

破茧

——2025年医药生物行业年度投资策略

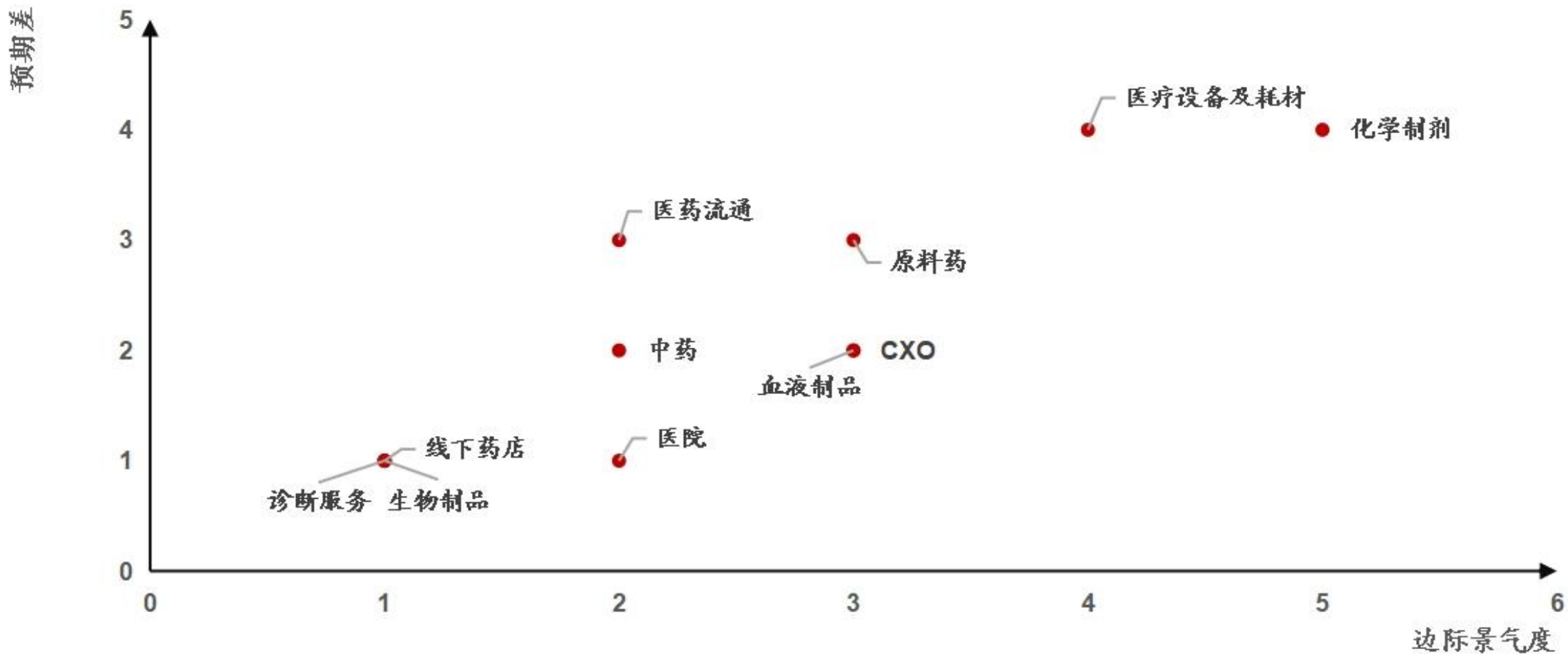
行业评级：看好

2024年11月19日

分析师	孙建	吴天昊	郭双喜	王帅	司清蕊
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	wutianhao@stocke.com.cn	guoshuangxi@stocke.com.cn	wangshuai1@stocke.com.cn	siqingrui@stocke.com.cn
证书编号	S1230520080006	S1230523120004	S1230521110002	S1230523060003	S1230503080006

2025年行业景气投资图

图：医药各子板块边际景气及预期差分析



集采后周期

仿创类制剂、医疗耗材、原料药

创新新周期

创新药、创新器械、生命科学服务

1、策略复盘：渡过低点，恢复可期

- 2024年在医药综合政策影响下，医药行业持续经历集采出清、创新拉动的新旧动能切换过程，同时叠加宏观因素影响，营运效率普遍下降，医药板块经历3年多的调整，2025年创新驱动更加乐观，复盘2024年度策略《蓄力，破局》，大部分细分领域仅存在阶段性行情，特别是中药、创新药、生命科研服务等，主线性机会并不明显；

2、2025年医药策略：破茧

- **机会挖掘：**宏观层面，2025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，2025年各细分领域进入经营效率改善新周期，创新药械迎来更好发展窗口，但同时我们也特别关注到制剂、耗材等领域新旧动能切换中的业绩弹性可期；
- **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，化学制剂、医疗耗材、医疗设备等均在较大的预期差和较好景气边际变化。

3、推荐组合：

- 科伦药业、恩华药业、九典制药、健友股份、迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、东阿阿胶、上海医药、泰坦科技、康方生物、药明康德、康龙化成。

- 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：渡过低点，恢复可期

基本面变化|行情分析|策略复盘

02

机会挖掘：破茧

政策宏观变化|行业经营基本面|投资视角分析

03

选股思路

04

推荐组合

05

风险提示

01

策略复盘

子行业基本面变化




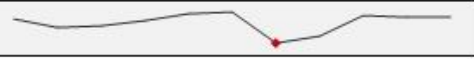












子行业行情分析

2024年策略复盘

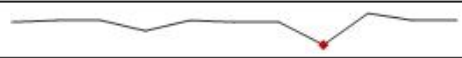
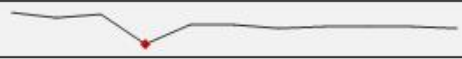

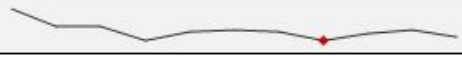







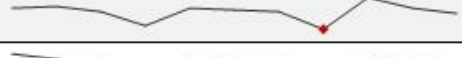


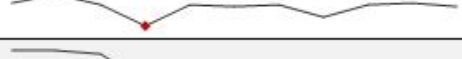

表：2024年11月医药子板块估值、业绩及2025年基本面展望

板块	市盈率(TTM,整体法)	相比2024年初变化值	2024年前三季度业绩概览	2025年基本面展望
诊断服务	103.3	49.8	常规业务业绩承压，回款压力仍大	回款持续改善，业绩增长不确定性仍然较大
医疗研发外包	29.3	5.1	投融资需求疲弱延续下，业绩延续负增长	订单改善下，业绩或逐步呈现稳定略有增长
原料药	34.6	4.7	维生素/抗生素/沙坦等产品价格触底回升，业绩恢复性增长	依然是分化的，冗余产能消化、产业升级延续
中药III	26.8	4	业绩下滑，部分OTC产品保持稳定增长或并表带来增长	OTC产品或保持稳定增长
医药流通	17.7	3.1	集采影响，收入稳增长，利润端负增长	趋势延续，龙头公司及新业态拉动维持稳增长
医疗设备	34.8	2.2	业绩负增长，部分家用器械、创新产品正增长	招标恢复下，分化增长
疫苗	28.9	1.7	业绩大幅下滑	趋于稳定
线下药店	22.9	0.8	业绩大幅下滑	龙头或稳定增长，整体增长承压
医疗耗材	36.9	0.5	集采出清，医药板块稀缺增长板块	出清相对充分领域，延续快速增长
其他生物制品	27.2	-0.9	创新生物药收入快速增长	商业化品种持续驱动业绩快速增长
化学制剂	30.3	-1	创新药收入快速增长	商业化品种持续驱动业绩快速增长
血液制品	31.2	-2.2	需求稳健，收入稳定增长，利润率提升	供给扩容情况下，龙头稳健增长
医院	48.6	-2.3	消费疲弱下，业绩整体承压	顺周期下，业绩或逐步改善
体外诊断	22.5	-5.3	整体承压，呼吸道、伴随诊断稳增长	集采出清下，分化中恢复性增长
医药生物	29.3	1.5	院内整体业绩承压导致增速放缓	创新药械及集采出清带来业绩增速恢复

表：2022Q1-24Q3医药三级子行业收入季度同比增速 (%)

板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	趋势分析
医疗耗材	-29.4	-17.2	-7.1	-4.7	-6.3	-9.1	-2.1	-5.2	2.3	11.7	10.6	
原料药	9.1	4.4	10.1	-0.3	5.3	-4.9	-6.4	-9.6	-0.4	10.2	7.0	
线下药店	16.9	27.0	24.7	48.7	26.4	15.9	9.9	-2.3	11.4	4.7	5.4	
化学制剂	4.3	0.9	1.6	3.1	5.9	6.6	-5.0	-2.6	5.3	4.7	4.8	
其他医疗服务	13.3	7.9	10.3	-6.2	5.3	3.3	-5.0	0.1	4.0	6.4	4.7	
医药流通	7.2	2.3	10.3	6.3	13.7	13.2	-2.0	4.9	0.1	-2.1	4.5	
体外诊断	91.8	28.2	47.7	10.4	-78.6	-60.1	-60.3	-54.8	-11.4	0.4	4.3	
医药生物	14.3	6.6	9.5	7.9	2.1	5.4	-2.9	-1.6	0.7	-1.3	0.4	
其他生物制品	-12.8	3.1	14.8	-4.9	1.7	28.2	28.4	25.3	23.2	0.9	0.3	
医院	8.9	-5.0	9.7	-13.1	26.4	34.7	12.2	39.0	2.1	2.9	-0.3	
医疗研发外包	66.9	69.5	62.9	43.3	9.7	-0.6	-3.6	-8.2	-12.3	-9.5	-1.7	
中药III	1.2	2.6	1.9	10.7	14.0	12.6	0.4	-2.3	-0.6	-6.2	-3.2	
医疗设备	137.8	11.6	13.6	17.2	21.3	16.0	4.2	-3.4	-1.7	-1.0	-3.8	
血液制品	28.2	49.3	5.2	17.4	25.7	13.2	22.6	2.2	-5.2	12.7	-6.7	
诊断服务	50.1	67.8	26.9	24.9	-39.0	-43.5	-37.1	-38.9	-9.2	-7.4	-11.4	
疫苗	48.9	4.6	-7.7	-9.5	3.8	-8.1	19.3	13.8	-11.1	-32.8	-46.8	

表：2022Q1-24Q3医药三级子行业销售净利率（%，整体法）

板块	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	趋势分析
血液制品	27.6	27.9	28.1	19.9	29.2	26.5	27.3	8.5	34.4	27.9	28.9	
体外诊断	40.1	33.5	37.8	-4.4	22.4	23.6	16.8	20.4	19.5	19.6	18.1	
医疗研发外包	20.8	34.4	25.2	14.9	22.0	27.0	22.1	6.1	14.7	19.9	15.5	
医疗设备	47.2	27.3	27.5	11.8	20.6	23.9	20.6	11.3	19.8	22.3	15.0	
其他生物制品	-7.1	-23.1	-14.6	-24.0	-10.8	-6.5	17.8	-17.8	-3.8	5.0	14.5	
医院	-1.6	3.5	13.6	-20.4	9.2	10.0	15.4	0.8	7.4	10.9	13.2	
医疗耗材	16.2	17.4	15.5	5.9	14.8	16.1	11.9	1.8	14.8	14.3	12.2	
疫苗	20.8	18.7	20.2	11.9	22.8	13.8	16.1	3.2	11.6	13.6	10.8	
其他医疗服务	3.7	8.9	11.0	4.7	5.2	9.1	11.7	0.2	5.2	8.0	10.8	
中药III	10.4	9.4	8.9	0.7	14.3	11.7	10.4	0.9	13.1	11.2	9.7	
原料药	13.4	14.5	10.5	6.4	11.1	12.0	8.3	-1.3	10.2	12.3	9.1	
化学制剂	9.6	10.3	7.6	1.1	9.8	8.9	8.2	-1.1	15.1	9.5	7.4	
医药生物	12.4	10.6	9.1	1.2	8.9	8.5	8.4	1.0	8.9	8.5	7.0	
线下药店	6.0	5.9	4.8	5.2	6.3	5.9	4.6	2.5	5.6	3.8	2.8	
医药流通	2.3	3.4	2.2	-0.5	2.2	1.9	2.0	0.6	2.1	2.3	1.8	
诊断服务	18.0	18.5	15.9	-7.3	6.2	5.3	6.2	-7.7	1.1	3.2	-1.2	

- 整体：2024年应收账款账期创新高，各自领域趋势相对一致，比如中药、流通、药店、设备、IVD、医院等。

表：2017-2024年医药子行业应收账款周转情况

板块	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2017年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2018年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2019年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2020年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2021年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2022年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2023年报 [单位]天	应收账款周转天数(整体法) [报告期] 2024三季 [单位]天	应收账款周转天数趋势分析分析(天)
医药生物	74	80	82	81	76	80	85	91	
原料药	60	60	51	53	49	50	52	50	
化学制剂	74	72	76	82	73	75	74	75	
中药III	59	70	73	73	67	74	74	82	
血液制品	64	70	64	64	63	40	34	34	
疫苗	144	124	68	92	98	146	176	259	
其他生物制品	78	73	71	79	71	73	64	76	
医药流通	84	94	97	97	94	100	98	108	
线下药店	23	24	22	19	22	25	29	29	
医疗设备	85	71	70	51	45	50	58	71	
医疗耗材	94	87	76	47	49	62	69	66	
体外诊断	118	117	125	83	73	54	165	147	
诊断服务	106	116	124	124	132	136	242	231	
医疗研发外包	104	77	81	75	65	56	69	81	
医院	68	73	71	68	56	56	45	52	
其他医疗服务	113	59	85	232	110	125	122	132	

- **2025年：**新旧动能皆有机会，产业出清后的弹性、创新药械带来的增长拉动，或驱动相关公司基本面均有不错表现；
- **2024年：**原料药、化学制剂、医药流通、中药等上涨较多，表现延续了2023年的情况，这其中产业出清后部分原料药产品价格弹性、新业态拓展的医药流通（含并购事件催化）、创新药超预期兑现个股上涨较多。

表：2022-2024年医药子板块涨跌幅及估值情况

板块	区间涨跌幅（%）			PE（ttm）
	2022年	2023年	2024年	
原料药	-14.7	30.3	42.0	33.9
医药流通	3.9	9.7	13.8	17.5
化学制剂	-5.4	26.8	10.9	30.0
中药III	-6.3	4.6	7.6	26.6
医药生物	-11.7	5.3	3.8	29.0
体外诊断	-13.2	6.7	2.4	22.4
医疗耗材	-19.7	-4.7	-0.4	36.5
医疗设备	-8.5	-6.0	-0.7	34.8
医院	-4.0	-24.8	-2.3	47.3
血液制品	-5.8	22.4	-7.4	31.1
医疗研发外包	-29.9	-17.7	-7.5	28.7
其他生物制品	-11.2	6.5	-8.4	26.8
疫苗	-28.3	-8.5	-19.8	28.6
诊断服务	-32.9	-11.8	-19.8	101.6
线下药店	9.5	-16.1	-21.8	22.1
其他医疗服务	-36.3	-8.4	-29.0	31.3

复盘2024年度策略分析得失

表：2024年度医药投资策略复盘分析

2024年医药行业投资策略：蓄力，破局

院外	中药、连锁药店、血制品、疫苗、家用医疗器械	中药OTC、家用医疗器械录得正收益，连锁药店随着年中政策的影响调整较多，血制品集采影响也是负收益，疫苗行业景气依然不好；
出海	创新药、创新器械（中高端壁垒，制造属性）	创新药百利天恒、艾力斯、泽璟制药、百济神州等表现较好，医疗器械领域也是中高端壁垒的公司较好的表现。

