

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	7825.19
52周最高	8843.95
52周最低	6070.89

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  
分析师：龙永茂  
SAC 登记编号：S1340523110002  
Email: longyongmao@cnpsec.com

近期研究报告

《医保药品目录调整专家评审结果公布，建议关注创新品种，消费医疗板块有望回暖》 - 2024.09.23

医药生物行业报告 (2024.09.30-2024.10.4)

全面看多，更应把握分化后的超额收益机会

● 一周观点：全面看多，更应把握分化后的超额收益机会

1) 政策行情将加速板块估值修复，底部价值凸显。

自9月底医药板块在国家一揽子增量政策，扎实推动经济向上结构向优的重磅利好推动下，指数快速反弹约29%，扭转持续近4年跌势。从当前PE(TTM)来看，A股医药32倍，港股医药23倍，此前的持续下跌已经脱离基本面，我们认为市场风险偏好的提升将加速推动板块估值修复。2024H1医药生物板块基金持股比例为7.3%，虽然较2023年底有所下滑，但仍处于历史中高位水平，表明机构普遍看好板块后续相对收益。从业绩来看，2024Q2医药生物整体收入同比增速为-1.26%，虽然表现不佳，但拖后腿的板块如疫苗、CXO、ICL、中药，这些板块业绩承压的一个共性在于同期高基数，自下半年开始基数影响将逐步消除；而收入增速靠前的血液制品、医疗耗材、原料药下半年边际改善有望持续，业绩确定性高，因此我们认为板块普涨有望延续，我们建议普涨阶段优先布局各细分板块一二线龙头。

2) 分化阶段优先推荐破净超跌、业绩好、空间大、逻辑顺个股。在普涨之后的分化阶段，我们首先看好破净超跌、业绩好、空间大、逻辑顺个股，其次是题材型个股。事实上，从24年上半年医药板块就已经出现业绩分化的迹象，预计Q3原料药、医疗服务、中药、IVD等板块将有不错的业绩表现。随着Q3板块压制性因素的逐步出清(美国降息、美国安全法案调整、投融资数据回暖、中成药集采温和落地等)，以及流动性改善的助力下，我们看好经济强相关的创新药、ICL、医疗服务、GLP-1原料药、IVD、中药、药店等板块中有较大业绩弹性的个股，其次看好题材型机会，如国企改革、优质资产整合等。

● 本周细分板块表现

本周医药生物上涨11.15%，跑赢沪深300指数2.67pct，在31个子行业中排名第8位。本周医院板块涨幅最大，上涨15.64%；疫苗板块上涨15.01%，医疗耗材板块上涨14.15%，医疗研发外包板块上涨13.11%，其他生物制品板块上涨12.15%；血液制品板块涨幅最小，上涨7.49%，医药流通板块上涨8.53%，中药板块上涨8.92%，化学制剂板块上涨9.84%，线下药店板块上涨10.06%。

● 推荐及受益标的：

推荐标的：国际医学、圣诺生物、英诺特、康臣药业、健之佳。  
受益标的：恒瑞医药、荣昌生物、诺诚健华、乐普生物、金域医学、新里程、卫光生物、九安医疗、华润三九、老百姓、大参林。

● 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 全面看多，更应把握分化后的超额收益机会 .....	4
2 本周（9月30日，下同）表现及子板块观点 .....	9
2.1 本周医药生物上涨 11.15%，医院板块涨幅最大 .....	10
2.2 细分板块周表现及观点 .....	11
3 风险提示 .....	16

## 图表目录

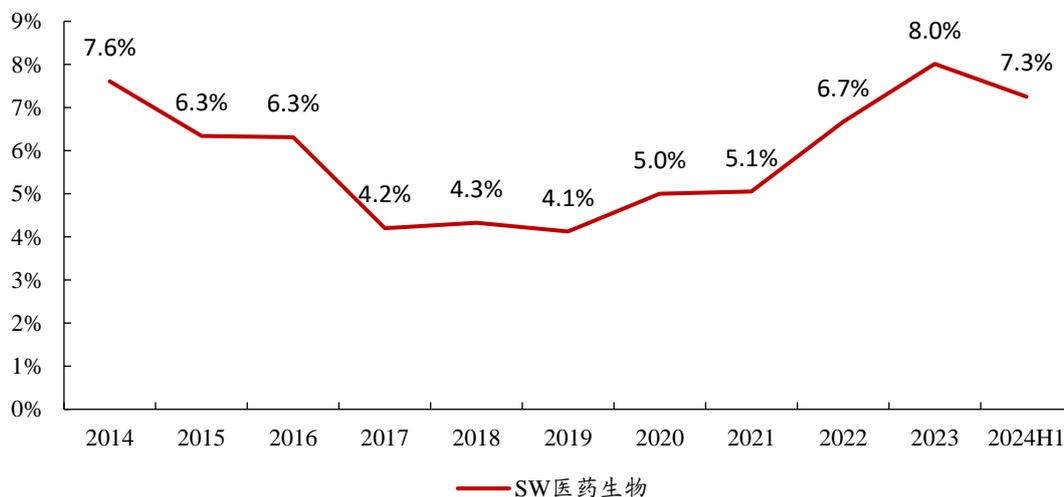
图表 1: 2024H1 医药生物板块基金持股比例 (整体法) 处于历史中高位水平 .....	4
图表 2: 部分破净超跌个股具备较大投资价值 .....	5
图表 3: 我国卫生费用支出占 GDP 的比重预计呈现波动上升趋势.....	7
图表 4: 美国 2022 年卫生费用支出占 GDP 比重达 17.3%.....	8
图表 5: 2023 年我国人均卫生总费用上升为 6425.3 元.....	8
图表 6: 近年来, 我国社会卫生支出占比逐步提高 .....	9
图表 7: 当前医保结余较为充盈, 长期增长依旧存在压力 .....	9
图表 8: 本周医药生物上涨 11.15%, 跑赢沪深 300 指数 2.67pct (单位: %) .....	10
图表 9: 本周医药生物涨跌幅在 31 个子行业中排名第 8 位 (单位: %) .....	10
图表 10: 本周医院板块涨幅最大, 上涨 15.64%.....	11
图表 11: 9 月至今子板块迎来反转 .....	15
图表 12: 上周各子板块个股涨跌幅 (%) .....	16

