

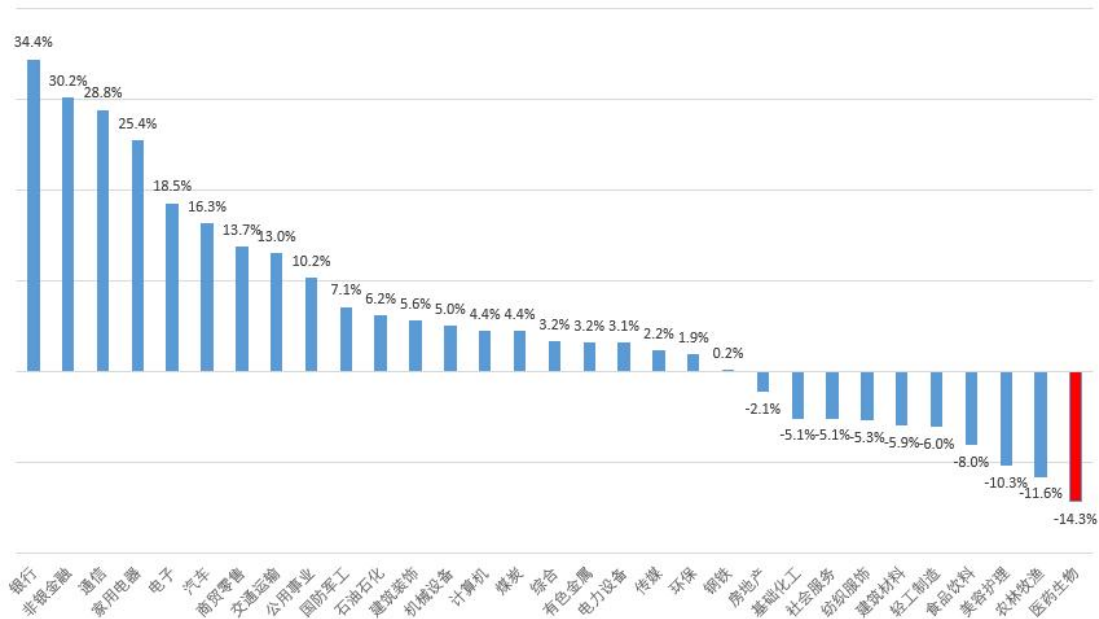
新春看消费之医药生物：年度最惨行业，于困厄中突围

导语：创新仍是核心竞争力。

作者：市值风云 App：萧瑟

要讨论 2024 年股市中最惨的行业是哪个，医药生物板块一定会占有一席之地，毕竟申万医药生物指数全年下跌 14.3%，是 31 个行业大类中表现最差的。

2024年涨跌幅

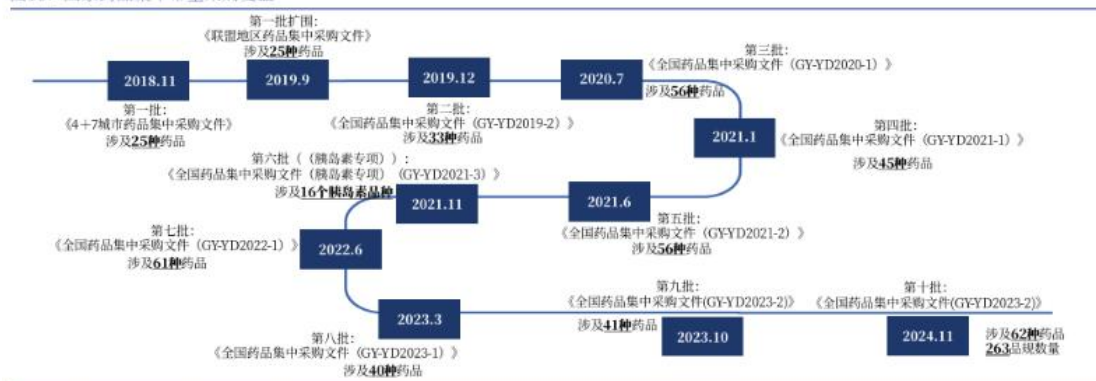


(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

近年来的医药可以说是内忧外患不断，受内需乏力、合规整顿、医保控费等因素影响，各细分环节景气度均有不同程度地下行。

尤其是药品集采的阴霾始终不散，2024年11月的第10批集采中，62个产品、263个品规数量的采购范围，长达3年的采购周期，均是过去之最。

图16: 国家药品集中带量采购复盘



资料来源: 国家医疗保障局, 中国银河证券研究院

对于 CXO 等面向境外市场的细分领域，《生物安全法案》也是悬在头顶的利剑。

复盘下行情，可以发现医药生物指数的走势基本与上证指数同步，但大部分时间内都是弱势一方，累计跑输大盘约 27pct。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

不过负贝塔之下, 也不乏有走出独立行情的个股, 例如医药行业 (参考申万行业分类) 的前十大市值公司中, 就有四家逆势上涨。

且除云南白药外, 剩余三家均为盛名在外的创新药企。可见在当前的行业环境下, **创新仍然是核心竞争力。**

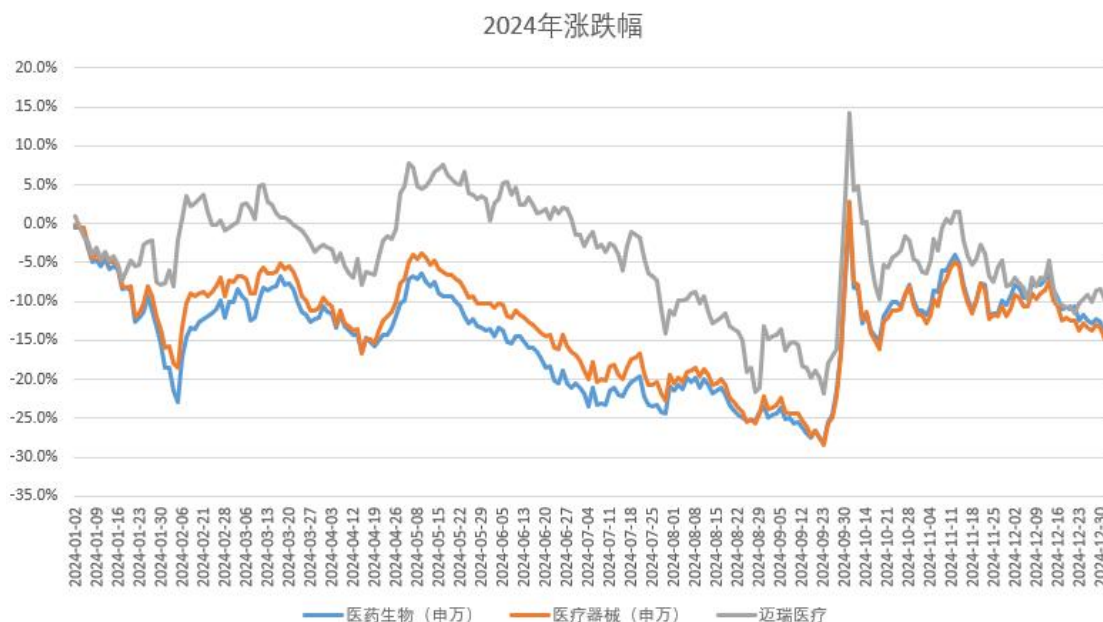
公司名称	2024年末市值 (亿元)	全年涨跌幅	二级行业
迈瑞医疗	3091.7	↓ 9.8%	医疗器械(申万)
恒瑞医药	2928.0	↑ 2.0%	化学制药(申万)
百济神州-U	2229.9	↑ 15.8%	化学制药(申万)
药明康德	1589.6	↓ 22.5%	医疗服务(申万)
片仔癀	1294.1	↓ 10.0%	中药 II (申万)
爱尔眼科	1235.8	↓ 15.2%	医疗服务(申万)
云南白药	1069.7	↑ 29.3%	中药 II (申万)
联影医疗	1041.7	↓ 7.4%	医疗器械(申万)
万泰生物	891.4	↓ 5.8%	生物制品(申万)
百利天恒-U	768.8	↑ 37.0%	化学制药(申万)

(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

我们今天就来——盘点下。

一、迈瑞医疗：力不从心

迈瑞医疗（300760.SZ）是年末业内市值最大的公司，全年下跌 9.8%，略强于医药生物指数以及所属的二级行业医疗器械指数。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

尤其在 2024 年上半年，迈瑞医疗的超额收益明显，主要得益于 1 月末斥资 66.52 亿拿下了国内电生理龙头惠泰医疗（688617.SH）的控制权。

这是迈瑞医疗自上市以来第一次收购国内公司，风云君也在公告后发布过对该事件的解读。



迈瑞收购惠泰控制权：神之一手
还是鹰之一手

 市值风云
2024-01-30 14:10

时间会给出答案！

长按识别二维码 · 尊享独立研报

 市值风云
专业服务注册制 牛市炒股在这里



(来源：市值风云 APP)

