2024 年上半年器械出口金额同比稳定增长。根据海关总署公布的数据，2024 年上半年 1~6 月中国医疗仪器及器械出口金额达到 92.30 亿美元；7 月出口金额达到 16.18 亿美元，同比+7.5%，增速恢复趋势显著。创新医疗器械及国内制造端具备优势的产品放量逻辑有望逐步印证，海外有一定客户拓展的企业有望获得较强的业绩增长。



图表10：2020年1月至2024年7月医疗仪器及器械出口金额（亿美元）及增速



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

我们看好未来国内医疗设备行业的发展形势，随着医疗设备更新政策逐步落地，行业采购需求有望加速恢复。生命信息、体外诊断、医学影像（如超声、核磁等）、内镜等细分领域国内龙头公司产品由于具备较强竞争力，市场份额有望进一步提升，销售规模增长及盈利能力有望回归向上趋势。

同时国内细分领域国产医疗器械龙头公司依然具备成长性，企业研发创新及新产品推广投入持续加大，未来在体外诊断、心脏电生理、血管介入、血液净化等领域将持续迎来新产品放量，有望带动公司持续获得良好的盈利能力。

重点标的：迈瑞医疗、新产业、安图生物、联影医疗、英科医疗、心脉医疗、三诺生物等

生物制品：赛道表现分化，重点关注强成长性品种

2024 上半年生物制品不同细分赛道业绩表现有较为明显分化：

- 1) 长效干扰素等高成长性大单品放量迅速，相关公司业绩增速亮眼；
- 2) 血制品维持高景气度，白蛋白、静丙院端需求紧俏，业绩成长扎实；
- 3) 由于公共卫生政策变、集采落地待执行、消费环境变化、市场环境变化等因素导致部分生物制品企业(如疫苗、胰岛素企业等)业绩短期承压。

图表11：部分生物制品公司2024年上半年主要财务数据

公司	1H23收入（亿元）	1H24收入（亿元）	yoy (%)	1H23归母净利润（亿元）	1H24归母净利润（亿元）	yoy (%)	1H23扣非归母（亿元）	1H24扣非归母（亿元）	yoy (%)
智飞生物	244.5	182.6	-25%	42.6	22.3	-48%	42.1	22.3	-47%
万泰生物	41.6	13.7	-67%	17.0	2.6	-85%	16.2	0.6	-96%
康泰生物	17.3	12.0	-31%	5.1	1.7	-68%	4.3	1.2	-72%
百克生物	5.6	6.2	10%	1.1	1.4	24%	1.1	1.4	27%
华兰疫苗	1.5	0.4	-76%	1.1	0.3	-77%	0.6	(0.2)	-137%
长春高新	61.7	66.4	8%	21.6	17.2	-20%	21.6	17.4	-20%
安科生物	12.9	13.0	1%	4.0	4.2	5%	3.8	3.9	2%
天坛生物	26.9	28.4	6%	5.7	7.3	28%	5.6	7.2	29%
华兰生物	15.9	16.5	4%	5.3	4.4	-16%	4.0	3.6	-9%
派林生物	7.1	11.4	60%	1.4	3.3	128%	1.0	3.0	185%
博雅生物	15.4	9.0	-42%	3.3	3.2	-3%	2.6	2.6	1%
甘李药业	12.3	13.1	7%	1.3	3.0	123%	1.0	1.3	24%
通化东宝	13.7	7.4	-46%	4.8	(2.3)	-148%	4.8	(0.1)	-103%
特宝生物	9.0	11.9	32%	2.0	3.0	51%	2.3	3.3	42%

来源：Wind，国金证券研究所



后续建议持续关注长效干扰素等处于快速成长期的大单品以及具备浆源优势的头部血液制品公司。

图表12：部分生物制品公司2024年Q2主要财务数据

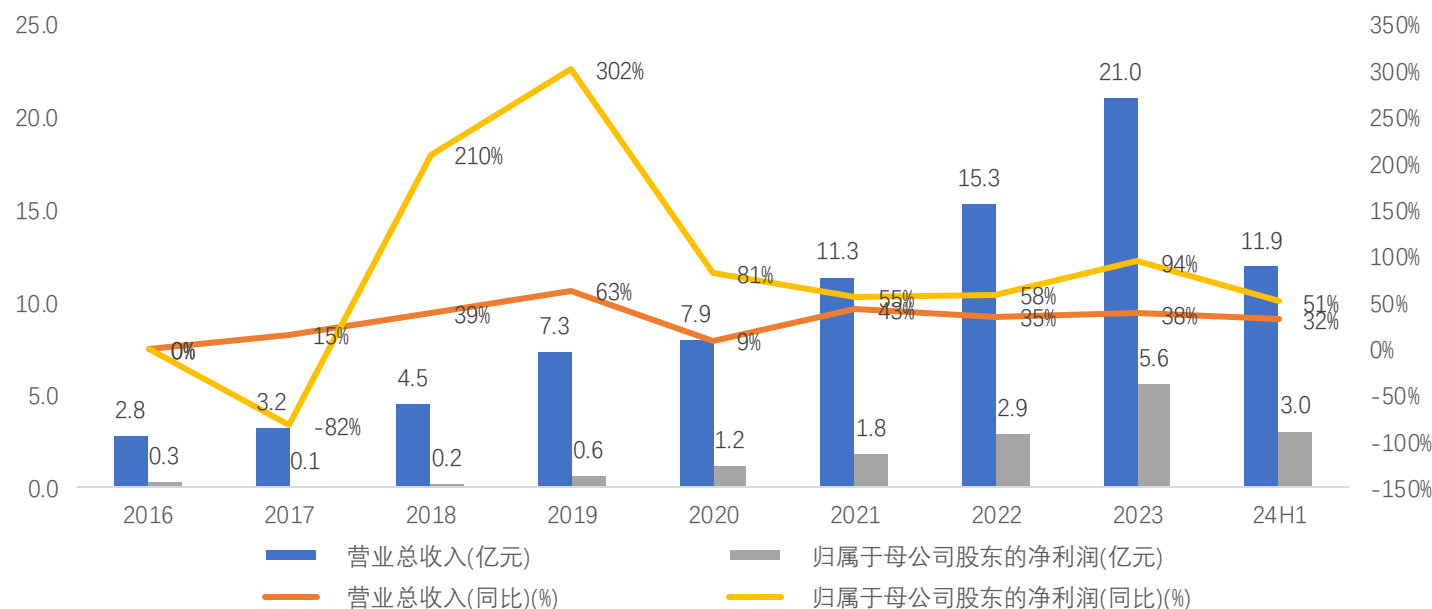
公司	2023收入(亿元)	2024收入(亿元)	yoy (%)	2023归母净利润(亿元)	2024归母净利润(亿元)	yoy (%)	2023扣非归母(亿元)	2024扣非归母(亿元)	yoy (%)
智飞生物	132.7	68.6	-48%	22.3	7.8	-65%	21.8	7.8	-64%
万泰生物	12.8	6.1	-52%	4.6	1.3	-71%	4.2	0.1	-97%
康泰生物	9.8	7.5	-24%	3.0	1.1	-64%	2.4	1.1	-55%
百克生物	3.8	3.5	-8%	0.9	0.8	-17%	0.9	0.8	-14%
华兰疫苗	0.0	0.0	-73%	0.1	-0.1	-193%	-0.1	-0.4	-
长春高新	33.9	34.6	2%	13.0	8.6	-34%	13.1	8.9	-32%
安科生物	6.9	6.4	-7%	2.1	2.0	-6%	2.0	1.9	-10%
天坛生物	14.0	16.2	16%	3.0	4.1	34%	3.1	4.1	34%
华兰生物	7.0	8.7	23%	1.7	1.8	2%	1.2	1.4	16%
派林生物	4.5	7.0	56%	0.9	2.1	136%	0.7	1.9	178%
博雅生物	7.3	4.5	-39%	1.6	1.6	5%	1.2	1.3	10%
甘李药业	6.7	7.5	12%	0.8	2.0	139%	0.7	1.1	52%
通化东宝	7.0	1.5	-79%	2.3	-4.5	-290%	2.3	-2.3	-198%
特宝生物	4.8	6.4	33%	1.2	1.8	49%	1.3	1.8	41%

来源：Wind，国金证券研究所

长效干扰素：乙肝治愈不断深入，有望持续放量

特宝生物深入探索并推动以派格宾为基础的乙肝临床治愈领域工作，持续支持了包括“珠峰”、“绿洲”、“未名”、“萌芽”、“星光”、“领航”等多项乙肝临床治愈及肝癌预防公益及科研项目，部分项目阶段性成果陆续在亚太肝病研究学会（APASL）、欧洲肝脏研究学会（EASL）发布，进一步证实乙肝全人群有机会通过基于长效干扰素的治疗策略实现临床治愈。

图表13：特宝生物2016-1H24收入（亿元）、归母净利润（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

随着乙肝临床治愈理念的不断普及和科学证据的积累，公司产品派格宾在提高乙肝临床治愈率以及显著降低肝癌发生风险方面的研究证据进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量。

我国目前乙肝诊断率和治疗率仍处于较低水平，《慢性乙型肝炎防治指南(2022年版)》显示，2022年我国乙肝诊断率和治疗率分别为24%、15%，距离世界卫生组织提出“2030年

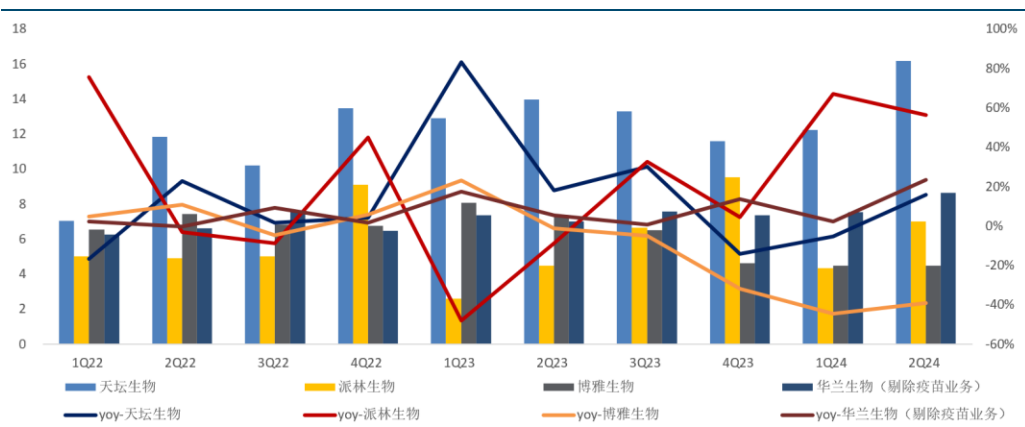


消除病毒性肝炎作为公共卫生危害”的目标（诊断率达到 90%，治疗率达到 80%）仍有差距。随着广东、福建、海南等省份启动乙肝表面抗原筛查试点工作，以及《扩大慢性乙型肝炎抗病毒治疗的专家意见》的发布，预计未来我国乙肝的诊断率和治疗率将不断提高，基于长效干扰素的慢乙肝治愈治疗方案推广有望持续深入，公司核心产品派格宾有望持续高速放量。

血制品：业绩整体实现稳健增长，行业集中度持续提升

血制品院内需求长期稳定向上，白蛋白、静丙等主要品种价格体系相对稳定，叠加近年来公众对血液制品的认知得到客观提升，血液制品行业内主要企业业绩整体保持稳健增长。

图表14：部分血液制品企业 1Q22-2Q24 各季度收入（亿元）及同比增速（%）



来源：wind，国金证券研究所

2024 年 8 月 27 日，天坛生物发布 2024 年半年度报告，2024 年上半年公司实现收入 28.41 亿元，同比增长 5.59%；实现归母净利润 7.26 亿元，同比增长 28.10%；实现扣非归母净利润 7.23 亿元，同比增长 29.35%。分季度看，2024 年第二季度公司实现 16.19 亿元，同比增长 15.76%；实现归母净利润 4.09 亿元，同比增长 34.28%；实现扣非归母净利润 4.10 亿元，同比增长 33.93%。公司积极开拓市场，加快投浆和产品交库进度，有效开展提质增效等工作。上半年公司人血白蛋白实现收入 11.14 亿元，同比减少 6.93%；静注人免疫球蛋白实现收入 13.39 亿元，同比增长 21.97%；其他血液制品实现营业收入 3.78 亿元，同比减少 2.56%。公司 2024 年上半年生物制品行业合计实现收入 28.31 亿元，毛利率为 55.66%，较上年增加 7.18 个百分点。公司积极开拓市场，加快投浆和产品交库进度，有效开展提质增效等工作。

