

稳健资产，中游制造

——医药行业2024年7月月报及中报前瞻

行业评级：看好

2024年6月30日

分析师 孙建

分析师 吴天昊

分析师 郭双喜

分析师 王帅

邮箱 sunjian@stocke.com.cn

邮箱 wutianhao@stocke.com.cn

邮箱 guoshuangxi@stocke.com.cn

邮箱 wangshuai1@stocke.com.cn

证书编号 S1230520080006

证书编号 S1230523120004

证书编号 S1230521110002

证书编号 S1230523060003

➤ 行情复盘：2024年6月，医药指数跑输沪深300

- **医药指数涨跌幅：**截至2024年6月28日，2024年5月沪深300下跌3.3%，中信医药指数下跌8.11%，医药板块涨跌幅在29个中信一级行业中涨幅排名第18名。
- **医药细分板块涨跌幅：**根据Wind中信医药分类看，6月生物医药子板块全线下跌，其中中药饮片跌幅最小，医药流通跌幅最明显。根据浙商医药重点公司分类板块来看，本月API及制剂出口跌幅最小，医药商业跌幅最大。
- **医药个股涨跌幅：**截至2024年6月28日，2024年6月个股涨幅前五分别为诺泰生物（38.5%）、花园生物（21.2%）、嘉应制药（18.7%）、美好医疗（14.9%）、国华网安（12%），跌幅前三分别为ST长康、*ST景峰、大安退。
- **医药估值变化：**截至2024年6月28日，医药板块整体PE估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为24.25倍，较2024年5月31日估值下降2.2pct；医药行业相对沪深300的估值溢价率为111%，较2024年5月31日下降24pct。2024年6月28日，估值排名前3的板块为中药饮片、医疗器械、化学制剂。

➤ 医药行业观点及组合

- **6月组合复盘：**截至2024.6.28，2024年6月浙商医药组合标的平均月度跌幅7.5%，跑赢中信医药指数0.6pct。上海医药（5.2%）、海尔生物（-1.0%）、鱼跃医疗（-3.4%）、百诚医药（-5.7%）、同仁堂（-13.1%）、老百姓（-27.1%）。
- **7月行业观点：**2024年医药板块持续调整，医药投资持续缺少明确主线。我们推荐从长期投资角度依照PB-ROE标准选择长期基本面优，稳定良性增长的标的。1）在央国企改革下，短期业绩及长期发展可能超预期、基本面持续改善标的；2）平台效应逐渐显现，海外增长曲线清晰， α 能力显著的标的；3）不受投融资影响，仿制药研发高景气受益的仿制药CRO。
- **浙商医药2024年7月组合：**羚锐制药、东阿阿胶、迈瑞医疗、鱼跃医疗、新华医疗、仙琚制药、奥锐特、博瑞医药、上海医药、海尔生物。

风险提示

- 行业政策变动；研发进展不及预期；业绩不及预期。

目录

CONTENTS

01

6月复盘

02

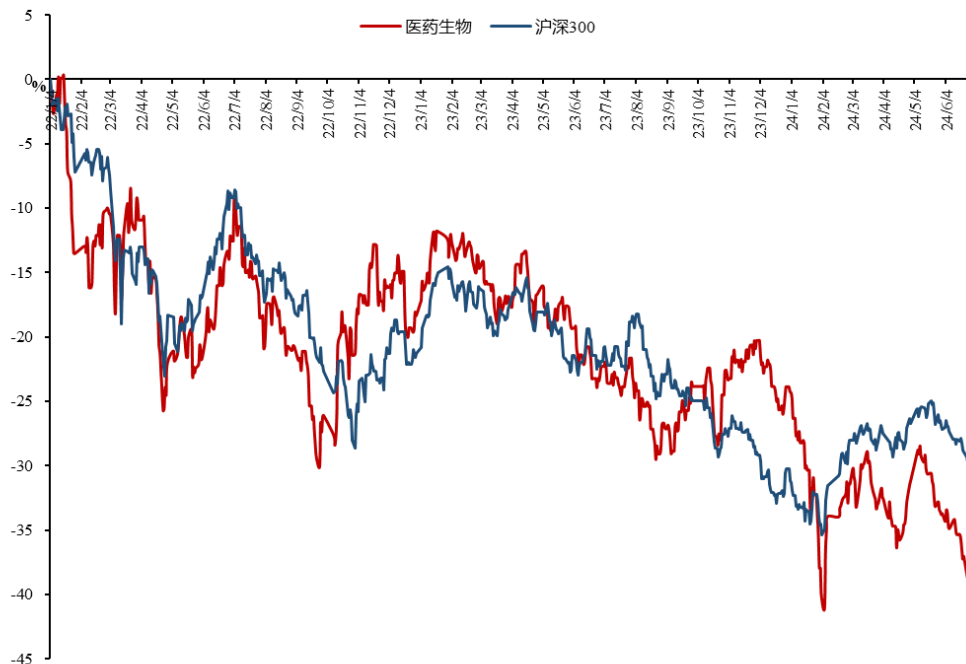
7月行业观点及组合

01

6月复盘

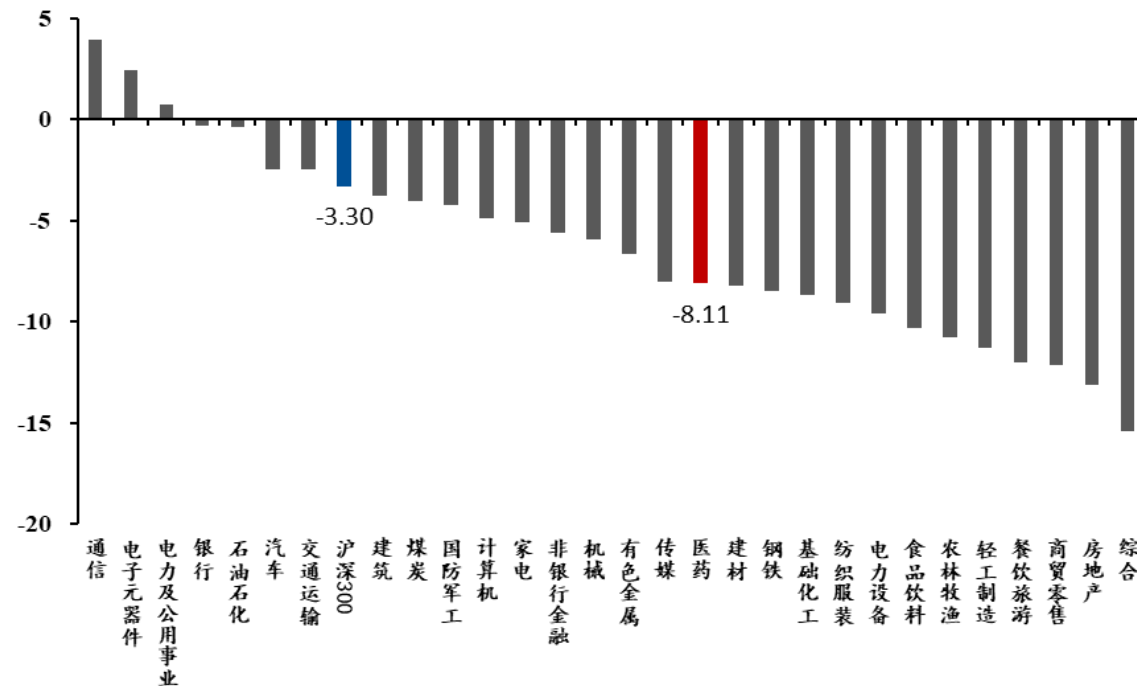
- 截至2024年6月28日，2024年6月沪深300下跌3.3%，中信医药指数下跌8.11%，医药板块涨跌幅在29个中信一级行业中涨幅排名第18名。

