



# 轻舟已过，耐心布局

## 医药生物行业2025年度策略

证券分析师：杜永宏 执业证书编号：S0630522040001

证券分析师：伍可心 执业证书编号：S0630522120001

联系人：付婷 联系方式：futing@longone.com.cn

2024年12月9日



## 核心观点：

- **回顾：基本面：**2024年以来，受到宏观大环境、行业政策、基数效应等多因素影响，医药生物行业增长乏力，盈利能力下降，我们统计的A股申万医药生物行业432家上市公司，2024前三季度整体实现营业收入18141.57亿元，同比下降0.39%；归母净利润1450.40亿元，同比下降9.01%。**政策面：**国家从中央到地方出台一系列支持创新药械发展的政策方针，设备器械以旧换新的政策也在陆续落地推进中，但医疗反腐的影响贯穿全年，各地医疗机构的药械招投标进展缓慢，部分影响了正常需求的释放。**市场面：**截至11月30日，今年以来医药生物板块整体下跌了9.29%，在申万31个行业分类居末位，显著跑输大盘指数。仅百利天恒、海思科、特宝生物、川宁生物、佐力药业等少数细分领域的优质个股表现优秀。
- **展望：供给端：**行业竞争持续加剧，落后产能逐渐淘汰，创新品种陆续上市，新产品新技术的不断涌现，将更好的满足终端患者需求。**需求端：**人口老龄化稳步提升，随着一系列宏观政策的出台落实，医疗服务消费也有望进一步企稳向好；医疗反腐常态化后，院端招投标有望恢复正常节奏，前期压制的正常需求有望得到快速释放。**支付端：**DRG/DIP 2.0版本的推出，医保预付费制度的落实，商业健康保险的加快推进等，支付端的逐渐改善，将有效促进供需两端的发展。
- **投资建议：**我们建议三条主线布局2025年，高成长、强复苏、新预期；1.重磅新品种上市、新进医保、产品仍处于快速放量期的创新成长型企业；2.前期受基数、政策等负面影响长期承压，利空因素释放充分，进入新发展周期的企业；3.结合细分行业发展趋势、公司自身质地情况等，并购外延预期强烈的企业。建议关注：创新药、设备器械、CXO、医院、药店、疫苗等细分板块及个股的投资机会。

## 核心观点：

- **个股组合：**科伦药业、贝达药业、特宝生物、开立医疗、安杰思、康龙化成、诺泰生物、国际医学、华夏眼科、老百姓、益丰药房、康泰生物等。
- **风险提示：**政策风险，业绩风险，研发风险，事件风险等。

# 目 录

- 一、行情回顾
- 二、行业概况
- 三、细分板块
- 四、风险提示

## A股医药生物板块2010年以来行情走势

- 2010年至2024年11月30日，医药生物指数上涨108.56%，同期沪深300指数上涨12.54%。医药生物行业具备刚需属性和较高壁垒，也具有良好成长性，长期来看，显著跑赢大盘。

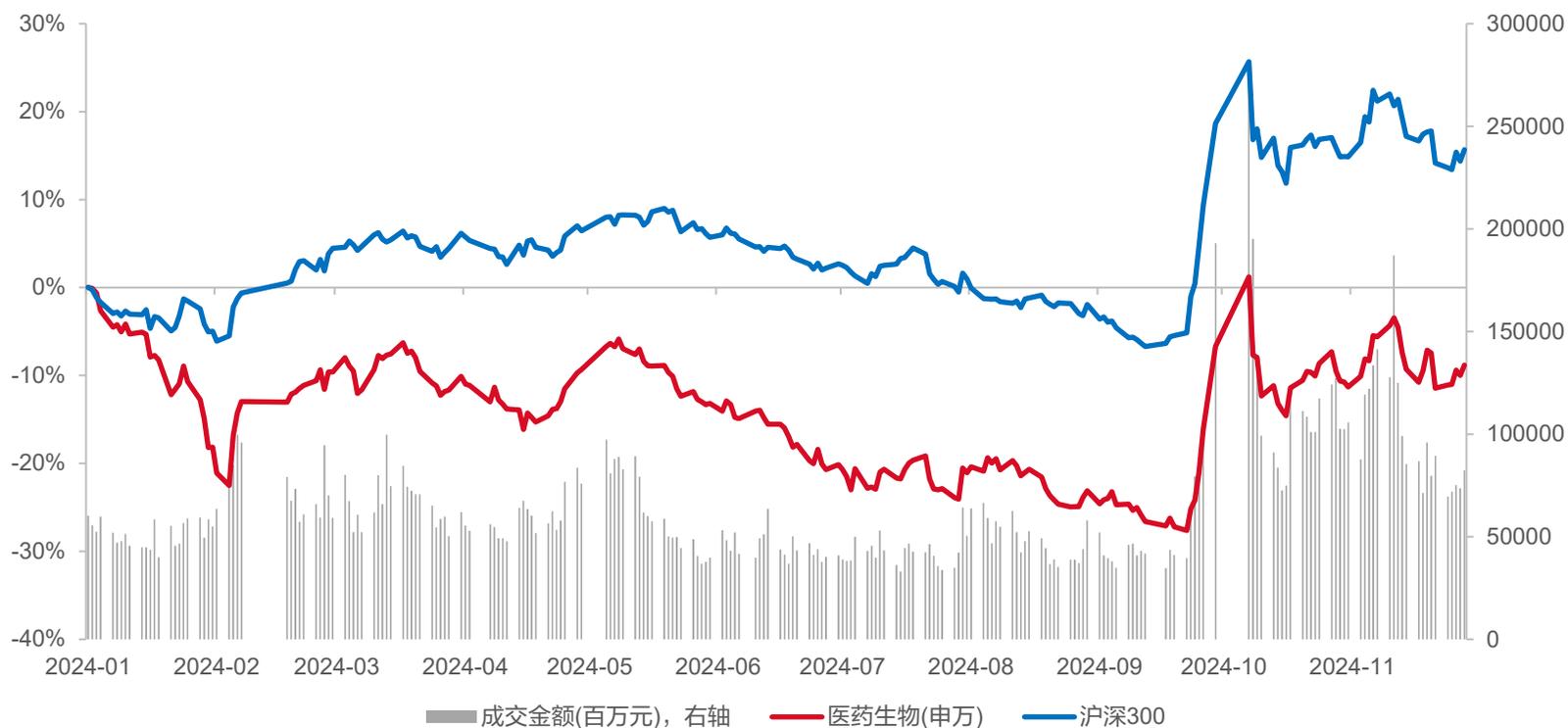
2010.01.01-2024.11.30 申万医药生物行情走势



## A股医药生物板块2024年行情回顾

- 2024.01.01-2024.11.30，申万医药生物板块整体下跌，跑输沪深300指数。1-9月，医药生物板块持续震荡下行；9月下旬，受宏观政策影响等，大盘整体快速上行，医药生物板块亦企稳向上，成交量显著放大。

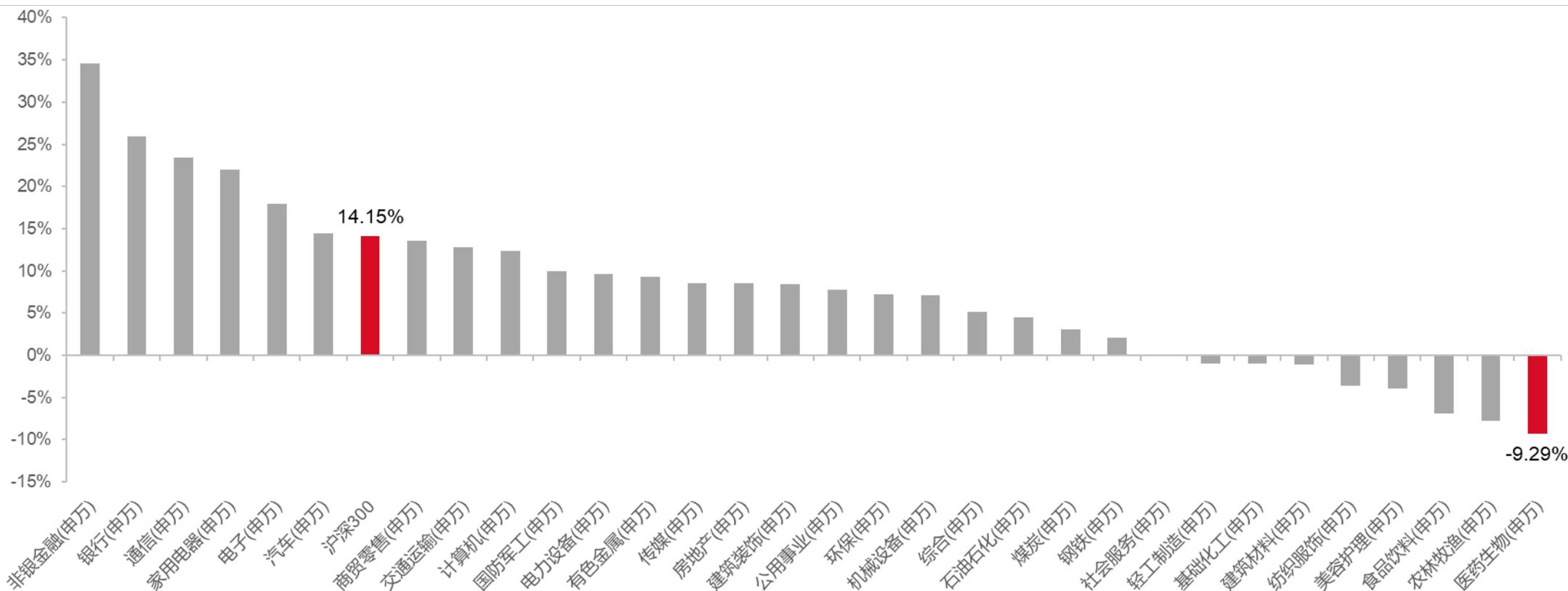
### 2024.01.01-2024.11.30申万医药生物行情走势



# A股医药生物板块市场表现垫底

- 2024.01.01-2024.11.30，医药生物板块下跌9.29%，在申万31个行业分类居末位。

## 2024.01.01-2024.11.30申万行业涨跌情况

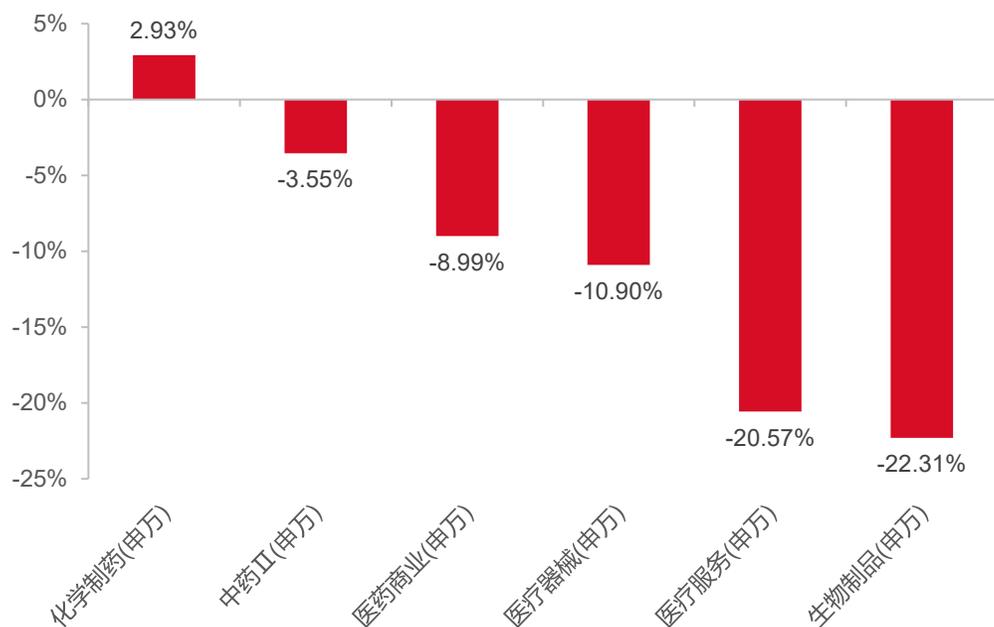


资料来源：Wind，东海证券研究所

## A股医药生物子板块行情表现

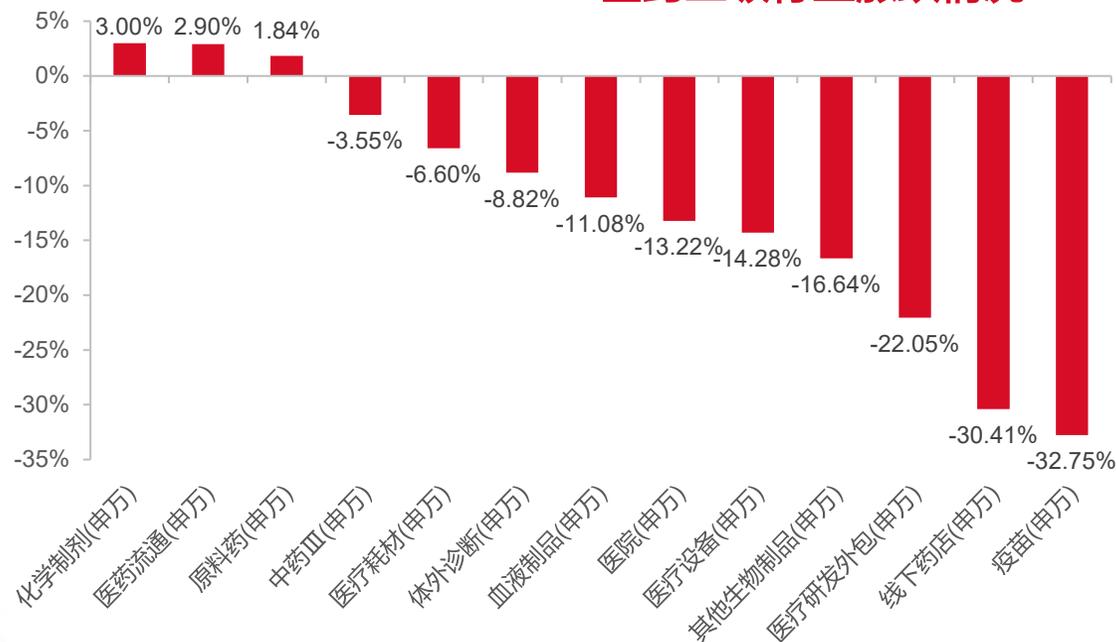
- 2024.01.01-2024.11.30期间，医药生物板块六个二级子行业中，仅化学制药板块实现上涨，涨幅为2.93%；生物制品板块跌幅最大，下跌22.31%。三级子行业中，化学制剂、医药流通、原料药实现上涨；疫苗、线下药店和CXO跌幅最大。

2024.01.01-2024.11.30 SW医药二级行业涨跌情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2024.01.01-2024.11.30 SW医药三级行业涨跌情况

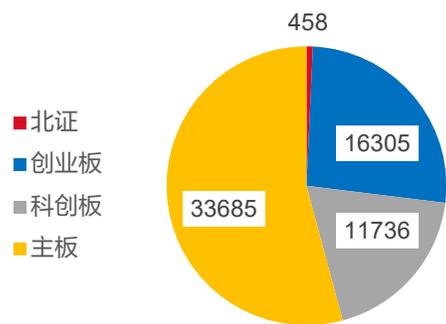


资料来源：Wind，东海证券研究所

## A股医药生物板块市值情况

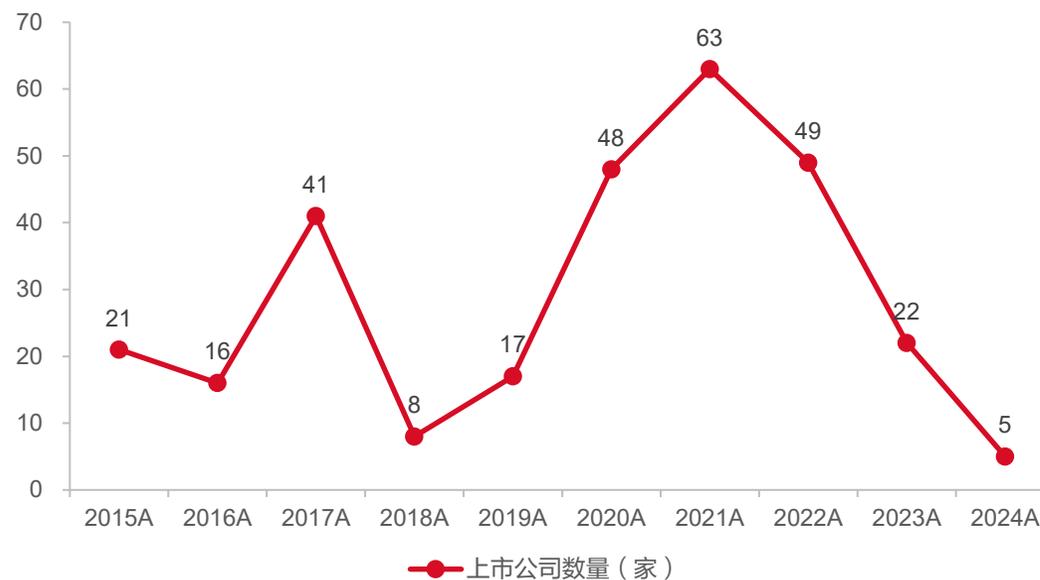
- 截至2024年11月30日，A股申万医药生物板块股票总数达496只，总市值达6.2万亿元。总市值板块分布上看，主板、创业板、科创板和北证市值占比分别为54%、26%、19%和1%。从个股市值分布上看，行业内225只个股市值在50亿元以下（占比45%）；119只个股市值在50-100亿元（占比24%）；133只个股市值在100-500亿元（占比27%）。
- 从上市公司数量上看，2020-2022年上市企业数量较多，2023年至今上市节奏放缓。

A股申万医药生物行业市值分布（亿元）



个股数量（只）	
>1000亿元	8
500-1000亿	11
100-500亿	133
50-100亿元	119
<50亿元	225

2015-2024年A股申万医药生物行业新增上市公司数量（家）



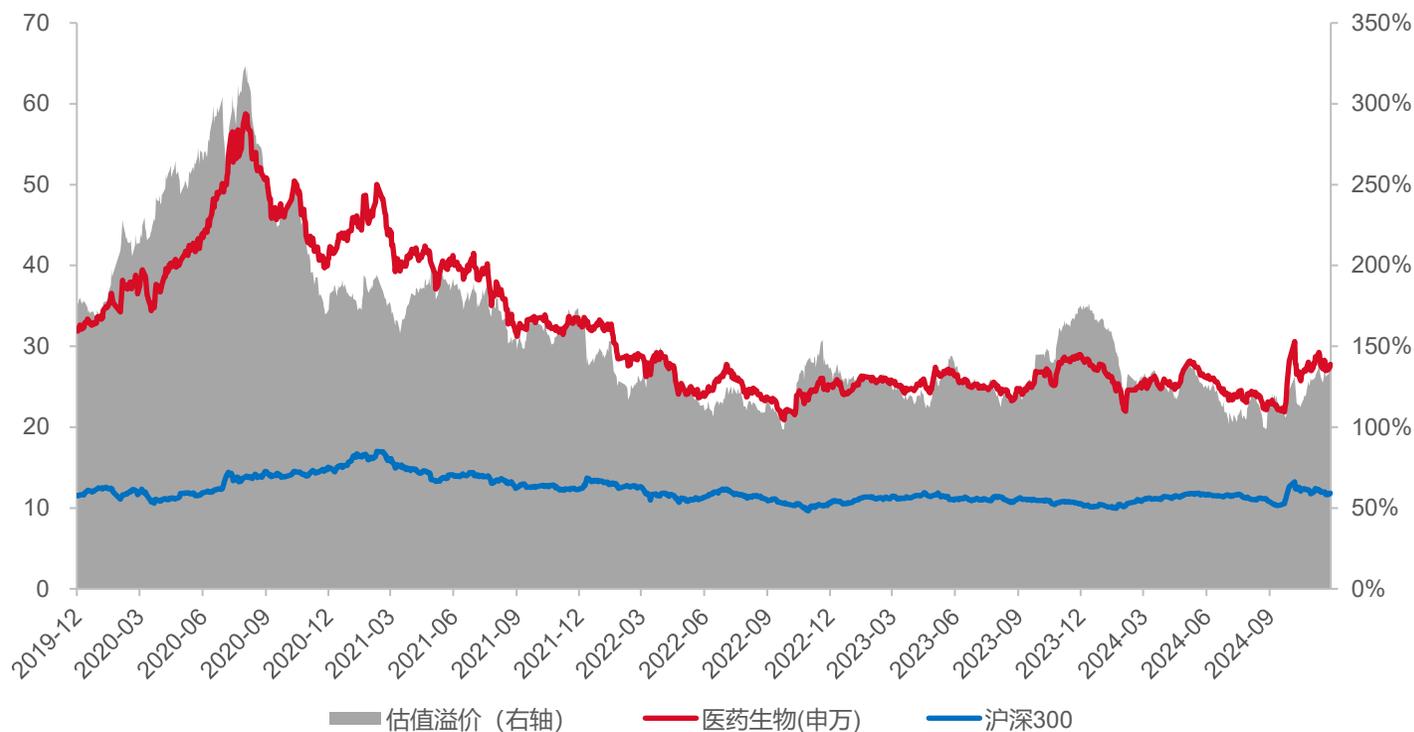
资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2024年11月30日）

资料来源：Wind，东海证券研究所（截至2024年11月30日）

# A股医药生物板块估值情况

- 截至2024.11.30，申万医药生物板块PE估值在27.8倍，相对沪深300溢价为135%，处于历史中低位水平。

近五年申万医药生物行业PE 估值情况



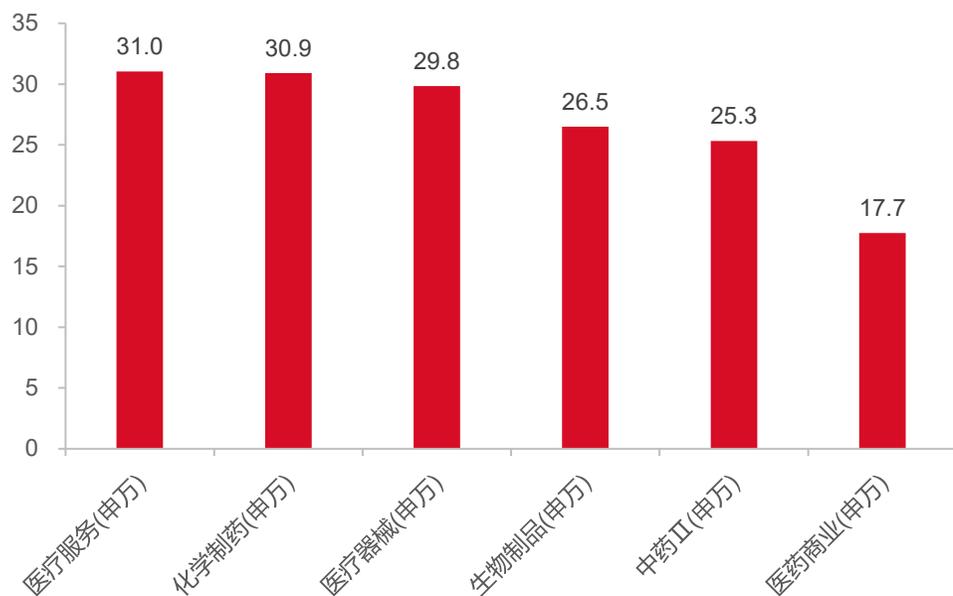
PE(TTM)	
当前值	27.8
中位数	28.0
平均数	32.0
最大值	58.8
最小值	20.9

