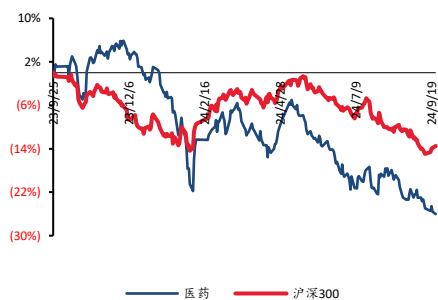


医药

2024Q2 扣非净利润加速增长，板块内盈利分化显著

■ 走势比较



■ 子行业评级

化学制药	无评级
中药生产	无评级
生物医药II	中性
其他医药医疗	中性

相关研究报告

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

研究助理：刘哲涵

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 2024Q2 收入稳健，扣非净利润快速增长。我们统计了仿制药板块的 85 家公司，2024Q2 仿制药板块营业收入为 931 亿元，同比增长 0.16%，归母净利润为 96 亿元，同比减少 0.06%，扣非归母净利润为 89 亿元，同比增长 12.27%。2023Q3 以来仿制药板块受到外部政策影响等因素，板块内企业整体营收及利润承压。2024H1 政策影响边际减弱，业绩逐步恢复，尤其是 2024Q2 扣非净利润实现加速增长。

运行质量提升，2024Q2 净利率提升，板块盈利能力持续提升。2024Q2 毛利率为 51.03% (同比-0.17pct)，净利率为 11.67% (同比+0.36pct)。随着集采政策持续优化，集采对于仿制药的毛利率的边际影响有望不断减弱。同时企业不断进行成本优化，相关企业的盈利能力有望持续提升。2024Q2 期间费用率为 37.27% (-1.61pct)，其中销售费用率为 22.67% (-1.98pct)，研发费用率为 7.11% (-0.24pct)，管理费用率为 7.04% (+0.28pct)，财务费用率为 0.46% (+0.33pct)。

2024Q2 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 2024Q2 营收增速分布较为集中，主要分布区间在-20%到 20%之间，共 73 家公司，占比 86%。其中 43 家公司营业收入同比上涨，42 家公司下降。2024Q2 仿制药板块利润增速差距较大。归母净利润增速方面，2024Q2 主要分布在-40%到 40%之间，共 43 家公司，占比 51%。总体来看，共 48 家公司同比上涨，37 家同比下降，有 21 家公司增速超过 100%。2024Q1 扣非归母净利润增速分布在为-40%到 40%区间的共 36 家公司，占比 42%，其中共 48 家公司同比上涨，37 家同比下降，有 13 家公司增速超过 100%。

估值历史低位，有望迎来修复。截至 2024 年 9 月 23 日，化学制剂子版块市盈率为 25.45 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 1%，相对于医药板块溢价为 16.34%。板块当前估值仍处于历史较低水平，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 2024 年半年报已披露的情况，2024H1 制剂企业整体经营趋势向好，仿制药板块内部出现分化。前九批集采纳入 374 个品种，集采进入后半程，第九批集采中标产品平均降价幅度 58%，降价幅度逐步收窄趋稳。随着集采政策持续优化，且药品采购周期接近 4 年，同时集采续约整体呈现竞争格局优化，降价要求温和的趋势，集采的边际影响有望不断减弱。在集采后周期和四同等政策推出的背景下，仿制药企业有望迎来加速行业整合，具有产品集群优势及销售能力较强的大型制药企业，同时拥有原料药制剂产业链一体化的公司优势将不断显现。下半年有望迎来诊疗需求提升，同时看好院内药品的放量机会。建议关注：1) 拥有产业链优势，院内+院外有望持续放量的公司，例如福元医药 (601089)、京新药业 (002020) 等；2) 创新药管线进入兑现阶段有望带来估值重塑，同

时拥有海外商业化前景的公司，例如亿帆医药（002019）、三生制药（1530.HK）、科伦药业（002422）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、 2024Q2 扣非净利润加速增长，板块盈利能力持续提升	5
(一) 仿制药板块 Q2 收入稳健，扣非净利润快速增长	5
(二) 2024Q2 净利率改善明显，板块盈利能力持续提升	7
(三) 运营质量提升，销售费用率持续下降	7
二、 板块内利润增速分化，行业集中度高	8
(一) 收入增速分布集中，利润增速分化明显	8
(二) Q2 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
(六) 科伦药业 (002422)：三发驱动差异化加速转型，迈向创新成长新阶段	16
四、 风险提示	18

图表目录

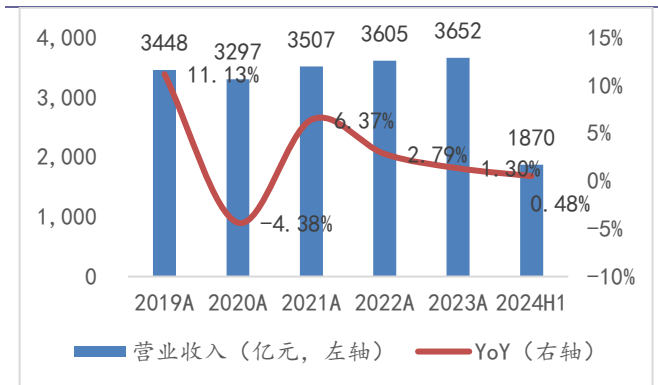
图表 1: 2019-2024H1 仿制药板块营收及增速.....	5
图表 2: 2019-2024H1 仿制药板块归母净利润及增速.....	5
图表 3: 2019-2024H1 仿制药板块扣非归母净利润及增速.....	5
图表 4: 2023Q1-2024Q2 仿制药板块营收及增速.....	6
图表 5: 2023Q1-2024Q2 仿制药板块归母净利润及增速.....	6
图表 6: 2023Q1-2024Q2 仿制药板块扣非归母净利润及增速.....	6
图表 7: 2021-2024H1 毛利率及净利率	7
图表 8: 单季度毛利率及净利率情况	7
图表 9: 2021-2024H1 期间费用率	8
图表 10: 单季度期间费用率情况	8
图表 11: 2024Q2 仿制药板块营收同比增速分布直方图.....	8
图表 12: 2024Q2 仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图.....	9
图表 13: 2024Q2 仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图.....	10
图表 14: 2024Q2 仿制药板块营收 TOP10 公司.....	10
图表 15: 2024Q2 年仿制药板块归母净利润 TOP10 公司.....	10
图表 16: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM, 剔除负值)	11
图表 17: 盈利预测和主要财务指标	13
图表 18: 盈利预测和主要财务指标	14
图表 19: 盈利预测和主要财务指标	15
图表 20: 盈利预测和主要财务指标	16
图表 21: 盈利预测和主要财务指标	17

