

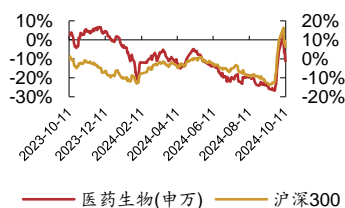
2024年10月13日

看好 (维持)

证券分析师

刘闯
S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究

2025年哪些板块有望迎来反转?

——医药行业周报 (24/10/08-24/10/11)

投资要点:

- **本周医药市场表现分析:** 10月8日至10月11日, 沪深300指数下跌3.25%; 医药生物(申万)指数下跌6.00%。医药随市场持续大涨之后, A股本周出现大幅回调, 医药指数本周跟随大盘趋势回调6个点。短期建议关注: **1) 关注三季度业绩:** 三季报将陆续披露, 建议关注业绩有望持续Q2趋势或加速的个股, 如美好医疗、百洋医药、九典制药、方盛制药、可孚医疗等; **2) 细分领域的优质龙头:** 建议关注鱼跃医疗、人福医药、华润三九、恒瑞医药、迈瑞医疗等;
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅:** 本周医药指数下滑(-6.00%), 上涨个股数量31家, 下跌个股数量460家。本周, 医药子板块均呈现下跌态势, 化学制剂(-4.9%)、生物制品(-5.7%)、医疗器械(-6.2%)、化学原料药(-6.3%)、中药(-6.6%)、医药商业(-6.8%)、医疗服务(-6.8%)。年初以来, 化学制剂(-3.4%)、化学原料药(-3.4%)和中药(-7.8%)相对跌幅较小, 医疗服务(-23.3%)、生物制品(-23.1%)及医药商业(-15.6%)相对跌幅较大。
- **哪些医药子板块有望迎来反转? 1) 医疗设备板块筑底企稳, 4季度有望边际持续向好。** 2024年9月, 医疗设备中标数据出现反转信号, CT、监护、呼吸机、消化内镜、硬镜等多个品种实现单月同比转正, 超声、MRI等品种同比下滑进一步缩窄, 多个设备品类连续环比正向增长, 医疗设备板块负面影响持续消退, 院内采购需求复苏明显, 随着部分设备更新项目落地, 预计4季度招标数据有望加速向好, 2025年行业有望持续反转。**2) 中药板块渠道库存持续优化叠加政策企稳预期, 业绩明年有望迎来反转。** 2024上半年, 部分中药公司因核心产品渠道去库存的影响短期业绩承压, 相关品种例如以岭药业的连花清瘟胶囊、太极集团的藿香正气口服液、葵花药业的小儿肺热咳喘口服液以及健民集团的龙牡壮骨颗粒。考虑到终端需求较为稳健, 我们预计随着渠道库存去化接近尾声并逐渐恢复至正常水平, 相关公司明年业绩有望迎来反转。此外, 受到全国中成药联盟集采续约影响, 昆药集团今年的针剂业务增速有所放缓, 预计随着相关政策落地, 公司业务将迎来新一轮增长。
- **投资观点及建议关注标的:** 年初以来医药指数下跌12.75%, 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) 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、三友医疗、万孚生物、健友股份、科兴制药等; **2) 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; **3) 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; **4) 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; **5) 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); **6) 小而美标的:** 建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、麦澜德、方盛制药、立方制药等。
- **本周投资组合:** 和黄医药、百洋医药、方盛制药、鱼跃医疗、九典制药。
- **十月投资组合:** 和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、昆药集团、盘龙药业、开立医疗、麦澜德。
- **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：2025 年哪些板块有望迎来反转? 3
 2. 行业观点：坚持出海+老龄化主线，布局超跌和反转板块 6

1. 周专题：2025 年哪些板块有望迎来反转？

2024 上半年医药细分领域增速表现分化较大，创新药整体趋势表现亮眼；化药板块仍受集采影响较同期收入持平，但呈现企稳态势；原料药上半年景气度较高；血制品实现稳健增长；疫苗、医疗服务、CXO 和科研服务产业链下滑趋势显著；药店表现亦有下行趋势。