图1：2022年以来中信医药和沪深300比较（累计收益）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

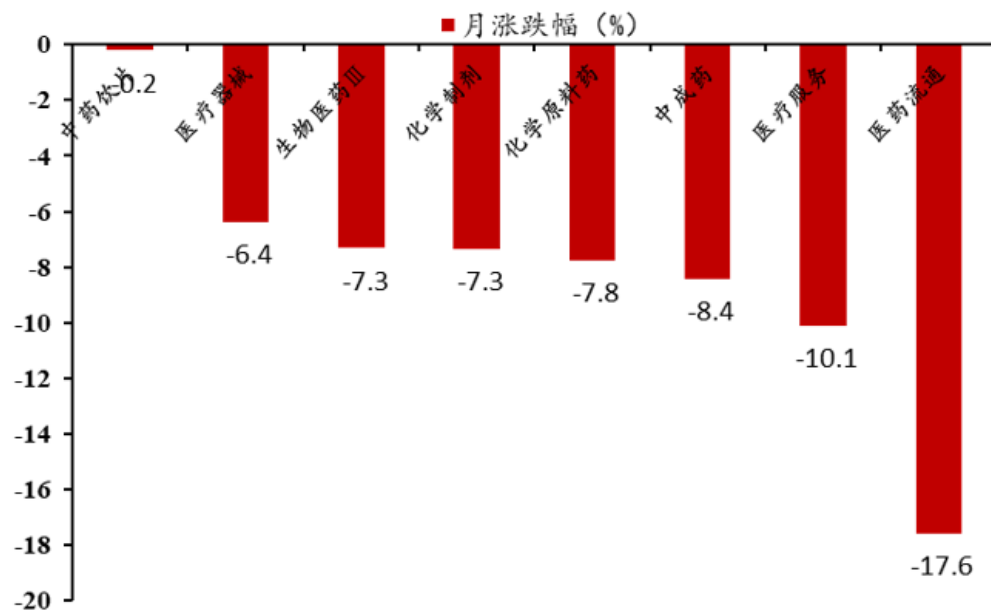
图2：2024年6月医药指数涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

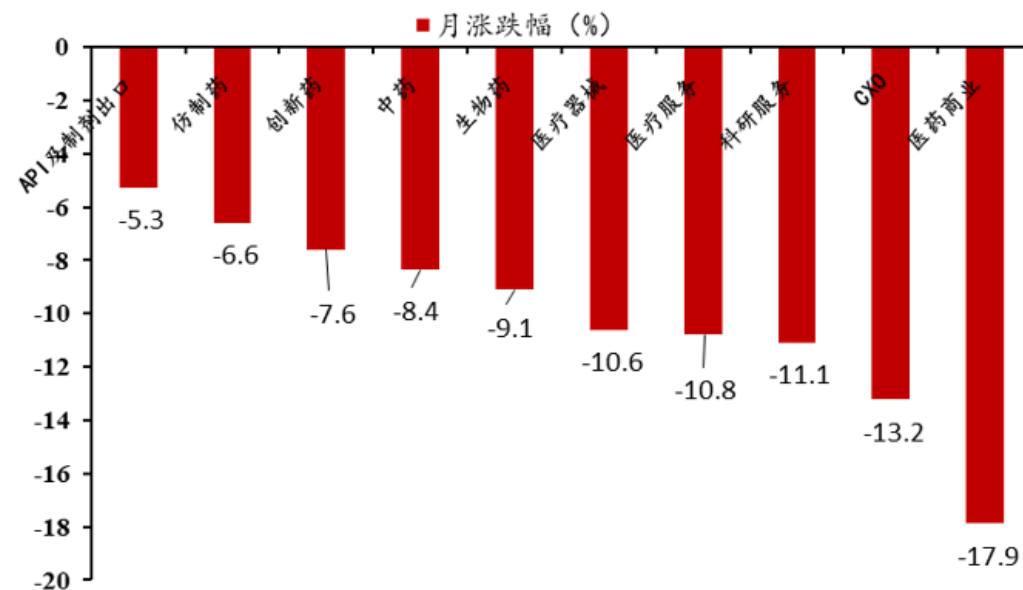
- 根据Wind中信医药分类看，6月生物医药子板块全线下跌，其中中药饮片跌幅最小，医药流通跌幅最明显。
- 根据浙商医药重点公司分类板块来看，本月API及制剂出口跌幅最小，医药商业跌幅最大。

图3：2024年6月医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

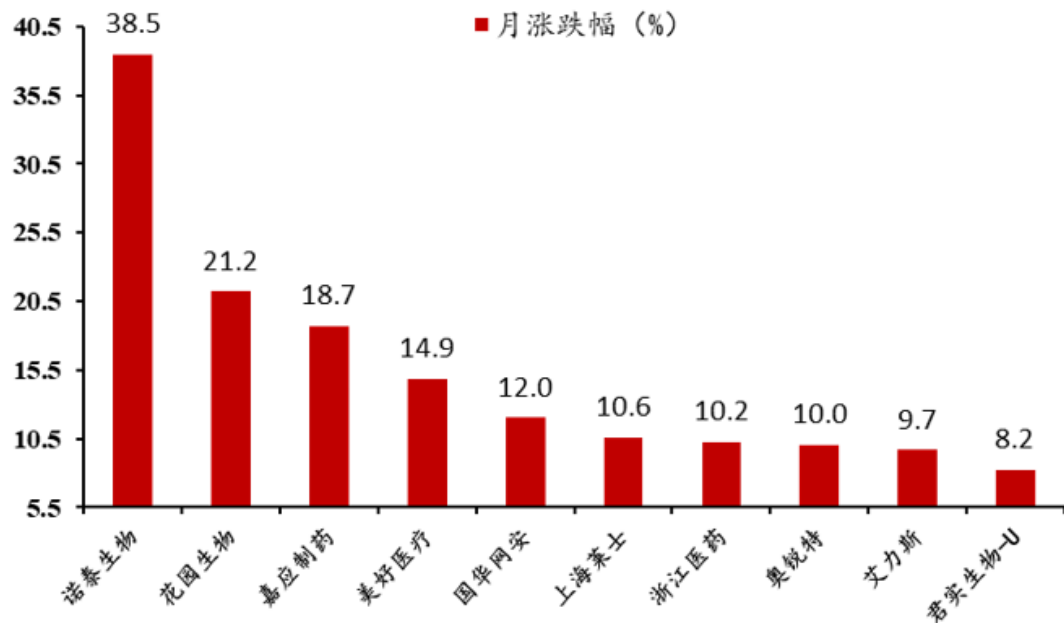
图4：2024年6月医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

