



# 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

## 医药行业2024年中期投资策略

姓名 余汝意（分析师）

证书编号：S0790523070002

邮箱：yuruyi@kysec.cn

姓名 司乐致（分析师）

证书编号：S0790523110003

邮箱：silezhi@kysec.cn

姓名 阮帅（分析师）

证书编号：S0790524040007

邮箱：ruanshuai@kysec.cn

# 投资要点

## ● 提质增效，板块逐步恢复，拐点将至

2023年医药板块整体收入增速0.81%、归母净利润增速-20.12%，2024Q1医药板块整体收入增速0.28%、归母净利润增速-0.38%，由于2022年行业基数高及2023年下半年医疗反腐，2023年及2024Q1收入增速慢。我们认为2024年医药板块的增速有望前低后高，医药板块的景气度环比有望提升，回到稳健增长的轨道上，板块经营拐点将至。目前，板块和细分赛道估值仍处于历史低分位水平，随着医药企业从医疗反腐、疫情、地缘政治等影响中逐步恢复；结合国家对创新药、中药、医疗设备更新升级、基药目录调整等利好政策鼓励，我们认为，当前板块拐点将至，中长期布局时机已至。

## ● 回顾过往，中药及医药商业经营稳健，化学制药及生物制品蓄势待发

**化学制药及生物制品：**化学制药2024Q1表现较好，集采影响边际减弱，创新品种快速放量驱动行业快速增长，制药板块迎来商业化新周期；**中药：**2023年板块增速较高，引领板块；2024Q1在高基数下，整体稳健。当前位置，我们建议精选经营改善，能够穿越疫情周期的公司；**医药商业：**2023年整体经营稳健，零售药店板块行业集中度持续提升，流通板块增长确定性高，医药商业整体经营稳定，估值较低；**医疗器械：**2023年逐步从疫情中走出，我们看好2024H2板块性的机会，重点推荐家用医疗器械、高值耗材（集采出清方向）、低值耗材（库存周期处于尾声）、体外诊断（国产替代+出海）及医疗设备（设备更新升级）；**CXO及科研服务：**2023年整体承压，但结构性机会存在；2024年海外有望逐步恢复，国内基本见底，静待恢复；**医疗服务：**2023年业绩稳健增长，净利率水平拐点向上，我们看好中医诊疗服务、眼科及体检等方向；**原料药：**2023年大部分原料药品种价格持续下降，业绩下滑，2024Q1业绩强劲反弹，随着新产品持续放量，原料药板块有望进入新一轮高增长阶段。

## ● 展望未来：行业拐点将至，重点推荐医药创新带来的业绩高弹性及经营稳健业绩确定性增长两大方向

我们重点推荐医药创新带来的业绩高弹性及经营稳健业绩确定性增长的细分方向：（1）医药创新带来的高弹性：政策端暖风频吹，国内创新药已实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越，国内企业研发实力不断提升，供给端持续实现创新升级，项目管线价值也已得到全球市场的认可，制药板块已经迎来靠创新品种驱动业绩高增长的新阶段；（2）经营稳健带来的业绩高确定性：集采逐步出清且竞争格局好的仿制药企业、经营改善的中药企业、医药商业、血制品等细分领域业绩增长的确定性高，经营稳健。

## ● 推荐标的

**制药及生物制品：**九典制药、智翔金泰、康诺亚、恩华药业、神州细胞、丽珠集团、健康元、人福医药、东诚药业、京新药业、恒瑞医药、华东医药、天坛股份；**中药：**羚锐制药、济川药业、昆药集团、悦康药业、康缘药业、太极集团、新天药业；**医疗器械：**三诺医疗、翔宇医疗、可孚医疗、迈瑞医疗、伟思医疗；**CXO及科研服务：**泰格医药、诺泰生物、百诚医药、圣诺生物、阳光诺和、药明合联、毕得医药、奥浦迈、阿拉丁、百普赛斯、药康生物、皓元医药；**医药商业：**益丰药房、老百姓、健之佳、九州通；**医疗服务：**海吉亚医疗；**原料药：**普洛药业。

## ● 风险提示：集采降价超预期、医保谈判降价超预期、医疗行业政策风险、地缘政治风险。

# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

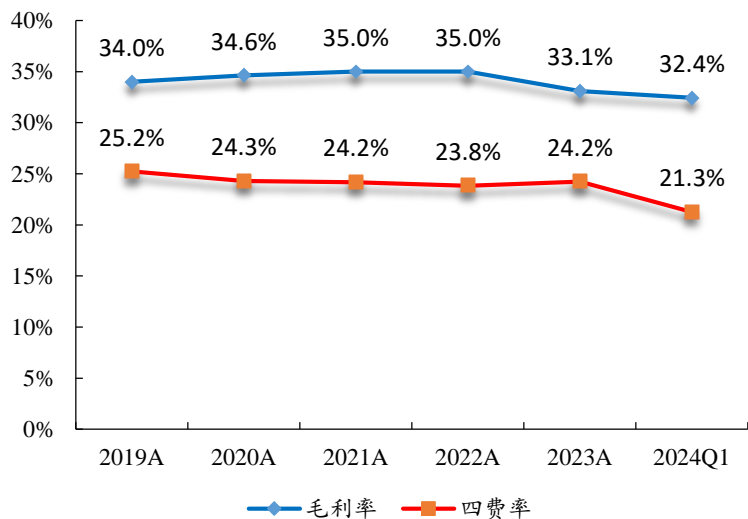
8

风险提示

# 1.1 2023年报及2024Q1业绩分析：提质增效，板块逐步恢复

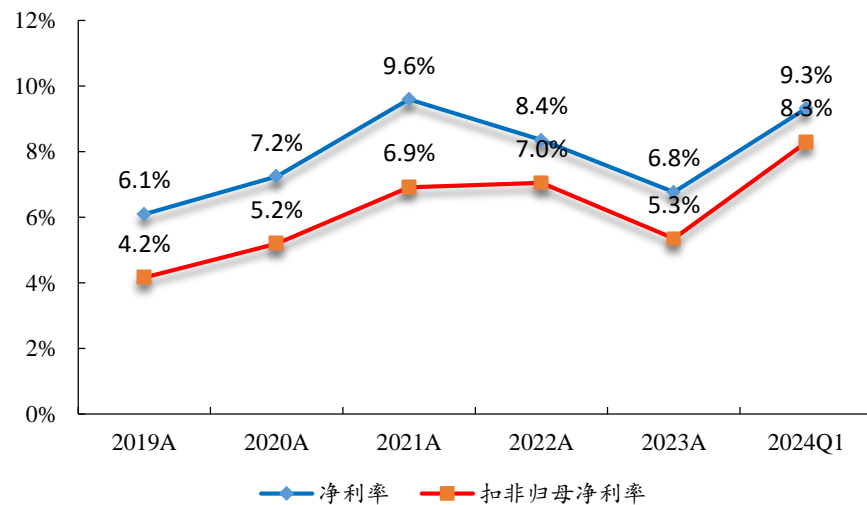
- ▶ **数据统览：**2023年医药板块整体收入增速0.81%、归母净利润增速-20.12%，2024Q1医药板块整体收入增速0.28%、归母净利润增速-0.38%，行业经营拐点将至。
- ▶ **提质增效：**医药行业在销售、管理、财务和研发方面的费用率同比下降或增长幅度放缓，年度毛利率整体保持稳定，净利率从2019年的6.1%提高到2024Q1的9.6%，扣非归母净利率近稳步提升，显示出医药企业在降低成本、提高运营效率等方面持续取得成效，龙头企业持续逐步从规模扩张阶段过渡到提质增效阶段，盈利能力持续提升。
- ▶ **逐步复苏，医药板块有望迎来经营拐点：**由于2022年行业基数高及2023年下半年医疗反腐，2023年及2024Q1收入增速慢。我们认为，随着疫情、医疗反腐等因素逐步出清，2024年医药板块的增速有望前低后高，医药板块有望再次回到稳健增长的轨道上，板块经营拐点将至。同时，随着院内诊疗逐步从反腐中恢复，医药板块的景气度环比有望提升。

图1：近5年医药板块费用率稳中有降



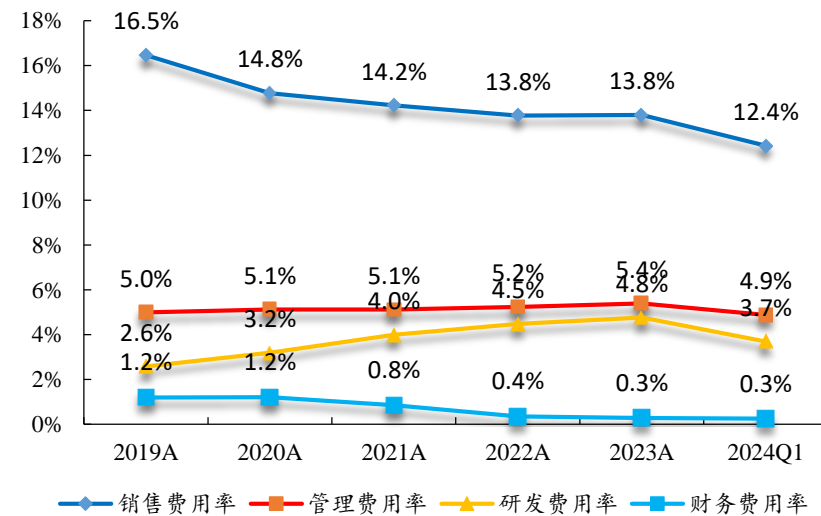
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近5年医药板块盈利能力稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近5年医药上市公司费用率表现平稳略降



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 2023年报及2024Q1业绩分析：提质增效，板块逐步恢复

## ► 分板块看：

**化学制药及生物制品：**化学制药2024Q1表现较好，集采影响逐步减弱，创新品种快速放量驱动行业快速增长。

**中药：**2023年板块增速较高，引领板块；2024Q1在高基数下，整体稳健。当前位置，我们建议精选经营改善，能够穿越疫情周期的公司。

**医疗器械：**2024年逐步从疫情中走出，我们看好下半年板块性的大机会，重点推荐家用医疗器械、高值耗材（集采出清方向）、低值耗材（库存周期处于尾声）、体外诊断（国产替代+出海）及医疗设备（设备更新升级）。

**医药商业：**零售药店板块行业集中度持续提升，流通板块增长确定性高，医药商业整体业务稳定。

**CXO及科研服务：**2023年整体承压，但结构性机会仍在；2024年海外有望逐步恢复，但地缘政治给行业带来不确定性；国内基本见底，静待恢复。

**医疗服务：**2023年业绩稳健增长，净利率水平拐点向上。受经济环境及竞争格局变化的影响，行业估值水平持续下行，行业市盈率处于历史底部区域，建议关注长期空间比较大、短期受影响的领域。

表1：2023年全年归母净利润增速靠前的板块为中药和生物制品

板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	5,235.6158	-0.01%	315.8204	-19.56%
中药II	3,721.2334	5.94%	335.8854	34.20%
生物制品	1,769.4729	13.01%	143.4431	33.91%
医药商业	10,101.7812	7.80%	182.5198	-1.13%
医疗器械	2,346.9561	-26.94%	390.1939	-50.75%
医疗服务	1,846.4796	-3.96%	235.3374	-15.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2024年第一季度归母净利润增速靠前的板块为化学制药板块

板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	1,418.1148	4.01%	186.4554	49.29%
中药II	1,011.9912	-0.81%	127.2057	-7.90%
生物制品	335.1449	-4.44%	46.7407	-29.97%
医药商业	2,618.7746	1.27%	58.0555	-1.78%
医疗器械	582.3444	-2.41%	103.1271	-5.59%
医疗服务	406.8696	-7.24%	39.1795	-39.53%

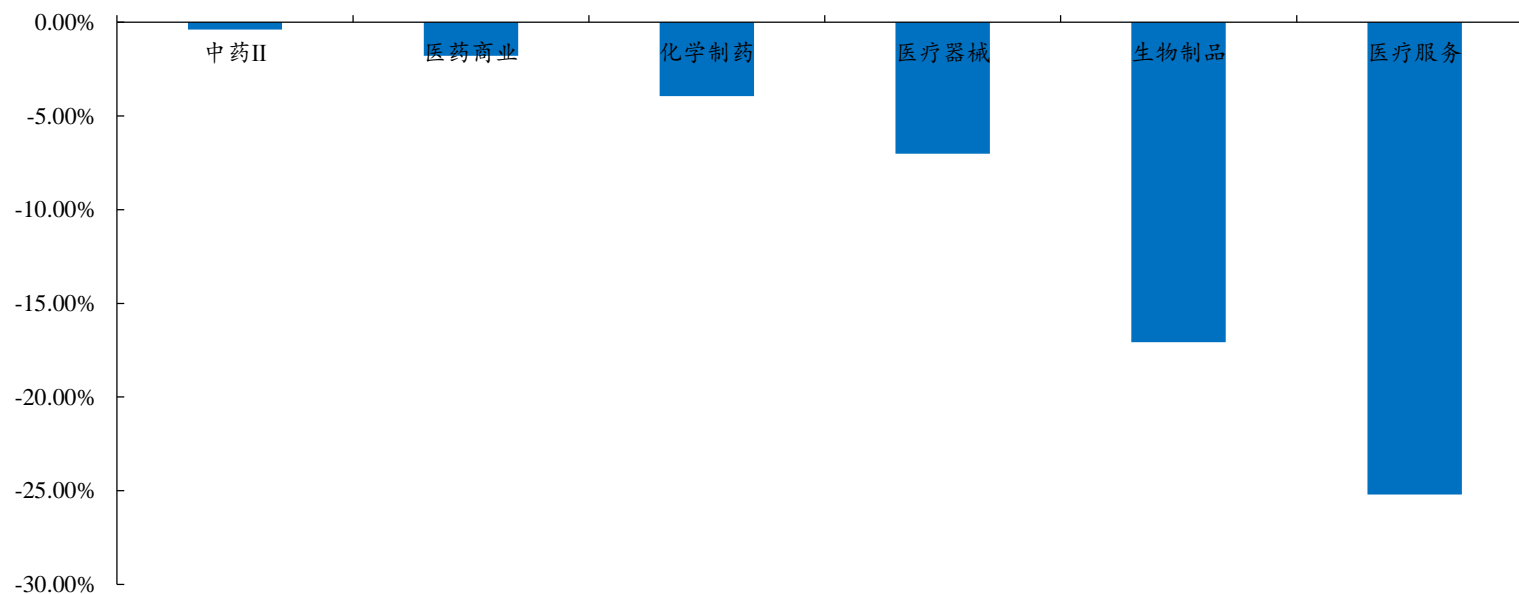
数据来源：Wind、开源证券研究所



# 1.1 2023年报及2024Q1业绩分析：提质增效，板块逐步恢复

- ▶ 子板块涨跌幅看，2024Q1均有一定幅度的下跌。中药及医药商业增长确定性高，估值较低并符合市场风格，在第一季度表现相对较好；医疗服务（包含CXO），由于头部公司受到美国议员提案打压的事件的影响，带动板块回调较多；化学制药、医疗器械及生物制品由于行业性的事件，也有不同程度的回调。

图4：年初至今各子版块均有一定的下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

# 1.1 2023年报及2024Q1业绩分析：提质增效、板块逐步恢复

个股方面，尽管医药板块整体表现较弱，但各细分赛道牛股频出：化学制药及生物制品：兴齐眼药新品种获批上市，艾力斯的伏美替尼商业化持续兑现，艾迪药业的HIV新药商业化开启；医疗器械：受益于呼吸道检测的英诺特；医疗服务：多肽产业链持续高景气的诺泰生物；中药板块：板块性表现强势，羚锐制药、佐力药业、东阿阿胶领涨；医药商业：板块性表现强势，国药股份、国药一致等国药系领涨。

表3：年初至今细分板块涨幅前十公司表现亮眼

医疗器械			医疗服务			医药商业			生物制品			中药			化学制药		
证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十	证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十	证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十	证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十	证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十	证券代码	证券简称	年初至今涨幅前十
688253.SH	英诺特	45.26%	688076.SH	诺泰生物	24.65%	600511.SH	国药股份	21.42%	688488.SH	艾迪药业	18.15%	600285.SH	羚锐制药	48.74%	300573.SZ	兴齐眼药	41.60%
688399.SH	硕世生物	34.60%	300347.SZ	泰格医药	7.53%	000028.SZ	国药一致	21.18%	688278.SH	特宝生物	15.59%	300181.SZ	佐力药业	39.87%	688578.SH	艾力斯	38.93%
688617.SH	惠泰医疗	29.65%	301096.SZ	百诚医药	5.78%	603368.SH	柳药集团	20.45%	000403.SZ	派林生物	7.53%	000423.SZ	东阿阿胶	39.34%	600200.SH	江苏吴中	33.21%
300529.SZ	健帆生物	23.89%	301293.SZ	三博脑科	-1.51%	600998.SH	九州通	17.12%	688336.SH	三生国健	6.44%	600566.SH	济川药业	30.89%	301301.SZ	川宁生物	30.71%
300677.SZ	英科医疗	18.11%	301230.SZ	泓博医药	-2.46%	603883.SH	老百姓	11.98%	688443.SH	智翔金泰-U	-0.38%	600750.SH	江中药业	27.68%	002653.SZ	海思科	29.24%
300049.SZ	福瑞股份	17.00%	002173.SZ	创新医疗	-3.09%	603939.SH	益丰药房	9.74%	600211.SH	西藏药业	-0.69%	000999.SZ	华润三九	20.59%	000915.SZ	华特达因	23.34%
002223.SZ	鱼跃医疗	11.77%	688222.SH	成都先导	-9.81%	000950.SZ	重药控股	9.66%	688235.SH	百济神州-U	-4.12%	000538.SZ	云南白药	16.48%	600062.SH	华润双鹤	14.73%
600529.SH	山东药玻	10.08%	301509.SZ	金凯生科	-13.57%	601607.SH	上海医药	7.11%	603087.SH	甘李药业	-4.96%	600993.SH	马应龙	15.14%	002773.SZ	康弘药业	13.88%
002432.SZ	九安医疗	6.42%	300404.SZ	博济医药	-13.63%	600538.SH	国发股份	0.86%	002581.SZ	未名医药	-5.48%	600332.SH	白云山	12.17%	002422.SZ	科伦药业	13.01%
688575.SH	亚辉龙	4.85%	301293.SZ	三博脑科	-1.51%	600713.SH	南京医药	0.41%	688443.SH	智翔金泰-U	-0.38%	600422.SH	昆药集团	8.92%	000513.SZ	丽珠集团	12.57%

数据来源：Wind、开源证券研究所 数据截至2024年4月30日

# 1.2 2024年下半年：板块拐点将至，重点布局创新驱动的高弹性及业绩高确定性

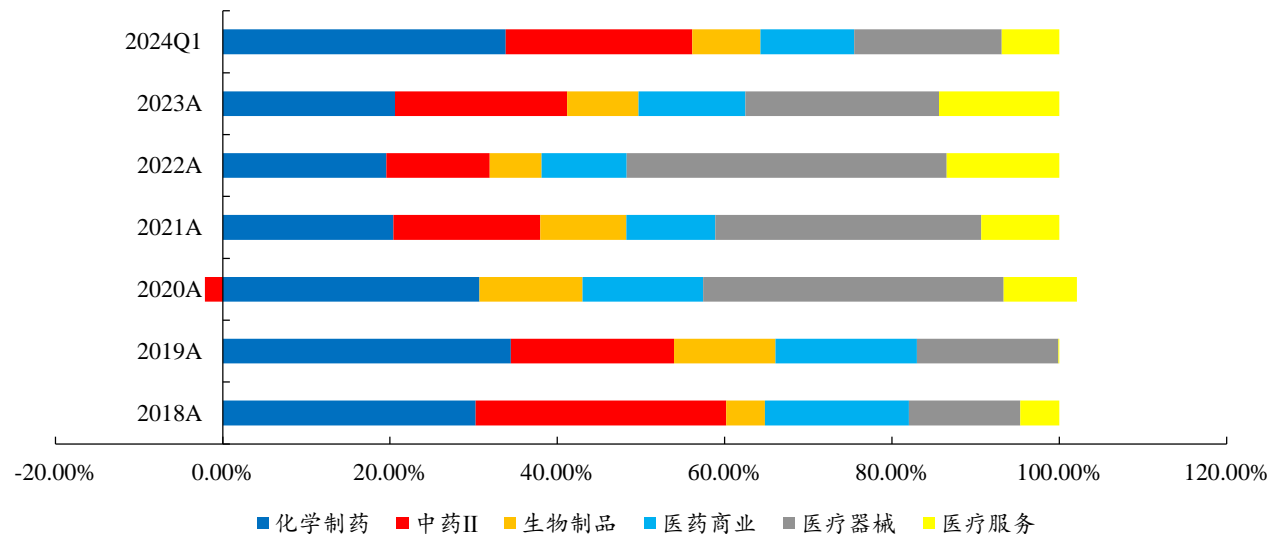
- 目前板块和细分板块估值仍处于历史低分位水平，医药企业正在从医疗反腐、疫情、地缘政治等影响逐步恢复中；结合国家对创新药、中药、医疗设备更新升级、基药目录调整等利好政策鼓励，当前板块拐点将至，中长期布局时机已至。
- 2024年下半年，我们重点推荐医药创新带来的业绩高弹性及经营稳健业绩确定性增长的细分方向：（1）医药创新带来的高弹性：政策端暖风频吹，国内创新药已实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越，国内企业研发实力不断提升，供给端持续实现创新升级，项目管线价值也已得到全球市场的认可，制药板块已经迎来靠创新品种驱动业绩高增长的新阶段；（2）经营稳健带来的业绩高确定性：集采逐步出清且竞争格局好的仿制药企业、经营改善的中药企业、医药商业、血制品等细分领域业绩增长的确性高，经营稳健。

图5：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：医药细分板块中化学制药、中药、医疗器械净利润贡献占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所



# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

风险提示

## ● 迎接制药及生物制品商业化新周期

药品本质上一种特殊的商品。不同于传统的商品，药品的购买方是患者，药品的选择权（处方）在医生，支付方是医保局/商业保险公司，供给端来自制药企业。现阶段，供应端正发生积极变化，创新品种不断出现；老龄化加速的趋势下，需求端持续增长；医改持续深化，医生处方更加理性；医保局在保基本的前提下，支持医药创新，多元化的支付体系持续完善。

◆ **仿制药（存量）受集采影响逐渐减弱，市场趋于稳定：**2018年以来，9批10轮集中带量采购已纳入423个品种，距国家规划2025年完成500个品种的集采，大品种多数已纳入。第九批国采的采购周期长达4年，标期的延长原则上更加利好中标企业，也更利于稳定市场供应，稳定市场预期，行业竞争格局更加稳定。

◆ **创新药（增量）陆续获批上市，迎接制药新周期：**供给端，国内创新药品种迭出，并陆续进入商业化阶段。支付端，2023年7月28日，上海市印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》的通知，多元化支付体系持续完善。同时，广东省、河北省、北京市陆续发布文件，做好医保药品单独支付保障工作，在支付端为企业提供便利。我们认为，随着创新药商业化的推进，企业可以快速回收现金，进而促进后续的在研管线的开发，逐步进入良性发展阶段，持续贡献增量业绩。

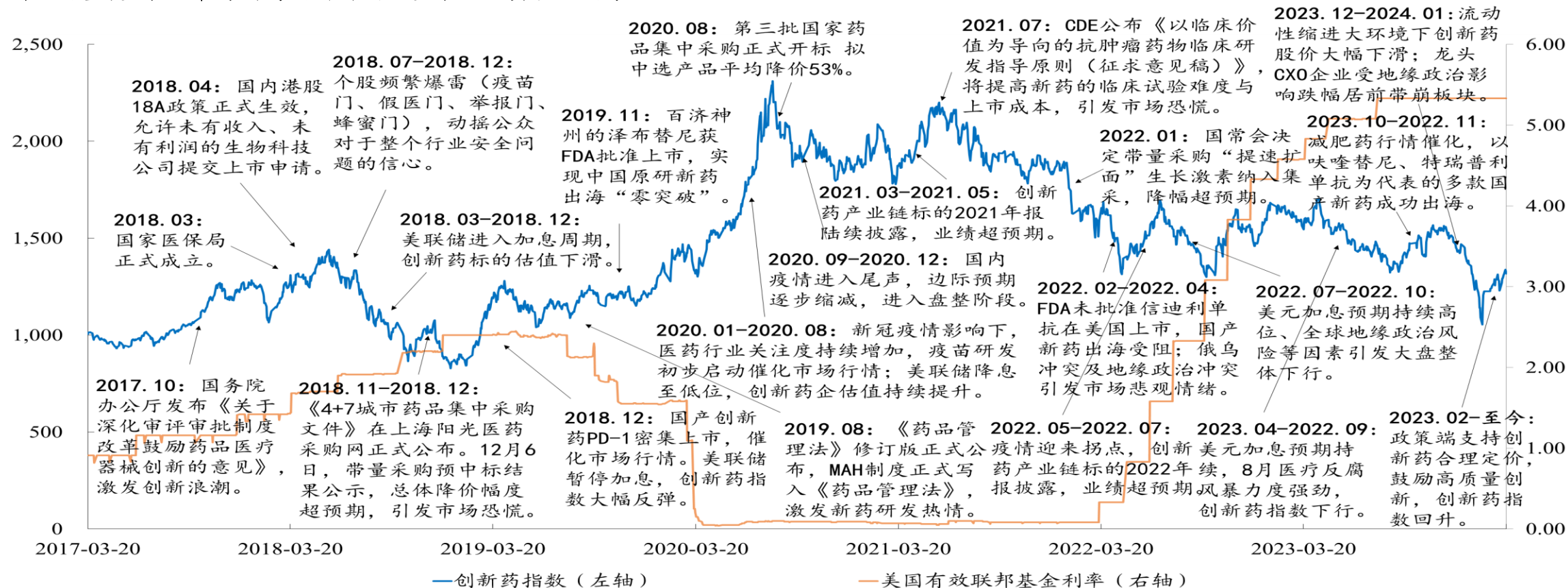
◆ **推荐思路：**（1）关注Biotech自身商业化，兑现后弹性较大；（2）Biotech与Pharma的合作日趋频繁，关注双方的增量；（3）集采影响基本出清，新品种即将放量的标的；（4）多款国产创新药获得FDA获批上市，国产创新药出海正当时。

