



# 医药健康行业研究

**买入（维持评级）**
**行业专题研究报告**

证券研究报告

**医药组**

 分析师：袁维（执业 S1130518080002）  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

 分析师：赵海春（执业 S1130514100001）  
 zhaohc@gjzq.com.cn

 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002）  
 heguanzhou@gjzq.com.cn

## 医药三季报总结：景气度底部徘徊，关注 2025 年改善前景

### 板块总结及投资逻辑

总体来看，医药板块由于院内调整、消费大环境变化，以及部分医保控费政策仍在落地途中，Q3 季报景气度持续探底，反弹复苏慢于预期。但从细分板块来看，不同赛道表现有差异，药品板块整体表现较好；生物制品、中药、医疗器械和上游制造板块中部分赛道和个股业绩增长良好；而其他板块相对承压。

但考虑当前板块基数较低，景气度逐步恢复，库存出清充分，且资金面同样处低点，我们乐观看好医药板块 2025 年基本面反弹带来的股价弹性表现。因此，在投资策略上，应更多关注行业和个股 2025 年改善前景，除了右侧高景气度赛道投资外，左侧底部行业和标的的反转机会值得投入同等关注。

**药品板块：景气度相对较高，创新品种看消费与出海的更大空间。**虽然药品板块 Q3 景气度同样有所回落，但整体来看在医药板块中亮点相对较多，有较多个股在三季度继续实现业绩增长。相比表现业绩，我们认为创新药更应该关注管线研发推进和对外授权进展情况；此外大量港股上市创新药企业并不披露三季报。因此对国内创新药行业景气度的分析不应该拘泥于三季报业绩，整体来看国内创新药商业化和海外授权势头依然值得期待，创新药也依然是 2025 年医药板块最值得期待的潜力赛道。院内修复，龙头改革，热门品种持续放量，仿制药和原料药同样颇多热点值得关注。

**生物制品：细分赛道表现分化，部分赛道高成长性品种表现亮眼。**前三季度生物制品不同细分赛道业绩分化显著：1) 慢乙肝治愈赛道竞争格局优异、渗透率提升空间大，长效干扰素大单品强成长属性进一步凸显；2) 血制品、胰岛素等院端刚需品种对应企业业绩整体保持稳定；3) 受市场环境变化、价格体系调整等因素影响，部分企业三季度承压。

**医疗服务及消费医疗：短期利润承压，关注新院产品进展。**医疗服务公司整体业绩延续上半年趋势，收入保持韧性，同时由于部分医疗服务机构 2021-2023 年加快投资扩张步伐，新医院正式开诊后产生的各类资产折旧摊销、人工成本和期间费用等刚性开支对成本、费用增长影响较大，从而影响公司整体利润。

**医疗器械：Q3 海外良好国内探底，看好 2025 设备采购和试剂耗材需求改善。**医疗设备招标需求主要受限于医疗领域整顿和医疗设备更新项目等多因素影响导致医院采购推迟，设备招标等需求有望在 2025 年迎来快速修复。产品力较强的头部医疗器械企业加大海外市场的拓展力度和布局，三季度海外市场增速普遍高于国内市场。

**中药：院外处于消化高基数下的调整期，院内关注集采进展。**院外市场消化 2023 年高基数，处于去库存的调整阶段，静待院外复苏。院内仍继续看好独家品种通过集采放量，政策支持下，中药创新有望成为集采背景下的新出口。

**药店：扩张节奏放缓，降本增效、提升经营质量成为主旋律。**由于整体消费环境的变化、医保支付政策调整、行业秩序整顿和飞行检查等因素，上市连锁药店公司利润端总体承压，行业经营秩序治理后有望迎来统筹进一步落地。

**医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点。**试剂耗材企业收入及利润表现同比均有显著改善，制药装备企业作为医药下游二阶导整体恢复相对较慢，科学仪器企业通过管理改善利润端增长相比收入端更为显著。

### 投资建议

我们乐观看好医药板块 2025 年基本面反弹带来的股价弹性表现。因此，在投资策略上，应更多关注行业和个股 2025 年改善前景，除了右侧高景气度赛道投资外，左侧底部行业和标的的反转机会值得投入同等关注。

在板块布局上，建议重点关注景气度持续处于高点、出海和商业化不断兑现药品板块；以及可能存在反转预期的药店、器械、中药、消费等领域部分左侧品种。

重点标的：特宝生物、人福医药、科伦博泰、安图生物、益丰药房等。

### 风险提示

汇兑风险；国内外政策波动性风险；投融资周期波动风险；并购整合不及预期风险；



## 内容目录

药品板块：景气度相对较高，创新品种看消费与出海的更大空间.....	5
院内修复，龙头改革，创新单品与热点赛道 BD 与临床突破快速涌现.....	9
随着中国医药产业的崛起，国际领先的赛道龙头正在崭露头角.....	9
生物制品：细分赛道表现分化，部分赛道高成长性品种表现亮眼.....	10
长效干扰素：特宝生物业绩持续超预期，建议长期关注慢乙肝治愈赛道.....	11
胰岛素：集采后行业进入新阶段，内资厂商市占率有望持续提升.....	12
血制品：业绩整体保持稳健，基数影响表现增速.....	14
疫苗：板块业绩整体承压.....	14
生长激素：收入端整体稳定.....	17
医疗服务与消费医疗：短期利润承压，关注新院/产品进展.....	17
眼科：从收入端来看，2024 年前三季度主要眼科医疗服务上市公司收入同比稍有改善.....	18
医美板块：业绩受制消费环境变化，新产品研发上市不断推进.....	20
医疗器械：Q3 海外良好国内探底，看好 2025 设备采购和试剂耗材需求改善.....	20
海外市场增速普遍较高，国际拓展得到进一步重视.....	22
中药：院外处于消化高基数下的调整期，院内关注集采进展.....	24
院外：消化高基数、去库存的调整阶段，静待院外复苏.....	25
院内：仍继续看好独家品种通过集采放量，同时建议关注第三批中成药国采及首批扩围接续采购.....	26
第三批全国中成药集采及首批扩围接续采购文件征求意见稿发布，后续进展值得关注.....	28
药店：扩张节奏放缓，降本增效、提升经营质量成为主旋律.....	30
医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点.....	34
投资建议.....	37
风险提示.....	37

## 图表目录

图表 1：基金医药板块持仓仍处于低位.....	5
图表 2：近 11 年 A 股药品板块营收（亿元）及其趋势（前三季度）.....	6
图表 3：A 股部分生物药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	6
图表 4：A 股部分化药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	7
图表 5：近 11 年 A 股药品上市公司前三季度总营收同比增速.....	7
图表 6：近 9 年 A 股药品板块的归母净利润（亿元）及其趋势（前三季度）.....	8
图表 7：近 9 年 A 股药品板块归母净利润同比增速（前三季度）.....	8
图表 8：部分生物制品公司 2024 年前三季度主要财务数据.....	10
图表 9：部分生物制品公司 2024 年 Q2 主要财务数据.....	11



图表 10:	特宝生物 1Q21-3Q24 收入/利润 (亿元) 整体持续快速增长.....	11
图表 11:	慢乙肝临床治愈发展史.....	12
图表 12:	本次集采续约全部采购组需求量占比中内资厂商份额进一步上升.....	13
图表 13:	部分胰岛素企业三季度 22 年以来各季度收入 (亿元) .....	13
图表 14:	部分血液制品企业 1Q22-3Q24 各季度收入 (亿元) 及同比增速 (%) .....	14
图表 15:	部分 HPV 疫苗企业 1Q22-3Q24 营业收入 (亿元) .....	15
图表 16:	2024 年 HPV 疫苗签发批次整体下行.....	15
图表 17:	2020-10M24 国内带状疱疹疫苗签发批次.....	16
图表 18:	长春高新及安科生物 1q22~3q24 收入 (亿元) 及归母净利润 (亿元) .....	17
图表 19:	重庆医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次) .....	18
图表 20:	医疗服务板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据.....	18
图表 21:	医疗服务板块部分公司 2024 年单三季度主要财务数据.....	18
图表 22:	主要眼科公司 2024Q1-3 营业收入 (百万元) 及同比 (%) .....	19
图表 23:	主要眼科公司 2024H1 扣非归母净利润 (百万元) 及同比 (%) .....	19
图表 24:	主要眼科企业 2024H1 销售费用和管理费用情况.....	19
图表 25:	眼科企业 2024Q1-3 毛利率.....	19
图表 26:	眼科企业 2024H1 扣非归母净利率.....	19
图表 27:	医美板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据.....	20
图表 28:	医美板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据.....	20
图表 29:	2024 年前三季度及 Q3 医疗器械(申万)公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况 (亿元) -上表.....	21
图表 30:	2024 年前三季度及 Q3 医疗器械(申万)公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况 (亿元) -下表.....	22
图表 31:	前三季度医疗器械企业海外市场增速突出.....	23
图表 32:	2019Q1-2024Q3 医疗器械 (中信) 板块销售费用及费用率情况.....	23
图表 33:	2019Q1-2024Q3 医疗器械 (中信) 板块研发费用及费用率情况.....	24
图表 34:	1Q-3Q24 及 3Q24 部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润及增长情况.....	25
图表 35:	中药板块部分上市公司总体 24 年前三季度收入及利润端在高基数下有所承压.....	25
图表 36:	部分公司核心单品集采批次及降价情况.....	27
图表 37:	近年中药注册申请受理数量呈上升趋势.....	27
图表 38:	2024 年前 9 月中药 IND 申请以 1.1 类新药为主.....	28
图表 39:	2024 年前 9 月中药 NDA 申请 1.1 类新药达 10 个.....	28
图表 40:	第三批中成药国采与第二批部分规则对比.....	29
图表 41:	全国中成药集采首批续约扩围部分规则.....	30
图表 42:	图表 1: 1Q-3Q24 及 3Q24 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润及增长情况.....	31



图表 43: 部分上市连锁药店 24 年 Q3 利润端继续承压.....	31
图表 44: 国家医保局公众号相关报道.....	32
图表 45: 部分上市连锁药店零售业务收入增长、毛利率多数提升.....	32
图表 46: 部分上市连锁药店门店数量（家）扩张节奏放缓、关店增加.....	33
图表 47: 2024 年以来多个省份陆续提高门诊统筹待遇水平.....	34
图表 48: 2021 至 2024Q3 各板块市值加权平均涨跌幅.....	34
图表 49: 2018-2024Q3 各板块收入同比增速中位数（单位：%）.....	35
图表 50: 2018-2024Q3 各板块净利润同比增速中位数（单位：%）.....	35
图表 51: 2018-2024Q3 各板块毛利率（单位：%）.....	35
图表 52: 2018-2024 Q3 各板块净利率（单位：%）.....	35
图表 53: 2018-2024 Q3 试剂耗材子板块毛利率（单位：%）.....	36
图表 54: 2018-2024 Q3 试剂耗材子板块净利率（单位：%）.....	36
图表 55: 2018-2024 Q3 各板块研发费用率（单位：%）.....	36

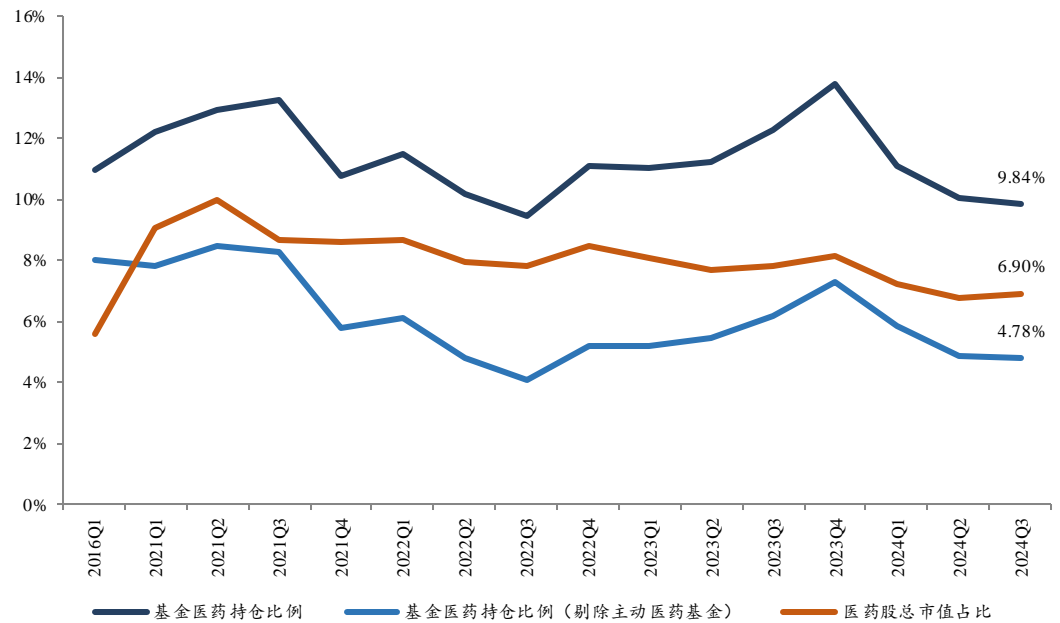


总体来看，医药板块由于院内调整、消费大环境变化，以及部分医保控费政策仍在落地途中，Q3 季报景气度持续探底，反弹复苏慢于预期。但从细分板块来看，不同赛道表现有差异，药品板块整体表现较好；生物制品、中药、医疗器械和上游制造板块中部分赛道和个股业绩增长良好；而其他板块相对承压。

但考虑当前板块基数较低，景气度逐步恢复，库存出清充分，且资金面同样处低点，我们乐观看好医药板块 2025 年基本面反弹带来的股价弹性表现。因此，在投资策略上，应更多关注行业和个股 2025 年改善前景，除了右侧高景气度赛道投资外，左侧底部行业和标的的反转机会值得投入同等关注。

在板块布局上，建议重点关注景气度持续处于高点、出海和商业化不断兑现药品板块；以及可能存在反转预期的药店、器械、中药、消费等领域部分左侧品种。

图表 1：基金医药板块持仓仍处于低位



来源：Wind, iFind, 国金证券研究所

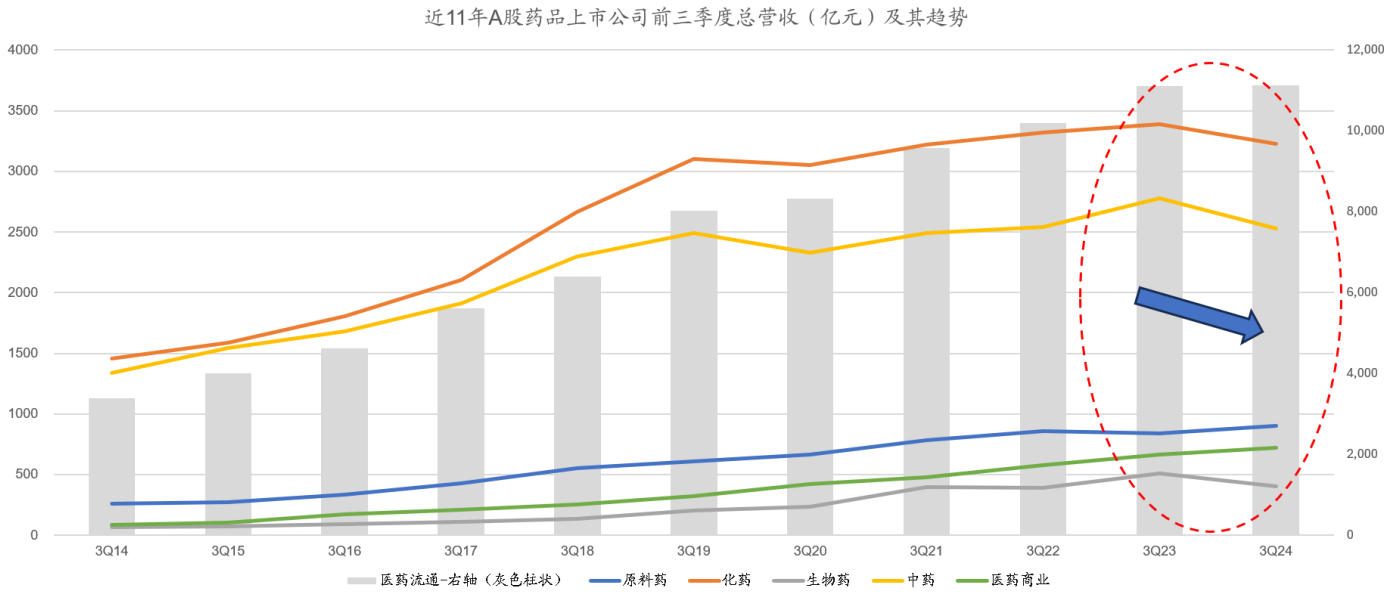
### 药品板块：景气度相对较高，创新品种看消费与出海的更大空间

根据纳入我们统计的 2024 年三季报分析，虽然整体药品相关上市公司景气度同样有所回落，但整体来看在医药板块中亮点相对较多，有较多个股在三季度继续实现业绩增长。

值得注意的是，相比表观业绩，我们认为创新药更应该关注管线研发推进和对外授权进展情况；此外，大量港股上市创新药企业并不披露三季报。因此，对国内创新药行业景气度的分析不应该拘泥于表观三季报业绩，整体来看国内创新药商业化和海外授权势头依然值得期待，创新药也依然是 2025 年医药板块最值得期待的潜力赛道。



图表2: 近 11 年 A 股药品板块营收 (亿元) 及其趋势 (前三季度)



来源: 各公司年报, Wind, 国金证券研究所

图表3: A 股部分生物药企业-营收利润 (亿元) 及其增速

公司	24年前三 季度收入	23年前三 季度收入	yoy%	24年前三 季度归母 净利润	23年前三 季度归母 净利润	yoy%	24年前三 季度扣非 归母	23年前三 季度扣非 归母	yoy%	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母 净利润	23Q3归母 净利润	yoy%	24Q3扣非 归母	23Q3扣非 归母	yoy%
百济神州	0.00	128.75	-100%	0.00	-38.78	N/A	0.00	-67.83	N/A	-119.96	56.24	-33%	28.77	13.41	115%	31.25	-12.82	N/A
百利天恒	56.63	3.78	1399%	40.65	-5.15	N/A	40.43	-5.40	N/A	1.10	0.67	65%	-6.01	-1.87	N/A	-6.02	-2.08	N/A
长春高新	103.88	106.82	-3%	27.89	36.12	-23%	28.41	36.16	-21%	37.49	45.14	-17%	10.69	14.52	-26%	11.03	14.52	-24%
特宝生物	19.55	14.60	34%	5.54	3.69	50%	5.81	4.11	41%	7.65	5.56	36%	2.50	1.67	50%	2.51	1.78	41%
甘李药业	22.45	19.06	18%	5.07	2.66	90%	3.11	2.24	39%	9.30	6.76	38%	2.08	1.32	57%	1.84	1.22	51%
君实生物	12.71	9.86	28%	-9.27	-14.07	N/A	-9.40	-13.59	N/A	4.85	3.17	53%	-2.82	-4.09	N/A	-3.13	-3.88	N/A
神州细胞	19.37	13.79	40%	1.50	-2.20	N/A	4.62	0.09	4778%	6.32	5.71	11%	0.24	-0.82	N/A	1.22	0.31	288%
通化东宝	14.48	20.91	-31%	-0.66	7.60	-109%	1.35	7.57	-82%	7.08	7.25	-2%	1.64	2.75	-40%	1.48	2.77	-46%
荣昌生物	12.09	7.69	56%	-10.71	-10.31	N/A	-10.97	-10.61	N/A	4.67	3.47	35%	-2.91	-3.27	N/A	-3.04	-3.33	N/A
安科生物	19.21	20.21	-5%	5.90	6.54	-10%	5.55	6.31	-12%	6.22	7.34	-15%	1.74	2.58	-33%	1.65	2.48	-33%
三生国健	9.39	7.31	28%	2.33	1.64	43%	2.17	1.50	44%	3.43	2.53	36%	1.04	0.69	50%	0.91	0.67	-
双成药业	1.27	1.82	-30%	-0.38	-0.02	N/A	-0.40	-0.15	N/A	0.32	0.43	-26%	-0.21	-0.10	N/A	-0.22	-0.13	N/A
诺诚健华	0.00	5.37	-100%	0.00	-5.31	N/A	0.00	-5.48	N/A	-4.20	1.60	-363%	2.62	-1.09	N/A	2.53	-1.08	N/A
我武生物	7.30	6.74	8%	2.72	2.70	1%	2.64	2.63	-	3.01	2.87	5%	1.23	1.22	1%	1.22	1.20	1%
智翔金泰	0.12	0.00	8875%	-5.46	-5.68	N/A	-5.50	-5.75	N/A	0.12	0.00	19673%	-1.84	-1.80	N/A	-1.87	-1.84	N/A

