

# 医药板块中期策略： 一季度是医药阶段性业绩低点， 二三季度整体拐点将来临

分析师：袁维

执业编号：S1130518080002

分析师：赵海春

执业编号：S1130514100001

分析师：何冠洲

执业编号：S1130523080002

- 一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临。2024年一季度医药板块整体表现相对低迷，我们认为这一方面有去年相对高基数的原因，另一方面也由于院内秩序整顿和整体消费环境的变化，导致整体院内和消费需求复苏迟于预期。
- 但是考虑到公共卫生事件影响已经结束，集采的覆盖范围和落地预期管理愈加充分，且院内秩序整顿趋于稳定，诊疗活动和药品器械使用正在逐步恢复，院外消费医疗经营节奏日渐稳定，我们有充分信心，2024年二季度，医药主要子板块增长将逐步恢复，而进入三季度和四季度后考虑去年低基数，增速将进一步提升。
- 考虑2024年医药板块正处于政策面、资金面和基本面的底部，拐点逻辑清晰，我们预计2024年二季度到三季度医药将迎来行情整体转换，由防守转入进攻，成长性较好的板块（如创新药、优质医疗器械以及部分性价比突出的仿创药等）将进一步受到市场重视；而同时防守性板块中性价比较高的优质品种（如优质中药龙头，优质连锁药房、触底回升的原料药品种等）也仍将得到市场配置，从总体来看，医药板块的整体配置比例有望触底回升。
- 重点方向：1) 反腐和集采预期趋稳，院内药械复苏（EPS增长复苏）；2) 创新药和创新器械（PE扩张逻辑）；3) 部分优质防守标的仍具备持续配置价值（如中药、药店性价比龙头）
- 重点标的：迈瑞医疗、特宝生物、信达生物、益丰药房、太极集团等
- 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；

# 01 行业展望：二三季度整体拐点将 来临

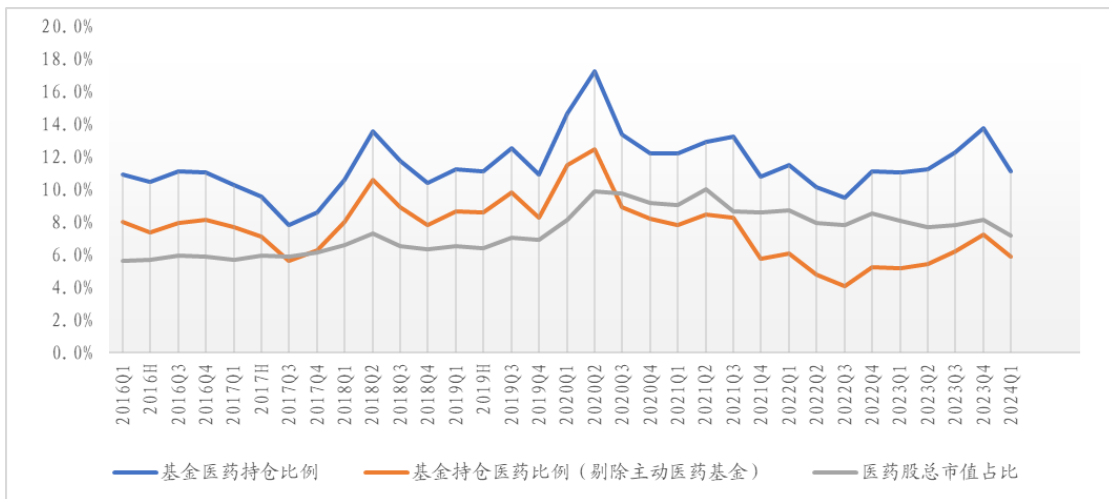
## 一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临

- 从业绩角度分析，2023年医药板块整体增长可观，尤其是上半年表现亮眼；三季度以后由于院内秩序的整顿以及部分集采陆续落地的影响，增长有所回落。
- 2024年一季度医药板块整体表现相对低迷（具体情况参见后续各子板块分析），我们认为这一方面有去年相对高基数的原因，另一方面也由于院内秩序整顿和整体消费环境的变化，导致整体院内和消费需求复苏迟于预期。
  - 院内秩序整顿仍处于调整期
  - 去年同期公共卫生事件后延迟需求释放，相对高基数
  - 部分集采年中执行和落地，终端渠道存在观望现象
  - 消费整体承压，消费医疗复苏偏慢
- 但是考虑到公共卫生事件影响已经结束，集采的覆盖范围和落地预期管理愈加充分，且院内秩序整顿趋于稳定，诊疗活动和药品器械使用正在逐步恢复，院外消费医疗经营节奏日渐稳定，我们有充分信心，2024年二季度，医药主要子板块增长将逐步恢复，而进入三季度和四季度后考虑去年低基数，增速将进一步提升。

# 一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临

- 同时资金面角度观测，2024年Q1全行业基金对医药再度减配，剔除医药主题基金的医药持仓比例接近前期低点。
- 由于EPS恢复迟于预期，资金
  - 一部分继续徘徊于防守板块（如药店、中药、血液制品、医药商业流通），
  - 另一部分专注于PE扩张的板块（高成长、高预期、科技属性的高景气板块，如电生理、创新药、GLP-1等）
- 全行业基金在医药板块的投资整体仍然处于防守态势；医药基金大多选择追求高成长科技属性和高景气赛道

图：公募基金医药持仓情况估计

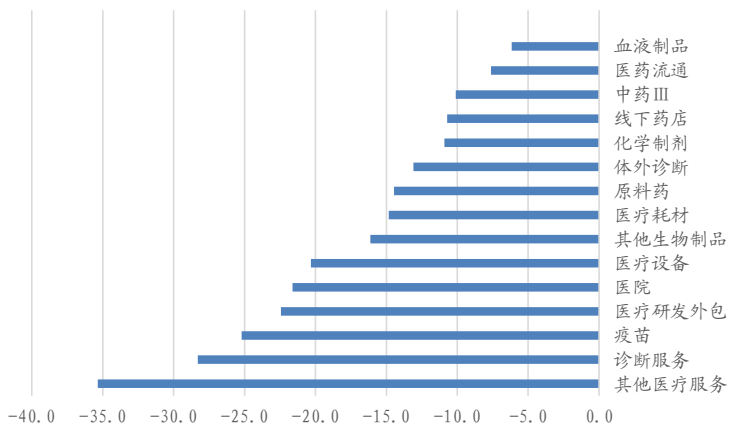


资料来源：同花顺ifind，国金证券研究所。不同统计者所采用的计算方法和统计口径有所区别，具体数值仅供参考

# 一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临

- 从子板块和市场风格角度看，2024年一季度，整体表现较好的医药子行业均为防守属性较强的医药子行业，如血液制品、医药流通、中药、连锁药店等；而成长型板块中化学制剂、体外诊断，医疗耗材等表现较好；在2019-2022被重点配置的强势增长子行业回调明显。

图：各医药（申万）三级行业2024年初至今涨跌幅（算数平均，%）



图：各医药（申万）三级行业2023年1月1日至今涨跌幅（算数平均，%）



资料来源：同花顺iFind，国金证券研究所

## 一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临

- 考虑2024年医药板块正处于政策面、资金面和基本面的底部，拐点逻辑清晰，我们预计2024年二季度到三季度医药将迎来行情整体转换，由防守转入进攻，
- 成长性较好的板块（如创新药、优质医疗器械以及部分性价比突出的仿创药等）将进一步受到市场重视；而同时防守性板块中性价比较高的优质品种（如优质中药龙头，优质连锁药房、触底回升的原料药品种等）也仍将得到市场配置，
- 从总体来看，医药板块的整体配置比例有望触底回升。
- 重点方向：
  - 反腐和集采预期趋稳，院内药械复苏（EPS增长复苏）
  - 创新药和创新器械（PE扩张逻辑）
  - 部分优质防守标的仍具备持续配置价值（如中药、药店性价比龙头）
- 重点标的
  - 迈瑞医疗、特宝生物、信达生物、益丰药房、太极集团等

# 2 药品：抓住创新、复苏、出海 三条主线

- 药品板块业绩：院内修复致收入利润皆增，出海与创新单品进展构建催化剂。
  - 2023年及2024年1季度，药品板块业绩筑底完成；中国药企成长的创新力，将驱动业绩持续发力。
  - 国家鼓励创新与集采进一步出清同质化产能，唯有产品创新与产能壁垒可以胜出。
  - 全球竞争加剧与院内规范化调整持续的大环境下，龙头药企资源优势显著。
- 创新药投资策略：选美股映射强势赛道、看出海龙头、买底部反转龙头标的。
  - ① 从全球热点来看，建议关注成长确定性较强的美股映射赛道，ADC、GLP-1及多肽产业链相关个股。在ADC领域，继续关注百利天恒、科伦博泰、翰森制药、荣昌生物、迈威生物等；在GLP-1及多肽产业链，建议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 从创新及生物药出海来看，建议关注欧美市场将有较大成长空间的百济神州、金斯瑞生物科技、和黄药业、百奥泰等。
  - ③ 从底部龙头的角度，建议关注创新转型中的下游流通龙头上海医药、港股仿创龙头中国生物制药等。

## 药品板块：2023年及2024年1季度业绩向上

- 生物药板块新品种（包括原研和高壁垒生物类似物）持续强劲放量，收入与利润同步增长未盈利企业亏损也在逐步收窄中；
- 此外原料药产业链在2024年一季度展现出较为明显的量价复苏态势，需求复苏叠加产能出清和格局改善，业绩稳步提升，板块整体有望见底回升。
- 根据已发布的2023年报和2024年1季报来看，从A股医药板块463家上市公司17个细分赛道中的生物药、化药、中药与原料药等药品类细分板块，皆呈现营收与归母净利润皆增长；从我们的预测和万得一致预期来看，药品板块各赛道皆将在未来3年保持向上增长态势。

表：A股部分生物药企业-营收利润（亿元）及其增速

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
部分生物药个股																		
百济神州	174.23	95.66	82%	-67.16	-136.42	51%	-96.82	-138.24	30%	1.23	30.66	-100%	50.05	-24.47	3100%	50.05	-1.68	-26.14
百利天恒	5.62	7.03	20%	-7.80	-2.82	-176%	-8.13	-3.37	-141%	54.62	1.68	4325%	-2.83	-5.43	48%	-3.07	-5.59	45%
君实生物	15.03	14.53	3%	-22.83	-23.88	4%	-22.98	-24.50	6%	3.81	2.55	49%	-3.49	-3.24	8%	-3.46	-3.32	4%
荣昌生物	10.83	7.72	40%	-15.11	-9.99	51%	-15.43	-11.17	38%	3.30	1.68	96%	-3.49	-3.24	8%	-3.46	-3.32	4%
神州细胞	18.87	10.23	84%	-3.96	-5.19	24%	-0.64	-3.96	84%	6.13	3.29	86%	0.74	-1.53	148%	1.57	-0.59	36%
三生国健	10.14	8.25	23%	2.95	0.49	498%	2.07	0.00	8519%	2.67	2.07	29%	0.91	0.34	172%	0.86	0.28	204%
迈威生物	1.28	0.28	361%	-10.53	-9.55	-10%	-10.60	-9.67	-10%	0.68	0.04	1572%	-2.06	-2.41	15%	-2.18	-2.42	10%
百奥泰	7.05	4.55	55%	-3.95	-4.80	18%	-4.72	-5.23	10%	1.62	1.55	4%	-1.19	-1.43	17%	-1.23	-1.70	28%
诺诚健华	7.39	6.25	18%	-6.31	-8.87	29%	-6.26	-9.60	35%	0.00	1.89	-100%	0.00	-0.12	100%	0.00	-0.17	100%
艾迪药业	4.11	2.44	68%	-0.76	-1.24	39%	-0.88	-1.53	43%	0.93	1.13	-18%	-0.14	0.00	-209%	-0.17	-0.05	-219%
益方生物	1.86			-2.84	-4.83	41%	-2.94	-4.84	39%	0.09			-0.83	-1.18	29%	-0.83	-1.20	31%