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 医药生物子板块估值情况

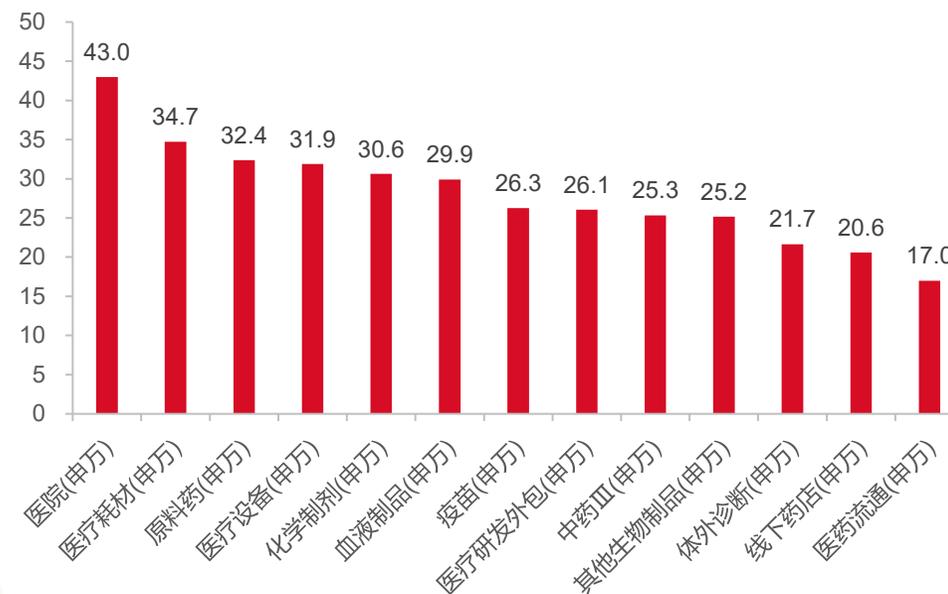
- 从子板块上看，截至2024年11月30日，六大子板块PE估值水平在17.7-31.0倍间，其中医疗服务估值相对最高（31.0倍），医药商业估值相对最低（17.7倍）。13个三级子行业中，医院板块估值明显高于整体，其他子板块估值在17.0-34.7倍间。

### 申万医药生物二级行业PE 估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 申万医药生物三级行业PE 估值



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 今年以来涨幅前50的医药生物板块个股

- 化药、中药、器械占比居高。从细分行业来看，2024年以来涨幅前50的医药生物板块个股中，化学制药16只，原料药9只，中药8只，医疗设备6只，体外诊断4只，医疗耗材2只，CXO2只，医药流通2只，其他生物制品1只。

### 2024.01.01-2024.11.30 涨幅前50的医药生物板块个股

公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅	公司简称	涨跌幅
海昇药业	6797.14%	数字人	50.59%	*ST景峰	40.43%	泽璟制药-U	31.41%	哈一药业	27.27%
浩欧博	287.40%	博迅生物	49.43%	健帆生物	39.00%	赛托生物	30.84%	花园生物	26.97%
双成药业	205.73%	浙江医药	49.35%	热景生物	37.92%	奥赛康	30.68%	国药现代	26.81%
香雪制药	140.19%	艾力斯	48.55%	莱美药业	37.37%	百济神州-U	30.45%	国邦医药	26.81%
麦克奥迪	81.75%	常山药业	47.81%	生物谷	36.90%	康美药业	30.11%	葫芦娃	26.21%
英诺特	76.95%	大唐药业	47.47%	欧康医药	36.18%	锦好医疗	29.98%	华海药业	25.49%
海思科	71.89%	梓橦宫	46.39%	惠泰医疗	35.72%	ST三圣	29.29%	鹿得医疗	25.08%
佐力药业	65.81%	特宝生物	43.34%	上海医药	33.28%	硕世生物	28.67%	开开B股	24.95%
川宁生物	59.56%	中科美菱	42.81%	乐心医疗	32.38%	富祥药业	28.63%	鲁抗医药	24.93%
百利天恒-U	54.41%	益诺思	42.46%	羚锐制药	32.12%	吉林敖东	28.59%	海南海药	24.78%

资料来源：Wind，东海证券研究所

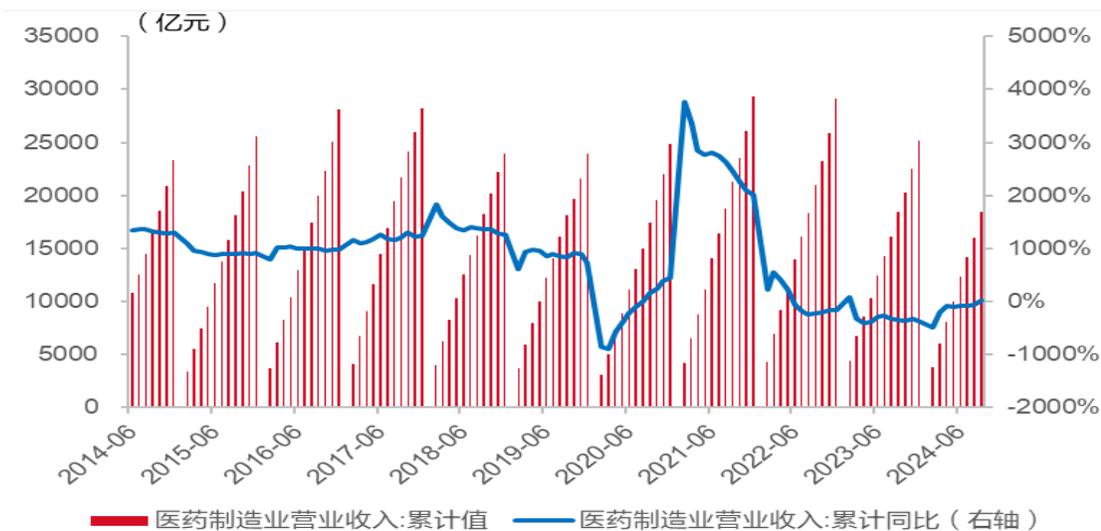
# 目 录

- 一、行情回顾
- 二、行业概况
- 三、细分板块
- 四、风险提示

## 医药制造业逐步企稳

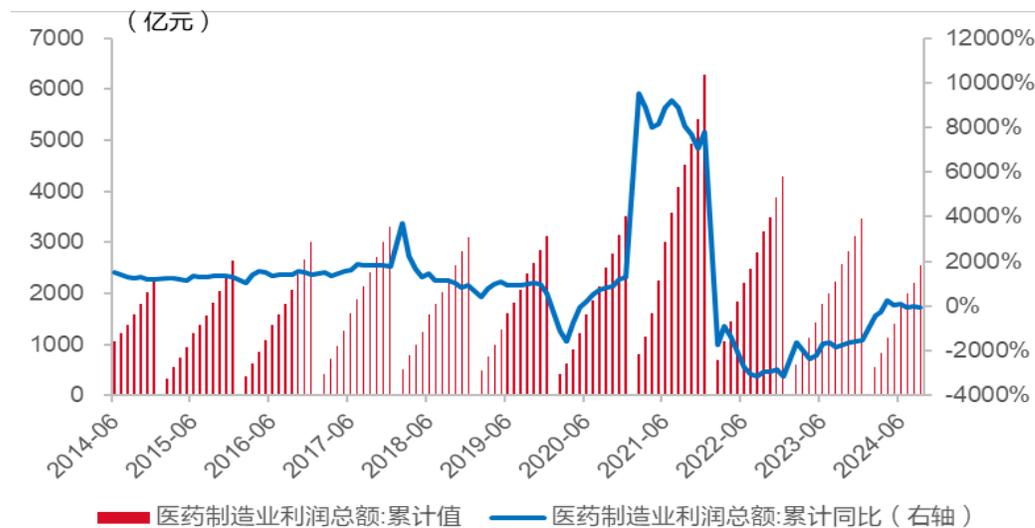
- 根据国家统计局公布的医药制造业数据，2024年前三季度，医药制造业实现营业收入1.84万亿元，同比增长0.20%；利润总额2543.90亿元，同比下降0.40%。
- 受基数效应、集采、反腐行业政策等多因素影响，2024年前三季度，医药制造业营收同比小幅上涨，利润小幅下降，降幅逐步缩窄，整体呈企稳态势。

### 2014-2024M9医药制造业营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 2014-2024M9医药制造业利润总额及同比增速

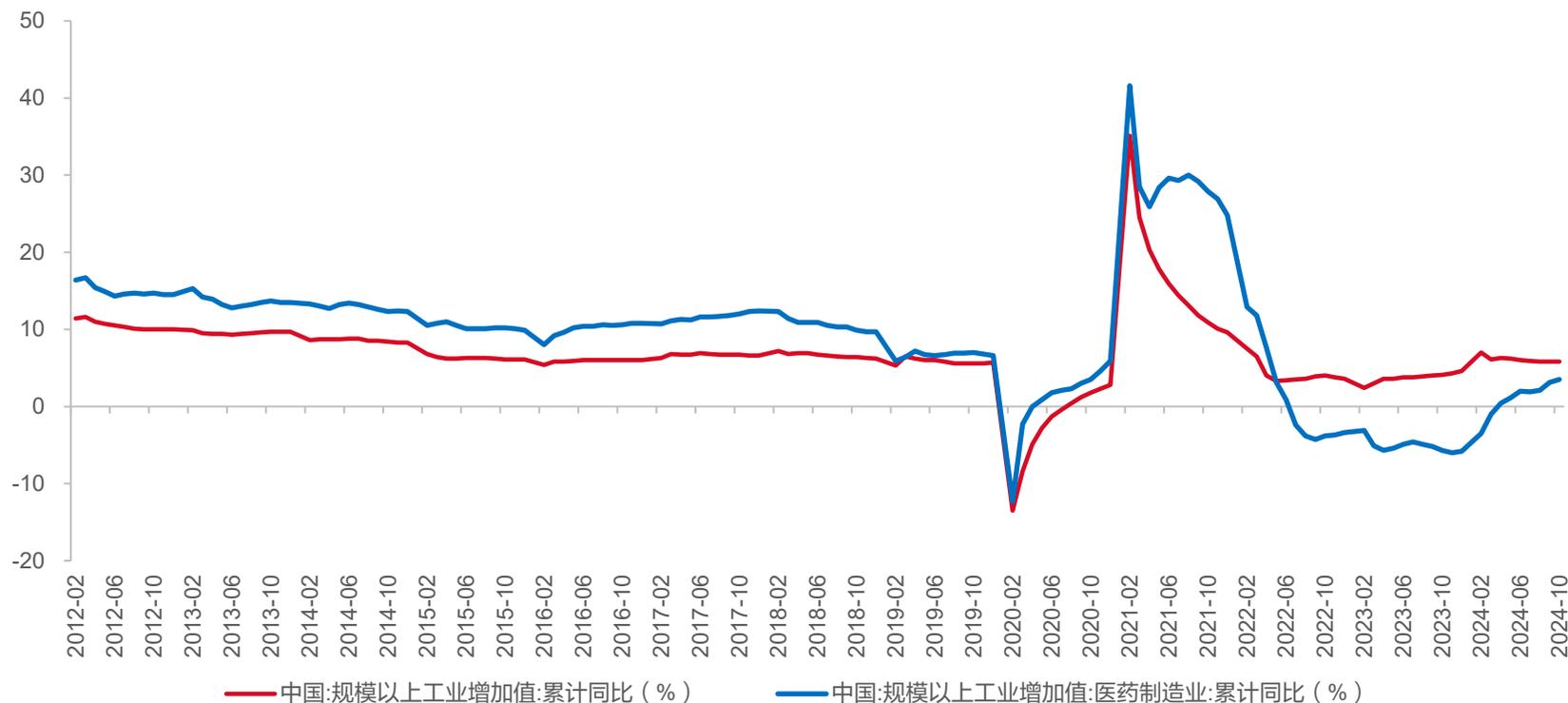


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 我国规模以上医药工业增加值同比转正

- 根据国家统计局数据，2024年1-10月，我国规模以上工业增加值累计同比增速为5.80%，其中规模以上医药制造业工业增加值累计同比增速为3.50%，低于全国工业增速。

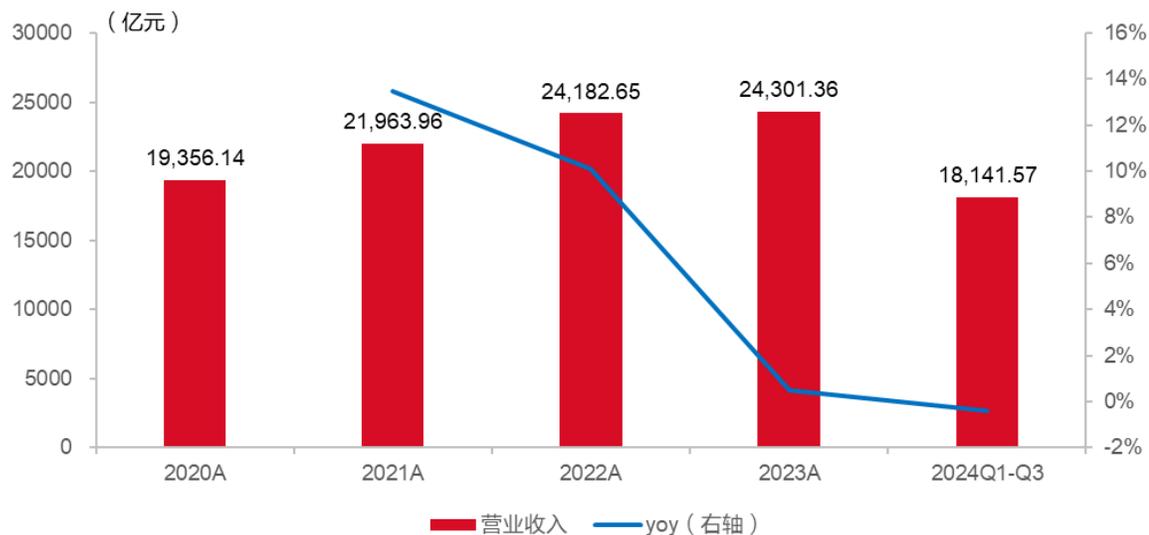
### 2012-2024年10月规模以上工业增加值累计同比增速（%）



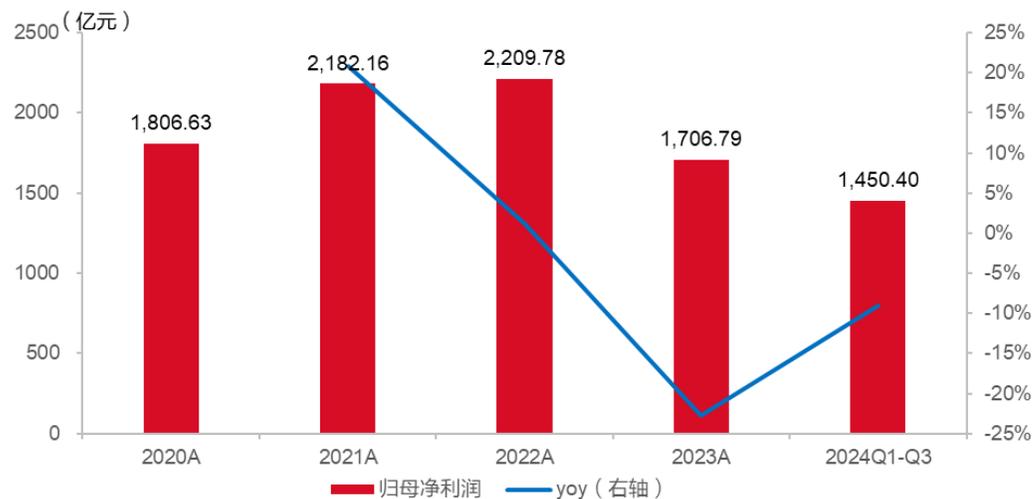
## 上市公司：业绩风险释放

- 剔除新上市及部分业绩波动较大、可比性较差的个股，我们共纳入A股申万医药生物行业432只个股作为分析样本。2024前三季度医药生物行业上市公司整体实现营业收入18141.57亿元，同比下降0.39%；归母净利润1450.40亿元，同比下降9.01%。展望2025年，随着疫情基数影响消除，反腐政策常态化，全链条支持创新药发展，医疗设备更新等行业利好政策的推进落地，医药生物行业全年业绩有望企稳向上。

医药行业上市公司营业收入及增速



医药行业上市公司归母净利润及增速



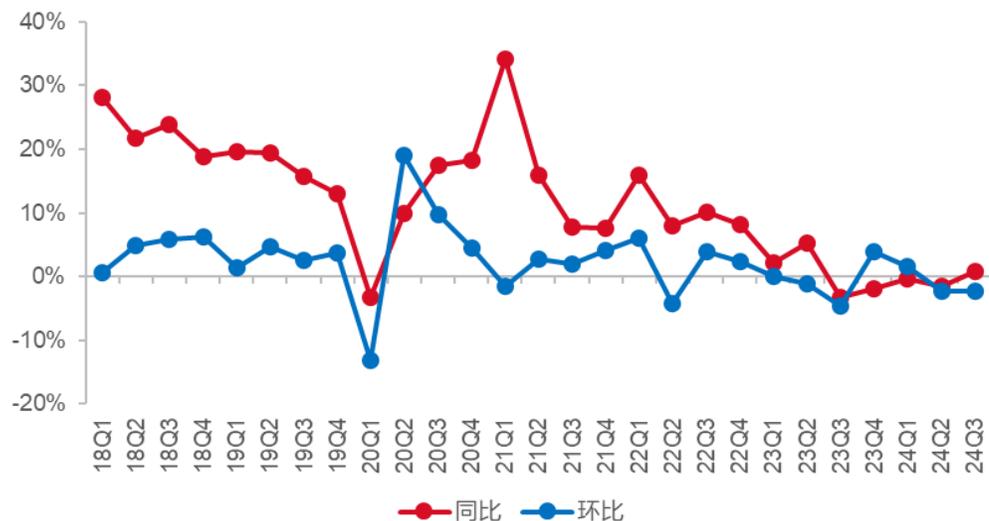
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 上市公司：单季度业绩波动较大

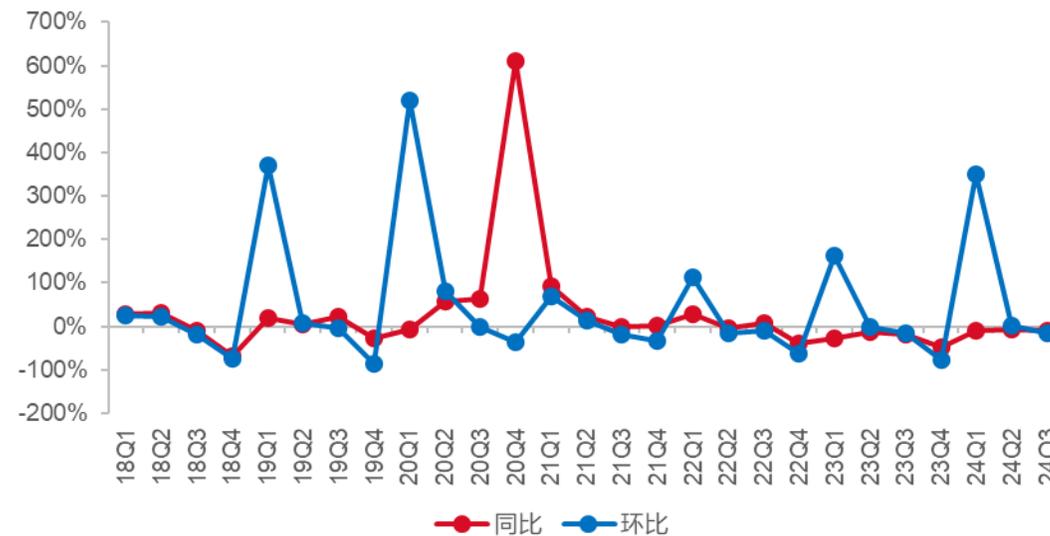
- 2024Q1-2024Q3，医药生物板块上市公司营收同比增速分别为-0.40%、-1.51%、0.81%；环比增速分别为1.61%、-2.26%、-2.35%；归母净利润同比增速分别为-9.54%、-8.13%、-9.44%，环比增速分别为350.18%、1.56%、-16.98%。受疫情基数、反腐等多因素影响，医药生物板块上市公司单季度业绩波动较大，未来有望恢复到平稳增长态势。

医药生物上市公司单季度营收同比及环比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

医药生物上市公司单季度归母净利润同比及环比增速

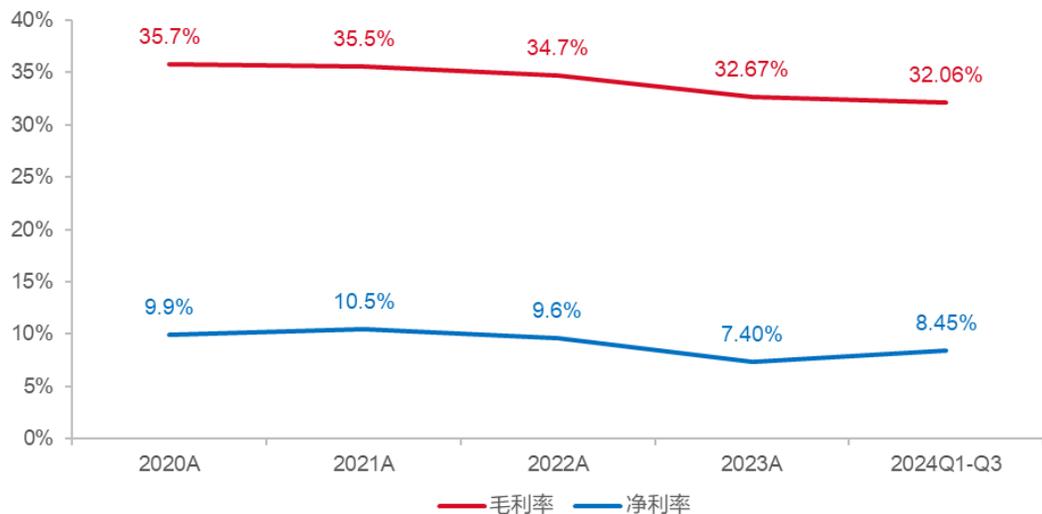


资料来源：Wind，东海证券研究所

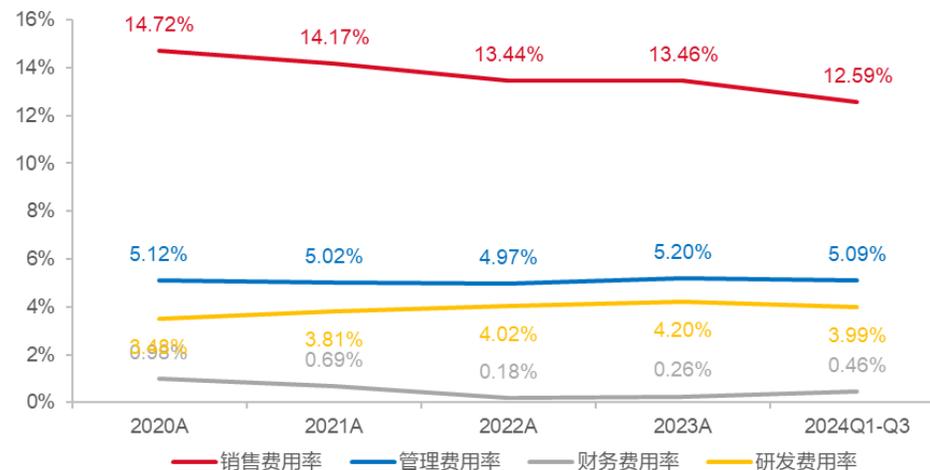
## 上市公司：盈利能力有所下滑

- 2024年前三季度医药生物上市公司整体毛利率为32.06%，较去年同期下降0.88pp；净利率为8.45%，较去年同期下降0.78pp；盈利能力整体小幅下降。
- 期间费用率方面，2024年前三季度整体小幅下降，其中销售费用率下降最为明显（-0.60pp），随着集采常态化等政策的影响，行业销售费用率有望持续得到有效控制。

### 医药行业上市公司毛利率及净利率



### 医药行业上市公司期间费用率



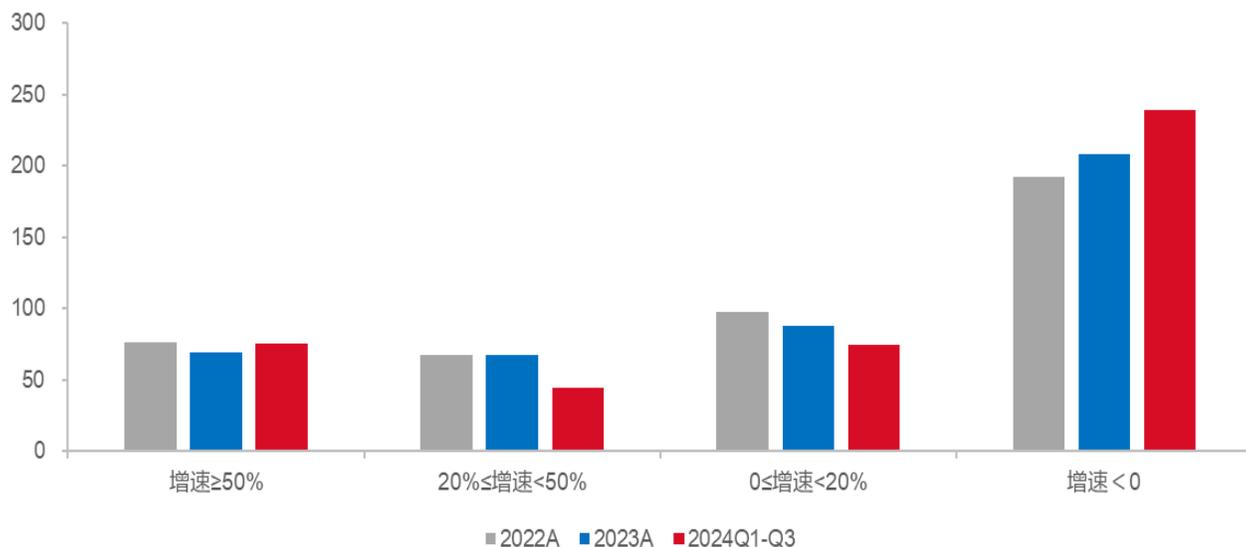
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## A股医药生物板块业绩情况

