



精选个股，关注板块企稳回升
医药行业2025年度投资策略

姓名：余汝意（分析师）

证书编号：S0790523070002

邮箱：yuruyi@kysec.cn

姓名：司乐致（分析师）

证书编号：S0790523110003

邮箱：silezhi@kysec.cn

姓名：阮帅（分析师）

证书编号：S0790524040007

邮箱：ruanshuai@kysec.cn

投资要点

● 长期产业趋势未曾改变，板块有望企稳回升

2024年前三季度，医药板块整体收入增速-1.72%，归母净利润增速-5.50%；单看Q3，2024Q3医药板块整体收入增速-1.27%、归母净利润增速-16.03%，行业经营表现整体承压，随着三季度开始院端基数因素缓解，老龄化刚需+创新供给有望拉动板块恢复稳健增长。前三季度，医药市场整体波动下行，我们认为，市场已充分反馈经营层面的悲观预期，充分回调后，板块估值性价比明显。当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，随着宏观经济好转，压制医药板块的医保收入增速预计有望边际向上。往后看，医药板块经营业绩有望企稳回升，我们坚定看好医药板块的投资机会，业绩和估值均有望改善，医药大市场，从不缺投资机会。

● 精选个股，首选创新和出海方向，关注消费复苏

化学制药及生物制品：集采影响边际减弱，受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，制药板块迎来商业化新周期；国内创新药企业正快速接轨全球，“license-out”不断涌现，国内商业化环境逐步改善，同时，行业竞争格局在改善。**制药产业链：**随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，CXO及科研服务的经营业绩有望逐步见底回升，股价又处于低位，板块有望迎来新机遇。**医疗器械：**国内DRGs、集采、医疗合规化等扰动因素仍存在的背景下主要寻找阻力较小、短期有业绩，长期有成长的赛道，方向上精选出海、院外消费医疗器械及设备更新换代等。**原料药：**2024年原料药PPI指数处于历史底部，行业价格底部企稳，产量增速拐点向上，行业盈利能力持续改善，2025年有望迎来量价齐升的趋势；同时，在当前医疗环境下，“原料药—制剂”一体化布局的优势有望显现，制剂业务有望快速贡献增量业绩；**中药：**我们建议精选经营真改善，能够穿越疫情周期的公司；方向上，首选有政策支持及新品种驱动增长的中药创新药细分赛道；同时，静待基药目录调整等利好政策驱动板块向上；**消费医疗：**消费属性更强的专科医疗服务、中/化药贴膏及眼科用药/械、中药品牌OTC、医药商业、血制品及疫苗等细分赛道有望受益国内宏观政策加码后消费能力的逐步恢复；在医疗服务领域，头部眼科医院品牌力较强，有望带来市场份额及盈利能力回升；中医诊疗服务行业渗透率较低，看好龙头公司内生及外延标准化推进；口腔医疗服务行业出清阶段，行业龙头逆势扩产，2025年营收口径有望加速增长。

● 推荐标的

制药及生物制品：恒瑞医药、人福医药、恩华药业、兴齐眼药、九典制药、健康元、丽珠集团、华东医药、东诚药业、京新药业、苑东生物、诺诚健华、泽璟制药、科伦博泰、智翔金泰、康诺亚-B、和黄医药、科兴制药、天坛生物；**CXO及科研服务：**药明康德、泰格医药、药明合联、康龙化成、博腾股份、百洋医药、药石科技、诺泰生物、九洲药业、皓元医药、毕得医药、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、圣诺生物、诺思格、阳光诺和、阿拉丁、药康生物；**医疗器械：**可孚医疗、奥泰生物、爱博医疗、三诺医疗、翔宇医疗、可孚医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、伟思医疗；**原料药：**奥锐特、仙琚制药、同和药业、华海药业、普洛药业。**中药：**悦康药业、佐力药业、方盛制药、羚锐制药、济川药业、昆药集团、康缘药业、太极集团；**医疗服务：**锦欣生殖、通策医疗、海吉亚医疗、美年健康；**医药商业：**益丰药房、老百姓、健之佳、九州通。

● 风险提示：集采降价超预期、医保谈判降价超预期、医疗行业政策风险、地缘政治风险。

目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

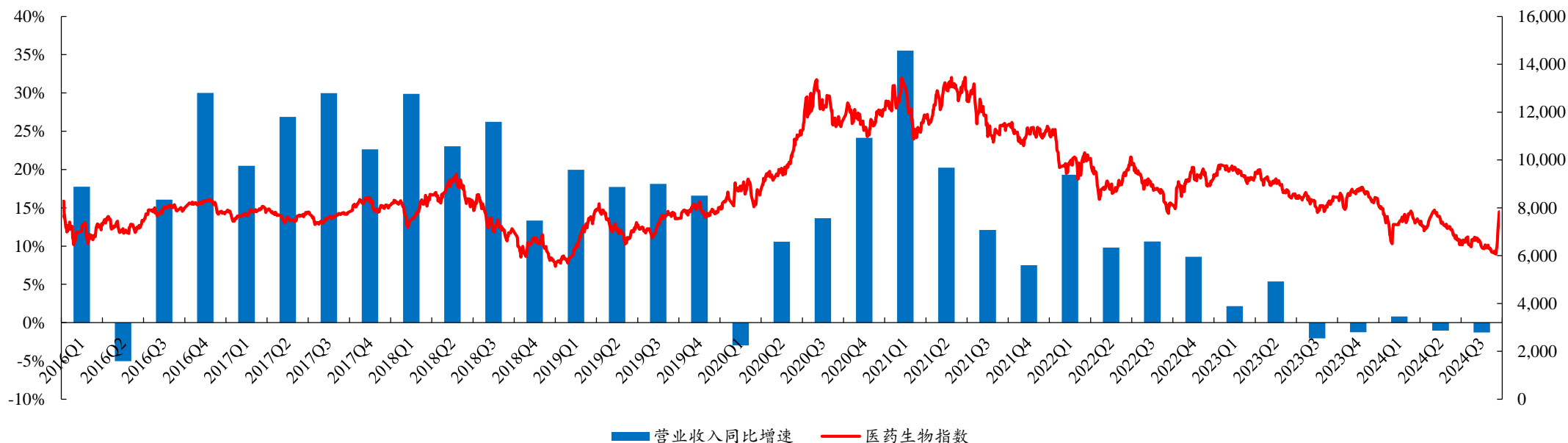
● 行业经营数据统计览：

疫情高基数、医疗合规化等多因素搅动下，板块经营有所波动：2024年前三季度，医药板块整体收入增速-1.72%，归母净利润增速-5.50%；单看Q3，2024Q3医药板块整体收入增速-1.27%、归母净利润增速-16.03%，行业经营表现整体承压。

● 指数整体下行，回调充分，静待见底回升：

受行业整体经营承压，2021年来医药指数整体波动下行，目前已深度回调，处于近5年来较低位置；当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化，后续随着创新药驱动制药板块新周期、医疗合规常态化及消费医疗逐步回暖，医药板块有望重回稳定增长，指数也将见底回升。

图：2021年以来医药板块整体承压



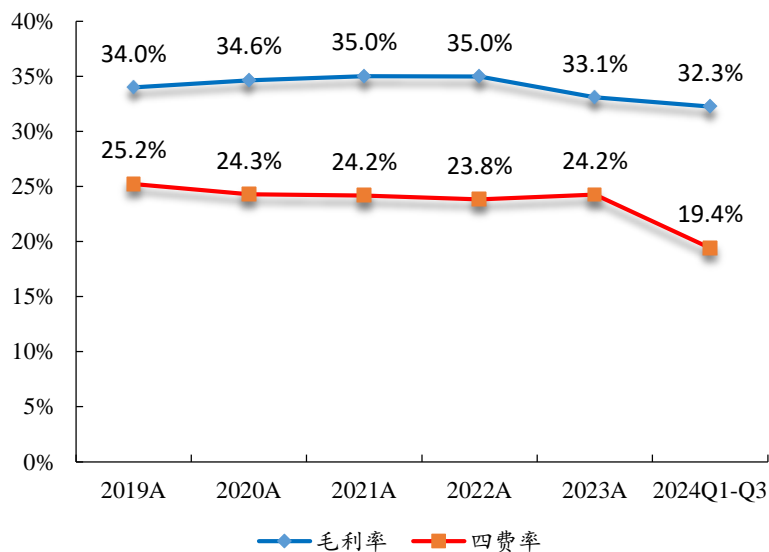
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：左轴为营业收入同比增速，右轴为指数收盘价，时间截止2024年11月11日）

1.1 2024前三季度业绩分析：提质增效，板块结构分化

● 提质增效，运营质量持续提升

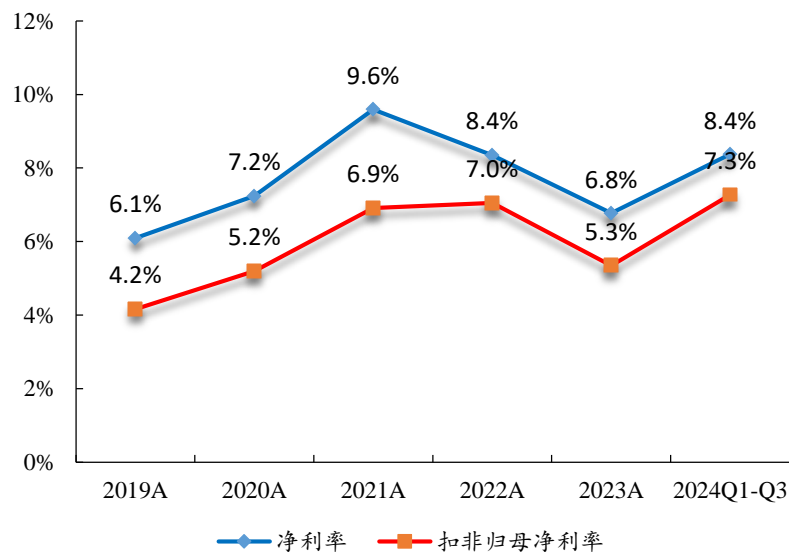
近年来，医药板块整体毛利率基本保持稳定，2022年以后略有波动；2024前三季度，整体费用率下降明显，前三季度整体费用率降至19.4%；拆开看，医药行业在销售、管理、财务和研发方面的费用率同比下降或增长幅度放缓；销售费用率自2019年以来，持续下降，医疗合规化效果明显；年度看，研发费用率稳步提升，医药行业创新驱动发展已逐步行程良性循环。整体净利率从2019年的6.1%提高到2024前三季度的8.4%，扣非归母净利润率波动上升，医药企业在提高运营效率等方面持续取得成效。

图：近5年医药板块费用率稳中有降



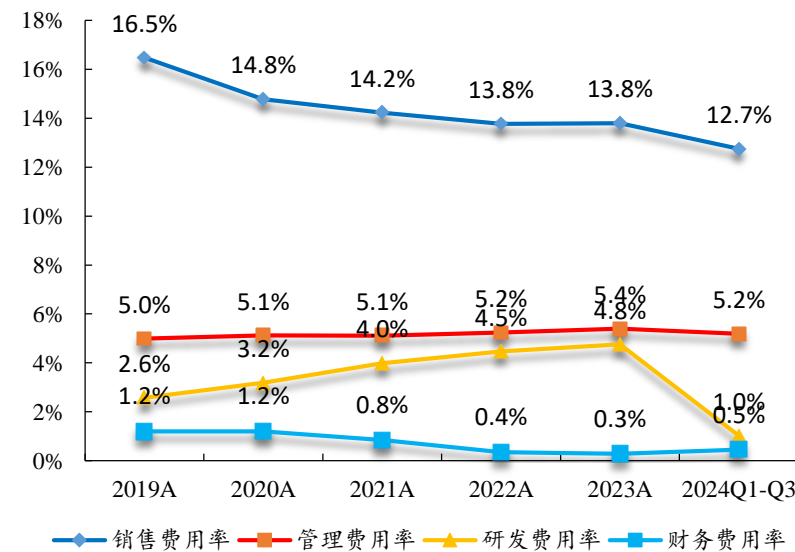
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：近5年医药板块盈利能力波动上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：近5年医药上市公司费用率表现平稳略降



数据来源：Wind、开源证券研究所

● 分板块看，各细分板块处于不同的盈利周期：

化学制药及生物制品：受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，板块有望迎来新周期；

制药产业链：随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO及科研服务的经营业绩有望逐步见底回升，估值又处于低位

医疗器械：国内DRGs、集采、医疗合规化等扰动因素仍存在的背景下主要寻找阻力较小、短期有业绩，长期有成长的赛道，方向上精选出海、院外消费医疗器械及设备更新换代等。

中药：2023年板块增速较高，引领板块；2024前三季度在高基数及政策扰动下阶段性承压，行业出现分化。当前位置，我们建议把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道的投资机会。

医疗服务：眼科医疗服务行业价格战进入尾声，头部眼科医院品牌力较强，有望带来市场份额及盈利能力回升。中医诊疗服务行业渗透率较低，全国市场集中度有望持续提升，看好龙头公司内生及外延标准化推进。口腔医疗服务行业出清阶段，行业龙头逆势扩产，2025年营收口径有望加速增长。

医药商业：长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。

表：2023年全年归母净利润增速靠前的板块为中药和生物制品

板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	5,235.6158	-0.01%	315.8204	-19.56%
中药II	3,721.2334	5.94%	335.8854	34.20%
生物制品	1,769.4729	13.01%	143.4431	33.91%
医药商业	10,101.7812	7.80%	182.5198	-1.13%
医疗器械	2,346.9561	-26.94%	390.1939	-50.75%
医疗服务	1,846.4796	-3.96%	235.3374	-15.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表：2024年前三季度归母净利润增速靠前的板块为化学制药板块

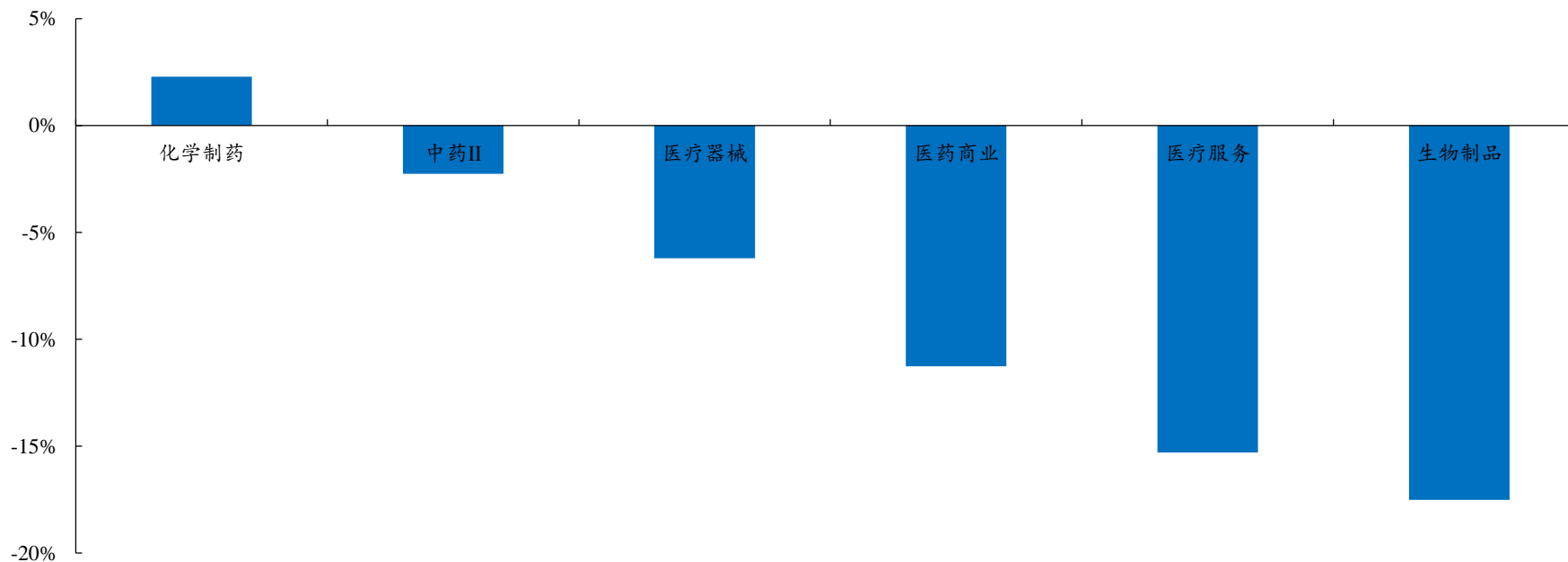
板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	3,924.7274	-0.34%	407.0000	21.98%
中药II	2,706.1184	-3.28%	298.7805	-8.58%
生物制品	1,004.7869	-22.99%	139.7933	-13.69%
医药商业	7,679.9684	1.49%	153.3248	-8.77%
医疗器械	1,783.2205	1.32%	304.7123	-7.67%
医疗服务	1,327.7724	-3.94%	156.6956	-30.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 子板块涨跌幅看，化学制药板块表现良好，其余各板块均不同程度下跌：

受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，板块有望迎来成长新阶段，2024前三季度市场表现亮眼，领涨整个医药板块；其余板块，均有一定的回调，回调幅度基本与细分领域业绩经营情况相匹配，板块明显分化。

图：2024年前三季度大部分细分板块下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业指数收盘价测算，数据选取区间为：2024年01月01日-2024年09月30日）

1.1 2024前三季度个股表现：各细分领域个股机会依然较多

● 个股方面，板块结构分化，各细分赛道个股机会频出

化学制药：双成药业转型半导体、川宁生物，浙江医药受益于维生素景气周期均取得明显的涨幅；同时，受益于创新药的持续兑现，海思科、百利天恒、艾力斯涨幅也较为领先；
医疗器械：英诺特核心呼吸道系列产品高速增长，业绩表现亮眼；
医疗服务：受益于多肽产业链持续高景气的诺泰生物领涨，泰格医药、通策医疗估值稳步修复；
中药板块：板块行情分化，香雪制药、羚锐制药、佐力药业领涨；
医药商业：流通公司整体表现较好，上海医药、国药股份等领涨；
生物制品：受益于创新品种持续兑现高速增长的业绩，特宝生物领涨整个生物制品板块。

表：板块结构分化，各细分赛道牛股频出

医疗器械			医疗服务			医药商业			生物制品			中药			化学制药		
证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十
688253.SH	英诺特	77.35%	688076.SH	诺泰生物	54.31%	601607.SH	上海医药	29.60%	688278.SH	特宝生物	37.86%	300147.SZ	香雪制药	62.52%	870656.BJ	海昇药业	4430.97%
688399.SH	硕世生物	63.12%	300347.SZ	泰格医药	26.99%	600511.SH	国药股份	23.86%	002773.SZ	康弘药业	18.23%	600285.SH	羚锐制药	49.64%	002693.SZ	双成药业	117.84%
688617.SH	惠泰医疗	53.22%	688710.SH	益诺思	18.30%	000950.SZ	重药控股	16.95%	600211.SH	西藏药业	12.67%	300181.SZ	佐力药业	49.20%	301301.SZ	川宁生物	64.88%
300529.SZ	健帆生物	49.31%	600763.SH	通策医疗	8.25%	200028.SZ	一致B	15.24%	603392.SH	万泰生物	9.49%	000423.SZ	东阿阿胶	31.32%	600216.SH	浙江医药	63.62%
300562.SZ	乐心医疗	26.07%	300759.SZ	康龙化成	5.82%	900943.SH	开开B股	11.74%	300294.SZ	博雅生物	8.82%	000538.SZ	云南白药	28.85%	002653.SZ	海思科	61.40%
002432.SZ	九安医疗	25.90%	300015.SZ	爱尔眼科	1.83%	000028.SZ	国药一致	11.42%	002252.SZ	上海莱士	-0.29%	000999.SZ	华润三九	27.58%	688506.SH	百利天恒-U	39.90%
300677.SZ	英科医疗	20.38%	600721.SH	百花医药	0.26%	600998.SH	九州通	9.43%	600739.SH	辽宁成大	-0.51%	000623.SZ	吉林敖东	19.89%	600420.SH	国药现代	36.39%
872925.BJ	锦好医疗	18.75%	300404.SZ	博济医药	0.24%	600272.SH	开开实业	8.55%	300009.SZ	安科生物	-1.30%	600750.SH	江中药业	16.11%	600521.SH	华海药业	35.07%
600529.SH	山东药玻	15.63%	300676.SZ	华大基因	-0.95%	600713.SH	南京医药	7.88%	688336.SH	三生国健	-1.51%	600993.SH	马应龙	14.51%	688578.SH	艾力斯	34.09%
300341.SZ	麦克奥迪	14.50%	300725.SZ	药石科技	-2.75%	600056.SH	中国医药	6.67%	600161.SH	天坛生物	-2.03%	603998.SH	方盛制药	11.68%	300401.SZ	花园生物	33.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2024年9月30日）

● 充分回调后，医药板块估值目前处于历史低位：

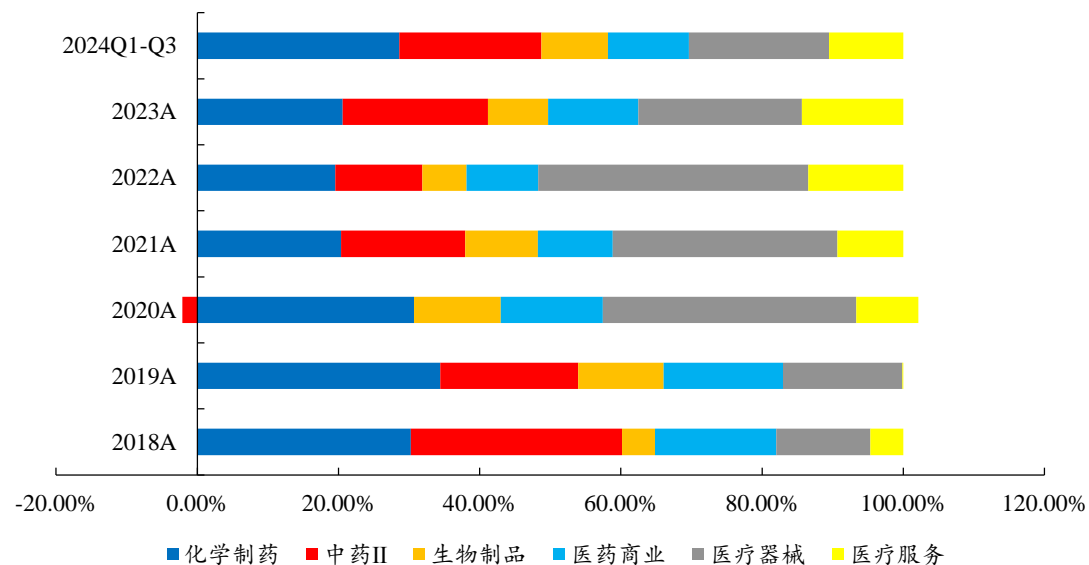
经过充分回调，医药板块细估值仍处于历史较低分位，估值性价比明显。当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，随着宏观经济好转，压制医药板块的医保收入增速预计有望边际向上。往后看，我们坚定看好医药板块的投资机会，业绩和估值均有望改善，医药大市场，从不缺投资机会。

图：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：医药细分板块中化学制药、中药、医疗器械净利润贡献占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

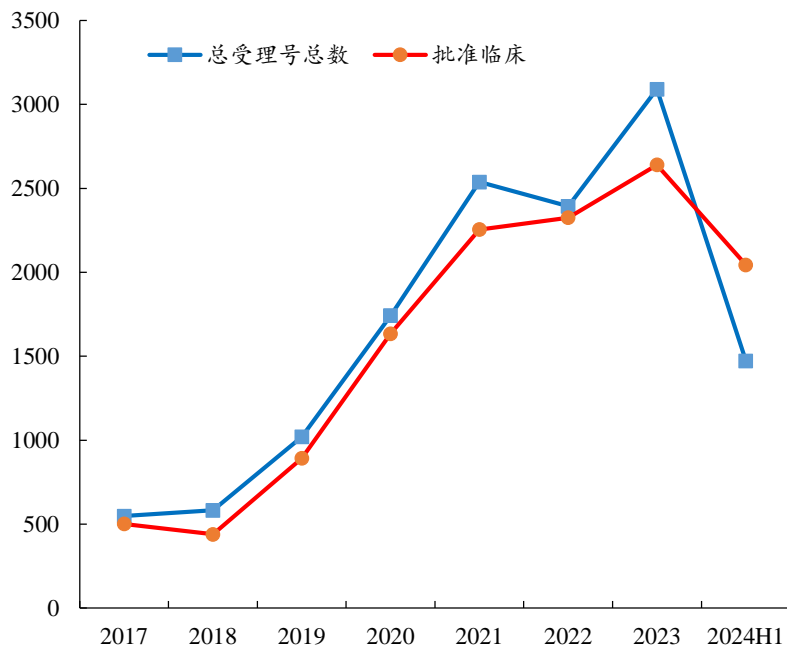
目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 **创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期**
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

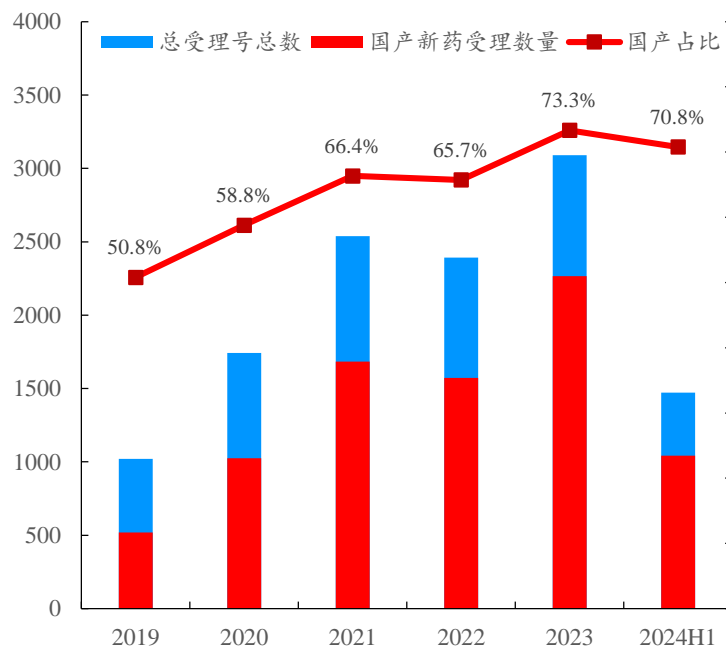
- 国家药品监督管理局（NMPA）受理或获批的新药临床申请（IND）数量逐年增加。根据Insight数据库统计，我国新药IND申请数量从2017年的548件快速增长至2023年的3090件（同比增长29.13%），2024年上半年已申报1472件。新药IND获批数量从2017年的501件快速增长至2023年的2640件（同比增长13.55%），2024年上半年已获批2044件。
- 我国国产新药申报及获批的IND数量逐年增加，数量占比逐年提升，至2023年已有超过2/3为国产新药。根据Insight数据库统计，我国国产新药IND申请数量从2019年的518件（占比50.8%）增长至2023年的2266件（占比73.3%），2024年上半年已申报1042件。国产新药IND获批数量从2019年的440件（占比49.3%）快速增长至2023年的1892件（占比71.7%），2024年上半年已获批1463件。

图：2017年-2024H1 NMPA受理/获批的新药IND管线数量呈增长趋势（单位：件）



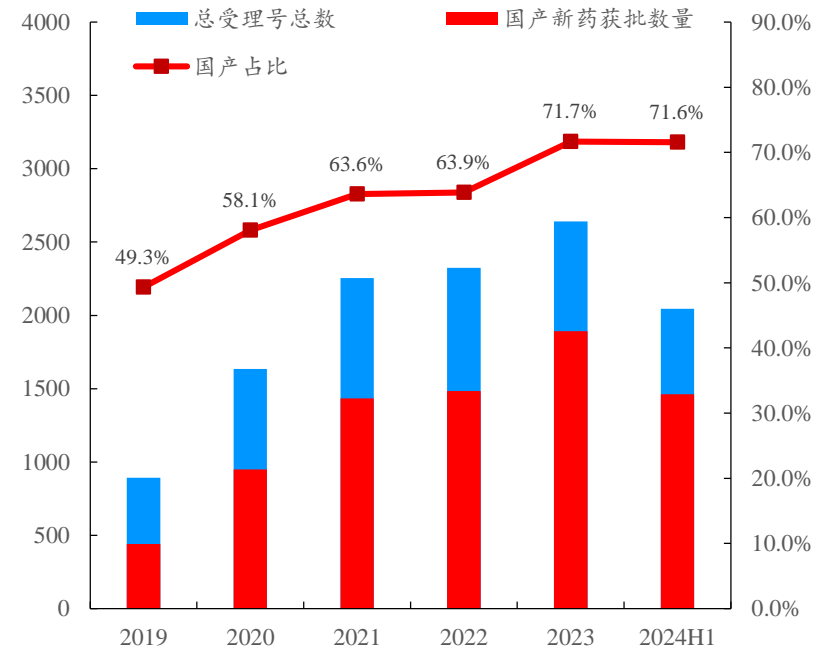
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2017-2024H1 NMPA受理的国产新药IND数量占比呈增加趋势（单位：件）



数据来源：Insight、开源证券研究所

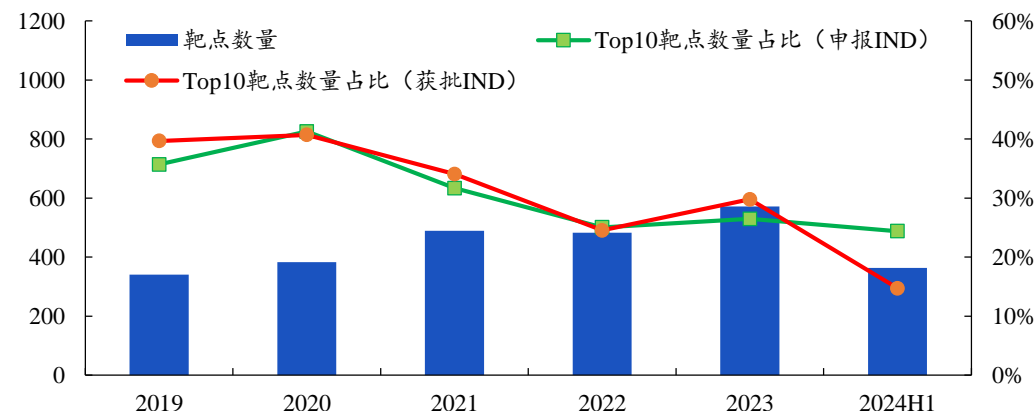
图：2017-2024H1 NMPA获批的国产新药IND数量占比逐年增加（单位：件）



数据来源：Insight、开源证券研究所

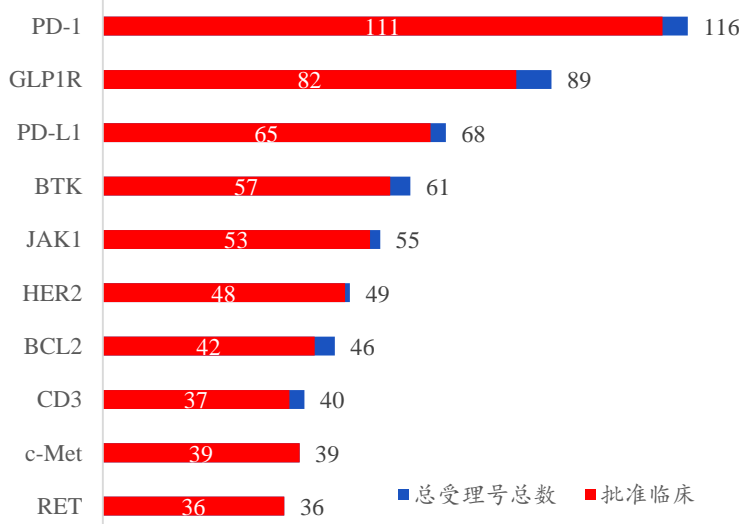
- **GLP-1取代PD-1成为我国近两年来最热靶点。**PD-1从2019年起一直是我国研发聚焦热点，至2022年已有116个PD-1产品申报IND，111个PD-1产品获批IND。自诺和诺德的GLP-1注射剂-司美格鲁肽在减重领域展示出显著疗效后，GLP-1成为了全球热门靶点，同时已经取代PD-1成为我国近两年来最热靶点。2023年，有214个GLP1R产品申报IND，相较2022年最热靶点PD-1的申报数量增长了近一倍。2024年上半年，GLP-1热度略有回落，但依然是Top 1靶点。
- **在研靶点逐步丰富，热门靶点虹吸效应减弱。**在研靶点数量从2019年的341个，发展到了2023年的572个。Top10靶点数量占比从2020年的41%下降到了2024年上半年的24%。

图：2019年-2024H1 NMPA受理/获批的Top 10靶点IND数量占比呈下降趋势（单位：件）



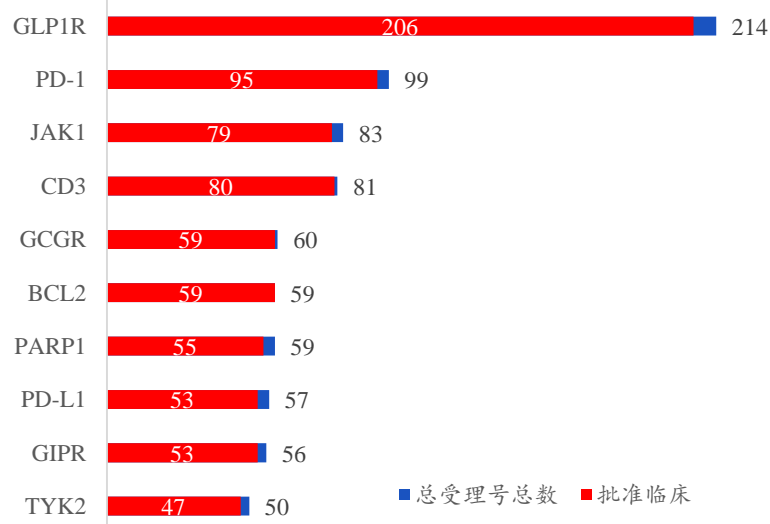
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2022年NMPA受理/获批的不同靶点的IND数量（Top 10）（单位：个）



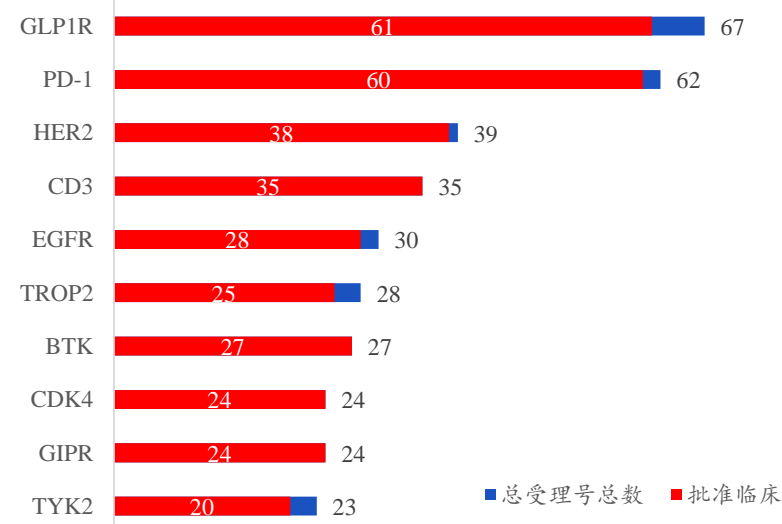
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2023年NMPA受理/获批的不同靶点的IND数量（Top 10）（单位：个）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2024H1 NMPA受理/获批的不同靶点的IND数量（Top 10）（单位：个）