## 1 全面看多，更应把握分化后的超额收益机会

### 1) 政策行情将加速板块估值修复，底部价值凸显

自9月底医药板块在国家一揽子增量政策，扎实推动经济向上结构向优的重磅利好推动下，指数快速反弹约29%，扭转持续近4年跌势。从当前PE（TTM）来看，A股医药32倍，港股医药23倍，此前的持续下跌已经脱离基本面，我们认为市场风险偏好的提升将加速推动板块估值修复。2024H1医药生物板块基金持股比例为7.3%，虽然较2023年底有所下滑，但仍处于历史中高位水平，表明机构普遍看好板块后续相对收益。从业绩来看，2024Q2医药生物整体收入同比增速为-1.26%，虽然表现不佳，但拖后腿的板块如疫苗（收入下降-32.75%）、CXO（-9.45%）、ICL（-7.41%）、中药（-6.16%），这些板块业绩承压的一个共性在于同期高基数，自下半年开始基数影响将逐步消除；而收入增速靠前的血液制品（+12.67%）、医疗耗材（+11.67%）、原料药（+10.25%）下半年边际改善有望持续，业绩确定性高，因此我们认为板块普涨有望延续，我们建议普涨阶段优先布局各细分板块一二线龙头。

**图表1：2024H1医药生物板块基金持股比例（整体法）处于历史中高位水平**



资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 2) 分化阶段优先推荐破净超跌、业绩好、空间大、逻辑顺个股

在普涨之后的分化阶段，我们首先看好破净超跌、业绩好、空间大、逻辑顺个股，其次是题材型个股。

图表2：部分破净超跌个股具备较大投资价值

证券代码	证券简称	市净率 PB(LF)	2024H1 营业总收入 (亿元)	2024H1 营业总收入增长率 (%)	2024H1 归母净利润 (亿元)	2024H1 归母净利润增长率 (%)
000908.SZ	*ST 景峰	-40.92	2.03	-46.76	-0.24	-85.25
688520.SH	神州细胞-U	-40.15	13.05	61.45	1.26	191.19
300108.SZ	*ST 吉药	-3.67	1.67	4.99	-1.39	-51.92
200028.SZ	一致 B	0.42	377.86	-1.57	7.43	-10.45
900917.SH	海欣 B 股	0.57	4.06	-34.98	1.02	0.10
002382.SZ	蓝帆医疗	0.61	30.06	32.88	-1.60	32.29
002872.SZ	ST 天圣	0.62	2.81	-4.06	-0.43	15.11
000623.SZ	吉林敖东	0.73	14.12	-10.82	5.37	-49.45
002932.SZ	明德生物	0.77	1.54	-71.30	0.65	-42.12
002589.SZ	瑞康医药	0.79	40.32	-1.18	0.31	1.17
002462.SZ	嘉事堂	0.86	128.39	-13.70	1.68	8.19
688068.SH	热景生物	0.87	2.49	-18.96	-0.43	-151.28
000950.SZ	重药控股	0.87	397.79	-2.30	2.38	-53.65
002022.SZ	科华生物	0.89	9.09	-34.94	-0.52	-348.31
300981.SZ	中红医疗	0.90	11.48	14.97	0.33	758.15
300158.SZ	振东制药	0.90	15.07	-22.05	0.31	110.81
900904.SH	神奇 B 股	0.92	11.10	-7.91	0.38	8.93
300639.SZ	凯普生物	0.93	4.09	-32.60	-0.77	-162.62
002393.SZ	力生制药	0.93	7.45	13.25	1.02	13.50
688317.SH	之江生物	0.94	0.95	-35.61	0.26	-17.76
002004.SZ	华邦健康	0.94	59.22	0.91	3.14	-19.02
688298.SH	东方生物	0.98	4.18	-16.61	-1.52	-535.56
688075.SH	安旭生物	0.98	2.48	21.42	1.15	-30.85
000028.SZ	国药一致	0.99	377.86	-1.57	7.43	-10.45

