

2024-02-28

证券研究报告



主题投资趋势不变，关注业绩确定性强个股

——医药生物行业2024年3月投资策略

行业投资评级：看好

医药行业首席分析师 周豫 SAC号码：S1190523060002

医药行业分析师 霍亮 SAC号码：S1190523070002

医药行业分析师 赵悦伦 SAC号码：S1190523110001

联系人：乔露阳 戎晓婕

目 录

CONTENT

- 一、基金医药持仓：景气度回归，处超配水平
- 二、创新药：关注海外概念验证带来的超额收益
- 三、原料药：下游需求回暖，有望迎来行业 β
- 四、药店：短期利空出尽，全面拥抱门诊统筹
- 五、仿制药：政策风险逐步出清，性价比凸显
- 六、CXO：海外需求逐步复苏，仿制药CXO高增长
- 七、风险提示

一

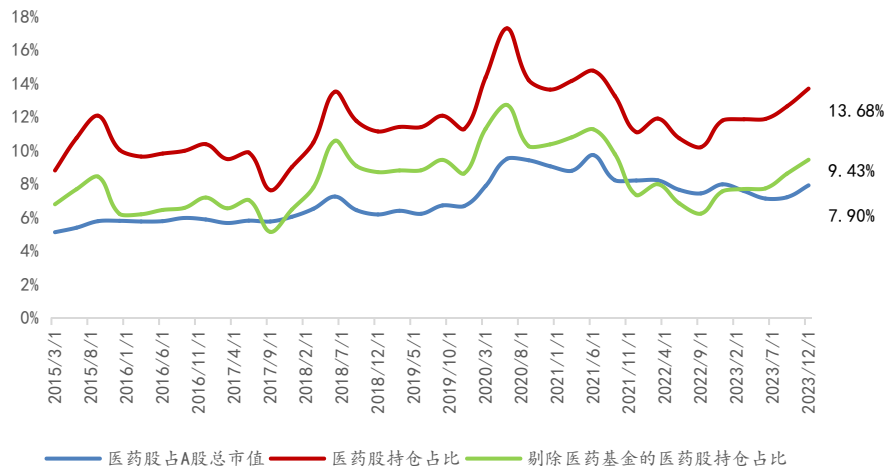
基金医药持仓：景气度回归，处超配水平

1.1 基金医药股持仓比例约为13.68%，处超配水平

1.2 基金医药股持仓比例约为13.68%，处超配水平

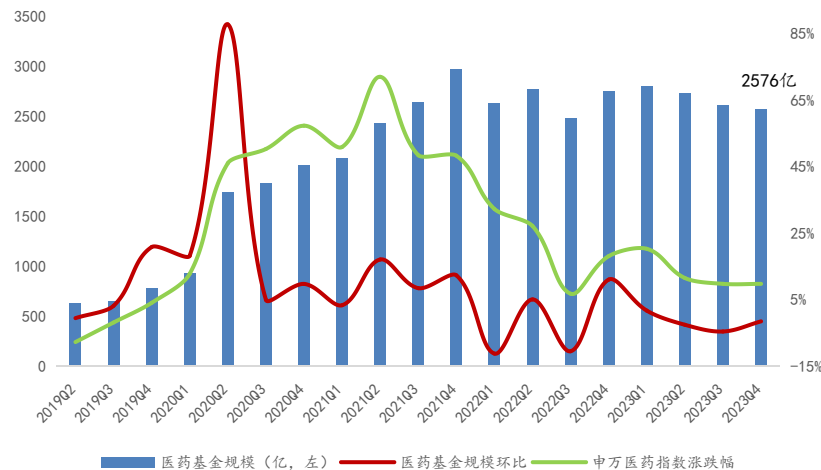
- 医药板块基金持仓处于超配水平：2023年Q4基金医药股持仓比例约为13.68%，扣除医药基金后持仓9.43%，处超配水平
- 医药基金总规模略有回落：2023年12月底，182支医药类基金总规模回落至2,576亿，环比-1.47%

2015-2023年基金医药股持仓情况



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

2019-2023年医药基金规模及医药指数涨跌幅



二

创新药：关注海外概念验证带来的超额收益

2.1 创新药板块涨幅领先

2.2 创新药展望：变与不变

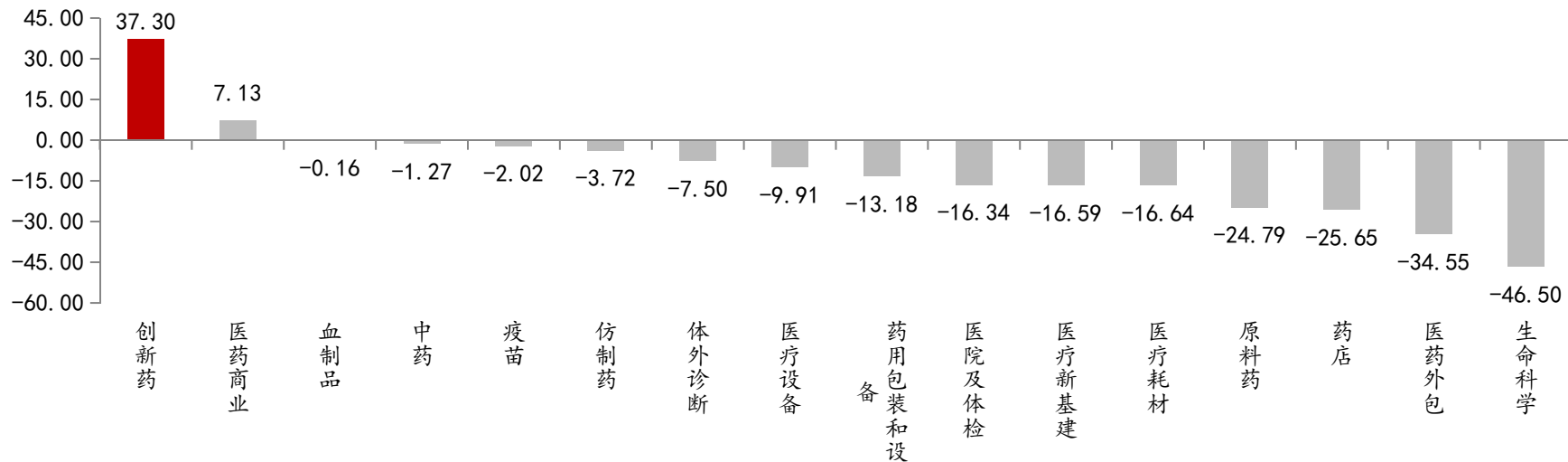
2.3 标的推荐：亚虹医药、君实生物、华领医药

2.1 创新药板块表现涨幅领先

■ **2023年初至今创新药表现涨幅领先。**2023年初至2024年2月23日，医药生物二级子行业中，以市值加权计算，创新药涨幅第一(+37.30%)，以涨跌幅中位数来看，创新药涨幅第四(-9.63%)。

■ **A股创新药表现优于美股。**2023年初至2024年2月23日，标普生物技术精选行业涨幅为+16.21%，

2023年初至今医药生物二级行业涨跌幅（市值加权，%）



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

2.1 创新药板块领涨公司和核心逻辑

- 2023年1月4日至2024年2月23日，涨幅排名前10的股票中有五家为创新药，分别为百利天恒(+368.83%)、新诺威(+244.43%)、艾力斯(+101.84%)、迈威生物-U(+88.62%)以及三生国健(+78.91%)。

2023年至今医药生物行业个股涨幅前十

序号	涨幅前十	涨跌幅
1	百利天恒	368.83%
2	新诺威	244.43%
3	通化金马	183.70%
4	三博脑科	123.99%
5	常山药业	118.19%
6	艾力斯-U	101.84%
7	诺泰生物	98.75%
8	迈威生物-U	88.62%
9	三星医疗	82.26%
10	三生国健	78.91%

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理（个股涨跌幅剔除ST股）

2023年至今领涨创新药企业核心逻辑

- 数据驱动：百利天恒（EGFR×HER3 ADC）、迈威生物-U（Nectin-4 ADC）。
- 创新转型：新诺威（收购巨石生物，并更名为石药创新，获得mRNA、ADC等核心技术平台与产品）。
- 收入驱动：艾力斯-U（2023年营收20亿元，同比增长154%，其中伏美替尼现销售收入19.72亿元）；三生国健（2023年营收10亿元，同比增长22.82%，归母净利润2.15亿元，同比增长88,357%）。

2.1 创新药板块行情复盘：重点关注主题

- 海外创新药热门主题会对于国内创新药形成映射，并为相关标的带来超额收益。
- 过往重点关注主题：ADC，减肥药，阿尔兹海默症。
- ADC为典型案例，ADC龙头公司均已被MNC溢价收购，给投资人带来巨大回报。国内创新药板块，百利天恒、迈威生物、科伦博泰的超额收益显著

ADC行业已发生3起百亿美元级并购

收购方	被并购企业	核心管线靶点	收购价	溢价	宣布时间
吉利德	Immunomedics	TROP2	\$210亿	108%	2020年9月
辉瑞	Seagen	CD30, TF, Nectin-4, LIV-1	\$430亿	33%	2023年3月
艾伯维	Immunogen	HER2, FR α, CD123	\$101亿	95%	2023年11月

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

■ 变化的内容

- ✓ 研发热点：技术平台（siRNA, PROTAC等），疾病领域（NASH, 肥胖等），新靶点（BET, AGT等）
- ✓ 现金流获取方式：受限于国内IPO收紧与投融资遇冷，2024年国内biotech将更多的依赖出售管线的海外权益以补充现金流

■ 不变的内容

- ✓ 临床数据和BD依然是biotech重要的短期催化：亚虹医药、加科思等
- ✓ 营收增长依然是长期超额收益的来源：君实生物、云顶新耀、诺诚健华等

■ 重点关注2024Q2-Q4

- ✓ AACR、ASCO、ESMO等学术会议召开，临床数据密集发布
- ✓ 24H2美联储降息预期

- 蛋白降解剂可解决突变耐药和靶点难成药问题。蛋白降解剂（包括PROTAC和分子胶）可降解所结合的靶蛋白，对结合位置和结合力大小要求不高，可解决突变耐药和缺乏成药口袋的问题。
- PROTAC全球最快管线已接近3期研究读出，ARV-471有望成为全球首款上市的PROTAC。Arvinas的3期HR+/HER2-乳腺癌（ER PROTAC和氟维司群头对头）预计将在24H2读出顶线数据，有望成为首款上市的PROTAC；ARV-766取代了ARV-110，将在2024年启动mCRPC的3期临床。

■ 国内映射：百济神州在BTK降解剂处于全球领先状态，有望在2024年启动BTK降解剂的MCL、CLL关键/3期临床；海思科、海创药业的蛋白降解剂有望年内读出/更新数据。

2024-2025年蛋白降解剂核心催化剂					
公司	药物	靶点	适应症	2024-2025年催化剂	重要性
Arvinas	ARV-471	ER	2L ER+/HER2-乳腺癌	24H2: 单药3期临床VERITAC-2研究顶线数据读出	高
			1L ER+/HER2-乳腺癌	24H2: combo3期临床VERITAC-3第一部分完成，帕博西利剂量确定	中
			2L ER+/HER2-乳腺癌	24H2: combo3期临床启动（联用CDK4/6i）	中
			1L ER+/HER2-乳腺癌	24H2: combo3期临床启动（联用CDK4i）	中
	ARV-766	AR	≥2L mCRPC	24H2: 剂量拓展PFS数据读出 24H2: 关键3期临床启动	高 中
Kymera	KT-474	IRAK4	化脓性汗腺炎 特应性皮炎	25H1: 化脓性汗腺炎2期顶线数据读出 25H1: 特应性皮炎2期顶线数据读出	高 高
	KT-333	STAT3	T细胞白血病、淋巴瘤	2024: 1期爬坡数据读出	中
	KT-253	MDM2	实体瘤、淋巴瘤、白血病	2024: 1期爬坡数据读出	中
	NX-2127	BTK/IKZF	B细胞淋巴瘤	2024: 解除1期临床的暂停	中
Nurix	NX-5948	BTK	B细胞淋巴瘤	2024: 1期剂量爬坡数据更新	高
			自免疾病	2024: 完成IND-inabling研究	低
C4/贝达	CFT8919	EGFR	EGFR突变实体瘤	2024: 中国1期剂量爬坡启动	低
百济神州	BGB-16673	BTK	B细胞淋巴瘤	24H2: 1期剂量爬坡数据更新	高
			BTKi耐药CLL/SLL	24H1: CLL/SLL剂量扩展研究启动	低
			BTKi耐药MCL	24H1: MCL剂量扩展研究启动	低

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

2.2 创新展望：关注小核酸药物在大适应症的突破

- **siRNA药物在慢病领域优势显著，并且已获得验证。**siRNA药物具有药效持续时间长、依从性佳、安全性良好等优势，长效降血脂FIC产品Inclisiran已成功上市，并逐步进行医生和患者的市场教育。
- **2024年关注海外siRNA领先企业重点临床进展和数据读出。**2024H1，Alynlam/Roche降压药Zilebesiran的KARDIA-2研究顶线数据读出，启动KARDIA-3研究；2024H1，Arrowhead/Amgen的降血脂药Olpasiran完成Ph3临床患者招募，启动Zodasiran用于HoFH和CVOT的两项Ph3临床。
- **国内映射：**君实生物通过自研以及合作构建小核酸药物研发平台；瑞博生物与勃林格殷格翰（BI）达成NASH小核酸创新疗法相关合作，总金额超过20亿美元；

2024年海外siRNA领先企业慢病领域重点产品催化剂

药物	公司	MOA	适应症	2024年催化剂
Zilebesiran	Alynlam/Roche	AGT siRNA	联合一种抗压药用于经治/未接受治疗的轻中度高血压患者	2024Q1-Q2 Ph2临床KARDIA-2研究顶线数据读出
Zilebesiran	Alynlam/Roche	AGT siRNA	联合2种及以上抗压药用于具有高CV风险的不受控制高血压患者	2024Q1-Q2 Ph2临床KARDIA-3研究临床启动
Olpasiran	Arrowhead/Amgen	LP(a) siRNA	动脉粥样硬化性心血管疾病	2024H1 完成Ph3临床患者招募
Zodasiran	Arrowhead	ANGPTL3 siRNA	HoFH	2024 启动Ph3
Zodasiran	Arrowhead	ANGPTL3 siRNA	CVOT	2024 启动Ph3

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

■ 近期主要进展：

- 全球首创DBH抑制剂的溃疡性肠炎临床完成首例患者入组；
- NMPA受理膀胱癌诊断和管理的药物APL-1706上市申请；
- APL-1202的2线NMIBC未达到主要终点；
- APL-1702顶线数据将于欧洲生殖器官感染和肿瘤研究组织大会（EUROGIN）和美国妇科肿瘤学会年会（SGO）上口头报告；

潜在催化剂	地区	预期时间	重要性
APL-1202			
1L NMIBC第一阶段数据读出	中国	24H2	★
APL-1702			
提交HSIL适应症的上市申请	中国	24Q1	★ ★
3期HSIL全球多中心临床数据读出	全球	24Q1	★ ★ ★
APL-1706			
获NMPA批准上市	中国	24Q4	★ ★

■ 核心预期差：

- 1) 市场可能过度担心HPV渗透率提升对HSIL的影响：HPV疫苗对HSIL市场的负面影响长期且缓慢，中短期内HSIL市场反而有望因两癌筛查政策的推进而扩容；
- 2) APL-1702的使用便利度和患者依从性高于其他光动力疗法；
- 3) APL-1702存在较大的超适应症使用空间；
- 4) APL-1702存在出海和BD预期；

