

医药行业深度报告：关注刚性需求医药消费场景

---2024 年医药策略深度报告（刚需篇）

报告摘要：

2024 年医药行业策略报告分为两大篇章——创新与刚需，我们共分析研判了医药行业十一个分赛道，包括创新药、IVD、疫苗、血制品、眼科、中医连锁、辅助生殖、体检板块、中药板块、康复医疗板块以及医药零售板块 2023 年整体情况，通过对 2023 年板块二级市场行情、政策变化、公司业绩以及经营面进行系统复盘，寻求 2024 年医药行业核心投资方向。刚需篇详细探讨了以下七大细分板块：

- **眼科：**消费降级下，眼科各亚专科量价增长逻辑出现分化。2024 年重点关注产业链上游的国产替代逻辑和高端升级逻辑。
- **中医连锁：**行业高增长叠加公司独特优势，看好业绩兑现。政策扶持+公司业绩快速扩张，2024 年继续看好固生堂在一二线城市门诊量迅速扩张。
- **辅助生殖：**政策边际向好，关注医保落地新进展。2024 年积极关注锦欣生殖新业务增量与新院区利润爬坡。
- **体检行业：**2024 年关注后疫情时代居民健康观念提升，体检消费驱动力增强。
- **中药板块：**2024 年继续看好“精品中药+创新中药”双主线。精品中药推荐同仁堂+东阿阿胶，消费属性强。创新中药推荐康缘药业，有望受医保解限/新药进入医保/基药调整/中药注射剂再评价催化。
- **康复医疗：**“老龄化刚性需求提升+相关政策利好+企业创新产品放量”三重共振下，看好 2024 年康复医疗业务持续稳定增长。
- **医药零售：**业绩表现亮眼，“内生外延”增长提速。2024 年医保统筹落地，加速处方外流；门店扩张仍保持中高速增长；业绩增速逐季提升催化估值修复。

投资建议：

在人口老龄化加速、疫后时代健康意识大幅提升的趋势下，随着医保门诊统筹、中医药振兴等政策落地，**2024 年坚定看好刚需类分赛道：**

- **方向 1：眼科爱博医疗**国采中选，期待新品上市加速放量。
- **方向 2：中医连锁固生堂**“行业政策利好+行业高增长+公司独特优势”三大优势加持。
- **方向 3：中药 OTC 龙头华润三九**“品牌+渠道”赋能，收购昆药集团扩大影响力与协同效应。
- **方向 4：门诊统筹加速处方外流，连锁药店益丰药房**持续巩固区域市场，加盟业务继续推进；**健之佳**内生与外延双向发力，坚持以自建、收购支持直营门店高质量发展，打造差异化店型。

风险提示：医药反腐、疫情反复、经济复苏不及预期等。

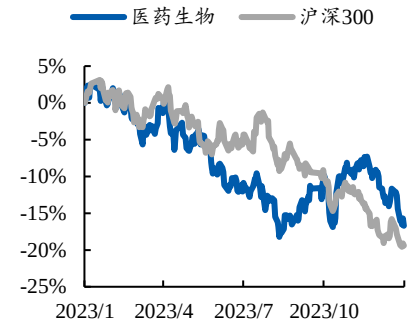
重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
益丰药房	39.70	1.76	1.37	1.71	36.40	28.98	23.22	买入
健之佳	58.98	3.77	3.13	4.07	21.85	18.84	14.49	买入
固生堂	45.75	0.80	1.09	1.49	56.70	41.97	30.70	买入
爱博医疗	163.88	2.21	3.00	4.16	104.28	54.63	39.39	买入
华润三九	49.51	2.48	2.99	3.45	18.89	16.56	14.35	买入

优于大势

上次评级:优于大势

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-7%	-15%
相对收益	-4%	4%	3%

行业数据

成分股数量(只)	473
总市值(亿)	61889
流通市值(亿)	29471
市盈率(倍)	32.51
市净率(倍)	2.61
成分股总营收(亿)	23361
成分股总净利润(亿)	1882
成分股资产负债率(%)	41.84

相关报告

《康复医疗器械行业深度报告》

--20231228

《医药生物行业：关注药房板块及港股创新机会》

--20231225

《行业周报：安徽集采政策温和，利好国产龙头》

--20231211

证券分析师：刘宇腾

执业证书编号：S0550521080003

010-63210890 liuyt@nesc.cn

目 录

1.	眼科板块：各科室在消费降级下的增长逻辑分化.....	7
1.1.	屈光板块：消费降级下的量微升、价趋稳	7
1.1.1.	从客源来看，刚需需求维持稳定，非刚需占比下滑。	8
1.1.2.	从术式来看，（现行）全飞秒术式占比降低而 ICL 占比持续提升。	8
1.2.	白内障板块：人工晶体国采与下游业务结构变化趋势	10
1.3.	综合眼病板块：反弹之后的增长动力	13
1.3.1.	干眼诊疗：	13
1.3.2.	眼底注药：	14
1.3.3.	青光眼药物：	14
1.4.	视光服务板块：强刚需×可选消费的降级变局	15
1.5.	公司财务指标分析与核心公司推荐	18
1.5.1.	爱尔眼科：业绩符合预期，相对高基数下的稳健增长	19
1.5.2.	普瑞眼科：旗下众医院进入收获期，盈利能力持续改善	19
1.5.3.	华夏眼科：业绩符合预期，内生外延战略值得期待	20
1.5.4.	爱博医疗：营收高速增长，期待新品放量后的净利率回升	20
2.	中医连锁：行业高增长叠加公司独特优势，看好业绩兑现.....	22
2.1.	行业端：诊疗人次稳定增长，政策持续支持	22
2.2.	公司端：看好固生堂北京上海地区高速增长，二线以上城市空间广阔	24
3.	辅助生殖：积极关注医保政策进展	27
3.1.	行业端：北京、广西医保率先落地，可及性有望提升	27
3.2.	公司端：积极关注新业务增量与新院区利润爬坡	28
4.	体检板块：关注疫后居民健康观念提升	30
4.1.	2022 年全国健康检查人次仍保持较高水平，疫情有望推进居民健康观念提升。	30
4.2.	重点关注标的：美年健康	30
5.	中药板块：把握精品+创新两大主线.....	31
5.1.	2023 中医药政策关键词：鼓励、规范	31
5.1.1.	多项技术指导原则发布，促进新药研发流程规范化	31
5.1.2.	中医药振兴发展重大工程实施方案加速十四五发展规划落地	33
5.1.3.	2023 年医保目录调整：关注中药限制解除/放松	34
5.2.	细分赛道 2023 年度复盘	35
5.2.1.	精品中药：中药材价格波动，把握量价齐升好赛道	36
5.2.2.	中药 OTC：常见传染、慢病等防治有望带来增量	39
5.2.3.	创新中药：新品入局带来结构性调整机会，关注医保/基药受益品种	41
5.3.	中成药 2023 年复盘	42
5.4.	推荐关注“消费中药+创新中药”两条主线	45
5.4.1.	华润三九：“品牌+渠道”赋能，收购扩大协同效应	45
5.4.2.	同仁堂：精品中药龙头，营销改革深挖潜力	46
5.4.3.	东阿阿胶：滋补中药龙头，药品+健康消费品双轮驱动	46
5.4.4.	康缘药业：独家基药品种层出叠见，引领中药现代化创新	47
5.4.5.	中药高股息策略	52
6.	康复医疗服务：需求、政策及创新三重共振，康复医疗长坡厚雪.....	52
6.1.	康复医疗供需存在错位，老龄化背景下行业前景广阔	52
6.1.1.	日本康复科占全学科占比高，远期渗透率存在空间	53
6.1.2.	千亿康复器械市场产品覆盖广泛，预计行业复合增速达 15.9%	54
6.2.	各康复医疗器械公司专注创新研发，23 年以来更新迭代助力产品竞争	54

6.2.1.	国产康复器械创新及专利注册加速，国产器械逐步构建技术壁垒	54
6.2.2.	海外康复器械品牌发展模式:高国产化率背景下，出海和国产替代仍存在机会	55
6.3.	行业 23 年复苏迅速行业 β 强劲，24 年行业复苏继续，研发销售并重助力长远发展	56
6.3.1.	三年疫情干扰行业增长，疫后复苏持续，2023 年业绩普超预期	56
6.3.2.	康复器械公司 2023 年单季度业绩恢复稳定，订单受反腐影响较小	57
6.4.	DRGs 支付方式改革带来行业风口，康复医保支付范围不断扩大	59
6.4.1.	医改政策引导康复医疗发展，医保 DRGs 支付方式改革带来增量。	59
6.4.2.	康复医疗服务项目纳入医保范围扩增覆盖范围逐步扩大	60
6.5.	康复医疗公司 2024 年业绩有望持续稳定，反腐影响下增速维持稳定	61
7.	医药零售板块：业绩表现亮眼，“内生外延”增长提速	64
7.1.	医药零售企业财务数据复盘	65
7.2.	品类品规：处方药提速放量，非药和中药业务提毛	71
7.3.	核心标的推荐	71
7.3.1.	大参林：多元化拓店持续高速增长，前三季度业绩符合预期	71
7.3.2.	益丰药房：门诊统筹稳步落地，加盟业务继续推进，经营业绩蒸蒸日上	72
7.3.3.	老百姓：数字化战略“显成效，收入及利润稳定释放	73
7.3.4.	一心堂：步步为营稳扎稳打，开启疫后新篇章	73
7.3.5.	健之佳：内生与外延双向发力，业绩超预期增长	74
7.3.6.	漱玉平民：业绩符合预期，门店扩张动能不减	74
8.	投资建议	75
9.	风险提示	75

图表目录

图 1：爱尔康新一代半飞秒术式“全光塑”	9
图 2：2017-2022 年中医诊疗人次（亿次）	22
图 3：2017-2022 年各类中医医疗机构数增速	23
图 4：固生堂 2020-2023H1 营业收入（亿元）	25
图 5：固生堂医联体合作情况	25
图 6：2021 年各地中医门诊市场规模测算（亿元）	26
图 7：2021 年二线及以上城市中医门诊市场规模测算（亿元）	27
图 8：锦欣生殖 2020-2023H1 营业收入（亿元）	29
图 9：2017-2022 年健康检查人次（亿次）	30
图 10：美年健康 2022Q1-2023Q3 营业收入（亿元）	31
图 11：2023 年中药指数走势及 PE 分位点	35
图 12：安国药材市场天然牛黄价格走势（元/kg）	36
图 13：亳州药材市场天然牛黄价格走势（元/kg）	36
图 14：片仔癀自 2016 年以来涨价情况	37
图 15：同仁堂安宫牛黄丸涨价情况	37
图 16：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸销售额（亿元）及同比增速	37
图 17：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸平均单价（元/盒）	37
图 18：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸销量（百万盒）	38
图 19：2023Q3 安宫牛黄丸各厂商市场份额	38
图 20：2021Q1-2023Q3 阿胶销售额（亿元）及同比增速	38
图 21：2021Q1-2023Q3 阿胶平均单价（元/盒）	38
图 22：2021Q1-2023Q3 阿胶销量（百万盒）	39
图 23：2023Q3 阿胶各厂商市场份额	39
图 24：2021Q1-2023Q3 感冒灵销售额及同比增速	39
图 25：2021Q1-2023Q3 感冒灵平均单价（元/盒）	39

图 26: 2021Q1-2023Q3 感冒灵销量 (百万盒)	40
图 27: 2023Q3 感冒灵各厂商市场份额	40
图 28: 2021Q1-2023Q3 复方阿胶浆销售额 (亿元) 及同比增速	40
图 29: 2021Q1-2023Q3 复方阿胶浆平均单价 (元/盒)	40
图 30: 2020Q1-2023Q3 中成药零售药店终端销售额 (亿元) 及同比增速	43
图 31: 2023Q3 零售药店终端细分治疗领域 TOP10 销售额 (百万元) 及同比增速	43
图 32: 2023Q1-Q3 中成药零售药店终端前 20 大通用名药品销售额 (亿元)	44
图 33: 2023 年前三季度销售 TOP20 药品单 Q3 销售额 (亿元) 及同比增速	44
图 34: 2013 年-2022 年中国公立医疗机构中成药销售额 (亿元) 及增长率	45
图 35: 2018-2023 前三季度阿胶块销售额 (百万元) 及同比增速	47
图 36: 2017 年-2023 前三季度年东阿阿胶和福胶市占率	47
图 37: 患儿发烧、咳嗽、肺部啰音等症状消失时间及住院时间均短于对照组	50
图 38: 观察组治疗前后患儿炎症指标	50
图 39: 对照组治疗前后患儿炎症指标	50
图 40: 观察组治疗前后患儿免疫功能指标	51
图 41: 对照组治疗前后患儿免疫功能指标	51
图 42: 观察组治疗前后患儿肺通气功能指标	51
图 43: 对照组治疗前后患儿肺通气功能指标	51
图 44: 2012-2021 康复医学科门急诊、出院人次 (万)	53
图 45: 2012-2021 康复医院门急诊、出院人次 (万)	53
图 46: 2017-2021 日本住院诊疗康复科单件点数	53
图 47: 2017-2021 日本住院外诊疗康复科单件点数	53
图 48: 我国康复医疗器械市场规模及预测 (亿元)	54
图 49: 2022 年国内高校康复专利授权情况统计	55
图 50: 2022 年国内企业康复专利授权情况统计	55
图 51: 2022 年国内上市公司代表性创新康复设备概况及价格区间	56
图 52: 国内康复医疗器械相关上市公司营收对比 (亿元)	57
图 53: 国内康复医疗器械相关上市公司康复医疗器械收入 (亿元)	57
图 54: 金华市连续性医疗照护和医保支付体系设计	60
图 55: 15 个试点省份 (不包括宁夏) 纳入医保支付诊疗项目的数量	61

表 1: 主要新一代全飞秒屈光设备	10
表 2: 全国人工晶体集采——基础品种 (上市公司相关与核心海外厂商)	11
表 3: 全国人工晶体集采——中高端品种	12
表 4: 2023H1 重点省市公立医院终端眼科用药 TOP20 产品	14
表 5: NMPA 已获批的角膜塑形镜	15
表 6: 重点离焦镜参数与临床数据对比	17
表 7: CDE 已披露的近视防控药物临床试验默示许可	18
表 8: 23Q1-3 眼科下游 A 股上市公司核心财务数据	18
表 9: 23Q1-3 眼科上游 A 股上市公司核心财务数据	20
表 10: 爱博医疗境外发现 GDR 募集资金使用计划	21
表 11: 23H1 眼科 H 股上市公司核心财务数据	21
表 12: 2023 年以来中药行业出台技术指导原则类文件政策	32
表 13: 中医药振兴发展重大工程实施方案主要内容梳理	33
表 14: 2023 年医保目录支付限制调整梳理	35
表 15: 中药公司流感/呼吸类药物相关梳理:	41
表 16: 2020 版中药注册分类改革时间线	41
表 17: 2023 年 NMPA 批准的中药新药	42
表 18: 目录外药品被纳入 2023 年新版医保目录中成药名单	42
表 19: 2023H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌 TOP20	45
表 20: 公司在研管线梳理	49

表 21: 中药行业高股息率公司	52
表 22: 康复器械公司 2023 年一季度至三季度分析	58
表 23: 康复器械公司 2023 年一季度至三季度分析 (续)	59
表 24: 康复医疗公司 2023-2025 年业绩预期	61
表 25: 2022 年上市公司营收及同比增速	65
表 26: 上市公司毛利率情况	66
表 27: 上市公司期间费用情况	66
表 28: 上市公司净利润情况	67
表 29: 2022 年上市公司门店存量和变动情况	68
表 30: 2023 年三季度末四大药房门诊统筹进度	69
表 31: 2023 年截止前三季度上市公司门店布局	70
表 32: 2023 年前 Q3 部分上市公司分区域营收情况	70
表 33: 2023 年前三季度部分上市公司分产品营收和毛利情况	71

► 投资亮点（消费条线）：

强刚需，关注“刚性需求”医药消费

（1）眼科板块 2024 年看点：

屈光板块客源刚性需求稳定、非刚需占比下滑，白内障板块 2024 年手术量增速或恢复至常态水平，综合眼病业务中长期增速提速逻辑明确，视光服务板块 2024 年或维持稳定高速放量但结构少许降级。眼科医疗龙头爱尔眼科业绩符合预期，2024 年消费眼科业务有望维持发展趋势。普瑞眼科旗下众医院进入收获期，盈利能力持续改善。华厦眼科 2024 年需紧密关注公司消费眼科增长情况，重视医院并表的业绩增厚。

• 核心标的：爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科

（2）中医连锁 2024 年看点：

国家层面政策持续对中医药行业全面支持，地方层面中医政策顺应国家政策持续出台，中医连锁政策端利好明显。固生堂通过股权激励切实绑定核心医师、保持每年新增医联体合作，预期 2023H2 的整体营业收入同比增速将与 2023H1 相仿。

• 核心标的：固生堂

（3）辅助生殖 2024 年看点：

北京市、广西自治区率先将辅助生殖技术项目纳入医保，2024-2025 年有望有更多省市将辅助生殖纳入医保。锦欣生殖 2023 年疫后复苏逻辑有所兑现，海外业务恢复较快，三代 IVF、冻卵新业务逐步开展，有望贡献业绩增量。

• 核心标的：锦欣生殖

（4）体检行业 2024 年看点：

疫情推进居民健康观念提升，近年来全国健康检查人次维持较高水平。2023 年美年健康疫后营收增长明显，积极关注公司 2024 年利润率修复。

• 核心标的：美年健康

（5）中药板块 2024 年看点：

“中医药理论+人用经验积累+优异临床试验数据”的“三结合”审评体系构建，结合院内/零售终端市场强销售团队营销加持，提升创新中药社会信任度。精品中药产业链看好“价稳量升”逻辑，精品中药覆盖了 5000 亿+中医医疗服务赛道，预计细分赛道增速将保持在 10%+。中药 OTC 领域 2024 年的关注点包括“高股息”配置策略，关注 3-5%股息率企业，政策端“医保门诊统筹”红利，2024 年门诊统筹进一步落地，有望带动 OTC 品种。同仁堂安宫牛黄丸增速边际有所下降，东阿阿胶继续占据行业龙头地位，维持一半以上市场份额。康缘药业独家基药品种层出叠见，引领中药现代化创新。

• 核心标的：同仁堂、东阿阿胶、康缘药业

（6）康复医疗 2024 年看点：

DRGs 支付方式改革带来行业风口，康复医保支付范围不断扩大。康复医疗板块持边际改善预期，刚需项目强增长的细分板块，如白内障、种植、肿瘤、心内等，有望从“弱恢复”向“稳复苏”转化。翔宇医疗康复医疗器械一体化布局加强龙头地位，公司业绩增速有望快速恢复到较高水平。诚益通营销渠道体系变革，重视研发，助力国内国外康复业务业绩增长。伟思医疗各大平台技术迭代完成，助力三大基石业务均衡发展全面增长。三星医疗乘医改之风领跑康复，值周期之峰占优电表。

核心标的：翔宇医疗、诚益通、伟思医疗、三星医疗

（7）医药零售 2024 年看点：

“医保门诊统筹”加速处方外流，带来医药连锁老店增厚。2023-2025 年，龙头有望维持门店外延扩张 20%+ 增速。从长期预期视角看，目前药房处于估值历史底部。大参林多元化拓店持续高速增长，业绩符合预期。益丰药房门诊统筹稳步落地，加盟业务继续推进，经营业绩蒸蒸日上。老百姓数字化战略”显成效，收入及利润稳定释放。一心堂步步为营稳扎稳打，开启疫后新篇章。健之佳内生与外延双向发力，业绩超预期增长。漱玉平民业绩符合预期，门店扩张动能不减。

• 核心标的(不分先后)：益丰药房、一心堂、漱玉平民、健之佳、老百姓、大参林

1. 眼科板块：各科室在消费降级下的增长逻辑分化

2024 年眼科板块投资方向			
细分板块	核心观点	上下游相关公司	
屈光板块	• 从客源来看，刚需需求维持稳定，非刚需占比下滑。 • 从术式来看，（现行）全飞秒术式占比降低而 ICL 占比持续提升。	上游	爱博医疗
		下游	爱尔眼科
			普瑞眼科
			华厦眼科
白内障板块	我们认为疫后反弹逻辑在 2023 年基本兑现完毕，2023 年 CSR 预计为 3100-3200 左右；我们认为 2024 年我国白内障手术量增速或恢复至常态水平，维持 2025 年 CSR 达成十四五规划 3500 目标的预期不变。	上游	爱博医疗
		下游	昊海生科
			爱尔眼科
			普瑞眼科
		下游	华厦眼科
			爱尔眼科
视光服务板块	鉴于当前消费指标无明确好转迹象，我们认为 2024 年视光服务行业或维持稳定高速放量但结构少许降级的的发展趋势。	上游	普瑞眼科
			华厦眼科
			爱博医疗
		下游	欧维康视
			昊海生科
重点标的		核心观点	
爱尔眼科	公司是我国眼科医疗服务市场最大龙头，全国布局持续扩张，细分业务实力强劲，品牌力遥遥领先。		
普瑞眼科	2024 年公司业绩面临一定压力，由于消费降级、叠加基数水平恢复正常，营收占比最高的屈光业务的增速或下降至 20%左右，而其他业务由于公司团队建设发力有望维持一定的增速，公司业务结构持续均衡化。		
华厦眼科	2024 年需紧密关注公司消费眼科增长情况，重视医院并表的业绩增厚。		

2023 年第一季度，我国新冠疫情迎来了阶段性的结束；眼科医疗服务作为消费医疗的代表性板块，原预期疫后会有较为强劲的反弹，但实际表现不及预期，尤其民营眼科的代表性科室屈光科室，如爱尔眼科 23H1 屈光业务同比增速在 22Q2 低基数基础上下滑至 20% 以下。从服务业 PMI 等指数来看，当前宜对 2024 年消费环境持保守预期，刚需性质较弱的医疗服务科室会受到较大影响。

需要注意的是，在眼科医疗服务范畴内，“刚需”和“消费”并不等价：一般而言，“消费眼科”指屈光科室和视光科室，但屈光科室业务有约一半为刚需、约一半为非刚需，而视光科室的绝大多数患者表现为刚需；与消费眼科对应的“基础眼科”指白内障科室和综合眼病科室（含眼表、眼底等亚专科），其中白内障科室传统上为刚需、近年来非刚需占比快速提升。

1.1. 屈光板块：消费降级下的量微升、价趋稳

重点关注标的，上游：爱博医疗，下游：爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科

1.1.1. 从客源来看，刚需需求维持稳定，非刚需占比下滑。

屈光业务可以分为刚需和非刚需。

- 刚需是指征兵、招飞、招警对候选人有视力要求所带来的屈光手术需求，因为每年征兵、民航招飞、招警的人数较为固定，对应的年手术量较为稳定，因此称为刚需，刚需最大的特点为①业务时间较为固定，与学生寒暑假重合度较高；②业务内容较为固定，征兵、民航招飞允许进行角膜屈光手术、但不可进行眼内屈光手术（有晶体眼人工晶体植入术，最常见为 ICL 手术），招警对此没有限制。
- 非刚需是指追求便利性、爱美所带来的屈光手术需求。一般患者对屈光手术术式没有特殊需求，因此是 ICL 手术等高 ASP 术式的核心对象。非刚需患者受消费降级影响较为明显。

参考各院手术量和 ASP 情况，我们认为 2023 年消费降级对非刚需屈光手术的影响主要表现为量增乏力而非术式降级，这意味着中远期对我国屈光手术远期渗透率的预期有望维持不变；但鉴于消费大环境暂无明确的改善趋势，我们认为 2024 年屈光手术量增速或维持低水平。

1.1.2. 从术式来看，（现行）全飞秒术式占比降低而 ICL 占比持续提升。

屈光手术可以分为角膜屈光手术和眼内屈光手术；前者指准分子手术、半飞秒手术和全飞秒手术，后者主要指以 ICL 手术为代表的有晶体眼人工晶体植入术。

2023 年，我国屈光市场迎来一轮价格战，时间上集中于暑期旺季期间，空间上集中于川渝地区。这一轮价格战主要表现为两点：

- 价格战以全飞秒为核心，价格降幅较大，以成都爱尔为例，全飞秒术式的公开标价自原价 21800 元/台已下降至 15800 元/台。全飞秒术式是蔡司在国内屈光领域市场营销的核心，蔡司成功地将全飞秒术式打造成高端屈光手术的代表、乃至屈光手术的代名词，因此其成为屈光手术价格战的核心亦是意料之中。
- 全飞秒 ASP 下降对整体 ASP 影响程度有限。实际情况表明价格战对屈光业务整体 ASP 影响有限。全飞秒价格战对屈光业务整体 ASP 的影响由全飞秒 ASP 降幅和手术量占比共同决定，全飞秒手术量占比持续提升的趋势在 2023 年受到一定抑制（甚至扭转），主要系眼科医院降低全飞秒权重，主动将患者引流到个性化半飞秒、ICL 手术等价格更高的术式，从而稳定甚至进一步提升整体 ASP 水平。

鉴于屈光术式更新换代在即，必然存在旧术式降价和新术式市占率爬坡的过程，我们认为 2024 年各大主要眼科下游连锁将维持 2023 年营销策略，重心持续向个性化半飞秒和 ICL 手术倾斜。

- 术式更新换代在即，紧密跟踪全飞秒成本变化和新设备进院进度。新一代全飞秒预计于 2024 年起陆续获批，蔡司 VisuMax 800 大概率为第一批获批设备，预计新一代全飞秒定价 2-2.5 万元/台左右，随着新一代全飞秒设备不断进院，现行全飞秒术式必然要进行错开产品定位的价格体系调整；但该过程需要一定时间，且由于既有医院手术室空间限制，我们认为新屈光设备更倾向于先进入新开设医院/分院。
- 全飞秒装机量飙升，竞争愈发激烈，价格战在所难免。蔡司全飞秒设备 VisuMax 在国内的装机量快速爬坡，截至 2020 年 9 月中旬我国全飞秒设备装机量超 500 台，截至 2023 年 11 月底我国全飞秒设备装机量超 900 台，即我国近三年内平均每年新装机超 100 台，一方面体现为同城装机量快速提升，一方面体现为基

层渗透率快速提升，产能提升与 2023 年手术量增速放缓相叠加，市场竞争烈度或进一步激化。

※屈光术式即将迎来更新换代，关注术式迭代后 ASP 变化与新设备进院资本投入

①半飞秒：爱尔康更新 Wavelight Plus“全光塑”术式

2023 年 9 月 6-8 日，中华医学会第二十七次全国眼科学术大会（CCOS2023）在长沙举办，会议期间爱尔康全球首发“全光塑”个性化半飞秒术式，这是全球首款针对全眼光学系统的个性化定制屈光术式；自此，个性化半飞秒从 Q 值引导、波前像差引导、角膜地形图引导，再进一步发展到光线追踪引导，不断提升术后视觉质量。该术式基于爱尔康眼科综合测量仪 InnovEyes Sightmap，集三维眼前节测量和眼轴长度全景生物测量于一体，应用先进的光线追踪 Ray-tracing 技术，结合波前、Scheimpflug 断层扫描和光学干涉眼轴测量技术，从而实现迄今为止最真实的 3D 眼球模型，并基于 EyeVatar3D 负透镜眼模型、采用全新预补偿算法计算精细消融模式，从而实现更进一步的个性化半飞秒定制。

图 1：爱尔康新一代半飞秒术式“全光塑”



数据来源：爱尔康微信公众号，东北证券

②全飞秒：术式更新与多头竞争

全飞秒术式进入我国已有十余年，现行全飞秒术式 SMILE 3.0 为蔡司 VisuMax 独占术式；2022 年 11 月，蔡司 VisuMax 800 在海南博鳌乐城先行区获批进口临床急需使用，博鳌超级医院国际眼视光眼科中心引入全国唯一一台蔡司新一代全飞秒设备。与当前主流飞秒设备相比，VisuMax 800 制作全飞秒透镜仅需 10 秒、制作半飞秒角膜瓣仅需 5 秒，大大缩短手术时间；亦有自动中心定位和眼球旋转补偿功能，精准对焦视轴和散光轴位，显著提高术后视觉质量。

在蔡司研发下一代全飞秒设备之时，SCHWIND、强生等眼科治疗设备生产商亦在不断推进竞品的研发工作：

- **SCHWIND ATOS**：德国 SCHWIND 旗下屈光手术设备由高视医疗引进我国，主流准分子激光设备 Amaris 1050RS 即为该产品；2021 年 2 月 19 日，乐城管理局宣布已引入 SCHWIND ATOS，后于 2022 年 7 月 23 日完成博鳌乐城真实世界研究入组。ATOS 将智能眼球跟踪技术整合入飞秒激光平台，具备瞳孔识别与 SCC 眼球自旋补偿功能，可辅助术者实现更精确的中心定位与散光矫正；该设备不仅能完成新一代全飞秒术式（名为 SmartSight），亦能进行半飞秒制瓣。
- **强生 J&J ELITA**：强生自收购 AMO 眼力健（含其旗下公司 IntraLase，即全球第一台飞秒屈光设备的制造商，国内一般称为宇航飞秒）以来，在眼科激光飞

秒领域并无太多动作，仅推出白内障手术飞秒系统 Catalys（于 2021 年 1 月 26 日获得 NMPA 批准上市）。2023 年 3 月 1 日，强生宣布 ELITA 获得 CE 批准用于全飞秒手术（术式名为 SILK）；2023 年 4 月 27 日，强生宣布 ELITA 获得 FDA 批准用于半飞秒制瓣。2023 年 11 月 6 日，爱尔眼科与强生眼力健启动 ELITA“先见”计划，宣布双方将在博鳌乐城爱尔眼科医院开展新一代全飞秒设备 ELITA 先行先试。

- 除上述三家厂商以外，Ziemer 亦值得关注，旗下 FEMTO LDV Z8 是一台多功能飞秒设备，可进行全飞秒透镜制造、半飞秒制瓣、飞秒白内障等多种术式；旗下亦有准分子屈光设备 Aquariuz。

表 1：主要新一代全飞秒屈光设备

		
蔡司 VisuMax 800	SCHWIND ATOS	强生 ELITA

数据来源：蔡司官网，SCHWIND 官网，强生官网，东北证券

1.2. 白内障板块：人工晶体国采与下游业务结构变化趋势

重点关注标的，上游：爱博医疗、昊海生科，下游：爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科

2023 年上半年，我国眼科下游的白内障业务迎来了一波集中爆发期：疫情期间积累了大量符合手术指征的白内障患者（尤其疫情多点散发的 2022 年），这些患者在疫情基本结束后陆续就诊、手术；民营眼科下游亦在大力挖掘老年经济潜力，推广老花矫正晶体和飞秒白内障术式，即业务整体处于量价齐升状态。我们认为疫后反弹逻辑在 2023 年基本兑现完毕，2023 年 CSR 预计为 3100-3200 左右；我们认为 2024 年我国白内障手术量增速或恢复至常态水平，维持 2025 年 CSR 达成十四五规划 3500 目标的预期不变。

2023 年 12 月 13 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室主导的人工晶体类医用耗材集中带量采购正式中选结果最终揭晓。本次人工晶体集采年度采购需求量为 1917103 片，采购周期为 2 年；产品类别包括 8 种（非球面单焦点、双焦点、三焦点、EDoF，以及各自非散光矫正、散光矫正版本），预装产品享有 200 元溢价（非预装产品报价需含推注器），视力改善产品对于单焦点/双焦点分别享受 0.4/0.2 倍溢价。本轮国采引入了“视力改善”概念，从规则和实际中选品类来看，该概念指在普通非球面单焦点或双焦点晶体中引入 EDoF 技术、优化中视距视力表现；单焦点增强型晶体的整体表现不及单独成组的景深延长晶体，双焦点 EDoF 晶体的整体表现不及三焦点晶体，但在价格上有显著优势。

