

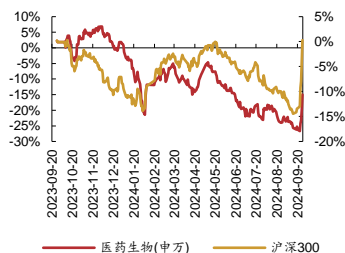
2024年09月29日

看好 (维持)

证券分析师

刘闯
S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究

医药大涨后买什么？

——医药行业周报 (24/9/23-24/9/27)

投资要点:

- 本周医药市场表现分析:** 本周沪深 300 指数上涨 15.7%，医药生物 (申万) 指数上涨 15.28%。个股表现方面，本周医药板块实现普涨，阶段性底部的医疗服务及消费类资产、医疗设备表现尤为显著，爱尔眼科、智飞生物、普瑞眼科、兴齐眼药等涨幅超 30%，澳华内镜、开立医疗、联影医疗等涨幅超 20%。短期建议关注：**1) 医疗设备:** 受医疗持续整顿影响，医疗设备招标数据差，年初至今开立医疗、澳华内镜、联影医疗等跌幅显著，2025 年板块有望迎来反转，建议积极关注；**2) 布局三季度业绩:** 三季度即将结束，三季报将陆续披露，建议关注业绩有望持续 Q2 趋势的个股，如百洋医药、九典制药、美好医疗、麦澜德等；**3) 创新药/械:** 政策预期相对稳定，创新药迈入高质量发展阶段、国际竞争力提升，盈利能力拐点信号积极，持续看好优质创新药/械个股；**4) 出海:** 国产产品竞争持续提升，看好具有出海能力的标的。
- 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅:** 本周医药指数上涨 (+15.28%)，上涨个股数量 491 家，下跌个股数量 3 家。本周，医疗服务 (+21.1%)、生物制品 (+16.8%) 和中药 (+15.1%) 相对表现较好，化学制剂 (+12.5%)、化学原料药 (+13.5%)、医药商业 (+14.3%) 相对表现较差；年初以来，化学原料药 (-7.3%)、化学制剂 (-7.5%) 和中药 (-9.3%) 相对表现较好，医疗服务 (-27.8%)、生物制品 (-27.4%) 及医药商业 (-16.9%) 相对表现较差。
- 医药大涨后买什么?** 本周医药指数涨幅显著，个股呈现全面普涨，预计医药后续走势将分化，我们建议关注：**1) 三季度业绩线:** 建议关注业绩持续快速增长的个股如九典制药、百洋医药等，以及业绩拐点/趋势向上的个股如美好医疗、麦澜德、盘龙药业等；**2) 估值修复/扩张线:** 建议关注市场情绪好转后估值有望修复/扩张的个股如三诺生物、百洋医药、普门科技、派林生物等；**3) 2025 年经营反转方向:** 2025 年医疗设备招标预计明显恢复，若叠加以旧换新政策，招标恢复力度或更为显著，建议关注开立医疗、联影医疗、麦澜德、澳华内镜、迈瑞医疗等。中药受去库存以及政策影响，预计 2025 年业绩具有较大弹性，建议关注昆药集团、太极集团、盘龙药业、华润三九等。**4) 创新药:** 创新药是明确的产业趋势，四季度将开启创新药医保谈判，结果值得期待，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药等。
- 投资观点及建议关注标的:** 年初以来医药指数下跌超 16%，估值处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置。展望四季度和 2025 年，医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：**1) 创新药械:** 建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等；**2) 出海:** 建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等；**3) 老龄化及院外消费:** 建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等；**4) 高壁垒行业:** 建议关注麻药 (人福医药、恩华药业、国药股份等)、血制品 (派林生物、天坛生物、博雅生物等)；**5) 国产替代:** 建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。**6) 小而美标的:** 建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。
- 本周投资组合:** 开立医疗、麦澜德、三诺生物、美好医疗、百洋医药。
- 本月投资组合:** 恒瑞医药、和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、天坛生物、迪瑞医疗、昆药集团。
- 风险提示:** 行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