一、2024Q2 扣非净利润加速增长，板块盈利能力持续提升

(一) 仿制药板块 Q2 收入稳健，扣非净利润快速增长

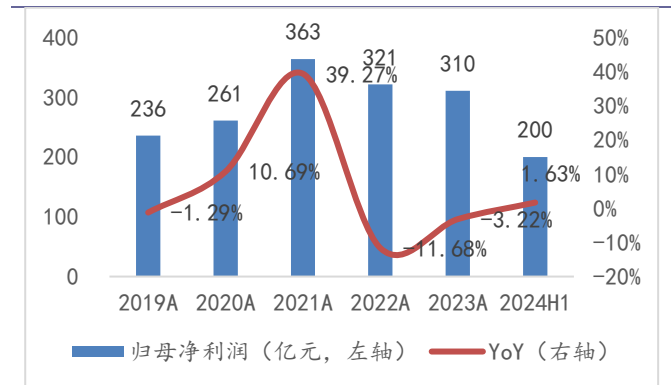
仿制药板块 2024H1 营收稳健增长，扣非净利润快速增长。我们统计了仿制药板块的 85 家公司(附录)，2024H1 共实现营业收入 1870 亿元，同比增长 0.48%，实现归母净利润 200 亿元，同比增长 1.63%，扣非归母净利润 188 亿元，同比增长 9.92%。

图表1：2019-2024H1 仿制药板块营收及增速



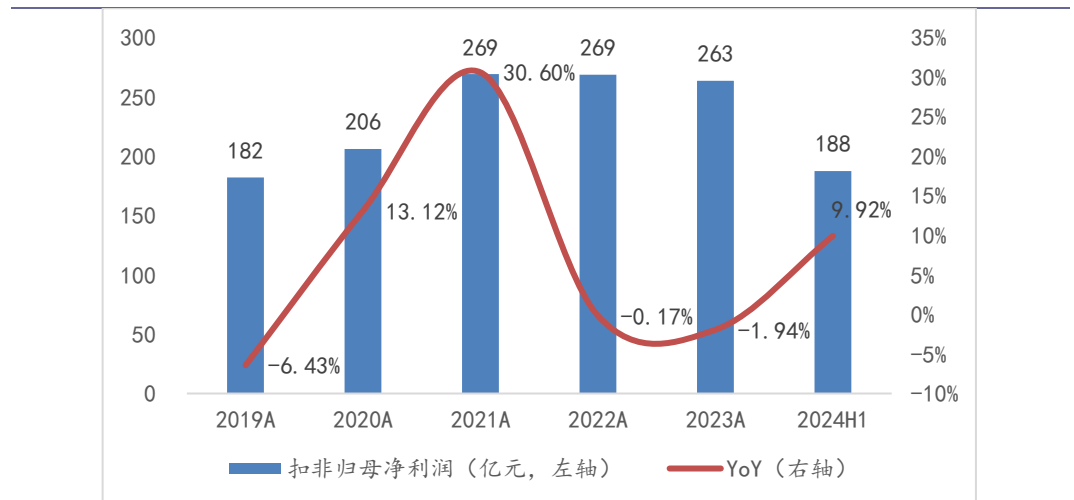
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表2：2019-2024H1 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3：2019-2024H1 仿制药板块扣非归母净利润及增速

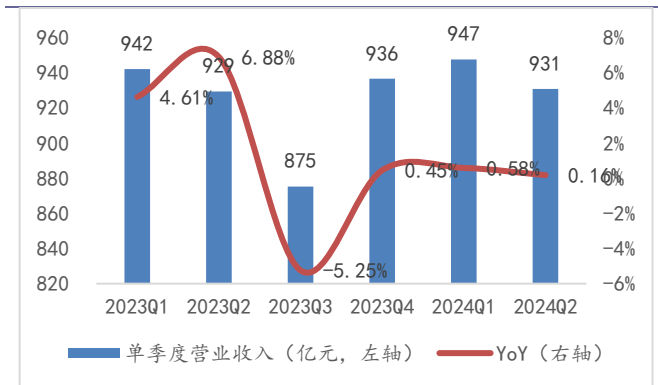


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

单季度来看，仿制药板块收入增速稳健，2024Q2 扣非净利润实现加速增长。2023Q3 以来仿制

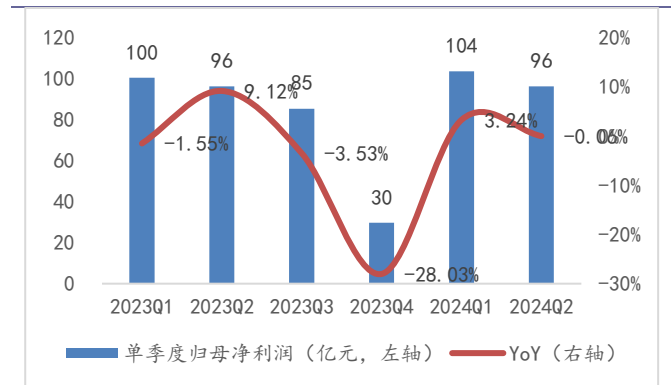
药板块受到外部政策影响等因素，板块内企业整体营收及利润承压。2024H1 政策影响边际减弱，业绩逐步恢复，尤其是 2024Q2 扣非净利润实现加速增长。2024Q2 仿制药板块营业收入为 931 亿元，同比增长 0.16%，归母净利润为 96 亿元，同比减少 0.06%，扣非归母净利润为 89 亿元，同比增长 12.27%。