■ 营收预测、估值和投资建议（2024. 02. 05）

- **营收预测：**公司2023/24/25年营业收入为0.14/1.80/2.78亿元人民币，归母净利润为-4.30/-4.18/-3.90亿元人民币。
- **估值和投资建议：**根据ACCRUE研究和其他业务更新，我们在财务模型中删除了APL-1202的2线NMIBC收入，对其他适应症的上市时间和成功率也做了对应调整。使用DCF法进行估值，测算出目标市值为78.10亿元人民币，对应股价为13.70元（从21.18元下调）。维持“买入”评级。

■ 近期主要进展

- 拓益1线黑色素瘤3期临床达到主要临床终点
- 拓益的鼻咽癌适应症获FDA批准上市
- 拓益3项适应症纳入医保，新冠特效药VV116纳入医保；
- JS004（BTLA）联用PD1治疗PD1耐药cHL 3期临床启动；

潜在催化剂	地区	预期时间	重要性
特瑞普利单抗（PD1）			
新上市4项适应症：围手术期NSCLC、TNBC、RCC、ES-SCLC	中国	2024	★ ★ ★
ESCC和NPC获EMA和MHRA批准	海外	24Q2-Q3	★ ★
NPC获新加坡、澳大利亚批准	海外	24Q2-Q3	★ ★
JS004（BTLA）			
PD-1耐药霍奇金淋巴瘤递交NDA	中国	25Q4	★ ★ ★
LS-SCLC 3期数据读出	全球	2026年后	★ ★ ★
昂戈瑞西单抗（PCSK9）			
获NMPA批准上市	中国	24H1	★ ★

■ 核心预期差

- 1) 海外和国内营收均存在边际改善：PD-1海外高定价，全球商业化加速；医保大适应症增加，打开国内销售天花板；
- 2) 研发和销售效率提升，亏损逐渐收窄：临床资源集中到关键项目，执行效率大幅度提升；商业化团队执行和销售效率提高，销售费用率降低；归母净利润连续第三个季度收窄；
- 3) BTLA单抗上市路径清晰：启动国内PD1耐药经典霍奇金淋巴瘤3期临床，争取快速上市并验证成药性；局限性小细胞肺癌开展全球3期临床，目标是全球市场；

■ 营收预测、估值和投资建议（2023.11.15）

- **营收预测：**公司2023/24/25年营业收入为11.96/23.15/35.61亿元，归母净利润为-20.12/-11.69/-0.94亿元。
- **估值和投资建议：**DCF模型和NPV模型纳入5款产品的中国收入，JS004的海外收入和特瑞普利单抗的海外许可收入。目标市值为583.59亿元，对应股价为59.21元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 近期主要进展

- CDS会议发表华堂宁延缓GK大鼠高血糖和认知障碍研究；
- 《葡萄糖激酶激活剂多格列艾汀药理学专家》共识发布；
- 收到拜耳支付的第二笔里程碑费用8亿元；
- 华堂宁纳入国家医保药品目录，日费10.78元；
- 二代GKA激动剂的美国IND提交；

潜在催化剂	地区	预期时间	重要性
华堂宁			
拜耳后续里程碑支付	中国	2024-2026	☆☆
认知障碍适应症研究更新	中国	2024-2025	☆☆
第二代GKA			
提交美国1期临床IND	美国	23Q4-24Q1	☆☆
提交美国2期临床IND	美国	2025	☆☆
3期临床启动&对外BD	美国	2026之后	☆☆☆

■ 核心预期差

- 1) 华堂宁是全球唯一获批上市的GKA降糖药，降糖效果和安全性良好的同时，可和主流口服降糖药联用，而非单纯的竞争关系；
- 2) 日费10.78元为目前国内口服降糖药中最高医保支付价，降幅低于预期而非超预期；
- 3) 医保价2024年开始执行，2023年销售的意义相对有限；
- 4) 需充分认知拜耳的销售资源和支付15亿前置费用后的销售动力

■ 营收预测、估值和投资建议（2023.12.14）

- 营收预测：公司2023/24/25年营业收入为1.12/8.26/17.98亿元人民币，归母净利润为-1.68/-0.07/4.12亿元人民币。
- 估值和投资建议：假定WACC 15%，永续增长率1%，DCF模型计算出公司目标市值为49.16亿元人民币，对应股价为5.01港元（从4.78元港币上调）。维持“买入”评级。

三

原料药：下游需求回暖，有望迎来行业 β

- 3.1 原料药板块业绩底部或已现，板块去库存接近尾声
- 3.2 预计需求端率先回暖，有望迎来行业 β
- 3.3 推荐标的：奥锐特、同和药业

3.1 2023年原料药板块业绩预喜不及三成，业绩底部或已现

■ 14家企业发布2023年业绩预告，其中业绩预喜4家，较2022年减少9家，预喜率29%，业绩亏损或下滑10家，较2022年增加6家

■ 2023年前三季度，板块营收小幅下降0.1%，归母净利润大幅下降19.3%，且降幅逐季度扩大，Q1/Q2/Q3分别为-16.0%/-19.3%/-23.6%

原料药板块业绩预告类型

业绩预告类型	2023年（家）	2022年（家）
扭亏	2	0
预增	1	11
略增	1	1
续盈	0	1
首亏	5	3
续亏	1	0
预减	3	1
略减	1	0
总计	14	17

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

2023年原料药板块业绩预告情况

公司名称	预告净利润 同比增幅	业绩预告 类型	公司名称	预告净利润 同比降幅	业绩预告 类型
司太立	153%-166%	扭亏	海翔药业	589%-498%	首亏
天宇股份	121%-132%	扭亏	海普瑞	227%-189%	首亏
川宁生物	119%-141%	预增	海正药业	119%-113%	首亏
亨迪药业	31%-39%	略增	健友股份	118%-109%	首亏
			永安药业	108%-104%	首亏
			富祥药业	59%-24%	续亏
			美诺华	97%-96%	预减
			宏源药业	81%-78%	预减
			花园生物	53%-43%	预减
			华海药业	25%-15%	略减

3.1 2023年原料药板块业绩预喜不及三成，业绩底部或已现

■ 部分产品价格持续下滑

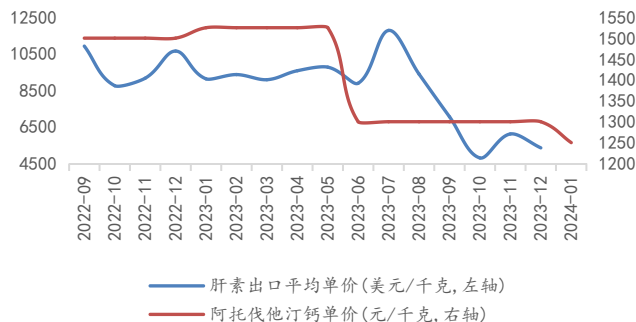
■ 供给端

- 上游原材料成本及海运成本同比大幅下降
- 海外国家提升供给能力，市场竞争加剧

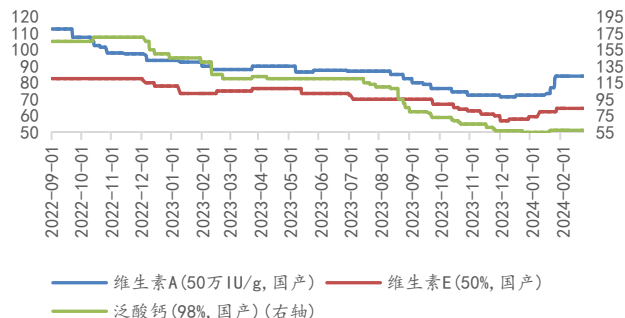
■ 需求端

- 全球下游厂商逐渐进入去库存阶段，需求阶段性减少

中国肝素及阿托伐他汀钙产品价格



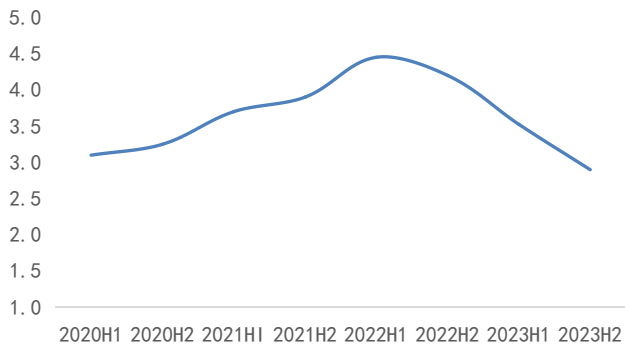
中国部分维生素类产品价格(元/kg)



中国兽药VPi价格指数



中国原料药出口季度平均价格(美元/kg)

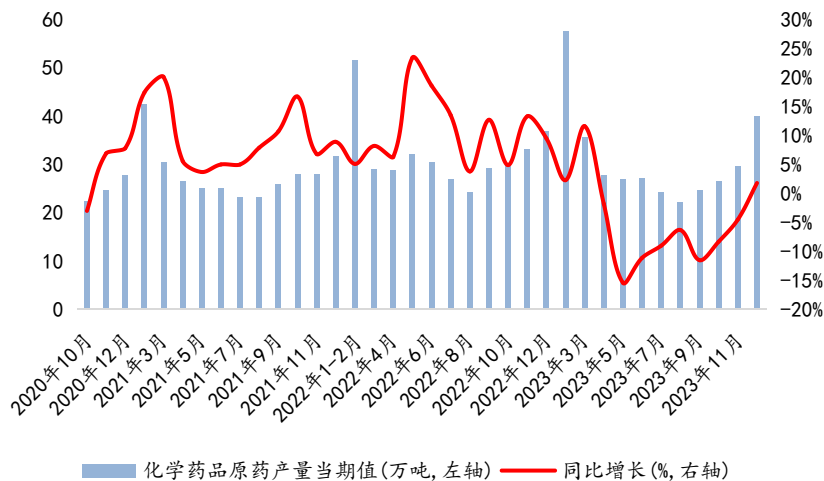


资料来源：中国兽药饲料交易中心，iFinD，太平洋证券研究院整理

3.1 原料药板块去库存接近尾声

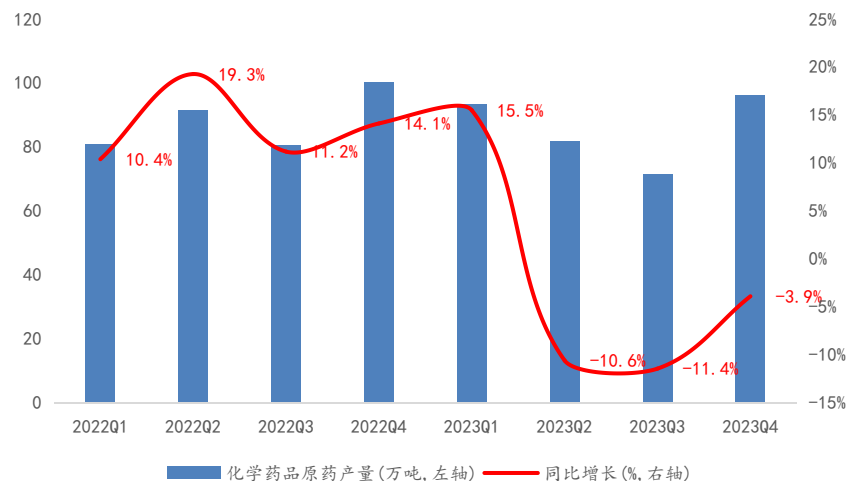
- 2023年，中国规模以上工业企业原料药产量同比-7.6%
- 从月度数据来看，2023年4月-11月，原料药产量同比均有下滑，12月同比增长2%
- 从季度数据来看，2023年Q2、Q3原料药产量同比下滑幅度逐季度扩大，但在上年同期高基数下，2023年Q4同比下滑幅度明显收窄

中国规模以上工业企业化学药品原药产量(月度)



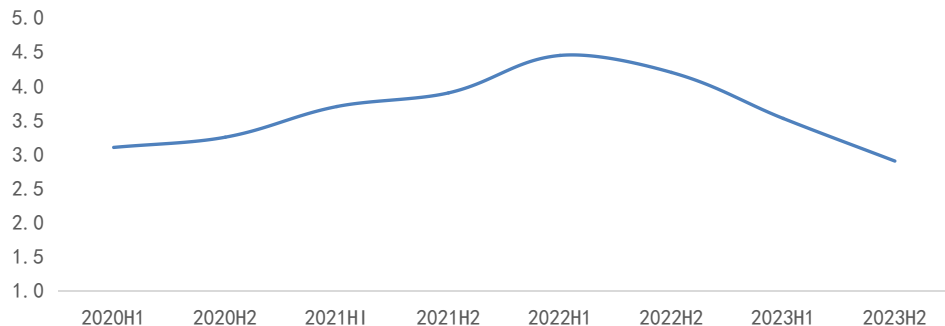
资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院整理

中国规模以上工业企业化学药品原药产量(季度)



3.1 原料药板块去库存接近尾声

中国原料药出口季度平均价格（美元/kg）



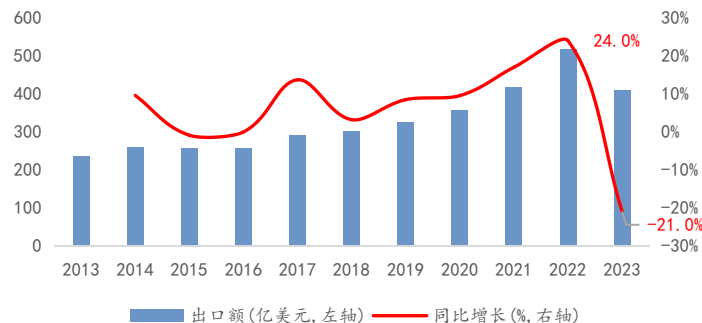
■ 中国原料药出口-量增价减，H2出口额同比降幅收窄：

- 2023年出口量同比+5.4%，出口额同比-21.0%，其中H1同比-23.2%（Q1 -15.2%，Q2 -30.6%），H2同比-18.5%，降幅收窄
- 2022Q2以来，平均出口价格持续走低，2023同比-25%

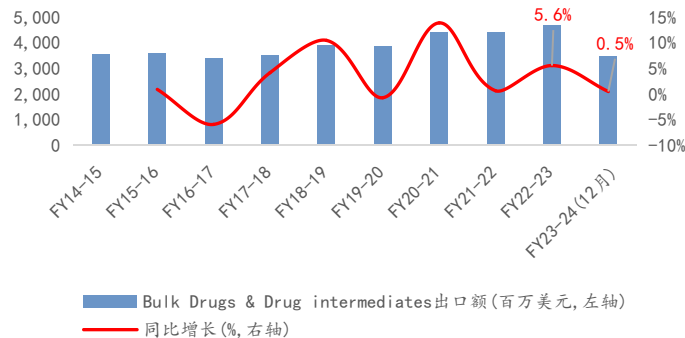
■ 印度原料药及中间体出口-量增价减，H2出口额同比恢复增长：

- 按自然年度计算，2023年出口量同比+4.7%，出口额同比+0.5%，其中H1/H2分别同比-1.7%/+2.8%

中国原料药出口额及同比增速



印度原料药及中间体出口额及同比增速

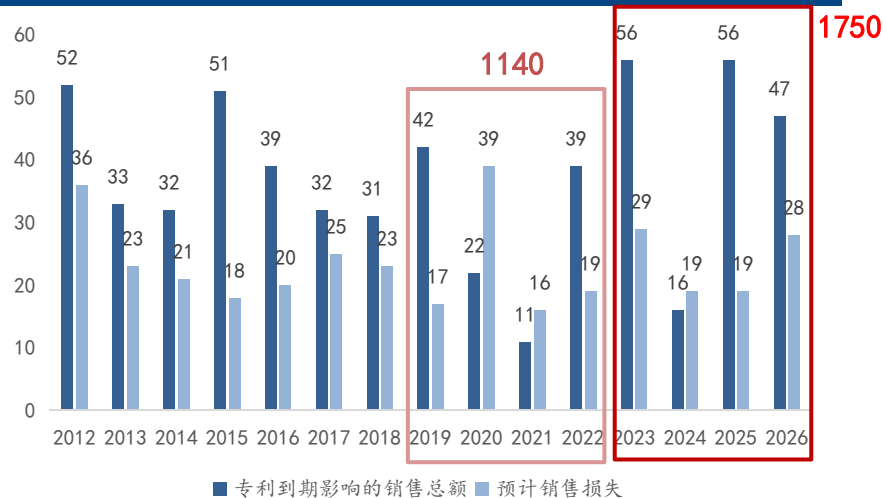


资料来源：中国医药保健品进出口商会，印度药品出口促进局，太平洋证券研究院整理

3.2 预计需求端率先回暖，有望迎来行业β

- 我们判断海外去库存阶段将在2023Q4-2024Q1接近尾声，2024Q2起该部分需求有望逐步恢复至正常水平，部分产品价格已出现企稳上涨
- 另外，下游制剂专利悬崖带来增量需求，2023-2026年，专利到期影响的销售额为1,750亿美元，相较于2019-2022年总额增长54%。未来5年全球销售TOP15药物专利基本将全部到期。

