



医药健康行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

医药年报一季报总结：24Q1 是板块低点，年中有望整体反转

板块总结及投资逻辑

23 年前高后低，24Q1 是板块低点：从业绩角度分析，2023 年医药板块整体增长可观，尤其是上半年表现亮眼；三季度以后由于院内秩序的整顿以及部分集采陆续落地的影响，增长有所回落；2024 年一季度医药板块整体业绩和行情表现相对低迷，我们认为这一方面有去年相对高基数的原因，另一方面也由于院内秩序整顿和整体消费环境的变化，导致整体院内和消费需求复苏迟于预期。

下半年是低基数，压力因素出清，年中反转是必然：考虑到公共卫生事件影响已经结束，集采的覆盖范围和落地预期管理愈加充分，且院内秩序整顿趋于稳定，诊疗活动和药品器械使用正在逐步恢复，院外消费医疗经营节奏日渐稳定，我们有充分信心，2024 年二季度，医药主要子板块增长将逐步恢复，而进入三季度和四季度后考虑去年低基数，增速将进一步提升。

同时资金面角度观测，2024 年 Q1 全行业基金对医药再度减配，剔除医药主题基金的医药持仓比例接近前期低点。

考虑 2024 年医药板块正处于政策面、资金面和基本面的底部，拐点逻辑清晰，我们预计 2024 年二季度到三季度医药将迎来行情整体转换，由防守转入进攻，成长性较好的板块（如创新药、优质医疗器械以及部分性价比突出的仿创药等）将进一步受到市场重视，而同时防守性板块中性价比较高的优质品种（如优质中药龙头，优质连锁药房、触底回升的原料药品种等）也仍将得到市场配置，从总体来看，医药板块的整体配置比例有望触底回升。

- 药品板块：Q1 表现比其他板块更好，出海与创新单品进展构建催化剂
- 中药板块：Q1 高基数下业绩增速放缓，全年有望呈现逐季好转
- 药店：表现分化龙头增长确定性更高，门店扩张+处方外流仍利好头部
- 医疗器械：板块需求增长稳定，医疗设备更新需求有望释放
- 生物制品：细分赛道表现分化，把握大单品高成长红利。
- 医疗服务：龙头业绩彰显韧性，Q2 有望加速复苏
- 医美板块：盈利能力逐步改善，看好新品落地贡献业绩增量
- 上游供应制造：需求端景气度待修复，关注设备更新和国产仪器替代

投资建议

总的来看，医药板块 2023 年增长前高后低，2024 年一季度更是阶段性的板块景气度低点、资金配置低点和市场关注度低点。但是通过对这一变化的背后主要原因进行分析，我们能清楚地看到相关不利因素的影响在 2024 年二季度及以后将很快消除，基本面改善叠加 2023 年下半年低基数带来的同比提速将共同点燃增配医药板块的投资热情。

我们建议重点加配医药板块布局，把握下半年业绩估值齐升机会。同时在风格上可以适当向进攻风格偏移，加配成长和创新板块。建议重点布局院内药品器械复苏、创新药出海，同时优质中药和连锁药房的确定性价值依然值得重视。

重点标的：迈瑞医疗、恒瑞医药、特宝生物、益丰药房、太极集团等。

风险提示

汇兑风险；国内外政策波动性风险；投融资周期波动风险；并购整合不及预期风险；



内容目录

一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临.....	4
药品板块：Q1 表现比其他板块更好，出海与创新单品进展构建催化剂.....	5
国内创新药企出海欧美步伐继续，成长空间多样化.....	8
随着中国创新药崛起，下游的“卖药人”也值得关注.....	9
药品整体策略：抓住创新、复苏、出海三条主线.....	9
中药：Q1 高基数下业绩增速放缓，全年有望呈现逐季好转.....	9
药店：表现分化龙头增长确定性更高，门店扩张+处方外流仍利好头部.....	11
医疗器械：板块需求增长稳定，医疗设备更新需求有望释放.....	13
研发投入保持稳定增长，监管端加速创新产品审批上市.....	15
生物制品：细分赛道表现分化，把握大单品高成长红利.....	16
长效干扰素：慢性乙肝治愈持续深入，看好长效干扰素销售持续超预期.....	16
疫苗：9 价 HPV 疫苗赛道边际变化值得关注，带状疱疹疫苗放量潜力可期.....	17
血制品：行业向上趋势稳固，一季度因高基数短期承压.....	20
胰岛素：接续集采拟中选结果公布，看好头部企业国产替代进程加速.....	20
生长激素：政策边际变化有限，看好延续稳健增长.....	22
医疗服务：龙头业绩彰显韧性，Q2 有望加速复苏.....	23
医美：盈利能力逐步改善，看好新品落地贡献业绩增量.....	24
上游供应制造：需求端景气度待修复，关注设备更新和国产仪器替代.....	26
需求端景气度待修复.....	26
医药上游公司创新不断.....	27
关注设备更新下，科学仪器投资机会.....	27
投资建议.....	28
风险提示.....	28

图表目录

图表 1：公募基金医药持仓情况估计.....	4
图表 2：各医药（申万）三级行业 2024 年初至今涨跌幅（算数平均，%）.....	5
图表 3：各医药（申万）三级行业 2023 年 1 月 1 日至今涨跌幅（算数平均，%）.....	5
图表 4：近 7 年-药品板块的营收增速 YoY%及其 3 年一致预期.....	6
图表 5：A 股市值过百亿的化药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	6
图表 6：A 股部分生物药企业-营收利润（亿元）及其增速.....	7
图表 7：A 股部分原料药药企业-营收利润（百万元）及其增速.....	7



图表 8: 近 7 年 25 个季度-化药、生物药、原料药及医药商业板块的归母净利润变化趋势..... 8

图表 9: 诺泰生物近 7 年营收 (亿元)、增速及预测..... 8

图表 10: 2023 年及 2024Q1 部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润 (百万元) 及增长情况..... 10

图表 11: 中药上市公司 24 年 Q1 收入及利润端面临较高基数..... 10

图表 12: 中药材价格指数: 综合 200, 23 年上半年中药材价格上升明显..... 11

图表 13: 2023 年及 2024Q1 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况... 11

图表 14: 部分上市连锁药店公司 23 年 Q4 及 24 年 Q1 收入及利润端高基数下业绩承压..... 12

图表 15: 2023 年及 2024Q1 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况... 12

图表 16: 2023 年及 2024Q1 部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润 (亿元) 增长情况 (一) 13

图表 17: 2023 年及 2024Q1 部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润 (亿元) 增长情况 (二) 14

图表 18: 2019Q1-2024Q1 医疗器械 (中信) 板块销售费用及费用率情况..... 15

图表 19: 2019Q1-2024Q1 医疗器械 (中信) 板块研发费用及费用率情况..... 15

图表 20: 部分生物制品公司 2023 年主要财务数据..... 16

图表 21: 部分生物制品公司 2024 年一季度主要财务数据..... 16

图表 22: 2016-2023 年特宝生物派格宾收入 (亿元) 持续高速增长..... 17

图表 23: 部分 HPV 疫苗企业 1Q23-1Q24 营业收入 (亿元) 及同比增速 (%) 18

图表 24: 国内部分进入 3 期临床的 HPV 疫苗品种..... 18

图表 25: 重组带状疱疹疫苗为 GSK 2023 年销售额最高的疫苗品种..... 19

图表 26: 部分血制品企业 1Q22~1Q24 各季度收入 (亿元) 及同比增速 (%) 20

图表 27: 部分胰岛素企业 1Q22-1Q24 收入 (亿元) 及同比增速..... 20

图表 28: 部分企业本次胰岛素专项集采续约拟中选结果..... 21

图表 29: 2014-2023 年样本医院各厂商胰岛素销售额 (亿元) 及国产胰岛素占比 (%) 22

图表 30: 生长激素企业 23 年以来收入 (亿元) 持续改善..... 22

图表 31: 生长激素企业 23 年利润维持同比增长 (亿元) 22

图表 32: 2022-2023 年生长激素部分集采中标结果..... 23

图表 33: 2023 年部分医疗服务公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况 (单位:亿元) 23

图表 34: 医疗服务-医院板块费用率 (%) 对比..... 24

图表 35: 医疗服务-医院板块 ROE (%) 及拆解..... 24

图表 36: 2024Q1 部分医疗服务公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况..... 24

图表 37: 2023 年及 24Q1 部分医美公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况..... 25

图表 38: 爱美容在研管线梳理..... 25

图表 39: 华东医药国内医美产品注册及上市进度..... 26

图表 40: 2018-2024Q1 医药上游营收及归母净利润业绩表现..... 26

图表 41: 2023 年及 2024Q1 部分医药上游公司收入、归母净利润增长情况..... 27

图表 42: 设备更新下, 关注科学仪器版块投资机会..... 28



一季度是医药阶段性业绩低点，二三季度整体拐点将来临

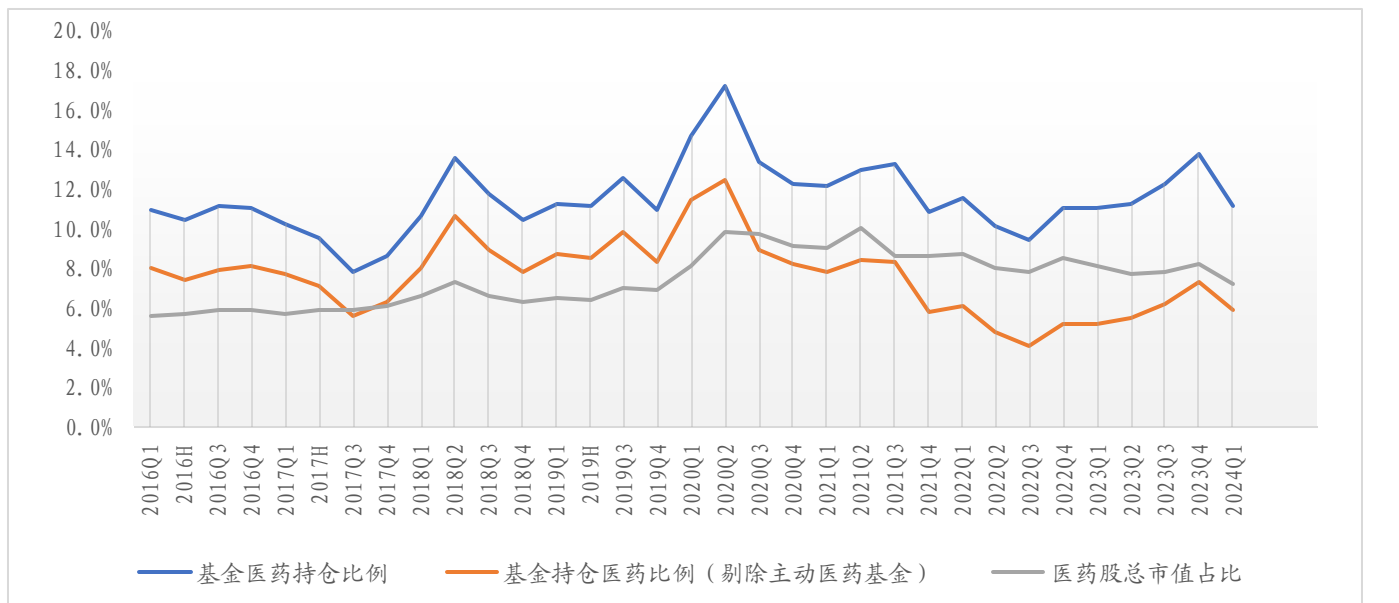
从业绩角度分析，2023 年医药板块整体增长可观，尤其是上半年表现亮眼；三季度以后由于院内秩序的整顿以及部分集采陆续落地的影响，增长有所回落。

2024 年一季度医药板块整体表现相对低迷（具体情况参见后续各子板块分析），我们认为这一方面有去年相对高基数的原因，另一方面也由于院内秩序整顿和整体消费环境的变化，导致整体院内和消费需求复苏迟于预期。

但是考虑到公共卫生事件影响已经结束，集采的覆盖范围和落地预期管理愈加充分，且院内秩序整顿趋于稳定，诊疗活动和药品器械使用正在逐步恢复，院外消费医疗经营节奏日渐稳定，我们有充分信心，2024 年二季度，医药主要子板块增长将逐步恢复，而进入三季度和四季度后考虑去年低基数，增速将进一步提升。

同时资金面角度观测，2024 年 Q1 全行业基金对医药再度减配，剔除医药主题基金的医药持仓比例接近前期低点。

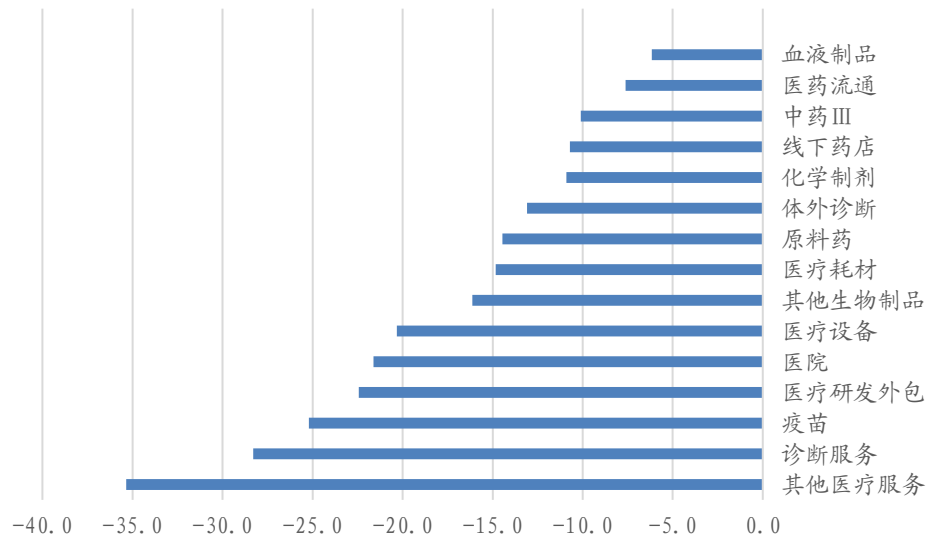
图表1：公募基金医药持仓情况估计



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所。不同统计者所采用的计算方法和统计口径有所区别，具体数值仅供参考

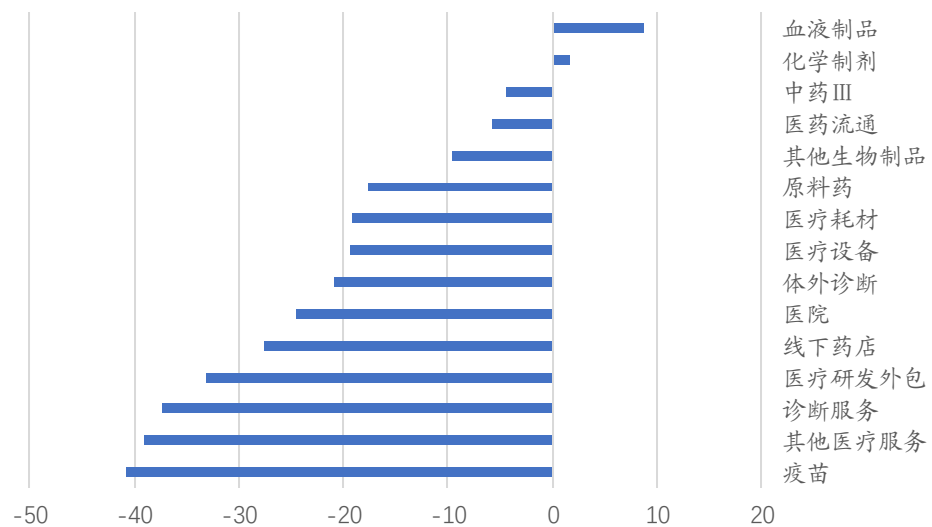


图表2: 各医药(申万)三级行业2024年初至今涨跌幅(算数平均, %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表3: 各医药(申万)三级行业2023年1月1日至今涨跌幅(算数平均, %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

从子板块和市场风格角度看, 2024 年一季度, 整体表现较好的医药子行业均为防守属性较强的医药子行业, 如血液制品、医药流通、中药、连锁药店等; 而成长型板块中化学制剂、体外诊断, 医疗耗材等表现较好; 在 2019-2022 被重点配置的强势增长子行业回调明显。

考虑 2024 年医药板块正处于政策面、资金面和基本面的底部, 拐点逻辑清晰, 我们预计 2024 年二季度到三季度医药将迎来行情整体转换, 由防守转入进攻, 成长性较好的板块(如创新药、优质医疗器械以及部分性价比突出的仿制药等)将进一步受到市场重视, 而同时防守性板块中性价比较高的优质品种(如优质中药龙头, 优质连锁药房、触底回升的原料药品种等)也仍将得到市场配置, 从总体来看, 医药板块的整体配置比例有望触底回升。

药品板块: Q1 表现比其他板块更好, 出海与创新单品进展构建催化剂

从业绩端看, 一季度药品整体表现板块好于其他医药子板块, 不仅创新药和仿制药表现出色整体实现良好增长, 原料药板块也展现了清晰的筑底回升迹象

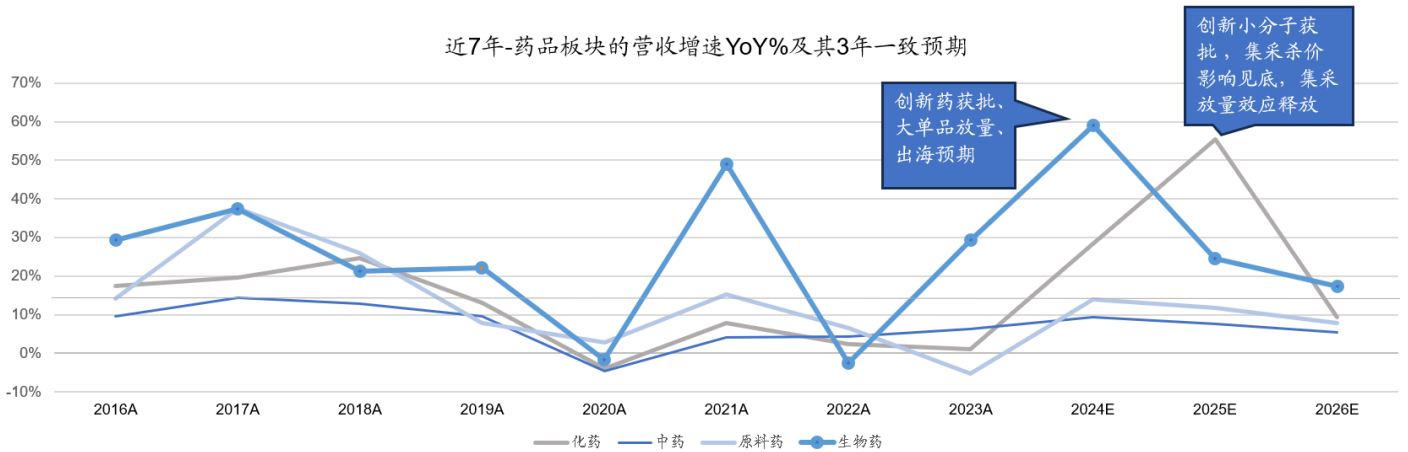


生物药板块新品种（包括原研和高壁垒生物类似物）持续强劲放量，收入与利润同步增长未盈利企业亏损也在逐步收窄中；化药板块，仿制药已经历9次国采，价格因素消化，放量步入上升通道；创新小分子在出海和国内强劲放量上都值得期待。

