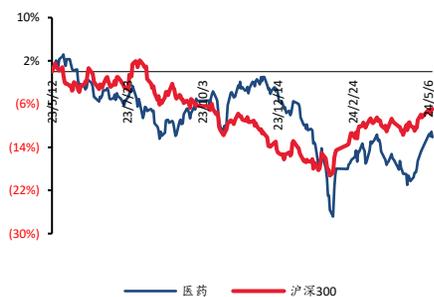


医药

2024Q1 业绩迎来拐点，板块盈利能力出现修复

■ 走势比较



■ 子行业评级

化学制药

看好

相关研究报告

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

研究助理：刘哲涵

电话：

E-MAIL: liuzh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190123080023

报告摘要

仿制药板块 2023 年营收净利润稳健增长，2024Q1 业绩迎来拐点，板块盈利率能力修复。我们统计了仿制药板块的 85 家公司(附录)，2023 年共实现营业收入 3652 亿元，同比增长 2.79%，实现归母净利润 310 亿元，同比下降 3.22%，扣非归母净利润 253 亿元，同比增长 1.76%。单季度来看，仿制药板块 2023Q4 业绩承压，2024Q1 业绩迎来拐点。2024Q1 实现营业收入 943.53 亿元，同比增长 0.08%，归母净利润 102.84 亿元，同比增长 1.85%，扣非归母净利润 97.87 亿元，同比增长 7.17%。2024Q1 净利率改善，板块盈利能力修复。2023 年仿制药板块毛利率为 50.76% (-0.32pct)，净利率为 9.34% (-0.24pct)。2024Q1 毛利率为 50.72% (-0.58pct)，净利率为 12.49% (0.60pct)。整体来看毛利率水平趋于稳定，2024Q1 净利率有所改善。随着集采、国谈政策持续优化，降价幅度逐步收窄趋稳，毛利率的边际影响或不断减弱，同时企业不断进行成本优化，盈利能力有望持续提升。

2023 年及 2024Q1 仿制药板块收入增速分布集中，利润增速分化。我们统计的 85 家仿制药公司中 2023 年营收增速分布较为集中，主要分布区间在-20%到 20%之间，共 67 家公司，占比 79%。2024Q1 营收增速分布在-20%到 20%之间的公司有 65 家，占比 76%，2023 年及 2024Q1 仿制药板块利润增速差距较大。2023 年主要分布在-50%到 50%之间，共 62 家公司，占比 73%。2024Q1 增速主要分布在-40%到 40%之间，共 52 家公司，占比 61%。

估值历史低位，有望迎来修复。截至 2024 年 5 月 14 日，化学制剂子版块市盈率为 30.92 倍。目前板块估值处于历史较低分位，PE 历史分位数(近十年数据)为 12%。板块当前估值仍处于较低水平，随着盈利能力不断改善带来业绩提升，估值有望迎来修复。

投资建议：根据 2023 年报及 2024 年一季报已披露的情况，仿制药板块内部出现分化，部分企业业绩迎来拐点。随着集采影响逐步出清，仿制药企业稳定的利润给公司的估值又提供较好的安全边际，叠加创新转型有望迎来估值重塑，出海有望打开成长天花板。推荐关注：1) 产品成熟学术推广完善，立项能力强，未来业绩确定性好的公司，例如福元医药(601089)、三生制药(1530.HK)等；2) 创新药管线进入兑现阶段，估值修复弹性大的公司，例如京新药业(002020)、亿帆医药(002019)等。

风险提示：行业政策变化，药品降价风险，市场竞争加剧，新药研发及上市不及预期，产品销售不及预期。

目录

一、 2024Q1 业绩迎来拐点，板块盈利能力出现修复	4
(一) 仿制药板块 2023Q4 业绩承压，2024Q1 业绩迎来拐点	4
(二) 2024Q1 净利率改善，板块盈利能力修复	5
(三) 销售费用持续下降，费用控制良好	6
二、 板块内利润增速分化，行业集中度高	7
(一) 收入增速分布集中，利润增速分化明显	7
(二) 板块收入及利润集中度较高	10
(三) 板块估值历史较低水平，有望迎来修复	11
三、 投资建议及公司推荐	11
(一) 投资建议	11
(二) 福元医药 (601089)：仿制药在研管线丰富，院外市场有望加速成长	12
(三) 京新药业 (002020)：产能升级释放新动能，仿创结合构筑业绩增长驱动力	13
(四) 三生制药 (1530.HK)：国内生物制药领先者，持续推进多元化创新布局	14
(五) 亿帆医药 (002019)：业务结构转型升级兑现，迈向创新国际化新征程	15
四、 风险提示	16

图表目录

图表 1: 2019-2024Q1 仿制药板块营收及增速.....	4
图表 2: 2019-2024Q1 仿制药板块归母净利润及增速.....	4
图表 3: 2019-2024Q1 仿制药板块扣非归母净利润及增速.....	4
图表 4: 2020Q1-2023Q1 仿制药板块营收及增速.....	5
图表 5: 2020Q1-2023Q1 仿制药板块归母净利润及增速.....	5
图表 6: 2020Q1-2023Q1 仿制药板块扣非归母净利润及增速.....	5
图表 7: 2021-2024Q1 毛利率及净利率	6
图表 8: 单季度毛利率及净利率情况	6
图表 9: 2021-2024Q1 期间费用率	6
图表 10: 单季度期间费用率情况	6
图表 11: 2023 年仿制药板块营收同比增速分布直方图.....	7
图表 12: 2024Q1 仿制药板块营收同比增速分布直方图.....	7
图表 13: 2023 年仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图.....	8
图表 14: 2023 年仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图.....	8
图表 15: 2024Q1 仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图.....	9
图表 16: 2024Q1 仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图.....	9
图表 17: 2023 年仿制药板块营收 TOP10 公司.....	10
图表 18: 2023 年仿制药板块归母净利润 TOP10 公司.....	10
图表 19: 2024Q1 仿制药板块营收 TOP10 公司.....	10
图表 20: 2024Q1 仿制药板块归母净利润 TOP10 公司.....	10
图表 21: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM, 剔除负值)	11
图表 22: 盈利预测和主要财务指标	13
图表 23: 盈利预测和主要财务指标	14
图表 24: 盈利预测和主要财务指标	15
图表 25: 盈利预测和主要财务指标	16