2012-2026年专利悬崖（十亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，药智网，太平洋证券研究院整理

2022年TOP15药物核心专利到期时间

通用名	2022年销售额(亿元)	核心专利到期时间	通用名	2022年销售额(亿元)	核心专利到期时间
阿达木单抗	1552	2023年	纳武利尤单抗	647	2028年
帕博利珠单抗	1460	2028年	依鲁替尼	582	2033年
阿派沙班	1274	2027年	恩格列净	556	2025年
度普利尤单抗	1191	2029年	达雷妥尤单抗	556	2026年
阿柏西普	900	2025年	依来/艾伐/特扎卡托	536	2026年
乌司奴单抗	710	2025年	度拉糖肽	531	2027年
来那度胺	701	2019年	利伐沙班	491	2020年
司美格鲁肽	676	2026年			

3.2 印度原料药支持计划概览

新建原料药园区

中央政府提供300亿卢比支持3个原料药园区的基础设施建设

每个园区中央政府财政补贴最高100亿卢比（约1.2亿美元）

100亿卢比的财政援助将是共同基础设施项目成本的70%-90%

计划期限为2020-2021财年至2024-2025财年

拟建园区面积不得少于1000英亩，至少有50%的面积可分配给单个原料药单位

原料药PLI计划

促进53种原料药的国内生产（抗生素、抗HIV药物、维生素、心脏药物的原料药）

截至2023年9月，原料药PLI计划药企实际投资约3.7亿美元，实际销售额约0.98亿美元，其中出口约0.3亿美元。

总激励金额694亿卢比（约8.4亿美元）

仅适用于新建项目（药企须投资2亿卢比到40亿卢比以建立药品生产能力）

成品药自主生产比例达到70%-90%可以获得激励

计划期限为21财年至30财年，预计2030财年从中国进口的原料药减少约25-35%

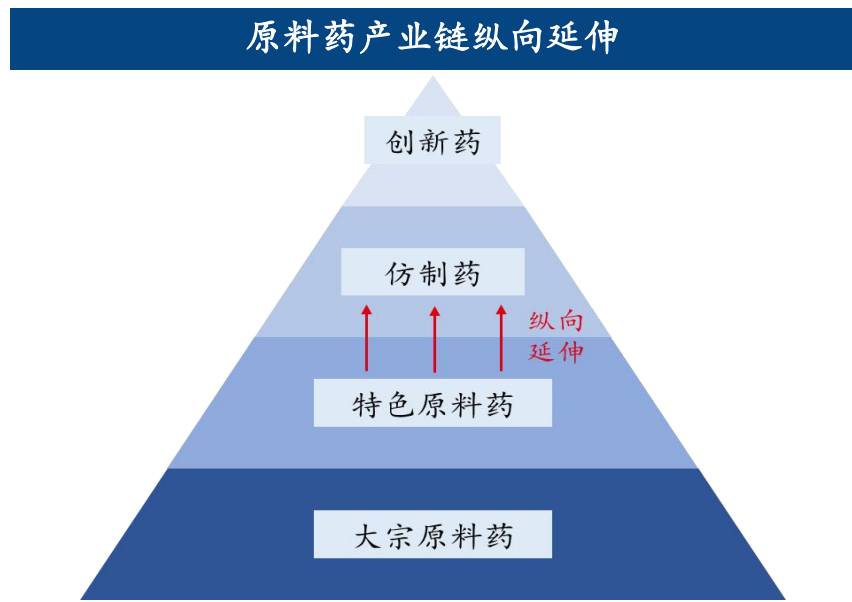
印度原料药园区情况

园区位置	规划面积	预计总投资额	进展
古吉拉特邦	约1.2万亩	约3.0亿美元	即将开启招标程序和土地分配， 将于2024年12月开始运营 。园区建成后，预计将吸引400家公司，投资额超9.6亿美元，生产约51种产品
喜马偕尔邦	约8511亩	约2.3亿美元	预计将吸引约9.6-12.0亿美元的投资
安得拉邦	约1.2万亩	约1.7亿美元	-
马哈拉施特拉邦	约3万亩（原料药+医疗器械）	约2.9亿美元	-

资料来源：印度政府官网，pharmabiz，太平洋证券研究院整理

3.3 建议关注持续向制剂领域拓展且业绩确定性较强的个股

- 我们认为原料药企业持续向制剂领域拓展，实现“原料药+制剂”一体化，有助于增强公司竞争优势，改善利润率
- 建议关注持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强且具备主题投资属性的个股，如奥锐特(605116)、美诺华(603538)



资料来源：美诺华招股书，太平洋证券研究院整理

3.3 建议关注持续横向拓展且产能扩张相对激进的个股

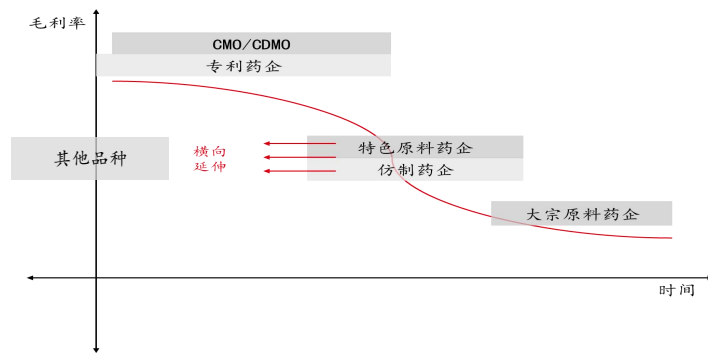
- 我们认为原料药企业持续横向拓展其他品种及CDMO等领域，有助于丰富产品种类，减小单品种依赖，驱动公司成长
- 建议关注持续横向拓展且产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)

部分原料药企业产能扩张相对激进

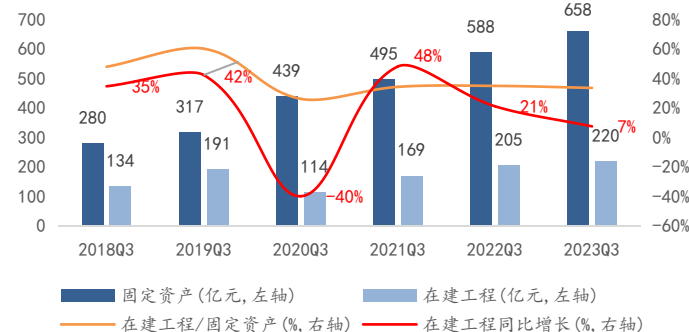
公司名称	2023Q3固定资产 (亿元)	2023Q3在建工程 (亿元)	2023Q3在建工程/固 定资产
共同药业	1.84	8.80	4.78
奥翔药业	2.98	7.21	2.42
同和药业	5.92	8.96	1.52
亨迪药业	1.18	1.53	1.30
山河药辅	2.70	2.23	0.82
华海药业	43.94	33.58	0.76
富祥药业	14.35	8.62	0.60
美诺华	11.85	6.83	0.58
国邦医药	26.47	14.29	0.54
东诚药业	13.83	7.20	0.52

资料来源：iFinD，同和药业招股书，太平洋证券研究院整理

原料药产业链横向拓展



2023年原料药板块在建工程增速放缓



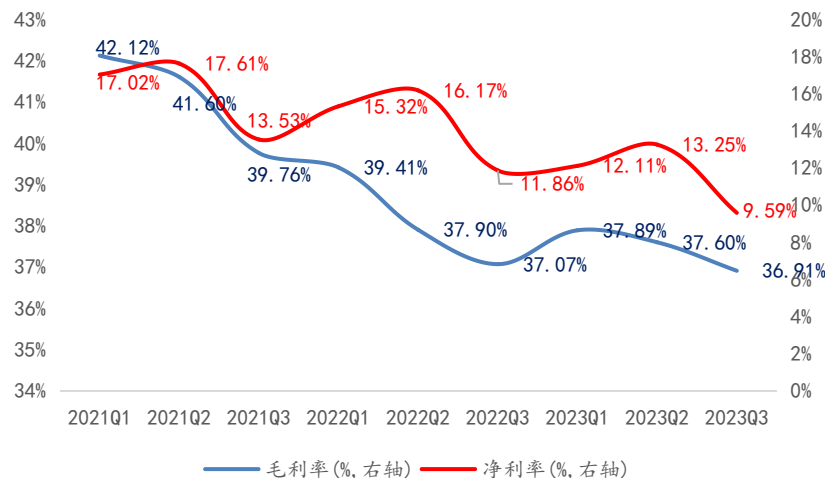
资料来源：中国医药保健品进出口商会，印度药品出口促进局，太平洋证券研究院整理

3.3 建议关注当前利润率水平相对较低的个股

■ 我们认为当前利润率水平相对较低的个股业绩修复弹性更大

■ 建议关注当前利润率相对较低的个股，如：天宇股份（300702）、美诺华（603538）等

2021Q1-2023Q3原料药板块毛利率及净利率（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

原料药板块利润率相对较低的公司

公司名称	2023Q3 净利率(%)	2018年-2022年 平均净利率(%)	平均净利率 /2023Q3净利率	预测2023年 市盈率(倍)
司太立	2.42	11.27	4.66	81
海普瑞	3.49	13.53	3.88	67
天宇股份	3.69	13.65	3.70	69
宏源药业	6.18	18.52	3.00	73
花园生物	16.59	42.28	2.55	31
美诺华	6.46	15.66	2.42	48
共同药业	5.55	12.60	2.27	80
永安药业	5.12	10.48	2.05	43
金达威	10.48	19.01	1.81	27
新和成	19.24	30.22	1.57	18

■ 推荐逻辑：

- 1) 地屈孕酮片预计2023年国内销量200万盒，2024年600-700万盒，年底前进院达1000家，海外注册申报进行中。
- 2) 司美原料药已实现研发阶段销售，并接到新兴市场公斤级订单，随着300KG产能在2024年H1投产，2024年有望销售百公斤。
- 3) 未来业绩确定性较强，2024年，预计地屈孕酮片销售3.6亿元（增量约2.4亿），司美原料药2亿元（增量约1.7亿）。2025年，预计地屈孕酮片5.5亿元，司美原料药3亿元，同时布瓦西坦等新产品开始放量，产能陆续投放。

■ 盈利预测与投资建议：

预计2023年-2025年营业收入分别为13.13/16.99/21.93亿元，归母净利润分别为3.11/4.05/5.33亿元，维持“买入”评级

■ 风险提示：

市场竞争加剧风险，汇率波动风险，产品研发失败风险

	2022A			2023E			2024E			2025E			项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	营业收入 (百万)	YOY	毛利率	单位：百万元				
依普利酮	151	-1%	75%	218	45%	73%	223	2%	72%	227	2%	71%	营业收入	1,008.08	1,312.93	1,699.09	2,193.10
地屈孕酮	163	20%	86%	171	5%	86%	205	20%	83%	235	15%	83%					
氟美松	89	5%	59%	120	35%	53%	124	3%	52%	127	3%	52%					
丙酸氟替卡松	33	12%	62%	20	-40%	60%	29	50%	60%	35	20%	60%					
醋酸阿比特龙	123	355%	30%	202	65%	36%	206	2%	35%	268	30%	35%					
普瑞巴林	85	4%	38%	80	-5%	43%	72	-10%	42%	116	60%	43%	增长率（%）	25.48%	30.24%	29.41%	29.07%
司美格鲁肽	-	-	-	30	-	75%	200	567%	78%	300	50%	78%	归母净利润	210.90	310.59	405.13	532.56
其他	271	-	39%	253	-6%	37%	239	-6%	36%	240	0%	36%	增长率（%）	25.00%	47.27%	30.44%	31.45%
原料药总计	912	29%	55%	1094	20%	55%	1297	19%	58%	1549	19%	59%	EPS（元/股）	0.52	0.76	1.00	1.31
制剂（地屈孕酮片、复方片）	-	-	-	120	-	95%	358	198%	93%	570	59%	90%	市盈率（P/E）	40.55	27.75	21.09	16.10
贸易业务	89	-7%	19%	84	-6%	20%	40	-52%	17%	64	60%	16%					
其他	7	148%	-	15	105%	-	4	-76%	-	10	177%	-					
总计	1008	25%	52%	1313	30%	57%	1699	29%	65%	2193	29%	66%					

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

■ 推荐逻辑：

- 1) 公司17个新产品专利在新兴市场开始密集到期，规范市场2023H2开始陆续到期，其中，阿哌沙班(TOP6)、恩格列净(TOP15)、利伐沙班(TOP19)、达格列净(TOP31)等产品2022年全球销售额排名靠前，预计未来三年将实现快速放量。
- 2) 公司一厂区产能紧张；二厂区一期4个车间正在试生产，预计2024年6月投产；同时，公司已完成8亿元定增用于二厂区二期工程建设，部分车间预计于2024年开始试生产。

■ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年营业收入分别为7.50/10.50/15.00亿元，归母净利润分别为1.09/1.61/2.42亿元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

产能释放不及预期，产品研发及技术创新风险，市场竞争加剧风险，汇率波动风险

	2022A		2023E		2024E		2025E	
按厂区划分	营业收入 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY	营业收入 (亿元)	YoY
一厂区	7.20	21.58%	7.50	4.17%	7.50	0.00%	8.00	6.67%
二厂区一期	0.00	/	0.00	/	3.00	/	5.00	66.67%
二厂区二期	0.00	/	0.00	/	0.00	/	2.00	/
总计	7.20	21.58%	7.50	4.17%	10.50	40.00%	15.00	42.86%

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	719.91	750.00	1050.00	1500.00
增长率(%)	21.58%	4.18%	40.00%	42.86%
归母净利润	100.67	108.85	161.19	242.47
增长率(%)	24.10%	8.12%	48.09%	50.43%
EPS(元/股)	0.24	0.26	0.38	0.57
市盈率(P/E)	30.92	28.54	19.53	13.02

