

医药行业2024Q4投资观点

看多医药行情

西南证券研究发展中心
2024年10月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

核心观点

- **行情回顾**：国庆前一周（9.23-9.30）医药生物指数上涨28.14%，跑赢沪深300指数2.62个百分点，行业涨跌幅排名第11。2024年初以来至今，医药行业下跌7.18%，跑输沪深300指数22.19个百分点，行业涨跌幅排名第29。本周医药行业估值水平(PE-TTM)为28倍，相对全部A股溢价率为85.4%，相对剔除银行后全部A股溢价率为35.73%，相对沪深300溢价率为122.82%。本周相对表现最好的子板块是医院、疫苗、医疗研发外包，分别上涨46.9%、38.5%、33.5%，年初以来涨幅最好前三板块分别是原料药、化学制剂、医药流通，分别上涨3.0%、1.6%和1.2%。
- **本周医药板块涨幅较大，主要系近期宏观政策推动**。1) 9月24日，国新办会议上，央行行长宣布降低存款准备金率0.5%、降低政策利率0.2%。降低存量房贷利率，平均调低0.5%。创设性的支持资本市场的结构性货币政策工具，创设5000亿元证券、基金、保险公司互换便利，提升机构的资金获取能力和股票增持能力；创设3000亿元股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。2) 9月26日，政治局召开会议研究当前经济形势，强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，要促进房地产市场止跌回稳，要努力提振资本市场，要帮助企业渡过难关，要守住兜牢民生底线。7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%，货币支持政策持续落地。3) 9月26日，经中央金融委员会同意，中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，提出建立中长期资金的三年以上长期考核机制，并允许保险资金、各类养老金等机构投资者依法以战略投资者身份参与上市公司定增，还就长期资金短线交易、举牌等监管要求进行优化。我们认为未来将有进一步政策出台，持续看好医药行情。
- **医药行情复盘**：2024年初以来至今（20240930），医药行业下跌7.18%，跑输沪深300指数22.19个百分点，行业涨跌幅排名第29。从行情来看，上半年创新药行情波澜起伏，24H1全链条等政策强化信心，ASCO大会优异数据是重要催化剂。此外，医药商业、药店、血制品等板块，上半年表现较为突出，从持仓来看，24Q2全部公募基金占比10.16%，环比-0.97pp；剔除主动医药基金占比6.5%，环比-0.86pp；再剔除指数基金医药持仓占比4.96%，环比-0.64pp。目前医药整体配置不高，细分板块配置进一步分化。
- **我们看好Q4医药板块行情，重点看好低估值、出海、院内刚需三大主线**：1) **方向之一**——红利板块包括高股息OTC个股；国企改革预期相关板块值得关注。2) **方向之二**——器械出海包括IVD、呼吸机及呼吸道检测产品、手套、冠脉支架等。创新药及类似物出海持续渐入佳境。3) **方向之三**——医疗反腐后，关注院内医疗刚性需求，比如血制品、骨科、麻醉药、胰岛素、IVD、电生理等领域。消费医疗属性品种，以及上游等板块中长期值得跟踪。此外，上半年减肥药和AI医疗主题投资性机会符合我们预期。
- **风险提示**：医药行业政策风险超预期；医改政策执行进度低于预期风险；研发进展不及预期风险；药品降价预期风险；业绩不及预期风险；研发失败的风险。

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

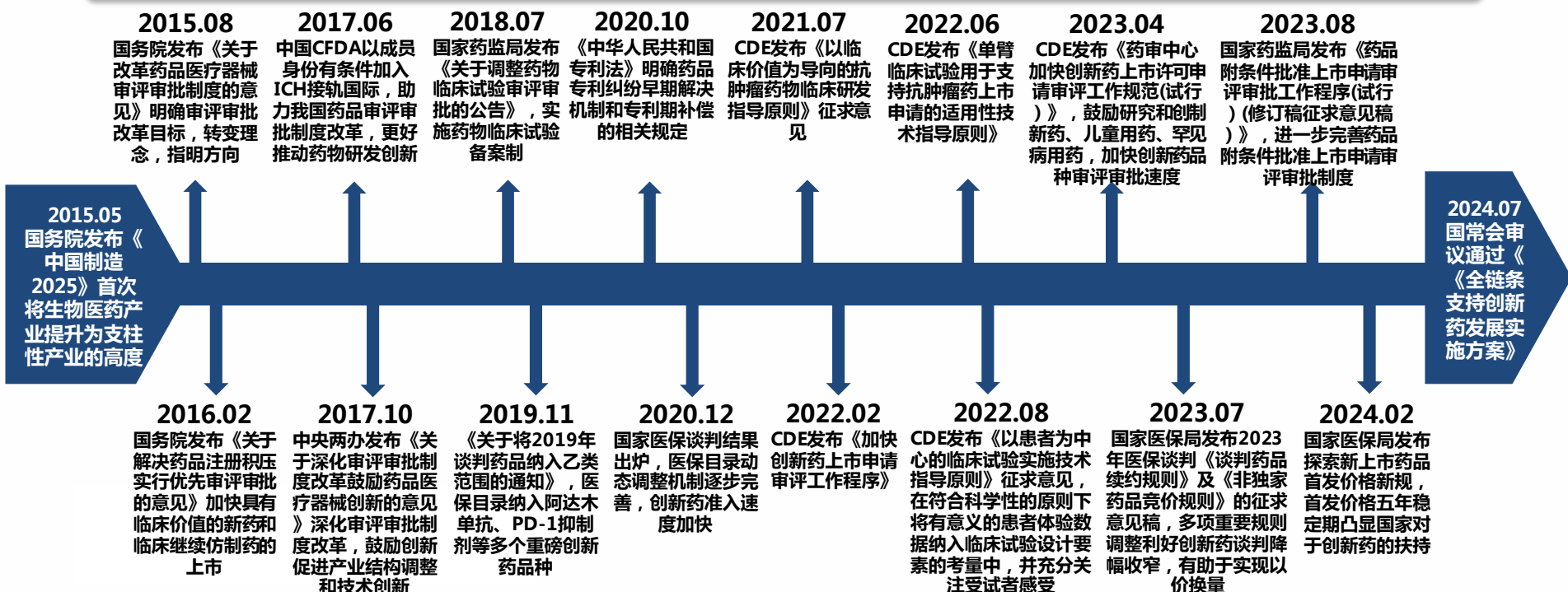
- **外部环境变化引导行业良性发展，销售费用下降，净利率自23Q3以来呈逐季上升趋势。** 药品板块2024上半年收入2003亿元(+2.1%)，归母净利润255.1亿元(+11.1%)，扣非归母净利润242.3亿元(+15.8%)。2024Q2板块毛利率55.7%(+1.1pp)，净利率12.7%(+1.1pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，外部环境变化导致销售费用下降，降本增效成为企业经营主旋律，净利率自23Q3以来呈逐季上升趋势。**2024Q4，关注宏观、政策等行业β变化带来的板块阶段性机会，同时重视研发、出海和商业化等重要催化，挖掘强催化、大空间优质标的。**
- **“全链条”支持创新药政策发布，国家局试点优化IND审评标志着“全链条”开始落地执行。** 上半年，全链条等政策强化信心，ASCO大会优异数据是股价重要催化剂，另外，美国生物安全法案等引起市场担忧。7月，国常会审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发。同月，国家局试点优化IND审评，审批时间从60个工作日缩短至30个工作日，标志着全链条支持创新开始落地执行。
- **国产新药海外放量验证全球市场潜力，Newco成为License out出海新模式。** 自主出海代表品种泽布替尼2024上半年全球销售额80.2亿元(+122%)，其中美国销售额59亿元(+134.4%)、欧洲销售额10.6亿元(+231.6%)、中国销售额8.7亿元(+30.5%)，欧美市场销售额远超国内市场。2024年已有基石药业舒格利单抗(2024.06)获欧盟批准上市，国际化仍大有可为。上半年交易规模最大的BD为恒瑞医药GLP-1产品组合授权出海，交易总额高达60亿美元，买方Hercules是一家新公司，恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，探索Newco出海新模式。
- **风险提示：**创新药研发的不确定性、研发进展不及预期、商业化进展不及预期、医药行业政策风险等。

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，强化市场信心

- 2024年，国家从政策层面“全链条”支持创新药，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发，持续强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2024年2月国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。继北京、广州、珠海、上海四地出台全链条支持医药高质量发展措施后，7月5日，国常会原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

数据来源：NMPA, CDE, 政府官网, 西南证券整理

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

◆ License out大手笔频现，不断刷新交易金额2024年发生的License out

2024年共发生30项License out项目。随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际化认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，超过40个License out项目总交易金额超5亿美元，其中超20亿美元的项目包括科伦药业的七个ADC项目（94.7亿美元）、百利天恒的BL-B01D1（84亿美元）、康方生物AK112（50亿美元）、荣昌生物的纬迪西妥单抗（26亿）等，国产新药License out交易金额正快速提升。

时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万)	首付款 (百万)
2024.1	宜联生物	罗氏	YL211	C-MET	1050	50
2024.1	安锐生物	阿斯利康	L858R	EGFR	540	40
2024.1	瑞博生物	BI	小核酸创新疗法	-	2000	-
2024.1	安锐生物	Avenzo	ARTS-201	CDK2	1000	40
2024.1	英矽智能	Menarini	ISM5043	KAT6	500	12
2024.1	莫星药业	拜耳、RTW	心血管和眼科领域产品线	-	35、127	-
2024.1	舶望制药	诺华	RNAi技术及疗法	-	4165	185
2024.1	百奥赛图	Radiance	双抗ADC	HER2/Trop2	-	-
2024.1	康华生物	HilleVax	六价重组诺如病毒疫苗及其衍生物	-	255.5	15
2024.1	百奥赛图	吉利德	全人抗体库-RenMice系列	-	-	-
2024.1	瑞科生物	SPIMACO	REC603	-	-	-
2024.1	康宁杰瑞/思路迪	GLENMARK	恩沃利单抗	PD-L1	-	700.8
2024.3	普米斯	翰森制药	HS-20117/PM1080用于开发ADC产品	EGFR/cMet	691	-
2024.3	百奥泰	SteinCares	两款生物类似药BAT2506和BAT2606	-	6	1.2
2024.3	葆元医药	Nuvation Bio	Taletrectinib、Safusidenib	ROS1抑制剂、IDH1抑制剂	-	-
2024.3	迈威生物	印度制药公司	9MW0813	-	-	-
2024.3	君实生物	Rxilient Biotech	特瑞普利单抗	PD-1	5	-
2024.5	先为达生物	HK inno. N corporation	伊诺格鲁肽注射液	长效GLP-1	56	56
2024.5	恒瑞医药	Hercules	HRS-7535、HRS9531、HRS-4729	GLP-1	6000	110
2024.5	嘉越医药	Erasca	JYP0015	Pan-RAS抑制剂	345	20
2024.5	和铂医药	AZ	-	-	604	19
2024.5	宜联生物	BioNTech SE	TMALIN ADC技术平台	-	1825	25
2024.5	基石药业	Ewopharm	舒格利单抗	PD-L1	-	51.3
2024.5	百奥泰	STADA	戈利木单抗生物类似药	TNF-α	157.5	10
2024.6	康宁杰瑞	ArriVent	ADC技术平台	-	615.5	-
2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	1560	150
2024.7	康诺亚	Belenos	CM512及CM536	自身免疫病双抗	185及 Belenos 30%的股权	15
2024.8	嘉和生物	TRC 2004	GB261	CD3/CD20双抗	~500+股权	数千万美元
2024.8	宜明昂科	Instil Bio	IMM2510和IMM27M	VEGF/PD-L1和CTLA-4,	2050	50
2024.9	岸迈生物	Vignette	EMB-06	BCMA/CD3	635	60 (包括股权)

数据来源：医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

◆ 与资本合作出海，License out新趋势——NewCo

- 这种模式跟传统License out不同，在新模式下，国内创新药企业通过技术入股，与海外资本合作。既能通过早期管线创造一定价值，又能通过股权，降低自身风险、参与公司决策，并锁定更多远期收益。

时间	转让方	受让方	资本方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	股权
2024.5	恒瑞医药	Hercules	贝恩资本生命科学基金联合AtlasVentures、RTW资本、Lyra资本联合出资4亿美元	GLP-1类药物：HRS-7535、HRS9531	GLP-1类药物	6035	110	恒瑞获得Hercules公司19.9%股权
2024.7	康诺亚	Belenos	OrbiMed (奥博资本)	CM512、CM536	自身免疫病双抗	185	15	获得Belenos约30.1%的股权；陈博博士已获提名为Belenos的四位董事会成员之一。
2024.8	嘉和生物	TRC 2004	Two River、Third Rock Ventures	GB261	CD3/CD20双抗	~500	数千万美元	数量可观的股权
2024.9	岸迈生物	Vignette Bio	Foresite Labs	EMB-06	BCMA/CD3双抗	635	60 (包括股权)	-

创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

2024年有望License out出海的创新药品种

企业	药物	靶点	适应症	国内临床阶段	美国临床阶段	海外峰值测算 (亿美元)	逻辑
荣昌生物	RC18	BLYS/APRIL	系统性红斑狼疮等	上市	III期临床	20-30	2024年4月，VerTex以49亿美元收购Alpine，Alpine核心品种为同靶点药物
	RC88	MSLN ADC	宫颈癌	II期临床	临床前	5-10	2023年ASCO宫颈癌数据靓眼
和黄医药	索乐匹尼布	Syk	ITP等	申请上市	I期临床	5-10	Syk靶点潜力巨大，索乐匹尼布在ITP疗效和安全性数据优异
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	实体瘤	VII期临床	临床前	5-10	宫颈癌2024ASCO数据靓眼
	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	小细胞肺癌，神经内分泌瘤	VII期临床	临床前	10-15	DLL3多抗和CAR-T均实现授权，在小细胞肺癌数据优异
迈威生物	9MW2821	Nectin-4 ADC	尿路上皮癌	III期临床	临床前	10-15	尿路上皮癌数据优异，宫颈癌、TNBC等适应症持续推进中
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR	非小细胞肺癌	上市	II期临床	15-20	数据靓眼，1L适应症国际多中心三期临床入组中
海思科	环泊酚		镇静麻醉作用	上市	III期临床	5-10	海思科环泊酚和丙泊酚的麻醉诱导成功率相当，安全性优于丙泊酚
亚虹医药	APL-1702	光动力药械组合产品	宫颈高级别鳞状上皮内病变	NDA	II	5-10	国内成功NDA，有望基于最高级别循证等级的临床数据成为全球首个用于宫颈HSIL治疗的非手术产品
诺诚健华	奥布替尼	BTK	血液瘤、自身免疫病	上市	II期临床	20-30	BTK治疗自身免疫病潜力较大，SLE、ITP等适应症均有出海潜力
	ICP-332和ICP-488	TKY2	特应性皮炎、银屑病	II期临床	申报临床	10-20	多款TKY2抑制剂近年来被MNC收购，ICP-332和ICP-488的II期临床数据优异
亚盛医药	APG-2575	Bcl-2	血液肿瘤	III期临床	III期临床	15-20	艾伯维维奈克拉全球销售额超20亿美元，亚盛和百济神州临床进展居前
基石药业	CS5001	ROR1 ADC	血液肿瘤	I期临床	I期临床	10-15	多款ROR1 ADC成功出海，2024年4月Sutro Biopharma的STRO-003以9000万美金首付款和9亿美金总金额授权益普生，CS5001潜在BIC

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

医疗器械：业绩低点已过，看好后续医药行情

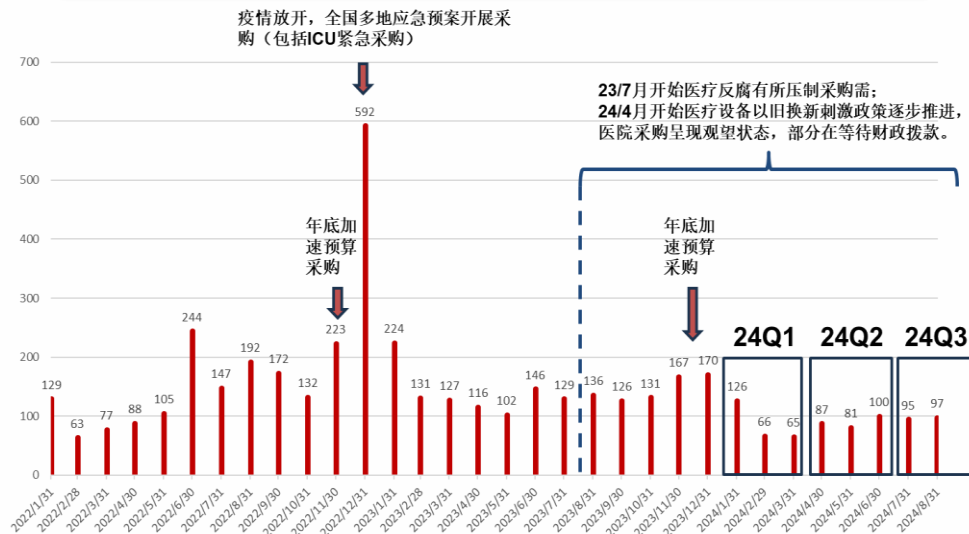
- **2024H1医疗器械板块总结**：器械板块(84家样本公司，含科创板)，24H1收入1013亿元(+3.9%)，归母净利润223亿元(+4.3%)。剔除新冠相关标的的数据，24H1器械板块收入870亿元(+3.3%)，归母净利润204亿元(+3.8%)，主要因24H1院内诊疗活动步入常态，手术量回升，且库存压力见底，器械板块经营趋势向好。
- **分业务看，业绩略有分化**。医疗设备板块在24H1略有承压，主要因2023年初招采需求较为旺盛，进入H2后卫健委加强医药纠风反腐整治，招投标节奏放缓，而部分医疗设备的交付周期较长，招采进程的影响持续至24H1。其他板块在24H1均有提升，主要因常规诊疗需求复苏和库存压力进入尾声，各子板块经营趋势向好。**展望未来**，随着反腐常态化、新版配置证，叠加以旧换新重大利好政策落地，截至24Q3全国各省市已陆续开始大规模立项并批复医疗设备更新项目，预计24Q4起将持续驱动相关医疗设备需求，**重点关注政策落地实施节奏**。IVD和高值耗材集采范围持续扩大，但降幅规则趋于温和，无需过度担忧，**建议重点关注国产龙头以及具有出海逻辑的标的**。低值耗材库存压力接近尾声，**需要关注美国关税及行业政策的影响**。
- **云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”**
 - 1) **出海**：家用呼吸机、IVD、CGM、设备、低值耗材、NASH检测
 - 2) **反腐、集采后刚需领域复苏**：神经介入、骨科、IVD、设备更新、电生理、主动脉及外周介入，TAVR、人工晶体、内镜耗材。
 - 3) **自主可控/创新器械**：高端影像、手术机器人、内窥镜、基因测序。
 - 4) **AI赋能主题**：AI 医疗影像、AI CDSS与病种质控、AI 医疗机器人、AI 健康管理。
- **风险提示**：降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

医疗设备:24H1业绩略有承压，Q4将迎来反腐常态化、新版配置证、以旧换新政策落地三重利好

- **业绩表现**：24H1收入419.1亿元（-2.5%），24Q2收入220.8亿元（-4.3%）。受医疗反腐影响以及医疗设备以旧换新政策落地节奏的影响，24Q2医疗设备板块增速有所放缓。
- **政策面形成组合拳**：医疗反腐形成同期低基数，叠加新配置证和以旧换新政策落地，刺激需求恢复。
- **整体来看，招投标数据目前仍处在较低水平**。8月医疗设备总招投标金额约97亿元（-29%，环比基本持平）由于设备更新的资金预计在2024H2陆续到位，部分医院上半年的采购需求有所延后。随着医疗设备以旧换新政策的逐步落地，预计Q4起项目落地逐渐加速。

2022-2024年医用医疗设备月度招投标数据（亿元）



医用医疗设备板块政策面驱动力分析

23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
ICU紧急采购↑							
财政贴息贷款↑	财政贴息贷款↑	财政贴息贷款↑	财政贴息贷款↑				
公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑	公立医院高质量发展↑
乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑	乡村振兴↑
		反腐影响↓	反腐影响↓	反腐影响减少↓	反腐影响减少↓	常态化反腐	常态化反腐
							设备以旧换新↑ (预计Q4项目逐步落地居多)
						加强重症建设的意见↑	加强重症建设的意见↑
			配置证放开↑	配置证放开↑	配置证放开↑	配置证放开↑	配置证放开↑

www.swsc.com.cn

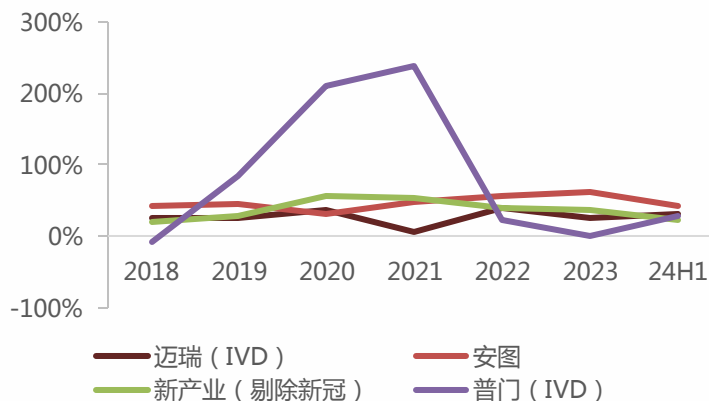
数据来源：《从招投标数据看政策落地节奏，静待拐点》，西南证券整理

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

IVD：24H1常规需求复苏，持续关注Q4集采和出海进度

- **业绩表现**：根据检测原理，IVD板块可分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法。2024年收IVD板块实现收入255.6亿元(+6.7%)，24Q1/Q2收入同比增速分别为+3.8%/+10.0%，主要系诊疗活动复苏、集采、出海影响。
- **近年IVD领域已实施多轮集采**，2022.11 江西省联盟集采肝功生化试剂，24.8全部落地执行；2023.9江西省联盟集采肾功生化试剂，24.6开始执行；2023.10 安徽省联盟集采传染病等免疫试剂和HPV分子试剂，2024.9开始执行。24Q4将分别由江西和安徽牵头新一轮生化和免疫试剂的集采。
- **国产设备和试剂通过差异化竞争和可靠性价比布局海外市场，出海将成为IVD厂商第二增长曲线。**

IVD海外业务收入增速预测



IVD集采事件整理

涉及省份	细分领域	相关项目	政策落地执行情况	平均降幅	参与厂家
安徽	化学发光试剂	包括肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物、降钙素原共计23个试剂项目	2021.8发布集采公告和议价结果, 2021.11执行	47.0%	19家约谈, 13家参与谈判, 12家中选。按品类分为A、B组
江西省际联盟	生化试剂	包括总蛋白、白蛋白、血氧等26个肝功能检测品种	2022.11发布采购文件, 2023.5发布中选结果, 2023.7执行	68.6%	166家参与报价, 131家中选
安徽	凝血试剂 心梗POCT	凝血产品: 包括凝血酶原时间PT, 凝血酶时间TT, 活化部分凝血活酶时间APTT共6个。	2022.11开展项目申报, 2023.1公示中选结果, 2023.7执行	40.2%	22家参与报价, 16家中选
		心梗产品 (POCT检测): 肌红蛋白、肌钙蛋白、肌酸激酶同工酶共3个项目。		57.4%	26家参与报价, 17家中选
江西省际联盟	生化试剂	16项肾功能, 13项心肌酶	2023.9发布征求意见稿, 2023.12公式中选结果, 2024.7执行	77%	210家参与报价, 192家中选
安徽省际联盟	免疫试剂 分子试剂	性激素6项、糖代谢2项、传染病8项 (酶免+发光)、HCG 分子诊断: HPV	2023.10发布征求意见稿, 2023.12公式中选结果	53.9%	161家参与报价

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理 (注: 海外增速单独拆分了迈瑞医疗和普门科技的IVD业务, 新产业IVD收入剔除了新冠相关, 以上数据均为预测)

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

高值耗材：业绩分化，24H2耗材集采全面升级，七大高值医用耗材逐步启动全国联采

- **业绩表现**：24H1收入158.5亿元（+5.3%），归母净利润40亿元（+10%）。24Q2收入80.3亿元（+8.2%），归母净利润19.3亿元（+14.2%），不同赛道结构差异较大，**心脑血管**：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。**眼科**：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。**骨科**：关节集采执行满一年，营收恢复快速增长。**肾科**：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。
- **24H2集采联盟范围扩大，形成全国性联盟集采**。2024年5月14日，国家医保局发布《关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》，文件指出高值医用耗材集采应聚焦价格虚高、有代表性意义以及群众反应强烈的品种，将条件具备的省级联盟集采上升为全国性联盟集采。**2024年国家医保局将重点指导七类高值医用耗材全国联采工作**：包括2类IVD试剂（生化类体外诊断试剂、肿瘤标志物等试剂）和5类高值耗材（超声刀、乳房旋切针、血管组织闭合用结扎夹、冠脉切割球囊、血管介入等耗材）。
- **耗材集采规则逐渐完善，降幅均有参照**。2020年至今，高值医用耗材已经历4次国采，整体呈现降价幅度趋于缓和、规则设计持有优化、国产化率不断提升三大发展趋势。且**本次集采品类此前已进行联盟采购试点，规则降幅均有参照系，无需过度担忧**。

2024年医疗器械重点集采领域

集采品种	牵头省市	医疗器械分类	此前省级联盟集采时间	此前集采参考降幅
生化类体外诊断试剂	江西	IVD	2022.11、2023.9	70~80%
肿瘤标志物等体外诊断试剂	安徽	IVD	2023.9	53.9%
超声刀	广东	高值耗材	2021.11	68.6% (7mm、5mm超声刀)
乳房旋切针	浙江	高值耗材	2019.12 (江苏4市)	16.3%
血管组织闭合用结扎夹	福建	高值耗材	2023.5 (安徽省)	67.2% (不可吸收结扎夹) 39.8% (可吸收结扎夹)
冠脉切割球囊等	河南	高值耗材	2024.1 (京津冀3+N)	-
血管介入等耗材	河北	高值耗材		-

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

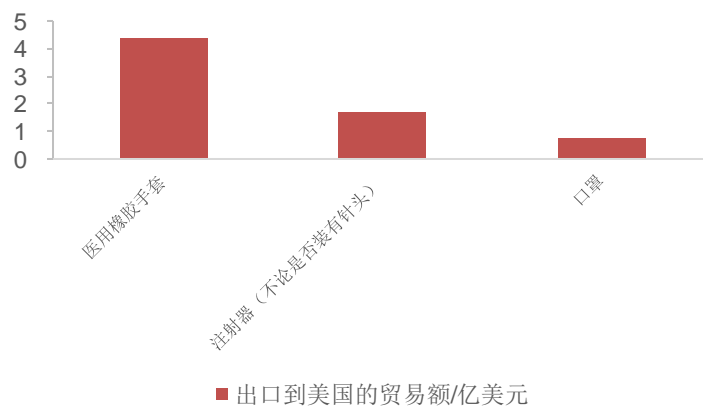
低值耗材：去库存压力见底，建议关注地缘政治和美国关税影响

- **业绩表现**：2024H1收入174.1亿元（+12.7%），归母净利润16.8亿元（+31.3%）。24Q2收入89.5亿元（+18.9%），归母净利润9.3亿元（+12%），山东药玻实现增长主要系市场需求回暖、出口恢复常态，模制瓶、棕色瓶等主导产品销量较好增长，其次集采推动中硼硅产品销量高增。手套行业带动整个低耗板块增长，一次性手套行业渠道出清效果明显，行业整体产能利用率提升明显，行业内供需关系呈逐步回归平衡趋势。
- **建议关注地缘政治和美国关税对出海产品的影响**。2024年5月14日，美国白宫宣布将对来自中国的价值180亿美元的商品提高关税，以保护美国工人和企业。9月美国贸易代表办公室就对华301关税最终措施发布公告，较5月方案关税进一步提高。**此次加征关税涉及到的医疗产品均为一次性低值耗材，涉及市场累计约7亿美元。**根据中国海关数据显示，2023年中国医用橡胶手套对美国的出口贸易额为4.42亿美元；注射器（不论是否装有针头）出口到美国的贸易额为1.68亿美元；口罩出口到美国的贸易额为0.74亿美元。

医疗耗材领域加征关税产品

产品	加征时间	加征幅度（5月）	方案更新（9月）	涉及企业
注射器和针头	2024年	0%→50%	24年执行100%	采纳股份、康德莱、五洲医疗
个人防护装备	2024年	0~7.5%→25%	25年提升到50%	奥美医疗、振德医疗
医用橡胶手套	2026年	7.5%→25%	25年执行50%，26年执行100%	英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗

加征关税涉及产品出口到美国贸易额



血制品：静丙需求高位，血浆增长确定性强

血制品：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **2024H1血制品板块经调整归母净利润增速约为14%**：剔除华兰生物疫苗业务后，7家血液制品上市公司2024H1收入总额约为118亿元(+4.4%)，归母净利润总额约32亿元(+11.8%)，扣非归母净利润29亿元(+12.9%)。若加回资产/信用减值损失，并扣除投资/公允价值变动收益，7家公司经上述调整后的归母净利润28亿元(+13.9%)。2024H1多数公司收入增长平稳，主要系去年同期行业清库存带来的基数影响。随着业绩基数相对回落，预计板块业绩增速有望回升。结合上市公司利润表及院内销售数据，我们认为院外需求正成为当前板块业绩驱动力。
- **24H1人白签发批次同比增长14%，静丙签发批次同比下降8%，2024Q1血制品院内需求下降**。2024年上半年，国产/进口人白批次分别同比增长7%/18%，静丙批次同比下降8%，其中24Q2人白/静丙批次分别同比增长17%/12%。2024年一季度，样本医院人血白蛋白销售额14亿元，同比下降7%，静丙销售额4.6亿元，同比下降超40%。
- **风险提示**：采浆不达预期风险；行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

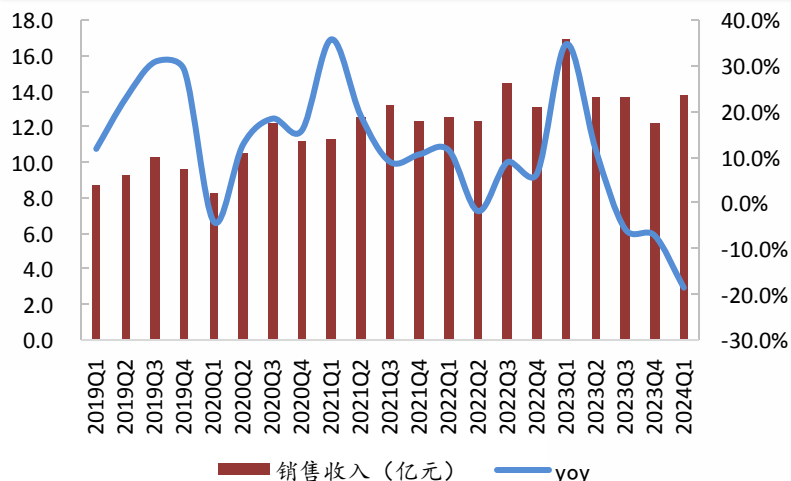
血制品：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **2024Q1血制品院内需求下降。**2024年一季度，样本医院人血白蛋白销售额14亿元，同比下降7%，静丙销售额4.6亿元，同比下降超40%。**结合上市公司利润表及院内销售数据，我们认为院外需求正成为当前板块业绩驱动力。**
- **十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长：**随着多家公司新浆站近年持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。

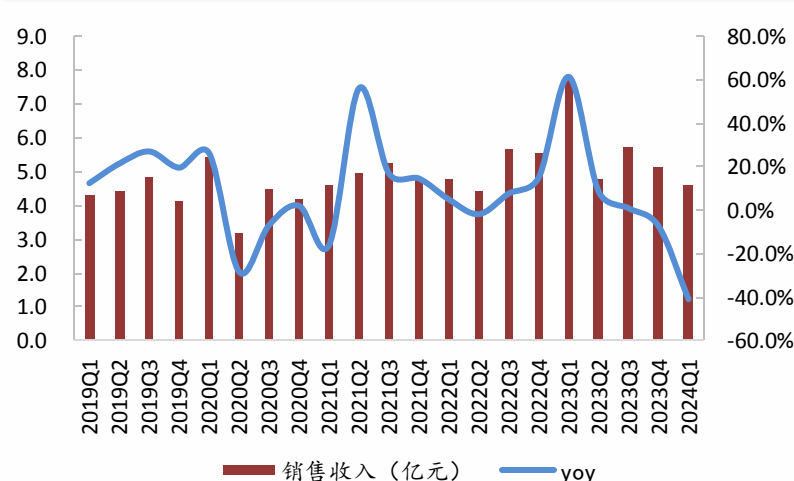
上市公司浆站数量

集团	在营浆站数量 (含分站)	获批浆站数量 (含分站)
天坛生物	58 +22	82 +20
上海莱士	39	41 +3
华兰生物	25 +5	25 +7
派林生物	28 + 6	38
博晖创新	14 +2	24
博雅生物	13 +1	14 +2
卫光生物	8 +1	8 +1

样本医院人白销售额



样本医院静丙销售额



血制品：静丙需求高位，血浆增长确定性强

十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长

- 随着多家公司新浆站近年持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。

上市公司浆站数量		
集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）
天坛生物	58 +22	82 +20
上海莱士	39	41 +3
华兰生物	25 +5	25 +7
派林生物	28 + 6	38
博晖创新	14 +2	24
博雅生物	13 +1	14 +2
卫光生物	8 +1	8 +1

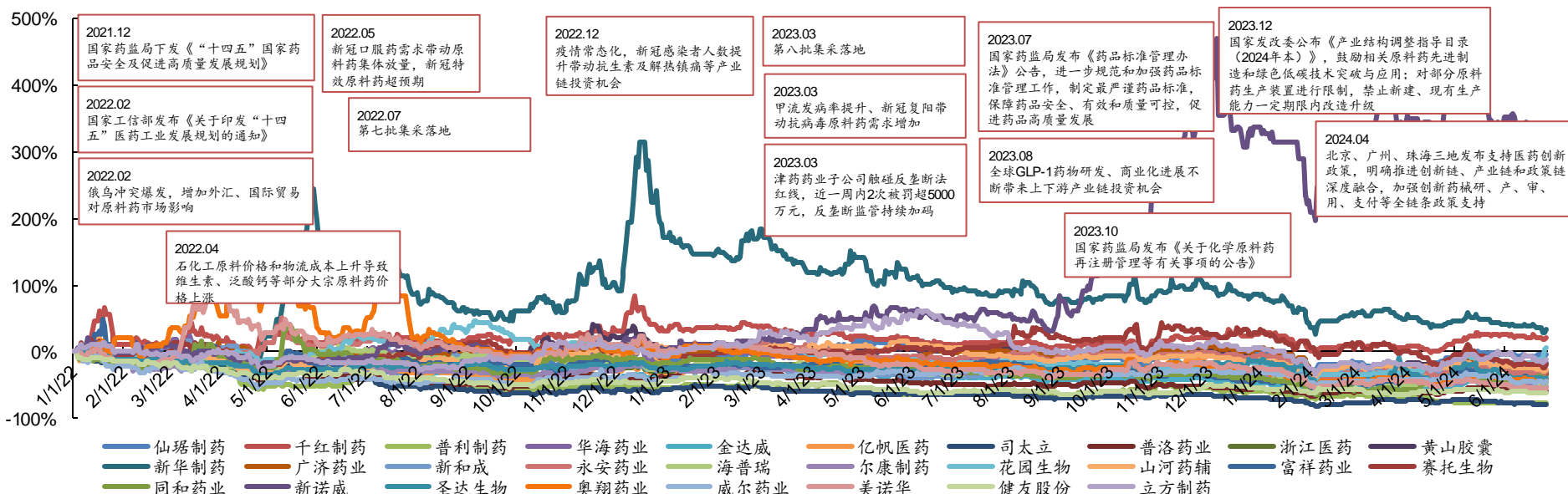
原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

- **2024H1收入持续修复，利润端增速高于收入端。**原料药板块共选取38家公司，2024H1原料药板块实现收入533.3亿元（+2.6%），归母净利润69.1亿元（+9.5%），扣非归母净利润62.6亿元（+5.4%）。分季度看，板块2024Q2实现收入272亿元（+8.1%），归母净利润39.1亿元（+23.9%），扣非归母净利润34亿元（+10.9%），行业去库存周期进入尾声、终端产品价格企稳，盈利能力环比改善。从盈利水平看，2024H1原料药板块毛利率（34.3%，-0.1pp）、净利率（10.1%，-1.9pp）触底修复。2024H1维生素供给端扰动带动上游提价，随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、产品结构调整、企业经营效率提升、规模效应扩大有望推动盈利能力提速。
- **核心观点：短中期维度：**去库存周期基本完成，部分品种提价有望增厚业绩。2024年以来VD3、VE、VB1、VA等维生素品种大幅提价，涨幅均超30%，2024H1维生素出口转向常态化采购趋势持续，7月-9月部分维生素厂家减产和停产检修叠加需求端持续复苏，国内维生素厂家挺价意愿或将持续。8月VA、VE、烟酸等维生素品种持续大幅提价，环比涨幅超30%；肝素、咖啡因、4-AA报价环比明显下滑，建议密切关注维生素类、激素类、解热镇痛类及肝素类等原料药价格变动趋势。**中长期维度：**三条路径打开特色原料药长期成长空间。1)“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间；2)优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期；3)基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务（如GLP-1、核药等品种）有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

□ **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。**全球原料药中间体出口连续五年保持增长，2020-2022年疫情期间全球原料药尤其是大宗原料药需求显著增加，中国、欧盟、瑞士、美国、印度等原料主要供应国出口呈不同程度增长，中国原料药出口在2021年、2022年出口分别增长29.9%、21.9%；2023年，全球原料药需求面临疫情后的去库存压力，激素类、抗生素类、维生素类、解热镇痛类等大宗原料药出口竞争加剧，价格持续下降；中国原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，整体表现波动明显。2023年占我国医药出口市场50%的西药产品出口额510.7亿美元（-20.3%），2023年呈逐季度环比下降趋势；2024Q1我国西药产品出口额132.5亿美元（-3.9%），是带动整体出口额下降的主要因素。当前原料药价格正处于疫情期历史高位逐步回落阶段，已接近三年来的价格底部。**展望2024Q4**，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

原料药企业股价复盘



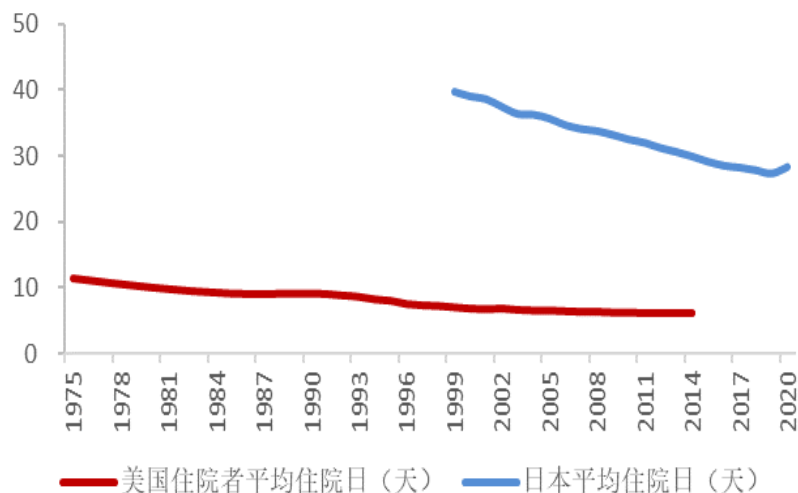
医疗服务：2024年需寻找个股机会

- **2024H1医疗服务板块业绩总结**：选取12家A股医疗服务领域上市公司，2024年H1收入总额272亿元（+2.4%），归母净利润24.4亿元（-7.5%），扣非归母净利润21.9亿元（-13.7%）。上半年受到外部消费疲软，以及医保控费趋严，DRG/DIP政策进一步推进等政策影响，收入端对医疗服务企业有所影响。
- **2024年需寻找医疗服务板块个股机会**。医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检等，24Q1业绩表现平淡，原因有眼科赛道中部分偏消费项目如屈光手术等具备一定需求刚性，而口腔赛道受种植牙集采政策影响等，由于消费乏力等因素影响，进入2024年应关注具备1) 并购催化、2) 业绩反转、3) 业务结构转型等逻辑的个股标的，与此同时，眼科赛道由于其消费属性项目如屈光、视光具备一定刚需特质的原因，具备经营韧性，口腔赛道在种植牙集采影响消化后具备业绩提升空间，可持续关注2025年机会；偏刚需属性赛道在老龄化趋势持续加剧背景下需求端基本面稳健，可以关注具备1) 扩张、2) 床位利用率提升、3) 扭亏逻辑标的。
- **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地**。我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。
- **风险提示**：政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

医疗服务：2024年需寻找个股机会

□ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。

1975-2020年日美平均住院天数变化



2020-2021年1-9月浙江省各类医疗机构住院均次费用同比变化情况

地级市	所有医疗机构		
	2021年1-9月 (元)	2020年1-9月 (元)	2021年同比 (%)
杭州	14,788	15,504	-4.61
宁波	10,768	11,527	-6.58
温州	13,468	13,876	-2.94
潮州	9,232	9,487	-2.69
嘉兴	10,040	11,312	-11.24
绍兴	8,968	9,790	-8.40
金华	9,235	9,767	-5.45
衢州	8,339	9,081	-8.17
舟山	10,523	10,306	2.11
台州	9,733	9,876	-1.44
丽水	10,370	11,011	-5.82

中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

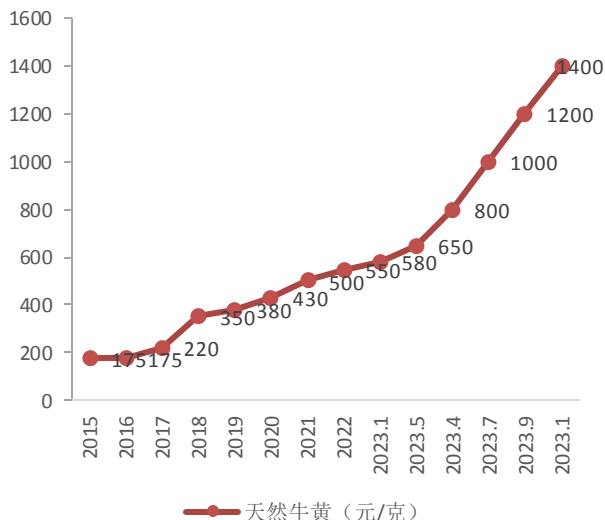
- **2024H1业绩表现：收入端承压，下半年高基数影响消除。**选取65家A股中药领域上市公司，2024年H1收入总额1823亿元（-3.3%），归母净利润221亿元（-9%），扣非归母净利润211亿元（-5.8%）。2024Q1/Q2收入973.6/849亿元（-0.7%/-6.1%），归母净利润126.3/94.7亿元（-7.8%/-10.6%），扣非归母净利润120.3/90.7亿元（-6.6%/-4.7%）。收入端下滑主要系24年上半年呼吸系统用药存在高基数，此外中药集采进一步扩面导致院内端价格下降，二季度以来药房的客流量下降以及药店比价政策的出台也有一定影响。
- **政策端：集采如期推进，院外价格管控趋严。**1) **院内端：集采政策如期推进**，首批中成药集采2年到期时间为6月30日，湖北省发布《关于做好部分集中带量采购品种续签和接续工作的通知》。此前湖北省组织两次中成药集采，从品种上来看主要涉及到非独家品种，降价幅度温和。广东省及北京市针对中成药独家品种则规则更友好，降价幅度更小，独家品种仍然具有抗集采风险。2) **院外端：四同五同价格整治，品牌中药影响较小。**国家医保局印发了《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》，我们认为品牌中药的渠道价格体系管控严格，并且终端需求粘性强，四同五同价格整治对品牌中药影响较小。对于一些价格虚高的非品牌中药将会进一步出清，行业有望实现集中度提升。
- **看好中药三大方向：1) 品牌中药提价放量。**品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。在成本端推动以及部分企业改革的推动下，未来有望持续提价。2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性。**中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。3) **基药目录调整带来中药发展新机会。**新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。
- **风险提示：集采降价风险；公司经营进展不及预期等。**

中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

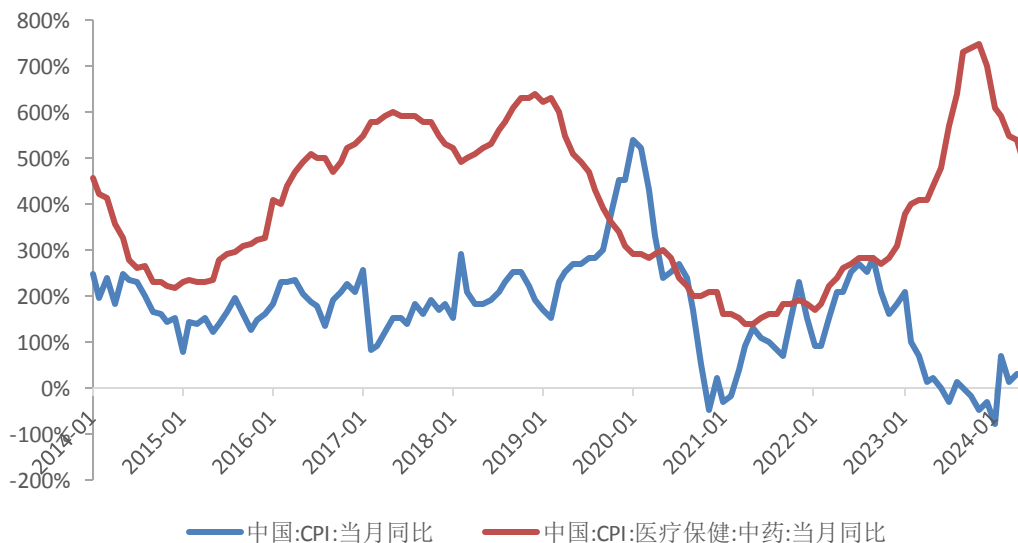
中药消费品：上半年受到原材料价格上涨影响，部分产品提价将缓解压力

- **中药材价格逐步回落，成本压力影响较低。**受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步进入收获期，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解。2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》，拟定可以将从不存在疯牛病疫情禁令国家（地区）进口、已获检疫准入并经海关检疫以及口岸药品检验机构检验合格的牛黄用于中成药生产。牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。

天然牛黄价格变动



全国CPI及中药CPI走势



药店：情绪演绎估值回调，建议关注Q4布局机会

- **2024年H1药店板块总结**：选取5家A股药店领域上市公司，2024上半年收入总额454亿元（+7.7%），归母净利润20.5亿元（-15.9%），扣非归母净利润20.2亿元（-14.4%）。：业绩稳健增长，门诊统筹政策出台。1）政策利好：2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。我们认为此政策利好龙头零售药店获客，重点聚焦两点：统筹门店申请条件优化，处方药加速外流。2）门店扩张提速。3）可比门店增速提升。
- **展望2024Q4：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，高基数影响减弱表观增速有望回升。**1）门诊统筹政策持续推进；2）门店提速扩张；3）2024年下半年高基数影响减弱，表观增速有望回升。5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，而后深圳、西安、陕西等多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，该程序或促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，市场情绪演绎药店板块持续下跌，我们认为行业经过估值回调现处于低位，静待行业调整后，后续门诊统筹进一步推进将重新带来机会。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。**行业集中度持续提升，处方药加速外流，处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率增至70%。
- **风险提示**：门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险；疫情波动风险。

药店：情绪演绎估值回调，建议关注Q4布局机会

展望2024Q4：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

影响因素	2022年	2023年	2024H1
门店情况	门店恢复稳步扩张；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速逐季恢复至疫前水平6-8%；局部地区疫情影响短期关闭门店。	门店加速扩张节奏；新开门店盈亏平衡周期逐步缩短；老店同比增速稳定在6-8%波动。	门店稳健扩张，有望加快并购实现全国扩张布局；对接处方药外流成功的门店客流量、客单价有望收益提升。
经营品类	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。关注中药、保健品、非药等高毛利品类占比提升。	持续调整品类结构，聚焦高毛品种。
防疫措施	防疫措施：2022年1-10月，全国多地疫情散点多发，全国防疫监管严格，各地防疫策略有差异，部分地区仍存在一刀切的管控现象，药店经营受到覆盖地区疫情情况以及当地防疫政策限制。2022年11月，防疫20条政策落地。2022年12月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，多地四类药销售取消实名登记。	2023年，防疫措施趋向精准科学化防控，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物，药店加速恢复至疫前水平。短期来看，新冠新增病例攀升的趋势下，零售药店作为居民购买药品重要渠道，客流量和客单价有望迅速提升。	-
四类药	四类药逐步解禁，需要实名登记；22Q2开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。22年11月，四类药全面恢复正常销售，购买不需实名登记。	受疫情及流感影响，23H1四类药家庭库存积压，23年8月末库存见底。	用药刚需逐步释放。
医保系统切换	2022年初，全国大多数定点药店已接入新医保平台进行联网结算，消费者去药店购药基本恢复正常医保刷卡。	医保系统切换调整完毕。2023年12月31日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省内“双通道”处方流转电子化。	电子处方流转平台加速推进。
小规模纳税政策	自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。	自2023年1月1日至2023年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。	预期稳定，同比口径无影响
个人账户改革政策	2022年12月31日，《武汉市职工基本医疗保险门诊共济保障实施细则》印发，当地正式启动职工医保个人账户改革。截至22年底，全国职工个人医保账户累计结存13713亿元，占全国医保基金累计结存42640亿元的32.2%。	2023年1月起，全国各地陆续启动个人医保改革。调整方向主要包括三个方面：一是普通门诊纳入统筹基金支付范围；二是单位缴费全部划入统筹账户；三是拓宽个人账户使用范围。	个人医保账户缩减，个账结余持续消耗，预期24年影响持续。
门诊统筹政策	-	2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。23年进展：门诊统筹资质获批速度较快，截至23年9月，全国获批已有25个省份约14.14万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务，占定点药店数量的比例为29%，累计结算1.74亿人次，结算医保基金69.36亿元。由于医院到药店处方流转衔接不畅，统筹账户支付占比暂时较低。我们认为该政策的实施有望拉升药房客单价和客流量。	门诊统筹资质获批加速。预期24年地方统筹政策逐步优化，各地互联网电子处方流转平台有望加速落地，处方药有望加速外流。

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

- **2024H1医药流通板块总结**：选取22家A股医药流通领域上市公司，2024上半年收入总额4526亿元（-1.0%），归母净利润86.1亿元（-5.1%），扣非归母净利润80.7亿元（-2.4%）。2024H1受23H1高基数影响有所下滑，同时医药反腐、药品和器械集采常态化也对该板块有一定影响。展望24Q4，23年三季度相对基数小，业绩端有望改善。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。建议积极把握产业结构调整的机遇，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **估值处于历史低位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **风险提示**：行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

◆ 展望2024Q4：重视上下游产业链延伸价值，个股呈现结构性分化趋势

- 横纵向加速并购整合，上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。同时，互联网化、数字化成为医药分销行业未来发展的引擎。
- 积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。**
 - 1) 营销业务服务能力：**帮助医药企业进行全国或区域的产品营销推广业务。
 - 2) 供应链服务能力：**领先的自有现代医药专业化物流服务体系。最大限度地扩展物流服务范围。
 - 3) 医药IT服务能力：**先进的集团化医药管理信息系统保障能力。打造能与先进IT企业比肩的信息服务能力。
 - 4) 帮助临床服务能力：**扩展辅助临床诊疗的服务能力，帮助医院和药房更好地服务于患者、医生和支付方。

板块上下游产业链延伸机会



板块产业转型机会

	战略转型/市场定位	方向举例	代表企业
医药分销企业	大型集团企业 <ul style="list-style-type: none"> 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型 通过服务转型，实现效率提升 	<ul style="list-style-type: none"> 医疗服务（如：自建或并购整合医院） 医疗器械 第三方检验 药品福利管理（PBM） 	
	区域企业 <ul style="list-style-type: none"> 结合自身现状，提供差异化服务及业务 深耕细分市场，建立竞争优势 	<ul style="list-style-type: none"> SPD（药+耗材） 大数据信息服务 智能化供应链 合约销售（CSO） 	
第三方竞业	互联网、物流公司等 <ul style="list-style-type: none"> 利用企业技术、服务、资金、市场等优势 跨界发展、布局医疗大健康行业 	<ul style="list-style-type: none"> 冷链物流 电子处方平台 人工智能诊断等 	

www.swsc.com.cn

数据来源：西南证券整理

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

- **2024年半年报总结：**疫苗板块2024年上半年收入248亿元（-29.4%），归母净利润34.5亿元（-55.7%），扣非归母净利润31.2亿元（-58.1%），板块2024年Q1/Q2单季度收入分别为142.6/105.1亿元（-15%/-42.6%），归母净利润分别为19.3/15.2亿元（-52.1%/-59.6%）。2024年上半年板块利润端下滑主要系智飞、万泰HPV疫苗以及其他部分厂商新生儿疫苗销售下滑所致。收入端来看，主要贡献仍然为HPV疫苗，以智飞生物代理的9价HPV疫苗为主，24年Q2受行业整体以及竞争格局日益加剧影响，板块各企业业绩多有所下滑。
- **重磅品种有望持续放量，关注传统品种边际改善预期。** 1) 重磅品种：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将保持增长。2) 传统品种边际改善：狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主。因此我们认为此类较刚需品种基本面有望改善。
- **关注在研管线上市节奏催化。** 在研管线方面，HPV疫苗目前已有10余款品种在研，但国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。肺炎球菌疫苗中，15价肺炎疫苗智飞生物进展最快，康希诺的PBPV疫苗目前已完成临床I期。欧林生物全球创新品种金黄色葡萄球菌疫苗目前已经进入三期临床，预计2025年获批上市。其他品种如智飞生物的人二倍体狂犬疫苗、四价流感疫苗也预计于24-25年获批。
- **风险提示：**疫苗销售不及预期；疫情反复导致发货、接种资源限制；竞争格局加剧。

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
上海所	减毒活疫苗	II期	---
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	I期	---
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	---
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	---
康希诺	重组蛋白	临床前	---
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	---

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	提交NDA	2024/08	2025年
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
瑞科生物	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I期	2018/4/10	
	成都安特金	I期	2020/4/21	
	江苏坤力	I期	2021/7/27	
	艾美卫信	I期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
华安科创	I期	2020/9/8		

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

CXO：地缘博弈有待落地，常规业务恢复有望重塑估值

- **新冠大订单基数效应减弱，2024H1板块表观业绩逐季修复。** CXO板块共选取20家公司，2024H1实现收入402.3亿元（-11.2%，其中剔除新冠大订单贡献后预计-1.6%）；归母净利润约71亿元（-36.1%，其中剔除新冠大订单贡献后预计-25.6%）；扣非净利润总额为约65.6亿元（-32.2%）。分季度看，板块24Q2收入为210.2亿元（-9.7%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比下滑0.6%；归母净利润43亿元（-31.4%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比下滑21.8%；扣非归母净利润增速为-31%。2023Q2同期新冠大订单交付进入尾声，2024H2关注基数效应减弱后常规业务的恢复性增长。从盈利水平看，2024H1板块整体盈利能力逐季改善，商业化订单交付完成、行业需求端仍有压力，24H1毛利率水平（37.8%，-4pp）仍有承压；销售费率（2.3%，+0.5pp）、管理费率（9.4%，+0.9pp）、研发费率（6%，+0.6pp）均有小幅提升，财务费率（-1.8%，-0.3pp）略有下降，主要由于CXO企业表观收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率改善、规模效应等有望拉动板块整体盈利能力持续修复。
- **宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即。** 1) 基于目前经济数据，美联储降息靴子落地，生物医药一级投融资环境或将向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO新冠商业化订单已消化完全，地缘博弈有待落地；3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。**行业维度：**全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度仍有波动。**企业维度：**业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。1) 新冠大订单交付完毕，板块表观业绩明显承压；2) 在建工程、固定资产增速仍在放缓；3) 合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓。
- **未来展望：1) 短期维度：**商业化订单持续消化，CDMO表观业绩承压；海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复；2) **中期维度：**多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航；国内企业小分子CDMO业务更为成熟，生物药CDMO仍在成长期；3) **长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

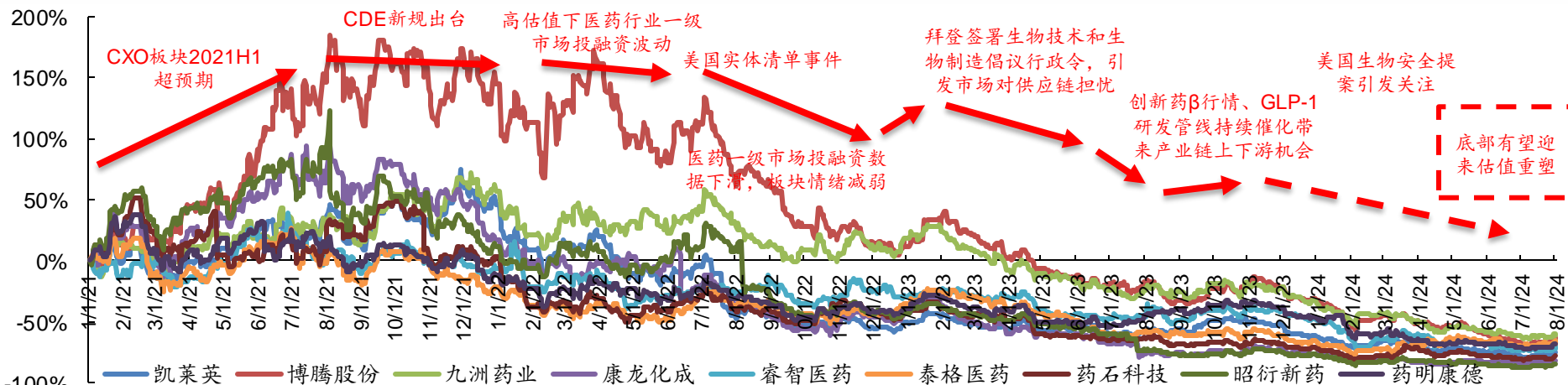
CXO：地缘博弈有待落地，常规业务恢复有望重塑估值

宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

美联储降息靴子落地，医药一级投融资在宏观大背景下或将修复。2024年9月19日凌晨，美联储宣布降息50bp，为四年来首次降息，用于支持就业和软着陆。本次联邦基金利率下调50bp至4.75%~5%，既反映美联储对劳动力市场的担忧，也包含对7月未采取降息的补偿。生物医药一级投融资环境或将向好，创新药产业链将产生估值修复机会。

头部CXO企业新冠商业化订单基本消化，地缘博弈有待落地。近日美国众议院一项关于建议限制美国行政机关与若干生物技术供应商订立和约的法案草案引发关注。3月6日晚，法案S.3558以11票同意：1票反对在参议院国土安全和政府事务委员会听证会获通过，但本轮投票后预计还将进行议案整理/修改后向参议院报告。2月5日、3月8日药明康德两次公告通过集中竞价交易方式回购公司A股股份，回购资金总额均为人民币10亿元。5月15日，众议院委员会投票通过H.R.8333立法草案（此前为H.R.7085拟议《生物安全法》草案），修订内容包括但不限于移除此前针对药明康德的各种指称；及增加一项不溯及既往条款，即豁免在拟议限制性条款生效前签订的现有合同。5月16日，药明康德公告重申不会对美国或任何其他国家构成国家安全风险，且未曾受到美国政府机构的任何制裁；公司既没有人类基因组学业务，现有各类业务也不涉及在美国、中国或任何其他地区收集人类基因组数据。H.R.8333草案及S.3558草案的内容需要达成一致且仍有待进一步审议并可能变更，地缘博弈仍有待落地。

部分CXO公司股价复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

CXO：地缘博弈有待落地，常规业务恢复有望重塑估值

企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速略有放缓

CXO企业在手订单增速略有放缓，2024H1部分厂商等仍增速较高，订单增速已呈改善趋势。

部分A+H CXO企业在手订单情况

公司名称	2021	2022	2023	2024H1
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)	431亿元 (剔除新冠后+33.2%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元	201.1亿美元
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	141亿元 (+2.2%)	NA
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元	新签+20%
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元	29亿元
百诚医药	8.9亿元 (+78%)	10.1亿元 (新签, +25%)	15.9亿元, +18.9% (新签13.6亿元, +35.1%)	新签7.1亿元 (+13.4%)
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)	NA
博济医药	12.8亿元	8.4亿元 (+53%)	11.7亿元 (+31.2%)	25.2亿元 (新签8.2亿元, +47.5%)

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **生命科学上游板块2024年半年报总结**：生命科学上游板块2024年上半年收入40亿元（+7.1%），归母净利润2.8亿元（-17.3%），扣非归母净利润1.6亿元（-14.3%）。收入端受益于需求逐渐恢复、产品品类逐渐拓宽等因素有所增长。利润端下滑主要系费用端持续投放所致。从盈利能力看，2024年上半年板块毛利率为45.2%（-0.8pp），净利率为7.1%（-1.9pp），四费率为39%（+0pp），板块盈利能力下降主要系各家企业加大研发投入所致。
- **终端需求有所恢复收入端同比增长，利润端受费用投入较大影响仍有下滑**。分产品来看，常规业务中，2024年H1百普赛斯收入2.8亿元（+18.9%），实现较快增长，其中海外常规业务同比增长超过20%。
- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别**。1）国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2）政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3）市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **风险提示**：产品拓展不及预期、行业竞争格局加剧、疫情影响销售放量的风险。

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域	市场规模（2021）		市场规模复合增速（19-24E）		行业壁垒	国产化率	代表公司		
	全球（亿美元）	中国（亿元）	全球	中国			国外	国内	
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems、PeperoTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等	
细胞类	46.5（2020）	44	7.4%（2020-2028）	29%（2020-2025）	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等	
模式动物	178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华（查尔斯河）等	南模生物、药康生物、百奥赛图	

制药设备及耗材2024年半年报总结

- **2024H1板块总结**：选取5家A股制药设备及耗材领域上市公司，2024H1收入总额58亿元（-16.1%），归母净利润1.1亿元（-86.4%），扣非归母净利润0.6亿元（-92.1%）。
- **分季度来看**，5家公司2024Q1/Q2的收入总额分别为28.1/29.5亿元，24H1板块收入同比下降，预计主要系行业需求未恢复。
- **耗材板块24H1收入增长，制药装备板块24H1收入端整体承压。**
- **风险提示**：行业竞争加剧的风险；成本上涨风险；政策风险。

制药设备及耗材2024年半年报总结

■ 耗材板块24H1收入增长提速，制药装备板块24H1收入端整体承压。

制药设备及耗材板块样本公司2024H1经营对比

证券简称	楚天科技	东富龙	纳微科技	泰林生物	奥浦迈
收入 (亿元)	28.3	22.9	3.4	1.6	1.4
yoy	-15.7%	-22.4%	15.1%	9.7%	18.4%
归母净利润 (亿元)	-0.8	1.1	0.5	0.1	0.2
yoy	-130.9%	-73.3%	41.6%	-71.6%	-36.3%
毛利率	27.5%	30.4%	72.4%	48.1%	60.0%
同比	-6.3pp	-8.6pp	-6.6pp	-7.3pp	-1.7pp
归母净利率	-2.9%	5.0%	13.3%	4.2%	16.8%
同比	-10.9pp	-9.5pp	2.5pp	-12.1pp	-14.4pp

风险提示

- 医药行业政策风险超预期
- 医改政策执行进度低于预期风险
- 研发进展不及预期风险
- 药品降价预期风险
- 业绩不及预期风险
- 研发失败的风险



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

首席分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxxy@swsc.com.cn

分析师：王彦迪
执业证号：S1250524040001
电话：021-68416017
邮箱：wydi@swsc.com.cn

分析师：阮雯
执业证号：S1250522100004
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

分析师：刘潇
执业证号：S1250524070002
电话：021-68416017
邮箱：lxxyf@swsc.com.cn

分析师：张殊豪
执业证号：S1250524030002
电话：021-68416017
邮箱：zhshh@swsc.com.cn

联系人：陈辰
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzs@swsc.com.cn