02

2025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

◆ **结论：2025年政策组合拳影响，倒逼产业新旧动能切换加速；**

• **政策基本面跟踪：**

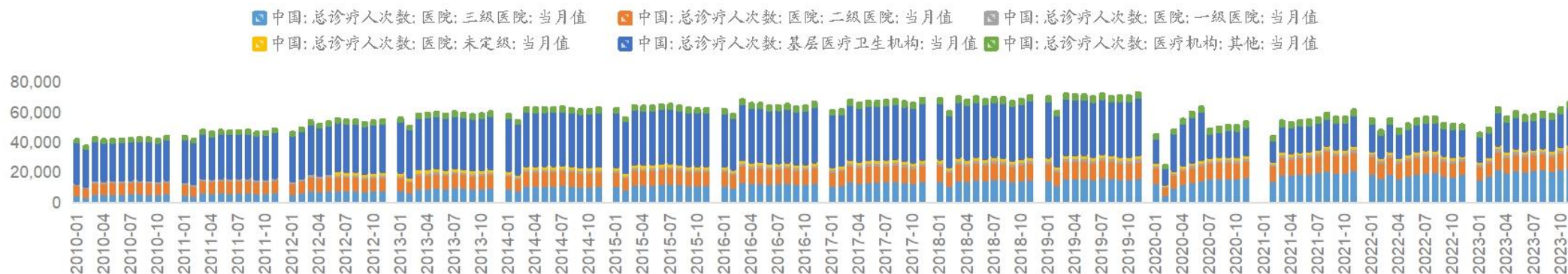
✓ 医保压力？为什么只跟踪医保？医药投资就这一个关键变量？

✓ 医疗反腐、医疗环节又是怎么回事儿？今年三季报这院内为什么这么差？

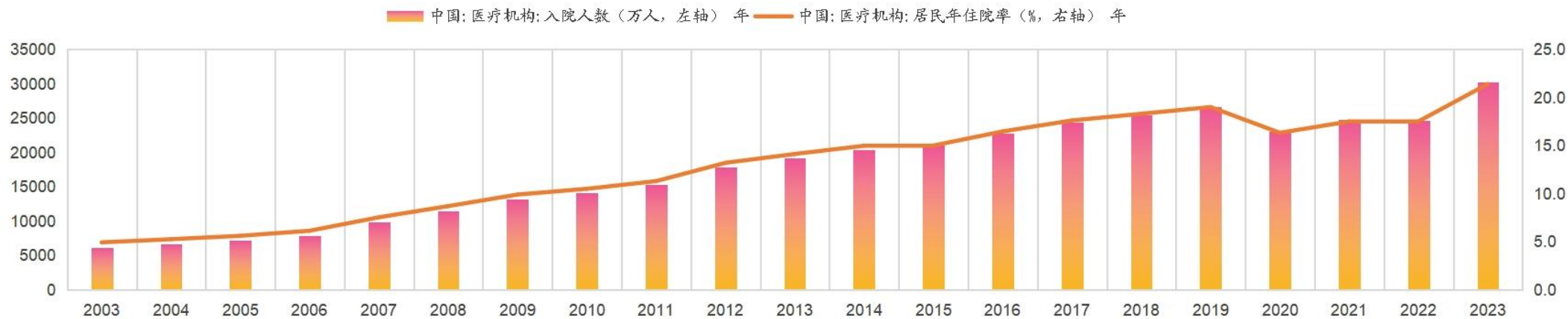
✓ 医药注册监管，又呈现什么趋势？

- 2016年中共中央、国务院印发“健康中国2030”规划纲要，医保制度完善化、就医需求得到持续的满足，看病难解决的同时，医疗费用增长的合理控制成为难题。

2010-2023年中国医疗机构诊疗人次趋势变化（万人次）

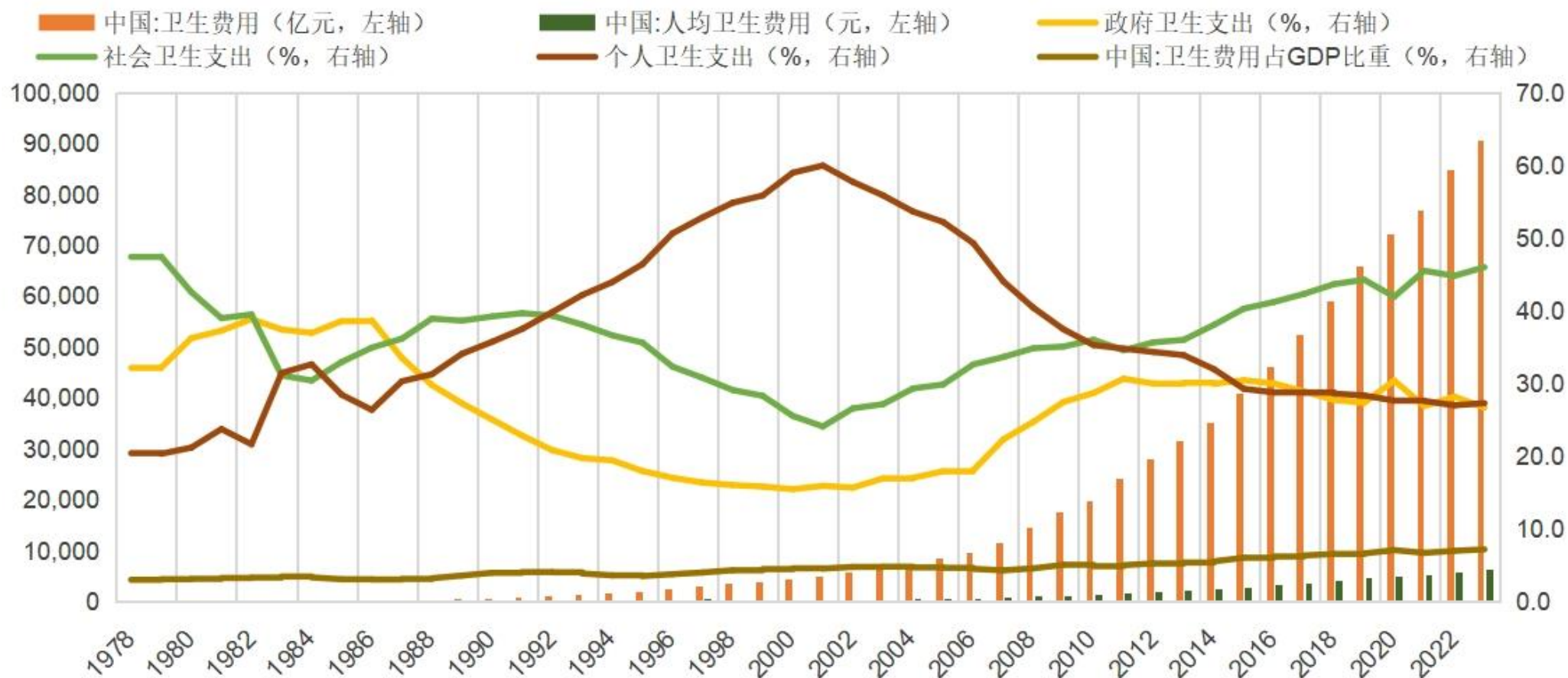


2003-2023年中国医疗机构入院人数及住院率趋势



- 1994年，两江模式探索（个账），1998年职工医保制度建立，2002年新农合（卫计委），2007年城镇居民医保，2016年城乡整合（人社部），2018年三保合一（新医保局成立）。

1978-2023年中国卫生费用趋势变化



政策：医、药、保，持续改革，医药总有机会

2000-2013年，医保扩容驱动下医药制造业业绩20%左右复合增速（持续2倍于GDP增速）

2013-18年，反腐、招标降价下，行业增速降至12-15%

2019年后，随着集采扩容、产业新旧动能转换，行业增速降低至5-10%

2000-2004年药品价格政府强监管时期
(医药属于小盘股, 100支, 最大市值公司哈药股份70亿左右)

板块估值溢价率: **40%左右**

医药指数涨幅: **-31%**

涨幅居前:

- ✓ 重组转型: 四环生物(振新股份)、国药一致(深益力)、人民同泰(天鹅股份)、江苏吴中、南华生物
- ✓ 品牌OTC: 云南白药、哈药股份、东阿阿胶、同仁堂
- ✓ 原料药: 鑫富生化
- ✓ 生物药: 双鹭药业
- ✓ 综合性药企: 双鹤药业
- ✓ 化药: 恒瑞医药、海华药业、海正药业、华北制药
- ✓ 创新中药: 康缘药业

2004-2007年政府定价、产业竞争力不强, 重组并购频发

板块估值溢价率: **50%+左右, 有波动**

医药指数涨幅: **286%**

涨幅居前:

- ✓ 涨10倍+: 辽宁成大(广发上市预期)、吉林敖东(持股广发)、华兰生物、广济药业、亿帆医药、国药股份、恒瑞医药、科华生物、双鹭药业;
- ✓ 一次性变化催化: 新会计准则变化, 少数股东权益计入股东权益。股权分置改革(广济、山大华特、亿帆)
- ✓ 业绩驱动: 血制品(华兰生物)、原料药(提价, 广济药业)

2008-11年医保扩容红利时期
(资金承纳能力提高)

板块估值溢价率: **85%左右, 有波动**

医药指数涨幅: **269%**

(2008-2010年涨幅较大)

涨幅居前:

- ✓ 医疗器械、服务: 鱼跃医疗(次新)、新华医疗、恒康医疗
- ✓ 中药: 康美药业、中恒集团、片仔癀、天士力、云南白药、昆药集团
- ✓ 专科用药: 恩华药业(次新)、长春高新、人福医药
- ✓ 血制品: 上海莱士

2012-15年医保控费、政策纠偏、A股牛市时期

板块估值溢价率: **172%左右**

涨幅居前:

- ✓ 非药: 上海莱士、尔康制药、宜华健康、和佳股份、迪安诊断、达安基因、九安医疗、九强生物
- ✓ 药品: 广誉远、香雪制药、誉衡药业、北陆药业、嘉事堂、西藏药业

2016-2018年, 十三五, 医保政策主导时期

板块估值溢价率: **90-100%**

涨幅居前:

- ✓ 益丰药房、贝瑞基因、健帆生物、沃森生物、安科生物、安图生物、长春高新、爱尔眼科
- ✓ 泰格医药、药明康德、恒瑞医药
- ✓ 富祥股份、健友股份
- ✓ 康弘药业、我武生物

2019-21年, 医药牛市, 后集采时期

板块估值溢价率: **136%**

医药指数涨幅: **132%**

涨幅居前:

- ✓ 新股: 万泰生物、康龙化成、鹿得医疗、美迪西;
- ✓ 板块: CXO(博腾股份、昭衍新药、九洲药业、泰格医药、药明康德、药石科技)、疫情相关(英科医疗、东富龙、拱东)、龙头(爱尔、通策、高新)、原料药(司太立、普洛)

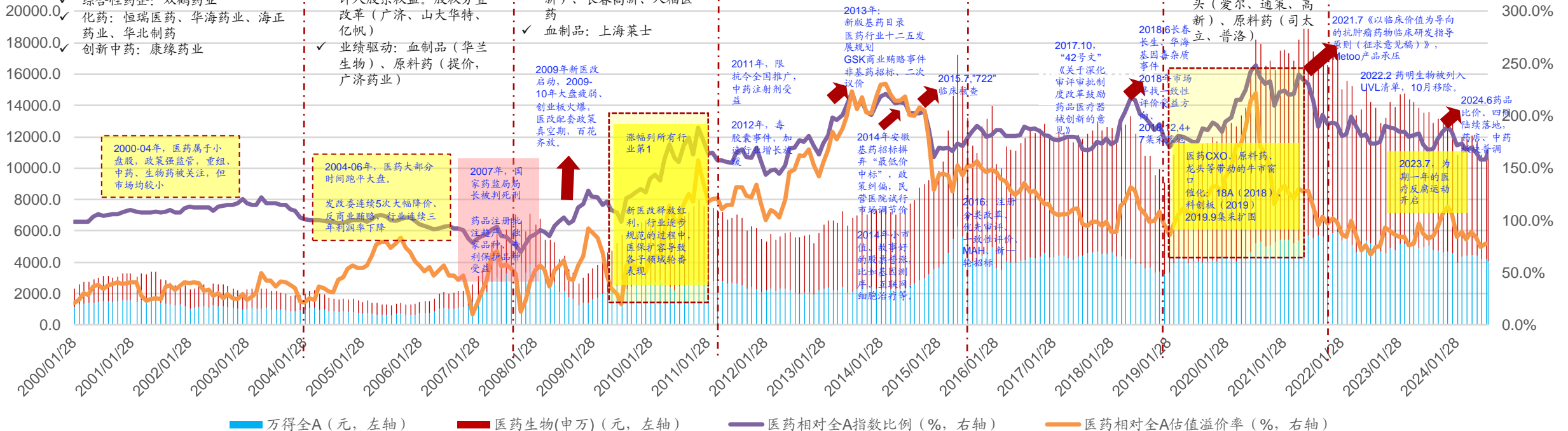
2021年至今, 投融资趋冷, 后CXO时代

板块估值溢价率: **90%左右**

涨幅居前:

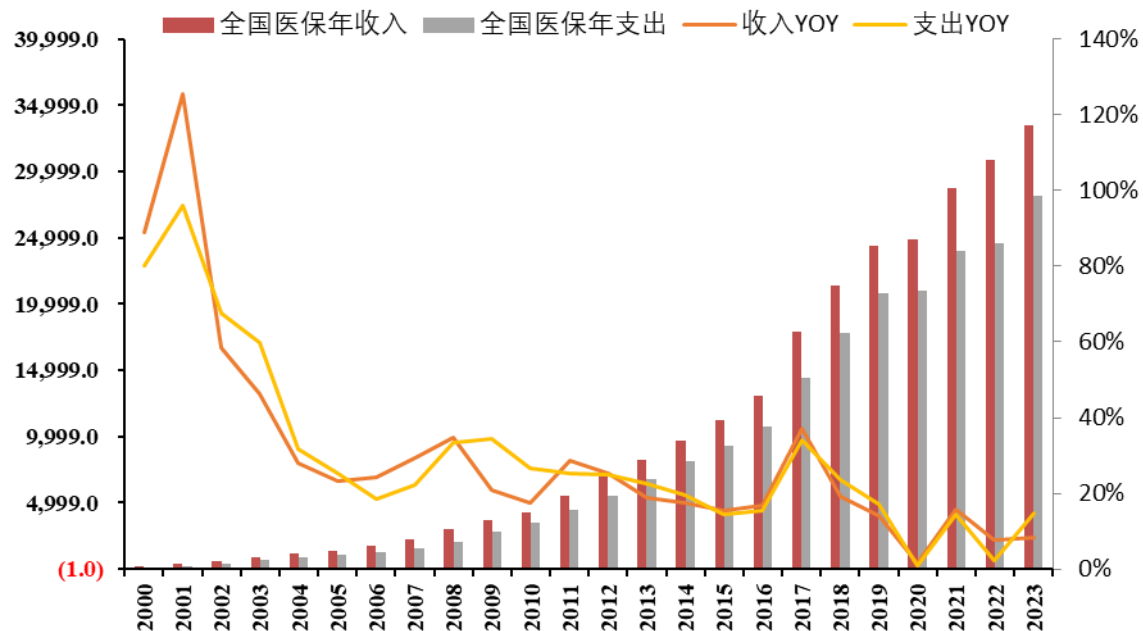
- ✓ 创新药: 百利天恒、福瑞股份、新诺威;
- ✓ 中药: 羚锐制药、华润三九、方盛制药、济川药业、江中药业、葵花药业、东阿阿胶

