

蓄力，破局

——2024年医药生物行业投资策略

行业评级：看好

2023年11月15日

分析师

孙建

郭双喜

王帅

司清蕊

刘明

邮箱

sunjian@stocke.com.cn

guoshuangxi@stocke.com.cn

wangshuai1@stocke.com.cn

siqingrui@stocke.com.cn

liuming@stocke.com.cn

证书编号

S1230520080006

S1230521110002

S1230523060003

S1230523080006

S1230523080009

1、策略复盘：诊疗复苏下的分化

- 2023年诊疗逐季复苏、反腐阶段性影响下，医药创新、消费稳增长，但增速创新低，更加分化，院外好于院内，院内营销阶段性调整，盈利能力提升，大部分细分领域经营呈现改善趋势；医药板块经历2年多的调整，2024年创新驱动更加乐观，复盘2023年度策略《拥抱新周期》，大部分细分领域仅存在阶段性行情，特别是中药、创新药、CXO等，主线性机会不多，但创新性较强的药械个股依然表现不错；

2、2024年医药策略：蓄力，破局

- **机会挖掘：**宏观层面，2024年医改持续深化，特别是医疗环节成为重点，医保监管水平持续提升以应对收支紧缩趋势，医药行业或进入供给侧改革新阶段（需求量增，结构调整）；行业基本面层面，2024年各细分领域进入经营效率改善的周期，创新药械、诊疗复苏下的服务/药店、医药配套等环节或迎来更好发展窗口，同时创新产品持续商业化、产能释放（CXO、血液制品）或带来更快的增长窗口；
- **投资视角：**医药板块各细分存在较大的景气异质性，我们结合景气边际变化、预期差维度，对各子领域进行分析发现，血液制品、中药、化学制剂、医疗设备耗材、CXO均在较大的预期差和较好景气边际变化。

3、推荐组合：

- 医药创新：康方生物、君实生物、科伦药业、智飞生物、迈瑞医疗、联影医疗、翔宇医疗、羚锐制药、康缘药业；
- 诊疗常态化：大参林、老百姓、上海医药；
- 医药配套：药明康德、凯莱英、九洲药业、康龙化成、泰格医药。

- 新品类的价格政策超预期；
- 贸易摩擦影响订单不确定性；
- 医疗环节政策推进导致产品放量低于预期的风险。

目录

CONTENTS

01

策略复盘：诊疗复苏下的分化

基本面变化|行情分析|策略复盘

02

机会挖掘：蓄力，破局

政策宏观变化|行业经营基本面|投资视角分析

03

选股思路：复苏、创新、制造，预期差

04

推荐组合

05

风险提示

01

策略复盘

子行业基本面变化

子行业行情分析

2023年策略复盘

表：2023年11月医药子板块（申万行业分类）估值、业绩及2024年基本面展望

| 板块 | 估值（PE-ttm）， 相比2023年初变化 | 2023年业绩概览 | 2024年基本面展望 |
|--------|---------------------------|---|--|
| 医院 | 58 (-24.6) | 在诊疗复苏、2022年低基数下，2023年业绩预计呈现恢复性快速增长 | 诊疗常态化，2024年有望实现稳定增长，随着规模效应体现盈利能力有望提升 |
| 其他生物制品 | 29 (-0.4) | 预计收入季度环比快速增长，扣非净利润环比改善，盈利能力提升 | 创新生物药进入商业化兑现阶段，快速增长有望延续 |
| 血液制品 | 31 (-6.2) | 新浆站投入使用、新品获批持续贡献增量，2022年低基数下预计实现快速增长 | 随着新浆站、新品的贡献，有望稳定增长，估值性价比高 |
| 药店 | 22 (-13.8) | 收入利润稳定增长，季度环比略降，高基数下Q4或放缓 | 消费复苏，稳增长可期，估值性价高。 |
| 医疗设备 | 31 (-10.1) | 高基数基础上或依然实现快速增长，内镜、康复、骨科机器人等领域高增长 | 医疗新基建、创新设备持续驱动行业快速增长 |
| 中药 | 23 (-0.9) | 低基数下，四类药驱动2023年前三季度实现业绩快速增长，OTC公司表现较好 | 新一轮补库周期，业绩超预期增长可期 |
| 医药流通 | 16 (+0.4) | 整体恢复性增长，季度呈波动，尤其是Q3 | 随着新业务拓展、工业业务占比提升，有望稳增长 |
| 疫苗 | 27 (-2.6) | 分化严重，重磅单品及流感产品放量个股呈高增长 | 依然分化，关键是大大单品放量 |
| 化学制剂 | 32 (-0.6) | 收入、利润增速或维持在较低水平 | 集采常态化，营销体系调整、创新药驱动分化增长 |
| CXO | 29 (-0.8) | 高基数下增速放缓，新服务平台拓展、投融资环境仍严，盈利水平波动 | 基本面延续分化，稳健的资本开支、管理提效带来龙头稳增长 |
| 原料药 | 30 (+2.7) | 增速放缓，盈利能力下降，新一轮资本开支周期或逐步消化 | 分化延续，制剂业务、原料药成本下降带来弹性 |
| 医疗耗材 | 37 (+3.4) | 消化高基数、集采周期，收入、利润均呈负增长 | 新产品拓展、集采周期进一步消化，逐步实现稳增长 |
| IVD | 26 (+20.4) | 收入、利润均呈负增长 | 消化高基数、进入集采新周期、信用减值进一步消化，2024年经营效率或逐步改善 |
| 诊断服务 | 58 (+45.5) | | |
| 医药生物 | 28 (+3.6) | 受原料药、诊断及服务领域业绩放缓影响，医药板块收入同比增速或放缓，归母净利润负增长 | 依然延续分化的基本面表现，诊疗恢复、创新药械及消费医疗驱动行业稳增长 |

表：2021Q1-23Q3医药三级子行业收入季度同比增速 (%)

| | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 医药生物 | 30.0 | 14.2 | 6.5 | 6.6 | 14.3 | 6.6 | 9.5 | 7.9 | 2.1 | 5.6 | -3.2 |
| 血液制品 | 6.2 | 24.7 | 29.6 | 7.2 | 28.2 | 49.3 | 5.2 | 17.4 | 25.7 | 13.2 | 22.6 |
| 疫苗 | 45.7 | 57.7 | 65.2 | 53.5 | 48.9 | 4.6 | -7.7 | -9.5 | 3.8 | -8.1 | 19.3 |
| 医院 | 94.5 | 41.8 | -1.1 | 4.7 | 8.9 | -5.0 | 9.7 | -13.1 | 26.4 | 34.7 | 12.2 |
| 其他生物制品 | 43.8 | 23.7 | 15.9 | 27.2 | -12.8 | 3.1 | 14.8 | -4.9 | 1.7 | 28.2 | 10.0 |
| 线下药店 | 13.4 | 12.0 | 16.1 | 15.7 | 16.9 | 27.0 | 24.7 | 48.7 | 26.4 | 15.9 | 9.9 |
| 医疗设备 | 34.0 | 5.8 | 8.3 | 11.1 | 137.8 | 11.6 | 13.6 | 17.2 | 21.3 | 16.0 | 4.2 |
| 中药III | 19.6 | 8.9 | 5.1 | 0.3 | 1.2 | 2.6 | 1.9 | 11.0 | 14.3 | 13.5 | 0.8 |
| 医药流通 | 25.8 | 16.3 | 3.4 | 2.4 | 7.2 | 2.3 | 10.3 | 6.3 | 13.7 | 13.2 | -2.0 |
| 医疗耗材 | 149.4 | -0.8 | -26.5 | -19.6 | -29.4 | -17.2 | -7.1 | -4.5 | -6.3 | -9.1 | -2.1 |
| 医疗研发外包 | 52.9 | 38.0 | 32.0 | 37.8 | 66.9 | 69.5 | 62.9 | 43.3 | 9.7 | -0.6 | -3.6 |
| 化学制剂 | 16.3 | 9.0 | 3.7 | 4.7 | 4.3 | 0.9 | 1.6 | 3.1 | 6.1 | 6.8 | -4.6 |
| 其他医疗服务 | 79.0 | 21.9 | 18.0 | 6.2 | 13.3 | 7.9 | 10.3 | -6.2 | 5.3 | 3.3 | -5.0 |
| 原料药 | 25.1 | 6.9 | 14.3 | 19.7 | 9.1 | 4.4 | 10.1 | -0.3 | 5.3 | -4.9 | -6.4 |
| 诊断服务 | 90.2 | 15.7 | 25.4 | 19.1 | 50.1 | 67.8 | 26.9 | 24.9 | -39.0 | -43.5 | -37.1 |
| 体外诊断 | 170.8 | 26.9 | 21.0 | 23.0 | 91.8 | 28.2 | 47.7 | 10.4 | -78.6 | -60.1 | -60.3 |

表：2021Q1-23Q3医药三级子行业销售净利率（%，整体法）

| | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|--------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 医药生物 | 11.3 | 12.6 | 9.9 | 5.4 | 12.4 | 10.6 | 9.1 | 1.3 | 9.0 | 8.5 | 8.3 |
| 血液制品 | 32.3 | 30.9 | 31.2 | 12.0 | 27.6 | 27.9 | 28.1 | 19.9 | 29.2 | 26.5 | 27.3 |
| 医疗研发外包 | 31.5 | 25.9 | 20.7 | 26.2 | 20.8 | 34.4 | 25.2 | 14.9 | 22.0 | 27.0 | 22.1 |
| 医疗设备 | 22.7 | 24.5 | 21.7 | 15.7 | 47.2 | 27.3 | 27.5 | 11.8 | 20.6 | 23.9 | 20.6 |
| 体外诊断 | 38.4 | 35.4 | 32.8 | 27.6 | 40.1 | 33.5 | 37.8 | -4.4 | 22.4 | 23.6 | 16.8 |
| 疫苗 | 19.4 | 41.5 | 29.3 | 17.7 | 20.8 | 18.7 | 20.2 | 11.9 | 22.8 | 13.8 | 16.1 |
| 医院 | -0.1 | 6.9 | 11.7 | -10.9 | -1.6 | 3.5 | 13.6 | -20.4 | 9.2 | 10.0 | 15.4 |
| 其他生物制品 | 25.4 | 23.0 | 23.3 | -20.0 | -7.1 | -23.1 | -14.6 | -24.0 | -10.8 | -6.5 | 15.3 |
| 医疗耗材 | 37.2 | 38.9 | 21.1 | 0.1 | 16.2 | 17.4 | 15.5 | 5.9 | 14.8 | 16.1 | 11.9 |
| 其他医疗服务 | 5.1 | 9.0 | 9.4 | 10.8 | 3.7 | 8.9 | 11.0 | 4.7 | 5.2 | 9.1 | 11.7 |
| 中药III | 10.3 | 12.9 | 8.6 | 14.2 | 10.4 | 9.4 | 8.9 | 0.7 | 14.2 | 11.9 | 10.4 |
| 化学制剂 | 11.7 | 10.8 | 10.3 | 0.9 | 9.7 | 10.4 | 7.7 | 1.4 | 10.1 | 9.0 | 8.4 |
| 原料药 | 14.4 | 16.0 | 11.9 | 2.7 | 13.4 | 14.5 | 10.5 | 6.4 | 11.1 | 12.0 | 8.3 |
| 诊断服务 | 14.7 | 15.0 | 15.8 | 7.8 | 18.0 | 18.5 | 15.9 | -7.3 | 6.2 | 5.3 | 6.2 |
| 线下药店 | 7.4 | 7.0 | 4.8 | 3.1 | 6.0 | 5.9 | 4.8 | 5.2 | 6.3 | 5.9 | 4.6 |
| 医药流通 | 2.8 | 3.3 | 2.3 | 0.8 | 2.3 | 3.4 | 2.2 | -0.5 | 2.2 | 1.9 | 2.0 |

- 整体：经营质量维持在较好的水平，特别是线下药店、医院、化学制剂、血液制品、CXO、医疗耗材、诊断服务等领域，其中，2023Q1-3药店、化学制剂、血液制品、CXO、耗材、诊断服务、疫苗、医药流通等呈现较明显的改善趋势。

表：2018-2023年医药子行业经营性现金流/经营性净收益分析（%，整体法）

| | 18Q1 | 18Q2 | 18Q3 | 18Q4 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|--------|------|------|------|------------|------|------|------|------------|------|------|------|---------------|------|------|------|------------|--------|------|------|------------|------|------|------|
| 医药生物 | -13 | 34 | 53 | 104 | 2 | 62 | 76 | 148 | 17 | 87 | 94 | 167 | 35 | 78 | 86 | 131 | 26 | 65 | 77 | 134 | 0 | 68 | 81 |
| 线下药店 | 21 | 63 | 92 | 120 | 91 | 104 | 127 | 157 | 94 | 87 | 117 | 138 | 133 | 134 | 161 | 199 | 115 | 141 | 203 | 218 | 196 | 145 | 181 |
| 医院 | 95 | 78 | 104 | 245 | 42 | 105 | 92 | | | | 249 | 452 | 99 | 180 | 176 | 433 | 512 | 305 | 172 | 526 | 167 | 159 | 148 |
| 化学制剂 | 57 | 70 | 85 | 143 | 50 | 89 | 107 | 183 | 86 | 102 | 116 | 204 | 40 | 87 | 107 | 215 | 52 | 87 | 116 | 197 | 43 | 122 | 138 |
| 血液制品 | -22 | 53 | 67 | 81 | 55 | 69 | 64 | 77 | 112 | 102 | 79 | 93 | 97 | 137 | 104 | 115 | 59 | 68 | 82 | 90 | 148 | 129 | 125 |
| 医疗研发外包 | 84 | 64 | 72 | 156 | 52 | 79 | 89 | 117 | 186 | 119 | 142 | 173 | 93 | 110 | 97 | 110 | 51 | 71 | 98 | 109 | 118 | 100 | 111 |
| 医疗耗材 | 27 | 52 | 65 | 101 | 32 | 65 | 81 | 123 | 72 | 112 | 93 | 113 | 71 | 87 | 91 | 115 | 70 | 92 | 99 | 139 | 33 | 82 | 106 |
| 诊断服务 | -156 | 19 | 35 | 101 | -69 | 23 | 44 | 88 | -525 | 19 | 54 | 98 | -36 | 27 | 32 | 76 | -55 | -5 | 12 | 52 | 7 | 56 | 101 |
| 原料药 | 39 | 66 | 82 | 137 | 39 | 65 | 77 | 135 | 63 | 77 | 96 | 114 | 68 | 79 | 84 | 116 | 38 | 57 | 73 | 96 | 37 | 46 | 71 |
| 中药III | 30 | 56 | 67 | 103 | 17 | 72 | 90 | 169 | 32 | 101 | 108 | | 71 | 113 | 125 | 203 | 52 | 122 | 116 | 207 | 11 | 62 | 66 |
| 其他生物制品 | 46 | 58 | 60 | 83 | 114 | 82 | 87 | 98 | 71 | 96 | 98 | 103 | 77 | 67 | 62 | | | | | | | | 62 |
| 其他医疗服务 | | | | | | | | | | | | -1,293 | 266 | -205 | -15 | 265 | -1,392 | 185 | 163 | 312 | -107 | 8 | 55 |
| 医疗设备 | -189 | -65 | 0 | 116 | 23 | 81 | 85 | 121 | 120 | 126 | 117 | 151 | 58 | 90 | 99 | 122 | 61 | 81 | 67 | 122 | 23 | 46 | 52 |
| 疫苗 | 16 | 15 | 4 | 31 | -57 | 13 | 45 | 79 | -163 | 41 | 99 | 104 | -41 | 82 | 73 | 76 | -113 | -31 | 34 | 56 | -26 | 54 | 51 |
| 体外诊断 | -46 | 20 | 38 | 86 | -18 | 48 | 56 | 113 | 107 | 90 | 78 | 113 | 56 | 56 | 76 | 95 | 49 | 62 | 75 | 99 | -73 | 0 | 42 |
| 医药流通 | -318 | -112 | -58 | 30 | -199 | -15 | -7 | 106 | -349 | -9 | 13 | 118 | -271 | -21 | -21 | 88 | -263 | -55 | -45 | 114 | -297 | -24 | -12 |

- **2024年：**自下而上创新产品驱动业绩快速增长，板块内部基本面表现也将更加分化；
- **2023年：**原料药、化学制剂、血液制品、医药流通、中药等上涨较多，内在分化严重，创新药及创新生态超预期兑现个股上涨较多。