其中，医疗设备板块筑底企稳，4 季度边际持续向好。中药板块渠道库存持续优化叠加政策企稳预期，明年有望迎来反转。

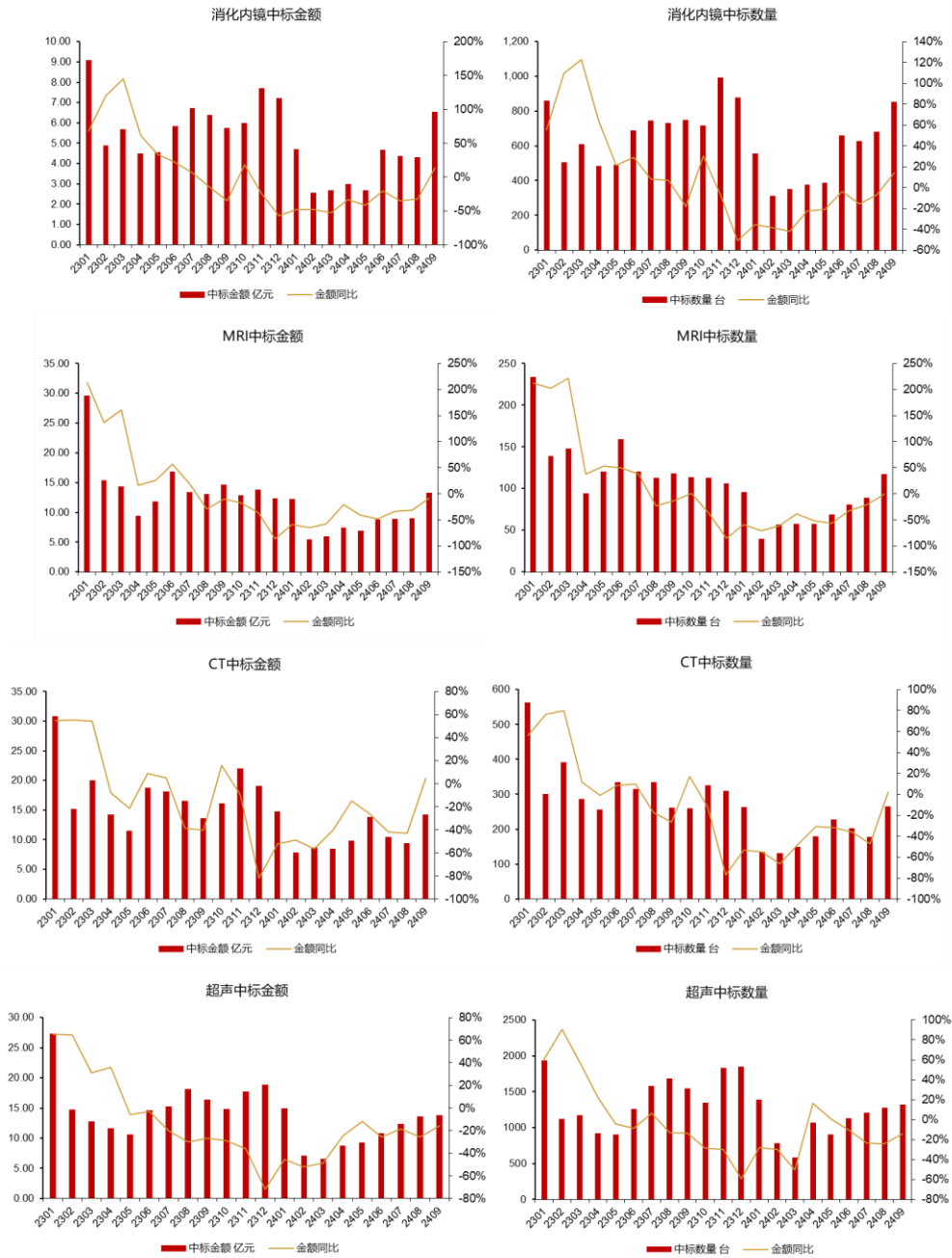
图表 1：医药板块和细分领域收入和利润同比增速情况

| | 收入增速 | | | | 利润增速 | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|----------|
| | 2023 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024H1 | 2023 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024H1 |
| 整体 | 0.9% | 0.9% | -1.1% | -0.1% | -20.4% | 0.6% | -4.5% | -1.9% |
| 创新药 | 58.3% | 173.7% | 41.8% | 96.3% | 收窄29.5% | 收窄138.4% | 收窄43% | 收窄88.34% |
| 化药 | 0.6% | -0.28% | 3.0% | 1.3% | -7.8% | 6.0% | 19.5% | 12.5% |
| 医疗器械 | -69.5% | -1.8% | 3.3% | 0.8% | -84.1% | -5.3% | -5.1% | -5.2% |
| 中药 | 6.2% | -0.5% | -6.0% | -3.1% | 37.4% | -7.7% | -9.7% | -8.6% |
| 原料药 | -3.6% | 0.15% | 11.2% | 5.5% | -36.0% | -4.0% | 22.6% | 9.4% |
| 生物制品 | 10.6% | -5.4% | -18.5% | -12.2% | -6.4% | -29.4% | -33.1% | -31.2% |
| 疫苗 | 13.4% | -14.8% | -41.3% | -28.6% | -18.8% | -54.8% | -52.1% | -53.6% |
| 血制品 | 15.8% | -6.1% | 14.0% | 3.8% | 9.3% | 3.2% | 15.9% | 8.9% |
| 医疗服务 | -4.8% | -1.4% | 0.2% | -0.5% | -0.9% | -36.2% | -10.7% | -21.9% |
| 眼科 | 28.8% | 3.0% | 1.1% | 2.0% | 45.0% | -5.3% | 4.7% | -0.1% |
| 医药商业 | 7.9% | 1.2% | -1.4% | -0.1% | -0.9% | -1.8% | -13.8% | -7.9% |
| 药店 | 10.8% | 11.4% | 4.7% | 8.1% | -3.7% | -3.1% | -31.3% | -16.8% |
| CXO | -1.9% | -13.2% | -10.8% | -12.0% | -18.8% | -42.3% | -33.9% | -37.5% |
| 科研服务上游 | -20.1% | -1.8% | 9.9% | 4.0% | -59.2% | -33.6% | -16.4% | -25.0% |