2000-2024年医药板块相对全A表现复盘

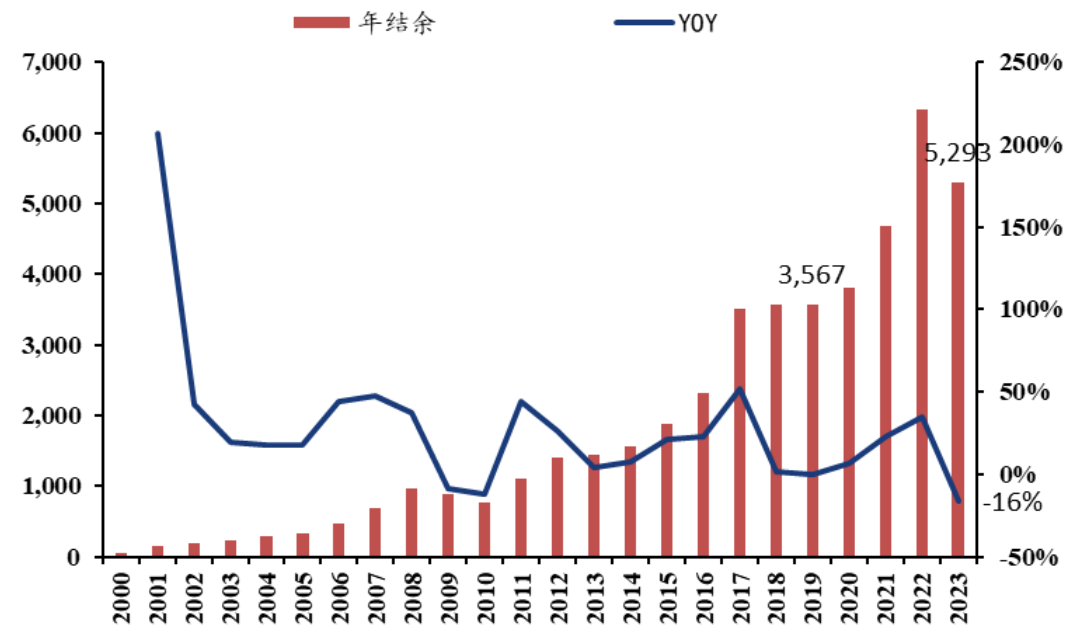


- **支撑一年半以上，这个结余如何看？** 2019-2023医保总收入增长了37%、总支出增长了35%，跨过疫情来看总体保持收支平衡，当年结余也从2019年的3567亿增长到2023年的5293亿，累计结余更是接近**4.8万亿**（2023年支出： $1.78+1.04=2.82$ 万亿，收入**3.35**万亿）、比医保局成立之初翻了一番。同时2023年医保当年结余自新医改后（09-10年）首次呈现负增长，我们认为这主要与2022年受疫情影响诊疗基数较低有关。当然医保总体收支压力也在持续显现。

图：全国医保收支情况（亿元）



图：全国医保年结余变化（亿元）



2.2

行业经营 基本面

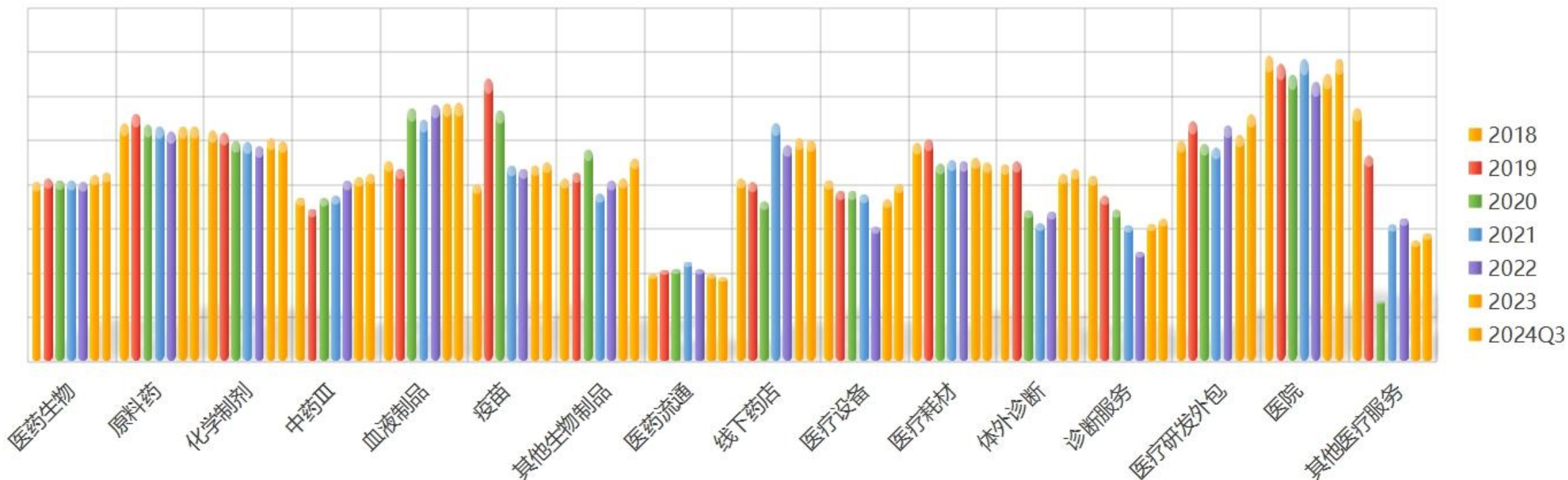
表：2024-25年医药相关主线所处周期及催化分析

推荐主线	子板块	2024年所处周期总结	2025年所处周期展望	边际催化
院内新旧动能切换	化学制剂	新旧动能切换，创新药商业化放量的公司表现较好，且公司比例明显增加	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
	中药	品牌中药、贴膏、特色儿童用药等中药特色品种表现较好，渠道调整、集采等因素持续导致部分公司业绩下滑	消费属性、品牌中药有望延续快速增长	品牌中药渠道进一步拓展（基层医疗机构用药目录）
	医疗设备/耗材/IVD	医疗耗材领域集采逐步出清，多数公司随着出海、创新产品兑现进入业绩恢复性快速增长窗口，医疗设备整体因需求压力业绩表现疲弱	医疗耗材领域业绩有望高速增长（骨科、手套、医用敷料、家用器械及IVD）	创新器械、耗材研发、商业化进展突破
	生物制品	疫苗大单品接力不足，业绩承压；血制品需求稳健、供给拓展下业绩稳健增长；创新生物药品种快速放量，已经逐步形成新成长拉动。	血制品供给端呈现竞争更加激烈，创新生物药品种或持续快速放量。	创新生物药产品获批、授权
医疗及供应链	医院	依然延续低增速	延续低增速趋势	新资产注入、新区域拓展
	线下药店	增速降低	门店收缩，增长或持续承压	消费复苏或处方外流政策变动
	医药流通	行业低增速运行，反映下游行业增速承压趋势	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	低增速延续，处于调整期	信用减值进一步消化，2025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
	CXO	投融资震荡下，整体增速承压，小体量公司业务结构调整带来增长	投融资逐步向好，订单趋势改善逐步消化新产能	投融资、利率等宏观因素、新产能、大订单落地
	原料药	调整期，消化产能、成本波动	逐步恢复性增长，尤其是大宗原料药价格弹性体现	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、医疗设备、IVD、CXO、医院等领域资本开支仍出较高水平，2025年逐步消化产能，进入新一轮新产能兑现阶段。