## ● 推荐标的

**推荐标的：**九典制药、智翔金泰、康诺亚、恩华药业、神州细胞、丽珠集团、健康元、人福医药、东诚药业、恒瑞医药、华东医药等。

2024年5月2日，美联储宣布将基准利率维持在5.25%-5.50%区间不变，符合市场预期。现阶段通胀环比和非农就业数据超预期程度阶段性放缓，导致美联储无论对加息还是降息都更加谨慎。目前美国基准利率仍处于高位，随着美联储将进入降息周期，流动性改善有助于优化投融资环境并提高新药研发景气度，有望给估值仍处于底部的创新药标的带来更大的估值修复空间。

图7：美国基准利率与国内创新药指数基本呈现负相关走势



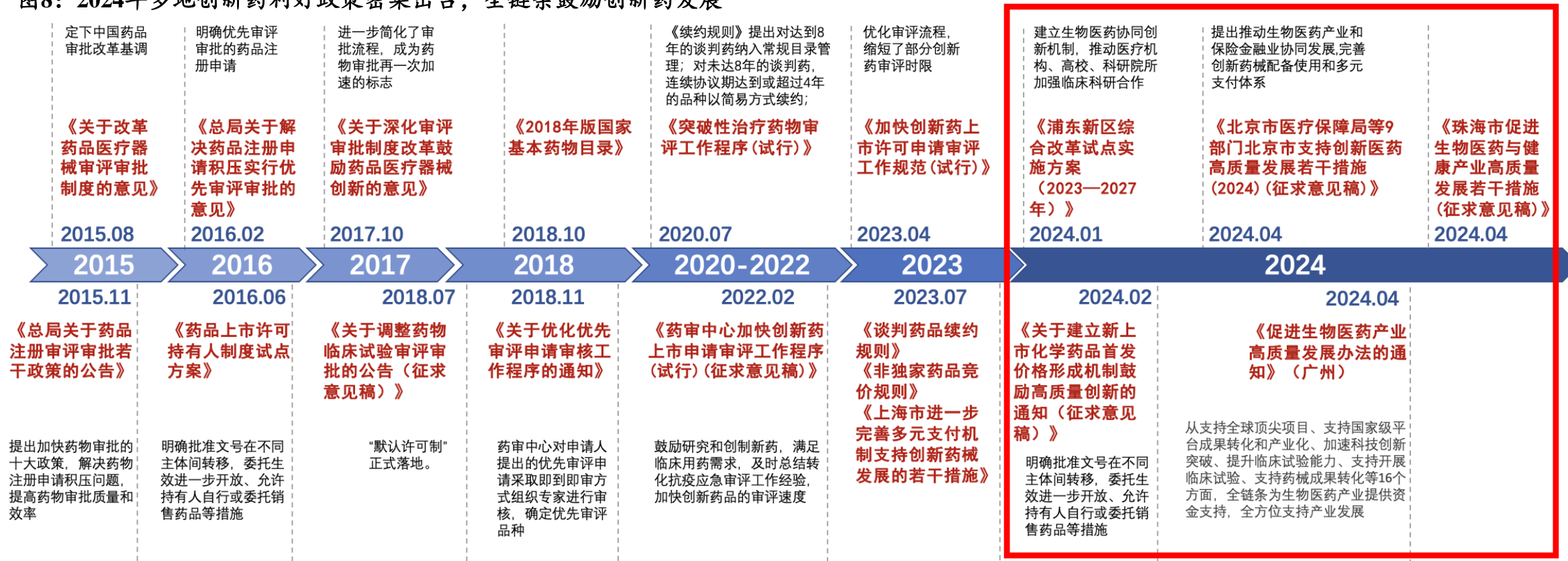
资料来源：各政府网站、Insight、Wind等、开源证券研究所



# 2.1 创新药增量：利好政策密集出台，全面进入鼓励创新药的新周期

2024年多地落地全链条支持创新药政策，鼓励创新药高质量发展。2024年以来，多地支持医药创新政策密集出台，包括从现金资助、加速临床试验开展/审评/审批节奏、鼓励多元支付、医保谈判获得政策倾斜以及鼓励投融资等多方面予以支持，全方位促进创新药高质量发展。在多重利好政策下，国产创新药从“与国际接轨”到“出海”也在逐步实现。

图8：2024年多地创新药利好政策密集出台，全链条鼓励创新药发展



资料来源：国家药监局、CDE、国家卫健委、国务院、医保局、开源证券研究所

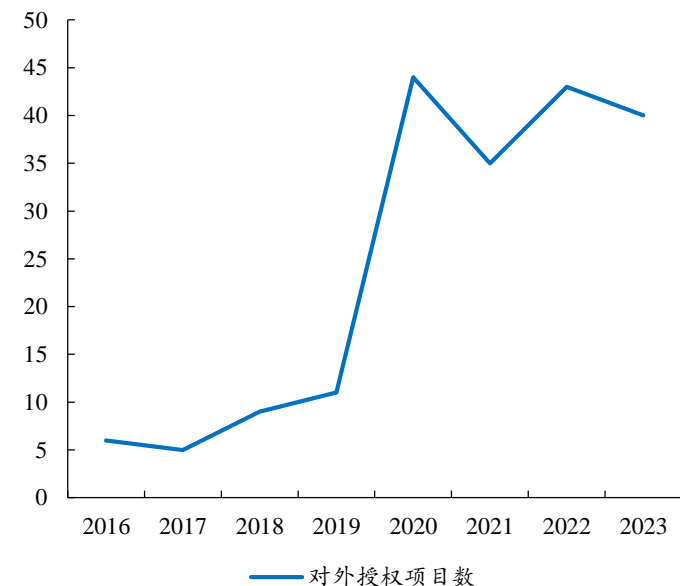
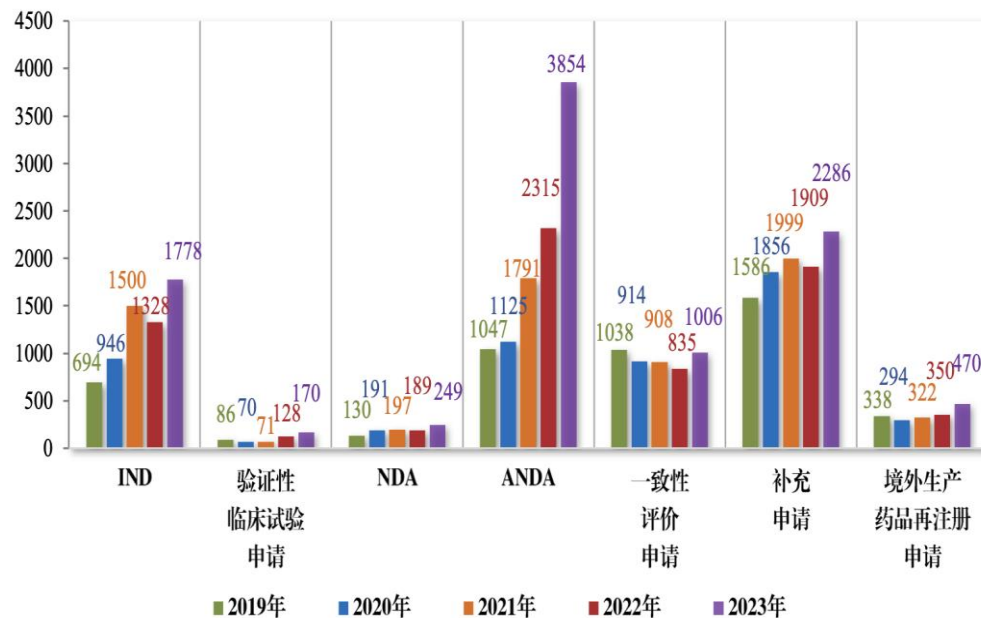
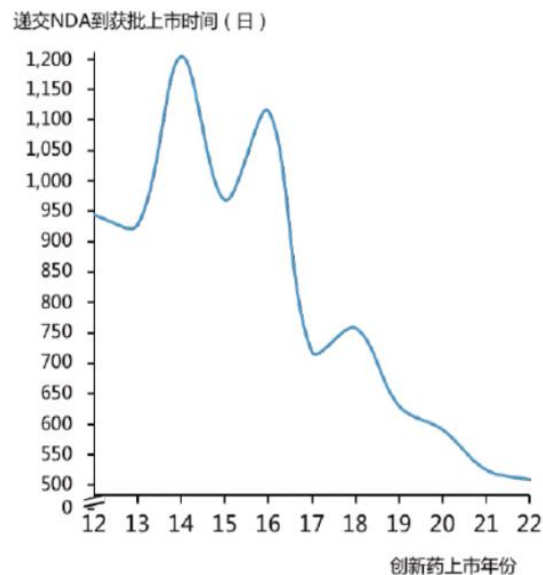
## 2.1 创新药增量：审批提速和注册申请数量增多，创新药迎来收获期

随着审批速度的加快和注册申请数量的增多，创新药迎来密集收获期。在新药审批政策的支持下，近5年我国创新药上市申请审批速度明显加快，2012年我国创新药递交NDA到获批上市的时间平均为927天，而2022年已经缩短至485天。此外，近几年NMPA受理国产1类新药注册申请数量稳步增长，2023年NMPA已受理临床申请2270件，上市申请133件；同时，国内企业对外授权的创新药项目持续增加，预计随着创新药的临床进度快速推进和对外授权的推进，我国创新药上市数量即将迎来快速增长阶段，相关创新药企业可以快速回收现金，进而有望促进后续的在研管线的开发，逐步进入良性发展阶段。

图9：新药审批速度呈现出加快的趋势

图10：2019年-2023年需技术审评的各类别注册申请受理情况（件）

图11：国内企业对外授权的创新药项目持续增加



数据来源：NMPA、医药魔方、Insight、开源证券研究所

数据来源：NMPA、医药魔方、Insight、开源证券研究所

数据来源：NMPA、医药魔方、Insight、开源证券研究所

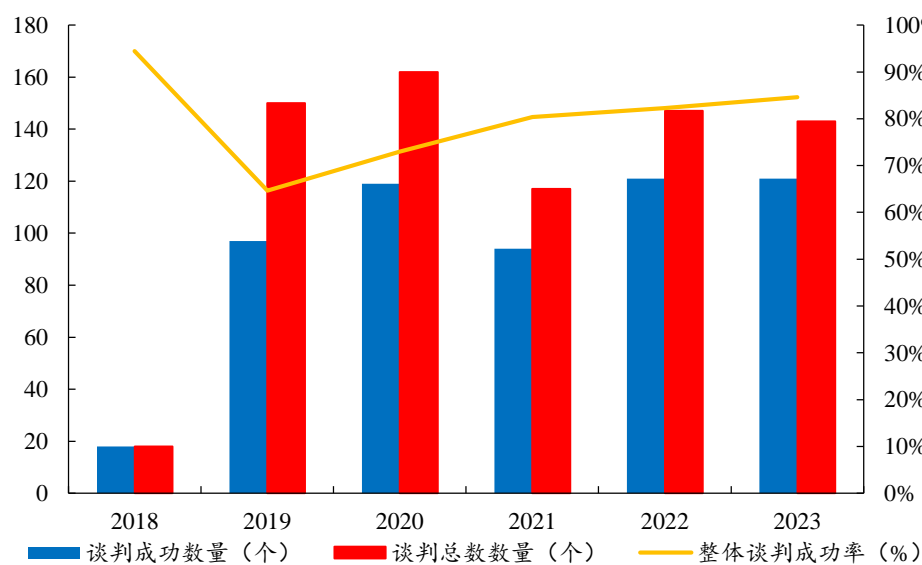


## 2.1 创新药增量：政策倾斜真创新，提高药品挂网效率

医保谈判平均价格降幅逐步趋于稳定。从医保谈判品种数量和整体平均降幅上看，谈判药物数量稳步提升，药价平均降幅基本处于50-60%区间内，已经逐步趋于稳定。新药从获批上市到进入目录、到入院的时间也在逐渐缩短。

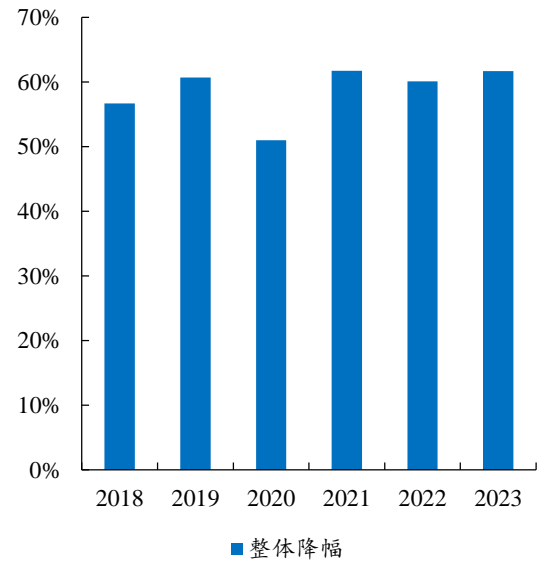
政策逐步提升高质量创新药的定价自由度。2024年2月，国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿，有助于鼓励真正创新药物形成合理的市场价格机制，缩短药品进入终端市场的周期。北京2024年4月7号发布的意见征求意见稿中也明确表示，国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于4次。医保谈判变化趋势显示出医保对创新药的支持，鼓励了创新药的研发和市场准入，有助于创新药的快速发展和普及。

图12：企业参与医保谈判积极性高，成功率呈稳步上升趋势



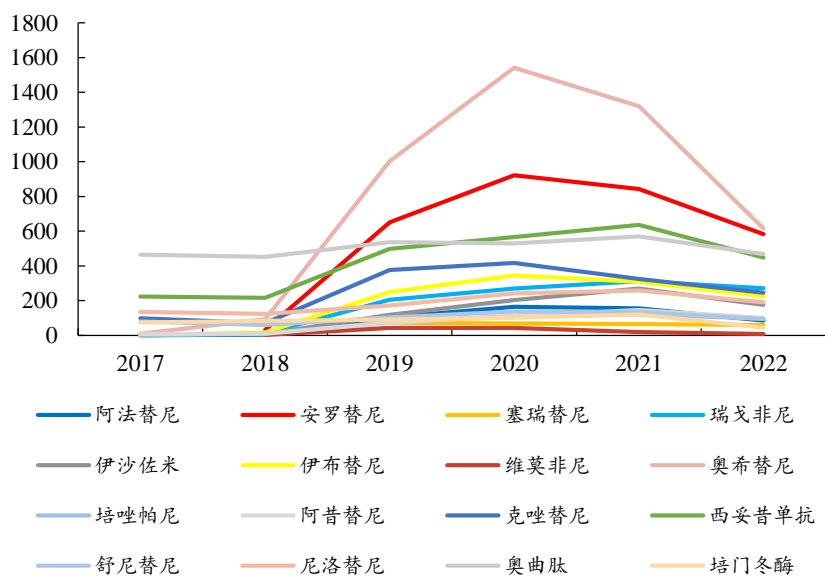
数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图13：谈判整体降幅逐步趋于稳定



数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图14：2018年医保谈判成功品种的销售放量趋势明显



数据来源：PDB、开源证券研究所

## 2.1 创新药增量：打通商业化“最后一公里”，助力药品进院

近期多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”。2023年7月，上海市印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》的通知，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围，提升创新药械的可及性和可负担性，进一步在支付端鼓励生物医药企业创新发展。同时，广东省、河北省、北京市等多个省市陆续发布文件，做好医保药品单独支付保障工作，在支付端进一步为企业提供便利，进一步打通创新药械的支付全流程，商业化环境逐步向好。

表4：多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”

时间	地区	政策	核心要点
2023年7月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	发布九大方面共28条重点措施，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等。加强“医保、医疗、医药”的三医联动协同，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围
2023年8月	广东	《关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》	将包括国家医保谈判药品、竞价药品和医保药品目录内的“岭南名方”医疗机构制剂在内的346种药品纳入单独支付范围，由医保基金与医疗机构单列结算，不占相关额度
2023年9月	河北	《河北省医疗保障局办公室关于做好谈判药品单独支付保障工作的通知》	将334个药品纳入医保单独支付范围，建立单独支付药品“三定一备案”管理机制
2023年9月	北京	《关于进一步做好国家医保谈判药品落地试点工作的通知》	将选取23家定点医疗机构作为试点，并将遴选符合条件的定点零售药店，国谈药在试点医疗机构和协议药店执行统一的支付标准和价格，形成院内院外两个通道，保障国谈药供应

资料来源：各省市医保局、开源证券研究所

## 2.1 创新药增量：关注出海、国内放量及经营质量提升的标的

创新药行业已进入商业化阶段，关注出海、国内放量及经营质量提升的标的。随着多家企业的创新药产品陆续到达密集兑现期，目前已有多个企业的核心品种已处于快速放量或即将放量阶段，企业的盈利能力也将得到持续改善。其中和黄医药的呋喹替尼已于2023年11月获FDA批准上市，有望凭借疗效优势快速抢占海外市场；康方生物的AK104和AK112有望凭借双抗的疗效优势快速占领市场；荣昌生物、科伦博泰以及迈威生物的核心ADC药物均在全球领先，未来潜力较大。复宏汉霖通过生物类似药和创新药双轮驱动，公司2023年营收与盈利情况均实现显著改善，首次实现年度盈利；和黄医药凭借多款已上市创新药物在全球市场的快速放量，且在2023年收到武田制药合作首付款，公司2023年首次实现盈利。

表5：多个企业的核心品种已处于快速放量或即将上市放量阶段

公司	药物	靶点	类型	临床进度
和黄医药	呋喹替尼	VEGFR1/2/3	小分子	已上市
	AK104	PD-1/CTLA-4	双抗	已上市
康方生物	AK112	PD-1/VEGF	双抗	NDA
	AK101	IL-12/IL-23	单抗	NDA
荣昌生物	维迪西妥单抗	HER2	ADC	已上市
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	已上市
泽璟制药	杰克替尼	JAK	小分子	已上市
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR TKI	小分子	已上市
	戈利昔替尼	JAK1	小分子	NDA
康诺亚生物	CM-310	IL-4R	单抗	NDA
科伦博泰	SKB264	TROP2	ADC	NDA
迈威生物	9MW2821	Nectin-4	ADC	III期
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	单抗	III期

资料来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

## 2.2 仿制药存量：集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点

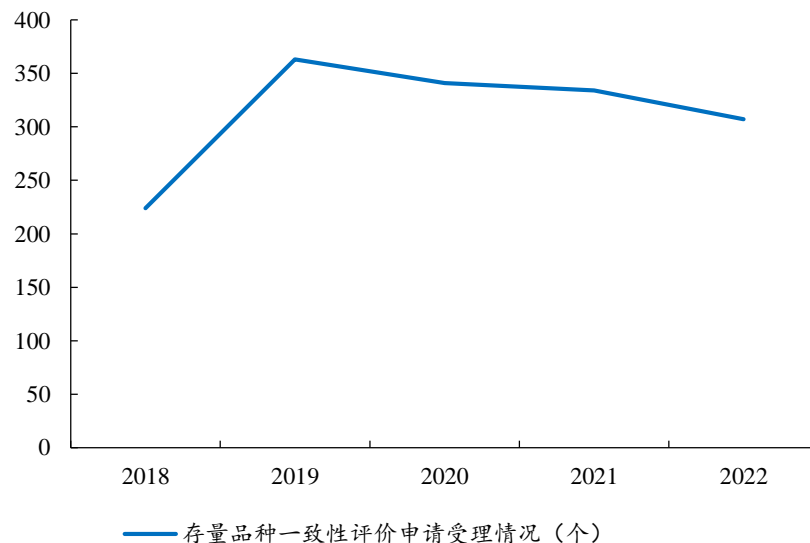
集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点。国家规划2025年完成500个品种的集采，2018年以来1-9批带量采购已纳入423个品种，大品种多数纳入集采；存量品种数量有限，一致性评价高峰已过，2019年存量品种一致性评价申请受理数量为363个，随后2020-2022年分别为341、334、307个，呈下滑趋势，剩余品种多销售体量较小、一致性评价难度较大。第9批国采来看，通过一致性评价企业数量达5家者才会被纳入，入围门槛提高，集采影响边际减少。

图15：大品种多数已纳入国家集采



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

图16：存量品种一致性评价受理高峰已过

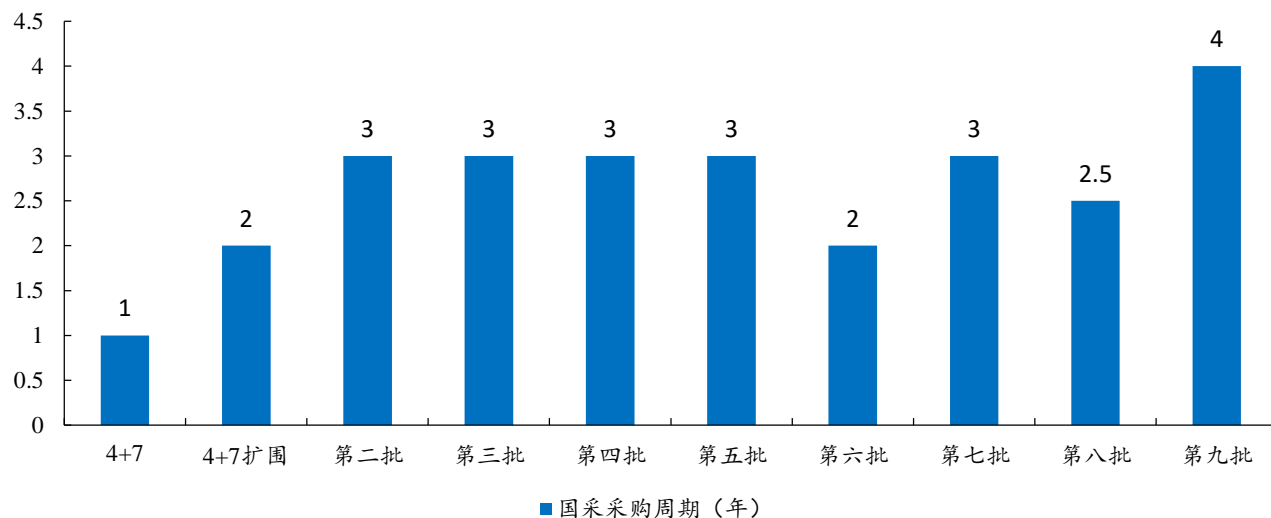


数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

## 2.2 仿制药存量：标期延长，有助于稳定市场格局

第九批集采周期最长，有助于稳定市场格局。第九批国采执行至2027年12月31日，采购周期长达4年，为历次国采标期之最。标期的延长原则上更加利好中标企业，标期延长至4年有助于提高企业参与投标的积极性、增加中标吸引力，也更利于稳定市场供应，稳定市场预期，行业竞争格局更加稳定。

图17：第九批集采周期最长，有利于提高企业投标积极性

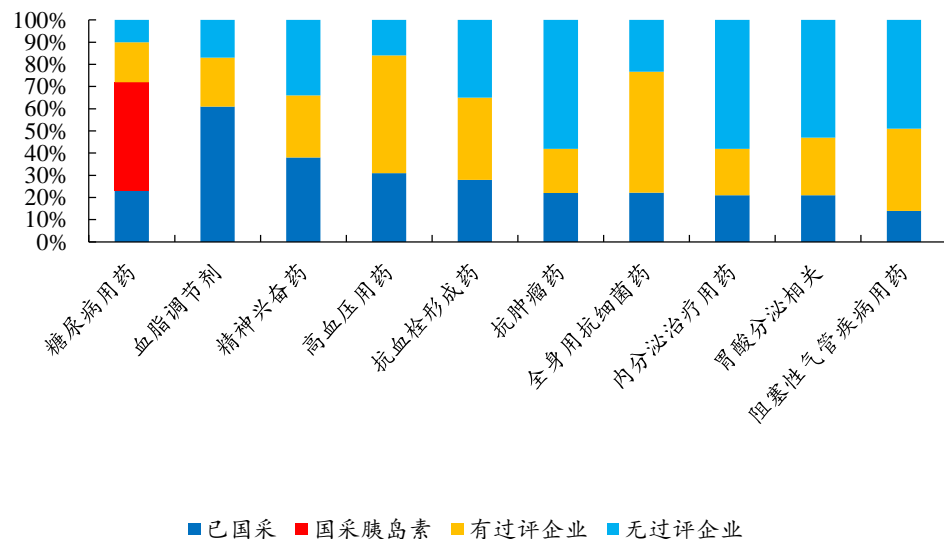


数据来源：国家组织药品联合采购办公室、中国医药报公众号、开源证券研究所



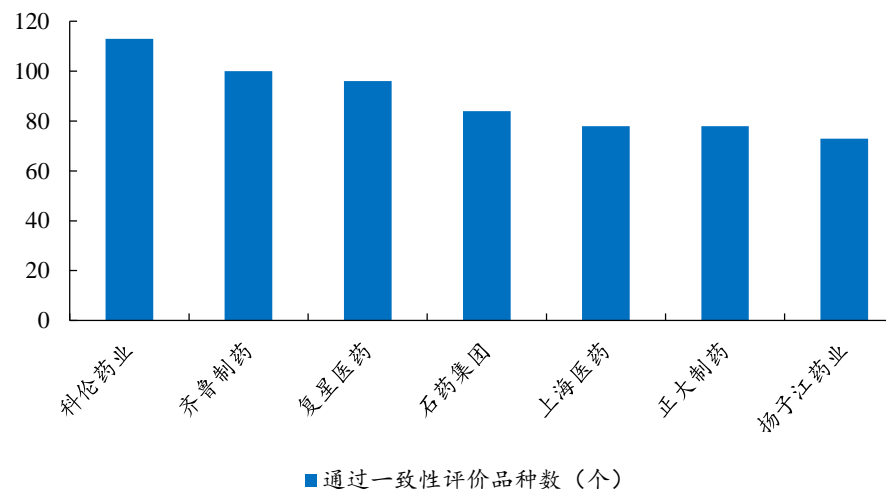
集采药品占据各疾病领域比例较大，过评品种数向头部企业集中。随着国采推进，各疾病领域用药逐渐被集采药品占据，其中糖尿病、血脂调节2个领域国采药品金额占比已超60%。考虑创新药、独家品种基本无集采风险，预计存量市场后续受集采影响的频率、程度放缓，主要利空因素影响逐步减弱。过评品种数正在不断向少数大型企业聚焦，截至2024年5月，累计过评药品数最多的分别是科伦药业（113个）、齐鲁制药（100个）、复星医药（96个）、石药集团（84个）、上海医药（78个）、正大制药（78个）以及扬子江药业（73个）。集采药品市场集中度提高、规模效应有望逐渐体现，利好头部企业。

图18：TOP10治疗领域集采药品销售额占比较大



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所 注：已国采产品仅包括1-6批，第7批、第8批产品因执行时间未纳入已国采类别

