

# 医药2025——价值洼地，成长先行

板块投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所 医药团队

蔡明子 (首席分析师)

SAC编号: S1340523110001

古意涵 (分析师)

SAC编号: S1340523110003

龙永茂 (分析师)

SAC编号: S1340523110002

陈成 (分析师)

SAC编号: S1340524020001

中邮证券

2024年11月14日

## ➤ 医药2025：价值洼地，重视分化下的结构性机会

2024年前三季度医药板块业绩呈现同比改善的趋势，下游去库存、反腐影响正在逐步出清，尽管阶段性承压，但创新药、上游试剂、原料药等细分板块表现突出，分化明显，同时板块研发费用率2023Q1-2024Q3季度整体呈现同比回升，将对板块中长期稳健发展奠定基础，已经拥有扎实研发平台、具备持续创新能力的药企有望率先迎来业绩反转。2024年11月以来指数已经企稳走强，整体仍在低位，2025年在政府刺激消费、地方化债等导向下，医药板块具备强反弹动能，我们看好创新+扩内需方向，看好核心资产的价值回归，建议重视：

**1.创新药械：**2024年国家明显提升在支付端、审批端对于创新药的鼓励和支持，支持力度不断扩大。2023年NMPA批准40款创新药，为2017年以来最高值，2024年审批进一步加速，上半年共有35款新药首次在中国获批上市，其中化学药有21款，生物药有14款，行业进入商业化收获阶段。2024年医保目录谈判落地，医保支持真创新，建议重点关注ADC、自免、CDK4/6抑制剂、第三代EGFR TKI靶向药，及非小细胞癌、II型糖尿病、宫颈癌、失眠症等潜力大适应症用药。创新器械有望受益于国家对新质生产力产业的支持及化债带来的地方财政压力缓解，加速在临床推广应用。**推荐标的：**微电生理、迈普医学。**受益标的：**荣昌生物、诺诚健华、乐普生物、天士力。

**2.CXO：**龙头企业24Q3订单增长强劲，增速较上半年进一步提升。CXO在海外投融资改善和降息周期开启背景下，药企研发需求向好，海外客户收入实现良好增长且盈利能力相对稳定。未来随着我国各地政府对创新药支持政策配套措施的逐步落地，国内市场有望边际回暖。展望2025年，板块在高基数影响消退、地缘政治影响减弱、投融资市场回暖背景下，板块业绩和估值有望实现共同回升，龙头公司将率先受益。**受益标的：**康龙化成、泰格医药、凯莱英、诺泰生物、阿拉丁。

**3.院外消费及医疗服务：**2025年，院外消费（药店、OTC等）有望走出去库存、弱消费影响，表观增速将迎来改善；中药、医疗服务领域国企龙头引领的行业并购浪潮持续，推动行业高质量发展；同时，在2023年医保严监管、药店端消除不合理定价引导下，龙头集中度将加速提升。**推荐标的：**太极集团、益丰药房、九州通、国际医学、新里程、美年健康。**受益标的：**贵州三力、方盛制药、大参林、爱尔眼科。

**4.器械：**设备端，部分中小设备生产厂家有望在24Q4兑现以旧换新政策红利，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24Q4板块有望拐点向上，进入业绩恢复区间。耗材端，目前低值耗材出口金额拐点明显，部分海外客户恢复常规订货，国内部分公司已经迎来业绩反转，预计未来产能爬升节奏将加快。在耗材供应商本土化生产+全球化布局的推动下，具备模具研发能力、质量稳定、产能充足等优势的生命科学高分子耗材提供商有望从产品验证阶段逐步进入到订单兑现阶段，具备明显的底部投资价值。**推荐标的：**迈瑞医疗、怡和嘉业、昌红科技、拱东医疗。**受益标的：**九安医疗、康为世纪、维力医疗。

➤ **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。

# 目录

- 一 | **2025医药板块具备强反弹动能**
- 二 | **创新药：有望走出板块性 $\beta$ 行情**
- 三 | **CXO&生命科学：低谷已过，内外因素均在改善**
- 四 | **消费&医疗服务：重视优质资产整合带来的投资机会**
- 五 | **器械：院内招标边际向好，结构性机会凸显**
- 六 | **受益标的**
- 七 | **风险提示**



## 2025医药板块具备强反弹动能

# 1.1 政策利好持续推出，逐步消除板块压制因素

股价压制因素	主要影响板块	政策支持化解	影响
<b>医保控费</b> 集采降价 DRGs /DIP 打击骗保	化学制药：9批次药品集采，第十批结果待公布 中药：广东六省/京津冀/全国中成药集采/安徽2024年中成药集采 IVD：生化/发光等集采 医疗耗材：脊柱类/人工晶体类/运动医学类等集采	《关于推动药品集中采购工作常态化制度化开展的意见》 《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》 《“十四五”中医药发展规划》 《创新医疗器械特别审查程序》 《医疗器械优先审批程序》	<b>优先采购和使用中选产品，促进以价换量</b> 促进行业加大创新转型 整体降幅温和 利好国产替代，头部企业市占率提升 促进国产替代
	制药/医疗耗材/IVD/医疗服务	《病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案》	提高诊疗效率，优化收入结构，加大集采产品使用，提高服务收入占比
	医疗服务/药店	《医疗保障基金使用监督管理条例》、《2024年医疗保障基金飞行检查工作方案》、《2024年医保基金违法违规问题专项整治工作方案》、《关于进一步做好医保药品耗材追溯码信息采集有关事项的公告》	利好合规运营优质龙头，行业集中度提升
<b>宏观经济波动</b>	全产业链	《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》 《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》 《综合诊查类医疗服务价格项目立项指南（试行）》	扩大行业需求，贴近临床实际，提高供给水平
<b>企业投资/个人消费延迟</b>	医疗器械/医疗服务	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	企业投资意愿得到明显加强
<b>企业现金流承压</b>	医疗服务/医药商业/制药	财政支持地方化债 《关于做好医保基金预付工作的通知》	助力提高医疗机构资金周转，商业批发、上游药企回款压力也将得到缓解

# 1.1 2024年医药全产业链支持政策频出，且下半年最为密集

图表1：政策利好持续推出，涉及创新药、医疗器械、医疗服务、药店等较多板块

政策	发布时间	对应板块	内容及影响	执行度
《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	2024/7/30	创新药	8方面的37项政策举措。包括：大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展等	
《生物制品分段生产试点工作方案》	2024/10/21	创新药	适应生物医药产业发展新形势，进一步深化药品监管制度改革，培育生物医药领域新质生产力	
《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》	2023/3/3	医疗器械	与2018年版目录相比，管理品目由10个调整为6个，其中，甲类由4个调减为2个，乙类由6个调减为4个。 <b>国产大型医学影像设备生产厂家及上游厂家有望显著受益。手术机器人行业亦有望受益于配置政策宽松化。</b>	
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024/3/13	医疗器械	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。	截止9月底，医疗设备更新采购意向预算总金额超110亿元，项目总数为372个
《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	2024/6/25	医疗器械	支持范围：纳入相关部门确定的备选项目清单，且银行向其发放的贷款获得中国人民银行设备更新相关再贷款支持的，中央财政对经营主体的银行贷款给予贴息。 <b>此次设备更新贷款财政贴息政策是2022年底贴息贷款政策的延续，且支持力度更强，预计延续性较22年底更强，执行落地确定性更高。</b>	
《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	2024/1/15	医疗服务	加强综合医院老年医学科建设，加快康复医院等机构建设；大力发展康复辅助器具产业，扩大多种康复设备产品供给；开发老年病早期筛查产品和服务。 <b>医疗服务、医疗器械、AD等检测设备及试剂等板块受益。</b>	
《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》	2024/10/28	医疗服务	从强化生育服务支持、加强育幼服务体系建设等4个方面，共提出13条系列生育支持措施， <b>辅助生殖、医院、儿童药、疫苗、保育医疗器械等细分领域有望受益</b>	目前已有北京、广西、甘肃山东等较多城市落地辅助生殖部分项目纳入医保
《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》	2024/9/24	全行业	支持上市公司向新质生产力方向转型升级，鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度，提升重组市场交易效率等	
财政支持地方化债	2024/10/12	医药流通/ICL	支持地方化解政府债务，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务	
《关于规范医保药品外配处方管理的通知》	2024/10/16	药店	加快推进电子处方中心建设，自2025年1月1日起，配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通不再接受纸质处方， <b>促进处方外流</b>	
《关于公开征求〈全国中成药采购联盟集中采购文件〉（征求意见稿）和〈全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围 2024/10/25 中药 接续）〉（征求意见稿）意见的通知》	2024/10/25	中药	涉及20个产品组、95个产品，在之前全国中成药集采过的品种基础上实现了扩围，同时针对单个产品组呈现应采尽采的趋势（包括首批扩围品种），涉及了大部分同方药	
2024年国家医保药品目录调整	2024/11/3	制药	现场谈判工作平稳顺利，总体结果与往年基本相当，符合预期	预计于11月底对外发布，明年1月1日起正式实施
《关于做好医保基金预付工作的通知》	2024/11/11	医疗服务/医药商业/制药/医疗器械	为符合要求的定点医疗机构提供基本医疗保险基金预付金，缓解医疗费用垫支压力， <b>助力提高医疗机构资金周转，商业批发、上游药械厂家回款压力也将得到缓解。</b>	

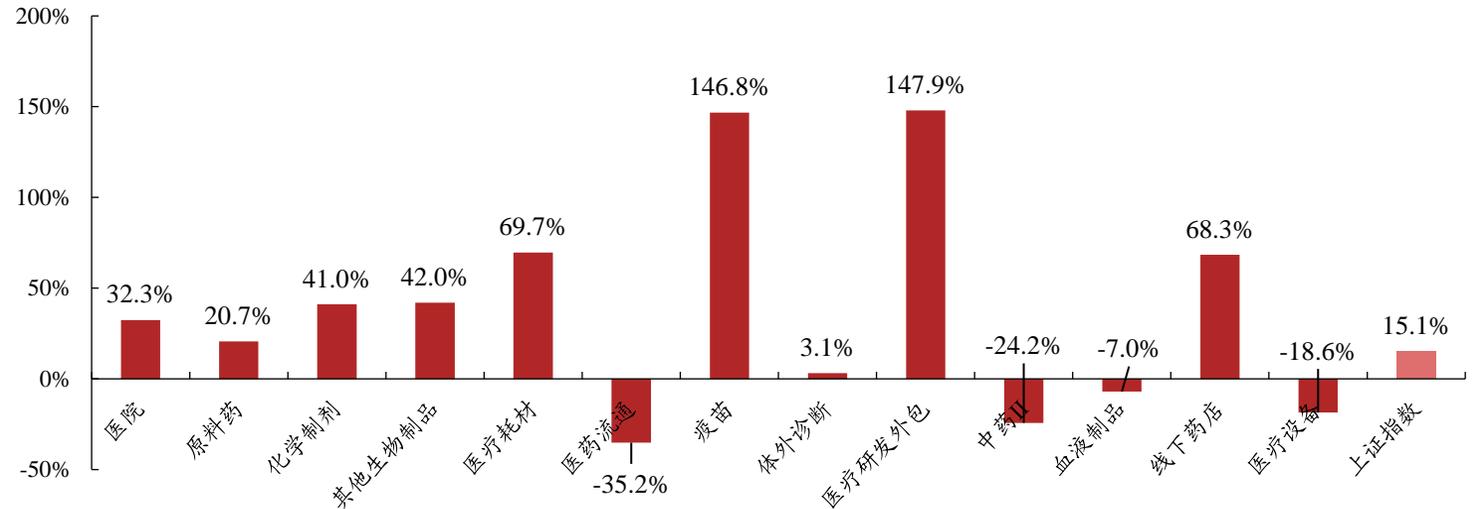
资料来源：国家医保局、国家卫健委、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 1.2 特朗普任期 (2017-2021) 对华医药影响有限

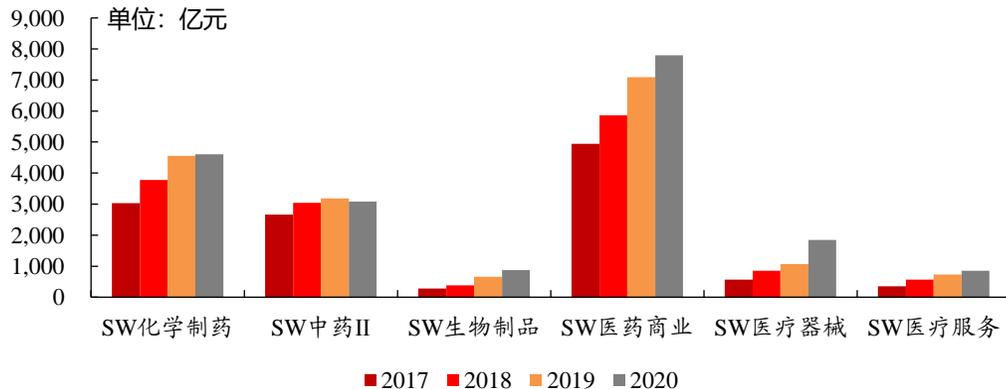
- 在特朗普第一任期内 (2017年1月20日-2021年1月20日), 医药板块收入利润皆呈现持续增长态势, 国内医药更多享受了创新药产业链迅猛发展、药企加速出海、医疗器械加速国产替代、人口老龄化下持续增长的医疗需求、医疗连锁机构全国布局带来的业绩高增长。

图表2: 特朗普第一任期医药细分板块及上证指数涨跌幅



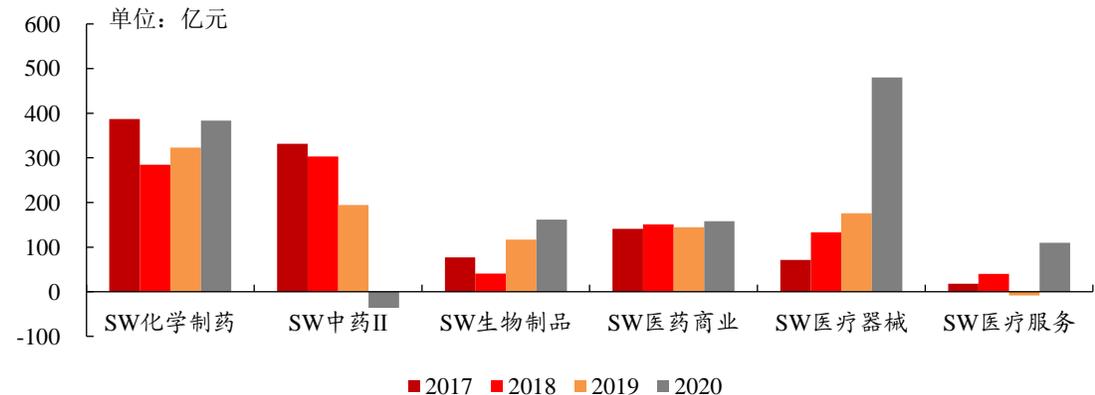
资料来源: Wind、中邮证券研究所 注: 第一任期为2017年1月20日-2021年1月20日

图表3: 医药生物板块2017-2020年收入CAGR 17%



资料来源: Wind、中邮证券研究所

图表4: 医药生物板块2017-2020年归母净利润CAGR 7%



资料来源: Wind、中邮证券研究所

## 1.2 特朗普对美及对华医药政策复盘

- **特朗普对美及对华医药政策和影响：**
  - (1) 加快药物审批：**为了加快新药和医疗设备的上市速度，FDA（美国食品药品监督管理局）在特朗普任期内采取了多项措施，简化审批流程，利好创新药械及商业推广企业。
  - (2) 强调本土供应链安全：**特朗普通过加关税、设置贸易壁垒等手段限制中国医药产品进入美国本土市场，短期对CXO、出口刚需药械（含原料药）有影响，有海外产能布局的企业受影响较小。

图表5：特朗普第一任期医药相关政策及对华影响

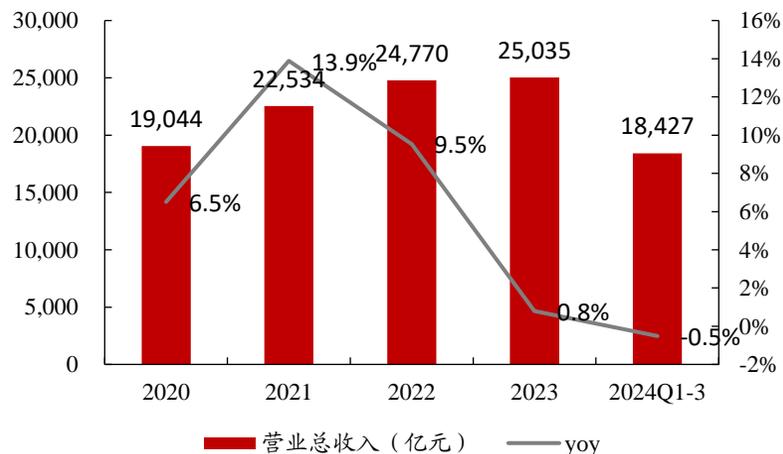
政策	要点	对华影响
推动新医保法案以取代“奥巴马医改”	特朗普推动的《美国医保法》草案并非强制性，取消了对不参保的惩罚，允许保险公司自行制定对患病投保者的保费标准，且高龄投保人保费最高可超过年轻人的5倍。	-
致力于降低药品价格	特朗普多次公开指责美国制药公司药品定价过高，称美国患者支付着全球最高的药价，而其他国家支付的价格低得多。特朗普提出要让医疗服务价格透明化，试图通过提高价格透明度来促使药品价格下降。特朗普曾计划确定50种医疗保险B部分单一来源的药品和生物制品，并将它们的报销水平与几个海外国家支付的平均价格挂钩。	美国本土药品降本诉求提升，有利于能提升效率的CXO服务商
提出药品进口计划	2016年特朗普曾提出支持从其他国家进口药品，以降低美国的药品价格。他认为允许消费者获得来自海外的安全、可靠且价格较低的药品，能够增加消费者的选择。	通过市场竞争来调整药品价格，有利于国产优质药械，特别是生物类似药、仿制药出口
推动医药供应链回流美国	美国政府依据《国防生产法》向柯达公司发放了7.65亿美元的贷款，以支持其在美国生产仿制药的原料药；特朗普还签署行政令，帮助增加美国关键药物、医药设备、防护设备的生产。特朗普表示要把美国的制药和医疗供应链带回家，结束对其他国家的依赖，让美国的药品和医疗产品在本土安全、便宜地生产。	对全球医药供应链均产生影响
针对中国部分药品加征关税	特朗普第一任期内，美国对原料药和部分医疗器械实施了加关税政策。部分原料药出口企业出口成本增加，收入下滑，同时也增加了美国医药企业的成本。器械方面，部分企业通过推动海外本地化生产、加大高端市场拓展力度、加快产品迭代提高产品附加值等方式，来消化关税增加对利润的影响。但在疫情期间，特朗普政府暂时减免了一些与抗击疫情相关的医疗产品的关税，以鼓励进口必要的医疗物资。	国内企业应重视加关税风险，提前应对，如开辟非美市场或海外建产能

资料来源：健康界、MedCrawler、21新健康、中国医药创新促进会、中邮证券研究所

# 1.3 24Q1-3复盘：短期承压，中长期业绩有望迎来季度间环比增长

■ **业绩复盘：**2024Q1-3医药板块整体收入增速-0.5%、归母净利润增速-7.5%。业绩增速下滑主要受医疗整顿对部分公司院内业务开展造成一定的影响，整体医药板块仍有压力但分化继续。业绩压力主要来自于疫苗板块降价，诊断服务检验价格下调，器械院内招标延滞等。表现较好的有创新药、原料药、化学制剂等，主要受益于创新药商业化及出海加速、上游原料进入涨价周期、化药集采影响减弱等。

图表6：2024Q1-3板块总营收增速放缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表7：2024Q1-3板块总归母净利润增速恢复



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表8：2024Q1-3化学制药板块业绩增速较高

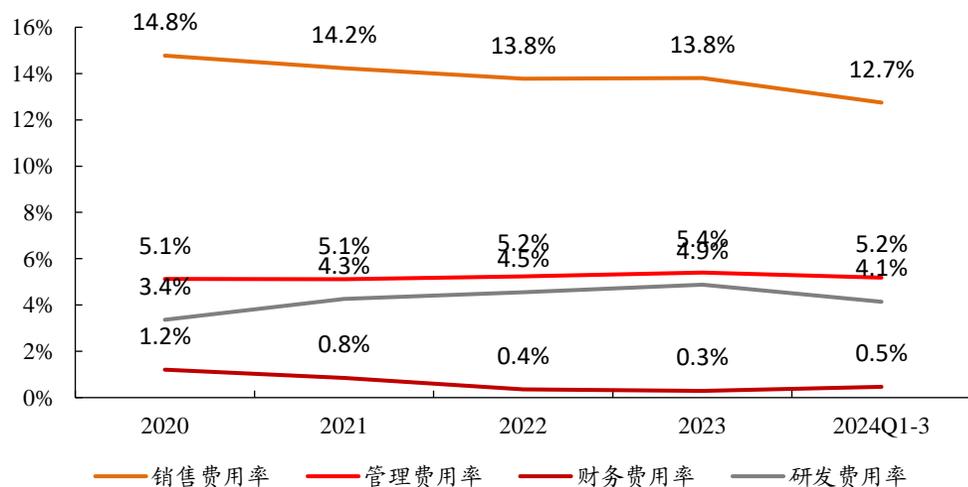
板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速
化学制药	3,915	3.5%	409	28.5%
中药 II	2,685	-3.2%	299	-9.3%
生物制品	998	-16.5%	140	-32.5%
医药商业	8,238	1.4%	164	-9.2%
医疗器械	1,768	1.1%	305	-7.7%
医疗服务	1,331	-4.8%	157	-30.8%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 1.3 24Q1-3复盘：短期承压，中长期业绩有望迎来季度间环比增长

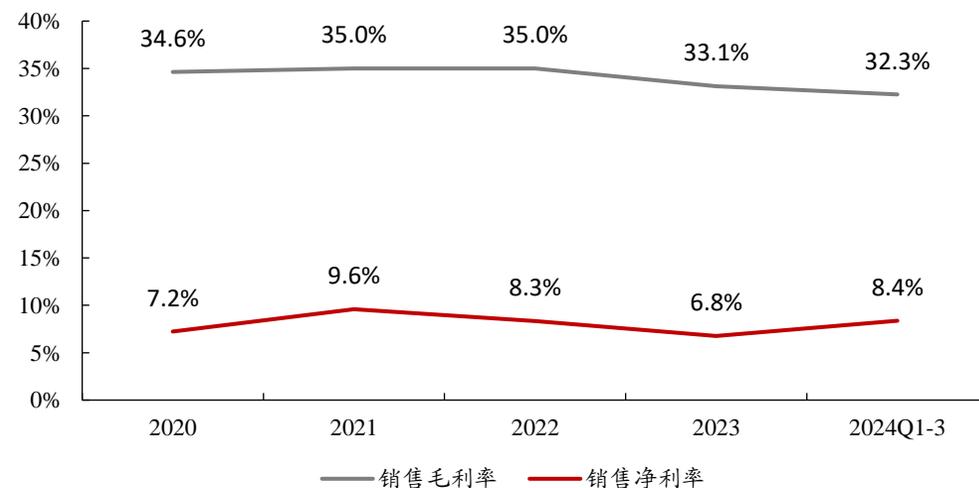
- **提质增效：**2024Q1-3医药板块销售、管理和研发费用率同比下降，毛利率下降主要系部分公司产品集采、DRG控费带来，但板块净利率保持稳定且略有回升，这反映了医药企业在增效降本方面持续取得成效。龙头企业持续逐步从规模扩张阶段到精细化运营阶段，盈利能力有望持续提升。

图表9：2024Q1-3各项费用率稳中有降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表10：2024Q1-3销售净利率回升较大

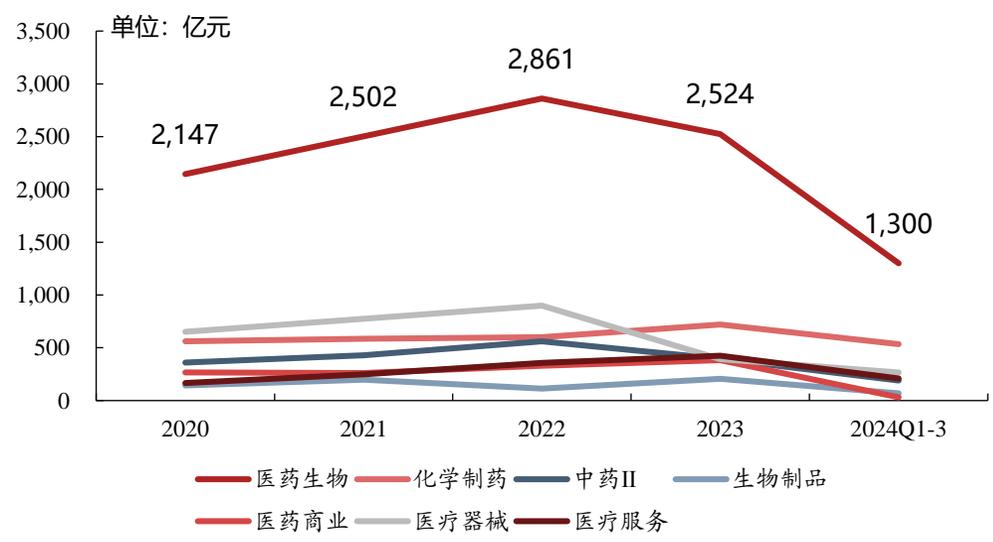


资料来源：Wind、中邮证券研究所

# 1.3 24Q1-3复盘：短期承压，中长期业绩有望迎来季度间环比增长

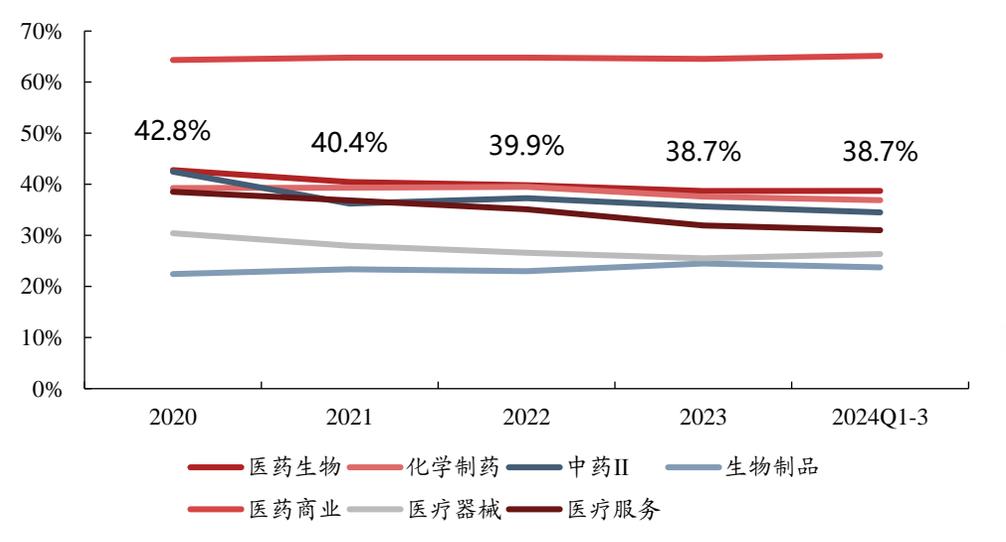
■ **经营性现金流承压，资产负债率表现稳健。** 在板块整体营收降缓的情况下，虽然经营性现金流整体承压，但板块净资产负债率保持稳健，显示板块公司较强的经营韧性，其中化学制药、中药、医疗服务、生物制品等板块净资产负债率在24年前三季度进一步优化，整体财务状况健康。