本次人工晶体集采中选报价基本符合预期——正式集采规则多次提及“最高有效申报价*60%”作为关键分界线，因此在放量最大的非球面单焦点-非散光品类，A 组厂商和绝大部分 B 组厂商均选择压线报价，将相对（最高有效申报价）降幅控制在略超 40%；但实际降幅差异明显，整体来看非预装产品实际降幅较低而预装产品实际降幅较高，主要系历史集采中预装产品溢价较多。

强生视力康 Eyhance (ICB00) 晶体是本轮国采仅有的两种“视力改善”晶体之一，本轮国采中选具体分组非球面单焦点-非散光-视力改善，中标价 1136 元，较挂网价 12300 元的降幅位列本轮国采之最。Eyhance 是强生视力康研发的无衍射环 EDoF 类晶体，该产品定位为次于标准景深延长的单焦点增强型晶体，在维持高视觉质量的同时能强化患者的中视程视力；但有头对头研究认为爱尔康 Clareon 非球面单焦点晶体对比强生 Eyhance 在中视距的视力表现没有临床上的显著差异，因此强生 Eyhance 能否凭借较小的价格差实现对其他非球面单焦点晶体的替代还需要进一步观察。

表 2：全国人工晶体集采——基础品种（上市公司相关与核心海外厂商）

非球面单焦点-非散光——最高有效申报价 1390							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
朗斯泰克	784	784	43.60%	/	SOFTEC HDO	1699.5	-53.87%
					SOFTEC HD	1179	-33.50%
	984				SOFTEC HD PLI	1700	-42.12%
爱博医疗	797	797	42.66%	预装	A1-UV	1345	-40.74%
					A2-UV	980	-18.67%
					ALD	1050	-24.10%
					AQBHL	1778	-43.93%
	997				A1UL22	1990	-49.90%
河南宇宙	811	811	41.65%	/	A1UL28	1490	-33.09%
	1011				PCF60/A	1196	-32.19%
					P-PCF60/A	1703	-40.63%
强生视力康	812	812	41.58%	预装	ZCB00	1300	-37.54%
					ZA9003	650	24.92%
	1012				PCB00	1702	-40.54%
	1136				ICB00*	12300*	-90.76%
爱尔康	825	825	40.65%	/	SN60WF	1168	-29.37%
	1025				SN6CWS	828	23.79%
卡尔蔡司		834	40.00%	预装	CT ASPHINA 409MP	2296	-54.97%
					CT ASPHINA 509MP	2296	-54.97%
	1034				CT LUCIA 601P	2650	-60.98%
					CT LUCIA 601PY	2298	-55.00%
					CT ASPHINA 603P	1188.8	-13.02%
爱锐	822	822	40.86%	/	Aqua-Sense PAL	790	4.05%
泰视	823	823	40.79%	/	L-312	1082.8	-23.99%
河南赛美视	831	831	40.22%	/	SM60AS*	/*	/

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，京津冀医药联合采购平台，陕西省公共资源交易中心，云南省药品集中采购平台，东北证券整理

注：标*指该型号未曾参与集采，价格为阳光采购平台挂网价；朗斯泰克、爱锐由昊海生科代理，河南宇宙、河南赛美视为昊海生科控股子公司，泰视为高视医疗控股子公司；“上轮集采”指最近一轮京津冀“3+N”联盟、陕西联盟、云南集采和上海集采，这四轮人工晶体集采同型号中标价基本一致，故视为可比基数。

本轮国采，人工晶体中高端品种的报价与预期存在较大差异：爱尔康——全球人工晶体龙头之一——掀起了中高端人工晶体的价格战。在非球面单焦点散光、双焦点

非散光、双焦点散光三个品种，由于竞争对手相对较多，大多数厂商采取了和非球面单焦点非散光一致的报价策略（压线报价），而爱尔康直接把相对降幅提升到 50% 以上；在入选企业极少的三焦点和景深延长各分组，爱尔康也选择 40% 以上的相对降幅，与竞争对手拉开较大差距，在终端价形成了绝对的价格优势。本轮国采，爱尔康标准双焦点晶体中选价突破 2000 元，景深延长晶体不及 4000 元，三焦点晶体更是不及万元，有望显著提升我国老花矫正人工晶体渗透率。

爱博医疗普诺明全视 Duo（AM4UH）是本轮国采的第二款“视力改善”晶体，中选价 2880 元，相对于国采前的挂网价 6000 元有 52% 的降幅，该晶体为 MF-EDoF 类人工晶体，旨在实现“远+近”视距视力矫正的基础上，补充一定程度的中视距视力，补足普通双焦点晶体弱项，更有性价比。从技术层面来看，爱博医疗普诺明全视 Duo 在中长期对普通双焦点晶体有较为明确的技术优势和替代确定性，放量值得期待。

表 3：全国人工晶体集采——中高端品种

非球面单焦点-散光——最高有效申报价 3180							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	1496	1496	52.96%	/	SN6AT2 SN6AT3 等	3191 3188	-53.12% -53.07%
无锡 蕾明视康	1850	1850	41.82%	/	TS100A 等*	/*	/
强生视力康	1885	1885	40.72%	/	ZCT100 等	3188	-40.87%
爱博医疗	1886	1886	40.69%	/	AT1BH 等	3016	-37.47%
卡尔蔡司	1897	1897	40.35%	/	AT TORBI 709M	2998	-36.72%
双焦点-非散光——最高有效申报价 4290							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	1796	1796	58.14%	/	SN6AD1 SV25T0	5029.97 5029.97	-64.29% -64.29%
爱博医疗	2880	2400	44.06%	视力改善	AM4UH*	6000*	-52.00%
人类光学	2644	2444	43.03%	预装	Diff-aA	5646	-56.71%
卡尔蔡司	2517	2517	41.33%	/	AT LISA 809M	4299	-41.45%
朗斯泰克	2524	2524	41.17%	/	SBL-3	4836	-47.81%
强生视力康	2542	2542	40.75%	/	ZMB00	4798	-47.02%
泰视	2563	2563	40.26%	/	LS-313MF15	4199	-38.96%
双焦点-散光——最高有效申报价 5190							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	2298	2298	55.72%	/	SND1T3 等 SV25T3 等	10949 10949.99	-79.01% -79.01%
强生视力康	3082	3082	40.62%	/	ZMT150 等	6106	-49.53%
卡尔蔡司	3091	3091	40.44%	/	AT LISA toric 909M	10588	-70.81%
泰视	3103	3103	40.21%	/	LS-313MF15T	6106	-49.18%
三焦点-非散光——最高有效申报价 19120							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	8996	8996	52.95%	/	TFNT00	22495.71	-60.01%
卡尔蔡司	14537	14337	25.02%	预装	AT LISA tri 839MP	22999	-36.79%
三焦点-散光——最高有效申报价 22780							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	12996	12996	42.95%	/	TFNT30 等*	27800*	-53.25%

卡尔蔡司	18188	18188	20.16%	/	AT LISA tri toric 939M*	/*	/
	18388			预装	AT LISA tri toric 939MP*	/*	/
景深延长-非散光——最高有效申报价 9400							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	3596	3596	61.74%	/	DFT015*	15000*	-76.03%
强生视力康	6990	6990	25.64%	/	ZXR00	11065.8	-36.83%
景深延长-散光——最高有效申报价 11500							
厂商	直接报价	可比报价	相对降幅	特殊属性	上轮集采型号	上轮集采价格	实际降幅
爱尔康	6836	6836	40.56%	/	DFT315 等*	/*	/
强生视力康	9090	9090	20.96%	/	ZXT100 等*	/*	/

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，京津冀医药联合采购平台，陕西省公共资源交易中心，云南省药品集中采购平台，东北证券整理

注：标*指该型号未曾参与集采，价格为阳光采购平台挂网价。

白内障手术是眼科领域最重要的 DRG 项目之一，人工晶体国采结果对国采落地次年（即 2025 年）的白内障手术 DRG 均值有深度影响：晶体终端价的下降直接影响白内障业务的 ASP，因此医疗机构存在晶体结构调整的预期。

但不同类型医院的调整方向存在较大差异：①对于公立医院，因为耗材零加成政策，医院不能从耗材价差盈利，只能获得实际均值与目标均值的差价，因此行为方式是在满足患者需求时压低本院 DRG 均值；②对于民营医院，因为民营医院可以从耗材价差盈利，越是高端的晶体、耗材获利越多，因此行为方式是在维持本院 DRG 均值在目标水平左右（可略超过）的基础上尽可能多使用高端晶体。

二者的行为模式差造成了 DRG 均值预期的不确定性，因此民营机构正在探索探索 DRG 下的白内障业务新模式，如将高端白内障手术转为全自费项目、在有关部门允许范围内重新启动针对中低端患者的白内障手术放量等。我们认为 2024-2025 年是民营眼科医疗服务机构探索、验证 DRG 下白内障业务新模式的关键时点，但仍然可以期待短期内白内障业务有超过疫情前的增速。

1.3. 综合眼病板块：反弹之后的增长动力

综合眼病业务大多数为偏严肃的眼病治疗，因此，2023 年这一类业务的营收增速表现类似于白内障业务；但综合眼病诊疗的择期属性相对较弱，因此其增速相对略低一些。随着眼科医疗知识普及和诊疗意识的增强，以及患者对民营眼科医院综合眼病科室信任度的提升，我们认为眼科下游综合眼病业务中长期增速提速的逻辑较为明确。

1.3.1. 干眼诊疗：

干眼诊疗是近几年眼科医院逐渐加强投入建设的强消费属性的眼病部门，已成为眼前节科室增长的重要力量。干眼治疗分为药物治疗和非药物治疗两大部分：药物治疗包括润滑修复眼表、抗炎治疗、抗菌治疗，其中人工泪液（尤其玻璃酸钠滴眼液）是治疗干眼的一线用药；非药物治疗则包括物理治疗（清洁、按摩等）、强脉冲光治疗、热脉动治疗、泪道栓塞等。干眼诊疗的消费属性核心体现在其强复购逻辑，因为轻中度干眼可逆、重度干眼多数不可逆，干眼治疗的目标是缓解症状、保护视功能、尽可能祛除病因。

玻璃酸钠滴眼液、环孢素 A 滴眼液（免疫抑制剂）和地夸磷索钠滴眼液（促进黏蛋白和泪液分泌）是最常见的干眼药物，其中环孢素 A 滴眼液是兴齐眼药独家获批产品；近期成纤维细胞生长因子等能促进眼表修复的滴眼液亦在快速放量。

1.3.2. 眼底注药：

主要相关疾病包括新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD/wAMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、糖尿病视网膜病变（DR）、继发性视网膜静脉阻塞（RVO）的黄斑水肿（RVO-ME）、脉络膜新生血管（CNV）等疾病。当前我国已获批眼底注药包括雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普、法瑞西单抗、地塞米松玻璃体内植入剂、注射用维替泊芬（PDT 光动力疗法）等。

制约眼底注药发展的核心因素在于依从性。眼底注药以注射抗 VEGF 药物为主，初始 3 个月每月注药一次（负荷期），后续按固定间隔注药或按需注药：雷珠单抗注药间隔为 1 个月，阿柏西普为 2 个月，康柏西普为 3 个月，法瑞西单抗为 4 个月，在 2023 年 12 月 18 日法瑞西单抗获 NMPA 批准上市之前，我国已获批眼底抗 VEGF 药物的注射周期均不超过 1 个季度，频繁注射周期导致患者依从性欠佳；以法瑞西单抗、EYP-1901（EyePoint 在研药物，伏罗尼布长效版本，注药间隔 6 个月）为代表的长效药物有望提升患者依从性，从而扩大眼底注药的市场规模。

※地塞米松玻璃体内植入剂的植入间隔虽然为 6 个月，但临床证据显示间隔 4 个月更优，与法瑞西单抗在注药间隔方面无显著优势；Iluvien 氟轻松玻璃体内植入剂（欧康维视引入，III 期临床中）实现 3 年眼内缓释，虽然是二线药物，但能有效减少补充治疗次数。

1.3.3. 青光眼药物：

青光眼是全球首位不可逆性致盲眼病，根据《中国青光眼指南（2020 年）》，据估算 2020 年我国约有 2100 万青光眼患者。青光眼的治疗方式包括局部药物治疗、激光治疗、滤过性抗青光眼手术和微创抗青光眼手术。

- **局部药物治疗**在青光眼治疗中尤其重要，主要药物包括前列腺素类衍生物（PGAs）、 β 肾上腺素能受体阻滞剂、 α_2 肾上腺素能受体激动剂、碳酸酐酶抑制剂、胆碱能受体激动剂、高渗剂，其中以 PGAs 为一线用药；若单种药物降眼压效果不足，首选复方固定制剂。
- **微创抗青光眼手术（MIGS）**虽然降眼压效果不优于金标准小梁切除术，但并发症明显降低，且非滤过泡依赖的 MIGS 术式还能避免滤过泡相关并发症和瘢痕化问题，因此 MIGS 在全球范围内发展迅猛。

以滴眼液为主要形式的青光眼药物治疗，普遍存在患者依从性的问题；手术治疗金标准小梁切除术需要重视术后护理，且远期手术成功率低；长效眼内药物植入物和 MIGS 应运而生。目前我国已有少数 MIGS 耗材获批，随着相关产品不断研发/引入，我国青光眼患者将有更多便利的治疗方案可供选择，提升患者治疗积极性，从而扩大青光眼治疗的市场规模。

表 4：2023H1 重点省市公立医院终端眼科用药 TOP20 产品

TOP	产品名称	销售额(亿元)	增速	排名升降	类型
1	雷珠单抗注射液	2.8	18.97%	-	眼底抗 VEGF 药物
2	康柏西普眼用注射液	2.3	20.94%	-	眼底抗 VEGF 药物
3	阿柏西普眼内注射溶液	1.8	28.41%	-	眼底抗 VEGF 药物
4	注射用糜蛋白酶	1.1	93.87%	↑1	眼科手术辅助用药
5	玻璃酸钠滴眼液	/	28.64%	↓1	角结膜上皮损伤（含干眼）
6	普拉洛芬滴眼液	/	19.43%	-	外眼及眼前节炎症
7	环孢素滴眼液(II)	/	261.65%	↑5	干眼
8	七叶洋地黄双苷滴眼液	/	18.77%	↓1	眼底黄斑变性、眼疲劳
9	小牛血去蛋白提取物滴眼液	/	613.93%	新上榜	角膜溃疡、角膜损伤等（含干眼）
10	左氧氟沙星滴眼液	/	4.79%	↓2	角膜炎等
11	地塞米松玻璃体内植入剂	/	45.99%	↑2	BRVO 或 CRVO 引起的黄斑水肿

12	妥布霉素地塞米松眼膏	/	21.21%	↓2	眼部炎症、外眼部细菌感染
13	地夸磷索钠滴眼液	/	30.83%	↓2	角结膜上皮损伤（含干眼）
14	加替沙星眼用凝胶	/	38.07%	↑2	急性细菌性结膜炎
15	溴芬酸钠滴眼液	/	44.45%	↑2	外眼及眼前节炎症
16	牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液	/	198.89%	新上榜	角膜上皮缺损等（含干眼）
17	拉坦前列素滴眼液	/	20.49%	↓2	开角型青光眼、高眼压症
18	妥布霉素地塞米松滴眼液	/	9.33%	↓4	眼部炎症、外眼部细菌感染
19	复方托吡卡胺滴眼液	/	43.62%	新上榜	散瞳、调节麻痹
20	酒石酸溴莫尼定滴眼液	/	30.90%	-	开角型青光眼、高眼压症

数据来源：米内网，东北证券整理

1.4. 视光服务板块：强刚需×可选消费的降级变局

重点关注标的，上游：爱博医疗、欧普康视、昊海生科，下游：爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科

虽然视光服务一般认为是消费眼科的一部分，但其与屈光业务的“消费属性”存在较大的差异。屈光手术一般仅以眼部发育成熟的成年人为目标患者群体、且一次手术可满足患者数十年的视力需求，因此存在择期属性强、术式偏好高端的特点；视光服务虽是面向全年龄段屈光不正患者，但其核心是面向儿童青少年的近视防控业务，最大特点为①择期属性弱，因为近视度数的加深无法逆转、需要及时干预，②产品结构受消费能力影响大，因为近视是既定事实，干预的目标是控制近视发展而非治愈近视。2023年近视防控业务的产品结构即受到消费降级较大影响，角膜塑形镜行业增速显著降低、离焦镜行业增速显著超过角塑，客流向中低端产品集中；鉴于当前消费指标无明确好转迹象，我们认为2024年视光服务行业或维持稳定高速放量但结构少许降级的的发展趋势。

近视防控业务产品包括角膜塑形镜、其他离焦类产品和近视防控药物三大类。

■ 角膜塑形镜：根据既有近视防控产品效果META分析，一般认为角膜塑形镜是当前近视防控效果最好（临床数据一般表现为球镜度数增长放缓程度和眼轴增长放缓程度）的视力矫正产品，终端ASP为8000元/副左右，每年另需数千元的专用护理产品。

当前，角膜塑形镜产品结构升级主要有两种思路。①强化近视控制效果，具体方向为缩小光学区/治疗区、增加离焦量或二者兼而有之，代表产品为CRT 5.0和普诺瞳Pro；②数字化验配，具体方向为简化参数设计的目立康Z Night、艾康菲（维视艾康特）等，以及强化定制选项丰富度的视达佳。

表 5：NMPA 已获批的角膜塑形镜

品牌	型号	产地	设计	材料	透氧系数 (Dk)	适用范围	注册证编号
欧普康视	梦戴维、DreamVision	中国	VST	Boston XO、自研材料	100	近视度数在-0.50D~-6.00D之内，散光度数在-1.50D之内	国械注准20163160131
露晰得 Lucid		韩国	VST	Boston XO	100	近视度数在-5.00D之内，散光度数在-2.00D之内	国械注进20163160203
普罗克尼 Procornea	DreamLite	荷兰	VST	Boston XO	100	近视度数在-0.75D~-4.50D之内，散光度数在-1.50D之内	国械注进20173166392
浙江天瞳		中国	VST	Boston XO	100	近视度数在-0.50D~-4.00D之内，散光度数在-1.50D以内	国械注准20223160792

亨泰	迈儿康 myOK	中国 台湾	VST	Boston XO2	141	近视度数在-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注许 20193160009
亨泰	亨泰 Hiline	中国 台湾	VST	Boston Equalens II	90	近视度数在-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注许 20163160006
欧几里德 Euclid		美国	VST	Boston Equalens II	127	近视度数在-5.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注进 20163160204
鹰视 (鸥博)		中国 台湾	VST	Boston Equalens II	127	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注许 20213160016
阿途发 アルファ		日本	VST	Boston EM	104	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.00D 之内	国械注进 20163161583
阿途发 アルファ		中国	VST	Boston EM	104	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.00D 之内	国械注准 20223161551
爱博诺德	普诺瞳	中国	VST	Optimum Extreme、 自研材料	125	近视度数在-1.00D~-6.00D 之内, 顺规散光在-1.75D 之内, 逆规散光在-1.50D 之内	国械注准 20193160198
视达佳		中国	VST	Optimum Extreme	125	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注准 20213160638
新产业眼科	童享	中国	VST	Optimum Extreme	125	近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注准 20223161771
思怡 C&E	菁视	美国	VST	HDS 100	101	近视范围在-1.00D~-3.00D 之间, 散光范围在1.50D 之内	国械注进 20163160202
普睿光 Paragon	CRT	美国	CRT	HDS 100	101	近视度数在-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注进 20163163260
目立康 Menicon	Menicon Z Night	日本		Menicon Z	163	近视度数在-0.50D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 以内	国械注进 20223160319
菁眸	Ventura	中国	VST			近视度数在-1.00D~-3.00D 之内, 散光度数在-1.50D 以内	国械注准 20233160484
北京博视网	爱视欧	中国	VST		100	近视度数在-4.00D 之内, 顺规散光在-1.50D 以内, 逆规散光在-1.00D 以内	国械注准 20223161170
维视艾康特	艾康菲	中国				近视度数在-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 以内	国械注准 20233161197
富吉医疗	Fluoro	中国				近视度数在-1.00D~-4.00D 之内, 散光度数在-1.50D 之内	国械注准 20233161315

数据来源: NMPA, 各品牌官网、微信公众号, 东北证券整理; 注: 截至 2023 年 12 月 25 日。

■ **其他离焦类产品:**角膜塑形镜是最典型的采用离焦原理的近视防控产品, 除此以外还有离焦框架镜、离焦软镜、离焦 RGP 等其他采用离焦原理的近视防控产品。

离焦框架镜:当前最流行的近视防控产品, 年销量与渗透率均已超角膜塑形镜。在消费降级大逻辑下, 离焦框架镜作为角膜塑形镜最成熟的下位替代, 其已隐隐有替代角膜塑形镜成为医疗机构主打产品的趋势; 但由于离焦框架镜并非第三类医疗器械, 其验配无需医疗机构资质、任何眼镜店均可验配, 因此离焦框架镜存在明显的渠道混乱问题, 同一型号在医疗机构和普通眼镜店可能差价数倍。高端的离焦框架镜有两种销售思路。①进行临床试验、强化其在近视管控效果方面的说服力, 代表产品有爱博医疗普诺瞳离焦镜、明月镜片轻松控系列离焦镜; ②严格管控渠道, 销售终端仅限价格体系稳定的医疗机构, 代表产品

有菲特兰医疗奥拉怒放离焦镜。随着离焦镜设计理念不断更新迭代，理论和实际近视防控效果愈发接近角膜塑形镜，离焦镜对角膜塑形镜的结构替代趋势或在消费环境缓和后维持，值得密切关注。

表 6：重点离焦镜参数与临床数据对比

厂商	型号	上市时间	价格	定制范围	折射率	屈光度减缓率	眼轴增长延缓率
卡尔蔡司	成长乐	2010	1130 起	球镜~-9.5D，柱镜~-4D	1.49/1.61/1.67	30%	/
	小乐圆	2022	3980	球镜~-8D，柱镜~-4D	1.59	37.7%	30.9%
依视路	星趣控	2019	3680 起	球镜~-10D，柱镜~-4D	1.59	67%	63%
豪雅	新乐学	2018	3980	球镜~-10D，柱镜~-4D	1.59	59%	60%
盛达同泽	思问子夏	2022	4980	球镜~-10D，柱镜~-4D	1.59	68%	50%
	思问子夏九星	2022	5980	球镜~-10D，柱镜~-4D	1.59	100.83%	73.89%
明月	轻松控 PRO	2022	2298 起	球镜~-8D，柱镜~-4D	1.60/1.67/1.71	60%	51%
爱博医疗	普诺瞳	2021	2980 起	球镜~-10D，柱镜~-4D	1.56/1.60/1.67	67.57%	68.75%
	欣诺瞳	2022	1990 起	球镜~-12.75D，柱镜~-4D	1.56/1.60/1.67		
菲特兰	奥拉·怒放	2022	4990	球镜+2D~-14D，柱镜~-4D	1.59	56.57%~74.94%	57.33%~75.38%

数据来源：卡尔蔡司、依视路、豪雅、盛达同泽、明月、爱博医疗等公司官网、微信公众号，东北证券整理；注：轻松控 PRO 数据为戴镜 12 个月的统计数据；普诺瞳真实世界 9~12 个月随访数据，整体延缓眼轴增长有效率 45.16%、延缓屈光度进展有效率 47.72%，满足每日戴镜时长超过 12h 的情况下延缓眼轴增长有效率 58.88%、延缓屈光度进展有效率 54.54%。

离焦软镜和离焦 RGP：一般认为这两种产品的近视防控效果优于离焦框架镜而劣于角膜塑形镜，但由于其宽容度远低于离焦框架镜，且成本仍然显著高于离焦框架镜（尤其离焦软镜），这两种产品的实际销量较为有限。

- **近视防控药物：**根据《低浓度阿托品滴眼液在儿童青少年近视防控中的应用专家共识（2022 年）》，阿托品滴眼液是唯一经循证医学验证能有效延缓近视进展的药物，其近视控制效果呈现浓度依赖效应，高浓度阿托品滴眼液的近视防控效果更好、但畏光等不良反应更严重、停药后反弹效应更强，因此一般更考虑 0.01%-0.05% 的低浓度阿托品滴眼液用于儿童青少年近视防控。截至 2023 年 12 月 25 日，CDE 披露有 40 条近视防控药物的临床试验默示许可，由 13 组申请人各自申请，注册分类包括 1 类、2.2 类和 2.4 类。截至 2023 年 12 月 25 日，我国国内仅有兴齐眼药的 SQ-729 向 CDE 提交申请上市，注册分类为 2.4 类，CDE 于 2023 年 4 月 25 日承办；2023 年 9 月 27 日，SQ-729 进入补充资料序列，截至 2023 年 12 月 25 日仅“药学”排队待审评、其余专业均已完成审评。我们预计 SQ-729 不晚于 24H1 获 CDE 批准上市。

表 7：CDE 已披露的近视防控药物临床试验默示许可

药品名称	申请人	注册分类	国内研发阶段	规格	给药周期
SQ-729	兴齐眼药	2.4	申请上市	0.01%	48 周
SQ-729	兴齐眼药	2.4	III 期临床	0.02%/0.04%	96 周
NVK-002	兆科眼科	2.4	III 期临床	0.01%/0.02%	1 年&2 年
HR19034	成都盛迪（恒瑞医药）	2.4	II/III 期临床	0.01%/0.05%	144 周
ARVN002	极目生物	2.2	III 期临床	0.01%/0.1%	2 年
OT-101	欧康维视	2.2; 2.4	III 期临床	0.01%	3+1 年
OT-101-S	欧康维视	2.2; 2.4	III 期临床	0.01%/0.05%	-
QLM3004	齐鲁制药	2.4	III 期临床	0.01%/0.02%/0.04%	144 周
	莎普爱思	2.4	III 期临床	0.02%	2 年
	杭州赫尔斯、优尼特尔	2.4	II/III 期临床	-(多种浓度)	96 周
DE-127	参天制药	2.2; 2.4	II/III 期临床	-(多种浓度)	2 年
STN1013400	参天制药	1	I 期临床	0.1%/0.5%/3%	-
	艾尔健康、津药永光	2.4	I 期临床	0.01%	-
	博瑞生物	2.4	I 期临床	0.01%/0.02%	-
DA001	远大生命	2.2; 2.4	I 期临床	-	-
KH737	康弘药业、普什制药	2.4	-	-	-

数据来源：CDE，医药魔方，东北证券

注：欧康维视 OT-101-S 已获 CDE 临床试验默示许可，试验方案暂未公示；参天制药 STN1013400 非阿托品药物；康弘药业 KH737 于 2021 年获 CDE 临床试验默示许可，截至 2023 年 12 月 25 日未查询到相关临床资料。

制约低浓度阿托品渗透率爬坡有两个重要因素。①由于低浓度阿托品本身不能直接矫正患者屈光状态，我们认为其可选消费属性表现是近视防控产品中最显著的；②根据低阿专家共识，低阿运用要求患者近视等效球镜度达到或超过 -0.50D，或等效球镜度年增长量到达或超过 0.50D，或眼轴长度年增长量超过 0.3mm，其中伴有近视快速进展危险因素的患者可较早干预，即指南仅推荐近视度数增长较快的患者使用低浓度阿托品。

1.5. 公司财务指标分析与核心公司推荐

表 8：23Q1-3 眼科下游 A 股上市公司核心财务数据

指标	爱尔眼科	普瑞眼科	华厦眼科	何氏眼科	光正眼科
股票代码	300015.SZ	301239.SZ	301267.SZ	301103.SZ	002524.SZ
日期	2023/9/30	2023/9/30	2023/9/30	2023/9/30	2023/9/30
营业收入	160.47	21.66	31.03	9.44	8.27
同比	22.95%	51.19%	22.98%	22.38%	44.49%
营业成本	77.13	11.80	15.32	5.25	5.49
毛利额	83.34	9.87	15.71	4.19	2.78
净利润	35.20	3.26	5.69	0.96	0.12
归母净利润	31.81	3.17	5.57	0.99	0.10
同比	34.97%	237.48%	40.17%	51.23%	-92.11%
扣非归母净利润	31.05	2.30	5.72	0.96	0.03
同比	24.03%	153.75%	32.07%	54.22%	103.44%
毛利率	51.93%	45.55%	50.62%	44.43%	33.57%
净利率	21.94%	15.04%	18.35%	10.18%	1.44%
归母净利率	19.82%	14.65%	17.96%	10.53%	1.26%
销售费用率	10.01%	15.99%	12.83%	13.29%	16.83%
管理费用率	12.99%	12.14%	10.77%	15.87%	12.16%
财务费用率	0.40%	2.12%	0.51%	-1.49%	3.62%

研发费用率	1.53%	0.33%	2.01%	0.83%	0.19%
ROA	12.46%	7.63%	8.19%	3.70%	0.76%
ROE	17.99%	14.30%	10.47%	4.63%	3.75%
商誉	59.01	4.12	1.31	0.00	3.79
所有者权益	198.16	23.93	55.94	21.15	2.87
商誉/所有者权益	29.78%	17.22%	2.35%	0.00%	131.82%

数据来源：Wind，东北证券

1.5.1. 爱尔眼科：业绩符合预期，相对高基数下的稳健增长

爱尔眼科的业务结构一般认为是行业标杆。2023 年上半年：

- **屈光业务**：23H1 营收+17.15%，毛利率 57.72% (+0.03pct)，消费降级和部分地区价格战导致增长部分患者外溢，双重因素影响营收增速，占比亦下滑，但仍维持较高的毛利率水平；
- **白内障业务**：23H1 营收+60.28%，毛利率 37.48% (+1.60pct)，疫情对老年人就诊的压制较为明显，受抑制的需求持续释放，年内手术量基本维持高增速、预计 2024 年将恢复至常态或略高一点的增速水平；
- **眼前段/眼后段**：23H1 营收+27.90%/+31.82%，毛利率 40.86%/30.79% (+0.58pct/+0.73pct)，由于其刚需性质略强于白内障业务，因此疫后反弹力度略低，但仍实现了较高水平的增速；
- **视光服务**：23H1 营收+30.50%，毛利率 55.24% (+1.54pct)，消费降级导致 OK 镜增速明显放缓、离焦镜占比抬升，预期 2024 年维持这一趋势，密切关注低阿获批后的销售贡献。

我们认为，2024 年公司消费眼科业务维持发展趋势、而基础眼科业务（尤其白内障）将放缓到略好于历史平均增速的水平。

截至 23H1，公司旗下境内医院 229 家（报告期内+14 家）、视光中心 168 家（+20 家），境外网点 124 家（+6 家）。公司持续推进“1+8+N”和分级连锁布局建设，基层网络持续强化。公司是我国眼科医疗服务市场最大龙头，全国布局持续扩张，细分业务实力强劲，品牌力遥遥领先。

1.5.2. 普瑞眼科：旗下众医院进入收获期，盈利能力持续改善

普瑞眼科 2023 年屈光业务占比下滑而基础眼病占比快速提升、提前进入业务结构调整期，基础眼病占比提升至合理水平利好公司品牌力建设。2023 年上半年：

- **屈光业务**：23H1 营收+33.37%，毛利率 53.00% (+0.69pct)，消费降级下公司屈光业务占比明显下降，提前进入业务结构调整期；
- **白内障业务**：23H1 营收+137%，毛利率 43.37% (+8.06pct)，存量患者疫后就诊反弹显著，公司显著提升业务重视程度，鉴于旗下各医院重组白内障团队进度不一，2024 年仍有望维持较高增速；
- **综合眼病业务**：23H1 营收+70.71%，毛利率 19.77% (+4.60pct)；
- **视光业务**：23H1 营收+52.87%，毛利率 45.67% (+2.91pct)，公司持续探索数字化验配的弯道超车机会，成长性值得期待。

我们认为，2024 年公司业绩面临一定压力，由于消费降级、叠加基数水平恢复正常，营收占比最高的屈光业务的增速或下降至 20% 左右，而其他业务由于公司团队建设发力有望维持一定的增速，公司业务结构持续均衡化。

