

# 长青资产，穿越迷雾

## ——2024年中期医药生物行业投资策略

行业评级：看好

2024年6月9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

## 1、24H2趋势

- **趋势：**行业ROE处于历史低点，我们认为下半年竞争格局较好或品牌力较强药品、实现海外突破的医疗器械企业或延续稳定增长，连锁诊疗服务企业也处于景气逐步恢复阶段，行业集中度加速提升将体现在包括医药流通、连锁药店、制药企业中。
- **驱动：**医改政策，特别是DRG/DIP、集采、基药/医保目录衔接等；供给端创新药械上市及海外渠道拓展、营销体系优化；
- **变化：**2024年医改重点任务发布，“三明经验”因地制宜推广、集采提质扩围、医保筹资和使用优化。

## 2、行业复盘

- 多数子领域呈现估值收缩：2024.6.7，医药板块PEttm**28.4**倍，较去年底低**6**倍；
- 年初以来估值韧性排序：医药流通、线下药店、化学制剂、医疗耗材、中药、血液制品、医疗设备、体外诊断。

## 3、投资建议

- **高质量破局：个股胜于赛道。**自上而下看好高质量突破的赛道，包括眼科/体检服务、资源性中药OTC/血液制品、专科化药、新业态拓展的医药商业公司；自下而上我们提示不要忽略一体化拓展的优质原料药、仿创类CXO、海外突破和国内行业持续规范中的医疗器械企业的投资机会。

## 4、风险提示

- 行业政策不确定性风险；产品研发失败的风险；贸易摩擦持续的风险。

# 目录

CONTENTS

01 24H2趋势

02 行业复盘

03 投资建议

04 风险提示

01

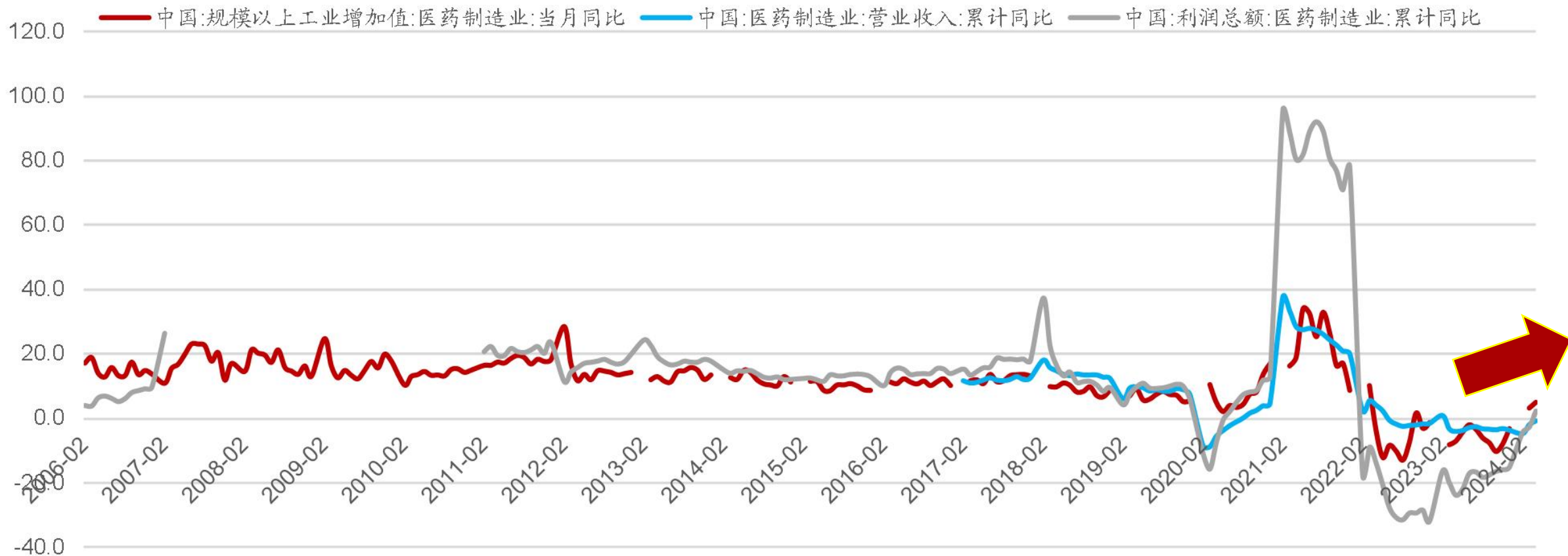
24H2趋势

- 2024年的医药基本面能逐步走出低谷吗？
- ROE (ttm)：2024Q1比2020Q1还要低，除了医院、中药、化学制剂等领域外，为什么医药几乎全部细分领域的ROE比2020Q1还要低？
- 哪些趋势相对较好？医院、中药、化学制剂、血液制品、医药流通。换句话说，多数细分领域我们自下而上选股或许是更好的策略。

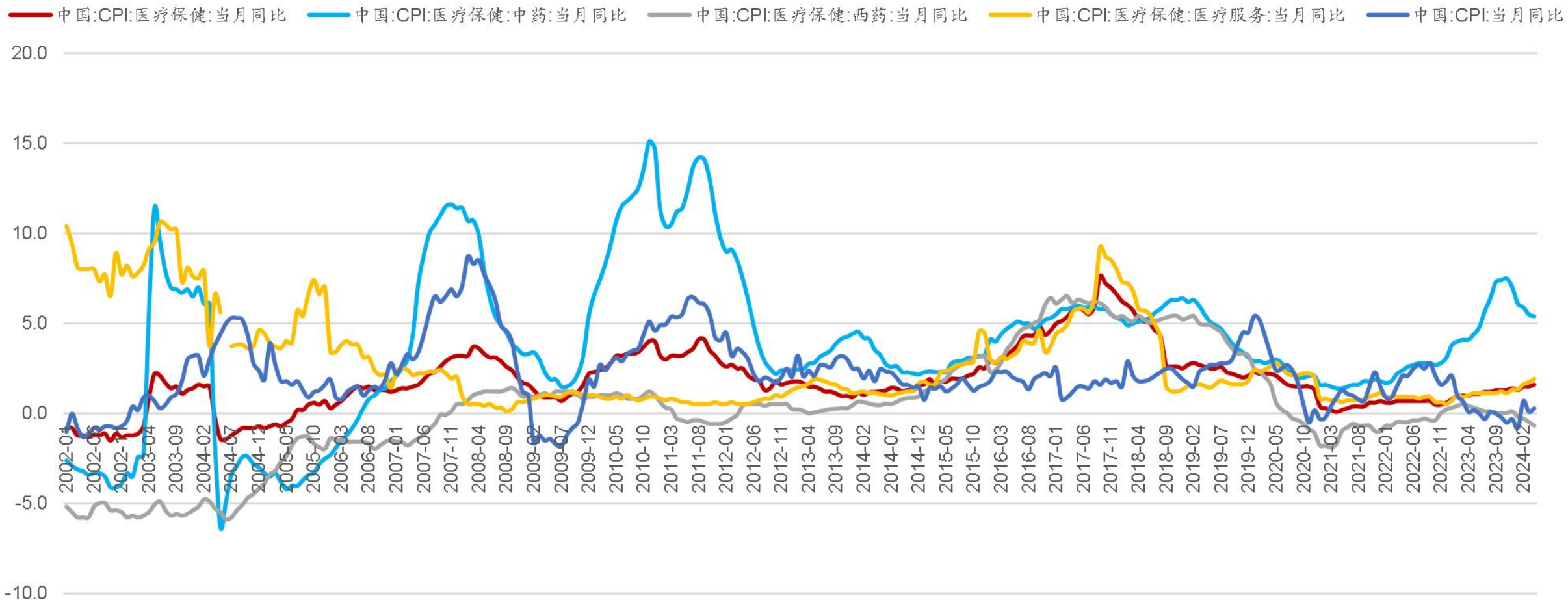
表：2017-2024年医药各细分领域ROE (ttm) 趋势变化

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
医疗设备	6.1	6.6	6.2	6.7	6.5	7.1	7.6	15.0	14.4	15.2	15.5	16.3	14.9	18.7	20.8	20.8	19.9	19.3	19.0	19.2	30.3	31.4	17.5	16.9	14.8	15.8	15.3	14.7	13.7
线下药店	11.8	12.6	15.0	14.4	12.9	13.8	14.1	13.9	13.9	14.4	15.0	14.9	14.5	15.5	16.4	17.2	15.5	16.0	15.2	14.0	12.4	12.7	13.1	15.4	14.7	15.2	15.3	12.9	11.9
医疗研发外包	8.4	10.9	8.1	-4.3	-2.3	12.4	14.7	12.1	10.0	9.0	9.6	11.8	10.5	14.5	11.3	12.5	11.5	11.0	13.0	14.1	12.2	15.4	17.8	16.8	15.5	14.2	13.3	11.7	9.7
中药III	11.1	11.5	11.6	11.8	11.5	12.1	12.8	10.1	9.8	9.0	8.4	6.8	5.6	5.0	5.2	-1.2	-0.8	0.3	0.2	12.2	11.4	10.7	10.1	6.9	8.0	8.9	9.2	9.1	8.5
医院	9.8	10.1	8.1	6.9	7.4	8.6	6.1	4.2	4.1	1.9	3.4	-18.5	-25.1	-25.4	-23.7	6.9	8.9	9.7	8.2	0.8	0.5	0.6	1.5	0.2	2.3	4.5	4.6	9.0	8.2
疫苗	2.6	10.3	13.0	6.5	9.5	13.2	15.6	-2.9	29.0	30.7	14.8	13.0	10.3	13.0	15.7	17.0	15.7	22.7	24.3	24.2	20.8	16.5	16.1	14.3	12.6	11.3	11.0	9.8	7.6
血液制品	14.6	18.5	16.5	14.8	10.0	4.8	3.0	3.4	7.1	8.6	11.7	12.2	9.5	9.9	10.2	11.7	9.4	9.4	10.1	8.5	7.6	8.0	6.5	7.6	7.9	7.8	8.2	7.2	7.2
医药生物	10.5	11.2	12.0	12.0	11.7	12.1	11.6	9.5	9.6	9.5	9.4	8.2	7.1	8.3	9.3	9.2	10.0	11.0	10.8	12.0	11.4	11.1	10.8	9.6	7.9	7.6	7.6	7.3	7.0
医药流通	10.8	11.4	11.8	11.8	10.8	10.9	11.4	10.7	10.2	10.3	10.1	8.6	7.9	8.0	8.4	8.1	8.6	9.3	7.8	8.7	7.6	7.7	7.8	6.5	6.2	5.1	6.4	6.8	6.6
化学制剂	11.9	11.8	14.9	14.9	14.3	14.6	10.9	8.5	8.2	8.2	7.8	6.5	5.7	5.9	6.5	6.6	6.7	6.7	7.3	7.5	6.5	6.4	5.2	5.5	5.4	6.1	6.2	5.1	6.2
体外诊断	10.2	10.7	12.0	12.4	12.0	13.2	14.1	13.2	12.4	12.3	12.0	10.7	10.1	18.0	25.1	29.4	30.4	30.2	30.3	30.9	30.3	30.9	43.9	38.8	14.3	9.6	4.6	6.6	6.2
医疗耗材	10.3	11.3	12.7	13.1	12.4	13.9	14.4	15.1	13.3	14.0	14.7	13.0	11.4	18.0	25.6	29.2	31.2	34.2	27.6	21.7	12.8	8.4	7.1	7.7	6.9	6.6	6.2	5.6	5.7
原料药	7.1	7.9	7.9	9.0	10.3	10.6	11.5	7.1	6.1	7.0	8.6	11.6	11.0	12.7	11.5	12.4	11.6	11.3	10.4	9.6	9.2	9.4	9.5	10.0	8.8	8.1	7.2	5.7	5.4
诊断服务	9.9	11.1	12.5	13.0	12.4	12.9	13.5	12.3	11.4	12.4	13.5	12.4	10.6	17.1	22.7	25.5	28.7	27.3	26.4	26.4	26.3	31.1	23.4	19.1	11.8	5.0	0.6	1.6	0.5
其他生物制品	13.2	12.1	13.6	14.6	14.2	14.5	13.5	11.9	11.1	11.7	12.1	12.5	9.3	8.8	6.1	5.6	6.6	7.5	8.6	-1.1	-3.1	-4.5	-4.2	-5.5	-6.3	-5.8	-2.2	-1.7	-1.1

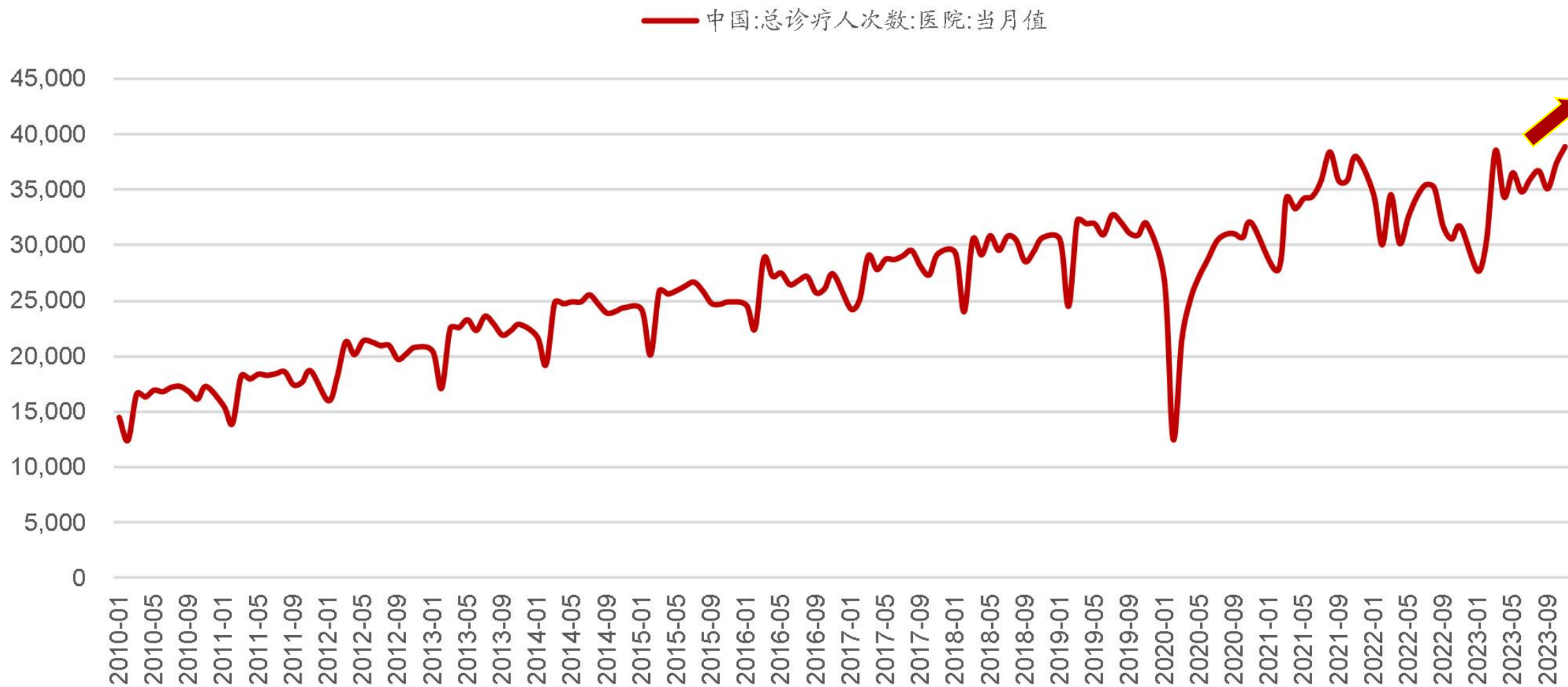
图：2006-2024年规模以上医药制造业工业增加值、收入、利润同比增速（%）



图：2002-2024年医药医疗CPI（消费价格指数）趋势变化（%）

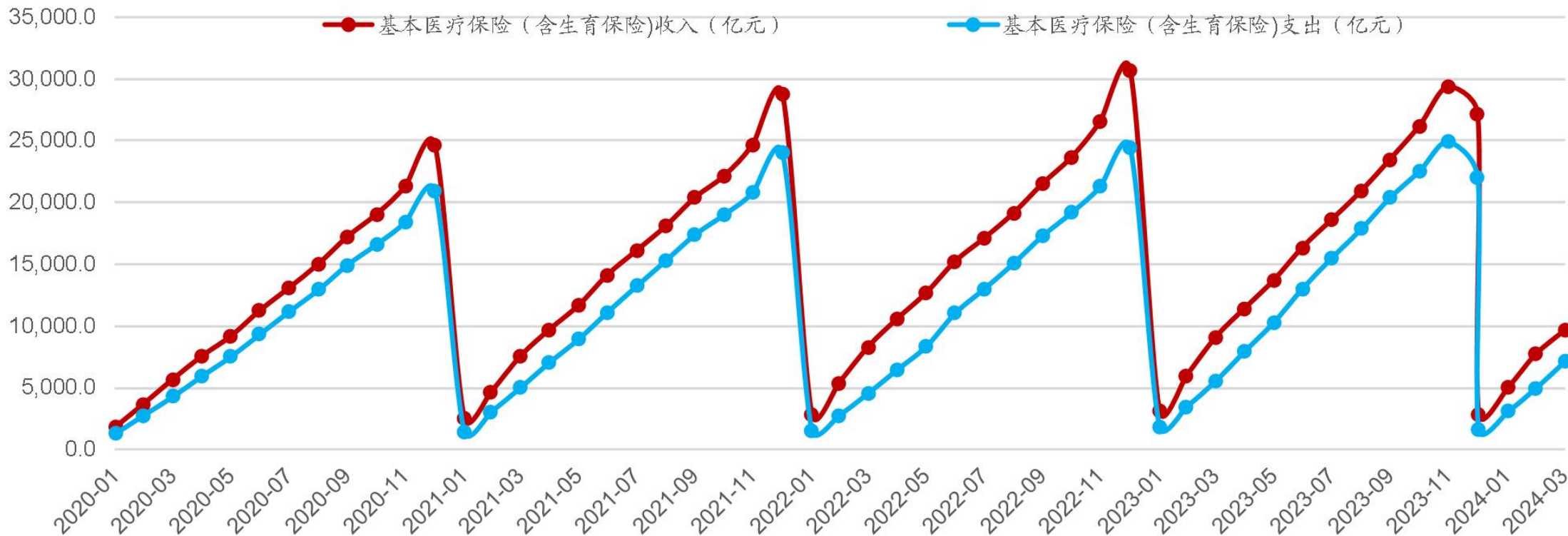


图：2010-2023年医院诊疗人次变化（万人）



- 医保支付方式改革，特别是收入端筹资，依然在中期影响改革的趋势和节奏；我们也发现一些值得留意的变化，“腾笼换鸟”思路下，新质生产力（创新药、新技术）和医疗服务价格改革被重视。

图：2020-2024年国家基本医疗保险收支变化分析



数据来源：wind，国务院官网，国家医保局，浙商证券研究所

备注：2024年6月3日，国务院办公厅关于印发《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》的通知，提到“深入推广三明医改经验”：研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜。[https://www.gov.cn/zhengce/content/202406/content\\_6955904.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202406/content_6955904.htm)

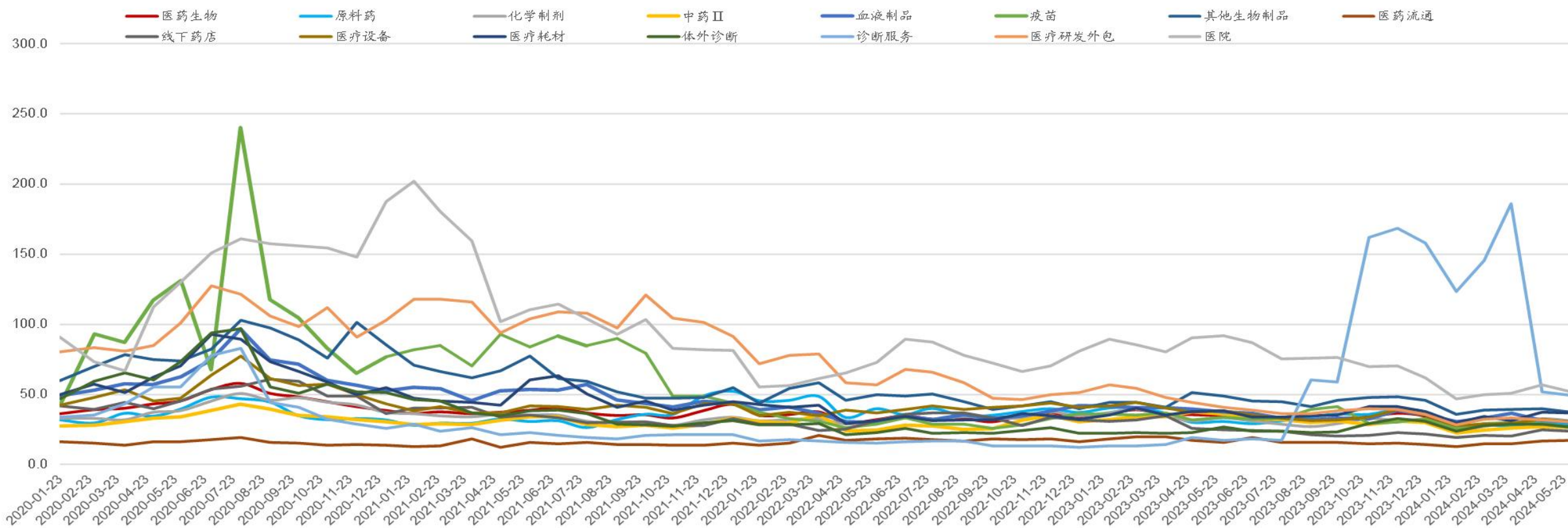
# 02

## 行业复盘

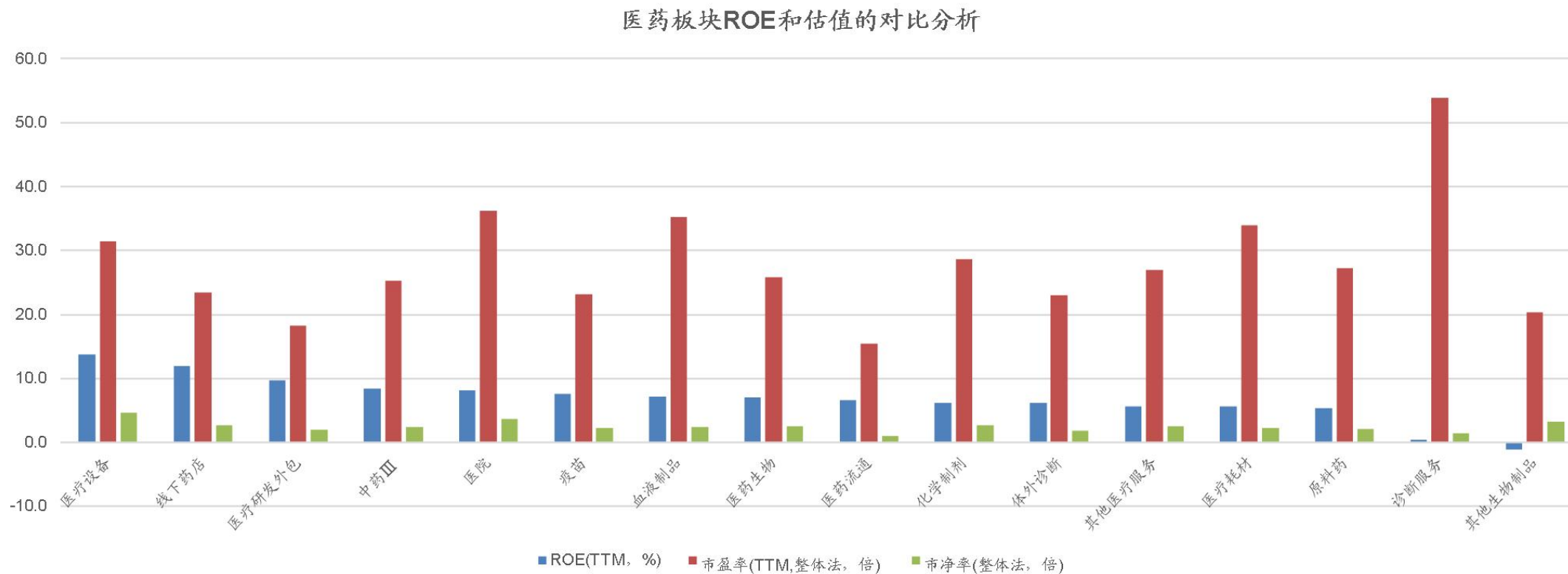
- 估值变化背后的认知探讨?
- 哪些领域可能被错误定价?
- 估值的趋势判断?

