

否极泰来正当时，优先布局院内、院外高增长

品种——医药行业2024年投资策略

行业投资评级：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

龙永茂（分析师）

SAC编号：S1340523110002

中邮证券

2023年11月24日

➤ 医药政策回暖、基本面改善，2024年或迎医药板块牛市行情。

医药板块历经3年调整，我们对2024年板块保持乐观。从政策面：9月以来反腐纠偏及国家鼓励创新药态度明确，给产业和投资者注入“强心剂”；从基本面看，2023Q3多板块增长好于市场预期，预计2023Q4及2024年业绩全面向好，估值和业绩将双重提升；从资金面看，医药板块PE已处于历史最低区间，基金持仓也处于历史低位水平，在预期好转后，具备较强吸引力。综上，我们认为大级别行情已具备，2024年医药板块有望迎来牛市行情。

➤ 反腐常态化下，院内集采品种、医疗信息化、处方外流、医疗服务有望长期受益。

从德、日、美等国看，医疗反腐会倒逼国内头部医药公司加大研发和提升国际化水平，加速处方外流的进程和提升医疗信息化程度，也会改变医生的诊疗行为，提供更有质量和更具经济的医疗服务，国内医疗反腐常态化背景下，集采目录药械、连锁药店、医疗服务、医疗信息化等细分板块有望长期受益，龙头份额提升确定性高。

➤ 2024年投资机会：院内普遍受益、院外更关注增速快、估值合理品种。

院内：（1）血制品：β属性强，目前行业库存紧张，龙头企业采投浆潜力大，利润弹性较大。（2）创新药械产业链：近期鼓励创新（包括定价）利好释放，叠加国产替代和出海，拥有大品种及研发能力强的企业持续受益。（3）耗材：看好集采风险充分消化、处于市占率快速提升阶段的高耗，以及逐步走出海外去库存影响的低耗龙头。（4）医疗信息化：市占率提升的逻辑有望2024年起兑现在业绩中。**院外：**（1）医疗服务：板块整体业绩有望持续改善，看好业绩兑现度高的民营医院，如综合医院、体检、眼科、辅助生殖、肿瘤、康复、口腔等。（2）药店：同店增速持续改善，当前估值体系下，建议关注外延带来的业绩弹性。（3）中药：当前估值回调充分，建议关注业绩持续性强、成长型好的中药OTC企业。

➤ **受益标的：****血制品：**稳健：天坛生物、华兰生物、博雅生物；弹性：派林生物；**创新药产业链：**稳健：恒瑞医药、百济神州、君实生物、药明生物、康龙化成；弹性：亿帆生物、乐普生物、荣昌生物、新华制药、复宏汉霖。**医疗器械：**稳健：迈瑞医疗、联影医疗、新产业、华大智造、乐普医疗、微创医疗；弹性：圣湘生物、迈克生物、海尔生物、山外山、理邦仪器、亚辉龙、惠泰医疗、心脉医疗、微电生理-U；**药店：**稳健：益丰药房、老百姓、一心堂、九州通；弹性：漱玉平民、健之佳、大参林；**医疗服务：**稳健：爱尔眼科、华厦眼科、金域医学；弹性：国际医学、美年健康、普瑞眼科、新里程、希玛眼科、迪安诊断；**中药：**稳健：羚锐制药、同仁堂、天士力、九芝堂。弹性：贵州百灵、葵花药业、桂林三金、新天药业。

➤ 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 | **医药政策回暖、基本面改善，2024年或迎医药板块牛市行情**
- 二 | **2024年投资机会：院内普遍受益、院外更关注增速快、估值合理品种**
- 三 | **受益标的**
- 四 | **风险提示**



**医药政策回暖、基本面改善，2024年或迎医药
板块牛市行情**

1.1 板块回顾：医药政策回暖、基本面改善，2024年或迎医药板块牛市行情

- 当前医药指数处于历史较低位置，2024有望走出板块牛市。医药板块历经3年调整，我们对2024年板块保持乐观。从政策面：9月以来反腐纠偏及国家鼓励创新药态度明确，给产业和投资者注入“强心剂”；从基本面看，2023Q3多板块增长好于市场预期，预计2023Q4及2024年业绩全面向好，估值和业绩将双重提升；从资金面看，医药板块PE已处于历史最低区间，基金持仓也处于历史低位水平，在预期好转后，具备较强吸引力。

图表1：近3年医药板块出现三次较大级别超跌反弹



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：上图医药指数代码为CN6046.SZ，时间区间202101-20231119）

请参阅附注免责声明

图表2：2023年超跌反弹有望走出医药板块历史低位

	2021年9月	2022年9月	2023年8月
政策面对比	第五、六批集采药品集采和第二批高值医用耗材的集采顺利进行，骨科关节集采降价好于预期，板块在9月份出现反弹。但是医保支付方式改革加速推进，随着DRG/DIP推出，引起市场担忧，反弹后继续下跌。	集采政策降价温和和医疗设备贴息贷款政策等利好消息使得医药板块出现强势反弹。医保控费政策影响和，8月底医疗板块开始出现反弹。随着边际减弱，医药板块行情维持相对高位震荡。	7月份开始医疗反腐加大力度，医药板块个股出现普跌，但随着反腐推进，医疗应急司、卫健委和人民日报表态反腐目的，对医护人员工作肯定，反腐舆论缓反弹。随着医疗反腐影响出清，药品集采步入尾声，叠加国家大力支持医药创新，后续医药板块有望走出牛市行情。
基本面对比	2021Q1-Q4单季度营业收入环比增长，但是受医保控费政策的影响，净利润在第三、四季度下降幅度较大。	板块营收和净利润快速恢复，且受益于疫情，制药、医疗器械等板块业绩表现亮眼。	2023上半年院内诊疗稳健复苏，多数医药公司非新冠常规业务受益，单三季度受医疗反腐的影响较大，部分公司业绩受损。
资金面对比	基金持仓占比较高	基金持仓占比较低	基金持仓创历史新低

资料来源：中邮证券研究所

1.2 政策面：反腐影响减弱，医药公司业绩有望反转向上

- **板块利空出尽，医药公司业绩有望迎来反转向上。**随着2023年9月以来医疗学术会议陆续恢复，院内药品、设备、耗材等采购逐步回归正常化，医疗反腐对行业的影响进一步弱化，医药公司业绩有望发生转折向上。

图表3：医疗反腐对行业的影响边际减弱，院内诊疗活动正常化

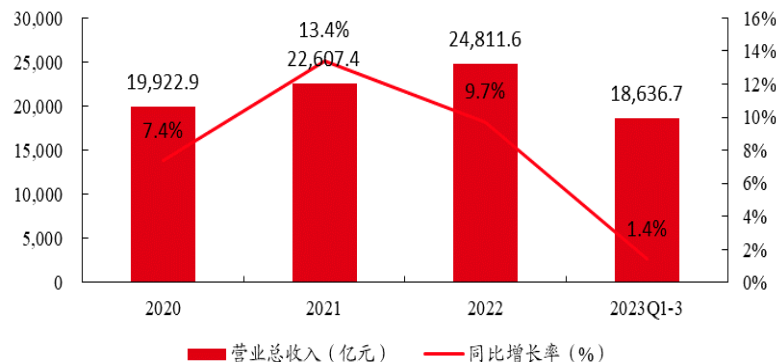
时间	事件	内容
2023年7月21日	国家卫健委等10部门联合召开视频会议	部署开展为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。
2023年7月28日	中央纪委国家监委召开动员会，部署纪检监察机关配合开展全国医药领域腐败问题集中整治，喻红秋出席并讲话	会议指出，集中整治医药领域腐败问题是推动健康中国战略实施、净化医药行业生态、维护群众切身利益的必然要求。
2023年8月15日	医疗应急司发布了《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	主要回答了开展集中整治的背景和目的、主要原则、重点内容及措施、反腐方向及学术会议的召开。在回答中肯定了广大医务工作者的辛勤劳动和奉献，强调了反腐的目的是促进医药行业高质量发展，完善医药治理体系建设。
2023年9月9日	2023中国医院院长论坛暨第二届全国大型公立医院高质量发展研讨会	国家卫生健康委医疗应急司郭燕红司长围绕“反腐败 树新风”，作《把稳政策基调 推进医药腐败集中整治》专题报告，报告中指出医药领域反腐要集中突破，纠建并举，要与医药界辛勤付出无私奉献的绝大多数分开，不得与医务人员正常收入所得相混淆，不得随意打击医务人员参加正规学术会议的积极性，不得随意夸大集中整治工作范围。这引起了行业的高度认可和广泛关注。
2023年9月14日	人民日报发文，支持医药领域学术会议恢复	中华医学会第二十一次全国精神医学学术会议、中华医学会第二十七次全国眼科学术大会、中华医学会第二十三次全国物理医学与康复学学术会议、第十五届协和临床内分泌代谢论坛、2023年中国药学会大会、中华医学会第十六次全国生殖医学学术会议、第25次全国口腔医学学术会议、中华医学会2023年变态反应学术会议、中国医学会第28次全国麻醉学术年会顺利召开。

资料来源：国家卫健委、人民日报、中邮证券研究所

1.3 业绩展望：市场环境改善，2023Q4业绩有望环比增长

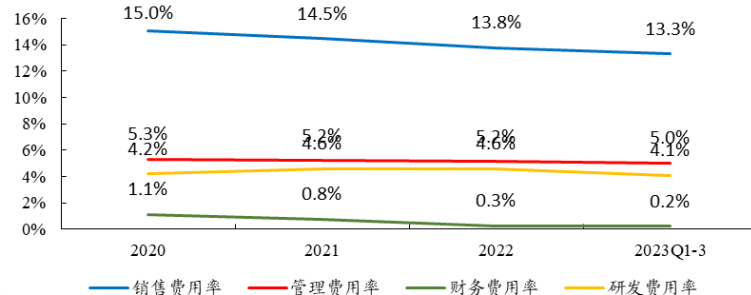
- **数据统揽：**2023Q1-3医药板块整体收入增速1.4%、归母净利润增速-20.2%，业绩增速下滑主要受疫情相关公司带来的高业绩基数和近期医疗反腐对部分公司院内业务开展造成一定的影响。
 - **提质增效：**2023Q1-3医药板块销售、管理和财务费用率同比下降，毛利率下降主要系部分公司产品集采带来，但板块净利率保持稳定且略有回升，这反映了医药企业在增效降本方面持续取得成效。龙头企业持续逐步从规模扩张阶段到精细化运营阶段，盈利能力有望持续提升。
 - **全面向好：**2023Q3整体板块业绩受医疗反腐短暂影响，Q4业绩有望环比增长。且医疗反腐整治行业风气，有望引导行业健康高质量发展，合规且注重创新研发的公司有望脱颖而出。
- 请参阅附注免责声明

图表4：2023Q1-3板块总营收增速放缓



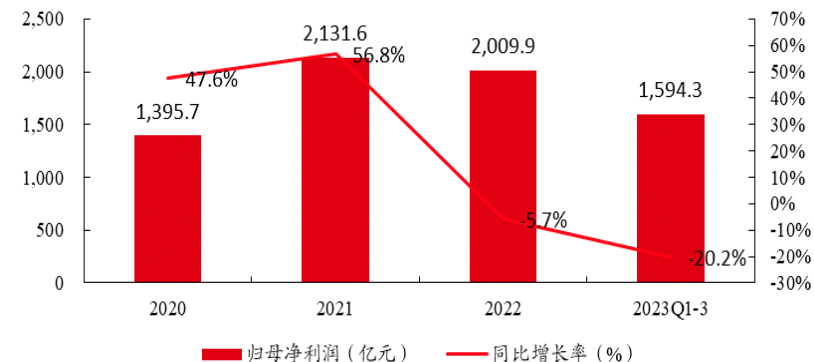
数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表6：2023Q1-3各项费用率稳中有降



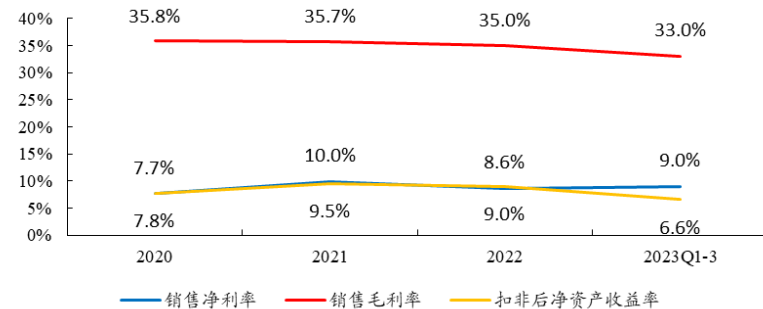
数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表5：2023Q1-3板块总归母净利润增速放缓



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表7：2023Q1-3销售净利率有所回升



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

1.3 业绩展望：市场环境改善，2024Q4业绩有望环比增长

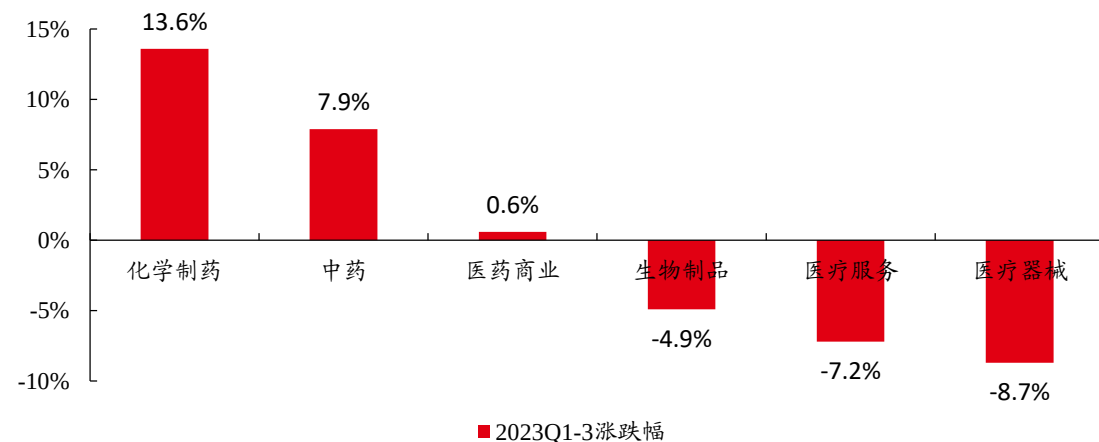
- **分板块看**，2023Q1-3中药板块受益政策和业绩双驱动，业绩表现亮眼；医药商业随着疫情管控放开，药店等业绩表现突出；化学制药板块营收端维持增长，三季度由于政策影响出现略微下滑；生物制品板块随着疫情管控放开，供给端恢复导致以及需求端持续改善，业绩表现较好；医疗器械板块：IVD2022年业绩高基数，以及三季度行业政策导致短期业绩承压。随着医药利空因素出清，2023Q4业绩有望环比增长，叠加部分子板块在2023年业绩低基数，2024年业绩有望迎来高速增长。

