

看多无忧

——2024年四季度医药生物行业投资策略

行业评级：看好

2024年10月5日

分析师	孙建	分析师	吴天昊	分析师	郭双喜	分析师	王帅
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	邮箱	wutianhao@stocke.com.cn	邮箱	guoshuangxi@stocke.com.cn	邮箱	wangshuai1@stocke.com.cn
证书编号	S1230520080006	证书编号	S1230523120004	证书编号	S1230521110002	证书编号	S1230523060003

1、行业经营：2024年四季度医药景气有望加速恢复

- 驱动因素方面包括：医疗设备招标恢复、创新药商业化品种增多、诊疗需求持续增加；制造业横向比较分析，利润总额同比方面，医药的恢复节奏呈现更稳健的趋势，虽然增速水平略低（仅好于纺服），医药行业恢复的持续性也可以由供给端资本开支持续弱化、存货降低等变量反映，我们认为这也是行业出清的一种体现，也暗含了行业处于逐步恢复的趋势中，三季度在去年低基数、诊疗恢复、医疗设备招标逐步恢复，尤其是创新药械处于快速改善的趋势中。

2、几轮牛市分析：医药不缺席，超跌到成长

- 2024年9月24日以来，医药子领域表现是超跌补涨行情，其中2021年7月跌幅排名前五位的板块与本轮行情中涨幅排名前五的板块完全吻合。前二十大机构重仓股在本轮行情中超额涨幅较少，平均涨幅与板块整体涨幅基本一致，我们预计主要和部分重仓股前期调整幅度相对较小且机构持仓筹码已相对集中有关。
- 复盘几轮医药牛市，我们发现医药的表现均不俗，而且在牛市后半程表现甚至更持续，我们认为这和医药基本面成长的韧性有关，考虑前期板块调整幅度及基本面预期反映程度、基本面改善趋势，我们当下全面看多医药。

3、推荐建议：先选超跌，再选新业态，最终看成长

- 先选超跌：核心指标是过去三年的跌幅，比如智飞生物、药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英、诺唯赞等；
- 再选新业态：创新药械、创新商业模式，尤其是港股的创新药产业链，比如荣昌生物、方达控股、微创医疗、药明生物、科济药业等；
- 最终看成长：核心指标是持续管线迭代或品牌力奠定成长持续的公司，如科伦药业、东阿阿胶、鱼跃医疗、迈瑞医疗等。

风险提示

- 1、投融资加速恶化的风险；
- 2、贸易摩擦强化的风险；
- 3、医药控费政策持续趋严的风险。

目录

CONTENTS

01 经营情况

02 政策动态

03 资金面

04 股票推荐

05 风险提示

01

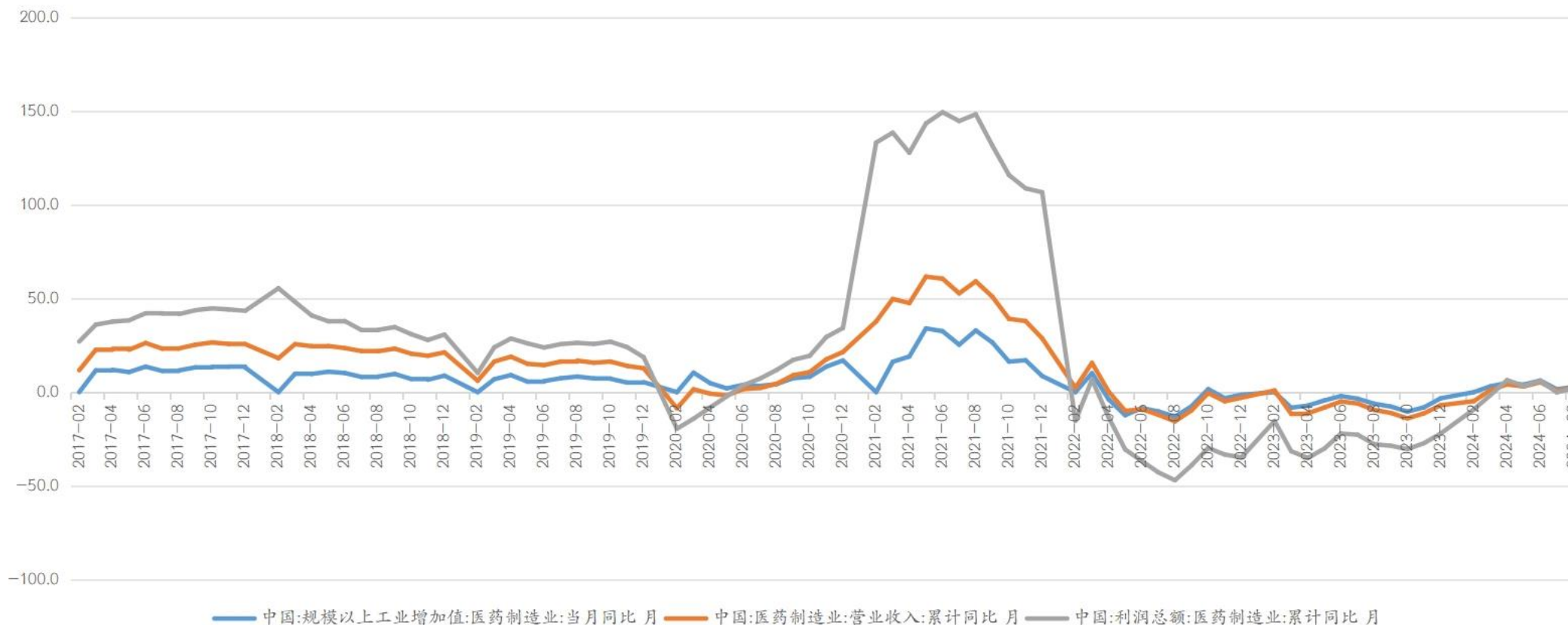
经营情况

景气变化

业绩前瞻




- 2023年11月-2024年8月，医药制造业处于景气缓慢恢复阶段，2024Q4该趋势有望加速；
- 驱动因素（供需）：医疗设备招标恢复、创新药商业化品种增多、诊疗需求持续增加。

2017-2024年8月国内医药制造业工业增加值、营收、利润总额同比增长趋势



数据来源：wind，国家统计局，浙商证券研究所整理

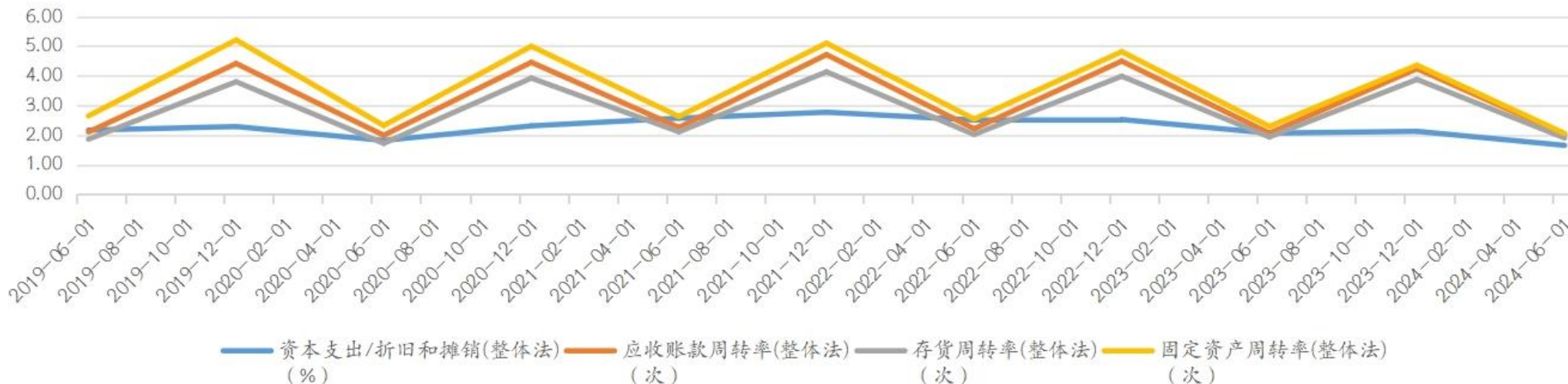
- 利润总额同比增速分析：医药的恢复节奏呈现更稳健的趋势，虽然增速水平略低（仅好于纺服）。

