

医药生物周报（24年第2周）

超配

东阿阿胶、江中药业发布股票激励计划，关注中药企业国改进程

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块领跌。本周全部A股下跌2.17%（总市值加权平均），沪深300下跌2.97%，中小板指下跌4.68%，创业板指下跌6.12%，生物医药板块整体下跌3.14%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌3.48%，生物制品下跌4.01%，医疗服务下跌6.27%，医疗器械下跌2.64%，医药商业上涨1.23%，中药下跌0.32%。医药生物市盈率（TTM）27.53x，处于近5年历史估值的30.23%分位数。

东阿阿胶、江中药业发布股票激励计划（草案）。2023年1月2日晚，华润系上市公司东阿阿胶、江中药业分别发布限制性股票激励计划（草案）。从解除限售的条件来看，两家企业股票激励计划的考核年度均为2024年-2026年，东阿阿胶对净资产收益率、归属母公司股东的净利润复合增长率、营业利润率等指标进行限定，江中药业则对资本回报率、归母净利润年复合增长率、研发投入等指标进行限定。

中药国企改革进程梳理：我们对A/H股主要中药企业进行了梳理（A股73家，H股3家），在76家主要中药上市企业当中，国有资本占据了重要地位：央企性质中药企业共有6家，地方国企性质中药企业共有16家；国有中药上市企业总市值占据中药上市企业总市值的约6成，市值最大的10家中药企业均为国有企业。2021年以来，共有6家中药国企发布限制性股票激励计划，以草案推出的时间来看，最早为昆药集团，随后为江中药业、千金药业、华润三九、康恩贝、东阿阿胶。

投资建议：2021年以来，国药系中药央企尚未发布股权激励计划，地方性中药国企仅有千金药业及康恩贝发布了股票激励计划、企业数目相对较少，较早发布股票激励计划的华润三九、昆药集团面临到期且尚未出台新一轮股票激励方案，我们推荐持续跟踪中药企业国改进程，关注有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企：昆药集团、达仁堂、东阿阿胶、华润三九、太极集团等。

风险提示：研发失败风险；国企改革推进不及预期风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	买入	3440	96.1	115.4	139.0	167.1	35.8	29.8	24.7	20.6
603259.SH	药明康德	买入	2015	88.1	101.3	121.3	158.0	22.9	19.9	16.6	12.7
300122.SZ	智飞生物	买入	1355	75.4	91.0	113.1	141.8	18.0	14.9	12.0	9.6
603882.SH	金城医学	买入	265	27.5	7.6	12.1	15.6	9.6	35.0	22.0	17.0
301363.SZ	美好医疗	买入	145	4.0	4.0	5.0	6.2	36.2	36.8	29.4	23.3
600557.SH	康缘药业	买入	125	4.3	4.8	5.6	6.8	28.8	25.9	22.3	18.5
688236.SH	春立医疗	买入	78	3.1	2.8	3.6	4.7	25.4	28.5	21.6	16.6
688212.SH	澳华内镜	买入	77	0.2	0.8	1.4	2.0	354.7	95.1	55.0	38.3
300601.SZ	康泰生物	买入	282	(1.3)	10.0	14.2	19.0		28.1	19.9	14.9
301096.SZ	百诚医药	买入	75	1.9	2.8	3.9	5.2	38.7	26.5	19.1	14.6
6990.HK	科伦博泰生物-B	买入	203	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)				
9926.HK	康方生物	买入	333	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		16.8		52.1
2162.HK	康诺亚-B	买入	105	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)				
1789.HK	爱康医疗	买入	59	2.0	2.7	3.5	4.6	29.0	22.1	17.1	12.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业周报

医药生物

超配 · 维持评级

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《医药生物周报（23年第50周）-海外大药企收购频现，关注相关领域创新药开发趋势》——2024-01-03

《医药生物周报（23年第49周）-体外诊断试剂省际联盟集采公布拟中选结果，国产IVD龙头加速国际化征程》——2023-12-28

《医药生物行业2023年12月投资策略：布局2024年成长资产，看好器械国际化》——2023-12-26

《医药生物周报（23年第48周）-医保谈判降温温和，关注JN.1等新型变异株》——2023-12-18

《医药生物周报（23年第47周）-注射穿刺行业梳理：市场广阔，增速稳定》——2023-12-11

内容目录

东阿阿胶、江中药业发布股票激励计划	4
东阿阿胶股票激励计划草案	4
江中药业第二期股票激励计划草案	5
中药国企改革进程梳理	7
国有资本在中药上市企业中占据重要地位	7
国企改革稳步推进	8
新股上市跟踪	10
本周行情回顾	11
板块估值情况	13
投资策略	14
医药行业 1 月投资观点	14
推荐标的	16
风险提示	18

图表目录

图 1: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	11
图 2: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	13
图 3: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	13
图 4: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	13
表 1: 东阿阿胶股票激励计划草案解除限售条件 (公司层面)	5
表 2: 江中药业股票激励计划草案解除限售条件 (公司层面)	6
表 3: 中药国企梳理	7
表 4: 国有中药企业重大变化梳理 (股权、人事变动及股权激励)	8
表 5: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪	10
表 6: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	12