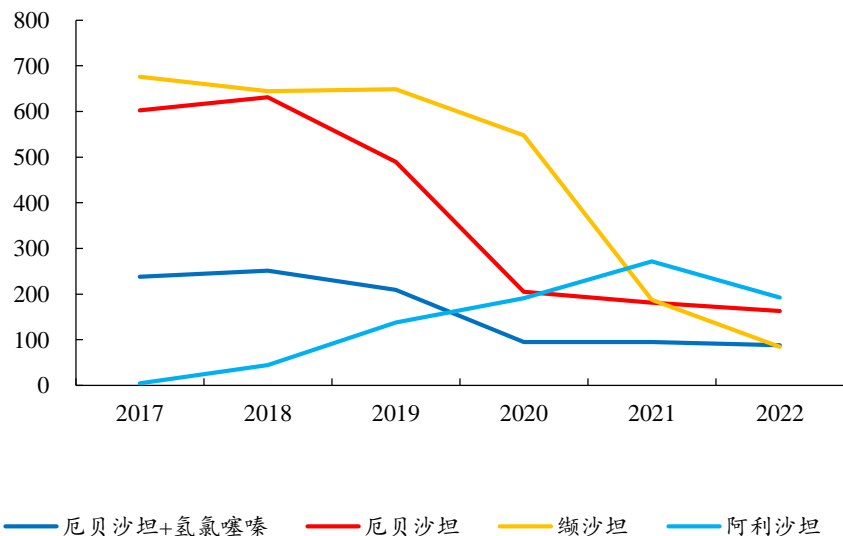
图19：累计过评品种数向少数大型企业集中



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所 注：数据截止至2024年5月6日

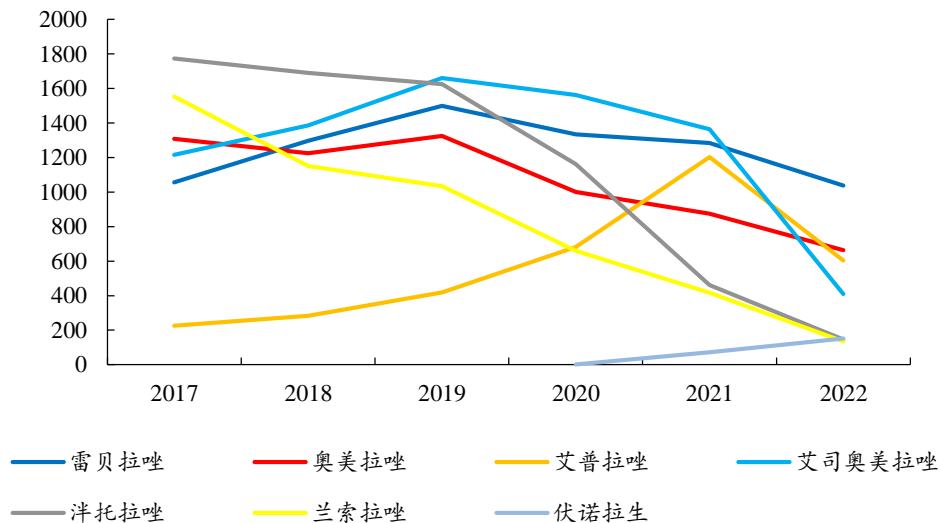
药物集采前后销售情况发生变化较大，创新药持续放量。在高血压领域，以沙坦类药物为例，4+7和第一批代量采购厄贝沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪被纳入，创新独家品种阿利沙坦（ARB，信立泰）持续放量。据PDB数据，阿利沙坦由2017年451万元增长至2022年1.93亿元；在消化领域，拉唑类药物陆续集采，独家品种艾普拉唑（PPI，丽珠集团）、伏诺拉生（PCAB，武田制药）持续保持快速放量。

图20：沙坦类降压药集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

图21：PPI/P-CAB集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

## 2.3 方向1：关注Biotech自身商业化，兑现后弹性较大

关注Biotech自身商业化，兑现后弹性较大。

近年来，有较多biotech公司的药品陆续获批上市，并有较多公司选择自身商业化推广，例如艾力斯的伏美替尼、荣昌生物的维迪西妥单抗等。

我们认为，从业绩节奏上看，biotech公司没有存量的业务影响，商业化兑现后业绩弹性较大，但相应公司商业化能力需要持续验证。艾力斯、荣昌生物、泽璟制药、盟科药业、艾迪药业、上海谊众等有望受益。

表6：多数biotech公司陆续有品种获批上市

公司	药物	药物类型	靶点	适应症	首次上市时间
贝达药业/益方生物	贝福替尼	化药	EGFR-T790M	非小细胞肺癌	2023/5/29
艾迪药业	艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	2022/12/30
	艾诺韦林	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	2021/6/25
和黄医药	赛沃替尼	化药	MET	非小细胞肺癌	2021/6/22
	索凡替尼	化药	FGFR1、CSF1R、VEGFR1、VEGFR2、VEGFR3	非胰腺神经内分泌肿瘤、胰腺神经内分泌肿瘤	2020/12/29
荣昌生物	维迪西妥单抗	生物药	HER2	胃癌、胃食管交界处癌、尿路上皮癌	2021/6/8
	泰它西普	生物药	APRIL BAFF	系统性红斑狼疮	2021/3/9
康方生物	卡度尼利单抗	生物药	PD-1 CTLA4	宫颈癌	2022/6/28
	派安普利单抗	生物药	PD-1	鳞状非小细胞肺癌、经典型霍奇金淋巴瘤	2021/8/3
迪哲医药	舒沃替尼	化药	EGFR-Ex20Ins、HER2-Ex20Ins	非小细胞肺癌	2023/8/22
再鼎医药	艾加莫德	生物药	FcRn	重症肌无力	2023/6/30
泽璟制药	多纳非尼	化药	FLT3、BRAF、KIT、RAF1、BRAF V600E、VEGFR2、VEGFR3、PDGFRB	肝细胞癌、甲状腺分化癌	2021/6/8
盟科药业	康替唑胺	化药	50S rProteins	皮肤和软组织感染	2021/6/1
艾力斯	伏美替尼	化药	EGFR-T790M、EGFR-Ex20Ins	非小细胞肺癌	2021/3/2
诺诚健华	奥布替尼	化药	BTK	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤、套细胞淋巴瘤、边缘区淋巴瘤	2020/12/25
三生国健	伊尼妥单抗	生物药	HER2	HER2阳性乳腺癌	2020/6/17

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 2.3 方向2: Biotech与Pharma的合作日趋频繁, 关注双方的增量

**Biotech与Pharma的合作日趋频繁, 关注双方的增量。**

随着新药的不断获批上市, 药企的商业化能力愈发受到重视。对于传统制药企业, 已经建立了完善的商业化能力, 而biotech的商业化相对欠缺。多数biotech选择与Pharma在商业化阶段进行合作, 加速药品商业化进程, 例如中国生物制药和亿帆医药、康方生物; 济川药业与天境生物、征祥医药; 华东医药与英派药业、科济药业等合作。

我们认为, 对于商业化能力相对欠缺的biotech公司, 选择与Pharma合作有望加速药物商业化兑现, 并持续进行后续在研管线的开发; 对于Pharma, 有望凭借在现有销售渠道, 快速推进药物入院销售, 同时对自身业绩带来增量, 提升运营效率。中国生物制药、济川药业、华东医药、亿帆医药、康方生物、泽璟制药等有望受益。

表7: Biotech与Pharma的商业化合作日趋频繁

Pharma	biotech	签订合作时间	合作项目	靶点/成分	适应症	研发进展	里程碑金额
中国生物制药	亿帆生物	2021年8月	Ryzneuta®	rhG-CSF 二聚体	治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症	上市	获得最高可达2.1亿元的首付款与里程碑付款
	康方生物	2019年6月17日	AK105	PD-1	治疗至少经过二线系统化疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (r/r cHL) 患者	上市	/
济川药业	征祥医药	2023年8月5日	ZX-7101A	PA	成人单纯性流感	三期	/
	恒翼生物	2022年11月	PDE4口服磷酸二酯酶抑制剂	PDE4	治疗中重度斑块型银屑病成人患者	二期	一次性支付的首付款合计1.8亿人民币, 累计里程碑付款3,212.5万美元
	恒翼生物	2022年11月	靶向消化蛋白酶抑制剂	靶向消化蛋白酶	改善腹腔手术后胃肠功能恢复、减少术后肠梗阻 (POI)	三期	一次性支付的首付款合计1.8亿人民币, 累计里程碑付款3,212.5万美元
天境生物	2021年11月	长效重组人生长激素	IGF-1	儿童生长激素缺乏症 (PGHD)	三期	一次性支付2.24亿元的首付款, 天境生物最多将获得累计17.92亿元的里程碑付款, 总付款最高达20.16亿元	
华东医药	英派药业	2023年12月20日	塞纳帕利	PARP	小细胞肺癌 (SCLC)、晚期卵巢癌全人群一线维持治疗	NDA	获得1亿元人民币的首付款, 最高不超过1.9亿元人民币的注册及商业化里程碑付款
	科济药业	2023年1月16日	泽沃基奥仑赛注射液	BCMA	用于治疗复发/难治多发性骨髓瘤	NDA	支付2亿人民币的首付款, 以及最高不超过10.25亿人民币的注册及销售里程碑付款

资料来源: 各公司公众号、开源证券研究所

## 2.3 方向3：关注集采影响基本出清，新品种即将放量的标的

关注集采影响基本出清，新品种即将上市/放量的标的。从企业的经营角度，多数传统制药公司均在布局吸入制剂、微球及缓控释等竞争壁垒较高的新品种，抑或向创新转型，布局创新药。目前，健康元的妥布霉素吸入溶液、恩华药业的奥赛利定注射液、九典制药的酮洛芬凝胶贴膏、亿帆医药的亿立舒、海思科的环泊酚注射液均已获批上市；另外，京新药业的地达西尼、科伦药业的A166等已申报上市，一品红的AR882已进入临床三期。我们认为，随着新获批上市及已获批的药品上市，相关公司有望迎来第二增长点。H股的瀚森制药、中国生物制药、三生制药等均类似。

表8：公司大多品种均已集采，存量品种集采风险低于表观水平

公司	存量品种	在研/新上市核心品种
恩华药业	依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液	奥赛利定注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液、羟考酮注射液、NH600001 (2期, 依托咪酯改构)、NHL35700 (1期, 精分)
丽珠集团	亮丙瑞林微球、艾普拉唑注射剂/片剂、注射用尿促卵泡素	曲普瑞林微球、托珠单抗注射液、阿立哌唑微球、司美格鲁肽注射液(3期)、IL-17A/F (2期)、亮丙瑞林微球3M (BE试验)
健康元	注射用美罗培南、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、吸入用布地奈德混悬液、吸入用复方异丙托溴铵溶液、吸入用异丙托溴铵溶液	妥布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂(申报生产)、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂(申报生产)、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液剂(申报生产)、TG-1000 (3期, 流感)
京新药业	左乙拉西坦片、盐酸普拉克索片、盐酸舍曲林片瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片、康复新液	地达西尼(待获批上市, 失眠)、JX11502MA胶囊(2期, 精分)、康复新液肠溶胶囊(2期, 消化)
一品红	注射用乙酰谷酰胺、盐酸克林霉素分散片、注射用盐酸溴己新	芬香清解口服液、馥感淋口服液、AR882(3期, 痛风)
仙琚制药	地塞米松系列、泼尼松系列、曲安西龙系列、甲泼尼龙系列、罗库溴铵注射液、糠酸莫米松鼻喷雾剂	屈螺酮炔雌醇片(已获批)、黄体酮阴道缓释凝胶(已申报)、戊酸雌二醇片(已申报)
海思科	甲磺酸多拉司琼注射液、复方氨基酸注射液、脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液、注射用复方维生素	环泊酚注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液、HSK7653 (NDA, DPP4)、HSK16149 (NDA, $\alpha 2\sigma$ )、HSK21542 (NDA, GABAa)
信立泰	阿利沙坦酯片、恩那度司他片、硫酸氢氯吡格雷片	SAL0107 (上市申请)、苯甲酸复格列汀片(上市申请)、S086 (3期, 慢性心衰)、SAL0108 (3期)、SAL0130 (3期)
科伦药业	草酸艾司西肽普兰片、丙氨酰谷氨酰胺氨基酸注射液、盐酸达泊西汀片	A166 (NDA, 晚期3L+ HER2+乳腺癌)、SKB264 (三阴性乳腺癌III期、EGFR-TKI治疗失败的EGFR突变的局部晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌III期)、A140 (3期, EGFR)

资料来源：各公司公告、开源证券研究所



## 2.3 方向4：多款国产创新药获得FDA获批上市，国产创新药出海正当时

多款国产创新药获得FDA批准上市，国产创新药出海正当时。目前，国内已有多款新药获FDA上市批准上市，包括百济神州的泽布替尼、传奇生物的西达基奥仑赛、君实生物的特瑞普利单抗、和黄医药的呋喹替尼、以及亿帆医药的艾贝格司亭 $\alpha$ 等5款创新药以及托珠单抗和贝伐珠单抗等生物类似药。

此外，百济神州的替雷利珠单抗和恒瑞医药的“双艾”疗法（卡瑞利珠单抗+阿帕替尼）和多款生物类似药在FDA上市审评阶段，有望未来在美国获批上市。百济神州、君实生物、和黄医药、百奥泰、恒瑞医药、亿帆医药等有望受益。

表9：多款国产创新药已出海成功

状态	药物名称	靶点	药物类型	FDA批准时间	企业	适应症
上市	泽布替尼	BTK	小分子	2019.11	百济神州	套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、小淋巴细胞淋巴瘤等
	西达基奥仑赛	BCMA	CAR-T	2022.02	传奇生物	复发和/或难治性多发性骨髓瘤
	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	2023.10	君实生物	联合吉西他滨/顺铂一线治疗晚期复发或转移性鼻咽癌；单药治疗二线复发或转移性鼻咽癌
	托珠单抗生物类似药	IL-6R	单抗	2023.10	百奥泰	中到重度类风湿性关节炎、多关节型幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎
	呋喹替尼	VEGFR	小分子	2023.11	和黄医药	三线结直肠癌
审批中	F-627	/	长效G-CSF	2023.11	亿帆医药	化疗导致的嗜中性粒细胞减少症
	贝伐珠单抗生物类似药	VEGF	单抗	2023.12	百奥泰	非小细胞肺癌、结直肠癌、肾细胞癌、宫颈癌、胶质母细胞瘤
	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	PD-1/VEGFR2	单抗+小分子	2023.05	恒瑞医药	肝细胞癌一线
	替雷利珠单抗	PD-1	单抗	2021.09	百济神州	食管鳞状细胞癌
	甘精胰岛素生物类似药	INSR	/		甘李药业	糖尿病
	门冬胰岛素生物类似药	INSR	/		甘李药业	糖尿病
	赖脯胰岛素生物类似药	INSR	/		甘李药业	糖尿病

资料来源：药融云、医药魔方、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

风险提示

近年来中医药利好政策频发，2021年国家陆续发布多项重要政策支持中医药行业发展，涉及医保、中药研发创新、中药饮片质量规范管理、中医医疗服务体系建设等各个方面。2022年3月，国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，全面支持中医药产业发展。2023年2月28日，国务院发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》，统筹部署包括中医药传承创新和现代化工程在内的8项重点工程，确立到2025年实现中医药科技创新能力显著提高、中药质量不断提升等建设目标。

2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（下称“专门规定”），自2023年7月1日起施行。《专门规定》是在2008年原国家食药监局发布的《中药注册管理补充规定》基础上，充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，结合疫情防控中药成果转化实践探索，借鉴国内外药品监管科学研究成果，全方位、系统地构建了中药注册管理体系，进一步对中药研制相关要求进行细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药注册审批进度。

表10：国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，优化中药注册流程

## 政策意义

加大了对三结合当中的人用经验的应用指导，根据条件优化审评审批流程。

强调建立适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定，明确了部分药品豁免临床试验的条件，有望推进药品注册工作节奏加快。

## 政策原文

中药与其他药品的共同点是以临床价值为导向，用于人体疾病的预防、治疗、诊断，而不同点在于中药具有丰富的临床人用经验。在此前的审评审批流程中，技术评审包括药理毒理专业、临床专业、药学专业审评，审评通过后获得临床试验默示许可，然后循序开展临床I期、II期、III期试验（部分豁免I期试验）。第三章单列了人用经验证据的合理应用，并根据条件优化审评审批流程，例如：（1）中药创新药处方来源于古代经典名方或者中医临床经验方，若处方组成、用量、采用工艺等与既往应用基本一致且能初步确定适用范围的，可不开展非临床有效性研究；（2）来源于临床实践的中药新药，人用经验能在临床定位、适用人群筛选、疗程探索、剂量探索等方面提供研究、支持证据的，可不开展II期临床试验；（3）真实世界证据作为支持产品上市的依据之一。

《专门规定》第二章中药注册分类与上市审批，共6条。明确中药注册分类、研制路径和模式，建立适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定。例如：（1）对古代经典名方中药复方制剂的上市申请实施简化注册审批；（2）对临床定位清晰且具有明显临床价值的部分中药新药等的注册申请实行优先审评审批；（3）基于中医药理论和人用经验发现、探索疗效特点的中药，主要通过人用经验和/或者必要的临床试验确认其疗效。第七章同名同方药，共6条。明确了同名同方药的研制基本原则，规定了对照同名同方药的选择要求，以及同名同方药开展临床试验以及豁免临床试验的条件。

资料来源：国家药监局、开源证券研究所

2023年，国家药监局共批准9个中药新药上市，其中7款中药新药集中在2023Q4获批上市。2021年是中药新药发力元年，当年12个中药新药获批上市，创5年来新高。2023年获批的9个中药新药中，2.2类中药新药小儿豉翘清热糖浆，3.1类中药新药济川煎颗粒、一贯煎颗粒、枇杷清肺颗粒均是在2023年提交上市申请，并于2023年年底获批上市，审评用时不到一年。

表11：2023年获批上市中成药9个

药品名称	注册分类	企业简称	治疗领域（亚类）
济川煎颗粒	3.1	康缘药业	肠道用药
一贯煎颗粒	3.1	神威药业	肝病用药
小儿豉翘清热糖浆	2.2	济川药业	儿科感冒用药
香雷糖足膏	-	合一生技	皮肤科其它用药
通络明目胶囊	1.1	以岭药业	眼科其它用药
枳实总黄酮片	1.2	青峰药业	胃药(胃炎、溃疡)
小儿紫贝宣肺糖浆	1.1	健民集团	儿科止咳祛痰用药
枇杷清肺颗粒	3.1	吉林敖东	止咳祛痰平喘用药
参郁宁神片	1.1	思济药业	抗抑郁药

资料来源：米内网、开源证券研究所

国内药企对中药新药研发热情持续升温。据米内网统计，2023年国内共有23款中药新药提交上市申请，创下近5年来新高。中药新药获批临床方面，2023年共有58个中药新药获得临床试验默示许可，较2022年的36个增加了22个。58个中药新药中，1类中药创新药有42个、2类中药改良型新药有16个。其中，康缘药业有6款新药获批临床，盈科瑞有5款新药获批临床，以岭药业有3款新药获批临床，苏中药业、广东凯仲生物、新奇康药业等均有2款新药获批临床。

表12：2023年国内共有23款中药新药提交上市申请

受理号	药品名称	注册分类	企业名称	承办日期	受理号	药品名称	注册分类	企业名称	承办日期
CXZS2300028	椒七麝凝胶贴膏	1.1	九典制药	2023/12/27	CXZS2300013	芍药甘草汤颗粒	3.1	华润三九	2023/7/3
CXZS2300027	注射用羟基红花黄色素A	1.2	悦康药业	2023/12/19	CXZS2300012	温经汤颗粒	3.1	华润三九	2023/6/28
CXZS2300025	当归补血颗粒	3.1	国药环球制药	2023/12/12	CXZS2300011	济川颗粒	3.1	康缘药业	2023/5/25
CXZS2300024	辛芩通鼻片	1.1	以岭药业	2023/11/24	CXZS2300010	芍药甘草颗粒	3.1	神威药业	2023/4/28
CXZS2300023	桃红四物汤颗粒	3.1	康茂信/国药德众药业	2023/11/20	CXZS2300009	桃红四物汤颗粒	3.1	瑞阳制药	2023/4/17
CXZS2300022	温经汤颗粒	3.1	国药德众药业	2023/11/2	CXZS2300008	玄黄润通片	1.1	湖南时代阳光药业	2023/3/28
CXZS2300021	万通筋骨巴布膏	2.1	通化万通药业	2023/10/14	CXZS2300006	苓桂术甘汤颗粒	3.1	康恩贝	2023/2/11
CXZS2300019	比那甫西颗粒	1.1	新疆银朵兰药业	2023/9/21	CXZS2300005	儿茶上清丸	1.1	湖北齐进药业	2023/2/9
CXZS2300018	清喉咽含片	2.1	康恩贝	2023/9/2	CXZS2300004	枇杷清肺颗粒	3.1	吉林敖东	2023/1/28
CXZS2300016	苓桂术甘汤颗粒	3.1	华润三九	2023/8/17	CXZS2300003	小儿鼓翘清热糖浆	2.2	济川药业	2023/1/28
CXZS2300015	芍药甘草颗粒	3.1	人福医药	2023/7/25	CXZS2300002	诺丽通颗粒	1.1	湖南方盛制药	2023/1/7
CXZS2300014	一贯煎颗粒	3.1	神威药业	2023/7/18					

资料来源：米内网、开源证券研究所



截止2023年，多家中药创新药企业在多年的沉淀下，现有品种已建立起了品种数目优势和多年临床效果验证下的品牌优势。各大中药创新药公司的研发管线布局长远，各研发阶段的品种储备丰富，有望为长期发展提供增长驱动。

**推荐标的：**悦康药业、康缘药业、天士力、以岭药业、新天药业；**受益标的：**方盛制药、佐力药业、贵州百灵等。

表13：中药临床III期药品数量在2023年数量较多

公司名称	现有品种数	研发进度	公司名称	现有品种数	研发进度
康缘药业	204	获得药品注册证书（济川煎颗粒、吸入用异丙托溴铵溶液、吡仑帕奈片）	以岭药业	-	获得注册证书（通络明目胶囊）
		上市后临床研究（散寒化湿颗粒、腰痹通胶囊）			III期临床（小儿莲花清感颗粒、络痹通片）、III期临床已完成（柴黄利胆胶囊）
		III期临床（六味地黄苷糖片、热毒宁颗粒、双鱼颗粒、苏辛通窍颗粒）			II期临床（柴芩通淋片、藿夏感冒颗粒）、II期临床筹备中（参蓉颗粒）
		II期临床（DC20、WXSH0493片、DC042）、II期临床已完成（麻杏止咳颗粒、金黄凝胶、九味疏风平喘颗粒、苈蓉润通口服液）			获批临床（莲花清咳颗粒）
新天药业	31	I期临床（KYS202002A注射液）	佐力药业	-	临床前研究完成（LXP、乌灵胶囊改良型）
		临床研究结束，申报生产批件资料整理中（术愈通颗粒、龙苓盆腔舒颗粒、苦莪洁阴凝胶）			组方与立项完成（乌灵复方制剂）、受试者入组中（聚卡波非钙片）、取得上市许可（百令胶囊）
天士力	-	按进度推进多首经典名方研究工作（经典名方复方制剂研究）、按进度推进国标品种的研究备案工作（中药配方颗粒标准汤剂及制剂工艺和标准研究）	悦康药业	-	NDA（注射用羟基红花黄色素A、复方银杏叶片、紫花温肺止咳颗粒）
		获得药品注册通知书（注射用尼可地尔、利伐沙班片）			III期临床（肝能滴丸）
		III期临床（安神滴丸、脊痛宁片、复方丹参滴丸、注射用重组人尿激酶原）			II期临床（CT102（IIa）、YKYY017、硫酸氢乌莫司他胶囊及原料药、培土清心颗粒）
方盛制药	141	II期临床（安美木注射液、JS1-1-01）	贵州百灵	-	临床前（YKYY015、和肤止痒凝胶）
		I期临床（B1344注射液）			III期临床（黄连解毒丸、冰莲草含片）
		III期临床（健胃祛痛丸）			II期临床（益肾化浊颗粒（2b）、芍苓片）
		II期临床（小儿荆杏止咳颗粒、蛭龙通络片）			获得联合用药临床试验伦理批件（替芬泰片）
		临床试验进行中（注射用迪安替康钠）			

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

## 3.2 国资中药：政策推动成长空间大，老字号品牌力提供强大优势

从政策面来看，国企改革为国家发展重点，中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间。从业绩面来看，中药国企收入利润增速平缓稳定，费用端具备优化空间，利润率有望提升。从基本面来看，中药国企拥有的“中华老字号”称号是优质资产，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的中药国企充分具备快速发展的潜力。

从政策面来看，从国有大型企业改革层面，政策“十二五”阶段鼓励国企上市、股改和公司制改革；“十三五”阶段补充完善现代企业制度与公司法人结构，建立职业经理人制度，剥离企业办的社会职能与历史遗留问题；至“十四五”阶段完善中国特色现代企业，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加强董事会建设，推进混改，完善市场化的薪酬分配与激励政策，健全研发考核机制。国家从公司形态到内部结构再到人员制度，由外而内，由浅入深逐渐推动落实国有企业改革。

表14：国家坚持推进国有企业改革

政策阶段	发布部门	文件	要点
“十二五”	中华人民共和国中央人民政府	《国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》	具备条件的国有大型企业实现整体上市，不具备条件的国有大型企业加快股权多元化改革，必要的国有独资企业要坚持公司制改革并完善治理结构。
“十三五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	1.加快国有企业公司制股份制改革，完善现代企业制度、公司法人治理结构。2.建立国有企业职业经理人制度，完善差异化薪酬制度和激励。3.加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。
“十四五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	推动国有企业完善中国特色现代企业：1.坚持党对国有企业的全面领导，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加快建立权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制。2.加强董事会建设，落实董事会职权，使董事会成为企业经营决策主体。按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，深化国有企业混合所有制改革，深度转换经营机制，对混合所有制企业探索实行有别于国有独资、全资公司的治理机制和监管制度。推行经理层成员任期制和契约化管理，完善市场化薪酬分配机制，灵活开展多种形式的中长期激励。3.完善国企市场化薪酬分配机制，普遍实行全员绩效管理。改革完善体现岗位绩效和分级分类管理的事业单位薪酬制度。规范劳务派遣用工行为，保障劳动者同工同酬。多渠道增加城乡居民财产性收入，提高农民土地增值收益分享比例，完善上市公司分红制度，创新更多适应家庭财富管理需求的金融产品。完善国有资本收益上缴公共财政制度，加大公共财政支出用于民生保障力度。4.健全鼓励国有企业研发的考核制度，设立独立核算、免于增值保值考核、容错纠错的研发准备金制度，确保中央国有工业企业研发支出年增长率明显超过全国平均水平。完善激励科技型中小企业创新的税收优惠政策。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

