

# 重塑底层逻辑，掘金支付视角

## ——医药生物行业2025年投资策略

2024年10月12日

 作者：王明瑞/吴佳青/黄素青/黎一江/叶思奥/曹聪聪/张瀚予/张杰

 证券研究报告

**医药持仓连续回落，估值具备吸引力，仍有增配空间：**2024年Q1~Q3，医药板块整体表现不佳，估值长期在历史均值线下震荡。2024Q2，股票型公募基金（选取普通股票型+偏股混合型，下同）重仓医药市值占比为11.23%，环比-0.94pct；剔除医药基金的公募基金重仓医药市值占比为6.08%，环比-0.58pct。剔除医药基金，公募基金重仓医药市值占比连续两个季度回落，处于历史较低水平。考虑到未来老龄化带来的刚需扩容，以及国内企业的全球竞争力持续提升，看好医药未来持续创造超额收益。

**从政策的视角看医药，三明模式将成为重要参考方向：**中国的医药市场支付结构，以及医改的方向，决定了国内的医药产业必将长期受到政策的重大影响。中国医改经过多年的推进，已经到达了触及利益结构和社会关系的深水区，改革的影响力度和范围必将持续扩大。进入2024年以来，“三明医改”多次出现在国家级的政策文件中，这就意味着三明模式成为医改必然参考的重要方向。从三明医改的启示中，我们认为医药产业发展的核心将越来越贴近人民健康管理，药物经济学、医务性收入、分级诊疗、临床指南等核心概念，将在长期发挥越来越重要的作用。

**谁来付费？从支付视角挖掘投资机会：**综合人口结构、政策框架、经济环境等一系列复杂变化的趋势，我们认为，在需求侧无法无限扩张的情况下，需要结构性甄选投资机会，而其中的核心矛盾就在于支付意愿与支付能力。因此，我们从支付视角，基于医药产业内的三种付费渠道：院内支付、自费支付、海外支付，分别进行梳理，看好院内政策支持（创新药械、设备更新）、人民群众需求扩容（血制品、家用医疗器械、减肥药产业链）、出海周期上行（肝素、呼吸道联检）三大方向。

**重点推荐：**恒瑞医药、信达生物（H）、迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗、天坛生物、派林生物、千红制药、太极集团。

**风险分析：**控费政策超预期、研发失败风险、政策支持不及预期、板块估值下挫风险。

## 1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

- 1.1 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下
- 1.2 24Q2全基重仓医药股比例处于较低水平，连续两个季度回落

## 2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

## 3.从支付角度选择投资方向

## 4.重点公司

## 5.风险分析

# 1.1 行情回顾：24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

2024年前三季度，从申万子行业市场表现来看，原料药涨幅最大，主要原因是去库存压力边际减小，盈利能力持续改善。疫苗、线下药店跌幅最大，疫苗跌幅较大主要原因是受部分品种降价超预期以及国内需求疲软等因素影响；线下药店跌幅较大原因是行业竞争加剧、医保强监管叠加医改政策的持续推行，引发市场对线下药店盈利能力担忧。

图1：A股大盘指数和各申万以及行业涨跌幅情况  
(2024.1.1-2024.9.30)

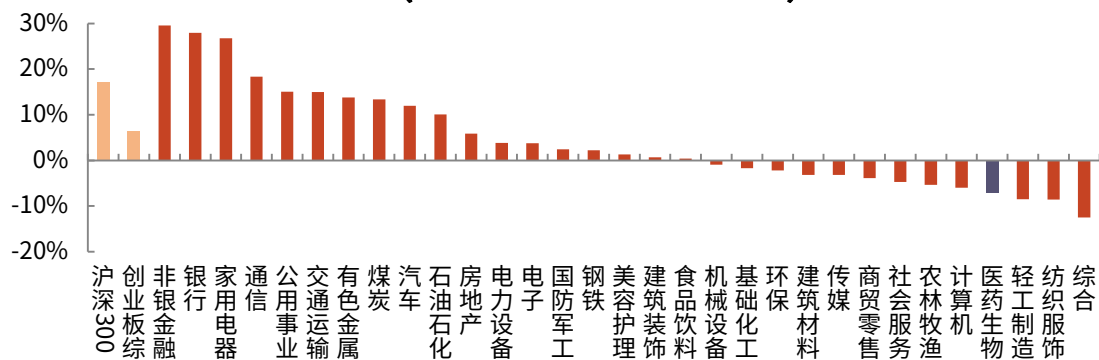


图2：A股医药生物板块和子行业涨跌幅情况  
(2024.1.1-2024.9.30)

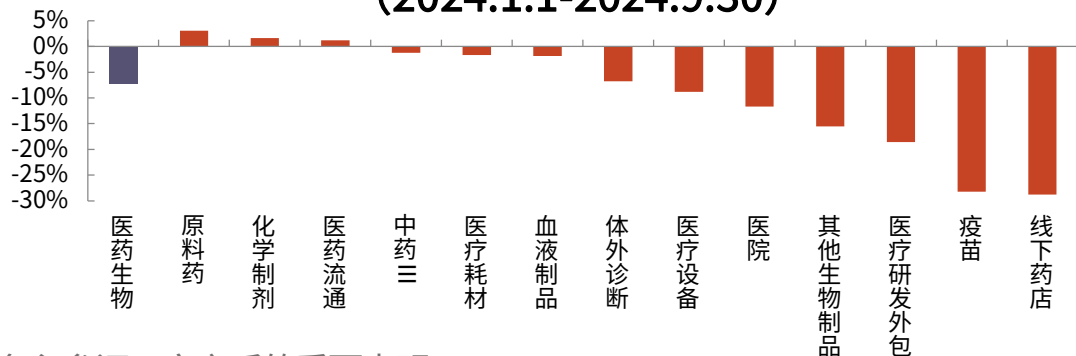


表1：A股医药子行业单季度涨跌幅情况  
(2024Q1-2024Q3)

板块名称	Q1涨跌幅	板块名称	Q2涨跌幅	板块名称	Q3涨跌幅
医药生物	-12.08%	医药生物	-10.25%	医药生物	17.62%
医药流通	-0.46%	血液制品	7.05%	医院	37.66%
中药III	-3.16%	原料药	2.30%	医疗研发外包	31.65%
线下药店	-8.47%	医疗设备	-4.68%	疫苗	22.76%
化学制剂	-8.48%	医疗耗材	-5.04%	化学制剂	20.27%
血液制品	-10.07%	化学制剂	-7.66%	原料药	19.84%
体外诊断	-10.12%	中药III	-9.88%	医疗耗材	18.21%
医疗设备	-10.28%	医药流通	-11.18%	体外诊断	17.84%
医疗耗材	-12.39%	体外诊断	-11.98%	医药流通	14.43%
其他生物制品	-13.83%	其他生物制品	-14.11%	其他生物制品	14.10%
原料药	-15.97%	医疗研发外包	-15.32%	中药III	13.15%
医院	-19.49%	医院	-20.33%	医疗设备	6.59%
疫苗	-22.64%	疫苗	-24.39%	线下药店	3.83%
医疗研发外包	-26.94%	线下药店	-25.03%	血液制品	1.93%

# 1.1 行情回顾：24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史均值以下

图3：A股医药生物行业2024Q1-2024Q3涨跌幅（2024.1.1-2024.9.30）

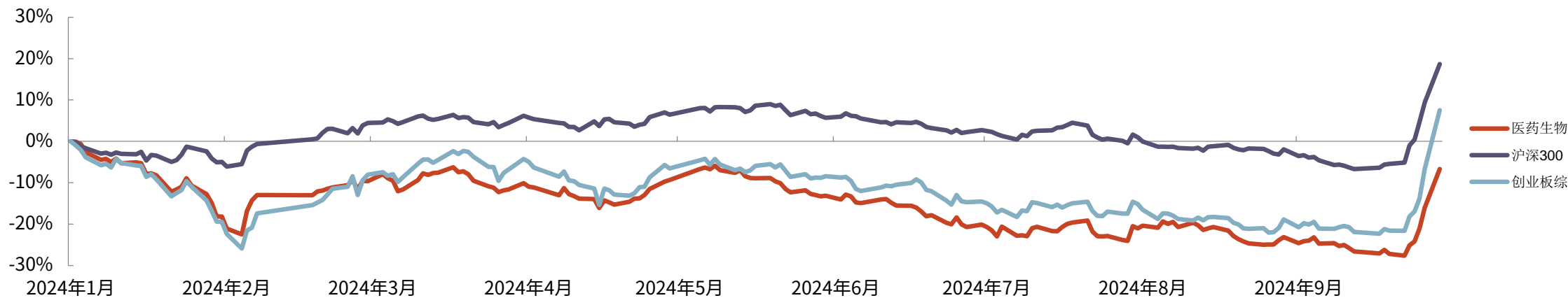
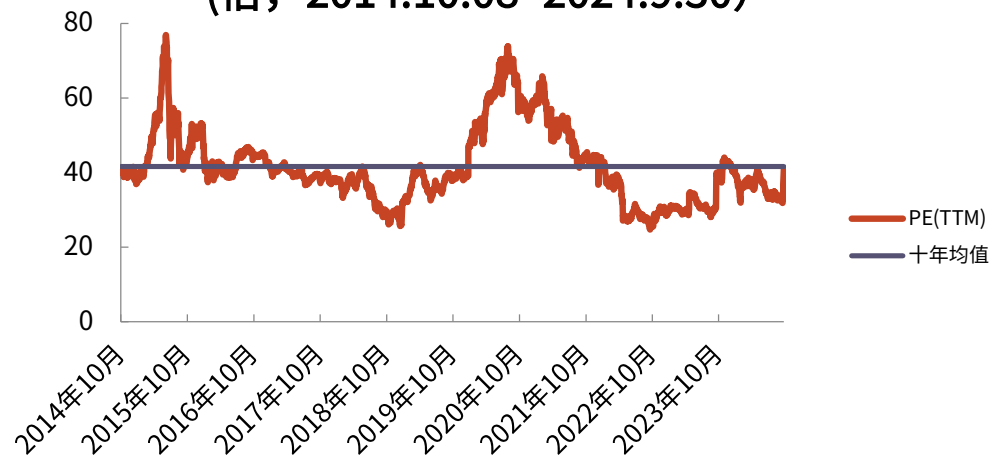


图4：医药生物行业十年PE变化情况

(倍，2014.10.08~2024.9.30)



回顾过去10年（2014年10月以来），医药生物板块PE(TTM)在25x-77x之间波动，均值为42x。截至2024年9月30日，医药生物板块PE(TTM)为41x，估值处于历史均值以下。医药生物行业此轮估值从2020年年中开始震荡下行，2023Q3末触底反弹，持续在低于十年均值水平震荡。在经历2024年9月底的全市场快速上涨之后，仍未突破历史均值。考虑到老龄化所带来的医药刚需扩容，以及国内医药产业全球竞争力的持续提升，看好医药板块未来持续创造超额收益，具备较高投资价值。

