

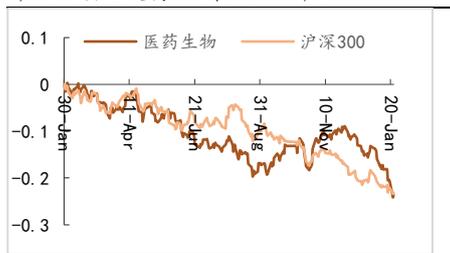
评级：看好

核心观点

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152644

陈智博  
研究助理  
chenzhibo@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152642

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

#### 相关研究

- 医药行业 2024 年投资策略：寻找确定性和拐点型机会
- 医药行业点评：干扰素集采降价幅度合理，重点关注核心品种销量具有较大弹性的公司
- 医药行业点评：医保谈判结果落地，重点关注具有较大业绩弹性和有预期差的公司

- **估值接近历史底部，风险释放充分，安全边际充足。**截至 2024 年 1 月 23 日，申万医药指数 PE(ttm)为 25.10 倍，处于近年来估值底部区域。我们认为，医药行业的估值从 2020 年以来经历了一个较长的下行周期，核心原因是由于：(1) 高估值下由于长期回报率的下降，估值有收敛的内在动力；(2) 多个核心细分赛道（严肃医疗场景下的药品/器械/服务、CXO 和消费医疗等）的外部政策、经营环境、行业景气度、公司经营周期等均出现一定程度波动。目前阶段，我们认为仿制药/高值耗材存量品种后在集采后业绩得到出清，创新产品陆续上市后形成新的业绩增长点，院内药品/器械相关公司将迎来新的增长周期；随着海外一级市场投融资率先企稳，海外收入占比高的 CXO、生命科学上游试剂/耗材公司业绩有改善预期；宏观经济企稳后带动消费医疗需求复苏；目前医药行业各细分赛道政策、景气度下滑等诸多风险已经得到充分释放，估值安全边际充足，底部特征显著。
- **重视确定性/拐点型机会。**我们仍然维持《医药行业 2024 年投资策略：寻找确定性和拐点型机会》中的观点，医药行业整体进入高质量发展阶段后，业绩增长具有确定性和持续性的行业/公司更为稀缺，也有望带来超额收益；另一方面景气度出现边际改善或者有拐点预期的行业/公司在估值/业绩方面均具有向上弹性。重点关注：(1) 估值合理，同时业绩具有较强确定性/成长性的公司/细分行业；(2) 具有反转预期的公司/细分行业。从确定性角度，我们建议关注步入商业化兑现阶段的创新药、血制品、康复设备龙头等；从景气度出现边际改善或者有拐点预期的角度，我们建议关注龙头 CXO、积极拓展海外市场的生命科学上游试剂/耗材公司和一次性手套行业等（重点公司估值、推荐逻辑详见正文部分）。
- **风险提示：**药品在地方集采和全国集采中降价幅度超预期；政策扰动导致创新药放量速度和峰值低于预期、医疗机构设备采购推迟；全球制药工业产业链分工发生重大不利变化；一级市场投融资恢复力度不及预期，导致生命科学上游产业链、CXO 公司订单和业绩恢复速度低于预期。

## 1 各细分行业、个股观点

药品行业投资建议：重点关注有大品种进入销售/研发里程碑兑现期的公司，推荐凯因科技（凯力唯快速放量；长效干扰素临床 III 期结束，研发进入兑现期）、九典制药（洛索洛芬钠凝胶贴膏稳健增长，酮洛芬凝胶贴膏进入医保后放量，销售体系变革后利润加速释放）、人福医药（麻醉药收入稳健增长，估值性价比高）、艾迪药业（艾诺米替片 2024 年起有望高速增长）、亿帆医药（创新药国际化进入业绩兑现期）、科兴制药（生物类似药出海）、康辰药业（“苏灵”稳健增长，KC1036/金草片等在研品种研发持续兑现）。其他相关公司包括：恒瑞医药、科伦药业、京新药业、特宝生物、泽璟制药和山河药辅等。中药板块中建议关注 23Q1 业绩基数低，核心品种具有成长潜力或在研管线丰富的公司，推荐天士力、羚锐制药。

血制品：在新冠疫情中，血制品在患者救治、康复中起到了较大作用，提升了医生和患者对于静丙、白蛋白等血制品临床价值的认知度，预计需求增速中枢有所提升，血制品行业供需紧平衡态势有望延续，采浆量有较大提升预期的公司业绩受益明显。相关公司：华兰生物、天坛生物和派林生物。

CXO 和生命科学上游：我们认为随着全球生物医药行业一级/二级市场投融资复苏，特别是海外市场投融资恢复，2024 年起海外市场收入占比高的公司业绩有望迎来拐点，长期看全球老龄化带来的对生命科学和药物研发的需求仍将支撑行业长期稳健的增长，建议关注：（1）全流程一体化 CRO/CDMO 龙头，CDMO 业务与创新药商业化销售情况关联度较大，受投融资下滑影响较小，且下游多肽、ADC 药物等新需求有望提供新的业绩增长点，推荐药明康德；（2）积极拓展海外业务的生命科学上游细分赛道龙头，推荐百普赛斯。