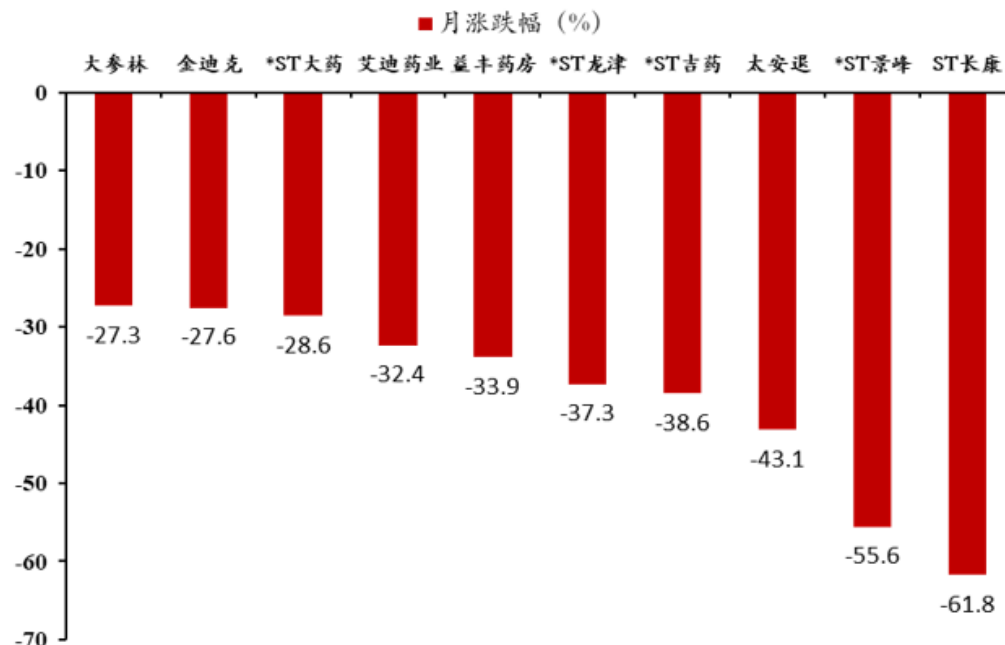
- 截至2024年6月28日，2024年6月个股涨幅前五分别为诺泰生物（38.5%）、花园生物（21.2%）、嘉应制药（18.7%）、美好医疗（14.9%）、国华网安（12%），跌幅前三分别为ST长康、*ST景峰、大安退。

图5：2024年6月医药板块涨幅前10的标的



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

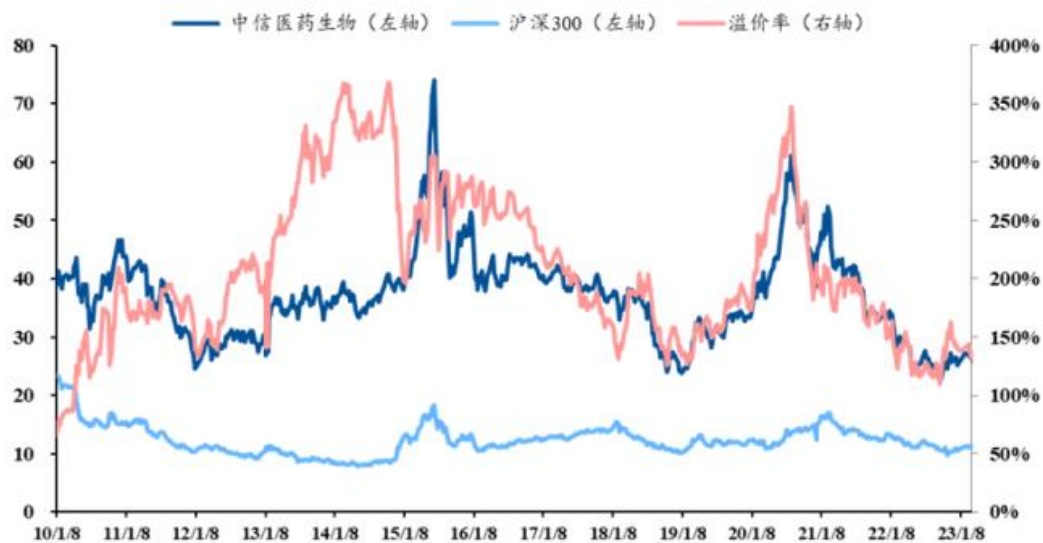
图6：2024年6月医药板块跌幅前10的标的



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

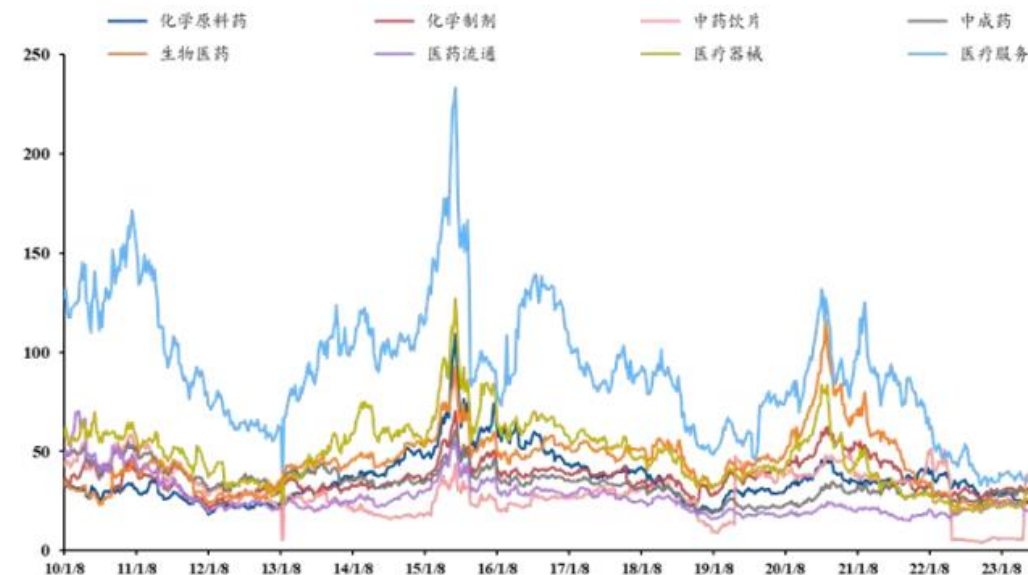
- 估值角度来看，截至2024年6月28日，医药板块整体PE估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为24.25倍，较2024年5月31日估值下降2.2pct；医药行业相对沪深300的估值溢价率为111%，较2024年5月31日下降24pct。2024年6月28日，估值排名前3的板块为中药饮片、医疗器械、化学制剂。