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

四

药店：短期利空出尽，全面拥抱门诊统筹

4.1 板块表现与投资要点

4.2 年初以来药店经营表现良好，全年迎来确定性改善机会

4.3 药店门诊统筹全面落地+处方流转平台贡献新增量

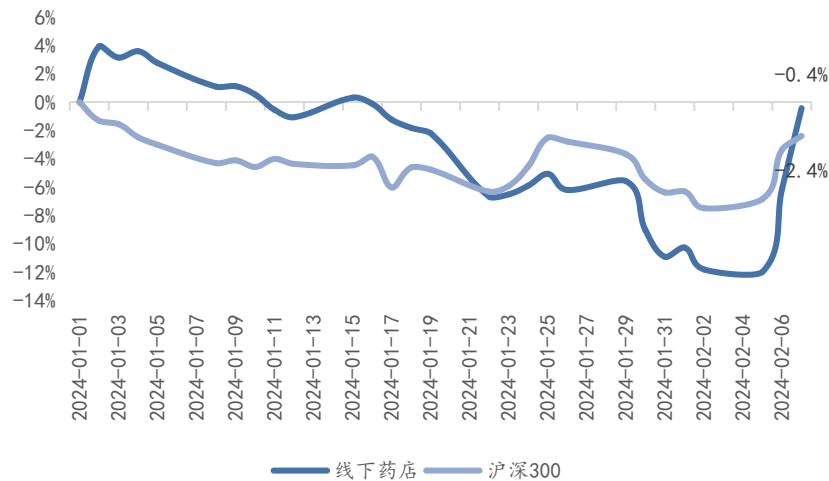
4.4 集中度提升空间广阔，头部药店持续扩张

4.5 关注精细化管理、专业服务、和多元化经营能力

4.1 板块表现与投资要点

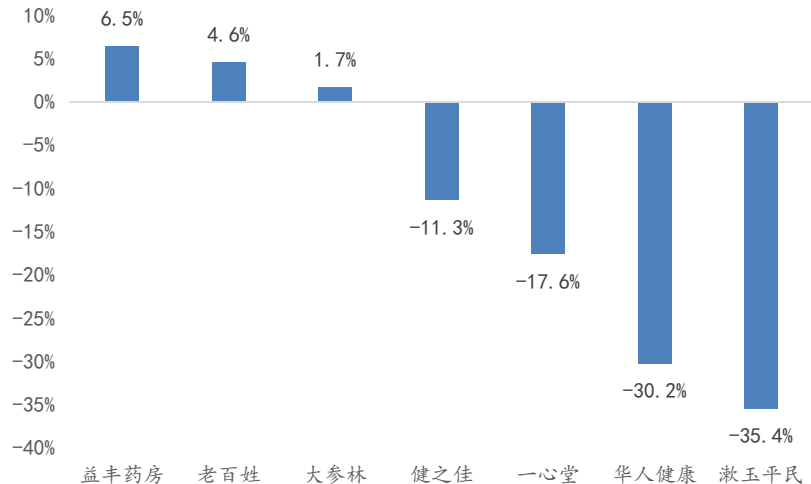
- 年初以来（截至2024/2/7），药店板块经历了一波下跌后在2月初快速拉升，跑赢沪深300指数2个百分点。
- 个股中，益丰、老百姓和大参林录得正回报，漱玉平民、华人健康和一心堂跌幅较大。益丰和老百姓在上市连锁中目前更多收益于药店门统政策。

2024年初至今线下药房板块股价表现



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

2024年初至今线下药房个股涨跌幅



1

短期不利因素逐渐出清，明年迎来确定性改善机会

2023年多数时间，药店药品收入受到家庭去库存和门诊回流的负面影响，非药收入受到消费力下降的影响，导致客单价、单店销售和订单量出现下滑。2024年，用药需求有望回归正常，非药收入随经济预期改善亦有所恢复

2

药店门诊统筹全面落地+处方流转平台贡献新增量

多数省份已出台明确政策支持本省药店开通门诊统筹，取得资质药店数量超过三成，预计明年开通数量继续提速，互联网处方有望获得更广泛认可；处方流转中心的加速落地和实际应用能够更好地帮助药店获得院内门诊的流量。

3

集中度提升空间依然广阔，头部药店通过自建+并购+加盟持续扩张

集中度提升是支撑头部药店持续保持快于行业增速的长期逻辑，从行业龙头市占率和行业连锁化率来看，提升空间依然广阔；连锁药店持续通过自建+并购在重点布局区域进行规模扩张，并通过加盟在非核心区域加快下沉。

4

持续看好在精细化管理、专业服务和多元经营方面具备较强能力的龙头药店

精细化管理有效提升利润率和ROE；专业化服务帮助更好承接外流处方，同时提升高价值客群的留存；非药品类的拓展降低对医保资金的过度依赖，拓宽收入来源，并且改善毛利率。重点关注大参林、益丰、健之佳。

4.2 短期不利因素逐渐出清，今年迎来确定性改善机会

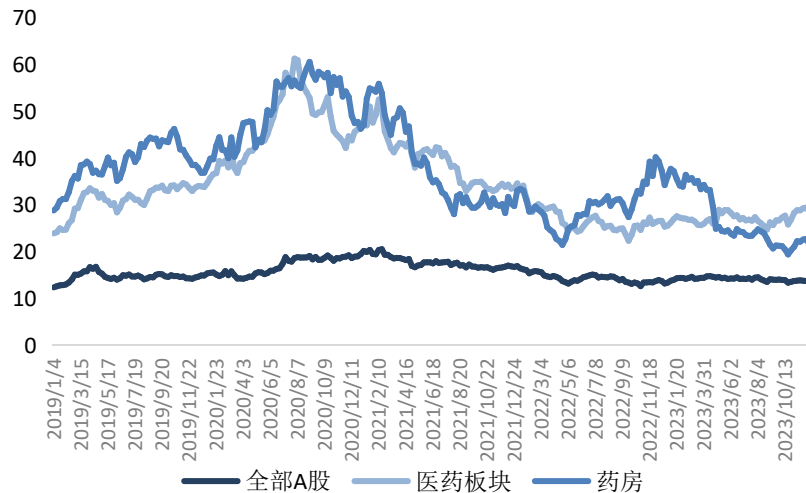
- 19年至今，药店板块经历过三次比较明显的股价下调，分别为3Q19-1Q20受到药品集采带来的患者回流和订单减少，2Q21-4Q21受到医药电商平台较大的竞争压力带来的业绩估值双杀，以及今年2月以来受到疫情期间超前囤药带来的库存消化，门诊统筹时间差，个账缩水，以及消费力下降带来的短期业绩影响，当前的主要不利因素已经基本在股价中充分反应。
- 从市盈率来看，目前药店行业TTM市盈率水平仍处在自2019年以来的低位，百分位为5%。相较而言，全A和医药板块的PE百分位在2.6%和7.3%，药店板块目前估值相当安全，有望随预期改善估值中枢重新上移。

2019年以来板块经历三次较大的回调



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

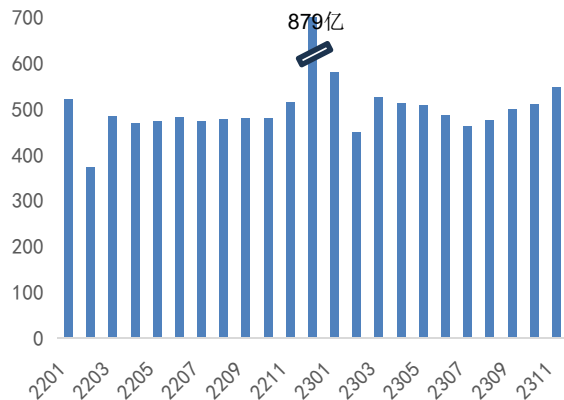
整体市盈率目前仍处在2019年以来的地位



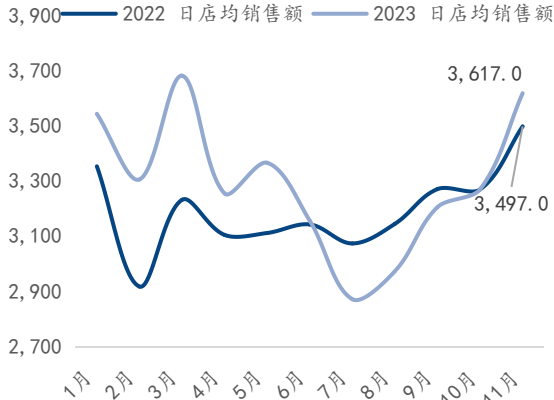
4.2 短期不利因素逐渐出清，今年迎来确定性改善机会

- 药店已经逐渐消化超前囤药带来的影响，且叠加近期流感用药需求增长明显等，药店板块经营趋势有望持续改善，4季度业绩有望超预期。去年上半年药店经营数据呈现W型波动，1、3、5月的店均销售和订单量数据较好，而在6-7月受到销售淡季，受去库存还有大环境的影响，经营数据一度到达谷底，而8月至11月经营数据均呈现出了环比回升的态势，12月在流感用药推动下回升趋势继续保持。
- 展望2024年，我们认为：（1）居民日常用药需求将回归正常，门诊统筹门店开通速度会随各省细则落地而持续加速、处方端要求有望进一步放松，带来显著客流和业绩增量，药品类销售增长将会率先恢复。（2）非药类收入随整体经济预期改善亦有望逐渐走出困境。

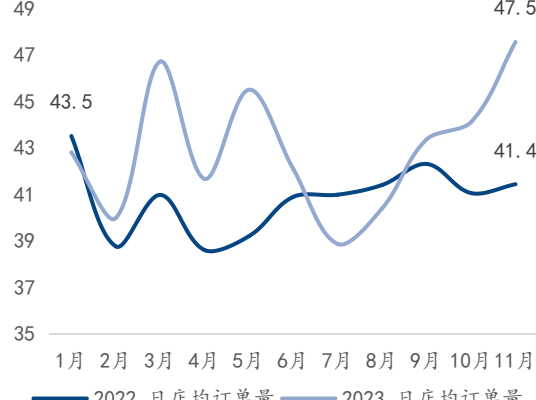
销售额（亿元）



店均销售额



店均订单量



资料来源：米内，中康CMH，中国药店，太平洋证券研究院整理

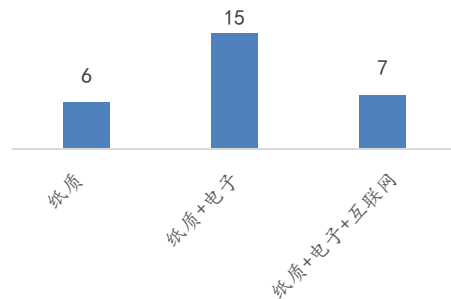
4.3 药店门诊统筹全面落地+处方流转平台贡献新增量

■ 药店门诊统筹的开通和执行情况在各省存在较大差异。湖北、湖南、江苏、江西、山东、山西、广西、上海等地的门诊统筹政策目前相对宽松，当地开通门诊统筹的零售药房有望更快放量。20+省份公布了门诊统筹药房的医保支付标准，其中大部分与一级或基层医疗机构的报销标准相同。

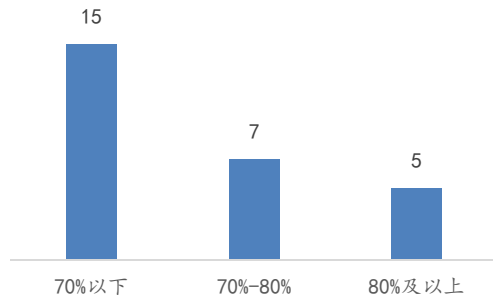
■ 通过互联网医院开方是目前药店解决处方来源的主要方式。对统筹药店而言，当地医保局同意对互联网处方进行统筹报销将吸引大量患者在药店进行处方药的购买，带来显著的客流和销售增量。

■ 起付线，封顶线和报销比例决定着各地药店销售增量的大小。起付线方面，大部分地区都在500元以下，也有像长沙，武汉等地未设置起付线。报销比例方面，大部分执行基层医院报销标准的地区统筹报销比例相对较高，尤其是湖北、上海、浙江、山东等地有部分地市的报销比例达到了80%及以上。报销限额方面，除部分城市不设封顶线，多数城市则设定了从几千元到万余元不等的额度上限，多数区域的额度较为宽松。

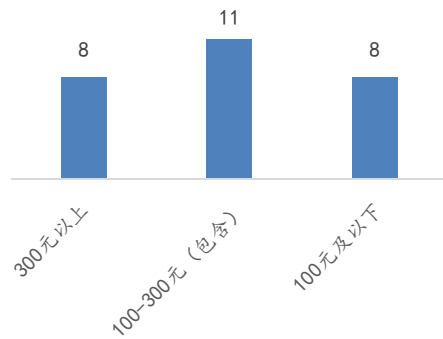
处方来源



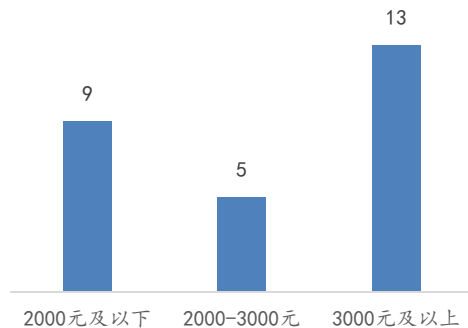
报销比例



起付线



报销限额

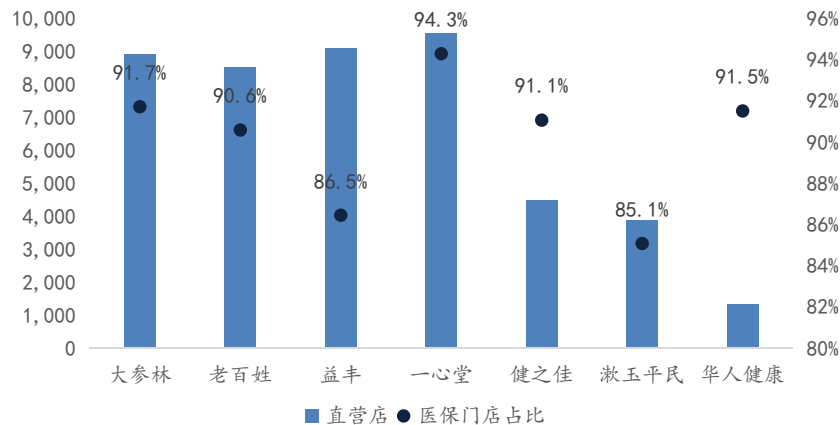


资料来源：国家医保局，太平洋证券研究院整理

4.3 药店门诊统筹全面落地+处方流转平台贡献新增量

- 截至今年8月，已有25个省份约14.14万家定点零售药店开通了门诊统筹报销，占48.4万家医保定点零售药店的29%。
- 头部连锁药房凭借规范经营和专业性较强的优势能够更好的享受门诊统筹带来的业绩增量，同时基于完善的医保系统能够在门诊统筹联网直接结算上也拥有先发优势。头部连锁中目前已具备医保定点资格的门店将有更大概率在后续推进过程中取得统筹资格。
- 截至3Q23，大参林/老百姓/益丰/一心堂/健之佳的直营门店中已落地门诊统筹门店数分别达到913/2,893/3,800/735/304家。综合各家布局省份和各省门诊统筹政策条件，我们看到老百姓和益丰目前不但推进的速度更快，且已布局的省份目前也更具备医保支付上的优势。一心堂、健之佳、漱玉平民和华人健康门店集中在少数省份，今年政策边际改善有望带来统筹收入显著提升。

直营门店中医保定点门店占比（1H23）（家）



资料来源：各上市公司公告，官网信息，太平洋证券研究院整理

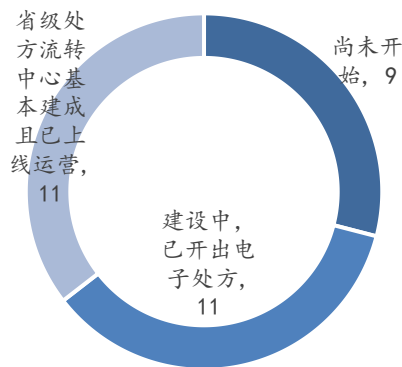
上市连锁药房业务覆盖省份情况（截至3Q23）

公司名称	覆盖省份数量	优势省份
大参林	19	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
老百姓	20	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
益丰	10	湖南、湖北、广东、江苏、江西、上海、浙江、河北、北京、天津
一心堂	10	云南、四川、重庆、广西、山西、贵州、海南、河南、上海、天津
健之佳	6	云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁
漱玉平民	6	山东、辽宁、福建、河南、黑龙江、甘肃
华人健康	3	安徽、江苏、河南