东阿阿胶、江中药业发布股票激励计划

2023年1月2日晚，华润系两家上市公司东阿阿胶、江中药业分别发布限制性股票激励计划（草案）。

东阿阿胶股票激励计划草案

1) 拟授予股票数量

激励计划拟授予不超过 151.2332 万股限制性股票，占公司股本总额 64,397.6824 万股的 0.2348%。其中：

首次授予 134.2717 万股，占激励计划公告时公司股本总额 64,397.6824 万股的 0.2085%，占本次授予权益总额的 88.7845%；

预留 16.9615 万股，占激励计划公告时公司股本总额 64,397.68 万股的 0.0263%，预留部分占本次授予权益总额的 11.2155%。

2) 授予对象

拟授予对象包括董事/总裁程杰、副总裁卢家轩、董事/董事会秘书/副总裁/财务总监丁红岩、副总裁刘广源、副总裁王延涛、副总裁李新华、副总裁李庆川等 185 人，约占公司 2022 年末员工人数 3703 人的 1/20，覆盖面较为广泛。

3) 授予条件（已达成）

以下授予条件全部达成后，公司方可向激励对象授予限制性股票，若其中一项或以上不达标，则激励计划授予终止实施。

- ①2022 年净资产收益率不低于 6.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 50 分位值水平；
- ②以 2021 年基准，2022 年归属母公司股东的净利润增长率不低于 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业 50 分位值水平；
- ③2022 年营业利润率不低于 15.00%。

4) 解除限售条件（公司层面）

激励计划授予的限制性股票，在 2024-2026 年的 3 个会计年度中，分年度进行业绩考核，每个会计年度考核一次，以达到公司业绩考核目标作为激励对象的解除限售条件。

若限制性股票某个解除限售期的公司业绩考核目标未达成，则所有激励对象当期限制性股票不可解除限售，由公司回购注销，回购价格为授予价格与回购时公司股票市场价格的孰低值。

表1: 东阿阿胶股票激励计划草案解除限售条件（公司层面）

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	1、2024 年净资产收益率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2、以 2022 年基准，2024 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 3、2024 年营业利润率不低于 23.00%
第二个解除限售期	1、2025 年净资产收益率不低于 10.50%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2、以 2022 年基准，2025 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 3、2025 年营业利润率不低于 23.50%
第三个解除限售期	1、2026 年净资产收益率不低于 11.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 2、以 2022 年基准，2026 年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平； 3、2026 年营业利润率不低于 24.00%

资料来源：东阿阿胶公司公告，国信证券经济研究所整理

江中药业第二期股票激励计划草案

1) 拟授予股票数量

激励计划拟向激励对象授予不超过 763.5 万股限制性股票，占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.21%。其中：

首次授予 690.20 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.10%，占激励计划限制性股票授予总数的 90.40%；

预留授予 73.30 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.12%，占激励计划限制性股票授予总数的 9.60%。

2) 授予对象

本激励计划首次授予的激励对象不超过 213 人，包括公告本激励计划时在公司（含下属子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员，约占公司 2022 年末员工人数 4018 人的 1/19，覆盖面较为广泛。

3) 解除限售条件（公司层面）

激励计划的考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，分年度进行考核并解除限售，每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为限制性股票的解除限售条件之一。

表2: 江中药业股票激励计划草案解除限售条件(公司层面)

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	1、2024 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2022 年归母净利润为基数，2024 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2024 年研发投入强度应不低于 3.90%。
第二个解除限售期	1、2025 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2022 年归母净利润为基数，2025 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2025 年研发投入强度应不低于 3.91%。
第三个解除限售期	1、2026 年投入资本回报率应不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 2、以 2022 年归母净利润为基数，2026 年归母净利润年复合增长率应不低于 9.0%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3、2026 年研发投入强度应不低于 3.92%。

资料来源：江中药业公司公告，国信证券经济研究所整理

中药国企改革进程梳理

国有资本在中药上市企业中占据重要地位

我们选取了 A/H 股主要中药企业 76 家（A 股 73 家，H 股 3 家）并进行了梳理，通过统计，我们发现在 76 家主要中药上市企业当中，国有资本占据了重要地位：

1) **央企性质中药企业共有 6 家，地方国企性质中药企业共有 16 家。**央企性质中药企业可分为华润系及国药系，其中，华润系包括华润三九、昆药集团、江中药业、东阿阿胶，国药系包括太极集团、中国中药；

2) **7 家国有中药企业第一大股东持股比例超过 40%。**第一大股东持股比例超过 40% 的国有中药企业包括华润三九（第一大股东：华润医药控股有限公司）、佛慈制药（第一大股东：兰州佛慈医药产业发展集团有限公司）、同仁堂（第一大股东：中国北京同仁堂集团有限责任公司）、片仔癀（第一大股东：漳州市九龙江集团有限公司）、白云山（第一大股东：广州医药集团有限公司）、江中药业（第一大股东：华润江中制药集团有限责任公司）、达仁堂（第一大股东：天津市医药集团有限公司）。

3) **从市值情况来看，国有中药上市企业总市值占据中药上市企业总市值的约 6 成。**76 家主要中药上市企业总市值超过 10000 亿元人民币，其中，市值最大的 10 家依次为片仔癀、云南白药、同仁堂、华润三九、白云山、东阿阿胶、达仁堂、太极集团、昆药集团、江中药业，市值最大的 10 家中药企业均为国有企业。