2024 年 8 月 29 日，华兰生物发布 2024 年半年度报告，2024 年上半年公司实现收入 16.53 亿元，同比+4%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比-16%；实现扣非归母净利润 3.63 亿元，同比-9%；单季度来看，2024 年第二季度公司实现收入 8.65 亿元，同比+23%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比+2%；实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比+16%。2024 年上半年公司血液制品实现营业收入 16.14 亿元，同比增长 12.83%。其中人血白蛋白实现收入 6.44 亿元，同比增长 24.97%；静注丙球实现收入 4.59 亿元，同比减少 2.41%；其他血液制品实现收入 5.11 亿元，同比增长 14.91%。公司积极推进单采血浆站的建设工作，邓州单采血浆站、襄城单采血浆站和杞县单采血浆站通过验收、取得了采浆许可证并顺利开采，上半年公司原料血浆采集量同比增长 22.47%。

2024 年 8 月 23 日，博雅生物发布 2024 年半年度报告，公司上半年实现收入 8.96 亿元，同比-41.87%；归母净利润 3.16 亿元，同比-3.05%；扣非归母净利润 2.59 亿元，同比+0.57%。单季度来看，2024 年第二季度公司实现收入 4.47 亿元，同比-39.14%；归母净利润 1.64 亿元，同比+5.36%；扣非归母净利润 1.32 亿元，同比+10.02%。2024 年上半年公司血液制品业务实现营业收入 7.90 亿元，同比增长 3.64%。分产品看，人血白蛋白实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 3.48%；静丙实现收入 2.20 亿元，同比减少 14.27%；人纤维蛋白原实现营业收入 2.08 亿元，同比减少 1.64%。公司紧贴市场动态，精准施策，强化学术推广，新品 PCC 与 VIII 因子市场表现抢眼，慢病管理平台建设取得显著成效，市场竞争力显著提升。



图表15：血制品行业近年来行业整合事件

公司	时间	收并购、股权转让事件	标的或交易概况
天坛生物	2022.07	- 公司拟以不高于经国资备案的评估值作价，现金出资不超过 6497.63 万元收购山东泰邦生物制品有限公司（以下简称“山东泰邦”）持有的西安回天35%股权； - 收购完成后向西安回天现金增资不超过14674.30万元，收购及增资完成后，天坛生物共持有西安回天63.6962%股权。	- 西安回天于1996年10月注册成立，是陕西省的一家血液制品生产企业，下属白水浆站、富平浆站纳入本次交易审计、评估范围； 2020年7月，因西安回天在生产过程中存在违反《药品生产质量管理规范》组织生产的行为，受到行政处罚停产。
派林生物	2023.03	- 杭州浙民投天弘投资合伙企业（有限合伙）、浙江民营企业联合投资股份有限公司与共青城胜帮英豪投资合伙企业（有限合伙）签署股份转让协议，浙民投天弘、浙民投拟将合计持有的公司20.99%股权转让给胜帮英豪； - 浙民投全资子公司西藏浙岩投资管理有限公司与胜帮英豪签署表决权委托协议，浙岩投资拟将其持有的公司2.02%股份对应的表决权委托给胜帮英豪； - 胜帮英豪将控制公司23.01%股份的表决权，成为公司控股股东，公司实际控制人变更为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。	- 浙民投持有派林生物股份19288281股，持股比例2.63%，浙民投天弘持有派林生物股份134464531股，持股比例18.36%； - 胜帮英豪以25元/股购买浙民投、浙民投天弘所持标的股份，股份转让总价款为3,843,820,300元，其中向浙民投支付的股份转让价款为482,207,025元，向浙民投天弘支付的股份转让价款为3,361,613,275元。
卫光生物	2023.06	- 光明国资局与中国生物拟设立合资公司，合资公司设立后，光明国资局向合资公司无偿划转公司79,947,000股股份，占公司总股本的35.25%； - 本次无偿划转将导致公司控股股东由光明国资局变更为拟设立的合资公司，中国生物成为公司的间接控股股东，公司实际控制人由光明国资局变更为国药集团。	- 收购前，中国生物未直接持有公司的股份，通过一致行动人武汉所间接持有公司16,443,000股股份，占公司股份总数的7.25%； - 收购完成后，中国生物通过合资公司间接持有公司 79,947,000 股股份，占公司股份总数的35.25%，中国生物及武汉所合计持有上市公司 96,390,000股股份，占上市公司股份总数的42.50%。
上海莱士	2023.11	公司于2023年11月9日分别与贺州安信乾能叁期投资基金合伙企业（有限合伙）以及自然人股东签署了《股权收购协议》，收购叁期基金、自然人股东合计持有的广西冠峰生物制品有限公司95%股权。	- 自然人股东同意按照股权收购协议约定以人民币340,553,587元的对价总额向公司出售其合计持有的标的公司67.22%的股权；叁期基金同意按照股权收购协议约定以人民币140,725,105元的转让对价向公司出售其持有的标的公司27.78%的股权； - 标的公司核心资产包括一家位于广西南宁的具有人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、人免疫球蛋白三个产品品种、年产能200吨血制品的血液制品2生产企业，以及两个已经建成的单采血浆站。
上海莱士	2023.12	- 公司股东基立福于2023年12月29日签署了《战略合作及股份购买协议》，本次交易实施前，公司无控股股东及实际控制人；本次交易实施后，海尔集团合计控制公司1,766,165,808 股股份（占公司总股本的 26.58%）所对应的表决权； - 公司董事会按照《战略合作及股份购买协议》完成董事会改组后，海尔集团或其指定关联方将成为公司控股股东，海尔集团将成为上市公司实际控制人。	- 海尔集团或其指定关联方拟协议收购基立福持有的公司1,329,096,152 股股份，占公司总股本的20.00%，转让价款125.00亿元； - 基立福将其持有的剩余公司437,069,656股股份对应的表决权委托于海尔集团或其指定关联方行使，占公司总股本的6.58%。
博雅生物	2024.07	公司于2024年7月17日与GC Corp.、Synaptic Healthcare 1st Private Equity Fund及46名韩国籍自然人股东签署《股份购买协议》，以自有资金人民币18.2亿元收购GC、Synaptic及个人卖方合计持有的GREEN CROSS HK HOLDINGS LIMITED（中文名：绿十字香港控股有限公司）100%股权，从而间接收购境内血液制品主体绿十字（中国）生物制品有限公司。	- 绿十字（中国）专注于血液制品研发、生产、销售，目前拥有白蛋白、静丙、VIII因子、纤原、乙免及破免6个品种16个品规，现有4个浆站，2023年采浆量104吨，2017至2023年采浆量复合增长率13%。同时通过安徽格林克代理进口白蛋白、重组VIII因子及医美产品在中国地区销售； - 绿十字（中国）在凝血产品领域，特别是人源VIII因子方面具备产量、市场和品牌优势，同时还引入了重组VIII因子，是国内少数同时拥有人源VIII因子及重组VIII因子销售权的血液制品企业。
天坛生物	2024.08	- 公司控股子公司成都蓉生药业有限责任公司拟以1.85亿美元总金额收购CSL BEHRING ASIA PACIFIC LIMITED（杰特贝林（亚太区）有限公司）全资子公司武汉中原瑞德生物制品有限责任公司100%股权（以下简称“本次股权收购”） 2024年8月30日，成都蓉生已与CSL亚太签署《股权买卖协议》	- 中原瑞德拥有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白和特异性人免疫球蛋白等13个产品文号，主要在产品为人血白蛋白和静注人免疫球蛋白。中原瑞德在湖北省设置有5家浆站，均为全资，均已取得《单采血浆许可证》并正常执业采浆，2023年共采集血浆112.37吨； - 本次收购价格参考北京卓信大华资产评估有限公司出具的并经国药集团备案的《资产评估报告》确定（截至评估基准日2024年5月31日，中原瑞德股东全部权益账面价值46,435.87万元人民币，评估价值112,600.00万元人民币）。本次交易完成后，中原瑞德将成为公司的控股孙公司，纳入公司合并财务报表范围

来源：各公司公告，国金证券研究所

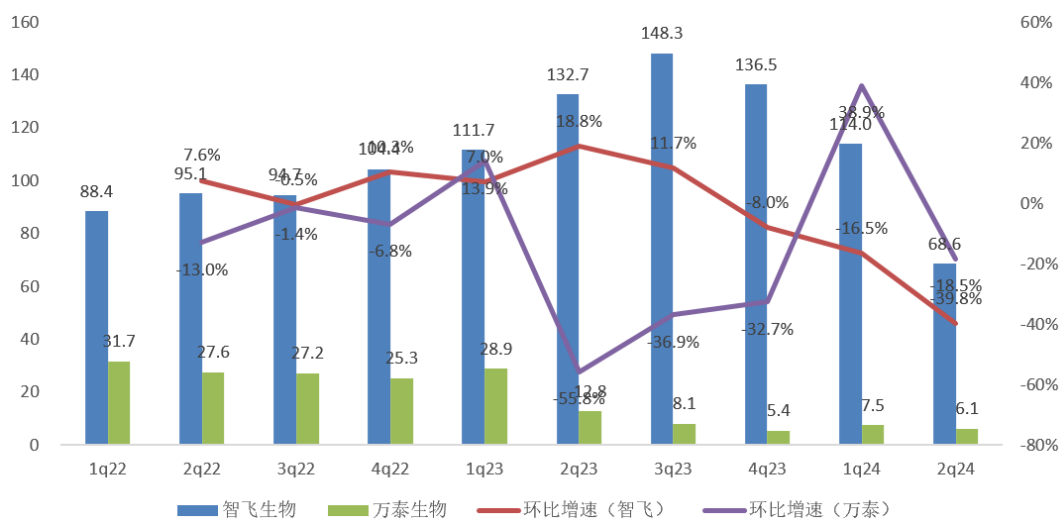
对于血液制品行业，国家自 2001 年 5 月起不再批准新的生产企业，对生产企业实行总量控制，目前国内持续经营的血液制品生产企业不足 30 家，且少数企业拥有多张生产牌照，行业的壁垒较高，生产企业牌照资源稀缺，外延并购对于企业提升核心竞争力具有重要意义。近年来国内血制品行业收并购事件持续落地，行业集中度有进一步提升趋势。

疫苗：整体板块业绩短期承压

HPV 疫苗：行业积极应对市场环境变化。自 2022 年 8 月国家药监局批准默沙东九价 HPV 疫苗适用人群拓展至 9 至 45 岁适龄女性接种以来，智飞生物 9 价 HPV 疫苗快速放量，2022 第三季度至 2023 年第三季度公司销售收入逐季度持续环比增长。根据公司公告，2024 年上半年，公司部分地区、部分产品的市场推广工作未达到预期，公司主要产品的销售量与去年同期相比有所下降，公司与默沙东积极应对市场变化，不断优化宣传和推广策略，确保产品信息能够有效地传达给目标消费者；通过多元化的推广方式，公司将持续提高适龄人群的疫苗接种意识、意愿。

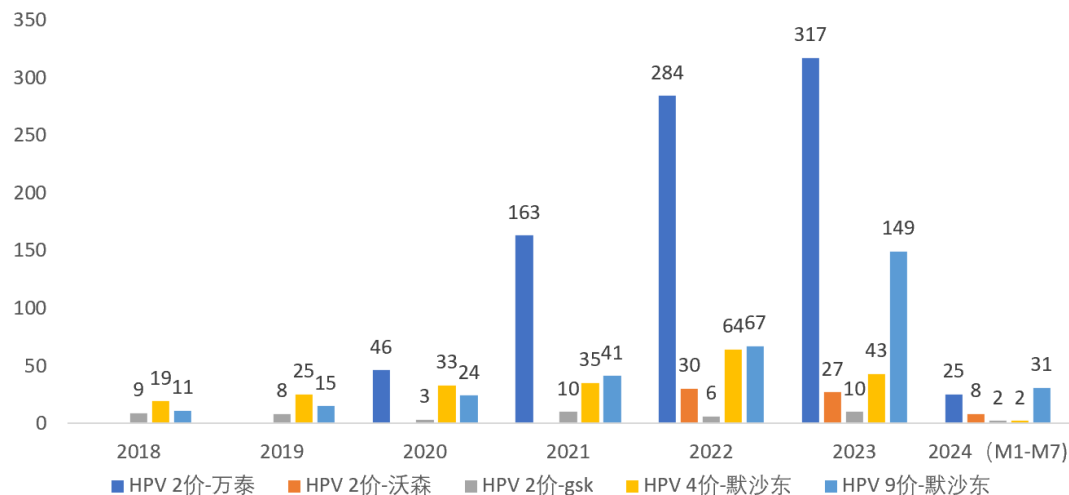


图表16: 部分 HPV 疫苗企业 1Q22-2Q23 营业收入 (亿元) 及环比增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 2024 年 HPV 疫苗签发批次整体下行