一、2024Q1 业绩迎来拐点，板块盈利能力出现修复

(一) 仿制药板块 2023Q4 业绩承压，2024Q1 业绩迎来拐点

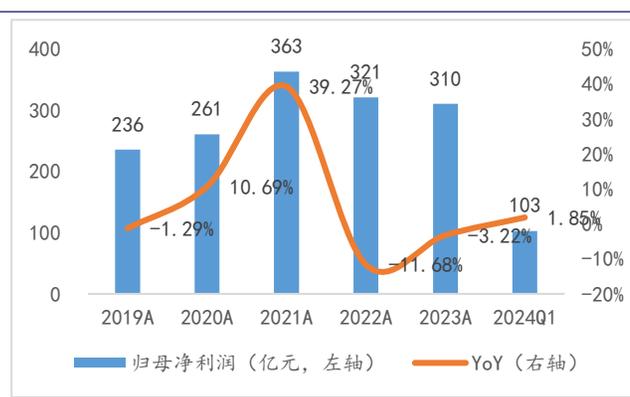
仿制药板块 2023 年营收净利润稳健增长。我们统计了仿制药板块的 85 家公司(附录)，2023 年共实现营业收入 3652 亿元，同比增长 2.79%，实现归母净利润 310 亿元，同比下降 3.22%，扣非归母净利润 253 亿元，同比增长 1.76%。

图表1：2019-2024Q1 仿制药板块营收及增速



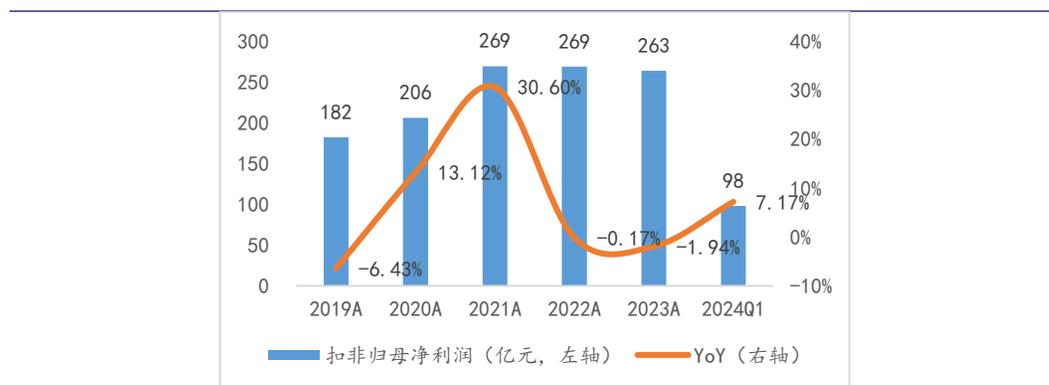
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表2：2019-2024Q1 仿制药板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表3：2019-2024Q1 仿制药板块扣非归母净利润及增速

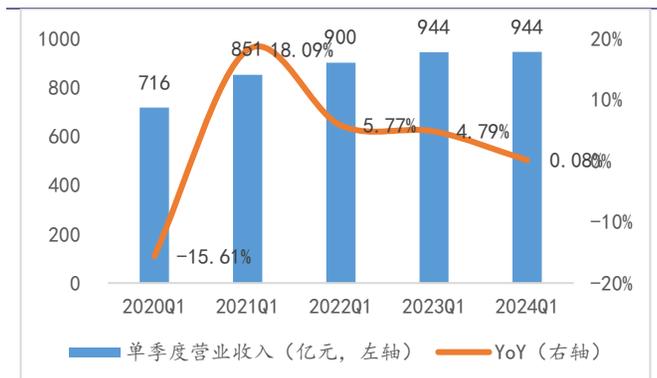


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

单季度来看，仿制药板块 2023Q4 业绩承压，2024Q1 业绩迎来拐点。2023Q3 以来仿制药板块受到外部政策影响等因素，业绩短暂承压。2023Q4 仿制药板块营业收入为 929.64 亿元，同比下降 0.48%，归母净利润为 29.93 亿元，同比下降 29.52%，扣非归母净利润为 14.86 亿元，同比下降 34.66%。2024Q1 实现营业收入 943.53 亿元，同比增长 0.08%，归母净利润 102.84 亿元，同比

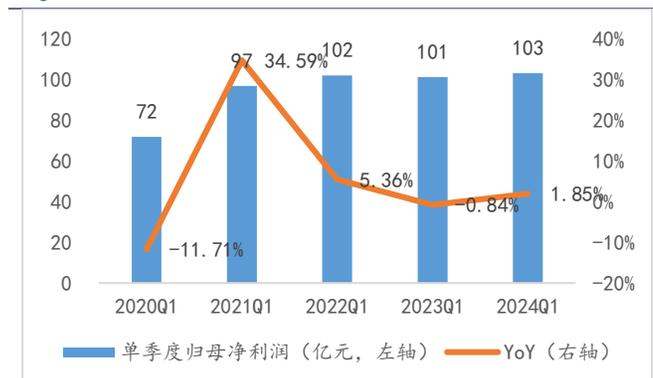
增长 1.85%，扣非归母净利润 97.87 亿元，同比增长 7.17%。

图表4：2020Q1-2023Q1 仿制药板块营收及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表5：2020Q1-2023Q1 仿制药板块归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2020Q1-2023Q1 仿制药板块扣非归母净利润及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(二) 2024Q1 净利率改善，板块盈利能力修复

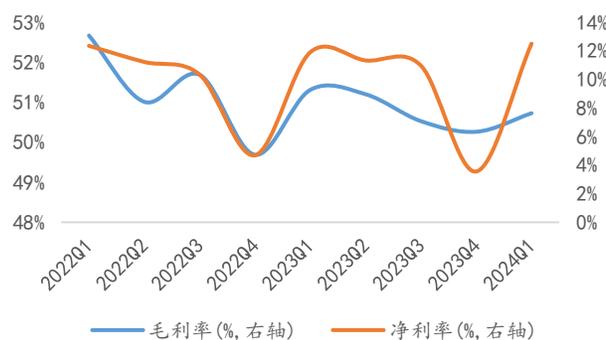
2024Q1 净利率改善，板块盈利能力修复。2023 年仿制药板块毛利率为 50.76% (-0.32pct)，净利率为 9.34% (-0.24pct)。单季度来看，2023Q4 毛利率为 50.26% (+0.58pct)，净利率为 3.55% (-1.13pct)。2024Q1 毛利率为 50.72% (-0.58pct)，净利率为 12.49% (0.60pct)。整体来看毛利率水平趋于稳定，2024Q1 净利率有所改善。随着集采、国谈政策持续优化，降价幅度逐步收窄趋稳，毛利率的边际影响或不断减弱，同时企业不断进行成本优化，盈利能力有望持续提升。

图表7：2021-2024Q1 毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：单季度毛利率及净利率情况