- 2024年前三季度，医药生物行业业绩持续分化，创新药、医疗耗材、原料药等少数细分板块相对表现良好。2024年前三季度，医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业239家（55.3%）；同比增速0-20% 74家（17.1%）；20%-50% 44家（占比10.2%）；50%以上75家（17.4%）。

医药行业上市公司个股归母净利润增速区间（家）



### 2024年前三季度A股申万医药行业业绩情况

	2024Q1-3	2023Q1-3	同比变化
营收（亿元）	18,142	18,212	-0.39%
归母净利润（亿元）	1,450	1,594	-9.01%
销售毛利率	32.06%	32.94%	-0.88pp
销售净利率	8.45%	9.24%	-0.78pp

板块	营收同比增速	板块	归母净利润同比增速
创新药	44.82%	原料药	26.57%
医疗耗材	9.60%	化学制剂	15.13%
原料药	8.46%	医疗耗材	12.61%
药店	6.66%	血制品	11.37%
化学制剂	2.86%	中药	-9.03%
上游试剂	2.28%	医药流通	-9.35%
医院	1.59%	医院	-9.94%
血制品	0.84%	IVD	-10.00%
医药流通	-1.35%	设备	-14.71%
其他生物制品	-1.36%	药店	-23.26%
设备	-2.10%	其他生物制品	-25.03%
IVD	-2.88%	CXO	-33.55%
中药	-3.36%	上游试剂	-59.98%
CXO	-7.62%	疫苗	-61.60%
诊断服务	-9.30%	诊断服务	-93.25%
疫苗	-38.65%		

注：共纳入A股申万医药生物板块432只个股作为分析样本，剔除新上市和部分可比性较差个股。

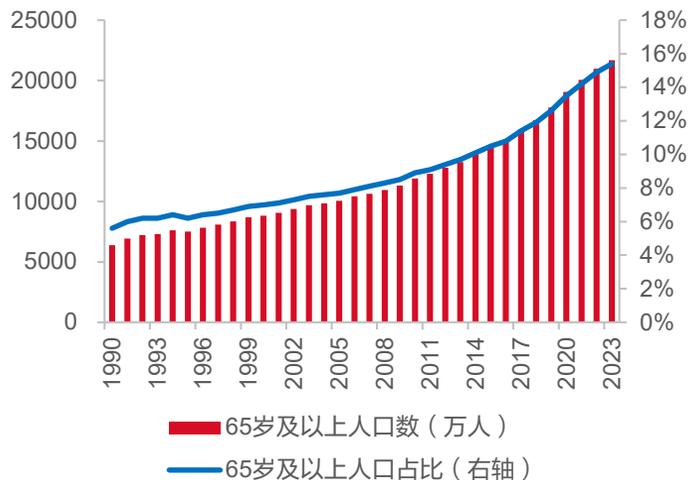
## 人口老龄化速度加快，慢病已成为影响居民健康的主要因素

- 根据国家统计局公布的数据，我国65岁及以上人口占比从1990年的5.57%提升至2023年的15.4%。根据育娲人口《中国人口预测报告2023》，预计中国在2030年左右进入占比超20%的超级老龄化社会，之后持续快速上升至2060年的约36.2%。同时，由于出生人口连续七年下降，我国20岁以下人群数量占比将从2021年的23%下降至2030年的19%，并将进一步下降至2050年的15%。
- 随着我国工业化、城镇化、人口老龄化进程不断加快，居民生活方式、生态环境、食品安全状况等对健康的影响逐步显现，当前我国的疾病谱已经从传统的以传染性疾病为主转变为以慢性病为主，恶性肿瘤、脑血管病、心脏病、呼吸系统疾病、糖尿病等慢性非传染性疾病已经成为我国居民死亡和患病的主要疾病种类。

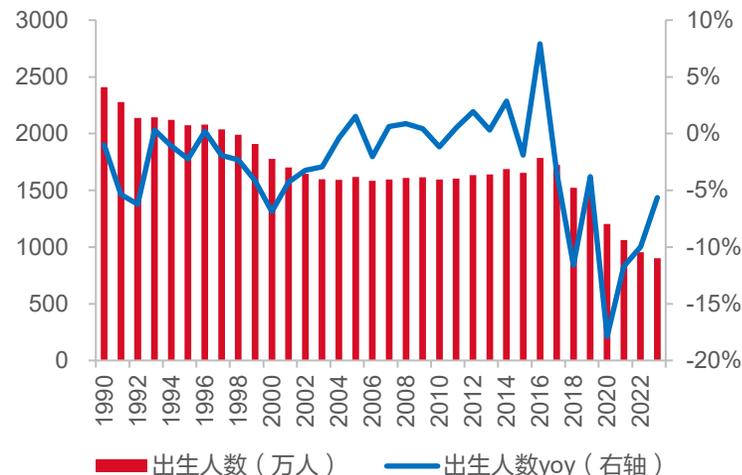
我国人口总量连续两年负增长



我国老龄化速度明显加快



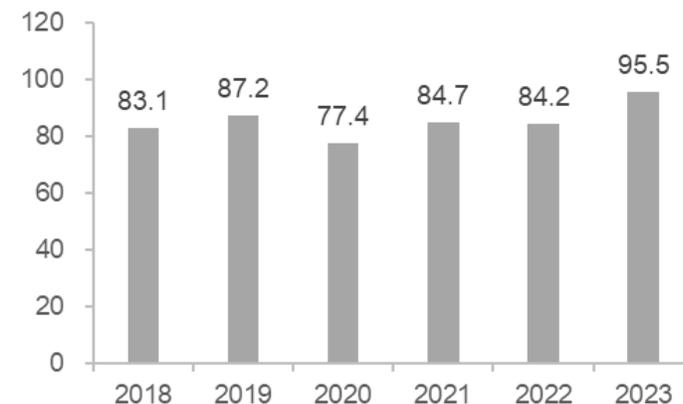
我国出生人口连续七年下降



## 医疗资源稳定增长，诊疗人次逐步恢复

- 2023年末，全国医疗卫生机构总数 1070785个，其中医院 38355个，基层医疗卫生机构 1016238个，专业公共卫生机构 12121个。全国医疗卫生机构床位 1017.4万张，其中医院800万张（占78.6%），基层医疗卫生机构182万张（占17.9%），专业公共卫生机构 33万张（占3.2%）。
- 2023年，全国医疗卫生机构总诊疗人次95.5亿（同比+13.5%），居民平均到医疗卫生机构就诊 6.8次；入院人次30187万（同比+22.3%），居民年住院率为21.4%。

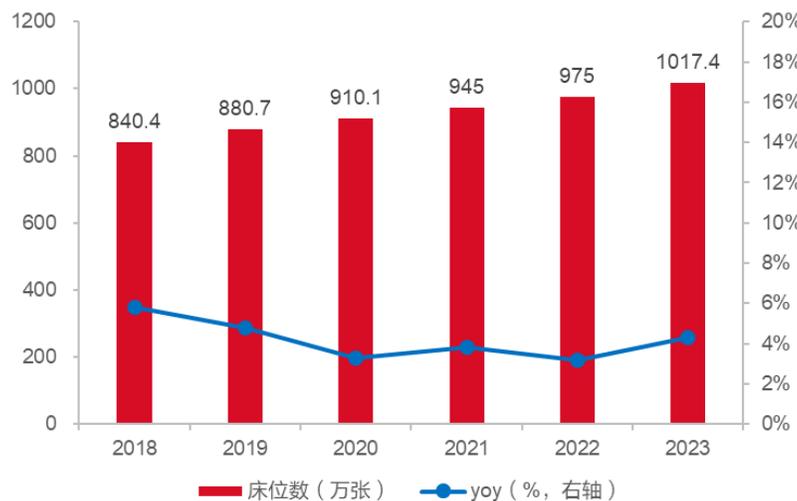
全国医疗卫生机构诊疗量和住院量



2023年我国医疗机构数量及分布

机构类别	机构数 (个)
<b>合计数</b>	<b>1070785</b>
<b>医院</b>	<b>38355</b>
三级医院	3855
二级医院	11946
一级医院	13252
<b>基层医疗卫生机构</b>	<b>1016238</b>
<b>专业公共卫生机构</b>	<b>12121</b>
<b>其他机构</b>	<b>4071</b>

全国医疗卫生医疗机构床位数及增速



资料来源：卫生健康事业发展统计公报，东海证券研究所

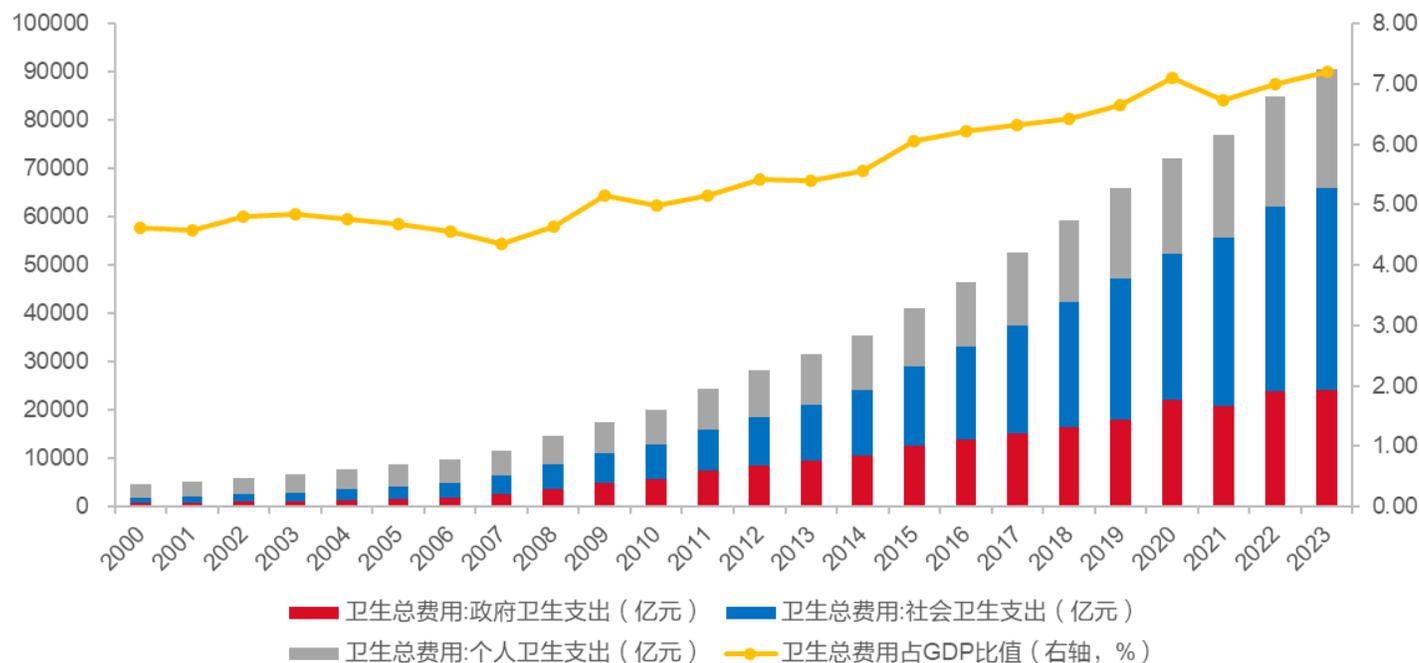
## 我国卫生总费用占GDP比重逐步提升

- 我国卫生总费用由2000年的4587亿元增长至2023年的90576亿元，年复合增长率为13.9%，高于GDP的年复合增速（12.4%），卫生总费用占GDP的比重由2000年的4.62%上升至2023年的7.20%。从支出结构上看，个人卫生支出占比逐渐下降，政府和社会卫生支出占比逐渐提升。

### 2000-2023年我国卫生费用支出结构

年份	卫生支出占比 (%)		
	政府卫生支出	社会卫生支出	个人卫生支出
2000	15.47	25.55	58.98
2001	15.93	24.10	59.97
2002	15.69	26.59	57.72
2003	16.96	27.16	55.87
2004	17.04	29.32	53.64
2005	17.93	29.87	52.21
2006	18.07	32.62	49.31
2007	22.31	33.64	44.05
2008	24.73	34.85	40.42
2009	27.46	35.08	37.46
2010	28.69	36.02	35.29
2011	30.66	34.57	34.77
2012	29.99	35.67	34.34
2013	30.14	35.98	33.88
2014	29.96	38.05	31.99
2015	30.45	40.29	29.27
2016	30.01	41.21	28.78
2017	28.91	42.32	28.77
2018	27.74	43.66	28.61
2019	27.36	44.27	28.36
2020	30.40	41.94	27.65
2021	26.91	45.50	27.60
2022	28.19	44.81	27.01
2023	26.66	46.01	27.33

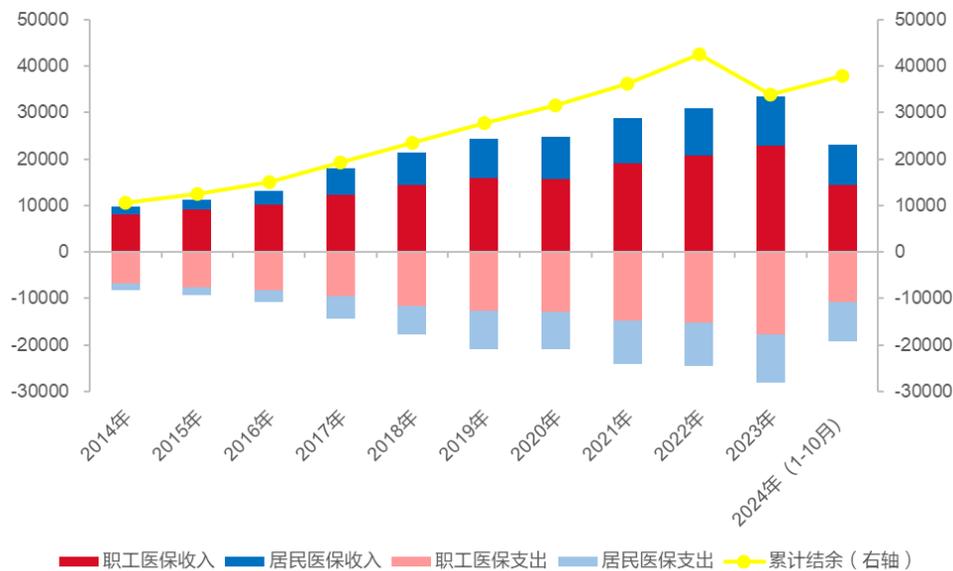
### 2000-2023年我国卫生费用增长情况



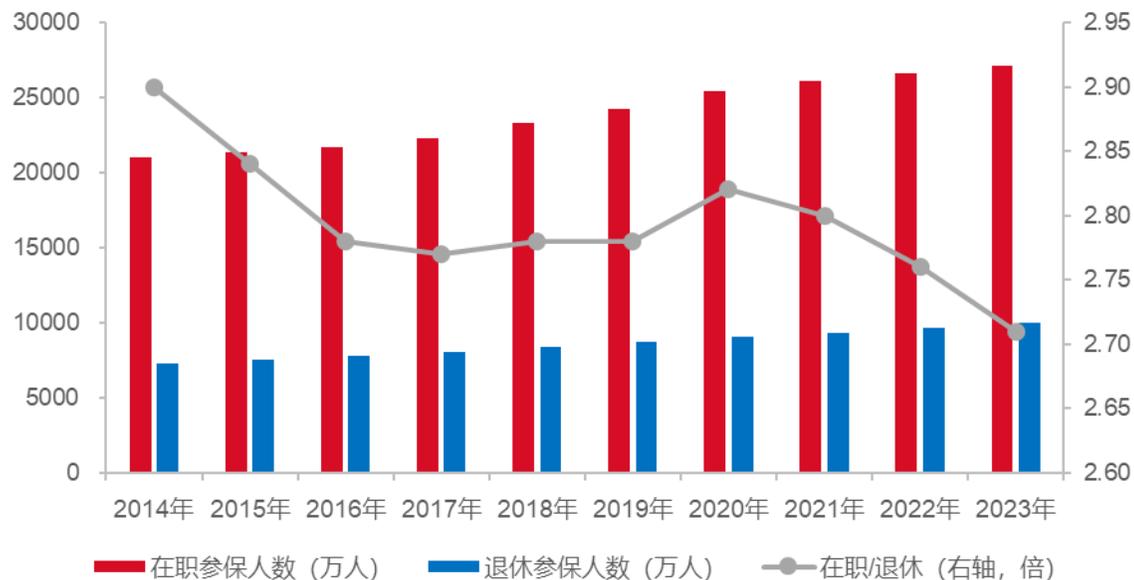
## 医保基金收支规模扩大，持续稳健运行

- 2023年，全国基本医疗保险（含生育保险）基金总收入33501亿元，比上年增长8.3%；全国基本医疗保险（含生育保险）基金总支出28208亿元，比上年增长14.7%；全国基本医疗保险（含生育保险）基金累计结存33980亿元，相比2022年减少了8660亿元。2024年1-10月，基本医疗保险（含生育保险）基金收入23065亿元，支出19166亿元，累计结余37879亿元。
- 截至2023年底，全国基本医疗保险参保人数133389万人，其中职工医保参保人数37095万人。职工医保参保人员中，在职职工27099万人，比上年增长1.9%；退休职工9996万人，比上年增长3.7%；在职退休比为2.71，较上年下降0.05。

我国医保收支及结余情况（亿元）



职工医保参保人员结构（万人）



# 目 录

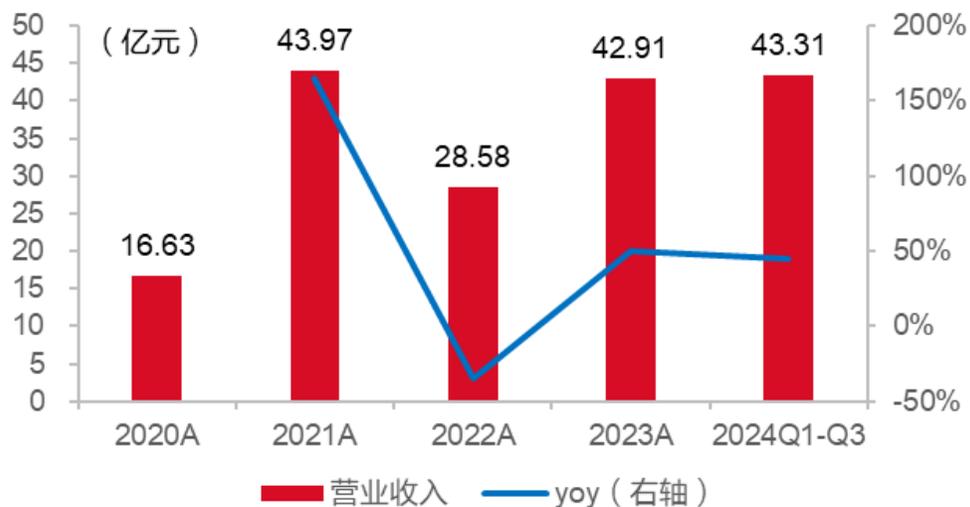
- 一、行情回顾
- 二、行业概况
- 三、细分板块
- 四、风险提示

# 创新药：政策推动高质量发展，重磅品种陆续上市

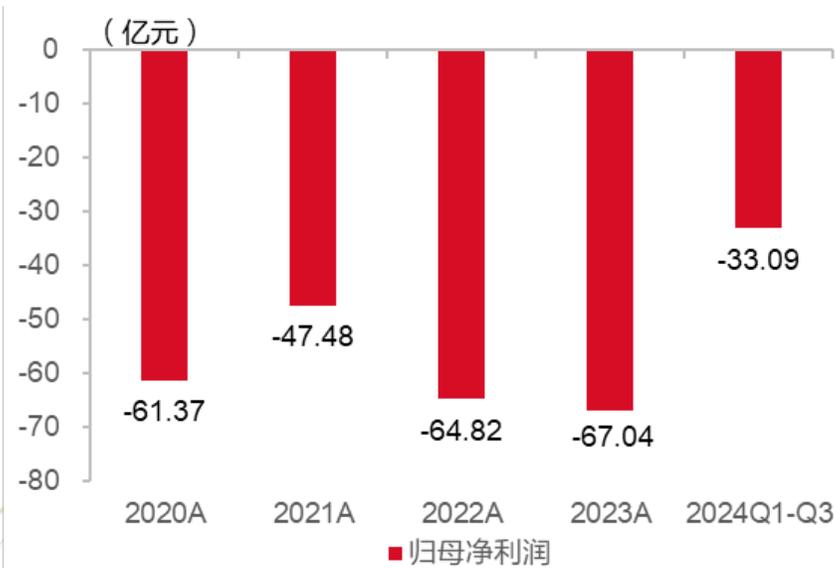
## 创新药：收入快速增长，亏损大幅收窄

- 2024Q1-Q3，创新药板块上市公司实现营收合计43.31亿元，同比增长44.82%；归母净利润合计-33.09亿元（去年同期为-44.59亿元）。
- 随着创新药获批数量、出海数量的增多，创新药板块收入端呈快速增长趋势，2024Q3单季收入端延续高增长，利润端相较去年同期亏损大幅收窄。展望未来，随着国家对创新药支持力度的加强，创新药将进入新的快速发展期。

### 创新药板块上市公司营业收入及增速



### 创新药板块上市公司归母净利润

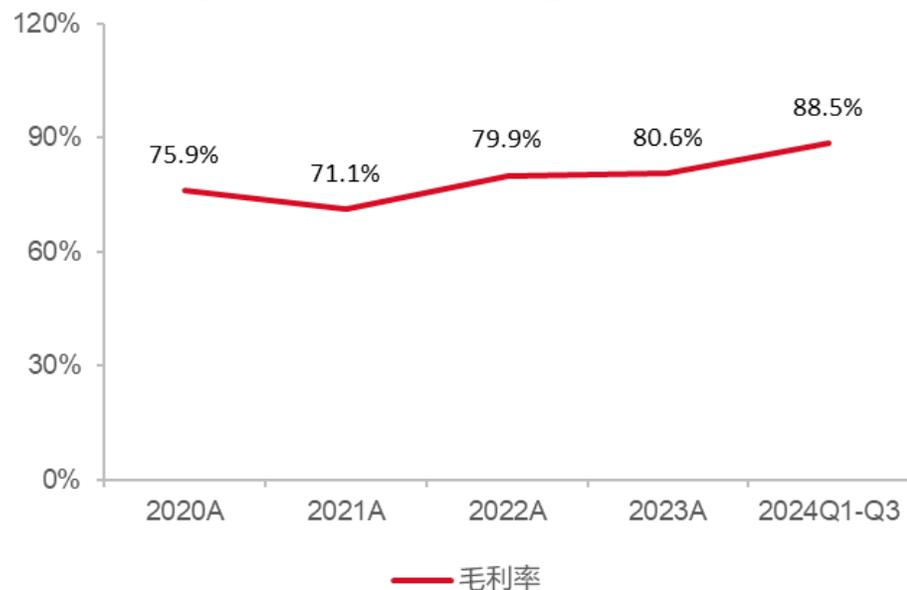


资料来源：Wind，东海证券研究所（创新药板块共12只个股纳入统计，百济神州-U等公司2024年三季度报暂未披露，不纳入统计）

## 创新药：销售费用快速增长，研发持续高投入

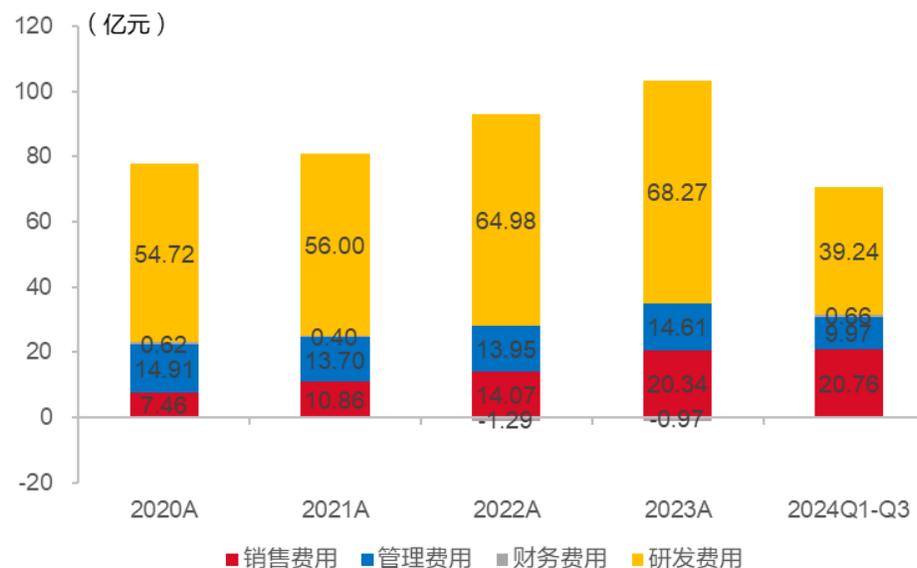
- 2024Q1-Q3，创新药板块毛利率分别为88.5%（+6.72pp），毛利率水平持续提升。
- 随着创新药逐步获批上市，营销队伍的建设 and 学术推广力度持续加大，销售费用快速增长，2024Q1-Q3板块销售费用合计20.76亿元（+47.31%）。创新药企持续高研发投入，2024Q1-Q3创新药板块研发费用合计为39.24亿元（-15.36%）。