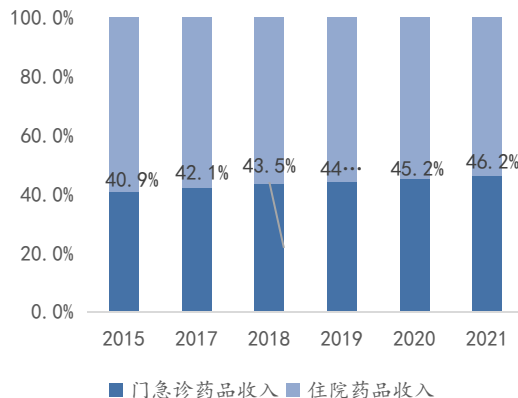
4.3 药店门诊统筹全面落地+处方流转平台贡献新增量

- 今年以来各地处方流转平台的建设有明显的加速态势，安徽、重庆、浙江、广东等地纷纷出台更为细致的方案加速推进医保电子处方流转应用工作的实施。此外，更有省份出台文件明确要求医院将处方流转到医保支付平台。
- 全国20余省市已开启/完成了省级处方流转平台建设工作，其中湖南省、江西省、湖北省等约11个省市处方流转平台已初步建成并实现了医院与药店的对接，电子处方已经实现从医院到药店的流转。我们预计今年各地将进一步提高处方流转平台的使用量。
- 预计2024-2026年药房承接处方外流规模增量能达到251/388/533亿元，总增量超千亿元。2022年公立医院的药品销售规模为11.08万亿元，门诊药房的收入占整体公立医院销售规模的约40%左右。我们假设（1）门诊药品收入中有50%的量能够最终外流到线下药房终端销售，（2）2023年由于疫后院内诊疗恢复带来10%左右的增长，并在随后几年保持3%左右的稳定增长，（3）处方外流率从2023年起每年提升5%。

省级处方流转平台建设情况



门急诊收入占比



处方外流带来的药品销售增量

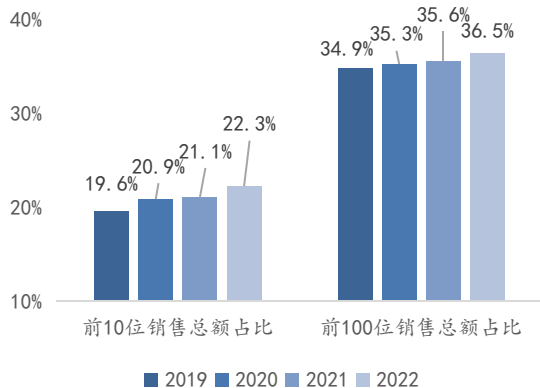
处方外流增量预测（中性假设）	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
公立医院药品销售规模（亿元）	11,083	12,191	12,557	12,934	13,322
公立医院药品终端年平均增速		10%	3%	3%	3%
门诊药房收入占比		40%	40%	40%	40%
可外流处方规模总量		4,877	5,023	5,174	5,329
2024-26处方外流率年均提升5%		5.0%	10.0%	15.0%	20.0%
流入线下药房比例		50%	50%	50%	50%
药房承接处方外流规模（亿元）		122	251	388	533
2024-26处方外流总增量（亿元）					1,172

资料来源：医保局，卫健委，米内网，太平洋证券研究院整理

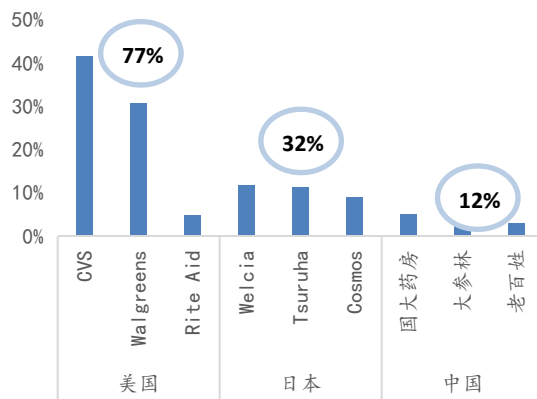
4.4 集中度提升空间广阔，头部药店持续扩张

- 2024年药店行业在头部连锁持续扩张的带动下将继续看到集中度提升。根据商务部指导意见，到2025年要培育5-10家规模超500亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率接近70%。
- 全国药店连锁化率在2022达到57.8%，距离70%的目标还有显著差距。国大药房、高济医疗、老百姓、大参林、益丰和一心堂门店数破万，收入规模均达到150亿元人民币以上。其中排名第一的国大药房销售达到了250亿元以上，但距离完成500亿销售目标门店数还需翻倍。
- 销售总额排名前10/前100的连锁药房占比呈现逐年提升的趋势，于2022年分别达到了22.3%和36.5%。但是对比美国和日本，我国集中度仍具有提升空间。从CR3数据来看，美国和日本分别达到了77%和32%，遥遥领先中国的12%。

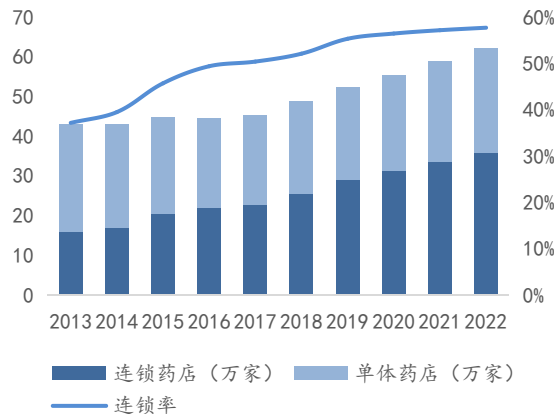
头部连锁药房集中度进一步提升



中国药店行业集中度有较大提升空间



零售药店连锁率稳步提升

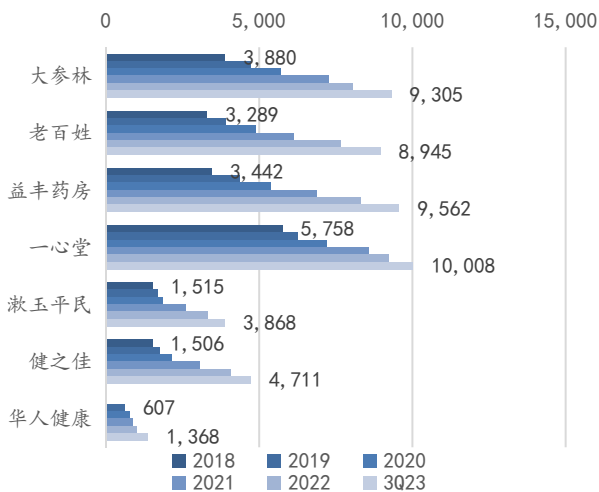


资料来源：《中国药店》，《药品流通行业运营统计分析报告》、各公司公告，太平洋证券研究院整理

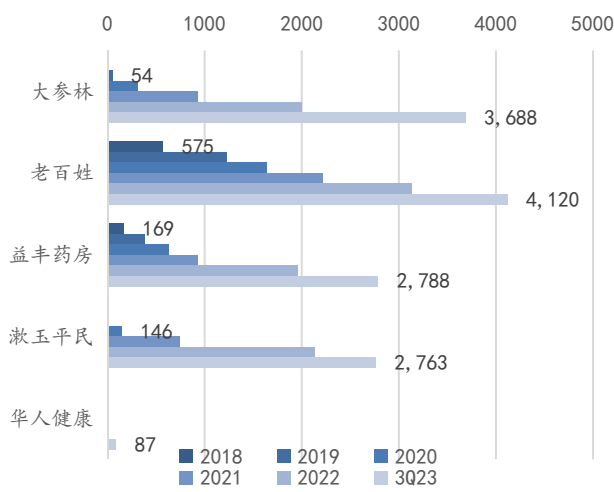
4.4 集中度提升空间广阔，头部药店持续扩张

- 药店通过自建和并购的方式在一二线城市和重点区域进行门店加密，也有更多药店近年来更多会采用加盟的方式在三四线城市快速下沉。
- 上市药房中，直营门店总量最多的是一心堂，3Q23达到了10,008家。自2018年以来，自营门店绝对数量增长最快的是益丰药房，达到了6,120家；增长率最高的是健之佳，3Q23的门店数量达到了2018年的3.1倍。几大连锁药店基本上都形成了高效复制、跨省经营的实力。加盟方面，老百姓目前拥有的加盟店数量在上市药房中最多达到了4,120家，大参林和漱玉平民在加盟模式的启动上相对较晚增速最快。
- 我们预计24年各上市连锁药房将继续保持快速扩张趋势上，其中大参林、益丰和一心堂的短期流动性更为充足，能更好支持短期的扩张。

自营门店



加盟店



近年并购案例

公司	交易金额 (万元)	收购标的	交易披露时间	P5估值	PE估值
健之佳	4,560	四川德仁堂药业59家门店资产及经营权益	2024年2月初	0.59	-
	13,679	重庆红瑞东邦仁佳大药房连锁有限公司100%股权	2023年12月末	0.54	21.0
	7,148	重庆伯瑞大药房有限公司100%股权	2022年3月末	0.73	18.5
	207,350	河北唐人医药连锁有限公司100%股权	2021年12月末	1.41	24.3
	9,633	普洱信草堂优选医药有限公司100%股权	2021年10月末	0.82	15.9
国药一致	4,183	平果普佳医药连锁有限公司100%股权	2021年5月末	1.01	-
	4,425	玉溪江川区星云大药房连锁经营有限公司100%股权	2021年2月末	0.84	-
	186,000	成大方圆100%股权	2020年7月	0.84	-
大参林	3,000	重庆万家燕大药房15%股权	2023年11月末	0.68	68.3
	12,747	南通市江海大药房连锁有限公司51%股权	2019年7月末	1.14	24.1
	7,425	保定市盛世华医药连锁有限公司46%股权	2019年3月末	0.87	-
	11,900	唐山市南顺医药连锁有限公司重组后新公司70%股权	2022年5月末	0.89	49.9
益丰	20,400	湖南九芝堂医药有限公司51%股权	2021年12月末	0.68	47.5
	13,250	江苏市民大药房连锁有限公司53%股权	2018年6月末	-	19.2
	14,280	上海上虹大药房连锁有限公司51%股权	2018年6月末	-	20.9
	138,359	石家庄新兴药房连锁有限公司86.31%股权	2018年3月末	1.77	24.7
	12,400	安徽为百姓大药房医药连锁有限公司80%股权	2023年3月	0.93	15.9
老百姓	3,626	镇江华康大药房连锁有限公司35%的股权	2021年3月末	0.93	-
	163,719	湖南怀仁大健康产业发展有限公司71.9643%股权	2021年9月末	1.62	22.8
	142,800	河北华佗药房连锁有限公司51%股权	2021年4月末	1.69	22.4
	10,428	泰州市民隆泰源医药连锁有限公司49%的股权	2021年3月末	1.24	-
	6,899	江苏百佳惠苏大医药连锁有限公司49%的股权	2021年3月末	0.87	-
	68,000	赤峰人川大药房连锁有限公司100%股权	2020年11月末	1.55	23.4
一心堂	10,500	海南源安隆药品超市连锁有限公司100%股权	2023年12月末	1.05	19.1
	3,900	山西百姓药业连锁有限公司100%股权	2021年2月初	0.69	7.6
漱玉平民	56,038	辽宁天士力100%股权 (已终止)		0.80	39.1
	15,448	济南平嘉60%股权 (已终止)	2023年3月末	0.87	19.5
	28,800	齐河泰康企业管理有限公司100%股权	2021年9月末	0.94	51.4
华人健康	19,500	马鞍山曼迪新大药房连锁有限公司51%股权	2023年4月末	1.01	45.6
	11,220	舟山市星60%股权	2023年6月末	1.04	17.6

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院整理

4.5 关注精细化管理、专业服务、和多元化经营能力

主要指标 (亿元)	603233. SH	603883. SH	603939. SH	002727. SZ	301017. SZ	605266. SH
	大参林	老百姓	益丰药房	一心堂	漱玉平民	健之佳
门店数 (自营)	9,305	8,945	9,562	10,008	3,868	4,711
CAGR (19-22)	19.6%	25.2%	23.9%	13.7%	25.4%	32.3%
直营门店日均坪效 (元/m²)	77.4	58.0	55.2	39.2	49.0	41.4
3Q23营业收入	177.2	160.4	158.9	128.1	65.3	65.0
同比增速	19.6%	16.4%	19.0%	6.5%	24.5%	38.0%
CAGR (19-22)	24.0%	20.0%	24.6%	18.5%	31.2%	28.7%
3Q23归母净利润	11.7	7.2	10.0	6.9	1.6	2.8
同比增速	27.2%	17.5%	21.3%	1.3%	24.5%	44.4%
CAGR (19-22)	13.8%	15.6%	32.5%	18.7%	27.3%	29.3%
9M23毛利率	37.1%	32.5%	39.5%	33.1%	30.1%	35.9%
9M23销售费用率	22.0%	20.9%	25.5%	23.4%	21.4%	26.4%
9M23管理费用率	4.9%	4.4%	4.4%	2.6%	3.3%	2.1%
9M23净利率	6.9%	5.3%	7.1%	5.4%	2.4%	4.3%
加权ROE (2022)	17.9%	12.7%	15.8%	14.5%	11.6%	17.9%

4.5 关注精细化管理、专业服务、和多元化经营能力

大参林

经营能力：自营+加盟扩张门店数同业领先，且在坪效、ROE和周转率较同业都表现相对更好，净利率受益于降本增效企稳回升。

专业服务：对核心员工进行慢病管理和专业能力的提升，并与医院和药厂进行合作，落实MTM（药物、治疗、管理）模式。

多元化经营：自有品牌销售约占总收入25%，打造了“东紫云轩”，“可可康”以及“东腾阿胶”等核心品牌。凭借参茸滋补类的原材料优势深入原产地采购、自建中药饮片与参茸加工厂等，巩固中药品类的销售。公司中药收入占比在7家上市连锁中最高。

益丰

经营能力：近三年自营门店数快速扩张，整体毛利率和净利率较同业更高，主要因公司的中西成药毛利率较同行更高。

专业服务：公司全员参与慢病管理，在重点门店设置慢病管理专员，通过定期培训将专员化服务能力赋能到一线员工，为慢病顾客提供目标管理、检测服务和指标解读、用药提醒、饮食管理、健康科普等服务。公司重点布局区域如湖南、湖北、江苏、江西门诊统筹政策均相对友好，公司在短期能快速从统筹药品的销售快速提升中获得业绩增量，同时也将看到显著的客流量提升。

健之佳

经营能力：收入和利润端保持高速增长，同时迅速扩展省外市场，明年预期仍将有1,100+的门店增长，保持较快的增长率。

多元化经营：通过和云南白药在三七领域的合作，打造“品牌连锁+高品质供应链”的产业合作模式。公司定位中高收入和年轻客群，在保健品、个人护理品、功能性护肤品等品类方面有较大优势。药店+便利店模式打开多业态经营局面，非药品类销售占比同业最高。公司线上布局较为领先，线上销售额，O2O业务门店覆盖率（94.12%），24小时门店占比（17.4%）均为同业最高。

■ 推荐逻辑：

- 1) 公司具备较高业绩增长弹性，盈利性有望继续改善：公司在营收、利润以及门店数的规模上继续追赶第一梯队的连锁药房，门店数预计在2024年继续保持20%左右同比增长，并在省外地区加速扩张。此外，公司毛利率仍存在提升空间，随着公司业务规模进一步扩大以及在川渝等新进区域经营成熟度的提高，对上游供应商的议价能力会逐渐增强，经营效率亦持续改善。
- 2) 省内差异化竞争，省外扩张加速：健之佳继续加强核心区域的渗透，在云南129个区县的覆盖率由2022年的85%提升至1H23的88%，在云南的市占率提升至10.4%。健之佳在省会和地市的占比要显著高于一心堂，且在向地市级、县级、乡镇级的不断渗透中依然伴随经营效率的提高；省外方面，公司在川渝和京津冀地区加大布局力度，通过并购快速进入上述区域，收购标的估值合理且低于业内平均，省外收入占比已经超过整体的三分之一，24年省外经营数据料将继续改善。
- 3) 全渠道布局和多元化经营能力出众：健之佳线上渠道收入在所有上市连锁中排名第一，在2023年前三季度录得16亿元，同比增长67.9%，占总收入比重为24.7%。公司定位中高收入和年轻客群，在保健品、个人护理品、功能性护肤品等品类方面有较大投入，药店+便利店的并行商业模式是其区别于多数药店的经营特点，非药品类销售占比去年前三季度达到20.3%为同业最高。