资料来源：Wind，华源证券研究

医疗设备板块筑底企稳，4 季度边际有望持续向好。2024 年 9 月，医疗设备中标数据出现反转信号，CT、监护、呼吸机、消化内镜、硬镜等多个品种实现单月同比转正，超声、MRI 等品种同比下滑进一步缩窄，多个设备品类连续环比正向增长，医疗设备板块负面影响持续消退，院内采购需求复苏明显，4 季度随着部分设备更新项目落地，有望迎来底部向上机会。

图表 2：部分设备中标情况更新



资料来源：众成数科，华源证券研究

渠道库存持续优化叠加政策企稳预期，中药板块业绩明年有望迎来反转。2024 上半年，部分中药公司因核心产品渠道去库存的影响短期业绩承压，相关品种例如以岭药业的连花清瘟胶囊、太极集团的藿香正气口服液、葵花药业的小儿肺热咳喘口服液以及健民集团的龙牡壮骨颗粒。考虑到终端需求较为稳健，我们预计随着渠道库存去化接近尾声并逐渐恢复至正常水平，相关公司明年业绩有望迎来反转。此外，受到全国中成药联盟集采续约影响，昆药集团今年的针剂业务增速有所放缓，预计随着相关政策落地，公司业务将迎来新一轮增长。

图表 3：部分中药公司过去四个季度的收入和利润情况

| 代码 | 公司 | 项目 | 营业收入 (亿元) | | | | 归母净利润 (亿元) | | | |
|-----------|------|------|-----------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|
| | | | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
| 600129.SH | 太极集团 | 金额 | 31.3 | 34.4 | 42.1 | 36.1 | 1.9 | 0.6 | 2.5 | 2.5 |
| | | 同比增速 | -7% | -2% | -5% | -22% | 52% | -36% | 5% | -25% |
| 002737.SZ | 葵花药业 | 金额 | 12.0 | 14.7 | 15.2 | 10.1 | 2.1 | 2.7 | 2.6 | 2.3 |
| | | 同比增速 | 23% | -21% | -14% | -20% | 98% | -25% | -37% | 0% |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 金额 | 17.8 | 17.4 | 25.2 | 20.8 | 1.5 | -4.1 | 3.0 | 2.3 |
| | | 同比增速 | -25% | -62% | -36% | -27% | -58% | -143% | -75% | -44% |
| 600422.SH | 昆药集团 | 金额 | 18.4 | 20.9 | 18.5 | 17.0 | 1.6 | 0.6 | 1.2 | 1.1 |
| | | 同比增速 | -6% | 0% | -3% | -9% | 4% | 459% | -9% | 20% |
| 600976.SH | 健民集团 | 金额 | 9.6 | 11.0 | 9.7 | 10.4 | 1.6 | 1.1 | 1.0 | 1.4 |
| | | 同比增速 | -2% | 32% | -4% | -9% | 28% | 14% | 0% | -8% |

资料来源：Wind，华源证券研究

2. 行业观点：坚持出海+老龄化主线，布局超跌和反转板块

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为-6.00%、-6.00%和-12.75%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-2.75%、-2.75%和-26.05%。

个股情况：本周上涨个股数量 31 家，下跌个股数量 460 家，涨幅居前为赛托生物 (+25.03%)、新里程 (+13.48%)、*ST 景峰 (+9.97%)、悦康药业 (+9.19%) 和奥赛康 (+6.23%)，跌幅居前为兴齐眼药 (-18.49%)、亚辉龙 (-16.85%)、微电生理-U (-15.80%)、普瑞眼科 (-15.02%) 和智翔金泰-U (-14.74%)。

本周涨跌幅分析：受节前一系列宏观支持政策发布影响，医药板块普涨，持续大涨之后，A 股本周出现大幅回调，医药指数本周跟随大盘趋势回调 6 个点，从之前的个股普涨演变成为分化行情。

