



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

医药2024年三季度报总结： 业绩触底，行业有望稳健回升

国联证券医药研究团队

2024年11月06日

证券研究报告

报告评级：强于大市 | 维持

请务必阅读报告末页的重要声明

投资要点

► 2024年三季度医药生物公募基金重仓比例提升

2024Q3医药生物公募基金重仓比例为10.71%，环比提升0.83pct，相比于二季度公募基金大幅流出医药的情况，三季度有明显的资金回流迹象。从细分子行业来看，各子行业重仓比例变动有所分化，加仓幅度依次为化学制药（+0.76pct）>医疗服务（+0.48pct）>生物制品（+0.11pct）>中药II（-0.01pct）>医药商业（-0.02pct）>医疗器械（-0.47pct）。

► 2024年三季度医药上市公司总体财务数据一般但部分细分产业表现较好

2024Q3样本公司实现收入5969亿元，同比下滑1.27%，归母净利润404亿元，同比下滑16.03%。总体数据表现一般，但其中部分细分领域表现较好，三季度医疗耗材收入同比增长12.19%，归母净利润同比增长16.33%；化学制剂板块收入同比增长2.34%，归母净利润同比增长10.48%，化药板块高增长的可能原因包括新药销售驱动及正常学术推广活动的恢复。

► 投资建议

四季度建议关注药品商业化兑现及出海、器械平台化及国际化、品牌OTC稳健增长及CRO板块底部复苏等主线。

药品商业化兑现及出海重点推荐人福医药、恒瑞医药、贝达药业、三生国健、迈威生物等；

器械平台化及国际化重点推荐迈瑞医疗、鱼跃医疗、怡和嘉业、南微医学、新产业、艾德生物等；

品牌OTC稳健增长主线重点推荐羚锐制药、东阿阿胶；

CRO板块预期修复重点推荐药明康德。

► 风险提示

商业化销售不及预期、临床进度或上市时间不及预期、竞争格局恶化、地缘政治风险、汇率波动风险等。

目 录

第一部分

医药2024年三季度持仓情况

第二部分

医药细分行业2024年三季度报总结

第三部分

重点个股更新

第四部分

风险提示



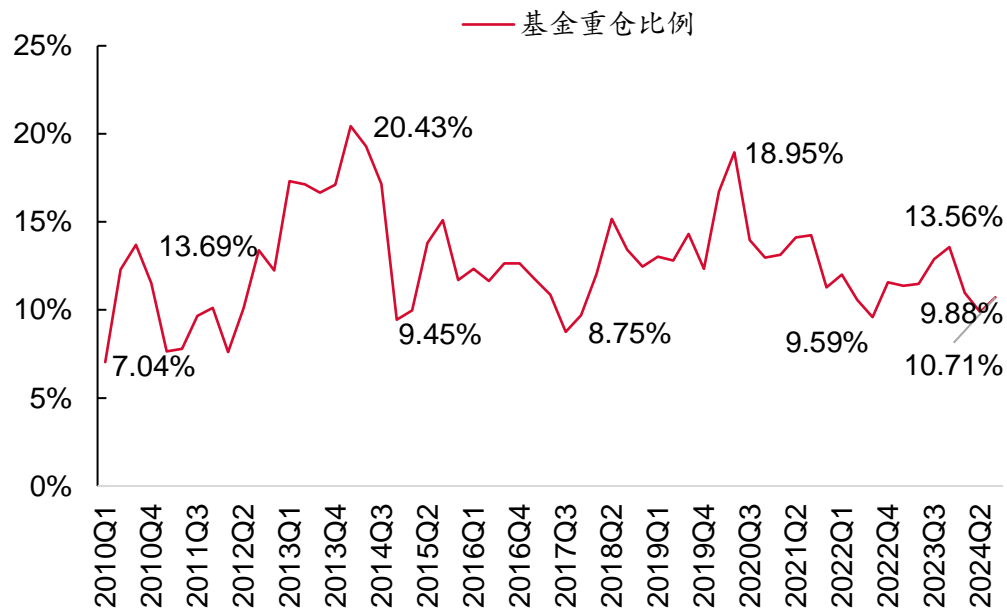


1 医药2024年三季度持仓情况

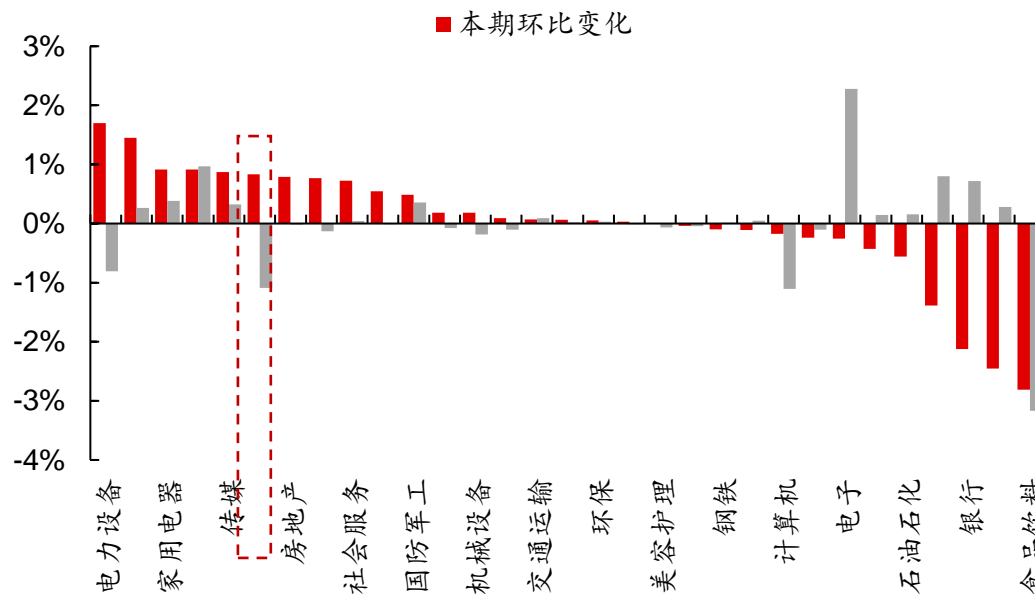
2024Q3医药重仓比例10.71%，环比提升

- 公募基金2024年三季度持仓情况已披露完毕，我们按照惯例选取普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金以及灵活配置型基金作为样本分析2024Q3公募基金重仓持股情况。
- 2024Q3医药生物公募基金重仓比例提升。**2024Q3医药生物公募基金重仓比例为10.71%，环比提升0.83pct，相比2024Q2环比下滑，整体发展趋势良好。
- 2024Q3医药生物涨幅位居申万31个一级行业中第11位，累计涨幅17.62%，跑赢沪深300指数1.56pct，跑赢上证综指5.19pct。

2024Q3医药生物基金重仓比例为10.71%



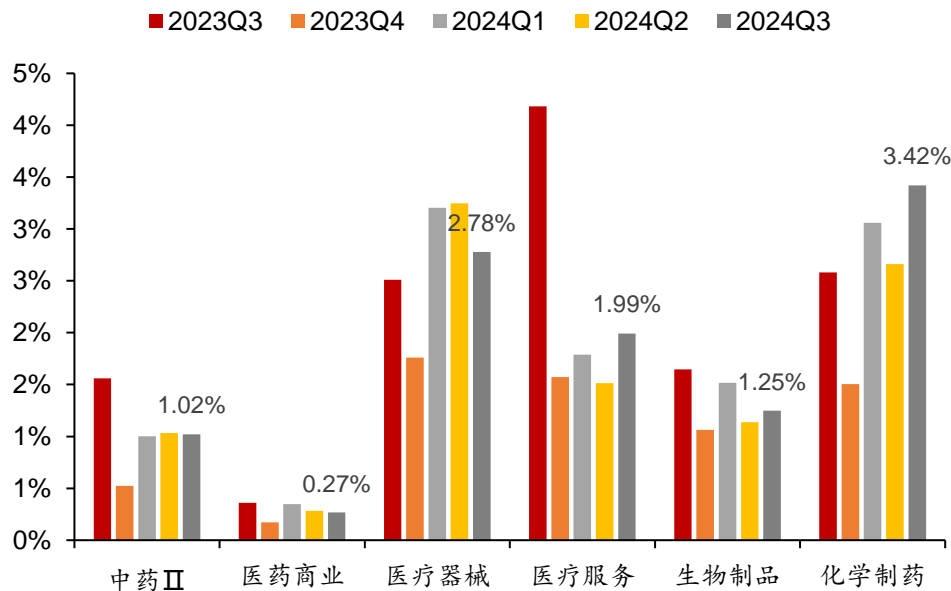
近两个季度各行业基金重仓持股环比变动一览



2024Q3化学制药和医疗服务重仓比例提升

- 2024Q3医药生物子行业重仓比例依次为化学制药（3.42%）、医疗器械（2.78%）、医疗服务（1.99%）、生物制品（1.25%）、中药II（1.02%）、医药商业（0.27%）
- 各子行业重仓比例变动有所分化，加仓幅度依次为化学制药（+0.76pct）> 医疗服务（+0.48pct）> 生物制品（+0.11pct）> 中药II（-0.01pct）> 医药商业（-0.02pct）> 医疗器械（-0.47pct）。

2024Q3医药分子行业基金重仓市值占比变动情况



2024Q3医药生物板块基金重仓市值前15名标的一览

公司名称	持股数量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股比例	重仓市值占比变动	重仓基金数量	重仓基金数量变动
恒瑞医药	3.93	205.64	1.11%	0.13%	330	-71
迈瑞医疗	0.56	164.78	0.89%	-0.68%	216	-318
药明康德	1.55	81.34	0.44%	-0.02%	92	-15
科伦药业	2.32	74.38	0.40%	0.11%	148	-43
泰格医药	1.08	74.25	0.40%	0.12%	93	14
惠泰医疗	0.13	53.93	0.29%	0.04%	69	-52
东阿阿胶	0.85	52.72	0.28%	0.05%	66	-28
华润三九	0.97	46.14	0.25%	0.07%	42	-20
百济神州-U	0.24	43.26	0.23%	0.13%	93	20
爱尔眼科	2.53	40.32	0.22%	-0.07%	59	-47
百利天恒-U	0.21	40.23	0.22%	0.12%	58	2
康龙化成	1.31	39.91	0.22%	0.14%	30	18
鱼跃医疗	0.93	35.76	0.19%	-0.01%	52	-52
信达生物	0.74	31.32	0.17%	0.06%	84	-18
人福医药	1.46	30.89	0.17%	0.08%	78	12



2 医药细分行业2024年三季度报总结

医药上市公司经营情况

我们选取了申万一级医药生物上市公司，2024单三季度实现收入5969亿元，同比下滑1.27%，归母净利润404亿元，同比下滑16.03%。

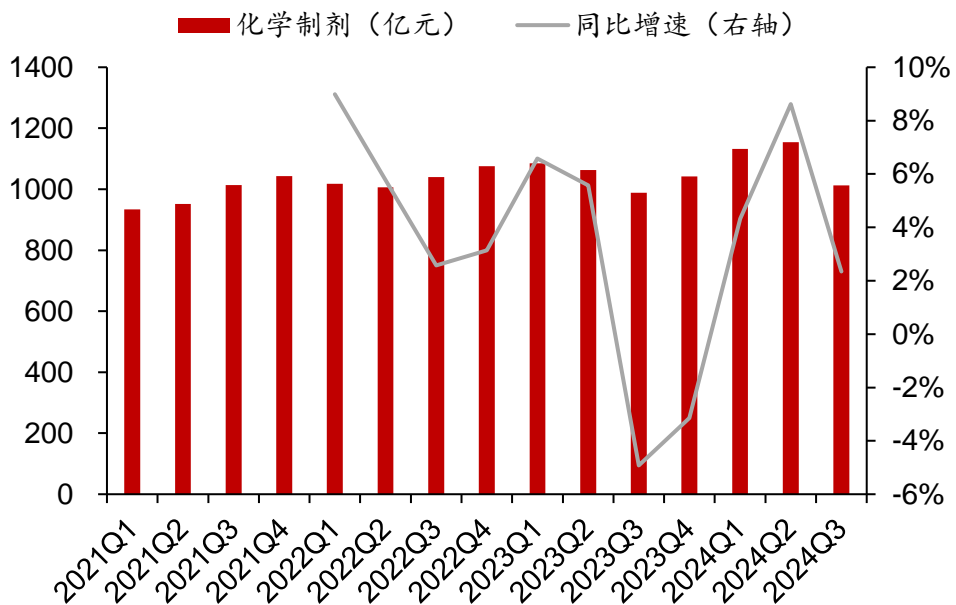
医药细分行业业绩同比增速（亿元，按季度）

申万二级分类	申万三级分类	收入同比增速					归母净利润同比增速				
		2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
中药	中药	0.64%	-1.57%	-0.49%	-6.06%	-3.33%	16.96%	215.99%	-8.45%	-10.62%	-9.09%
医药商业	医药流通	-3.00%	3.91%	-0.42%	-2.58%	4.68%	-11.52%	-151.68%	2.19%	25.28%	-3.13%
	线下药店	13.82%	0.90%	11.44%	4.69%	5.39%	8.44%	-53.87%	-3.13%	-31.32%	-37.12%
医疗器械	医疗设备	14.11%	1.19%	0.75%	0.33%	-4.09%	-14.80%	-3.02%	-3.64%	-6.67%	-30.90%
	医疗耗材	9.12%	2.91%	12.84%	26.73%	12.19%	-17.41%	-66.15%	14.28%	16.08%	16.33%
	体外诊断	-60.33%	-54.80%	-11.41%	0.40%	2.80%	-79.46%	712.13%	-21.34%	-14.29%	8.14%
医疗服务	诊断服务	-37.11%	-38.92%	-9.21%	-7.41%	-11.37%	-79.15%	-33.62%	-92.54%	-47.75%	-138.49%
	医院	22.79%	40.81%	4.12%	4.51%	-0.27%	41.72%	-105.91%	-10.44%	16.94%	-13.27%
	医疗研发外包	4.98%	-3.27%	-3.78%	-2.15%	0.09%	-9.37%	-58.51%	-36.65%	-27.19%	-28.67%
生物制品	疫苗	19.33%	13.78%	-11.10%	-32.75%	-46.79%	-4.21%	-62.71%	-54.76%	-42.90%	-64.73%
	血制品	22.57%	2.23%	-5.22%	12.67%	-1.44%	17.87%	-60.00%	11.28%	18.03%	5.11%
	其他生物制品	21.70%	17.25%	19.29%	-27.25%	-25.41%	-239.74%	-13.13%	-55.82%	-151.20%	-38.45%
化学制药	原料药	-7.58%	-10.65%	-5.09%	4.73%	-9.33%	-26.42%	-111.70%	-11.46%	8.18%	1.05%
	化学制剂	-4.92%	-3.15%	4.33%	8.62%	2.34%	5.98%	-288.29%	69.27%	16.88%	10.48%
	合计	-2.06%	-1.26%	0.82%	-1.04%	-1.27%	-7.06%	-19.62%	1.58%	-1.00%	-16.03%