国内上市药企国际化产业合作BD（授权合作交易）的不断落地，加速创新资产价值兑现，而随着国内创新与海外热点赛道（例如专利悬崖的重磅药领域和GLP-1胰高血糖素肽等热点药品）产品的快速推进，国内相关原料药领域公司也有望迎来量利齐升。

此外原料药产业链在2024年一季度展现出较为明显的量价复苏态势，需求复苏叠加产能出清和格局改善，业绩稳步提升，板块整体有望见底回升。

图表4：近7年-药品板块的营收增速YoY%及其3年一致预期



来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

图表5：A股市值过百亿的化药企业-营收利润（亿元）及其增速

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母净利润	22年归母净利润	yoy%	23年扣非归母	22年扣非归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母净利润	23Q1归母净利润	yoy%	24Q1扣非归母	23Q1扣非归母	yoy%
主要化药个股																		
恒瑞医药	228.20	212.75	7%	43.02	39.06	10%	41.41	34.10	21%	59.98	54.92	9%	13.69	12.39	10%	14.40	12.20	18%
华东医药	406.24	377.15	8%	28.39	24.99	14%	27.37	24.10	14%	104.11	101.15	3%	8.62	7.55	14%	8.38	7.58	11%
复星医药	414.00	439.52	-6%	23.86	37.31	-36%	20.11	38.73	-48%	62.19	56.02	11%	6.10	9.87	-38%	6.09	9.19	-34%
科伦药业	214.54	189.13	13%	24.56	17.09	44%	23.66	16.46	44%	62.19	56.02	11%	10.26	8.10	27%	9.92	7.89	26%
信立泰	33.65	34.82	-3%	5.80	6.37	-9%	5.26	5.52	-5%	10.91	8.88	23%	2.00	2.11	-5%	2.01	1.90	6%
海思科	33.55	30.15	11%	2.95	2.77	7%	2.42	0.96	153%	7.52	6.24	21%	0.92	0.29	220%	0.30	0.26	14%
人福医药	245.25	223.38	10%	21.34	24.84	-14%	18.22	15.48	18%	63.67	62.26	2%	4.86	6.65	-27%	4.64	5.08	-9%
兴齐眼药	14.68	12.50	17%	2.40	2.12	13%	2.40	2.08	16%	3.50	2.87	22%	0.35	0.19	80%	0.35	0.16	123%
丽珠集团	124.30	126.30	-2%	19.54	19.09	2%	18.81	18.80	0%	32.43	34.13	-5%	6.08	5.82	4%	5.90	5.70	4%
艾力斯	20.18	7.91	155%	6.44	1.31	394%	6.06	0.79	664%	7.43	2.77	169%	3.06	0.35	778%	3.01	0.20	1424%
东阳光	108.54	116.99	-7%	-2.94	12.43	-24%	-4.40	9.51	-46%	28.30	26.87	5%	0.99	0.66	50%	0.92	0.88	4%
恩华药业	50.42	42.99	17%	10.37	9.01	15%	10.13	8.73	16%	13.58	11.79	15%	2.65	2.27	17%	2.67	2.29	17%
华海药业	83.09	82.66	1%	8.30	11.68	-29%	8.89	11.53	-23%	24.99	20.59	21%	2.71	1.73	57%	3.15	1.89	67%
健康元	166.46	171.43	-3%	14.43	15.03	-4%	13.74	14.19	-3%	43.40	45.59	-5%	4.40	4.63	-5%	4.28	4.47	-4%
华润双鹤	102.22	94.47	8%	13.33	11.64	15%	12.33	10.89	13%	28.35	27.39	4%	4.16	3.72	12%	3.98	3.60	11%
健友股份	39.31	37.13	6%	-1.89	10.91	-17%	-1.68	10.80	-16%	10.04	13.07	-23%	1.77	3.32	-47%	1.71	3.30	-48%
康弘药业	39.57	33.89	17%	10.45	8.97	17%	10.14	8.26	23%	10.93	8.85	24%	3.74	2.79	34%	3.63	2.67	36%
迪哲医药	0.91	0.00	#DIV/0!	-11.08	-7.36	-31%	-11.61	-7.85	-33%	0.81	0.00	#DIV/0!	-2.24	-2.40	6%	-2.55	-2.51	-2%
吉林敖东	34.49	28.68	20%	14.60	17.81	-18%	13.13	15.30	-14%	8.61	7.88	9%	1.44	4.86	-70%	2.78	4.45	-38%
贝达药业	24.56	23.77	3%	3.48	1.45	139%	2.63	0.30	769%	7.36	5.32	38%	0.98	0.51	91%	0.90	0.18	398%
亿帆医药	40.68	38.37	6%	-5.51	1.91	-38%	-5.33	0.79	-771%	13.26	9.39	41%	1.46	0.65	126%	1.10	0.60	84%
国药现代	120.70	129.59	-7%	6.92	6.28	10%	6.83	5.53	24%	31.23	34.17	-9%	3.31	1.79	85%	3.26	1.71	91%
泽璟制药	3.86	3.02	28%	-2.79	-4.58	39%	-3.49	-4.95	30%	1.08	1.08	0%	-0.39	-0.57	31%	-0.43	-0.64	34%
博瑞医药	11.80	10.17	16%	2.02	2.40	-16%	1.86	2.14	-13%	3.40	3.05	12%	0.64	0.71	-10%	0.64	0.70	-8%
九典制药	26.93	23.26	16%	3.68	2.70	37%	3.40	2.48	37%	5.91	5.02	18%	1.26	0.77	63%	1.06	0.69	54%
仙琚制药	41.23	43.80	-6%	5.63	7.49	-25%	5.38	6.12	-12%	10.38	9.57	8%	1.51	1.33	14%	1.45	1.32	10%
东诚药业	32.76	35.83	-9%	2.10	3.07	-32%	2.12	2.88	-26%	6.47	8.51	-24%	0.64	0.50	28%	0.55	0.42	29%
翰宇药业	4.31	7.04	-39%	-5.14	-3.71	-39%	-5.91	-3.15	-83%	1.50	1.76	-15%	-0.14	0.19	-176%	-0.16	-0.25	35%
奥赛康	14.43	18.73	-23%	-1.49	-2.26	34%	-2.27	-2.86	20%	4.48	3.39	32%	0.32	-0.69	146%	0.24	-0.89	127%
一品红	25.03	22.80	10%	1.85	2.91	-36%	1.20	2.21	-46%	6.23	7.16	-13%	1.01	1.11	-10%	0.98	0.93	5%
京新药业	39.99	37.80	6%	6.19	6.62	-7%	5.33	6.03	-12%	10.61	9.60	10%	1.71	1.51	13%	1.57	1.37	14%

来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所



图表6: A股部分生物药企业-营收利润(亿元)及其增速

公司	23年			22年			23年			22年			24Q1			23Q1			24Q1			23Q1		
	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%	扣非	扣非	yoy%	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%	扣非	扣非	yoy%	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%
部分生物药个股	174.23	95.66	82%	-67.16	-136.42	51%	-96.82	-138.24	30%	30.66	30.66	100%	-24.47	-24.47	-100%	50.05	-1.67	3100%	50.05	-1.68	308%	50.05	-1.68	308%
百济神州	5.62	7.03	25%	-7.80	-2.82	27%	-8.13	-3.37	24%	54.62	1.23	4325%	50.05	-1.67	3100%	50.05	-1.68	308%	50.05	-1.68	308%	50.05	-1.68	308%
君实生物	15.03	14.53	3%	-22.83	-23.88	4%	-22.98	-24.50	6%	3.81	2.55	49%	-2.83	-5.43	48%	-3.07	-5.59	45%	-3.07	-5.59	45%	-3.07	-5.59	45%
荣昌生物	10.83	7.72	40%	-15.11	-9.99	34%	-15.43	-11.17	28%	3.30	1.68	96%	-3.49	-3.24	-6%	-3.46	-3.32	-4%	-3.46	-3.32	-4%	-3.46	-3.32	-4%
神州细胞	18.87	10.23	84%	-3.96	-5.19	24%	-0.64	-3.96	84%	6.13	3.29	86%	0.74	-1.53	148%	1.57	-0.59	368%	1.57	-0.59	368%	1.57	-0.59	368%
三生国健	10.14	8.25	23%	2.95	0.49	495%	2.07	0.00	85119%	2.67	2.07	29%	0.91	0.34	172%	0.86	0.28	208%	0.86	0.28	208%	0.86	0.28	208%
迈威生物	1.28	0.28	361%	-10.53	-9.55	-10%	-10.60	-9.67	-10%	0.68	0.04	1572%	-2.06	-2.41	15%	-2.18	-2.42	10%	-2.18	-2.42	10%	-2.18	-2.42	10%
百奥泰	7.05	4.55	55%	-3.95	-4.80	18%	-4.72	-5.23	10%	1.62	1.55	4%	-1.19	-1.43	17%	-1.23	-1.70	28%	-1.23	-1.70	28%	-1.23	-1.70	28%
诺诚健华	7.39	6.25	18%	-6.31	-8.87	29%	-6.26	-9.60	35%	0.00	1.89	100%	0.00	-0.12	100%	0.00	-0.17	100%	0.00	-0.17	100%	0.00	-0.17	100%
艾迪药业	4.11	2.44	68%	-0.76	-1.24	39%	-0.88	-1.53	43%	0.93	1.13	-8%	-0.14	0.00	-289%	-0.17	-0.05	-219%	-0.17	-0.05	-219%	-0.17	-0.05	-219%
蓝方生物	1.86			-2.84	-4.83	41%	-2.94	-4.84	39%	0.09			-0.83	-1.18	29%	-0.83	-1.20	31%	-0.83	-1.20	31%	-0.83	-1.20	31%

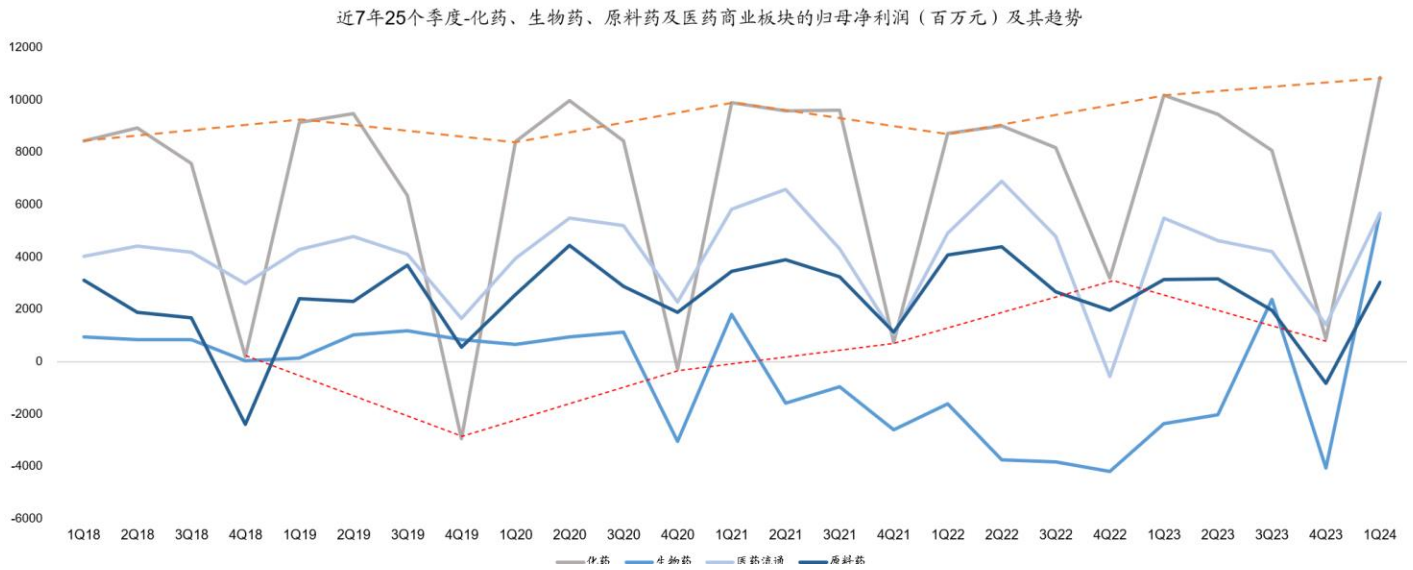
来源: Wind, 各公司财报, 国金证券研究所

图表7: A股部分原料药企业-营收利润(百万元)及其增速

公司	23年			22年			23年			22年			24Q1			23Q1			24Q1			23Q1		
	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%	扣非	扣非	yoy%	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%	扣非	扣非	yoy%	收入	收入	yoy%	净利润	净利润	yoy%
新和成	15117	15934	-5%	2704	3620	-25%	2614	3587	-27%	4499	3612	25%	870	643	35%	857	586	46%	4499	3612	25%	870	643	35%
普洛药业	11474	10545	9%	1055	989	7%	1026	836	23%	3198	3086	4%	244	239	2%	239	234	2%	3198	3086	4%	244	239	2%
国邦医药	5349	5721	-6%	612	921	-33%	592	907	-35%	1339	1410	-5%	199	195	2%	193	192	0%	1339	1410	-5%	199	195	2%
仙琚制药	4123	4380	-5%	563	749	-25%	538	612	-12%	1038	957	8%	151	133	14%	145	132	10%	1038	957	8%	151	133	14%
海普瑞	5446	7159	-24%	-783	727	-208%	-780	748	-244%	1373	1301	6%	155	67	133%	157	44	255%	1373	1301	6%	155	67	133%
新诺威	2502	2626	-5%	756	726	4%	744	658	13%	524	684	-23%	79	182	-57%	78	179	-56%	524	684	-23%	79	182	-57%
浙江医药	7794	8116	-4%	430	540	-20%	414	514	-20%	2249	2008	11%	110	114	-3%	106	98	8%	2249	2008	11%	110	114	-3%
能特科技	11129	12260	-1%	259	444	-42%	-4	32	-133%	3041	2963	-	56	85	-35%	33	68	-52%	3041	2963	-	56	85	-35%
宏源药业	2055	2064	0%	87	435	-80%	48	406	-88%	426	504	-16%	31	65	-52%	19	51	-62%	426	504	-16%	31	65	-52%
新华制药	8101	7503	8%	497	411	21%	462	379	23%	2475	2640	-6%	142	152	-6%	138	147	-6%	2475	2640	-6%	142	152	-6%
花园生物	1095	1418	-23%	192	384	-50%	148	349	-58%	330	317	4%	91	52	74%	61	43	43%	330	317	4%	91	52	74%
美诺华	1216	1457	-17%	12	339	-97%	8	232	-96%	263	246	7%	14	43	-68%	21	12	73%	263	246	7%	14	43	-68%
拓新药业	836	785	6%	243	287	-15%	232	276	-16%	108	551	-80%	2	304	-99%	-1	303	-100%	108	551	-80%	2	304	-99%
纳程科技	587	706	-17%	69	275	-75%	32	177	-84%	154	132	17%	17	12	31%	14	6	126%	154	132	17%	17	12	31%
博瑞医药	1180	1017	16%	202	240	-16%	186	214	-13%	340	305	12%	64	71	-9%	64	70	-1%	340	305	12%	64	71	-9%
奥翔药业	817	765	7%	254	235	8%	243	227	7%	301	263	13%	112	94	20%	108	92	18%	301	263	13%	112	94	20%
奥锐特	1263	1008	25%	289	211	37%	263	207	24%	336	302	11%	82	46	79%	82	44	81%	1263	1008	25%	289	211	37%
健凯科技	292	407	-28%	116	187	-38%	112	178	-37%	65	93	-30%	14	47	-69%	12	44	-73%	65	93	-30%	14	47	-69%
雷士莱	489	568	-14%	112	177	-37%	90	172	-48%	96	156	-38%	6	52	-89%	3	45	-93%	96	156	-38%	6	52	-89%
康登医药	590	624	-5%	135	161	-16%	128	150	-15%	138	175	-21%	35	45	-23%	33	44	-24%	138	175	-21%	35	45	-23%
永安药业	973	1462	-33%	-12	140	-109%	-76	122	-162%	197	311	-37%	29	15	91%	20	6	245%	197	311	-37%	29	15	91%
新天地	651	627	4%	159	132	20%	144	130	11%	185	173	7%	56	47	20%	52	43	23%	185	173	7%	56	47	20%
山河药辅	839	705	19%	162	131	24%	138	120	15%	238	248	-4%	50	49	1%	42	46	-8%	238	248	-4%	50	49	1%
宇边药业	663	515	29%	176	126	40%	170	120	43%	138	193	-20%	37	40	-6%	36	40	-1%	138	193	-20%	37	40	-6%
海真药业	215	264	-19%	85	113	-25%	84	110	-23%	42	58	-28%	17	21	-21%	17	21	-1%	42	58	-28%	17	21	-21%
海森药业	397	423	-6%	105	108	-3%	101	102	0%	116	107	8%	33	25	34%	33	25	30%	116	107	8%	33	25	34%
东亚药业	1356	1180	13%	121	104	16%	108	94	14%	353	370	-5%	24	23	4%	20	23	-10%	353	370	-5%	24	23	4%
同和药业	722	720	-	106	101	5%	98	97	1%	206	221	-7%	44	33	32%	40	33	21%	206	221	-7%	44	33	32%
威尔药业	1156	1111	4%	112	95	18%	110	92	20%	330	246	34%	35	26	32%	35	26	33%	330	246	34%	35	26	32%
科源制药	448	443	1%	77	91	-16%	65	85	-23%	146	124	18%	22	32	-33%	20	31	-36%	146	124	18%	22	32	-33%
海翔药业	2172	2704	-20%	-420	88	-577%	-341	84	-408%	528	634	-17%	33	42	-23%	33	-3	同比较亏	528	634	-17%	33	42	-23%
黄山胶囊	463	428	8%	65	61	7%	62	51	22%	118	143	-17%	15	20	-24%	14	18	-18%	118	143	-17%	15	20	-24%
本立科技	698	759	-8%	60	59	0%	56	54	2%	188	170	10%	17	12	34%	16	11	39%	188	170	10%	17	12	34%
地一药业	226	259	-13%	49	56	-14%	33	51	-35%	70	67	5%	12	14	-10%	11	12	-8%	70	67	5%	12	14	-10%
广济药业	738	798	-8%	-140	50	-379%	-146	29	-597%	180	115	56%	-51	-44	-17%	-57	-45	-26%	180	115	56%	-51	-44	-17%
新赣江	216	211	3%	46	46	-2%	38	45	-17%	40	69	-42%	14	17	-19%	6	16	-63%	40	69	-42%	14	17	-19%
尔康制药	1783	1871	-5%	-195	46	-525%	-232	22	-1128%	276	547	-50%	3	26	-89%	-3	19	-117%	276	547	-50%	3	26	-89%
攀托生物	1280	1312	-2%	46	42	9%	25	36	-33%	244	335	-27%	3	15	-80%	2	15	-87%	244	335	-27%	3	15	-80%
共国药业	566	605	-6%	23	40	-43%	21	37	-44%	122	119	2%	4	4	-12%	3	0	2912%	122	119	2%	4	4	-12%
津药药业	3783	3689	3%	117	35	231%	107	113	-5%	864	991	-13%	58	67	-14%	57	66	-14%	864	991	-13%	58	67	-14%