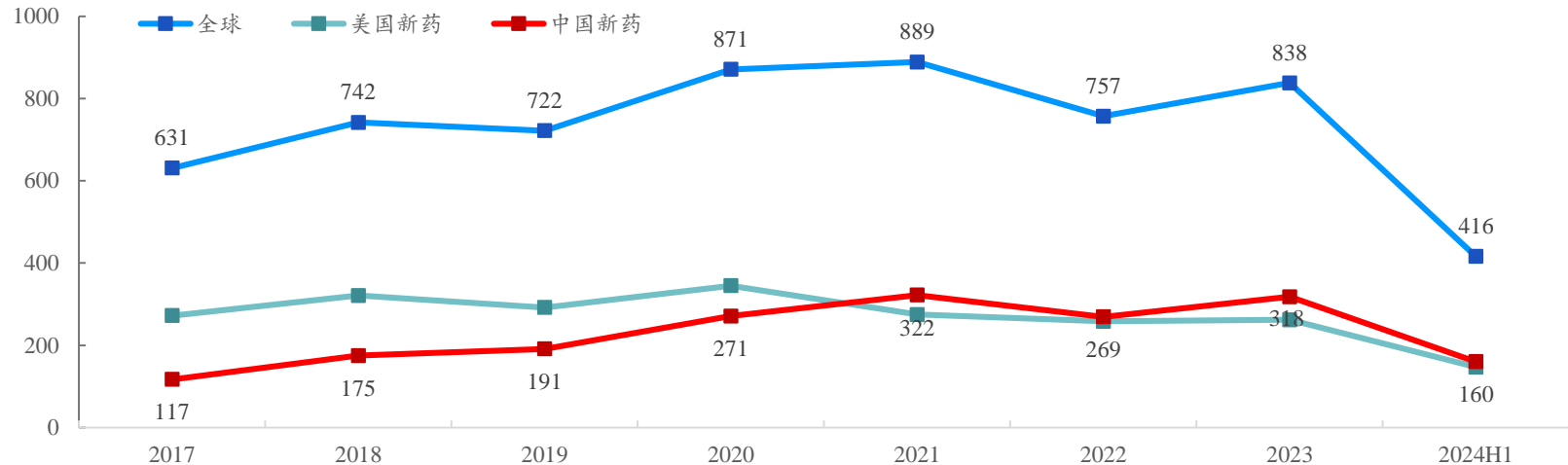
数据来源：Insight、开源证券研究所

2.1 国产研发实力显著增强，我国逐步成为全球研发主阵地

➤ 进入关键性临床的国产新药数量逐年增加，我国研发实力明显提升。根据Insight数据库统计，2017-2021年我国开展关键性临床试验的国产新药数量逐年增加，且于2021年超过美国。2017年，我国共有117个国产新药开展关键性临床，到2023年已增长至318个。

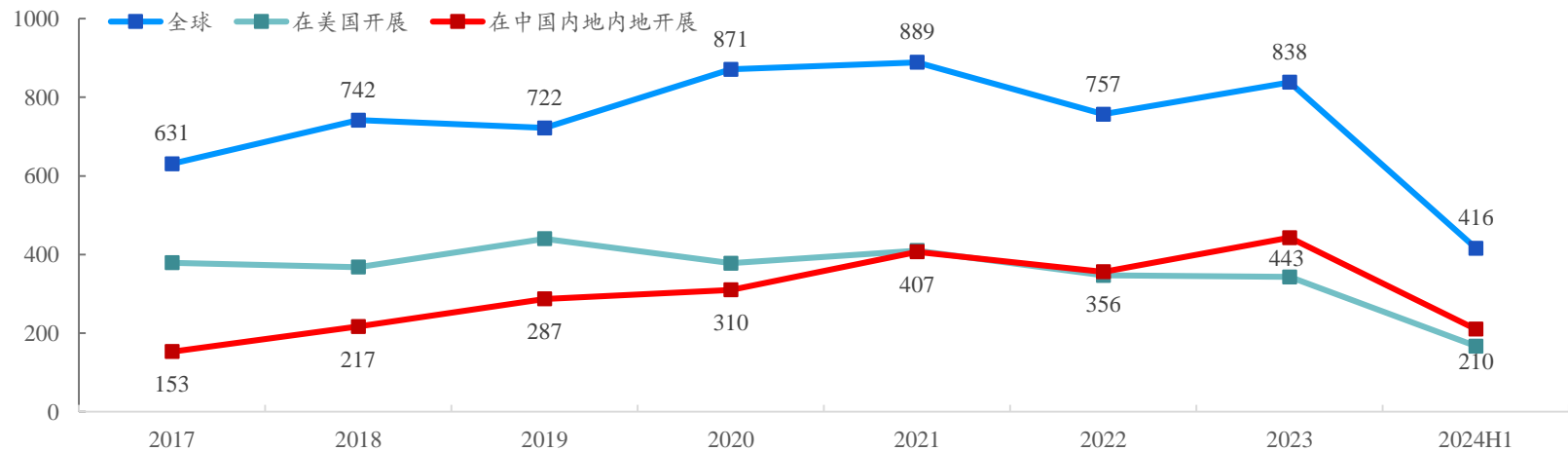
➤ 在我国开展关键性临床的新药数量总体呈现增加趋势，我国逐步成为全球研发主阵地。根据Insight数据库统计，2017年至2024年上半年在我国开展关键性临床试验的新药数量总体呈现增加趋势，且于2022年超过美国。2017年，我国共有153个新药开展关键性临床，到2023年已增长至443个。

图：2017-2024H1 我国进入关键性临床阶段的国产新药数量呈增长趋势（单位：个）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2017-2024H1 关键性临床试验在我国开展的数量总体呈递增态势（单位：个）

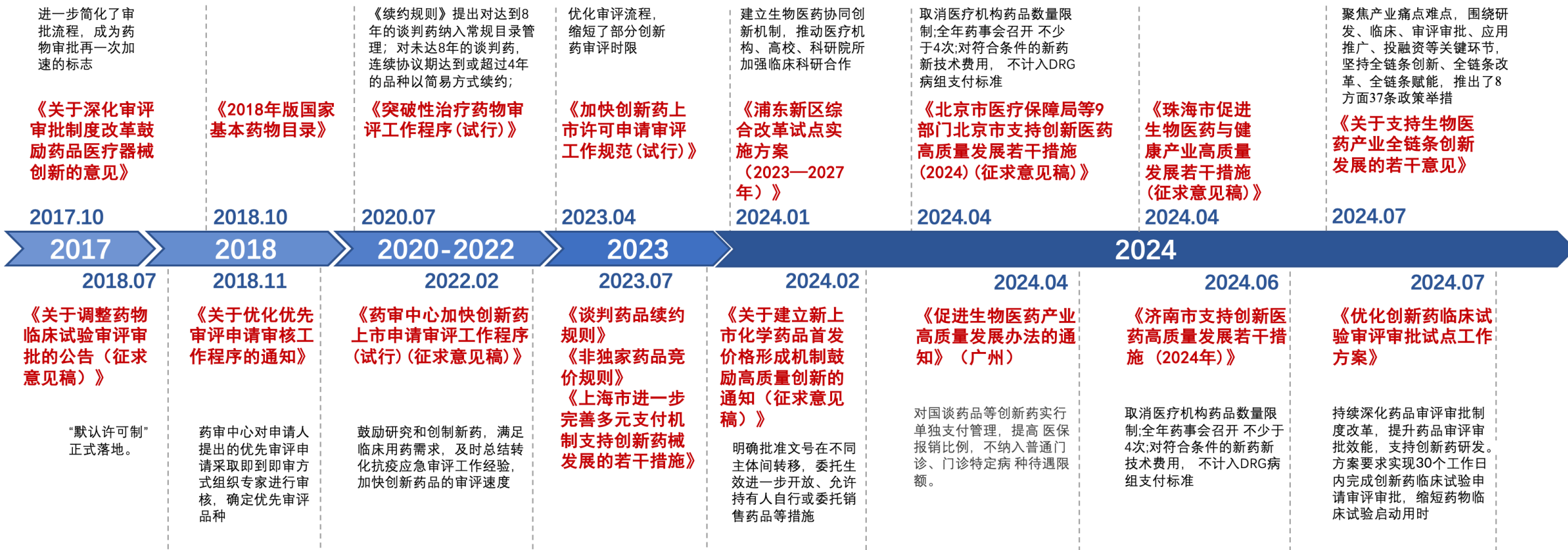


数据来源：Insight、开源证券研究所

2.2 利好政策密集出台，全面进入鼓励创新药的新周期

➤ 2024年多地落地全链条支持创新药政策，鼓励创新药高质量发展。2024年以来，多地支持医药创新政策密集出台，包括从现金资助、加速临床试验开展/审评/审批节奏、鼓励多元支付、医保谈判获得政策倾斜以及鼓励投融资等多方面予以支持，全方位促进创新药高质量发展。在多重利好政策下，国产创新药从“与国际接轨”到“出海”也在逐步实现。

图：2024年多地创新药利好政策密集出台，全链条鼓励创新药发展



资料来源：国家药监局、CDE、国家卫健委、国务院、医保局、开源证券研究所

- 2024年8月，国家医保局公布已通过初步形式审查的2024年国家医保目录，共涉及440个品种，与2023年相比，申报药品数量有所增加。
- 关注重点品种以及ADC药物国谈情况。在2023年的国家医保谈判中，多款ADC药物全线折戟国家医保准入目录。2024年，除奥加伊妥珠单抗外，德曲妥珠单抗、戈沙妥珠单抗以及维泊妥珠单抗均已通过初步形式审查，重点关注后续谈判结果。

图：部分进入2024年国家医保目录的创新药（医保目录内）

通用名	企业名称	靶点	是否在医保目录内
注射用卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	PD-1单抗	是
特瑞普利单抗注射液	君实生物	PD-1单抗	是
替雷利珠单抗注射液	百济神州	PD-1单抗	是
甲磺酸奥西替尼片	阿斯利康	EGFR TKI	是
甲磺酸贝福替尼胶囊	贝达药业	EGFR TKI	是
甲磺酸阿美替尼片	翰森制药	EGFR TKI	是
洛拉替尼片	辉瑞	ALK TKI	是
盐酸阿来替尼胶囊	罗氏	ALK TKI	是
阿贝西利片	礼来	CDK4/6	是
羟乙磺酸达尔西利片	恒瑞医药	CDK4/6	是
度普利尤单抗注射液	赛诺菲/再生元	IL4R 单抗	是
司库奇尤单抗注射液	诺华	IL17A	是
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	是
古塞奇尤单抗注射液	强生	IL23A 单抗	是
阿布昔替尼片	辉瑞	JAK1	是
注射用恩美曲妥珠单抗	罗氏	HER2 ADC	是
注射用维布妥昔单抗	武田	CD30 ADC	是
奥雷巴替尼片	亚盛医药	Bcr-Abl	是
泽布替尼胶囊	百济神州	BTK	是

资料来源：国家医疗保障局、开源证券研究所

图：部分进入2024年国家医保目录的创新药（医保目录外）

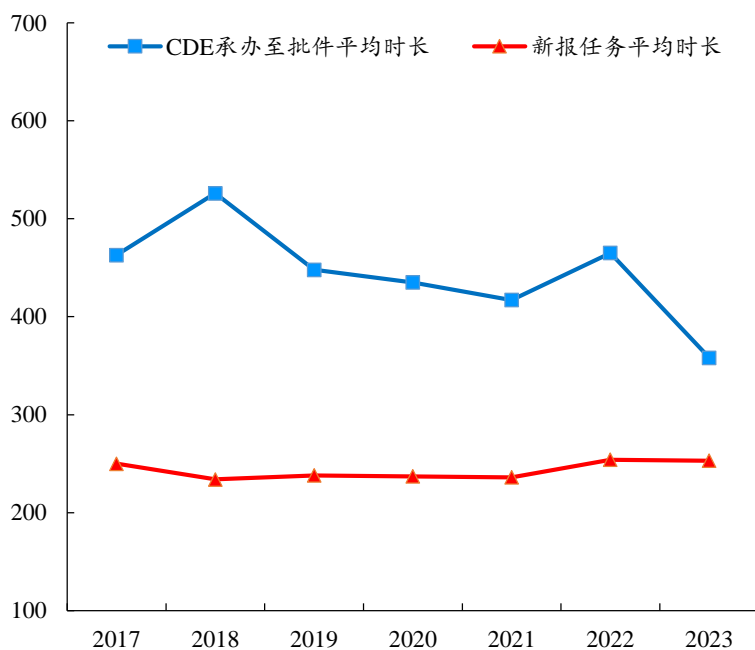
通用名	企业名称	靶点	是否在医保目录内
舒沃替尼片	迪哲药业	EGFR TKI	否
依沃西单抗注射液	康方生物	PD-1/VEGF-A 双抗	否
卡度尼利单抗注射液	康方生物	PD-1/CTLA-4 双抗	否
戈利昔替尼胶囊	迪哲药业	JAK/STAT	否
苯甲酸福格列汀片	信立泰	DPP4	否
地达西尼胶囊	京新药业	GABRA1	否
恩朗苏拜单抗注射液	石药	PD-1单抗	否
恒格列净二甲双胍缓释片(II)	恒瑞医药	SGLT2	否
甲磺酸瑞厄替尼片	南京圣和	EGFR TKI	否
甲磺酸瑞齐替尼胶囊	信而达	EGFR TKI	否
派安普利单抗注射液	正大天晴/康方生物	PD-1单抗	否
托莱西单抗注射液	信达生物	PCSK9 单抗	否
达雷妥尤单抗注射液(皮下注射)	强生	CD38 单抗	否
法瑞西单抗注射液	罗氏制药	VEGFA/ANGPT2 双抗	否
普拉替尼胶囊	Genentech	RET	否
英克司兰钠注射液	诺华	PCSK9	否
注射用德曲妥珠单抗	第一三共	HER2 ADC	否
注射用戈沙妥珠单抗	吉利德	TROP2 ADC	否
注射用维泊妥珠单抗	罗氏制药	CD79B ADC	否

资料来源：国家医疗保障局、开源证券研究所

2.3 审批提速、上市申请数量增多，创新药迎来收获期

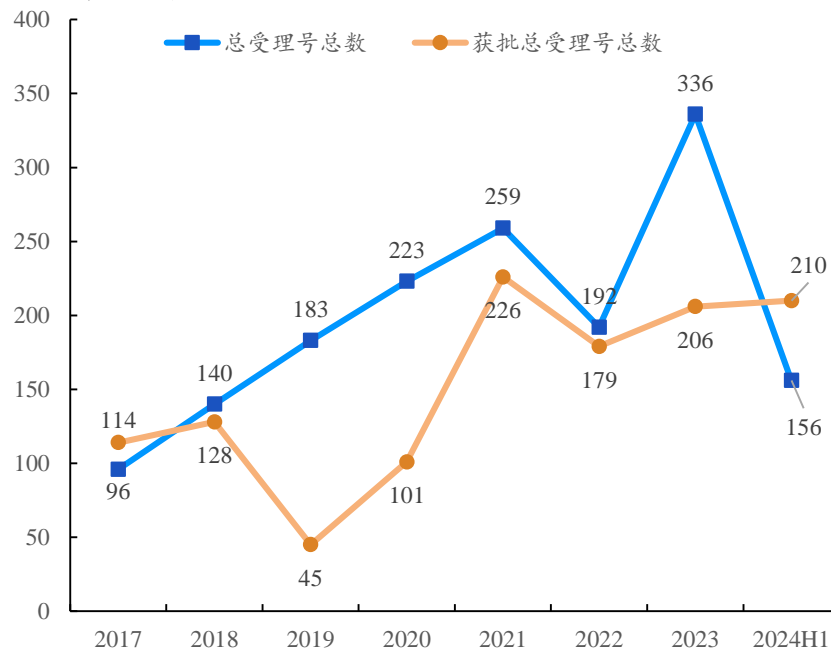
- **NMPA承办至批件（NDA）平均时长逐渐缩短，审评流程效率明显提升。**在新药审批政策的支持下，近5年我国创新药上市申请审批速度明显加快，2017年我国创新药递交NDA到获批上市的时间平均为463天，而2023年已经缩短至358天。
- **NMPA受理或获批的新药上市申请（NDA）数量呈波动上升趋势。**根据Insight数据库统计，我国新药NDA申请数量从2017年的96件快速增长至2023年的336件，2024年上半年已申报156件。新药NDA获批数量从2017年的114件增加至2023年的206件，2024年上半年已获批210件。2024年上半年获批上市的产品数量明显增加。
- **我国国产新药申报及获批的NDA数量占比逐年呈增长趋势（2022年受经济环境和行业周期影响略有回落），至2023年已有超过40%为国产新药。**根据Insight数据库统计，我国国产新药NDA申请数量从2019年的38件（占比20.8%）增长至2023年的155件（占比46.1%），2024年上半年已申报77件。国产新药NDA获批数量从2019年的11件（占比24.4%）快速增长至2023年的86件（占比41.7%），2024年上半年已获批88件。2024年上半年获批速度明显加快。

图：2017-2023 NMPA承办至批件平均时长逐渐缩短（单位：天）



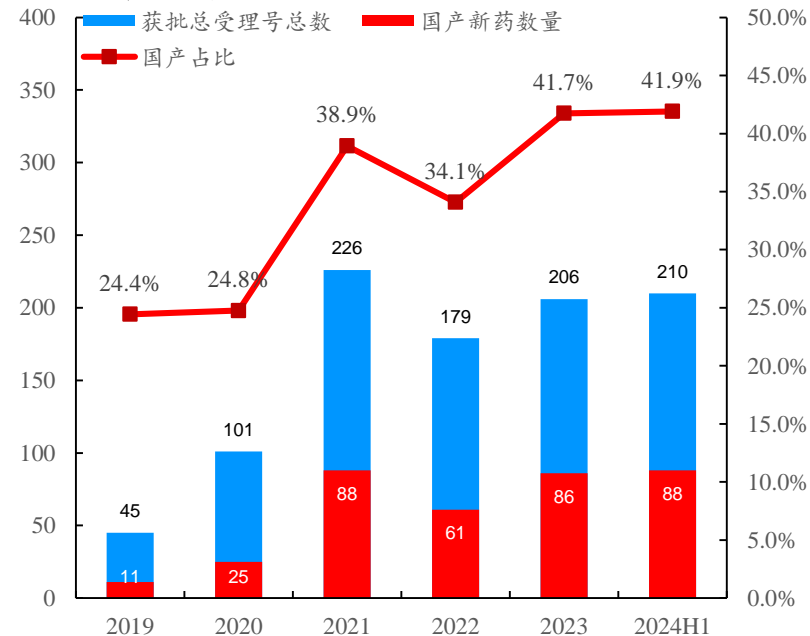
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2017-2024H1 NMPA受理/获批的1类新药NDA数量呈波动上升趋势（单位：件）



数据来源：Insight、开源证券研究所

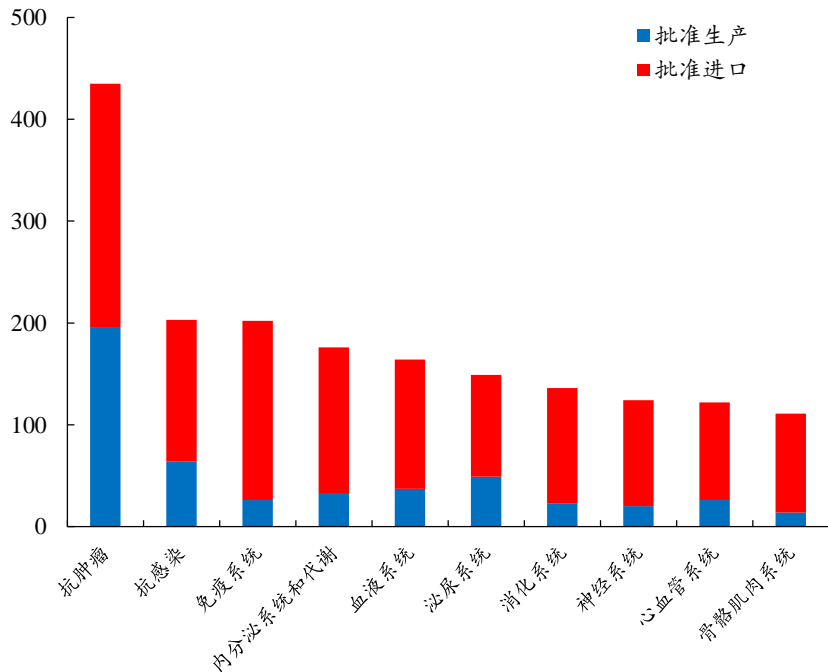
图：2017-2024H1 NMPA获批的国产新药NDA数量占比总体呈增长趋势（单位：件）



数据来源：Insight、开源证券研究所

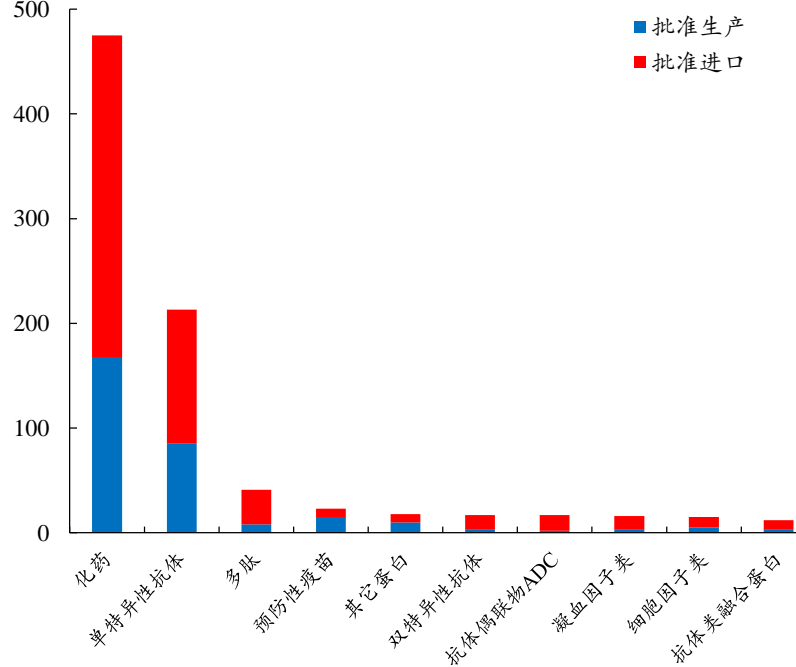
- 近五年获批上市的新药仍以肿瘤药为主。根据Insight数据库统计，2019年至2024上半年，我国批准生产及批准进口的新药仍以肿瘤药为主，共435个。
- 近五年获批上市的新药仍以化药为主，抗体药物逐步增多，2024年上半年单抗药物首度超过化药。根据Insight数据库统计，2019年至2024上半年，我国批准生产及批准进口的新药仍以小分子化药为主，共475个。其次为单特异性抗体及多肽药物。2024年上半年，共批准14款药物，其中单抗药物10个，首度超过化药。
- 近五年获批上市的新药。根据Insight数据库统计，2019年至2024上半年，我国批准生产及批准进口的新药中PD-1药物居多，共88个。其次为JAK1、ALK等靶点药物。

图：2019-2024H1 NMPA获批上市的新药以抗肿瘤药居多
(单位：个)



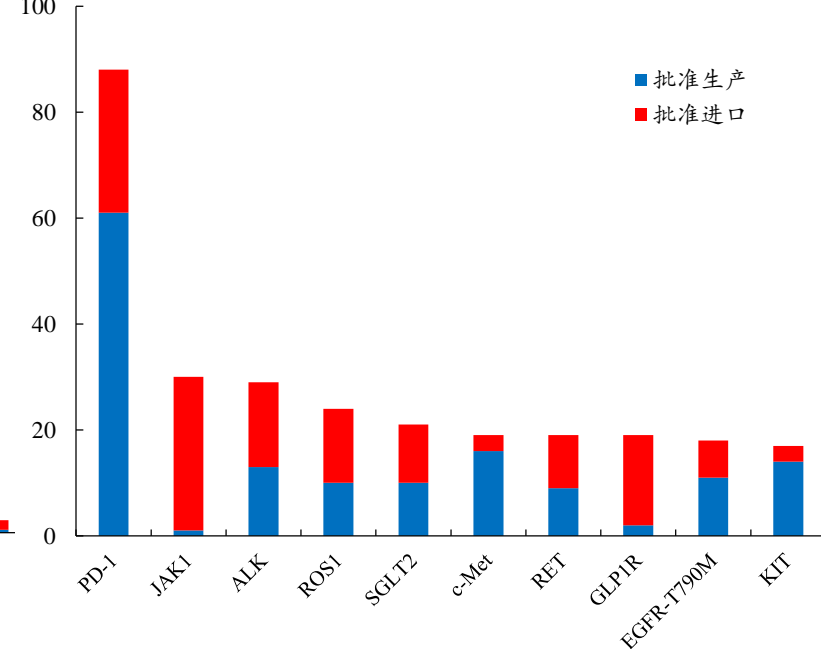
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2019-2024H1 NMPA获批上市的新药依旧以化药为主
(单位：个)



数据来源：Insight、开源证券研究所

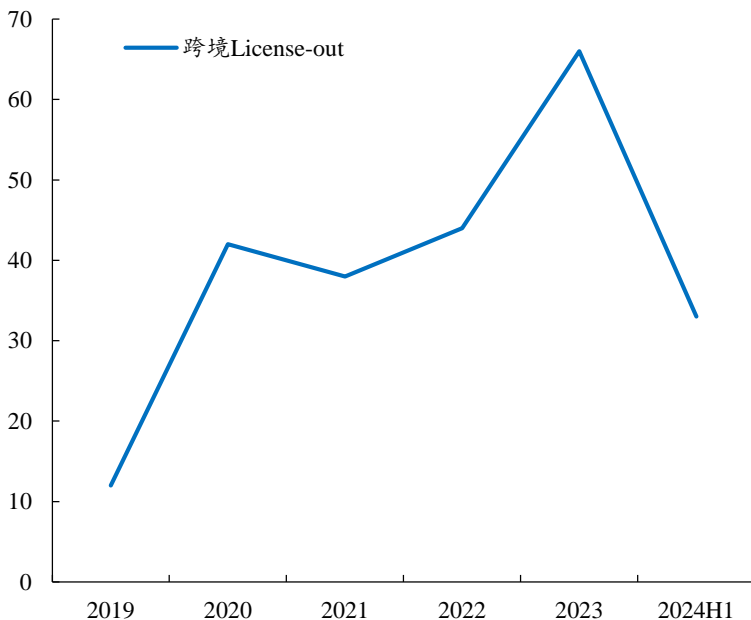
图：2019-2024H1 NMPA获批上市的新药中PD-1药物居多
(单位：个)



数据来源：Insight、开源证券研究所

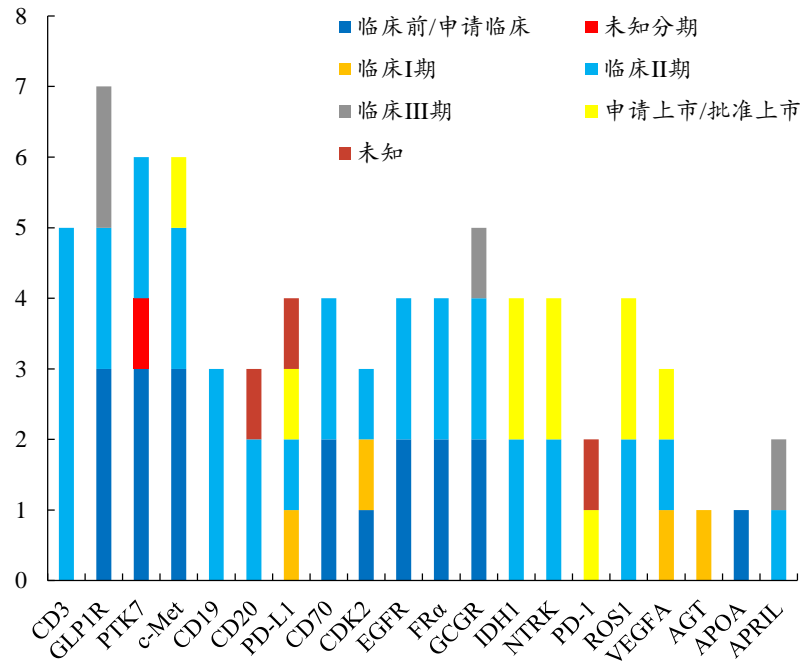
- 授权合作(license-out)是目前中国药企出海探索中的最为主流的方式。公司通过合作，借助外部力量，如国际制药巨头、跨国医药企业或专业医药投资机构的资源与经验，实现产品的海外推广与商业化。此模式显著降低了中国药企在国际化初期的投入门槛，加速产品进入国际市场。
- 近几年来，中国跨境license-out交易数量逐年上升。2023年中国跨境license-out交易共66笔，数量大幅增长，同比2022年增长50%。2024年来（至2024年11月6日），我国创新药实现跨境license-out交易共63笔。
- 2024年来（至2024年11月6日），跨境license-out交易涉及靶点较为分散，以化药及抗体药物居多。

图：2019-2024H1 我国药企实现跨境License-out交易数量波动上升（单位：笔）



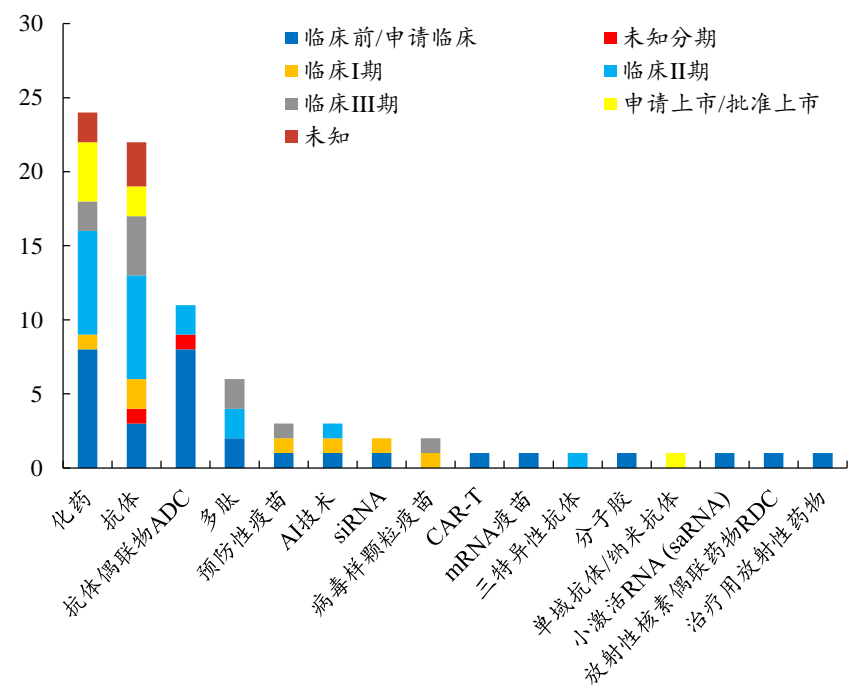
数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2024.01.01-2024.11.06 我国新药跨境license-out交易涉及靶点较为分散（单位：笔）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2024.01.01-2024.11.06 我国新药跨境license-out交易产品成分以化药和抗体药物居多（单位：笔）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图：2024年，我国部分创新药的重磅跨境license-out交易

转让方	受让方	交易时间	关联新药项目	成分/技术类别	交易金额	靶点
恒瑞医药	Kailera Therapeutics	2024/5/17	HRS-4729, HRS-7535, HRS9531, HRS9531片	化药, 多肽	里程碑付款: 59.35亿美元, 首付款: 1亿美元, 特许权使用费: 低个位数至低两位数比例的销售提成	GLP1R, GIPR, GCGR
上海船望制药	诺华制药	2024/1/7	BW-00163, BW-00112	siRNA	首付款: 1.85亿美元, 交易总额: 41.65亿美元	AGT
宜明昂科	Instil Bio	2024/8/1	IMM2510, IMM27M	双抗、单抗	里程碑付款: 20亿美元, 首付款: 0.5亿美元, 特许权使用费: 基于全球(不包括大中华地区)销售净额的个位数至低两位数百分比的销售提成	VEGFA, PD-L1, CTLA4
石药	阿斯利康制药	2024/10/7	YS2302018	化药	首付款: 1亿美元, 里程碑付款: 19.2亿美元, 特许权使用费: 分级特许权使用费	APOA
瑞博生物	勃林格殷格翰制药	2024/1/3	SR111, SR112	siRNA	交易总额: 20亿美元	
普方生物	Genmab	2024/5/21	Rinatabart sesutecan, PRO1160, PRO1107, PRO1286	ADC	交易总额: 18亿美元	FR α , CD70, PTK7, EGFR, c-Met
普方生物	Genmab	2024/4/3	Rinatabart sesutecan, PRO1160, PRO1107, PRO1286	ADC	交易总额: 18亿美元	FR α , CD70, PTK7, EGFR, c-Met
明济生物	艾伯维生物制药	2024/6/13	FG-M701	单特异性抗体	首付款: 1.5亿美元, 里程碑付款: 15.6亿美元, 特许权使用费: 净销售额低两位数比例	TL1A
亚盛医药	武田	2024/6/14	奥雷巴替尼	化药	首付款: 1亿美元, 里程碑付款: 12亿美元, 特许权使用费: 基于年度销售额提成的双位数比例	Bcr-Abl, KIT, FGFR1, FLT3, PDGFRA
同润生物	默沙东制药	2024/8/9	CN201	双特异性抗体	里程碑付款: 6亿美元, 首付款: 7亿美元	CD3, CD19
同润生物	默沙东制药	2024/10/1	CN201	双特异性抗体	里程碑付款: 6亿美元, 首付款: 7亿美元	CD3, CD19
麦科思生物	Day One Biopharmaceuticals	2024/6/18	DAY301	ADC	里程碑付款: 11.52亿美元, 首付款: 0.55亿美元	PTK7
百裕制药	诺华制药	2024/10/16	小分子抗肿瘤药物(百裕制药)	化药	里程碑付款: 11亿美元, 首付款: 0.7亿美元	
宜联生物	罗氏制药	2024/1/2	YL211	ADC	里程碑付款: 10亿美元, 首付款: 0.5亿美元	c-Met
昱言生物	益普生制药	2024/7/11	FS001	ADC	交易总额: 10.3亿美元	ITGA2
安锐生物	Avenzo Therapeutics	2024/1/4	ARTS-021	化药	交易总额: 10亿美元, 首付款: 0.4亿美元	CDK2
普众发现	Adcendo	2024/8/20	AMT-754	ADC	里程碑付款: 10亿美元, 特许权使用费: 基于全球(不包括大中华地区)净销售额的个位数至低两位数百分比的销售提成。	FIII
锐格医药	基因泰克	2024/9/30	RGT-419B, RGT-587	化药, AI技术	首付款: 8.5亿美元	CDK2, CDK4, CDK6
成都恩沐生物	葛兰素史克制药	2024/10/29	CMG1A46	三特异性抗体	首付款: 3亿美元, 里程碑付款: 5.5亿美元	CD3, CD19, CD20

资料来源: Insight、开源证券研究所

- 多款国产创新药陆续获得FDA批准上市，国产创新药出海正当时。目前，国内已有多款新药获FDA批准上市，包括百济神州的泽布替尼、传奇生物的西达基奥仑赛、君实生物的特瑞普利单抗、和黄医药的呋喹替尼等多款国产创新药。
- 此外，恒瑞医药的“双艾”疗法（卡瑞利珠单抗+阿帕替尼）、贝达药业的恩沙替尼以及正大天晴的派安普利单抗等多款国产新药在FDA上市审评阶段。和黄医药的赛沃替尼有望在2024年向FDA递交BLA申请。推荐标的：科伦博泰、和黄医药、康诺亚-B；受益标的：百济神州、君实生物、荣昌生物、恒瑞医药、亚盛医药等。