创新药板块上市公司毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

创新药板块上市公司四项期间费用（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 创新药：国内创新药支持政策频出

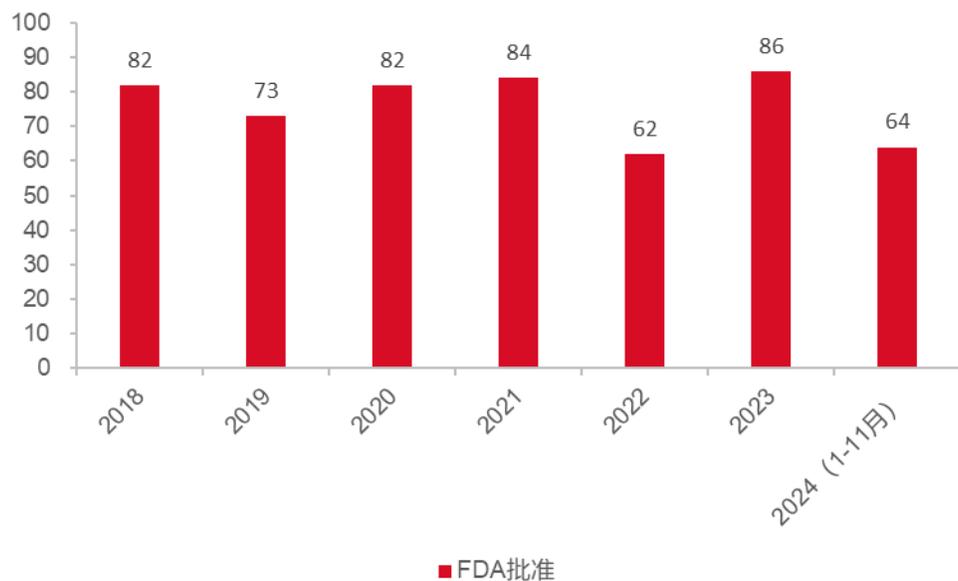
- 今年以来，从中央到地方陆续出台一系列政策文件支持创新药的发展，创新药产业利好信号不断释放，作为新质生产力的代表方向之一，创新药的发展正受到前所未有的重视。

时间	政策	主要内容
2024.02	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	针对高水平创新药给出一定企业自主定价空间
2024.03	《政府工作报告》	创新药首次在《政府工作报告》中被提及，并纳入“新质生产力”范畴
2024.06	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	《任务》提出，研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜；推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围；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
2024.07	《全链条支持创新药发展实施方案》	国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，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，要调动各方面科技创新资源，合力助推创新药突破发展
2024.07	《关于印发按病组和病种分值付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》	明确提出特例单议机制——对不适合按DRG/DIP标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议；除外机制——对符合条件的新药耗新技术在应用初期按项目付费或以权重(点数)加成等方式予以支持
2024.10	《关于印发生物制品分段生产试点工作方案的通知》	可分段生产的试点品种原则上应当为创新生物制品、临床急需生物制品或者国家药监局规定的其他生物制品，包括多联多价疫苗、抗体类生物制品、抗体偶联类生物制品、GLP-1类生物制品以及胰岛素类生物制品等，将有效提升生物创新企业的研发生产效率
2024.10	《医保谈判对创新药支持成效显著，新一轮谈判即将开展》	2024年医保目录现场谈判/竞价拟于10月27日-30日在北京开展，预计11月份公布调整结果，新版药品目录将于2025年1月1日起实施。
2024.04	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》	从创新药械研发、临床实验、审评审批、生产制造、流通贸易、临床应用等八个方面提出32条举措
2024.05	《广州医保支持创新医药发展若干措施》	从加快创新医药进院使用、促进创新医药临床应用、拓展创新医药支付渠道、加强创新医药服务支持四方面精准发力，实施21条创新医药支持措施，助力生物医药产业发展
2024.07	《上海市关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	围绕研发、临床、审评审批、应用推广、产业化落地、投融资、数据资源、国际化等关键环节，坚持全链条创新、全链条改革、全链条赋能，推出了8方面37条政策举措

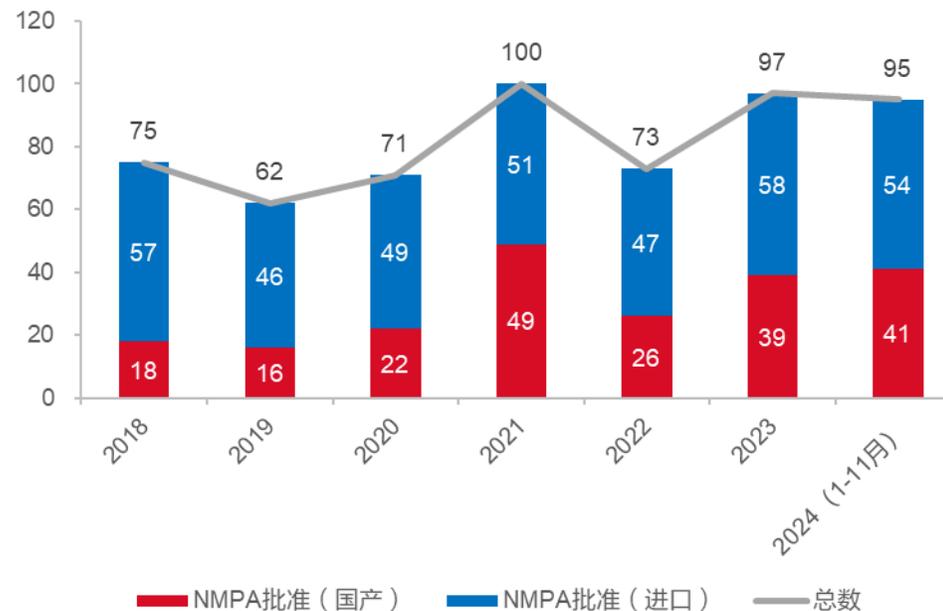
## 创新药：国产上市创新药占比逐年提升

- 从近几年批准的创新药数量来看，国产创新药上市数量快速增长，占比逐年提升。2024年1-11月，国产创新药数量为41个，超过2023年全年。

近五年FDA批准上市创新药数量（个）



近五年我国上市创新药数量（个）

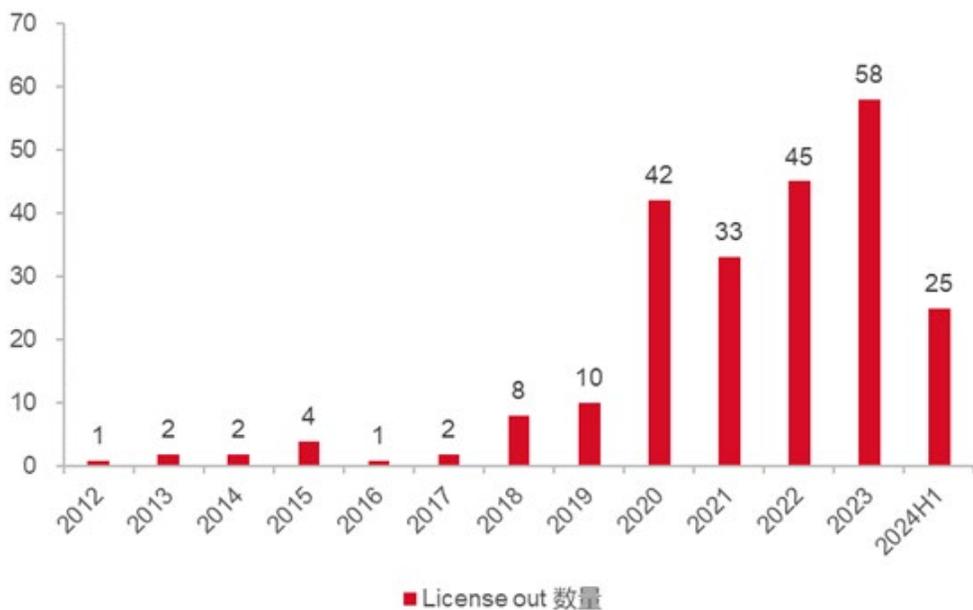


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

# 创新药：政策导向与出海推动创新药高质量发展

- 近几年，我国创新药企license out交易数量快速增长，研发实力被全球认可。据不完全统计，2024年H1，共有25个license out项目成功签订，涉及交易金额超200亿美元。主要有ADC、细胞治疗、双抗、GLP-1等领域。

近年来国产创新药License out交易数量（个）



资料来源：药智网，医药地理，东海证券研究所

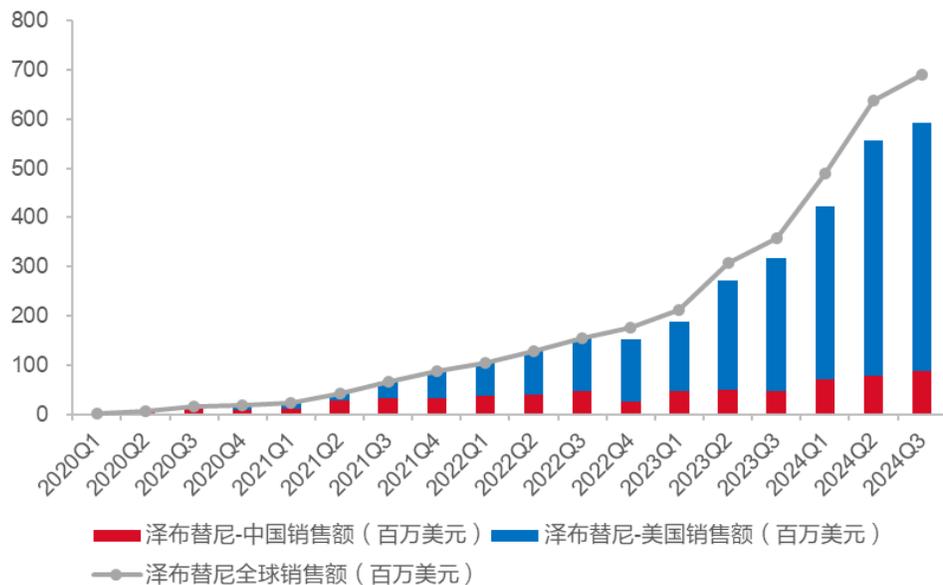
2024H1我国创新药License out交易情况

项目	授权方	引进方	药物类型	总金额（美元）	首付款（美元）
YL211	宜联生物	罗氏	ADC	10.5亿	5000万
L858R	安锐生物	阿斯利康	小分子	5.4亿	4000万
小核酸创新疗法	瑞博生物	勃林格殷格	—	20亿	—
ARTS-021	安锐生物	Avenzo	小分子	10亿	4000万
ISM5043	英矽智能	Menarini	小分子	5亿	1200万
心血管和眼科领域产品线	箕星药业	拜耳、RTW	—	0.35亿、1.27亿	—
RNAi技术及疗法	船望制药	诺华	—	41.65亿	1.85亿
双抗ADC	百奥赛图	Radiance	双抗ADC	—	—
六价重组诺如病毒疫苗及其衍生物	康华生物	HilleVax	—	2.555亿	1500万
全人抗体库-RenMice系列	百奥赛图	吉利德	—	—	—
REC603	瑞科生物	SPIMACO	疫苗	—	—
恩沃利单抗注射液	康宁杰瑞/思路迪	GLENMARK	单抗	7.08亿	—
HS-20117/PM1080用于开发ADC产品	普米斯	翰森制药	双抗	6.91亿	—
两款生物类似药BAT2506和BAT2606	百奥泰	SteinCares	—	600万	120万
Taletrectinib、Safusidenib	葆元医药	Nuvation Bio	小分子	—	—
9MW0813	迈威生物	印度制药公司	—	—	—
特瑞普利单抗	君实生物	Rxilient Biotech	单抗	500万	—
伊诺格鲁肽注射液	先为达生物	HK inno.N Corporation	小分子	5600万	5600万
HRS-7535、HRS-9531、HRS-4729	恒瑞医药	Herculers	小分子	60亿	1.1亿
JYP0015	嘉越医药	Erasca	小分子	3.45亿	2000万
—	和铂医药	阿斯利康	单抗	6.04亿	1900万

## 创新药：创新药出海进入收获期

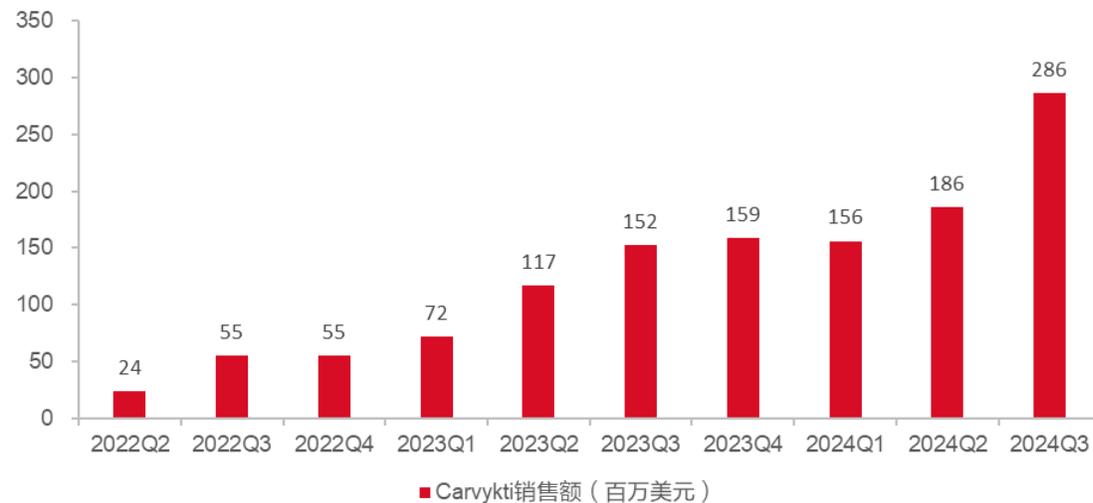
- 2019年11月，百济神州的新药泽布替尼正式在美国FDA批准上市，现已在美国、中国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚和其他国际市场获批上市。去年首次突破10亿美元大关，今年前三季度全球收入已达18.16亿美元。
- 2022年3月，FDA批准传奇生物与强生的 BCMA CAR-T细胞疗法药物Carvykit上市，随后在欧洲、日本获批上市。Carvykit今年前三季度销售额6.28亿美元，今年有望突破10亿美元。

### 泽布替尼全球销售额情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

### Carvykit全球销售额情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

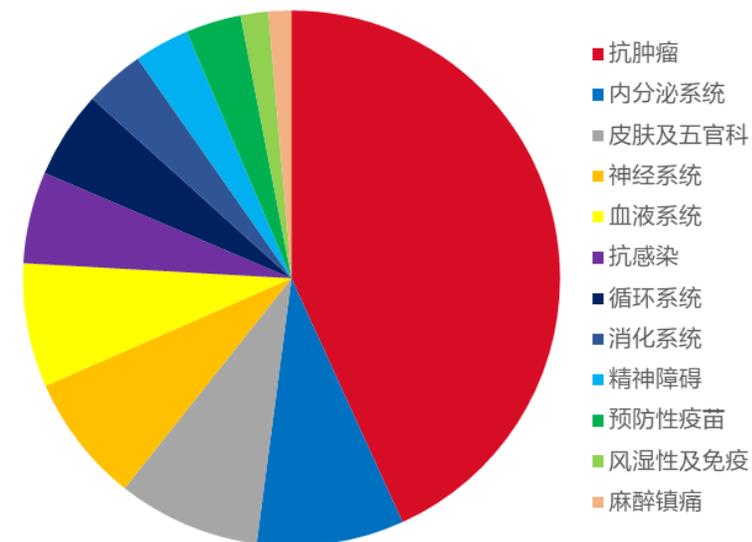
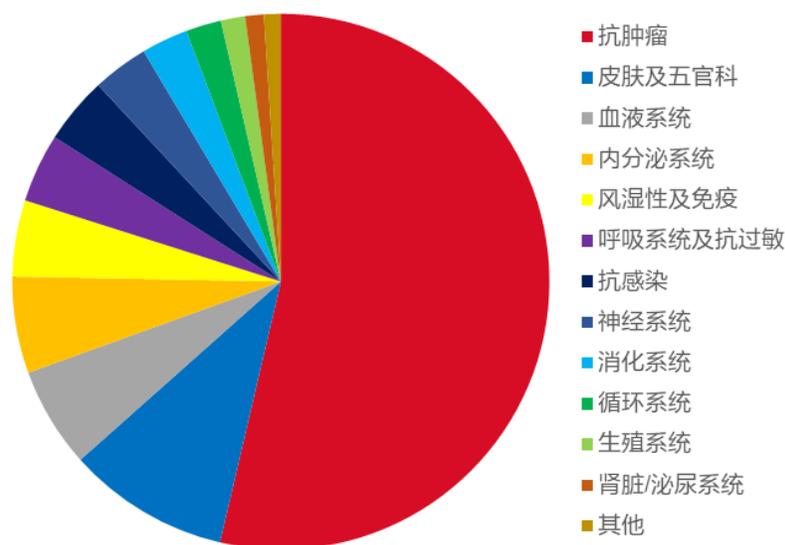
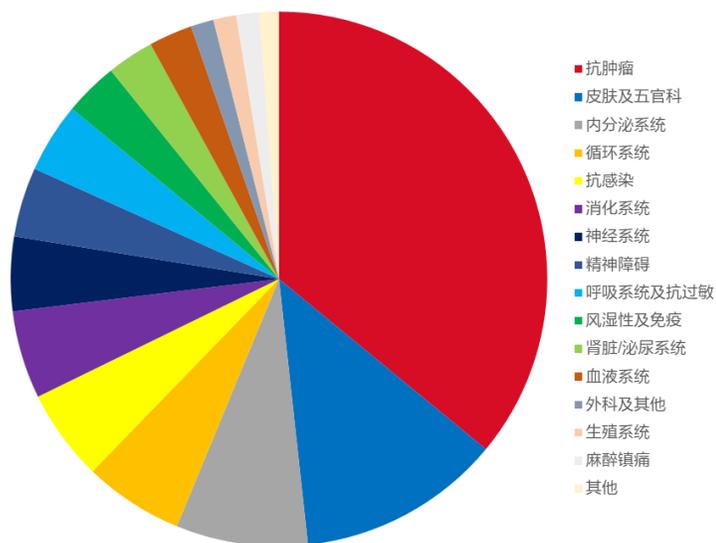
## 创新药：抗肿瘤仍为国内药物研发最热门方向

- 从获批IND药物的治疗领域来看，化学药中抗肿瘤适应症521件，占比36%；生物制品中抗肿瘤适应症478件，占比54%。
- 自2020年《药品注册管理办法》实施以来，共有372个药品注册申请纳入优先审评审批程序，涉及的抗肿瘤药物、内分泌系统药物、皮肤及五官科药物等，其中抗肿瘤药占比最多，为42%。

2023年批准IND化学药适应症分布

2023年批准IND生物制品适应症分布

2020-2023年纳入优先审评审批程序适应症分布



## 创新药：疾病新需求持续增长

- 创新药是多种重大疾病主要解决方案，当前，医药领域新技术、新需求仍持续涌现，减肥、自身免疫、阿尔兹海默症等拥有大量患者群体的疾病领域也开始实现突破，为未来创新药市场的增长提供动力。

### 减肥市场规模持续扩大

2014年，美国肥胖患病率为38%，当年共有4款相关药物获批，总销售额约为10亿美元。2024年，虽然肥胖患病率仅略有增长，但药物销售额却实现了显著飞跃。其中，两款核心药物——替尔泊肽和司美格鲁肽累计销售额达到160亿美元，较十年前增长了16倍。根据Jefferies的预测，到2030年，全球GLP-1药物市场规模预计将扩大至1200亿美元，其中超过50%的收入将来自肥胖治疗。

### 减肥市场规模持续扩大



### 自身免疫领域竞争激烈

全球自免患病人群总数预计 5 亿以上，是继癌症和心血管疾病外第三大慢性病。目前单个靶点药物的多适应症开发趋势加剧了研发密度，同一种药物常同时用于研究治疗多种自身免疫性疾病。自免领域近年来涌现出一系列前沿创新方向，包括CAR-T治疗红斑狼疮，T细胞和B细胞删除，现有抗体药物半衰期延长，双抗等。这些研究聚焦于改善治疗效果、延长药物作用时间及开发全新机制药物。

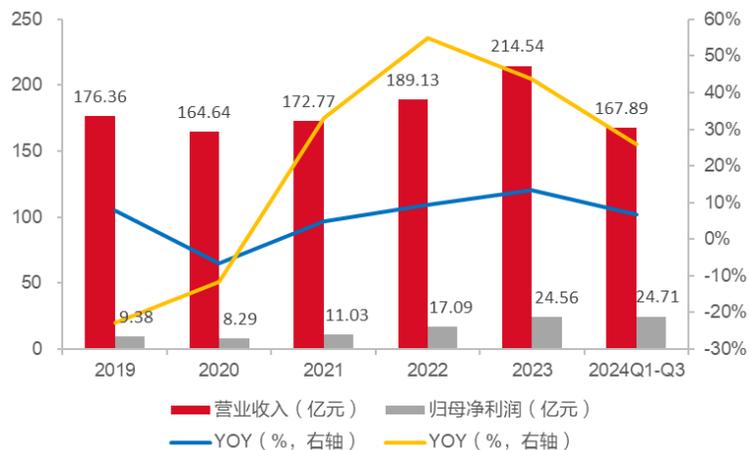
### 自身免疫领域竞争激烈



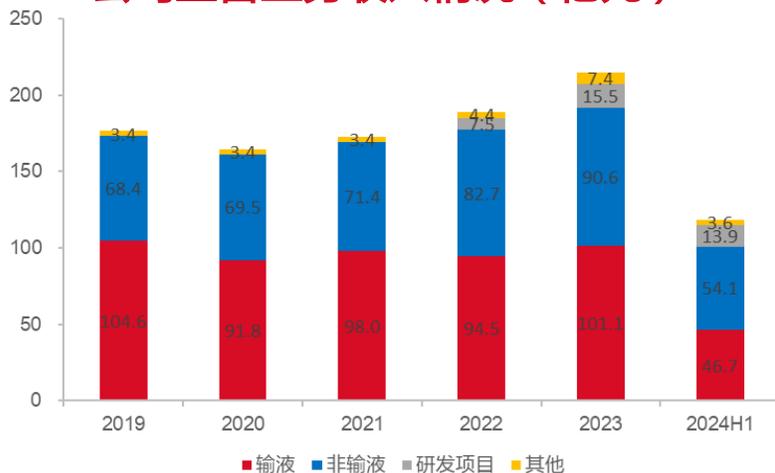
## 科伦药业：业绩稳健增长，创新成果逐步兑现

- 公司全面布局（大输液+仿制药）+（原料药中间体+合成生物学）+创新药。2024年前三季度营收167.89亿元（+6.64%），归母净利润24.71亿元（+25.85%），销售费用率15.57%（-5.07pct），费用优化明显，盈利能力持续提升。
- 输液产品结构持续优化，密闭式输液量占比持续提升；原料药中间体快速增长，2024年前三季度实现收入44.56亿元（同比+24.43%），主要产品量价齐升。
- 公司目前拥有30余个重点创新药项目，其中1个项目已获批上市，3个项目处于NDA阶段，10余个项目正处于临床阶段。公司成功构建了享誉国际的ADC开发平台OptiDC™，已有1个ADC项目获批上市，1个ADC项目处于NDA阶段，多个ADC或新型ADC项目处于临床或临床前研究阶段。