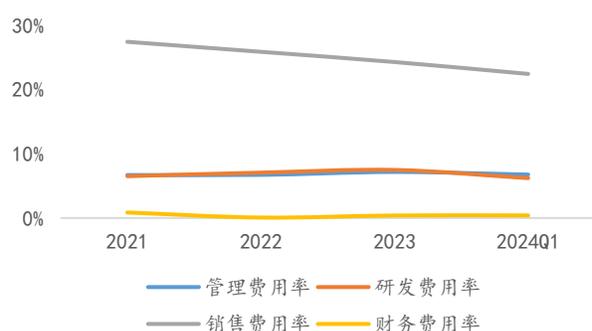


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 销售费用持续下降，费用控制良好

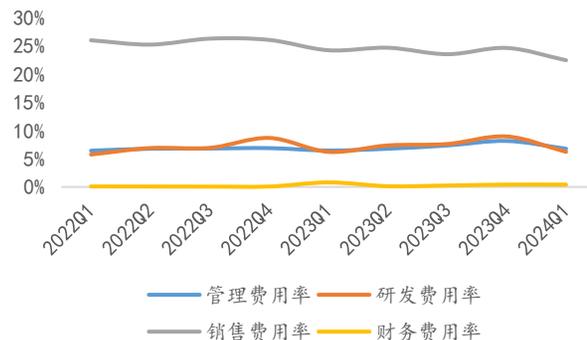
期间费用率趋稳，销售费用持续下降。2023 年全年仿制药板块期间费用率为 39.33% (-0.39pct)，其中销售费用率为 24.29% (-1.59pct)，研发费用率为 7.48% (+0.42pct)，管理费用率为 7.17% (+0.45pct)，财务费用率为 0.39% (+0.33pct)。单季度来看，2023Q4 期间费用率为 42.10% (+0.45pct)，其中销售费用率为 24.61% (-1.42pct)，研发费用率为 8.94% (+0.26pct)，管理费用率为 8.14% (+1.27pct)，财务费用率为 0.41% (+0.19pct)。2024Q1 期间费用率为 35.80% (-1.84pct)，其中销售费用率为 22.43% (-1.77pct)，研发费用率为 6.21% (0pct)，管理费用率为 6.76% (+0.32pct)，财务费用率为 0.40% (-0.40pct)。2023Q3 以来受到政策因素影响，销售费用率持续下降，盈利能力有所改善。

图表9：2021-2024Q1 期间费用率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：单季度期间费用率情况



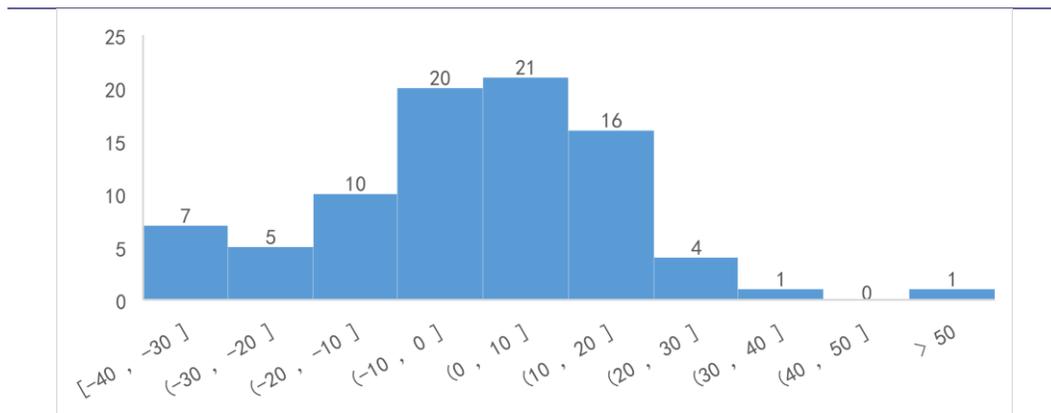
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、 板块内利润增速分化，行业集中度高

(一) 收入增速分布集中，利润增速分化明显

2023 年及 2024Q1 仿制药收入增速分布较为集中，收入整体趋于稳定。我们统计的 85 家仿制药公司中 2023 年营收增速分布较为集中，主要分布区间在-20%到 20%之间，共 67 家公司，占比 79%。其中 43 家公司营业收入同比上涨，42 家公司下降。

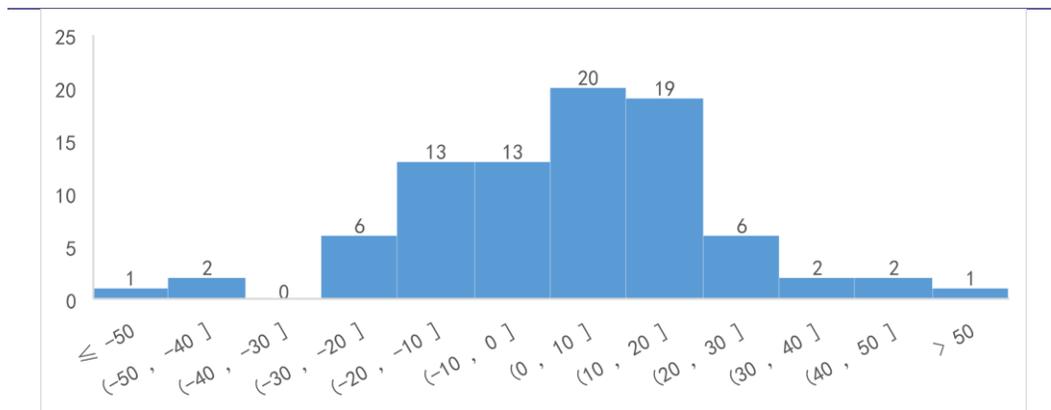
图表11：2023 年仿制药板块营收同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024Q1 营收增速分布同样较为集中，其中增速分布在-20%到 20%之间的公司有 65 家，占比 76%，共 50 家公司营业收入同比上涨，35 家公司下降，2024Q1 收入整体趋于稳定。

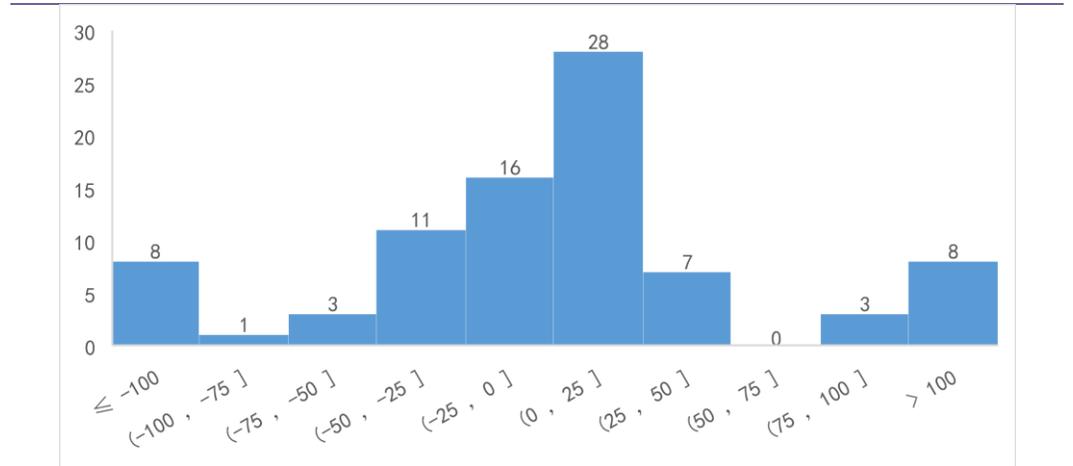
图表12：2024Q1 仿制药板块营收同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2023 年及 2024Q1 仿制药板块利润增速差距较大。归母净利润增速方面，2023 年主要分布在 -50%到 50%之间，共 62 家公司，占比 73%。总体来看，共 46 家公司同比上涨，39 家同比下降，有 8 家公司增速超过 100%