图：部分已经在美国获批或临床进度较快的国产创新药

药物名称	靶点	药物类型	美国临床进度/时间	企业	适应症
泽布替尼	BTK	小分子	获批 2019.11	百济神州	套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、小淋巴细胞淋巴瘤等 复发和/或难治性多发性骨髓瘤
西达基奥仑赛	BCMA	CAR-T	获批 2022.02	传奇生物	
特瑞普利单抗	PD-1	单抗	获批 2023.10	君实生物	联合吉西他滨/顺铂一线治疗晚期复发或转移性鼻咽癌；单药治疗二线复发或转移性鼻咽癌
呋喹替尼	VEGFR	小分子	获批 2023.11	和黄医药/武田制药	三线结直肠癌
艾贝格司亭 α	CSF3R	长效G-CSF	获批 2023.11	亿帆生物/正大天晴	化疗导致的嗜中性粒细胞减少症
替雷利珠单抗	PD-1	单抗	获批 2024.03	百济神州	食管鳞状细胞癌
恩沙替尼	ALK	小分子	NDA 2024.03	贝达药业	ALK突变非小细胞肺癌（一线）
卡瑞利珠单抗	PD-1	单抗	NDA 2024.05	恒瑞医药	肝细胞癌（一线）
派安普利单抗	PD-1	单抗	NDA 2021.05	正大天晴	鼻咽癌
赛沃替尼	cMET	小分子	III期	和黄医药	EGFR TKI耐药非小细胞肺癌（二线）
Lisaftoclax	BCL2	小分子	III期	亚盛医药	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤，骨髓增生异常综合征
CMG901	CLDN-18.2	ADC	III期	乐普生物/康诺亚-B	胃癌
艾卡托利单抗	BTLA	单抗	III期	君实生物	小细胞肺癌
Sonrotoclax	BCL2	小分子	III期	百济神州	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤
芦康沙妥珠单抗	TROP2	ADC	III期	科伦博泰	非小细胞肺癌，子宫内膜癌，乳腺癌，胃癌，宫颈癌等
BNT323	HER2	ADC	III期	映恩生物	HER2低表达乳腺癌
维迪西妥单抗	HER2	ADC	III期	荣昌生物	尿路上皮癌/膀胱癌

资料来源：Insight、开源证券研究所

- 关注Biotech自身商业化，兑现后弹性较大。近年来，有较多biotech公司的药品陆续获批上市，并有较多公司选择自身商业化推广，例如荣昌生物的维迪西妥单抗等。
- 我们认为，从业绩节奏上看，biotech公司没有存量的业务影响，商业化兑现后业绩弹性较大，但相应公司商业化能力需要持续验证。推荐标的：和黄医药、艾迪药业、智翔金泰、泽璟制药、三生国健、康诺亚-B；受益标的：贝达医药、益方生物、迪哲医药、再鼎医药、亚盛医药等。

图：部分Biotech即将步入商业化阶段

公司	药物	药物类型	靶点	适应症	临床进展/时间
贝达药业/益方生物	贝福替尼	化药	EGFR-T790M	非小细胞肺癌	获批上市 2023/5/29
艾迪药业	艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	获批上市 2022/12/30
	艾诺韦林	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	获批上市 2021/6/25
和黄医药	赛沃替尼	化药	MET	非小细胞肺癌	获批上市 2021/6/22
迪哲医药	舒沃替尼	化药	EGFR-Ex20Ins、HER2-Ex20Ins	非小细胞肺癌	获批上市 2023/8/22
再鼎医药	艾加莫德	生物药	FcRn	重症肌无力	获批上市 2023/6/30
智翔金泰	赛立奇单抗	生物药	IL17A	斑块状银屑病	获批上市 2024-08-20
泽璟制药	吉卡昔替尼	化药	ALK2、JAK1/2/3、TYK2	骨髓纤维化	NDA 2022-10-17
三生国健	SSGJ-611	生物药	IL-4R	特应性皮炎，慢性鼻窦炎伴鼻息肉病	III期 2023-12-15
	SSGJ-613	生物药	IL1B	痛风性关节炎	III期 2023-12-08
康诺亚-B	司普奇拜单抗	生物药	IL4R	特应性皮炎	获批上市 2024-09-10

资料来源：Insight、开源证券研究所

- 治疗EGFR TKI耐药后NSCLC患者的药物较多。目前EGFR突变NSCLC以三代EGFR TKI用药为主。因此，三代EGFR TKI耐药问题一直是临床需要解决的重点领域。目前临床解决耐药的方案包括免疫治疗联合抗血管生成药物、其他靶点药物联EGFR药物，以及TROP2靶点药物等。
- 目前已有康方生物的依沃西单抗及信达生物的信迪利单抗联合治疗方案在中国获批。此外，临床进度较快的国内公司包括和黄医药、科伦博泰、百利天恒等公司。

图：治疗EGFR TKI耐药NSCLC患者的药物布局情况（部分药物）

公司	药物	靶点	临床进展（中国）	时间
信达生物	信迪利单抗+贝伐珠单抗+培美曲塞+顺铂	PD1+VEGF+化疗	批准上市	2023-05-06
康方生物	依沃西单抗	PD1/VEGF双抗	批准上市	2024-05-21
强生	埃万妥单抗	EGFR/MET双抗	申请上市	2023-10-26
和黄医药	赛沃替尼+奥希替尼	EGFRm/MET+	III期	2022-03-02
科伦博泰	SKB264	TROP2 ADC	III期（2/3L）	2023-05-23
	SKB264+奥希替尼	TROP2 ADC+EGFR TKI	III期（1L）	2024-10-28
百利天恒	Izalontamab	EGFR/HER3双抗ADC	I/II期	2023-07-10

资料来源：Insight、开源证券研究所

► 减重适应症患者人群广，药物竞争较为激烈。目前国内已获批了司美格鲁肽以及替尔泊肽。国产药物中进展较快的公司有信达生物、凯因科技、石药、恒瑞医药、博瑞生物等公司，有望率先进入中国减重市场。

图：国内临床进度较快的治疗肥胖患者的GLP-1相关药物的布局情况

药物	公司	靶点	药物类型	适应症	临床进展（中国）
贝那鲁肽	上海仁会生物	GLP-1R	生物药 (注射)	减重	获批上市
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (注射)	减重	获批上市
替尔泊肽	礼来制药/ 田边三菱制药株式会社	GLP1R/ GIPR	化药 (注射)	减重	获批上市
玛仕度肽	信达生物/ 礼来制药	GCGR / GLP1R	化药 (注射)	减重	申报NDA
口服版司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (口服)	减重	III期
伊诺格鲁肽	先为达/凯因科技	GLP-1R	生物药 (注射)	减重	III期
CagriSema	诺和诺德	AMYR/ GLP1R	生物药 (注射)	减重	III期
Orforglipron	礼来/ 中外制药株式会社	GLP-1R	化药 (口服)	减重	III期
TJ103	Genexine/ 石药/天境生物/ 天士力医药	GLP-1R	生物药 (注射)	减重	III期
Survodutide	勃林格殷格翰	GCGR / GLP1R	化药 (注射)	减重	III期
HRS9531	江苏恒瑞	GIPR/ GLP1R	化药 (注射)	减重	III期
BGM0504	博瑞生物	GIPR/ GLP1R	化药 (注射)	减重	III期
诺利糖肽	江苏恒瑞/ 江苏豪森	GLP-1R	化药 (注射)	减重	II期
GZR18	甘李药业	GLP-1R	生物药 (注射)	减重	II期

资料来源：Insight、开源证券研究所

- **PCSK9赛道竞争较为激烈，全球已有六款药物陆续获批。**截至2024年9月，全球共获批了六款PCSK9抑制剂，一款药物正在申请上市。处于临床阶段的管线共22条，III期3条，II期5条，I期14条。目前获批的六款PCSK9抑制剂中包括五款单抗和一款siRNA药物。
- **单抗为国内PCSK9主流用药。**据PDB统计，国内2018-2019年上市的两款高胆固醇血症用药中，2020-2023年依洛尤单抗注射液销售额由1.3亿元增至13.23亿元，CAGR达116.5%；阿利西尤单抗注射液由0.17亿元增至6.29亿元，CAGR达235.0%，我们认为这两款药品销售额的快速增长，一定程度上受益于两产品于2021年纳入医保谈判药品目录，对应年治疗费用得到大幅优化，进而实现快速放量。

图：PCSK9抑制剂或成为降脂达标策略推荐的终极手段

药物	研发机构	靶点	成分类别	中国状态	获批/公示时间	海外状态	获批/公示时间
依洛尤单抗	安进 阿斯泰来	PCSK9	单抗	批准上市	2018-07-31	美国批准上市 欧盟批准上市 日本批准上市	2015-08-27 2015-07-17 2016-01-22
阿利西尤单抗	再生元 赛诺菲	PCSK9	单抗	批准上市	2019-12-26	美国批准上市 欧盟批准上市 日本批准上市	2015-07-24 2015-09-23 2016-07-04
英克司兰钠	诺华制药	PCSK9	siRNA	批准上市	2023-08-22	美国批准上市 欧盟批准上市 日本批准上市	2021-12-22 2020-12-09 2023-09-25
托莱西单抗	信达生物	PCSK9	单抗	批准上市	2023-08-15	/	/
昂戈瑞西单抗	君实生物	PCSK9	单抗	批准上市	2024-10-09	/	/
伊努西单抗	康方生物	PCSK9	单抗	批准上市	2024-09-26	/	/
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	单抗	申请上市	2023-06-21	/	/
SAL003	信立泰	PCSK9	单抗	III期	2023-07-13	/	/
Enlicitide	默沙东	PCSK9	单抗	III期	2023-07-19	III期	2023-07-19
莱达西贝普	海森生物	PCSK9	非抗体类融合蛋白	III期	2024-06-21	III期	2019-07-26

资料来源：Insight、开源证券研究所

- 英克司兰钠注射液是全球首个也是唯一一个获批的靶向PCSK9的长效siRNA制剂。截至2024年7月，全球仅获批了一款PCSK9 siRNA药物，进入临床阶段的药物目前均处于I期临床。
- 英克司兰钠注射液目前处于全球高速放量阶段。英克司兰钠注射液已在欧盟（2020年）、美国（2021年）、中国（2023年）以及日本（2023年）相继获批上市。据诺华公告披露，2021-2023年英克司兰钠注射液在全球范围内销售额由0.12亿美元增至3.55亿美元，CAGR超400%；且2024H1全球销售额已达3.33亿元，同比增长134.5%。此外，英克司兰钠注射液属于超长效PCSK9抑制剂，可增加患者治疗的依从性，siRNA药物治疗高胆固醇血症市场前景广阔。
- 目前已在海外开展临床的公司仅大睿生物和悦康药业。

图：靶向PCSK9的长效siRNA制剂仅诺华制药的英克司兰钠获批

药物	研发机构	靶点	成分类别	中国状态	获批/公示时间	海外状态	获批/公示时间
英克司兰钠	诺华制药	PCSK9	siRNA	批准上市	2023-08-22	美国批准上市 欧盟批准上市 日本批准上市	2021-12-22 2020-12-09 2023-09-25
RBD7022	瑞博生物 齐鲁制药	PCSK9	siRNA	临床I期	2022-12-26	/	/
SGB-3403	圣因生物	PCSK9	siRNA	临床I期	2023-05-01	/	/
RN0191	大睿生物	PCSK9	siRNA	临床I期	2023-11-15	临床I期	2023-06-15
SRSD101	靖因药业	PCSK9	siRNA	临床I期	2023-11-20	/	/
SYH2053	石药集团	PCSK9	siRNA	临床I期	2023-12-25	/	/
RP910	君实生物	PCSK9	siRNA	临床I期	-	/	/
YKYY015	悦康药业	PCSK9	siRNA	批准临床	2024-08-06	批准临床	2024-08-06

资料来源：Insight、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗器械板块处于历史低位，重点推荐2024H2确定性的机会
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

● 迎接制药及生物制品商业化新周期

药品本质一种特殊的商品。不同于传统的商品，药品的购买方是患者，药品的选择权（处方）在医生，支付方是医保局/商业保险公司，供给端来自制药企业。现阶段，供应端正发生积极变化，创新品种不断出现；老龄化加速的趋势下，需求端持续增长；医改持续深化，医生处方更加理性；医保局在保基本的前提下，支持医药创新，多元化的支付体系持续完善。

◆ **仿制药（存量）受集采影响逐渐减弱，市场趋于稳定：**2018年以来，9批10轮集中带量采购已纳入423个品种，距国家规划2025年完成500个品种的集采，大品种多数已纳入。第九批国采的采购周期长达4年，标期的延长原则上更加利好中标企业，也更利于稳定市场供应，稳定市场预期，行业竞争格局更加稳定。

◆ **创新药（增量）陆续获批上市，迎接制药新周期：**供给端，国内创新药品种迭出，并陆续进入商业化阶段。支付端，2023年7月28日，上海市印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》的通知，多元化支付体系持续完善。同时，广东省、河北省、北京市陆续发布文件，做好医保药品单独支付保障工作，在支付端为企业提供便利。我们认为，随着创新药商业化的推进，企业可以快速回收现金，进而促进后续的在研管线的开发，逐步进入良性发展阶段，持续贡献增量业绩。

◆ **推荐思路：**（1）关注Biotech自身商业化，兑现后弹性较大；（2）Biotech与Pharma的合作日趋频繁，关注双方的增量；（3）集采影响基本出清，新品种即将放量的标的；（4）多款国产药物获得FDA获批上市，国产创新药出海正当时。

● 推荐标的

● **推荐标的：**人福医药、九典制药、兴齐眼药、恩华药业、苑东生物、丽珠集团、健康元、京新药业、艾迪药业等。

3.1 创新药增量：打通商业化“最后一公里”，助力药品进院

近期多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”。2024年两会期间，政府报告在介绍2024年政府工作任务时提出“加快前沿新兴创新药、氢能、新材料等产业发展”，北京、上海、广州等地不约而同地发布支持创新药发展的地方政策文件。其中，2024年4月17日，北京市发布《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）》；2024年4月7日，广州开发区发布《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》；而且上海市已于2023年7月28日发布《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》，均提出了诸多针对创新医药的具体支持政策，大力推动医药健康产业创新。

表4：多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”

时间	地区	政策	核心要点
2023年7月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	发布九大方面共28条重点措施，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等。加强“医保、医疗、医药”的三医联动协同，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围
2023年8月	广东	《关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》	将包括国家医保谈判药品、竞价药品和医保药品目录内的“岭南名方”医疗机构制剂在内的346种药品纳入单独支付范围，由医保基金与医疗机构单列结算，不占相关额度
2023年9月	河北	《河北省医疗保障局办公室关于做好谈判药品单独支付保障工作的通知》	将334个药品纳入医保单独支付范围，建立单独支付药品“三定一备案”管理机制
2023年9月	北京	《关于进一步做好国家医保谈判药品落地试点工作的通知》	将选取23家定点医疗机构作为试点，并将遴选符合条件的定点零售药店，国谈药在试点医疗机构和协议药店执行统一的支付标准和价格，形成院内院外两个通道，保障国谈药供应
2024年4月	北京	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）》	1、着力提升创新医药临床研究质效2、助力加速创新药械审评审批3、大力促进医药贸易便利化4、助力促进创新医药临床应用5、努力拓展创新医药支付渠道6、鼓励医疗健康数据赋能创新7、强化创新医药企业投融资支持8、保障措施
2024年4月	广州	《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	1、加速科技创新突破2、提升临床试验能力3、支持开展临床试验4、支持药械成果转化5、支持拓展海外市场6、加快技术平台建设7、推动CRO集聚发展8、提升产业化能力9、推动国谈产品落地10、加速创新产品应用11、办公用房租金补贴12、优化审评审批服务13、打造共享生态

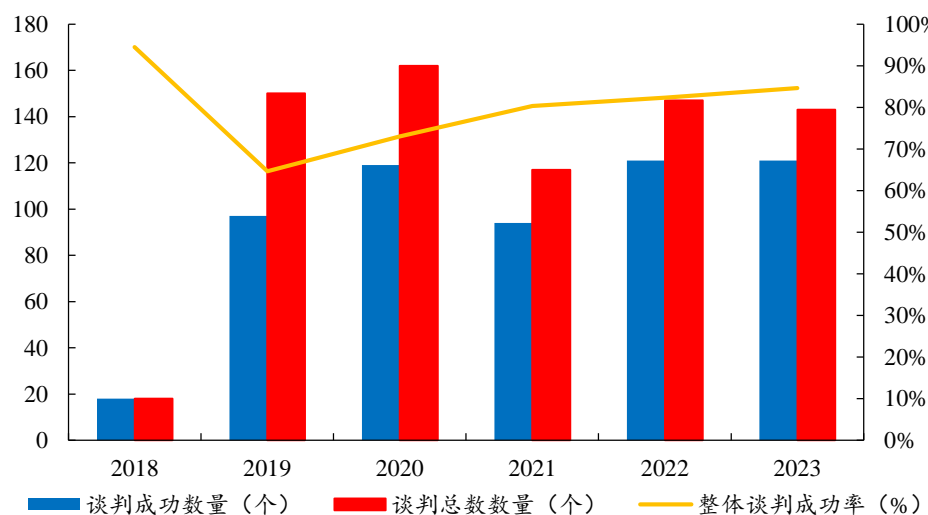
3.1 创新药增量：政策倾斜真创新，提高药品挂网效率

医保谈判平均价格降幅逐步趋于稳定。谈判药物数量稳步提升，药价平均降幅基本处于50-60%区间内，已经逐步趋于稳定。新药从获批上市到进入目录、到入院的时间也在逐渐缩短。

2024年医保谈判如期进行中。其中把医保谈判成功的创新药分年度统计累加采购总金额和总用量发现，其金额逐年增长，从2019年的494亿元升至2023年的约1389亿元；用量从10.3亿片/支增加至约76.4亿片/支，进入医保目录后的创新药实现“费量双增”。

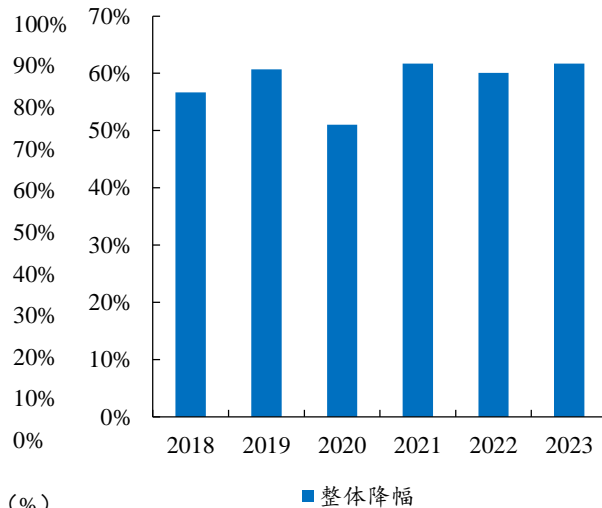
纳入医保后，多数药品收入快速提升。根据PDB数据，多家公司的药品在成功进入医保后实现快速放量。在当前医疗环境下，我们认为，纳入医保目录仍然是多数药品能成功实现商业化的较好选择，尤其是对于商业化能力欠缺的Biotech公司。

图：企业参与医保谈判积极性高，成功率呈稳步上升趋势



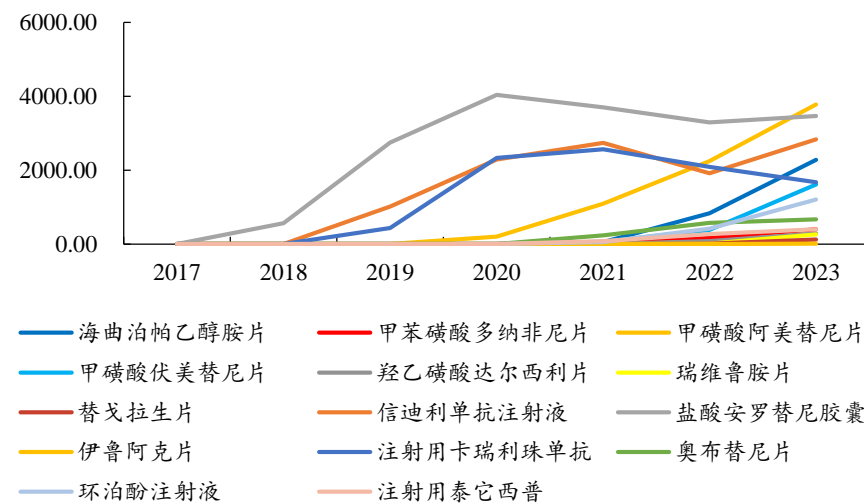
数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图：谈判整体降幅逐步趋于稳定



数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图：医保谈判助力创新品种收入快速提升 (单位：百万元)

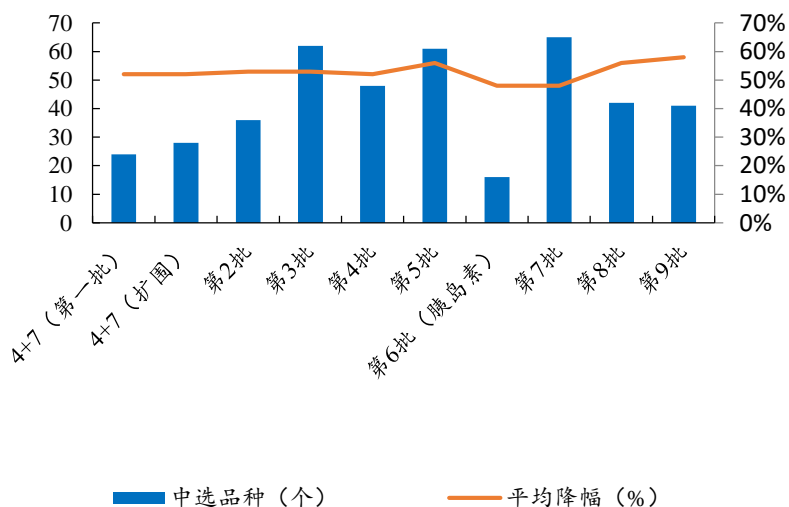


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.2 仿制药存量：集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点

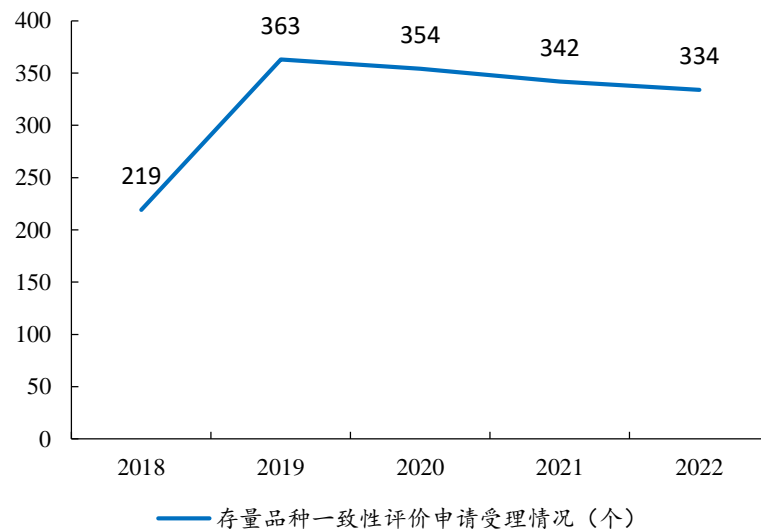
集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点。国家规划2025年完成500个品种的集采，2018年以来1-9批带量采购已纳入423个品种，大品种多数纳入集采；存量品种数量有限，一致性评价高峰已过，2019年存量品种一致性评价申请受理数量为363个，随后2020-2022年分别为354、342、334个，呈下滑趋势，剩余品种多销售体量较小、一致性评价难度较大。第9批国采来看，通过一致性评价企业数量达5家者才会被纳入，入围门槛提高，集采影响边际减少。

图：大品种多数已纳入国家集采



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

图：存量品种一致性评价受理高峰已过

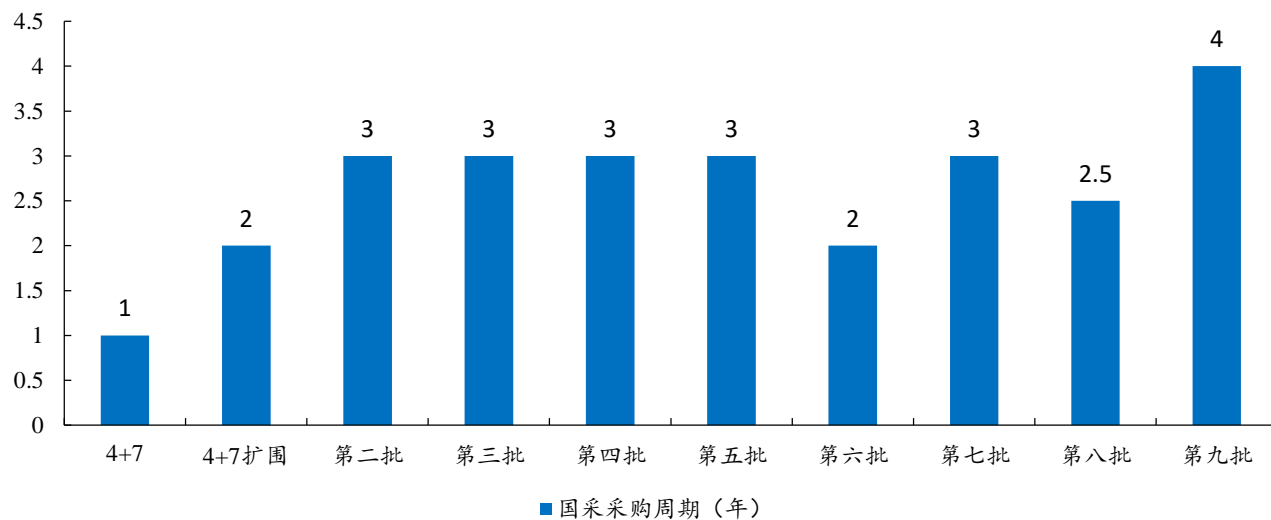


数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

3.2 仿制药存量：标期延长，有助于稳定市场格局

第九批集采周期最长，有助于稳定市场格局。第九批国采执行至2027年12月31日，采购周期长达4年，为历次国采标期之最。标期的延长原则上更加利好中标企业，标期延长至4年有助于提高企业参与投标的积极性、增加中标吸引力，也更利于稳定市场供应，稳定市场预期，行业竞争格局更加稳定。

图：第九批集采周期最长，有利于提高企业投标积极性

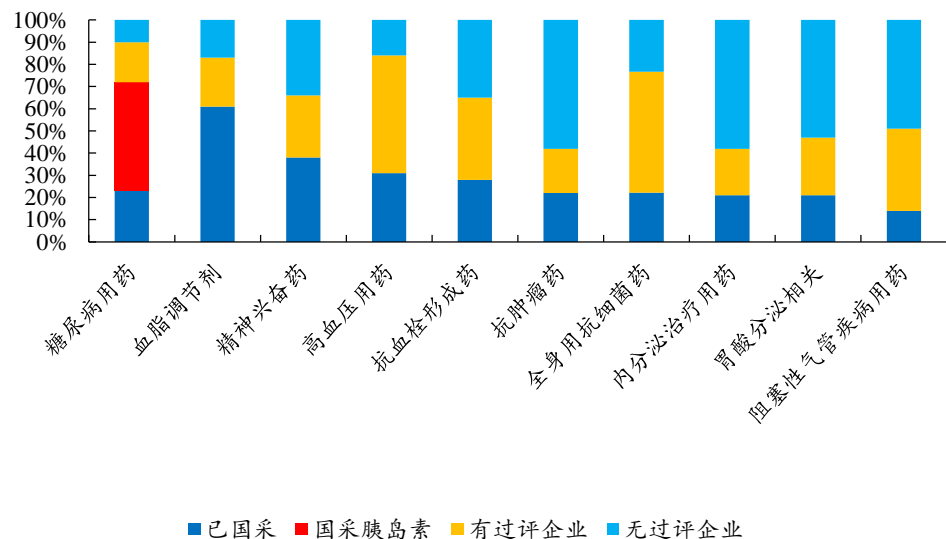


数据来源：国家组织药品联合采购办公室、中国医药报公众号、开源证券研究所

3.2 仿制药存量：各大疾病领域悉数集采，头部企业过评较多

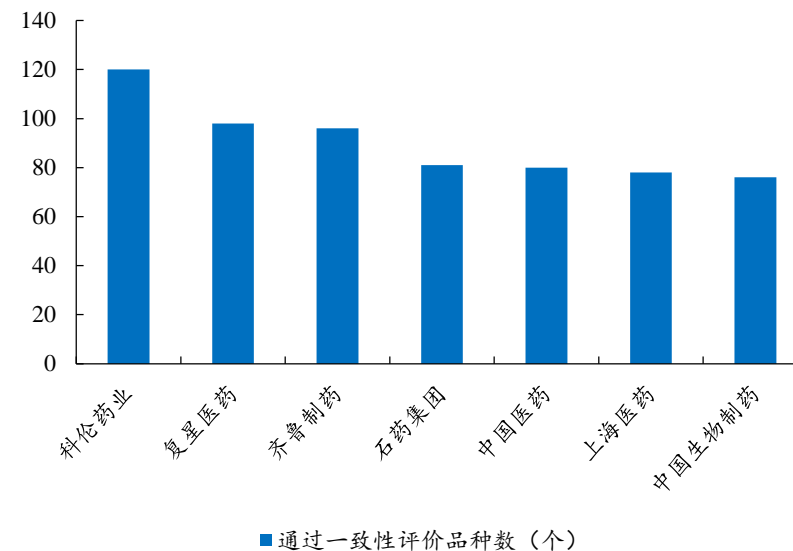
各大疾病领域悉数集采，头部企业过评较多。随着国采推进，各疾病领域用药逐步纳入集采，其中糖尿病、血脂调节2个领域国采药品金额占比已超60%。考虑创新药、独家品种基本无集采风险，预计存量市场后续受集采影响的频率、程度放缓，主要利空因素影响逐步减弱。过评品种数正在不断向少数大型企业聚焦，截至2024年11月，累计过评药品数排名靠前的分别是科伦药业（120个）、复星医药（98个）、齐鲁制药（96个）、石药集团（81个）、中国医药（80个）、上海医药（78个）以及中国生物制药（76个）。集采药品市场集中度提高、规模效应有望逐渐体现，利好头部企业。

图18：各大疾病领域悉数集采，糖尿病、血脂调节领域国采药品金额占比已超60%



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所 注：已国采产品仅包括1-6批，第7批、第8批产品因执行时间未纳入已国采类别

图19：累计过评品种数向少数大型企业集中

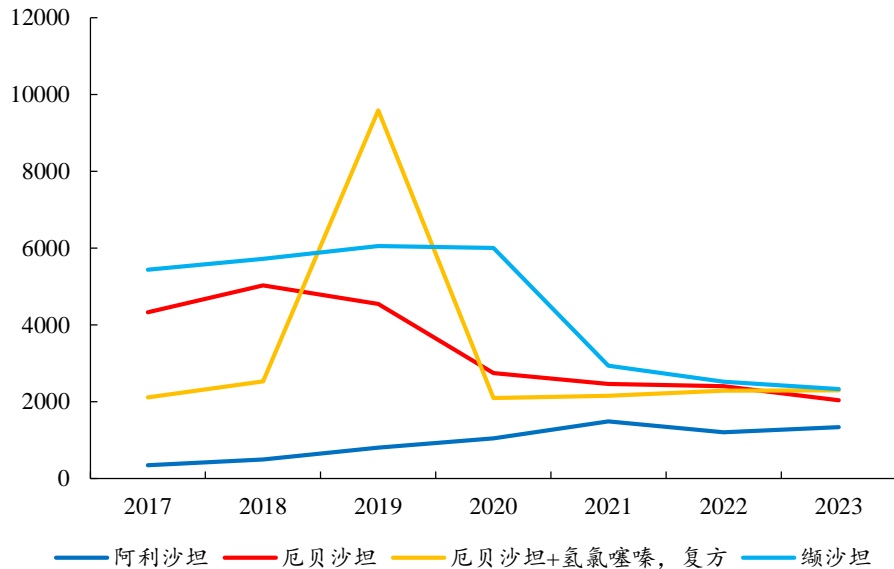


数据来源：Insight数据库、开源证券研究所 注：数据截止至2024年11月10日

3.2 仿制药存量：集采后用药结构变化明显，创新药持续放量

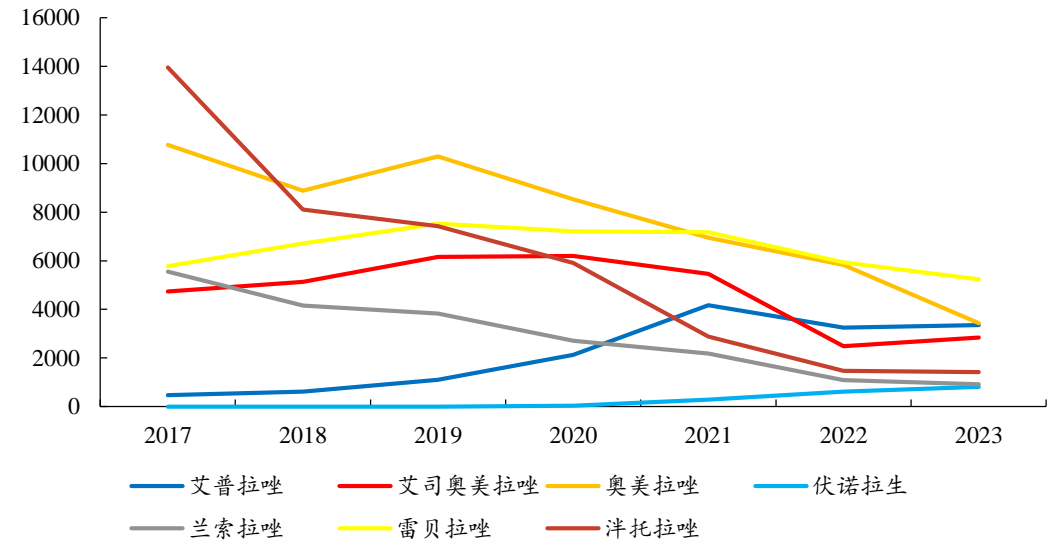
药物集采前后销售情况发生变化较大，创新药持续放量。在高血压领域，以沙坦类药物为例，4+7和第一批代量采购厄贝沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪被纳入，创新独家品种阿利沙坦（ARB，信立泰）持续放量。据PDB数据，阿利沙坦由2017年3.5亿元增长至2023年13.4亿元；在消化领域，拉唑类药物陆续集采，独家品种艾普拉唑（PPI，丽珠集团）、伏诺拉生（PCAB，武田制药）持续保持快速放量。

图20：沙坦类降压药集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

图21：PPI/P-CAB集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight数据库、开源证券研究所

3.3 方向1: 关注Biotech自身商业化, 兑现后弹性较大

关注Biotech自身商业化, 兑现后弹性较大。近年来, 有较多biotech公司的药品陆续获批上市, 并有较多公司选择自身商业化推广, 例如艾力斯的伏美替尼、荣昌生物的维迪西妥单抗等。

我们认为, 从业绩节奏上看, biotech公司没有存量的业务影响, 商业化兑现后业绩弹性较大, 但相应公司商业化能力需要持续验证。推荐标的: 艾迪药业等; 受益标的: 艾力斯、荣昌生物、盟科药业、上海谊众等。

表: 多数biotech公司陆续有品种获批上市

公司	药物	药物类型	靶点	适应症	首次上市时间
贝达药业/益方生物	贝福替尼	化药	EGFR-T790M	非小细胞肺癌	2023/5/29
艾迪药业	艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	2022/12/30
	艾诺韦林	化药	Reverse transcriptase	HIV感染	2021/6/25
	赛沃替尼	化药	MET	非小细胞肺癌	2021/6/22
和黄医药	索凡替尼	化药	FGFR1、CSF1R、VEGFR1、VEGFR2、VEGFR3	非胰腺神经内分泌肿瘤、胰腺神经内分泌肿瘤	2020/12/29
荣昌生物	维迪西妥单抗	生物药	HER2	胃癌、胃食管交界处癌、尿路上皮癌	2021/6/8
	泰它西普	生物药	APRIL BAFF	系统性红斑狼疮	2021/3/9
康方生物	卡度尼利单抗	生物药	PD-1 CTLA4	宫颈癌	2022/6/28
	派安普利单抗	生物药	PD-1	鳞状非小细胞肺癌、经典型霍奇金淋巴瘤	2021/8/3
迪哲医药	舒沃替尼	化药	EGFR-Ex20Ins、HER2-Ex20Ins	非小细胞肺癌	2023/8/22
再鼎医药	艾加莫德	生物药	FcRn	重症肌无力	2023/6/30
泽璟制药	多纳非尼	化药	FLT3、BRAF、KIT、RAF1、BRAF V600E、VEGFR2、VEGFR3、PDGFRB	肝细胞癌、甲状腺分化癌	2021/6/8
盟科药业	康替唑胺	化药	50S rProteins	皮肤和软组织感染	2021/6/1
艾力斯	伏美替尼	化药	EGFR-T790M、EGFR-Ex20Ins	非小细胞肺癌	2021/3/2
诺诚健华	奥布替尼	化药	BTK	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤、套细胞淋巴瘤、边缘区淋巴瘤	2020/12/25
三生国健	伊尼妥单抗	生物药	HER2	HER2阳性乳腺癌	2020/6/17