图表 4：本周申万医药行业涨幅 Top10

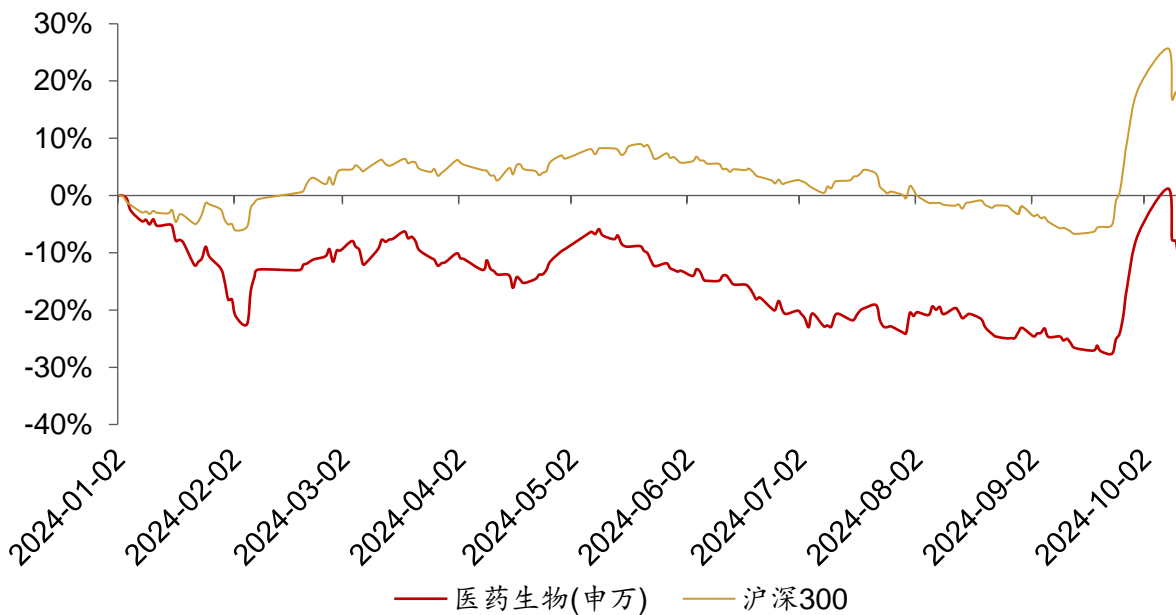
| 排序 | 代码 | 名称 | 市值 (亿元) | 本周表现 | 本月至今表现 | 年初至今表现 |
|----|-----------|----------|---------|--------|--------|---------|
| 1 | 300583.SZ | 赛托生物 | 45.4 | 25.03% | 25.03% | 25.24% |
| 2 | 002219.SZ | 新里程 | 89.0 | 13.48% | 13.48% | -13.86% |
| 3 | 000908.SZ | *ST 景峰 | 33.0 | 9.97% | 9.97% | 15.74% |
| 4 | 688658.SH | 悦康药业 | 100.0 | 9.19% | 9.19% | 7.64% |
| 5 | 002755.SZ | 奥赛康 | 117.1 | 6.23% | 6.23% | 16.64% |
| 6 | 688278.SH | 特宝生物 | 308.6 | 5.88% | 5.88% | 45.96% |
| 7 | 688198.SH | 佰仁医疗 | 168.7 | 5.84% | 5.84% | -0.70% |
| 8 | 600671.SH | ST 目药 | 9.3 | 5.54% | 5.54% | -34.65% |
| 9 | 835892.BJ | 中科美菱 | 10.6 | 5.16% | 5.16% | -13.11% |
| 10 | 300006.SZ | 莱美药业 | 39.5 | 5.06% | 5.06% | 0.54% |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) | | -6.00% | -6.00% | -12.75% |
| 12 | 000300.SH | 沪深 300 | | -3.25% | -3.25% | 13.29% |

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 5：本周申万医药行业跌幅 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 | 300573.SZ | 兴齐眼药 | 152.4 | -18.49% | -18.49% | -32.20% |
| 2 | 688575.SH | 亚辉龙 | 112.7 | -16.85% | -16.85% | -12.36% |
| 3 | 688351.SH | 微电生理-U | 87.0 | -15.80% | -15.80% | -27.91% |
| 4 | 301239.SZ | 普瑞眼科 | 58.6 | -15.02% | -15.02% | -53.99% |
| 5 | 688443.SH | 智翔金泰-U | 95.0 | -14.74% | -14.74% | -35.12% |
| 6 | 688117.SH | 圣诺生物 | 29.8 | -14.65% | -14.65% | -4.87% |
| 7 | 873167.BJ | 新赣江 | 7.8 | -14.53% | -14.53% | -31.59% |
| 8 | 833575.BJ | 康乐卫士 | 48.3 | -14.29% | -14.29% | -36.59% |
| 9 | 600763.SH | 通策医疗 | 224.8 | -14.25% | -14.25% | -7.17% |
| 10 | 600721.SH | 百花医药 | 25.5 | -14.18% | -14.18% | -13.95% |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) | | -6.00% | -6.00% | -12.75% |
| 12 | 000300.SH | 沪深300 | | -3.25% | -3.25% | 13.29% |