**图表11：2024Q1-3经营性现金流表现承压**



资料来源：Wind、中邮证券研究所

**图表12：2024Q1-3净资产负债率整体进一步优化**

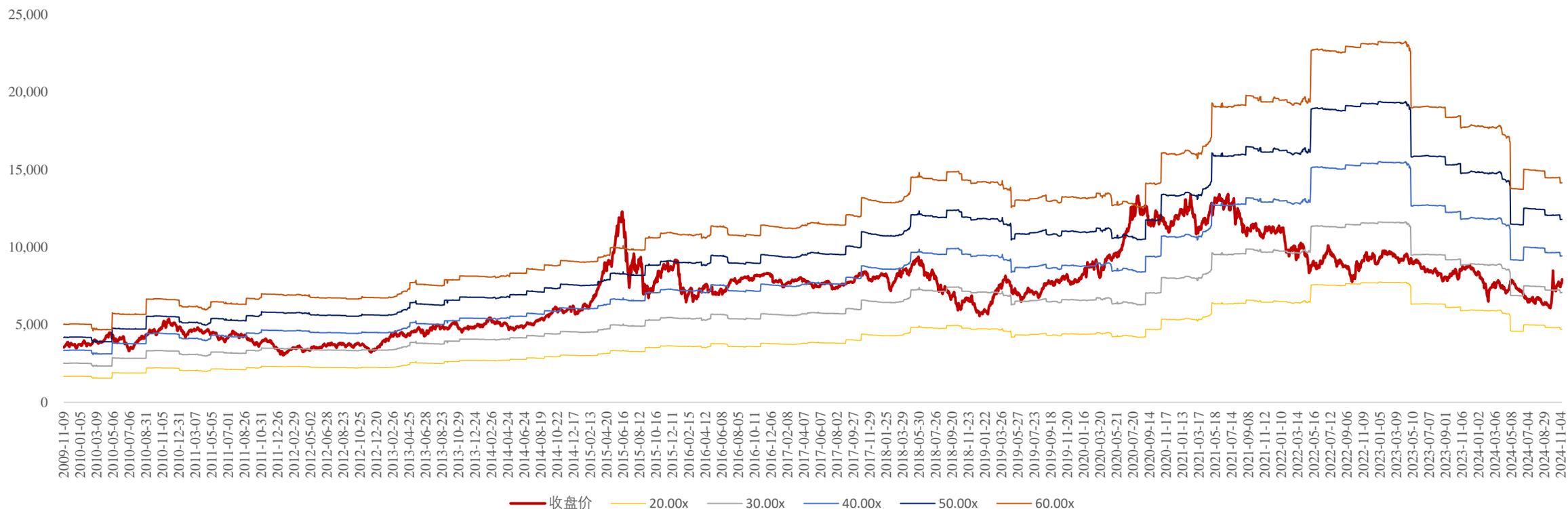


资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 1.4 医药板块处于历史底部位置，安全边际高

- 根据iFind动态PE-Bands数据显示，过去15年医药生物(申万)PE-TTM平均值为36.99倍。截止2024年11月7日，医药生物(申万)PE-TTM平均值为33.63倍，低于过去15年平均值。
- 我们认为目前医药板块处于历史底部位置，安全边际高。

图表13：医药板块处于历史底部位置，安全边际高



资料来源：iFind、中邮证券研究所

## 1.4 24年Q3医药行业基金持股比例处于较低位置

- **医药生物板块公募基金持仓占比处于历史低位。**整体看，医药生物板块目前公募基金持仓占比较少，2024Q3持仓占比为9.8%，而2023年底基金持仓占比高达13.7%。但Q3部分板块，如原料药、化药、CXO、医院等板块持仓环比提升，与业绩回暖趋势一致，预计在2025年板块业绩继续回暖趋势下，基金持仓占比有望提升。

图表14：医药生物板块2024Q3公募基金持仓比例仅为9.8%

	2023Q1 (%)	2023Q2 (%)	2023Q3 (%)	2023Q4 (%)	2024Q1 (%)	2024Q2 (%)	2024Q3 (%)
<b>医药生物</b>	11.19	11.39	12.26	13.67	11.10	10.11	9.80
<b>化学制药</b>	1.95	2.69	2.61	3.27	3.21	2.76	3.02
原料药	0.17	0.14	0.08	0.11	0.07	0.13	0.11
化学制剂	1.78	2.56	2.53	3.15	3.15	2.63	2.91
<b>中药II</b>	1.31	1.70	1.37	1.16	1.08	1.13	0.85
中药III	1.31	1.70	1.37	1.16	1.08	1.13	0.85
<b>生物制品</b>	1.08	1.03	1.12	1.65	1.17	0.83	0.69
血液制品	0.07	0.13	0.12	0.30	0.29	0.35	0.24
疫苗	0.63	0.52	0.60	0.85	0.50	0.23	0.22
其他生物制品	0.37	0.38	0.40	0.50	0.38	0.26	0.23
<b>医药商业</b>	0.42	0.41	0.31	0.33	0.33	0.29	0.18
医药流通	0.13	0.19	0.13	0.11	0.15	0.18	0.11
线下药店	0.29	0.22	0.18	0.22	0.18	0.11	0.07
<b>医疗器械</b>	2.36	2.57	2.60	3.90	3.48	3.56	3.01
医疗设备	1.89	1.92	1.88	2.76	2.52	2.64	2.14
医疗耗材	0.36	0.50	0.56	0.71	0.61	0.62	0.57
体外诊断	0.10	0.15	0.16	0.44	0.35	0.30	0.29
<b>医疗服务</b>	4.08	2.98	4.25	3.36	1.82	1.54	2.06
诊断服务	0.31	0.32	0.29	0.31	0.22	0.06	0.08
医疗研发外包	2.39	1.61	2.86	2.19	1.07	1.10	1.46
医院	1.37	1.05	1.09	0.85	0.52	0.37	0.53
其他医疗服务	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00

数据来源：iFinD、中邮证券研究所

## 1.4 医药行业大部分企业三季度基金持股比例环比有所下降

图表15：破净标的梳理

证券代码	证券简称	市净率PB
688520.SH	神州细胞-U	-41.033
000908.SZ	*ST景峰	-27.1711
300108.SZ	*ST吉药	-3.9031
200028.SZ	一致B	0.4233
900917.SH	海欣B股	0.6061
002382.SZ	蓝帆医疗	0.6522
002872.SZ	ST天圣	0.7051
002932.SZ	明德生物	0.7547
000623.SZ	吉林敖东	0.7693
000950.SZ	重药控股	0.8659
688068.SH	热景生物	0.8727
002462.SZ	嘉事堂	0.878
002022.SZ	科华生物	0.8931
002393.SZ	力生制药	0.9144
000028.SZ	国药一致	0.9184
300639.SZ	凯普生物	0.9262
002589.SZ	瑞康医药	0.9319
300981.SZ	中红医疗	0.9369
002004.SZ	华邦健康	0.944
688317.SH	之江生物	0.9632
603368.SH	柳药集团	0.9768
688075.SH	安旭生物	0.9996
600713.SH	南京医药	1.0104

资料来源：Wind、中邮证券研究所

- 截止2024年11月7日，医药生物(申万)合计有498家企业，其中有23家企业市净率低于1。

图表16：基金持股比例变化（前十名及后十名，%）

证券代码	基金持股比例 2024三季度报	基金持股比例 2024中报	基金持股比例2024 三季度报增加
哈药股份	2.6886	0.5692	2.1194
富士莱	2.8362	1.1132	1.723
爱迪特	4.2524	3.0956	1.1568
新华制药	1.5617	0.7139	0.8478
福安药业	1.9452	1.1358	0.8094
广誉远	2.7412	1.9955	0.7457
美诺华	4.5628	3.8538	0.709
尔康制药	1.59	1.0522	0.5378
特一药业	1.8285	1.3352	0.4933
精华制药	1.9165	1.4425	0.474
微电生理	29.0965	50.98	-21.8835
开立医疗	17.8572	40.1756	-22.3184
九典制药	21.955	45.1542	-23.1992
佐力药业	5.4932	32.5008	-27.0076
荣昌生物	19.5707	47.9716	-28.4009
迈威生物	23.9371	52.7431	-28.806
百洋医药	5.9672	36.7779	-30.8107
悦康药业	14.4465	47.2519	-32.8054
三生国健	1.7582	36.7986	-35.0404
智翔金泰	21.7857	58.7636	-36.9779

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- 从三季度基金持股比例变换情况看，医药生物(申万)中大部分企业三季度基金持股比例环比中报时有所下降。

二

## 创新药：有望走出板块性 $\beta$ 行情

## 2.1 政策面：中央到地方全链条支持创新药发展

- 《全链条支持创新药发展实施方案》通过，创新药板块或迎全面反转。创新药作为新质生产力代表性领域之一，是未来重点支持发展方向。2024年7月《全链条支持创新药发展实施方案》的通过是创新药领域标志性事件，新药研发、审评审批、配备使用、多元化支付、融资支持等方面支持力度都有望进一步加强。中国创新药经过数十年发展，正在进入收获期，叠加政策友好性和市场流动性提升，国内创新药市场前景光明。我们建议关注具备核心技术平台及拥有药品专利，管线布局新靶点、新机制的First-in-class药品，且具有较强自主研发能力的国产创新药制药企业及其上游CXO公司。

图表17：2024年中央到地方支持创新药发展政策频出

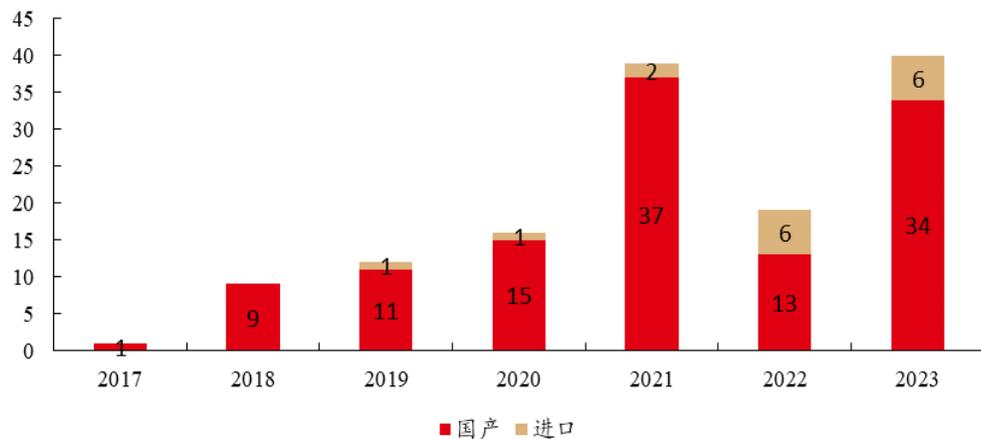
时间	事件	内容
2024年1月19日	《广州促进生物医药产业高质量发展的若干政策措施》	(1) 支持创新药研发。对新药临床前研究阶段的关键核心技术攻关项目，择优列入市科技计划以重大科技项目形式给予支持。(2) 支持创新药及医疗器械产业化落地。对生物制品1类中药、2类高端中药、1类化学药品、2类高端化学药品以及取得第三类、第二类高端医疗器械产品首次注册证书，并实现产业化的项目，经评审，按项目总投资的10%给予后补助支持，最高不超过5000万元。
2024年1月22日	《浦东新区综合改革试点实施方案(2023-2027年)》	对发展创新药产业提出一系列先行先试的政策措施，包括提出“依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展”。
2024年4月1日	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施(公开征求意见稿)》	推广应用创新医药产品。支持我市生物医药企业创新产品优先纳入医保目录，鼓励医疗机构优先使用。
2024年4月17日	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施(2024年)》	从研发端与支付端两方面发力，在研发上加快审批速度，在支付方面对创新药限制松绑。在研发端，包括但不限于支持将临床试验启动整体用时压缩至28周以内，并支持重点企业实现全球同步开展临床试验、推动实施“药品补充申请审评时限从200日压缩至60日、药品临床试验审批时限从60日压缩至30日”的国家创新试点、到2024年底累计纳入项目制管理品种数量提升至200项，以及在出海方面，2024年推动5个品种“走出去”。取消医疗机构药品数量限制。推动建立医疗机构药事会规范化流程，国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于4次。加强学术交流互动，鼓励临床应用研究，及时形成专家共识。在支付端，鼓励多元化支付，鼓励商业保险公司与医疗机构、医药企业合作，开发具有针对性的、覆盖创新药械和健康管理服务的商业健康保险产品。
2024年6月1日	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施(2024年)》	(1) 探索新药新技术医保支付机制。国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG付费(按疾病诊断相关分组付费)病组支付标准，实行单独支付。对使用新药新技术较多的病组，动态调整DRG付费病组权重，对费用极高病例实行特病单议。(2) 支持创新药械加速审评审批。扩充创新药械审评审批资源。强化济南市医药创新服务中心机构和人员设置，争创山东省药监局药品审评核查济南分中心，探索在区县(功能区)设置分支机构，加快提升对药械化产品从上市前注册申报辅导、加速审评审批到上市后质量风险预防的全过程一站式服务，指导医药企业加快产品研发上市。
2024年6月6日	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	(1) 深化药品审评审批制度改革。制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批。制定发布第五批鼓励研发申报儿童药品清单和第四批鼓励仿制药品目录。(2) 健全中药审评证据体系，加快古代经典名方中药复方制剂审评审批，促进医疗机构中药制剂向新药转化。支持符合要求的医疗机构制剂在国家区域医疗中心输出医院和项目医院间调剂使用。
2024年7月5日	《全链条支持创新药发展实施方案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

资料来源：各地方医保局、广州发改委、国常会、国务院办公厅、中邮证券研究所

## 2.2 创新药获批加速，行业进入商业化收获阶段

- **当前创新药获批数量居历史高位，抗肿瘤、抗感染药仍是重要发展方向。** 根据中国医药工业信息中心等机构统计，2017-2020年NMPA分别批准1、9、12、16款新药，2021年批准了39款新药，超之前四年总和。2022年由于疫情等原因，获批数量有所减少，但2023年创新药获批数量恢复至40款。2024年上半年，有44款新药首次在中国获批上市，审批进一步提速。
- 从治疗领域来看，2023年NMPA批准的创新药中，抗肿瘤药获批数量依旧位居榜首，达14项，占比35%；抗感染药获批数量位居第二，共计9项，占比22.5%；其次是中药（4，10%）、抗变态反应药物（3，7.5%）等。

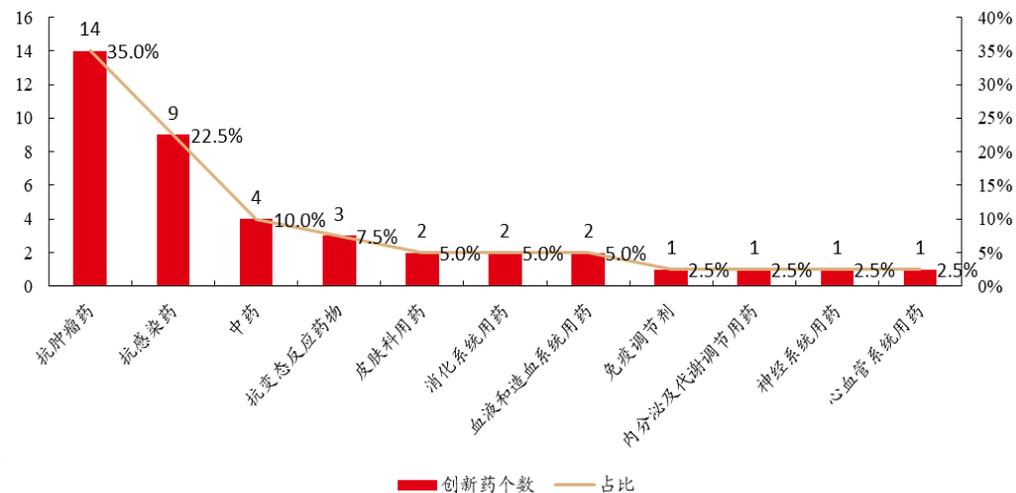
图表18：近年我国获批创新药数量快速增长



资料来源：NMPA、Pharma ONE、中国医药工业信息中心、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表19：抗肿瘤、抗感染药仍是最重要创新药获批领域



资料来源：NMPA、Pharma ONE、中国医药工业信息中心、中邮证券研究所

## 2.3 Lisence out仍然保持高景气，或为部分创新药企重要利润来源

- **Lisence out有望带动创新药持续高景气。**不完全统计，2024年1月到9月29日国内创新药lisence out交易记录共有48项。其中，宜明昂科与Instil Bio之间的预计潜在交易金额高达20.5亿美元。从品类上来看，双抗、ADC类药物成为重要出海品种。

图表20：2024年国内创新药lisence out保持高景气

交易时间	授权方	合作方	药物类型	预估潜在交易金额(亿美元)	交易时间	授权方	合作方	药物类型	预估潜在交易金额(亿美元)
1月2日	宜联生物	罗氏	ADC	10.5	5月27日	宜联生物	BioNTech SE	ADC	18.25
1月2日	安锐生物	阿斯利康	小分子	5.4	5月27日	基石药业	Ewopharm	单抗	0.513
1月3日	药明巨诺	2seventy bio	CAR-T细胞免疫疗法	-	5月29日	百奥泰	STADA	单抗	1.575
1月3日	瑞博生物	BI	小核酸靶向疗法	-	6月3日	康方生物	Summit Therapeutics	PD-1/VEGF	0.7
1月4日	科望医药	安斯泰来	双抗	-	6月5日	康宁杰瑞	ArriVent	ADC	-
1月7日	安锐生物	Avenzo	小分子	10	6月13日	明济生物	艾伯维	TL1A抗体	17.1
1月5日	英砂智能	Menarini	小分子	5	6月14日	亚盛医药	武田	BCR-ABL抑制剂	13
1月7日	箕星药业	拜耳, RTW	-	-	6月18日	麦科奥生物	Day One Biopharmaceuticals	PTK7ADC药物	12.05
1月8日	航望制药	诺华	RNAi疗法	1.85	7月9日	康诺亚	Belenos	双抗	-
1月9日	百奥赛图	Radiance	双抗ADC	-	7月11日	昱言生物	Ipsen	ADC	10.3
1月11日	药明生物	BioNTech	-	-	7月15日	和铂医药&诺纳生物	Alaya.bio	全人源便捷重组抗体平台; 定点偶联技术	-
1月11日	康华生物	HilleVax	-	0.15	7月16日	百奥赛图	SOTIO	双抗	3.255
1月23日	瑞科生物	SPIMACO	重组九价HPV疫苗	-	7月17日	诗健生物	Sidewinder	ADC	-
1月25日	康宁杰瑞/思路迪	GLENMARK	单抗	7.08	7月17日	辐联科技	SK Biopharmaceuticals	RDC	5.715
2月19日	百奥赛图	吉利德	-	-	7月23日	三迭纪	BioNTech	RNA药物	12.1
3月18日	百奥泰	SteinCares	单抗	0.012	7月24日	星辰智耀	德国默克	高效脂质体纳米粒 利用AI技术开发新的 疗法	-
3月25日	葆元医药	Nuvation Bio	小分子	-	7月24日	英砂智能	Therasid	-	-
3月26日	迈威生物	印度制药	重组融合蛋白	-	7月31日	百奥赛图	IDEAYA Biosciences	双抗ADC	4.065
3月28日	君实生物	Rxilient Biotech	单抗	0.05	8月1日	宜明昂科	Instil Bio	双抗; CTLA-4抗体	20.5
5月7日	先为达生物	HK inno.N Corporation	小分子	0.56	8月5日	嘉和生物	TRC2004	双抗	4.4
5月16日	恒瑞医药	Hercules	小分子	60	8月9日	同润生物	默沙东	双抗	13
5月17日	嘉越生物	Erasca	小分子	3.45	8月20日	普众发现	Adcendo	ADC	10.1
5月23日	和铂医药	阿斯利康	单抗	0.19	8月20日	科伦博泰	默沙东	ADC	-
5月23日	达歌生物	武田	分子胶降解剂	-	9月25日	天境生物	赛诺菲	单抗	约2.38

## 2.4 2024年医保谈判结果即将落地，重点品种有望获益

- 目录内续约/新增适应症单品，建议重点关注ADC、自免、CDK4/6、三代EGFR TKI等。

图表21：2024医保谈判重点关注目录外大单品

类别	企业名称	通用名	申报条件
ADC	冠昊生物	本维莫德乳膏	药品目录内 2 通过 (取限)
	罗氏	注射用恩美曲妥珠单抗	药品目录内 1 通过 (续约)
	武田	注射用维布妥昔单抗	药品目录内 1 通过 (续约)
自免	赛诺菲/再生元	度普利尤单抗注射液	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	诺华	司库奇尤单抗注射液	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	艾伯维	乌帕替尼缓释片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	强生	古塞奇尤单抗注射液	药品目录内 1 通过 (续约)
PD-1单抗	辉瑞	阿布昔替尼片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	恒瑞医药	注射用卡瑞利珠单抗	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	君实生物	特瑞普利单抗注射液	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
血液瘤	百济神州	替雷利珠单抗注射液	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	亚盛医药	奥雷巴替尼片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	百济神州	泽布替尼胶囊	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	微芯生物	西达本胺片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
三代EGFR TKI	海思科	甲磺酸多拉司琼注射液	药品目录内 1 通过 (续约)
	阿斯利康	甲磺酸奥希替尼片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	贝达药业	甲磺酸贝福替尼胶囊	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	翰森制药	甲磺酸阿美替尼片	药品目录内 1 通过 (续约)
ALK TKI	辉瑞	洛拉替尼片	药品目录内 1 通过 (续约)
	罗氏	盐酸阿来替尼胶囊	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
	礼来	阿贝西利片	药品目录内 3 通过 (新增适应症)
CDK4/6	恒瑞医药	吡咯替尼片	药品目录内 1 通过 (续约)

## 2.4 2024年医保谈判结果即将落地，重点品种有望获益

- 目录外大单品，建议重点关注非小细胞癌、II型糖尿病、宫颈癌、失眠症等潜力大适应症用药。

图表22：2024医保谈判重点关注目录外大单品

通用名	企业名称	适应症	上市/获批日期
替雷利珠单抗注射液	Genentech	非小细胞肺癌；甲状腺癌	2021/3/23
注射用磷丙泊酚二钠	人福药业	全身麻醉	2021/5/19
注射用紫杉醇聚合物胶束	上海谊众药业	非小细胞肺癌；乳腺癌	2021/6/28
达雷妥尤单抗注射液（皮下注射）	强生	AL淀粉样变性；淀粉样变性多发性骨髓瘤	2021/9/30
注射用戈沙妥珠单抗	Gilead Sciences	三阴性乳腺癌	2022/6/7
卡度尼利单抗注射液	康方药业	宫颈癌	2022/6/28
注射用维泊妥珠单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2023/1/10
注射用德曲妥珠单抗	Daiichi Sankyo Europe GmbH	HER2阳性乳腺癌；HER2低表达乳腺癌	2023/2/21
托莱西单抗注射液	信达生物	杂合子型家族性高胆固醇血症；高胆固醇血症；混合型高脂血症	2023/8/8
舒沃替尼片	迪哲医药	非小细胞肺癌	2023/8/22
英克司兰钠注射液	Novartis Europharm	高胆固醇血症；杂合子型家族性高胆固醇血症；混合型高脂血症	2023/8/22
派安普利单抗注射液	正大天晴康方（上海）生物	鳞状非小细胞肺癌；霍奇金淋巴瘤；鼻咽癌	2023/8/25
熊去氧胆酸胶囊	Bristol-Myers Squibb Pharma E.E.I.G	斑块状银屑病	2023/10/18
地达西尼胶囊	京新药业	失眠症	2023/11/28
重组人凝血酶	泽璟生物	出血；术后出血	2023/12/26
注射用戈舍瑞林缓释微球	罗氏制药	糖尿病黄斑水肿；湿性年龄相关性黄斑变性	2023/12/26
恒格列净二甲双胍缓释片（II）	恒瑞医药	II型糖尿病	2023/12/29
富马酸泰吉利定注射液	恒瑞医药	术后疼痛	2024/1/30
苯磺酸克利加巴林胶囊	海思科	糖尿病周围神经痛	2024/5/15
甲磺酸瑞齐替尼胶囊	倍而达药业	非小细胞肺癌	2024/5/15
依沃西单抗注射液	康方赛诺医药	非鳞状非小细胞肺癌	2024/5/21
甲磺酸瑞普替尼片	圣和药业	非小细胞肺癌	2024/6/11
戈利昔替尼胶囊	迪哲（江苏）医药	外周T细胞淋巴瘤	2024/6/18
考格列汀片	海思科	II型糖尿病	2024/6/18
恩朗苏拜单抗注射液	石药集团巨石生物制药	宫颈癌	2024/6/25
苯甲酸福格列汀片	深圳信立泰药业	II型糖尿病	2024/6/28
苯磺酸美洛利巴林片	Daiichi Sankyo	糖尿病周围神经痛	2024/6/28

## 2.5 大病种研发保持高热度，众多产品有望快速推向市场

- **大病种突破关注度较高，建议重点关注减重、阿尔兹海默症、NASH、脱发、乙肝、自免等领域。**以GLP-1为代表的创新大单品畅销全球，为国内药企提供重要参考样本。中国创新药经过数十年发展，正在进入收获期，叠加政策友好性和市场流动性提升，国内创新药市场前景光明。以上大病种潜在需求人群数量庞大，药企参与热情高，建议未来重点关注上市医药公司相关产品临床和上市进展。