利润总额累计同比 (%)	2021年												2022年												2023年												2024年												趋势分析
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	2	3	4	5	6	7	8									
制造业	219.5	157.8	113.9	85.2	67.3	56.4	48.2	42.9	39.0	34.5	31.6	-4.2	-2.1	-8.3	-10.8	-10.4	-12.6	-13.4	-13.2	-13.4	-13.4	-32.6	-29.4	-27.0	-23.7	-20.0	-18.4	-13.7	-10.1	-8.5	-4.7	-2.0	17.4	7.9	8.0	6.3	5.0	5.0	1.1										
医药制造业	95.4	88.7	80.2	81.7	88.8	91.9	89.1	80.6	76.7	70.8	77.9	-17.6	-8.9	-13.7	-20.6	-27.6	-30.7	-31.4	-29.3	-29.3	-28.4	-31.8	-16.3	-19.9	-23.8	-21.9	-17.1	-16.6	-18.3	-17.5	-16.4	-15.9	-15.1	-4.4	-2.7	2.3	0.3	0.7	-0.8	-0.3									
其他与下游消费有关的行业																																																	
食品制造业	68.4	52.1	27.6	16.3	10.4	4.4	1.0	-0.6	-3.5	-1.7	-0.1	12.3	13.3	10.8	10.1	8.3	9.8	10.9	9.5	11.5	8.4	7.6	-7.3	-4.6	-2.6	-0.5	-0.1	-0.7	0.4	2.2	0.1	2.2	4.2	15.8	18.8	13.8	12.4	10.1	9.0	8.4									
农副食品加工业	45.8	28.9	16.6	11.0	5.4	0.7	-4.0	-7.1	-10.0	-7.2	-9.2	-29.4	-22.9	-10.2	-8.3	-6.8	-7.5	-7.9	-7.5	-1.0	-0.5	0.2	-6.3	-18.4	-36.3	-39.5	-33.2	-32.6	-26.0	-15.1	-16.5	-11.8	-11.0	-7.3	2.0	9.0	17.1	19.2	23.9	18.2									
酒、饮料和精制茶制造业	66.0	44.1	39.2	38.6	29.7	27.3	24.9	21.3	21.2	20.9	24.1	32.5	25.6	20.9	21.0	19.8	22.9	22.7	21.5	21.5	17.6	2.4	13.5	11.6	11.5	-16.7	-15.3	-14.0	5.6	6.2	6.1	8.5	14.2	11.1	8.7	8.9	13.1	14.6	11.2										
烟草制品业	27.1	18.7	17.4	15.6	14.1	9.5	8.2	5.0	5.3	4.0	3.3	9.1	9.4	7.9	7.2	6.7	9.9	11.9	10.8	8.4	8.6	11.9	9.6	9.0	6.7	5.9	5.3	3.2	2.6	5.5	6.2	8.7	15.3	3.9	3.7	3.7	2.6	0.6	0.9	1.4									
纺织服装、服饰业	42.9	43.3	37.9	27.9	13.9	9.8	9.5	5.8	4.6	12.6	14.4	5.0	10.9	1.9	-4.6	4.0	4.0	3.4	1.8	-1.4	-7.4	-6.3	-13.5	-13.6	-17.9	-8.2	-3.1	-6.1	-6.8	-7.2	-7.7	-4.8	-3.4	31.1	5.8	7.4	1.7	-1.8	-0.1	-1.8									
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	26.8	29.3	23.6	18.1	13.5	-1.4	8.1	3.9	2.2	0.9	1.5	-2.7	3.9	1.6	3.2	-0.8	-1.3	-10.0	1.4	2.7	5.9	3.3	-7.2	-25.7	-26.7	-10.6	-0.3	-4.5	16.0	1.1	-0.1	-1.1	2.0	21.3	13.9	18.7	6.8	7.9	6.3	6.5									
家具制造业	210.4	72.6	50.5	44.7	27.9	31.0	27.0	20.2	15.4	10.9	0.9	-15.2	0.4	2.9	-2.1	2.6	-0.7	0.9	4.8	3.8	2.2	7.9	-23.5	-12.6	-12.3	-7.4	-1.9	-10.1	-10.2	-14.0	-11.8	-6.3	-6.6	198.1	51.4	32.3	18.5	3.8	12.4	7.1									
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	63.1	57.0	43.0	26.8	25.5	23.3	19.5	18.4	17.7	17.3	19.2	10.5	7.1	0.8	4.4	6.6	8.3	11.3	10.6	8.5	5.9	-2.2	-9.6	-15.9	-6.7	-8.3	-4.4	-7.3	-7.8	-5.3	-5.1	-4.5	-1.7	50.4	34.7	34.6	31.8	20.1	16.2	11.1									
造纸及纸制品业	183.6	112.7	91.5	84.2	77.1	58.6	45.4	34.4	22.4	13.9	6.9	-57.7	-49.3	-49.5	-48.7	-46.2	-45.6	-43.3	-42.0	-40.3	-38.6	-29.8	-52.3	-46.0	-51.6	-52.4	-44.6	-46.1	-39.8	-25.3	-13.6	2.4	4.4	336.7	137.6	154.7	147.3	104.9	107.7	86.2									
印刷业和记录媒介的复制	169.1	49.3	26.6	18.2	11.8	6.4	3.2	-0.6	-3.1	-2.5	-0.4	-11.2	-7.3	-11.9	-9.6	-7.2	-6.2	-5.3	-4.5	-3.6	-5.9	-3.7	-24.3	-19.9	-15.6	-16.8	-13.6	-11.5	-9.6	-7.4	-1.9	0.1	1.7	57.0	40.0	28.8	23.1	16.1	17.1	13.4									
橡胶和塑料制品业	299.5	140.0	83.3	46.5	24.9	16.3	8.6	5.0	-0.8	-3.9	-2.9	-31.8	-29.6	-30.9	-24.7	-20.4	-19.8	-17.5	-13.0	-11.5	-7.6	-5.6	-15.3	-9.2	1.4	3.3	11.0	12.5	15.0	14.8	16.2	16.0	14.6	50.2	21.5	20.7	18.6	11.2	11.3	6.9									

数据来源：wind，国家统计局，浙商证券研究所整理

备注：为了方便比较可比制造业，我们选取了制造业中下游消费相关更高的行业进行比较分析，不排除因为样本选择带来的分析结论差异，供参考。

2019-2024年医药生物板块资本开支强度及营运效率变化趋势



01、增长质量：高增长质量公司占比明显下降

占比10%+左右的公司营运效率提升，大部分公司处于营运效率下降的窗口。（血制品、大输液、高耗-骨科、神经介入等部分公司、中药）、药店板块全面下滑。

趋势：2024H2在营销改革、资本开支边际降低的影响下，或有更多的公司营运效率提升，为可持续增长打基础。

02、资本支出强度：全面下降

各细分领域趋势上全部下降，体现验证我们讲的供给出清背景下的资本开支趋势变化。

趋势：2024H2或持续下降，甚至绝对值的降低（比如药店、原料药、低值耗材等）

- **创新药：整体看2024Q3创新药公司核心产品仍有望环比持续放量，收入端有望呈现改善趋势。**国际竞争力不断验证，政策支持持续加码，看好创新药板块成长弹性。国际竞争力持续提升：百利天恒与BMS、科伦博泰生与默沙东等重磅deal持续落地、康方生物AK112优异临床数据的披露，不断验证中国本土创新国际竞争力提升。政策端医保谈判/简易续约、《全链条支持创新药发展实施方案》等，有望推动创新药行业持续向上发展。

表：2024Q3业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
600196.SH	复星医药	10-20%	0-5%	500%+	25%-35%	0.89	1.19	1.50	37	21	17	买入
300558.SZ	贝达药业	5%-15%	10%-15%	预计下滑	5%-15%	0.83	1.06	1.42	40	38	28	买入
688180.SH	君实生物	35%-45%	20%-30%	/	/	(2.32)	(1.43)	(0.71)	-	-	-	买入
688266.SH	泽璟制药	100%+	30%+	/	/	(1.05)	(0.69)	0.05	-	-	1189	买入
688331.SH	荣昌生物	25%-35%	50%-60%	/	/	(2.78)	(1.88)	(0.89)	-	-	-	买入
688192.SH	迪哲医药	200-250%	基数小	/	/	(2.66)	(2.25)	(1.56)	-	-	-	买入
300573.SZ	兴齐眼药	40%-50%	35%-40%	55%-75%	70%-80%	1.38	5.53	7.67	49	16	12	增持
000661.SZ	长春高新	0-10%	0-10%	预计下滑	预计下滑	11.27	12.40	13.77	10	8	7	增持

1.4 原料药及仿制药：看好收入及利润改善

- **原料药：看好2024Q3板块收入和利润YOY改善趋势。**2023Q3-Q4原料药板块较多品种价格出现波动，在价格触底回升、产业链拓展驱动下，我们看好原料药景气提升带来的投资机会。看好普洛药业、仙琚制药、奥锐特、健友股份等2024Q3业绩表现。
- **仿制药：看好集采触底/创新放量下，创新性持续强化背景下2024Q3收入和利润增速改善趋势。**仿制药集采基本触底，新注册/中标增量大于集采大单品减量，我们持续看好仿制药企业经营拐点。集采下销售费用率持续优化，使得部分公司利润端增速表现好于收入端。我们看好集采影响基本触底，创新药/新制剂放量驱动业绩拐点的仿制药/仿创药公司。

表：2024Q3 业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
002262.SZ	恩华药业	10-15%	13-15%	10-15%	15%左右	1.02	1.24	1.48	23	20	17	买入
600079.SH	人福医药	10-15%	6-7%	25-35%	(-6%) -0%	1.31	1.50	1.73	16	13	11	买入
601089.SH	福元医药	5-15%	3-6%	预计下滑	5-10%	1.02	1.03	1.13	14	15	14	增持
000915.SZ	华特达因	0-10%	0-5%	5-15%	4-7%	2.50	2.85	3.22	12	10	9	增持
688513.SH	苑东生物	25-30%	22-24%	扣非25-30%	扣非18-20%	1.28	1.56	1.90	27	24	19	增持
300705.SZ	九典制药	10%-15%	10%-15%	30%-40%	35%-40%	0.76	1.04	1.36	23	21	16	买入
603707.SH	健友股份	10%-20%	-5%~+5%	下滑5%-15%	下滑25%-30%	(0.12)	0.55	0.73	-	25	19	买入
000739.SZ	普洛药业	0-5%	5%-10%	0-5%	0-5%	0.90	1.03	1.21	17	15	13	买入
300702.SZ	天宇股份	15-25%	0-5%	基数小，波动较大	基数小，波动较大	0.08	0.83	1.07	431	19	14	增持
002332.SZ	仙琚制药	0-5%	0-5%	扣非15-21%	扣非13-15%	0.57	0.69	0.85	21	18	15	买入
688166.SH	博瑞医药	5%-15%	5%-15%	0-5%	-5%~+5%	0.48	0.52	0.61	63	57	49	增持
605116.SH	奥锐特	5-15%	20-25%	扣非10-20%	55-60%	0.71	0.96	1.25	24	23	18	增持
688076.SH	诺泰生物	30-40%	70-80%	120-160%	265-290%	0.74	1.85	2.60	38	33	23	增持