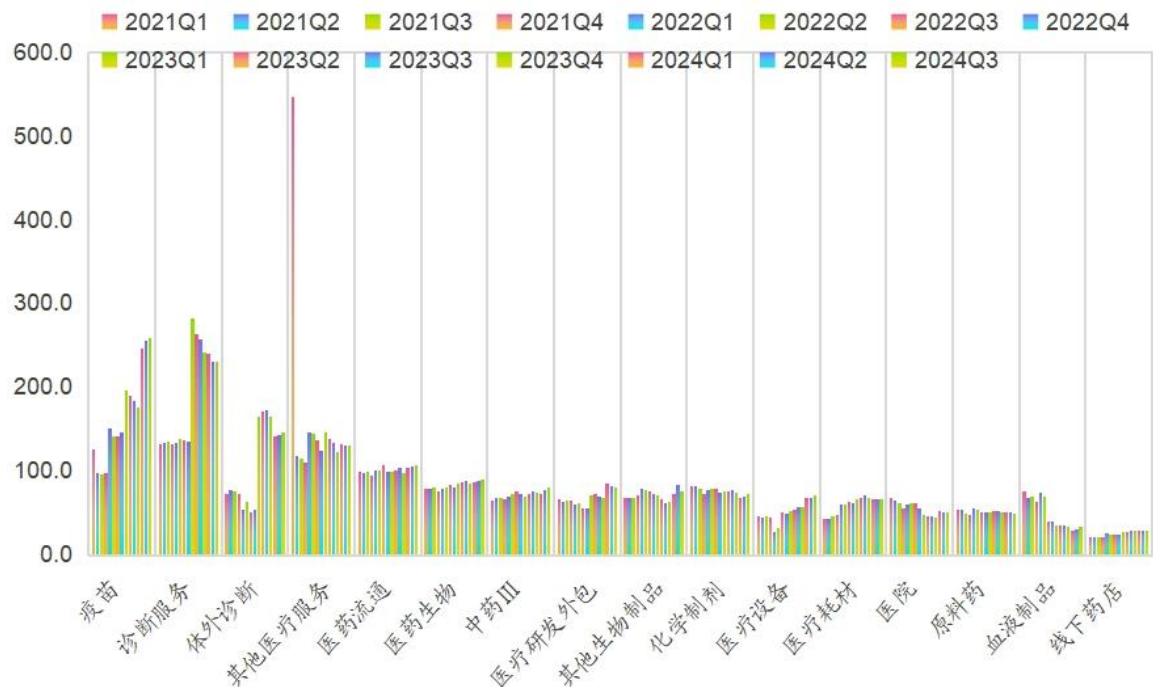
图：2018-2024年医药各细分行业“非流动资产/总资产”占比变化

2018-2024年医药各细分领域“非流动资产/总资产”变化

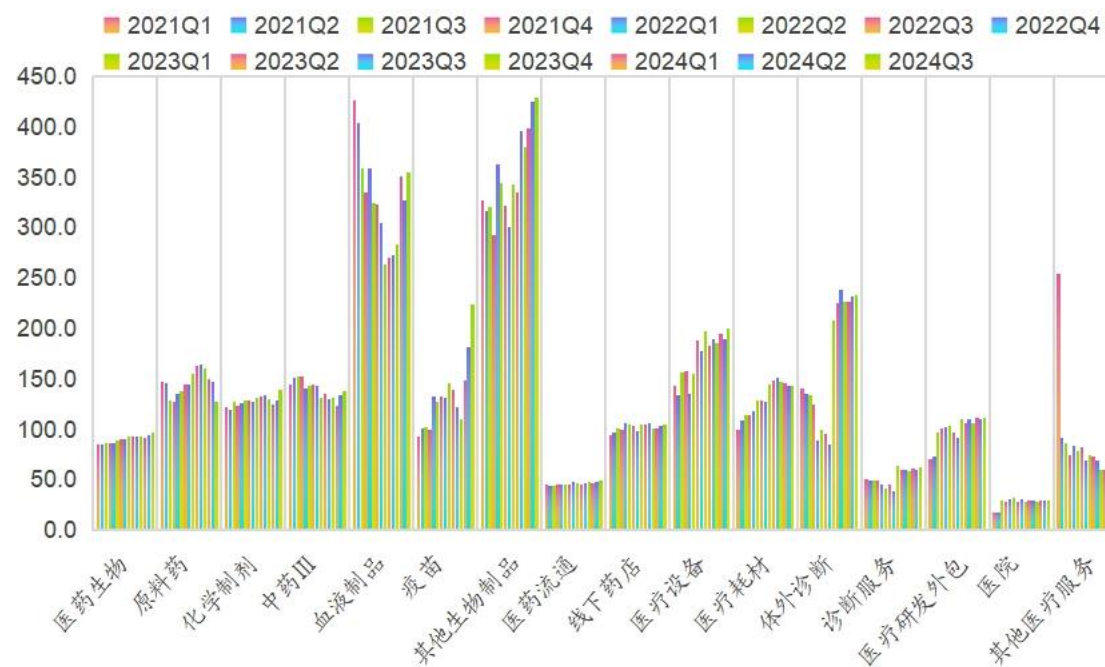


- 整体：应收、存货周转呈现持续放缓的趋势，特别是疫苗、医药流通、中药、CXO、医疗设备、医院、药店等领域，2024Q1-3化学制剂、原料药等呈现略微改善趋势。

图：2021-2024年医药各细分行业应收账款周转天数变化



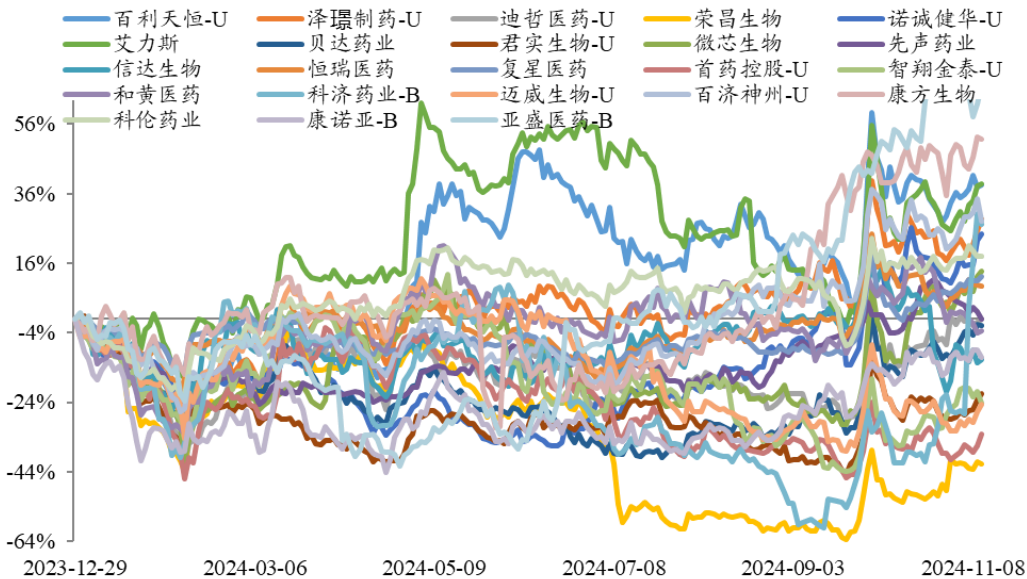
图：2021-2024年医药各细分行业存货周转天数变化



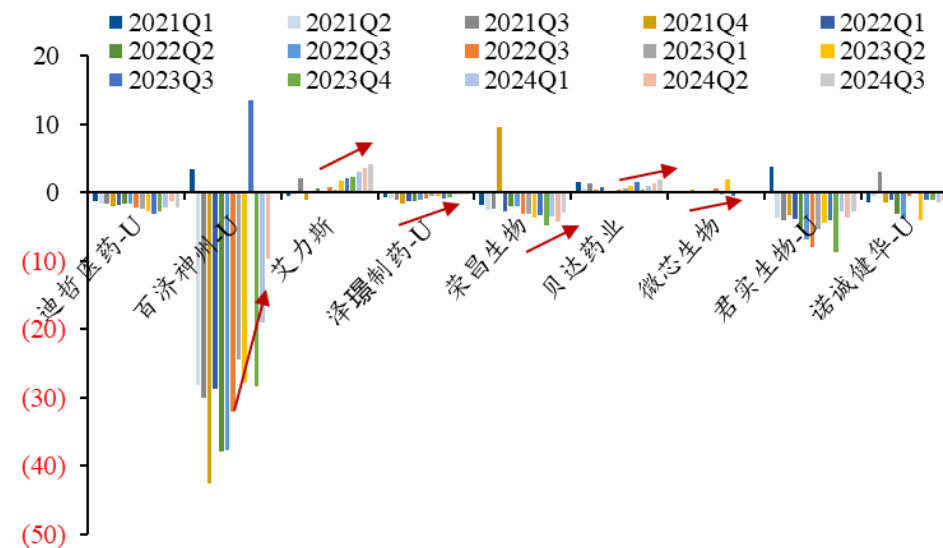
2.2 创新药：商业加速，BD催化，盈利改善

从2024年行情复盘看：业绩、BD和临床数据对股价驱动突出，2025年仍望成为主线，盈利能力有望持续改善。

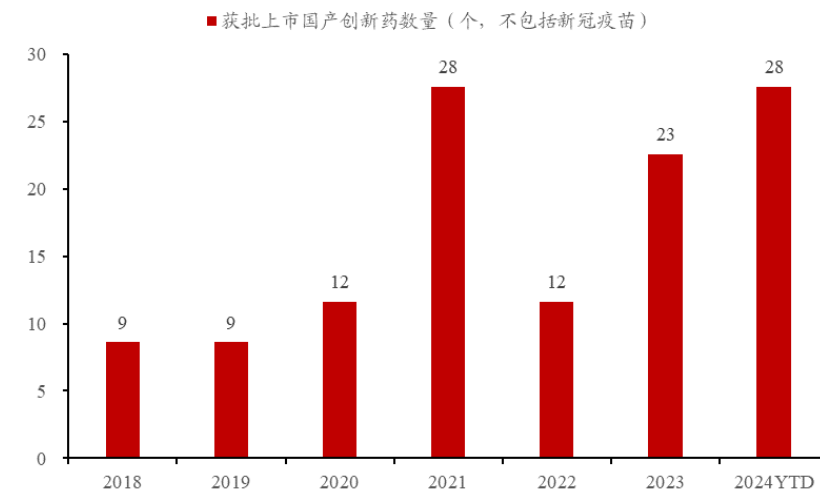
图：2024YTD (截止11.12) 创新药公司股价表现



图：创新药公司盈利能力改善趋势明显



图：2017年-2024YTD中国历年首次获批新药数量



国产新药进入收获期，重磅产品陆续获批，2024年或再创新高。2024YTD (11月11日) 获批28款1类创新药，关注度较高品种：

- 康方生物PD-1/VEGF双抗依沃西单抗；
- 信达生物KRAS G12C创新药福泽雷塞片；
- 海思科治疗糖尿病周围神经痛创新药HSK16149；
- 智翔金泰（赛立奇单抗）和恒瑞医药（夫那奇珠单抗）的IL-17A；
- 康诺亚的IL-4R司普奇拜单抗。

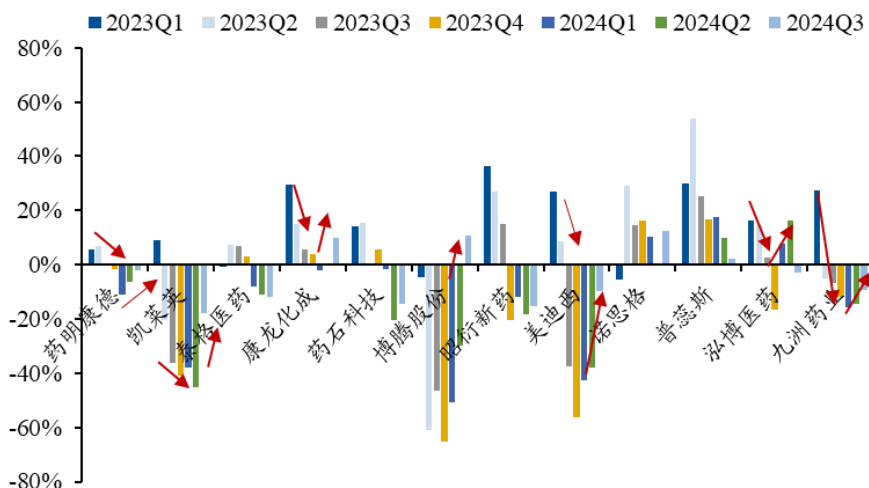
数据来源：CDE, Insight, Wind, 浙商证券研究所整理

- **投资建议：**我们认为医保对于创新药支付金额和占比仍较低（医保对新药的支出从2019年的59.49亿元增长到2022年的481.89亿元，2022年创新药占医保基金比例仅为1.96%），医保基金对创新药支付的提升空间仍然很大（创新药解决了更多仿制药很难解决的未满足临床需求，2017年美国医药市场创新药占比77%，中国创新药占比仍较低）。**我们看好创新药商业化加速背景下盈利能力持续改善、国际化竞争力得到验证的创新药龙头企业。**
- **科伦药业：**看好传统仿制药、大输液等业务触底，创新药、合成生物学等创新业务驱动业绩持续增长。
- **贝达药业：**看好贝福替尼、恩沙替尼等商业化驱动收入高增长，恩沙替尼国际化以及盈利能力改善弹性。
- **泽璟制药：**看好重组人凝血酶进入医保后放量弹性，以及ZG005和ZG006临床优势下国际化潜力。
- **迪哲医药：**舒沃替尼&戈利昔替尼有望进入2025年医保目录，看好快速放量前景，舒沃替尼美国NDA递交、DZD8586等早期管线更多数据读出有望带来催化。
- **康方生物：**看好AK112商业化潜力及临床优势下全球竞争力。
- **荣昌生物：**看好泰它西普和维迪西妥快速放量驱动业绩改善以及泰它西普国际化潜力。
- **智翔金泰：**我们看好公司IL-17A、IL-4R、TSLP等多各自免靶点布局潜力以及双抗平台GR1801和GR1803价值。
- **复星医药：**高估值性价比，创新增量驱动收入和利润快速增长。
- **先声药业：**被低估的差异化高成长Biopharma。
- **百奥泰：**进入兑现期的生物类似药领跑者。

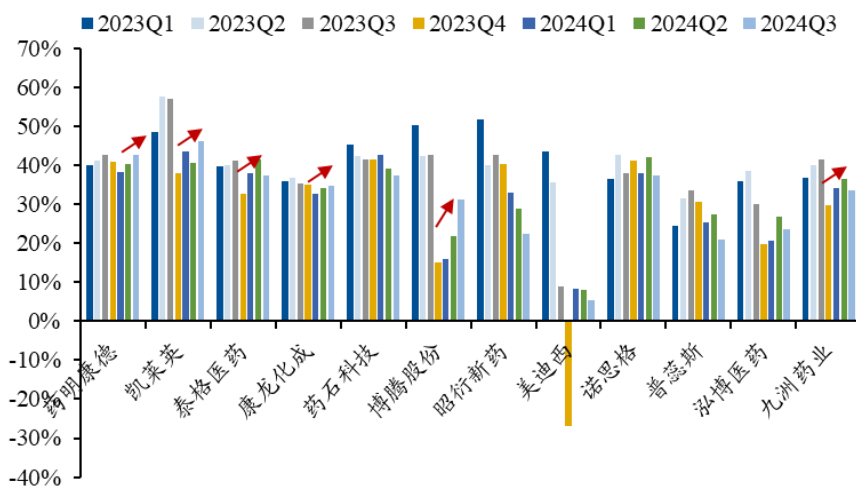
2.2 CXO：2025年望走出价格和产能消化拖累

- 成长性看：2023Q1-2024Q3较多CXO龙头收入YOY环比逐季提升，大订单&投融资拖累触底回升中，订单执行望驱动收入YOY继续上行。
- 盈利能力看：2024Q1-Q3较多CXO龙头毛利率环比逐季提升，投融资拖累基本触底，订单执行下经营效率提升驱动毛利率持续上行。

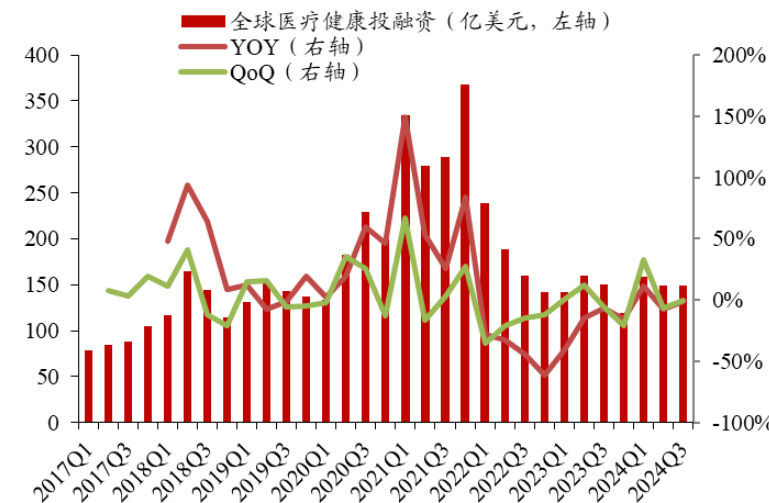
图：2023Q1-2024Q3 CXO单季度收入YOY



图：2023Q1-2024Q3 CXO单季度毛利率



图：全球医疗健康投融资季度平稳触底中



- 订单：投融资底部，但部分CXO龙头季度环比持续改善。药明康德2024Q1-Q3在手订单438.2亿元（YOY35.2%）（其中2024H1在手订单剔除特定商业化生产项目同比增长33.2%）。凯莱英：预计Q3延续H1的新签订单增速（24H1是20%+），康龙化成2024Q1-Q3新签订单同比增长18%+，连续三个季度实现复苏，Q3更快一些（2024H1新签订单金额同比增长超过15%），博腾股份：截至Q3末小分子原料药CDMO在手订单YOY 40%+（24H1也是40%+）。我们认为伴随着订单持续稳健增长，2025年CXO周转率、盈利能力等均有希望不断迎来改善趋势。

- **投资建议：**投融资基本触底，降息背景下期待向上。**CXO**龙头公司季度收入YOY、毛利率水平均呈现环比改善趋势，看好价格、产能消化进入新的成长趋势，我们看好**CXO**板块推荐增量业务兑现期**CXO**龙头。
- **药明康德：**在手订单订单强劲增长，TIDES和小分子CDMO漏斗持续兑现。
- **泰格医药：**临床CRO龙头，MNC中国区域订单和biotech MRCT需求驱动订单稳健增长。
- **康龙化成：**盈利能力有望改善，CDMO强驱动。
- **凯莱英：**合成大分子等新兴业务持续驱动，小分子CDMO漏斗效应望进入兑现期。
- **药明生物：**大分子CRDMO龙头，新增项目逐渐回暖。
- **博腾股份：**订单持续改善，盈利能力进入回升通道。
- **昭衍新药：**景气触底，新签订单及灵长类动物模型价格企稳。
- **九洲药业：**CDMO项目稳健增长，期待TIDES业务弹性。
- **阳光诺和：**仿创动能切换，临床CRO业务持续高增，期待自研新药转化与权益分成弹性释放。

2.2 化学制剂：费用优化，或进入新的蜕变期

- 已集采仿制药品种数量和金额占比预计较高，后续集采对行业层面影响或逐渐弱化。
- 集采下销售费用率持续优化，使得利润端增速表现好于收入端，或带来行业层面盈利能力提升期。
- 仿制药企业创新转型持续优化，集采触底+创新放量驱动下，创新药属性持续强化。

表：历年集采数据分析

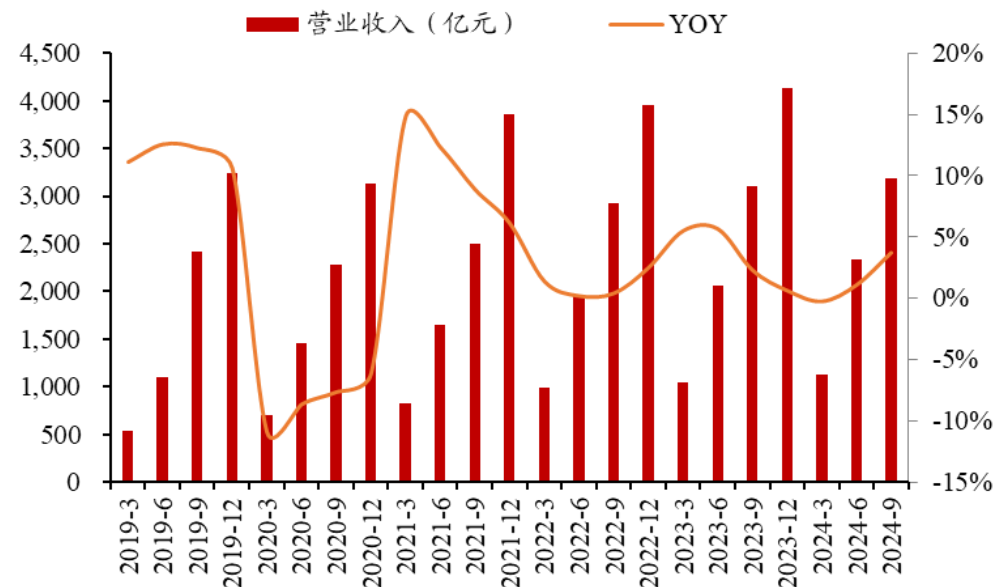
	时间	集采中选品种数量	节约药品费用(亿元/年)	节约医保支出(按60%报销比例计算)(亿元/年)
首轮4+7	2018	25	58	35
4+7扩围	2019	25	195	117
第2批集采	2020	32	91	55
第3批集采	2020	55	195	117
第4批集采	2021	45	124	74
第5批集采	2021	61	255	153
第6批集采(胰岛素专项)	2021	16个胰岛素品种	90	54
第7批集采	2022	60	185	111
第8批集采	2023	39	260	156
第9批集采	2023	41	182	109