图表8：2023Q1-3中药板块业绩增速较高

子板块	营业总收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
中药	2,811.5	9.5%	328.7	36.5%
医药商业	7,566.9	9.2%	168.1	-1.3%
化学制药	3,940.0	1.5%	342.1	-3.3%
生物制品	1,176.0	7.1%	200.7	-7.5%
医疗服务	1,382.3	-3.5%	224.7	-17.6%
医疗器械	1,760.0	-28.6%	330.0	-55.5%

数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表9：2023Q1-3化学制药和中药子板块涨幅较大



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

1.4 板块估值：处于历史低分位水平，估值修复空间较大

- **估值水平：目前板块估值仍处于历史低分位水平，估值修复空间较大。**医药板块在2020年后，经历了集采、疫情、美国加息、医疗反腐等影响后，板块估值水平大幅下调。区间最高估值为2020年8月3日的86.82倍，最新收盘日2023年11月9日板块估值为31.68倍，仍处于历史较低分位水平，板块估值修复空间较大。

图表10：2020年7月至今，医药板块PE出现较大幅度回撤



数据来源：iFinD、中邮证券研究所（注：时间从2019年1月31日到2023年11月9日）

1.5 基金持仓：利空出尽，医药持仓占比有望反转

- 医药生物板块公募基金持仓占比处于历史低位，与历史最高相差甚远。整体看，医药生物板块目前公募基金持仓占比较少，2023Q3持仓占比为12.3%，而2020年6月份基金持仓占比高达17.01%。随着医疗反腐影响出清，基金持仓占比有望迎来反转。

图表11：医药生物板块公募基金持仓比例较低，仅为12.3%

	2022Q1 (%)	2022Q2 (%)	2022Q3 (%)	2022Q4 (%)	2023Q1 (%)	2023Q2 (%)	2023Q3 (%)
医药生物	11.6767	10.2227	9.5382	11.0106	11.1990	11.3953	12.2584
化学制药	1.2080	0.9128	1.1835	1.5728	1.9085	2.6546	2.5002
原料药	0.4700	0.1785	0.1825	0.2025	0.1780	0.1360	0.0841
化学制剂	0.7380	0.7344	1.0011	1.3703	1.7305	2.5186	2.4161
中药Ⅱ	0.7768	0.8083	0.7337	0.8961	1.3078	1.7049	1.3654
中药Ⅲ	0.7768	0.8083	0.7337	0.8961	1.3078	1.7049	1.3654
生物制品	1.8066	1.3414	1.1172	1.1817	1.1262	1.0729	1.2301
血液制品	0.0260	0.0158	0.0307	0.0387	0.0736	0.1280	0.1211
疫苗	1.4783	0.831	0.7061	0.7557	0.6296	0.5247	0.5976
其他生物制品	0.3023	0.4946	0.3804	0.3873	0.4229	0.4203	0.5114
医药商业	0.1397	0.1544	0.2402	0.3333	0.4206	0.4112	0.3129
医药流通	0.0625	0.0430	0.0565	0.0646	0.1316	0.1922	0.1341
线下药店	0.0772	0.1114	0.1838	0.2688	0.289	0.219	0.1788
医疗器械	2.0866	1.8024	2.4179	2.3164	2.3517	2.5688	2.5973
医疗设备	1.7010	1.3884	1.9427	1.9233	1.8896	1.9192	1.8805
医疗耗材	0.2947	0.3904	0.4514	0.3463	0.364	0.4994	0.5561
体外诊断	0.0909	0.0235	0.0237	0.0468	0.0982	0.1502	0.1607
医疗服务	5.6589	5.2034	3.8457	4.7102	4.0842	2.9828	4.2525
诊断服务	0.1283	0.1445	0.1255	0.1989	0.3088	0.3156	0.2908
医疗研发外包	4.7980	3.6877	2.4861	3.0306	2.3935	1.6124	2.8638
医院	0.7326	1.3675	1.2312	1.4710	1.3714	1.0465	1.0882
其他医疗服务	0.0000	0.0038	0.0029	0.0097	0.0106	0.0082	0.0097

数据来源：iFinD、中邮证券研究所

1.6 他山之石，德日美反腐加速本国医药产业升级

- **海外医疗反腐加速医药产业升级，行业趋向健康发展。**2023年7月中国开展了为期一年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，目的是推动健康中国战略实施、净化医药行业生态、维护群众切身利益。其反腐措施与德日美国相比，在机制建设、支付方式、阳光采购等方面具备很多相似之处，且中国反腐举措在德日美等国家已基本实践完成。伴随国内医保、医药、医疗联动改革深入推进下，产业发展将更加公平、健康，板块有望迎来“长牛”。基于海外反腐后催生出创新药、药店、集采药械等子行业快速发展，**我们看好**，1) 院内压制因素解除，全面改善：血制品、创新药械、集采药械、医院、医疗信息化；2) 院外关注增速快品种：药店、中药、医疗服务。

图表12：医疗反腐有经验可循，阵痛后看好医药行业长期发展

	中国	德国	日本	美国
刑法	《刑法》中规定巨额财产来源不明罪、行贿罪、贿赂罪等	《德国刑法典》中规定诈骗罪、背任罪、接受利益罪、索贿受贿罪、提供利益罪、行贿罪	《刑法》第197条和第198条对公职人员的贿赂有具体规定。	《美国法典·刑事法卷》规定贿赂罪、受贿罪、非法收受报酬罪、假公济私罪、收取来自非政府报酬罪等
其他法律	《执业医师法》第37条禁止“利用职务之便，索取、非法收受患者财物或者牟取其他不正当利益”	《反腐败法》 《卫生领域反腐败法》 《法定医疗保险现代化法》 《法定医疗保险组织结构深入发展法》	《医疗法》	《医疗反回扣法》 《斯塔克法案》 《平价法案》（医生阳光支付法案） 《反欺诈法》
	《药品管理法》第89条禁止“药品的生产企业、经营企业、医疗机构在药品购销中暗中给予、收受回扣或者其他利益”	《德国药品流通法》 《德国药房业法》	《药品医疗器械法》	《健康保险可移植性和责任法》 《防止医疗保健欺诈和滥用法》
对医生的约束	《医疗机构工作人员廉洁从业九项准则》	主要以法律的形式进行约束	主要以法律的形式进行约束	主要以法律的形式进行约束
对企业的约束	药品、医用耗材和医疗器械集中采购制度	药品控制费用政策	医疗领域全面集采；通过起始价格与医保补偿定价机制进行有效降价	药品福利管理
	药品流通“两票制”		药品分销系统改革	处方药费用控制
对医院的约束	DRG/DIP支付方式改革	针对住院医疗费用，采用DRGs支付手段 针对门诊医疗费用，采用点数法进行支付 通过疾病管理项目，减少医疗费用发生	DPC/PDPS制度控制住院天数	DRGs支付手段
医生薪酬	深化公立医院薪酬制度改革	社会平均工资水平的3~4倍	社会平均工资水平的2~3倍	社会平均工资水平的3~8倍
是否实现医药分离	否，约20%	是，几乎100%	是，约74.9%	是，约93%

资料来源：《德国医疗行业反腐制度与启示》（作者：曾见）、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明



**2024年投资机会：院内普遍受益、院外更关注
增速快、估值合理品种**

2.1 血制品：需求旺盛叠加高附加值产品占比提升，持续推动板块业绩增长

- **2023Q1-3血液制品板块表现良好，Q3业绩同比大幅增长。**2023年前三季度，血液制品板块营业收入同比增长20.3%，归母净利润同比增长18.8%，主要系疫后血制品需求旺盛；分季度看，2023第三季度血液制品板块收入同比增长22.6%，归母净利润增长17.9%。主要系2023Q1开始采浆量大幅提升，一般血制品从采浆到投放市场需要半年时间，2023Q3板块业绩出现拐点。
- **需求端持续旺盛，供给端较大改善。**2023年第三季度血制品需求端保持着强劲恢复态势，以人血白蛋白、静丙为代表的血制品销量同比保持较快增长。且疫情期间，厂家对白蛋白等品种做了较好的学术推广作用，医生和患者接受度增强，我们看好白蛋白等品种后续对板块业绩贡献增大。在供给端，2022年年末部分企业采浆量下降，可销库存产品大幅减少，院外端市场经历产品涨价，随着2023年采浆工作的逐步恢复，将带动血制品产能的增加，同时国家对单采血浆站的放开，行业供给关系持续优化。

图表13：血液制品板块近三年未受较大扰动，业绩表现稳健

累计	2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020	2021Q1	2021H1	2021Q1-3	2021	2022Q1	2022H1	2022Q1-3	2022	2023Q1	2023H1	2023Q1-3
营业收入 (亿元)	25.0	49.2	78.0	106.7	27.5	59.9	98.3	139.3	36.8	78.1	118.5	166.6	46.3	93.0	142.6
同比增长率 (%)	10.8%	-0.3%	2.6%	3.0%	10.0%	21.7%	26.1%	30.5%	34.0%	30.3%	20.5%	19.6%	25.7%	19.1%	20.3%
归母净利润 (亿元)	6.0	12.8	20.4	26.0	7.6	16.9	27.2	30.0	9.1	19.9	30.5	39.0	12.5	23.8	36.2
同比增长率 (%)	21.2%	20.0%	25.4%	31.5%	28.0%	31.9%	33.2%	15.3%	19.1%	17.8%	12.0%	30.1%	38.0%	19.2%	18.8%

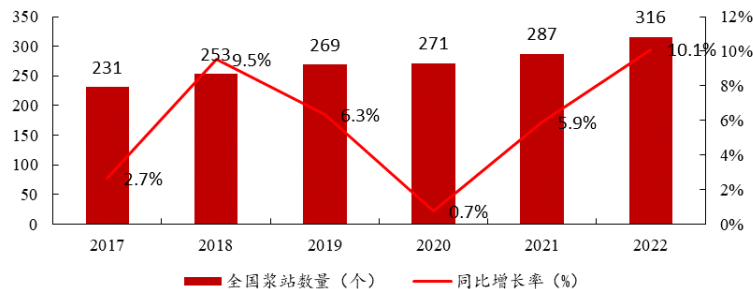
单季	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
营业收入 (亿元)	25.0	24.2	29.1	28.7	27.5	32.4	38.5	40.9	36.8	41.2	40.5	48.1	46.3	46.7	49.6
同比增长率 (%)	10.8%	-9.7%	7.0%	4.0%	10.0%	33.8%	32.4%	42.5%	34.0%	27.3%	5.2%	17.4%	25.7%	13.2%	22.6%
归母净利润 (亿元)	6.0	6.9	7.6	5.6	7.6	9.3	10.3	2.8	9.1	10.9	10.5	8.5	12.5	11.2	12.4
同比增长率 (%)	21.2%	19.0%	35.5%	59.9%	28.0%	35.3%	35.5%	-50.5%	19.1%	16.8%	2.3%	208.6%	38.0%	3.5%	17.9%

2.1 血制品：需求旺盛叠加高附加值产品占比提升，持续推动板块业绩增长

- **国内采浆量有望增长，缓解血液制品供不应求的现状。**国内2022年单采浆站数量为316个，2017-2022年年复合增长率为6.5%，我们预计2023年血浆站数量有望达到330个。而血浆站数量的增长预计带动采浆量的增长，2022年采浆量达到10181吨，2017-2022年年复合增长率为4.9%，我们预计随着十四五新浆站的建设完成，2023年有望迎来业绩兑现。

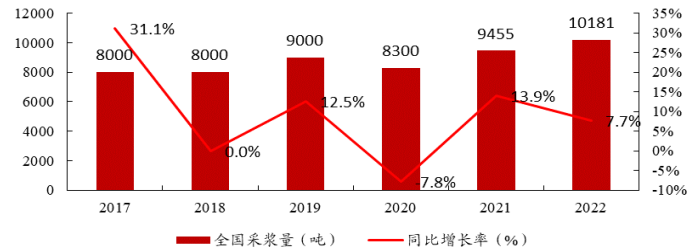
- **血制品在较长时间内维持涨价趋势。**以人血蛋白（50mL）为例，2007-2020年，单价从259元上升到450元。部分高附加值品类如人纤维蛋白原（0.5g）2015年单价为280元，仅一年后2016年上升到650元。我们认为限于供给紧张，血制品尤其院外市场价格在较长时间内仍维持涨价趋势。

图表14：国内浆站数量稳定增长



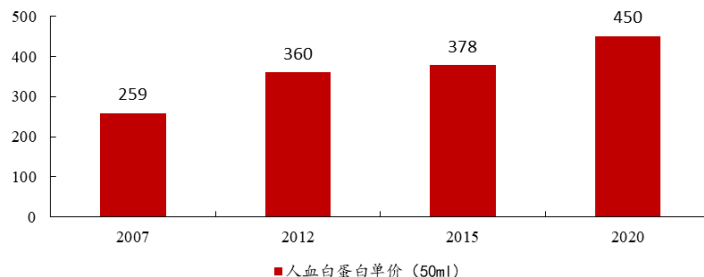
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表15：国内采浆量规模持续扩大



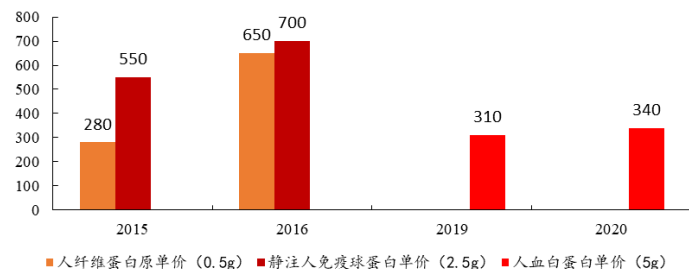
资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表16：国内人血白蛋白价格稳定增长（单位：元）