资料来源：Wind、中邮证券研究所

事实上，从 24 年上半年医药板块就已经出现业绩分化的迹象，预计 Q3 原料药、医疗服务、中药、IVD 等板块将有不错的业绩表现。再以中药板块为例，上半年中药指数下跌 12%，而佐力药业、羚锐制药、东阿阿胶、康臣药业涨幅接近或超过 30%，与业绩保持高增长强相关，分化明显。随着 Q3 板块压制性因素的逐步出清（美国降息、美国安全法案调整、投融资数据回暖、中成药集采温和落地等），以及流动性改善的助力下，我们看好经济强相关的创新药、ICL、医疗服务、GLP-1 原料药、IVD、中药、药店等板块中有较大业绩弹性的个股（见投资建议），其次看好题材型机会，如国企改革、优质资产整合等。

**创新药：**在医保资金增速降缓的背景下，对于最终被医保目录纳入的药品创新性、真实可靠要求或更高。2024 年从中央到地方政策全链条支持创新药发展，作为新质生产力的重要方向之一。高临床价值的创新品种有望获得更包容的医保政策支持。对于持续挖掘和研发未满足临床需求的创新药企有望在市场中进一步提升竞争力。看好 ADC、自免、减肥、NASH、中药创新药等方向，建议关注：恒瑞医药、科伦博泰生物-B、和黄医药、荣昌生物、诺诚健华、康方生物、以岭药业、先声药业等公司。

**ICL：**收入端，常规 Q2 环比 Q1 增长（迪安+4.3%，金域 Q1 同比下滑但 Q2 同比持平），上半年特检增速优于普检，各标的特检占比皆增长。一线中标数据表明 2024 年至今渗透率加速提升，中标数量明显增加且优质客户增加。利润端，毛利率 Q1 为低点，Q2 皆有明显改善，后续预期保持提升；各家 ICL 加大精细化管理，费率同比皆有下降；Q2 信用减值损失高于 Q1，下半年预计减值明显低于上半年，预计年底新冠应收减值风险较大幅度降低。

**综合医院：**2024H1 综合医院内生收入基本保持了高个位数增长，经营稳健向上，且大部分医院已较好适应 DRGs/DIP，新里程实施 DRG 的医院全部实现了医保结余，国际医学旗下医疗机构医保支付率也基本达到 100%，环球医疗在 DRG 下加大控制药耗占比，有效收入占比提升 3pct。展望下半年，Q4 为综合医院经营旺季，相关标的业绩有望稳健向上；同时近期医保大数据核查出部分中小型医院存在骗保行为，利于当地医疗市场集中度提升，利好当地合规经营民营医院。

**GLP-1 原料药：**慢病药物（降糖、减重、心脑血管等）拉动肽类药物市场规模持续扩大，国内多肽原料药市场规模增长势头强劲，预计 2030 年达到 653 亿元人民币。GLP-1 药物司美格鲁肽等销售额持续攀升，产能需求旺盛。从诺泰生物、圣诺生物和翰宇药业三家公司 24H1 原料药业务营收和毛利上看，诺泰生物和翰宇药业受益于 GLP1 订单收入大幅增长，3 家公司毛利率均有较大幅度上升。GLP1 原料药订单逐步兑现到业绩端，相关上游原料药企业有望持续获益。

**IVD：**进入三季度，登革热、猴痘等题材推动板块热度提升，三季度部分个股有望受益于呼吸道检测、海外出口等带动板块迎来反转。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，预计在 Q3、Q4 转化为业绩。2024 年下半年安徽体外诊断检测试剂集采开始执行，头部企业有望受益。

中药：院内中药当前销售增速预计逐步恢复，集采下部分中药迎来放量机会，例如佐力药业、康臣药业核心大单品；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关注经营有预期差，业绩稳健的个股。

药店：零售药店整体 Q3 客流回稳，我们预计下半年客流回升趋势将持续，同时 24 年之前的新店、次新店有望逐步贡献业绩，中小药店加速闭店，预计下半年业绩环比改善。

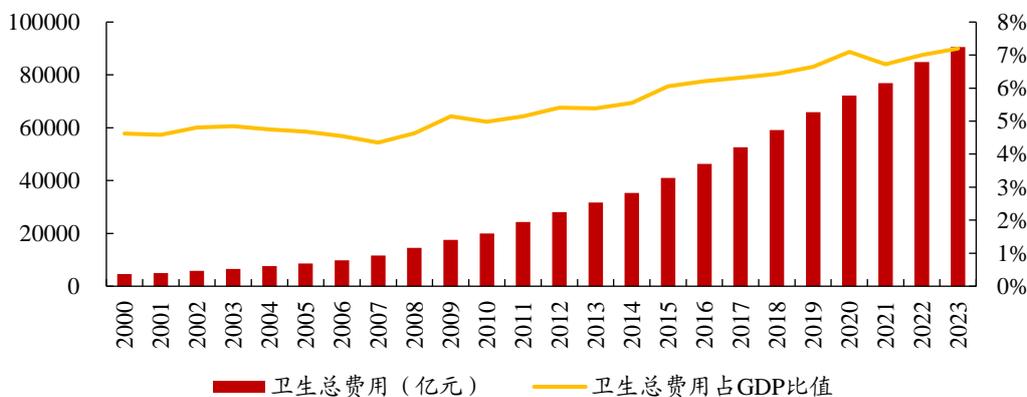
**推荐标的：**国际医学、圣诺生物、英诺特、康臣药业、健之佳。**受益标的：**恒瑞医药、荣昌生物、诺诚健华、乐普生物、金域医学、新里程、卫光生物、九安医疗、华润三九、老百姓、大参林。