表：2019-2023年医药子板块涨跌幅及PEG情况

| | 区间涨跌幅 (%) | | | | 预测 PEG | | 2023年表现复盘 |
|--------|-----------|-------|-------|-------|--------|------|--|
| | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2023 | 2024 | |
| 医药生物 | 3.1 | -11.7 | 11.5 | 99.8 | 1.1 | 0.9 | 内部分化，国企改革、中药、减重等阶段性机会呈现。 |
| 原料药 | 21.5 | -14.7 | 27.8 | 65.4 | 0.5 | 0.9 | 分化严重，减重药相关个股表现较好； |
| 医药流通 | 18.0 | 3.9 | 2.7 | 19.9 | 0.3 | 0.6 | 先涨后跌，国改、反腐等影响下，估值波动；新业态（SPD、CSO）个股表现较好； |
| 化学制剂 | 15.8 | -5.4 | -1.9 | 40.4 | 2.0 | 1.0 | 创新药产品交易或放量驱动，个股表现较好； |
| 血液制品 | 14.4 | -5.8 | -18.6 | 50.3 | 0.2 | 1.5 | 前期新浆站贡献增量，低估值下业绩驱动板块上涨； |
| 其他生物制品 | 7.6 | -11.2 | -12.0 | 48.9 | 13.4 | 0.4 | 内部分化，创新药产品交易或放量驱动，个股表现较好，投融资影响，生命科学服务个股普调； |
| 中药III | 2.7 | -6.3 | 43.2 | 41.7 | 0.8 | 1.0 | 先涨后跌，国改、反腐等影响下，估值波动； |
| 体外诊断 | 0.4 | -13.2 | 3.3 | 303.6 | 2.2 | 1.2 | 2022年高基数个股业绩普调导致股价调整，化学发光、国改等相关个股表现较好； |
| 医疗研发外包 | -4.8 | -29.9 | 26.6 | 119.3 | -1.5 | 1.1 | 分化严重，小市值个股、减重相关个股表现较好； |
| 医疗耗材 | -3.7 | -19.7 | 8.9 | 235.6 | 3.7 | 0.8 | 产品同质化、集采、反腐影响板块调整，家用器械、创新器械（神经介入等）表现较好； |
| 其他医疗服务 | -5.2 | -36.3 | 51.0 | 51.5 | 1.8 | 1.1 | 样本较少，诺禾致源测序平台切换影响短期业绩波动； |
| 诊断服务 | -6.4 | -32.9 | 7.6 | 116.9 | -0.5 | 0.4 | 高基数减值风险持续消化，业绩低于预期； |
| 疫苗 | -7.8 | -28.3 | -10.5 | 132.7 | 0.4 | 0.7 | 前三季度调整，Q4开始上涨，HPV、RSV等大品种交易或放量驱动个股上涨； |
| 医疗设备 | -9.9 | -8.5 | 33.8 | 107.0 | -11.7 | 0.7 | 上半年上涨，下半年普调，家用医疗器械、创新设备表现较好； |
| 医院 | -16.3 | -4.0 | -21.0 | 129.0 | -0.1 | 1.5 | 诊疗复苏，高估值下业绩快速增长消化估值； |
| 线下药店 | -14.7 | 9.5 | -16.7 | 62.6 | 1.3 | 0.7 | 诊疗复苏，估值普调，四类药基数逐步消化，Q4呈现反弹。 |

表：2023年度医药投资策略复盘分析

| 2023年度医药行业投资策略：拥抱新周期 | | |
|----------------------|--------------|--|
| 企业经营周期弹性或体现 | 中药、化学制剂、创新药械 | 中药、化学制剂：2023.1-5，分别上涨24%、14%，板块排名前二，超额明显，2023.6之后调整较多，排名靠后。创新药械全年实现个位数涨幅，需要阶段性把握。 |
| 诊疗正常后弹性领域 | 药店、医疗服务、疫苗 | 药店、医疗服务，年度负收益，诊疗、零售恢复性增长消化前期高估值，全年股价涨幅相对稳健。疫苗受大单品影响，事件催化带来阶段性投资机会。 |
| 大订单及成本波动周期后弹性 | 医药CXO、原料药 | 医药CXO：上下半年表现差异较大，2023年1月-5月调整17%，6月-11月上涨15%，政策投融资等外部宏观因素影响较大，板块基本面分化对行情影响有限。原料药类似，下半年在减重药等热点提升下，个股上涨较多。 |

02

2024年机会 挖掘

政策、宏观变化

行业经营基本面

投资视角分析

2.1

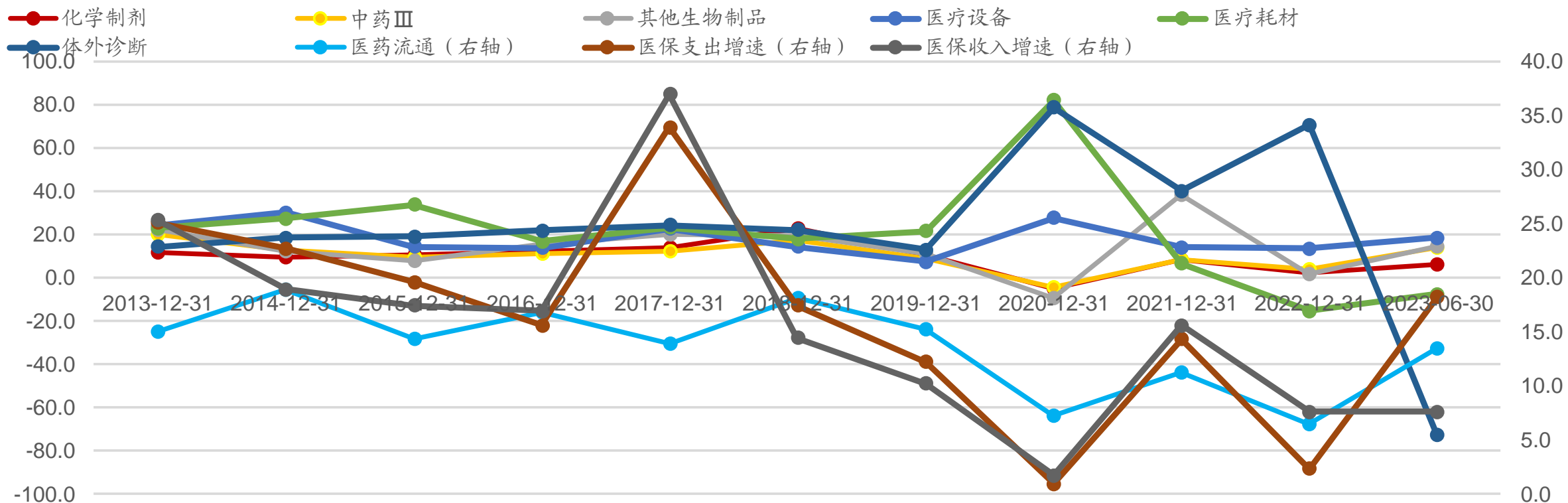
政策、宏观 分析

我们认为**2024年**医改或继续向“医疗”环节深化，在医务人员薪酬、诊疗行为规范等方面继续推进，体现了“三医联动”的改革思路，医疗行为的规范化、创新药械审批、医保准入快速推进，我们认为将有利于产品的加速放量，因此把握政策面的节奏对于医药投资尤为关键，我们梳理如下主要政策，以期对投资有更好的指导：

- 《深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务》提到：严禁向科室和医务人员下达创收指标，医务人员薪酬不得与药品、卫生材料、检查、化验等业务收入挂钩。探索实行公立医院主要负责人年薪制；
- 《关于加强定点医药机构相关人员医保支付资格管理的指导意见（征求意见稿）》提到：将监管对象由医疗机构延伸至医务人员的监管要求，明确了中止相关责任人员涉及医疗保障基金使用的医药服务、中止或终止医保结算等协议处理手段；
- 2023年6月29日《2023年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》公布，2023年四季度有望进入专家谈判、谈判竞价阶段。

- 医药宏观变量核心：医保收支总量趋势及结构变化；
- 医保收支和行业各子板块基本面表现存在比较强的线性相关性。

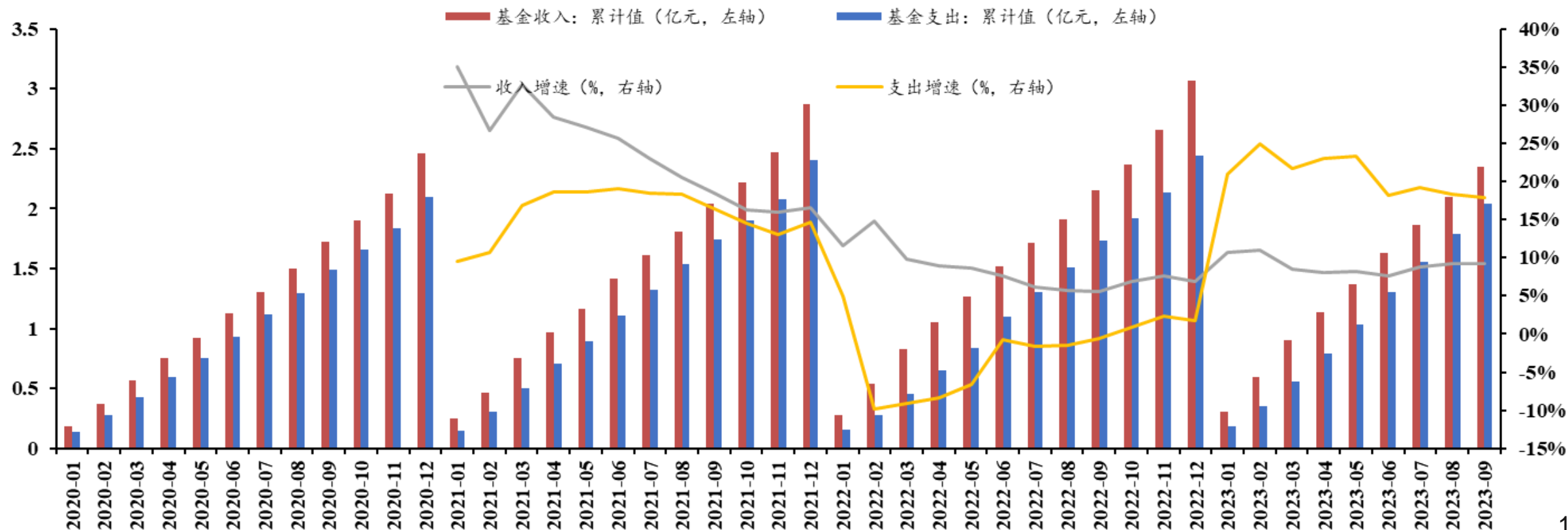
图：2013-2023H1医药核心板块收入增速和基本医疗保险收支增速分析 (%)



数据来源：wind，国家医保局，浙商证券研究所

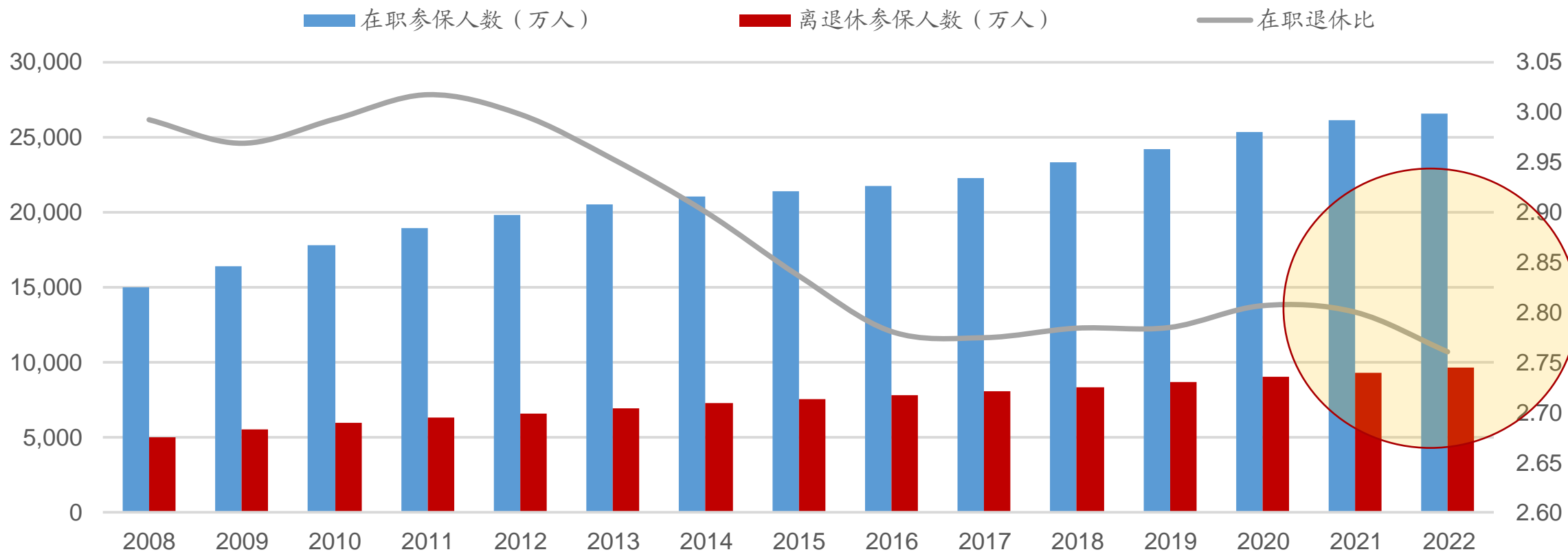
- 医保支出增速基数效应明显，**2023Q4-2024年或持续放缓**：2023年1-9月，基本医疗保险（含生育保险）收入、支出分别为2.35、2.04万亿，同比分别增长9.2%、17.9%，结余率13.2%。