从业绩面来看，中药国企收入增速平缓稳定，费用端具备优化空间，利润率有望提升。

从基本面来看，中药国企拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的中药国企充分具备快速发展的潜力。

图22：国资背景中药企业拥有多个中华老字号品牌



资料来源：各公司官网

表15：国资中药企业营收增速、利润率较行业平均具备提升空间，资金成本低具备优势

证券代码	证券简称	2020-2023年 营业收入 CAGR (%)	2020-2023年 归母净利润 CAGR (%)	2023年毛利 率 (%)	2023年净利 率 (%)	2023年销售 费用率 (%)	2023年管理 费用率 (%)	2023年财务 费用率 (%)
600332.SH	白云山	6.98	11.63	18.79	5.64	8.08	4.24	-0.03
600329.SH	达仁堂	7.58	14.25	44.01	11.78	25.86	6.89	-0.19
000423.SZ	东阿阿胶	11.41	198.46	70.24	24.43	31.52	11.67	-1.96
002644.SZ	佛慈制药	20.30	-14.64	31.06	5.86	13.22	9.91	-0.43
600771.SH	广誉远	5.68	97.03	72.94	7.23	50.11	9.67	1.21
300026.SZ	红日药业	-1.99	-4.04	54.11	8.21	33.19	10.70	0.75
000999.SZ	华润三九	21.96	21.33	53.24	12.83	28.16	9.05	-0.10
000623.SZ	吉林敖东	15.28	-5.11	49.23	41.88	29.58	13.29	3.28
600750.SH	江中药业	21.60	14.35	65.31	17.46	37.09	7.83	-1.36
002349.SZ	精华制药	5.67	30.68	48.69	18.29	15.08	12.13	-1.53
600572.SH	康恩贝	4.45	9.28	58.48	10.02	33.96	12.53	-0.28
600422.SH	昆药集团	-0.06	-0.90	44.82	5.90	31.58	5.00	0.13
300534.SZ	陇神戎发	61.82	222.90	64.24	7.76	47.04	7.64	-0.29
600993.SH	马应龙	3.96	1.89	41.91	14.40	22.80	5.71	-1.41
600436.SH	片仔癀	15.60	18.73	46.76	28.35	7.78	5.96	-0.08
000590.SZ	启迪药业	13.73	3.57	52.42	6.15	22.20	24.62	0.52
600479.SH	千金药业	1.55	2.55	46.12	10.40	23.81	10.86	-1.20
600129.SH	太极集团	11.71	131.73	48.60	5.46	33.45	6.23	0.94
600222.SH	太龙药业	13.46	14.21	27.28	2.17	9.56	13.01	2.59
600085.SH	同仁堂	11.67	17.40	47.29	14.46	19.24	10.09	-0.62
01666.HK	同仁堂科技	13.71	8.07	42.04	14.65	15.95	9.36	-0.62
600351.SH	亚宝药业	3.79	22.96	57.85	6.18	33.39	13.20	0.11
000538.SZ	云南白药	6.10	-9.46	26.51	10.54	12.76	3.57	-0.66
00570.HK	中国中药	6.97	-8.24	51.18	7.70	35.31	5.75	0.74
600252.SH	中恒集团	-5.56	-46.89	61.45	0.98	43.04	17.27	-2.66

数据来源：Wind、开源证券研究所



品牌OTC皆具备较强品牌影响力。较大品牌影响力可以提升公司对渠道的议价能力以及对产品终端的提价能力。在渠道方面，品牌OTC受益于其品牌影响力，其产品渠道端常出现供不应求的情况，导致渠道商预先订货锁定产品份额，从而不断增加品牌OTC的预收账款。在产品终端，由于消费者已形成固有的品牌认知，再加上品牌OTC产品定位以价格敏感性较低的高端消费者为主，其价格较其他公司同通用名的产品价格更高，从而提升盈利能力。

积极进取的管理层、产品线丰富、渠道持续拓展是品牌OTC核心的发展因素，我们看好在管理、产品、渠道等方面进行内部改革后有业绩释放动力的老牌OTC。从管理层面来看，积极进取的管理层把握了企业未来较长时间内的的发展主旋律，是品牌中药OTC长远发展中最重要的影响因素，公司管理层注入新鲜血液、实行股权激励等措施有利于公司的长远发展。如羚锐制药、健民集团、济川药业等均在近两年实行了股权激励。从产品层面来看，老牌OTC普遍具备较强的品牌力，在市场竞争中处于领先地位，充分发挥品牌优势丰富产品线有利于公司覆盖更广阔的市场，以桂林三金为例，公司围绕三金片与西瓜霜系列两大主导产品和部分二线重点产品开展创新升级，加快拳头产品二次开发研究和经典名方中药新药研发步伐，由此，二线产品加大发力，公司有望走出新的成长曲线。从渠道层面来看，营销仍是重中之重，营销渠道改革能够给产品带来直接的销售提升，以济川药业为例，2023年公司推进营销渠道改革，持续优化资源配置，降低管理成本，产品资源得到更加深入地挖掘，更多产品列入重点培育梯队。

推荐标的：寿仙谷、羚锐制药、济川药业；受益标的：贵州三力、桂林三金、葵花药业、健民集团、达仁堂等。

表16：贵州三力、羚锐制药、健民集团、济川药业等产品力和品牌影响力较强的企业均曾开展股权激励促进内部改革

	激励计划	发布日期	考核目标
贵州三力	2021年限制性股票激励计划（草案）	2021/8/17	2022-2024年中成药归母净利润分别不低于1.8/2.15/3.3亿元
羚锐制药	2021年限制性股票激励计划（草案）	2021/6/24	2021-2023年扣非净利润增速分别为20%/20%/15%
健民集团	2022年限制性股票激励计划（草案）	2022/6/1	以2021年归母净利润为基数，2022-2023年归母净利润增速分别不低于10%、21%
济川药业	2022年限制性股票与股票期权激励计划（草案）	2022/8/2	2022-2024年扣非净利润分别不低于20/22/25亿元，且每年BD引进产品不少于4个

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表17：推荐及受益公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）		归母净利润增速			P/E				评级
		2024/4/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600129.SH	太极集团	36.30	1.48	1.96	2.33	2.69	24.6	18.5	15.6	13.5	买入
600422.SH	昆药集团	22.72	0.59	0.81	0.98	1.19	38.7	28.0	23.2	19.1	买入
002873.SZ	新天药业	11.91	0.35	0.45	0.53	0.65	34.1	26.5	22.5	18.3	买入
600557.SH	康缘药业	19.62	0.93	1.12	1.37	1.64	21.4	17.5	14.3	12.0	买入
688658.SH	悦康药业	16.53	0.41	0.71	0.91	1.22	40.3	23.3	18.2	13.5	买入
600535.SH	天士力	15.46	0.72	0.79	0.86	0.92	21.6	19.6	18.0	16.8	买入
002603.SZ	以岭药业	18.83	0.81	0.87	0.94	1.04	23.3	21.6	20.0	18.1	买入
600285.SH	羚锐制药	25.45	1.01	1.21	1.41	1.65	25.4	21.0	18.0	15.4	买入
603896.SH	寿仙谷	27.50	1.30	1.41	1.61	1.79	21.8	19.5	17.1	15.4	买入
600566.SH	济川药业	41.14	3.08	3.28	3.70	4.16	13.4	12.5	11.1	9.9	买入
000999.SZ	华润三九	59.97	2.90	3.34	3.81	4.33	20.8	18.0	15.7	13.8	未评级
000423.SZ	东阿阿胶	68.72	1.79	2.18	2.61	3.11	38.5	31.5	26.3	22.1	未评级
600572.SH	康恩贝	4.94	0.23	0.29	0.33	0.37	21.5	17.3	14.8	13.3	未评级
002275.SZ	桂林三金	14.30	0.72	0.91	1.05	1.06	19.9	15.8	13.6	13.6	未评级
603439.SH	贵州三力	15.66	0.71	0.88	1.09	1.34	21.9	17.7	14.3	11.7	未评级
600976.SH	健民集团	56.69	3.41	4.04	4.94	6.01	16.7	14.0	11.5	9.4	未评级
600329.SH	达仁堂	34.99	1.28	1.54	1.86	2.23	27.3	22.7	18.8	15.7	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所注：除太极集团、昆药集团、新天药业、康缘药业、悦康药业、天士力、以岭药业、羚锐制药、寿仙谷、济川药业，其余均来自Wind一致性预测。



# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

风险提示

## 4.1 2023年医疗器械板块仍然分化，医疗设备赛道保持增长

### 医疗设备

2023医疗设备板块营收1114.3亿，同比增长8.8%，归母净利润215.2亿元，同比下降0.1%，毛利率52.0%，净利率19.4%，医疗设备板块持续受益于新基建、海外营收提速、国产替代政策加持大背景，医疗设备厂商走出独立医疗器械行情，随高端产品结构逐步优化盈利能力持续增强，叠加设备更新换代政策和医疗合规化要求进一步深化，医疗设备赛道业绩成长确定性较强。

### 医疗耗材

2023医疗耗材板块营收781.3亿，同比下降4.3%，归母净利润79.8亿元，同比下降22.8%，毛利率40.7%，净利率10.5%，医疗耗材阶段性成长受阻。**高值耗材**：耗材集采和DRGs控费双重承压，但在政策扶持下具有创新型、独创型能力高耗公司有望在国内市场国产化率低的赛道中脱颖而出，通过产品力突破国外市场仍有较大压力；**低值耗材**：成长能力主要受供需关系、原材料价格、品类和市场拓展能力影响，疫情缓和需求释放、原材料价格稳定、品类扩增速度加快和海外市场降库存动作不断，多重因素促低耗市场成长延续力增强。

### 体外诊断

2023体外诊断板块营收451.4亿，同比下降67.1%，归母净利润95.2亿元，同比下降79.9%，毛利率60.4%，净利率20.9%，体外诊断板块受疫情检测量需求锐减影响，但常规检测有较大恢复，未来国内市场演绎化学发光等赛道集采国产替代逻辑，海外主打性价比出海高增长逻辑。

表18：医疗器械板块2023年业绩表现稳健

	医疗器械	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
营业收入（亿元）	2347.0	1114.3	781.3	451.4
yoy	-26.9%	8.8%	-4.3%	-67.1%
归母净利润（亿元）	390.2	215.2	79.8	95.2
yoy	-50.7%	-0.1%	-22.8%	-79.9%
扣非归母净利润（亿元）	310.6	197.1	64.8	48.8
yoy	-58.2%	8.3%	-28.0%	-89.6%
毛利率	49.9%	52.0%	40.7%	60.4%
净利率	16.7%	19.4%	10.5%	20.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截止2024年4月30日）

## 4.1 2024Q1医疗器械板块仍然分化，医疗耗材赛道表现较为突出

### 医疗设备

2024年一季度医疗设备板块营收267.5亿，同比下降1.7%，归母净利润52.4亿元，同比下降6.2%，毛利率52.0%，净利率19.8%，医疗设备将继续受益于医疗新基建、设备换代升级需求释放等，但医疗反腐或将需求采购后置，下半年业绩有望表现更佳，首选国产化率低&竞争格局佳赛道，如软内镜、血透设备等。**家用医疗器械**：后疫情自身健康管理意识加强及老龄化加深，家庭健康监控、智能诊断和快速治疗十分必要，家用检测和康复保健器械需求将长期释放。赛道大、成长性确定性强且无医保支付和合规化压力。

### 医疗耗材

2024第一季度医疗耗材板块营收203.6亿，同比增长2.3%，归母净利润29.6亿元，同比增长11.7%，毛利率41.9%，净利率14.8%，医疗耗材阶段性成长受阻，但全年不改增长态势。**高值耗材**：虽在集采和DRGs双重控费背景下，但目前高耗集采政策降价幅度逐渐柔和，部分国产化率、短期竞争格局优的赛道或将先通过国产替代和产品升级走出集采阴影，同时反腐常态化下手术量正逐步恢复，建议关注价稳量增集采出清赛道，如骨科、微外科等；**低值耗材**：当前处于去库存周期结束+内需爬产能内卷阶段，24年有望迎来产能扩建完成+新客户或新产品落地+海外客户订单回暖+未来成长性带来的估值切换，当前寻找业绩高增长+产业链向国内转移趋势+海外大订单标的。

### 体外诊断

2024第一季度体外诊断板块营收111.3亿，同比下降11.4%，归母净利润21.1亿元，同比下降21.3%，毛利率62.3%，净利率19.5%。2024年是集采执行大年，当前需重点关注安徽化学发光集采真实出厂价降价幅度和报量执行力度，作为市场最大、出海和国产替代逻辑最强的标杆赛道仍为投资重点。

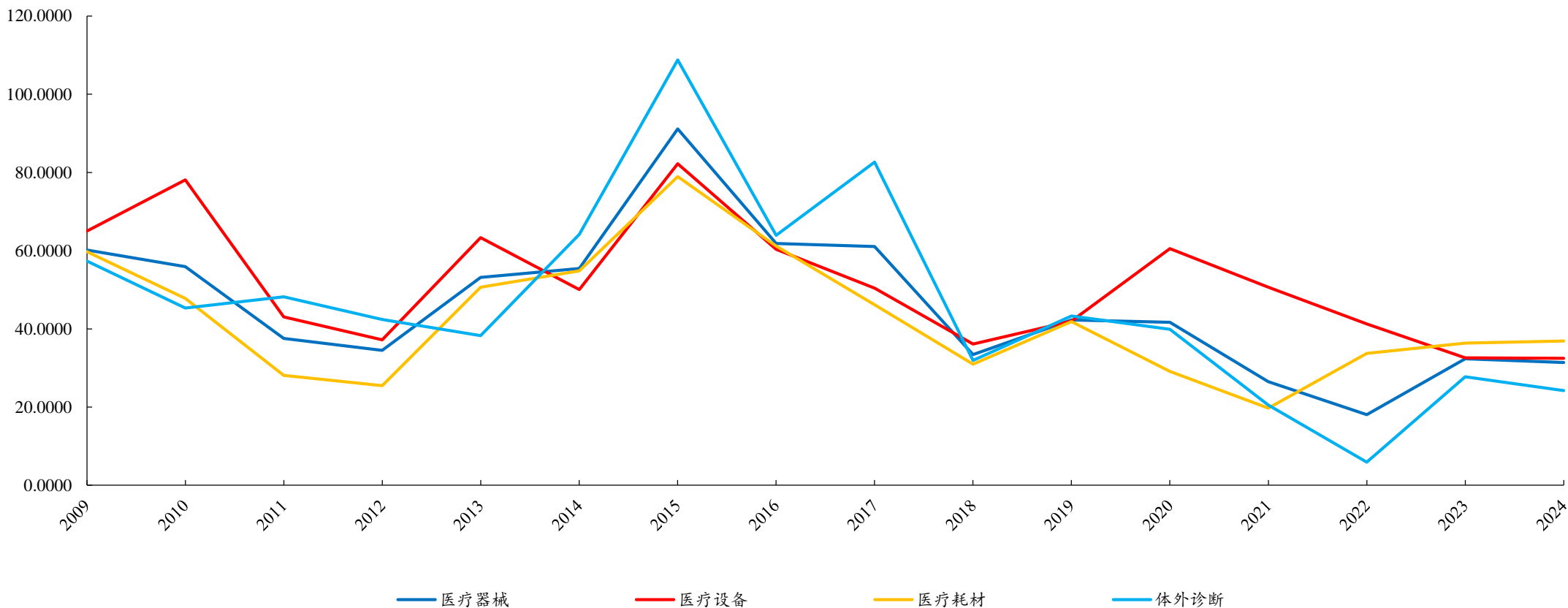
表19：医疗器械板块2024Q1年业绩表现稳健

	医疗器械	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
营业收入 (亿元)	582.3	267.5	203.6	111.3
yoy	-2.4%	-1.7%	2.3%	-11.4%
归母净利润 (亿元)	103.1	52.4	29.6	21.1
yoy	-5.6%	-6.2%	11.7%	-21.3%
扣非归母净利润 (亿元)	94.8	48.1	25.4	21.2
yoy	-2.5%	-9.6%	11.7%	0.1%
毛利率	50.4%	52.0%	41.9%	62.3%
净利率	18.0%	19.8%	14.8%	19.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截止2024年4月30日）

- 医疗器械板块估值：板块整体处于历史低位，2024年下半年有望在多重友好政策下迎来历史行情

图23：医疗器械板块估值处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截止2024年4月30日）

## 4.3

## 医疗器械：受益标的

表20：受益标的盈利预测与估值

	公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)			PE			评级
			2024/4/30	2024/4/30	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
稳健组合	300760.SZ	迈瑞医疗	3693.0	304.6	11.5	13.8	16.6	26.5	22.1	18.4	未评级
	688271.SH	联影医疗	1092.5	132.6	2.9	3.6	4.4	45.5	37.0	30.1	未评级
	300832.SZ	新产业	555.5	70.7	2.6	3.4	4.2	26.7	21.1	16.7	未评级
	002223.SZ	鱼跃医疗	387.5	38.7	2.2	2.6	3.0	17.4	15.0	13.0	未评级
	688617.SH	惠泰医疗	336.8	503.7	10.5	14.1	18.6	47.9	35.7	27.1	未评级
	603658.SH	安图生物	334.3	57.0	2.6	3.2	3.9	21.8	17.8	14.5	未评级
	300633.SZ	开立医疗	177.9	41.3	1.4	1.7	2.2	30.6	24.3	19.1	买入
	688016.SH	心脉医疗	154.2	186.4	7.8	10.0	12.8	23.8	18.7	14.6	未评级
	300298.SZ	三诺生物	134.8	23.9	0.8	1.0	1.2	29.0	23.0	20.0	未评级
	300049.SZ	福瑞股份	134.2	51.0	0.7	1.1	1.2	69.7	47.6	42.7	未评级
	688139.SH	海尔生物	118.5	37.3	1.6	2.0	2.5	23.1	18.4	14.7	买入
	300685.SZ	艾德生物	87.2	21.9	0.8	1.0	1.2	27.9	22.4	18.0	未评级
	301087.SZ	可孚医疗	79.1	37.8	1.9	2.4	2.9	20.1	15.8	13.1	买入
弹性组合	688212.SH	澳华内镜	71.6	53.4	0.9	1.3	2.1	57.4	40.5	25.2	未评级
	300396.SZ	迪瑞医疗	71.4	26.0	1.6	2.0	2.4	16.6	12.7	10.7	未评级
	688626.SH	翔宇医疗	63.8	39.9	1.6	2.0	2.6	25.3	19.9	15.6	买入
	603301.SH	振德医疗	57.3	21.5	1.6	2.1	2.5	13.2	10.3	8.6	未评级
	688677.SH	海泰新光	54.5	44.8	1.8	2.3	2.9	24.8	19.1	15.3	未评级
	688581.SH	安杰思	48.5	83.9	4.7	6.1	7.9	17.8	13.7	10.6	未评级
	688108.SH	赛诺医疗	47.0	11.5	0.0	0.1	0.3	862.4	101.6	38.9	未评级
	688358.SH	祥生医疗	35.9	32.0	1.9	2.5	3.1	16.7	12.7	10.2	未评级
300314.SZ	戴维医疗	32.1	11.2	0.7	0.9	1.1	16.9	12.8	9.9	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所（除澳华内镜、翔宇医疗、开立医疗、戴维医疗、海尔生物，其余均参考Wind一致预期。（数据截止2024年4月30日）



# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

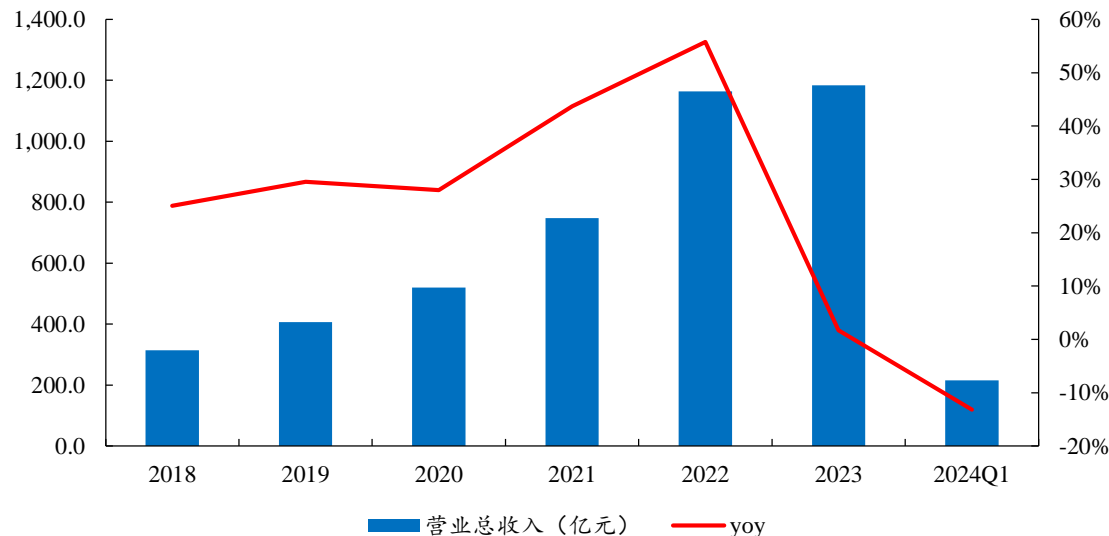
风险提示

- **CXO行业整体发展趋势：**2018-2022年，CXO行业经历快速成长期，国内新药研发景气度高涨，疫情和P药加速行业逻辑兑现；2023年至今，受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮等因素影响，CXO行业业绩阶段性承压。随着2024年以来海外新药投融资逐渐回暖、国内政策端支持创新药合理定价鼓励高质量创新，下游需求正逐渐恢复，供给端部分人员产能逐渐出清，CXO行业已开始进入复苏阶段。
- **2024Q1全球医疗健康投融资逐渐回暖，国内仍阶段性承压：**2024Q1全球医疗健康产业投融资总额整体增长稳健，全球投融资呈现回暖态势；2024Q1中国医疗健康产业融资额与融资事件数同比有所下滑，I类新药IND数量与3/4类仿制药NDA申请数量同比有所回落，国内医疗健康领域投融资仍处于承压阶段。
- **重点关注CXO细分领域结构性机会：**（1）多肽产业链：以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1药物全球销售额加速增长，催化整个多肽产业链高景气发展，下游需求快速释放，行业龙头企业有望凭借全产业链布局的先发优势打开成长空间；（2）ADC产业链：全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目，龙头外包服务商将进入快速成长期；（3）仿创药CRO：受全球医药投融资影响更小，下游需求更稳定，仿创药CRO企业新签订单与在手订单均稳健增长，业绩表现持续亮眼。
- **推荐标的及思路：**当前阶段享受海外逐步恢复，静待国内见底回升，关注结构性机会：泰格医药（国内临床CRO领先公司，受益国内创新药行业的发展）、诺泰生物（多肽产业链景气度高+产能布局领先）、圣诺生物（利润端弹性逐渐释放，新产能即将落地突破供给瓶颈）、百诚医药（业绩强劲增长，持续推进CRO+CDMO一体化布局）、阳光诺和（业绩增长稳健，充沛订单保障未来成长）、药明合联（稳步推进全球产能建设+在手订单充沛保障高增长）。

● 2018-2022年CXO行业总营收与总归母净利润增长稳健，2023年起阶段性回落

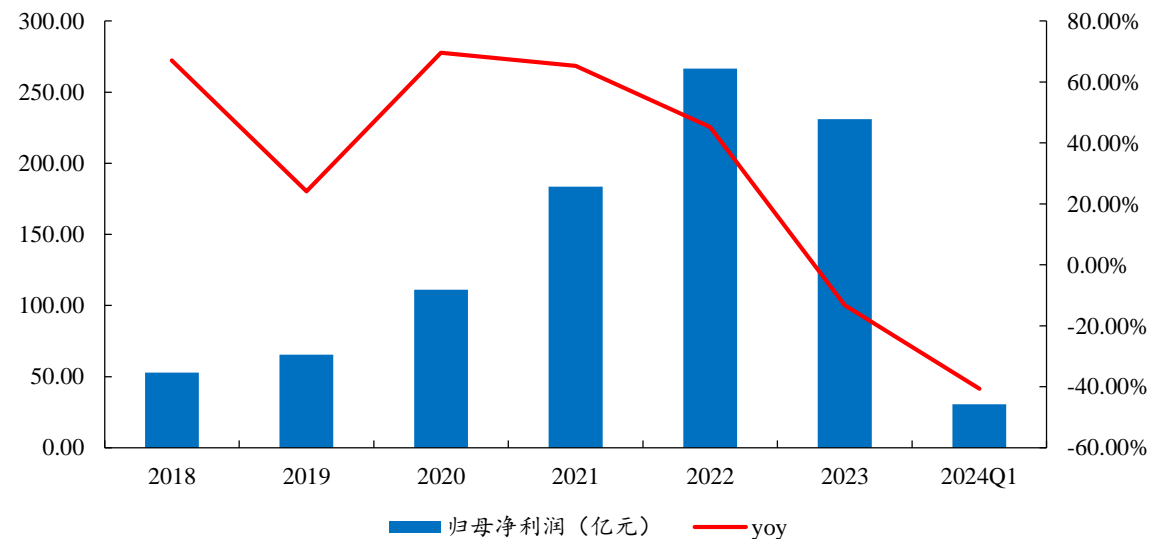
回顾2018-2024Q1经营情况，医药外包行业经历快速成长期后阶段性回落：2023年CXO行业总营收约1183.77亿元，同比增长1.70%；归母净利润约231.06亿元，同比下滑13.29%。2024Q1，总营收约216亿元，同比下滑13.20%；归母净利润30.57亿元，同比下滑40.61%。受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮等因素影响，CXO行业自2023年起业绩阶段性承压。

图24：CXO主要标的营收自2023年起阶段性承压



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了药石科技、昭衍新药、凯莱英、美迪西、阳光诺和、百诚医药、药明康德、康龙化成、和元生物、泰格医药、九洲药业、博腾股份、普洛药业、泓博医药、诺思格、普蕊斯、药明生物、药明合联、万邦医药、诺泰生物、圣诺生物 21家核心CXO标的的数据