资料来源：药渡网、中邮证券研究所

图表17：国内血制品价格明显增长（单位：元）



资料来源：健康界、中邮证券研究所

2.1 血制品：需求旺盛叠加高附加值产品占比提升，持续推动板块业绩增长

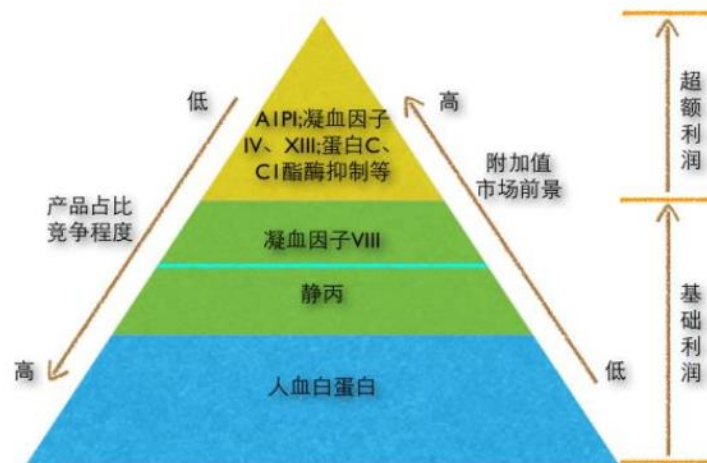
- **并购重组趋势显著，建议关注头部国资控股血制品厂家。**中国血制品企业只有不到30家，以央企或者地方国资主导的收并购屡见不鲜，头部企业如天坛生物、博雅生物、派林生物和卫光生物都有国企背景，原因在于国有企业能多方面为血制品企业赋能。未来按照行业发展趋势，行业集中度提升，拥有国资背景的公司有望更具优势。建议重点关注派林生物。
- **高附加值产品需求旺盛，量价齐升促行业繁荣发展。**国内目前生产的大部分为较为常见的品种为白蛋白，高附加值品种的生产使用较少。以静丙为例，中国的使用量是人血白蛋白的一半，而美国的使用量为人血白蛋白的2倍。叠加2022年底放开后，静丙库存消耗殆尽，目前院内市场的静丙产品仍极度稀缺，未来不仅在三级医院，在基层医院亦有较大开发空间。另外，随着未来高附加值品种（例如凝血因子VIII等）逐步上市，国内血制品企业的吨浆收入和利润有望进一步提升。

图表18：近年央企或者地方国资主导的收购趋势明显

时间	血制品公司	主要事件	性质
2017年	天坛生物	国药控股天坛生物，成第一大股东和实际控制人	央企
2021年	博雅生物	华润医药收购博雅生物，控股28.86%，股票表决权占比40.01%	央企
2023年	派林生物	胜帮英豪收购派林生物，控股20.99%，股票表决权占比23.01%，陕西省国资委成实际控制人	地方国企
2023年	卫光生物	公司实际控制人从深圳市光明区国资委变为国药集团	央地合作

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表19：血液制品利润呈现金字塔分布



资料来源：卫光生物招股说明书、中邮证券研究所

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）					归母净利润增速				PE			
		收盘价（元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600161.SH	天坛生物	29.75	8.8	11.0	13.3	16.2	15.9%	25.2%	20.5%	21.6%	55.6	44.4	36.9	30.3
002007.SZ	华兰生物	23.00	10.8	14.4	17.1	20.0	-17.1%	33.8%	18.7%	16.8%	39.0	29.1	24.5	21.0
300294.SZ	博雅生物	31.31	4.3	5.1	5.9	6.8	25.4%	19.0%	15.4%	14.4%	36.5	30.7	26.6	23.2

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2023年11月10日）

■ 弹性标的

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）					归母净利润增速				PE			
		收盘价（元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000403.SZ	派林生物	24.07	5.9	5.4	6.9	8.3	50.1%	-8.9%	29.1%	19.8%	30.0	33.0	25.5	21.3

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2023年11月10日）

■ 派林生物：股东优化+经营改善，业绩拐点凸显，公司有望进入行业第一梯队。

2.2 创新药产业链：政策支持药企创新发展，关注核心大单品

- **医保控费需兼顾经济性和有效性，创新药是有效抓手。**2023前三季度，全国医疗保险（含生育保险）总收入为23468亿元，同比增长9.2%，总支出为20378亿元，同比增长17.9%。在控费的大背景下，药物的经济性和有效性同等重要，通过集采和医保谈判节省经费，同时引导企业研发创新，加大创新药的市场供给，兼顾有效性。
- **创新药价格宽松化管理，有利于提高药企新药研发动力。**2023年以来，国务院发文强调完善创新药物的快速审评审批机制，国家药监局对创新药上市许可申请审批进行了提速，并且国家卫健委持续推进医药领域改革和创新发展，并积极调整创新药的定价政策，国家一系列动作表明大力支持创新药的发展。2023年11月，国家医保局正在调整创新药的定价政策，在《新冠治疗药品价格形成指引》基础上，对创新药上市早期阶段的价格采取相对宽松的管理，有利于提高药企新药研发动力。

图表20：2023Q1-3全国医保总支出增速显著高于收入增速

全国基本医疗保险	2020	2021	2022	2023Q1-3
总收入（亿元）	24846	28728	30922	23468
总收入同比增长率	1.7%	15.6%	7.6%	9.2%
总支出（亿元）	21032	24043	24597	20378
总支出同比增长率	0.9%	14.3%	2.3%	17.9%
累计结存（亿元）	31500	36156	42640	45730

资料来源：国家医保局、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表21：2023年创新药评审、价格利好政策频出

时间	事件	内容
2023年4月	国务院发布《“十四五”市场监管现代化规划》	稳步提升药品安全性有效性可及性。优化管理方式促进新药好药加快上市。完善创新药物、创新疫苗、医疗器械等快速审评审批机制，加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批。
2023年4月	国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）发布《药品中心加快创新药上市许可申请审评工作规范》	此次审评审批提速针对的是纳入突破性治疗药物程序的创新药、儿童创新药和罕见病创新药三类创新药品，将加速这三类药品上市，满足相关患者的用药需求。
2023年7月	国家卫健委《深化医疗卫生体制改革2023年下半年重点工作任务》	推进医药领域改革和创新发展。支持药品研发创新，常态化开展药品和医用耗材集中带量采购，加强药品供应保障和质量监管，确保“供好药”“用好药”
2023年11月	国家医疗保障局医药价格和招标采购司翁副司长公开发表了演讲	国家医保局正在调整创新药的定价政策，在《新冠治疗药品价格形成指引》基础上，对创新药上市早期阶段的价格采取相对宽松的管理。这意味着国家医保局将根据创新药的不同的生命周期，给予不同的价格定位，初期将满足企业尽快回收研发成本的要求，给予合理的价格回报。

资料来源：国务院、国家药监局、国家卫健委、中邮证券研究所

2.2 创新药产业链：政策支持药企创新发展，关注核心大单品

- 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。
- 大病种突破指日可待，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22：GLP-1全球销量快速上涨（单位：亿美元）

商品名	剂型	通用名	公司	2021	2022	同比增长率	2022Q1-3	2023Q1-3	同比增长率
Ozempic	针剂	司美格鲁肽	诺和诺德	49.5	87.7	77.0%	62.8	96.4	40.0%
Rybelsus	口服片	司美格鲁肽	诺和诺德	7.1	16.6	134.0%	18.9	10.6	77.0%
Wegovy	针剂（高剂量）	司美格鲁肽	诺和诺德	2.0	9.1	346.0%	5.5	31.9	481.0%
Saxenda	针剂	利拉鲁肽	诺和诺德	10.3	15.7	346.0%	12.7	11.2	14.0%
Victoza	针剂	利拉鲁肽	诺和诺德	22.1	18.1	-18.0%	10.1	13.2	-24.0%
总				94.0	150.2	59.7%	110.0	163.4	48.5%
Trulicity	针剂	利拉鲁肽	礼来	64.7	74.4	15.0%	55.0	54.6	-0.7%
Mounjaro	针剂	替尔泊肽	礼来		4.8		1.9	14.1	652.4%
总				64.7	79.2	22.4%	56.9	68.7	20.8%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

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	国内整体研发上市进度	潜在需求人群数
减重	GLP-1R、GLP-1R/GIPR、GLP-1R/GCGR、GLP-1R/AMY3等	上市2款（华东医药、仁会生物）、NDA2款（礼来、诺和诺德）、III期临床4项（信达生物、先为达、礼来、诺和诺德）、II期临床10项（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）	预计2025年达到2.72亿人
阿尔兹海默症	脑-肠轴、Aβ、GLP-1、胆碱酯酶、QPCT、Rac1、NMDA等	上市1款（绿谷制药）、BLA 1款（卫材/渤健）、III期临床4项（礼来、卫材/渤健、诺和诺德、通化金马）、II期临床6项（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）	2025年，将有1550万AD患者
NASH	PPAR、THR-β、GLP-1、FXR、FGF21等	III期临床1项（正大天晴）、II期临床12项（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）	约5000万人
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	上市3款（赛诺菲、艾伯维、辉瑞）、III期临床4项（恒瑞医药、安进、泽璟制药、康诺亚）、II期临床11项（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）	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
脱发	5α-还原酶抑制剂、小分子激素受体激动剂	上市6款（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）、NDA 1款（三生制药）、III期临床2项（科笛生物、开拓药业）	脱发人数已超2.5亿人
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	III期临床4项（科宝生物、凯因科技、东阳光药、孟德尔基因）、II期临床19项（华辉安健、贺普生物、腾盛博药、杨森、GSK、罗氏、齐鲁制药）	乙肝感染者约为9300万，慢性乙肝患者约2000万

资料来源：CDE、中邮证券研究所

2.2 创新药产业链：受益标的

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600276.SH	恒瑞医药	48.39	39.1	46.5	56.1	68.0	-13.8%	19.0%	20.6%	21.3%	79.0	66.4	55.0	45.4
688235.SH	百济神州	148.88	-136.4	-94.5	-68.1	-40.2	-40.0%	-30.7%	-27.9%	-41.0%	-14.8	-21.3	-29.6	-50.1
688180.SH	君实生物	42.21	-23.9	-17.0	-7.0	-2.3	-231.3%	-29.0%	-59.0%	-66.8%	-17.4	-24.5	-59.8	-180.0
300759.SZ	康龙化成	34.76	13.7	18.2	23.7	30.2	-17.2%	32.5%	30.4%	27.1%	45.2	34.1	26.2	20.6
2269.HK	药明生物	48.85	44.2	52.0	67.9	87.7	30.5%	17.7%	30.6%	29.1%	51.1	35.6	27.2	21.1

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2023年11月10日）

■ 弹性标的

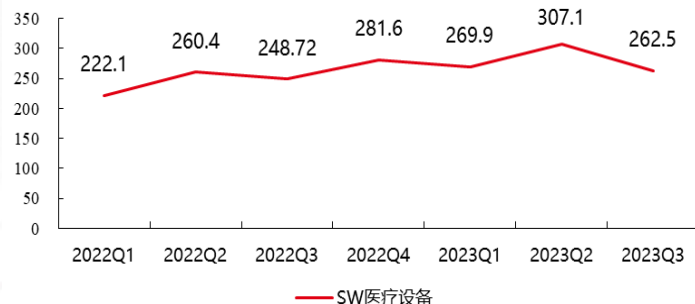
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002019.SZ	亿帆医药	14.05	1.9	3.9	5.8	7.9	-31.3%	103.7%	49.1%	36.6%	90.1	44.2	29.7	21.7
688331.SH	荣昌生物	65.74	-10.0	-9.7	-6.4	-2.6	-461.6%	-2.5%	-34.1%	-60.2%	-35.8	-36.8	-55.8	-140.0
2157.HK	乐普生物	3.90	-6.9	-	-	-	31.8%	-	-	-	-15.8	-	-	-
000756.SZ	新华制药	21.71	4.1	-	-	-	17.8%	-	-	-	49.0	-	-	-
2696.HK	复宏汉霖	14.02	-7.0	5.1	7.8	9.8	29.4%	172.7%	54.9%	24.8%	-8.9	15.1	9.7	7.8

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2023年11月10日）

2.3 医疗器械：2023年三季度业绩板块内部分化，医疗设备赛道持续增长

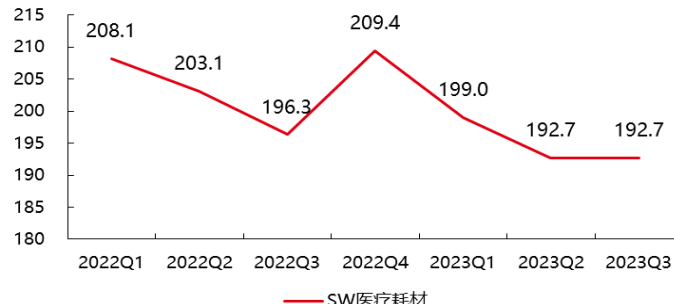
- **板块业绩表现：医疗设备：**2023Q3医疗设备子板块营收262.5亿，同比增长5.5%，环比下降14.5%。同比略增主要系医疗设备板块持续受益于新基建、国产替代等政策支持。环比下降主要系三季度受国内医疗反腐导致部分设备项目招标时间延期，预计该部分业绩会在2023年四季度或2024年一季度体现。**医疗耗材：**2023Q3医疗耗材子板块营收192.7亿，同比略降1.8%，环比持平。医疗耗材板块目前已完成疫情防疫耗材向常规手术耗材的转化，边际性成长持续向好。**体外诊断：**2023Q3体外诊断子板块营收102.8亿，同比下降60.3%，环比下降4.4%。体外诊断板块受新冠业务高基数影响，业绩表现下滑，但2024年高基数影响出清，看好后续板块高成长性。

图表24：2023年Q3医疗设备子板块营收环比略增（单位：亿元）



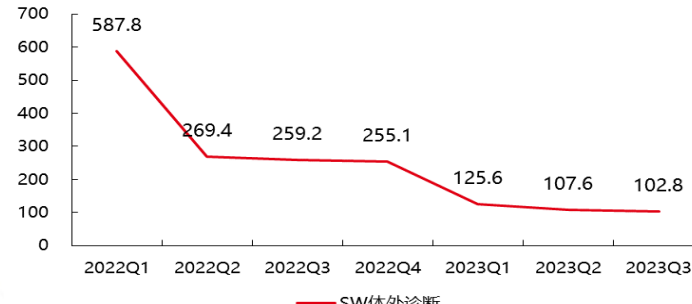
数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表25：2023年Q3医疗耗材子板块营收环比持平（单位：亿元）



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

图表26：2023年Q3体外诊断子板块营收维持低位（单位：亿元）



数据来源：iFinD、中邮证券研究所

2.3 医疗器械：目前板块估值处于历史最低位，低估值企业机会显现

- **板块估值水平：**板块整体跌至历史最低位水平，2023年以来处于平稳回升状态，随着集采过半，未来政策趋向温和化，板块估值修复可期。中长期看，当前PE估值大概率处于板块估值修复的初期，后续板块价值有望回归至正常水平。