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

Biotech与Pharma的合作日趋频繁, 关注双方的增量。随着新药的不断获批上市, 药企的商业化能力愈发受到重视。对于传统制药企业, 已经建立了完善的商业化能力, 而biotech的商业化相对欠缺。多数biotech选择与Pharma在商业化阶段进行合作, 加速药品商业化进程, 例如中国生物制药和亿帆医药、康方生物; 济川药业与天境生物、征祥医药; 华东医药与英派药业、科济药业等合作。

我们认为, 对于商业化能力相对欠缺的biotech公司, 选择与Pharma合作有望加速药物商业化兑现, 并持续进行后续在研管线的开发; 对于Pharma, 有望凭借在现有销售渠道, 快速推进药物入院销售, 同时对自身业绩带来增量, 提升运营效率。**推荐标的:** 济川药业、泽璟制药等; **受益标的:** 中国生物制药、亿帆医药、康方生物、华东医药等。

表: Biotech与Pharma的商业化合作日趋频繁

Pharma	biotech	签订合作时间	合作项目	靶点/成分	适应症	研发进展	里程碑金额
中国生物制药	亿帆生物	2021年8月	Ryzneuta®	rhG-CSF 二聚体	治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症	上市	获得最高可达2.1亿元的首付款与里程碑付款
	康方生物	2019年6月17日	AK105	PD-1	治疗至少经过二线系统化疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (r/r cHL) 患者	上市	/
	征祥医药	2023年8月5日	ZX-7101A	PA	成人单纯性流感	三期	/
济川药业	恒翼生物	2022年11月	PDE4口服磷酸二酯酶抑制剂	PDE4	治疗中重度斑块型银屑病成人患者	二期	一次性支付的首付款合计1.8亿人民币, 累计里程碑付款3,212.5万美元
	恒翼生物	2022年11月	靶向消化蛋白酶抑制剂	靶向消化蛋白酶	改善腹腔手术后胃肠功能恢复、减少术后肠梗阻 (POI)	三期	一次性支付的首付款合计1.8亿人民币, 累计里程碑付款3,212.5万美元
	天境生物	2021年11月	长效重组人生长激素	IGF-1	儿童生长激素缺乏症 (PGHD)	三期	一次性支付2.24亿元的首付款, 天境生物最多将获得累计17.92亿元的里程碑付款, 总付款最高达20.16亿元
华东医药	英派药业	2023年12月20日	塞纳帕利	PARP	小细胞肺癌 (SCLC)、晚期卵巢癌全人群一线维持治疗	NDA	获得1亿元人民币的首付款, 最高不超过1.9亿元人民币的注册及商业化里程碑付款
	科济药业	2023年1月16日	泽沃基奥仑赛注射液	BCMA	用于治疗复发/难治多发性骨髓瘤	NDA	支付2亿人民币的首付款, 以及最高不超过10.25亿人民币的注册及销售里程碑付款
健康元	太景生物	2023年3月	TG-1000	帽依赖性核酸内切酶抑制剂	甲型、乙型流感	三期	支付签约费人民币2,000万元, 另外根据III期临床试验、取得成人剂型药证及儿童剂型药证等完成情况支付相应里程碑款
	成都金瑞	2023年5月	JRF106		肺水肿	临床前	
	广州费米子	2023年10月	FZ008-145	Nav1.8抑制剂	疼痛	临床前	
	荃信生物	2024年1月24日	QX008N	TSLP	哮喘、中重度慢性阻塞性肺病	一期	

资料来源: 各公司公众号、开源证券研究所

3.3 方向3：关注集采影响基本出清，新品种即将放量的标的

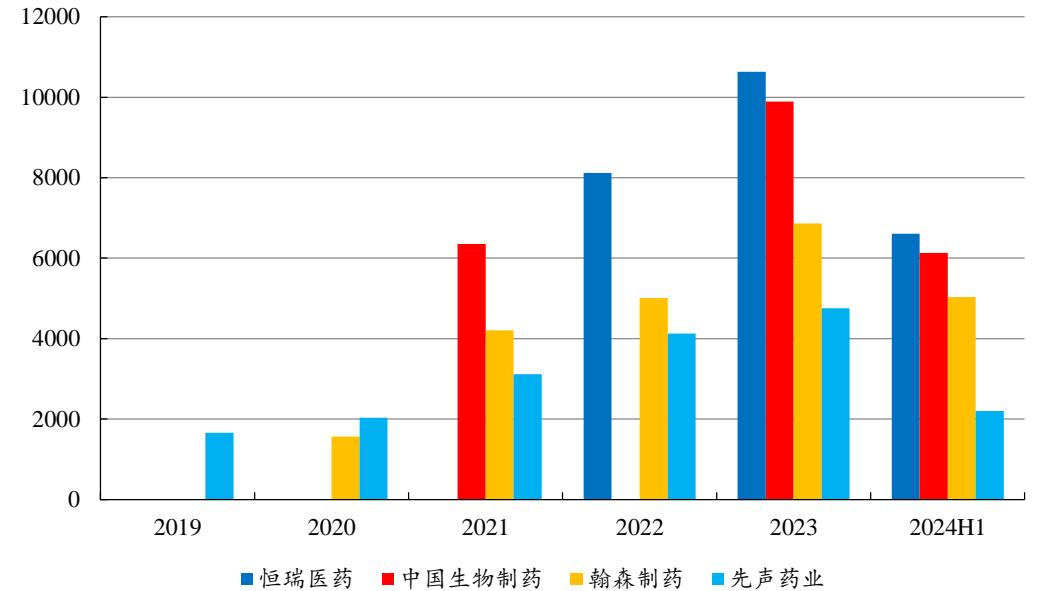
多家药企创新转型，创新药收入逐年增长。近年来，国内多家药企创新转型，创新药收入逐年增长。2024H1，恒瑞医药创新药销售额66.12亿元，同比增长33%；中国生物制药创新药销售额61.30亿元，同比增长14.8%；翰森制药创新药销售额50.32亿元，同比增长80.6%；先声药业创新药销售额22.03亿元，近5年CAGR 30.2%。创新药业务占比的提高将进一步提升国内药企的盈利能力。

表：多家药企创新转型，创新药收入逐年增长

		2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
恒瑞医药	创新药销售额（百万元）				8116	10637	6612
	同比					31.1%	33.0%
中国生物制药	创新药销售额（百万元）			6350		9890	6130
	同比						14.8%
翰森制药	创新药销售额（百万元）		1564	4202	5006	6860	5032
	同比			168.6%	19.1%	37.0%	80.6%
先声药业	创新药销售额（百万元）	1657	2033	3120	4128	4756	2203
	同比		22.7%	53.8%	32.3%	15.2%	-8.7%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图：多家药企创新转型，创新药收入逐年增长（单位：百万元）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.3 方向3：关注集采影响基本出清，新品种即将放量的标的

关注集采影响基本出清，新品种即将上市/放量的标的。从企业的经营角度，多数传统制药公司均在布局吸入制剂、微球及缓控释等竞争壁垒较高的新品种，抑或向创新转型，布局创新药。目前，健康元的妥布霉素吸入溶液、恩华药业的奥赛利定注射液、九典制药的酮洛芬凝胶贴膏、海思科的环泊酚注射液、艾迪药业的艾诺米替片、九典制药的洛索洛芬钠凝胶贴膏、绿叶制药的注射用罗替高汀缓释微球均已获批上市；另外，京新药业的地达西尼、九典制药的椒七麝凝胶贴膏、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂等已申报上市，一品红的AR882已进入临床三期。我们认为，随着新获批上市及已获批的药品上市，相关公司有望迎来第二增长点。H股的瀚森制药、中国生物制药、三生制药等均类似。

表8：公司大多品种均已集采，关注新品种即将放量的标的

公司	存量品种	在研/新上市核心品种
恩华药业	依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液	奥赛利定注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液、羟考酮注射液、NH600001 (2期, 依托咪酯改构)、NHL35700 (1期, 精分)
丽珠集团	亮丙瑞林微球、艾普拉唑注射剂/片剂、注射用尿促卵泡素	曲普瑞林微球、托珠单抗注射液、阿立哌唑微球、司美格鲁肽注射液(3期)、IL-17A/F (2期)、亮丙瑞林微球3M (BE试验)
健康元	注射用美罗培南、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、吸入用布地奈德混悬液、吸入用复方异丙托溴铵溶液、吸入用异丙托溴铵溶液	妥布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂(申报生产)、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂(申报生产)、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液剂(申报生产)、TG-1000 (3期, 流感)
京新药业	左乙拉西坦片、盐酸普拉克索片、盐酸舍曲林片瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片、康复新液	地达西尼(待获批上市, 失眠)、JX11502MA胶囊(2期, 精分)、康复新液肠溶胶囊(2期, 消化)
一品红	注射用乙酰谷酰胺、盐酸克林霉素分散片、注射用盐酸溴己新	芬香清解口服液、馥感淋口服液、AR882(3期, 痛风)
海思科	甲磺酸多拉司琼注射液、复方氨基酸注射液、脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液、注射用复方维生素	环泊酚注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液、HSK7653 (NDA, DPP4)、HSK16149 (NDA, $\alpha 2\sigma$)、HSK21542 (NDA, GABAa)
艾迪药业	人源蛋白	艾诺米替片(获批, 用于经治HIV-1感染者平稳转换治疗)、ACC017片 (Ib/IIa期, 抗HIV整合酶抑制剂)、ACC0027 (临床前, HIV病毒感染) AD105 (I期)、AD108 (临床前, 脑卒中)、AD018 (临床前, 脑卒中)
华纳药厂	吸入用乙酰半胱氨酸溶液、琥珀酸亚铁片、磷霉素氨丁三醇散、吗替麦考酚酯胶囊、双氯芬酸钠缓释片	ZG-001 (I期, 精神)、ZG-002 (IND, 自身免疫)、XY-02 (临床前, 自身免疫)、乾清颗粒 (II期, 感冒)
九典制药	泮托拉唑钠肠溶片、乙酰半胱氨酸颗粒、琥珀酸亚铁片、瑞舒伐他汀钙片、依巴斯汀片	洛索洛芬钠凝胶贴膏(已上市)、椒七麝凝胶贴膏(已申报, 消炎镇痛)
绿叶制药	紫杉醇类脂质体、贝伐珠单抗注射液、注射用戈舍瑞林微球、甘氨酸双唑钠、富马酸喹硫平片、盐酸托鲁地文拉法辛缓释片、地舒单抗注射液	注射用罗替高汀缓释微球(已上市)、地舒单抗注射液(已上市)、盐酸伊立替康脂质体注射液 (II期, 小细胞肺癌)、利斯的明透皮贴剂(上市申请, 阿尔茨海默症)、LY03020 (临床前, 精分)、度拉糖肽注射液(上市申请)

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

国产药物国际化进程加速，有望打开公司成长空间。近期，国内多款仿制药品获得美国FDA批准，如苑东生物的盐酸纳美芬注射液、尼卡地平注射液，华海药业的白消安注射液、甲磺酸沙芬酰胺片，健友股份的多西环素、氟尿嘧啶等。伴随公司产品在国际市场的逐步深入推广，国产优质仿制药出海有望为公司贡献新增量，打开公司成长空间。

表：国产药物国际化进程加速，有望打开公司成长空间

	靶点	药物类型	FDA批准时间	企业	适应症
盐酸纳美芬注射液	KOR, DOR, MOR	化药	2023/11/15	苑东生物	呼吸抑制，酒精中毒
尼卡地平	CACNA1C, CACNB2, CACNA2D1, CACNA1D, PDE1A, PDE1B	化药	2024/9/6	苑东生物	高血压，心绞痛
EP-0125SP			-	苑东生物	血液和透血器官
EP-0112T			-	苑东生物	麻醉镇痛
布立西坦片	SV2A	化药	2024/10/28 (暂时性批准)	华海药业	局灶性癫痫发作
恩格列净二甲双胍片	SGLT2, AMPK	化药	2024/10/17 (暂时性批准)	华海药业	2型糖尿病
西格列汀片	DPP4	化药	2024/10/8 (暂时性批准)	华海药业	2型糖尿病
白消安注射液		化药	2024/9/12	华海药业	干细胞移植，慢性白血病，慢性髓系白血病
甲磺酸沙芬酰胺片	MAO-B	化药	2024/8/30	华海药业	帕金森病
恩格列净片	SGLT2	化药	2024/8/30 (暂时性批准)	华海药业	2型糖尿病，慢性肾脏病，射血分数降低的心力衰竭
卡格列净片	SGLT2	化药	2024/8/30 (暂时性批准)	华海药业	2型糖尿病
多西环素	30S Subunit, 50S Subunit	化药	2024/10/28	健友股份	布鲁菌病，痤疮，宫颈炎，钩端螺旋体病，气性坏疽，霍乱，霍奇金淋巴瘤，李斯特菌感染
氟尿嘧啶	TYMS	化药	2024/9/24	健友股份	皮肤癌，绒毛膜癌，乳腺癌，肺癌，宫颈癌，消化道癌，卵巢上皮癌，尿路上皮癌/膀胱癌
罗哌卡因	Sodium channel	化药	2024/7/30	健友股份	麻醉，疼痛
奥沙利铂		化药	2024/1/11	健友股份	结肠癌，结直肠癌，肝细胞癌，胃癌

资料来源：各公司公告、insight数据库、开源证券研究所

目录

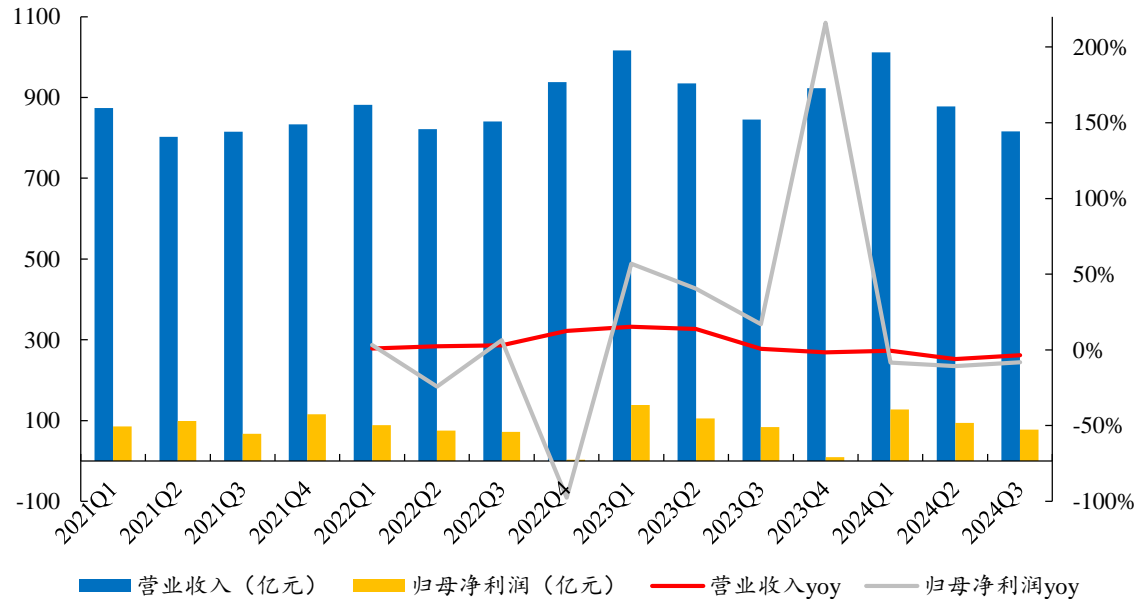
CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

4.1 中药：行业景气度持续，盈利能力相对稳健

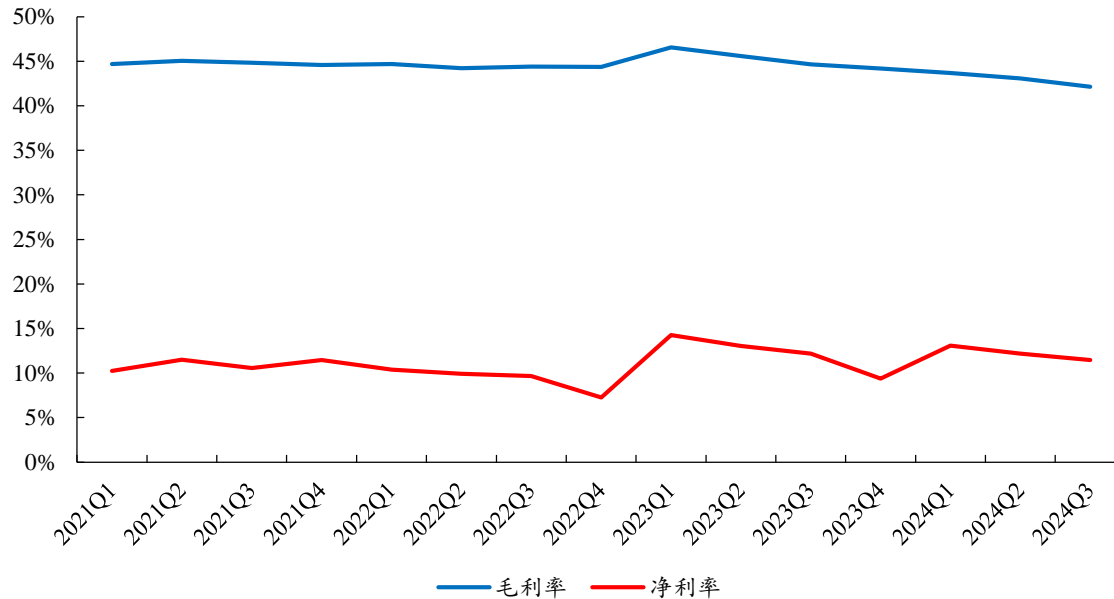
- 中药板块2024Q1-Q3业绩整体同比小幅下滑。分季度来看，2024Q1中药板块实现营业收入1011.88亿元，同比下降0.48%，归母净利润127.21亿元，同比下降8.45%。2024Q2-Q3受渠道库存消化及流感患病人数下降等因素影响，板块营收环比呈逐季下滑趋势。
- 中药板块盈利能力相对稳健。中药板块毛利率和净利率2022Q4-2023Q1受疫情放开影响，短期存在较大波动。拉长时间维度来看指标整体保持相对稳健水平，2024Q3中药板块毛利率为42.15%，净利率为11.47%。

图：2024Q1-Q3中药板块分季度营业收入同比小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：中药板块毛利率相对较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 中药：行业景气度持续，盈利能力相对稳健

- 中药企业业绩相对稳健，景气度持续。2020年疫情以来，中药各细分领域企业业绩面临一定压力，伴随2022-2023年疫情逐步进入尾声，整体市场受疫情放开、流感等因素作用需求逐渐复苏，因此为2024年带来一定的高基数、渠道库存消化压力，叠加中药材价格波动、消费市场不景气、中药集采降价等宏观因素影响，2024年经营业绩相对承压。展望2025年，高基数、去库存以及一系列宏观扰动影响逐步平缓，行业有望健康发展、景气度持续。

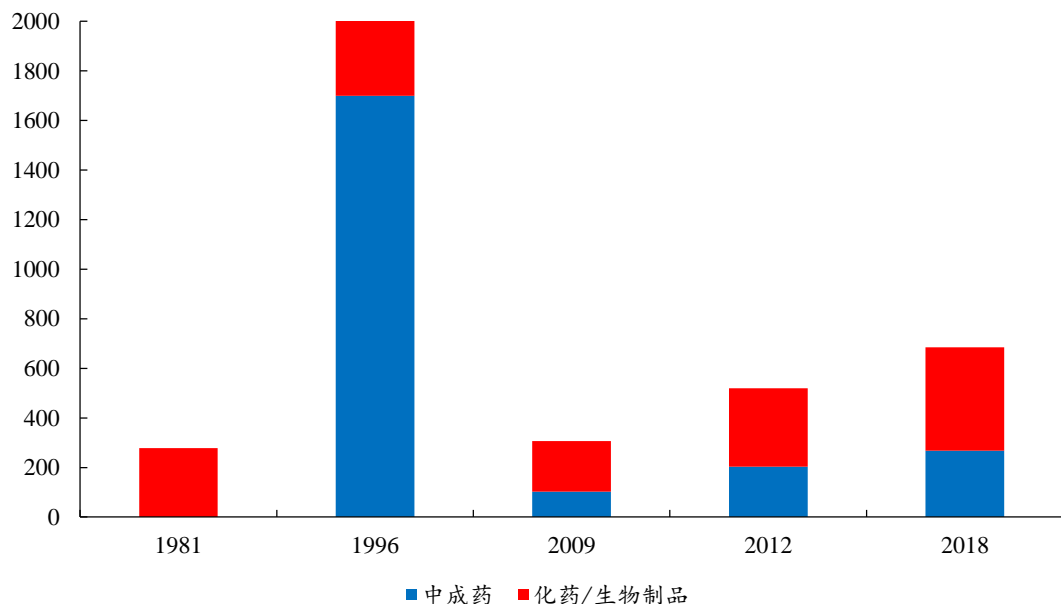
表：中药板块2024年消化多因素影响，未来行业景气度有望持续

细分领域	公司名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				营业收入yoy			归母净利润 (亿元)				归母净利润yoy		
			2021	2022	2023	2024Q1-Q3	2022	2023	2024Q1-Q3	2021	2022	2023	2024Q1-Q3	2022	2023	2024Q1-Q3
中药创新药	悦康药业	104	49.66	45.42	41.96	29.92	-8.53%	-7.61%	1.15%	5.45	3.35	1.85	2.10	-38.57%	-44.87%	37.73%
	方盛制药	54	15.67	17.92	16.29	13.48	14.36%	-9.12%	10.95%	0.70	2.86	1.87	2.28	308.12%	-34.64%	60.66%
	康缘药业	85	36.49	43.51	48.68	31.10	19.25%	11.88%	-11.06%	3.21	4.34	5.37	3.57	35.54%	23.54%	2.18%
	天士力	228	79.52	85.93	86.74	64.63	8.06%	0.42%	-1.66%	23.59	-2.57	10.71	8.42	-110.87%	505.34%	-18.41%
	以岭药业	291	101.17	125.33	103.18	63.65	23.88%	-17.67%	-25.76%	13.44	23.62	13.52	5.55	75.75%	-42.76%	-68.46%
品牌OTC	昆药集团	116	82.54	82.82	77.03	54.57	0.35%	-6.99%	-2.73%	5.08	3.83	4.45	3.87	-24.52%	16.05%	0.36%
	太极集团	148	121.49	140.51	156.23	104.34	15.65%	10.58%	-14.36%	-5.23	3.50	8.22	5.45	166.84%	131.99%	-28.10%
	华润三九	595	153.20	180.79	247.39	197.40	16.31%	36.83%	6.08%	20.47	24.49	28.53	29.60	19.16%	16.50%	23.19%
	东阿阿胶	381	38.49	40.42	47.15	43.29	5.01%	16.66%	26.28%	4.40	7.80	11.51	11.52	77.10%	47.55%	47.00%
	江中药业	135	28.74	38.12	43.90	29.72	32.63%	13.00%	-8.19%	5.06	5.96	7.08	6.34	17.87%	18.40%	7.09%
	达仁堂	226	69.08	82.49	82.22	56.11	19.42%	-0.33%	-3.14%	7.69	8.62	9.87	8.04	12.05%	14.49%	-6.33%
	康恩贝	125	61.51	60.00	67.33	49.13	-8.64%	12.21%	-5.23%	20.09	3.58	5.92	5.18	-82.25%	65.19%	-16.81%
	同仁堂	558	146.03	153.72	178.61	138.20	5.27%	16.19%	0.72%	12.27	14.26	16.69	13.50	16.17%	16.92%	-2.92%
	羚锐制药	124	26.94	30.02	33.11	27.59	11.45%	10.31%	10.07%	3.62	4.65	5.68	5.74	28.71%	22.09%	23.10%
	济川药业	286	76.31	89.96	96.55	58.05	17.90%	7.32%	-11.19%	17.19	21.71	28.23	19.03	26.27%	30.04%	-2.13%
	寿仙谷	45	7.67	8.29	7.84	4.72	8.07%	-5.39%	-13.01%	2.01	2.78	2.54	1.19	38.32%	-8.39%	-14.85%
	贵州三力	58	9.39	12.01	16.35	14.47	27.94%	36.10%	49.26%	1.52	2.01	2.93	1.94	32.18%	45.42%	22.89%
云南白药	1,047	363.74	364.88	391.11	299.15	0.31%	7.19%	0.76%	28.04	30.01	40.94	43.27	7.00%	36.41%	4.93%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

- **基药目录内中成药数量占比提升，高效益品种重要性日益凸显。**2009版、2012版和2018版三版基药目录内，中成药占比持续提升，分别为33.2%、39.0%和39.1%。我们认为随着近几年国家对中药创新传承的大力支持，在新一轮基药目录调整中，有望进一步增加中药功能主治范围，纳入临床必需、疗效确切的医保/非医保药品，扩大儿科用药品种和剂型范围。
- **政策支持，基药目录有望迎来更新，关注相关投资机会。**2019年《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临床上优先使用基药。同时，在2024年6月发布的《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》中，提出“适时优化调整国家基本药物目录”，若基药目录迎来新一轮更新，相关品种有望迎来快速放量。

图：2009-2018年基药目录中成药品种数量持续增加（单位：个）



数据来源：卫健委、开源证券研究所

表：2018版基药目录中成药品种共268个（单位：个）

药物类别	2012版	2018版	增加/减少数量
内科用药	137	168	37/9
外科用药	11	22	11/0
妇科用药	20	24	4/0
眼科用药	7	8	2/1
耳鼻喉科用药	13	18	5/0
骨伤科用药	15	18	3/0
儿科用药	0	13	13/0
合计	203	268	75/10

数据来源：《国家基药目录》（2012版、2018版）、开源证券研究所

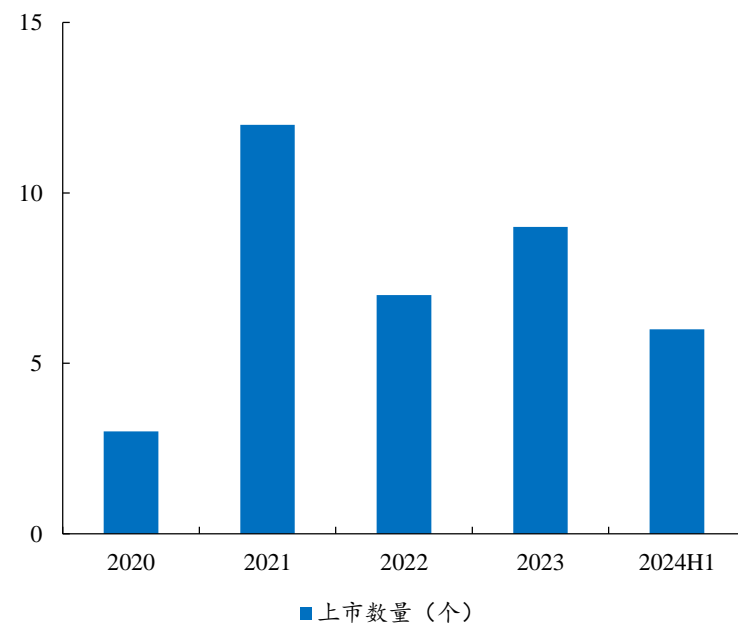
- 顶层政策支持，多维助力中药产业创新发展。**近年来中医药利好政策频发，从2018年6月的《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》，到2020年12月的《关于促进中药传承创新发展的实施意见》，中医药的位置进一步提升，对中医药种植保护、人才培养、科学研究与传承创新、管理体制等做出了一系列规定。2022年3月国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导。
- 注册审批流程优化，创新中药上市速度加快。**2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（下称“专门规定”），自2023年7月1日起施行。《专门规定》是在2008年原国家食药监局发布的《中药注册管理补充规定》基础上，充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，结合疫情防控中药成果转化实践探索，借鉴国内外药品监管科学研究成果，全方位、系统地构建了中药注册管理体系，进一步对中药研制相关要求进行细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药注册审批进度。2023年我国审批上市的中药新药共9款，2024H1批准6款，而2023H1仅获批上市1款中药新药。推荐关注具备研发创新能力的企业，如悦康药业、以岭药业、天士力、康缘药业、方盛制药等，有望通过创新管线迭代打开发展天花板。

表：优化中药注册流程、支持中医药发展

发布时间	政策文件	政策意义
2018.06	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	发挥中医药在医疗卫生与健康事业中的独特作用
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	从中药审评审批、研制创新、安全性研究、质量源头管理、生产质量控制、上市后监管、品种保护、中药的法规标准体系等方面提供政策指导
2021.01	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2022.03	《“十四五”中医药发展规划》	从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导
2023.02	《中药注册管理专门规定》	加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程

资料来源：国务院、国家药监局、开源证券研究所

图：2021年起中药新药审批上市速度逐步加快



数据来源：米内网、医药经济报、国际中医中药杂志、开源证券研究所

- **OTC龙头企业品牌优势强，渠道壁垒深厚。**在产品终端，受益于企业长期的营销推广和口碑积累，消费者已逐步形成一定的品牌认知，因此相较于同通用名的其他产品，消费者一般愿意为其支付一定的品牌溢价，从而提升企业的盈利能力。在渠道方面，品牌OTC受益于其品牌影响力，一般具有较高的渠道管理能力，同时OTC市场受益于门诊统筹政策扩容、居民院外便捷购药、处方药转OTC资质等影响，市场规模逐步扩大，因此在“线上+线下”药品价格管控趋严的背景下，我们更加看好具备高市场认可度产品的龙头OTC企业。
- **“国企改革、银发经济、稀缺品牌产品”，三条主线提供长期发展动能。**我们认为在消费环境转暖背景下兼具高消费属性及品牌稀缺性、具备长期发展逻辑的龙头企业和稀缺标的更容易走出独立行情。**国企改革方面**，如华润三九稳健经营并以并购赋能、东阿阿胶和片仔癀则凭借核心产品在近几年消费相对疲软的大环境中实现优秀的业绩增长，均验证自身的经营能力、产品及品牌稀缺性，未来我们认为昆药集团（银发经济）、太极集团（藿香、化药等知名核心产品群）等公司的发展潜力有望实现。**银发经济和稀缺品牌产品方面**，如羚锐制药（银发经济）、济川药业（儿科用药+BD拓品）、佐力药业（药用真菌制剂）等值得关注。

表：部分国有中药企业发布股权激励方案，努力提升市场竞争力

企业名称	激励考核指标
东阿阿胶	1、2024-2026年，净资产收益率分别不低于10%/10.5%/11%，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，2024-2026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、2024-2026年营业利润不低于23%/23.5%/24%
华润三九	1、以2020年业绩为基数，2022-2024年每年归母扣非净利润年复合增长率不低于10%，且不低于同行业平均或对标企业75分位水平；2、2022-2024年归母扣非净资产收益率分别不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；3、2022-2024总资产周转率分别不低于0.69/0.70/0.72
昆药集团	1、以2020年业绩为基数，2021-2023年净利润增长率不低于10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2021-2023年现金分红比例不低于30%/30%/30%
江中药业	1、2022-2024年投入资本回报率分别不低于12.74%/12.75%/12.76%，且不低于对标企业75分为水平或同行业平均值；2、较2020年，2022-2024年归母净利润CAGR不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3、2022-2024年研发投入强度分别不低于2.96%/2.98%/3%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表：2024H1中国城市实体药店终端销售中成药OTC品牌多为呼吸、消化类用药

排名	产品名	企业	分类	销售额（亿元）
1	感冒灵颗粒	华润三九	呼吸系统疾病用药	12+
2	阿胶	东阿阿胶	补气补血类用药	11+
3	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴	呼吸系统疾病用药	9+
4	片仔癀	片仔癀药业	消化系统疾病用药	9+
5	藿香正气口服液	太极集团	消化系统疾病用药	7+
6	健胃消食片	江中药业	消化系统疾病用药	7+
7	安宫牛黄丸	同仁堂	心脑血管疾病用药	7+
8	复方阿胶浆	东阿阿胶	补气补血类用药	6+
9	阿胶	福牌阿胶	补气补血类用药	5+
10	急支糖浆	太极集团	呼吸系统疾病用药	5+

资料来源：米内网、开源证券研究所

4.4 中药：关注中药创新药及品牌OTC相关投资机遇

表：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E				评级
		2024/11/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
688658.SH	悦康药业	22.59	0.41	0.71	0.91	1.22	55.0	31.8	24.8	18.5	买入
603998.SH	方盛制药	12.13	0.42	0.63	0.69	0.84	28.5	19.3	17.6	14.4	买入
600557.SH	康缘药业	14.57	0.92	0.97	1.11	1.26	15.9	15.0	13.1	11.6	买入
600535.SH	天士力	15.20	0.71	0.69	0.81	0.92	21.3	22.0	18.8	16.5	买入
002603.SZ	以岭药业	17.31	0.81	0.87	0.94	1.04	21.4	19.9	18.4	16.6	买入
600422.SH	昆药集团	15.21	0.59	0.74	0.93	1.12	25.9	20.6	16.4	13.6	买入
600129.SH	太极集团	27.09	1.48	1.71	2.17	2.65	18.3	15.8	12.5	10.2	买入
600285.SH	羚锐制药	21.54	1.00	1.24	1.46	1.71	21.5	17.4	14.8	12.6	买入
600566.SH	济川药业	30.86	3.06	2.84	3.30	3.74	10.1	10.9	9.4	8.3	买入
300181.SZ	佐力药业	16.03	0.55	0.80	1.05	1.36	29.4	20.0	15.3	11.8	买入
603896.SH	寿仙谷	22.45	1.26	1.44	1.64	1.83	17.8	15.6	13.7	12.3	买入
002317.SZ	众生药业	13.10	0.31	0.31	0.46	0.57	42.5	42.3	28.6	22.9	未评级
000999.SZ	华润三九	46.21	2.89	2.66	3.03	3.43	16.0	17.4	15.3	13.5	未评级
000423.SZ	东阿阿胶	57.40	1.79	2.26	2.72	3.25	32.1	25.4	21.1	17.7	未评级
600436.SH	片仔癀	243.00	4.64	5.27	6.08	6.99	52.4	46.1	40.0	34.8	未评级
603439.SH	贵州三力	14.08	0.71	0.83	1.03	1.27	19.7	17.0	13.7	11.1	未评级
600572.SH	康恩贝	4.80	0.23	0.28	0.32	0.36	20.9	17.2	15.1	13.4	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致预期）

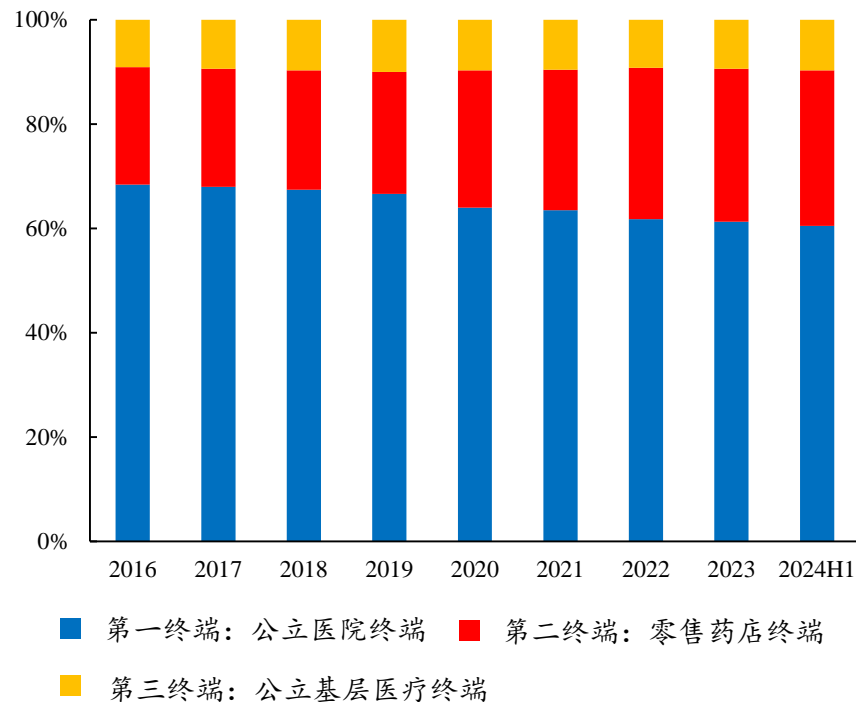
目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