截至 23Q3，公司完成东莞光明眼科医院并表，湖北普瑞医院和上海奉贤普瑞医院先后开业贡献营收，旗下已开业 27 家医院和 3 家门诊部；公司另有乌鲁木齐二院、哈尔滨二院、福州医院、上海宝山医院、广州越秀医院、深圳南山医院、深圳罗湖医院、重庆医院（搬迁）等 8 家新院建设中，预计在 23Q4-24H1 陆续开业。公司坚持

“全国连锁化+同城一体化”，专注于在中心城市布局精品眼科医院，中高端客户引流流量和高端业务发展预期有望实现“量价齐升”。

1.5.3. 华夏眼科：业绩符合预期，内生外延战略值得期待

华夏眼科在 2023 年半年报调整了业务披露方式，整体来看公司基础眼科的业务表现好于消费眼科。2023 年上半年：

- 屈光项目：营收+13.84%，毛利率 56.86% (+0.91pct)；
- 白内障项目：营收+44.89%，毛利率 44.16% (+8.06pct)，规模效应与中高端占比提升逻辑下实现毛利率较大突破；
- 眼后段项目：营收+35.81%，毛利率 44.72% (+4.77pct)；
- 眼视光综合项目：营收+17.75%，毛利率 50.00% (-0.67pct)，视光服务相对弱势、公司仍在持续探索业务逻辑，中长期发展趋势值得期待。

2024 年需紧密关注公司消费眼科增长情况，重视医院并表的业绩增厚。

截至 23H1，公司旗下体内医院 57 家（报告期内数量不变）、视光中心 52 家（+29 家）；23Q3 洪湖华夏注销，仙游华夏、华夏渝州开业，合肥视宁并表，体内医院数量提升至 59 家；体外基金另有 8 家医院（含爱迪眼科集团）。公司以全国连锁为布局战略，强调医教研协同发展，专注于高潜力优质市场，医院布局深化与业务结构优化预期有望实现“量价齐升”。

表 9：23Q1-3 眼科上游 A 股上市公司核心财务数据

指标	爱博医疗	欧普康视	昊海生科
股票代码	688050.SH	300595.SZ	688366.SH
日期	2023/9/30	2023/9/30	2023/9/30
营业收入	6.68	13.20	19.82
同比	51.39%	8.95%	25.23%
营业成本	1.24	3.08	5.62
毛利额	5.45	10.12	14.20
净利润	2.44	6.03	3.27
归母净利润	2.52	5.38	3.27
同比	27.46%	6.49%	102.04%
扣非归母净利润	2.39	4.71	3.05
同比	32.54%	1.55%	116.86%
毛利率	81.51%	76.68%	71.65%
净利率	36.47%	45.67%	16.50%
归母净利率	37.71%	40.77%	16.49%
销售费用率	19.00%	20.22%	31.57%
管理费用率	11.29%	6.31%	15.82%
财务费用率	0.15%	-0.40%	-2.42%
研发费用率	9.68%	2.31%	7.78%
ROA	10.27%	11.35%	4.68%
ROE	12.80%	12.68%	5.83%
商誉	0.53	4.57	4.12
所有者权益	21.50	46.11	60.78
商誉/所有者权益	2.45%	9.91%	6.78%

数据来源：Wind，东北证券

1.5.4. 爱博医疗：营收高速增长，期待新品放量后的净利率回升

公司核心业务为人工晶体业务，23H1 一度产能紧张，但仍充分享受了白内障业务的行业性疫后反弹，市占率稳步提升；角膜塑形镜愈发成熟，营收降速既有基数越来越

越高的影响、也有消费降级下行业弱势的因素；相对低毛利率的其他视光产品在低基数下呈爆发式增长，期待彩瞳工厂扭亏和离焦镜业务发力。

- **人工晶体业务：**23H1 营收+37.88%。①2022 年末“全视”人工晶体获批，这是首张国产多焦 IOL 注册证、更是首张 MF-EDoF 人工晶体注册证，2023 年起开始初步放量，表现可期；②人工晶体国采中选结果出炉，非球面单焦点可比报价 797 元、单焦点散光报价 1886 元、双焦点非散光视力改善报价 2880 元，重视国产背景和视力改善稀有属性加成下的高端晶体放量机会；③PR 通过创新医疗器械特别审查程序并已提交注册申请，有望打破 STARR 公司 ICL 的实质性垄断；
- **角膜塑形镜业务：**23H1 营收+38.97%。普诺瞳 Pro OK 镜上市，正式打入高端市场；
- **其他视光产品：**①彩瞳方面，福建优你康完成并表，两大工厂加速总产能扩张步伐；②离焦镜方面，公司建立医疗端-“普诺瞳”、零售端-“欣诺瞳”的双品牌战略；③护理产品方面，三类医疗器械润滑液获批，硬镜护理系统组建完成，放量可期。

表 10：爱博医疗境外发现 GDR 募集资金使用计划

项目	具体内容	建设期	投资总额	募集资金拟投入额
福建优你康并购项目	福建优你康已建设完成 GMP 厂房和多条隐形眼镜生产线，年产能设计达 2 亿片	/	24,508.16	23,508.16
爱博烟台眼科产品生产二期项目	年产 75 万片多焦点离焦镜、年产 300 万瓶隐形眼镜护理液、年产 300 万瓶双氧护理液	3 年	26,800.82	26,800.82
功能性眼科医疗器械产品开发项目	在现有研发基础上，购置先进设备、招聘专业人员针对多种眼科疾病开展产品升级迭代与创新研发	4 年	24,300.22	24,300.22
天眼医药隐形眼镜扩产项目	拟扩建生产线，并实现关键耗材公母模的自产自用	2.5 年	28,264.59	27,064.59
德国眼科产品生产与渠道建设项目	拟在德国购买厂房并装修，搭建年产 100 万片人工晶状体生产线，并开展营销推广活动	1.5 年	21,772.59	21,272.59
补充流动资金	/	/	18,000.00	18,000.00
合计			143,646.37	140,946.37

数据来源：Wind，东北证券

公司是国内眼科耗材龙头厂商，技术与销售双强势，预期公司核心业务持续快速放量、多项新业务快速推广，GDR 募资进一步强化综合实力。

表 11：23H1 眼科 H 股上市公司核心财务数据

指标	希玛眼科	朝聚眼科
股票代码	3309.HK	2219.HK
日期	2023/6/30	2023/6/30
营业收入	8.79	7.33
同比	7.16%	32.78%
营业成本	5.9939	3.6977
毛利额	2.80	3.63
净利润	0.35	1.47
归母净利润	0.27	1.51
同比	100.86%	45.38%
扣非归母净利润	0.28	1.51
同比	-13.87%	45.38%
毛利率	31.83%	49.57%

净利率	3.98%	20.04%
归母净利率	3.12%	20.54%
销售费用率	7.24%	6.99%
管理费用率	18.74%	15.08%
财务费用率	0.04%	0.78%
研发费用率	0.00%	0.00%
ROA	1.06%	5.42%
ROE	1.61%	6.58%
商誉	4.83	1.35
所有者权益	16.98	23.02
商誉/所有者权益	28.47%	5.85%

数据来源：Wind，东北证券

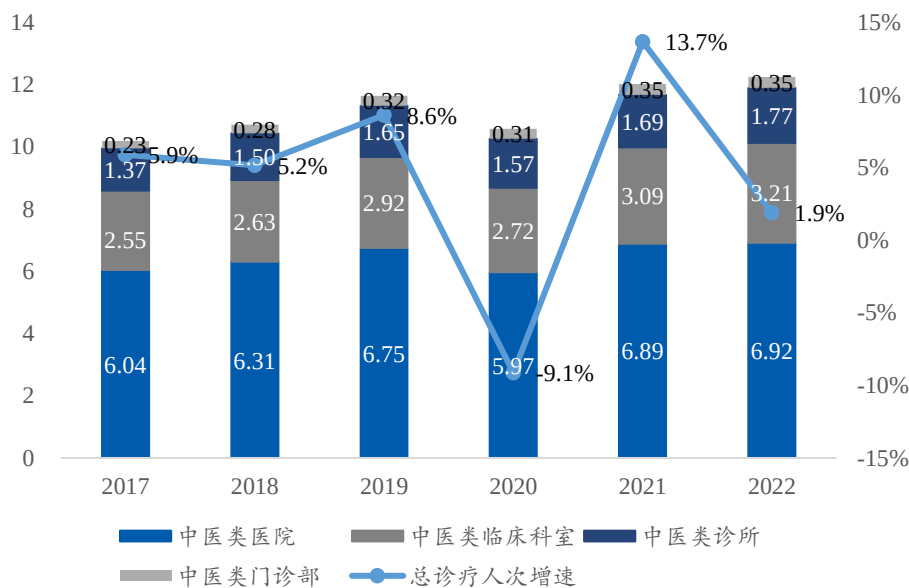
2. 中医连锁：行业高增长叠加公司独特优势，看好业绩兑现

2024 年中医连锁投资方向	
重点标的	核心观点
固生堂	• 2023 疫后复苏逻辑完全兑现。公司持续加强聚医能力，通过股权激励切实绑定核心医师，保持每年新增医联体合作。 • 看好公司 2024-2025 年北京、上海地区业务的高速增长。远期关注公司在二线及以上城市的广泛布局。

2.1. 行业端：诊疗人次稳定增长，政策持续支持

2022 年中医行业整体受疫情影响，但增长好于整体医疗行业。根据卫生健康事业发展统计公报，2022 年我国中医诊疗合计 12.25 亿人次，较 2021 年增长 1.9%，疫情下保持一定增长。而全国医疗卫生机构总诊疗人次为 84.2 亿，较 2021 年下滑 0.6%，中医行业诊疗人次增速高于医疗行业整体。分医疗机构看，中医类医院、中医类临床科室、中医类诊所、中医类门诊部 2022 年诊疗人次增速分别为 0.4%、3.8%、4.9%、0.1%，中医科室与中医诊所增长较快。这四类中医医疗机构 2016-2021 年诊疗人次 CAGR 分别为 3.6%、5.2%、6.2%、12.1%，中医门诊部增速明显下降。我们预期在 2023 年行业的恢复性增长后，中医诊疗人次仍将保持年 5% 以上的稳定增长。

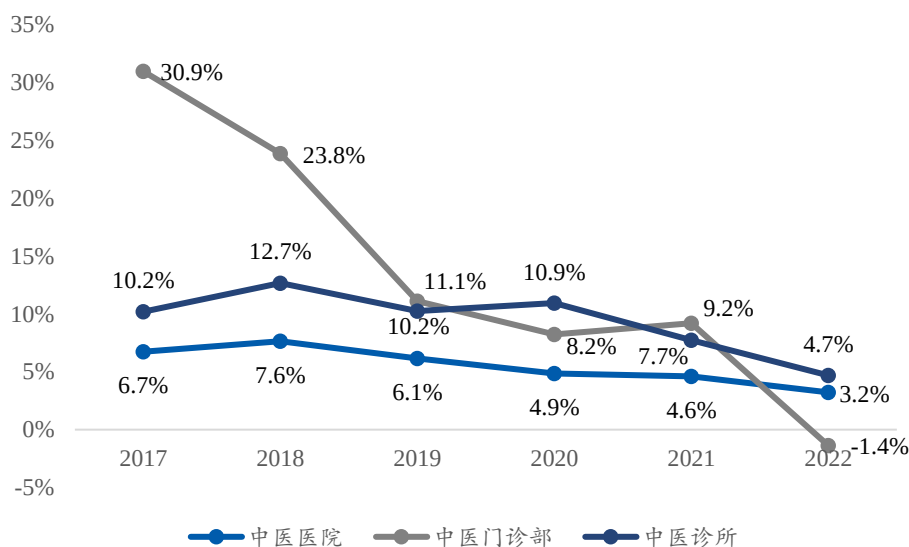
图 2：2017-2022 年中医诊疗人次（亿次）



数据来源：卫生健康事业发展统计公报，东北证券

2022 年中医医疗机构数增速显著下降。2022 年中医医院、中医门诊部、中医诊所的数量增速分别为 3.2%、-1.4%、4.7%，显著低于 2021 年及此前水平。机构数变化具有一定的滞后性。对比 2020 年与 2022 年，疫情对中医诊疗的负面影响在 2020 年显著更大，但 2020 年中医医疗机构增速较 2019 年下滑较少，中医门诊部、中医诊所增速也远高于 2022 年。由于这一滞后性，我们预期中医医疗机构数增长将需要一定时间恢复。疫情期间存活的中医医疗机构有望于 2023-2024 年获得更大的市场份额。

图 3：2017-2022 年各类中医医疗机构数增速



数据来源：卫生健康事业发展统计公报，东北证券

国家层面政策持续对中医药行业的全面支持。2023 年 2 月国务院办公厅印发《中医药振兴发展重大工程实施方案》，再次强调对名医堂、名医传承工作室、中医医保的支持，直接利好中医连锁，并在中医师、中药饮片等多方面间接利好中医连锁。4 月

国家中医药局等八部门印发《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》，有望促进居民中医认可度提升，长期利好中医行业发展。4 月国家中医药局印发《中医药专业技术人员师承教育管理办法》，规范了中医特色的人才培养方式，明确了师承教育的激励机制，有望提升优质中医师供给。7 月国家发改委印发《关于恢复和扩大消费的措施》，明确支持中医医联体、高质量中医服务与“互联网+”医疗。

2023 年 12 月国家中医药局等四部门印发《关于深化中医馆建设 加强中医医师配备的通知》，推动基层中医发展。政策以“到 2025 年实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师”为目标，推动中医医师向基层流动，提出“中医医师晋升副高级职称应当有累计 1 年以上县级以上或对口支援的医疗卫生机构提供服务的经历”，“持续开展基层名老中医药专家传承工作室建设，项目建设单位专家定期到中医馆开展诊疗、带教工作”，名医传承工作室再次得到认同。政策还要求完善基层中医医师发展政策，提出“对长期在基层服务、业绩突出、表现优秀的中医医师，可适当放宽学历要求，同等条件下优先评聘”，“晋升高级职称对论文、科研和职称外语不作要求”。**中医师在基层中医机构评聘职称的难度有望下降。**

地方层面中医政策顺应国家政策持续出台。2023 年江苏、山东、河南、湖北、云南、江西、甘肃 7 地出台本省的《中医药振兴发展重点工程实施方案》；山东、河北、上海、安徽、甘肃 5 地出台本省/市的《2023 年中医药工作要点》。其中江苏、山东、河南三地中医较为发达，中医诊疗人次为全国省市的第 4-6 名，河北、上海、安徽的中医诊疗人次则为全国省市的第 8-10 名。江苏省提出“推广 24 个中医优势病种诊疗方案”、“开展中医特色的互联网诊疗服务”、“新创建一批全国名老中医药专家和全国基层名老中医药专家传承工作室”。山东省提出“制定 30 个中医优势病种诊疗方案”、“巩固扩大中医优势病种收付费方式改革成效，探索更加符合中医药规律的医保支付方式”。河南省提出“做好国医大师、全国名中医、全国名老中医药专家、全国基层名老中医药专家、河南省名中医、老药工和中医学术流派的学术经验继承工作，建设 170 个以上传承工作室，培养 500 名以上学术继承人”。河北省提出“新建 80 个‘旗舰国医堂’”、“培养 100 名基层中医临床技术骨干、200 名中医类别全科医生、1 万名国医堂中医药人员”。上海市提出“稳步推进中医优势病种按疗效价值付费试点工作”、“推进海派中医活态传承，加强各级中医药专家传承工作室建设”。安徽省提出“推动公立中医院医联体建设”、“遴选 10 个左右中医优势病种实行“同病同效同价”按病种付费，启动符合中医药特点的中医优势病种按疗效价值付费试点”。

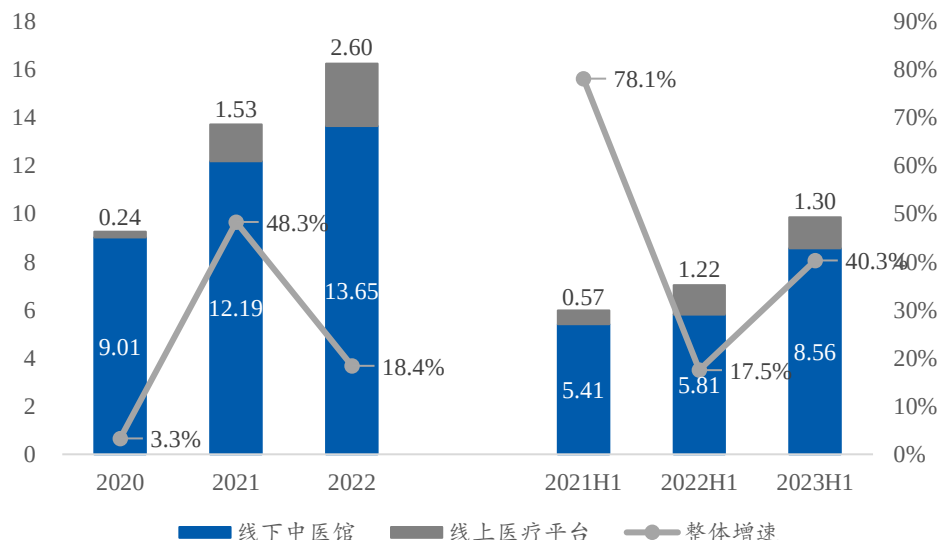
中医外治项目提价逐步落地，彰显国家政策支持。医疗服务价格改革政策明确提出“重点向体现技术劳务价值的手术、中医医疗服务项目倾斜，同时推动检查、检验等物耗为主的医疗服务价格有所下降”。5 个医疗服务价格改革试点城市的首轮调价方案已全部落地且运行良好。赣州市、乐山市中医外治提价幅度平均约 17%，赣州市超 70%的医保内中医外治项目均得到提价。

2.2. 公司端：看好固生堂北京上海地区高速增长，二线以上城市空间广阔

2023 疫后复苏逻辑完全兑现。固生堂 2023H1 实现营业收入 9.86 亿元（+40.3%）；归母净利润 0.93 亿元（+67.2%），归母净利率 9.4%（+1.5pcts）。2023H1 营业收入较 2021H1 两年 CAGR 约 28%，接近无疫情影响下年营业收入增长 30%的愿景。线

上线下同比增速主要受 2022H1 的基数影响，线下同比增速（+47.3%）显著高于线上（+6.8%）。我们预期 2023H2 的整体营业收入同比增速将与 2023H1 相仿，公司营业收入受消费不景气影响较小，随客流恢复而明显恢复。

图 4：固生堂 2020-2023H1 营业收入（亿元）

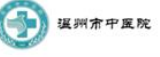


数据来源：公司公告，东北证券

公司持续加强聚医能力，通过股权激励切实绑定核心医师。2023 年 7 月，公司将 110.36 万股购股权授予 175 名非雇员医师，行权价格为 50.5 港元；将 147.72 万股受限制股份（新股）授予 167 名非雇员医师，授予价格为 25.25 港元；将 9.25 万股受限制股份（旧股）授予 8 名非雇员医师，授予价格为 5 人民币。激励计划均于 24 年至 28 年 7 月分 5 次等额归属，且要求医师仅可在其第一执业机构及固生堂进行执业，从而深度绑定核心医师。依公司股价在激励兑现时为 50、70、100 港元分别估算，获授新股的医师 24-28 年平均每年可获得激励 4、9.5、18 万元；获授旧股的医师 24-28 年平均每年可获得激励 9.5、16、26 万元。激励力度显著。

公司持续加强聚医能力，保持每年新增医联体合作。公司 2023 年新增 2 家医院（温州市中西医结合医院、湖南中医药大学第一附属医院），3 家中医药大学（湖南中医药大学、天津中医药大学、湖北中医药大学）医联体合作，医联体迅速拓展。公司自 2015 年起每年稳定新增医联体合作，且除 2020 年外均新增 2 家及以上单位。公司过去 10 年间累计合作 15 家三甲中医院，其中包括广东省中医院、上海龙华医院、北京广安门医院等排名位于我国前列的中医院；累计合作 9 家中医药大学。我们预期公司未来每年将稳定新增 2 家或更多医联体合作。

图 5：固生堂医联体合作情况

2015-2016	 广东省中医院	 广州中医药大学	 上海中医药大学
2017	 上海中医药大学附属龙华医院 Longhua Hospital Shanghai University of Traditional Chinese Medicine	 广州中医药大学第一附属医院	
	 成都中医药大学 CHENGDU UNIVERSITY OF TCM	 南京中医药大学 Nanjing University of Chinese Medicine	
2018	 曙光医院 SHUGUANG HOSPITAL	 广东省第二中医院	 福建中医药大学
2019	 上海市中醫院 上海中医药大学附属市中医院	 广州中医药大学顺德医院 (佛山市顺德区中医院) Shunde Hospital of Chinese Medicine of Guangzhou City	
2020	 中国中医研究院 广安门医院		
2021	 岳阳医院 上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院 Shanghai University of Traditional Chinese Medicine	 佛山市中医院 Foshan Hospital of TCM	
	 河南中医药大学第一附属医院 The First Affiliated Hospital of Henan University of CM 河南省中医院 河南省中西医结合医院	 河南中医药大学 HENAN UNIVERSITY OF CHINESE MEDICINE	
2022	 郑州市中医院	 苏州市中醫院 Suzhou Hospital of Traditional Chinese Medicine	
2023	 温州市中西医结合医院 温州市中医院 温州医科大学附属第一医院 温州市中医院 温州医科大学附属第一医院	 湖南中医药大学第一附属医院 The First Hospital of Hunan University of Chinese Medicine	
	 湖南中医药大学 HUNAN UNIVERSITY OF CHINESE MEDICINE	 天津中医药大学 Tianjin University of Traditional Chinese Medicine	 湖北中医药大学 HUBEI UNIVERSITY OF CHINESE MEDICINE

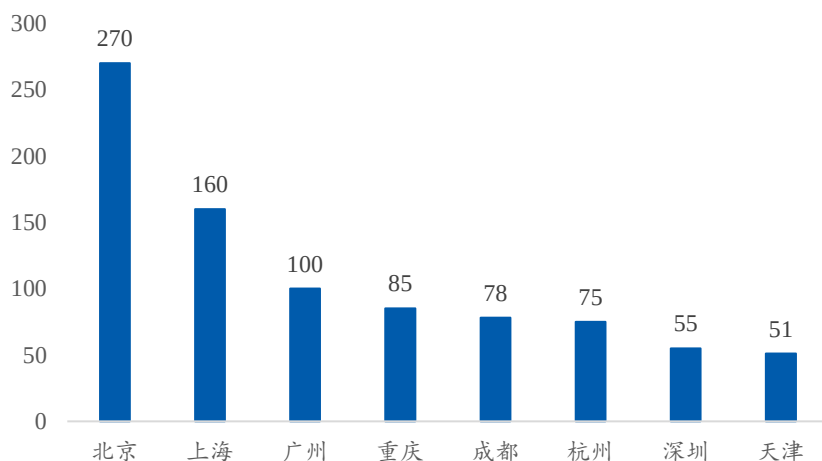
数据来源：公司公告，东北证券

看好公司 2024-2025 年北京、上海地区业务的高速增长。北京、上海两地的中医门诊市场规模较其余城市有明显领先。2021 年我国中医门诊市场合计约 2700 亿元，而我们估计北京、上海两地中医门诊市场规模分别约 270、160 亿元，显著高于广州、深圳、重庆、成都、杭州、天津等其他中医较发达的一线/新一线城市。我国新一线/二线城市的中医门诊市场规模平均为 25 亿元，北京、上海市场规模分别为其的约 10.8 倍、6.4 倍。

北京市三级中医院医师资源丰富，公司收入基数相对较低。北京市 6 家规模较大的中医院（广安门医院、东直门医院、北京中医医院、东方医院、西苑医院、望京医院）合计拥有副高职称及以上中医师约 2500 人，仅公司具有医联体合作的广安门医院一家就有副高职称及以上中医师约 600 人。目前公司在北京市的副高职称以上中医师渗透率仅约 3%，提升空间巨大。同时公司北京市收入基数较低，2022 年近 1.3 亿元，约为广州、深圳、上海三地均值的 50%，预期未来增速较快。

上海市三级中医院医师资源丰富，公司医联体合作全面覆盖。公司与上海市全部 4 家三甲中医院均具有医联体合作，龙华医院、岳阳医院、曙光医院、上海市中医院合计拥有副高职称及以上中医师约 1400 人。公司目前副高职称以上中医师渗透率约 8%，在医联体助力下有望持续提升。

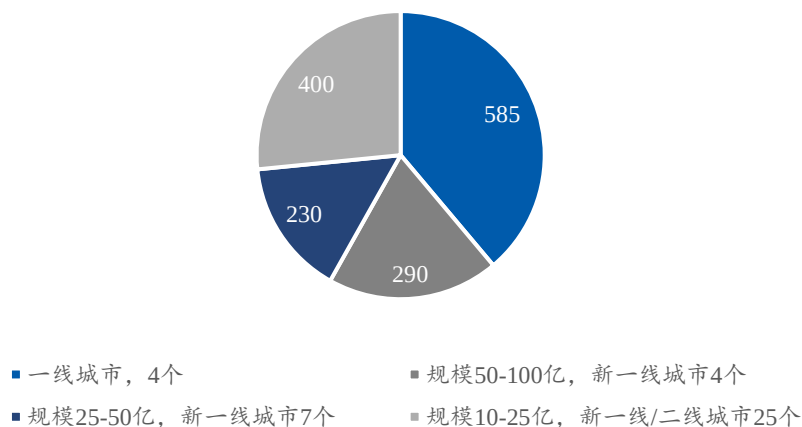
图 6：2021 年各地中医门诊市场规模测算（亿元）



数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

远期关注公司在二线及以上城市的广泛布局。2021 年我国一线城市中医门诊市场规模合计近 600 亿元。而 32 个二线至新一线，单城市市场规模约 10-50 亿元的城市合计市场规模也超 600 亿元。公司在苏州、南京、无锡、宁波、福州等新一线/二线城市扩展顺利，远期看好公司在二线以上城市广泛布局带来的收入增长。

图 7：2021 年二线及以上城市中医门诊市场规模测算（亿元）



数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

3. 辅助生殖：积极关注医保政策进展

2024 年辅助生殖投资方向	
重点标的	核心观点
锦欣生殖	• 2023 疫后复苏逻辑有所兑现，海外业务恢复较快。 • 三代 IVF、冻卵新业务逐步开展，有望贡献业绩增量。 • 深圳新院区有望打开收入天花板，云南、武汉医院有望改善利润端。

3.1. 行业端：北京、广西医保率先落地，可及性有望提升

北京市、广西自治区率先将辅助生殖技术项目纳入医保。2022 年 2 月北京曾计划将 16 项辅助生殖技术纳入医保甲类报销，随后又宣布暂缓实施。2023 年 6 月北京市医保局、人社局发布《关于将 16 项治疗性辅助生殖技术项目纳入医保、工伤保险支付范围的通知》，自 7 月 1 日起实施。2023 年 10 月，广西壮族自治区医保局、人社厅、卫健委发布《关于将部分治疗性辅助生殖类医疗服务项目纳入基本医疗保险和工伤保险基金支付范围的通知》，将 9 项（12 小项）辅助生殖技术项目纳入医保。辽宁省亦有望将 17 项辅助生殖项目纳入生育保险。

本次医保报销力度显著，辅助生殖可及性有望提升。北京市医保 16 项中有 9 项属于一二代 IVF 的常规项目，涵盖了检查、采卵、采精、授精、体外培养、胚胎移植的全流程。一代 IVF 可报销 6 个项目，实际报销金额约 0.8 万元。二代 IVF 则可在一代的基础上额外报销 2 个项目，实际报销金额约 1.1 万元。IVF 单周期费用一般为 3-4 万元，北京市报销比例约为 25%，有望提升辅助生殖可及性。广西医保纳入项目以一二代 IVF 为主，项目定价与北京基本相同。纳入医保项目中 4 项（6 小项）属于一代 IVF 技术，3 项（4 小项）属于二代 IVF 技术。

北京医保仅少量项目下调价格，对辅助生殖医疗机构几乎没有影响。北京市医保纳入的 16 个辅助生殖项目中，仅 2 个项目相比 22 年 2 月下调了价格，分别为促排卵检查（之前称为“促排卵治疗综合评估”，由 180 元/次下调至 100 元/次）与宫腔内人工授精术（为人工授精技术 AI 而非体外授精技术 IVF，由 1287 元/次下调至 500 元/次）。对于一个常规 IVF 周期，项目价格仅下降了约 400 元，影响非常有限。广西医保项目定价绝大部分与北京相同。

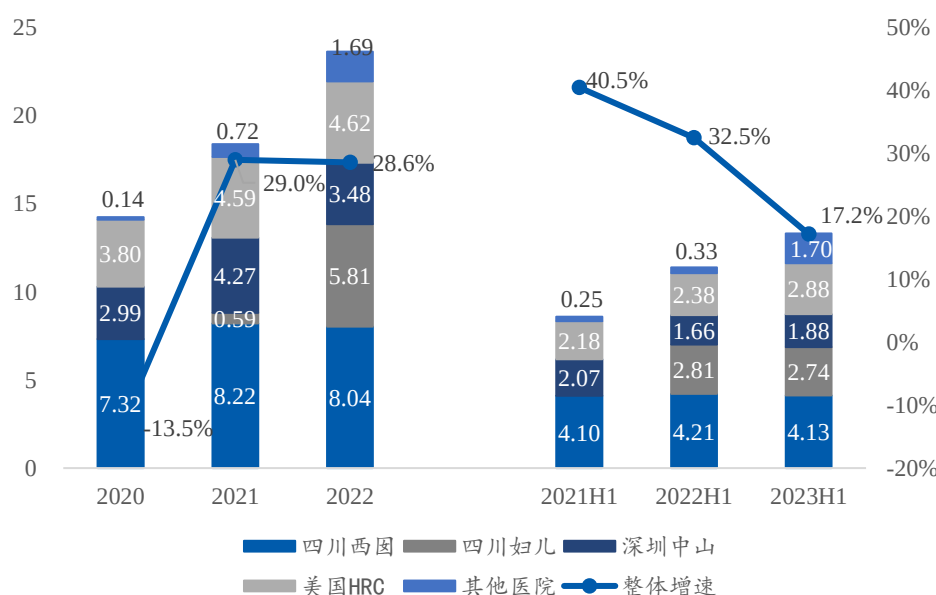
我们认为，2024-2025 年有望有更多省市将辅助生殖纳入医保。在我国新生人口下滑明显的大背景下，未来辅助生殖项目有望在全国范围逐步纳入医保报销。我们预期经济较为发达，医保盈余较多的地区有望跟随北京，较快落地相似政策。

北京市医保、商保提供配套措施，降低辅助生殖支付压力。北京市新生儿医保待遇实现出生即享。父母一方为本市户籍的新生儿，出生后发生的住院医疗费用，可在本市定点医疗机构实时结算。个人只需缴纳自付费用，无需全额垫付医疗费用。已购买 2023 年北京普惠健康保的适龄已婚女性参保人，经指定医院医生诊断后可凭诊断证明与处方，到指定药店享受一个促排卵与一个移植周期的 6 折特定辅助生殖药品用药权益，包含促排卵用药、拮抗剂方案用药、黄体支持用药 3 款药品。一年药品折扣权益最高可减免 5000 元。