低值耗材：建议重点关注盈利能力处于提升周期的一次性手套行业以及海外客户渠道库存消化较为彻底，2024 年有望迎来内需和外销共振向上的公司。相关公司包括：英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗和维力医疗。

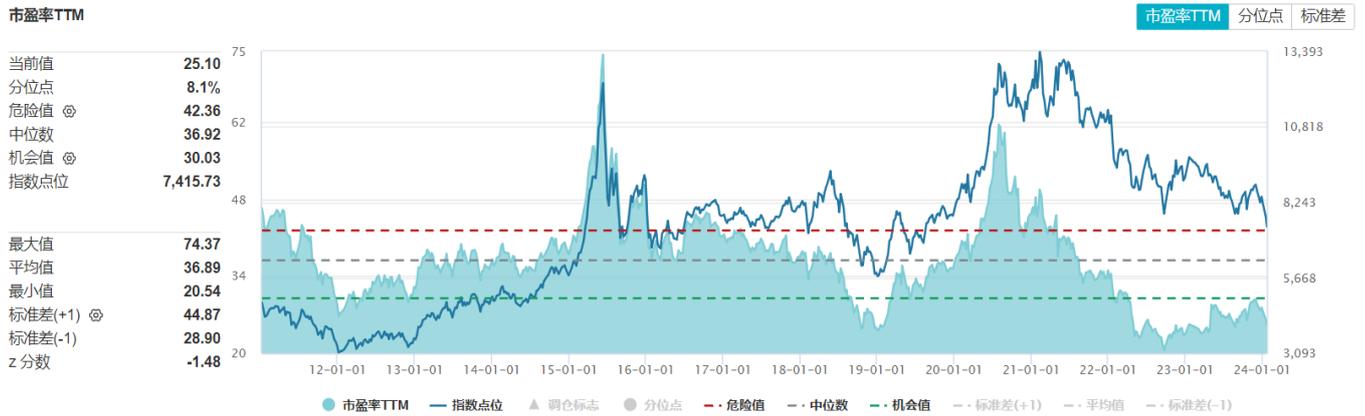
康复设备：我们认为康复行业未来需求增长确定性较强，国家陆续出台有关利好政策，助力行业快速发展，在解除卫生限制后康复医疗终端预计将重新恢复扩张势头，康复器械需求迎来新一轮的增长周期，相关公司：（1）产品矩阵丰富，能够提供康复一体化解决方案综合性龙头公司翔宇医疗；（2）深耕需求高增长的神经康复领域，且横向拓展能量医美等领域的设备公司伟思医疗。

表 1 相关公司估值

公司名称	归母净利润(亿元)			PE(2024.1.23 收盘价计算)			2024.1.23 市值(亿元)
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
恒瑞医药	44.4	52.4	65.5	57.9	49.1	39.3	2571
九典制药	3.7	4.8	6.3	29.3	22.2	17.0	107
人福医药	21.3	24.3	29.2	16.4	14.4	12.0	349
凯因科技	1.6	2.1	2.6	28.5	21.1	16.9	44
科兴制药	-0.5	0.2	1.2	-	175.6	28.3	35
亿帆医药	2.3	4.9	6.7	65.7	30.6	22.5	151
英科医疗	-	-	-	-	-	-	139
羚锐制药	5.6	6.6	7.7	17.0	14.4	12.5	96
天士力	10.3	11.9	13.4	22.2	19.3	17.1	229
康辰药业	1.6	2.1	2.6	30.1	23.4	19.3	49
翔宇医疗	2.2	2.7	3.3	31.3	25.6	21.4	70
*伟思医疗	1.5	2.0	2.5	23.0	17.9	14.1	35
*维力医疗	1.9	2.4	3.1	18.2	14.3	11.2	35
*天坛生物	11.0	13.6	16.4	40.6	33.1	27.4	448
华兰生物	15.1	18.6	22.2	22.4	18.1	15.2	338
*派林生物	5.5	7.0	8.4	31.9	25.3	21.0	176
药明康德	100.8	123.4	150.6	21.7	17.7	14.5	2182
百普赛斯	1.8	2.4	3.1	29.9	22.5	17.6	55
新里程	0.7	2.8	3.9	121.7	31.0	22.2	88
海泰新光	1.7	2.6	3.4	34.7	23.4	17.8	60
山河药辅	1.7	2.0	2.4	17.2	14.1	11.8	28
泽璟制药	-4.0	-2.1	1.9	-	-	62.8	119
*京新药业	6.7	7.5	9.2	13.4	11.9	9.8	90
*特宝生物	4.8	6.7	9.2	46.0	33.2	24.1	222

资料来源: Wind, 首創證券。备注: \*为wind 一致预期, 其余为首創證券预测

图1 医药生物（SW）指数近年来 PE（TTM）估值波动区间（截至 2024.1.23）



资料来源：Wind，首创证券

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于2019年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第5名，公募榜单第4名；于2020年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第3名，公募榜单第2名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有3年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现