来源: Wind, 各公司财报, 国金证券研究所



图4: A股部分化药企业-营收利润(亿元)及其增速

公司	24年前三 季度收入	23年前三 季度收入	yoy%	24年前三 季度归母 净利润	23年前三 季度归母 净利润	yoy%	24年前三 季度扣非 归母	23年前三 季度扣非 归母	yoy%	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母 净利润	23Q3归母 净利润	yoy%	24Q3扣非 归母	23Q3扣非 归母	yoy%
恒瑞医药	201.89	170.14	18%	46.20	34.74	33%	46.16	33.60	37%	65.89	58.45	13%	11.88	11.66	2%	11.26	11.17	1%
复星医药	309.12	307.00	1%	20.11	22.83	-12%	18.36	14.74	26%	104.49	93.05	12%	7.86	5.06	55%	5.82	1.01	47%
科伦药业	167.89	157.43	7%	24.71	19.63	25%	24.47	19.22	27%	49.62	50.09	-1%	6.71	5.61	20%	6.93	5.72	21%
华东医药	314.78	303.95	4%	25.62	21.89	17%	24.82	21.60	15%	105.13	100.09	5%	8.66	7.55	15%	8.57	7.33	17%
海思科	27.51	23.84	15%	3.82	2.01	90%	2.15	1.40	54%	10.65	10.14	5%	2.17	1.26	73%	1.40	0.72	94%
信立泰	30.01	24.56	22%	5.10	4.79	6%	4.97	4.25	17%	9.58	7.72	24%	1.66	1.42	17%	1.64	1.23	34%
人福医药	191.43	181.12	6%	15.90	17.69	-10%	15.21	15.03	1%	62.82	57.29	10%	4.79	4.45	8%	4.32	4.32	0%
丽珠集团	90.82	96.55	-6%	16.73	16.02	4%	16.31	15.76	4%	27.99	29.65	-6%	5.02	4.67	7%	4.75	4.82	-1%
恩华药业	41.45	36.56	13%	10.20	8.86	15%	10.30	8.86	16%	13.82	12.56	10%	3.91	3.41	15%	3.96	3.40	16%
华海药业	72.48	62.08	17%	10.31	7.22	43%	10.33	7.69	34%	21.19	19.13	11%	2.83	1.53	85%	2.68	1.47	82%
川宇生物	44.56	35.81	24%	10.76	6.40	68%	10.75	6.39	68%	12.61	11.64	8%	3.10	2.49	24%	3.09	2.47	-
华润双鹤	85.48	75.46	13%	13.97	10.78	30%	12.57	10.14	24%	26.19	23.12	13%	3.51	3.01	16%	3.35	2.92	15%
艾力斯	25.33	13.48	88%	10.63	4.10	157%	10.11	3.80	165%	9.57	5.99	60%	4.07	2.02	101%	3.64	1.96	85%
健友股份	30.88	31.42	-2%	6.06	8.39	-28%	5.48	8.23	-	9.45	8.38	13%	2.01	2.15	-7%	1.80	2.12	-55%
东阳光	88.79	81.07	10%	3.12	-2.22	N/A	2.90	-2.92	N/A	28.66	29.31	-2%	0.86	-0.83	N/A	1.08	-0.60	N/A
健康元	118.99	126.51	-6%	11.12	10.84	3%	10.73	10.49	-	36.64	39.32	-7%	3.35	2.68	25%	3.11	2.67	16%
康弘药业	34.11	29.99	14%	9.74	8.25	18%	9.59	8.02	20%	11.17	10.78	4%	2.81	3.00	-6%	2.81	2.92	-4%
贝达药业	23.45	20.44	15%	4.16	3.05	37%	3.62	2.41	-	8.44	7.30	16%	1.92	1.56	23%	1.45	1.52	-5%
吉林敖东	19.10	23.54	-19%	12.44	12.74	-2%	12.05	11.72	3%	4.98	7.71	-35%	7.07	2.11	233%	3.93	2.34	68%
泽璟制药	3.84	2.82	36%	-0.98	-2.02	N/A	-1.05	-2.43	N/A	1.43	0.62	131%	-0.31	-0.88	N/A	-0.32	-1.13	N/A
迪哲医药	3.38	0.40	742%	-5.58	-8.29	N/A	-6.00	-8.56	N/A	1.35	0.40	238%	-2.14	-3.15	N/A	-2.19	-3.20	N/A
国药现代	85.93	91.62	-6%	9.55	5.64	69%	9.27	5.30	-	26.33	27.17	-3%	2.36	2.19	8%	2.44	2.08	17%
兴齐眼药	14.39	11.05	30%	2.91	1.47	98%	2.90	1.77	63%	5.47	4.19	31%	1.21	0.95	26%	1.21	0.92	32%
亿帆医药	38.58	29.30	32%	3.66	1.82	102%	2.52	1.13	-	12.26	9.86	24%	1.13	0.38	193%	0.73	0.19	277%
仙琚制药	32.37	32.37	0%	5.30	4.72	12%	5.21	4.62	13%	10.99	11.19	-2%	1.90	1.70	12%	1.90	1.65	15%
博瑞医药	9.77	9.15	7%	1.77	1.92	-7%	1.74	1.88	-	3.19	3.27	-3%	0.71	0.82	-14%	0.68	0.83	-17%
九典制药	21.46	18.93	13%	4.50	3.10	45%	4.18	2.89	45%	7.80	6.75	15%	1.66	1.12	47%	1.63	1.10	47%
奥赛康	13.84	11.20	24%	1.27	-1.85	N/A	1.02	-2.24	N/A	4.62	4.08	13%	0.51	-0.26	N/A	0.47	-0.40	N/A
东诚药业	21.62	25.85	-16%	1.67	2.86	-42%	1.50	2.51	-40%	7.42	8.00	-7%	0.55	1.02	-46%	0.45	0.77	-42%
京新药业	32.09	29.26	10%	5.75	4.73	21%	4.94	4.37	-	10.59	9.89	7%	1.73	1.57	10%	1.60	1.46	9%
常山药业	7.84	11.40	-31%	0.07	-3.88	N/A	-0.28	-4.02	N/A	2.16	3.19	-32%	0.54	-2.32	N/A	0.26	-2.34	N/A
悦康药业	29.92	29.58	1%	2.10	1.52	38%	2.02	1.38	-	10.42	7.58	37%	0.91	-0.55	N/A	0.85	-0.62	N/A
翰宇药业	3.75	4.02	-7%	-0.35	-1.81	N/A	-0.94	-2.36	N/A	1.20	0.76	57%	-0.24	-1.46	N/A	-0.34	-1.30	N/A

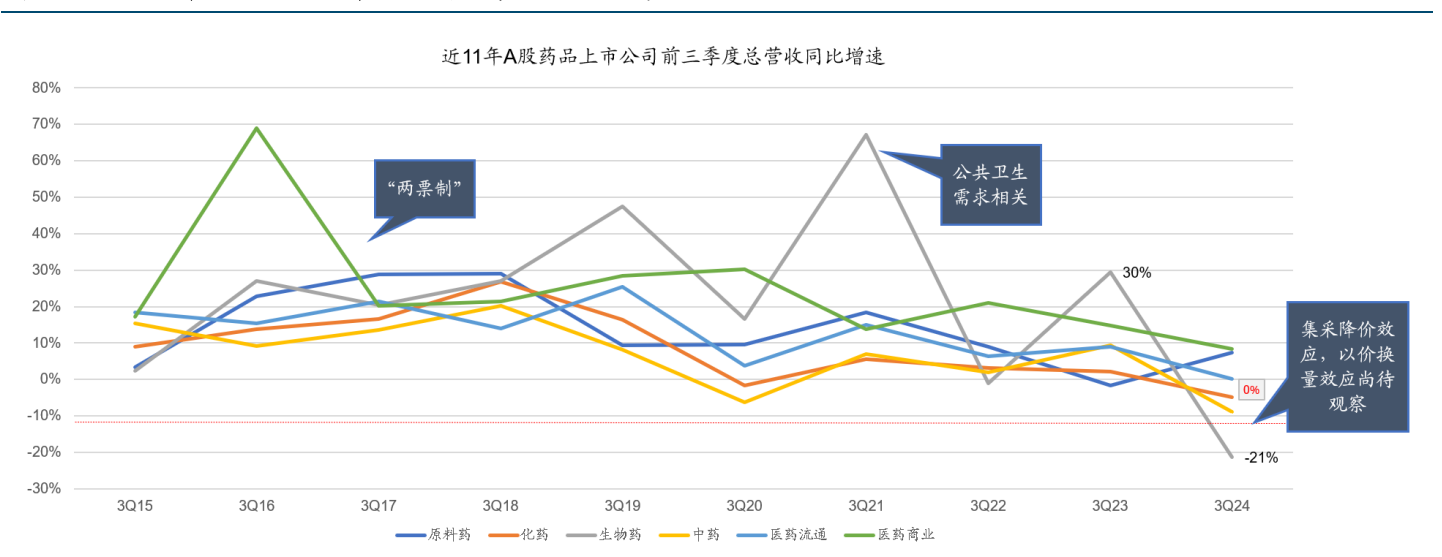
来源: Wind, 各公司财报, 国金证券研究所

根据国家医保局公众号,按照既定工作安排,从2024年10月27日到30日中午,国家医保局组织25名来自全国各个省份医保部门的谈判专家与相关药品企业开展了现场谈判和竞价,共涉及127家企业、162种药品,其中医保目录外药品117种,医保目录内谈判续约药品45种。据介绍,今年现场谈判工作平稳顺利,总体结果与往年基本相当,符合预期。“扩容”后的新版医保药品目录预计于11月底对外发布,明年1月1日起正式实施。

从生物药板块来看,独家创新性是每一个大单品高成长的必须前提。国谈入围标准更加趋于严格,已及未来各项支持政策都会更倾斜于临床疗效显著优越于同类产品的真创新。此类产品获批后,都会比普通仿制药获得更快的营收增速和收入体量增量。

因此,创新药板块整体表现出持续强劲的总增速。2023年下半年至今药品最近一轮集采和国谈价格的逐渐落地执行,在价格端已经体现,而放量仍需爬坡过程;预计在2024年的4季度之后,或将看到以价换量和新入医保带来的营收提升。

图5: 近11年A股药品上市公司前三季度总营收同比增速

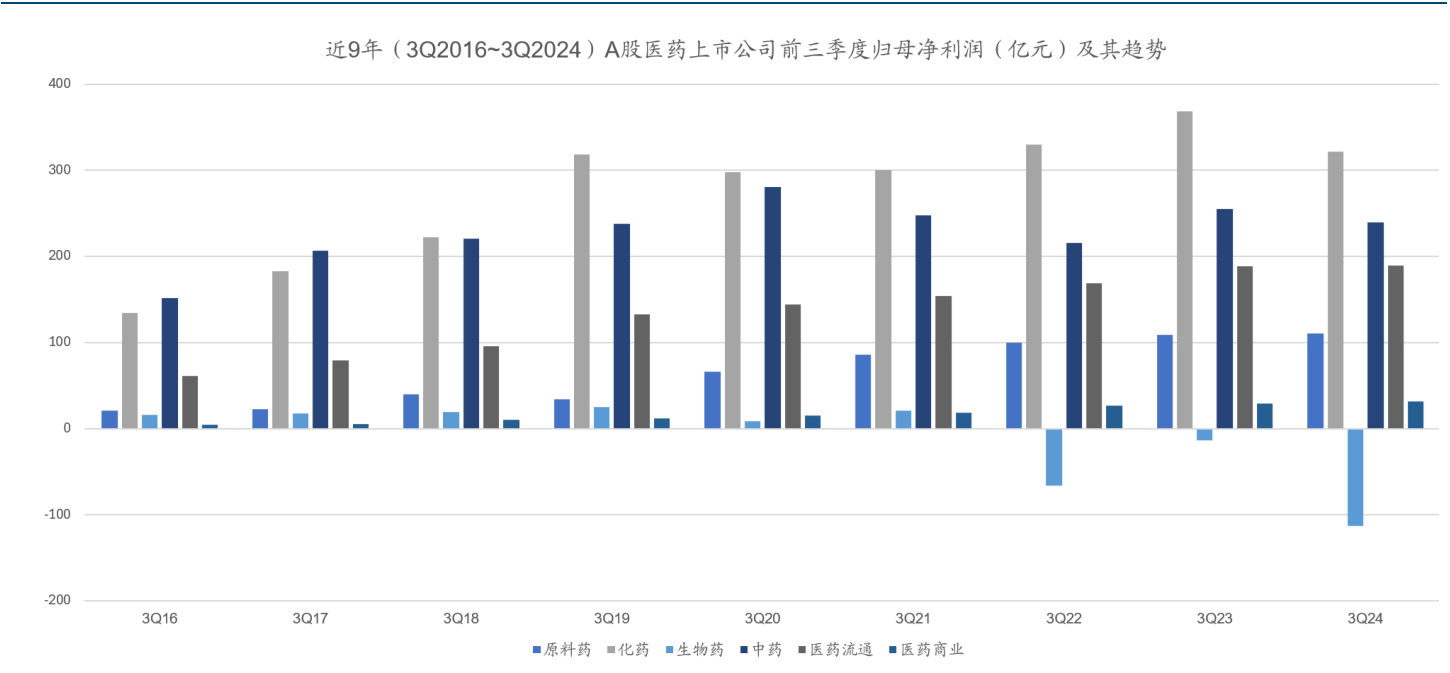


来源: 各公司年报, Wind, 国金证券研究所



下图 3-4 可以看到，创新药占比最多的生物药板块，2024 年前 3 季度相较 2023 年同期，创新投入显著加大。而研发投入的加大，必将带来明后年更多创新成果的落地兑现。

图表6：近 9 年 A 股药品板块的归母净利润（亿元）及其趋势（前三季度）

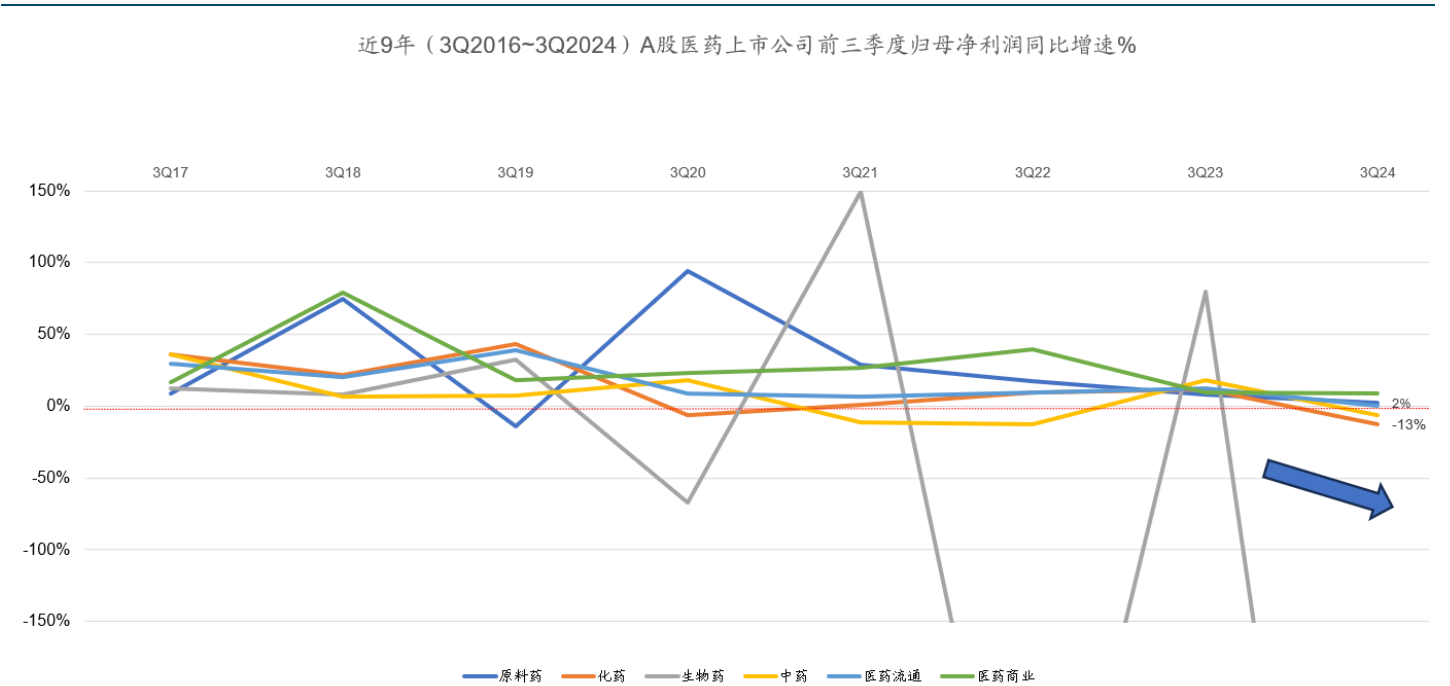


来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

仿创药板块，上市企业积极应对国家地方集采和医保国谈，同时考虑谈判覆盖面已经相对广泛，存量压力逐步出清后行业总体将步入放量上升的通道；创新小分子在出海和国内强劲放量上都值得期待。

正如我们在年初的行业深度前瞻报告中指出，A 股和港股医药上市企业的生物大分子/化药小分子在研管线持续推进国际化 BD（授权合作交易），创新资产价值正在提前体现。

图表7：近 9 年 A 股药品板块归母净利润同比增速（前三季度）



来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所



## 院内修复，龙头改革，创新单品与热点赛道 BD 与临床突破快速涌现

2024 年前三季度，药品相关行业公司体现三大特点：1、优势单品继续强势增长，2、龙头药企 BD 或改革推进，3、国际领先的临床突破或 BD（授权引进或出海）项目不断涌现。

- 艾力斯新一代 EGFR（人表皮生长因子受体）肺癌靶向药继续高成长，前三季度归母净利润同比高增 159%。
- 同时，伴随着全球原研重磅药密集专利悬崖的到来，以及 Glp-1 等热点大单品全球研发热潮，特定专业赛道的原料药企继续高成长。例如在多肽、小核酸原料药领域有所布局的诺泰生物、圣诺生物等。
- 恒瑞医药，根据公司 2024 年三季报和融资事项公告。公司 2024 年单三季度，公实现营收 65.89 亿，同比增长+12.72%，归母净利润 11.88 亿元，同比增长+1.91%，扣非归母净利润 11.26 亿元，同比增长+0.84%。2024 年 Q1-Q3，公司归母净利润同比增长+32.98%，主要系报告期内，公司将收到的 Merck Healthcare 1.6 亿欧元首付款确认为收入。重视创新转型，公司研发投入进一步增加，销售、管理费用率有所改善。公司 2024 年前三季度研发费用达到 45.49 亿元，同比增长 22.10%，研发费用率 22.53%。公司前三季度销售费用为 61.09 亿元，同比增长 12.96%，销售费用率为 30.26%，去年同期为 31.79%。公司前三季度管理费用为 18.74 亿元，同比增长 11.83%，管理费用率为 9.28%，去年同期为 10.59%。
- ✚ 据海外媒体彭博社以及国内新浪财经等网站的公开报道，恒瑞医药正考虑在香港进行第二上市，最快可能明年进行，可能筹集至少 20 亿美元（约 156 亿港元）。
- ✚ 针对此事，公司发布公告回应称“近年来，在科技创新和国际化发展战略驱动下，公司稳步推进国际化进程。为进一步深化公司战略发展目标，公司近期对境外资本市场融资等事项开展了研究咨询等前期工作。截至目前，公司就相关事项尚未确定具体方案。公司是否实施前述事项，具体实施方式以及实施时间具有重大不确定性。”
- 人福医药，根据公司 2024 年三季报披露，公司大股东武汉当代科技已被债权人已向武汉市中级人民法院申请重整，后于 9 月 30 日，武汉市中级人民法院裁定受理相关债权人对当代科技的重整申请，并于同日指定武汉当代科技产业集团股份有限公司清算组担任当代科技管理人，武汉当代科技破产重整程序正式启动。10 月 22 日，公司再次公告，在武汉当代科技的公开招募重整投资人进展中，共有 6 家（其中 3 家为央企、3 家为地方大型国企）重整投资人通过了形式审查且已完成报名保证金的缴纳，成为合格报名重整投资人、暨取得投资人竞选资格。公司控股股东重整加速，有望带动估值修复。

## 随着中国医药产业的崛起，国际领先的赛道龙头正在崭露头角

我们在 2024 年 3 月的创新药深度前瞻报告《2024 年，全球与中国创新药产业链 10 大展望》中，已经详细分析了中国医药产业的崛起和中国药企正在经历创新药出海突破。在我们看到金斯瑞生物科技、百济神州、君实生物、百奥泰与和黄药业等诸多药企创新药及生物类似物成功在欧美商业化的同时，中国药企领先创新药与海外巨头 BD（商务合作）交易也成为我们关注的重中之重。其中，百利天恒、科伦博泰、康方生物、翰森制药、恒瑞医药等都取得了重要进展。

此外，康方生物的依沃西单抗与帕博利珠单抗开展头对头临床试验，有望成为中国药企走向全球的强劲重磅品种。石药集团临床前创新资产获得重大 BD 进展，验证公司创新能力。

- 石药集团 10 月 7 日公告，其脂蛋白抑制剂 YS2302018 与阿斯利康达成独家授权协议。阿斯利康将获得在全球开发、制造及商业化该化合物及该产品的独家授权。
- 石药集团将收取 1 亿美元预付款，并有权收取最高 3.7 亿美元的潜在开发里程碑付款及最高 15.5 亿美元的潜在销售里程碑付款，以及根据该产品的年度销售净额计算的分层销售提成。
- YS2302018 分子，经数据证实能有效阻止脂蛋白(a)的形成，而脂蛋白(a)是一种低密度脂蛋白(LDL)，在血液中起着胆固醇运输的关键作用。其中脂蛋白(a)水平升高，以及低密度脂蛋白胆固醇的升高是造成心血管疾病的已知风险因素，包括冠心病和中风等。
- 在投资策略上，由于国内外创新药获批及临床进展呈现提速趋势，全球创新研发兑现将推动行业公司业绩的快速成长；而同时要关注的是，随着竞争激烈程度的提



升，龙头公司在各细分创新赛道布局与临床推进的优势将得到进一步体现。我们继续看好恒瑞医药、百济生物等龙头药企在长期布局积累和大适应症突破方面的优势，关注全球热点的细分赛道龙头，比如，ADC（抗体偶联药物）、双抗（包括多特异性融合蛋白、T细胞衔接器）等。建议关注恒瑞医药、百济神州、康方生物、翰森制药、信达生物、石药集团、百利天恒、科伦药业、中国生物制药等龙头药企。

- (1) 找空间：从医保支付与集采竞价角度，看好降维消费属性的创新药与出海。我们继续看好①GLP-1 及多肽产业链，我们关注信达生物等研发或提交上市领先的药企，以及业绩弹性较高的诺泰生物、圣诺生物等。②出海领先标的，我们看好欧美市场将有较大成长空间的科伦博泰、百利天恒、康方生物、百济神州、和黄药业、百奥泰等。
- (2) 看创新：从科技属性高成长的角度，我们看好美股映射热点赛道，首先 ADC 与双抗，比如科伦博泰、康方生物等，关注 TCE、SiRNA 等创新分子。
- (3) 选龙头：从全球与中国经济大环境下，行业遭遇更大企业技术、合规管控与资金能力的角度，我们看好各赛道龙头，比如，恒瑞医药、科伦药业、翰森制药、中国生物制药、石药集团等药企龙头，创新转型中的下游流通龙头上海医药等。