图7：医药板块估值及估值溢价率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

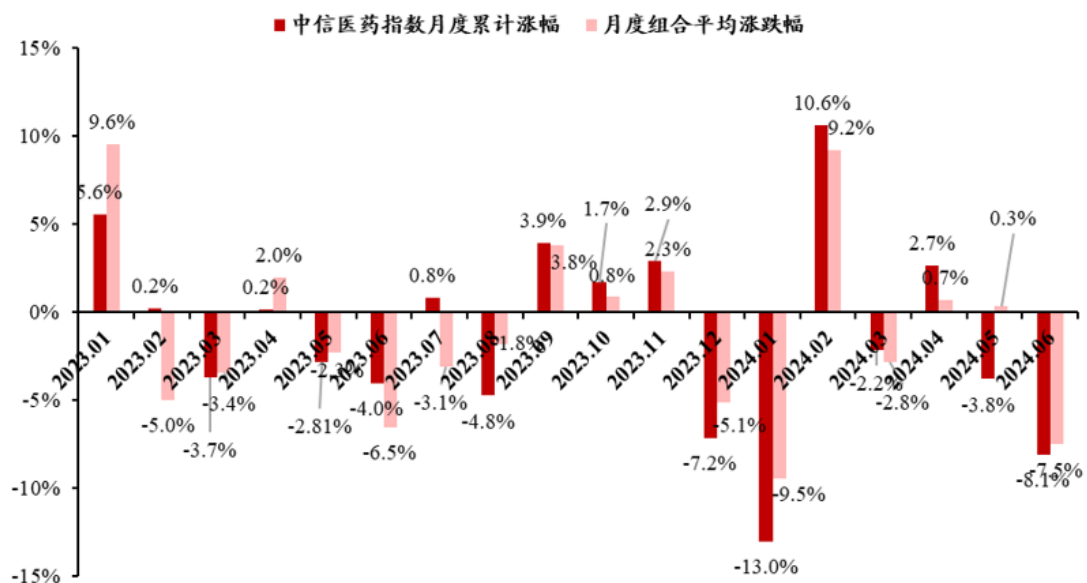
图8：医药子板块估值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

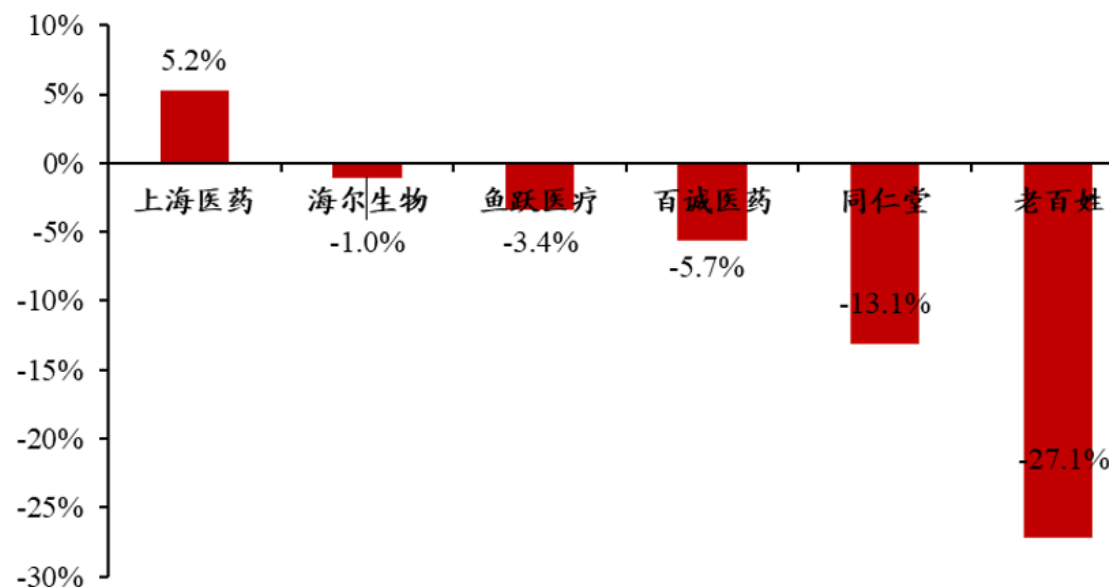
- 6月组合复盘：截至2024.6.28，2024年6月浙商医药组合标的平均月度跌幅7.5%，跑赢中信医药指数0.6pct。上海医药（5.2%）、海尔生物（-1.0%）、鱼跃医疗（-3.4%）、百诚医药（-5.7%）、同仁堂（-13.1%）、老百姓（-27.1%）。

图9：浙商医药月度组合涨幅复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

图10：浙商医药6月组合月度涨跌幅情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所（数据统计截至2024.6.28）

02

7月观点及 推荐组合

➤ 7月行业观点

- 2024年医药板块持续调整，医药投资持续缺少明确主线。我们推荐从长期投资角度依照PB-ROE标准选择“稳健资产，中游制造”，具有红利属性、有成长性、有确定性，中游制造环节龙头，享受产业集中度提升。

长期基本面优，稳定良性增长的标的。

- 1) 在央国企改革下，短期业绩及长期发展可能超预期、基本面持续改善标的；
- 2) 平台效应逐渐显现，海外增长曲线清晰， α 能力显著的标的；
- 3) 不受投融资影响，仿制药研发高景气受益的仿制药CRO。

➤ 浙商医药2024年7月组合

- 羚锐制药、东阿阿胶、迈瑞医疗、鱼跃医疗、新华医疗、仙琚制药、奥锐特、博瑞医药、上海医药、海尔生物。

	公司名称	市值 (亿RMB/HKD)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600285.SH	羚锐制药	137	5.7	7.0	8.4	24.2	19.6	16.3
000423.SZ	东阿阿胶	403	11.5	15.2	18.8	35.0	26.5	21.5
300760.SZ	迈瑞医疗	3,527	115.8	139.8	169.2	30.5	25.2	20.8
002223.SZ	鱼跃医疗	377	24.0	23.6	28.6	15.7	16.0	13.2
600587.SH	新华医疗	95	6.5	8.7	11.0	14.6	11.0	8.7
002332.SZ	仙琚制药	113	5.6	6.8	8.3	20.0	16.7	13.6
605116.SH	奥锐特	102	2.9	3.7	4.7	35.1	27.4	21.5
688166.SH	博瑞医药	148	2.0	2.2	2.6	73.0	66.6	57.3
601607.SH	上海医药	708	37.7	50.5	57.5	18.8	14.0	12.3
688139.SH	海尔生物	118	4.1	6.0	7.3	29.1	19.8	16.1

- **业绩增长稳健，确定性高。** 受益于人口老龄化带来的骨科贴剂放量和“两只老虎”产品低价带来的价格提升，公司贴膏剂产品预计将实现稳健增长；在此基础上，独家产品培元通脑胶囊有望进入基药目录实现放量，非独家口服药产品已完成基层医疗队伍优化助力实现基层快速覆盖，唤醒休眠产品及新收购药品批文提供业绩弹性；叠加第二轮营销改革带来的销售费用率每年稳定下降，预计公司利润将持续良好增长。
- **分红比率高，23年为79.41%。** 公司近5年逐步提高分红比例，近3年分红比率维持在70%以上。
- **核心产品受集采降价影响小。** 公司核心产品包括通络祛痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片和“两只老虎”系列贴膏，前三者为独家产品，后者为OTC产品，受集采降价的影响较小。
- **盈利预测：** 公司具有较强的品牌价值和营销改革带来的渠道优势，我们预计24-26年归母净利润6.99/8.40/9.99亿元，同比增长22.97%/20.21%/ 19.01%。
- **风险提示：** 政策调整风险、成本波动风险、研发创新风险