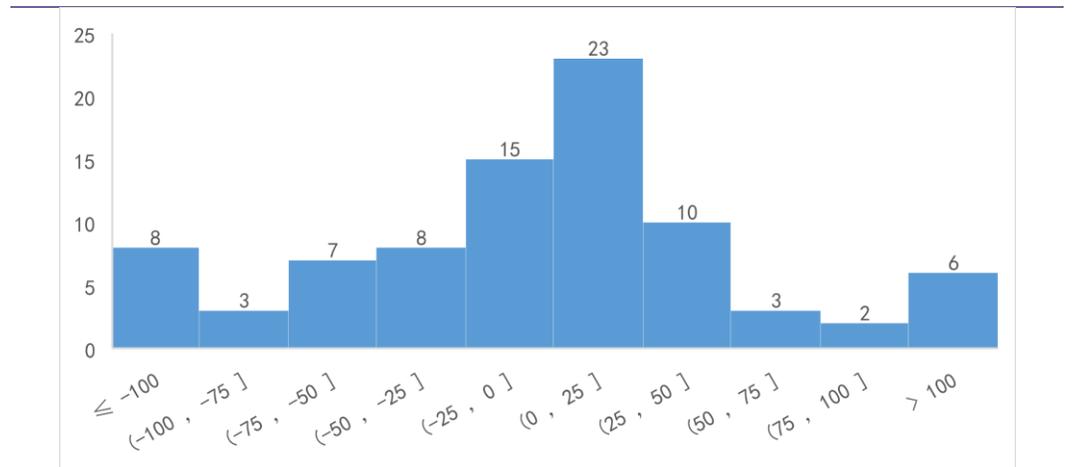
图表13：2023 年仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

扣非归母净利润增速方面，2023 年主要分布区间在-50%到 50%之间，共 56 家公司，占比 65%，总体来看，共 46 家公司同比上涨，39 家同比下降，有 8 家公司增速超过 100%。

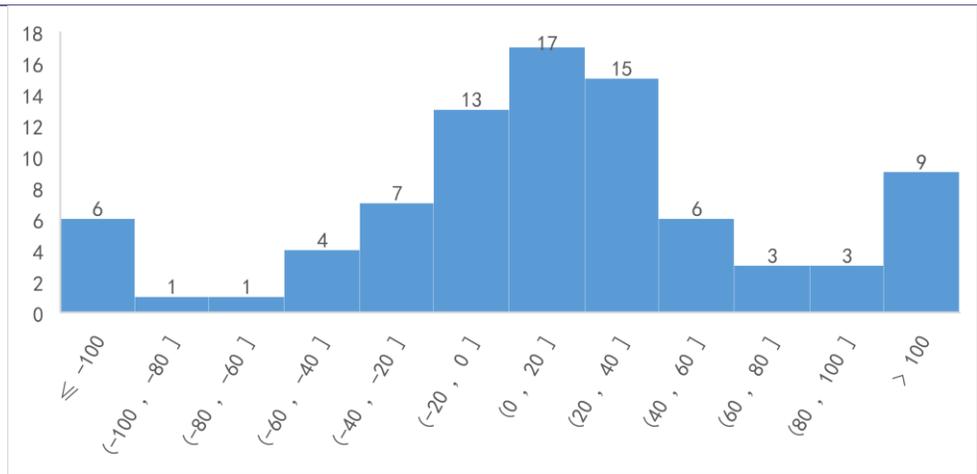
图表14：2023 年仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024Q1 归母净利润增速主要分布在-40%到 40%之间，共 52 家公司，占比 61%，其中 53 家公司同比上涨，32 家同比下降，有 9 家公司增速超过 100%。

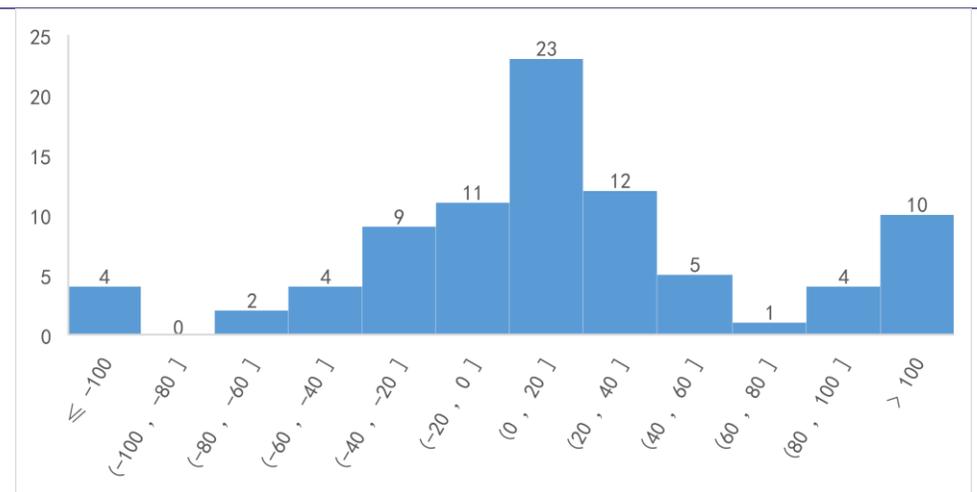
图表15：2024Q1 仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024Q1 扣非归母净利润增速分布在为-40%到 40%区间的共 55 家公司，占比 65%，其中共 55 家公司同比上涨，30 家同比下降，有 10 家公司增速超过 100%。

图表16：2024Q1 仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(二) 板块收入及利润集中度较高

2023 年仿制药板块营收排名前十的公司，贡献了 57% 的收入，分别为复星医药、华东医药、人福医药、科伦药业、健康元、哈药股份、长春高新、丽珠集团、国药现代、华润双鹤。归母净利润排名前十的公司，贡献了 69% 的利润，分别为长春高新、华东医药、科伦药业、复星医药、人福医药、丽珠集团、健康元、华润双鹤、通化东宝、康弘药业。