**风险提示：**集采降价超预期、消费复苏不及预期、企业外延并购落地低于预期。

### 3) 政府对于医疗领域投入有望加大

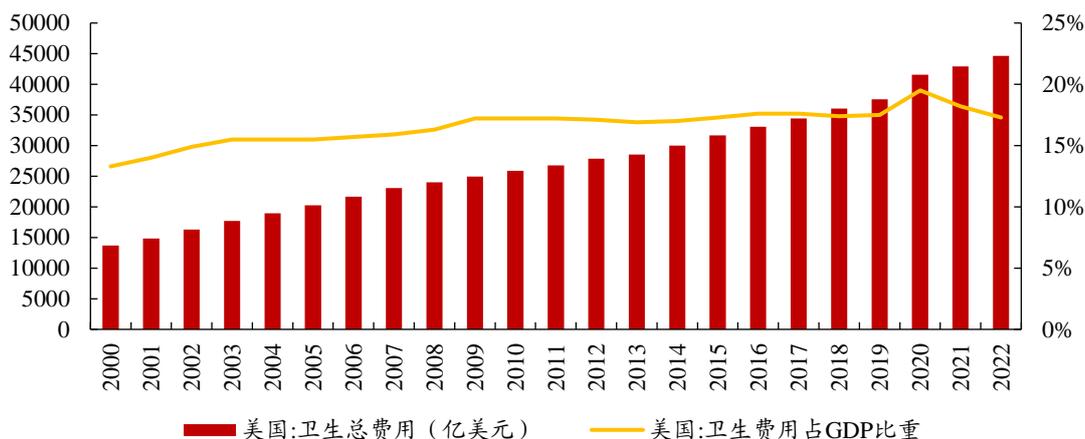
从我国卫生费用上看，2023 年全国卫生总费用为 90575.8 亿元，占 GDP 的比重为 7.2%。对比美国卫生费用支出占 GDP 比重 17.3%来看，随着我国老龄化的逐年加剧，我国卫生费用支出占 GDP 的比重预计呈现波动上升趋势。

图表3：我国卫生费用支出占 GDP 的比重预计呈现波动上升趋势



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表4：美国 2022 年卫生费用支出占 GDP 比重达 17.3%



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从我国人均卫生总费用上看，呈现逐年上升趋势，2023 年为 6425.3 元。

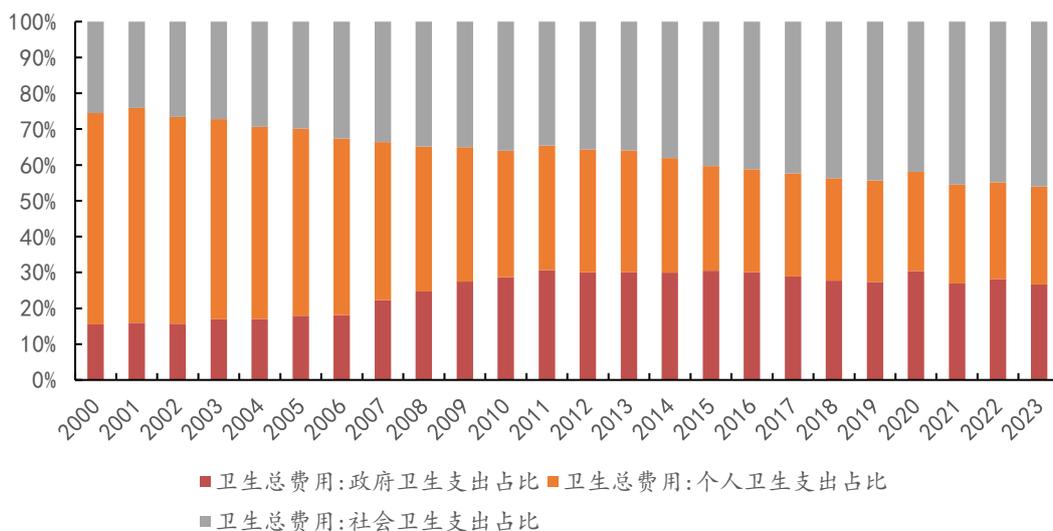
图表5：2023 年我国人均卫生总费用上升为 6425.3 元



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

从结构上看，政府卫生支出 24147.9 亿元，占 26.7%；社会卫生支出 41676.8 亿元，占 46.0%；个人卫生支出 24751.1 亿元，占 27.3%。近年来，政府卫生支出占比较为稳定，社会卫生支出占比逐步提高，个人卫生支出占比逐步下降。