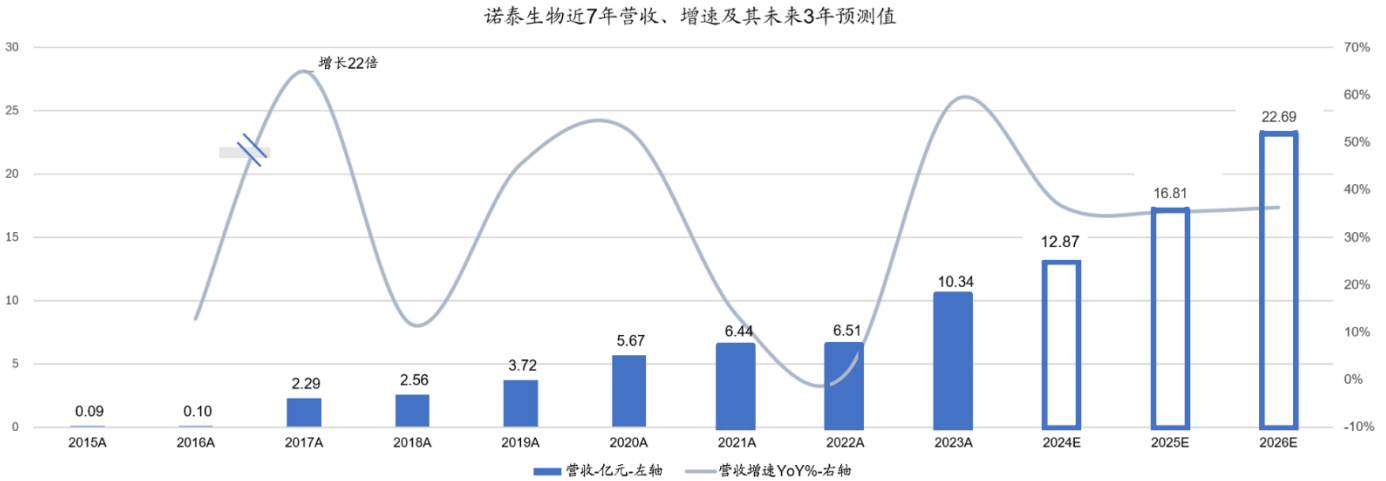


图表8：近7年25个季度-化药、生物药、原料药及医药商业板块的归母净利润变化趋势



来源：Wind，各公司财报，国金证券研究所

图表9：诺泰生物近7年营收（亿元）、增速及预测



来源：Wind，公司年报，国金证券研究所（以上预测值为国金已发布的年报业绩点评报告已发布的预测值）

国内创新药企出海欧美步伐继续，成长空间多样化

我们在2023年12月的出海专题深度报告《从生物类似物到创新分子，中国药企出海皆胜》中，已经分析了中国药企正在经历创新药出海突破，更多阐述的是美国市场的进展。与此同时我们看到更多中国创新药企在欧洲市场同样取得新进展，这为中国创新药成长增添了确定性。

金斯瑞生物科技、百济神州、百奥泰与和黄药业等4家生物技术及创新药企在2024年4月先后发布公告，宣布细胞治疗产品Cavykti、百泽安、托珠单抗以及呋喹替尼等获得欧盟批准上市、适应症扩展获欧洲药管局人用药委员会积极推荐等最新进展。

一方面，我们继续关注国内市场院内诊疗持续修复与研发、投融资等的触底回暖；另一方面，我们确定看好中国药企正在进入国际医药的核心市场的日益加快的步伐。

■ 2024年4月23日，金斯瑞生物科技发布公告，宣布欧盟委员会（欧洲药品管理局）



批准其细胞治疗产品 Cavykti 用于复发性难治性多发性骨髓瘤成年患者的二线治疗，这些患者此前至少接受过一种治疗（包括蛋白酶体抑制剂和一种免疫调节剂）、在最后一次治疗中显示出疾病进展，并且对来那度胺耐药。

- 2024 年 4 月 23 日，百济神州发布公告，宣布欧盟委员会（欧洲药品管理局）已授予百泽安（替雷利珠单抗）上市许可，批准其用于三项非小细胞肺癌（NSCLC）适应症的一线及二线治疗：联合紫杉醇和卡铂或注射用紫杉醇（白蛋白结合型）和卡铂用于不适合手术切除或接受含铂放化疗的局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌成人患者的一线治疗；联合培美曲塞和铂类化疗用于 PD-L1 表达 $\geq 50\%$ 且无表皮生长因子受体（EGFR）或间变性淋巴瘤激酶（ALK）阳性突变、不适合手术切除或接受含铂放化疗的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌成人患者的一线治疗；单药用于治疗既往接受含铂药物治疗后的局部晚期或转移性 NSCLC 成人患者。EGFR 突变或 ALK 突变阳性的 NSCLC 患者在接受替雷利珠单抗治疗前应当已接受过靶向治疗。
- 2024 年 4 月 26 日，百奥泰发布公告，宣布其合作伙伴 Biogen 收到欧洲药品管理局的通知，公司的 Tofidence（BAT1806，托珠单抗）获得欧洲药品管理局的人用药品委员会的积极意见，后者建议欧盟委员会批准 Tofidence 上市，用于治疗类风湿性关节炎、多关节型幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎和 Covid-19。
- 2024 年 4 月 16 日，和黄医药发布公告，宣布其合作伙伴武田取得欧洲药品管理局人用药品委员会的建议，批准呋喹替尼用于治疗经治的成人转移性结直肠癌患者。

随着中国创新药崛起，下游的“卖药人”也值得关注

我们认为，随着中国创新药的获批上市将保持升势，创新药企对于专业销售渠道的需求也将提升。我们关注拥有渠道优势的上海医药、百洋医药等公司在药品销售需求上升中的机会。

药品整体策略：抓住创新、复苏、出海三条主线

在投资策略上，根据年季报业绩态势和海外创新景气复苏、国内创新出海步伐提速等基本因素，我们认为可以从以下主线把握 A 股药品投资机会：

- 肿瘤 ADC 领域投资机会，如百利天恒、科伦博泰、恒瑞医药、翰森制药、荣昌生物、迈威生物等；
- GLP-1 及多肽产业链，我们关注信达生物、华东医药、通化东宝、诺泰生物、圣诺生物等；
- 优质仿创药物院内复苏和业绩释放：如人福医药、华东医药、恩华药业、科伦药业等。
- 原料药行业见底回升反弹：如华海药业、仙琚制药、花园生物等
- 特色品种：如艾力斯、神州细胞、泽璟制药、上海医药、昊海生科、山东药玻及百洋医药等。

中药：Q1 高基数下业绩增速放缓，全年有望呈现逐季好转

2023 中药板块整体业绩表现出色，在行业政策和经营环境波动中体现出稳定的增长能力，相比 2022 年，整体景气度改善明显。2024 年一季度由于部分高基数等原因，行业整体增速有所回落，但部分优秀头部公司仍保持了增长。

从单季度节奏分析，2023 年 Q1 及 Q2 板块内公司收入及归母净利润增速较快，2024 年 Q1 板块内公司在同期高基数上业绩增速放缓，看好后续迎来逐季好转。

此外从原材料价格角度分析，中药材价格在 23 年上半年显著上升，若考虑到先进先出成本计价，板块内中游制剂饮片企业上半年毛利率仍有可能短期承压。

展望 2024 年下半年，中药板块由于其政策安全性、成长的确定性、良好的现金和分红、估值高性价比以及治理改善等亮点，仍有望得到市场的重点配置，但其中走势可能出现分化，随着市场风险偏好提升转向进攻，保持良好业绩增长、整体基本面持续改善的标的会是核心机会。

重点标的：太极集团、东阿阿胶、华润三九等。

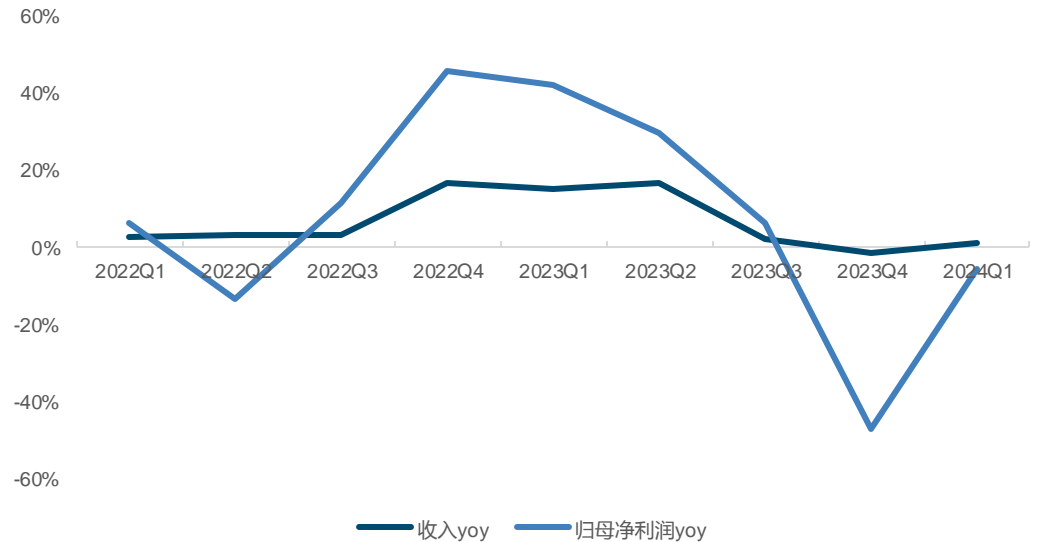


图表10: 2023年及2024Q1部分中药公司收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
片仔癀	10058	8694	16%	2797	2472	13%	2854	2476	15%	3171	2630	21%	975	770	27%	988	771	28%
云南白药	39111	36488	7%	4094	3001	36%	3764	3232	16%	10774	10513	2%	1702	1518	12%	1690	1403	21%
华润三九	24739	18079	37%	2853	2449	17%	2711	2219	22%	7294	6352	14%	1364	1151	19%	1328	1131	17%
同仁堂	17861	15372	16%	1669	1426	17%	1657	1399	19%	5267	5143	2%	576	523	10%	571	519	10%
白云山	75515	70788	7%	4056	3967	2%	3636	3319	10%	22946	21629	6%	1958	1909	3%	1834	1827	0%
东阿阿胶	4715	4042	17%	1151	780	48%	1083	700	55%	1453	1069	36%	353	230	53%	329	212	55%
济川药业	9655	8996	7%	2823	2171	30%	2692	2029	33%	2403	2388	1%	845	677	25%	726	606	20%
以岭药业	10318	12533	-18%	1352	2362	-43%	1265	2323	-46%	2523	3935	-36%	304	1203	-75%	292	1178	-75%
太极集团	15623	14051	11%	822	350	135%	774	367	111%	4208	4427	-5%	247	235	5%	218	239	-9%
达仁堂	8222	8249	0%	987	862	14%	952	769	24%	2086	2154	-3%	387	401	-3%	376	395	-6%
吉林敖东	3449	2868	20%	1460	1781	-18%	1313	1530	-15%	861	788	9%	144	486	-70%	278	445	-38%
昆药集团	7703	8282	-7%	445	383	16%	335	251	33%	1853	1910	-3%	119	131	-9%	113	103	9%
江中药业	4390	3812	15%	708	596	19%	704	507	39%	1227	1316	-9%	267	241	11%	264	225	17%
葵花药业	5700	5095	12%	1119	867	28%	1003	804	25%	1518	1766	-14%	255	406	-37%	237	390	-39%
羚锐制药	3311	3002	10%	568	465	22%	534	409	31%	909	789	15%	190	144	32%	181	138	31%
众生药业	2611	2676	-2%	263	322	-18%	305	300	1%	641	747	-14%	51	139	-63%	72	128	-44%
康恩贝	6733	6000	12%	592	358	65%	554	483	15%	1824	2131	-14%	216	284	-24%	201	264	-24%
马应龙	3137	3532	-11%	443	479	-7%	352	462	-24%	955	833	15%	198	188	5%	193	142	36%
奇正藏药	2045	2045	0%	581	473	23%	370	440	-16%	365	296	23%	97	93	4%	56	32	75%
红日药业	6109	6650	-8%	507	624	-19%	376	571	-34%	1463	1659	-12%	58	175	-67%	54	157	-65%
康缘药业	4868	4351	12%	537	434	24%	499	395	26%	1359	1352	0%	148	141	5%	140	139	0%
佐力药业	1942	1805	8%	383	273	40%	374	265	41%	673	496	36%	142	97	46%	144	96	50%

来源: iFinD, 国金证券研究所

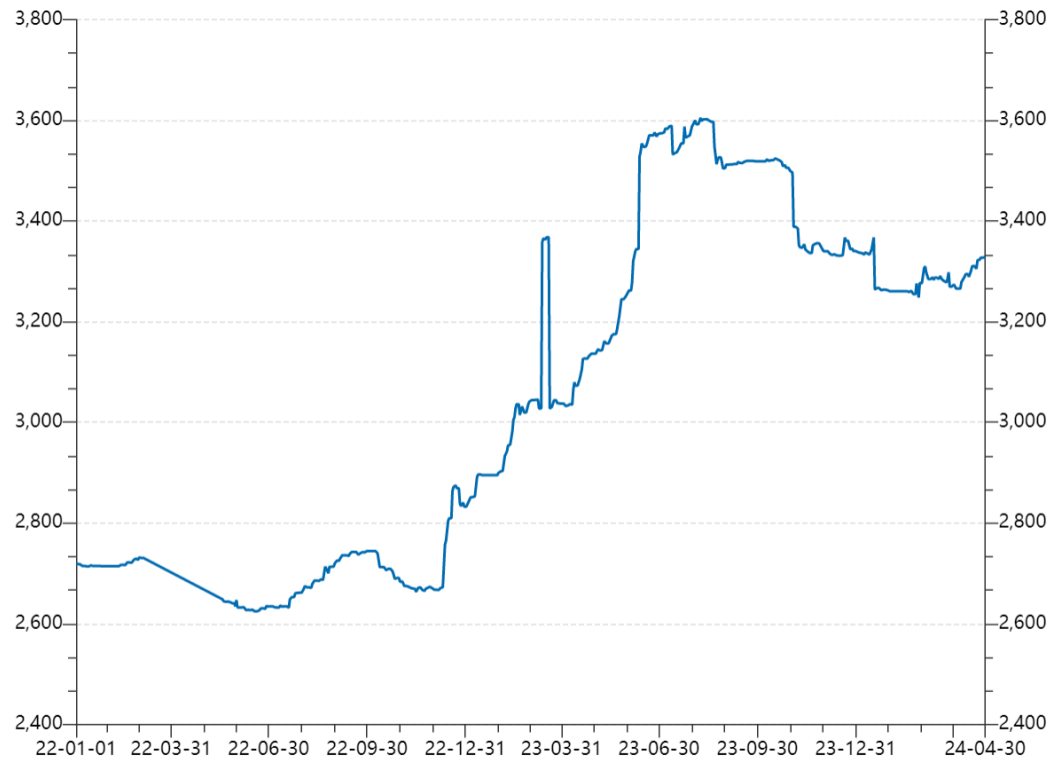
图表11: 中药上市公司24年Q1收入及利润端面临较高基数



来源: iFinD, 国金证券研究所



图表12: 中药材价格指数: 综合 200, 23 年上半年中药材价格上升明显



来源: wind, 国金证券研究所

药店: 表现分化龙头增长确定性更高, 门店扩张+处方外流仍利好头部

以 6 家上市连锁药店为例:

- 23 年总体收入同比+11.8%, 归母净利润同比-1.8%, 扣非归母净利润同比+1.3%。
- 23 年 Q4, 总体收入同比-1.5%, 归母净利润同比-55.9%, 扣非归母净利润同比-44.8%。
- 24 年 Q1, 总体收入同比+11.0%, 归母净利润同比-4.9%, 扣非归母净利润同比-4.3%

整体来看, 由于外部环境变化, 上市连锁药店公司在 22 年 Q4 及 23 年 Q1 业绩表现强劲, 但也造成了对应季度高基数。而在 2023 年下半年以后, 连锁药房企业业绩之间出现分化, 益丰药房、老百姓等龙头优质企业由于门店医保统筹接入顺利, 整体经营管理效率优势突出等原因业绩领跑行业, 即使在 2024 年的高基数条件下, 依然取得了良好的收入利润同比增长。