图表17：2023 年仿制药板块营收 TOP10 公司



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

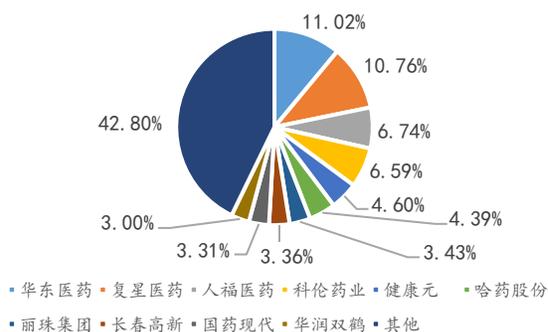
图表18：2023 年仿制药板块归母净利润 TOP10 公司



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

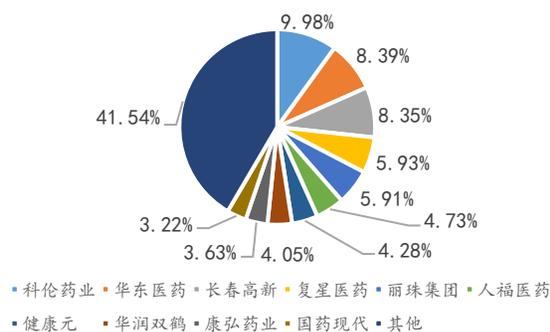
2024Q1 仿制药板块营收排名前十的公司，贡献了 57% 的收入，分别为华东医药、复星医药、人福医药、科伦药业、健康元、哈药股份、丽珠集团、长春高新、国药现代、华润双鹤。归母净利润排名前十的公司，贡献了 58% 的利润，分别为科伦药业、华东医药、长春高新、复星医药、丽珠集团、人福医药、健康元、华润双鹤、康弘药业、国药现代。

图表19：2024Q1 仿制药板块营收 TOP10 公司



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表20：2024Q1 仿制药板块归母净利润 TOP10 公司

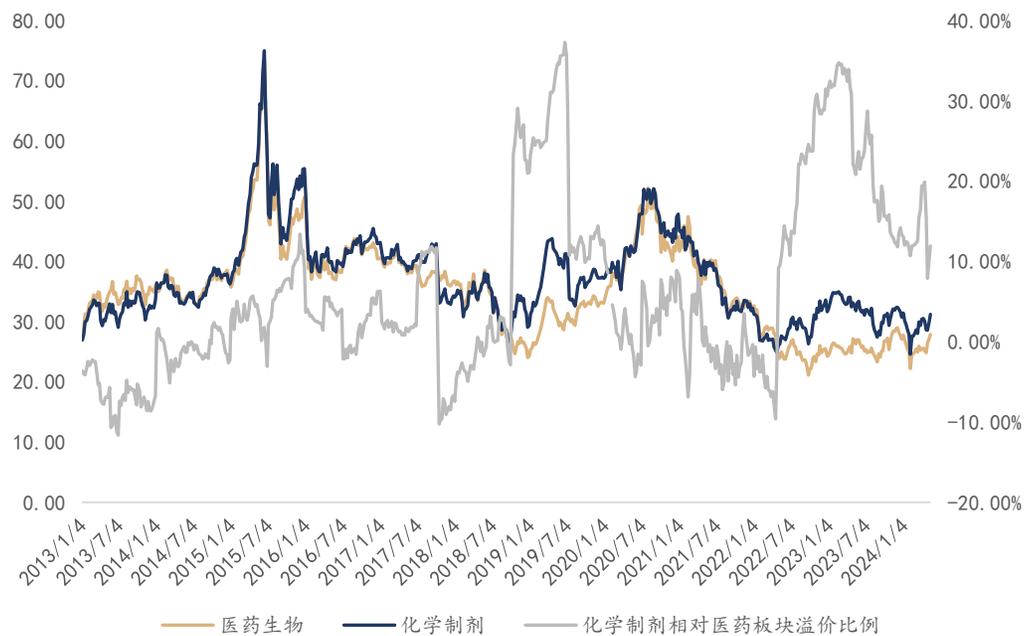


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 板块估值历史较低水平，有望迎来修复

截至 2024 年 5 月 11 日，化学制剂子版块市盈率为 30.92 倍。目前板块估值处于历史较低分位，PE 历史分位数（近十年数据）为 12%。板块当前估值仍处于较低水平，随着盈利能力不断改善带来业绩提升，估值有望迎来修复。

图表21：化学制剂行业估值变化趋势（PE，TTM，剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

三、 投资建议及公司推荐

(一) 投资建议

根据 2023 年报及 2024 年一季报已披露的情况，仿制药板块内部出现分化，部分企业业绩迎来拐点。前九批集采纳入 374 个品种，集采已进入后半程，同时政策边际改善，集采规则优化，集采风险已逐步出清。随着重磅专利药物陆续到期，《第三批鼓励仿制药品目录》发布共收录 39 个品种，仿制药市场空间将持续扩容。相关企业不断推进仿制药国际化进程，积极开拓新兴市场，2022 年，国内共 18 家企业获得美国 FDA 的 73 个 ANDA 批文（62 个品种），2023 年 H1 取得 34 个 ANDA 批文（32 个品种）。仿制药企业稳定的利润给公司的估值提供了安全边际，叠加创新转型有望迎来估值重塑，出海有望打开成长天花板。推荐关注：1) 产品成熟学术推广完善，立项能力强，未来业绩确定性好的公司，例如福元医药（601089）、三生制药（1530.HK）等；2) 创新药管线进

入兑现阶段，估值修复弹性大的公司，例如京新药业（002020）、亿帆医药（002019）等。

（二）福元医药（601089）：仿制药在研管线丰富，院外市场有望加速成长

公司是集研发、生产、销售于一体的综合性医药企业。公司主要从事仿制药及医疗器械的研发、生产和销售，药品制剂业务占比超 90%。公司仿制药产品种类丰富，主要覆盖心血管等慢病领域，目前公司的主要存量品种仅复方 α -酮酸片、匹维溴铵片和黄体酮软胶囊 3 个品种未集采，且目前竞争格局良好暂不符合集采条件。同时公司多个新增首仿品种有望持续贡献收入增量，2023 年公司 13 个首仿品种中达格列净片、富马酸贝达喹啉片、磷酸特地唑胺片、沙格列汀二甲双胍缓释片、夫西地酸乳膏和依折麦布辛伐他汀片尚未贡献收入，有望在未来年度驱动制剂收入快速增长。

首仿快仿临床急需品种，院外市场有望加速成长。公司产品战略为首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种，无论是针对重大的还是多发性的疾病药物都具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，而市场规模大的品种也正是集采考虑的重点品种。此外，公司产品在 2 个及以上的品种超 15 个，公司的多品规申报有助于公司产品实现差异化竞争，院外市场有望加速成长。