图表4: 2023Q1-2024Q2 仿制药板块营收及增速



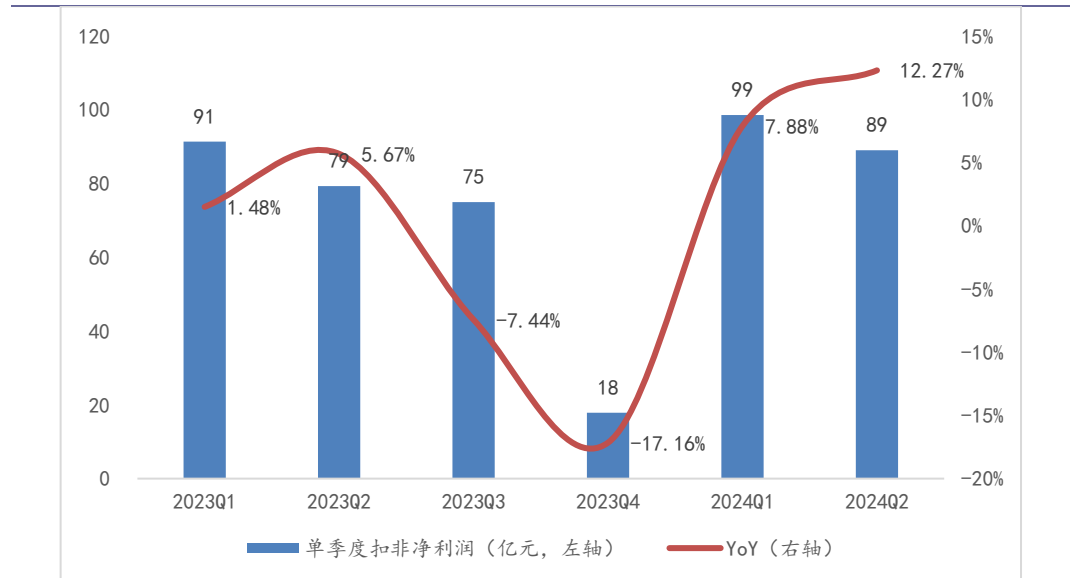
资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表5: 2023Q1-2024Q2 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: 2023Q1-2024Q2 仿制药板块扣非归母净利润及增速

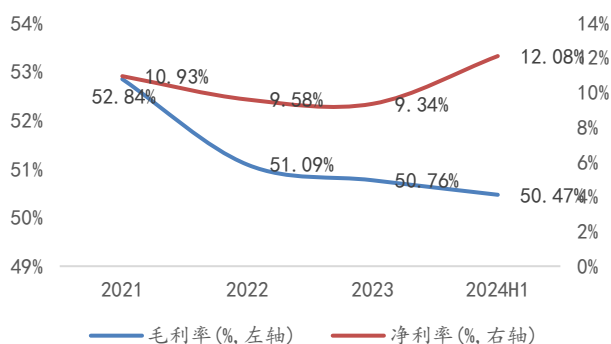


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

(二) 2024Q2 净利率改善明显，板块盈利能力持续提升

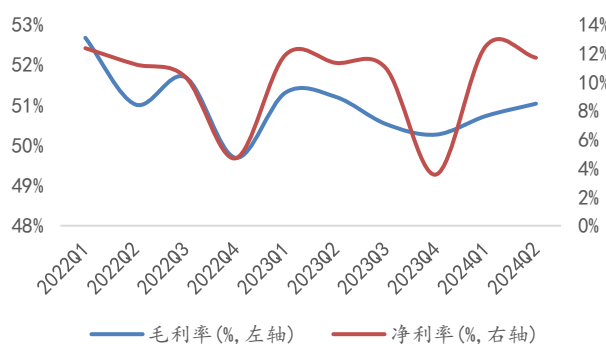
2024Q2 净利率提升，板块盈利能力持续提升。2024 年 H1 仿制药板块毛利率为 50.47%（同比-0.12pct），净利率为 12.08%（同比+0.47pct）。单季度来看，2024Q2 毛利率为 51.03%（同比-0.17pct），净利率为 11.67%（同比+0.36pct）。整体来看，2024Q2 毛利率水平同比小幅下降，环比增加 0.31pct。2024Q2 净利率同比改善明显，板块盈利能力持续提升。随着集采政策持续优化，第九批集采中标产品平均降价幅度 58%，降价幅度逐步收窄趋稳，且药品采购周期接近 4 年，集采续约整体呈现竞争格局优化，降价要求温和的趋势，集采对于仿制药的毛利率的边际影响有望不断减弱。叠加企业不断进行成本优化，相关企业的盈利能力或持续提升。

图表7：2021-2024H1 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

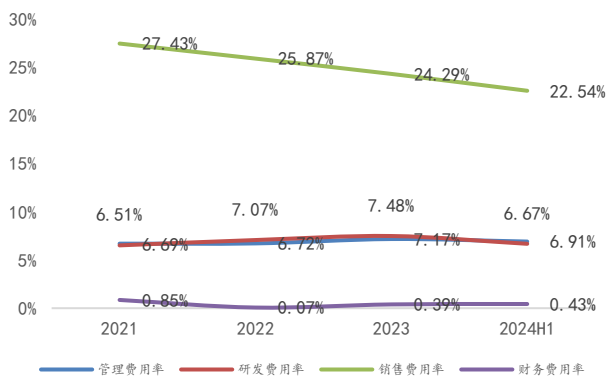


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 运营质量提升，销售费用率持续下降

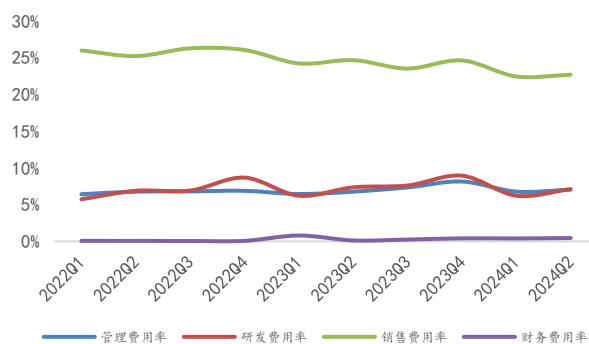
运行质量提升，费用控制良好，销售费用率持续下降。2024H1 仿制药板块期间费用率为 36.55%（同比-1.63pct），其中销售费用率为 22.54%（同比-1.80pct），研发费用率为 6.67%（同比-0.10pct），管理费用率为 6.91%（同比+0.29pct），财务费用率为 0.43%（同比-0.03pct）。单季度来看，2024Q2 期间费用率为 37.27%（同比-1.61pct），其中销售费用率为 22.67%（同比-1.98pct），研发费用率为 7.11%（同比-0.24pct），管理费用率为 7.04%（同比+0.28pct），财务费用率为 0.46%（同比+0.33pct）。