3.2. 公司端：积极关注新业务增量与新院区利润爬坡

2023 疫后复苏逻辑有所兑现，海外业务恢复较快。锦欣生殖 2023H1 实现营业收入 13.34 亿元(+17.2%);归母净利润 2.24 亿元(+17.6%),归母净利率 16.8%(+0.1pct)。分地区看，2023H1 成都 ARS 业务实现收入 4.13 亿元 (-1.8%)，主要受 2022H1 相对较高的基数影响；成都妇儿业务实现收入 2.74 亿元 (-2.4%)；深圳中山医院实现收入 1.88 亿元(+13.8%)，疫后客流逐步修复；中国分部利润率为 30.3%(+1.6pcts)。美国 HRC 实现收入 2.88 亿元 (+21%)，分部利润率为 7.4% (+5.1pcts)。美国业务随国际业务逐步恢复而有较快增长，通胀等成本因素有所控制。

图 8：锦欣生殖 2020-2023H1 营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

三代 IVF、冻卵新业务逐步开展，有望贡献业绩增量。2023 年 4 月公司成都地区的西园医院与锦欣妇儿医院完成了牌照合并，并于 7 月取得了三代试管婴儿业务 (PGT) 的试运行资格，从而更好地满足患者需求。参考其他公立医院三代 IVF 占比为 10-15%，而三代 IVF 客单价为较一二代提升 70-100%，我们预计三代 IVF 完全运行后有望为四川 IVF 业务带来约 10% 的收入增厚与约 15% 的利润增厚。2023H1 公司香港地区开始推广冻卵业务，冻卵数同比增长 76%。假设 2024 年香港冻卵周期达到 200 个，则可为香港地区业务贡献超 20% 的收入增厚。

深圳新院区有望打开收入天花板，云南、武汉医院有望改善利润端。深圳新院区预计于 2024 年年中投入使用，建筑面积为当前院区的 5 倍，预期承载周期数上限超过当前院区的 3 倍。深圳市经济发达，与香港地区业务也有一定联动。新院区有望打开深圳地区天花板，提升深圳地区收入增速。云南院区经过业务调整，销售费用率有所控制（此前高达 30%），与 IVF 相关性低的科室逐步缩小，预计 2024 年将开始有一定利润贡献。武汉地区停牌影响结束后周期数逐步恢复，预计 2024 年起将持续减亏。

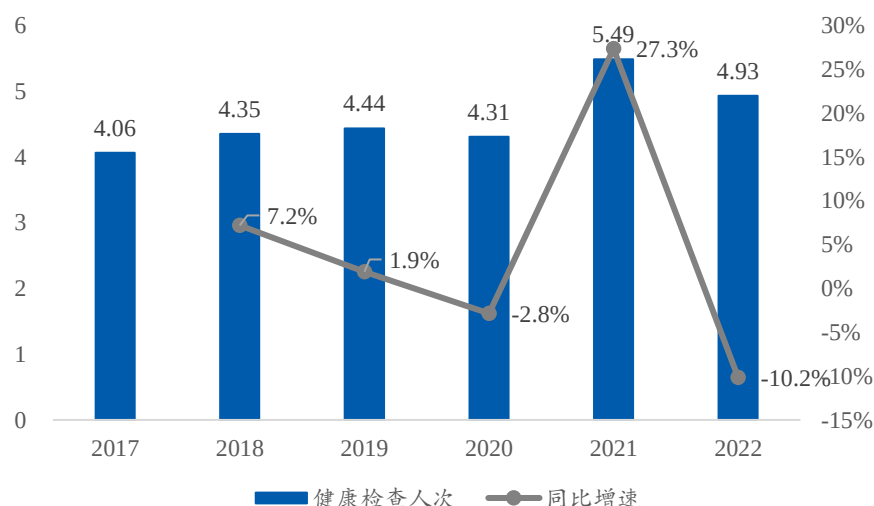
4. 体检板块：关注疫后居民健康观念提升

2024 年辅助生殖投资方向	
重点标的	核心观点
美年健康	2023 年美年健康疫后明显，积极关注公司 2024 年利润率修复。

4.1. 2022 年全国健康检查人次仍保持较高水平，疫情有望推进居民健康观念提升。

2022 年我国健康检查人次达 4.93 亿，较 2021 年的最高点 5.49 亿人次下降约 10.2%，但仍较 2018-2020 的平均水平 4.37 亿人次上升约 12.8%。我们预期 2023 年我国健康检查人次有望达到新高水平，且后续有望持续增长。

图 9：2017-2022 年健康检查人次（亿次）

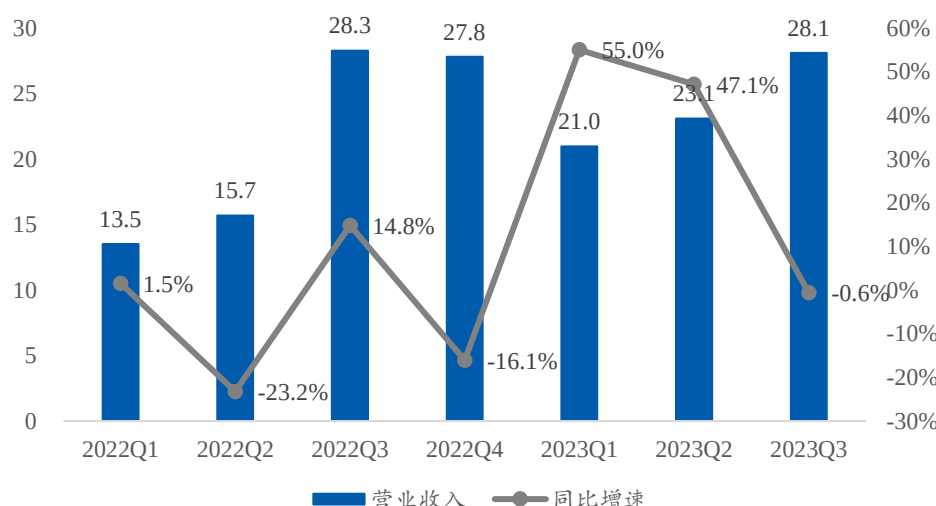


数据来源：卫生健康事业发展统计公报，东北证券

4.2. 重点关注标的：美年健康

2023 年美年健康疫后恢复明显，积极关注公司 2024 年利润率修复。公司 2023 前三季度收入同比增速在 50%左右，三季度受 2022 年高基数影响同比基本持平，预期四季度增速较快（2022Q4 基数较低）。2024 年后公司将通过提升客单价、提升门店使用率等方式控制营业成本，提升净利润率。

图 10：美年健康 2022Q1-2023Q3 营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

5. 中药板块：把握精品+创新两大主线

2024 年中药板块投资方向	
关注低估值高股息率中药公司。	
细分板块	核心观点
精品中药	- 精品中药在 2024 年仍然需要关注大品种的量价趋势，尤其是价格变化。 - 量价齐升，稀缺性精品中药有望迎来连续性增长。
中药 OTC	- 自我诊疗意识不断加强，线上 B2C 渠道有望逐步扩大份额。 - 移动互联快速发展+政策优化，网上药店快速扩容，“互联网+”新渠道助力中药 OTC 增量发展。 - 呼吸道传染病高发，中药 OTC 有望获益。
创新中药	新品入局带来结构性调整机会，关注医保/基药受益品种。
中成药	疫情余波仍有体现，滋补保健需求复苏。
重点标的	核心观点
同仁堂	- 众多优质品种及独家品种为本，品牌影响力深远，王牌产品增速快于行业 β。 - 安宫牛黄丸有望维持量价齐升，需求端潜在增长空间较大。 - 营销改革促新，有望带动王牌产品以外大品种增长。
东阿阿胶	- 历史遗留问题逐步出清，华润系全面接管，公司有望实现良性稳健增长。 - 国内滋补中药龙头，有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局。 - 健康消费品方面：经营理念转变，积极开发新品种。
康缘药业	- 中药注射剂结构性调整趋势更强，公司品种有望延续恢复性增长。 - 积极打造非注射品种群，增长目标明确。 - 基药品种驱动业绩增长，有望从新版基药目录调整中获益。 - 在研储备品种丰富，创新生化药领域涉足。

5.1. 2023 中医药政策关键词：鼓励、规范

5.1.1. 多项技术指导原则发布，促进新药研发流程规范化

未来中医药行业β有望持续获得改善：扩容提速+结构优化，有望开启行业新纪元。近年来中医药政策频出，我们认为，将为行业带来两个方面的影响，一方面以“中医药发展十四五规划”为核心的系列政策，将为中药市场带来扩容机会，主要表现为行业增速β有望提高；另一方面，随着各地中医药规范性发展政策出台，将为市场带来结构性的调整机会，主要表现为品种竞争愈发激烈下的“优胜劣汰”。

多项技术指导原则发布，促进新药研发流程规范化。2023年国家药品评审中心发布多项技术指导原则类文件政策，规范企业在中药新药研发，“三结合”注册审评体系不断完善。

表 12：2023 年以来中药行业出台技术指导原则类文件政策

日期	发布单位	文件名称	主要内容
2023/1/6	国药药品审评中心	《中药改良型新药研究技术指导原则(征求意见稿)》	本指导原则基于中药研发现状及实际研发需求，针对 中药增加功能主治、改变已上市中药剂型、改变已上市中药给药途径 ，及 已上市中药生产工艺或辅料 等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变等不同情形重点对不同改良情形下的中药改良型新药研发的药学、药理毒理及临床研究相关技术要求进行阐述，以期 为中药改良型新药研发提供技术指导和参考
2023/4/14	国药药品审评中心	《与恶性肿瘤治疗相关中药新药复方制剂临床研发技术指导原则(试行)》	引导申请人按照“ 三结合 ” 注册审评证据体系 研发符合中医药治疗优势和特点的与恶性肿瘤治疗相关的中药新药复方制剂
2023/6/28	食品药品审核查验中心	《中药材 GAP 实施技术指导原则》和《中药材 GAP 检查指南》	促进中药材规范化发展，推进中药材 GAP 有序实施，强化中药材质量控制，从源头提升中药质量
2023/7/17	国药药品审评中心	《糖尿病视网膜病变相关中药新药临床研发技术指导原则(征求意见稿)》	引导申请人按照“ 三结合 ” 中药注册审评证据体系 研发符合中医药治疗优势和特点的糖尿病视网膜病变相关中药新药
2023/7/25	国药药品审评中心	《其他来源于古代经典名方的中药复方制剂药学研究技术指导原则(试行)》	围绕其他来源于古代经典名方的中药复方制剂的特点，从处方、生产工艺、质量研究及质量标准、稳定性研究、相关性研究等方面 明确药学研究要求 ，并提出要加强古代经典名方 关键信息考证研究
2023/7/25	国药药品审评中心	《中药新药临床试验用药品制备研究技术指导原则(试行)》	为中药创新药、中药改良型新药等 中药新药临床试验用药品(包括试验药物、安慰剂)的制备、质量控制 等研究提供技术指导，以保证临床试验用药品质量，满足临床试验需求
2023/7/28	国家药品监督管理局	《中药饮片标签撰写指导原则(试行)》、《中药饮片保质期研究确定技术指导原则(试行)》	对中药饮片的成分进行分析，了解其稳定性及影响因素，同时对中药饮片的储存条件、运输条件等进行考察。此外，还可进行稳定性试验考察来确定中药饮片的保质期

数据来源：国家药监局，东北证券

5.1.2. 中医药振兴发展重大工程实施方案加速十四五发展规划落地

《中医药振兴发展重大工程实施方案》发布，完善中医药发展顶层设计。重点在各级政府机关部门的协同上提出要求，进一步明确了共计八项工程的配套措施和部门分工，再次明确传承创新发展中医药是十四五期间的重要工作内容，也加大了对中医药发展的支持和促进力度，统筹医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等重点领域，全面发挥中医药多元价值，规划了中医药高质量发展的新思路 and 重点任务。文件涉及中医药服务、中西医协同、中医药创新、中医药人才、中药质量、中医药文化、中医药开放、中医药改革试点等八大工程。

表 13：中医药振兴发展重大工程实施方案主要内容梳理

八大工程	主要内容
中医药服务	① 服务体系 ：明确国家级、地市级、县级、基层等各层级的中医药服务体系建设任务
	② 治未病服务 ：治未病中心试点建设，儿童青少年近视试点、妇幼健康中医
	③ 老年服务 ：老年中医药健康（治未病）中心试点，二级以上中医院加强老年病科建设
	④ 数字体系 ：智慧中医医院建设，国家中医药综合统计制度，中医医院信息化基础建设，中药质量信息统计制度
中西医协同	① 中西医结合医疗 ：50 个左右中西医协同“旗舰”医院、一批中西医协同“旗舰”科室
	② 重大疑难疾病中西医临床协同 ：聚焦癌症、心脑血管病、糖尿病、感染性疾病等重大疑难疾病、慢性病和传染性疾病，遴选一批项目单位开展中西医联合攻关。
中医药创新	① 中医药科技 ：重点实验室+临床医学研究中心+传承创新中心+质量实验室+安全实验室等多层级科技创新平台建设
	② 中医药古籍 ：数字图书馆建设，提升对古籍保护
	③ 重点项目 ：中医优势病种+中医理论创新+中药新药
	④ 关键技术 ：中医特色设备装备+中药品质相关设备+中医技术应用转化
	⑤ 中国中医科学院 ：优势学科建设+青蒿素、循证、疫病研究中心+人才培养
中医药人才	① 高层次人才 ：遴选岐黄学者、青年岐黄学者、创新团队+优秀人才研修+遴选骨干+学术继承
	② 基层人才 ：农村定向培养生、中医类别全科医生培训
	③ 人才平台 ：学科专业+教学基地+传承工作室
中药质量	① 种业质量 ：国家药用植物种质资源库+中药材种子种苗专业化繁育基地+中药资源动态监测体系
	② 规范种植 ：道地药材生产基地+珍稀濒危中药材野生抚育、人工繁育基地+种植养殖技术规范 and 操作规程+林下种植模式+中药材追溯+快速检测平台
	③ 炮制技术 ：炮制技术传承基地+饮片质量标准、生产工艺等研究
	④ 成药评价 ：中成药临床综合评价方法+多层次现代质量控制体系+三结合审评证据体系+中成药质量评价方法研究+中药警戒制度
中医药文化	① 博物馆 ：博物馆+资源共享平台+主题文化园
	② 文化建设 ：文化精神标识、经典元素+图书、影视、动漫、文化节目+宣传教育基地+中小学中医药文化教育+文化传播工作队伍
中医药开放	① 开放平台 ：中医药海外中心+中医药国际合作基地+友好中医医院、中医药产业园+国际临床试验注册平台
	② 国际影响力 ：多语种中医药学术期刊+粤港澳大湾区中医药高地
	③ 国际贸易 ：中医药服务出口基地+国际知名品牌+产品物流配送中心+进出口商品交易会
	④ 国际抗疫 ：重大传染病防控国际合作、学术交流+中医疫病防治团队+海外注册公共服务平台
中医药改革试点	① 国家级示范区 ：10 个示范区
	② 医保、医疗、医药联动 ：医疗保障+医改政策

数据来源：国务院，东北证券

2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，自2023年7月1日起施行。《专门规定》与新修订《药品管理法》《药品注册管理办法》有机衔接，在药品注册管理通用性规定的基础上，进一步对中药研制相关要求细化，加强了中药新药研制与注册管理。主要内容分为总则、中药注册分类与上市审批、人用经验证据的合理应用、中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药、上市后变更、中药注册标准、药品名称和说明书、附则等。

关键内容：1) 中药注册审评，采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系，综合评价中药的安全性、有效性和质量可控性。2) 支持研制基于古代经典名方、名老中医经验方、医疗机构中药制剂等具有丰富中医临床实践经验的中药新药。3) 作为支持注册申请关键证据的人用经验所用药物的处方药味（包括基原、药用部位、炮制等）及其剂量应当固定。4) 对临床定位清晰且具有明显临床价值的5种情形中药新药等的注册申请实行优先审评审批：①用于重大疾病、新发突发传染病、罕见病防治；②临床急需而市场短缺；③儿童用药；④新发现的药材及其制剂，或者药材新的药用部位及其制剂；⑤药用物质基础清楚、作用机理基本明确。5) 中药说明书【禁忌】、【不良反应】、【注意事项】中任何一项在本规定施行之日起满3年后申请药品再注册时仍为“尚不明确”的，依法不予再注册。

科学加强中药监管，利于行业长期发展。对于中药研发新品种，系统阐释了中药注册分类研制原则和技术要求，加快构建“三结合”的中药审评证据体系步伐，体现中药注册管理的新理念和改革举措。对于已上市中药品种，对说明书完善提出了要求。无论是存量还是未来增量品种，都基于中药特色采取了科学有效的监管举措。我们认为，更加科学，更加符合中医药特色的评审体系和监管体系，有望促进中药创新成果转化，对行业产生积极的影响。

5.1.3. 2023年医保目录调整：关注中药限制解除/放松

2023年医保目录调整：此次目录支付限制调整来看，众多中药有适应症限制解除/放松。从整体趋势看，多家上市公司营收占比超10%品种此次适应症限制解除/放松，建议积极关注细分赛道空间大且占比较高的品种。

表 14：2023 年医保目录支付限制调整梳理

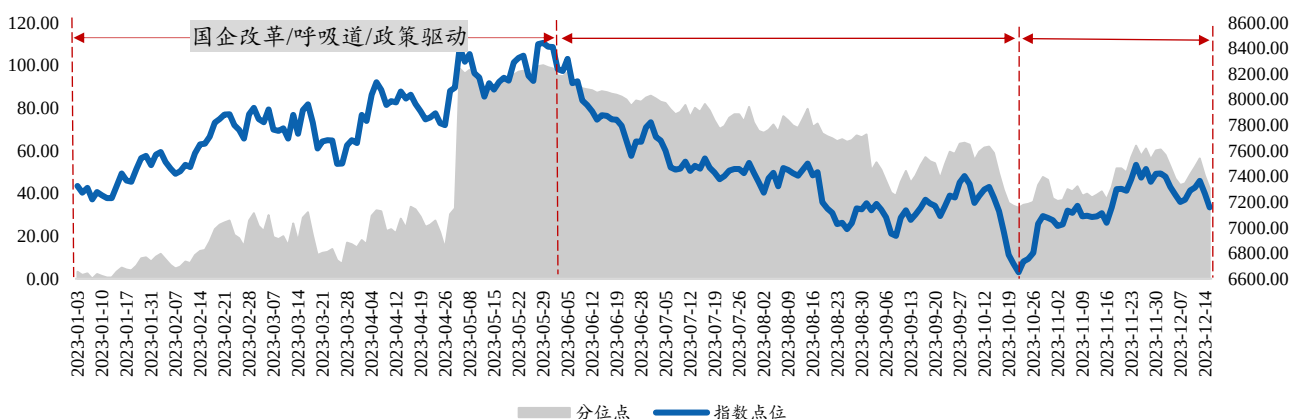
相关上市公司	药品	2022 年版限制	2023 年版限制	主要变化
东阿阿胶	复方阿胶浆	限有重度贫血检验证据	无	限制解除
广誉远	定坤丹(丸)	限月经不调，行经腹痛	无	限制解除
健民集团	龙牡壮骨颗粒	限小儿佝偻病	无	限制解除
上海凯宝	痰热清注射液	限二级及以上医疗机构 重症患者	限二级及以上医疗机构	限制放松
九芝堂	疏血通注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性 脑血管疾病急性发作证据 的重症患者	限二级及以上医疗机构缺血性 心脑血管疾病 的患者	限制放松
康缘药业	热毒宁注射液	限二级及以上医疗机构 重症患者	限二级及以上医疗机构	限制放松
珍宝岛	黄芪注射液	限二级及以上医疗机构病毒性心肌炎患者	限二级及以上医疗机构的病毒性心肌炎 或心功能不全患者	限制放松
	舒血宁注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性 心脑血管疾病急性发作证据 的患者	限二级及以上医疗机构缺血性 心脑血管疾病 的患者	限制放松
以岭药业	养正消积胶囊	限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗	无	限制解除
华润三九	参附注射液	限二级及以上医疗机构有 阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构	限制放松
	华蟾素注射液	限癌症 疼痛且吞咽困难者	限肿瘤患者	限制放松
华东医药	百令片	限器官移植抗排异、肾功能衰竭及肺纤维化	限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者	限制放松
达仁堂	紫龙金片	限肺癌	无	限制解除

数据来源：国家医保局，东北证券

5.2. 细分赛道 2023 年度复盘

中药行业 2023Q1-3 业绩表现较优。前三季度，中药行业营收及归母净利润同比实现正增长，且归母净利润增速远大于营收增速。费用端，2023Q1-3 中药行业的期间费用率同比降幅最大。前三季度，中药行业业绩表现较好主要源于一季度疫情管控放开之后部分中药品种需求量的增加以及财务费用率的下降。从单季度看，2023Q3 中药行业因去年同期高基数以及 Q3 医疗反腐影响等因素影响，单季度营收和净利润增速有所放缓。

图 11：2023 年中药指数走势及 PE 分位点



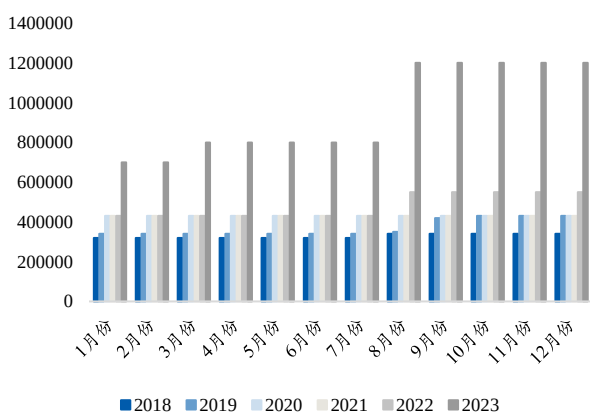
数据来源：Wind，东北证券

5.2.1. 精品中药：中药材价格波动，把握量价齐升好赛道

精品中药在 2024 年仍然需要关注大品种的量价趋势，尤其是价格变化。上游中药材稀缺，国家保密配方，品牌效应明显，对应高净值客户，议价能力较强。精品中药核心在于上游中药材稀缺，部分野生动植物相对匮乏，人工养殖效益较低导致积极性不高，引发资源较为稀少。精品中药的疗效和价值不断受到患者认可，在持续提高的需求刺激下，近年来相关上游中药材价格不断上涨。

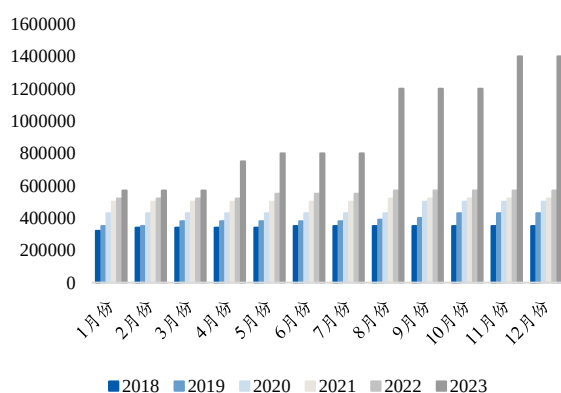
原材料：天然牛黄价格仍持续增长，药市报价已达 120-140 万元/kg。天然牛黄价格波动主要系供给有限叠加资本炒作。供给方面，虽然中国牛存栏量总体呈增长趋势，2022 年中国牛存栏量达 10,215.85 万头，同比增长 4.06%，一方面牛存栏量的增速无法满足中药需求增长的速度，另一方面我国大部分存栏为肉牛，基本在 5 岁之前被宰杀，而牛黄大多见于 5 岁以上的牛体内，导致单纯国内的天然牛黄供给不足。

图 12：安国药材市场天然牛黄价格走势（元/kg）



数据来源：中药材天地网，东北证券

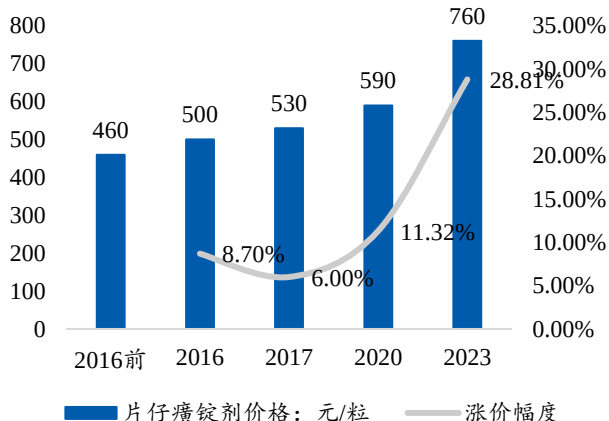
图 13：亳州药材市场天然牛黄价格走势（元/kg）



数据来源：中药材天地网，东北证券

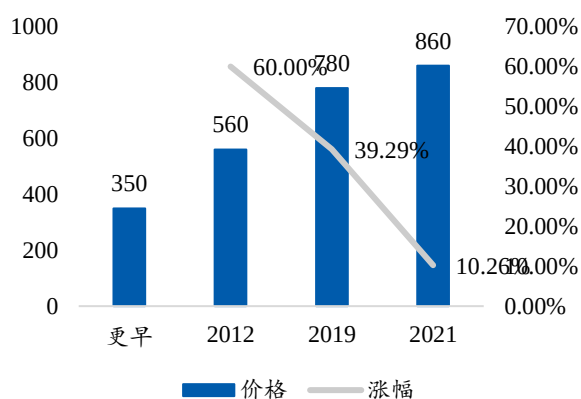
量价齐升，稀缺性精品中药有望迎来连续性增长。核心产品的发展具备量价齐升的特性，产品对于原材料的资源掌控力和资源依赖度带动产品价格的提升。我国目前的林麝数量紧缺，造成天然麝香供不应求，造成原材料价格持续增长，进一步带动了产品价格的提升。我们认为，原料供应决定其产量、销量以及未来的增长，对于具备原料稀缺的品牌中药 OTC，例如片仔癀、东阿阿胶等，原料供应为决定其发展的核心因素。原材料价格的提升，带动产品价格提升。同时由于精品中药品种自身的稀缺属性，适度提价并不会影响其销量增长，在将原材料价格提升传导向终端的同时反而获得了更为主动的定价空间，量价齐升逻辑可持续。

图 14：片仔癀自 2016 年以来涨价情况



数据来源：公司公告，东北证券

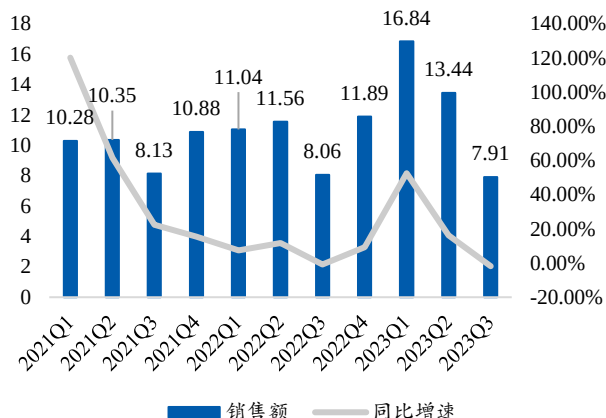
图 15：同仁堂安宫牛黄丸涨价情况



数据来源：公司公告，东北证券

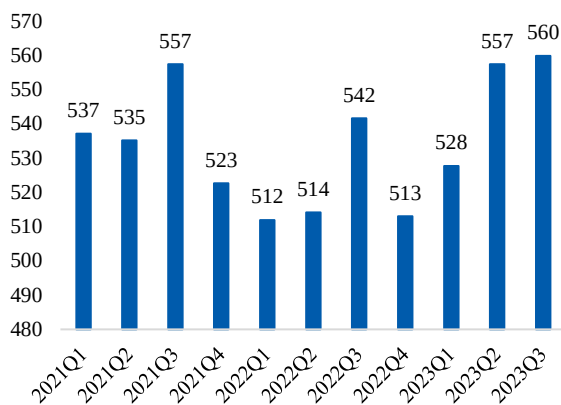
安宫牛黄丸：增速边际有所下降。2023Q3 安宫牛黄丸实现 7.91 亿元销售额，同比下降 1.86%，相比 Q1 和 Q2 分别 52.54%和 16.26%的同比增速有所下滑。从各季度销售额看，Q3 为明显淡季。价格有所上升但并不明显，整体上量增趋势更为明显。市占率来看，2023Q3 同仁堂科技+同仁堂股份合计占有 50.41%的市场份额，南京同仁堂占 12.71%。

图 16：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸销售额（亿元）及同比增速



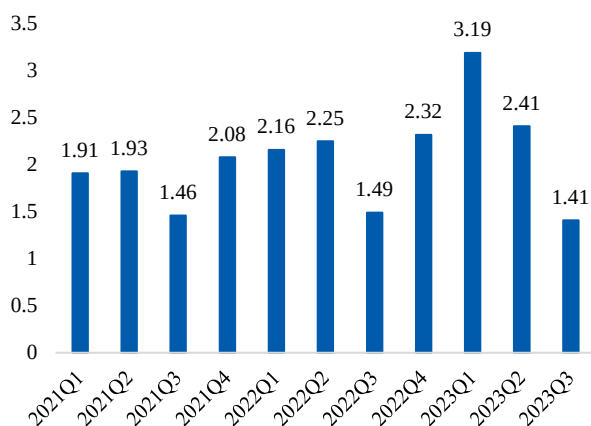
数据来源：中康数据，东北证券

图 17：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸平均单价（元/盒）



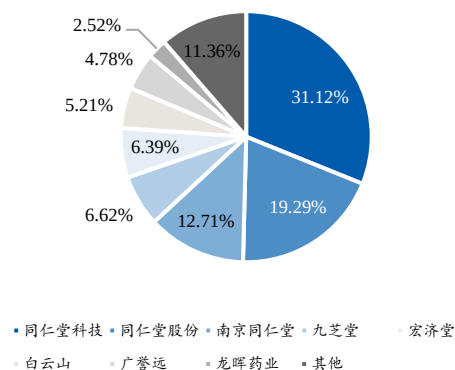
数据来源：中康数据，东北证券

图 18：2021Q1-2023Q3 安宫牛黄丸销量（百万盒）



数据来源：中康数据，东北证券

图 19：2023Q3 安宫牛黄丸各厂商市场份额



数据来源：中康数据，东北证券

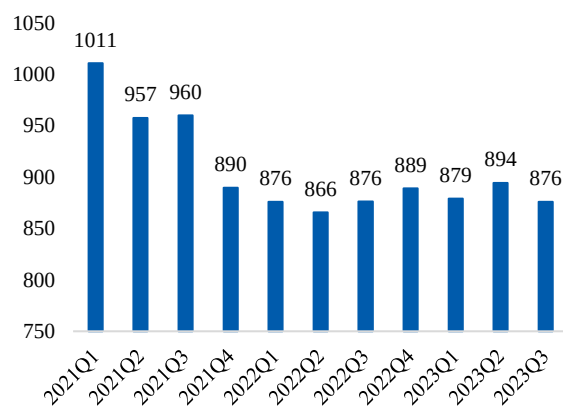
阿胶：销售额逐渐恢复，平均单价有所下降。阿胶 2019 年行业规模最高峰，当年零售药店端共实现销售额 75.29 亿元，2020 年起经历调整后，市场开始逐步恢复增长。23Q3 单季度实现 11.83 亿元销售额，同比增长 0.42%，相比 Q1 和 Q2 在增速上略有下滑。阿胶的销售淡旺季比较明显，Q4 为最旺季节，销售额将近 Q2、Q3 等淡季的 2 倍。从销售额占比来看，东阿阿胶继续占行业龙头地位，维持 57% 左右市场份额。