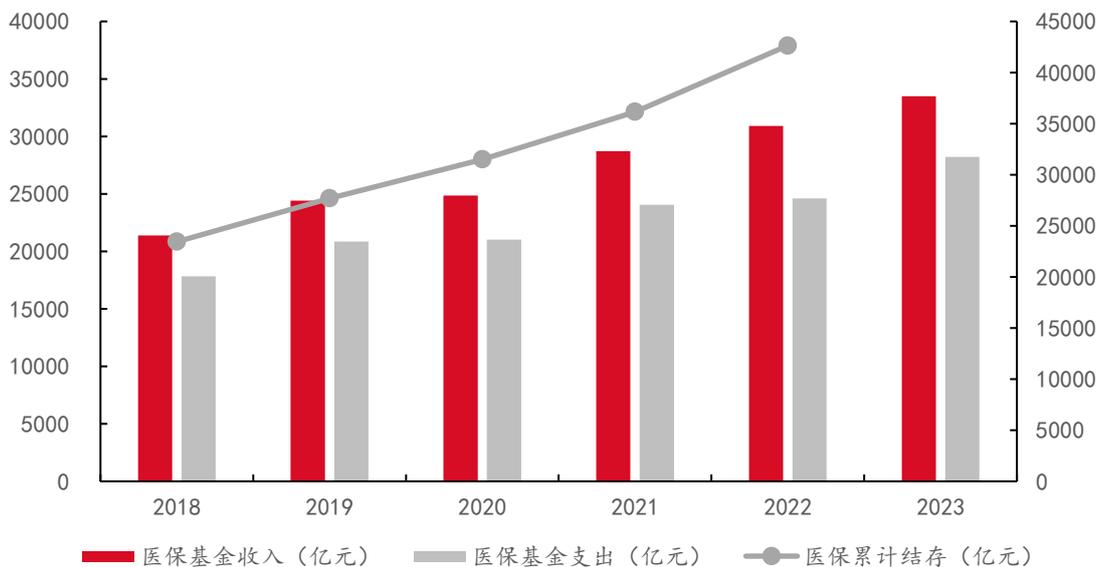
图表6：近年来，我国社会卫生支出占比逐步提高



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2023年，全国基本医疗保险（含生育保险）基金总收入33501.36亿元，全国基本医疗保险（含生育保险）基金总支出28208.38亿元。2023年统筹基金当期结存5039.59亿元，累计结存33979.75亿元。当前医保结余较为充盈，但随着人口结构的变化，我国医保基金长期增长依旧存在压力。集采和谈判等政策已较为成熟，对医保控费成效显著。

图表7：当前医保结余较为充盈，长期增长依旧存在压力



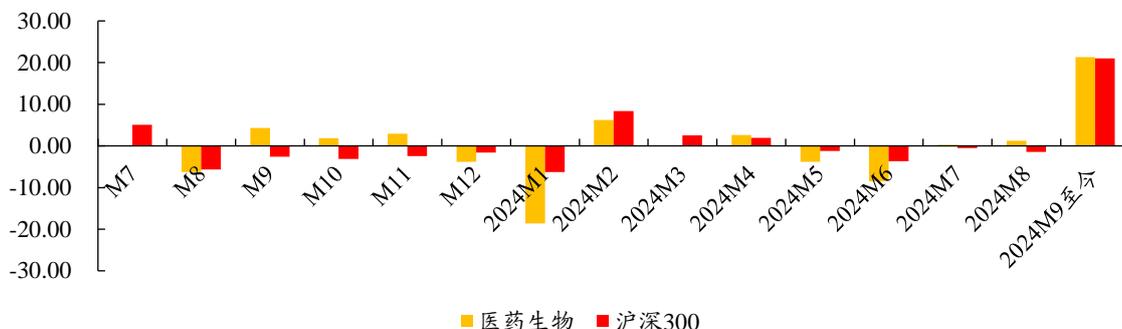
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 2 本周（9月30日，下同）表现及子板块观点

## 2.1 本周医药生物上涨 11.15%，医院板块涨幅最大

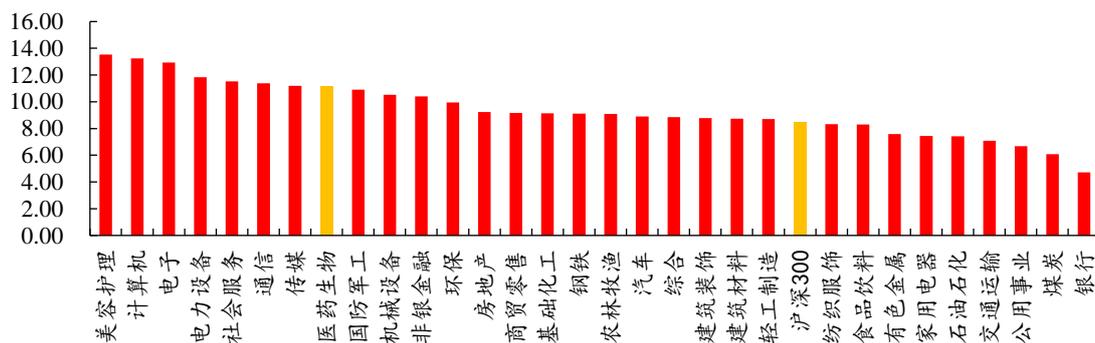
本周医药生物上涨 11.15%，跑赢沪深 300 指数 2.67pct，在 31 个子行业中排名第 8 位。