公司在研项目储备丰富，有望持续贡献增量收入。截至 2023 年底，公司仿制药制剂在研项目 70 个、创新药聚焦核酸类药物研发、医疗器械在研项目 4 个。预计未来两年每年有 6-8 个品种获批上市，保障收入实现较快增长。

公司向上布局原料药，募资建设制剂产能，一体化能力持续提升。公司持续向上布局原料药，已拥有多个“原料药+制剂”一体化品种。同时，公司募投项目新产能建设加速，满产后将形成约 59 亿片/粒药品制剂的年生产能力。

投资建议：公司在研管线丰富，同时集采有望助力产品放量，预测公司 2024/2025/2026 年收入为 36.61/40.91/46.74 亿元，同比增长 9.62%/11.73%/14.27%。归母净利润为 5.64/6.85/8.01 亿元，同比增长 15.30%/21.61%/16.92%。对应当前 PE 为 14/11/10X，维持“买入”评级。

图表22：盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,340	3,661	4,090	4,674
营业收入增长率(%)	3.07%	9.62%	11.73%	14.27%
归母净利（百万元）	489	564	687	803
净利润增长率(%)	11.36%	15.30%	21.95%	16.87%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.17	1.43	1.67
市盈率（PE）	15.59	13.59	11.12	9.52

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

（三）京新药业（002020）：产能升级释放新动能，仿创结合构筑业绩增长驱动力

公司是中国精神神经、心脑血管领域的领先者。公司主要从事药品及医用器械的研发、生产和销售，医药制造板块业务收入占比超80%。公司制剂产品主要聚焦于精神神经、心脑血管、消化三大领域布局，核心品种全部纳入集采。其中精神神经以及心脑血管两大管线现已逐步消化集采影响，主营业务业绩稳健回升。消化管线康复新液降幅收窄，集采风险有望快速消化。

院内+院外双驱动，助推制剂业绩增长。公司精神神经和心脑血管管线品种几乎全部进入集采，以价换量后重点医院市占率快速提升，销量稳健增长，院内立足基层市场有望提升空间。公司于2023Q1启动销售策略改革，医院事业部聚焦院内市场深耕，零售事业部专注院外市场，成品药制剂内贸下半年收入为10.68亿元，较上半年10.06亿元环比提升6.18%，销售能力提升，同时不断拓展存量品种的增量空间。

原料药和制剂一体化优势，产能提升增长新动能。公司构建了从原料药到成品药的完整制药产业链，并且持续向上下游延伸，将提升公司的成本优势和市场竞争力。随着上虞制剂生产基地、山东原料生产基地、内蒙中药生产基地的产能逐步投放，公司原料药制剂一体化优势将不断突显，业绩有望进一步提升，同时CMO业务规模有望提升。总固体制剂产能将突破100亿片，预计产值约为16亿元。内蒙中药生产基地建成后将形成6000万盒中药产品产能，预计满产产值约4.5亿元。

仿创结合构筑产品管线，失眠新药打开成长天花板。2023年公司研发投入4.01亿元，同比增长9.23%。公司持续推进创新药、仿制药的研发和立项工作，公司每年申报10个以上项目，形成具有一批成本优势的仿制药产品群。首款创新药地达西尼2024年3月实现上市销售，我们预计销售峰值有望超过10亿元。公司其他创新药项目也在顺利推进，JX11502MA胶囊已进入IIb临床

阶段，康复新肠溶胶囊 II a 期完成。随着公司创新品种逐步兑现，有望持续为公司业绩提供增量。

投资建议：公司院内集采影响出清，院外市场提升空间大，创新药持续提供增量，预测公司 2024/2025/2026 年收入为 44.60/49.12/53.53 亿元，同比增长 11.54%/10.12%/8.99%。归母净利润为 7.11/8.28/9.36 亿元，同比增长 14.89%/16.51%/12.97%。对应当前 PE 为 15/13/11X，维持“买入”评级。

图表23：盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,999	4,460	4,912	5,353
营业收入增长率(%)	5.79%	11.54%	10.12%	8.99%
归母净利（百万元）	619	711	828	936
净利润增长率(%)	-6.55%	14.89%	16.51%	12.97%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.83	0.96	1.09
市盈率（PE）	16.86	14.63	12.65	11.14

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

（四）三生制药 (1530.HK)：国内生物制药领先者，持续推进多元化创新布局

公司是国内最早从事生物药研发和生产的药企之一，具有丰富的生物药研发、生产和销售经验。主要业务聚焦生物制药、毛发健康、CDMO 三大领域，公司在生物医药产品方面构建了丰富的品种管线，公司现有上市产品约 30 余种，核心产品包括特比澳、益赛普、两款重组人促红素品牌产品益比奥及赛博尔、蔓迪等，分别在其细分治疗领域占据主导地位。特比澳为当今全球唯一商业化的重组人血小板生成素产品。2023 年，公司实现营业收入 78.16 亿元，同比增长 13.95%，特比澳/蔓迪/促红素/益赛普/赛普汀/CDMO 业务占比分别为 54%/30%/25%/15%/6%/5%。

公司现有主要重点产品有望保持增长。特比澳作为全球市场唯一产品，公司拥有绝对定价权，2023 年初最新一轮国谈简易续约不降价，同时公司不断拓展适应症，2024 年儿童 ITP 获批，慢性肝病导致的血小板减少获得指南推荐，有望维持快速增长态势。蔓迪收入快速增长，近五年 CAGR 为 35%，通过医院、药店、电商三大渠道全面拓展蔓迪销售市场，将持续提升蔓迪市场空间。

自研与合作双轮驱动，持续推进差异化创新研发管线。公司聚焦血液、肾科、自免、肿瘤及眼科等治疗领域前瞻性布局。公司通过自主研发与合作研发协同，License-in 与 License-out 模式并行，打造差异化产品管线矩阵。目前公司有丰厚的创新药研发管线，30 个在研产品，10 个

血液/肿瘤科在研产品，5 项肾科在研产品，2 项皮肤科在研产品，及 13 个自身免疫疾病及眼科等其他疾病。多款品种申报上市在即，抗 IL-17A 单抗(608)及长效促红素 SSS06 的 III 期临床均已达到主要终点，预计 2024 年申报 NDA。

投资建议：公司主业稳定增长、在研产品梯队形成，逐步进入兑现阶段，预计公司 2024-2026 年收入分别为 87.44/95.35/102.69 亿元，分别同比增长 12%/9%/8%，归母净利润分别为 20.13/22.44/25.08 亿元，分别同比增长 30%/12%/12%，对应估值为 8X/7X/6X，维持“买入”投资评级。