后续建议继续重点配置在门店统筹医保接入和整体经营管理效率方面有优势的优质头部企业; 同时由于其丰富的经营管理经验, 在持续扩张中财务稳定性也优于行业整体水平。

重点标的: 益丰药房、老百姓等。

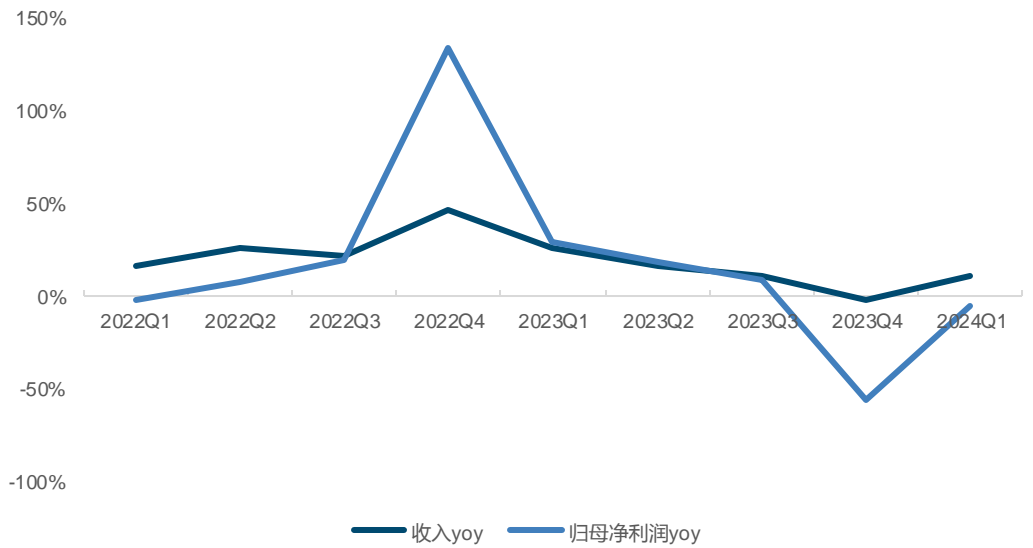
图表13: 2023 年及 2024Q1 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
益丰药房	22588	19886	14%	1412	1266	2%	1362	1230	11%	5971	5266	13%	407	336	21%	399	321	24%
老百姓	22437	20176	11%	929	785	8%	844	736	13%	5539	5441	2%	321	291	10%	311	281	10%
大参林	24531	21248	15%	1166	1036	3%	1141	1009	14%	6752	5947	14%	398	497	-20%	396	498	-20%
一心堂	17380	17432	0%	549	1010	-46%	733	989	-26%	5100	4436	15%	242	239	1%	246	241	2%
健之佳	9081	7514	21%	414	363	1%	399	361	7%	2314	2167	7%	52	76	-32%	50	75	-32%
漱玉平民	9191	7823	17%	133	229	-42%	127	220	-42%	2439	2072	18%	11	65	-84%	10	60	-84%

来源: iFind, 国金证券研究所



图表14: 部分上市连锁药店公司 23 年 Q4 及 24 年 Q1 收入及利润端高基数下业绩承压



来源: iFinD, 国金证券研究所

头部连锁药店继续扩张，加盟成为重要扩张手段。2023 年 6 家上市连锁药店公司新增门店数均过千家，头部集中度进一步提升。自建、并购、加盟等方式中，大参林、老百姓、益丰药房及漱玉平民积极扩张加盟店数量，加盟店增速高于直营店增速。加盟方式具有资金占用相对少、有利于提高公司的品牌知名度等优势，逐渐受到头部公司重视，未来仍有望继续成为主要扩张方式之一。此外，随着新店、次新店盈利爬坡、业绩释放，看好下半年连锁药店业绩向好发展。

图表15: 2023 年及 2024Q1 部分上市连锁药店收入、归母净利润、扣非归母净利润(百万元)及增长情况

	2022年底	2023年底	2024年Q1末	2023年门店新增数	2024年Q1门店新增数	2023年门店增速
一心堂						
总门店数	9206	10255	10746	1049	491	11.39%
直营店	9206	10255	10746	1049	491	11.39%
大参林						
总门店数	10045	14074	14915	4029	841	40.11%
直营店	8038	9909	10305	1871	396	23.28%
加盟店	2007	4165	4610	2158	445	107.52%
老百姓						
总门店数	10783	13574	14109	2791	535	25.88%
直营店	7649	9180	9470	1531	290	20.02%
加盟店	3134	4394	4639	1260	245	40.20%
益丰药房						
总门店数	10268	13250	13920	2982	670	29.04%
直营店	8306	10264	10763	1958	499	23.57%
加盟店	1962	2986	3157	1024	171	52.19%
漱玉平民						
总门店数	5456	7337	7934	1881	597	34.48%
直营店	3325	4104	4341	779	237	23.43%
加盟店	2131	3233	3593	1102	360	51.71%
健之佳						
总门店数	4055	5116	5263	1061	147	26.17%
直营店	4055	5116	5263	1061	147	26.17%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

根据部分企业年报披露，截至 2023 年底，开通门诊统筹资质的药店数量：益丰药房 4200 多家，老百姓 4262 家，大参林 1281 家，健之佳 389 家。处方外流是长期趋势，头部连锁药店在运营能力、合规性方面更有优势，有望更快提升门诊统筹资质门店占比，进而从处方外流中受益。



医疗器械：板块需求增长稳定，医疗设备更新需求有望释放

以我们统计的部分医疗器械上市公司业绩为例，

- 2023 全年板块收入同比增长+5.8%，归母净利润同比增长-3.7%。扣非归母净利润同比增长 1.3%；收入利润增长承压主要与 2022 年国内体外诊断公司部分特殊产品收入规模较大带来的高基数相关，医疗器械板块常规业务整体呈现稳定增长趋势。
- 2024 年 Q1 板块收入同比增长+6.2%，归母净利润同比增长+14.4%，扣非归母净利润同比增长 13.8%。Q1 院内常规诊疗及手术量逐步恢复，收入利润增速整体明显改善。
- 考虑目前国内诊疗流量不断恢复，院内器械耗材用量持续增长。医疗设备此前由于行业经营秩序整顿招标采购工作有所放缓，预计二季度和下半年将逐季提速加快。
- 24 年 3 月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，将利于未来医疗设备行业的发展，医疗设备市场容量及高端产品渗透率或将得到提升。

图表16：2023 年及 2024Q1 部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润（亿元）增长情况（一）

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母净利润	22年归母净利润	yoy%	23年扣非归母	22年扣非归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母净利润	23Q1归母净利润	yoy%	24Q1扣非归母	23Q1扣非归母	yoy%
迈瑞医疗	349.32	303.66	15%	115.82	96.07	21%	114.34	95.25	20%	93.73	83.64	12%	31.60	25.71	23%	30.37	25.29	20%
鱼跃医疗	79.72	71.02	12%	23.96	15.95	50%	18.36	12.51	47%	22.31	27.03	-17%	6.59	7.14	-8%	5.51	7.03	-22%
联影医疗	114.11	92.38	23%	19.74	16.56	19%	16.65	13.28	25%	23.50	22.13	6%	3.63	3.30	10%	3.00	2.77	9%
*ST东洋	4.37	6.29	-31%	17.50	-15.85	-86%	-6.36	-8.99	29%	0.67	1.36	-50%	-0.14	0.11	-230%	-0.17	-0.01	-1%
新产业	39.30	30.47	29%	16.54	13.28	25%	15.47	12.41	25%	10.21	8.76	17%	4.26	3.55	20%	3.99	3.18	25%
乐普医疗	79.80	106.09	-25%	12.58	22.03	-43%	11.23	21.42	-48%	19.22	24.37	-21%	4.82	5.97	-19%	4.56	5.62	-19%
九安医疗	32.31	263.15	-88%	12.52	160.30	-92%	10.04	163.58	-94%	7.62	14.95	-49%	2.47	6.01	-59%	3.16	3.53	-11%
安图生物	44.44	44.42	0%	12.17	11.67	4%	11.85	11.20	6%	10.89	10.36	5%	3.24	2.42	34%	3.14	2.36	33%
山东药玻	49.82	41.87	19%	7.76	6.18	25%	7.42	6.02	23%	12.67	12.37	2%	2.21	1.67	33%	2.10	1.55	36%
欧普康视	17.37	15.25	14%	6.67	6.24	7%	5.72	5.60	2%	4.65	4.01	16%	1.93	1.73	11%	1.67	1.49	12%
新华医疗	100.12	92.82	8%	6.54	5.03	30%	6.19	5.05	23%	25.29	24.39	4%	2.11	1.97	7%	2.09	1.84	14%
奕瑞科技	18.64	15.49	20%	6.07	6.41	-5%	5.91	5.17	14%	4.91	4.40	11%	1.39	1.37	2%	1.56	1.47	6%
东富龙	56.42	54.69	3%	6.00	8.47	-29%	5.57	7.80	-29%	11.09	14.23	-22%	0.65	2.31	-72%	0.60	2.25	-73%
惠泰医疗	16.50	12.16	36%	5.34	3.58	49%	4.68	3.22	45%	4.55	3.50	30%	1.40	1.03	36%	1.37	0.90	53%
九强生物	17.42	15.11	15%	5.24	3.89	35%	5.11	3.85	33%	3.94	3.73	5%	1.21	1.11	9%	1.21	1.09	11%
心脉医疗	11.87	8.97	32%	4.92	3.57	38%	4.62	3.24	43%	3.58	2.86	25%	1.84	1.25	48%	1.78	1.20	49%
万孚生物	27.65	56.81	-51%	4.88	11.97	-59%	4.15	11.05	-62%	8.61	8.32	4%	2.18	2.04	7%	2.09	1.95	7%
南微医学	24.11	19.80	21%	4.86	3.31	47%	4.63	2.99	55%	6.20	5.50	13%	1.43	1.01	41%	1.41	0.99	42%
开立医疗	21.20	17.63	20%	4.54	3.70	23%	4.42	3.42	29%	4.79	4.73	1%	1.00	1.38	-28%	0.92	1.26	-27%
迈克生物	19.22	24.91	-23%	4.36	8.90	-51%	4.09	8.22	-50%	7.44	5.73	30%	2.85	1.97	45%	2.71	1.90	43%
吴海生科	26.54	21.30	25%	4.16	1.80	131%	3.83	1.59	142%	6.46	6.11	6%	0.98	0.81	20%	0.95	0.72	33%
海尔生物	22.81	28.64	-20%	4.06	6.01	-32%	3.31	5.33	-38%	6.87	6.87	0%	1.38	1.38	0%	1.33	1.25	7%
英科医疗	69.19	66.14	5%	3.83	6.29	-39%	0.87	4.60	-81%	22.03	15.73	40%	2.38	-1.53	-156%	1.61	-1.70	-152%
圣湘生物	10.07	64.50	-84%	3.64	19.37	-81%	0.72	18.35	-96%	3.91	1.95	100%	0.81	0.60	35%	0.74	0.04	1962%
亚翔龙	20.53	39.81	-48%	3.55	10.12	-65%	2.20	9.55	-77%	4.31	6.60	-35%	0.66	0.81	-19%	0.57	0.83	-31%
普门科技	11.46	9.83	17%	3.29	2.51	31%	3.13	2.33	34%	3.06	2.78	10%	1.07	0.88	22%	1.03	0.83	25%
楚天科技	68.53	64.46	6%	3.17	5.67	-44%	3.09	5.37	-42%	13.92	15.53	-10%	-0.21	1.33	-116%	-0.25	1.42	-117%
美好医疗	13.38	14.15	-5%	3.13	4.02	-22%	2.91	3.93	-26%	2.82	3.67	-23%	0.58	1.08	-46%	0.56	1.00	-44%
迈克生物	28.96	36.08	-20%	3.13	7.08	-56%	3.16	7.09	-56%	6.16	6.76	-9%	1.20	1.17	3%	1.18	1.20	-2%
爱博医疗	9.51	5.79	64%	3.04	2.33	31%	2.89	2.08	39%	3.10	1.90	64%	1.03	0.78	31%	0.99	0.75	33%
怡和嘉业	11.22	14.15	-21%	2.97	3.80	-22%	2.42	3.65	-34%	1.92	4.80	-60%	0.50	1.55	-68%	0.42	1.48	-72%
三诺生物	40.59	28.14	44%	2.84	4.31	-34%	2.93	3.52	-17%	10.14	6.58	54%	0.81	0.68	20%	0.78	0.64	21%
基蛋生物	13.69	18.22	-25%	2.80	4.99	-44%	2.41	4.62	-48%	3.22	3.84	-16%	0.86	1.22	-29%	0.83	1.01	-18%
春立医疗	12.09	12.02	1%	2.78	3.08	-10%	2.54	2.74	-7%	2.22	2.46	-10%	0.55	0.56	-1%	0.49	0.50	-1%
迪瑞医疗	13.78	12.20	13%	2.76	2.62	5%	2.62	2.49	5%	6.63	3.32	100%	1.22	0.78	57%	1.19	0.77	56%
艾德生物	10.44	8.42	24%	2.61	2.64	-1%	2.39	1.57	53%	2.33	1.95	20%	0.64	0.57	12%	0.57	0.45	26%
美康生物	18.86	24.89	-24%	2.57	1.99	29%	1.96	1.70	14%	4.82	4.91	-2%	0.79	0.71	11%	0.65	0.57	14%
可孚医疗	28.54	29.77	-4%	2.54	3.02	-16%	2.01	2.47	-19%	8.07	8.55	-5%	1.01	1.35	-25%	0.92	1.25	-27%
康德莱	24.53	31.19	-21%	2.31	3.12	-26%	2.23	2.92	-23%	5.70	6.87	-17%	0.61	0.85	-29%	0.59	0.82	-28%
翔宇医疗	7.45	4.89	52%	2.27	1.25	81%	2.04	0.78	162%	1.69	1.43	19%	0.39	0.38	3%	0.36	0.33	12%
理邦仪器	19.38	17.42	11%	2.21	2.33	-5%	1.94	2.01	-3%	4.44	6.40	-31%	0.39	1.40	-73%	0.33	1.37	-76%
安杰思	5.09	3.71	37%	2.17	1.45	50%	2.12	1.43	48%	1.12	0.90	23%	0.53	0.34	54%	0.48	0.34	41%
三鑫医疗	13.00	13.36	-3%	2.07	1.85	12%	1.81	1.67	9%	3.31	2.73	21%	0.54	0.45	20%	0.47	0.36	29%
振德医疗	41.27	61.38	-33%	1.98	6.81	-71%	1.90	7.03	-73%	9.64	13.00	-26%	0.73	1.46	-50%	0.75	1.41	-47%
山外山	6.90	3.82	81%	1.94	0.59	226%	1.76	0.48	265%	1.62	1.93	-16%	0.34	0.75	-54%	0.29	0.71	-59%
维力医疗	13.88	13.63	2%	1.92	1.67	16%	1.80	1.46	24%	3.09	3.62	-14%	0.50	0.52	-4%	0.47	1.00	-53%
正海生物	4.14	4.33	-4%	1.91	1.85	3%	1.68	1.73	-3%	0.90	1.09	-18%	0.40	0.53	-24%	0.35	0.53	-34%
万东医疗	12.37	11.21	10%	1.89	1.75	8%	1.36	1.57	-13%	3.08	2.55	21%	0.33	0.30	9%	0.31	0.29	7%
奥泰生物	7.55	33.89	-78%	1.81	11.84	-85%	1.47	11.60	-87%	2.00	2.36	-16%	0.45	0.41	11%	0.38	0.29	31%
英诺特	4.78	4.47	7%	1.74	1.51	15%	1.47	1.32	11%	2.82	1.35	109%	1.46	0.54	171%	1.37	0.46	193%
麦克奥迪	13.65	17.94	-24%	1.69	2.61	-35%	1.62	2.55	-36%	2.98	3.49	-14%	0.32	0.39	-18%	0.27	0.38	-29%
康泰医学	7.47	7.12	5%	1.66	1.96	-16%	1.50	1.45	3%	0.99	3.69	-73%	0.04	1.70	-77%	-0.03	1.64	-182%
国科恒泰	74.83	63.60	18%	1.54	1.24	24%	1.49	1.17	27%	17.14	17.68	-3%	0.28	0.26	5%	0.28	0.27	4%
戴维医疗	6.18	5.06	22%	1.48	0.98	51%	1.29	0.80	61%	1.55	1.58	-2%	0.38	0.50	-24%	0.39	0.44	-11%
科美诊断	4.45	4.65	-4%	1.47	1.53	-3%	1.21	1.20	1%	1.11	1.01	10%	0.38	0.35	10%	0.35	0.31	14%
祥生医疗	4.84	3.81	26%	1.46	1.06	38%	1.37	0.98	39%	1.41	1.65	-15%	0.46	0.53	-13%	0.45	0.52	-13%
海泰新光	4.71	4.77	-1%	1.46	1.83	-20%	1.36	1.69	-19%	1.18	1.48	-21%	0.38	0.48	-21%	0.36	0.46	-21%
安旭生物	5.03	61.66	-92%	1.42	30.45	-95%	0.52	29.84	-98%	1.29	1.21	7%	0.70	0.51	38%	0.20	0.08	135%
凯普生物	11.04	55.97	-80%	1.40	17.25	-92%	1.13	17.34	-93%	1.83	3.02	-39%	-0.14	0.65	-122%	-0.16	0.60	-117%
伟思医疗	4.62	3.22	44%	1.36	0.94	45%	1.22	0.77	58%	0.88	0.96	-8%	0.22	0.30	-28%	0.19	0.26	-27%
华兰股份	6.23	5.84	7%	1.18	0.94	26%	0.66	0.64	2%	1.27	1.56	-19%	0.11	0.33	-66%	0.04	0.20	-81%
西山科技	3.61	2.62	38%	1.17	0.75	56%	0.92	0.66	40%	0.74	0.67	10%	0.26	0.24	8%	0.20	0.23	-13%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2023年及2024Q1部分医疗器械公司收入、归母净利润及扣非归母净利润(亿元)增长情况(二)