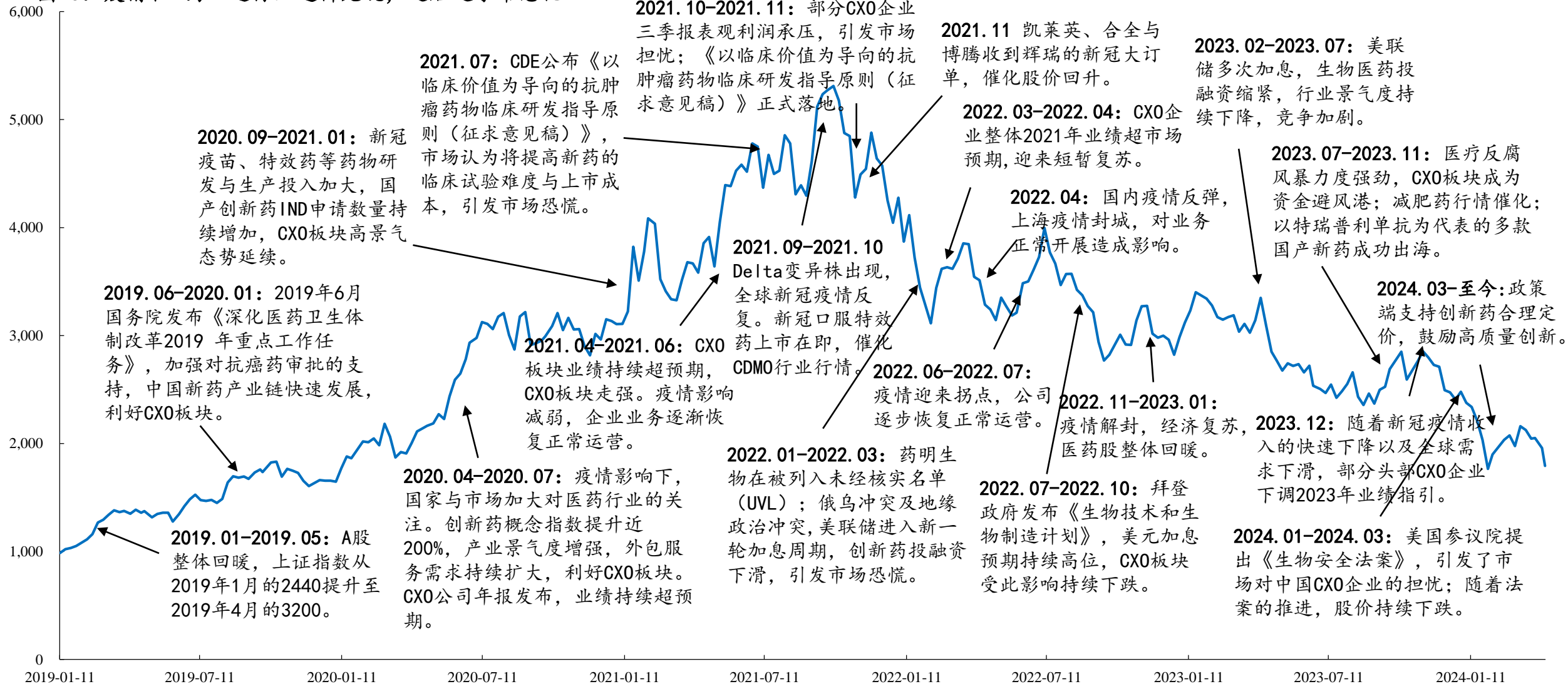
图25：CXO主要标的归母净利润自2023年起阶段性下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了药石科技、昭衍新药、凯莱英、美迪西、阳光诺和、百诚医药、药明康德、康龙化成、和元生物、泰格医药、九洲药业、博腾股份、普洛药业、泓博医药、诺思格、普蕊斯、药明生物、药明合联、万邦医药、诺泰生物、圣诺生物 21家核心CXO标的的数据

# CXO行情复盘：疫情和P药加速行业逻辑兑现，之后趋于常态化

图26：疫情和P药加速行业逻辑兑现，之后趋于常态化

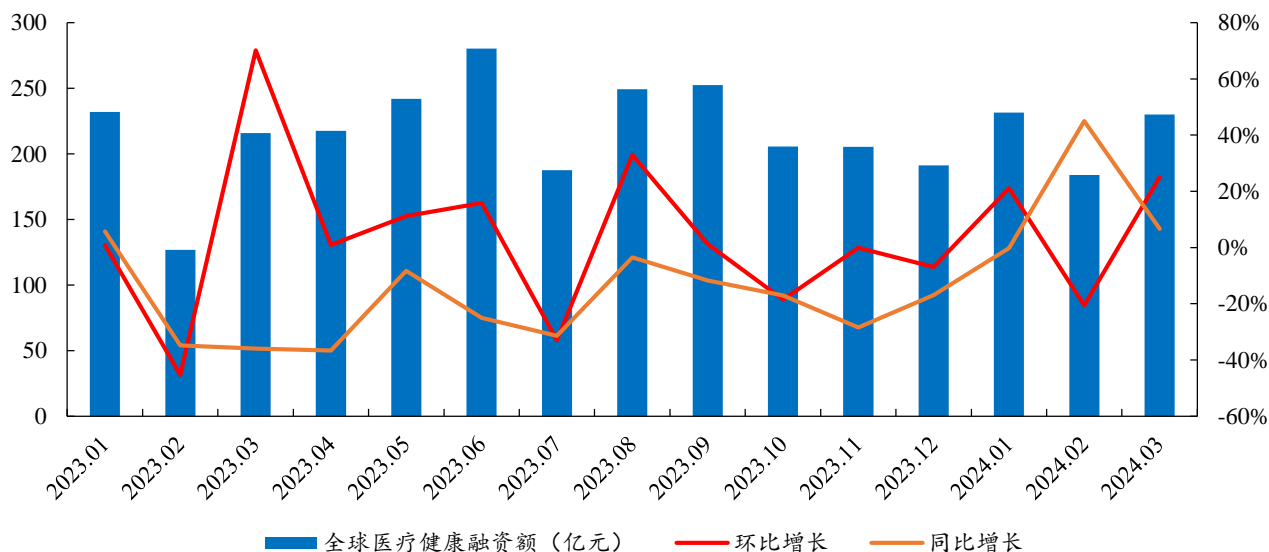


资料来源：Wind、各政府官网等、开源证券研究所

### ● 全球医疗健康投融资逐渐回暖，国内仍阶段性承压

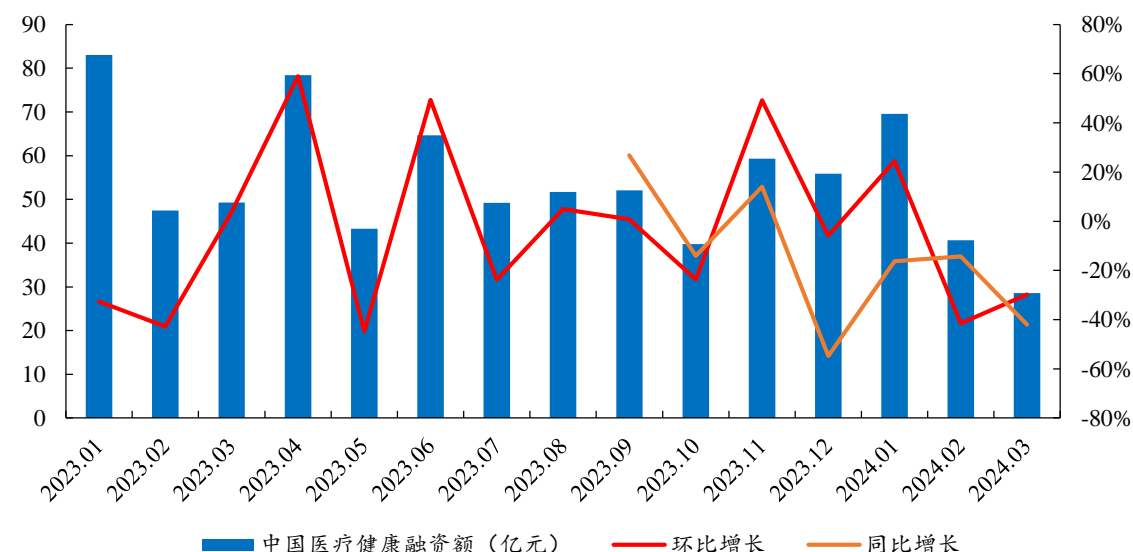
全球医疗健康领域投融资逐渐回暖，2024Q1融资额同比有所提升，国内仍阶段性承压。2024年全球医疗健康产业投融资总额整体增长稳健，全球投融资呈现回暖态势。根据财联社创投通数据显示，2023年全球医疗健康产业融资额合计约2605.5亿元，同比下滑21.4%；自2023Q4起，融资额同比降幅逐渐收窄，2024Q1合计约645.05亿元，同比增长12.30%。中国医疗健康领域投融资仍处于承压态势，2024Q1中国医疗健康产业融资额合计约138.79亿元，同比下滑22.80%；中国医疗健康产业融资事件数在2023Q4阶段性增加后，于2024年回落，2024年1-3月合计约270个，同比下滑14.83%。

图27：2024Q1全球医疗健康产业融资额同比稳健增长



数据来源：财联社创投通、开源证券研究所

图28：2024Q1中国医疗健康领域融资额同比略有下滑



数据来源：财联社创投通、开源证券研究所

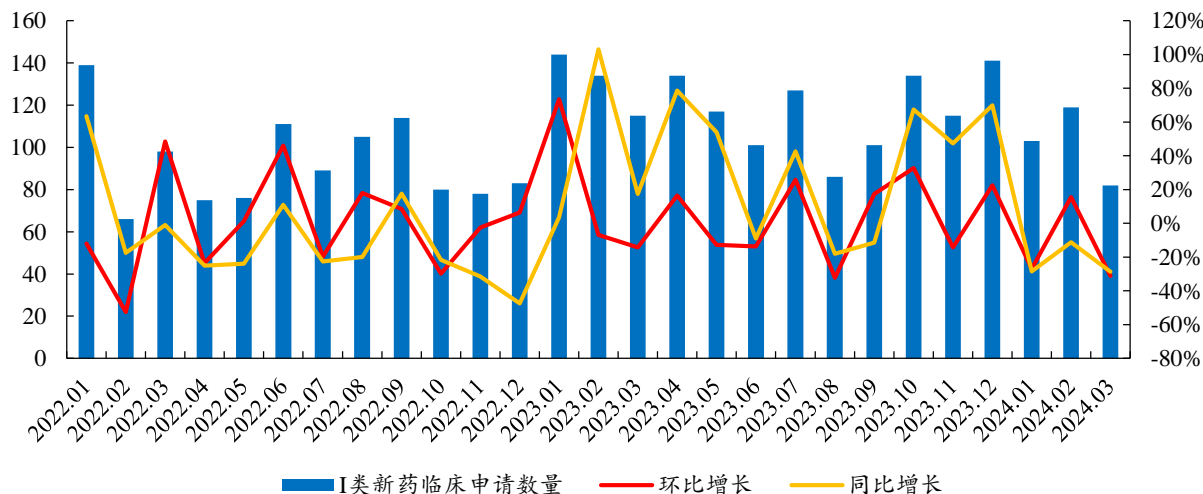


● 2024Q1国内I类新药IND数量与3/4类仿制药NDA数量略有下滑

2024Q1国内I类新药临床申请数量略有下滑。根据Insight数据统计，按受理号整理，2024Q1国内I类新药临床申请数量合计约500个，同比下滑约15.40%；其中I类化药与I类生物药分别约290/210个，同比下滑约18.99%/9.87%。按成分整理，2024Q1国内I类新药临床申请数量合计约304个，同比下滑约22.65%；其中I类化药与I类生物药分别约140/164个，同比下滑约24.32%/21.15%。2024年以来国内I类新药IND申报略显承压态势。

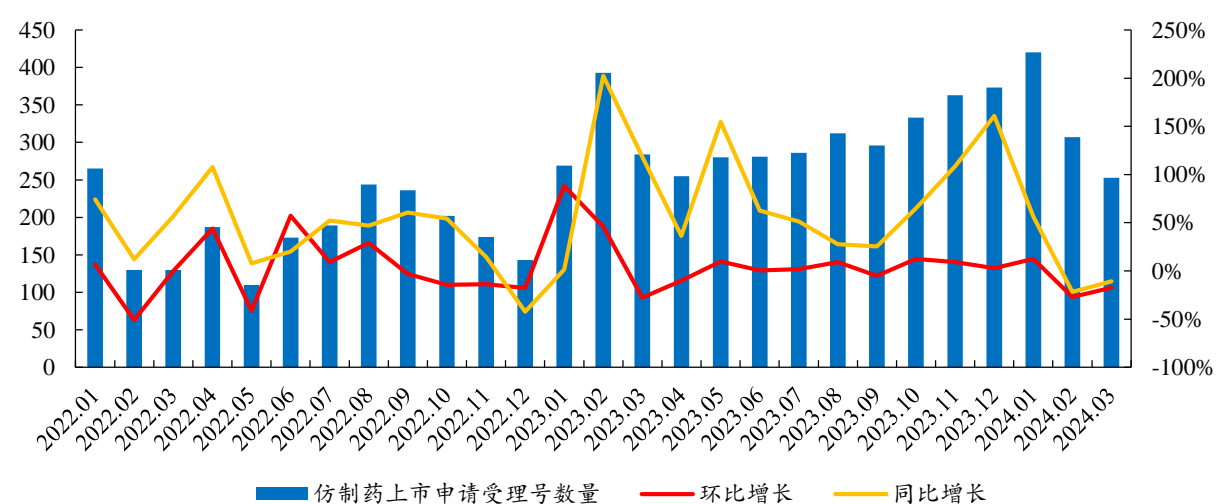
国内仿制药上市申请受理号数量自2024年2月起回落。根据Insight数据统计，国内仿制药上市申请受理号数量自2023年9月起逐月稳健增长，于2024年1月达到420个，同比增长56.1%；自2024年2月起，仿制药上市申请受理号快速回落，2月与3月分别达307/253个，同比下滑21.9%/10.9%。

图29：2024Q1国内I类新药临床申请数量略有下滑



数据来源：Insight、开源证券研究所

图30：国内仿制药上市申请受理号数量自2024年2月起回落



数据来源：Insight、开源证券研究所

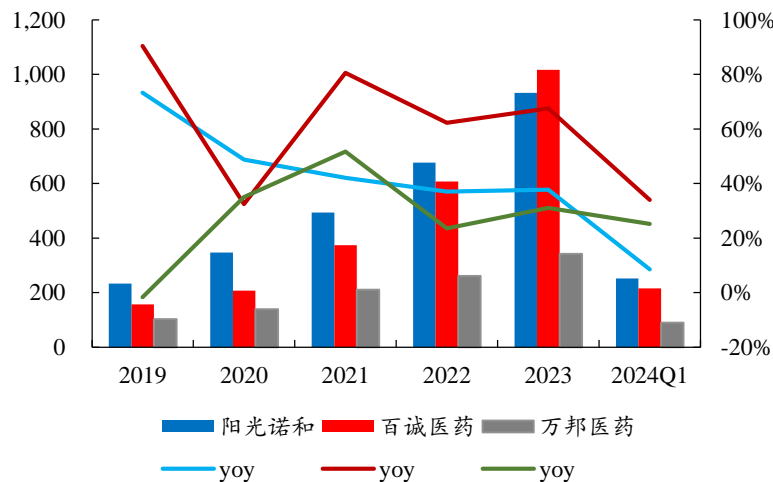
## 仿制药CRO：业绩表现持续亮眼，充沛订单保障未来成长

相较于创新药CXO企业，仿制药CRO下游需求更稳定，受全球医药投融资影响更小。同时，国内人口老龄化加剧加速对药品的需求，药品可及性问题日益凸显，成为国内仿制药市场扩容的长期逻辑；全球范围内多款大单品即将面临专利悬崖，制药企业希望在原研药专利到期之前实现首仿、快仿，差异化竞争也要求仿制药企开发复杂剂型、特殊给药途径等高端仿制药，选择外包能有效提升研发效率、加快项目推进节奏，CRO的重要性日益凸显。

仿制药CRO企业业绩整体表现亮眼，阳光诺和与百诚医药体量相对较大。随着政策推动以及下游仿制药研发需求不断增加，仿制药CRO企业近年来业绩表现亮眼。2023年，阳光诺和、百诚医药、万邦医药分别实现营收9.32/10.17/3.42亿元，同比增长37.76%/67.51%/31.07%；实现扣非归母净利润1.80/2.59/0.98亿元，同比增长26.67%/52.48%/12.89%。2024Q1延续之前态势，业绩整体增长稳健。

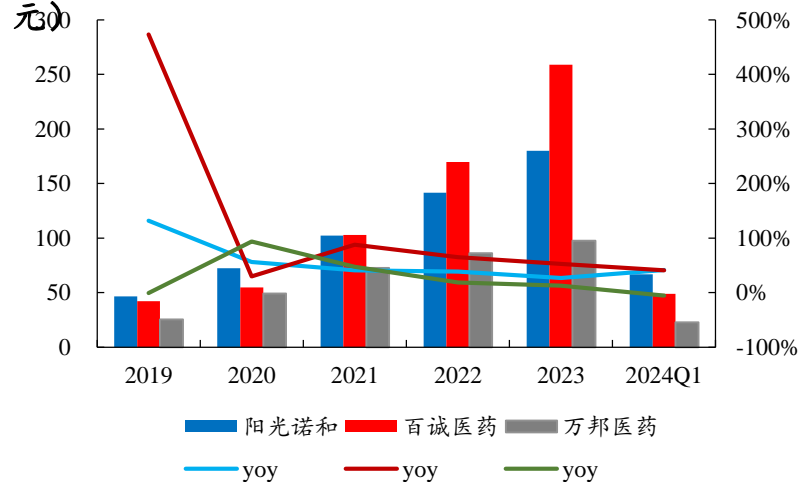
仿制药CRO企业整体订单充沛，为未来业绩稳健增长提供保障。从新签订单看，2022年阳光诺和、百诚医药与万邦医药分别约11.02/10.07/3.84亿元，同比增长18.6%/24.63%/56.07%；2023年阳光诺和、百诚医药分别约15.04/13.60亿元，同比增长36.50%/35.06%。从在手订单看，截至2023年12月底，阳光诺和与百诚医药分约25.66/15.86亿元，同比增长28.69%/18.90%。充足的订单表明下游客户需求较旺盛，也为3家公司未来业绩增长提供了保障。

图31：仿制药CRO企业营收稳健增长（百万元）



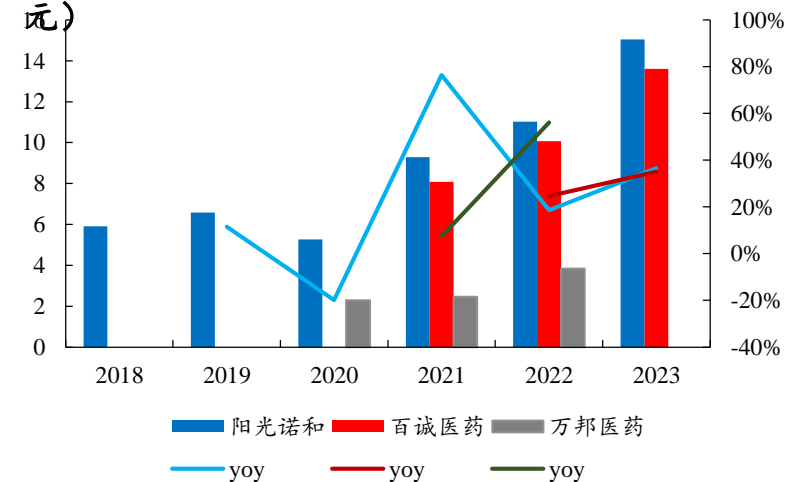
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：仿制药CRO企业归母净利润快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：仿制药CRO企业新签订单稳健增长（百万元）



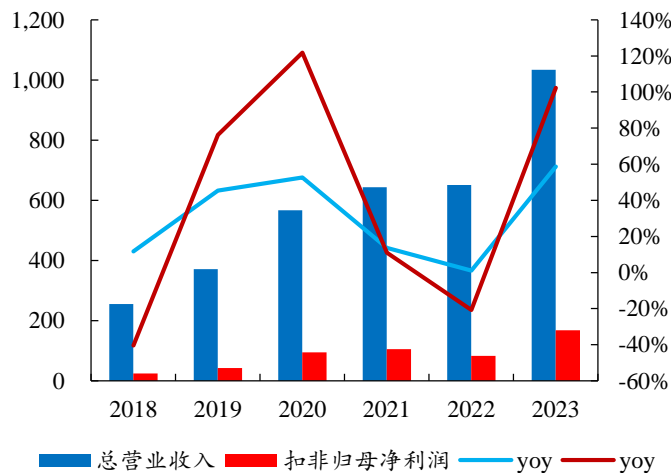
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

● 下游需求快速释放催化多肽产业链蓬勃发展，赛道龙头成长空间较大

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1药物全球销售额加速增长，催化整个多肽产业链景气发展，下游需求快速释放。诺泰生物与圣诺生物作为国内多肽赛道领军企业，已布局多肽全产业链业务，2023年实现营收10.34/4.34亿元，同比增长58.69%/9.73%；扣非归母净利润1.68/0.59亿元，同比增长102.32%/4.81%。根据公司自愿性披露公告，2024Q1诺泰生物实现扣非归母净利润5500-7000万元，同比增长135.22%-199.37%；2024Q1圣诺生物实现营收约1.02亿元，同比增长24.82%，实现扣非归母净利润1618万元，同比增长157.75%。诺泰生物于2023年开始加速成长，圣诺生物于2024Q1开始放量，具有较强的成长潜力。

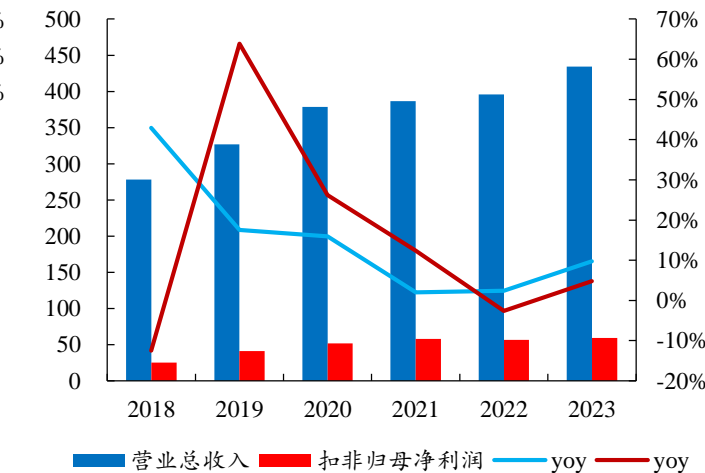
两家公司持续推进多肽原料药产能建设。诺泰生物IPO募投项目“106车间多肽原料药产品技改项目”已于2023年内完成建设，目前多肽原料药产能已达吨级规模；公司同步规划新建601多肽原料药车间，预计2025年底多肽原料药产能将达数吨级规模。圣诺生物技改项目“多肽创新药CDMO、原料药产业化项目”快速推进，预计落地后原料药产能将在原来400kg/a的基础上提升至850kg/a；募投项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”也处于建设阶段。

图34：2023年诺泰生物业绩表现亮眼（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2023年圣诺生物业绩稳健增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：圣诺生物与诺泰生物持续推进多肽原料药产能建设

诺泰生物车间	产品名称	生产能力	工程期数	建设情况
106车间	利拉鲁肽	200kg/a	八期工程	已建，待验收
	司美格鲁肽	150kg/a		
	艾博韦泰	400kg/a	十四期工程	
	利拉鲁肽	80kg/a		
601车间	司美格鲁肽	20kg/a	-	在建
	司美格鲁肽	2250kg/a		
	替尔泊肽	2250kg/a		

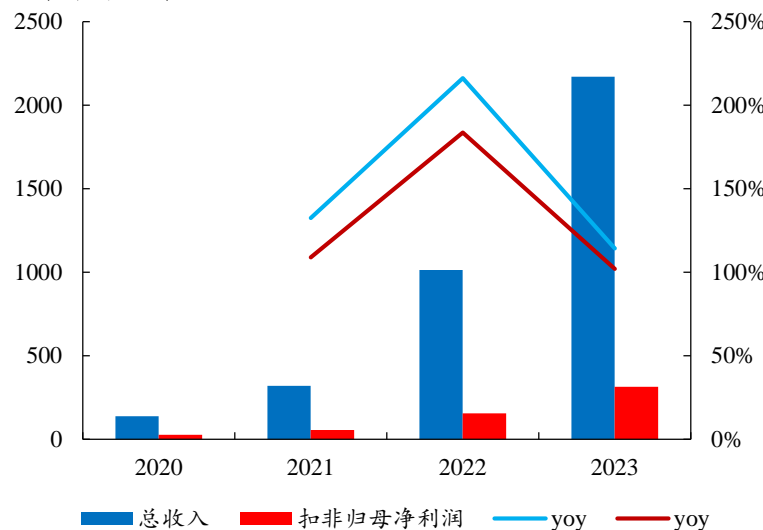
圣诺生物项目	涉及子公司	状态
年产395千克多肽原料药生产线项目	眉山汇龙药业	建设中
制剂产业化技术改造项目	成都圣诺生物制药	建设中
工程技术中心升级项目	成都圣诺生物制药	建设中