# 1.2 24Q2全基重仓医药股比例处于较低水平，连续两个季度回落

2024Q2，股票型公募基金（选取普通股票型+偏股混合型，下同）重仓医药市值占比为11.23%，环比-0.94pct；剔除医药基金的公募基金重仓医药市值占比为6.08%，环比-0.58pct。剔除医药基金，公募基金重仓医药市值占比连续两个季度回落，处于历史较低水平。

图5：股票型公募基金重仓医药市值情况（亿元）

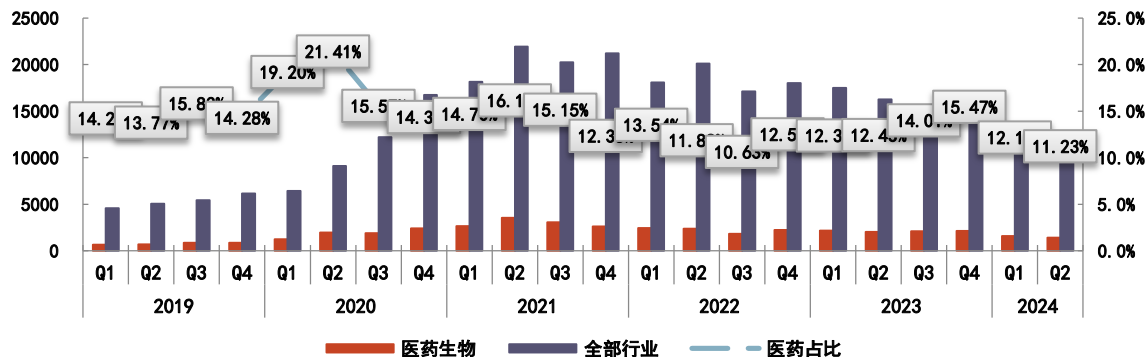


图6：股票型公募基金（剔除医药基金）重仓医药市值情况（亿元）

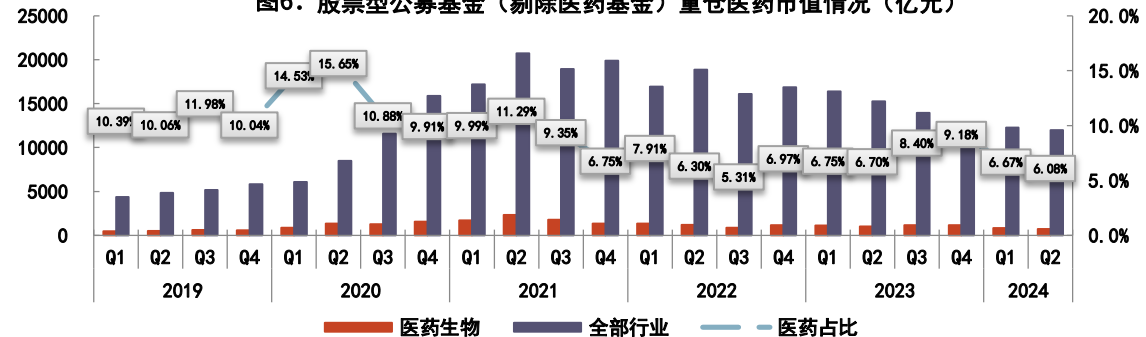


表2：股票型基金重仓医药持股市值TOP20变化（万元）

代码	公司	2024Q2总市值	2024Q2排名	2024Q1总市值	2024Q1排名	重仓市值变化	排名变化
300760.SZ	迈瑞医疗	4149383	1	3969271	2	180112	1
600276.SH	恒瑞医药	2602650	2	4225040	1	-1622390	-1
603259.SH	药明康德	1226449	3	1300898	3	-74449	0
688271.SH	联影医疗	841207	4	1055020	5	-213814	1
002422.SZ	科伦药业	764571	5	703281	7	61291	2
300015.SZ	爱尔眼科	764481	6	1057768	4	-293287	-2
300347.SZ	泰格医药	734284	7	602274	9	132010	2
688617.SH	惠泰医疗	654198	8	645891	8	8307	0
000423.SZ	东阿阿胶	615932	9	566548	10	49384	1
002223.SZ	鱼跃医疗	547577	10	371752	14	175826	4
000999.SZ	华润三九	463313	11	371020	16	92293	5
688076.SH	诺泰生物	330261	12	150678	34	179583	22
300832.SZ	新产业	325704	13	371739	15	-46035	2
600436.SH	片仔癀	323094	14	401496	13	-78401	-1
300122.SZ	智飞生物	311807	15	911094	6	-599288	-9
1801.HK	信达生物	299789	16	271214	20	28576	4
002252.SZ	上海莱士	298256	17	221679	25	76576	8
600161.SH	天坛生物	289087	18	250819	22	38268	4
688235.SH	百济神州	271608	19	352391	18	-80783	-1
688506.SH	百利天恒	269048	20	171070	31	97979	11

表3：股票型基金重仓医药持股基金数TOP20变化

代码	公司	2024Q2数量	2024Q2排名	2024Q1数量	2024Q1排名	重仓基金数变化	排名变化
300760.SZ	迈瑞医疗	536	1	500	2	36	1
600276.SH	恒瑞医药	401	2	615	1	-214	-1
002422.SZ	科伦药业	191	3	249	3	-58	0
688617.SH	惠泰医疗	123	4	101	8	22	4
603259.SH	药明康德	107	5	127	5	-20	0
300015.SZ	爱尔眼科	106	6	124	6	-18	0
002223.SZ	鱼跃医疗	104	7	69	22	35	15
1801.HK	信达生物	102	8	88	12	14	4
000423.SZ	东阿阿胶	96	9	100	10	-4	1
688076.SH	诺泰生物	92	10	39	50	53	40
300832.SZ	新产业	81	11	66	23	15	12
688271.SH	联影医疗	80	12	74	18	6	6
300347.SZ	泰格医药	79	13	72	20	7	7
300677.SZ	英科医疗	78	14	43	41	35	27
300122.SZ	智飞生物	76	15	178	4	-102	-11
300049.SZ	福瑞股份	74	16	71	21	3	5
688235.SH	百济神州	73	17	104	7	-31	-10
688266.SH	泽璟制药	71	18	66	23	5	5
300573.SZ	兴齐眼药	69	19	77	17	-8	-2
300181.SZ	佐力药业	69	19	50	33	19	14

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

- 2.1 “三明医改”成为医药产业重要的参考方向
- 2.2 从三明政策主题词看医改轨迹变迁
- 2.3 三明医改启示录：哪些底层逻辑将被扭转

3.从支付角度选择投资方向

4.重点公司

5.风险分析

## 2.1 “三明医改”成为医药产业重要的参考方向

2024年以来，“三明医改”多次出现在国务院办公厅、国家医保局、国家卫健委等部门的政策文件中，三明医改的经验将成为全国医改发展的重要参考。随着中国医改进入深水区，三明模式在政策体系中的影响可能会越来越大，而该模式的推广，也很有可能对整个医药产业的发展产生深远的影响。因此，如何理解“三明模式”，这种模式可能产生什么样的结构性机会，就是国内医药投资的当务之急。

表4：2024年以来“三明医改”屡次在国家级政策中出现

时间	事件/政策	要点
2024年8月	国家卫生健康委2024年8月30日新闻发布会介绍推广三明医改经验有关情况	三明医改部分经验已经上升为国家政策
2024年7月	新华社公众号：改革近镜头   为三明医改“点赞”	“三明医改方向是正确的、成效是明显的，要注意推广”，习近平总书记态度鲜明。
2024年6月	国务院办公厅关于印发《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》的通知	二、深入推广三明医改经验：（二）因地制宜学习推广三明医改经验。（三）推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面。（四）深化医疗服务价格改革。（五）深化医保支付方式改革。（六）深化公立医院薪酬制度改革。
2024年5月	国家医疗保障局关于进一步推广三明医改经验 持续推动医保工作创新发展的通知	一、深刻领会三明医改精神实质。二、持续巩固落实三明医改制度性成果。三、学习三明医改精神，持续创造医保改革新经验。

表5：历年国办深化医改重点任务的主要内容

年度	2024年	2023年下半年	2022年	2021年	2020年下半年
一	加强医改组织领导	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局	加快构建有序的就医和诊疗新格局	进一步推广三明市医改经验，加快推进医疗、医保、医药联动改革	加强公共卫生体系建设
二	深入推广三明医改经验	深化以公益性为导向的公立医院改革	深入推广三明医改经验	促进优质医疗资源均衡布局，完善分级诊疗体系	深入实施健康中国行动
三	进一步完善医疗卫生服务体系	促进多层次医疗保障有序衔接	着力增强公共卫生服务能力	坚持预防为主，加强公共卫生体系建设	深化公立医院综合改革
四	推动公立医院高质量发展	推进医药领域改革和创新发展	推进医药卫生高质量发展	统筹推进相关重点改革，形成工作合力	深化医疗保障制度改革
五	促进完善多层次医疗保障体系	健全公共卫生体系			健全药品供应保障体系
六	深化药品领域改革创新	发展壮大医疗卫生队伍			统筹推进相关重点改革
七	统筹推进其他重点改革				

## 2.2 从三明政策主题词看医改轨迹变迁

三明医改主要经历了3个阶段：治混乱、堵浪费；建章程、立制度；治未病、大健康，各阶段均有各自特殊历史使命和改革重点：

- I. 第一阶段(2012.2~2013.1)：聚焦于综合性规划、医疗与医保、医药控费；
- II. 第二阶段(2013.2~2016.11)：聚焦于岗位目标年薪制、规范诊疗、按病种收付费、医疗保障、药品（耗材）采购；
- III. 第三阶段(2016.12~2022.6)：聚焦于薪酬考核激励、医防协同组织体系、医药卫生体制深化改革、中医药健康促进、医保支付制度完善。

三明医改各个阶段的政策焦点都是为后续阶段奠定政策基础，在政策延续的基础上融入新的阶段性内容。

- 医疗服务方面：实现了**第一阶段遏制医疗费用**，**第二阶段分级诊疗**，**第三阶段构建紧密型医联体**，最终实现医疗资源下沉。
- 医药方面：完成了**第一阶段药品销售零差率**，**第二阶段药品集中联合限价采购**，**第三阶段达成“三明采购联盟”**。
- 医保方面：**第一阶段调整原新农合、城居保、城职保待遇**，**第二阶段尝试实施按病种收付费**，**第三阶段推出按疾病诊断相关分组付费(DRG)**，形成**按病种、按项目、按床日等多种支付方式并存的复合支付制度**。