图表23：部分大品种连续取得突破，市场潜力大

	主要靶点/类型	潜在需求人群数	国内已上市和在研产品相关公司
减重	GLP-1R、GLP-1R/GIPR、GLP-1R/GCGR、GLP-1R/AMY3等	预计2025年达到2.72亿人	华东医药、仁会生物、礼来、诺和诺德、信达生物、先为达、礼来、诺和诺德、石药集团、德睿智药、豪森药业、阳光生物、恒瑞医药、甘李药业、鸿运华宁、博瑞生物、勃林格殷格翰
阿尔兹海默症	脑-肠轴、A $\beta$ 、GLP-1、胆碱酯酶、QPCT、Rac1、NMDA等	2025年，将有1550万AD患者	绿谷制药、卫材/渤健、礼来、卫材/渤健、诺和诺德、通化金马、康弘药业/济生堂、恒清堂、先声药业、康恩贝、卓凯生物、康缘药业、天士力
NASH	PPAR、THR- $\beta$ 、GLP-1、FXR、FGF21等	约5000万人	正大天晴、众生药业、歌礼药业、华东医药、正大天晴、拓臻生物、微芯生物、东阳光药、君圣泰生物
自身免疫疾病	IL-4R单抗度普利尤单抗，JAK抑制剂乌帕替尼、阿布昔替尼、IL-4R单抗、JAK抑制剂、TSLP单抗、PDE4抑制剂	2019年中国特应性皮炎患者人数已达到6570万人，其中轻症患者约4750万人，中重症患者约1820万人	赛诺菲、艾伯维、辉瑞、恒瑞医药、安进、泽璟制药、康诺亚、威凯尔、正大天晴、长森药业、诺诚健华、药捷安康、凌科药业、康乃德、和美药业、恒瑞医药、三生国健、麦济生物
脱发	5 $\alpha$ -还原酶抑制剂、小分子激素受体激动剂	脱发人数已超2.5亿人	三生制药、厦门美商、振东制药、美大康华康、山东京卫、博士伦福瑞达、三生制药、科笛生物、开拓药业
乙肝	聚乙二醇干扰素、siRNA、ASO、NTCP受体抑制剂、核衣壳抑制剂、HBsAg抑制剂等	乙肝感染者约为9300万，慢性乙肝患者约2000万	科宝生物、凯因科技、东阳光药、孟德基因、华辉安健、贺普生物、腾盛博药、杨森、GSK、罗氏、齐鲁制药

资料来源：CDE、Chinadrugtrials、中邮证券研究所

## 2.6 诺诚健华：核心产品奥布替尼超预期增长，自免管线顺利推进

### ■ 2024Q1-3营收保持高增长，利润亏损收窄

2024年前三季度营业收入6.98亿元（+29.85%），归母净利润-2.75亿元（+48.15%），扣非净利润-2.67亿元（+51.27%），经营现金流净额-3.33亿元（+25.33%）。对应2024Q3营业收入2.78亿元（+73.96%），归母净利润-0.14亿元（+87.55%），扣非净利润-0.15亿元（+86.57%）。毛利率为86.0%，较上年同期增长4.8%。公司期末现金及现金等价物为49.50亿元（-9%）。

### ■ 奥布替尼持续保持高增长，商业化能力持续增强

公司核心产品奥布替尼（宜诺凯®）2024年第三季度实现销售收入2.76亿元，同比增长75.5%，2024年1-9月共实现其销售收入6.93亿元，同比增长45.0%。营收增长主要受益于独家适应症MZL加入医保加速入院放量、CLL及MCL等适应症DOT的延长、及商业化队伍特药销售能力效率的提升。奥布替尼为中国首个且唯一获批针对MZL适应症的BTK抑制剂，并被《中国临床肿瘤学会（CSCO）淋巴瘤诊疗指南2024》列为边缘区淋巴瘤（MZL）二线治疗的I级推荐方案。在商业化能力建设方面，公司持续加强核心管理团队，优化执行策略，为未来加速增长提供坚实基础。

### ■ Tafasitamab联合来那度胺纳入优先评审，多项在研产品有望快速商业化

目前，公司已成功完成与FDA关于奥布替尼治疗MSI临床开发的EOP2会议，并与FDA就启动奥布替尼在原发进展型多发性硬化症（PPMS）患者中启动三期临床研究达成一致。ICP-488已在国内完成针对银屑病的II期临床试验，以评估ICP-488治疗中重度斑块状银屑病的有效性及其安全性。2024年6月，Tafasitamab联合来那度胺疗法的BLA获CDE受理并纳入优先审评，用于治疗不符合ASCT条件的复发或难治性DLBCL成年患者。后续产品方面，2028年时实现至少6款商业化产品，包括tafasitamab、ICP-723、奥布替尼自免疾病适应症、ICP-248、ICP-332、ICP-488等管线。

### ■ 盈利预测

根据Wind一致性预期，预计2024-2026年公司收入分别为9.6/13.6/18.2亿元，归母净利润分别为-5.9/-5.7/-4.5亿元，当前市值对应PS分别为24.5/17.3/12.9倍。

### ■ 风险提示：市场拓展进度不及预期风险；市场竞争加剧风险。

## 2.7 荣昌生物：商业化持续向好，海外临床稳步推进

### ■ 2024Q1-3业绩略超预期，净利率水平稳中有升

2024年前三季度营业收入12.09亿元 (+57.10%)，归母净利润-10.71亿元 (-3.96%)，扣非净利润-10.97亿元 (-3.45%)，经营现金流净额-8.35亿元 (+25.09%)。对应2024Q3营业收入4.67亿元 (+34.60%)，归母净利润-2.91亿元 (+11.08%)，扣非净利润-3.04亿元 (+8.81%)。

### ■ 商业化持续向好，现金储备及银行授信较为充裕

泰它西普销售2.7亿元 (+43%)，维迪西妥销售2亿左右 (+25%) 主要受益于覆盖医院及科室数量持续扩大。商业化团队规模没有明显变化，人效进一步提升。在手现金、理财及银行承兑汇票合计11亿元，银行授信额度28亿元，公司有信心现有资金+授信额度足以支撑公司的近期正常运营。随着产品的生产工艺的改善和规模的提高，Q3综合毛利率82.1%，较去年同期提高5.8%。

### ■ RC18及RC48研发管线取得重要进展，联合治疗积极探索

泰它西普和维迪西妥有望在国内进一步扩大适应症获批范围、海外注册临床继续稳步推进。RC18方面，MG适应症上市申请获正式受理，并被纳入优先审评审批程序，pSS、IgAN肾病III期已完成入组。海外SLE、MG适应症III期临床稳步推进。RC48方面，国内UC适应症完成III期入组，GC适应症III期筹备中，BC适应症单药治疗二线HER2阳性BC伴肝转移适应症纳入优先审评审批，单药治疗HER2低表达III期进入数据清理阶段。海外单药治疗二线UC的关键临床试验正在入组中；单药治疗头颈鳞癌、非小细胞肺癌等多种实体瘤的II期正在入组中。此外，联合治疗管线丰富，RC48联合治疗一线UC的III期正在入组中；联合图卡替尼治疗BC和GC的II期正在入组中。RC88联合PD-1治疗卵巢癌、肺癌等的国内I/II期正在入组中。RC88联合RC148治疗晚期恶性实体瘤的国内II期临床。

### ■ 盈利预测

根据Wind一致性预期，预计2024-2026年公司收入分别为16.6/23.2/32.8亿元，归母净利润分别为-12.9/-7.8/-0.7亿元，当前市值对应PS分别为11.4/8.1/5.8倍。

### ■ 风险提示：市场拓展进度不及预期风险；市场竞争加剧风险。



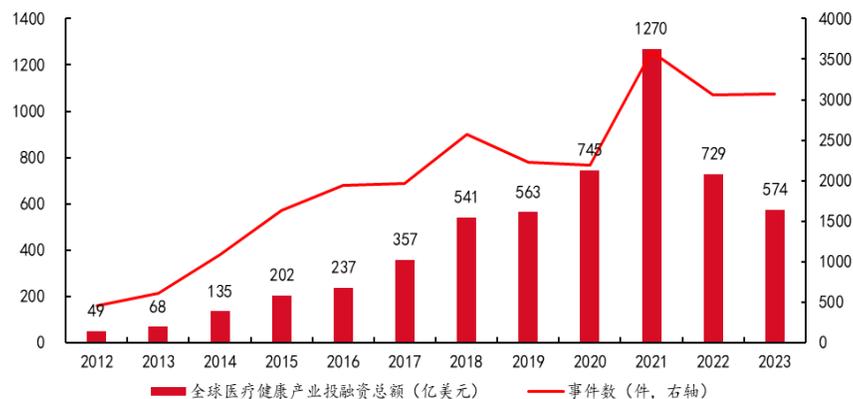
三

# CXO&生命科学：低谷已过，内外因素均在改善

### 3.1 行业：海外投融资市场回暖，国内市场静待复苏

■ **降息周期开启背景下，全球医疗健康领域投融资逐步回暖。**全球医疗健康领域投融资规模在2022年经历大幅下降，2023年进一步萎缩至2019年水平。随着全球降息周期的陆续开启，全球投融资已呈现回暖趋势，投融资金额环比实现良好。

图表24：全球医疗健康领域投融资金额自2022年开始下降



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

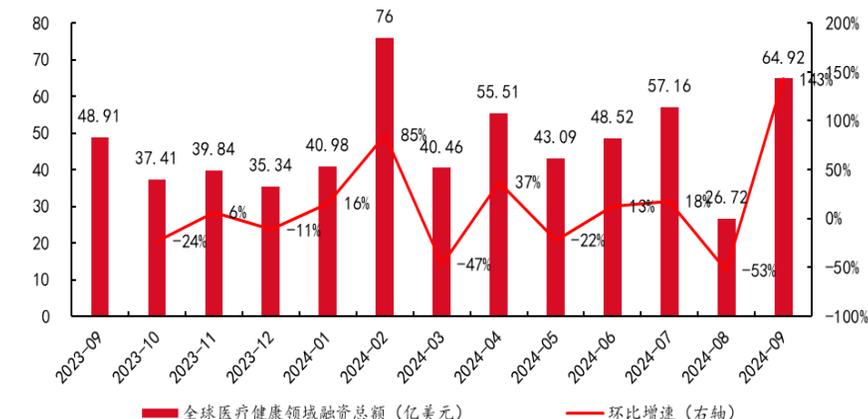
图表25：中国医疗健康市场投融资自2022年开始下降



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

■ **国内投融资市场静态复苏。**中国投融资市场自2021达到高点后大幅萎缩。从2024年全球医疗健康领域融资单月数据上看，月度间呈现波动趋势上，尚未观察到明确的复苏态势。

图表26：全球医疗健康领域投融资呈现回暖趋势



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

图表27：中国医疗健康市场投融资月度数据波动

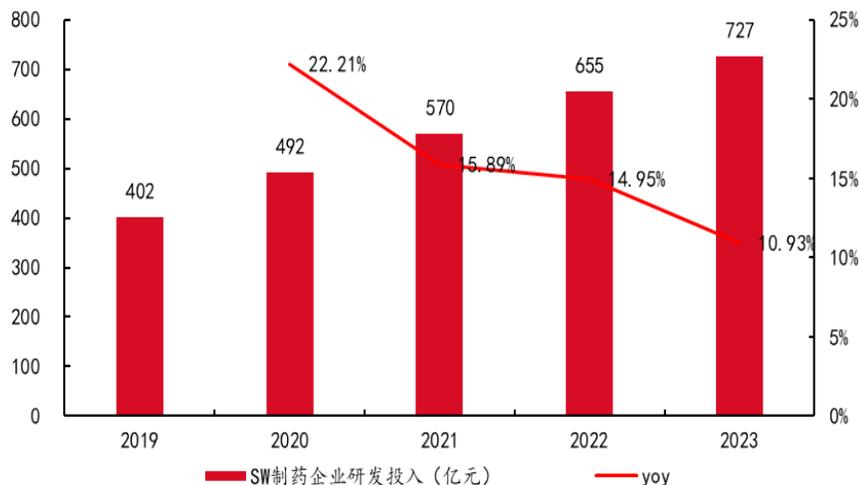


资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

### 3.1 行业：国内医药上市公司研发投入持续增长

- **国内药企研发投入持续加大，研发需求依旧旺盛。**统计A股SW化学制剂板块和SW其他生物制品板块上市公司研发投入，近五年整体制药企业研发投入持续快速增长，2019-2023年研发投入复合增速高达15.92%。
- 从公司上看，研发投入最高的为百济神州，203年研发投入128亿，占总营收比重为73.5%。研发投入超50亿的公司还有恒瑞医药和复星医药。从研发投入的营收占比上看，除了工商业一体的综合性企业之外，大多数研发占比均在10%以上。

图表28：药企研发投入持续快速增长



注：SW制药企业统计选取A股SW化学制剂和SW其他生物制品板块个股

资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：研发投入金额前十五大制药企业

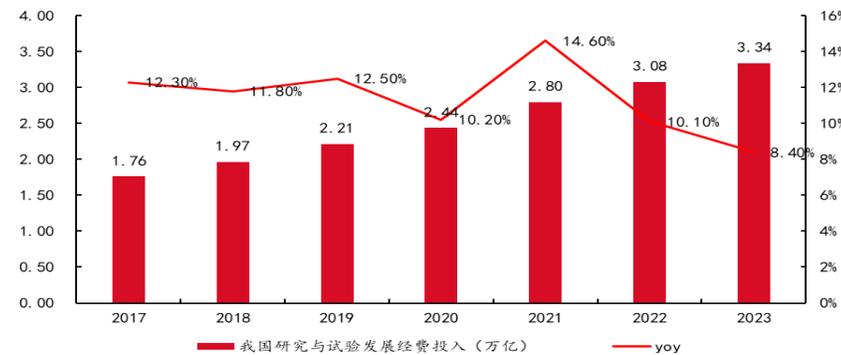
	研发投入 (亿元)			研发投入占总营收比重		
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
百济神州-U	95.4	111.5	128.1	125.7%	116.6%	73.5%
恒瑞医药	62.0	63.5	61.5	23.9%	29.8%	27.0%
复星医药	49.8	58.9	59.4	12.8%	13.4%	14.3%
上海医药	25.0	28.0	26.0	1.2%	1.2%	1.0%
长春高新	10.9	16.6	24.2	10.2%	13.2%	16.6%
科伦药业	18.0	18.1	19.5	10.4%	9.6%	9.1%
君实生物-U	20.7	23.8	19.4	51.4%	164.0%	128.9%
健康元	18.5	17.6	16.3	11.6%	10.3%	9.8%
华东医药	9.6	12.0	16.0	2.8%	3.2%	3.9%
人福医药	10.5	11.3	15.4	5.1%	5.1%	6.3%
天士力	7.6	10.2	13.2	9.6%	11.8%	15.2%
荣昌生物	0.0	9.8	13.1	0.0%	127.2%	120.6%
万泰生物	6.8	11.4	12.9	11.9%	10.2%	23.5%
丽珠集团	15.2	14.0	12.4	12.6%	11.1%	9.9%
神州细胞-U	7.3	9.7	12.2	545.2%	95.1%	64.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.1 行业：国内R&D经费占GDP比重有望稳步提升

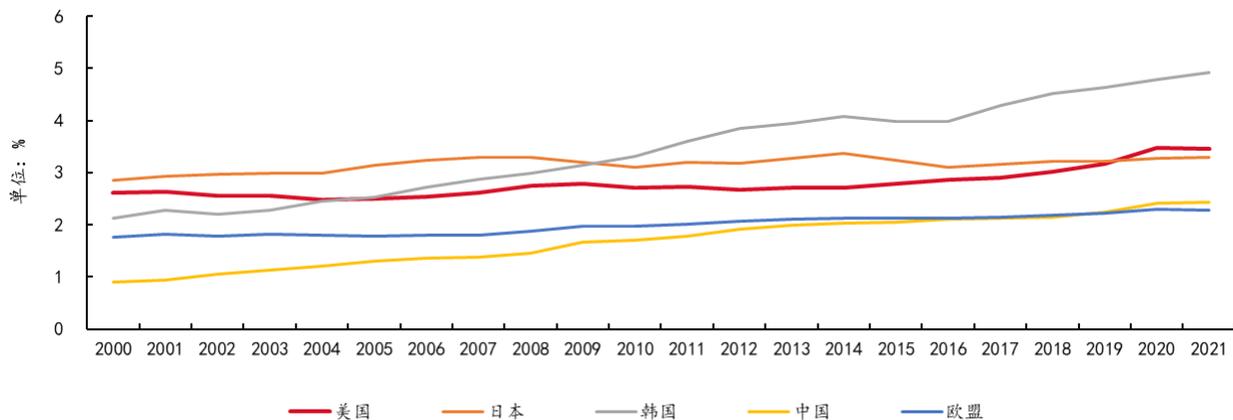
- **国内R&D经费投入持续稳健增长。**2023年我国投入研究与试验发展（R&D）经费达到33357.1亿元，比上年增加2574.2亿元，同比增长8.4%；投入强度占GDP比重为2.65%，比上年提高0.09个百分点。
- 从各国R&D投入占GDP比重上看，2021年我国该比重为2.43%，相较于美国的3.46%、日本的3.30%和韩国的4.93%，仍有一定差距，具备提升空间。
- 分活动主体看，企业、政府属研究机构、高等学校经费所占比重分别为77.7%、11.6%和8.3%。

图表31：我国研究与试验发展经费投入持续增长



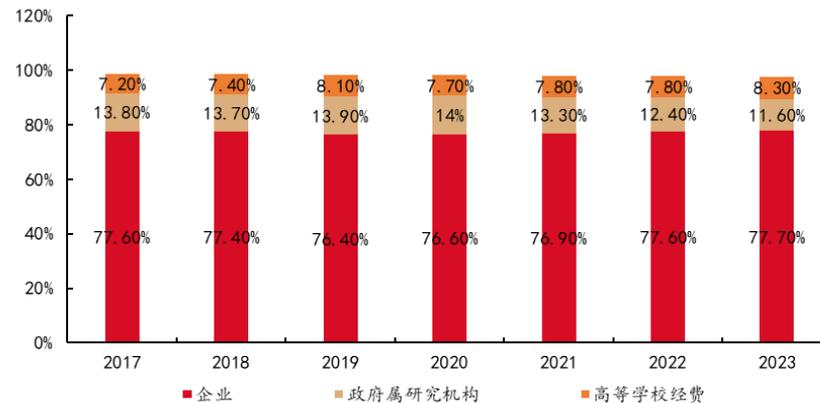
资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

图表30：各国R&D投入占GDP比重



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表32：企业为研究与试验发展经费投入比例最高主体

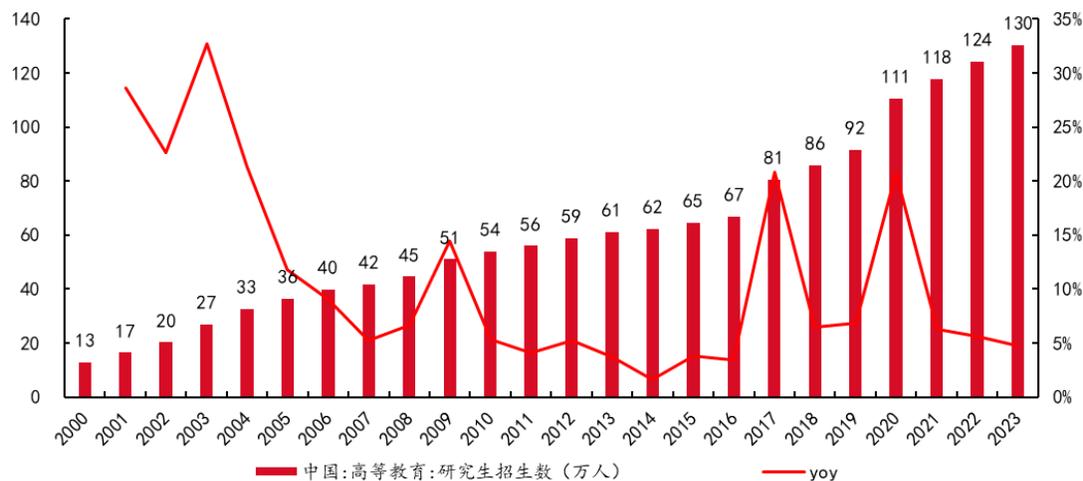


资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

### 3.1 行业：高校研究生人数快速增加背景下科研经费预计持续稳健增长

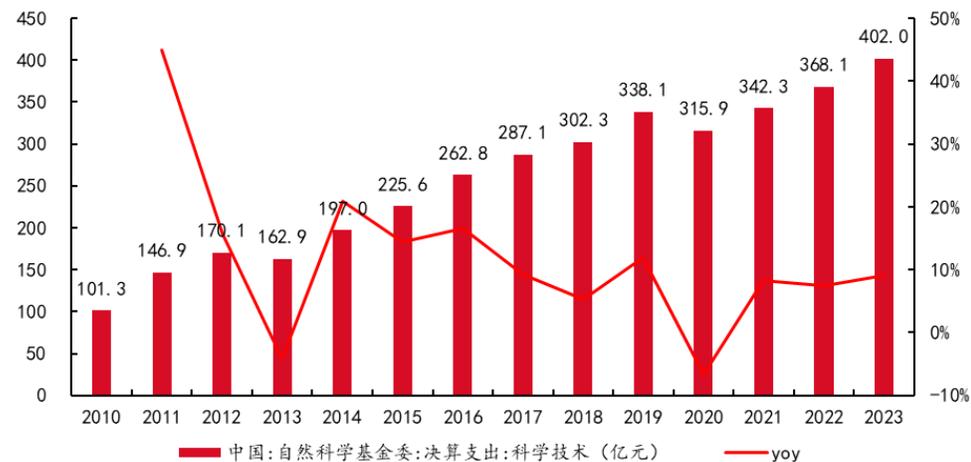
- **高校研究生人数持续增长下，科研经费投入有望长期稳健增长。**我国高校研究生招生数自2017年之后增长较快，2023年我国高校研究生招生数达130万人。从自然科学基金在科学技术方面的支出上看，除了2020因疫情影响之外，其他年份均维持良好增长，近三年该支出恢复10%左右增速。

图表33：我国高校研究生招生人数在2017年后快速增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表34：自然科学基金科学技术支出恢复良好增长



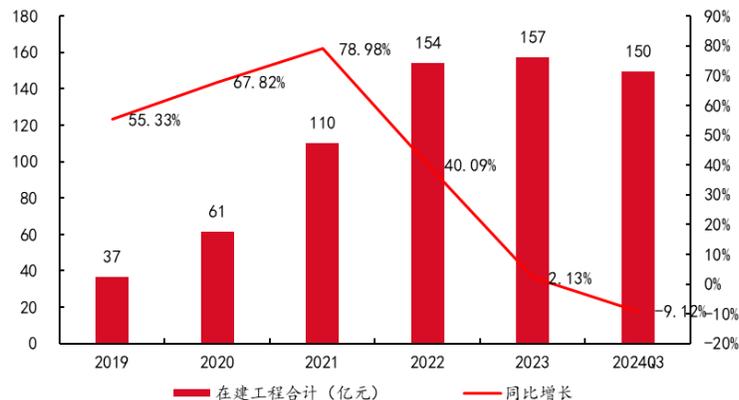
资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 3.2 基本面：经过前期高速投入阶段后，CXO板块资本开支减少

■ **固定资产增长放缓。**截至2024年三季度末，CXO板块在建工程合计150亿元，同比减少9.12%；同时行业整体固定资产的增长也逐步放缓，截至2024年三季度末，CXO板块固定资产合计479亿元，同比增长17.1%。

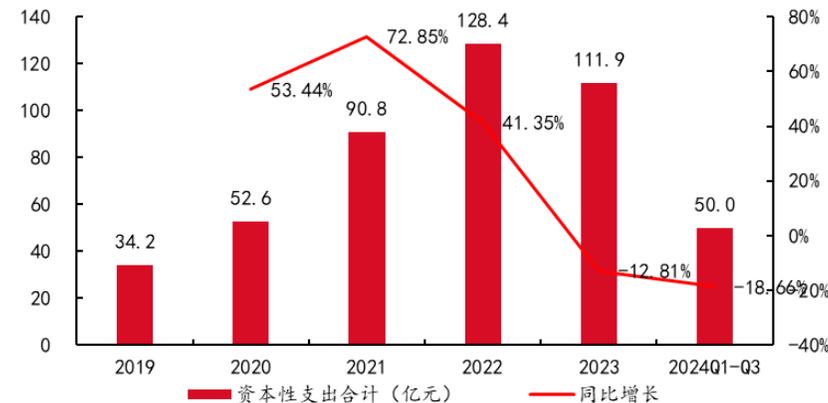
■ **资本开支下降。**2019-2022年间，CXO行业（尤其是CDMO业务）经历资本开支高速投入阶段，CXO板块资本开支合计由2019年34.2亿增长至2022年128亿元，CAGR高达55%。2023年板块资本开支合计降至112亿，2024年下降趋势延续，2024前三季度板块合计资本开支同比下降18.66%。多数企业产能大幅扩张阶段已完成，负担相对减轻。

图表35：CXO板块在建工程同比减少



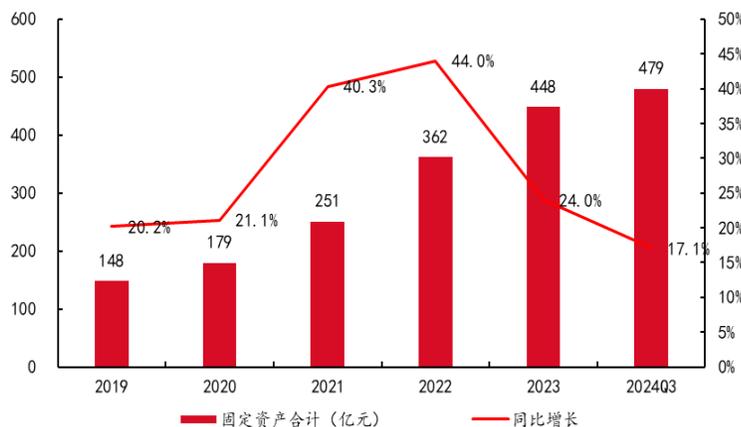
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表36：CXO板块资本开支下降



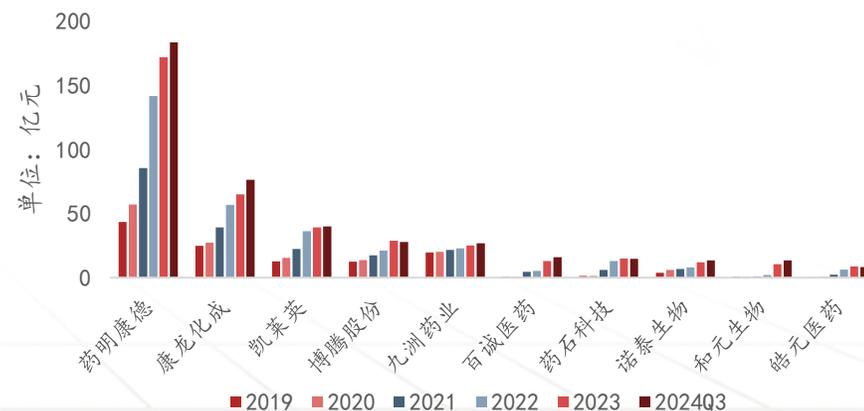
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表37：CXO板块固定资产增长趋于平缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表38：截至24Q3末固定资产规模前十大CXO公司