资料来源：Wind，华源证券研究

图表 6：年初至今医药指数表现


资料来源：Wind，华源证券研究

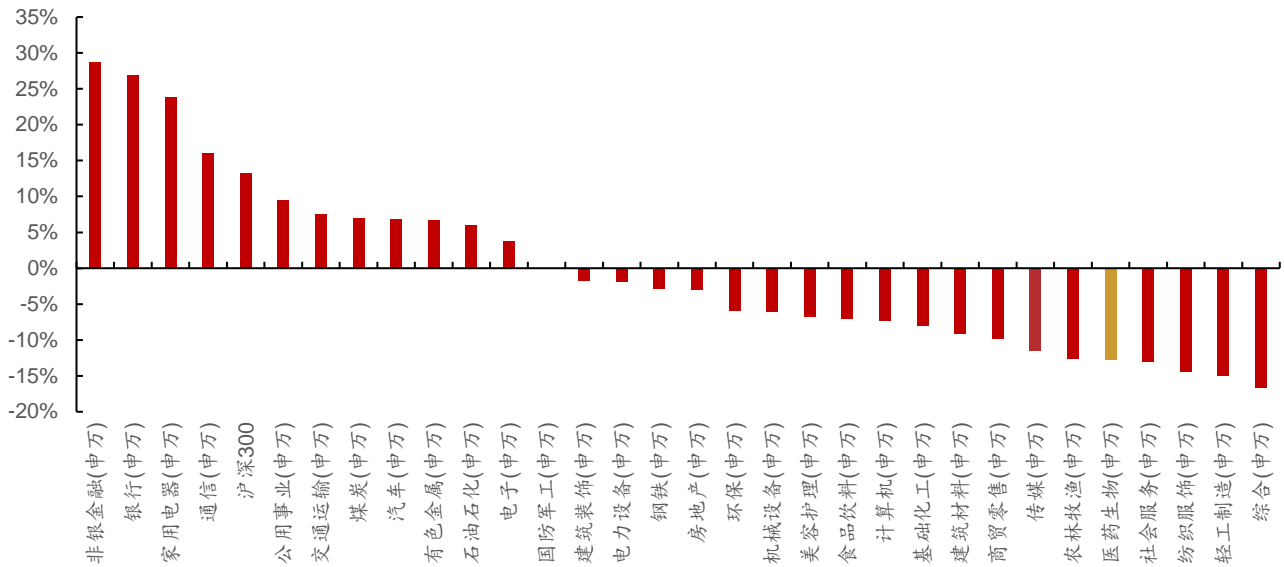
细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学制剂 (-4.9%)、生物制品 (-5.7%)、医疗器械 (-6.2%)、化学原料药 (-6.3%)、中药 (-6.6%)、医药商业 (-6.8%)、医疗服务 (-6.8%)。

年初以来，化学制剂 (-3.4%)、化学原料药 (-3.4%) 和中药 (-7.8%) 相对跌幅较小，医疗服务 (-23.3%)、生物制品 (-23.1%) 及医药商业 (-15.6%) 相对跌幅较大。