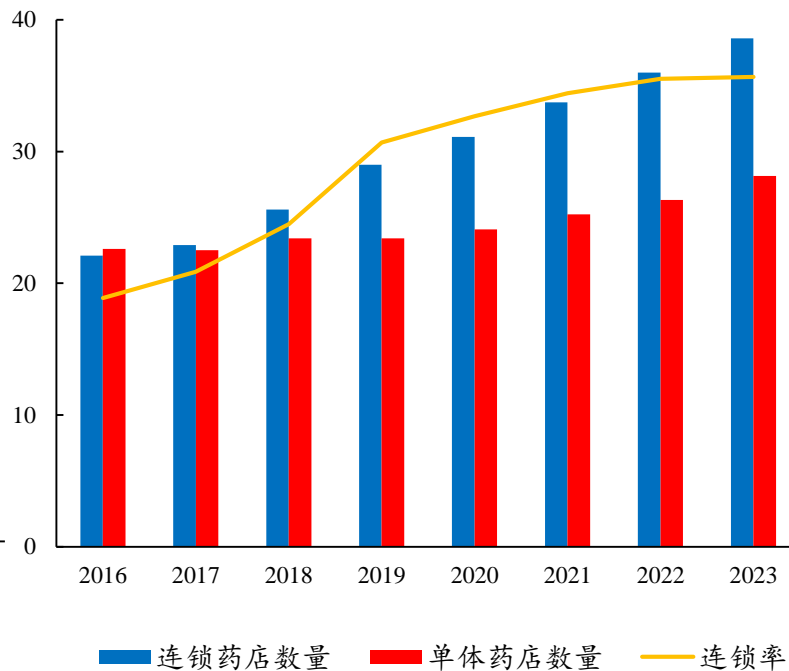
- **药品销售市场规模持续扩大，零售药店渠道占比不断增长。**根据国家药品监督管理局统计数据，2023年中国医药商品销售额为29,304亿元，扣除不可比因素同比增长7.5%，增速提高了1.5pct，市场规模持续扩容。同时，米内网数据则进一步显示，零售药店终端药品销售额占比呈现持续提升的发展趋势，截至2024H1占比提升至29.8%，彰显零售药店渠道的重要性。
- **药店连锁化率与行业集中度同步提升，利好龙头。**连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先，而中小药房发展则相对受阻。随着政府监管趋严、消费者品牌认知效应等因素影响，行业龙头并购整合、中小连锁/单体药房加盟龙头或主动出清趋势加速，行业集中度有望进一步提升。

图：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



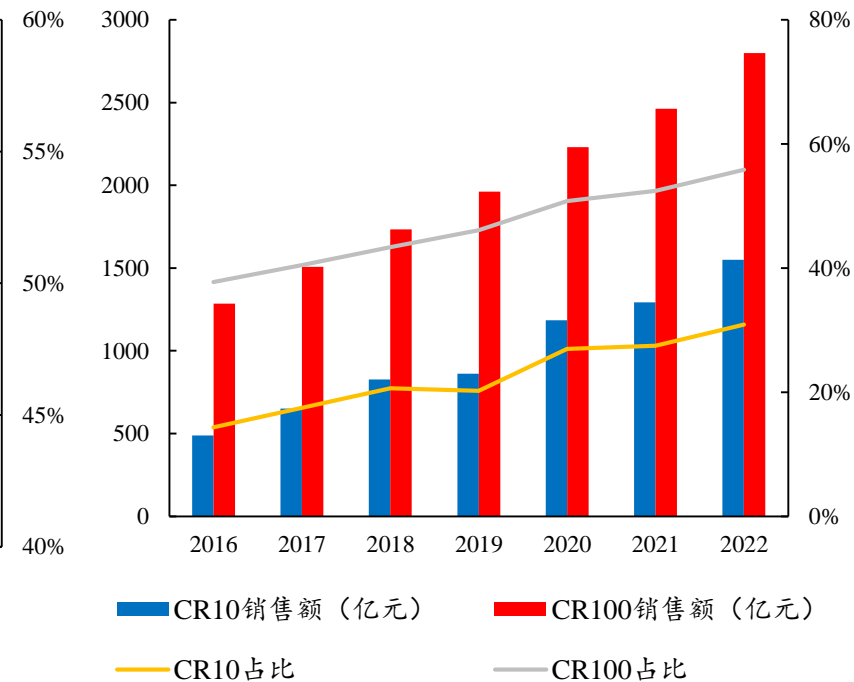
数据来源：米内网、开源证券研究所

图：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）



数据来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

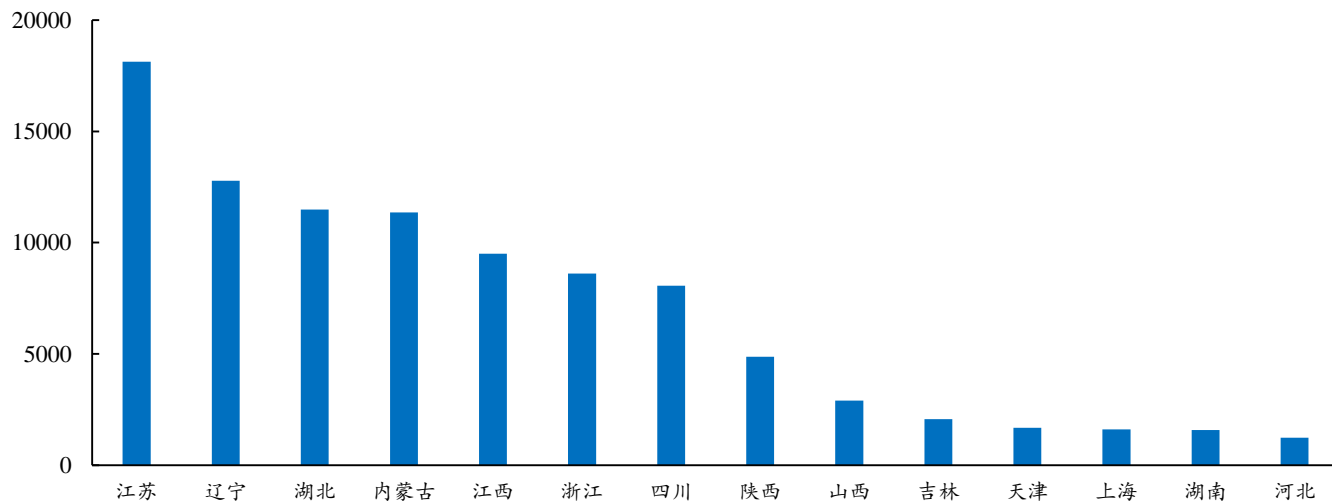
图：零售药店Top10行业集中度基本逐年提升



数据来源：老百姓公司公告、开源证券研究所

- **门诊统筹逐步推进，零售药店迎来发展新机遇。**随着零售药店纳入门诊统筹管理，患者可以在零售药店购买医保药品并报销，有助于推动处方外流，并助力零售药店客流量提升，为其向好发展贡献新增量。同时，2024年内国家积极推动电子处方外流建设和药价管理，赋能行业发展：
 - **电子处方平台建设加速，合规趋严助力健康发展。**伴随门诊统筹的逐步落地，处方延伸到院外是大势所趋，电子处方的应用能够规范医药零售企业合理用药，方便患者尤其是慢病患者续方购药，助力医药分家；同时，电子处方广泛应用可以打开“互联网+”的成长空间，为医药零售企业带来较多客流的同时提升经营效率。2024年10月，国家医疗保障局发布《关于规范医保药品外配处方管理的通知》，提到要加快电子处方中心建设，自2025年1月1日起，配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通道”药品处方。
 - **零售药店购药便捷，“线上线下”价差合理化。**线下药店因在便捷性和用药指导等服务上具备多种优势，因而成为院外购药的重要渠道。同时国家医保局指出，线下药店具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等因素影响，且需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高，小批量采购的中间环节也多，导致线下药店价格总体高于网络药店，属合理现象。此外，为推动定点药店医保药品价格趋于合理，医保部门已在辽宁、广东、陕西等19个省份建立了公开比价小程序，促进行业合规经营、保障消费者利益。

图：截至2024年2月，江苏省纳入门诊统筹的药店数量相对领先（单位：家）



数据来源：《中国药店》、开源证券研究所

图：定点医疗结构门诊统筹服务报销情况

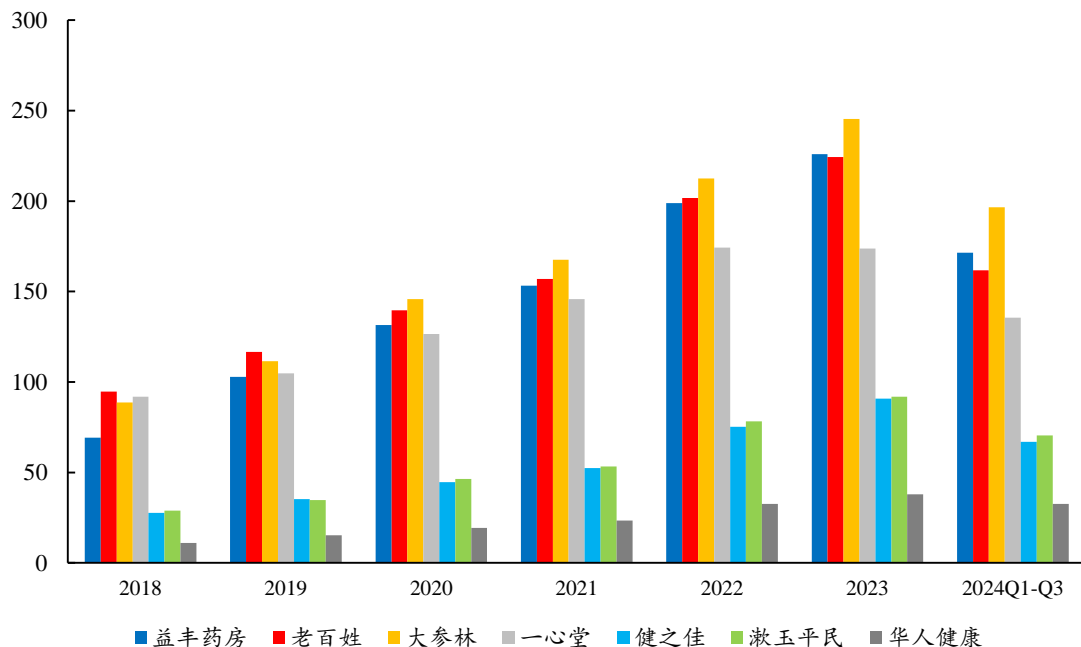
	截至2023年8月	医疗机构	零售药店
定点医疗机构数量 (万家)		59.4	48.4
开通门诊统筹数量 (万家)		32.09	14.14
开通门诊统筹比例		54%	29%
累计结算人次 (亿人次)		13.14	1.74
医保统筹基金结算金额 (亿元)		1240.24	69.36
单人次医保统筹基金结算金额 (元)		94.39	39.86

数据来源：新华社、开源证券研究所

5.1 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

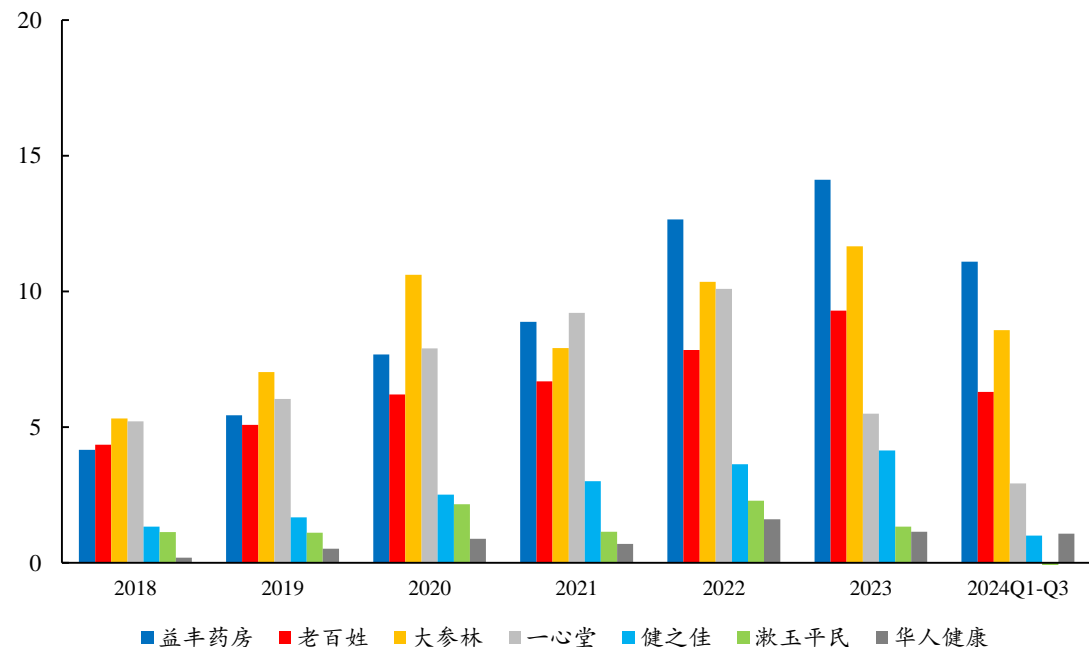
- 药品零售行业龙头营业收入体量持续提升。近几年，伴随着门店数量的持续扩张，零售药店龙头企业收入体量均有较快提升，2024Q1-Q3增速虽有所放缓，但行业整体仍具有较强韧性的经营发展特性。
- 专业服务能力为核心，提升经营质效。在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐向提供专业化慢病管理服务转型，加大专业药师团队建设、数字化转型助力诊疗数据互通存档等举措，有利于提升核心竞争力。此外，随着龙头企业由城市向县域药品零售市场持续下沉布局，拥有更强的跨区域门店管控力、成本费用控制力的企业更具竞争力。

图：零售药店龙头营业收入体量逐年提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：零售药店龙头归母净利润体量稳中向好（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

- 长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。
- 推荐标的：益丰药房、老百姓、健之佳、漱玉平民；受益标的：大参林、一心堂、华人健康。

表：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)				P/E				评级
		(元)	2024/11/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	
603939.SH	益丰药房	25.82	1.40	1.27	1.43	1.61	18.5	20.3	18.1	16.0	买入
603883.SH	老百姓	20.28	1.59	1.06	1.21	1.39	12.8	19.1	16.8	14.6	买入
605266.SH	健之佳	27.70	3.22	3.78	4.50	5.33	8.6	7.3	6.2	5.2	买入
301017.SZ	漱玉平民	15.01	0.33	0.43	0.54	0.71	45.7	34.9	27.8	21.1	买入
603233.SH	大参林	16.61	1.02	1.07	1.27	1.52	16.2	15.5	13.0	10.9	未评级
002727.SZ	一心堂	14.89	0.92	1.00	1.28	1.52	16.2	14.9	11.6	9.8	未评级
301408.SZ	华人健康	12.83	0.29	-	-	-	44.8	-	-	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

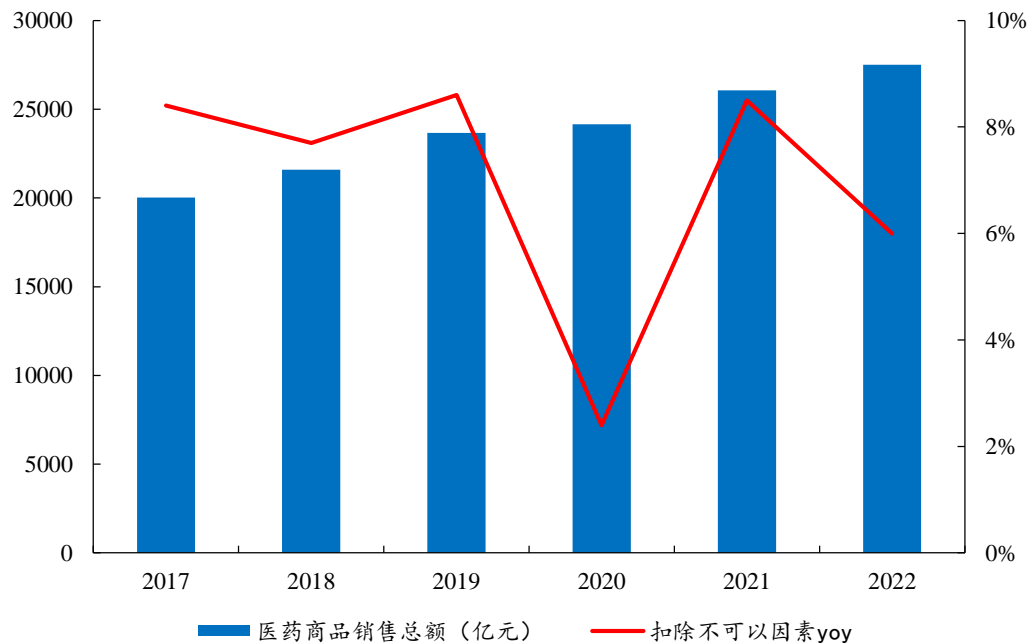
目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

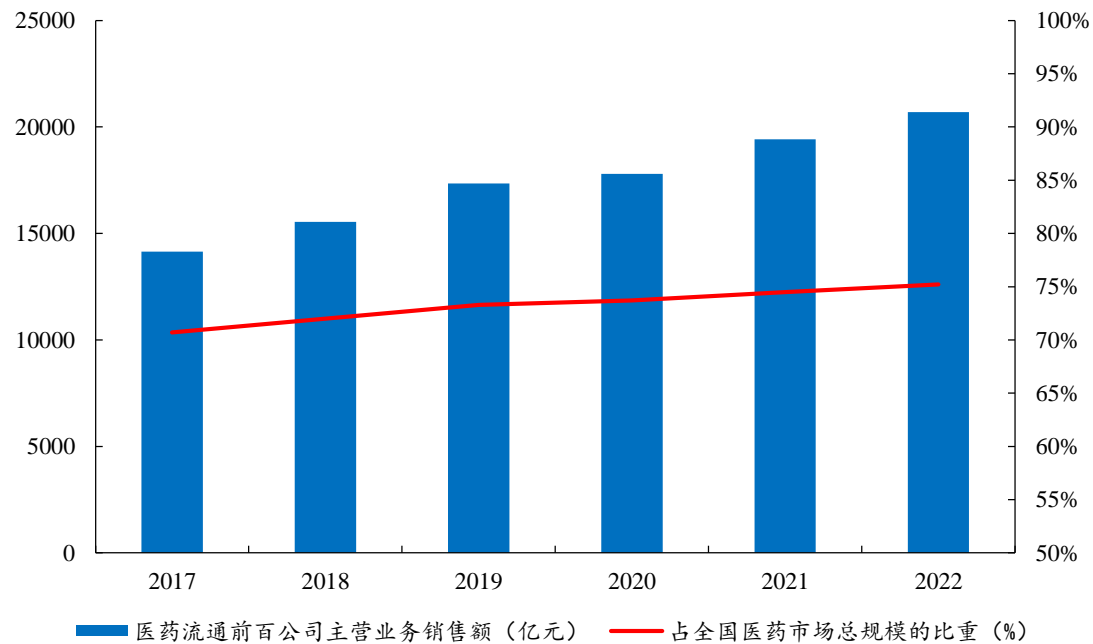
- **药品流通市场销售规模稳步增长。**2022年药品流通行业运行统计分析报告显示，2022年全国七大类医药商品销售总额为27,516亿元，扣除不可比因素后同比增长6%，增速已逐渐恢复到疫情前水平，市场呈恢复增长态势，未来有望维持增长趋势。
- **政策支持流通企业规模化发展、龙头企业迎来发展新机遇。**随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，且十四五规划提出到2025年，培育大型及超大型、数字智能化、专业化、特色化药品流通企业，行业整体呈规模化、集中化发展趋势，龙头将通过兼并收购持续整合资源，行业集中度会进一步提高。

图：我国药品流通行业市场规模稳步增长



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

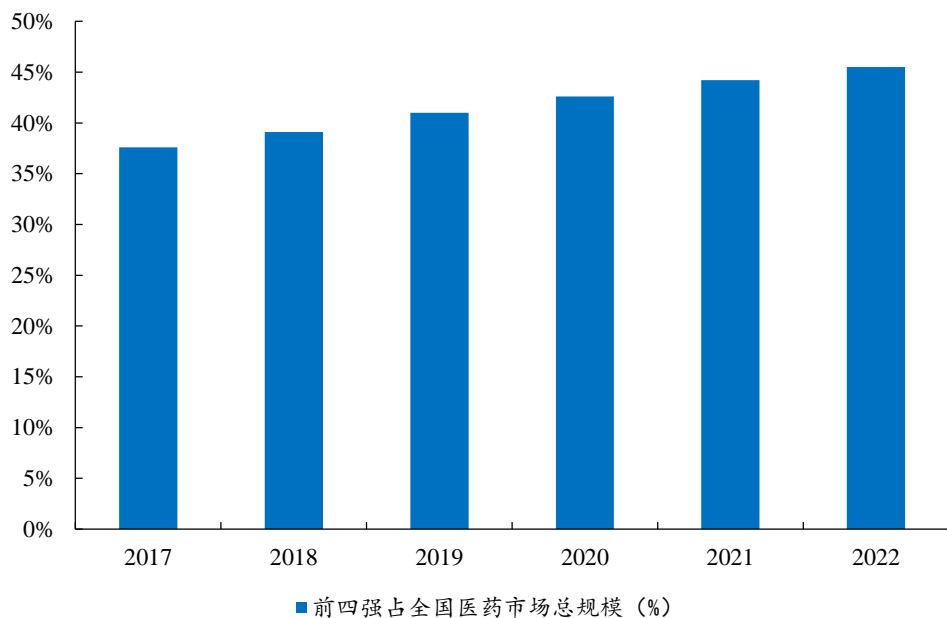
图：医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

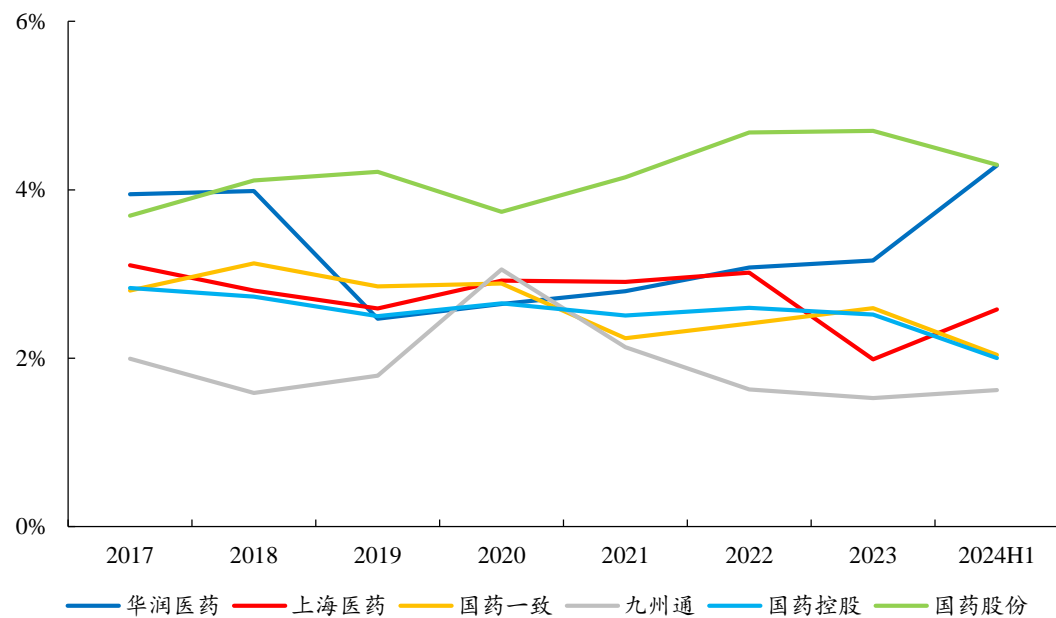
- “4+N”竞争格局显现，四强企业占据流通业务半壁江山。2022年主营业务收入前四强为国药集团、上海医药、华润医药以及九州通，占全国医药市场总规模比重达45.5%。未来随着药品流通市场规模的持续扩容、物流数智化发展、城乡一体化布局，四强将深化行业龙头地位，为人民提供更加全面优质的服务。
- 行业发展进入微利阶段，创新业务差异化战略布局，有利于打造核心竞争力。在当前药品流通企业普遍面临微利经营的情景，且前四强企业占据超四成市场份额的情况下。其他企业需提升自身管理能力及效率，通过扩大配送供应链、布局线上线下业务、完善增值服务（如CSO业务）等方式进行差异化创新，塑造核心竞争力，才能提高自身盈利能力，脱颖而出。

图：2022年我国药品流通行业龙头营收增长突出



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

图：药品流通行业龙头进入微利发展阶段，需增强管理能力优化利润空间



数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

- 板块内4+N竞争格局相对稳定，我们建议关注具备较强差异化能力打造（如较高毛利水平的CSO业务等）、现金流稳健向好或具备回款周期及盈利能力改善逻辑的企业。
- 推荐标的：百洋医药、九州通；受益标的：国药控股、上海医药、华润医药等。

表：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E				评级
			2024/11/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	
301015.SZ	百洋医药	28.55	1.25	1.53	1.90	2.29	22.9	18.7	15.0	12.5	买入
600998.SH	九州通	5.28	0.56	0.48	0.55	0.63	9.5	11.0	9.6	8.4	买入
1099.HK	国药控股	19.88	2.90	2.84	3.03	3.35	6.9	7.0	6.6	5.9	未评级
601607.SH	上海医药	19.53	1.02	1.37	1.54	1.74	19.2	14.3	12.7	11.2	未评级
3320.HK	华润医药	5.73	0.61	0.68	0.76	0.82	9.4	8.4	7.5	7.0	未评级
600511.SH	国药股份	32.55	2.84	2.95	3.18	3.44	11.4	11.0	10.2	9.5	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

7.1 医疗器械：医疗器械板块2024年前三季度表现稳健

医疗设备

2024前三季度医疗设备板块营收819.8亿，同比下降2.1%，归母净利润155.9亿元，同比降低14.9%，毛利率51.6%，净利率19.2%，医疗设备板块虽持续受益于新基建、海外营收提速、国产替代政策，但医疗合规化压制医疗设备采购招标，医疗设备厂商短期业绩承压，随着国内设备厂商高端产品结构逐步优化盈利能力有望持续增强，叠加设备更新换代政策支持，医疗设备赛道业绩成长确定性仍然值得期待。

医疗耗材

2024前三季度医疗耗材板块营收640.6亿，同比增加8.2%，归母净利润87.5亿元，同比增加12.7%，毛利率41.7%，净利率13.8%，医疗耗材重回增长态势。**高值耗材：2024前三季度整体尚佳**，耗材集采政策合理化、全面化、差异化执行有望进一步缓解医保控费压力，诊疗老龄化强需求+集采放量+渗透率提升+国产替代将四轮驱动高耗赛道恢复性增长，有创新性、竞争格局佳的赛道玩家投资价值凸显，同时投资者对国内市场集采态度一扫悲观，但出海依旧道阻且长；**低值耗材：2024前三季度表现较佳**，其中凭借性价比和供应链优势出海的企业已结束海外客户去库存周期影响，订单节奏逐步加快，收入利润重回增长，此外，由于新冠需求脉冲式上升导致国内部分相关低耗产能快速扩张，但随外需恢复，内需稳定，新增产能爬坡逐渐向好，业绩可见度逐步提高，国内企业正通过品类扩增+客户拓展+产品升级力挽狂澜，低耗板块中期业绩成长确定性较强。

体外诊断

2024前三季度体外诊断板块营收322.9亿，同比下降3.5%，归母净利润61.3亿元，同比下降11.4%，毛利率62.3%，净利率18.8%。体外诊断板块目前主要受DRGs（2024年为关键收尾之年）、集采（生化全面化、发光集采品种正在扩围中）和医疗合规化（检测设备采购和过检肃整）政策影响，检测试剂量与价都一定程度受到负面影响，预计国内政策影响短期无法全面解除，因此绕过政策最好选择IVD出海方向。

表：医疗器械板块2024年前三季度业绩表现稳健

	SW医疗器械	SW医疗设备	SW医疗耗材	SW体外诊断
营收 2024Q1-Q3	1783.2	819.8	640.6	322.9
yoy	1.1%	-2.1%	8.2%	-3.5%
归母 2024Q1-Q3	304.7	155.9	87.5	61.3
yoy	-7.7%	-14.9%	12.7%	-11.4%
扣非归母 2024Q1-Q3	275.5	144.9	77.6	53.0
yoy	-4.7%	-14.6%	15.7%	1.9%
毛利率	50.0%	51.6%	41.7%	62.3%
净利率	17.2%	19.2%	13.8%	18.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

年度策略：多重扰动下重点关注①IVD出海、②家用医疗器械、③医疗设备更新

①IVD出海

国内扰动因素仍然短期无法全面解除，因此出海仍是国内医疗器械厂商最佳选择，一方面有机会再发达市场进行“国产替代”，虽然美国市场是最大的医疗器械市场，但是关税贸易风向需要适当权衡；另一方面有机会在非发达市场享受当地医疗器械快速发展红利。其中国内出海较为成功的赛道为医疗设备和低值耗材领域。

医疗设备：医疗器械出口代表性赛道，从麻醉监护、超声到CT、MR等。从功能简单化性价比产品慢慢过渡到高端化设备产品，海外客户也从价过渡到质的认可，国内医疗设备厂商：产品质优价廉，售后服务周到细致，海外已形成优质口碑。

低值耗材：一直是中国医疗器械出口的核心领域，代工为主，产品性能一致性和安全性广受验证。成功原因一：海外对低值医用耗材需求旺盛，尤其欧美发达国家，如手套/注射器等普及率明显高于国内。成功原因二：相较发达国家生产成本有显著优势，相较欠发达国家生产研发和供应链更强。同时国内低值耗医用耗材出口企业，尤其在疫情期间抓住历史机遇，不断实现拓客扩品，产能快速扩张，各低耗公司业绩相较疫情前也迎来阶梯型增长。

而未来潜力较大的方向或为IVD出海（发光、POCT、生化等），**重点推荐细分IVD赛道为-POCT赛道。**该赛道国产玩家凭借成本优势+产品齐技术全+优秀的售后服务，正在全球进行攻城掠地。**推荐标的：奥泰生物、万孚生物；**受益标的：新产业、亚辉龙等。

表：POCT赛道重点关注标的有望迎来出海新机遇

	公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS（元）			PE		
				2024/11/08	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
IVD出海	688606.SH	奥泰生物	买入	69.33	3.49	4.39	5.49	19.9	15.8	12.6	
	300482.SZ	万孚生物	买入	26.61	1.35	1.68	2.10	19.8	15.8	12.7	
	300832.SZ	新产业	未评级	67.42	2.54	3.13	3.85	26.6	21.6	17.5	
	688575.SH	亚辉龙	未评级	18.26	0.77	1.03	1.35	23.7	17.8	13.6	
	300685.SZ	艾德生物	未评级	26.96	0.79	0.98	1.21	34.1	27.4	22.3	
	300396.SZ	迪瑞医疗	未评级	16.91	1.32	1.64	2.05	12.9	10.3	8.3	
	688289.SH	圣湘生物	买入	24.33	0.54	0.75	1.05	45.1	32.4	23.2	

数据来源：Wind、开源证券研究所（除奥泰生物、万孚生物、圣湘生物的盈利预测来自开源证券研究所，其余均参考Wind一致预期。）

②家用医疗器械方向

中国医疗器械市场受需求驱动和政策加持市场规模不断扩大，其中家用医疗器械潜力较大。基于我国较低的人均器械支出和临床渗透率，医疗器械行业仍具备行业较高的发展空间，未来十年预计依然保持高速增长态势，市场前景广阔。根据Eshare医械汇数据统计，2022年中国医疗器械细分数据中家用医疗器械以2086亿元的市场规模跃居第二。慢病患者及老龄人口的日益增长，居民保健意识的提高以及中国人均可支配收入的增加，给家用医疗器械带来了较大的市场发展空间。根据Eshare医械汇测算，中国家用医疗器械市场规模从2017年的750亿元增长到2022年2086亿元，CAGR为23%。

目前我国家用医疗器械领域仍处于生命周期的前期发展阶段，保持良好的品牌形象以及客户粘性是目前阶段的重要关注点。随着人口老龄化程度加剧，老年人将出现慢性病、常见病、生活能力弱化、生理机能衰退等问题，日常生活需要医疗器械与医疗服务长久辅助。我国的医疗模式正朝着以综合医院和专科医院为主流，社区医院为分支，家庭医疗、康复、预防为补充的方向快速发展，越来越多的年老病患需要在出院后使用各种家用医疗用品进行持续性治疗。针对老年人的不同功能的衰退，厂家也将开发不同的产品，家用医疗器械未来的发展也将革新成更加简单、便携的产品形式以满足老年人需求。

家用医疗器械赛道长逻辑—需求端：家用医疗器械深度参与社会老龄化进程，市场规模足够大（超2000亿），参与者都有望受益于行业β增速，后疫情时代人们对居家健康检测预防等更加重视，居民健康消费能力提升。**供给端：**新技术不断涌现，国产化品牌突围，国产替代性价比产品不断推出。**标的选择：**优选具有品牌和渠道双强平台，往往国产龙头品牌具有知名度和提价与供应链议价能力，同时可满足居民一站式购买需求，并已进行全品类布局，线上渠道多平台覆盖，兴趣电商布局较早且成熟，线下流通渠道渗透率已全面提升，最好有一定的出海产品潜力。

促消费政策+国产替代+老龄化刚需， 国产玩家逐步提升产品力、建立品牌、发挥供应链优势，国产化率和市场集中度慢慢提升，品牌溢价逐步体现，且具备出海潜力。**推荐标的：**可孚医疗、三诺生物；**受益标的：**鱼跃医疗、怡和嘉业等。

表：家用医疗器械有望随消费复苏而迎来业绩快速增长

	公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS（元）			PE	
				2024/11/08	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
家用医疗器械	301087.SZ	可孚医疗	买入	39.50	1.72	2.15	2.68	23.0	18.4	14.7
	002223.SZ	鱼跃医疗	未评级	36.91	2.05	2.34	2.72	18.0	15.7	13.6
	301367.SZ	怡和嘉业	未评级	74.35	2.48	3.21	4.07	23.0	18.4	14.7
	300298.SZ	三诺生物	买入	27.10	0.79	0.99	1.23	18.0	15.7	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（除可孚医疗、三诺生物的盈利预测来自开源证券研究所，其余均参考Wind一致预期。）

③医疗设备更新

随着各省发改委等部门具体更新方案和财政支持方式公布，医疗设备更新项目有望在2025年第1季度陆续落地，相关受益医疗设备公司预计届时会落到业绩端，预计业绩的加持至少会延续到2027年终，同时医疗设备采购本身是长周期、单体采购且采购过程较复杂的商业行为，设备更新换代政策可能推动国内进行一定区域和一定设备范围的带量集中采购，特定国产化率较低赛道有望能在政策支持下加速国产替代，因此我们认为医疗设备赛道或迎来继医疗新基建、贴息政策后的新一波需求释放高峰，亦长期看好该赛道国产医疗器械公司成长性。