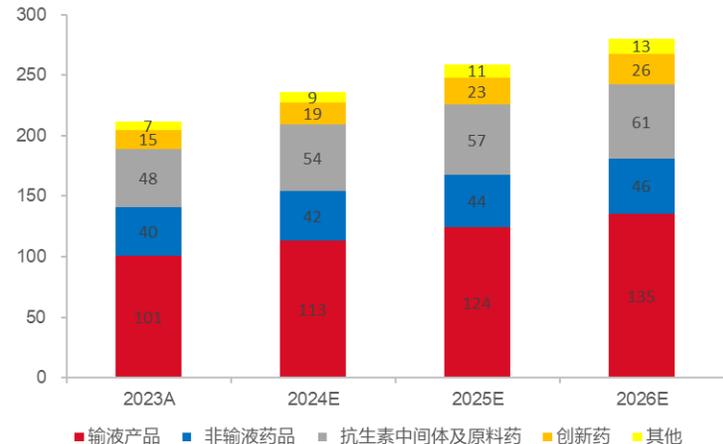
公司营收利润情况（亿元）



公司主营业务收入情况（亿元）



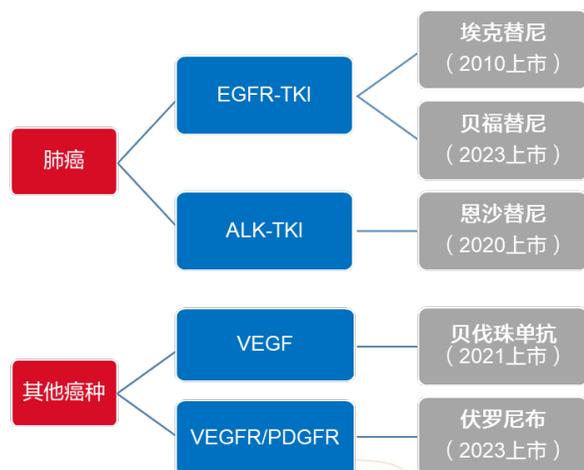
公司产品收入预测（亿元）



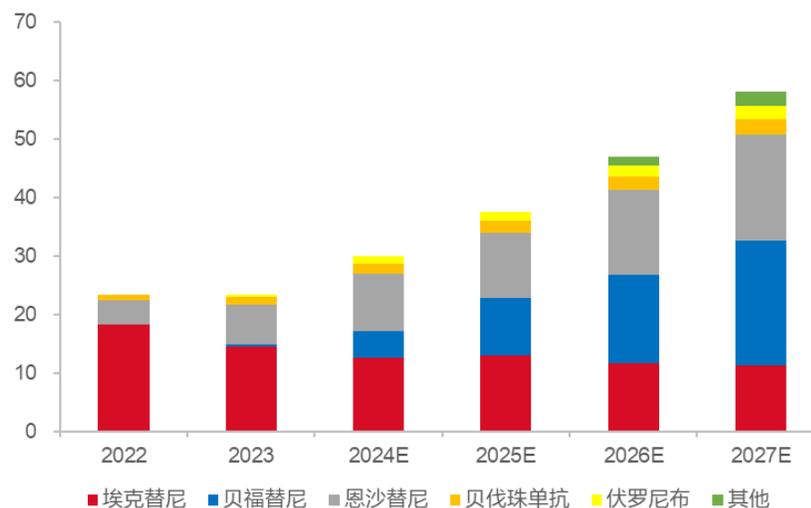
## 贝达药业：管线不断丰富，综合实力强劲

- 公司长期深耕肺癌领域，共有5款创新药上市。公司销售收入稳步增长，2024前三季度实现营收23.45亿元（+14.73%）。贝福替尼一线治疗适应症已纳入医保，有望加速放量；恩沙替尼临床中心已通过FDA现场核查，有望实现在美国上市。
- 自研与引进快速推进，产品类型逐步丰富。EYP-1901玻璃体内植入剂的wAMD适应症获批IND、CFT8919胶囊用于治疗EGFR突变的NSCLC获批IND；注射用MCLA-129（EGFR/c-Met双抗）“晚期实体瘤”获批IND。公司与武汉禾元生物签署《药品区域经销协议》，独家经销植物源重组人血清白蛋白注射液，进一步丰富公司商业化产品组合。

公司已上市创新药产品矩阵



公司产品收入预测（亿元）



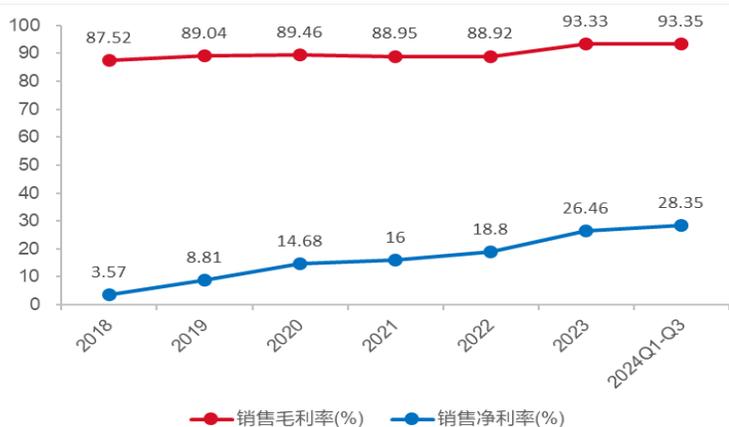
公司收入、利润和研发投入情况

	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
营业收入（亿元）	22.5	23.8	24.6	23.5
yoy	20.10%	5.82%	3.35%	14.73%
归母净利润（亿元）	3.83	1.45	3.48	4.16
yoy	-36.85%	-67.13%	139.33%	36.61%
研发投入（亿元）	8.6	9.8	10.0	
yoy	16.04%	13.47%	-3.00%	
研发人员数量（人）	575	647	562	
研发人员数量占比	34.29%	32.99%		

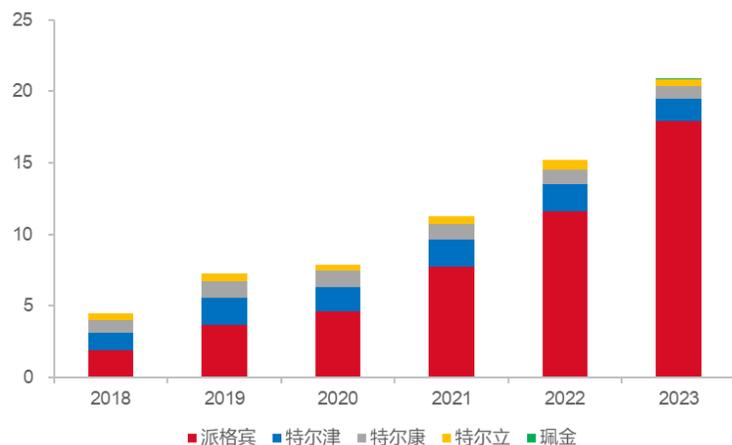
# 特宝生物：乙肝临床治愈市场广阔，派格宾持续放量可期

- 公司业绩增长强劲，费用率逐步下降，2024前三季度净利率提升至28.35%，盈利能力优秀，进一步带动利润端高增长。
- 派格宾临床效果优秀，销售持续放量。派格宾是目前市场唯一的长效干扰素制剂，竞争格局优异，2023年收入17.90亿元（+54.21%），对应覆盖患者约5万余人，目前渗透率仍较低，我国有近3000万慢乙肝患者，公司持续开展派格宾在乙肝临床治愈和降低肝癌发生风险的相关真实世界研究。随着抗病毒治疗人群不断扩大，派格宾渗透率有望加速提升，市场空间广阔。
- 长效升白药珮金于2023年6月上市并同年进入医保，已将该产品独家销售权利授予复星医药，有望助力珮金快速放量。长效重组人生长激素NDA获受理，预计2025年上市，有望成为国内百亿生长激素市场第二家上市产品。外部合作方面，公司已取得康宁杰瑞重组人GLP-1/GIPR融合蛋白在NASH领域的独占许可权利，不断丰富公司产品管线。

公司毛利率和净利率



公司产品收入构成（亿元）



派格宾相关真实世界研究

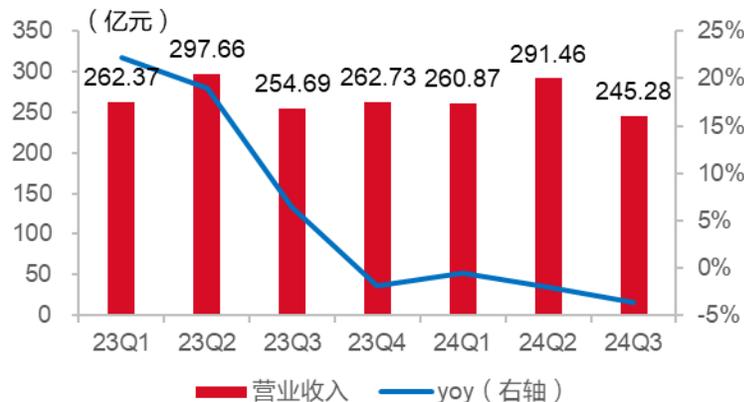


# 医疗器械：以旧换新、国产替代为主线

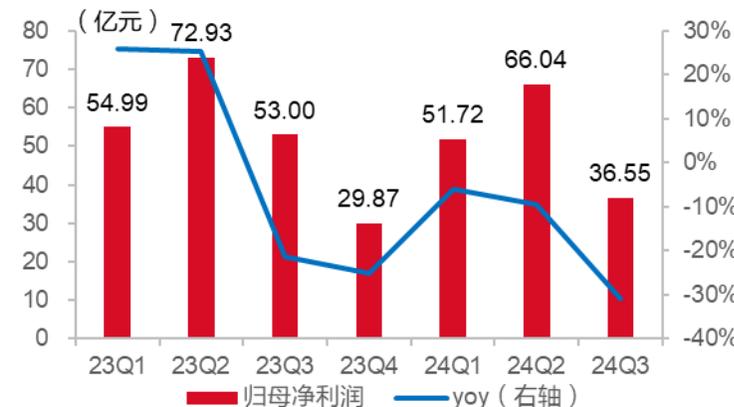
## 板块业绩：医疗设备承压，医疗耗材良好增长

- **医疗设备**：受医院招采放缓影响，板块上市公司业绩整体承压，2024年前三季度板块营收与归母净利润同比分别下降2.1%、14.7%。

医疗设备板块24Q3营收同环比均走低（季度）

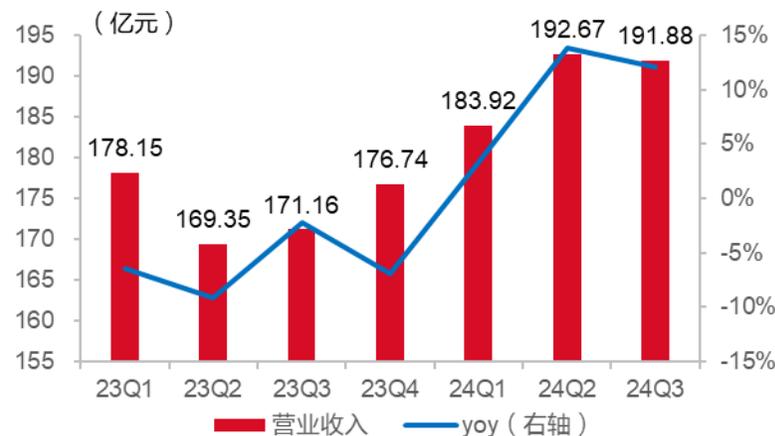


医疗设备板块24Q3归母净利润同环比均走低（季度）

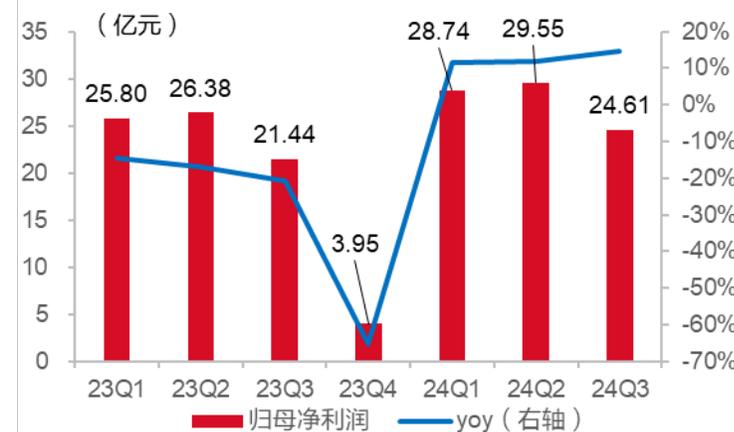


资料来源：Wind，东海证券研究所（医疗设备板块共有33只个股纳入统计）

医疗耗材板块24Q3营收环比略降（季度）



医疗耗材板块24Q3归母净利润环比略降（季度）



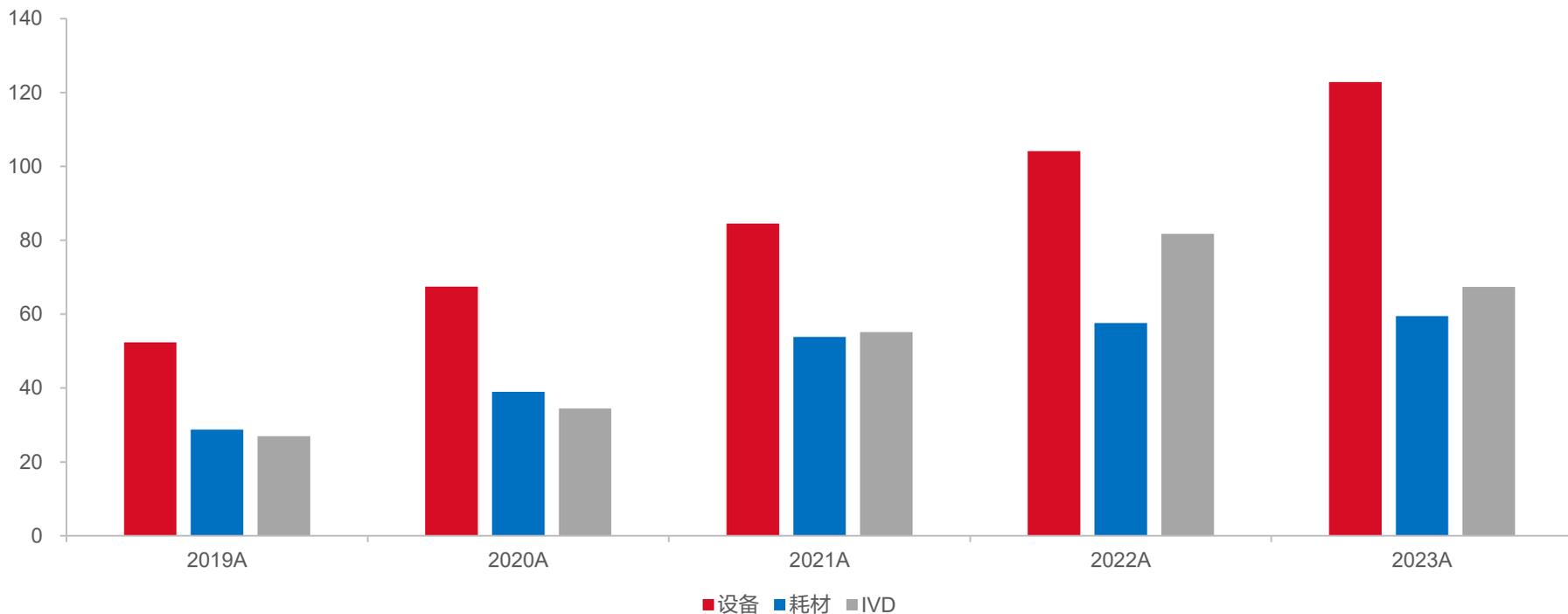
资料来源：Wind，东海证券研究所（医疗耗材板块共有42只个股纳入统计）

- **医疗耗材**：受益于国内常规诊疗恢复、集采落地，出海布局加速推进，板块上市公司业绩持续改善。2024年前三季度，板块营收与归母净利润增速分别同比增长9.6%、12.6%。

## 医疗器械：研发投入持续增长，蓄力长远发展

- 受政策鼓励引导，医疗器械各子板块研发投入持续加码，产品梯队持续完善，国产替代+出海进程有望加速。

### 近年SW医疗器械各子板块研发投入持续增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 设备：大型设备更新逐步推进

- 2024年3月，国务院发布了《关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》，其中指出，到2027年，工业、农业、医疗等多领域设备投资规模较2023年增长25%以上。随后，相应财政贴息配套政策逐步出台。
- 各省相继推进。**多省发布设备更新和消费品以旧换新方案，主要包括重点推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励医疗机构加快医疗装备更新改造，推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板，提升医疗服务质量和效率。

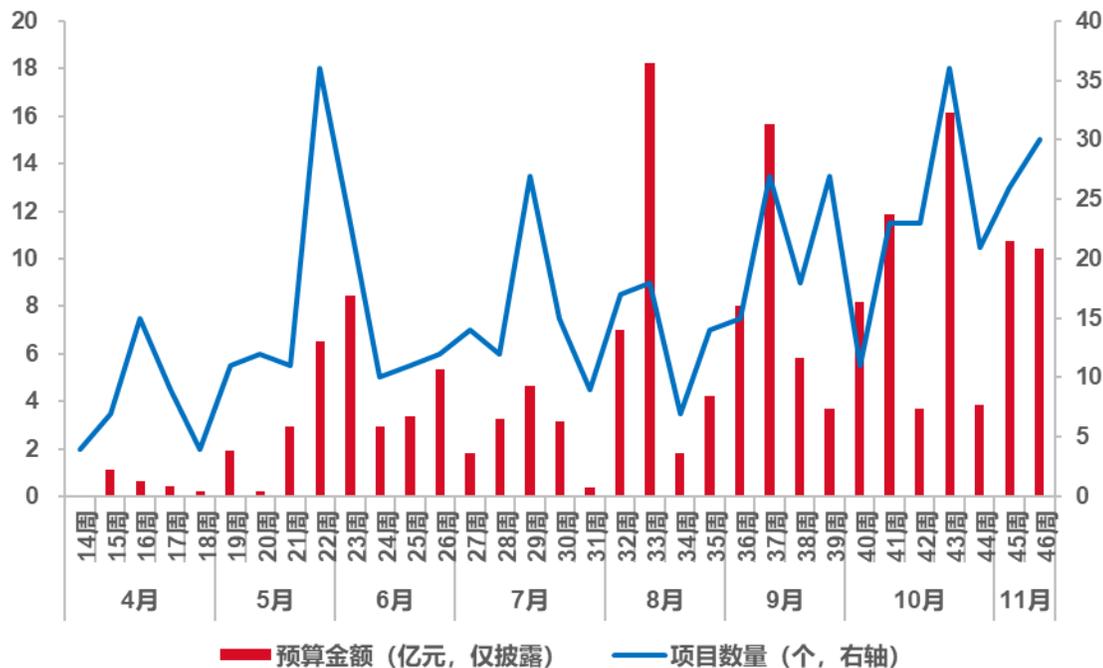
### 相关政策支持

时间	级别	政策	主要相关内容
2024年3月	国家级	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	到2027年，工业、农业、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上 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。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板
2024年6月	国家级	关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知	经营主体实施设备更新，凡纳入相关部门确定的备选项目清单的，可向所在地的相关经办银行提出设备更新贷款申请
2024年7月	国家级	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施	优化设备更新项目支持方式；提高设备更新贷款财政贴息比例
2024年4月	浙江省	推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措的通知	开展以县级为重点的医疗装备更新。到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持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，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上
2024年5月	江苏省	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	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和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台（套），2024年力争更新医疗装备和信息化设施7万台（套）。推动医疗机构开展病房改造，补齐病房环境与设施短板
2024年9月	湖北省	推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知	重点实施数智化病理服务能力提效行动、先进医疗设备创新应用行动、城市医疗设备更新升级行动、县域医疗设备达标提质行动、公共安全保障设备能力提升等五大行动。到2027年，全省卫生健康领域设备投入规模较2023年增长25%以上

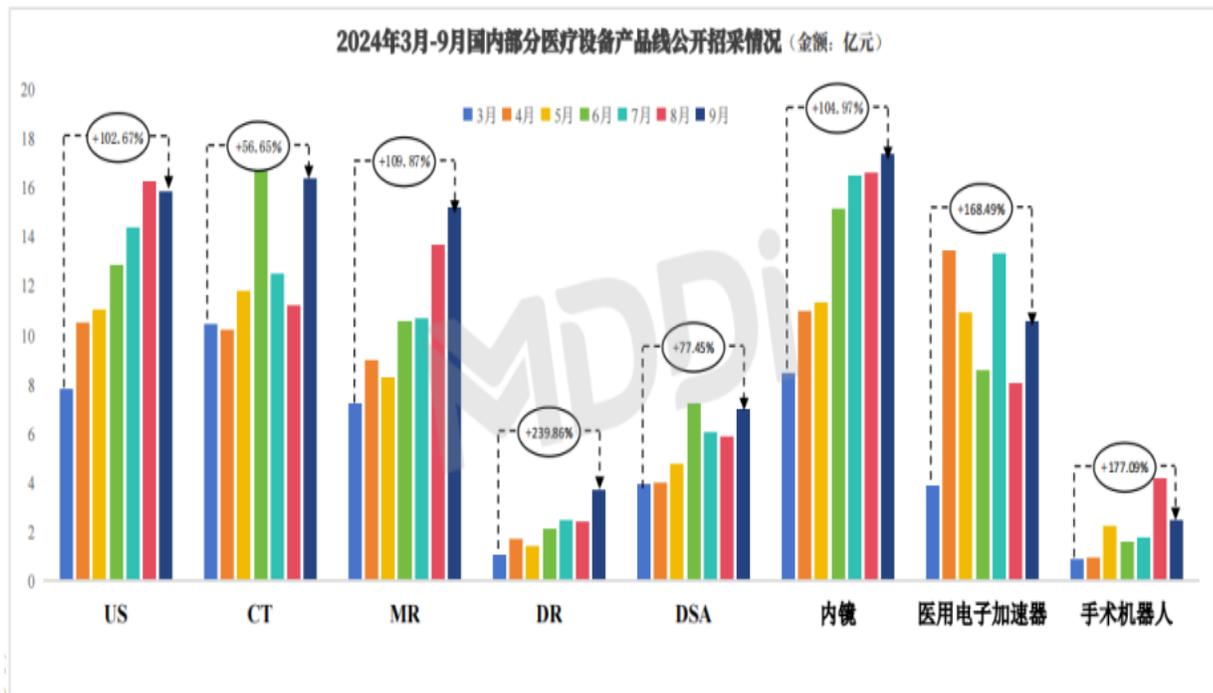
## 设备：招采持续推进，重点领域环比改善明显

- 招采逐步推进，季度环比持续改善。截至11月17日，我国医疗领域设备更新采购意向预算总金额达177亿元，各省招采仍在稳步推进。
- 重点领域招采改善更为明显。2024年Q2以来主要设备产品线招采金额持续回暖，9月更是显著改善，其中超声影像、CT、MR、内镜、医用电子加速器、DR、DSA等设备更新重点领域采购规模实现相对明显的增长。

我国各省份医疗领域设备更新采购意向情况



我国各省份医疗领域设备更新采购意向情况



资料来源：众成数科，东海证券研究所（统计截至11月17日）

资料来源：众成数科，东海证券研究所（统计截至11月17日）

## 设备：当前各地采购意向主要为影像与内镜

- 设备以旧换新情况：根据各省已披露数据来看，当前主要意向采购品种集中在影像和内镜类，如超声、CT、MR、DSA、DR、内镜等是重点品种。当前，各省对超声影像诊断设备采购意愿最大。