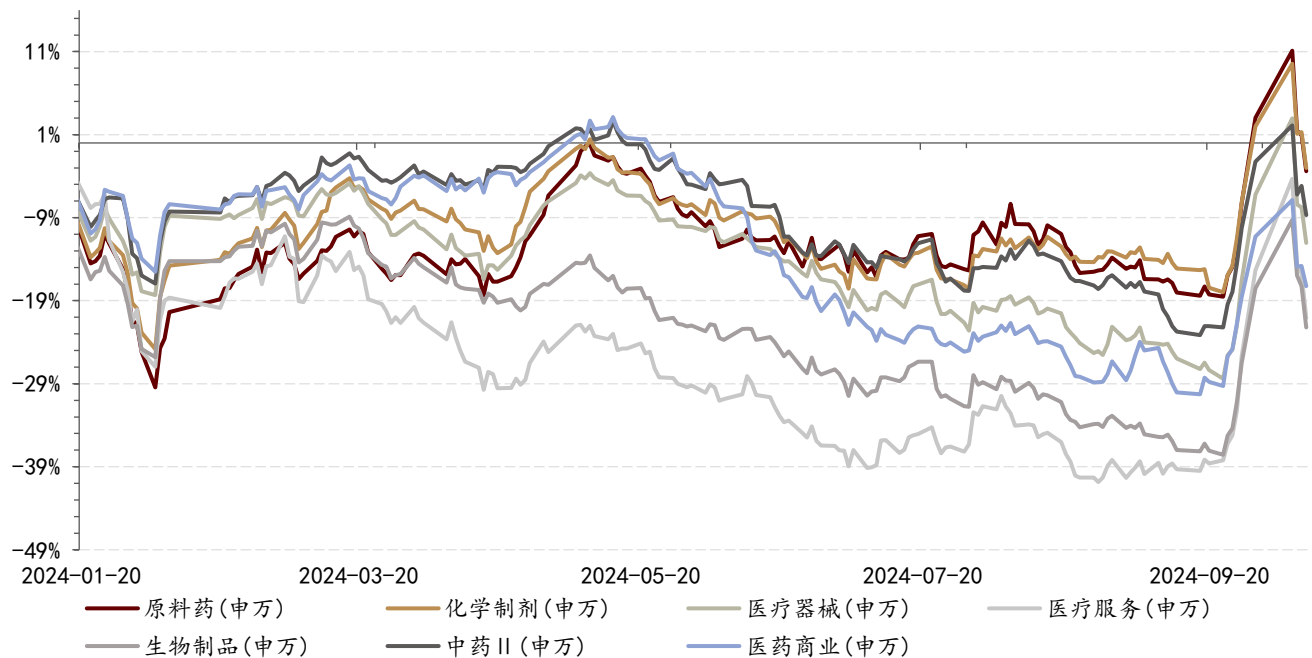
幅较大。

图表 7：申万各板块年初至今涨跌幅情况



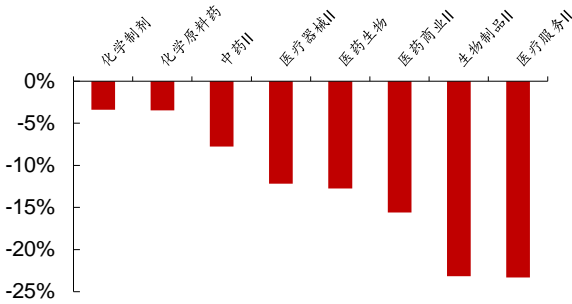
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 8：申万医药各细分板块年初至今表现



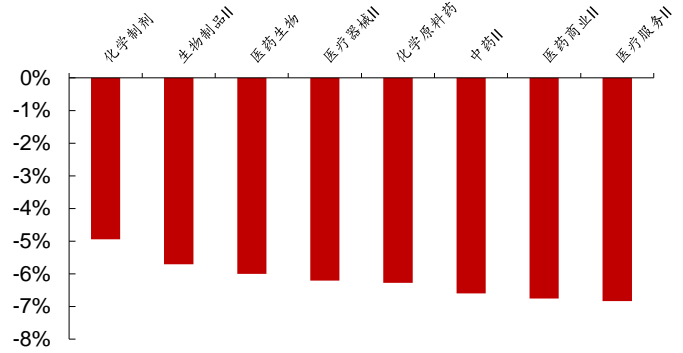
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 9：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

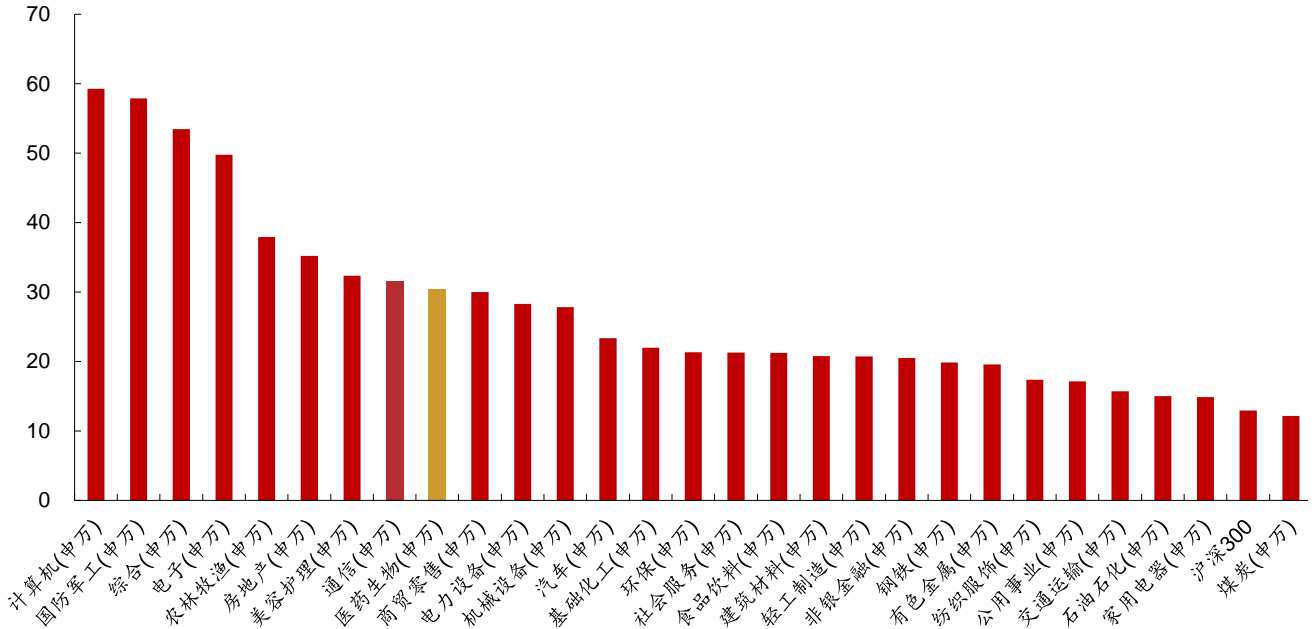
图表 10：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究