### 生物制品：细分赛道表现分化，部分赛道高成长性品种表现亮眼

图表8：部分生物制品公司2024年前三季度主要财务数据

公司	1~3Q23收入 (亿元)	1~3Q24收入 (亿元)	yoy (%)	1~3Q23归母净利润 (亿元)	1~3Q24归母净利润 (亿元)	yoy (%)	1~3Q23扣非归母 (亿元)	1~3Q24扣非归母 (亿元)	yoy (%)
智飞生物	392.7	227.9	-42%	65.3	21.5	-67%	63.8	21.4	-66%
万泰生物	49.7	19.5	-61%	18.1	2.7	-85%	16.7	0.4	-98%
康泰生物	24.6	20.2	-18%	7.0	3.5	-50%	6.0	3.0	-49%
百克生物	12.4	10.3	-17%	3.3	2.4	-26%	3.3	2.4	-25%
华兰疫苗	17.2	9.6	-44%	6.3	2.7	-58%	5.5	2.0	-65%
长春高新	106.8	103.9	-3%	36.1	27.9	-23%	36.2	28.4	-21%
安科生物	20.2	19.2	-5%	6.5	5.9	-10%	6.3	5.6	-12%
天坛生物	40.2	40.7	1%	8.9	10.5	19%	8.8	10.4	19%
华兰生物	39.1	34.9	-11%	10.7	9.2	-13%	9.1	8.2	-10%
派林生物	13.7	18.9	37%	3.3	5.4	66%	2.7	5.0	85%
博雅生物	21.9	12.5	-43%	4.6	4.1	-11%	3.6	3.4	-7%
甘李药业	19.1	22.5	18%	2.7	5.1	90%	2.2	3.1	39%
通化东宝	20.9	14.5	-31%	7.6	-0.7	-	7.6	1.4	-82%
特宝生物	14.6	19.5	34%	3.7	5.5	50%	4.1	5.8	41%

来源：Wind，国金证券研究所

2024年前三季度生物制品不同细分赛道业绩分化显著：(1)慢乙肝治愈赛道竞争格局优异、渗透率提升空间大，长效干扰素大单品强成长属性进一步凸显，特宝生物业绩持续超预期；(2)血制品、胰岛素等院端刚需品种对应企业业绩整体保持稳定，因上一年度同期业绩基数等原因三季度表现有所分化；(3)受市场环境变化、价格体系调整等因素影响，部分企业业绩三季度承压。



图表9: 部分生物制品公司2024年Q2主要财务数据

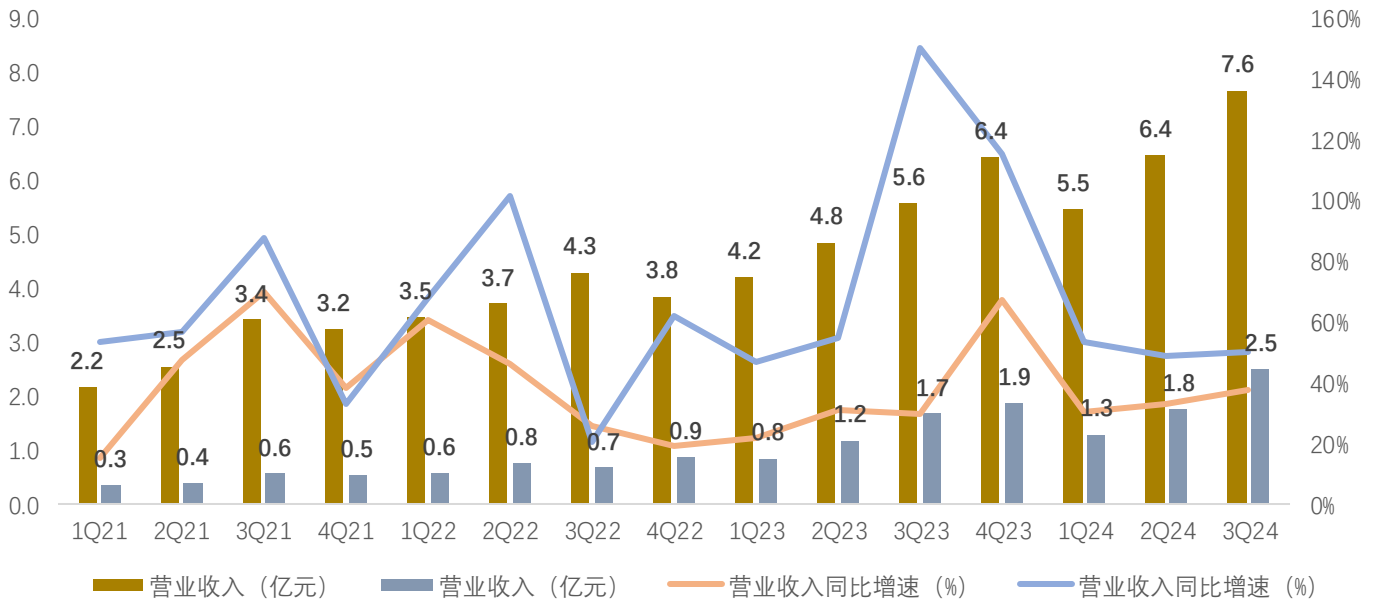
公司	3Q23收入(亿元)	3Q24收入(亿元)	yoy (%)	3Q23归母净利润(亿元)	3Q24归母净利润(亿元)	yoy (%)	3Q23扣非归母(亿元)	3Q24扣非归母(亿元)	yoy (%)
智飞生物	148.3	45.3	-69%	22.7	-0.8	-	21.7	-0.9	-
万泰生物	8.1	5.8	-28%	1.1	0.1	-94%	0.5	-0.2	-
康泰生物	7.3	8.2	11%	1.9	1.9	0%	1.7	1.8	8%
百克生物	6.8	4.1	-40%	2.2	1.1	-51%	2.2	1.1	-50%
华兰疫苗	15.7	9.2	-41%	5.2	2.4	-54%	5.0	2.2	-
长春高新	45.1	37.5	-17%	14.5	10.7	-26%	14.5	11.0	-24%
安科生物	7.3	6.2	-15%	2.6	1.7	-33%	2.5	1.7	-33%
天坛生物	13.3	12.3	-7%	3.2	3.3	2%	3.2	3.2	0%
华兰生物	23.3	18.4	-21%	5.4	4.8	-11%	5.1	4.5	-11%
派林生物	6.7	7.5	13%	1.8	2.2	18%	1.7	2.0	22%
博雅生物	6.5	3.5	-46%	1.4	1.0	-30%	1.0	0.8	-26%
甘李药业	6.8	9.3	38%	1.3	2.1	57%	1.2	1.8	51%
通化东宝	7.3	7.1	-2%	2.8	1.6	-40%	2.8	1.5	-46%
特宝生物	5.6	7.6	38%	1.7	2.5	50%	1.8	2.5	41%

来源: Wind, 国金证券研究所

长效干扰素: 特宝生物业绩持续超预期, 建议长期关注慢乙肝治愈赛道

特宝生物三季度业绩持续超预期, 乙肝治愈临床推广持续深入。2024年10月24日, 特宝生物发布2024年三季度报告, 2024年前三季度公司实现收入19.55亿元, 同比+34%; 实现归母净利润5.54亿元, 同比+50%; 实现扣非归母净利润5.81亿元, 同比+41%。2024年第三季度公司实现收入7.65亿元, 同比+38%; 实现归母净利润2.50亿元, 同比+50%; 实现扣非归母净利润2.51亿元, 同比+41%。

图表10: 特宝生物1Q21-3Q24收入/利润(亿元)整体持续快速增长



来源: wind, 国金证券研究所

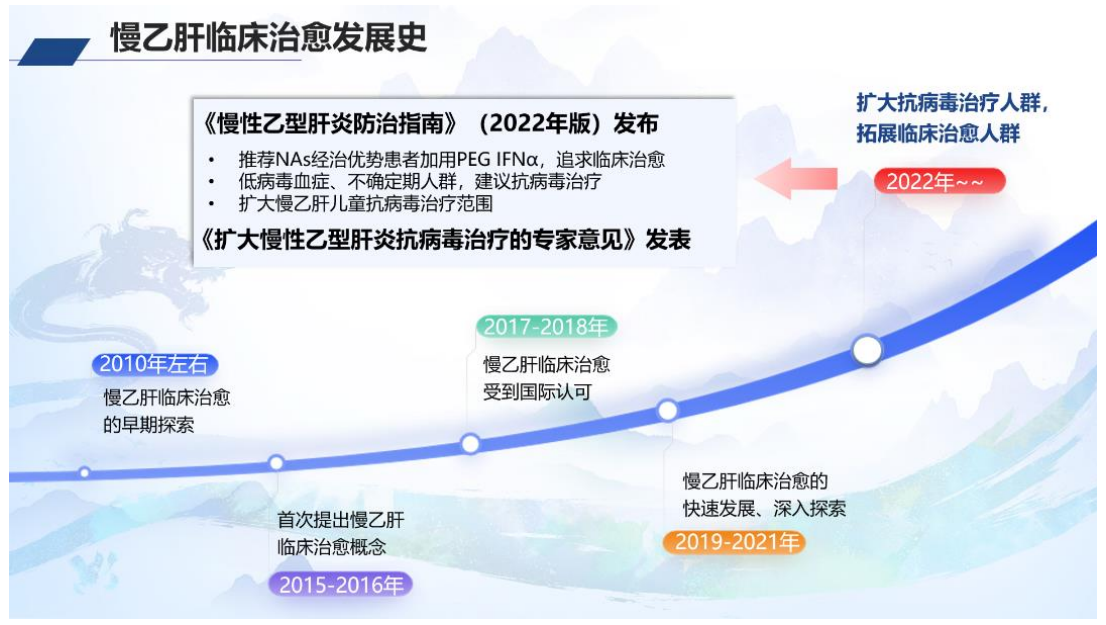
公司深入探索并持续推动以派格宾为基础的乙肝临床治愈领域工作, 持续支持了包括“珠峰”、“绿洲”、“未名”、“萌芽”、“星光”、“领航”等多项乙肝临床治愈及肝癌预防公益及科研项目, 部分项目阶段性成果陆续在亚太肝病研究学会 (APASL)、欧洲肝脏研究学会 (EASL) 发布, 进一步证实乙肝全人群有机会通过基于长效干扰素的治疗策略实现临床治愈。公司产品派格宾在提高乙肝临床治愈率以及显著降低肝癌发生风险方面的研究证据进一步得到专家和患者的认可, 产品持续放量拉动收入快速增长。



9月28日，国家卫生健康委医院管理研究所于成都举办乙肝临床治愈门诊规范化建设与能力提升项目管理会议。根据会议内容，截至2024年上半年，全国已开设乙肝临床治愈门诊566家，其中247家申报规范/培育单位，经审查及专家评审等程序，209家医院通过审批，其中35家医院入选第一批项目规范单位，174家医院入选第一批项目培育单位，覆盖28个省级行政区。

为推动慢乙肝患者接受规范化治疗，提高临床医生的乙肝临床治愈技能，提升慢乙肝患者临床治愈率，2023年11月，国家卫生健康委医院管理研究所等单位在全国启动“乙肝临床治愈门诊规范化建设与能力提升项目”。为进一步规范全国乙肝临床治愈门诊建设，又进一步开展了项目规范单位与培育单位的申报工作。规范单位每年组织本省项目单位集中培训、带教参观和指导帮带，推动本省项目有效执行，建设和发展省内乙肝临床治愈门诊网络，助力建设病毒性肝炎分级诊疗体系；而培育单位则协助规范单位共同促进项目实施方案顺利推行，定期参加集中培训，不断提高乙肝临床治愈技能，协助规范单位共同发展省内乙肝临床治愈门诊网络和分级诊疗体系建设。

图表11：慢乙肝临床治愈发展史



来源：中联肝，国金证券研究所

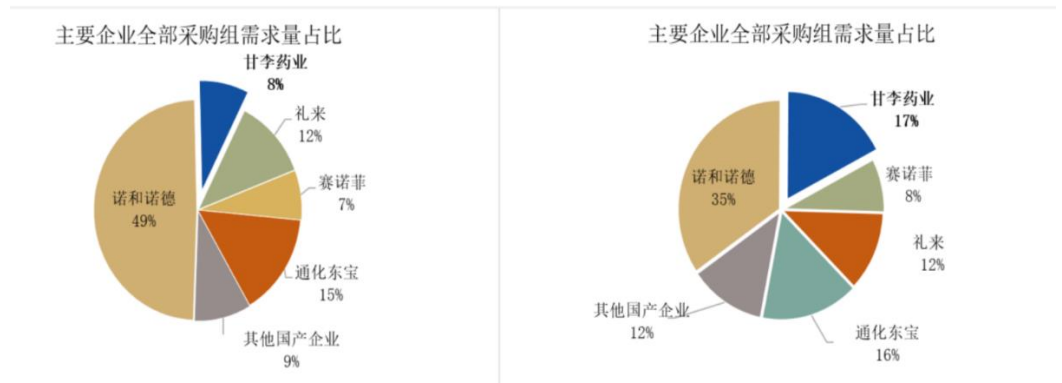
我国是全球乙肝病毒中高度流行区，目前慢性乙肝病毒感染者约8000万例，其中慢性乙型肝炎（CHB）患者2000万-3000万例，疾病负担沉重，目前诊断及治疗率仍处于较低水平。随着循证医学证据的不断积累，慢乙肝临床治愈认可度不断提升。中国《慢性乙型肝炎防治指南（2022年版）》已将核苷（酸）类药物经治患者联合聚乙二醇干扰素 $\alpha$ 治疗实现临床治愈写入推荐意见，接受基于长效干扰素的慢乙肝治愈方案的人群持续扩大。未来随着乙肝临床治愈门诊单位数量不断增加，我国慢乙肝患者的治疗有望更加科学、规范，基于长效干扰素的慢乙肝治愈方案渗透率有望加速提升。

**胰岛素：集采后行业进入新阶段，内资厂商市占率有望持续提升**

2024年2月，国家组织药品集中采购办公室发布《关于报送胰岛素集中带量采购协议期满接续采购品种范围相关采购数据通知》。本次集采首年采购需求量中，三代胰岛素采购需求量1.68亿支，占整体需求量的70%，较上次集采的首年采购需求量增长36%。二代胰岛素本次首年采购需求量占比30%，较上次占比减少12%。在首次胰岛素专项集采政策落地执行后，三代胰岛素市场份额得到快速提升，胰岛素代际升级加速。



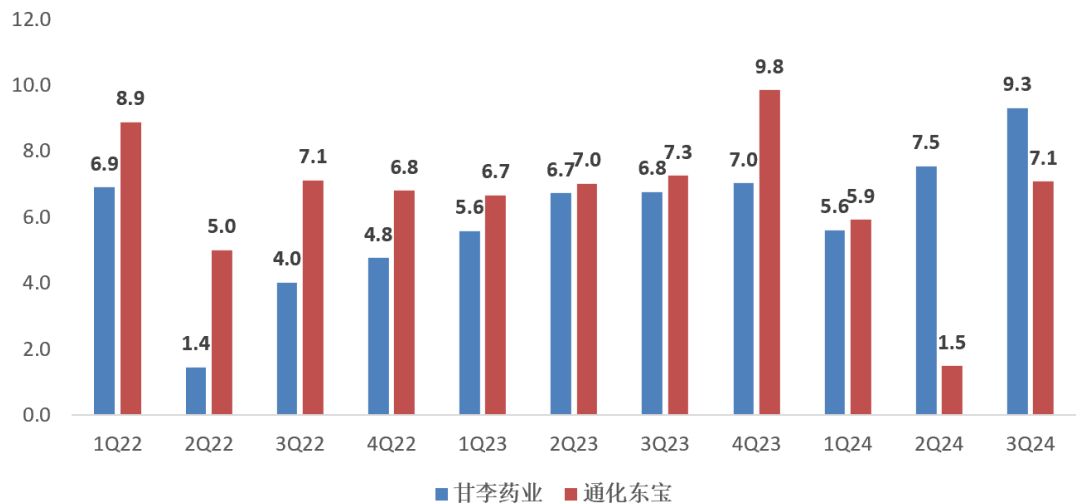
图表12: 本次集采续约全部采购组需求量占比中内资厂商份额进一步上升



来源: 甘李药业, 国金证券研究所

根据甘李药业, 本次胰岛素集采续约主要企业全部采购组需求量占比中, 诺和诺德、礼来及赛诺菲三大外资厂商份额从首次集采的 68%降低至本次集采续约的 55%, 内资厂商份额较首次集采提升显著。

图表13: 部分胰岛素企业三季度 22 年以来各季度收入 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

2024 年 10 月 23 日, 甘李药业发布 2024 年三季度报告, 2024 年前三季度公司实现营业收入 22.45 亿元, 同比+18%; 实现归母净利润 5.07 亿元, 同比+90%; 实现扣非归母净利润 3.11 亿元, 同比+39%; 单季度来看, 2024 年第三季度公司实现收入 9.30 亿元, 同比+38%; 实现归母净利润 2.08 亿元, 同比+57%; 实现扣非归母净利润 1.84 亿元, 同比+51%。2024 年前三季度, 公司实现国内销售收入 18.68 亿元, 较上年同期增长 2.39 亿元, 其中国内制剂销售收入 18.02 亿元, 较上年同期增长 2.21 亿元。2024 年第二季度, 公司积极参加了国家组织的全国药品集中采购(胰岛素专项接续)的投标工作, 所有产品均成功中选。本次集采公司中选产品价格上涨。新一轮胰岛素集采在二、三季度陆续由各省开始执行, 公司产品价格上涨带来的收入增长效应在三季度初步部分体现。

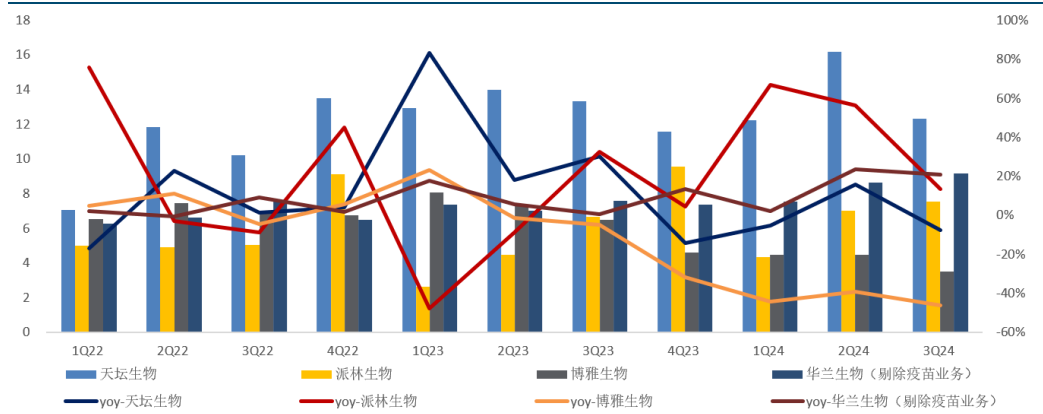
2024 年 10 月 24 日, 通化东宝发布 2024 年三季度报告, 2024 年前三季度公司实现营业收入 14.48 亿元, 同比-31%; 实现归母净利润-0.66 亿元, 同比转亏; 实现扣非归母净利润 1.35 亿元, 同比-82%; 单季度来看, 2024 年第三季度公司实现收入 7.08 亿元, 同比-2%; 实现归母净利润 1.64 亿元, 同比-40%; 实现扣非归母净利润 1.48 亿元, 同比-46%。公司业绩主要受在胰岛素注射液系列产品集采续标实施前, 商业公司对库存进行控制与调整, 使公司发货减少及此外报告期内公司对可溶性甘精赖脯双胰岛素注射液研发项目 (THDB0207 注射液) 终止, 与其相关的研发资本化金额及预付的商业化权利款确认为损失等因素所致。



### 血制品：业绩整体保持稳健，基数影响表现增速

血制品院内需求长期稳定向上，白蛋白、静丙等主要品种价格体系相对稳定，叠加近年来公众对血液制品的认知得到客观提升，三季度血液制品行业内主要企业业绩整体保持稳健，同时受去年同期业绩基数影响，三季度业绩表现增速出现一定分化。

图表14：部分血液制品企业 1Q22-3Q24 各季度收入（亿元）及同比增速（%）



来源：wind，国金证券研究所

2024年10月25日，天坛生物发布2024年三季度报告，2024年前三季度公司实现营业收入40.73亿元，同比+1%；实现归母净利润10.52亿元，同比+19%；实现扣非归母净利润10.44亿元，同比+19%；单季度来看，2024年第三季度公司实现收入12.32亿元，同比-7%；实现归母净利润3.26亿元，同比+2%；实现扣非归母净利润3.20亿元，同比+0.04%。

2024年10月29日，华兰生物发布2024年三季度报告，2024年前三季度公司实现收入34.91亿元，同比-11%；实现归母净利润9.24亿元，同比-13%；实现扣非归母净利润8.17亿元，同比-10%；单季度来看，2024年第三季度公司实现收入18.38亿元，同比-21%；实现归母净利润4.83亿元，同比-11%；实现扣非归母净利润4.55亿元，同比-11%。2024年前三季度剔除疫苗业务后，公司实现收入25.33亿元，同比+15%；第三季度剔除疫苗业务后，公司实现收入9.16亿元，同比增长约21%，血制品业务收入端持续保持稳健增长。公司持续浆源拓展工作，报告期内，公司邓州单采血浆站、襄城单采血浆站和杞县单采血浆站通过验收、取得了采浆许可证并顺利开采；8月23日，重庆公司获批在丰都县和巫山县设立单采血浆站，重庆公司将加快建设，争取早日取得单采血浆许可证。

2024年10月24日，博雅生物发布2024年三季度报告，2024年前三季度公司实现收入12.45亿元，同比-43%；实现归母净利润4.13亿元，同比-11%；实现扣非归母净利润3.36亿元，同比-7%。单季度来看，2024年第三季度公司实现收入3.49亿元，同比-46%，实现归母净利润0.97亿元，同比-30%；实现扣非归母净利润0.77亿元，同比-26%。公司收入下滑主要系公司分别于2023年9月、10月转让所持有的复大医药75%股权、天安药业89.681%股权，转让后复大医药和天安药业不再纳入合并范围所致。2024年前三季度公司血液制品业务收入10.89亿元，较上年同期增加0.39%，主要系人凝血酶原复合物及人凝血因子VIII增加所致。前三季度公司共计采浆387.44吨，较去年同期增长12.39%。