资料来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

# 药品板块：2023年及2024年1季度，业绩向上

表：A股市值过百亿的化药企业-营收利润（亿元）及其增速

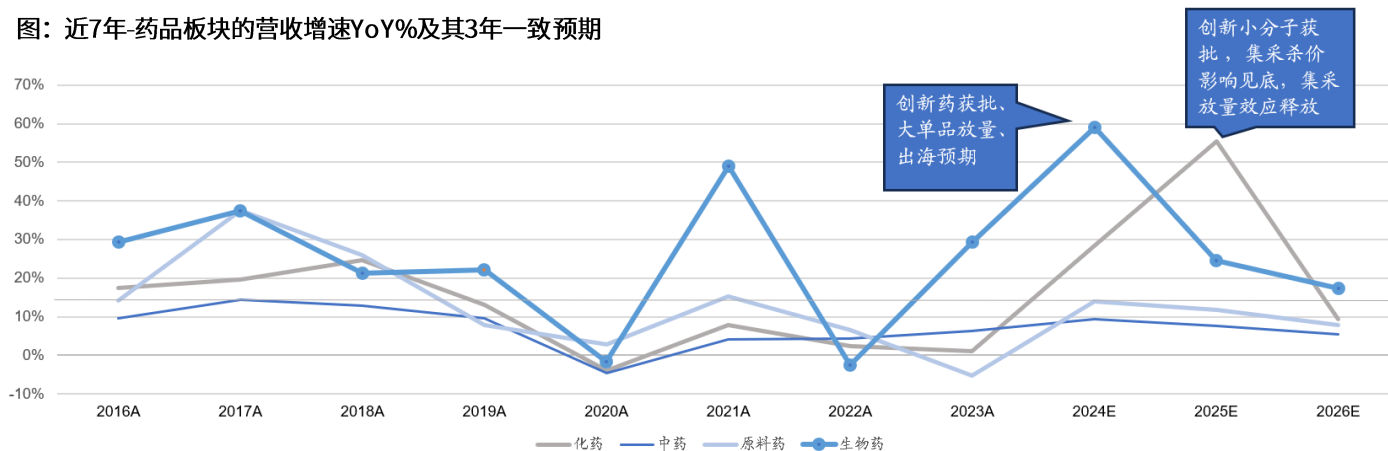
公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
主要化药个股																		
恒瑞医药	228.20	212.75	7%	43.02	39.06	10%	41.41	34.10	21%	59.98	54.92	9%	13.69	12.39	10%	14.40	12.20	18%
华东医药	406.24	377.15	8%	28.39	24.99	14%	27.37	24.10	14%	104.11	101.15	3%	8.62	7.55	14%	8.38	7.58	11%
复星医药	414.00	439.52	-6%	23.86	37.31	-36%	20.11	38.73	-48%	101.57	108.71	-7%	6.10	9.87	-38%	6.09	9.19	-34%
科伦药业	214.54	189.13	13%	24.56	17.09	44%	23.66	16.46	44%	62.19	56.02	11%	10.26	8.10	27%	9.92	7.89	26%
信立泰	33.65	34.82	-3%	5.80	6.37	-9%	5.26	5.52	-5%	10.91	8.88	23%	2.00	2.11	-5%	2.01	1.90	6%
海思科	33.55	30.15	11%	2.95	2.77	7%	2.42	0.96	153%	7.52	6.24	21%	0.92	0.29	220%	0.30	0.26	14%
人福医药	245.25	223.38	10%	21.34	24.84	-14%	18.22	15.48	18%	63.67	62.26	2%	4.86	6.65	-27%	4.64	5.08	-9%
兴齐眼药	14.68	12.50	17%	2.40	2.12	13%	2.40	2.08	16%	3.50	2.87	22%	0.35	0.19	80%	0.35	0.16	123%
丽珠集团	124.30	126.30	-2%	19.54	19.09	2%	18.81	18.80	0%	32.43	34.13	-5%	6.08	5.82	4%	5.90	5.70	4%
艾力斯	20.18	7.91	155%	6.44	1.31	394%	6.06	0.79	664%	7.43	2.77	169%	3.06	0.35	778%	3.01	0.20	1424%
东阳光	108.54	116.99	-7%	-2.94	12.43	-124%	-4.40	9.51	-146%	28.30	26.87	5%	0.99	0.66	50%	0.92	0.88	4%
恩华药业	50.42	42.99	17%	10.37	9.01	15%	10.13	8.73	16%	13.58	11.79	15%	2.65	2.27	17%	2.67	2.29	17%
华海药业	83.09	82.66	1%	8.30	11.68	-29%	8.89	11.53	-23%	24.99	20.59	21%	2.71	1.73	57%	3.15	1.89	67%
健康元	166.46	171.43	-3%	14.43	15.03	-4%	13.74	14.19	-3%	43.40	45.59	-5%	4.40	4.63	-5%	4.28	4.47	-4%
华润双鹤	102.22	94.47	8%	13.33	11.64	15%	12.33	10.89	13%	28.35	27.39	4%	4.16	3.72	12%	3.98	3.60	11%
健友股份	39.31	37.13	6%	-1.89	10.91	-117%	-1.68	10.80	-116%	10.04	13.07	-23%	-1.77	3.72	-127%	1.71	3.30	-48%
康弘药业	39.57	33.89	17%	10.45	8.97	17%	10.14	8.26	23%	10.93	8.85	24%	3.74	2.79	34%	3.63	2.67	36%
迪哲医药	0.91	0.00	#DIV/0!	-11.08	-7.36	-51%	-11.61	-7.85	-28%	0.81	0.00	#DIV/0!	-2.24	-2.40	6%	-2.55	-2.51	-2%
吉林敖东	34.49	28.68	20%	14.60	17.81	-18%	13.13	15.30	-14%	8.61	7.88	9%	1.44	4.86	-70%	2.78	4.45	-38%
贝达药业	24.56	23.77	3%	3.48	1.45	139%	2.63	0.30	769%	7.36	5.32	38%	0.98	0.51	91%	0.90	0.18	391%
化械医药	40.68	38.37	6%	-5.51	1.91	-368%	-5.33	0.79	-271%	13.26	9.39	41%	1.46	0.65	126%	1.10	0.60	84%
国药现代	120.70	129.59	-7%	6.92	6.28	10%	6.83	5.53	24%	31.23	34.17	-8%	3.31	1.79	86%	3.26	1.71	91%
泽璟制药	3.86	3.02	28%	-2.79	-4.58	39%	-3.49	-4.95	30%	1.08	1.08	0%	-0.39	-0.57	31%	-0.43	-0.64	34%
博瑞医药	11.80	10.17	16%	2.02	2.40	-16%	1.86	2.14	-13%	3.40	3.05	12%	0.64	0.71	-8%	0.64	0.70	-8%
九典制药	26.93	23.26	16%	3.68	2.70	37%	3.40	2.48	37%	5.91	5.02	18%	1.26	0.77	63%	1.06	0.69	54%
仙琚制药	41.23	43.80	-6%	5.63	7.49	-25%	5.38	6.12	-12%	10.38	9.57	8%	1.51	1.33	14%	1.45	1.32	10%
东诚药业	32.76	35.83	-9%	2.10	3.07	-32%	2.12	2.88	-26%	6.47	8.51	-24%	0.64	0.50	28%	0.55	0.42	29%
翰宇药业	4.31	7.04	-39%	-5.14	-3.71	-59%	-5.91	-3.15	-83%	1.50	1.76	-15%	-0.14	0.19	-116%	-0.16	-0.25	35%
奥赛康	14.43	18.73	-23%	-1.49	-2.26	34%	-2.27	-2.86	20%	4.48	3.39	32%	0.32	-0.69	146%	0.24	-0.89	127%
一品红	25.03	22.80	10%	1.85	2.91	-36%	1.20	2.21	-46%	6.23	7.16	-13%	1.01	1.11	-10%	0.98	0.93	5%
京新药业	39.99	37.80	6%	6.19	6.62	-7%	5.33	6.03	-12%	10.61	9.60	10%	1.71	1.51	13%	1.57	1.37	14%

## 药品板块：2023年及2024年1季度，业绩向上

### ● 驱动各异：

- ① 生物药板块，随着更多新品种（包括原研和高壁垒生物类似物）持续强劲放量，收入与利润同步增长（或未盈利药企的亏损逐步收窄）。
- ② 化药板块，仿制药已经历9次国采，价格因素消化，放量步入上升通道；创新小分子在出海和国内强劲放量上都值得期待。
- ③ 不论是生物大分子还是化药小分子在研管线中，国际化BD（授权合作交易）的不断落地，正在使得创新资产价值提前兑现，这一点，从下图生物药1Q24走势可见。而随着国内创新与海外热点赛道（例如专利悬崖的重磅药领域和GLP-1胰高血糖素肽等热点药品）产品的快速推进，国内相关原料药领域公司也将迎来量利齐升。

图：近7年-药品板块的营收增速YoY%及其3年一致预期



# 药品板块：集采出清同质化竞争者，唯有创新药与产能壁垒者可胜出

- 国家九次集采对同质化药品价格影响显著，唯有创新药品，才能打开成长空间。

表：国采批次/联盟整体概览分析

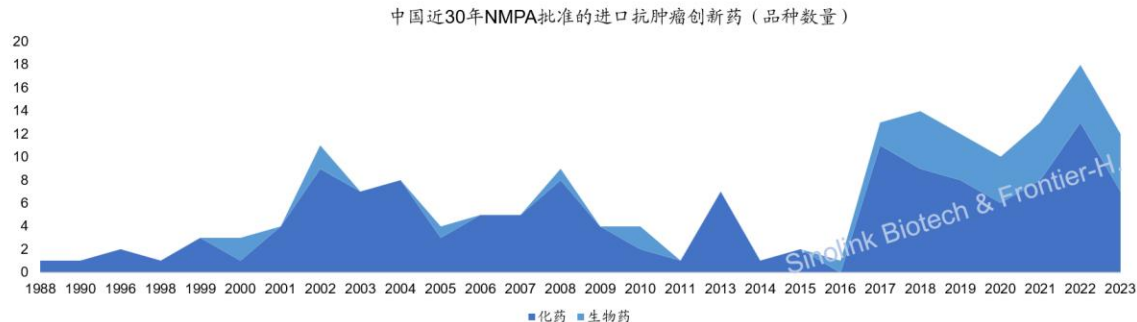
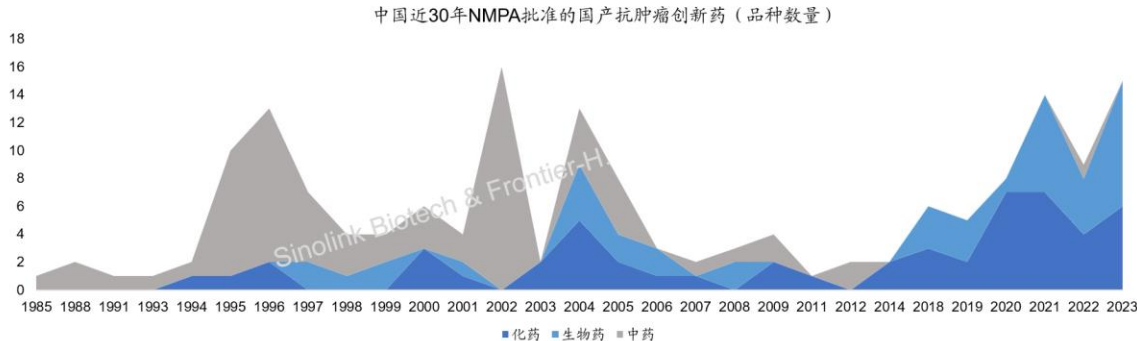
国采批次/联盟(首轮)整体概览分析											
集采批次/联盟	省份数	纳入品种	集采执行前1年全国市场	集采执行后1年全国市场	执行1年增长率	MAT全国市场	采购首次公告	采购文件发布	拟中选公布	中选公布	最早执行时间
国采第一批4+7	13	25		47,352,057,429		22,713,487,151.65		2018/11/15	2018/12/7	2018/12/17	2019/3/1
国采第一批扩围	25	25	52,322,857,298	29,935,242,945	-42.79%	23,566,535,596.92		2019/9/1	2019/9/25	2019/9/30	2019/12/1
国采第二批	全国	32	18,037,849,126	10,565,614,263	-41.43%	8,230,831,447.66		2019/12/29	2020/1/17	2020/1/21	2020/3/31
国采第三批	全国	55	28,418,803,856	14,593,158,709	-48.65%	13,607,899,201.36	2020/7/21	2020/7/29	2020/8/20	2020/8/24	2020/11/1
国采第四批	全国	44	28,413,069,439	15,755,594,609	-44.55%	14,538,911,140.22	2020/12/25	2021/1/15	2021/2/3	2021/2/8	2021/4/27
国采第五批	全国	58	58,271,410,507	38,272,341,836	-34.32%	31,545,423,661.32	2021/5/8	2021/6/2	2021/6/23	2021/6/28	2021/9/15
国采第六批	全国	11	15,702,059,900	9,591,706,756	-38.91%	7,879,585,209.48	2021/9/10	2021/11/5	2021/11/26	2021/11/30	2022/5/1
国采第七批	全国	57	43,456,846,016	24,293,888,169	-44.10%	22,126,409,177.66	2022/2/17	2022/6/20	2022/7/13	2022/7/18	2022/11/1
国采第八批	全国	40	42,573,695,829			34,725,136,982.87		2023/3/2	2023/3/29	2023/4/11	2023/7/1
国采第九批	全国	41	17,580,938,454			17,580,938,454.41	2023/8/28	2023/10/13	2023/11/6	2023/11/16	2024/3/1

来源：医药魔方，国金证券研究所

# 药品板块：集采出清同质化竞争者，唯有创新药与产能壁垒者可胜出

- 中国药企的创新实力成长，从肿瘤领域国产创新药的获批增长、国产创新及生物药在美国的陆续获批以及中国医药创新资产授权海外远超引进这三点可见一斑。

图：近30年中国批准的国产vs进口创新药品种数量



来源：NMPA 官网，各公司官网，CDE，各公司公告，医药魔方，国金证券研究所

# 药品板块：集采出清同质化竞争者，唯有创新药与产能壁垒者可胜出

- 中国药企的创新实力成长，从肿瘤领域国产创新药的获批增长、国产创新及生物药在美国的陆续获批以及中国医药创新资产授权海外远超引进这三点可见一斑。

表：已在美国FDA获批或即将获批的中国创新药及生物类似物

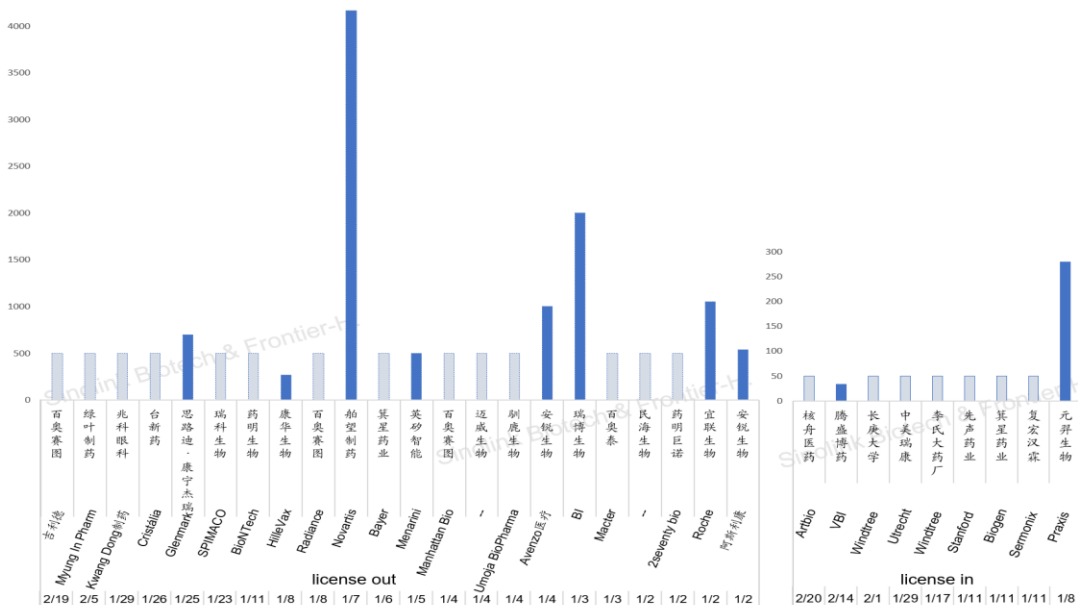
公司	药物	FDA 批准/ PDUFA/ODAC	适应症
百济神州	泽布替尼	2019/11/14	套细胞淋巴瘤
		2021/9/1	华氏巨球蛋白血症
		2021/9/15	复发或难治性边缘区淋巴瘤
		2023/1/19	慢性淋巴细胞白血病
金斯瑞生物科技	西达基奥仑赛	2022/2/28	5L及以上-复发性或难治性多发性骨髓瘤患者
		2024/3/15	ODAC: 2L及以上-复发性或难治性多发性骨髓瘤患者
君实生物	特瑞普利单抗	2023/10/29	联合化疗2L 治疗鼻咽癌、单药一线治疗鼻咽癌
百奥泰	托珠单抗	2023/10/8	中重度类风湿性关节炎、多关节幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎
	贝伐珠单抗	2023/12/6	转移性结直肠癌；非小细胞肺癌；成人复发胶质母细胞瘤；转移性肾细胞癌；持续性、复发性或转移性宫颈癌；上皮性卵巢癌；输卵管癌或原发性腹膜癌
和黄医药	呋喹替尼	2023/11/9	3L及以上-结直肠癌
亿帆医药	艾贝格司亭α	2023/11/17	非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	2024/5/31	PDUFA: 联合甲磺酸阿帕替尼1L用于不可切除或转移性肝癌
百济神州	替雷利珠单抗	2024/7	PDUFA: 2L治疗不可切除或转移性食管鳞癌