- **中药：预计24Q3普遍收入与净利润增速环比24Q2有所改善，但主要系23Q3普遍基数较低所致，24Q4起压力可能再次提升。**24Q3往后，部分OTC产品收入增速可能略承压，三季度药店端客流量仍影响部分OTC中药产品纯销，收入压力可能在未来陆续体现。利润率方面，我们预计除感冒类产品外，许多公司三季度毛利率仍然呈现压力。年初至今中药材价格普遍呈现阶梯状提升趋势，天然牛黄也在9月再次提价。我们持续建议关注产品壁垒高、品牌力强且渠道管理能力强的院外中药企业。

表：2024Q3业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
000999.SZ	华润三九	10%-15%	10%左右	15%-20%	25%左右	2.22	2.75	3.16	16	16	14	买入
600285.SH	羚锐制药	15%左右	10%-15%	15%-20%	25%左右	1.00	1.24	1.47	19	18	15	买入
000423.SZ	东阿阿胶	30%左右	25%-30%	15%-20%	30%左右	1.79	2.27	2.73	28	26	22	买入
000538.SZ	云南白药	5%-10%	0%-5%	10%左右	10%-15%	2.29	2.57	2.88	23	22	20	买入
600436.SH	片仔癀	5%左右	10%左右	5%左右	10%左右	4.64	5.22	5.92	48	45	40	买入
600085.SH	同仁堂	20%左右	5%左右	10%左右	5%左右	1.22	1.37	1.64	31	28	23	买入
600976.SH	健民集团	20%左右	0%-5%	5%左右	预计持平	3.40	3.58	4.14	14	13	11	买入
600557.SH	康缘药业	20%左右	预计持平	15%-20%	预计持平	0.92	0.93	1.07	16	15	13	增持
603896.SH	寿仙谷	5%左右	预计持平	0%-5%	5%-10%	1.28	1.32	1.37	17	17	16	买入
600329.SH	达仁堂	5%左右	预计持平	40%左右	预计持平	1.28	1.37	1.63	27	24	20	买入
600535.SH	天士力	5%左右	预计持平	10%-15%	预计持平	0.72	0.79	0.93	22	19	16	买入
600566.SH	济川药业	5%左右	预计个位数下滑	10%左右	0%-5%	3.06	3.19	3.66	9	9	8	买入
600572.SH	康恩贝	20%左右	预计持平	55%左右	预计下滑	0.23	0.28	0.31	26	16	15	增持
002603.SZ	以岭药业	20%-25%	预计下滑	100%左右	预计下滑	0.81	0.90	1.08	100	18	15	增持

- **CXO：看好CXO板块2024Q3收入/利润端YOY改善趋势。** CXO板块季度收入YOY从2022Q2开始逐季放缓，一方面因为大订单基数，另一方面受到投融资下滑影响，尤其是2023Q3-Q4同比增速下滑持续加速；利润端趋势基本相似。我们认为2024Q3CXO板块营收和利润增速趋势有望改善。药明康德、泰格医药、康龙化成等公司收入绝对值仍有望环比增长。

表：2024Q3业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
603259.SH	药明康德	下滑0-10%	下滑5%-10%	下滑5%-15% (经调整净利润)	下滑10%-15% (经调整净利润)	3.30	3.46	3.60	16	14	13	买入
300347.SZ	泰格医药	下滑5%-10%	下滑5%-10%	下滑5%-15% (扣非净利润)	下滑15%-20% (扣非)	2.34	1.96	2.46	45	30	24	买入
002821.SZ	凯莱英	下滑10%-20%	下滑30%-35%	下滑50%-60%	下滑65%-70%	6.17	2.82	3.39	26	27	22	买入
300759.SZ	康龙化成	5%-15%	-5%~5%	下滑10%-20% (经调整净利润)	下滑15%-25% (经调整净利润)	0.90	1.08	1.15	23	23	22	买入
603456.SH	九洲药业	下滑0-10%	下滑10%-15%	下滑	下滑	1.15	1.17	1.33	15	12	11	买入
688202.SH	美迪西	预计下滑	预计下滑	预计亏损	预计亏损	(0.25)	0.18	0.68	-	167	44	增持
603127.SH	昭衍新药	下滑收窄	预计下滑	预计下滑	预计亏损	0.53	0.37	0.45	90	44	36	增持
301096.SZ	百诚医药	10%-20%	15%-25%	10%-20%	10%-20%	2.50	2.80	3.57	15	15	11	买入
688621.SH	阳光诺和	25%-35%	20%-30%	25%-35%	20%-30%	1.65	2.22	2.98	19	16	12	增持
301230.SZ	泓博医药	15%-20%	10%-15%	15%-30%	下滑25%-30%	0.27	0.30	0.40	148	73	55	增持

- **医疗器械：集采扩面常态化下，创新仍是主线。**器械领域的创新驱动效应明显，创新器械在研发和商业化快速推进，支付端有望对创新器械有政策改善预期，创新产品的放量节奏与放量预期或将成为股价重要驱动。同时考虑到以旧换新政策持续推进、院内手术量稳步增长、招投标逐步恢复以及去年同期低基数等因素影响，我们判断医疗器械(特别是医疗设备端)收入及利润同比改善明显

表：2024Q3业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
688289.SH	圣湘生物	50%左右	60-70%左右	预计下滑	预计下滑	0.62	0.56	0.78	25	33	24	增持
688575.SH	亚辉龙	25-30%左右	0-5%左右	10-20%左右	15-20%左右	0.62	0.86	1.09	31	25	20	增持
603108.SH	润达医疗	15%左右	预计持平	30-40%左右	预计下滑	0.46	0.65	0.86	51	25	19	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	20%左右	10-15%左右	20%左右	20%左右	9.55	11.53	13.95	25	23	19	买入
688301.SH	奕瑞科技	20-25%左右	10-16%左右	60%左右	10-15%左右	4.25	4.91	6.02	27	23	19	增持
688029.SH	南微医学	25%左右	20%左右	40-50%左右	20-30%左右	2.59	3.25	4.12	24	21	16	增持
688580.SH	伟思医疗	0-10%左右	预计下滑	0-10%左右	预计下滑	1.42	2.06	2.56	21	12	10	增持
688626.SH	翔宇医疗	0-10%左右	0-5%左右	0-10%左右	预计下滑	1.42	1.28	1.72	24	20	15	增持
002690.SZ	美亚光电	0-10%左右	预计持平	15-20%左右	预计下滑	0.84	0.83	0.95	19	17	15	买入
300832.SZ	新产业	25-30%左右	25%左右	25%左右	20-25%左右	2.10	2.66	3.39	32	27	22	增持
688273.SH	麦澜德	20-30%	15-20%	40%左右	25-30%	0.90	1.45	1.77	22	16	13	增持
603309.SH	维力医疗	15-20%左右	5-10%左右	20%左右	15-20%左右	0.66	0.79	0.97	16	14	12	增持
600587.SH	新华医疗	5%-10%	0%-10%	20%-30%	5%-15%	1.08	1.33	1.58	16	13	11	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	5%-15%	预计下滑	预计下滑	预计下滑	2.39	2.18	2.58	18	16	14	增持
300633.SZ	开立医疗	10%-20%	0%-5%	10%-20%	预计下滑	1.05	1.07	1.39	40	30	23	增持
688212.SH	澳华内镜	20%-30%	20%-30%	/	/	0.43	0.30	1.10	219	138	38	增持
688677.SH	海泰新光	5%-10%	预计下滑	20%-30%	预计下滑	1.21	1.41	1.85	30	22	17	增持
688271.SH	联影医疗	10%-15%	0%-5%	10%-15%	0%-5%	2.40	2.52	2.99	48	46	38	增持
688351.SH	微电生理-U	20%-30%	30%-35%	/	/	0.01	0.07	0.16	442	276	121	增持
688016.SH	心脉医疗	0%-5%	15%-20%	0%-5%	30%-35%	3.99	4.94	5.94	19	19	16	增持
688315.SH	诺禾致源	10%-15%	5%-10%	10%-15%	5%-10%	0.43	0.46	0.54	26	25	21	增持
300676.SZ	华大基因	10%-15%	预计下滑	/	/	0.22	0.37	0.58	283	109	70	增持
688114.SH	华大智造	"-5%~-5%"	预计下滑	/	/	(1.46)	(0.82)	(0.25)	-	-	-	增持

1.4 上游科学服务、医药流通、连锁药店

- 上游科学服务：收入稳健增长，盈利能力逐渐修复。**随着投融资逐渐触底，23H2基数的逐渐走低，上游科学服务标的国内收入逐渐恢复双位数稳健增长。海外拓展角度，部分在海外已经具有较强客户基础、渠道能力及品牌力的公司正在逐渐打开市场份额，拉动总体增长。盈利能力角度，随着行业竞争的逐渐和缓及公司内部有效的降本控费，盈利能力逐渐修复，部分标度呈现较高的利润增长
- 医药流通：收入增速环比提升，新业态成为重要第二增长曲线。**24Q3流通商业端仍然受到诊疗复苏不及预期及院外政策的影响，但由于基数走低，收入增速环比提升。利润端部分标的受到新业态的明显提振，例如上海医药的CSO、SPD及创新分销；九州通CSO新产品的逐渐兑现等。应收账款周转角度，部分地区仍有较大压力，信用减值或对利润产生持续影响。我们看好，新业态成长曲线明确及渠道布局较为完善的流通龙头公司。
- 连锁药店：看好收入改善。**经济环境、统筹落地节奏、药店比价等多方面影响下，二季度药店收入利润同比增速有所下降，我们认为，三季度多项因素对药店或仍有短期影响，但低基数下部分药店龙头收入同比增速或有所回升，从长期看，药店集中度提升带来的长期成长逻辑仍在，推荐自身管理能力强的药店龙头企业。