■ 盈利预测和投资建议：

预计2023-2025年营业收入为94.5/115.4/138.5亿元，净利润为4.09/4.87/5.99亿元，目标价68元/股，维持“买入”评级。

单位（亿元）		2022A			2023E			2024E			2025E		
按板块分		收入	YoY	毛利率	收入	YoY	毛利率	收入	YoY	毛利率	收入	YoY	毛利率
医药零售		66.8	48.4%	34.1%	85.3	27.7%	34.0%	105.6	23.7%	33.5%	128.0	21.2%	33.4%
便利零售		3.8	5.5%	21.9%	4.1	9.6%	18.3%	4.4	6.0%	18.0%	4.6	5.0%	18.0%
专业服务		4.5	21.8%	77.8%	5.0	10.0%	75.0%	5.4	9.0%	74.5%	5.9	9.0%	74.5%
总计		75.1	43.5%	36.1%	94.5	25.7%	35.5%	115.4	22.2%	34.8%	138.5	20.0%	34.6%

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业总收入	7,514.44	9,445.26	11,540.44	13,850.18
增长率（%）	43.54%	25.69%	22.18%	20.01%
归母净利润	363.35	408.03	487.36	599.08
增长率（%）	20.90%	12.30%	19.44%	22.92%
EPS（元/股）	3.77	3.17	3.78	4.65
市盈率（P/E）	16.05	15.82	13.25	10.78
市净率（P/B）	2.33	2.27	1.94	1.64

五

仿制药：政策风险逐步出清，性价比凸显

5.1 板块估值处于历史低点

5.2 政策边际改善

5.3 政策风险逐步出清，创新转型增长动能改变

5.4 推荐标的：福元医药、京新药业、三生制药

5.1 板块估值处于历史低点

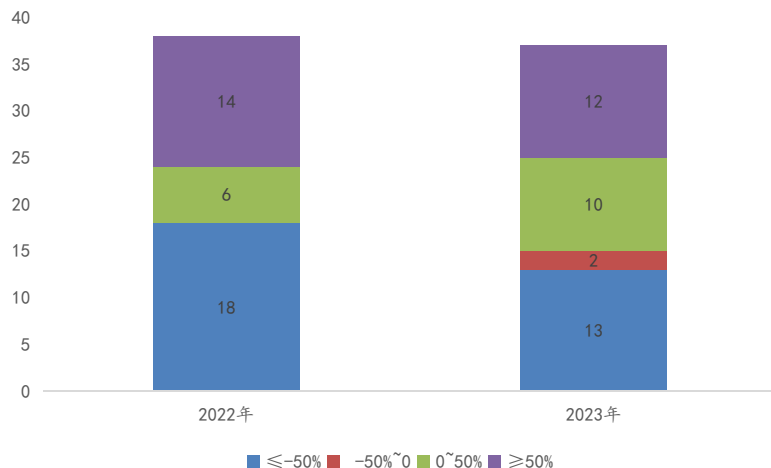
- 化学制剂板块估值处于历史低点：截至2024.02.08，化学制剂子版块市盈率为27.84倍。目前板块估值已处于历史较低分位，PE历史分位数（近十年数据）为5%。
- 共37家公司发布2023年业绩预告，基本与2022年持平（38家）。其中22家公司预增，12家公司增速大于50%，15家公司预减，13家公司增速小于-50%。

化学制剂板块PE估值变化（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：数据截至2024.02.08，iFinD，太平洋证券研究院整理（个股涨跌幅剔除ST股）

2023年业绩预告情况



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院整理

5.3 政策边际改善

- **集采规则大幅优化**：最低价中标优化为第七批的满足三条件之一即可($\leq$ 最低价 1.8倍;降幅 $\geq$ 50%;单价 $\leq$ 0.10 元)，并延续至第九批。从单品种平均中选企业数来看，首批平均中选企业1家，到第九批集采已经增至6.5家
- **制定鼓励仿制药品目录**：2023年底卫健委发布《第三批鼓励仿制药品目录》共收录39个品种，涉及75个品规、13种剂型，覆盖抗肿瘤药及免疫调节剂、抗感染用药、神经系统用药、放射性诊断剂、心血管系统用药等12个方面治疗用药
- **一致性评价三年“淘汰制”**：2023年CDE发布《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（征求意见稿）》指出自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请

历次集采中标及执行情况梳理

集采批次	开标时间	执行时间	中选品种数	拟中选企业数	拟中选产品数量	单品种平均中选企业数	平均降价幅度	注射剂品种占比
第一批	2018. 11. 15	2019年2月	25	15	26	1. 0	52%	12. 00%
第一批扩围	2019. 9. 1	2019年12月	25	45	60	2. 4	59%	12. 00%
第二批	2019. 12. 29	2020年4月	32	77	100	3. 1	53%	3. 13%
第三批	2020. 7. 29	2020年10月	55	125	191	3. 5	53%	3. 64%
第四批	2021. 1. 15	2021年5月	45	118	158	3. 5	52%	17. 78%
第五批	2021. 6. 2	2021年10月	61	148	251	4. 1	56%	49. 18%
第六批（胰岛素专项）	2021. 11. 5	2022年5月	16	11	42	2. 6	48%	100. 00%
第七批	2022. 6. 20	2022年11月	60	217	327	5. 5	48%	48. 33%
第八批	2023. 3. 29	2023年7月	39	174	252	6. 5	56%	69. 23%
第九批	2023. 11. 6	2024年3月（预计）	41	205	266	6. 5	58%	48. 78%

资料来源：上海阳光采购网，太平洋证券研究院整理

5.3 政策风险逐步出清，创新转型增长动能改变

1

■ 政策端影响逐步出清

- ① 集采边际影响进一步减弱：1) 集采进程过半，国家规划2025年完成500个品种的集采，前9批带量采购已纳入374个品种；2) 存量品种数量有限，新注册分类仿制药申报为新趋势。
- ② 基药目录有望年内迎来修订：部分品种有望受益于基药目录调整实现院内放量

2

■ 利空逐步出清，需求逐步回暖

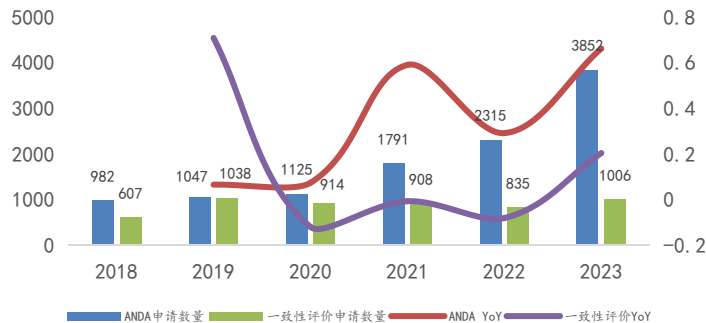
- ① 人口老龄化背景
- ② 疫情、反腐等利空出清：2023年1—9月，我国医疗卫生机构总诊疗人次数为51.1亿，其中，第一季度总诊疗人次数为15.9亿，第二季度总诊疗人次数为17.5亿，第三季度总诊疗人次数为17.7亿，前三季度与2019年同期相比，增长12.4%；与2022年同期相比，增长6.0%

3

■ 创新管线进入兑现期，增长动能改变

医保支付存在边际改善趋势，叠加新药出海，有望实现新药放量加速成长

一致性评价申请数量减少，ANDA申报数量提升



资料来源：CDE2023年药品审评报告，太平洋证券研究院整理

医保支付边际改善，谈判降价趋于温和



- 连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种，支付标准在签署计算值基础上减半
- 2022年通过重新谈判或补充协议方式增加适应症的药品。在2023年计算续约降幅时，将把上次已发生的降幅扣减

资料来源：国家医保局，太平洋证券研究院整理

5.4 政策风险逐步出清，创新转型增长动能改变

■ 建议关注：

- 1) 业绩确定性高，估值修复弹性大性价比凸显：福元医药、三生制药等；
- 2) 创新药管线进入兑现阶段，叠加出海预期，有望快速放量：京新药业、亿帆医药、苑东生物、科伦药业、信立泰、华东医药等；

代码	名称	PE (TTM)	总市值	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601089.SH	福元医药	14	67.44	5.2	6.52	8.18	19%	25%	25%	1.08	1.36	1.70	13	10	8
1530.HK	三生制药	7	134.38	21.38	24.19	27.09	12%	13%	12%	0.88	0.99	1.11	6	6	5
002020.SZ	京新药业	13	88.86	6.77	7.2	8.44	2%	6%	17%	0.79	0.84	0.98	13	12	11
002019.SZ	亿帆医药	108	145.90	-0.48	5.69	8.09	-125%	1295%	42%	(0.03)	0.47	0.67	-397	25	18
688513.SH	苑东生物	25	61.50	2.5	3.04	3.8	2%	22%	25%	2.08	2.53	3.16	25	20	16
002422.SZ	科伦药业	17	393.48	23.22	26.59	31.15	36%	15%	17%	1.57	1.80	2.10	17	15	12
002294.SZ	信立泰	60	344.92	6.76	7.81	9.58	6%	15%	23%	0.61	0.70	0.86	51	44	36
000963.SZ	华东医药	21	555.80	29.25	35.4	42.73	17%	21%	21%	1.67	2.02	2.44	19	16	13

资料来源：IFIND，数据截止时间为2024.02.08，太平洋证券研究院整理

5.5 福元医药：仿制药在研管线丰富，院外市场有望加速成长

■ 推荐逻辑：

1) 公司产品战略为首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种，无论是针对重大的还是多发性的疾病药物都具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，而市场规模大的品种也正是集采考虑的重点品种。此外，公司品规在2个及以上的品种超15个，公司的多品规申报有助于公司产品实现差异化竞争，院外市场有望加速成长。

2) 公司在研项目储备丰富，有望持续贡献增量收入。截至2023年6月底，公司共有仿制药制剂在研项目55个、创新药在研项目4个、医疗器械在研项目2个。仿制药方面，预计未来公司每年将有6-8个品种获批，有望持续为公司贡献新的增量收入。

3) 公司向上布局原料药，募资建设制剂产能，一体化能力持续提升。公司持续向上布局原料药，已拥有多个“原料药+制剂”一体化品种。同时，公司募投项目新产能建设加速，满产后将形成约59亿片/粒药品制剂的年生产能力。

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	3240	3483	3936	4409
增长率（%）	14.16	7.5	13.01	12.02
归母净利润	438	520	652	818
增长率（%）	39.43	18.66	25.34	25.43
EPS（元/股）	0.91	1.08	1.36	1.70
市盈率（P/E）	15.44	13.01	10.33	8.26

资料来源：数据截至2024.02.08，ifind，太平洋证券研究院整理

■ 盈利预测与投资建议：

预计2023/24/25年营收为34.83/39.36/44.09亿元，预计同比增长7.50%/13.01%/12.02%，归母净利润为5.20/6.52/8.18亿元，预计同比增长18.66%/25.34%/25.43%。维持“买入”评级。

■ 风险提示：

市场竞争加剧风险；国家带量采购风险；产品研发失败风险。

5.5 京新药业：产能升级释放新动能，仿创结合构筑业绩增长驱动力

■ 推荐逻辑：

1) 公司通过医药电商、品牌、商销等多种方式加速拓展院外终端市场，院外市场线上业务发力，2022年收入增长至1.67亿元，同比增速174%，已成为药品业务新的收入和盈利增长点。

2) 原料药和制剂一体化优势，产能提升增长新动能。随着上虞制剂生产基地、山东原料生产基地、内蒙中药生产基地的产能逐步投放，总固体制剂产能将突破100亿片，预计产值约为16亿元。内蒙中药生产基地建成后将形成6000万盒中药产品产能，预计满产产值约4.5亿元。

3) 公司每年申报10个以上仿制药项目，截至2023年上半年，公司仿制药项目注册获批3项、注册申报4项，研发启动9项，累计在研50余项，持续丰富仿制药产品管线创新药方面，公司首个创新药品种地达西尼已获批上市，我们认为公司地达西尼远期空间有望超过10亿元。

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	3780	4017	4447	4983
增长率 (%)	9.03	6.27	10.70	12.05
归母净利润	662	677	720	844
增长率 (%)	8.12	2.17	6.43	17.24
EPS (元/股)	0.77	0.79	0.84	0.98
市盈率 (P/E)	13.40	13.06	12.29	10.53

资料来源：数据截至2024.02.08，ifind，太平洋证券研究院整理

■ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年营业收入为40.17/44.47/49.83亿元，预计同比增长6.26%/10.72%/12.05%。归母净利润为6.77/7.20/8.44亿元，预计同比增长2.17%/6.43%/17.24%。维持“买入”评级。

■ 风险提示：

行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；人才缺乏风险。

5.5 三生制药：国内生物制药领先者，持续推进多元化创新布局

■ 推荐逻辑：

1) 公司收入有望维持快速增长：

- 核心品种特比澳5年CAGR为16%，有望维持快速增长：1、作为全球市场唯一产品，公司拥有定价权，2023年国谈简易续约不降价；2、获CSCO指南CTIT治疗的最高级别推荐；3、目前渗透率较低；4、儿童ITP及慢性肝病血小板减少症等新适应症有望带来增量。
- 皮肤毛发领域布局有望成为公司长期业绩驱动力：1、蔓迪5年CAGR为57%，收入有望维持快速增长。国内2.5亿脱发人群中蔓迪渗透率仅2-3%；线上成为业务发力点，2023年上半年电商领域销售增速达到64%；2、引进的克拉考特酮乳膏Winlevi是近40年来FDA批准的首款新机制痤疮药物，为美国处方量最大的痤疮药物，2022年收入2.62亿美元，国内痤疮桥接临床已获批。

2) 在研管线进入兑现期：公司围绕血液、肾科、自免、眼科等领域前瞻性布局，超过30款在研产品，多款品种申报上市在即：抗IL-17A单抗(608)及长效促红素SSS06的III期临床均已达到主要终点，预计2024年申报上市，抗VEGF单抗(601A)有望2024年申报上市。

■ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023年-2025年营业收入分别为78.91/88.80/97.62亿元人民币，同比增长15%/13%/10%。归母净利润为21.38/24.19/27.09亿元人民币，同比增长12%/13%/12%。对应当前PE分别为7/6/6X。给予“买入”评级。

■ 风险提示：

行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；人才缺乏风险。

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	6859	7891	8880	9762
增长率(%)	7%	15%	13%	10%
归母净利润	1915	2138	2419	2709
增长率(%)	16%	12%	13%	12%
EPS(元/股)	0.78	0.88	0.99	1.11
市盈率(P/E)	7.06	6.26	5.57	4.96

资料来源：数据截至2024.02.08，ifind，太平洋证券研究院整理

六

CXO：海外需求逐步复苏，仿制药CXO高增长

- 6.1 总体观点：海外需求逐步复苏，仿制药CXO高增长
- 6.2 海内外分化：加息周期进入尾部，关注海外需求复苏
- 6.3 仿创分化：创新药调整周期，仿制药高增长
- 6.4 股价及估值：市场风格切换，核心资产抱团持续瓦解
- 6.5 基金持仓：筹码结构改善，23Q3增持CXO
- 6.6 投资建议及推荐标的