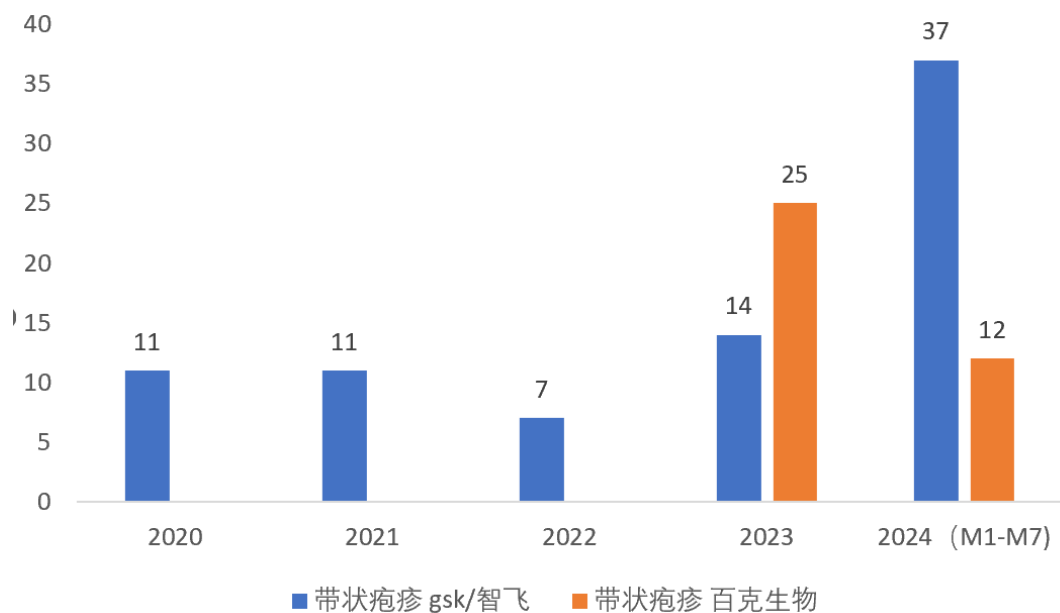
来源: 中检院, 国金证券研究所

根据中检院批签发数据, 2024 年 1-7 月 9 价 HPV 疫苗批签发 31 批次, 万泰及沃森 2 价 HPV 疫苗分别批签发 25 批和 8 批, 较去年同期有较大幅度下降。

带状疱疹疫苗: 渗透率仍有较大提升空间。百克生物带状疱疹减毒活疫苗于 23 年 1 月末获批上市, 为国产首家获批企业; 上半年百克生物实现收入 6.18 亿元, 较上年同期增长 10.50%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1.38 亿元, 较上年同期增长 23.54%。



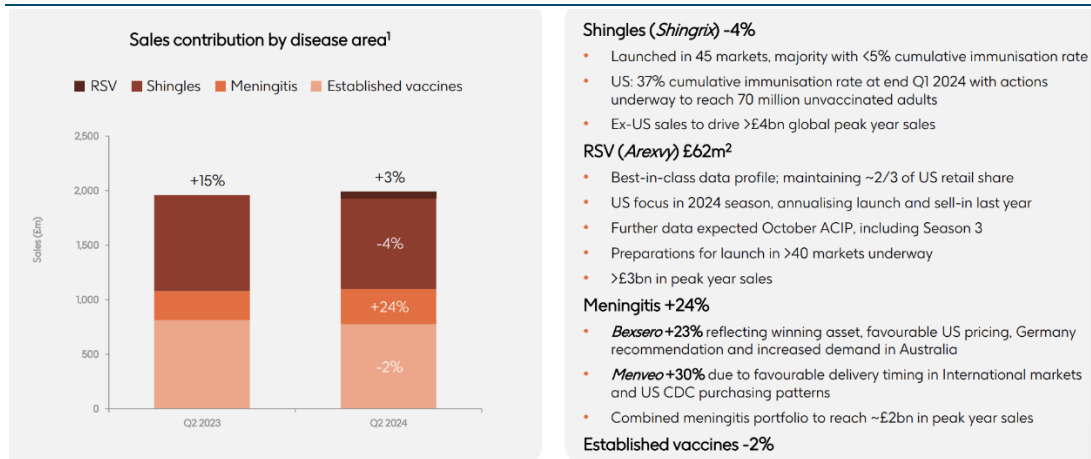
图表18: 2020-7M24 国内带状疱疹疫苗签发批次



来源: 中检院, 国金证券研究所

根据中检院批签发数据, 2024 年 1-7 月重组带状疱疹疫苗批签发 37 批次, 百克生物带状疱疹疫苗批签发 12 批。根据智飞生物公告, 公司上半年重组带状疱疹疫苗批签发 160.7 万支, 并已实现对全国 20000 个以上终端使用单位的覆盖, 公司与 GSK 积极强化对带状疱疹危害的科普宣传, 逐步提高民众对疾病的认知。

图表19: GSK 预测美国以外市场的增长将带动 Shingrix 峰值销售超过 40 亿英镑



来源: GSK, 国金证券研究所

根据 GSK 2024 年二季度报告, 带状疱疹疫苗 Shingrix 上半年销售额达到了 17.77 亿英镑 (约 23 亿美元), 同比增长 7%; 其中二季度实现收入 8.32 亿英镑 (约 10.6 亿美元), 同比减少-4%。欧美之外的全球其他地区表现亮眼, 上半年实现销售收入 5.3 亿英镑 (约 6.8 亿美元), 实现超过翻倍增长, Q2 实现收入 2.87 亿英镑 (约 3.7 亿美元), 同比增长 80%。24Q1 结束后美国适龄人群带状疱疹疫苗接种率已达 37%

流感疫苗: 主要产品价格下调, 渗透率有望提升。根据华兰疫苗公告, 公司决定自 2024 年 6 月 5 日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整: 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、预充式 0.5ml/支) 调整至 88 元/支; 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶) 调整至 85 元/瓶; 四价流感病毒裂解疫苗 (儿童剂型、预充式 0.25ml/支) 调整至 128 元/支。

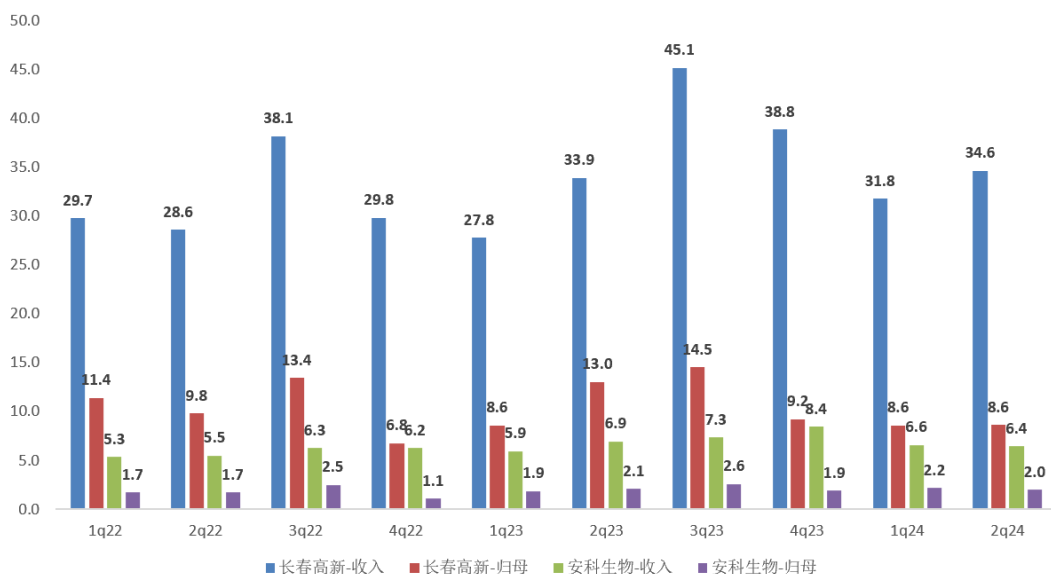
根据金迪克公告, 公司决定自 2024 年 6 月 12 日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整: 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、预充式 0.5ml/支) 调整为 88 元/支; 四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶) 调整为 85 元/瓶; 四价流感病毒裂解疫苗 (儿童剂型、预充式 0.25ml/支) 调整为 128 元/支。



毒裂解疫苗（成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶）调整为 85 元/瓶。

目前我国流感疫苗总体接种率为 3%左右，远低于欧美及东亚地区水平。据美国疾病预防控制中心（CDC）公布的数据，在 2022-2023 年流感季，美国 6 个月至 17 岁的儿童接种 ≥ 1 剂流感疫苗的比例为 57.4%，18 $\geq$ 岁的成年人流感疫苗接种覆盖率为 46.9%，65 岁以上的老年人流感疫苗接种覆盖率则达到 69.7%。世界卫生组织强调老人儿童慢病患者等重点人群流感疫苗接种率需达到 75%的目标，目前中国 15 岁以下人群、60 岁以上老人等重点人群基数约为 5.17 亿人，重点人群体量庞大而整体接种率偏低，因此随着国家政策推动、民众接种意识提升，国内流感疫苗市场尚有很大的增长空间。从长远来看，价格降低有利于刺激流感疫苗市场需求的增长，进一步提升流感疫苗接种率，扩大市场规模，带来以价换量的市场机遇。

图表20：长春高新及安科生物 1q22~2q24 收入（亿元）及归母净利润（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

生长激素：上半年收入端整体稳定

2024 年上半年长春高新实现收入 66.39 亿元（+7.6%），归母净利润 17.20 亿元（-20.4%），扣非归母净利润 17.37 亿元（-19.7%）；二季度公司实现收入 34.61 亿元（+2.1%），归母净利润 8.61 亿元（-33.9%），扣非归母净利润 8.90 亿元（-32.0%）其中子公司金赛药业实现收入 51.52 亿元，较上年同期增长 0.25%；实现归属于母公司所有者的净利润 17.69 亿元，较上年同期降低 19.49%。

2024 年上半年安科生物实现营业收入 12.99 亿元，同比增长 0.90%；实现归母净利润 4.16 亿元，同比增长 4.99%；实现扣非归母净利润 3.90 亿元，同比增长 1.86%。分季度看，2024 年第二季度公司实现营业收入 6.43 亿元，同比减少 7.27%；实现归母净利润 1.98 亿元，同比减少 5.86%；实现扣非归母净利润 1.85 亿元，同比减少 9.58%。

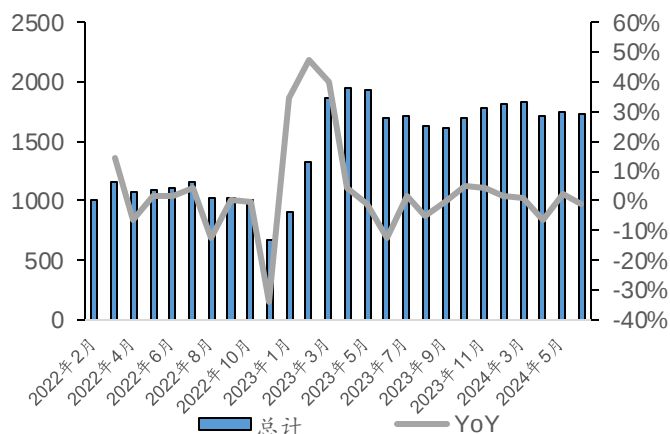
生长激素近年来先后被纳入广东省联盟集采、河北省及浙江省集采，从执行结果看，政策影响预期温和，生长激素价格体系稳定；目前我国生长激素渗透率仍有一定成长空间，行业内公司主营业务业绩有望持续贡献稳定现金流。