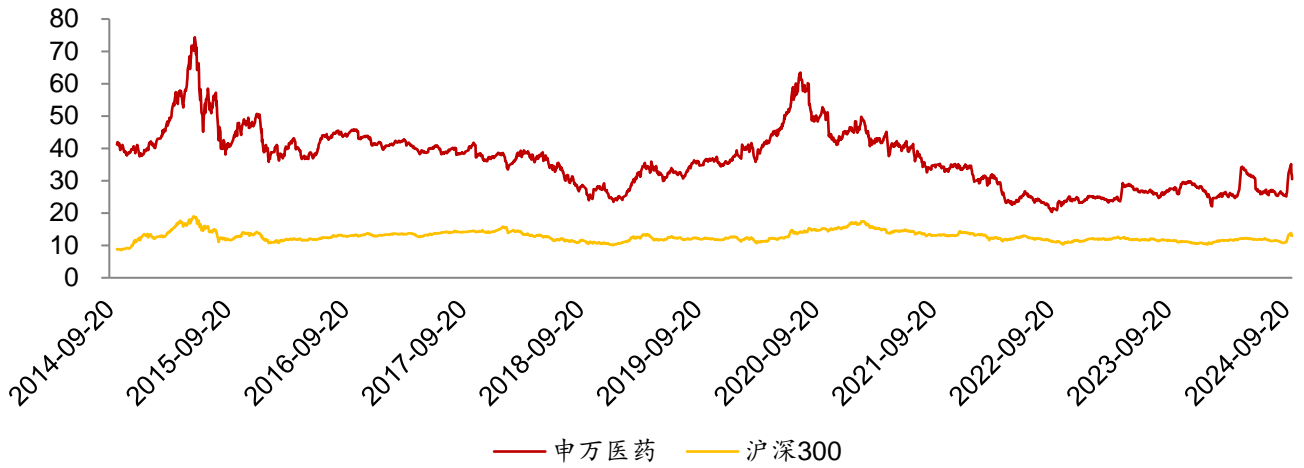
板块估值：截至 2024 年 10 月 11 日，申万医药板块整体 PE 估值为 30.49X，在申万一级分类中排第 9，从 PE 绝对值来看，目前医药估值到了历史相对底部位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、化药制剂和医疗器械等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 10 月 11 日，整体 TTM 法）