图表27：医疗器械板块企稳回升，PE估值处于较低水平

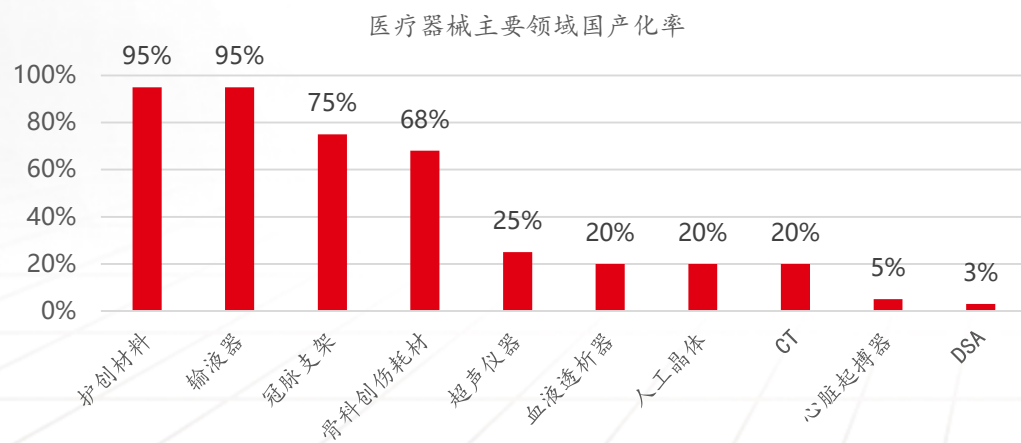
子版块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M10至今	年初至今	预测PE（2023）	预测PEG（2023）
医疗器械	4.11%	-0.63%	-1.40%	-2.03%	-1.74%	-5.21%	-2.32%	-9.24%	2.97%	2.80%	-0.95%	-11.22%	30.35	2.64
医疗设备	3.92%	-3.24%	0.18%	-0.64%	-0.92%	-3.26%	-4.10%	-9.81%	2.39%	4.03%	-1.11%	-8.24%	30.72	1.77
医疗耗材	4.45%	0.92%	-3.17%	-2.82%	-0.82%	-6.57%	-0.92%	-11.52%	3.98%	1.49%	-1.30%	-14.65%	31.41	1.40
体外诊断	4.11%	2.78%	-2.42%	-3.80%	-4.30%	-7.70%	-0.05%	-5.24%	2.93%	1.80%	-0.13%	-13.14%	27.36	-5.18

数据来源：盈利预测来自iFinD一致预期、中邮证券研究所（市值数据截至2023年11月3日）

2.3 医疗器械：创新器械、国产替代品种有望持续受益于政策红利

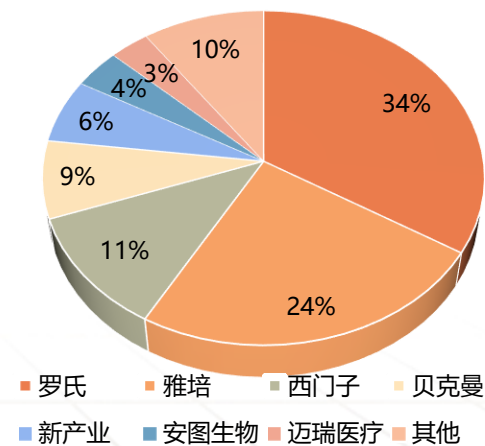
- **医疗设备子板块：我们持续看好技术密集型高端创新医疗器械品种的国产替代发展前景。**国产医疗器械产品主要集中在中低端设备和耗材领域，部分高端产品基本外于空白状态如人工心脏、心脏辅助装置、质子加速器等，国产化率较低的品类，如手术机器人、化学发光诊断、OK镜、人工晶体、基因测序仪、高端影像类如DSA、64排以上CT、3.0T及以上核磁、血液透析设备等，存在较大的发展空间。近年，国内器械厂家研发投入加大，未来高端创新领域器械品类口替代有望加速。随着2023年大型医用设备配置许可管理目录调整，国产大型医学影像设备生产厂家及上游厂家、手术机器人等赛道有望显著受益，政策红利有望逐步兑现。**2024年建议关注配置证政策落地、创新设备国产替代等行业机会，具体品种如内镜、高端MR、高端CT、PET-CT、PET-MR、手术机器人、基因测序仪等。**
- **体外诊断子板块：我们看好2024年体外诊断板块估值和业绩双升的行业性机会。**我们持续关注IVD集采带来的国产替代机会，当前国产化率较低且份额较大的重要细分领域为化学发光试剂，国产化率不足30%。2023年安徽牵头二十五省（区、兵团）体外诊断试剂省际联盟化学发光产品集中带量采购，预计终局化学发光试剂国产化率有望快速提升，头部公司因其品牌和渠道优势，有望显著受益。板块估值目前处于历史底部，在集采政策接近消化完成和新冠业务高基数出清的背景下，2024年有望迎来体外诊断子板块估值修复行情。**建议重点关注非新冠业务成长较快、IVD集采有望提升市占率以及竞争格局较好的细分子行业龙头。**

图表28：技术密集型高端医疗器械品种国产化率低



资料来源：朗视仪器招股书、中邮证券研究所

图表29：化学发光市场份额仍以进口厂家为主（2021年数据）



资料来源：观研天下、中邮证券研究所

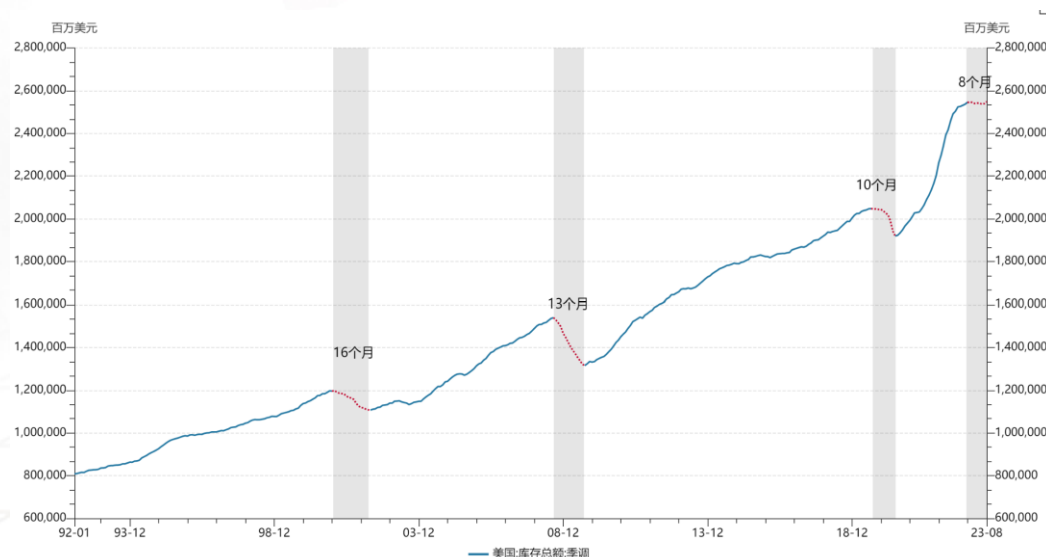
2.3 医疗器械：高值耗材集采处于中后期阶段，降价趋于温和

- **高值耗材子板块：**我们认为该板块目前已完成疫情防疫耗材向常规手术耗材的转化，**边际性成长持续向好**。在高值耗材领域，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；已经集采的品种现处于快速放量阶段，关注集采放量良好和有新产品上市计划并能带来新成长曲线的公司，有望迎来公司业绩和估值的双重反转，**2024年看好电生理、主动脉介入、内镜诊疗介入等国产替代领域和冠脉支架、骨科等集采后新机会的企业**。在低值耗材领域，疫情后企业内销和外销都经历了渠道去库存的过程，预计下游库存已经接近尾声，**看好具有海外新订单拓展能力、下游库存较低的企业**。
- **耗材集采品种处于中后期阶段：**被集采的品种一般为市场规模大、支付压力大、国产品牌有突围能力、临床使用较成熟品种。在2021-2022年间，共有30轮国家和省际联盟级别的高值医用耗材带量采购，平均降幅为63.8%。而低值医疗耗材尚未有国家层面的带量采购，共有11轮省际联盟级别带量采购，平均降幅为66%。目前国产化率较大的品种已大部分被国家或省际联盟所集采，耗材集采已处于中后期阶段。
- **国家冠脉支架接续采购中标均价上浮：**根据国家冠脉支架接续采购拟中选结果，共10家企业的14个产品获拟中选资格，中选率达91%；拟中选支架平均价格约770元，加上伴随服务费，终端价格区间在730元至848元，续约产品中标价格相比此前价格普遍上涨。
- **北京高值耗材“DRG+集采”降价幅度温和：**根据北京医保局第一批DRG付费和带量采购联动管理采购，采购规则中集采部分产品入门降幅大多低于30%（部分产品仅10%），对应60%的入门获得需求量比例；达标降幅大多低于50%（部分产品仅20%），对应90%的入门获得需求量比例，可见此次联动采购的耗材整体降幅较为温和。从最终集采结果看，不少厂家降价幅度贴近入门降幅和达标降幅，中标价格稍高于福建联盟电生理集采中标价格。
- **耗材集采逐步向普遍化和合理化的方向发展，建议关注已集采品种中具有新增长曲线的企业，和潜在集采品种中国产份额较低的企业。**

2.3 医疗器械：低值耗材出口端受海外库存周期影响，或在2024年好转

- **低值耗材子板块：**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。
- 2023年海外经济相对疲软，当前正处于海外去库存周期，不同海外客户去库存节奏存在时间差异，常规去库存时间是1年-1年半。其中低值耗材如医用敷料在2022年下半年国外客户开始去库存，至今已持续1年，9月份医用敷料出口金额已落在区间范围内，预测海外库存已初步见底。
- 预计2024年部分海外客户恢复常规订货，国内部分公司将迎来业绩反转，产能爬升节奏将加快。叠加2023年公司业绩低基数，2024年低值耗材领域布局价值将会凸显。

图表30：2023年1月美国库存总额开始逐步去库存



数据来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表31：9月份低值耗材出口金额已落在区间内



数据来源：iFind、中邮证券研究所

2.3 医疗器械：受益标的

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	285.21	96.1	116.3	140.5	169.2	20.1%	21.1%	20.8%	20.4%	36.0	29.7	24.6	20.4
688271.SH	联影医疗	121.80	16.6	20.0	25.0	30.9	16.9%	20.8%	25.2%	23.6%	60.6	50.2	40.1	32.4
300832.SZ	新产业	67.20	13.3	16.5	21.3	27.2	36.4%	24.2%	28.8%	27.9%	39.8	32.0	24.8	19.4
688114.SH	华大智造	83.25	20.3	0.3	1.9	4.0	319.0%	-98.7%	649.2%	107.4%	17.1	1,359.9	181.5	87.5
300003.SZ	乐普医疗	17.30	22.0	22.1	26.6	31.4	28.1%	0.2%	20.5%	18.2%	14.8	14.7	12.2	10.4
0853.HK	微创医疗	13.10	-30.2	-20.6	-14.9	-9.7	-71.6%	31.9%	27.6%	34.8%	-11.0	-11.1	-15.3	-23.5

资料来源：中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2023年11月10日）

■ 弹性标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688289.SH	圣湘生物	17.36	19.4	5.5	5.6	3.8	-13.6%	-71.7%	2.1%	-32.4%	5.3	18.6	18.2	27.0
300463.SZ	迈克生物	15.71	7.1	4.5	6.3	7.9	-26.0%	-36.7%	40.5%	25.8%	13.6	21.5	15.3	12.1
688139.SH	海尔生物	39.02	6.0	5.8	7.3	9.2	-28.9%	-4.2%	27.5%	25.1%	20.7	21.6	16.9	13.5
688410.SH	山外山	31.30	0.6	2.2	2.3	2.8	204.2%	266.1%	4.7%	24.0%	113.9	31.1	29.7	24.0
300206.SZ	理邦仪器	10.71	2.3	2.7	3.4	4.3	0.7%	15.9%	25.6%	27.4%	26.7	23.1	18.4	14.4
688575.SH	亚辉龙	23.30	10.1	3.8	5.1	6.8	394.5%	-62.1%	33.1%	32.3%	13.1	34.5	25.9	19.6
688617.SH	惠泰医疗	366.28	3.6	5.0	6.8	9.1	72.2%	40.7%	34.2%	34.4%	68.4	48.6	36.2	27.0
688016.SH	心脉医疗	206.23	3.6	4.8	6.2	8.1	13.0%	34.1%	30.2%	30.0%	41.6	31.0	23.8	18.3
688351.SH	微电生理	22.09	0.0	0.2	0.5	0.9	124.8%	628.2%	136.5%	81.4%	3,498.0	480.4	203.1	112.0

资料来源：中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2023年11月10日）

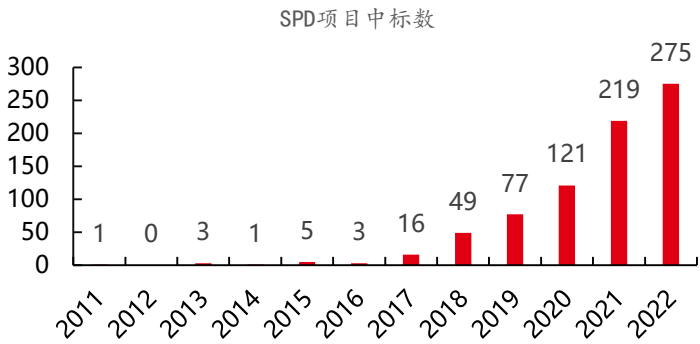
2.3 医疗器械：受益标的

- **医疗设备：**迈瑞医疗（关注医疗新基建+海外市占率提升、IVD中样本量市场持续突破）；联影医疗、华大智造（关注国产替代+海外业务快速增长）；山外山（关注CRRT国产替代+耗材快速放量）；海尔生物（业务结构持续优化+外延并购，2023年业绩低基数）。
- **体外诊断：**新产业、迈克生物（关注国产替代+化学发光集采受益）；圣湘生物（关注分子业务高增长+化学发光产品持续拿证，2023年业绩低基数）；亚辉龙（关注特种检测品种入院带动常规检测产品放量）；热景生物、诺唯赞（关注AD检测产品放量）。
- **医疗耗材：**乐普医疗、赛诺医疗、微创医疗（关注冠脉支架涨价的逻辑）；凯利泰、大博医疗、春立医疗、威高骨科（关注骨科涨价的逻辑）；微电生理、惠泰医疗、心脉医疗等（关注国产份额较低，技术壁垒较高，国产创新能力较强企业的逻辑）；维力医疗、昌红科技、采纳股份、振德医疗（关注库存出清，业绩反转）。