图7：三明医改第一阶段政策高频主题词的聚类分析

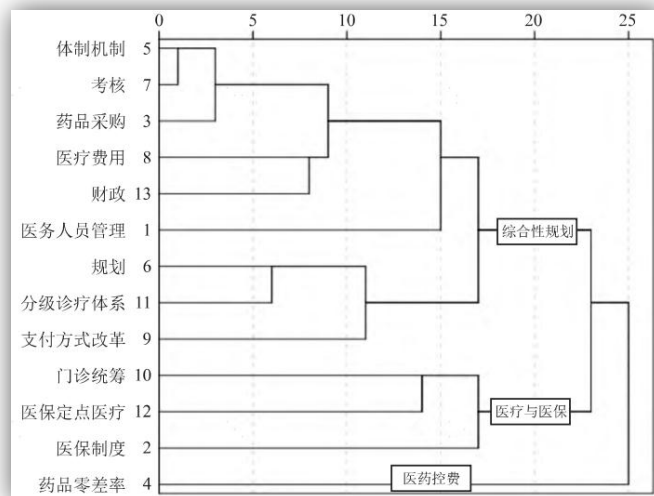


图8：三明医改第二阶段政策高频主题词的聚类分析

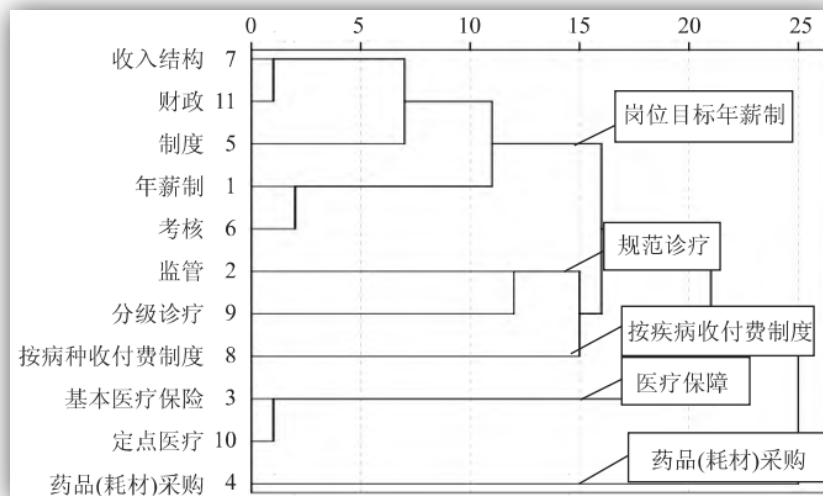
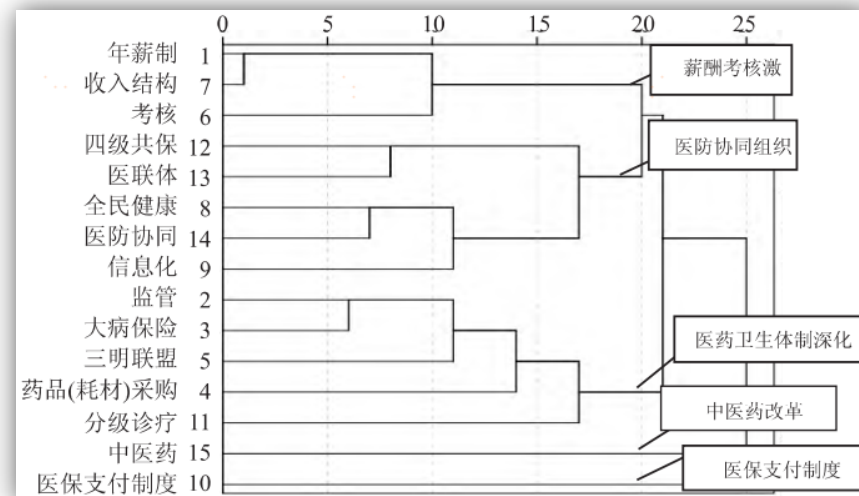


图9：三明医改第三阶段政策高频主题词的聚类分析



## 2.3 三明医改启示录：哪些底层逻辑将被扭转

### 中短期重视医保治理，中长期的核心是人民健康管理

- 从卫生经济学、药物经济学的视角，能否促进医保管理和人民健康的综合提升，**是否能实现药物经济学优效**，这是未来医药市场竞争的核心命题

### 医改政策具备一以贯之的连续性，每一阶段的焦点都是下一阶段的基础

- 医药企业的战略出发点，是**理解了医改的最终目标**，还是**仅仅应付当前的政策阶段**，将导致未来的销售业绩产生越来越大的结构性分化

### 院长和医生的薪酬制度改革重塑了院内的利益关系和社会结构

- 院长年薪制将院长从医院的复杂利益关系和社会结构中独立出来，从“**当家人**”转换为“**代理人**”，更有力推动政策落实
- 医生年薪制推动医生转向**医务性收入**导向，彻底扭转医药产品的临床销售模式

### 经济激励模式影响医疗服务供给，医共体总额预付推动医疗资源下沉

- 年薪制、打包支付制度等经济激励模式将深刻影响医生的行为逻辑，进而影响医疗服务的供给
- 医共体、总额预付等制度将推动部分医疗资源下沉，分级诊疗会得到更彻底的落实
- 企业应针对自身产品的特点，针对**高等级医院和基层医疗机构分门别类地打造终端销售策略**

### 临床指南的重要性会越来越高

- 国内过往的医疗实践，由于多方面的历史遗留原因，导致很多诊疗行为与标准的临床指南推荐有较大差距，而未来DRG、激励方式和治理模式调整等多种政策将会联合挤压不合理、不规范的诊疗行为的生存空间，**越贴近指南的诊疗行为和产品将越有优势**

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

3.从支付角度选择投资方向

- 3.1 院内：政策支持
- 3.2 院外：需求扩容
- 3.3 海外：周期上行

4.重点公司

5.风险分析

### 3. 谁来付费：从支付视角挖掘医药投资机会

综合人口结构、政策框架、经济环境等一系列复杂变化的趋势，我们认为，**在需求侧无法无限扩张的情况下，需要结构性甄选投资机会，而其中的核心矛盾就在于支付意愿与支付能力。**因此，我们从支付视角，基于医药产业内的三种付费渠道：院内支付、自费支付、海外支付，分别进行梳理，看好院内政策支持、人民群众需求扩容、出海周期上行三大方向。

#### 院内政策支持

- 以院内为主销渠道的产品，多是疾病诊疗强刚需类的药械，而院内渠道受政策影响较大，因此是否符合政策导向、能否得到医保或财政补贴的支持，便是该类产品销售的核心要点
- **创新药械**：近年来国内医保、审评等政策环境持续对创新类产品呈现边际利好态势，并且高临床价值的创新产品也能够为患者带来临床获益，在医保支付中得到结构性支持
- **设备更新**：随着财政补贴支持的陆续落地，降低医院的资金成本，提高医院进行设备更新和技术改造的积极性

#### 人民群众需求扩容

- 随着人口结构、疾病谱、经济和技术的发展，国内人民群众的健康需求不断扩容、多样化，并愿意为其进行一部分自费支付
- **家用医疗器械**：直接受益于银发经济带来的老年人群家庭健康需求扩张，血糖监测、血压监测等各类产品都将迎来长期稳健增长
- **血液制品**：采浆规模增加和渗透率提升，带来供需双重扩容，同时行业高壁垒导致竞争格局长期稳定
- **减肥药产业链**：肥胖率呈现持续增长的态势，导致社会对减肥药的需求大幅增加，促进减肥药产业链繁荣

#### 出海周期上行

- 出海是国内企业发展的重要逻辑，海外客户的付费将为国内公司创造更多利润来源途径
- **肝素**：价格经历了长时间磨底，海外客户的库存周期变化，带来价格受益可能性，催化国内肝素企业长足发展
- **呼吸道联检**：新冠、流感等多种呼吸道病毒的持续流行，在全球范围内持续催化检测需求，联检产品的升级换代有望带来新一轮增长动力

## 3. 从支付角度选择投资方向

### 3.1 院内：政策支持

- 3.1.1 创新药：全链条支持创新药，政策力度空前
- 3.1.2 创新器械：国产器械创新升级，强势崛起
- 3.1.3 设备更新：关注24Q4及未来2-3年政策推进

### 3.2 院外：需求扩容

### 3.3 海外：周期上行

### 3.4 总结：掘金支付视角

### 3.1.1 创新药：全链条支持创新药，政策力度空前

2024年以来，创新药领域多项利好政策陆续出台。新政策分别从支付端、融资端、审评端、考核端等多个维度全链条助推创新药的研发及商业化，彰显国家对创新药物全链条支持的高度重视。随着政策落地，创新药发展有望迈入快车道，长期利好创新药的发展。

■ 2月：国家医保局发布《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，对企业评价新上市药品创新质量给予指引，并在定价端予以政策支持。

■ 3月：2024年《政府工作报告》首次提及“创新药”，并提到“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”“开辟量子技术、生命科学等新赛道”。

■ 4月：北京、广州和珠海三地在同日发布支持创新药产业发展的征求意见稿，在研发端、注册端、支付端等方面支持创新药行业。

■ 6月：国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》多次提及“创新药”。其中在“深化医保支付方式改革”部分提出，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。

■ 7月：国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。

政策利好医药产业创新发展，加速拥抱新质生产力。随着产业和政策监管的持续进步，产品的临床价值愈发成为终端销售的决胜因素，我们重点推荐恒瑞医药、信达生物（H）等。

图10：2020-2024H1国内药物临床注册实验登记数（项）

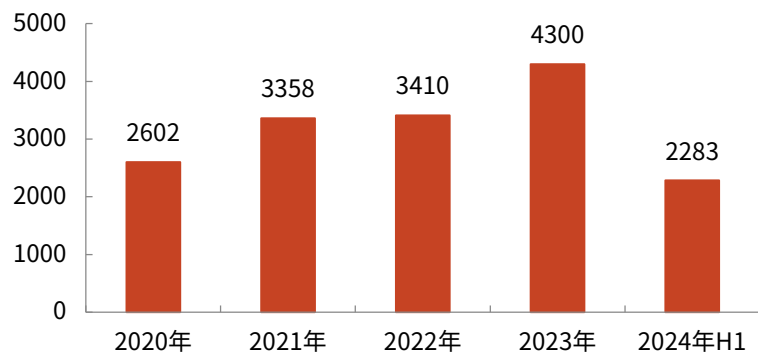
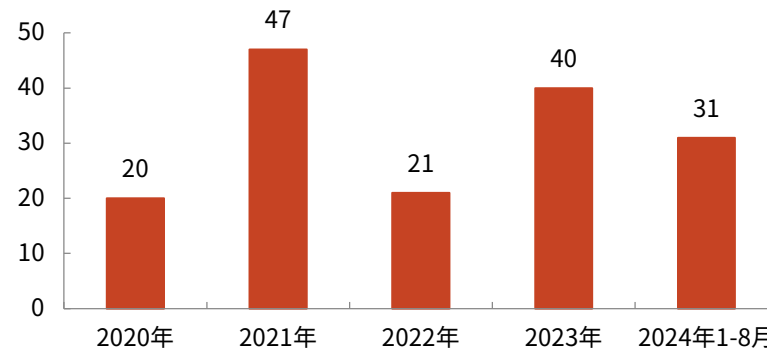