表3: 中药国企梳理

证券代码	证券简称	实控人名称	实控人属性	第一大股东名称	第一大股东持股比例 (%)	备注
600129.SH	太极集团	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	太极集团有限公司	27.62	国药系
000999.SZ	华润三九	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润医药控股有限公司	63.00	华润系
600422.SH	昆药集团	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润三九医药股份有限公司	28.01	华润系
600750.SH	江中药业	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润江中制药集团有限责任公司	43.07	华润系
000423.SZ	东阿阿胶	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	华润东阿阿胶有限公司	23.50	华润系
0570.HK	中国中药	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	国药集团香港有限公司	32.46	国药系
600671.SH	*ST 目药	青岛市崂山区财政局	地方政府	青岛汇隆华泽投资有限公司	29.99	
600479.SH	千金药业	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	27.81	
600085.SH	同仁堂	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45	
600222.SH	太龙药业	郑州高新技术产业开发区管委会	地方国资委	郑州泰容产业投资有限公司	14.37	
600572.SH	康恩贝	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	浙江省中医药健康产业集团有限公司	20.85	
600436.SH	片仔癀	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	漳州市九龙江集团有限公司	51.30	
002349.SZ	精华制药	南通市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	南通产业控股集团有限公司	34.39	
002644.SZ	佛慈制药	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	61.63	
600771.SH	广誉远	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	晋创投资有限公司	14.61	
600332.SH	白云山	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	广州医药集团有限公司	45.04	
600252.SH	中恒集团	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	广西投资集团有限公司	24.90	
300534.SZ	陇神戎发	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	甘肃药业投资集团有限公司	29.93	
300026.SZ	红日药业	成都市国有资产监督管理委员会	地方国资委	成都兴城投资集团有限公司	21.14	
600329.SH	达仁堂			天津市医药集团有限公司	42.99	无实控人
000538.SZ	云南白药	云南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	云南省国有股权运营管理有限公司	25.02	
600518.SH	ST 康美			广东神农氏企业管理合伙企业(有限合伙)	25.31	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 *截至 2024 年 1 月 7 日

国企改革稳步推进

考核机制：由“两利四率”变为“一利五率”。2023年1月，国资委召开中央企业负责人会议，针对部分央企存在的回报水平不优、盈利质量不高、市场竞争力不强、创新能力不足等短板，会议确定了央企考核体系的“一利五率”。原先的考核体系下，“两利”即利润总额、净利润，“四率”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率。而“一利五率”则是将净利润改为ROE，营业收入利润率改为营业现金比率，进一步加强了对国企的盈利能力和创现能力的考核，推动国企高质量发展。

近年来，6家中药国企已发布股票激励计划。2021年以来，共有6家中药国企发布限制性股票激励计划。

1) **激励方案推出的时间：**以草案推出的时间来看，最早发布的为昆药集团（2021年4月），随后为江中药业（2021年6月）、千金药业（2021年11月）、华润三九（2021年12月）、康恩贝（2022年9月）、东阿阿胶（2024年1月）。

2) **中药央企发布股票激励计划的情况：**截至2024年1月7日，华润系旗下4家中药央企已全部发布股票激励计划，其中江中药业发布了两期股票激励计划。国药系旗下2家中药央企尚未发布股票激励计划。

3) **地方性中药国企发布股票激励计划的情况：**截至2024年1月7日，在地方性中药国企中，仅有千金药业、康恩贝发布了股票激励计划，企业数目相对较少。

表4: 国有中药企业重大变化梳理（股权、人事变动及股权激励）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	重大股权变更情况 (2020年以来)	重大人事变动及股权激励情况 (2021年以来)
600436.SH	片仔癀	1,399.0926--		2023年8月，董事长变更为林志辉先生（历任福建省漳州市纪委监委效能监察室纪检监察员、第一纪检监察室副主任、漳州市纪律检查委员会常委、漳州市监察委员会委员等职）。
000538.SZ	云南白药	877.2283--		--
600085.SH	同仁堂	737.8510	2023年2月，健之佳向公司子公司同仁堂麦尔海增资0.3亿，成为其战略投资者。	
000999.SZ	华润三九	499.2306--		2021年12月，推出限制性股票激励方案(草案)，后推出正式方案：以2020年业绩为基准，考核2021-2023年业绩（归母扣非净资产收益率、归母扣非净利润年复合增长率、总资产周转率等）情况。
600332.SH	白云山	469.6910--		--
000423.SZ	东阿阿胶	321.8596--		2023年2月，原董事长高登锋先生离任，白晓松先生接任董事长。2024年1月，推出限制性股票激励计划(草案)。
600329.SH	达仁堂	270.1715--		2021年3月，控股股东混合所有制改革完成。
600129.SH	太极集团	256.0584	2021年4月，公司实际控制人变更为中国医药集团。	2021年5月，聘任俞敏先生为公司总经理。
600422.SH	昆药集团	158.0403	2022年12月，公司实际控制人变更为中国华润。	2021年4月，推出限制性股票激励方案(草案)，后推出正式方案：以2020年业绩为基准，考核2021-2023年净利润增长不低于10%/21%/33%，且年度现金分红比例不低于当年净利润的30%。
600750.SH	江中药业	138.3520--		2021年6月，推出限制性股票激励方案(草案)，后推出正式方案：以2020年业绩为基准，考核2022-2024年业绩（投入资本回报率、归母净利润年复合增长率、研发投入强度等）情况。
600572.SH	康恩贝	131.5859	2020年7月，公司实控人变更为浙江国资。	2024年1月，推出第二期限制性股票激励方案(草案)。2022年9月，推出限制性股权激励计划(草案)，后推出正式方案：以2021年业绩为基准，考核2022-2024年业绩（净利润增长率、加权平均净资产收益率、研发投入总额占当期工业营业收入的比例、净利润现金含量等）情况。
600771.SH	广誉远	129.9599--		--
300026.SZ	红日药业	125.5737--		2023年3月，蓝武军任执行总经理。
600252.SH	中恒集团	86.6324--		--
002349.SZ	精华制药	70.7523--		--
002644.SZ	佛慈制药	49.6869	2023年5月，甘肃国投拟收购兰州佛慈医药产业发展集团有限公司(公司控股股东)100%股权，间接持有公司股份30%以上。	2022年4月，原总经理尚寿鹏先生辞职，董事长石爱国先生代行总经理职责。