来源：各公司公告，国金证券研究所

# 药品板块：集采出清同质化竞争者，唯有创新药与产能壁垒者可胜

- 中国药企的创新实力成长，从以下三点可见一斑，从肿瘤领域国产创新药的获批增长、国产创新及生物药在美国的陆续获批以及2024年1-2月间的中国医药创新资产授权海外远超引进。

图：中国创新药项目授权出让已经远超引进项目数



来源：医药魔方，各公司官网，国金证券研究所 注：深蓝色柱为已披露的总交易额，单位为百万美元，浅灰色柱为未披露交易金额的项目

## 药品整体策略：抓住创新、复苏、出海三条主线

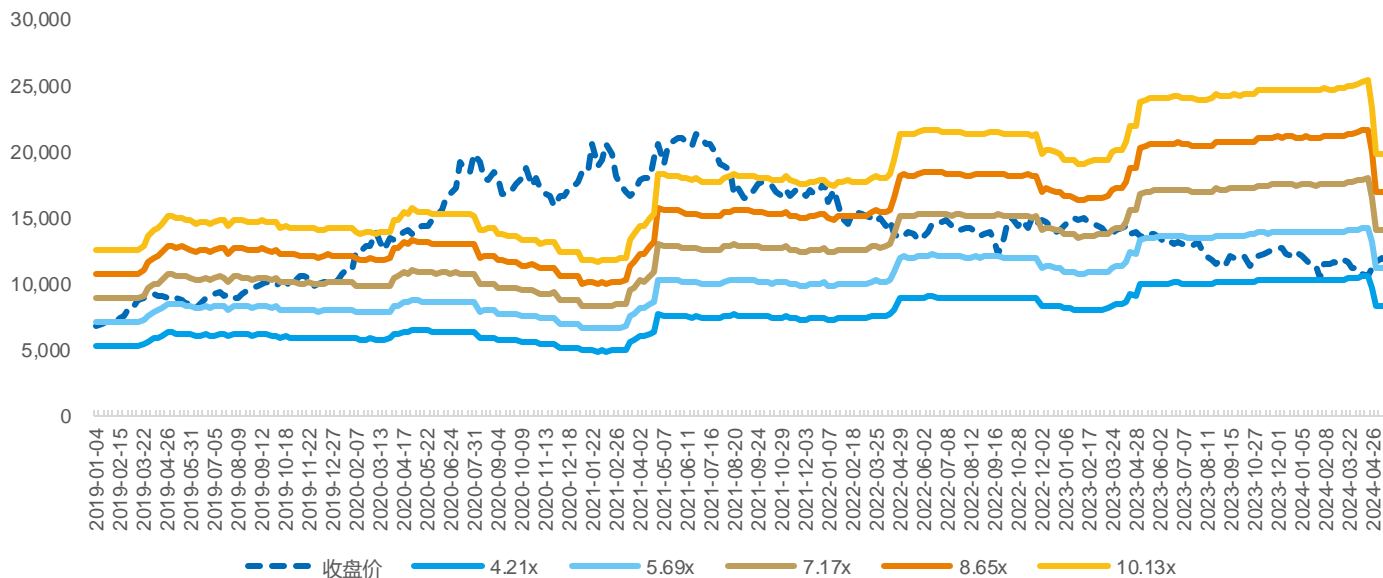
- 在投资策略上，根据年季报业绩态势和海外创新景气复苏、国内创新出海步伐提速等基本面因素，我们认为可以从以下主线把握A股药品投资机会：
  - 肿瘤ADC领域投资机会，如百利天恒、科伦博泰、恒瑞医药、翰森制药、荣昌生物、迈威生物等；
  - GLP-1及多肽产业链，我们关注信达生物、华东医药、通化东宝、诺泰生物、圣诺生物等；
  - 优质仿创药物院内复苏和业绩释放：如人福医药、华东医药、恩华药业、科伦药业等。
  - 原料药行业见底回升反弹:如华海药业、仙琚制药、花园生物等
  - 特色品种:如艾力斯、神州细胞、泽璟制药、上海医药、昊海生科、山东药玻及百洋医药等。

# 3 医疗器械：政策推动行业积极发展

## 医疗器械：政策推动行业积极发展，聚焦下半年国内需求反弹

- 回顾过去从2019年至今医疗器械板块估值变化，目前时间点板块估值仍处于行业底部，未来板块估值存在较大反弹空间。

图：2019年至今医疗器械(中信)板块动态PS-Band

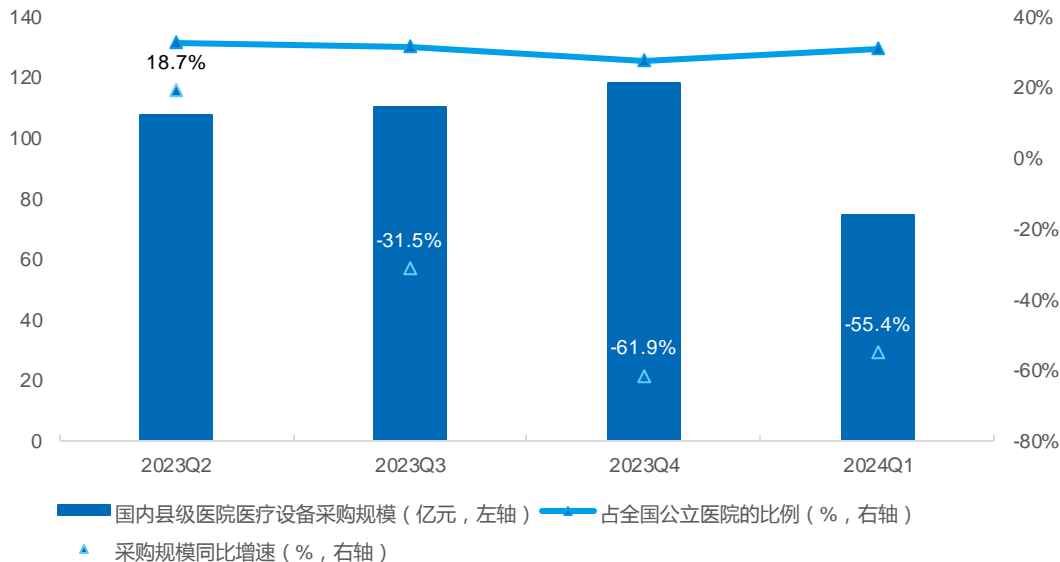


来源：Wind，国金证券研究所

## 需求端：设备采购下半年有望反弹，同比增速预计可观

- 2023年下半年开始，由于受到国内医药购销领域问题整治的事件影响，国内医疗设备采购需求量出现阶段性下降。根据医装数胜的数据，2023年Q3国内县级医院设备采购规模110.01亿元，同比-31.5%；2023年Q4国内县级医院设备采购规模118.03亿元，同比-61.9%；2024年一季度国内县级医院设备采购规模74.5亿元，同比-55.4%，占全国公立医院比例为30.7%。
- 从中长期维度来看，由于患者诊疗需求的不断增加，医疗机构设备采购需求将会恢复。叠加2023年下半年低基数效应，2024年下半年设备采购有望实现反弹。

图：2023Q3开始国内县级医院医疗设备采购需求出现下滑

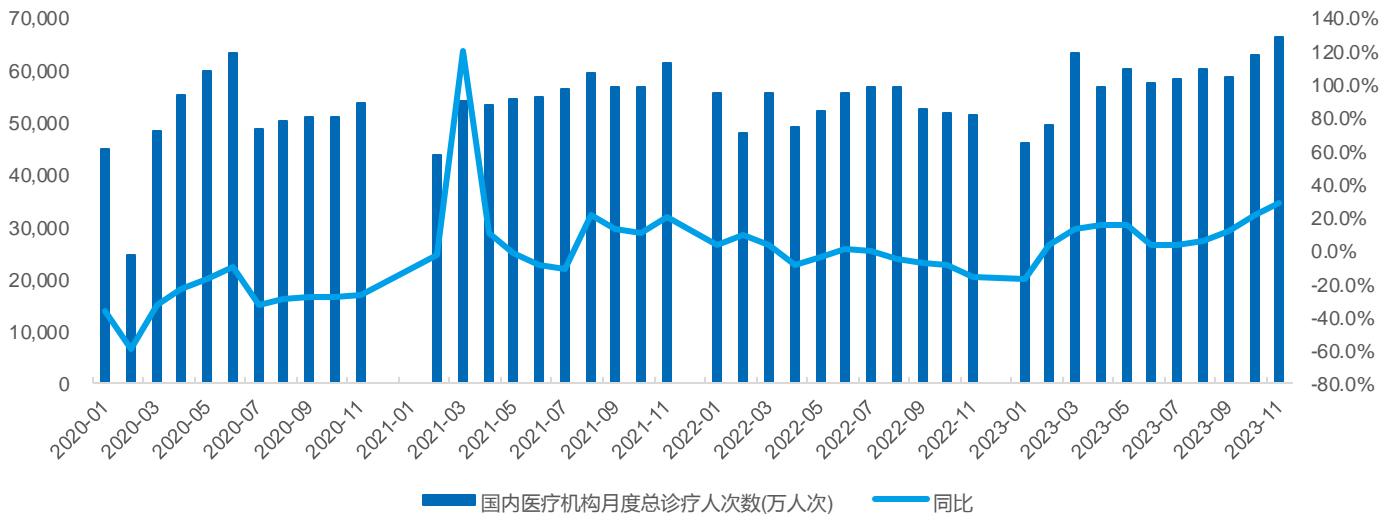


来源：医装数胜，国金证券研究所

## 需求端：2023年国内诊疗需求已出现明显恢复

- 根据国家卫健委统计的数据，2023年9月国内医疗机构总诊疗人次数达到5.88亿次，同比+12.1%；10月国内医疗机构总诊疗人次数达到6.30亿次，同比+21.1%；11月国内医疗机构总诊疗人次数达到6.65亿次，同比+29.0%。逐月同比增速呈现向上趋势，与医疗器械采购直接相关的诊疗量已出现显著恢复，高值耗材及诊断试剂等产品需求量有望保持增长趋势。

图：2023年国内诊疗人次数呈现逐步恢复趋势

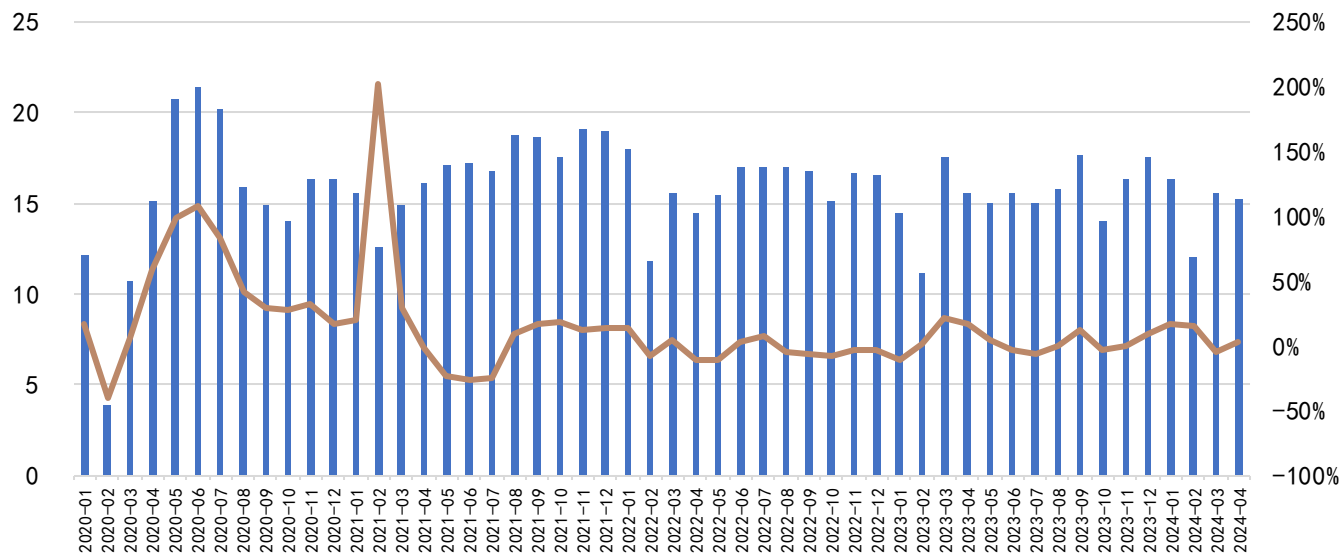


来源：Wind，国家卫健委，国金证券研究所

## 需求端：医疗仪器及器械出口数据增长趋于稳定

- 根据海关总署公布的数据，2024年1~4月中国医疗仪器及器械出口金额分别达到16.33、11.99、15.56、15.26亿美元，同比增长+16.8%、+14.3%、-5.5%、+3.2%。创新医疗器械及国内制造端具备优势的产品出海有望逐步取得成果，海外有一定客户拓展的企业有望获得较强的业绩增长。