图表9：2021-2024H1 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



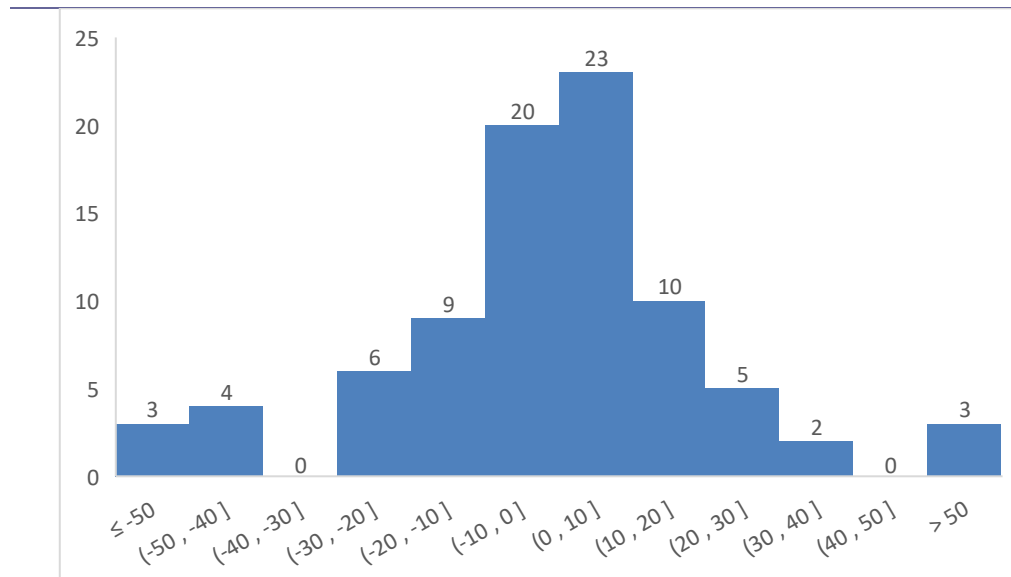
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

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

2024Q2 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 2024Q2 营收增速分布较为集中，主要分布区间在-20%到 20%之间，共 73 家公司，占比 86%。其中 43 家公司营业收入同比上涨，42 家公司同比下降。

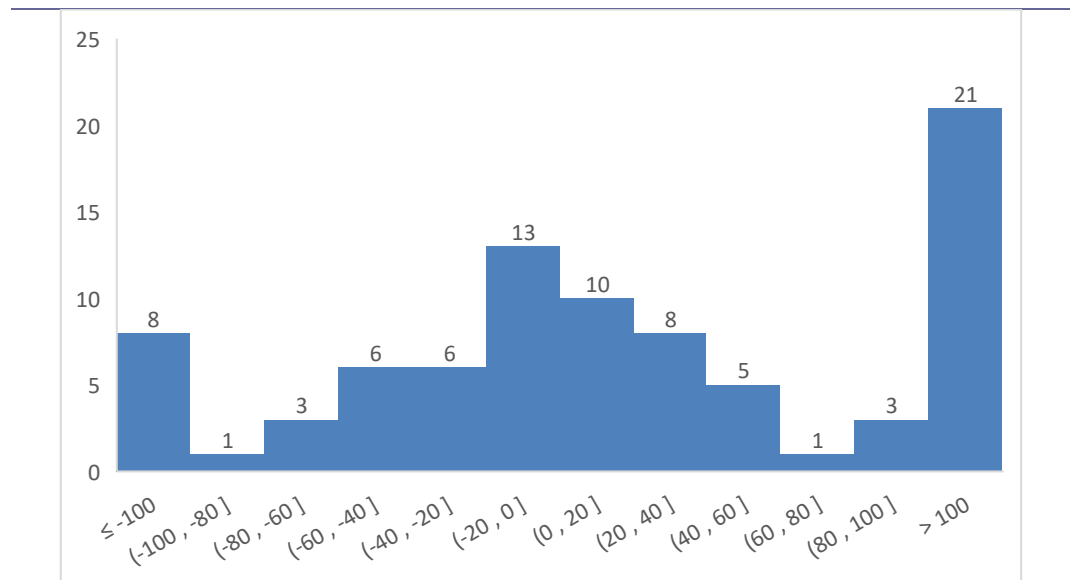
图表11：2024Q2 仿制药板块营收同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024Q2 仿制药板块利润增速差距较大。归母净利润增速方面，2024Q2 主要分布在-40%到 40% 之间，共 43 家公司，占比 51%。总体来看，共 48 家公司同比上涨，37 家同比下降，有 21 家公司增速超过 100%。

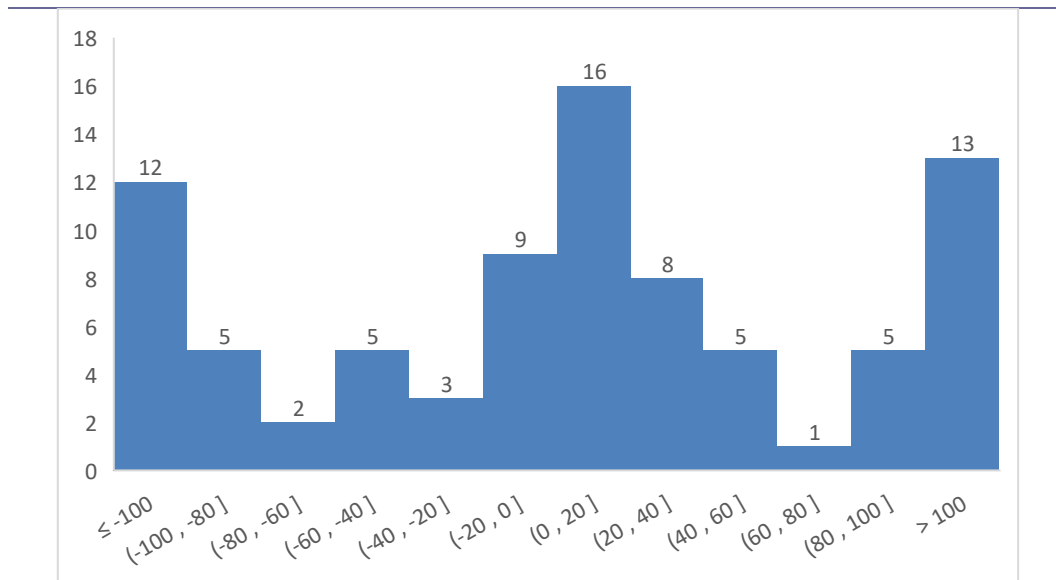
图表12：2024Q2 仿制药板块归母净利润同比增速分布直方图



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

2024Q2 扣非归母净利润增速分布在为-40%到 40%区间的共 36 家公司，占比 42%，其中共 48 家公司同比上涨，37 家同比下降，有 13 家公司增速超过 100%。