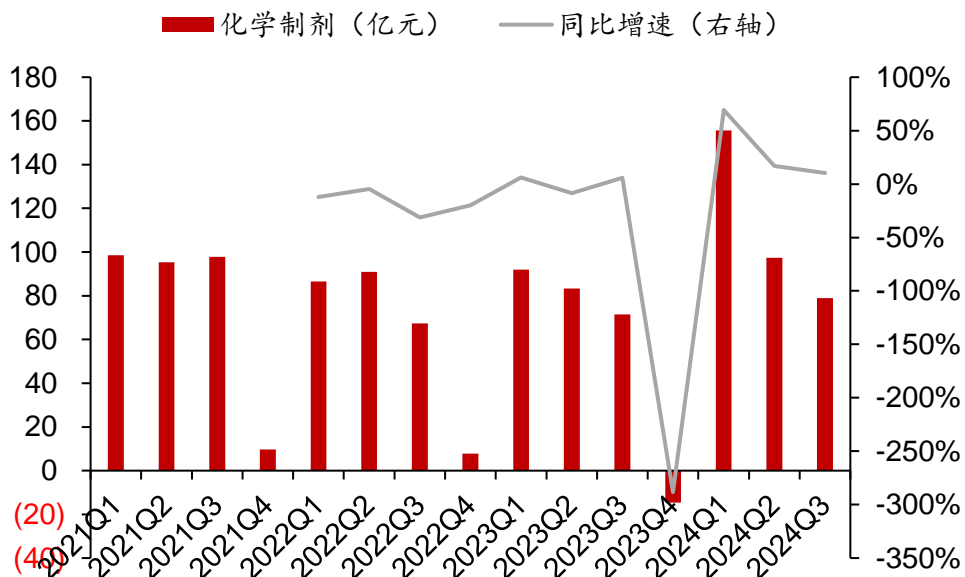
化学制剂：收入整体表现平稳，授权+新药驱动业绩

- 2024年Q3化学制剂行业实现收入1012.21亿元，同比增长2.34%；实现归母净利润78.90亿元，同比增长10.48%。上半年子行业收入、利润增速表现好，主要是由于中国企业在上半年确认了较多的对外授权收入，如百利天恒、恒瑞医药等。第三季度化学制剂利润实现双位数增长，我们认为除新药销售驱动外，正常的学术推广也带动了药品的放量。

化学制剂行业收入（亿元，按季度）



化学制剂行业归母净利润（亿元，按季度）



▶ 化学制剂：新产品销售以及正常推广驱动Q3收入增长，远期看内需+对外授权

- ▶ 化学制剂 收入端增长受新产品以及正常的学术推广恢复带动较多（艾力斯、恒瑞医药、贝达药业、三生国健、泽璟制药），利润端则由于非经营性利润的科目波动各企业表现不同，如减值基数较低（复星医药）、授权收入增加（三生国健）、公允价值变动（汇宇制药）。
- ▶ 国内市场为企业短期业绩提供支撑，海外市场提供更高的空间，后续可以关注内需+创新药对外授权，推荐人福医药（麻药双位数增长并有望提速+大股东债务问题化解），恒瑞医药（新药数量快速增加+创新药授权成为新驱动力），贝达药业（恩沙替尼出海+多项投资进入收获期），三生国健（自免药物陆续NDA+或有的授权预期）。

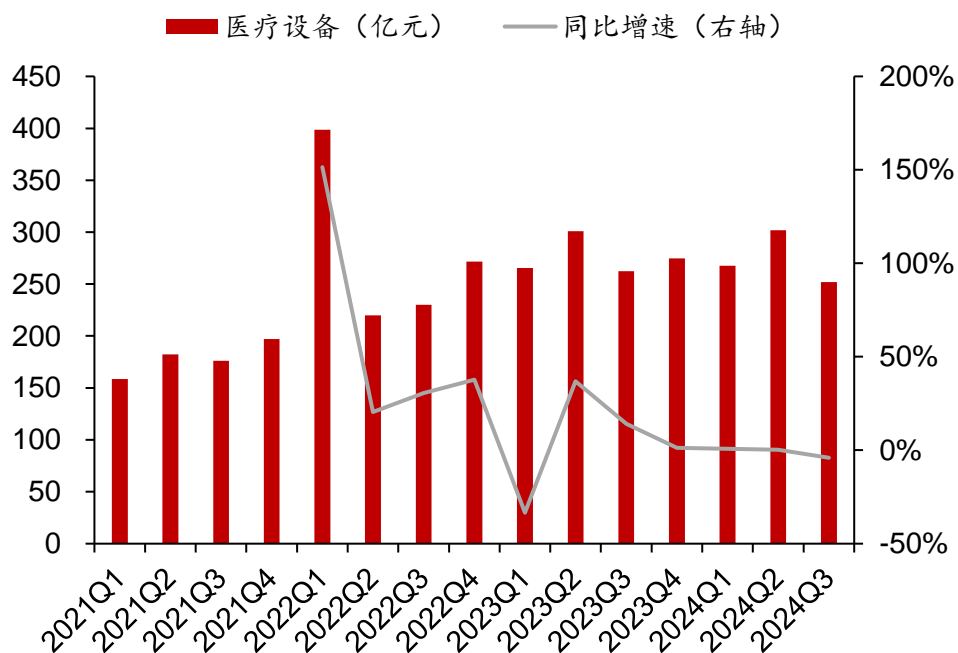
化学制剂个股经营情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	2024Q3收入 (亿元)	2024Q3收入增速	2024Q3归母净利润 (亿元)	2024Q3归母净利润增速	驱动力分析
600812.SH	华北制药	96.94	23.29	-15.04%	0.30	2035.13%	低基数
688553.SH	汇宇制药-W	69.81	3.20	53.26%	1.62	701.17%	产品收入增加+同源康公允价值增加
002399.SZ	海普瑞	143.15	12.32	-8.80%	1.16	487.43%	财务费用减少、投资亏损减少
688506.SH	百利天恒-U	747.10	1.10	64.78%	-6.01	221.74%	Q1大额授权收入
002019.SZ	亿帆医药	152.78	12.26	24.32%	1.13	196.33%	新增及医药自有存量产品（含进口）收入增加等
000766.SZ	通化金马	144.01	3.19	1.16%	0.11	139.97%	低基数
600267.SH	海正药业	100.62	26.31	-0.37%	0.80	109.37%	低基数
688578.SH	艾力斯	232.20	9.57	59.73%	4.07	101.38%	伏美替尼放量

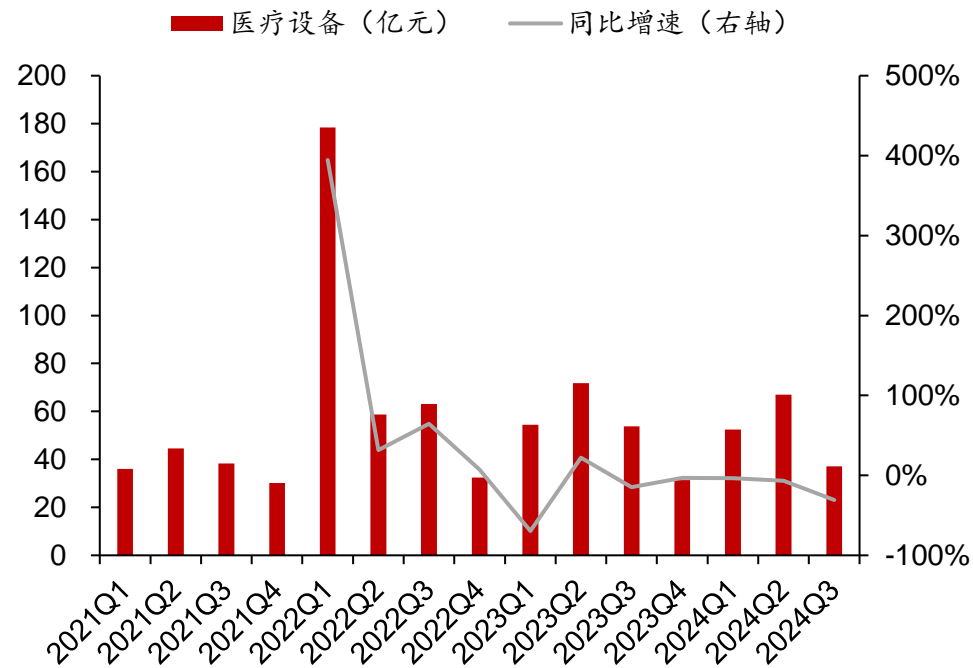
医疗设备：设备更新逐步落地，业绩有望持续改善

- 2024年单三季度医疗设备实现收入251.80亿元，同比下滑4.09%；实现归母净利润37.13亿元，同比下降30.90%。
- 受到设备更新政策落地不及预期影响，国内医院端招投标进度有所延缓，叠加Q3处于医疗设备淡季，低收入技术下，利润下降更多。

医疗设备行业收入（亿元，按季度）



医疗设备行业归母净利润（亿元，按季度）



医疗设备：设备更新逐步落地，业绩有望持续改善

- 医疗行业整顿对成熟类的产品如超声等影响较大，国产化率较低的产品如内窥镜等相对表现较好；我们预计随着设备更新逐步落地之后，医疗设备公司24Q4以及2025年上半年有望恢复增长。
- 行业内的龙头公司正在积极寻求海外拓展的机会，如迈瑞医疗前三季度海外收入增速18%，联影医疗前三季度海外收入增速36%。

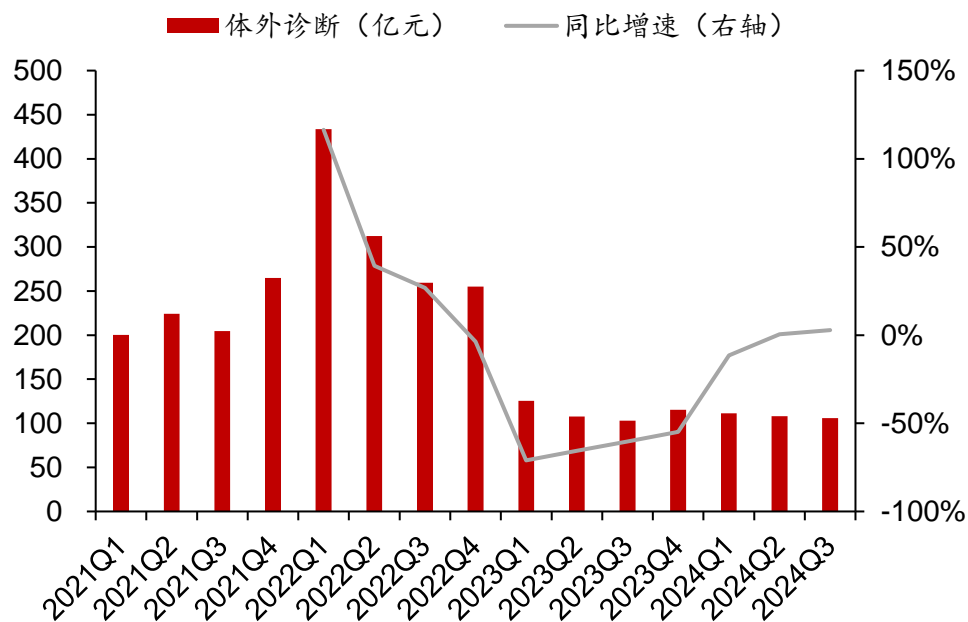
医疗设备个股经营情况

x证券代码	证券名称	市值	2024Q3收入 (亿元)	2024Q3收入 增速	2024Q3归母净 利润 (亿元)	2024Q3归母 净利润增速	驱动力分析
688212.SH	澳华内镜	70.44	1.47	5.39%	0.32	345.17%	AQ300等新产品持续装机入院
300206.SZ	理邦仪器	58.46	4.60	6.07%	0.47	57.15%	监护产品外销增长；血气新产品有望为国内带来增量
301363.SZ	美好医疗	126.51	4.50	55.68%	0.89	49.91%	家用呼吸机海外需求持续恢复；新产品持续推进
301367.SZ	怡和嘉业	64.81	2.20	10.51%	0.33	21.78%	美国RH公司订单恢复常规增长；国内Q3淡季
600587.SH	新华医疗	104.65	22.37	-0.32%	1.33	10.65%	医疗器械与制药装备占比提升带动利润率提升
688139.SH	海尔生物	98.12	5.59	0.51%	0.75	-5.00%	海外太阳能医疗项目加速交付；新产业拓展顺利
300049.SZ	福瑞股份	99.42	3.37	19.37%	0.27	-9.22%	Fibroscan随着MASH治疗药物推广渗透率提升
300760.SZ	迈瑞医疗	3228.13	89.54	1.43%	30.76	-9.31%	海外高端战略客户和中大样本量实验室的持续突破，动物医疗、微创外科、AED等种子业务放量