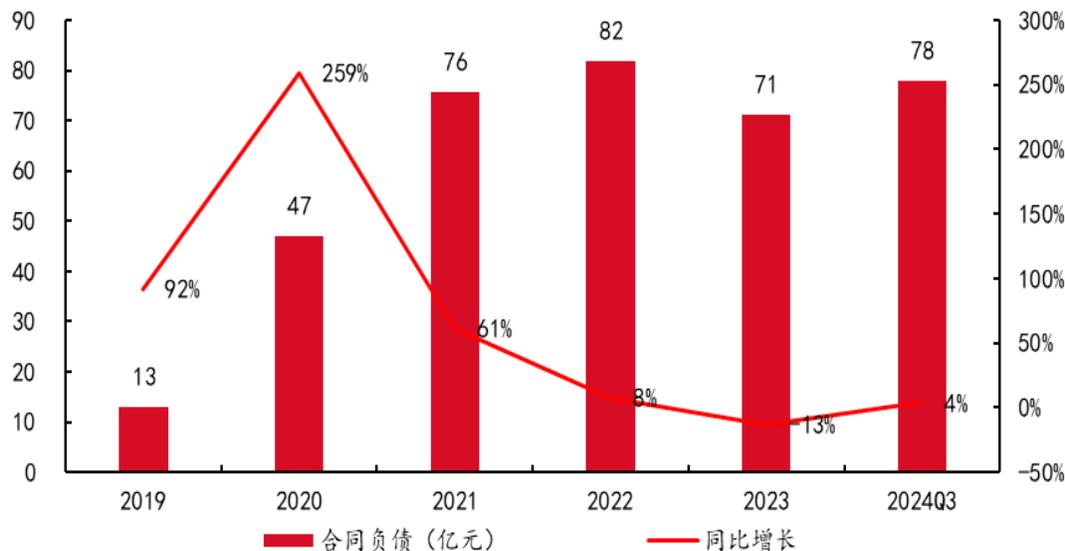


资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 3.2 基本面：2024三季度末CXO板块合同负债合计金额同比实现正增长

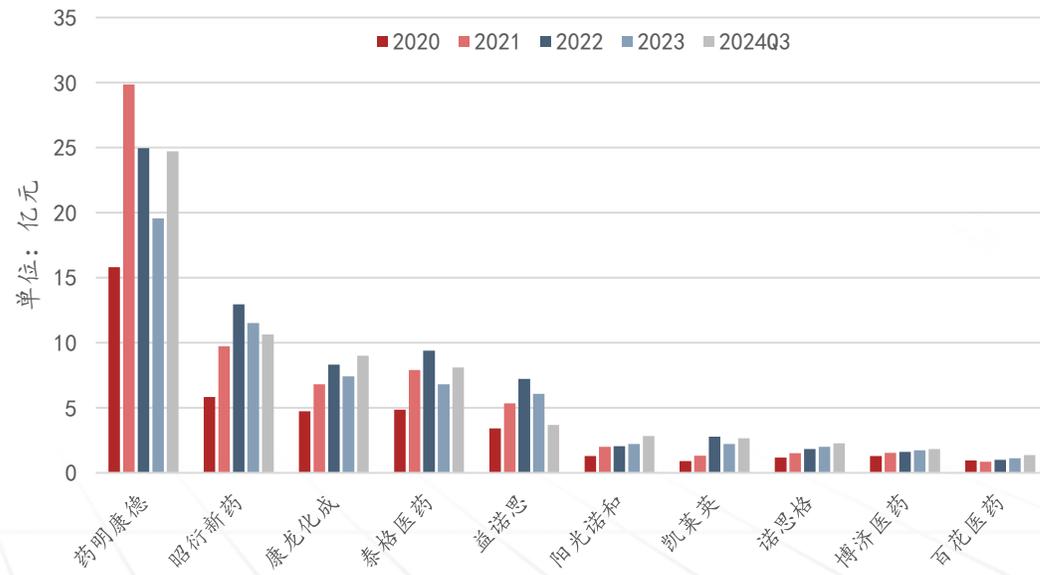
- **合同负债增速转正，客户需求有所回暖。**截至2024三季度末，CXO板块合同负债金额合计78亿元，同比增加4%，超过2023年底金额，显示客户需求有所回暖。
- 具体来看，2024三季度末合同负债金额超过2023年度的有药明康德、康龙化成、泰格医药、阳光诺和、凯莱英等。

图表39：24Q3CXO板块合同负增速回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表40：CXO板块合同负债金额前十大公司



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 3.2 基本面：龙头CXO公司欧美地区收入实现良好增长

- **海外市场收入实现良好增长，综合服务能力得到市场印证。**从三季报披露收入结构的龙头公司上看，2024前三季度，剔除大订单影响，欧美客户收入均呈现良好增长态势，海外药企研发热情和外包需求较高；国内客户收入均呈现下降趋势，预计国内投融资目前仍未出现实质性改善，需求回升节奏相对较慢。从三季报披露的客户结构上看，来自大药企的收入稳定增长，显示国内CXO龙头企业综合实力不断增强。

图表41：2024前三季度龙头CXO公司欧美地区收入持续良好增长(剔除大订单影响)

公司	客户地区分布				客户结构
	美国/北美	欧洲	中国	其他	
药明康德	176.2亿元，剔除特定商业化生产项目同比增长7.6%	35.3亿元，同比增长14.8%	51.6亿元，同比下降3.9%	14.0亿元，同比下降16.5%	来自于全球前20大制药企业收入达112.2亿元，剔除特定商业化生产项目同比增长23.1%
康龙化成	57.31亿元，同比增长4.29%	15.27亿元，同比增长15.74%	13.29亿元，同比下降12.14%	2.30亿元	来自于全球前20大制药企业收入12.93亿元，同比增长3.36%
凯莱英					来自大制药公司收入20.13亿元，剔除大订单影响后同比增长11.10%
博腾股份	海外客户实现收入15.48亿元，同比下降约37%，剔除大订单影响后同比增长约10%		5.78亿元，同比下降约2%		

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 3.2 基本面：CXO公司在手订单及新签订单增速提高

- **在手订单增速回升。**从三季报部分披露订单情况的公司上，在手订单/新签订单均呈现向好趋势。
- 药明康德三季度末在手订单同比增长35%，康龙化成前三季度新签订单同比增长超18%，订单增速较年中进一步提高。龙头公司有望率先受益于板块回暖复苏。

图表42：2024前三季度部分CXO公司订单情况一览

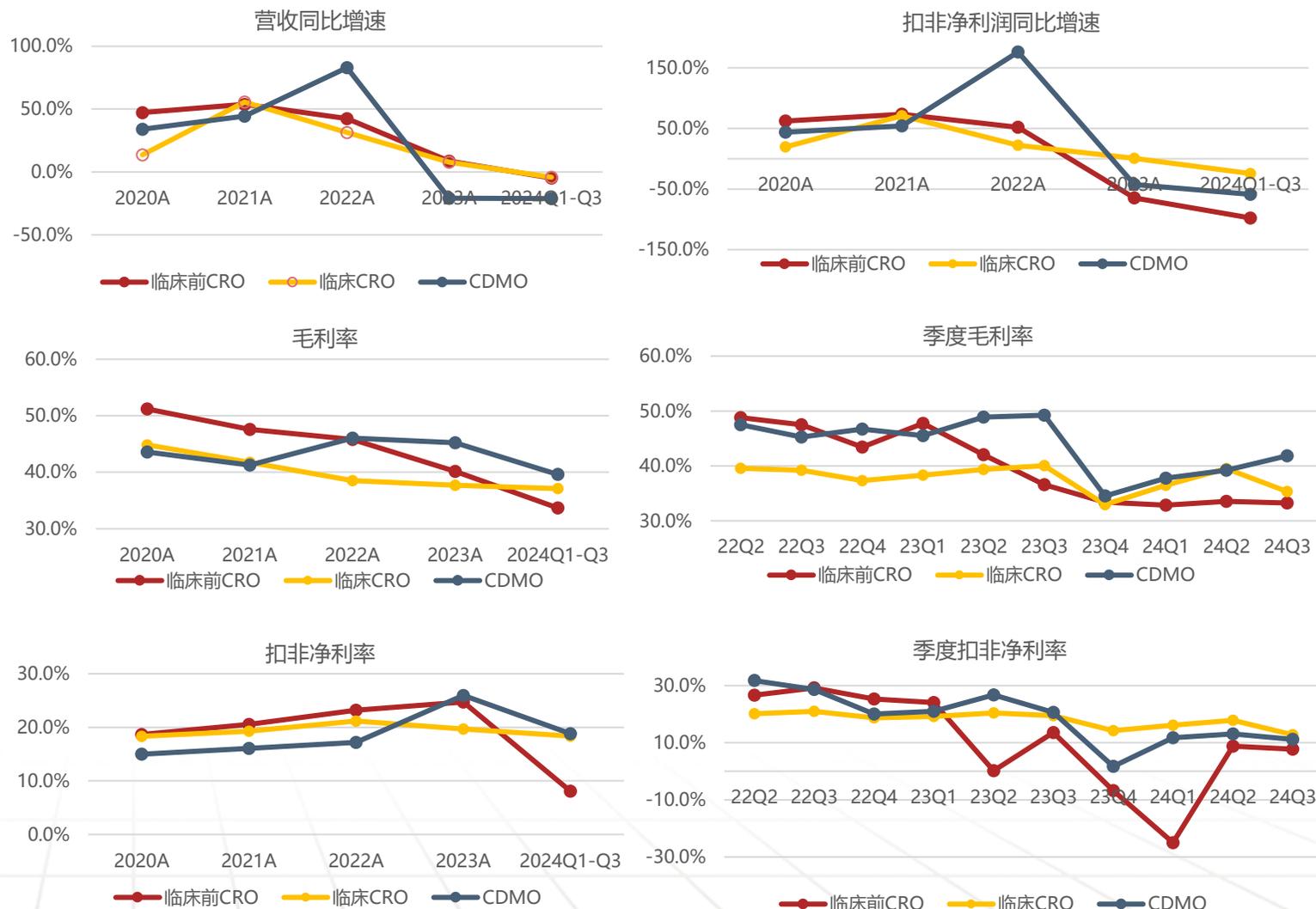
公司	2024三季报披露订单情况
药明康德	截至2024年9月底，公司在手订单438.2亿元，同比增长35.2%
康龙化成	公司新签订单同比增长超过18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过12%、CMC（小分子CDMO）服务板块新签订单同比增长超过30%
博腾股份	截至2024年第三季度末，公司小分子原料药CDMO业务在手未执行订单同比保持在40%以上的增长
昭衍新药	公司前三季度累计新签订单金额约人民币14亿元，截止本报告期末，公司整体在手订单金额约人民币26.5亿元
药石科技	报告期内，公司新签订单继续保持向好趋势
和元生物	截至报告期末，当年新增CDMO订单超过2.5亿元

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 3.3 业绩&投资建议——CXO：龙头企业率先受益于投融资市场回暖

- **CDMO受益于海外投融资市场回暖，基本面率先企稳回升。** CDMO受益于新冠大订单，2022年业绩增速大幅提升后回落。毛利率相对稳定，今年以来呈现逐季回升趋势，全年利润端降幅有望收窄。受益标的：凯莱英等。
- **国内创新药配套政策陆续落地，投融资市场静待复苏，临床CRO市场有望回暖。** 近三年临床CRO因为需求下降以及行业竞争，毛利率持续下降。现阶段毛利率已出现企稳迹象。未来随着创新药研发质量和效率的提高，具备较强综合服务能力的大企业有望率先受益。受益标的：泰格医药等。
- **一体化CRO优势逐步显现，综合服务能力持续提升。** 一体化服务综合优势使得整体业绩波动相对较小，企业业绩表现相对稳健。随着综合服务能力的不断提升，来自欧美市场及前二十大药企的收入和订单实现良好增长，且后端业务有望受益于前端业务引流，有望增强客户黏性。受益标的：康龙化成等。

图表43：CXO细分行业比较



资料来源：Wind、中邮证券研究所

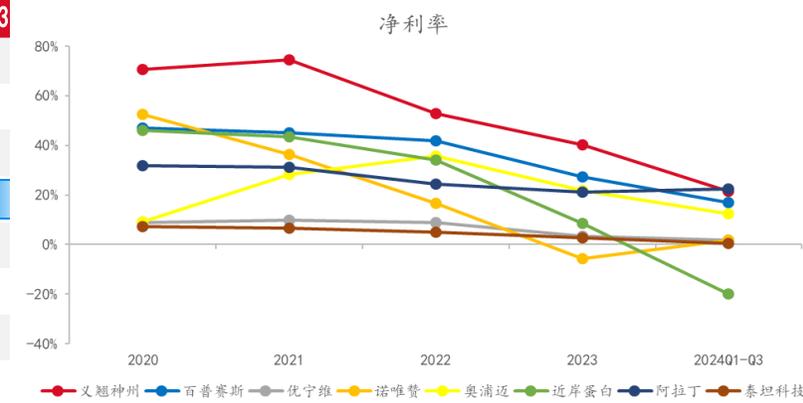
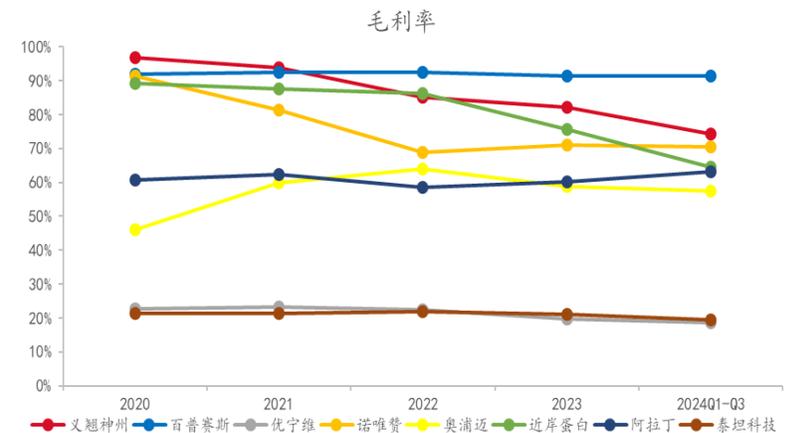
### 3.3 业绩&投资建议——生命科学：国产替代加速，并购整合提高集中度

- 现阶段规模较小，业绩表现较为波动。2024前三季度，诺唯赞和阿拉丁收入和利润实现双增长。科研试剂板块公司体量较小，收入和利润较为波动，且现阶段利润端受到费用投入影响较大。未来行业有望通过并购整合，快速扩大规模。
- 随着科研活动的增加以及研发投入的稳定，行业需求有望逐步回暖。建议关注产品种类丰富、品牌力持续提升、仓储和渠道逐步完善、有望率先受益于国产替代的公司，受益标的：阿拉丁等。

图表44：科研试剂板块个股收入利润及盈利能力表现

收入同比增速	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
义翘神州	783%	-40%	-40%	12%	-2%
百普赛斯	138%	56%	23%	15%	12%
优宁维	8%	31%	8%	3%	-7%
诺唯赞	483%	19%	91%	-64%	13%
奥浦迈	114%	70%	38%	-17%	26%
近岸蛋白	400%	90%	-23%	-42%	-17%
阿拉丁	12%	23%	31%	7%	34%
泰坦科技	21%	56%	20%	6%	3%

归母净利润同比增速	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
义翘神州	2997%	-36%	-58%	-14%	-52%
百普赛斯	944%	50%	17%	-25%	-35%
优宁维	32%	42%	-2%	-62%	-65%
诺唯赞	3086%	-17%	-12%	-112%	124%
奥浦迈	-195%	417%	74%	-49%	-37%
近岸蛋白	-1077%	79%	-39%	-86%	-215%
阿拉丁	17%	20%	3%	-7%	33%
泰坦科技	39%	40%	-13%	-42%	-86%

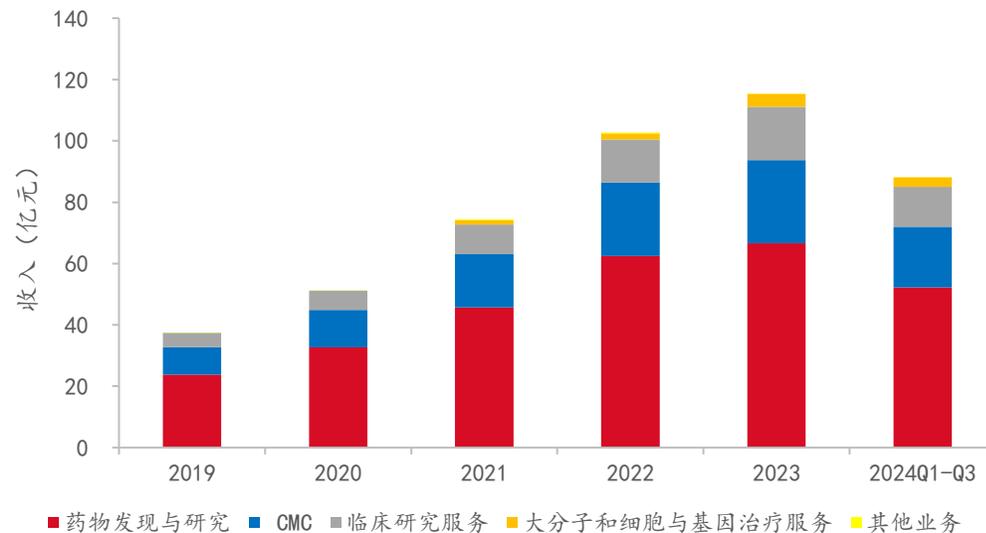


资料来源：Wind、中邮证券研究所

### 3.4 CXO受益标的-康龙化成：一体化优势逐步显现，新签订单增速提升

- **三季度收入同比和环比均实现较快增长。** 2024前三季度，公司实现收入88.17亿元（同比+3%），其中单三季度营收32.13亿元（同比+10%，环比+9.5%）。随着新签订单的逐步交付，公司三季度收入同比和环比均实现较快增长。
- **新签订单同比增长超过18%，CMC订单增速亮眼。** 2024年前三季度，得益于海外客户需求的逐渐恢复，以及更多服务项目逐渐进入到中后期临床开发阶段，公司新签订单同比增长超18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超12%、CMC板块新签订单同比增长超过30%（2024H1两者增速分别为10%和25%），在手订单增长提速。据2024中报披露，公司CMC业务约78%收入来源于药物发现服务的现有客户，公司一体化优势逐步显现。公司欧美客户收入占比超80%得益于海外客户需求的逐渐恢复，海外市场收入实现稳健增长。2024年前三季度公司来自全球前20大制药企业收入12.93亿元（+3.36%），占总营收的15%，公司综合服务实力持续提升。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润17.96亿元（+12.16%）、19.49亿元（+8.56%）和23.01元（+18.03%），对应PE分别为31.3倍、28.8倍和24.4倍。

图表45：公司主营业务构成及客户结构



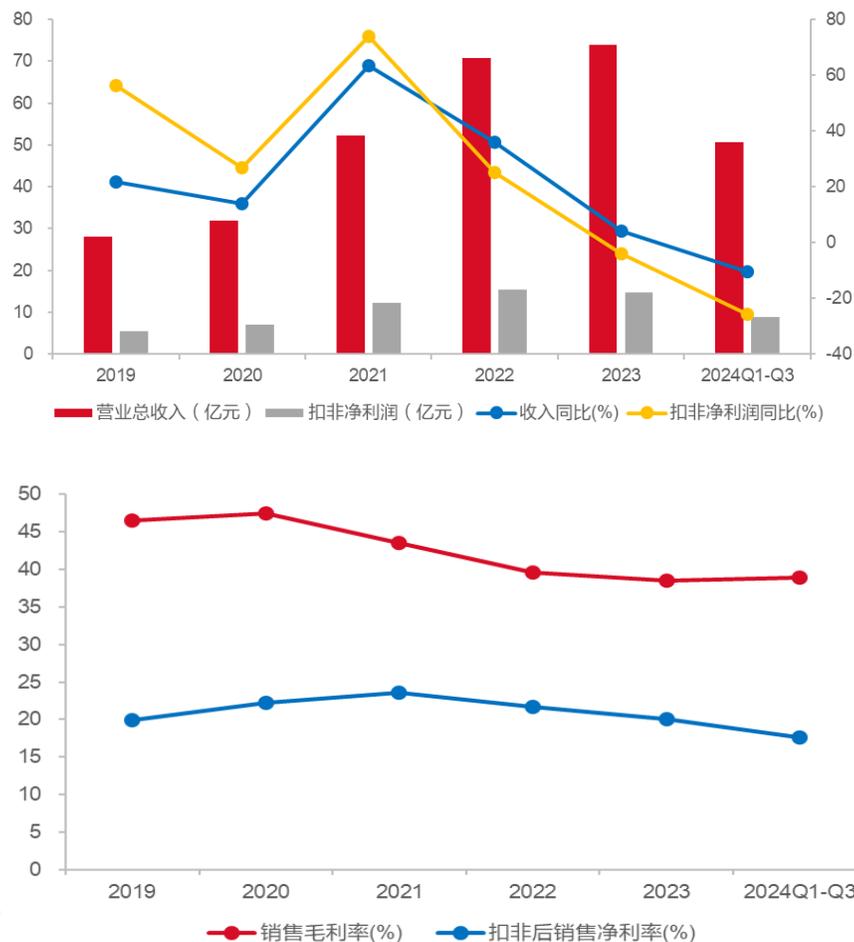
	2024Q1-Q3收入 (亿元)	yoy	收入占比
北美客户	57.31	4.29%	64.99%
欧洲 (含英国)	15.27	15.74%	17.32%
中国	13.9	-12.14%	15.07%
其他	2.3		2.62%

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

### 3.4 CXO受益标的-泰格医药：盈利能力有望回升，龙头地位持续巩固

- **海外市场及海外客户拓展良好，临床需求稳定增长。**公司2024H1新签订单增长主要来自于跨国药企在国内的临床需求以及国内企业在海外的临床需求增加。公司海外员工人数由2023年末的1632人增至2024H1的1722人，海外团队人员持续扩张。跨国药企在中国市场研发投入稳定增长，国内药企出海需求不断加大，对应的药物临床需求持续稳健增长。
- **国内订单需求企稳，盈利能力有望修复。**2024H1公司来自于国内药企、器械公司和初创型生物科技公司在国内的订单需求企稳，金额同比有所增长。目前国内供给端出现改善迹象，中小型临床公司开始收缩，行业逐步出清，订单价格逐步企稳。随着我国创新药质量和要求的不断提高，小型CRO公司的服务能力已不能满足客户需求，头部公司优势进一步凸显。公司三季度国内订单数量和价格开始企稳，后续有望带动公司盈利能力的修复。公司2023年以12.8%的市场份额继续保持中国临床外包服务市场的领先地位，龙头地位将持续巩固。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润15.02亿元（-25.84%）、18.83亿元（+25.40%）和22.11亿元（+17.43%），对应PE分别为39.1倍、31.2倍和26.6倍。

图表46：盈利能力短期下滑使得公司业绩增速放缓

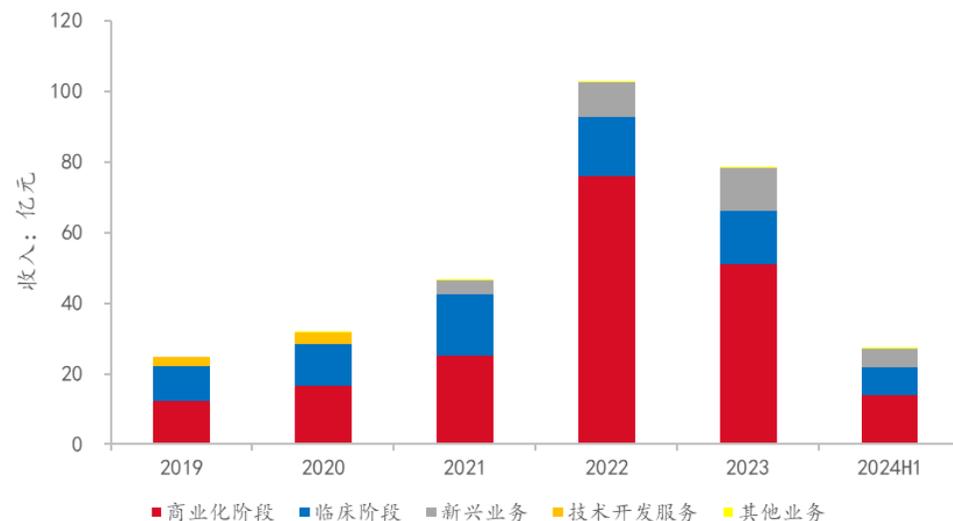


资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

### 3.4 CXO受益标的-凯莱英：小分子CDMO恢复良好增长，多肽产能持续扩张

- **小分子CDMO龙头，大订单影响消退后恢复良好增长。**2024前三季度，公司小分子CDMO业务收入33.87亿元，占总营收比重为82%，剔除大订单影响后同比+7.71%；毛利率48.89%，剔除大订单影响后同比+1.19pct。单三季度，小分子业务实现收入11.92亿元，剔除大订单影响后同比+18.89%，环比+22.52%。随着高基数影响的逐步消退，公司小分子CDMO业务逐步恢复良好态势，盈利能力较为稳定。
- **海外市场韧性凸显。**2024年前三季度，来自大制药公司收入20.13亿元，占公司总营收的48.6%，剔除大订单影响后同比增长11.10%；来自境外中小制药公司收入10.78亿元，占公司总营收的26%，同比下降0.03%。剔除大订单影响，公司海外收入维持良好增长，海外药企研发需求和投入稳定增长。截至公司2024中报披露日，不含已确认的营业收入，公司在手订单总额9.7亿美元。
- **新兴业务阶段性承压，多肽产能持续扩大。**2024前三季度，新兴业务实现收入7.45亿元，同比-8.37%；毛利率19.97%，同比-12.99pct。受国内市场低迷、产能爬坡期等影响，新兴业务阶段性放缓。根据公司三季报披露，从订单和执行情况看，四季度新兴业务将重新恢复增长态势。公司加速多肽业务拓展和产能建设，已前签订多个订单，截至报告期末多肽固相合成产能超20,000L。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润10.32亿元（-54.49%）、12.75亿元（+23.46%）和15.79亿元（+23.90%），对应PE分别为32.5倍、26.3倍和21.2倍。

图表47：公司主营业务情况

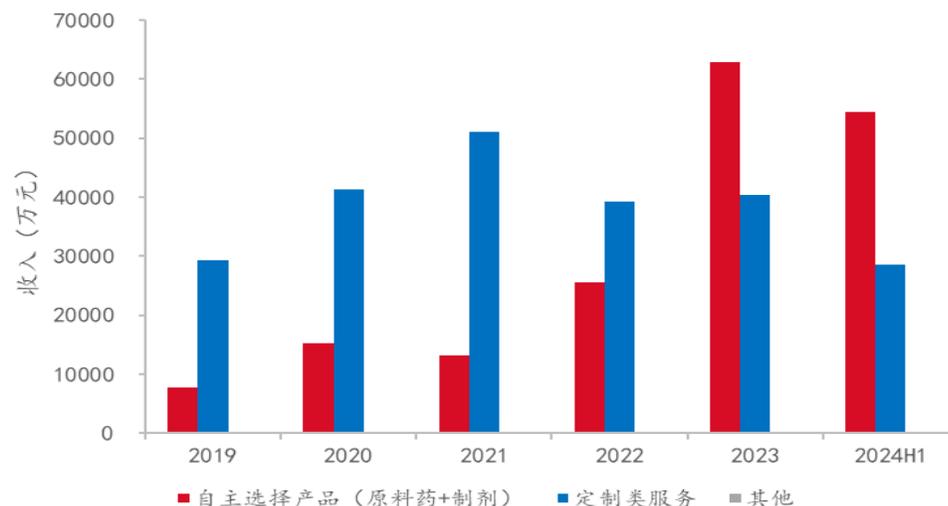


资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

### 3.4 CXO受益标的-诺泰生物：多肽原料药龙头，具备显著先发优势

- **GLP1制剂销售额持续快速攀升，生产和研发需求旺盛。**2024年前三季度，司美格鲁肽全球销售额超过200亿美元，替尔泊肽全球销售额超110亿美元。全球减重和降糖用药人数基数大，心血管、脂肪肝等多项适应症处于开发阶段，GLP1药物在慢病领域的渗透率将持续提升，GLP1双靶点/三靶点、长效制剂、联合用药等研发项目火热。多肽原料药需求刚性，市场规模持续快速增长，高景气度有望延续。
- **多肽原料药领域龙头企业，具备显著先发优势。**公司分别于2023年和2024年先后取得利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽原料药的FDA DMF First Adequate Letter。产能方面，目前多肽原料药产能已达吨级水平，明年随着601和602车间的陆续投产，还再新增产能10吨。公司多肽领域产品的收率和质量均处于行业领先地位。产品、产能、技术等多维度先发优势下，公司原料药业务持续高速增长。2023年及2024H1，公司原料药分别实现收入4.16亿元和3.77亿，毛利率分别为70%和77.4%，厚增公司业绩。
- **定制化业务2024年快速增长，制剂业务受益于集采快速放量。**定制化业务今年受益于欧洲药企订单的提前供货交付实现快速增长。制剂业务主要品种奥司他韦具备多种剂型，通过国家集采实现快速放量，收入具备较强确定性。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润4.22亿元（+159%）、5.7亿元（+35%）和7.58亿元（+33%），对应PE分别为29.9倍、22.2倍和16.7倍。