目录

1. 周专题：医药大涨后买什么？ 3
2. 行业观点：市场反弹趋势明确，医药配置性价比高 5

1. 周专题：医药大涨后买什么？

本周医药生物（申万）指数上涨 15.28%，个股呈现全面普涨趋势，底部资产如医疗服务、医疗设备、中药、CXO 等反弹更为显著。我们认为，随着第一波全面反弹后，医药会迎来分化，我们建议关注：**1) 三季度业绩线**：三季度即将结束，上市公司将陆续披露三季报，建议关注业绩持续快速增长的个股如九典制药、百洋医药、新产业、人福医药、天坛生物、苑东生物等，以及业绩拐点/趋势向上的个股如美好医疗、麦澜德、鱼跃医疗、盘龙药业、拱东医疗、海泰新光等；**2) 估值修复/扩张线**：受市场低迷、医药政策情绪影响，前期医药股估值受到显著压制，建议关注市场情绪好转后估值有望修复/扩张的个股如三诺生物、百洋医药、九典制药、普门科技、派林生物等；**3) 2025 年经营反转方向**：受医疗整顿影响，医疗设备招标已受压制达 1 年半的时间，2025 年预计医疗设备将恢复，若叠加以旧换新政策，招标恢复力度或更为显著，建议关注开立医疗、联影医疗、麦澜德、澳华内镜、理邦仪器、迈瑞医疗等。中药受去库存以及政策影响，2024 年中药板块整体调整显著，预计 2025 年业绩具有较大弹性，建议关注昆药集团、太极集团、羚锐制药、盘龙药业、华润三九、东阿阿胶等。**4) 创新药**：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药是明确的产业趋势，四季度将开启创新药医保谈判，结果值得期待，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科等。

结论：医药大涨后买什么？我们精选十支个股，如下：

图表 1：医药十支精选个股（数据截止 2024.9.27）

排序	代码	名称	归母净利润（百万元）			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
1	三诺生物	主业 BGM 稳健，CGM 国内趋势持续向好，CGM 欧洲 2025 预计放量、FDA 有望 Q4 报产，掘金海外百亿美元市场。	453	570	742	34	27	21
2	百洋医药	现有业务 24-26 年预计能保持 20% 以上增速，加速布局创新药械，打开长期成长天花板。	855	1,076	1,349	16	13	10
3	派林生物	派斯菲科处于投产爬坡期，内生采浆量快速增长，预计 24-26 年业绩端复合增速有望达到 20%；中长期看，陕煤赋能持续推进中，远期想象空间较大	769	916	1,074	22	18	16
4	九典制药	积极布局贴膏平台，洛索洛芬钠集采推动进院加快、OTC 市场增长强劲，酮洛芬院内协同放量，多个新品上市在即。	506	670	844	21	16	13
5	昆药集团	777 品牌血塞通大单品与昆中药 1381 核心品种持续放量，针剂业务有望企稳，华润赋能、五年战略规划目标明确。	602	744	930	18	15	12
6	开立医疗	医疗设备更新政策有序落地，超声、内镜品种受益明显，出海空间大，2025 年业绩弹性可期	472	594	753	30	24	19
7	普门科技	股权激励目标明显，24-25 年利润维持 23% 以上增长目标，医美业务随消费复苏需求提升	406	501	617	16	13	10
8	美好医疗	3 季度表现业绩预计高增长，经营回暖明显，注射笔明年规模提升，潜力品种落地	405	516	652	30	24	19
9	鱼跃医疗	家用器械平台型龙头，老龄化产业趋势+自费+出海多重逻辑共振下，公司估值有望持续提升。	2,028	2,349	2,732	18	15	13
10	和黄医药	吠喹替尼海外放量显著，赛沃替尼年底 FDA 递交 NDA，Syk 抑制剂年底国内获批+出海 BD 预期，有望 2025 年实现盈利	-14	84	202	-	45	19

资料来源：Wind，华源证券研究

注：和黄医药归母净利润货币单位为百万美元

2. 行业观点：市场反弹趋势明确，医药配置性价比高

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为+15.28%、+9.17%和-16.49%，相对沪深300指数的超额收益分别为-0.42%、-2.34%和-24.44%。