图：2020-2023年基本医疗保险收支月度增速分析（%）



- 人口老龄化加速背景下，医保基金发展面临新的挑战。

图：2008-2022年职工医保参保人员结构变化

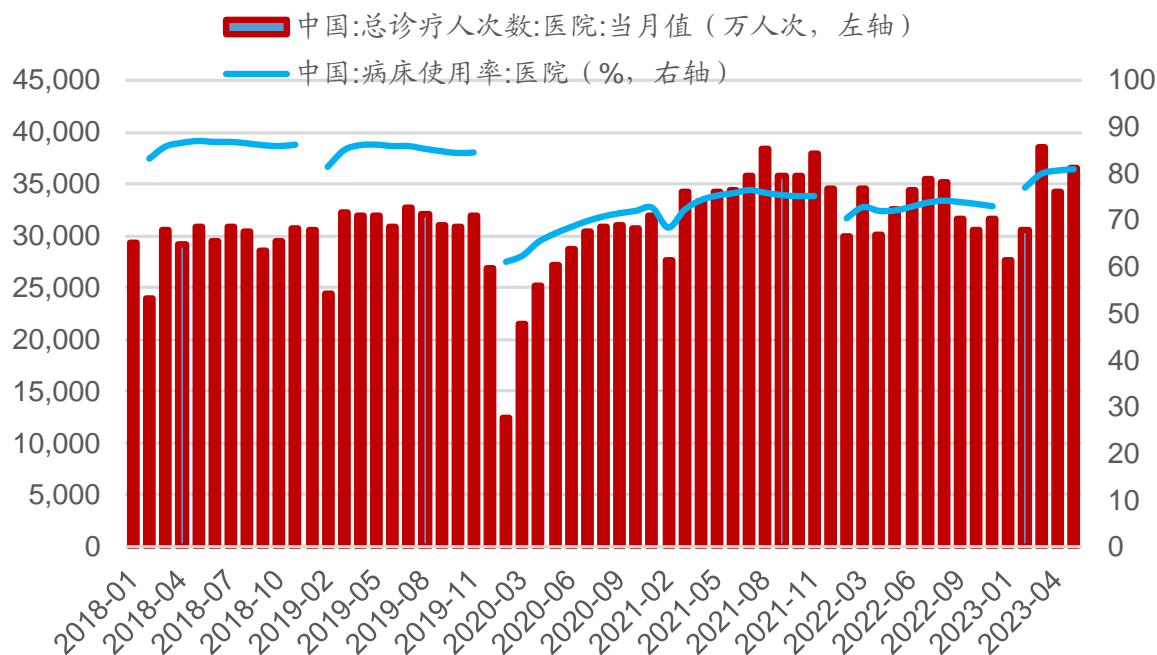


表：2019年以来医药监管部委重要文件及内容

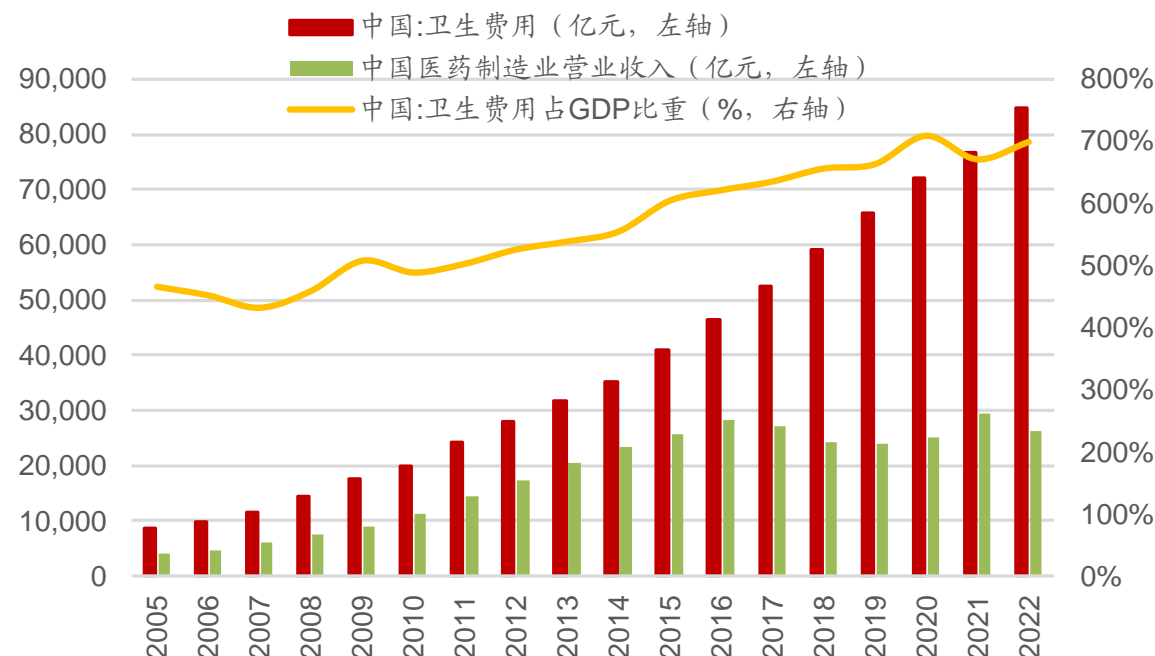
| 时间 | 部委 | 文件 | 内容 |
|------------|------------------|--------------------------------------|---|
| 2023.10.8 | 医保局 | 《关于加强定点医药机构相关人员医保支付资格管理的指导意见（征求意见稿）》 | 加强对纳入医保支付范围的医疗服务行为和医疗费用的监管，强化定点医药机构自我管理主体责任，建立健全信用管理制度，对相关责任人员可按照医保协议中止医保支付资格 |
| 2023.8.25 | 国务院 | 《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》 | 提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力 |
| 2023.7.24 | 卫健委体制改革司 | 深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务 | 公益性导向的公立医院改革 |
| 2023.7.15 | 医保局/财政部/卫健委/中医药局 | 关于开展2023年医疗保障基金飞行检查工作的通知 | 彻查医保领域违法违规行为，压实定点医药机构合理、规范使用医保基金的主题责任。 |
| 2023.5.29 | 卫健委医政司 | 全面提升医疗质量行动计划（2023-2025年） | 全面提升医疗质量安全水平，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系 |
| 2023.5.26 | 国务院办公厅 | 关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见 | 保障医保基金安全运行、提高基金使用效率、规范医疗服务行为、减轻群众看病就医负担 |
| 2023.2.10 | 药监局 | 中药注册管理专门规定 | 落实《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》 |
| 2022.7.11 | 医保局 | 关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知 | 强化基本医疗服务公益属性，促进医疗服务创新发展，保障群众获得高质量、有效率、能负担的医疗卫生服务 |
| 2021.11.19 | 医保局 | 关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知 | 在三年试点取得初步成效基础上，加快推进DRG/DIP支付方式改革全覆盖 |
| 2021.1.28 | 国务院办公厅 | 关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见 | 推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展 |
| 2020.9.30 | 国家药监局 | 关于发布医药代表备案管理办法（试行）的公告 | 规范医药代表学术推广行为，促进医药产业健康有序发展 |
| 2020.3.5 | 国务院办公厅 | 关于深化医疗保障制度改革的意见 | 着力解决医疗保障发展不平衡不充分的问题 |

- 老龄化节奏加速、诊疗恢复增长，依然是2024年医药需求端的重要支撑；
- 2018年以来行业供给侧改革持续深化，医保监管水平提升，带来行业竞争业态进入“良币驱除劣币”的阶段。

图：2018-2023年国内医疗机构总诊疗人次及病床使用率情况

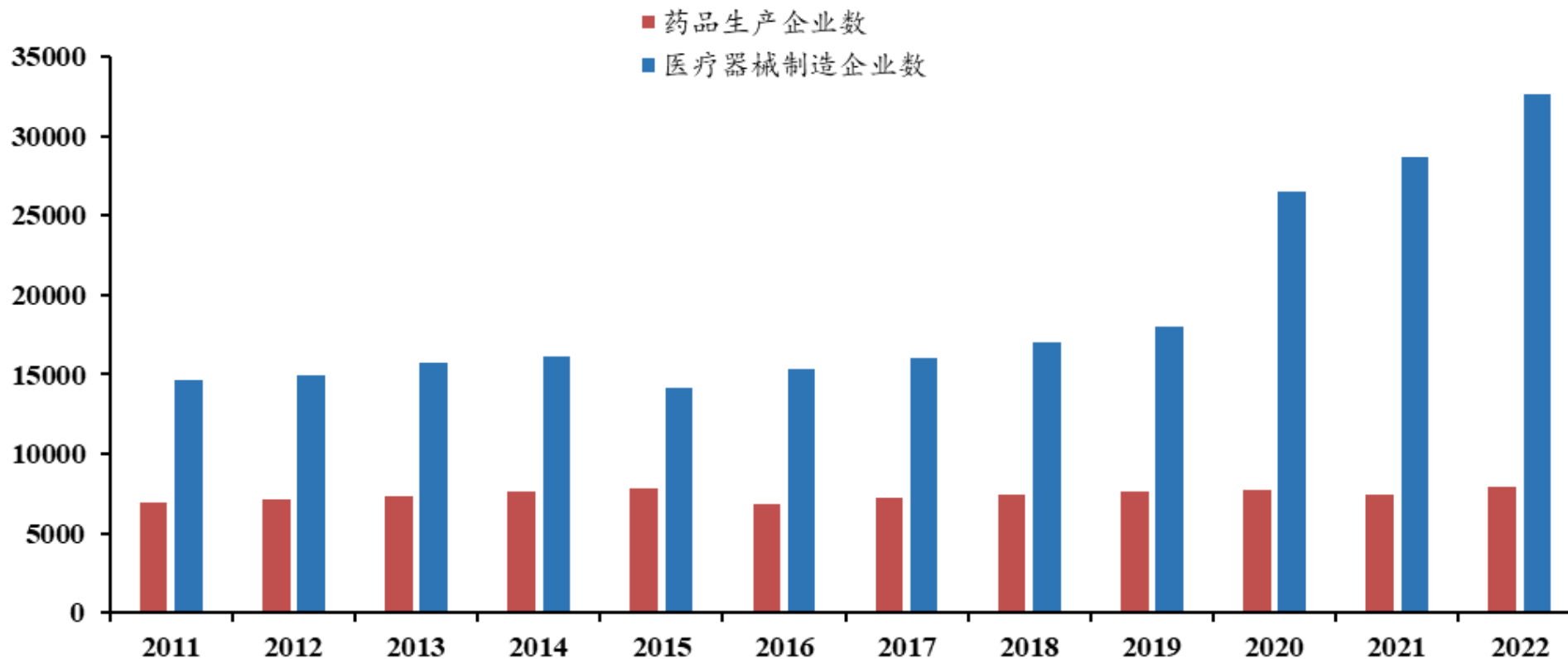


图：2005-2022年我国卫生费用增长及医药配套业规模增长情况分析



- 集采、谈判规则更合理、更科学，利于企业形成合理应对策略，医药供给侧改革持续深化，产业集中度提升在路上；本质上，创新药械的持续商业化兑现，或是药械企业在2024年或有不错表现的主要来源。

图：2011-2022年药品生产企业数（家）与医疗器械制造企业数（家）变化情况



2.2

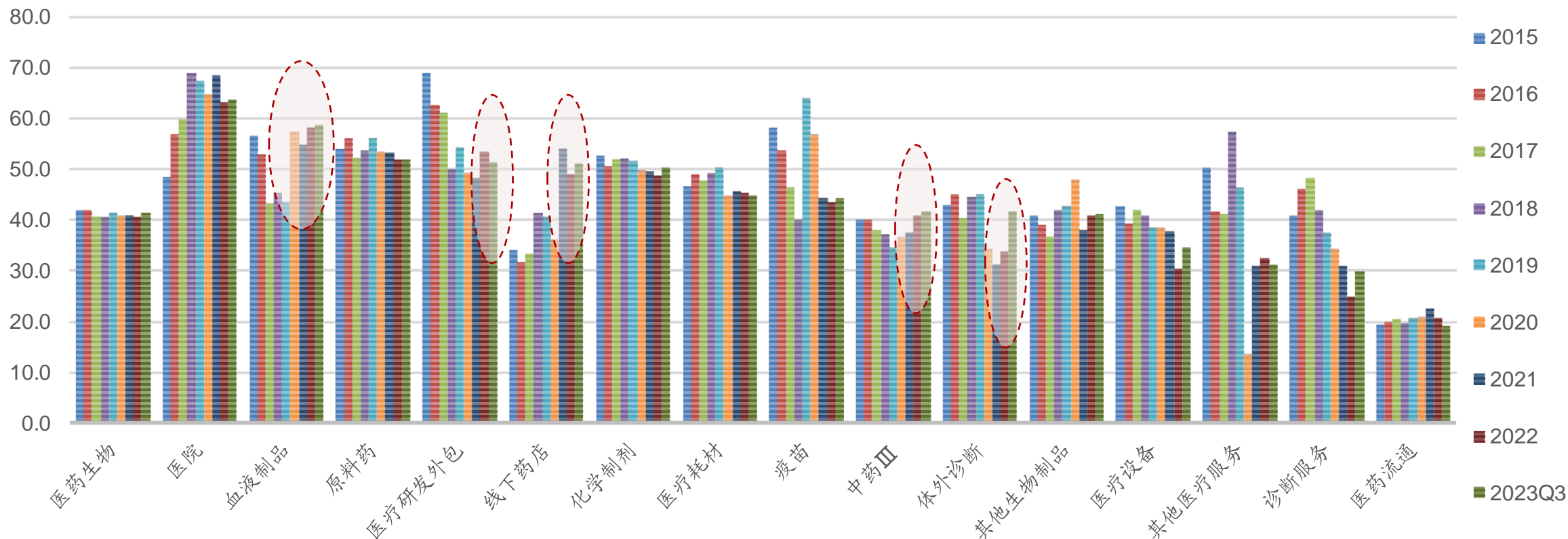
行业经营基 本面

表：2023-24年医药相关主线所处周期及催化分析

| 推荐主线 | 子板块 | 2023年所处周期总结 | 2024年所处周期展望 | 边际催化 |
|-------|-----------|---|-------------------------------|-----------------------|
| 医药创新 | 化学制剂 | 收入、利润增速放缓，集采和创新增量叠加逐步过渡 | 创新药商业化兑现，占比提升，周期向上 | ADC、单抗、双抗等创新药临床/商业化进展 |
| | 疫苗及其他生物制品 | 大单品、创新产品，业绩环比改善 | 延续分化，逐步向上 | 创新药/疫苗研发、合作进展、投融资改善 |
| | 医疗设备/耗材 | 消化高基数、诊疗恢复、反腐扰动下，全年震荡 | 诊疗恢复，创新产品驱动周期向上 | 创新器械、耗材研发进展突破 |
| | 中药 | 四类药驱动2023H1板块业绩快速增长，2023H2阶段性放缓（反腐、高基数） | 新一轮补库周期，创新产品驱动业绩快速增长 | 新版基药目录、创新产品研发进展 |
| 诊疗常态化 | 医院 | 低基数下，恢复性增长期 | 诊疗复苏，持续恢复增长，进入盈利能力提升周期 | 新资产注入、新区域拓展 |
| | 线下药店 | 诊疗复苏、高基数下，增速较低，处恢复性增长周期 | 新开门店、客流量恢复，板块进入更快增长周期 | 处方外流刺激政策持续出台 |
| | 医药流通 | 诊疗恢复、行业整顿下，板块成长性震荡期 | 诊疗常态化、新业态拓展下，恢复性增长 | 新业态拓展（CSO、DTP） |
| | 诊断/服务 | 高基数下，低增速，处于调整期 | 进入集采新周期、信用减值进一步消化，2024年经营逐步改善 | 集采事件、创新产品研发进展、新服务平台拓展 |
| 医药配套 | CXO | 高基数下增速放缓，新服务平台拓展、投融资环境仍严，处调整期 | 投融资逐步向好，分化向上周期 | 投融资、利率等宏观因素、新产能、大订单落地 |
| | 血液制品 | 新浆站、新品获批持续贡献增量，低基数下快速增长期 | 随着新浆站、新品的贡献，有望稳定增长 | 新浆站、新产品、批签发 |
| | 原料药 | 调整期，消化产能、成本波动 | 逐步恢复性增长 | 化工成本下降、制剂集采中标 |

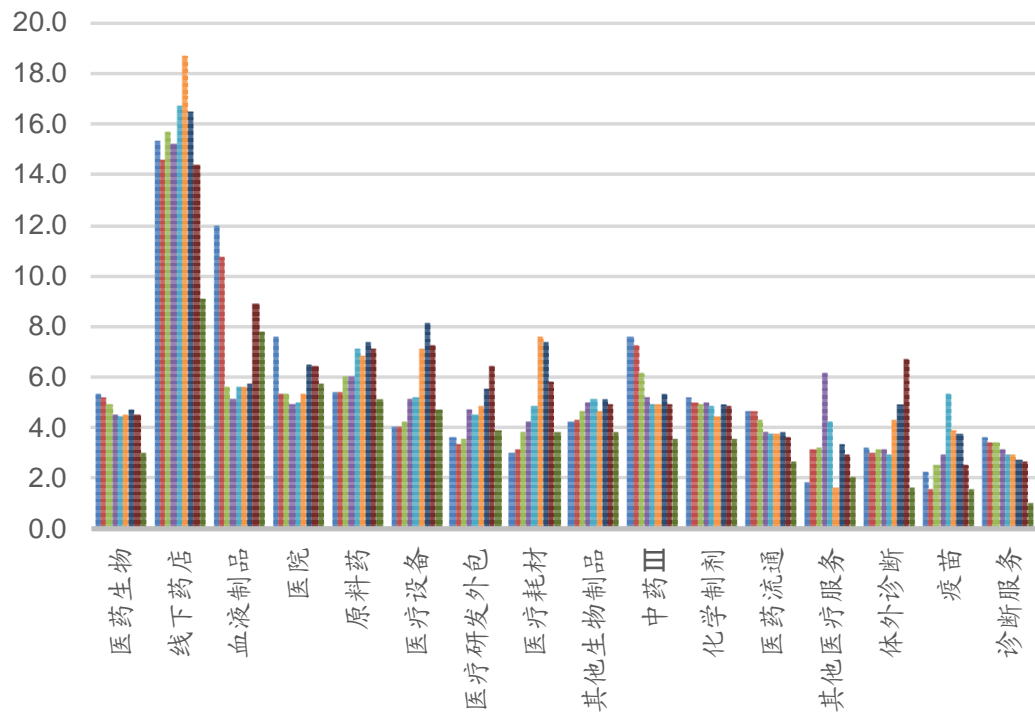
- 医药板块整体产能基本稳定，多数细分领域扩产审慎，板块整体有望进入规模稳定、盈利提效阶段。
- 血液制品、CXO、线下药店等重资产领域资本开支加速，2024年逐步消化产能，进入新一轮新产能兑现阶段。

图：2015-2023年医药各细分行业“非流动资产/总资产”占比（%）变化

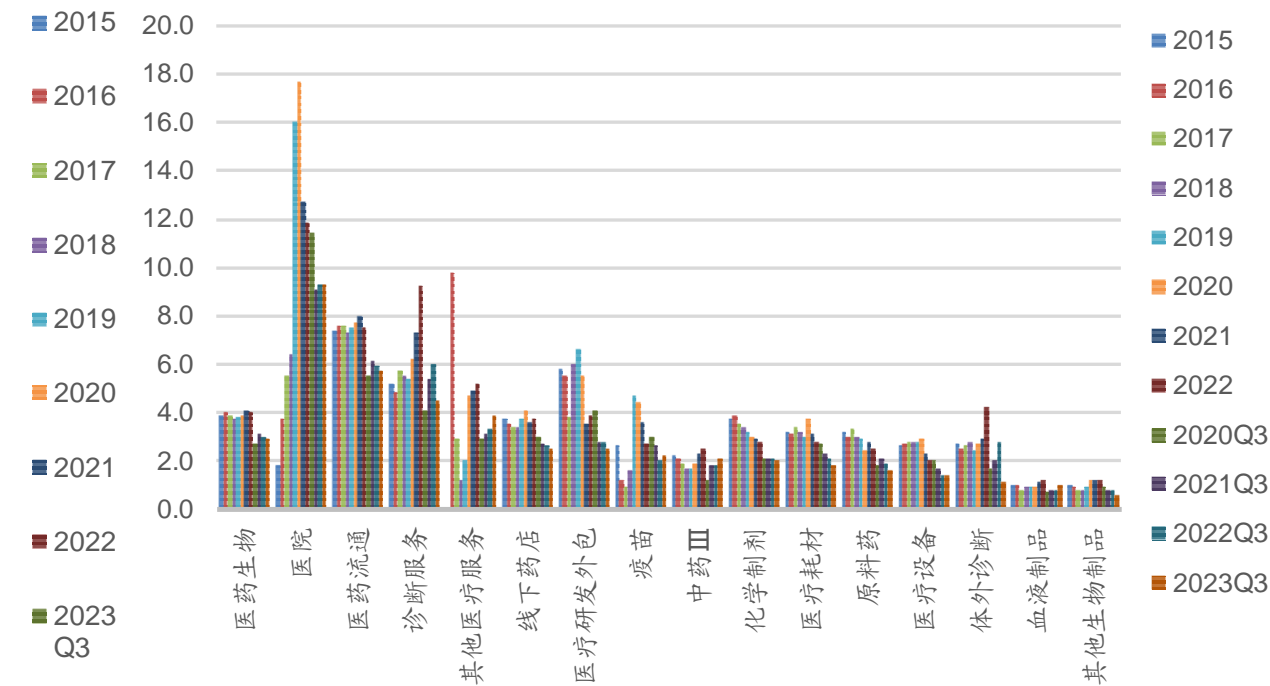


- 整体：应收、存货周转维持在较好的水平，特别是线下药店、医院、化学制剂、血液制品、CXO、原料药、其他生物制品、医疗耗材等领域，其中，2023Q1-3药店、血液制品、CXO、疫苗等呈现较明显的改善趋势。