而当前正处国家专项债批复资金陆续到位阶段，该支持下的医疗设备更新落地有望构成板块成长驱动力之一，采购硬需求叠加政策强支持有望形成板块业绩共振。**推荐标的：迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等；受益标的：联影医疗、理邦仪器等**

表：设备更新换代政策叠加采购强需求有望为设备板块带来业绩共振

	公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS（元）			PE	
				2024/11/08	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	300760.SZ	迈瑞医疗	买入	281.19	11.50	13.80	16.50	24.5	20.4	17.0
	300633.SZ	开立医疗	买入	38.68	1.35	1.70	2.16	28.7	22.8	17.9
	688271.SH	联影医疗	未评级	124.98	2.39	3.02	3.71	52.2	41.4	33.7
	688212.SH	澳华内镜	买入	49.84	0.93	1.32	2.12	53.6	37.8	23.5
医疗设备更新	600587.SH	新华医疗	未评级	18.45	1.25	1.46	1.75	14.8	12.6	10.5
	688139.SH	海尔生物	买入	33.83	1.36	1.68	2.06	24.9	20.1	16.4
	688677.SH	海泰新光	买入	38.95	1.33	1.82	2.24	29.3	21.4	17.4
	300206.SZ	理邦仪器	未评级	10.93	0.36	0.44	0.54	30.3	24.6	20.1
	688358.SH	祥生医疗	未评级	25.20	1.75	2.08	2.64	14.4	12.1	9.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（除迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、海尔生物、海泰新光的盈利预测来自开源证券研究所，其余均参考Wind一致预期。）

目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 **CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会**
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

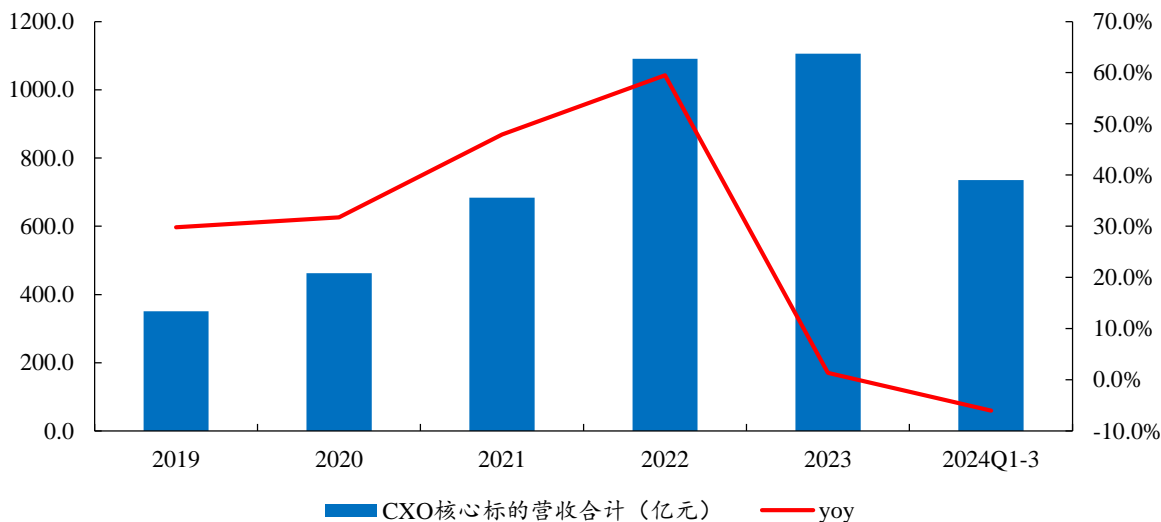
- **CXO行业整体发展趋势：**2018-2022年，CXO行业经历快速成长期，国内新药研发景气度高涨，疫情和P药加速行业逻辑兑现；2023年至今，受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮等因素影响，CXO行业业绩阶段性承压。随着2024年以来海外新药投融资逐渐回暖、国内政策端支持创新药合理定价鼓励高质量创新，下游需求正逐渐恢复，供给端部分人员产能逐渐出清，CXO行业已开始进入复苏阶段。
- **2024年以来全球医疗健康投融资企稳回升，国内仍在磨底阶段：**需求端看，2024年全球医疗健康产业投融资总额整体企稳，全球投融资略有回暖态势，各月份之间波动较大；全球top35药企研发投入总和整体稳健增长。2024年以来国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置。从经营上看，以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO及部分上游企业预计将率先迎来复苏，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端尚未看见明显复苏信号。
- **重点关注CXO细分领域结构性机会：**（1）高景气赛道：ADC产业链与多肽产业链。下游需求强劲，以药明合联、诺泰生物等为代表的公司业绩加速增长，随着圣诺生物新产能投放，后续亦有望快速增长；（2）温和复苏赛道：海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO表现业绩整体承压，但凭借较强的客户粘性与品牌效应，订单金额整体稳健增长，当前位置值得重点关注；（3）磨底阶段静待复苏：临床前CRO、临床CRO及仿创药CRO国内业务占比较高，关注各细分领域具有 α 能力的标的。
- **推荐标的及思路：**当前阶段享受海外逐步恢复，静待国内见底回升，关注结构性机会：药明康德（行业龙头业绩企稳，在手订单稳健增长）、博腾股份（单Q3收入恢复正增长，利润亏损环比持续收窄）、康龙化成（Q3环比持续改善，新签订单加速增长）、药石科技（Q3营收环比稳健增长、在手订单增速稳健）、阳光诺和（仿创结合，业绩持续稳健增长）

8.1.1 CXO：近年来业绩表现亮眼，2023年起受多因素影响阶段性回落

● 2018-2022年CXO行业总营收与总归母净利润增长稳健，自2023年起阶段性回落

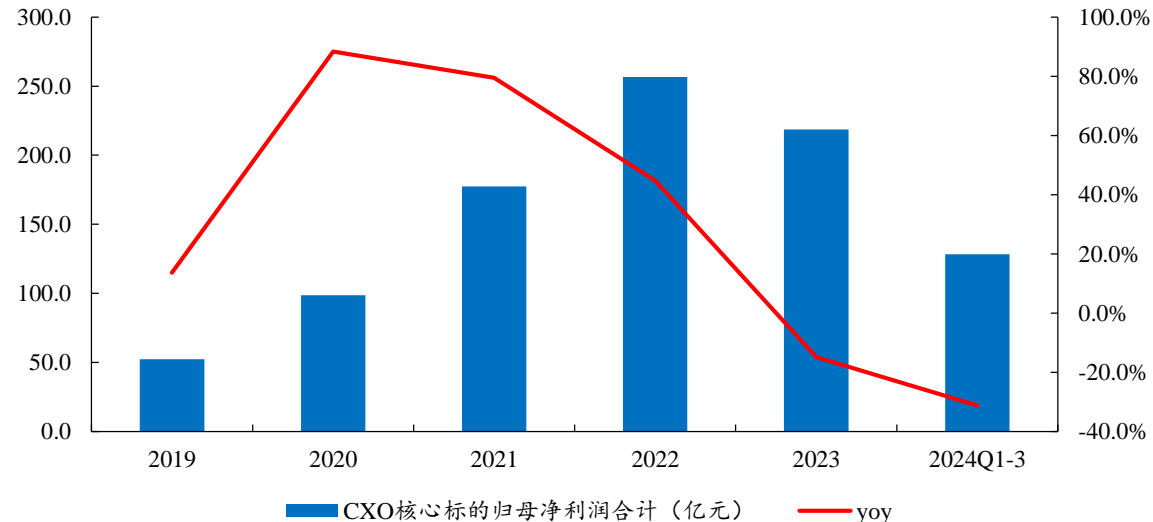
回顾2018-2024Q3经营情况，医药外包行业经历快速成长期后阶段性回落：2023年CXO行业24家核心标的总营收约1105.4亿元，同比增长1.4%；归母净利润约218.6亿元，同比下滑14.8%。2024Q1-3，总营收约735.5亿元，同比下滑6.1%；归母净利润128.3亿元，同比下滑31.2%。受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2024Q1-3 CXO行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。

图：CXO主要标的营收自2023年起阶段性承压



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了CXO行业内24家核心标的营收数据；2024年业绩，药明生物与药明合联为2024H1营收数据，其余标的为2024Q1-3营收数据

图：CXO主要标的的归母净利润自2023年起阶段性下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了CXO行业内24家核心标的的归母净利润数据；2024年业绩，药明生物与药明合联为2024H1归母净利润数据，其余标的为2024Q1-3归母净利润数据

随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO公司的经营业绩有望逐步见底回升，估值又处于历史低位，当前位置我们建议积极布局CXO方向。细分方向上，我们推荐持续高景气的ADC及多肽产业链、海外业务占比较高的CDMO/CRO公司、估值较同行更低的平台化头部公司、国内临床CRO头部公司以及增长更加多元的仿创药CRO公司。

从细分领域看：（1）高景气赛道：ADC产业链与多肽产业链。下游需求强劲，以药明合联、诺泰生物等为代表的公司业绩加速增长，随着圣诺生物新产能投放，后续亦有望快速增长；（2）温和复苏赛道：海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO。表观业绩整体承压，但凭借较强的客户粘性与品牌效应，订单金额整体稳健增长，药明康德、博腾股份剔除新冠大订单后收入增速稳健，当前位置值得重点关注。

表：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长

细分类型	标的	2024Q1-3营收 (百万元)	同比增长	2024Q1-3归母净 利润(百万元)	同比增长	订单情况
平台型	药明康德	27,702	-6.23%	6533	-19.11%	截至2024Q3在手订单438.2亿元，同比增长35.2%
	药明生物	8,574	0.79%	1,499	-33.86%	2024H1在手订单201亿美元，同比持平
	药明合联	1,700	65.05%	488	175.50%	2024H1在手订单8.42亿美元，同比增长105%
	康龙化成	8,817	3.00%	1422	24.82%	2024Q1-3新签订单同比增长18%
CDMO	凯莱英	4,140	-35.14%	710	-67.86%	2024H1新签订单同比增长20%；2024H1在手订单9.7亿美元，同比增长6.6%
	博腾股份	2,125	-30.02%	-206	-145.68%	截至2024Q3在手订单小分子原料药CDMO未完成订单同比增长40%
	药石科技	1,128	-12.67%	132	-14.45%	2024H1在手订单同比增长20%+
	皓元医药	1,619	17.65%	143	21.31%	-
	九洲药业	3,965	-13.36%	631	-34.74%	-
多肽产业链	金凯生科	387	-33.93%	39	-73.13%	-
	圣诺生物	338	16.00%	57	63.66%	-
	诺泰生物	1,252	76.51%	350	281.90%	-
	瀚宇药业	375	-6.56%	-35	80.72%	-

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

(3) 磨底阶段静待复苏：国内业务占比较高，关注各细分领域具有 α 能力的标的；**临床CRO：**目前行业报价整体平稳，泰格医药作为行业龙头新签订单稳健增长，并有望受益于国内创新药行业企稳及出海需求，业绩逐步重回稳健增长；**临床前CRO：**业绩下滑明显，海外需求回暖整体快于国内，以国内业务为主的企业还处于磨底阶段，但以海外业务为代表的企业（泓博医药）新签订单增长稳健；**仿创药CRO：**2024Q1-3业绩均取得稳健增长，但受仿制药受托业务行业竞争的影响，签单增速放缓；其中，阳光诺和凭借向新药临床业务持续拓展，签单上同比稳健增长。

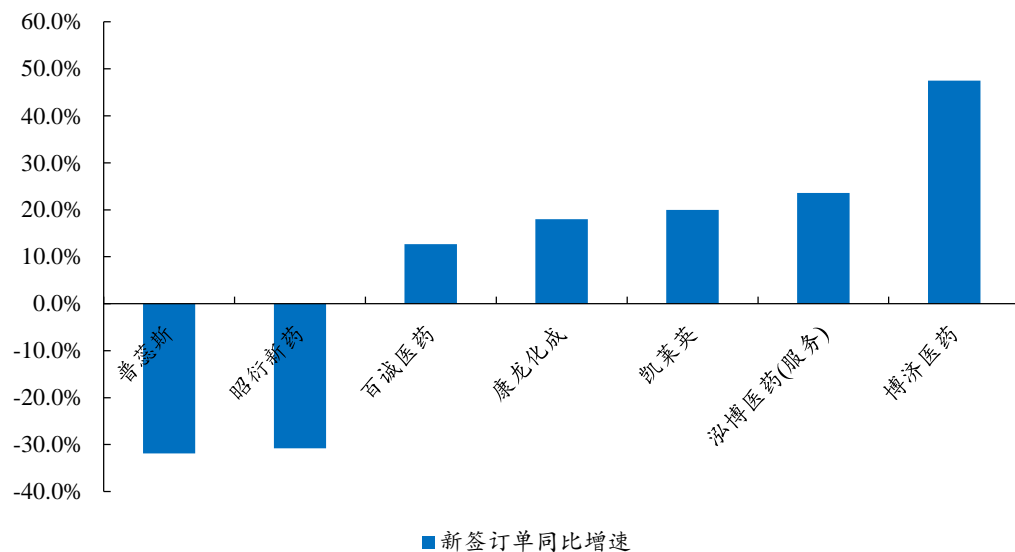
表：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长（续表）

细分类型	标的	2024Q1-3营收 (百万元)	同比增长	2024Q1-3归母净利 润(百万元)	同比增长	订单情况
临床前CRO	美迪西	802	-32.24%	-129	-211.99%	2024H1新签订单同比下滑
	昭衍新药	1,335	-15.87%	-70	-121.46%	2024H1新签订单9亿元，同比下滑30.8%；截至2024H1在手订单29亿元，同比下滑25.1%
	泓博医药	391	6.59%	15	-66.81%	2024H1新签订单服务与商业化新签订单合计约4.4亿元，同比增长54.2%；其中，服务板块新签订单2.81亿元，同比增长23.60%
临床CRO	泰格医药	5,068	-10.32%	813	-56.72%	-
	诺思格	562	7.10%	84	-32.93%	-
	普蕊斯	594	9.17%	72	-28.39%	2024H1新签订单4.3亿元，同比下滑31.9%；截至2024H1在手订单18.3亿元，同比增长4.1%
仿创药CRO	博济医药	556	55.01%	43	87.98%	2024H1新签订单8.2亿元，同比增长47.5%；截至2024H1在手订单25.2亿元，同比增长34.8%
	阳光诺和	917	32.47%	208	21.40%	-
	百诚医药	721	1.07%	142	-29.69%	2024H1新签订单7.1亿元，同比增长12.7%
其他	万邦医药	293	21.88%	78	0.63%	-
	和元生物	184	34.22%	-190	-166.90%	-

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

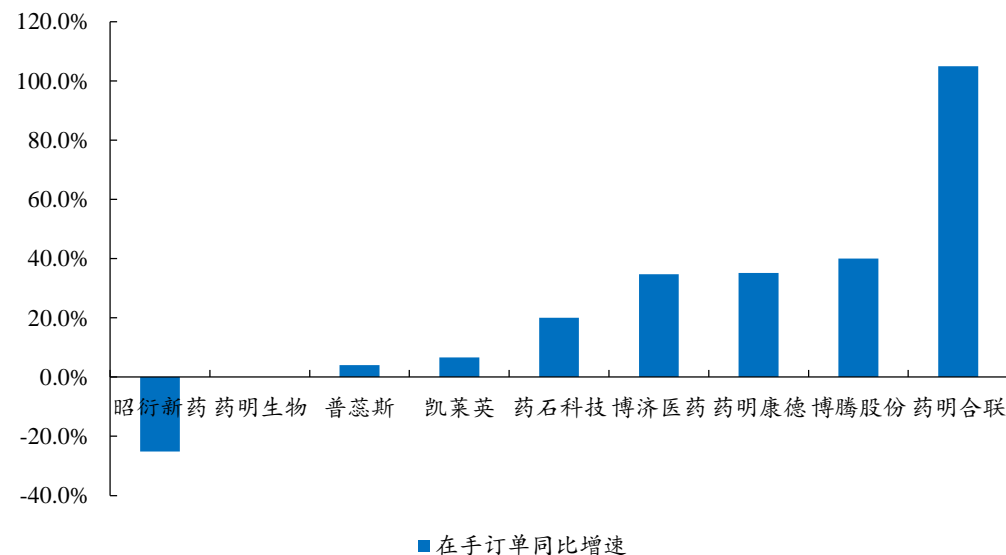
从接单角度看，海外业务占比较高的企业接单情况整体较好。截至2024Q3，药明康德在手订单438.2亿，同比增加35.2%；博腾股份小分子原料药CDMO在手订单同比增长40%；康龙化成2024Q1-3新签订单同比增长18%+；凯莱英2024H1新签订单同比增长20%；截至2024H1在手订单9.7亿美元，同比增长6.6%。除此之外，细分高景气领域的ADC产业链（药明合联）、中药临床CRO（博济医药）等在手订单均实现快速增长。

图：2024H1海外业务占比高的企业新签订单稳健增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所注：康龙化成2024Q1-3新签订单增速，其余均为2024H1新签订单增速

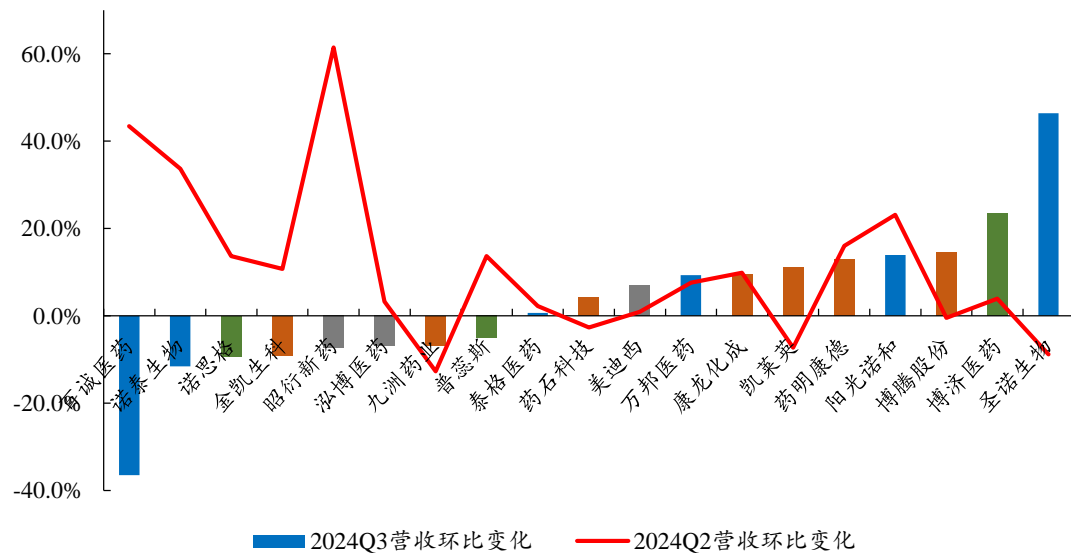
图：平台型CXO/头部CDMO企业在手订单稳健增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所注：药明康德、博腾股份为截至2024Q3在手订单，其余均为截至2024H1在手订单

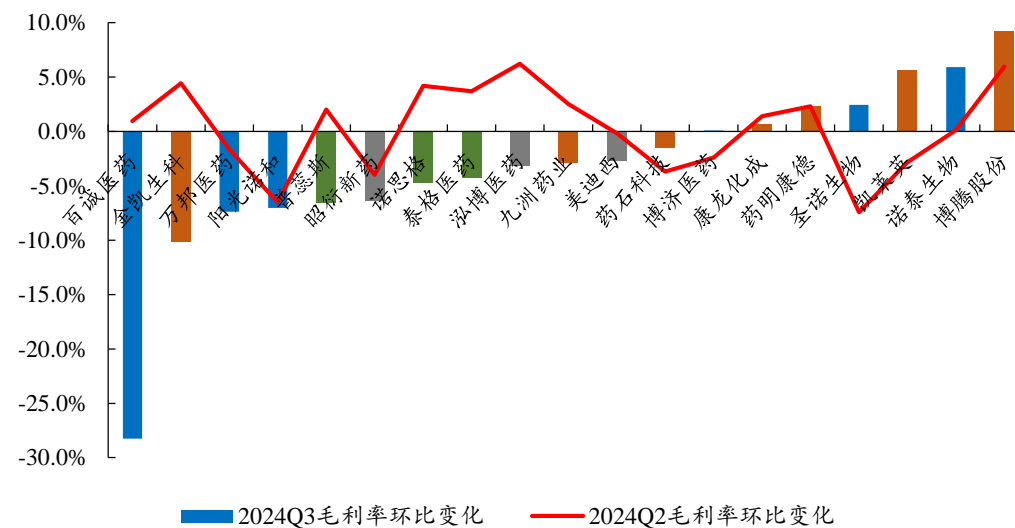
从营收与毛利率环比变化角度看，平台型CXO与头部CDMO企业整体环比逐季度改善，已呈现温和复苏趋势。2024Q3药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份4家代表性企业收入端环比分别增长12.98%/9.51%/11.21%/14.65%，毛利率环比分别提升2.35%/0.66%/5.64%/9.28 pct，延续2024Q2的趋势。

图：平台型CXO/头部CDMO营收环比稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

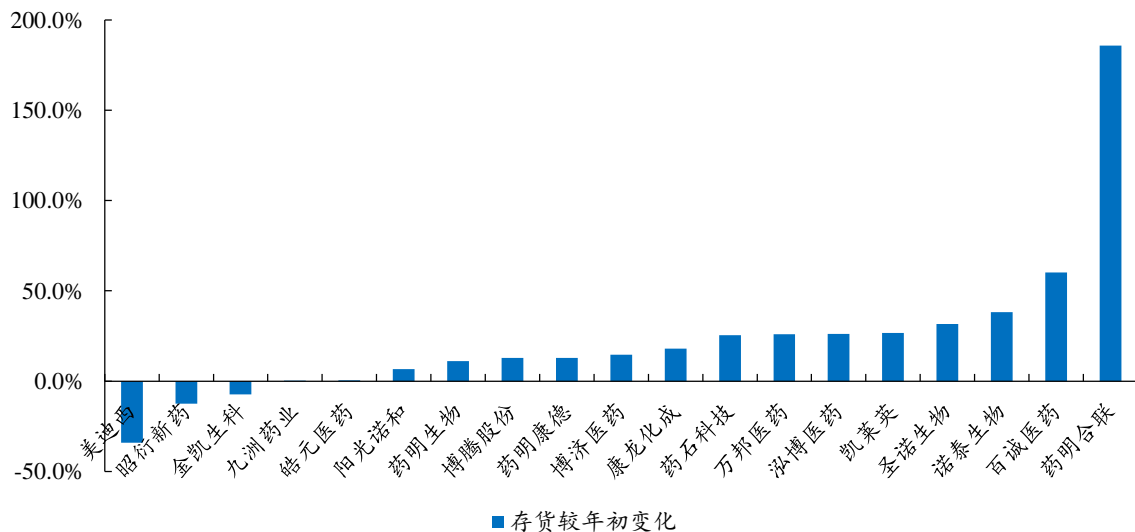
图：平台型CXO/头部CDMO毛利率环比稳健提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

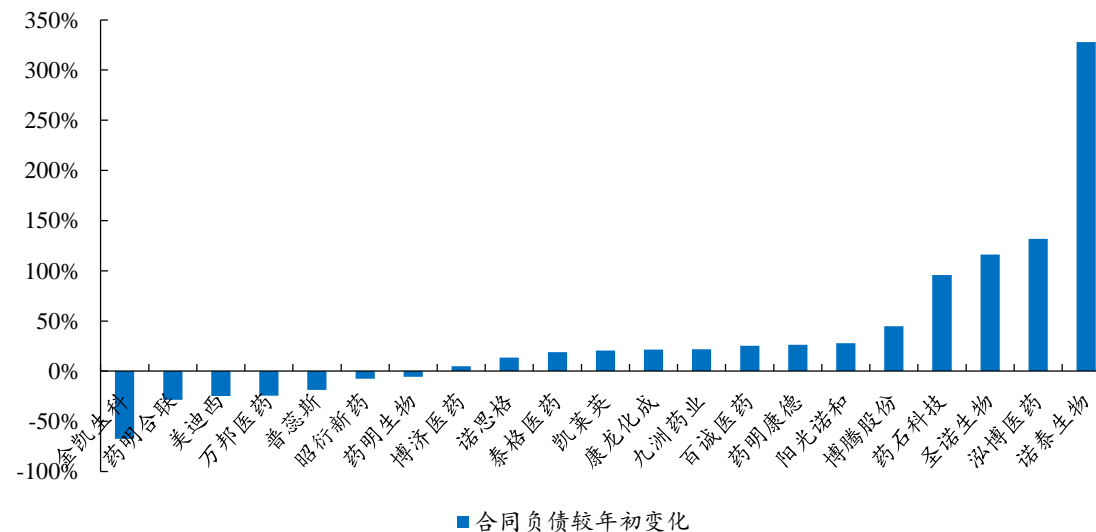
从存货及合同负债看，细分高景气领域的ADC产业链（药明合联）、多肽产业链（诺泰生物、圣诺生物）存货较年初快速增长。凯莱英、药石科技等头部CDMO公司在2024年三季报中反馈根据在手订单的金额原材料采购有所增加，供给端的调整可侧面验证需求端正在逐步回暖；平台型CXO与头部CDMO合同负债较年初亦增幅较快，主要系销售预收款增加所致，与接单趋势整体吻合。

图：细分高景气领域公司存货较年初快速增长

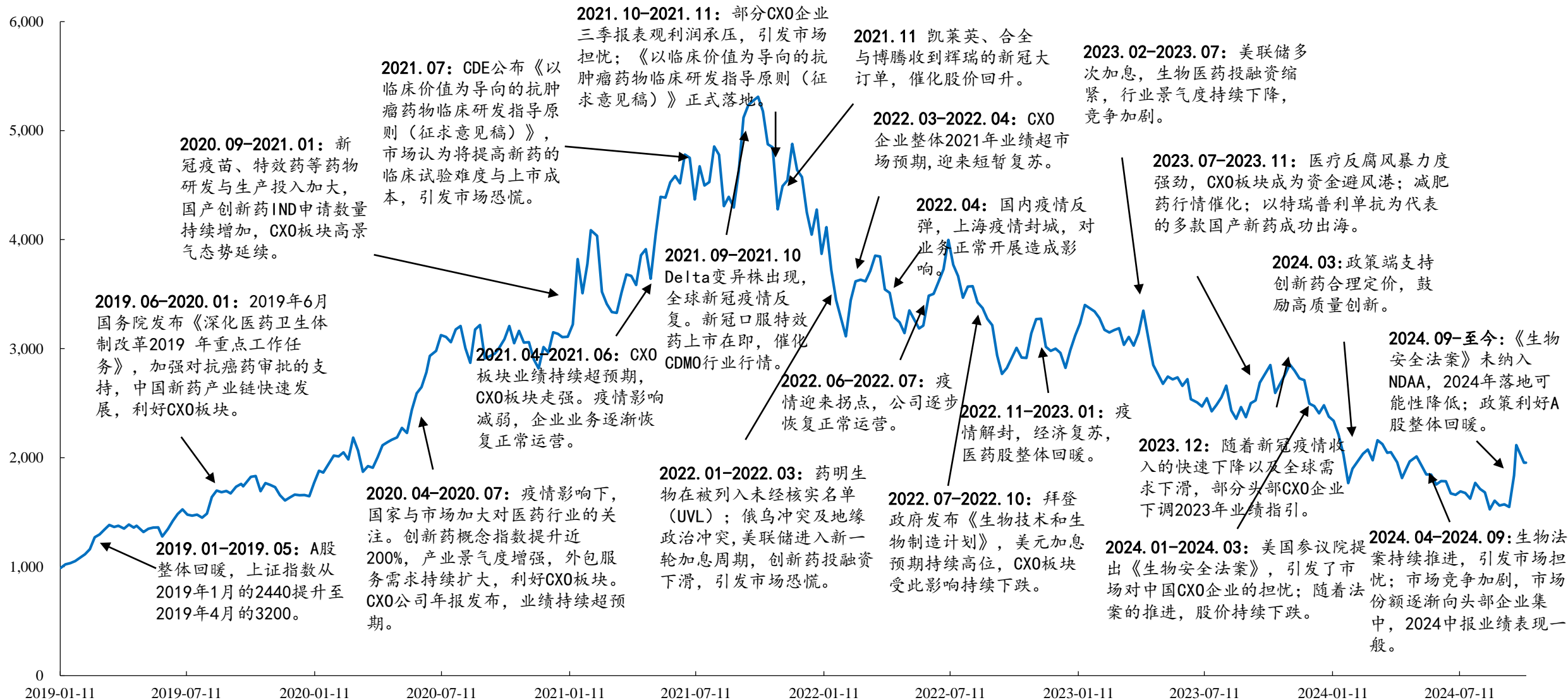


数据来源：Wind、开源证券研究所注：药明合联与药明生物为截至2024H1较年初变化

图：平台型CXO/头部CDMO合同负债增幅较快



数据来源：Wind、开源证券研究所注：药明合联与药明生物为截至2024H1较年初变化



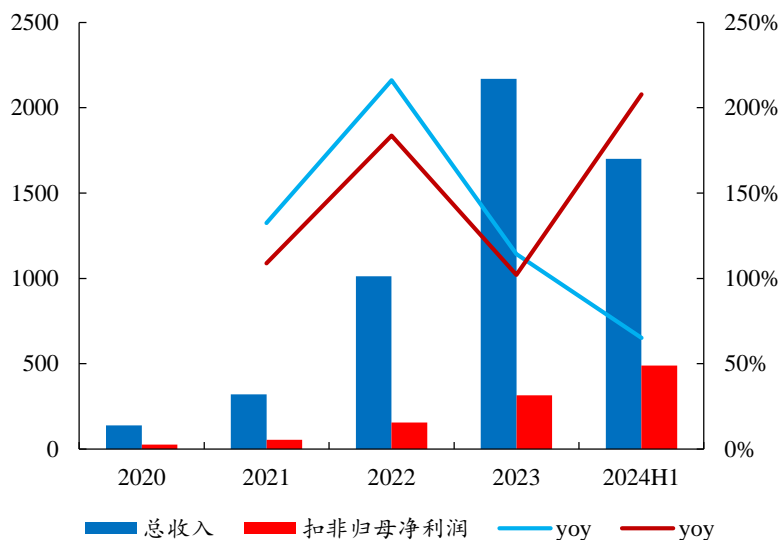
资料来源：Wind、各政府官网等、开源证券研究所

— 收盘价

● ADC赛道高景气发展，药明合联订单与项目数量均快速增加保障未来高增长

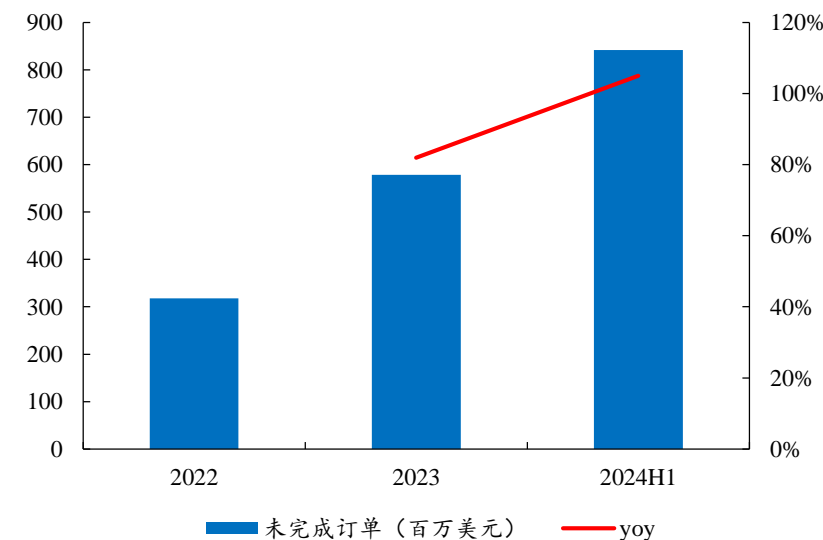
全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目。ADC药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面一系列跨学科的能力，而大多数生物制药公司不具备相关的技术平台，外包成为了这些企业最合适的选择；药明合联作为全球ADC CRDMO龙头企业，随着下游行业景气度持续提升，药明合联已进入快速成长阶段。2024H1，药明合联实现营业收入17.00亿元，同比增长65.05%；实现扣非归母净利润4.88亿元，同比增长207.80%；未完成订单总量达8.42亿美元，同比增长105%，为公司未来业绩的快速增长提供保障。截至2024年6月底，药明合联药物发现阶段项目累计总数达538个，同比增长53.7%；综合项目数达167个，同比增长51.8%。随着下游需求持续释放，公司产能建设也持续推进，无锡基地扩建产能预计将于2024Q4投入运营，新加坡新生产设施预计于2025年底至2026年初进行GMP合规运营；截至2024H1，公司拥有员工1496人，同比增长72.2%，为公司业务快速发展提供支持。

图：2020-2024H1药明合联业绩快速增长（百万元）



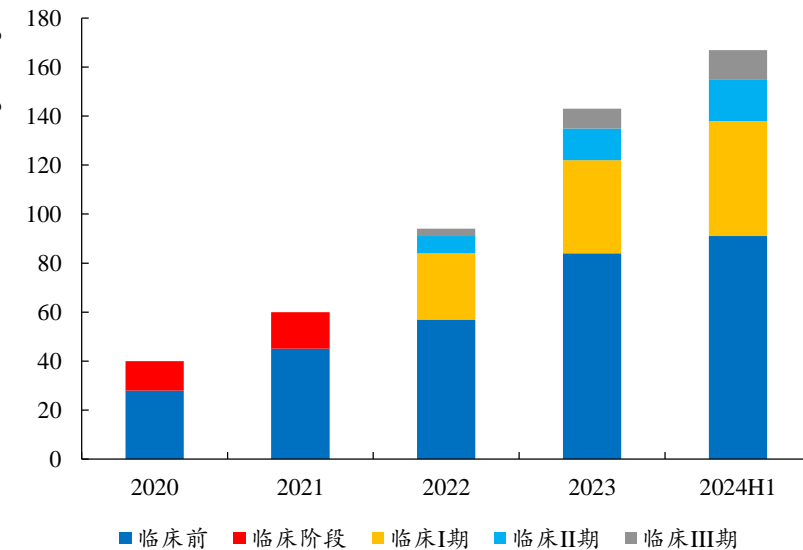
数据来源：Wind、开源证券研究所

图：2024H1药明合联未完成订单稳健增长（百万美元）



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

图：2020-2024H1药明合联项目数量稳健增长（个）



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

8.1.5 多肽产业链：下游需求快速释放，赛道龙头成长空间较大

● 下游需求快速释放催化多肽产业链蓬勃发展，赛道龙头成长空间较大

随着下游以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1多肽药物快速放量，多肽产业链迎来黄金发展期。国内多肽原料药龙头诺泰生物与圣诺生物成长性较高，2023年分别实现营收10.34/4.35亿元，同比增长58.69%/9.93%，扣非归母净利润1.68/0.60亿元，同比增长102.31%/6.38%；2024Q1-3分别实现营收12.52/3.38亿元，同比增长76.51%/16.00%，归母净利润3.50/0.57亿元，同比增长281.90%/63.66%。同时，以药明康德、凯莱英等为代表的头部CXO企业也快速布局TIDES业务，2024Q1-3药明康德TIDES业务收入约35.5亿元，同比强劲增长71.0%；截至2024年9月底，TIDES在手订单同比增长196%。