图表13: 2024Q2 仿制药板块扣非归母净利润同比增速分布直方图

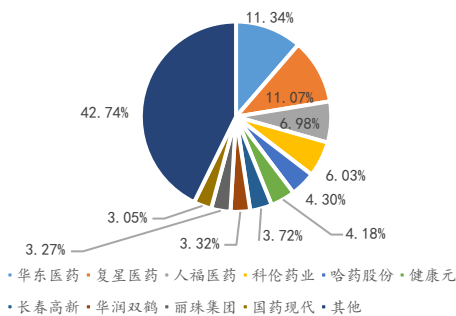


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

(二) Q2 板块收入及利润集中度较高

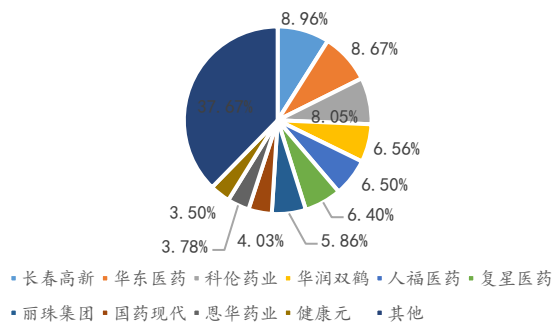
2024Q2 仿制药板块营收排名前十的公司, 贡献了 57% 的收入, 分别为华东医药、复星医药、人福医药、科伦药业、哈药股份、健康元、长春高新、华润双鹤、丽珠集团、国药现代。归母净利润排名前十的公司, 贡献了 62% 的利润, 分别为长春高新、华东医药、科伦药业、华润双鹤、人福医药、复星医药、丽珠集团、国药现代、恩华药业、健康元。

图表14: 2024Q2 仿制药板块营收 TOP10 公司



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表15: 2024Q2 年仿制药板块归母净利润 TOP10 公司

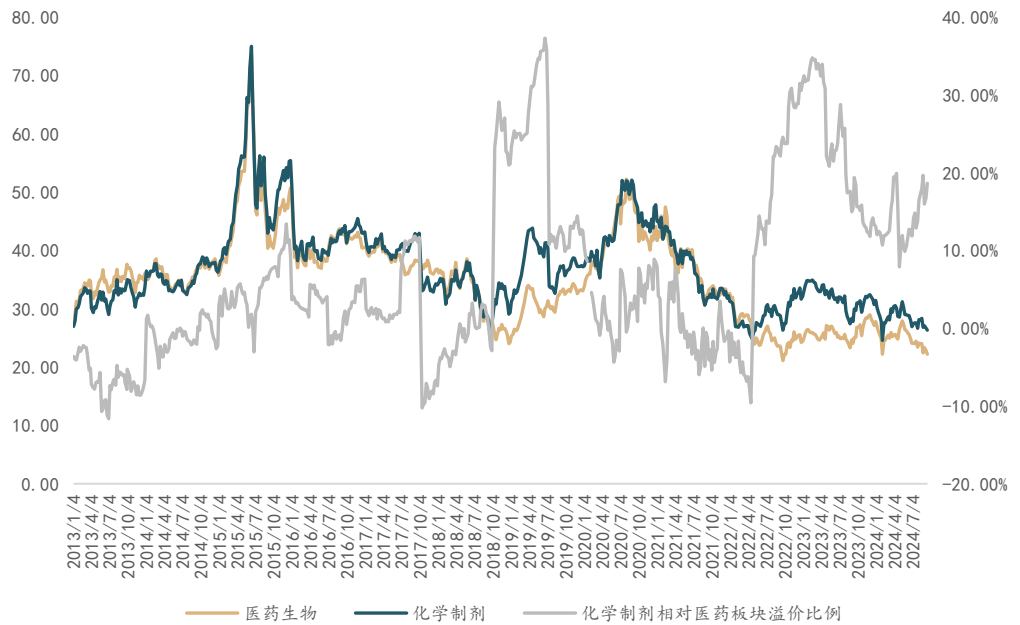


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

(三) 板块估值历史较低水平，有望迎来修复

截至 2024 年 9 月 23 日，化学制剂子版块市盈率为 25.45 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 1%，相对于医药板块溢价率为 16.34%。板块当前估值仍处于历史较低水平，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16：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 2024 年半年报已披露的情况，2024H1 制剂企业整体经营趋势向好，仿制药板块内部出现分化。前九批集采纳入 374 个品种，集采进入后半程，第九批集采中标产品平均降价幅度 58%，降价幅度逐步收窄趋稳。随着集采政策持续优化，且药品采购周期接近 4 年，集采续约整体呈现竞争格局优化，降价要求温和的趋势，集采的边际影响有望不断减弱，在集采后周期和四同等政策推出的背景下，仿制药企业有望迎来加速行业整合，具有产品集群优势及销售能力较强的大型制药企业，同时拥有原料药制剂产业链一体化的公司优势将不断显现。下半年有望迎来诊疗需求提升，同时看好院内药品的放量机会。

建议关注：1) 拥有产业链优势，院内+院外有望持续放量的公司，例如：福元医药（601089）、

京新药业（002020）等；2）创新药管线进入兑现阶段有望带来估值重塑，同时拥有海外商业化前景的公司，例如：亿帆医药（002019）、三生制药（1530.HK）、科伦药业（002422）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。2024Q2 研发费用率为 11.44%，同比增加 3.03pct。2024H1 公司获得西洛他唑片、依折麦布辛伐他汀片、多巴丝肼片、乳果糖口服溶液、夫西地酸乳膏、地奈德乳膏，卡泊三醇软膏、替米沙坦氢氯噻嗪片药品注册批件，丙戊酸、丙戊酸钠 DMF 转 A。同时公司研发储备充足，仿制药制剂在研项目 85 个、创新药聚焦核酸类药物研发、医疗器械在研项目 4 个。预计全年有望获得 10-20 个仿制药批件，持续为公司贡献收入增量。