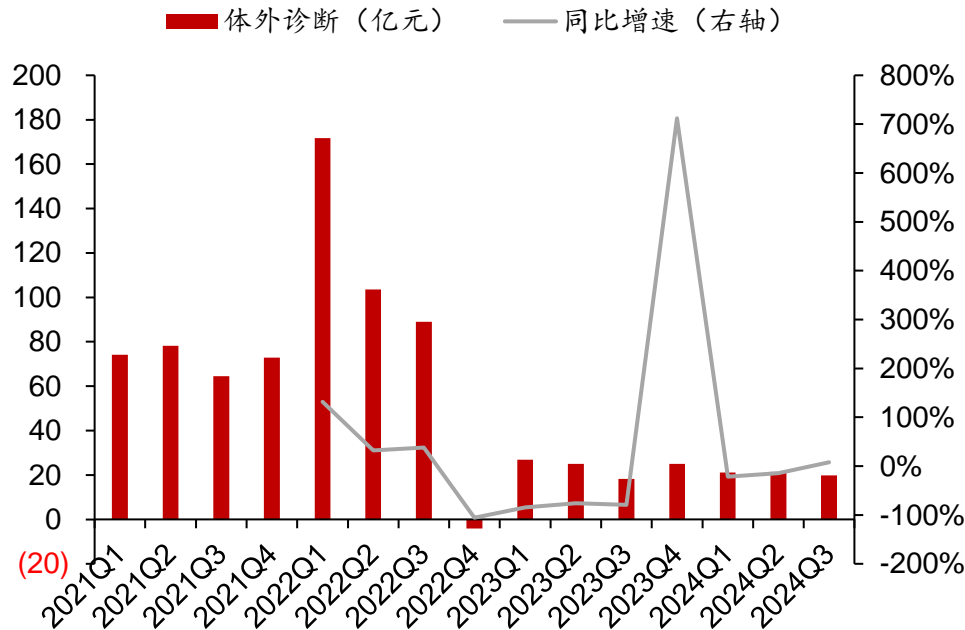
体外诊断：刚性诊疗需求实现稳健增长

- 刚需性诊疗需求实现稳健增长。2024Q3体外诊断企业营收为105.71亿元（yoy+2.8%），归母净利润为19.76亿元（yoy+8.14%），实现正向增长
- 由于受到DRG拆套餐、集采降价、合规化政策等影响，2024Q1、Q2、Q3营收分别为111、108、106亿元，环比呈现下滑趋势，同时利润端亦有所承压，2024Q1、Q2、Q3归母净利润分别为21.15、21.46、19.76亿元

体外诊断行业收入（亿元，按季度）



体外诊断行业归母净利润（亿元，按季度）



体外诊断：海外业务拉动实现快速增长

- 在国内经济环境相对承压的背景下，对于前期布局海外业务的企业，能够分散整体风险。同时由于海外业务体量较小，增速大多快于整体增速，出海渐渐成为IVD企业的必选项

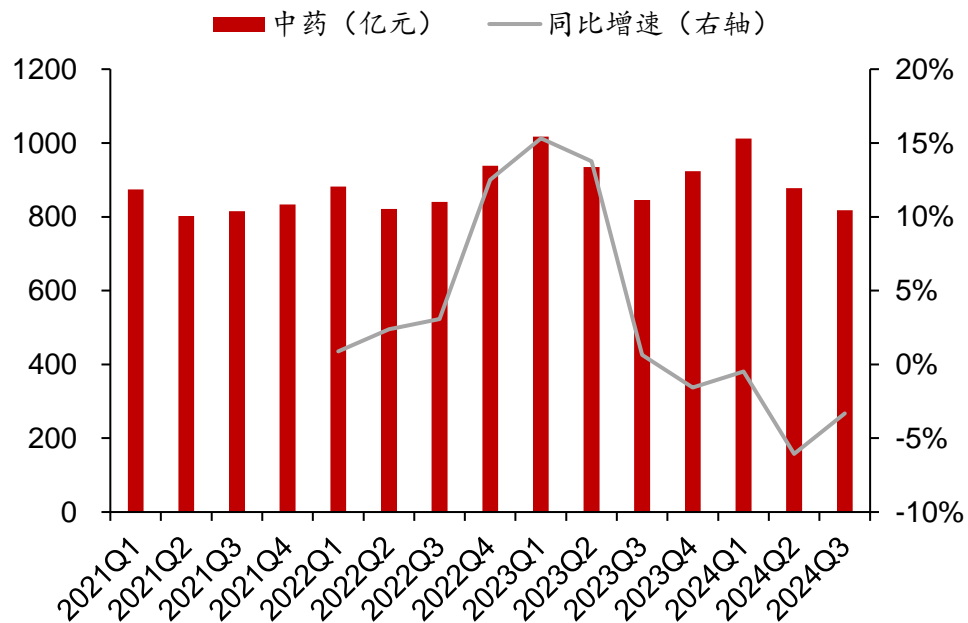
体外诊断个股经营情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	2024Q3收 入(亿元)	2024Q3收入 增速	2024Q3归母净 利润(亿元)	2024Q3归母 净利润增速	驱动力分析
002432.SZ	九安医疗	223.10	7.41	60.32%	7.67	591.41%	呼吸道三联检产品在美国市场实现快速放量
688253.SH	英诺特	58.17	1.00	81.86%	0.38	320.08%	居家呼吸道检测产品带动快速增长
688606.SH	奥泰生物	56.42	2.22	28.72%	0.74	142.39%	超过90%业务营收来自海外市场
300685.SZ	艾德生物	96.96	3.05	22.53%	0.83	77.58%	肿瘤伴随诊断需求稳定，国内实现稳健增长，海外市场创新产品带动新增量。
300482.SZ	万孚生物	118.43	6.06	17.51%	0.80	22.70%	深耕海外市场多年，目前超过25%业务来自海外市场
688389.SH	普门科技	70.18	2.67	6.45%	0.86	21.51%	2024年前三季度，体外诊断业务营收6.78亿元(yoy+19%)，其中，国内营收4.42亿元(yoy+15%)；国际营收2.37亿元(yoy+26%)
300832.SZ	新产业	529.50	12.03	15.38%	4.80	10.02%	发光企业龙头企业之一，2024年前三季度国内收入同比增长13.60%；海外业务收入同比增长25.16%

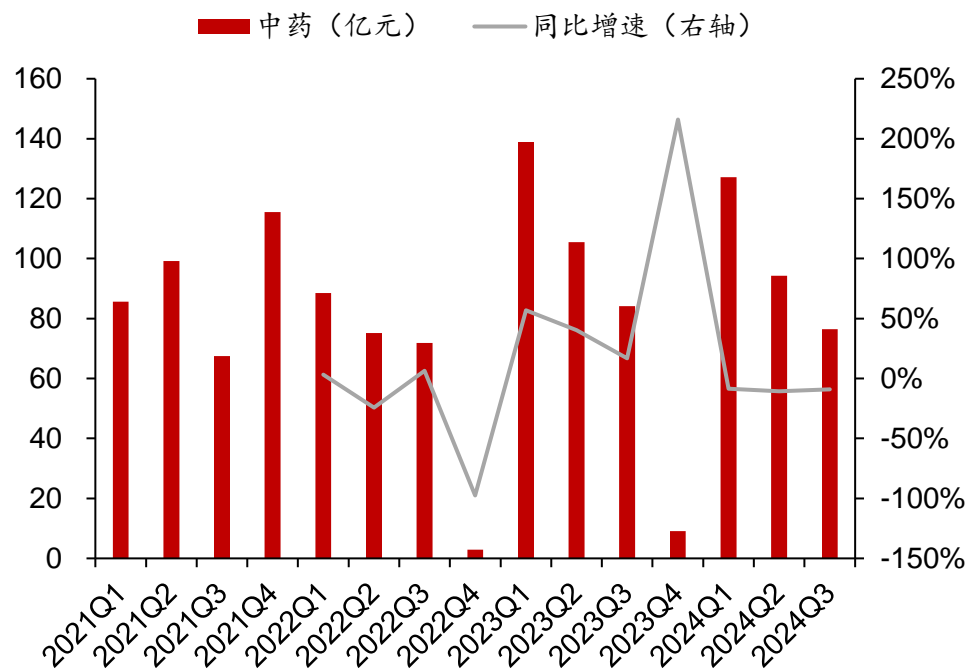
中药：短期业绩承压，Q3收入降幅有所收窄

- ▶ 中药行业2024Q3实现收入8017.55亿元，同比下滑3.33%，相比Q2降幅收窄，归母净利润76.46亿元，同比下滑9.09%，三季度中药行业业绩整体承压，我们认为主要与以下因素影响有关：（1）院内市场，集采降价提速扩面、行业合规整顿常态化等因素；（2）零售药店市场，医保基金监管加强、门诊共济政策导致零售药店客流下降、以及药店货架库存水平或有下降趋势等因素。
- ▶ 老龄化趋势加剧，国家顶层策略从注重“治已病”向注重“治未病”转变，并认可中医药在治未病中起主导作用，中医药有望受益，重点推荐羚锐制药、东阿阿胶等。

中药行业收入（亿元，按季度）



中药行业归母净利润（亿元，按季度）



中药：院内集采亦可为机遇，院外品牌OTC龙头展现韧性

- Q3利润增速较好的公司主要由于去年同期低基数、核心产品收入增长、毛利率提升、销售费用率下降、合并报表范围调整等。其中收入增长较好的公司，院内产品主要是受益于集采，提升医院覆盖率，快速放量；院外产品主要是对OTC渠道进行梳理，同时加大销售推广力度。

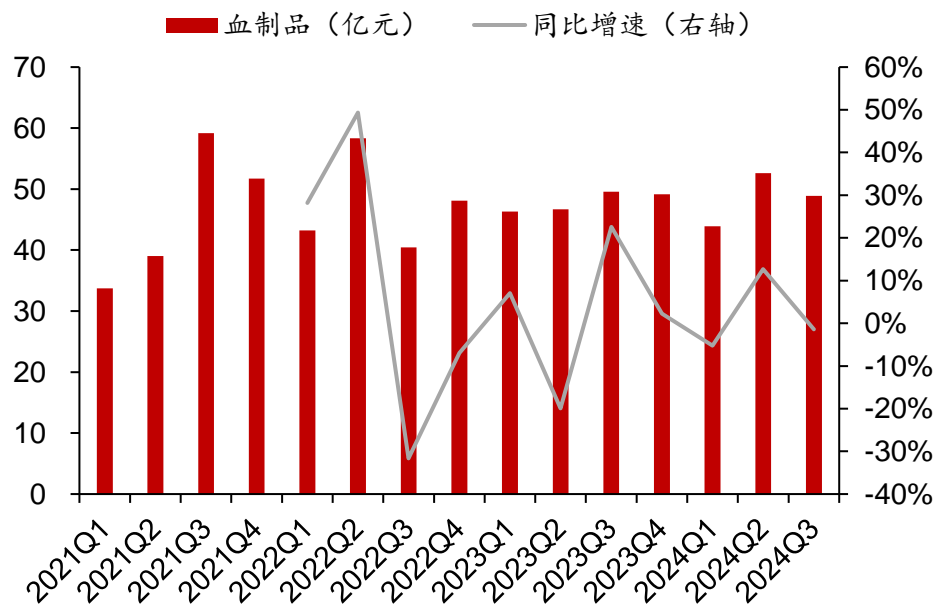
中药个股经营情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	2024Q3收入 (亿元)	2024Q3收入增速	2024Q3归母净利润 (亿元)	2024Q3归母净利润增速	驱动力分析
002907.SZ	华森制药	56.58	1.96	26.85%	0.27	701.72%	去年同期低基数。甘桔冰梅片Q3增长39%，集采品种乙二醇4000散与铝碳酸镁咀嚼片集采续标扩面对三金片和西瓜霜等产品渠道价格和品规进行梳理和调整，同时加大销售力度
002275.SZ	桂林三金	85.96	5.06	15.71%	0.83	377.72%	投资收益、公允价值变动收益增加
000623.SZ	吉林敖东	204.14	4.98	-35.42%	7.07	234.76%	藤黄健骨片、小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片、依折麦布片增长，毛利率提升，投资收益增加。
603998.SH	方盛制药	52.96	4.38	21.69%	0.91	158.74%	Q1-3阿胶块增速 10%左右，复方阿胶浆接近 50%，桃花姬 20%左右，阿胶粉150%左右
000423.SZ	东阿阿胶	381.62	15.81	25.38%	4.14	63.75%	乌灵胶囊受益于集采放量，2024Q1-3收入增长23%
300181.SZ	佐力药业	112.78	6.17	35.97%	1.25	40.61%	内生增长和汉方药业并表
603439.SH	贵州三力	56.27	5.27	55.50%	0.77	35.17%	销售费用率下降，公允价值变动收益增加
600572.SH	康恩贝	121.82	14.65	3.16%	1.36	27.22%	毛利率提升，同时销售费用率下降
600557.SH	康缘药业	82.44	8.50	-9.88%	0.92	24.28%	销售费用率下降
300039.SZ	上海凯宝	67.26	2.92	-5.16%	0.75	23.16%	

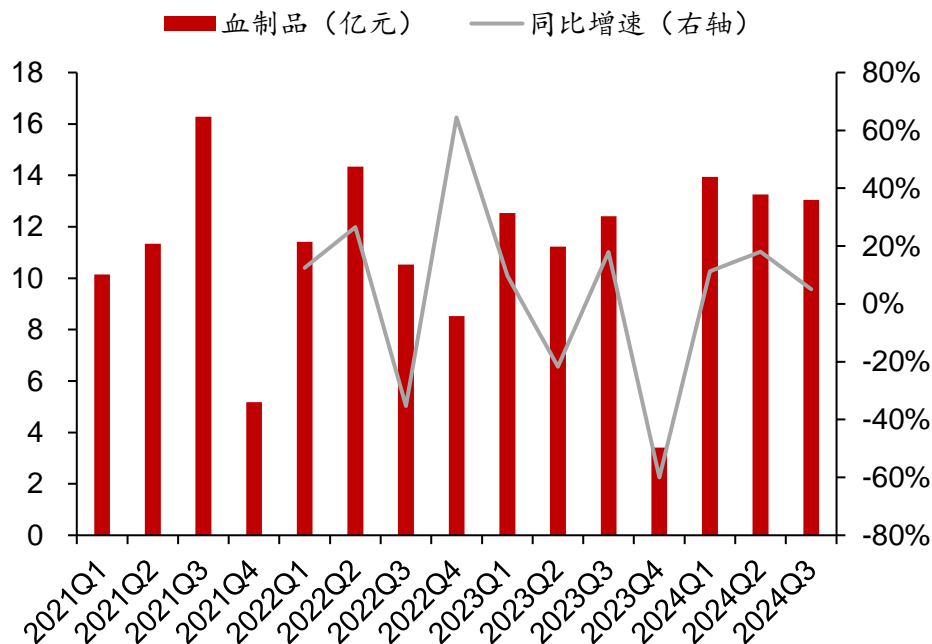
血制品：行业依然景气，利润维持稳定增长

- 血制品行业2024Q3实现收入49亿元，同比下滑1.44%，归母净利润13亿元，同比增长5.11%。2024Q3行业收入有所下降预计跟博雅生物合并报表范围调整有关。
- 2023年白蛋白由于供需紧张，价格上涨，2024年由于供应量增加，价格有所下行但调整幅度不大；静丙仍然供不应求，价格体系稳定。整体来看，虽然短期部分产品有价格压力，但随着老龄化趋势加剧，血制品临床认知度的提升，行业长期发展空间可期。