图表24：盈利预测和主要财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7816	8744	9535	10269
营业收入增长率(%)	14%	12%	9%	8%
归母净利（百万元）	1549	2013	2244	2508
净利润增长率(%)	-19%	30%	12%	12%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.83	0.92	1.03
市盈率（PE）	10.30	7.94	7.16	6.40

资料来源：iFind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

（五）亿帆医药(002019)：业务结构转型升级兑现，迈向创新国际化新征程

公司是一家专注健康领域的创新型医药企业，围绕大分子、小分子、合成生物、特色中药四大业务领域，搭建了面向全球的生产、研发体系及商业网络。通过投资设立或并购的方式，将业务覆盖至六大洲、40 个主要国家和地区。2023 年公司首个创新药亿立舒中美获批上市，2024 年迎来完整的销售年度，标志公司由传统药企转型为商业化创新型药企。公司不断优化产品结构，医药自有产品收入占比逐年提升，2023 年为 71.31% (+10.57pct)。

创新转型初步兑现，海外业务打开成长天花板。1) 亿立舒中、美、欧盟已获批上市，持续拓展海外市场。G-CSF 类药物市场持续扩容，长效药物占比不断提升。2023 年国内 G-CSF 类药物市场规模预计达 112.8 亿元，其中长效产品的市场规模为 90.1 亿元，占比约 80%。2023 年亿立舒医保谈判成功，依托正大天晴商业化推广能力，国内放量在即。公司积极寻求全球商业合作伙伴，不断提升亿立舒全球影响力和市占率，全球销售峰值有望超过 50 亿元。2) F-652 潜在 FIC 肝病领域药物，填补治疗空白。

差异化制剂+独家中药全球布局，有望成为稳定业绩驱动力。1) 制剂已初步形成长期可增长

的“大品种群、多品种群”稳步发展态势。随着新获批的自研产品重酒石酸去甲肾上腺素注射液、拉考沙胺注射液、氟法拉滨注射液、二氮嗪口服混悬液等等陆续挂网发货，以及卡培他滨片、硫酸长春新碱注射液代理转为自有，公司未来国内药品销售业绩有望进一步提升。2) 公司中药独家品种丰富，中药产品收入增速稳固。公司共拥有 108 个中药品种，独家中药医保产品 14 个，WHO 基本药物标准清单 1 个。2023 年医保谈判，复方黄黛片及麻苈消咳颗粒调整至常规目录。2023 年中成药收入为 9.34 亿元，同比增长 5.92%。

泛酸钙处于价格底部，2024Q1 价格回暖，未来依托合成生物学平台有望进一步推动公司产品结构调整和优化，并协同助力维生素业务进一步发展。

考虑公司新产品进入放量阶段带来业绩弹性，经营持续改善，创新转型持续兑现，步入新成长周期，预测公司 2024-2026 年收入分别为 52.45/61.52/70.93 亿元，分别同比增长 28.92%/17.29%/15.31%，归母净利润分别为 5.76/8.60/10.79 亿元，分别同比增长 204.59%/49.22%/25.44%，对应估值为 30X/20X/16X，维持“买入”投资评级。

图表25：盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,068	5,245	6,152	7,093
营业收入增长率(%)	6.03%	28.92%	17.29%	15.31%
归母净利（百万元）	-551	576	860	1,079
净利润增长率(%)	-388.19%	204.59%	49.22%	25.44%
摊薄每股收益（元）	-0.45	0.47	0.7	0.88
市盈率（PE）	-31.07	29.74	19.97	15.89

资料来源：iFinD，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

四、风险提示

行业政策变化，药品降价风险，市场竞争加剧，新药研发及上市不及预期，产品销售不及预期。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2024/05/14
601089	福元医药	买入	1.02	1.17	1.43	1.67	15.49	13.50	11.05	9.46	15.80

01530	三生制药	买入	0.64	0.83	0.92	1.03	10.30	7.94	7.16	6.40	6.59
002020	京新药业	买入	0.72	0.83	0.96	1.09	16.86	14.63	12.65	11.14	12.14
002019	亿帆医药	买入	-0.45	0.47	0.7	0.88	-31.07	29.74	19.97	15.89	13.98

资料来源：iFinD，太平洋研究院整理

附录：

图表 1：仿制药板块股票（按 20240331 市值排序）

代码	简称	市值	2024Q1 营业收入	同比 (%)	2024Q1 归母净利润	同比 (%)	2024Q1 扣非净利润	同比 (%)
600196.SH	复星医药	553.24	101.57	(6.56)	6.10	(38.22)	6.09	(33.81)
000963.SZ	华东医药	543.84	104.11	2.93	8.62	14.18	8.38	10.66
002422.SZ	科伦药业	489.29	62.19	10.32	10.26	26.00	9.92	25.68
000661.SZ	长春高新	486.22	31.77	14.39	8.59	0.20	8.47	(0.86)
002294.SZ	信立泰	324.52	10.91	22.92	2.00	(5.06)	2.01	5.87
600079.SH	人福医药	316.84	63.67	2.28	4.86	(26.89)	4.64	(8.68)
000513.SZ	丽珠集团	299.99	32.43	(4.99)	6.08	4.45	5.90	3.57
300573.SZ	兴齐眼药	266.62	3.50	22.10	0.35	79.59	0.35	126.46
603087.SH	甘李药业	238.14	5.60	0.42	0.96	95.04	0.17	(42.93)
002262.SZ	恩华药业	225.70	13.58	15.16	2.65	16.64	2.67	16.62
600062.SH	华润双鹤	214.90	28.35	2.26	4.16	11.00	3.98	10.55
600867.SH	通化东宝	204.35	5.91	(11.12)	2.15	(14.28)	2.15	(13.01)
600380.SH	健康元	203.28	43.40	(4.81)	4.40	(4.96)	4.28	(4.26)
000766.SZ	通化金马	178.80	2.96	(4.21)	0.09	31.94	0.06	33.43
300009.SZ	安科生物	162.99	6.56	10.42	2.18	17.31	2.05	15.03
002773.SZ	康弘药业	159.25	10.93	23.50	3.74	33.72	3.63	36.18
002019.SZ	亿帆医药	135.84	13.26	41.28	1.46	125.55	1.10	83.93
300705.SZ	九典制药	129.57	5.91	17.74	1.26	63.44	1.06	53.90
688166.SH	博瑞医药	123.70	3.40	11.54	0.64	(9.47)	0.64	(7.89)
600285.SH	羚锐制药	121.65	9.09	15.27	1.90	31.98	1.81	31.55
600420.SH	国药现代	119.90	31.23	(8.60)	3.31	84.83	3.26	91.04
300357.SZ	我武生物	119.01	2.16	18.08	0.77	9.55	0.73	6.80
300723.SZ	一品红	115.35	6.23	(13.01)	1.01	(9.53)	0.98	5.16
300199.SZ	翰宇药业	107.49	1.50	(14.73)	(0.14)	(175.79)	(0.16)	(34.90)
300255.SZ	常山药业	105.14	2.94	(41.36)	(0.62)	(1457.82)	(0.62)	1034.07
002755.SZ	奥赛康	98.11	4.48	32.47	0.32	145.99	0.24	(126.54)
600993.SH	马应龙	95.69	9.55	14.70	1.98	5.36	1.93	35.67
002332.SZ	仙琚制药	92.69	10.38	8.42	1.51	13.53	1.45	9.83