表：2024Q3业绩前瞻与估值

代码	名称	2024Q3收入增速	2024Q1-Q3收入增速	2024Q3归母净利润增速	2024Q1-Q3归母净利润增速	EPS			P/E			投资评级
						2023	2024E	2025E	TTM	2024E	2025E	
科研试剂及科研服务												
688131.SH	皓元医药	10%-20%	10%-20%	基数小，波动较大	预计下滑	0.61	0.91	1.47	57	31	19	增持
688073.SH	毕得医药	-5%-5%	0%-5%	-5%-5%	预计下滑	1.21	1.41	1.85	38	23	18	增持
688690.SH	纳微科技	15%-25%	15%-20%	基数小，波动较大	70%-90%	0.17	0.39	0.54	81	42	30	增持
688046.SH	药康生物	15%-25%	15%-25%	持平附近	持平附近	0.39	0.51	0.64	33	25	20	增持
688139.SH	海尔生物	-5%-5%	-5%-5%	20%-30%	-10%-0%	1.28	1.88	2.31	26	16	13	增持
688179.SH	阿拉丁	35%-45%	25%-35%	35%-45%	55%-60%	0.31	0.64	0.80	31	18	14	增持
医药流通												
301015.SZ	百洋医药	0%-5%	0%-5%	0%-10%	10%-20%	1.25	1.61	2.08	19	16	13	增持
601607.SH	上海医药	5%-10%	5%-10%	10%-15%	10%-15%	1.02	1.34	1.48	18	15	13	增持
000950.SZ	重药控股	5%-10%	0%-5%	基数小，波动较大	预计下滑	0.38	0.43	0.52	24	12	10	增持
600998.SZ	九州通	0%-10%	0%-10%	10%-20%	-5%-5%	0.43	0.47	0.53	13	11	10	买入
连锁药店												
603939.SH	益丰药房	10%-15%	10%-15%	10%-15%	10%-15%	1.16	1.33	1.65	19	17	14	增持
603883.SH	老百姓	0%-5%	0%-5%	预计下滑	预计下滑	1.22	1.29	1.51	13	12	10	增持
603233.SH	大参林	10%-20%	10%-15%	0%-10%	预计下滑	1.02	1.05	1.27	19	14	12	增持

02

政策动态

政策梳理

政策影响

政策展望

政策与估值关系

政策类型	具体政策	政策梳理
间接宏观政策	美联储降息	9月18日，美联储宣布降息50个基点，将联邦基金利率目标区间下调为4.75%至5%。
	国内一揽子政策释放流动性	9月24日，央行、证监会、金融监管总局发布一揽子增量政策，包括降准、降息、降低存量房贷利率、降低二套房首付比、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、制定推动中长期资金入市的指导意见等。2024Q2，国内医药投融资金额已回到2017年水平。
直接国际政策	美国《生物安全法案》边际改善	9月19日，美国参议院军事委员会发布了NDAA（国防授权法案）终稿，内未涉及《生物安全法案》，2024年立法可能性基本消除。且最新版修正案（参议院S.3558法案）中，药明生物未被列入其中，新版法案只限制基因业务，不涉及医保。
直接行业政策	创新药定向支持政策	7月5日，国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。截至2024年9月末上海、山东、广东、北京、广州等地已经在研发及临床资金支持、审批审评、市场准入产业化服务、投融资支持等角度出台具体落地政策。
直接行业改革	重点从“医药”到“医疗”	2023年医改逐渐深水区，医改重点方向从过去的管理药品价格到整治医疗行为。重点逐渐从管控药品合理定价到规范医疗行为的合理施行。医保、医疗、医药
	全面推广三明模式	2024年以来，“三明医改”多次在国务院办公厅、国家医保局等的国家级政策文件中多次提及，相关的政策文件也都明确指出了深入推广三明医改经验的方向。在保障医保资金的同时，不断提升群众就医获得感。
	DRG 2.0	7月23日，国家医保局召开新闻发布会，发布按病组（DRG）付费2.0版分组方案和按病种分值（DIP）付费2.0版病种库。
	医疗行为监管更明确、更严格	2024年4月，国家飞检文件《关于开展2024年医疗保障基金飞行检查工作的通知》强调：国家医保局可以根据工作需要或举报线索、大数据筛查疑点等，直接确定被检机构。 9月27日，国家医保局发布《关于建立定点医药机构相关人员医保支付资格管理制度的指导意见》。定点医药机构相关人员一个自然年度内记分达到9~12分，将被暂停或终止医保支付资格。

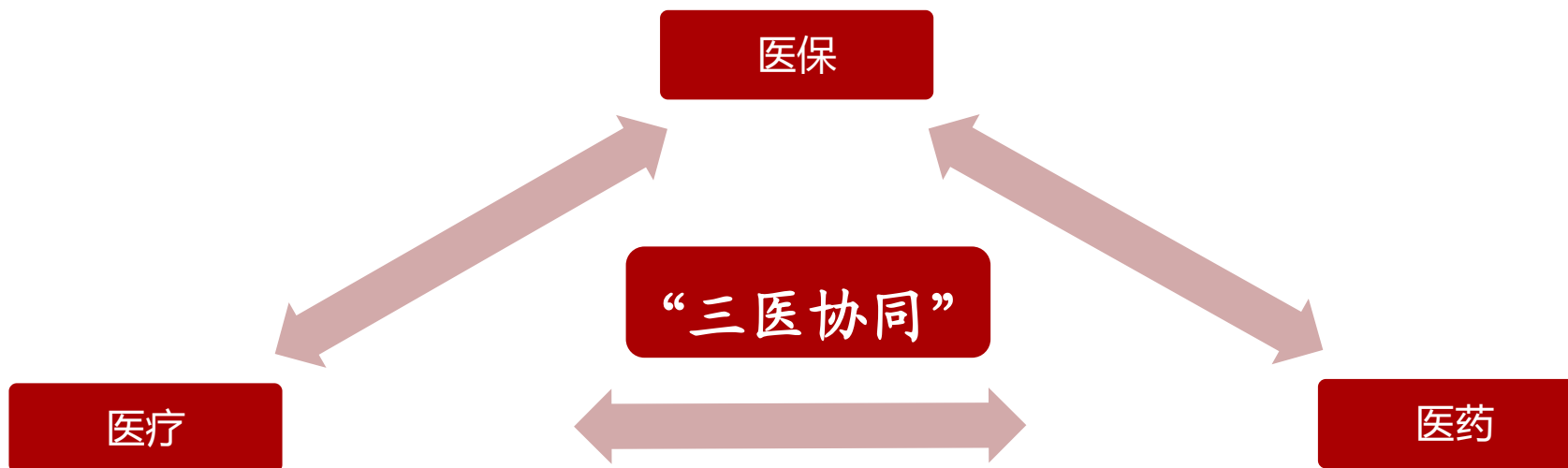
2.2

2024政策影响：创新产业链景气触底，加速收获

政策类型	具体政策	政策可能影响路径	低于/符合/超预期	影响幅度	
间接宏观政策	美联储降息	海外医疗健康行业一级市场投融资或迎来景气回升→以海外创新产业链收入为主的部分CXO标的或迎来订单端的明显回暖→供需关系或逐渐改善。	超预期	乐观	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 30%-40%。
				中性	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 15%-30%。
				悲观	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 0%-15%。
	国内一揽子政策释放流动性	资金面推动二级市场医药板块估值提升→一级投融资景气→创新药产业链景气或复苏→订单修复→产能利用率提升→公司业绩加速增长→研发投入及资本开支增强→供需关系逐渐改善→国内订单单价或逐渐回升→公司利润端弹性增长。	超预期	乐观	以国内收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 30%-40%。
				中性	以国内收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 15%-30%。
				悲观	以国内收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 0%-15%。
直接国际政策	美国《生物安全法案》边际改善	以海外收入为主的创新产业链：估值提升→订单修复→产能利用率提升→公司业绩加速增长 以国内收入为主的创新产业链：供需关系改善→国内订单单价或逐渐回升→公司利润端弹性增长。	超预期	乐观	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 30%-40%。
				中性	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 15%-30%。
				悲观	以海外收入为主的创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 0%-15%。
直接行业政策	创新药定向支持政策	①研发投入增长→推动创新产业链发展。 ②审评审批节奏加快→公司资金周转加速→投入更多研发资源，实现板块共赢。 ③医保支付/商业保险对创新支付的支持→缩短新药商业化爬坡阶段→公司资金周转加速。	超预期	乐观	创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 30%-40%；新药开发至上市时间缩短至5年；创新药支付不列入院内药占比计算。
				中性	创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 15%-30%；新药开发至上市时间缩短至8-10年；创新药支付单独按比例列入院内药占比计算。
				悲观	创新产业链公司收入/订单恢复至CAGR 0%-15%；新药开发至上市时间缩短至5年；创新药支付无特殊计算规则，计入院内药占比计算。