血制品行业收入（亿元，按季度）



血制品行业归母净利润（亿元，按季度）



▶ 血制品：不同公司业绩有所分化

- ▶ 血制品行业不同公司业绩有所分化。其中卫光生物利润增速远高于收入增速，主要由于Q3研发费用率同比下降6.17pp；博雅生物由于剥离非血资产表观业绩，公司于2023年9-11月剥离非血资产复大医药和天安药业，导致2024Q1-3公司表观收入同比下滑43.16%，实际Q1-3血制品收入同比增长0.39%。

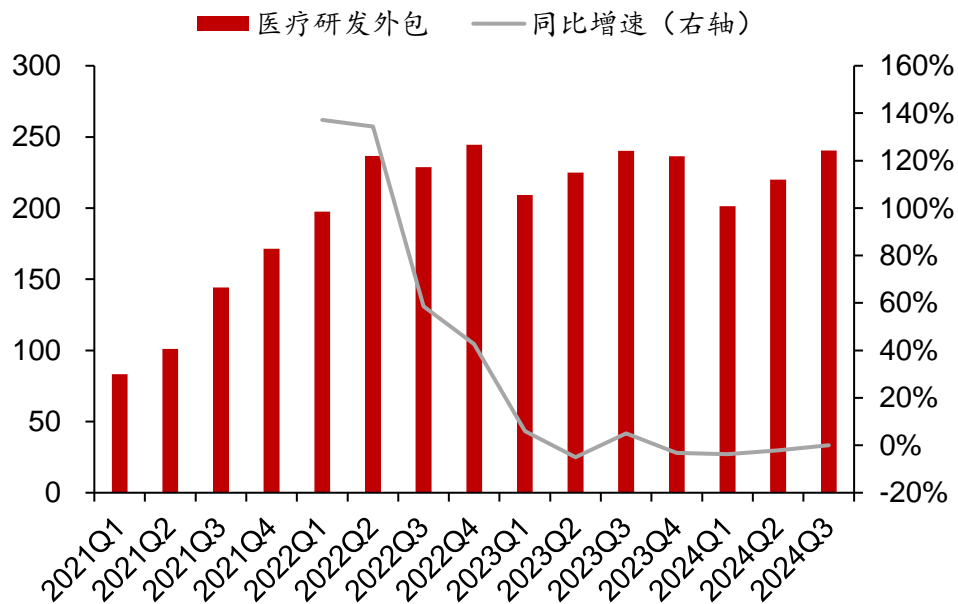
血制品个股经营情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	2024Q3收入 (亿元)	2024Q3收入增速	2024Q3归母净利润 (亿元)	2024Q3归母净利润增速	驱动力分析
002880.SZ	卫光生物	64.84	3.31	19.02%	0.73	45.05%	采浆量增长
000403.SZ	派林生物	162.66	7.54	13.27%	2.16	17.86%	采浆量增长
002252.SZ	上海莱士	487.89	20.62	1.34%	5.97	8.82%	采浆量增长
600161.SH	天坛生物	425.33	12.32	-7.44%	3.26	1.57%	采浆量增长
300294.SZ	博雅生物	156.01	3.49	-46.21%	0.97	-29.98%	采浆量增长，2023年9-11月剥离非血资产复大医药和天安药业，合并报表范围有所调整，因此影响表观业绩

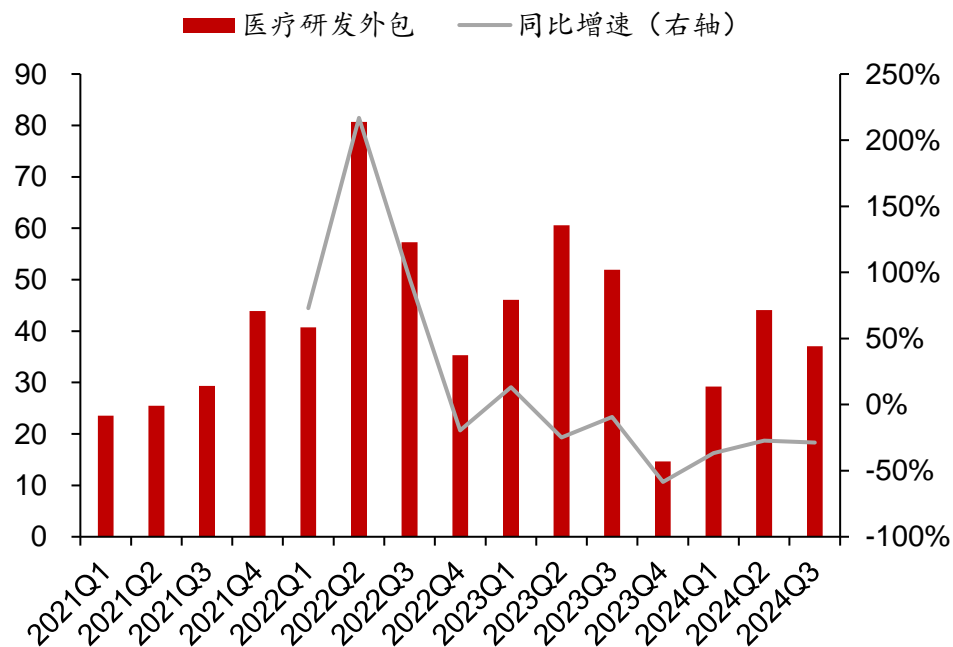
医疗研发外包：业绩短期承压，下游需求边际改善

- 下游医药研发景气度仍在恢复中，医疗研发外包行业整体仍然面临一定压力。2024年单三季度实现收入240.36亿元，同比增长0.09%；实现归母净利润37.03亿元，同比下滑28.67%。

医疗研发外包行业收入（亿元，按季度）



医疗研发外包行业归母净利润（亿元，按季度）



医疗研发外包：业绩短期承压，下游需求边际改善

- 下游需求结构性调整导致CXO业绩分化，细分赛道中多肽药物及ADC由于大单品出现带动研发生产需求持续增加，相关公司业绩表现较好；以海外业务为主的CXO受益于全球医药投融资回暖，新签/在手订单大多实现了快速增长。
- 考虑到美国生物安全法案年内获批的可能性进一步降低，且以海外业务为主的CXO在业绩及订单上均表现出了较好的趋势，我们建议关注以海外业务为主、订单持续快速增长的头部CXO，如药明康德、药明合联等。

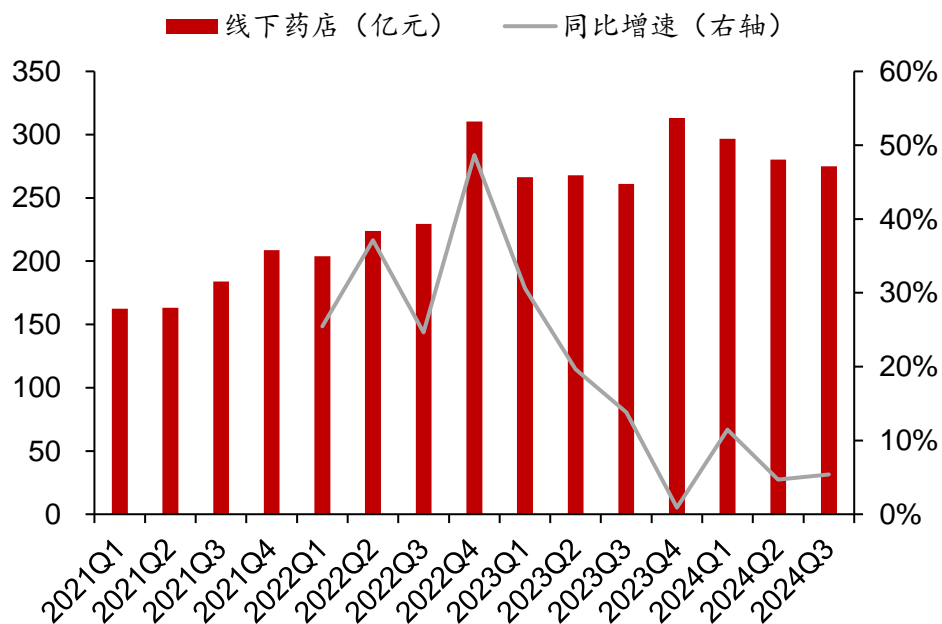
医疗研发外包个股经营情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	2024Q3收入 (亿元)	2024Q3收入增速	2024Q3归母净利润 (亿元)	2024Q3归母净利润增速	驱动力分析
688131.SH	皓元医药	77.37	5.64	13.80%	0.73	212.93%	盈利能力持续改善
688076.SH	诺泰生物	106.42	4.21	36.31%	1.23	146.86%	多肽行业景气度高，主营业务快速发展
688222.SH	成都先导	53.13	1.04	14.96%	0.20	59.82%	2023年同期为低基数
688621.SH	阳光诺和	50.03	3.54	53.20%	0.59	11.37%	收入端快速增长
300759.SZ	康龙化成	469.77	32.13	10.02%	3.08	-12.62%	2024年前三季度公司新签订单同比增长超过18%
603259.SH	药明康德	1460.02	104.61	-1.96%	22.93	-17.02%	剔除特定商业化生产项目后三季度收入同比增长4.6%；截至2024年9月底，公司在手订单438.2亿元，同比增长35.2%。

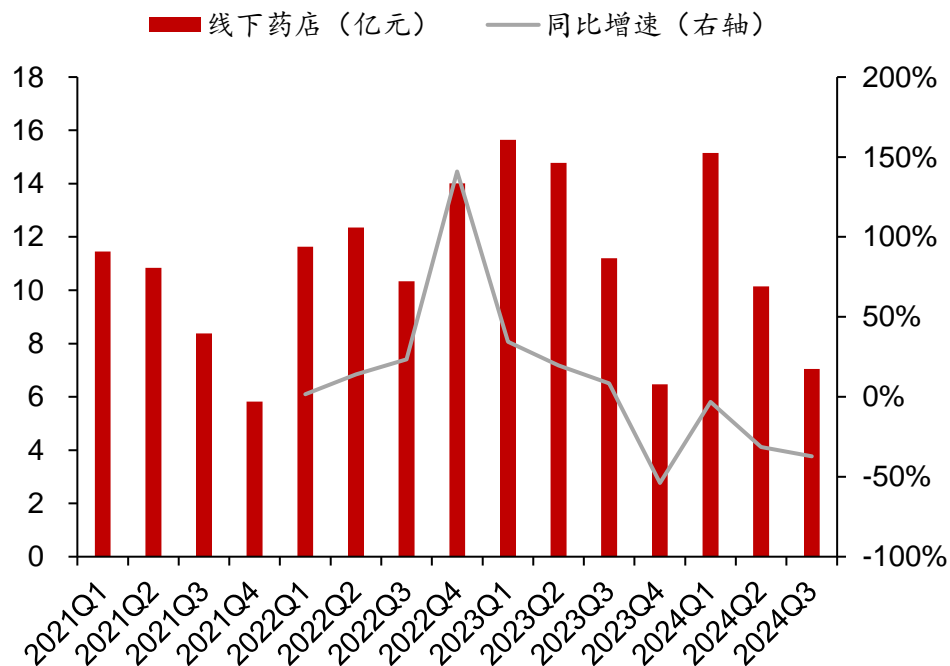
零售药店：收入稳健增长，盈利能力短期承压

- 外部环境变化影响药店短期盈利能力。零售药店2024年单三季度实现收入275.06亿元，同比增长5.39%；实现归母净利润7.04亿元，同比下滑37.12%。

零售药店行业收入（亿元，按季度）



零售药店行业归母净利润（亿元，按季度）



零售药店：收入稳健增长，盈利能力短期承压

- 受医保基金监管力度持续加强、多渠道分流客源、消费意愿弱等多因素影响，零售药店企业在2024年以来面临较大压力，2024年三季度收入端基本保持了一定增长，但利润端呈现较大压力。
- 我们认为，短期的外部压力会促使规范性和盈利能力较弱的中小企业率先出清，行业集中度有望进一步提升，长期利好头部药店的发展，建议关注益丰药房、老百姓等。

零售药店个股经营情况

证券代码	证券名称	市值(亿元)	2024Q3收入(亿元)	2024Q3收入增速	2024Q3归母净利润(亿元)	2024Q3归母净利润增速	驱动力分析
600833.SH	第一医药	31.12	4.76	8.72%	0.18	50.25%	批发业务快速发展，盈利能力有改善
301408.SZ	华人健康	51.12	11.02	16.31%	0.35	17.41%	各业务板块内生性增长及零售门店数量增加
603939.SH	益丰药房	316.45	54.56	5.31%	3.13	6.38%	经营质量持续提升
603233.SH	大参林	181.53	63.86	11.42%	2.01	-21.95%	加盟门店快速增加
603883.SH	老百姓	134.41	52.92	1.18%	1.27	-37.32%	毛利率同比持续提升
605266.SH	健之佳	36.52	22.50	4.08%	0.38	-68.46%	主营收入维持增长，利润端承压
002727.SZ	一心堂	86.90	42.84	3.55%	0.11	-94.16%	利润端受补税一过性影响
301017.SZ	漱玉平民	55.49	22.60	-0.60%	-0.37	-263.75%	利润端承压