- 多数子领域呈现类似趋势，估值收缩：2024.6.7，医药板块PEttm**28.4**倍，较去年底低**6**倍；
- 年初以来估值韧性排序：医药流通、线下药店、化学制剂、医疗耗材、中药、血液制品、医疗设备、体外诊断。

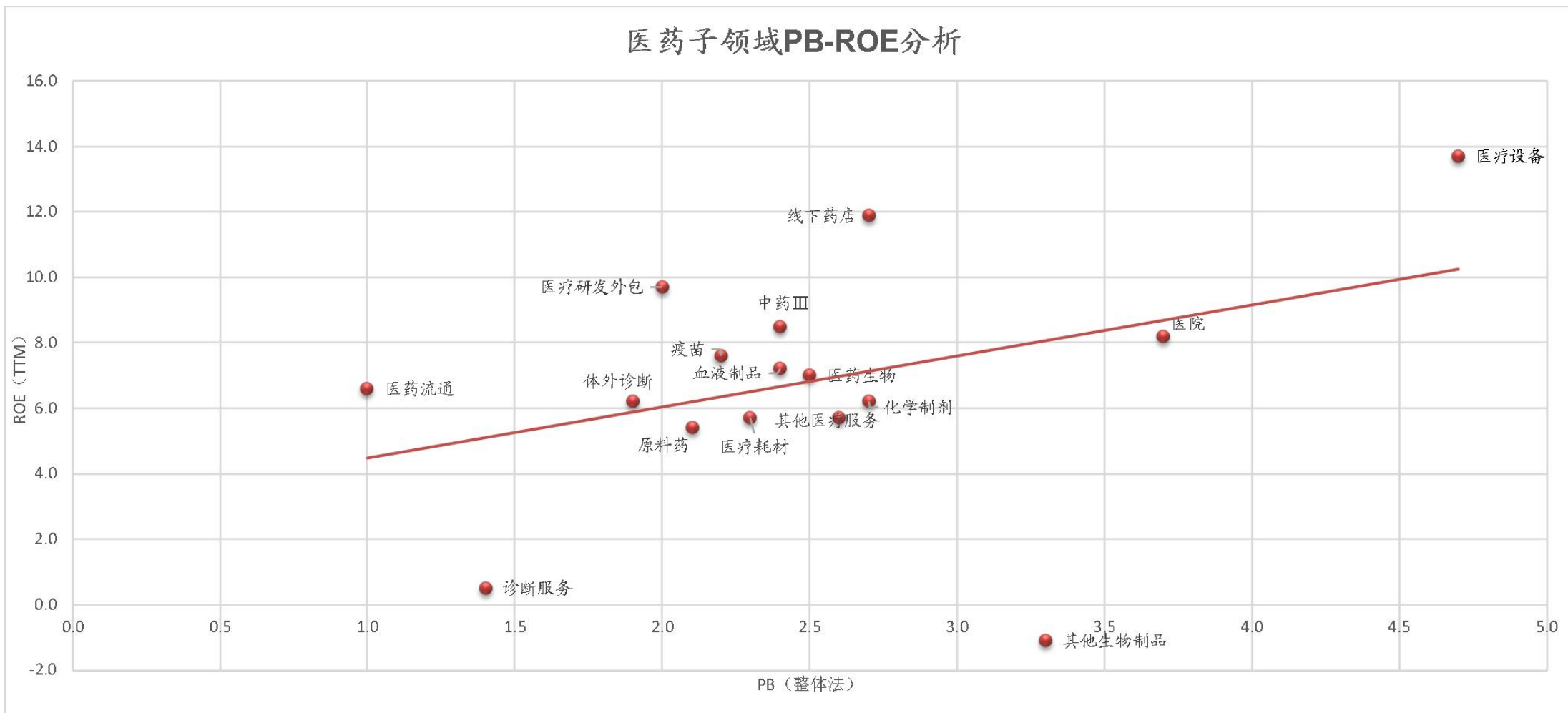
图：2020-2024年医药各细分领域PE (ttm) 分析



图：2024年医药各细分领域PB-ROE (ttm) 全景分析



图：2024年医药各细分领域PB-ROE (ttm) 全景分析



数据来源：wind (截止2024年6月7日)，浙商证券研究所

# 03

## 投资建议
















行业整体

细分领域

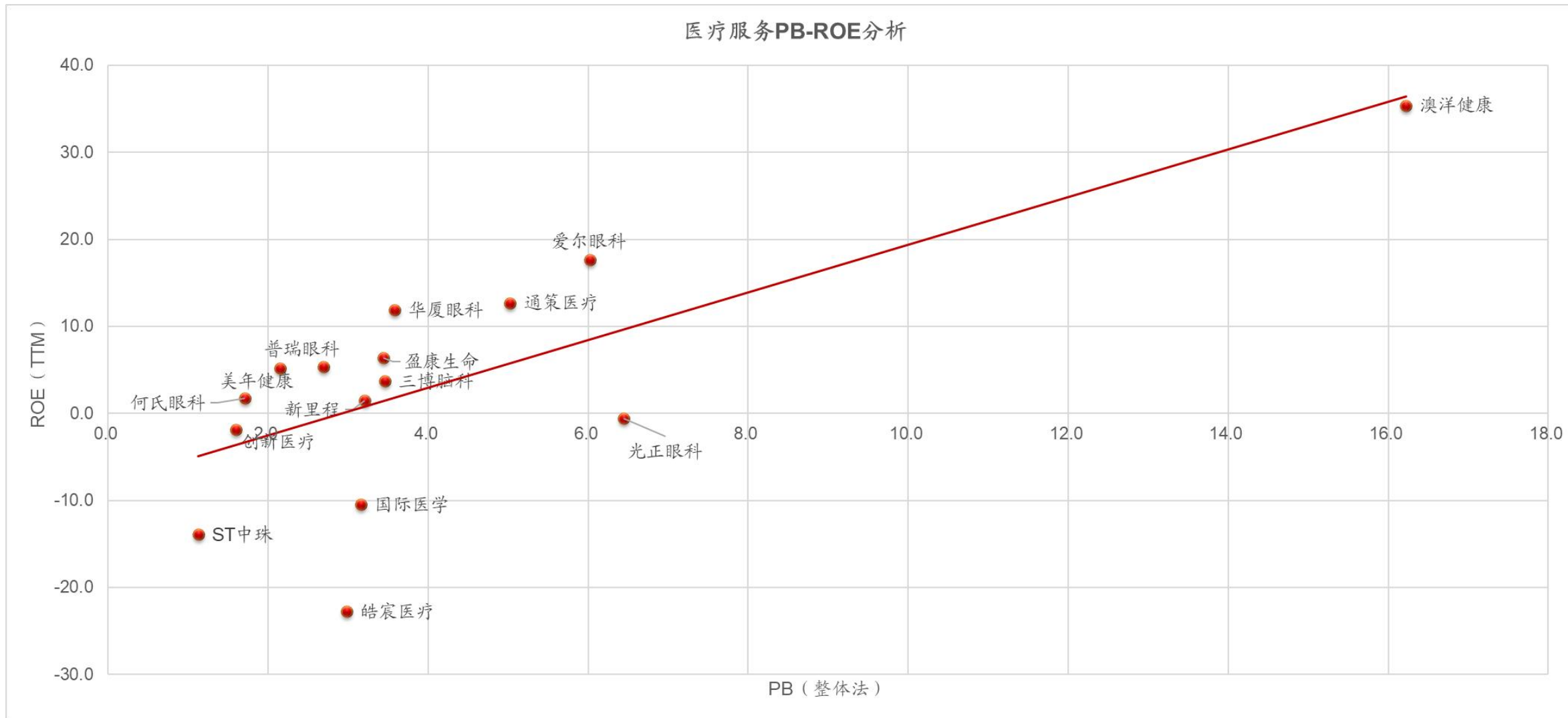
- **高质量破局：个股胜于赛道。**自上而下高质量突破的赛道：眼科/体检服务、资源性中药OTC/血液制品、专科化药、新业态拓展的医药商业公司，同时自下而上不要忽略一体化拓展的优质原料药、仿创类CXO、海外突破和国内行业持续规范中的医疗器械企业的投资机会。
- **眼科/体检服务：**手术、诊疗恢复，中小企业扭亏为盈、龙头稳健。关注爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、盈康生命、普瑞眼科、美年健康；
- **资源性中药OTC/血液制品：**同仁堂、健民集团、片仔癀、东阿阿胶、华润三九、羚锐制药、康缘药业、天坛生物；
- **专科化药：**恩华药业、九典制药、科伦药业、华东医药、华特达因、迪哲医药、泽璟制药、福元医药、卫信康；
- **新业态拓展的医药商业公司：**百洋医药、上海医药、重药控股、老百姓、益丰药房，关注九州通、国药一致；
- **一体化拓展的优质原料药：**奥锐特、仙琚制药、普洛药业、博瑞医药，关注山河药辅、新华制药、国邦医药；
- **CXO：**百诚医药、阳光诺和、泰格医药、药明康德、康龙化成、凯莱英；
- **海外突破和国内行业持续规范中的医疗器械企业：**迈瑞医疗、鱼跃医疗、海尔生物、联影医疗、开立医疗、新华医疗、翔宇医疗、澳华内镜、南微医学、维力医疗、心脉医疗、新产业、亚辉龙，关注惠泰医疗、山东药玻、安杰思、普门科技、艾德生物、九强生物。

- 医疗服务龙头表现出比较好的增长韧性，眼科领域呈现净利率、周转率提升的趋势。
- 医院收入增长依然和消费呈较强的相关性，经历2022年低基数，2023年收入增速呈明显的加速，2024Q1受季节因素影响增速趋缓，但我们要留意到眼科等刚性领域受益于相关手术渗透率的提升，2024Q1的业绩下滑更多受择期手术高基数影响，我们认为随着诊疗正常化、医院综合实力提升，收入增长带来规模效应，利润加速增长。
- 关注：爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、盈康生命、普瑞眼科、美年健康。

表：2017-2024年医院子领域ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		
澳洋健康	22.9	19.6	16.2	10.3	7.7	4.1	0.5	0.6	-3.7	-12.1	-19.9	-30.1	-38.2	-26.5	-27.9	-48.2	-30.5	-596	-2,824	-1,645	-1,090	-209	-117	-34.8	-14.3	-32.5	-0.7	52.9	35.4		
爱尔眼科	20.1	21.0	21.4	14.2	14.7	17.7	18.0	17.7	18.3	20.0	20.9	20.9	17.4	18.7	17.8	17.5	20.7	21.4	19.8	20.5	20.7	20.3	16.5	15.1	15.4	16.9	17.9	17.8	17.7		
通策医疗	16.5	17.6	20.3	21.8	22.3	23.5	24.6	25.3	25.9	26.6	26.4	25.9	19.8	20.6	21.0	22.9	29.2	27.9	25.9	24.4	23.1	20.5	18.1	16.6	15.8	15.4	14.3	13.2	12.7		
华夏眼科				8.0				14.7				20.1	20.6		16.6	23.6		20.4		24.8		22.9	23.1	10.0	10.5	11.9	12.1	11.8	11.9		
盈康生命	4.2	5.4	6.5	5.1	4.4	3.6	3.2	2.5	0.8	1.4	1.0	-52.6	-54.0	-51.3	-33.2	5.8	7.0	5.7	8.2	-20.5	-19.5	-18.7	-22.3	-46.4	-44.1	-42.4	-40.7	7.3	6.4		
普瑞眼科				-3.8				6.5				6.6			5.8	12.8		11.8		9.9	10.4	3.8	3.2	1.0	6.5	8.9	10.3	11.7	5.4		
美年健康	11.3	11.8	13.2	9.4	9.7	11.8	12.9	12.5	12.4	10.8	12.3	-11.8	-20.0	-25.2	-25.9	6.9	9.7	12.0	10.7	0.8	0.7	-2.4	-1.1	-7.2	-3.7	1.9	1.1	6.6	5.2		
三博脑科				6.2				12.2				7.4			5.0		5.9		8.2		6.8		5.2	6.0	5.3	6.0	3.3	3.4	3.4	3.7	
何氏眼科				6.7				7.5				9.4			9.0		10.4		12.3		8.2	3.8	3.2	2.8	1.5	2.9	3.3	3.2	3.1	1.7	
新里程	9.7	10.0	10.5	4.8	4.3	2.6	-11.5	-52.3	-53.4	-58.0	-47.1	-1,293	-1,574	-1,704	-1,646	-39.0	-79.1	-63.2	-83.3	-23.9	-20.8	-17.0	-12.0	9.0	8.8	7.7	3.6	1.4	1.5		
光正眼科	0.3	-0.4	-0.3	0.7	0.9	2.1	5.1	-9.2	-8.5	-5.0	6.0	8.2	10.1	6.1	-5.4	13.1	19.9	30.1	16.3	10.8	-12.9	-30.6	25.5	-28.6	-18.8	-3.3	-70.5	3.3	-0.6		
创新医疗	3.1	3.3	4.0	3.9	4.3	4.7	4.5	0.8	0.6	-2.8	-4.3	-46.6	-50.2	-48.1	-47.1	-14.7	-14.5	-13.6	-14.6	-5.2	-4.7	-6.7	-4.1	-3.9	-3.2	-1.5	-4.0	-1.8	-1.9		
国际医学	6.0	5.3	5.2	5.5	5.4	39.0	38.7	38.1	38.2	-0.4	-1.3	-8.2	-13.0	-16.4	-19.8	0.9	0.9	0.5	-0.7	-15.4	-21.6	-21.7	-22.8	-27.7	-19.7	-19.9	-14.1	-9.4	-10.5		
ST中珠	5.5	5.7	6.2	2.8	2.8	0.9	-0.9	-46.7	-48.7	-47.8	-48.4	-10.0	-10.5	-11.3	-10.6	0.1	0.1	-0.4	-0.4	-5.9	-5.3	-5.3	-5.4	-28.6	-29.7	-39.7	-39.8	-14.0	-13.9		
皓宸医疗	1.5	2.8	1.6	5.8	4.7	4.0	4.8	2.9	2.8	1.6	0.2	0.6	1.2	-0.8	-0.5	-34.1	-34.6	-28.7	-31.5	-8.8	-11.8	-13.9	-10.7	-44.9	-40.6	-37.6	-38.4	-21.8	-22.8		

图：医院领域上市公司PB-ROE分析



- 医药板块稀缺的高质量增长细分领域；
- **2024年下半年基本面展望：**景气依然持续，驱动因素包括品牌力的提升、渠道优化（OTC、线上等拓展、库存出清）、产品提价（结构调整、工商业务）、国企改革、资本支出下降等；**我们在很多ROE持续提升的中药公司上看到盈利能力的现象，这一点在医药板块具备比较强的稀缺性。**我们持续看好中药板块的投资机会，这种机会可能从大市值、OTC公司进一步拓展至处方药、中小市值公司，这种拓展更是一种高质量增长标的认知的重估。
- **推荐：**同仁堂、健民集团、片仔癀、东阿阿胶、华润三九、羚锐制药、康缘药业，关注太极集团、马应龙、葵花药业、达仁堂、佐力药业、江中药业、贵州三力、汉森制药等。