2.4 医疗信息化：SPD是提升医院廉政建设的有力抓手，行业渗透率有望快速提升

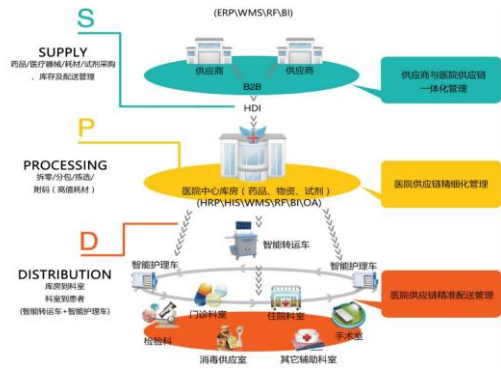
- **SPD行业处于发展早期，未来空间广阔。**截至2022年10月，我国医疗器械SPD项目在全国公立医院的渗透率约为5.5%，未来市场发展空间较大。同时，SPD项目价值量高，根据建发致新招股书披露，其2022年主要客户平均每家医院一年的收费为599万元。市场空间方面，按照不同级别的医院渗透率进行估算，2027年市场规模有望超三百亿。
- 我们认为医疗反腐常态化后，药械流通领域预计将迎来行业重大革新，SPD项目可实现院内物资精细化管理，提升院内信息化水平，易于接受政府监管，提升药品供应链的合规性及院内物流管理廉洁性。头部国资背景供应链企业有望进一步保持领先优势，SPD收入贡献占比较高的个股预计维持高速增长。
- **受益标的：**国药控股、塞力医疗、九州通、国新健康、国科恒泰、润达医疗、上海医药、华润医药。

图表32：SPD项目中标数近年高速增长



资料来源：器械之家公众号、中邮证券研究所

图表33：SPD提升院内物品运转效率



资料来源：国家药监局、中邮证券研究所

图表34：SPD 市场规模有望达数百亿

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
单个医院每年 SPD 项目值 (百万元)	500	600	720	864	1037
三级医院（三甲）渗透率	40%	50%	60%	70%	80%
三级医院（非三甲）渗透率	20%	30%	40%	50%	60%
二级医院渗透率	1.50%	2.50%	3.50%	4.50%	5.50%
一级医院渗透率	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
未定级医院渗透率	0.30%	0.45%	0.60%	0.75%	0.90%
市场规模：亿元	62.0	103.4	158.8	232.2	328.6

资料来源：中邮证券研究所

2.5 医疗服务：2023年前三季度医疗服务标的收入稳健增长

- 由于2022年各季度同期为非正常基数，季度收入增速波动较大，综合前三季度来看：
- **眼科**：Q1-Q3仍保持20%+yoy，受弱复苏影响小，增速稳健。
- **体检**：行业需求稳定，龙头竞争力提升带来客户结构持续优化，收入保持10%+yoy。
- **综合医院**：由于处于床位快速爬坡期，叠加2022年同期。
- **口腔**：种植牙集采叠加消费弱复苏，且公司处于分院培育期，2023年前三季度业绩承压。
- **肿瘤**医疗服务前期基数正常，收入个位数增长，部分医院由于DRGs收入略有下滑。
- **康复**标的三星医疗外延促进收入高增长。
- **ICL**由于新冠业务高基数收入下滑，常规ICL前三季度仍保持较好增长。

图表35：2023年前三季度收入增长情况

公司名称	2023年同比收入增速 (%)					2021-2023上半年CAGR (%)	2021-2023前三季度CAGR (%)
	Q1	Q2	Q3	H1	Q1-Q3		
爱尔眼科	20.44	32.81	17.22	26.45	22.95	18.12	17.64
华厦眼科	15.10	38.06	17.44	26.30	22.98	16.26	16.39
普瑞眼科	整体	38.73	72.85	45.13	54.88	51.19	27.58
	剔除光明眼科				43.52		22.81
何氏眼科	26.91	38.80	6.51	32.66	22.38	15.61	12.60
光正眼科	整体	16.23	112.69	21.44	60.08	44.49	1.71
	医疗业务				72.69		2.88
美年健康	53.82	46.46	(1.11)	49.87	24.81	14.22	11.16
国际医学	247.40	50.78	34.05	106.91	74.70	30.06	27.76
环球医疗	整体	21.80		16.14	15.00	15.10	
	医疗业务	56.00		33.81	9.00	31.19	
新里程	2.25	8.96	11.09	5.60	7.51	4.19	6.17
通策医疗	3.04	3.71	0.11	3.38	2.12	1.70	1.13
盈康生命	整体	35.09	17.91	31.64	25.90	27.82	55.65
	医疗服务				6.35		3.36
信邦制药	整体	1.70	5.50	1.56	3.59	2.92	2.52
	医疗服务				(5.71)		(4.50)
三博脑科	17.55	22.88	7.66	20.22	15.71	6.27	5.72
三星医疗	整体	13.42	36.63	11.40	26.17	20.81	28.79
	医疗服务				45.42		41.28
迪安诊断	整体	(30.48)	(40.86)	(29.25)	(36.37)	(34.15)	8.69
	常规ICL				27.53		20.63
金城医学	整体	(50.19)	(46.05)	(48.63)	(48.17)	(48.32)	(11.13)
	常规ICL	19.52	23.72	7.31	21.60	16.65	9.53

资料来源：ifind、各公司公司公告、中邮证券研究所

2.5 医疗服务：2023年前三季度医疗服务标的盈利能力稳中有升

- **毛利率：**眼科皆实现正增长；美年健康、国际医学由于2022年同期收入规模较低导致固定成本摊薄明显，毛利率基数低由此形成高增长；通策医疗毛利率略有下滑，主要系种植业务均价下降；盈康生命和三星医疗毛利率明显提升；信邦制药略有下滑，预计与DIP支付有关；ICL由于前期有较多高毛利新冠收入导致下降明显。
- **净利率：**扣非净利率除了ICL，基本实现增长，提升幅度最大的是国际医学，其次为光正眼科、美年健康。

图表36：2023年前三季度盈利能力变化情况

	毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	扣非净利率	归母净利润率
爱尔眼科	0.02%	0.37%	-0.97%	0.55%	0.00%	0.02%
华夏眼科	2.59%	0.90%	0.84%	-0.52%	0.01%	0.02%
普瑞眼科	1.10%	-2.59%	-2.00%	-0.56%	0.04%	0.08%
何氏眼科	2.80%	-0.68%	1.56%	-0.51%	0.02%	0.02%
光正眼科	6.91%	-1.19%	-4.56%	-1.00%	0.15%	-0.22%
美年健康	8.06%	-0.87%	-1.55%	-0.77%	0.11%	0.10%
国际医学	18.58%	0.03%	-9.84%	-2.32%	0.31%	0.37%
新里程	1.83%	-1.97%	4.72%	-0.87%	-0.01%	-0.03%
通策医疗	-0.56%	0.02%	0.01%	0.23%	-0.01%	-0.01%
盈康生命	3.85%	1.80%	0.61%	-0.02%	0.02%	0.02%
信邦制药	-0.25%	-1.03%	-0.25%	-0.36%	0.01%	0.00%
三博脑科	0.04%	0.10%	-0.74%	-0.85%	0.01%	0.01%
三星医疗	5.23%	0.09%	0.94%	-0.35%	0.04%	0.08%
迪安诊断	-8.31%	1.45%	0.03%	0.22%	-0.11%	-0.10%
金域医学	-7.38%	2.44%	4.03%	-0.01%	-0.14%	-0.11%

资料来源：iFinD、各公司公司公告、中邮证券研究所

2.5 医疗服务：眼科诊疗需求稳固基本盘，视光或为后续核心增长引擎

- **消费眼科方面**，2019年以来，爱尔眼科、华厦眼科、何氏眼科、光正眼科视光业务增速在正常经营年份皆超过屈光（除2020年和2022年），2023H1视光业务增速明显高于屈光。**需求方面**，我们认为当前时点消费下行影响仍在，视光业务针对的青少年近视防控需求在疫情期间明显增加，该类需求更为刚性，且平均客单价较低，受消费降级影响有限。**供给方面**，较多眼科公司提出加大发展视光业务，爱尔眼科已有200多家视光诊所，后续进一步下沉市场，华厦眼科也在有序推进200家视光中心落地。考虑到龙头屈光价格基本保持稳定，综合当下消费趋势的不确定性，我们认为发展视光业务确定性更高，视光也有望成为继屈光后的核心增长引擎。
- **基础眼科方面**，2021H1-2023H1白内障收入CAGR明显高于以前年度，表明2020年疫情以来积累需求在该期间得到持续释放，且2023H1释放更加明显，表明白内障诊疗需求依然旺盛；2021H1-2023H1眼病增速虽低于白内障，但整体增速更为稳健，仍有望保持10%左右增速。

图表37：视光业务增速自2019年来基本高于屈光

收入增速		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2022年收入占比
爱尔眼科	视光	26%	31%	27%	38%	12%	30%	23%
	屈光	46%	26%	23%	27%	15%	17%	39%
华厦眼科	视光	43%	35%	18%	36%	10%	18%	12%
	屈光	53%	31%	20%	32%	12%	14%	33%
普瑞眼科	视光	28%	23%	13%	34%	-6%	53%	15%
	屈光	46%	40%	24%	30%	11%	33%	56%
何氏眼科	视光	36%	37%	23%	26%	1%	17%	37%
	屈光	39%	25%	15%	14%	2%	18%	21%
光正眼科	视光			4%	20%	-6%	46%	16%
	屈光			7%	19%	-23%	34%	44%

资料来源：各公司公司公告、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表38：白内障需求快速释放，眼病收入增长稳健

		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2021H1-2023H1 CAGR
爱尔眼科	白内障	9%	14%	11%	12%	-2%	60%	25%
	眼病	51%	27%	14%	24%	-2%	20%	8%
华厦眼科	白内障	38%	1%	-9%	15%	-1%	45%	-
	眼病	20%	12%	-7%	13%	-2%	36%	-
普瑞眼科	白内障	14%	-12%	0%	5%	-7%	137%	46%
	眼病	14%	14%	9%	29%	-13%	71%	22%
何氏眼科	白内障	15%	7%	1%	3%	-15%	76%	21%
	眼病	32%	8%	14%	-1%	-1%	52%	19%
光正眼科	白内障			-36%	2%	-40%	159%	8%
	眼病			-28%	12%	-20%	104%	9%
朝聚眼科	基础眼科		30%	43%	40%	5%	24%	19%
	消费眼科		9%	-5%	14%	-7%	37%	16%

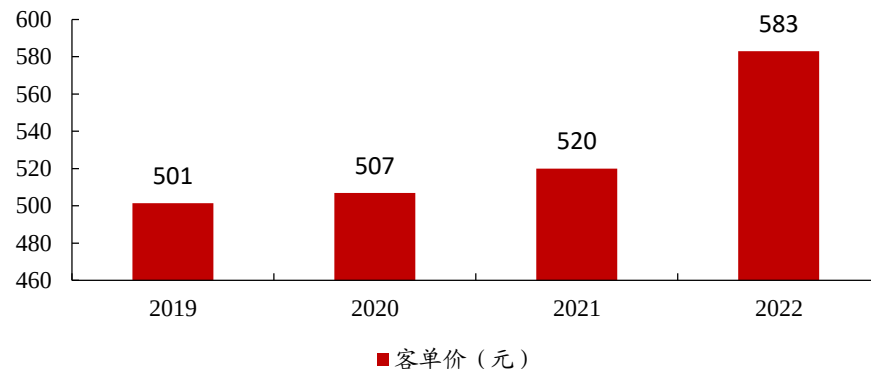
资料来源：各公司公司公告、中邮证券研究所

2.5 医疗服务：体检-美年健康：行业&公司皆具备强 α 属性

- **从行业来看**，民营体检在民营医疗服务中受消费下行影响小：需求刚性，收入大部分来自B端，基本为年度员工体检。**从公司来看**，优质龙头仍有提价空间，不同于其他医疗服务行业，体检龙头在发展初期采取低价策略跑马圈地，价格和公立体检机构差距较大，近年来专攻内生管理改善，提升医疗、服务质量，相比其他民营体检机构，在门店数量优势的基础上，新增创新产品等差异化优势，在行业整体需求稳健、优质需求紧缺的环境下，对终端客户的选择权逐步扩大，公司加大政企大单的开发，2023年前三季度客单800元以上的门店占比提升2%，600元-800元的门店占比从21%提升至27%，客单400元-500元的门店占比从27%降至20%，客户机构持续优化，由此**有望实现持续客单价提升，此为中长期核心收入增长引擎。**

- 展望2024年，公司有望保持客单价10% yoy，叠加客流增量，实现收入双位数增长，利润方面，由于收入覆盖固定成本费用后加速提增利润，且公司处于数字化转型关键阶段，提质增效措施成效显现，阶段性的利润波动不改长期净利率提升趋势，成长空间大。

图表39：2021年起客单价快速提升(元)



资料来源：美年健康公司公告、中邮证券研究所

图表40：疫情期间由于成本固定拉低单店利润率

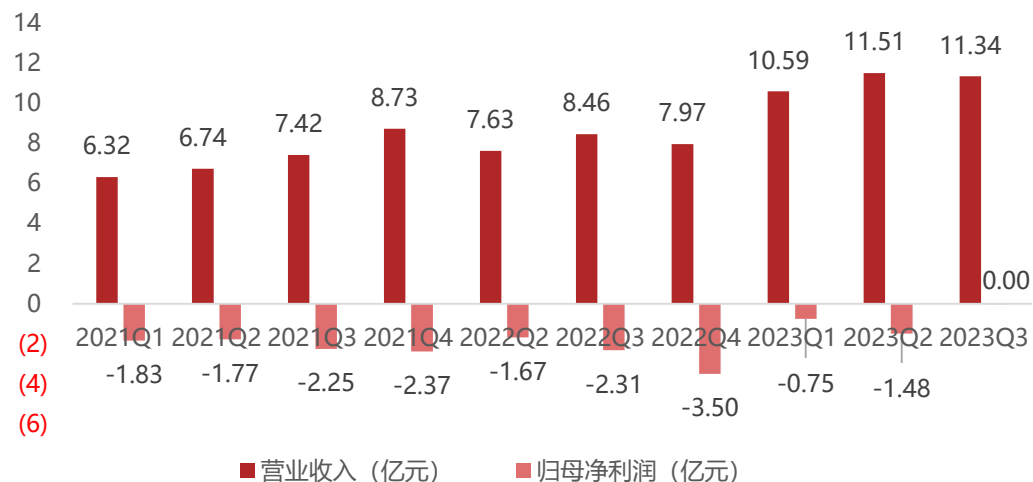
单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入	62.33	84.58	85.25	78.15	92.16	85.33
营业成本	33.06	44.36	47.90	49.19	55.80	56.02
毛利额	29.27	40.23	37.35	28.96	36.36	29.30
毛利率	46.96%	47.56%	43.81%	37.05%	39.46%	34.34%
销售费用	14.88	20.27	20.31	18.85	21.02	20.13
销售费用率	23.87%	23.96%	23.83%	24.12%	22.81%	23.59%
管理费用	4.64	5.78	6.03	5.74	7.17	7.11
管理费用率	7.44%	6.83%	7.08%	7.34%	7.78%	8.34%
门店经营利润	9.76	14.18	11.00	4.37	8.17	2.06
门店经营利润率	15.65%	16.77%	12.91%	5.59%	8.87%	2.41%