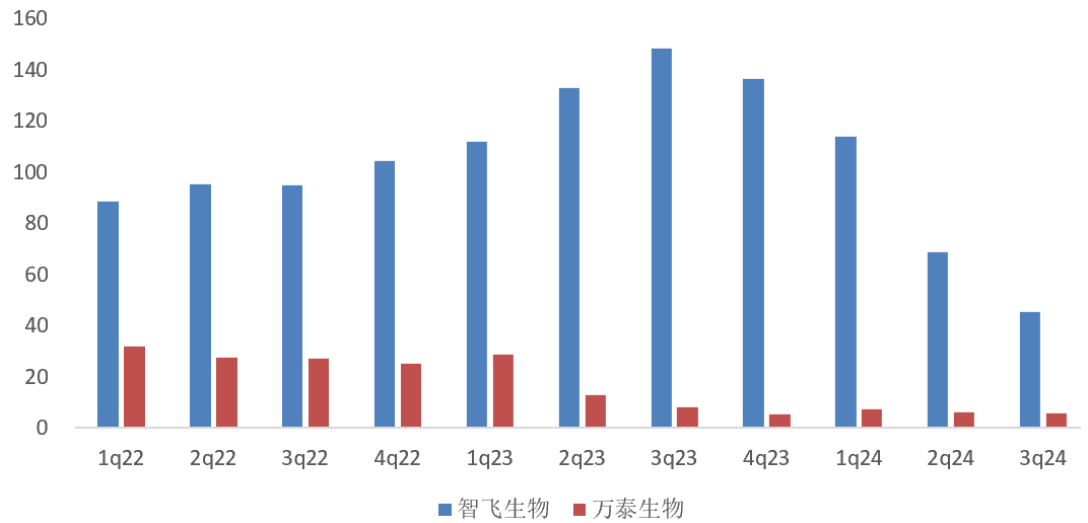
对于血液制品行业，国家自2001年5月起不再批准新的生产企业，对生产企业实行总量控制，目前国内持续经营的血液制品生产企业不足30家，且少数企业拥有多张生产牌照，行业的壁垒较高，生产企业牌照资源稀缺，外延并购对于企业提升核心竞争力具有重要意义。近年来国内血制品行业收购事件持续落地，行业集中度有进一步提升趋势。

### 疫苗：板块业绩整体承压

#### HPV疫苗：积极应对市场环境变化及挑战



图表15: 部分 HPV 疫苗企业 1Q22-3Q24 营业收入 (亿元)

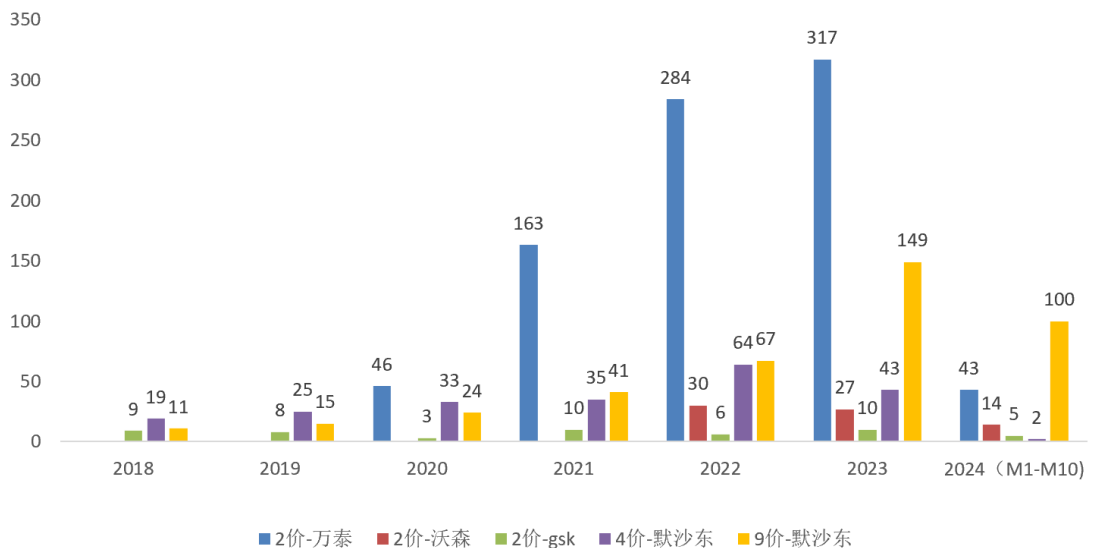


来源: wind, 国金证券研究所

自 2022 年 8 月国家药监局批准默沙东九价 HPV 疫苗适用人群拓展至 9 至 45 岁适龄女性接种以来, 智飞生物 9 价 HPV 疫苗快速放量, 2022 第三季度至 2023 年第三季度公司销售收入逐季度持续环比增长。根据公司公告, 今年以来, 公司部分地区、部分产品的市场推广工作未达到预期, 公司主要产品的销售量与去年同期相比有所下降, 但公司积极发挥市场团队的网络优势、规模优势与专业优势, 让公司产品市场份额保持了较高占有率。

智飞生物 2024 年前三季度实现营业收入 227.86 亿元, 同比-42%; 实现归母净利润 21.51 亿元, 同比-67%; 实现扣非归母净利润 21.43 亿元, 同比-66%; 2024 年第三季度公司实现营业收入 45.28 亿元, 同比-69%; 实现扣非归母净利润-0.84 亿元, 同比转亏; 实现扣非归母净利润-0.87 亿元, 同比转亏。

图表16: 2024 年 HPV 疫苗签发批次整体下行



来源: 中检院, 国金证券研究所

根据中检院批签发数据, 2024 年 1-10 月 9 价 HPV 疫苗批签发 100 批次, 万泰及沃森 2 价 HPV 疫苗分别批签发 43 批和 14 批, 较去年同期有较大幅度下降。

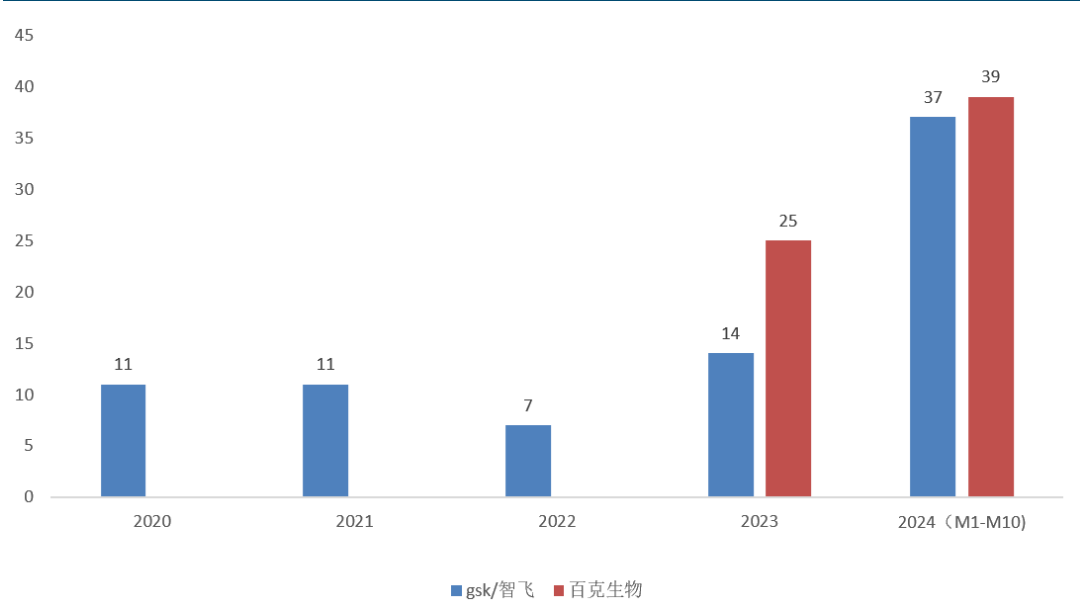
**带状疱疹疫苗: 渗透率仍有较大提升空间**

百克生物带状疱疹减毒活疫苗于 23 年 1 月末获批上市, 为国产首家获批企业; 2024 年前三季度公司实现收入 10.26 亿元, 同比-17%; 实现归母净利润 2.44 亿元, 同比-26%; 实现扣非归母净利润 2.45 亿元, 同比-25%。2024 年第三季度公司实现收入 4.08 亿元, 同比-40%; 实现归母净利润 1.07 亿元, 同比-51%; 实现扣非归母净利润 1.10 亿元, 同比-



50%。

图表17: 2020-10M24 国内带状疱疹疫苗签发批次



来源：中检院，国金证券研究所

根据中检院批签发数据，2024年1-10月重组带状疱疹疫苗批签发37批次，百克生物带状疱疹疫苗批签发39批。根据智飞生物公告，公司从今年1月正式接手GSK重组带状疱疹疫苗的推广并持续开展产品的进口、批签发、市场准入、推广销售，目前重组带状疱疹疫苗的推广销售工作在正常进展当中。同时，公司与GSK积极强化对带状疱疹危害的科普宣传，逐步提高民众对疾病的认知。

研究数据表明，90%以上的成人体内都潜伏有水痘-带状疱疹病毒，大约1/3的人在一生中会患带状疱疹，曾经得过带状疱疹的人，在痊愈后同样有可能复发。重组带状疱疹疫苗保护率高、保护时间久，接种后能够可以大大减少带状疱疹的发生几率。

#### 流感疫苗：主要产品价格下调，渗透率有望提升

根据华兰疫苗公告，公司决定自2024年6月5日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整：四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、预充式0.5ml/支）调整至88元/支；四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、西林瓶0.5ml/瓶）调整至85元/瓶；四价流感病毒裂解疫苗（儿童剂型、预充式0.25ml/支）调整至128元/支。

根据金迪克公告，公司决定自2024年6月12日起对公司四价流感疫苗产品价格进行调整：四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、预充式0.5ml/支）调整为88元/支；四价流感病毒裂解疫苗（成人剂型、西林瓶0.5ml/瓶）调整为85元/瓶。

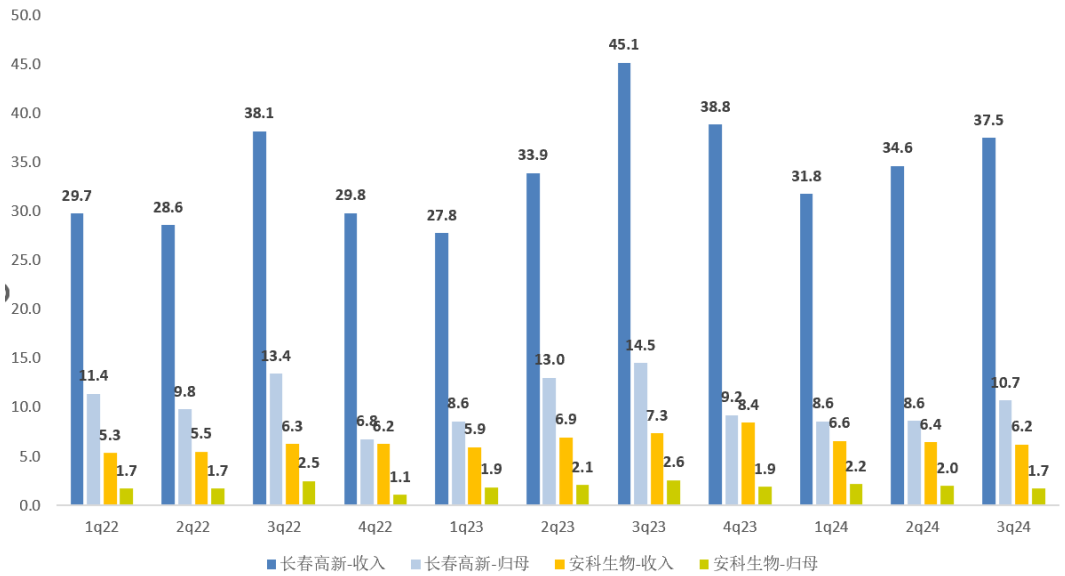
2024年10月29日，华兰疫苗发布2024年三季度报告，公司前三季度实现收入9.57亿元，同比-44%；归母净利润2.67亿元，同比-58%；实现扣非归母净利润1.96亿元，同比-65%。2024Q3公司实现收入9.22亿元，同比-41%；实现归母净利润2.42亿元，同比-54%；实现扣非归母净利润2.17亿元，同比-56%。

目前我国流感疫苗总体接种率为3%左右，远低于欧美及东亚地区水平。据美国疾病预防控制中心（CDC）公布的数据，在2022-2023年流感季，美国6个月至17岁的儿童接种≥1剂流感疫苗的比例为57.4%，18≥岁的成年人流感疫苗接种覆盖率为46.9%，65岁以上的老年人流感疫苗接种覆盖率则达到69.7%。世界卫生组织强调老人儿童慢病患者等重点人群流感疫苗接种率需达到75%的目标，目前中国15岁以下人群、60岁以上老人等重点人群基数约为5.17亿人，重点人群体量庞大而整体接种率偏低，因此随着国家政策推动、民众接种意识提升，国内流感疫苗市场尚有很大的增长空间。从长远来看，价格降低有利于刺激流感疫苗市场需求的增长，进一步提升流感疫苗接种率，扩大市场规模，带来以价换量的市场机遇。



生长激素：收入端整体稳定

图表18：长春高新及安科生物 1q22~3q24 收入（亿元）及归母净利润（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

2024年10月26日，长春高新发布2024年三季度报告，前三季度公司实现收入103.88亿元，同比-3%；实现归母净利润27.89亿元，同比-23%；实现扣非归母净利润28.41亿元，同比-21%。2024年第三季度公司实现收入37.49亿元，同比-17%；归母净利润10.69亿元，同比-26%；实现扣非归母净利润11.03亿元，同比-24%。前三季度子公司金赛药业实现收入81.63亿元，同比增长0.55%，实现归属母公司所有者的净利润28.39亿元，同比下降19.45%；子公司百克生物实现收入10.26亿元，同比下降17.47%，实现归属母公司所有者的净利润2.44亿元，同比下降26.19%；子公司华康药业实现收入5.72亿元，同比增长11.01%，实现归属母公司所有者的净利润0.35亿元，同比增长26.16%；子公司高新地产实现收入5.91亿元，同比下降23.70%，实现归属母公司所有者的净利润0.38亿元，同比下降49.80%。前三季度公司管理费用同比增加2.72亿元，增长48.18%，主要原因是金赛药业新BU管理架构的调整及子公司的设立、部分销售人员职责变化等，相关费用在管理费用核算所致。

2024年10月24日，安科生物发布2024年三季度报告，公司前三季度实现收入19.21亿元，同比-5%；归母净利润5.90亿元，同比-10%；实现扣非归母净利润5.55亿元，同比-12%。2024Q3公司实现收入6.22亿元，同比-15%；归母净利润1.74亿元，同比-33%；实现扣非归母净利润1.65亿元，同比-33%。

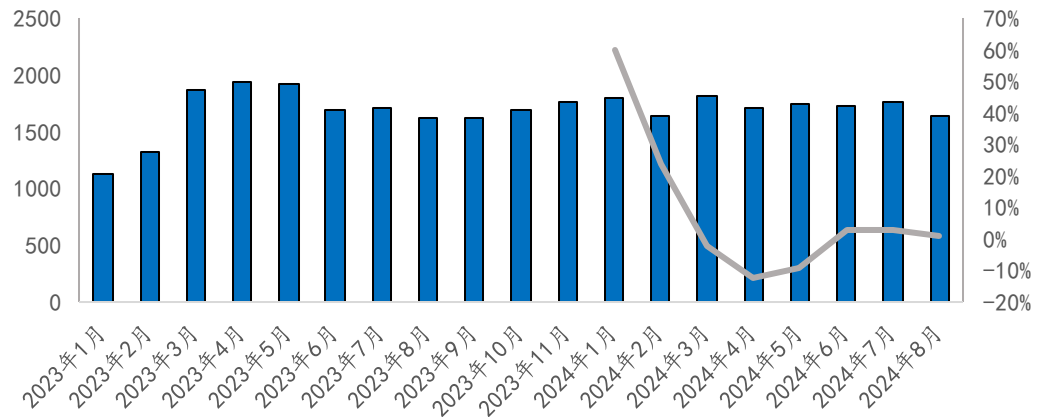
生长激素近年来先后被纳入广东省联盟集采、河北省及浙江省集采，从执行结果看，政策影响预期温和，生长激素价格体系稳定；目前我国生长激素渗透率仍有一定成长空间，行业内公司主营业务业绩有望持续贡献稳定现金流。

医疗服务与消费医疗：短期利润承压，关注新院/产品进展

总量：参考重庆卫健委数据，重庆24年8月份同比+1%，环比-7%，终端卫生机构诊疗人次呈缓慢恢复趋势。



图表19: 重庆医疗卫生机构总诊疗人次数 (万人次)



来源: 重庆卫健委, 国金证券研究所

2024 年前三季度, 医疗服务公司整体业绩延续上半年趋势, 收入保持韧性, 同时由于部分医疗服务机构 2021-2023 年加快投资扩张步伐, 新医院正式开诊后产生的各类资产折旧摊销、人工成本和期间费用等刚性开支对成本、费用增长影响较大, 从而影响公司整体利润。

图表20: 医疗服务板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据

公司	24Q1-3收入	23Q1-3收入	yoy%	24Q1-3归母净利润	23Q1-3归母净利润	yoy%	24Q1-3扣非归母	23Q1-3扣非归母	yoy%
爱尔眼科	16,302	16,047	2%	3,452	3,181	9%	3,113	3,105	0%
华夏眼科	3,182	3,103	3%	421	557	-24%	417	572	-27%
通策医疗	2,233	2,185	2%	498	512	-3%	494	497	0%
美年健康	7,141	7,217	-1%	25	226	-89%	8	228	-
国际医学	3,606	3,344	8%	-212	-222	-	-220	-350	-
三星医疗	10,434	8,338	25%	1,816	1,489	22%	1,748	1,331	31%
普瑞眼科	2,137	2,166	-1%	16	317	-95%	18	230	-92%
盈康生命	1,228	1,103	11%	83	94	-12%	76	91	-16%
何氏眼科	865	944	-8%	16	99	-84%	15	96	-85%
欧普康视	1,431	1,320	8%	523	538	-3%	473	471	0%
爱博医疗	1,075	668	61%	318	252	26%	304	239	27%

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

从单三季度来看, 7-9 月处于暑假期间, 医疗服务行业普遍处于旺季。但受制于整体消费环境仍处于缓慢速度等因素影响, 各家医疗服务机构 2024 年旺季需求仍未完全释放。

图表21: 医疗服务板块部分公司 2024 年单三季度主要财务数据

公司	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母净利润	23Q3归母净利润	yoy%	24Q3扣非归母	23Q3扣非归母	yoy%
爱尔眼科	5,756	5,795	-1%	1,402	1,469	-5%	1,328	1,346	-1%
华夏眼科	1,131	1,109	2%	155	203	-23%	145	210	-31%
通策医疗	823	822	0%	188	207	-9%	189	204	-7%
美年健康	2,935	2,812	4%	240	215	12%	233	224	4%
国际医学	1,186	1,134	5%	-39	0	-	-81	-95	-
三星医疗	3,436	2,789	23%	666	620	7%	670	515	30%
普瑞眼科	716	788	-9%	-27	82	-133%	-27	81	-133%
盈康生命	404	380	7%	28	23	19%	25	24	6%
何氏眼科	280	323	-13%	-8	21	-137%	-10	22	-144%
欧普康视	548	539	2%	198	227	-13%	190	206	-8%
爱博医疗	390	261	49%	110	89	23%	105	86	23%

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

眼科: 从收入端来看, 2024 年前三季度主要眼科医疗服务上市公司收入同比稍有改善。

- 爱尔眼科: 业绩具备韧性。公司前三季度公司实现收入 163.02 亿元, 同比+1.58%; 归母净利润 34.52 亿元, 同比+8.50%; 实现扣非归母净利润 31.13 亿元, 同比+0.26%。

单季度来看, 2024Q3 公司实现收入 57.56 亿元, 同比-0.68%; 归母净利润 14.02 亿



元，同比-4.56%；实现扣非归母净利润 13.28 亿元，同比-1.34%。

医疗服务网络持续扩张，全国布局纵深发展。2024 年 7 月 29 日，公司审议通过《关于收购虎门爱尔、运城爱尔等 35 家医院部分股权的议案》，交易以自有资金支付，交易合计金额为 8.98 亿元，交易的市销率平均值为 1.80X，通过本次眼科医院收购，公司有望进一步加快全国网络建设步伐，完善网点布局，实现网络下沉，加强与巩固自身眼科医疗市场的优势。

图表22：主要眼科公司 2024Q1-3 营业收入（百万元）及同比（%）

公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速		环比增速	
						24Q1-3 VS 23Q1-3	24Q2 VS 24Q3	24Q1 VS 24Q2	24Q3 VS 24Q2
爱尔眼科	5196	5349	5756	16047	16302	2%		8%	
华夏眼科	978	1072	1131	3103	3182	3%		6%	
普瑞眼科	676	744	716	2166	2137	-1%		-4%	
何氏眼科	285	300	280	944	865	-8%		-7%	

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

利润端，部分眼科公司在 2024 年前三季度，整体眼科板块利润短期仍有承压，利润影响因素包括 1) 部分公司仍处快速扩张期，成本较高；2) 消费环境变化导致消费类项目出现消费降级，ASP 下降，进而影响整体利润；3) 白内障集采后对部分眼科公司利润有一定影响等。尽管部分眼科公司短期维度利润承压，长期维度预计随成本逐步摊薄、集采影响出清，利润有望逐步恢复。

图表23：主要眼科公司 2024H1 扣非归母净利润（百万元）及同比（%）

公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速		环比增速	
						24Q1-3 VS 23Q1-3	24Q2 VS 24Q3	24Q1 VS 24Q2	24Q3 VS 24Q2
爱尔眼科	843	942	1328	3105	3113	0%		41%	
华夏眼科	157	114	145	572	417	-27%		27%	
普瑞眼科	19	26	-27	230	18	-		-	
何氏眼科	28	-4	-10	96	15	-		-	

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

整体费用来看，主要眼科企业整体费用率及管理费用率随销售规模加大而呈上升趋势。盈利能力方面，受到早期快速扩张导致刚性开支较大等影响，整体眼科医院毛利率及扣非归母净利润率稍有承压。

图表24：主要眼科企业 2024H1 销售费用和管理费用情况

费用率	销售费用率			管理费用率			
	时间	2023Q1-3	2024Q1-3	同比	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
爱尔眼科		10.01%	10.06%	0%	15%	15%	1%
华夏眼科		12.83%	14.16%	1%	13%	13%	0%
普瑞眼科		15.99%	17.79%	2%	12%	15%	2%
何氏眼科		13.29%	15.40%	2%	17%	20%	4%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表25：眼科企业 2024Q1-3 毛利率

公司	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
爱尔眼科	52%	51%	-1%
华夏眼科	51%	46%	-5%
普瑞眼科	46%	40%	-6%
何氏眼科	44%	41%	-4%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表26：眼科企业 2024H1 扣非归母净利率

公司	2023Q1-3	2024Q1-3	同比
爱尔眼科	19%	19%	-0.3%
华夏眼科	18%	18%	-0.5%
普瑞眼科	11%	11%	0.1%
何氏眼科	10%	11%	0.9%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所