- **资产减值出清，经营有望企稳。**公司自2020年主动对存货和应收账款进行大体量减值清理，自2020Q4开始公司经营性现金流连续十二季度为正，大额资产减值已基本完毕，预计2024年将在“快速奔跑中调整姿势”。此外，随着库存水位降低，公司对下游话语权逐步增强，现货现款能力提升，终端需求已处于稳定状态。
- **新渠道与新产品+复方阿胶浆医保解限带动收入业绩增长。**2023年公司持续夯实核心基石业务同时紧跟消费需求：1) 东阿阿胶块：维持药店价格稳定，以量拉动纯销；2) 复方阿胶浆：快速铺设药店，加快院端学术推广，实现大品种战略回归；3) 桃花姬：招募快消团队营销，启用新产品代言人，触达年轻消费群体，实现桃花姬全渠道快速增长；4) 新产品条线：海龙胶与龟鹿二仙积极开展临床与营销，健脑补肾口服液（中药独家品种）以东阿阿胶男士滋补品牌“皇家围场1619”焕新上市，重点布局线下零售市场。2023年医保目录取消了复方阿胶浆“限有重度贫血检验证据”的支付限制，终端销售更顺畅
- **对外寻求外延并购，对内调动员工积极性。**公司现金充裕，将围绕大健康拓展新赛道，引进新产品，寻求外延发展新机遇。2024年发布第一期限限制性股票激励计划（草案），严格的绩效要求与激励措施相配套，员工积极性高。
- **分红比率高，23年为99.60%。**公司近3年分红比率维持在96%以上，且2024年首次中期分红方案已经由公司董事会审议通过。
- **盈利预测：**公司为老字号滋补类中药龙头，核心产品集中采购降价可能性低，第一期限限制性股票激励计划（草案）激发管理层动力，改革成效显著，我们预计24-26年归母净利润15.22/18.79/23.00亿元，同比增长32.22%/23.51%/22.37%。
- **风险提示：**政策调整风险、成本波动风险、二线产品放量不及预期

核心逻辑：通过和海内外 TOP20 医疗器械企业对比，我们认为迈瑞医疗内生增长更加稳健且仍处于高增长阶段，同时反映其盈利能力的各项相关指标均显著优于国内外 TOP20 企业中枢水平，有望享有一定的估值溢价，然而从当前节点来看，公司估值无论是和海内外对标公司还是和自身历史数据相比，均处于明显低估位置，具有明显的投资性价比。

低估值：首次低于 2023 年底海外龙头估值中枢，性价比凸显。

➤ 海外 TOP20 企业估值自 2011 年以来呈现一定的上升趋势，估值（PE）中枢维持在 26.5X，2023 年估值达到 32.3X。迈瑞医疗估值截止到 2024 年 6 月 7 日，PE 已回落至 29.9X，处于历史低位（上市以来估值中枢为 46.7X），并首次低于 2023 年底海外龙头估值中枢，性价比凸显。

高 ROE：远超海内外龙头中枢水平，近 5 年来稳步提升。

➤ 拆分决定 ROE 的主要核心指标，我们发现与海外 TOP20 通常拥有较高的财务杠杆不同的是，迈瑞医疗主要通过较高的运营效率以及较高的盈利能力来提升公司 ROE 水平。具体体现在公司三大业务板块毛利率均有不同程度的提升趋势，且远超海内外 TOP20 平均水平，同时销售期间费用率近 10 年来持续改善。

催化剂：

➤ 考虑到 2024 年以来，“加强重症医学服务能力建设”、“大型医疗设备以旧换新”等国内利好政策推动，以及收购惠泰医疗拓展优质赛道、海外拓展持续提速，我们认为公司有望迎来第五个发展阶段，即业绩高增持续性增强，利润及估值戴维斯双击阶段。

投资建议：

➤ 预计公司 2024-2026 年营收 419/505/613 亿元，归母净利润 140/169/206 亿元。

风险提示：

➤ 国际贸易形势变化风险；新产品推广不及预期风险；集采等行业政策变化风险等。

02 鱼跃医疗：家用器械龙头&品牌影响力持续提升

国产家用医疗器械龙头企业，产品持续高端化提升产品均价、海外渠道扩展加速，2024-2026年收入利润CAGR有望高增长。

（1）成长驱动：

存量：随常态化需求持续，有望维持相对较高增长。2023H1，公司呼吸制氧等产品需求爆发（收入同比增长109.99%），2024Q1，在2023年高基数以及2024年需求常态化下，公司整体收入下滑17.4%。我们认为，2024年高基数或带来公司呼吸制氧板块短期增长压力，但新品迭代加速及需求正常增长，公司呼吸制氧板块长期收入高增长可期。

增量：（1）新品布局，构建新增长曲线。2023年3月15日，鱼跃医疗14天免校准CGM产品NMPA取证，2023年公司糖尿病护理解决方案业务收入同比增长37.1%。我们认为，14天免校准产品CT3面向院外市场，借助公司传统血糖的客群优势、完善的线上渠道优势等，有望实现持续快速放量；另外，2023年4月7日公司自主研发的AED产品M600获证，CT3、AED等新品长期放量，叠加传统业务在需求恢复、渠道拓展下稳定增长，有望形成长期成长拉动。（2）海外收入恢复正增长，渠道拓展有望打开成长天花板。2023年公司外销收入7.27亿元，高基数逐步出清、海外恢复正增长。我们认为，非常态化需求带动了公司产品海外认可度的提升、打开海外销售渠道，有望打开长期成长天花板。

（2）盈利预测：

我们预计公司2024-2026年营业总收入分别为85.48/99.14/114.53亿元，分别同比增长7.23%、15.98%、15.52%；归母净利润23.60/28.62/33.13亿元，分别同比增长-1.49%、21.25%、15.76%，对应2024-2026年EPS为2.35/2.85/3.30元。

- **一句话推荐逻辑：**新华医疗为国产医疗器械龙头企业，国企改革背景下，管理显著优化、向高端切换加速、盈利能力快速提升，我们认为，公司正处于管理优化与产品创新带来收入高增长、利润上行周期，2024年收入利润高增长可期。
- **成长性：聚焦主业收入稳步增长，海外构建新增长曲线**
- ✓ **收入稳步增长，主业占比提升。**2018-2023年，公司两大核心板块医疗器械（2018-2022年收入占比由22%提升至41%，2023年进一步提升至42%）、制药装备（2018-2022年收入占比由8%提升至16%，2023年进一步提升至19%），收入占比稳步提升。我们认为，公司医疗器械&制药装备板块空间更广、毛利率更高，随主营业务占比稳步提升，公司收入与利润均有望实现较高增长。
- ✓ **海外拓展初见成效，构建新增长曲线。**2023年，新华医疗海外收入2.4亿元，同比增长55%，海外收入占比提升至2.41%（2022年占比1.67%），多个项目新签合同比去年同期有较大幅度增长。我们认为，随公司海外渠道的逐步拓展，海外有望形成新增长曲线，打开长期成长空间。
- **盈利能力：毛利率&净利率有望持续提升**
- ✓ 2023年公司毛利率与净利率同比提升，2024年利润有望持续加速释放。2023年公司毛利率27.4%，同比提升0.9pct，主要受公司收入结构优化所致（医疗器械、制药装备毛利率更高）。受益于毛利率的提升，2023年公司净利率6.8%，同比提升1.1pct。我们认为，在公司国企改革与股权激励驱动下，持续聚焦主业、提升效益，公司2024年净利率有望持续提升。
- **风险提示：**政策变动的风险；新品商业化或市场接受度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险