资料来源：美年健康公司公告、中邮证券研究所

2.5 医疗服务：综合医院：经营稳健，业绩有望持续提升

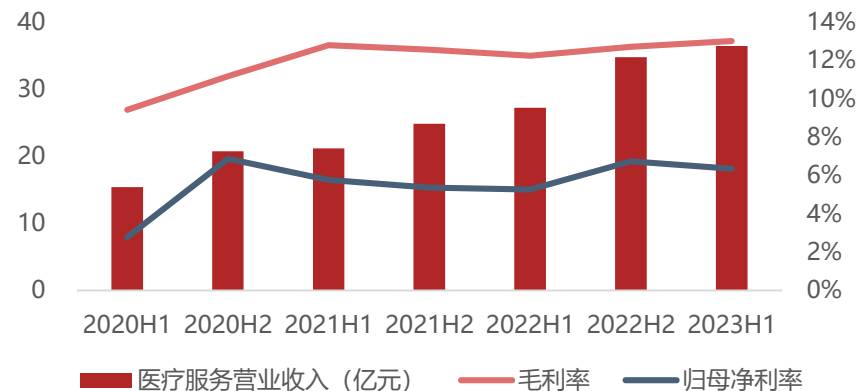
- 综合医院我们主要看好两类企业，一是自身处于快速成长期的区域性医院机构——国际医学，二是通过改革实现经营效率持续向上的医院集团——环球医疗/新里程。
- 国际医学：**1) 旗下医院所在西安市辐射西北地区，医疗资源供不应求，公司在当地已建立优质口碑，基本医疗稳健发展，消费医疗快速增长，收入逐季提升，利润也逐步减亏，截至2023Q3归母净利润仅亏损6万元，较大概率在2023年底前实现单月盈亏平衡；2) 展望2024年，公司预计仍保持季度收入增长态势，利润弹性大。
- 环球医疗/新里程：**两家公司在改革下呈现季度/半年度收入持续增长态势，盈利能力持续提升，且新建/并购等扩张计划陆续落地，内生改善+外延扩张促进快速发展。

图表42：国际医学收入逐季增长，利润呈现减亏趋势



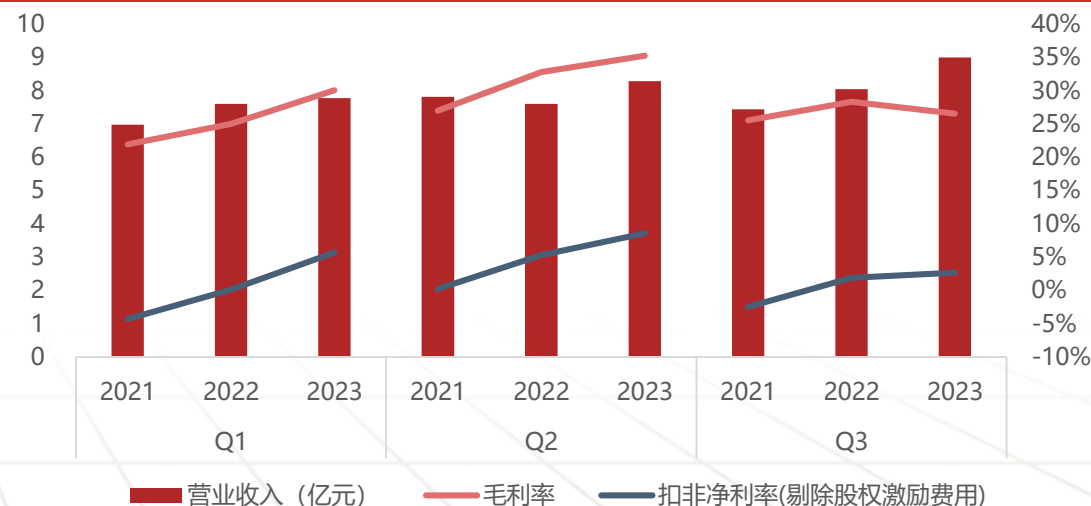
资料来源：公司公告、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表41：环球医疗医院集团业绩持续提升



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

图表43：新里程收入同比持续提升，盈利能力持续向上



资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2.5 医疗服务：业绩有望迎来拐点的专科龙头：IVF、口腔、肿瘤、ICL

- **辅助生殖行业**近期迎来政策利好，10月25日中国香港特区提出系列鼓励生育措施，10月27日广西壮族自治区医疗保障局发布通知将9个治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入医保报销范围，此前已有北京、大连将辅助生殖类部分项目纳入医保，我们认为行业渗透率有望加速提升。**锦欣生殖**除了受益于行业政策利好，**展望2024年，促进公司业绩增长的驱动力包括：内生恢复**（武汉恢复 ARS 业务/老挝试营业促进收入增长，美国盈利能力恢复/武汉减亏促进利润增长）**+产能扩张**（深圳医院拟2024Q2 搬迁/美国持续招募医生）**+业务扩张**（中国香港冻卵业务快速增长）**+外延加速**（积极主动寻找国内和东南亚并购机会）。
- **口腔标的通策医疗**由于种植牙集采的行业政策影响，同时受到消费下行的环境影响，且自身处于分院培养期，总院医生分流至分院助力业务开展，2023年整体业绩承压。后续随着蒲公英分院步入成熟期（截至2023H1蒲公英分院整体净利率为8.7%，和公司整体净利率仍有较大差距）、集采种植牙颗数逐步加速增长（2023Q3+58%，2023前三季度+46%），公司有望迎来业绩拐点。
- **肿瘤医疗服务**：床位扩充以及床位使用率的提升仍然是肿瘤服务重要的驱动力，**海吉亚医疗**内生积极布局现有医院二期项目以及新建医院项目，外延持续积极寻找优质标的；**盈康生命**预计2024年装入大股东旗下的运程医院；**信邦制药**白云医院新门诊大楼建设稳步推进，随着床位数增加并稳步爬坡，2024年业绩有望实现较快增长。
- **ICL**由于有高额核酸检测业务收入导致收入下滑，但拆分常规ICL来看，**迪安诊断**2021H1-2023H1收入CAGR保持20%+，且2023H1收入增速达到27.53%；**金域医学**在2023年上半年保持20%左右增速。2023Q3由于医疗监管相关政策导致院内检测需求增速皆有下滑，但随着院内需求恢复正常，常规ICL业务增速将快速恢复，且2024年起面临利润较低基数（2023年应收账款减值），预计利润拥有较大弹性。目前ICL积极布局阿尔兹海默症等大病种检测，有望借助其院内渠道，相关检测品种有望快速放量。

2.5 医疗服务：受益标的

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300015.SZ	爱尔眼科	17.71	25.2	34.5	44.7	57.1	8.6%	36.5%	29.8%	27.6%	65.4	47.9	36.9	28.9
301267.SZ	华厦眼科	41.44	5.1	6.9	8.9	11.5	12.5%	34.9%	29.5%	28.9%	68.0	50.4	38.9	30.2
603882.SH	金域医学	68.53	27.5	8.6	12.9	16.5	24.0%	-68.7%	49.7%	28.1%	11.7	37.3	24.9	19.4

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2023年11月10日）

■ 弹性标的

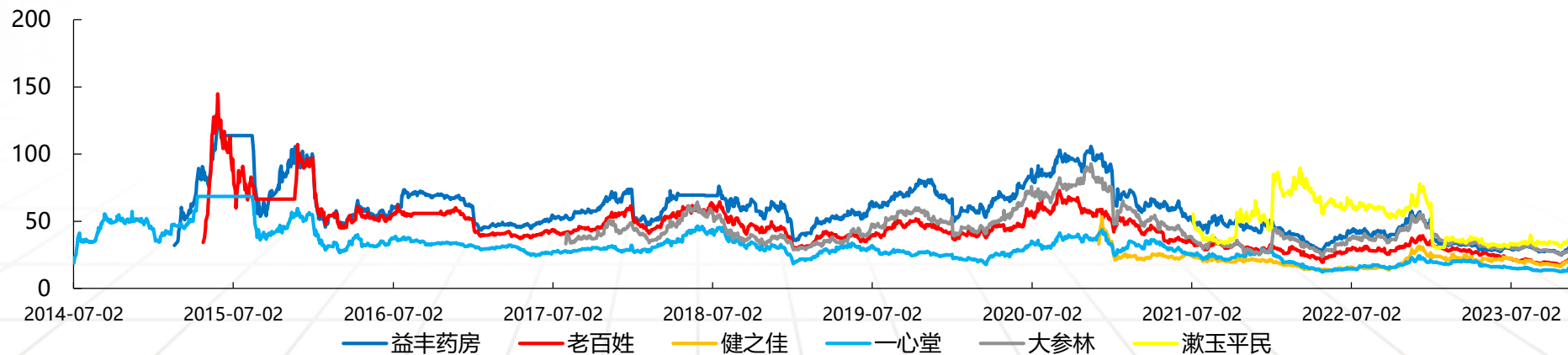
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000516.SZ	国际医学	9.23	-11.8	-1.6	2.3	5.2	-43.1%	-86.0%	-238.7%	129.2%	-17.7	-127.0	91.6	39.9
002044.SZ	美年健康	5.94	-5.3	5.8	8.3	10.8	-965.8%	-208.3%	43.6%	29.8%	-43.6	40.3	28.0	21.6
301239.SZ	普瑞眼科	101.50	0.2	3.0	3.3	4.4	-78.1%	1380.3%	8.1%	33.5%	738.3	49.9	46.1	34.6
002219.SZ	新里程	3.29	1.6	1.9	2.8	3.9	141.9%	22.9%	47.2%	39.8%	71.5	58.2	39.5	28.3
300244.SZ	迪安诊断	24.39	14.3	8.9	12.3	14.9	23.3%	-38.2%	38.6%	21.4%	10.7	17.2	12.4	10.3
3309.HK	希玛眼科	3.69	-19.4	54.4	76.4	137.3	-208.6%	-380.4%	40.5%	79.8%	-283.7	80.6	57.3	31.9

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2023年11月10日）

2.6 药店：优选 α

- **2024年业绩向好确定性强，估值具备性价比：**从业绩角度看疫情高基数因素即将消化，9、10月同店回暖明显，2024年业绩改善确定性强。政策推动处方外流，反腐常态化背景下，处方向院外流出是大趋势，零售药店纳入门诊统筹带来收入快速增长，客流、客单有望持续提升。
- **龙头药房经营具备韧性，进入万店阶段后持续提升管理能力。**中康瓴速数据显示，全国药店每日店均销售额、订单量、客单价从9月起持续回升，市场回暖趋势明显。从增速上来看，龙头药房收入增速明显高于行业平均增速水平，在负面因素扰动下，龙头药房展现出了经营韧性。进入万店阶段后，龙头药房通过数字化等方式持续提升管理能力，预计来年负面影响逐渐出清后龙头药房经营优势有望进一步显现。
- **持续高速扩张，新开店有望后续贡献业绩。**2021年起各大药房开店速度整体提升，2024年有望保持高速扩张。新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。
- **零售药店赛道建议关注个股机会，我们看好具有大并购项目落地预期，以及估值性价比突出的标的。建议关注（弹性和稳健不分先后）：**弹性：漱玉平民、健之佳、大参林。稳健：益丰药房、老百姓、一心堂。

图表44：零售药店板块业绩确定性强，当前处于估值低位，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2023年11月21日）

2.6 药店：2023Q3业绩总结：利空因素逐步消化，回暖趋势明显

- 回顾2022年，零售药店前三季度受到疫情影响客流、四类药管控等因素影响，药房业绩有所波动。12月防疫政策优化后，四类药需求激增，零售药店业绩呈前低后高趋势。业绩动荡影响因素第一位为疫情，第二为医保切换。全国医保切换2-3个月停止医保，政策出台如保健品停止刷卡，医保切换从21年至2022上半年停止。下半年四类药逐步上架，医保切换影响消除。

图表45：2022年零售药店业绩呈前低后高趋势

零售药店	单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3
益丰药房	营业收入	4148	4602	4598	6539	19886	5266	5441	5181
	YOY	14.29%	23.81%	28.01%	49.00%	29.75%	26.94%	18.23%	12.70%
	归母净利润	272	304	247	442	1266	336	369	294
	YOY	12.82%	15.46%	29.27%	130.30%	42.54%	23.60%	21.20%	18.96%
老百姓	营业收入	4141	4850	4785	6399	20176	5441	5370	5231
	YOY	13.81%	26.90%	25.30%	44.90%	28.54%	31.39%	10.72%	9.31%
	净利润	242	215	153	175	785	291	222	203
	YOY	6.26%	20.41%	20.79%	28.35%	17.29%	20.49%	3.36%	32.78%
大参林	营业收入	4677	5044	5097	6430	21248	5947	6045	5731
	YOY	15.22%	26.90%	25.30%	44.90%	26.78%	27.16%	19.85%	12.44%
	归母净利润	384	330	209	112	1036	497	421	257
	YOY	12.82%	8.15%	21.06%	515.08%	30.90%	29.29%	27.49%	22.90%
一心堂	营业收入	3995	3970	4060	5406	17432	4436	4240	4137
	YOY	16.53%	26.90%	25.30%	44.90%	19.50%	11.02%	6.81%	1.89%
	归母净利润	179	239	259	333	1010	239	265	181
	YOY	-31.17%	-9.26%	7.95%	110.95%	9.59%	33.49%	10.99%	-30.02%
健之佳	营业收入	1450	1556	1703	2805	7514	2167	2171	2162
	YOY	24.28%	26.90%	25.30%	44.90%	43.54%	49.41%	39.52%	26.96%
	归母净利润	29	59	105	171	363	76	82	120
	YOY	-54.64%	1.53%	41.94%	63.67%	20.90%	159.84%	39.49%	14.88%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6 药店：2023Q3业绩总结：利空因素逐步消化，回暖趋势明显

- 2023年前三季度，零售药店正面受到二阳、流感等推动，负面受到疫情品种去库存、医保个账改革、刷卡品种变动、统筹落地节奏不可控等因素影响，业绩有所波动。
- 从盈利能力来看，随着加盟门店的迅速增加，批发业务收入占比提升迅速，整体拉低毛利率水平，但随着头部药房进入万店阶段，龙头药房规模优势显现，净利率水平整体稳中有升。