3重点个股更新

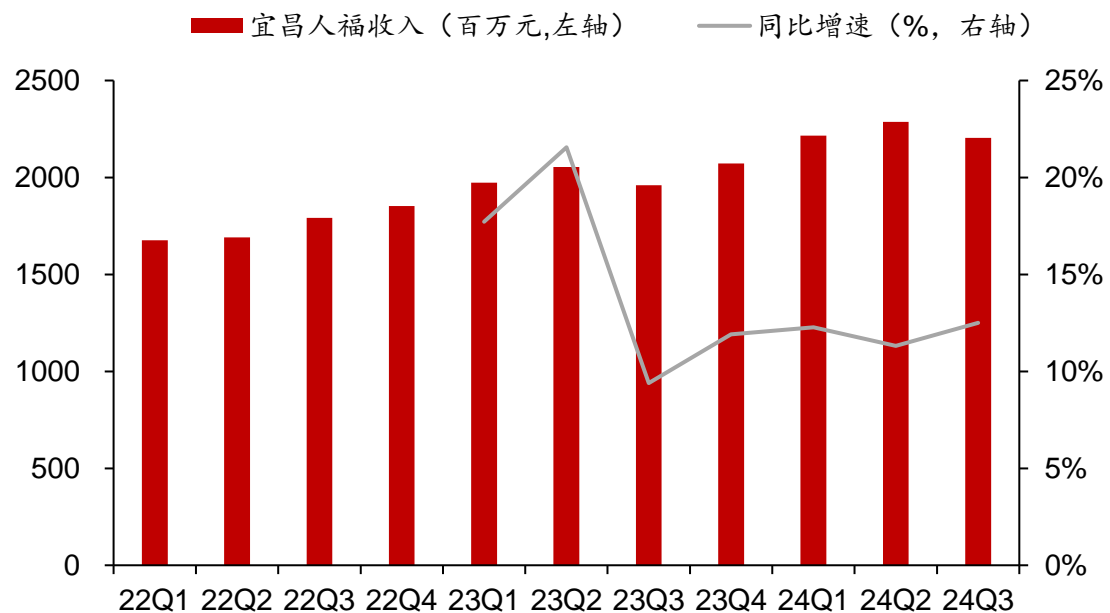
▶ 恒瑞医药：创新药持续增长，创新+授权+仿制药出口驱动公司业绩

- 经营情况：Q3恒瑞医药收入同比增长13%，归母净利润同比增长1.91%。
- Q4:我们预计确认1.1亿美元首付款和近期里程碑（3个GLP-1相关产品），23Q4同期是TSLP单抗2500万美元首付款。
- 新品种获批节奏：参考产品申报NDA进度，我们预计2024年后续有望批准的产品有PCSK9单抗（2023年6月申报）、JAK1抑制剂等；2025年既有诸如SHR-A1811（肺癌），PD-L1xTGFβ融合蛋白（胃癌）等品种有望批准，一些已批准药物IL-17、海曲泊帕乙醇胺也有望拓展新适应症。
- 出口：布比卡因脂质体、白蛋白紫杉醇均为美国首仿，我们预计2024Q4以及2025年贡献业绩。

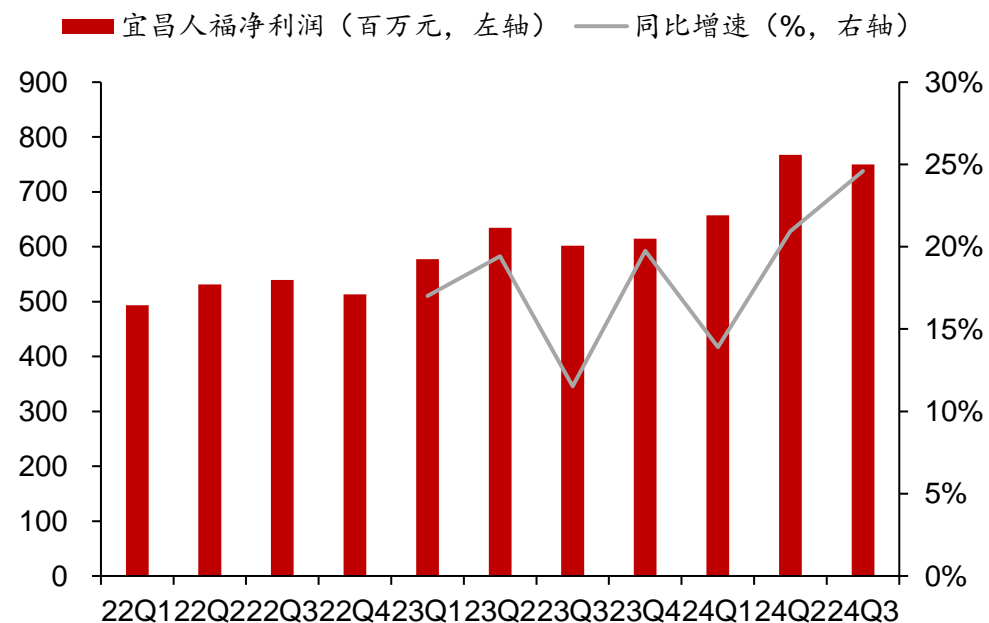
人福医药：麻药经营平稳，股东债务重整推进

- 麻药：宜昌人福经营平稳。参考部分直辖市7-8月手术量、门急诊量数据，我们预计核心子公司宜昌人福收入Q3实现同比实现双位数增长，利润实现20%以上增长。老龄化进程、舒适化诊疗需求带动增长。
- 大股东债务重整进展：3央企+3地方国企为符合条件的重整投资人。

宜昌人福季度收入情况



宜昌人福季度净利润情况



贝达药业：多个产品构建公司第二成长曲线

➤ 经营：2024Q3贝达药业实现收入8.44亿元（yoy+16%），归母净利润1.92亿元（yoy+23%），扣非归母净利1.45亿元（yoy-5%）。我们预计销售增长主要由恩沙替尼、贝伐珠贡献。

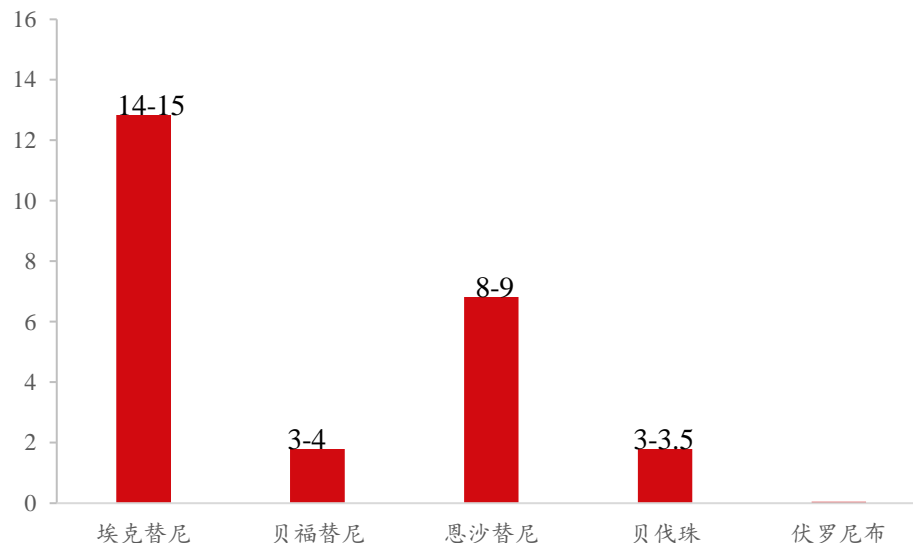
➤ 后续可关注

(1) 恩沙替尼有望美国获批，PDUFA日期为2024年12月

(2) EGFRxcMET靶点药物临床推进，强生同靶点药物产品已批准1线治疗

(3) 参股公司禾元生物植物源人血白蛋白申报进展

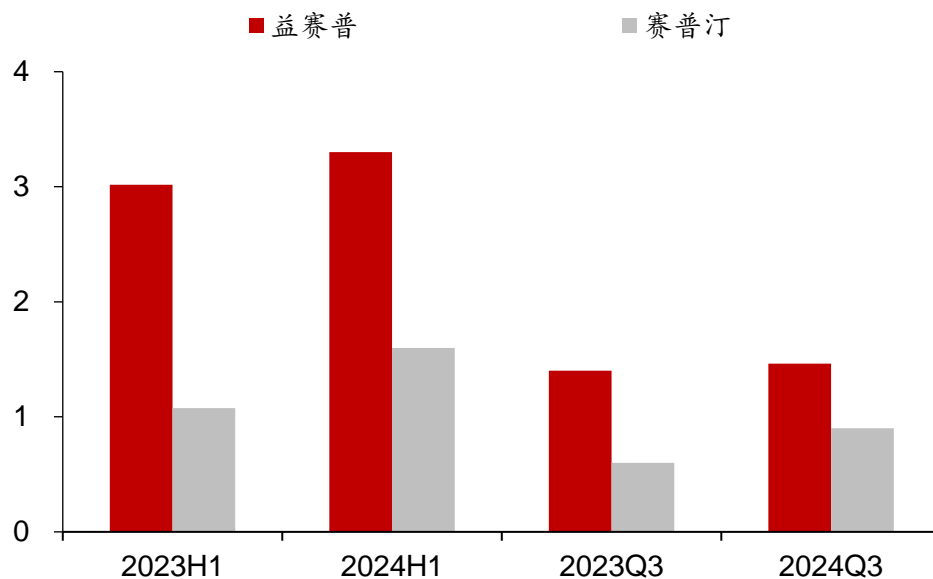
贝达药业产品销售2024年估计值（单位：亿元）



三生国健：创新药表现平稳，自免药物进入申报上市周期

- 经营情况：第三季度益赛普收入1.46亿元（yoy+4.4%），赛普汀0.9亿元（yoy+50%）。
- 产品NDA进度预计：2024Q4:IL-17；2025:IL-1 β ；2026 IL-4R α 。后续自免新药NDA对公司业绩起到支撑。
- 我们认为公司有存量销售渠道，同靶点产品上市顺序靠前，且短期业绩表现好。

三生国健产品销售情况（单位：亿元）



迈威生物：收入稳步放量，创新品种持续推进

- **商业化：Q3收入持续放量。**2024Q1-Q3年公司营收1.41亿元，同比增长41.79%，单季度来看，2024Q3营收2557万元，同比增长167.73%。已上市品种3个，单季度来看，迈利舒（骨松）实现销售收入2356.24万元，迈卫健（骨巨细胞瘤）单季度实现销售收入148.76万元，君迈康仍计入君实口径，累计准入医院270家，覆盖药店1370家。
- **临床管线：创新品种研发稳步推进。**9MW2821：Q3获准启动2项III期临床研究，主要针对宫颈癌、联合PD-1单抗治疗1L尿路上皮癌，目前均处于入组阶段。其他管线：G-CSF处于NDA阶段（预计25年上市），眼科用药9MW0211、9MW0813均处于III期临床研究阶段。

▶ 2024

▶ 2025-2027

▶ 2028

创新药

9MW2821临床进度及预期

- ◆ UC，联用一线&末线单药处于III期
- ◆ CC，已进入III期临床研究，处于入组阶段
- ◆ TNBC，处于临床二期阶段

9MW2821商业化验证年

- ◆ UC，二三线单药25年底/26年初获批
- ◆ CC，末线单药26年底/27年初获批
- ◆ TNBC，一线27年有望上市

9MW2821陆续获批

- ◆ UC，联用一线28-29年获批
- ◆ EC，一线28-29年获批
- ◆ TNBC，一线28-29年有望上市

类似药/其他

地舒单抗（2024年自负盈亏）

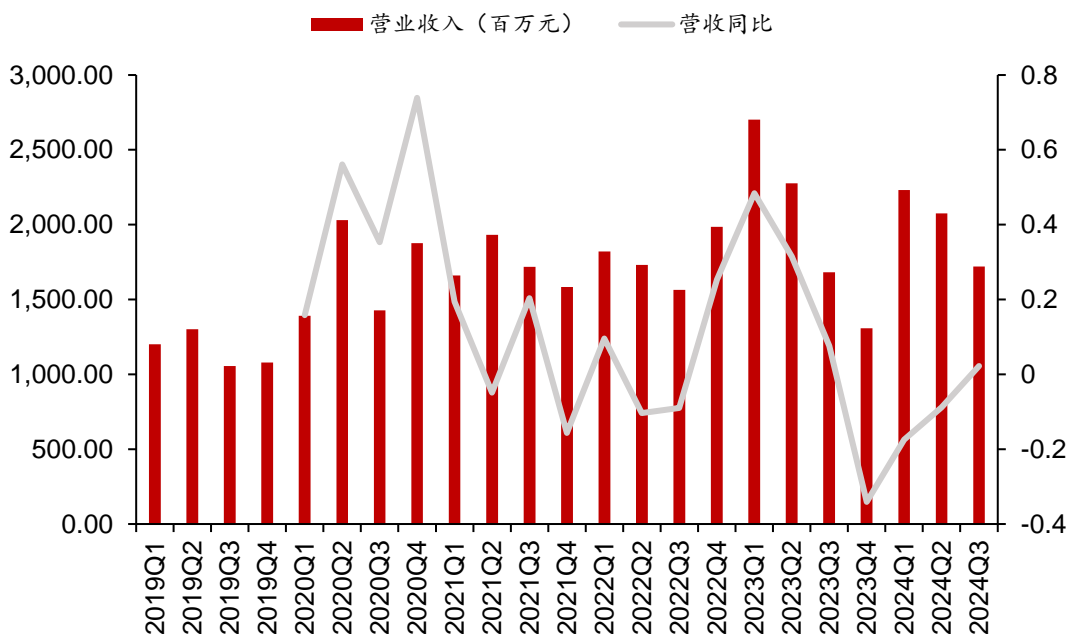
- ◆ 迈利舒（骨松），23年3月上市4.2kw收入，24年预计1-2亿元销售收入
- ◆ 迈卫健（骨巨细胞瘤），24年3月获批，年费用1w+
- ◆ 销售优势，公司是自主销售，销售人员的激励政策稳定，公司重视度较高。齐鲁23年10月上市，销售能力很强，山东区域会有一定竞争压力，但是公司已经在准入医院占坑了。绿叶用海尔代理销售。

- ◆ 长效G-CSF，25年上市
- ◆ 阿柏西普生物类似药，25-26年上市
- ◆ 阿达木单抗类似药，25年之后收入有望确认在迈威端（23年销售收入1亿元+）