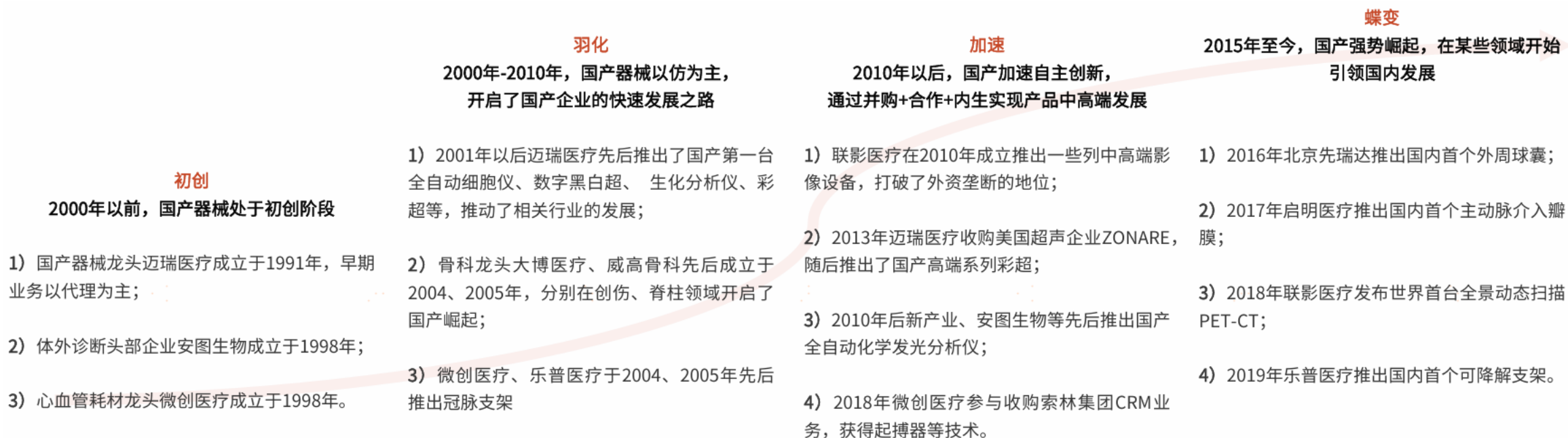
图11：2020-202408国内获批上市创新药数量（个）



## 3.1.2 创新器械：国产器械创新升级，强势崛起

- **技术突破势在必行，医疗耗材集采常态化，加速创新升级。** 1) 当前国际形势风云变幻，生物医药行业由于集成多种复杂高端科技，极有可能受到不利影响，除了国内设备购入受阻外，还存在海外供应链“卡脖子”风险。国内产品创新升级，突破高端医疗器械的技术封锁势在必行。2) 2020年以来，以“国采+省级联盟”模式为主导的带量采购广泛开展。随着集采的深入和扩围，国内医疗器械市场面临较大控费压力。
- **以创新为导向，政策支持高端器械国产化率提升。** 国家出台多项文件支持创新医疗器械发展，国内企业紧抓政策红利，创新器械上市数量快速提升。企业正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破、缩小与进口企业的差距，如高值耗材、CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等。医疗器械龙头企业加大研发投入，加速创新产品落地和高端化。我们看好高端医疗设备以及具有较强研发实力的高值耗材，重点推荐联影医疗、迈瑞医疗，建议关注微创机器人、惠泰医疗、爱博医疗等。

图12：国产医疗器械经历了初创、羽化、加速、蝶变阶段



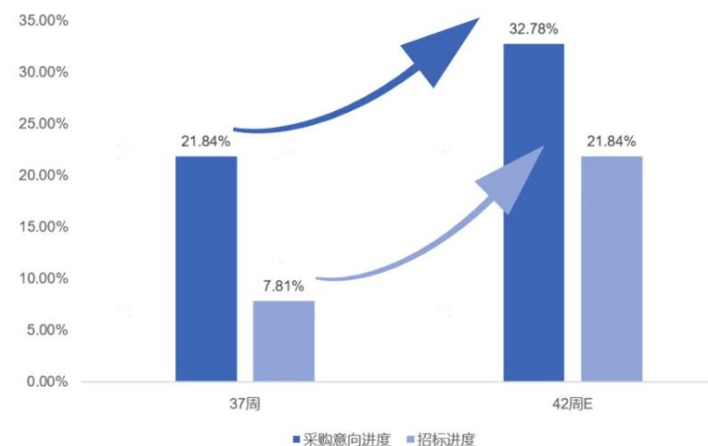
### 3.1.3 设备更新：关注24Q4及未来2-3年政策推进

- 政策鼓励医疗装备更新改造。**2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对医疗领域，提到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。**国产设备龙头有望把握政策机遇，加快国产替代进程，我们看好医疗设备和科学仪器细分赛道，重点推荐迈瑞医疗、联影医疗，建议关注华大智造、新华医疗、澳华内镜、微创机器人、聚光科技、禾信仪器、皖仪科技等。**
- 医疗设备与科学仪器领域国产替代有望加速。**我国医疗设备与科学仪器领域市场空间广阔，但PET、MRI、CT、超声等中高端医疗设备的配备率仍处于较低水平，并且就国产率而言，除监护仪类产品已基本实现国产化之外，大部分产品进口品牌长期占据绝对优势，其中超声设备、内窥镜、体外诊断设备等目前国产率仅10%-30%，未来国产替代潜力巨大。国产医疗设备凭借突出的性价比、渠道优势，近年来市场份额逐步提升。
- 政策有望持续推进，静待后续相关配套措施落地。**本次行动方案于24年年初提出，预计后续资金、招标采购等相关配套措施有望持续落地。短期来看，终端招投标恢复情况及兑现节奏值得关注。我们预计设备更新的需求将从24Q4开始分批逐步释放，并于未来2-3年持续推进拉动板块业绩表现。

表6：各地已公布医疗设备更新项目投资额（截至2024.9.15）

省市	广东	湖南	黑龙江	福建	浙江	重庆	湖北	安徽	河北	北京
拟建项目数量(个)	24	71	148	86	51	11	235	51	10	14
批复金额(亿元)	68	57	55	43	36	29	27	25	21	19

图13：县域医共体设备更新采购意向和招标进度（截至2024.9.15）



## 3. 从支付角度选择投资方向

### 3.1 院内：政策支持

### 3.2 院外：需求扩容

3.1.1 血制品：静丙高景气方兴未艾，有望延续血制品行情

3.1.2 家用医疗器械：院外消费升级，关注龙头企业

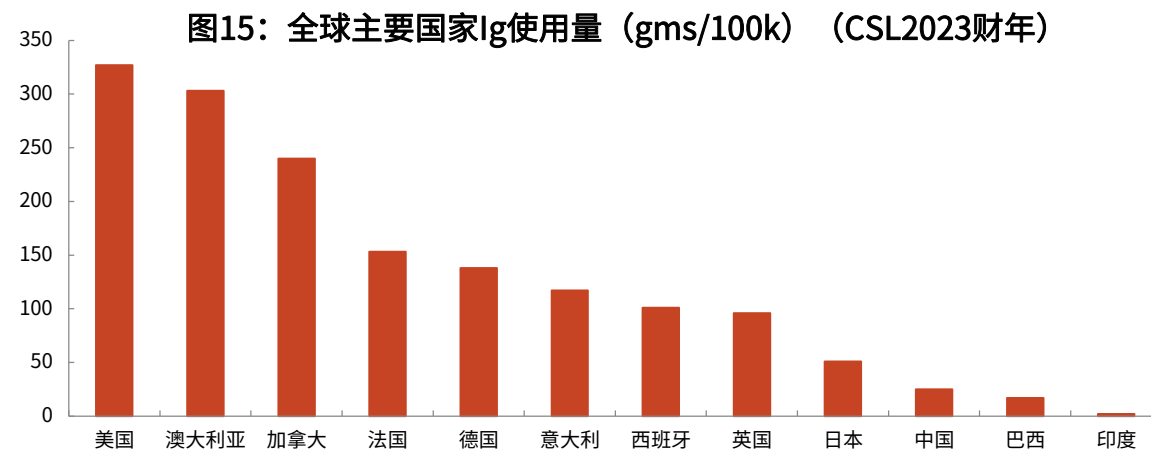
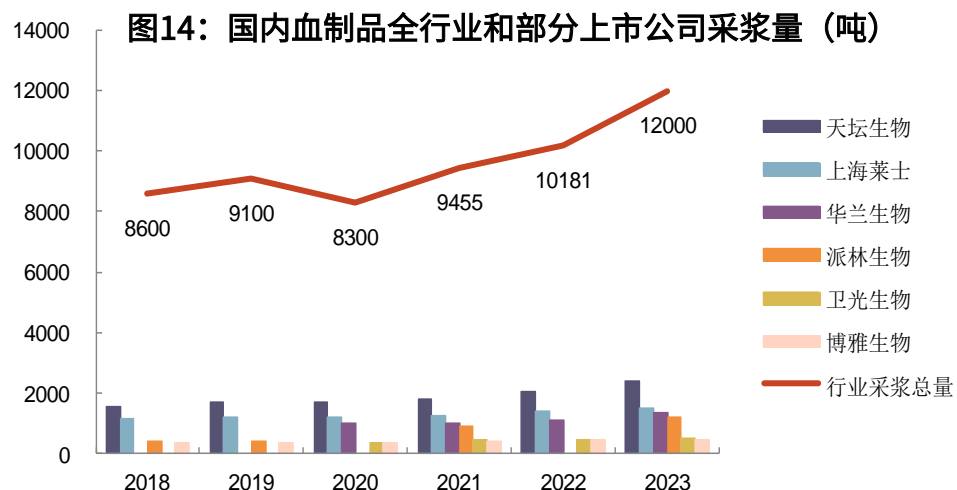
3.1.3 减肥药产业链：GLP市场空间巨大，产业链投资机会丰富