- **一句话推荐逻辑：**公司2024年存量制剂集采影响逐渐出清，看好妇科新品上市放量，原料药法规市场开拓有望带来弹性。
- **支撑依据：**① API：甾体激素原料药价格望逐渐触底，法规市场弹性值得期待。2023年8月杨府厂区通过FDA认证，2024年公司规范市场有望进一步开拓，打开原料药业务中期增长空间。② 制剂：存量：2023Q4罗库溴铵集采影响基本见底，地塞米松磷酸钠注射液、黄体酮胶囊集采影响出清过程中，对公司整体收入和利润影响相对可控。新品：妇科类壁垒制剂陆续上市，2024-2025年公司有望迎来新品种周期。
- **与众不同的认知：**市场认为甾体激素赛道伴随近年大量产能投产，竞争加剧或影响公司未来业绩增长持续性。我们认为甾体激素产业链较长，分工细致，各类企业擅长的细分领域各有不同，公司原料药业务优势在于规范产能，2023年，公司杨府原料药厂区通过FDA、巴西ANVISA和日本PMDA等检查；台州仙琚厂区醋酸甲羟孕酮产品通过WHO的GMP符合性现场检查；23年在原料药价格下跌背景下，公司凭借产能优势通过市场开拓、销量持续增长，带动自营原料药销售额保持增长。此外，2023年公司制剂业务占比已达到55.25%，叠加制剂新品进入放量阶段，我们预期2024年公司收入利润稳定增长，25年有望迈上新台阶。
- **催化剂：**1) 奥美克松钠报产；2) 中报业绩超预期；3) 甾体原料药价格趋稳甚至上行。
- **盈利预测、投资建议：**综合考虑公司制剂新产品销售推广、原料药法规市场开拓节奏等，我们预计2024-2026年EPS分别为0.68/0.84/1.04元/股，2024年6月27日收盘价对应2024年17倍PE，我们持续看好公司原料药&制剂新产品研发及放量推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药申报进度不及预期风险、原料药及制剂市场开拓及销售不及预期风险、原材料成本大幅上涨风险等。

- **一句话推荐逻辑：**公司特色高壁垒原料药及制剂品种商业化有望驱动公司业绩高增长可持续性和高确定性。
- **支撑依据：**①**原料药：高壁垒原料药品种持续放量，关注重磅潜力品种司美格鲁肽等。**我们认为，公司高壁垒原料药及中间体品种（地屈孕酮、醋酸阿比特龙等）在新市场开拓、新工艺&新产能释放下，有望保持稳健增长。潜在重磅产品司美格鲁肽原料药等有望贡献弹性。②**制剂：地屈孕酮片放量，制剂弹性渐起。**2023年6月公司重磅产品地屈孕酮片（单方）获批，是公司首款制剂品种，且竞争格局较好。截至2023年12月31日地屈孕酮片已经在24个省市挂网，进院1058家（含社区门诊），实现销售收入8985万元，快速放量。此外根据公司官网，地屈孕酮片（复方）、恩杂鲁胺片、司美格鲁肽注射剂等处于中试阶段，看好制剂产品不断获批下，增长梯队衔接。
- **与众不同的认知：**市场认为司美格鲁肽竞争格局比较激烈，对公司业绩支撑或比较小。我们认为，根据公司转债说明书，司美格鲁肽原料药300KG产能即将正式投产，且公司已向Apotex、Alborz Darou等客户送样，预计投产后第四年达产率将达到100%，此外考虑公司历史在高壁垒原料药与海外客户的深度绑定关系，我们看好公司司美格鲁肽放量弹性。
- **催化剂：**1) 制剂新品申报；2) 中报业绩超预期
- **盈利预测、投资建议：**我们预计2024-2026年EPS分别为0.91、1.16、1.46元/股，2024年6月27日收盘价对应2024年26倍PE。我们认为，2024-2026年公司特色高壁垒原料药及制剂品种商业化有望支撑收入、利润稳健增长，公司在小核酸&多肽领域的技术以及产品布局有望打开中长期增长空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**在研产品推进不及预期的风险、产品销售不及预期风险、汇率波动的风险。

- **一句话推荐逻辑：**我们认为博瑞医药业务处于向上突破期，原料药业务稳健发展，高壁垒制剂潜力重磅品种有望逐渐进入商业化，减重药BGM0504数据读出有望带来催化。
- **支撑依据：**
 - ①减重药临床数据读出在即。截至2024年4月27日，BGM0504减重和2型糖尿病处于II期临床试验阶段，且均已完成全部受试者入组，根据随访时间和数据整理时长推演，2024Q3有望陆续数据读出，期待降糖&减重数据披露带来的催化。
 - ②重磅高壁垒仿制药进入收获期。艾立布林注射液23年9月实现发货，制剂重磅品种吸入用布地奈德混悬液已在国内申报，潜力品种羧基麦芽糖铁注射液、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂处于稳定性阶段，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂处于中试阶段，望陆续进入申报上市阶段。看好潜在重磅高壁垒品种上市放量，驱动公司业绩向上突破。
 - ③原料药品种持续丰富，稳健突破。我们认为随着在审品种商业化上市销售，持续丰富的原料药品种在市场开拓下有望保持较稳定增长。
- **与众不同的认知：**市场认为公司原料药品种生命周期较长，创新药BGM0504距离上市时间较久，期间收入不确定性较强。我们认为，该认知忽略了公司壁垒制剂上市放量，增长衔接。公司艾立布林注射液23年9月已实现发货，布地奈德混悬液商业化在即，后续铁剂、软雾剂及粉雾剂有望接力申报、梯队上市，支撑公司收入稳健增长。整体看博瑞医药业务处于向上突破期，原料药业务稳健发展，高壁垒制剂有望逐渐进入商业化，创新药上市有望带来更大弹性。
- **催化剂：**1) BGM0504降糖和减重II期临床数据读出，2) 壁垒制剂申报、上市；
- **风险提示：**临床数据不及预期及临床失败风险，销售不及预期风险，原料药需求波动风险等