图：医疗仪器及器械出口金额（亿美元）及增速



来源：海关总署，国金证券研究所

- 医疗设备“以旧换新”政策逐步落地。3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，文件提出推动大规模设备更新和消费品以旧换新是加快构建新发展格局、推动高质量发展的重要举措，将有力促进投资和消费，既利当前、更利长远。正文中重点描述了对医疗相关设备更新行动的要求。
- 文件明确提出到2027年国内工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，年复合增速将至少达到5.74%；未来将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。预计ICU、影像、外科手术等科室创新高端设备容量将进一步增加。未来财政对公立医院设备采购的支持力度有望增加，医疗设备招标需求预计将逐步恢复。

## 政策端：设备更新逐步落地，高值耗材集采续约价格温和

- 从迈瑞医疗等上市公司反馈情况来看，设备更新带来的积极影响有望从2024年下半年开始表现，对未来2~3年甚至更长时间市场需求都将产生正面影响，带动医疗机构采购需求进一步恢复。

表：国内上市公司对医疗设备更新政策影响解读积极

上市公司	设备产品主要领域	公告日期	公司对设备更新政策的影响解读
迈瑞医疗	生命信息与支持设备、超声影像、体外诊断	2024. 4. 29	在此通知发布之后，各个省份逐渐开始了卫生健康领域设备更新项目的摸排和统计工作。此次在国家政策的鼓励下，医疗设备的采购需求有望得到一定程度的释放。目前各省份关于医疗设备更新需求量的摸排工作已经基本完成，预计在配套资金到位后招标采购也将随之启动，这有望对公司下半年的业绩带来积极的影响。
联影医疗	CT、MR、MI、XR、RT等影像设备、放射治疗设备	2024. 4. 30	此次《行动方案》的实施设备更新的力度大、时间周期长，对未来2-3年甚至更长的时间，对卫生健康体系、产业结构及各级医疗卫生服务机构会产生深远影响。我们认为，从三个层面可以看到，此次针对医疗装备领域进行设备更新主要目的是，保障人民群众健康需求，提升各级医疗机构的诊疗能力和效率的同时，进一步提振内需、淘汰落后产能、提高先进产能的比重，充分发挥新质生产力，实现经济结构的有效转型和升级。
开立医疗	超声影像、内窥镜设备	2024. 5. 10	从公司角度看，以旧换新政策对市场的提振作用，大于以往的贴息贷款政策，因为它直接解决终端医疗机构的的采购本金缺口，释放了医院的采购医院。据公司一线业务人员反馈，从一季度开始，已经有较多医院开始上报设备更新需求，部分省份上报的金额较大；对于资金缺口，未来政府可能通过发债方式扩充地方财政，再通过预算拨款实施医疗设备更新，等待实质性举措。预计该政策对2024年下半年医疗行业市场需求产生明显拉动效果，公司期望政策落地后，全行业迎来新的增长，公司各产品线回归之前的增长态势。

来源：各公司公告，国金证券研究所

## 政策端：关节接续采购中选结果公布，国产企业中标价格良好

- 2024年5月21日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《人工关节集中带量采购协议期满接续采购中选结果公示》。
- 国产头部企业中标价格良好，有望保证稳定利润空间。从公布的中标结果来看，爱康医疗四类关节产品系统类别均在A组成功中标，除合金-聚乙烯类髋关节产品外其他产品中标价格均有提升。其中陶瓷-陶瓷类髋关节产品以7946元中标，较上一轮价格提升15%；陶瓷-聚乙烯类髋关节产品以7041元中标，较上一轮价格提升12%；膝关节产品以5323元中标，较上一轮价格提升16%。

图：部分企业此次人工关节接续采购中标情况

公司	中标情况	髋关节（陶瓷-陶瓷）				髋关节（陶瓷-聚乙烯）				髋关节（合金-聚乙烯）				膝关节					
		本次拟中选价格	竞价单元	上一轮中标价格	价格变化（%）	本次拟中选价格	竞价单元	上一轮中标价格	价格变化（%）	本次拟中选价格	竞价单元	上一轮中标价格	价格变化（%）	本次拟中选价格	竞价单元	上一轮中标价格	价格变化（%）		
爱康医疗	中标	7946	A	6890	15%	7041	A	6290	12%	中标	5889	A	6730	-12%	中标	5323	A	4599	16%
春立医疗	中标	7972	A	8000	0%	7094	A	7900	-10%	中标	5895	A	8110	-27%	中标	5408	A	-	-
威高骨科	海星	7901	A	7521	5%	7021	A	6628	6%	中标	5908	A	6706	-12%	中标	5343	A	5233	2%
	亚华	7982	A	7527	6%	7093	A	6715	6%	中标	5910	A	7289	-19%	中标	5393	A	4914	10%
天津正天	中标	7927	A	9920	-20%	7008	A	8480	-17%	中标	5896	A	8306	-29%	中标	5360	A	4416	21%
大博医疗	中标	7956	A	7530	6%	7066	A	6850	3%	中标	5900	A	3000	97%	中标	5266	A	6092	-14%
武汉迈瑞	中标	7977	A	-	-	7077	A	7859	-10%	中标	5907	A	6859	-14%	中标	5377	B	-	-
施乐辉	未中标	-	-	-	-	7115	A	6990	2%	中标	5910	A	6346	-7%	中标	5395	A	5482	-2%
强生	中标	7987	A	8106	-1%	7117	A	8006	-11%	未中标	-	-	8206	-	中标	5434	A	7199	-25%
史赛克	未中标	-	-	-	-	7110	A	5519	29%	中标	5908	B	4160	42%	中标	5412	A	5527	-2%
捷迈邦美	中标	7981	A	7987	0%	7117	A	6987	2%	中标	5910	B	4987	19%	中标	5423	A	5799	-6%

来源：天津市医药采购中心，国金证券研究所

- 从国内市场来看，患者诊疗需求增长的长期趋势稳定，电生理、软镜诊疗、外周介入等高速成长的细分优质赛道龙头公司有望持续实现高增长，医疗器械国产替代趋势仍将逐步演绎，建议持续关注细分赛道创新器械优质标的。同时院外消费医疗器械企业政策免疫性较强，叠加线上渠道发展加速与新产品上市放量，血糖、呼吸等领域有望得到进一步发展规模化生产及渠道推广能力较强的龙头公司有望脱颖而出。
- 对海外市场来讲，未来企业海外市场拓展有望迎来加速，基于海外市场旺盛的医疗需求、充足的产品盈利空间、国内企业制造优势和技术突破逐步成型等原因以及对外资医疗器械企业的复盘，我们看好未来国产医疗器械海外拓展的前景，建议重点关注在产品临床创新、制造供应、客户粘性、渠道布局方面具备优势的企业。
- 重点公司：迈瑞医疗、新产业、健帆生物、三诺生物、心脉医疗等

# 4 中药&药店：业绩有望迎来拐点

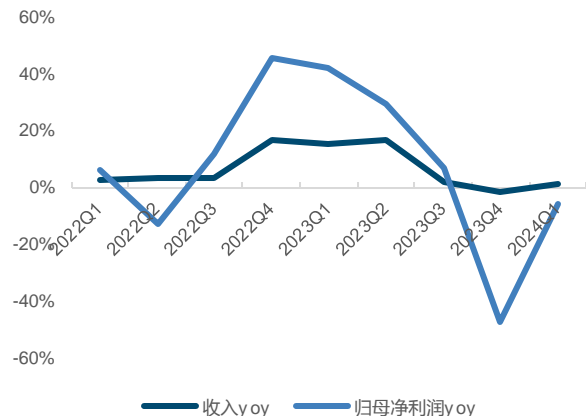
# 中药：Q1高基数下业绩增速放缓，全年有望呈现逐季好转

- 2023中药板块整体业绩表现出色，在行业政策和经营环境波动中体现出稳定的增长能力，相比2022年，整体景气度改善明显。2024年一季度由于部分高基数等原因，行业整体增速有所回落，但部分优秀头部公司仍保持了增长。
- 从单季度节奏分析，2023年Q1及Q2板块内公司收入及归母净利润增速较快，2024年Q1板块内公司在同期高基数上业绩增速放缓，看好后续迎来逐季好转。

图：2023年及2024Q1部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及增长情况

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
中药																		
片仔癀	10058	8694	16%	2797	2472	13%	2854	2476	15%	3171	2630	21%	975	770	26%	988	771	28%
云南白药	39111	36488	7%	4094	3001	36%	3764	3232	16%	10774	10513	2%	1702	1518	12%	1690	1403	21%
华润三九	24739	18079	37%	2853	2449	17%	2711	2219	22%	7294	6352	15%	1364	1151	18%	1328	1131	17%
同仁堂	17861	15372	16%	1669	1426	17%	1657	1399	18%	5267	5143	2%	576	523	10%	571	519	10%
白云山	75515	70788	7%	4056	3967	2%	3636	3319	10%	22946	21629	6%	1958	1909	3%	1834	1827	0%
东阿阿胶	4715	4042	17%	1151	780	48%	1083	700	55%	1453	1069	36%	353	230	53%	329	212	55%
济川药业	9655	8996	7%	2823	2171	30%	2692	2029	33%	2403	2388	1%	845	677	25%	726	606	20%
以岭药业	10318	12533	-18%	1352	2362	-43%	1265	2323	-46%	2523	3935	-36%	304	1203	-75%	292	1178	-75%
太极集团	15623	14051	11%	822	350	322%	774	367	111%	4208	4427	-3%	247	235	5%	218	239	-9%
达仁堂	8222	8249	0%	987	862	14%	952	769	24%	2086	2154	-3%	387	401	-3%	376	395	-5%
吉林敖东	3449	2868	20%	1460	1781	-18%	1313	1530	-15%	861	788	9%	144	486	-70%	278	445	-38%
昆药集团	7703	8282	-8%	445	383	16%	335	251	33%	1853	1910	-3%	119	131	-9%	113	103	9%
江中药业	4390	3812	15%	708	596	18%	704	507	39%	1227	1316	-9%	267	241	11%	264	225	17%
葵花药业	5700	5095	12%	1119	867	28%	1003	804	25%	1518	1766	-14%	255	406	-37%	237	390	-39%
羚锐制药	3311	3002	10%	568	465	22%	534	409	31%	909	789	15%	190	144	32%	181	138	31%
众生药业	2611	2676	-2%	263	322	-18%	305	300	1%	641	747	-14%	51	139	-63%	72	128	-44%
康恩贝	6733	6000	11%	592	358	65%	554	483	15%	1824	2131	-14%	216	284	-24%	201	264	-24%
马应龙	3137	3532	-10%	443	479	-7%	352	462	-24%	955	833	15%	198	188	5%	193	142	36%
奇正藏药	2045	2045	0%	581	473	23%	370	440	-16%	365	296	23%	97	93	5%	56	32	73%
红日药业	6109	6650	-8%	507	624	-19%	376	571	-34%	1463	1659	-12%	58	175	-67%	54	157	-65%
康缘药业	4868	4351	12%	537	434	24%	499	395	26%	1359	1352	0%	148	141	5%	140	139	0%
佐力药业	1942	1805	8%	383	273	40%	374	265	41%	673	496	36%	142	97	46%	144	96	50%

图：中药上市公司24年Q1收入及利润端面临较高基数



# 中药：国企改革考核指标细化，中药国企上市公司盈利质量有望提升

- 展望2024年下半年，我们认为重点关注国企改革、基药目录两大主线受益标的，以及业绩有望持续释放的品牌OTC公司。
- 近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。从2020年首次形成“两利三率”指标体系，到2023年逐步调整成为“一利五率”。在2024年4月发布的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》中，提出“推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。”考核指标细化+市值管理纳入考核评价体系，有利于推动国企焕发活力。
- 中药板块国企众多，相关公司有望在国企改革推动下，在渠道改善、同业竞争减少等方面或有所受益，进而实现盈利质量提升。建议关注太极集团、康恩贝、华润三九、昆药集团等。

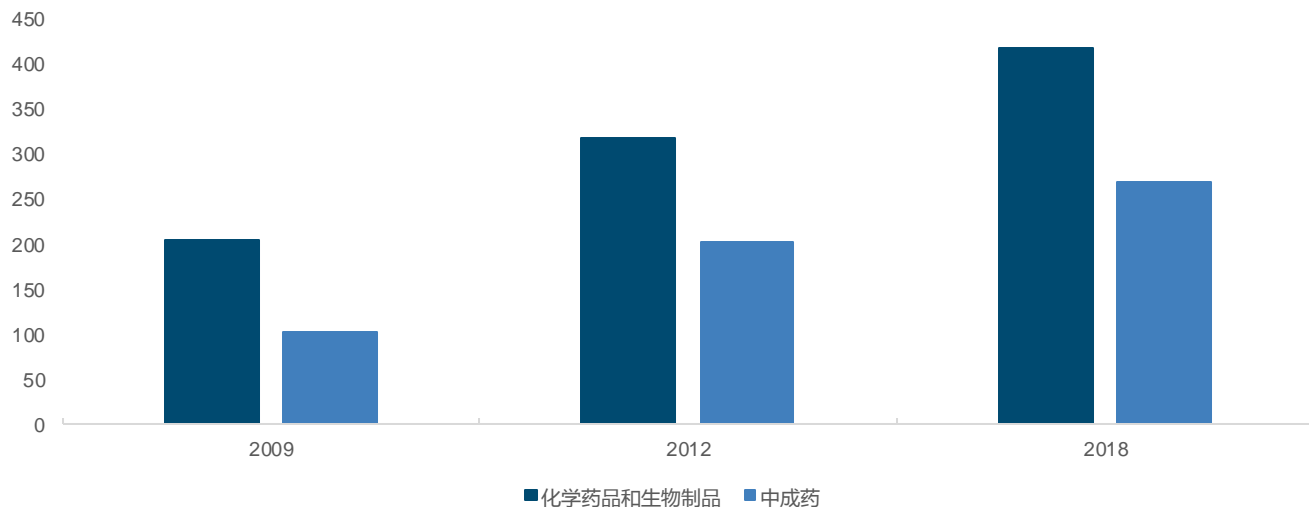
表：国资委国企改革指标逐步优化

时间	指标体系	具体考核指标
2020	两利三率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度
2021	两利四率	净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度、全员劳动生产率
2022	两利四率	新增“两增一控三提高”要求 净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度、全员劳动生产率
2023	一利五率	利润总额、净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率