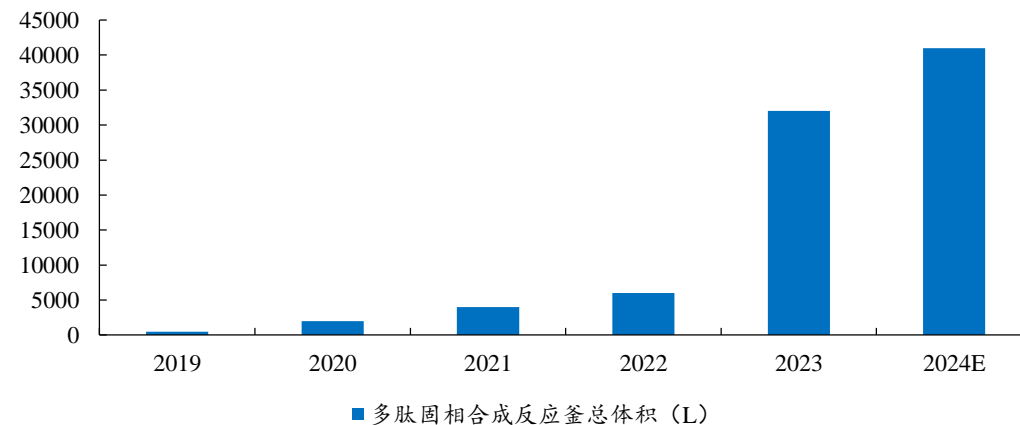
为匹配下游持续释放的需求，多家企业持续推进多肽原料药产能建设。诺泰生物IPO募投项目“106车间多肽原料药产品技改项目”已于2023年内完成建设，目前多肽原料药产能已达吨级规模；新建601多肽车间提前完成封顶，预计2024年底完成安装调试，实现多肽产能5吨/年，新建602多肽车间预计2025年上半年完成建设、安装及调试，将再释放多肽产能5吨/年。截至2024年1月，药明康德多肽固相合成反应釜总体积增加至32000L，并预计于2024年底达到41000L。

表：诺泰生物推进多肽原料药产能建设

诺泰生物车间	核心产品名称	生产能力	工程期数	建设情况
106车间	利拉鲁肽	200kg/a	八期工程	已建，待验收
	司美格鲁肽	150kg/a		
	艾博韦泰	400kg/a	十期工程	
	利拉鲁肽	80kg/a	十四期工程	在建
司美格鲁肽	20kg/a			
601车间	司美格鲁肽	2250kg/a	十九期工程	在建
	替尔泊肽	2250kg/a		
602车间	醋酸兰瑞肽	200kg/a	-	拟建
	醋酸奥曲肽	50kg/a		
	司美格鲁肽	500kg/a		
	替尔泊肽	500kg/a		

资料来源：诺泰生物公告、诺泰生物环评报告书、开源证券研究所

图：药明康德持续推进多肽产能建设

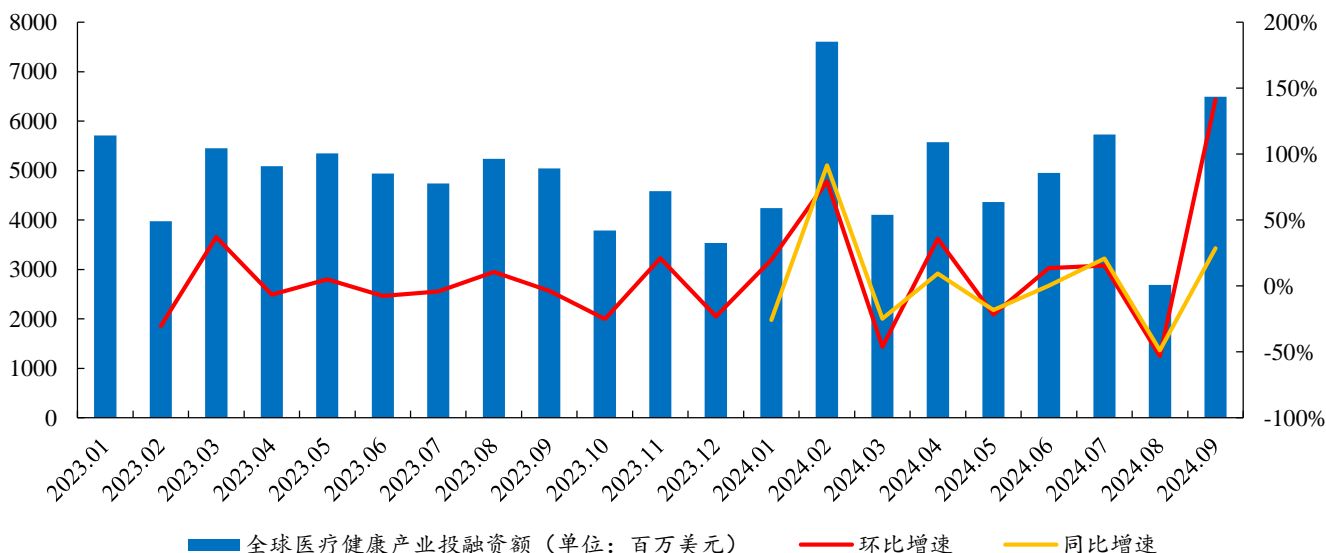


数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

● 全球医疗健康投融资逐渐企稳，MNC研发投入整体稳健增长

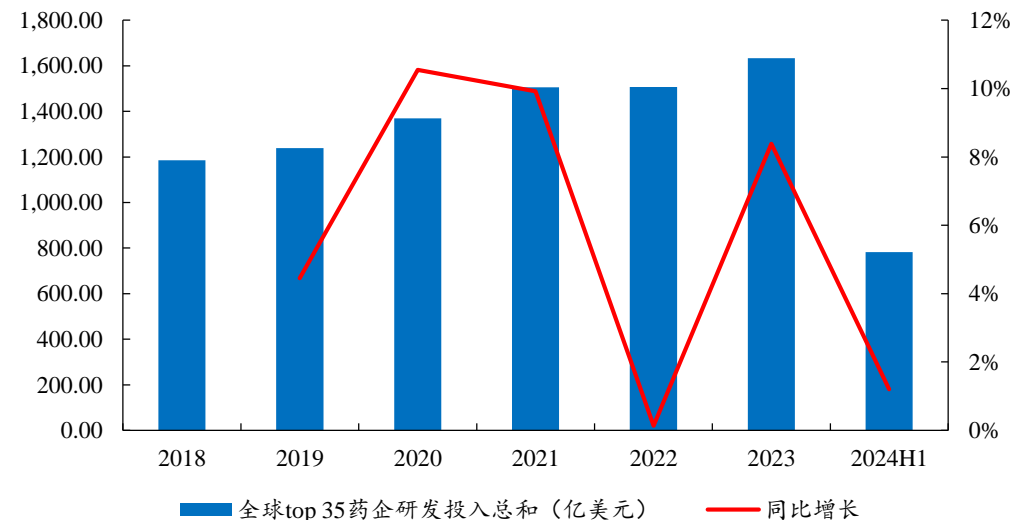
2024年全球医疗健康产业投融资总额整体企稳，全球投融资略有回暖态势，各月份之间波动较大。根据动脉橙数据显示，2023年全球医疗健康产业融资额合计约574亿美元，同比下滑21.26%；自2024年起，融资额同比略有增长，2024Q1-3合计约457.65亿美元，同比增长0.5%。全球top35药企研发投入总和整体稳健增长，2023年合计约1633亿美元，同比增长8.39%；2024H1合计约830亿美元，同比增长7.40%。以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO及部分上游企业预计将率先迎来复苏。

图：2024年全球医疗健康领域投融资逐渐企稳



数据来源：动脉橙、开源证券研究所

图：2024H1 MNC研发投入总和稳健增长

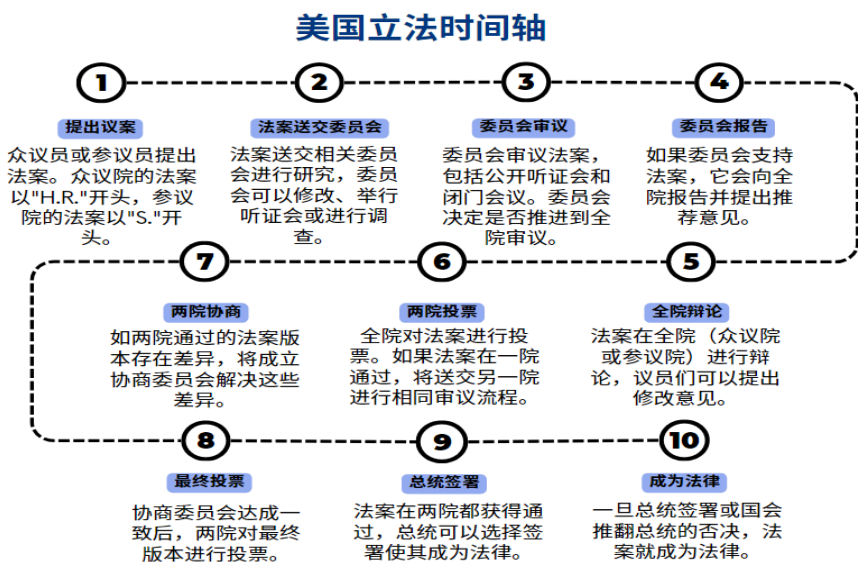


数据来源：Wind、开源证券研究所

● 《生物安全法案》加入NDAA未获批准，2024年落地可能性较低

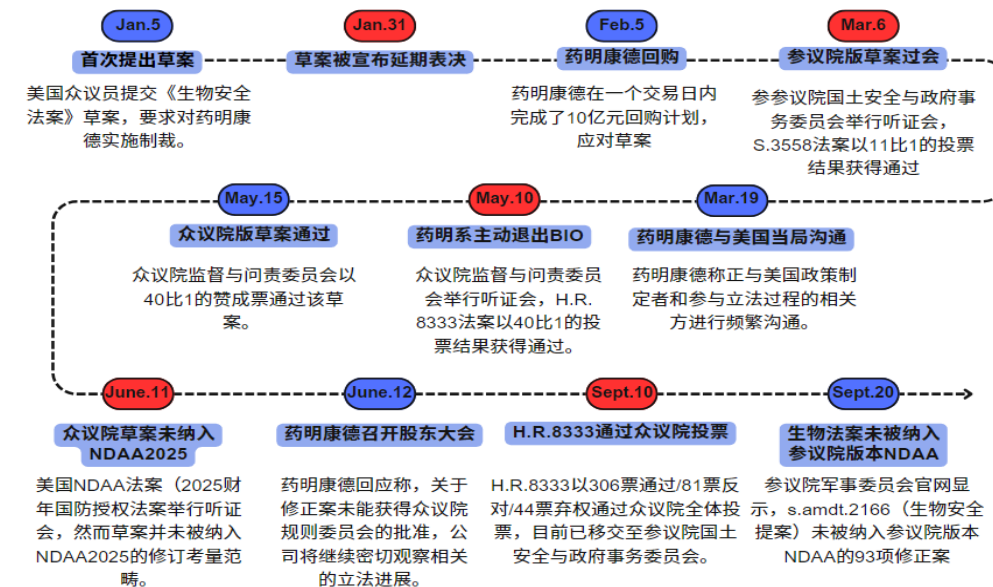
美国立法是一个复杂且漫长的过程，涉及多个步骤和多个机构。自《生物安全法案》首次提出，以及S.3558 与H.R.8333分别通过参议院、众议院听证会以来，国内以药明系为代表的CXO企业海外业务不确定性增强，股价整体波动较大。2024年6月11日，H.R.8333法案未被纳入NDAA 2025的修订考量范畴，整体落地进度减缓；2024年9月20日，参议院军事委员会官网显示，s.amdt.2166（生物安全提案）未被纳入参议院版本NDAA的93项修正案。至此，《生物安全法案》希望通过NDAA立法的路径已彻底流产。虽然H.R.8333已移交至参议院，但后续单独立法的时间有限，参议院单独通过《生物安全法案》可能会面临更多的审议和辩论，议案2024年单独立法概率较低。

图：美国立法是一个复杂且漫长的过程，涉及多个步骤和多个机构



资料来源：美国政府官网、开源证券研究所

图：《生物安全法案》希望通过NDAA立法的路径已彻底流产



资料来源：财联社、药明康德公告等、开源证券研究所

- 平台型CXO及头部CDMO企业需求端开始回暖，供给端产能正在出清，利于行业长期发展

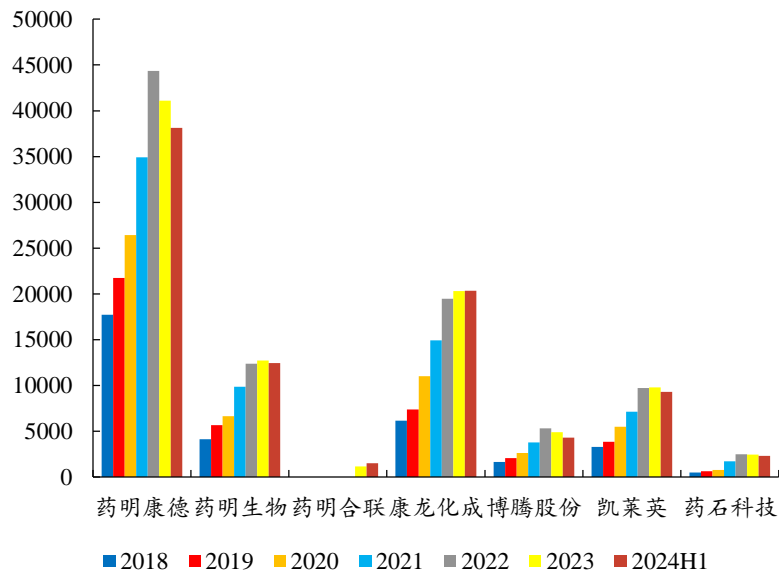
平台型CXO及头部CDMO海外收入占比较大，随着全球投融资逐渐企稳以及MNC研发投入稳健增长，需求端逐渐回暖，订单同比增长稳健，为未来业绩增长提供保障。同时，供给端产能正在出清，以药明康德/药明生物/凯莱英/博腾股份/药石科技5家公司为例，截至2024年6月底，公司的人员数量分别为38134/12435/9300/4300/2330人，较2023年底下滑7.3%/2.4%/5.0%/12.5%/5.1%，人员开始收缩；部分企业为削减开支已暂停或延后固定资产投入，自2023年起固定资产同比增幅显著放缓，以头部7家企业为例，2022年增幅为46.2%，2023年回落至16.9%，2024Q3进一步下滑至11.18%。

表：平台型及头部CDMO企业订单同比增长稳健

细分类型	公司	订单情况
平台型	药明康德	截至2024Q3在手订单438.2亿元，同比增长35.2%
	药明生物	2024H1在手订单201亿美元，同比持平
	药明合联	2024H1在手订单8.42亿美元，同比增长105%
	康龙化成	2024Q1-3新签订单同比增长18%
CDMO	凯莱英	2024H1新签订单同比增长20%；2024H1在手订单9.7亿美元，同比增长6.6%
	博腾股份	截至2024Q3在手订单小分子原料药CDMO未完成订单同比增长40%
	药石科技	2024H1在手订单同比增长20%+

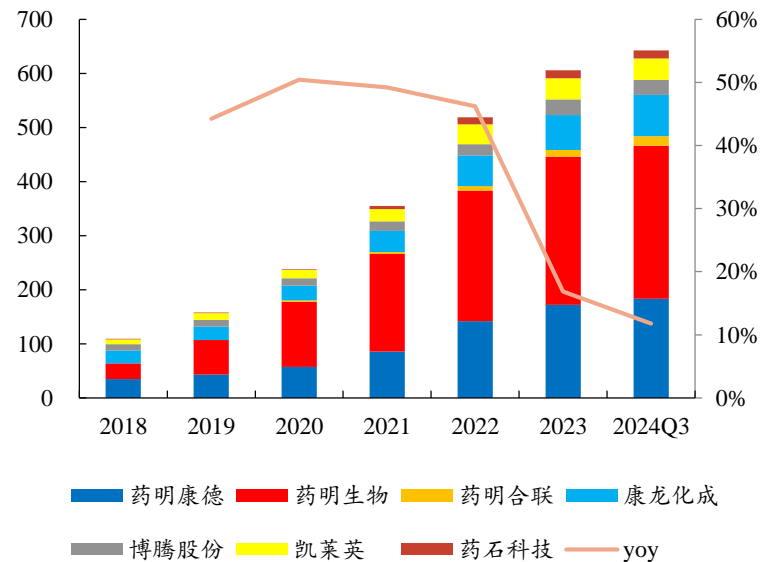
资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图：自2023年起平台型及头部CDMO企业人员规模开始收缩（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：自2023年起平台型及头部CDMO企业固定资产同比增幅显著放缓（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：药明生物与药明合联为2024H1数据

2024年多地出台全链条支持创新药政策，鼓励创新药高质量发展。2024年以来，多地支持医药创新政策密集出台，包括从现金支持、加速临床试验开展、药械审评审批节奏、鼓励多元支付、医保谈判获得政策倾斜以及鼓励投融资等多方面予以支持，全方位促进创新药高质量发展。2024年7月，国家药监局印发《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》的通知，要求实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批、缩短药物临床试验启动用时、提升药品审评审批效能，方案有助于推动更多高质量新药进入临床阶段。主要面向国内市场的临床前及临床CRO有望率先受益于国内政策。

表：2024年多地创新药利好政策密集出台，全链条鼓励创新药产业发展

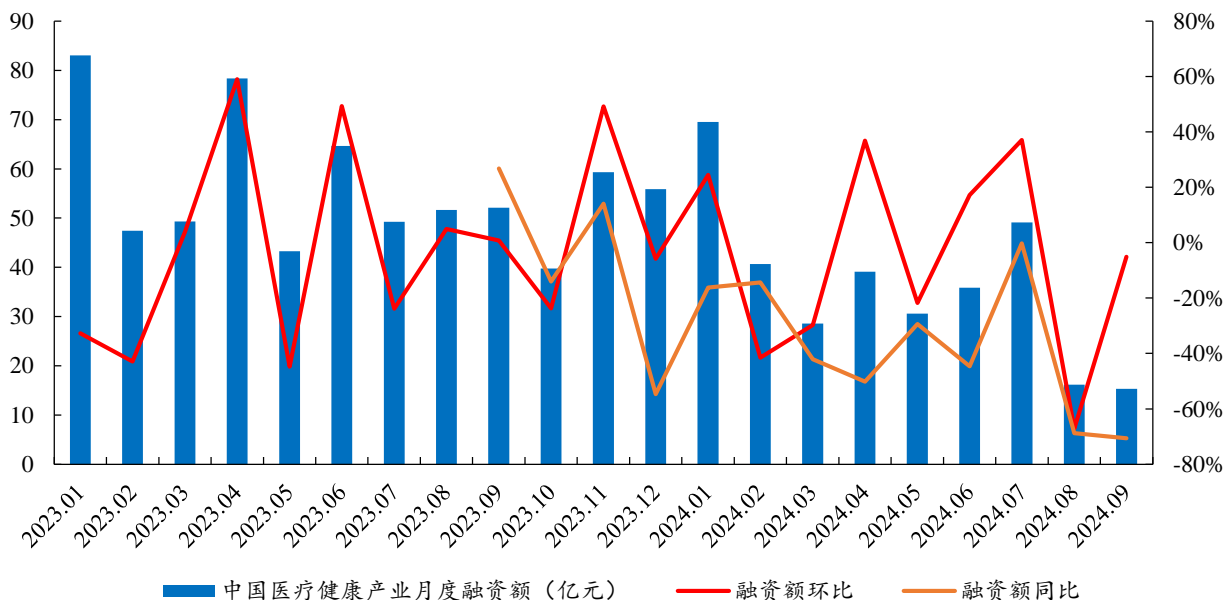
时间	政策名称	重点内容
2024年1月	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》	建立生物医药协同创新机制，推动医疗机构、高校、科研院所加强临床科研合作，依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。
2024年2月	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	坚持药品价格由市场决定的基本原则，把价格、挂网、采购等关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业。
2024年3月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	措施分为9类28条,包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等
2024年4月	《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）》	提出推动生物医药产业和保险金融业协同发展,完善创新药械配备使用和多元支付体系
2024年4月	《促进生物医药产业高质量发展办法的通知》（广州）	从支持全球顶尖项目、支持国家级平台成果转化和产业化、加速科技创新突破、提升临床试验能力、支持开展临床试验、支持药械成果转化等16个方面，全链条为生物医药产业提供资金支持，全方位支持产业发展
2024年6月	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	取消医疗机构药品数量限制;全年药事会召开不少于4次;对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG病组支付标准
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
2024年7月	上海市《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	聚焦产业痛点难点，围绕研发、临床、审评审批、应用推广、投融资等关键环节，坚持全链条创新、全链条改革、全链条赋能，推出了8方面37条政策举措
2024年7月	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	持续深化药品审评审批制度改革，提升药品审评审批效能，支持创新药研发。 方案要求实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2024年8月	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（修订）》	对不同在研阶段的创新药管线、纳入国家药械集采中标品种、新取得海外机构注册认证的药械品种、生物医药与健康领域重点实验室以及相关创新创业团队与人才给予奖补

资料来源：国家药监局、CDE、国家卫健委、国务院、医保局等、开源证券研究所

- 国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置，以国内业务为主的临床前/临床CRO需求端尚未看到明显复苏信号

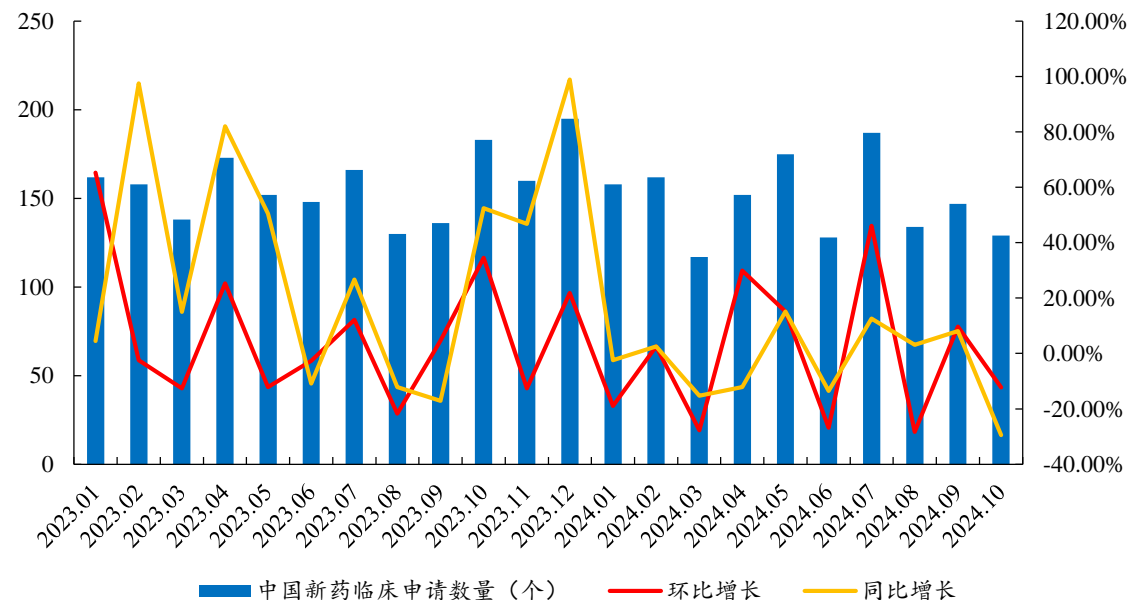
2024年以来国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置，暂未看到明显复苏信号。根据财联社创投通数据，2024年1-9月国内中国医疗健康产业融资额合计约324.89亿元，同比下滑约37.42%；融资事件数合计约877个，同比增长约12.01%。新药申报IND数量同比整体企稳，2024年1-10月合计约1489个，同比略微下滑约3.69%。我们判断国内投融资目前整体还处于磨底阶段，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端尚未看见明显复苏信号。

图：2024年以来国内医疗健康投融资仍处于底部位置



数据来源：财联社创投通、开源证券研究所

图：2024年以来中国新药临床申请数量同比企稳（个）



数据来源：Insight、开源证券研究所

● 临床前及临床CRO上半年接单压力整体较大，部分细分领域接单依然稳健，供给端人员规模整体开始收缩

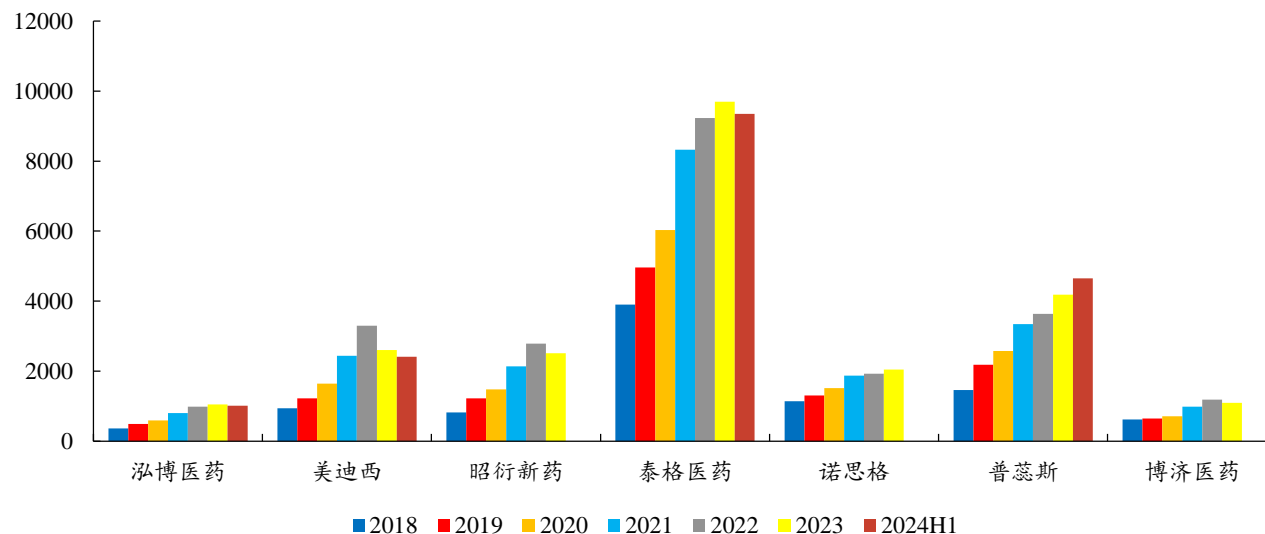
需求端看，面向国内市场的临床前CRO接单压力较大，美迪西、昭衍新药2024H1新签订单同比均有所下滑；受益于海外需求端的恢复，海外营收占比较高的泓博医药服务板块新签订单增速稳健，2024H1同比增长约23.60%。临床CRO板块2024H1行业竞争加剧，部分企业接单压力较大；受益于中药临床强劲需求，博济医药上半年接单表现较好，2024H1同比增长约47.5%。供给端看，临床前CRO与临床CRO人员规模整体开始收缩，以泓博医药/美迪西/泰格医药/普蕊斯/4家公司为例，截至2024年6月底，公司的人员数量分别为1012/2415/9348/4652人，较2023年底变化-3.3%/-7.1%/-3.6%/+11.1%。

表：临床前CRO及临床CRO企业整体接单压力较大

细分类型	公司	订单情况
临床前CRO	美迪西	2024H1新签订单同比下滑
	昭衍新药	2024H1新签订单9亿元，同比下滑30.8%；截至2024H1在手订单29亿元，同比下滑25.1%
	泓博医药	2024H1新签订单服务与商业化新签订单合计约4.4亿元，同比增长54.2%；其中，服务板块新签订单2.81亿元，同比增长23.60%
临床CRO	普蕊斯	2024H1新签订单4.3亿元，同比下滑31.9%；截至2024H1在手订单18.3亿元，同比增长4.1%
	博济医药	2024H1新签订单8.2亿元，同比增长47.5%；截至2024H1在手订单25.2亿元，同比增长34.8%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图：临床前CRO与临床CRO人员规模整体开始收缩（人）



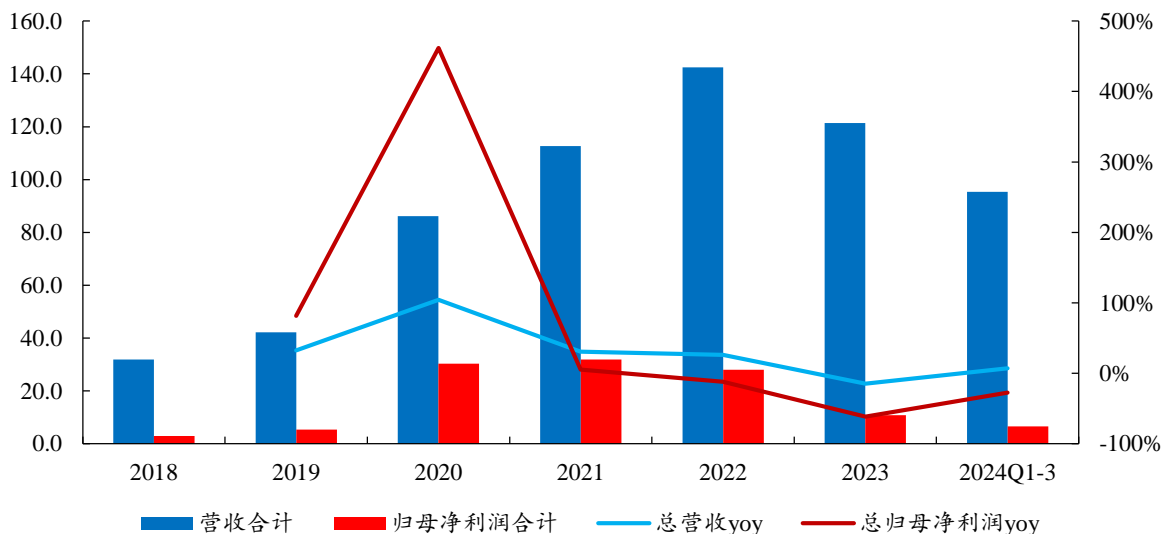
数据来源：Wind、开源证券研究所

- **整体上生物医药上游的需求端与CXO基本一致：**海外增长情况依然比较健康，国内需求整体企稳；另一方面，（1）由于上游公司在海外收入的体量较小，并且仍处于渠道扩充的阶段，我们认为其并不一定能恰当的展现海外整体需求情况；（2）国内需求拆开看，工业端需求比较疲软；科研端需求相对刚性，增长情况相对较好；（3）当前位置，受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，多数公司收入逐步恢复到稳健增长，叠加降本增效的持续推进，利润端有望逐步兑现增长。
- **部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：**在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。部分上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长，海外业务将进入高质量发展阶段。
- **行业集中度看，科研服务行业收并购正在启动中，行业集中度将向头部企业聚集。**近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2024Q3，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着下游景气度阶段性预冷，部分小产能将逐渐出清，生命科研上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望提升，竞争格局将逐渐优化。
- **推荐标的及思路：**重点推荐有收并购预期、海外快速放量及细分高景气度领域企业：皓元医药（工具化合物，收入高增长，毛利率快速恢复，现金流连续5个季度转正）、昊帆生物（GLP-1上游，毛利率环比持续提升）、毕得医药（分子砌块，利润在恢复，盈利能力环比改善）、阿拉丁（高端化学试剂，利润已经在改善，并表后业绩弹性大）、奥浦迈（兼具 α 属性的中国生物药强 β 标的，即将迎来加速发展期）。

- 科研服务行业经历快速发展后阶段性承压，随着下游需求见底回暖以及费用端的持续控制利润端弹性将逐渐释放

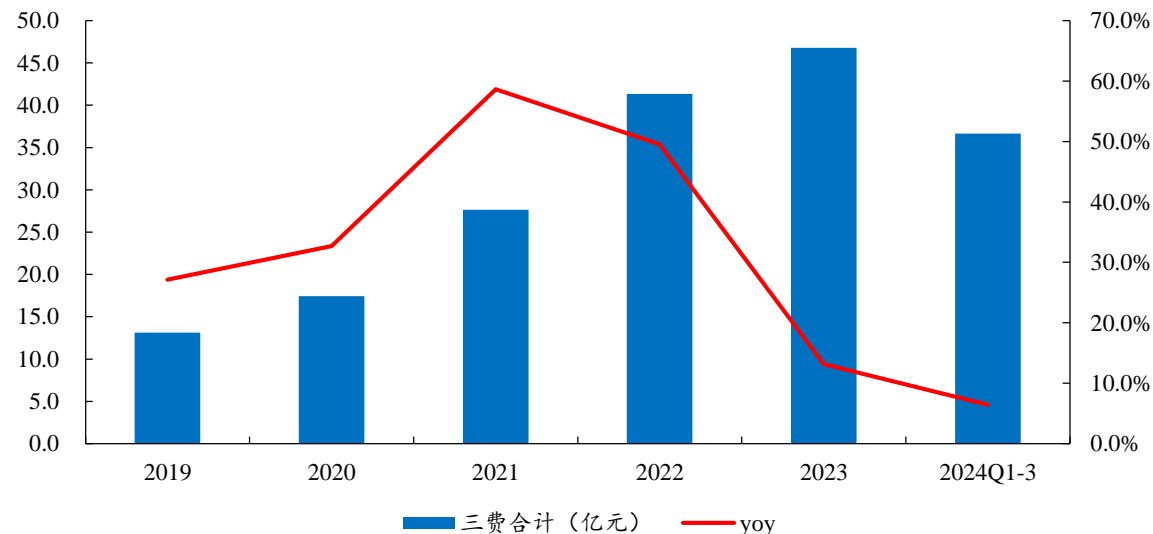
回顾2018-2024Q3经营情况，科研服务行业经历快速发展后阶段性承压：2023年科研服务行业15家核心标的总营收约121.4亿元，同比下滑14.7%；归母净利润约10.8亿元，同比下滑61.4%。2024Q1-3，总营收约95.4亿元，同比增长6.9%；归母净利润6.6亿元，同比下滑27.7%，降幅逐渐收窄。受新药研发需求下滑、股权支付摊销等影响，2024Q1-3科研服务业绩整体处于承压状态。另一方面，2023年以来科研服务企业控费趋势明显，2023年与2024Q1-3三费同比增幅分别为13.2%/6.4%，较2022年的49.6%大幅下滑。我们预计，随着海内外下游需求见底回暖以及费用端的持续控制，科研服务行业利润端的弹性将逐渐释放，结构性机会已现。

图：科研服务行业经历快速发展后阶段性承压（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的营收与归母净利润数据

图：2023年以来科研服务企业控费趋势明显（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的销售费用、管理费用与研发费用数据

受工业端需求下滑和行业竞争加剧等影响，2024Q1-3生命科学上游整体承压，但结构性机会已现。从需求端看，国内科研机构 and 高校需求依旧保持增长，国内工业客户需求仍较为疲软；海外需求相对较为健康，整体均保持稳健增长；从供给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，叠加收并购影响，业绩出现分化，结构性机会已现。

当前位置，受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，多数公司收入逐步恢复到稳健增长，叠加降本增效的持续推进，利润端有望逐步兑现增长；行业集中度看，多数科研服务为细分领域的领先企业，账上现金充足，收并购正在启动中，行业集中度将向头部企业聚集。同时，该领域估值处于历史低位，筹码结构好，我们认为，长期布局的时点已到。

表：2024Q1-3生命科学上游产业业绩承压，利润端整体下滑明显

细分类型	标的	2024Q1-3营收 (百万元)	同比增长	2024Q1-3归母净利润 (百万元)	同比增长	业绩变动原因
生物试剂	百普赛斯	463	12.34%	83	-34.85%	公司常规业务保持稳健增长，利润端下滑主要系公司加大费用支出。
	义翘神州	465	-2.33%	99	-51.60%	(1) 公司营收略有增长，主要受非常规业务影响；(2) 利润端下滑显著，主要系公司利息收入及汇兑损益明显减少。
	奥浦迈	216	25.73%	27	-36.93%	(1) 公司营收增长稳健，主要系海外业绩贡献核心弹性；(2) 公司利润端下滑明显，主要系公司加大费用端支出影响。
	诺唯赞	986	13.42%	18	123.77%	(1) 公司营收增速较为稳健，得益于公司生命科学业务的良好恢复以及诊断产品的快速放量；(2) 公司盈利能力得到快速恢复，主要系费用投入管理日益完备。
	近岸蛋白	92	-16.83%	-18	-215.00%	公司营收和净利润同比下降较大，主要系公司产品销售结构发生变化及费用端支出增加明显。
	康为世纪	98	-35.11%	-96	-169.09%	(1) 受宏观政策环境调整以及国内分子检测市场需求下降等因素叠加影响，公司业绩有所下滑；(2) 公司持续加大研发及销售费用，盈利能力下滑明显。
平台化公司	泰坦科技	2126	3.49%	10	-86.49%	(1) 面对下游需求缺乏增量，下游客户降本增效带来的行业持续竞争加剧的困难，公司积极应对竞争，业绩略有增长；(2) 公司利润端下降明显，主要系主要是由于公司为了确保市场份额提升和销售收入增长，产品毛利率有所降低，同时增加了销售等费用支出。
	优宁维	828	-6.60%	14	-65.05%	受下游市场需求复苏缓慢影响，国内生命科学服务市场竞争进一步加剧，公司毛利率进一步承压。为积极应对市场变化，公司围绕两个极致战略，继续做好一站式平台能力和研发能力建设。