医疗服务与消费医疗：业绩阶段性承压，看好长期发展空间

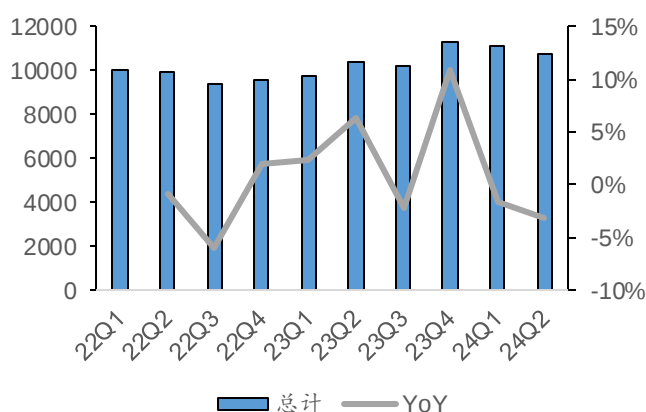
从个别省份披露的月度、季度诊疗人次数据来看，四川 24H1 医疗卫生机构总诊疗人次同比 23H1 增长 8%，整体医疗卫生机构诊疗人次缓慢复苏。



图表21: 重庆医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)



图表22: 四川医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)



来源: 重庆卫健委, 国金证券研究所

来源: 四川省卫健委, 国金证券研究所

2024 年上半年, 院内诊疗活动缓慢复苏, 反映在业绩端, 多家医疗服务公司收入保持韧性, 同时由于部分医疗服务机构仍处快速扩张期, 因此利润端略有承压。

图表23: 医疗服务板块部分公司 2024 年上半年主要财务数据

公司	24H1收入	23H1收入	yoy%	24H1归母 净利润	23H1归母 净利润	yoy%	24H1扣非 归母	23H1扣非 归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
医疗服务																		
爱尔眼科	10,545.23	10,251.76	3%	2,049.88	1,712.37	20%	1,784.67	1,758.70	1%	5,349.10	5,231.22	2%	1,150.40	931.31	24%	941.92	1,006.50	-6%
华厦眼科	2,050.50	1,993.69	3%	265.50	354.71	-25%	271.27	362.77	-25%	1,072.32	1,062.90	1%	109.58	204.43	-46%	113.94	215.57	-47%
通策医疗	1,410.58	1,362.67	4%	309.81	304.41	2%	305.62	292.95	4%	702.14	688.13	2%	136.60	135.44	1%	135.18	129.37	4%
美年健康	4,205.19	4,405.41	-5%	-215.78	10.14	-	-224.52	3.39	-	2,403.85	2,309.84	4%	70.84	177.34	-	77.50	179.41	-
国际医学	2,420.46	2,209.79	10%	-173.61	-222.26	-	-138.90	-254.89	-	1,247.54	1,150.70	8%	-68.69	-147.52	-	-49.06	-151.55	-
三星医疗	6,997.47	5,548.82	26%	1,150.01	869.71	32%	1,078.15	815.97	32%	3,972.68	3,300.44	20%	785.75	600.19	31%	702.90	550.28	26%
普瑞眼科	1,420.36	1,377.97	3%	43.29	234.83	-82%	45.32	148.57	-69%	744.48	728.15	2%	26.37	72.43	-64%	26.23	77.14	-66%
盈康生命	823.22	723.78	14%	54.80	70.66	-22%	50.82	67.17	-24%	406.99	362.36	12%	28.58	31.11	-8%	27.00	28.40	-5%
何氏眼科	584.76	621.00	-6%	24.06	78.35	-69%	24.36	74.36	-67%	299.96	314.18	-5%	-4.91	21.52	-123%	-3.99	19.19	-121%
欧普康视	883.25	780.20	13%	324.39	310.65	4%	283.01	265.19	7%	418.72	378.73	11%	131.43	137.44	-4%	116.43	115.90	0%
爱博医疗	685.72	406.85	69%	208.04	163.18	28%	199.05	153.17	30%	375.32	217.06	73%	105.14	84.78	24%	100.12	78.06	28%
时代天使	861.50	616.33	40%	22.48	32.31	-30%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海吉亚医疗	2,381.88	1,759.49	35%	384.57	334.14	15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国生堂	1,364.98	986.13	38%	106.87	92.75	15%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
朝聚眼科	734.29	692.69	6%	136.45	150.61	-9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

眼科: 从收入端来看, 2024H1 主要眼科医疗服务上市公司收入环比改善, 同时考虑到三季度是眼科传统旺季, 且医疗服务板块高基数影响基本出清; 叠加暑假到来, 终端需求有望集中释放。建议关注估值具有高性价比、强业绩韧性细分龙头。

图表24: 主要眼科公司 2024H1 营业收入 (百万元) 及同比 (%)

公司	2024Q1	2024Q2	2023H1	2024H1	同比增速				环比增速			
					24Q1 VS 23Q1	24Q2 VS 23Q2	24H1 VS 23H1	24Q2 VS 23Q1	24Q2 VS 24Q1	24Q1 VS 23Q1	24Q2 VS 23Q2	24Q2 VS 24Q1
爱尔眼科	5196	5349	10252	10545	4%	2%	3%	3%	3%	4%	2%	3%
华厦眼科	978	1072	1994	2051	5%	1%	3%	3%	10%	5%	1%	10%
普瑞眼科	676	744	1378	1420	4%	2%	3%	3%	10%	4%	2%	10%
何氏眼科	285	300	621	585	-7%	-5%	-6%	-6%	5%	-7%	-5%	-6%
朝聚眼科	-	-	693	734	-	-	-	-	-	-	-	-

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

利润端, 部分眼科公司在 2024H1 利润短期仍有承压, 利润影响因素包括 1) 部分公司仍处快速扩张期, 成本较高; 2) 消费环境变化导致 ASP 下降, 进而影响整体利润; 3) 白内障晶体等相关耗材集采后, 对部分眼科公司利润有一定影响等。长期维度预计随成本逐步摊薄、集采影响出清, 利润有望逐步恢复。



图表25：主要眼科公司 2024H1 扣非归母净利润（百万元）及同比（%）

公司	2024Q1	2024Q2	2023H1	2024H1	同比增速				环比增速			
					24Q1 VS 23Q1	24Q2 VS 23Q2	24H1 VS 23H1	24Q2 VS 24Q1	24Q1 VS 23Q1	24Q2 VS 23Q2	24H1 VS 23H1	24Q2 VS 24Q1
爱尔眼科	843	942	1759	1785	12%	-6%	1%	12%				
华厦眼科	157	114	363	271	7%	-47%	-25%	-28%				
普瑞眼科	19	26	149	45	-73%	-66%	-69%	37%				
何氏眼科	28	-4	74	24	-49%	-121%	-67%	-				
朝聚眼科			137	145			6%					

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：朝聚眼科为经调整净利润，其他眼科公司为扣非归母净利润

分业务来看，爱尔眼科及华厦眼科的屈光及视光业务收入同比 2023H1 有一定增长。白内障业务由于相对较为刚需，因此收入端较有韧性，爱尔眼科及普瑞眼科的白内障业务收入增速明显。利润方面，除爱尔眼科的视光业务毛利率稍有提升以外，各眼科医院的细分业务毛利率皆呈下降趋势。

图表26：主要眼科医院 2024H1 细分项目收入（百万元）及毛利率同比变化

项目	公司	收入（百万元）及增速				毛利率及同比变化			
		2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1		2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1	
屈光	爱尔眼科	4028	4155	3.2%		57.7%	57.2%	-0.5%	
	华厦眼科	651	694	6.6%		56.9%	55.0%	-1.9%	
	普瑞眼科	710	691	-2.6%		53.0%	49.0%	-4.0%	
	何氏眼科	138	131	-5.3%		50.5%	49.4%	-1.1%	
视光	爱尔眼科	2301	2371	3.0%		55.2%	55.9%	0.7%	
	华厦眼科	475	497	4.6%		50.0%	46.3%	-3.7%	
	普瑞眼科	191	184	-3.9%		45.7%	45.1%	-0.6%	
	何氏眼科	191	178	-6.8%		49.0%	44.4%	-4.6%	
白内障	爱尔眼科	1674	1735	3.6%		37.5%	37.5%	0.0%	
	华厦眼科	497	465	-6.5%		44.2%	37.0%	-7.2%	
	普瑞眼科	275	311	13.3%		43.4%	42.3%	-1.1%	
	何氏眼科	111	93	-16.0%		45.1%	44.6%	-0.5%	

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

整体费用来看，主要眼科企业整体费用率随销售规模加大而呈上升趋势，但整体来讲行业经营指标较为健康。盈利能力方面，整体眼科医院毛利率及扣非归母净利率稍有承压。

图表27：主要眼科企业 2024H1 销售费用和管理费用情况

费用率	销售费用率				管理费用率				销售+管理费用率			
	2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1		2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1		2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1	
爱尔眼科	10.2%	10.6%	0.4%		12.9%	13.5%	0.6%		23.2%	24.1%	1.0%	
华厦眼科	12.3%	13.7%	1.4%		10.8%	11.7%	0.9%		23.1%	25.4%	2.3%	
普瑞眼科	15.8%	16.8%	1.0%		11.9%	14.6%	2.7%		27.7%	31.4%	3.7%	
何氏眼科	12.6%	15.1%	2.5%		15.5%	18.5%	3.0%		28.1%	33.6%	5.5%	
朝聚眼科	7.4%	8.6%	1.2%		16.0%	14.5%	-1.5%		23.4%	23.1%	-0.3%	

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表28：眼科企业 2024H1 毛利率

公司	2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1
爱尔眼科	49.5%	49.4%	0.0%
华厦眼科	50.3%	45.8%	-4.5%
普瑞眼科	45.4%	41.3%	-4.1%
何氏眼科	45.0%	42.0%	-3.0%
朝聚眼科	46.6%	45.8%	-0.9%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表29：眼科企业 2024H1 扣非归母净利率

公司	2023H1	2024H1	24H1 VS 23H1
爱尔眼科	17.2%	16.9%	-0.2%
华厦眼科	18.2%	13.2%	-5.0%
普瑞眼科	10.8%	3.2%	-7.6%
何氏眼科	12.0%	4.2%	-7.8%
朝聚眼科	19.7%	19.7%	0.0%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所。注：朝聚眼科为经调整净利润，其他眼科公司为扣非归母净利润

从上半年部分医疗服务公司布局节奏来看，医疗服务公司覆盖网络持续扩大，长期维度，内生外延并举有望为公司持续贡献增量。整体来看，医疗服务标的 2024H1 整体业绩表现分化，不同项目的恢复情况有差异。其中严肃医疗项目相较于消费医疗需求更具韧性。

眼科：2024H1 主要眼科医疗服务上市公司收入环比改善，同时考虑到三季度是眼科传统



旺季，且医疗服务板块高基数影响基本出清；叠加暑假到来，终端需求有望集中释放。

齿科：种植牙集采落地后，部分齿科医疗机构实现以价换量，如通策医疗 2024H1 种植牙业务高速放量。预计随降价影响逐步消化，种植牙业务有望在下半年持续高增。

体检：受制于 2023Q1 高基数影响，体检机构 2024Q1 业绩稍有承压，但从 2024 年二季度来看，整体收入稳步增长，客单价保持提升且个检占比提升，整体经营态势向上。

专科医院：专科医院如肿瘤、辅助生殖需求相对刚性，目前来看经营韧性强。受益于辅助生殖纳入医保政策驱动，预计下半年存量需求有望进一步释放。

中医：中医行业整体诊疗人次增速较为平稳，但相较于西医，中医具备“全科”优势。能够整合多科室的医生资源，形成内部患者流动，整体患者粘性更高。人口老龄化背景叠加政策支持，行业头部企业有望持续高质量发展。