来源：国资委，政府官网，国金证券研究所

- 新版基药目录2024年有望落地。根据《国家基本药物目录管理办法》，“国家基本药物目录在保持数量相对稳定的基础上，实行动态管理，原则上3年调整一次”。目前尚在实行的是2018版基药目录，此前受外部环境等因素影响，新版基药目录迟迟未推出，2024年有望落地。过去几版基药目录中，中成药逐渐受重视，其数量占比持续提升，由2009年的33%提升至2018年的39%。

图：过去三版基药目录，中成药数量快速提升



来源：政府官网，国金证券研究所

## 中药：2024年新版基药目录有望落地，关注潜在受益标的

- 产品入选基药目录后，有望迎来快速放量。根据米内网数据，2018版国家基药目录新增的独家中成药中，有25个产品2022年在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院（合称中国公立医疗机构）终端的销售额比进入目录前（2018年）增长超过1亿元。新版基药目录有望推出，建议关注潜在受益标的，如康恩贝、康缘药业、济川药业等。

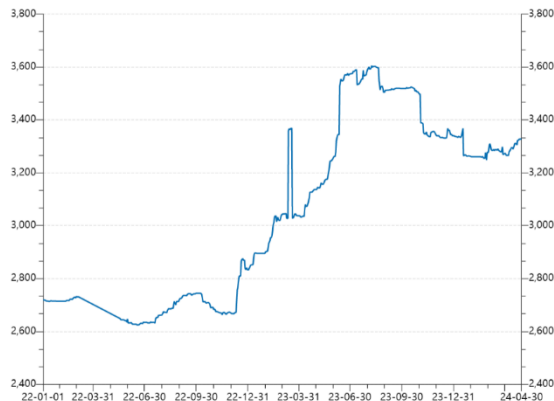
图：2018版新增独家中成药中销售额上涨1亿元以上的产品情况

企业名称	药品名称	中国公立医疗机构终端销售额（亿元）		变化情况	所属领域
		2018	2022		
以岭药业	芪苈强心胶囊	5+	14+	>9	心脑血管疾病
康缘药业	金振口服液	4+	10+	>5	儿科
佐力药业	乌灵胶囊	4+	9+	>5	神经系统疾病
扬子江药业	苏黄止咳胶囊	15+	20+	>4	呼吸系统疾病
扬子江药业	革铃胃痛颗粒	*	4+	>4	消化系统疾病
广药集团	滋肾育胎丸	1+	5+	>4	妇科
山东汉方制药	复方黄柏液涂剂	3+	7+	>4	皮肤科
天士力	芪参益气滴丸	2+	6+	>3	心脑血管疾病
以岭药业	津力达颗粒	*	2+	>2	消化系统疾病
华润医药	华蟾素片	3+	5+	>2	肿瘤疾病
奇正藏药	消痛贴膏	9+	11+	>2	骨骼肌肉系统疾病
恒康医疗	独一味胶囊	3+	5+	>2	其他
神威药业	滑膜炎颗粒	*	2+	>2	骨骼肌肉系统疾病
立方制药	益气和胃胶囊	*	2+	>2	消化系统疾病
湖北惠海希康制药	活血止痛软胶囊	*	2+	>2	骨骼肌肉系统疾病
佐力药业	灵泽片	*	1+	>1	泌尿系统疾病
华润医药	瘀血痹片	1+	3+	>1	骨骼肌肉系统疾病
希尔安药业	麝香追风止痛膏	1+	3+	>1	骨骼肌肉系统疾病
太极集团	通天口服液	1+	2+	>1	神经系统疾病
新奇康药业	西帕依固龈液	1+	2+	>1	五官科
广东红珊瑚药业	益气维血片	*	1+	>1	补气补血类
希尔安药业	金蝉止痒胶囊	*	1+	>1	皮肤科
化帆医药	小儿青翘颗粒	*	2+	>1	儿科
上海医药	瘀血痹胶囊	1+	2+	>1	骨骼肌肉系统疾病
清华德人西安幸福制药	五灵胶囊	*	1+	>1	消化系统疾病

## 中药：品牌●TC有望持续放量，议价能力强更能抵抗成本波动

- 拥有品牌OTC产品的企业，有望凭借强产品力继续保持良好业绩增长。从中药板块内公司24年Q1业绩表现来看，华润三九、东阿阿胶、济川药业、江中药业等公司在扣非归母净利润方面都实现良好增长，且库存良好，品牌OTC产品后仍有望持续放量。成本端，中药材价格在23年上半年显著上升，品牌OTC产品议价能力强，存在提价空间。建议关注华润三九、东阿阿胶、太极集团、济川药业等。

图：中药材价格指数：综合200,23年上半年中药材价格上升明显



图：部分中药OTC公司24年Q1业绩（单位：百万元）表现良好

公司	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%	存货周转天数					
										2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
片仔癀	3171	2630	21%	975	770	27%	988	771	28%	212	216	211	193	202	195
云南白药	10774	10513	2%	1702	1518	12%	1690	1403	21%	185	173	132	110	90	75
华润三九	7294	6352	15%	1364	1151	18%	1328	1131	17%	111	112	119	104	118	134
东阿阿胶	1453	1069	36%	353	230	53%	329	212	55%	801	704	512	405	289	216
济川药业	2403	2388	1%	845	677	25%	726	606	20%	106	98	92	90	89	105
太极集团	4208	4427	-5%	247	235	5%	218	239	-8%	153	148	125	104	109	113
江中药业	1227	1316	-9%	267	241	10%	264	225	17%	91	104	110	102	93	90

# 药店：表现分化龙头增长确定性更高，门店扩张+处方外流仍利好

- 以6家上市连锁药店为例：
  - 23年总体收入同比+11.8%，归母净利润同比-1.8%，扣非归母净利润同比+1.3%。
  - 23年Q4，总体收入同比-1.5%，归母净利润同比-55.9%，扣非归母净利润同比-44.8%。
  - 24年Q1，总体收入同比+11.0%，归母净利润同比-4.9%，扣非归母净利润同比-4.3%
- 整体来看，由于外部环境变化，上市连锁药店公司在22年Q4及23年Q1业绩表现强劲，但也造成了对应季度高基数。而在2023年下半年以后，连锁药房企业业绩之间出现分化，益丰药房、老百姓等龙头优质企业由于门店医保统筹接入顺利，整体经营管理效率优势突出等原因业绩领跑行业，即使在2024年的高基数条件下，依然取得了良好的收入利润同比增长。
- 后续建议继续重点配置在门店统筹医保接入和整体经营管理效率方面有优势的优质头部企业；同时由于其丰富的经营管理经验，在持续扩张中财务稳定性也优于行业整体水平。
- 重点标的：益丰药房、老百姓等。

图：2023年及2024Q1部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
益丰药房	22588	19886	14%	1412	1266	2%	1362	1230	11%	5971	5266	13%	407	336	21%	399	321	24%
老百姓	22437	20176	11%	929	785	8%	844	736	15%	5539	5441	2%	321	291	10%	311	281	10%
大参林	24531	21248	15%	1166	1036	13%	1141	1009	14%	6752	5947	14%	398	497	-20%	396	498	-20%
一心堂	17380	17432	0%	549	1010	-46%	733	989	-26%	5100	4436	15%	242	239	1%	246	241	2%
健之佳	9081	7514	21%	414	363	11%	399	361	7%	2314	2167	7%	52	76	-32%	50	75	-32%
漱玉平民	9191	7823	17%	133	229	-42%	127	220	-42%	2439	2072	18%	11	65	-84%	10	60	-84%

来源：ifind，国金证券研究所

# 药店：表现分化龙头增长确定性更高，门店扩张+处方外流仍利好头部

- 头部连锁药店继续扩张，加盟成为重要扩张手段。2023年6家上市连锁药店公司新增门店数均过千家，头部集中度进一步提升。自建、并购、加盟等方式中，大参林、老百姓、益丰药房及漱玉平民积极扩张加盟店数量，加盟店增速高于直营店增速。加盟方式具有资金占用相对少、有利于提高公司的品牌知名度等优势，逐渐受到头部公司重视，未来仍有望继续成为主要扩张方式之一。此外，随着新店、次新店盈利爬坡、业绩释放，看好下半年连锁药店业绩向好发展。
- 根据部分企业年报披露，截至2023年底，开通门诊统筹资质的药店数量：益丰药房4200多家，老百姓4262家，大参林1281家，健之佳389家。处方外流是长期趋势，头部连锁药店在运营能力、合规性方面更有优势，有望更快提升门诊统筹资质门店占比，进而从处方外流中受益。

图：部分上市连锁药店门店数量（家）仍在快速扩张

	2022年底	2023年底	2024年Q1末	2023年门店新增数	2024年Q1门店新增数	2023年门店增速
<b>一心堂</b>						
总门店数	9206	10255	10746	1049	491	11.39%
直营店	9206	10255	10746	1049	491	11.39%
<b>大参林</b>						
总门店数	10045	14074	14915	4029	841	40.11%
直营店	8038	9909	10305	1871	396	23.28%
加盟店	2007	4165	4610	2158	445	107.52%
<b>老百姓</b>						
总门店数	10783	13574	14109	2791	535	25.88%
直营店	7649	9180	9470	1531	290	20.02%
加盟店	3134	4394	4639	1260	245	40.20%
<b>益丰药房</b>						
总门店数	10268	13250	13920	2982	670	29.04%
直营店	8306	10264	10763	1958	499	23.57%
加盟店	1962	2986	3157	1024	171	52.19%
<b>漱玉平民</b>						
总门店数	5456	7337	7934	1881	597	34.48%
直营店	3325	4104	4341	779	237	23.43%
加盟店	2131	3233	3593	1102	360	51.71%
<b>健之佳</b>						
总门店数	4055	5116	5263	1061	147	26.17%
直营店	4055	5116	5263	1061	147	26.17%

来源：各公司公告，国金证券研究所

在投资策略上，中药方面，我们认为可以从以下主线把握投资机会：

- 国企改革领域，盈利能力有望提升的公司，如太极集团、华润三九等；
- 基药目录潜在受益标的，如康恩贝、康缘药业等；
- 拥有强品牌力OTC产品、业绩有望持续释放的公司，如东阿阿胶、济川药业等。

药店方面，我们认为可以从以下主线把握投资机会：

- 门诊统筹受益更明显、经营质量稳健或持续改善的公司，如益丰药房、老百姓等；

# 5 生物制品：细分赛道分化显著，关注成长期大单品

---

## 生物制品：细分赛道分化显著，关注大单品成长红利

- 生物制品不同细分赛道分化显著：一方面受集采、公共卫生政策等变化导致部分企业业绩出现一过性波动，目前业绩端相关影响已经基本出清，相应企业已经进入平稳增长区间；另一方面，根据企业核心品种所处的生命周期不同，高成长性大单品放量迅速，业绩增速较板块整体表现尤为亮眼，后续建议持续关注长效干扰素、带状疱疹疫苗等处于快速成长期的大单品。

图：部分生物制品公司2023年业绩情况

	22年收入 (亿元)	23年收入 (亿元)	yoy (%)	22年归母净 利润(亿 元)	23年归母净 利润(亿 元)	yoy (%)
智飞生物	382.6	529.2	38%	75.4	80.7	7%
康泰生物	31.6	34.8	10%	-1.3	8.6	扭亏为盈
百克生物	10.7	18.2	70%	1.8	5.0	176%
华兰疫苗	18.3	24.1	32%	5.2	8.6	65%
长春高新	126.3	145.7	15%	41.4	45.3	9%
安科生物	23.3	28.7	23%	7.0	8.5	20%
天坛生物	42.6	51.8	22%	8.8	11.1	26%
华兰生物	45.2	53.4	18%	10.8	14.8	38%
博雅生物	27.6	26.5	-4%	4.3	2.4	-45%
通化东宝	27.8	30.8	11%	15.8	11.7	-26%
甘李药业	17.1	26.1	52%	-4.4	3.4	扭亏为盈
特宝生物	15.3	21.0	38%	2.9	5.6	94%

图：部分生物制品公司2024年一季度业绩情况

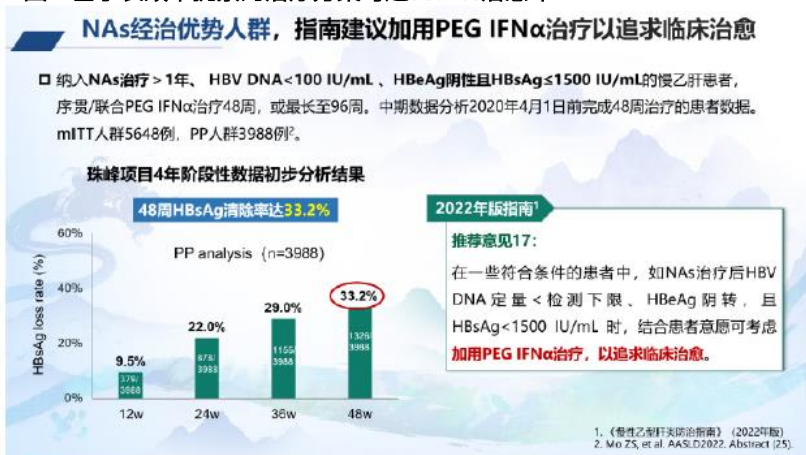
	1Q23收入 (亿元)	1Q24收入 (亿元)	yoy (%)	1Q23归母净 利润(亿 元)	1Q24归母净 利润(亿 元)	yoy (%)
智飞生物	111.7	114.0	2%	20.3	14.6	-28%
康泰生物	7.5	4.5	-40%	2.1	0.5	-74%
百克生物	1.8	2.7	51%	0.2	0.6	229%
华兰疫苗	1.4	0.3	-76%	0.9	0.4	-59%
长春高新	27.8	31.8	14%	8.6	8.6	0%
安科生物	5.9	6.6	10%	1.9	2.2	17%
天坛生物	12.9	12.2	-5%	2.6	3.2	21%
华兰生物	8.8	7.9	-11%	3.5	2.6	-26%
博雅生物	8.1	4.5	-44%	1.7	1.5	-11%
通化东宝	6.7	5.9	-11%	2.5	2.1	-14%
甘李药业	5.6	5.6	0%	0.5	1.0	95%
特宝生物	4.2	5.5	30%	0.8	1.3	53%