部分省份设备更新招标公告拟采购产品清单情况

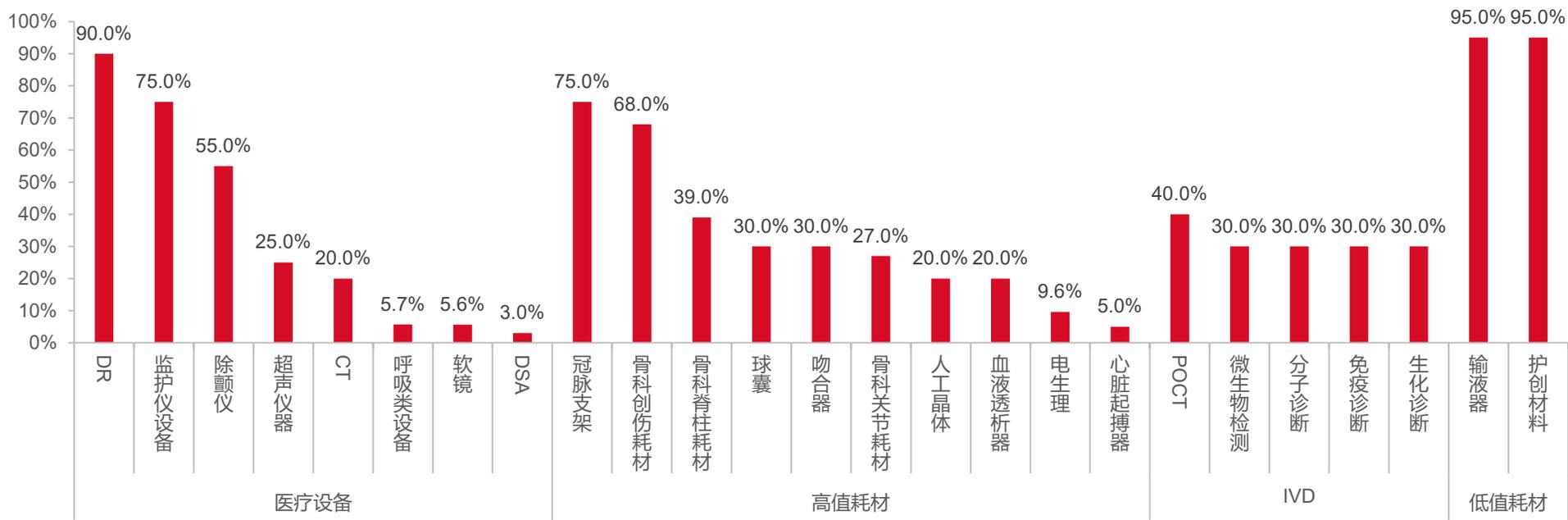
产品类别	黑龙江	云南	新疆	安徽	北京	广东	河北	福建	湖北	甘肃
超声影像诊断设备	深	中	深	浅	深	深	深	深	深	深
计算机断层摄影X射线机(CT)	中	中	中	浅	深	浅	中	中	中	浅
磁共振成像设备	浅	浅	浅	浅	中	中	浅	浅	浅	浅
数字化X射线诊断系统(DR)	中	浅	中	浅	中	浅	浅	中	中	中
生化分析仪器	浅	浅	浅	深	浅	中	浅	浅	浅	浅
消化道内镜	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	中	浅
血细胞分析仪	浅	浅	浅	中	浅	中	浅	浅	浅	中
胸腹腔镜	浅	中	浅	浅	浅	中	浅	浅	中	浅
麻醉机	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅
多功能监护仪	浅	深	浅	浅	浅	浅	浅	中	浅	深
血管造影X射线机(DSA)	浅	浅	浅	浅	深	浅	浅	浅	浅	浅
凝血分析仪	浅	中	浅	中	浅	浅	中	浅	浅	浅
血液透析设备	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	中	浅
移动式C形臂X射线机(含O形/G形)	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅	浅
鼻咽喉镜	浅	中	中	中	浅	浅	浅	中	浅	浅

资料来源：众成数科，东海证券研究所（统计截至11月10日，方格内颜色深浅表示该省份采购意向中该产品的采购频次排名，颜色越深，采购频次排名越高，只标记各省前三）

## 医疗器械：高端设备耗材国产替代空间广阔

- **设备：**超声、CT、呼吸类设备、软镜、DSA国产化率显著较低，伴随大型医疗设备更新持续推进，超声、CT、消化内镜、DR、磁共振成像等重点品种有望率先实现国产化率显著提升。此外，国家层面对发展新质生产力及创新药械行业配套发展支持政策持续推进及其他鼓励采购国产设备政策持续落地，整体国产化率有望进一步提升。
- **耗材：**骨科脊柱类耗材、球囊、吻合器、骨科关节耗材、人工晶体、血液透析、IVD等细分领域国产化率也较低。当前伴随集采持续推进，降价幅度趋向合理化，国产企业市占率与认可度快速提升，创新研发能力强的国产企业有望借助集采放量带来的市占率、院内认可度加速推进高端产品入院放量。

### 主要领域国产替代率情况



## 耗材：高耗集采进入关键期，国产化率加速提升

- 部分领域的国产企业已逐步实现集采产品，市占率快速提升。以骨科集采为例，骨科行业先后经历第二、三、四批国家集采，叠加此前创伤类耗材跨省联盟集采，意味着骨科四大类高值医用耗材基本实现集采全覆盖，国产替代加速进行，国产企业市占率快速提升。

### 五批医用高值耗材国家集采

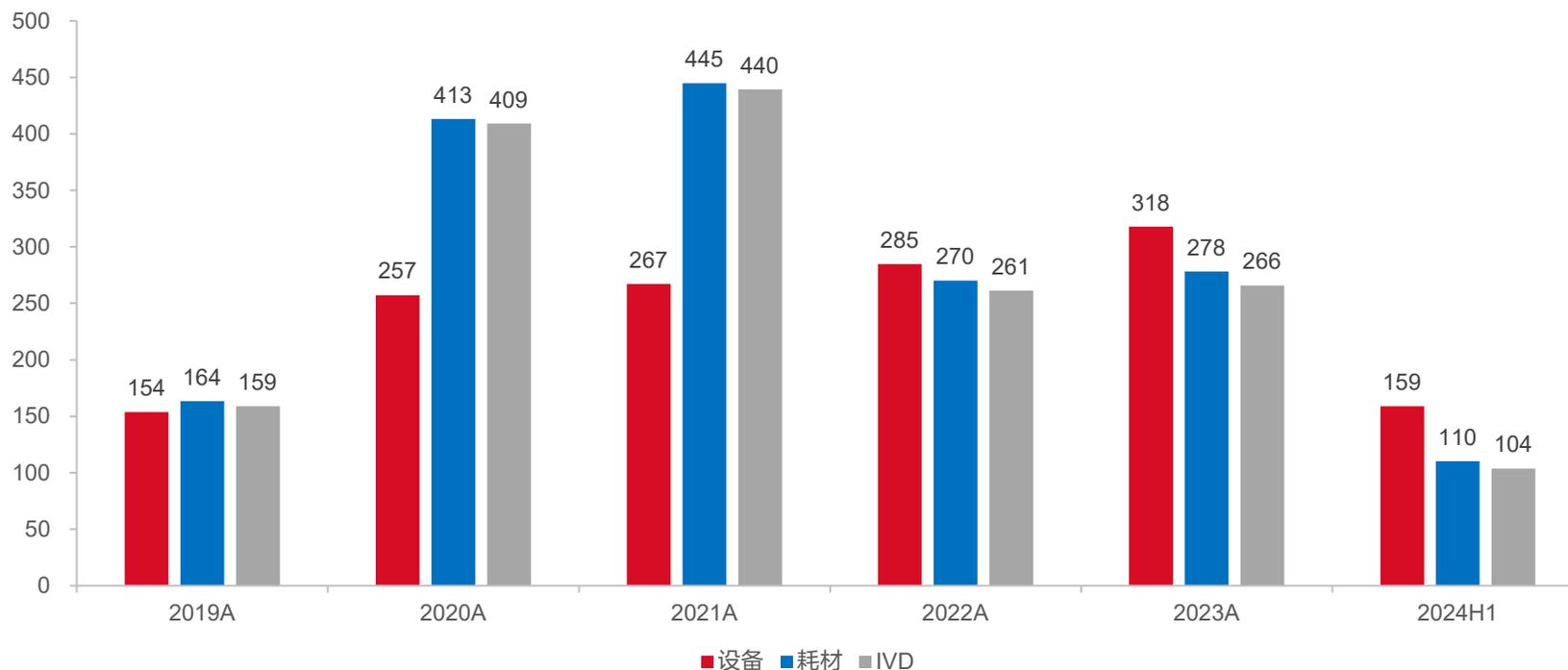
集采时间	耗材类型	集采范围	平均降幅
2020年11月	冠脉支架	国家集采（第一批）	93%
2021年9月	人工关节	国家集采（第二批）	82%
2022年9月	骨科脊柱类	国家集采（第三批）	84%
2023年11月	人工晶体类、运动医学类	国家集采（第四批）	60%（人工晶体）；75%（运动医学）
2024年11月	人工耳蜗类及外周血管支架类	国家集采（第五批）	-

资料来源：国家医保局等公开信息，东海证券研究所

## 医疗器械：出海正当时，境外收入增长趋势良好

- 医疗器械企业出海持续推进，境外收入加速增长。医疗设备：企业通过持续完善产品线及海外布局实现境外收入稳步快速增长。医疗耗材与IVD：部分IVD、耗材企业在疫情期间通过相关耗材出口已实现海外收入高速增长，地区认可度显著提升，海外渠道实现快速拓展。

### 近年SW医疗器械各子板块境外收入合计（亿元）



## 开立医疗：业绩短期承压，预期逐步回暖

- **受多因素扰动，公司业绩短期承压。**2024年前三季度，公司实现营收14.0亿元，同比下降4.7%；归母净利润1.1亿元，同比下降66.0%。Q3单季度，公司实现营收3.9亿元，同比下降9.2%；归母净利润亏损6159万元，同比下降229.5%。公司收入端承压，利润端大幅下降主要是受医院招采放缓及人员扩张影响。伴随设备更新政策逐渐落地，以及医院采购回归常态化，预计公司业绩逐步好转。
- **研发持续加码，内镜产品梯队日益完善。**2024年前三季度，公司研发投入为3.4亿元，同比增长28.3%。公司面向消化系统、呼吸系统疾病诊疗持续深入研发，逐步形成完整的胃肠疾病、胆胰疾病、呼吸疾病内镜诊疗综合解决方案，继续巩固消化呼吸内镜业务国内领先地位。1) 在内镜高端主机HD-580已进入持续放量阶段。2) 全新4K超高清电子内镜系统计划于2025H1发布，适配多款全新一代自研高操控性电子胃肠镜和超细电子支气管镜，满足多场景临床应用需求，进一步推进内镜诊疗一体化。3) 微创外科业务，公司已推出 SV-M4K100系列4K超高清腔镜摄像系统，支持超腹联合、多镜联合等术式，为微创外科疾病诊疗提供综合解决方案。4) 新一代高端腔镜摄像系统计划于2025H1发布。
- **国产超声龙头，设备更新逐步推进，业绩有望持续回暖。**公司超声产品已覆盖高端、中端、低端等多层次用户需求，满足在全身、妇产及介入等领域的临床应用需求。目前公司拥有国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，包括线阵、凸阵、相控阵、容积探头、经食道、术中探头、腹腔镜探头等，所有类型均自主研发，临床应用覆盖了人体全身各器官，提供全面的临床解决方案的支撑，其中单晶探头领域处于国际先进水平。经过多年发展，公司在全球超声行业排名前十，在国内市占排名第四。我们预计伴随大型设备以旧换新政策逐步推进，终端医院陆续恢复采购，公司超声业务有望重回良好增长态势。从中长期来看，公司超声产品持续迭代升级，有望逐步实现高端进口替代。

## 安杰思：业绩保持快速增长，海内外市场持续拓展

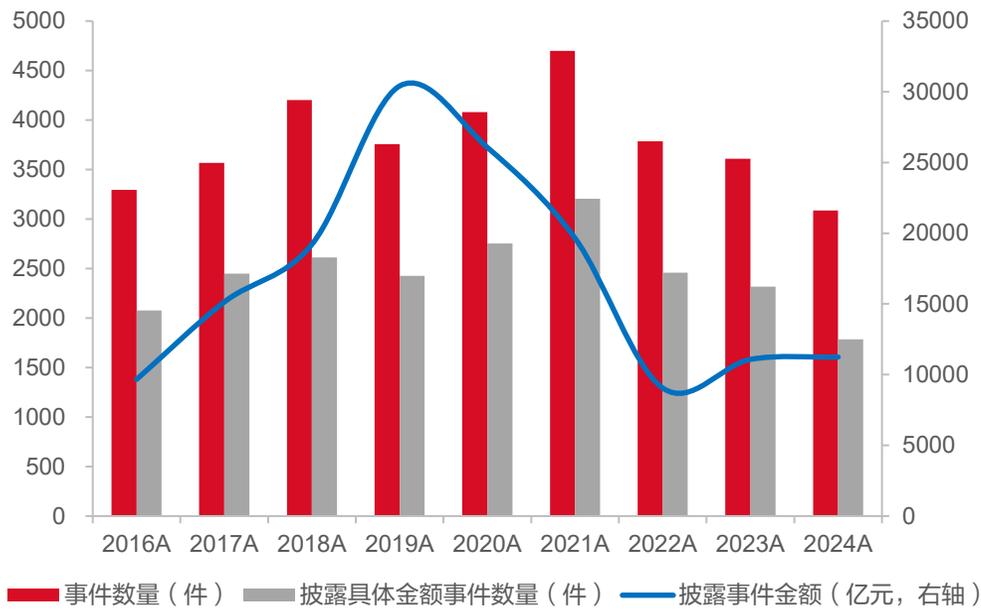
- **业绩快速增长，利润端增速亮眼。**2024年前三季度，公司实现营收4.3亿元，同比增长23.5%；归母净利润2.0亿元，同比增长37.9%。2024Q3，公司实现营收1.6亿元，同比增长16.3%；归母净利润0.73亿元，同比增长13.4%。公司业绩保持快速增长态势，单三季度业绩放缓预计主要是受到国内招采放缓及政策调整等因素影响。
- **国内外积极布局营销网络，海外收入保持快速增长。****1）国内市场：多渠道加快覆盖。**2024年前三季度，公司实现境内收入2.0亿元（YoY+14.4%），预计主要是公司新品推广受到招标延期和政策调整等因素的影响。截至2024H1，公司产品已覆盖31个省市，广泛应用于三级、二级终端医院；新增开发医院数量198家，有效渠道数量400家，经销商数量、终端医院及销售区域覆盖能力都在逐步提升。**2）海外市场：加快扩大全球化布局。**2024年前三季度，公司实现境外收入2.2亿元（YoY+33.2%）；合计新增合作客户20家。其中北美市场增长48.3%，亚太市场增长81.9%，南美市场增长42.7%。公司积极推进海外市场本土化运营，荷兰子公司预计2024Q4投入实体运营，泰国工厂预计2025Q2实现生产和销售，美国分公司预计2025年启用，同时积极寻找美国和欧洲的并购标的，国际化布局持续完善。随着公司国内外生产、营销网络覆盖度持续提升，业绩有望持续快速增长。
- **研发持续加码，产品认可度稳步提升。**2024年前三季度，公司在国内已经获得10张注册证（新增和注册变更），预计杭安的高端诊疗设备产品有望于2025年逐步迎来新产品的注册证。目前，公司新品可换装止血夹已入院数十家，尚有几百家医院提交了报告等待招标，具有较高的市场认可度。此外，海外市场接受度较高，海外部分市场已完成测试并于去年开始批量销售，美国市场预计于Q4批量销售。

# CXO：海外持续回暖，边际趋势向上

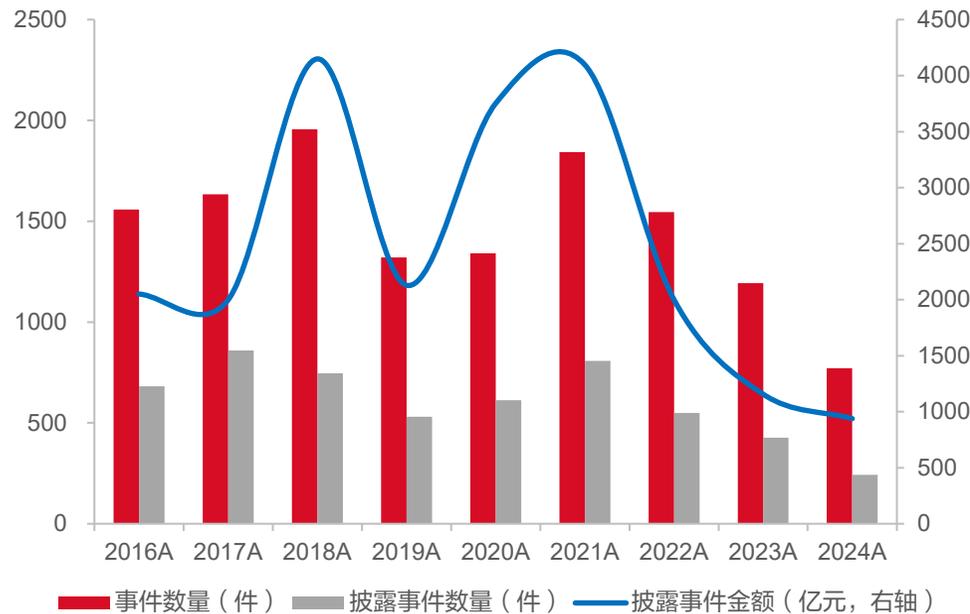
## 行业：海外医药投融资市场企稳回升，国内仍待恢复

- 截至11月21日，全球医药投融资市场投融资事件总数量达3086件，披露具体金额事件数量1786件；披露总金额达11245.56亿元人民币，同比增速为2%。
- 截至11月21日，中国医药投融资市场投融资事件总数量达771件，披露具体金额事件数量242件；披露总金额达938.49亿元人民币，同比下降19%。

### 全球医药投融资事件数量及金额



### 国内医药投融资事件数量及金额



资料来源：摩熵，东海证券研究所（数据统计截至2024.11.21，金额均为人民币）

## CXO：营收逐步企稳回升，恢复情况结构性分化

- CXO整体营收逐步企稳回升，当前恢复情况仍呈分化态势，CDMO>临床CRO>实验室CRO。从2020年起，CXO行业各公司营收经历了较明显的上升、下降再逐步企稳回暖的过程。2020-2022年各公司面对高景气度均有较好表现，2023年后随着医药投融资遇冷，下游药企研发进程放缓，需求端显著下降等，对CXO企业营收产生影响较大。2024Q1-Q3，各企业营收同环比均出现回暖态势，整体逐步恢复，CDMO>临床CRO>实验室CRO。

### CXO企业营收增长情况

细分领域	证券简称	市值 (亿元)	营收增速同比增速				营收增速环比增速			
			2024Q1-Q3	CAGR(20A-23A)	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2024Q3	2024Q2	2024Q1
一体化龙头	药明康德	1,507	4.6%**	35%	-2%	-7%	-11%	13%	16%	-26%
	康龙化成	507	3.0%	31%	10%	1%	-2%	10%	10%	-10%
临床前CRO	康龙化成	507	3.0%	31%	10%	1%	-2%	10%	10%	-10%
	昭衍新药	141	-15.9%	30%	-16%	-18%	-12%	-7%	61%	-59%
	美迪西	51	-32.2%	27%	-10%	-38%	-43%	7%	1%	42%
	和元生物	37	34.2%	13%	33%	1%	93%	32%	-10%	-12%
临床CRO	康龙化成	507	3.0%	31%	10%	1%	-2%	10%	10%	-10%
	泰格医药	561	-10.3%	32%	-12%	-11%	-8%	1%	2%	-4%
	诺思格	58	7.1%	14%	12%	0%	10%	-9%	14%	-10%
CDMO	普蕊斯	25	9.2%	31%	2%	10%	17%	-5%	14%	-15%
	康龙化成	507	3.0%	31%	10%	1%	-2%	10%	10%	-10%
	凯莱英	325	4%**	35%	12%**	-45%	-38%	11%	-7%	-3%
	博腾股份	99	6%**	21%	29%**	-4%**	-51%	15%	0%	8%
特色CRO	诺泰生物	120	76.5%	22%	36%	147%	71%	-12%	34%	10%
	阳光诺和	48	32.5%	39%	53%	36%	9%	14%	23%	5%
	百诚医药	45	1.1%	70%	-32%	18%	34%	-37%	43%	-29%

资料来源：Wind，东海证券研究所（市值截至2024年11月21日，\*\*为剔除大订单影响）

## CXO：海外业务占比高的企业率先修复

- **CXO各企业收入增速：海外收入占比高 > 国内收入占比高，全球一体化布局的细分龙头恢复趋势领先明确。**当前，美国进入降息周期，海外医药融资边际改善，需求陆续恢复。以康龙化成为例，按客户所在区域划分：2024年前三季度，公司来自北美、欧洲、中国客户的收入分别同比变动4.3%、15.7%、-12.1%。药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等境外收入占比为主的头部企业，有望随着海外市场需求陆续恢复，率先实现增速修复。

### CXO企业境内外收入

细分领域	证券简称	24H1营收		海外收入			境内收入		
		(亿元)	同比增速	24H1占比	24H1增速	CAGR(20A-23A)	24H1占比	24H1增速	CAGR(20A-22A)
一体化龙头	药明康德	172	-9%	80%	-12%	39%	20%	5%	21%
	康龙化成	56	-1%	85%	2%	29%	15%	-13%	40%
临床前CRO	昭衍新药	8	-16%	28%	-19%	37%	72%	-15%	28%
	美迪西	5	-40%	36%	-16%	27%	64%	-49%	27%
	泰格医药	34	-10%	72%	-9%	35%	28%	-55%	30%
临床CRO	诺思格	4	5%	11%	78%	7%	89%	0%	15%
	普蕊斯	4	13%	0%		-9%	100%	13%	32%
CDMO	凯莱英	27	>0**	65%	-48%	32%	35%	23%	59%
	博腾股份	14	-4%**	69%	-53%	17%	31%	19%	38%

资料来源：Wind，公司公告，东海证券研究所（\*\*为剔除大订单影响）

## CXO：新签订单持续回暖

- 从新签订单来看，药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等境外收入占比为主的头部企业，新签/在手订单已率先恢复较快增长，2024年以来持续回暖。

### CXO企业新签/在手订单情况

公司	新签/在手订单情况
药明康德	在手订单 438.2 亿元，同比增长 35.2%
康龙化成	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30%
博腾股份	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
凯莱英	新签订单持续保持良好态势
昭衍新药	前三季度累计新签订单金额约人民币 14 亿元，整体在手订单金额约人民币 26.5 亿元

资料来源：Wind，东海证券研究所

## CXO：大幅扩张阶段逐步结束，降本增效利润端逐步企稳

- 多数企业产能大幅扩张期已接近尾声，人员优化降本增效，利润端拖累有望逐步减轻。从企业布局来看，员工人数、固定资产与在建工程的大幅扩张期逐步结束，多数企业进行了不同程度的人员优化，利润端拖累有望逐步减轻。
- 从合同负债和存货来看，部分企业2024Q3增速已逐步企稳回升。

### CXO企业关键指标

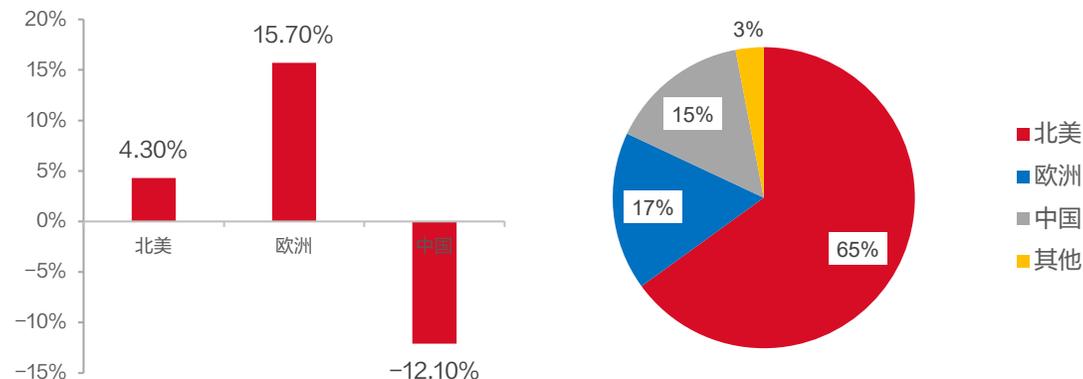
类型	公司简称	员工人数		固定资产与在建工程		存货		合同负债	
		24Q3	CAGR19A-23A	24Q3	CAGR19A-23A	24Q3	CAGR19A-23A	24Q3	CAGR19A-23A
CXO一体化龙头	药明康德	-8%	12%	4%	39%	1%	28%	27%	22%
	康龙化成	3%	17%	11%	36%	20%	59%	61%	29%
临床前CRO	昭衍新药	-10%	14%	8%	20%	-23%	75%	-21%	36%
	美迪西	-22%	12%	3%	47%	-37%	93%	-7%	17%
临床CRO	泰格医药	-1%	13%	23%	37%	-19%	110%	6%	48%
	诺思格	6%	8%	25%	8%	26%	21%	19%	-
CDMO	普蕊斯	16%	13%	-2%	21%	-	-	-18%	-
	凯莱英	2%	16%	17%	34%	36%	20%	31%	82%
	博腾股份	-6%	17%	5%	29%	34%	20%	107%	25%