政策类型	具体政策	政策可能影响路径	低于/符合/超预期	影响幅度	
直接行业改革	重点从“医药”到“医疗”	加强医疗行为管控→减少不合理用药/手术量 ①医药：供给出清→头部市占率提升，供需格局优化； ②医保：医保资金压力减弱→为高质量医疗服务及真正解决临床问题的创新药提供更多支付空间； ③医疗：有更多支付空间腾挪给医疗服务价格→提升医生追求高质量医疗服务的性价比。	符合预期	乐观	工业企业迅速出清，供需格局得到改善，医保支付同时兼顾提升医疗服务能力，鼓励创新研发及基本医疗保障的责任。
				中性	工业企业逐渐出清，供需格局逐渐改善，医保支付在提升医疗服务能力，鼓励创新研发及基本医疗保障的责任寻求平衡。
				悲观	工业企业没有出清，供需格局进一步恶化，医保结余逐渐减少至年度穿透。
	全面推广三明模式	①药耗：检查检验：医疗服务收入占比逐渐调整至3:2:5→持续推动医疗服务高质量发展。 ②院长和医生全员岗位年薪制全国推行→医药分离→奖惩透明化引导医疗服务高质量发展。 ③医联体全国施行→分级诊疗全国推广→医疗资源进一步丰富→患者需求得到满足。	符合预期	乐观	患者需求在家门口得到满足，医疗服务能力提升，医保覆盖范围从“医”到“养”。
				中性	患者需求部分得到满足，医疗服务能力逐步提升，医保结余稳中有增。
				悲观	患者需求无法得到满足，医生流失，医保年度穿透。
	DRG 2.0	①体现技术差异。体现诊疗过程中使用技术变化和差异，为新技术留空间 ②应用特征入组，提升结算清算水平，减轻医疗机构资金压力。 ③是预留管理空间，为临床医生疾病治疗过程中选择合理治疗手段或升级技术留出空间。	符合预期	乐观	工业：高质量创新药、中药、仿制药明显受益，良币驱逐劣币； 商业：回款周期大幅缩短，资金周转效率明显增强； 医疗服务：降本增效，提供高性价比优质服务。
				中性	工业：高质量创新药、中药、仿制药逐渐受益，良币/劣币竞争共存； 商业：回款周期逐渐缩短； 医疗服务：降本增效的同时医疗服务逐步提升。
				悲观	工业：低质廉价药明显受益，劣币驱逐良币； 商业：医院资金周转承压，回款周期进一步拉长； 医疗服务：追求极致性价比，廉价服务战胜高质量服务。

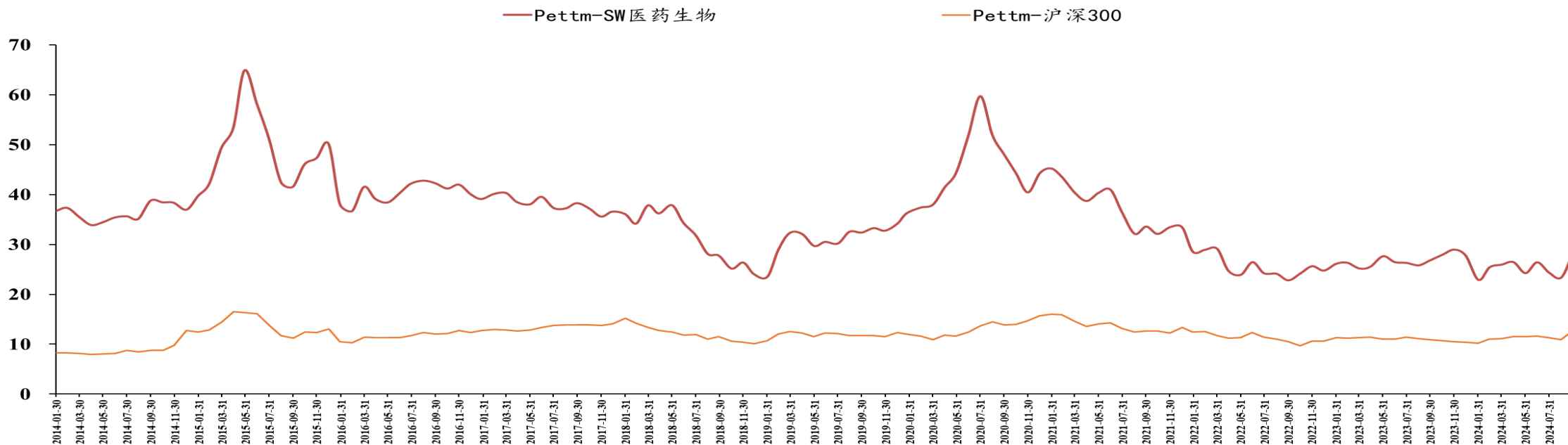
政策方向	预期时间
医保覆盖产品及终端范围延伸	2024Q4
支付模式创新持续深化;	2025年起全国推广
资金管理信息化不断加强。	2024



政策方向	预期时间
优质资源下基层，加强医联体推进	2024-2027
医疗行为规范化管理再深入	2024
医疗服务费用动态调整	2024
院长和医生全员岗位年薪制	2024-2028

政策方向	预期时间
鼓励创新，提质提效	2024各地细则陆续出台
全方位鼓励中医药振兴发展	2024
加强合理用药和药品监管	2024

图：2014-2024.9.30 申万医药板块与沪深300估值变化



医保	2013年，新医改；2015年，全民基本医保覆盖提质；2016.1，整合城乡居民基本医保；2017.1，整合生育保险和城镇职工基本医保，2017.6：深化医保支付方式改革	2018年国家医保局成立，药品目录动态调整开启	2018.12，4+7集采；2018.8，抗癌药医保准入谈判；2018.12，医保欺诈骗保举报奖励暂行办法发布；2019.9集采扩围；	2021.4，DRG付费医保经办试点；2021.5，DIP试点医保经办；2021.5，谈判品种“双通道”；2021.6，高值耗材集采；2021.5，深化医疗服务价格改革试点；2021.11，DRG/DIP改革三年行动计划	2023.5，医保基金使用常态化监管；	2024.1，“四同药品”价格形成公平、透明均衡通知 2024.09安徽集采新政发布
医药	2015年，临床自查核查启动、修正药品管理法，2016.3，药品注册分类改革启动。	2017年，国办42号文，鼓励创新药械审评审批	2018年医药4+7集采、2019年集采扩围、高值耗材集采等政策持续推进		2024.3，加强医疗监督跨部门执法联动工作 2024.6“推进药品和医用耗材集中带量采购提质扩面”	2024.06 深化医药卫生体制改革重点工作任务印发 2024.09 中美降息
医疗	2014年，《关于推进县级公立医院综合改革的意见》，2014年启动第二批700个县的时点改革，同时城市公立医院改革从17个扩大到34个试点	2017年开启药品零加成	配合推进集采等报量工作	2019年取消耗材加成	2021年国务院医改领导小组秘书处印发《全国深化医药卫生体制改革经验推广基地管理办法《试行》》的通知、《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	2023-24年医疗反腐整治 2023.06《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务“深化医疗服务价格改革” 2024.7.21，新华社授权发布了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。