图表48：公司主营业务情况



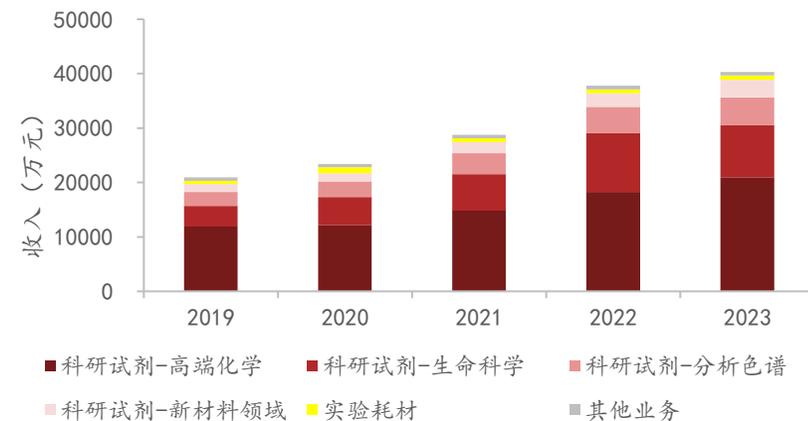
资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

### 3.4 生命科学受益标的-阿拉丁：内生外延共成长，海外市场贡献增量

- 收入端持续稳健增长，研发投入不断加大。**从2021-2023年分别实现收入2.88亿元、3.78亿元和4.03亿元，呈现稳健增长态势。前三季度实现收入3.78亿元（+33.54%）、归母净利润7257万元（+32.70%）。公司研发投入及占比、研发人员数量及占比均近五年来持续增加，2024上半年公司研发投入达3029万元，占营业收入的比重12.7%。持续的研发投入是保障公司种类丰富和品牌塑造的基础。公司“阿拉丁”品牌科研试剂和“芯硅谷”品牌实验耗材依托电商平台实现线上销售，近年来网站流量和访问量节节攀升，带动产品销量增长。
- 并购源叶扩大产品种类，海外市场开始起量。**公司2024年3月以1.81亿收购源叶生物51%股权。源叶生物在生化试剂、标准品、小分子抑制剂、液体试剂等相关产品方面优势明显，品牌在行业内具有一定知名度。二季度并表以来，源叶报表端预计贡献收入增量约6000-7000万，归母净利润约1200万。双方在品牌、渠道等多方面形成优势互补、协同增效。公司在美国有子公司和仓库，目前订单处于快速增长阶段。为开展德国及欧洲市场，公司今年10月陆续收购UNA 589和参股neolab，目前欧洲仓库正在建设阶段。随着海外市场仓储、销售、渠道陆续建设完毕，公司海外收入有望逐步贡献收入增量。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润1.13亿元（+31.66%）、1.39亿元（+23.01%）和1.70亿元（+22.30%），对应PE分别为40.7倍、33.1倍和27.0倍。**

请参阅附注免责声明

图表49：公司产品种类丰富，收入稳健增长



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表50：公司近年来研发投入持续增长

年份	研发人数 (人)	占比	研发投入 (万元)	研发支出总额占营业收入比例
2019	72	23.15%	1572	7.74%
2020	73	23.17%	1568	6.70%
2021	119	25.81%	2266	7.88%
2022	171	30%	3893	10.30%
2023	187	33.04%	5125	12.72%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

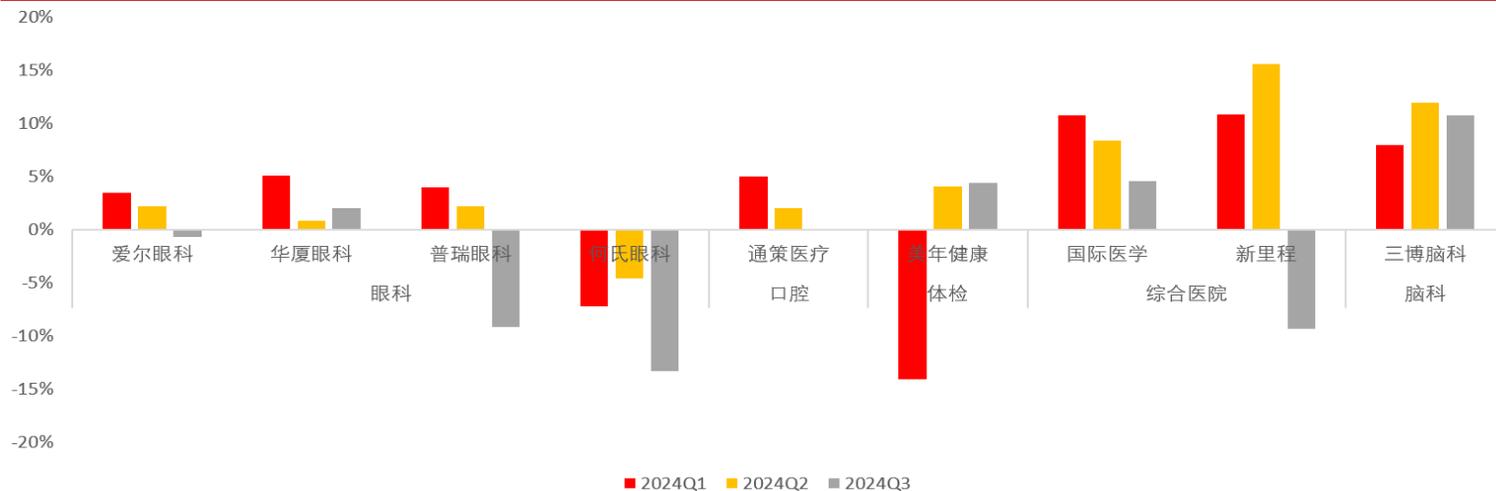
# 四

## 消费&医疗服务：重视优质资产整合带来的投资机会

## 4.1 医疗服务：2024Q3眼科增长承压，口腔持平，体检回升，综合医院增速放缓

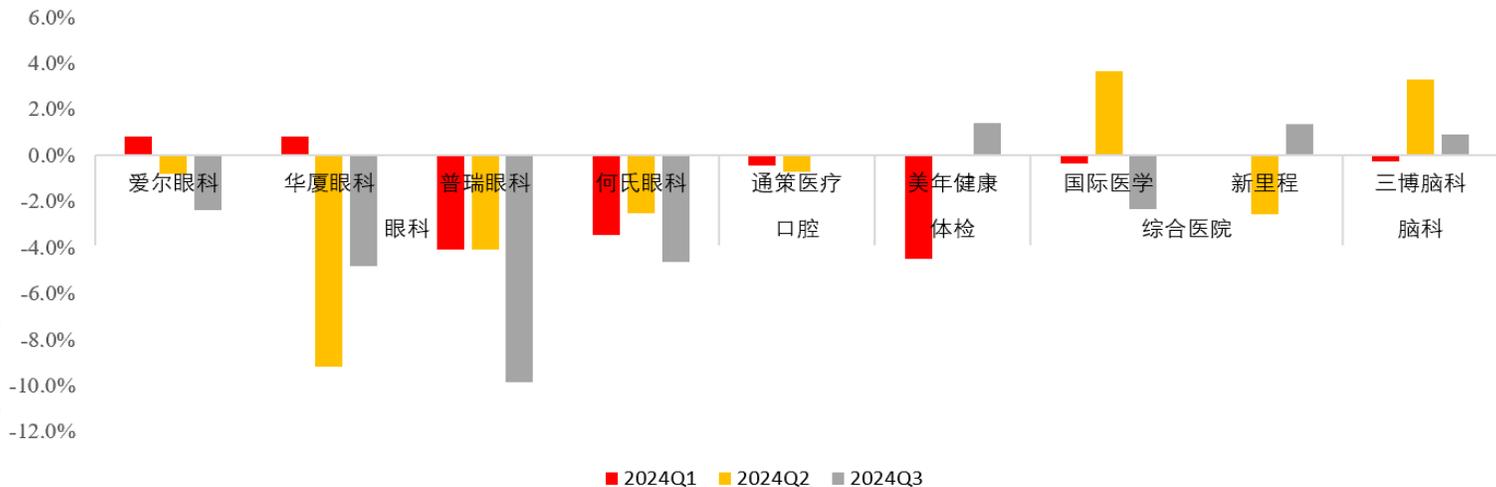
- **眼科收入增长承压**，24Q3华夏眼科小幅度增长，爱尔眼科小幅度下滑，普瑞、何氏下滑较明显，由于规模下滑，毛利率也相应下降。
- **通策医疗**24Q3收入和毛利率都基本持平。
- **美年健康**进入下半年旺季，Q3企稳，收入和毛利率同比实现小幅度增长。
- **国际医学**仍保持收入增长，毛利率略有下滑预计与新增人力成本有关。
- **新里程**Q3医疗服务收入下滑主要系公司主动调整收入结构，保证盈利水平。
- **三博脑科**收入实现较好增长，毛利率也略有提升。

图表51：24Q3眼科收入增长承压，口腔持平，体检略有回升，综合医院增速放缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表52：眼科毛利率Q3同比下滑，口腔持平，体检略有回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 4.1 医疗服务：一二级估值差普遍缩小，眼科最明显，其次为体检和综合医院

- 我们梳理了近3年医疗服务并购估值变化，对比公司对应时点估值情况，发现：眼科估值差缩小最为明显；体检一二级估值差距小；口腔一级估值稳定且明显低于二级水平；综合医院估值差缩窄。
- **1、眼科：**1) 估值差降低最为明显，收购标的PS从3倍出头下降为2倍左右，爱尔PS则从25倍下调至不到7倍（最低4倍出头）；普瑞眼科当前估值为2.2倍左右（最低1.5倍，低于一级估值）；华夏眼科当前为4.4倍（最低3.3倍）。2) 爱尔收购标的最多，其2024年收购的标的质量和规模都有所降低（净资产为负比例明显增加），但盈利能力提升。
- **2、体检：**收购标的PS集中在1.0-1.5倍，收购基本集中在美年健康参转控，和纯对外并购有不同，上市公司的议价权更强，美年健康2024年9月PS(ttm)最低为1.2倍，当前为1.8倍。
- **3、口腔：**口腔门诊部的估值基本在1倍PB，口腔医院则为1倍出头PS，由于主要通过自建扩张，并购数量不多且单体规模较小，标的估值皆低于上市公司估值水平。通策医疗2024年9月PS(ttm)最低为6.5倍，当前为8倍。
- **4、综合医院：**华润医疗在2020年和2023年进行的两笔收购PS分别为1.7/1.4，公司当前为0.5倍，估值明显倒挂。新里程2023年和2024年进行的收购PS从不到1倍增加至1倍，公司估值从PS 5.5倍下降至2.3倍，估值差也有明显缩窄。国际医学当前PS(ttm)为2.5倍（最低为1.9倍）。

## 4.1 医疗服务2025年展望：看好低估值/政策受益/有外延预期方向，关注消费复苏

- **方向一：低估值：**从一级、二级估值差来看，体检、综合医院估值差较小，眼科虽然二级估值仍高于一级，但估值差缩小明显。从市现率来看，ICL和国际医学处于较低水平。**推荐标的：国际医学、美年健康。**
- **方向二：政策受益-辅助生殖：**当前已将部分辅助生殖项目纳入医保的有北京、广西、甘肃、山东、上海、湖北、广东、云南、四川等地区。从已实施的地区情况来看，渗透率有明显提升，政策落地广西实施7个月以来，全区辅助生殖机构门诊量达60.77万人次，同比增长35.64%，人工授精治疗周期数同比增长47.08%，体外受精—胚胎移植取卵周期数同比增长45.10%，体外受精—胚胎移植的移植周期数同比增长40.85%。**受益标的：锦欣生殖**，其核心国内医疗机构所在地均已落地部分辅助生殖项目纳入医保，当地IVF渗透率有望加速提升，叠加供给端深圳中山在2025年开设新院区，产能进一步扩大，有望实现较好周期数增长。
- **方向三：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：**
  - 1) **推荐标的：新里程。**公司控股股东新里程集团控股管理近40家二甲以上医院和200家基层医疗机构，集团计划在2022年6月公司重整完成后的5年内，优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。10月16日，公司发布公告称拟收购重庆新里程100%股权，正式开启优质资产注入。
  - 2) **受益标的：爱尔眼科、美年健康。**当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。
  - 3) **受益标的：固生堂：**公司通过自建和收购并举，截至2024H1末共有71家医疗机构（2024H1新增15家），公司拥有成熟的门店运营管理体系，门店可复制性强；由于客单价较低受消费力下行影响较小，且诊疗偏刚需，需求端旺盛，有望通过持续扩张促进市占率提升。
- **方向四：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：**眼科在2024年前三季度增长承压，受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔2024年单季度同比基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

## 4.1 医疗服务推荐标的-国际医学：收入保持环比增长，季度扭亏在即

- **诊疗量持续提升：**2024年前三季度，公司旗下医院门急诊服务总量189.85万人次，同比增长12.55%。其中，第三季度，门急诊服务量64.73万人次，同比增长10.31%。2024年前三季度住院服务量15.18万人次，同比增长14.31%。其中，第三季度住院服务量5.15万人次，同比增长7.07%。10月高新医院月平均日在院使用床位数约在1300-1500张；西安国际医学中心医院南北院区月平均日在院使用床位数约在3000—3500张。
- **盈利能力提升，季度扭亏在即：**2024H1 高新医院收入7.72 亿元（+8.69%），年化单床产出预计超过100万，净利润 0.49 亿元（+43.63%）；中心医院收入16.34 亿元（+14.68%），净利润-0.78 亿元（减亏49.29%），其营业成本中人力、折旧固定，随着收入增长摊薄效应明显，随着Q4旺季到来，预计公司实现季度扭亏在即。
- **现金流持续改善：**两家医院自2022年12月实行DRG，2023/2024H1的1年内应收账款占比皆为99%，23Q4/24Q1/24Q2/24Q3销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比例分别为119.5%/100.2%/99.3%/93.6%。公司目前除了质子中心暂无其他较大资本开支。
- **DRG试行以来的量价变化：**1、从量来看，门诊及住院基本保持每年季度环比增长态势；2、从价来看，单床产出基本保持100万左右，高新医院已经饱和后续预计保持小幅增长趋势，中心当前产能还有较大提升空间，预计单床产出变化不大；3、后续增长动力：主要为量增。
- **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年收入分别为50.54/56.66/63.29亿元，归母净利润分别为-2.55/0.02/1.85亿元，当前最新收盘价对应PS分别为2.93/2.61/2.34倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**医保控费趋严，住院量爬坡速度不如预期。

## 4.1 医疗服务推荐标的-美年健康：个检快速增长，降本控费成效加强

- **收入逐季向好，看好Q4旺季经营。**上半年为体检业务淡季，但公司整体体检订单稳定良好，客单价稳定提升，除了Q1受同期高基数影响之外，Q2营收同比实现了正增长，进入下半年体检旺季，由于公司上半年体检订单稳定良好，受到检节奏影响的业务在Q3逐步释放，Q4为核心旺季，公司有望实现更好增长。
- **毛利率稳健向上，控费较好，净利率提升。**2024Q3毛利率为45.43% (+1.12pct)，较24Q2的41.36%及23Q3的44.31%均有提升。2024Q3销售费用率为21.86% (+0.45pct)，管理费用率为7.56 (+0.35pct)，研发费用率为0.41% (-0.13pct)，财务费用率为2.76 (-0.05pct)。2024Q3归母净利率8.19% (+0.5pct)，扣非净利率7.93%，基本持平，考虑到24Q3较23Q3新增2000万信用减值损失，24Q3扣非净利率仍有提升，表明降本增效措施、精细化数字化运营AI专精特新产品推广等举措取得良好成效，经营趋势向好。
- **AI产品陆续落地，助力医疗、营销效率快速提升。**公司与华为等国内大模型技术公司合作发布国内首个健康管理AI机器人“健康小美”数智健管师，“健康小美”于2024Q3在杭州南京、宁波、苏州等地区开展了试运营工作，目前已有26家分院开启重点功能使用。2024Q3公司还推出“AI智能血糖管理创新产品”，为每位用户定制“一人一策”的专业个性化血糖管理方案。在营销方面，公司发布了AI智能销售助手“美年小星”，辅助销售人员提升接待能力与业务转化率，强化销售人员的专业能力与产品信息更新速度。
- **盈利预测：**预计2024-2026年收入分别为110.08/118.37/126.8亿元，归母净利润分别为3.33/6.29/8.95亿元，对应EPS分别为0.09/0.16/0.23元/股，对应PE分别为59.16/31.32/22.01倍。
- **风险提示：**精细化管理能力提升不及预期；经济影响签约订单量。

## 4.1 医疗服务推荐标的-新里程：内生稳健，开启外延并购

- **体内医院经营较好，存量扩张促进稳健增长：**公司在辽宁、河南、江苏、江西、四川分别成立五大区域医疗中心，拥有3家三级医院、7家二级医院，大部分医疗机构实现市场化运营时间较长，在当地市占率较高。当前已开放床位数达6000余张，床位使用率约90%，平均年单床产出约40万，整体净利率约9%。所有医疗机构皆已实行DRG/DIP，2024H1实施DRG的医院全部实现了医保结余，实施DIP的医院大面积解决了科室亏损，整体适应情况较好。**后续展望：**1) 存量床位扩张，拟新增2000余张床位陆续开放，对应当地存在需求缺口且为医院优势学科的治疗领域；2) 单床产出增加，目前优质医院年单床产出为50-60万，通过加大周转、调整科室结构等方式有望促进平均年单床产出增加；3) 净利率提升，公司目标医院净利率为10%-12%，通过加大精细化管理仍有提升空间。
- **体外医院资产优异，改制进度良好，已开启资产注入：**公司控股股东新里程集团在全国近20个省市控股管理近40家二甲以上医院和200家基层医疗机构，医疗和康养总床位数达到3万张。集团计划在2022年6月公司重整完成后的5年内，优先将盈利能力好的优质医疗资产尽快注入上市公司。集团医院板块收入规模60亿左右，2023年净利率已达到7%-8%，其中头部医院净利率超过10%。10月16日，公司发布公告称拟以3.2亿元人民币向新里程康养收购重庆新里程100%股权，重庆新里程总床位数超过1000张，此次收购是新里程集团正式开启优质资产注入的起点。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年公司收入分别为42.88/49.06/58.51亿元，归母净利润分别为1.35/2.63/3.80亿元，EPS分别为0.04/0.08/0.11元/股，当前收盘价对应PS分别为2.52/2.20/1.85倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策变动风险；扩张进度不及预期风险。

## 4.2 零售药店：行业出清提速，25年龙头药店客流量、利润率预计提升

- **中小药店加速退出，行业进入整合阶段，客流有望向头部集中。**据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2023年）》数据，2023年全国药店数量达到66.7万家，行业竞争持续加剧，但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。行业出清，客流有望向头部集中。
- **2025年龙头药店利润率有望提升。**新店、次新店业绩待释放，各家药店积极迎接行业周期进行门店优化，2025年利润率有望提升。
- **门诊统筹政策持续落地，处方外流长期带来业绩增量。**在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，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。
- **从近几年一级市场收购估值差来看，估值差持续收窄，至2023、2024年已出现一级市场估值高于二级市场估值的现象，上市药房估值已经被低估。**
- **零售药店赛道建议关注个股机会，我们看好持续提升精细化管理能力维持盈利水平，积极布局门诊统筹门店的龙头药房。推荐标的：益丰药房；受益标的：大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民等。**

图表53：零售药店板块处于估值低位，具备估值性价比（PE）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：收盘日截至2024年11月8日）

## 4.2 零售药店：预计2025年业绩逐季向好趋势明显

- 2024年零售药店业绩分季度来看，年初在流感等呼吸道疾病的刺激下药店客流阶段性回升，Q1营收稳健增长，Q2、Q3营收、利润增速整体放缓，主要有以下原因：（1）消费疲软，滋补、保健品等非刚性品种销售受到影响；（2）门诊统筹政策落地滞后；（3）年初流感、呼吸道疾病等相关产品去库存；（4）前期新开门店带来的亏损影响。
- 预计2025年零售药店业绩逐季向好：（1）产品库存已逐步消化，恢复到正常水平；（2）统筹政策有望在今年规范化后，来年进一步推广实施；（3）随着行业逐步出清，龙头药房客流进一步提升；（4）消费环境逐步恢复；（5）2024年业绩基数逐季降低。

图表54：零售药店2024Q1营收稳健增长，Q2、Q3营收、利润增速放缓

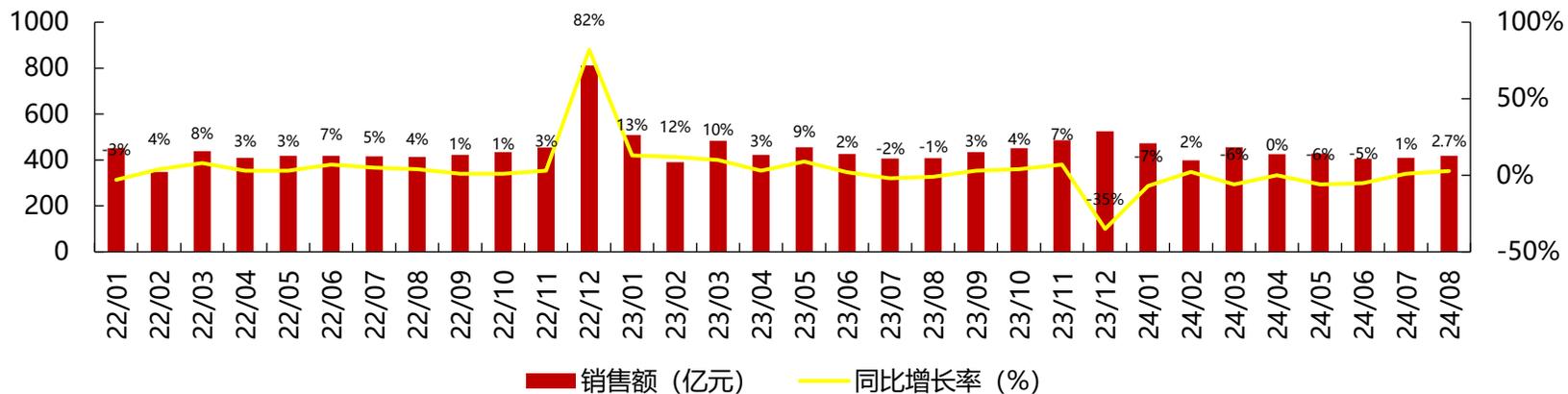
零售药店	单位：百万元	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q3	2024Q1-3
益丰药房	营业收入	5971	5791	11762	5456	17219
	YOY	13.39%	6.45%	9.86%	5.31%	8.38%
	归母净利润	407	391	798	313	1111
老百姓	营业收入	5539	5401	10940	5292	16232
	YOY	1.81%	0.56%	1.19%	1.18%	1.19%
	净利润	321	181	503	127	630
大参林	营业收入	6752	6593	13345	6386	19731
	YOY	13.54%	9.07%	11.29%	11.42%	11.33%
	归母净利润	398	259	658	201	858
一心堂	营业收入	5100	4206	9305	4284	13589
	YOY	14.96%	-0.81%	7.26%	3.55%	6.06%
	归母净利润	242	40	282	11	293
健之佳	营业收入	2314	2171	4485	2250	6735
	YOY	6.79%	0.01%	3.40%	4.08%	3.63%
	归母净利润	52	11	63	38	101
漱玉平民	营业收入	2439	2379	4818	2260	7078
	YOY	17.69%	8.71%	13.08%	-0.60%	8.32%
	归母净利润	11	14	24	-37	-13
	YOY	-83.72%	-81.63%	-82.60%	-263.75%	-108.15%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 4.2 零售药店：2025龙头量价有望持续提升

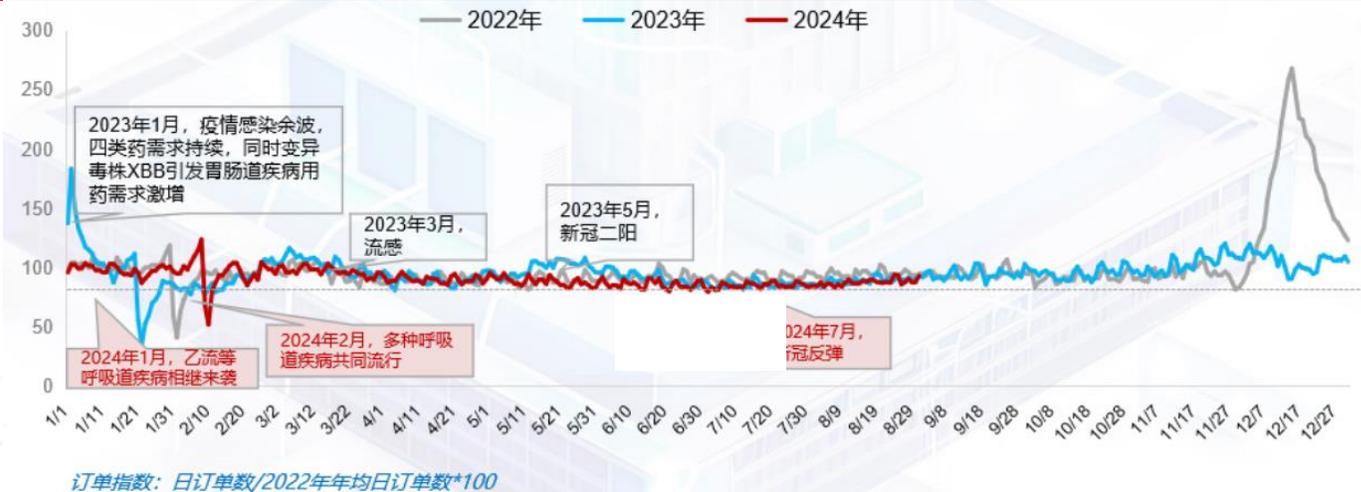
- 从行业整体销售来看，截至2024年8月，全国零售药店市场累计规模达3410亿元，同比下滑2.6%，2024年前三季度线下药店上市公司营收增速7.18%，展现出龙头药房经营韧性。聚焦7、8月，全国零售药店市场持续回温，7月同比提升1%，8月同比提升2.7%。
- 从客流来看，年初在流感等呼吸道疾病的刺激下药店客流阶段性回升；但受经济下行、门诊统筹政策以及线上电商冲击等多重因素影响，3-6月整体客流水平呈现连续下滑趋势，不及往年水平。7、8月季节性疾病导致用药需求提升，客流持续回温。
- **中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合。在行业加速出清的背景下，龙头药房有望凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段脱颖而出，2025年客流有望持续提升。**