大致讲，就是迈瑞医疗在已有的生命监护，医学影像，体外诊断三大业务之外，又开辟出心血管这条全新的赛道，想象空间进一步扩大。

但 2024 年前三季度惠泰医疗的营业收入、归母净利润分别为 15.25 亿、5.28 亿，分别只有迈瑞医疗同期水平的 5.2%、5.0%。

加之迈瑞医疗对惠泰医疗的持股比例仅有 24.61%，业绩层面的影响十分有限，公司主体还是传统三大类医疗器械。

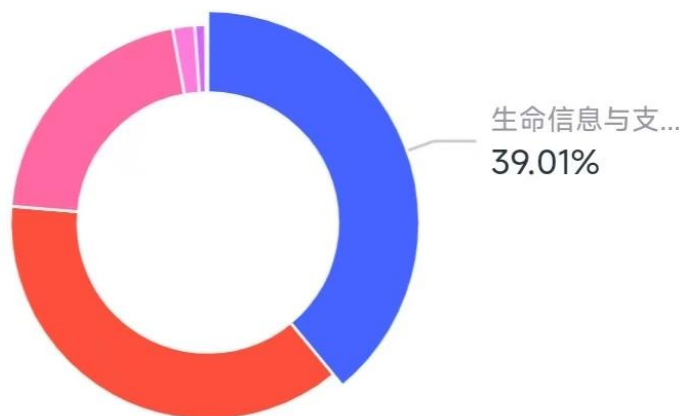
营业收入

2024-06-30

按产品

按行业

货币单位：人民币



名称	营业收入	占比
● 生命信息与支持类产品	80.09亿	39.01%
● 体外诊断类产品	76.58亿	37.30%
● 医学影像类产品	42.74亿	20.82%
● 电生理与血管介入类产品	3.74亿	1.82%
● 其他产品	1.76亿	0.86%

(来源：市值风云 APP)

迈瑞医疗也陷入了增长失速的麻烦，2024 年前三季度营收、利润增速均为个位数，不复前些年间动辄增超 20% 的表现。

迈瑞医疗 - 营收及增速

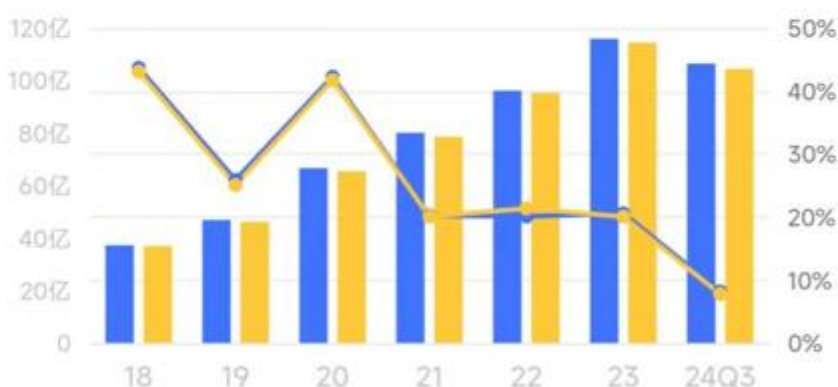
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	137.5亿	165.6亿	210.3亿	252.7亿	303.7亿	349.3亿	294.8亿
● 营收YOY	23.1%	20.4%	27.0%	20.2%	20.2%	15.0%	8.0%

迈瑞医疗 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY

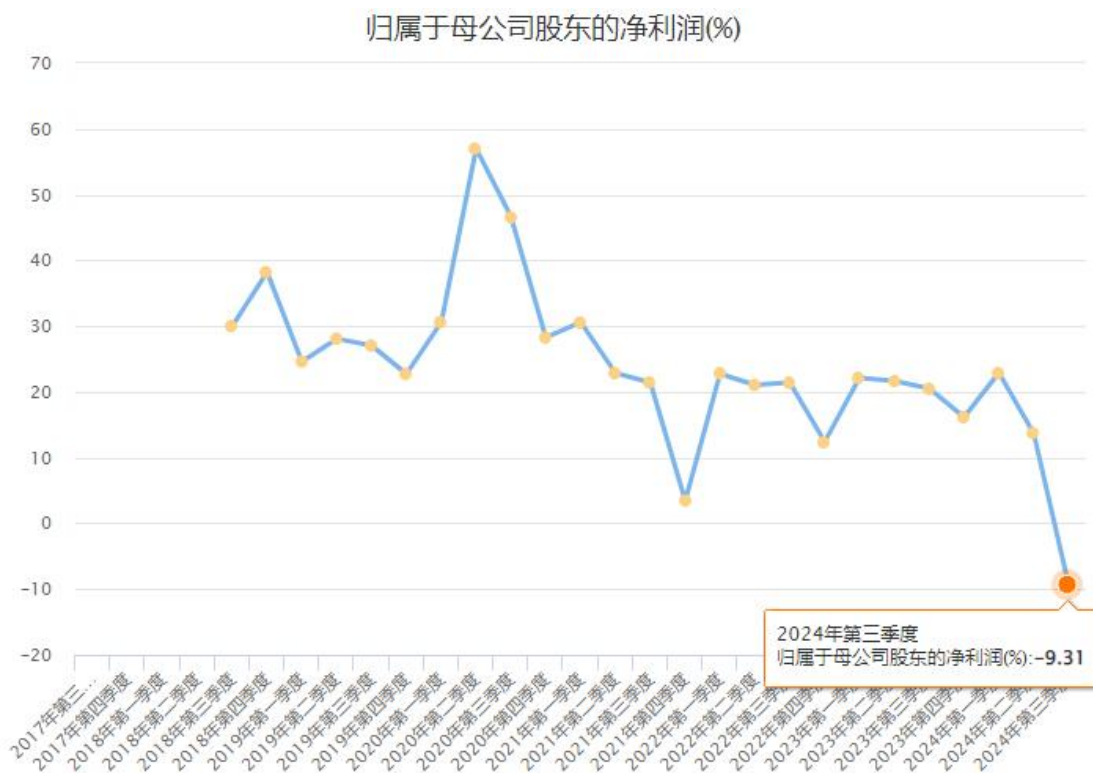


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	37.2亿	46.8亿	66.6亿	80.0亿	96.1亿	115.8亿	106.4亿
● 扣非归母净利润 (元)	36.9亿	46.1亿	65.4亿	78.5亿	95.3亿	114.3亿	104.4亿
● 归母净利润YOY	43.6%	25.8%	42.2%	20.2%	20.1%	20.6%	8.2%
● 扣非归母净利润YOY	43.0%	25.0%	41.7%	20.0%	21.3%	20.0%	7.8%



(来源: 市值风云 APP)

尤其是仅看三季度，归母净利润还出现了 9.3% 的同比下滑，这可是迈瑞医疗自上市以来首次出现单季度利润下滑的情况。



(来源: Choice 终端)

而前三季度能够实现业绩增长，主要归功于对海外市场的拓展。

分产线来看，体外诊断产线前三季度增长超过 20%，受益于加速推动海外本地化生产和中大样本量实验室突破，**国际体外诊断产线增长超过 30%**，国内化学发光、生化、凝血等业务的市占率稳步提升，其中化学发光的占有率有望在国内再超一名进口品牌并成为市场第三。医学影像产线前三季度增长超过 10%，其中主要受益于去年底上市的全身应用超高端超声 Resona A20 的放量，但国内超声的终端采购仍处于低迷状态，国内整体市场规模出现了下滑，因而公司的市占率进一步提升。生命信息与支持产线前三季度下滑超过 10%，受益于海外高端战略客户的持续突破，**国际生命信息与支持产线增长超过 10%**，但因招标采购推迟使得国内生命信息与支持产线下滑超过了 20%，国内整体市场规模出现了更大幅度下滑，因而公司的市占率有显著提升。

(来源: 迈瑞医疗 2024 年三季报)

而对于国内医疗市场的现状，2024 年三季报中的表述则较为消极，前三季度内市场仅有不足 2% 的增长，**主要原因为医疗行业整顿因素下，医疗设备招采活动普遍处于观望状态。**

说白了，还是前些年内医疗行业乱象丛生，过度医疗、贪污腐败等问题催生的后果。面对这些，贵为龙头的迈瑞医疗也有些力不从心。

好在即便增长失速后，迈瑞医疗的吾股排名仍排在第 22 位，基本面还是很稳的。

综合评级 !

吾股排名 **VIP** ▶

吾股排名

回报能力

减持新规

退市新规

市值管理

全市场排名 (2025-01-16)

22 / 5318



行业排名 1/83

所属行业 [医疗器械](#) >

超过了**99.59%**的公司

按年

按季度

更多 >

● 评分 ● 行业中位数 ● 排名



(来源: 市值风云 APP)

二、恒瑞医药：创新药一哥重回增长

创新药龙头恒瑞医药（600276.SH），以不到 200 亿的差距屈居第二。

恒瑞医药全年股价上涨 2%，分别跑赢一二级行业指数 6.4pct、16.3pct，算得上行业内优质标的。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