**表：2017-2024年中药子领域部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)**

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1					
健民集团	5.7	6.8	7.6	8.3	9.1	9.0	8.1	7.1	6.8	6.8	6.9	7.6	6.8	7.6	11.1	11.2	14.8	18.5	18.8	20.8	20.8	21.7	22.2	21.9	21.3	23.4	23.3	23.2	22.2					
太极集团	-5.0	-6.0	0.1	8.0	3.4	3.7	5.2	2.1	4.8	3.2	1.4	-2.2	-6.6	-4.7	-5.6	2.0	3.7	4.0	8.5	-19.2	-19.3	-16.7	-17.6	11.4	17.2	21.8	22.5	22.7	21.6					
济川药业	26.1	29.9	29.7	27.8	28.7	32.3	32.0	30.9	29.0	33.1	29.0	26.6	24.0	23.2	17.2	16.5	15.3	17.6	18.3	18.9	19.2	19.7	20.2	19.1	18.9	21.0	20.2	21.1	21.1					
片仔癀	16.6	17.6	18.1	19.5	20.4	22.4	22.3	22.8	22.2	21.6	21.2	20.7	20.4	21.4	21.2	21.3	21.0	22.7	25.2	25.1	24.7	25.7	22.7	21.8	21.1	22.2	21.7	20.9	20.9					
羚锐制药	16.8	17.9	9.1	10.0	10.0	10.9	11.3	11.7	12.2	12.5	13.2	13.3	11.8	13.2	13.3	14.1	14.3	17.1	17.1	15.9	16.3	18.1	18.0	18.2	17.7	20.1	19.4	20.4	20.9					
葵花药业	11.1	12.1	15.4	14.2	15.0	17.2	17.1	17.2	16.9	19.6	19.3	17.5	16.4	17.3	17.3	18.4	19.3	20.0	19.7	19.0	17.8	21.5	21.3	20.6	22.8	25.8	26.9	23.5	19.3					
贵州三力		16.0			18.5	24.5	26.1			21.3			18.9			20.4	20.3	13.3	9.4	9.6	9.1	12.3	15.8	14.8	14.5	13.4	12.6	16.2	17.9	18.2	18.7	19.9	19.1	
江中药业	14.0	14.5	15.8	14.3	14.0	14.5	14.4	14.5	14.2	14.6	14.2	13.0	12.7	13.1	12.6	12.2	12.4	12.7	12.9	12.6	12.7	14.8	13.6	15.3	15.8	16.5	16.7	18.5	17.9					
奇正藏药	16.3	17.1	16.6	16.0	15.8	16.9	17.3	15.7	15.4	16.0	16.2	16.2	14.3	16.7	16.0	15.5	16.9	34.2	23.6	22.6	21.5	-1.3	13.3	14.2	13.9	16.0	14.1	15.6	15.3					
华润三九	14.0	14.0	13.6	13.2	13.2	13.6	13.9	13.2	18.1	19.1	18.4	16.8	11.3	11.0	12.5	11.6	11.9	13.0	11.8	13.4	13.9	13.3	13.7	14.4	15.2	16.1	15.7	15.0	15.1					
佐力药业	4.4	4.6	3.6	3.3	3.2	2.3	1.5	1.6	1.7	1.0	2.5	2.0	1.9	2.2	3.6	5.5	6.9	8.0	7.0	9.7	11.9	13.7	15.0	10.1	10.9	12.9	13.3	14.0	14.9					
达仁堂	10.2	10.3	9.9	10.6	11.1	11.1	11.0	11.4	11.3	11.6	11.6	11.6	10.9	11.0	11.7	11.4	11.7	13.2	13.6	12.1	11.5	12.0	12.5	13.2	15.4	17.6	15.3	14.9	13.9					
千金药业	8.8	9.1	10.2	11.1	11.2	12.5	13.0	12.6	12.7	13.9	13.6	13.5	13.0	14.2	14.0	13.1	12.9	16.4	15.8	14.0	13.9	15.5	14.3	13.7	13.6	13.9	13.8	13.4	13.2					
同仁堂	11.9	12.1	12.1	12.1	12.0	12.1	11.7	12.2	12.2	12.1	11.6	10.7	9.2	8.6	8.9	10.5	10.9	11.7	11.9	11.5	11.9	12.2	11.5	12.1	12.6	13.4	14.2	12.8	12.7					
方盛制药	7.6	8.0	8.8	6.1	6.5	5.8	4.3	6.9	6.8	7.3	7.4	7.0	6.5	5.5	6.0	5.5	5.8	5.8	5.5	5.9	6.6	7.6	19.7	20.6	21.6	23.6	11.8	12.8	12.6					
桂林三金	15.9	17.2	16.8	17.5	17.2	17.9	17.3	14.7	14.7	15.2	13.7	13.9	13.2	12.3	12.3	9.4	9.7	9.5	8.8	12.1	12.3	13.9	12.8	11.7	12.7	13.7	13.5	15.0	12.1					
寿仙谷	18.8	10.4	10.7	10.2	11.1	11.3	10.6	10.9	11.0	9.5	9.7	10.6	9.4	9.6	10.3	11.4	11.3	11.5	11.4	12.4	13.0	13.8	14.5	14.6	14.3	14.2	13.9	11.7	11.9					
东阿阿胶	21.3	22.2	20.8	20.8	19.6	19.8	19.3	18.4	16.0	13.2	10.1	-4.5	-9.4	-7.5	-7.0	0.4	1.9	2.9	3.7	4.4	4.9	6.1	6.5	7.6	8.5	9.9	10.1	10.7	11.6					
乌应龙	12.7	13.0	13.2	14.6	13.4	11.3	9.3	7.8	10.0	12.0	14.0	14.1	12.6	14.1	14.3	14.7	14.4	14.8	14.9	14.6	14.7	14.6	14.9	13.7	14.5	13.6	12.9	11.9	11.6					
白云山	8.9	10.2	10.5	10.9	12.6	16.9	18.5	15.9	17.1	14.3	13.1	13.2	11.7	9.6	10.4	11.2	12.1	13.2	12.5	12.8	12.6	12.5	12.4	12.4	12.0	12.4	12.4	11.6	11.1					
云南白药	18.4	17.9	18.1	17.4	17.1	16.3	17.0	16.7	16.1	10.9	11.0	11.0	11.8	12.1	12.8	14.5	12.8	13.1	9.8	7.3	7.5	6.8	7.0	7.8	9.0	11.2	12.1	10.3	10.3					
汉森制药	5.6	6.4	6.5	8.0	8.4	8.2	9.1	10.3	10.3	10.5	10.7	10.4	9.9	9.1	9.0	6.6	6.9	7.3	7.8	7.7	7.9	7.9	8.1	8.8	8.7	9.7	7.9	10.4	10.3					
康缘药业	11.7	11.3	11.2	10.7	10.7	10.5	10.4	11.4	12.0	12.8	12.8	12.9	11.8	10.1	7.8	6.3	6.4	6.6	6.7	7.4	7.9	8.2	8.6	9.1	9.5	10.1	10.1	10.3	10.2					
皖神戎发	6.3	5.2	3.2	2.4	2.2	1.9	2.1	1.7	1.7	1.3	1.0	1.7	0.9	-0.8	-0.8	0.3	0.2	1.7	0.9	-1.3	-1.2	-1.0	0.6	3.5	7.7	9.3	10.9	9.7	9.7					
精华制药	7.3	8.2	8.2	7.7	8.7	8.9	9.6	10.1	10.1	9.7	-7.7	-21.3	-21.4	-21.4	-3.8	5.3	5.3	5.2	6.2	7.2	7.4	8.0	8.5	8.8	9.4	9.5	9.4	10.1	9.2					
仁和药业	12.3	12.8	12.5	12.6	13.1	14.8	15.7	14.9	15.4	16.3	14.9	14.1	12.7	11.6	11.6	11.2	11.8	12.8	14.4	12.6	12.3	11.6	10.6	10.0	10.1	10.8	11.0	9.5	9.2					
上海凯宝	12.7	11.9	12.2	11.5	11.4	10.7	9.9	9.1	7.8	7.9	7.8	9.8	8.9	6.9	5.8	4.1	4.2	4.2	3.8	4.6	4.4	3.2	3.9	5.1	5.2	6.3	7.0	8.1	8.9					
天士力	14.7	15.4	15.4	15.9	15.8	16.9	15.5	14.7	14.7	13.8	11.8	9.0	7.4	6.9	8.3	9.4	9.4	11.6	11.7	18.2	11.9	7.9	4.4	-2.1	4.5	7.0	9.0	8.7	8.7					
葫芦娃				6.3				16.6				15.6				18.7	18.2	17.8	17.0	13.3	13.6	14.4	13.3	7.8	8.2	7.9	6.7	8.5	9.1	8.3	8.4	9.5	8.3	
昆药集团	11.4	10.3	9.9	9.0	8.5	8.0	8.4	8.8	9.1	9.8	10.5	10.8	10.3	10.5	10.2	10.3	12.1	12.2	11.5	10.6	8.7	8.1	9.0	7.7	7.8	7.7	7.6	8.4	8.0					
特一药业	10.3	11.4	11.5	10.2	10.5	12.5	13.7	14.0	16.7	16.0	15.1	14.9	12.7	10.1	6.2	4.1	5.6	9.0	11.2	10.1	10.0	9.6	10.0	12.7	15.8	19.1	15.7	12.6	7.8					
盘龙药业		12.6	13.7	7.9	8.2	9.7	9.6	10.6	10.8	11.3	11.6	10.6	10.3	9.7	11.3	11.0	11.9	12.0	11.2	11.8	11.1	11.0	10.8	10.9	8.7	9.2	7.0	7.1	7.6					
康恩贝	10.6	11.8	13.0	12.4	13.2	15.3	14.7	14.2	12.8	12.1	9.4	-7.4	-7.0	-5.0	-5.4	9.0	6.3	4.1	2.4	28.5	28.8	28.8	29.8	5.2	7.5	9.5	10.6	8.4	7.3					
新天药业	20.5	10.5	10.9	10.6	10.6	10.6	10.3	10.8	10.7	10.8	10.6	10.1	7.8	8.2	8.1	8.8	11.3	11.1	11.2	11.2	11.1	11.5	11.4	9.9	9.2	8.7	7.9	7.3	7.0					
亚宝药业	-0.2	1.5	3.7	7.1	7.7	8.3	9.1	9.4	9.7	10.2	9.9	0.5	-0.8	-3.1	-4.4	3.9	4.6	5.1	5.6	6.4	6.5	6.3	5.0	3.5	4.6	5.7	6.9	6.7	7.0					
ST九芝	15.3	17.1	16.3	15.8	15.5	15.1	11.8	7.8	6.5	4.7	4.8	4.8	4.9	5.5	6.0	6.9	7.1	7.6	7.9	6.8	7.0	10.5	9.8	9.0	9.5	6.0	6.5	7.5	6.8					
广誉远	5.6	7.7	7.7	2.7	3.6	5.3	7.8	3.2	2.5	1.1	0.0	3.5	1.2	-0.6	-2.0	0.7	-0.4	-3.4	-7.1	-3.4	-2.6	0.0	0.2	-17.7	-16.0	-14.0	-7.2	6.0	6.7					



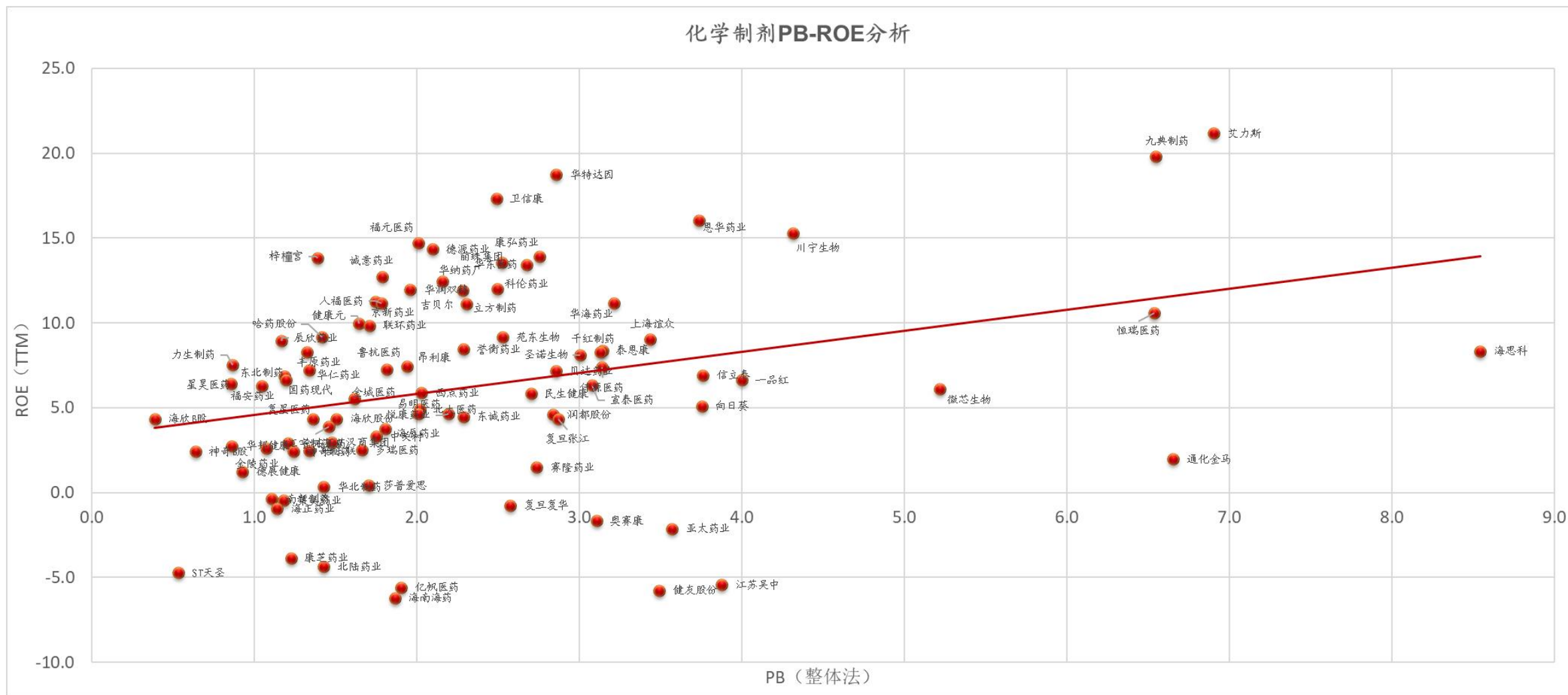
- 化学制剂：经历并持续经历“格局决定市场”的环境，优秀的竞争格局是关键，我们看好格局较好的品类中的龙头（包括创新药、专科药物领域），尤其是仿创升级处于商业化拐点型公司的投资机会。
- 创新产品商业化进程（放量或转让收到首付款等）的同时加强费用管控（艾力斯、贝达药业、九典制药、兴齐眼药）、集采或调整业务结构降本增效（国药现代、圣诺生物、东诚药业、川宁生物、金城医药、宣泰医药、福元医药）、资产处置归核聚焦（景峰医药、誉衡药业）等因素影响，另外，我们发现在经营提效的同时，2023年以来现金流得到明显改善。我们认为化药制剂板块随着资本支出强度下降、新产品放量及集采过程中降本增效等因素影响，业绩恢复增长趋势有望延续。
- 推荐：恩华药业、九典制药、科伦药业、华东医药、华特达因、迪哲医药、泽璟制药、福元医药、卫信康等，关注川宁生物、艾力斯、百利天恒、海思科、丽珠集团、兴齐眼药、华润双鹤、首药控股等。

表：2017-2024年化学制剂领域部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			Q1		
百利天恒-U								7.7				1.8				8.4			9.3			-30.1			-109.9	-347.6	-30.2	-52.8	-78.4	-133.2	-513.9	85.2	
艾力斯				-10.2				-137.1					-33.6		-36.8	-34.3	-10.8	-10.1	-9.0	1.0	0.6	1.3	4.1	-2.0	4.1	5.8	9.1	13.4	16.2	21.2			
九典制药		17.9	11.4	10.4	10.6	10.7	9.6	10.0	9.6	9.9	8.8	7.2	6.7	7.6	9.0	9.8	13.8	16.1	18.4	18.6	18.5	18.8	19.3	17.4	17.7	19.9	19.5	18.7	19.8				
华特达因	17.4	17.1	17.3	16.2	14.5	11.1	10.6	8.1	4.9	8.5	8.4	11.8	12.9	13.9	14.7	14.9	17.0	18.3	17.4	16.9	17.8	19.3	20.8	20.4	19.5	20.0	18.4	19.6	18.7				
卫信康	24.0	22.0	13.5	11.8	12.9	10.6	10.0	8.2	6.6	6.0	5.8	6.0	4.9	5.1	5.9	5.9	6.6	8.2	9.2	9.0	10.4	12.9	13.6	14.5	15.4	16.5	17.6	16.0	17.3				
恩华药业	14.9	15.3	16.7	16.1	16.1	16.8	16.6	17.8	17.7	18.0	18.0	18.3	17.9	17.8	17.2	17.7	17.7	17.7	17.4	16.2	16.0	16.1	15.9	16.0	16.1	16.7	16.6	16.1	16.0				
川宁生物		0.4		-2.0		8.6		9.0		6.8		2.1		-2.5		4.9	4.9		4.7	2.3		4.6	5.3	6.6	7.6	8.8	10.8	13.5	15.3				
兴齐眼药	10.4	9.4	9.2	7.2	5.2	1.7	2.0	2.5	3.2	4.0	5.2	6.3	4.4	7.8	9.8	12.9	18.4	20.1	22.6	14.5	16.6	16.0	16.1	13.6	9.9	11.3	12.0	14.2	14.7				
福元医药								29.2				25.8				26.1		24.7		26.2	28.9	12.1	12.7	13.8	14.2	14.9	14.5	14.1	14.7				
德源药业		18.5		16.0	16.1	15.4	16.0	15.1	14.4	14.8	15.1	16.9	17.4	19.3	19.2	19.3	10.6	10.9	10.8	11.3	11.6	12.0	12.1	14.7	15.5	16.3	15.1	14.5	14.4				
康弘药业	17.8	18.0	18.1	18.2	18.6	19.6	18.8	17.0	16.3	17.1	16.6	15.5	13.7	14.6	14.2	-4.7	-3.6	-3.0	-3.1	6.9	7.6	8.2	7.7	13.0	12.2	12.1	12.8	13.4	13.9				
梓橦宫		11.6		14.5	16.3	16.4	17.5	13.5	13.7	14.5	17.0	17.1	16.3	17.8	16.1	16.7	16.7	16.6	10.7	12.5	13.9	14.6	14.6	14.4	12.4	12.4	12.7	13.7	13.8				
丽珠集团	12.2	12.8	41.7	41.1	40.6	43.9	10.5	10.2	10.2	11.3	10.9	11.7	11.3	14.1	14.5	14.2	14.7	14.8	13.9	13.7	13.3	13.5	13.6	13.8	13.6	15.1	14.7	13.9	13.6				
华东医药	19.9	21.7	21.5	21.2	20.9	22.6	22.1	22.8	23.3	23.3	22.9	22.9	22.6	21.7	21.0	19.3	15.9	15.3	14.3	13.9	13.0	13.5	13.2	13.5	13.2	13.3	13.3	13.5	13.4				
诚意药业	12.3	11.6	12.0	11.5	11.8	13.8	14.9	14.7	15.1	17.3	17.2	17.4	16.9	16.4	16.6	18.9	20.3	20.2	19.3	17.3	15.2	15.9	15.1	14.9	15.3	16.7	15.1	13.7	12.7				
华纳药厂				15.6				19.3				21.0		20.2		21.9	22.1	21.5	11.1	10.9	10.7	11.7	11.8	11.4	12.0	12.4	12.4	12.3	12.5				
科伦药业	4.8	3.9	3.6	6.3	7.7	10.0	11.0	9.5	9.0	8.9	8.2	7.1	4.8	3.2	4.0	6.1	7.2	8.3	8.6	8.0	8.4	10.3	11.2	10.8	13.5	13.6	12.0	12.5	12.0				
华润双鹤	11.1	11.2	11.4	11.3	11.7	12.1	12.5	12.4	12.2	12.5	12.3	12.3	11.3	11.0	11.0	10.8	10.6	10.9	10.3	9.4	9.9	10.9	10.4	11.6	11.6	11.4	11.6	12.0	12.0				
吉贝尔				17.9				27.5		24.2	22.7	24.3	22.9	7.2	7.7	8.3	8.2	8.9	8.2	7.2	7.1	6.3	7.3	9.2	9.5	11.9	12.5	11.5	11.9				
京新药业	8.7	9.3	6.8	6.7	7.0	8.5	9.7	10.4	11.5	13.5	13.9	14.1	13.0	12.0	11.1	16.7	16.9	17.6	15.3	12.7	12.7	13.4	13.2	12.9	12.8	13.1	12.4	11.2	11.2				
人福医药	8.6	7.3	17.6	15.3	15.0	16.0	5.6	-21.9	-21.1	-22.3	-22.2	7.9	7.6	8.7	6.7	9.5	9.7	10.2	11.5	10.2	14.0	15.2	16.3	16.5	14.2	14.2	12.1	12.5	11.2				
华海药业	11.5	11.9	12.8	13.1	13.1	11.7	8.2	2.6	1.9	4.8	6.5	10.2	11.2	13.7	14.5	14.3	14.3	12.8	10.0	7.4	5.5	7.6	9.7	15.5	15.6	14.1	13.6	10.3	11.2				
立方制药				21.2				18.1		17.1		17.8		19.2	19.3	11.5	12.2	12.6	12.8	13.2	13.2	14.0	15.4	14.2	14.7	15.5	13.1	13.4	11.1				
恒瑞医药	20.6	20.9	20.7	20.9	20.5	20.8	20.5	20.6	21.1	21.0	21.1	21.5	20.9	21.0	20.7	20.7	20.2	19.3	18.3	12.9	11.8	11.0	9.5	10.3	10.0	10.5	10.6	10.6	10.6				
健康元	8.4	9.3	28.5	28.9	28.6	29.8	9.7	7.3	7.7	8.1	8.1	8.6	8.2	9.7	9.6	10.1	10.6	10.0	10.6	11.2	11.8	12.1	11.2	11.5	11.3	11.5	10.9	10.5	10.0				
联环药业	7.5	8.2	7.8	8.0	8.2	8.2	8.4	7.9	7.9	8.0	8.0	8.1	8.1	8.2	9.3	9.6	10.0	10.2	9.7	10.3	10.4	10.9	10.8	11.2	10.9	10.7	10.0	10.0	9.8				
哈药股份	11.1	10.9	6.4	5.8	7.0	6.9	6.4	5.9	1.2	-1.2	2.1	1.0	0.3	-5.3	-7.7	-31.0	-22.7	-10.6	-5.6	9.6	9.8	3.8	1.0	10.7	10.9	11.6	12.9	8.4	9.2				
苑东生物				14.5				23.2				15.6		14.7	6.8	8.5	8.9	9.6	10.7	10.1	10.4	10.7	10.1	10.1	10.1	9.7	9.5	8.7	9.2				
上海谊众				-5.1				-5.9				-118.8	-121.3			-9.0		-10.4	-2.4	-0.3	2.7	5.6	9.4	10.8	12.1	13.3	11.9	11.0	9.1				
辰欣药业		10.4	8.1	9.9	11.3	12.2	13.4	12.1	11.9	12.2	12.1	11.3	10.7	9.4	9.1	9.1	9.0	9.1	8.0	6.6	6.3	6.6	6.5	6.6	7.5	7.9	8.0	9.1	9.0				
誉衡药业	16.5	14.3	10.5	7.4	6.7	7.2	7.5	2.9	2.6	2.9	2.6	-175.0	-95.7	-106.2	-111.2	21.7	-12.7	-7.9	-7.5	2.4	1.3	-2.2	-1.8	-17.9	-16.5	-17.5	-5.5	7.2	8.4				
泰恩康	6.2	7.9		12.4	11.7	13.0	13.3	14.3	14.1	12.7	10.2	11.1		20.4		27.3		19.6	18.5	16.9	8.6	8.0	9.3	9.4	9.1	11.5	10.3	8.9	8.4				
海思科	19.7	18.5	17.9	12.0	12.4	11.5	16.4	16.4	15.6	20.6	18.5	20.8	22.9	19.4	19.1	21.9	24.9	25.7	18.3	12.1	3.0	3.3	6.1	9.1	7.1	7.1	9.2	7.1	8.3				
千红制药	9.3	9.4	8.7	7.5	7.8	8.1	8.8	8.7	8.7	9.3	10.1	11.3	6.4	6.7	8.0	-6.3	-2.5	-5.3	-4.1	8.5	11.3	13.5	10.9	13.2	11.1	10.1	10.2	7.4	8.3				
丰原药业	4.2	5.3	5.2	5.4	5.5	4.8	4.8	4.7	5.1	6.1	6.0	6.1	6.4	6.0	5.5	7.3	7.6	7.4	8.2	7.5	7.9	8.8	8.8	8.9	9.2	9.3	9.1	8.4	8.3				