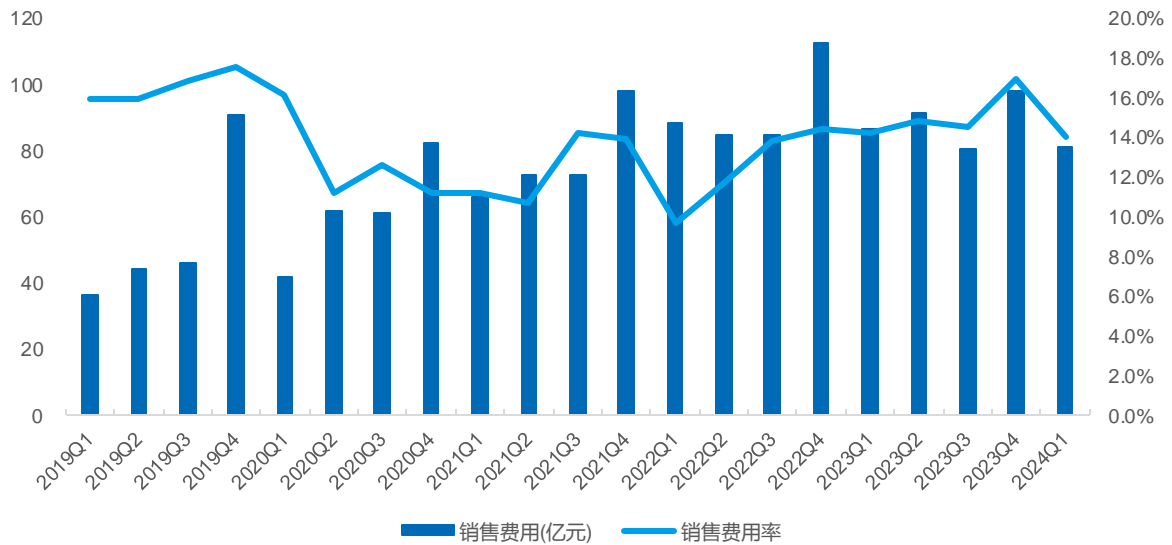
公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母 净利润	22年归母 净利润	yoy%	23年扣非 归母	22年扣非 归母	yoy%	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母 净利润	23Q1归母 净利润	yoy%	24Q1扣非 归母	23Q1扣非 归母	yoy%
赛科希德	2.75	2.29	20%	1.17	1.04	12%	1.15	1.01	14%	0.76	0.67	12%	0.30	0.27	14%	0.30	0.26	14%
佰仁医疗	3.71	2.95	26%	1.15	0.95	21%	1.03	0.79	31%	0.76	0.65	18%	0.08	0.12	-29%	0.06	0.09	-29%
采纳股份	4.10	4.65	-12%	1.13	1.62	-30%	0.85	1.39	-39%	1.11	0.67	64%	0.25	0.16	58%	0.18	0.08	112%
凯利泰	9.56	11.66	-18%	1.13	-0.21	-207%	0.62	-0.27	-237%	2.46	2.94	-16%	0.11	0.75	-85%	0.08	0.47	-82%
威高骨科	12.84	18.48	-31%	1.12	5.44	-79%	1.08	5.33	-80%	3.48	3.90	-11%	0.35	0.94	-63%	0.35	0.91	-62%
奥美医疗	27.57	42.11	-35%	1.10	4.07	-73%	1.54	6.12	-75%	7.46	8.15	-8%	0.94	1.28	-27%	0.84	1.11	-24%
拱东医疗	9.75	14.69	-34%	1.09	3.26	-67%	1.08	3.22	-67%	2.72	2.26	20%	0.45	0.29	56%	0.00	0.23	-100%
华康医疗	16.02	11.89	33%	1.07	1.02	5%	0.91	0.90	1%	2.30	2.40	-4%	-0.32	-0.17	-4%	-0.33	-0.23	-30%
博拓生物	4.42	19.01	-77%	1.07	7.74	-86%	0.79	7.56	-89%	1.36	1.04	31%	0.40	0.12	233%	0.39	0.09	333%
中源协和	15.90	15.55	2%	1.06	1.13	-6%	1.27	1.04	21%	3.98	3.78	5%	0.40	0.37	7%	0.38	0.36	5%
达安基因	11.81	120.46	-90%	1.05	54.12	-94%	-3.64	51.81	-107%	1.98	3.41	-42%	-3.63	0.37	-1094%	-0.70	0.18	-102%
福瑞股份	11.54	10.09	14%	1.02	0.98	4%	0.99	1.00	-1%	3.23	2.42	33%	0.43	0.13	229%	0.41	0.18	122%
东星医疗	4.34	4.42	-2%	0.97	1.03	-5%	0.68	0.95	-28%	0.92	0.84	9%	0.20	0.18	11%	0.12	0.13	-3%
三友医疗	4.60	6.49	-29%	0.96	1.91	-50%	0.59	1.34	-55%	0.86	1.61	-46%	-0.02	0.35	-106%	-0.03	0.31	-110%
麦澜德	3.41	3.77	-10%	0.90	1.22	-26%	0.72	0.89	-20%	1.04	1.09	-4%	0.36	0.32	12%	0.34	0.27	24%
透景生命	5.43	7.16	-24%	0.89	1.25	-28%	0.64	1.01	-37%	0.93	1.22	-24%	-0.04	0.11	-140%	-0.06	0.09	-100%
港通医疗	8.42	7.69	10%	0.83	0.74	12%	0.61	0.70	-14%	0.76	0.71	7%	0.11	0.06	76%	0.10	0.05	97%
康拓生物	2.75	2.40	15%	0.76	0.76	0%	0.68	0.68	1%	0.70	0.65	8%	0.20	0.19	3%	0.19	0.19	1%
明德生物	7.50	105.30	-93%	0.75	42.08	-98%	-1.24	41.58	-103%	0.61	3.72	-84%	0.32	0.75	-58%	-0.16	0.48	-103%
天益医疗	3.81	3.99	-5%	0.64	0.86	-26%	0.33	0.66	-49%	0.97	0.89	9%	0.05	0.14	-61%	0.02	0.10	-77%
五洲医疗	5.34	5.47	-2%	0.60	0.71	-15%	0.55	0.61	-10%	0.90	1.17	-23%	0.10	0.13	-24%	0.08	0.11	-24%
大博医疗	15.33	14.34	7%	0.59	0.92	-36%	0.11	0.91	-88%	4.27	3.91	9%	0.62	0.58	6%	0.49	0.47	4%
澳华内镜	6.78	4.45	52%	0.58	0.22	166%	0.44	0.10	355%	1.69	1.25	35%	0.03	0.17	-83%	0.00	0.16	-102%
奥精医疗	2.26	2.45	-8%	0.54	0.95	-43%	0.26	0.80	-68%	0.47	0.48	-1%	0.07	0.19	-63%	0.03	0.15	-75%
浩欧博	3.94	3.20	23%	0.47	0.42	14%	0.43	0.37	17%	0.86	0.81	6%	0.04	0.06	-32%	0.03	0.04	-30%
天臣医疗	2.54	2.32	9%	0.47	0.43	10%	0.38	0.34	9%	0.60	0.59	1%	0.11	0.12	-3%	0.11	0.09	21%
迈普医学	2.31	1.95	18%	0.41	0.36	14%	0.37	0.24	54%	0.57	0.44	29%	0.15	0.08	91%	0.12	0.06	87%
正川股份	9.01	7.96	13%	0.40	0.65	-38%	0.30	0.58	-48%	2.46	2.26	9%	0.21	0.13	62%	0.20	0.11	89%
安必平	4.97	5.07	-1%	0.40	0.43	-6%	0.35	0.41	-14%	1.01	0.91	11%	0.08	0.08	2%	0.05	0.03	75%
洁特生物	4.63	6.10	-24%	0.35	0.88	-60%	0.32	0.75	-58%	0.98	0.74	32%	0.08	-0.09	-100%	0.04	-0.10	-100%
乐心医疗	8.84	10.65	-17%	0.34	-0.32	-203%	0.23	-0.38	-170%	2.49	1.63	53%	0.14	-0.12	-100%	0.12	-0.13	-100%
鹿得医疗	3.29	3.39	-3%	0.32	0.35	-9%	0.30	0.34	-13%	0.66	0.80	-17%	0.04	0.12	-68%	0.03	0.12	-72%
冠昊生物	4.04	3.77	7%	0.31	-3.08	-100%	0.31	-3.32	-100%	0.91	1.13	-19%	0.14	0.22	-35%	0.14	0.20	-29%
热景生物	5.41	35.57	-85%	0.27	9.45	-97%	-0.59	9.42	-106%	1.16	2.03	-43%	0.05	0.59	-91%	-0.34	0.50	-108%
博远生物	1.42	1.43	0%	0.27	0.26	1%	0.22	0.26	-14%	0.24	0.30	-21%	0.01	0.03	-65%	0.01	0.03	-70%
爱威科技	2.00	1.97	2%	0.22	0.18	20%	0.12	0.06	97%	0.47	0.41	14%	0.05	0.02	136%	0.03	-0.02	-100%
中科美菱	3.03	4.06	-26%	0.16	0.53	-69%	0.03	0.39	-91%	0.69	0.77	-10%	0.05	0.05	-13%	0.02	0.04	-49%
康众医疗	2.74	2.05	34%	0.15	-0.06	-100%	0.01	-0.21	-100%	0.53	0.50	6%	0.01	-0.07	-100%	-0.02	-0.10	-100%
利德曼	4.62	7.06	-35%	0.15	-0.56	-100%	0.09	-0.31	-100%	0.95	1.08	-13%	-0.03	0.08	-133%	-0.05	0.06	-106%
锦好医疗	1.75	1.95	-10%	0.12	0.40	-71%	0.11	0.37	-70%	0.36	0.59	-39%	0.01	0.11	-92%	0.00	0.11	-100%
爱朋医疗	4.22	3.24	30%	0.08	-0.76	-100%	0.05	-0.82	-100%	0.88	0.94	-7%	0.01	0.01	12%	0.02	0.01	70%
仁度生物	1.64	3.04	-46%	0.08	0.23	-65%	-0.10	0.05	-308%	0.45	0.39	14%	0.04	-0.06	-100%	0.01	-0.10	-100%
睿昂基因	2.58	4.24	-39%	0.08	0.40	-80%	0.04	0.34	-89%	0.64	0.57	13%	0.01	0.01	-59%	-0.01	0.01	-100%
华强科技	5.73	5.86	-2%	0.08	0.68	-88%	-0.76	-0.13	-100%	1.21	1.92	-37%	0.14	0.17	-17%	-0.08	0.08	-100%
微电生理-U	3.29	2.80	18%	0.06	0.03	91%	-0.35	-0.11	-100%	0.89	0.52	71%	0.04	-0.09	-100%	-0.01	-0.15	-100%
辰光医疗	1.66	1.88	-12%	-0.12	0.23	-150%	-0.19	0.19	-199%	0.21	0.20	7%	-0.09	-0.05	-100%	-0.10	-0.05	-100%
博晖创新	10.45	7.96	31%	-0.25	-0.78	-100%	-0.28	-0.96	-100%	2.62	2.53	4%	0.20	0.05	284%	0.18	0.04	333%
赛诺医疗	3.43	1.93	76%	-0.40	-1.62	-100%	-0.50	-1.65	-100%	0.91	0.73	24%	0.02	-0.16	-100%	-0.18	-0.20	-100%
阳普医疗	6.45	7.11	-9%	-0.63	-1.98	-100%	-0.75	-1.99	-100%	1.41	1.59	-11%	-0.03	0.14	-123%	-0.04	0.13	-100%
宝莱特	11.94	11.84	1%	-0.65	0.22	-396%	-0.82	-0.07	-100%	2.67	3.45	-23%	0.04	0.27	-87%	-0.06	0.23	-100%
济民医疗	8.95	8.37	7%	-0.65	0.34	-290%	-0.68	0.17	-491%	2.34	2.23	5%	0.15	0.34	-56%	0.14	0.33	-58%
中红医疗	21.05	15.73	34%	-1.31	0.67	-296%	-2.16	-0.70	-100%	5.45	4.32	26%	0.01	-0.06	-100%	-0.18	-0.41	-100%
之江生物	2.74	23.26	-88%	-1.37	7.60	-118%	-1.55	7.12	-122%	0.51	0.84	-39%	0.27	0.06	346%	0.26	0.07	266%
ST南卫	6.00	5.45	10%	-1.47	-0.15	-100%	-1.47	-0.19	-100%	1.39	2.26	-38%	0.02	0.07	-75%	0.01	0.06	-100%
尚荣医疗	11.93	12.76	-6%	-1.49	-3.08	-100%	-1.54	-3.25	-100%	2.76	3.09	-11%	0.14	0.07	97%	0.06	0.06	4%
天智航-U	2.10	1.56	34%	-1.56	-1.11	-100%	-2.14	-1.33	-100%	0.29	0.40	-27%	-0.10	0.09	-216%	-0.40	-0.40	-100%
易瑞生物	2.54	6.87	-63%	-1.85	0.83	-323%	-1.94	0.65	-396%	0.36	0.61	-40%	-0.07	-0.28	-100%	-0.08	-0.30	-100%
科华生物	24.28	69.70	-65%	-2.34	9.71	-124%	-2.80	9.52	-139%	4.43	8.33	-47%	-0.29	0.55	-153%	-0.39	0.48	-101%
硕世生物	4.03	55.35	-93%	-3.74	18.28	-120%	-4.29	17.66	-124%	0.91	0.94	-3%	0.40	-0.19	-100%	0.15	-0.34	-100%
东方生物	8.20	87.68	-91%	-3.98	20.68	-119%	-4.31	20.89	-121%	1.83	3.76	-51%	-0.67	-0.50	-100%	-1.09	-0.29	-100%
蓝帆医疗	49.27	49.00	1%	-5.68	-3.72	-100%	-6.40	-6.57	-100%	14.55	10.94	33%	-0.99	-0.77	-100%	-1.24	-1.69	-100%
华大智造	29.11	42.31	-31%	-6.07	20.26	-130%	-6.83	2.64	-399%	5.31	6.19	-14%	-2.01	-1.50	-100%	-2.13	-1.65	-100%

来源: Wind, 国金证券研究所

2023年Q4医疗器械(中信)板块销售费用率达到了17.0%，同比+2.5pct；2024Q1销售费用率达到了14.1%，同比-0.2pct。随着公共卫生事件和院内秩序整顿的影响趋于稳定，相关企业销售费用水平2024年开始回归较稳定状态。



图表18: 2019Q1-2024Q1 医疗器械（中信）板块销售费用及费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

研发投入保持稳定增长，监管端加速创新产品审批上市

2023 年 Q4 医疗器械（中信）板块研发费用率达到 10.7%，同比+1.9pct；2024Q1 研发费用率达到 8.9%，同比+0.6pct。国内医疗器械研发投入及费用率长期呈现逐步提升趋势，医疗器械（中信）板块研发费用率已从 2019 年的 6.9% 提升到 2023 年的 9.2%，4 年时间提升 2.3pct。

随着国家多项鼓励科技创新政策出台并实施，医疗器械创新发展呈加速之势，医疗器械生产企业创新研发内在的动力大大增强，创新医疗器械产品将加速涌现。国内上市公司研发投入占收入比例正在逐步接近跨国医疗器械公司水平。

企业在加大创新产品研发投入的同时，国家药监局也加速了创新医疗器械的审批速度，2023 年，国家药监局共批准创新医疗器械 61 个，相比 2022 年增加 11%，优先审批医疗器械 12 个。从 2014 年至 2023 年，国家药监局共批准 250 个创新医疗器械。

图表19: 2019Q1-2024Q1 医疗器械（中信）板块研发费用及费用率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

从投资角度，未来医疗器械投资建议重点把握以下方向

- 院内复苏带动有性价比的优质增长赛道如化学发光，体外诊断、外周介入等；
- 从国内市场高增长赛道如电生理、软镜诊疗等；



- 院外消费医疗器械：景气度恢复叠加线上渠道放量，血糖、呼吸等领域有望诞生大单品；
 - 医疗设备国内恢复和海外同步放量投资机会
- 标的：迈瑞医疗、安图生物、新产业、健帆生物、心脉医疗、三诺生物等

生物制品：细分赛道表现分化，把握大单品高成长红利

2023 年生物制品板块公司整体实现业绩稳健增长，不同细分赛道企业业绩出现一定程度分化。

- 一方面部分品种被纳入集采、公共卫生政策出现变化，部分企业业绩出现一定程度波动；目前这些影响已经基本出清，相应企业进入平稳增长区间；
- 另一方面，高成长性细分赛道上的龙头大单品放量，业绩增速尤为亮眼，后续建议持续关注大单品高成长红利。

2024 年一季度板块整体增速有所回落，与医药板块整体势头类似。一方面有基数原因，另一方面随着整体诊疗秩序回归正常，相关企业未来将持续恢复。

图表20：部分生物制品公司2023年主要财务数据

	22年收入 (亿元)	23年收入 (亿元)	yoy (%)	22年归母净 利润(亿 元)	23年归母净 利润(亿 元)	yoy (%)	22年扣非归 母净利润 (亿元)	23年扣非归 母净利润 (亿元)	yoy (%)
智飞生物	382.6	529.2	38%	75.4	80.7	7%	75.1	79.2	5%
康泰生物	31.6	34.8	10%	-1.3	8.6	扭亏为盈	-1.8	7.2	扭亏为盈
百克生物	10.7	18.2	70%	1.8	5.0	176%	1.7	4.9	196%
华兰疫苗	18.3	24.1	32%	5.2	8.6	65%	4.5	7.6	68%
长春高新	126.3	145.7	15%	41.4	45.3	9%	41.2	45.2	10%
安科生物	23.3	28.7	23%	7.0	8.5	20%	6.4	8.1	26%
天坛生物	42.6	51.8	22%	8.8	11.1	26%	8.5	11.0	29%
华兰生物	45.2	53.4	18%	10.8	14.8	38%	8.9	12.7	42%
博雅生物	27.6	26.5	-4%	4.3	2.4	-45%	3.9	1.4	-64%
通化东宝	27.8	30.8	11%	15.8	11.7	-26%	8.4	11.7	39%
甘李药业	17.1	26.1	52%	-4.4	3.4	扭亏为盈	-4.7	3.0	扭亏为盈
特宝生物	15.3	21.0	38%	2.9	5.6	94%	3.3	5.8	74%

来源：Wind，国金证券研究所

图表21：部分生物制品公司2024年一季度主要财务数据

	1Q23收入 (亿元)	1Q24收入 (亿元)	yoy (%)	1Q23归母净 利润(亿 元)	1Q24归母净 利润(亿 元)	yoy (%)	1Q23扣非归 母净利润 (亿元)	1Q24扣非归 母净利润 (亿元)	yoy (%)
智飞生物	111.7	114.0	2%	20.3	14.6	-28%	20.3	14.5	-28%
康泰生物	7.5	4.5	-40%	2.1	0.5	-74%	1.9	0.1	-92%
百克生物	1.8	2.7	51%	0.2	0.6	229%	0.2	0.6	229%
华兰疫苗	1.4	0.3	-76%	0.9	0.4	-59%	0.7	0.1	-79%
长春高新	27.8	31.8	14%	8.6	8.6	0%	8.5	8.5	-1%
安科生物	5.9	6.6	10%	1.9	2.2	17%	1.8	2.0	15%
天坛生物	12.9	12.2	-5%	2.6	3.2	21%	2.5	3.1	24%
华兰生物	8.8	7.9	-11%	3.5	2.6	-26%	2.8	2.2	-20%
博雅生物	8.1	4.5	-44%	1.7	1.5	-11%	1.4	1.3	-8%
通化东宝	6.7	5.9	-11%	2.5	2.1	-14%	2.5	2.2	-13%
甘李药业	5.6	5.6	0%	0.5	1.0	95%	0.3	0.2	-43%
特宝生物	4.2	5.5	30%	0.8	1.3	53%	1.0	1.5	43%