资料来源：wind，国金证券研究所

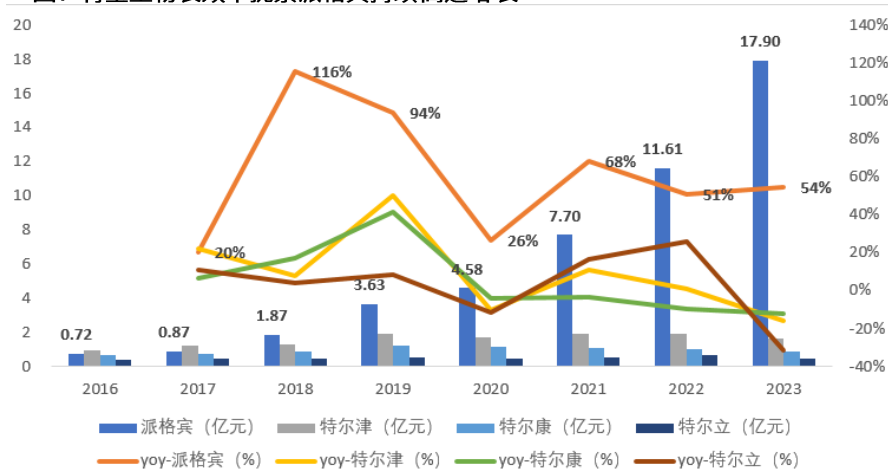
# 长效干扰素：慢乙肝临床教育不断深入，有望持续高速放量

- 近年来不断涌现的循证医学研究已经显示出长效干扰素作为慢性乙肝患者实现临床功能性治愈的基石药物的潜力，相较于传统核苷酸类药物单用仅能实现3%左右的治愈率，临床研究显示序贯/联用长效干扰素48周可达到超过30%的治愈率（NAs经治优势人群），中国《慢性乙型肝炎防治指南》（2022年版）将核苷经治慢性乙型肝炎患者人群考虑使用聚乙二醇干扰素α追求临床治愈纳入推荐意见，临床治愈的观念得到进一步深化。
- 派格宾（聚乙二醇干扰素α-2b注射液）于2016年获批上市，是国内首个拥有完全自主知识产权的长效干扰素产品，主要应用于病毒性肝炎领域，是慢性乙型肝炎抗病毒治疗一线用药。慢乙肝临床治愈正向着扩大抗病毒治疗人群、拓展临床治愈人群的新阶段发展，以派格宾为基础的乙肝临床治愈科学证据不断积累。以派格宾为基础的乙肝治疗方案在乙肝治疗领域的竞争优势持续扩大，产品市场渗透率的不断提高，销售收入快速增长。2023年特宝生物核心产品派格宾实现收入17.90亿元，同比增长54.21%，销售量为284.67万支，同比增长46.68%。随着慢性乙肝治愈院端教育及政策端支持持续深入，看好未来长效干扰素销售持续超预期。

图：基于长效干扰素的治疗方案可达33.2%治愈率



图：特宝生物长效干扰素派格宾持续高速增长



资料来源：中联肝官网，公司公告，国金证券研究所

# 胰岛素：集采续约温和落地，头部企业国产替代进程有望加速

- 2024年4月23日，国家组织药品集中采购办公室公布全国药品集中采购（胰岛素专项接续）拟中选结果。从集采中标价格看，本次胰岛素专项接续相较于首次集采，二代预混以及三代胰岛素最低中标价均有一定程度上浮。具体企业方面，甘李药业胰岛素中标价全系列上浮，其中甘精胰岛素中标价65.3元（+34%），门冬胰岛素中标价25.90元（+30%）；通化东宝胰岛素中标价整体小幅下调，其中二代预混中标价25.93元（-10%），甘精胰岛素中标价63.33元（-19%）。
- 本次集采诺和诺德与礼来两大制药巨头胰岛素产品中中标类别均为B类或C类，根据集采规则，B/C类中标类别产品仅能获得最多不超过65%的首年采购需求量，未分配的采购需求量和未中选产品的采购需求量作为剩余量，由医药机构在A类中选产品中自主选择。本次胰岛素集采专项接续将执行至2027年末，看好胰岛素国产替代进程进一步深化。

图：胰岛素集采专项接续降价情况

公司	二代预混					二代基础					二代预混				
	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)
甘李药业	n/a														
通化东宝	人胰岛素注射液	25.93	A	28.96	-10%	精蛋白人胰岛素注射液	25.93	A	29.96	-13%	精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)	25.90	A	17.89	45%
联邦制药	人胰岛素注射液	25.91	A	28.77	-10%	精蛋白人胰岛素注射液	25.91	A	29.37	-12%	精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)	25.91	A	27.37	-5%
诺和诺德	人胰岛素注射液	29.56	C	30	-1%	精蛋白人胰岛素注射液	29.56	C	30	-1%	精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)	29.56	C	30	-1%
礼来	人胰岛素注射液	n/a	未中标	30	n/a	精蛋白人胰岛素注射液	n/a	未中标	30	n/a	精蛋白人胰岛素混合注射液(30R)	29.56	C	30	-1%
公司	三代预混					三代基础					三代预混				
	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)
甘李药业	门冬胰岛素注射液	25.9	A	19.98	30%	甘精胰岛素	65.3	A	48.71	34%	门冬胰岛素30注射液	25.9	A	24.56	5%
	赖脯胰岛素注射液	35.55	B	23.98	48%						精蛋白门冬赖脯胰岛素混合注射液(25R)	35.55	B	28.88	23%
通化东宝	门冬胰岛素注射液	23.98	A	42.33	-43%	甘精胰岛素注射液	63.33	A1	77.98	-19%	门冬胰岛素30注射液	23.98	A1	n/a	
联邦制药	门冬胰岛素注射液	25.91	A	41.27	-37%	甘精胰岛素注射液	65.31	A	66.97	-2%	门冬胰岛素30注射液	25.91	A	41.27	-37%
诺和诺德	门冬胰岛素注射液	35.55	B	43.2	-18%	德谷胰岛素注射液	82.2	C	73.07	12%	门冬胰岛素30注射液	35.55	B	43.2	-18%
礼来	赖脯胰岛素注射液	38.42	C	23.57	63%	甘精胰岛素注射液	77.11	C	n/a	n/a	精蛋白门冬赖脯胰岛素混合注射液(25R)	38.42	C	18.89	103%
	谷赖胰岛素注射液	38.42	C	43.2	-11%	甘精胰岛素注射液	65.32	A	69	-5%					

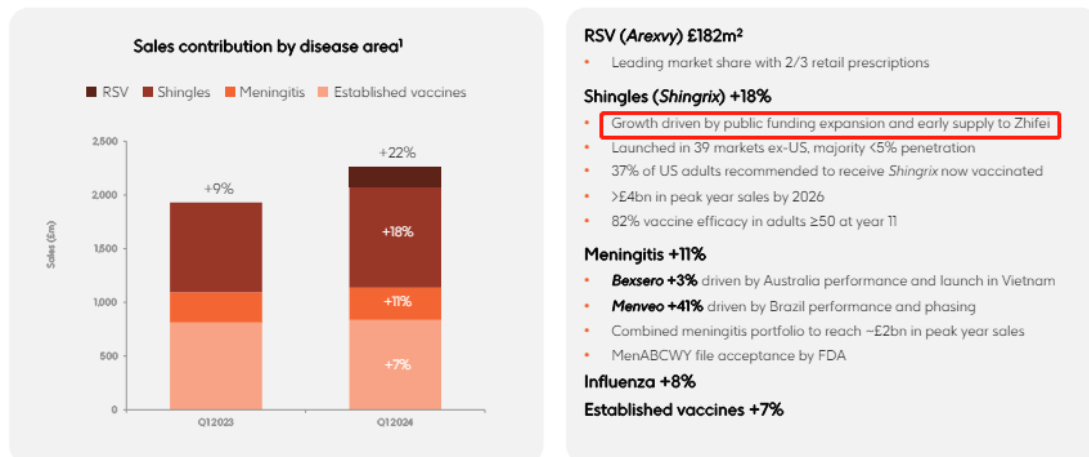
## 疫苗：关注带状疱疹疫苗及国产九价HPV疫苗

- 根据GSK，其重组带状疱疹疫苗Shingrix 2023年全球实现销售收入34.46亿欧元，同比增长17%，为2023年GSK销售额最高的疫苗品种。从销售地域看，美国仍为重组带状疱疹疫苗销售额最高地区，2023年实现销售收入18.80亿欧元，但经过数年商业化推广年销售额已基本达峰，销售额同比下降4%（固定汇率）。除欧洲、美国以外的国际市场商业化进展迅速，2023年实现收入6.58亿欧元，同比增速超过100%。2024年一季度，GSK预测Shingrix销售峰值将超过40亿欧元。
- 目前在我国获批上市的带状疱疹疫苗仅2款，分别是百克生物的带状疱疹减毒活疫苗感维以及GSK的重组带状疱疹疫苗Shingrix，竞争格局良好，看好未来市场教育得到多方共同推动。

图：GSK带状疱疹疫苗业绩持续突破

- Vaccines: +22%<sup>1</sup> led by Arexvy and record sales of Shingrix

2024 guidance: high-single digit to low-double digit % growth<sup>1</sup>



## 疫苗：关注带状疱疹疫苗及国产九价HPV疫苗

- 2022年8月30日，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，2023年上半年随着9价HPV疫苗适应症扩展相应准入工作逐步落地，九价HPV疫苗批签发量快速提升。根据智飞生物公告，2023年公司代理默沙东九价HPV疫苗获批签发约3655万支，同比增长136.16%，四价HPV疫苗获批签发约1034万支，同比减少26.27%；从批签发结构上看，公司九价HPV疫苗占比持续提升。
- 目前国内已获批上市的HPV疫苗共5款，其中GSK、万泰生物、沃森生物获批产品为2价疫苗，默沙东获批产品为4价、9价疫苗。根据智飞生物与默沙东签订的推广协议，2023~2026年智飞生物就HPV疫苗约定的基础采购金额分别为276.66亿元、326.26亿元、260.33亿元、178.92亿元。国内目前有多家公司研发的九价或更高价数的HPV疫苗已经进入临床3期，建议持续关注上市进程。

图：国内进入3期临床的9价（及更高价数）HPV疫苗

公司	产品名	临床进度	登记号
万泰生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗 (大肠埃希菌)	3期	CTR20240975、CTR20234270 CTR20212272、CTR20210365 CTR20201716
	重组九价人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗 (大肠埃希菌)	3期	CTR20223306、CTR20220679 CTR20201791
康乐卫士	重组人乳头瘤病毒三价(16/18/58型)疫苗(大肠杆菌)	3期	CTR20212152、CTR20201795
	四价重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18型)疫苗(汉逊酵母)	3期	CTR20222643、CTR20221050 CTR20212044
博唯生物	重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)九价疫苗	3期	CTR20211044、CTR20201389 CTR20201015、CTR20200540
	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗 (毕赤酵母)	3期	CTR20222154
泽润生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗 (汉逊酵母)	3期	CTR20221258
国药中生	重组人乳头瘤病毒十一价(6/11/16/18/31/33/45/52/58/59/68型) 疫苗(汉逊酵母)	3期	CTR20221258
神州细胞	重组人乳头瘤病毒十四价 (6/11/16/18/31/33/35/39/45/51/52/56/58/59型)疫苗(昆虫细 胞)	3期	CTR20232472
瑞科生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗 (汉逊酵母)	3期	CTR20210947

## 生长激素：政策边际变化有限，看好延续稳健增长

- 2023年开年以来，随着公共卫生政策调整，生长激素企业经营节奏逐步恢复正常，企业重回稳步增长轨道，各季度收入及利润端持续维持稳健增长。
- 近两年来生长激素先后被纳入广东联盟、河北省及浙江省等地集中带量采购，根据公布的集采中标结果，生长激素价格体系整体仍保持稳定。鉴于生长激素使用场景多数集中在非公立医疗机构，纳入集采对于企业经营业绩影响有限。目前我国生长激素渗透率仍有较大提升空间，未来随着渗透率提升以及剂型升级，看好生长激素行业持续增长。

图：近年来行业头部公司地区集采生长激素产品降价情况

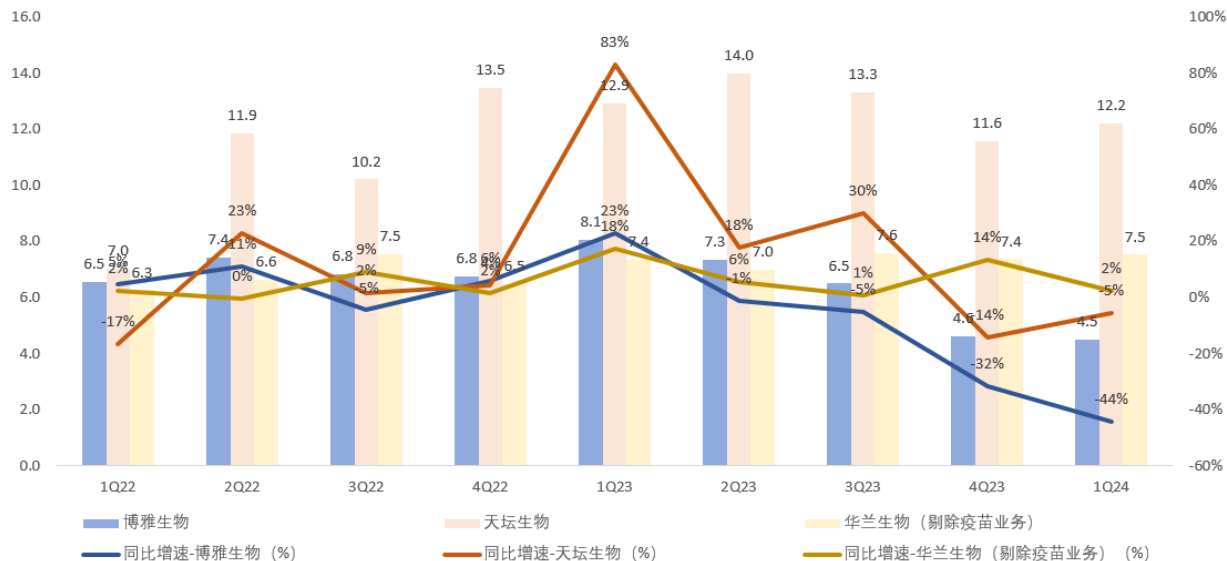
剂型	企业	规格	广东联盟集采	河北集采	浙江集采
粉针	金赛药业	2.5IU/0.85mg/1.0ml	中选（中选价约20.93元）		拟中选
		4.0IU/1.33mg/1.0ml	中选（中选价30元）	中选	
		4.5IU/1.7mg/1.0ml			
		10IU/3.7mg/1.0ml	中选（中选价约60.50元）		
	安科生物	12IU/0.85mg/1.0ml			
		2IU/0.67mg			
		4IU/1.33mg	备选（备选价约53.14元）		拟中选
		4.5IU/1.5mg			
水针	金赛药业	6IU/2mg	备选（备选价72.48元）		
		10IU/3.33mg			
		2IU/0.66mg/0.4ml			拟中选
		4.5IU/1.5mg/0.9ml			
	安科生物	15IU/5mg/1.5ml			
		15IU/5mg/3ml			
		30IU/10mg/3ml			
		4IU/1.33mg/1ml		中选	拟中选
	6IU/2mg/0.6ml				
	8IU/2.66mg/0.8ml				
		10IU/3.33mg/1ml			