图表8：本周医药生物上涨 11.15%，跑赢沪深 300 指数 2.67pct（单位：%）



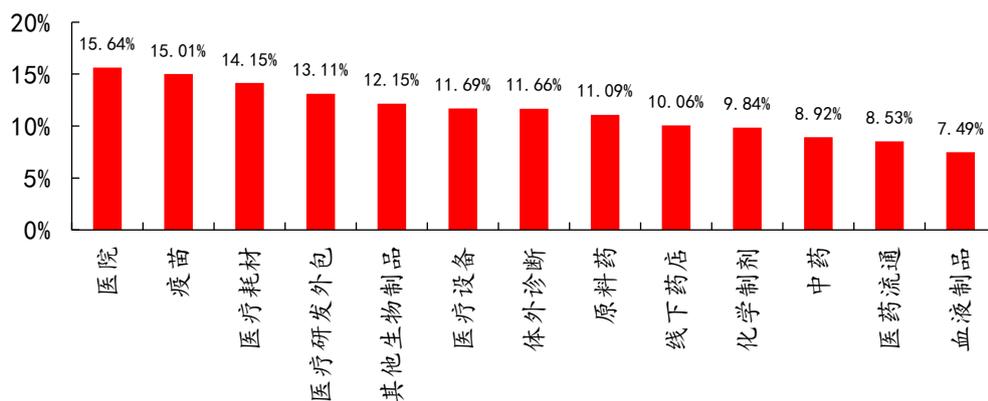
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表9：本周医药生物涨跌幅在 31 个子行业中排名第 8 位（单位：%）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

本周医院板块涨幅最大，上涨 15.64%；疫苗板块上涨 15.01%，医疗耗材板块上涨 14.15%，医疗研发外包板块上涨 13.11%，其他生物制品板块上涨 12.15%；血液制品板块涨幅最小，上涨 7.49%，医药流通板块上涨 8.53%，中药板块上涨 8.92%，化学制剂板块上涨 9.84%，线下药店板块上涨 10.06%。

**图表10：本周医院板块涨幅最大，上涨 15.64%**


资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 2.2 细分板块周表现及观点

**选股思路：**出海耗材，如 IVD、手套等，订单型驱动，业绩确定性高；ICL，三季度低基数、DRG 推动下外包渗透率提升、竞争格局改善中；GLP-1 原料药，GLP-1 药物新剂型及新适应症带来原料药需求持续提升，国产龙头企业产能与订单加速爬坡；血制品，院内刚需，头部企业采浆增速预计保持较快增速。

### (1) 医疗设备

本周医疗设备板块上涨 11.69%，主要受益于政策性增量资金带来的市场普涨行情。最新交易日，2024 年 9 月 30 日，医疗设备板块市盈率（TTM）为 34.00 倍，处于历史分位点为 26.27%，历史最大值为 140.90，平均值为 45.37 倍，我们认为随着市场好转，板块上涨空间较大，建议积极布局。业绩方面，24H1 板块营业总收入 569.5 亿元，同比增长-1.3%；归母净利润合计 119.4 亿元，同比增长-8.2%。目前设备以旧换新委属 44 家医院完成申报答辩，资金有望率先落地，省属、市属医院陆续完成审批落地，院内需求有望转化为订单。建议密切关注各地设备采购政策进展，近期资金落地情况。我们预计进入到四季度，各省份有望逐步落地旧换新政策，相关院内招标启动，设备厂家四季度有望出现大量以旧换新订单。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-Q4 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。建议优先关注中小型医疗设备以旧换新方向。

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

## (2) 医疗耗材

本周医疗耗材上涨 14.15%，受到政策和资金因素推动，整体板块公司均上涨。我们认为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。在耗材板块中，建议关注：

i 高景气赛道（南微医学、安杰思、爱博医疗、微电生理、惠泰医疗、赛诺医疗、迈普医学、佰仁医疗）。

ii 有望受国内政策推动板块（惠泰医疗、微电生理、迈普医学、康拓医疗、心脉医疗、健帆生物、济民健康、戴维医疗）。

iii 海外政策有望预期差板块（英科医疗、中红医疗、维力医疗）。

iv 新订单和新产能有望带来增量标的（昌红科技、拱东医疗、华兰股份、怡和嘉业）。

v 社会消费力相关耗材标的（可孚医疗、爱博医疗、欧普康视、昊海生科、健帆生物）。

**推荐标的：**迈普医学、微电生理、昌红科技。**受益标的：**康拓医疗、中红医疗、怡和嘉业、惠泰医疗、心脉医疗、维力医疗。

## (3) IVD 板块

本周 IVD 板块上涨 11.66%，主要受益于政策性增量资金带来的市场普涨行情。最新交易日，2024 年 9 月 30 日，体外诊断板块市盈率（TTM）为 29.38 倍，处于历史分位点 33.53%，历史最大值为 173.46 倍，平均值为 46.52 倍，我们认为随着市场好转，板块上涨空间较大，建议积极布局。业绩方面，24H1 板块营业收入总收入 219.3 亿元，同比增长-6.0%；归母净利润合计 42.6 亿元，同比增长-17.9%。进入三季度，登革热、猴痘等题材推动板块热度提升，三季度部分个股有望受益于呼吸道检测、海外出口等带动板块迎来反转。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业绩表现亮眼。

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，预计在 Q3、Q4 转化为业绩。9 月 12 日，安徽省医疗保障局发布关于开展肿瘤标志物检测产品、甲状腺功能检测产品挂网工作的通知，2024 年肿标集采正式拉开帷幕，头部企业有望受益于带量，市场份额预计进一步提升。建议关注：呼吸道检测、出海、集采受益等方向。