图表55：7、8月零售药店销售额回暖趋势明显



资料来源：中康CMH、中邮证券研究所

图表56：零售药店7、8月客水平逆转下滑趋势，持续回温



资料来源：中康CMH、中邮证券研究所

## 4.2 零售药店：新店、次新店增长导致业绩承压，后续逐步释放业绩

- 2024年龙头药房保持稳健有序扩张，但由于前期直营店增长速度较快，新店、次新店带来的亏损导致龙头药房业绩短期承压。随着行业加速出清，龙头药房积极应对行业周期优化门店，从前三季度搬迁和闭店数量来看，益丰药房454家，老百姓351家，大参林452家，一心堂433家，处置主要集中在第三季度，单三季度益丰药房365家，老百姓121家，大参林234家，一心堂152家，处置经营亏损店面，将减小对利润端的压力，来年利润率有望提升。由此，龙头零售药店直营店增速以及新店、次新店占比已较2024H1时有所降低，预计后续新店、次新店逐渐释放业绩，业绩增速有望逐渐恢复。

图表57：2024年龙头药房有序扩张，开店与闭店并行

2024Q3	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
总门店数	15050	15591	16453	11516	5501	8935
直营店总数	11425	10300	10718	11516	5501	4398
加盟店总数	3625	5291	5735	0	0	4537
当期新增直营门店数	1615	1264	1261	1694	410	383
其中新开	1262	-	841	-	288	48
其中并购	353	-	420	-	122	335
当期新增加盟店	639	1104	1570	0	0	630
当期搬迁及关闭门店数	454	351	452	433	25	89
单Q3搬迁及关闭门店数	365	121	234	152	18	61

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表58：新店、次新店导致业绩短期承压，2025年有望缓解

	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
<b>截至2024H1</b>						
直营门店增速	24%	16%	21%	18%	21%	12%
新店、次新店占比	22%	23%	20%	-	19%	9%
<b>截至2024Q3</b>						
直营门店增速	19%	15%	15%	15%	17%	10%
新店、次新店占比	21%	-	15%	-	12%	4%

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

## 4.2 零售药店：积极布局门诊统筹，不断提升专业化服务能力

- 龙头药房具备统筹资质布局优势，统筹政策落地有望带来客流客单提升。** 定点药房纳入门诊统筹管理，执行与定点基层医疗机构相同的医保待遇，引流效果明显。国家医保局2023年2月15日发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务、完善定点药店门诊统筹支付政策、明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，代表零售药店在国家医药健康保障体系中的作用和地位明显提升，也是对处方流转、医药分业实质性的推动。对于零售药店而言，获得统筹定点药房的资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，更能因医院处方外流获取客流。在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，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。

图表59：龙头药房积极布局门诊统筹资质门店

单位：家	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
门诊统筹资质门店	5028	1782	863	-
DTP门店	176	248	-	-
门诊慢特病定点资格门店	1660	1165	慢病638家，特病228	110余家
双通道资格门店	330	602	147	-

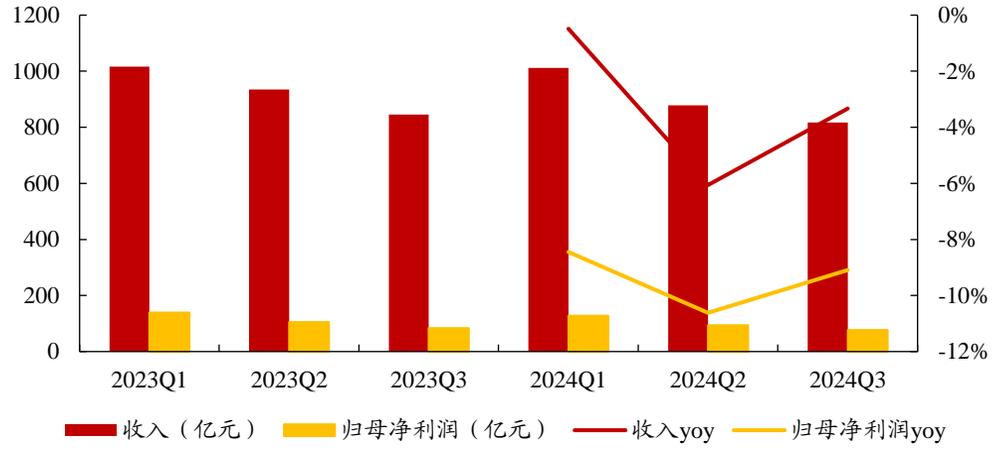
资料来源：各公司公告、中邮证券研究所（注：数据截至2024H1）

请参阅附注免责声明

### 4.3 中药：2024年中药板块增长普遍承压，看好2025年OTC库存出清+消费回暖

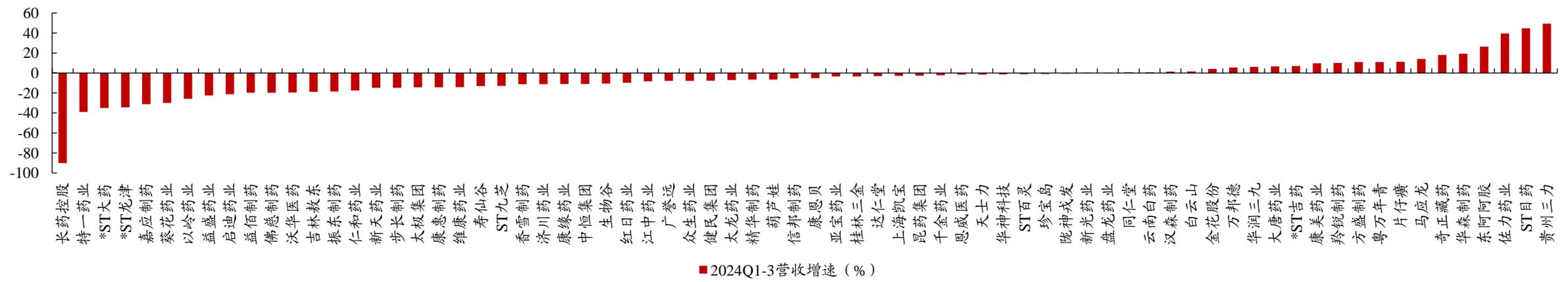
- 根据Wind统计，中药板块2024年前三季度营收下滑3%，归母净利润下滑约9%。从收入端来看，近32%标的前三季度收入有正向增长，实现收入增长的标的较多为OTC中药，例如贵州三力、东阿阿胶、马应龙、片仔癀、羚锐制药、云南白药、同仁堂等。院内中药受益于集采以价换量、并购或新品增量等收入增长较好的有贵州三力、佐力药业、方盛制药、康臣药业。从利润端来看，归母净利润下滑预计与规模效应下降、集采降价、原材料价格影响等因素有关。
- 我们看好来年消费环境改善下，行业需求持续复苏，高品质、疗效好的品牌OTC有望率先迎来反弹。**推荐标的：桂林三金；受益标的：贵州三力。**

图表60：2024Q3中药板块收入利润皆同比下滑



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表61：2024Q3较多院内中药标的营业收入增速较低，较多中药OTC则实现正向增长



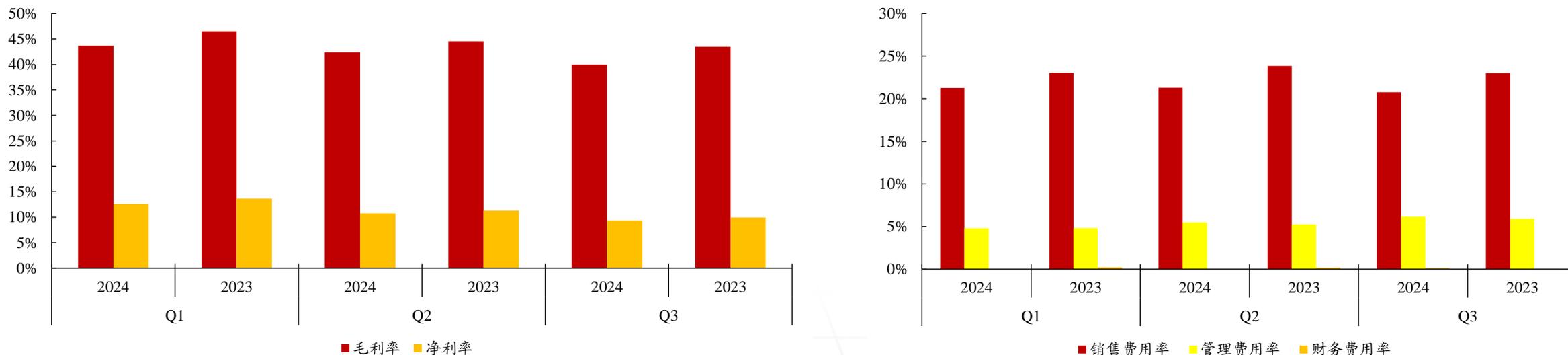
资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 4.3 中药：2024Q1-3中药板块毛利率下滑，销售费用率明显下降

- 毛利率和净利率：**2024Q1-3中药板块毛利率为39.98%同比下滑3.5pct，预计与中药原材料持续涨价有关，但中药材天地网数据，今年8月起中药原材料价格开始呈下调趋势，预计后续原材料价格上涨对毛利率的影响将减弱。归母净利率9.35%，下滑0.59pct，基本维持稳定。**中药品牌OTC**面对持续提升的需求以及处于高位的中药材成本，价格策略更加积极，马应龙、达仁堂、东阿阿胶、桂林三金、云南白药等公司毛利率仍保持提升。**院内中药**部分标的面临集采降价影响毛利率，但销售费用率下降明显，净利率稳中向上。
- 费率：**2024Q1-3中药板块销售费用率同比下降明显（-2.26pct），61%中药标的销售费用率同比下降，降本增效成效明显。

图表62：2024Q1-3中药板块毛利率均下滑，销售费用率明显下降



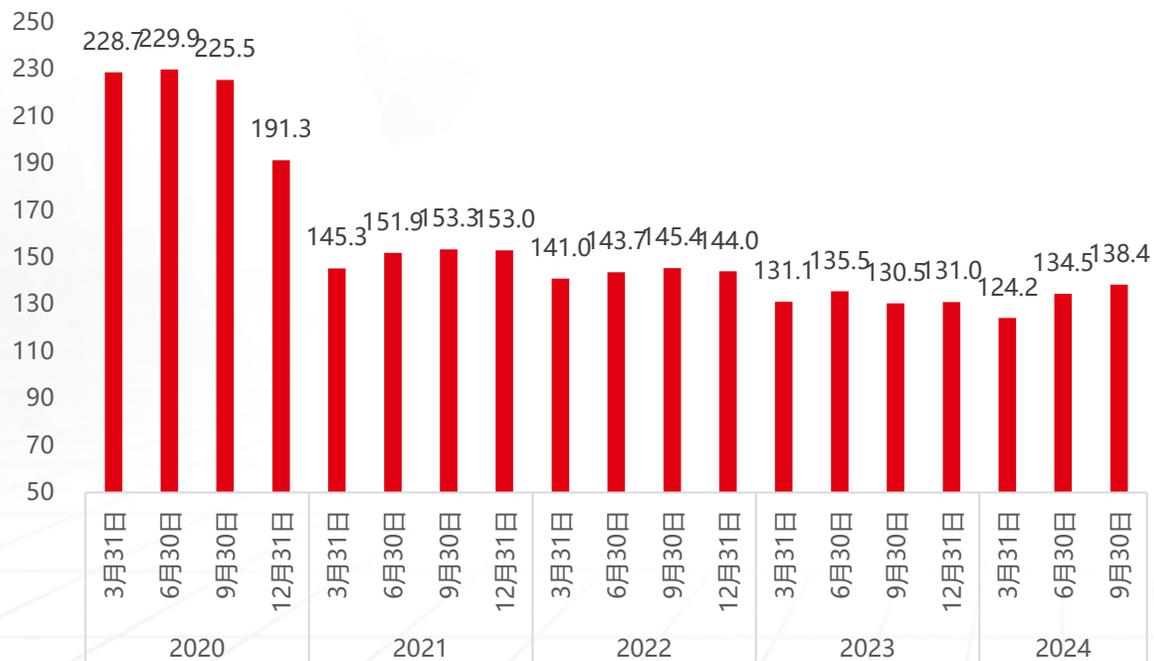
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 4.3 中药：中药板块整体营运效率仍有提升潜力

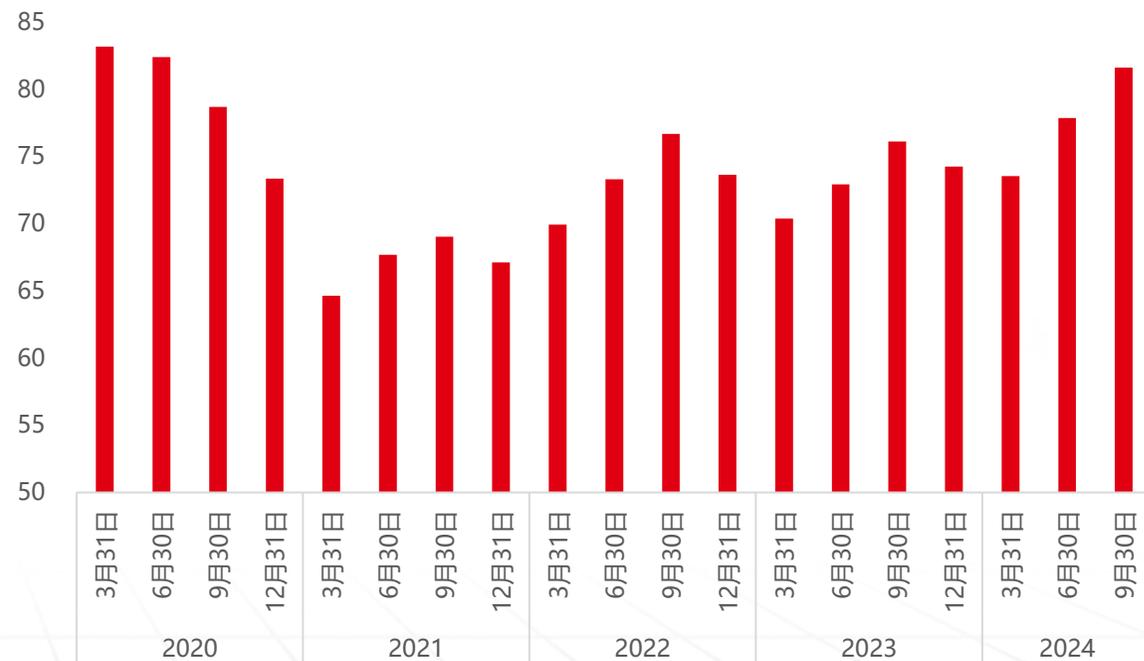
- **从营运能力来看**，中药板块存货周转持续优化，截至2024Q3板块整体存货周转天数为138.4天，在历史处于较低水平。应收账款周转天数有所增加，预计与消费疲软、医保监管加强等因素有关，渠道终端回款速度减慢，预计随着来年消费环境改善，地方化债利好公立医疗机构经营，终端回款有望加强。

图表63：中药板块存货周转天数持续下降，目前处于较低水平



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表64：中药板块应收账款周转天数有所增加



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 4.3 中药：看好国企龙头引领的行业优质资源整合，推动行业高质量发展

- 据不完全统计，2023年以来中药企业通过收购不断提升市场竞争力，并购主要分为三个方向：（1）布局上游资源；（2）丰富产品线，实现产品协同，提升研发实力；（3）增强下游渠道能力进行市场拓展。9月24日证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，有望进一步提升企业通过收购提升自身实力的积极性。
- **关注国企龙头引领的行业并购、优质资产整合投资机会，推荐标的：太极集团。**

图表65：中药上市公司积极通过收购完善产业链建设

公告时间	公司	收购标的	收购股份	是否完成	被收购标的基本面
2023年9月	贵州三力	贵州汉方药业有限公司	38.8% (收购完成后总计持有75.9%)	是	汉方药业主营中西药品、抑菌洗液、卫生湿巾、II类医疗器械、消毒制剂（除危化品）的生产、销售。
2023年10月	葵花药业	海南惠海医药有限公司	100%	是	海南惠海主营药品批发；药品进出口；药品零售；保健食品销售等，本次收购行为旨在满足葵花药业在医药流通领域的业务发展和市场拓展需求。
2023年11月	佛慈制药	广东佛慈普泽医药有限公司	60%	是	广东佛慈普泽医药主营药品、中药饮片以及保健食品的批发、零售和网上销售，健康管理服务咨询等，在华南市场渠道优势明显。
2024年6月	昆药集团	昆明华润圣火药业有限公司	51%	否	华润圣火与昆药集团同属一控股股东华润三九，华润圣火主营产品血塞通软胶囊与昆药集团存在同业竞争，华润三九向昆药集团协议转让华润圣火51%股权，有利于加快三七产业整合，打造三七产业链标杆，进一步提升华润三九在三七产业的影响力，推动以“三七”为代表的传统中药产业链高质量发展；同时，可充分发挥昆药集团与华润圣火在产品、渠道、品牌、供应链等方面的协同优势，创造协同价值。
2024年8月	华润三九	天士力医药集团股份有限公司	28%	否	本次交易完成后，天士力控股股东将由天士力集团变更为华润三九，天士力的实际控制人将变更为中国华润。天士力是以大健康产业为主线，以生物医药产业为核心，以健康产业和医疗康复、健康养生、健康管理为两翼的高科技国际化企业集团，在中药创新研发及医疗渠道方面具有突出优势，为创新中药标杆企业。
2024年8月	片仔癀	漳州市明源香料有限公司	100%	否	片仔癀拟通过全资子公司收购明源香料。明源香料主营传统香料制品经营；香料作物种植。明源香料的长期股权投资系对漳州水仙药业股份有限公司30%的股权投资。水仙药业是一家集科研、开发、生产、销售为一体的制药企业，其主导产品为水仙牌系列产品：风油精、无极膏、丁硼乳膏、软脉灵、满山白、眠安宁等。水仙药业的盈利板块主要基于风油精的销售，盈利模式较为稳定。
2024年10月	江中药业	江西江中中药饮片有限公司	51%	否	江中药业旨在探索布局中医药上游资源，完善中药产业链建设，拟收购华润江中制药集团有限责任公司所持有的江西江中中药饮片有限公司51%股权。
2024年11月	康缘药业	江苏中新医药有限公司	100%	否	中新医药是生物药新药研发公司，目前聚焦代谢性疾病及神经系统疾病领域，已获取4个创新药的6个临床批件，皆进入临床阶段。收购有利于康缘药业进一步丰富公司生物药研发管线，完善公司产品矩阵，提升公司研发能力，打造具有影响力和竞争力的生物制药创新研发平台，帮助公司实现长期、可持续发展。

## 4.3 中药：看好创新驱动、集采/基药政策受益、高基数出清方向

### ■ 关注中药创新药方向

2023年共有10个中药新药获批上市，2024年截至9月中旬已有8个新药上市，在国家药监局改革审评审批流程、构建监管体系等措施下，中药饮片整体合格率从2018年的88%上升至目前的97%左右，中成药整体合格率长期稳定在99%以上。

截至2024H1末，**天士力**管线中19款现代中药研发产品处于临床II、III期研究阶段，包括安神滴丸、脊痛宁片、青术颗粒、安体威颗粒、香橘乳癖宁胶囊等。**康缘药业**共有3个药品处于Pre-NDA阶段，4个产品处于临床III期，7个产品处于临床II期（其中4个已完成）。**以岭药业**共有7个品种处于临床阶段，芪防鼻通片和柴黄利胆胶囊申报新药已获受理。**方盛制药**研发进度靠前的有养血祛风止痛颗粒（提交上市许可申请）、诺丽通颗粒、健胃祛痛丸、蛭龙通络片。**中药创新药在销售促进下增长快速，后续有望带来明显增量**：方盛制药的小儿荆杏止咳颗粒截至2024年9月末已完成覆盖1500多家公立医疗机构，2024年前三季度实现销售收入约6000万元，同比增长超130%；玄七健骨片已完成覆盖1,000多家公立医疗机构，2024年前三季度实现销售收入约8600万元，同比增长超340%。

### ■ 关注集采/基药政策受益方向

受益集采2024年实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊（2024年前三季度销量增长30%）、方盛制药的藤黄健骨片（2024年前三季度销量增长约14%）、康臣药业的尿毒清颗粒（2024H1收入增长10%+）等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

### ■ 关注高基数出清的拐点方向

根据前文，中药板块Q3收入降幅较Q2缩窄，边际向好，疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，2025年业绩增速有望恢复。

■ 推荐标的：**佐力药业、康臣药业、康缘药业、太极集团**；受益标的：**天士力、以岭药业、方盛制药、贵州三力**。

## 4.3 中药推荐标的-桂林三金：OTC库存出清+消费回暖标的

- **看好2025年公司业绩在基数恢复正常、消费环境改善下企稳回升。** 由于2023年上半年流感、疫情等季节性疾病等特定因素影响，公司2024年上半年业绩面临高基数的挑战，在公司积极应对下，前三季度营收、利润下滑幅度明显收窄，Q3取得了亮眼成绩，业绩逐季改善趋势明显。预计随着高基数等因素影响降低，消费环境逐步恢复，Q4及2025年经营逐步恢复常态，公司业绩将进一步企稳回升。
- **一线品种持续稳定增长，二三线品种释放业绩，有望走出第二成长曲线。** 公司不断在口腔咽喉用药、泌尿系统用药等领域巩固或强化领导或领先地位，未来一线品种西瓜霜系列、三金片系列打开院内空白市场，二、三线品种眩晕宁系列、蛤蚧定喘胶囊、复方感冒灵颗粒等快速成长，有望走出第二成长曲线，生物制药板块有望进一步减亏，持续稳定增长具有坚实的基础。
- 预计公司2024-2026年营业收入分别为23.89/26.39/29.16亿元，归母净利润分别为4.81/5.31/5.87亿元，当前股价对应PE分别为18.58/16.82/15.20倍，维持“买入”评级。

图表66：桂林三金盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,172	2,389	2,639	2,916
增长率(%)	10.81	10.01	10.48	10.49
EBITDA(百万元)	624	695	752	830
归属母公司净利润(百万元)	421	481	531	587
增长率(%)	27.85	14.08	10.50	10.61
EPS(元/股)	0.72	0.82	0.90	1.00
市盈率(P/E)	21.20	18.58	16.82	15.20
市净率(P/B)	3.17	2.72	2.34	2.03
EV/EBITDA	12.80	11.43	9.97	8.44

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

### 4.3 中药推荐标的-佐力药业：受益集采，实现较好以价换量

- **乌灵胶囊在集采下实现以价换量，百令胶囊通过集采抢占市场。**公司Q3收入6.17亿元（+35.97%），增速保持了上半年的高增长。2024年前三季度乌灵胶囊销售金额+22.67%（H1增速为28.86%），截至2024年9月末，京津冀“3+N”联盟地区已经有14个省份开始执行集采；灵泽片销售金额+36.9%（H1为30.84%），其治疗前列腺增生疗效明显，临床认可度高，通过和已进入集采的西药联合用药促进销量增长；百令系列销售数量+22.14%，百令胶囊已经完成29个省、自治区、直辖市的挂网工作，公司将紧抓此次集采的机会，加大市场拓展，院内端会从县域市场或基层医疗卫生机构等相对容易进入的市场进行切入；中药饮片销售收入+51.24%（H1为57.11%），中药配方颗粒销售收入+175.96%（H1为256.73%）。
- **发布股权激励草案和员工持股计划，给予较高增长目标。**公司发布2024年限制性股票激励计划(草案)：拟以8.07元/股向112名激励对象授予限制性股票不超过660.5万股。公司同时发布2024年员工持股计划(草案)：计划向董监高共10人和其他核心员工不超过105人受让股份不超过672.5万股，受让价为8.07元/股，筹集资金总额不超过5427.08万元。此次股权激励考核目标为：2025-2027年剔除股权激励支付费用后的净利润同比增速分别为30%/27.69%/26.51%。
- **盈利预测：**预计公司2024-2026年收入分别为25.03/30.69/37.25亿元，归母净利润分别为5.30/6.91/8.86亿元，当前最新收盘价对应PE分别为23.40/17.95/14.00倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采下放量速度不及预期；精细化管理不及预期。

### 4.3 中药推荐标的-康臣药业：集采下以价换量+高分红+低估值

- **集采以量换价、OTC 改革皆取得成效。肾科方面：**2022年尿毒清颗粒被广东联盟纳入集采，降幅温和，2023年收入增速达到10.2%，2024H1肾科收入8.83亿元（+11.14%），预计尿毒清颗粒在集采持续落地下实现了较好的以量换价；公司加大推广益肾化湿颗粒，其在早期积累较多临床证据，2024年计划启动循证医学研究，2021-2023 年收入增速达到 25%以上，后续有望保持快速增长。**妇儿方面：**2024H1收入1.46 亿元（+28.68%），预计右旋糖酐铁口服液在新版医保目录取消了“限儿童缺铁性贫血”的医保报销限制后实现了较高增长。**影像：**2024H1收入0.78 亿元（+21.05%），也实现了较高增长。**OTC：**玉林分部收入增速10%，仍稳健，且其毛利率恢复明显，经营质量提升。
- **保持每年高分红，现金充足。**公司自2014年起每年进行现金分红，股利支付率保持在30%，2023 年达到42.68%，股息率达到 9.43%，且发布2024年中期派息公告，每股派发 0.3 港元，股利支付率为 58%。公司经营现金流净额稳健，拥有充足现金，截至2024H1末，公司现金及银行结余为35.81亿元。
- **盈利预测：**预计2024-2026年公司收入分别为29.01/32.72/36.94亿元人民币，归母净利润分别为8.93/10.22/11.70亿元人民币，对应EPS分别为1.06/1.21/1.38元/股，当前最新收盘价对应PE分别为7.61/6.65/5.81倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期；集采下量增不及预期。