图 20：2021Q1-2023Q3 阿胶销售额（亿元）及同比增速



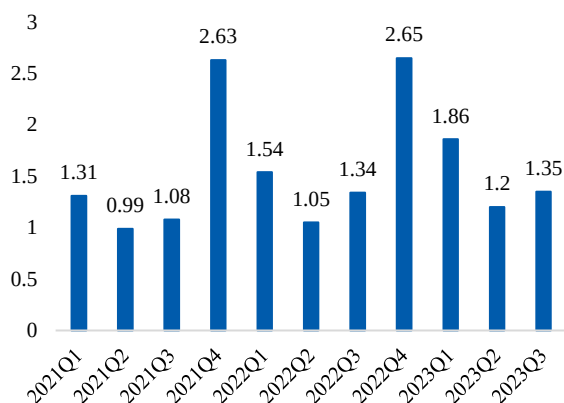
数据来源：中康数据，东北证券

图 21：2021Q1-2023Q3 阿胶平均单价（元/盒）



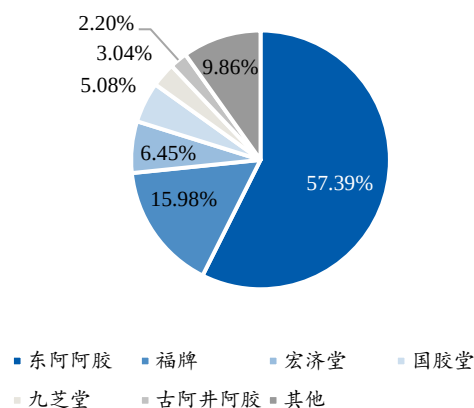
数据来源：中康数据，东北证券

图 22：2021Q1-2023Q3 阿胶销量（百万盒）



数据来源：中康数据，东北证券

图 23：2023Q3 阿胶各厂商市场份额



数据来源：中康数据，东北证券

5.2.2. 中药 OTC：常见传染、慢病等防治有望带来增量

自我诊疗意识不断加强，线上 B2C 渠道有望逐步扩大份额。非处方药在提高自我药疗、便捷接受有效治疗、降低就医成本等方面发挥着重要作用，对于患者和消费者具有较高的临床和经济价值。伴随着我国医疗卫生体制改革的不断深化和人民健康水平的提高，我国医药卫生服务逐步由“以治病为中心”向“以人民健康为中心”转变，自我药疗的便捷性、“防未病”、降低疾病发生率的社会价值也逐步被消费者和社会广泛应用和接受。

移动互联快速发展+政策优化，网上药店快速扩容，“互联网+”新渠道助力中药 OTC 增量发展。感冒药系列、胃肠药系列、骨伤科系列、皮肤类等家用常备急用药随着 O2O 模式的加速渗透或将持续受益；产品具有慢病或者消费属性的品牌 OTC 企业有望通过与电商平台合作等 B2C 模式实现放量增长。新渠道拓展方面，迎合用户在线上的行为变迁，持续丰富线上业务产品组合，不断夯实电商平台及美团、饿了么等新零售平台能力，并紧跟行业的发展趋势，探索快手、抖音等短视频平台，构建数字化业务能力。

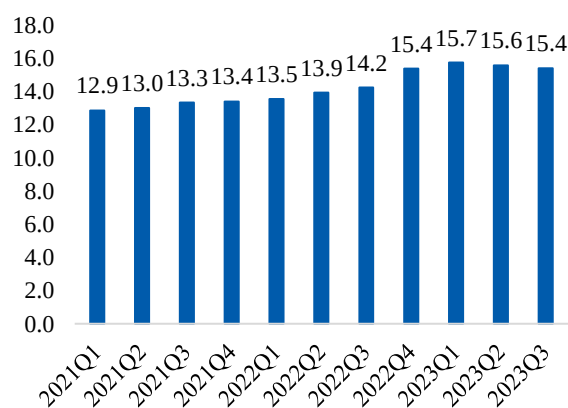
感冒灵：前三季度增长迅速，市场份额非常集中。2023Q1-Q3 同比增长 54.7%，其中单 Q3 增长 33.11%，仍然保持强劲增长势头，同时需要注意 22Q4 基数较高。价格方面，感冒灵平均单价总体平稳上涨，涨势良好，涨幅温和。华润三九持有将近 90%感冒灵份额，占据绝对龙头地位。

图 24：2021Q1-2023Q3 感冒灵销售额及同比增速



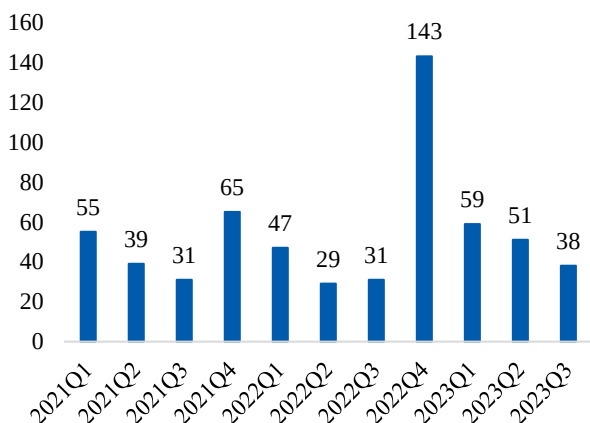
数据来源：中康数据，东北证券

图 25：2021Q1-2023Q3 感冒灵平均单价（元/盒）



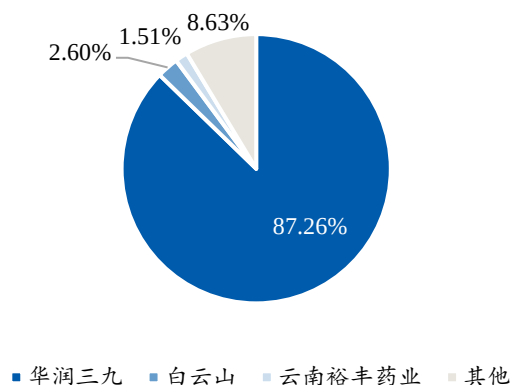
数据来源：中康数据，东北证券

图 26：2021Q1-2023Q3 感冒灵销量（百万盒）



数据来源：中康数据，东北证券

图 27：2023Q3 感冒灵各厂商市场份额



数据来源：中康数据，东北证券

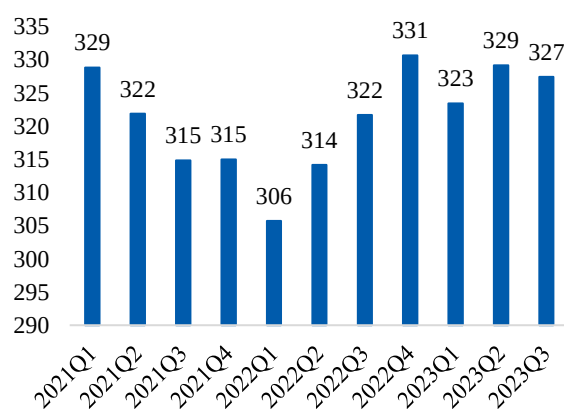
复方阿胶浆：东阿阿胶独家产品，连续 5 个季度同比快速增长。自 2022Q2 起连续 5 个季度同比增长率平均为 27.45%，复苏态势显著。复方阿胶浆作为东阿阿胶当前主推 OTC 品种，“药品+健康消费品”双轮驱动的重要一环，有望继续发力，同时基于不断丰富的临床循证医学数据，有望在医疗渠道获得新增长点。零售药店端复方阿胶浆价格保持稳定，维持在 300-330 元之间。

图 28：2021Q1-2023Q3 复方阿胶浆销售额（亿元）及同比增速



数据来源：中康数据，东北证券

图 29：2021Q1-2023Q3 复方阿胶浆平均单价(元/盒)



数据来源：中康数据，东北证券

呼吸道感染病高发，中药 OTC 有望获益。中药企业中众多公司布局呼吸领域品种，中成药在治疗新冠、流感等疗效不断获得认可，祛痰止咳方面也有众多药物选择，建议关注潜在业绩弹性比较大的公司。

呼吸系统类中成药规模总体较大。公立医疗机构渠道：呼吸类中成药 2020 年下滑比较严重，受到疫情影响较大，2021 年较强势反弹，2022 年维持增长。其中 2021 年同比增长 11.38%，2022 年同比增长 2.69%。总体规模而言，2019 年近年来高点约为 450 亿元。2021 年总体规模为 355 亿元。呼吸系统类用药在公立医疗机构终端有望呈现稳健增长态势。实体药店渠道：中成药实体药店端第一大品类，2022 年销售额突破 400 亿元。2019 年销售额突破 300 亿元，2021 年实现 274 亿元销售额，同比下降 4.2%，随着 4 类药品管控放开，呼吸用药在实体药店终端呈恢复增长态势。2022 年同比增长约 40%。

表 15：中药公司流感/呼吸类药物相关梳理：

公司代码	公司	呼吸/感冒类药物 营收占比	市值 (亿)	相关品种
000999.SZ	华润三九	30%	485	感冒灵、复方感冒灵、强力枇杷露、抗病毒口服液
002603.SZ	以岭药业	50%	378	连花清瘟、连花清咳片
600566.SH	济川药业	39%	291	蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、黄龙止咳颗粒
002737.SZ	葵花药业	60%	153	小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿柴桂退热颗粒、小儿肺热咳喘颗粒
600557.SH	康缘药业	48%	117	热毒宁注射液、金振口服液
002275.SZ	桂林三金	65%	84	西瓜霜、玉叶解毒颗粒
300039.SZ	上海凯宝	90%	69	痰热清注射液、痰热清胶囊
605199.SH	葫芦娃	65%	60	小儿肺热咳喘颗粒、复方板蓝根颗粒、利巴韦林
002728.SZ	特一药业	45%	63	止咳宝片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊
300147.SZ	香雪制药	13%	34	抗病毒口服液、橘红系列
600479.SH	千金药业	较低	46	罗红霉素胶囊
300878.SZ	维康药业	50%	36	银黄滴丸、罗红霉素软胶囊

数据来源：公司公告，Wind，东北证券

5.2.3. 创新中药：新品入局带来结构性调整机会，关注医保/基药受益品种

表 16：2020 版中药注册分类改革时间线

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2015.08.18	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	要求依据物质基础的原创新性和新颖性， 将药品分为新药和仿制药，并将新药分为创新药和改良型新药。
2017.10.08	中共中央办公厅和国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	要求建立完善符合中药特点的注册管理制度和技术评价体系，处理好保持中药传统优势与现代药品研发要求的关系”，该文件 明确了中药注册分类的大方向，即“中药创新药、中药改良型新药、经典名方类中药和天然药”。
2019.08.26	人大常委会	《药品管理法（修订稿）》	正式将中药注册分类改革为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等。
2020.03.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法（修订稿）》	内容重点为药品注册分类的变化，在框架上亦去掉了相关附件，并 明确后期将以配套文件的形式陆续发布
2020.09.28	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	配套文件正式发布 ，将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类， 并细化申报资料要求。
2023.02.10	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	在药品注册管理通用性规定的基础上， 进一步对中药研制相关要求进行了细化，加强了中药新药研制与注册管理。

数据来源：国务院，国家药监局等官网，东北证券

2023 年目前为止获批 4 个中药新药，其中 3 个 1.1 类新药。

表 17：2023 年 NMPA 批准的中药新药

药品名称	获批时间	药品上市许可持有人	类别	适应症
枳实总黄酮片	2023/10/19	江西青峰药业	1.2 类	用于功能性消化不良的餐后饱胀感、早饱、上腹烧灼感和上腹疼痛等的治疗。
通络明目胶囊	2023/10/19	以岭药业	1.1 类	化瘀通络、益气养阴、止血明目，用于 2 型糖尿病引起的中度非增殖性糖尿病视网膜病变血瘀络阻、气阴两虚证所致的眼底点片状出血、目睛干涩等相关症状。
小儿紫贝宣肺糖浆	2023/10/19	健民集团	1.1 类	疏散风热、宣肺止咳，用于小儿急性支气管炎风热犯肺证的咳嗽，伴咳痰、汗出、咽痛、口渴，舌苔薄黄，脉浮数。
参郁宁神片	2023/6/8	广东思济药业	1.1 类	益气养阴，宁神解郁。适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚证。

数据来源：国家药监局，东北证券

2023 年医保目录中成药新增 9 个品种，其中 2022 年获批上市的 7 个中药新药均被纳入 2023 年新版医保目录。

表 18：目录外药品被纳入 2023 年新版医保目录中成药名单

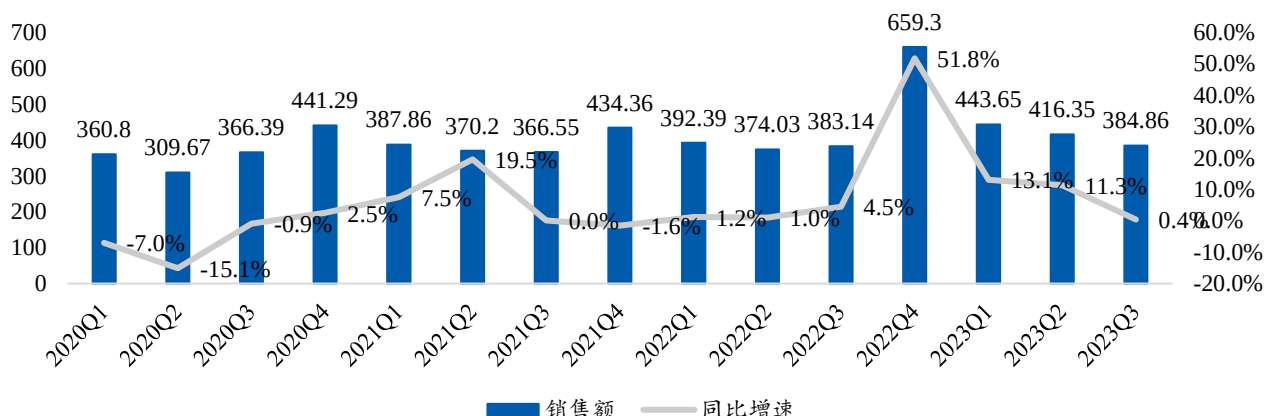
序号	通用名	是否独家	上市时间	厂家	价格
32	参葛补肾胶囊	是	2022/12/29	新疆华春生物	4.35 元(每粒装 0.32g(相当于饮片 3.6g))
76	广金钱草总黄酮胶囊	是	2022/9/14	人福	4.76 元(每粒装 0.2g(含广金钱草总黄酮提取物 133mg))
77	虎贞清风胶囊	是	2021/12/16	一力	2.99 元(每粒装 0.40g(相当于饮片 2.33g))
82	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	是	2022/12/21	康恩贝	1.75 元(每片重 75mg(含黄蜀葵花总黄酮提取物 20mg))
96	连榆烧伤膏	是	2019/12/2	扬子江	100.00 元(25g/支)
103	苓桂术甘颗粒	是	2022/12/28	康缘药业	18.80 元(每袋装 16g(相当于饮片 55.2g))
127	芪胶调经颗粒	是	2022/12/28	安邦	20.00 元(每袋装 8g(相当于饮片 14.08g))
139	散寒化湿颗粒	是	2022/10/9	康缘药业	8.28 元(每袋装 10g(相当于饮片 48g))
187	淫羊藿素软胶囊	是	2022/2/10	北京坤诺基	17.00 元(每粒 0.4g(含淫羊藿素 100mg))

数据来源：国家医保局，东北证券

5.3. 中成药 2023 年复盘

零售药店端中成药销售额 2023Q3 单季度总体规模基本持平。2023Q3 中成药实体药店终端实现销售额 384.86 亿元，同比增长 0.4%，基本持平 2022Q3，增速上环比下滑，上半年 23Q1 和 23Q2 分别实现同比 13.1%和 11.3%增速。

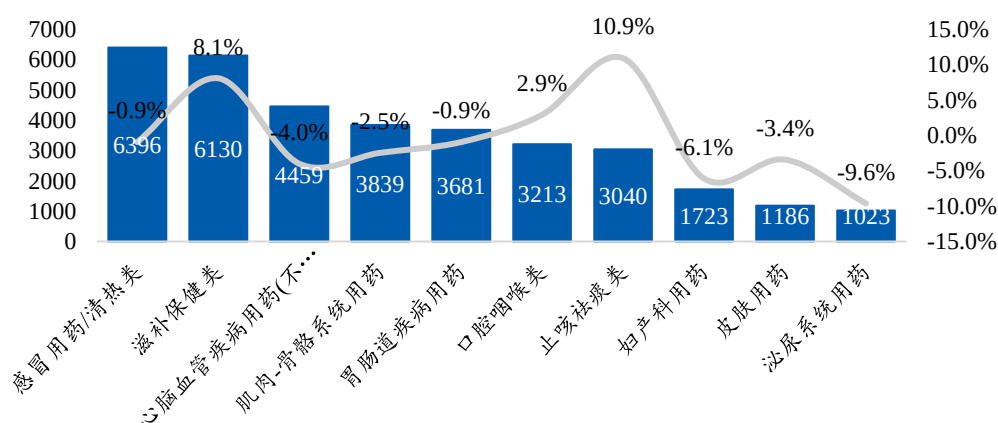
图 30：2020Q1-2023Q3 中成药零售药店终端销售额（亿元）及同比增速



数据来源：中康数据，东北证券

疫情余波仍有体现，滋补保健需求复苏。治疗领域来看，前10大治疗领域中，23Q3同比增速最快为止咳祛痰类，同比增长10.9%，其次为滋补保健类，同比增长8.1%，口腔咽喉类同比增长2.9%。另外感冒清热类同比下降-0.9%，略有下滑。

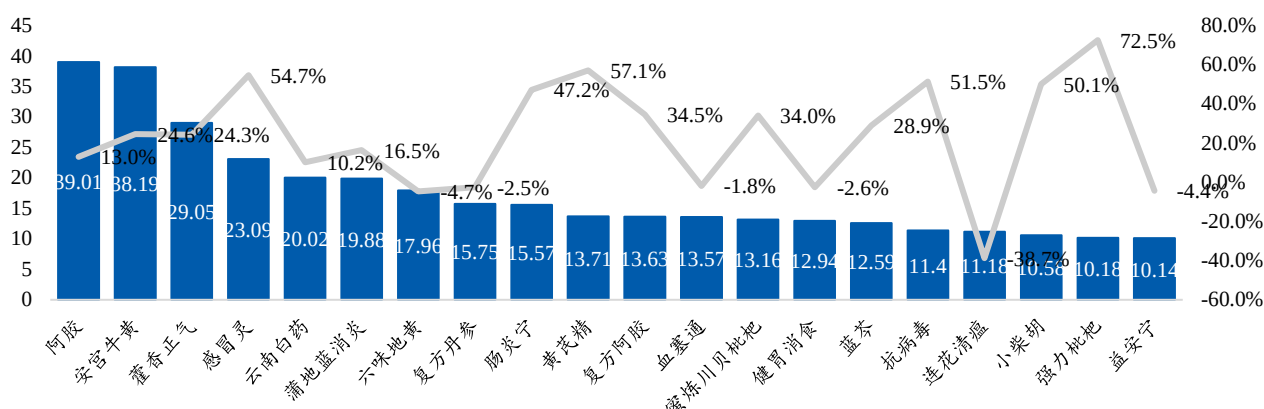
图 31：2023Q3 零售药店终端细分治疗领域 TOP10 销售额（百万元）及同比增速



数据来源：中康数据，东北证券

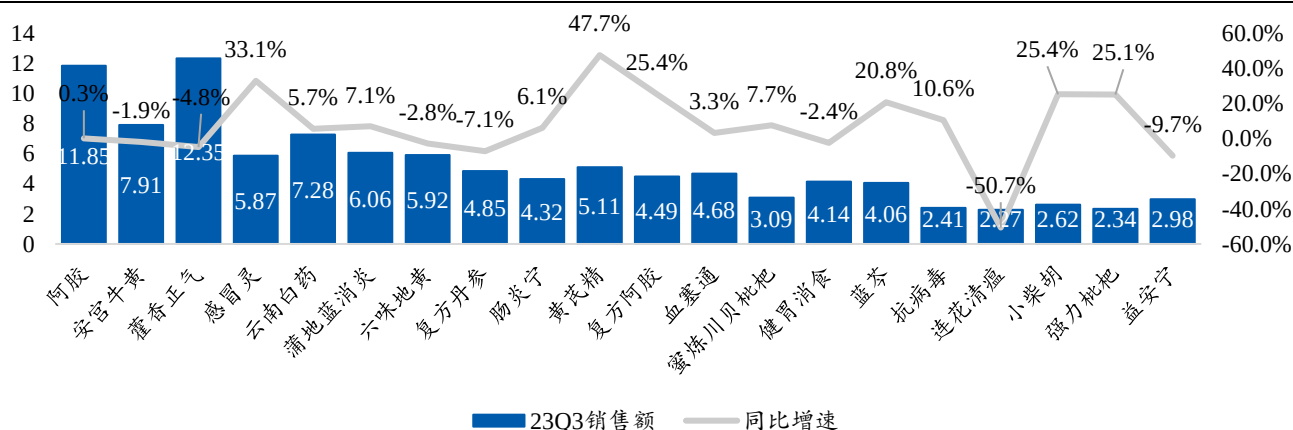
前三季度众多大品种实现高增速。2023 前三季度销售额最大单品为阿胶、安宫牛黄和藿香正气，其中阿胶和安宫牛黄超过 38 亿元，藿香正气超过 29 亿元，安宫牛黄保持 20%以上增速，有望在接下来超过阿胶成为零售药店端第一大药品。增速方面，强力琵琶、黄芪精、感冒灵、抗病毒、小柴胡等实现 50%以上增长，呼吸系统用药增速明显较快。黄芪精、复方阿胶浆等滋补类药品也实现较快增速。

图 32：2023Q1-Q3 中成药零售药店终端前 20 大通用名药品销售额（亿元）



数据来源：中康数据，东北证券

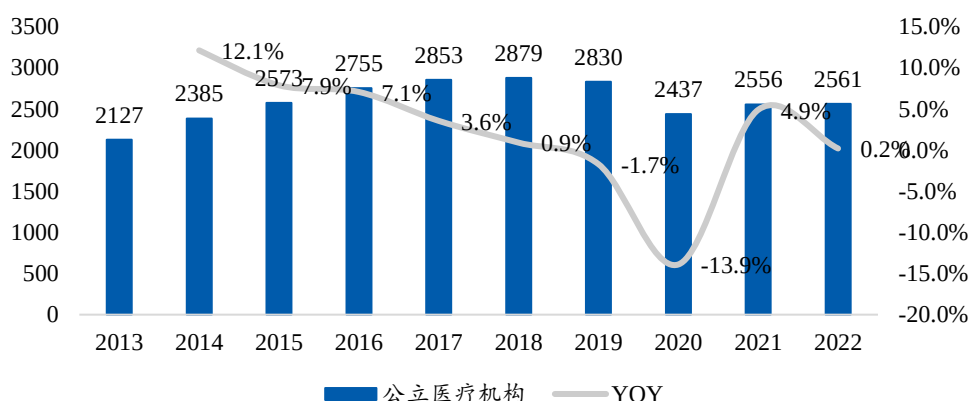
图 33：2023 年前三季度销售 TOP20 药品单 Q3 销售额（亿元）及同比增速



数据来源：中康数据，东北证券

受疫情冲击，公立医疗机构渠道中成药市场规模小幅下滑至 2500 亿元左右，疫情后逐步恢复增长。2013 年至 2019 年，整体规模上看，疫情之前公立医疗机构中成药规模增速放缓，由 10% 以上增速逐步降至小个位数增长，在 2019 年出现小幅下滑。2020 年下滑 13.9%，2021 年同比增长 4.9%，2022 年疫情影响减弱，医疗机构端中成药同比增长 0.20%，基本持平。

图 34：2013 年-2022 年中国公立医疗机构中成药销售额（亿元）及增长率



数据来源：米内网，东北证券

中成药在妇科领域应用广泛。米内网数据显示，近年来妇科中成药在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端市场规模持续维持在百亿元以上；2022 年销售额超过 130 亿元，同比增长 0.88%；2023 年上半年销售额接近 70 亿元，同比增长 4.28%。

表 19：2023H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业简称	销售额增长率	治疗类别(亚类)
1	保妇康栓	海南碧凯药业	7.99%	妇科炎症用药
2	滋肾育胎丸	白云山中一药业	0.05%	妇科安胎药
3	坤泰胶囊	贵阳新天药业	-4.53%	妇女更年期用药
4	妇科千金胶囊	株洲千金药业	0.93%	妇科炎症用药
5	妇乐片	陕西东泰制药	15.33%	妇科炎症用药
6	桂枝茯苓胶囊	江苏康缘药业	6.58%	妇科其它用药
7	益母草注射液	成都第一制药	4.97%	妇科调经药
8	苦参凝胶	贵阳新天药业	11.48%	妇科炎症用药
9	川百止痒洗剂	北京贞玉民生药业	4.10%	妇科炎症用药
10	红核妇洁洗液	山东步长神州制药	9.88%	妇科炎症用药
11	康妇炎胶囊	山东步长神州制药	8.61%	妇科炎症用药
12	红金消结胶囊	云南佑生药业	-1.25%	乳腺增生药
13	红花逍遥片	江西普正制药	1.26%	妇科调经药
14	定坤丹	山西广誉远国药	-1.43%	妇科调经药
15	葆宫止血颗粒	天津中盛海天制药	0.47%	妇科其它用药
16	妇炎消胶囊	贵州益佰	4.10%	妇科炎症用药
17	散结镇痛胶囊	江苏康缘药业	5.01%	妇科调经药
18	康妇消炎栓	葵花药业(伊春)	30.78%	妇科炎症用药
19	鲜益母草胶囊	浙江大德药业集团	-0.33%	妇科调经药
20	康妇凝胶	贵州健兴药业	13.78%	妇科炎症用药

数据来源：米内网，东北证券

5.4. 推荐关注“消费中药+创新中药”两条主线

5.4.1. 华润三九：“品牌+渠道”赋能，收购扩大协同效应

■ 品牌加渠道赋能，CHC 业务稳步发力。

公司 CHC 业务主要覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、骨科、儿科、妇科等品类，并持续丰富品种。渠道方面，公司零售渠道当前已覆盖全国 40 多万家门店，线上与京东大药房、阿里健康大药房、平安好医生等均建立了战略合作关系。1) OTC 事业部包含感冒、胃肠、皮肤用药，“999”知名品牌驱动增长；2) 专业品牌事业部中肝胆、儿科用药实现较快增长，深化合作丰富产品梯队；3) 大健康事业部持续推出新品，有望开拓新增长点。

■ 收购昆药集团，在昆中药和三七产业链领域有望产生协同效应。

2022 年 5 月，公司发布公告拟收购昆药集团 28.00% 的股份，2023 年 1 月 19 日公司取得昆药集团控制权，持续扩大公司在中药领域的影响力：① 基于自身品牌建设优势，为“昆中药”品牌赋能。② 三七全产业链实现深度资源整合，打造三七产业链龙头企业。

5.4.2. 同仁堂：精品中药龙头，营销改革深挖潜力

■ 众多优质品种及独家品种为本，品牌影响力深远，王牌产品增速快于行业 β 。

公司常年生产的中成药超过 400 个品规，产品剂型丰富。安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等王牌品种在内的心脑血管类产品营收 2015 年至 2021 年 CAGR 为 12.41%。公司经过多年的品牌积累和市场培育，医药工业端中成药重点大品种均具备较为领先的竞争优势。

■ 安宫牛黄丸有望维持量价齐升，需求端潜在增长空间较大。

近年来安牛的销量增长贡献约为价格增长贡献的 2-3 倍，有望维持量价齐升。产品涨价通常为一次性，但将时间拉长来看，从 2017 年至 2021 年，同仁堂安宫牛黄丸终端销售额年均增长约为 24%-33%，其中价格增长贡献约为 8%-9%，销量增长贡献约为 16%-24%。需求端仍然具备较大增长空间。以“双天然”安宫牛黄丸平均终端售价 539 元（2019 年）计算，缺血性脑卒中、出血性脑卒中、颅脑外伤等三大适应症在 2019 年最大用药空间共计近 547 亿。米内网数据显示 2019 年安宫牛黄丸城市药店终端零售规模仅为 24 亿，“双天然”安宫牛黄丸需求端仍然具备较大增长空间。

■ 营销改革促新，有望带动王牌产品以外大品种增长。

公司于 2020 年启动营销改革，目前组成“4+2”经营模式。此外开展“不饱和”营销策略，减少经销商压货；选择经营理念相同的经销商进行合作，缩减经销商层级，部分产品通过提价，让利终端药房，增强终端推广销售公司产品积极性，我们认为，新管理层上任后的一系列营销改革举措，有望带动公司产品实现以高于行业 β 增速增长。

5.4.3. 东阿阿胶：滋补中药龙头，药品+健康消费品双轮驱动

■ 历史遗留问题逐步出清，华润系全面接管，公司有望实现良性稳健增长。

公司在 2010 年-2018 年累计发出公告对产品进行 15 次提价，引发公司库存及终端库存积压。经过 2019 年后控货及库存消化，存货和应收账款周转逐渐恢复正常。公司现任管理层董事长白晓松、总裁程杰均来自华润集团，总裁程杰具有较为丰富的 OTC 产品开发及营销管理经验。随着历史遗留问题出清和华润系管理层接管，公司业绩有望实现长期良性增长。

■ 国内滋补中药龙头，有望逐步形成药品+健康消费品双轮驱动格局。

药品方面：1) 东阿阿胶有望恢复性稳健增长。原材料驴皮价格可控，东阿阿胶零售价已回归正常价值预期。东阿阿胶历史市占率最高接近 70%，当前市占率有所下滑，

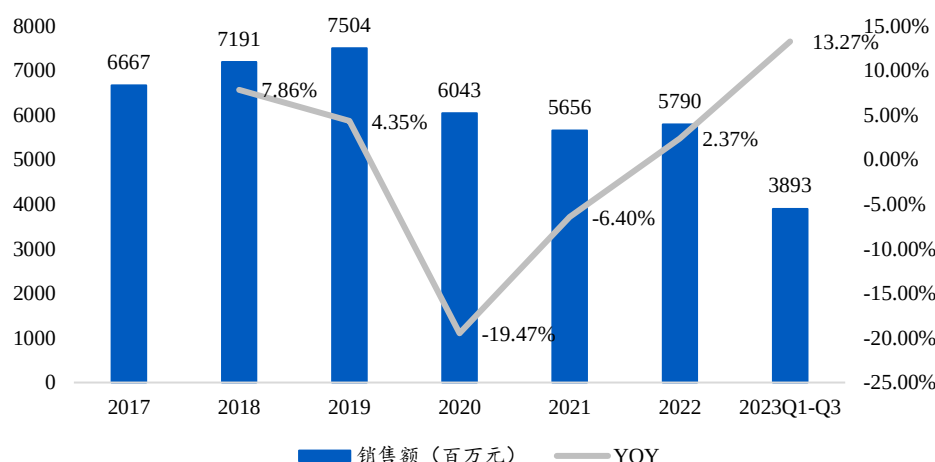
公司作为行业龙头，品牌和品质优势明显，经战略调整有望逐步恢复至历史高水平。

2) 复方阿胶浆医疗+零售双渠道放量。①医疗渠道：积极开拓医疗渠道增量。公司启动“复方阿胶浆治疗癌因性疲乏临床价值评估研究”，此外积极开展在改善睡眠和辅助生殖领域的研究，循证医学证据不断获得认可。医保支付标准试点开展，复方阿胶浆医保支付限制取消，恢复至说明书范围，有望在医疗渠道端开拓增量。②零售渠道：复方阿胶浆通过实施品牌唤醒和品牌焕新的整合营销策略，加强终端合作，提高品牌品类曝光度。此外学术循证研究有望为零售渠道赋能，协同放量。