03

资金面

机构持仓

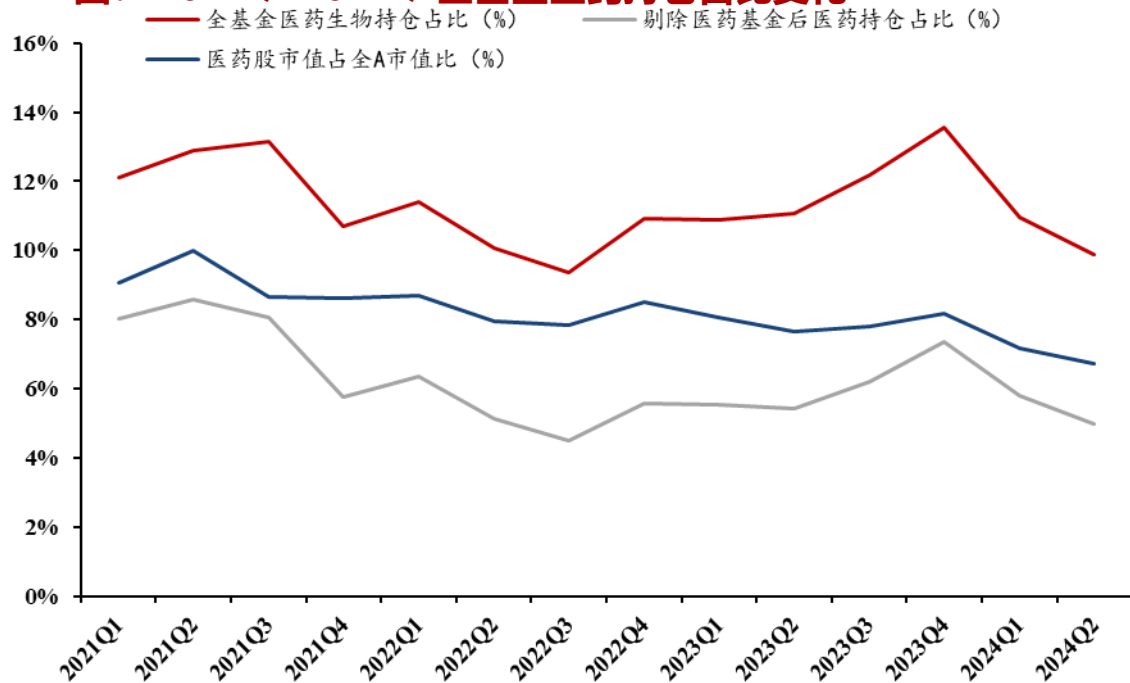
前期涨幅

龙头涨幅

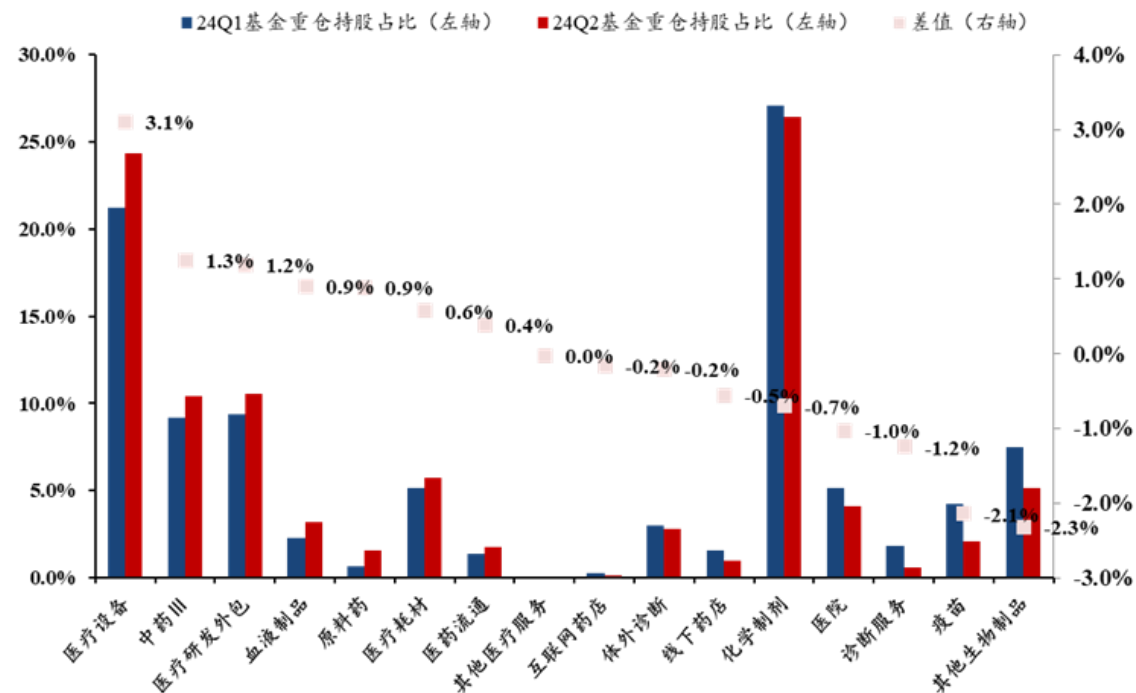
3.1 机构持仓：医药持仓阶段性新低，筹码出清充分

- 医药持仓变化：2024Q2全部公募基金的重仓持股中，公募基金医药持仓占比为**9.88%**，环比下降**1.09pct**，医药持仓占比达到自**2022Q3**以来最低值。拆分来看，医药主题基金医药持仓占比为**95.86%**，环比上升**0.73pct**；剔除医药主题基金后医药持仓占比为**4.98%**，环比下降**0.84pct**。
- 2024Q2细分板块持仓市值占比（按细分板块基金持仓总市值占基金医药总持仓市值比例计），前五大细分板块分别为：化学制剂（**26.4%**）、医疗设备（**24.4%**）、CXO（**10.6%**）、中药（**10.4%**）；环比来看，2024Q2环比持仓增加最多的板块为医疗设备（**+3.1pct**）、中药（**+1.3pct**）、CXO（**+1.2pct**）；环比减持最多的板块为其他生物制品（**-2.3pct**）、疫苗（**-2.1pct**）、诊断服务（**-1.2pct**）。

图：2021Q1-2024Q2全基金医药持仓占比变化



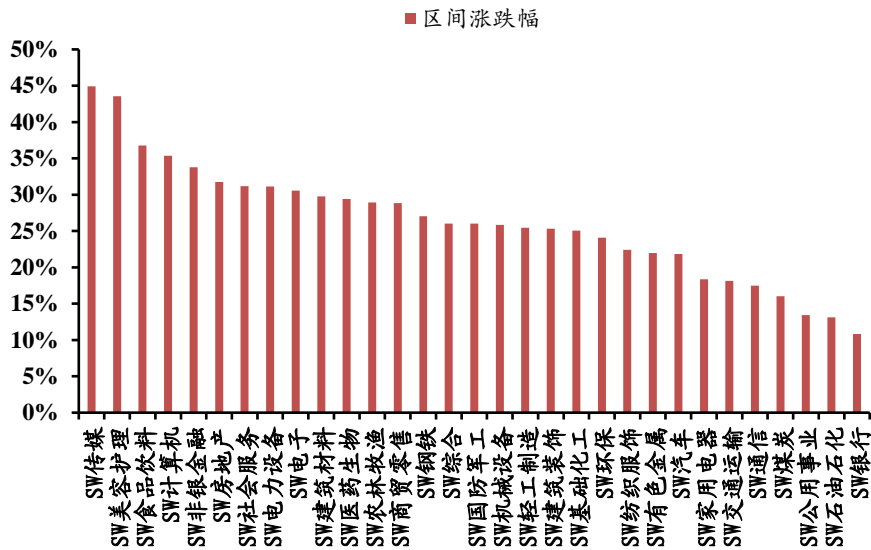
图：2024Q2全基金医药三级子行业持仓占比变化



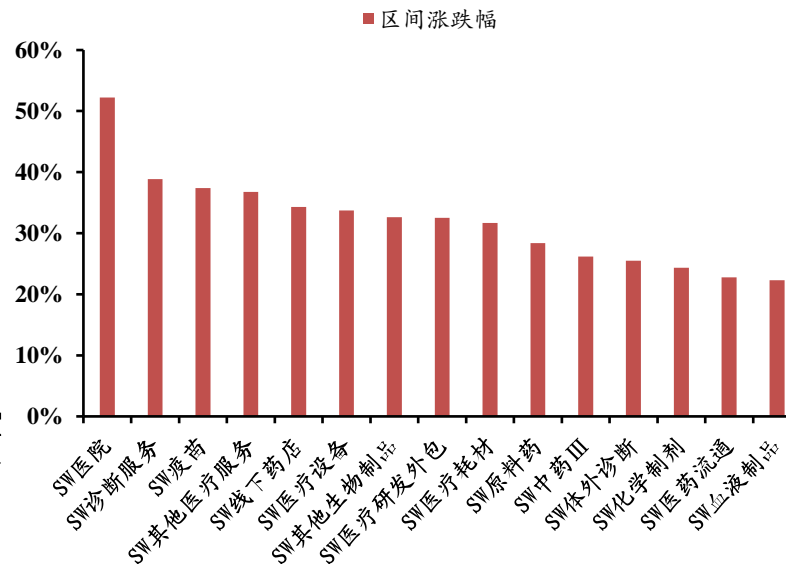
资料来源：Wind，浙商证券研究所（持仓数据更新至2024.9.30,下同）

- 2024.9.24-2024.9.30，申万医药生物板块累计涨幅为29.4%，位于所有板块的第11位。从申万三级子行业板块表现来看，医院（+52.2%）、诊断服务（+38.9%）、疫苗（+37.4%）、其他医疗服务（+36.8%）、药店（+34.3%）等板块涨幅靠前，血液制品（22.3%）、医药流通（22.8%）、化学制剂（24.4%）、体外诊断（25.5%）、中药（26.2%）涨幅相对靠后。
- 我们复盘了2021.6.30-2024.9.23申万医药生物三级子行业的板块涨跌幅表现，其中跌幅排名前五位的板块与本轮行情中涨幅排名前五的板块完全吻合，我们认为本轮行情背后或更多为超跌补涨逻辑。

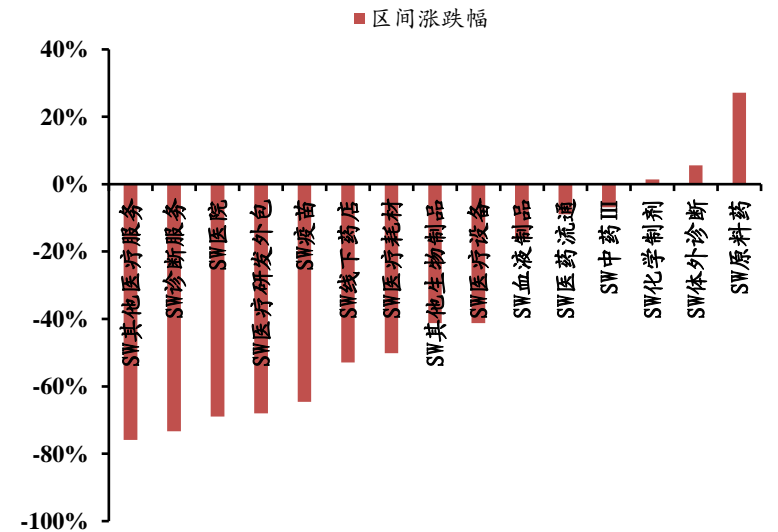
图：2024.9.24-2024.9.30全A行业涨跌幅比较



图：2024.9.24-2024.9.30医药三级子行业涨跌幅比较



图：2021.6.30-2024.9.23医药三级子行业涨跌幅比较



- 本轮行情中医药生物板块涨幅排名前五的个股分别为爱尔眼科、兴齐眼药、双成药业、智飞生物、普瑞眼科。复盘涨幅前20大标的自2021/6/30以来的市场表现以及关键财务指标，我们认为此轮行情主要逻辑或还是为超跌补涨，同时眼科、疫苗等消费医疗等板块前期受经济周期预期影响跌幅较大，当前受宏观政策回暖影响下弹性较大；此外部分个股同样具备景气度有望触底反弹（如CXO、创新药）、高ROE高运营效率等特点。展望来看，我们认为后续行情有望从“超跌为主”向“超跌+成长”逻辑进一步演绎，建议关注超跌且自身经营效率较强的标的。
- 机构重仓股表现：前二十大机构重仓股在本轮行情中超额涨幅较少，平均涨幅与板块整体涨幅基本一致，我们预计主要和部分重仓股前期调整幅度相对较小且机构持仓筹码已相对集中有关。