五

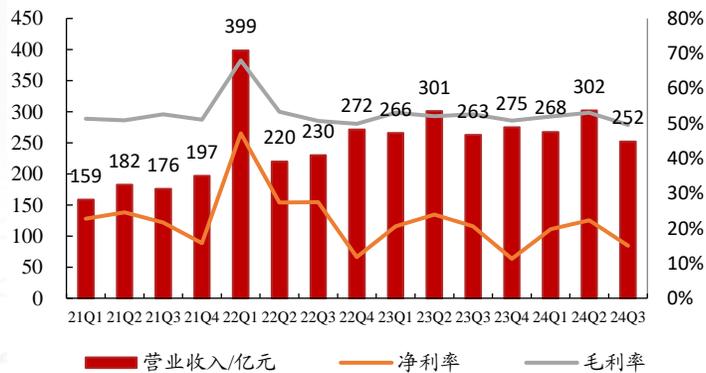
器械：院内招标边际向好，结构性机会凸显

## 5.1 业绩表现：2024年三季度业绩整体承压，医疗耗材板块表现稳健

### ■ 业绩表现：

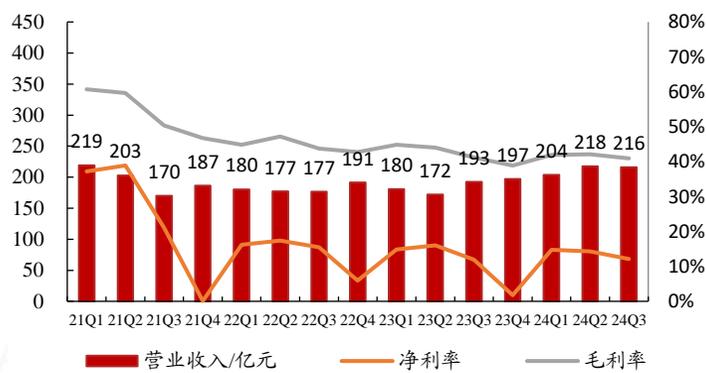
- 医疗设备：主要受院内医疗整顿和以旧换新政策影响，2024年前三季度医疗设备板块营收同比增长-2.11%，归母净利润同比增长-14.62%。估值方面，截止2024年11月8日，医疗设备板块市盈率（TTM）为36.32倍，处于历史分位点为31.96%，历史最大值为140.90，平均值为45.14倍。
- 医疗耗材：受益于低耗下游去库存和高耗持续高增长，2024年前三季度医疗耗材板块营收同比增长8.15%，归母净利润同比增长12.76%。估值方面，截止2024年11月8日，医疗耗材板块市盈率（TTM）为35.88倍，处于历史分位点为48.24%，历史最大值为127.85，平均值为42.58倍。
- IVD：主要受院内医疗整顿和DRG控费影响，2024年前三季度医疗体外诊断板块营收同比增长-3.48%，归母净利润同比增长1.91%。估值方面，截止2024年11月8日，体外诊断板块市盈率（TTM）为27.24倍，处于历史分位点为28.82%，历史最大值为173.46，平均值为46.05倍。

图表67：2024年Q3医疗设备子板块营收环比略降（单位：亿元）



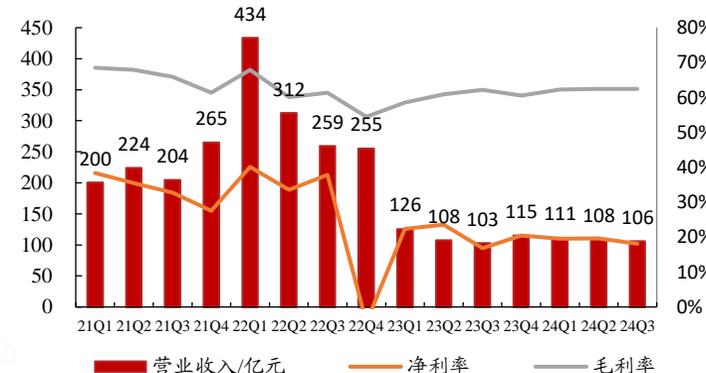
数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表68：2024年Q3医疗耗材子板块营收环比略降（单位：亿元）



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表69：2024年Q3体外诊断子板块营收环比略降（单位：亿元）

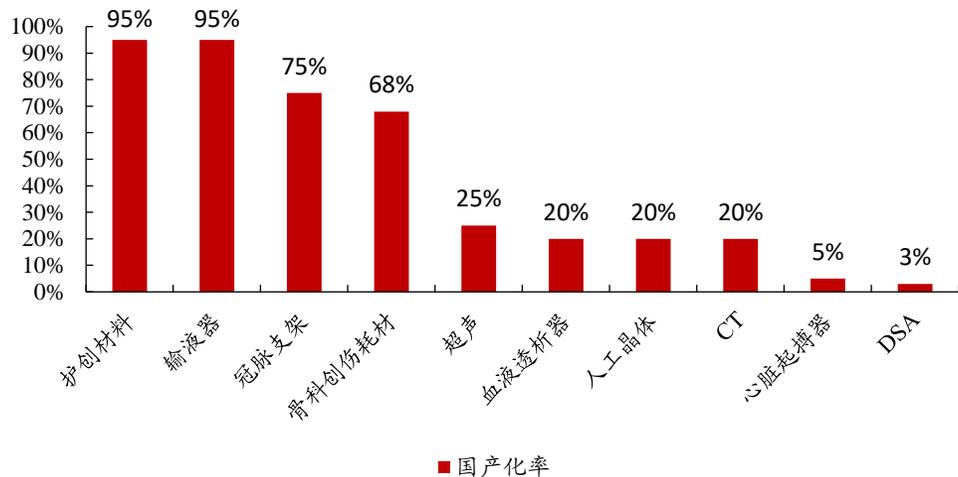


数据来源：iFinD、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

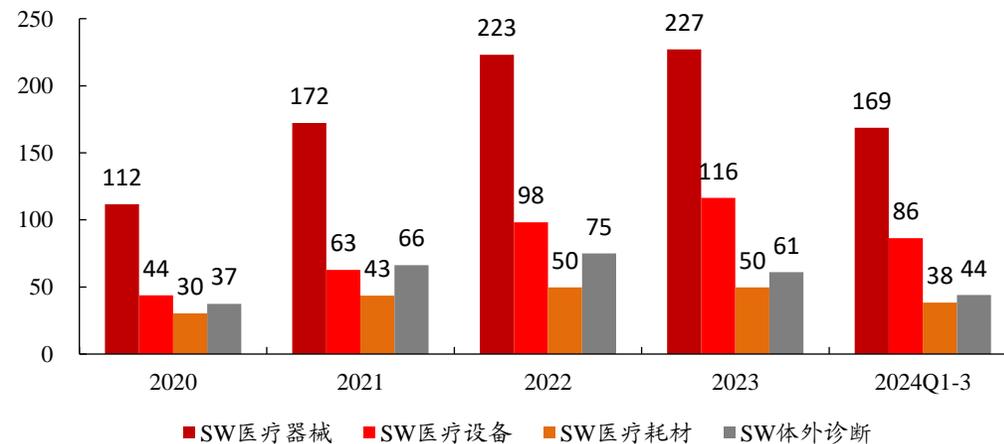
- 创新器械 - 设备：**技术密集型高端创新医疗器械品种仍存在较大发展空间。国产医疗器械产品主要集中在中低端设备和耗材领域，部分高端产品基本处于空白状态，如人工心脏、心脏辅助装置、质子加速器等；国产化率较低的品类，如手术机器人、化学发光诊断、OK镜、人工晶体、基因测序仪、高端影像类（DSA、64排以上CT、1.5T以上核磁）、血液透析器等，存在较大的发展空间。近年，国内器械厂家研发投入加大，快速追赶国外厂家先进技术，我们预测未来高端创新领域器械品类进口替代加速。创新器械有望受益于国家对新质生产力的支持及化债带来的地方财政压力缓解，加速在临床推广应用。
- 创新器械 - 耗材：**在创新器械-耗材领域，相关行业赛道增速快、国产份额低、国内外竞品，相关企业具有高增长，景气度较高。随着耗材集采降价幅度趋向合理化，创新能力强的企业有望通过集采提高市场占有率。**我们建议关注技术壁垒较高，国产份额较低的相关标的。**

图表70：技术密集型高端医疗器械品种相对国产化率较低



资料来源：艾瑞咨询、朗视仪器招股书、中邮证券研究所

图表71：医疗设备板块研发投入高速增长（单位：亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

### ■ 医疗耗材-集采后新增长点：

- ① 部分集采产品处于快速放量阶段，企业成功实现以价换量；
- ② 部分集采产品已接近1年，库存和院内使用已进入稳定状态，传统业绩开始进入低基数阶段，而相关企业有创新器械上市计划，未来有望给公司带来新的成长曲线。

### ■ 我们建议关注已集采品种中具有新增长曲线的相关标的

图表72：医疗器械国家集采目前已开展到第5批

开标时间	批次	采购产品种类	平均降幅	企业中选率	采购周期（单位：年）
2020年11月	第1批	冠脉支架	93%	73%	2
2021年9月	第2批	人工关节	82%	92%	2
2022年9月	第3批	骨科脊柱类耗材	84%	89%	3
2023年11月	第4批	人工晶体	60%	98%	2
		骨科运动医学类耗材	74%	98%	2
2024年11月	第5批	人工耳蜗类	-	-	-
		外周血管支架类	-	-	-

资料来源：各地医疗保障局、药械采购平台官网、药智医械数据、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

- 设备以旧换新：**目前医疗设备更新逐步进入到意向采购阶段，前期批复项目有望逐步落地。根据众成数科数据，截至10月13日，我国医疗领域设备更新采购意向预算总金额达132亿元，项目数量共计419个。近期中央化债政策有望缓解地方财政压力，院内招标有望得到更多资金支持，建议密切关注各地设备采购和化债政策进展，以及近期招标情况。我们预计24Q4及25Q1，各省份有望逐步落地以旧换新政策，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。

图表73：全国医疗设备意向采购项目数于8-10月增长较快



资料来源：众成数科、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

- **设备以旧换新**：各省已披露数据看，意向采购品种集中在影像和内镜类，超声、CT、消化内镜、DR、磁共振成像设备等是重点品种，其中超声采购意愿最大。

图表74：超声、CT、内镜等设备在各省意向采购设备品种中占比较高

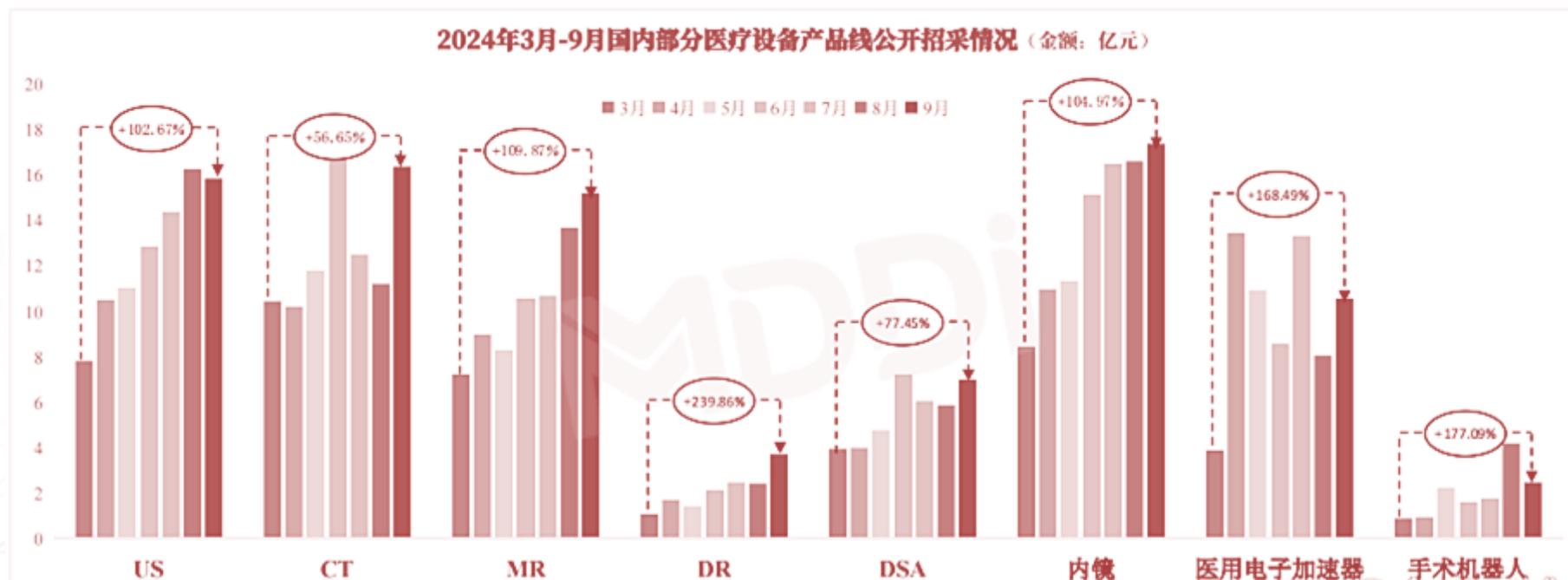
各省份设备更新采购意向拟采购产品清单情况										
产品类别	浙江省	广东省	湖南省	湖北省	安徽省	福建省	山东省	海南省	江苏省	北京市
超声影像诊断设备										
计算机断层摄影X射线机 (CT)										
消化道内镜										
数字化X射线诊断系统 (DR)										
磁共振成像设备										
生化分析仪器										
血管造影X射线机 (DSA)										
胸腹腔镜										
多功能监护仪										
移动式C形臂X射线机 (含O形/G形)										
麻醉机										
医用显微镜										
血细胞分析仪										
低温储存设备										
关节镜										

资料来源：众成数科、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

- 设备以旧换新：**院内医疗整顿进入常态化，对招采影响减弱；设备以旧换新政策批复稳步推进；超长期国债和贴息贷款逐步落地等利好因素推动，反馈到院内招采数据表现随着出明显向好，2024年三季度，部分医疗设备产品招采快速回暖，超声、CT、MR、DR、内镜、手术机器人等领域招采金额增长较快。

图表75：2024年三季度，部分医疗设备产品招采快速回暖

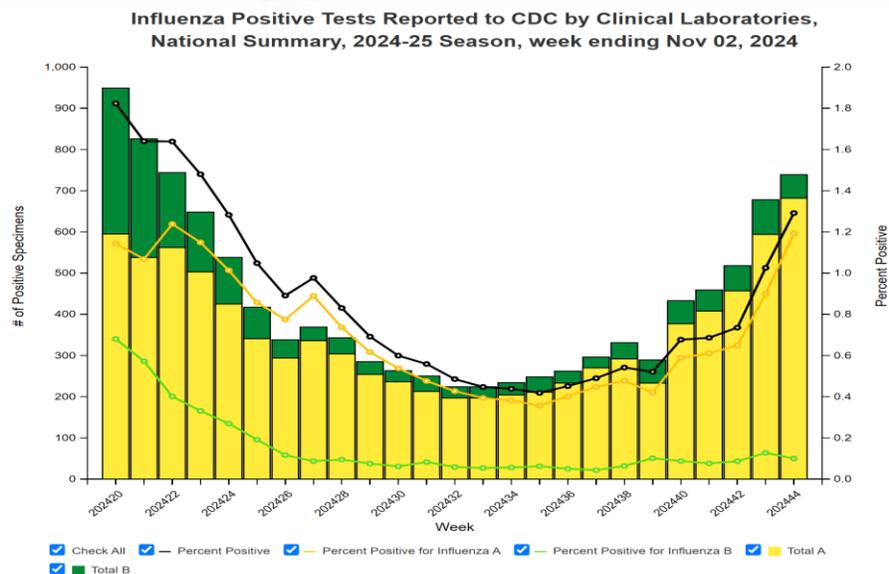


资料来源：医装数胜、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

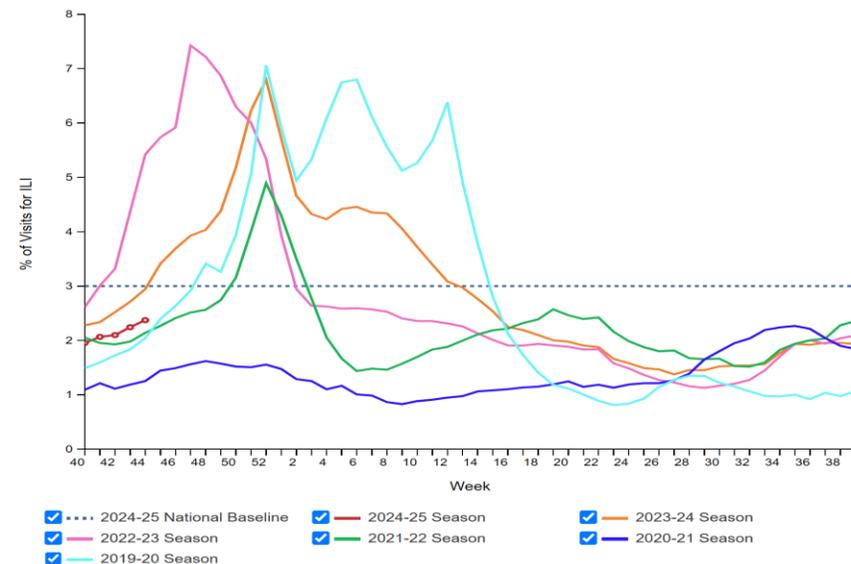
- **呼吸道检测出海：** 受益于临床认知提升和精准医疗政策推动，流感检测意愿大幅提升。IVD部分个股有望受益于呼吸道检测、海外出口等带动板块迎来反转。FDA批准九安医疗、万孚生物、东方生物在美呼吸道三联检产品，预计在Q4转化为业绩。

图表76：美国流感阳性率目前正处于爬坡阶段



资料来源：美国CDC、中邮证券研究所

图表77：美国哨点医院门诊流感样疾病感染比例处于见底爬坡阶段



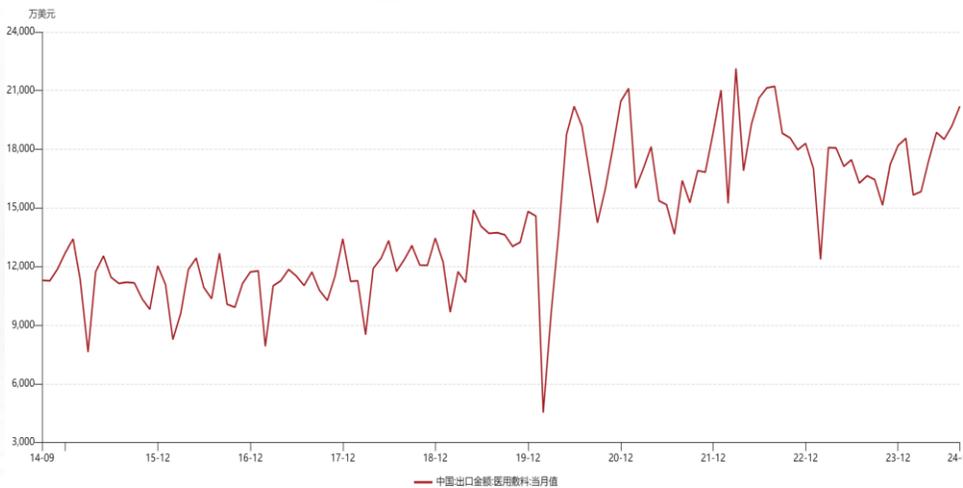
资料来源：美国CDC、中邮证券研究所

## 5.2 看好方向：创新器械、集采放量、设备以旧换新、呼吸道检测出海、耗材困境反转

### ■ 困境反转：

- 相关企业部分为出口依赖型企业，在疫情期间抓住历史机遇，不断实现海外市场拓客扩品，产能快速扩张。
- 目前低值耗材出口金额拐点明显，部分海外客户恢复常规订货，国内部分公司已经迎来业绩反转，预计未来产能爬升节奏将加快。叠加2023底和2024年上半年行业及公司业绩低基数，2025年低值耗材领域布局价值将会凸显。
- 推荐标的：英科医疗、怡和嘉业、昌红科技、拱东医疗。受益标的：维力医疗、中红医疗、可孚医疗

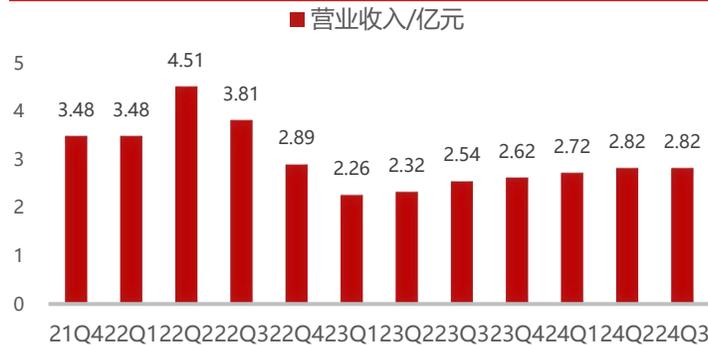
图表78：低值耗材出口金额拐点明显



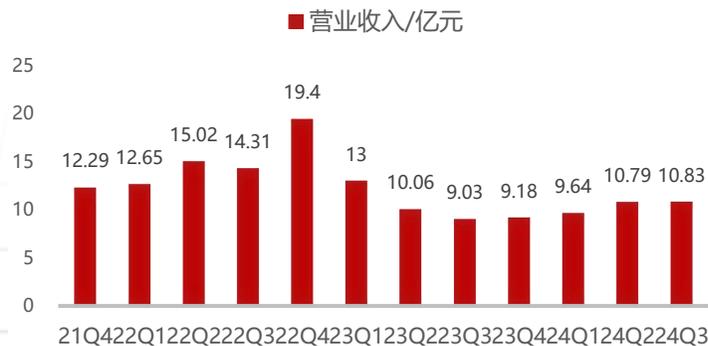
资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表79：拱东医疗季度收入环比提升

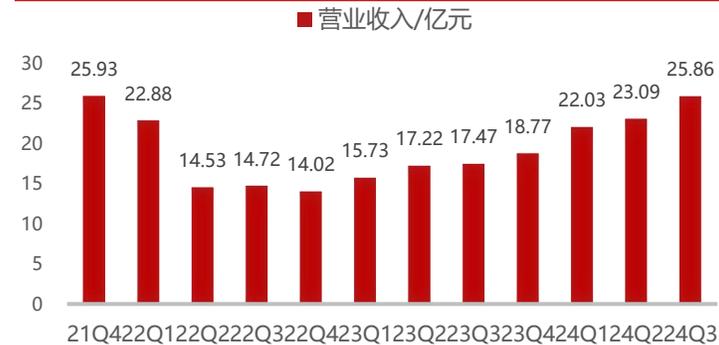


图表81：振德医疗季度收入环比提升

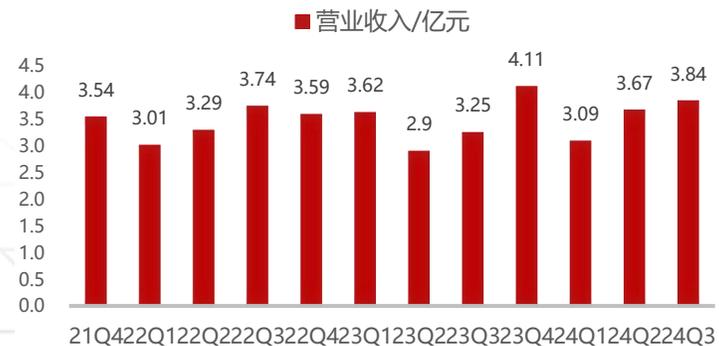


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表80：英科医疗季度收入环比提升



图表82：维力医疗季度收入环比提升



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 5.3 迈瑞医疗：业绩短暂承压，国内政策影响边际向好，海外高端客户持续突破

### ■ 2024Q1-3业绩承压，净利率水平稳中有升

2024年前三季度营业收入294.8亿元，同比增长8.0%；归母净利润106.4亿元，同比增长8.2%，剔除汇兑损益影响后的增速为11%。第三季度营业收入89.5亿元，同比增长1.4%；归母净利润30.8亿元，同比下滑9.3%，第三季度归母净利率34.4%，仍高于2023全年净利率水平。

### ■ 分区域：国际市场保持高速增长，国内短暂承压有望改善

(1) 国际增长18.3%，其中Q3增长18.6%。主要受益于海外高端战略客户和中大样本量实验室的持续突破，以及动物医疗、微创外科、AED等种子业务的放量。Q3分区域来看，亚太、欧洲、拉美均保持高速增长，这些区域全年都有望维持快速增长的趋势。(2) 国内增长1.9%，其中Q3下滑9.7%。公立医院招标低位运行，非刚性医疗需求疲软，使国内市场整体承压。但近期观察到设备招标有回暖迹象，同时专项债发行加快和地方债务风险化解，明年国内市场有望回暖。

### ■ 分产线：IVD超生命信息与支持产品营收，有望持续占比提升

(1) IVD增长20.9%，体外诊断产线前三季度增长20.9%，产线收入占公司整体收入的比重已经达到了39%，收入体量已经超过了生命信息与支持产线，其中化学发光业务增长超过了20%。(2) 医学影像产线前三季度增长11.4%，其中超声高端及超高端系列增长超过了30%，这两类产品的收入占超声的比重从去年的35%提升到41%。(3) 生命信息与支持产线前三季度下滑11.7%，其中微创外科业务增长超过45%。国际市场来看，得益于产品和IT方案的技术创新能力已经全面达到世界一流水平，国际生命信息与支持产线正在引领公司全面突破海外高端战略客户。

### ■ 盈利预测

我们预计2024-2026年公司收入分别为415.4/499.8/600.3亿元，归母净利润分别为139.1/167.2/201.8亿元，对应EPS分别为11.47/13.79/16.65元/股，当前股价对应PE分别为24.63/20.49/16.97倍，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示：市场拓展进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；资产管理风险；汇率波动风险。

## 5.3 九安医疗：呼吸道三联检产品有望打造公司第二增长曲线

### ■ 2024Q1-3利润大幅增长，毛利率、净利率维持高位

2024年前三季度公司实现了总收入20.9亿元（-23.8%），归母净利润13.7亿元（52.6%），扣非归母净利润13.8亿（+100.8%）。利润大幅增长系美国市场新冠检测、呼吸道三联检产品放量和大类资产配置收益带来。经营活动产生的现金流量净额7.0亿。2024年前三季度毛利率为71.68%（+4.67pct），2024Q3毛利率为74.34%（+3.33pct）。2024Q3销售费用率为18.78%（-14.16pct），管理费用率为15.07%（+1.82pct），研发费用率为7.94%（-5.97pct），财务费用率为0.50%（+3.11pct）。

### ■ 公司在美渠道优势显著，呼吸道三联检产品有望放量

美国市场流感和呼吸道疾病检测需求较高，公司呼吸道三联检产品在5、6月份获得FDA的OTC和POC授权，线上（亚马逊）和线下销售（CVS、沃尔玛及独立药店）正在推进。子公司iHealth在美国市场具有竞争优势，尤其是新冠和三联检试剂盒，产品已经进入多个渠道，建立了强大的品牌影响力。我们预计公司在美国三联检市场份额较大，有效覆盖新冠产品订单的减少，形成第二增长曲线。

### ■ 公司现金流充裕，多次回购彰显对公司未来发展信心

公司现金及金融类资产总和约202亿元，为公司的股权投资、研发、产品推广提供保障，且公司持有的美国国债有望受益于美元降息。公司已进行了多次回购，显示出对未来发展的信心。