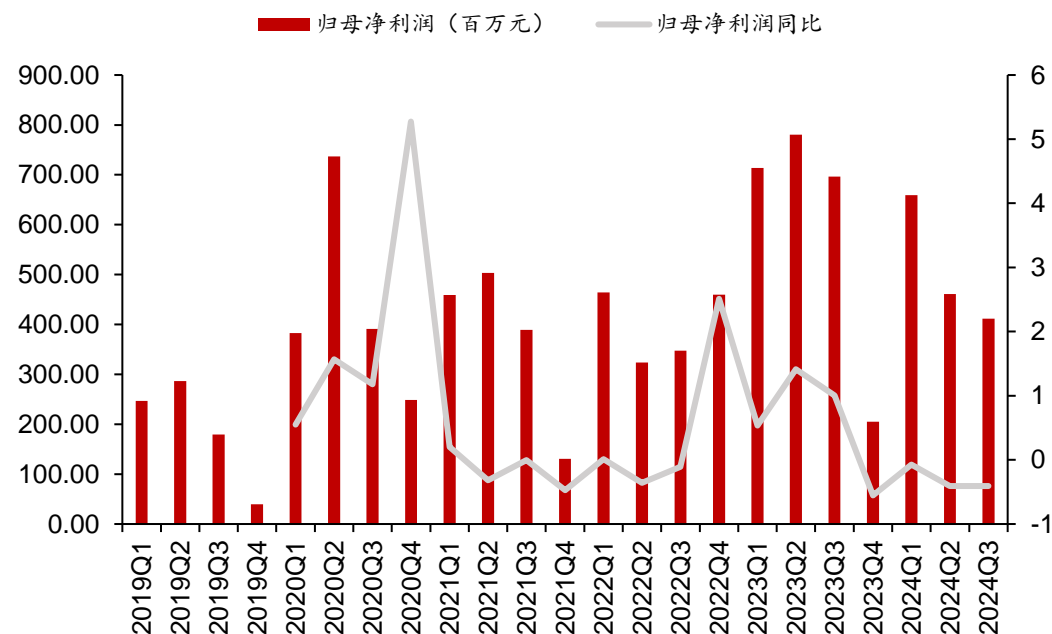
鱼跃医疗：高基数影响逐步消除，长期收益老龄化和品牌力持续提升

- **经营分析：**2024年前三季度公司实现收入60.28亿元，同比下滑9.53%；归母净利润15.32亿元，同比下滑30.09%。其中2024Q3实现收入17.20亿元，同比增长2.21%；归母净利润4.11亿元，同比下滑40.95%。三季度收入增速持续回升，显示公司业务持续恢复状态；前三季度公司销售净利率25.44%，扣非净利率21.13%，依然保持较高的经营质量。
- **市场需求：**Q3消费市场受到宏观经济压力和消费者消费意愿下降的影响，尤其是在2024年618之后，消费意愿有所下滑。然而9月份市场有所恢复，考虑为刚需部分带来的恢复。公司预计Q4宏观经济环境将有所改善，消费意愿的集中释放或将对公司产生积极影响。
- **产品布局：**呼吸制氧板块，睡眠呼吸机保持快速增长，FDA注册证稳步推进；血糖板块BGM持续抢占国外和二三线品牌份额，CGM的新品预计将陆续上市；AED板块子公司股权激励增速目标较高。同时持续拓展海外市场。

鱼跃医疗收入情况（百万元，按季度）



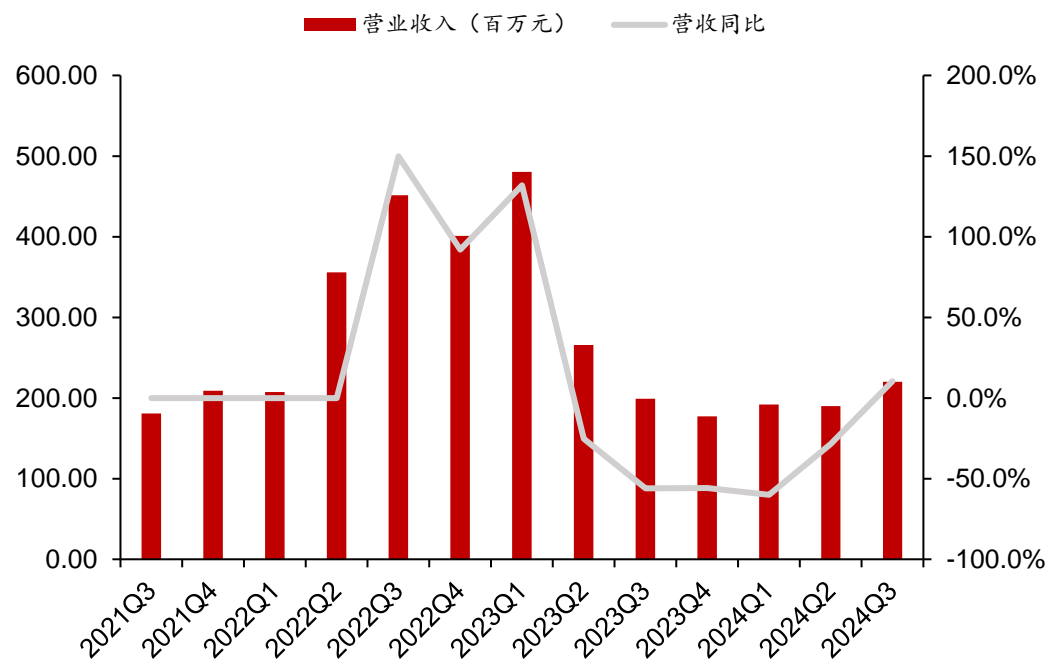
鱼跃医疗归母净利润情况（百万元，按季度）



怡和嘉业：海外需求持续恢复，有望迎来经营拐点

- 2024Q3收入2.2亿，同比增长10.51%；归母净利润0.33亿元，同比增长21.78%。收入符合我们预期，我们预计利润端主要受到汇兑以及出口退税减少的影响，略低于预期。
- 地区拆分：Q3国际业务收入1.46亿元，同比减少2.31%，环比增长56.20%，我们预计美国呼吸机市场库存出清，国际业务逐步恢复稳态；国内业务Q3处于淡季，环比有所下降。
- 未来订单：合同负债增长趋势良好，我们预计公司在手订单充裕，Q4收入端或将有较大改善。

怡和嘉业收入情况（百万元，按季度）



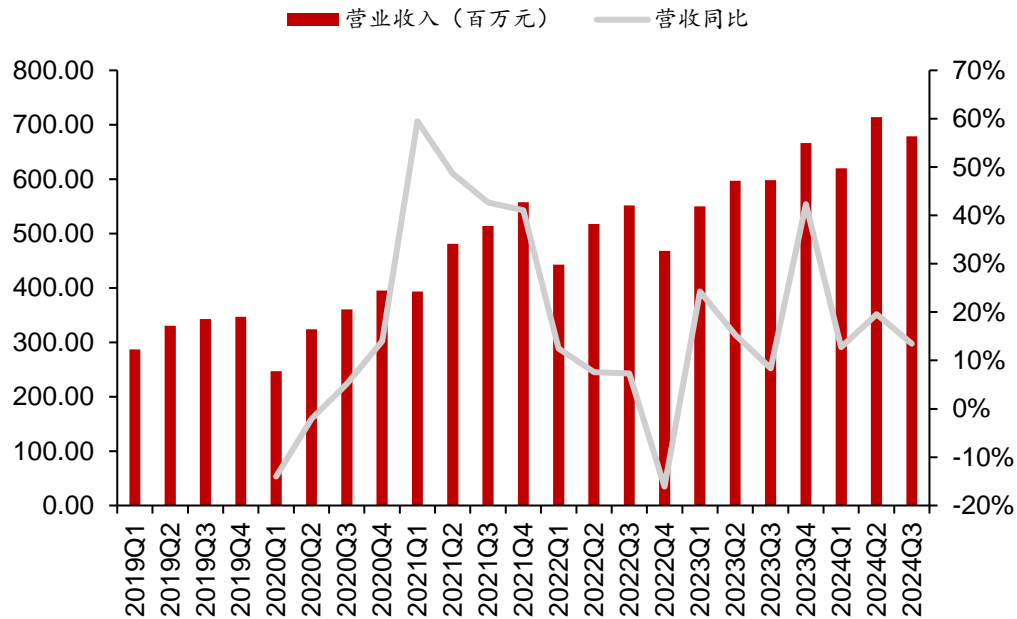
1-9月无创呼吸机海关出口数据统计（注册地为北京）

万元	总出口额	yoy	其中对美出口	yoy
202401	3,041	-61.6%	1,299	-79.5%
202402	2,412	-71.5%	168	-96.6%
202403	5,782	-52.7%	1,537	-84.0%
202404	2,948	-64.5%	1,127	-78.2%
202405	2,498	-44.1%	656	-62.3%
202406	3,235	-58.4%	595	-87.4%
202407	2,014	-59.4%	405	-85.4%
202408	4,906	-2.9%	2,369	-35.8%
202409	6,771	34.0%	4,268	193.7%

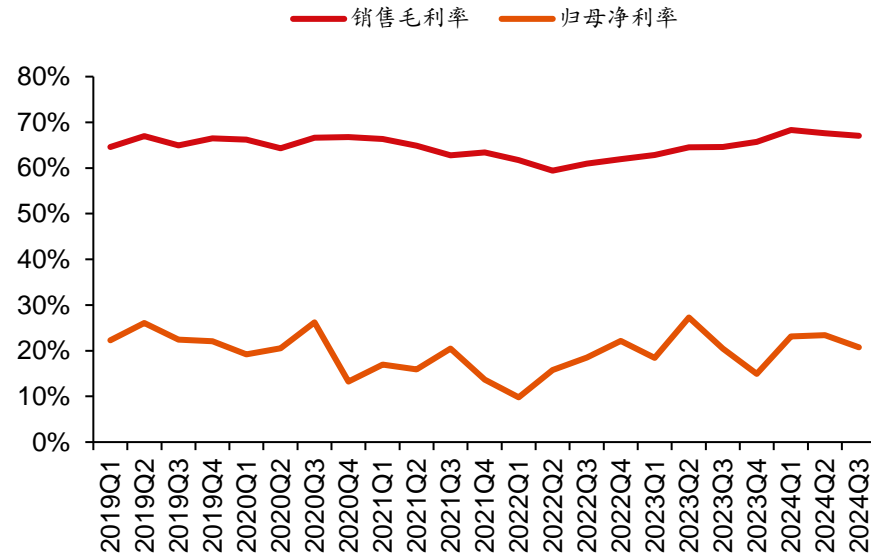
南微医学：海外业务持续快速增长，追求经营质量提升

- 收入符合预期，海外持续高增。2024前三季收入20.12亿元，同比+15.3%，归母净利润4.51亿元，同比+16.7%。其中单Q3收入6.79亿元，同比+13.4%，净利润1.41亿元，同比+15.1%。公司近年来持续拓展海外渠道，我们预计海外收入占比进一步提升，推动整体收入增长。
- 利润率基本保持稳定。公司第三季度主营业务毛利率约67.1%，同比增长2.3个百分点，主要原因一是由于海外市场收入维持较好增长，二是公司通过导入自动化、精益生产等管控手段实现提效降本；三是肿瘤介入类产品收入增长较好，加持了公司综合毛利率提升。
- 产品及渠道布局领先，内镜耗材全球化可期。三季度公司收购欧洲渠道公司CME股权，进一步巩固欧洲销售渠道优势，全球化拓展持续推进。

南微医学收入情况（百万元，按季度）



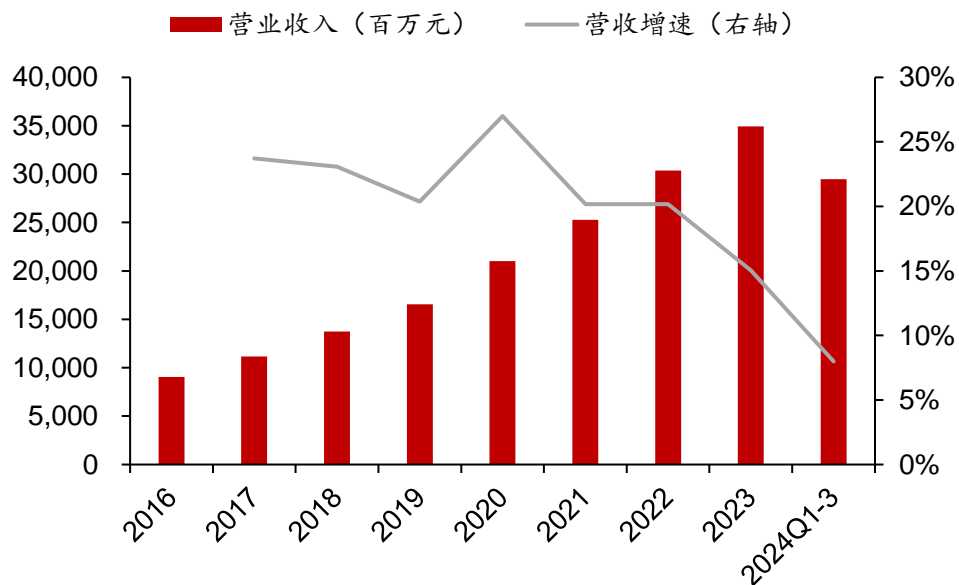
南微医学毛利率和净利率变化（按季度）



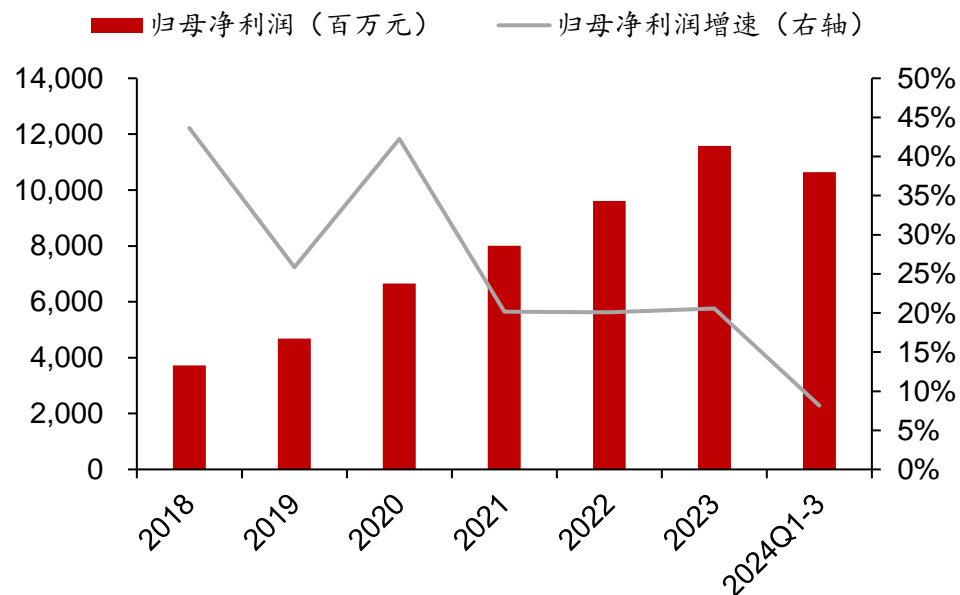
迈瑞医疗：IVD成为占比最大业务，增长强劲

- 2024年前三季度营收294.85亿元（yoy+8%），归母净利润106.37亿元（yoy+8%）。其中Q3营收89.54亿元（yoy+1%），归母净利润30.76亿元（yoy-9%）
- **IVD产线**：国际业务快速增长。2024年前三季度增速超20%，其中国际增速超30%，其中化学发光的占有率再超一家进口品牌并成为国内第三。
- **MIS产线**：超高端A20产品持续放量。2024年前三季度增速11.4%，高端及超高端系列增速超30%
- **PMLS产线**：受2023年医疗新基建推动采购高峰，同时国内医疗设备以旧换新落地未及预期，短期有所承压。2024年前三季度增速下滑11.7%，其中国际增速超10%，国内下滑超20%