### 医美板块：业绩受制消费环境变化，新产品研发上市不断推进

2024 年前三季度，医美行业供给侧持续丰富，且行业合规化持续推进。

- 国家卫健委发布《肥胖症诊疗指南(2024 年版)》

据国家卫健委官网消息，为进一步提高肥胖症诊疗规范化水平，保障医疗质量安全，维护患者健康权益，国家卫健委组织制定了《肥胖症诊疗指南(2024 年版)》(以下简称《指南》)。《指南》基于现有临床证据和肥胖症诊治相关的多学科专家共识，并广泛征求专家意见，对肥胖症的病因学、流行病学、定义、诊断、评估、治疗方式以及多学科协作诊疗模式进行了系统性阐述，以指导各级医疗机构从业人员的临床工作。

- 爱美客全资子公司获得司美格鲁肽注射液临床试验批准

近日爱美客发布公告称，全资子公司北京诺博特生物科技有限公司近日获得国家药品监督管理局批准，正式签发《药物临床试验批准通知书》，将开展司美格鲁肽注射液的临床试验。该药物适用于初始体重指数(BMI)≥28kg/m<sup>2</sup>的肥胖患者，以及 BMI 在 24kg/m<sup>2</sup> 至 28kg/m<sup>2</sup>之间且伴有超重相关合并症的成人。

原研药司美格鲁肽注射液(Wegovy®)自 2021 年 6 月在美国首次获批以来，已经在全球多个主要市场包括欧盟、日本等地获得了长期体重管理适应症的批准。2024 年 3 月 Wegovy®还获得了 FDA 扩大适应症的批准，成为首个被批准预防患有心血管疾病的肥胖或超重的成年人发生危及生命的心血管事件的减肥药物。在中国随着国产司美格鲁肽注射液进入临床试验阶段，国内消费者未来有望有更多选择。

业绩端，医美业务方面受到短期消费环境的疲弱等因素的影响，整体板块 2024 年 Q1-3 业绩稍有承压但仍具韧性。

爱美客前三季度实现收入 23.76 亿元，同比+9.46%；归母净利润 15.86 亿元，同比+11.79%；实现扣非归母净利润 15.30 亿元，同比+9.66%。

2024Q3 公司实现收入 7.19 亿元，同比+1.1%；归母净利润 4.65 亿元，同比+2.13%；实现扣非归母净利润 4.42 亿元，同比-4.35%。

公司三季度在研管线进展顺利，有望助力公司长期发展：

- 司美格鲁肽注射液：2024 年 10 月临床试验获批、即将开展 III 期临床试验。
- 透明质酸：宝尼达 2.0 获批，产品适用于成人骨膜上层注射填充以改善轻中度的额部后缩。

图表27：医美板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据

公司	24Q1-3收入	23Q1-3收入	yoy%	24Q1-3归母净利润	23Q1-3归母净利润	yoy%	24Q1-3扣非归母	23Q1-3扣非归母	yoy%
医美									
爱美客	2,376	2,170	9%	1,586	1,418	12%	1,530	1,396	10%
华东医药	31,478	30,395	4%	2,562	2,189	17%	2,482	2,160	15%
华熙生物	3,875	4,221	-6%	362	514	-30%	327	433	-25%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

图表28：医美板块部分公司 2024 年前三季度主要财务数据

公司	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母净利润	23Q3归母净利润	yoy%	24Q3扣非归母	23Q3扣非归母	yoy%
医美									
爱美客	719	711	1%	465	1,418	-67%	442	462	-4%
华东医药	10,513	10,009	5%	866	2,189	-60%	857	733	17%
华熙生物	1,064	1,146	-7%	20	514	-96%	11	72	-85%

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

### 医疗器械：Q3 海外良好国内探底，看好 2025 设备采购和试剂耗材需求改善

以目前统计到的部分医疗器械上市公司业绩为例，2024 年前三季度板块收入同比增长+5.5%，归母净利润同比增长+0.7%，扣非归母净利润同比增长 2.8%；2024 年 Q3 板块收入同比增长+3.5%，归母净利润同比-17.4%，扣非归母净利润同比-13.2%。

医疗设备、耗材试剂、家用器械公司业绩表现均承压明显，医疗设备招标需求主要受限于



医疗领域整顿和医疗设备更新项目等多因素影响导致医院采购推迟,耗材及试剂部分企业由于 DRG 及带量采购推广短期内存在渠道库存清理压力,家用器械市场竞争格局趋于激烈。同时大量医疗器械公司加大了国内推广及海外品牌拓展的力度,导致 Q3 板块利润端出现下滑。

目前国内 9 月份医疗设备招标活动开始有所回暖,作为新改扩建项目重要资金来源的医疗专项债发行速度也开始加快,一部分设备更新项目预计即将开始招标,同时国家财政部近期也发布了一系列增量政策用来化解地方债务,预计会直接有效地缓解医院的资金压力。预计 2025 年国内市场有望重回快速增长轨道;同时,随着体外诊断和高值耗材相关集采落地出清,以及院内经营改善,预计 2025 年板块有望迎来复苏。

图表 29: 2024 年前三季度及 Q3 医疗器械(申万)公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况(亿元)-上表

公司	24前三季度收入	23前三季度收入	yoy%	24前三季度归母净利润	23前三季度归母净利润	yoy%	24前三季度扣非归母净利润	23前三季度扣非归母净利润	yoy%	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母净利润	23Q3归母净利润	yoy%	24Q3扣非归母净利润	23Q3扣非归母净利润	yoy%
<b>医疗器械</b>																		
迈瑞医疗	294.85	273.04	8%	106.37	98.34	8%	104.37	96.86	8%	89.54	88.28	1%	30.76	33.92	-9%	30.57	33.45	-9%
联影医疗	69.54	74.32	-6%	6.71	10.64	-37%	4.64	8.29	-	16.21	21.61	-25%	-2.79	1.27	-321%	-3.34	0.42	-389%
新产业	34.14	29.08	17%	13.84	11.87	17%	13.31	11.02	21%	12.03	10.43	15%	4.80	4.37	10%	4.63	4.15	12%
惠泰医疗	15.25	12.14	26%	5.28	4.03	31%	5.08	3.60	41%	5.24	4.26	23%	1.86	1.46	27%	1.80	1.18	53%
鱼跃医疗	60.28	66.63	-10%	15.32	21.91	-30%	12.74	16.70	-24%	17.20	16.83	2%	4.11	6.97	-41%	3.10	4.15	-25%
安国生物	33.80	32.42	4%	9.56	9.01	6%	9.30	8.72	7%	11.73	11.35	3%	3.37	3.55	-5%	3.32	3.45	-4%
健帆生物	21.96	14.86	48%	7.92	4.24	87%	7.54	4.04	86%	7.00	4.74	48%	2.39	1.46	64%	2.28	1.41	61%
九安医疗	20.92	27.45	-24%	13.69	8.97	53%	13.77	6.86	100%	7.41	4.62	60%	7.67	1.11	590%	6.79	1.96	247%
乐普医疗	47.85	62.59	-24%	8.03	13.54	-41%	7.34	12.86	-43%	14.02	19.58	-28%	1.05	3.92	-73%	0.87	3.81	-77%
华大智造	18.69	22.04	-15%	-4.63	-1.98	-	-4.97	-2.43	-	6.60	7.60	-13%	-1.65	-1.00	-	-1.73	-1.08	-
爱博医疗	10.75	6.68	61%	3.18	2.52	26%	3.04	2.39	27%	3.90	2.61	49%	1.10	0.89	23%	1.05	0.86	23%
奥瑞科技	13.56	13.97	-3%	3.90	4.33	-10%	3.86	4.92	-22%	3.30	4.40	-25%	0.83	1.08	-24%	0.50	1.46	-66%
山东药玻	38.25	36.74	4%	7.20	6.14	17%	6.89	5.90	17%	12.39	12.51	-1%	2.45	2.29	7%	2.34	2.24	4%
欧普康视	14.31	13.20	8%	5.23	5.38	-3%	4.73	4.71	0%	5.48	5.39	2%	1.98	2.27	-13%	1.90	2.06	-8%
英科医疗	70.98	50.42	41%	6.87	3.31	108%	6.01	1.56	288%	25.86	17.47	48%	1.00	0.38	126%	1.14	-0.14	-
佰仁医疗	2.92	2.57	14%	0.59	0.70	-17%	0.55	0.62	-11%	1.02	0.90	13%	0.24	0.26	-10%	0.23	0.24	-4%
开立医疗	13.98	14.68	-5%	1.09	3.21	-66%	0.86	3.21	-73%	3.86	4.24	-9%	-0.62	0.48	-30%	-0.69	0.48	-242%
三诺生物	31.82	30.35	5%	2.55	3.18	-20%	2.32	3.39	-32%	10.49	10.28	2%	0.58	1.43	-59%	0.53	1.40	-62%
大博医疗	15.29	11.25	36%	2.40	0.98	145%	2.11	0.53	297%	5.65	3.76	50%	1.02	0.04	2331%	0.89	-0.12	-
昊海生科	20.75	19.82	5%	3.41	3.27	4%	3.21	3.05	6%	6.70	6.69	0%	1.06	1.22	-13%	0.91	1.17	-22%
圣湘生物	10.33	6.33	63%	1.95	3.00	-35%	1.51	0.21	633%	3.16	2.05	54%	0.39	2.08	-81%	0.30	-0.11	-
南微医学	20.12	17.45	15%	4.51	3.87	17%	4.46	3.77	18%	6.79	5.98	13%	1.41	1.22	15%	1.40	1.19	18%
美好医疗	11.57	10.43	11%	2.58	3.00	-14%	2.48	2.79	-11%	4.50	2.89	56%	0.89	0.59	50%	0.85	0.54	58%
心脉医疗	9.70	8.88	9%	5.53	3.88	42%	5.02	3.65	37%	1.82	2.67	-32%	1.50	1.09	38%	1.15	1.05	10%
万孚生物	21.81	20.04	9%	4.36	4.00	9%	3.88	3.37	15%	6.06	5.16	18%	0.80	0.65	23%	0.63	0.42	50%
麦克奥迪	9.96	10.28	-3%	1.22	1.20	2%	1.16	1.17	0%	3.42	3.50	-2%	0.45	0.44	2%	0.44	0.44	0%
威高骨科	10.83	10.83	0%	1.64	1.22	35%	1.59	1.16	37%	3.33	2.77	20%	0.71	0.10	594%	0.70	0.09	678%
新华医疗	74.23	73.17	1%	6.17	5.79	7%	6.07	5.55	9%	22.37	22.44	0%	1.33	1.20	11%	1.33	1.44	-7%
亚辉龙	13.94	15.45	-10%	2.19	2.85	-23%	2.08	1.75	19%	4.34	4.70	-8%	0.46	1.43	-68%	0.46	0.46	0%
福瑞股份	9.80	8.07	21%	1.02	0.73	39%	0.97	0.79	22%	3.37	2.83	19%	0.27	0.29	-9%	0.22	0.33	-33%
中源协和	12.06	12.02	0%	1.34	1.33	1%	1.30	1.25	4%	4.04	4.04	0%	0.48	0.50	-3%	0.46	0.46	0%
海尔生物	17.82	18.26	-2%	3.09	3.57	-13%	2.76	2.93	-6%	5.59	5.56	1%	0.75	0.79	-5%	0.64	0.64	0%
万东医疗	10.93	9.26	18%	1.16	1.20	-4%	1.11	1.05	6%	3.93	3.31	19%	0.31	0.44	-30%	0.30	0.35	-14%
艾德生物	8.48	7.08	20%	2.27	1.74	31%	2.12	1.54	38%	3.05	2.49	22%	0.83	0.47	78%	0.80	0.45	79%
微电生理	2.91	2.36	23%	0.42	0.12	262%	-0.01	-0.17	-	0.93	0.94	-2%	0.25	0.09	124%	-0.02	-0.05	-
东富龙	34.90	43.25	-19%	1.53	5.83	-74%	1.32	5.39	-75%	11.99	13.74	-13%	0.39	1.57	-75%	0.33	1.46	-78%
达安基因	5.91	8.42	-30%	-5.03	3.53	-243%	-4.33	0.28	-1648%	1.91	3.06	-38%	-1.04	-0.50	-	-2.54	-0.75	-
迈克生物	19.48	21.15	-8%	2.81	2.69	5%	2.92	2.75	6%	6.69	7.34	-9%	0.80	0.94	-15%	0.93	0.97	-4%
九强生物	12.37	12.34	0%	3.73	3.71	1%	3.71	3.69	1%	4.16	4.17	0%	1.23	1.30	-5%	1.23	1.30	-5%
可孚医疗	22.49	21.24	6%	2.52	2.42	4%	2.19	1.94	13%	6.90	6.05	14%	0.67	0.43	56%	0.53	0.24	124%
澳华内镜	5.01	4.29	17%	0.37	0.45	-17%	0.15	0.37	-60%	1.47	1.40	5%	0.32	0.07	35%	0.16	0.04	310%
普门科技	8.57	8.09	6%	2.57	2.05	26%	2.43	1.88	29%	2.67	2.51	6%	0.86	0.70	22%	0.80	0.62	29%
东方生物	6.58	6.52	1%	-2.62	-0.72	-	-3.50	-1.05	-	2.39	1.51	58%	-1.11	-1.07	-	-1.43	-1.14	-
怡和嘉业	6.02	9.45	-36%	1.25	2.70	-54%	0.85	2.30	-63%	2.20	1.99	11%	0.33	0.27	22%	0.19	0.15	25%
康泰医学	3.34	6.17	-46%	0.10	1.95	-95%	-0.06	1.83	-104%	1.22	1.23	-1%	0.02	0.12	-86%	-0.03	0.10	-126%
振德医疗	31.25	32.09	-3%	3.07	3.01	2%	2.25	2.83	-21%	10.83	9.03	20%	1.46	0.63	132%	0.64	0.60	5%
理邦仪器	13.82	15.24	-9%	1.72	2.37	-27%	1.58	2.17	-27%	4.60	4.34	6%	0.47	0.30	57%	0.44	0.25	78%
英诺特	5.21	2.78	87%	2.45	0.87	183%	2.24	0.66	238%	1.00	0.55	82%	0.38	0.09	300%	0.32	0.03	878%
奥泰生物	6.18	5.60	10%	1.98	1.02	94%	1.54	0.97	66%	2.22	1.72	29%	0.74	0.30	142%	0.61	0.26	131%
国科恒泰	54.79	57.61	-5%	1.00	0.91	10%	0.98	0.87	12%	18.21	18.85	-3%	0.37	0.25	47%	0.35	0.22	61%
华强科技	3.42	3.63	-6%	0.28	0.30	-7%	-0.39	-0.35	-	1.02	0.84	21%	0.01	0.01	-33%	-0.23	-0.28	-
蓝帆医疗	46.54	35.84	30%	-2.20	-3.56	-	-2.49	-4.42	-	16.49	13.22	25%	-0.60	-1.19	-	-0.62	-1.26	-
三友医疗	3.33	3.59	-7%	0.09	0.66	-87%	0.03	0.49	-95%	1.21	0.77	57%	0.07	0.03	105%	0.05	0.01	678%
奥美医疗	24.50	20.18	21%	2.65	1.50	76%	2.44	2.12	14%	8.68	5.92	45%	0.78	-0.07	-	0.74	0.43	74%
安旭生物	4.03	3.16	28%	1.36	1.87	-27%	0.19	0.99	-80%	1.55	1.12	38%	0.20	0.20	2%	0.00	0.00	449%
中虹医疗	18.38	15.82	16%	0.51	0.09	455%	0.00	-0.49	-	6.90	5.83	18%	0.19	0.14	31%	0.04	-0.03	-
拱东医疗	8.36	7.13	17%	1.41	0.88	60%	1.39	0.82	70%	2.82	2.54	11%	0.46	0.27	69%	0.46	0.28	63%
东方海洋	2.48	3.25	-24%	-0.70	-0.52	-	-0.81	-0.77	-	0.92	0.92	1%	-0.28	-0.30	-	-0.33	-0.15	-
海泰新光	3.19	3.76	-15%	0.97	1.18	-18%	0.89	1.11	-20%	0.98	1.08	-9%	0.27	0.29	-7%	0.25	0.25	-3%
春立医疗	5.08	7.92	-36%	0.61	1.81	-66%	0.44	1.62	-73%	1.28	2.51	-49%	-0.18	0.55	-33%	-0.22	0.51	-143%
安杰思	4.27	3.46	24%	1.97	1.43	38%	1.92	1.40	37%	1.63	1.40	16%	0.73	0.64	13%	0.72	0.64	13%
翔宇生物	2.68	2.76	-3%	0.27	-1.76	-	-0.16	-2.05	-	0.91	0.90	1%	-0.02	-1.08	-	-0.14	-1.14	-
翔宇医疗	5.07	5.42	-7%	0.73	1.79	-59%	0.64	1.65	-61%	1.69	2.07	-19%	0.17	0.72	-77%	0.11	0.70	-84%

来源: Wind, 国金证券研究所



图表30: 2024 年前三季度及 Q3 医疗器械(申万)公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况(亿元)-下表