个股情况：本周上涨个股数量491家，下跌个股数量3家，涨幅居前为双成药业(+61.11%)、睿智医药(+42.06%)、爱尔眼科(+36.14%)、智飞生物(+34.33%)和普瑞眼科(+33.42%)，跌幅居前为*ST景峰(-13.49%)、圣诺生物(-4.07%)、海南海药(-0.76%)。

本周涨跌幅排名分析：本周医药板块实现普涨，阶段性底部的医疗服务及消费类资产、医疗设备表现尤为显著，爱尔眼科、智飞生物、普瑞眼科、兴齐眼药等涨幅超30%，澳华内镜、开立医疗、联影医疗等涨幅超20%。

图表 2：本周申万医药行业涨幅 Top10

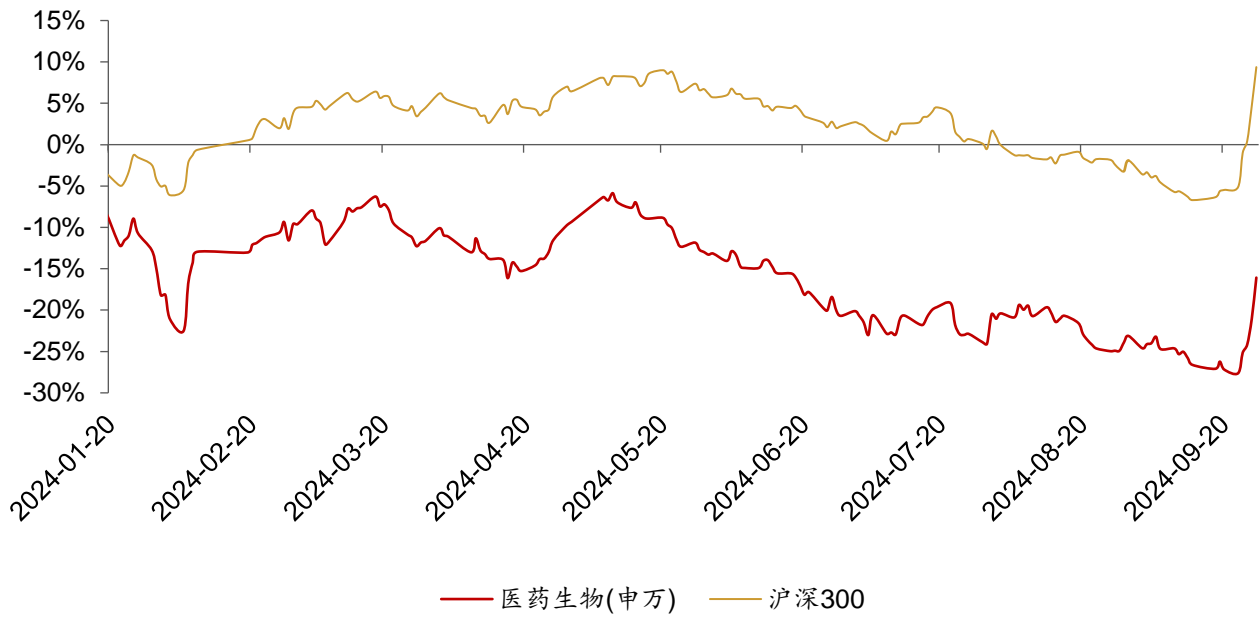
排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	002693.SZ	双成药业	61.7	61.11%	184.87%	98.00%
2	300149.SZ	睿智医药	30.4	42.06%	32.46%	-20.52%
3	300015.SZ	爱尔眼科	1236.8	36.14%	36.70%	-15.13%
4	300122.SZ	智飞生物	666.0	34.33%	20.69%	-53.09%
5	301239.SZ	普瑞眼科	58.3	33.42%	22.71%	-54.20%
6	300244.SZ	迪安诊断	74.5	33.04%	21.21%	-46.15%
7	300573.SZ	兴齐眼药	157.8	32.93%	5.09%	-29.78%
8	688331.SH	荣昌生物	134.4	32.59%	18.73%	-50.97%
9	688212.SH	澳华内镜	55.6	29.09%	3.66%	-33.01%
10	600739.SH	辽宁成大	161.1	28.73%	40.59%	-9.53%
11	801150.SI	医药生物(申万)		15.28%	9.17%	-16.49%
12	000300.SH	沪深300		15.70%	11.51%	7.94%