2016-2024Q3迈瑞医疗营收情况



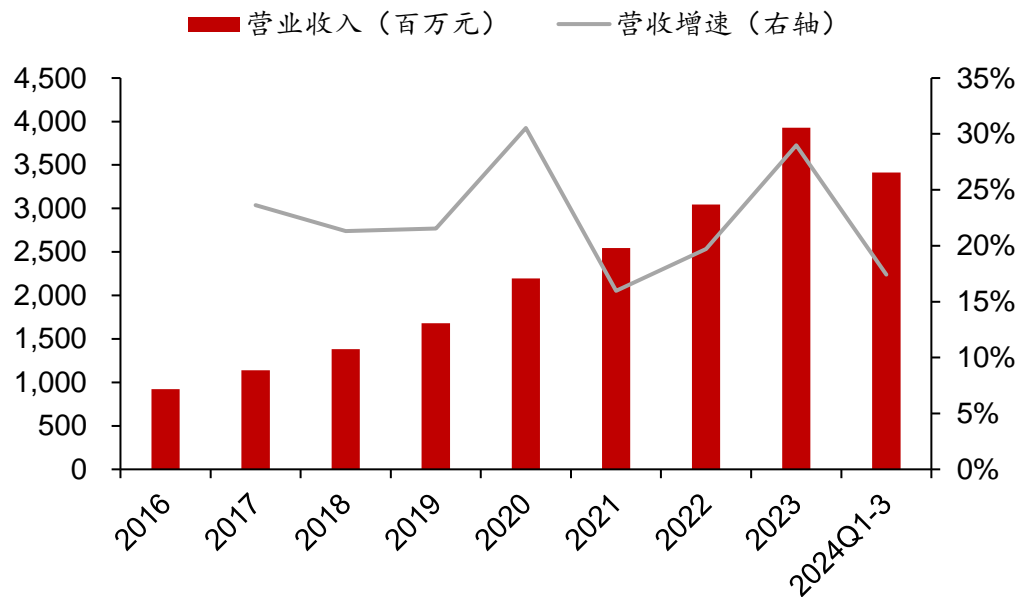
2016-2024Q3迈瑞医疗归母净利润情况



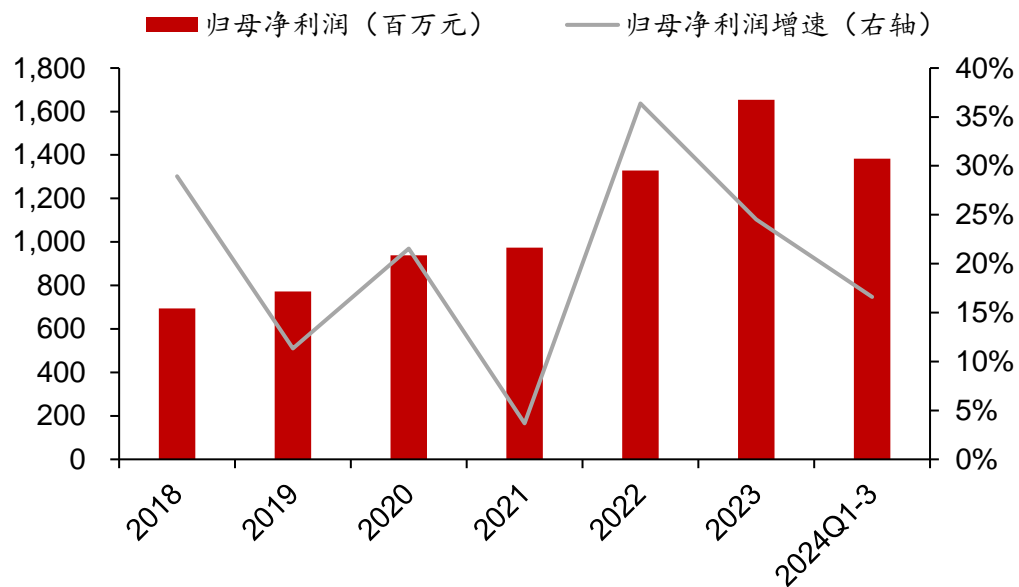
新产业：海外市场表现亮眼，中大型仪器占比持续提升

- 2024年前三季度营收34.14亿元（yoy+17%），归母净利润13.84亿元（yoy+17%）。其中Q3营收12.03亿元（yoy+15%），归母净利润4.80亿元（yoy+10%）
- 发光业务：
 - ✓ 1) 试剂：海外快速增长，国内短期承压。2024年前三季度试剂收入同比增长17.93%。
 - ✓ 2) 装机：整体装机表现亮眼。2024年前三季度仪器营收同比增长16.27%，MAGLUMI X8 实现销售/装机795台。

2016-2024Q3新产业营收情况



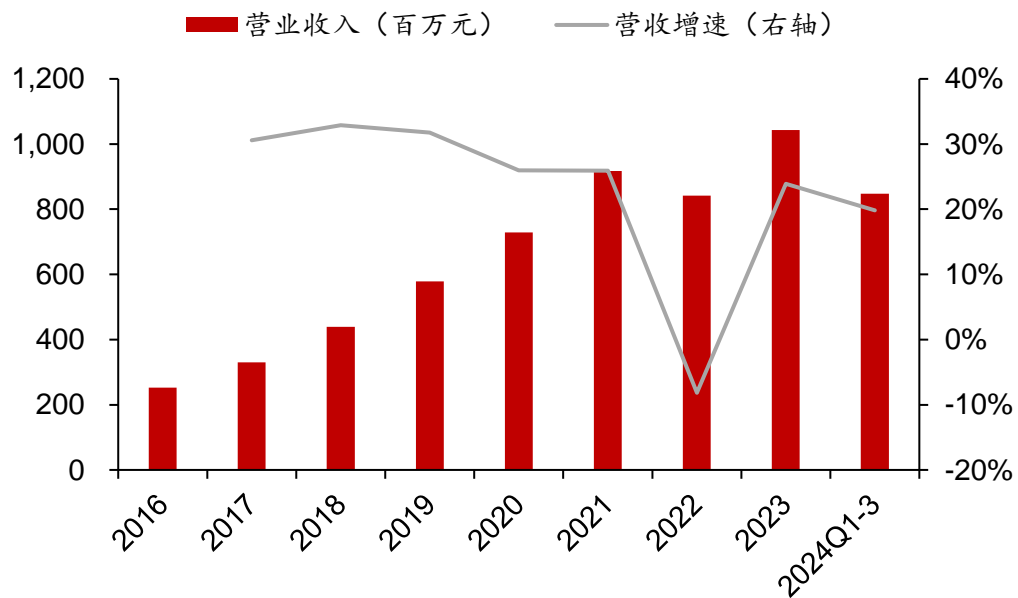
2016-2024Q3新产业归母净利润情况



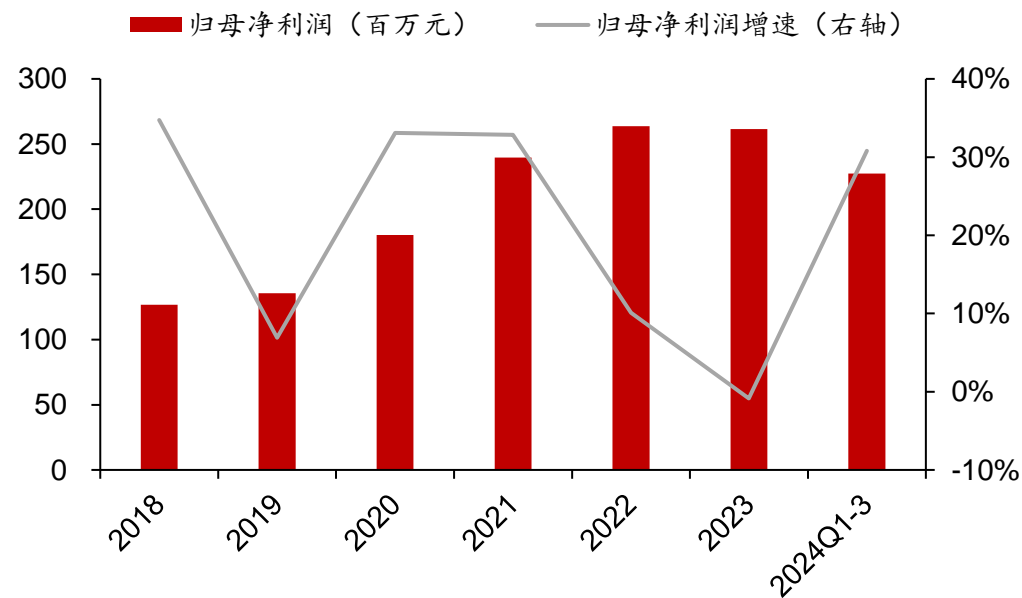
艾德生物：降本增效成果显著，海外市场快速增长

- 2024年前三季度营收8.48亿元（yoy+20%），归母净利润2.27亿元（yoy+31%）。其中Q3营收3.05亿元（yoy+23），归母净利润8341万元（yoy-78%）
- 创新产品持续为公司贡献业绩增量。2024年以来国内市场持续有重磅新品获批，包括肺癌PCR-11基因、用于急性髓系白血病的IDH1基因突变检测试剂盒。同时FGFR2基因断裂检测试剂盒在日本获批上市，有望贡献业绩增量。

2016-2024Q3艾德生物营收情况



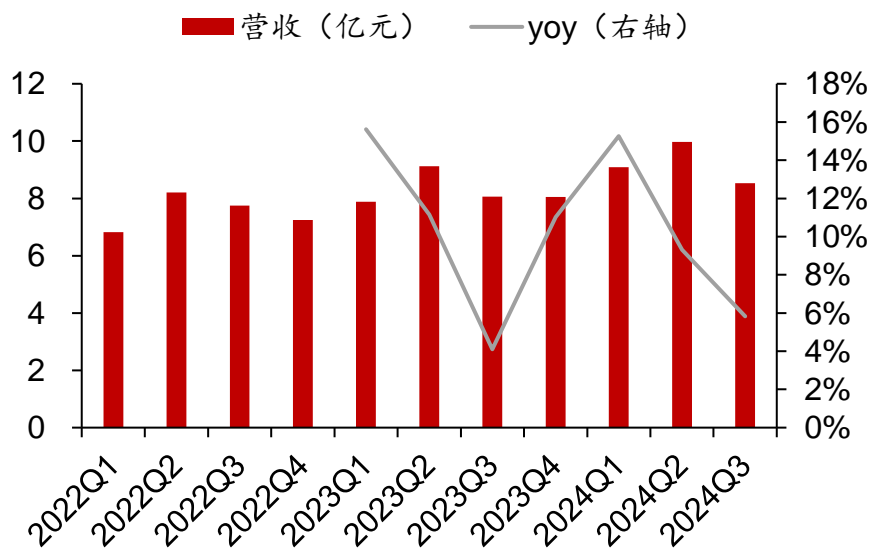
2016-2024Q3艾德生物归母净利润情况



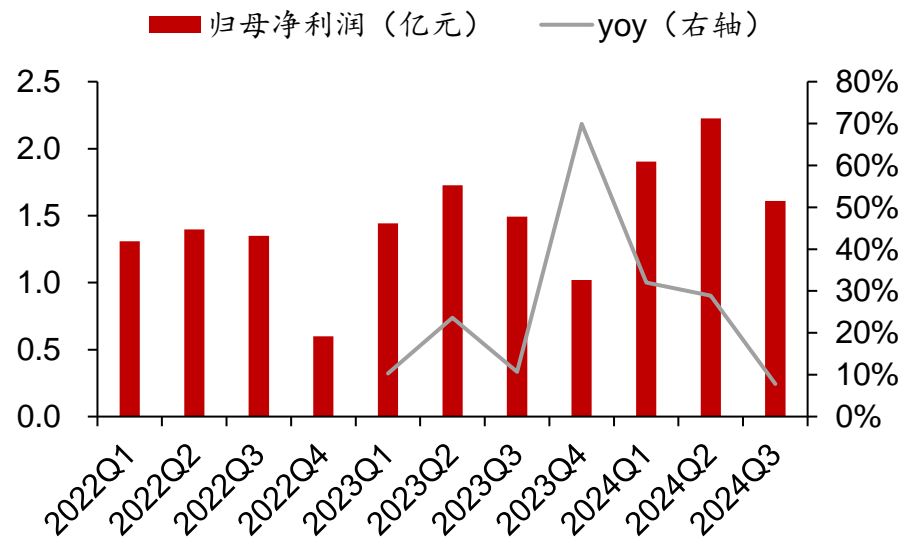
羚锐制药：业绩稳定增长，盈利能力持续提升

- 公司2024Q3收入8.53亿元，同比增长5.83%，归母净利润1.61亿元，同比增长7.8%，Q3增速有所放缓，预计主要与药店客流下降，药店货架库存水平下降有关；Q3销售费用率同比下降0.88pp，管理费用率同比下降0.92pp，净利率同比提升0.35pp。
- 老龄化驱动骨科患者人数扩容，且中药渗透率呈现提升趋势，骨科中药贴膏剂行业有望持续增长。公司为行业龙头，市占率持续提升，公司骨科贴膏剂有望维持稳定增长。公司自开启第二轮营销改革以来，净利率从2018年11.97%逐年提升至2024Q1-3的20.80%，随着公司持续实施降本增效举措，盈利能力有望持续提升。