来源：Wind，国金证券研究所

长效干扰素：慢性乙肝治愈持续深入，看好长效干扰素销售持续超预期

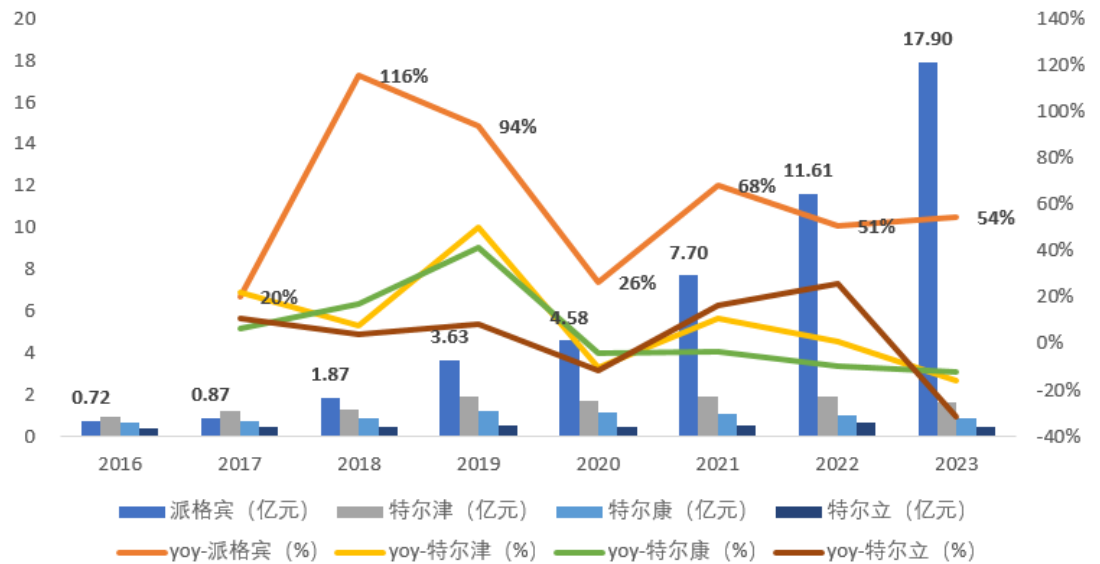
近年来不断涌现的循证医学研究已经显示出长效干扰素作为慢性乙肝患者实现临床功能性治愈的基石药物的潜力，相较于传统核苷酸类药物单用仅能实现 3%左右的治愈率，临



床研究显示序贯/联用长效干扰素 48 周可达到超过 30% 的治愈率 (NAs 经治优势人群)，中国《慢性乙型肝炎防治指南》(2022 年版) 将核苷经治慢性乙型肝炎患者人群考虑使用聚乙二醇干扰素 α 追求临床治愈纳入推荐意见，临床治愈的观念得到进一步深化。

特宝生物 2023 年公司实现收入 21.00 亿元，同比增长 38%；实现归母净利润 5.55 亿元，同比增长 94%；实现扣非归母净利润 5.79 亿元，同比增长 74%。2024 年一季度公司实现收入 5.45 亿元，同比+30%；归母净利润 1.29 亿元，同比+53%；实现扣非归母净利润 1.46 亿元，同比+43%。

图表 22：2016-2023 年特宝生物派格宾收入 (亿元) 持续高速增长



来源：特宝生物公司公告，国金证券研究所

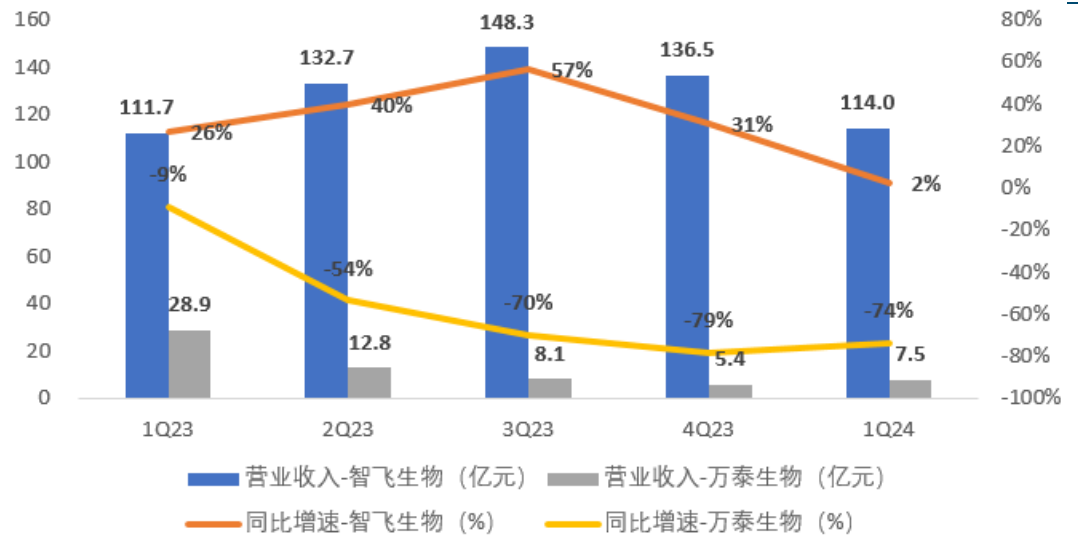
派格宾 (聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液) 于 2016 年获批上市，是国内首个拥有完全自主知识产权的长效干扰素产品，主要应用于病毒性肝炎领域，是慢性乙型肝炎抗病毒治疗一线用药。慢乙肝临床治愈正向着扩大抗病毒治疗人群、拓展临床治愈人群的新阶段发展，以派格宾为基础的乙肝临床治愈科学证据不断积累。以派格宾为基础的乙肝治疗方案在乙肝治疗领域的竞争优势持续扩大，产品市场渗透率的不断提高，销售收入快速增长。2023 年公司核心产品派格宾实现收入 17.90 亿元，同比增长 54.21%，销售量为 284.67 万支，同比增长 46.68%。随着慢性乙肝治愈院端教育及政策端支持持续深入，看好未来长效干扰素销售持续超预期。

疫苗：9 价 HPV 疫苗赛道边际变化值得关注，带状疱疹疫苗放量潜力可期

HPV 疫苗：2022 年 8 月 30 日，国家药监局批准默沙东九价 HPV 疫苗适用人群拓展至 9 至 45 岁适龄女性接种，2023 年上半年随着 9 价 HPV 疫苗适应症扩展相应准入工作逐步落地，九价 HPV 疫苗批签发量快速提升。根据智飞生物公告，2023 年公司代理默沙东九价 HPV 疫苗获批签发约 3655 万支，同比增长 136.16%，四价 HPV 疫苗获批签发约 1034 万支，同比减少 26.27%；从批签发结构上看，公司九价 HPV 疫苗占比持续提升。



图表23: 部分 HPV 疫苗企业 1Q23-1Q24 营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

4月10日, 万泰生物发布公告, 公司全资子公司厦门万泰沧海生物技术有限公司与厦门大学合作研发的“重组人乳头瘤病毒6/11/16/18/31/33/45/52/58型九价疫苗(大肠埃希菌)(以下简称“九价HPV疫苗”)”III期主临床试验V8期访视(共设置12次访视)的现场工作已完成, 正在进行标本检测工作。本试验共设置12次访视(V1-V12访视), 截至V8访视标本检测结束, 主要分析数据集中已累积到方案预定的12月持续性感染终点事件数, 随着数据清理、盲态数据审核会、数据库锁定及揭盲等工作的完成, 近日公司收到了第三方统计公司交付的主要数据初步分析结果, 主要结果符合预期。

目前国内已获批上市的HPV疫苗共5款, 其中GSK、万泰生物、沃森生物获批产品为2价疫苗, 默沙东获批产品为4价、9价疫苗。根据智飞生物与默沙东签订的推广协议, 2023~2026年智飞生物就HPV疫苗约定的基础采购金额分别为276.66亿元、326.26亿元、260.33亿元、178.92亿元。

图表24: 国内部分进入3期临床的HPV疫苗品种

公司	产品名	临床进度	登记号
万泰生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(大肠埃希菌)	3期	CTR20240975、CTR20234270 CTR20212272、CTR20210365 CTR20201716
康乐卫士	重组九价人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(大肠埃希菌)	3期	CTR20223306、CTR20220679 CTR20201791
	重组人乳头瘤病毒三价(16/18/58型)疫苗(大肠杆菌)	3期	CTR20212152、CTR20201795
博唯生物	四价重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18型)疫苗(汉逊酵母)	3期	CTR20222643、CTR20221050 CTR20212044
	重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)九价疫苗	3期	CTR20211044、CTR20201389 CTR20201015、CTR20200540
泽润生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(毕赤酵母)	3期	CTR20222154
国药中生	重组人乳头瘤病毒11价(6/11/16/18/31/33/45/52/58/59/68型)疫苗(汉逊酵母)	3期	CTR20221258
神州细胞	重组人乳头瘤病毒十四价(6/11/16/18/31/33/35/39/45/51/52/56/58/59型)疫苗(昆虫细胞)	3期	CTR20232472
瑞科生物	重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(汉逊酵母)	3期	CTR20210947

来源: 医药魔方, 国金证券研究所

除万泰生物外, 国内目前有多家公司研发的九价或更高价数的HPV疫苗已经进入临床3期, 建议持续关注上市进程。



流感疫苗：23 年实现强势修复，远期市场值得期待

2021~2022 年流感疫苗接种受到公共卫生政策等客观因素影响，相关影响已于 2023 年基本出清，考虑去年流感流行较为严重，2024 年接种量有望登上新台阶。

2018 年至 2020 年，华兰生物流感疫苗年批签发数量分别为 852.3 万剂、1293.4 万剂和 2315.3 万剂，其中四价流感疫苗批签发数量分别为 512.2 万剂、836.1 万剂和 2062.4 万剂，均居国内首位。

目前我国流感疫苗总体接种率为 3% 左右，远低于欧美及东亚地区水平。据美国疾病预防控制中心 (CDC) 公布的数据，在 2022-2023 年流感季，美国 6 个月至 17 岁的儿童接种 ≥ 1 剂流感疫苗的比例为 57.4%，18 ≥ 岁的成年人流感疫苗接种覆盖率为 46.9%，65 岁以上的老年人流感疫苗接种覆盖率则达到 69.7%。世界卫生组织强调老人儿童慢病患者等重点人群流感疫苗接种率需达到 75% 的目标，目前中国 15 岁以下人群、60 岁以上老人等重点人群基数约为 5.17 亿人，重点人群体量庞大而整体接种率偏低，未来我国流感疫苗市场尚有较大增长空间。

带状疱疹疫苗：竞争格局良好，放量潜力可期

目前在我国获批上市的带状疱疹疫苗仅 2 款，分别是百克生物的带状疱疹减毒活疫苗感维以及 GSK 的重组带状疱疹疫苗 Shingrix，竞争格局良好，看好未来市场教育得到多方共同推动。

智飞生物于 2023 年 10 月 8 日与 GSK 签署独家经销和联合推广协议，GSK 将指定公司作为合作区域内重组带状疱疹疫苗的独家进口商和经销商，双方约定重组带状疱疹疫苗 2024-2026 年预计的最低年度采购金额分别为 34.40 亿元、68.80 亿元、103.20 亿元。当前我国带状疱疹疫苗市场竞争格局良好，本次协议落地有望进一步推动国内带状疱疹疫苗医患教育及市场扩容，看好远期市场空间。

图表 25：重组带状疱疹疫苗为 GSK 2023 年销售额最高的疫苗品种

	Commercial Operations turnover by therapeutic area 2023											
	Total			US			Europe			International		
	2023	Growth		2023	Growth		2023	Growth		2023	Growth	
Em	£%	CER%	Em	£%	CER%	Em	£%	CER%	Em	£%	CER%	
Shingles	3,446	16	17	1,880	(4)	(4)	908	32	30	658	>100	>100
Shingrix	3,446	16	17	1,880	(4)	(4)	908	32	30	658	>100	>100
Meningitis	1,260	13	14	610	6	7	433	20	17	217	20	29
Bexsero	849	13	14	311	(7)	(6)	417	24	21	121	46	61
Menveo	380	10	12	299	25	25	12	(40)	(45)	69	(19)	(13)
Other	31	72	67	-	-	-	4	(20)	(20)	27	>100	>100
RSV	1,238	-	-	1,194	-	-	4	-	-	40	-	-
Arexvy	1,238	-	-	1,194	-	-	4	-	-	40	-	-
Influenza	504	(29)	(29)	371	(32)	(32)	39	(32)	(33)	94	(13)	(10)
Fluarix/FluLaval	504	(29)	(29)	371	(32)	(32)	39	(32)	(33)	94	(13)	(10)
Established Vaccines	3,266	6	7	1,254	8	9	742	3	2	1,270	5	7
Infanrix, Pediarix	554	(7)	(6)	291	(11)	(11)	121	(8)	(8)	142	4	10
Boostrix	614	3	4	394	9	10	122	(12)	(13)	98	2	4
Hepatitis	611	7	8	336	(2)	(1)	177	25	23	98	14	17
Rotarix	614	17	18	192	>100	>100	118	(3)	(5)	304	(2)	2
Synflorix	275	(10)	(10)	-	-	-	36	6	3	239	(12)	(12)
Priorix, Priorix Tetra, Varilrix	265	41	41	16	60	60	129	33	30	120	48	53
Cervarix	120	3	5	-	-	-	33	50	45	87	(8)	(4)
Others	213	13	11	25	14	9	6	(82)	(76)	182	37	34
Vaccines ex COVID	9,714	23	24	5,309	25	26	2,126	16	15	2,279	26	31
Pandemic vaccines	150	>100	>100	-	-	-	130	>100	>100	20	>100	>100
Pandemic adjuvant	150	>100	>100	-	-	-	130	>100	>100	20	>100	>100
Vaccines	9,864	24	25	5,309	25	26	2,256	20	18	2,299	27	31

来源：GSK 官网，国金证券研究所

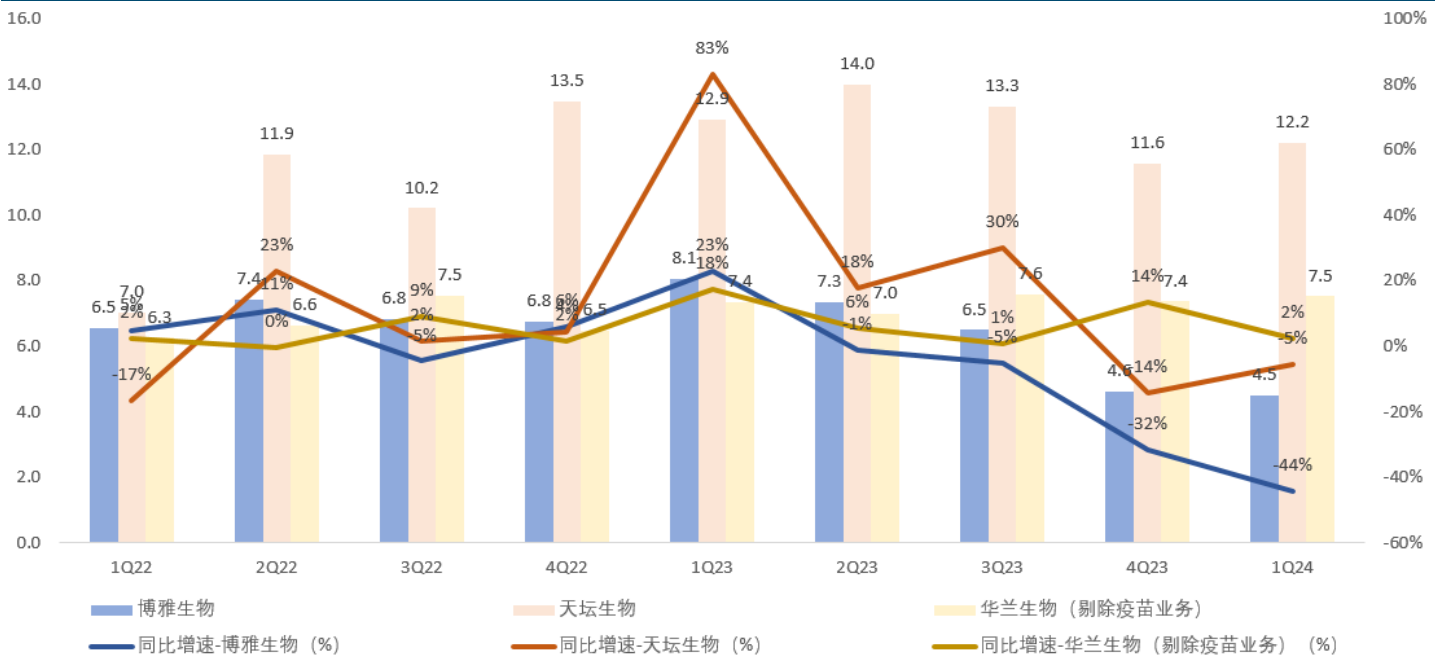
根据 GSK2023 年年报，其重组带状疱疹疫苗 Shingrix 2023 年全球实现销售收入 34.46 亿欧元，同比增长 17%，为 2023 年 GSK 销售额最高的疫苗品种。从销售地域看，美国仍为重组带状疱疹疫苗销售额最高地区，2023 年实现销售收入 18.80 亿欧元，但经过数年商业化推广年销售额已基本达峰，销售额同比下降 4% (固定汇率)。除欧洲、美国以外的国际市场商业化进展迅速，2023 年实现收入 6.58 亿欧元，同比增速超过 100%。



血制品：行业向上趋势稳固，一季度因高基数短期承压

2023 年年初因公共卫生政策调整等因素，院端对白蛋白及静丙需求持续上升，血制品企业渠道库存相应降低，2023 年一季度血制品企业业绩实现快速增长。从全年维度看，白蛋白及静丙等品种院端供需持续处于紧平衡状态，行业景气度仍维持稳定向上。2024 年一季度因上一年业绩高基数因素，血制品企业一季度业绩短期承压。未来随着头部企业浆站接续落地、产品线持续丰富，浆源拓展+效率提升的长期增长逻辑不变。