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 3：本周申万医药行业跌幅 Top3

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	000908.SZ	*ST景峰	31.6	-13.49%	-18.04%	10.80%
2	688117.SH	圣诺生物	30.1	-4.07%	-7.51%	-4.01%
3	000566.SZ	海南海药	51.0	-0.76%	28.85%	-13.05%
4	801150.SI	医药生物(申万)		15.28%	9.17%	-16.49%
5	000300.SH	沪深300		15.70%	11.51%	7.94%

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 4：年初至今医药指数表现


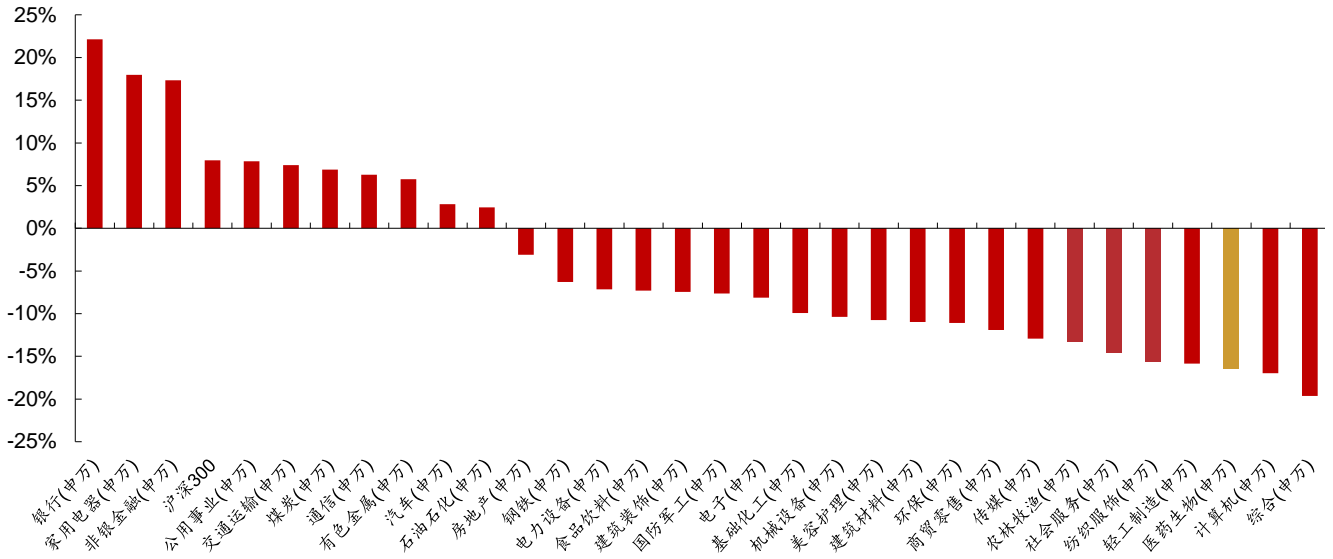
资料来源：Wind，华源证券研究

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务 (+21.1%)、生物制品 (+16.8%) 和中药 (+15.1%) 相对表现较好，化学制剂 (+12.5%)、化学原料药 (+13.5%)、医药商业 (+14.3%) 相对表现较差；