公司	24前三季 度收入	23前三季 度收入	yoy%	24前三季 度归母净 利润	23前三季 度归母净 利润	yoy%	24前三季 度扣非归 母	23前三季 度扣非归 母	yoy%	24Q3收入	23Q3收入	yoy%	24Q3归母 净利润	23Q3归母 净利润	yoy%	24Q3扣非 归母	23Q3扣非 归母	yoy%
<b>医疗器械</b>																		
爱迪特	6.41	5.62	14%	1.11	0.99	13%	1.11	0.00	-	2.27	2.07	10%	0.34	0.35	-3%	0.33	-0.57	-
基蛋生物	8.80	10.01	-12%	2.02	2.29	-12%	1.76	1.99	-11%	2.62	2.98	-12%	0.55	0.60	-8%	0.46	0.55	-17%
正海生物	2.91	3.22	-9%	1.25	1.48	-16%	1.08	1.48	-27%	0.93	0.97	-4%	0.39	0.38	1%	0.33	0.38	-15%
迪瑞医疗	11.75	10.49	12%	1.93	2.34	-18%	1.88	2.29	-18%	2.97	3.54	-16%	0.27	0.72	-62%	0.26	0.72	-64%
楚天科技	41.71	51.34	-19%	-1.87	2.87	-165%	-2.11	2.83	-175%	13.42	17.77	-24%	-1.05	0.20	-517%	-1.10	0.14	-84%
明德生物	2.26	6.26	-64%	0.81	1.45	-44%	-0.39	0.46	-186%	0.71	0.88	-19%	0.16	0.33	-52%	-0.10	0.11	-117%
济南高新	2.70	5.04	-47%	-0.46	-0.56	-	-0.47	-0.49	-	0.62	1.03	-39%	-0.16	-0.09	-	-0.17	-0.20	-
三鑫医疗	10.82	9.30	16%	1.68	1.41	19%	1.52	1.28	19%	3.96	3.48	14%	0.62	0.52	9%	0.57	0.49	14%
美康生物	14.07	14.71	-4%	2.24	2.30	-2%	1.93	1.80	7%	4.58	4.94	-7%	0.46	0.55	-17%	0.43	0.44	-3%
天智航-U	0.92	1.34	-31%	-0.76	-0.72	-	-1.15	-1.17	-	0.34	0.52	-35%	-0.30	-0.35	-	-0.33	-0.36	-
维力医疗	10.60	9.77	9%	1.67	1.44	16%	1.60	1.32	21%	3.84	3.25	18%	0.61	0.52	7%	0.59	0.49	20%
赛诺医疗	3.18	2.45	30%	-0.07	-0.42	-	-0.29	-0.49	-	1.05	0.83	26%	-0.14	-0.12	-	-0.16	-0.14	-
凯利泰	7.50	7.37	2%	0.56	1.29	-57%	0.44	0.81	-46%	2.74	2.14	28%	0.26	0.14	79%	0.19	0.12	62%
凯普生物	6.10	8.51	-28%	-2.62	1.72	-252%	-2.70	1.53	-277%	2.01	2.44	-17%	-1.85	0.49	-476%	-1.85	0.50	-486%
戴维医疗	4.03	4.59	-12%	0.63	1.23	-48%	0.59	1.06	-44%	1.37	1.42	-3%	0.17	0.31	-46%	0.14	0.24	-39%
山外山	4.18	5.76	-27%	0.62	1.82	-66%	0.51	1.74	-71%	1.40	1.81	-22%	0.16	0.47	-66%	0.13	0.46	-72%
济民健康	6.83	6.78	1%	0.28	0.45	-37%	0.27	0.40	-32%	2.17	2.33	-7%	0.03	0.06	-49%	0.02	0.03	-14%
之江生物	1.38	2.05	-33%	-0.13	0.35	-138%	-0.19	0.25	-117%	0.43	0.58	-26%	-0.39	0.03	-391%	-0.43	0.01	-369%
迈普医学	1.91	1.46	31%	0.53	0.25	108%	0.46	0.22	108%	0.69	0.60	13%	0.20	0.14	51%	0.18	0.13	43%
冠昊生物	2.78	3.09	-10%	0.28	0.41	-33%	0.20	0.38	-47%	0.88	0.98	-10%	0.08	0.11	-27%	0.01	0.11	-88%
易瑞生物	1.58	1.65	-4%	0.04	-0.99	-	-0.10	-1.08	-	0.54	0.53	3%	0.05	-0.30	-	-0.05	-0.33	-
科华生物	13.50	19.04	-29%	-1.22	-0.20	-	-1.45	-0.38	-	4.42	5.08	-13%	-0.70	-0.41	-	-0.70	-0.45	-
康德莱	17.05	18.75	-9%	1.65	1.87	-12%	1.62	1.78	-9%	5.82	5.95	-2%	0.60	0.53	3%	0.59	0.49	20%
西山科技	2.07	2.14	-3%	0.66	0.65	2%	0.46	0.57	-19%	0.56	0.66	-16%	0.07	0.19	-63%	0.05	0.13	-66%
康为世纪	0.98	1.51	-35%	-0.96	-0.36	-	-1.10	-0.55	-	0.31	0.30	4%	-0.46	-0.26	-	-0.48	-0.34	-
博拓生物	3.89	3.12	25%	0.89	0.92	-3%	0.81	0.76	7%	1.22	1.00	21%	0.17	0.30	-43%	0.11	0.23	-51%
浩欧博	3.07	3.00	2%	0.27	0.39	-31%	0.25	0.34	-26%	1.04	1.10	-5%	0.07	0.17	-61%	0.06	0.16	-61%
华兰股份	4.23	4.54	-7%	0.52	0.89	-42%	0.36	0.49	-26%	1.39	1.51	-8%	0.15	0.29	-48%	0.11	0.13	-11%
热景生物	3.86	4.07	-5%	-0.41	0.54	-175%	-1.02	0.11	-1028%	1.37	1.00	37%	0.03	-0.30	-	-0.25	-0.42	-
乐心医疗	7.56	6.08	24%	0.51	0.15	233%	0.50	0.10	393%	2.58	2.23	13%	0.16	0.07	89%	0.18	0.02	64%
伟思医疗	2.92	3.32	-12%	0.78	1.02	-23%	0.68	0.91	-25%	1.00	1.12	-11%	0.29	0.31	-8%	0.25	0.25	-3%
利德曼	2.82	3.40	-17%	0.01	0.24	-95%	-0.07	0.22	-180%	0.93	1.13	-17%	0.00	0.07	-94%	-0.03	0.08	-136%
赛科希德	2.27	2.04	11%	0.84	0.88	-5%	0.82	0.86	-5%	0.67	0.63	7%	0.21	0.28	-24%	0.20	0.26	-24%
科美诊断	3.44	3.45	0%	1.12	1.20	-7%	0.94	1.03	-8%	1.18	1.26	-6%	0.36	0.44	-19%	0.24	0.42	-42%
祥生医疗	3.62	4.02	-10%	0.98	1.41	-30%	0.89	1.35	-34%	1.15	1.05	9%	0.17	0.29	-42%	0.15	0.25	-39%
尚荣医疗	10.03	9.19	9%	0.15	0.14	9%	0.03	0.09	-60%	3.71	3.19	14%	0.01	0.02	-64%	0.01	0.02	-41%
采纳股份	2.92	2.94	-1%	0.57	0.93	-38%	0.41	0.72	-44%	0.98	1.16	-16%	0.24	0.41	-41%	0.19	0.35	-45%
麦澜德	3.31	2.90	14%	0.96	0.85	13%	0.88	0.72	23%	1.02	0.86	19%	0.23	0.26	-9%	0.22	0.22	0%
正川股份	6.10	6.68	-9%	0.52	0.36	45%	0.48	0.27	79%	1.49	2.20	-32%	0.08	0.05	47%	0.07	0.04	64%
东星医疗	3.16	3.11	2%	0.66	0.71	-8%	0.43	0.50	-15%	1.02	1.09	-6%	0.18	0.21	-16%	0.12	0.18	-31%
天益医疗	3.12	2.75	13%	0.06	0.61	-90%	-0.01	0.31	-164%	1.08	0.96	12%	-0.08	0.09	-93%	-0.08	0.01	-75%
透景生命	3.21	4.01	-20%	0.24	0.43	-43%	0.14	0.28	-48%	1.05	1.25	-16%	0.18	0.08	121%	0.11	0.02	49%
奥精医疗	1.48	1.84	-19%	0.05	0.54	-91%	-0.08	0.42	-120%	0.48	0.66	-27%	-0.04	0.19	-23%	-0.10	0.15	-146%
康拓医疗	2.40	2.07	16%	0.77	0.64	19%	0.66	0.60	12%	0.87	0.71	21%	0.28	0.25	11%	0.26	0.22	19%
华康医疗	10.80	11.45	-6%	0.20	0.60	-67%	0.13	0.54	-75%	5.26	4.52	14%	0.30	0.37	-17%	0.30	0.36	-17%
洁特生物	3.91	3.30	18%	0.50	0.14	259%	0.44	0.10	333%	1.55	1.33	14%	0.20	0.11	83%	0.19	0.09	97%
阳普医疗	4.21	4.72	-11%	-0.43	0.03	-1435%	-0.13	-0.04	-	1.28	1.53	-16%	-0.37	-0.07	-	-0.05	-0.12	-
港通医疗	4.92	4.34	13%	0.20	0.38	-47%	0.17	0.23	-26%	0.55	0.90	-39%	0.05	-0.04	-	0.03	-0.03	-
五洲医疗	3.43	4.15	-17%	0.34	0.54	-36%	0.27	0.52	-48%	1.30	1.38	-6%	0.13	0.18	-30%	0.09	0.17	-48%
宝莱特	8.08	9.52	-15%	-0.14	0.64	-121%	-0.31	0.41	-175%	2.71	2.86	-5%	-0.11	0.05	-805%	-0.16	-0.03	-
爱朋医疗	2.75	2.96	-7%	0.04	0.07	-44%	0.01	0.03	-74%	0.95	1.07	-11%	-0.05	0.04	-226%	-0.05	0.02	-384%
安必平	3.53	3.55	-1%	0.30	0.38	-21%	0.23	0.35	-36%	1.25	1.44	-13%	0.13	0.19	-32%	0.12	0.21	-43%
天臣医疗	2.02	1.82	11%	0.43	0.33	29%	0.39	0.26	48%	0.69	0.54	28%	0.14	0.07	113%	0.13	0.05	166%
锦好医疗	1.07	1.41	-24%	-0.04	0.19	-120%	-0.06	0.17	-182%	0.44	0.40	9%	0.01	0.04	-81%	0.00	0.03	-99%
仁度生物	1.31	1.17	13%	0.05	-0.08	-	-0.03	-0.14	-	0.44	0.37	19%	0.00	0.02	-82%	-0.03	0.00	-2416%
中科美菱	2.14	2.26	-5%	0.12	0.12	-4%	0.03	0.02	17%	0.67	0.81	-17%	0.01	0.04	-66%	0.00	0.01	-96%
鹿得医疗	2.35	2.38	-1%	0.18	0.26	-30%	0.18	0.26	-33%	0.87	0.78	12%	0.07	0.06	10%	0.06	0.05	17%
南卫股份	4.55	4.70	-3%	-0.13	0.07	-283%	-0.12	0.07	-267%	1.53	1.17	30%	-0.14	-0.01	-	-0.15	-0.01	-
康众医疗	1.96	1.81	8%	0.13	0.03	282%	0.04	-0.06	-	0.67	0.70	-4%	0.05	0.04	9%	0.02	0.01	148%
爱威科技	1.53	1.51	2%	0.25	0.24	4%	0.20	0.16	23%	0.56	0.56	0%	0.14	0.15	-8%	0.12	0.12	-3%
睿昂基因	1.90	1.99	-5%	0.06	0.19	-70%	0.01	0.17	-93%	0.55	0.71	-23%	-0.03	0.03	-335%	-0.04	0.02	-319%
辰光医疗	0.86	0.99	-13%	-0.16	-0.07	-	-0.21	-0.12	-	0.29	0.43	-33%	-0.05	-0.04	-	-0.06	-0.05	-
博迅生物	0.84	1.03	-18%	0.08	0.15	-47%	0.07	0.14	-49%	0.28	0.35	-20%	0.04	0.04	10%	0.04	0.04	-

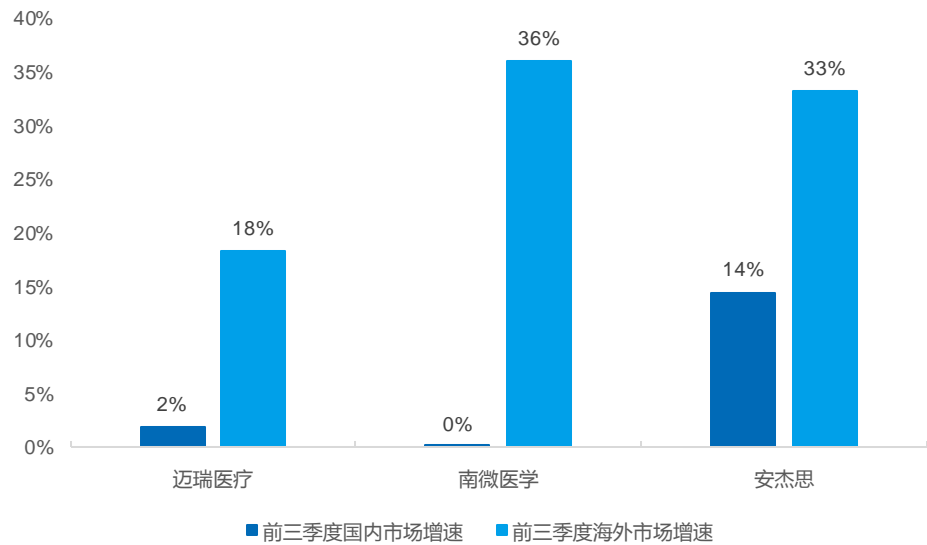
来源: Wind, 国金证券研究所

海外市场增速普遍较高, 国际拓展得到进一步重视

前三季度产品力较强的头部医疗器械企业加大海外市场的拓展力度和布局, 在国内市场承压情况下贡献了额外增长支撑。在部分已披露区域增速的公司中, 海外市场增速普遍高于国内市场。



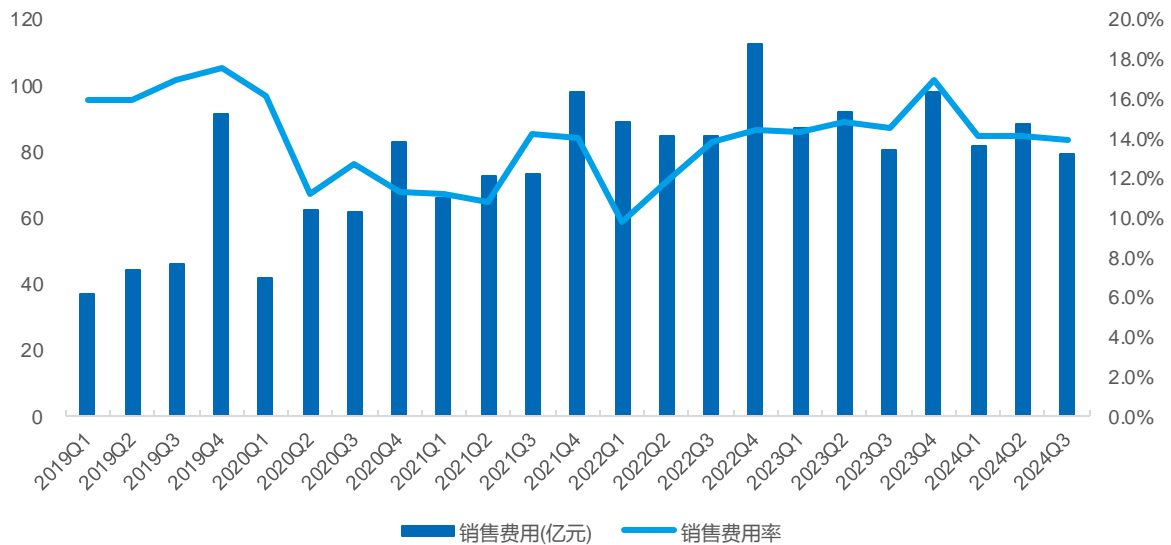
图表31：前三季度医疗器械企业海外市场增速突出



来源：各公司公告，国金证券研究所

2024年Q3医疗器械（中信）板块销售费用率达到了13.9%，同比-0.6pct，环比Q2下滑0.2pct。2024年Q3在医疗行业整顿背景下费用投入整体得到控制，预计未来学术推广及推广活动将逐步恢复。

图表32：2019Q1-2024Q3 医疗器械（中信）板块销售费用及费用率情况



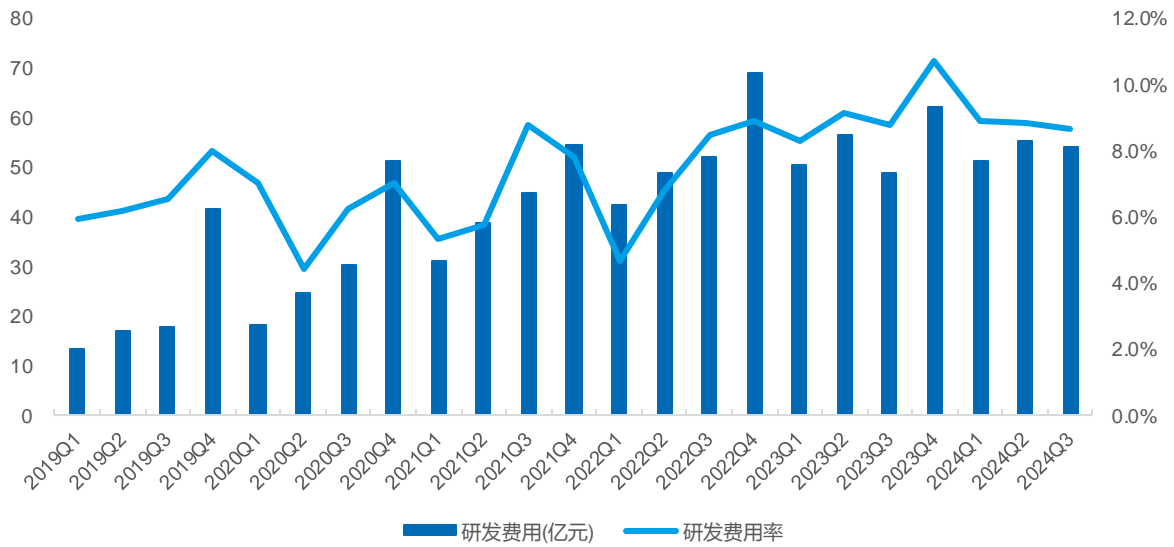
来源：Wind，国金证券研究所

2024年Q3医疗器械（中信）板块研发费用率达到了8.7%，同比-0.2pct，短期由于业绩压力费用投入有所控制，但预计国内医疗器械行业研发投入长期依然将呈现稳步提升趋势。医疗器械（中信）板块研发费用率已从2019年的6.9%提升到2023年的9.2%，4年时间提升2.3pct。

随着国家多项鼓励科技创新政策出台并实施，医疗器械创新发展呈加速之势，医疗器械生产企业创新研发内在的动力大大增强，创新医疗器械产品将加速涌现。优质的创新产品质量也将成为国产企业未来出海的重要竞争力。



图表33: 2019Q1-2024Q3 医疗器械（中信）板块研发费用及费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

虽然短期季度业绩承压,但由于院内患者诊疗需求始终存在,叠加国内老龄化趋势将推动医疗需求进一步增长,我们判断未来器械板块整体需求依然将恢复增长趋势。未来随着设备更新等政策逐步推动,设备招标等需求有望在 2025 年迎来快速修复。

同时由于头部企业加强海外市场拓展力度,目前海外业务增速放量已经初见成效,未来有望打开更大的市场和产品价格空间。

建议重点关注超声设备、CGM 血糖监测、体外诊断等细分赛道龙头公司份额增长及海外拓展机遇。

### 中药：院外处于消化高基数下的调整期，院内关注集采进展

3Q24 中药板块上市公司收入同比-1.9%，归母净利润同比-9.0%。业绩总体继续承压，可能与整体消费偏疲软、院外终端环境不景气、持续消化高基数等因素有关。

但值得关注的是，三季度同样有部分品种个股表现良好，因此对中药板块的分析不仅需要关注情况，还需要关注个股和细分品种的库存周期。

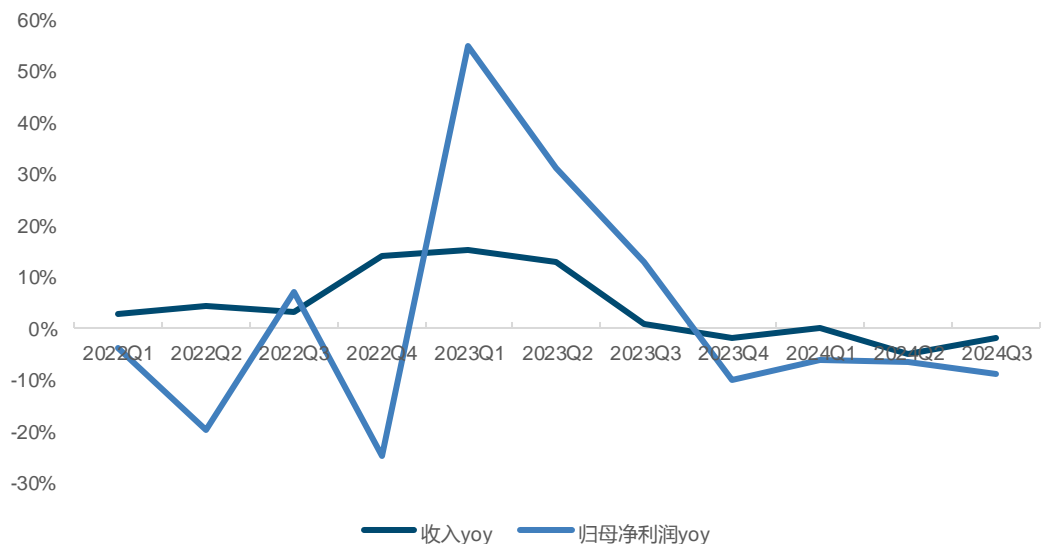


图表34: 1Q-3Q24 及 3Q24 部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润及增长情况

单位: 百万元	1Q-3Q24 收入	1Q-3Q23 收入	yoy%	1Q-3Q24 归母净利润	1Q-3Q23 归母净利润	yoy%	1Q-3Q24 扣非归母	1Q-3Q23 扣非归母	yoy%	3Q24 收入	3Q23 收入	yoy%	3Q 归母净利	3Q 归母净利	yoy%	3Q 扣非归母	3Q 扣非归母	yoy%
中药																		
片仔癀	8450	7600	11%	2687	2405	12%	2715	2441	11%	2800	2555	10%	965	864	12%	964	864	12%
云南白药	29915	29689	1%	4327	4123	5%	4265	3853	11%	9460	9379	1%	1138	1295	-12%	1130	1116	1%
华润三九	19740	18608	6%	2960	2403	23%	2752	2304	19%	5634	5462	3%	561	525	7%	444	476	-7%
同仁堂	13820	13721	1%	1350	1391	-3%	1320	1378	-4%	4057	3961	2%	329	404	-19%	328	399	-18%
白云山	59060	58185	2%	3159	3791	-17%	2856	3439	-17%	18017	18214	-1%	609	980	-38%	515	840	-39%
东阿阿胶	4329	3428	26%	1152	784	47%	1067	700	52%	1581	1261	25%	414	253	64%	367	210	75%
以岭药业	6365	8575	-26%	555	1759	-68%	507	1640	-69%	1761	1784	-1%	24	153	-84%	3	99	-97%
济川药业	5805	6537	-11%	1903	1944	-2%	1699	1828	-7%	1771	1908	-7%	565	604	-7%	519	581	-11%
天士力	6463	6571	-2%	842	1032	-18%	982	1054	-7%	2091	2179	-4%	180	325	-45%	248	363	-32%
吉林敖东	1910	2354	-19%	1244	1274	-2%	1205	1172	3%	498	771	-35%	707	211	232%	393	234	68%
达仁堂	5611	5793	-3%	804	858	-6%	767	842	-9%	1646	1705	-3%	146	136	8%	133	130	2%
步长制药	8514	9983	-15%	313	925	-66%	359	800	-55%	3083	3026	2%	81	179	-55%	138	191	-28%
太极集团	10434	12183	-14%	545	758	-28%	501	715	-30%	2617	3131	-16%	50	193	-74%	31	143	-79%
江中药业	2972	3140	-6%	634	589	7%	616	559	10%	799	843	-5%	146	142	2%	144	145	-1%
红日药业	4441	4922	-10%	168	509	-67%	158	440	-64%	1445	1499	-4%	20	163	-88%	21	120	-83%
康恩贝	4913	5184	-5%	518	623	-17%	424	510	-17%	1465	1420	3%	136	107	21%	88	95	-7%
羚锐制药	2759	2507	10%	574	466	23%	541	442	23%	853	806	6%	161	149	8%	147	141	5%
奇正藏药	1472	1246	18%	393	381	3%	271	263	3%	462	416	11%	68	68	-1%	43	45	-4%
昆药集团	5457	5611	-3%	387	386	0%	289	311	-7%	1903	1840	3%	158	163	-3%	129	133	-3%
葵花药业	2967	4235	-30%	587	851	-31%	460	795	-42%	439	1201	-63%	101	213	-53%	1	210	-100%
佐力药业	2045	1465	40%	421	287	47%	415	281	46%	617	453	36%	125	89	41%	123	87	41%
众生药业	1908	2071	-8%	149	279	-47%	188	300	-37%	544	589	-8%	61	71	-13%	15	71	-79%
马应龙	2792	2446	14%	458	418	9%	449	360	24%	864	806	7%	146	137	6%	140	137	2%
珍宝岛	2029	2052	-1%	398	217	83%	356	-63	N/A	367	498	-26%	4	114	-96%	-6	106	N/A
广誉远	894	970	-8%	71	92	-22%	65	14	-18%	234	277	-16%	11	39	-71%	9	3	255%
中恒集团	1927	2166	-11%	11	120	-91%	-11	95	N/A	516	686	-25%	-11	32	N/A	-20	30	N/A
桂林三金	1575	1632	-3%	384	397	-3%	347	376	-8%	506	438	16%	83	17	378%	73	10	657%
康缘药业	3110	3496	-11%	357	350	2%	285	317	-10%	850	943	-10%	92	74	24%	64	55	16%
仁和药业	3151	3819	-17%	416	540	-23%	303	467	-35%	786	1137	-31%	79	184	-57%	51	155	-67%
上海凯宝	1121	1154	-3%	217	196	11%	212	189	11%	292	308	-5%	75	61	23%	69	60	14%
信邦制药	4565	4823	-5%	177	247	-28%	175	247	-29%	1519	1567	-3%	62	91	-32%	60	92	-34%
健民集团	2881	3118	-8%	322	415	-23%	271	353	-23%	872	956	-9%	82	163	-49%	77	120	-35%
精华制药	1045	1120	-7%	164	195	-16%	156	189	-17%	325	324	0%	29	41	-29%	28	38	-28%
华森制药	614	515	19%	75	45	67%	60	37	61%	196	155	27%	27	3	702%	18	2	1026%
贵州三力	1447	970	49%	194	158	23%	187	153	22%	527	339	55%	77	57	35%	74	56	32%
葫芦娃	1194	1278	-7%	84	78	8%	42	58	-28%	347	364	-5%	5	16	-68%	0	11	-104%
方盛制药	1348	1215	11%	228	142	61%	163	122	34%	438	360	21%	91	35	159%	52	34	53%

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表35: 中药板块部分上市公司总体 24 年前三季度收入及利润端在高基数下有所承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

院外: 消化高基数、去库存的调整阶段, 静待院外复苏

23 年外部公共卫生环境影响下, 部分产品如呼吸类、消化类等, 销售额增长较快, 今年前三季度相关公司面临基数压力。此外, 零售市场景气度有所下行, 亦对药品 otc 渠道的增长带来影响。