表：2024.9.24-9.30医药板块涨跌幅前20标的梳理

序号	证券代码	证券简称	2024/9/24-9/30涨跌幅	2021/6/30-2024/9/23涨跌幅	机构持股占流通股比	PB	ROE(ttm)	申万三级子行业
1	300015.SZ	爱尔眼科	65%	-76%	9.4%	7.63	19.02	医院
2	3000573.SZ	兴齐眼药	64%	-22%	10.4%	12.43	21.38	化学制剂
3	002693.SZ	双成药业	61%	139%	/	14.92	-16.82	化学制剂
4	300122.SZ	智飞生物	60%	-82%	7.9%	2.53	19.17	疫苗
5	301239.SZ	普瑞眼科	58%	-44%	8.0%	2.99	3.31	医院
6	688331.SH	荣昌生物	55%	-45%	17.5%	7.17	-59.61	其他生物制品
7	300595.SZ	欧普康视	55%	-87%	0.0%	4.16	15.23	医疗耗材
8	688301.SH	奕瑞科技	54%	-48%	3.0%	4.29	13.20	医疗设备
9	301267.SZ	华夏眼科	52%	-65%	0.3%	3.65	10.20	医院
10	301015.SZ	百洋医药	51%	-62%	16.6%	6.20	27.41	医药流通
11	300244.SZ	迪安诊断	51%	-74%	0.2%	1.15	-1.00	诊断服务
12	688621.SH	阳光诺和	49%	-56%	8.8%	4.47	19.75	医疗研发外包
13	300142.SZ	沃森生物	49%	-84%	3.4%	2.48	1.42	疫苗
14	300601.SZ	康泰生物	48%	-85%	0.2%	2.42	5.41	疫苗
15	300357.SZ	我武生物	47%	-73%	0.1%	5.68	13.86	其他生物制品
16	688202.SH	美迪西	47%	-91%	/	2.01	-11.17	医疗研发外包
17	688212.SH	澳华内镜	46%	-12%	14.4%	4.71	1.82	医疗设备
18	300841.SZ	康华生物	46%	-74%	0.1%	2.58	16.49	疫苗
19	835670.BJ	数字人	46%	21%	/	5.62	5.23	医疗研发外包
20	836504.BJ	博迅生物	45%	94%	/	3.42	10.36	医疗设备

图：2024Q2机构持仓市值前20大标的的涨跌幅及关键指标梳理

序号	代码	名称	2024/9/24-9/30涨跌幅	2021/6/30-2024/9/23涨跌幅	PB	ROE(ttm)	持股占流通股比(%)	申万三级行业
1	300760.SZ	迈瑞医疗	31.8%	-50.4%	9.14	32.69	11.8%	医疗设备
2	600276.SH	恒瑞医药	22.5%	-36.6%	7.83	12.73	10.6%	化学制剂
3	603259.SH	药明康德	25.4%	-72.4%	2.79	15.60	12.4%	医疗研发外包
4	688271.SH	联影医疗	37.9%	-48.6%	5.39	10.14	13.0%	医疗设备
5	5002422.SZ	科伦药业	22.5%	40.9%	2.30	12.79	19.3%	化学制剂
6	300015.SZ	爱尔眼科	65.0%	-76.0%	7.63	19.02	9.4%	医院
7	300347.SZ	泰格医药	38.5%	-73.7%	2.87	5.44	26.5%	医疗研发外包
8	688617.SH	惠泰医疗	27.2%	20.9%	18.69	29.04	21.4%	医疗耗材
9	9000423.SZ	东阿阿胶	29.5%	52.6%	3.88	13.27	15.3%	中药Ⅲ
10	002223.SZ	鱼跃医疗	25.5%	-13.2%	3.17	16.71	15.5%	医疗设备
11	000999.SZ	华润三九	25.3%	103.3%	3.06	16.91	8.5%	中药Ⅲ
12	688076.SH	诺泰生物	30.3%	-21.1%	6.64	14.54	19.6%	医疗研发外包
13	300832.SZ	新产业	21.2%	15.1%	8.42	23.63	6.9%	体外诊断
14	600436.SH	片仔癀	30.7%	-55.2%	11.41	21.79	2.6%	中药Ⅲ
15	300122.SZ	智飞生物	60.4%	-82.4%	2.53	19.17	7.9%	疫苗
16	1801.HK	信达生物	12.7%	-54.5%	0.00	0.00	5.5%	其他生物制品
17	002252.SZ	上海莱士	22.0%	-9.6%	1.71	5.79	5.7%	血液制品
18	600161.SH	天坛生物	22.6%	-13.1%	4.82	12.30	6.0%	血液制品
19	688235.SH	百济神州-U	23.5%	-9.2%	10.25	-18.02	20.4%	化学制剂
20	688506.SH	百利天恒-U	26.7%	381.9%	16.25	87.28	16.5%	化学制剂

04

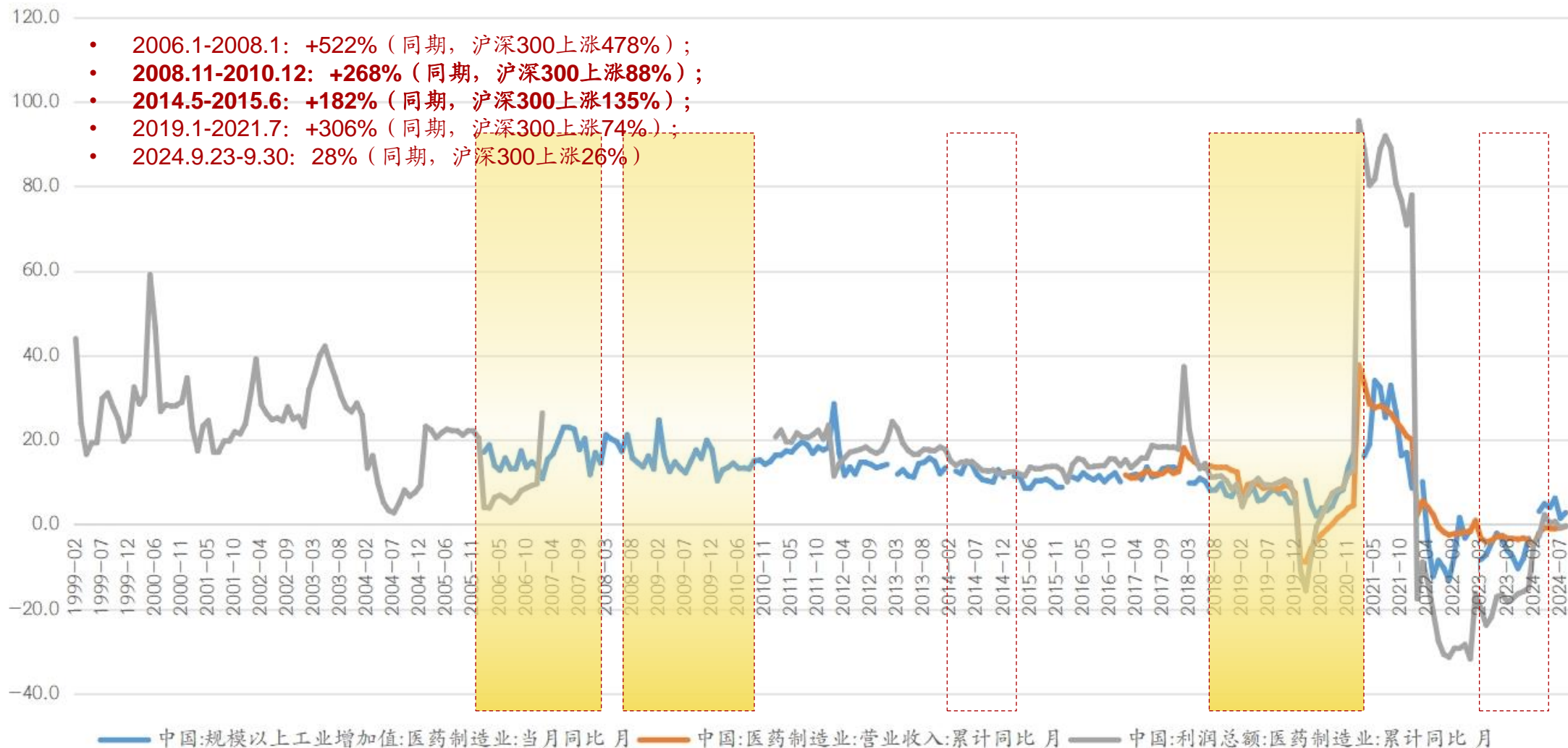
股票推荐

历史复盘

选股思路

推荐组合

医药几轮牛市过程中医药制造业工业增加值、收入、利润表现情况



资料来源: wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

- 几轮医药牛市涨幅最大板块：血液制品、医疗设备、医药CXO、医院；
- 启示：长青行业、医药一直有机会，超额是买成长、子领域间也有轮动。

表：几轮牛市中子领域表现梳理

板块	区间涨跌幅(总市值加权平均) (2006-01-01 2008-01-01)(%)	区间涨跌幅(总市值加权平均) (2008-11-01 2010-12-01)(%)	区间涨跌幅(总市值加权平均) (2014-05-01 2015-06-01)(%)	区间涨跌幅(总市值加权平均) (2019-01-01 2021-07-01)(%)	区间涨跌幅(总市值加权平均) (2024-09-23 2024-10-04)(%)
医药生物	521.7	268.6	182.2	306.8	28.3
原料药	632.0	158.1	209.4	274.0	27.6
化学制剂	495.3	329.4	169.2	111.9	23.0
中药Ⅲ	412.3	299.7	153.1	154.3	25.8
血液制品	993.6	262.3	128.7	88.1	20.9
疫苗		5.7	84.3	262.4	36.4
其他生物制品	584.6	365.2	165.2	125.8	31.3
医药流通	639.6	267.2	181.9	14.8	22.2
线下药店	200.0	241.6	300.0	118.4	30.8
医疗设备	326.0	516.2	155.1	279.8	31.1
医疗耗材	195.7	20.8	152.3	301.9	30.0
体外诊断	486.8	181.6	320.6	711.7	24.5
诊断服务			291.3	464.3	38.8
医疗研发外包			466.0	734.2	34.0
医院	248.1	198.7	315.7	483.4	51.0
其他医疗服务	269.3	282.0	371.4	77.5	36.9