数据来源：wind，浙商证券研究所

图：2024年化学制剂个股PB-ROE (ttm) 全景分析

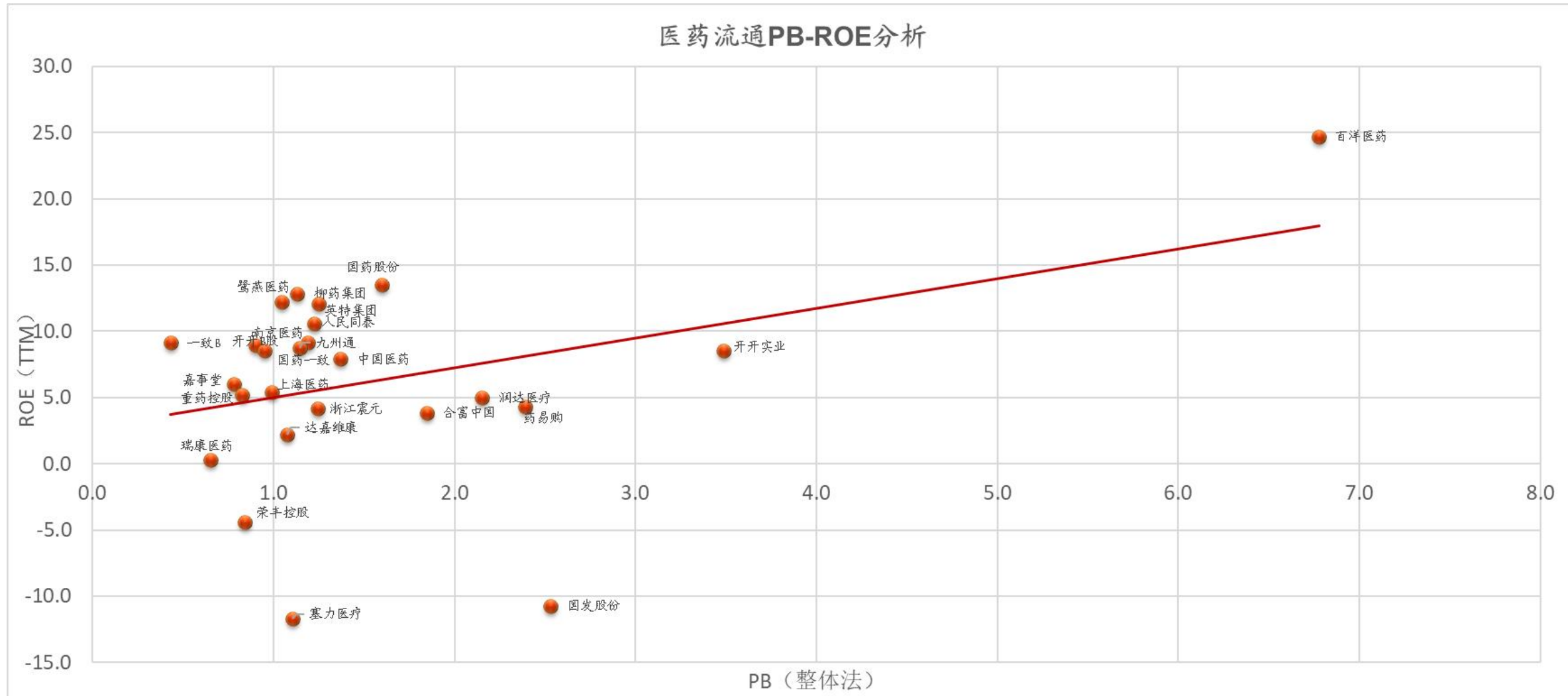


- **难得的稳增长，特色、全国龙头性价比高：**医药流通在当下政策环境下，全国性企业进入加速并购、盈利能力逐步提升的窗口，新业态（CSO）、PBM等提升发展天花板，包括区域性精麻类药物配送龙头（国药股份）推进直销业务、综合解决方案提升服务能力，但同时也提示区域流通龙头管理改善带来净利率提升的趋势，同时关注较高负债率的负债率对后续经营持续性影响。
- **推荐：百洋医药、上海医药、重药控股；**关注九州通、国药一致、国药股份、柳药集团、英特集团等。

表：2017-2024年医药流通公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析																																															
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1																																																
百洋医药				23.7				24.1				24.0				16.4				16.1				18.5				25.9				17.4				19.8				19.6				18.9				22.3				21.4				21.8				22.1				25.2				25.7				24.6				24.7	
国药股份	15.5	10.6	12.0	14.0	14.9	14.4	14.3	15.2	15.1	15.7	15.2	15.2	14.4	13.7	13.9	12.1	12.3	13.0	13.6	13.7	13.9	14.1	13.8	13.8	13.7	14.3	13.2	13.6	13.5	13.2	13.2	13.6	13.9	14.1	13.8	13.8	13.7	14.3	13.2	13.6	13.5			13.7				14.3				13.2				13.6				13.5																	
柳药集团	10.4	11.1	11.3	11.5	12.0	12.8	13.4	13.7	14.5	15.7	16.3	15.7	15.1	15.3	15.1	14.0	13.8	12.4	11.2	10.3	10.2	10.7	10.9	11.8	11.9	12.5	12.4	12.8	12.8	12.5	12.4	12.8	12.8	12.5	12.4	12.8	12.8	12.5	12.4	12.8	12.8			12.5				12.4				12.8																									
鹭燕医药	8.4	8.8	9.2	8.9	9.3	10.1	11.3	11.5	11.9	13.2	13.8	14.3	14.2	14.1	11.9	11.4	11.7	12.1	11.5	12.3	12.2	12.1	12.5	12.7	12.6	13.1	12.5	12.3	12.2	13.1	12.5	12.3	12.2	13.1	12.5	12.3	12.2			13.1				12.5				12.3				12.2																									
英特集团	11.5	11.1	10.7	9.9	9.9	10.2	10.7	10.1	10.5	14.1	9.6	10.0	9.9	8.4	8.8	9.4	9.1	9.2	9.4	8.9	9.0	9.6	9.6	10.2	6.3	9.7	10.1	11.5	12.1	9.7	10.1	11.5	12.1	9.7	10.1	11.5	12.1			9.7				10.1				11.5				12.1																									
人民同泰	15.9	15.9	15.2	15.8	15.3	17.1	16.3	16.3	15.8	15.4	14.8	14.5	12.8	10.8	10.0	7.3	6.7	9.8	11.1	12.6	12.6	10.7	9.8	10.7	11.4	11.9	11.5	10.6	10.6	11.4	11.9	11.5	10.6	11.4	11.9	11.5	10.6			11.4				11.5				10.6																													
国药一致	14.4	13.5	13.9	11.3	11.1	11.5	10.7	10.4	10.2	10.0	10.0	9.9	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.5	10.1	9.0	8.3	8.3	8.3	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2	9.1	9.7	9.9	9.6	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2			9.6				9.2				9.1																									
一致B	14.4	13.5	13.9	11.3	11.1	11.5	10.7	10.4	10.2	10.0	10.0	9.9	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.5	10.1	9.0	8.3	8.3	8.3	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2	9.1	9.7	9.9	9.6	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2	9.7	9.9	9.6	9.2			9.6				9.2																													
南京医药	7.1	7.8	8.3	8.6	6.5	7.0	6.9	7.2	7.3	7.6	9.3	8.6	8.5	8.8	8.0	8.8	9.3	9.9	9.9	11.0	9.4	10.7	10.7	9.9	9.9	9.3	9.0	9.0	8.9	9.9	9.3	9.0	9.0	9.9	9.3	9.0	9.0			9.3				9.0				8.9																													
九州通	7.4	10.4	9.7	7.9	8.0	6.3	7.1	7.3	8.2	8.5	8.9	9.2	10.8	11.7	13.6	14.1	14.4	17.3	14.3	10.5	9.0	6.5	7.4	8.5	8.7	8.6	9.2	9.1	8.8	8.7	8.6	9.2	9.1	8.7	8.6	9.2	9.1			8.6				9.2				8.8																													
开开实业	4.7	5.4	5.6	7.8	8.2	8.7	9.2	7.1	6.5	5.0	4.4	4.3	3.4	2.8	2.6	2.6	2.5	3.0	3.0	4.1	5.4	8.0	8.5	7.0	7.1	4.9	4.6	6.6	8.5	7.1	4.9	4.6	6.6	7.1	4.9	4.6	6.6			4.6				6.6				8.5																													
开开B股	4.7	5.4	5.6	7.8	8.2	8.7	9.2	7.1	6.5	5.0	4.4	4.3	3.4	2.8	2.6	2.6	2.5	3.0	3.0	4.1	5.4	8.0	8.5	7.0	7.1	4.9	4.6	6.6	8.5	7.1	4.9	4.6	6.6	7.1	4.9	4.6	6.6			4.6				6.6																																	
中国医药	14.1	14.9	15.7	16.7	17.0	18.6	18.5	18.3	17.2	16.1	14.2	10.9	9.0	11.3	12.6	13.1	12.3	11.6	8.7	6.3	6.5	5.6	5.3	6.8	6.8	6.0	5.0	9.1	7.9	6.8	6.0	5.0	9.1	6.8	6.0	5.0	9.1			5.0				9.1																																	
嘉事堂	11.7	12.0	11.8	11.9	12.2	13.0	13.3	13.1	13.0	13.2	10.9	11.0	9.4	8.7	9.1	8.8	9.4	9.6	8.9	9.1	8.8	8.8	8.3	7.3	6.9	6.8	6.8	5.9	6.0	6.9	6.8	6.8	5.9	6.8	6.8	6.8	5.9			6.8				5.9																																	
上海医药	10.1	10.4	10.3	10.3	9.4	9.7	10.9	9.9	9.9	10.3	9.5	9.8	9.4	9.9	9.7	9.9	11.8	11.8	11.1	10.3	6.5	8.0	8.2	8.4	8.6	6.7	6.7	5.5	5.4	8.6	6.7	6.7	5.5	8.6	6.7	6.7	5.5			6.7				5.5																																	
重药控股	-51.5	-45.3	12.2	16.5	18.5	21.4	9.0	9.4	9.2	10.7	11.0	9.8	8.9	7.6	8.8	10.0	9.8	11.0	10.0	10.2	10.4	9.6	10.5	8.9	9.3	9.6	6.3	5.8	5.2	9.3	9.6	6.3	5.8	9.3	9.6	6.3	5.8			9.6				5.8																																	
润达医疗	6.2	7.6	8.9	9.6	10.3	11.2	11.9	10.5	10.4	10.9	11.3	11.2	9.8	8.3	8.2	10.3	11.8	12.7	12.3	11.0	9.4	9.2	9.6	10.7	11.5	10.9	9.7	6.4	5.0	11.5	10.9	9.7	6.4	11.5	10.9	9.7	6.4			9.7				6.4																																	
药易购				15.3				13.8				13.6				13.3	13.9	10.4	5.8	5.3	4.3	0.8	1.8	0.6	1.5	5.2	7.6	9.6	7.6	9.6	8.9	7.0	7.6	9.6	8.9	7.0			9.6				7.0																																		
浙江震元	3.7	4.6	4.8	4.5	4.6	4.3	4.9	5.0	5.0	5.1	5.5	12.5	12.4	12.4	12.4	5.1	5.2	4.7	4.2	4.2	4.0	3.8	3.8	4.0	4.2	4.6	4.9	4.1	4.2	4.6	4.9	4.1	4.2	4.6	4.9	4.1			4.6				4.9																																		
合富中国				11.5				17.9				8.5				9.0	11.5	9.7	10.7	10.1	6.9	7.2	7.0	7.0	6.5	6.7	6.2	4.0	6.5	6.7	6.2	4.0	6.5	6.7	6.2	4.0			6.7				6.2																																		
达嘉维康		11.3		10.6				9.0				9.0				8.9		8.3	7.8	4.1	4.0	4.2	4.1	3.0	2.7	1.8	1.3	2.0	2.7	1.8	1.3	2.0	2.7	1.8	1.3	2.0			1.8				1.3																																		
瑞康医药	11.1	12.1	12.5	12.9	12.4	12.9	13.2	9.2	8.0	6.7	5.9	-12.9	-14.0	-14.9	-16.0	3.5	3.3	2.2	1.0	1.7	1.2	1.0	1.0	-33.9	-34.1	-33.9	-34.2	0.4	-34.1	-33.9	-34.2	0.4	-34.1	-33.9	-34.2	0.4			-34.2				0.4																																		
荣丰控股	-7.5	-4.1	-3.8	1.7	3.8	3.3	3.5	1.0	1.8	7.4	7.2	3.8	1.4	-4.8	-5.2	-2.5	-2.0	-3.6	-5.3	20.0	20.3	19.9	20.6	-3.1	-3.2	-4.4	-3.6	-4.4	-3.2	-4.4	-3.6	-4.5	-3.2	-4.4	-3.6	-4.5			-3.6				-4.5																																		
国发股份	-4.4	-5.1	-3.4	1.3	1.8	2.5	2.0	-3.4	-3.2	-3.3	-3.5	0.9	0.8	1.0	1.0	0.4	0.8	1.4	1.8	1.1	1.5	1.6	3.7	3.7	2.6	1.7	-1.5	-9.5	2.6	1.7	-1.5	-9.5	2.6	1.7	-1.5	-9.5			1.7				-9.5																																		
塞力医疗	8.5	8.0	8.4	10.1	10.3	6.7	7.1	6.2	6.3	6.5	7.1	7.4	4.3	4.1	3.1	3.5	5.3	3.3	1.8	-3.2	-2.1	-3.3	-3.6	-11.0	-13.7	-11.0	-11.1	-13.1	-13.7	-11.0	-11.1	-13.1			-11.1				-13.1																																						
海王生物	8.6	10.1	10.7	11.6	12.4	12.5	11.1	7.5	6.6	5.2	6.0	3.9	3.0	2.6	1.2	-4.9	-4.6	-4.7	-4.6	1.6	1.2	1.1	0.2	-21.9	-21.5	-22.1	-22.4	-56.3	-21.5	-22.1	-22.4	-56.3			-22.4				-56.3																																						

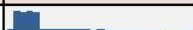
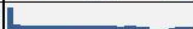















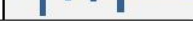
图：2024年医药流通个股PB-ROE (ttm) 全景分析



☆血液制品：格局好，稀缺稳增长板块。

- ✓ 净利率提升，现金流好，业绩增长可持续性强。随着采浆放量，成本逐步下降，同时叠加层析静丙、重组八因子等新品的带动，盈利能力有望持续提升，且龙头公司经营性现金流优异，业绩增长可持续性**强**。推荐：天坛生物，关注派林生物、卫光生物等；
- 疫苗：新品接力过渡期，看好新品快速放量公司。
- ✓ 净利率下降，现金流趋弱，新品接力期，费用率提升，期待成人苗、升级品种的放量。业绩趋势较好的主要是新品接力放量，比如百克生物的带疱疫苗、华兰疫苗的流感疫苗、康泰生物肺炎多糖结合疫苗放量，同步带动费用率优化。关注百克生物、华兰疫苗、康泰生物等。
- 其他生物制品：看好重磅新品放量公司
- ✓ 关注：特宝生物、安科生物、西藏药业、通化东宝、凯因科技等。

**表：2017-2024年生物制品部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)**

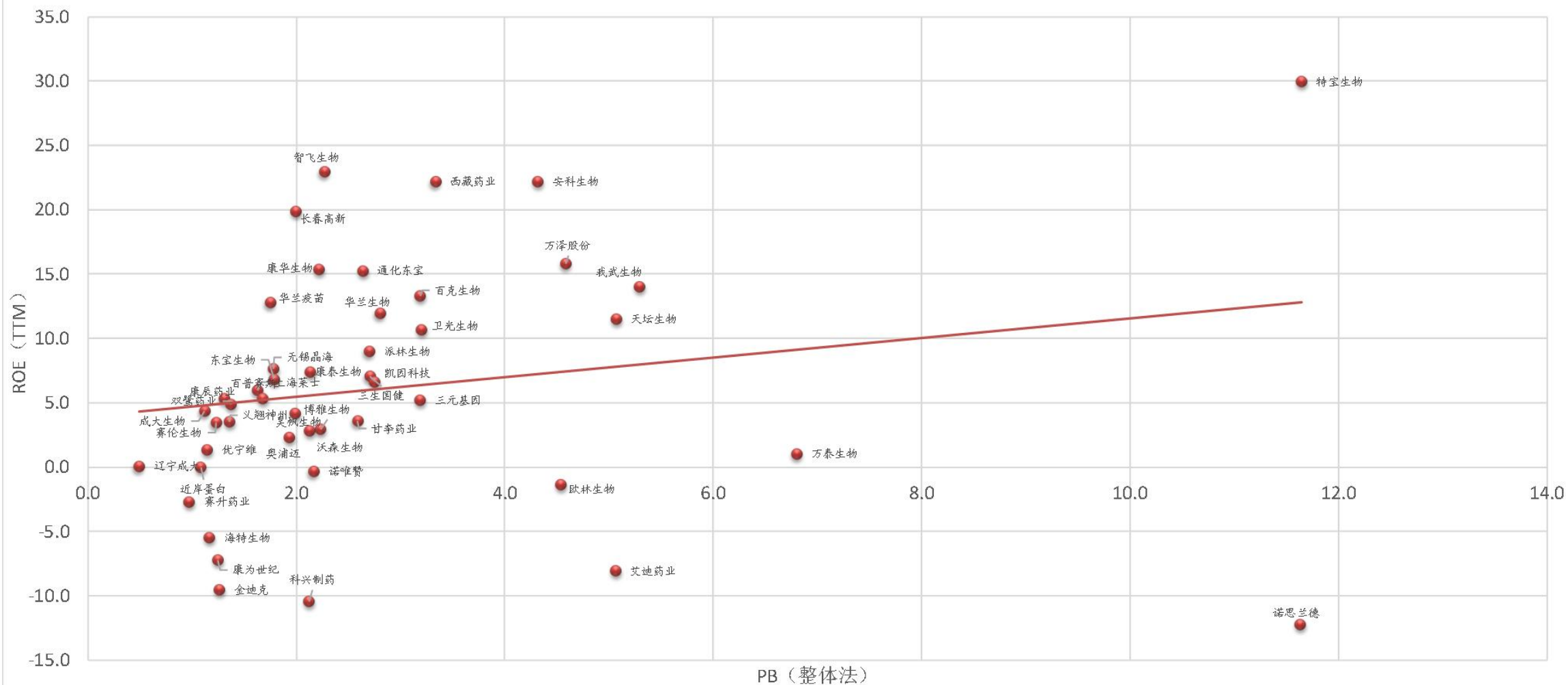
生物制品分类	ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
血液制品	天坛生物	15.8	39.6	38.7	38.8	37.7	15.1	16.0	15.1	15.2	15.5	15.3	15.5	15.0	14.2	14.7	14.1	14.1	9.1	8.9	9.4	9.0	9.7	9.4	10.0	11.2	11.5	12.2	11.3	11.49			
	卫光生物	33.3	13.7	12.5	12.9	11.8	12.2	12.4	12.0	11.9	11.8	11.4	11.8	11.9	12.0	11.9	11.9	11.4	11.2	12.2	11.6	11.4	10.3	7.8	6.4	7.3	8.8	10.1	10.9	10.66			
	派林生物	9.7	9.4	6.3	3.9	5.2	7.0	9.4	12.5	11.5	12.7	16.6	20.1	19.5	17.5	15.7	19.3	3.7	4.9	6.2	6.2	6.8	6.7	6.6	8.5	7.8	7.3	7.9	8.2	8.97			
	上海莱士	12.7	13.6	10.5	6.7	-0.6	-6.2	-12.6	-14.0	-5.5	-2.3	3.3	5.3	2.8	3.5	4.3	5.3	5.6	6.0	6.2	5.0	5.4	5.3	5.2	6.5	7.0	6.8	6.9	6.0	5.97			
	博雅生物	13.9	14.6	13.8	14.7	14.5	11.2	11.8	12.7	13.3	13.3	13.2	10.9	10.8	9.3	8.1	6.3	6.3	6.9	8.1	5.0	5.0	6.1	6.1	6.0	6.8	6.5	6.3	3.2	2.93			
疫苗	智飞生物	1.3	7.2	11.1	14.7	19.8	27.6	32.3	34.7	36.2	42.3	41.4	41.2	38.0	37.6	41.5	40.0	40.5	53.0	58.2	57.8	57.2	41.4	33.2	31.1	29.1	29.1	28.2	25.6	22.9			
	康华生物				39.5		21.9	21.9	41.9				32.5	33.6	16.3	23.2	20.7	21.4	22.3	26.2	31.1	30.8	31.9	24.6	19.4	17.9	16.3	14.3	14.5	15.4			
	百克生物		19.0		15.6		23.5		16.0		9.8		21.8	20.7	19.8		23.5	23.1	11.4	9.1	7.1	6.0	5.2	6.2	5.1	5.1	6.0	7.8	12.5	13.3			
	华兰疫苗				-12.5				30.5				29.7			30.4		42.7	38.3	22.1	12.4	18.0	10.9	9.5	11.0	6.0	10.7	13.7	12.8				
	华兰生物	18.9	18.7	17.7	17.6	15.9	17.4	18.7	20.6	20.2	20.7	21.6	19.6	18.7	19.8	18.4	21.4	20.7	20.8	21.1	15.6	12.9	14.4	11.2	10.4	11.1	9.8	11.4	13.0	12.0			
	康泰生物	6.0	11.3	16.9	20.0	23.0	30.0	26.4	23.8	21.1	18.8	20.0	20.9	17.1	8.9	8.3	9.1	9.3	9.5	14.2	13.8	15.1	11.3	4.6	-1.5	-2.2	2.7	3.8	9.0	7.4			
	成大生物		21.0		22.1	21.9	22.5	21.4	21.1	20.8	21.2	21.3	20.4	22.2	24.0		22.3		20.7	18.5	9.5	8.0	7.5	6.9	7.4	7.1	7.0	6.1	4.9	4.3			
	沃森生物	2.6	6.0	8.4	-17.7	-14.4	-12.4	-11.0	22.9	22.9	22.2	22.3	2.9	1.7	2.3	7.9	15.3	14.9	17.1	11.5	5.0	5.0	5.9	6.7	8.0	9.3	8.1	7.9	4.5	2.8			
	万泰生物				17.1		12.9		21.7				13.4	14.7	17.3	23.5	26.5	31.5	36.5	38.5	45.3	52.8	38.0	41.3	38.4	34.2	28.4	19.5	9.8	1.0			
	辽宁成大	7.0	5.6	6.7	7.2	4.4	5.1	4.5	3.8	5.9	5.0	5.2	5.5	3.2	6.2	11.2	11.5	13.0	12.7	8.3	7.7	6.7	6.1	5.1	4.3	4.3	2.7	2.2	0.8	0.1			
	欧林生物		-20.9		-12.8		-6.0		-9.8					-9.1		-8.8		9.6	13.7	8.4	9.5	12.8	9.6	11.0	7.9	3.0	4.2	2.6	1.8	1.9	-1.4		
	金迪克														-23.8		63.9	61.3	63.0	14.0	5.6	5.8	6.3	2.6	2.8	5.4	6.4	-1.8	-5.2	-9.5			
	康希诺				-10.6				-27.5				-9.0	-10.7	-9.3	-13.7	-3.8	-6.5	-6.4	9.2	15.0	23.9	25.5	12.9	1.5	-13.5	-17.7	-29.8	-24.6	-28.1	-29.6		
	康乐卫士		-29.1				-119.4						-57.3					-62.4		-33.0		-105.3		-31.2	-36.7	-28.4	-27.4	-31.3	-25.8	-27.3	-31.3	-33.2	-38.3