**推荐标的：**英诺特、圣湘生物。**受益标的：**九安医疗、万孚生物、迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、奥泰生物。

#### (4) 血液制品板块

本周血液制品板块上涨 7.49%。目前白蛋白市场整体价格体系较为稳定，重组白蛋白的临床使用范围较窄且接受度尚未可知，短期内不会对白蛋白市场产生较大影响。静丙需求持续旺盛，价格体系维持较高水平。主要大品种需求持续稳健增长，企业基本面稳健，三季度业绩预计维持稳健增长。板块估值在经过前期回调后具备良好长期投资价值。当前血制品行业进入十四五末期的快速发展阶段，采浆增速持续增长，并购整合加速推进。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、卫光生物等。

#### (5) 药店板块

本周线下药店板块上涨 10.06%，板块前期回调较多，迎来较大修复。7 月零售药店市场逆转回升，客流持续恢复，下半年业绩环比改善趋势明显。据中康数据，7 月全国零售药店市场规模同比回升 0.7%。我们预计下半年客流回升趋势将持续，同时 24 年之前的新店、次新店有望逐步贡献业绩，中小药店加速闭店，预计下半年业绩环比改善。长期来看，行业出清提速，25 年龙头药店客流量预计提升，统筹持续落地带来业绩增量。在上半年消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业开始分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，中康数据显示全国关闭的药店数量从 2024 年第一季度的 6778 家增加至第二季度的 8792 家，闭店加速。预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹方面，龙头药房具备当地市场门诊统筹先发优势，对于客流具备虹吸效应，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、

关联产品消费增加等有望带来客单价提升，门诊统筹有望带来业绩增量。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。

**推荐标的：**益丰药房。受益标的：老百姓、大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民等。

### **(6) 医疗服务**

本周医院板块上涨 15.64%。医院板块在消费下行、行业竞争加剧等影响下自 2023 年初开启持续回调，PE (TTM) 自 90 倍左右回调至最低不超过 30 倍，为医药生物子板块中回调幅度最高板块之一，当前重磅利好政策发布后，此前回调明显的消费板块加速反弹，医院板块作为医药生物消费属性明显较强的子板块，弹性更为凸出。2024H1 业绩端刚需医疗增速稳健，消费医疗增速主要取决于消费恢复情况。展望下半年，Q4 为综合医院经营旺季，相关标的业绩有望稳健向上，我们看好经营稳健、增长稳健、现金流健康、有外延预期的综合医院子板块；ICL 常规检测增速和毛利率呈现恢复态势，费率通过加大精细化管理皆有优化，预计年底新冠应收账款减值风险较大幅度降低。我们认为综合医院、ICL、肿瘤诊疗服务、中医诊疗服务等行业增长稳健向上，为稳健赛道，眼科、口腔、体检等行业前期受消费下行影响大，为弹性赛道。

**推荐标的：**海吉亚医疗、国际医学、美年健康。**受益标的：**爱尔眼科、通策医疗、金域医学、艾迪康控股、新里程、固生堂、环球医疗。

### **(7) 中药板块**

中药：本周中药板块上涨 8.92%。根据全国中成药第三批和首批扩围集采文件，此次集采聚焦院内品种，上市公司独家大单品涉及少，对此前安徽中成药集采纳入较多独家产品的担忧基本解除。我们认为 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，例如佐力药业、康臣药业核心大单品；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 1.8，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、康臣药业、康恩贝、桂林三金；**受益标的：**贵州三力、羚锐制药、方盛制药。

### (8) CXO 板块

本周医疗研发外包板块上涨 13.11%，增长表现强劲。制约因素逐步消除，行业并购整合加剧。就《生物安全法案》而言，目前“夹带”进入其他法案的立法快捷通道路径已经失效，仅剩单独立法途径。我们认为年底前剩余的国会工作日时间较少，后续留给立法的时间窗口也较窄，行业增长有望拉动，板块有望触底回升。本周泰格医药宣布拟以现金方式，受让迪安诊断旗下 CRO 公司观合医药 40.57% 股权，交易完成后公司将直接及间接持有观合医药 72.82% 股权，观合医药将纳入公司合并报表范围。CRO 龙头公司并购整合进一步加剧，一站式服务能力不断增强。在美联储降息落地、行业制约因素逐步消除背景下，四季度板块有望迎来修复行情，建议关注订单增长表现较好、行业并购整合能力较强的相关龙头标的。**受益标的：**药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、圣诺生物、诺泰生物等。