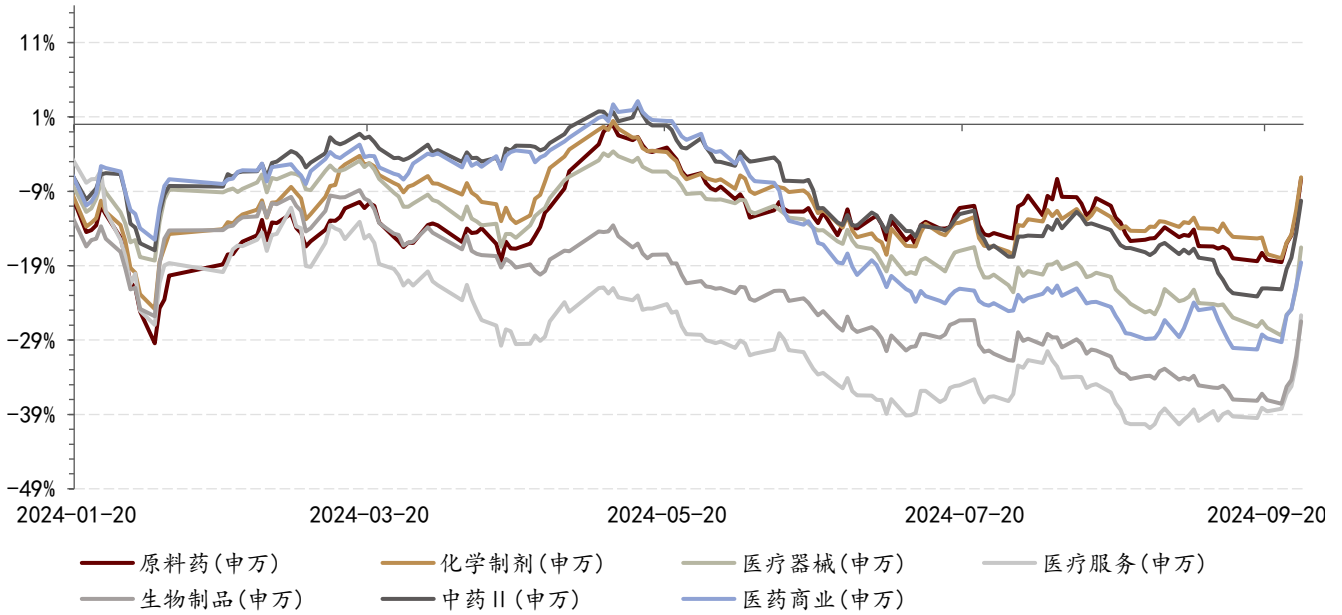
年初以来，化学原料药 (-7.3%)、化学制剂 (-7.5%) 和中药 (-9.3%) 相对表现较好，医疗服务 (-27.8%)、生物制品 (-27.4%) 及医药商业 (-16.9%) 相对表现较差。

图表 5: 申万各板块年初至今涨跌幅情况



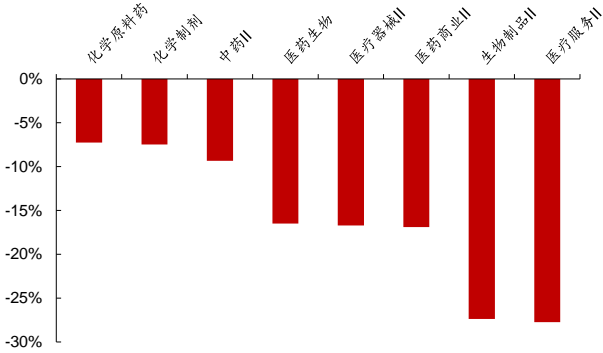
资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 6: 申万医药各细分板块年初至今表现



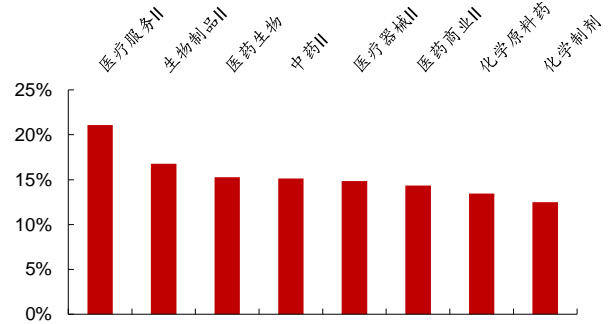
资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 7：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究