累计节约药品费用

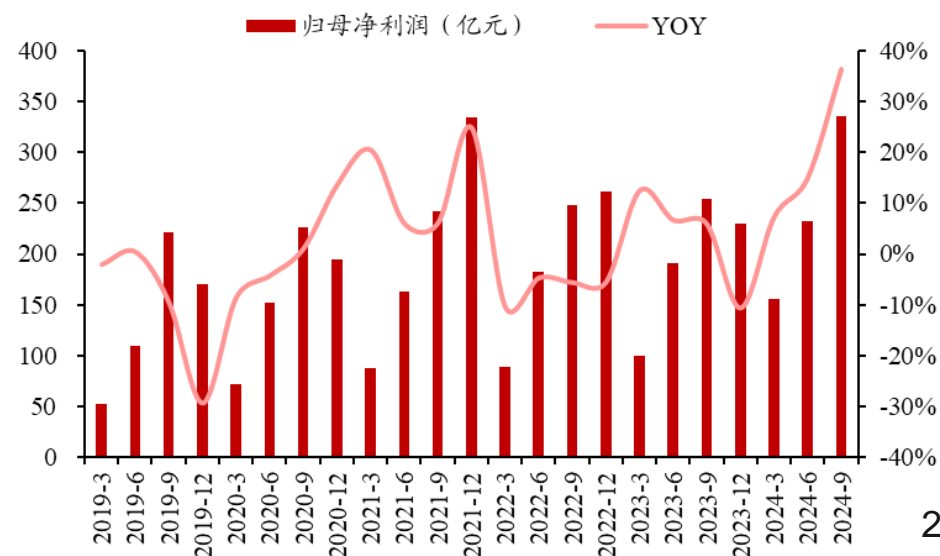
1635

981

图：化学制剂（申万）营业收入及增长率



图：化学制剂（申万）归母净利润及增长率



数据来源：CDE, Insight, Wind, 浙商证券研究所整理

2.2 化学制剂：看好供给佳&需求强

- **投资建议：**我们认为仿制药集采对行业基本面影响边际逐渐弱化，看好供给佳&需求强的赛道龙头企业，竞争优势和增长持续性更有可见度。
- **恩华药业：**羟瑞舒阿等精麻新品放量，TRV130创新加速驱动。
- **人福医药：**控股股东重整进展积极，精麻仍有较强增长动力。
- **九典制药：**洛索持续放量，凝胶贴膏梯队佳后劲足，看好净利率持续提升，利润延续高增长。
- **兴齐眼药：**重磅品种低浓度阿托品进入兑现期，看好盈利能力提升趋势。
- **苑东生物：**精麻管线储备充足，看好新品放量+制剂国际化突破驱动
- **华特达因：**品牌和渠道优势深厚，看好公司高分红、新增量、稳增长
- **长春高新：**看好从大单品向多元驱动转型。
- **关注：**汇宇制药、信立泰、宣泰医药等。

2.2 原料药：从去库存到补库存，看好产业升级下盈利提升

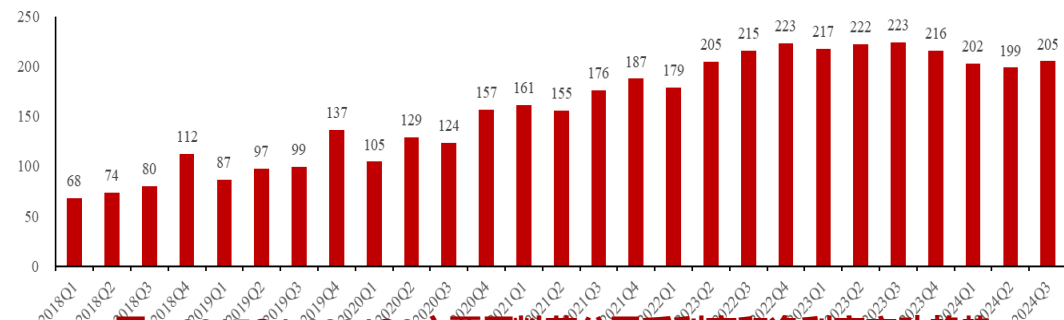
- ①成长能力：23Q1-Q3部分公司原料药产品面临去库存周期以及竞争加剧等产品价格短期承压、产品结构变化等，拖累收入及利润增速平均数，2024Q1-Q3收入及利润增长加速，得益于部分产品下游需求恢复，第二增长曲线发力。
- ②盈利能力：2024Q1-Q3盈利能力同比提升，毛利率基本稳定，费用端受财务费用汇兑波动拖累下，净利率仍略有提升。
- ③扩产进程放缓：24Q1-Q3资本开支强度（资本开支/固定资产）延续下滑态势。

表：主要原料药公司前三季度财务数据平均数

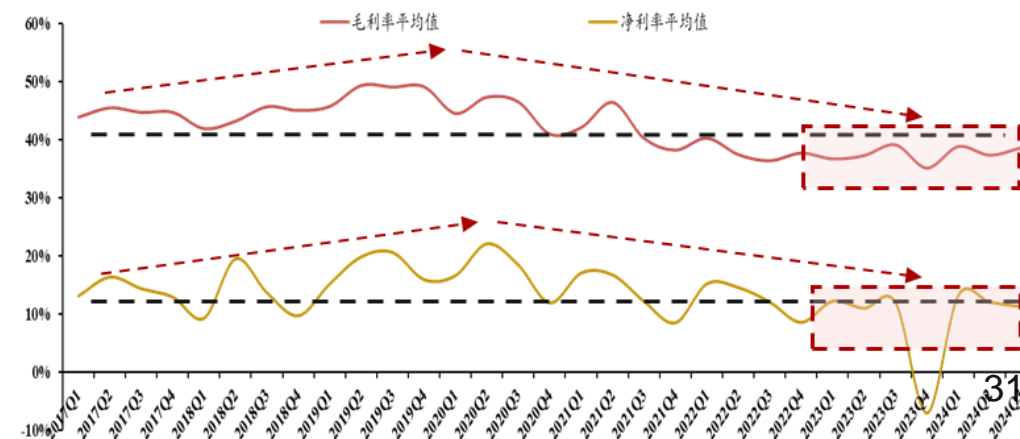
图：2017Q1-2024Q3主要原料药公司存货（合计）变化

■ 存货（亿元）

	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3	2024Q1-Q3
收入增速	12.9%	8.3%	11.4%	8.7%	16.9%	5.6%	8.4%
归母净利润增速	10.6%	54.4%	24.1%	-13.6%	9.2%	-5.2%	19.7%
毛利率	44.6%	47.8%	46.9%	41.6%	37.7%	38.1%	38.1%
期间费用率	25.9%	24.8%	23.5%	23.1%	20.7%	22.3%	23.2%
其中：销售费用率	5.8%	5.3%	4.0%	3.9%	4.4%	4.5%	4.5%
其中：研发费用率	7.0%	6.6%	6.2%	6.8%	7.0%	7.5%	7.5%
其中：财务费用率	0.5%	0.4%	1.5%	0.9%	-1.5%	0.1%	0.8%
净利率	14.7%	19.1%	19.9%	15.3%	13.8%	11.8%	12.3%
经营活动产生的现金流净额/收入	10.3%	17.3%	20.1%	13.6%	9.3%	11.1%	15.2%
固定资产周转率	1.69	1.77	1.80	1.65	1.70	1.42	1.16
应收账款周转率	4.44	4.43	4.97	4.63	4.33	4.05	4.19
资本开支/固定资产	25.8%	24.8%	20.4%	37.6%	42.9%	22.0%	17.2%



图：2017Q1-2024Q3主要原料药公司毛利率和净利率变动趋势

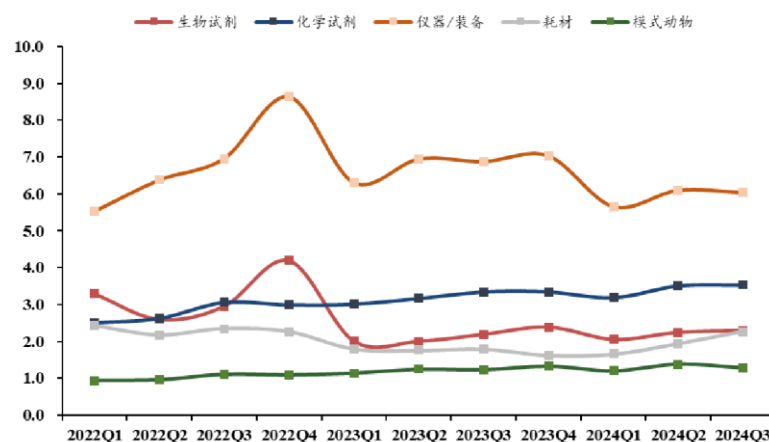


- **投资建议：**原料药行业较多品种价格周期相对底部，看好产业持续升级下盈利能力提升。
- **特色原料药：**看好产业升级（前向一体化、转型CDMO等）弹性逐渐兑现的公司，如普洛药业、仙琚制药、健友股份、奥锐特、博瑞医药、诺泰生物、天宇股份、奥翔药业等。
- **大宗原料药：**关注供给格局集中，需求回暖/稳定，产品价格处于上行/高位的公司，如川宁生物、国邦医药等。
- **仙琚制药：**甾体制剂和创新药兑现新周期，看好盈利能力改善趋势。
- **普洛药业：**高毛利率制剂和CDMO望驱动公司盈利能力提升，原料药中间体业务需求端持续改善。
- **健友股份：**25年非肝素制剂望进入加速兑现期，肝素原料药价格触底，盈利能力望提升。
- **奥锐特：**盈利能力表现亮眼，看好公司高竞争壁垒、丰富产品梯队以及第二增长曲线共振稀缺性，多肽及小核酸有望贡献弹性。
- **博瑞医药：**GLP-1/GIP减重药数据优异，创新+制剂驱动业绩及估值向上。
- **诺泰生物：**看好减重药研发&商业化带来司美格鲁肽、替尔泊肽原料药高需求，大订单及新客户合作下，公司自主选择业务和CDMO业务有望延续高增。
- **国邦医药：**核心品种市占率提升强化规模制造优势、新品商业化放量构成新动能，看好公司收入&利润稳健增长，兽药回暖有望贡献弹性。

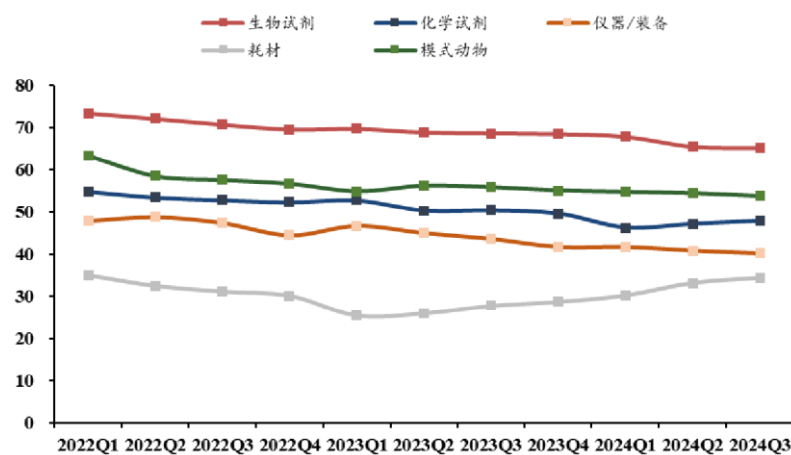
2.2 科学服务：景气企稳，2025年有望释放较大利润弹性

- **成长能力看：**2024Q1-Q3科学服务板块平均收入同比下降3.67%，Q3较Q2环比基本持平。我们认为过去困扰板块的价格战已在绝大多数细分领域上基本触底，随着需求的改善，收入增长有望逐步修复。
- **盈利能力看：**2024Q1-Q3科学服务板块毛利率同比及环比基本持平。子领域方面，化学试剂、耗材毛利率均进入上升通道。我们认为板块毛利率有望在产品结构及客户结构改善下逐步回暖，净利率有望在新成长曲线兑现、折旧、费用、减值等边际减少下释放较大弹性。
- **现金流：**2024Q1-Q3生物试剂、化学试剂、耗材板块的应收账款周转率、存货周转率均呈现明显提升趋势。我们认为，科学服务部分公司营运效率优化一方面是在前期规模化战略指引下自建的仓储布局、国内外商务渠道布局等逐步收效；另一方面则是在需求环境影响下，部分公司积极主动调整产品与业务结构、客户结构等带来的影响。我们看好板块进入经营风险降低、营运效率提升的新阶段。

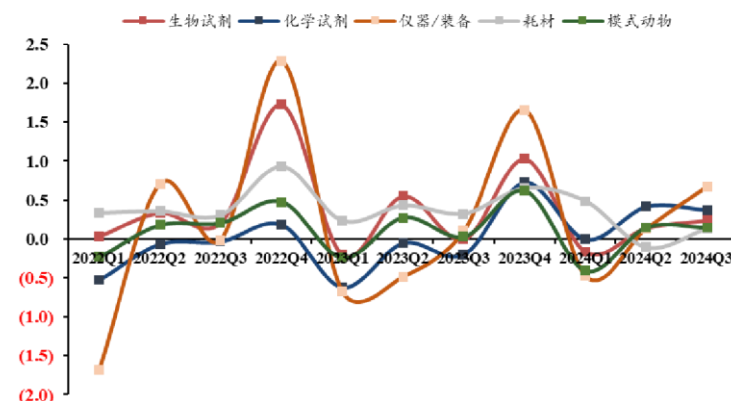
图：2022Q1-2024Q3科研服务子领域单季度营业收入均值（亿元）



图：2022Q1-2024Q3科研服务子领域毛利率 (%)



图：2022Q1-2024Q3科研服务子领域经营性现金流净额（亿元）

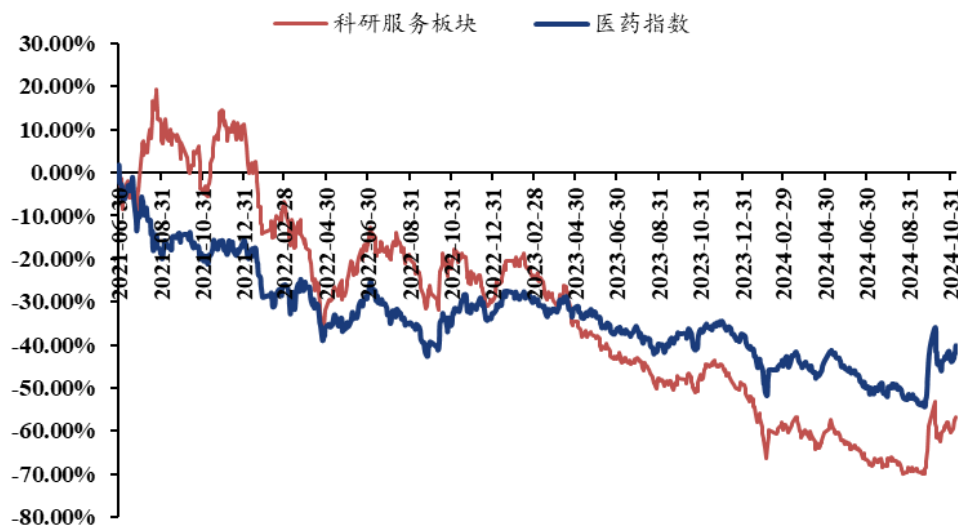


数据来源：Wind，浙商证券研究所

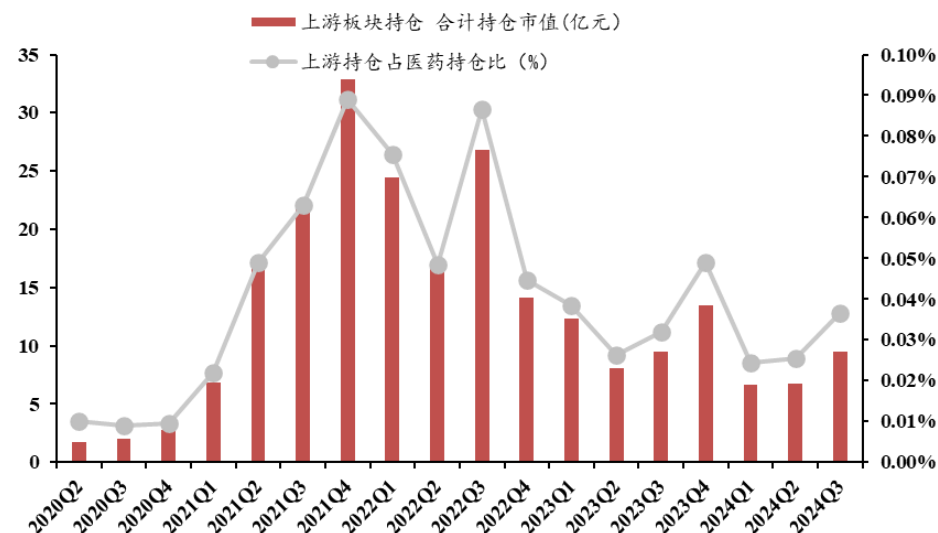
2.2 科学服务：跌幅深、持仓低，或成为2025投资主线

- 2024Q3 科学服务板块机构持仓市值 9.45 亿元，占医药总持仓市值的 0.04%，与 2021Q4 高点相比分别下滑了 71% 及 0.05pct，当前仍处于机构低配位置。另外从涨跌幅角度，2021 年 6 月 30 日 - 2024 年 11 月 8 日，科学服务板块指数标下跌 57%，跑输医药指数 17pcts，其中泰坦科技下跌 84%、纳微科技下跌 82%、键凯科技下跌 80%。
- 我们认为过去 3 年板块的持续下跌主要由于①创新药产业链景气下行导致的基本面疲软；②大单品退潮对表观增速的影响；③新业务拓展对未来不确定性的反应；④市场风格从成长到稳健带来的资金面偏好的调整。
- 当前，我们认为行业资金面上在深度调整后，已经反映了足够充分的悲观预期，结合基本面利润弹性拐点及政策助力，有望较块迎来板块估值反转。