600479.SH 千金药业	46.3230--	2021年11月,推出限制性股票激励方案(草案),后推出正式方案:以2020年业绩为基准,考核2022-2024年业绩(营业收入增长率、加权平均净资产收益率、研发费用增长率等)情况。
----------------	-----------	---

资料来源:wind,国信证券经济研究所整理 *截至2024年1月7日

国信医药观点:推荐关注有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企。随着国企改革的深化,国有中药企业有望采用更完善的考核体系、更灵活的运营构架以及更市场化的管理决策制度。2021年以来,国药系中药央企尚未发布股权激励计划,地方性中药国企仅有千金药业及康恩贝发布了股票激励计划、企业数目相对较少,较早发布股票激励计划的华润三九、昆药集团面临到期且尚未出台新一轮股票激励方案,我们推荐持续跟踪中药企业国改进程,关注有望借助国资平台实现经营效率提升的优质国企:昆药集团、达仁堂、东阿阿胶、华润三九、太极集团等。

新股上市跟踪

◆ 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

表5: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

证券代码	公司简称	上市进展	公司简介
2453. HK	美中嘉和	1月1日-1月4日 申购	公司为中国一家肿瘤医疗服务提供商,为癌症患者及第三方医疗机构提供服务。公司的主营业务包括能够向患者提供贯穿诊疗全过程的全方位肿瘤医疗服务,以及凭借一体化肿瘤相关服务广泛赋能的企业客户网络。赋能内容包括肿瘤诊疗解决方案、运营管理、设备租赁及维保服务等产业链上的多个环节。作为一家国家级高新技术企业,美中嘉和集团立足北上广核心城市,在全国布局、建设并运营多家国际化的肿瘤专科医疗机构。目前公司已经形成了线上与线下相结合的,以精准放疗为特色的一整套业务体系,涵盖肿瘤专科医疗机构、互联网医疗、以医学和互联网技术赋能第三方医疗合作伙伴的云系统解决方案,独立影像中心+AI,专注医学技术孵化、转化、应用和输出的科创中心等的不同业务板块。

资料来源:中国证监会,港交所,国信证券经济研究所整理

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 2.17%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 2.97%，中小板指下跌 4.68%，创业板指下跌 6.12%，生物医药板块整体下跌 3.14%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 3.48%，生物制品下跌 4.01%，医疗服务下跌 6.27%，医疗器械下跌 2.64%，医药商业上涨 1.23%，中药下跌 0.32%。

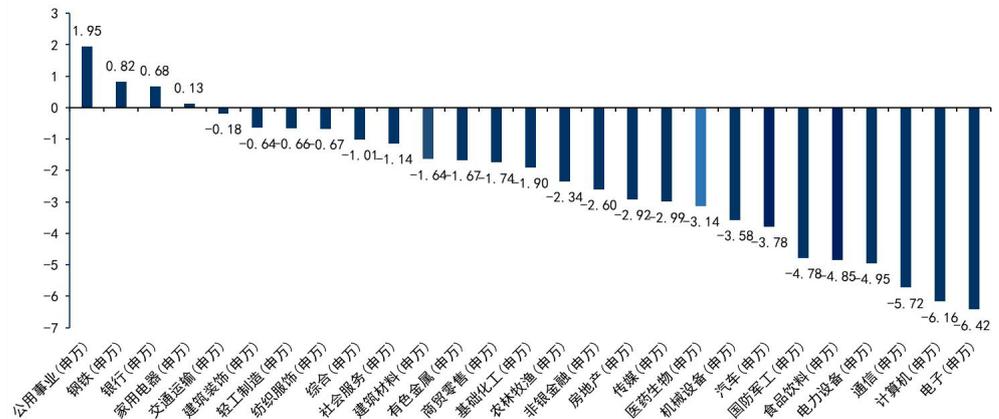
个股方面，涨幅居前的是倍益康（53.57%）、生物谷（39.04%）、ST 天圣（15.79%）、九安医疗（15.29%）、启迪药业（14.17%）、成都先导（14.08%）、澳洋健康（13.72%）、大唐药业（12.17%）、江苏吴中（11.92%）、*ST 美谷（11.42%）。