图表30：2024H1 部分医疗服务公司业务布局情况

公司	现有布局	在建工程（百万元）
爱尔眼科	截至24H1，公司境内医院311家（同比+82家），门诊部202家（同比+34家）；海外已布局140家眼科中心及诊所（同比+16家）。	815
华厦眼科	截至24H1，已在全国18个省和直辖市、49个城市开设61家眼科专科医院和65家视光中心。	91
普瑞眼科	截至24H1，昆明星耀普瑞、上海宝山普瑞、乌鲁木齐高新普瑞、广州越秀普瑞、深圳南山普瑞和福州普瑞六家医疗机构陆续开诊，公司已开业运营的连锁眼科专科医院达到三十余家，覆盖全国所有直辖市及十余个省会城市及中心城市，另有多家新院已完成选址工作，正在筹备过程中。	79
何氏眼科	截至24H1，拥有初级、二级、三级眼科服务机构123家。	33
朝聚眼科	24H1，公司共经营31家眼科医院（同比+5家）及29家时光中心（同比+2家），覆盖国内共7各省份、直辖市及自治区。	-
海吉亚医疗	截至24H1，公司管理或经营16家以肿瘤科为核心的医院，其中三级医院4家，二级医院12家，另外有2家在建的三级规模医院，覆盖中国8个省份的13个城市。	-
固生堂	截至24H1，公司经营71家医疗机构，新拓展了常熟、徐州、长沙三个城市，业务覆盖包括北京、上海在内的19个城市。同时，收购宝中堂新加坡，迈出国际化第一步。	-

来源：各公司年报，国金证券研究所

医美板块：医美业务方面受到 2023Q2 基数较高，以及短期消费环境变化等因素的影响，整体板块 2024H1 业绩稍有承压但仍具韧性。

据麦肯锡《2024 中国消费趋势调研》数据，在对不同品类消费金额变化趋势的调查中，消费者对于食品饮料等物质性需求相对饱和，占比更低，而在解压性精神和体验类消费（如外出旅行和文娱娱乐等）上有更高需求。他们对医美的净支出意向为正，但预期消费金额增长率有所下降。这一趋势说明，在变化的经济环境下医美消费仍表现出韧性。预计未来随行业供给侧持续丰富，有望驱动市场需求进一步释放。



图表31：医美板块部分公司 2024H1 主要财务数据

公司	24H1收入	23H1收入	yoy%	24H1归母 净利润	23H1归母 净利润	yoy%	24H1扣非 归母	23H1扣非 归母	yoy%
医美									
爱美客	1,656.91	1,459.48	14%	1,120.91	963.40	16%	1,088.82	933.96	17%
华东医药	20,965.07	20,385.34	3%	1,696.02	1,433.82	18%	1,625.20	1,427.49	14%
华熙生物	2,810.74	3,075.61	-9%	341.77	424.61	-20%	315.92	360.54	-12%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表32：医美板块部分公司 2024Q2 主要财务数据

公司	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2年归 母净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
医美									
爱美客	848.82	829.36	2%	593.47	549.33	8%	560.32	546.87	2%
华东医药	10,554.26	10,270.81	3%	833.61	678.54	23%	786.90	669.95	17%
华熙生物	1,450.21	1,770.46	-18%	98.40	224.12	-56%	84.45	209.55	-60%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

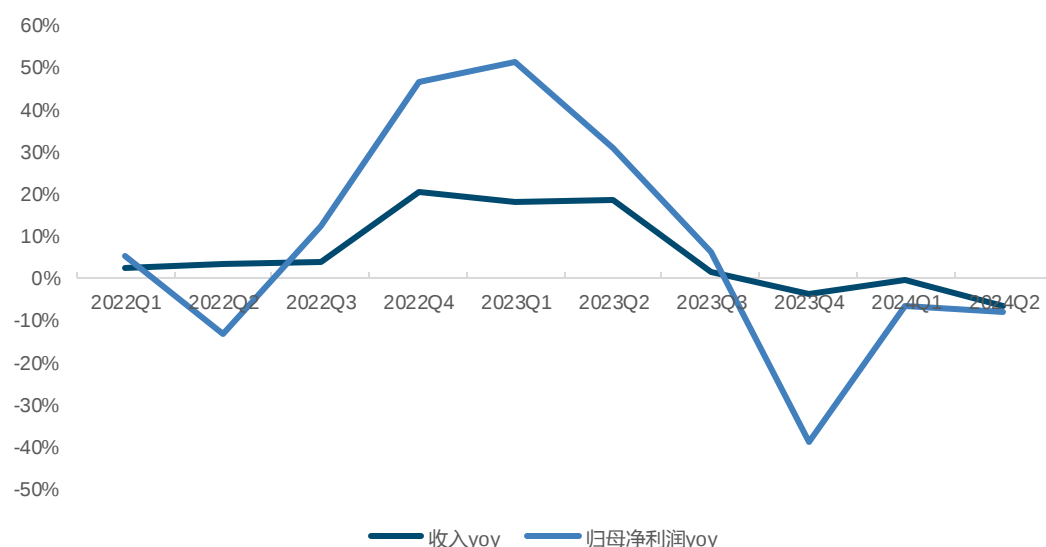
中药：消化高基数影响，下半年有望迎来恢复性增长

中药：2024 中药板块上市公司总体业绩高基数承压，23 年上半年相关企业收入及利润增速较快，受外部环境变化影响，部分药品如四类药放量显著，24 上半年同比增长压力大。

24 年 Q1，板块内公司总体收入同比-0.8%，归母净利润同比-6.9%；24 年 Q2，板块内公司总体收入同比-6.6%，归母净利润同比-8.3%。

展望下半年，高基数因素和院内秩序整顿、集采观望情绪较高等因素逐步消除后，24 年下半年板块总体业绩有望实现恢复性增长。

图表33：中药板块部分上市公司总体 24 年 Q1/Q2 收入及利润端在高基数下有所承压



来源：iFind，国金证券研究所

院外：部分公司核心产品 OTC 渠道收入占比较高，上半年消化高基数因素影响。进入二季度以来，部分地区出台院外和零售终端价格治理政策，部分地区“比价”小程序陆续上线，引发市场对部分中药上市公司院外大品种的价格波动担忧。通过对部分大品种挂网价、电商销售价的对比，我们认为这一风险整体可控：



- 部分大品种有多种规格，院内以及院外主要销售的规格有所区分；
- 部分大品种自费占比较高，自费品种更受经济环境、消费习惯等影响，医保控费风险较小；
- 部分大品种院外价格虽高于院内，但价差不大；

总体来看，大品种渠道规格梳理更清晰、价格管控能力更强，消化高基数因素影响后，下半年有望迎来稳健增长。

图表34：1H24及2Q24部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及增长情况

公司	1H24收入	1H23收入	yoy%	1H24归母 净利润	1H23归母 净利润	yoy%	1H24扣非 归母	1H23扣非 归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
中药																		
片仔癀	5651	5045	12%	1722	1541	12%	1751	1577	11%	2480	2416	3%	747	771	-3%	763	807	-5%
云南白药	20455	20309	1%	3189	2828	13%	3135	2737	15%	9681	9797	-1%	1487	1310	14%	1445	1334	8%
华润三九	14106	13146	7%	2398	1877	28%	2309	1827	26%	6812	6794	0%	1035	726	42%	981	696	41%
同仁堂	9763	9761	0%	1021	987	3%	992	979	1%	4496	4618	-3%	445	463	-4%	421	460	-8%
东阿阿胶	2748	2167	27%	738	531	39%	700	490	43%	1295	1098	18%	385	301	28%	371	278	34%
济川药业	4034	4629	-13%	1338	1340	0%	1180	1247	-5%	1632	2241	-27%	493	663	-26%	454	641	-29%
以岭药业	4604	6791	-32%	530	1606	-67%	505	1541	-67%	2082	2856	-27%	227	404	-44%	212	363	-41%
太极集团	7817	9051	-14%	495	565	-13%	470	572	-18%	3609	4624	-22%	248	330	-25%	252	333	-24%
达仁堂	3965	4088	-3%	658	722	-9%	634	712	-11%	1879	1934	-3%	270	322	-16%	258	317	-19%
吉林敖东	1412	1583	-11%	537	1063	-49%	812	938	-14%	550	795	-31%	394	577	-32%	534	493	8%
昆药集团	3554	3771	-6%	229	223	3%	160	177	-10%	1702	1861	-9%	111	92	20%	47	74	-36%
江中药业	2173	2298	-6%	489	447	9%	471	414	13%	945	981	-4%	222	206	8%	207	189	9%
葵花药业	2528	3034	-17%	486	638	-24%	460	584	-21%	1009	1268	-20%	231	232	0%	222	194	15%
羚锐制药	1906	1701	12%	413	317	30%	394	301	31%	997	912	9%	223	173	29%	213	163	30%
众生药业	1364	1482	-8%	87	209	-58%	174	229	-24%	723	736	-2%	36	69	-48%	101	101	0%
康恩贝	3448	3765	-8%	382	516	-26%	336	415	-19%	1624	1634	-1%	166	232	-28%	135	152	-11%
马应龙	1928	1640	18%	312	281	11%	309	223	38%	973	808	20%	114	94	22%	115	81	43%
奇正藏药	1010	830	22%	326	312	4%	227	218	4%	645	534	21%	228	220	4%	171	187	-6%
红日药业	2996	3423	-12%	148	346	-57%	137	320	-57%	1533	1764	-13%	90	170	-47%	83	163	-49%
康缘药业	2260	2553	-11%	265	276	-4%	221	263	-16%	901	1201	-25%	117	134	-13%	81	123	-34%
佐力药业	1428	1011	41%	296	198	50%	292	194	51%	755	516	46%	154	100	53%	148	98	52%
仁和药业	2364	2682	-12%	337	357	-5%	252	312	-19%	1127	1326	-15%	160	174	-8%	151	137	10%
健民集团	2010	2161	-7%	239	252	-5%	194	233	-17%	1039	1148	-9%	140	153	-8%	104	143	-27%
中恒集团	1411	1479	-5%	22	88	-75%	8	65	-87%	605	810	-25%	-33	105	-131%	-18	63	-128%
桂林三金	1068	1194	-11%	301	380	-21%	274	367	-25%	586	478	22%	201	210	-4%	187	203	-8%
信邦制药	3047	3256	-6%	115	156	-26%	115	155	-26%	1464	1651	-11%	56	103	-46%	56	104	-46%
ST九芝	1679	1819	-8%	205	245	-16%	190	236	-20%	600	730	-18%	60	83	-28%	51	76	-33%
上海凯宝	829	846	-2%	142	135	5%	143	129	11%	354	387	-9%	54	55	-3%	55	54	2%
贵州三力	920	631	46%	117	101	16%	113	97	17%	498	282	77%	61	46	33%	56	43	31%
精华制药	720	795	-9%	135	155	-12%	128	150	-15%	353	379	-7%	64	67	-4%	62	65	-4%
华森制药	418	360	16%	47	41	14%	42	36	16%	189	173	10%	7	11	-39%	4	7	-41%
寿仙谷	353	371	-5%	101	90	12%	85	78	10%	132	165	-20%	24	28	-14%	17	22	-22%
方盛制药	910	855	6%	137	107	28%	111	87	27%	472	418	13%	67	43	55%	57	38	48%
千金药业	1924	1913	1%	118	117	1%	111	111	0%	924	953	-3%	72	73	-2%	67	75	-11%
特一药业	314	538	-42%	3	152	-98%	1	150	-100%	149	234	-36%	-6	47	-114%	-8	46	-118%
亚宝药业	1444	1533	-6%	180	168	7%	162	159	2%	672	732	-8%	68	61	11%	59	58	2%
葫芦娃	847	914	-7%	79	61	28%	42	48	-12%	416	387	8%	50	21	139%	18	15	23%
佛慈制药	499	609	-20%	36	57	-38%	28	50	-45%	225	302	-26%	18	30	-40%	13	27	-50%
嘉应制药	180	257	-30%	6	18	-69%	1	17	-93%	86	129	-33%	0	6	-92%	-3	6	-146%
盘龙药业	455	500	-9%	60	54	10%	51	51	-1%	245	274	-11%	29	33	-13%	26	31	-15%
万邦德	753	739	2%	38	32	19%	18	19	-5%	324	353	-8%	9	4	108%	4	-6	-168%
汉森制药	480	472	2%	100	91	11%	95	86	10%	226	221	2%	42	36	19%	40	34	18%
思威医药	388	395	-2%	18	64	-72%	15	53	-72%	205	194	5%	10	36	-74%	8	28	-69%
沃华医药	395	492	-20%	11	37	-70%	10	36	-72%	180	257	-30%	1	12	-88%	2	11	-85%
新天药业	442	526	-16%	30	46	-35%	30	42	-30%	264	317	-17%	15	21	-30%	15	18	-20%
华神科技	458	483	-5%	9	15	-38%	9	13	-34%	279	263	6%	7	12	-41%	7	10	-35%
金花股份	246	255	-4%	9	3	211%	10	17	-42%	130	147	-12%	-14	-2	785%	6	15	-62%
粤万年青	152	147	4%	15	25	-39%	9	17	-50%	81	68	20%	3	10	-66%	0	6	-95%
维康药业	297	316	-6%	14	65	-78%	8	57	-85%	97	121	-20%	-10	37	-127%	-12	35	-133%
院神成发	551	591	-7%	21	32	-33%	21	30	-30%	296	295	0%	-1	12	-106%	0	11	-99%
益盛药业	348	469	-26%	33	47	-30%	20	37	-45%	147	218	-33%	12	19	-34%	2	16	-86%
新光药业	146	149	-2%	26	39	-34%	23	36	-37%	46	57	-20%	3	8	-67%	1	6	-80%
启迪药业	147	190	-23%	-23	6	-467%	-24	4	-787%	70	89	-22%	-15	0	737%	-15	-1	943%
大唐药业	106	123	-14%	5	22	-76%	3	20	-84%	67	69	-2%	4	14	-73%	2	14	-84%