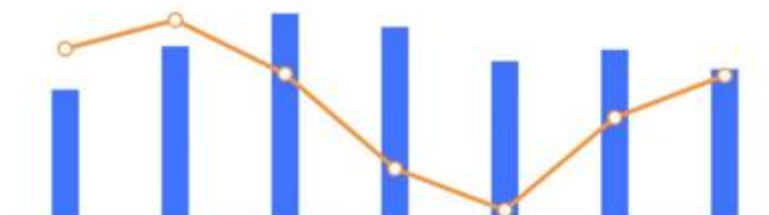
其中很大一部分原因在于，恒瑞医药亮眼的业绩表现。

自 2021 年起，在仿制药集采的压制下，恒瑞医药业绩连续两年出现下滑，直至 2023 年方才企稳。

而进入 2024 年后，业绩上行通道再度开启，前三季度营业收入、归母净利润分别增长 18.7%、33.0%，46.2 亿的净利润规模更是创下历年同期新高。

恒瑞医药 - 营收及增速

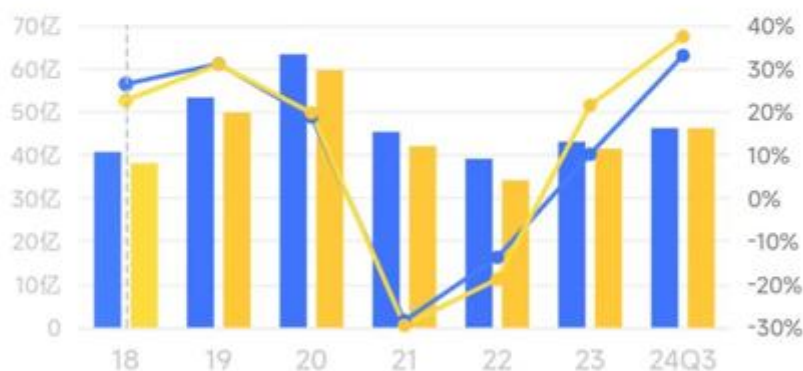
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	174.2亿	232.9亿	277.3亿	259.1亿	212.8亿	228.2亿	201.9亿
● 营收YOY	25.9%	33.7%	19.1%	-6.6%	-17.9%	7.3%	18.7%

恒瑞医药 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	40.7亿	53.3亿	63.3亿	45.3亿	39.1亿	43.0亿	46.2亿
● 扣非归母净利润 (元)	38.0亿	49.8亿	59.6亿	42.0亿	34.1亿	41.4亿	46.2亿
● 归母净利润YOY	26.4%	31.1%	18.8%	-28.4%	-13.8%	10.1%	33.0%
● 扣非归母净利润YOY	22.6%	30.9%	19.7%	-29.5%	-18.8%	21.5%	37.4%



(来源：市值风云 APP)

在 2022 年曾跌落至近 1000 名后，其吾股排名也再度回到了 50 名的位置。

综合评级 !

吾股排名 **VIP** ▶

吾股排名

回报能力

减持新规

退市新规

市值管理

全市场排名 (2025-01-16)

50 / 5318



行业排名 2/39

所属行业 [其他生物制品 >](#)

超过了**99.06%**的公司

按年

按季度

更多 >

● 评分 ● 行业中位数 ● 排名



	2020年报	2021年报	2022年报	2023年报	最新
● 评分	90.5	86.6	82.4	91	91
● 行业中位数	75.55	75.4	74.8	75.4	71.65
● 排名	46	443	957	58	50

(来源: 市值风云 APP)

恒瑞医药在 2024 年三季度中提到，业绩增长的主要原因是收到了默克制药 1.6 欧元的对外许可首付款，也就是年内创新药行业内很火的 BD 交易。

项目名称	变动比例 (%)	主要原因
归属于上市公司股东的净利润_年初至报告期末	32.98	报告期内，公司将收到的 Merck Healthcare 1.6 亿欧元对外许可首付款确认为收入，利润增加较多

(来源：恒瑞医药 2024 年三季度报)

这类交易风云君曾在不久前的研报中介绍过，彼时恒瑞医药规划赴港上市，意图或便与此相关。



不差钱的恒瑞医药，赴港募资意图何在？



萧瑟

2024-12-17 11:21

BD合作已被视为可持续的盈利驱动因素。

长按识别二维码 · 尊享独立研报



(来源：市值风云 APP)

自 2023 年起至该研报发布时，恒瑞医药已陆续与跨国药企完成 6 笔 BD 合作，总交易金额近 100 亿美元。

12 月 30 日恒瑞医药又与 IDEAYA Biosciences 达成一单 BD 交易，首付款及里程碑款合计超 10 亿美元，进一步验证了 BD 交易常态化的逻辑。

此外，恒瑞医药的创新药销售收入占比已由 2022 年的 38.1% 增至 2023 年的 43.4%，并进一步增至三季度末的 47.7%。

而当前尚未被集采的重点仿制药品种也只剩下 3 个，集采的影响也在边际减弱。

产品	国内已上市厂家数	国内通过一致性评价数量	恒瑞2023年PDB销售额（元）	恒瑞2023年市占率	主要竞品及市占率（按PDB销售数据）
碘佛醇注射液	6	3	786,293,925	98.2%	Guerbet 1.2%
吸入用七氟烷	11	7	416,832,525	59.8%	Liebel-Flarsheim 0.6%
					Maruishi 22.1%
					鲁南制药 7.9%
					Baxter 7.1%
					一品制药 2.9%
					AbbVie 0.2%
布托啡诺注射液	5	4	506,389,066	99.0%	福建海西联合药业 0.1%
					福安药业 0.7%
					国药集团国瑞药业 0.3%

资料来源：医药魔方、PDB、浦银国际

创新药龙头在 2025 年还是颇有看点的。

三、百济神州：一款神药打天下

排在第三的则是另一家创新药龙头——百济神州（688235.SH），全年股价逆势上涨 15.8%，阿尔法属性较恒瑞医药还要强上许多。

2024年涨跌幅



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

相比于恒瑞医药仿制药起家、以仿促创的模式, 百济神州则是自带项目的海归科学家与风投资本相结合的产物, 产品几乎全部以创新药为主。

因此从财务特征上, 百济神州的研发费用率要远远高于恒瑞医药, 2024 年前三季度高达 53.1%, 而后者仅为 22.5%。

相应地, 高投入下, 自上市以来百济神州还未曾实现过盈利, 吾股排名自然也不如恒瑞医药, 处在全市场中游的水平。

综合评级 

吾股排名 **VIP** ▶

吾股排名

回报能力

减持新规

退市新规

市值管理

全市场排名 (2025-01-16)

2395  / 5318

行业排名 19/39

所属行业 其他生物制品 >



超过了**54.96%**的公司

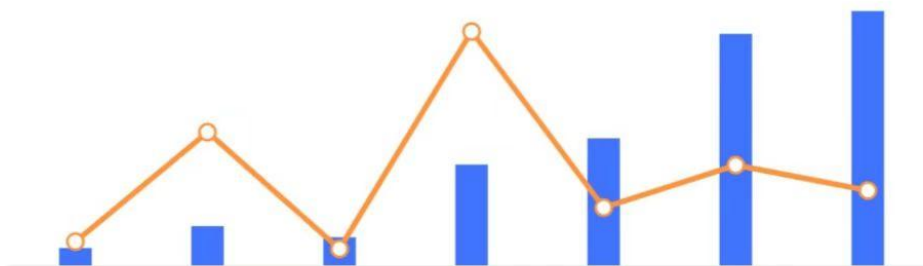
(来源: 市值风云 APP)

近年来百济神州收入端的增长十分迅猛, 2020-2023 年间总营收规模翻了 8 倍有余。

2024 年前三季度仍有近 50% 的增速, 191.4 亿的营收规模距离恒瑞医药只剩下不足 10 亿的差距, 似乎有成为新的创新药 “一哥” 的趋势。

百济神州 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	13.1亿	29.5亿	21.2亿	75.9亿	95.7亿	174.2亿	191.4亿
● 营收YOY	-18.7%	125.5%	-28.2%	257.9%	26.1%	82.1%	48.6%

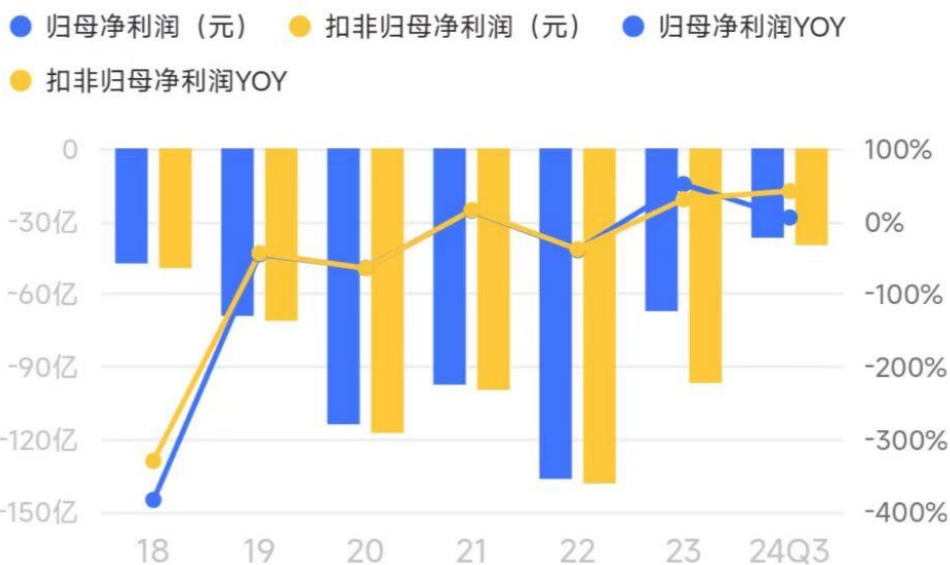


(来源: 市值风云 APP)

2023 年以来, 百济神州在利润端也在持续大幅减亏, 2024 年前三季度亏损仅剩 36.9 亿, 约为 2020 年时的三分之一。

若不考虑 2024 年年中的仲裁和解的收益, 前三季度的净利润减亏幅度同样超过 40%。

百济神州 - 净利润



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	-47.5亿	-69.1亿	-113.8亿	-97.5亿	-136.4亿	-67.2亿	-36.9亿
● 扣非归母净利润 (元)	-49.4亿	-71.2亿	-117.4亿	-99.7亿	-138.2亿	-96.8亿	-39.9亿
● 归母净利润YOY	-383.5%	-45.7%	-64.6%	14.4%	-40.0%	50.8%	4.9%
● 扣非归母净利润YOY	-329.9%	-44.1%	-64.9%	15.1%	-38.7%	30.0%	41.2%