图表46：2023年前三季度零售药店板块净利率整体稳中有升

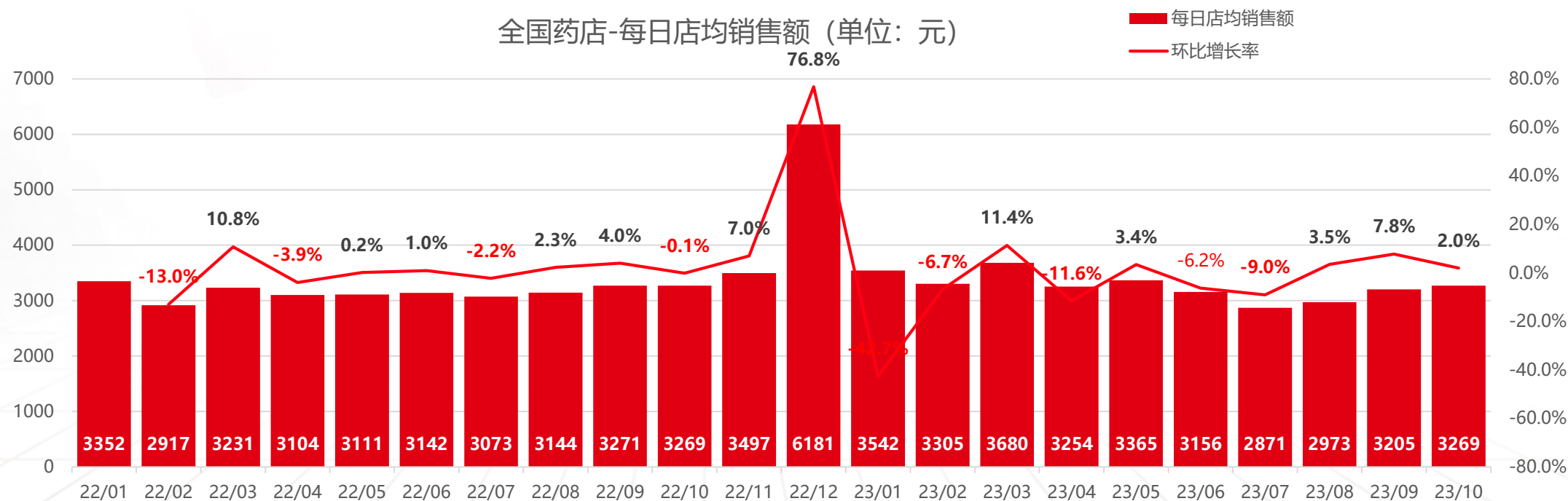
证券代码	603939.SH	603883.SH	605266.SH	002727.SZ	603233.SH	301017.SZ
证券简称	益丰药房	老百姓	健之佳	一心堂	大参林	漱玉平民
营收（亿元）	158.88	160.42	65.00	128.13	177.23	65.34
YOY	19.0%	16.4%	38.0%	6.5%	19.6%	24.5%
归母净利润（亿元）	9.99	7.17	2.78	6.86	11.74	1.62
YOY	21.3%	17.5%	42.0%	1.3%	27.2%	24.5%
毛利率（%）	39.5	32.5	35.9	33.1	37.1	30.1
2022Q3毛利率	40.9	32.8	36.6	35.2	38.8	28.7
变动pct	-1.4	-0.3	-0.7	-2.1	-1.7	1.4
净利率（%）	7.1	5.3	4.3	5.4	6.9	2.4
2022Q3净利率	6.9	5.2	4.1	5.6	6.2	2.4
变动pct	0.2	0.1	0.2	-0.2	0.7	0.0

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.6 药店：零售药店市场7、8月触底，9、10月回暖趋势明显

- 中康瓴速数据显示，全国药店每日店均销售额、订单量、客单价从9月起持续回升，市场回暖趋势明显。从增速上来看，龙头药房收入增速明显高于行业平均增速水平，在负面因素扰动下，龙头药房展现出了经营韧性，我们预计来年负面影响逐渐出清后龙头药房经营优势有望进一步显现。
- 9、10月同店恢复的原因：一是个账改革逐步落地，个账金额减少带来业绩影响到7月达到了最低点；二是门诊统筹资质逐步取得，门诊统筹门店收入贡献9、10月贡献逐渐增加。

图表47：自8月起每月店均销售额持续提升

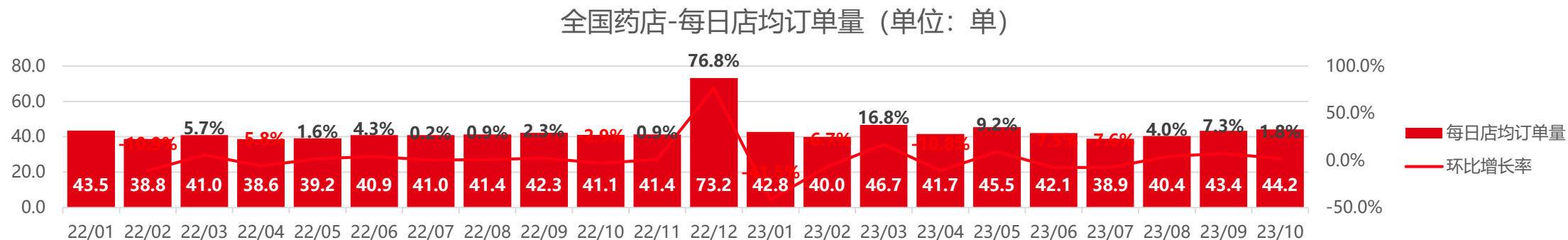


资料来源：中康数据、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

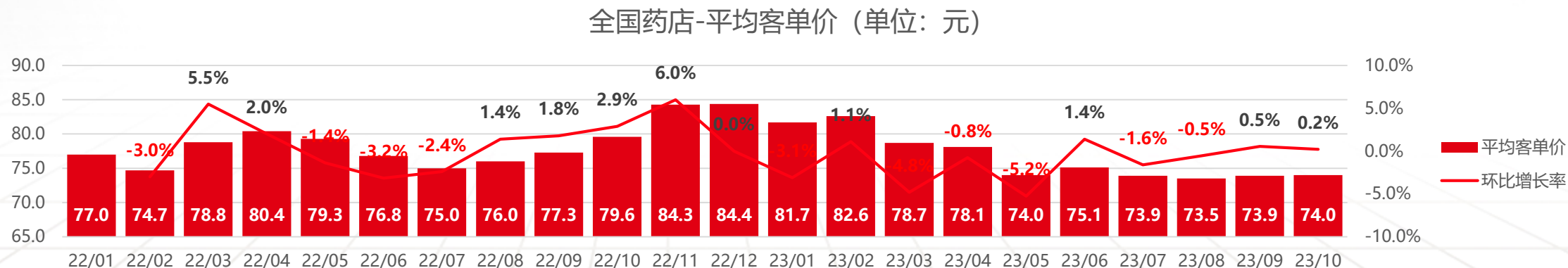
2.6 药店：零售药店市场7、8月触底，9、10月回暖趋势明显

图表48：每日店均订单量的增长是驱动销售额增长的关键



资料来源：中康数据、中邮证券研究所

图表49：零售药店客单价总体保持稳定



资料来源：中康数据、中邮证券研究所

2.6 药店：规模扩张仍是主旋律，万店阶段后管理要求升级

- **内生是药店增长的基石，外延并购为零售药店业绩带来最直接贡献，龙头药店内生自建+外延并购带动业绩增长。**自建方面，2021年起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。外延并购方面，并购为零售药店业绩带来最直接贡献，以健之佳为例，2022年收购河北唐人实现营收16.36亿元（+11.4%），净利润1.09亿元（+27.5%），毛利率提升0.4pct达到35.6%，净利率提升0.8pct达到6.7%。

图表50：2023年零售药店保持高速扩张

2023Q3	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
总门店数	12350	12993	13065	10008	4711	6778
直营店总数	9562	9305	8945	10008	4711	4015
加盟店总数	2788	3688	4120	0	0	2763
当期新增直营门店数	1414	1446	1479	-	664	691
其中新开	1046	1019	-	-	603	284
其中并购	368	427	-	-	61	407
当期新增加盟店	826	1681	1230	-	0	632
当期关闭门店数	158	179	427（直营关闭183）	-	8	1
当期净增加门店数	2082	2948	2282	802	656	1322

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51：龙头药房直营门店数量稳健增长

	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
截至2022年底						
总门店数	10268	10045	10783	9206	4055	5456
直营门店数	8306	8038	7649	9206	4055	3325
加盟门店数	1962	2007	3134	0	0	2131
截至2023Q3						
总门店数	12350	12993	13065	10008	4711	6778
直营门店数	9562	9305	8945	10008	4711	4015
加盟门店数	2788	3688	4120	0	0	2763
直营门店增速	15.1%	15.8%	16.9%	8.7%	16.2%	20.8%

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

2.6 药店：受益标的

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603939.SH	益丰药房	37.88	12.7	14.7	18.2	22.4	42.5%	15.9%	24.3%	22.9%	30.2	26.1	21.0	17.1
603883.SH	老百姓	28.95	7.8	9.4	11.4	13.9	17.3%	19.1%	21.8%	22.0%	21.6	18.1	14.9	12.2
002727.SZ	一心堂	25.59	10.1	11.1	13.1	15.2	9.6%	10.1%	18.1%	16.0%	15.1	13.7	11.6	10.0
600998.SH	九州通	7.48	20.9	24.5	28.4	33.3	-14.8%	17.7%	15.8%	17.1%	11.7	11.9	10.3	8.8

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2023年11月10日）

■ 弹性标的

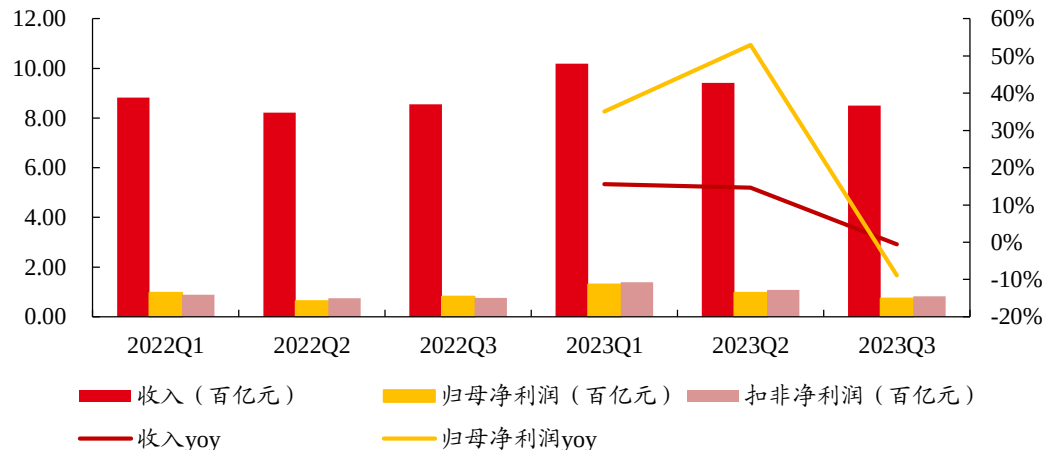
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
301017.SZ	漱玉平民	20.50	2.3	2.7	3.7	4.7	99.6%	19.6%	33.3%	29.0%	36.2	30.3	22.7	17.6
605266.SH	健之佳	58.25	3.6	4.2	5.2	6.5	20.9%	15.1%	25.6%	24.4%	20.7	18.0	14.3	11.5
603233.SH	大参林	25.40	10.4	13.2	16.6	20.5	30.9%	27.5%	25.7%	23.3%	27.9	21.9	17.4	14.1

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2023年11月10日）

2.7 中药：2023Q3院内中药标的的增长普遍承压，OTC则实现正向增长

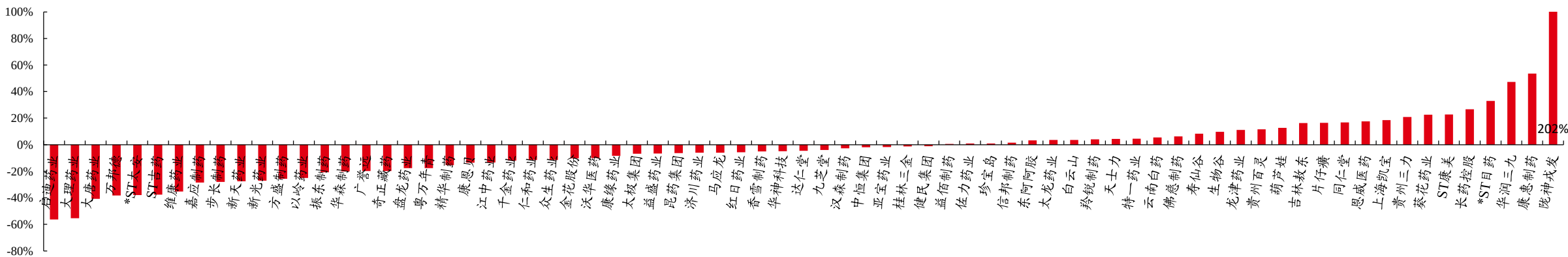
■ 中药板块2023年前两个季度收入增速皆为15%左右，Q3收入增速下降至-0.56%：根据ifind统计，59%中药标的2023Q3收入同比下滑，主营较多为院内中药，预计与医疗监管相关政策影响有关；实现收入增长的标的较多为OTC中药，例如葵花药业、贵州三力、同仁堂、片仔癀、吉林敖东、葫芦娃、贵州百灵、寿仙谷、云南白药、羚锐制药、东阿阿胶等，但天士力作为院内中药标的仍实现心脑血管用药（占医药工业收入比为72%）2023Q3收入同比增长11.8%。

图表52：2023Q3中药板块收入利润增速皆下滑



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表53：2023Q3较多院内中药标的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：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