6.1 总体观点：海外需求逐步复苏，仿制药CXO高增长

- **海外需求逐步复苏，国内仍处调整周期。**美联储加息周期基本结束，海外医药投融资及企业需求逐步复苏，5/8家海外CXO企业上调或维持三季报业绩指引；国内创新药仍处调整周期，需求不振，未来从投融资到需求、订单以及业绩的好转仍需时间。
- **创新药调整周期，仿制药CXO高增长。**创新药CXO表现不佳，整体处于行业周期底部，2023Q3业绩增速有所放缓或者下滑，未来从需求的恢复到订单的落地、业绩的改善仍需一定时间；仿制药CXO等细分领域表现亮眼，企业业绩持续高增长，新签订单保持高增速。

2023年CXO板块涨跌幅

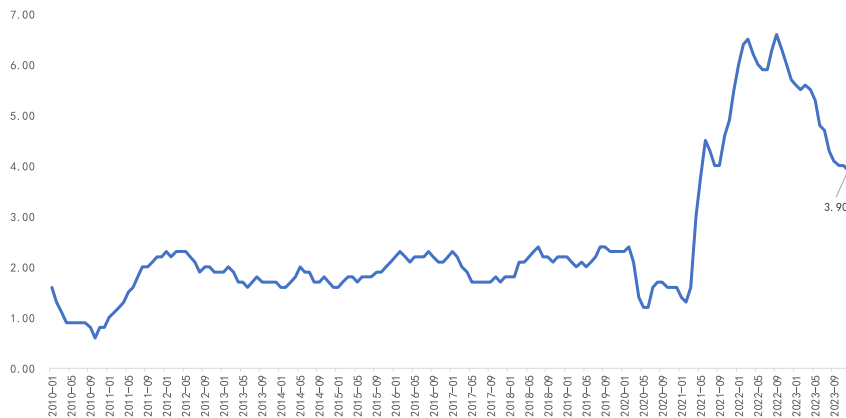
代码	公司	市值（亿）	年涨跌幅	代码	公司	市值（亿）	年涨跌幅
688076.SH	诺泰生物	86.23	77.29%	300149.SZ	睿智医药	40.33	-22.48%
301257.SZ	普蕊斯	38.41	31.43%	301520.SZ	万邦医药	36.92	-25.16%
301333.SZ	诺思格	60.98	23.79%	688131.SH	皓元医药	77.92	-32.80%
300404.SZ	博济医药	35.10	17.63%	300759.SZ	康龙化成	483.85	-34.05%
688222.SH	成都先导	61.42	13.72%	300363.SZ	博腾股份	139.81	-35.22%
301230.SZ	泓博医药	39.44	-3.15%	688238.SH	和元生物	58.79	-38.06%
688073.SH	毕得医药	50.98	-3.26%	603456.SH	九洲药业	225.23	-40.08%
603259.SH	药明康德	2176.91	-8.22%	603127.SH	昭衍新药	162.06	-42.75%
301096.SZ	百诚医药	66.99	-8.88%	300347.SZ	泰格医药	441.73	-48.23%
688621.SH	阳光诺和	73.94	-9.11%	300725.SZ	药石科技	78.83	-50.86%
002821.SZ	凯莱英	436.72	-17.14%	688202.SH	美迪西	88.90	-56.67%

资料来源：iFind，太平洋证券研究院整理

6.2 海内外分化：加息周期进入尾部，关注海外需求复苏

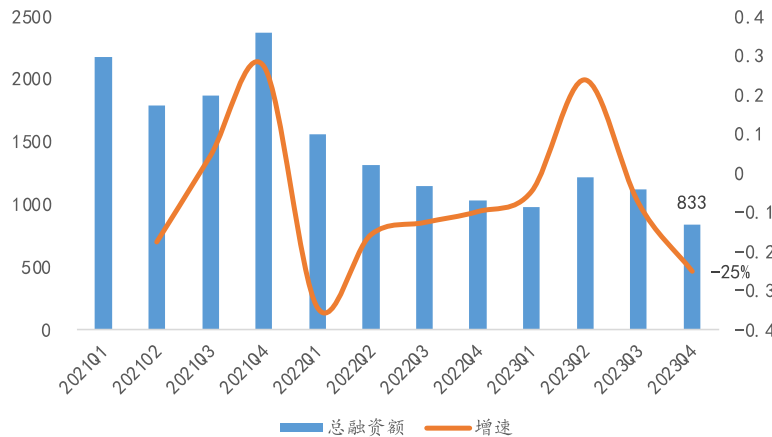
- **加息周期进入尾部。**2024年1月，美联储召开议息会议，会议认为达到就业和通胀目标的风险大致平衡，并剔除“额外加息”的表述，总体来看加息周期基本结束，但对未来降息时点的判断保持谨慎，建议关注美联储政策走向的边际变化。
- **海外投融资基本企稳。**全球医疗健康产业融资总额于2021Q4达到2370亿，随后有所下滑，2023Q4为833亿元，环比下降25%；此外，此前融资事件数2023Q4为713件，环比下降10%。目前，全球医疗健康产业融资总额及总事件数已基本企稳，已处于弱复苏态势。

2010-2023美国核心CPI（同比%）



资料来源：iFind，动脉网，太平洋证券研究院整理

全球单季度医疗健康产业融资额（亿元）



6.2 海内外分化：加息周期进入尾部，关注海外需求复苏

- 海外CXO业绩如期完成，关注海外需求复苏。我们梳理了8家海外各家CXO企业的2023年业绩及2024年指引情况，其中4家企业业绩超预期，3家符合预期，1家尚未发布，总体表现较好。此外，5家企业给出了2024年收入正增长的指引，2家持平，1家尚未发布，我们预计未来随着宏观环境及流动性的改善，投融资逐步回暖，海外需求将逐步复苏。

2023年海外CXO业绩及指引情况

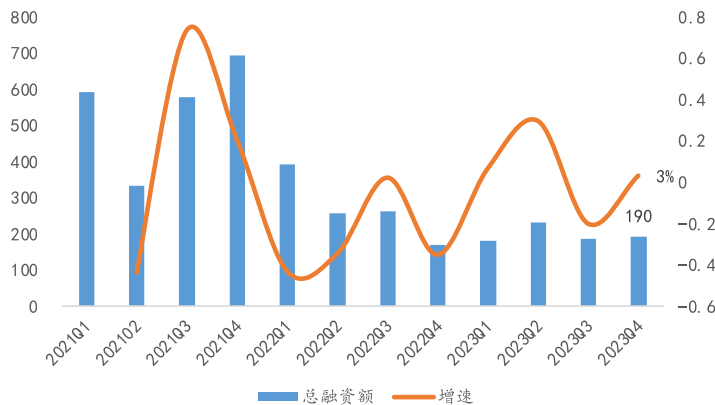
证券代码	公司名称	2023营收增速	2023利润增速	2023Q3指引（2023年）	完成情况（2023年）	本次指引（2024年）	调整情况
LONN	LONZA	7.9%	-46.2%	CER收入增速：接近中高个位数上限 Core EBITDA Margin：接近28%-29%上限 2024年CER收入增速：Flat 2024年Core EBITDA Margin：25%-30%	超预期 CER收入增速：10.9% Core EBITDA Margin：29.8%	CER收入增速：flat Core EBITDA Margin：high twenties	维持
MEDP	Medpace	29.2%	15.3%	收入增速：28.1%-29.5% 利润增速：10.9%-12.5%	超预期 收入增速：29.2% 利润增速：15.3%	收入增速：14.0%-16.7% 利润增速：15.3%-23.1%	/
207940	三星生物	23.0%	13.0%	收入增速：20%+	符合预期 收入增速：23%	收入增速：10%-15%	/
TMO	赛默飞	-4.6%	-13.7%	内生收入增速：1% 经调整EPS：21.5	符合预期 内生收入增速：1% 经调整EPS：21.55	收入增速：-2%至1% EPS：20.95-22.00	/
ICLR	ICON	/	/	收入增速：4.3%-6.1% 经调整EPS增速：7.5%-9.9%	/	/	/
LH	Labcorp	2.5%	-67.3%	收入增速：1.9%-2.7% 经调整EPS：13.25-13.75	符合预期 收入增速：2.53% 经调整EPS：13.56	收入增速：4.7%-6.5% 经调整EPS：14.30-15.40	/
IQV	IQVIA	4.0%	24.5%	收入增速：3.3%-3.5% 经调整EPS增速：Flat-0.7%	超预期 收入增速：4.0% 经调整EPS增速：0.39%	收入增速：2.8%-4.4% 经调整EPS增速：7.4%-10.3%	/
CRL	查尔斯河	3.9%	-2.4%	收入增速：2.5%-3.5% GAAP EPS：7.3-7.5	超预期 收入增速：3.9% GAAP EPS：9.22	收入增速：1.0%-4.0% GAAP EPS：7.9-8.4	/

资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院整理

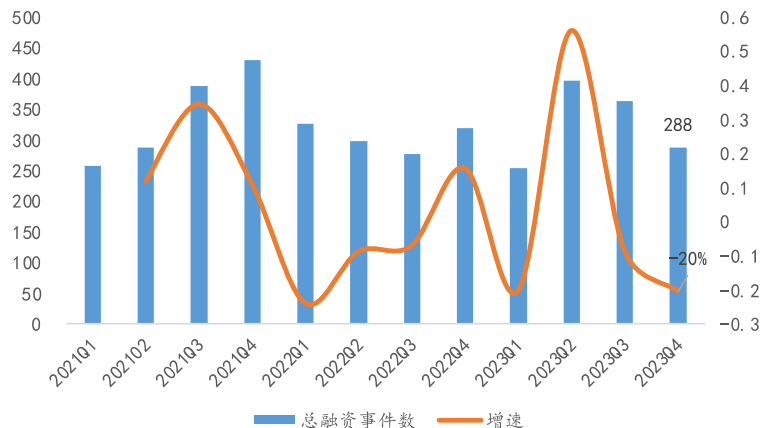
6.2 海内外分化：国内投融资萎靡，创新药CXO影响首当其冲

- 国内投融资萎靡，创新药CXO影响首当其冲。中国医疗健康产业融资总额于2021Q4达到692亿元，随后有所下滑，2023Q4为190亿元，环比上升3%；此外，融资事件数2023Q4为288件，环比下降20%。目前，中国医疗健康产业投融资总额及总事件数整体处于偏底部的位置，静待未来逐步改善。

中国单季度医疗健康产业融资额（亿元）



中国单季度医疗健康产业融资事件数（个）

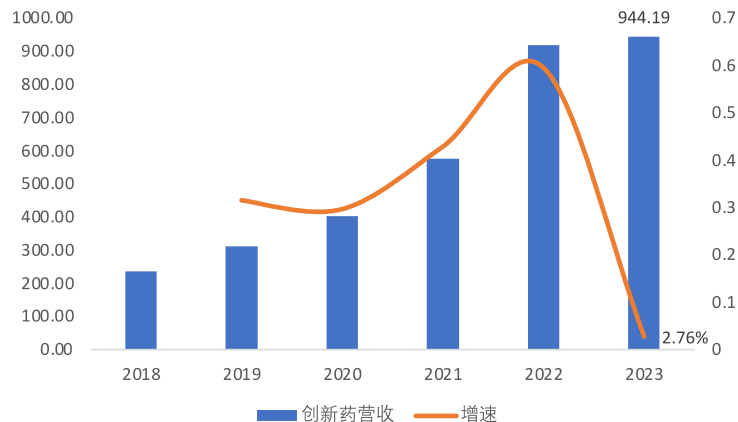


资料来源：iFind，动脉网，太平洋证券研究院

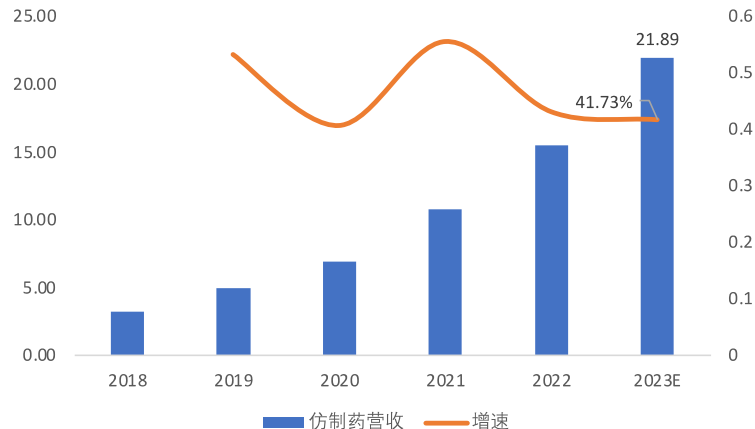
6.3 仿创分化：创新药调整周期，仿制药高增长

- **创新药CXO调整周期。**创新药CXO表现不佳，整体处于行业周期底部，业绩有所增速放缓，预计2023年创新药CXO板块营收为944.19亿元，同比增长2.76%，未来从需求的恢复到订单的落地、业绩的改善仍需一定时间。
- **仿制药CXO高增长。**仿制药CXO等细分领域表现亮眼，预计2023年仿制药CXO板块营收为21.89亿元，同比增长41.73%，企业业绩持续高增长。

2018-2023E创新药CXO营业收入及增速



2018-2023E仿制药CXO营业收入及增速

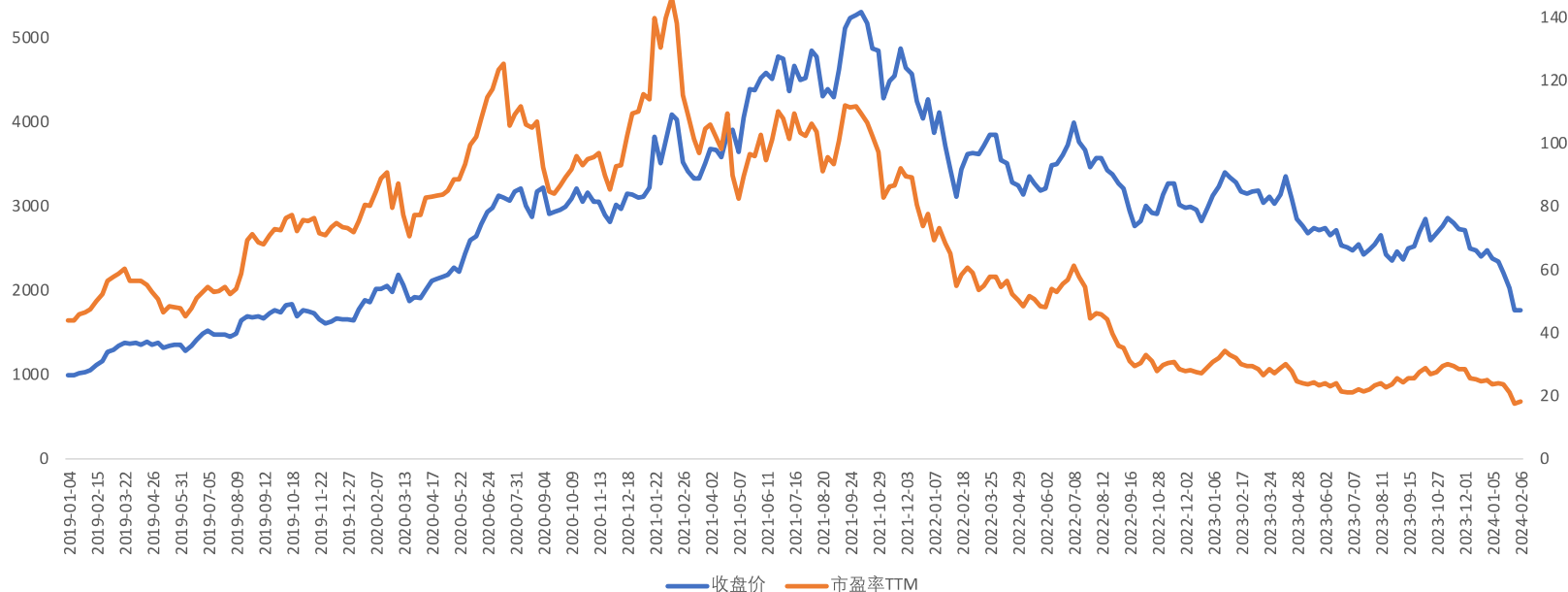


资料来源：iFind，太平洋证券研究院

6.4 股价及估值：CXO板块回调较多，凸显配置性价比

- 当前PE处于低位，凸显配置性价比。截至2024年2月6日，CXO指数收于1769.25，年初至今下跌28.66%，沪深300指数收于3311.69，年初至今下跌3.48%。当前CRO指数PE为18.06倍，估值处于0.41%历史分位。