### 3.3 海外：周期上行

### 3.4 总结：掘金支付视角

## 3.2.1 血制品：静丙高景气方兴未艾，有望延续血制品行情

- **国内静丙超适应症应用广泛，带动终端需求持续扩容：**静丙适应症在国内和国际存在较大差异，目前我国获批适应症仅有6种疾病，美国FDA及其他海外国家获批适应症数量明显超过国内。国内静丙超适应症应用广泛，已经在一些疾病上被证明存在明显益处。
- **市场维持高景气度，供给端不断扩大：**根据PDB国内全渠道放大数据，2023年静丙销售额达106亿元，同比+27%，2017-2023CAGR为13%，静丙终端需求高景气，销售额持续增长。2023年我国血浆采浆量约12000吨，根据近年国内新增获批浆站，国内总体采浆量有望持续稳定增长，静丙供给端将不断扩容。
- **国内外血制品用药结构差异较大，对标海外，国内静丙使用渗透率有较大提升空间：**2018年全球血制品使用结构中免疫球蛋白占比较高，市场份额接近50%，远超白蛋白；2023财年CSL血制品销售额中免疫球蛋白占比达53%。根据PDB销售数据，2023年样本医院血制品销售收入中白蛋白超过50%。海内外血制品用药结构存在较大差异，国内在静丙临床需求上仍有较大提升空间。根据CSL2023财年资料，中国人均使用静丙仅为美国、澳大利亚的8%、德国的18%、日本的49%，差距较大，中国静丙使用还有非常大的提升空间。
- **四代蓉生静丙上市销售，多家企业积极布局：**天坛生物四代蓉生静丙于2023年9月上市，静丙持续迭代，产品力提升。国内多家血制品企业积极布局四代高浓度静丙产品，有望陆续上市。四代高浓度静丙在有效性、安全性以及起效时间上具备明显优势，且有望提升吨浆利用率、提高吨浆产出，增厚公司业绩。
- **投资建议：**血制品行业供需两端均不断扩容，整体呈现紧平衡状态，其中静丙产品供不应求，企业整体经营向上趋势显著。血制品行业具备较高行业政策壁垒，盈利性具备较强持续性，且受到国际环境影响较小，具备长期投资价值。重点推荐天坛生物、派林生物，建议关注上海莱士、华兰生物、卫光生物、博雅生物。



## 3.2.2 家用医疗器械：院外消费升级，关注龙头企业

- **院外渠道销售的产品受DRG/DIP影响较小，人民群众健康需求升级扩容。**在支付方式改革的大潮之下，院外消费升级是未来的医药投资重点方向之一。家用医疗器械企业有较高盈利能力，以鱼跃医疗为例，公司聚焦三大核心赛道，产品组合升级和持续高端化带动毛利率持续提升；电商销售渠道占比较高使公司受院内控费影响较小。我们建议关注家用医疗器械领域品牌力强、产品力强、渠道持续拓展的企业，如鱼跃医疗、三诺生物、怡和嘉业、美好医疗、九安医疗、可孚医疗等。
- **血糖监测：中国和海外CGM蓬勃发展，渗透率与指尖血血糖仪相比仍较低。**根据灼识咨询数据，2020年全球CGM市场规模约为57亿美元，预计到2030年全球CGM市场规模将达到365亿美元，2020-2030年CAGR仍可达到20.3%，依然处于快速成长阶段。以医疗体系最为发达的美国为例，根据德康医疗数据，截至2020年底，美国CGM市场渗透率仅约25%，与指尖血血糖仪超过90%渗透率相比仍然较低，而全球除美国以外的CGM市场渗透率则更低。
- **家用呼吸机：中国供应链在全球呼吸机市场中地位逐渐提升。**以美好医疗为例，公司在呼吸机组件和呼吸面罩组件多项核心技术处于行业领先水平。公司在全球龙头瑞思迈供应链体系内地位逐步提升，大客户黏性强，供应的核心组件从主机、风机、水箱等组件拓展到面罩、管路等耗材。

图16：美国、欧盟五国及中国CGM渗透率2020及2030E对比

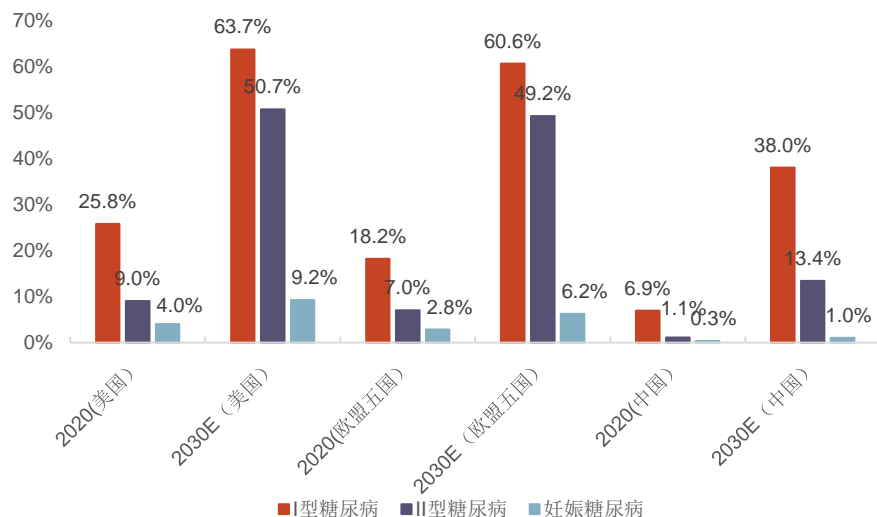
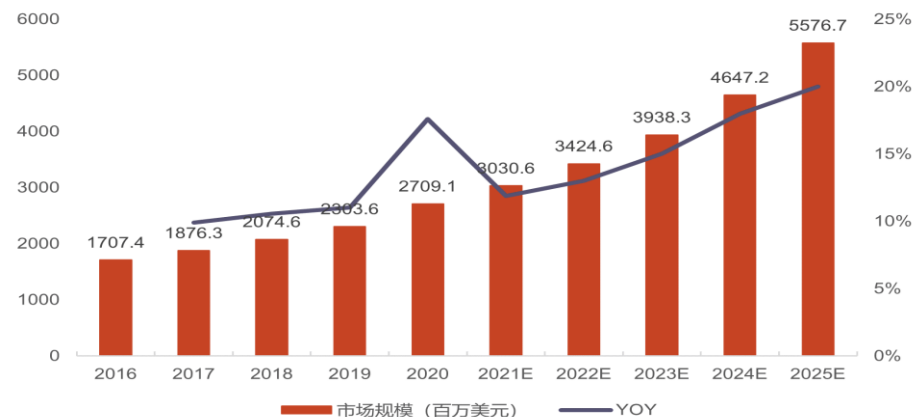


图17：家用呼吸机市场规模稳定增加



### 3.2.3 减肥药产业链：GLP市场空间巨大，产业链投资机会丰富

• **GLP类药物市场空间巨大。** GLP类药物主要用于II型糖尿病治疗与肥胖减重，根据灼识咨询测算，到2032年这两个适应症相对应的全球市场规模合计有望突破1000亿美元，有望拉动产业链发展。

图18：GLP-1受体激动剂治疗T2DM的全球市场规模

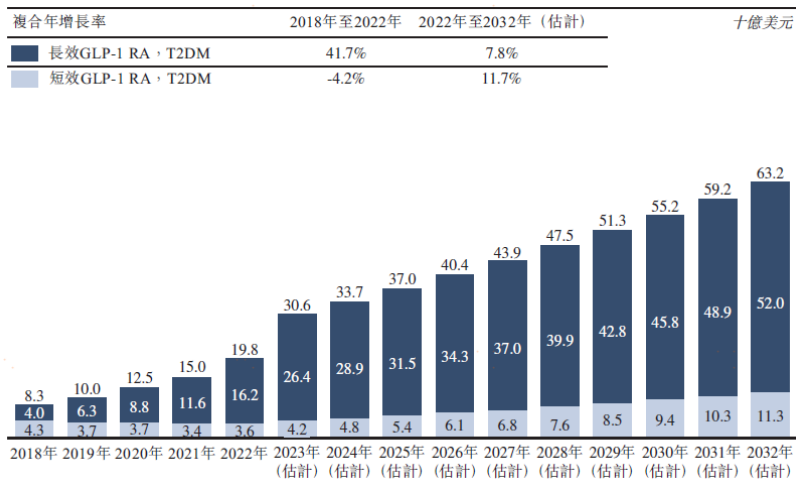
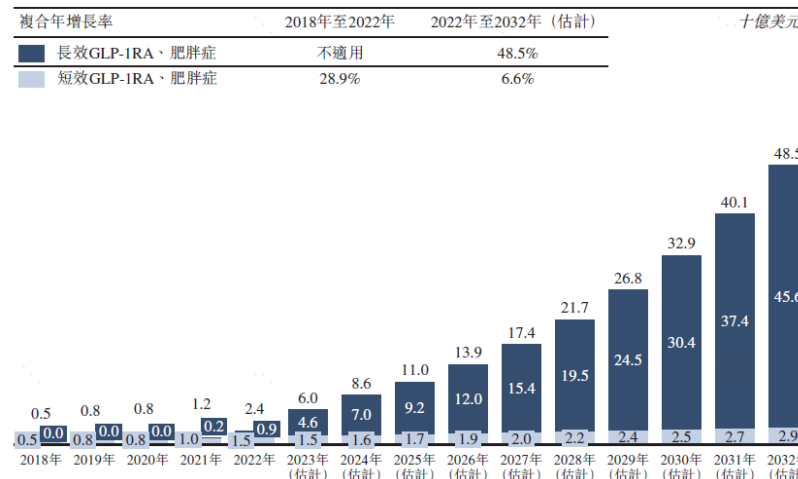


图19：GLP-1受体激动剂治疗肥胖症的全球市场规模



资料来源：派格生物招股说明书（灼识咨询测算），光大证券研究所

• **GLP产业链投资机会丰富。** 我们把国内GLP产业链相关标的主要分为：1) 上游耗材与供应链；2) 创新药与仿药；3) CDMO与原料药。

表7：GLP产业链主要标的梳理

上游标的	创新药/仿制药		CDMO/原料药	
昊帆生物：缩合试剂	信达生物	恒瑞医药	药明康德	凯莱英
纳微科技：纯化填料	博瑞医药	众生药业	九州药业	诺泰生物
金凯生科：SNAC辅料	甘李药业	华东医药	圣诺生物	翰宇药业

## 3. 从支付角度选择投资方向

### 3.1 院内：政策支持

### 3.2 院外：需求扩容

### 3.3 海外：周期上行

3.1.1 肝素：产业链开启供需紧平衡，利好肝素原料药板块

3.1.2 呼吸道联检：美国流感样病例将面临季节性高发，带动需求高企

### 3.4 总结：掘金支付视角

### 3.3.1 肝素：产业链开启供需紧平衡，利好肝素原料药板块

**供给端**，肝素上游原料主要来自于猪小肠，2023年10月以后能繁母猪加速去化，按照10个月的生产周期传导，直接对应着2024年8月以后的商品猪出栏缩量。**需求端**，由于海外客户去库存及部分国家肝素制剂市场变化，2023年我国肝素出口价格下滑。根据海关总署数据，2024年1-8月，中国肝素累计出口量93.00吨（同比+23.92%），出口量已回升；2024年8月，中国肝素出口均价为4,922.97美元/千克（环比+18.24%），价格边际改善已初步显现。综上，**我们判断肝素产业链有望开启供需紧平衡阶段，利好肝素原料药相关企业。重点推荐千红制药，建议关注健友股份等。**