来源：iFind，国金证券研究所



图表35：部分中药公司部分产品挂网价及线上销售价格对比

公司	产品	医保类型	品规	院内挂网价（元）	线上销售价（元）	备注
华润三九	感冒清热颗粒	医保甲类	12g*14袋	7.5	15	
	复方感冒灵颗粒	医保乙类	14g*9袋	13	29.9	
	感冒灵颗粒	非医保	10g*9袋	13.18	13.9	
东阿阿胶	阿胶块	非医保	250g/盒	-	999	
	复方阿胶浆	医保乙类	每支20ml*9支/盒	56	-	销售较少
			每支20ml*24支/盒	182.4	168	
			每支20ml*48支/盒	364.8	333	
济川药业	蒲地蓝消炎口服液	非医保	每支10ml*6支/盒	22.21	33.8	
			每支10ml*12支/盒	44.42	42.8	
	小儿豉翘清热颗粒	医保乙类	2g*6袋/盒	43.89	40	销量多
以岭药业	连花清瘟胶囊	医保甲类	2g*9袋/盒	65.83	57.5	销量较少
			0.35g*24粒	-	10.9	院内中标数据较早
	连花清瘟颗粒	医保甲类	6g*10袋	23.3	23.6	
			6g*15袋	34.95	-	销量较少
太极集团	藿香正气口服液	医保甲类	10ml*5支	17.5	13.5	挂网地区多，线上销量较少
			10ml*6支	21	17.2	挂网地区少，线上销量多
			10ml*8支	17.5	-	挂网地区少，线上销量较少
			10ml*18支	17.5	46	挂网地区少，线上销量多
			10ml*10支	-	16.5	无挂网，线上销量少
马应龙	马应龙麝香痔疮膏	医保甲类	4g*6支	20.62	17.9	
			4g*12支	-	39	无挂网
			10g*1支	-	15.9	无挂网
			20g*1支	-	18	无挂网
佐力药业	乌灵胶囊	医保甲类	0.33克*36粒	39.05	45	
			0.33克*54粒	46.27	45.8	销售较少
			0.33克*81粒	69.4	86	
			0.33克*135粒	115.67	188	销售较少

来源：医药魔方，京东商城，国金证券研究所

院内：集采提质扩面下，利好独家品种放量。上半年虽然多数公司业绩承压，但仍有公司业绩高增长，核心单品通过集采成功实现以价换量。

- 乌灵胶囊：自 2022 年以来纳入包括广东联盟在内的多批次集采，集采后通过加大医院覆盖、更换大包装规格等，乌灵胶囊销售持续增长，2024 年 H1，乌灵胶囊销售收入同比+28.86%，已覆盖 1.3 万多家医院。
- 洛索洛芬钠凝胶贴膏：自 2022 年以来洛索洛芬钠凝胶贴膏已经在多个省份被集采，集采面广且价格降幅有限，其有望凭借集采入院放量，缓冲降价影响。且集采有利于优化销售费用，因此 2023 年及 2024 年 H1 公司仍保持较快的利润增速。

图表36：部分公司核心单品集采批次及降价情况

公司	产品	时间	集采批次	规格	包装数量	中标价格	单价（元）	医保价格/此前多地挂网价	降幅
佐力药业	乌灵胶囊	2022	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	27%
		2022	北京市中成药带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	27%
		2023	江苏省第四轮药品集中带量采购	0.33g/粒	36粒/盒	-	-	-	-
		2023	福建省第四批药品集中带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8569元/粒	0.8569	1.09	27%
		2024	京津冀“3+N”联盟药品集中采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8569元/粒	0.8569	1.09	27%
				0.33g/粒	81粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	27%
九典制药	洛索洛芬钠凝胶贴膏	2022	广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购	100mg（14x10cm）	2贴/盒	36.38元/盒	18.19	24.25	25%
					3贴/盒	54.56元/盒	18.19	24.25	25%
					4贴/盒	72.75元/盒	18.19	24.25	25%
		2023	甘肃省第一批药品集中带量联动采购	100mg（14x10cm）	2贴/盒	36.37元/盒	18.19	24.25	25%
					3贴/盒	54.56元/盒	18.19	24.25	25%
					4贴/盒	72.75元/盒	18.19	24.25	25%
		2023	浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购	100mg（14x10cm）	2贴/盒	34.73元/盒	17.37	24.25	28%
					3贴/盒	52.1元/盒	17.37	24.25	28%
					4贴/盒	69.47元/盒	17.37	24.25	28%
		2024	京津冀“3+N”联盟药品集中采购（以天津地区为例）	100mg（14x10cm）	1贴/盒	18.19元/盒	18.19	24.25	25%
					2贴/盒	36.38元/盒	18.19	24.25	25%
					3贴/盒	54.57元/盒	18.19	24.25	25%
					4贴/盒	72.76元/盒	18.19	24.25	25%

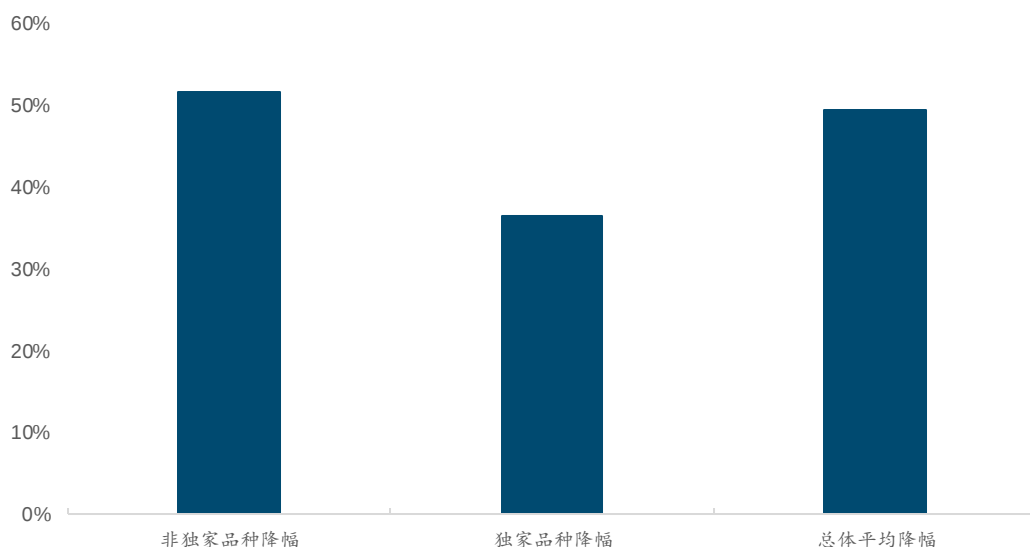
来源：各公司公告，国金证券研究所



中成药集采中选产品价格平均降幅较化学药集采更温和，多在 50% 以下，例如，全国中成药联盟集采中选产品价格平均降幅为 49.36%。此外，由于独家品种竞争格局良好，在全国中成药联盟集采中平均降幅约为 36%，低于非独家品种的 52%。

在国家医保局此前发布的《关于加强区域协同 做好 2024 年医药集中采购提质扩面的通知》中，提到湖北继续牵头中成药集采。参考此前集采情况，我们认为后续集采中，拥有独家品种、综合表现良好（如医疗机构认可度更高、创新力更强、供应保障能力更强）的公司更有望从集采中受益。在集采提质扩面下，建议关注独家品种进入集采后的放量潜力。

图表37：全国中成药联盟集采独家品种平均降幅更低

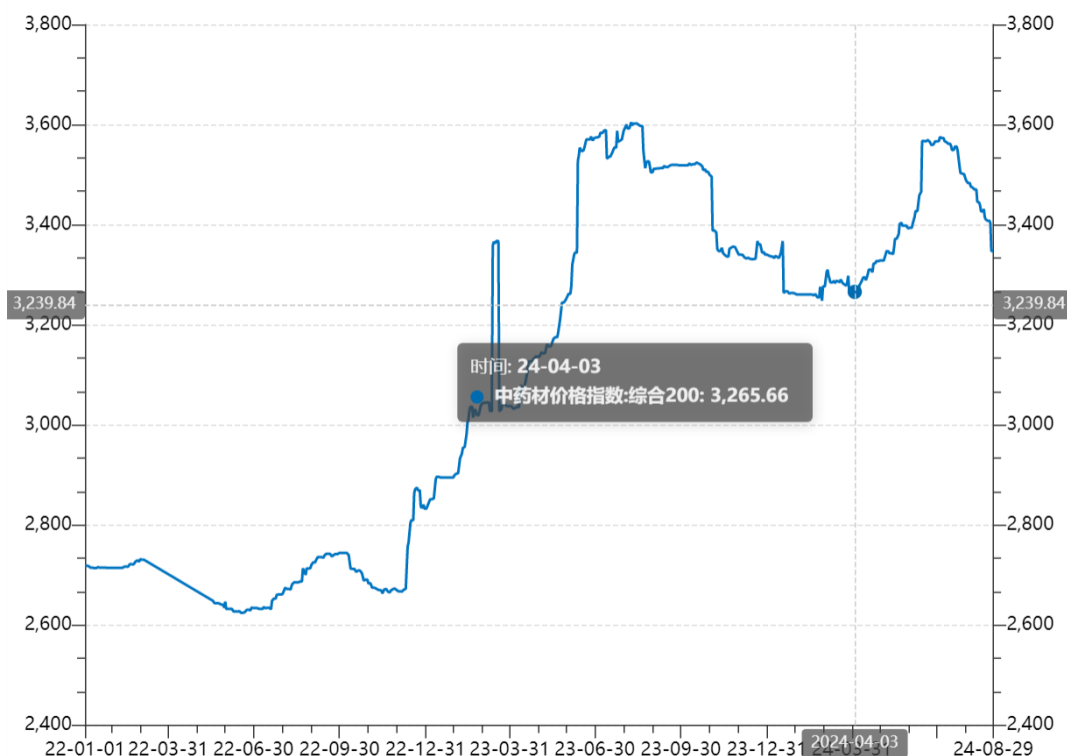


来源：药融云，国金证券研究所

另外，多家公司在业绩公告或预告中提及，利润端表现受中药材价格涨价影响。如片仔癀在 24 年半年度业绩预告中提到“重要原材料成本的上涨对利润空间造成了压缩”，步长制药在 24 年半年度业绩预告中提到，业绩预减的主要原因之一为“部分产品中药材价格比上年同期上涨使得本期主营业务成本同比增加”；沃华医药在 24 年半年报提到“中药材、包装材料、能源价格均大幅上涨……原材料及制造成本增加导致经营压力骤增”。中药材价格指数：综合 200 的走势在 24 年 4 月后于高位回升，7 月后有所下降但仍处高位。建议关注中药材种植方面有所布局的公司。



图表38：中药材价格指数：综合 200, 24 年二季度中药材价格高位回升



来源：wind，国金证券研究所

药店：业绩短期承压，行业或已进入出清阶段

整体来看，由于外部环境变化，且四类药等产品面临高基数，上市连锁药店公司在 24 年上半年利润端总体承压，二季度较一季度经营压力更大。以我们统计的 6 家上市连锁药店为例：