(来源：市值风云 APP)

这一切的起源应该是 2019 年 11 月，旗下产品百悦泽在美国获批上市。

百悦泽的通用名正是大名鼎鼎的泽布替尼，是一款新型强效 BTK 抑制剂，现已在全球超 70 个市场获批，**是国内首个“十亿美元分子”**。

“十亿美元分子”指年度销售额超过 10 亿美元的单品药物。

产品	主要适应症	作用机制	药政批准状态	百济神州的商业化权利	合作方
 百悦泽 [®] 泽布替尼	美国：CLL/SLL、R/R MCL ¹ 、WM、R/R MZL ¹ 和 R/R FL ¹ ；中国：R/R MCL ² 、R/R CLL/SLL、初治 CLL/SLL、R/R WM、初治 WM 和 R/R FL ² ；欧盟 ³ ：WM、R/R MZL、R/R CLL/SLL、R/R FL	BTK 抑制剂	美国、中国、欧盟等超过 70 个市场已获批	全球	不适用

(来源：百济神州公告)

2022-2024 年上半年，这款产品销售收入分别为 15.14 亿、36.12 亿、80.18 亿，3 年 5 倍的增速，基本是期间贡献业绩增长的主力。

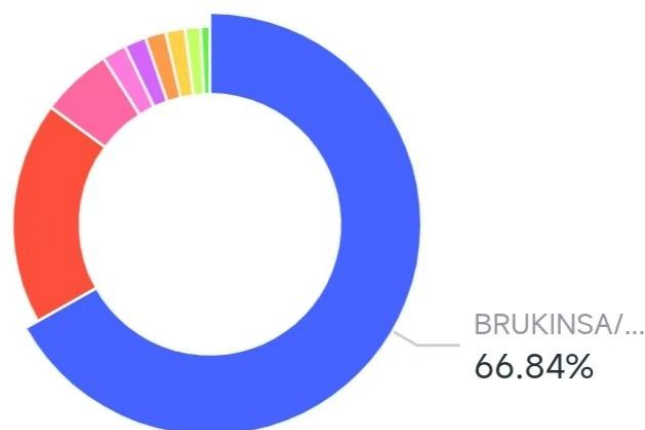
营业收入

2024-06-30

按产品

按行业

货币单位：人民币



名称	营业收入	占比
● BRUKINSA/百悦泽	80.18亿	66.84%
● TEVIMBRA/百泽安	21.91亿	18.27%
● 安加维	6.99亿	5.83%
● 倍利妥	2.38亿	1.98%
● 凯洛斯	2.13亿	1.78%

(来源：市值风云 APP)

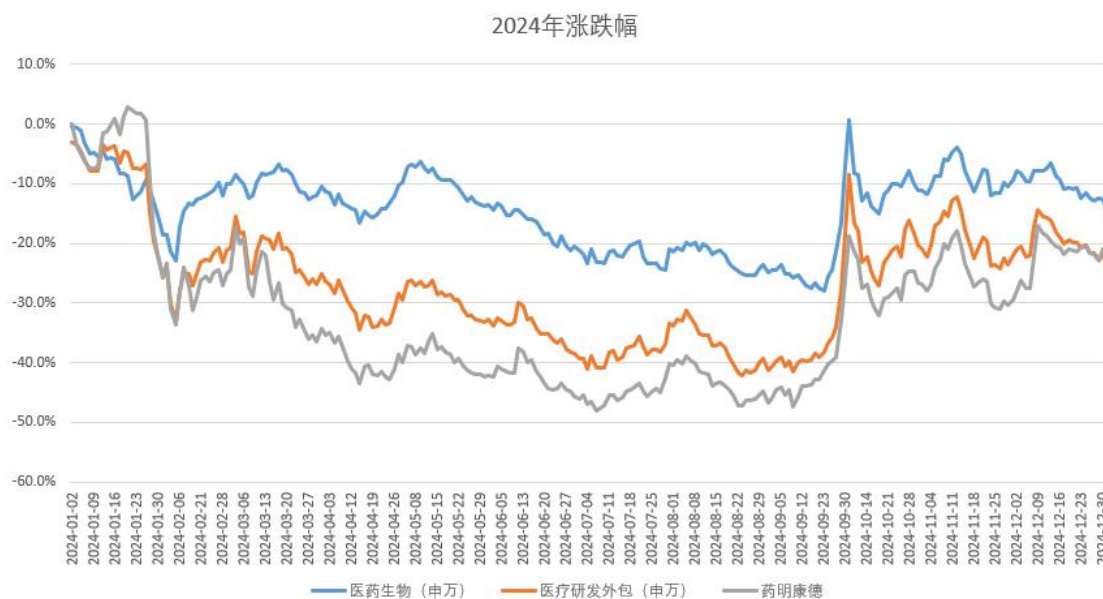
2025年1月14日，百济神州公告中称，预计2025年全年经营利润为正(即营业收入大于营业成本、销售费用、管理费用及研发费用之总和)，距离实现盈利也不远了。

四、药明康德：订单回暖，阴霾仍在

若是放在 5 年前, 要问医药行业内景气最高的赛道是哪条, 风云君大概率会选择 CXO。

时至 2024 年, 内忧外患之下 CXO 的热度已然不在, 已然是行业内的弱势板块。

细分龙头药明康德 (603259.SH) 的总市值也只剩下不到 1,600 亿的水平, 全年下跌 22.5%, 大幅跑输医药生物指数 8.1pct。

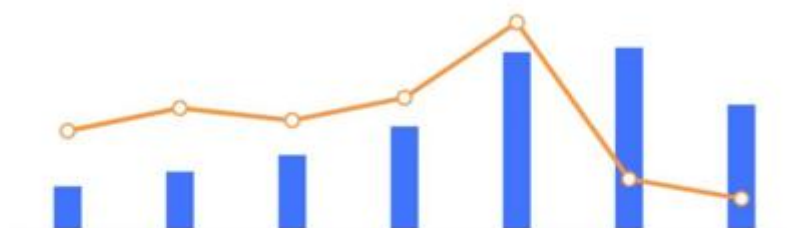


(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

业绩方面, 2024 年前三季度药明康德总营收、净利润分别出现了 6.2%、19.1% 的下滑, 行业景气度的下滑能够解释一部分下跌原因。

药明康德 - 营收及增速

● 营业收入 (元) ● 营收YOY

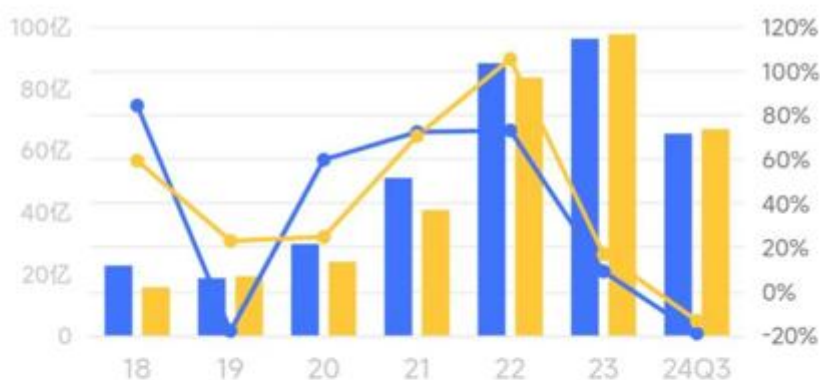


	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	96.1亿	128.7亿	165.4亿	229.0亿	393.5亿	403.4亿	277.0亿
● 营收YOY	23.8%	33.9%	28.5%	38.5%	71.8%	2.5%	-6.2%

药明康德 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY

● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	22.6亿	18.5亿	29.6亿	51.0亿	88.1亿	96.1亿	65.3亿
● 扣非归母净利润 (元)	15.6亿	19.1亿	23.9亿	40.6亿	83.4亿	97.5亿	66.8亿
● 归母净利润YOY	84.2%	-18.0%	59.6%	72.2%	72.9%	9.0%	-19.1%
● 扣非归母净利润YOY	59.2%	22.8%	24.6%	70.4%	105.4%	16.8%	-13.3%



(来源: 市值风云 APP)

不过在 2024 年三季度末，药明康德在手订单有 438.2 亿，同比增长 35.2%，**基本面触底的信号也已经出现。**

且从吾股排名看，药明康德高居 99 位，仍可以说是家质地优秀的公司。



(来源：市值风云 APP)

当前这条赛道最大的不确定性来源，仍是美国的《生物安全法案》。

该法案最早在 2023 年 12 月由参议院提出，并在随后陆续通过了参、众两院的委员会表决。

主要内容即以“国家安全”为由，限制美国联邦机构与外国生物技术公司展开业务往来，药明康德以及药明生物（2269.HK）、华大基因（300676.SZ）等公司均在限制名单内。