图20：中国肝素出口数量（吨，2014.1-2024.8）

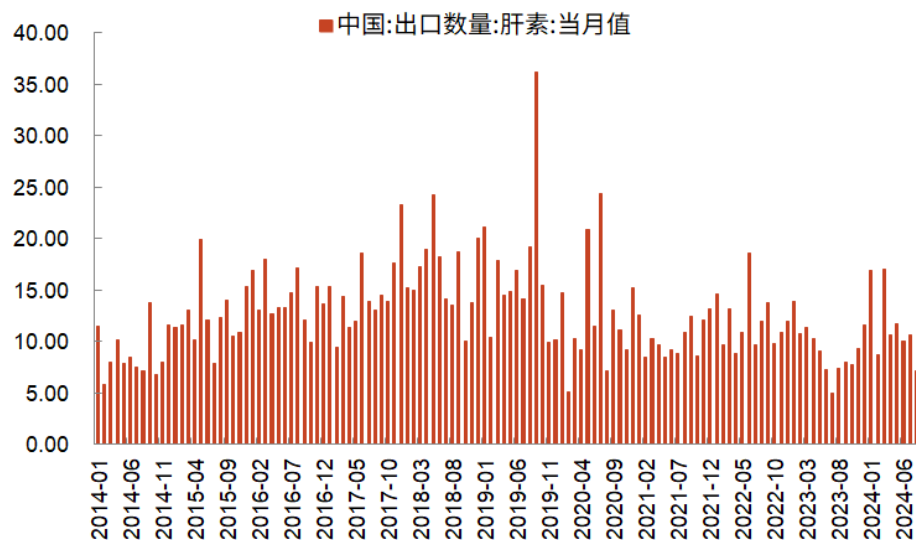
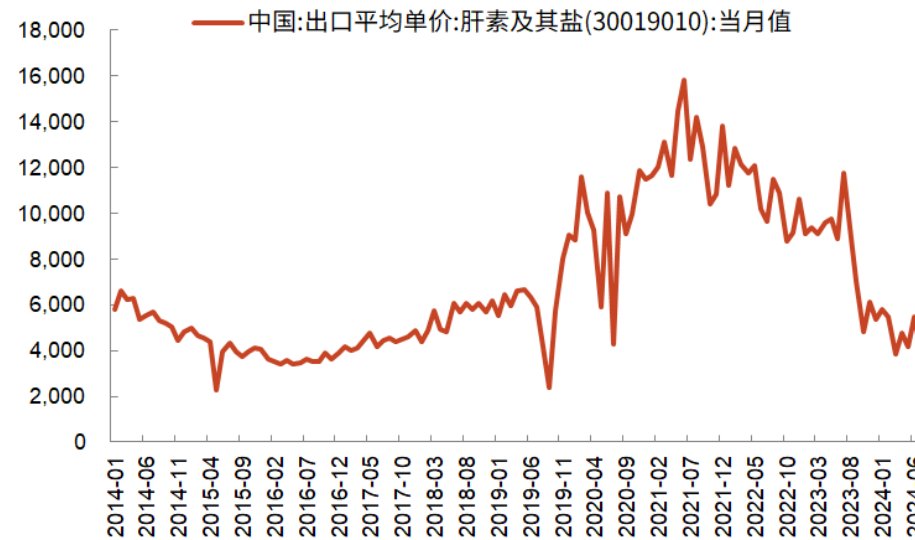


图21：中国肝素出口均价（美元/千克，2014.1-2024.8）

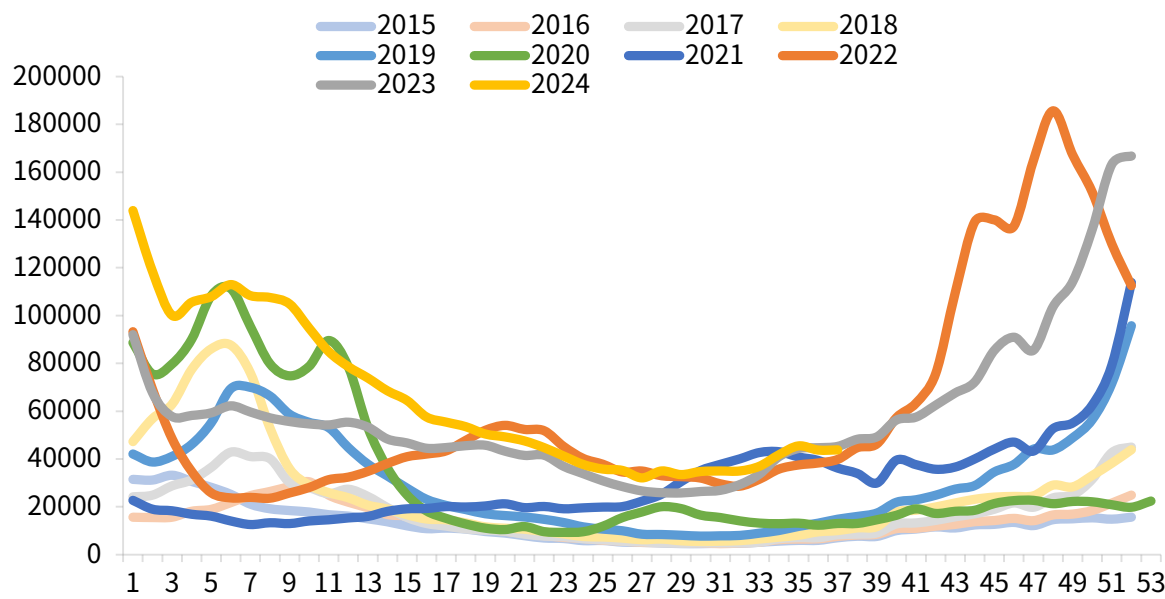


资料来源：wind、中国海关总署，光大证券研究所

### 3.3.2 呼吸道联检：美国流感样病例将面临季节性高发，带动需求高企

**流感样病例季节性高发带动三联检产品市场需求。**从2015年1月-2024年9月，美国每年分周度流感样疾病(ILI)门诊病例数显示出明显的季节性波动，尤其在秋冬季病例数显著增加。流感样病例的显著增加推动甲流乙流新冠（甲乙新）三联检产品需求的增加。截至2024年9月25日，FDA已批准多个甲乙新三联检产品上市，包括万孚生物、九安医疗、东方生物等国内上市公司的产品。

图22：美国每年分周度ILI门诊病例数  
(例，2015.01-2024.09)



资料来源：CDC官网、光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表8：获FDA EUA批准上市的甲乙新三联检产品  
(2023.01-2024.09)

注册厂商	获批时间	使用场景
Pfizer Inc.	2023/6/15	AL、POC
	2023/6/15	home
SEKISUI Diagnostics, LLC	2024/2/29	AL、POC
	2024/2/29	home
CorDx, Inc.	2024/3/21	AL、POC
	2024/4/5	home
OSANG LLC	2024/3/21	AL、POC
	2024/4/3	home
Wondfo USA Co., Ltd. (万孚生物)	2024/4/19	AL、POC
	2024/4/30	home
iHealth Labs, Inc. (九安医疗)	2024/5/7	home
	2024/5/31	AL、POC
Watmind USA	2024/5/8	AL、POC
	2024/5/24	home
Healgen Scientific, LLC (东方生物)	2024/6/10	AL、POC
ACON Laboratories, Inc.	2024/7/23	home

资料来源：FDA官网、光大证券研究所（注：AL：授权实验室检测，POC：即时检验）

## 3. 从支付角度选择投资方向

3.1 院内：政策支持

3.2 院外：需求扩容

3.3 海外：周期上行

3.4 总结：掘金支付视角

### 3.4总结：掘金支付视角

综合人口结构、政策框架、经济环境等一系列复杂变化的趋势，我们认为，在需求侧无法无限扩张的情况下，需要结构性甄选投资机会，而其中的核心矛盾就在于支付意愿与支付能力。因此，我们从支付视角，基于医药产业内的三种付费渠道：院内支付、自费支付、海外支付，分别进行梳理，坚定看好院内政策支持、人民群众需求扩容、出海周期上行三大方向。

□ **院内政策支持：**医保、审评等政策环境持续利好创新类产品发展，并且高临床价值的创新产品也能够为患者带来临床获益，在医保支付中得到结构性支持；随着财政补贴支持的陆续落地，降低医院的资金成本，提高医院进行设备更新和技术改造的积极性。我们看好创新药械、设备更新领域投资机会。

□ **人民群众需求扩容：**人口老龄化推动老年人群家庭健康需求扩张，血糖监测、血压监测等各类产品将迎来长期稳健增长；采浆规模增加和渗透率提升，带来供需双重扩容，同时行业高壁垒导致竞争格局长期稳定；肥胖率呈现持续增长的态势，导致社会对减肥药的需求大幅增加，促进减肥药产业链繁荣。我们看好家用医疗器械、血制品、GLP产业链领域投资机会。

□ **出海周期上行：**肝素价格经历了长时间磨底，海外客户的库存周期变化，带来价格受益可能性，催化国内肝素企业长足发展；新冠、流感等多种呼吸道病毒的持续流行，在全球范围内持续催化检测需求，联检产品的升级换代有望带来新一轮增长动力。我们看好肝素、呼吸道联检产业投资机会。

**重点推荐：**恒瑞医药、信达生物（H）、迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗、天坛生物、派林生物、千红制药、太极集团。

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

3.从支付角度选择投资方向

4.重点公司

5.风险分析

## 4.1 恒瑞医药：创新驱动业绩，出海开辟空间

### 创新转型持续，对外授权实现大额收入：

24H1, 公司创新药业务实现收入66.12亿元, 同比增长33%; 研发投入 38.60 亿元, 其中费用化研发投入 30.38 亿元, 同比增长30.3%。创新药品瑞维鲁胺、达尔西利、恒格列净等产品进入医保后实现了收入快速增长, 体现了公司转型创新药的成果。

### 稳步推进国际化, 多途径实现药物出海：

随着公司创新能力的持续加强, 公司进一步探寻多途径的国际化出海方式。24H1, 公司将GLP-1 类创新药HRS-7535、HRS9531、HRS-4729的非中国区权益授权独家许可给美国Hercules公司, 总协议金额约60亿美元, 同时取得Hercules公司19.9%股权。公司也积极开展多个海外临床试验, 24H1有三个ADC产品获得美国 FDA 授予快速通道资格。通过合作、自研、许可等多种方式, 公司积极探索国际化及药物出海, 支撑业绩未来发展。

**盈利预测、估值与评级：**公司是我国创新药龙头企业, 维持24-26年归母净利润预测为60.23/72.33/85.91亿元, 维持“增持”评级。

**风险提示：**创新药研发失败的风险; 销售低于预期的风险。

表9：恒瑞医药盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,275	22,820	27,221	30,969	34,681
营业收入增长率	-17.87%	7.26%	19.29%	19.34%	15.72%
净利润 (百万元)	3,906	4,302	6,023	7,233	8,591
净利润增长率	-13.77%	10.14%	39.99%	20.09%	18.77%
EPS (元)	0.61	0.68	0.94	1.13	1.35
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.33%	10.63%	13.32%	14.22%	14.93%
P/E	86	77	55	46	39
P/B	8.8	8.2	7.4	6.6	5.8