图：2015-2023年医药各细分行业应收账款周转率变化



图：2015-2023年医药各细分行业存货周转率变化



- **2023年所处周期：**仿制药集采、疫苗大品种断档、投融资对部分上游生命科研原料影响、医疗新基建周期波动对设备采购影响、四类药对中药短期驱动，同时创新产品增量贡献、营销体系调整，贯穿全年，我们认为2023年医药创新相关公司处于蓄能过渡期；
- **2024年周期及催化展望：**延续2023年过渡期，特别是营销体系调整下公司之间的分化或依然比较明显，创新药械、疫苗公司随着增量产品商业化兑现（EPS）、临床进展或国际化交易（PE），或带来板块弹性表现；中药板块，随着优质的经营效率进入新一轮补库周期（EPS）、基药政策推进（PE），2024年或有不错表现。

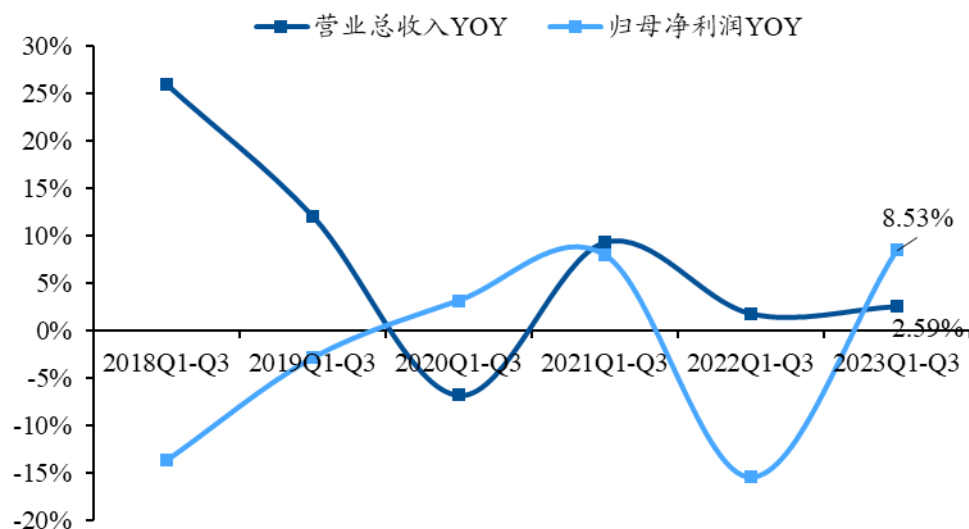
表：2023-24年医药创新相关板块基本面经营分析

| 推荐主线 | 子板块 | 2023年所处周期总结 | 2024年所处周期展望 | 边际催化 |
|------|-----------|---|------------------------|-----------------------|
| 医药创新 | 化学制剂 | 收入、利润增速放缓，集采和创新增量叠加逐步过渡 | 创新药商业化、国际化兑现，占比提升，周期向上 | ADC、单抗、双抗等创新药临床/商业化进展 |
| | 疫苗及其他生物制品 | 大单品、创新产品，业绩环比改善 | 延续分化，逐步向上 | 创新药/疫苗研发、合作进展、投融资改善 |
| | 医疗设备/耗材 | 消化高基数、诊疗恢复、反腐扰动下，全年震荡 | 诊疗恢复，创新产品驱动周期向上 | 创新器械、耗材研发进展突破 |
| | 中药 | 四类药驱动2023H1板块业绩快速增长，2023H2阶段性放缓（反腐、高基数） | 新一轮补库周期，创新产品驱动业绩快速增长 | 新版基药目录、创新产品研发进展 |

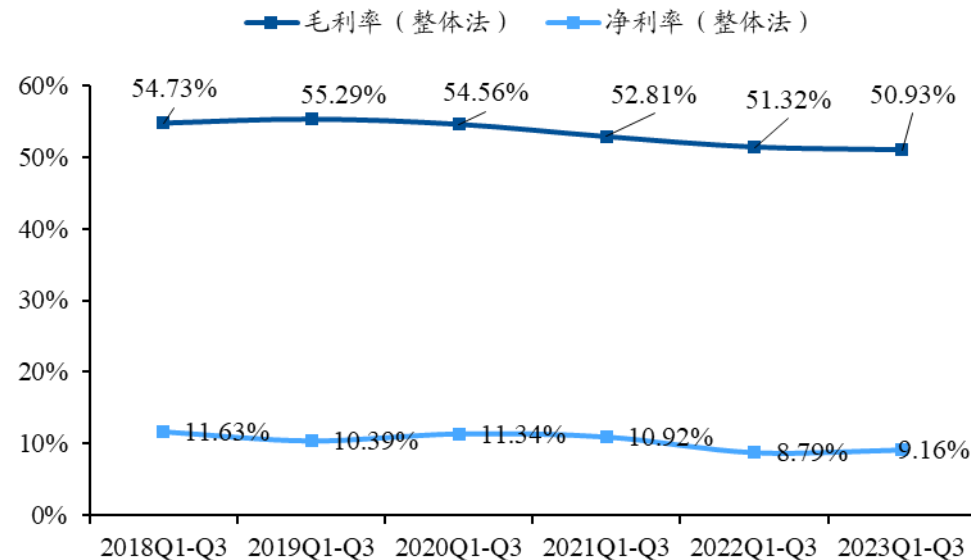
2.2 化学制剂-经营基本面：集采触底，创新兑现

- 23年业绩总结：**2023Q1-Q3化学制剂板块收入YOY2.59%（同比+0.76pct）。归母净利润YOY8.53%，（同比+23.96pct），毛利率50.93%（同比-0.39pct），净利率9.16%（同比+0.36pct）。其中亚虹医药、迈威生物、首药控股、盟科药业、艾力斯等创新药企对收入增速贡献较大。艾力斯、誉衡药业、微芯生物等对利润增速贡献较大。我们估计伴随着集采影响逐渐弱化，创新药产品持续放量，化学制剂板块盈利能力和成长性均有望实现回升。
- 23年所处周期：**集采、宏观环境对板块收入和毛利率带来负面影响持续体现。但是创新药收入和利润贡献逐渐体现，板块利润和净利率有所改善。
- 24年周期判断：**我们认为，集采对仿制药板块影响逐渐触底，创新药持续进入商业化兑现期，对收入和利润（率）端正向贡献有望持续体现。触底的仿制药、商业化兑现期的创新药、特殊制剂（精麻、经皮类）有望持续有较优的业绩表现。

图：2018-2023Q1-Q3化学制剂板块合计收入和归母净利润同比增速



图：2018-2023Q1-Q3化学制剂板块毛利率和净利率变化



2.2 化学制剂：境外收入占比及创新产品升级在路上

图：2017-2023年化学制剂板块境外收入占比变化

| 证券简称 | 2017 | 2018H1 | 2018 | 2019H1 | 2019 | 2020H1 | 2020 | 2021H1 | 2021 | 2022H1 | 2022 | 2023H1 |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 健友股份 | 86.0% | | 72.1% | | 71.7% | | 66.6% | | 68.9% | | 68.6% | |
| 东诚药业 | 49.8% | 38.4% | 35.8% | 36.2% | 35.3% | 53.9% | 47.5% | 53.7% | 55.2% | 60.2% | 57.2% | 51.5% |
| 华海药业 | 60.6% | 62.7% | 62.3% | 62.6% | 62.1% | 61.4% | 58.9% | 52.1% | 49.8% | 49.1% | 47.9% | 50.9% |
| 千红制药 | 36.5% | 39.2% | 40.7% | 45.1% | 39.4% | 39.4% | 36.5% | 34.9% | 32.3% | 36.2% | 43.2% | 37.0% |
| 华邦健康 | 47.5% | 40.4% | 42.3% | 35.0% | 37.4% | 35.2% | 35.4% | 32.3% | 37.7% | 42.6% | 40.9% | 32.4% |
| 宣泰医药 | | | 32.1% | | 56.3% | | 84.5% | 77.0% | 72.1% | | 35.9% | |
| 复旦复华 | 30.3% | | 22.2% | | 19.7% | | 33.7% | | 29.8% | 8.9% | 35.0% | |
| 复星医药 | 18.1% | 25.6% | 23.7% | 23.3% | 23.2% | 29.0% | 27.0% | 30.7% | 34.9% | 35.6% | 31.7% | 22.4% |
| 亿帆医药 | 35.3% | 31.8% | 27.6% | 27.7% | 29.8% | 41.5% | 34.7% | 24.1% | 26.3% | 29.4% | 29.1% | 29.9% |
| 常山药业 | 18.4% | 24.7% | 22.8% | 23.8% | 22.6% | 23.0% | 25.5% | 32.2% | 34.1% | 35.2% | 27.1% | 10.9% |
| 圣诺生物 | 26.7% | | 27.9% | | 8.5% | 12.1% | 8.9% | | 15.4% | 24.2% | 26.6% | 16.0% |
| 向日葵 | 22.8% | 7.9% | 15.0% | 27.0% | 23.6% | | 26.7% | 25.2% | 16.0% | 29.2% | 24.2% | 40.5% |
| 金城医药 | 18.1% | | 26.0% | | 27.7% | 29.1% | 24.0% | 24.3% | 22.6% | 22.8% | 21.3% | 21.3% |
| 国药现代 | 17.6% | | 16.3% | | 16.8% | 19.1% | 18.3% | | 20.4% | 22.5% | 19.2% | 19.6% |
| 京新药业 | 15.2% | 13.8% | 15.4% | 10.8% | 14.3% | 10.3% | 16.1% | 18.1% | 17.8% | 17.8% | 18.9% | 17.0% |
| 健康元 | 14.0% | 15.1% | 15.7% | 15.8% | 15.8% | 23.2% | 19.7% | 16.1% | 16.2% | 17.7% | 16.6% | 15.8% |
| 普利制药 | 8.7% | | 5.9% | | 9.1% | | 13.8% | | 15.3% | | 16.3% | |
| 华北制药 | 15.2% | | 14.4% | | 14.8% | | 16.9% | | 16.3% | | 15.1% | |
| 鲁抗医药 | 21.1% | | 22.3% | | 21.1% | | 17.2% | | 15.6% | | 13.6% | |
| 东北制药 | 20.7% | 16.0% | 16.2% | 13.7% | 12.8% | 15.0% | 12.7% | 15.9% | 13.8% | 17.0% | 12.8% | 8.5% |
| 丽珠集团 | 12.1% | 12.2% | 12.3% | 13.5% | 13.1% | 20.7% | 16.4% | 12.6% | 12.8% | 13.6% | 12.4% | 12.7% |
| 人福医药 | 11.9% | | 11.8% | | 12.3% | 13.5% | 12.9% | | 10.9% | | 11.4% | |
| 润都股份 | 5.9% | 4.3% | 3.4% | 10.4% | 9.3% | | 9.2% | 8.5% | 8.1% | 11.4% | 11.3% | 10.0% |
| 翰宇药业 | 22.3% | 26.4% | 26.7% | 14.7% | 11.3% | 7.2% | 5.8% | 3.1% | 6.4% | 11.5% | 11.3% | 10.4% |

- **2023年经营复盘**
- **业绩端：**收入在高价HPV疫苗带动下保持稳定增长，利润由于新冠疫苗资产减值因素同比下降；
- **产品端：**出现分化，高价HPV疫苗保持较高增速，但2价HPV疫苗需求下降；
- **2024年行业周期拐点**
- 从新冠疫苗转向常规疫苗，从儿童疫苗到成人疫苗，从存量增长到增量弹性

表：2021-2023Q3 疫苗板块收入和利润情况

| 单位：亿元 | 2021A | 2022A | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|----------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入 | 551 | 658 | 169 | 182 | 207 |
| 营业收入增长率 | 80.21% | 19.31% | 13.30% | 4.27% | 25.37% |
| 归母净利润 | 186 | 140 | 39 | 31 | 35 |
| 归母净利润增长率 | 129.09% | -24.55% | -2.03% | -25.15% | -4.75% |
| 扣非净利润 | 181 | 135 | 37 | 28 | 32 |
| 扣非净利润增长率 | 141.38% | -25.34% | -4.75% | -27.99% | -8.78% |

1、全球重磅疫苗逐步在国内实现国产化

• HPV疫苗：对标全球销售第一名

- 智飞生物：代理MSD4/9价HPV疫苗，2022年销售超300亿；
- 万泰生物/沃森生物：自研2价HPV疫苗，快速覆盖中低端消费者；

• 13价肺炎疫苗：对标全球销售额第二名

- 沃森生物/康泰生物：国产13价肺炎疫苗陆续上市，开始国产替代；

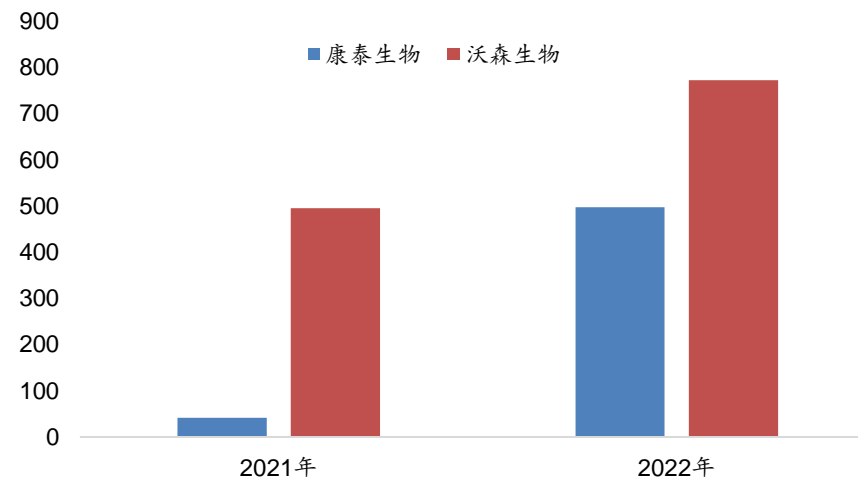
• 带状疱疹疫苗：全球重磅，国内潜力待挖掘

- 百克生物：2023年4月批签发上市，定价1369元，具备年龄段优势；
- 智飞生物：代理GSK重组带状疱疹，2024-2026年采购额超200亿；

2、2024年增量，看2023年新上市品种

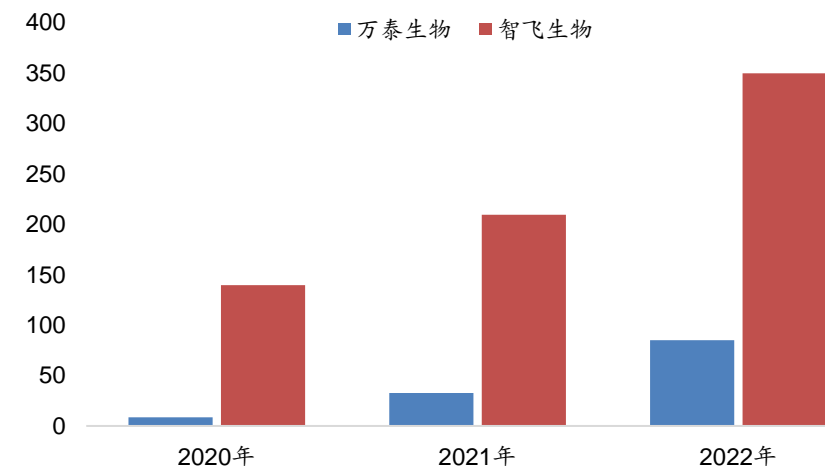
- 带状疱疹疫苗：百克生物是国内第一国产带状疱疹疫苗，具备消费者40-50岁年龄段优势；
- 人源狂犬疫苗：康泰生物是国内第二家人源狂犬，具备4针法的消费者依从性优势；