- 行情表现：医药生物+522%，跑赢沪深300（+478%）；
- 中观基本面：行业景气比较优势明显，医药制造业自2007年8月开始业绩增速持续好于整体工业增速；股权分置改革，行业加速并购重组；
- 涨幅较好的公司：产品涨价（阿胶、泛酸钙、维生素）、资产注入、垄断属性国企、证券投资收益、大股东变更、产品转让带来一次性收益催化。
- 启示：医药当时仍处于基本面比较优势非常明显的子行业，牛市中上涨公司也多是主题概念股为主，一次性收益也被给与较高估值溢价。

表：第一轮牛市涨幅较好的公司

证券简称	区间涨跌幅 (2006-01-01 2008-01-01 (%))
辽宁成大	3,238.3
吉林敖东	2,331.4
广济药业	1,974.9
仁和药业	1,624.4
*ST景峰	1,324.0
亿帆医药	1,206.4
国药股份	1,150.9
天坛生物	1,029.7
华兰生物	1,028.6
丽珠集团	925.7
中恒集团	871.1
双鹭药业	826.8
华润双鹤	761.5
东阿阿胶	755.9
贝瑞基因	732.1
江中药业	729.0
恒瑞医药	728.9
万泽股份	728.5
羚锐制药	725.6
华北制药	723.7

表：第二轮牛市涨幅较好的公司

两个阶段：

1) 2008.11-2009.7:

- 行情表现：医药生物+100%，跑赢沪深300 (+89%)；
- 中观基本面：医改8500亿财政刺激，冰雪灾害、四川地震、三聚氰胺事件、奥运会限制医药产品，居民收入预期下降、新农合、新医改政策落地、外资医疗龙头加速中国布局、招标延后导致竞争更加激烈，内资企业加大直销费用投入；
- 涨幅较好的公司：医改题材、超跌概念股表现强劲，资产剥离重组、业绩短期因为证券投资波动较大、业绩高增长、业绩拐点摘帽。

2) 2009.7-2010.12:

- 行情表现：医药生物+45%，大幅跑赢沪深300 (-7%)；
- 中观基本面：基药目录出台、甲流刺激，在新医改催化下，行业恢复性增长；
- 涨幅较好的公司：基药独家受益、产品提价、新产品迭代等基本面向好为核心变量。

启示：医药的成长性比较优势是在牛市后半程特别值得布局的板块。

数据来源：wind，浙商证券研究所

证券简称	区间涨跌幅		
	(2008-11-02 2009-07-13) (%)	(2009-07-01 2010-12-30) (%)	
ST中珠	466.77	中恒集团	398.63
中恒集团	358.48	长春高新	261.29
海王生物	345.83	鱼跃医疗	249.26
达安基因	327.87	华神科技	213.56
辽宁成大	269.93	片仔癀	195.38
国际医学	258.97	人福医药	188.84
长春高新	251.89	东阿阿胶	185.80
鱼跃医疗	217.43	海翔药业	182.20
吉林敖东	217.20	益佰制药	168.21
普洛药业	202.25	海南海药	166.07
东北制药	202.15	华邦健康	165.70
人福医药	197.23	华特达因	163.96
万东医疗	197.01	华东医药	161.72
沃华医药	193.37	北大医药	156.06
太龙药业	189.31	仁和药业	152.09
康美药业	188.22	美年健康	150.87
ST目药	185.29	康恩贝	148.89
达仁堂	184.71	康美药业	143.88
新里程	182.00	白云山	143.73
健康元	181.78	天士力	140.67

- 行情表现：医药生物+182%，跑赢沪深300（+135%）；
- 中观基本面：行业平稳增长，控费趋势延续，2014年业绩增长放缓；
- 涨幅较好的公司：在2014年估值调整充分的基础上，上市新股、精准医疗、行业新模式、并购整合概念等公司表现靓丽。
- 启示：这个阶段特别具备参考性，同样是控费导致行业增速放缓，在二级市场估值又充分反映的阶段，这个阶段上涨的尽管很多是新股，对于当下已经充分调整的个股，可以类似选择，这个阶段的基本面业绩看起来并不是最核心的变量。

表：第三轮牛市涨幅较好的公司

证券简称	区间涨跌幅 (2014-05-01 2015-06-01 (%))
博济医药	983.5
美年健康	938.8
金石亚药	786.7
皓宸医疗	691.3
广生堂	680.0
九强生物	656.3
沃华医药	655.7
花园生物	619.0
莎普爱思	612.0
长药控股	578.2
未名医药	569.2
北陆药业	566.9
星昊医药	490.9
诺思兰德	468.6
达安基因	452.1
金城医药	441.4
麦克奥迪	433.6
福瑞股份	414.6
海南海药	383.0
ST百灵	376.6

- 行情表现：医药生物+306%，跑赢沪深300（+74%）；
- 中观基本面：创新药研发投融资景气提升、新冠检测试剂、药物等带来行业景气上行；
- 涨幅较好的公司：受益于公共卫生事件（新冠检测试剂及服务、疫苗、药物研发服务、手套等）、眼科药品器械景气赛道等。
- 启示：这个阶段表现比较好的公司，更多是结构性机会、特殊阶段需求拉动导致的，分化布局优质业绩的公司是关键。

表：第四轮牛市涨幅较好的公司

证券简称	区间涨跌幅 (2019-01-01 2021-07-01 (%))
万泰生物	2,711.0
康龙化成	1,949.0
鹿得医疗	1,275.3
英科医疗	1,187.5
欧普康视	929.9
博腾股份	905.0
通策医疗	767.5
兴齐眼药	719.7
昭衍新药	684.1
九洲药业	681.8
美迪西	651.2
康乐卫士	648.3
泰格医药	624.1
金城医学	602.6
佰仁医疗	574.5
三元基因	565.2
爱尔眼科	499.9
凯莱英	467.0
东富龙	461.9
药明康德	433.9

- 选股思路：先选超跌，再选新业态，最终看成长
- ✓ 先选超跌：类比2014-15年，控费导致行业增速放缓，二级市场估值调整后，新股（核心是筹码因素）超涨，所以医药里超跌的个股是优质选择，核心指标是过去三年的跌幅，比如**智飞生物**、**药明康德**、**泰格医药**、**康龙化成**、**凯莱英**、**诺唯赞**等；
- ✓ 再选新业态：医药当下基本面趋势仍然承压，创新药械、创新商业模式，在前期风险偏好较低的情况下调整较多，尤其是港股的创新药产业链，比如**荣昌生物**、**方达控股**、**微创医疗**、**药明生物**、**科济药业**等；
- ✓ 最终看成长：医药作为老龄化需求持续增长的行业，成长是主旋律，我们看好有持续管线迭代或品牌力奠定成长持续的公司，如**科伦药业**、**东阿阿胶**、**鱼跃医疗**、**迈瑞医疗**等。

简称 (代码)	2024年		EPS (每股收益)		PE (市盈率)		BVPS (每股净资产)		PB (市净率)	
	营收增速	利润增速	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
智飞生物	24.80%	24.80%	4.68	5.65	7.14	5.91	16.27	20.00	2.05	1.67
药明康德	-3.06%	4.82%	3.46	3.60	15.13	14.54	23.10	26.60	2.27	1.97
荣昌生物	55.52%	—	(1.88)	(0.89)	—	—	5.24	4.35	6.70	8.07
东阿阿胶	26.40%	26.76%	2.27	2.73	27.24	22.62	16.91	17.24	3.65	3.58
科伦药业	7.61%	30.76%	2.01	2.19	18	8	14.32	16.54	2.23	1.93

推荐组合	本轮前期 涨幅	一句话逻辑	主要亮点	风险因素	标签分类
智飞生物	57.9%	国内疫苗龙头企业，带庖放量驱动业绩增长超预期	带庖疫苗批签发超预期、创新产品研发进展催化	存量疫苗产品销售低于预期	弹性组合
药明康德	25.4%	全球医药CXO龙头企业，服务能力提升及投融资需求恢复驱动业绩增长超预期	海外法案延迟带来预期边际预期向好	投融资及贸易摩擦风险	弹性组合
荣昌生物	55.4%	ADC、自免创新药领先企业，国际化突破驱动天花板提升。	维迪西妥和泰它西普双驱动下公司业绩高速增长潜力，期待海外临床试验或合作进展	临床研发失败的风险	弹性组合
东阿阿胶	29.5%	高增速高股息央企，改革持续带动增量	营销改革成效明显，阿胶浆与桃花姬持续放量，带动业绩增速超越行业，经济复苏持续受益	政策调整风险，原材料供给不足和价格提升风险	补涨
科伦药业	22.5%	国内医药仿创龙头，创新药及集采受益驱动业绩增长超预期。	创新药产品BD进展带来催化	创新药研发失败的风险	龙头白马

风险因素	发生概率	时间窗口	作用机制	影响程度
投融资加速恶化的风险	中等	未来1年	投融资恶化进而影响创新药产业链需求趋势	较低，2021年以来投融资的预期反映相对充分，边际如果改善即为触底向上。
贸易摩擦强化的风险	中等	未来1-2年	贸易摩擦持续影响出口导向的创新药及服务外包订单的持续性	尤其是对服务外包影响较大，对创新药影响较小
医药控费政策持续趋严的风险	较小	未来5年	控费政策极端化，进而影响产业成长性	较高，胜出的是创新产品持续迭代的公司

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>