资料来源：Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2024-09-30

## 4.2 信达生物：产品销售增长亮眼，创新研发成果可期

**销售强劲：**公司2024年上半年信迪利单抗收入保持快速增长，新产品表现也比较强劲。产品销售收入为38.11亿元，同比+55%。商业化团队经历深度调整后能力增强、营销效率提升，销售费率明显下降，促成经营性亏损不断收窄。

**研发加码：拓宽新适应症NDA及注册临床研究，肿瘤领域领导地位持续增强。**公司对已上市及后期肿瘤管线的新适应症的持续开发将进一步挖掘产品对患者的临床价值。截至2024年6月，达伯舒®递交第八项NDA用于EMC患者的治疗。达伯舒®联合IBI310 (CTLA-4)用于结直肠癌新辅助治疗及达伯舒®用于NSCLC围手术期治疗的3期试验亦已启动，以满足癌症早期阶段治疗的未满足需求。

**加速综合产品线的新产品上市，解锁关键慢病治疗的巨大潜力。**截至2024年6月，公司在CVM、自身免疫及眼科领域的多款高潜品种中取得五项积极的3期临床研究结果。具备竞争力的产品组合将为公司提供重要的增长动力。

**盈利预测、估值与评级：**维持公司24-26年归母净利润预测为-6.33/+3.06/+13.30亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**研发进度不达预期的风险；销售情况不达预期的风险；国际合作不达预期的风险。

表10：信达生物盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4556	6206	7644	9473	11455
营业收入增长率	6.71%	36.20%	23.17%	23.93%	20.92%
净利润（百万元）	-2179	-1028	-633	306	1330
EPS（元）	-1.46	-0.66	-0.39	0.19	0.81

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：2022年因行使股份激励计划、根据股份奖励计划发行股份、行使股份期权、配售新股导致总股本变更为1,534.41百万股；2023年因行使股份期权、行使股份激励计划、行使雇员持股计划导致总股本变更为1,621.83百万股；截至2024年9月30日，总股本因行使股份期权，变更为1,635.63百万股）

## 4.3 迈瑞医疗：体外诊断板块引领增长，海外高端客户持续突破

**营收稳步提升，体外诊断业务引领增长：**2024H1公司实现营收205.31亿元，同比增长11.12%。其中，生命信息与支持业务实现营收80.09亿元，同比下降7.59%，主要受上半年招标采购活动推迟影响。体外诊断业务实现营收76.58亿元，同比增长28.16%，其中化学发光业务增长超30%，得益于门诊、手术等诊疗需求的持续增长。医学影像业务实现营收42.74亿元，同比增长15.49%，其中超声高端及以上型号增长超过40%。

**持续高研发投入，三大领域新品持续推出：**2024年上半年公司持续保持高研发投入，研发投入19.40亿元，占营收的比例为9.45%，三大领域产品不断丰富。生命信息与支持领域推出瑞智重症决策辅助系统、A3/A1麻醉系统、4K三维电子胸腔内窥镜、腔镜吻合器等新产品和解决方案；体外诊断领域推出CL-2600i全自动化学发光免疫分析仪、BS-1000M全自动生化分析仪、M680全自动生化免疫流水线等新产品，助力体外诊断业务延续高速增长；医学影像领域主要推出中高端台式超声Resona/Nuewa I9精英版、中高端台式超声Resona/Nuewa I8等重磅新产品。

**海外高端客户持续突破，国际市场不断开拓：**公司在海外市场高端客户群持续突破，2024年上半年公司国际战略客户贡献收入占国际市场销售比例达14%。在生命信息与支持领域、体外诊断领域、医学影像领域各突破近40、140、60家全新高端客户，各有近130、60、40家已有的高端客户实现更多产品横向突破。公司通过横向挖掘与纵向拓展，发挥三大业务领域丰富产品组合优势，持续突破重点大客户，为后续国际市场的开拓和全球领先医疗器械品牌的建立奠定良好的基础。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司24-26年的归母净利润预测为139.07/168.39/202.24亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品研发及获批不及预期风险、市场竞争加剧风险。

表11：迈瑞医疗盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,366	34,932	42,063	50,659	61,096
营业收入增长率	20.17%	15.04%	20.41%	20.44%	20.60%
净利润（百万元）	9,607	11,582	13,907	16,839	20,224
净利润增长率	20.07%	20.56%	20.07%	21.08%	20.10%
EPS（元）	7.92	9.55	11.47	13.89	16.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	30.04%	35.01%	30.79%	29.97%	28.89%
P/E	37	31	26	21	18
P/B	11.1	10.7	7.9	6.3	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30

## 4.4 联影医疗：海外收入占比提升，静待设备更新带来业绩增量

### 研发投入持续强劲，产品更新迭代布局完善。

公司24H1研发费用8.26亿元，占收入比重达15.49%。我国CT、MR、PET/CT等影像设备人均保有量仅为发达国家的1/10~1/3，普及率处于较低水平。伴随国产医疗设备整体研发水平的进步，国内企业已通过技术创新实现弯道超车。公司已累计向市场推出近120款产品，产品性能国际领先，助力高效医疗服务体系打造。23年公司加速垂直创新全链条关键技术的迭代和突破，共计20余款软硬件产品新获国内NMPA注册并推向市场，包括全新一代PET/MR uPMR 890、新一代磁共振uMR 585e、全新一代智能后处理平台uOmnispace、长轴向uMIPanorama GS、uCT ATLAS Astound等众多高端医疗设备。新的产品将会持续开拓新的细分领域，丰富产品组合，增强产品线的竞争力。

### 国际业务发展迅速，海外收入占比提升。

公司在重点国家已建立起立体的营销网络和完善的售后服务体系，24H1公司主营业务境外收入9.33亿元，同比增长30%，国际市场收占比达17.5%，同比提升近4个百分点。其中在北美、亚太、欧洲和新兴国家等地发展迅速，高端和超高端产品在海外进展顺利，带动联影全线产品海外市场推广进度。公司以中高端产品开路，高举高打拓宽国际化市场，未来有望引领全球医学影像设备创新浪潮。

**盈利预测、估值与评级：**公司是国内医学影像设备龙头，持续研发投入和技术创新，具备全球竞争力，综合考虑费用投入、设备更新换代政策推进等综合因素，维持24-26年归母净利润预测为23.74/29.76/37.72亿元。考虑到公司的装机量攀升、在研产品梯队有序，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求回落风险、供应链风险、市场竞争加剧风险、研发进度不及预期风险。

表14：联影医疗盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,238	11,411	13,830	16,979	21,107
营业收入增长率	27.36%	23.52%	21.20%	22.77%	24.31%
净利润（百万元）	1,656	1,974	2,374	2,976	3,772
净利润增长率	16.86%	19.21%	20.25%	25.36%	26.73%
EPS（元）	2.01	2.40	2.88	3.61	4.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.47%	10.46%	12.09%	12.67%	13.99%
P/E	64	53	44	35	28
P/B	6.0	5.6	5.4	4.5	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30

## 4.5 鱼跃医疗：业务回归常态化，家用器械龙头地位稳固

**业务逐步回归常态化，上年同期基数影响表观增速。**公司24H1各业务线进展顺利，其中呼吸制氧板块收入16.42亿元，同比下降28.88%，主要是受上年同期高基数影响，其中，制氧机产品营收较上年同期虽有一定下滑，但相较2022年同期实现双位数的复合增长率；雾化产品、家用呼吸机产品亦在优秀的产品品质及品牌力的加持下，业务规模获得了较好增长；同时，板块内核心产品在海外市场的拓展不断推进；糖尿病护理板块收入5.62亿元，同比增长54.94%，BGM相关产品市场占有率持续攀升，客群规模进一步扩大，CGM产品的研发工作正稳步推进，新品销售实现快速拓展；家用电子器械板块收入9.35亿元，同比下降12.49%；急救收入1.08亿元，同比增长34.66%；康复器械板块收入7.30亿元，同比增长3.06%。

**研发投入持续强劲，期间费用率小幅抬升。**24H1毛利率下降1.62pcts至50.06%，24H1销售费用率14.25%，同比增加1.95pcts，研发费用率6.26%，同比增加0.76pcts，管理费用率4.82%，同比增加0.81pcts。公司持续加大研发投入，注重研发团队的优化建设，期间费用率同比上升1.94pcts。

**盈利预测、估值与评级：**公司24H1实现外销收入4.79亿元，同比增长30.19%。随着公司众多产品的海外注册工作逐步落地，海外团队属地化布局日益完善，海外业务增长可期。整体来看，公司坚持聚焦三大核心赛道业务，管理逐步改善，随着研发投入和技术创新，核心业务在国内和全球市场都具备竞争力，我们维持24-26年归母净利润预测为24.21/26.94/30.96亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售不及预期、研发进度不及预期、管理风险等。

表12：鱼跃医疗盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,102	7,972	9,062	10,293	11,789
营业收入增长率	3.01%	12.25%	13.68%	13.58%	14.54%
净利润（百万元）	1,595	2,396	2,421	2,694	3,096
净利润增长率	7.60%	50.21%	1.03%	11.29%	14.93%
EPS（元）	1.59	2.39	2.41	2.69	3.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.18%	20.37%	18.09%	17.65%	17.73%
P/E	24	16	16	14	12
P/B	3.8	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30

## 4.6 天坛生物：静丙景气度延续，公司稳健发展

**血液制品收入实现稳健增长，部分产品毛利率明显提升。**公司目前共计拥有3大类15个品种的血制品，产品数量位居国内市场前列。24H1生物制品实现营业收入28.31亿元（同比+5.53%），毛利率达到55.66%（同比+7.18pct）。其中人血白蛋白实现营业收入11.14亿元，毛利率达到52.63%（同比+8.41pct）；静注人免疫球蛋白（含层析）实现营业收入13.39亿元，毛利率达到57.49%（同比+11.42pct）。两核心血液制品收入整体实现稳健增长，“蓉生”系列血液制品在中国市场上占据较大市场份额，四代静丙有望进一步提升公司盈利能力。

**采浆量持续提升，产品供应有所保障。**公司所属单采血浆站分布于全国16个省/自治区，单采血浆站共计102家，其中在营单采血浆站达80家。24H1公司采浆量再创新高，实现采浆1294吨，同比+15%，血浆采集规模保持国内领先。公司单采血浆站持续推进提质上量工作，我们预计公司单浆站平均采浆量将进一步提升，保障公司未来血液制品的市场供应，有助于公司生物制品持续放量。

**创新引领公司发展，海外市场稳步推进。**24H1公司研发费用0.69亿，同比+166.36%。公司在研产品十余项，主要包含血液制品和基因重组产品，有望进一步巩固公司在重组人凝血因子类和人免疫球蛋白类的行业领先地位。随着“蓉生”四代静丙等产品上市销售，我们看好公司未来吨浆净利润的进一步提高。24H1公司在稳定国内产品市场供应的同时积极推进国际市场开发，在海外地区实现营业收入155.44万元，同比+12.98%，实现静注人免疫球蛋白（pH4）、破伤风人免疫球蛋白等产品的出口。