资料来源：圣诺生物年报、诺泰生物年报、开源证券研究所

● ADC赛道高景气发展，药明合联订单与项目数量均快速增加保障未来高增长

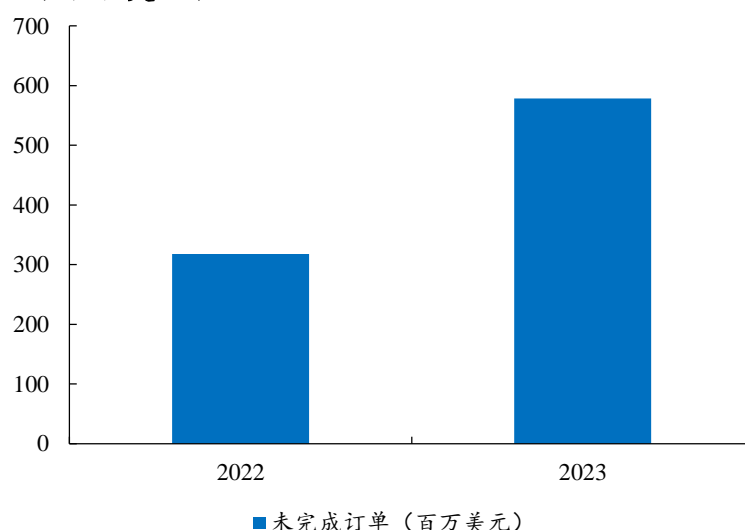
全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目。ADC药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面一系列跨学科的能力，而大多数生物制药公司不具备相关的技术平台，外包成为了这些企业最合适的选择；药明合联作为全球ADC CRDMO龙头企业，随着下游行业景气度持续提升，药明合联已进入快速成长阶段。2023年，药明合联实现营业收入21.69亿元，同比增长114.26%；实现扣非归母净利润3.15亿元，同比增长102.04%；未完成订单总量达5.79亿美元，同比增长81.9%，为公司未来业绩的快速增长提供保障。截至2023年年底，药明合联药物发现阶段项目累计总数达427个，同比增长42.8%；综合项目数达143个，同比增长+52.1%，“赋能、跟随和赢得分子”战略成功推动项目快速增长。

图36：2020-2023年药明合联业绩快速增长  
(百万元)



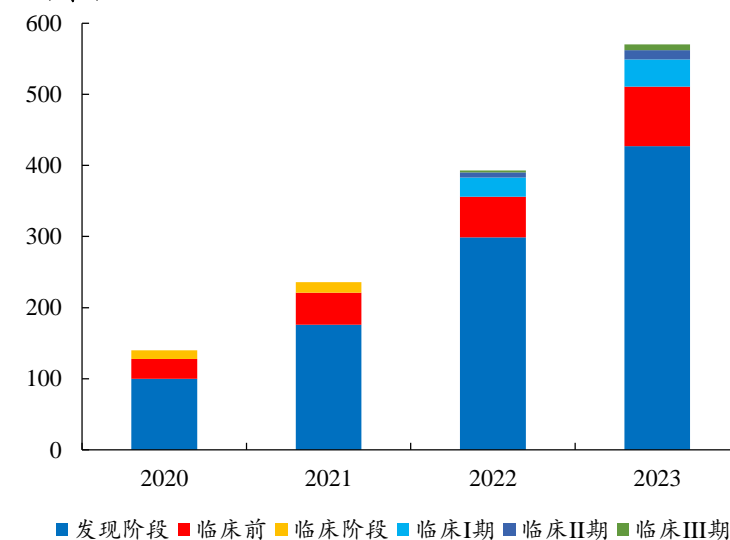
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2023年药明合联未完成订单稳健增长  
(百万美元)



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

图38：2020-2023年药明合联项目数量稳健增长  
(个)



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所



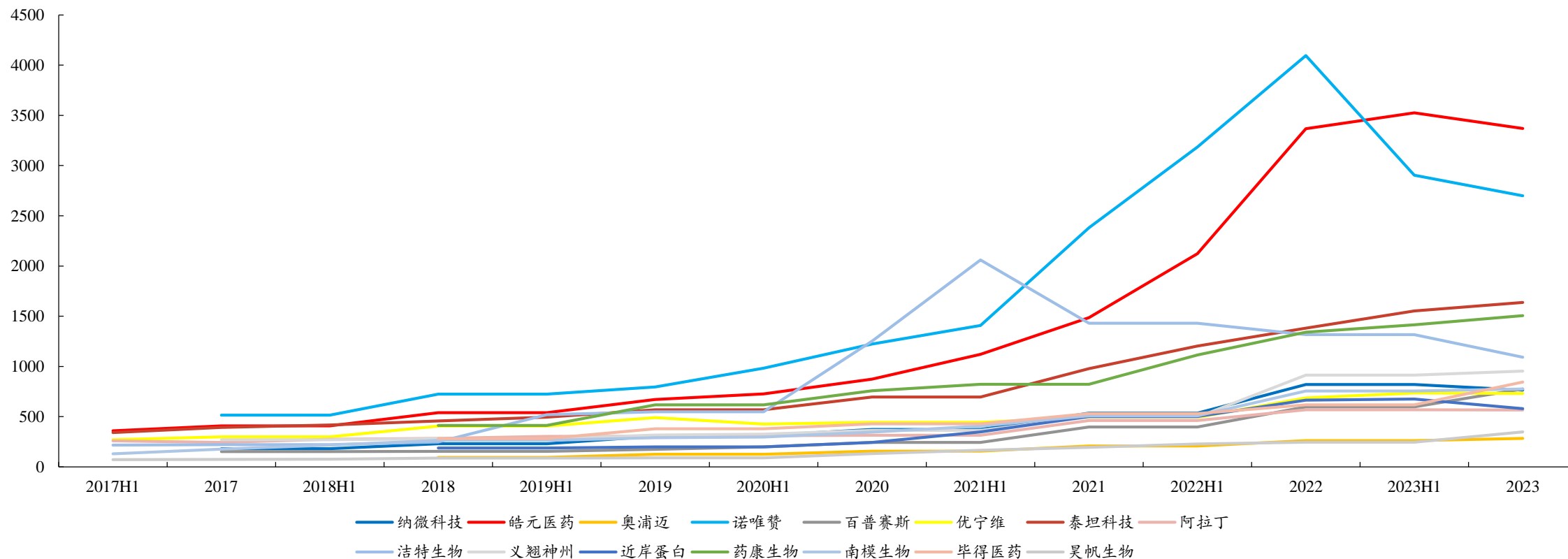
## 5.6 科研服务行业要点总结：关注结构性机会，布局强 $\alpha$ 标的

- **整体上生物医药上游的需求端与CXO基本一致：**海外增长情况依然比较健康，国内需求未看到拐点出现；另一方面，（1）由于上游公司在海外收入的体量较小，并且仍处于渠道扩充的阶段，我们认为其并不一定能恰当的展现海外整体需求情况；（2）国内需求拆开看，工业端需求比较疲软；科研端需求相对刚性，增长情况相对较好。
- **供给端快速扩充后，目前正在逐步出清：**（1）从经营层面看，上游行业处于发展较为早期的阶段，多数公司在2021/2022年上市，上市后多数公司快速补充人员，加大研发并推出股权激励，深度绑定人才。回顾2023年，多数公司受新冠疫情及上游需求波动的影响，收入增速有所放缓，同时人员快速扩充/股权激励费用等先行费用导致利润增速不及收入；（2）以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司逐步在优化人员，供给端在逐步出清。
- **部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：**在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。部分上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长，海外业务将进入高质量发展阶段。
- **推荐标的及思路：**重点推荐细分领域领先，海外业务快速发展，公司积极进取或依然有 $\alpha$ 属性的标的：药康生物（模式小鼠龙头竞争格局佳，海外业务将迎来快速发展期）、毕得医药（持续布局欧美印三地仓储中心，海外业务持续拓展）、奥浦迈（兼具 $\alpha$ 属性的中国生物药强 $\beta$ 标的，即将迎来加速发展期）、百普赛斯（重组蛋白领域领先，海外占比高）、阿拉丁（美国市场正在起步，收购源叶生物未来成长可期）、皓元医药（工具化合物领域领先，经营处于左侧）。



科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。

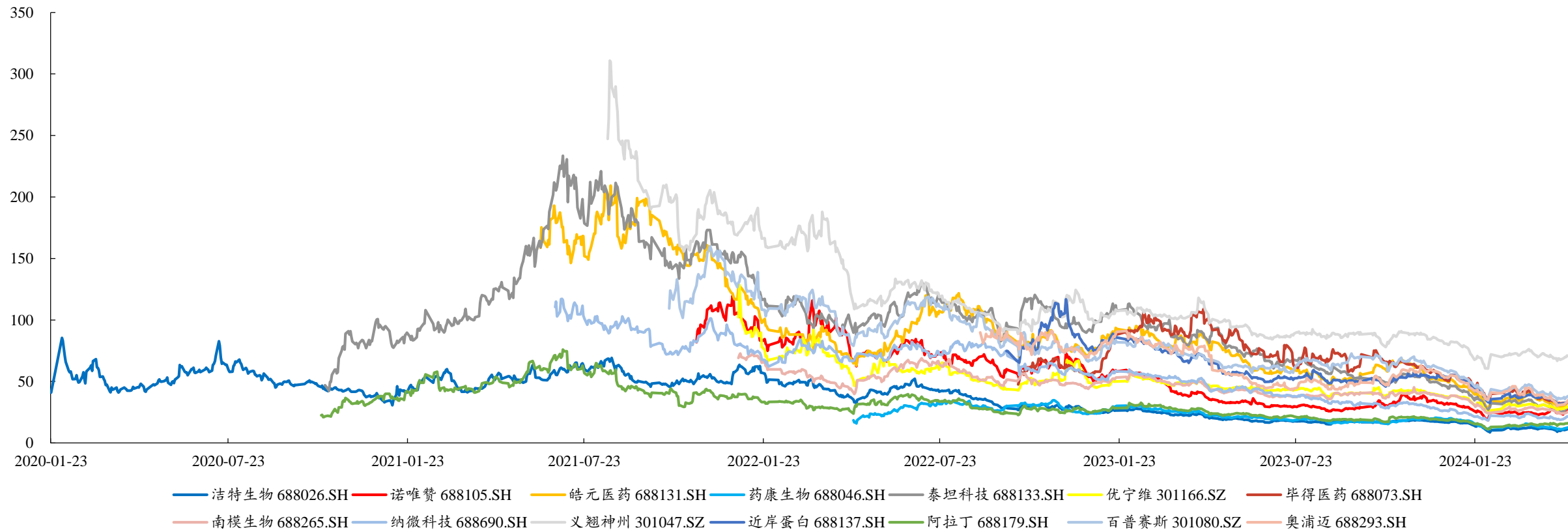
图39：2021/2022上游公司快速补充人员（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

➤ 回顾科研服务的表现，自2021年7月开始板块股价整体开始回调，多数公司回调超50%，近半年多数公司股价处于底部震荡阶段。

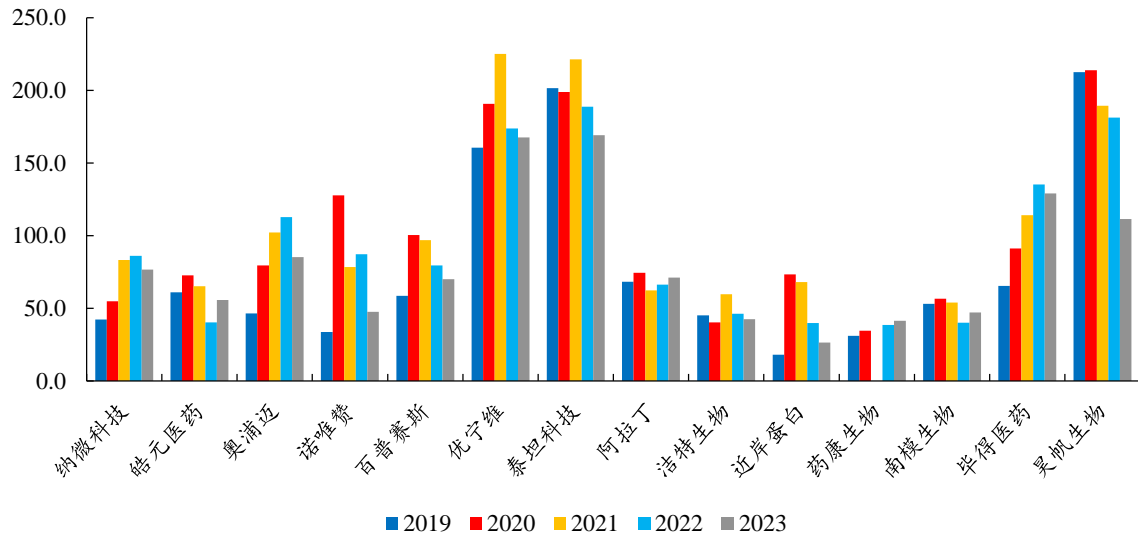
图40：科研服务公司股价整体回调充分



数据来源：Wind、开源证券研究所

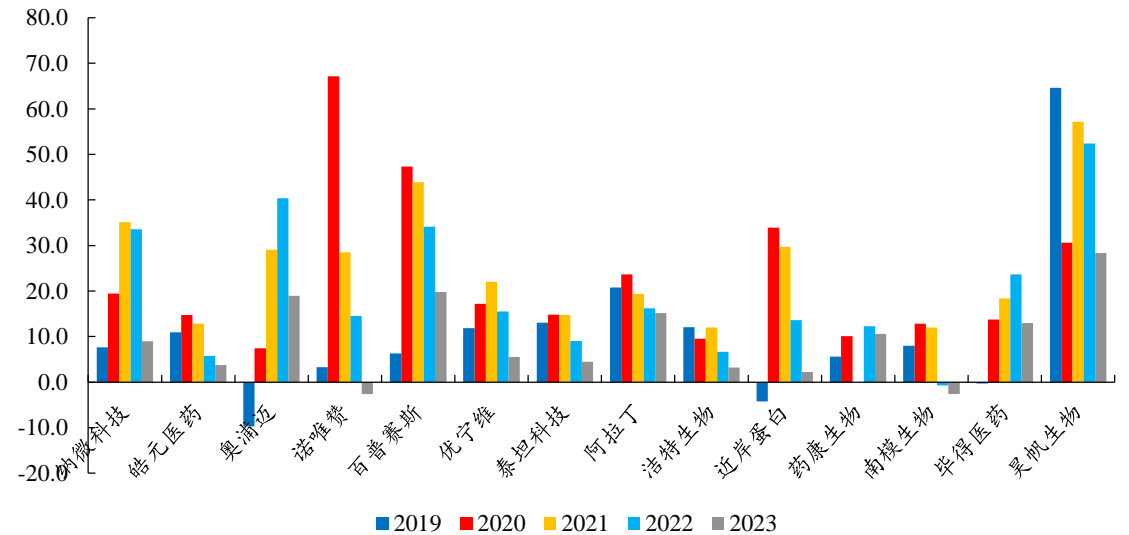
回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021年人均创收和人均创利基本都处于稳步向上增长，2022-2023年多数公司的人效有一定波动。考虑业务的性质，多数上游标的的人效正处于爬坡阶段，预计相关标的的收入增速将与利润增速趋于匹配，利润端弹性逐渐显现。

图41：人均创收：优宁维、昊帆生物与泰坦科技整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

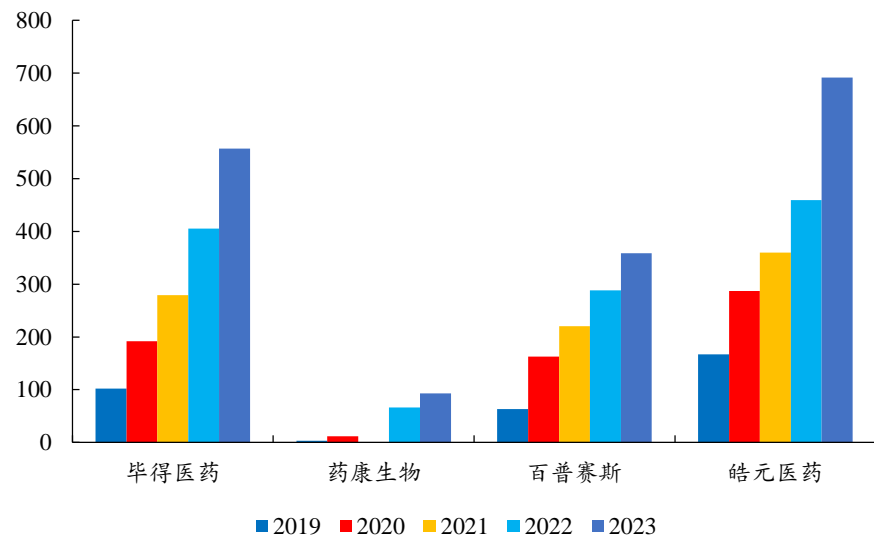
图42：人均创利：百普赛斯、昊帆生物整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。以毕得医药、皓元医药、药康生物、阿拉丁、百普赛斯为代表的上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长，海外业务将进入高质量发展阶段。

图43：部分科研服务企业海外营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表22：部分科研服务企业正积极布局海外市场

公司名称	出海产品	海外布局	海外营收增速 (2023年)	海外营收占比 (2023年)
毕得医药	分子砌块	公司已在美国、德国、印度等地区设立子公司，为全球多个国家和地区的客户产品及服务	+37.36%	51.02%
药康生物	模式小鼠 (配套功能药效服务)	目前设有美国子公司及欧洲办事处，首个海外生产设施落地San Diego，已于2024Q1启用，海外客户数量持续扩容中	+39.94%	14.94%
阿拉丁	科学试剂	通过3家海外子公司积极布局海外市场，已在美国洛杉矶设立仓储基地，海外业务开始起步	-13.02%	1.53%
皓元医药	分子砌块+ 工具化合物	已在美国、欧洲、印度、东南亚等多地建立商务中心，通过“MCE”、“乐研”、“ChemScene”和“ChemExpress”四大自主品牌覆盖海内外市场	+50.46%	36.78%
百普赛斯	重组蛋白	2023年，公司在欧洲和日本等地新设多家海外子公司，销售网络已经覆盖北美、亚太及欧洲等主要国家和地区；公司计划建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力	+21.65%	65.92%

资料来源：各公司年报、Wind、开源证券研究所

表23：推荐标的盈利预测与估值

	公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
				2024/04/30	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
CXO	688076.SH	诺泰生物	买入	56.03	1.16	1.53	2.04	48.3	36.6	27.5
	688117.SH	圣诺生物	买入	29.02	1.26	1.57	1.88	23.0	18.5	15.4
	300347.SZ	泰格医药	买入	59.11	2.57	2.85	3.23	23.0	20.7	18.3
	301096.SZ	百诚医药	买入	68.86	3.61	5.22	7.43	19.1	13.2	9.3
	688621.SH	阳光诺和	买入	56.35	2.45	3.24	4.21	23.0	17.4	13.4
	2268.HK	药明合联	买入	21.90	0.47	0.58	0.8	46.6	37.8	27.4
科研服务	688073.SH	毕得医药	买入	35.11	1.49	2.00	2.31	23.6	17.6	15.2
	688046.SH	药康生物	买入	12.72	0.50	0.61	0.78	25.4	20.9	16.3
	688179.SH	阿拉丁	买入	16.03	0.56	0.69	0.83	28.6	23.2	19.3
	688293.SH	奥浦迈	买入	37.81	0.69	0.98	1.31	54.8	38.6	28.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（上述标的盈利预测均来自开源证券研究所，收盘日期为2024年4月30日）



# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

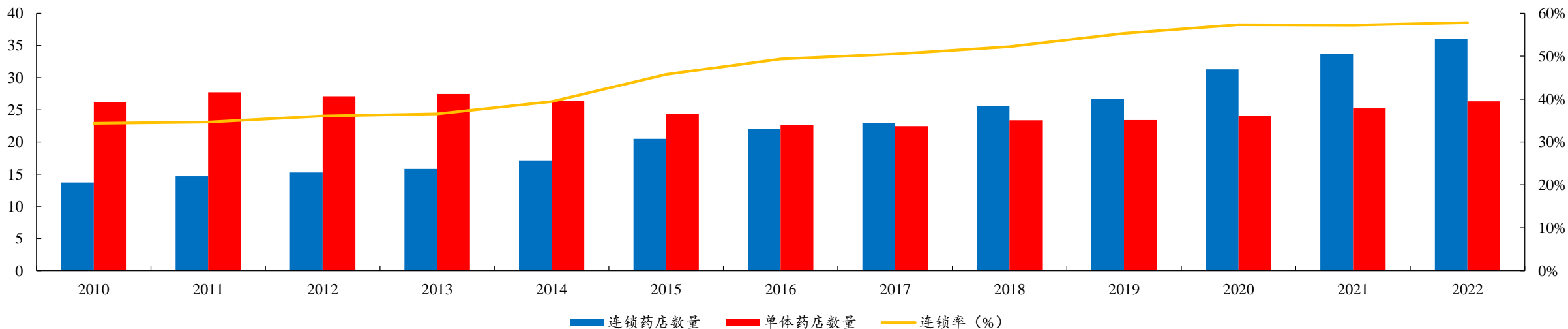
风险提示

## 6.1

# 药店：2024年零售药店投资逻辑一：看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力

- 集中度有较大提升空间。对比2022年美国CR3 85%和日本CR10 73.7%，我国CR10仅为30.9%。据商务部发布的《2022年药品流通行业运行统计分析报告》，截至2022年底，零售药店连锁化率为57.8%，行业集中度仍有较大提升空间。
- 药店连锁率持续提高：（1）政府监管趋严、带量采购情况下，中小药店议价能力弱，竞争加剧，单店增速甚至为负。（2）连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先于中小药店。
- 长期来看，中小药店生存环境受到挤压：（1）带量采购品种采购难度大；（2）生产的高毛利产品种类越来越少；（3）税收、药监管理越来越规范；（4）统筹资质难以获取。
- “十四五”规划促进行业集中度提升，提出到2025年，培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售连锁率接近70%，药店龙头强者恒强。

图44：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）



数据来源：国家药监局、开源证券研究所

## 6.1

## 药店：2024年零售药店投资逻辑一：看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力

- 新开店有望后续贡献业绩，我们看好零售药店业绩稳健增长。2023年起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。

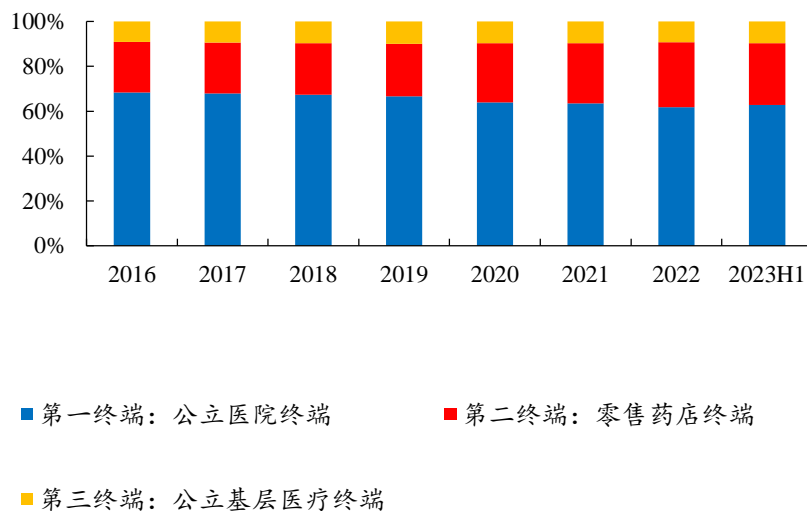
表24：老百姓、大参林、益丰药房、一心堂步入“万店”阶段，漱玉平民、健之佳规模稳步扩大

2023年	老百姓	大参林	益丰药房	一心堂	漱玉平民	健之佳
总门店数	13,574	14,074	13,250	10,255	7,337	5,116
直营门店数	9,180	9,909	10,264	10,255	4,104	5116
加盟门店数	4,394	4,165	2,986	-	3,233	-
净新增门店数	2,791	4,029	2,982	1049	1881	1061
其中：						
新增直营门店数	1,802	2,132	2,172	1,381	787	1071
新开	1,471	1,382	1,613		342	799
并购	331	750	559	1,381	445	272
新增加盟店	1,586	2,158	1024	-	-	-
关闭门店数	271（直营）	261	153	134	8（直营）	10

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

- 零售药店终端市场份额增长，印证处方外流趋势：集采下药品价格下降成为行业趋势，可能导致部分外资原研药退出医院市场，扩大医药零售销售规模。从市场份额上看，零售终端是药品市场第二大销售终端，规模持续上升，第一终端占比不断下降，印证处方外流趋势。
- 政策持续推动处方外流。未来处方药及慢病品类占比有望提升，专业服务成为核心竞争力。龙头连锁药店在供应链、价格、品种、厂家资源支持、专业服务能力等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，龙头药店将因此受益。

图45：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



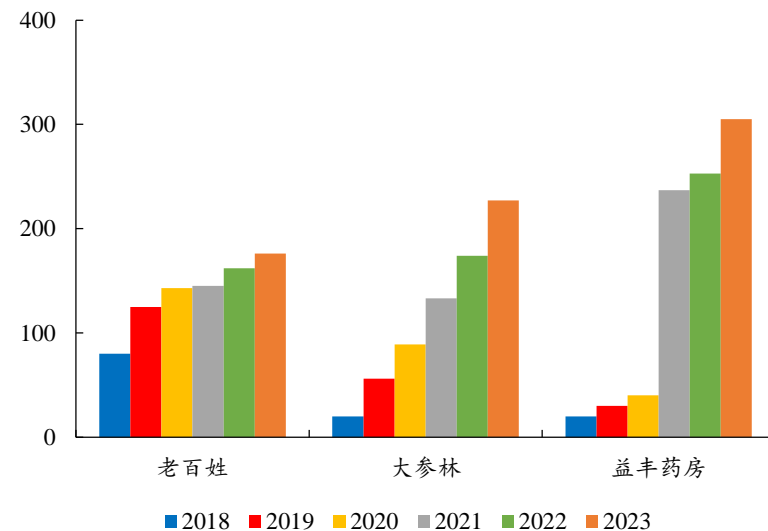
数据来源：米内网、开源证券研究所

表25：零售药店积极布局“双通道”统筹资质药房

	2021	2022	2023
老百姓	149	227	280
大参林	-	457	574
益丰药房	130	197	256
一心堂	-	221	-
健之佳	17	124	139

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图46：零售药店积极推进DTP药房建设



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

- 客流方面：随着居民消费能力逐渐恢复，门店客流将逐步提高，各大药房通过便利店、药妆店等新业务模式吸引新客群，客流有望进一步提升。尽管互联网医药电商的发展可能带来竞争加剧，但在政策严格监管的背景下，我们认为药店客流整体呈提升趋势。
- 客单价方面：各大药房在疫情下调整商品品类、销售模式等，提升中药、药妆等毛利率较高的品种销售，发展便利店、药妆店等新业务模式初见成效，并且随着各大药房大力布局慢病管理服务，慢病药品销售的提升也将带动客单价提升。我们认为在药店积极优化产品结构，探索销售模式的背景下，客单价有望提升。