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，院外市场空间广阔，新增品种持续贡献增量有望驱动公司收入稳定增长，预测公司 2024/2025/2026 年收入为 35.88/39.76/45.09 亿元，同比增长 7.45%/10.80%/13.41%。归母净利润为 5.31/6.21/7.14 亿元，同比增长 8.59%/16.99%/15.06%。对应当前 PE 为 13/11/10X。

图表17：盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,340	3,588	3,976	4,509
营业收入增长率(%)	3.07%	7.45%	10.80%	13.41%
归母净利（百万元）	489	531	621	714
净利润增长率(%)	11.36%	8.59%	16.99%	15.06%
摊薄每股收益（元）	1.02	1.11	1.29	1.49
市盈率（PE）	14.13	12.98	11.17	9.67

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，成品药院外销售实现快速增长，2024H1 成品药内贸院外市场营收同比增长超过 80%。

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。公司首款创新药地达西尼胶囊于 2024 年 3 月 25 日正式实现商业发货，截至 2024H1 已开发医院 200 余家。公司在精神神经和心脑血管领域持续进行创新药研发管线布局，目前 JX11502MA 胶囊和康复新肠溶胶囊 II 临床进行中；JX2105 胶囊 I 期取得临床批件，临床 I 期顺利推进。随着公司创新品种逐步兑现，有望持续为公司业绩贡献增量。

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 6.98/7.88/9.20 亿元，同比增长 12.71%/12.89%/16.83%。对应当前 PE 为 13/12/10X，维持“买入”评级。

图表18：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	698	788	920
净利润增长率(%)	-6.55%	12.71%	12.89%	16.83%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.81	0.91	1.07
市盈率（PE）	14.67	13.04	11.60	9.87

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。2024H1 特比澳销售额为 24.8 亿元（同比+22.6%），EPO 销售额为 5.2 亿元（同比+11.3%），益赛普销售额为 3.3 亿元（同比+9.5%），赛普汀销售额为 1.6 亿元（同比+48.9%），蔓迪销售额为 5.5 亿元（同比+10.0%）。

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，慢性肝病导致的小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。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。公司加快推进在研项目的研发进程，多款产品即将商业化，SSS06

的 CKD 贫血适应症 NDA 已获受理，特比澳 CLDT 适应症、608 (IL-17A 抗体) 中重度银屑病适应症预计 2024H2 申报 NDA。2024H1，引进的 Winlevi III 期桥接临床开始入组，预计 2025 年申报 NDA；公司与翰宇制药就司美格鲁肽注射液减重适应症达成合作协议，开拓减重治疗广阔市场。

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 7X/6X/5X，维持“买入”投资评级。

图表19：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	2011	2244	2508
净利润增长率 (%)	-19%	30%	12%	12%
摊薄每股收益 (元)	0.64	0.82	0.92	1.03
市盈率 (PE)	8.81	6.88	6.13	5.48

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

创新转型初步兑现，海外业务打开成长天花板。1) 亿立舒目前已在 31 个国家/地区获批上市，预计今年 9 月实现海外发货。成本优化方面，已完成国内原液车间第二个反应器安装与调试验证，并启动了全球供应链优化工作及差异化研究。差异化研究方面，已完成亿立舒说明书由 48h 给药变更为 24h 给药的补充申请资料递交，并将持续进行更短时间给药研究。2) F-652 为潜在 FIC 肝病领域药物，目前中美同步推进临床试验，慢加急性肝衰竭适应症已完成美国 II 期临床试验、中国 II a 期临床试验，酒精性肝炎适应症 II 期临床试验取得 CDE 批准。F-652 治疗重度酒精性肝炎 (AH) 适应症的 II 期临床试验获得美国 FDA 默示许可。

差异化制剂+独家中药全球布局，有望成为稳定业绩驱动力。2023 年公司获批了多个品种，随着市场布局逐步完成，有望驱动收入快速增长。丁甘交联玻璃酸钠注射液 2023 医保谈判成功，盐酸多巴胺注射液中选第七批集采、重酒石酸去甲肾上腺素注射液和盐酸去氧肾上腺素中选易短缺和急救药联盟集中带量采购，有望实现快速放量。其他新获批的自研产品如硫酸长春新碱注射液、拉考沙胺注射液、氟法拉滨注射液、二氢噻口服混悬液以及卡培他滨片代理转为自有，公司

未来国内药品销售业绩有望进一步提升。同时公司持续推荐在研管线，新老品种有望维持业绩增长的持续性。

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，预计公司 2024-2026 年收入分别为 53.09/64.17/74.23 亿元，分别同比增长 30.51%/20.86%/15.68%，归母净利润分别为 5.54/7.24/9.17 亿元，分别同比增长 200.46%/30.82%/26.63%，对应估值为 22X/17X/13X，维持“买入”投资评级。

图表20：盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,068	5,309	6,417	7,423
营业收入增长率(%)	6.03%	30.51%	20.86%	15.68%
归母净利（百万元）	-551	554	724	917
净利润增长率(%)	-388.19%	200.46%	30.82%	26.63%
摊薄每股收益（元）	-0.45	0.45	0.59	0.75
市盈率（PE）	-22.44	22.44	17.12	13.47

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

（六）科伦药业（002422）：三发驱动差异化加速转型，迈向创新成长新阶段

大输液+合成生物学+仿制药+创新药复合驱动，迈向创新成长新阶段。公司实施“三发驱动、创新增长”的发展战略，目前已形成由科伦药业、川宁生物、科伦博泰构成的“品”字型架构运营平台，成功转型成为大输液+原料药中间体+仿制药+创新药复合驱动的综合型制药公司。通过大输液产品持续优化迭代，同时原料药及中间体终端市场需求及价格恢复驱动业绩快速增长，近五年归母净利润 CAGR 为 27%。

大输液竞争优势稳固，持续推进包材优化，多室袋产品（肠外营养三腔袋+粉液双室袋）提升盈利能力。目前公司在肠外营养、细菌感染、体液平衡及中枢神经等疾病领域建立了的核心优势产品及迭代产品集群，持续向高附加值包材迭代，高毛利营养及治疗型产品拓展。密闭式输液占比持续提升，2024H1 密闭式输液量占比提升 3.11pct。随着产品构成持续优化，集采驱动销售费用下降，重点产品放量，公司大输液端的盈利能力有望进一步提升。