跌幅居前的是赛诺医疗（-11.71%）、华东医药（-11.51%）、纳微科技（-11.45%）、通策医疗（-11.18%）、奕瑞科技（-10.70%）、皓元医药（-10.49%）、凯因科技（-10.30%）、华恒生物（-10.15%）、威高骨科（-9.94%）、春立医疗（-9.85%）。

本周恒生指数下跌 3.00%，港股医疗保健板块下跌 6.97%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 5.40%，生物科技下跌 6.57%，医疗保健设备下跌 6.26%，医疗服务下跌 2.30%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）时代天使（6.45%）、神威药业（6.33%）、华润医药（6.24%）、东阳光长江药业（5.06%）、绿竹生物-B（3.68%）；跌幅居前的是来凯医药-B（-30.65%）、微创机器人-B（-24.60%）、健世科技-B（-23.15%）、微创脑科学（-22.06%）、博安生物（-21.68%）。

图1：申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表6: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

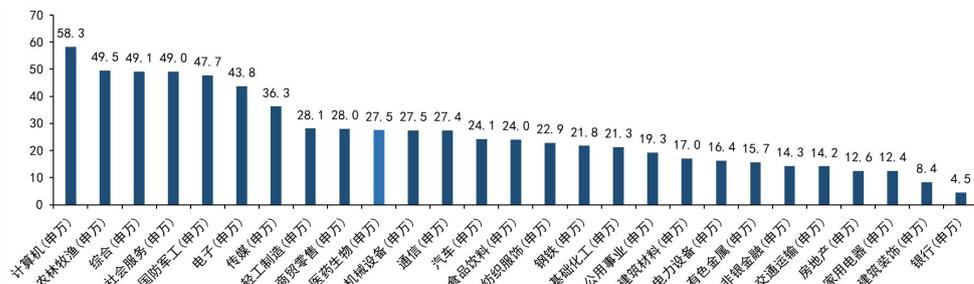
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
倍益康	53.57%	赛诺医疗	-11.71%
生物谷	39.04%	华东医药	-11.51%
ST 天圣	15.79%	纳微科技	-11.45%
九安医疗	15.29%	通策医疗	-11.18%
启迪药业	14.17%	奕瑞科技	-10.70%
成都先导	14.08%	皓元医药	-10.49%
澳洋健康	13.72%	凯因科技	-10.30%
大唐药业	12.17%	华恒生物	-10.15%
江苏吴中	11.92%	威高骨科	-9.94%
*ST 美谷	11.42%	春立医疗	-9.85%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

板块估值情况

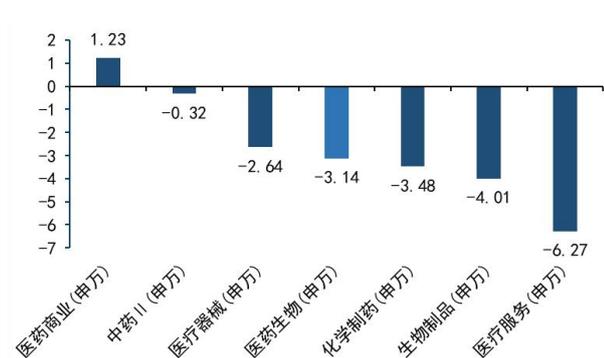
医药生物市盈率（TTM）27.53x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 14.18x。分板块来看，化学制药 32.98x，生物制品 25.31x，医疗服务 28.43x，医疗器械 28.18x，医药商业 18.07x，中药 25.69x。

图2: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



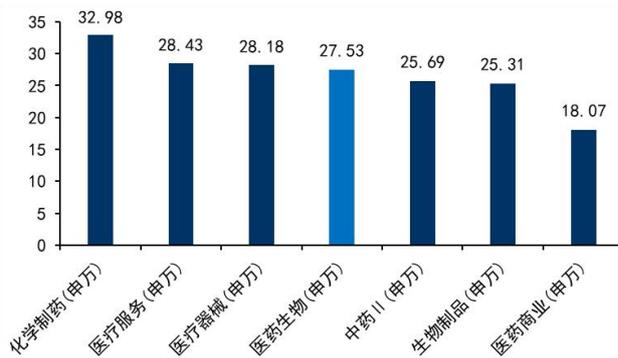
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 医药行业子板块一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 医药行业子板块市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资策略

医药行业 1 月投资观点

基于我们 23 年 12 月发布的 24 年年度策略《站在新周期起点，拥抱国际化浪潮》中对于未来三年医药行情的判断，我们认为 2024 年是未来三年医药新周期的起点，而未来三年医药最强的主线是国际化。国际化 2023 年在创新药领域体现的淋漓尽致，MNC 对于中国创新药资产的购买，逐步从管线引进到公司并购。除了授权方式出海，多个国产创新药也通过差异化的适应症布局，获得 FDA 批准上市，并在海外享受全球化的定价。可以预见的是，2024 年创新药板块仍会有多方面催化因素，包括授权出海、全球多中心临床数据读出、国内商业化放量等。