002020.SZ	京新药业	92.39	10.61	10.44	1.71	13.23	1.57	14.30
002038.SZ	双鹭药业	90.41	2.45	(17.35)	0.70	(65.27)	1.02	6.62
600216.SH	浙江医药	86.27	22.49	12.01	1.10	(3.44)	1.06	8.07
600200.SH	江苏吴中	83.12	7.03	14.97	0.05	(82.03)	(0.02)	(132.62)
000915.SZ	华特达因	82.95	5.72	1.85	1.69	3.00	1.62	4.99
600812.SH	华北制药	81.50	25.58	(3.86)	0.18	234.89	0.12	(290.35)
300630.SZ	普利制药	80.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(100.00)
002581.SZ	未名医药	76.40	0.84	10.85	(0.28)	(28.82)	(0.28)	28.20
688658.SH	悦康药业	76.32	9.68	(14.24)	0.69	(18.72)	0.65	(22.22)
600664.SH	哈药股份	74.38	41.42	5.36	1.77	44.52	1.59	43.11
601089.SH	福元医药	72.48	8.03	(2.01)	1.33	16.60	1.24	11.86
688513.SH	苑东生物	68.73	3.15	13.37	0.75	23.00	0.52	12.44
000597.SZ	东北制药	68.17	19.40	(17.58)	0.58	(17.72)	0.30	(32.96)
603367.SH	辰欣药业	65.02	11.49	1.28	1.63	4.50	1.45	(4.97)
002550.SZ	千红制药	62.97	4.61	(24.19)	1.04	21.13	1.02	19.11
000813.SZ	德展健康	62.78	1.01	(25.09)	(0.17)	(1003.80)	(0.18)	(1270.79)
002907.SZ	华森制药	58.55	2.28	21.78	0.40	34.05	0.37	30.41
688553.SH	汇宇制药	58.16	2.43	2.05	0.46	20.94	0.38	110.53
600789.SH	鲁抗医药	55.29	17.99	7.72	0.67	47.32	0.53	28.99
600851.SH	海欣股份	50.98	2.09	(26.13)	0.32	21.37	0.31	17.69
002793.SZ	罗欣药业	50.03	6.89	3.97	(0.37)	59.37	(0.39)	(59.54)
300158.SZ	振东制药	49.32	7.82	(17.79)	0.23	5952.52	(0.09)	(51.35)
605199.SH	葫芦娃	49.21	4.30	(18.37)	0.29	(28.42)	0.24	(28.38)
002437.SZ	誉衡药业	48.59	5.93	(12.92)	0.52	160.65	0.32	136.51
688799.SH	华纳药厂	48.37	3.73	4.38	0.60	21.90	0.44	0.28
000566.SZ	海南海药	48.00	3.63	(26.67)	(0.16)	(439.26)	(0.20)	12.40
688566.SH	吉贝尔	46.17	1.94	17.47	0.53	38.15	0.52	37.25
002393.SZ	力生制药	45.80	3.65	8.71	0.59	27.22	0.59	29.71
300194.SZ	福安药业	45.45	8.09	17.13	1.23	42.40	1.17	55.02
300110.SZ	华仁药业	42.32	4.07	0.86	0.51	23.65	0.49	21.32
300485.SZ	赛升药业	40.17	1.10	(17.46)	(1.91)	(23235.01)	0.15	383.81
688247.SH	宣泰医药	37.90	1.11	162.65	0.23	196.71	0.22	304.66
603676.SH	卫信康	36.51	3.18	(9.29)	0.95	57.54	0.57	(3.09)
300434.SZ	金石亚药	35.51	3.63	(13.58)	0.90	(37.39)	0.88	(37.10)
002923.SZ	润都股份	35.47	3.06	(14.82)	0.29	(28.14)	0.26	(29.80)
000919.SZ	金陵药业	34.91	7.47	5.36	0.44	(0.09)	0.41	10.14
000931.SZ	中关村	34.49	6.06	3.06	0.12	22.88	0.07	(1.66)
003020.SZ	立方制药	33.97	3.34	(58.90)	0.30	(54.08)	0.28	(56.38)

603222.SH	济民医疗	33.74	2.34	4.92	0.15	(55.92)	0.14	(58.05)
688117.SH	圣诺生物	32.82	1.04	27.65	0.16	17.38	0.15	143.49
300006.SZ	莱美药业	32.52	1.81	(20.09)	(0.05)	(25.90)	(0.07)	(16.11)
000788.SZ	北大医药	32.42	4.94	(0.95)	0.44	163.66	0.45	163.68
300204.SZ	舒泰神	32.30	0.95	46.09	(0.04)	92.26	(0.04)	(90.99)
002940.SZ	昂利康	31.95	4.08	(3.89)	0.28	(40.05)	0.22	(32.33)
002900.SZ	哈三联	31.89	2.47	(27.86)	0.19	(52.02)	0.05	(75.21)
600624.SH	复旦复华	31.57	1.55	(8.54)	(0.11)	(7050.69)	(0.12)	2389.56
002082.SZ	万邦德	30.59	4.29	11.41	0.29	5.49	0.14	(43.19)
300436.SZ	广生堂	30.09	1.20	36.06	(0.15)	76.87	(0.17)	(72.15)
603669.SH	灵康药业	28.92	0.77	4.85	(0.16)	30.23	(0.20)	(10.67)
603811.SH	诚意药业	25.96	1.53	3.54	0.33	(17.77)	0.31	(20.40)
600513.SH	联环药业	25.86	5.28	17.00	0.33	4.58	0.31	5.31
300016.SZ	北陆药业	24.94	2.08	10.35	0.12	(8.35)	0.11	32.95
000908.SZ	景峰医药	22.17	1.01	(42.87)	0.04	174.14	0.02	191.11
300584.SZ	海辰药业	21.36	1.05	(10.78)	0.13	9.37	0.13	6.53
301130.SZ	西点药业	19.40	0.67	20.32	0.14	46.66	0.12	90.22
301075.SZ	多瑞医药	16.70	0.78	0.48	(0.03)	(4.97)	(0.04)	1.40
002826.SZ	易明医药	16.49	1.60	(6.42)	0.28	233.58	0.02	(77.30)

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。