**盈利预测、估值与评级：**维持24-26年归母净利润预测为13.98/16.83/19.27亿元，同比+25.98%/20.39%/14.49%，维持“增持”评级。

**风险提示：**采浆量低于预期的风险；层析静丙销售推广低于预期的风险；部分品种竞争格局恶化的风险。

表13：天坛生物盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,261	5,180	6,024	6,917	7,846
营业收入增长率	3.63%	21.57%	16.29%	14.82%	13.43%
净利润（百万元）	881	1,110	1,398	1,683	1,927
净利润增长率	15.92%	25.98%	25.98%	20.39%	14.49%
EPS（元）	0.53	0.67	0.72	0.85	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.02%	11.30%	12.74%	13.54%	13.68%
P/E	47	37	35	30	26
P/B	4.7	4.2	4.5	4.0	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30，2022-2023年总股本为16.48亿股，2024年为19.77亿股

## 4.7 派林生物：采浆规模稳步提升，业绩表现亮眼

**血液制品业绩表现亮眼，市场景气度延续。** 24H1公司血液制品实现营业收入11.33亿元（同比+60.35%），主要系血液制品市场销售需求景气，原料血浆采集同比增长较好，2024年上半年度公司可售产品数量和销量增加。静注人免疫球蛋白（pH4）等血液制品持续供不应求，同时公司积极开拓海外市场，海外出口业务持续扩展。

**采浆量稳定增加，助力公司业绩增长。** 公司23年全年采浆突破1200吨，跻身国内血制品行业千吨级第一梯队。目前公司浆站数量合计达到38个，其中广东双林拥有19个单采血浆站，派斯菲科拥有19个单采血浆站。24H1公司采浆量约700吨，原料血浆供应能力不断提升，2024年全年采浆量有望突破1400吨，助推公司实现经营目标。

**持续投入开发新产品，产品线进一步完善。** 24H1公司研发投入0.44亿，同比+24.83%。公司拥有授权专利65项，在研产品超10个，随着产品数量的持续增加，吨浆净利润将进一步提升。除目前销售的11个血液制品外，公司还积极研发和销售静注巨细胞病毒人免疫球蛋白，将有助于器官移植或免疫抑制治疗时预防巨细胞病毒感染。随着公司血制品产品数量的持续提升和静丙等产品的升级换代，公司的综合血浆利用率有望持续提升，为远期增长奠定坚实的基础。

**盈利预测、估值与评级：**血制品市场维持高景气度，维持公司24-26年归母净利润预测为7.82/9.34/10.86亿元，同比增长27.71%/19.54%/16.20%，维持“买入”评级。

**风险提示：**采浆低于预期的风险；批签发低于预期的风险。

表14：派林生物盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,405	2,329	3,175	3,666	4,161
营业收入增长率	21.98%	-3.18%	36.34%	15.48%	13.48%
净利润（百万元）	587	612	782	934	1,086
净利润增长率	50.14%	4.25%	27.71%	19.54%	16.20%
EPS（元）	0.80	0.84	1.07	1.27	1.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.55%	8.24%	9.69%	10.61%	11.23%
P/E	31	30	23	19	17
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30（注：2022年底总股本为732.39百万股，2023年因期权行权等导致总股本变更为733.00百万股，2024年因注销回购及股票期权行权等导致总股本变更为733.04百万股）

## 4.8 千红制药：迈向高端肝素API，稳步推进创新转型

**肝素API毛利率明显回升，带动净利润同比高增长。** 24Q1~Q2，公司单季度归母净利润1.04/0.79亿元，同比+21.13%/+137.87%。24H1，公司净利润实现同比高增长，主要由于：1) 肝素API业务毛利率大幅回升带动下，24H1公司整体毛利率同比+10.89pp；2) 24H1销售费用率同比-2.16pp。

**千牧项目顺利进展，打造肝素原料药长期优势。** 河南千牧项目自2023年10月兴建后进展顺利，计划于24年底投产，预计于25年贡献业绩。待千牧项目投产后，公司计划依托可溯源性领先的优质猪小肠资源争取切入国际高端大客户的供应链，为公司开拓肝素API高端市场提供销售增量，以期实现未来肝素出口业务的快速增长。

**CDK9抑制剂计划申请突破性疗法，期待创新转型兑现。** 截至2024年6月末，QHRD107（CDK9激酶抑制剂，适应症为复发难治急性髓系白血病）在II期临床阶段性分析会上得到了研究者“临床试验结果积极、安全性好”的一致认可，公司力争在II期后申请突破性疗法，预计24年底取得阶段性进展；QHRD106（适应症为急性缺血性脑卒中）获专家组一致推荐进入II期临床试验。公司多项创新药产品的持续推进，为远期发展持续注入新的动能，期待24年底公司CDK9抑制剂的阶段性进展。

**盈利预测、估值与评级：** 维持24~26年归母净利润预测为3.08/3.68/4.21亿元，同比增长69.09%/ 19.62%/14.34%，维持“买入”评级。

**风险提示：** 肝素价格周期波动的风险；创新药研发低于预期的风险。

表14：千红制药盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,304	1,814	1,957	2,255	2,729
营业收入增长率	22.86%	-21.24%	7.89%	15.22%	20.99%
净利润（百万元）	323	182	308	368	421
净利润增长率	78.60%	-43.77%	69.09%	19.62%	14.34%
EPS（元）	0.25	0.14	0.24	0.29	0.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.20%	7.41%	11.79%	13.38%	14.48%
P/E	24	43	25	21	18
P/B	3.2	3.2	3.0	2.8	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30

## 4.9 太极集团：国企改革持续深化，战略引领创新升级

**医药工业收入阶段性调整，大健康业务表现亮眼。** 24H1未抵消前的医药工业/医药商业/中药材资源/大健康板块分别实现营收50.79/37.41/4.90/2.65亿元，同比-19.77%/-10.96%/-16.39%/+79.63%，大健康业务聚焦重点产品、重塑销售渠道、推进海外业务，实现了快速放量。工业主要品种按治疗领域分，24H1呼吸系统用药营收YOY+4.25%，实现了稳健增长；24H1消化及代谢用药营收YOY-26.34%，主要系藿香正气口服液销售额下降，估计与去年同期高基数、今年上半年南方气温较凉爽且社会库存较高有关，我们预计24H2相关不利影响将显著消退；24H1抗感染药物、神经系统用药、心脑血管用药营收均下滑超20%，估计与国家医疗改革和企业营销模式调整有关。

**费用结构优化调整，持续推进数字化转型升级。** 24H1毛利率同比-3.44pp至46.71%，归母净利率同比+0.12pp至6.33%。其中，医药工业毛利率同比-1.91pp至62.90%，估计与多个品种销售额下降有关；医药商业毛利率同比+0.11pp至8.78%，估计与商业协同、降低采购成本有关。费用率方面，24H1销售/管理/财务/研发费用率分别同比-3.82/+0.34/+0.09/+0.51pp至31.66%/4.28%/ 0.76%/1.49%，公司加强销售费用管控，研发投入明显加大。在“一个数字化太极”战略规划下，公司有序推进数据治理，夯实数字基建，有望提升管理效率。

**盈利预测、估值与评级：**公司品牌和品种资源深厚，以国药入主为契机，全面推进经营整改，实施主品战略，优化营销模式，国企改革动能十足，有望实现中长期高质量发展。我们维持公司24-26年归母净利润预测为9.48/12.97/15.60亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**核心品种销售不及预期；成本费用管控不及预期；改革不及预期。

表15：太极集团盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,051	15,623	14,479	16,776	18,616
营业收入增长率	15.65%	11.19%	-7.32%	15.86%	10.97%
净利润（百万元）	350	822	948	1,297	1,560
净利润增长率	-166.84%	135.09%	15.34%	36.83%	20.24%
EPS（元）	0.63	1.48	1.70	2.33	2.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.41%	22.70%	21.53%	23.58%	22.97%
P/E	45	19	16	12	10
P/B	5.1	4.3	3.5	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30

## 4.10 重点公司盈利预测和估值列表

表16：重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
600276.SH	恒瑞医药	52.30	0.68	0.94	1.13	77	55	46	增持
1801.HK	信达生物	42.47	-0.66	-0.39	0.19	NA	NA	227	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	293.00	9.55	11.47	13.89	31	26	21	买入
688271.SH	联影医疗	128.00	2.40	2.88	3.61	53	44	35	买入
002223.SZ	鱼跃医疗	38.28	2.39	2.41	2.69	16	16	14	买入
600161.SH	天坛生物	25.14	0.67	0.72	0.85	37	35	30	增持
000403.SZ	派林生物	24.77	0.84	1.07	1.27	30	23	19	买入
002550.SZ	千红制药	6.06	0.14	0.24	0.29	43	25	21	买入
600129.SH	太极集团	28.06	1.48	1.70	2.33	19	16	12	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-09-30；汇率按1HKD=0.90179CNY换算

1.行情回顾： 24年前三季度医药板块表现一般，估值处于历史较低水平

2.医改深水区的医药产业逻辑变迁

3.从支付角度选择投资方向

4.重点公司

5.风险分析

## 控费政策超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

## 研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药企，但创新药研发属于高风险经营行为，一旦寄予厚望的管线研发失败，可能对已投入大量资源研发的上市药企的股价有较大冲击。

## 政策支持不及预期

行业内的很多问题，往往需要政策层面的推动才能解决，但存在较大不确定性。如果政策层面没有一定的支持，可能相关产品的普及、升级进展将会低于预期。

## 板块估值下挫风险

医药行业子板块众多，部分细分领域中的标的估值较高，可能有估值回调风险。

# 衷心 感谢

光大证券研究所



医药生物研究团队

## 王明瑞

📄 执业证书编号: S0930520080004  
☎ 电话: 021-52523867  
✉ 邮箱: wangmingrui@ebscn.com

## 黄素青

📄 执业证书编号: S0930521080001  
☎ 电话: 021-52523570  
✉ 邮箱: huangsuqing@ebscn.com

## 曹聪聪

📄 执业证书编号: S0930524040001  
☎ 电话: 021-52523807  
✉ 邮箱: caocongcong@ebscn.com

## 张瀚予

📄 执业证书编号: S0930523070010  
☎ 电话: 021-52523861  
✉ 邮箱: zhanghanyu@ebscn.com

## 吴佳青

📄 执业证书编号: S0930519120001  
☎ 电话: 021-52523697  
✉ 邮箱: wujiaqing@ebscn.com

## 黎一江

📄 执业证书编号: S0930522110001  
☎ 电话: 010-57378028  
✉ 邮箱: liyijiang@ebscn.com

## 叶思奥

📄 执业证书编号: S0930523050003  
☎ 电话: 021-52523837  
✉ 邮箱: yesa@ebscn.com

## 张杰

📄 执业证书编号: S0930524060001  
☎ 电话: 021-52523676  
✉ 邮箱: zhangjie66@ebscn.com

基金

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；  
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；  
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；  
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；  
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**