图：2021.6.30-2024.11.8 医药及科研服务板块涨跌幅



图：2020Q2-2024Q3 上游持仓市值及占比



2.2 科学服务：推荐利润有释放弹性的优质标的

- **投资建议：**我们认为，从2024年三季度科学服务板块的毛利率以及经营性现金流净额的环比变化情况来看，板块整体基本面已经触底，部分标的的盈利拐点已经明确，后续弹性释放空间极大，同时叠加政策端对并购、重组的大力支持，我们认为行业已经迎来最佳配置时期，确定性及弹性同在。具体投资建议上，我们看好产品力被海外市场逐渐认可、盈利能力稳定改善的标的，**重点推荐：泰坦科技、皓元医药、毕得医药、阿拉丁、诺唯赞等。**
- **泰坦科技：**全流程生命科学产品服务商，规模效应体现驱动业绩超预期。
- **皓元医药：**海外拓展提速，利润拐点明确。
- **诺唯赞：**盈利拐点将至，新成长曲线明晰。
- **毕得医药：**结构调，弹性显，走出盈利低点。
- **阿拉丁：**盈利能力强、经营质量优，持续并购有望迅速打开海外市场。
- **奥浦迈：**海外高增已兑现，漏斗丰盈、放量可期。
- **纳微科技：**主业回暖，看好新产品、新需求、新战略支撑业绩拐点。

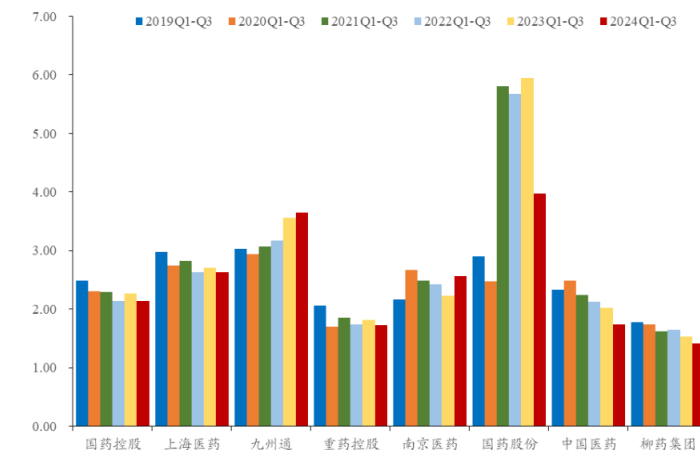
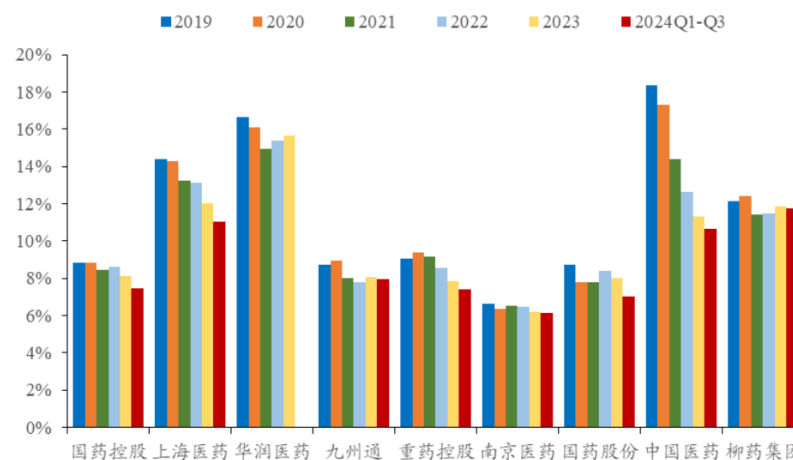
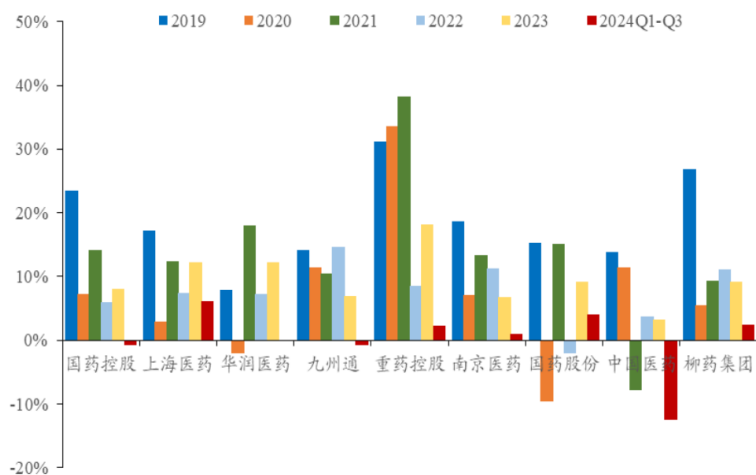
2.2 流通：25年经营质量或迎来边际向好

- **成长性**：2024Q1-3板块收入平均同比增速为0.23%，增速同比下降10.27pcts，我们预计反腐或转为常态化，在支付端压力下对流通板块成长性仍产生一定影响。
- **盈利能力**：2024Q1-3平均毛利率8.69%，同比下降0.45pct。我们预计随着集采持续扩面，医药流通商业部分毛利率依然有压力。
- **现金流**：2024Q1-3流通应收及票据周转率为2.48次，同比下降0.28次。院内流通公司均受到院内支付端压力持续，账期持续延长的影响。2024Q1-3流通应付周转率为2.76次，同比下降0.23次。持续降低的应收周转率一直是流通板块现金流较大压力的主要来源，我们认为随着国家化债及医保预付制度的推进，现金流有望迎来边际改善。随着院内外合规运营的逐渐加强、龙头标的市占率的进一步提升，全国及地方流通龙头在产业链中地位有望逐渐增强。

图：2019-2024Q1-3 医药流通重点公司收入同比增速

图：2019-2024Q1-3医药流通重点公司毛利率

图：2019Q1-3-2024Q1-3 流通应收周转率



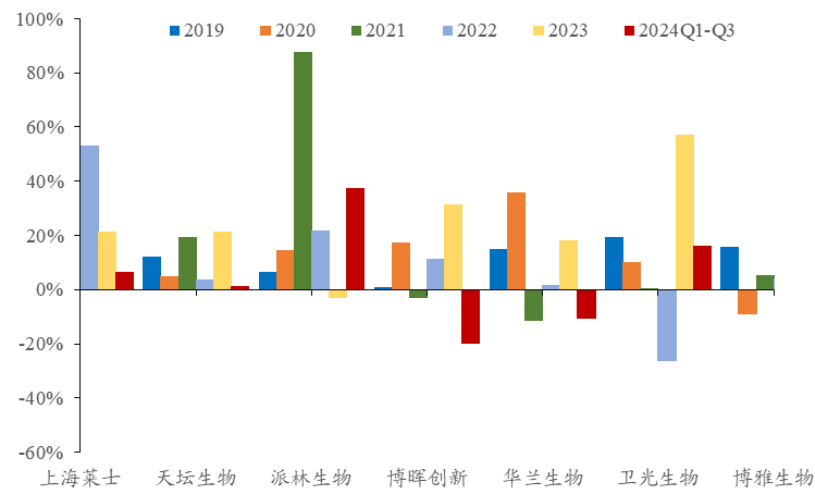
2.2 流通：边际向好，新成长曲线明晰

- **投资建议：**在院内边际向好、上游公司营销渠道改革趋势下，我们认为医药流通已不仅仅是医药板块中稳健的选择。基于我们对2024年四季度以及后续的政策研判，我们更看好院内回款改善后利润端弹性大，CSO、器械大健康分销等新业务持续兑现以及在院外渠道具有更高的覆盖度与管理能力的龙头流通公司，重点推荐上海医药、九州通、百洋医药、重药控股，关注国药控股、国药股份等。
- **上海医药：**CSO持续兑现支撑商业端穿越周期，创新药商业化与体系优化支撑工业端再起航。
- **九州通：**全渠道布局优势明显，院外新业态高速兑现，REITs落地助力ROE再提升。
- **百洋医药：**OTC核心产品延续高速增长，院外创新药械商业化落地带来第二增长曲线。
- **重药控股：**从西南快步走向全国的院内龙头，账期改善预期或带来利润弹性释放
- **国药股份：**麻精药品及北京区域精品流通龙头，优质稀缺资源支撑增长确定性强
- **国药控股：**治理进一步优化的药械分销双龙头，渠道下沉与营销服务拓展驱动大象再起舞

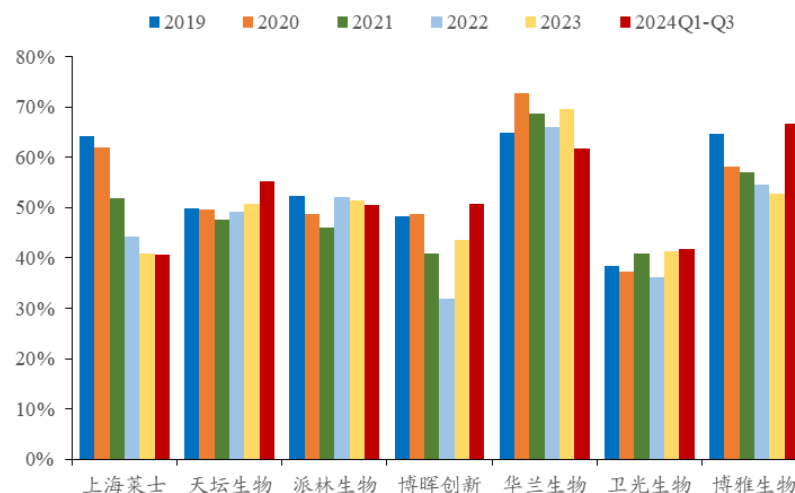
2.2 血制品：整合加速，需求升级

- **成长性**：2024Q1-3收入同比增速平均为-1.79%，同比下降27.14pcts，整体在2023年高基数下依然表现稳健。我们认为血制品市场仍处于高景气阶段，稀缺资源品属性凸显。
- **盈利能力**：2024Q1-3平均毛利率52.47%，同比提升2.93pcts。主要系各血制品公司在经营整合下，盈利能力均持续增强所致。
- **行业整合**：2024年行业加速并购整合。2024年7月博雅生物宣布收购香港绿十字，间接完成对绿十字中国的并购；2024年8月，天坛生物子公司成都蓉生宣布收购CSL在中国的全资子公司中原瑞德；行业集中度持续提升。

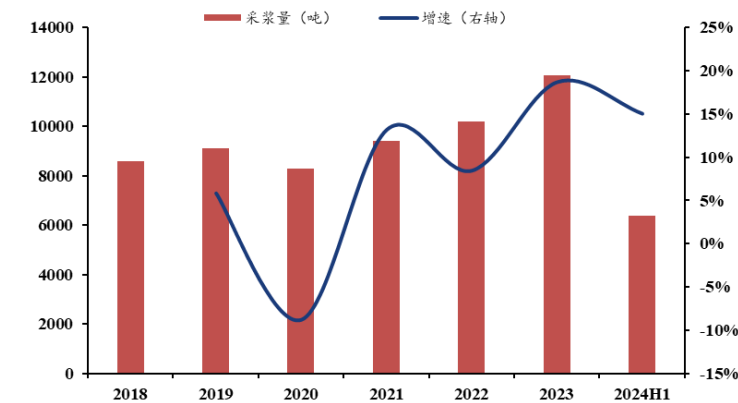
图：2019-2024Q1-3 医药血制品重点公司收入同比增速



图：2019-2024Q1-3医药流通重点公司毛利率



图：中国全国采浆量



数据来源：Wind，浙商证券研究所

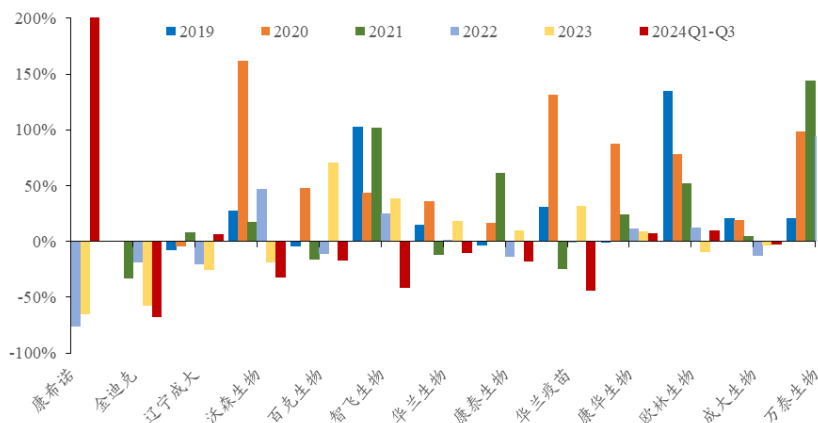
2.2 血制品：边际向好，新成长曲线明晰

- **投资建议：**血制品板块属于资源型行业，市场始终持续维持高需求景气。随着血制品行业持续的并购整合，头部国资市占率有望持续提升。我们看好，股东背景雄厚，产品组合丰富的血制品龙头企业。
- **上海莱士：**核心品种优势明显，新股东赋能新生机。
- **天坛生物：**收购助力牌照拓展，新产能、新产品陆续进入爬坡期。
- **派林生物：**ROE持续提升，新浆站增量可期。
- **华兰生物：**血制品景气持续，疫苗影响边际减弱。
- **博雅生物：**资产剥离，战略聚焦，进入盈利能力提升新周期。