CRO指数走势及估值

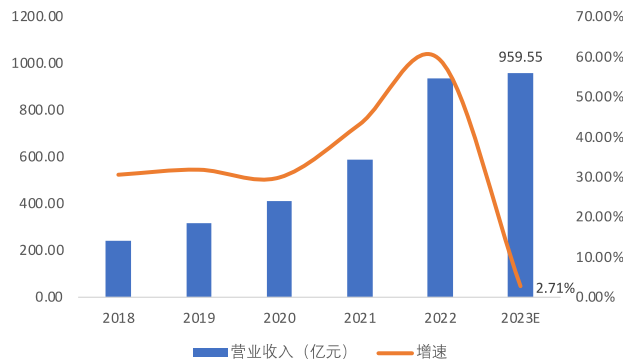


资料来源：iFind，太平洋证券研究院

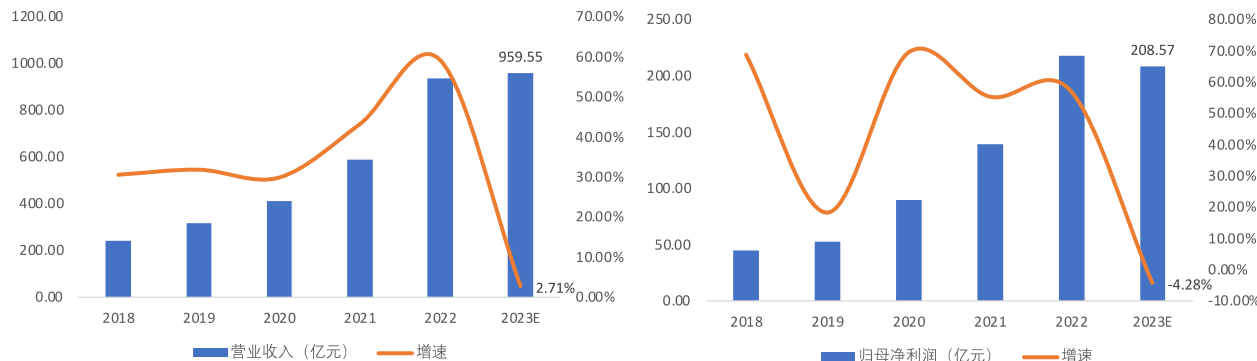
6.4 股价及估值：行业周期性调整，基本面有所改变

■ 行业周期性调整，基本面有所改变。受到国内医药行业的周期性调整以及去年同期大订单的交付等因素影响，国内CXO板块基本面有所变化，CXO板块预计2023年实现营业收入959.55亿元，同比增长2.71%，预计实现归母净利208.57亿元，同比下滑4.28%。此外，根据各公司发布的业绩预告来看，2023年有5家企业发布预增公告，5家企业发布预减/亏公告，2022年分别为6家、5家。

2018-2023E营业收入及增速



2018-2023E归母净利及增速



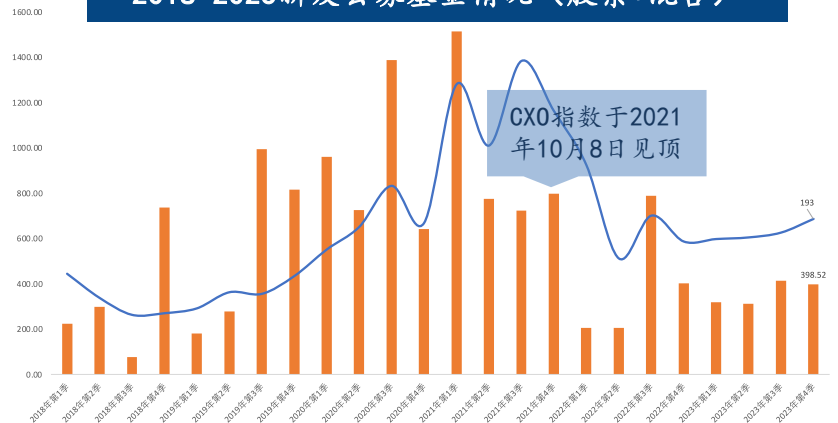
代码	证券简称	2022	2023
603259.SH	药明康德	预增	
002821.SZ	凯莱英	预增	
300759.SZ	康龙化成	略减	略增
300347.SZ	泰格医药		
603127.SH	昭衍新药	预增	预减
688202.SH	美迪西		首亏
300363.SZ	博腾股份	预增	预减
603456.SH	九洲药业	略增	
300725.SZ	药石科技		
688131.SH	皓元医药		
688073.SH	毕得医药		
301096.SZ	百诚医药	预增	
688621.SH	阳光诺和		
301520.SZ	万邦医药		
301230.SZ	泓博医药	略减	
301333.SZ	诺思格		预增
301257.SZ	普蕊斯		预增
300404.SZ	博济医药	略减	
688222.SH	成都先导	预减	预增
300149.SZ	睿智医药	扭亏	首亏
688076.SH	诺泰生物		略增
688238.SH	和元生物		首亏
预增家数		6	5
预减/亏家数		5	5

资料来源：iFind，太平洋证券研究院

6.4 股价及估值：市场风格切换，核心资产抱团持续瓦解

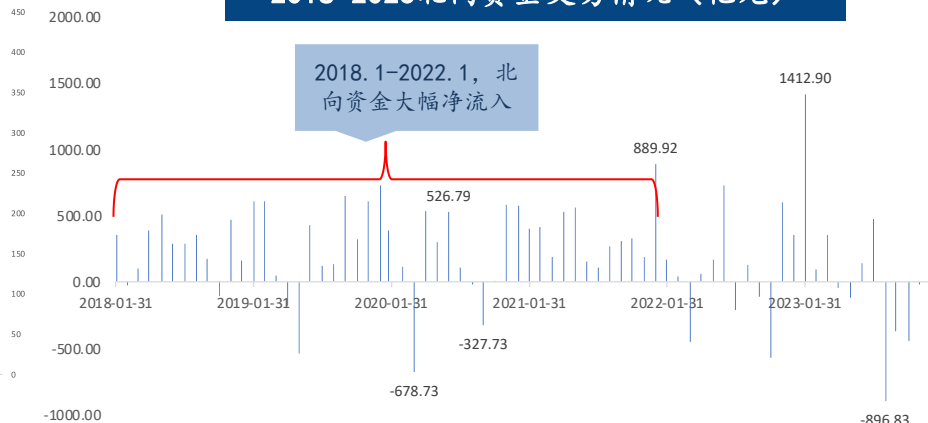
- 2019-2021年公募大跃进叠加外资加速涌入，布局以CX0为代表的医药核心资产。1) 2019-2021年公募大发展，2019年新发基金（股票+混合型）406只，总份额2270.60亿，2021年达到顶峰，新发1360只，总份额3809.92亿；2) 北向资金持续大幅净流入，2018-2021年北向资金分别净买入2942、3517、2089和4322亿，此外叠加新冠疫情等因素，机构抱团CX0等核心资产。
- 公募发行遇冷+北向资金大幅净流入阶段结束，市场风格开始出现明显切换。1) 2022-2023公募发行遇冷，分别新发基金766、707只，总份额1605.02、1422.80亿，较2021年分别萎缩58%、63%；2) 北向增量资金萎缩，2022-2023年北向资金净流入900、437亿，较2021年分别萎缩79%和90%，3) 市场的主导力量从以关注核心资产的公募及外资切换为以关注短线主题投资的资金。

2018-2023新发公募基金情况（股票+混合）



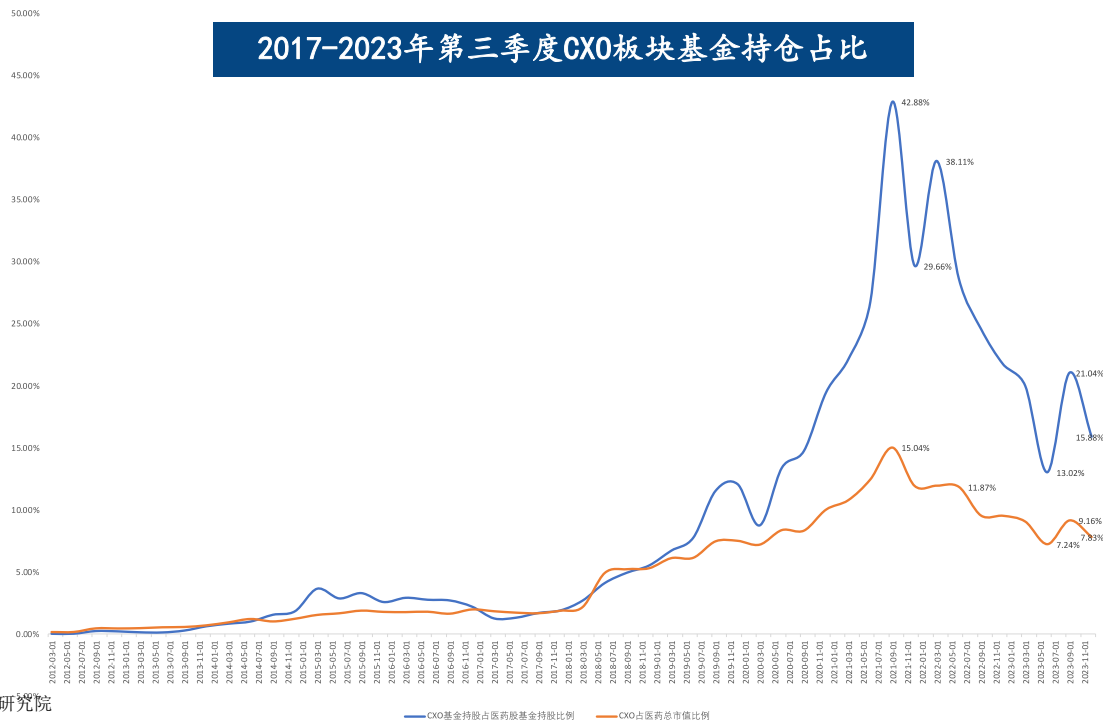
资料来源：iFind，太平洋证券研究院

2018-2023北向资金交易情况（亿元）



6.5 基金持仓：23Q3增持CX0，23Q4减持CX0

- **23Q3增持CX0，23Q4减持CX0。**基于医药基金规模快速提升，自2019年以来CX0持续处于超配状态，CX0在医药股总持仓比例于2021Q3达到顶峰，为42.88%，CX0在医药板块市值占比仅为15.04%；至2023Q2持仓比例为13.02%，市值占比为7.24%；2023Q3增持CX0明显，CX0持仓比例上升至21.04%，较2023Q2提升8.02pp；2023Q4减持CX0明显，CX0持仓比例下降至15.88%，较2023Q3下降5.16pp。



23Q2筹码结构改善，23Q3出现增持，23Q4减持。

- **行业：中长期看好CXO板块，海外需求逐步复苏。**受益于医药创新外需（全球产业转移+CXO产业升级）和内需（传统药企转型+Biotech公司兴起）的驱动，以及国内本土的工程师红利及产业链优势，我国CXO行业发展的大逻辑并未发生改变，目前行业正在经历调整周期，未来有望迎来再次发展机遇。随着美联储加息周期结束，流动性有望逐步宽松带来的投融资回暖，海外需求将先于本土需求改善，我们建议关注：1) 美联储利率政策变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治。
- **公司：仿制药CXO高增长，短期建议关注催化剂。**现阶段为业绩真空期，我们建议关注以下几点行业或公司的变化：1) 具备国际竞争优势的CDMO龙头企业，如药明康德、凯莱英；2) 仿制药CXO新签订单高增速的公司，如：百诚医药、阳光诺和；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC以及AI等概念公司，如：泓博医药（AI主题）。

- **投资逻辑：**1) 深耕小分子领域多年，一体化服务链条逐渐完善。2) 前端业务海外占比高，未来有望恢复高增速。3) 后端业务替格瑞洛为核心品种，专利到期有望快速放量。
- **核心预期差：**1) 前端业务2023Q3新签订单环比有所下降，市场普遍认为公司承接订单的可持续性不强，我们认为公司海外客户占比高，未来随着海外投融资的回暖以及需求复苏，前端业务新签订单有望恢复高速增长；2) 后端业务替格瑞洛价格有所降低，市场普遍不看好原料药板块，我们认为随着2024年底专利到期，国外需求量将快速增长，同时公司通过技改已做好产能储备工作。
- **盈利预测与投资建议（2024. 2. 6）：**我们预计2023年-2025年公司营业收入分别为5.59/7.50/10.1亿元，分别同比增长16.70%/34.17%/34.40%；归属于上市公司股东的净利润分别为0.88/1.23/1.67亿元，分别同比增长31.62%/39.06%/35.50%，对应当前PE分别为29、21、15倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**解禁风险、人力成本上升及人才流失的风险、环保及安全生产风险、商业化生产产品单一和集中的风险、汇率波动等风险。

- **投资逻辑：**1) 深耕仿制药CRO领域多年，订单充沛驱动业绩高增长。 2) 自研转化价值量逐步提升。 3) 布局CDMO打造一体化链条。
- **核心预期差：**由于过去自研转化业务的可预期性不强，市场给予该业务的估值偏低，我们认为自研转化业务可预见性及价值量不断提升，该业务的估值理应逐步提升。目前自主立项品种数已达250+个，其中高价值量的项目占比逐步提升，如一类、二类等，随着管线的不断推进，未来自研转化可获取更高溢价，贡献更多收入利润。
- **盈利预测与投资建议（2024.2.6）：**我们预计2023年-2025年公司营收为9.30/13.65/19.14亿元，同比增长53.1%/46.8%/40.2%；归母净利为2.73/3.96/5.79亿元，同比增长40.4%/45.4%/46.1%，对应当前PE分别为24、16、11倍，给予“买入评级”。
- **风险提示：**仿制药一致性评价业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

- **投资逻辑：**1) 国内领先的仿制药CRO，新签订单及业绩高增长；2) 成果转化即将进入收获期，权益分成陆续开始兑现；3) 不断加大研发投入，持续布局创新药业务。
- **核心预期差：**1) 自研转化逐步进入收获期，价值量不断提升。2023H1公司新立项自研项目40余项，累计已超过290项，预计未来每年将有6-8个品种获批并陆续推荐至客户；此外，公司自研转化不断向难仿药和创新药等转型，价值量不断提升。2) 市场普遍质疑仿制药CXO公司的创新能力，我们认为公司不断创新转型，2023Q3研发支出2976万元，同比增长44.68%，研发投入占比为12.89%，在研创新药有11+项，2023年已有部分管线陆续转让，创新能力不断得到验证。
- **盈利预测与投资建议（2024.2.6）：**我们预计2023年-2025年公司营收为9.48/13.06/17.55亿元，同比增长40.0%/37.8%/34.4%；归母净利为2.25/3.28/4.40亿元，同比增长44.6%/45.4%/34.2%，对应当前PE分别为29、20、15倍，给予“买入评级”。
- **风险提示：**仿制药订单规模下降风险；行业竞争加剧风险；自主立项产品研发失败风险。

七

风险提示

- 美联储政策超预期
- 投融资回暖不及预期
- 市场竞争加剧风险
- 汇率波动风险
- 门诊统筹政策落地速度和执行力度不及预期
- 处方流转平台落地和使用情况不及预期
- 医保政策变化风险
- 产品研发失败风险

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	郭佳佳	18811762128	guojj@tpyzq.com
华东销售总监	杨晶	13851505274	yangjingsh@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。