图表11：9 月至今子板块迎来反转

	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9 至今	2024PE	2025PE	2024PEG	2025PEG
<b>中药</b>	-12.46%	4.41%	3.14%	3.92%	-3.76%	-9.08%	-1.70%	2.27%	16.29%	25.85	23.26	1.78	1.58
<b>化学制药</b>	-19.92%	6.05%	4.01%	6.31%	-2.54%	-7.72%	2.23%	4.85%	17.73%	46.68	38.45	0.73	0.60
原料药	-21.32%	5.65%	-0.42%	11.46%	0.31%	-5.62%	3.44%	1.81%	19.58%	35.65	30.03	1.05	0.89
化学制剂	-19.59%	6.14%	5.02%	5.18%	-3.19%	-8.20%	1.95%	5.43%	17.39%	49.32	40.41	0.66	0.54
<b>医药商业</b>	-9.72%	3.73%	2.61%	3.66%	-1.31%	-17.17%	-3.34%	-1.74%	20.44%	16.27	15.00	0.87	0.82
医药流通	-9.21%	3.93%	4.87%	1.29%	-2.71%	-9.70%	0.85%	-1.72%	18.86%	16.71	15.74	0.93	0.91
线下药店	-10.63%	3.35%	-1.52%	8.29%	1.28%	-30.57%	-13.18%	-1.79%	24.70%	15.07	13.14	0.73	0.64
<b>医疗器械</b>	-15.99%	7.09%	-1.67%	4.09%	-2.79%	-7.00%	-3.40%	0.59%	20.44%	30.33	25.11	1.19	0.98
医疗设备	-13.68%	6.76%	-2.93%	4.20%	-3.39%	-5.38%	-5.66%	-2.08%	19.60%	29.50	24.14	1.48	1.21
医疗耗材	-18.67%	6.13%	0.14%	7.10%	-2.02%	-7.98%	-0.23%	1.94%	22.62%	31.32	24.44	0.82	0.64
体外诊断	-17.95%	9.01%	-0.90%	0.31%	-2.37%	-9.54%	-2.04%	5.03%	19.41%	31.16	28.91	1.19	1.09
<b>生物制品</b>	-23.11%	10.91%	-3.80%	-1.56%	-6.03%	-7.45%	-0.10%	-1.55%	22.85%	31.35	23.60	1.03	0.77
血液制品	-17.27%	6.91%	0.65%	4.21%	-1.37%	4.13%	-0.84%	-0.32%	7.10%	28.28	24.51	1.15	1.01
疫苗	-25.12%	13.31%	-9.75%	-8.26%	-6.94%	-12.43%	2.63%	-2.95%	31.17%	25.24	21.18	1.58	1.31
其他生物制品	-23.28%	10.28%	-0.11%	1.77%	-7.18%	-8.27%	-1.81%	-1.05%	24.29%	43.11	26.01	0.69	0.42
<b>医疗服务</b>	-23.70%	3.55%	-5.61%	-4.51%	-6.91%	-9.95%	6.31%	-3.01%	37.04%	31.76	24.31	2.64	2.02
医院	-19.73%	7.04%	-7.62%	-2.36%	-7.39%	-13.25%	4.55%	-2.38%	44.71%	42.98	32.42	1.61	1.22
医疗研发外包	-25.82%	1.12%	-4.87%	-3.36%	-6.31%	-7.52%	7.52%	-3.84%	34.17%	25.77	20.67	4.15	3.32

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表12: 上周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
<b>涨幅前 5</b>	1 森萱医药 20.99	百利天恒-U 20.00	长药控股 20.05	智飞生物 19.99	药易购 14.85
	2 新赣江 19.94	普利制药 18.50	大唐药业 18.41	沃森生物 19.97	漱玉平民 14.54
	3 键凯科技 19.27	兴齐眼药 18.45	新光药业 18.07	康希诺 19.96	华人健康 14.46
	4 纳微科技 19.27	微芯生物 17.79	香雪制药 17.56	康华生物 19.45	百洋医药 14.20
	5 哈一药业 18.08	悦康药业 17.77	生物谷 16.28	凯因科技 19.28	达嘉维康 12.56
<b>涨幅后 5</b>	1 浙江医药 7.18	*ST 景峰 (5.01)	东阿阿胶 4.38	天坛生物 6.53	一致 B 5.44
	2 津药药业 7.32	ST 三圣 (0.36)	*ST 龙津 4.61	通化东宝 6.95	上海医药 6.28
	3 广济药业 7.51	ST 长康(退市) 0.00	ST 目药 4.94	上海莱士 7.19	第一医药 6.43
	4 能特科技 7.57	ST 天圣 4.69	ST 百灵 5.01	卫光生物 7.99	荣丰控股 7.11
	5 河化股份 7.58	丽珠集团 5.80	ST 九芝 5.01	甘李药业 8.54	开开 B 股 7.35
	医疗研发外包	医疗服务	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
<b>涨幅前 5</b>	1 数字人 25.79	华夏眼科 19.99	博迅生物 26.08	欧普康视 19.42	艾德生物 18.23
	2 美迪西 20.01	爱尔眼科 19.98	锦好医疗 21.97	心脉医疗 18.97	迪瑞医疗 16.67
	3 皓元医药 20.01	普瑞眼科 18.22	阳普医疗 20.04	惠泰医疗 18.51	利德曼 15.56
	4 阳光诺和 20.01	华大基因 17.53	天智航-U 20.03	乐普医疗 17.17	凯普生物 15.50
	5 药石科技 19.96	兰卫医学 15.52	鹿得医疗 19.59	三友医疗 16.58	易瑞生物 15.12
<b>涨幅后 5</b>	1 百花医药 7.18	ST 中珠 3.88	鱼跃医疗 7.68	山东药玻 6.24	基蛋生物 6.88
	2 昭衍新药 9.99	创新医疗 6.93	新华医疗 8.96	奥美医疗 8.18	东方海洋 7.62
	3 凯莱英 10.00	南华生物 8.15	万东医疗 9.51	南卫股份 8.59	九安医疗 8.39
	4 药明康德 10.00	光正眼科 8.62	迈瑞医疗 10.55	赛诺医疗 8.78	中源协和 8.58
	5 博济医药 12.56	澳洋健康 9.09	三诺生物 11.11	蓝帆医疗 8.79	科华生物 9.08

资料来源: Wind、中邮证券研究所

### 3 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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 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

### 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

### 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