我们认为，今年院外市场整体是企业消化高基数、去库存、价格体系治理的调整年，短期增长承压不影响长期相对乐观的发展趋势：

- 政策端，“价格治理”、“药店比价”等已开展有一段时间，品牌力强的 OTC 产品，渠道管控能力更强，价格体系治理有望收获成效，对业绩影响有望逐渐减轻。
- 基数短期阵痛度过后，未来增长有望更平稳：部分公司公布了 24 年前三季度经营数据，如太极集团 2024 年前三季度消化及代谢用药的营业收入同比下降 34.28%，主要系报告期太极藿香正气口服液、太罗等销售额下降所致。与之对比，23 年前三季度，公司消化及代谢用药的营业收入同比增长 46.26%，主要系藿香正气口服液销售额增长所致。高增长后的回落虽带来短期阵痛，但随着基数消化、库存出清，未来相关企业业绩有望回归正常增长轨道。
- 院外市场静待复苏：在整体消费环境偏弱、零售终端竞争剧烈等因素影响下，零售终端自身处于调整过程中。未来随着行业治理后的统筹医保接入落地、部分门店出清后行业竞争格局向好等，OTC 渠道有望迎来拐点。

即使在院外市场整体增长承压的情况下，部分公司仍有优于细分赛道的良好表现：

- 华润三九 2024 年前三季度实现归母净利润 29.60 亿元，同比增长 23.19%。在去年行业整体增长较好的情况下，公司今年包括 999 感冒药在内的 CHC 业务仍取得良好增长，根据公司公告，在品牌力强、供销两旺等因素之外，公司渠道库存仍保持偏低水平。
- 东阿阿胶 2024 年前三季度实现收入 43.29 亿元，同比+26.28%，实现归母净利润 11.52 亿元，同比增长 47%。根据中康数据，截至 24 年 8 月，零售药店滋补保健类产品同比增长承压。在消费环境偏弱的大背景下，公司仍能保持良好的销售增长，除品牌力强之外，公司在前两年完成价格体系的梳理，零售终端价格生态维护良好，且重视渠道库存水平的管理，可能也是助推公司业绩增长的因素。

**院内：仍继续看好独家品种通过集采放量，同时建议关注第三批中成药国采及首批扩围接续采购**

院内：集采提质扩面下，利好独家品种放量。24 年前三季度，虽然多数公司业绩承压，但仍有公司业绩高增长，其中部分公司核心单品通过集采成功实现以价换量。

- 乌灵胶囊：自 2022 年以来纳入包括广东联盟在内的多批次集采，集采后通过加大医院覆盖、更换大包装规格等，乌灵胶囊销售持续增长，2024 年前三季度，乌灵胶囊的销售数量同比+30.24%，销售金额同比+22.67%。
- 洛索洛芬钠凝胶贴膏：自 2022 年以来洛索洛芬钠凝胶贴膏已经在多个省份被集采，集采面广且价格降幅有限，其有望凭借集采入院放量，缓冲降价影响。且集采有利于优化销售费用，因此 2023 年及 2024 年前三季度九典制药仍保持较快的利润增速，2024 年 Q3，公司实现归母净利润 1.66 亿元，同比+47.38%。



图表36: 部分公司核心单品集采批次及降价情况

产品	时间	集采批次	规格	包装数量	中标价格	单价(元)	医保价格/此前多地挂网价	降幅
乌灵胶囊	2022	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	21%
	2022	北京市中成药带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	21%
	2023	江苏省第四轮药品集中带量采购	0.33g/粒	36粒/盒	-	-	-	-
	2023	福建省第四批药品集中带量采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8569元/粒	0.8569	1.09	21%
	2024	京津冀“3+N”联盟药品集中采购	0.33g/粒	54粒/盒	0.8569元/粒	0.8569	1.09	21%
			0.33g/粒	81粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	21%
0.33g/粒			135粒/盒	0.8568元/粒	0.8568	1.09	21%	
洛索洛芬钠凝胶贴膏	2022	广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	36.38元/盒	18.19	24.25	25%
				3贴/盒	54.56元/盒	18.19	24.25	25%
				4贴/盒	72.75元/盒	18.19	24.25	25%
	2023	甘肃省第一批药品集中带量联动采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	36.37元/盒	18.19	24.25	25%
				3贴/盒	54.56元/盒	18.19	24.25	25%
				4贴/盒	72.75元/盒	18.19	24.25	25%
	2023	浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购	100mg (14x10cm)	2贴/盒	34.73元/盒	17.37	24.25	28%
				3贴/盒	52.1元/盒	17.37	24.25	28%
				4贴/盒	69.47元/盒	17.37	24.25	28%
	2024	京津冀“3+N”联盟药品集中采购(以天津地区为例)	100mg (14x10cm)	1贴/盒	18.19元/盒	18.19	24.25	25%
				2贴/盒	36.38元/盒	18.19	24.25	25%
				3贴/盒	54.57元/盒	18.19	24.25	25%
4贴/盒				72.76元/盒	18.19	24.25	25%	

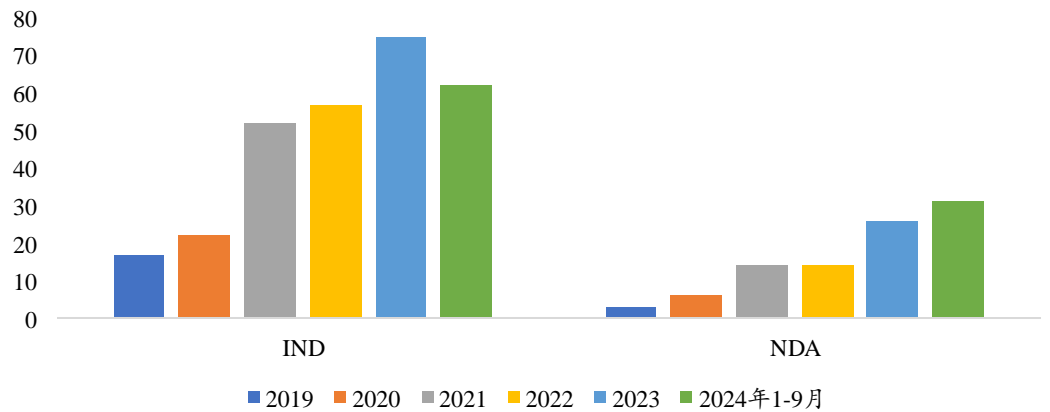
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

政策支持下, 中药创新有望成为集采背景下的新出口

根据 CDE 披露信息, 2024 年以来, CDE 新增 62 项中药 IND 申请(未统计仿制药), 其中 50 项为 1 类新药; 新增 31 项中药 NDA 申请, 其中 10 项为 1 类新药。

近年来, 我国政策端对中医药持续支持, 如 2019 年 10 月, 中共中央国务院发布的《关于促进中医药传承创新发展的意见》, 提及“促进中医药传承与开放创新发展”、“加快推进中医药科研和创新”等。从近年来中药注册申请受理数量看, IND 和 NDA 数量均呈上升趋势, 且新药申请增多, 2023 年全年中药 1 类新药 NDA 共 8 项, 2024 年前 9 月已达 10 项。

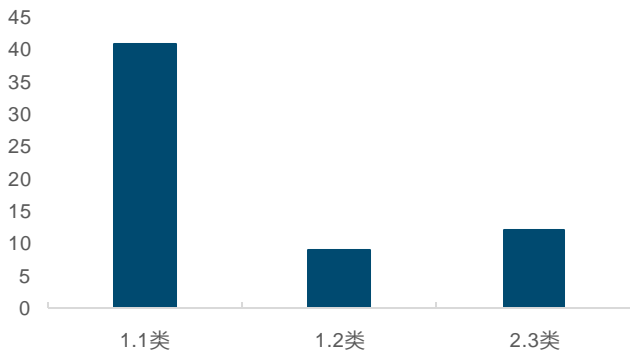
图表37: 近年中药注册申请受理数量呈上升趋势



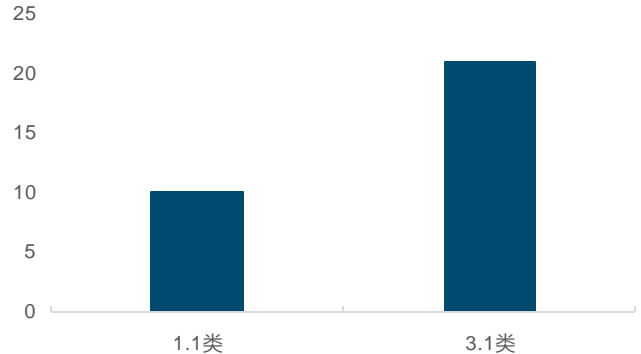
来源: CDE, 国金证券研究所



图表38：2024年前9月中药IND申请以1.1类新药为主



图表39：2024年前9月中药NDA申请1.1类新药达10个



来源：CDE，国金证券研究所

来源：CDE，国金证券研究所

近年来，中药公司加大对研发投入，部分公司的创新中药已逐渐开始放量。

根据方盛制药公告，其自主研发的中药创新药小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片市场开拓情况良好。截至24年9月底，小儿荆杏止咳颗粒已经累计完成1500多家公立医疗机构（等级医院+基层医院，下同）的覆盖，其中等级医院超1000家，2024年前三季度实现销售收入约6000万元，同比增长超130%；玄七健骨片已经覆盖1000多家公立医疗机构，其中等级医院近700家，2024年前三季度实现销售收入约8600万元，同比增长超340%。

### 第三批全国中成药集采及首批扩围接续采购文件征求意见稿发布，后续进展值得关注

2024年10月25日，湖北医保服务平台发布第三批全国中成药集采及首批扩围接续采购文件征求意见稿，采购品种清单及相关细则披露。

- 第三批国采覆盖面更广：在第二批30个地区的基础上，进一步扩增至32个地区，实现全国范围的覆盖。
- 第三批国采采购品种更多：按照功能主治相近，共分为20个采购组，包含95个品种。第二批国采为16个采购组，42个品种。第三批国采采购名单中，不乏如喜炎平注射液这种独家大品种，但OTC品种相对较少。
- 竞争方式有亮点：虽仍沿用第二批国采综合竞争的框架，即通过价格竞争得分和技术评价得分计算出综合得分，但引入新因子：同采购组日均费用比值—K值，以往高价药品通过更大降幅获得更高价格竞争得分的现象有望得到缓解，价格竞争有望更合理。
- 在确定拟中选企业环节，将第二批国采同采购组日均费用均值的1.8倍降至1.5倍，有望缩小组内价差。

首批续约扩围方面，类似第三批国采，“1.5倍”仍是决定直接拟中选与否的重要指标。在协议采购量分配上，按照中选企业代表品报价日均费用与同采购组代表品报价日均费用最低值的1.5倍为界限，区分A、B两类中选产品，A类中选产品分配比例更高，且待分配量只由医药机构在A类中选产品中自主选择。建议关注百令片、注射用血塞通等产品所在组后续集采续标/竞标情况。


**图表40：第三批中成药国采与第二批部分规则对比**

国采批次	第三批	第二批
采购范围	32个地区，未在第二批参加的福建、湖南此次也纳入在内	30个地区
采购周期	中选结果执行之日起至2027年12月31日	2年
采购品种	20个采购组，95个品种	16个采购组，42个品种
采购执行说明	基本沿用第二批国采规则， <b>但流标采购组药品具体管理办法由联采办公室另行发布。</b>	采购周期内，联盟地区对未在中选企业申报的“供应清单”产品予以暂停挂网；未中选产品和流标采购组药品均纳入联盟地区采购管理。医疗机构采购同采购组未中选产品不得超过中选产品实际采购量的10%。确需使用未有中选企业的采购组药品，须向医保部门提出采购需求并说明情况，实际采购量不得超过采购需求量的50%。
<b>入围企业的确定：</b> 沿用第二批国采 <b>综合竞争</b> 的方式，综合得分=价格竞争得分×60%+技术评价得分×40%。 <b>引入新因子：同采购组日均费用比值—K值</b>		
价格竞争得分	<b>引入K值：</b> $K=1/((\text{申报企业报价代表品基准价格计算的日均费用}/\text{同采购组日均费用均值的六分之一})^2)$ ； 价格竞争得分=(申报企业报价代表品降幅/同竞争单元报价代表品最高降幅)×100×K	价格竞争得分=(申报企业报价代表品降幅/同竞争单元报价代表品最高降幅)×100
<b>拟中选企业：</b> 包括直接拟中选、议价拟中选和增补拟中选3种类型，与第二批国采一致。 <b>重点在于从第二批国采的“1.8倍”进一步压缩到了“1.5倍”。</b> 下面以直接拟中选为例：		
直接拟中选	A竞争单元入围企业报价代表品申报价计算的日均费用（以下简称代表品报价日均费用，下同） <b>不超过同采购组日均费用均值的1.5倍</b> ，且满足下列条件之一，获得直接拟中选资格： （1）将本次20个采购组所有A竞争单元入围企业报价降幅从高到低排序，降幅排名前70%（四舍五入至整数，下同）的入围企业，若末尾降幅相同的入围企业，则一并获得； （2）入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用不高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于35%；入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于45%。	A竞争单元入围企业报价代表品申报价计算的日均费用（以下简称代表品报价日均费用，下同） <b>不超过同采购组日均费用均值的1.8倍</b> ，且满足下列条件之一，获得直接拟中选资格： （1）将本次16个采购组所有A竞争单元入围企业报价降幅从高到低排序，降幅排名前70%（四舍五入至整数，下同）的入围企业，若末尾降幅相同的入围企业，则一并获得； （2）入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用不高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于35%；入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于45%。
	B竞争单元入围企业代表品报价日均费用 <b>不超过同采购组日均费用均值的1.5倍</b> ，且满足下列条件之一，获得直接拟中选资格： （1）报价降幅达到20个采购组所有A竞争单元入围企业降幅排名前70%的最低降幅； （2）入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用不高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于35%；入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于45%。	B竞争单元入围企业代表品报价日均费用 <b>不超过同采购组日均费用均值的1.8倍</b> ，且满足下列条件之一，获得直接拟中选资格： （1）报价降幅达到16个采购组所有A竞争单元入围企业降幅排名前70%的最低降幅； （2）入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用不高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于35%；入围企业报价代表品基准价格计算的日均费用高于同采购组日均费用均值的，其报价代表品报价降幅大于45%。

来源：湖北医保服务平台，国金证券研究所


**图表41：全国中成药集采首批续约扩围部分规则**

采购范围	32个地区
采购周期	自中选结果执行之日起至2027年12月31日
采购品种	17个采购组，80个品种
报价代表品	湖北19省联盟集采原中选企业按照原报价代表品进行报价（最小包装单位注射剂调整为最小制剂单位）；其它企业的报价代表品为同采购组、同企业的不同剂型、规格产品中，联盟地区医药机构填报2023年采购金额最大的产品作为报价代表品。
基准价格	申报企业“供应清单”内所有产品截至2024年9月28日的省级、省际联盟集中带量采购最低中选价格和省级采购平台最低中标/挂网价格的低值。 （1）同药品名称下，企业申报同规格、不同包装数量的注射剂型产品以全国省级最低中选价和省级最低挂网价，换算至最小制剂单位（单支、单瓶）价格，取最低价折算为对应包装数量产品的基准价格； （2）同药品名称下，企业申报同剂型、不同规格的同给药途径产品应符合小规格低于大规格的原则； （3）同药品名称下，企业申报同剂型、同规格、不同包装数量的口服给药途径产品基准价格应参照药品差价规则。
申报价格	申报企业报价代表品的实际供应价，应包含税费、配送费和伴随服务等所有费用。
日均用量	注射剂型日均用量根据药品说明书标示的用法用量中每日最小用量和每日最大用量的平均值计算，口服剂型等其他剂型日均用量为药品说明书标示的用法用量中每日最小用量和每日最大用量的平均值计算。
日均费用	同采购组日均费用均值为省级、省际联盟原中选企业本次报价代表品基准价格计算的日均费用加权平均值。联盟地区医药机构填报的同采购组省级、省际联盟原中选企业本次报价代表品2023年服用天数为权重。
<b>拟中选企业</b> 包括直接拟中选和增补拟中选2种类型。	
直接拟中选	符合下述情形一或情形二，获得直接拟中选资格。 情形一：已在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业报价代表品申报价计算的日均费用（以下简称代表品报价日均费用，下同）不超过同采购组日均费用均值的1.5倍。 情形二：未在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业代表品报价日均费用不超过同采购组日均费用均值的1.5倍，且不高于情形一下同采购组拟中选的日均费用最高值。
增补拟中选	按照上述规则确定拟中选企业后，未中选的申报企业本次报价代表品已在省级、省际联盟集中带量采购原中选的，若申报价比省级、省际联盟集中带量采购原中选价格的降幅不低于35%，且为国家中药保护品种（为该采购文件发布当日处于保护期内的品种），可获得增补拟中选资格。
<b>协议采购量分配</b>	
直接中选企业	按照中选企业代表品报价日均费用与同采购组代表品报价日均费用最低值的1.5倍为界限，区分A、B两类中选产品： A类中选产品包括代表品报价日均费用小于等于同采购组代表品报价日均费用最低值1.5倍的中选产品；B类中选产品包括代表品报价日均费用大于同采购组代表品报价日均费用最低值1.5倍的中选产品。 （1）医药机构填报采购需求量若为A类直接中选企业产品，按90%采购需求量分配给对应的医药机构。 （2）医药机构填报采购需求量若为B类直接中选企业产品，其中报价日均费用从高到低排名前三的产品，按60%采购需求量分配给对应的医药机构；其它B类直接中选企业产品按70%采购需求量分配给对应的医药机构。若B类中选企业产品小于3个的，按60%采购需求量分配给对应的医药机构。
增补中选企业	按50%采购需求量分配给对应的医药机构。
待分配量	由医药机构在A类中选产品中自主选择。

来源：湖北医保服务平台，国金证券研究所

## 药店：扩张节奏放缓，降本增效、提升经营质量成为主旋律

整体来看，由于整体消费环境的变化、医保支付政策调整（零售药店纳入门诊统筹支付仍在推进落地当中）、行业秩序整顿和飞行检查等因素，上市连锁药店公司在24年前三季度利润端总体承压

以6家上市连锁药店为例：

- 24年Q1，总体收入同比+11.0%，归母净利润同比-4.9%。
- 24年Q2，总体收入同比+4.3%，归母净利润同比-37.5%。
- 24年Q3，总体收入同比+4.9%，归母净利润同比-39.6%。

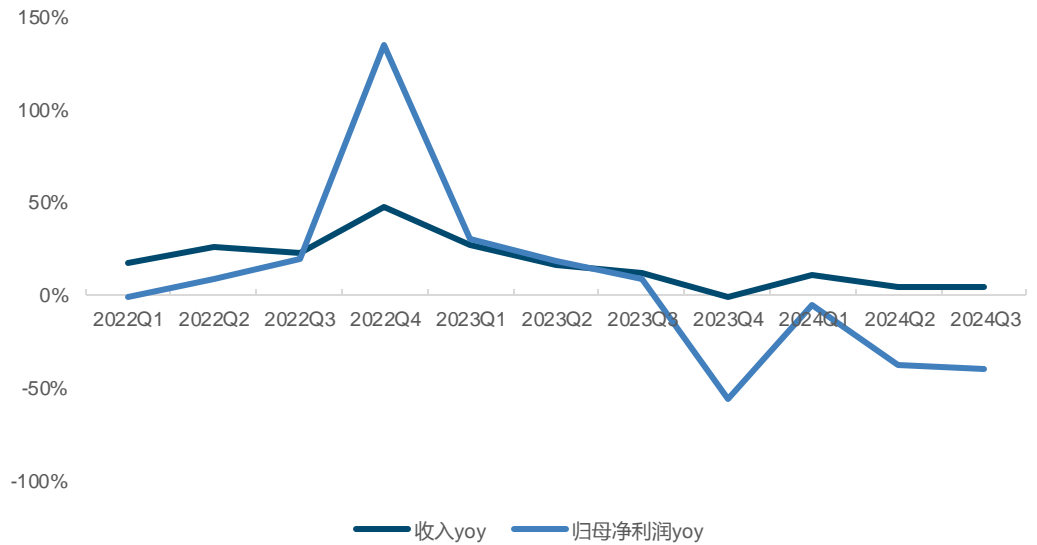


图表42: 图表 1: 1Q-3Q24 及 3Q24 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润及增长情况

单位: 百万元	1Q-3Q24 收入	1Q-3Q23 收入	yoy%	1Q-3Q24 归母净利润	1Q-3Q23 归母净利润	yoy%	1Q-3Q24 扣非归母	1Q-3Q23 扣非归母	yoy%	3Q24收入	3Q23收入	yoy%	3Q归母净利润	3Q归母净利润	yoy%	3Q扣非归母	3Q扣非归母	yoy%
<b>药店</b>																		
益丰药房	17219	15888	8%	1111	999	1%	1092	966	1%	5456	5181	5%	313	294	6%	306	287	7%
老百姓	16232	16042	1%	630	717	-12%	607	645	-6%	5292	5231	1%	127	203	-37%	125	155	-19%
大参林	19731	17723	1%	858	1174	-27%	852	1164	-26%	6386	5731	1%	201	257	-22%	194	266	-27%
一心堂	13589	12813	6%	293	686	-57%	343	679	-49%	4284	4137	4%	11	181	-94%	45	174	-74%
健之佳	6735	6500	4%	101	278	-64%	97	271	-64%	2250	2162	4%	38	120	-68%	31	116	-73%
漱玉平民	7078	6534	8%	-13	162	N/A	-16	160	N/A	2260	2273	-1%	-37	23	N/A	-41	28	N/A

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表43: 部分上市连锁药店 24 年 Q3 利润端继续承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

### 比价政策影响逐步消化, 部分公司零售业务毛利率相对平稳

二季度各地“比价”小程序上线后, 市场担心价格治理对龙头公司业绩产生影响, 从零售业务毛利率来看, 部分公司前三季度仍保持稳中向好的趋势。与此同时, 国家医保局近日发文提到“总体来看, 公立医院跟线下药店比较, 大部分药品价格基本持平、少部分有高有低”, 同时也对线下药店成本较高的合理性做了确认。我们仍保持前期观点, 龙头公司价格生态维护相对更合理, 比价政策对龙头公司的影响相对有限。