考虑到全球 CXO 市场主要分布在美国、欧洲等发达国家，2023 年药明康德就有超 8 成的收入来自境外，这难免让市场对 CXO 板块催生出“风雨飘摇”的印象。

表5：2024 年《生物安全法案》相关事件走势

时间	事件
2024/1/25	美国众议院议员迈克尔·加拉格尔提出《生物安全法案》草案 H.R.7085，要求美国商务部、财政部和国防部对药明康德及子公司进行制裁。
2024/3/6	《生物安全法案》的修正案 S.3558 以赞成票 11:1 通过美国参议院国土安全委员会听证会。
2024/3/13	美国生物技术组织 BIO 官网公布，终止与药明康德合作并支持生物安全法案。
2024/5/15	美国众议院监督与问责委员会针对最新修订的“生物安全法”草案(H.R.8333)召开了听证会，以决定是否将该法案推进到下一个议程，最终该草案以 40 比 1 的赞成票获通过。众议院新版草案与此前其他版本的最大变化就是新增了长达八年的缓冲期条款，明确要求美国公司在 2032 年 1 月之前结束与药明康德、药明生物、华大集团、华大智造等中国生物科技公司的合作。
2024/6/11	《2025 财年年度军人生活质量改善和国防授权法案》（H.R.8070）的委员会听证会举行完毕，该法案即 NDAA 法案；美国众议院下属规则委员会官网公布的 NDAA 法案听证会结果显示，《生物安全法案》(H.R.8333)处于已提交状态 (Submitted)，并未更新为拟讨论审议的修正案（即 Made in Order 状态），因此其确实是未被纳入 NDAA2025 的修订考量范畴。
2024/9/10	众议院投票通过了 HR8333 法案，其中 306 票支持，81 票反对，44 票弃权。
2024/9/20	参议院军事委员会（SASC）官网显示，SASC 主席和首席委员提交了一份“管理者一揽子计划”（“manager's package”），其中包含对 SASC 通过的《2025 财年国防授权法案》(NDAA) 的 93 项修正案。针对中国部分生物公司的《生物安全法案》未被纳入其中。
2024/12/8	美国国会参众两院军事委员会公布了 2025 财年国防授权法案（NDAA）最终协议文本，该版本兼顾了众议院以及参议院双方的提案。NDAA 最新版本显示，生物安全法案未被列入其中。

资料来源：21 世纪经济网，诚通证券研究所

不过在 2024 年 12 月公布的国防授权法案（NDAA）最终版本中，生物安全法案并未列入其中，药明康德等公司暂时逃过一劫。

但也不能高兴地太早，这仅仅是生物安全法案借助 NDAA 快速立法通道失败，未来大概率会卷土重来，成功立法的可能性仍然存在。

五、片仔癀：中药之王的隐忧

2024 年内，中药指数跑赢了医药生物指数 7.7pct，是行业内相对强势的板块。

片仔癀（600436.SH）素有“中药之王”的称号，市值也是冠绝各大中药企业。但其股价表现却并没有像迈瑞、恒瑞那样跑赢所在细分行业，年内累计下跌 10.0%，反倒落后了中药指数 3.4pct。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

业绩方面，片仔癀 2024 年前三季度实现营业收入 84.50 亿，同比增长 11.2%，归母净利润 26.87 亿，同比增长 11.7%，依旧维持了以往年份的稳健增长。

片仔癀 - 营收及增速

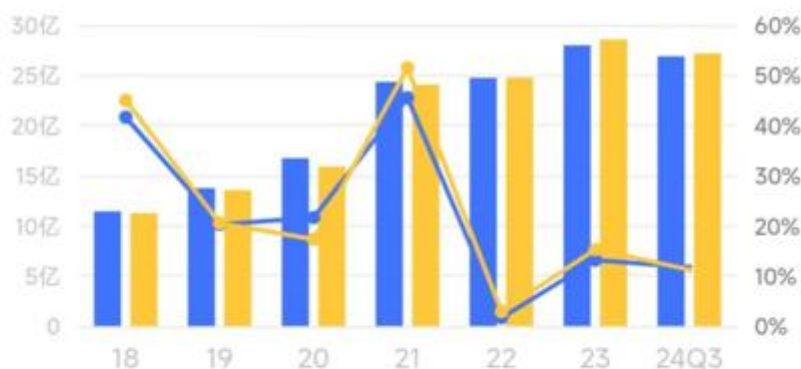
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	47.7亿	57.2亿	65.1亿	80.2亿	86.9亿	100.6亿	84.5亿
● 营收YOY	28.3%	20.1%	13.8%	23.2%	8.4%	15.7%	11.2%

片仔癀 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	11.4亿	13.7亿	16.7亿	24.3亿	24.7亿	28.0亿	26.9亿
● 扣非归母净利润 (元)	11.2亿	13.5亿	15.9亿	24.1亿	24.8亿	28.5亿	27.2亿
● 归母净利润YOY	41.6%	20.2%	21.6%	45.5%	1.7%	13.1%	11.7%
● 扣非归母净利润YOY	45.0%	20.5%	17.3%	51.4%	2.9%	15.3%	11.3%



(来源: 市值风云 APP)

而这样的表现市场仍不买账，风云君先想到的是愈演愈烈的中药集采。

2024 年内，中药饮片集采与中成药集采双线并行。

先看 12 月的第三批中成药集采，涉及 20 个产品组、95 种药品，均是历史之最。

同时开展的还有第一批集采的扩围，共涉及 17 个产品组、80 种药品。

图17: 全国中成药集中带量采购复盘



资料来源: 国家医疗保障局, 中国银河证券研究院

而 11 月的第二批中药饮片集采共涉及 45 个品种，较第一批（21 个品种）也有翻倍式扩容。

曾经的“集采避风港”正在沦陷。

片仔癀作为国家保密配方，尚未纳入医保，销售也以零售端为主，理应算是各大品种品类中较为安全的一类，但股价也受到了影响。

且抛开集采不谈，当前片仔癀系列药品仍贡献了绝大多数收入，“单腿走路”的片仔癀，如何维持增长也是摆在面前的难题。

近年来片仔癀也有过对日化产品的布局，但迟迟未见放量，对于第二增长曲线的开辟，片仔癀也是任重而道远。



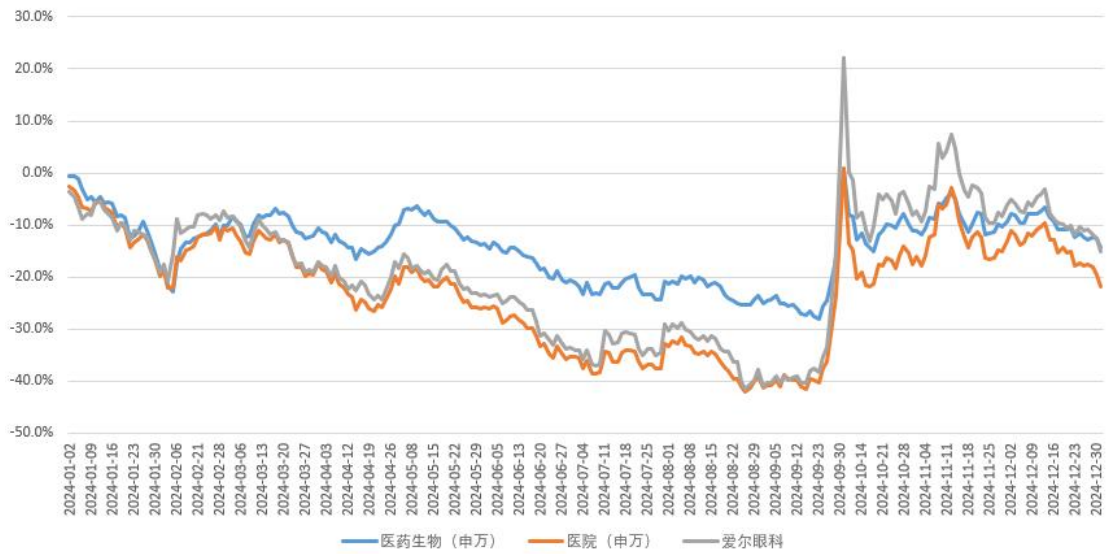
（来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP）

六、爱尔眼科：增长难寻

私立医院龙头爱尔眼科（300015.SZ）以 1,236 亿的市值排在行业第六。至此，市值前六的上市公司包含了 5 个细分领域，风云君不禁感叹医药行业真是包罗万象。

爱尔眼科股价全年下跌 15.2%，几乎与医药生物指数持平，较医院指数有 6.7pct 的超额收益，龙头溢价也是存在的。

2024年涨跌幅

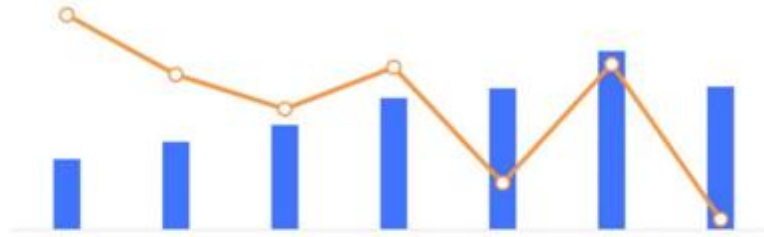


(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

爱尔眼科与片仔癀都是偏向消费属性的公司, 业绩均较为稳健, 2024 年前三季度营收端、利润端分别只有 1.6%、8.5%, 但二者也都面临着增长难题。

爱尔眼科 - 营收及增速

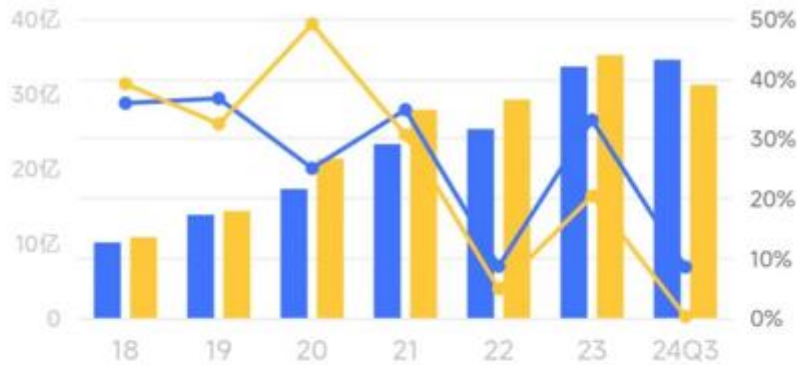
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
营业收入 (元)	80.1亿	99.9亿	119.1亿	150.0亿	161.1亿	203.7亿	163.0亿
营收YOY	34.3%	24.7%	19.2%	25.9%	7.4%	26.4%	1.6%