### ■ 风险提示：市场拓展进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；资产管理风险；汇率波动风险。

## 5.3 圣湘生物：业绩短暂承压，国内政策影响边际向好，海外高端客户持续突破

### ■ 2024Q1-3业绩高增长，毛利率、净利率水平稳中有升

2024年前三季度营业收入10.33亿元（+63.24%），归母净利润1.95亿元（-34.80%），扣非净利润1.51亿元（+637.21%），经营现金流净额-0.1亿元（+94.12%）。2024年前三季度毛利率为77.50%（+8.77pct），2024Q3毛利率为78.04%（+5.15pct）。

### ■ 基础设施建设完毕，分子诊断行业迎来第二增长曲线

基础设施建设完毕，分子诊断行业迎来第二增长曲线。根据Frost & Sullivan数据，2016-2025年，中国分子诊断市场规模复合增长率高达26.3%，2025年市场规模有望达319亿元，市场前景广阔。我们认为分子诊断行业有望迎来第二增长曲线，原因如下：（1）随着分子诊断在疫情期间临床认知度提升，医生开方意愿和患者接受度提高，院内众多科室分子检测项目数得以快速增加。（2）基层医院分子实验室建设完成，当前国内在运营分子实验室约9000家，作为分子诊断项目开展重要载体。（3）国家对精准医疗支持力度加大，分子诊断在方法学上有显著优势，存量替换和增量市场皆具较大空间。以上，我们认为国内分子诊断行业正迈向从1到10的加速阶段。。

### ■ 公司核心业务进入放量期，拓展业务中长期增厚业绩

公司分子诊断产品矩阵丰富，覆盖传染病防控、妇幼健康、血液筛查、肝炎等慢病管理、癌症防控等领域。（1）在核心业务方面，呼吸道产线迎来疫后爆发期，妇幼产线市占率快速提升，血筛领域正进行方法学替代，肝炎检测在东南亚市场布局开拓，C端业务快速拓展。（2）在拓展业务方面，公司大力发展免疫诊断、分子POCT快检、基因测序、药敏检测、脓毒症检测等业务，不断拓宽护城河，提升综合竞争力。（3）国际化方面，公司深度参与海外市场，产品覆盖160多个国家和地区，并签署数个国家级项目合作协议，国际市场复制国内体外诊断行业高速发展可期。

### ■ 盈利预测

我们预计2024-2026年公司收入分别为15.39/20.95/27.75亿元，归母净利润分别为3.39/4.86/6.86亿元，对应EPS分别为0.58/0.83/1.18元/股，当前股价对应PE分别为40.96/28.58/20.25倍，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示：行业竞争加剧的风险、产品市场开拓不及预期的风。

## 5.3 迈普医学：呼吸道三联检产品有望打造公司第二增长曲线

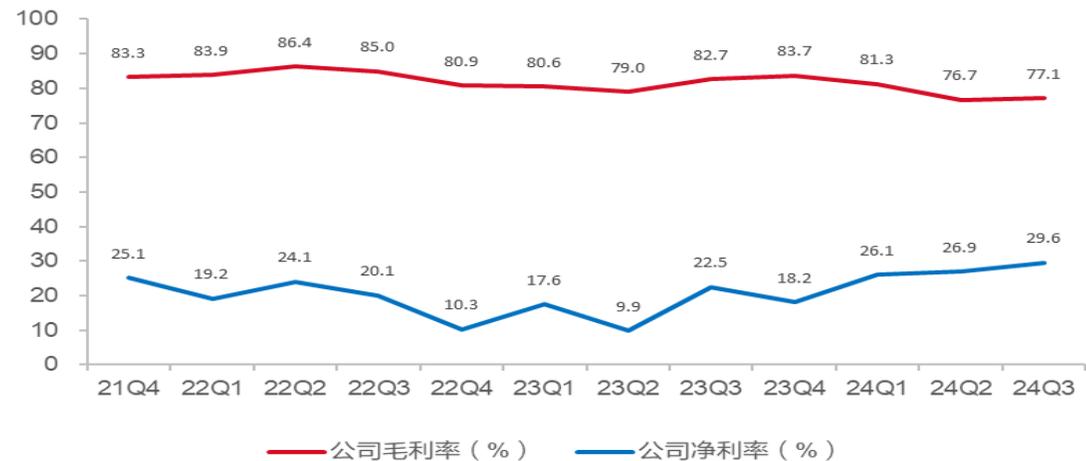
### ■ 公司Q1-3利润大幅增长，毛利率、净利率维持高位

公司前三季度实现营业收入1.91亿元，同比增长30.98%；实现归母净利润0.53亿元，同比增长107.68%单三季度实现营业收入0.69亿元，同比增加14.70%，环比增加6.25%单三季度实现归母净利润2041万元，同比增长50.83%，环比增加17.00%；实现扣非后归母净利润1841万元，同比增长44.96%，环比增加18.00%。

### ■ 公司单三季度毛利率和净利率环比增加，费用率环比改善

1. 公司前三季度毛利率78.22%，同比下降2.8个百分点；其中单三季度毛利率77.09%，同比下降5.64个百分点，环比增加0.39个百分点。公司前三季度净利率27.65%，同比下降10.21个百分点；
2. 公司单三季度净利率29.63%，同比增加3.51个百分点，环比增加2.73个百分点。
3. 公司24年前三季度销售费用率17.44%，同比下降8.89个百分点；管理费用率23.49%，同比增加0.88个百分点；研发费用率8.71%，同比下降3.33个百分点；财务费用率-0.22%同比下降0.39个百分点。

图表83：Q3迈普医学净利率创新高



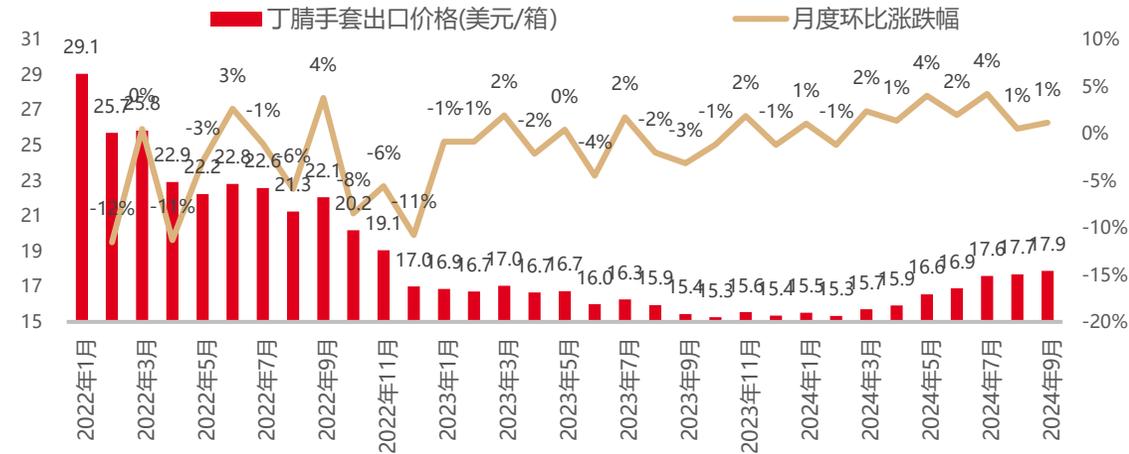
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

**盈利预测：**我们预计公司2024-2026年收入端分别为2.88亿元、3.88亿元和5.29亿元，收入同比增速分别为24.75%、34.72%和36.34%，归母净利润预计2024年-2026年分别为0.71亿元、0.95亿元和1.28亿元，归母净利润同比增速分别为74.80%、33.50%和34.02%。

## 5.3 英科医疗：手套价格持续上涨，公司利润弹性大

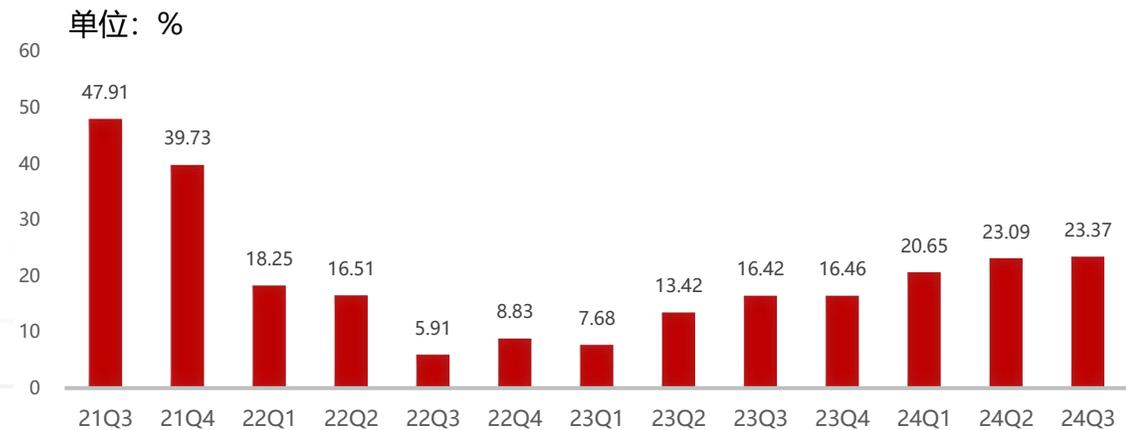
- 季度利润环比增长：**2024年上半年公司营业收入45.12亿元，同比增长36.94%；归母净利润5.87亿元，同比增长100.24%；扣非归母净利润4.87亿元，同比增长185.23%。其中2024年Q1公司营业收入22.03亿元，环比增长17.39%；归母净利润2.38亿元，环比增长356.79%。2024年Q2公司营业收入23.09亿元，环比增长4.81%；归母净利润3.49亿元，环比增长46.45%。
- 公司业绩持续改善：1) 行业拐点明显：**丁腈手套自2021年手套价格到达高峰后，经历了接近2年多的价格调整，我们认为国内丁腈手套出口均价于2023年四季度已经见底，目前出口均价处于稳定恢复阶段。2024年6月我国丁腈手套出口量环比5月增长26%，每箱丁腈手套出口均价环比5月上涨0.23美元，丁腈手套每千克出口均价环比5月上涨4%。**2) 公司成本优势大：**公司丁腈手套和PVC手套毛利率均处于行业较高水平。其中公司通过控股上游丁腈胶乳生产企业，在丁腈胶乳方面掌握主动权；公司主要能源均为清洁燃煤，相比天然气及生物质燃料有明显优势；公司控股英毅热电，有效降低公司在热能和电能方面成本支出。
- 盈利预测：**我们预计公司2024-2026年收入端分别为92.32亿元、107.30亿元和125.45亿元，收入同比增速分别为33.43%、16.23%和16.92%，预计2024年-2026年归母净利润分别为12.57亿元、16.58亿元和20.97亿元，归母净利润同比增速分别为228.13%、31.96%和26.46%。

图表84：中国每箱丁腈手套出口均价年内持续环比上涨



资料来源：海关数据、中邮证券研究所

图表85：英科医疗公司毛利率持续上升

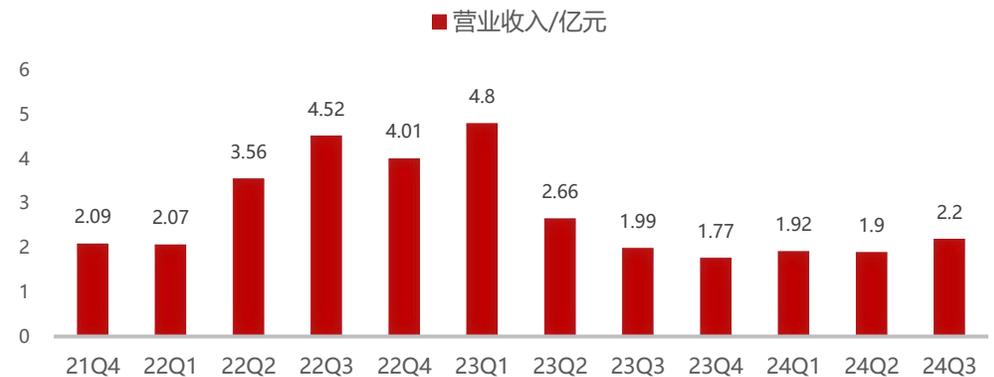


资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 5.3 怡和嘉业：海外库存见底，叠加24年低基数，25年有望迎来高增长

- **季度利润环比增长**：2024年三季度报告，前三季度实现营业收入6.02亿元，同比下降36.31%；实现归母净利润1.25亿元，同比下降53.74%。单三季度实现营业收入2.20亿元，同比增加10.51%，环比增加15.70%；单三季度实现归母净利润3274万元，同比增长21.78%。
- **公司与3B Medical, Inc签订了为期5年的《独家经销协议》，3B Medical订单已经恢复至行业常态**。自6月底起，3B Medical的订单开始逐步恢复，目前订单量已回升至行业平均水平。我们预计后续美国订单将会迎来明显增长。

图表86：怡和嘉业季度收入环比改善明显



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- **因地制宜，公司针对不同国家和地区制定合适的销售策略**。1) 美国市场：2023年RH公司已成功组建了耗材团队，并实施了积极的市场推广策略。此外公司每月都会在睡眠监测机构免费提供一定数量的面罩，旨在增强品牌知名度和市场认知度。2) 欧洲市场：2023年公司成立了法国数据型子公司，服务范围扩展至整个欧洲。此举不仅有效解决了当地的医保报销问题，还通过完善基础设施吸引了更多代理商与公司合作，共同拓展欧洲市场。3) 国内市场：随着社会对慢性疾病认知度的逐步提升，国内市场渗透率也相应增长，呼吸机设备数量持续增加，公司对未来国内耗材市场持积极乐观态度。
- **全民OSA健康管理意识有望增强**。随着智能穿戴设备在睡眠呼吸暂停监测方面的不断进步，大众对OSA健康管理的认识得到了根本性的提升，全球市场的渗透率预计将快速增加，呼吸机的市场潜力亦有望进一步拓展。
- **慢性阻塞性肺疾病患者健康服务被纳入国家基本公共卫生服务项目**。2024年7月的三中全会公报鼓励医疗卫生机构将慢性呼吸系统疾病及其合并的高血压、糖尿病等同防同治同管；2024年9月13日，国家卫生健康委等部门公布，慢性阻塞性肺疾病患者健康服务被纳入国家基本公共卫生服务项目。
- **盈利预测**：我们预计公司2024-2026年收入端分别为9.23亿元、11.87亿元和14.20亿元，收入增速分别为-17.8%、28.6%和19.6%，预计2024年-2026年归母净利润分别为1.92亿元、2.56亿元和3.56亿元，归母净利润同比增速分别为-35.4%，33.3%和39.2%。

## 5.3 拱东医疗：海外客户去库存影响逐步消除，业绩改善趋势明显

- 季度利润环比增长：**2024年三季度报告，前三季度实现营业收入8.36亿元，同比增长17.31%；实现归母净利润1.41亿元，同比增长60.22%。单三季度实现营业收入2.82亿元，同比增加10.94%；单三季度实现归母净利润0.46亿元，同比增长68.91%。主要原因是公司对存量市场的提升，强化部门间协同效应，进一步完善从获取客户定制需求到公司研发、试产、生产、供货的高效供应体系，积极为客户赋能以增强客户黏性；同时拓展增量市场。公司在稳存量的基础上紧盯增量，不断开拓国内外的客户群，增强国内海外两个市场两种资源联动效应。

图表87：拱东医疗季度收入逐渐提升



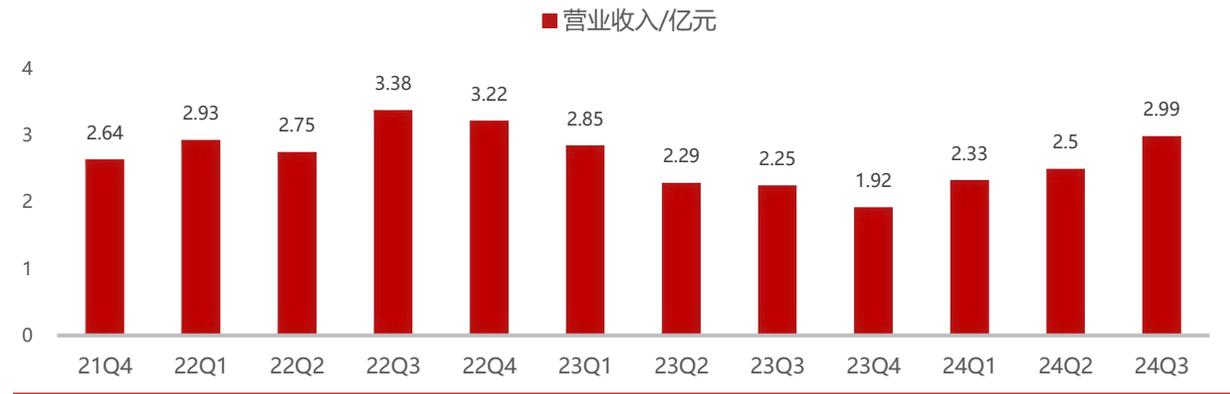
资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- 公司海外客户去库存影响逐步消除，业绩改善趋势明显。**公司受下游海外客户周期性“去库存”、上年同期在境内销售了部分疫情相关产品导致高基数等因素影响，2023年公司业绩下滑。而随着行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，公司在手订单逐步回升，新客户拓展取得成效，2024年前三季度公司收入呈现出稳定增长的趋势，2024年前三季度公司净利率为16.91%，随着海内外产能利用率的提升，公司盈利能力将进一步提高。
- 顺应IVD全球化机遇，积极承接海外头部客户定制产品。**公司已经完成5000多套各系列化的注塑模具，同时配备数百台注塑成型和一步法吹塑成型等生产制造所需设备，具备大客户开发和资源整合能力。公司提升存量市场收入规模的同时，也紧抓市场增量，加强与行业大客户的深度合作。公司目前与多家医用耗材领域国际知名客户，如McKesson、IDEXX、Medline、Thermo Fisher、As One、Henry Schein、Cardinal等企业形成长期稳定的合作伙伴关系，并通过与国内外贸易商进行业务合作，充分利用其分销网络，保持和扩大海外市场占有率。同时在IVD全球化趋势下，依托美国TPI平台，公司海外订单有望提升，海外收入增速有望超过国内业务增速。
- 盈利预测：**我们预计公司2024-2026年收入端分别为11.24亿、13.27亿和15.91亿元，收入同比增速分别为15.27%、18.06%和19.89%，归母净利润预计2024-2026年分别为1.84亿元、2.31亿元和2.76亿元，增速分别为68.88%、25.45%和19.26%。

## 5.3 昌红科技：医疗器械业务逐渐放量，半导体业务成功突破

- 三季度利润环比增长：**2024年三季度报告，前三季度实现营业收入7.82亿元，同比增长5.86%；实现归母净利润0.81亿元，同比增长61.11%。单三季度实现营业收入2.99亿元，同比增加32.74%，环比+19.55%；单三季度实现归母净利润0.38亿元，同比增长375.02%，环比增长102.82%。

图表88：昌红科技季度收入逐渐提升



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

- 晶圆载具FOUP首次获量产订单。**公司控股子公司浙江鼎龙蔚柏精密技术有限公司所生产的晶圆载具产品FOUP于本季度获得某国内主流晶圆厂商的采购订单。FOUP获得客户量产订单是公司在半导体晶圆载具领域首次实现量产的重要里程碑，预计后续将会持续取得客户的订单。公司其他半导体塑胶耗材产品、包括光罩载具等产品正在有序地推进客户验证过程中。
- IVD高分子耗材有望加速投产，产业链地位不断提升。**公司凭借世界一流模具制造的研发优势、质量优势、效率优势，目前与罗氏、迈瑞、赛默飞世尔、西门子、Vitrolife、Revvity (PerkinElmer) 等国内外IVD、血糖监测和生命科学龙头企业形成了长期友好的战略合作关系，在诊断耗材和诊断试剂包装等高分子材料技术广泛应用的领域展开合作。公司连续两年被全球诊断领域领导者——罗氏诊断 (ROCHE) 授予“战略合作伙伴”和“全球供应商BusinessContinuity”奖项，是国际医疗巨头在欧洲区以外唯一的医疗耗材供应商。
- 盈利预测：**我们预计公司2024-2026年收入端分别为11.97亿、15.13亿和19.20亿元，收入同比增速分别为28.52%、26.39%和26.92%，归母净利润预计2024-2026年分别为1.16亿元、1.75亿元和3.70亿元，增速分别为266.86%，50.73%和111.62%。



## 受益标的

# 受益标的

证券代码	证券简称	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE				PEG			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300677.SZ	英科医疗	3.83	13.33	18.06	24.86	-39%	248%	35%	38%	48.1	13.8	10.2	7.4	-1.23	0.06	0.29	0.20
301033.SZ	迈普医学	0.41	0.72	0.97	1.35	14%	76%	35%	39%	84.6	48.0	35.7	25.6	6.09	0.63	1.03	0.65
688351.SH	微电生理	0.06	0.48	0.75	1.21	85%	738%	57%	61%	1828.3	218.3	139.2	86.2	21.47	0.30	2.45	1.41
301367.SZ	怡和嘉业	2.97	1.92	2.56	3.45	-22%	-35%	34%	35%	22.8	35.3	26.4	19.6	-1.04	-1.00	0.79	0.57
300981.SZ	中红医疗	-1.31	1.16	1.89	2.55	-296%	-189%	63%	35%	-41.5	46.9	28.8	21.3	0.14	-0.25	0.46	0.61
300151.SZ	昌红医疗	0.32	1.15	2.05	2.97	-75%	263%	78%	45%	368.6	101.5	56.9	39.3	-4.89	0.39	0.73	0.88
605369.SH	拱东医疗	1.09	1.84	2.31	2.76	-67%	69%	26%	19%	47.8	28.4	22.6	18.9	-0.72	0.41	0.88	0.97
300347.SZ	泰格医药	20.25	15.02	18.83	22.11	1%	-26%	25%	17%	29.0	39.1	31.2	26.6	31.83	-1.51	1.23	1.52
300759.SZ	康龙化成	16.01	17.96	19.49	23.01	16%	12%	9%	18%	35.1	31.3	28.8	24.4	2.13	2.57	3.37	1.35
002821.SZ	凯莱英	22.69	10.32	12.75	15.79	-31%	-54%	23%	24%	14.8	32.5	26.3	21.2	-0.47	-0.60	1.12	0.89
688076.SH	诺泰生物	1.63	4.22	5.70	7.58	26%	159%	35%	33%	77.5	29.9	22.2	16.7	2.96	0.19	0.63	0.51
688179.SH	阿拉丁	0.86	1.13	1.39	1.70	-7%	32%	23%	22%	53.6	40.7	33.1	27.0	-7.16	1.28	1.44	1.21
688426.SH	康为世纪	-0.84	0.19	0.77	1.50	-153%	-123%	305%	95%	-32.0	142.1	35.1	18.0	0.21	-1.16	0.11	0.19
603939.SH	益丰药房	14.12	15.60	17.33	19.40	12%	10%	11%	12%	22.8	20.7	18.6	16.6	1.92	1.97	1.68	1.39
603233.SH	大参林	11.66	12.00	14.18	16.83	13%	3%	18%	19%	16.9	16.4	13.9	11.7	1.34	5.75	0.76	0.63
600998.SH	九州通	21.74	26.18	30.15	34.91	4%	20%	15%	16%	13.5	11.2	9.7	8.4	3.16	0.55	0.64	0.53
600276.SH	恒瑞医药	43.02	59.80	67.10	80.55	10%	39%	12%	20%	73.1	52.6	46.9	39.0	7.21	1.35	3.84	1.95
688428.SH	诺诚健华	-6.31	-5.91	-5.71	-4.46	29%	-6%	-3%	-22%	-37.2	-39.8	-41.1	-52.7	-1.29	-6.18	-12.47	-2.41
01801.HK	信达生物	-10.28	-6.52	2.79	14.25	53%	-37%	-143%	410%	-61.9	-97.6	227.9	44.7	-1.17	2.67	-1.60	0.11
09926.HK	康方生物	20.28	-3.61	3.73	12.64	274%	-118%	-203%	239%	30.1	-168.7	163.4	48.2	0.11	1.43	-0.80	0.20
688331.SH	荣昌生物	-15.11	-12.88	-7.85	-0.68	-51%	-15%	-39%	-91%	-10.4	-12.2	-20.0	-231.1	0.20	0.83	0.51	2.53
300760.SZ	迈瑞医疗	115.82	133.43	158.75	188.79	21%	15%	19%	19%	29.8	25.8	21.7	18.3	1.45	1.70	1.14	0.96
688271.SH	联影医疗	19.74	18.73	23.99	29.62	19%	-5%	28%	23%	54.5	57.5	44.9	36.3	2.84	-11.17	1.60	1.55
688114.SH	华大智造	-6.08	-4.07	-1.50	0.68	-130%	-33%	-63%	-146%	-34.9	-52.1	-141.8	310.8	0.27	1.58	2.24	-2.13
688410.SH	山外山	1.95	1.08	1.49	1.98	228%	-44%	37%	33%	20.3	36.4	26.5	19.9	0.09	-0.82	0.71	0.60
300181.SZ	佐力药业	3.83	5.30	6.91	8.86	40%	38%	30%	28%	32.3	23.3	17.9	14.0	0.80	0.61	0.59	0.49
603439.SH	贵州三力	2.93	3.39	4.21	5.20	45%	16%	24%	24%	20.4	17.6	14.2	11.5	0.45	1.12	0.59	0.49
603998.SH	方盛制药	1.87	2.60	3.05	3.72	-35%	39%	17%	22%	28.7	20.6	17.6	14.4	-0.83	0.53	1.01	0.66
600535.SH	天士力	10.71	11.21	12.78	14.39	505%	5%	14%	13%	21.9	20.9	18.4	16.3	0.04	4.49	1.31	1.30
600129.SH	太极集团	8.22	8.04	10.38	12.73	132%	-2%	29%	23%	19.3	19.8	15.3	12.5	0.15	-8.96	0.53	0.55
002275.SZ	桂林三金	4.21	4.81	5.31	5.87	28%	14%	10%	11%	21.4	18.8	17.0	15.4	0.77	1.32	1.63	1.46
002219.SZ	新里程	0.31	1.35	2.63	3.80	-80%	339%	95%	44%	351.1	80.0	41.1	28.4	-4.37	0.24	0.43	0.64
000516.SZ	国际医学	-3.68	-2.55	0.02	1.85	69%	31%	101%	10352%	-40.3	-58.2	8377.5	80.2	-0.59	-1.89	83.20	0.01
002044.SZ	美年健康	5.06	3.33	6.29	8.95	190%	-34%	89%	42%	39.0	59.2	31.4	22.0	0.20	-1.74	0.35	0.52
2273.HK	固生堂	2.52	3.38	4.78	6.39	39%	34%	41%	34%	34.0	25.3	17.9	13.4	0.86	0.75	0.43	0.40
1951.HK	锦欣生殖	3.45	3.98	4.68	5.47	185%	15%	18%	17%	24.3	21.1	17.9	15.3	0.13	1.36	1.02	0.91
1681.HK	康臣药业	7.85	8.93	10.22	11.70	15%	14%	14%	14%	8.7	7.6	6.7	5.8	0.58	0.55	0.46	0.40

资料来源: iFinD、中邮证券研究所 (注: 盈利预测来自iFind一致预期, 收盘价为2024年11月12日)

七

风险提示

- **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。

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 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。

## 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

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES