



# 医疗耗材&线下药店中期策略

## 紧跟政策导向，把握“刚需+创新”两条主线

分析师：聂孟依

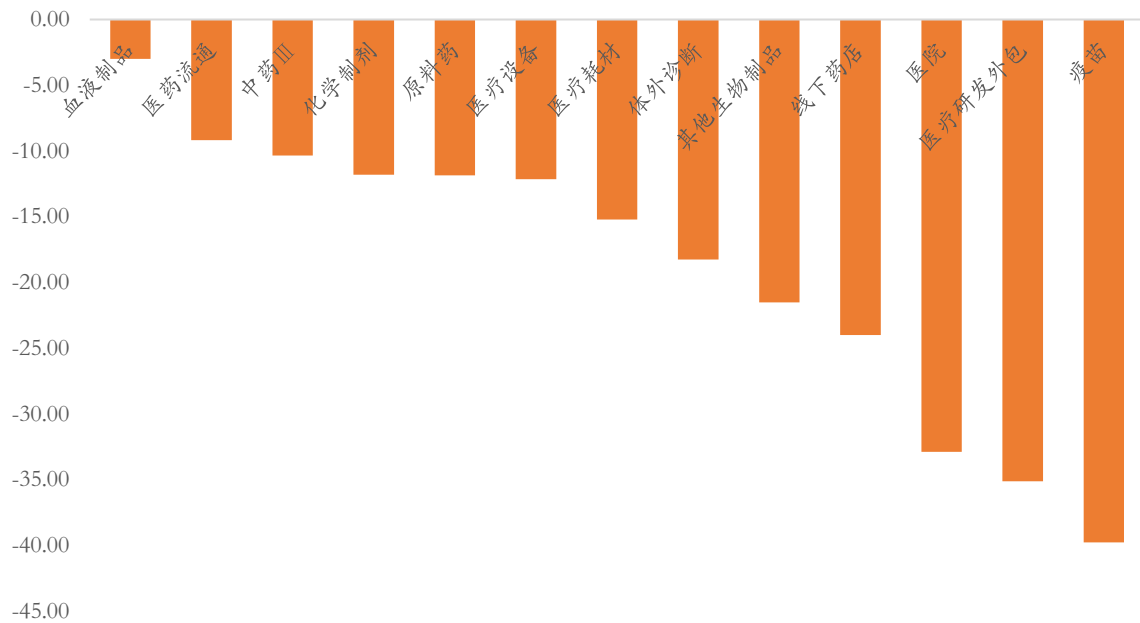
登记编号：S0500524040001

2024年6月27日

# 一、医疗耗材行业

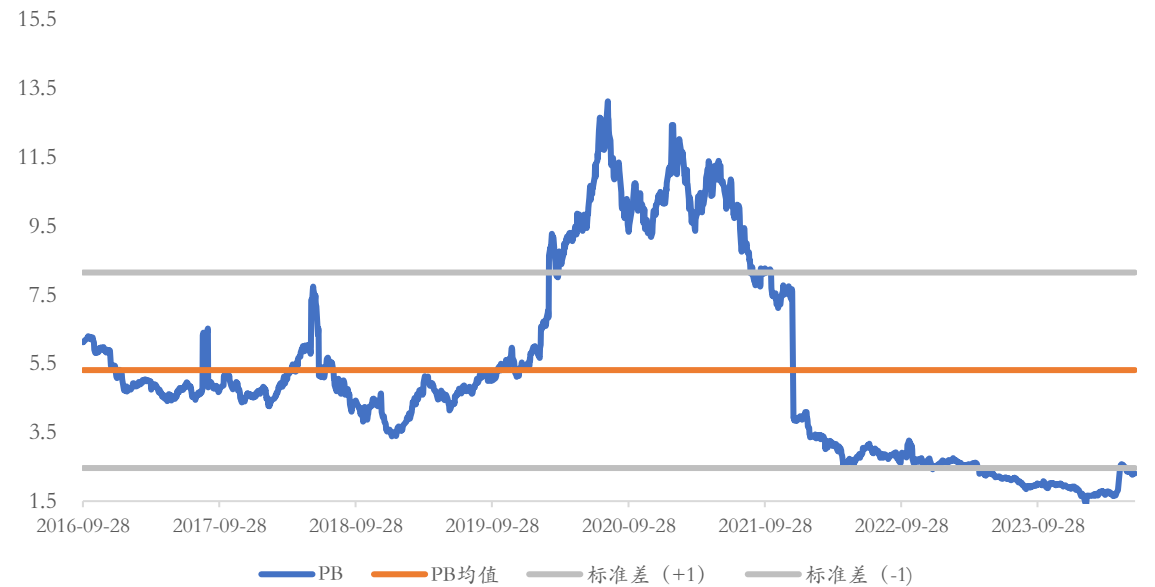
- 2024年以来，医药生物板块下跌18.25%，涨跌幅排名位列申万一级行业第26位，跑输沪深300指数20.13个百分点。医疗耗材跌幅在行业在三级行业中位于第七位，下跌15.22%，板块整体经历震荡下行。
- 当前医疗耗材板块PE为49.84X，PB为2.27X，估值处在历史低位

图1 医药生物三级行业2024年涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图2 医疗耗材板块PB变动情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

- 高值耗材：血管介入、电生理、眼科领域业绩表现较佳；骨科耗材受集采影响，业绩面承压
- 低值耗材：部分细分方向业绩边际向好

图3 医疗耗材上市公司2023-2024Q1业绩情况

|             | 营收同比增速  |         | 归母净利润同比增速 |         |
|-------------|---------|---------|-----------|---------|
|             | 2023    | 2024Q1  | 2023      | 2024Q1  |
| <b>高值耗材</b> | -4.99%  | 0.66%   | -15.86%   | 0.37%   |
| 介入          | 36.56%  | 26.81%  | 39.94%    | 39.47%  |
| 骨科          | -16.39% | -10.32% | -45.56%   | -49.45% |
| 眼科          | 26.15%  | 18.16%  | 33.72%    | 18.21%  |
| 电生理         | 26.46%  | 71.01%  | 85.17%    | 144.70% |
| <b>低值耗材</b> | -7.03%  | 4.80%   | -34.96%   | 9.51%   |
| 卫生材料与敷料     | -16.85% | 1.94%   | -67.73%   | 16.91%  |
| 医用高分子材料     | 6.70%   | 29.58%  | -48.09%   | -52.14% |
| 注射穿刺耗材      | -13.63% | -8.19%  | -41.58%   | -25.30% |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

- 2023年以来国内医疗机构诊疗量恢复同比增长，下半年增速加快，2024年国内诊疗活动进一步恢复常态化，医疗机构诊疗量有望延续增长速度，带动院内药械需求释放

图4 2022年至2023年国内医疗机构月度诊疗人次



资料来源: Wind、湘财证券研究所

### ■ 医保控费或影响市场情绪，谨慎期待全面性行情：

- 医保压力持续存在，控费将作为重要课题持续下去，因此对于耗材板块的全面大规模行情应谨慎期待，而重点寻找潜力细分板块机会

### ■ 支持行业发展是基调，2024年政策面整体有所缓和：

- 各地的支持创新医药高质量发展措施、医疗设备更新补助等等，在经历2023年下半年严格的医疗反腐等举措后，2024年上半年医疗行业政策面呈现边际转暖态势

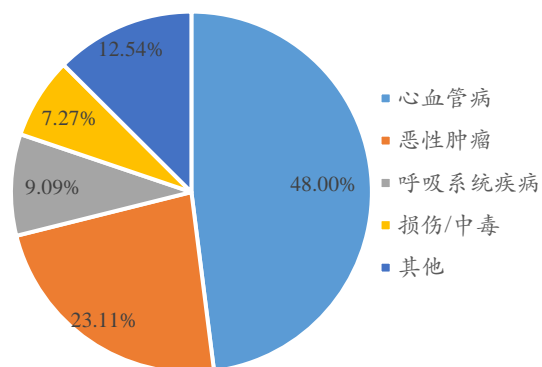
### ■ 创新与国产替代导向不变：

- 国家对于医药创新的支持态度明确。创新术式面对渗透率低的蓝海市场，有望为企业开辟新的增量空间

- 行业处于政策面底部，2024年相关风险因素逐渐出清，下半年有望迎来行情转换的契机，投资策略可由防守逐渐向进攻调整
- 在板块调整行情下，建议关注：
  - 具备较好成长性的创新高值耗材重点领域，筛选具备需求刚性及业绩稳定性的个股
  - 挖掘近期高值、低值耗材行业中实现业绩修复、基本面边际向好的个股布局机会

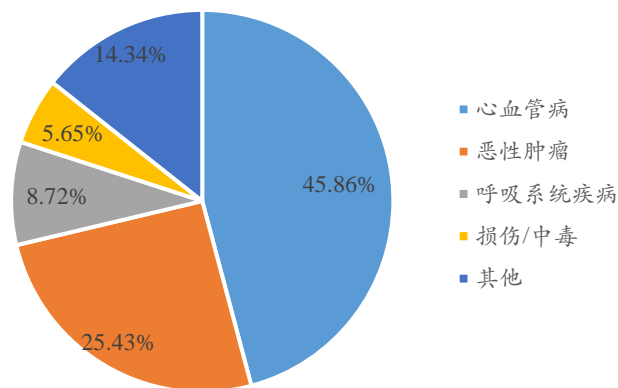
## ■ 要点一：强需求刚性，公司业绩受外部因素扰动小

图5 2020年中国农村居民主要疾病死因占比



资料来源：中国循环杂志、湘财证券研究所

图6 2020年中国城市居民主要疾病死因占比



资料来源：中国循环杂志、湘财证券研究所

图7 A股主要介入耗材类上市公司2024年Q1业绩

| 公司   | 营业收入 (亿元) | 营收同比   | 归母净利润 (亿元) | 归母净利润同比 |
|------|-----------|--------|------------|---------|
| 心脉医疗 | 3.6       | 25.38% | 1.8        | 47.63%  |
| 赛诺医疗 | 0.9       | 24.46% | 0.0        | 115.42% |
| 佰仁医疗 | 0.8       | 17.53% | 0.1        | -28.88% |
| 惠泰医疗 | 4.6       | 30.20% | 1.4        | 36.48%  |

资料来源：Wind、湘财证券研究所



■ 要点二：部分细分领域尚处发展早期，存在较高增长潜力

图8 我国介入耗材各细分领域发展阶段

| 发展阶段   | 起步期                    | 成长期                       | 成熟期                     | 衰退期            |
|--------|------------------------|---------------------------|-------------------------|----------------|
| 市场状况   | 存在众多创新发明的产品；竞争者少，业务规模小 | 细分行业已形成并快速发展；竞争者增加，商业模式确定 | 用户选择空间大，业务盈利能力下降，出现以量换价 | 市场饱和，需求下降，竞争恶化 |
| 细分领域代表 | 神经介入、外周血管介入            | 主动脉介入                     | 冠状动脉介入                  | /              |

资料来源：华脉泰科招股书、弗若斯特沙利文、湘财证券研究所

■ 要点一：具备临床优效，推荐等级提升

- 心脏电生理手术在维持窦性心律和改善生活质量等方面优于抗心律失常药物治疗

图9 不同方式治疗房颤的成功率

| 治疗方式 <sup>↵</sup>   | 阵发性房颤 <sup>↵</sup> | 持续性房颤 <sup>↵</sup> |
|---------------------|--------------------|--------------------|
| 导管消融手术 <sup>↵</sup> | 82.0% <sup>↵</sup> | 65.3% <sup>↵</sup> |
| 药物治疗 <sup>↵</sup>   | 22.4% <sup>↵</sup> | 19.3% <sup>↵</sup> |

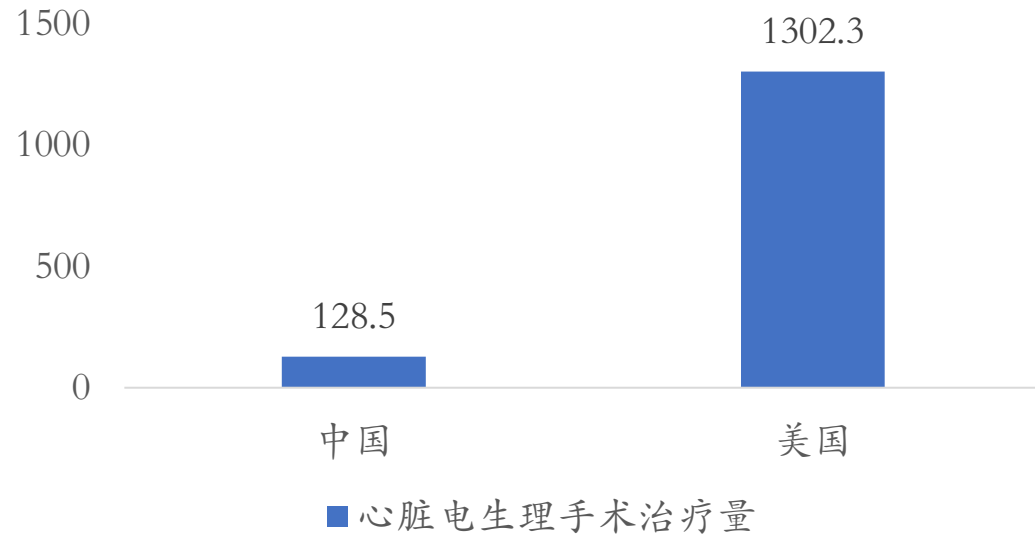
资料来源：CNKI、头豹、微电生理招股书、湘财证券研究所

- 2021年房颤临床指南中，针对阵发性房颤患者和经至少一种 I 类或 III 类抗心律失常药物治疗效果不佳的持续性房颤患者，使用导管消融术的推荐级别均达到了I级推荐，证据级别为A，相比2018年版有所提升

### ■ 要点二：市场渗透率尚低，存在临床未满足需求

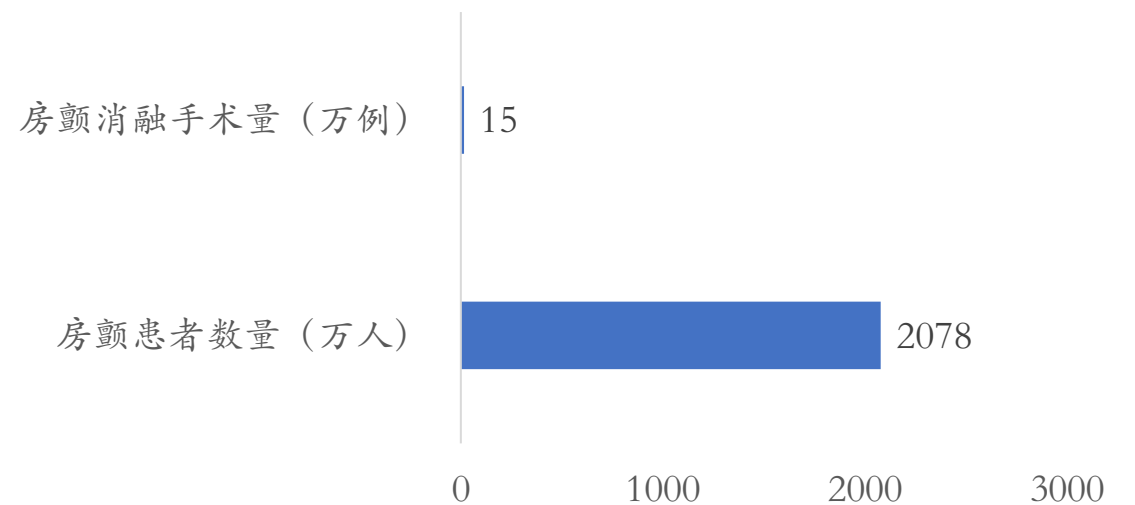
- 2019年心脏电生理手术治疗量，中国人均数据不足美国的1/10
- 2022年中国房颤患者手术治疗比例仅约0.7%，存在大量未满足临床需求

图10 2019年中美心脏电生理手术治疗量（台/百万人）



资料来源：微电生理招股书、湘财证券研究所

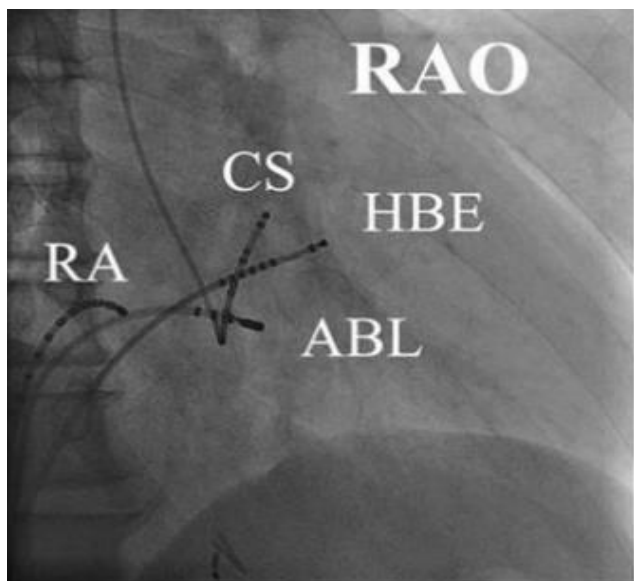
图11 2022年中国房颤患者手术治疗比例



资料来源：前瞻产业研究院、湘财证券研究所

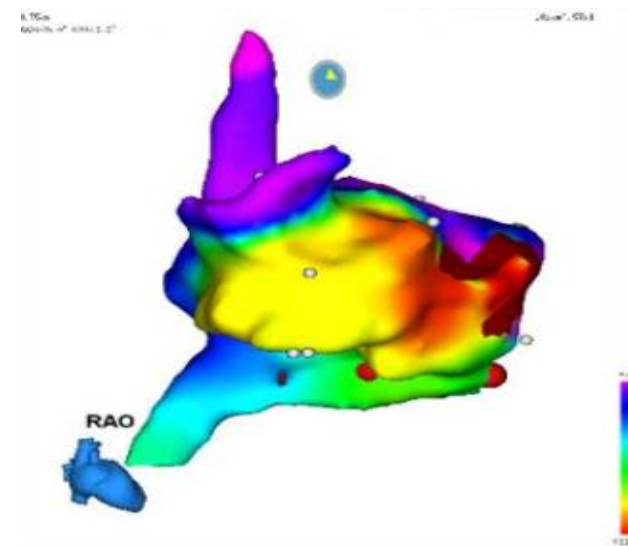
■ 要点三：技术持续更新迭代，创新带来超额增长潜能

图12 二维标测系统示意图



资料来源：微电生理招股书、湘财证券研究所

图13 三维标测系统示意图



资料来源：微电生理招股书、湘财证券研究所

## ■ 要点一：经历全面集采，风险基本出清

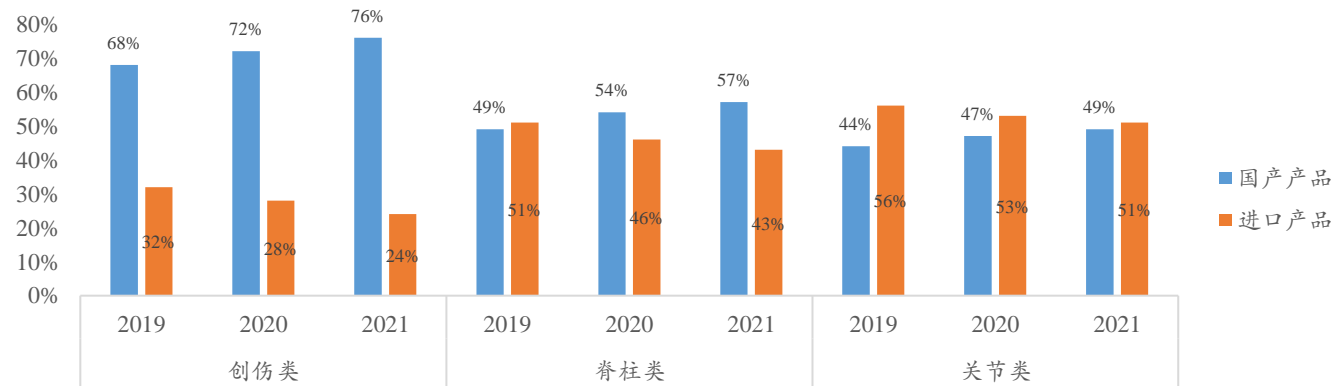
图14 骨科集采情况

|        | 人工关节   | 脊柱耗材   | 运动医学   | 创伤耗材           |
|--------|--------|--------|--------|----------------|
| 时间     | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2021-2023 年间多次 |
| 采购范围   | 国家集采   | 国家集采   | 国家集采   | 多省联盟集采         |
| 平均降价幅度 | 82%    | 84%    | 74%    | 约 80%~90%      |

资料来源：国家医疗保障局等、湘财证券研究所

## ■ 要点二：国产替代加速进行中

图15 骨科行业国产产品份额提升

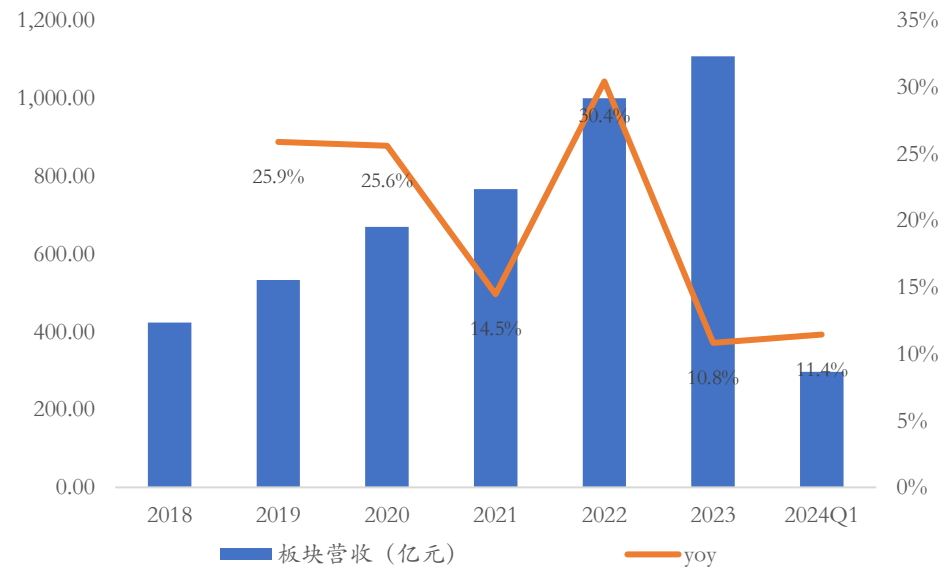


资料来源：头豹、湘财证券研究所

## 二、线下药店行业

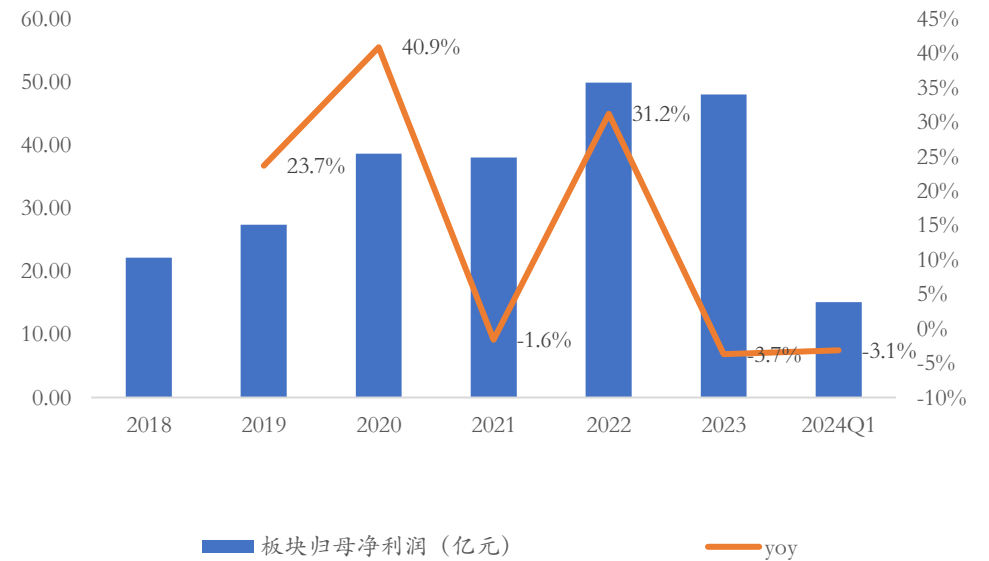
- 线下药店行业整体具备一定业绩韧性，近几年营业收入始终维持增长，且在2022年的营收高基数下，2023年整体营业收入仍然实现了10.8%的同比增长，2024Q1同样维持10%以上的增长率

图16 2018-2024Q1线下药店行业营收增长情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图17 2018-2024Q1线下药店行业归母净利润增长情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

- 由于外部环境变化，大部分线下药店上市公司在2023至2024Q1营业收入得到同比上涨，但在净利润方面出现分化，头部企业更加稳健

图18线下药店板块上市公司2023-2024Q1业绩表现

|      | 2023   |         |       |          | 2024Q1 |        |       |          |
|------|--------|---------|-------|----------|--------|--------|-------|----------|
|      | 营业收入   | 营收yoy   | 归母净利润 | 归母净利润yoy | 营业收入   | 营收yoy  | 归母净利润 | 归母净利润yoy |
| 益丰药房 | 225.88 | 13.59%  | 14.12 | 11.90%   | 59.71  | 13.39% | 4.07  | 20.89%   |
| 大参林  | 245.31 | 15.45%  | 11.66 | 12.63%   | 67.52  | 13.54% | 3.98  | -19.79%  |
| 老百姓  | 224.37 | 11.21%  | 9.29  | 18.35%   | 55.39  | 1.81%  | 3.21  | 10.27%   |
| 一心堂  | 173.80 | -0.29%  | 5.49  | -45.60%  | 51.00  | 14.96% | 2.42  | 1.03%    |
| 健之佳  | 90.81  | 20.84%  | 4.14  | 10.72%   | 23.14  | 6.79%  | 0.52  | -31.51%  |
| 漱玉平民 | 91.91  | 17.49%  | 1.33  | -42.01%  | 24.39  | 17.69% | 0.11  | -83.72%  |
| 华人健康 | 37.97  | 16.39%  | 1.15  | -28.68%  | 11.04  | 30.60% | 0.48  | 62.03%   |
| 第一医药 | 18.20  | -31.49% | 0.89  | -37.81%  | 4.62   | 0.65%  | 0.36  | 21.75%   |

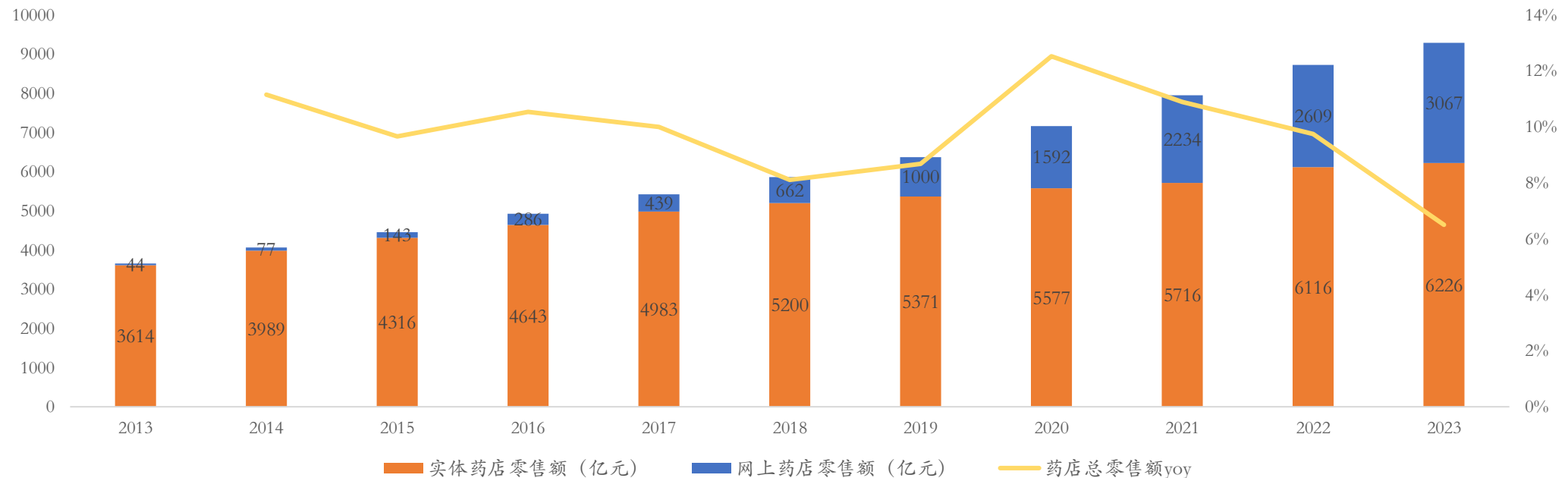
资料来源：wind、湘财证券研究所



## ■ 社区需求难以替代，线下业态仍是刚需

- 线下药店的服务属性更强，面向以已婚家庭和中老年人为主的社区消费者群体，行业生态位难以取代
- 实体药店近三年复合增长率4.37%，行业处于成熟期，市场需求稳定

图19 线下药店板块上市公司2023-2024Q1业绩表现



### 政策加码，处方外流加速带来行业新增量

- 近几年，诸多政策推动处方外流，如“医药考核药占比”、“双通道”等，药店的重要性持续提升
- 2023年政策继续加码，电子处方流转平台、药店对接医保门诊统筹结算，院外药店销售市场有望获得新增量

图20 全国药品市场各终端渠道销售占比

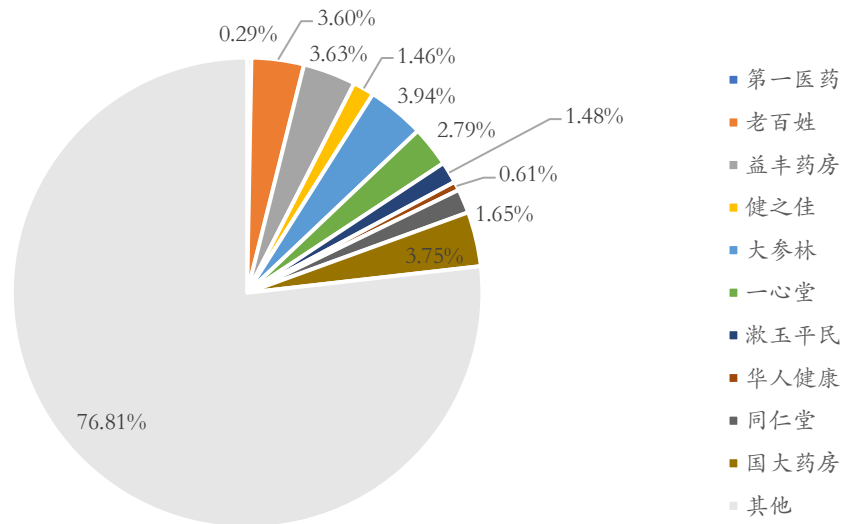
|                             | 2019  | 2020  | 2021  | 2022E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>标内市场</b> （二级以上公立医院+基层医疗） | 62%   | 59%   | 59%   | 57%   |
| <b>标外市场</b>                 | 37%   | 39%   | 39%   | 41%   |
| 实体药店（包含 O2O）                | 18.4% | 19.6% | 19.6% | 20.2% |
| 医疗机构（民营医院+诊所+村卫生室）          | 16.2% | 16.5% | 16.1% | 17.3% |
| 电商 B2C（含互联网医院）              | 1.9%  | 2.9%  | 3.3%  | 3.9%  |
| 院内自费药房                      | 1.3%  | 1.7%  | 1.8%  | 2.0%  |

资料来源：健康界、中康CMH、湘财证券研究所

## 线下药店行业-行业集中度有提升空间

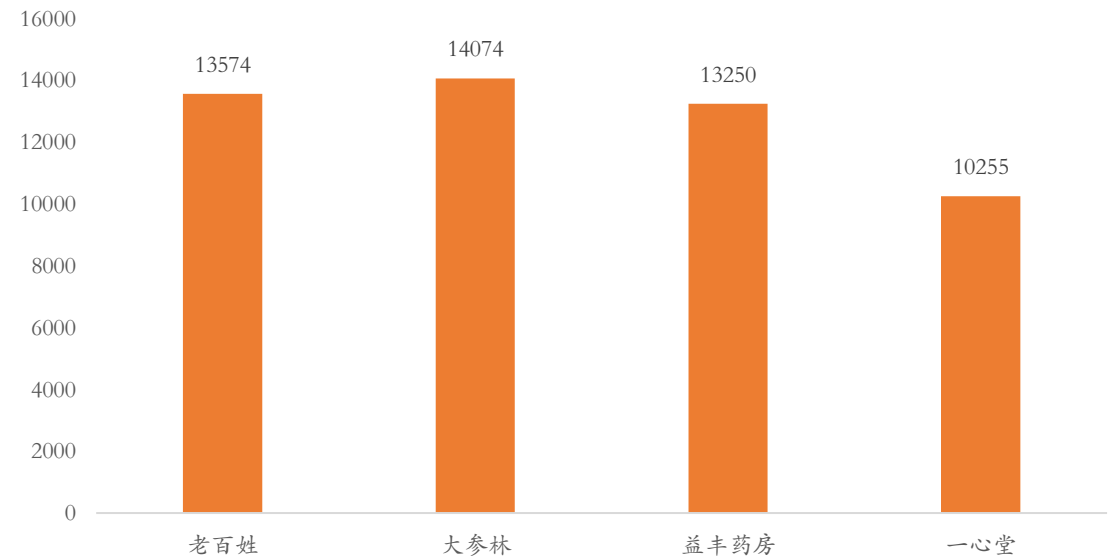
- 我国实体药店行业竞争格局十分分散，市占率居首的企业市场份额仅3.75%，行业CR4仅达14.92%，CR8为22.29%。对比日本药店行业2020年CR3达32.18%

图21 2023年线下药店行业竞争格局



资料来源：Wind、湘财证券研究所

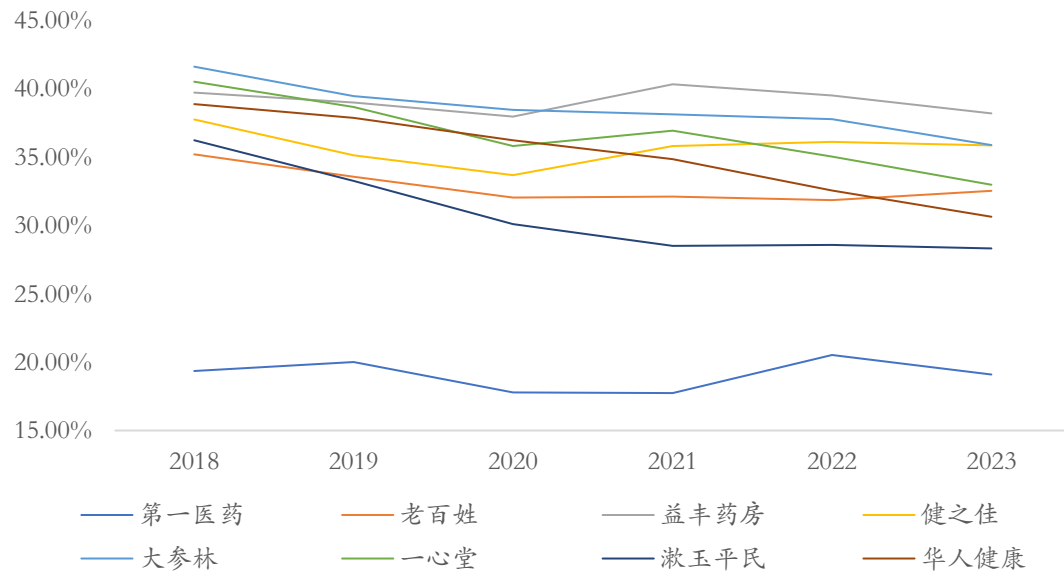
图22 2023年门店数量过万的线下药店企业



资料来源：各公司年报、湘财证券研究所

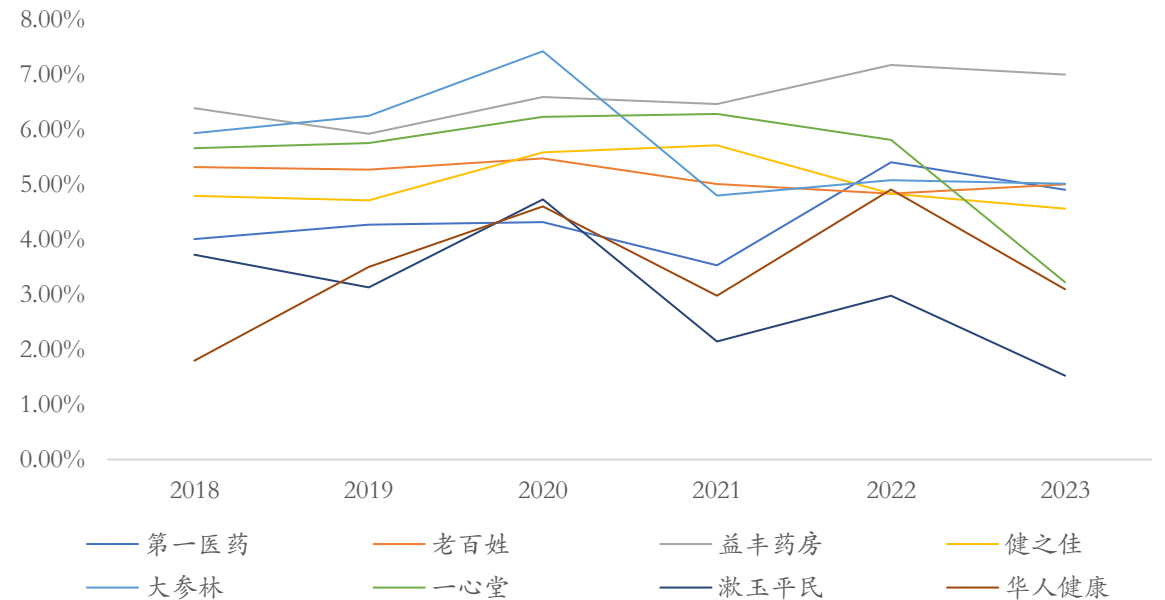
- 线下药店行业经营模式和内容的同质化程度较高，在门店扩张的营收边际效用下滑后，企业的供应链管理能力和运营管理能力带来的毛利率和净利率差异的重要性将凸显，不同企业的盈利能力间拉开差距
- 终端药品价格逐步透明化，头部企业供应链优势与产品丰富度优势凸显，未来有望继续做强

图23 2023年线下药店行业竞争格局



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图24 2023年门店数量过万的线下药店企业



资料来源：wind、湘财证券研究所

## 三、投资建议与风险提示

- 医药行业目前处于政策面底部，2024年相关风险因素逐渐出清，行业在调整中走上正轨，2024年下半年有望迎来行情转换契机，投资策略可由防守逐渐向进攻调整，重点挖掘个股机会
  
- 医疗耗材行业：
  - ✓ 介入耗材：发病率居高不下，强需求刚性
  - ✓ 电生理：高增长创新赛道、显著临床优效、成长空间大
  - ✓ 骨科：集采风险基本出清，稳住价格低位
  - ✓ 低值耗材：前期业绩长期承压，2024年部分领域出现边际向好趋势
  
- 线下药店行业：近期受到一定政策面冲击，行情出现波动，但行业整体业绩面相对稳健，头部企业具备运营优势，未来行业集中度提升的过程中有望继续做强。推荐关注经营稳健的行业头部企业。

- 政策不确定性风险
- 新产品集采降价风险
- 业绩修复不及预期风险

### 分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深300 指数）

**买入：**未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

**增持：**未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

**中性：**未来6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

**减持：**未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

**卖出：**未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

### 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本材料基于2024年6月24日已发布的证券研究报告《紧跟政策导向，把握“刚需+创新”两条主线》基础上撰写完成。



谢 谢 观 看!