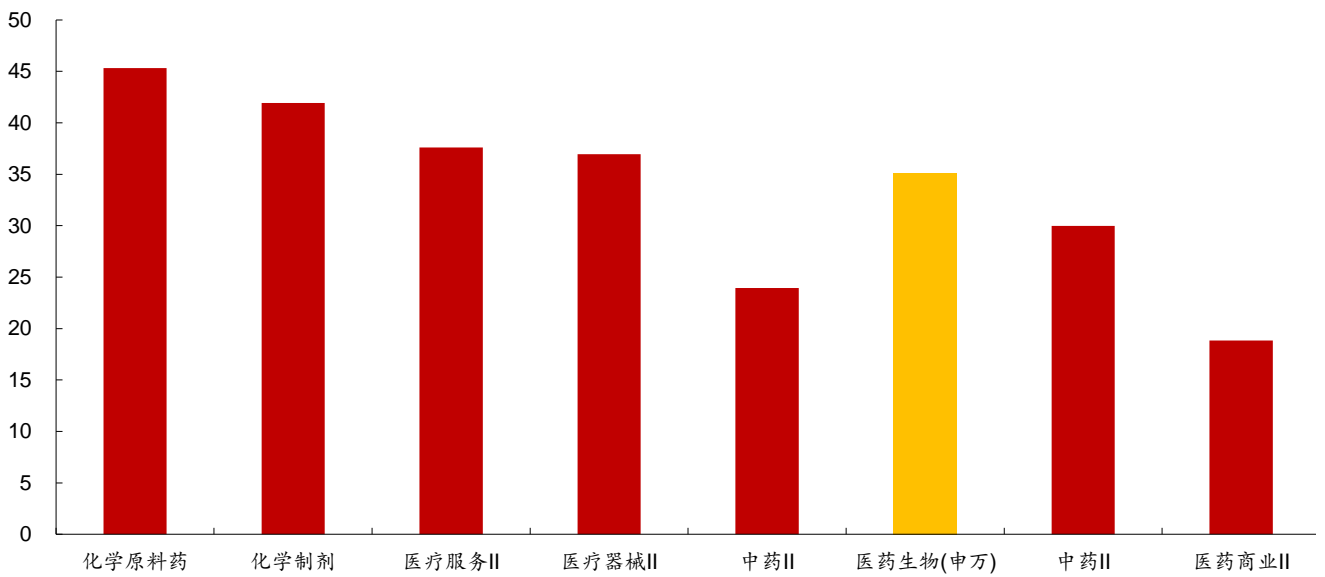
资料来源：Wind，华源证券研究

图表 12: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 10 月 11 日, 整体 TTM 法)

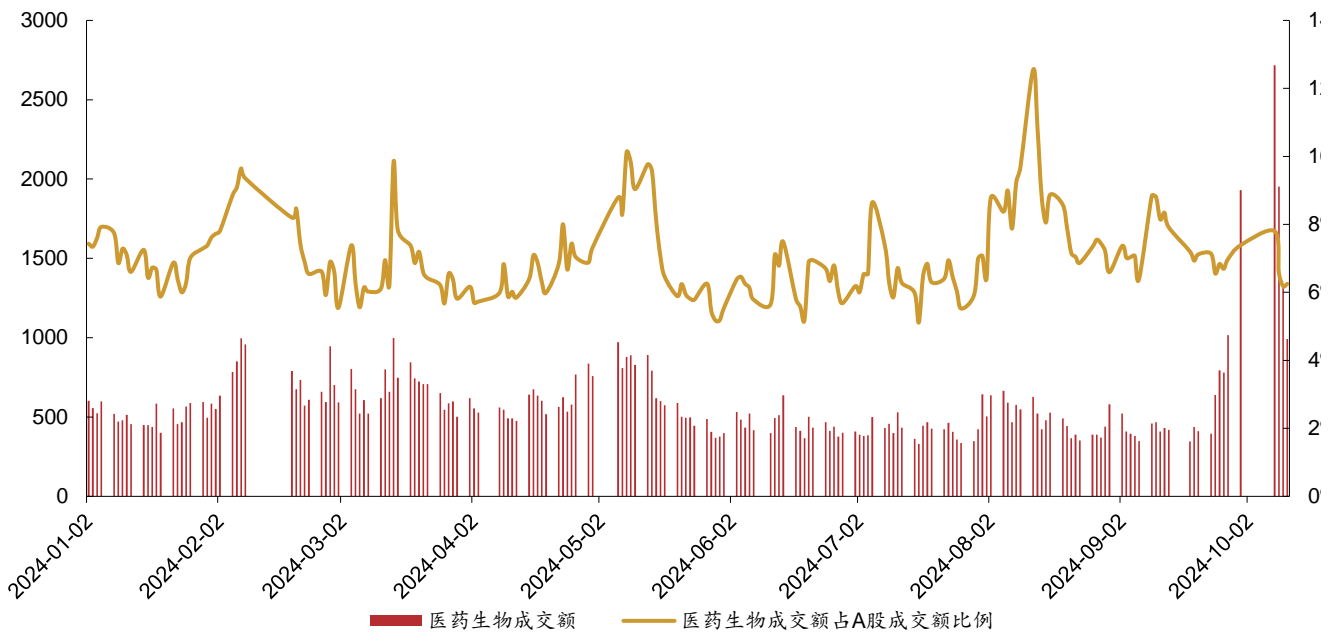


资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 13: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 10 月 11 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究

图表 14：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30X左右，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，我们判断宏观政策有望持续发力，随着医药基本面逐步企稳回升，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) 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、三友医疗、万孚生物、健友股份、科兴制药等。

2) 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。其中，重点关注港股pharma的估值修复机会。

3) 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。

4) 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。

5) 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)。

6) 小而美标的: 随着市场情绪显著好转, 部分前期估值受到压制、但业绩稳健或高增长公司有望迎来估值修复, 建议关注百洋医药、普门科技、九典制药、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合: 和黄医药、百洋医药、方盛制药、鱼跃医疗、九典制药。

十月投资组合: 和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、派林生物、昆药集团、盘龙药业、开立医疗、麦澜德。

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