- **一句话推荐逻辑：**全国第二大医药流通龙头，创新业务快速拓展支撑业绩增长或超预期。
- **支撑依据——商业端：**与赛诺菲合作支撑2024年CSO业务高增长，跨国药企合作新窗口或已打开，看好创新商业平台稀缺性体现。2023年公司CSO业务收入增幅约50%，同年公司与赛诺菲达成超50亿规模的CSO合约，基于此合约的增量释放，我们预计公司2024年CSO业务或将迎来较大幅度的增长，而公司承接赛诺菲合约背后所体现的合规体系、销售能力等或将支撑其打开CSO业务模式拓展的新窗口。2024年以来，上药控股已完成与优时比、康维德、沃特世的战略合作签约，并与默沙东举行高层交流，合作产品领域与客户拓展节奏边际提速较快。展望来看，我们预计公司或将逐步实现从跨国药企成熟品种院内市场推广合作延伸到院外推广，以及承接国内创新药商业化新阶段带来的CSO新需求等。
- **支撑依据——工业端：**①**存量可维持，中药增量确定性强。**存量化药中大单品注射用硫酸多黏菌素B风险已出清；中药二次开发空间大，未来增长确定性强；②**2024年创新药管线逐步开始兑现，期待工业端估值切换。**从管线NDA/pre-NDA受理的时间来看，公司首批两款一类新药以及中药创新药或在2024年起陆续过评上市。我们认为，在资金储备、商业化能力（创新生态体系+慢病销售团队）等优势下，我们预计公司工业端将在2024-2025年进入创新驱动的新周期。③**研发体系调整，看好增效。**2024年6月7日，公司终止4个临床管线（均处在临床二期试验前阶段），我们预计公司或将聚焦优势临床领域，研发效率有望提升。
- **与众不同的认识：**市场认为，医药流通行业面临集采扩面压力，盈利能力或不可维持；且上药工业板块大而繁杂，其增长弹性或相对较低。我们认为，公司的创新药分销、CSO、器械分销的业务板块的能力已经过验证，收入结构的持续优化将支撑感受到盈利能力稳步提升；此外，工业板块经过了2023年开始的事件调整之后将进入提质增效的新阶段，中药、创新药的优质新产品的逐步释放有望支撑其迎来价值重估。
- **催化剂：**①CSO、创新药总代新合作；②工业端新产品获批；③药品院内、院外市场政策变化
- **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入2859.1/3178.1/3516.0亿元，同比增长9.84%/11.15%/10.63%；实现归母净利润50.45/57.53/64.47亿元，同比增长33.90%/14.03%/12.05%，对应EPS为1.36/1.55/1.74元/股，2024年5月31日收盘价对应PE为12倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险；研发进展不及预期风险；财务杠杆风险

➤ **一句话推荐逻辑：**【海尔品牌】在医疗、生命科学领域平台化的持续变现。【客户拓展】与【单客户价值提升】均已明确兑现，第二成长曲线确定性强。

➤ **支撑依据：**

①单客户价值提升板块——非存储领域，是公司成长性最强且占比最高板块，23年收入占比38%，同比增长超30%。公司于5月底拟收购上海元析，打开分析仪器版图，平台能力不断完善，平台价值有望持续兑现。此外，截至2024Q1，在手现金及交易性金融资产20亿，现金流优异，并购预期强，空间及业绩有望再增厚。

②客户拓展方向——海外及并购公司赋能，海外23年收入占比34.33%，海外能力建设持续加速，拓展方式逐渐多元化，产品、服务、生产多角度赋能。此外，此次拟收购的上海元析与公司原有客户基础具有一定的差异性，此次收购有望实现双方客户渠道的打通，帮助海尔生物在第三方检验及环境领域打开渠道。

➤ **与众不同的认知：**市场认为公司行业增长较为稳健，叠加自身市占率已经较高，自身成长性偏弱。但我们认为公司上市以来收入结构已经发生较大变化，当前公司发展逻辑已经从王牌产品进口替代转化为【海尔品牌】在医疗、生命科学领域的持续变现。

➤ **催化剂：**①收购标的对母公司平台拓展的超预期赋能；②海外市场直销部分超预期交付；③海外拓展形式的多元化超预期。

➤ **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.98亿、7.33亿及8.93亿元，EPS分别为1.88、2.31、2.81元/股。随着公司非存储业务产品矩阵逐渐丰富、占比的不断提升，第二成长曲线逐渐明确，有望迎来估值重塑。参考可比公司估值及行业地位，维持“增持”评级。

➤ **风险提示：**业务拓展不及预期风险；市场竞争加剧风险；海外地缘政治风险；并购公司整合不及预期的风险。

03

2024中报 业绩前瞻

中药板块2024H1业绩前瞻与估值

股票代码	公司名称	归母净利润 (亿元)						EPS (元)		PE	
		24Q2E yoy	24H1E yoy	2024E	2024E yoy	2025E	2025E yoy	2024E	2025E	2024E	2025E
000423.SZ	东阿阿胶	20%左右	35%左右	15.22	32.25%	18.79	23.46%	2.36	2.92	26.49	21.45
600285.SH	羚锐制药	20%左右	25%左右	6.99	23.04%	8.40	20.17%	1.23	1.48	19.64	16.35
000999.SZ	华润三九	15%-20%	15%-20%	33.45	17.25%	39.02	16.65%	3.39	3.95	16.35	14.02
600436.SH	片仔癀	15%左右	20%左右	33.08	18.25%	36.78	11.19%	5.48	6.10	37.78	33.98
603896.SH	寿仙谷	10%-15%	20%左右	2.91	14.35%	3.27	12.37%	1.44	1.62	16.28	14.49
600535.SH	天士力	10%-15%	10%左右	13.87	29.50%	15.47	11.54%	0.93	1.04	13.55	12.15
600085.SH	同仁堂	10%-15%	10%左右	19.05	14.15%	22.08	15.91%	1.39	1.61	27.51	23.73
600329.SH	达仁堂	10%-15%	5%左右	11.90	20.60%	14.42	21.18%	1.55	1.87	18.44	15.22
600976.SH	健民集团	10%左右	5%-10%	5.92	13.53%	7.01	18.41%	3.86	4.57	13.09	11.05
000538.SZ	云南白药	5%-10%	5%-10%	45.84	11.97%	51.35	12.02%	2.55	2.86	19.91	17.77
600557.SH	康缘药业	0-5%	0-5%	6.18	15.14%	7.28	17.80%	1.06	1.25	14.78	12.55

生命科学上游及流通板块2024H1业绩前瞻与估值

名称	2024Q2收入增速	2024H1收入增速	2024Q2归母净利润增速	2024H1归母净利润增速	EPS (元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
皓元医药	10%-20%	10%-20%	预计下滑	预计下滑	0.91	1.47	29.6	18.2
毕得医药	10%-20%	10%-20%	预计下滑	预计下滑	1.41	1.85	21.1	16.1
纳微科技	38%-49%	29%-35%	27%-50%	31%-45%	0.39	0.54	44.5	32.2
百洋医药	5%-10%	0%-5%	20%左右	26%左右	1.61	2.08	14.6	11.3
上海医药	5%-15%	5%-15%	40%-50%	20%-30%	1.36	1.55	14.1	12.3
重药控股	5%-15%	0%-10%	预计下滑	预计下滑	0.45	0.55	10.8	8.9