13价肺炎疫苗批签发量（万支）

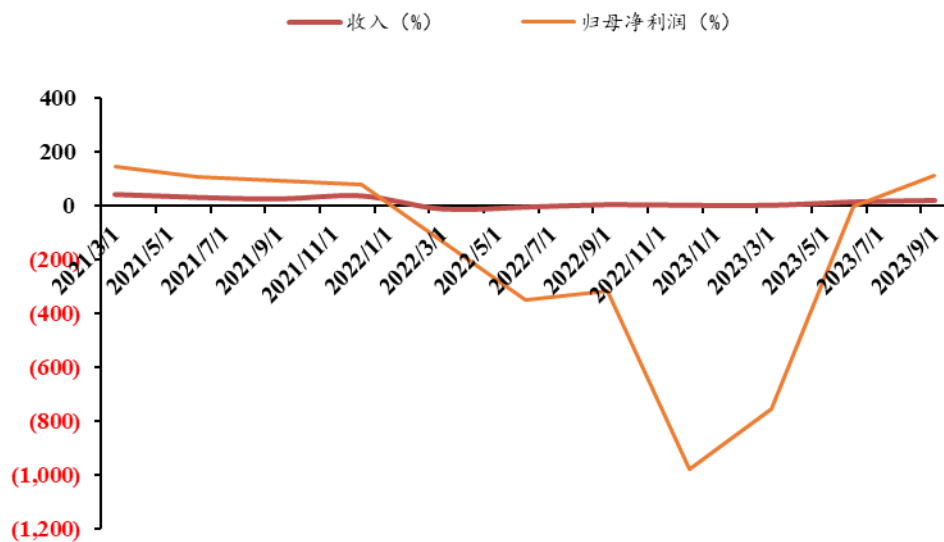
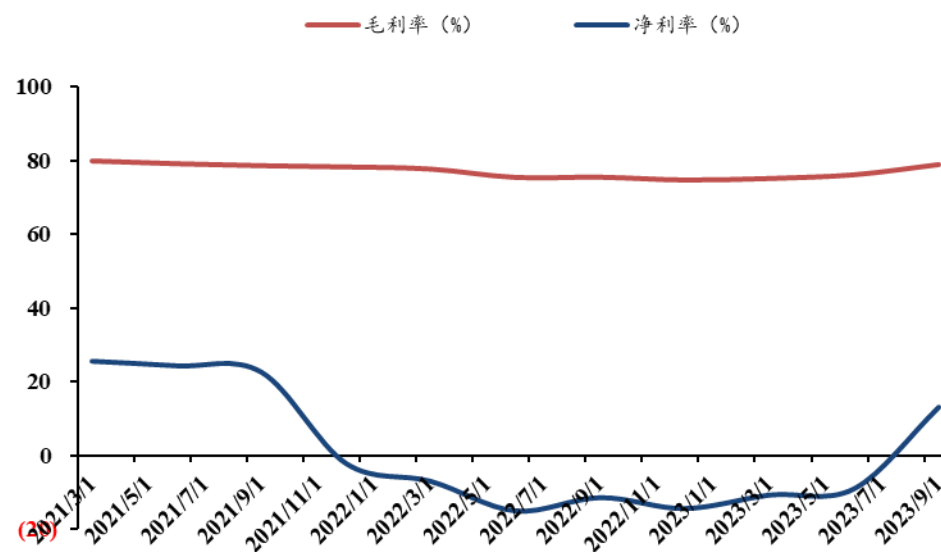


注：疫苗批签发量和实际销售量会有较大差异

HPV疫苗销售额（亿）

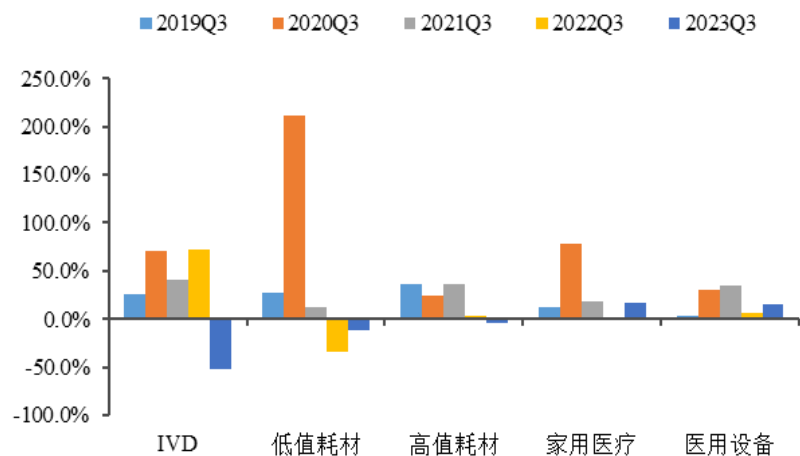


- **23年业绩总结：**2023Q1-Q3其他生物制品板块（申万三级分类）收入同比增长20.65%，同比提升16.68pct。归母净利润同比增长113.54%，同比提升430pct。毛利率78.86%，同比提升3.30pct，净利率12.97%，同比提升24.48pct。主要受到部分创新生物药企收入放量，亏损收窄或盈利能力提升影响。
- **23年所处周期：**板块内生物创新药公司如百济神州、甘李药业等的核心品种的快速放量有望带动了板块收入、利润的快速增长。上游生物耗材受基数及研发景气的影响成长性承压，受费用的增长盈利能力短期承压。
- **24年周期判断：**我们认为，国产创新药逐渐进入快速兑现期，部分生物药在2024年有望产品出海。随着研发景气的逐渐复苏及持续控费，上游生物耗材的成长性及盈利能力有望展现较大弹性。

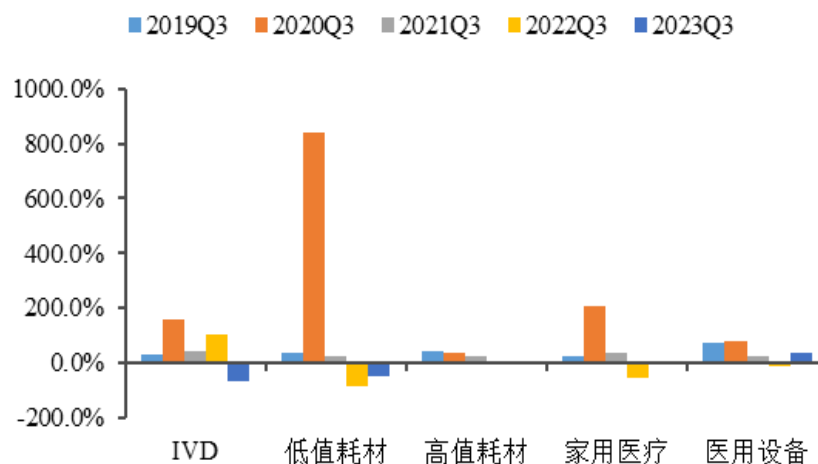
图：2021/3/31-2023/9/30其他生物制品板块收入/归母净利润同比增速

图：2021/3/31-2023/9/30其他生物制品板块净利率和毛利率变化


- **2023年周期：营运能力提升期。**2023年前三季度，医疗设备板块应收账款周转率创新高(+0.69)。主要受几个因素影响：贴息贷款政策以及手术量恢复推动下，院内现金流有所恢复，上半年院内装机等有所反弹。
- **2024年：业绩稳步增长仍可期待。**虽然招投标延后带来部分业绩的担忧，但我们认为，医疗设备的核心驱动仍在于产品力提升下，高端产品国产替代、海外渠道持续拓展，2024年业绩仍有望稳步增长。

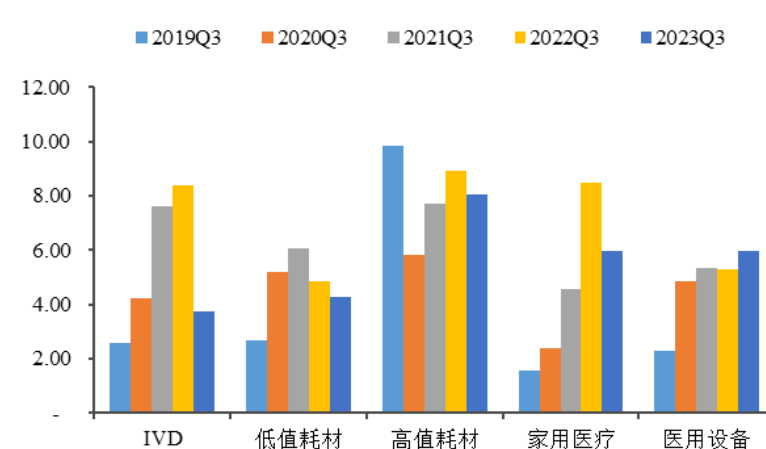
图：2019-2023Q3 医疗器械子版块营业收入同比增速



图：2019-2023Q3 医疗器械子版块归母净利润同比增速



图：2017-2022 医疗器械子版块应收账款周转率

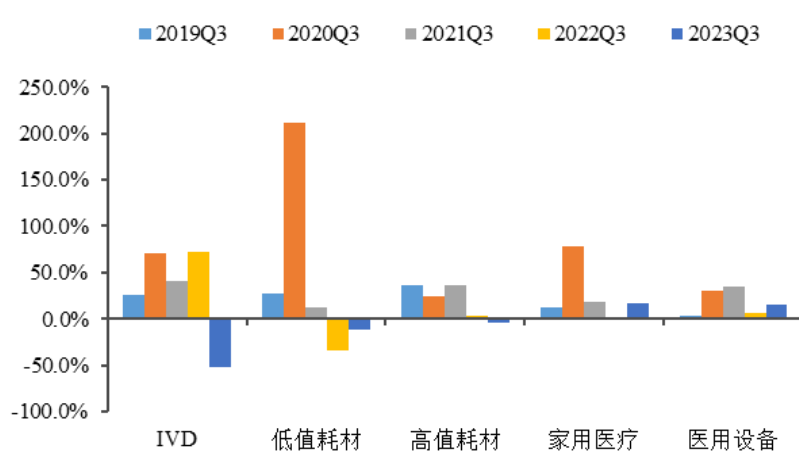


2.2 医疗耗材：收入增速下降，净利率下降

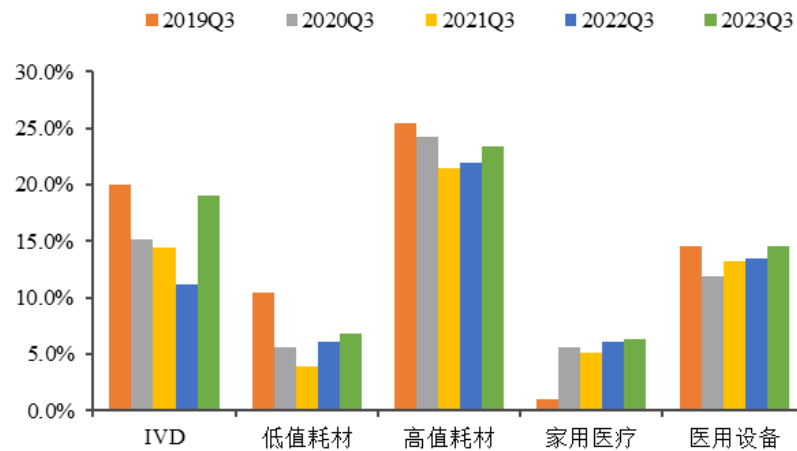
2023年周期：集采&创新产品推广，收入增速下降、费用率上升、净利率下降。2023年，骨科、电生理等板块集采供货，叠加三季度反腐的部分影响，高值耗材收入增速下降（2023年前三季度收入增速-4.5%）；创新产品上市推广加速，销售费用率上升（+1.5pct）、净利率下降（-1.2pct）。

2024年周期：大品类集采供货基本完成，有望进入收入、利润率上行周期。高值耗材大品类集采基本完成、降价边际渐趋温和，2024年随着手术量的持续增长以及新产品放量，高值耗材有望进入收入、利润率上行周期。

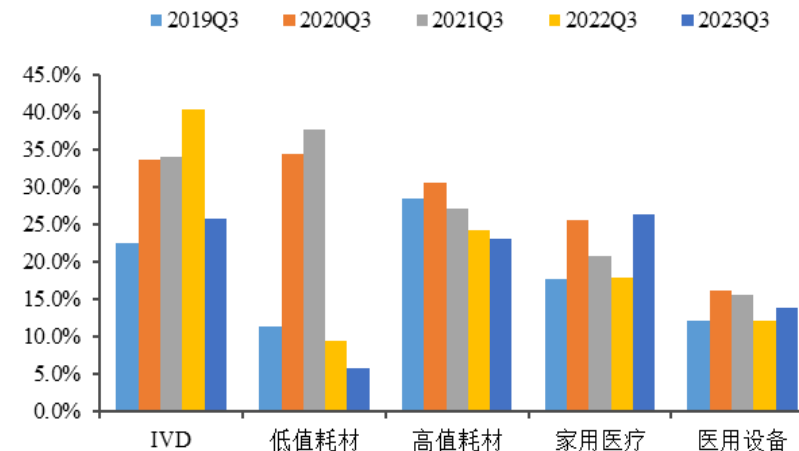
图：2019-2023Q3 医疗器械子板块营业收入同比增速



图：2019-2023Q3 医疗器械子板块销售费用率



图：2019-2023Q3 医疗器械子板块净利率



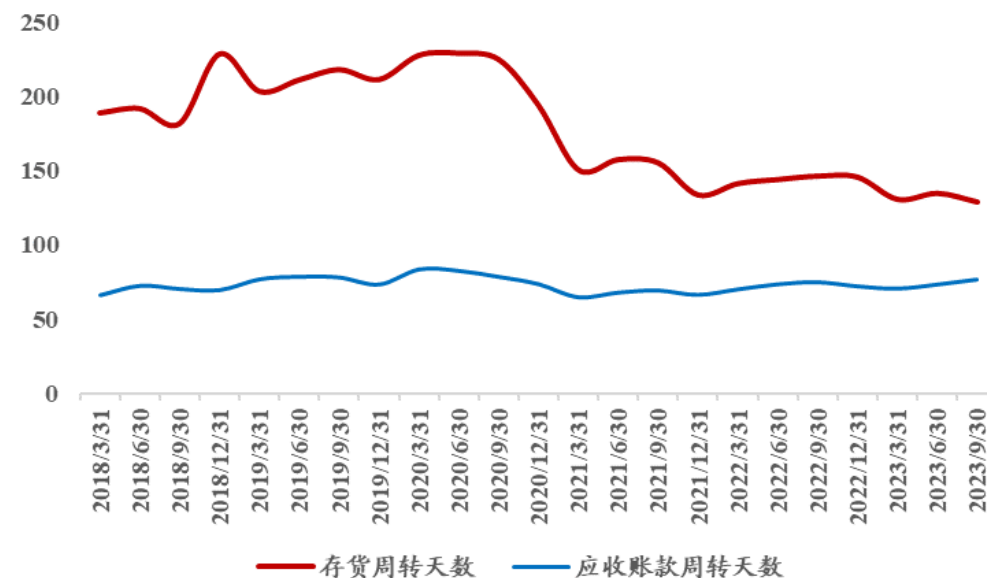
- **2023年业绩总结：**2023Q1至2023Q3中药板块营业收入单季度同比增速从14.4%下降至0.42%，归母净利润单季度同比增速从52.3%下降至8.1%，扣非归母净利润单季度同比增速从30.0%下降至2.6%；
- **2023年所处周期：**2023年上半年中药板块“四类药”需求提升催化板块业绩增长超预期，下半年反腐政策趋严影响院内销售；2023Q1-Q3中药板块营业收入和归母净利润单季度增速逐季环比下滑，影响板块股价波动。
- **2024年行业周期：**中药板块运营效率进入改善窗口，有望促进板块中长期量增。从营运指标来看，中药行业经营效率提升趋势明确，库存周期持续出清，我们认为这是驱动板块成长的核心要素仍在；在经历2023Q3销售增速放缓后、2024年中药院内放量或呈加速趋势。

表：2021-2023Q3中药板块营业收入、归母净利润和扣非归母净利润同比增速

| 单位：百万元 | 2021A | 2022A | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3,308 | 3,451 | 1,006 | 928 | 835 |
| 营业收入增长率 | 5.10% | 4.31% | 14.44% | 13.66% | 0.42% |
| 归母净利润 | 355 | 289 | 139 | 109 | 86 |
| 归母净利润增长率 | 16.78% | -18.72% | 52.30% | 30.78% | 8.11% |
| 扣非净利润 | 267 | 263 | 131 | 98 | 79 |
| 扣非净利润增长率 | 12.90% | -1.57% | 29.97% | 36.31% | 2.60% |

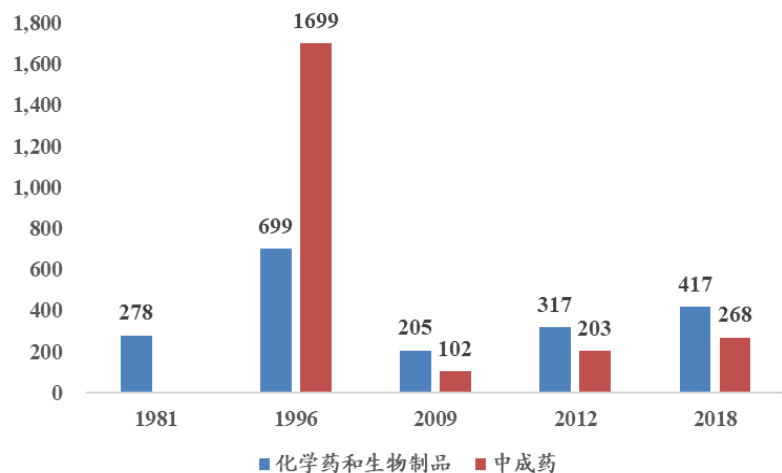
注：SW中药分类剔除ST股票

图：2018-2023Q3中药板块存货周转天数（天）和应收账款周转天数（天）变化

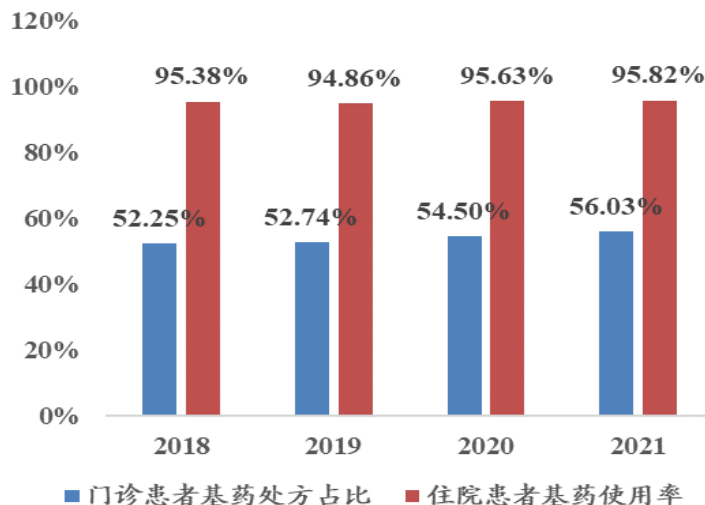


- 行业量增催化：基药目录有望成为处方中成药销量增长重要催化。
 - 基药目录调整在即：上一轮2018年调整，预计三年一调整，落地在即。2023年5月，全国卫生健康药政工作电视电话会议强调基药是重点工作之一；
 - 基药配备政策：“基层/二级/三级医院的基药配备数量占比不低于90%、80%、60%”，“986”政策加强基药市场准入。
 - 纳入医院考核指标：三级公立医院对门诊患者基药处方占比、住院患者基药使用率、基药采购品种数占比都有考核要求，间接提升基药使用率。