- 24 年 Q1，总体收入同比+11.0%，归母净利润同比-4.9%。
- 24 年 Q2，总体收入同比+4.3%，归母净利润同比-37.5%。

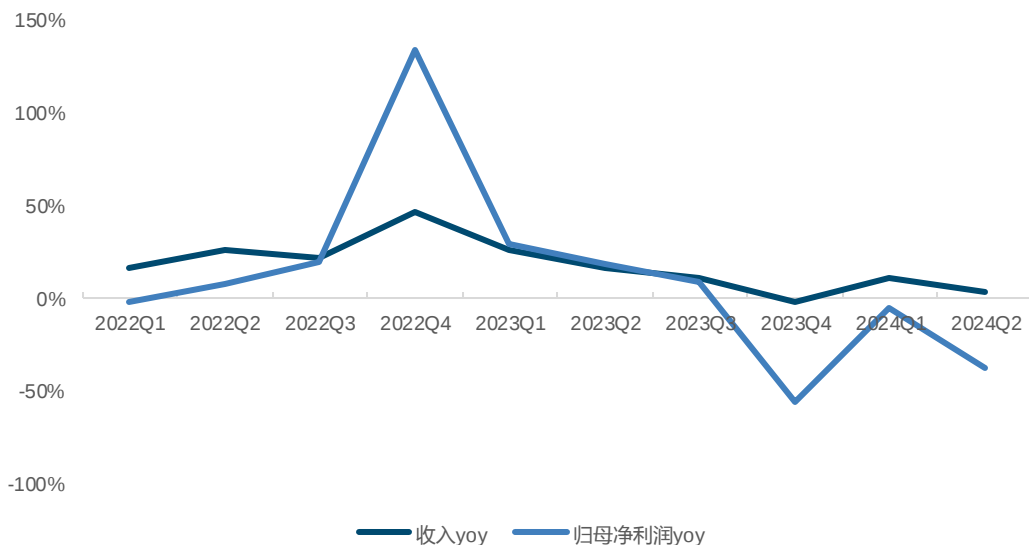
图表39：1H24 及 2Q24 部分上市连锁药店公司收入、归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及增长情况

公司	1H24收入	1H23收入	yoy%	1H24归母 净利润	1H23归母 净利润	yoy%	1H24扣非 归母	1H23扣非 归母	yoy%	24Q2收入	23Q2收入	yoy%	24Q2归母 净利润	23Q2归母 净利润	yoy%	24Q2扣非 归母	23Q2扣非 归母	yoy%
益丰药房	11762	10707	10%	798	705	13%	786	679	16%	5791	5441	6%	391	369	6%	386	357	8%
老百姓	10940	10811	1%	503	513	-2%	482	491	-2%	5401	5370	1%	181	222	-18%	171	209	-18%
大参林	13345	11992	11%	658	917	-28%	659	898	-26%	6593	6045	9%	259	421	-38%	263	401	-34%
一心堂	9305	8676	7%	282	505	-44%	298	505	-41%	4206	4240	-1%	40	265	-85%	52	264	-80%
健之佳	4485	4338	3%	63	158	-60%	66	156	-58%	2171	2171	0%	11	82	-87%	15	81	-81%
漱玉平民	4818	4261	13%	24	139	-83%	25	132	-81%	2379	2189	9%	14	74	-82%	16	72	-78%

来源：iFinD，国金证券研究所



图表40：部分上市连锁药店 24 年 Q2 利润端总体同比减少



来源：iFinD，国金证券研究所

药店：医保改革个账当期结存同比减少，仍需持续关注门诊统筹落地情况

2024 年 7 月 25 日，国家医保局发布《2023 年全国医疗保障事业发展统计公报》，2023 年职工医保个人账户改革实施后，

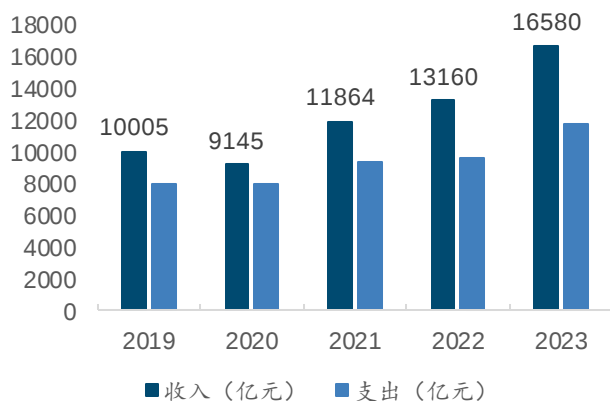
- 职工医保个人账户当年收入同比减少约 1282 亿元，当期结存由 2022 年的 1948 亿元降至 253 亿元。
- 相应的，职工医保统筹基金（含生育保险）收入同比增加显著，较 2022 年增加 3420 亿元。截至 23 年底，职工个人账户累计结存仍有约 1.4 万亿元。

个账变化可能会影响部分消费者的消费选择，从上半年部分上市连锁药店公告来看，相对高毛利率的非药品在总营收中的比例普遍降低，产品结构的变化也是部分药店毛利率下降的影响因素之一。

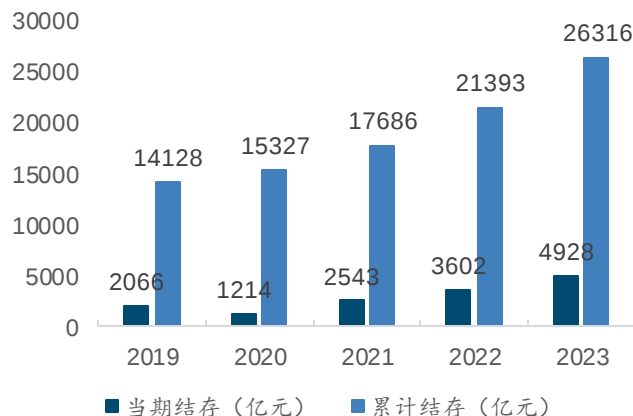
与此同时，二季度部分地区“比价”小程序上线后，可能会引起更多偏年轻的有网购习惯的消费群体的“货比三家”。当前医保体系正积极推动药品耗材追溯码信息的采集工作，在医保结算端采集药品追溯码，使药品治理能力提级增效，在实现药品来源信息清晰可追溯的同时，有效防止药品倒买倒卖情况发生。

在“比价”政策和价格治理推行之下，龙头经营规范，价差控制更为合理，且有更强的议价权，长期看仍有望持续展现更强的竞争力。

图表41：职工医保统筹基金（含生育保险）收支情况



图表42：职工医保统筹基金（含生育保险）结存情况

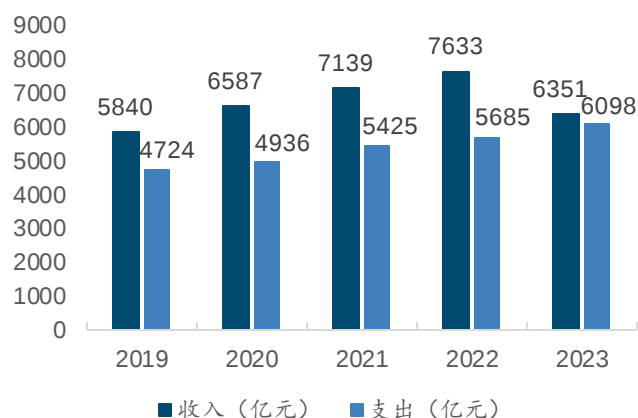


来源：国家医保局，国金证券研究所

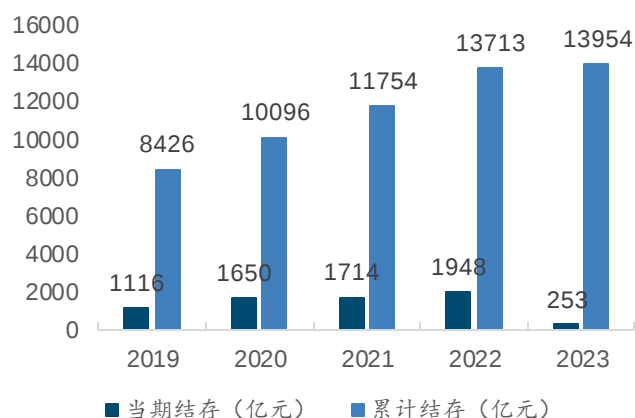
来源：国家医保局，国金证券研究所



图表43：职工医保个人账户收支情况



图表44：职工医保个人账户结存情况



来源：国家医保局，国金证券研究所

来源：国家医保局，国金证券研究所

图表45：部分上市连锁药店高毛利率非药品收入占比下降

公司	营业收入（亿元）		占比同比	综合毛利率（%）		同比
	1H23	1H24		1H23	1H24	
益丰药房						
营业收入	107	118		39.99	40.05	0.06
非药品	13	14				
非药品占比	13%	12%	-1%			
老百姓						
营业收入	108	109		32.72	34.32	1.6
非药品	17	14				
非药品占比	15%	13%	-3%			
大参林						
营业收入	120	133		37.44	34.89	-2.55
非药品	17	16				
非药品占比	14%	12%	-2%			
一心堂						
营业收入	87	93		33.56	31.44	-2.12
非药品	7	6				
非药品占比	8%	6%	-2%			

来源：各公司公告，国金证券研究所

上半年药店行业总体业绩承压，或亦与竞争加剧有关，尤其是在消费偏疲软的大环境下，竞争加剧的影响被放大。基于行业发展现状，各连锁的门店扩张速度或有所放缓，同时为聚焦自身更健康发展、提质增效，关店数量可能增多。6家连锁上市药店1H24门店扩增情况：

- 益丰药房：公司新增门店1575家，其中，自建门店842家，并购门店293家，新增加盟店440家。迁址门店17家，关闭门店72家。截至期末，公司门店总数14736家（含加盟店3426家），同比净增1486家。
- 老百姓：共计14969家门店，其中直营门店9923家、加盟门店5046家。新增门店1625家，其中直营新增门店868家、加盟新增门店757家。完成3起收购项目，收购药店41家。因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店230家。
- 大参林：公司已开业门店共16151家（含加盟店5379家），公司新开自建门店797家，加盟门店1214家，并购门店284家。公司根据竞争格局和地区优势制定扩张计划的同时动态优化门店网络，关闭门店218家。
- 一心堂：期末门店总数为11291家，其中新开门店1317家，搬迁门店132家，关闭门店149家。



- 健之佳：公司自建门店 254 家，收购门店 81 家，因发展规划及经营策略调整关闭门店 7 家，净增门店 328 家，期末门店总数达到 5444 家。
- 漱玉平民：期末门店总数为 8247 家，其中直营门店 4340 家。上半年公司新建直营门店 46 家，并购门店 218 家，因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店 28 家。

中康药店通系统数据显示，药店数量增长开始放缓，关店明显增多，24 年 Q1 全国关店数量 6778 家，24 年 Q2 该数量提升至 8792 家。我们认为，行业可能迎来出清阶段，行业集中度有望加快提升，建议继续关注经营质量优秀、现金流状况良好的龙头公司。

2024 年以来，多个省份陆续出台提高门诊统筹待遇水平的政策，我们认为门诊统筹虽然各地推进节奏仍有所差异，但最终落地是大势所趋，合规经营的龙头也更有望率先从门诊统筹落地中受益。

图表46：2024 年以来多个省份陆续提高门诊统筹待遇水平

省份	时间	内容
广西	2024/1/31	1、统筹基金起付标准从600元调整为：在三级、二级、一级及以下定点医疗机构分别为300元、200元、100元。 2、支付限额：在职人员每人每年由1200元提升至2000元，退休人员每人每年由1800元提升至2600元。
福建	2024/3/18	1、起付线：职工医保普通门诊统筹起付线在原有基础上降低200元。 2、最高支付限额：职工医保普通门诊统筹年度最高支付限额在原有基础上提高50%（千位取整）。 3、报销比例：职工医保普通门诊统筹政策范围内医疗费用报销比例在现行基础上适当提高。
山西	2024/5/29	1、提高年度支付限额，在职职工门诊统筹年度最高支付限额从1800元提高至2500元，退休人员从2000元提高至3000元。 2、优化起付标准，继续执行按次起付标准，参保职工年度起付累计达到300元，不再设起付标准。 3、提高支付比例，职工门诊统筹基金支付比例在原来基础上提高5个百分点，在一类、二类、三类收费价格及以下收费类别定点医疗机构在职职工支付比例分别提高至55%、60%、65%，退休人员分别提高至60%、65%、70%；定点零售药店的起付标准和支付比例按照三类收费价格及以下收费类别定点医疗机构执行。 4、降低乙类药品先行自付比例，全省统一为5%。
河北	2024/7/19	1、在职职工门诊统筹待遇：45岁以下，医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原2000元调为3500元，45岁（含）以上，医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原3000元调为4500元，统筹基金支付比例由原50%调至60%。 2、退休职工门诊统筹待遇：医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原3500元调为6000元，统筹基金支付比例由原60%调至70%。