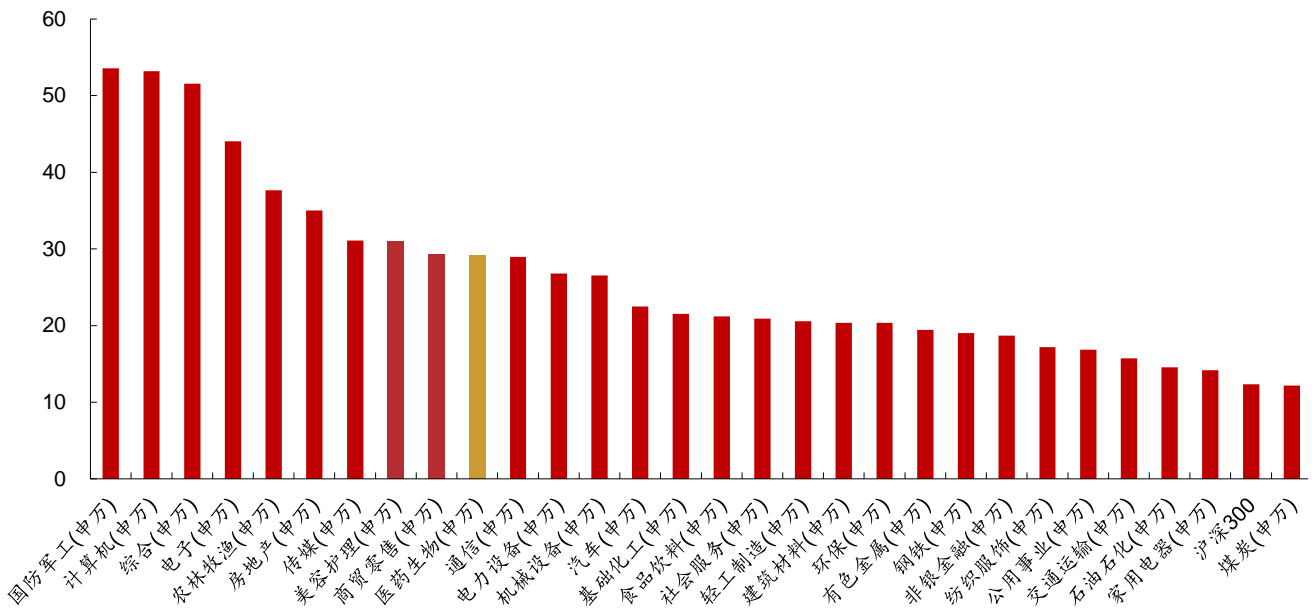
图表 8：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究

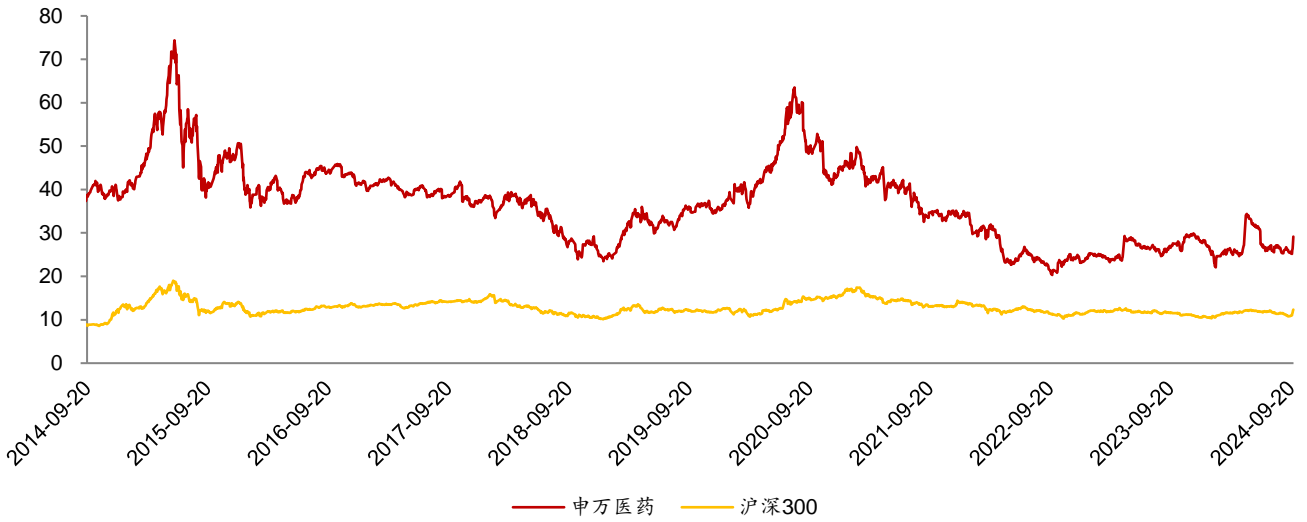
板块估值：截至 2024 年 9 月 27 日，申万医药板块整体 PE 估值为 29.18X，在申万一级分类中排第 10，从 PE 绝对值来看，虽然本周估值有所回升，但目前医药估值仍处于历史相对底部位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、化药制剂和医疗器械等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 9：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 9 月 27 日，整体 TTM 法）