■ 健康消费品方面：经营理念转变，积极开发新品种。

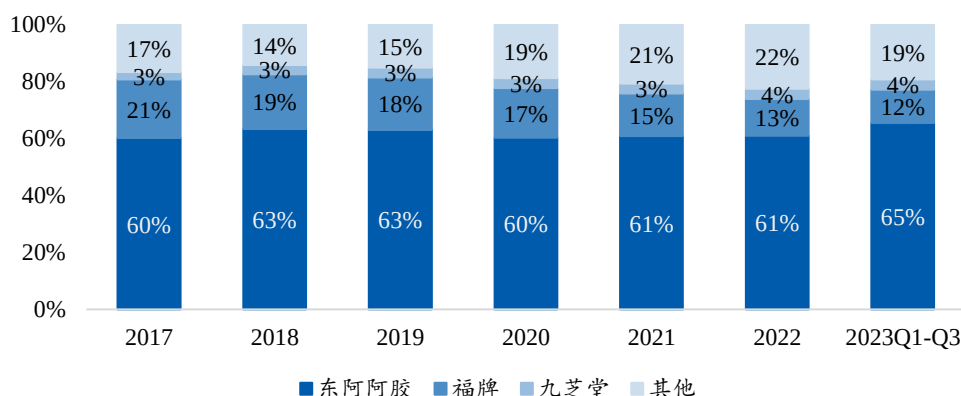
公司更加注重消费逻辑，设立健康消费品中心和新零售中心，陆续在上海、深圳等地建立办公中心，以全新的思路和理念经营健康消费品板块，积极推广“阿胶奶茶”等新产品为快消品赋能，有望迎来新发展期。

图 35：2018-2023 前三季度阿胶块销售额（百万元）及同比增速



数据来源：中康数据，东北证券

图 36：2017 年-2023 前三季度年东阿阿胶和福胶市占率



数据来源：中康数据，东北证券

5.4.4. 康缘药业：独家基药品种层出叠见，引领中药现代化创新

■ 中药注射剂结构性调整趋势更强，公司品种有望延续恢复性增长。

我们认为未来优胜劣汰趋势会更加明显，安全性有效性数据充分的品种有望逐步替代循证医学数据相对缺乏品种。①热毒宁注射液：独家核心品种触底反弹，有望持续拓展成人及住院等用药空间。热毒宁和奥司他韦的随机双盲对照试验显示，热毒

宁治疗的流感患者发热症状持续时间显著短于奥司他韦。热毒宁专人专做模式有望在巩固儿科优势的基础上，大力拓展成人科室，挖掘急诊、呼吸及住院病房场景的市场潜力。②银杏二萜内酯葡胺：循证医学有望推动产品替代。银杏二萜内酯葡胺注射液是全球首个获批上市的特异性 PAF 受体拮抗剂，临床用于缺血性脑卒中的治疗。银杏二萜内酯葡胺注射液治疗急性缺血性脑卒中的有效性和安全性研究表明，急性缺血性脑卒中早期使用，可以显著降低患者残疾风险。银杏二萜内酯葡胺有望逐步替代低端银杏类药物。

■ 积极打造非注射品种群，增长目标明确。

金振口服液是独家基药儿科呼吸品种，进入基药目录后迅速放量，2022 年销售收入突破 10 亿元，基层占比仍有望继续提高。二线品种中独家基药品种仍有望持续放量，此外新版基药目录调整，公司有望新增独家基药品种，带来新增长点。2020-2022 年非注射液产品收入年均复合增长率为 23.66%。杏贝止咳颗粒凭借其确切疗效，被多项指南共识所推荐，有望提高在止咳领域市占份额；桂枝茯苓胶囊妇科独家基药品种，有望持续放量；复方南星止痛膏连续数年保持正增长态势。

■ 基药品种驱动业绩增长，有望从新版基药目录调整中获益。

基本药物在“防治必需、保障供应、优先使用”方面属性更强。政策鼓励优先配备和使用基药，“986”原则明确医疗机构配备基药占比。复盘来看，基药新增品种放量明显，销售额平均增速在 30% 以上。新增品种放量弹性大，建议积极关注公司品种进入新版基药目录机会。

■ 在研储备品种丰富，创新生化药领域涉足。

公司当前在研新药管线共计 18 个，其中 14 个中药管线和 4 个生物化学药管线。中成药研发项目中，呼吸类共占 5 个（4 个中药 1.1 类新药），心脑血管类 2 个（1 个中药 1.1 类新药）；中药创新药 1.1 类共计 9 个，中药创新药 1.2 类共计 2 个，中药改良型新药 2.1 类 1 个，原中药 5 类 2 个（其中包括银杏二萜内酯葡胺注射液增加脑卒中急性期适应症）；II 期临床研究 5 个，I 期临床研究 9 个。

表 20：公司在研管线梳理

治疗领域	研发项目 (含一致性评价项目)	药品名称	注册分类	适应症/功能主治	研发所处阶段
老年慢病	苁蓉润通口服液临床研究	苁蓉润通口服液	中药创新药 1.2 类	老年便秘	II 期临床研究
内分泌	泽泻降脂胶囊临床研究	泽泻降脂胶囊	中药创新药 1.2 类	高脂血症	I 期临床研究
妇科类	乌鹭还宫颗粒临床研究	乌鹭还宫颗粒	中药创新药 1.1 类	早发性卵巢功能不全	I 期临床研究
	参蒲盆炎颗粒临床研究	参蒲盆炎颗粒	中药创新药 1.1 类	盆腔炎症性疾病后遗症	I 期临床研究
	六味地黄苷糖片临床研究	六味地黄苷糖片	原中药 5 类	妇女更年期综合征	I 期临床研究
儿科类	小儿佛芍和中颗粒临床研究	小儿佛芍和中颗粒	中药创新药 1.1 类	儿童功能性腹痛气机阻滞证	I 期临床研究
骨科类	伤科天芍凝胶临床研究	伤科天芍凝胶	中药创新药 1.1 类	急性软组织损伤	I 期临床研究
心脑血管类	银杏二萜内酯葡胺注射液临床研究	银杏二萜内酯葡胺注射液	原中药 5 类	脑卒中急性期	II 期临床研究
	冠心平颗粒临床研究	冠心平颗粒	中药创新药 1.1 类	稳定性冠心病心绞痛	II 期临床研究
呼吸类	紫辛鼻鼈颗粒临床研究	紫辛鼻鼈颗粒	中药创新药 1.1 类	过敏性鼻炎	I 期临床研究
	芷白平肺颗粒临床研究	芷白平肺颗粒	中药创新药 1.1 类	慢性阻塞性肺病	II 期临床研究
	热毒宁颗粒临床研究	热毒宁颗粒	中药改良型新药 2.1 类	流行性感冒	II 期临床研究
	麻杏止咳颗粒临床研究	麻杏止咳颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期(热哮)	I 期临床研究
	九味疏风平喘颗粒临床研究	九味疏风平喘颗粒	中药创新药 1.1 类	支气管哮喘慢性持续期(风哮)	I 期临床研究
创新生化药领域	KYS202002A 临床研究	KYS202002A	生物制品类	多发性骨髓瘤	I 期临床研究
	KY0135 片临床前研究	KY0135 片	化药创新药 1 类	晚期实体瘤	申报临床
	氟诺啉齐片临床研究	氟诺啉齐片	化学创新药 1 类	阿尔茨海默症	I 期临床研究
	KY0467 临床研究	KY0467	化药创新药 1 类	小儿手足口病	I 期临床研究

数据来源：公司公告，东北证券

肺炎支原体肺炎（MPP）指肺炎支原体感染引起的肺部炎症，可以累及支气管、细支气管、肺泡和肺间质，是我国 5 岁及以上儿童最主要的社区获得性肺炎（CAP）。重点是早期识别和治疗重症肺炎支原体肺炎（SMPP）和暴发性肺炎支原体肺炎（FMPP）。最佳治疗窗口期为发热后 5~10 d 以内，病程 14 d 后仍持续发热，病情无好转者，常遗留后遗症。2023 年 11 月 13 日国家卫健委新闻发布会上，北京市呼吸疾病研究所表示近期的肺炎支原体核酸检测检出率成人是 5.59%，儿童是 40.34%；流感抗原阳性检出率成人是 29.67%，儿童是 4.94%。

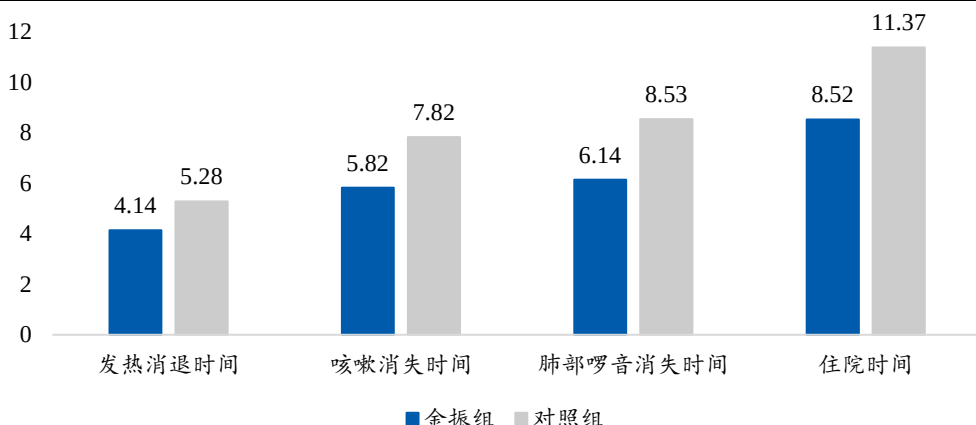
抗 MP 治疗一般首选大环内酯类抗菌药物，包括阿奇霉素、克拉霉素、红霉素、罗红霉素和乙酰吉他霉素。此外当肺炎支原体表现出对大环内酯类抗菌药物的耐药性时，也可选择新型四环素类抗菌药物、喹诺酮类抗菌药物、糖皮质激素和静脉注射免疫球蛋白 G（IVIG）治疗等药物替代治疗。

中医药在整体调节、提高疗效、改善症状、安全性方面等具有优势。中医药可以对抗病原体、消除毒素抑制全身炎症反应、调整免疫功能异常及整体机能的失调，联合抗生素提高治疗儿童 MPP 的总体疗效，明显改善症状，缩短退热时间、肺部啰音消失时间等，减少抗生素用量及其产生的不良反应。

金振口服液联合阿奇霉素治疗儿童肺炎支原体肺炎显示出更好疗效。根据过去临床文献统计，金振口服液联合大环内酯类或糖皮质激素治疗儿童肺炎支原体肺炎总有

效率为 93.7%，高于单用大环内酯类或糖皮质激素 78.5% 的有效率，并在发热、咳嗽、肺部体征以及住院时间等方面都表现出更好疗效。根据 2016 年 11 月至 2017 年 3 月入许昌市中心医院治疗的 MPP 患儿 280 例的随机对照试验，金振组总有效率为 89.3%，高于对照组的 77.9%，差异有统计学意义($P<0.05$)；观察组退热时间、咳嗽消失时间、肺部啰音消失时间和住院时间分别为 $(4.14\pm1.31)d$ 、 $(5.82\pm2.25)d$ 、 $(6.14\pm2.19)d$ 和 $(8.52\pm2.28)d$ ，低于对照组的 $(5.28\pm1.62)d$ 、 $(7.82\pm2.48)d$ 、 $(8.53\pm2.46)d$ 和 $(11.37\pm2.74)d$ ，差异均有统计学意义($P<0.05$)。在《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊疗方案》中，金振口服液作为肺炎支原体感染痰热闭肺证的首选用药被推荐。

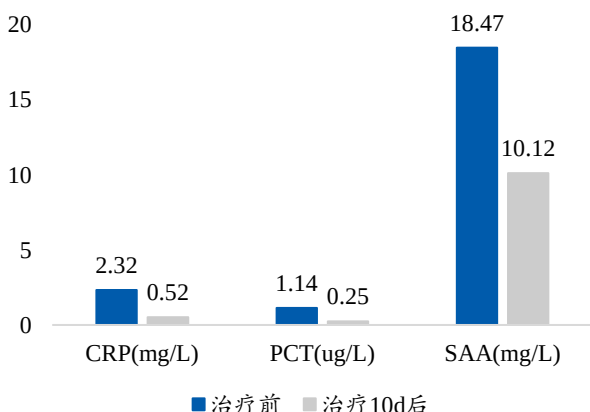
图 37：患儿发烧、咳嗽、肺部啰音等症状消失时间及住院时间均短于对照组



数据来源：《阿奇霉素联合金振口服液治疗儿童肺炎支原体肺炎的临床观察》，儿科医学杂志，东北证券

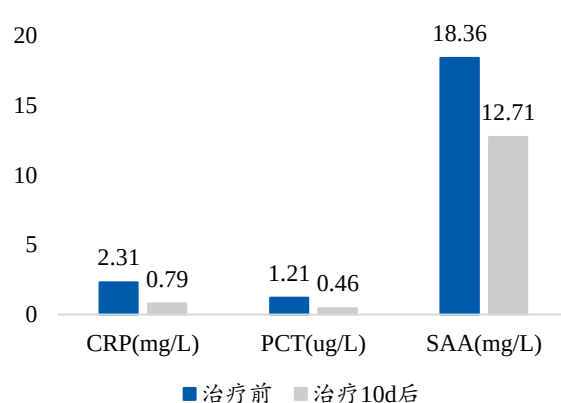
金振联合阿奇霉素显著改善患儿炎症指标。《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》选取 2021 年 1 月至 2022 年 2 月郑州大学附属郑州中心医院儿科 MPP 患儿 130 例，研究发现经过治疗后，观察组（金振+阿奇霉素）的 C-反应蛋白（CRP）、降钙素原（PCT）、血清淀粉样蛋白 A（SAA）指标分别为 (0.52 ± 0.14) mg/L、 (0.25 ± 0.07) μ g/L、 (10.12 ± 1.15) mg/L，均低于对照组 [(0.79 ± 0.36) mg/L、 (0.46 ± 0.19) μ g/L、 (12.71 ± 1.62) mg/L]，差异均有统计学意义（均 $P<0.05$ ）。

图 38：观察组治疗前后患儿炎症指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

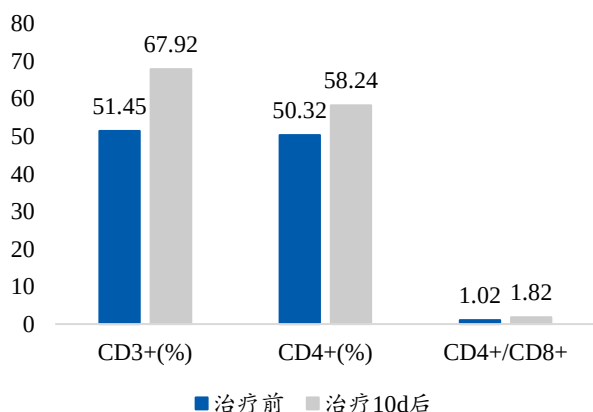
图 39：对照组治疗前后患儿炎症指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

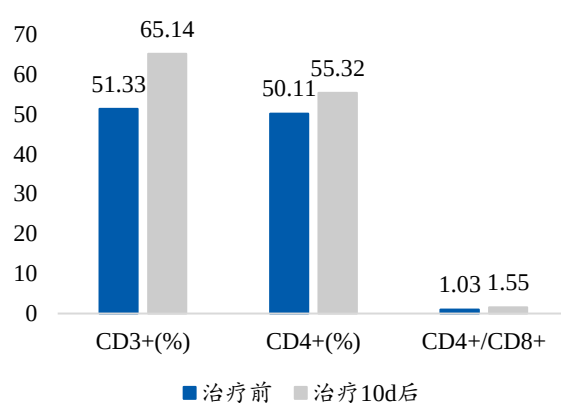
金振口服液联合阿奇霉素可改善患儿免疫功能。治疗后，观察组成熟 T 淋巴细胞（CD3+）、辅助性 T 细胞（CD4+）、辅助性 T 细胞/细胞毒性 T 细胞（CD4+/CD8+）指标分别为（67.92±2.82）%、（58.24±2.26）%、（1.82±0.49），均高于对照组 [（65.14±2.12）%、（55.32±2.17）%、（1.55±0.12）]，差异均有统计学意义（均 P<0.05）。

图 40：观察组治疗前后患儿免疫功能指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

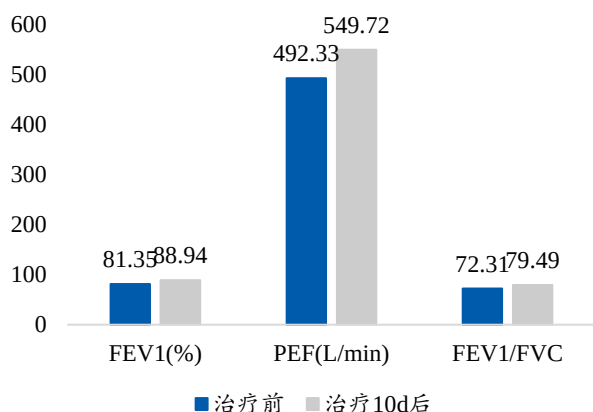
图 41：对照组治疗前后患儿免疫功能指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

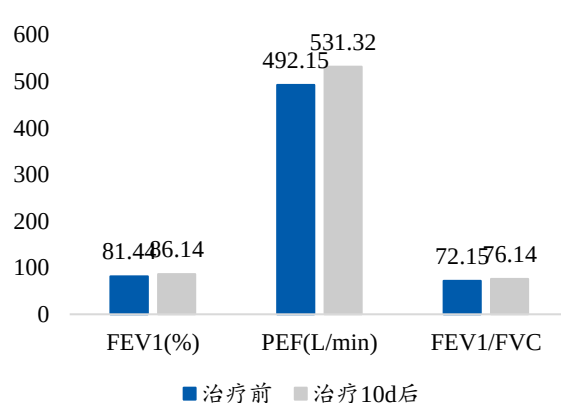
金振口服液联合阿奇霉素可改善患儿肺通气功能指标。治疗后，观察组第 1 秒用力呼气容积（FEV1）、呼气峰流速（PEF）、第 1 秒用力呼气容积与用力肺活量比值（FEV1/FVC）分别为（88.94±0.14）%、（549.72±15.16）L/min、（79.49±2.24），均高于对照组 [（86.14±0.23）%、（531.32±15.44）L/min、（76.14±2.31）]，差异均有统计学意义（均 P<0.05）。

图 42：观察组治疗前后患儿肺通气功能指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

图 43：对照组治疗前后患儿肺通气功能指标



数据来源：《金振口服液联合抗生素对小儿支原体肺炎的临床治疗效果》，国际医药卫生导报，东北证券

金振口服液入选多部诊疗指南/专家共识/方案。金振口服液已被中华中医药学会儿童肺炎联盟纳入《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊治专家共识(2017 年制定)》，被首都医科大学附属北京儿童医院纳入《儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊疗方案(2023 版)》。金振口服液作为儿童治疗用药还被列入《儿童社区获得性肺炎诊疗规范-中医解读(2019 版)》、《儿童流感中西医结合防治专家共识(2021)》、《儿童祛痰止咳治疗专家共识(2022)》、《新冠病毒感染者居家中医药干预指引(2022)》、《中西

医结合防治儿童反复呼吸道感染专家共识(2022)》、《小儿病毒性肺炎中医临床诊疗指南(2023年)》等权威指南共识。

5.4.5. 中药高股息策略

关注低估值高股息率中药公司。医药细分板块里中药盈利能力较强，每年具有稳定的现金流，业绩增长较稳健，估值水平较低，建议关注股息率高估值较低的中药OTC。

表 21：中药行业高股息率公司

证券代码	证券简称	总市值	股息率 (2022 年)	营业总收入 (2022 年)	归母净利润 (2022 年)	市盈率 PE (TTM)
603858.SH	步长制药	186.15	5.70	149.51	-15.30	-9.95
600750.SH	江中药业	129.35	5.60	38.12	5.96	19.01
002275.SZ	桂林三金	85.08	5.52	19.60	3.30	21.16
3613.HK	同仁堂国药	97.94	4.96	17.34	6.46	14.05
002412.SZ	汉森制药	33.61	4.49	9.16	1.68	22.82
301331.SZ	恩威医药	28.67	3.91	6.92	0.68	31.41
000989.SZ	九芝堂	88.16	3.88	30.33	3.59	34.34
002737.SZ	葵花药业	150.85	3.87	50.95	8.67	12.47
002728.SZ	特一药业	64.06	3.69	8.87	1.78	23.82
600285.SH	羚锐制药	93.86	3.63	30.02	4.65	17.84
600329.SH	达仁堂	216.85	3.37	82.49	8.62	25.80
600479.SH	千金药业	46.19	3.25	40.26	3.04	14.74
603998.SH	方盛制药	47.40	3.25	17.92	2.86	28.15
000538.SZ	云南白药	871.48	3.13	364.88	30.01	18.08
000650.SZ	仁和药业	91.14	3.07	51.53	5.74	13.84
300519.SZ	新光药业	26.32	3.04	3.51	1.09	33.69

数据来源：Wind，东北证券

6. 康复医疗服务：需求、政策及创新三重共振，康复医疗长坡厚雪

2024 年康复医疗板块投资方向	
重点标的	核心观点
翔宇医疗	平台型企业，康复医疗器械一体化布局加强龙头地位，考虑到公司 2023 年需求端恢复快速，公司业绩增速有望快速恢复到较高水平。
诚益通	营销渠道体系变革，重视研发，助力国内国外康复业务业绩增长。
伟思医疗	各大平台技术迭代完成，助力三大基石业务均衡发展全面增长。
三星医疗	乘医改之风领跑康复，值周期之峰占优电表。

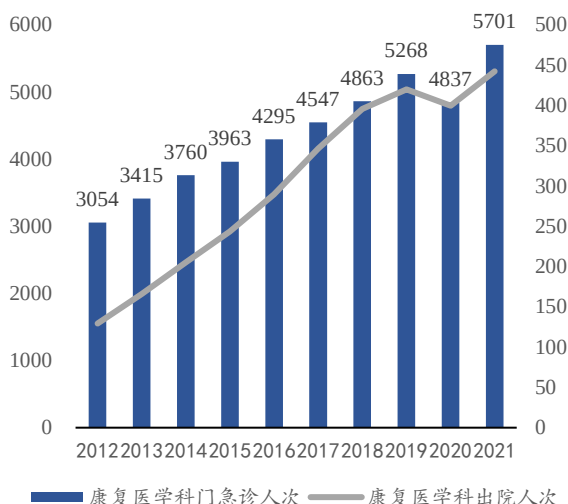
6.1. 康复医疗供需存在错位，老龄化背景下行业前景广阔

中国卫生统计年鉴结果显示，我国康复医学科门急诊和出院人次统计数据整体呈现上升趋势，2020 年较 2019 年略有下降，与疫情防控有关，十年 CAGR 分别为 CAGR

分别为 7.18%/14.64%；远高于总诊疗人次/入院人次十年复合增速 2.09%/4.70%。康复医院门急诊和出院人次统计结果同样具有整体上升趋势，康复医院门急诊和出院人次 7.48%/14.08%，同样高于所有类别医院门急诊和出院人次的十年复合增速 3.51%/4.70%。

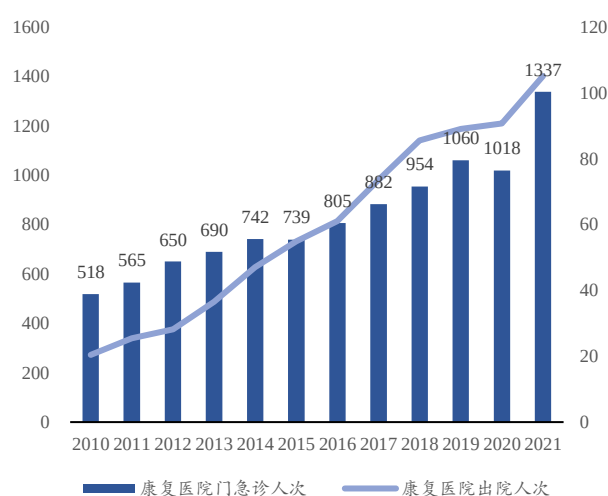
我国目前康复渗透率远远低于欧美发达国家，2021 年，康复医学科门急诊人次仅占全国医疗机构门急诊总人次 0.95%，康复医学科出院人数占总出院人数的 1.79%，但整体保持较高的增长态势。2021 年，中国康复医疗服务门急诊人次为 5107 万，出院人数为 442 万人，十年复合增长率达到 6.44% 和 13.08%。随着未来生活方式进一步改变和人口老龄化的加剧，在庞大下游患者需求的刺激下与国家政策的助力下，康复医疗有快速发展趋势。

图 44：2012-2021 康复医学科门急诊、出院人次（万）



数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

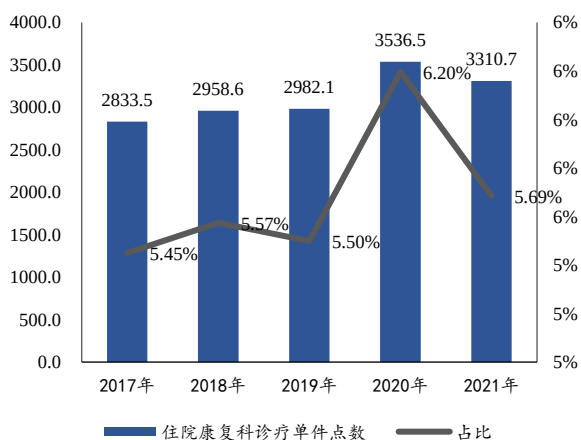
图 45：2012-2021 康复医院门急诊、出院人次（万）



数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

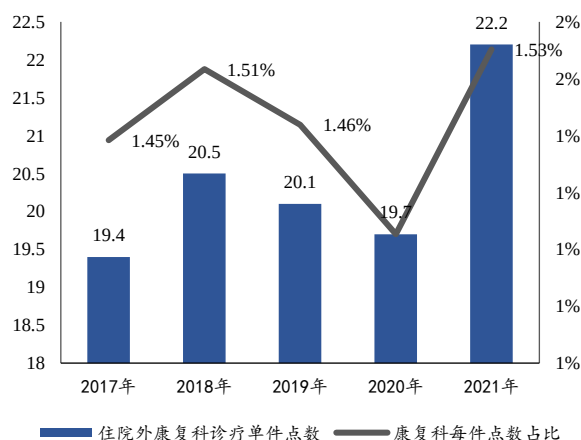
6.1.1. 日本康复科占全学科占比高，远期渗透率存在空间

图 46：2017-2021 日本住院诊疗康复科单件点数



数据来源：厚生劳动省，东北证券

图 47：2017-2021 日本住院外诊疗康复科单件点数



数据来源：厚生劳动省，东北证券

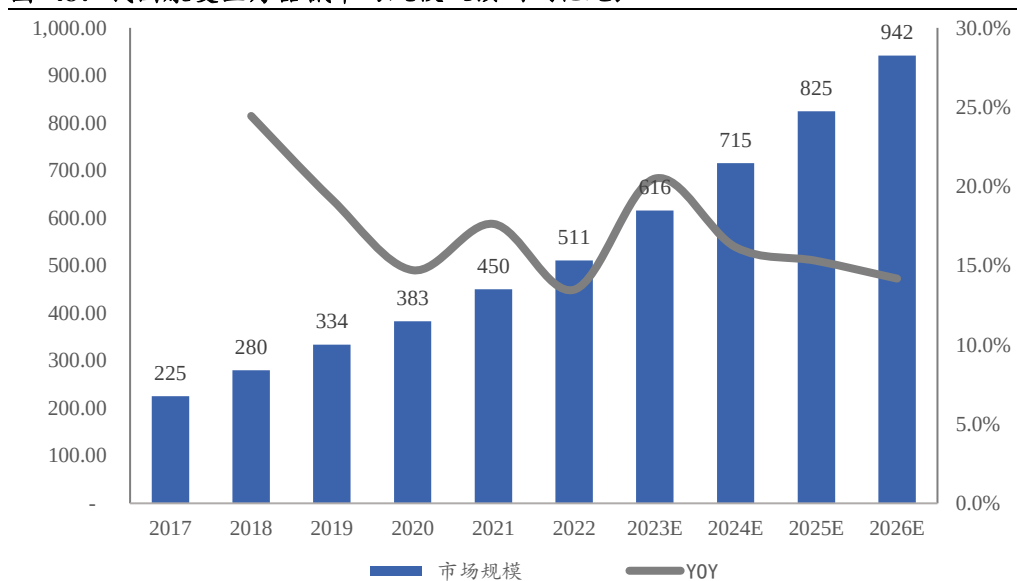
日本康复科的住院诊疗单件点数总体呈现增长趋势，说明医保支付的康复医疗服务

量在增长。在 2020 年突破 3000 达到峰值 3536.5，占有科室诊疗点数的 6.2%。2021 年略有回落至 3310.7 人次，占比 5.69%。2021 年住院康复诊疗平均每日点数为 210.9，估算得平均住院天数在 15 天左右，低于我国康复 21.1 天左右的住院天数；住院外诊疗单件点数近年来略有波动，在 2021 年大幅增长达到近五年最高值 22.2，占医院所有科室的 1.53%。2021 年住院外康复诊疗平均每日点数为 15.0，平均服务天数在 1.5 天左右。

6.1.2. 千亿康复器械市场产品覆盖广泛，预计行业复合增速达 15.9%

近年来，随着人口老龄化加速、国家政策红利、慢性病患者数量增加等因素的助推下，我国康复医疗行业发展呈现较好态势，而康复服务需求的持续释放，有望带动康复医疗器械市场保持较快增长。根据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan)，2017-2021 年，中国康复医疗器械市场规模从 2017 年的 225.0 亿元增长至 2021 年的 450.3 亿元，较 2017 年增长了一倍，年复合增长率达到 19.0%。未来我国康复医疗行业有望持续增长，预计 2026 年中国康复医疗器械市场规模将达到 941.5 亿元，年复合增长率达到 15.9%，整体市场成长空间广阔。2021 年整个康复医疗器械市场中，康复测评、训练及理疗三类设备市场规模合计 91.2 亿元，占比为 20% 左右，市场以轮椅、假肢、助听器、无障碍设施等其他康复器械为主。

图 48：我国康复医疗器械市场规模及预测（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东北证券

6.2. 各康复医疗器械公司专注创新研发，23 年以来更新迭代助力产品竞争

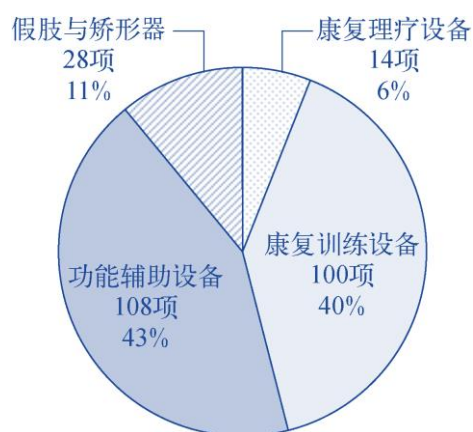
6.2.1. 国产康复器械创新及专利注册加速，国产器械逐步构建技术壁垒

《中国康复医学年鉴（2023 卷）》发布 2022 年度创新康复设备 167 件；检索年度发明专利 423 件。康复器械创新及专利注册加速，国产器械逐步构建技术壁垒。

2022 年国内高校累计授权 250 项康复设备相关发明专利，其中功能辅助类设备最多，占发布总数的 43%，其次是康复训练设备，占比约为 40%。由此可见，随着中国步入老龄化趋势的加剧，功能辅助类设备的需求量急速上升，大部分研究人员 / 机构的重心开始倾向于助老设备的研发。移位、护理是功能辅助类设备中重要的发展方向，其相关发明专利占功能辅助类专利总量的 90% 以上。这也表明移位和护理是解决失能、半失能老人出行及日常生活的关键，加紧研制智能、轻巧、多功能以