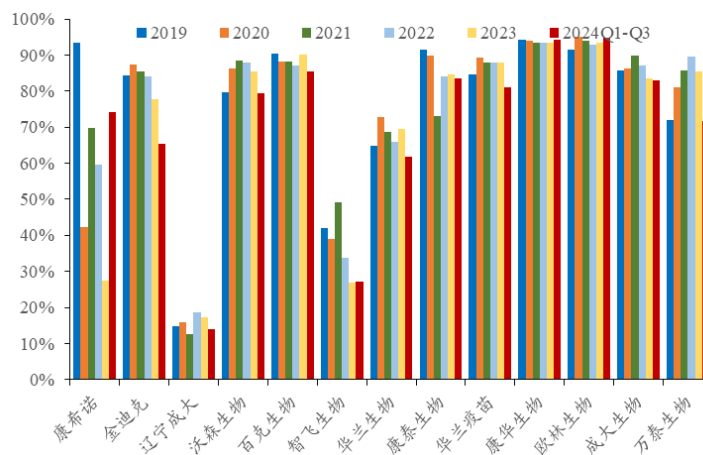
2.2 疫苗：行业竞争激烈，期待大单品放量

- **成长性**：2024Q1-3收入同比增速平均为-3.81%，同比上升5.88pcts，整体分化较为明显，大多数公司呈现收入大幅下滑。我们认为疫苗行业仍处于降价周期，同类产品竞争较为激烈。
- **盈利能力**：2024Q1-3平均毛利率70.44%，同比基本持平，整体分化较为明显，除康希诺外，大多数公司在竞争加剧下毛利率同比大幅下滑。
- **现金流**：2024Q3板块平均应收账款周转率1.08次，同比下降0.13次，应收账款周转率进一步下降。显现了板块公司在行业竞争加剧下，院内量价规范下，对下游议价能力的进一步减弱。
- **关注在研新品**：①国产HPV疫苗预计将于2025年后陆续上市；②康希诺13价肺炎预计2024-2025年上市，智飞15价肺炎预计2026年后上市；③带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市；④金葡菌疫苗：欧林生物预计2025-2026年后上市。

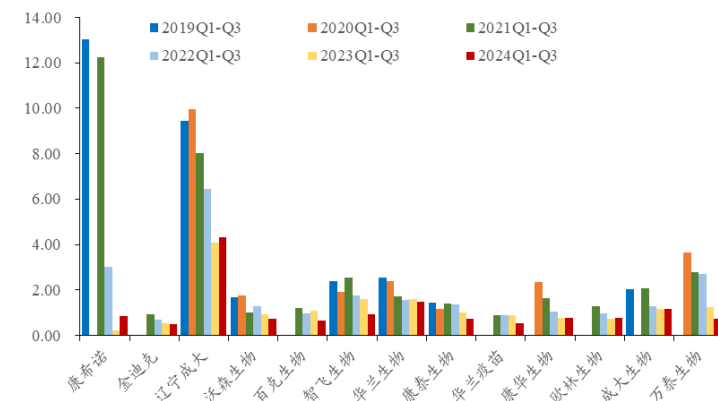
图：2019-2024Q1-3 医药疫苗重点公司收入同比增速



图：2019-2024Q1-3医药疫苗重点公司毛利率



图：2019-2024Q1-Q3疫苗重点公司应收周转率

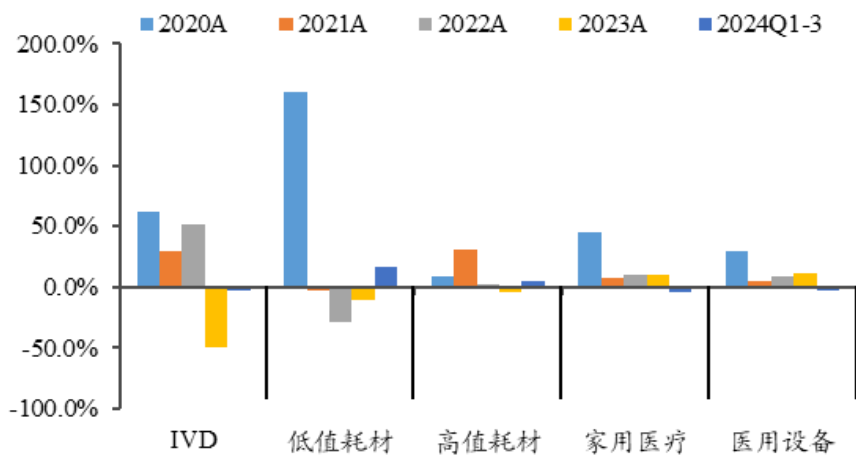


2.2 疫苗：看好具有核心产品力及海外拓展力的公司

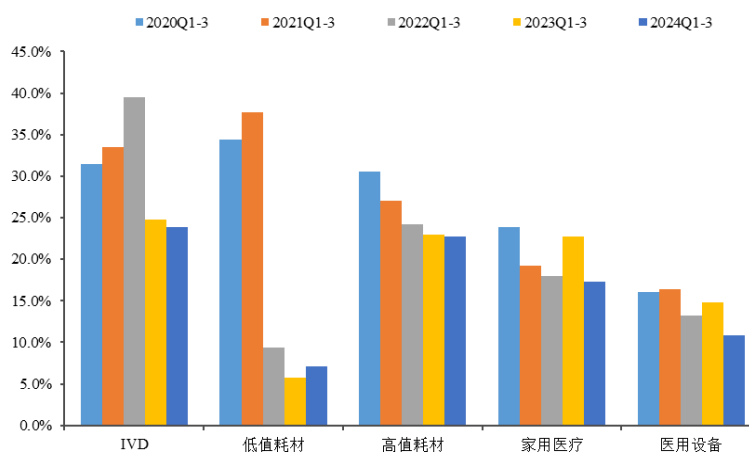
- **投资建议：**当前疫苗行业竞争激烈，部分产品量价齐跌，创新及出海是关键。技术创新优势、产品力优势以及产业化能力的企业才有望实现突围。建议关注重磅单品的上市和放量节奏。
- **智飞生物：**自研产品陆续上市，代理品种优势明确，持续丰盈。
- **欧林生物：**存量稳健，增量产品丰富，研发加速推进。
- **百克生物：**核心产品带状疱疹疫苗已实现出口，塑造新成长曲线。
- **康泰生物：**产品研发顺利推进，海外拓展加速。

- 从成长性看，低值耗材、高值耗材需求相对稳定，收入与归母净利润仍有同比正增长。其他板块，如医疗设备、IVD在院内招标影响下、家用器械在高基数以及消费环境等影响下，收入及利润同比均有所下滑。
- 从盈利能力看，除低值耗材外，净利率均有所下降。产品结构调整下，低值耗材与家用器械毛利率提升，但家用器械宏观环境影响下，销售费用率提升较快，行业除低值耗材外净利率均有所下降。
- 从营运能力看，高值耗材应收账款周转率创新高，IVD应收账款周转率有所提升。高值耗材大范围集采基本完成，企业逐步走出集采影响，而招采波动、需求波动等影响下，其他板块应收账款周转率下降。

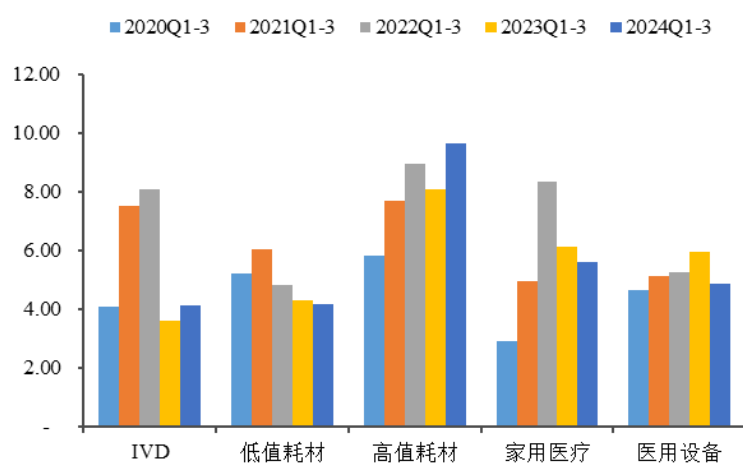
图：2020-2024Q3医疗器械子版块营业收入同比增速



图：2020-2024年Q1-3医疗器械子版块净利率变化



图：2020-2024年Q1-3医疗器械子版块应收账款周转率



数据来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 器械：出清节奏分化，推荐低风险+高壁垒

➤ 周期判断：我们认为，2024年医疗器械板块政策扰动仍在，但板块出清节奏不同，表现相对分化：

① IVD/低值耗材：高基数影响逐步出清，开始寻求创新产品等增长拉动，低值耗材收入与盈利能力均有所提升；

② 高值耗材：大品类集采供货逐步完成，集采相关品类的渠道调整逐步完成，2024年收入同比增长，应收账款周转率创新高，逐步进入创新拉动的产品稳步放量期；

③ 医疗设备：招采影响下收入利润增速下滑，但国产替代趋势仍在、出海逐步加速，技术壁垒评估至关重要。

➤ 投资建议：集采风险出清，进入稳步放量期的高值耗材企业；技术壁垒高，国产替代以及出海拉动下，收入有望稳步增长的医疗设备以及家用设备公司；技术壁垒高/新品拉动持续，有望带来收入利润持续增长的IVD企业，重点推荐联影医疗、华大智造、开立医疗、新华医疗、鱼跃医疗、微创医疗等。

➤ 联影医疗：国产医学影像龙头，新品&海外持续推进，收入增长有望超预期；

➤ 华大智造：国产基因测序仪龙头，赢得美国Illumina专利之争，海外拓展&国产替代拉动下订单增长有望超预期；

➤ 开立医疗：超声+内镜驱动，应收账款周转率持续提升，招标恢复下收入恢复节奏有望超预期；

➤ 新华医疗：国内医疗器械老龙头，国企改革下利润加速释放，利润增速有望超预期；

➤ 鱼跃医疗：国产家用器械龙头，品牌力驱动新品快速放量，新品&海外拉动下收入增速有望超预期。

➤ 微创医疗：集采风险出清、新品持续推进的高值耗材平台企业，产品放量下收入有望加速增长。

- 2024年7月中旬以来，中药材价格指数持续回落，且常用中药材连翘、党参、当归的价格也呈下降态势，麦冬、牡丹皮价格基本稳定。2025年中药企业的毛利率压力有望随中药材价格回落而缓解。
- 2024年9月黄山市医保局发布了《安徽省2024年度中成药集中带量采购文件（征求意见稿）》，其中集采目录既有销售额较大的医保独家品种，又有不在医保目录的OTC，或显示了未来集采的长期趋势。

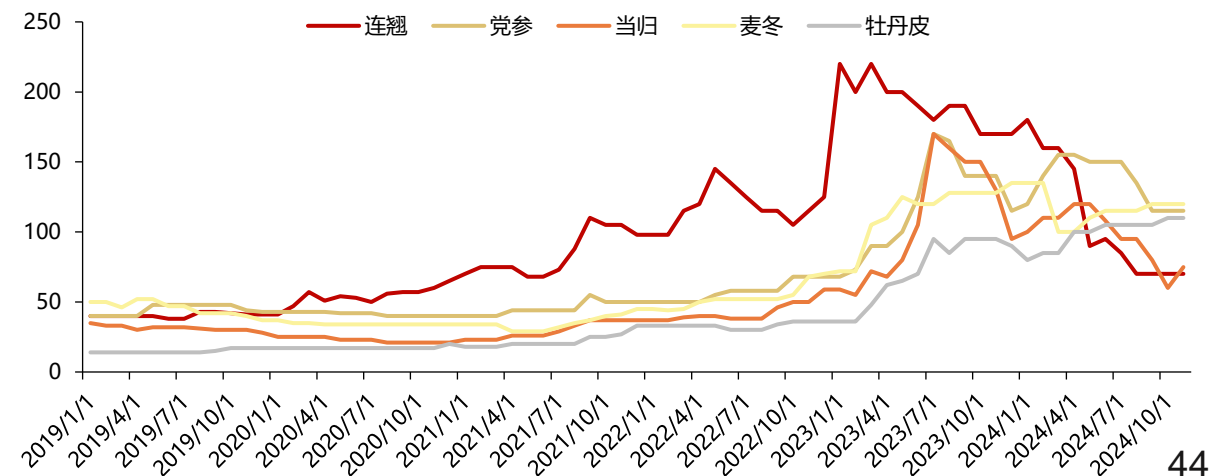
安徽省2024年度中成药集中带量采购目录（征求意见稿）

目录	序号	采购组名称	给药途径	药品名称	首年采购需求量
1	1	参芪降糖	口服	参芪降糖胶囊	9
				参芪降糖颗粒	
				参芪降糖片	
2	2	刺五加	口服	刺五加胶囊	10
				刺五加颗粒	
				刺五加片	
3	3	刺五加	注射	刺五加注射液	11
4	4	地榆升白	口服	地榆升白胶囊	12
				地榆升白片	
5	5	独一味	口服	独一味胶囊	13
				独一味颗粒	
				独一味片	
				独一味软胶囊	
6	6	感冒灵	口服	感冒灵胶囊	14
				感冒灵颗粒	
7	7	感冒清热	口服	感冒清热颗粒	15
8	8	桂龙咳喘宁	口服	桂龙咳喘宁胶囊	16
				桂龙咳喘宁片	
二	17	脑心通、通心络、脑心安	口服	脑心通胶囊	17
				通心络胶囊	
				脑心安胶囊	
18	18	参松养心、稳心	口服	参松养心胶囊	18
				稳心颗粒	

中药材价格指数：综合200走势



常用中药材连翘、党参、当归、麦冬、牡丹皮价格走势（元/千克，安国市场）



数据来源：wind，中药材天地网，黄山市医疗保障局，浙商证券研究所整理

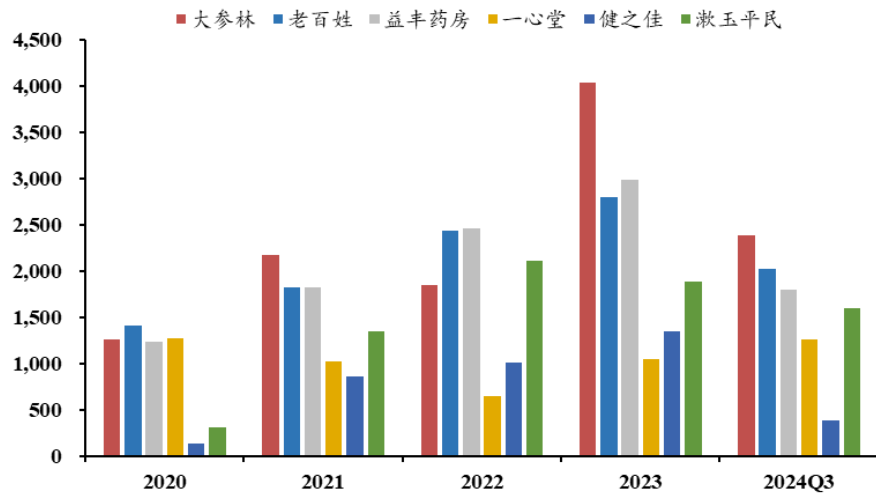
- **投资建议：**我们看好强品牌力、强价格管控力、持续提质增效的中药企业，推荐组合(1)毛利率有望改善的顺周期老字号：**片仔癀、同仁堂、东阿阿胶**；(2)重组融合助力困境反转：**天士力**；(3)低波红利稳健资产：**羚锐制药、云南白药、华润三九**
- **片仔癀：**量价齐升实力强，大单品线不断扩充
- **同仁堂：**国资老字号中药龙头，业绩反转带来估值修复
- **东阿阿胶：**中药滋补龙头，高成长且高分红
- **天士力：**集采风险逐步出清，华润赋能下有望迎来业绩修复
- **羚锐制药：**骨科贴剂龙头，稳增长且高分红
- **云南白药：**骨科领域品牌优势明显，公司治理向好
- **华润三九：**多品类品牌中药龙头，看好长期稳健增长