表26：看好多元化经营下零售药店客流、客单提升

客流	客单
<p>(1) 随着经济社会全面恢复常态化运行，促消费政策也在持续显效，居民消费恢复态势向好，企业可通过促销活动吸引客流；</p> <p>(2) 便利店、药妆店等新店型吸引新客群；</p> <p>(3) 通过服务提升客户黏性，提升复购率；</p> <p>(4) 布局院边店、DTP门店、门特门慢统筹门店，“双通道”定点机构逐步对接医院，政策推动处方外流加速，客流有望提升等。</p>	<p>(1) 中药、药妆等毛利率较高的品种提升客单价。</p> <p>(2) 随着药店大力发展慢病服务，加大慢病统筹门店布局，慢病药品销售占比提升将提升客单价。</p>

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表27：2023年健之佳在多元化经营下实现较快营收增长

	2023年营收 (亿元)	营收YOY	营收占比	毛利率
中西成药	64.77	27.53%	71.33%	31.62%
中药材	3.67	27.38%	4.04%	47.30%
保健食品	4.53	9.21%	4.98%	40.49%
个人护理品	1.29	6.76%	1.42%	5.86%
医疗器械	7.01	-9.30%	7.72%	44.30%
生活便利品	4.00	6.19%	4.41%	29.06%
体检服务	0.10	4.89%	0.11%	34.37%

数据来源：健之佳公司公告、开源证券研究所



表28：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）		EPS			PE				评级
		2024/4/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603939.SH	益丰药房	43.94	1.40	1.74	2.18	2.73	31.4	25.3	20.2	16.1	买入
603883.SH	老百姓	33.47	1.59	1.91	2.31	2.80	21.1	17.5	14.5	12.0	买入
605266.SH	健之佳	47.74	3.23	3.78	4.50	5.33	14.8	12.6	10.6	9.0	买入
301017.SZ	漱玉平民	12.67	0.33	0.43	0.54	0.71	38.6	29.5	23.5	17.8	买入
002727.SZ	一心堂	21.08	0.92	1.76	2.05	2.26	22.9	12.0	10.3	9.3	未评级
603233.SH	大参林	21.78	1.03	1.36	1.66	1.89	21.3	16.0	13.1	11.6	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（除益丰药房、老百姓、健之佳、漱玉平民外，其他公司的盈利预测来自Wind一致预期，收盘日为2024年4月30日）

# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

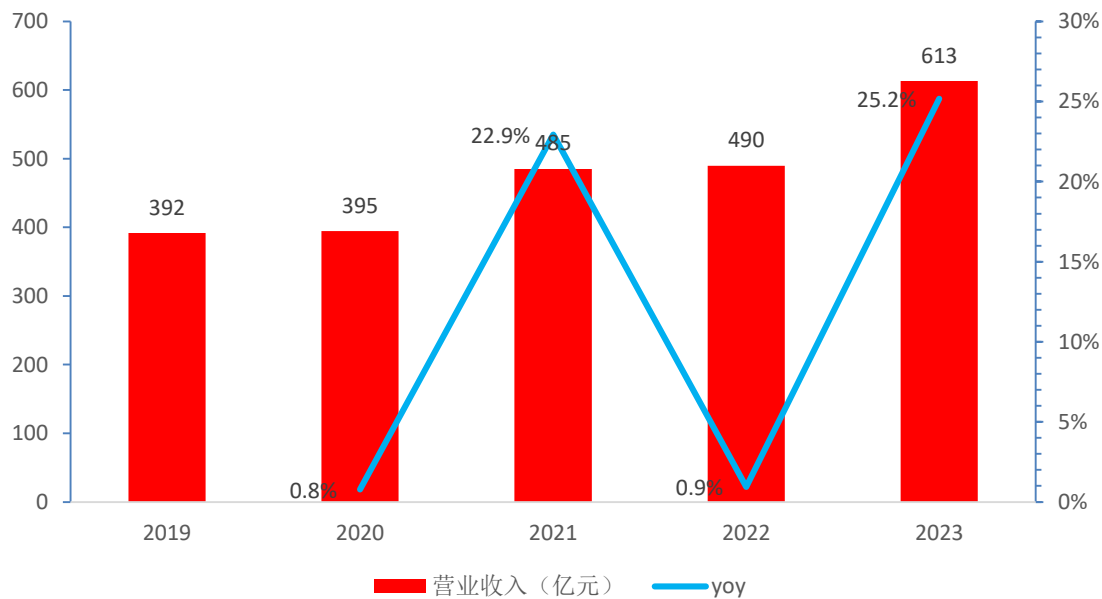
8

风险提示

## 7.1 医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

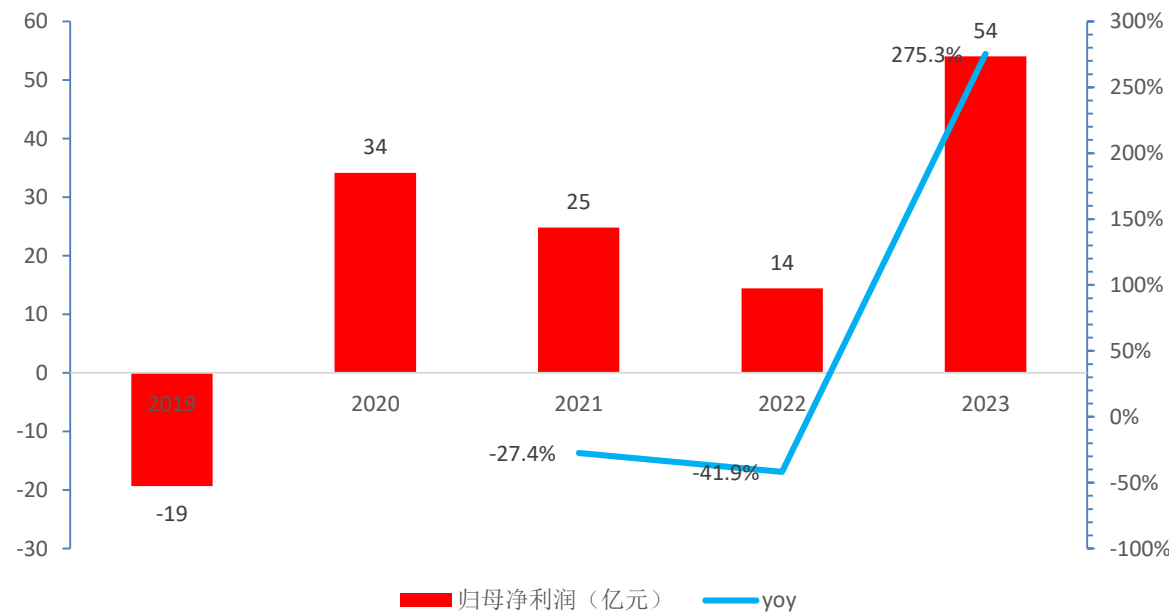
- ✓ 我们选取A股医疗服务板块以下公司作为统计样本：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。
- ✓ 2023年医疗服务板块实现收入613亿元，创历史新高，同比增长25.2%，恢复快速增长。其中眼科医院、国际医学、美年健康等增长较快。2023年医疗服务板块归母净利润达到54亿元，同比增长275.3%。

图47：医疗服务板块营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：2023年医疗服务板块归母净利润创新高

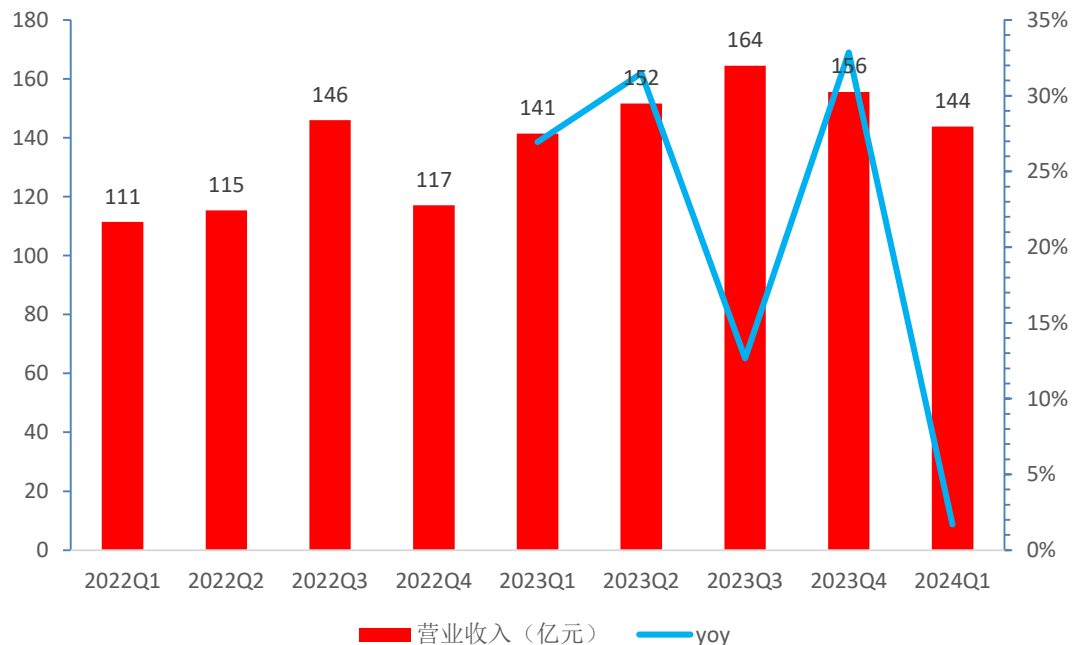


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.1 医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

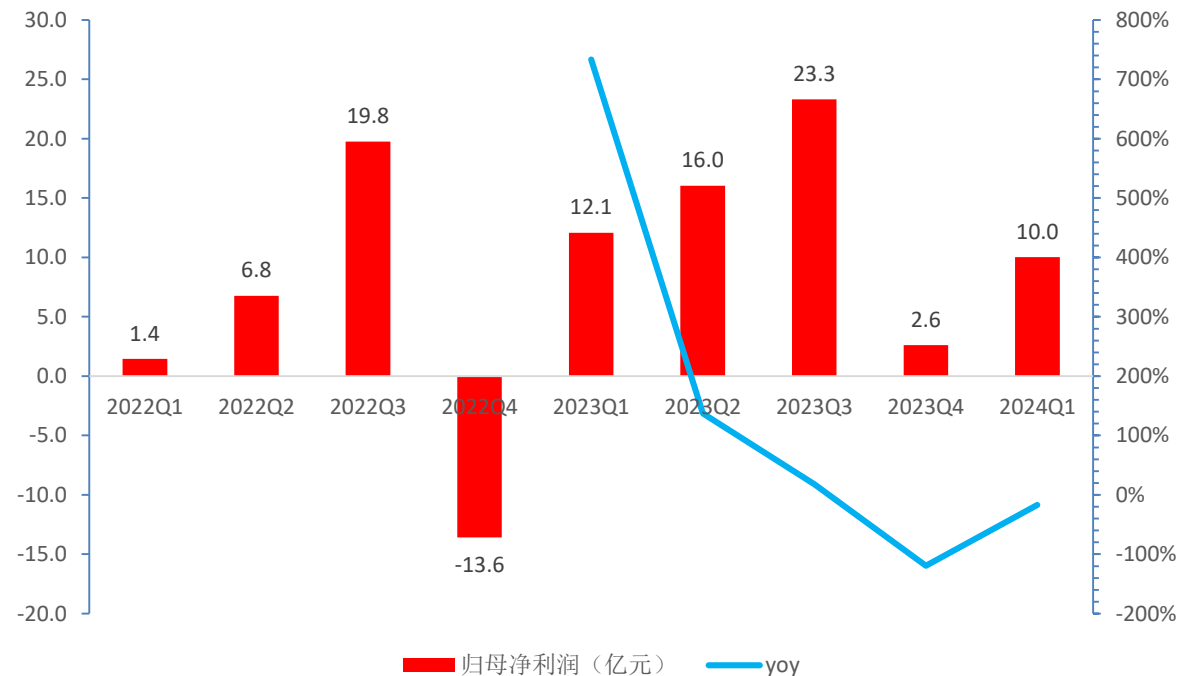
✓ 近些年受疫情影响，医疗服务板块单季度营收稳定在140-170亿元，归母净利润波动较大。受2023Q1高基数影响，2024Q1医疗服务板块收入144亿元，同比增长1.7%。

图49：医疗服务板块单季度收入维持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：医疗服务板块单季度归母净利润波动较大

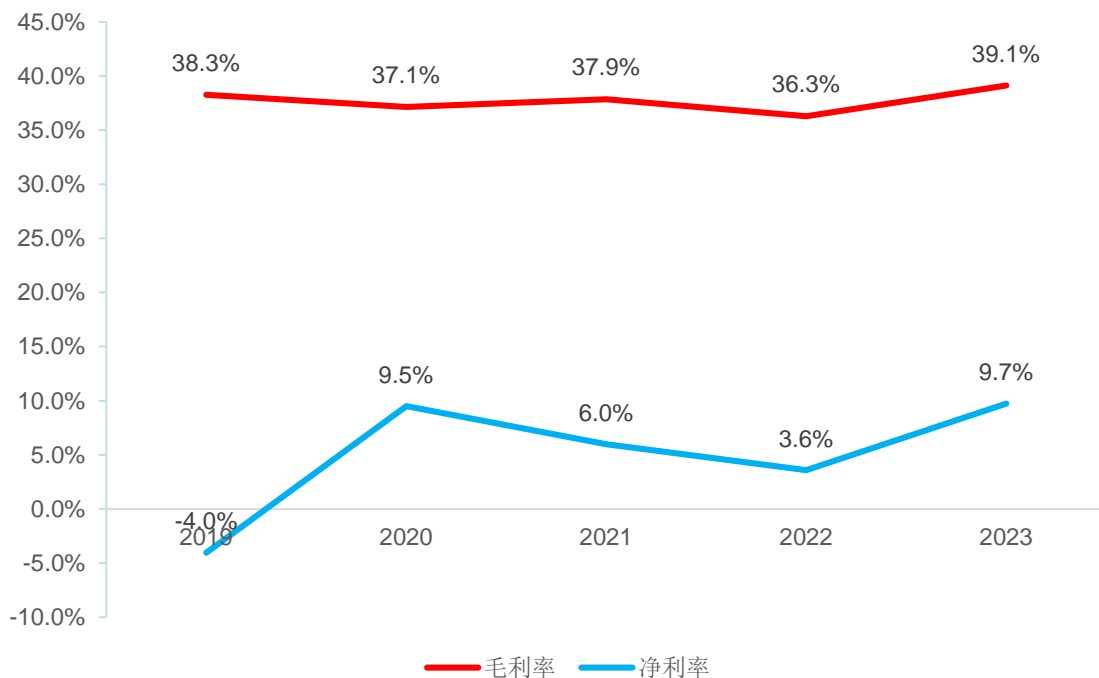


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.1 医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

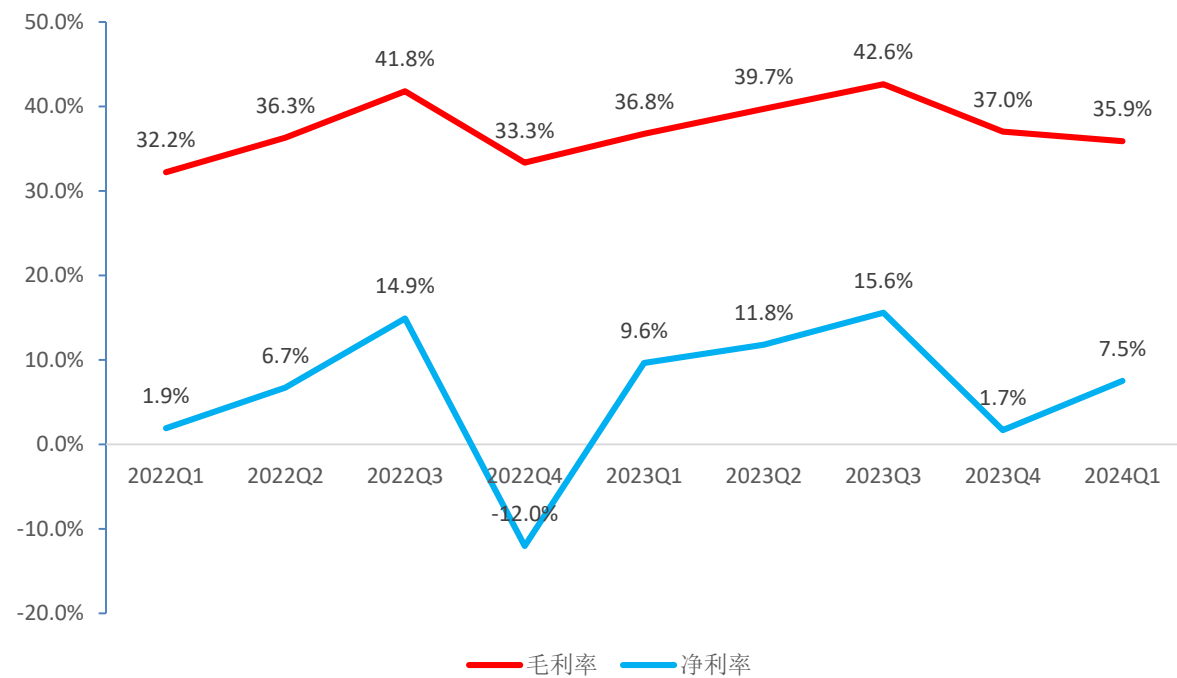
✓ 医疗服务板块毛利率稳定，2023年净利率企稳回升。2023年公司毛利率达到39.1%，同比+2.8pct，净利率达到9.7%，同比+6.2pct。2024Q1医疗服务板块毛利率为35.9%，同比-0.9pct，净利率7.5%，同比-2.1pct。

图51：2023年医疗服务板块净利率拐点向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：2024Q1医疗服务板块盈利能力维持稳定



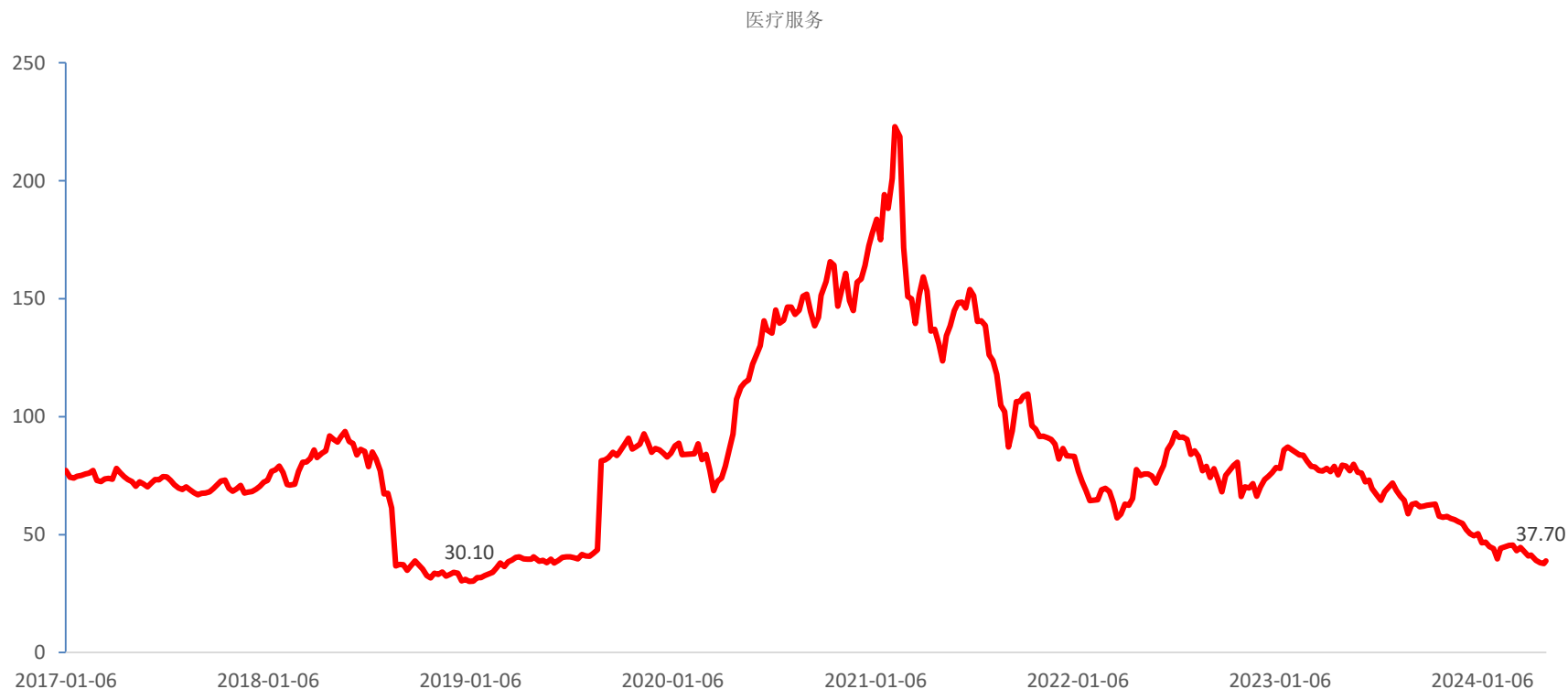
数据来源：Wind、开源证券研究所



## 7.1 医疗服务业绩稳健增长，估值处于历史底部区域

- ✓ 近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从2021年的100倍以上下降到近期的37.7倍附近，处于持续下行趋势，接近2018年下半年30倍的水平。

图53：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部区域

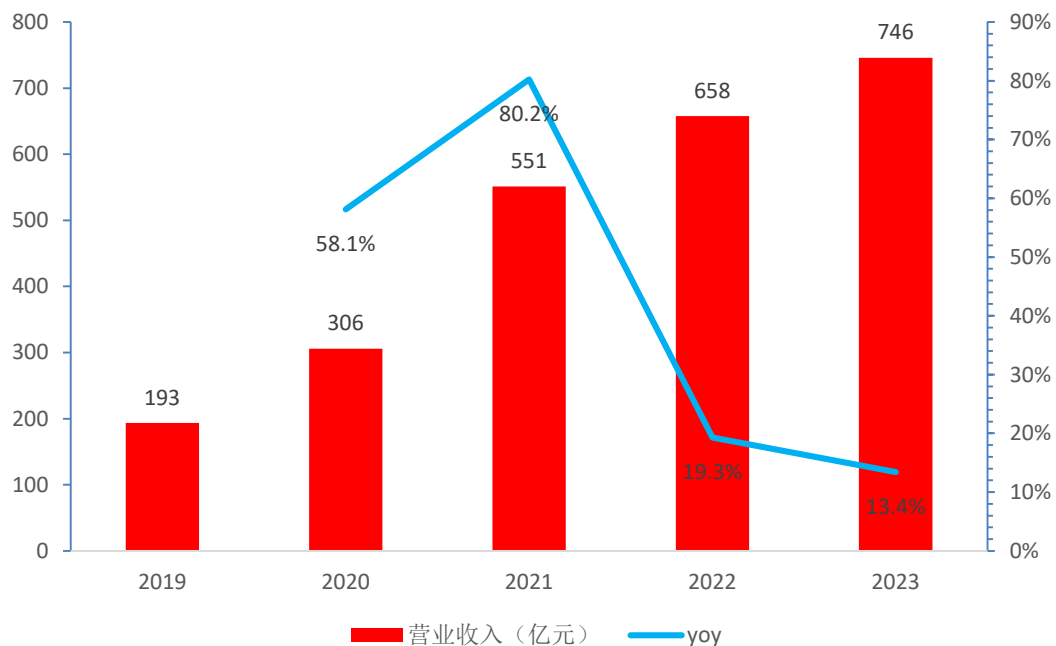


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.2 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

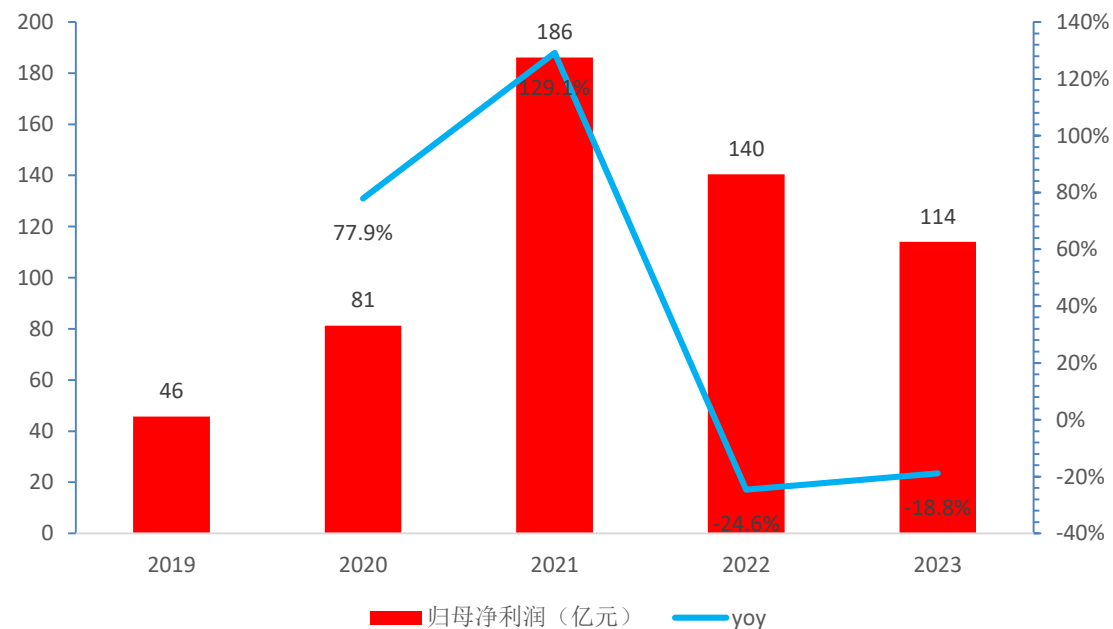
- ✓ 我们选取A股疫苗板块以下公司作为统计样本：智飞生物、沃森生物、万泰生物、康华生物、金迪克、华兰疫苗、康希诺、成大生物、百克生物、欧林生物、康泰生物。
- ✓ 2021-2022年受新冠疫苗及HPV疫苗驱动，疫苗板块整体快速增长，2023年受HPV疫苗持续放量影响收入持续增长，2023年疫苗板块净利润下滑较快，主要受国产2价HPV疫苗下滑、儿童疫苗下滑影响。