资料来源：Wind，东海证券研究所

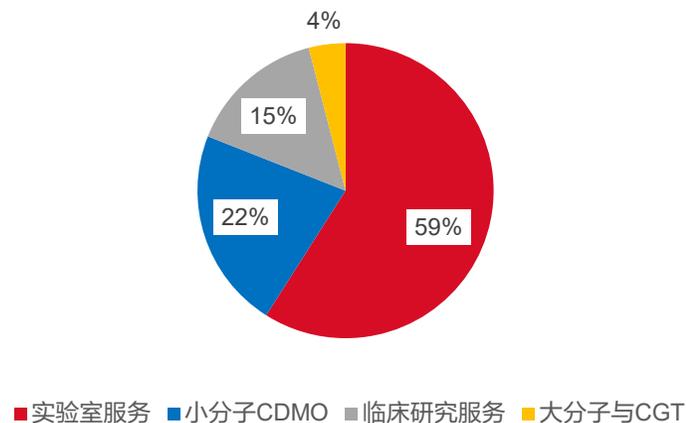
## 康龙化成：全球一体化布局，新签订单持续回暖

- **龙头经营韧性凸显，全年有望逐步企稳。**2024年前三季度公司实现营收88.2亿元，同比增长3.0%；实现归母净利润14.2亿元，同比下降24.8%；实现经调整 Non-IFRS归母净利润11.1亿元，同比下降21.6%。2024年前三季度，公司整体毛利率 33.9% (-2.1pp)，净利率 15.5% (+2.3pp)。伴随公司订单快速回暖，产能持续爬坡，预计公司下半年业绩有望持续获得恢复性增长。
- **海外订单持续回暖，贡献主要增速。**2024年前三季度：按客户所在区域划分，北美客户仍为公司最大来源（占比65.0%，yoy4.3%），欧洲客户收入快速增长（占比17.3%，yoy15.7%），来自中国客户的收入同比下降（占比15.0%，yoy-12.1%）。
- **全球布局+一体化，新签订单恢复良好增长。**2024年前三季度，受益于海外订单持续回暖以及更多的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服务板块新签订单同比增长超30%。

### 2024Q1-Q3全球客户收入的收入组成情况



### 2024Q1-Q3分板块收入构成情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 诺泰生物：特色CXO公司，多肽优势持续扩大

- **业绩高增长，利润超预期。**2024 年前三季度公司实现营收12.5亿元（+76.5%），归母净利润3.5亿元（+281.9%）；其中Q3单季营收 4.2亿元（+36.3%），归母净利润1.2亿元（+146.9%）。公司业绩持续高速增长，主要是多肽原料药产品持续放量所致，利润端超预期主要是受益于规模效应及高毛利产品放量所致。
- **自主选品、定制类均实现高速增长。**1）自主选品：多肽原料药快速放量。2024H1，公司自主选品实现收入5.5亿元，同比增长119.8%，毛利率为70.9%；其中，原料药及中间体实现收入3.8亿元，毛利率为77.4%；制剂实现收入1.7亿元，毛利率为56.2%。2）定制类：产能释放+项目推进，业务链向高附加值后端延伸。2024H1，公司定制类产品及服务实现收入2.9亿元，同比增长88.2%。2024年，公司开发、承接多个CDMO创新药API项目，随着二期GMP产能逐步释放，业务链条将稳步向粘性 & 附加值更高的后端延续。
- **产能相继释放，生产能力得到保障。**当前，公司在多肽领域具备单批次十公斤级以上的大生产能力，生产成本大幅降低，处于行业领先水平。公司在产能布局方面：1）新建601多肽车间提前完成封顶，预计年内完成安装调试，实现多肽产能5吨/年；新建602多肽车间预计2025H1完成建设、安装及调试，将再释放多肽产能5吨/年；2）启动多肽大规模化、科技化升级项目，新增更大吨位数多肽优质产能；3）新制剂工厂口服固体制剂车间硬胶囊剂生产线于7月通过药品GMP符合性检查，实现磷酸奥司他韦胶囊等制剂品种45亿粒的年产能。4）新制剂工厂建设项目二期启动，将提升公司注射剂及冻干粉针剂生产能力；5）前瞻性布局和发展寡核苷酸产能，项目推进顺利，705车间完成封顶。

# 医院：需求逐渐恢复，诊疗技术持续提升

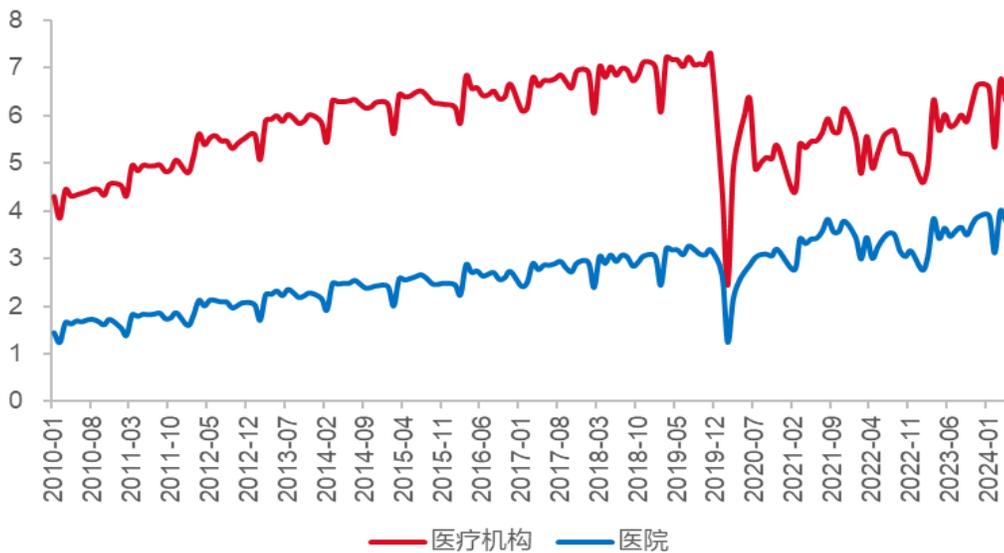
## 医院：政策端持续利好，医保发展带来新增量

- **DRG/DIP2.0将推出，政策不断优化，为医疗机构提供自主发挥空间。**2024年7月，医保局印发《国家医疗保障局办公室关于印发按病组（DRG）和病种分值（DIP）付费2.0版分组方案并深入推进相关工作的通知》，重点调整了临床意见集中的13个学科，细化了资源消耗较高的分组。2.0版DIP分组，包括核心病种9520种，能够覆盖95%以上的出院病例。重点对重症医学、血液等13个学科，以及联合手术、复合手术问题进行了优化完善，有效回应了临床诉求，分组方案2.0版更加体现了“医保医疗协同、相向而行”的价值导向。本次2.0版通知提出特例单议数量原则上不超过DRG出院总病例的5%或DIP出院总病例的5‰，能够一定程度上满足医疗机构的实际需求，让医疗机构收治危重病人时无后顾之忧，让医生能够更多关注临床诊疗；并明确各地医保部门可根据基金结余情况，向定点医疗机构预付1个月左右的预付金，帮助其缓解运行压力。
- **医保基金预付落地将有效缓解医疗机构运行压力。**2024年11月，国家医保局联合财政部发布《关于做好医保基金预付工作的通知》，提出符合条件的定点医疗机构于每年度1月上旬自愿向统筹地区医保部门申请预付金，预付规模约1个月。医保部门审核后商财政部门确定预付医疗机构范围及预付金规模，原则上于每年第一季度结束前按规定向定点医疗机构拨付预付金。
- **加快商保发展，多元化医疗保障体系，医疗行业迎来重大利好。**2024年11月，国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，邀请十家商业保险机构参加。医保局提出，要积极赋能商保加快发展，不断完善“1+3+N”多层次医疗保障体系建设。国家医保局正在引导商保公司和基本医保差异化发展，更多支持包容创新药耗和器械，更多提供差异化服务，吸引更多客户投保，促进商保市场与基本医保形成积极正向的良性互动，促进更多新的高端医药技术和产品投入应用。我们认为，从长远来看，多层次医疗保障体系既能满足患者的差异化需求，又能缓解基本医保的资金压力，医疗行业迎来重大利好，创新药械进入医保不再是唯一出路，高端医疗连锁服务机构将进一步形成公立医疗体系的强势互补。

## 医院：医疗需求逐步恢复

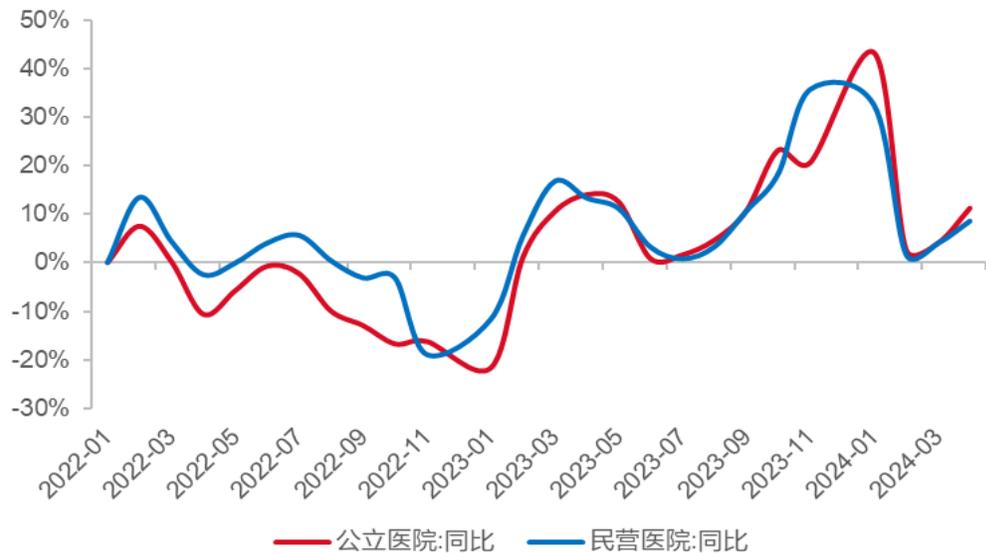
- 从当月诊疗人次数据来看，2024年4月份已达到6.3亿人次，整体就诊人次仍未达到疫情前同期水平（2019年3月：7.2亿人次）或最高水平（2019年11月：7.3亿人次）。考虑到营商环境优化、治疗术式与产品迭代升级、新院区产能释放等因素，我们认为民营医院仍具备显著的相对优势，中长期有望维持良好增长。

### 就诊人次月度（亿人次）



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 医院诊疗人次月度同比

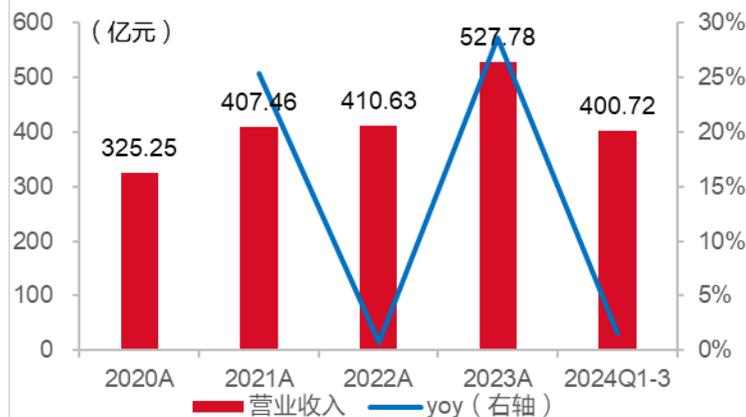


资料来源：Wind，东海证券研究所

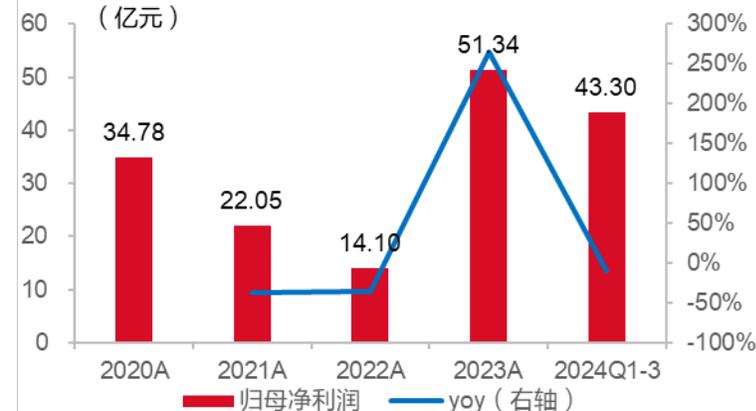
## 医院：经营稳健，连锁品牌长期优势突出

- 2024年前三季度，医院板块上市公司营收合计400.7亿元，同比增长1.6%；归母净利润合计43.3亿元，同比下降9.9%。
- 2024年前三季度，医院板块上市公司毛利率和净利率分别为41.0%（-1.6pp）、11.6%（-1.8pp），盈利能力小幅下滑主要是受同期高基数、宏观经济及新店培育期影响；期间费用方面，销售、管理、财务和研发费用率分别为11.8%（+0.4pp）、12.3%（+0.4pp）、1.9%（+0.3pp）和1.1%（-0.1pp）。
- 受同期高基数及宏观环境影响，前三季度医院板块上市公司整体经营稳健，业绩增速承压。三季度起，利润端环比增速显著改善。长期来看，连锁品牌医疗服务机构凭借更高的护城河持续受益。

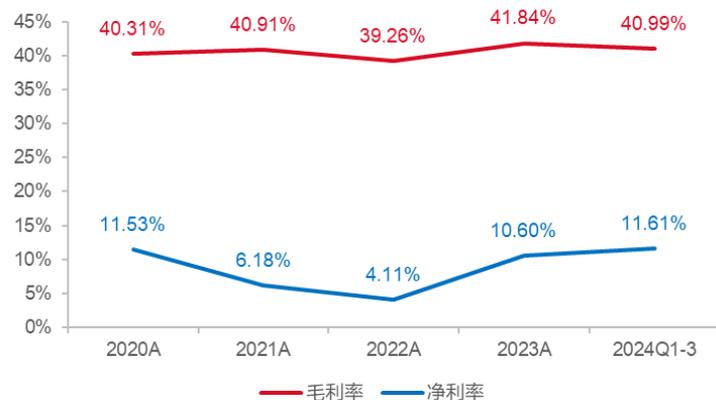
医院板块上市公司营业收入及增速



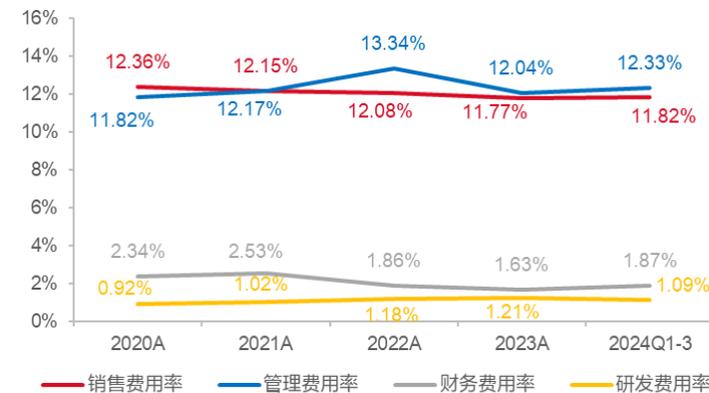
医院板块上市公司归母净利润及增速



医院板块上市公司毛利率及净利率



医院板块上市公司期间费用率



资料来源：Wind，东海证券研究所（医院板块共有10只个股纳入统计）

## 医院：经营韧性较强

- 经营韧性较强，内部小幅分化。2024年前三季度业绩增速相对承压；预计主要是受到同期高基数、宏观经济等因素影响，内部小幅分化，业绩表现：综合医疗/神经外科优于消费医疗，头部企业优于其他企业。
- 眼科：2024年前三季度增速低于2022年以来同期复合增速，增长承压，头部企业经营韧性与业绩表现韧性更强。
- 体检：收入端增速承压，预计主要是受到宏观经济及同期基数等因素影响。
- 牙科：前三季度均维持正向增长，与近年复合增速基本一致，预计集采影响逐步消化。
- 综合医疗/神经外科：从2024年前三季度收入端表现来看，整体优于消费医疗，经营韧性更强。展望2025，预计常态运营下床位使用率将持续攀升，业绩维持良好增长。

医疗服务主要标的业绩情况

类型	公司简称	市值 (亿元)	2024Q1-Q3 营收(亿元)	2022-2024年 CAGR		2024年 同比增速		2024年-单季度 同比增速		
				Q1-Q3	H1	Q1-Q3	H1	Q3	Q2	Q1
眼科	爱尔眼科	1,400	163	11.8%	14.0%	<b>1.6%</b>	2.9%	-0.7%	2.3%	3.5%
	华夏眼科	184	32	12.3%	14.0%	<b>2.5%</b>	2.8%	2.0%	0.9%	5.1%
	普瑞眼科	74	21	22.1%	26.4%	<b>-1.4%</b>	3.1%	-9.1%	2.2%	4.0%
	何氏眼科	36	9	5.9%	11.8%	<b>-8.4%</b>	-5.8%	-13.3%	-4.5%	-7.2%
牙科	通策医疗	229	22	2.2%	3.4%	<b>2.2%</b>	3.5%	0.0%	2.0%	5.0%
体检	美年健康	200	71	11.4%	20.0%	<b>-2.0%</b>	-5.5%	3.6%	3.0%	-14.9%
综合医疗	国际医学	134	36	37.3%	50.5%	<b>7.9%</b>	9.5%	4.6%	8.4%	10.7%
	新里程	94	27	7.3%	9.4%	<b>6.9%</b>	12.2%	-2.7%	14.4%	9.8%
	盈康生命	76	12	19.3%	19.7%	<b>11.3%</b>	13.7%	6.5%	12.3%	15.2%
神经外科	三博脑科	96	11	12.9%	15.0%	<b>9.8%</b>	9.9%	9.7%	11.8%	7.9%

资料来源：Wind，东海证券研究所（日期截止至2023年11月30日）

## 国际医学：发展进入快车道，盈利在望

- **整体经营稳健，扭亏在望。**2024年前三季度，公司营收为36.06亿元，同比增长7.85%，增速放缓预计主要是去年同期高基数及宏观因素影响等；归母净利润为-2.12亿元，同比增长4.59%；若剔除去年出售商洛医院等因素影响，归母扣非净利润为-2.20亿元，同比增长37.20%，亏损持续快速缩窄。
- **高新医院：经营稳健，净利率仍有提升空间。**1) 高新医院是国内首家社会办医三级甲等医院，建院21年来拥有享誉西北的影响力，外地患者就诊人数占比达31.3%。2) 过往满负荷运营下，业绩增速仍能保持10%+，净利率均值约14%。从历史运营情况来看，高新医院2015-2019年收入从5.21亿元增长至8.26亿元，CAGR为12.2%；床位满负荷下仍保持较快增长，净利率均值高达14%。3) 扩建后再次进入满负荷运营状态，净利率仍有显著提升空间。2019年扩建后，医院新增床位至1500张，2024年前三季度高新医院月平均日在院使用床位数约在1300-1500张，当前常态运营下已基本维持满负荷运营状态，高新医院净利率仍有显著提升空间。
- **中心医院：诊疗量持续攀升，发展进入快车道。**2024年前三季度，中心医院医疗服务量在高基数下仍实现较快的增长，其中，门急诊服务量104.56万人次，同比增长26.63%；住院服务量10.31万人次，同比增长20.30%；从月平均诊疗量来看，前三季度月平均日在院使用床位数约在3000—3500张。中心医院是按照三甲标准建成的国内超大型单体综合医院，床位合计8637张；全科医疗并举，患者粘性持续提升诊疗量进入新高度，盈利时代将至，中长期收入端有望迈入百亿规模。

## 华夏眼科：收入平稳增长，诊疗技术持续升级

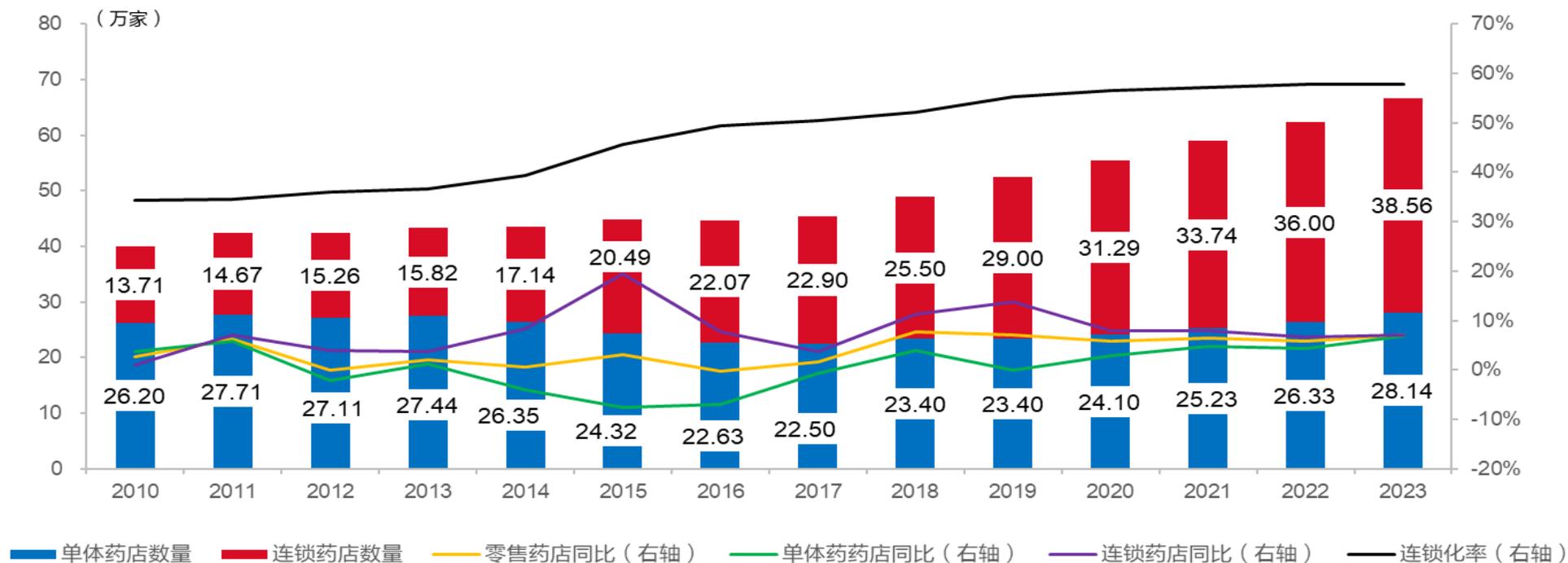
- **收入端增长平稳，利润端受多因素拖累。** 2024年前三季度公司实现营收31.8亿元，同比增长 2.6%；归母净利润 4.2亿元，同比下降24.5%。同期，公司毛利率为46.0%，同比下降4.6pct；净利率为13.9%，同比下降4.5pct。单三季度，公司实现营收11.3亿元，同比增长2.0%；归母净利润1.6亿元，同比下降23.4%。受宏观经济及同期基数影响，公司收入端增长平稳，利润受新院爬坡等影响略承压。
- **消费眼科增长相对平稳。** 2024H1，公司消费眼科收入均实现正向增长，1) 屈光实现营收6.9亿元 (+6.6%)，公司积极引进屈光矫正新技术设备，着力提升有效屈光不正矫正覆盖率，为患者提供高质量个性化诊疗方案，旗下多家医院已率先引进蔡司新一代微创全飞秒精准 4.0-VISULYZE 新科技，实现对蔡司 SMILE3.0 全飞秒激光近视矫正系统的全新升级优化，开启屈光手术精准化新时代。2) 视光实现营收5.0亿元 (+4.6%)，公司持续完善近视防控体系，首批签约引进国内首款获批的用于延缓儿童近视进展的 0.01%硫酸阿托品滴眼液并投入临床使用，进一步丰富了公司的近视综合防控手段。
- **眼病诊疗业务技术升级。** 2024H1，受同期高基数影响，眼病类业务收入小幅下滑。1) 白内障：实现营收4.7亿元 (-6.5%)，公司积极响应集采政策落地执行，引进了强生全视TECNISSymfony™ Toric新无级®散光型人工晶状体、爱尔康全新Clareon疏水平平台三焦点老视矫正型、单焦点散光矫正型等多款人工晶体。2) 眼后段：实现营收2.6亿元 (-5.1%)，公司率先引进全球首个双通路眼底新药“法瑞西单抗”，并引入用于眼底疾病微创手术的EVAUPGRADED创新型超乳-玻切一体机，全方位提升眼底病诊疗能力。目前公司已覆盖市面上所有的人工晶体类型，并积极推动精准微切口、功能性人工晶体、飞秒激光辅助系统、数字导航四大技术的运用，致力于为患者提供个性化、多层次的诊疗服务。