图表26：部分血制品企业 1Q22~1Q24 各季度收入（亿元）及同比增速（%）

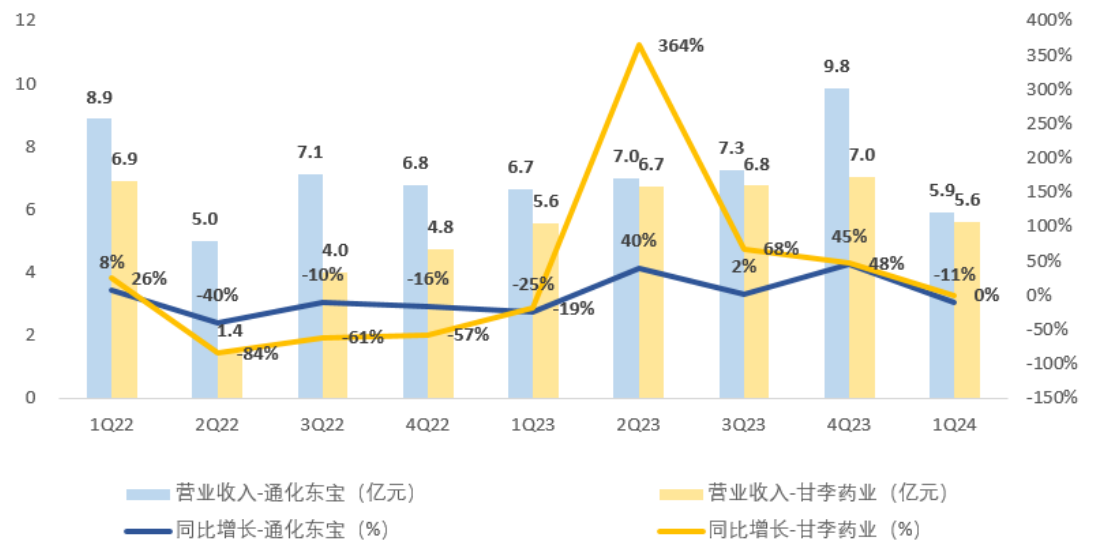


来源：wind，国金证券研究所

胰岛素：接续集采拟中选结果公布，看好头部企业国产替代进程加速

2022 年 5 月首次胰岛素专项集采落地执行，胰岛素企业业绩短期出现一定程度波动。2023 年，随着产品销量持续提升，公司业绩开始逐季度企稳回升。

图表27：部分胰岛素企业 1Q22-1Q24 收入（亿元）及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

2024 年 4 月 23 日，国家组织药品集中采购办公室公布全国药品集中采购（胰岛素专项接



续) 拟中选结果。本次接续采购全国共有 35000 多家医疗机构参加, 填报胰岛素需求量超过 2.4 亿支, 涵盖临床常用的二代和三代胰岛素。胰岛素生产企业积极参与, 所有投标企业均有全部或部分产品中选。

图表28: 部分企业本次胰岛素专项集采续约拟中选结果

公司	二代进阶					二代基础					二代预混				
	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)
甘李药业	n/a										精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	25.90	A	17.89	45%
通化东宝	人胰岛素注射液	25.93	A	28.96	-10%	精蛋白人胰岛素注射液	25.93	A	29.96	-13%	精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	25.93	A	28.96	-10%
联邦制药	人胰岛素注射液	25.91	A	28.77	-10%	精蛋白人胰岛素注射液	25.91	A	29.37	-12%	精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	25.91	A	27.37	-5%
诺和诺德	人胰岛素注射液	29.56	C	30	-1%	精蛋白人胰岛素注射液	29.56	C	30	-1%	精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	29.56	C	30	-1%
礼来	人胰岛素注射液	n/a	未中标	30	n/a	精蛋白人胰岛素注射液	n/a	未中标	30	n/a	精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)	29.56	C	30	-1%
公司	三代进阶					三代基础					三代预混				
	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)	产品名	本次拟中选价格	中标类别	上一轮中标价格	价格变化 (%)
甘李药业	门冬胰岛素注射液	25.9	A	19.98	30%	甘精胰岛素	65.3	A	48.71	34%	门冬胰岛素30注射液	25.9	A	24.56	5%
	赖脯胰岛素注射液	35.55	B	23.98	48%						精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	35.55	B	28.88	23%
通化东宝	门冬胰岛素注射液	23.98	A	42.33	-43%	甘精胰岛素注射液	63.33	A1	77.98	-19%	门冬胰岛素30注射液	23.98	A1	n/a	
联邦制药	门冬胰岛素注射液	25.91	A	41.27	-37%	甘精胰岛素注射液	65.31	A	66.97	-2%	门冬胰岛素30注射液	25.91	A	41.27	-37%
诺和诺德	门冬胰岛素注射液	35.55	B	43.2	-18%	德谷胰岛素注射液	82.2	C	73.07	12%	门冬胰岛素30注射液	35.55	B	43.2	-18%
礼来	赖脯胰岛素注射液	38.42	C	23.57	63%	甘精胰岛素注射液	77.11	C	n/a	n/a	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R)	38.42	C	18.89	103%
赛诺菲	谷精胰岛素注射液	38.42	C	43.2	-11%	甘精胰岛素注射液	65.32	A	69	-5%					

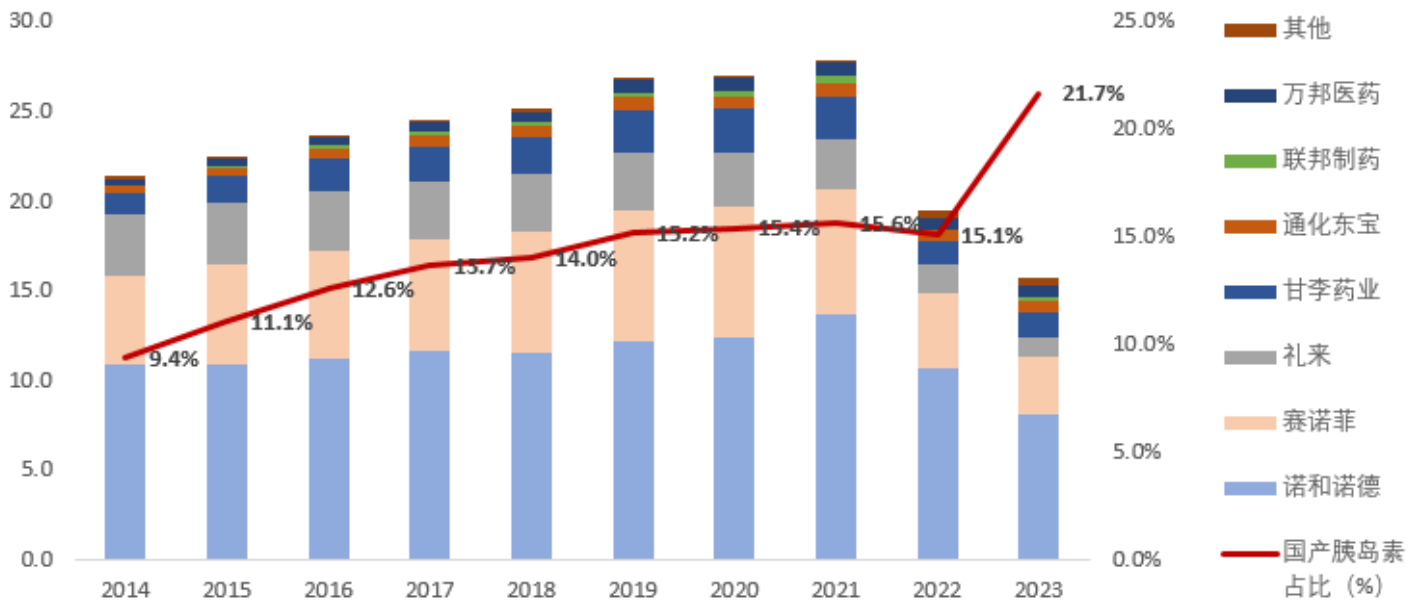
来源: 上海阳光医药采购网, 国金证券研究所

部分国产胰岛素企业高位中标, 有望带动业绩持续增长。根据拟中选结果, 甘李药业参与申报的精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)、赖脯胰岛素注射液、门冬胰岛素注射液、甘精胰岛素注射液、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液 (25R) 及门冬胰岛素 30 注射液等品种在胰岛素接续采购中均获得拟中选资格, 所有参加组别均有拟中选 A 类品种。公司上述拟中标的 6 个产品及相关品规, 2022 年度合计销售额为 136,907.43 万元, 占公司 2022 年度营业收入比例为 79.96%; 2023 年前三季度合计销售额为 158,156.93 万元, 占公司 2023 年前三季度营业收入比例为 82.99%。

通化东宝人胰岛素注射液、精蛋白人胰岛素注射液、精蛋白人胰岛素混合注射液 (30R)、精蛋白人胰岛素混合注射液 (40R)、精蛋白人胰岛素混合注射液 (50R)、甘精胰岛素注射液、门冬胰岛素注射液、门冬胰岛素 30 注射液、门冬胰岛素 50 注射液多个规格产品成功以 A 类拟中选, 其中甘精胰岛素和预混型门冬胰岛素 (门冬胰岛素 30 注射液与门冬胰岛素 50 注射液) 2 类胰岛素类似物大品种产品均以 A1 类拟中选。公司上述拟中选产品 2023 年度合计销售额为 25.58 亿元, 占公司 2023 年度营业收入比例为 83.19%。



图表29：2014-2023年样本医院各厂商胰岛素销售额（亿元）及国产胰岛素占比（%）



来源：pdb，国金证券研究所

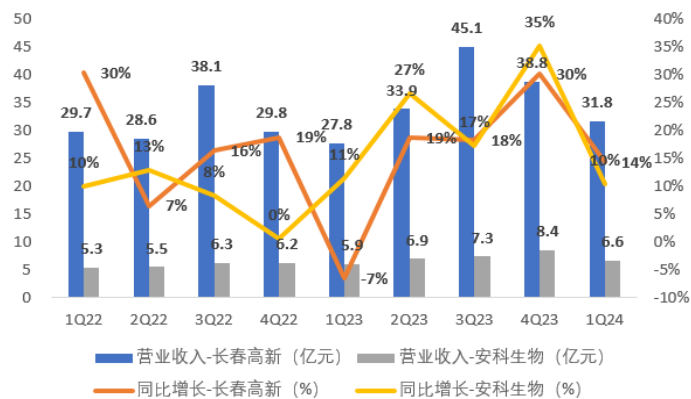
自2022年5月始，胰岛素国家专项集采在各省市陆续落地，在胰岛素产品价格出现下降的同时，国产替代进程大大加速。根据PDB，样本医院胰岛素市场份额主要被诺和诺德、礼来、赛诺菲等外资巨头药企占据，但近年来国产胰岛素份额持续上升，其中2023年国产胰岛素样本医院份额显著提升。

根据本次胰岛素专项接续拟中选结果，诺和诺德与礼来两大制药巨头胰岛素产品中标类别均为B类或C类，根据集采规则，B/C类中标类别产品仅能获得最多不超过65%的首年采购需求量，未分配的采购需求和未中选产品的采购需求量作为剩余量，由医药机构在A类中选产品中自主选择。本次胰岛素集采专项接续将执行至2027年末，看好胰岛素国产替代进程进一步深化。

生长激素：政策边际变化有限，看好延续稳健增长

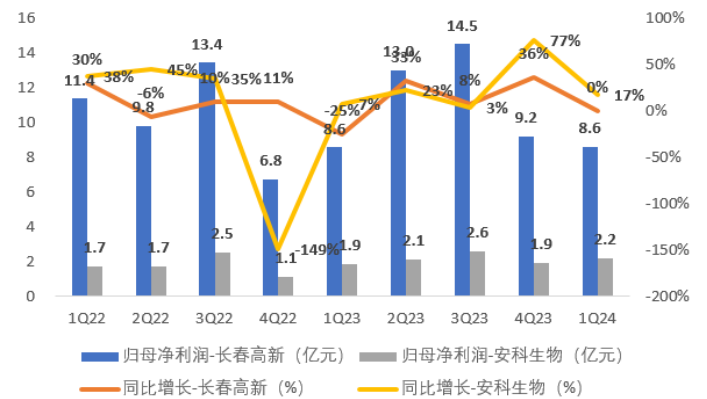
2023年开年以来，随着公共卫生政策调整，生长激素企业经营节奏逐步恢复正常，企业重回稳步增长轨道，各季度收入及利润端持续维持稳健增长。

图表30：生长激素企业23年以来收入（亿元）持续改善



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：生长激素企业23年利润维持同比增长（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所



图表32：2022-2023 年生长激素部分集采中标结果

剂型	企业	规格	广东联盟集采	河北集采	浙江集采	
粉针	金赛药业	2.5IU/0.85mg/1.0ml	中选 (中选价约20.93元)		拟中选	
		4.0IU/1.33mg/1.0ml	中选 (中选价30元)	中选		
		4.5IU/1.7mg/1.0ml				
		10IU/3.7mg/1.0ml	中选 (中选价约60.50元)			
	安科生物	12IU/0.85mg/1.0ml				
		2IU/0.67mg				
		4IU/1.33mg	备选 (备选价约53.14元)			拟中选
		4.5IU/1.5mg				
		6IU/2mg	备选 (备选价72.48元)			
		10IU/3.33mg				
水针	金赛药业	2IU/0.66mg/0.4ml			拟中选	
		4.5IU/1.5mg/0.9ml				
		15IU/5mg/1.5ml				
		15IU/5mg/3ml				
	安科生物	30IU/10mg/3ml				
		4IU/1.33mg/1ml		中选		拟中选
		6IU/2mg/0.6ml				
		8IU/2.66mg/0.8ml				
		10IU/3.33mg/1ml				

来源：广东省药品交易中心，河北省医保局，浙江省药械采购中心，国金证券研究所

近两年来生长激素先后被纳入广东联盟、河北省及浙江省等地集中带量采购，根据公布的集采中标结果，生长激素价格体系整体仍保持稳定。鉴于生长激素使用场景多数集中在非公立医疗机构，纳入集采对于企业经营业绩影响有限。目前我国生长激素渗透率仍有较大提升空间，未来随着渗透率提升以及剂型升级，看好生长激素行业持续增长。

医疗服务：龙头业绩彰显韧性，Q2 有望加速复苏

以样本医疗服务上市公司业绩为例，2023 全年板块收入同比+28.8%，归母净利润同比120.2%，扣非归母净利润同比增长 110.4%。板块整体利润端高增主要系外延战略初显成效，医疗服务网络逐渐完善，进而带动板块盈利能力同比提升。

图表33：2023 年部分医疗服务公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况 (单位:亿元)

公司	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母净利润	22年归母净利润	yoy%	23年扣非归母	22年扣非归母	yoy%
爱尔眼科	203.67	161.10	26%	33.59	25.24	33%	35.14	29.19	20%
华夏眼科	40.13	32.33	24%	6.66	5.12	30%	6.62	5.39	23%
通策医疗	28.47	27.19	5%	5.00	5.48	-9%	4.81	5.25	-8%
美年健康	108.94	86.16	26%	5.06	-5.59		4.63	-5.68	
国际医学	46.18	27.11	70%	-3.68	-11.77		-4.99	-11.23	
三星医疗	114.63	90.98	26%	19.04	9.48	101%	16.69	10.59	58%
普瑞眼科	27.18	17.26	57%	2.68	0.21	1203%	1.98	0.19	967%
盈康生命	14.71	11.56	27%	1.00	-5.96		1.04	-5.97	
何氏眼科	11.85	9.55	24%	0.64	0.33	91%	0.55	0.28	101%
欧普康视	17.37	15.25	14%	6.67	6.24	7%	5.72	5.60	2%
爱博医疗	9.51	5.79	64%	3.04	2.33	31%	2.89	2.08	39%
时代天使	14.76	12.70	16%	0.53	2.14	-75%	-	-	-
海吉亚医疗	40.77	31.96	28%	6.83	4.77	43%	-	-	-
固生堂	23.23	16.25	43%	2.52	1.83	38%	-	-	-
朝聚眼科	13.70	9.90	38%	2.29	1.88	22%	-	-	-

来源：WIND，国金证券研究所

医疗服务医院板块整体销售费用率为 11.08% (同比-0.32pct)，管理费用率为 12.09% (同比-1.33pct)，研发费用率为 1.24% (同比+0.01pct)，整体板块经营指标健康。

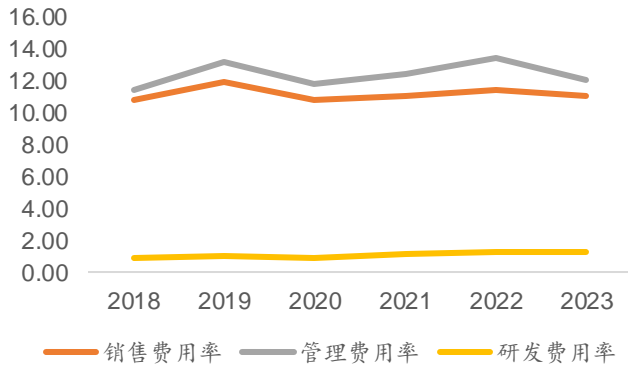
盈利能力方面，23 年医疗服务医院板块净资产收益率 (ROE) 为 9.03%，同比+8.38pct。其中 23 年板块销售净利率为 9.06% (同比+7.81pct)。板块盈利能力增强主要受到院内诊疗人次复苏驱动。

23 年板块整体总资产周转率也有提升，23 年板块总资产周转率为 0.58% (同比+0.09%)。影响总资产周转率的因素包括 1) 诊疗量的提升导致医院设备、床位等医疗资源的利用率

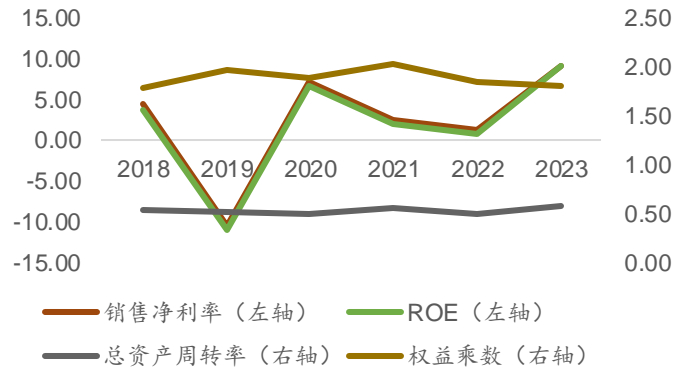


提高；资源配置优化提升总资产周转率；医疗服务质量的提升吸引更多患者等。板块 23 年权益乘数为 1.79 (同比下降 0.05)，整体趋势相对稳定。预计未来随新开医院逐步过渡至成熟期，板块销售净利率有望进一步提升，带动板块 ROE 持续优化。