爱尔眼科 - 净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
归母净利润 (元)	10.1亿	13.8亿	17.2亿	23.2亿	25.2亿	33.6亿	34.5亿
扣非归母净利润 (元)	10.8亿	14.3亿	21.3亿	27.8亿	29.2亿	35.1亿	31.1亿
归母净利润YOY	35.9%	36.7%	25.0%	34.8%	8.6%	33.1%	8.5%
扣非归母净利润YOY	39.1%	32.4%	49.1%	30.6%	4.9%	20.4%	0.3%

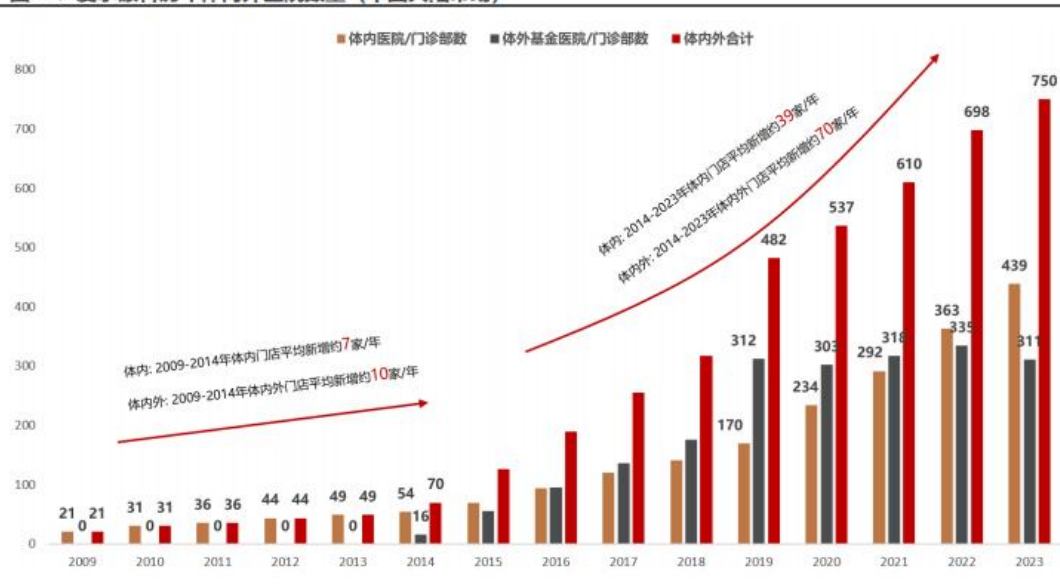


(来源: 市值风云 APP)

2024 年上半年，爱尔眼科在境内拥有医院 311 家、门诊部 202 家，合计 513 医疗机构，较 2023 年末增加了 74 家。

这个增量数字乍看还不错，抵得上过去几年内的全年增量，但细究下来，基本得益于爱尔眼科的并购基金模式。

图24：爱尔眼科历年体内外医院数量（中国大陆市场）



资料来源：公司公告，公司社会责任报告，民生证券研究院

简单点说，这类模式就是以设立 PE 取得的募资开设新店，爱尔眼科仅担任 PE 的有限合伙人，提供品牌和标准化管理体系，出资比例一般在 10%-20%。

待到新店顺利渡过孵化阶段，具备一定盈利性时，爱尔眼科再择机出资收购，正式将其装入表内。

根据公告数据，2024 年爱尔眼科合计收购了 87 家体外医院，其中 52 家在上半年并购，约占期间增量的 7 成。

而在 2021 至 2023 年，这个数字分别为 27 家、30 家、40 家，占当年体内医院/门诊部增量的 46.6%、42.3%、52.6%。

也就是说，爱尔眼科的拓店越发依赖对存量体外医院的并购，而非直接开设新店，这似乎是当下眼科医疗市场趋于饱和的信号。

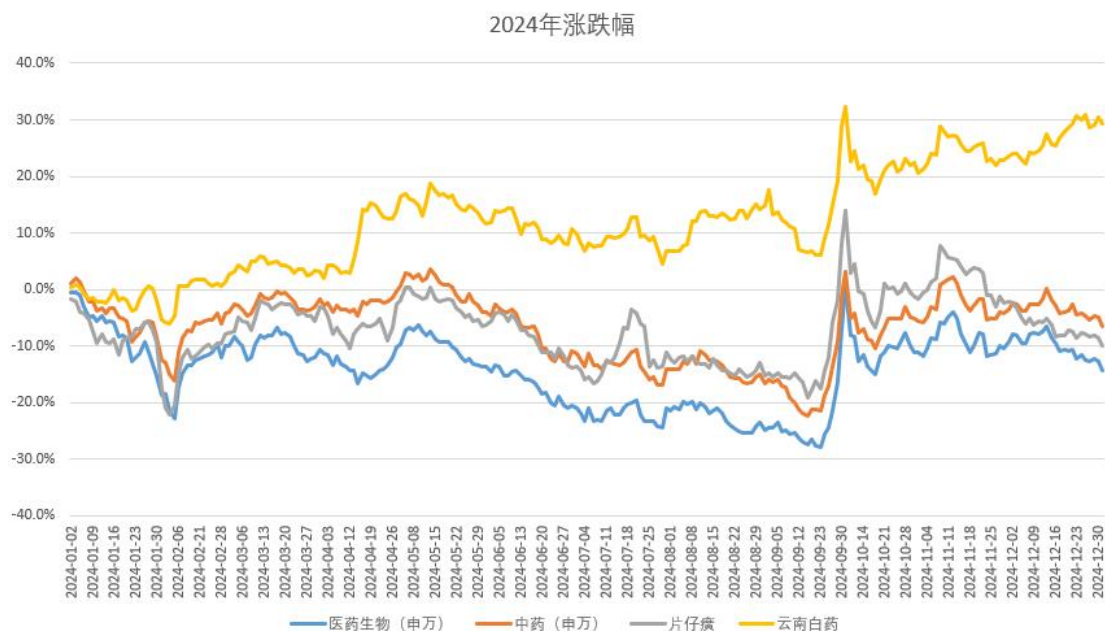
2024 年上半年，爱尔眼科 29.3% 的医院/门诊部增速，对比同期 2.9% 的收入增速，单店效益的下滑也可印证上述观点。

一个好消息是，2024 年前三季度内，华夏眼科（301267.SZ）、普瑞眼科（301239.SZ）、何氏眼科（301103.SZ）等同行业绩均不理想，净利润分别下滑 25.2%、81.6%、69.3%。

相比之下爱尔眼科至少还能勉强维持增长，龙头地位依然稳固，这应该也是股价跑赢二级行业的底气所在。

七、云南白药：跨界转型典范

云南白药 (000538.SZ) 2024 年内股价逆势上涨 29.3%，是全部十家公司中涨幅第二高的标的，较同属中药板块的片仔癀好出不少。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

但从业绩表现看, 2024 年前三季度云南白药营业收入、归母净利润增速分别为 0.7%、12.8%, 只能说是中规中矩。

营收及增速

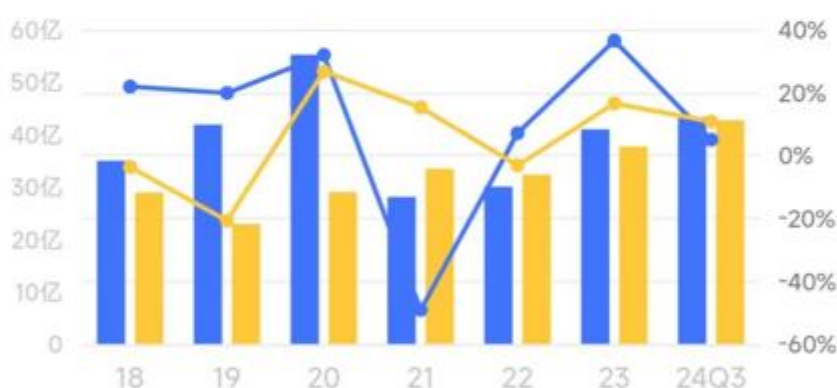
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	270.2亿	296.6亿	327.4亿	363.7亿	364.9亿	391.1亿	299.2亿
● 营收YOY	9.8%	9.8%	10.4%	11.1%	0.3%	7.2%	0.8%

净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	34.9亿	41.8亿	55.2亿	28.0亿	30.0亿	40.9亿	43.3亿
● 扣非归母净利润 (元)	28.9亿	22.9亿	29.0亿	33.4亿	32.3亿	37.6亿	42.6亿
● 归母净利润YOY	21.8%	19.7%	31.8%	-49.2%	7.0%	36.4%	4.9%
● 扣非归母净利润YOY	-3.7%	-20.8%	26.6%	15.2%	-3.2%	16.4%	10.7%



(来源: 市值风云 APP)