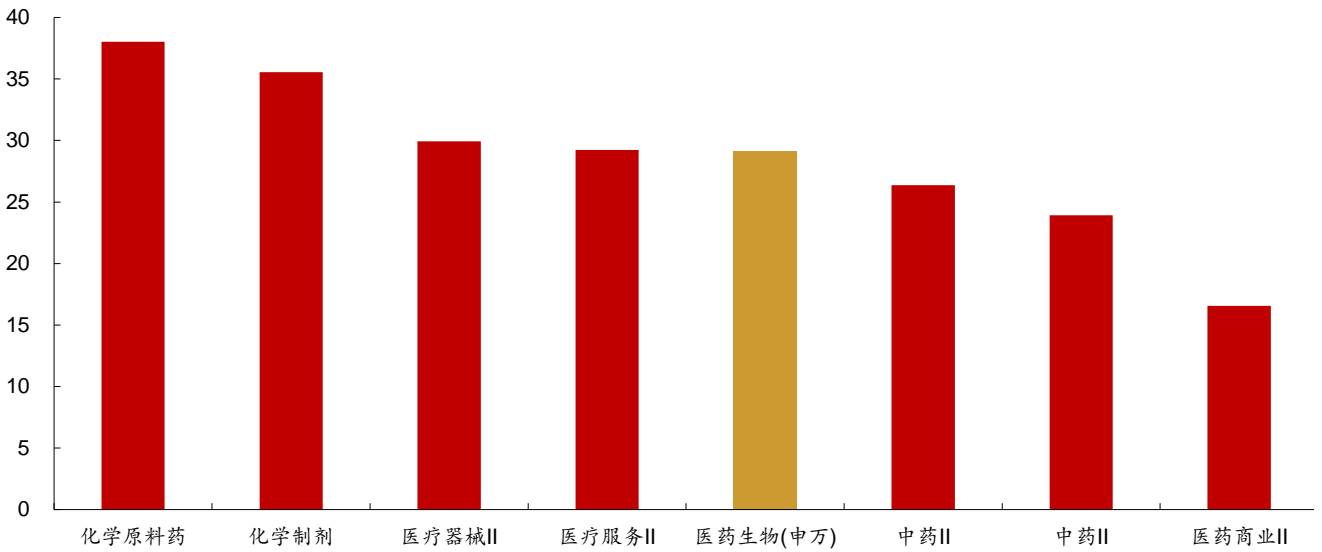
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 10: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 9 月 27 日, 整体 TTM 法)