资料来源：广东省药品交易中心，河北省医保局，浙江省医保局，国金证券研究所

## 血制品：行业向上趋势稳固，长期投资价值稳健

- 2023年年初因公共卫生政策调整等因素，院端对白蛋白及静丙需求持续上升，血制品企业渠道库存相应降低，2023年一季度血制品企业业绩实现快速增长。从全年维度看，白蛋白及静丙等品种院端供需持续处于紧平衡状态，行业景气度仍维持稳定向上。
- 2024年一季度因上一年业绩高基数因素，血制品企业一季度业绩短期承压。未来随着头部企业浆站接续落地、产品线持续丰富，浆源拓展+效率提升的长期增长逻辑不变，持续看好血制品行业的长期投资价值。

图：部分血制品企业1Q22-1Q24收入（亿元）及同比增速（%）



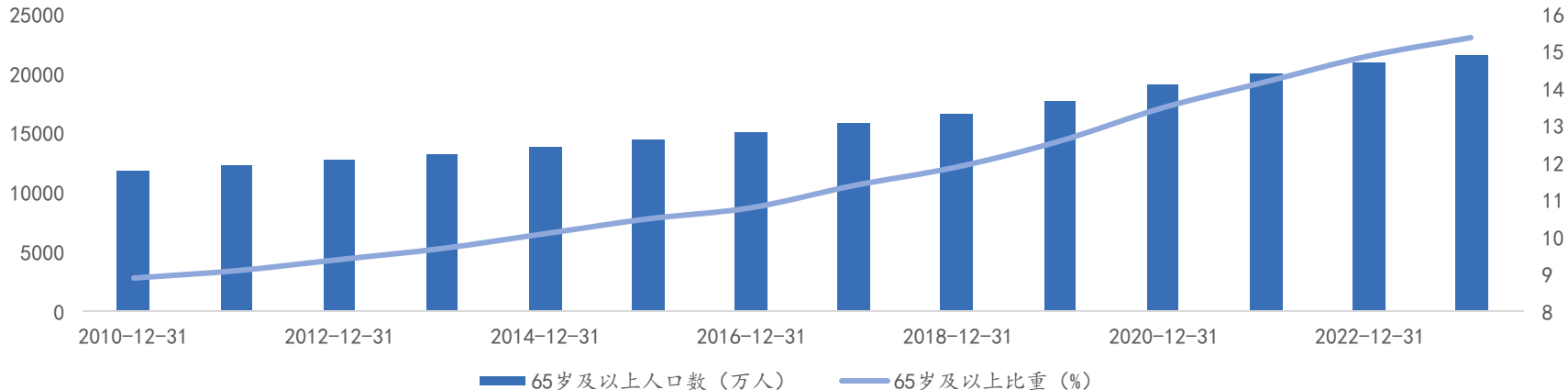
- 生物制品板块投资方向：主要建议关注具备高成长性的大单品，以及部分基本面稳健同时估值具备性价比的标的。
- 高成长性大单品：如长效干扰素、带状疱疹疫苗等，建议关注特宝生物、百克生物等；
- 基本面稳健、估值较低标的：如长春高新等；
- 出海催化：甘李药业、通化东宝等；
- 血制品业绩稳健、防御属性突出：天坛生物、华兰生物等

# 6 医疗服务&医美：老龄化深化为板块 发展核心机遇

## 需求：长期维度，老龄化深化为板块发展核心机遇

- 据国家统计局数据，截至2023年，65岁以上老人数量达到2.2亿人，占总人口比例达到15.4%，为历年来最高水平。老龄化随之而来的是慢性疾病和老年病的患病率增加，同时医疗需求随之增加。因此长期发展逻辑来看，老龄化深化为板块发展核心机遇与红利。

图：2010-2023年中国老龄化趋势

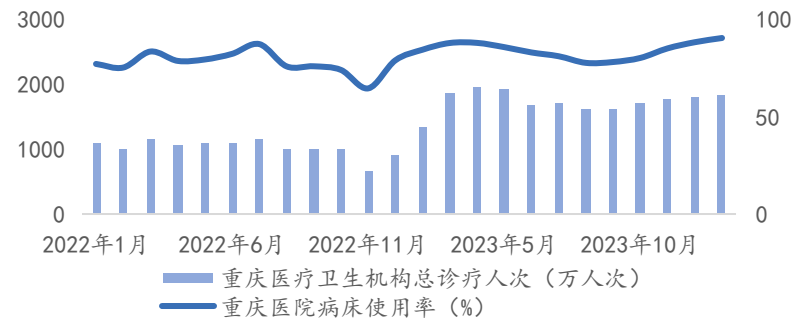


资料来源：ifind，国家统计局，国金证券研究所

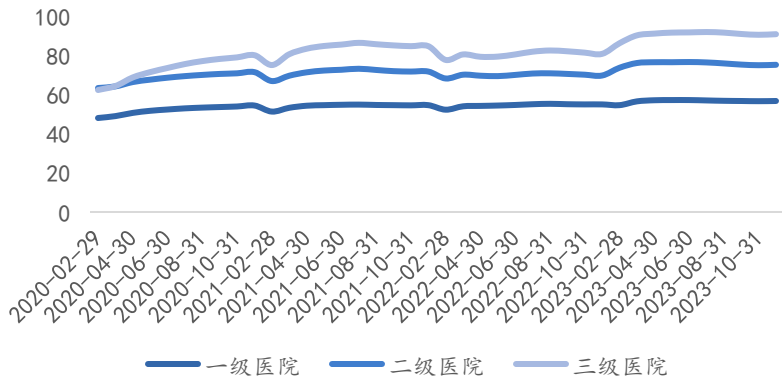
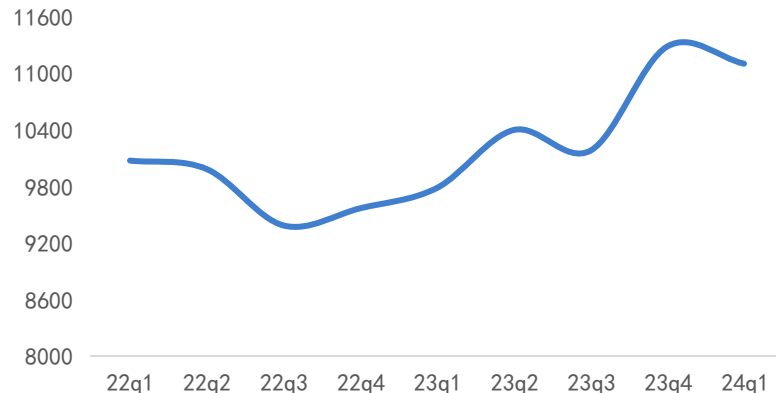
## 需求：院内诊疗持续复苏，病床使用率稳步提升

- **院内诊疗复苏**：据卫健委数据，23年全国单月院内诊疗人次稳步提升，截至23年11月末，全国单月院内诊疗6.7亿人次，为20-23年的最高点，23年1-11月CAGR为4%，同比22年呈复苏态势。
- **病床使用率回升**：据国家卫健委数据，全国病床使用率从20年61%提升至23年11月的80.2%，分级来看，23年11月末三级医院病床使用率达到91.3%，为20年以来最高使用率。
- 以各个省份卫健委披露数据为参考，24年整体院内诊疗依然处于复苏态势。四川省总诊疗人次1Q24为1.1亿人次（同比+14%，环比-2%），重庆24年3月医疗卫生机构总诊疗人次为1824万人次（同比23年1月+1%），病床使用率为89.84%，为22年以来最高水平。

图：重庆卫健委22年1月-24年3月月度卫生数据



图：四川卫健委22q1-24q1季度卫生数据 (万人次)

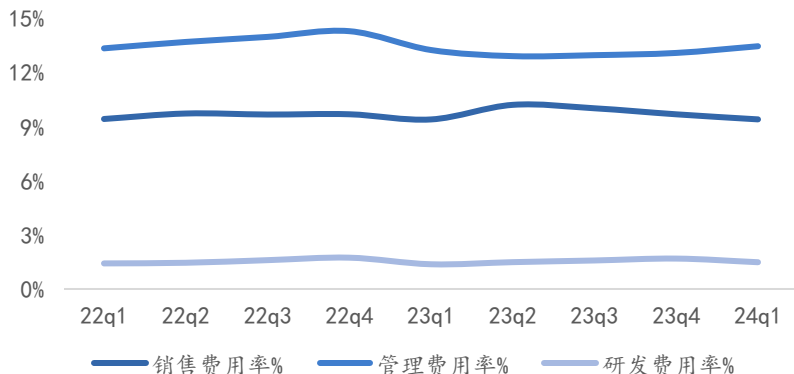


资料来源：ifind，国家及各地卫健委，国金证券研究所

## 眼科：眼科患者基数大且渗透率低，关注强业绩韧性细分龙头

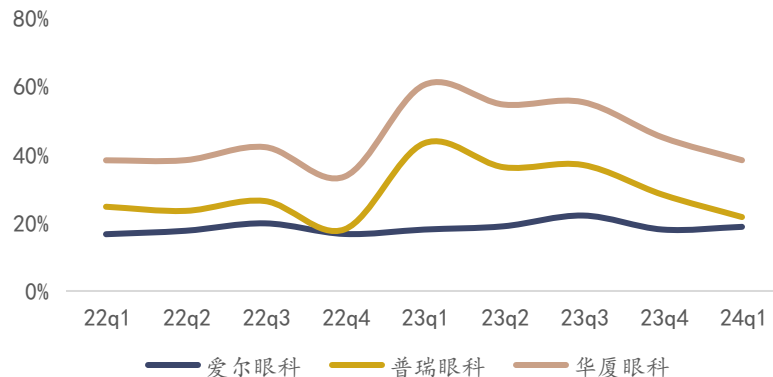
- 中国眼科患者基数庞大，眼科诊疗渗透率低。据国家卫健委数据和国家统计局数据，2022年我国近视患者6.3亿人（占全国人口数量的近50%），白内障患者2.2亿人，干眼症、青光眼等眼科疾病治疗也存在刚需。而我国消费者对眼科疾病的认知与重视程度有待提升，屈光手术、角膜塑形镜视力矫正、白内障手术等诊疗渗透率远低于美国等发达国家。目前我国眼科医疗服务供给相对不足，仍有较大提升空间，看好头部眼科民营机构进一步发展空间。
- 建议关注：爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科

图：爱尔眼科22q1-24q1单季度期间费用率



资料来源：iFind，国金证券研究所

图：爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科22q1-24q1单季度净利率对比

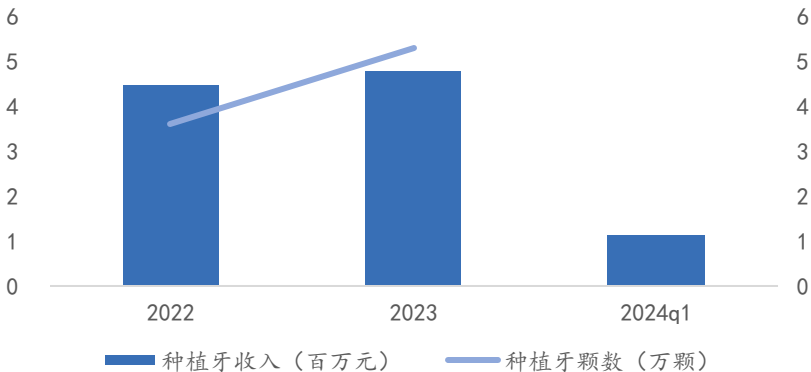


资料来源：iFind，国金证券研究所

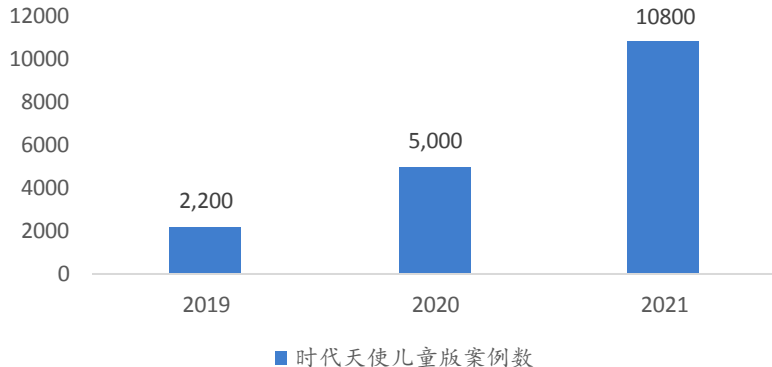
## 齿科：种植牙集采助力以价换量，儿牙早矫空间大

- 集采降幅温和，厂家有望以价换量。
  - 通策医疗：2023年4月，种植牙集采全国落地，通策落实种植牙集采政策，虽然客单价有一定下行，但也成功实现以价换量，种植业务收入同比提升。2023年通策医疗种植牙业务实现种植5.3万余颗（同比+47%），种植业务营收4.79亿元（同比+7%）。
- 儿童口腔疾病患病率高，就诊率低。据中华口腔医学会数据，中国儿童的牙齿及面部颌骨发育异常的发病率已高达70%以上。即中国平均每4个孩子中，就有3个错颌畸形。但在就诊率方面，错颌畸形儿童中，就诊率只有4%。
  - 时代天使：2023年时代天使推出了新一代KiD前牵引解决方案，在实现上颌骨前牵引的同时进行牙齿排齐。依托于强产品力，2023年公司儿童产品增长亮眼。