器械板块2024H1业绩前瞻与估值

股票代码	公司名称	收入		归母净利润		EPS		PE	
		24Q2E YOY	24H1E YOY	24Q2E YOY	24H1E YOY	2024E	2025E	2024E	2025E
688575.SH	亚辉龙	30%左右	-10%左右	35%左右	5%左右	0.86	1.09	27.2	21.3
603108.SH	润达医疗	0%-5%左右	持平	持平	预计下滑	0.65	0.86	23.3	17.7
300760.SZ	迈瑞医疗	15%左右	10-15%	20%	20%左右	11.53	13.95	25.2	20.8
688301.SH	奕瑞科技	15%左右	10-15%	20%左右	15%左右	8.12	10.33	19.9	15.6
688029.SH	南微医学	20%左右	15-20%	5-10%	20%左右	3.25	4.12	19.0	14.9
688580.SH	伟思医疗	10-15%	0-5%	10-15%	-5%左右	2.56	3.38	14.6	11.0
688626.SH	翔宇医疗	20%左右	20%左右	5-10%	5%左右	1.63	2.09	19.5	15.2
002690.SZ	美亚光电	15%左右	持平	10%左右	持平	0.94	1.08	17.5	15.3
300832.SZ	新产业	25%左右	20%左右	25%左右	20-25%	2.67	3.40	25.3	19.8
603882.SH	金域医学	持平	-5%左右	0-5%	预计下滑	1.62	2.47	16.8	11.0
688273.SH	麦澜德	30%左右	10-15%	40%左右	20-25%	1.45	1.78	13.6	11.1
603309.SH	维力医疗	30%左右	5%左右	30%左右	10%左右	0.81	1.02	13.7	10.8

医疗器械及药店板块2024H1业绩前瞻与估值

名称	2024Q2收入增速	2024H1收入增速	2024Q2归母净利润增速	2024H1归母净利润增速	EPS (元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
新华医疗	0%-5%	0%-5%	0%-5%	0%-5%	1.87	2.36	8.4	6.7
开立医疗	0%-5%	0%-5%	5%-10%	预计下滑	1.34	1.72	29.5	23.0
澳华内镜	10%	20%-25%	/	/	0.96	1.46	41.7	27.4
海泰新光	0%-5%	预计下滑	5%-10%	预计下滑	1.73	2.22	22.7	17.7
联影医疗	0%-5%	0%-5%	0%-5%	5%-10%	2.75	3.25	39.9	33.8
微电生理-U	25%-30%	40%-50%	/		0.07	0.14	314.9	157.4
心脉医疗	20%-25%	25%左右	20%-25%	35%左右	7.96	9.95	12.3	9.9
鱼跃医疗	预计持平略降	预计下滑	预计下滑	预计下滑	2.35	2.85	16.0	13.2
诺禾致源	5%-10%	5%-10%	5%-10%	10%-15%	0.52	0.67	21.0	16.3
华大基因	预计下滑	预计下滑	/	/	0.37	0.58	94.6	60.4
华大智造	0%-5%(基因测序收入)	0%-5%(基因测序收入)	/	/	-0.34	0.33	-139.4	143.7
益丰药房	10%-15%	10%-15%	20%左右	15%-20%	1.73	2.16	14.2	11.4
老百姓	5%-10%	5%-10%	10%-15%	10%-15%	1.96	2.39	9.4	7.7
大参林	10%-15%	10%-15%	0%-5%	预计下滑	1.23	1.55	11.6	9.2
健之佳	10%左右	5%-10%	5%左右	预计下滑	3.70	4.42	7.0	5.9

CXO板块2024H1业绩前瞻与估值

名称	2024Q2收入增速	2024H1收入增速	2024Q2归母净利润增速	2024H1归母净利润增速	EPS (元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
药明康德	下滑0-10%	下滑0-10%	下滑10-20% (经调整净利润)	下滑10-20% (经调整净利润)	3.43	3.57	11.4	11.0
泰格医药	0-10%	-5%~+5%	下滑0-10% (扣非净利润)	下滑10%-15% (扣非)	2.54	2.97	19.1	16.4
凯莱英	下滑25%-35%	下滑25%-35%	下滑60-70%	下滑60-70%	3.39	3.90	19.4	16.9
康龙化成	-5%~+5%	-5%~+5%	下滑15%-25% (经调整净利润)	下滑15%-25% (扣非)	1.08	1.15	17.2	16.2
九洲药业	0-10%	下滑5%-10%	0-10%	下滑0-10%	1.68	2.05	8.2	6.7
百诚医药	30%-40%	30%-40%	25%-35%	25%-35%	3.40	4.57	17.1	12.7
阳光诺和	30%-40%	20%-30%	20%-30%	30%-40%	2.22	2.98	19.2	14.3
泓博医药	10%左右	10%左右	-5%~0%	下滑30-35%	0.32	0.43	70.4	52.4

创新药板块2024H1业绩前瞻与估值

名称	2024Q2收入增速	2024H1收入增速	2024Q2归母净利润增速	2024H1归母净利润增速	EPS (元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
复星医药	0-10%	-5%~+5%	40%-50% (扣非)	下滑0-10% (扣非)	1.19	1.50	18.6	14.8
贝达药业	下滑0-5%	10%-15%	5%-15%	30%-40%	1.06	1.42	30.7	22.9
君实生物	下滑10-20%	5%-15%	-	-	-1.43	-0.71	-	-
康方生物	-	下滑70%-80%	-	-	-0.44	0.71	-	-
泽璟制药	10%左右	5%+	-	-	-0.69	0.05	-	-
先声药业	-	0-10%	-	15%-25% (扣非)	0.37	0.47	15.6	12.2
荣昌生物	45%-55%	65%-75%	-	-	-1.88	-0.89	-	-
迪哲医药	环比增长	-	-	-	-2.25	-1.56	-	-

仿制药及原料药板块2024H1业绩前瞻与估值

名称	2024Q2收入增速	2024H1收入增速	2024Q2归母净利润增速	2024H1归母净利润增速	EPS (元)		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
恩华药业	15%+	15%+	15%+	16%+	1.24	1.48	19.1	16.0
人福医药	0-10%	0-5%	下滑5%-15%	下滑15%-20%	1.52	1.75	11.3	9.8
福元医药	5-10%	0-5%	预计有所下滑	预计有所下滑	0.87	1.00	15.9	13.9
华特达因	5-10%	3-6%	5%左右	5-7%	2.85	3.22	10.6	9.4
苑东生物	20%+	17%+	15%+ (扣非)	14%+ (扣非)	2.40	2.96	21.0	17.0
九典制药	10%-15%	10%-20%	30%-35%	40%-50%	1.43	1.82	18.7	14.7
健友股份	下滑10-20%	下滑15%-20%	下滑25%-35%	下滑35%-40%	0.55	0.73	21.6	16.3
普洛药业	0-10%	0-10%	下滑10-20%	下滑5%-15%	1.02	1.20	13.3	11.3
天宇股份	0-10%	下滑2-7%	23Q2亏损无同比增速	0-5%	0.83	1.07	21.5	16.7
仙琚制药	10%+	9%+	10-15% (扣非)	10-13% (扣非)	0.68	0.84	16.8	13.6
博瑞医药	10-20%	11-16%	下滑0-10%	下滑5-10%	0.52	0.61	67.3	57.4
奥锐特	50%+	30%+	80-100%	80%-90%	0.91	1.16	27.5	21.6

风险提示

行业政策变动； 研发进展不及预期； 业绩不及预期。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>