相比创新药出海，医疗器械的国际化是一个相对缓慢的过程，需要前期注册、渠道、品牌各方面的积累。在疫情前，整体医疗器械出海的增速约在 25% 左右；疫情下中国供应链的稳定性和成本优势进一步放大，加速了整体医疗器械的出海。此外，在疫情前，医疗器械的出海集中在低值耗材 OEM、IVD 中的胶体金等相对低端品类；展望未来，中高端医疗器械（MRI、PET-CT、测序仪、IVD 中的化学发光、高值耗材等）出海有望加速；通过三年疫情的验证，中国医疗器械也进入了欧美发达国家更多大中型医疗终端等全球主流医药市场。中国的工程师红利、供应链优势使得国产医疗器械在全球具备强大的比较优势，未来 3-5 年，全球 TOP30 的器械企业中有望出现更多中国身影。

建议积极布局两大主线，全球创新+患者获益。首先是国内医药人才红利的持续释放，迎接第二波创新全球化，这一波的创新全球化不同于第一波 CXO 等配套产业的全球化，中国的医药产品将走向全球，国内医药、医疗器械企业在未来 5-10 年有望诞生更多大市值医药公司；其次是国内医疗改革不断深化的情况下，能够以患者为中心提供价值的优质产品/服务企业将脱颖而出，不合规、浪费、无效的产品和服务将退出市场，合规、经济、有效的产品和服务将获取更大的市场份额，药品、器械、医疗服务等领域能够提供优质产品和服务的企业未来都会获得长期成长空间。细分行业投资策略如下：

● 创新药：

重点关注差异化创新出海以及国内大单品。政策端、监管端对于能为患者带来临床获益的高质量创新药指向性明确，国内支付端压力缓和，国际化预期升温，建议关注具备差异化创新能力的优质公司：**恒瑞医药、康方生物、康诺亚、科伦博泰生物等。**

● 医疗器械：

1) 集采影响出清，医疗机构手术和采购复苏：院内手术量、设备招标采购有望于 24Q1-Q2 恢复，23Q4 是布局手术相关耗材及设备龙头公司的良好时机，推荐骨科板块**爱康医疗、春立医疗、大博医疗、威高骨科、三友医疗**，内镜耗材**南微医学**，眼科耗材**爱博医疗**，心血管耗材**惠泰医疗、心脉医疗**；设备及 IVD 板块**迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、翔宇医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、万孚生物、普门科技等**；

2) 去库存影响逐渐出清，有望迎来底部反转：低值耗材板块去库存已近尾声，客户结构及产品结构差异导致去库存节奏有所不同，根据库存出清的先后，推荐**拱东医疗等**；

3) 切入海外大厂上游供应链, 新产品放量及新领域拓展增厚业绩: 如**海泰新光**、**美好医疗**、**祥生医疗**的大客户去库存结束及新产品放量带来的投资机会。

● **疫苗:**

海外重磅品种如带状疱疹疫苗、肺炎球菌疫苗、RSV 疫苗、流脑等处于新一轮产品迭代窗口期, 国内企业已有所跟进; 此外, 国内高价 HPV、金葡菌等耐药菌疫苗及结核病疫苗等管线具有一定差异化, 预计 2025 年后随着新产品获批上市, 国内疫苗行业有望进入新一轮景气周期。建议关注产品管线丰富、具备较强商业化、国际化能力企业, 如**智飞生物**、**康泰生物**等, 另外也建议关注研发能力强, 布局差异化管线企业, 如**欧林生物**、**绿竹生物**等。

● **CXO:**

1) 优选估值处于底部, 产能有差异性, 竞争格局良好(盈利能力下滑风险低), 海外业务占比高的 CXO 公司, 如**药明康德**、**药明生物**、**康龙化成**等。

2) 多肽、寡核苷酸、CGT 等新分子业务的快速发展有望进一步打开 CXO 板块的增长空间, 建议关注相关产业链的投资机会, 例如**药明康德**、**凯莱英**、**康龙化成**、**诺泰生物**。

3) 仿制药 CRO 保持高景气, 中药 CRO 带来新增量, 建议关注高景气细分领域中有经营α/订单维持较高增长的 CXO 公司, 例如**百诚医药**。

● **生命科学上游:**

关注部分个股阿尔法机会。国内上游企业目前处于新一轮扩张期, 加大研发投入, 丰富现有产品线并切入 CGT 等前沿领域; 加大 CAPEX 投入, 产能扩张形成规模效应; 加速全球化步伐, 拓展海外高价值客户; 随着全球生物医药投融资回暖, 生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力, 未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业, 如**药康生物**、**百普赛斯**、**毕得医药**、**奥浦迈**等。

● **中药:**

从长期维度来看, 消费、创新和资源是方向, 建议关注中药品牌 OTC、中药创新药、中药资源品三条主线:

1) 集采控费趋势下, 看好具备消费属性的中药品牌 OTC 龙头。推荐关注: **华润三九**、**太极集团**、**羚锐制药**等。

2) 回归药品属性, 推荐关注产品疗效确切、具备持续出新能力的优质中药创新药企业。推荐关注: **以岭药业**、**康缘药业**等。

3) 上游原材料端受限背景之下, 建议关注竞争格局良好的中药资源品相关企业。推荐关注: **片仔癀**等。

推荐标的

迈瑞医疗：疫情后预计医院建设投入将加大，对医疗设备的需求随之加大；并且，国家有望进一步出台政策，鼓励支持国产高端设备的技术研发，提高相关设备的自主可控能力。公司是具备创新属性的器械龙头，业绩高增长，行业优势明显。