表：2017-2024年其他生物制品部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		
特宝生物				1.1				3.2		5.3	10.6	11.4	9.4	10.2	10.3	11.7	12.4	13.5	15.2	15.6	16.8	19.4	19.2	20.4	21.0	23.3	27.0	29.6	29.9		
安科生物	14.8	16.2	15.8	16.6	16.7	17.1	16.7	13.7	10.2	10.9	10.4	4.7	5.2	5.3	6.0	12.7	13.6	15.7	16.4	7.4	8.4	10.8	12.2	21.9	20.9	23.3	21.7	22.7	22.2		
西藏药业	32.5	10.0	10.9	11.2	11.8	14.2	14.3	9.6	9.5	10.8	9.4	12.8	14.3	15.0	15.7	16.2	16.3	18.1	17.9	7.9	8.1	6.0	7.5	12.3	14.9	20.3	22.9	23.9	22.2		
长春高新	12.5	13.7	13.9	15.0	16.2	19.1	19.8	19.0	21.0	20.1	22.0	22.0	22.6	25.7	27.6	27.9	28.6	28.1	27.7	25.8	26.2	24.7	23.5	22.9	20.4	21.1	20.1	20.5	19.9		
万泽股份	5.9	-0.4	1.5	5.9	7.9	6.9	6.2	4.0	8.0	7.4	12.2	7.5	9.7	8.7	5.9	7.7	7.1	9.1	8.9	8.9	7.6	9.2	9.0	8.5	9.9	8.8	10.6	14.6	15.8		
通化东宝	16.6	18.1	18.1	18.5	18.7	20.4	18.0	17.8	16.8	17.2	16.8	16.2	15.6	16.2	16.6	16.7	17.1	18.6	20.8	21.1	25.8	27.0	25.9	24.2	14.7	13.5	13.8	16.2	15.2		
我武生物	20.0	22.2	22.9	23.2	23.4	25.1	24.5	24.0	22.2	23.5	23.8	23.5	20.8	21.4	20.0	19.1	20.1	21.0	19.4	19.5	19.7	20.5	19.9	17.6	16.0	15.6	13.6	14.2	14.0		
无锡晶海		9.3		6.7		3.5		8.7		13.9		13.5		20.7		26.1		36.3	36.4	33.1		21.9	19.1	18.7	18.3	19.3	20.4	9.1	7.6		
三生国健				13.6				11.5		10.9		8.0	6.5	5.1	2.5	-4.8	-3.3	-3.0	-3.4	0.4	1.1	-0.3	0.3	1.1	1.8	3.2	4.4	6.0	7.1		
东宝生物	3.0	3.2	3.0	3.1	3.2	3.7	4.0	4.5	3.5	3.8	3.8	3.6	3.2	2.3	2.1	1.9	2.0	1.4	1.5	2.6	3.8	5.9	7.3	7.2	7.5	7.4	7.1	7.2	6.8		
凯因科技				4.4				6.8				6.9		6.7	6.7	8.9	5.0	5.4	6.0	6.4	6.5	6.4	5.8	5.0	4.7	5.0	6.1	6.6	6.6		
百普赛斯				10.8				15.5				11.4		8.6		57.9		53.5	49.6	7.1	7.4	8.6	8.7	7.9	7.5	7.3	6.4	5.9	5.3		
康辰药业				35.3		32.7	8.9	10.6	10.6	12.3	11.7	9.8	9.0	7.5	6.9	6.0	7.4	6.3	6.2	5.1	4.5	4.5	4.0	3.5	2.7	3.6	4.7	4.9	5.3		
三元基因		16.2		20.7		24.6		21.7		20.7		21.6	24.5	23.6		6.8	1.7	4.3	6.9	7.4	7.5	6.8	5.2	5.4	5.1	5.9	5.9	5.2	5.2		
双鹭药业	10.7	10.4	11.7	12.5	13.2	15.2	15.1	12.7	12.5	11.9	11.3	10.1	7.1	6.5	5.8	7.3	7.8	8.9	9.4	8.0	7.4	5.4	4.2	4.3	6.6	6.8	5.5	7.2	4.9		
昊帆生物		32.0		28.6		31.8		31.6				33.5				15.5		13.0		29.9	30.1	31.8	29.5	26.8	25.5	20.9	4.8	4.5	4.1		
甘李药业		29.3		32.4				21.9				21.3	21.3	14.7	14.2	13.8	14.2	14.3	14.8	14.3	13.4	9.0	1.7	-4.6	-5.2	-1.1	2.4	3.2	3.6		
义翘神州				32.7				46.0				24.3	17.1		4.0	86.8	85.6	70.8	14.2	10.7	8.1	7.5	6.9	4.8	4.2	4.0	3.7	4.1	3.5		
赛伦生物				40.6				16.4				19.5		22.3		21.4		24.0	19.1	20.7	6.7	6.2	6.0	5.7	5.6	5.7	4.8	3.6	3.4		
奥浦迈								-46.8				-15.6			2.4			2.1	10.7			15.3	4.5	4.8	4.7	4.1	3.0	2.5	2.3		
优宁维		14.7		17.3				20.8				17.6		16.2		18.9		23.1	22.8	5.2	5.2	4.7	5.1	4.9	4.7	4.7	3.2	1.9	1.3		
近岸蛋白								-1,508.8								80.5		31.9		41.4	41.2	38.4	5.1	4.1	2.8	1.4	0.7	0.6	0.0		
诺唯赞				2.4				0.6				12.9		2.7		61.7		44.0	40.6	16.4	17.0	19.5	18.4	12.9	2.5	-2.5	-5.8	-1.8	-0.4		
赛升药业	11.4	10.8	11.5	12.1	12.5	12.9	11.8	11.1	10.3	9.4	7.5	5.6	4.8	5.1	5.4	5.5	6.0	5.4	5.6	12.4	13.9	16.2	15.1	6.1	2.9	6.2	4.2	3.0	-2.7		
海特生物	21.6	21.5	10.5	8.7	8.1	7.2	6.5	5.5	5.8	5.9	4.9	3.6	2.1	0.2	-0.9	-1.5	-0.9	-0.8	0.2	1.2	0.9	1.7	1.2	-0.6	-0.9	-1.7	-2.3	-4.9	-5.5		
康为世纪								12.0				13.6				26.1	23.9			23.0		28.2	26.2	8.9	6.9	2.9	-1.3	-5.1	-7.2		
艾迪药业				-7.4				1.6		1.6		6.0	5.5	7.3	3.8	2.9	3.5	2.1	1.2	-2.3	-4.9	-8.9	-9.1	-10.4	-8.4	-5.5	-6.8	-6.8	-8.1		
科兴制药				28.0				19.0				23.0		20.2	19.4	7.6	5.3	5.6	5.1	5.0	4.1	2.0	-1.9	-5.0	-7.1	-8.0	-5.0	-11.7	-10.4		
诺思兰德		-17.1		-42.7		-39.6		-71.5		-19.7		-50.7	-40.5	-42.3		-9.1	-9.5	-18.5	-20.2	-21.3	-24.1	-26.2	-32.7	-34.1	-38.9	-38.3	-37.0	-31.4	-12.3		
四环生物	2.6	4.4	4.2	1.2	0.0	-1.7	-5.8	-4.9	-7.8	-6.8	-1.7	2.3	6.0	4.8	4.2	4.3	0.6	-1.1	-2.8	-5.7	-7.7	-7.0	-8.3	-8.8	-8.3	-10.3	-11.0	-15.6	-12.4		
未名医药	16.4	16.7	15.3	13.9	13.8	8.0	4.9	-3.5	-7.0	-2.7	-2.1	2.7	0.6	-2.5	-4.2	-9.2	-5.1	1.5	10.4	11.3	10.4	6.5	-0.5	-0.6	-1.6	-4.0	-2.0	-16.1	-16.5		
百济神州-U				-22.7				-39.4				-102.1				-23.6	-44.9		-48.7	-40.2	-24.4	-34.6	-39.1	-44.3	-45.0	-46.2	-44.2	-25.9	-26.8	-25.6	
智翔金泰-U																				-104.3		-204.3	-888.5	-1,981.9		-23.0	-23.5	-28.8	-28.7		
君实生物-U		-18.5		-28.3	-25.8	-39.3	-51.9	-21.8	-29.7	-21.5	-22.4	-25.1		-44.2	-22.3	-28.6	-17.0	-13.2	-12.3		-9.1	-19.2	-23.0	-29.3	-25.2	-28.3	-29.1	-27.3	-31.9	-29.5	
百奥泰				-67.8				-69.0	-49.3	-59.0	-139.7	-162.1	-24.7	-24.2	-23.2	-25.6	-27.3	-13.3	-13.9	3.9	4.1	-4.7	-3.4	-29.9	-35.0	-41.7	-49.5	-32.5	-33.9		
荣昌生物																-19.4		-23.7	-38.3	8.0	3.1	4.2	5.2	-20.1	-22.1	-28.2	-33.9	-44.0	-49.9		

图：2024年生物制品板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析

生物制品PB-ROE分析



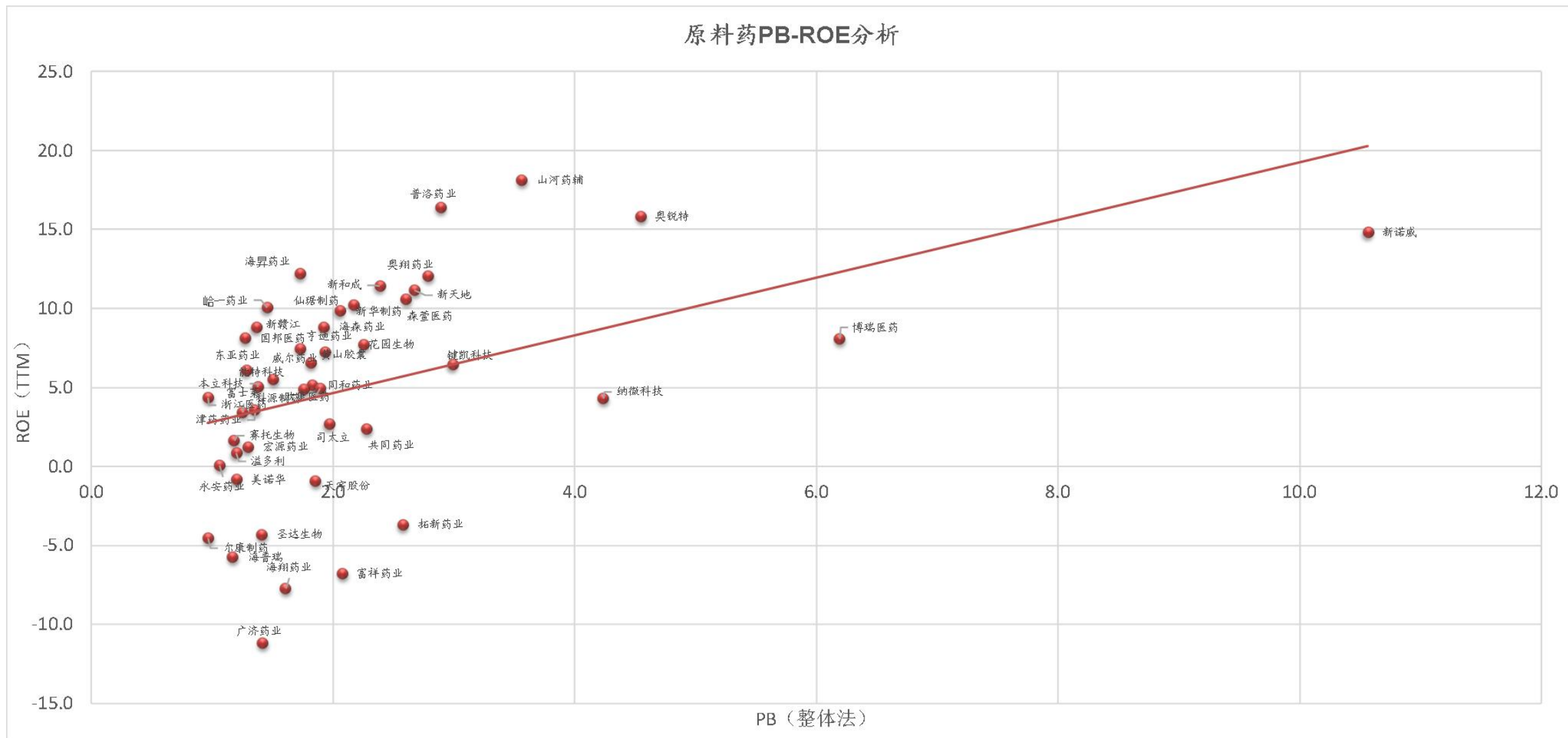
- 原料药：资本开支趋弱，制剂弹性体现，2024H2周期中把握成长。
- ✓ 对冲盈利能力波动周期中哪些力量：资本开支强度减弱、产品（一体化拓展）梯队化带来规模效应，盈利能力提升，我们的集采已经进入极具规模性的阶段，有制剂产品积累的公司也进入规模性放量的阶段，盈利能力或得到改善（奥锐特、普洛药业、新华制药）；下游需求回暖、产品矩阵丰富化、成本控制/规模效应体现的药用辅料公司。
- 推荐：奥锐特、仙琚制药、普洛药业、博瑞医药，关注山河药辅、新华制药、国邦医药、新天地、森萱医药等。

表：2017-2024年原料药部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			Q1	
山河药辅	11.5	11.3	10.7	11.4	11.9	12.9	14.0	14.2	14.4	15.5	16.2	16.0	16.1	17.2	16.2	16.1	16.4	16.3	15.9	13.9	13.6	15.7	16.4	18.1	18.9	19.2	19.2	18.7	18.1			
普洛药业	10.2	10.4	9.3	8.4	8.8	9.9	11.3	11.1	12.0	13.3	14.5	14.7	15.2	17.5	17.9	18.6	19.1	20.2	19.5	18.9	17.1	16.8	16.4	17.9	18.7	20.0	19.7	17.0	16.4			
奥锐特				6.5				17.4			15.9		19.0			20.7	15.1	11.4	9.9	9.6	10.2	11.2	11.5	12.9	13.5	12.6	12.5	11.0	13.8	14.7	15.8	
新岩威		30.2		25.4		22.5		22.6	10.5	11.0	11.4	11.4	11.7	12.3	12.0	11.2	11.2	10.1	10.0	10.7	11.2	14.4	16.1	18.5	17.3	17.4	17.3	14.9	14.8			
海昂药业		13.3		20.8		20.3		23.7			29.1		34.2			35.0		51.3		53.7		57.2		43.7		43.7	39.0	41.9	36.1	29.8	12.2	
奥翔药业	22.7	11.5	10.2	9.4	7.6	9.0	9.2	7.3	8.2	8.3	9.7	8.7	10.4	11.4	10.3	7.7	9.4	9.7	10.7	11.6	13.0	13.8	15.2	16.1	12.7	13.0	13.4	11.9	12.0			
新和成	15.4	15.9	15.2	12.2	19.2	21.0	21.4	19.0	12.6	13.8	13.7	12.9	14.4	17.9	18.2	18.4	18.6	18.6	19.1	19.8	19.2	18.7	17.3	15.4	12.6	12.3	11.2	10.9	11.4			
新天地								7.3					57.0					37.8		33.8		28.6		25.3	25.7	9.8	10.3	11.2	12.6	11.0	11.2	
森普医药		16.0		10.7	30.2	25.5	26.5	10.7	16.4	20.3	23.8	20.4		22.6	15.7	15.3	15.2	15.7	13.7	13.1	13.4	14.8	16.0	14.8	13.8	13.1	11.4	11.8	10.6			
新华制药	7.5	8.6	9.4	8.5	9.0	8.9	8.7	9.3	9.3	10.2	10.1	10.3	10.7	9.9	10.1	10.6	10.7	10.1	10.6	10.7	10.1	9.3	8.8	9.0	10.0	10.5	11.2	11.4	10.9	10.2		
哈一药业		17.4		14.8		11.7		8.3			12.9		17.2			19.1		22.8		20.1		12.7	16.5	16.3	16.2	18.3	12.0	13.2	11.7	10.7	10.1	
仙琚制药	6.6	7.5	8.1	8.8	9.6	10.3	11.0	11.5	11.9	12.9	13.5	14.0	13.9	14.4	14.9	11.4	12.1	12.6	12.8	12.8	12.8	13.5	13.2	13.7	13.5	13.0	12.2	9.7	9.8			
海森药业								27.0				25.9				22.5		20.2		26.0		25.7		22.9	21.9	8.1	8.0	8.4	8.8			
新赣江				63.9				28.8		29.2		13.9		13.1	17.1	20.6		24.6		23.6		18.7	18.5	16.6	10.9	11.8	11.1	9.7	8.8			
国邦医药				16.5				16.9				12.0		10.8		24.7	24.1	20.3	10.8	11.1	11.0	12.2	13.0	12.9	12.5	10.9	9.4	8.2	8.1			
博瑞医药				10.3				9.5	9.3		11.5	8.5	9.6	10.7	12.2	11.9	12.5	13.5	14.2	14.5	14.1	13.3	13.5	10.9	10.8	10.3	9.8	8.5	8.1			
花园生物	7.9	12.6	14.2	10.2	16.5	14.8	17.0	19.7	18.6	22.2	22.9	19.7	15.3	14.5	9.1	9.4	10.1	11.2	10.3	21.1	22.2	21.9	21.6	14.9	9.7	6.9	6.0	6.6	7.7			
威尔药业		15.2		20.2		19.2	18.6	18.2	10.3	10.7	11.3	10.3	9.6	8.7	7.3	7.7	7.1	7.6	8.0	7.3	7.2	7.4	6.6	6.4	6.2	5.8	6.1	7.1	7.4			
亨迪药业			2.0	4.3		3.7		16.7			18.9		20.5		22.9		24.0	25.4	18.7	17.2	5.5	5.0	4.7	4.5	5.5	5.9	8.0	8.2	7.5	7.2		
黄山胶囊	7.8	7.3	7.1	7.0	6.5	5.9	5.5	5.2	4.9	4.8	5.4	5.4	5.4	5.5	5.9	6.1	6.8	6.8	7.0	7.3	7.5	7.4	7.1	7.7	7.7	7.6	7.2	6.6				
健凯科技				15.2				21.5		19.3		27.9	28.6	28.2	9.2	10.0	12.4	15.0	17.3	16.7	17.4	18.3	16.6	15.3	14.2	11.5	9.5	9.0	6.5			
东亚药业				8.8				15.4		13.7		19.8		18.4	15.5	6.6	7.5	5.0	3.5	3.9	3.7	2.9	4.2	5.7	5.6	6.3	6.3	6.0	6.1			
能特科技	4.7	4.8	5.1	5.3	9.2	9.7	9.6	-110.1	-107.4	-100.6	-79.4	21.6	18.8	16.9	9.6	3.8	2.8	1.6	3.0	3.0	4.6	15.3	12.1	11.5	10.5	3.6	2.6	6.3	5.5			
同和药业	9.6	10.6	11.9	10.3	9.0	7.9	6.1	3.7	3.5	4.6	5.8	6.8	8.3	8.6	8.9	8.6	8.9	8.3	8.7	9.1	9.1	8.0	7.1	7.6	7.9	8.4	4.8	4.8	5.1			
本立科技				9.2				14.7				19.3		17.3		19.4		17.2	5.9	4.5	4.5	5.0	4.9	4.8	4.4	3.8	4.3	4.6	5.0			
科源制药		19.6		17.7	17.4	18.0		6.7		7.8		11.0			20.1		17.5		18.1		18.5		17.6	7.3	7.0	6.7	5.8	4.9				
欧康医药		19.7		14.3		10.0		15.1		18.8		14.0		16.9		20.1		27.1		29.2	30.8	26.5	23.5	8.6	6.1	4.6	4.5	4.2	4.9			
浙江医药	5.8	5.0	2.5	3.5	8.9	8.2	8.2	4.8	0.4	2.3	2.7	4.4	4.5	6.7	8.0	9.3	10.5	9.7	10.0	11.9	11.5	10.5	8.5	5.8	4.2	4.4	3.7	4.5	4.4			
纳微科技				14.6				7.1				5.1	5.1		4.7	13.6	16.3	12.5	15.4	18.0	21.1	20.8	19.7	17.8	14.2	8.7	6.1	4.0	4.3			
津药药业	2.3	3.5	4.0	4.8	5.3	5.0	5.3	5.4	5.8	6.1	5.5	5.0	4.9	4.6	4.3	1.1	0.7	0.0	-0.3	1.6	1.5	2.1	1.5	1.2	2.6	3.2	4.3	4.0	3.6			
富士莱		17.3		21.9		19.6		20.9				25.0			23.5		22.7		16.6		16.2	7.5	8.2	8.8	9.4	9.8	9.5	8.1	5.8	3.4		
司太立	9.4	10.1	10.0	9.7	8.8	10.9	11.1	10.5	12.1	13.0	14.8	17.1	16.8	20.3	12.9	13.1	13.6	12.7	12.6	14.9	15.1	12.3	6.7	-4.3	-8.3	-6.0	-3.2	2.5	2.7			
共同药业				15.8				17.3				15.2		14.6		10.0	12.9	9.8	9.7	9.7	9.3	7.9	7.7	4.3	3.3	3.2	2.4	2.4	2.4			
赛托生物	6.1	4.7	4.5	5.4	6.8	7.6	8.2	7.0	7.1	6.5	5.9	3.0	-0.1	-2.5	-4.3	-10.9	-9.8	-7.4	-5.9	2.2	3.2	2.9	2.7	2.4	2.6	3.4	3.0	2.3	1.7			
宏源药业		10.0		5.5		4.2		2.0		27.0		33.8		18.2		21.7		24.1		29.4	31.7	30.2	24.0	20.6	7.4	4.5	3.6	2.0	1.2			
溢多利	6.0	5.4	4.7	4.1	4.1	4.7	5.6	5.3	3.9	5.6	5.2	5.2	6.3	5.7	5.9	5.4	5.6	5.1	3.7	-4.3	-6.4	-6.0	-6.0	0.7	1.4	0.4	0.2	-0.4	0.9			
永安药业	6.6	8.0	10.3	9.9	10.5	11.2	10.6	11.3	8.6	6.6	6.0	5.6	5.4	8.9	7.9	6.0	6.1	3.3	4.0	6.0	8.0	9.1	9.4	7.0	5.2	3.9	1.2	-0.6	0.1			
美诺华	7.2	6.4	4.8	4.0	3.5	4.9	6.3	8.0	10.5	10.8	12.3	11.1	10.8	11.7	10.8	10.8	10.1	9.8	8.8	8.1	10.9	11.0	11.3	16.2	12.5	8.8	8.4	0.6	-0.8			
天宇股份		18.7	9.9	7.8	6.8	5.0	5.4	11.3	17.2	22.3	28.0	28.8	28.3	30.3	28.2	18.8	17.1	12.7	7.9	5.5	4.1	3.1	1.0	-3.4	-2.9	-4.1	-2.5	0.8	-0.9			
拓新药业		5.2		12.9		15.4		20.1				16.0		14.2		23.0		20.9	16.8	6.0	5.7	5.8	9.2	20.8	33.2	32.7	29.3	15.2	-3.7			
圣达生物		12.7	8.5	9.4	10.5	8.7	8.4	5.6	4.3	5.1	4.3	5.3	8.1	13.1	15.5	15.1	11.9	7.3	4.7	5.7	5.5	5.1	4.3	2.4	1.1	-1.1	-1.4	-4.3	-4.3			
尔康制药	15.7	12.5	11.1	9.7	7.5	5.8	4.7	3.9	3.5	2.2	1.5	2.8	1.7	1.7	3.0	3.5	4.0	4.2	3.0	-16.3	-16.9	-17.4	-18.0	0.9	1.0	1.3	1.0	-4.0	-4.5			
海普瑞	2.4	1.9	1.9	1.7	2.5	4.5	9.1	10.2	16.3	14.4	12.2	14.4	10.5	14.1	9.7	8.9	7.8	6.7	6.6	2.1	2.9	3.4	3.5	5.9	4.5	2.7	1.8	-6.6	-5.8			
富祥药业	23.0	22.0	20.2	19.0	18.8	19.8	19.3	17.4	15.3	14.5	17.4	20.5	19.0	21.8	19.3	10.6	10.1	8.3	6.1	1.7	0.1	-2.0	-2.3	-5.3	-7.5	-9.4	-10.4	-8.1	-6.8			
海翔药业	4.3	3.3	1.5	6.7	5.2	7.1	10.0	11.2	14.9	15.1	14.4	13.5	12.6	9.8	7.9	5.5	4.6	1.9	0.6	1.6	2.0	3.3	3.6	1.4	0.7	-1.1	-2.6	-7.5	-7.8			
广济药业	21.1	19.3	13.5	13.9	19.6	20.2	18.0	19.7	13.0	12.6	14.7		9.1	3.3	3.3	2.3	5.4	7.3	8.2	7.1	7.5	7.1	5.1	3.8	3.4	-0.1	0.0	-2.5	-10.3	-11.2		
河化股份				126.4																												