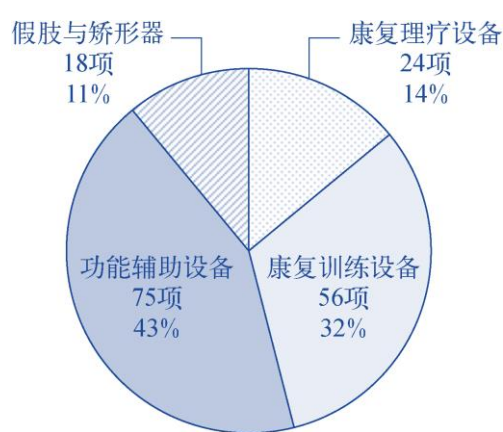
及多场景适应能力强的移位和护理设备，是应对当前高老龄化趋势下医护资源短缺的有效手段。康复训练设备同样是解决老人功能障碍的主要手段，随着强人工智能时代的到来，智能康复训练设备的发展将迎来新发展浪潮，传统的康复训练设备也将逐步完成由“训练助手”到“智能医生”角色的蜕变。矫形器和康复理疗设备的发明专利相对较少，可能与设备的技术成熟度有关，相关研究人员/机构很难有创新型技术突破。功能辅助类产品占据康复设备市场的半壁江山，智慧养老、科学助老或将成为应对老龄化趋势加剧的有效手段。国产康复训练设备逐渐构建起技术壁垒，传统的大型康复训练设备逐渐向轻便、灵活、功能性强的小型化发展，结合远程控制、人工智能等先进技术加快了康复训练设备家庭化的发展趋势。2022 年国内相关企业累计授权康复设备相关发明专利 173 项，其中功能辅助类设备最多，接近总发布数量的一半，其次是康复训练设备，占比约为 32%。结合康复设备产品经营的企业调查数据来看，从事功能辅助和康复训练产品经营的企业占比不足三分之一，但却产出了行业内约 75%的发明专利。

图 49：2022 年国内高校康复专利授权情况统计



数据来源：中国康复医学年鉴（2023 卷），东北证券

图 50：2022 年国内企业康复专利授权情况统计



数据来源：中国康复医学年鉴（2023 卷），东北证券

6.2.2. 海外康复器械品牌发展模式:高国产化率背景下，出海和国产替代仍存在机会

康复医疗器械整体国产化率虽然高，但集中在中低端市场，在高端市场仍然被外资品牌所占据，国产替代仍有很大空间。根据众成医械统计的医用康复器械数据，截至 2022 年 10 月，医用康复器械有效产品共 5049 款，其中国产有效产品 4945 款，占比超过九成。

图 51：2022 年国内上市公司代表性创新康复设备概况及价格区间

设备门类	公司	设备名称	设备创新	设备图例	价格区间（万）
康复理疗设备	翔宇医疗	低频交变磁疗机	最大磁感应强度可达3.6T；增加多点磁场聚焦、磁刺激深度和刺激角度；采用先进的半导体制冷技术，改善和提高了产品稳定性		60
		经颅磁刺激器	率先使用PFC+LLC整合技术为技术核心的升压电源，可实现更高频率、更高强度的输出、更高功率密度、更低发热也使设备能做的更小，效率更高。		69~90
		压电式冲击波治疗仪	攻克了上升时间和脉宽微秒级高压脉冲式开关技术，声压可达60MPa；国内首创压电陶瓷换能器的焊接和封装工艺，攻克了矩阵式压电陶瓷换能器技术		118
		体外冲击波治疗仪	自主研发肌骨超声、脉冲按摩、冲击波集成技术；国内首创3枪协同工作的肌骨超声冲击波治疗仪		109
		立体动态干扰电治疗仪	采用自主开发的基于FPGA+DSP软核+MCU的软硬件设计方案，拥有强大的运算能力；高速A/D和D/A转换技术，高效率的数字功放，高度的集成化技术		20
		盆底肌训练仪	生物反馈、低频类设备，适用于产后康复恢复、女性压力性尿失禁和急性尿失禁的评估、训练、修复和治疗		5~8
		低频电磁脉冲治疗仪	组合应用交变磁场、低频电疗两种方式作用于骨折部位的皮下组织和骨骼，可达到消炎、消肿、镇痛、促进骨折愈合的效果		6
		生物反馈助力电刺激仪	肌电测量功能，帮助医生制定科学有效的康复训练及治疗方案		13
		间歇充气加压防治系统	人机智能互动操作：单腔压强可调，具备血液回盈监测功能，充气速度可调，具备超压、过压、欠压提示功能；具备治疗记录查询功能		—
		低温冲击镇痛仪(CO2)	采用神经性低温刺激技术，-78℃的超低温二氧化碳技术，可达到镇痛、消炎的效果。		16
		低温冲击镇痛仪(压缩机)	采用压缩机制冷原理，使其制冷后的冷空气经风机吹出冷藏室到达皮肤表面；可在红外负反馈控制系统的左右下实时调节出风量		17
		深层肌肉刺激仪	可通过更换按摩头种类，模拟传统按摩手法：禅推、雀啄、掌摩、齿梳、指揉、指压、指按、拳振、揉捏、推、垂、击、拍、打、叩等		5~7
		肌电生物反馈训练系统	监测患者微弱的主动肌电信号，根据肌力强度可进行神经功能电刺激、触发电刺激，以达到患者肌肉自主收缩运动、训练及修复患者肌肉运动功能		25~28
		低频交变磁场治疗机	通过交变电磁场治疗帽、仿生电刺激小脑顶核和调制中频电刺激3种治疗方式的优化组合，可搭配多种治疗方案		6~14
		低频脉冲磁场治疗机	采用特定治疗器、具备磁疗和温热功能，可同步实现颈椎和颈椎的同步治疗		15
		脉冲磁治疗仪	搭配方形和圆形两种治疗垫，可分别对应不同部位或不同病症的治疗		4
		多功能牵引床	连续（静态）牵引、间歇（动态）牵引和循环牵引3种牵引模式。自动拉力补偿，比一般牵引机更精准有效		19~21
		空气波压力治疗仪	人机智能互动操作，具备血液回盈监测功能；单腔压力可调，具备单腔关闭、过压保护功能		17
康复训练设备	翔宇医疗	生物刺激反馈仪	盆底肌评估；多种生物反馈模式；两大刺激模式；独立四通道设计		25~30
		磁刺激仪 (MagNeuro R470)	单机4通道；专病专用线圈；磁力线控制技术；变频混冷技术		70~80
	伟思医疗	多关节主被动训练仪	精度高，运行平稳，噪声低，寿命长；大容量进口CPU中央处理器；具有超力矩过载保护等功能；大范围关节活动度		12~14
		平衡功能训练及评估系统	高精传感器实时监测人体重心姿态变化；多种分类交互游戏		24
		减重步行训练跟随系统	智能跟随；自适应减重；“845”课程；全方位保护		65~80
		上下肢主被动康复训练系统	强制性运动疗法；沉浸式3D游戏；AI天眼识别		15~20
		床边主被动康复训练系统	一机两用，上下肢训练合二为一；多场景应用		15~20
功能辅助设备	翔宇医疗	上肢运动康复训练系统	AI天眼识别；全方位功能评估；全周期执行器；处方式游戏		25~35
		下肢步行外骨骼辅助训练装置	镜像训练；双减重模式；双训练模式；真实落地		120~150
功能辅助设备	翔宇医疗	呼吸训练器	设计轻便可随身携带；可通过手机应用与趣味游戏相结合的方式，提高用户主动训练医院，提升训练效果		—

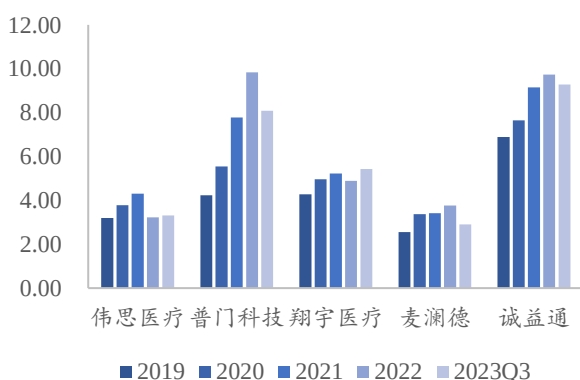
数据来源：中国康复医学年鉴（2023 卷），东北证券

6.3. 行业 23 年复苏迅速行业 β 强劲，24 年行业复苏继续，研发销售并重助力长远发展

6.3.1. 三年疫情干扰行业增长，疫后复苏持续，2023 年业绩普超预期

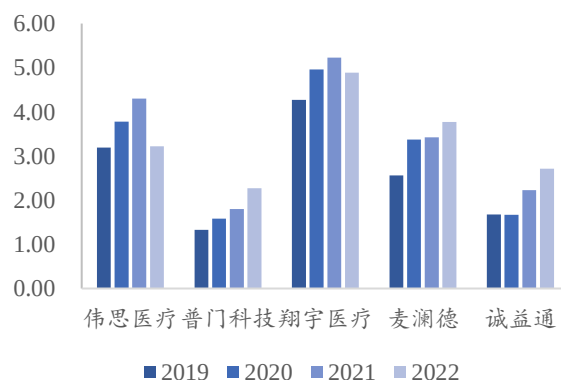
疫情前行业营收净利普遍维持较高增速，疫后修复持续兑现。布局多赛道普门科技和诚益通的整体营收表现亮眼，翔宇医疗及伟思医疗在康复器械领域收入处于领先地位。公司整体营收增速方面，2019-2022 年，伟思医疗、普门科技、翔宇医疗、麦澜德、诚益通的 CAGR 分别为 0.23%、23.47%、3.45%、10.16%和 9.04%。普门科技营收增速领先，系体外诊断与治疗康复业务的同时增长；而伟思医疗受 2022 年疫情影响以及销售推广活动不同程度的推迟，收入下滑导致增速下降。疫后随着需求持续释放，各家公司整体复苏良好，其中翔宇医疗 2023 年前三季度营收已超过 2022 全年。康复医疗器械收入方面，伟思医疗、普门科技、翔宇医疗、麦澜德、诚益通的康复医疗器械业务的 CAGR 分别为 0.23%、14.30%、3.45%、10.16%和 12.70%。普门科技与诚益通的康复医疗器械收入处于快速增长阶段，其次是麦澜德，其康复医疗器械业务收入从 2019 年的 2.56 亿元增长至 2022 年的 3.77 亿元。康复医疗器械收入规模方面，翔宇医疗在行业中稳居首位，伟思医疗和麦澜德紧随其后，普门科技和诚益通的康复医疗器械业务规模相对较小。

图 52：国内康复医疗器械相关上市公司营收对比（亿元）



数据来源：Wind，东北证券
注：2023Q3 为前三季度

图 53：国内康复医疗器械相关上市公司康复医疗器械收入（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

营收结构方面，伟思医疗和翔宇医疗、麦澜德专注于康复医疗器械领域，而普门科技主营体外诊断和治疗康复业务，诚益通则主要涵盖控制系统业务和康复医疗设备业务两大板块。（1）伟思医疗产品主要包括磁刺激类、电刺激类、耗材及配件、电生理类以及 2022 年新增的激光射频类。近几年，公司电刺激类康复医疗器械占比持续下降，从 2019 年的 45.84%降至 2022 年的 18.43%；而磁刺激类康复医疗器械的业务占比快速提升，在 2021 年超越电刺激产品成为营收占比最大的业务，由 2019 年的 21.76%升至 2022 年的 42.58%。（2）普门科技业务分为两大板块，公司体外诊断业务营收占比稳步上升，从 2019 年的 68.34%增长至 2022 年的 76.70%；而治疗与康复类产品占比从 2019 年的 31.66%下降至 2022 年的 23.30%。（3）翔宇医疗主要业务可分为康复理疗设备类、康复训练设备类、经营及配件产品、康复评定设备，2022 年各业务占比分别为 60.67%、28.74%、6.22%和 4.37%。其中康复理疗设备和康复训练设备近年合计占比稳定在 85%以上。（4）麦澜德 2022 年业务分为盆底康复、耗材及配件、生殖康复和运动康复，占比分别为 58.18%、27.82%、7.60%和 4.72%。（5）诚益通的业务具体可分为四大板块，包括控制系统、康复医疗器械、产品销售及其他、技术服务。近年公司各业务营收占比相对稳定，2022 年分别为 53.03%、27.84%、18.33%和 0.80%。

6.3.2. 康复器械公司 2023 年单季度业绩恢复稳定，订单受反腐影响较小

23 年以来订单环比波动相对较小，康复行业整体 Q4 为订单落地高峰期，全年业绩有望超预期

自 2023 年以来大部分康复器械公司单季度营收、净利增长迅速，翔宇医疗复苏势头强，伟思医疗单季度营收已超 21 年。除麦澜德，短期受出生人口下滑的影响，各家机构利润增速，均远快于营收增速。在医疗反腐期间，几大康复器械公司反应迅速，整体订单总额受反腐影响较小。大额订单在一定程度上受到医院延迟采购、招标停止等因素影响，但得益于大部分公司产品种类齐全，许多设备是康复建科必备设备，且产品单价不高、单一订单规模不大。在此基础上各家公司探索加大对民营、基层等医疗机构及中医康复等非反腐重点领域的覆盖力度，使得小额订单持续不断，有效的抵消了反腐带来的负面影响。随着 Q4 订单持续落地，有望迎来订单落地旺季。

表 22：康复器械公司 2023 年一季度至三季度分析

指标	翔宇医疗				伟思医疗				诚益通			
日期	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营业收入(亿元)	1.32	1.43	1.92	2.07	1.05	0.96	1.24	1.12	2.79	2.45	4.04	2.80
同比	23.49%	68.25%	41.09%	52.70%	17.11%	76.57%	55.29%	35.80%	-6.61%	19.88%	66.66%	12.59%
营业成本(亿元)	0.49	0.46	0.63	0.62	0.31	0.27	0.36	0.32	1.57	1.51	2.54	1.48
毛利额(亿元)	0.83	0.98	1.29	1.45	0.74	0.68	0.89	0.80	1.22	0.94	1.50	1.31
净利润(亿元)	0.33	0.39	0.70	0.72	0.32	0.30	0.40	0.31	0.48	0.22	0.51	0.54
归母净利润(亿元)	0.33	0.38	0.70	0.72	0.32	0.30	0.40	0.31	0.49	0.22	0.52	0.53
同比	53.79%	298.99%	128.65%	35.24%	54.93%	76.85%	90.50%	30.16%	16.95%	26.08%	53.18%	126.07%
扣非归母净利润(亿元)	0.22	0.33	0.62	0.70	0.29	0.26	0.39	0.25	0.43	0.22	0.50	0.50
同比	60.95%	549.98%	201.35%	131.70%	51.87%	190.81%	116.64%	21.92%	34.7%	25.6%	64.2%	114.9%
毛利率	62.97%	68.19%	67.19%	70.15%	70.61%	71.39%	71.37%	71.51%	43.73%	38.45%	37.05%	46.99%
净利率	25.03%	26.96%	36.48%	34.63%	30.14%	31.49%	32.57%	27.79%	17.31%	8.79%	12.74%	19.23%
归母净利率	24.67%	26.41%	36.43%	34.55%	30.14%	31.49%	32.57%	27.79%	17.71%	9.11%	12.87%	19.10%
销售费用率	24.09%	24.63%	22.39%	22.48%	28.40%	27.06%	25.07%	27.28%	7.55%	12.36%	5.97%	12.60%
管理费用率	6.78%	7.13%	3.39%	4.96%	8.86%	127.06%	7.84%	12.23%	7.96%	8.36%	5.69%	8.08%
财务费用率	-5.57%	-4.63%	-3.65%	-3.80%	-4.84%	-4.84%	-4.47%	-4.35%	0.94%	2.72%	0.26%	1.65%
研发费用率	19.94%	15.09%	13.49%	12.30%	6.78%	12.29%	11.23%	14.29%	6.63%	5.59%	6.05%	3.58%

数据来源：公司公告，东北证券

表 23：康复器械公司 2023 年一季度至三季度分析（续）

指标	普门科技				麦澜德			
日期	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营业收入(亿元)	3.10	2.78	2.81	2.51	0.79	1.09	0.95	0.86
同比	32.28%	32.29%	18.48%	10.64%	-29.24%	46.34%	-12.24%	-25.29%
营业成本(亿元)	1.35	0.94	1.00	0.78	0.20	0.40	0.25	0.21
毛利额(亿元)	1.75	1.83	1.81	1.73	0.59	0.69	0.71	0.65
净利润(亿元)	0.98	0.88	0.46	0.70	0.23	0.33	0.27	0.26
归母净利润(亿元)	0.98	0.88	0.46	0.70	0.24	0.32	0.26	0.26
同比	44.52%	31.23%	43.42%	31.42%	-41.56%	53.60%	3.53%	-49.65%
扣非归母净利润(亿元)	0.89	0.83	0.43	0.62	0.10	0.27	0.23	0.22
同比	43.32%	29.33%	48.18%	23.36%		33.2%	7.8%	-40.4%
毛利率	56.37%	65.99%	64.44%	69.09%	74.64%	63.12%	74.26%	75.84%
净利率	31.73%	31.65%	16.48%	27.96%	29.71%	30.60%	28.62%	30.10%
归母净利率	31.79%	31.72%	16.54%	28.08%	30.38%	29.68%	27.77%	30.09%
销售费用率	11.24%	13.49%	25.72%	23.50%	28.02%	17.55%	26.36%	25.38%
管理费用率	3.85%	4.84%	6.28%	5.63%	12.49%	9.00%	13.41%	12.28%
财务费用率	0.48%	-0.82%	-6.31%	-3.62%	-8.06%	-2.63%	-2.41%	-6.52%
研发费用率	10.20%	11.77%	23.05%	16.49%	17.01%	11.11%	17.51%	16.33%

数据来源：东北证券

6.4. DRGs 支付方式改革带来行业风口，康复医保支付范围不断扩大

6.4.1. 医改政策引导康复医疗发展，医保 DRGS 支付方式改革带来增量。

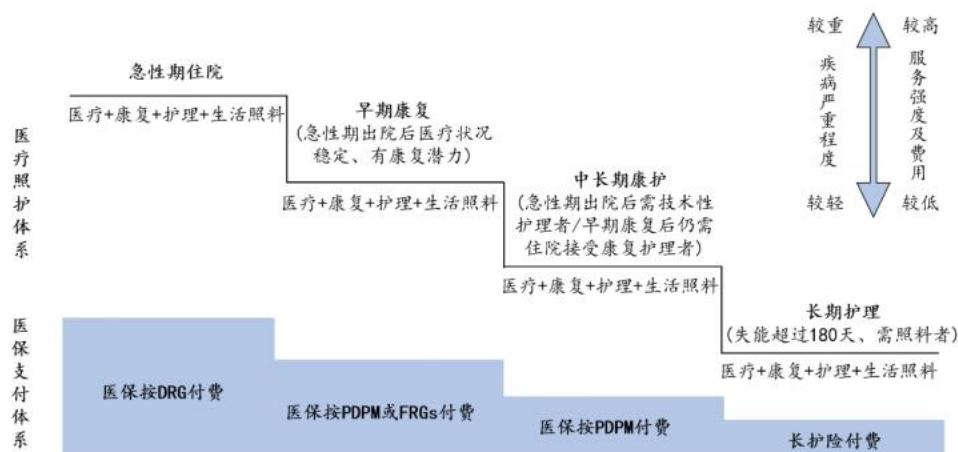
DRGS 和 DIP 试点改革在国内全面铺开成为趋势，临床科室医保控费趋严有利于将长期住院病患由综合医院引向康复机构。可以预见未来国内大面积铺开 DRGs 将推动更多患者导流至康复医院。而近期扩大试点范围的长期护理保险制度，或将成为助推康复行业发展的又一重要政策因素。

从康复医保支付政策来看，我国康复医保支付政策仍处于探索阶段，国家于 2016 年新增 20 项康复医疗服务项目纳入医保报销范围，共计 29 项，目前国家正在从医保支付方式上试点 DRGS，在精神、康复类病种上正在探索试行按床日付费的支付方式；同时借鉴美国基于功能独立性评定量表进行评估，然后由医疗保险按照功能相关分类法（FRG）评估年龄、并发症、治疗效果预算康复费用并随之调整，引导患者去向。

医疗康复探索按床日付费与 DRG 结合模式，医院亏损将较 DRG 模式减少。国家探索多元化康复医疗的支付方式。浙江省金华市在全国开展了住院康复护理医保支付方式的探索。急性期医疗主要采用 DRG 支付方式，早期康复探索采用以 PDPM 或 FRGs 为主的支付方式，中长期康护采用基于 PDPM 的按床日支付方式。此次改革的重点是将支付方式向早期、中长期和长期探索延伸。对于早期康复，尤其是中长期康护来说，由于患者往往患有因病导致的后遗症，很难回归家庭和社会，这类患者如果向前往急性期医疗、早期康复挤占，或向后往长期护理挤占，可能得不到恰当的服务，并且挤占医院的床位资源。PDPM（患者导向模型）适用于病程较长、治疗周期较长，短期内难以获得明确的治疗结果的患者，日均费用较为稳定。PDPM

的探索将进一步精细化康复医疗的支付方式，对于康复专科医院来说医保压力大大缓解。

图 54：金华市连续性医疗照护和医保支付体系设计



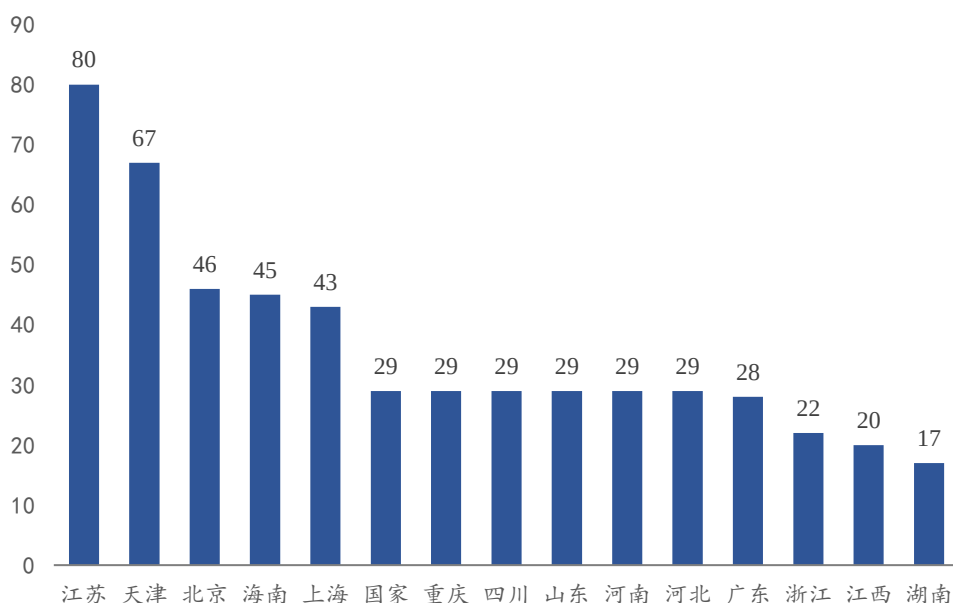
数据来源：《卫生经济研究》，东北证券

浙江省衢州市针对医疗康复病例的做法是：治疗期病例按 DRG 分组并采用 DRG 病组点数法付费；康复期病例由医院提出申请，经医保办审核后，按床日付费。衢州市医疗保障局通过 2020 年的测算数据发现，康复病例实行按床日付费，衢州市医疗机构的亏损将比实施 DRG 支付方式有所减少，亏损从 446.5 万元下降至 288.4 万元。从美国康复医疗服务的支付模式来看，预计未来在建立完善康复患者数据的情况下向 FRGs 模式发展持续推进支付方式的改革。

6.4.2. 康复医疗服务项目纳入医保范围扩增覆盖范围逐步扩大

各地区探索康复医疗进医保持续化。康复医保支付政策仍处于探索阶段，各省覆盖范围均有差异。康复医疗服务主要体现在技术劳务价值，符合医保控费下的医疗服务改革的政策支持方向，且盈利模式乐观。自新医改提出降低药耗占比，提高服务类收费后，康复学科凭借其以医疗服务收入为主和远低于公立医院整体药占比的优势逐步受到公立医院的关注，各公立医院主动且积极加强院内康复学科建设，增加康复服务供给。国家于 2016 年新增 20 项康复医疗服务项目纳入医保报销范围，共计 29 项。部分省份按照国家文件要求进行了很好的落实，陆续调增康复医疗服务项目的价格，一些有条件的省份还在文件规定项目的基础上，进一步扩大了医保支付的康复项目范围。

图 55：15 个试点省份（不包括宁夏）纳入医保支付诊疗项目的数量



数据来源：各省医保部门公示的基本医疗保险、工伤保险和生育保险医疗服务项目目录（2021）、省医保局官网、东北证券

康复医疗服务项目纳入医保仍在加速，2022 年 3 月 4 日，四川省医疗保障局印发《关于正式公布 144 项新增和修订医疗服务价格项目及价格的通知》，将 25 个康复项目纳入医保，合计新增、修订 35 个康复项目的医保报销规定。这大大提高了广大参保人员的医疗康复保障水平，切实降低了这部分患者的医疗费用负担，减轻了家庭经济压力。目前大部分康复医疗器械涉及的服务项目都涵盖在医保覆盖范围内。其中翔宇医疗 500 多种、1000 多个型号的丰富产品结构，且超过 94% 的产品收费项目纳入医保。

6.5. 康复医疗公司 2024 年业绩有望持续稳定，反腐影响下增速维持稳定

表 24：康复医疗公司 2023-2025 年业绩预期

公司	营业收入 (亿元)			营收 YoY			归母净利润 (亿元)			归母净利润 YoY		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
诚益通	12.50	15.62	18.65	28.25%	24.97%	19.44%	1.85	2.18	2.85	47.99%	18.21%	30.54%
翔宇医疗	7.53	9.34	11.20	54.15%	23.98%	19.99%	2.39	3.21	4.08	90.80%	34.09%	27.06%
伟思医疗	4.71	5.79	7.06	46.43%	23.01%	21.90%	1.51	1.99	2.47	60.57%	31.95%	24.19%
三星医疗	114.13	141.99	173.48	25.44%	24.41%	22.17%	18.34	22.89	27.79	93.48%	24.80%	21.38%

数据来源：东北证券

康复医疗需求受众广泛，服务人群和相关机构基数大，增速快，将驱动康复器械千亿市场。2017-2021 年，中国康复医疗器械市场规模从 2017 年的 225.0 亿元增长至 2021 年的 450.3 亿元，年复合增长率达到 19.0%。预计 2026 年中国康复医疗器械市场规模将达到 941.5 亿元，年复合增长率达到 15.9%，下游医疗服务机构厚积薄发，行业 β 增量需求持续释放，渗透空间稳定增长，康复医疗赛道长坡厚雪。

政策催化下康复器械加速布局，康复医疗临床早期介入率考核及下游康复规划政策打开康复器械配置需求。可以预见未来国内大面积铺开 DRGs 将推动更多患者导流至康复医院。支付端扩大支持，各地区逐年增加康复医疗医保项目。翔宇医疗 500 多种、1000 多个型号的丰富产品结构，且超过 94% 的产品收费项目纳入医保，更多创新项目将围绕医保进行设计。

各国内康复器械公司产品矩阵丰富且集中度低，国产化率高，行业高景气度情况下，高端康复器械成长可期。按照弗若斯特沙利文测算的 2021 年康复器械市场规模，通过上市公司合并收入测算，2021 年上市公司合并市占率 3.77%，2020 年一度达到 4.01%，疫情几年行业竞争更加分赛，市场集中度有待提升，行业整合发展存在机会，海外康复器械龙头品牌优势显著，Enovis 持续发力并购业务，海外业务市占率占三成。国产器械或可参照其路径获得持续扩张。

各家康复器械公司出海起步，各家正逐步蓄力国际市场。翔宇医疗目前已有几十款产品取得国外上市准入证书，包含 CE、FDA 和其他国家的认证，压电式冲击波、体外冲击波、空气压力波治疗仪等国内畅销且在国际展会上反响强烈的多款产品会陆续取得 CE 或 FDA 认证，龙之杰 22 年外销金额首次超过 3000 万元，麦澜德 2023 年陆续推进 CE、泰国和英国注册证，伟思塑性磁取得 FDA 认证并获得国内首证。

康复器械公司 2023 年单季度业绩恢复稳定，订单受反腐影响较小，康复行业整体 Q4 为订单落地高峰期，全年业绩有望超预期。行业毛利率 65% 以上，在器械行业相对较高。行业聚焦“创新+科技”打开成长空间，康复企业有望铸就竞争壁垒。目前产品以二类医疗器械为主，中低端产品分布广，产品单价相对较低。医用类器械和传统电刺激类产品依然为市场主要产品，产品竞争相对较激烈。截止 2023 年 11 月，共有 80 项冲击波治疗仪及相关产品注册获批，其中非上市公司产品占总数量的 83.75%，以冲击波治疗仪和体外冲击波治疗仪为主。NMPA 查询共 46 项磁刺激仪及相关产品注册获批，40 项经颅磁相关产品。《中国康复医学年鉴 2023 卷》发布 2022 年度创新康复设备 167 件；年度发明专利 423 件。康复器械创新及专利注册加速，国产器械更新迭代抢占行业护城河，逐步构建行业技术壁垒，翔宇医疗知识产权数量在行业中处于绝对领先地位。未来国产康复器械市场，创新产品研发，加速产品注册将成为行业趋势。生物电磁、脑机接口与康复机器人将加速行业发展布局。

■ **翔宇医疗：平台型企业，康复医疗器械一体化布局加强龙头地位，考虑到公司 2023 年需求端恢复快速，公司业绩增速有望快速恢复到较高水平。**

预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 7.53/9.34/11.20 亿元，归母净利润分别为 2.39/3.21/4.08 亿元。

■ **诚益通：营销渠道体系变革，重视研发，助力国内国外康复业务业绩增长。**

下沉市场增速可期，广西模式有望快速复制全国海外出口业务力争稳健运营，实现龙之杰的品牌出海，康复器械占比逐年上升。考虑公司未来医药智能制造业务稳健，康复设备基层医疗与海外放量可期，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 12.50/15.62/18.65 亿元，归母净利润分别为 1.85/2.18/2.85 亿元。

■ **伟思医疗：各大平台技术迭代完成，助力三大基石业务均衡发展全面增长。**

考虑到公司业务升级转型，二代经颅磁、塑形磁放量可期，医美射频产品大有可为，公司股权激励计划信心强劲。预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 4.71/5.79/7.06 亿元，归母净利润分别为 1.51/1.99/2.47 亿元。

■ **三星医疗：乘医改之风领跑康复，值周期之峰占优电表。**

“并购+新建”道路加快连锁化进程，体外培育稳定培育医院，股权激励计划预计稳健达成。2023 年公司体内收购 5 家康复医院、新设 4 家，康复业务连锁化规模效应扩大。目前医疗板块贡献主要来自收购的成熟医院。新店 3 年内即达盈亏平衡，走

通康复专科运营模式可复制性道路。医疗板块营收年增长 30%的股权激励下，公司预计未来每年稳健新增医院超过 10 家。

重症康复为特色，积极提升医疗水平，名校合作构筑行业壁垒。公司旗下医院以重症康复为特色，差异化战略探索 ICU、康复、高压氧舱融合之路。旗下宁波明州医院顺利通过三乙评审；浙江明州康复医院通过 CARF 国际认证，成为浙江省第三家、杭州市第二家通过认证的机构，医疗水平持续提高。注重医教研一体化，坚持“名校、名医、名院”的深度合作路径，保证医疗人才的储备和输送。

传统智能配用电业务稳健增长，海内外发展齐头并进。国内电表市场迎来更换周期，市场规模增加，国网招标金额从 2021 年大幅增加，公司中标金额持续领先，竞争优势明显。公司海外配用电业务营业收入逐年增加，毛利率超过 30%。同时深化海外战略，紧抓全球智能电网改造机会，持续深耕欧洲、中东、拉美等区域，连续签约重要项目；在南亚、中东等市场突破配电业务。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 114.13/141.99/173.48 亿元，归母净利润分别为 18.34/22.89/27.79 亿元。