药明康德：公司依托高素质的研发团队建立起从药物发现到商业化生产的全产业链稀缺平台，客户黏性较高，长尾客户覆盖广泛，有望持续受益于行业需求的高景气度与全球产业链分工重构，持续扩大全球市场份额。

智飞生物：公司代理产品营收维持较快增速，与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗及四价流感疫苗已报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。

金城医学：公司现有 48 家医学实验室，近 740 家合作共建实验室，行业龙头地位稳固。22 年常规业务中三级医院营收占比达 38%，感染、神免、血液三个疾病线市场份额全国领先，加强产学研转化战略合作。22 年新开发项目超过 600 项，产品创新力度空前，特检业务收入占比约 52%，未来有望进一步提升。

美好医疗：新客户不断突破，平台化延伸可期。一方面，公司通过与瑞思迈深度合作，随着瑞思迈产能释放和公司在瑞思迈供应体系中占比提升，公司订单充足，叠加惠州基地投产带来的产能保障，公司家用呼吸机组件的业务收入作为基本盘有望保持高增长且具备弹性。另一方面，公司凭借核心技术延伸到其他客户，在其他医疗器械组件业务，已拓展强生、西门子、雅培、瑞声达听力、迈瑞、Kardium、Nanosonics 等，在家用及消费电子组件业务，已切入飞利浦、YETI、Rosti、SKG 等国际国内知名品牌的供应体系，平台化能力突出，新业务和新客户有望增加弹性。

康缘药业：公司始终秉承“现代中药，康缘智造”的愿景，坚持创新驱动，目前主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨伤科疾病等中医优势领域。2023 年上半年，天舒胶囊被列为预防性治疗偏头痛的唯一推荐中成药（II 级推荐，C 级证据）和紧张型头痛推荐用中成药，在外部环境错综复杂的情况下，公司业绩实现稳步增长。

春立医疗：公司已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，借助国采提升市场份额，巩固龙头地位，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。当前国内关节手术渗透率较低，未来行业有望维持高景气度。集采风险出清，看好公司长期发展潜力。

澳华内镜：公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品 AQ-300 于 2022 年底前上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

药康生物：公司拥有全球最大规模“斑点鼠”品系资源，全新推出“野化鼠”、“无菌鼠”等差异化品种；依托“药筛鼠”全面覆盖肿瘤、自免、代谢等领域，临床前功能药效服务打开收入天花板。

百诚医药：公司作为综合性医药研发领先企业，深入布局高端制剂，通过“自研转化+权益分成”模式加深护城河，打造“CRO+CDMO”一体化链条，产业链协同效应

不断增强，新签订单高增长，为业绩增长提供保障。

科伦博泰生物（6990.HK）：公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，产品销售将在 2025 年后开始放量。

康方生物（9926.HK）：公司为专注创新的双抗龙头，首款双抗 AK104 销售表现优秀，并且将在年底前后读出一线宫颈癌、一线胃癌两个大适应症的 3 期数据。另一款双抗 AK112 在 EGFR 突变的肺癌中进度较快，并且已经开启了和 k 药头对头的临床。AK112 海外临床顺利推进，有望实现海外价值。

康诺亚-B（2162.HK）：核心品种 CM310 在 AD 适应症开启 3 期注册性临床，CRSwNP 2 期数据读出，有望成为首个获批上市的国产 IL4Ra 单抗；后续差异化管线临床顺利推进。预计公司将在 2024 年实现首款产品 CM310 的商业化，由于公司对外合作产生现金流，且研发投入高效。