风云君觉得, 其超额收益主要来自独特的业务布局。

当前云南白药业务可划分为药品、健康品、中药材资源、云南省医药公司四大事业部，2024年上半年收入分别为40.69亿、31.44亿、8.94亿、121.9亿。

云南省医药公司主业为医药流通，收入占比虽高，但利润很薄，上半年净利润仅2.9亿，占比不足10%。

其中药品、健康品是两大主业，前者即以云南白药气雾剂为代表的各类中成药，后者则是以云南白药牙膏为代表的各类快消品。

顺便一提，云南白药已是国内牙膏行业的第一大品牌，占有四分之一的市场份额。

表：牙膏行业主流品牌线下份额变动情况

公司名称	品牌名称	2021	2023	2024H1	21A-24H1份额变动
云南白药	云南白药	23.86%	24.64%	25.13%	1.27%
好来化工	好来	20.10%	18.60%	18.05%	-2.05%
登康口腔	冷酸灵	6.83%	8.04%	8.57%	1.74%
宝洁	佳洁士	8.84%	8.90%	8.54%	-0.30%
薇美姿	舒客	4.88%	5.18%	5.17%	0.29%
高露洁	高露洁	5.64%	5.15%	5.02%	-0.62%
利华	中华	4.06%	3.66%	3.47%	-0.59%
葛兰素史克	舒适达	2.78%	2.55%	2.73%	-0.05%
纳美	纳美	2.29%	2.05%	2.15%	-0.14%
纳爱斯	纳爱斯	1.91%	1.80%	1.76%	-0.15%

(来源：浙商证券)

2024年上半年中，健康品事业部贡献了12.31亿的净利润，占比约4成。相比片仔癀，云南白药的第二增长曲线已然成型。

或许正是这部分快消品属性,让云南白药在医药行业弱勢的 2024 年走出了独立行情。

此外,年内云南白药还积极开展了市值管理工作,这部分因素也不可忽视。

2024 年 8 月 7 日,大股东云南省国有股权运营管理有限公司公布了其增持计划,将在未来 6 个月内增持金额 5-10 亿。

截至 2024 年三季度末,该股东已累计增持 1,749 万股,占总股本的 0.98%。按 53.81 元的期间均价对应约 9.41 亿元,增持金额已接近计划金额上限,还是很有诚意的。

此外,云南白药三季报中还公布了一次特别分红方案,分红金额 21.64 亿元约占前三季度净利润的一半。

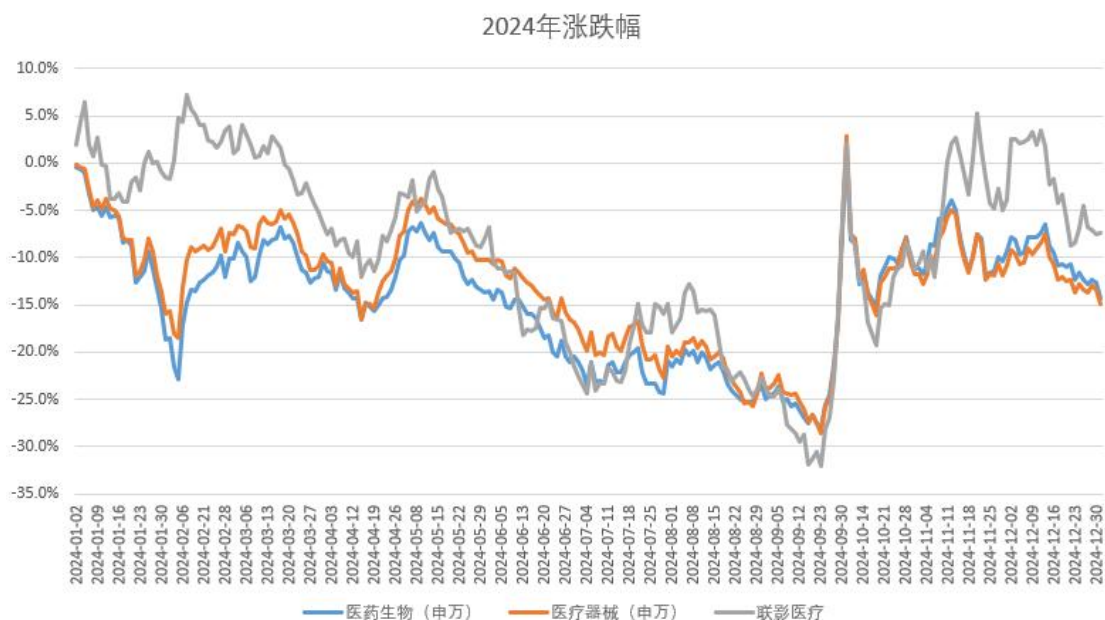
年末云南白药股息率约 5.5%,在十家公司中遥遥领先。

公司名称	股息率TTM (截至2024.12.31)
迈瑞医疗	2.83%
恒瑞医药	0.44%
百济神州-U	0.00%
药明康德	1.81%
片仔癀	1.62%
爱尔眼科	1.13%
云南白药	5.49%
联影医疗	0.29%
万泰生物	0.45%
百利天恒-U	0.00%

(来源: Choice 终端, 制表: 市值风云 APP)

八、联影医疗：出海可期

联影医疗 (688271.SH) 作为第二家医疗器械公司, 全年下跌 7.4%, 虽不如龙一迈瑞, 超额收益也是很明显的。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

联影医疗是风云君的老朋友了，主营各类医学影像设备，CT、MR、诊断XR、RT等产品市占率在国内都是名列前茅。



(来源：市值风云 APP)

2024年前三季度，联影医疗实现营业收入69.54亿，实现归母净利润6.71亿，均是负增长。

营收及增速

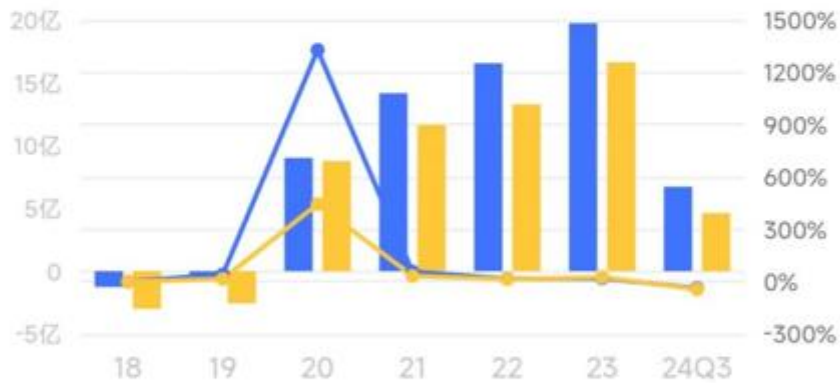
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	20.3亿	29.8亿	57.6亿	72.5亿	92.4亿	114.1亿	69.5亿
● 营收YOY	-	46.4%	93.4%	25.9%	27.4%	23.5%	-6.4%

净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	-1.3亿	-7352.0万	9.0亿	14.2亿	16.6亿	19.7亿	6.7亿
● 扣非归母净利润 (元)	-3.0亿	-2.6亿	8.8亿	11.7亿	13.3亿	16.6亿	4.6亿
● 归母净利润YOY	0.0%	41.5%	1328.1%	57.0%	16.9%	19.2%	-36.9%
● 扣非归母净利润YOY	0.0%	15.2%	444.1%	32.8%	13.9%	25.4%	-44.0%



(来源: 市值风云 APP)

在前文迈瑞医疗的章节我们讲过，医疗合规整顿下国内医疗器械市场承压，收入端的略微下滑也是能够理解的。

而在利润端，据三季报中披露，大幅下滑的主因为境外销售费用增加。

项目名称	变动比例 (%)	主要原因
归属于上市公司股东的净利润_本报告期	-320.57	受市场环境影响，报告期业务发生量略有下降，同时公司持续加大业务拓展特别是海外的投入，销售费用同比有所上升。
归属于上市公司股东的净利润_年初至报告期末	-36.94	
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润_本报告期	-899.46	
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润_年初至报告期末	-44.00	

(来源：联影医疗 2024 年三季报)