# 药店：行业加速整合，集中度持续提升

## 药店：数量总体持续增长，连锁化率显著提升

- 连锁药店数量持续增长。2010-2023年，零售药店总数量从39.91万家增加至66.7万家，增幅为67.1%；其中，连锁药店数量从13.7万家增加至38.6万家，增幅为181.3%，连锁化率从2010年的34.3%提升至2023年的57.8%；而单体药店数量相对变化较小。

### 全国零售药店数量变化情况

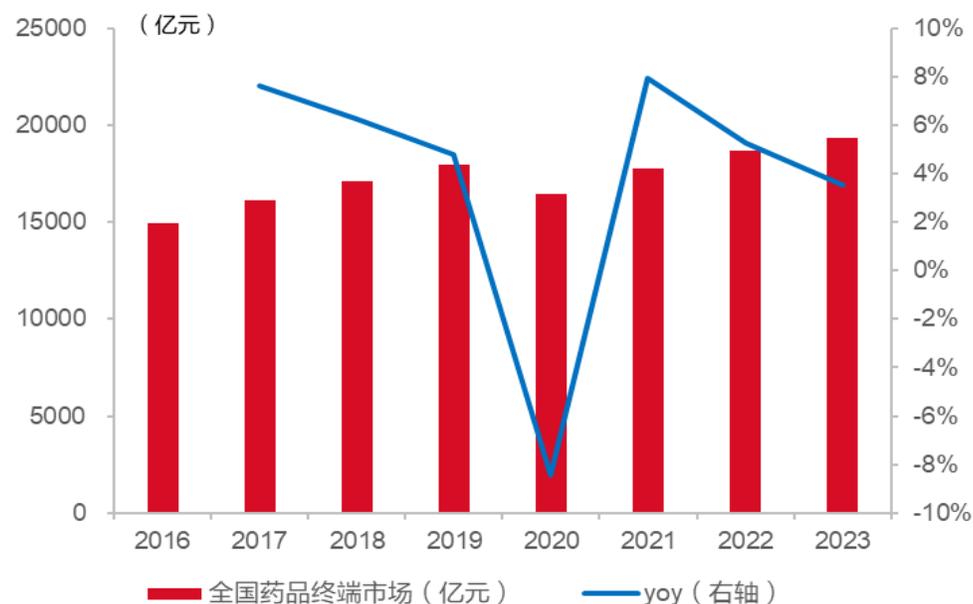


资料来源：商务部，中国药店，东海证券研究所

## 零售药店药品销售占比逐年提升

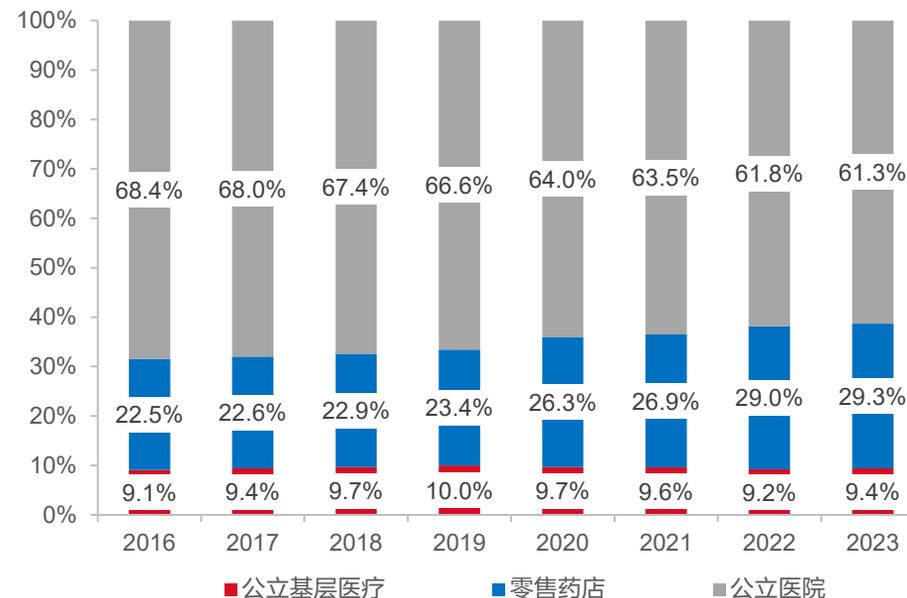
- 全国药品终端市场稳步增长，2023年已达到1.9万亿元；2016-2023年CAGR为3.35%；其中，2016-2019年CAGR为6.24%，2019-2023年CAGR为1.24%，近年增速受多因素影响放缓。药店销售占比逐年提升，2023年零售药店终端销售规模占全国药品销售终端29.3%。

### 全国药品终端市场规模



资料来源：米内网，东海证券研究所

### 全国药品终端渠道占比

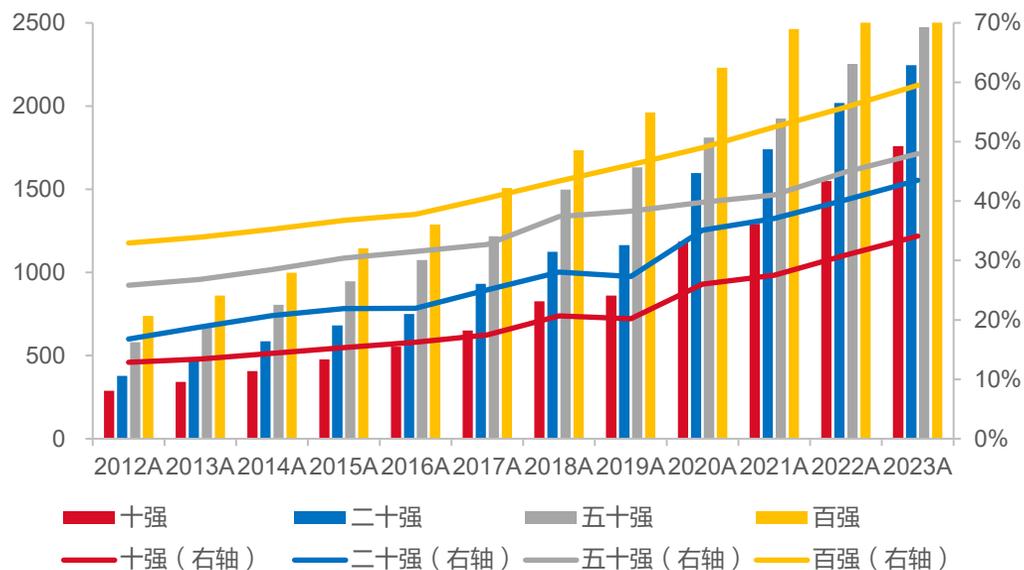


资料来源：米内网，东海证券研究所

## 百强企业持续扩张，集中度持续提升

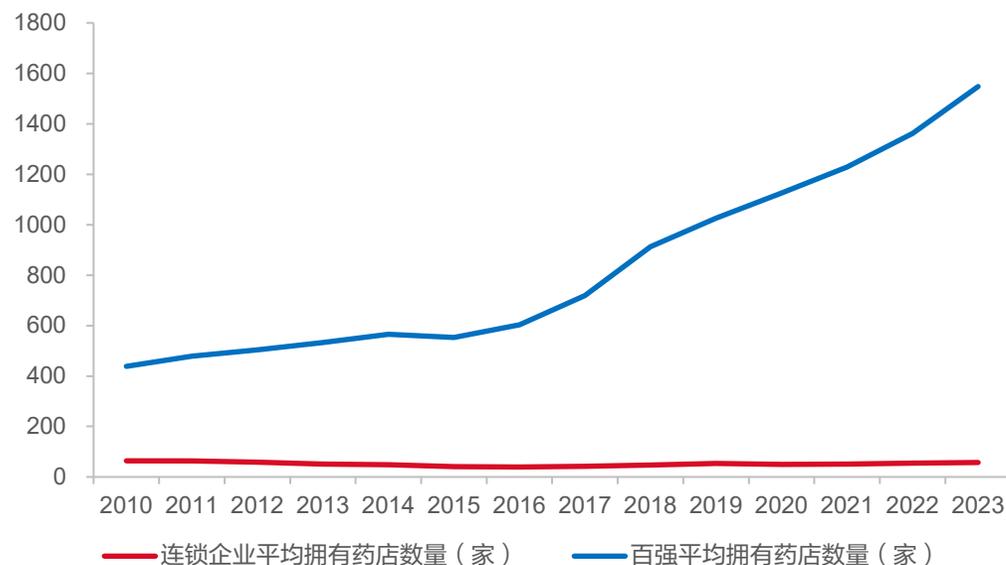
- 2023年，药店十强企业收入合计为1760亿元，市占率为34.1%；二十强企业收入合计为2245亿元，市占率为43.5%；五十强企业收入合计为2475亿元，市占率为48.0%；百强企业收入合计为3070亿元，市占率为59.5%。
- 2023年，国内连锁企业平均拥有门店约57家，而百强连锁企业则平均拥有门店数量约1548家，约为行业平均的27倍，集中度加速提升。

### 百强药店销售额及占比变化



资料来源：中国药店，东海证券研究所

### 百强连锁药店企业及连锁企业平均拥有门店数量

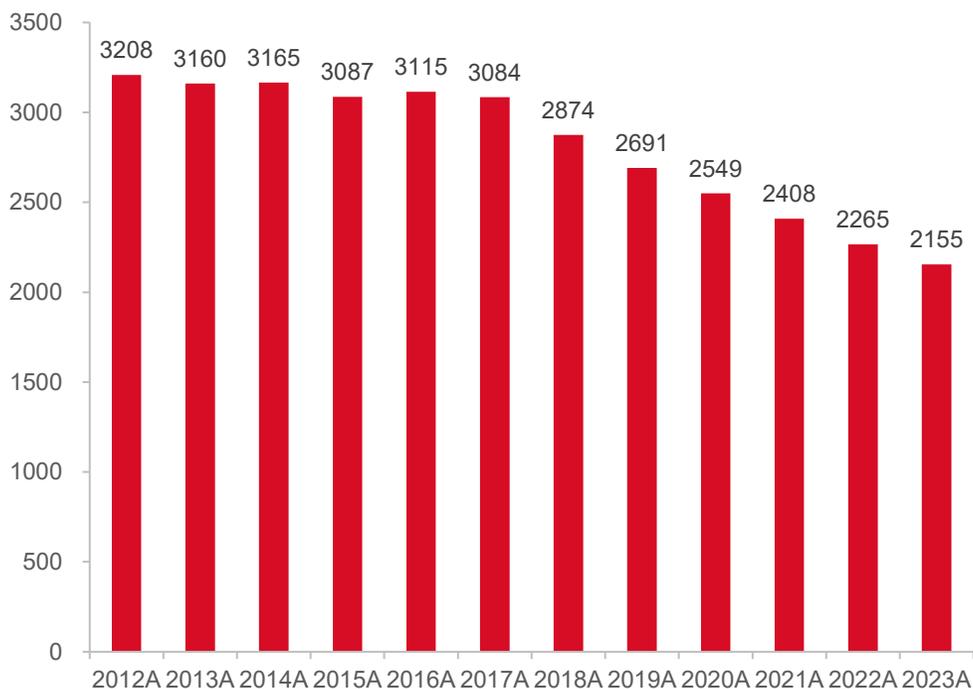


资料来源：中国药店，东海证券研究所

## 药店：店均服务人口持续走低，竞争加剧

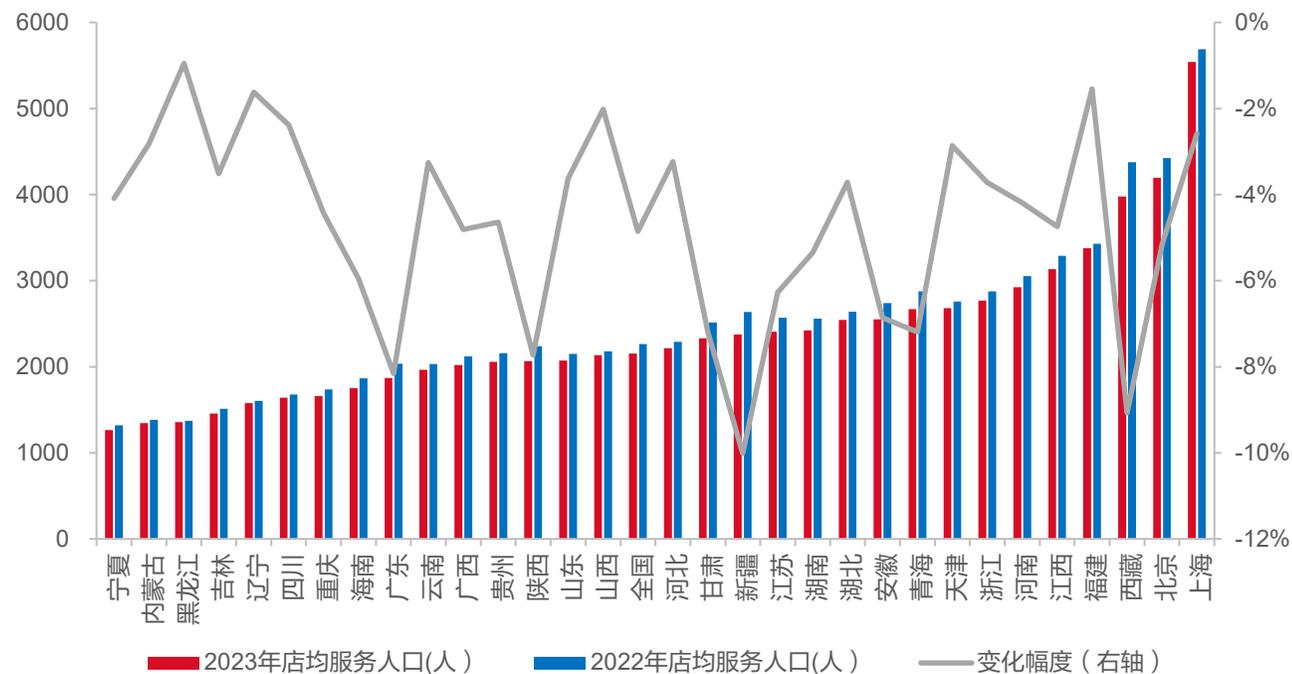
- 布局密度加大，店均服务人口新低。随着药店数量扩张，店均服务人口持续下降，2023年为2155人，较2012年下降33%。分区域来看，多省市店均服务人口千余人，行业竞争持续加剧。

店均服务人口持续新低（人/店）



资料来源：中国药店，东海证券研究所

全国各省市零售药店店均服务人口持续走低（人/店）

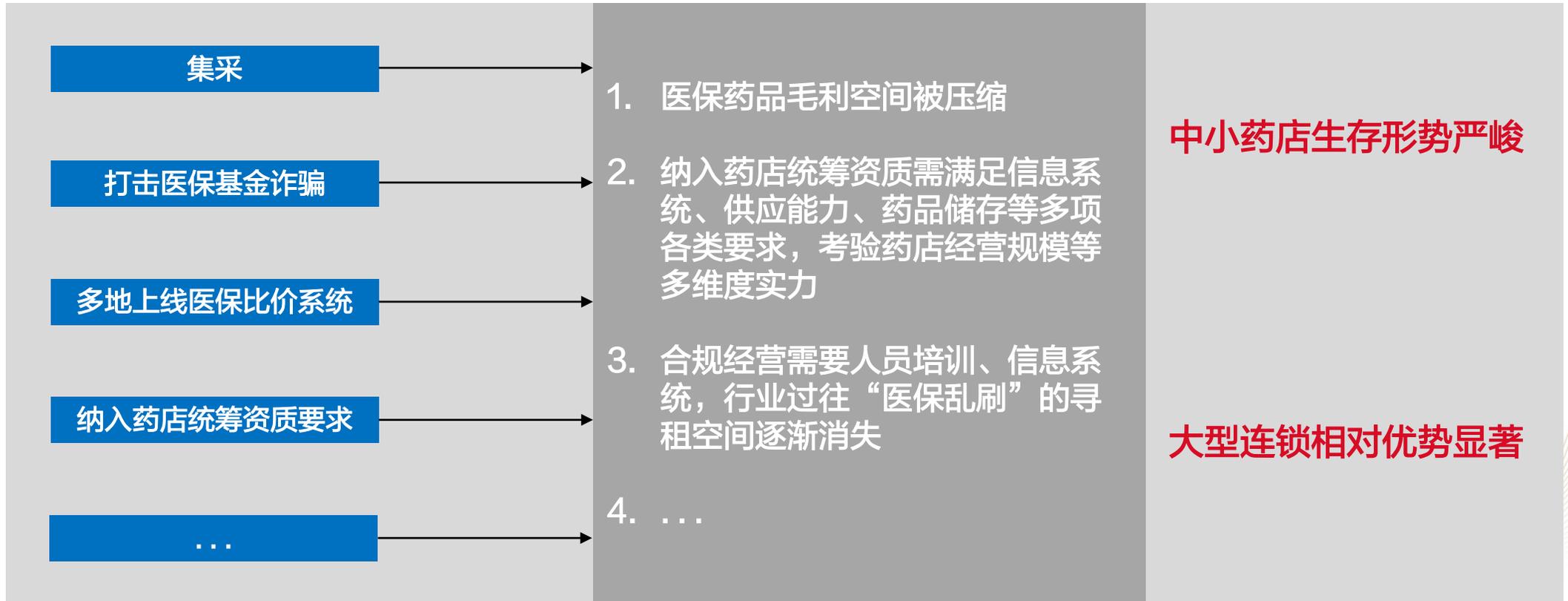


资料来源：中国药店，东海证券研究所

## 药店：政策趋严，加速行业整合

- 医保控费+比价、严监管、门诊统筹等高压政策推动下，合规、运营成本增高，中小药店生存形势严峻，大型连锁具备相应的规模优势、与上游的议价能力，行业进入整合期。

### 政策趋严，行业有望加速整合



## 药店：上市公司业绩承压，稳中求进

- **业绩短期承压，谨慎扩张降本增效。**前三季度六家民营连锁单季度营收同比增速均呈明显放缓态势，主要是受统筹政策落地放缓、行业竞争加剧、宏观经济等多因素影响。头部企业积极调整经营策略，谨慎扩张，稳健经营降本增效。
- **医保外配处方集中治理，2025年统筹进展有望加速，头部企业受益趋势明确。**10月16日，国家医保局发布关于规范医保药品外配处方管理的通知，伴随医保外配处方集中治理推进，各地电子处方平台加快建设，各地门诊统筹政策有望于2025年加快落地。药店处方外流增量可期，头部连锁或将凭借多重优势显著受益。

### 六家民营连锁2024年前三季度营收及同比增速

公司名称	营收（亿元）		营收同比增速			
	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q1-Q3	2024Q3	2024Q2	2024Q1
益丰药房	172.19	54.6	8.4%	5.3%	6.5%	13.4%
大参林	197.31	63.9	11.3%	11.4%	9.1%	13.5%
老百姓	162.32	52.9	1.2%	1.2%	0.6%	1.8%
一心堂	135.89	42.8	6.1%	3.6%	-0.8%	15.0%
健之佳	67.35	22.5	3.6%	4.1%	0.0%	6.8%
漱玉平民	70.78	22.6	8.3%	-0.6%	8.7%	17.7%

## 老百姓：积极稳中求进，多举措提升毛利

- **收入端相对稳健，利润端受新店拖累。**2024年前三季度，公司实现营收 162.3亿元（+1.19%），归母净利润6.3亿元（-12.06%）；收入端相对稳健，利润端受新店成长期及去年同期处置南京门店收益较高等因素拖累。
- **广覆盖下精深耕，既有优势持续巩固。**公司已完成全国20省市市场广覆盖得基础上，目前聚焦拓展11个优势省份，同时积极开拓下沉市场，持续加密重点区域巩固既有优势，提升规模效应。截至2024Q3，公司门店总数达15591家，前三季度共新增门店2368家，新增门店中，优势省份及重点城市门店占比86%，地级市及以下门店占77%。
- **灵活调整经营策略，稳中求进。**当前行业整体受到宏观环境、药店比价、竞争加剧等因素影响，公司对经营策略进行调整：1）调整全年拓店计划，2024全年，公司计划新增门店总数2840家，其中自营与加盟分别为1450、1300家，并购新增90家。2）暂停直营及并购新开店，Q4将主要以搬迁优化为主，选择优势区域及降低租金成本。3）2025年，公司将主要加强面向具有药店经营经验的老店联盟、加盟业务为主。2024年前三季度，公司加盟门店新增1104家，闭店207家，实现配送销售额16.39亿元（+7.5%）；公司联盟门店数达1.85万家，实现配送额 2.8 亿元（+90.8%）。4）参股合作企业，积极储备。公司参股联盟合作企业76家，对应零售规模54亿元。公司应对相对充分，保持较高市场敏锐度，灵活调整经营策略，稳步提升市场占有率。
- **火炬项目与降本增效持续推进，毛利率稳步提升。**公司于2024年起执行火炬项目，实行品类优选及智能管理，如提升统采占比、自有品牌等高毛利产品占比及智能监控商品存销情况。同时，前三季度公司持续推进降费增效。提升毛利率与降本增效双管齐下，公司2024Q1-3毛利率为33.87%，同比提升1.37pp。

## 益丰药房：区域深耕，精细化管理典范

- **公司业绩增长稳健。**2024年前三季度，公司实现营业收入达到172.19亿元，同比增长8.38%；归属于母公司的净利润为11.11亿元，同比增长11.14%；Q3单季度，公司营收54.56亿元，同比增加5.31%；归母净利润为3.13亿元，同比增加6.38%。从盈利能力来看，2024年前三季度，公司毛利率为40.39%（+0.84pct），净利率为6.45%（+0.16pct）；期间费用率方面，公司销售、管理、财务费用率分别为25.99%（+0.48pct）、4.39%（+0.17pct）、0.71%（+0.31pct）。公司业绩增长稳健，精细化管理下盈利能力维持较高水平。
- **稳步扩张，加速优化。**1）区域聚焦，持续深耕。截至报告期末，公司在全国十省市拥有连锁药店合计15050家（含加盟店3625家）；1-9月，公司新增门店2254家，其中，自建门店1262家，并购门店353家，新增加盟店639家，迁址及关闭门店454家。2）整体扩张放缓，现有门店加速优化。单Q3来看，公司新增门店679家，其中，自建门店420家，并购门店60家，新增加盟店199家，闭店365家。公司整体扩张节奏放缓，闭店数量显著增加。我们认为，当前行业环境下，重视门店经营质量，优化现有门店经营效率与租金成本，适当放缓扩张节奏，有利于长期稳健经营。
- **零售主业发展良好。**1.零售业务经营稳健，批发业务快速增长。分行业来看，2024年前三季度，公司零售与批发业务收入分别为151.84、14.80亿元，分别同比增长6.84%、17.56%，毛利率分别为41.43%（+0.91pct）、9.57%（-1.02pct）。2.主要品类均实现较好增长，非药品类仍待修复。从产品种类上看，2024年前三季度，公司中西成药、中药和非药收入分别为130.53、16.51、19.60亿元，分别同比增长8.79%、8.95%、0.15%；毛利率分别为35.59%（+0.68pp）、49.17%（+0.34pp）、49.15%（+0.38pp）。

# 目 录

- 一、行情回顾
- 二、行业概况
- 三、细分板块
- 四、风险提示

## 风险提示：

- 政策风险：医药生物行业政策推进具有不确定性，如医疗反腐政策、集采、门诊统筹等政策的执行力度对行业整体影响较大；举例，如在医疗反腐期间，公立医院常规招采流程放缓，企业产品放量不及预期、新产品入院困难等政策推进影响风险较大。
- 业绩风险：如果遇到相关政策、研发、事件、宏观经济影响等风险，医药生物上市公司可能存在业绩不及预期的风险；此外，不分企业正值产业链拓展期，如过外延并购整合进展不及预期则会对公司产品、业务布局造成一定影响，从而导致收入端不及预期。
- 研发风险：药品和器械产品研发难度大，尤其是创新药械的研发相应的难度高，周期长，投入较大，可能存在研发进展不及预期或研发失败风险。
- 事件风险：如遇到医药生物行业突发事件或国际关系恶化可能造成市场动荡及企业政策运营受限，则会影响公司业绩、板块整体走势和估值。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

## 二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

### 三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

#### 东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

#### 东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089