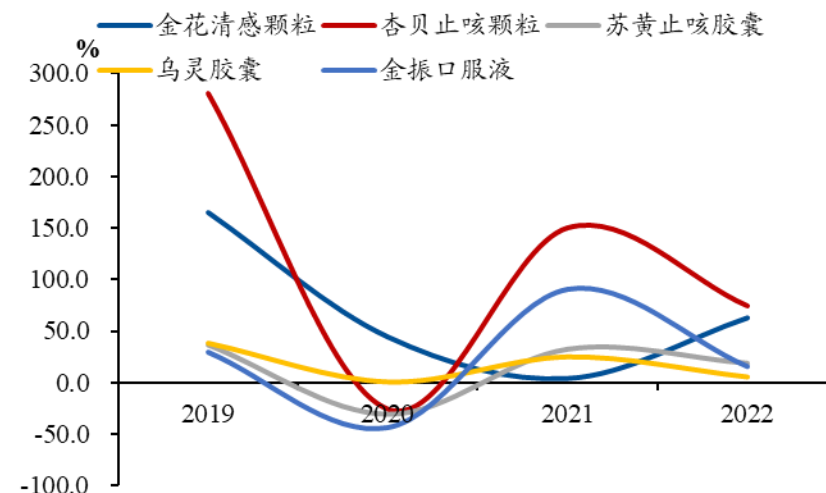
图：基药目录历史调整情况（个）



图：2018-21年三级公立医院基药使用比例（%）

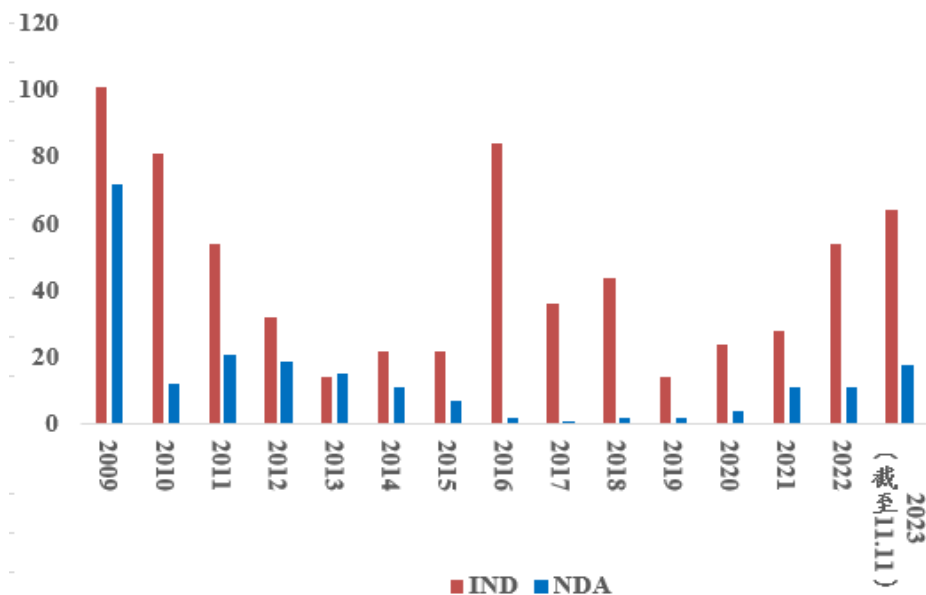


图：上轮进入基药的部分中药2019-2022年销售同比增速（%）



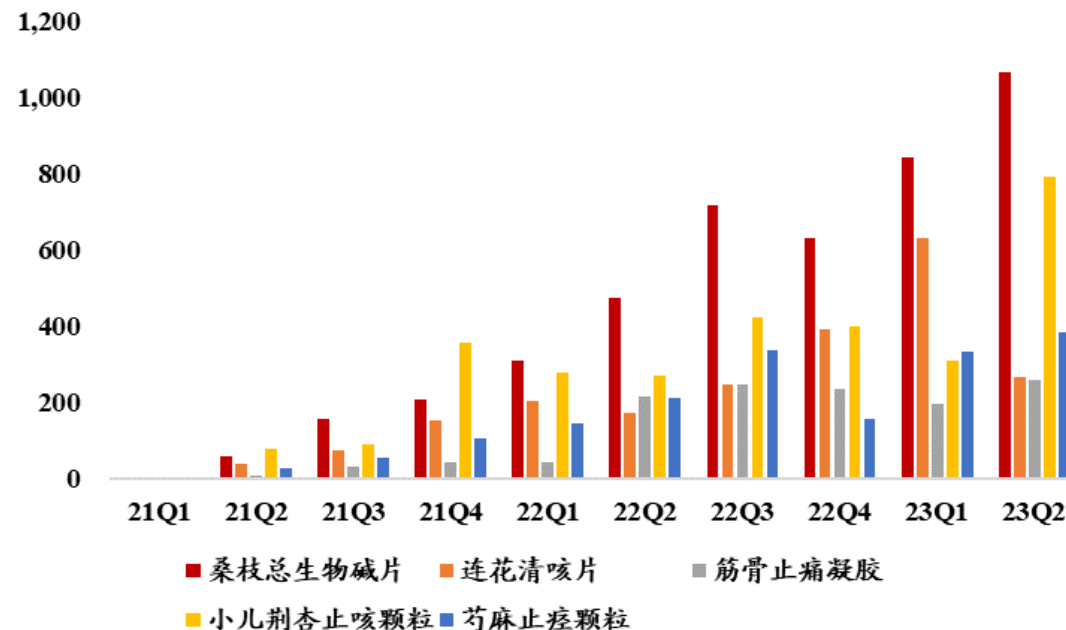
- **政策驱动：**2019年国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，2023年2月药监局发布《中药注册管理专门规定》，中药创新药进入加速期。
- **审批加速：**2023年11月11日，中药新药IND和NDA数量超过2022年全年水平，中药新药获批有望进一步加快。
- **商业化：**从商业化准入和放量看，中药新药进入医保路径较为顺畅，销售稳步提升。
 - 2023Q2，五和博澳的桑枝总生物碱片、康缘药业的筋骨止痛凝胶、方盛制药的小儿荆杏止咳颗粒和天士力的芍麻止痉颗粒同比增速均超160%。

图：2009-2023（截至11.11）中药新药IND和NDA数量（个）



数据来源：Wind医药库，国务院，CDE，浙商证券研究所

图：2021Q1-2023Q2部分中药新药样本医院放量节奏（万元）



- 2023年总结：诊疗逐步常态化，提供了子行业稳定增长的基本盘，医院、线下药店、医药流通、诊断及服务子领域均呈现环比逐步改善的趋势，Q4基数原因，线下药店增速或略降，医院收入或加速，医药流通、诊断等细分领域随着诊疗常态化或逐步呈现快速增长趋势；
- 2024年展望：我们认为诊疗常态化相关领域，2024年逐步进入快速增长阶段，主要驱动因素包括：患者流量的恢复、统筹账户改革、处方外流、诊断创新产品国产替代进程加速等催化下。

表：2023-24年诊疗常态化相关板块基本面经营分析

| 推荐主线 | 子板块 | 2023年所处周期总结 | 2024年所处周期展望 | 边际催化 |
|-------|-------|-------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 诊疗常态化 | 医院 | 低基数下，恢复性增长期 | 诊疗复苏，持续恢复增长，进入盈利能力提升周期 | 新资产注入、新区域拓展 |
| | 线下药店 | 诊疗复苏、高基数下，增速较低，处恢复性增长周期 | 新开门店、客流量恢复，板块进入更快增长周期 | 处方外流刺激政策持续出台 |
| | 医药流通 | 诊疗恢复、行业整顿下，板块成长性震荡期 | 诊疗常态化、新业态拓展下，恢复性增长 | 新业态拓展（CSO、DTP） |
| | 诊断/服务 | 高基数下，低增速，处于调整期 | 进入集采新周期、信用减值进一步消化，2024年经营逐步改善 | 集采事件、创新产品研发进展、新服务平台拓展 |

1、2023年经营复盘

- 2023年初至今，医疗服务板块走势呈现持续下跌趋势，主要是市场担心消费需求不足
 - 收入：2023H1持续复苏，收入同比增速较快，2023Q3在高基下同比增长放缓，2023Q4医疗服务类企业基数较低，预计同比增速较2023Q3增速提升；
 - 净利润：利润增速高于收入增速，体现出医疗服务领域成本刚性和复苏弹性特点；

2、2024年行业周期拐点

- 复苏周期叠加消费需求波动周期和产业扩张周期
 - 复苏周期下净利润增速或大于收入增速，消费波动周期下选需求刚性，产业扩张周期选连锁化医院；

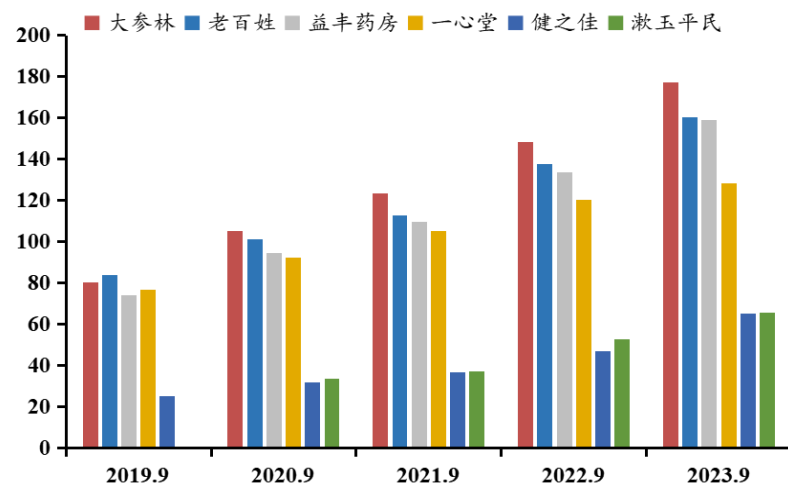
表：2021-2023Q3 医疗服务板块收入和利润情况

| 单位：亿元 | 2021A | 2022A | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|----------|---------|---------|-----------|---------|--------|
| 营业收入 | 426 | 428 | 126 | 135 | 149 |
| 营业收入增长率 | 24.41% | 0.58% | 30.67% | 35.26% | 13.85% |
| 归母净利润 | 22 | 14 | 12 | 15 | 22 |
| 归母净利润增长率 | -32.47% | -35.76% | 1297.26% | 153.13% | 17.78% |
| 扣非净利润 | 24 | 15 | 10 | 16 | 20 |
| 扣非净利润增长率 | 51.75% | -38.06% | -3888.56% | 104.54% | 20.61% |

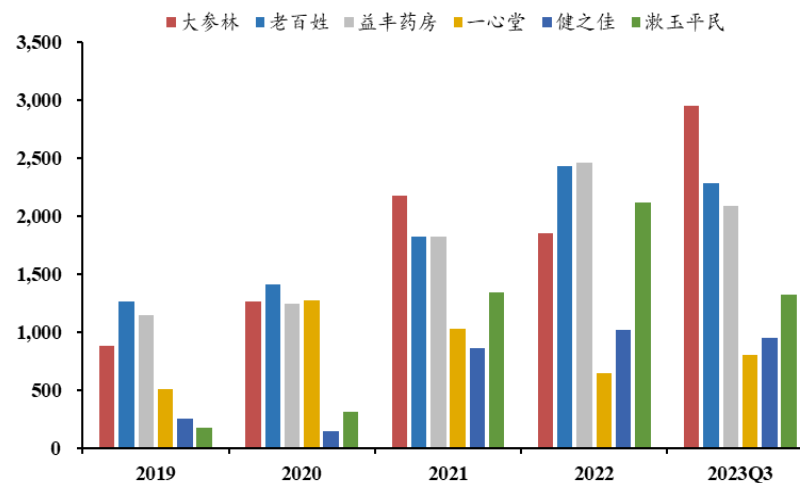
2.2 线下药店：收入增长放缓，门店增长加速

- 2023年周期：经济影响收入低增长、门店增长加速，扩张持续。**（1）2023Q1-3，在消费疲软客单价下行及客流量减少等影响下，药店行业整体收入增速略有放缓（2023Q1-3收入同比增长18%，低于2022Q1-3同比增长22%）；（2）门店增长呈加速态势，2023Q1-3，6家上市企业直营门店数量净增6259家，已超过2022全年的6124家的净增，有望带来2024年收入快速增长。
- 2024周期：门店拓展&统筹落地加速，有望重回高增长赛道。**2023年药店龙头门店拓展明显加速。我们认为，①连锁药店仍在集中度提升初期，快速的门店拓展仍是收入业绩增长的核心拉动；②统筹门店加速落地带来客流量回升，并有望带来处方外流增量。2024年次新店&统筹门店均有望带来较大收入，拉动2024年药店收入利润有望重回快速增长阶段。

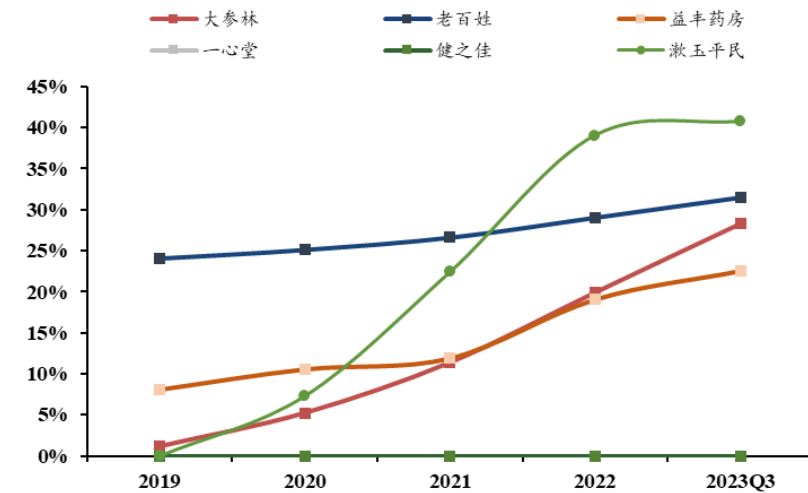
图：2019-2023年前三季度连锁药店收入（亿元）



图：2019-2023Q3各连锁药店净增加门店数量（家）

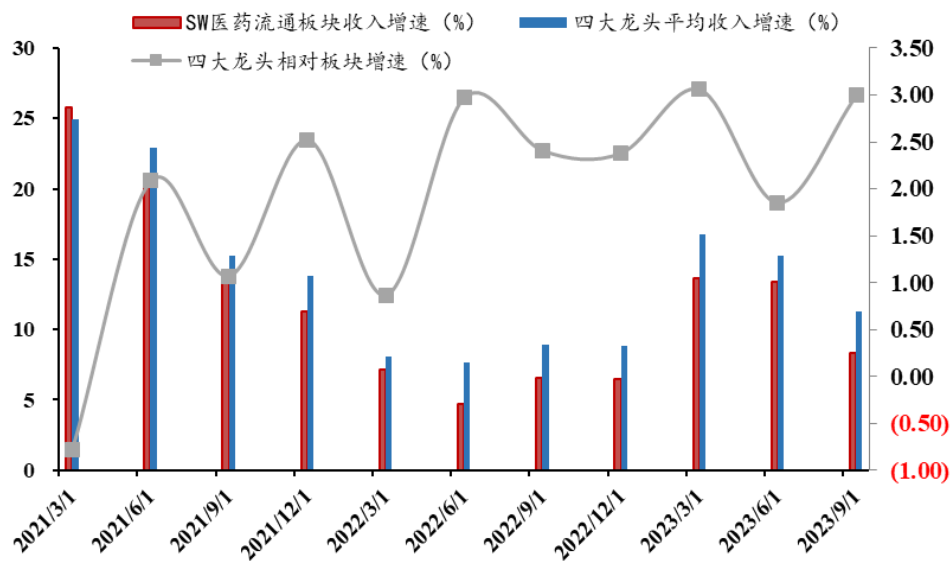


图：2019-2023Q3各连锁药店加盟门店数量占比

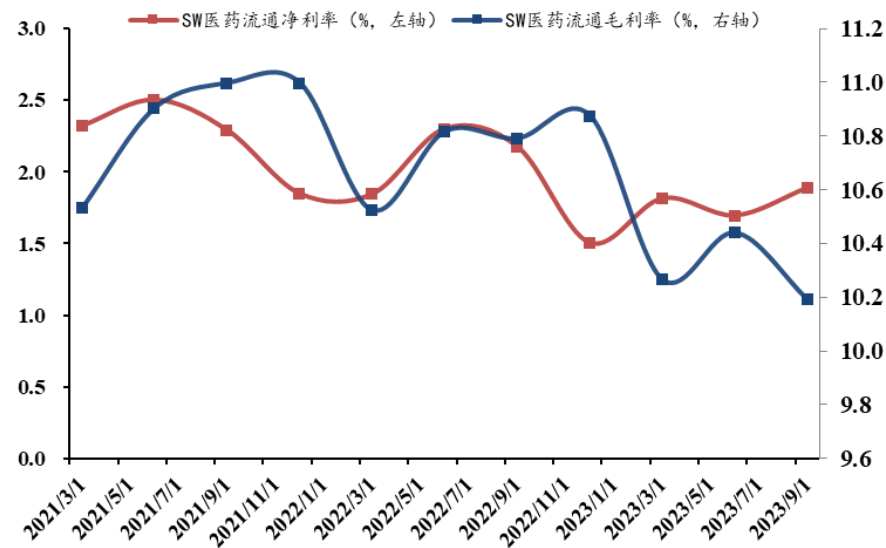


- 23年业绩总结：**2023Q1-Q3 流通板块收入同比增长8.3%，同比提升1.77pct，较上半年增速下滑5.11pct。归母净利润同比增长-6.52%，同比下滑3.8pct，较上半年增速上涨15.33pct。毛利率10.19%，同比下滑0.60pct，净利率1.89%，同比下滑0.28pct。
- 23年所处周期：**诊疗逐步复苏下，23年上半年院端需求明显复苏带动流通板块收入快速恢复。但随着下半年行业整治的开始，院端需求受到压抑。板块整体盈利水平随集采进程的推进，逐渐走向微利化。
- 24年周期判断：**我们认为，医改逐渐进入深水区，未来支付端、审批端或持续倾斜于高质量创新品种。景气度角度，短期流通板块或得益于行业整治后院端需求的恢复及国企较强的融资成本优势。基本面角度，行业整顿催生的合规化、数字化商业新需求及麻药、中药、器械、创新药等新板块或逐渐兑现，有望带来估值提升。