从得到的回报看，高额的销售费用也不见得是坏事。

2024 年内，联影医疗的产品陆续进入了德国、巴西、墨西哥和新加坡市场，上半年境外收入 9.33 亿，同比增幅近 30%。

九、万泰生物：全靠九价疫苗撑着

万泰生物 (603392.SH) 以 891 亿的市值排在第 9 位，是十家中唯一一家生物制品公司，同时也是业绩最差的一家。

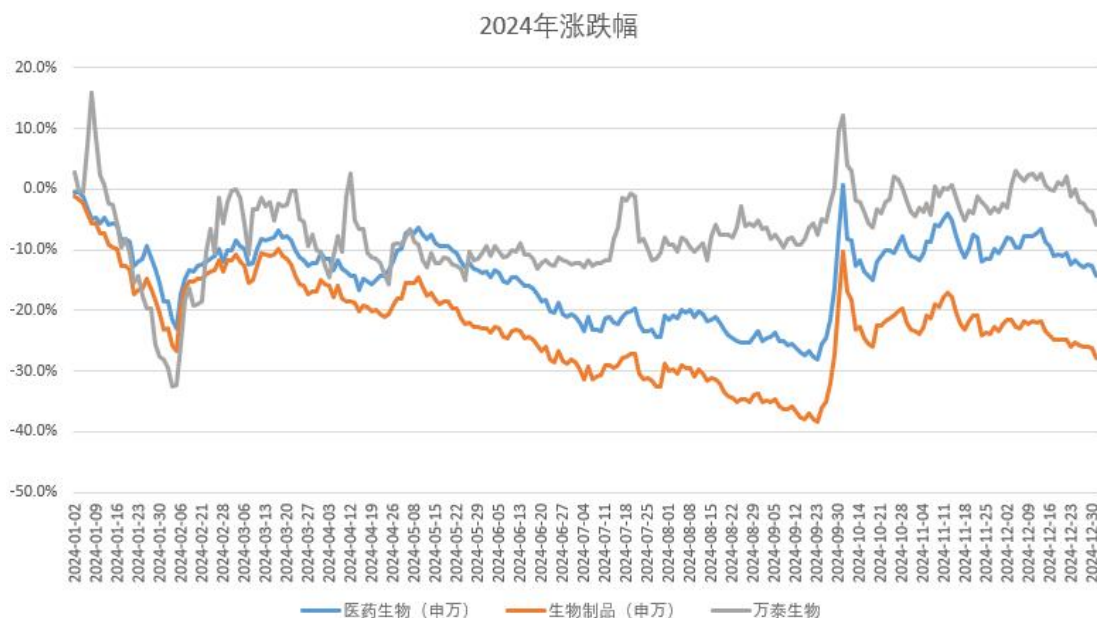
据业绩预告，2024 全年利润降幅达到了触目惊心的 90%。

- 北京万泰生物药业股份有限公司（以下简称“公司”）预计2024年年度实现归属于母公司所有者的净利润为8,600万元到12,000万元，与上年同期相比，将减少116,168万元到112,768万元，同比减少93.11%到90.38%。

- 公司预计2024年年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为-22,000万元到-15,500万元，与上年同期相比，将减少129,822万元到123,322万元，同比减少120.40%到114.38%。

(来源：万泰生物 2024 年年度业绩预告)

但万泰生物的股价反而十分坚挺，全年跌幅仅有 5.8%，分别跑赢了医药生物指数、生物制品指数 8.6%、22.0%。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

其中缘由何在呢？

我们看下业绩预告中披露的原因，**受市场调整、政府集采及九价 HPV 疫苗扩龄**等影响，**疫苗板块收入及利润出现大幅下降。**

疫苗一直是万泰生物的核心业务，2023 年收入 39.60 亿，占比为 71.9%。但在 2024 年上半年，疫苗收入仅剩 5.26 亿，同比降幅高达 84.5%。

万泰生物的核心产品是二价 HPV 疫苗，该产品上市于 2020 年，彼时定价高达每支 329 元，万泰生物的业绩爆发也始于此。

■ 营收及增速

● 营业收入（元） ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入（元）	9.8亿	11.8亿	23.5亿	57.5亿	111.9亿	55.1亿	19.5亿
● 营收YOY	3.5%	20.5%	98.9%	144.3%	94.5%	-50.7%	-60.8%

 市值风云
专业服务注册制 买股之前搜一搜



(来源：市值风云 APP)

我们都知道，这几年来多数高价药品都逃不开集采，HPV 疫苗也不例外。

至 2024 年 3 月江苏省的一次二价 HPV 疫苗政府采购中，万泰生物的中标价格仅有每支 86 元，售价缩水了近四分之三。

且随后在 8 月，同行沃森生物 (300142.SZ) 在山东省一次政府采购中的中标价格更是低至每支 27.5 元。

价格如此无底线地下落，也与二价 HPV 疫苗供需关系的反转有关。

一般而言 HPV 疫苗有二价、四价和九价之分，价数越高，针对的病毒亚型越多，预防覆盖面越广。通俗点讲就是九价疫苗是最好的，但过去曾有着 16-26 岁的年龄限制，因此需求长期受限。

转折点发生在 2022 年 8 月，默沙东九价 HPV 疫苗的新适应证在国内获批，适用人群扩展至 9-45 岁适龄女性，年龄范围足足翻了 3 倍有余。

能打九价了，二价的需求量自然是大幅下滑。面对行业变局，万泰生物也没有坐以待毙。

据公告称，旗下自有的九价 HPV 疫苗的上市申请在 8 月正式获得药监局受理，这个进度在一众国内疫苗公司中处于领先地位。

这应该也是公司市值没有随业绩而崩掉的主要原因。

十、百利天恒：尝到 BD 交易的甜头

百利天恒 (688506.SH) 是今天出现的第三家创新药企，同时也是市场表现最好的一家，全年涨幅高达 37.0%，完全走出了独立行情。

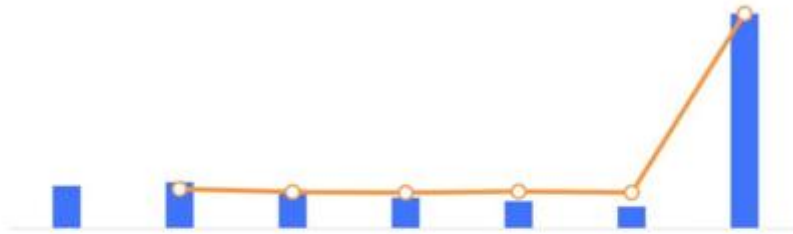


(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

毕竟 2024 年前三季度内，百利天恒的营业收入和归母净利润可是分别实现了 1399%、889%的惊人增幅。

营收及增速

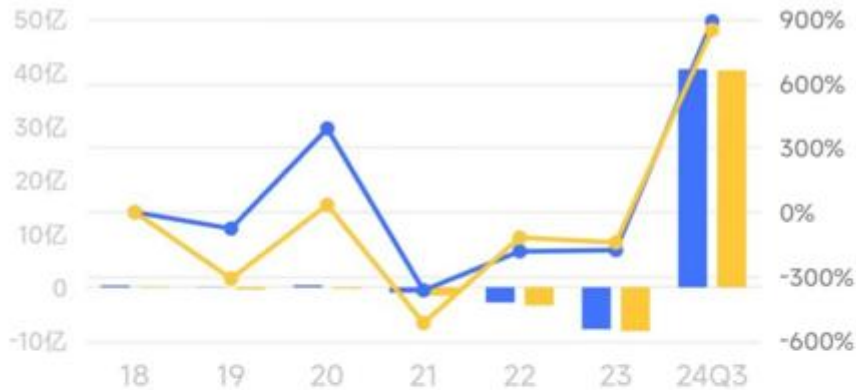
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	11.1亿	12.1亿	10.1亿	8.0亿	7.0亿	5.6亿	56.6亿
● 营收YOY	-	8.6%	-16.1%	-21.3%	-11.7%	-20.1%	1399.2%

净利润

● 归母净利润 (元) ● 扣非归母净利润 (元) ● 归母净利润YOY
● 扣非归母净利润YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 归母净利润 (元)	3282.7万	773.1万	3790.2万	-9999.1万	-2.8亿	-7.8亿	40.7亿
● 扣非归母净利润 (元)	1821.5万	-3812.1万	-2504.1万	-1.5亿	-3.4亿	-8.1亿	40.4亿
● 归母净利润YOY	0.0%	-76.4%	390.3%	-363.8%	-182.4%	-176.4%	889.2%
● 扣非归母净利润YOY	0.0%	-309.3%	34.3%	-516.2%	-118.2%	-141.5%	849.2%



(来源: 市值风云 APP)

百利天恒的核心产品名为 BL-B01D1，是全球首创也是唯一进入临床阶段的靶向 EGFR×HER3 的双抗 ADC，有成为全球重磅抗肿瘤药物潜力。

相较于单抗 ADC，双抗 ADC 能够同时结合两个不同的靶点，这使得它可以更精准地定位肿瘤细胞，在治疗效果、安全性等方面具有诸多优势。

但截至 2024 年中，BL-B01D1 的最快临床进度尚处于三期临床试验，还未具备贡献收入的能力，前些年的微薄收入基本来自现存仿制药、中成药的贡献。

产品	靶点	适应症	临床前	IND	Ia期	Ib期	II期	III期
BL-B01D1	EGFR x HER3	非小细胞肺癌、小细胞肺癌、HR-HER2 乳腺癌、三阴性乳腺癌、HER2 乳腺癌、食管鳞癌、胃癌、结直肠癌、鼻咽癌、头颈鳞癌、肾癌及其他癌种	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-M07D1	HER2	HER2 阳性乳腺癌、HER2 低表达乳腺癌、胃癌、非小细胞肺癌、食管癌、卵巢癌、子宫内膜癌、宫颈上皮癌、肝癌及其他实体瘤	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-M11D1	CD33	急性髓系白血病	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-B16D1	未披露	实体瘤	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-M17D1	未披露	实体瘤	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-M05D1	Claudin18.2	实体瘤	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
BL-M14D1	未披露	实体瘤	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████

(来源：百利天恒 2024 年中报)

2023 年 11 月，百利天恒与 BMS 就 BL-B01D1 项目成独家许可与合作协议，双方将合作推动 BL-B01D1 在美国的开发和商业化，这正是恒瑞医药章节提到的 BD 交易。

2024 年的业绩增量也基本来源于此。

2024 年上半年，百利天恒收到了 BMS 支付的 8 亿美元收付款，后续还有最高 5 亿美元的近期或有付款，以及最高 71 亿美元的里程碑款。

这是创新药行业 BD 交易的又一经典案例，这 8 亿美元为一穷二白的百利天恒带来了天大的边际增量。

此外，与恒瑞医药一样，百利天恒也在年内开启了赴港上市进程，目前最新进展为 2024 年 12 月 12 日上市申请获证监会备案。