仿制药依托集采放量，持续布局改良创新复杂制剂，新产品进入兑现期。公司存量大品种已

基本纳入了国家集采，截至第九批集采，公司共中标 47 款产品。且第九批集采均为新获批产品和过去销量较低的产品，集采风险正逐步消除。预计未来几年每年获批约 30 个仿制药，新产品有望受益集采放量。公司持续拓展改良创新及 NDDS 复杂制剂管线，不断巩固公司在核心领域的护城河。

原料药中间体存量业务稳固，合成生物学进入兑现期。公司存量中间体业务竞争格局稳定，产能领先：1) 硫氰红霉素产能 3300 吨，位居行业第二，竞争格局集中。2) 头孢类中间体产能共 3400 吨，位居行业第一，公司根据下游产品市场需求和行业供给情况灵活制定生产计划，保证生产效益最大化。3) 6-APA 产能 6700 吨，位居行业第二。合成生物学有望成为新增长点：公司选品-研发-大生产的商业化体系构建完成，目前已有红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因、依克多因等多个产品进入生产、销售阶段，新品有望持续贡献增量。

创新药管线迎来收获期，有望成为公司第二增长曲线。创新药聚焦 ADC 药物，通过与默沙东合作，持续开拓全球化商业价值。多款核心 ADC 管线商业化在即：1) SKB264 有望成为首款国产上市 TROP2 ADC，3L+TNBC 单药治疗疗效显著，有望 2024 年获批；2L+ HR+/HER2- BC 适应症具备末线单药疗法的 best-in-class 潜质。2) A166 (HER2 ADC) 3L+ HER2+乳腺癌有望 2024-2025 年获批上市。3) 通过肿瘤+自免协同布局，A166 (PD-L1)、西妥昔单抗类似物有望于 2024-2025 年获批上市，A400 (RET 抑制剂) 有望 2024 年申报上市。

考虑公司 1) 大输液持续升级迭代高毛利品种，仿制药存量集采风险出清，新品种借助集采放量；2) 原料药中间体核心产品竞争格局稳定，合成生物学产品不断商业化落地贡献收入；3) 创新药多管线商业化在即，携手大型 MNC 临床开发进度有望加速，预测公司 2024/2025/2026 年收入为 233.35/257.56/286.56 亿元，同比增长 8.77%/10.38%/11.26%。归母净利润为 29.04/32.98/38.21 亿元，同比增长 18.22%/13.59%/15.86%，市盈率分别为 14/13/11X，维持“买入”评级。

图表21： 盈利预测和主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,454	23,335	25,756	28,656
营业收入增长率 (%)	12.69%	8.77%	10.38%	11.26%
归母净利 (百万元)	2,456	2,904	3,298	3,821
净利润增长率 (%)	44.03%	18.22%	13.59%	15.86%
摊薄每股收益 (元)	1.69	1.81	2.06	2.39
市盈率 (PE)	15.46	14.44	12.68	10.93

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	2024/09/23
601089	福元医药	买入	1.02	1.11	1.29	1.49	14.13	12.98	11.17	9.67	14.41
01530	三生制药	买入	0.64	0.82	0.92	1.03	8.81	6.88	6.13	5.48	5.64
002020	京新药业	买入	0.72	0.81	0.91	1.07	14.67	13.04	11.60	9.87	10.56
002019	亿帆医药	买入	-0.45	0.45	0.59	0.75	-22.44	22.44	17.12	13.47	10.1
002422	科伦药业	买入	1.69	1.81	2.06	2.39	15.46	14.44	12.68	10.93	26.13

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 20240830 市值排序）

代码	简称	市值	2024Q2 营业总收入	同比 (%)	2024Q2 归母净利润	同比 (%)	2024Q2 扣非净利润	同比 (%)
600196.SH	复星医药	540.69	103.06	(2.08)	6.15	(22.19)	6.46	42.41
000963.SZ	华东医药	517.16	105.54	2.76	8.34	22.85	8.90	(32.02)
002422.SZ	科伦药业	491.05	56.08	8.66	7.74	31.33	7.87	17.46
002294.SZ	信立泰	336.12	9.52	19.44	1.44	13.54	5.65	7.91
000661.SZ	长春高新	332.92	34.61	2.10	8.61	(33.94)	1.32	17.69
600079.SH	人福医药	327.27	64.94	5.47	6.25	(5.13)	1.10	52.13
000513.SZ	丽珠集团	292.19	30.40	(7.24)	5.63	1.90	7.61	35.91
002262.SZ	恩华药业	258.82	14.06	15.09	3.64	14.61	0.69	101.95
603087.SH	甘李药业	245.66	7.55	12.32	2.03	138.90	(2.28)	(198.14)
600062.SH	华润双鹤	214.10	30.94	0.75	6.30	3.38	1.85	(9.58)
600380.SH	健康元	187.61	38.95	(6.39)	3.37	(4.55)	3.15	29.73
002773.SZ	康弘药业	171.35	12.01	16.01	3.19	29.55	1.77	15.98
600867.SH	通化东宝	157.55	1.49	(78.80)	(4.45)	(289.95)	(1.37)	108.64
000766.SZ	通化金马	154.54	3.54	(15.79)	0.03	(13.96)	3.67	16.02
600420.SH	国药现代	151.82	28.37	(6.30)	3.87	133.66	5.24	44.48
300573.SZ	兴齐眼药	150.16	5.42	35.85	1.35	96.73	3.34	(0.24)
600216.SH	浙江医药	139.34	21.56	11.73	2.06	29.60	0.52	(55.38)