图：2021/3/31-2023/9/30医药流通板块与四大龙头收入增速对比

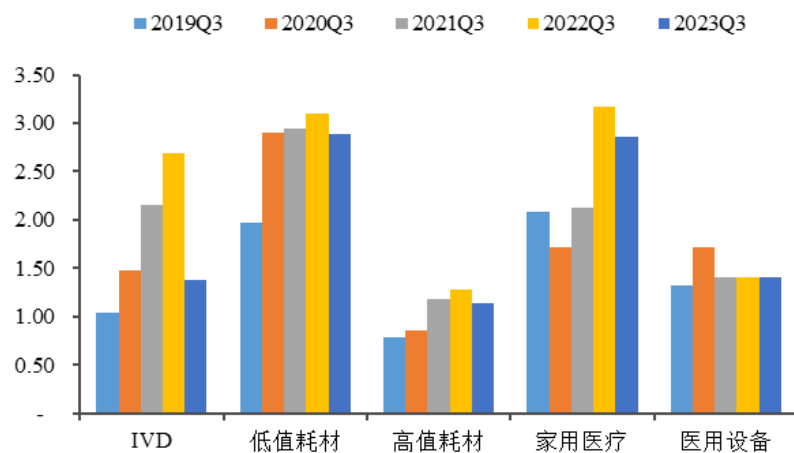


图：2021/3/31-2023/9/30医药流通板块净利率和毛利率变化

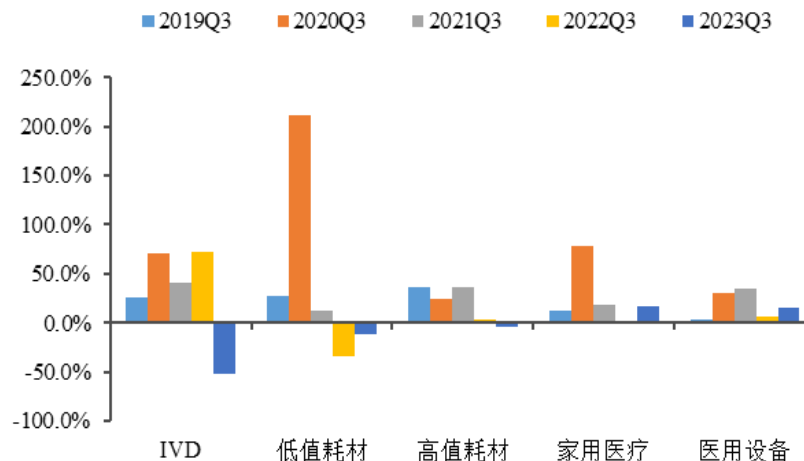


- **2023年周期：**业绩高基数出清，研发费用率高增。诊断需求常态化下，2023年IVD板块业绩增速下行、存货周转率下行，收入利润高基数逐步出清；同时积极需求新的增长驱动，研发费用率高增长。
- **2024年周期：**部分品类有望进入集采供货周期，国产产品放量加速。IVD行业随着集采政策的快速扩面已进入国产替代加速期，罗雅贝西等外资在国内建立的市场地位，正随着国产企业产品质量，服务能力持续提升而被打破，我们持续看好国产龙头企业弯道超车的历史机遇。

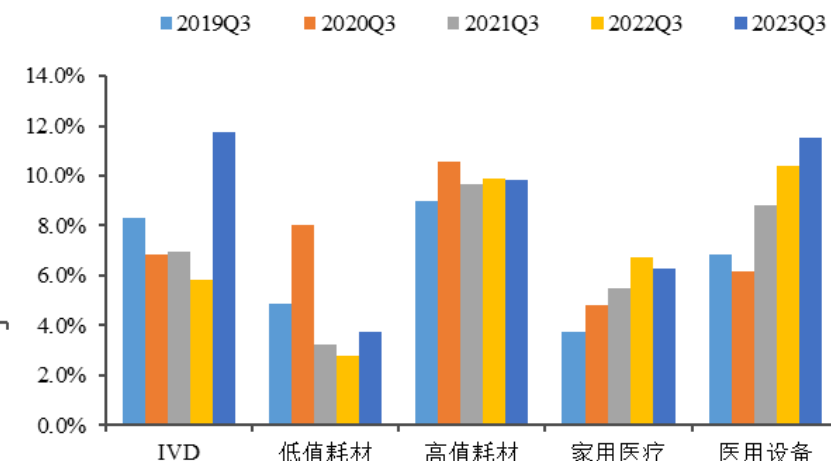
图：2019-2023Q3医疗器械子版块存货周转率



图：2019-2023Q3医疗器械子版块收入增速

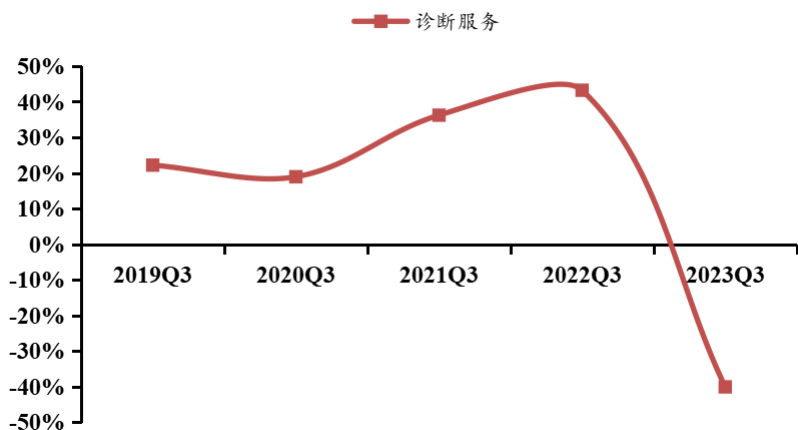


图：2019-2023Q3医疗器械子版块研发费用率

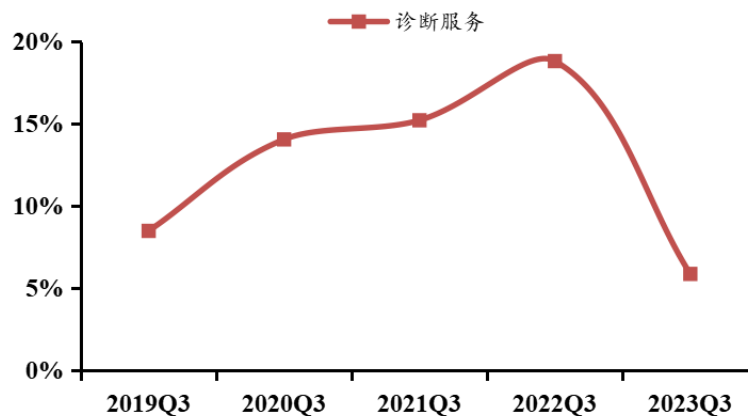


- **2023年周期：**业绩高基数出清，销售费用率持续增长。诊断需求常态化下，2023年诊疗服务板块业绩增速下行，收入利润高基数逐步出清；积极开拓新板块的诊疗需求，销售费用率高增长。
- **2024年周期：**新检测需求探索，加速海外拓展。随着“AI数据分析”、“一带一路”等驱动，诊断服务企业积极探索新的检测需求、新的渠道需求，我们认为，2024年诊断服务板块或将进入天花板持续打开阶段。

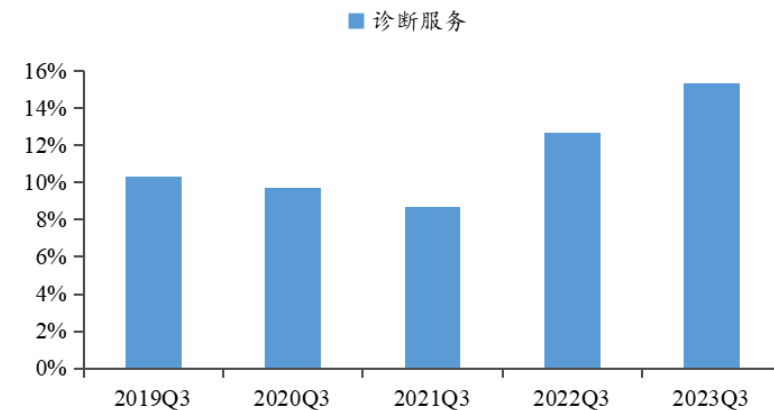
图：2019-2023Q3诊断服务收入增速



图：2019-2023Q3诊断服务净利率



图：2019-2023Q3诊断服务销售费用率



- 2023年该领域成长性呈放缓、分化，扩产消化节奏、需求偏紧等因素均影响较大，但我们也发现血液制品呈现的需求提升趋势，这也为该板块在过去三年扩产基础上带来较大的业绩释放弹性；
- 2024年周期展望：我们认为随着板块基数效应消化节奏，CXO将呈现分化、向上趋势，龙头公司基于良好的管理运营能力将持续受益，血液制品整体受益于需求提升趋势，原料药自下而上部分产品竞争格局较好、制剂业务占比较高的公司或逐步受益于集采带来的业绩弹性。

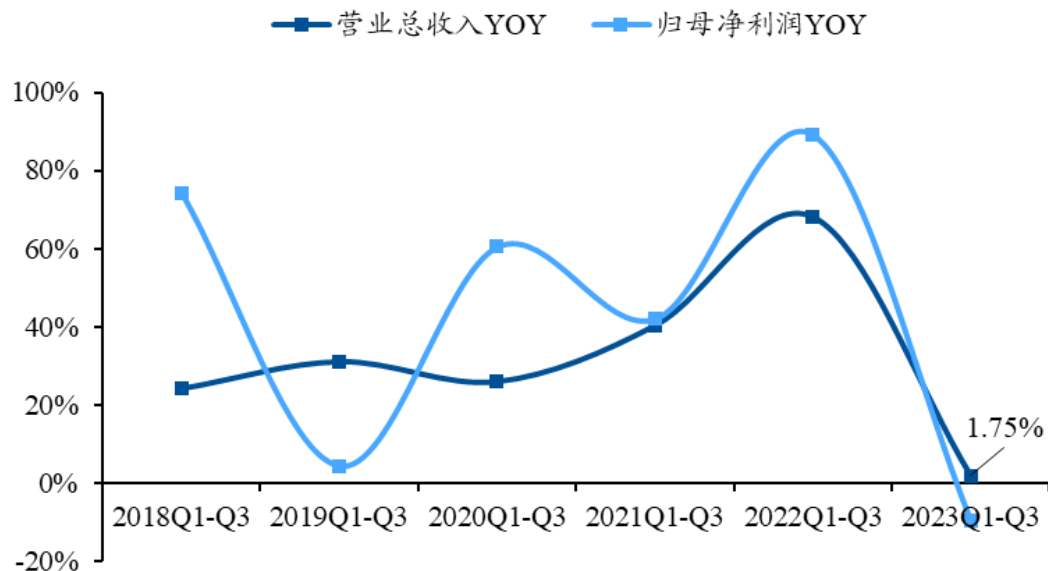
表：2023-24年医药配套主线所处周期及催化分析

| 推荐主线 | 子板块 | 2023年所处周期总结 | 2024年所处周期展望 | 边际催化 |
|------|------|-------------------------------|--------------------|-----------------------|
| 医药配套 | CXO | 高基数下增速放缓，新服务平台拓展、投融资环境仍严，处调整期 | 投融资逐步向好，分化向上周期 | 投融资、利率等宏观因素、新产能、大订单落地 |
| | 血液制品 | 新浆站、新品获批持续贡献增量，低基数下快速增长期 | 随着新浆站、新品的贡献，有望稳定增长 | 新浆站、新产品、批签发 |
| | 原料药 | 调整期，消化产能、成本波动 | 逐步恢复性增长 | 化工成本下降、制剂集采中标 |

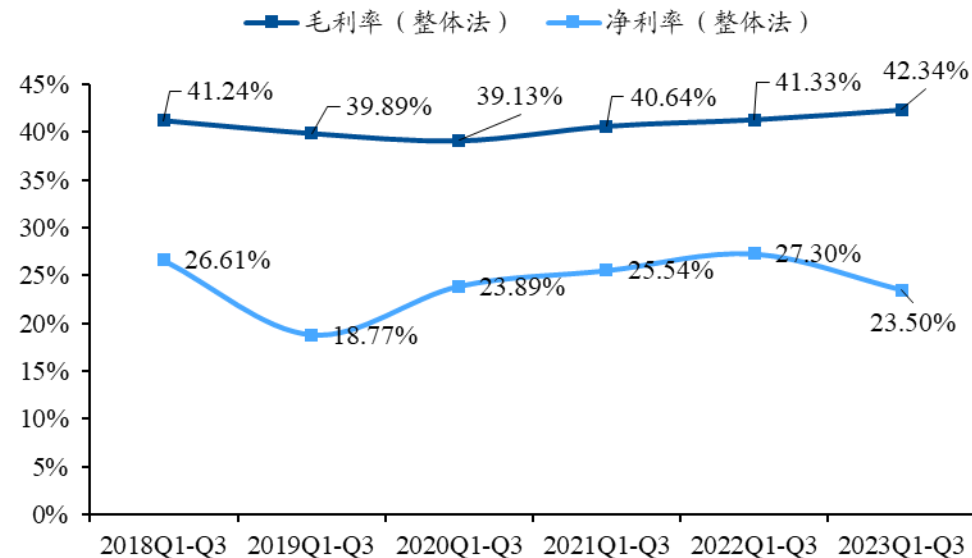
2.2 CXO：供需窗口切换，行业分化向上

- **23年业绩总结：**2023Q1-Q3，CXO板块收入YOY1.75%（同比-66.30pct）。归母净利润YOY-9.69%（同比-98.88pct）。毛利率42.34%（同比+1.01pct），净利率23.50%（同比-3.80pct）。
- **23年所处周期：**景气下行、产能消化、高基数效应共振下，CXO公司年度基本面呈明显放缓且分化。
- **24年周期判断：**我们认为，在创新技术驱动、大的未满足需求（如减肥、阿尔兹海默、NASH等）陆续得到解决之后，投融资有望逐渐企稳进一步推动订单企稳。大订单交付也基本进入尾声，基数影响逐渐消除、产能消化、CXO订单和基数共振下或呈现分化向上阶段。

图：2020-2023Q1-Q3 CXO板块合计收入和归母净利润同比增速



图：2020-2023Q1-Q3 CXO整体净利率和毛利率变化



1、2023年经营复盘

- 新浆站处于快速投入使用、新品获批持续贡献增量，低基数下实现快速增长；
- 营运效率明显提示，显示供需处于偏紧的状态，这一点在经营性现金流方面得到比较好的验证；