图：2022-24q1通策医疗种植牙业务收入及颗数



图：2019-2021时代天使儿童版案例数（例）



### ● 政策红利：

- 锦欣生殖：23年2月国家医保局发布《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第五次会议第04004号（医疗卫生类371号）提案答复的函》，表示将逐步把适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目纳入基金支付范围，减轻不孕不育患者医疗负担。 同月，国家医保局长调研妇幼保健院。在医保局推动下，目前中国4省份辅助生殖技术已纳入医保（北京、广西、甘肃、内蒙古）。国家及政策高度重视有望助力行业发展。

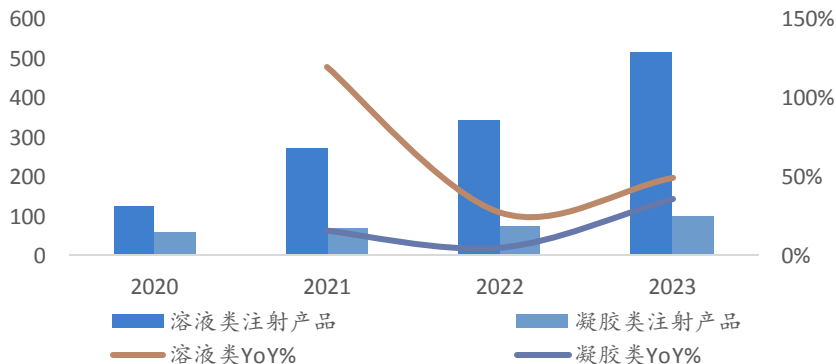
### ● 渗透率提升：

- 固生堂：中医大健康的中医诊疗服务领域市场高度分散，中医医疗服务提供商包括中医院、中医门诊部、中医诊所等医疗机构。国家卫健委数据显示，2022年中医类别执业(助理)医师76.4万人，相较于2022年12.3亿的全国中医类医疗卫生机构总诊疗人次，中医师供给明显不足。
- 海吉亚：肿瘤医疗服务行业市场规模广阔，供需错配矛盾突出，根据中国卫生健康统计年鉴，截至 2021年底，中国有 36570 家医院，其中综合医院占比 56%，专科医院占比 27%，专科医院中肿瘤医院占比 仅为 2%。肿瘤医院数量无法完全满足肿瘤医疗服务需求，市场供需错配为民营医院带来机会。海吉亚聚焦于低线城市蓝海市场，旗下单县海吉亚、龙岩市博爱医院均成为业内标杆医院。经过多年发展，海吉亚旗下医院逐步进入成熟期，有望进一步贡献业绩。

## 医美：新适应症拓展+新产品放量驱动长期成长

- 爱美客：截至23年末，公司拥有超过400名销售和市场人员，覆盖全国31个省、市、自治区，覆盖国内大约7,000家医疗美容机构如生天使于23年7月末发布,具备较大的产品优势，兼具填充与紧致效果，与濡白天使联合销售，拉动公司快速成长。
  - 后续产品：截至23年末，在公司的在研管线中已经进入临床及注册程序的项目包括麻膏管线（利多卡因丁卡因乳膏）减重管线（利拉鲁肽注射液、司美格鲁肽注射液）、填充剂（注射用A型肉毒毒素、去氧胆酸注射液）以及透明质酸酶等；此外，公司通过经销方式进一步布局光电类产品，后续有望进一步为公司贡献增量。

图：爱美客凝胶类产品销量（万支）



表：截至23年末爱美客在研管线

1、进入临床及注册程序的项目					
序号	产品名称	注册分类	临床用途	注册所处阶段	进展情况
1	注射用A型肉毒毒素	治疗用生物制品15类	中度至重度皱褶纹	注册申报阶段	注册申报阶段
2	利拉鲁肽注射液	治疗用生物制品3.3类	慢性体重管理，适用于初始体重指数(BMI)为30kg/m <sup>2</sup> 及以上(肥胖)或BMI为27kg/m <sup>2</sup> 及以上(超重)并伴有至少一种与体重相关的并发症如高血压、II型糖尿病或高用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉	临床试验阶段	完成I期临床试验
3	利多卡因丁卡因乳膏	化学药品3类		III期临床试验阶段	III期临床试验阶段
2、临床前项目					
序号	产品名称	2023年进度及变化	预期进度(2024年)		
1	去氧胆酸注射液	临床前在研阶段	提交临床试验申请		
2	透明质酸酶	临床前在研阶段	提交临床试验申请		
3	司美格鲁肽注射液	临床前在研阶段	提交临床试验申请		

资料来源：ifind，公司报告及机构调研，国金证券研究所

## 医疗服务&医美整体策略：关注强韧性严肃医疗业务，及消费 医疗业绩修复

- 医疗服务方面，预计随消费情绪回复和诊疗量持续修复，24年全年民营眼科医院业绩逐季环比提升，建议关注强业绩韧性细分龙头；齿科种植牙集采影响逐步出清，且集采后公司有望实现以价换量；辅助生殖方面，政策鼓励有条件地区将辅助生殖纳入医保支付，国家及政策高度重视有望助力行业发展；中医医疗服务受到政策鼓励和支持，头部企业外延持续推进行业整合和资源集聚。
- 医美领域消费者更加重视国产性价比品牌，同时新品类和新技术的导入带来市场增量空间，建议关注头部产品企业消费复苏势头。
- 建议关注：爱尔眼科、爱美客、通策医疗、海吉亚医疗、固生堂等

# 7 医药上游：需求景气度待修复，关注设备更新仪器板块国产替代机会

## 需求端景气度待修复

- 2023年医药上游试剂耗材、制药装备、科学仪器代表型企业实现营业收入137.67亿元（YOY -15.3%）、323.6亿元（YOY 7.4%）、67.17亿元（YOY -3.8%），归母净利润分别为56.25亿元（YOY -4.3%）、25.82亿元（YOY -4.9%）、-3.36亿元（YOY -5.1%）；2024Q1分别实现营业收入34.18亿元（YOY 7.8%）、55.96亿元（YOY -5.8%）、11.48亿元（YOY -2.5%），归母净利润分别为4.18亿元（YOY 1.9%）、2.28亿元（YOY -53.1%）、-0.59亿元（YOY 16.8%）。医药上游整体行业景气度有待修复。

图：2018-2024Q1医药上游营收及归母净利润业绩表现

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1	2022Q1
营业收入/亿元									
试剂耗材	50.77	63.66	103.77	129.92	162.50	137.67	34.18	31.70	38.76
YoY		25.4%	63.0%	25.2%	25.1%	-15.3%	7.8%	-18.2%	
制药装备	177.27	173.46	203.85	254.71	301.35	323.60	55.96	59.39	52.05
YOY		-2.1%	17.5%	24.9%	18.3%	7.4%	-5.8%	14.1%	
科学仪器	61.56	63.59	67.01	74.18	69.81	67.17	11.48	11.77	11.30
YOY		3.3%	5.4%	10.7%	-5.9%	-3.8%	-2.5%	4.2%	
归母净利润/亿元									
试剂耗材	7.03	9.75	32.94	32.85	58.75	56.25	4.18	4.10	10.74
YoY		38.8%	237.8%	-0.3%	78.8%	-4.3%	1.9%	-61.8%	
制药装备	4.35	13.70	13.64	25.71	27.15	25.82	2.85	6.09	5.17
YOY		215.0%	-0.4%	88.5%	5.6%	-4.9%	-53.1%	17.8%	
科学仪器	8.33	3.04	7.81	-0.13	-3.20	-3.36	-0.59	-0.71	-0.28
YOY		-63.5%	156.7%	-101.6%	-2608.2%	-5.1%	16.8%	-152.4%	

图：2023年及2024Q1部分医药上游公司收入、归母净利润增长情况

公司简称	营业收入		归母净利润		营业收入同比增速(分年度)				归母净利润同比增速(分年度)				营业收入同比增速(分年度)				归母净利润同比增速(分年度)			
	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24
试剂耗材																				
优宁维	12.26	2.72	0.40	0.05	8%	31%	8%	3%	32%	42%	-2%	-62%			13%	-1%			-18%	-71%
泰坦科技	27.70	6.64	0.73	0.02	21%	56%	20%	6%	39%	40%	-13%	-42%	103%	42%	13%	1%	439%	26%	29%	-91%
阿拉丁	4.03	0.98	0.86	0.17	12%	23%	31%	7%	17%	20%	3%	-7%	76%	47%	-6%	14%	147%	55%	-44%	-1%
洁特生物	4.63	0.98	0.35	0.08	104%	70%	-29%	24%	80%	43%	-49%	-60%	134%	9%	-61%	32%	44%	-15%	-121%	-193%
诺唯赞	12.86	3.02	(0.71)	0.05	483%	19%	91%	-64%	3086%	-17%	-12%	-112%			-69%	0%			-112%	-110%
义翘神州	6.46	1.52	2.60	0.44	783%	-40%	-40%	12%	2997%	-36%	-58%	-14%	311%	-61%	-11%	-3%	418%	-66%	-27%	-48%
百普赛斯	5.44	1.46	1.54	0.31	138%	56%	23%	15%	944%	50%	17%	-25%			20%	7%			-16%	-32%
键凯科技	2.92	0.65	1.16	0.14	39%	88%	16%	-28%	39%	105%	6%	-36%	159%	44%	-8%	-30%	230%	45%	-10%	-69%
威尔药业	11.56	3.30	1.12	0.35	-16%	42%	7%	4%	-22%	1%	-6%	18%	46%	28%	-15%	34%	-19%	5%	-4%	32%
纳微科技	5.87	1.54	0.69	0.17	58%	118%	58%	-7%	210%	159%	46%	-75%	161%	112%	-6%	17%	498%	176%	-80%	37%
蓝晓科技	24.89	6.31	7.17	1.69	-9%	30%	61%	30%	-20%	54%	-73%	-31%	126%	13%	51%	26%	229%	-8%	66%	26%
拱东医疗	9.75	2.72	1.09	0.45	50%	44%	23%	-34%	99%	38%	5%	-67%	156%	33%	-35%	20%	232%	20%	-70%	56%
昌红科技	9.31	2.33	0.32	0.25	56%	1%	9%	-24%	173%	-34%	14%	-75%	52%	7%	-3%	-16%	125%	14%	-30%	-21%
制药装备																				
迦南科技	10.47	2.19	(0.23)	(0.06)	43%	5%	4%	-5%	32%	9%	-202%	-69%	95%	25%	-5%	10%	67%	68%	-55%	-173%
新华医疗	100.12	25.29	6.54	2.11	4%	4%	-2%	8%	-73%	138%	-10%	30%	46%	-16%	15%	4%	338%	-13%	54%	7%
泰林生物	2.70	0.80	0.20	0.06	11%	41%	32%	-28%	41%	31%	25%	-75%	18%	49%	10%	1%	31%	45%	26%	-67%
森松国际	73.60		8.45		5%	44%	52%	13%	94%	32%	76%	26%								
楚天科技	68.53	13.92	3.17	(0.21)	87%	47%	23%	6%	328%	182%	0%	-44%	334%	20%	13%	-10%	-487%	22%	4%	-116%
东富龙	56.42	11.09	6.00	0.65	20%	55%	30%	3%	218%	79%	2%	-29%	42%	73%	15%	-22%	134%	91%	9%	-72%
诚益通	11.76	2.68	1.70	0.31	11%	20%	6%	21%	-26%	70%	21%	36%	201%	28%	20%	9%	-165%	32%	26%	38%
科学仪器																				
天瑞仪器	10.17	1.36	(1.14)	(0.08)	3%	68%	-11%	-28%	0%	384%	-47%	-30%	45%	17%	-21%	-26%	-7%	68%	-66%	-195%
禾信仪器	3.66	0.47	(0.96)	(0.15)	42%	49%	-40%	31%	49%	13%	-181%	52%								
皖仪科技	7.87	1.15	0.44	(0.34)	2%	35%	20%	17%	-11%	-19%	1%	-8%	174%	73%	18%	-15%	-14%	-24%	-116%	-2357%
聚光科技	31.82	5.40	(3.23)	(0.25)	5%	-9%	8%	8%	1129%	-148%	-61%	14%	16%	-4%	3%	4%	132%	-29%	48%	-71%
钢研纳克	9.50	2.04	1.26	0.12	7%	20%	16%	16%	12%	9%	35%	10%	52%	40%	22%	15%	-292%	124%	-34%	23%
莱伯泰科	4.16	1.05	0.28	0.12	-8%	6%	-4%	17%	6%	6%	-36%	-38%	78%	-3%	25%	9%	-4647%	-18%	8%	-10%

资料来源：wind，国金证券研究所

## 关注设备更新下，科学仪器投资机会

- 2024年2月23日，中财委第四次会议提出推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。货币政策方面，4月7日，中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，支持科技创新、技术改造和设备更新。支持领域方面，2024年4月22日北京发改委正式印发《关于进一步加强重点领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案》鼓励企业更多采购首台（套）重大技术装备、国产自主品牌设备。

图：设备更新政策回顾



资料来源：各政府官网，国金证券研究所

## 医药上游整体策略：短期需求待修复，不改长期国产替代逻辑

- 从2023年年报及24年一季报表现来看，医药上游供应链相关企业收入增长稍显疲软。但相关企业中长期国产替代逻辑尚未改变。试剂耗材企业向产品端延伸。短期来看，设备更新下，质谱仪更新需求旺盛，科学仪器投资机会值得关注。
- 建议重点关注聚光科技，建议关注键凯科技、诺唯赞等。

- **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。

## 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题