7. 医药零售板块：业绩表现亮眼，“内生外延”增长提速

2024 年医药零售板块投资方向	
重点标的	核心观点
大参林	• 门店扩张：多元化拓店维持高增长。截止 2023 年三季度末，净增门店 3127 家。 • 门诊统筹情况：门诊统筹方面公司依照“应纳尽纳”的总方针，逐步申请直营与加盟门店纳入门诊统筹。 • 营收情况：2023 年三季度末公司整体营收 177.23 亿（+19.61%），零售业务实现收入 149.03 亿（+12.04%），毛利率 39.07%（-0.40BP）；批发业务实现收入 23.44 亿（+109.36%），毛利率 11.51%（+2.33BP）。
益丰药房	• 门店拓张：秉承区域深耕发展战略，拓展指标达成。 • 门诊统筹情况：随着各地门诊统筹政策方针落实，公司业务省份地区门店纳入门诊统筹增速同业相比最快。 • 营收与品规情况：2023 年前三季度，零售业务实现收入 142.11 亿，毛利率 40.52%（-0.94BP）；批发业务实现收入 12.59 亿（+44.14%），毛利率 9.81%（+0.54BP）。
老百姓	• 收入及利润稳定释放：继 2023Q1 营收及扣非归母净利润同比增速录得五年最高值(营收历史增速 10%-20%；利润历史增速 10%-16%)，“数字化战略”显成效，利润增速提升后 2023Q1-Q3 营收与归母净利润几乎保持持平。 • 门店扩张：自建、并购、加盟与联盟“四驾齐驱”，市场拓展继续保持中高速。 • 门诊统筹情况：随着各地门诊统筹政策方针落实，公司业务省份地区门店纳入门诊统筹增速同业相比较快。 • 营收与品规情况：零售业务实现收入 130.96 亿(+12.44%)，毛利率 36.99%(+0.68BP)；批发业务收入 28.09 亿(+38.88%)，毛利率 11.48%(-0.46%)。
一心堂	• 门店扩张：核心地区经营密度有所调整，拓店节奏有所改善。 • 门诊统筹情况：随着各地门诊统筹政策方针落实，公司同各大药房都在紧密部署门店纳入门诊统筹。 • 营收与品规情况：2023 年三季度末，营业收入 128.13 亿（+6.55%），毛利率 33.13%；单三季度公司营业收入是 51.81 亿元，环比下降 4.76%，零售收入 46.12 亿元，批发业务收入 4.34 亿元。
健之佳	• 外延方面：2023 年前三季度公司医药零售门店净增长 656 家，其中自建门店 603 家，收购门店 61 家，闭店 4 家，其中川渝桂地区净增 192 家(川：+78 家；渝：+68 家；桂：+46 家)。 • 营收与品规情况：2023 年前三季度末，医药零售板块实现收入 58.64 亿（+40.79%），毛利率 34.53%(-0.66BP)；便利零售板块实现收入 3.06 亿(+8.75%)，毛利率 18.53%(-3.25BP)，为供应商提供专业服务实现收入 3.30 亿元(+25.59%)，毛利率 75.83%(+1.79BP)。
漱玉平民	• 门店扩张：加盟与并购策略并进，向福建、华北新阵地扩店。 • 营收与品规情况：2023 年三季度末，公司实现营业收入 65.34 亿（+24.53%），单三季度实现营收 22.73，环比增长 3.88%。

7.1. 医药零售企业财务数据复盘

大参林综合营收和零售收入齐高，健之佳和漱玉平民高速增长。2023 年各家上市公司前三季度营业收入普遍实现 16% 以上的增长速度，益丰药房、老百姓、漱玉平民、健之佳增速亮眼，一心堂增速稍弱。其中，健之佳实现营业收入 65 亿元(+38.03%)，零售业务收入 58.64 亿元(+40.79%)；漱玉平民上市后增长势头迅猛，前三季度同比增长 24.53%；大参林前三季度批发业务营收，实现 109.36% 的高速增长，带动大参林前三季度整体营收业绩。

医药零售上市公司受益于防疫政策的放开和 23 年新建门店成熟逐步释放业绩，业绩表现较为亮眼，布局地区门店持续增效，业绩取得稳健增长。

表 25：2022 年上市公司营收及同比增速

2023 年 Q1-Q3	大参林	老百姓	益丰药房	健之佳	一心堂	漱玉平民
营业收入（亿元）	177.23	160.42	158.89	65.00	128.13	65.34
YOY	19.61%	16.44%	19.04%	38.03%	6.55%	24.53%
零售收入	149.03	130.96	142.11	58.64	-	-
YOY	12.04%	12.44%	17.52%	40.79%	-	-
批发收入	23.44	28.09	12.59	-	-	-
YOY	109.36%	38.88%	44.14%	-	-	-
便利店收入	-	-	-	3.06	-	-
YOY	-	-	-	8.75%	-	-
其他业务收入（返利）	4.76	1.36	4.18	3.30	-	-
YOY	19.99%	28.36%	9.42%	25.59%	-	-

数据来源：公司公告，东北证券

综合业务毛利率水平同比普遍略有下降，批发业务毛利率持续维稳触底向好。随着门诊统筹政策落地，药房售价受限，只能国家集采价格上加成获得利润，一定程度上影响到各公司零售业务毛利率。同时各家公司积极提升门店经营效率，进一步推进高毛品类建设，来缓解门诊统筹政策的影响。大参林、益丰药房、健之佳零售业务增长均有下降，降幅不超过 1%，而老百姓零售业务毛利率前三季度同比提升 0.68pct，毛利率状况显著改善；各公司批发业务毛利率持续维稳触底向好，大参林与益丰药房批发业务前 Q3 实现同比增幅 2.33pct 与 0.54pct，缓解整体综合业务毛利率的下降幅度；健之佳 23 年前 Q3 便利店业务毛利率下降 3.25pct。随着各药房门店纳入门诊统筹，对毛利率产生负向冲击的压力下，上市公司积极调整销售品类和促销政策，推动中药和非药品高毛业务增长，缓解对零售业务板块毛利率的负面影响。

表 26：上市公司毛利率情况

项目	科目	大参林	益丰药房	老百姓	健之佳
综合业务	2023 前 Q3	37.05%	39.55%	32.50%	35.88%
	2022 前 Q3	38.77%	40.93%	32.79%	36.56%
	同比增幅	-1.72%	-1.38%	-0.28%	-0.68%
零售业务	2023 前 Q3	39.07%	40.52%	36.99%	34.53%
	2022 前 Q3	39.47%	41.46%	36.31%	35.19%
	同比增幅	-0.40%	-0.94%	0.68%	-0.66%
批发业务	2023 前 Q3	11.51%	9.81%	11.48%	/
	2022 前 Q3	9.18%	9.27%	11.94%	/
	同比增幅	2.33%	0.54%	-0.46%	/
便利店业务	2023 前 Q3	/	/	/	18.53%
	2022 前 Q3	/	/	/	21.78%
	同比增幅	/	/	/	-3.25%
其他业务	2023 前 Q3	99.69%	95.95%	34.24%	75.83%
	2022 前 Q3	98.77%	96.59%	42.99%	74.04%
	同比增幅	0.92%	-0.64%	-8.75%	1.79%

数据来源：公司公告，东北证券

有效管控费用率，提升门店经营效率。2023 年前三季度各上市公司采取相应措施降本增效，费用率得到有效的控制。销售费用方面，受新店门店扩张，店员和租赁面积显著提升，上市公司营运支出呈现持续增长趋势，但各公司积极采取措施，控租、降租等方法效果显著，各家销售费用率均有不同程度的降低，其中大参林效果显著，降幅达到 2.11pct，益丰药房、健之佳、老百姓与漱玉平民的销售费用率也得到较为有效稳定控制。管理费用方面，受业务规模增长，上市公司增加后台投入，但受益于较好的费用管控举措，整体看管理费用率维持在稳定水平，变动幅度普遍较小。

表 27：上市公司期间费用情况

项目	科目	大参林	益丰药房	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
管理费用率	2023 前 Q3	0.78%	4.27%	4.39%	2.50%	2.09%	3.33%
	2022 前 Q3	0.93%	4.17%	4.66%	-	2.54%	3.02%
	同比变动	-0.15%	0.10%	-0.28%	-	-0.44%	0.32%
销售费用率	2023 前 Q3	22.03%	25.51%	20.92%	23.38%	26.37%	21.36%
	2022 前 Q3	24.14%	26.67%	21.02%	-	27.04%	21.33%
	同比变动	-2.11%	-1.17%	-0.10%	-	-0.67%	0.04%

数据来源：公司公告，东北证券

疫情增厚效果显著，业绩表现出色。疫情防控政策全面放开后，国内药房迎来“囤药潮”，防疫需求为药房销售带来持续增量，加之 23 年甲流、支原体感染等流行病盛

行，2023 年前 Q3 各家药房业绩十分亮眼，其中大参林、益丰药房、老百姓净利润同比增速约为 20%以上，健之佳净利润增速放缓，同比增长 1.76%；漱玉平民在 2022 年不断优化品类，今年在较高的基数水平上净利润增速为-1.32%，归母净利润增幅下降为-3.34%。健之佳归母净利润 2.78 亿元，同比增长超过 44.45%，大参林归母净利润 11.74 亿元，同比增长超过 27.20%，得益于较大的营收规模和出色的经营管理水平，益丰药房、健之佳归母净利润同比增速超过 25%，归母净利润提升主要系随新店逐渐向次新店和老店转化，上市公司门店经营效率有显著提升，同时叠加疫情因素，为各家药房业绩增长提供动力。

表 28：上市公司净利润情况

项目	科目	大参林	益丰药房	老百姓	一心堂	漱玉平民	健之佳
净利润	2023 前 Q3	12.23	11.28	8.54	6.92	1.60	1.95
	2022 前 Q3	9.25	9.17	7.13	/	1.62	1.91
	YOY	32.16%	23.10%	19.71%	/	-1.32%	1.76%
归母净利润	2023 前 Q3	11.74	9.99	7.17	6.86	1.26	2.78
	2022 前 Q3	9.23	8.24	6.10	/	1.30	1.93
	YOY	27.20%	21.32%	17.54%	/	-3.34%	44.45%

数据来源：公司公告，东北证券

“自建+并购”加密优势区域，加盟业务迅速提升市占率。截至 2023 年 Q3 末，一心堂全口径门店数突破一万家，在 10 个省份均有门店布局，优势区域集中在云南川渝等地，大参林、益丰药房、老百姓此前也已成功突破一万家。其中：

- **大参林**持续加密广东、广西等优势省份的药店密度，推动“直营式加盟”赋能存量市场，老药店转加盟的占比不断提升。
- **益丰药房**立足中南华东市场，采用多层次门店网络布局，深耕区域市场。报告期内门店净增 2082 家，新店、次新店 2287 家，占比 23.92%。
- **一心堂**持续推动市县乡一体化的店群垂直渗透拓展，在省级地市级、县级、乡镇四个类型的市场门店均有布局。2023 年积极开拓直营门店数量，为全年业绩增长奠定坚实基础。
- **健之佳**坚持直营门店高质量发展，门店增速维持稳定。其中新店、次新店 920 家，占比约 20.98%，新店、次新店对收入增长的贡献逐步显现，成熟门店稳健增长。
- **漱玉平民**加密山东省内布局，夯实龙头地位采用直营式管理与品牌授权相结合的业务模式，形成以长江以北区域市场为聚焦，覆盖河南、河北、天津、辽宁等十二个省和直辖市的漱玉健康加盟网络，持续赋能公司业绩增长。

表 29：2022 年上市公司门店存量和变动情况

	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
2023 年前三季度门店存量						
直营门店	9305	9562	10,008	8,945	4386	4015
加盟门店	3688	2788	/	4,120	/	2763
全部门店（全口径）	12993	12350	10,008	13,065	4386	6778
2023 年前三季度门店变动情况						
新增直营门店	1267	1256	802	1479	664	691
新增全部门店	3127	2240	802	2709	664	1323
新增闭店和搬迁	179	158	/	427	4	1
门店净增长	2282	2082	802	2948	660	1322
布局省份	15 省（广东、广西、海南、江西、浙江、福建、江苏、山东、安徽、河南、湖北、河北、黑龙江、陕西、四川、重庆、辽宁、山西、新疆）	10 省（湖南、湖北、广东、江苏、江西、上海、浙江、河北、北京、天津）	10 省（云南、四川、重庆、贵州、广西、海南、山西、天津、上海、海南）	20 省（湖南、湖北、江西、河南、广东、广西、天津、内蒙古、山西、浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建、陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州）	6 省（云南、四川、广西、重庆、辽宁、河北）	6 省（山东、福建、辽宁、河南、黑龙江、甘肃）

数据来源：公司公告，东北证券

各家上市公司积极推进门店纳入门诊统筹，迎来处方外流红利。随着政策对于社会药房“应纳尽纳”的总方针逐步落地，门诊统筹药店数量及占比的持续提升将逐渐减弱客户回流医疗机构的影响，迎来处方外流红利。各大药房也在积极落实门店纳入门诊统筹的工作。截止 23 年三季度末，老百姓、益丰药门店房纳入门诊统筹节奏较快，分别纳入 2893、4100 家门店，大参林与一心堂将近 1000 家。其中，老百姓、益丰药门店纳入门诊统筹占比已至 1/4 左右，二者门诊统筹占比增速较高。

表 30：2023 年三季度末四大药房门诊统筹进度

截止 9 月底	四大药房门诊统筹统计				
	公司	大参林	老百姓	一心堂	益丰药房
	省份	15	14	/	9
门诊统筹门店	直营门店	913	2538	735	3800
	加盟门店	/	355	/	300
	总门店	913	2893	735	4100
普通门店	直营门店	9305	8945	10008	9562
	加盟门店	3688	4120	0	2788
	总门店	12993	13065	10008	12350
门诊统筹占比	直营门店	9.8%	28.4%	7.3%	39.7%
	加盟门店	0.0%	8.6%	/	10.8%
	总门店	7.0%	22.1%	7.3%	33.2%
9 月底 vs 七月中	公司	大参林	老百姓	一心堂	益丰药房
统筹门店相对增速	直营门店	22%	34%	63%	27%
	加盟门店	/	/	/	/
	总门店	22%	52%	63%	37%
统筹门店绝对增长	直营门店	163	638	285	800
	加盟门店	0	355	0	300
	总门店	163	993	285	1100
门诊统筹占比增长	直营门店	1.4%	6.1%	2.6%	6.7%
	加盟门店	0.0%	8.6%	/	10.8%
	总门店	0.8%	6.7%	2.6%	7.3%

数据来源：公司公告，东北证券

各家上市公司积极推动优势区域门店加密，扩张新区域范围：

- 大参林持续加密广东、广西、河南、黑龙江（第一梯队，市占率前三），重点打造川渝、江苏、福建等第二梯队；益丰药房在湖南湖北十省市布局门店 10268 家，聚焦优势省份和优势城市，持续扩张。
- 一心堂深耕西南，从省会到地级市、再到县级和乡镇，每一个行政区域力争深度覆盖。
- 老百姓坚持“9+7”战略，9 个优势省份通过“四驾马车”继续密集布点。在 7 个省份，更多的以加盟、联盟这种轻资产的方式来扩张，并利用现有的门店网络，通过线上 O2O 的方式来提升整体的市占率。

表 31：2023 年截止前三季度上市公司门店布局

	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
分区域门店数量（家）						
华中区域	1452	6400	823	2816		8
华北及东北区域	1879	1493		1189	818	258
华东区域	1186	4457		2117		3702
华南区域	8476		1334	461	237	
西北区域				1066		47
西南区域			7851		3331	
分区域新增直营门店（家）						
华中区域	60	986	138	404		5
华北及东北区域	486	434		171	141	209
华东区域	117	662		660		434
华南区域	604		83	54	48	
西北区域				190		47
西南区域			623		654	

数据来源：公司公告，东北证券

表 32：2023 年前 Q3 部分上市公司分区域营收情况

	大参林	益丰药房	老百姓
分区域营收（亿元）			
华中区域	16.61	72.10	69.81
华南区域	119.50	-	8.24
华北及东北区域	23.65	18.38	20.32
华东区域	12.72	64.21	40.24
西北区域	/	/	21.79
西南区域	/	/	/
分区域营收增速（%）			
华中区域	9.63%	46.61%	39.32%
华南区域	69.29%	/	17.61%
华北及东北区域	13.71%	11.88%	14.45%
华东区域	7.37%	41.51%	21.26%
西北区域	/	/	29.65%
西南区域	/	/	/

数据来源：公司公告，东北证券

7.2. 品类品规：处方药提速放量，非药和中药业务提毛

处方药提速放量，非药品和中药业务提升药房整体毛利水平。回顾 2022 年上市公司的经营情况，处方药提速放量。受益于处方外流、双通道和 DTP 等门店建设及新冠疫情政策放松，2023 年前三季度各家公司中西成药提速增长，健之佳药房中西成药营收同比接近 50%，大参林、益丰药房中西成药收入同比均超 20%。各家处方药销售毛利率增速亮眼，处方药高毛中药和非药品销售增长带动各家整体药店综合毛利率提升。

表 33：2023 年前三季度部分上市公司分产品营收和毛利情况

类别	科目	大参林	益丰药房	老百姓	健之佳
中西成药	营业收入（亿元）	127.42	119.98	125.16	46.43
	同比（%）	20.87%	20.84%	14.88%	47.91%
	毛利（亿元）	40.81	41.89	37.67	14.47
	毛利率（%）	32.03%	34.91%	30.10%	31.16%
中药	营业收入（亿元）	20.82	15.15	11.56	2.73
	同比（%）	16.16%	28.34%	29.50%	41.46%
	毛利（亿元）	9.03	7.40	5.58	1.32
	毛利率（%）	43.36%	48.83%	48.28%	48.20%
非药品	营业收入（亿元）	24.23	19.57	23.69	12.54
	同比（%）	16.12%	5.44%	19.12%	12.56%
	毛利（亿元）	11.08	9.54	8.88	5.03
	毛利率（%）	45.74%	48.76%	37.49%	40.13%
其他	/				

数据来源：公司公告，东北证券

7.3. 核心标的推荐

7.3.1. 大参林：多元化拓店持续高速增长，前三季度业绩符合预期

■ 门店扩张：多元化拓店维持高增长。截止 2023 年三季度末，净增门店 3127 家。

其中新增直营门店 1267 家，加盟店 1060 家，闭店与搬迁 179 家拥有门店 12993 家，其中直营门店 9305 家，加盟店 3688 家，聚焦加盟拓店的扩张策略。报告期内，华南核心地区门店自建店密度提升（占比 65.39%），北部及西南区域采取并购打法。截止 23 年三季度，华南地区门店达 8476 家，占比 65.39%；北部及西南区域门店达 1879 家，占比 14.46%；华中区域门店达 1452 家，占比 11.18%；华东地区门店达 1186 家，占比 9.13%。2023 年三季度末公司门店共计 12993 家，其中直营门店 9305 家，加盟店 3688 家。大参林坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略，秉承以区域规模化和精细化的经营方针，持续下沉渗透华南地区，聚焦拓展长三角（环渤海）、东北地区及中部地区，2023 年四季度门店预期保持增长势头，有望实现全年的稳健盈利增长。

■ 门诊统筹情况：门诊统筹方面公司依照“应纳尽纳”的总方针，逐步申请直营与加盟门店纳入门诊统筹。

截止 23 年 9 月底，已有 913 家门店纳入门诊统筹，占比为 7%；单三季度纳入门诊

统筹的直营门店数量为 163 家 (+22%)，占比增速为 0.8%。

- **营收情况：**2023 年三季度末公司整体营收 177.23 亿 (+19.61%)，零售业务实现收入 149.03 亿 (+12.04%)，毛利率 39.07% (-0.40BP)；批发业务实现收入 23.44 亿 (+109.36%)，毛利率 11.51% (+2.33BP)。

2023 年单三季度零售业务与批发业务营收环比有所下降，上半年度公司整体营收增速高，主要系直营式加盟零售端飞速增长贡献毛利。

- **品规情况：**从具体品规看，前三季度公司各品类营收与毛利均实现高速增长。

其中中西成药实现 127.42 亿 (+20.87%)，毛利 40.81 亿元，毛利率为 32.03%，参茸滋补药材实现 20.82 亿 (+16.16%)，毛利 9.03 亿元，毛利率为 43.36%，非药品实现 24.23 亿 (+16.12%)，毛利 11.08 亿元，毛利率为 45.74%；受益于加盟门店激增带来的规模化效应，公司成本管理效率提升，期间费用率得到降低：其中销售费用率 22.03% (-2.11BP)，管理费用率 0.78% (-0.15BP)。

我们认为，公司顺应带量采购政策风向，以“自营+并购+加盟”三重维度积极构建高效供应链体系，降本增效的同时，以自有中参茸特色打响中医药招牌，结合专业化慢病管理人才资源，实现差异化战略，加固行业领先优势地位，赋能业绩持续攀升。

7.3.2. 益丰药房：门诊统筹稳步落地，加盟业务继续推进，经营业绩蒸蒸日上

- **门店拓张：**秉承区域深耕发展战略，拓展指标达成。

截止 2023 年三季度末，2022 年末公司零售药店 12350 家：直营门店 9562 家，加盟门店 2788 家，在疫情之下继续维持中高速增长。2023 年前三季度度新开直营门店 1256 家，新加盟门店 826 家，累计关闭门店 158 家。三个季度公司持续稳定扩张直营与加盟门店，Q3 季度直营门店增速略高于其他两个季度，单季度净增直营门店 473 家，净增加盟 297 家，闭店 47 家，门店总数合计增加 723 家，整体扩张稳定。公司不断巩固区域市场，其中华中地区新增 986 家，华东地区新增 662 家，华北地区新增 434 家。公司整体门店扩张聚焦于华中、华东、华北地区，同时逐步稳定扩张直营与加盟门店数量，经济优势地区的密集布局战略与加盟业务的贡献有望提升盈利水平。

- **门诊统筹情况：**随着各地门诊统筹政策方针落实，公司业务省份地区门店纳入门诊统筹增速同业相比最快。

截止 23 年 9 月底，已有 4100 家门店纳入门诊统筹，占比为 33.2%，其中直营门店 3800 家，占比 39.7%，加盟门店 300 家，占比 10.8%；单三季度纳入门诊统筹的直营门店数量为 800 家，直营门店占比增速为 6.7%，加盟门店纳入门诊统筹 300 家，加盟门店占比增速为 10.8%。

- **营收与品规情况：**2023 年前三季度，零售业务实现收入 142.11 亿，毛利率 40.52% (-0.94BP)；批发业务实现收入 12.59 亿 (+44.14%)，毛利率 9.81% (+0.54BP)。

2022 年公司主营业务毛利率有所降低 (-1.38BP)，系批发业务快速发展，批发收入占比提升 44.14%，进而拉低公司整体毛利率水平。从具体品规看，中西成药 23 年前 Q3 实现收入 119.98 亿 (+20.84%)，毛利 41.89 亿元，毛利率为 +34.91%，23Q3 实现收入 39.36 亿 (+14.36%)，处方外流叠加疫情增厚带动中西成药品规增长；中药 22 年实现收入 15.15 亿 (+28.34%)，毛利 7.4 亿元，毛利率为 48.83%，23Q3 实

现收入 5.01 亿 (+15.9%); 非药品 22 年实现收入 19.57 亿 (+5.44%), 毛利 9.54 亿元, 毛利率为 48.76%, 23Q3 实现收入 6.1 亿 (+1.6%)。

7.3.3. 老百姓：数字化战略”显成效，收入及利润稳定释放

- **收入及利润稳定释放：**继 2023Q1 营收及扣非归母净利润同比增速录得五年最高值(营收历史增速 10%-20%; 利润历史增速 10%-16%)， “数字化战略”显成效，利润增速提升后 2023Q1-Q3 营收与归母净利润几乎保持持平。

销售费用率为 20.92%(同比-0.1BP)，管理费用率为 4.39% (同比-0.28BP)，销售费用率继续维持在较低水平 20.18%(同比-0.87BP)，我们认为公司数字化工具已初步赋能商品管理，精细化管理能力或将稳定提高公司盈利。

- **门店扩张：自建、并购、加盟与联盟“四驾齐驱”，市场拓展继续保持中高速。**

2023 年三季度末公司零售药店 13065 家 (同比+20.28%)：直营门店 8945 家(同比+15.12%)，维持近年~20%中高速增长；加盟门店 4120 家(同比+42.1%)维持近年~50%高速增长；关闭门店 427 家(闭店率 1.9%)。业务合作企业达到 150 家，涉及门店 5,000 多家。

- **门诊统筹情况：**随着各地门诊统筹政策方针落实，公司业务省份地区门店纳入门诊统筹增速同业相比较快。

截止 23 年 9 月底，已有 2893 家门店纳入门诊统筹，占比为 22.1%，其中直营门店 2538 家，占比 28.4%，加盟门店 355 家，占比 8.6%；单三季度纳入门诊统筹的直营门店数量为 638 家，加盟门店数量 355 家，直营门店占比增速为 6.1%，加盟门店占比增速为 8.6%。

- **营收与品规情况：**零售业务实现收入 130.96 亿(+12.44%)，毛利率 36.99%(+0.68BP)；批发业务收入 28.09 亿(+38.88%)，毛利率 11.48%(-0.46%)。

报告期内公司整体毛利率有所降低(-0.28%)，主要由于批发业务拉低公司整体毛利率。从零售终端具体品规看，中西成药实现 125.16 亿(+14.88%)，毛利率为 30.10%；中药 11.56 亿(+29.50%)，毛利率 48.28%；非药品 23.69 亿(+19.12%)，毛利率 37.49%。结构上，各品类销售占比相对稳定，中西成药是公司经营的主要品种，占公司零售终端收入 78.02%；中药占比 7.20%，非药品占比 14.77%。

7.3.4. 一心堂：步步为营稳扎稳打，开启疫后新篇章

- **门店扩张：核心地区经营密度有所调整，拓店节奏有所改善。**

2023 年三季度末公司新增直营门店 802 家，其中西南地区净增 623 家，华南地区净增 83 家，其他地区净增 138 家。截止 2023 年三季度末，公司共拥有直营连锁门店 10008 家，在各大药房中直营门店唯一破万家的药房，其中位于西南地区门店 7851 家 (同比 22 年末+8.13%)，占比 78.45% (-0.45pct)，西南核心地区经营网络密度有所下降。而除西南地区，公司在华南、华中及华北区域逐步拓店共 221 家，占比 26.18%，可以看出公司有意调整长期依赖于西南地区的布局战略，重点关注川渝地区的市占率提升。

- **门诊统筹情况：**随着各地门诊统筹政策方针落实，公司同各大药房都在紧密部

署门店纳入门诊统筹。

截止 23 年 9 月底，公司已有 735 家门店纳入门诊统筹，占比 7.3%；单三季度纳入门诊统筹的直营门店数量为 285 家，直营门店占比增速为 2.6%，统筹门店相对增速为 63%。

- **营收与品规情况：**2023 年三季度末，营业收入 128.13 亿（+6.55%），毛利率 33.13%；单三季度公司营业收入是 51.81 亿元，环比下降 4.76%，零售收入 46.12 亿元，批发业务收入 4.34 亿元。

2023 前 Q3 公司毛利率保持稳定，为 33.13%，主要系公司强化预算事前管理，增收节支能力，期间费用率较为稳定：其中销售费用率 23.38%，管理费用率持平 2.5%。我们认为公司持续加大对彩票、个护美妆产品等多元业务的推广，有望持续提升顾客进店频次，在从广度上增加公司的盈利机会的同时降低销售费用提高盈利水平。

7.3.5. 健之佳：内生与外延双向发力，业绩超预期增长

- **外延方面：**2023 年前三季度公司医药零售门店净增长 656 家，其中自建门店 603 家，收购门店 61 家，闭店 4 家，其中川渝桂地区净增 192 家(川：+78 家；渝：+68 家；桂：+46 家)。

截至 2023 年三季度末，公司共拥有医药零售门店 4386 家，云南地区门店 2684 家(同比 22 年三季度末+14.12%)，覆盖率达 85%(+4%)；川渝桂地区门店 884 家(同比 22 年三季度末+31.64%)；河北及辽宁市场通过收购唐人得到快速突破，实现门店净增长 141 家，占比 21.49%。2023Q3，公司外延扩张持续推进，医药零售新开门店 235 家，门店数达 4711 家(同比 22 年末+16.18%)，净增 235 家。在新店、次新店转老店贡献业绩的逻辑下，公司营收有望持续高速增长。

- **营收与品规情况：**2023 年前三季度末，医药零售板块实现收入 58.64 亿(+40.79%)，毛利率 34.53%(-0.66BP)；便利零售板块实现收入 3.06 亿(+8.75%)，毛利率 18.53%(-3.25BP)，为供应商提供专业服务实现收入 3.30 亿元(+25.59%)，毛利率 75.83%(+1.79BP)。

从具体品规看，中西成药收入 46.43 亿(+47.91%)，毛利率 31.16%，引进医院品种同时承接外流处方带动中西成药品规增长；医疗器械收入 12.54 亿(+12.56%)，毛利率 40.13%，系关注顾客预防性需求、丰富商品品类所致。公司销售费用率 23 年前三季度为 26.37 (-0.67%)，管理费用率为 2.09%(-0.44%)。我们认为未来公司通过完善组织框架，进一步细化品类管理，重视客户的专业化需求，打造差异化店型，增加顾客粘性，从而实现市场份额的扩大。

7.3.6. 漱玉平民：业绩符合预期，门店扩张动能不减

- **门店扩张：**加盟与并购策略并进，向福建、华北新阵地扩店。

2023 年三季度末公司零售药店 6778 家(净增 1322 家,同比上年三季度末+24.20%)，其中自营门店 4015 家(新增 691 家)，加盟店 2763 家(新增 632 家)，采用直营与加盟方式共同拓店，贡献公司盈利增长。2022 年，公司新进入福建、河南两省，截

止 23 年三季度末在两地各有门店 158 家（占比 2.33%）、8 家（占比 0.12%），三季度并购情况尚未披露。Q3 期内公司布局集中于北部战区，其中山东省新建门店达 270 家，并购门店 159 家，扩张门店占比 32.43%；甘肃省，新增门店 47 家（占比 3.56%），预期 23 年四季度与 24 年门店有望保持高增长态势。我们认为，公司已进入快速扩张阶段，尤其是加盟业务有望在省外物流中心建设完工之后提速换挡推动业绩高速增长。

- **营收与品规情况：2023 年三季度末，公司实现营业收入 65.34 亿（+24.53%），单三季度实现营收 22.73，环比增长 3.88%。**

23 年前 Q3 期间，或因门店向新阵地扩张，公司管理费用率与销售费用率略有所上升，分别为 3.33%（+0.32BP）与 21.36%（+0.04BP）。我们认为，公司秉持高度精细化、标准化的运营管理战略，叠加先进数据分析技术以深化全域营销，以全渠道、专业化服务提升产品效益与门店效率，推动抢占潜在市场空间，公司未来盈利走势稳中向好。

8. 投资建议

在人口老龄化加速、疫后时代健康意识大幅提升的趋势下，随着医保门诊统筹、中医药振兴等政策落地，**2024 年坚定看好刚需类分赛道：**

- **方向 1：**眼科爱博医疗国采中选，期待新品上市加速放量。
- **方向 2：**中医连锁固生堂“行业政策利好+行业高增长+公司独特优势”三大优势加持。
- **方向 3：**中药 OTC 龙头华润三九“品牌+渠道”赋能，收购昆药集团扩大影响力与协同效应。
- **方向 4：**门诊统筹加速处方外流，连锁药店益丰药房持续巩固区域市场，加盟业务继续推进；健之佳内生与外延双向发力，坚持以自建、收购支持直营门店高质量发展，打造差异化店型。

9. 风险提示

- 1) 医药反腐影响公司业务开展进一步造成利润下滑；
- 2) 新冠疫情等反复影响公司业务开展；
- 3) 宏观经济复苏不及预期导致消费能力下降，影响公司业绩等。

研究团队简介：

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