公司收入情况（亿元，按季度）



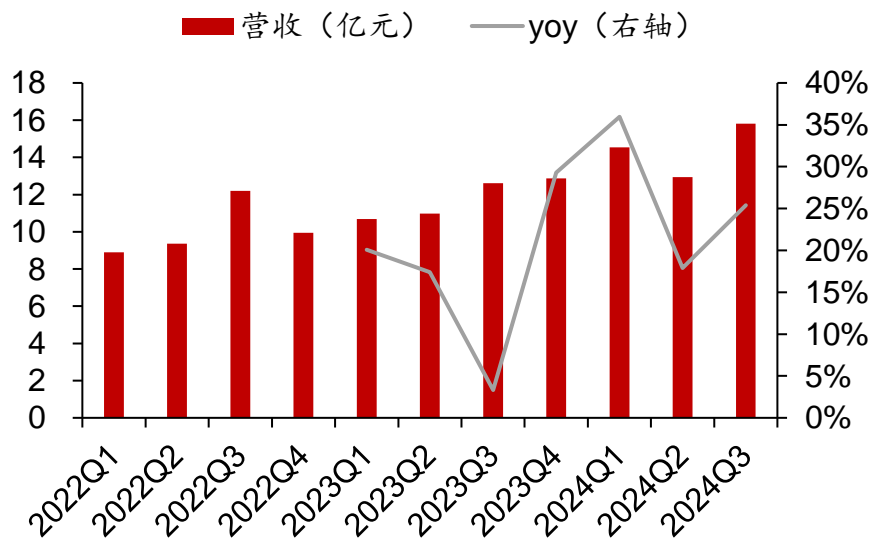
公司归母净利润情况（亿元，按季度）



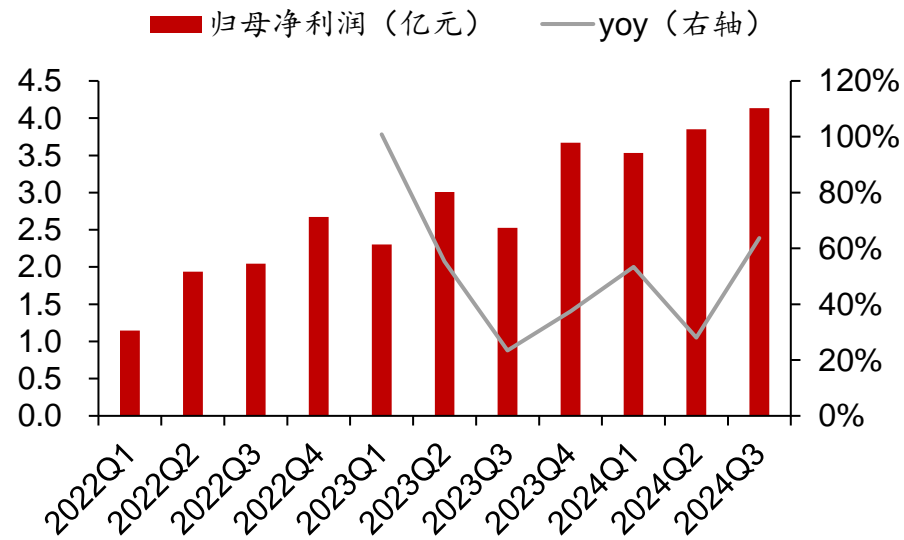
东阿阿胶：品牌滋补中药龙头展现强劲韧性

- 公司2024Q3收入15.81亿元，同比增长25.38%，归母净利润4.14亿元，同比增长63.75%。分产品看，公司Q1-3阿胶块增速10%左右，收入占比近45%；复方阿胶浆增速接近50%，收入占比30%以上；桃花姬同比增速20%左右，收入占比约10%；阿胶粉增长150%左右，收入占比约3%。
- 公司为滋补中药行业龙头，核心产品市占率稳步提升，其中东阿阿胶块和复方阿胶浆两大核心产品市场份额超过40%，在阿胶块和补气补血口服液类中，东阿阿胶产品份额名列前茅。在公司提出“价值、业务、组织、精神”四个重塑下，经营管理提质增效，业绩有望快速增长，盈利能力持续提升。

公司收入情况（亿元，按季度）



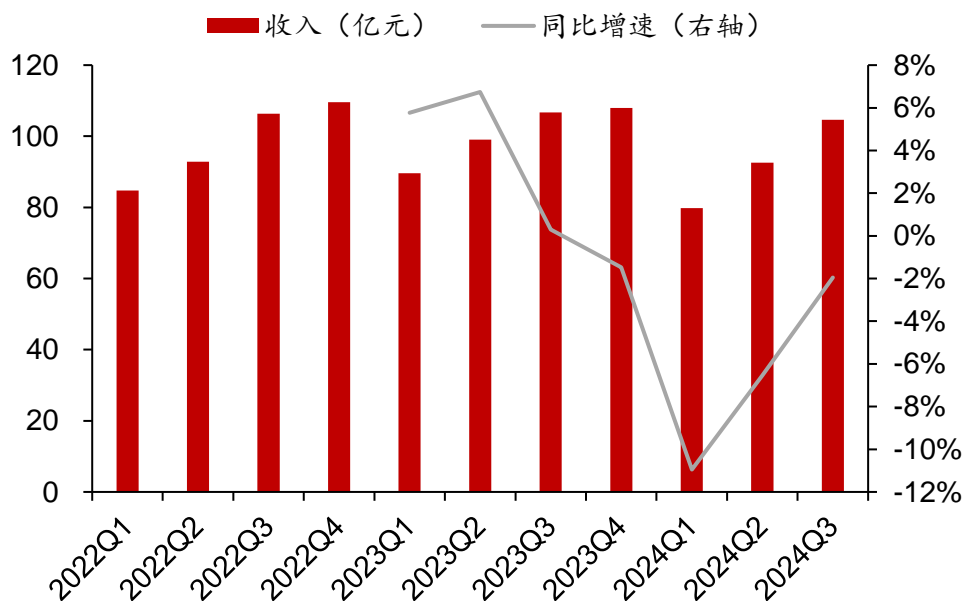
公司归母净利润情况（亿元，按季度）



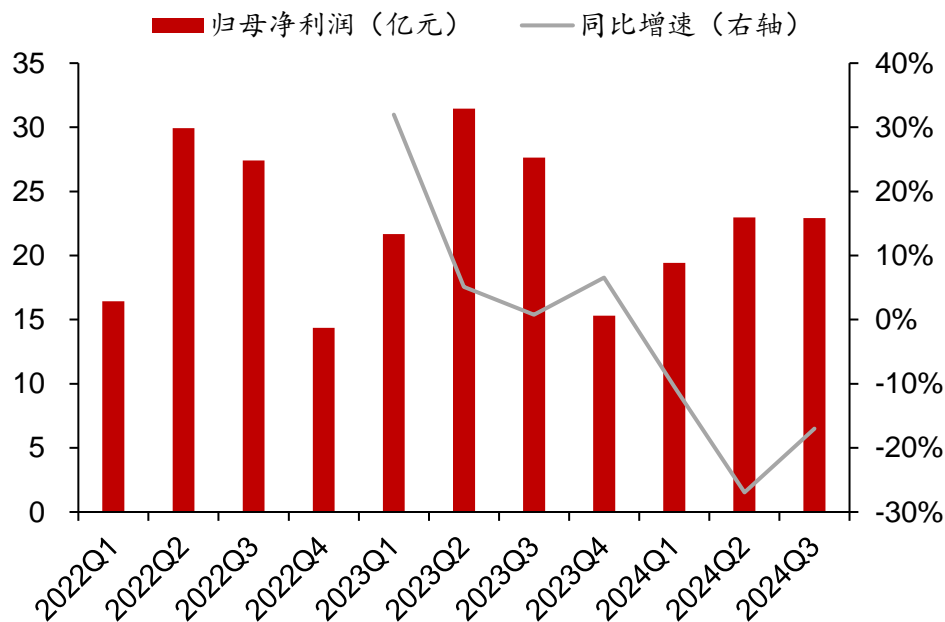
药明康德：在手订单稳步增长，多肽业务快速发展

- 在手订单充足，保障未来发展。2024年前三季度，公司在手订单达438.2亿，同比增长35.2%；新增客户800余家；小分子D&M管线新增分子915个，其中临床前及临床1期/临床2期/临床3期/商业化项目分别增加898/14/1/2个。
- 欧美地区收入及占比持续增长，生物安全法案影响较小。2024年前三季度公司来自美国的收入达176.2亿元，剔除新冠项目同比增长7.6%；欧洲收入35.3亿元，同比增长14.8%；中国收入51.6亿元，同比下滑3.9%；其他地区收入14.0亿元，同比下滑16.5%。
- 多肽业务快速发展，带来公司新增长点。2024年前三季度TIDES业务收入35.5亿元，同比强劲增长71.0%。截至9月底，TIDES在手订单同比增长196%，D&M服务客户数同比提升20%，服务分子数量同比提升22%。

药明康德收入情况（亿元，按季度）



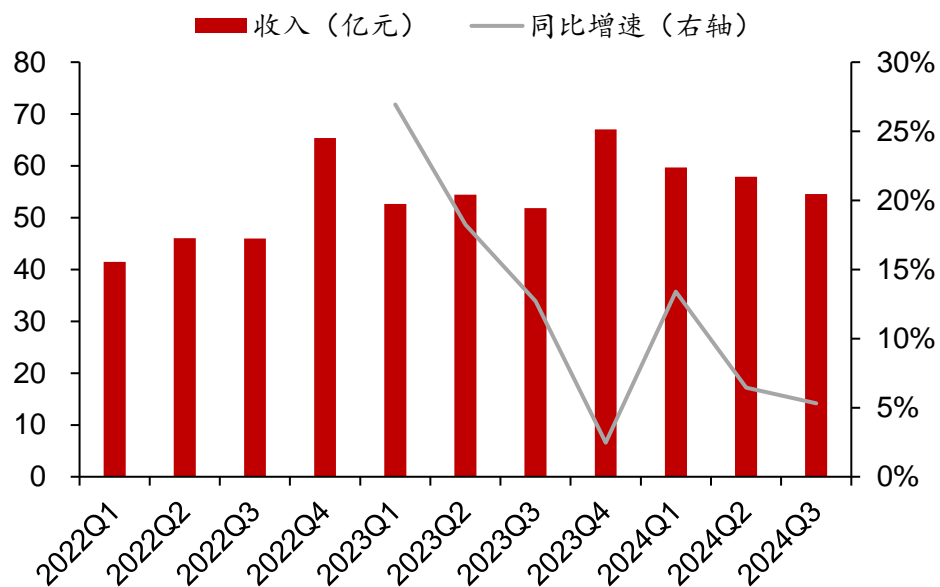
药明康德归母净利润情况（亿元，按季度）



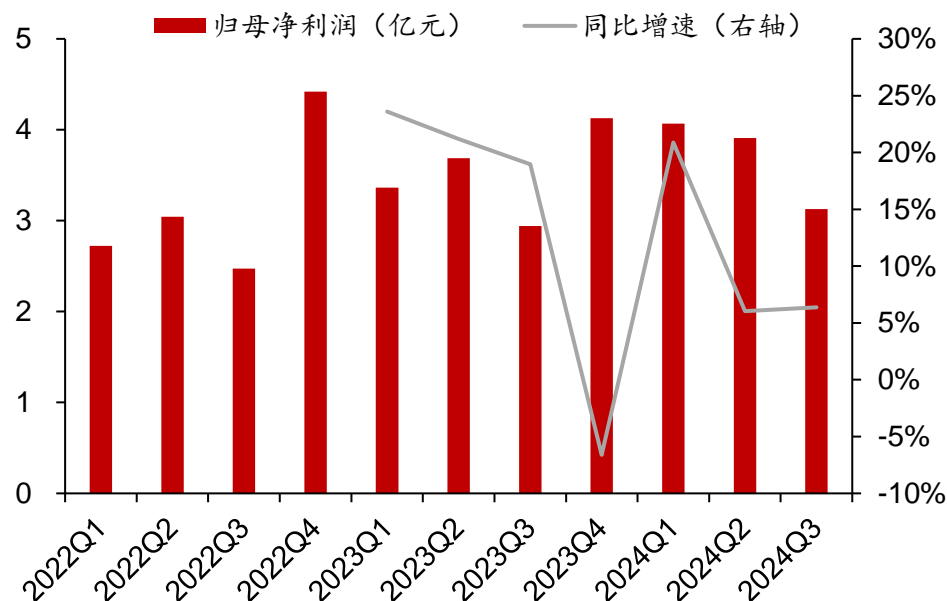
益丰药房：收入与利润齐增，彰显经营韧性

- 医保局发文谈及药品定价，零售药店或迎转机。根据医保局推文，线下药店和非公立医院的药品价格主要由经营者自主确定，其中未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议，意味着非医保药品的价格可能拥有一定自主调整空间。
- 面对宏观环境的不确定性，公司持续进行降本增效，2024年三季度毛利率进一步提升至41.13%。2024年以来，公司加大门店管理，对于经营能力较弱的门店加强管理或关店，我们预计公司降本增效的成果有望进一步体现。

益丰药房收入情况（亿元，按季度）



益丰药房归母净利润情况（亿元，按季度）





风险提示

风险提示

商业化销售不及预期。公司部分产品处于商业化早期阶段，需大量市场拓展和学术推广活动，若产品推广不利，可能出现销售不及预期。

临床进度或上市时间不及预期。如临床进度落后或CDE评审要求补充材料，可能会延后相关产品上市时间。

竞争格局恶化。市场内通常有多款与公司管线同类型药物处于研发阶段，未来存在竞争格局恶化可能。

地缘政治风险。地缘政治可能对公司海外业务造成影响。

汇率波动风险。对于海外业务占比较高的公司，汇率波动可能对公司汇兑损益造成影响。

分析师和联系人

分析师 郑薇

SAC: S0590521070002

分析师 夏禹

SAC: S0590518070004

分析师 许津华

SAC: S0590523070004

分析师 陈翠琼

SAC: S0590524010001

分析师 陈馨悦

SAC: S0590524070007

办公地址

上海

虹口区杨树浦路188号星立方大厦8楼

北京

东城区安定门外大街208号中邮政安广场A座4楼

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13楼

无锡

无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明	
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上	
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间	
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间	
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！