300009.SZ	安科生物	135.62	6.43	(7.27)	1.98	(5.86)	1.86	13.35
002019.SZ	亿帆医药	133.64	13.06	29.90	1.07	144.10	(0.63)	(218.91)
600285.SH	羚锐制药	132.48	9.97	9.31	2.23	28.90	(0.31)	(65.20)
688166.SH	博瑞医药	113.85	3.18	12.39	0.42	9.37	2.13	30.20
002332.SZ	仙琚制药	113.76	11.00	(5.25)	1.89	11.80	0.19	(80.86)
600993.SH	马应龙	106.99	9.73	20.43	1.14	21.84	1.51	13.87
300705.SZ	九典制药	106.50	7.75	8.31	1.58	31.24	0.26	(348.97)
002755.SZ	奥赛康	99.13	4.74	27.00	0.44	149.02	0.03	(82.29)
002020.SZ	京新药业	97.12	10.89	11.59	2.31	40.18	1.57	5.58
300255.SZ	常山药业	93.10	2.73	(14.13)	0.15	109.20	0.43	498.53
300357.SZ	我武生物	91.68	2.13	4.85	0.72	(7.81)	6.25	11.03
688658.SH	悦康药业	85.14	9.82	(8.33)	0.49	(59.57)	0.08	(105.13)
600812.SH	华北制药	82.01	26.74	3.90	0.54	154.82	0.77	196.88
300199.SZ	翰宇药业	81.79	1.05	(29.25)	0.04	107.10	(0.44)	(46.56)
600664.SH	哈药股份	79.58	40.00	6.05	1.67	175.81	0.38	2.75
601089.SH	福元医药	71.18	8.53	5.20	1.58	15.69	0.04	(40.80)
002038.SZ	双鹭药业	69.14	1.47	(48.79)	(0.41)	(135.18)	0.32	(133.31)
300723.SZ	一品红	68.61	2.90	(47.31)	(0.54)	(157.61)	1.33	89.92
002550.SZ	千红制药	66.68	3.94	(12.05)	0.79	137.87	0.69	(12.27)
600789.SH	鲁抗医药	65.22	14.81	(2.35)	2.33	171.51	0.18	25.49
688513.SH	苑东生物	63.50	3.55	27.75	0.71	1.34	0.62	370.36
000915.SZ	华特达因	61.77	5.83	(1.55)	1.63	3.24	2.11	49.62
600200.SH	江苏吴中	61.39	5.03	2.92	0.19	2679.03	0.75	99.54
000597.SZ	东北制药	60.59	22.28	3.53	0.99	52.96	0.92	(12.15)
603367.SH	辰欣药业	59.09	9.22	(15.09)	1.07	(0.78)	0.69	(7.52)
002581.SZ	未名医药	57.40	1.27	(4.93)	(0.02)	94.08	(1.33)	80.69
000813.SZ	德展健康	52.82	1.47	71.71	0.27	386.06	1.15	42.99
002907.SZ	华森制药	50.90	1.89	9.57	0.07	(39.05)	(0.02)	(98.16)
300194.SZ	福安药业	47.59	6.24	(2.18)	0.94	25.53	(0.09)	283.31
688553.SH	汇宇制药	46.85	2.90	36.05	0.19	(38.04)	1.53	252.41
002437.SZ	誉衡药业	43.37	6.28	(16.41)	0.73	787.47	0.13	(418.51)
600851.SH	海欣股份	43.29	1.98	(42.27)	0.70	(7.40)	(0.22)	(640.37)
300630.SZ	普利制药	41.88	1.31	(48.71)	(1.24)	(504.17)	1.49	36.52
300158.SZ	振东制药	41.22	7.24	(26.19)	0.08	(49.42)	0.41	16.34
688566.SH	吉贝尔	41.17	2.39	(5.54)	0.69	19.30	(0.34)	(32.45)
002793.SZ	罗欣药业	40.57	5.71	(3.80)	(0.52)	(42.01)	3.57	135.86
605199.SH	葫芦娃	40.13	4.16	7.65	0.50	138.98	0.01	(105.13)
002393.SZ	力生制药	39.65	3.80	17.99	0.43	(1.11)	0.42	365.79

000566.SZ	海南海药	39.57	2.30	(50.40)	(1.84)	(3882.89)	0.20	63.37
000908.SZ	ST景峰	38.53	1.02	(50.11)	(0.27)	(93.29)	0.50	(17.90)
300110.SZ	华仁药业	38.07	3.65	(14.34)	0.22	(45.63)	0.19	(44.91)
688247.SH	宣泰医药	37.49	1.07	55.94	0.31	107.34	0.86	28.02
000919.SZ	金陵药业	37.37	7.64	4.31	0.08	(75.62)	(0.51)	(592.02)
688799.SH	华纳药厂	36.58	3.66	0.52	0.53	(16.22)	0.00	(97.82)
603676.SH	卫信康	34.51	3.15	(20.96)	0.69	(7.06)	0.59	(18.55)
003020.SZ	立方制药	34.18	4.36	(4.44)	0.47	(27.59)	0.04	(88.42)
688117.SH	圣诺生物	32.52	0.95	2.78	0.05	(13.08)	0.08	(179.94)
300485.SZ	赛升药业	32.18	1.05	(24.43)	0.85	(65.93)	0.11	152.65
000788.SZ	北大医药	32.00	5.14	(12.13)	0.43	184.35	0.38	(26.83)
603669.SH	灵康药业	31.66	0.65	63.10	(0.24)	47.87	0.11	122.96
300204.SZ	舒泰神	30.58	0.87	(16.24)	0.00	100.33	0.45	1.28
300434.SZ	金石亚药	30.05	1.59	(25.61)	(0.51)	(512.50)	(0.20)	94.46
603222.SH	济民医疗	29.98	2.32	4.67	0.11	92.18	0.12	92.05
000931.SZ	中关村	29.82	6.67	20.37	0.25	51.93	0.40	(7.09)
002923.SZ	润都股份	29.04	2.91	(1.69)	0.09	(69.65)	0.06	(69.87)
300436.SZ	广生堂	29.03	0.98	9.94	(0.21)	77.22	0.30	13.22
300006.SZ	莱美药业	27.56	2.01	(11.70)	0.06	111.71	0.16	242.38
300584.SZ	海辰药业	27.50	1.32	(8.57)	0.11	56.71	0.04	28.71
002940.SZ	昂利康	26.71	4.39	4.93	0.40	(30.23)	0.68	19.04
002082.SZ	万邦德	26.70	3.24	(8.41)	0.09	108.49	0.41	(16.38)
002900.SZ	哈三联	26.67	2.77	(6.25)	0.07	(42.56)	(0.28)	41.37
300016.SZ	北陆药业	23.81	2.66	6.57	0.08	369.45	0.06	(53.09)
600513.SH	联环药业	23.38	5.98	18.87	0.30	(0.21)	0.27	110.95
603811.SH	诚意药业	21.44	2.03	17.17	0.44	(13.90)	(0.69)	35.39
301130.SZ	西点药业	20.02	0.62	6.17	0.10	(49.83)	0.62	15.51
600624.SH	复旦复华	19.99	1.64	(9.08)	(0.05)	(475.78)	0.09	1.56
002826.SZ	易明医药	15.71	1.92	(6.56)	0.12	105.47	0.04	(167.58)
301075.SZ	多瑞医药	14.10	0.72	(22.08)	(0.01)	(104.40)	(0.02)	(121.36)

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。