图54：疫苗板块营收持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：疫苗板块净利润规模持续回落

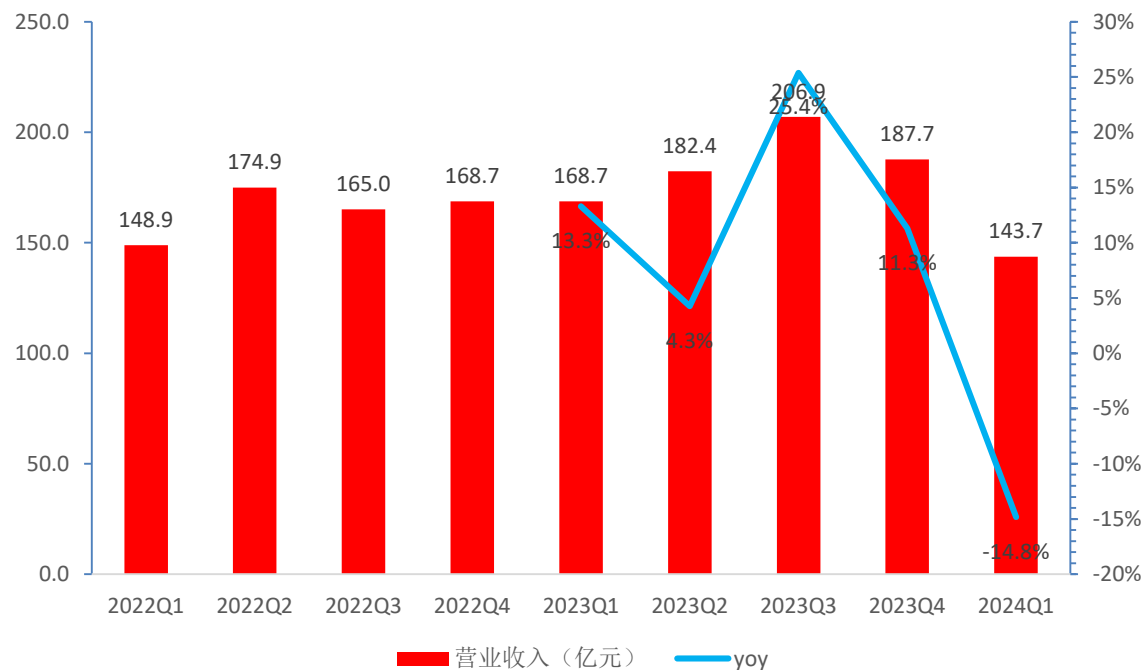


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.2 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

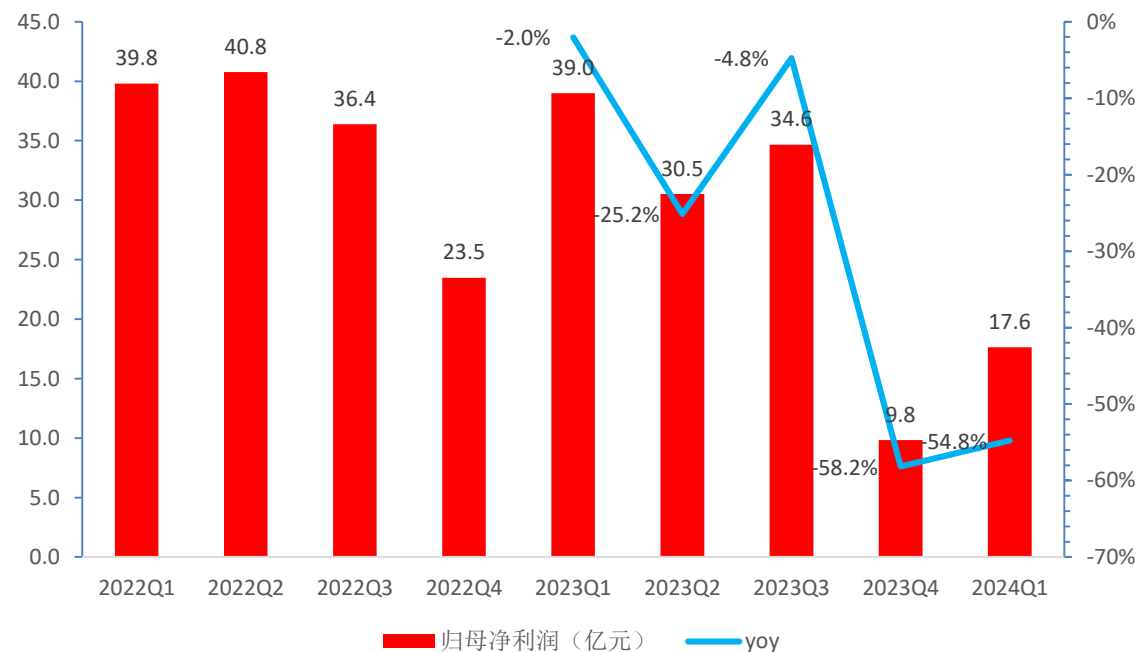
✓ 2024Q1疫苗板块营收下滑，主要受HPV疫苗销售较弱影响，2023Q4及2024Q1净利润端表现持续下滑，主要受HPV疫苗及儿童疫苗影响。

图56：疫苗板块单季度营收略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：疫苗板块单季度净利润快速下滑

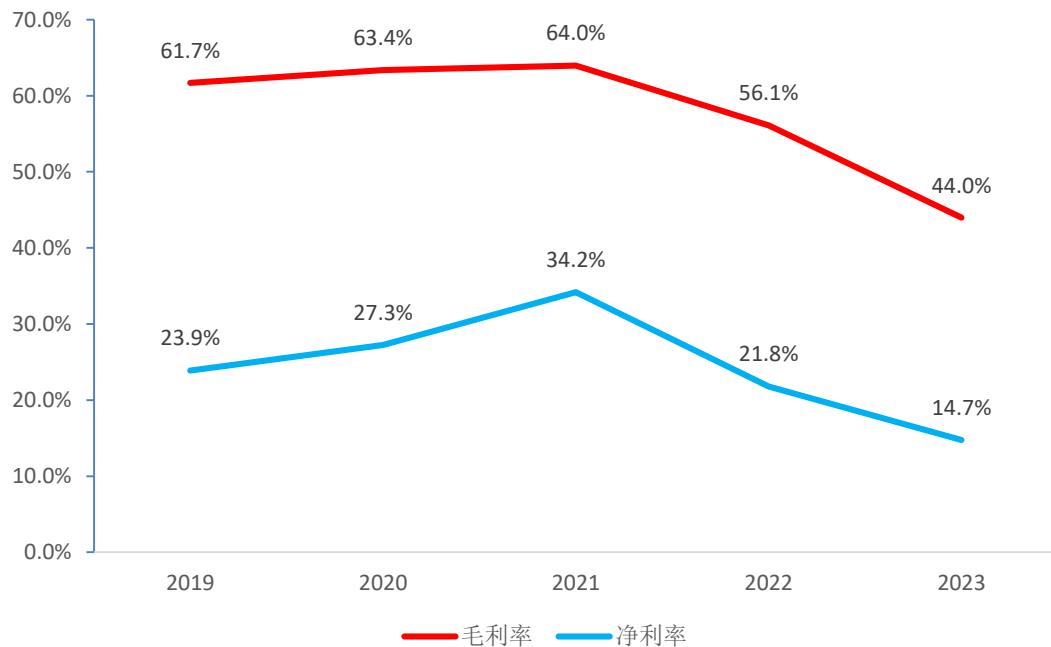


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.2 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

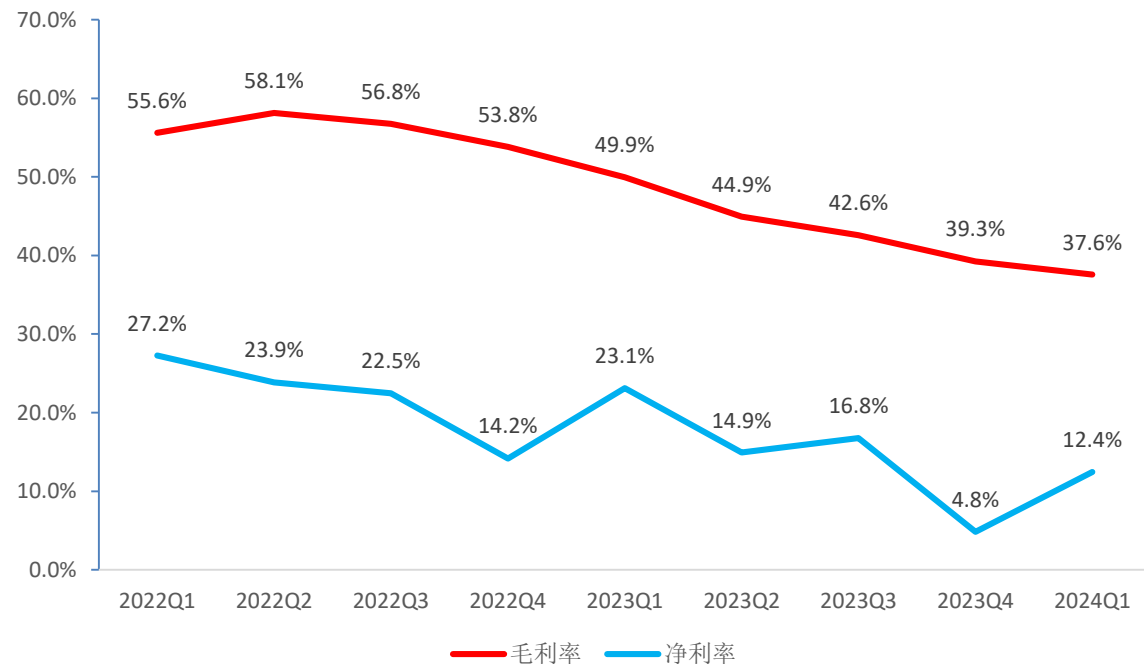
✓ 2023年疫苗板块盈利能力持续下滑，2024Q1疫苗板块毛利率持续下滑，净利率环比有所回升。

图58：疫苗板块盈利能力持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2024Q1疫苗板块单季度净利率有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.2 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

- ✓ 疫苗板块估值水平从2020年的超过200倍PE下跌到近期的24倍附近，呈现持续下跌趋势，目前市盈率水平处于历史最低水平。

图60：疫苗板块市盈率跌到历史最低水平



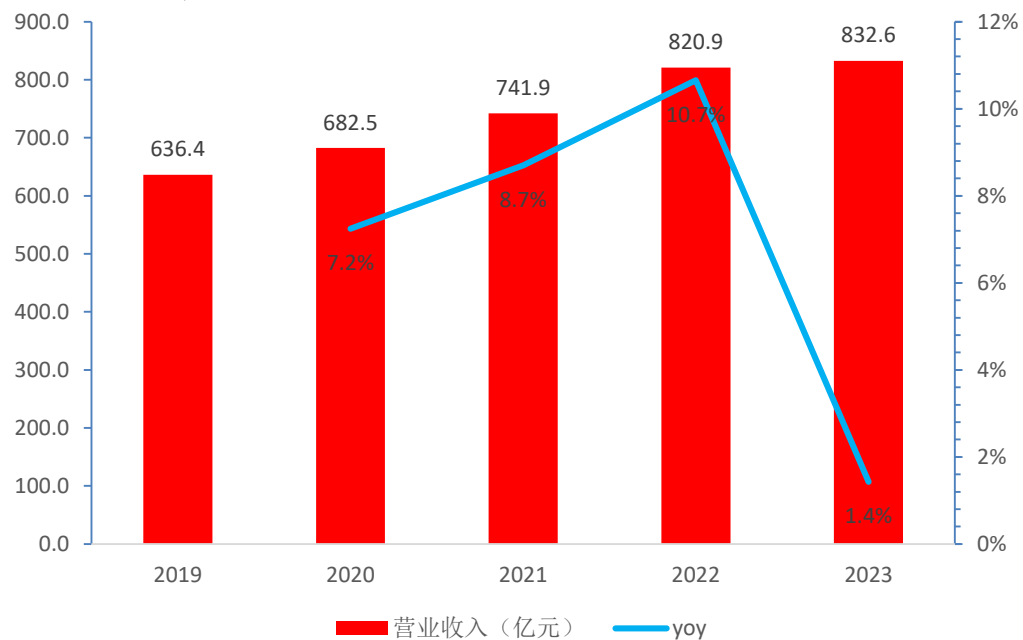
数据来源：Wind、开源证券研究所



## 7.3 2024Q1原料药板块业绩强劲复苏，估值企稳回升

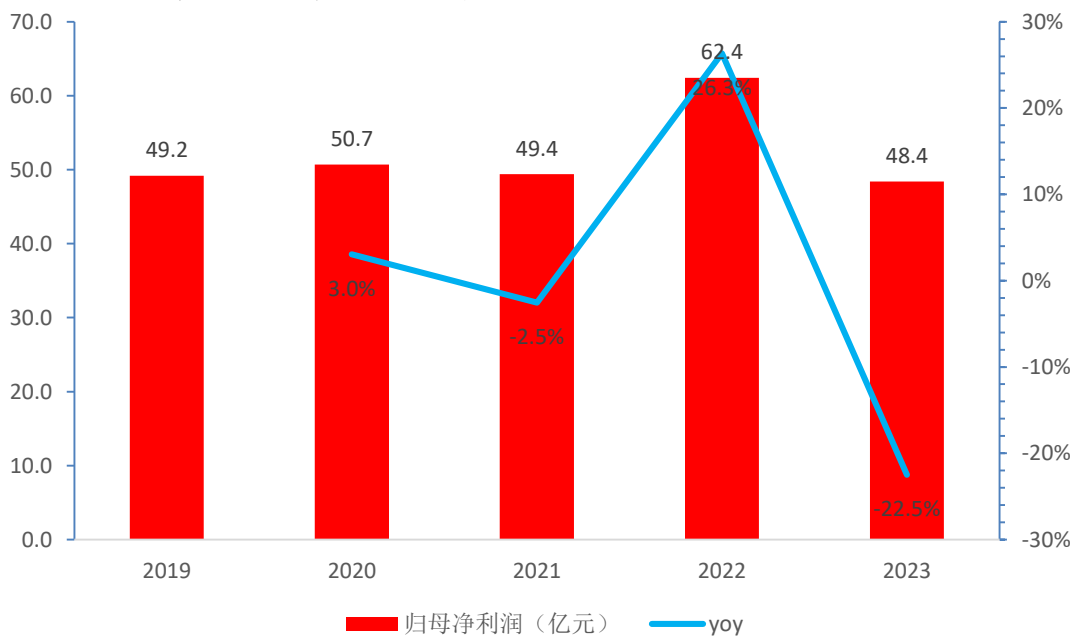
- ✓ 我们选取A股原料药板块以下公司作为统计样本：普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物。
- ✓ 近些年原料药板块稳健增长，2023年原料药板块实现收入832.6亿元，同比增长1.4%，归母净利润48.4亿元，同比下降22.5%，主要受2022年新冠高基数及2023年大部分原料药价格下跌影响。

图61：原料药板块收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：原料药板块净利润维持稳定

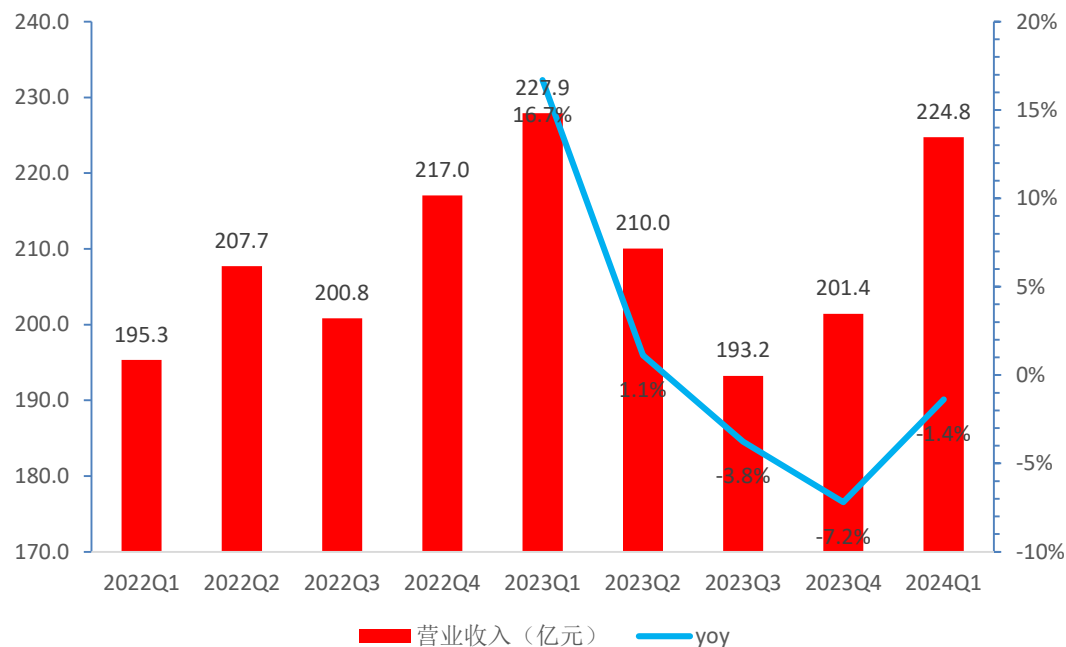


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.3 2024Q1原料药板块业绩强劲复苏，估值企稳回升

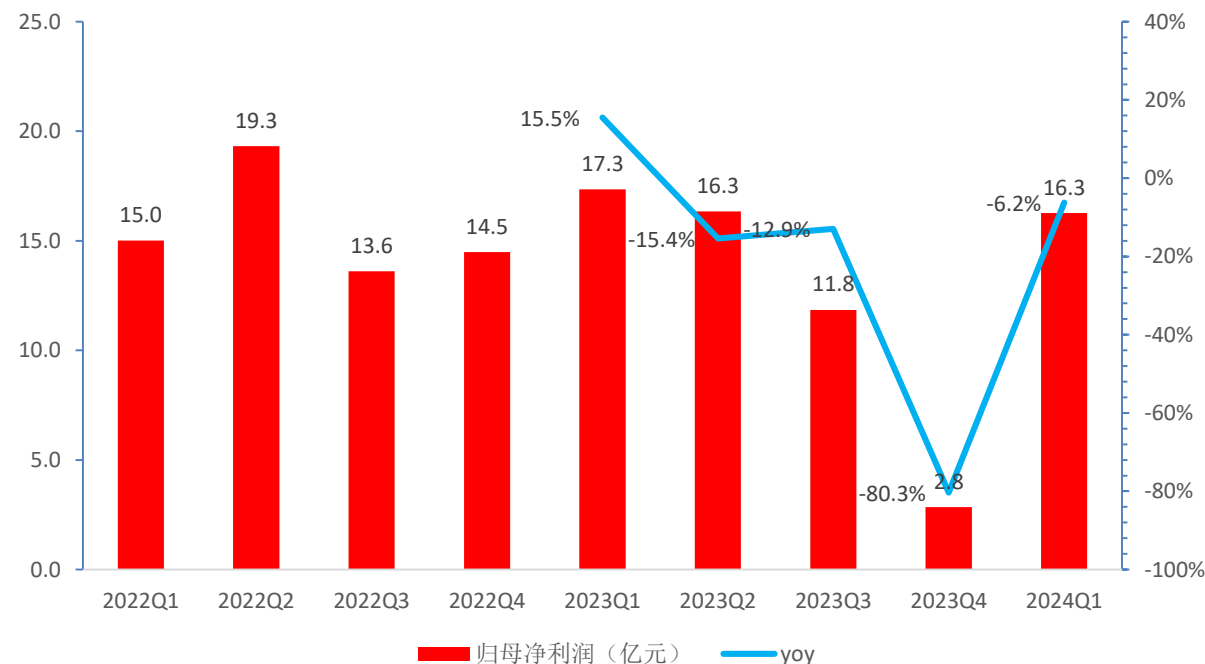
✓ 2024Q1原料药板块收入规模环比快速回升，同比基本持平。2024Q1原料药板块净利润规模环比强劲复苏。

图63：原料药板块单季度营收增速持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2024Q1原料药板块单季度净利润增速快速反弹

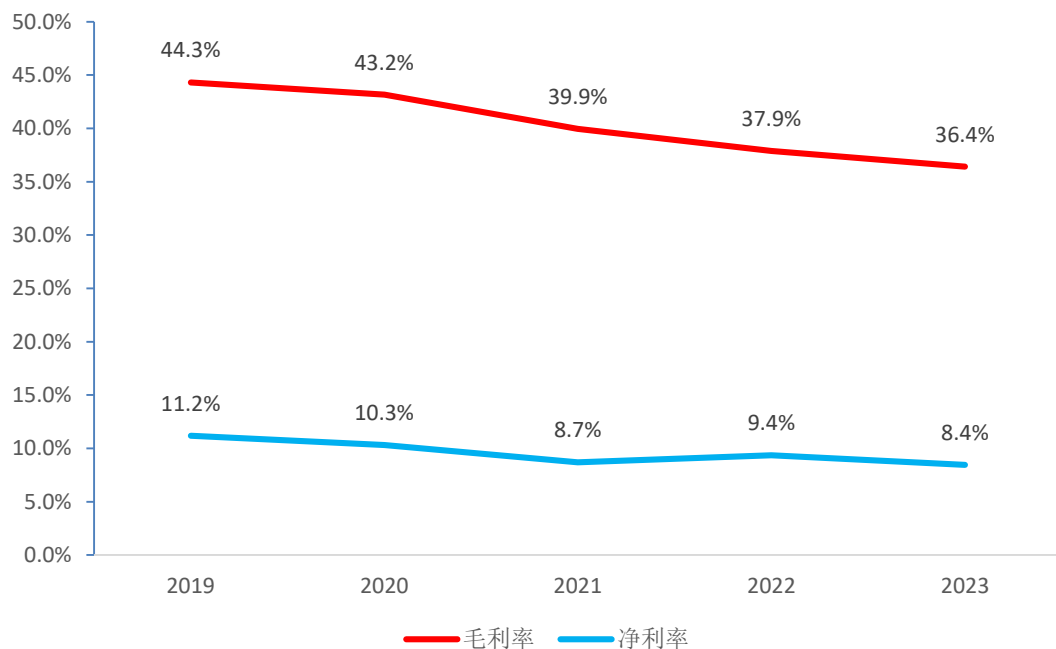


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.3 2024Q1原料药板块业绩强劲复苏，估值企稳回升

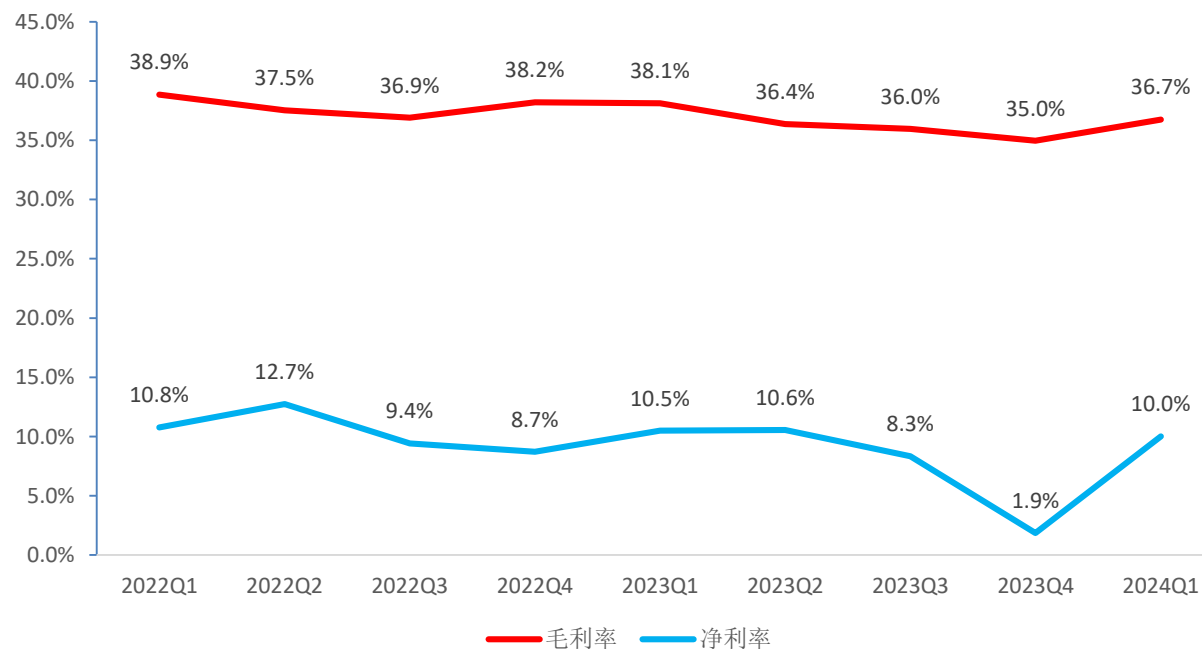
- ✓ 近些年原料药板块盈利能力有所下行，2023年原料药板块毛利率36.4%，同比-1.5pct，净利率8.4%，同比-0.9pct。2024Q1原料药板块毛利率36.7%，环比+1.8pct，净利率10%，环比+8.2%，同比恢复到较好盈利水平。

图65：2023年原料药板块盈利能力有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：2024Q1原料药板块净利率环比强劲反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 近些年原料药板块估值水平持续下行，2024年2月份最低跌到16.41倍PE。受2024Q1原料药板块业绩快速复苏，近期估值水平持续回升。

图67：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 7.4 医疗服务&原料药：推荐及受益标的

表28：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS				PE				评级
		2024/4/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
6078.HK	海吉亚医疗	29.85	1.08	1.45	1.79	2	27.6	20.5	16.7	14.9	买入
000739.SZ	普洛药业	14.11	0.9	1.06	1.26	1.47	15.7	13.3	11.2	9.6	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日为2024年4月30日）



# 目录

## CONTENTS

1

行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向

2

制药及生物制品：创新驱动行业发展，迎接制药板块商业化新周期

3

中药：把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道投资机会

4

医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会

5

CXO&科研服务：关注高景气度的细分领域，静待国内恢复

6

零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

7

医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位

8

风险提示

**集采降价超预期：**自2018年以来，国内对仿制药及器械耗材实行国家集中带量采购政策，如果降幅较大将影响相关公司的业绩；

**医保谈判降价超预期：**自2017年开始，国家对进入医保目录的药品实行谈判政策，如果降幅较大将影响药品的远期销售峰值；

**医疗行业政策风险：**目前国家对医疗领域进行深化改革，存在政策执行上的不确定；

**地缘政治风险：**近年来，海外市场对国内医药行业有限制的倾向，存在进一步加剧的风险；

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券