数据来源：wind，浙商证券研究所



图：2024年原料药板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析



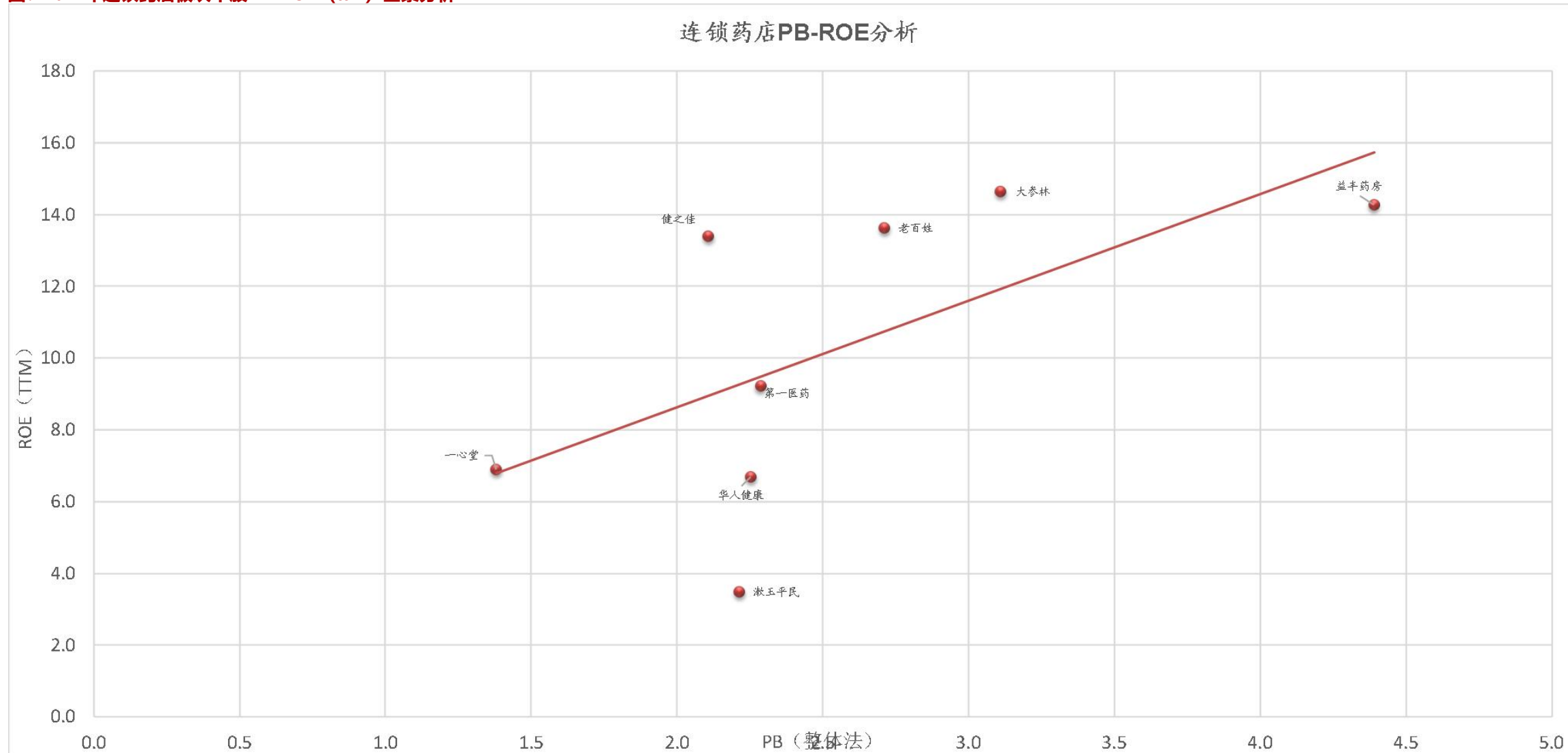
数据来源：wind（截止2024年6月7日），浙商证券研究所

- 连锁药店：2024H2门诊统筹的增量、“四同”药价规范过程中的盈利能力或波动，看好管理优质的药店龙头；
- ✓ 门店扩张中盈利能力能否持续提升？尽管影响药店短期成长性的更多是门店扩张节奏，但这背后更多是和扩张策略中的管理能力相关，我们更关注作为药价发现的重要终端，统筹账户相关产品定价政策的变化，这一点成为2024年下半年的重点，2023-2024Q1连锁药店随着需求正常化进程逐步恢复增长，抛开基数效应影响，管理优秀的公司，建议投资者作为布局的重点。
- 推荐：老百姓、益丰药房、大参林、健之佳。

表：2017-2024年其他生物制品部分公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
大参林	30.1	29.4	17.5	17.3	17.4	18.3	17.8	17.5	17.6	18.7	19.2	16.6	16.8	19.4	20.3	19.7	20.3	20.9	18.4	14.4	14.2	14.8	14.9	16.7	17.1	18.9	18.8	17.1	14.6	
益丰药房	7.9	8.9	9.3	9.9	10.6	11.7	11.9	10.3	11.0	11.6	11.9	12.1	12.5	12.8	13.6	14.0	11.8	12.2	12.0	11.9	11.8	12.2	12.6	14.8	14.8	15.2	15.3	14.4	14.3	
老百姓	16.9	17.5	17.8	12.7	12.8	14.1	14.3	14.3	14.3	14.3	15.0	14.6	14.8	13.9	14.5	14.5	15.7	16.1	15.2	15.4	10.8	11.5	11.8	12.0	12.4	12.4	13.4	13.9	13.6	
健之佳		23.3		26.9				29.1				28.4		23.9	28.2	14.6	14.7	15.2	15.3	15.7	13.7	11.6	12.4	14.1	15.4	16.6	16.5	14.5	13.4	
第一医药	6.0	6.5	5.7	6.1	5.9	6.2	5.5	7.1	6.6	7.6	8.0	7.3	7.8	7.7	9.7	9.2	8.1	8.4	6.3	6.4	5.5	6.9	10.4	15.1	16.8	15.5	12.7	8.9	9.2	
一心堂	13.3	14.3	14.2	11.4	11.9	13.1	13.3	12.9	14.0	13.1	13.1	13.1	13.2	13.9	13.2	13.7	14.0	14.6	14.8	14.0	12.4	11.9	11.8	13.6	14.0	14.3	12.9	7.1	6.9	
华人健康								4.3				9.7				12.4				8.9				17.0	9.4	9.4	9.4	5.9	6.7	
漱玉平民				17.9		9.9		9.2				8.4		8.1		14.2	15.5	12.2	10.8	6.1	6.5	7.1	6.8	10.3	10.6	11.0	11.2	5.8	3.5	

图：2024年连锁药店板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析

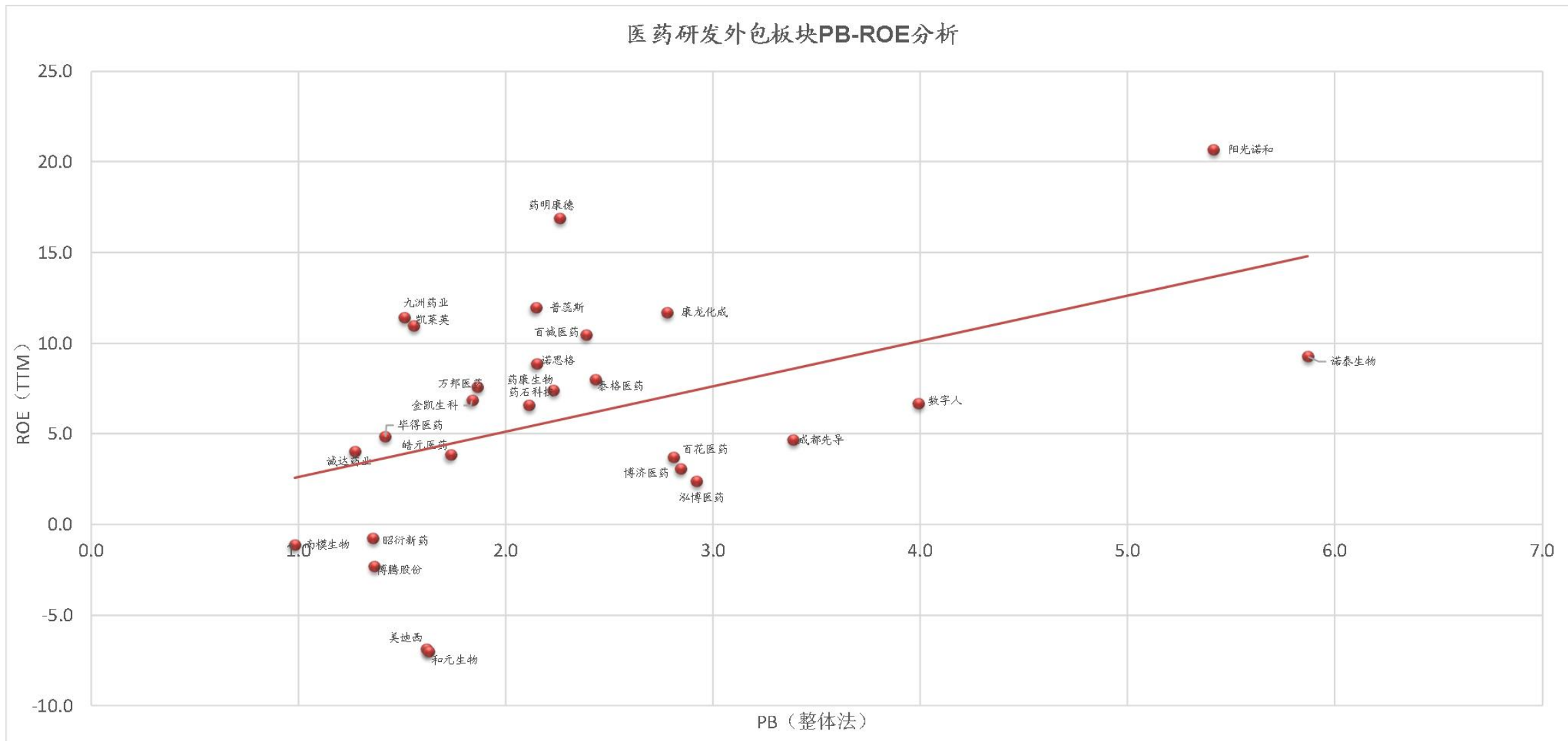


- 资本开支高强度、需求端波动，仿创CXO显示更好的韧性，创新商业模式驱动下，盈利能力处于提升区间。
- 推荐：百诚医药、阳光诺和、泰格医药、药明康德、康龙化成、凯莱英等。

表：2017-2024年医药外包公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
阳光诺和				5.8				27.5				40.6	35.4		28.3	38.3	36.1	12.7	14.4	13.9	14.9	16.2	17.2	17.4	18.0	19.3	19.4	17.8	20.7	
药明康德	16.4		15.8	19.3	17.7	17.6	19.8	12.8	12.8	11.5	12.2	10.7	10.0	13.6	7.7	9.1	11.8	10.7	11.1	13.2	13.0	16.8	19.9	18.9	18.9	19.0	18.4	17.4	16.9	
普蕊斯		24.9		42.3		39.5		43.5				41.8		38.3		21.4		27.5		25.2	24.2	5.7	5.8	7.6	9.0	11.5	13.0	12.5	11.9	
康龙化成				11.6		10.9	13.7	14.6	12.5	13.4	14.6	7.0	7.6	10.6	11.9	13.2	14.5	13.4	14.6	16.4	16.3	16.6	15.2	13.0	13.4	13.7	13.0	12.8	11.7	
九洲药业	4.4	5.7	5.3	5.5	5.7	6.1	4.8	5.7	5.3	6.3	7.2	8.3	7.9	9.4	11.6	12.3	10.6	12.6	14.0	13.8	15.6	17.0	17.6	17.4	12.3	13.4	13.6	12.2	11.4	
凯莱英	14.9	15.7	13.8	16.6	16.8	17.4	17.3	17.1	17.5	18.6	18.7	18.2	18.0	19.4	12.0	12.0	12.5	13.3	13.8	8.5	10.5	16.3	20.6	21.1	21.0	19.4	16.0	13.0	10.9	
百诚医药		15.8		-26.6				14.9				15.9		15.1		16.9		22.2	24.8	4.8	5.4	6.6	7.9	7.8	8.3	9.0	9.6	10.1	10.5	
诺泰生物		-15.1		13.1	9.2	13.4	8.2	5.6	6.5	3.8	4.8	5.8		8.4		12.8	15.8	7.3	6.4	6.4	5.0	5.4	5.2	6.8	6.9	7.1	8.5	7.5	9.3	
诺思格				27.8				31.4				34.8		29.3		26.0		24.2		23.5	24.8	24.6	7.2	7.2	7.2	8.3	9.2	9.3	8.8	
泰格医药	8.6	7.7	10.2	12.0	13.4	15.0	15.1	17.7	19.0	16.5	17.7	19.9	21.0	28.7	10.2	10.9	11.9	11.8	12.9	15.9	16.0	15.1	14.1	10.2	10.2	10.7	10.8	9.6	8.0	
万邦医药												50.3				36.1		28.6		35.2		29.1		29.8	31.3	30.3	7.5	7.4	7.6	
药康生物												14.4				11.6		10.8		15.9	16.8	8.5	8.6	8.3	8.2	7.9	7.4	7.5	7.4	
金凯生科												9.9				17.8		9.0		12.0		18.2		18.4	18.4	17.4	7.1	8.0	6.8	
数字人		22.7		20.4	19.7	25.1		18.7		19.0		21.7		24.6		12.0	13.0	11.8	12.7	6.3	4.7	1.2	-0.7	-1.8	-1.4	1.2	8.3	4.6	6.7	
药石科技		15.8	20.9	13.6	14.5	17.1	19.3	22.2	23.2	23.1	22.6	20.5	18.8	20.5	19.7	9.7	11.4	21.0	20.6	20.0	19.5	10.6	11.5	11.8	11.1	9.9	7.8	7.0	6.6	
毕得医药												-102.6				16.2				9.9	15.5	16.6	6.4	7.0	7.5	8.4	7.7	5.2	4.8	
成都先导				-24.2				11.5	10.3	10.0	18.8	23.5	16.2	6.2	4.9	5.0	4.7	5.4	6.2	4.8	3.9	2.8	3.4	1.9	1.8	2.9	2.5	3.0	4.7	
诚达药业				1.5				2.4				15.2		14.3		26.5		26.7	25.2	19.0	4.9	5.3	5.5	4.8	4.5	3.2	3.4	4.0	4.0	
皓元医药		26.4		13.1				10.4				18.4		16.4		24.3	29.3	10.3	11.4	10.5	10.6	11.1	10.4	8.3	7.5	7.1	6.2	5.1	3.9	
百花医药	9.7	14.1	4.4	-32.8	-31.5	-31.3	-31.5	-88.4	-86.5	-85.9	-85.3	3.6	1.0	-4.4	-6.4	-51.6	-51.6	-34.8	-33.1	8.8	8.8	2.9	2.3	-5.2	-4.4	-4.7	-4.0	1.8	3.7	
博济医药	-0.2	1.0	-0.7	-6.1	-4.0	-4.7	-3.9	1.8	0.9	1.1	1.6	1.6	-0.2	3.5	4.5	3.8	6.7	2.5	3.9	4.8	5.3	4.7	3.2	3.2	3.1	3.4	3.3	2.5	3.0	
泓博医药		12.7		8.0		2.4		6.0		17.2		23.6			15.2	18.5		16.7		21.1	20.1	19.1	18.1	6.0	6.4	7.1	6.7	3.4	2.4	
昭衍新药		19.0	14.4	13.7	17.0	15.5	16.6	16.6	17.7	18.7	17.9	21.6	21.6	23.1	22.7	25.7	5.9	5.9	6.5	7.8	8.1	10.5	12.3	13.1	13.6	9.9	9.3	4.8	-0.8	
南模生物		23.7		-16.5		-8.4		13.5				17.2		10.5		17.5		21.0	20.3	3.4	3.5	2.2	1.3	-0.3	-1.9	-0.7	-1.1	-1.2	-1.1	
博腾股份	13.8	10.3	9.0	7.8	5.2	2.7	4.6	4.3	4.1	5.4	5.4	6.1	7.0	8.0	8.8	9.6	10.5	11.5	11.8	13.2	18.7	29.7	31.4	33.4	30.4	20.5	14.8	4.6	-2.3	
和元生物		-11.5		-22.7		-21.9		-43.2				-43.0				11.1		10.9	5.9	5.9	2.7	2.7	2.7	1.8	-0.2	-1.2	-3.1	-6.2	-6.9	
美迪西				14.5				17.5		16.2	16.2	6.7	7.0	8.3	8.8	11.5	13.6	17.2	19.5	21.3	22.3	23.4	24.7	21.1	21.3	19.7	6.6	-1.3	-7.0	
睿智医药	8.0	8.4	7.6	7.1	6.8	3.8	5.6	7.4	7.9	7.1	5.8	6.1	4.4	5.6	6.0	6.4	7.1	5.0	3.6	-20.5	-20.0	18.8	20.1	16.0	14.6	-25.5	-29.4	-62.1	-62.9	

图：2024年医药外包个股PB-ROE (ttm) 全景分析



数据来源：wind（截止2024年6月7日），浙商证券研究所

### ● 医疗设备：2024H2看好海外市场、高端产品拓展的公司

- ✓ 2024年国内设备更新政策带来稳定市场空间，但实际需求释放在新的医疗环境下需跟踪评估，这一点也会影响公司营销策略及市场投入；海外增量市场拓展带来新增量，丰富的产品管线且持续高端化，我们看好龙头公司表现；受益于老龄化趋势、有比较强的品牌优势的家用医疗器械企业，值得持续投资，对于多应用场景但处于较高资本开支强度企业需要谨慎；推荐迈瑞医疗、鱼跃医疗、海尔生物、联影医疗、开立医疗、新华医疗、翔宇医疗、澳华内镜，关注戴维医疗、福瑞股份等。