图表44：国家医保局公众号相关报道

**再来说说线下药店、非公立医院。**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，具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等影响。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，在药品价格上体现出更高的经济性和可及性。但也有群众反映部分定点药店的医保药品价格偏高，对此医保部门高度关注，目前已有辽宁、广东、陕西等19个省份建立了公开比价小程序，方便群众发现哪家药店更实惠，引导群众“用脚投票”，也正在推进构建量价比较指数等监管工具，逐步推动定点药店医保药品价格趋于合理。

**最后来说说网络药店。**网络药店大体可分为两类：一类是“外卖”模式，平台就近匹配同城线下药店，最快可以半小时内送达，大部分情况下价格与线下药店一致或接近，一些情况下略低；另一类是“快递”模式，由供应商集中采购、集中仓储，药价更低，多为异地配送，需更多等待时间，对长期用药的慢病患者更划算。总的来看，由于运营成本、采购渠道、销售策略不同，线下药店需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高，小批量采购的中间环节也多，导致线下药店价格总体高于网络药店，但线下药店在便捷性和用药指导等服务上也具备更多优势。

来源：国家医保局公众号，国金证券研究所

图表45：部分上市连锁药店零售业务收入增长、毛利率多数提升

公司	收入（百万元）	收入yoy	毛利率	毛利率同比变化
益丰药房	15184	6.84%	41.43%	0.9%
老百姓	13314	1.7%	38.0%	1.0%
大参林	16352	9.7%	37.3%	-1.8%
健之佳	6013	2.5%	34.9%	0.4%

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 应对行业变化，扩张节奏放缓，闭店增多

在行业整体增长承压的背景下，各连锁药店从高速扩张模式转向降本增效，放缓并购节奏，且闭店数量普遍增加。虽短期可能导致费用投入增加，但通过门店优化，专注新店/次新店经营质量提升，龙头公司未来有望迎来盈利能力的修复。



图表46: 部分上市连锁药店门店数量(家)扩张节奏放缓、关店增加

	2023年底	2024年Q1末	2024年H1末	2024年Q3末
<b>益丰药房</b>				
总门店数	13250	13920	14736	15050
直营店	10264	10763	11310	11425
加盟店	2986	3157	3426	3625
新增: 自营	1613	364	842	1262
新增: 并购	559	166	293	353
新增: 加盟	1024	171	440	639
迁址及关店	214	31	89	454
<b>老百姓</b>				
总门店数	13574	14109	14969	15591
直营店	9180	9470	9923	10300
加盟店	4394	4639	5046	5291
新增: 自营	1471		828	1224
新增: 并购	331	357	40	40
新增: 加盟	1586	285	757	1104
关店	271	67	250	351
<b>大参林</b>				
总门店数	14074	14915	16151	16453
直营店	9909	10305	10772	10718
加盟店	4165	4610	5379	5735
新增: 新建	1382	396	797	841
新增: 并购	750	68	284	420
新增: 加盟	2158	445	1214	1570
关店	261	68	218	452
<b>一心堂</b>				
总门店数	10255	10746	10746	11516
新开业门店	1381	579	1317	1694
关店、迁址合计	332	88	281	433
关店	134	26	149	228
迁址	198	62	132	205
<b>健之佳</b>				
总门店数	5116	5263	5444	5501
直营店	5116	5263	5444	5501
新增: 新建	799	134	254	288
新增: 并购	272	14	81	122
关店	10	1	7	25
<b>漱玉平民</b>				
总门店数	7337	7934	8247	8935
直营店	4104	4341	4340	4398
直营店新增: 新建	342	22	46	48
直营店新增: 并购	445	218	218	335
直营店: 关店	8	3	28	89
加盟店	3233	3593	3907	4537

来源: 各公司公告, 国金证券研究所。统计可能有不及时、不确切之处, 仅供参考

**门诊统筹相关支持政策仍在推出, 行业经营秩序治理后有望迎来统筹进一步落地**

2024年以来, 多个省份陆续出台提高门诊统筹待遇水平的政策。云南省自24年11月1日起正式提高职工医保普通门诊待遇, 且近期亦发文表示, 要提高购药便利性, 其中提到: “各级医疗保障部门支持定点医疗机构(定点“互联网”医疗机构)通过医保电子处方中心将普通门诊外配处方流转至纳入门诊统筹管理的定点零售药店, 执行开具处方的定点医



疗机构医保待遇政策”。我们认为门诊统筹虽然各地推进节奏仍有所差异，但相关支持政策仍在不断推出中，最终落地是大势所趋，待行业秩序得到整顿后，合规经营的龙头也更有望率先从门诊统筹落地中受益。

图表47：2024年以来多个省份陆续提高门诊统筹待遇水平

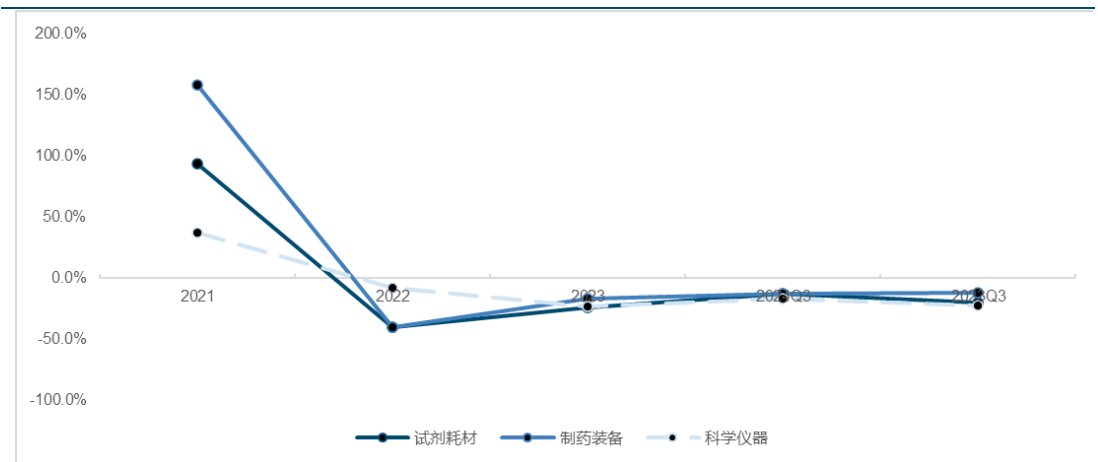
省份	时间	内容
广西	2024/1/31	1、统筹基金起付标准从600元调整为：在三级、二级、一级及以下定点医疗机构分别为300元、200元、100元。 2、支付限额：在职人员每人每年由1200元提升至2000元，退休人员每人每年由1800元提升至2600元。
福建	2024/3/18	1、起付线：职工医保普通门诊统筹起付线在原有基础上降低200元。 2、最高支付限额：职工医保普通门诊统筹年度最高支付限额在原有基础上提高50%（千位取整）。 3、报销比例：职工医保普通门诊统筹政策范围内医疗费用报销比例在现行基础上适当提高。
山西	2024/5/29	1、提高年度支付限额，在职职工门诊统筹年度最高支付限额从1800元提高至2500元，退休人员从2000元提高至3000元。 2、优化起付标准，继续执行按次起付标准，参保职工年度起付累计达到300元，不再设起付标准。 3、提高支付比例，职工门诊统筹基金支付比例在原来基础上提高5个百分点，在一类、二类、三类收费价格及以下收费类别定点医疗机构在职职工支付比例分别提高至55%、60%、65%，退休人员分别提高至60%、65%、70%；定点零售药店的起付标准和支付比例按照三类收费价格及以下收费类别定点医疗机构执行。 4、降低乙类药品先行自付比例，全省统一为5%。
河北	2024/7/19	1、在职职工门诊统筹待遇：45岁以下，医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原2000元调为3500元，45岁（含）以上，医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原3000元调为4500元，统筹基金支付比例由原50%调至60%。 2、退休职工门诊统筹待遇：医保统筹基金政策范围内年度支付限额由原3500元调为6000元，统筹基金支付比例由原60%调至70%。
云南	2024/11/1	提高职工医保普通门诊待遇： 1、降低起付标准。一、二、三级定点医疗机构起付标准分别由30元、60元、90元降为20元、40元、60元。 2、提高退休人员报销比例。在职职工在一、二、三级定点医疗机构就医报销比例分别为60%、55%、50%。退休人员报销比例由原来比在职职工高5个百分点调整为高10个百分点，最高可报销70%。 3、全省普通门诊自然年度支付限额统一为6000元，超过支付限额的政策范围内医疗费用，按照职工医保住院待遇报销。 提升购药便利性： 1、各级医疗保障部门支持定点医疗机构（定点“互联网”医疗机构）通过医保电子处方中心将普通门诊外配处方流转至纳入门诊统筹管理的定点零售药店，执行开具处方的定点医疗机构医保待遇政策。 2、加强医保电子处方中心应用推广，逐步推进二级及以上定点医疗机构和定点“互联网”医院接入医保电子处方中心，支持有条件的基层定点医疗机构接入。

来源：各省医保局，国金证券研究所

### 医药上游：企业创新持续推进，静待景气度拐点

市场表现回顾：2024年三季度医药上游二级市场表现有所回暖。其中，试剂耗材板块样本标的市值加权平均涨跌幅-20.1%（上半年为-29.8%），制药装备板块样本标的市值加权平均涨跌幅-11.7%（上半年为-23.3%），科学仪器板块样本标的市值加权平均涨跌幅-22.1%（上半年为-40.2%）。科学仪器板块波动较大，三季度修复也较为明显。

图表48：2021至2024Q3各板块市值加权平均涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所；试剂耗材板块：优宁维，泰坦科技，阿拉丁，洁特生物，诺唯赞，义翘神州，百普赛斯，键凯

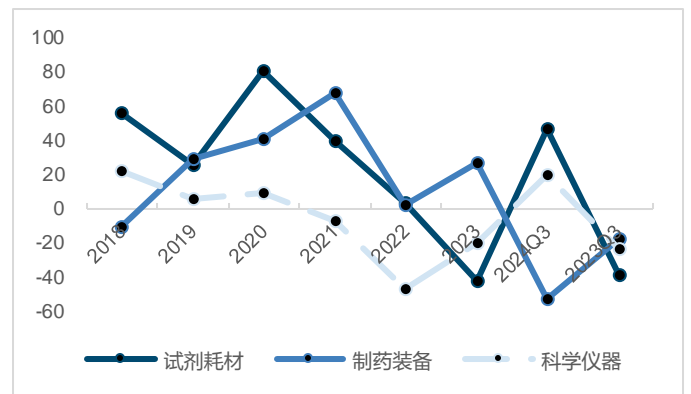
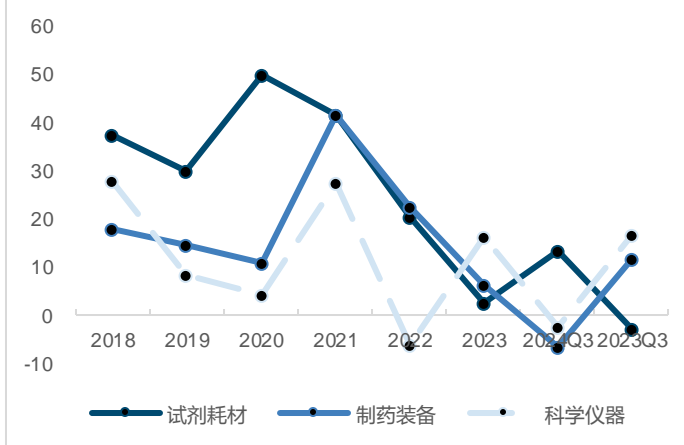


科技，威尔药业，纳微科技，蓝晓科技，拱东医疗，昌红科技；制药装备板块：迦南科技，新华医疗，泰林生物，森松国际，楚天科技，东富龙，诚益通；仪器板块：天瑞仪器，禾信仪器，皖仪科技，聚光科技，钢研纳克，莱伯泰科。

收入及利润增速：试剂耗材企业收入及利润表现同比均有显著改善；制药装备企业作为医药下游二阶导整体恢复相对较慢；科学仪器企业通过管理改善利润端增长相比收入端更为显著。具体来看，2024 年前三季度试剂耗材收入增速中位数 13.4%，净利润增速中位数 46.1%；制药装备收入增速中位数-6.4%，净利润增速中位数-52.9%；科学仪器收入增速中位数-2.3%，净利润增速中位数 20.1%。

图表49：2018-2024Q3 各板块收入同比增速中位数（单位：%）

图表50：2018-2024Q3 各板块净利润同比增速中位数（单位：%）

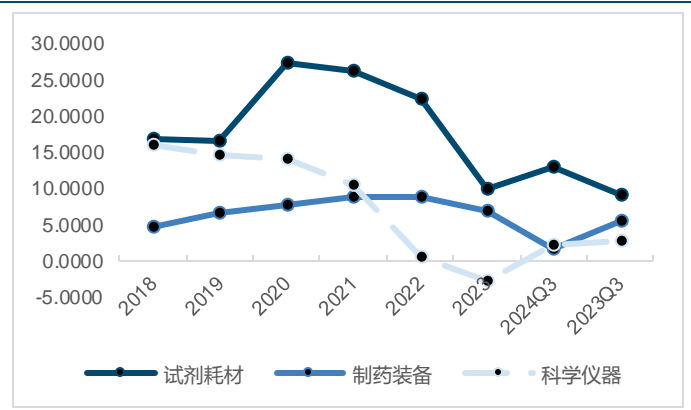
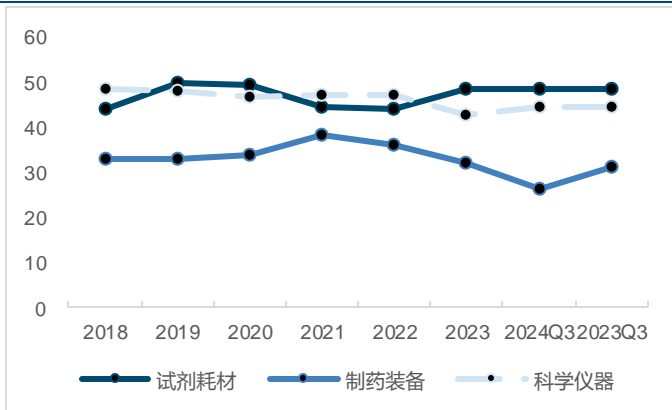


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表51：2018-2024Q3 各板块毛利率（单位：%）

图表52：2018-2024 Q3 各板块净利率（单位：%）



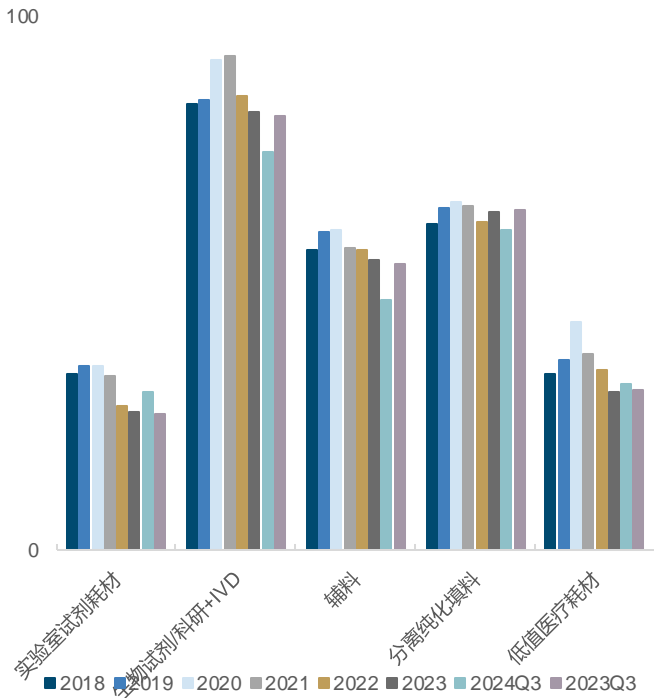
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

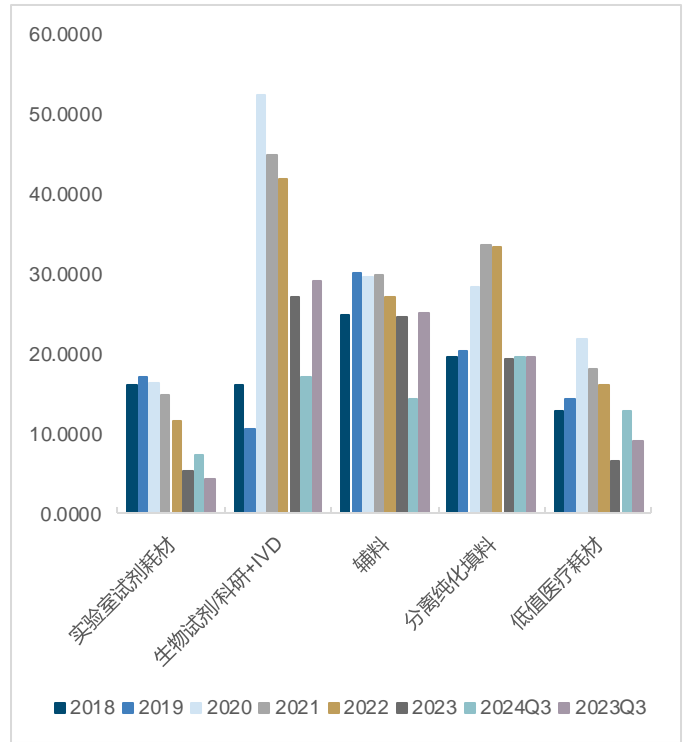
试剂耗材个子板块毛利率及净利率逐渐企稳：经过行业周期波动，实验室试剂毛利率端改善显著，同比增长 4.3pct；此外，除低值医疗耗材外的板块毛利率均有所下滑。净利率方面，实验室试剂耗材、分离纯化填料、低值耗材三个细分板块同比分别增长 2.9pct，0.04pct 和 3.8pct；生物试剂和辅料分别下降 12.1pct 和 10.8pct。



图表53: 2018-2024 Q3 试剂耗材子板块毛利率 (单位: %)



图表54: 2018-2024 Q3 试剂耗材子板块净利率 (单位: %)

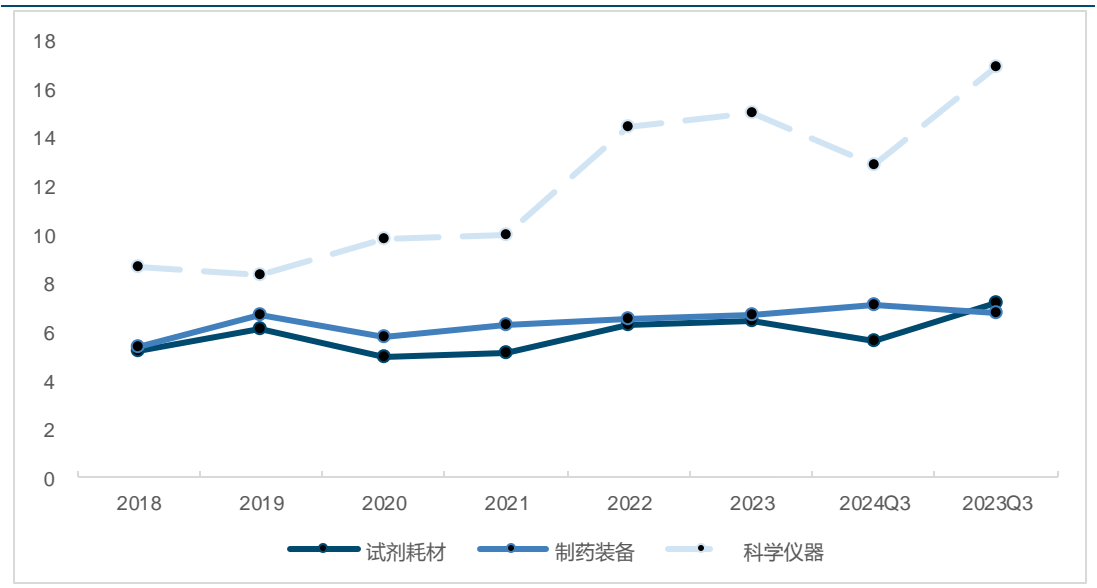


来源: wind, 国金证券研究所; 样本选择如下, 实验室试剂耗材: 优宁维, 泰坦科技, 阿拉丁, 洁特生物; 生物试剂: 诺唯赞, 义翘神州, 百普赛斯; 辅料: 键凯科技, 威尔药业; 分离纯化填料: 纳微科技, 蓝晓科技; 低值耗材: 拱东医疗, 昌红科技。

来源: wind, 国金证券研究所

持续高研发投入, 服务国产替代: 科学仪器企业仍维持高研发投入; 科学仪器及试剂耗材企业同比研发投入有所收敛; 制药装备企业研发投入整体平稳。2024 年前三季度, 科学仪器及试剂耗材研发费用率分别同比下降 4.0pct 和 1.6pct 至 12.9%和 5.6%, 科学仪器企业研发费用仍维持较高水平。制药装备研发费用率整体维持平稳, 前三季度为 7.1%。

图表55: 2018-2024 Q3 各板块研发费用率 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

CXO 企业前三季平稳增长, 彰显产业链发展韧性。其中, 药明康德前三季度在手订单 438.2



亿元同比增长 35.2%；康龙化成前三季度新签订单同比增长 18%（其中 CMC 同比增长 18%）；博腾股份单三季度实现收入 7.73 亿元，增长 11%，剔除大订单后同比增长 29%。CXO 板块稳健发展为医药上游进一步注入发展信心。

## 投资建议

考虑当前板块基数较低，景气度逐步恢复，库存出清充分，且资金面同样处低点，我们乐观看好医药板块 2025 年基本面反弹带来的股价弹性表现。因此，在投资策略上，应更多关注行业和个股 2025 年改善前景，除了右侧高景气度赛道投资外，左侧底部行业和标的的反转机会值得投入同等关注。

在板块布局上，建议重点关注景气度持续处于高点、出海和商业化不断兑现药品板块；以及可能存在反转预期的药店、器械、中药、消费等领域部分左侧品种。

### 建议关注：

创新药与仿创药：人福医药、科伦博泰、康方生物、恒瑞医药、百济神州；

生物制品：特宝生物、天坛生物、派林生物；

医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、爱美客；

医疗器械：迈瑞医疗、安图生物、三诺生物、可孚医疗、南微医学、新产业、鱼跃医疗；

中药及药店：益丰药房、太极集团、华润三九、葵花药业、济川药业、九典制药、昆药集团；

医药上游：聚光科技、森松国际。

## 风险提示

**汇兑风险：**部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**国内外政策波动性风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

**投融资周期波动风险：**医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

**并购整合不及预期的风险：**部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究