2、2024年行业周期拐点

- 新产能进一步验证，2024年有望延续快速增长的趋势，增长拐点或再次体现；
- 血制品行业的股权国资化趋势明显，新增浆站向头部集中。

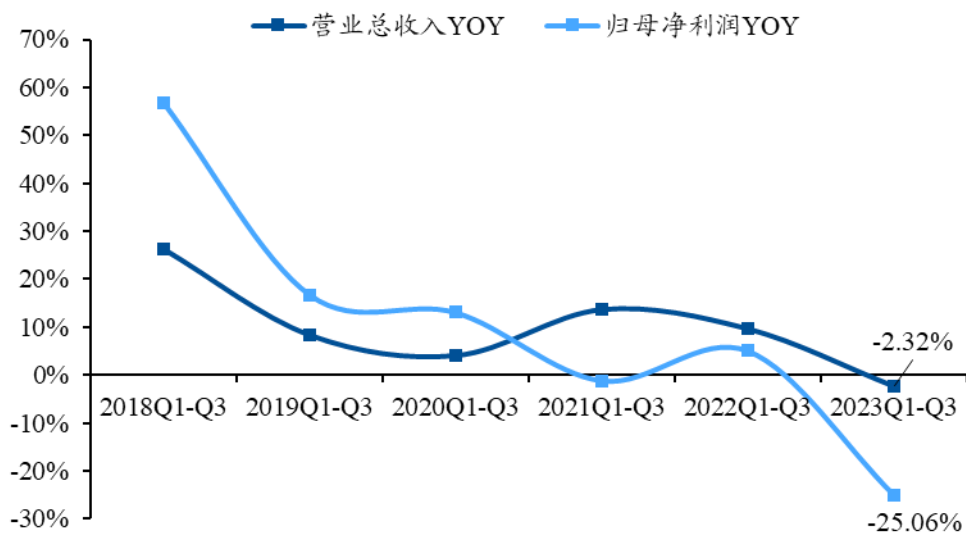
表：2021-2023Q3 血制品板块收入和利润情况

| 单位：亿元 | 2021A | 2022A | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 139 | 167 | 46 | 47 | 50 |
| 营业收入增长率 | 30.49% | 19.60% | 25.72% | 13.24% | 22.57% |
| 归母净利润 | 30 | 39 | 13 | 11 | 12 |
| 归母净利润增长率 | 15.25% | 30.12% | 38.03% | 3.49% | 17.87% |
| 扣非净利润 | 29 | 37 | 12 | 22 | 35 |
| 扣非净利润增长率 | 13.42% | 28.37% | 27.65% | 15.97% | 19.16% |

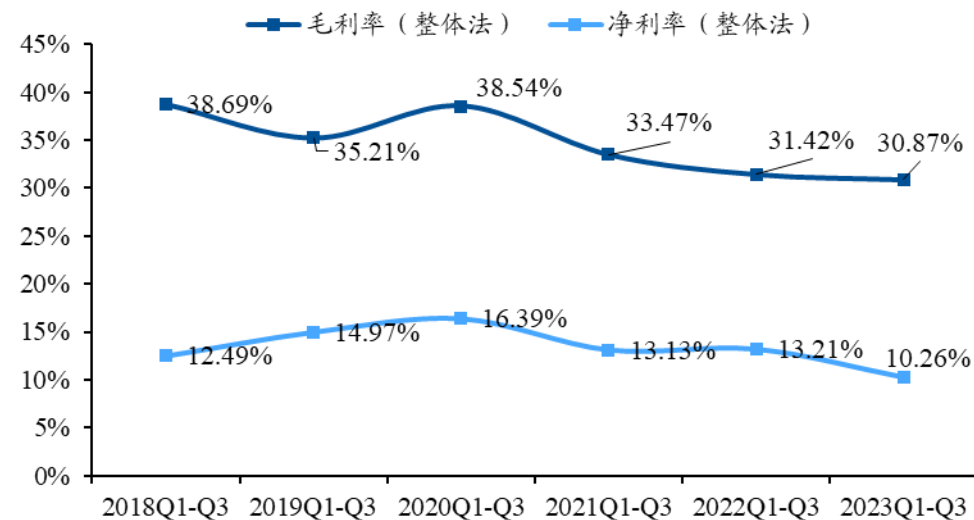
2.2 化学原料药：成本周期消化，制剂弹性可期

- **23年业绩总结：**2023Q1-Q3化学原料药板块收入YOY-2.32%，同比下降12.02pct。归母净利润同比下滑25.06%，同比下降30.08pct。毛利率30.87%，同比下降0.55pct，净利率10.16%，同比下降2.94pct。我们估计业绩下滑主要受到中间体价格波动和需求端波动影响，净利率下降估计主要还是中间体价格波动带来。
- **23年所处周期：**中间体价格波动和集采对原料药板块成长性和盈利能力均带来阶段性负面影响。
- **24年周期判断：**我们认为，中间体价格有望逐渐企稳，集采对仿制药和原料药板块影响逐渐触底，板块盈利能力也已经处于历史低位，中间体价格波动下，行业产能有望进入出清阶段。

图：2020-2023Q1-Q3原料药板块合计收入和归母净利润同比增速



图：2020-2023Q1-Q3原料药整体净利率和毛利率变化



2.3

投资视角

表：医药各子板块与市场认知差异及估值提升机会前瞻性分析

| 推荐主线 | 子板块 | 市场认知 | 我们与众不同的认识 | 是否具备估值提升机会 |
|-------|-----------|--|---|------------|
| 医药创新 | 化学制剂 | 集采、谈判及续约规则认知充分，对国产创新药商业化兑现能力认知不足 | 国产创新药已经进入EPS兑现阶段，也构成股价重要催化，创新管线全球竞争力也在快速提升，对于PE提升构成催化 | ★★★ |
| | 疫苗及其他生物制品 | 受人口结构影响，儿童疫苗缩量，对成人疫苗、创新疫苗的国内布局认知不足 | 新冠疫苗之后，国内企业对标全球龙头，产品全面布局，成人苗、创新疫苗研发能力提升。 | ★★★ |
| | 医疗设备/耗材 | 国产医疗设备、耗材处中低端市场，特别是设备周期性属性强，公司增长持续性认知不足 | 国产医疗设备高端化、国际化持续推进，随着市场拓展，逐步呈现稳增长的趋势 | ★★ |
| | 中药 | 对于感冒类产品放量后渠道出清需要较长周期、院内中药面对较大增长压力认知充分，但对于中药产业出清周期认知不足 | 中药产业经历以注射剂为主的使用监管后，行业经历了比较长的出清周期，中药OTC也正经历品牌强化周期，增长可持续性较强 | ★★★ |
| 诊疗常态化 | 医院 | 连锁医院的增长和消费环境有关，对于刚性需求带来的增长持续性认知不足 | 床位产能扩张、刚性需求带来2024年医院增长或超预期 | ★★★ |
| | 线下药店 | 认为药店类消费属性，但对相比消费零售行业，药店增速水平和持续性认知不足 | 我们认为诊疗复苏、双通道等政策的落地以及门店扩展带来的增量产能，药店增速中枢或有提升空间 | ★★ |
| | 医药流通 | 对于医药流通在产业链的地位认知充分，但在医改新环境下其业态的拓展认知不足 | 我们认为行业龙头有望凭借资金回款优势，加速提升市占率，新业态拓展提升业务发展天花板和强化议价能力 | ★★★ |
| | 诊断/服务 | 对于高基数下的消化有比较充分的认知，这一点在2023年业绩端验证，但对于新产品、等级医院上量个股成长性认知不足 | 我们认为在化学发光等领域新产品、ICL特检新服务平台拓展方面有望呈现快速增长 | ★★ |
| 医药配套 | CXO | 对于宏观环境、投融资波动、海外映射等变量认知充分，但对于分化业绩背景下公司管理能力的认知不足 | 我们认为CXO的成长性除了行业β外，2024年更多是企业运营管理能力在产能扩张背景下的差异带来业绩分化，这一点会带来个股业绩超预期 | ★★★ |
| | 血液制品 | 对于浆站扩展、管理改善带来的业绩稳健增长有认知，但对于企业运营周期和需求快速提升带来的格局变化认知不足 | 我们认为新产品、新浆站带来的业绩弹性或超预期，支撑变量方面关注 | ★★★ |
| | 原料药 | 对于成本、集采、订单转移等影响下板块盈利能力、成长性周期认为比较难把握，这一点认知充分，但对于板块作为医药中极具市场竞争力板块的成长性认知不足。 | 我们认为集采推动下，原料药环节盈利能力有望触底回升。 | ★★ |

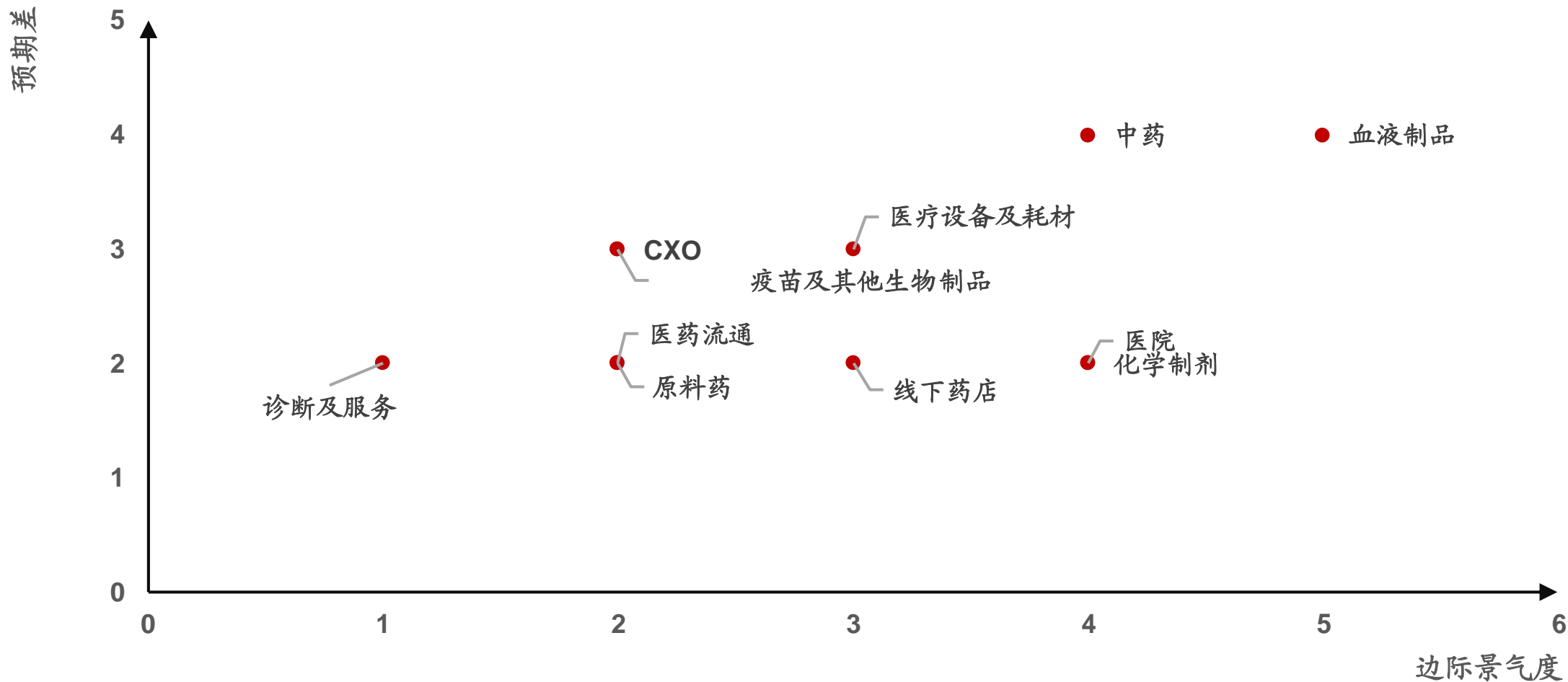
03

选股思路

表：医药各子板块投资逻辑及基本面边际变化

| 推荐主线 | 子板块 | 核心投资逻辑 | 基本面边际变化 |
|-------|-----------|--------------------------------|--|
| 医药创新 | 化学制剂 | 后集采阶段，创新药商业化兑现、研发进展超预期 | 国产创新药集中进入EPS兑现阶段、定价政策边际改善 |
| | 疫苗及其他生物制品 | 成人苗、创新苗商业化、交易、研发超预期 | 新冠疫苗之后，国内企业对标全球龙头，产品全面布局，成人苗、创新疫苗研发能力提升。 |
| | 医疗设备/耗材 | 国产医疗设备、耗材处中高端产品国产替代、国际化放量超预期 | 国产医疗设备高端化、国际化持续推进，随着市场拓展，逐步呈现稳增长的趋势 |
| | 中药 | 中药OTC及院内处方药在基药等催化下，业绩超预期 | 经历以注射剂为主的使用监管后，行业经历了比较长的出清周期，中药OTC也正经历品牌强化周期，2024年有望重回快速增长 |
| 诊疗常态化 | 医院 | 床位产能扩张、刚性需求带来2024年医院增长或超预期 | 2023年基本面波动，诊疗复苏、规模效应下，盈利能力提升 |
| | 线下药店 | 诊疗复苏、双通道政策影响下，业绩恢复性增长，低基数下或超预期 | 门店扩展带来的增量产能，药店增速中枢或有提升空间 |
| | 医药流通 | 医改新环境下，新业态和工业业务占比提升，带来业绩超预期 | 诊疗复苏，2023年恢复性增长，行业整顿下的低基数，2024年有望快速增长 |
| | 诊断/服务 | 新产品、新服务平台拓展，带来业绩超预期 | 大产品消化，2023年收入、利润下滑，2024年或呈现恢复性增长 |
| 医药配套 | CXO | 投融资改善、产能扩张背景下，新订单带来业绩超预期 | 2023年消化大订单影响、调整产能扩张节奏，2024年逐步进入新产能验证期 |
| | 血液制品 | 新浆站、新产品拓展，带来业绩超预期 | 新浆站拓展，产能利用率、需求提升带来现金流改善 |
| | 原料药 | 成本下行、新产能、新产品拓展带来业绩超预期。 | 成本和下游集采双重影响，基本面呈现波动，低增速 |

图：医药各子板块边际景气及预期差分析



04

推荐组合

| 所属领域 | 证券名称 | 推荐逻辑 |
|-------|------|--|
| 医药创新 | 康方生物 | 国内领先的双抗创新药平台，全球首个上市的PD-1/CTLA-4双抗（AK104）、全球首个进入III期的PD-1/VEGF双抗（AK112）等管线商业化、研发进展有望超预期 |
| | 君实生物 | 国际化拐点渐显的创新领先企业，PD-1大适应症拓展、国际化拓展或带来潜在业绩超预期 |
| | 智飞生物 | 国内疫苗龙头企业，HPV疫苗、增量带状疱疹疫苗商业化放量或持续超预期 |
| | 科伦药业 | 国内仿创升级药品龙头，集采消化、创新药研发、商业化进展驱动业绩增长持续性或超预期 |
| | 迈瑞医疗 | 国产医疗设备龙头，医疗新基建、新业态、国际化突破驱动业绩或增长持续性超预期 |
| | 联影医疗 | 谋局全球化的影响龙头，全球化、高端化拓展带来业绩增长或超预期 |
| | 翔宇医疗 | 管线丰富的康复器械领先企业，管线、渠道持续深化带来业绩增长或超预期 |
| | 羚锐制药 | 中药OTC领先企业，新产品、渠道提效带来业绩增长持续性或超预期 |
| | 康缘药业 | 中药创新药龙头，渠道优化、口服产品逐步放量带来业绩增长或超预期 |
| 诊疗常态化 | 大参林 | 中参为特色的药店龙头，利润率相对较高，区域&门店加速拓展驱动业绩增长或超预期 |
| | 老百姓 | 覆盖最广的药店龙头，统采、统筹门店落地加速驱动业绩增长或超预期 |
| | 上海医药 | 创新业务弹性逐步释放的工商龙头，工业业务、新业态拓展带来业绩或超预期 |
| 医药配套 | 药明康德 | 一体化拓展的全球CXO龙头，新产能、新订单带来业绩增长持续性或超预期 |
| | 凯莱英 | 国内小分子CDMO龙头，新订单、多肽业务拓展带来业绩增长持续性或超预期 |
| | 九洲药业 | 国内小分子CDMO、原料药协同发展龙头，新客户、新产能拓展有望带来业绩超预期 |
| | 泰格医药 | 国内临床CRO龙头，国内创新升级、国际化驱动公司业绩增长或超预期 |
| | 康龙化成 | 全球化、一体化布局的医药CXO龙头，新业务拓展带来业绩增长持续性或超预期 |

05

风险提示

- **新品类的价格政策超预期：**2018年以来药品、耗材、试剂的集采、创新药械的谈判，导致产品空间压制，极大的降幅导致了市场对于产业及产品成长空间和可持续性预期压制，我们认为随着前9批药品集采、创新药简易续约等政策的出台，价格政策更可预期、更科学合理，但不排除成熟产品的集采降幅超预期，这种事件性影响可能导致市场对价格预期的反复，但概率相对较小；
- **贸易摩擦影响订单不确定性：**类似医药CXO、原料药、医疗耗材等领域全球参与程度持续提升，特别是美国市场，近几年贸易摩擦的升级导致市场对于相关领域成长天花板和订单持续性担忧，我们认为国内相关产业发展依然处于成熟产品、成本套利的逻辑，并不影响实际订单持续性；同时国内市场加大开放，对于国产替代的需求，也倒逼外资医疗产品本土化生产，相互渗透增加，订单的不确定有望逐步淡化；
- **医疗环节政策推进导致产品放量低于预期的风险：**医改进入深水区，2023年医疗反腐、医生处方行为规范化等政策持续出台，带来产品放量的不确定性，但我们认为三医联动下的医改，最终创新、有效的产品必然代表产业趋势，对于企业而言，持续创新升级是必然路径，因此这种风险属于阶段性小概率风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>