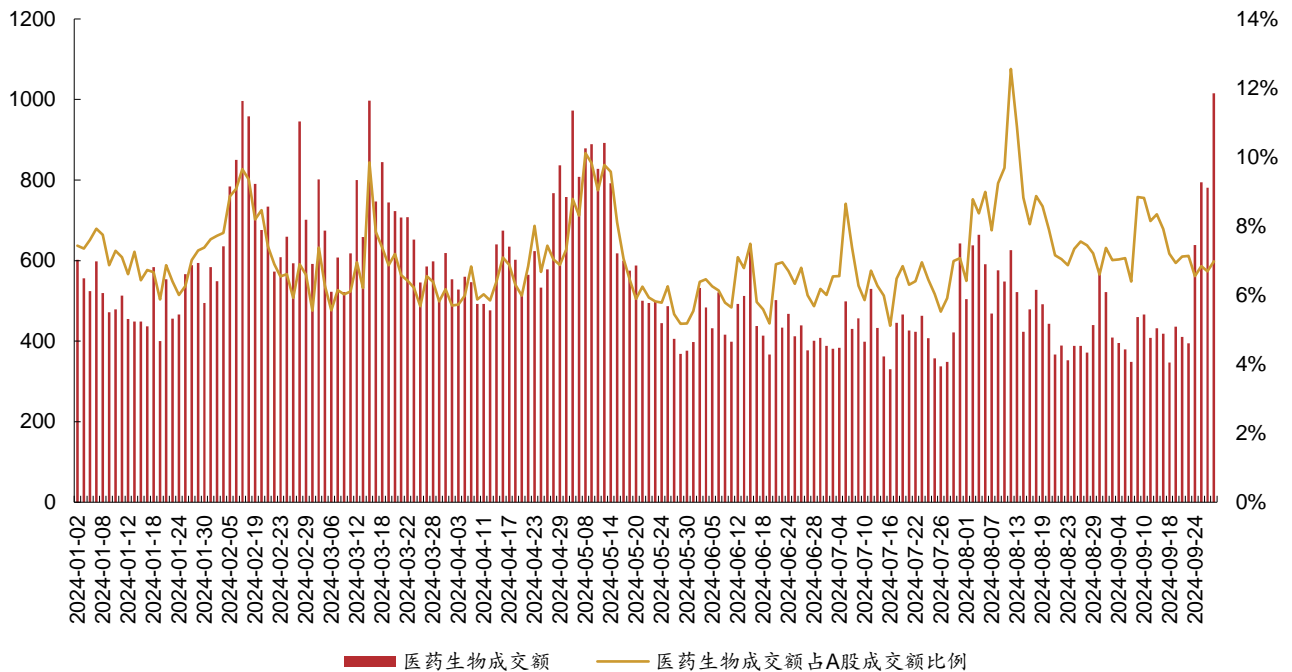
资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 11: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 9 月 27 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 12：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）



资料来源：Wind，华源证券研究

投资观点：医药指数在连续跌了 3 年后，2024 年又进一步下跌，主要系医药政策再次出现超预期利空，医药行业整顿持续进行，药品“四同”政策加速推进，院内 DRG/DIP 进一步推广，以及地方如安徽等中成药集采政策影响。但是，医药行业亦不乏一些积极的利好政策，如国务院层面明确对创新药全产业链鼓励。我们认为医药指数已经较为充分的消化了今年以来的医药政策变化，目前医药板块整体 PE 估值为 29X，处于历史较低位置，公募基金持仓预计亦处于历史相对较低位置，医药行业有望边际企稳。展望四季度以及 2025 年，我们判断医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等。

2) 出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等。

3) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、

太极集团、羚锐制药等。

4) 高壁垒行业: 麻药和血制品行业需求较为稳健, 供给端相对稳定, 建议关注麻药 (人福医药、恩华药业、国药股份等)、血制品 (派林生物、天坛生物、博雅生物等)。

5) 国产替代: 国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势, 其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低, 主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

6) 小而美标的: 由于近期医药市场相对悲观, 部分高增长的公司估值短期受到一定压制, 但随着业绩的持续兑现以及医药情绪的好转, 我们预计这类政策的估值有望得到修复, 建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合: 开立医疗、麦澜德、三诺生物、美好医疗、百洋医药。

本月投资组合: 恒瑞医药、和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、天坛生物、迪瑞医疗、昆药集团。

风险提示:

- 1) 行业竞争加剧风险: 随着我国医药产业的不断创新与进步, 不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险;
- 2) 政策变化风险: 分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心, 医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险;
- 3) 行业需求不及预期风险: 若终端需求不及预期, 将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数