2.2 连锁药店：门店出清或将持续，集中度提升有望加速

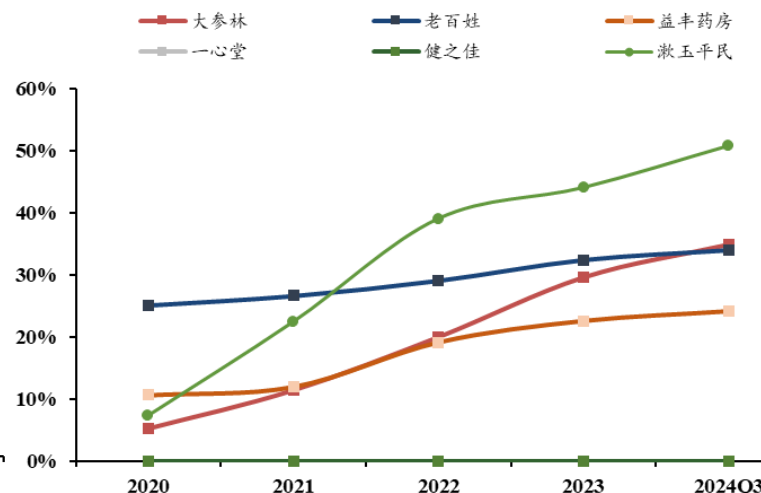
2024年前三季度，连锁药店上市企业整体呈现门店扩张放缓、闭店率提升趋势。以净增加门店数量计，6家连锁药店上市企业2020-2023年每年净增加门店数量均保持快速提升趋势，其中2023年净增加1.4万家，而2024年前三季度仅净增加0.9万家，行业环境影响下门店扩张明显放缓。从门店类型看，轻资产模式持续，加盟门店占比持续提升。

门店出清或将持续，集中度提升有望加速。根据NMPA与中康数据，2024H1门店数量增速略有降缓；但以上市公司门店市占率看，2020-2024H1，门店上市企业市占率持续提升。我们认为，集中度提升仍是行业的核心逻辑，行业门店增速放缓/出清有望持续的情况下，药店龙头有望保持相对较好的增长。

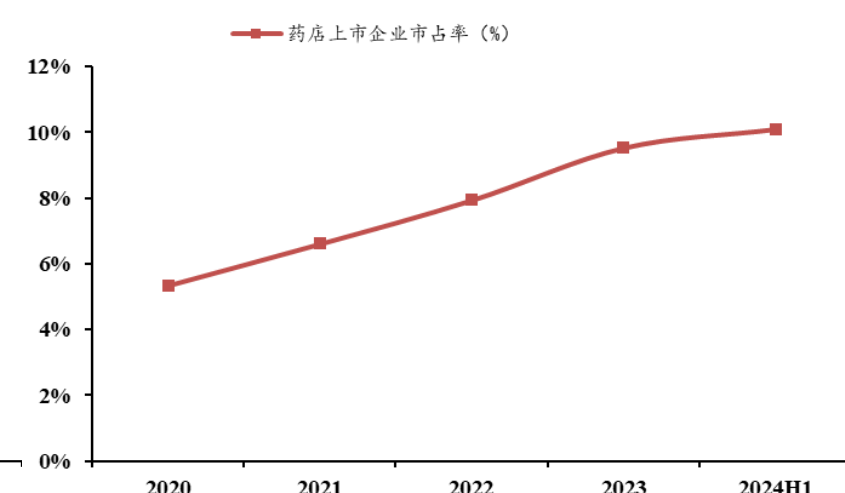
图：2020-2024年Q3各连锁药店净增加门店数量（家）



图：2020-2024年Q3各连锁药店加盟门店占比



图：连锁药店上市企业市占率变化（以门店数量计）



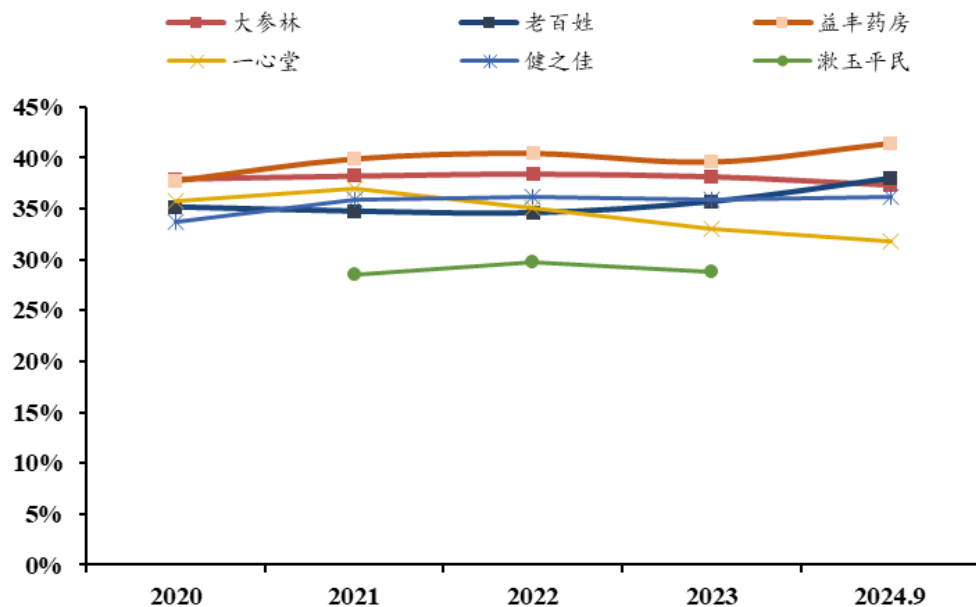
数据来源：NMPA，中康，各公司年报&季报，浙商证券研究所

2.2 连锁药店：行业净利率下行，龙头有望稳健

药店龙头管理能力较强，毛利率仍保持提升态势，但行业出清以及消费环境等影响下，连锁药店净利率显著下行。得益于药店龙头较好的管理能力，虽然行业环境影响，龙头药品零售毛利率仍保持上行趋势；但关店加速等影响下，行业净利率显著下降。

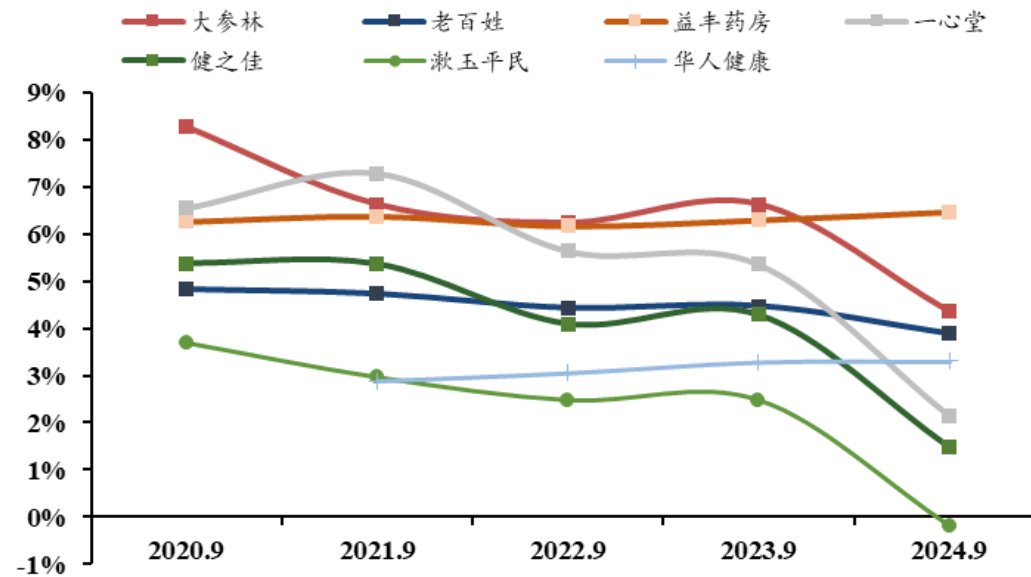
长期盈利能力或仍有波动，推荐精细化管理药店龙头。我们认为处方占比提升等或将对长期毛利率造成影响，行业出清也将影响净利率水平，但龙头受益于精细化管理能力以及品类的持续优化，盈利能力仍有望保持相对稳定水平，推荐益丰药房、老百姓、大参林、健之佳；关注漱玉平民、一心堂等。

图：2020-2024年Q3各连锁药店医药零售毛利率（%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

图：2020-2024年Q3各连锁药店净利率（%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 连锁药店：个股推荐

推荐：

- **大参林**：中参为特色的药店龙头，利润率相对较高，区域&门店持续拓展驱动收入利润增长。
- **老百姓**：覆盖最广的药店龙头，统筹门店落地加速拉动收入，统采提毛利率，有望对冲行业利润率下行影响。
- **益丰药房**：精细化管理的药店龙头，中西成药毛利率位于行业高位，得益于管理能力，收入利润增长有望更稳健。
- **健之佳**：立足西南、扩展全国的药店后起之秀，差异化定位有望构建竞争力。

建议关注：一心堂、健之佳、漱玉平民等。

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
院内新旧动能切换	化学制剂	对集采、谈判等认知充分，但对院内政策组合影响认知不足	创新药商业化兑现期的公司可以对渠道回款更包容，其他需谨慎	是
	中药	对院内中药面临的渠道改革节奏认知不足	消费属性、品牌中药有望延续快速增长，除特色品种外，院内谨慎	否
	医疗设备/ 医疗耗材 /IVD	对于招标等过高估计短期业绩的弹性，但对耗材领域集采出清后的公司弹性认知不足	看好医疗耗材领域业绩有望高增长（骨科、手套、医用敷料、家用器械及IVD）	是
	生物制品	对疫苗的大单品接力、血制品的供需等认知较充分	与市场持平	否
医疗及供应链	医院	市场对消费环境的担忧过度	较好的连锁化模式、顺周期下，依然有不错的机会	否
	线下药店	对药店扩店带来的增长及比价模式的增速放缓预期充分	与市场持平	否
	医药流通	认为流通行业没有太大的弹性	看好CSO、SPD等新模式带来的业绩弹性	是
	诊断服务	低增速延续，处于调整期	与市场持平	否
	CXO	对于贸易摩擦下的增长压力认知充分，对于公司管理能力差异认知不足	看好稳健产能扩张过程中龙头公司的增长韧性	是
	原料药	对集采背景下的产业升级和价格周期认知充分，但对周期节奏认知不足	看好抗生素、肝素、兽药等领域原料药公司，以及产业升级带来的弹性	是

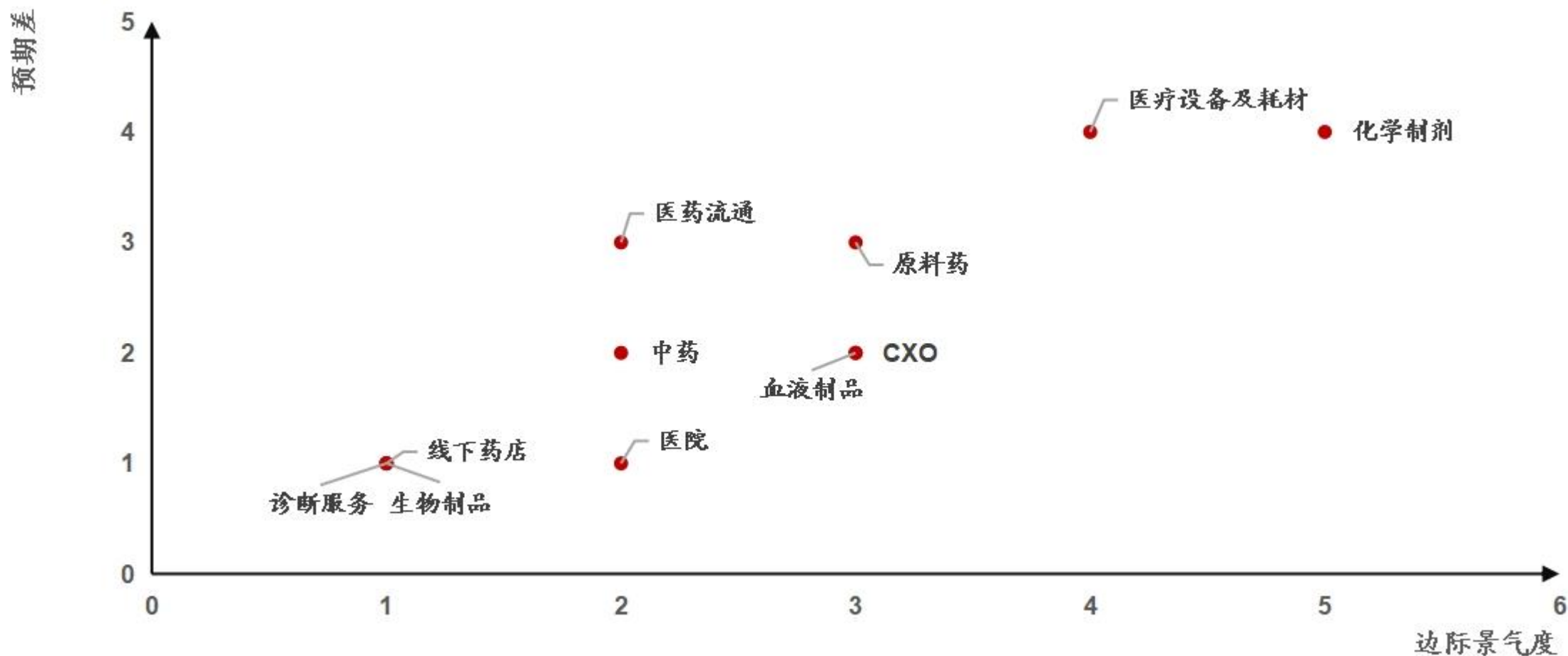
03

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	核心推荐逻辑	基本面边际变化
院内新旧动能切换	化学制剂	不仅仅是创新药，还有集采后周期忽略的仿创公司弹性	仿创升级公司产品结构调整带来业绩弹性
	中药	看好强品牌力、强价格管控力、持续提质增效的中药企业	渠道、产品结构调整驱动盈利能力弹性
	医疗设备/医疗耗材/IVD	经历集采的医疗耗材，新产品、出海驱动业绩超预期	集采出清、新产品放量
	生物制品	关注血制品供需变化中的稳健收益	集采、创新产品放量
医疗及供应链	医院	顺周期下，医疗服务困境反转	新门店拓展及价格触底
	线下药店	药店产品结构调整逐步带来盈利能力拐点	门店处于快速关闭窗口
	医药流通	竞争格局较好，新业态拓展带来业绩超预期	孵化器、CSO等业态持续落地
	诊断服务	新产品、新服务平台拓展，驱动业绩逐步趋稳	商誉减值逐步收窄
	CXO	创新配套产业链核心板块，订单改善驱动业绩超预期	订单改善、资本开支强度趋弱
	原料药	成本下行、新产能、新产品驱动业绩超预期	看好抗生素、肝素、兽药等领域价格弹性逐步体现

图：2025年医药各子板块边际景气及预期差分析



04

推荐组合

证券名称	推荐逻辑
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超预期
恩华药业	国内精麻药龙头，新品种商业化放量驱动业绩超预期
九典制药	国内贴膏龙头，优势产品梯队及院外渠道拓展驱动业绩超预期
健友股份	肝素全链条龙头，海外制剂新品种放量驱动业绩超预期
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超预期
开立医疗	进入收获期的国产内镜龙头，超声稳增长、内镜业务快速增长驱动业绩增长超预期
东阿阿胶	品牌中药龙头，阿胶浆放量驱动业绩超预期
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超预期
泰坦科技	科研试剂平台型公司，盈利能力改善驱动业绩超预期
康方生物	看好AK112商业化潜力及临床优势下全球竞争力
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>