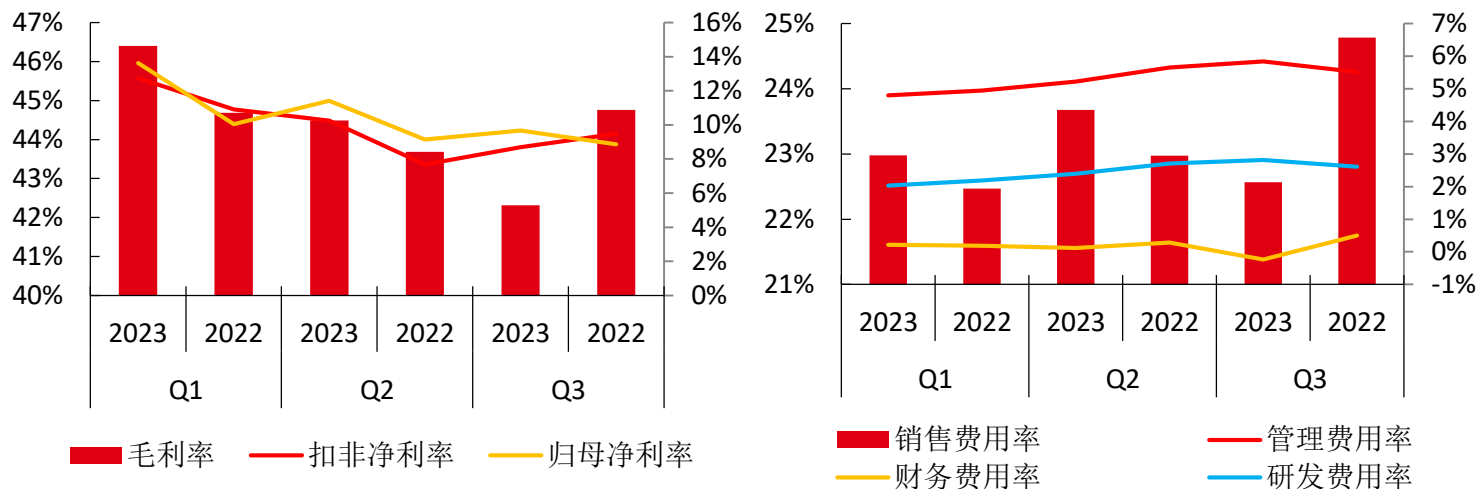
2.7 中药：2023Q3中药板块毛利率下滑，销售费用率明显下降

■ **毛利率：**2023Q3中药板块毛利率同比下滑2.45pct，根据ifind统计，44%中药标的2023Q3毛利率下滑，主要因为集采导致相关标的毛利率下降较明显。**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，广誉远、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂等公司毛利率提升。**院内中药**康缘药业、方盛制药、新天药业毛利率增加1pct左右，盈利能力稳健。

■ **费率：**2023Q3中药板块**销售费用率**同比下降明显（-2.22pct），60%中药标的2023Q3销售费用率同比下降，42%中药标的2023Q3销售费用率同比且环比下降，医药反腐成效明显，利于行业优化费用投入，中长期来看，诊疗需求总量稳中有升，具备明确疗效和安全性的品种市占率将加速提升。

■ **净利率：**2023Q3中药板块**归母净利率**略有提升（+0.82pct），**扣非净利率**略有下降（-0.79pct，主要系目前集采主导的整体毛利率下降幅度大于销售费用率下降幅度）。

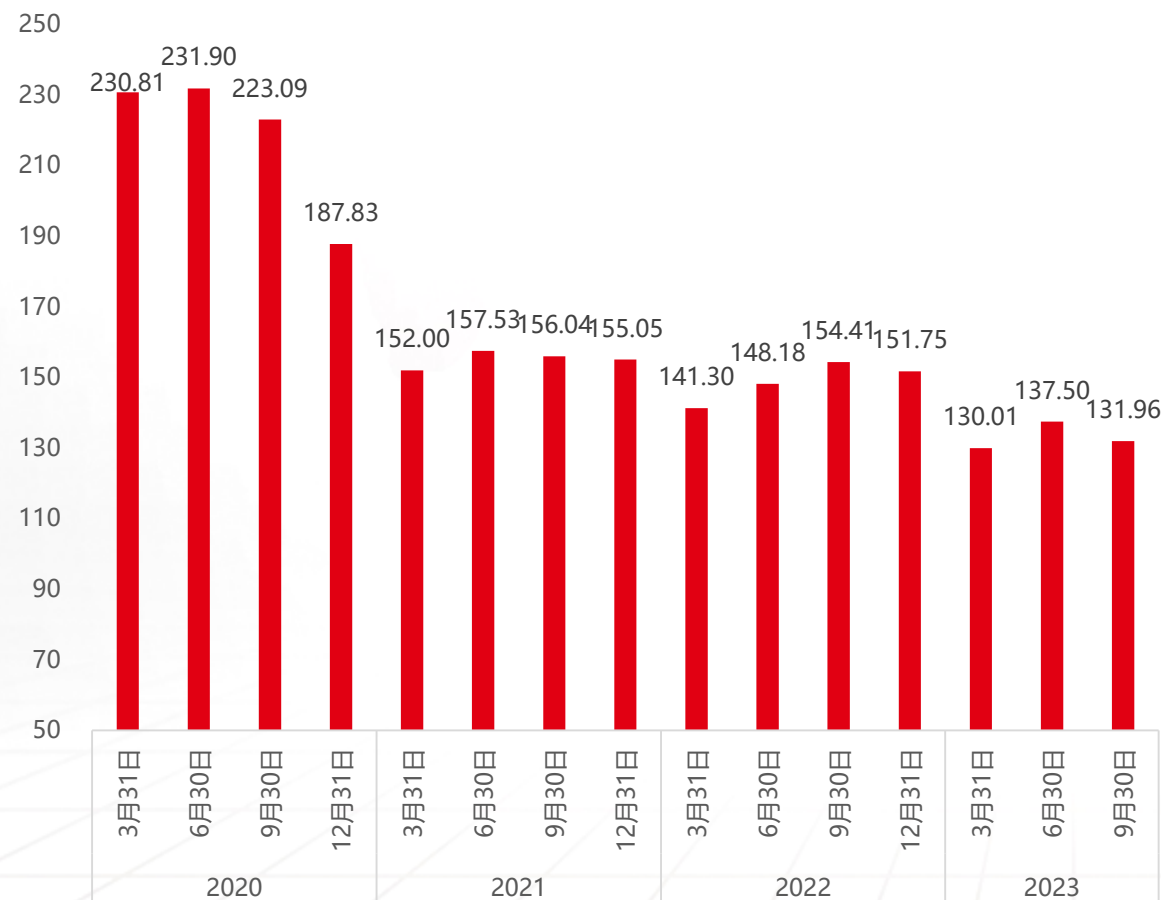
图表54：2023Q3中药板块毛利率下滑，销售费用率明显下降，净利率提升



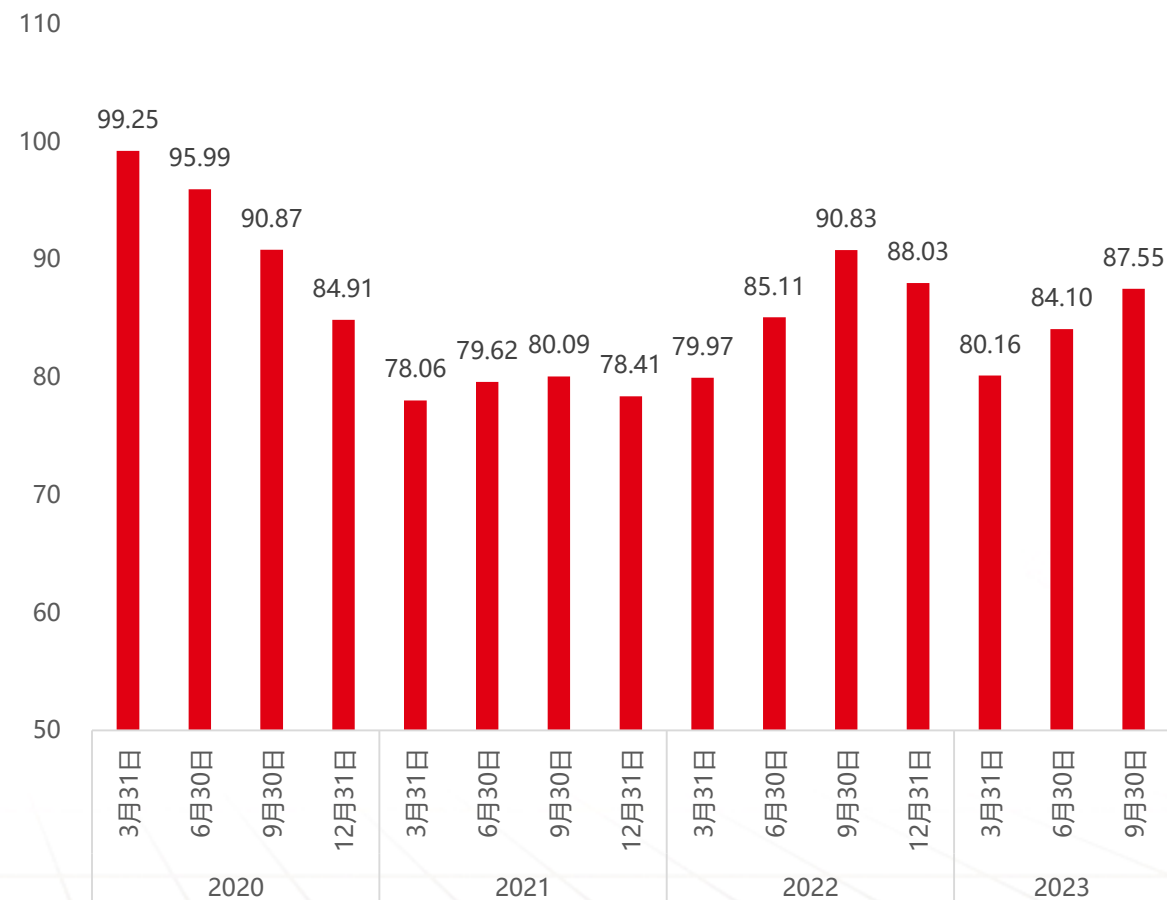
资料来源：iFinD、中邮证券研究所 注：左图左轴为毛利率，右图左轴为销售费用率

2.7 中药：2023年9月底中药板块整体营运效率仍在提升

图表55：中药板块存货周转天数持续下降，目前处于较低水平



图表56：2023年9月底中药板块应收账款周转天数同比减少



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

2.7 中药：前三季度增长高于预期的公司主要为中药OTC

- 我们选取三季报发布前的10月1日ifind一致预期和实际三季度业绩对比，业绩符合或超预期标的主要为中药OTC企业：收入和利润皆超预期的有同仁堂、葵花药业、贵州三力，收入增长超预期利润符合预期的有华润三九，利润超预期收入符合或略低于预期的有东阿阿胶、云南白药、健民集团、康恩贝、济川药业，天士力收入利润皆基本符合预期。

图表57：2023年前三季度业绩符合或超预期标的主要为中药OTC企业

单位：%	yoy	2023Q1-3	2023E	2024E	2025E
东阿阿胶	收入	12.53	19.66	16.95	17.29
	归母净利润	52.79	35.79	22.35	23.23
云南白药	收入	10.30	10.15	9.49	9.13
	归母净利润	78.90	40.64	12.15	12.16
同仁堂	收入	25.88	18.75	14.56	14.22
	归母净利润	38.67	23.06	17.95	17.85
华润三九	收入	53.65	46.97	13.06	13.25
	归母净利润	23.06	23.35	15.98	15.26
健民集团	收入	10.95	16.99	15.95	15.76
	归母净利润	31.85	26.27	23.48	23.23
葵花药业	收入	31.14	19.05	9.87	14.55
	归母净利润	67.20	39.36	9.72	15.91
贵州三力	收入	36.52	31.97	33.61	22.50
	归母净利润	52.42	30.81	28.93	24.89
康恩贝	收入	15.51	18.44	14.26	13.32
	归母净利润	171.76	97.48	24.43	18.08
天士力	收入	7.15	7.30	9.35	9.41
	归母净利润	400.03	479.40	17.35	14.61
济川药业	收入	10.91	11.13	9.73	12.30
	归母净利润	22.11	14.53	11.41	14.02

资料来源：iFinD、中邮证券研究所 注：2023-2025年收入、归母净利润皆为ifind一致预期（2023年10月1日，即三季报发布前）

2.7 中药：受益标的

■ 稳健标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600285.SH	羚锐制药	16.18	4.7	5.5	6.5	7.7	28.7%	17.8%	18.9%	17.8%	19.7	16.7	14.1	12.0
600085.SH	同仁堂	50.77	14.3	18.1	21.3	25.0	16.2%	27.0%	17.8%	17.3%	48.8	38.5	32.6	27.8
600535.SH	天士力	14.91	-2.6	10.5	12.4	14.1	-110.9%	-508.8%	18.1%	13.8%	-87.2	21.3	18.1	15.9
000989.SZ	九芝堂	10.73	3.6	4.4	5.4	6.8	32.8%	21.3%	25.0%	24.2%	25.6	21.1	16.9	13.6

资料来源：中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2023年11月10日）

■ 弹性标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002424.SZ	贵州百灵	8.23	1.4	3.2	4.6	6.7	16.6%	129.3%	45.1%	45.3%	84.0	36.7	25.3	17.4
002737.SZ	葵花药业	24.57	8.7	12.0	12.5	14.7	23.1%	38.6%	3.6%	18.1%	16.5	11.9	11.5	9.8
002275.SZ	桂林三金	14.73	3.3	4.7	5.7	6.7	-4.1%	42.6%	21.0%	17.7%	23.57	18.81	15.55	13.21
002873.SZ	新天药业	12.48	1.1	1.4	1.7	2.0	12.1%	25.5%	20.2%	20.1%	30.12	20.98	17.46	14.54

资料来源：中邮证券研究所（注：盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2023年11月10日）



受益标的

- **血制品**：稳健：天坛生物、华兰生物、博雅生物；弹性：派林生物；
- **创新药产业链**：稳健：恒瑞医药、百济神州、君实生物、药明生物、康龙化成；弹性：亿帆生物、乐普生物、荣昌生物、新华制药、复宏汉霖。
- **医疗器械**：稳健：迈瑞医疗、联影医疗、新产业、华大智造、乐普医疗、微创医疗；弹性：圣湘生物、迈克生物、海尔生物、山外山、理邦仪器、亚辉龙、惠泰医疗、心脉医疗、微电生理-U；
- **药店**：稳健：益丰药房、老百姓、一心堂、九州通；弹性：漱玉平民、健之佳、大参林；
- **医疗服务**：稳健：爱尔眼科、华厦眼科、金域医学；弹性：国际医学、美年健康、普瑞眼科、新里程、希玛眼科、迪安诊断；
- **中药**：稳健：羚锐制药、同仁堂、天士力、九芝堂。弹性：贵州百灵、葵花药业、桂林三金、新天药业。

四

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

蔡明子 (首席分析师)

SAC编号: S1340523110001

邮箱: caimingzi@cnpsec.com

龙永茂 (分析师)

SAC编号: S1340523110002

邮箱: longyongmao@cnpsec.com

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