来源：各省医保局，国金证券研究所

医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点

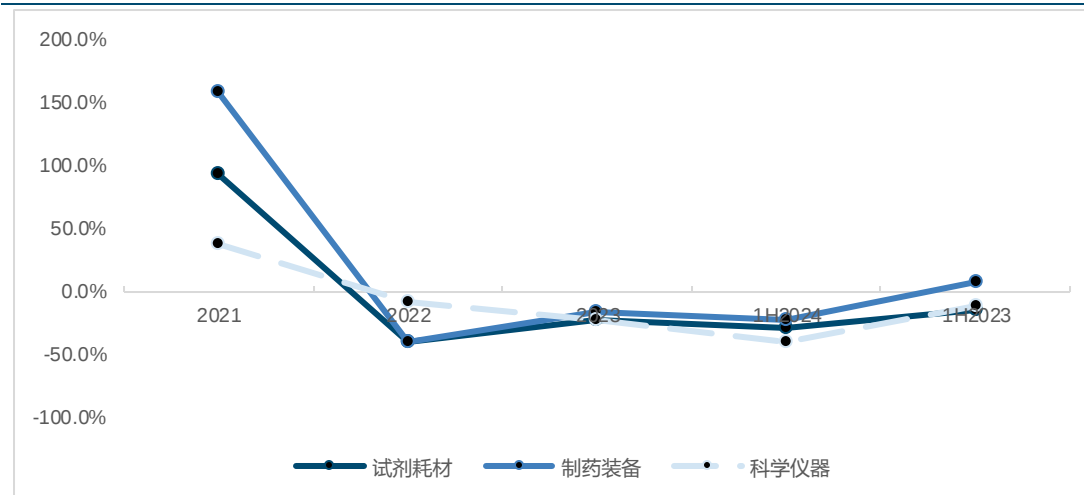
2024 年上半年医药上游市场整体表现较为疲软。其中，试剂耗材板块样本标的市值加权平均涨跌幅-29.8%，制药装备板块样本标的市值加权平均涨跌幅-23.3%，科学仪器板块样本标的市值加权平均涨跌幅-40.2%。

但从业绩端看，试剂耗材企业收入及利润表现同比均有显著改善；制药装备企业作为医药下游二阶导整体恢复相对较慢；科学仪器企业通过管理改善利润端增长相比收入端更为显著。

2024 年上半年试剂耗材收入增速中位数 13.7%，净利润增速中位数 17.57%；制药装备收入增速中位数-0.74%，净利润增速中位数-22.42%；科学仪器收入增速中位数 2.35%，净利润增速中位数 12.85%。



图表47：2021至2024H1各板块市值加权平均涨跌幅



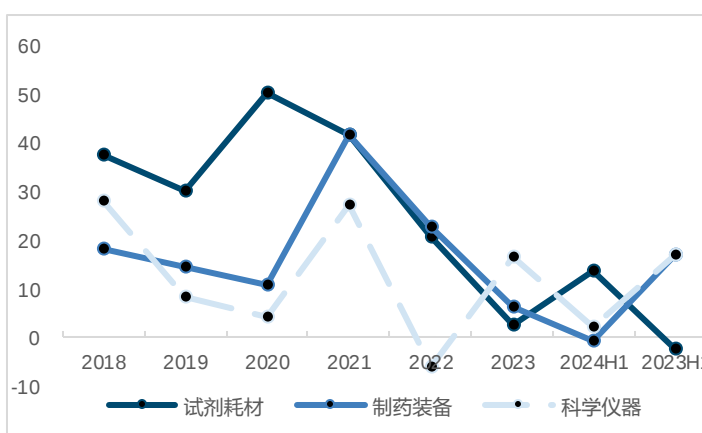
来源：wind，国金证券研究所；试剂耗材板块：优宁维，泰坦科技，阿拉丁，洁特生物，诺唯赞，义翘神州，百普赛斯，键凯科技，威尔药业，纳微科技，蓝晓科技，拱东医疗，昌红科技；制药装备板块：迦南科技，新华医疗，泰林生物，森松国际，楚天科技，东富龙，诚益通；仪器板块：天瑞仪器，禾信仪器，皖仪科技，聚光科技，钢研纳克，莱伯泰科。

试剂耗材个子板块毛利率及净利率逐渐企稳：经过行业周期波动，分离纯化填料在试剂耗材各细分板块中整体表现最为平稳，上半年毛利率为 59.9%，表现了较好的。净利率方面，实验室试剂耗材、分离纯化填料、低值耗材三个细分板块同比分别增长 2.7pct，0.7pct 和 2.0pct；生物试剂和辅料分别下降 14.4pct 和 8.4pct。

持续高研发投入，服务国产替代：科学仪器企业仍维持高研发投入；科学仪器及试剂耗材企业同比研发投入有所收敛；制药装备企业研发投入整体平稳。2024 年上半年，科学仪器及试剂耗材研发费用率分别同比下降 3.7pct 和 2.6pct 至 13.6%和 5.8%，科学仪器企业研发费用率仍维持较高水平。制药装备研发费用率整体维持平稳，上半年为 6.7%。

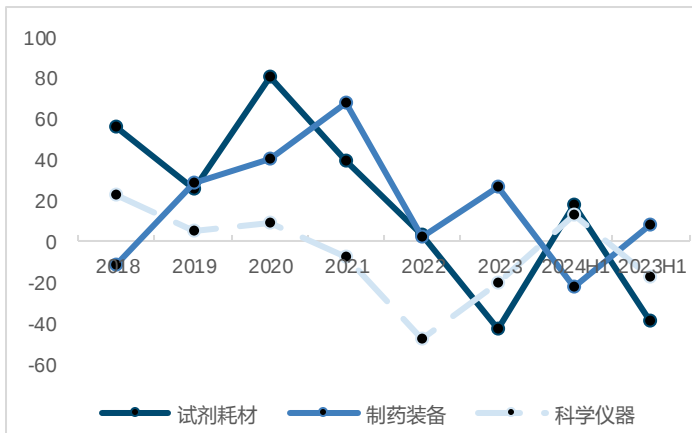
海外流动性环境有望改善，静待投融资环境改善拐点：根据芝加哥商品交易所（CME）联储观察工具数据，9 月降息 25 个基点的概率为 67.5%，降息 50 个基点的概率为 32.5%。到 11 月累计降息 50 个基点的概率为 43%，累计降息 75 个基点的概率为 45.2%。我们预计，随着后续海外流动性环境改善，医药上游企业业绩有望实现逐渐修复。

图表48：2018-2024H1各板块收入同比增速中位数（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

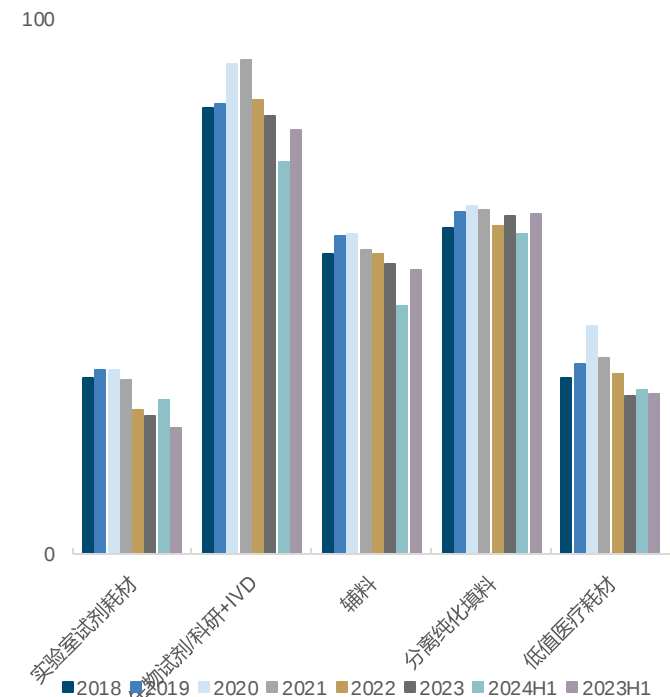
图表49：2018-2024H1各板块净利润同比增速中位数（单位：%）



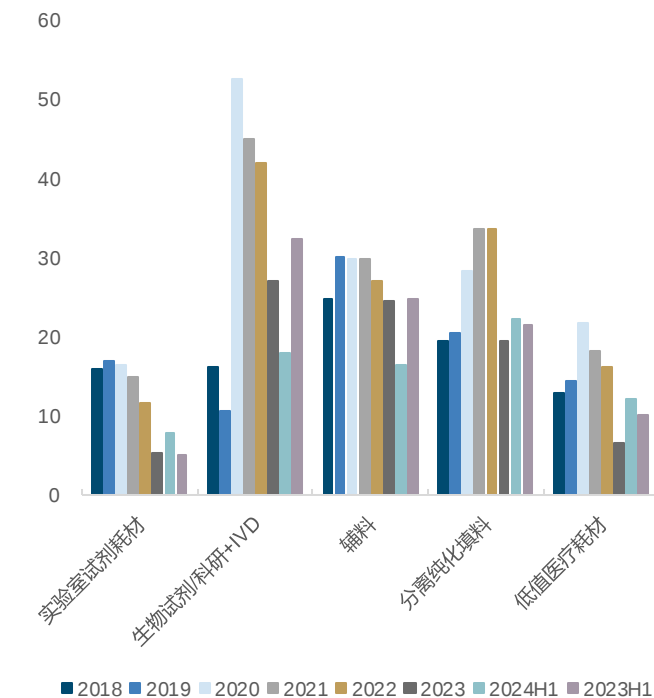
来源：wind，国金证券研究所



图表50：2018-2024H1 试剂耗材子板块毛利率（单位：%）



图表51：2018-2024H1 试剂耗材子板块净利率（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所；样本选择如下，实验室试剂耗材：优宁维，泰坦科技，阿拉丁，洁特生物；生物试剂：诺唯赞，义翘神州，百普赛斯；辅料：健凯科技，威尔药业；分离纯化填料：纳微科技，蓝晓科技；低值耗材：拱东医疗，昌红科技。

来源：wind，国金证券研究所

投资建议

- 展望下半年，随着基数的下降、采购景气度的恢复，以及政策预期的企稳，我们积极看好院内药品器械需求的修复和业绩增速提升，医药板块下半年有望迎来整体反转。
- 而核心投资机会仍将聚焦于院内需求，重点关注 1) 创新药临床进展和出海授权突破，以及 2) 院内存量药械在下半年的业绩复苏。

重点标的

特宝生物、人福医药、科伦博泰、信达生物、新产业、迈瑞医疗、三诺生物、花园生物、九典制药、森松国际、爱尔眼科、爱美客、英科医疗、固生堂、天坛生物、华润三九、聚光科技、心脉医疗等。

风险提示

销售不达预期风险：我国医疗行业整顿已逐渐进入常态化，这可能对于相关药品的推广进院及医疗器械的招标采购进度造成影响，导致部分创新药品及医疗器械进院受阻，销售不达预期。

医保降价控费政策超出预期风险：下半年我国将陆续开展新一轮药品医保谈判，同时国家及各地方集采有望持续推进，相关药品及器械存在降价幅度超出预期的风险。

海外业务汇兑和地缘政治风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。另外，若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采



购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

研发临床数据不达预期风险：新药和器械在研发过程中，存在临床入组进度、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险，最终可能导致研发临床数据不达预期。另外，由于部分赛道逐渐拥挤，相关药物及器械存在难以实现优效竞争的风险，可能导致部分药企主动或被撤销新品上市申请。

消费医疗景气度不达预期风险等：受全球短期消费环境变化等因素的影响，当前消费力仍处于逐步恢复的过程中，消费医疗市场增速可能会受到消费恢复进程的影响导致增速表现不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究