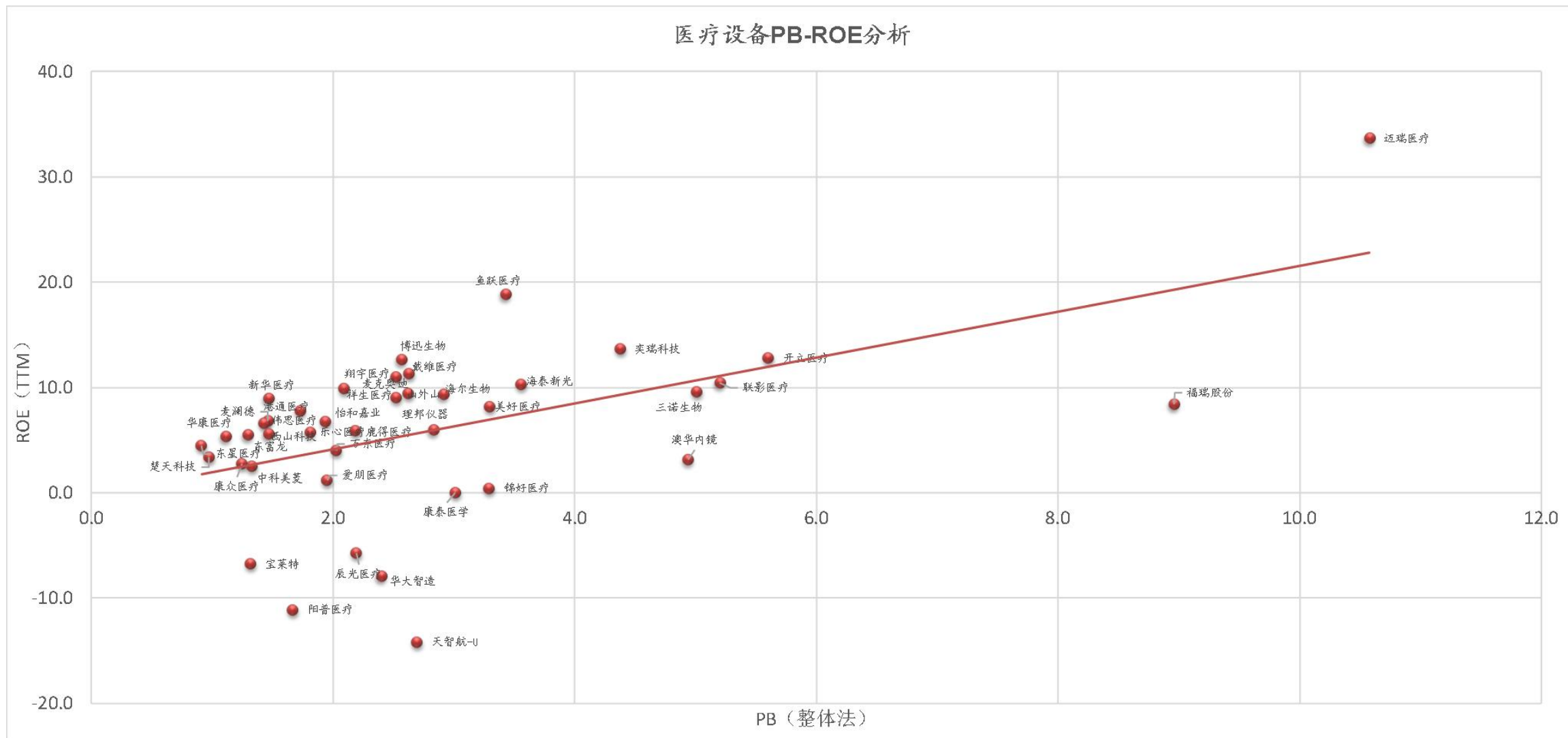
### ● 医疗耗材、体外诊断：依然看好国际化、高端化

- ✓ 医疗耗材：推荐南微医学、维力医疗、心脉医疗等，关注惠泰医疗、山东药玻、安杰思、三鑫医疗、爱博医疗。
- ✓ 体外诊断：我们审慎看待医疗反腐下招投标恢复节奏，有海外拓展的公司或具备更强的增长韧性，同时行业持续规范过程中，NGS检测龙头有望加速拓展市场份额，推荐：新产业、亚辉龙，关注普门科技、艾德生物、九强生物、安图生物。

表：2017-2024年医疗设备公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			Q1
迈瑞医疗				39.1	35.0	34.3	40.7	24.5	24.3	25.9	25.5	25.2	25.1	28.5	28.9	28.6	28.2	30.7	30.8	29.7	29.9	32.9	31.3	30.0	29.1	32.1	30.8	35.0	33.6		
鱼跃医疗	10.7	11.2	11.5	11.3	11.4	12.7	12.9	13.3	13.2	13.4	13.4	12.4	13.8	19.7	21.6	23.7	24.3	20.7	19.7	17.9	17.0	14.9	13.8	16.2	17.4	21.4	23.0	20.4	18.8		
奕瑞科技				21.6		19.2		18.4				22.7		33.6	8.5	8.4	10.0	11.6	13.6	15.9	17.0	17.2	19.4	16.5	16.8	17.2	13.7	14.0	13.6		
开立医疗	14.9	18.0	19.5	17.9	18.7	20.1	20.0	19.3	18.5	15.2	10.7	7.2	5.8	3.8	4.5	-3.4	-0.1	2.6	4.4	10.5	10.9	12.5	13.6	13.5	15.6	15.6	14.5	14.4	12.8		
博讯生物		16.3		15.3	14.6	16.1		11.8		16.4		14.7		20.8		21.2		29.2		25.4		22.4	20.3	21.1	21.1	23.1	13.4	13.8	12.6		
戴维医疗	8.4	8.9	8.3	6.0	5.3	4.4	4.3	3.6	2.9	3.0	3.9	7.5	7.9	11.4	15.7	14.3	15.4	15.0	7.9	8.1	6.8	4.9	8.6	9.2	12.4	13.9	12.7	12.7	11.3		
翔宇医疗				65.1				19.4				23.6		20.7		26.4	11.5	11.3	11.3	10.4	9.1	8.4	8.6	6.5	7.8	9.7	10.4	10.9	11.0		
联影医疗								-5.4				-3.3				25.1		21.1		28.1	26.6	26.4	9.3	9.5	9.4	10.0	10.1	10.5	10.4		
海泰新光		27.4		26.3	23.7	22.2		24.4				32.7		26.6	30.3	30.6	8.9	10.2	10.6	10.8	11.3	12.2	14.2	15.0	15.3	15.3	12.6	11.3	10.2		
祥生医疗				44.4				45.4		51.5	48.7	9.0	9.8	9.4	9.5	8.4	8.6	9.1	9.2	9.0	9.0	11.0	12.0	8.1	9.8	10.5	8.8	10.7	9.9		
三诺生物	8.8	12.8	15.4	18.6	11.9	13.6	11.2	11.8	10.4	10.5	10.7	9.5	9.8	10.6	10.6	6.8	6.0	5.2	4.7	3.9	4.6	6.9	8.9	13.8	13.6	13.1	12.3	9.2	9.6		
麦克奥迪	12.3	12.6	12.4	12.0	11.2	16.3	16.9	17.1	17.8	17.1	16.6	15.1	14.1	13.8	13.0	12.8	14.4	14.7	13.9	14.2	14.5	15.8	16.5	16.8	16.0	13.8	11.9	10.0	9.4		
海尔生物				9.8				10.3	10.0			13.9	7.4	8.8	9.9	12.0	13.7	23.0	24.6	23.8	23.3	14.5	15.3	15.6	14.9	15.0	14.0	11.8	9.6	9.4	
山外山		4.4		-1.8	-5.1	-3.4		-16.9				-26.9				5.6		5.6		5.0		8.0	11.9	3.9	7.9	10.7	12.3	11.5	9.0		
新华医疗	1.1	0.7	-3.1	2.0	1.5	1.1	6.0	0.7	14.4	16.6	16.2	20.6	7.9	6.9	6.2	5.3	7.7	9.3	9.6	11.3	10.7	10.6	10.2	9.3	8.3	9.0	9.2	8.9	9.0		
福瑞股份	8.2	7.7	7.9	4.8	5.3	5.7	5.7	2.7	2.4	0.3	0.1	3.3	3.6	3.2	3.7	4.6	4.7	6.2	6.2	6.3	6.0	5.7	6.3	6.3	6.5	7.2	7.1	6.6	8.4		
美好医疗								26.2				24.1				22.1		21.2		22.3	22.5	23.1	13.7	13.3	14.2	14.7	11.9	9.8	8.1		
伟思医疗				28.0				33.8		32.9		40.0	37.3	43.7	8.6	10.2	11.0	11.3	11.3	11.6	10.5	9.9	8.8	6.1	6.9	8.1	8.4	8.4	7.8		
麦澜德								46.5				69.0				50.7		40.9		32.6	30.9	26.6	10.0	9.0	9.6	10.0	7.9	6.7	6.8		
怡和嘉业				6.8				33.4				25.1		11.7		60.9		27.5		29.7	31.0	35.3	39.0	14.6	17.4	17.2	13.7	10.7	6.8		
港通医疗				7.0				9.4				9.4			15.3		15.5		14.8		16.6		13.3	13.9	15.9	6.6	6.3	6.6			
理邦仪器	3.7	4.3	6.6	3.5	3.6	4.8	5.2	7.4	8.2	8.9	9.1	10.2	12.8	31.4	35.9	36.1	36.7	21.4	15.0	13.4	8.8	11.2	9.5	12.6	16.3	14.9	14.1	11.3	6.0		
鹿得医疗		12.4		9.7	7.4	7.8	11.8	10.5	14.4	14.3	14.8	16.4	15.4	17.2	13.0	14.7	16.7	15.4	13.3	10.5	8.9	8.5	8.5	9.0	9.7	9.8	8.6	8.1	5.9		
乐心医疗	14.4	6.3	4.2	3.5	2.2	8.0	7.3	4.5	4.4	5.1	5.7	5.5	5.8	7.4	9.5	10.7	7.4	6.4	5.3	0.8	-0.3	-0.4	-1.9	-3.2	-4.6	-3.0	-2.5	3.3	5.7		
西山科技		38.4														13.7				18.9		16.9	18.9	18.5	20.3	4.2	4.6	5.4	5.6		
东富龙	6.7	5.9	5.4	4.1	3.1	2.8	2.6	2.3	2.1	2.2	2.1	4.6	5.5	8.5	10.9	12.9	14.2	16.7	18.2	19.2	20.3	19.3	18.5	11.4	11.3	11.3	10.5	7.6	5.5		
华康医疗				4.8				7.5				12.8		12.5		10.3		9.6	15.5	13.7	5.5	5.8	6.6	6.2	5.7	6.5	6.1	6.1	5.4		
东星医疗		11.7		12.3		11.5		15.9		11.2		7.5		7.2		8.2		9.9		10.2		10.3	9.9	4.7	4.5	4.6	4.4	4.3	4.4		
万东医疗	4.6	3.9	5.0	5.9	6.0	6.4	7.1	7.8	7.9	8.0	7.8	8.1	10.0	10.6	10.2	9.7	9.4	8.4	8.3	7.6	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	4.2	4.1	4.0	4.0		
楚天科技	7.1	7.7	7.4	6.9	6.8	6.3	5.0	1.8	1.0	0.6	-0.1	2.0	0.6	1.3	2.9	7.2	10.4	12.9	16.1	15.8	15.9	16.4	15.6	13.5	13.1	11.7	8.4	6.7	3.4		
澳华内镜				-1.8				-1.4				10.3		10.7		3.5		8.3	12.1	4.6	4.1	4.3	3.6	1.7	2.7	4.1	4.3	4.2	3.1		
康众医疗				11.1				20.1				16.4		15.3	18.9	20.4	11.4	12.2	10.9	9.8	6.4	4.2	2.1	-0.7	-0.6	-0.5	0.1	1.8	2.7		
中科美菱		7.7		9.9		12.0		11.3		11.6		9.4		7.6		23.8	36.8	40.5	37.2	27.9	26.2	25.1	23.8	8.7	5.4	3.3	2.6	2.7	2.5		
爱朋医疗				21.3		19.0	23.2	11.6	11.9	12.7	14.8	15.2	14.0	13.9	12.2	13.1	14.1	13.4	11.2	6.9	3.1	-1.0	-6.3	-11.1	-9.3	-7.2	-2.5	1.2	1.2		
锦好医疗				26.8				33.1		36.7		31.1		28.0		34.3	35.1	26.2	18.2	6.9	6.5	9.4	10.2	11.0	12.3	9.5	7.6	3.2	0.4		
康泰医学	29.1			17.3		16.4		12.2				12.7		44.2	37.3	39.1	39.2	27.1	22.0	19.4	16.4	14.6	12.3	10.2	14.0	12.8	10.5	8.1	0.0		
辰光医疗		1.5		5.4	5.8	4.4	5.6	6.9	8.2	8.3	6.7	1.8	1.4	0.0	1.6	2.8		3.7		12.1	11.1	7.1	10.0	7.9	6.6	8.3	2.9	-4.1	-5.8		
宝莱特	14.6	15.3	14.2	11.4	11.3	10.0	9.4	11.4	11.3	10.7	13.0	11.8	15.2	36.5	37.7	35.0	17.4	10.9	7.1	3.7	1.3	0.3	1.6	2.4	5.1	5.3	-5.0	-6.8			
华大智造				-7.5											-7.1	7.5				12.1		9.2	21.7	21.5	16.6	17.1	-2.1	-7.0	-7.9		
阳普医疗	3.1	3.0	2.5	1.2	0.9	1.1	1.2	-16.9	-16.7	-16.1	-15.5	3.1	3.8	12.2	20.2	16.3	17.8	13.4	-1.1	1.9	-5.4	-11.3	-7.9	-25.3	-18.4	-19.1	-17.4	-8.7	-11.1		
天智航-U		-7.8		13.7		-3.5		-0.2		-6.7		-5.3	-4.1	-0.5	0.0	-5.5	-6.7	-6.1	-7.1	-7.9	-8.6	-8.9	-10.6	-10.6	-5.3	-7.7	-7.6	-12.6	-14.2		

图：2024年医疗设备板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析



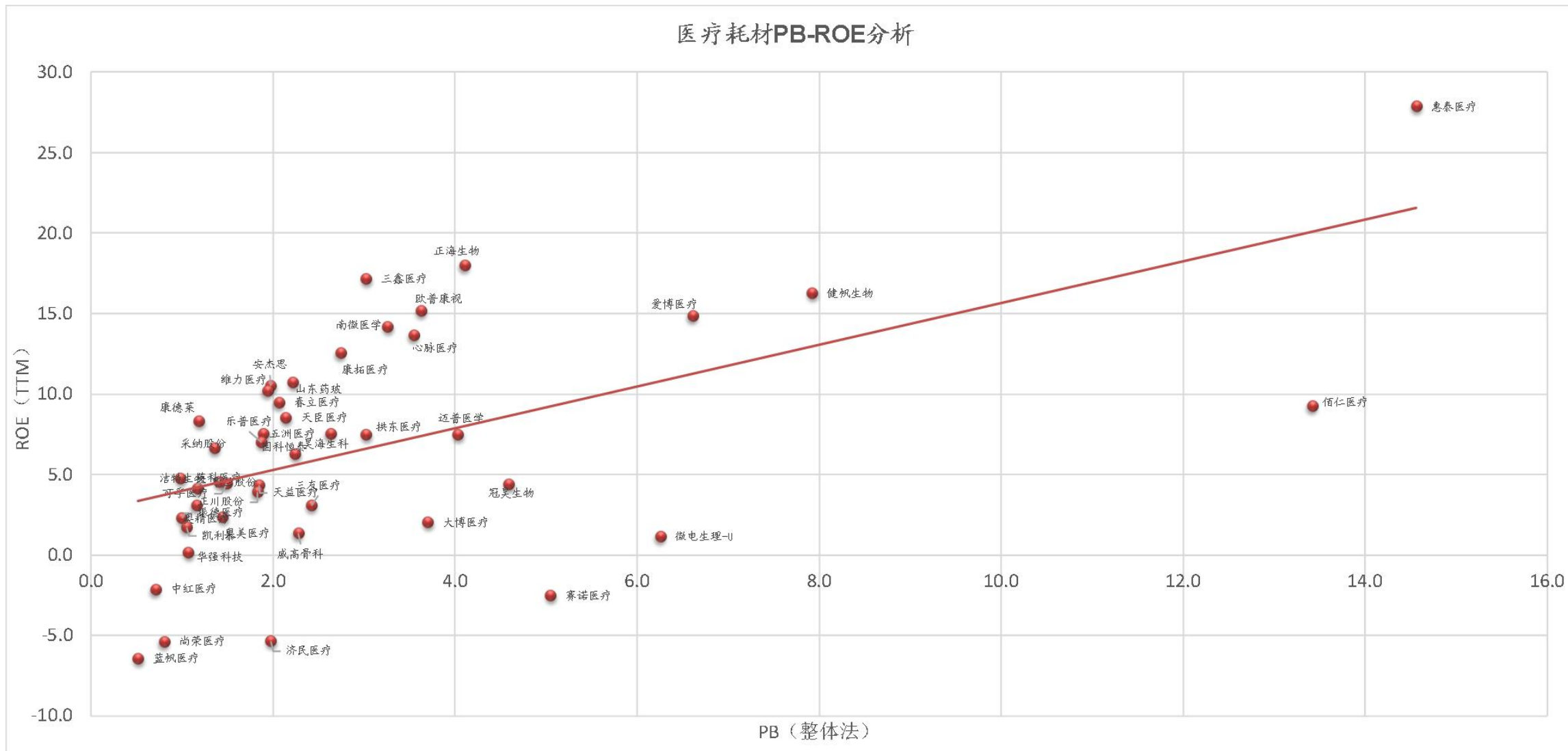
数据来源：wind（截止2024年6月7日），浙商证券研究所

表：2017-2024年医疗耗材公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)







































ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		
惠泰医疗				16.1				8.0				23.6		21.2	22.0	24.1	9.0	11.2	11.8	11.7	12.8	13.4	18.5	20.3	21.1	28.1	28.2	28.0	27.9		
正海生物	19.2	10.7	11.8	12.8	15.0	16.7	17.3	16.2	16.4	18.2	17.9	18.3	16.4	19.1	19.8	18.3	20.7	20.7	20.1	21.5	21.4	24.4	23.6	21.4	20.0	22.1	19.7	20.1	18.0		
三鑫医疗	6.1	6.7	6.6	7.3	7.3	6.7	6.7	6.8	6.4	6.8	8.1	9.2	10.1	12.9	14.2	14.7	16.8	17.7	17.4	17.2	17.6	19.6	18.2	17.2	16.2	15.2	15.7	16.6	17.1		
健帆生物	17.3	20.0	20.4	20.4	21.2	22.5	24.2	23.7	24.1	26.8	26.0	26.6	26.8	29.9	30.6	31.2	31.5	32.9	35.1	35.6	33.8	39.0	33.6	24.9	19.9	12.9	14.1	13.9	16.3		
欧普康视	17.4	18.3	18.3	18.7	18.8	20.1	21.3	21.1	21.3	22.3	22.5	23.1	21.4	21.9	22.2	24.7	28.1	29.4	28.5	25.0	23.8	14.4	15.0	14.7	14.7	15.3	15.4	15.3	15.1		
爱博医疗				-2.0				3.7				3.5	10.8	8.5	10.3	5.8	6.4	8.3	9.5	10.3	10.2	11.2	11.5	12.4	12.5	13.0	13.7	13.8	14.3	14.8	
南微医学		-8.4		23.2				33.2		31.2	10.7	12.3	11.4	10.9	11.2	10.0	10.4	10.7	10.6	11.0	10.0	10.2	9.7	10.3	11.7	13.8	14.0	13.5	14.2		
心脉医疗				33.7				41.9		41.2	12.3	13.3	13.9	15.6	16.2	17.4	19.2	20.6	21.3	21.1	20.8	22.1	22.1	20.8	19.4	22.9	22.7	12.8	13.7		
康拓医疗				10.1				17.5				27.0		24.0		21.4	23.0	13.9	15.0	16.2	16.4	17.0	15.9	13.9	13.7	13.7	13.0	12.9	12.5		
山东药玻	6.9	7.6	8.1	8.1	8.4	9.0	9.5	10.2	10.6	11.3	11.7	11.9	12.1	12.7	13.0	13.3	13.2	13.8	13.6	12.7	12.2	12.7	12.3	8.9	8.9	9.5	10.0	10.3	10.7		
安杰思				-44.3				32.0				31.9		28.9		20.9					38.6		36.0	41.8	38.0	36.5	8.2	9.0	9.8	10.5	
维力医疗	9.2	9.6	8.1	7.2	6.2	5.7	6.0	7.1	8.3	11.4	12.6	11.8	10.6	13.5	13.9	13.5	14.5	9.1	8.2	6.7	7.5	8.8	9.7	9.7	10.1	10.3	9.8	10.6	10.2		
春立医疗				12.7				16.8				29.4		25.9		26.2		26.1	25.1	13.1	12.9	12.6	12.5	11.3	10.4	10.2	10.0	9.7	9.5		
佰仁医疗				31.5				17.0		14.6	18.1	8.2	7.6	8.2	7.5	6.8	6.5	5.5	5.5	5.2	5.5	6.2	6.7	8.6	8.3	9.3	9.1	9.6	9.3		
天臣医疗				17.4				27.9				39.2		29.8	7.3	7.5	8.7	9.1	9.1	8.1	6.9	7.0	7.3	8.5	9.1	9.4	8.1	8.3	8.5		
康德莱	9.0	9.4	9.6	9.7	9.5	10.3	10.9	10.7	11.0	11.7	11.0	10.6	10.4	11.6	11.9	11.5	11.9	12.6	13.5	14.0	14.7	15.3	15.1	14.0	14.0	11.8	10.4	9.6	8.3		
五洲医疗				23.3				26.7				38.4		32.2		29.2		26.1		26.0	25.2	10.5	9.3	9.8	9.7	10.4	10.2	8.0	7.5		
昊海生科				11.6				11.5		11.1	10.2	6.8	5.2	4.1	4.3	4.2	6.3	7.6	7.5	6.2	5.6	3.5	3.7	3.3	3.6	5.5	6.1	7.4	7.5		
迈普医学				-17.2				-6.9				9.3	9.1		8.6	11.0	12.4	11.9	8.2	7.8	7.2	7.7	7.2	6.0	6.0	4.4	5.1	6.4	7.4		
拱东医疗				17.5				24.9		25.0		28.0		31.3	16.7	18.7	24.6	25.3	24.1	22.4	21.9	23.6	23.4	20.5	16.0	10.8	6.5	6.7	7.4		
乐普医疗	12.8	13.6	14.2	14.0	15.7	19.2	19.2	19.2	21.9	22.1	22.6	23.1	19.3	20.3	20.8	18.3	20.2	20.6	14.9	15.0	12.9	10.6	11.5	14.5	14.2	12.1	10.8	7.9	7.0		
采纳股份				13.9				18.4				18.6		9.9		36.1		21.3	23.3	25.6	8.1	10.1	10.2	9.3	7.9	6.5	6.7	6.2	6.6		
国科恒泰				21.7				21.5				14.4		13.9		12.3		13.4		11.3		10.7		8.5	8.4	9.0	5.0	6.3	6.3		
英科医疗	16.5	17.3	12.7	13.3	13.2	13.3	13.4	14.1	14.6	13.7	12.4	12.1	14.3	55.1	73.2	75.0	80.9	76.6	62.3	46.8	23.7	12.3	7.1	4.0	2.5	3.2	2.0	2.4	4.8		
洁特生物		20.8		21.7				18.7	18.4	17.3	19.5	19.0	12.4	19.3	18.8	15.0	15.9	11.6	14.9	17.6	16.1	15.0	9.6	7.7	3.4	1.8	1.4	3.0	4.5		
可孚医疗				-14.3				28.4				20.7		14.6		42.5		30.4	30.6	8.7	7.0	7.1	6.0	6.0	7.7	7.6	7.7	5.2	4.4		
冠昊生物	4.9	5.4	6.0	4.9	4.6	3.4	2.9	4.0	4.2	4.2	3.0	-65.4	-64.0	-60.4	-59.3	6.4	7.1	7.8	8.8	9.4	9.6	-38.7	-39.3	-63.4	-60.4	-6.4	-6.6	6.0	4.4		
天益医疗				29.6				17.6				20.8		17.6		22.3		14.3		16.7	6.5	8.0	8.8	6.9	7.2	7.5	4.7	5.0	4.3		
华兰股份				34.2				27.7				26.4		26.9		20.5		30.0	36.8	8.9	8.4	6.9	4.5	3.9	3.9	4.0	4.3	4.7	4.1		
正川股份	13.9	14.1	8.3	8.6	8.4	9.1	8.7	8.4	8.4	6.7	6.2	5.9	5.4	6.3	5.4	5.1	5.1	5.2	7.1	9.1	9.5	9.3	6.9	5.5	4.3	4.5	4.8	3.3	3.9		
三友医疗				1.8				18.3		16.0		22.3	20.0	5.9	7.0	7.7	8.7	9.6	9.4	11.1	11.0	11.2	11.1	10.4	10.3	9.4	7.0	5.0	3.1		
奥精医疗				7.5				7.5				12.7		12.5		14.3	16.7	10.8	10.6	9.7	9.2	8.3	7.9	7.3	7.6	7.2	6.2	3.9	3.1		
奥美医疗		24.6		21.5				19.1	17.4	13.1	13.7	15.6	15.9	16.8	36.7	39.0	39.8	39.0	26.5	19.8	15.7	16.3	16.4	10.3	13.1	11.8	8.5	11.2	3.5	2.3	
振德医疗		17.1		21.8	20.6	12.2	12.5	11.6	12.2	12.0	11.8	11.5	14.7	47.0	60.6	61.0	63.2	49.7	23.6	14.7	10.9	11.7	10.6	12.3	12.5	11.5	9.6	3.7	2.3		
大博医疗		34.4	22.6	24.1	23.7	27.3	27.3	25.8	25.2	27.8	27.0	27.0	26.0	29.7	28.6	28.8	29.1	31.2	28.0	26.8	20.9	17.8	13.9	3.1	1.3	0.2	-0.7	1.9	2.0		
凯利泰	9.2	9.7	9.5	9.6	9.9	9.8	9.2	18.5	18.8	19.5	20.0	11.0	10.0	9.3	9.3	-4.8	-4.5	-4.8	-4.4	5.9	6.5	6.2	5.4	-0.8	-0.8	-1.4	-3.1	3.9	1.7		
威高骨科				14.4				18.8				23.6		20.5		22.8	23.9	15.6	15.4	15.2	14.6	15.2	13.4	11.2	13.3	6.6	5.7	2.9	1.4		
微电生理-U		-30.1		-24.2				-2.8				-6.1				1.0					-2.0		-1.1	-0.2	0.2	-0.4	0.2	0.7	0.3	1.1	
华强科技				7.7				12.4				13.7		11.4		15.2		13.9	23.5	7.5	6.8	5.3	2.6	1.6	0.2	0.0	0.0	0.2	0.1		
中红医疗		18.8		20.2		16.2		15.0				19.1	19.9	10.4		104.2	101.3	65.6	51.9	35.7	15.1	5.3	0.9	1.1	0.0	-0.2	0.6	-2.3	-2.1		
赛诺医疗				10.9				12.7	12.3	11.9	11.9	8.2	6.7	6.8	6.6	2.1	-2.6	-9.2	-14.5	-14.1	-13.2	-14.0	-15.6	-19.2	-17.9	-14.6	-11.6	-4.8	-2.5		
济民医疗	5.6	6.3	7.1	6.7	6.9	7.6	6.1	4.0	3.9	3.4	4.3	7.9	5.9	5.8	7.2	0.7	4.7	9.0	9.4	11.9	13.6	8.6	6.6	2.0	-0.1	0.5	-0.1	-4.2	-5.3		
尚荣医疗	6.6	6.9	6.9	7.8	7.7	7.6	5.7	4.2	3.1	2.4	2.2	2.5	2.4	3.4	4.4	5.3	5.7	4.7	3.5	1.4	0.1	-2.4	-2.5	-11.2	-11.2	-9.1	-9.0	-5.7	-5.4		
蓝帆医疗	13.7	14.0	13.9	14.1	14.7	4.5	4.1	4.4	4.9	5.4	5.5	5.8	6.2	9.3	20.0	17.9	26.3	35.4	25.4	11.0	-5.8	-23.2	-22.1	-3.5	-3.8	-4.3	-5.9	-6.0	-6.4		
ST南卫		20.3	10.7	9.0	8.9	10.5	10.4	7.1	6.4	4.3	3.5	5.0	4.9	13.8	13.4	14.1	14.1	3.9	3.1	-3.6	-4.0	-4.4	-4.9	-2.4	-2.3	-2.1	-2.2	-31.4	-32.4		

数据来源：wind (截止2024年6月7日)，浙商证券研究所

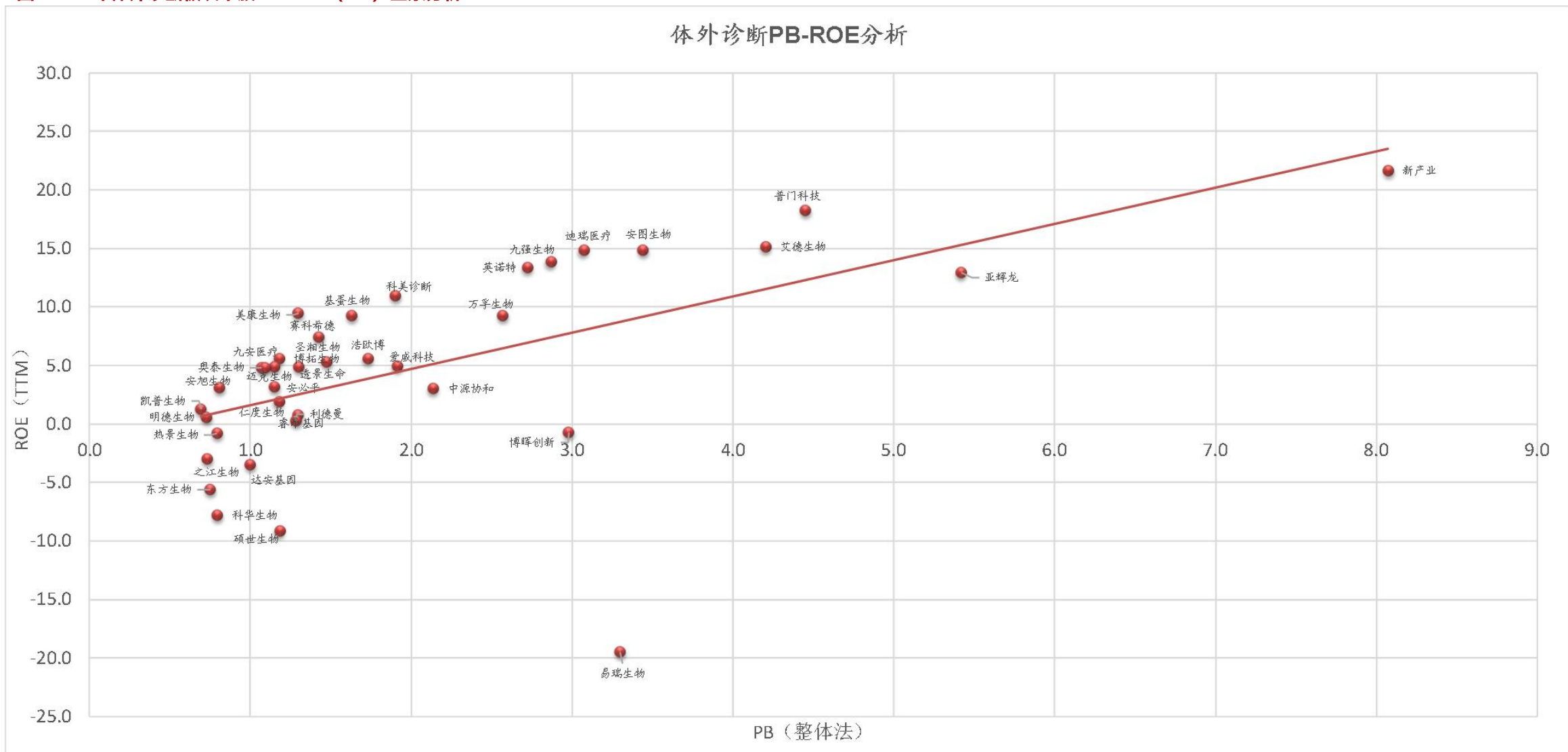
图：2024年医疗耗材板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析



表：2017-2024年体外诊断公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			Q1	
*ST东洋	2.7	4.3	4.4	4.2	4.2	2.8	2.9	-28.8	-28.8	-30.0	-30.7	-59.2	-55.9	-59.1	-59.3	-21.8	-25.7	-26.5	-28.6	-244.4	-248.9	-238.6	-236.0							108.2	107.6	
新产业		34.1		30.4				29.3				24.6	22.9	18.9	20.3	19.5	19.8	17.5	16.9	17.4	18.8	19.4	20.1	20.8	20.3	22.7	22.4	21.9	21.7			
普门科技				8.1				12.1		12.3	15.2	9.6	10.2	11.2	11.7	12.6	13.4	13.7	14.6	15.2	15.4	16.1	16.5	17.5	17.0	18.5	18.5	18.3	18.2			
艾德生物		22.1	13.2	14.5	15.2	17.1	16.8	16.7	17.0	16.5	16.2	15.0	13.7	13.8	14.4	16.0	16.8	17.1	17.8	17.6	17.8	15.6	19.4	17.6	17.3	19.3	13.3	15.4	15.1			
迪瑞医疗	11.6	13.3	14.2	13.5	13.7	13.7	14.0	14.3	14.9	15.7	15.5	15.2	14.2	14.3	17.1	16.1	16.8	16.5	11.2	11.2	11.2	12.5	12.9	13.6	13.9	14.8	14.8	13.5	14.8			
安图生物	25.2	25.2	27.1	26.8	26.9	31.1	30.0	29.2	28.7	33.3	29.7	30.3	23.7	24.7	23.6	11.5	12.5	13.2	13.5	13.4	14.0	15.2	15.4	15.0	14.6	15.0	14.2	14.3	14.8			
九强生物	18.0	19.2	18.5	17.9	17.9	18.6	17.9	17.7	17.1	18.0	17.5	16.8	14.3	12.1	6.4	3.5	6.4	8.9	9.7	14.1	13.2	11.6	11.6	11.9	11.9	13.5	13.7	14.1	13.9			
英诺特								27.9				18.6				85.6		80.1		16.3	10.1	15.7	8.6	8.9	10.2	6.8	6.2	9.4	13.4			
亚辉龙				2.0				11.4				18.6		15.8		27.4	30.9	14.2	14.8	13.4	33.2	38.3	40.7	41.9	23.3	21.0	17.1	13.9	12.9			
科美诊断				-67.3				-54.7				16.2		17.5		13.2	15.6	12.9	11.9	11.2	10.9	11.0	11.4	11.1	10.5	12.1	11.4	10.6	10.9			
美康生物	12.3	12.2	12.1	12.7	13.5	13.9	13.6	12.9	12.8	12.2	12.0	-41.9	-31.1	-30.0	-28.8	18.2	9.1	9.0	7.4	7.6	7.2	7.9	8.4	7.9	7.8	8.6	8.3	9.4	9.5			
万孚生物	17.6	18.8	18.7	20.5	21.2	13.9	15.1	15.9	16.2	17.1	17.7	17.4	17.8	24.3	23.6	22.3	22.9	22.7	21.0	18.9	32.4	28.4	27.7	27.6	10.9	7.9	7.9	10.8	9.3			
基蛋生物	36.3	44.7	16.6	17.0	18.1	19.3	18.6	18.6	18.7	19.0	18.1	20.9	17.9	17.3	19.5	16.6	17.3	20.3	18.4	18.9	23.9	24.1	25.3	20.1	15.4	13.5	10.1	10.9	9.2			
赛科希德				20.5				29.0		17.0		19.0		16.9	4.8	5.1	6.2	6.3	6.9	6.9	6.7	7.1	7.3	6.9	7.3	7.6	7.2	7.3	7.4			
浩欧博				27.0				30.2				42.7		37.8	25.3	27.4	10.5	11.3	12.2	11.2	11.0	8.6	7.1	5.3	4.3	5.0	4.5	5.8	5.6			
博拓生物				5.0				19.1				22.2		7.0		98.0		69.2	40.1	39.6	42.0	39.9	37.4	30.2	11.4	3.8	-0.8	4.4	5.6			
圣湘生物				-2.8				1.7				7.1	31.1	70.6	45.8	55.1	56.7	43.8	37.1	35.2	32.6	31.1	27.0	25.8	17.8	12.5	8.6	5.1	5.3			
爱威科技		17.6		13.1		9.6		12.6		18.5		20.0		17.6		12.7	14.7	7.6	7.3	6.5	6.3	6.5	5.8	3.8	3.0	3.2	3.7	4.4	4.9			
迈克生物	13.9	14.4	14.9	15.0	15.9	16.4	16.6	16.5	16.4	16.7	16.8	16.8	15.2	17.1	19.0	20.9	25.7	26.1	24.8	22.3	14.0	13.8	12.3	11.2	9.7	7.6	5.9	4.9	4.9			
透景生命	32.7	13.0	13.4	14.2	13.6	13.7	14.1	13.8	13.9	13.6	13.4	13.4	10.6	8.3	7.9	9.5	12.6	15.5	14.3	11.6	10.3	9.4	10.0	8.5	8.8	7.8	5.3	5.8	4.9			
奥泰生物				24.7				26.2				26.7		12.9	58.7	69.8	28.8	24.4	26.2	23.4	38.5	39.8	37.9	28.4	4.2	-1.3	-2.0	4.7	4.8			
九安医疗	0.8	0.7	1.8	-12.1	-11.8	-11.3	-9.8	0.8	0.2	0.6	-0.4	4.0	8.6	19.3	25.1	12.9	10.5	1.9	-3.5	31.6	88.2	87.5	85.1	82.0	11.6	7.9	4.5	6.5	4.8			
安必平				14.1				15.9		15.3		16.7	15.0	15.7	7.0	7.3	8.5	8.8	7.8	6.6	5.9	5.3	4.0	3.5	2.5	2.1	2.9	3.2	3.2			
安旭生物				-9.3				32.5				33.6		16.3		80.0		67.0	62.0	28.3	63.0	64.7	64.6	56.2	7.5	6.5	1.9	2.8	3.1			
中源协和	4.7	2.0	2.4	-1.2	4.3	14.0	10.4	2.1	-0.8	-5.1	-5.4	1.5	0.7	1.9	2.5	-3.7	-2.4	-2.7	-1.9	4.5	4.3	3.1	2.2	3.2	3.2	3.6	3.5	2.9	3.0			
仁度生物								-22.4				2.5				28.5		24.3		22.5	6.5	5.5	3.8	2.4	0.0	-0.9	-0.9	0.9	1.9			
凯普生物	15.5	8.9	9.5	9.7	9.8	10.5	11.1	11.8	12.1	13.0	13.5	13.6	13.6	18.4	13.4	15.2	19.9	23.5	25.1	26.7	31.9	35.0	36.2	35.2	26.1	17.9	8.4	2.9	1.3			
睿昂基因				3.7				2.5				5.9		5.8		6.0	8.1	5.8	6.0	5.3	3.2	4.8	4.4	4.3	4.7	3.7	2.3	0.8	0.8			
明德生物		30.3		27.2	25.8	25.1	11.6	10.4	10.6	10.3	9.5	6.8	4.5	25.1	36.8	42.6	55.5	49.3	59.4	50.7	58.8	68.5	69.6	64.7	44.0	25.8	8.5	1.2	0.5			
利德曼	5.4	5.8	6.1	5.6	5.6	5.3	5.8	3.1	2.1	0.8	-0.8	0.5	-1.2	-0.6	0.0	-4.0	-2.3	-2.5	-1.5	1.2	1.5	1.8	1.5	-3.3	-3.5	-3.7	-3.8	0.9	0.2			
博晖创新	1.6	1.9	1.7	2.6	4.1	3.6	3.6	5.9	4.8	5.3	5.0	0.2	-0.5	-1.2	0.3	0.6	0.8	0.6	-2.1	-33.1	-33.8	-22.6	-23.3	-5.6	-4.3	-3.8	-1.8	-1.8	-0.7			
热景生物				18.6				22.9	23.2	21.5	6.8	5.3	5.6	3.9	4.1	15.1	53.0	73.8	74.0	76.9	63.5	46.2	51.2	28.3	11.7	6.3	-3.0	0.8	-0.8			
之江生物		10.8		10.9		10.8		11.7		12.6		9.0	8.1	47.3	57.3	63.7	31.2	25.9	22.9	19.8	17.5	21.3	19.2	18.1	11.7	7.9	4.2	-3.6	-3.0			
达安基因	6.5	6.1	5.9	5.1	5.0	5.0	5.0	5.6	4.8	4.4	4.4	5.0	12.3	31.1	46.1	57.4	62.8	60.7	54.5	49.2	46.2	58.9	55.4	47.9	33.2	24.2	9.3	1.2	-3.5			
东方生物				25.0				32.5		32.3	33.3	32.6	13.5	44.0	47.7	68.6	77.6	85.3	84.1	71.8	65.0	48.0	43.9	25.3	-0.6	-8.1	-13.6	-5.3	-5.6			
科华生物	11.7	11.6	10.9	10.9	10.9	10.8	10.7	9.5	9.5	9.2	9.2	8.6	8.4	10.0	13.8	21.5	27.8	27.4	26.7	22.0	14.1	11.1	26.1	20.2	20.6	20.8	-5.5	-5.6	-7.8			
硕世生物				16.4				19.7		18.0	19.9	8.2	15.5	29.1	43.2	49.2	53.8	55.0	52.8	47.0	45.4	60.5	51.0	48.4	31.3	14.2	0.8	-11.0	-9.1			
易瑞生物				34.3				33.2	16.5			17.5		17.7	16.8	11.9	14.5	21.8	23.2	25.0	24.5	22.0	18.3	8.6	-6.3	-15.4	-17.3	-21.8	-19.5			

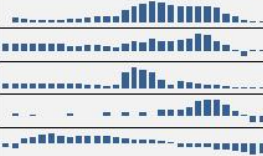




图：2024年体外诊断板块个股PB-ROE (ttm) 全景分析



数据来源：wind (截止2024年6月7日)，浙商证券研究所

- 业绩呈持续下滑趋势，主要是受外部环境和信用减值影响，我们认为随着回款逐步改善，业绩有望逐步触底回升（金城医学、迪安诊断）。

表：2017-2024年诊断服务板块公司ROE (ttm) 趋势变化 (%)

ROE (ttm)	2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023				2024	趋势分析
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
金城医学		14.4	11.9	11.1	11.2	11.4	11.2	12.2	13.6	15.2	17.7	17.7	17.7	28.5	34.4	39.9	44.5	41.1	38.1	35.2	35.2	34.9	35.9	31.9	23.4	17.1	10.4	7.7	5.8	
迪安诊断	13.8	14.5	13.9	14.9	15.1	15.0	15.3	10.6	10.6	11.0	11.2	8.7	7.0	13.7	18.9	17.1	22.2	18.9	19.0	19.9	23.9	29.9	28.3	19.3	11.1	0.1	-5.9	4.1	2.3	
华大基因	10.5	10.9	9.6	9.6	9.6	9.8	9.5	9.3	9.0	8.8	7.5	6.4	7.1	31.0	40.2	35.4	29.3	16.8	8.6	15.7	13.6	10.1	8.0	8.0	5.1	2.5	1.3	0.9	0.6	
兰卫医学		5.3		0.6				6.4				7.8		7.7		9.0		12.2	12.7	13.0	18.8	28.5	30.7	29.9	22.1	9.6	0.6	-8.0	-9.1	
贝瑞基因	-6.6	-9.3	11.0	15.1	18.8	22.7	17.4	14.1	17.5	17.2	15.6	16.8	12.7	11.2	9.8	8.8	7.0	5.0	3.5	-4.7	-6.1	-6.7	-6.5	-10.8	-11.3	-14.7	-17.0	-22.9	-21.3	

04

风险提示

- **行业政策不确定性风险：**医药行业是政策强监管行业，这是基于医药产品的特殊性，特别是产品使用的信息不对称性决定的，2018年以来药品集采、谈判、高值耗材集采等，都对医药产品的定价带来比较大的影响，而2024年随着DRG/DIP等政策的推进、医保监管水平的提升，医药政策依然存在不确定性，这一点也会给企业产品立项、营销策略确定等方面带来影响，进而带来业绩的不确定性，但我们认为政策的导向无疑是创新升级，真正的创新药械，必然引领行业走向，进而惠及病患，实现商业价值最大化；
- **产品研发失败的风险：**随着药监、医保对于创新药械产品的鼓励，国内创新药械不断涌现，但基于创新药研发结果具备不确定性，因此存在创新药研发失败的风险，也会影响投资者对于相关公司价值的判断；
- **贸易摩擦持续的风险：**创新药械、原料药、医疗耗材、医药CXO等领域多存在出口，而贸易摩擦的持续，必然会导致对于相关公司出口业务的表现带来不确定性的风险。

## 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>