爱康医疗（1789.HK）：公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。

风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				ROE 22A	PEG 23E	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	3,440	96.1	115.4	139.0	167.1	35.8	29.8	24.7	20.6	30.0%	1.5	买入
300832.SZ	新产业	医疗器械	583	13.3	16.6	21.6	27.8	43.9	35.1	26.9	21.0	20.8%	1.3	买入
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	77	0.2	0.8	1.4	2.0	354.7	95.1	55.0	38.3	1.7%	0.9	买入
688161.SH	威高骨科	医疗器械	149	5.4	6.0	7.6	9.4	27.4	25.0	19.7	15.9	11.2%	1.3	增持
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,152	16.6	21.0	26.4	31.6	69.5	54.9	43.6	36.5	9.5%	2.3	增持
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	171	2.3	3.3	4.4	5.8	73.6	52.2	38.9	29.7	12.5%	1.5	增持
688114.SH	华大智造	医疗器械	341	20.3	2.7	3.2	3.9	16.8	128.0	105.8	87.5	21.5%	6.1	增持
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	145	4.0	4.0	5.0	6.2	36.2	36.8	29.4	23.3	13.3%	2.3	买入
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	151	3.6	4.7	6.1	8.0	42.3	32.5	24.8	19.0	20.8%	1.1	增持
688236.SH	春立医疗	医疗器械	78	3.1	2.8	3.6	4.7	25.4	28.5	21.6	16.6	11.3%	1.8	买入
688576.SH	西山科技	医疗器械	49	0.8	1.0	1.3	1.7	65.2	49.1	38.4	29.6	18.5%	1.6	增持
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	108	1.0	1.3	1.9	2.9	110.7	86.0	57.3	37.7	6.3%	2.0	买入
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	90	7.1	3.2	4.8	6.7	12.8	28.1	18.9	13.5	11.2%	0.6	买入
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	82	2.6	2.4	2.9	3.7	31.1	34.3	28.0	22.4	17.6%	2.9	买入
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	39	1.1	1.8	2.3	3.0	36.5	22.0	16.8	13.0	8.1%	0.5	增持
688389.SH	普门科技	医疗器械	88	2.5	3.3	4.3	5.6	35.1	26.8	20.5	15.8	17.5%	0.9	买入
688029.SH	南微医学	医疗器械	168	3.3	4.9	6.4	8.3	50.8	34.0	26.1	20.2	10.3%	0.9	增持
688331.SH	荣昌生物	生物药	262	(10.0)	(10.7)	(6.1)	1.5				177.0			增持
300601.SZ	康泰生物	生物药	282	(1.3)	10.0	14.2	19.0		28.1	19.9	14.9		0.7	买入
603392.SH	万泰生物	生物药	1,019	47.4	58.2	72.3	83.7	21.5	17.5	14.1	12.2	38.4%	0.8	买入
300122.SZ	智飞生物	生物药	1,355	75.4	91.0	113.1	141.8	18.0	14.9	12.0	9.6	31.1%	0.6	买入
688319.SH	欧林生物	生物药	60	0.3	0.6	1.2	2.0	224.6	96.3	48.9	29.4	3.0%	1.0	增持
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	134	(5.8)	(6.8)	(6.2)	(5.4)							增持
000999.SZ	华润三九	中药	499	24.5	30.2	34.9	39.9	20.4	16.5	14.3	12.5	14.4%	0.9	买入
600557.SH	康缘药业	中药	125	4.3	4.8	5.6	6.8	28.8	25.9	22.3	18.5	9.1%	1.6	买入
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	77	1.6	1.7	2.5	3.4	46.6	44.8	30.2	22.6	8.3%	1.6	增持
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	66	2.0	1.8	2.4	3.0	32.5	36.4	28.2	22.0	7.9%	2.6	增持
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	59	1.1	0.7	1.0	1.8	56.4	87.4	57.7	33.4	4.8%	4.6	增持
300171.SZ	东富龙	生命科学与工业上游	131	8.5	9.0	10.3	12.2	15.5	14.6	12.7	10.8	11.4%	1.1	买入
300358.SZ	楚天科技	生命科学与工业上游	61	5.7	5.7	6.7	8.0	10.8	10.7	9.1	7.7	13.5%	0.9	买入
603259.SH	药明康德	CXO	2,015	88.1	101.3	121.3	158.0	22.9	19.9	16.6	12.7	18.9%	0.9	买入
000739.SZ	普洛药业	CXO	176	9.9	11.9	15.6	18.8	17.8	14.8	11.3	9.4	17.9%	0.6	买入
603127.SH	昭衍新药	CXO	154	10.7	10.8	13.8	16.5	14.4	14.3	11.2	9.3	13.1%	0.9	买入
301096.SZ	百诚医药	CXO	75	1.9	2.8	3.9	5.2	38.7	26.5	19.1	14.6	7.8%	0.7	买入
603882.SH	金域医学	医疗服务	265	27.5	7.6	12.1	15.6	9.6	35.0	22.0	17.0	31.9%	0.8	买入
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,346	25.2	34.6	45.4	57.8	53.3	39.0	29.7	23.3	15.1%	1.2	买入
1066.HK	威高股份	医疗器械	297	27.2	31.5	36.6	43.0	10.9	9.4	8.1	6.9	12.6%	0.6	买入
9997.HK	康基医疗	医疗器械	75	4.8	6.1	7.7	9.5	15.7	12.3	9.8	7.9	14.2%	0.5	买入
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	59	2.0	2.7	3.5	4.6	29.0	22.1	17.1	12.9	9.1%	0.7	买入
2005.HK	石四药集团	化学制药	132	10.0	12.2	15.1	18.1	13.2	10.9	8.7	7.3	18.1%	0.5	买入
0512.HK	远大医药	化学制药	128	18.6	19.4	22.3	25.8	6.9	6.6	5.7	5.0	14.7%	0.6	买入
2162.HK	康诺亚-B	生物药	105	(3.1)	(2.7)	(6.0)	(6.6)							买入
9926.HK	康方生物	生物药	333	(11.7)	19.8	(2.6)	6.4		16.8		52.1			买入
1530.HK	三生制药	生物药	155	19.1	21.2	23.7	26.3	8.1	7.3	6.6	5.9	14.8%	0.7	买入
6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	203	(6.2)	(2.5)	(5.5)	(6.4)							买入
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	57	(7.3)	(2.3)	(3.5)	(4.2)							增持
2269.HK	药明生物	CXO	1,067	44.2	49.3	64.6	85.4	24.1	21.6	16.5	12.5	12.6%	0.9	买入
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	73	1.2	3.5	4.6	5.7	60.5	20.7	15.8	12.8	1.4%	0.3	买入
2273.HK	固生堂	医疗服务	105	1.8	2.5	3.3	4.3	57.4	42.4	31.9	24.4	10.7%	1.3	买入
2666.HK	环球医疗	医疗服务	73	18.9	19.5	22.5	25.3	3.9	3.8	3.3	2.9	13.5%	0.4	买入

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

注：总市值以 2024/01/05 股价计算

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032