图表34：医疗服务-医院板块费用率 (%) 对比



图表35：医疗服务-医院板块 ROE (%) 及拆解



来源：WIND，国金证券研究所

来源：WIND，国金证券研究所

2024 年 Q1 板块收入同比增长+7.9%，归母净利润同比-4.2%，扣非归母净利润同比+3.6%。24Q1 增速放缓一方面由于 2023 年同期存在积压需求释放带来的基数高峰；另一方面也由于 2024 年一季度同期出游较上年有明显提升；同时龙头企业选择逆势扩张，坚持投入，影响利润表短期表现。

春节前后并非板块业绩传统旺季，且整体运行仍较为稳健，我们认为板块整体增长趋势稳定，业绩有望逐季提升。中长期维度我们看好新医院逐渐爬坡为成熟医院，驱动板块长期成长。

图表36：2024Q1 部分医疗服务公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况

公司	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母净 利润	23Q1年归母 净利润	yoy%	24Q1扣非归 母	23Q1扣非归 母	yoy%
爱尔眼科	51.96	50.21	3%	8.99	7.81	15%	8.43	7.52	12%
华厦眼科	9.78	9.31	5%	1.56	1.50	4%	1.57	1.47	7%
通策医疗	7.08	6.75	5%	1.73	1.69	3%	1.70	1.64	4%
美年健康	18.01	20.96	-14%	-2.87	-1.67	-71%	-3.02	-1.76	-71%
国际医学	11.73	10.59	11%	-1.05	-0.75	-39%	-0.90	-1.03	-12%
三星医疗	30.25	22.48	35%	3.64	2.70	35%	3.75	2.66	41%
普瑞眼科	6.76	6.50	4%	0.17	1.62	-90%	0.19	0.71	-73%
盈康生命	4.16	3.61	15%	0.26	0.40	-34%	0.24	0.39	-39%
何氏眼科	2.85	3.07	-7%	0.29	0.57	-49%	0.28	0.55	-49%
欧普康视	4.65	4.01	16%	1.93	1.73	11%	1.67	1.49	12%
爱博医疗	3.10	1.90	64%	1.03	0.78	31%	0.99	0.75	32%

来源：WIND，国金证券研究所

医美：盈利能力逐步改善，看好新品落地贡献业绩增量

以样本医美上市公司业绩为例，2023 全年整体收入同比+7.7%，归母净利润同比+11.7%，扣非归母净利润同比增长 13.4%，整体板块需求具有韧性。

2024Q1 医美板块克服不利因素，继续实现增长，体现板块需求刚性。



图表37: 2023年及24Q1部分医美公司收入、归母净利润及扣非归母净利润增长情况

	23年收入	22年收入	yoy%	23年归母净 利润	22年归母净 利润	yoy%	23年扣非归 母	22年扣非归 母	yoy%
爱美客	28.69	19.39	48%	18.58	12.64	47%	18.31	11.97	53%
华东医药	406.24	377.15	8%	28.39	24.99	14%	27.37	24.10	14%
华熙生物	60.76	63.59	-4%	5.93	9.71	-39%	4.90	8.52	-42%
	24Q1收入	23Q1收入	yoy%	24Q1归母净 利润	23Q1年归母 净利润	yoy%	24Q1扣非归 母	23Q1扣非归 母	yoy%
爱美客	8.08	6.30	28%	5.27	4.14	27%	5.28	3.87	37%
华东医药	104.11	101.15	3%	8.62	7.55	14%	8.38	7.58	11%
华熙生物	13.61	13.05	4%	2.43	2.00	21%	2.31	1.51	53%

来源: WIND, 国金证券研究所

爱美客: 截至23年末, 在公司的在研管线中已经进入临床及注册程序的项目包括麻膏管线(利多卡因丁卡因乳膏)减重管线(利拉鲁肽注射液、司美格鲁肽注射液)、填充剂(注射用A型肉毒毒素、去氧胆酸注射液)以及透明质酸酶等。

此外据爱美客公告, 23年11月爱美客与Jeisys公司签署《经销协议》Jeisys授权公司负责其旗下Density和LinearZ医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地的推广、分销、销售和相关服务, 且公司对上述约定产品在上述区域内具有排他性权利, 为中国内地独家经销商。该经销协议的签订补足公司在能量类项目的布局缺口。预计未来随新品上市, 有望持续推动爱美客市场竞争力的提升。

图表38: 爱美客在研管线梳理

1、进入临床及注册程序的项目					
序号	产品名称	注册分类	临床用途	注册所处阶段	进展情况
1	注射用A型肉毒毒素	治疗用生物制品 15类	中度至重度皱眉纹	注册申报阶段	注册申报阶段
2	利拉鲁肽注射液	治疗用生物制品 3.3类	慢性体重管理, 适用于初始体重指数(BMI)为30kg/m2及以上(肥胖)或BMI为27kg/m2及以上(超重)并伴有至少一种与体重相关的并发症如高血压、II型糖尿病或高脂血症的成人患者。	临床试验阶段	完成I期临床试验
3	利多卡因丁卡因乳膏	化学药品3类	用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉	III期临床试验阶段	III期临床试验阶段
2、临床前项目					
序号	产品名称	2023年进度及变化		预期进度(2024年)	
1	去氧胆酸注射液	临床前在研阶段		提交临床试验申请	
2	透明质酸酶	临床前在研阶段		提交临床试验申请	
3	司美格鲁肽注射液	临床前在研阶段		提交临床试验申请	

来源: 公司年报, 国金证券研究所

华东医药: 截至23年末华东医药在全球范围内已拥有“无创+微创”医美领域高端产品38款, 其中已上市24款, 产品组合覆盖改善眉间纹、面部和全身注射填充、能量源类皮肤管理、身体塑形等非手术类主流医美领域。同时其医美业务拥有近300人的专业化市场推广团队, 已搭建起全球化医美营销网络, 目前产品销售已覆盖全球80多个国家和地区。未来随公司继续做深做细医美市场, 打造品牌及口碑优势, 有望持续拓展市场份额。



图表39：华东医药国内医美产品注册及上市进度

国内医美产品注册及上市进度				
序号	类型	产品名称	用途	最新进度
1	注射剂	MaiLi Extreme透明质酸	面部填充	中国临床试验顺利达成主要研究终点，并显示出良好的产品安全性数据；预计于2024年Q2递交国内注册申请。
2	注射剂	MaiLi Extreme透明质酸	面部填充	2023年12月完成临床试验首例受试者入组，目前正在按计划招募中。
3	注射剂	Ellansé-M	面部填充	已于2023年3月完成中国临床试验全部受试者入组，正在进行随访中。
4	注射剂	LanlumaV聚左旋乳酸	面部填充	2024年2月获得临床试验组长单位伦理批件。
5	能量源设备	Glacial Rx (F1)	祛除皮肤	国内注册检测及技术资料准备正在有序开展中。
6	能量源设备	V20	改善身体	注册申请于2023年9月获得国家药监局器审中心受理，同年12月收到补充意见通知书，目前已完成全部技术资料的准备。
7	能量源设备	V30	改善身体	已完成全部注册检验，正在整理试验数据；技术资料正在有序准备中。
8	生美设备	Préime DermaFacial	面部皮肤	已于2023年9月收到国家药监局标管中心出具的非医疗器械分类界定告知书。

来源：公司年报，国金证券研究所

华熙生物：据公司年报，截至23年末华熙生物药械研发项目99个。研发进展包括：1) 公司三类医疗器械透明质酸钠复合溶液处于注册补正阶段，预期用途为纠正中重度颈纹，预计2024年下半年取得注册证；2) 公司三类医疗器械水光产品进入注册申报阶段，有望成为首批合规上市的水光适应症产品；3) 公司围绕重组胶原蛋白原料开发的终端产品，于2024年1月取得二类医疗器械注册证（重组胶原蛋白创面敷料），自主研发胶原蛋白三类医疗器械终端产品即将进入临床阶段等。未来随公司继续做深做细医美市场，打造品牌及口碑优势，有望持续拓展市场份额。

上游供应制造：需求端景气度待修复，关注设备更新和国产仪器替代

需求端景气度待修复

2023年安如我们统计的部分医药上游试剂耗材、制药装备、科学仪器代表型企业实现营业收入137.67亿元（YOY -15.3%）、323.6亿元（YOY 7.4%）、67.17亿元（YOY -3.8%），归母净利润分别为56.25亿元（YOY -4.3%）、25.82亿元（YOY -4.9%）、-3.36亿元（YOY -5.1%）；

2024Q1分别实现营业收入34.18亿元（YOY 7.8%）、55.96亿元（YOY -5.8%）、11.48亿元（YOY -2.5%），归母净利润分别为4.18亿元（YOY 1.9%）、2.28亿元（YOY -53.1%）、-0.59亿元（YOY 16.8%）。医药上游整体行业景气度有待修复。

图表40：2018-2024Q1医药上游营收及归母净利润业绩表现

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2023Q1	2022Q1
营业收入/亿元									
试剂耗材	50.77	63.66	103.77	129.92	162.50	137.67	34.18	31.70	38.76
YoY		25.4%	63.0%	25.2%	25.1%	-15.3%	7.8%	-18.2%	
制药装备	177.27	173.46	203.85	254.71	301.35	323.60	55.96	59.39	52.05
YOY		-2.1%	17.5%	24.9%	18.3%	7.4%	-5.8%	14.1%	
科学仪器	61.56	63.59	67.01	74.18	69.81	67.17	11.48	11.77	11.30
YOY		3.3%	5.4%	10.7%	-5.9%	-3.8%	-2.5%	4.2%	
归母净利润/亿元									
试剂耗材	7.03	9.75	32.94	32.85	58.75	56.25	4.18	4.10	10.74
YoY		38.8%	237.8%	-0.3%	78.8%	-4.3%	1.9%	-61.8%	
制药装备	4.35	13.70	13.64	25.71	27.15	25.82	2.85	6.09	5.17
YOY		215.0%	-0.4%	88.5%	5.6%	-4.9%	-53.1%	17.8%	
科学仪器	8.33	3.04	7.81	-0.13	-3.20	-3.36	-0.59	-0.71	-0.28
YOY		-63.5%	156.7%	-101.6%	-2608.2%	-5.1%	16.8%	-152.4%	



来源: wind, 国金证券研究所

医药上游公司创新不断

试剂耗材企业向产品端延伸。2024年4月14日,诺唯赞开发的AD系列诊断试剂产品取得《医疗器械注册证》。包含β淀粉样蛋白1-40(Aβ1-40)检测试剂盒、β淀粉样蛋白1-42(Aβ1-42)检测试剂盒、磷酸化Tau217蛋白(p-Tau217)检测试剂盒、磷酸化Tau181蛋白(p-Tau181)检测试剂盒、神经丝轻链蛋白(NfL)检测试剂盒、以及胶质纤维酸性蛋白(GFAP)检测试剂盒。该系列可满足对AD的早期筛查、辅助诊断、治疗监测及预后等多种临床应用。搭配化学发光免疫分析仪,可实现对AD血液样本的全自动高通量检测。

2024年4月8日,键凯科技自主研发的注射用交联透明质酸钠凝胶提交注册申请并获国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心正式受理。该产品基于聚乙二醇(PEG)修饰技术自主研发的新型3类无源植入器械,主要适用于通过皮下注射纠正中重度鼻唇沟皱纹以获得理想的面部轮廓矫正,为国内首款自主知识产权的PEG交联透明质酸钠凝胶产品。试剂耗材企业基于自身研发实力,不断将业务延伸至具有较高壁垒的终端产品领域。

图表41: 2023年及2024Q1部分医药上游公司收入、归母净利润增长情况

公司简称	营业收入		归母净利润		营业收入同比增速(分年度)				归母净利润同比增速(分年度)				营业收入同比增速(分年度)				归母净利润同比增速(分年度)			
	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24	1Q21	1Q22	1Q23	1Q24
试剂耗材																				
优宁维	12.26	2.72	0.40	0.05	8%	31%	8%	3%	32%	42%	-2%	-8%			13%	-1%			-18%	-7%
泰坦科技	27.70	6.64	0.73	0.02	21%	56%	20%	6%	39%	40%	-13%	-4%	103%	42%	13%	1%	439%	26%	29%	-9%
阿拉丁	4.03	0.98	0.86	0.17	12%	23%	31%	7%	17%	20%	3%	-7%	76%	47%	-6%	14%	147%	55%	-44%	-1%
洁特生物	4.63	0.98	0.35	0.08	104%	70%	29%	24%	80%	43%	-4%	-5%	134%	9%	-6%	32%	44%	-15%	-12%	-103%
诺唯赞	12.86	3.02	(0.71)	0.05	483%	19%	91%	24%	3086%	-17%	-12%	-11%			-6%	0%			-11%	-10%
义翘神州	6.46	1.52	2.60	0.44	783%	-40%	40%	12%	2997%	-36%	-5%	-14%	311%	-61%	-1%	-3%	418%	-66%	-27%	-48%
百普赛斯	5.44	1.46	1.54	0.31	138%	56%	23%	15%	944%	50%	17%	-2%			20%	7%			-16%	-32%
键凯科技	2.92	0.65	1.16	0.14	39%	88%	16%	8%	39%	105%	6%	-3%	159%	44%	-8%	-5%	230%	45%	-10%	-6%
威尔药业	11.56	3.30	1.12	0.35	-16%	42%	7%	4%	-22%	1%	-6%	18%	46%	28%	-1%	34%	-19%	5%	-4%	32%
纳微科技	5.87	1.54	0.69	0.17	58%	118%	58%	7%	210%	159%	46%	-7%	161%	112%	-6%	17%	498%	176%	-8%	37%
蓝晓科技	24.89	6.31	7.17	1.69	-9%	30%	61%	30%	-20%	54%	-3%	-3%	126%	13%	51%	26%	229%	-8%	66%	26%
拱东医疗	9.75	2.72	1.09	0.45	50%	44%	23%	34%	99%	38%	5%	-6%	156%	33%	-3%	20%	232%	20%	-7%	56%
昌红科技	9.31	2.33	0.32	0.25	56%	1%	9%	24%	173%	-34%	14%	-7%	52%	7%	-3%	-1%	125%	14%	-30%	-21%
制剂装备																				
迦南科技	10.47	2.19	(0.23)	(0.06)	43%	5%	4%	5%	32%	9%	-20%	-6%	95%	25%	1%	10%	67%	68%	-5%	-13%
新华医疗	100.12	25.29	6.54	2.11	4%	4%	2%	8%	-73%	138%	-10%	30%	46%	-16%	15%	4%	338%	-13%	54%	7%
泰林生物	2.70	0.80	0.20	0.06	11%	41%	32%	28%	41%	31%	25%	-7%	18%	49%	10%	1%	31%	45%	26%	-6%
森松国际	73.60		8.45		5%	44%	52%	19%	94%	32%	76%	26%								
楚天科技	68.53	13.92	3.17	(0.21)	87%	47%	23%	6%	328%	182%	0%	-44%	334%	20%	13%	-10%	-487%	22%	4%	-16%
东富龙	56.42	11.09	6.00	0.65	20%	55%	30%	3%	218%	79%	2%	-29%	42%	73%	15%	-2%	134%	91%	9%	-7%
诚益通	11.76	2.68	1.70	0.31	11%	20%	6%	2%	-26%	70%	21%	36%	201%	28%	20%	9%	-165%	32%	26%	38%
科学仪器																				
天瑞仪器	10.17	1.36	(1.14)	(0.08)	3%	68%	-1%	28%	0%	384%	-47%	-30%	45%	17%	-2%	-2%	-7%	68%	-66%	-195%
禾信仪器	3.66	0.47	(0.96)	(0.15)	42%	49%	40%	3%	49%	13%	-181%	52%								
皖仪科技	7.87	1.15	0.44	(0.34)	2%	35%	20%	17%	-11%	-19%	1%	-8%	174%	73%	18%	-1%	-14%	-24%	-116%	-2357%
聚光科技	31.82	5.40	(3.23)	(0.25)	5%	-9%	6%	6%	1129%	-148%	-6%	14%	16%	-4%	3%	4%	132%	-29%	48%	-71%
钢研纳克	9.50	2.04	1.26	0.12	7%	20%	16%	16%	12%	9%	35%	10%	52%	40%	22%	15%	-292%	124%	-34%	23%
莱伯泰科	4.16	1.05	0.28	0.12	-8%	6%	4%	17%	6%	6%	-36%	-38%	78%	-3%	25%	9%	-4647%	-18%	8%	-10%

来源: Wind, 国金证券研究所

关注设备更新下,科学仪器投资机会

2024年2月23日,中财委第四次会议提出推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。货币政策方面,4月7日,中国人民银行设立科技创新和技术改造再贷款额度5000亿元,利率1.75%,期限1年,可展期2次,每次展期期限1年,支持科技创新、技术改造和设备更新。支持领域方面,2024年4月22日北京发改委正式印发《关于进一步加强重点领域设备购置与更新改造贷款贴息实施方案》鼓励企业更多采购首台(套)重大技术装备、国产自主品牌设备。

下游需求方面,设备更新质谱仪需求旺盛。据仪器信息网数据整理,国家重大平台在1955年-2020年期间启用了122561台重大仪器设备,国家重大平台的仪器设备平均服役年份为10.1年,其中,服役年份在10年以上的仪器设备共计49187台次,占整体数量的40%。从服役10年以上的仪器设备数量来看,化学分析仪器数量遥遥领先,达到14879台,其次是生命科学仪器3719台、光学仪器3773台、物性测试仪器3637台等。从服役10年以上的化学分析仪器设备看,质谱类仪器数量最多,达到了5212台次;其次为光谱类仪器,数量达到3508台次;紧接着为色谱类仪器,数量为3079台次。

重点标的:聚光科技、诺唯赞、森松国际等。



图表42：设备更新下，关注科学仪器板块投资机会



来源：国务院，新华社，市场监管总局，工信部，国金证券研究所

投资建议

总的来看，医药板块 2023 年增长前高后低，2024 年一季度更是阶段性的板块景气度低点、资金配置低点和市场关注度低点。但是通过对这一变化的背后主要原因进行分析，我们能清楚地看到相关不利因素的影响在 2024 年二季度及以后将很快消除，基本面改善叠加 2023 年下半年低基数带来的同比提速将共同点燃增配医药板块的投资热情。

因此在配置上我们建议重点加配医药板块布局，把握下半年业绩估值齐升机会。同时在风格上可以适当向进攻风格偏移，加配成长和创新板块。建议重点布局院内药品器械复苏、创新药出海，同时优质中药和连锁药房的确定性价值依然值得重视。

重点标的：迈瑞医疗、恒瑞医药、特宝生物、益丰药房、太极集团、安图生物、新产业、长春高新、爱尔眼科、健帆生物、心脉医疗等。

风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策波动性风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究