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

从细分领域上看，（1）受益于新业务的延伸及海外市场的开拓，多数生物试剂公司常规业务保持稳健增长，非常规业务影响基本出清，整体收入逐步恢复稳健增长；受财务费用、销售费用及新业务投入等影响，利润端继续承压。其中，诺唯赞降本增效显著，利润快速恢复。（2）化学试剂方面，在分子砌块、工具化合物、多肽缩合试剂等细分领域，国内公司在全球供应链中处于比较重要的位置，随着海外研发需求逐步向上，皓元医药及昊帆生物业绩逐步企稳回升；另外，受益于降本增效的推进叠加并表影响，阿拉丁的业绩快速增长。（3）耗材及平台化公司的经营节奏基本类似试剂公司。

表：2024Q1-3生命科学上游产业业绩承压，利润端整体下滑明显（续表）

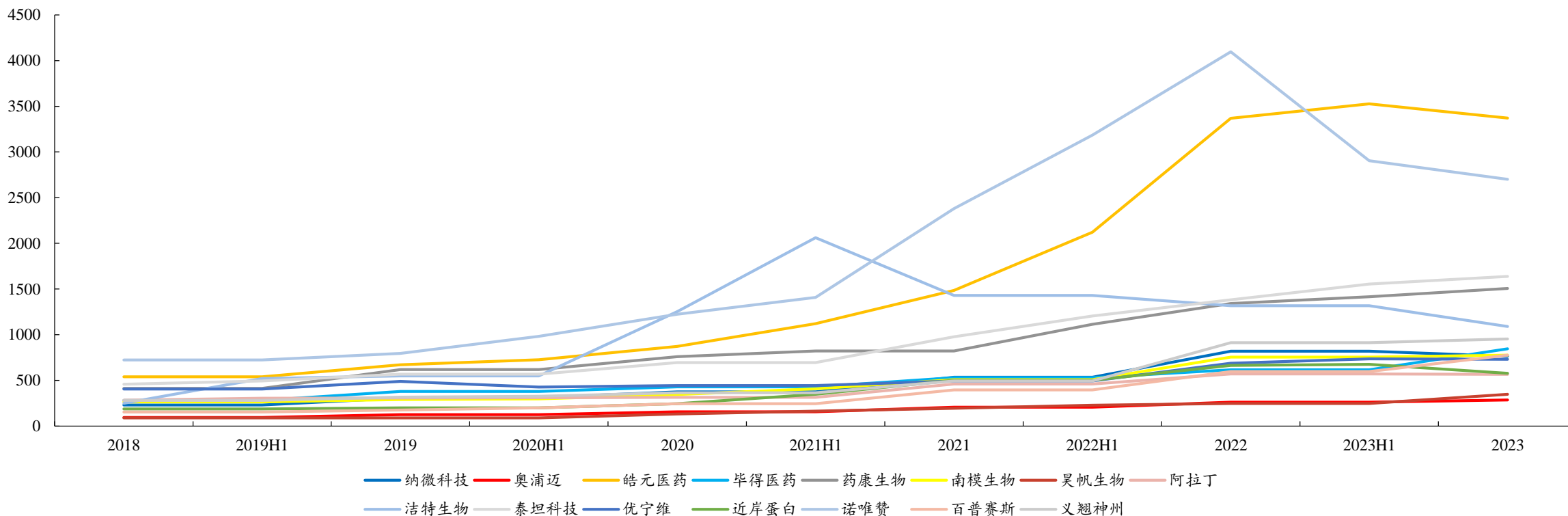
细分类型	标的	2024Q1-3营收（百万元）	同比增长	2024Q1-3归母净利润（百万元）	同比增长	业绩变动原因
化学试剂	皓元医药	1619	17.65%	143	21.31%	公司持续深化国内市场精细化布局，深度拓展海外市场，营收维持稳定增长；同时强化内控体系、合规管理及进一步优化人员结构，提质增效。
	阿拉丁	378	33.54%	73	32.70%	公司营收和利润表现亮眼，主要系于2024Q2并表源叶生物，增厚了公司营收及利润，且公司降本增效成果显著，盈利能力得到提升。
	昊帆生物	328	8.08%	96	22.10%	公司业绩止跌回稳，主要系多肽合成试剂销售有所增长但通用型分子砌块下降明显
	毕得医药	811	0.79%	84	-26.05%	（1）公司营收略有增长，主要系海外收入持续高增长，海外收入占比持续提升；（2）公司毛利率逐渐企稳，通过战略分析紧跟市场动态并进行价格政策调整。
	键凯科技	186	-23.97%	33	-67.50%	（1）公司营收下降，主要系国内下游大客户收入、国外医疗器械端收入下降，以及技术服务收入因专利到期较上年同期减少综合所致；（2）公司利润端下降更为明显，主要系产品分摊的单位固定成本增加及国内及国际药品端客户新产品毛利率低于其他产品。
耗材	纳微科技	550	21.85%	42	7.75%	公司业绩较为亮眼，主要系将福立仪器纳入公司合并报表范围内，增厚公司营收及利润。
	洁特生物	391	18.56%	50	259.26%	公司业绩持续稳健增长，主要系境外需求恢复较好，境外收入同比增长较大；国内总体市场需求仍缓慢恢复，公司国内科研端销售保持微增，国内工业端客户作为销售主攻方向，取得较好成绩，同期增速显著。

资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

8.2.2 科研服务：自2023年起人员规模增速放缓，部分企业正逐步优化人员

科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。自2023年起，上游企业人员规模增速放缓，以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司正逐步优化人员，供给端开始出清。

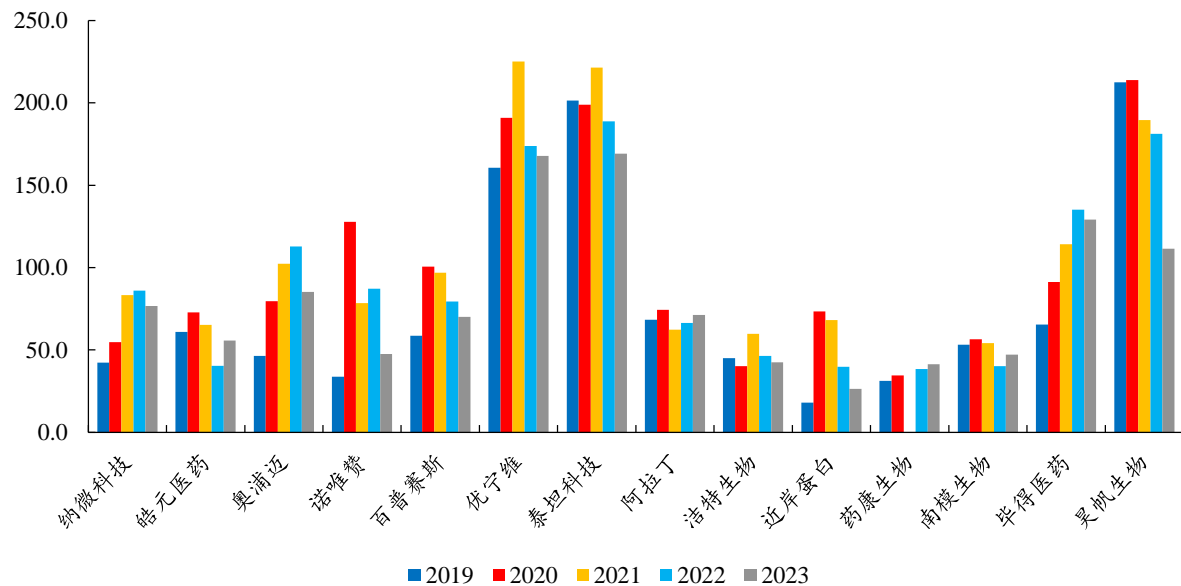
图：自2023年起人员规模增速放缓，部分企业正逐步优化人员（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

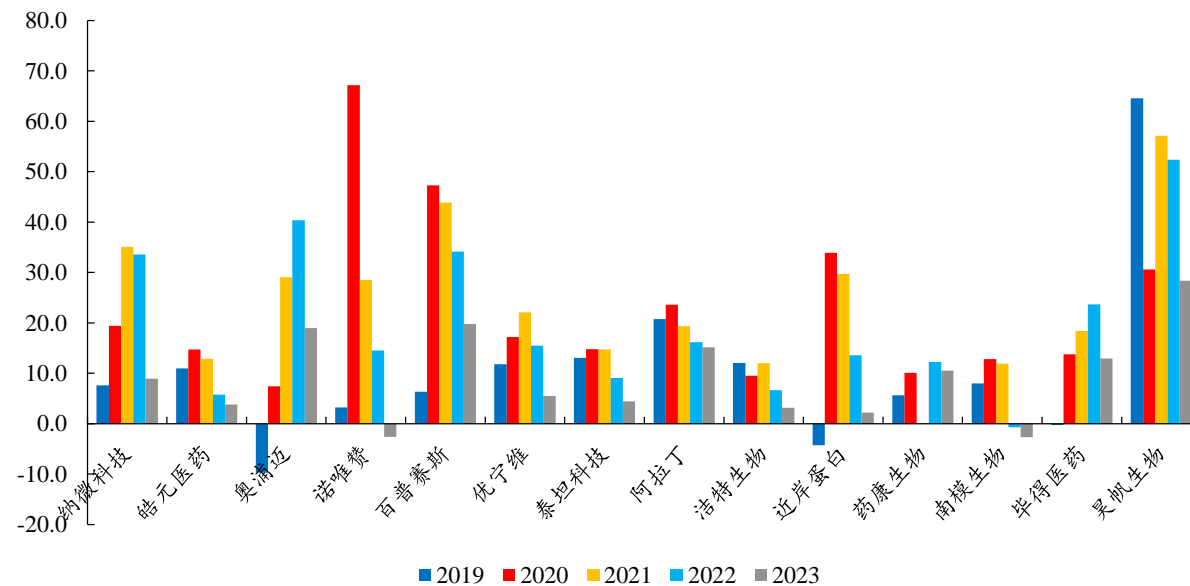
回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021年人均创收和人均创利基本都处于稳步向上增长，自2022年起多数公司的人效有一定波动，主要系多数上游标的人效正处于爬坡阶段以及行业下游景气度阶段性预冷。横向对比看，2023年人均创收上昊帆生物、优宁维、泰坦科技、毕得医药等企业整体较高，人均创利上昊帆生物、百普赛斯等企业整体较高。

图：上游公司人均创收优宁维、昊帆生物整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：上游公司人均创利百普赛斯、昊帆生物整体较高（万元）

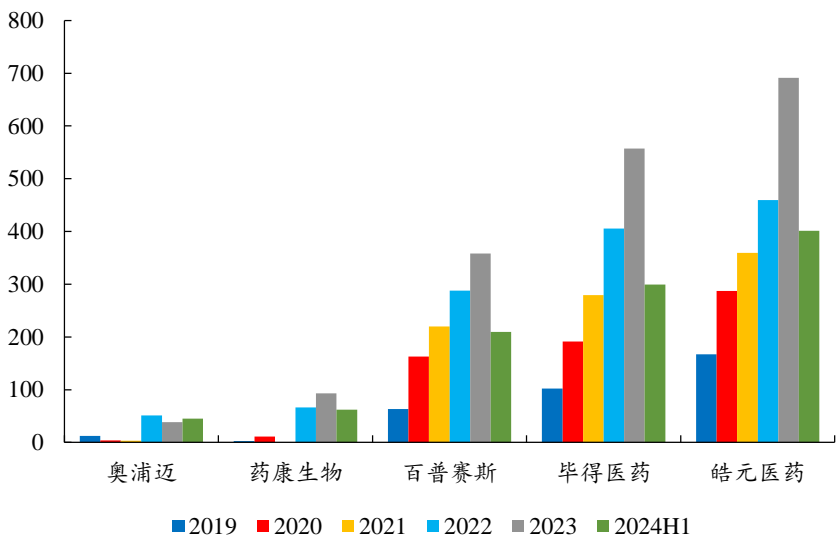


数据来源：Wind、开源证券研究所

8.2.4 科研服务：出海已成为企业发展的优选，海外业务预计快速成长

部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。以毕得医药、皓元医药、药康生物、阿拉丁、百普赛斯、奥浦迈为代表的上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长，海外业务将进入高质量发展阶段。

图：部分科研服务企业海外营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表：部分科研服务企业正积极布局海外市场

公司名称	出海产品	海外布局	海外营收增速 (2024H1)	海外营收占比 (2024H1)
毕得医药	分子砌块	公司已在美国、德国、印度等地区设立子公司，为全球多个国家和地区的客户产品及服务	+12.68%	56.24%
药康生物	模式小鼠 (配套功能药效服务)	目前设有美国子公司及欧洲办事处，首个海外生产设施落地San Diego，已于2024Q1启用，海外客户数量持续扩容中；海外已组建超30人BD团队，服务海外客户超200家，新增客户近90家。	+44.91%	18.26%
阿拉丁	科学试剂	通过3家海外子公司积极布局海外市场，已在美国洛杉矶设立仓储基地，海外业务开始起步	-	-
皓元医药	分子砌块+工具化合物	已在美国、欧洲、印度、东南亚等多地建立商务中心，通过“MCE”、“乐研”、“ChemScene”和“ChemExpress”四大自主品牌覆盖海内外市场	+24.40%	38.02%
百普赛斯	重组蛋白	2023年，公司在欧洲和日本等地新设多家海外子公司，销售网络已经覆盖北美、亚太及欧洲等主要国家和地区；公司计划建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力	+17.30%	70.06%
奥浦迈	培养基	2022年4月，公司在美国加州成功设立子公司；公司实际控制人之一HE YUNFEN（贺芸芬）博士目前负责美国子公司业务拓展	226.58%	31.47%

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

8.2.5 科研服务：科研上游收并购逐步展开，细分赛道龙头市占率有望提升

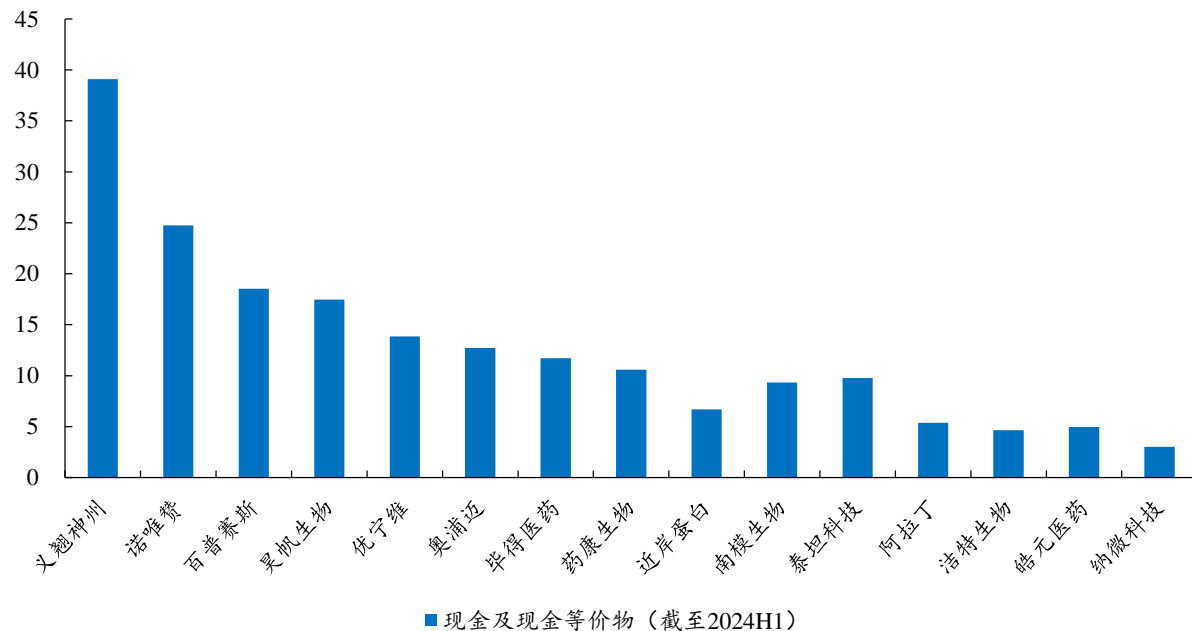
行业集中度看，多数科研服务为细分领域的领先企业，账上现金充足，收并购正在启动中，行业集中度将向头部企业聚集。近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，以皓元医药、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2024Q3，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着下游景气度阶段性预冷，部分小产能将逐渐出清，生命科研上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望提升，竞争格局将逐渐优化。

表：近年来科研上游领域已开展多起收并购事件

收购方	被收购方	交易价格	收购股权
皓元医药	药源药物	4.1亿元	100.00%
义翘神州	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	100.00%
泰坦科技	安徽天地	1.77亿元	77.5543%
	源叶生物	1.81亿元	51.00%
阿拉丁	UNA 589. Equity Management GmbH	2.85万欧元	100.00%
	neoLab Migge GmbH	88.89万欧元	10.00%
纳微科技	赛谱仪器	1.13亿元	43.9621%
	福立仪器	1.79亿元	44.80%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图：截至2024Q3，科研上游企业账上现金整体充裕（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表：推荐标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）			EPS（元）			PE		
				2024/11/11	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
CXO	603259.SH	药明康德	买入	57.43	3.60	3.91	4.45	16.0	14.7	12.9		
	688621.SH	阳光诺和	买入	46.95	2.45	3.24	4.22	19.2	14.5	11.1		
	300363.SZ	博腾股份	买入	21.19	(0.46)	0.11	0.28	-46.1	192.6	75.7		
	2269.HK	药明生物	买入	15.40	0.88	1.00	1.17	17.5	15.4	13.2		
	300725.SZ	药石科技	买入	40.19	1.00	1.19	1.40	40.2	33.8	28.7		
	300347.SZ	泰格医药	买入	68.51	1.50	1.88	2.10	45.7	36.4	32.6		
科研服务	688073.SH	毕得医药	买入	48.52	1.30	1.47	1.77	37.3	33.0	27.4		
	688131.SH	皓元医药	买入	46.52	0.93	1.30	1.68	50.0	35.8	27.7		
	688293.SH	奥浦迈	买入	45.60	0.41	0.58	0.81	111.2	78.6	56.3		
	301080.SZ	百普赛斯	买入	46.46	0.97	1.24	1.58	47.9	37.5	29.4		
	688179.SH	阿拉丁	买入	15.58	0.40	0.49	0.59	39.0	31.8	26.4		
	301393.SZ	昊帆生物	买入	47.07	1.08	1.39	1.75	43.6	33.9	26.9		

数据来源：Wind、开源证券研究所注：上述标的盈利预测均来自开源证券研究所，收盘日期为2024年11月11日。汇率选1元=1.092港元

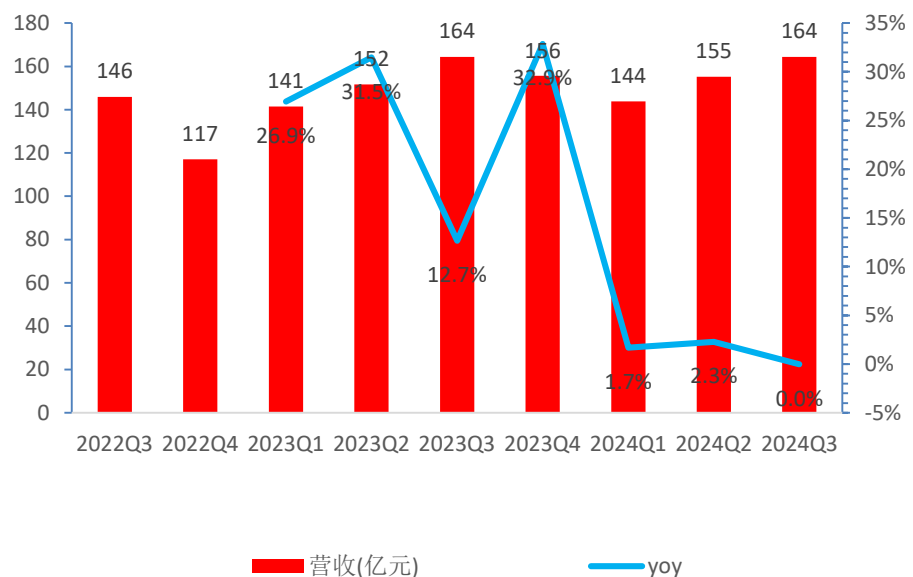
目录

CONTENTS

- 1 行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向
- 2 创新药：开启出海新纪元，迎接国产创新药商业化新周期
- 3 制药及生物制品：搅动因素短期出清，创新助力制药板块弹性增长
- 4 中药：行业景气度持续，关注基药目录调整及个股机遇
- 5 零售药店：行业集中度提升逻辑明确，门诊统筹带来新增量
- 6 医药流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 7 医疗器械板块：医疗合规化稳步推进，多重扰动下重点关注出海、院外、医疗设备更新
- 8 CXO&科研服务：制药产业链温和复苏趋势已现，关注细分赛道的机会
- 9 医疗服务&疫苗&原料药：原料药板块业绩强劲，医疗服务&疫苗板块估值处于历史低位
- 10 风险提示

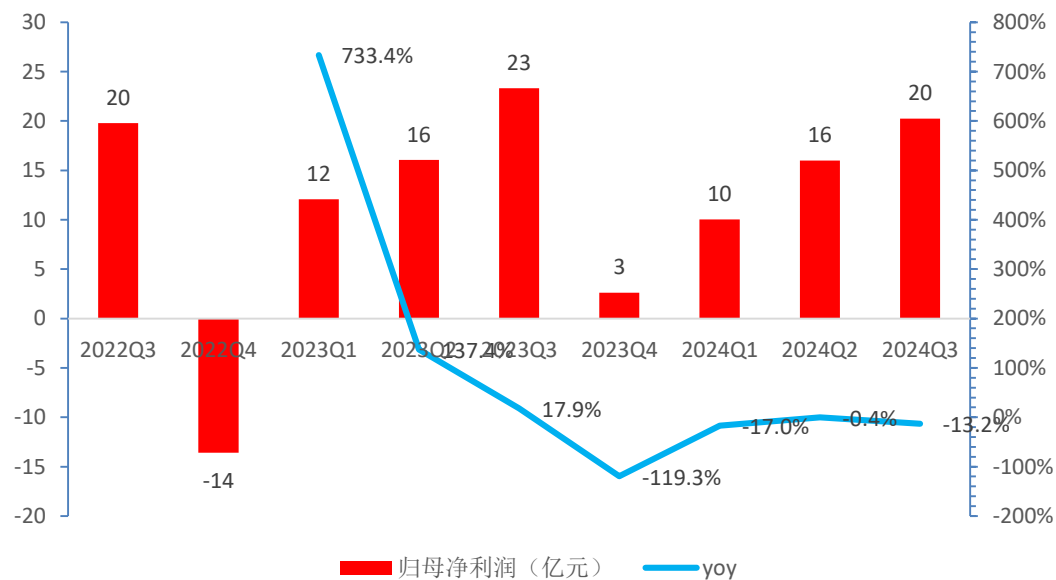
- ✓ 我们选取以下公司构成A股医疗服务板块：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。
- ✓ 近些年受疫情影响，医疗服务板块单季度营收稳定在140-170亿元，归母净利润波动较大。3季度受暑期旺季影响，每年3季度板块业绩规模处于较高水平。

图：医疗服务板块单季度收入维持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：医疗服务板块单季度归母净利润波动较大

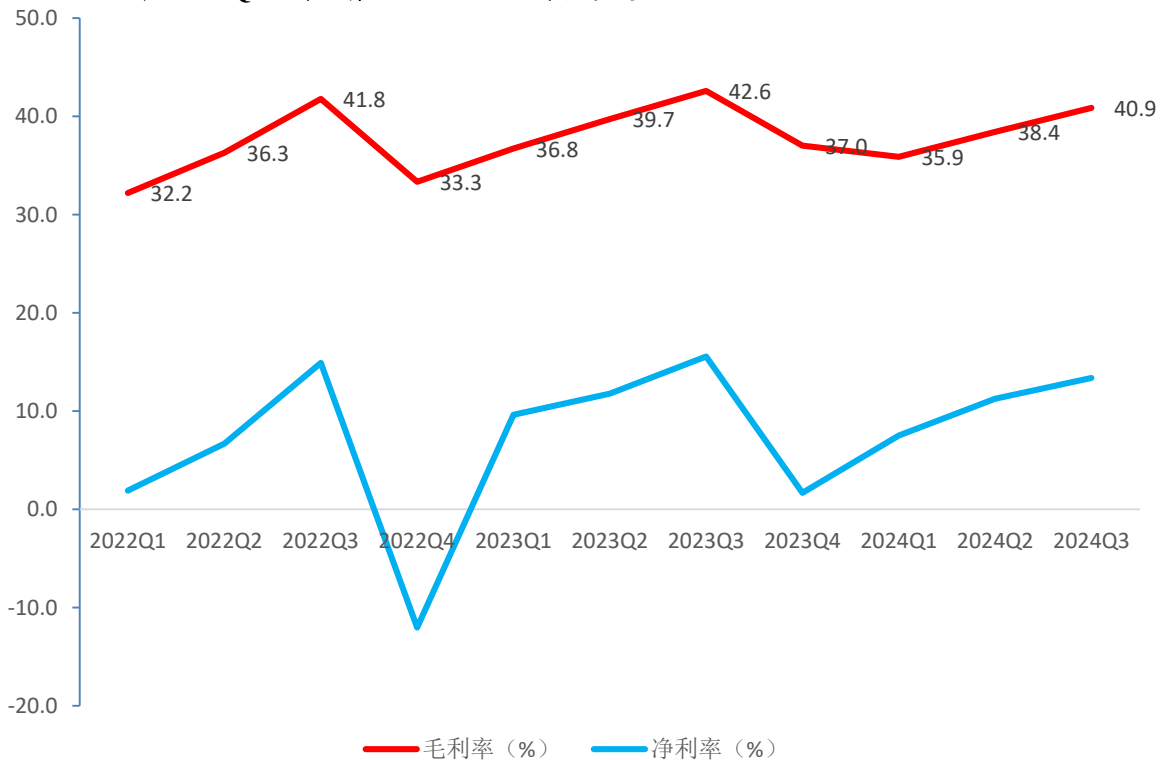


数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 医疗服务业绩稳健增长，估值处于底部回升阶段

- ✓ 受行业竞争趋缓、价格战进入尾声，2024年医疗服务板块盈利能力持续回升，2024Q3毛利率达到40.9%，环比+2.45pct，净利率13.4%，环比+2.13pct。
- ✓ 近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从2021年的100倍以上下降到2024年9月的29.3倍附近，2024年10月医疗服务板块估值迎来显著拐点，处于企稳回升趋势。

图：2024Q3医疗服务板块盈利能力持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部回升阶段



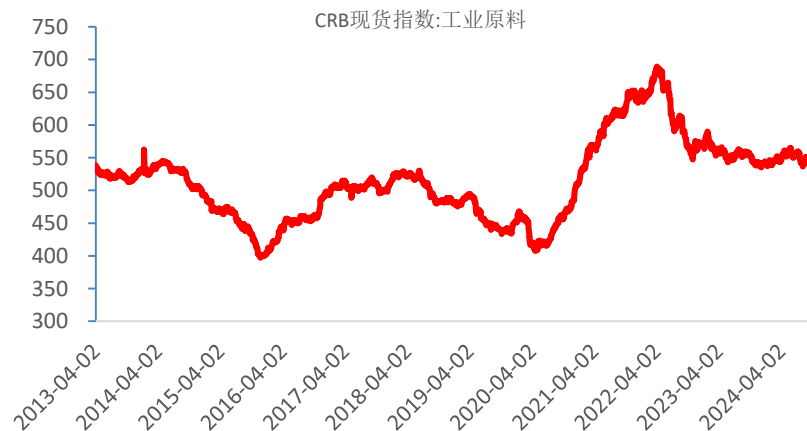
数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 近些年原油现货价格有所回落，工业原料现货指数逐步稳定，化学原料药行业上游原材料价格基本趋于稳定。
- ✓ 人民币汇率高位运行，有望增强原料药出口竞争力。中国化学原料药行业PPI指数近两年持续下行，2024年呈现底部企稳的迹象，原料药行业产品销售价格处于底部位置。

图：原油价格企稳（美元/桶）



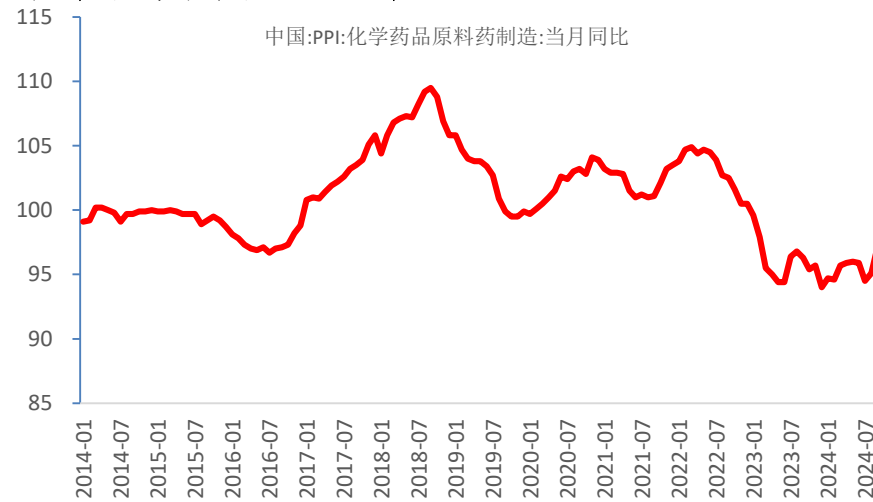
图：工业原料价格企稳



图：人民币汇率处于低位



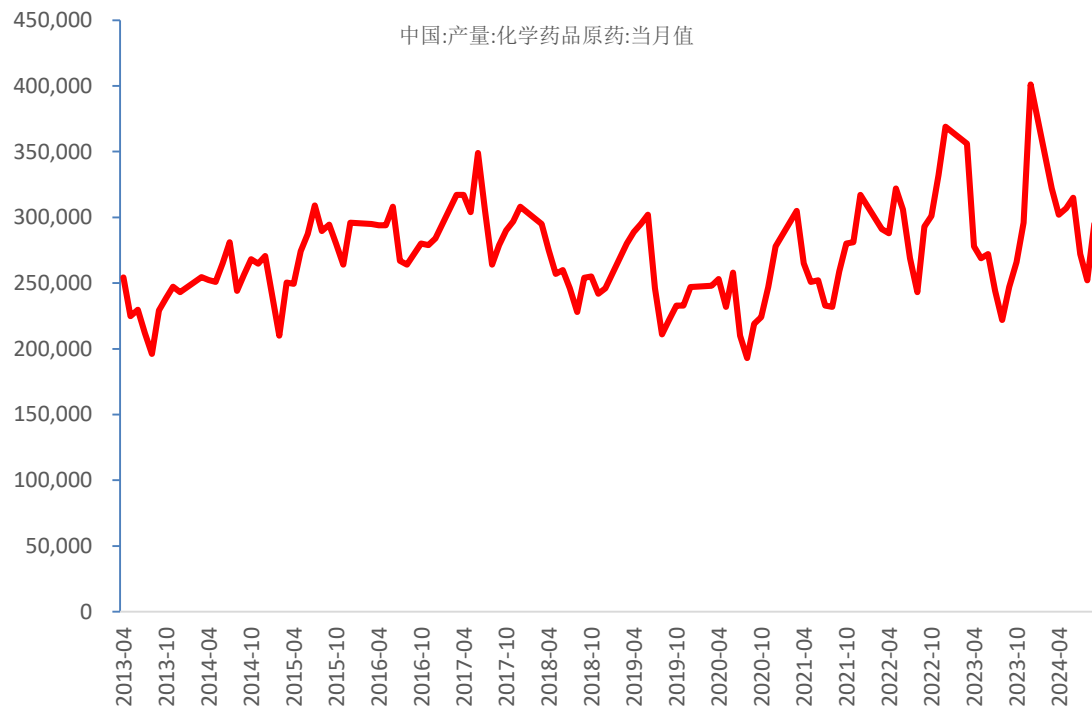
图：中国化学原料药PPI指数底部企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

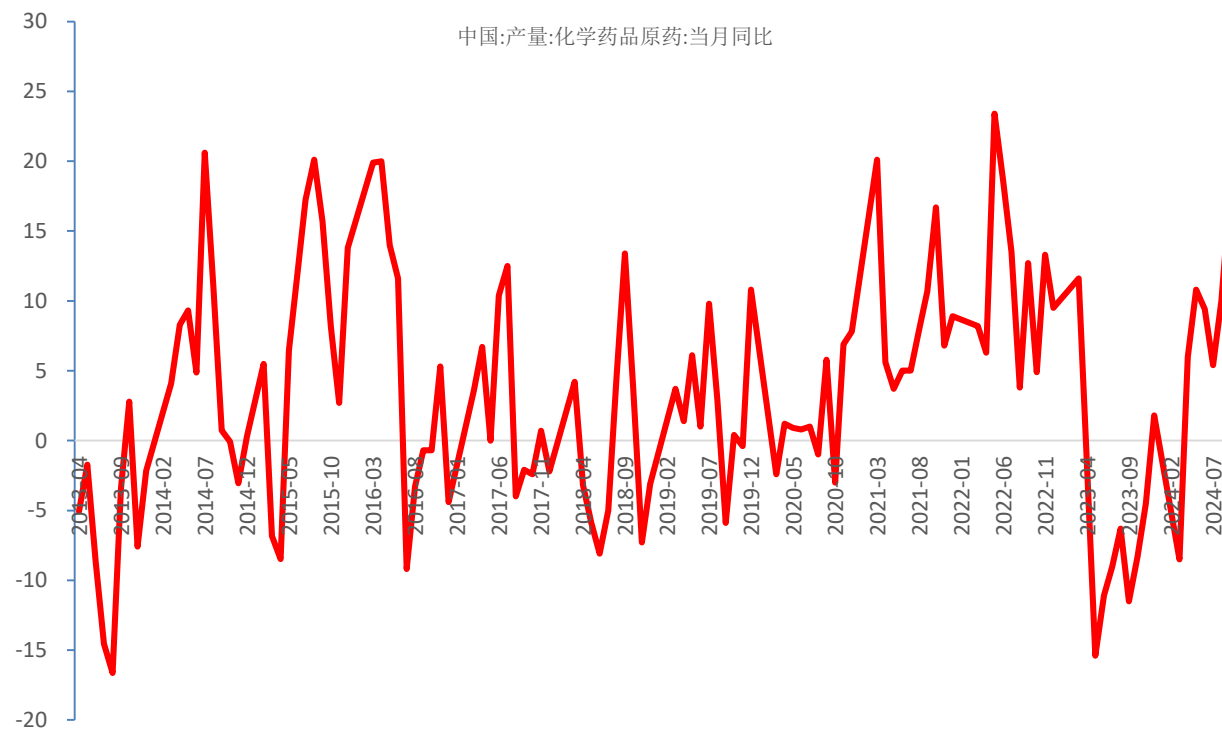
✓ 中国化学原料药行业产量同比持续下滑，从2023年4月下滑1.8%开始，持续到2024年3月，2024年4月同比增长6%，出现明显拐点。

图：中国化学原料药产量呈复苏趋势（吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

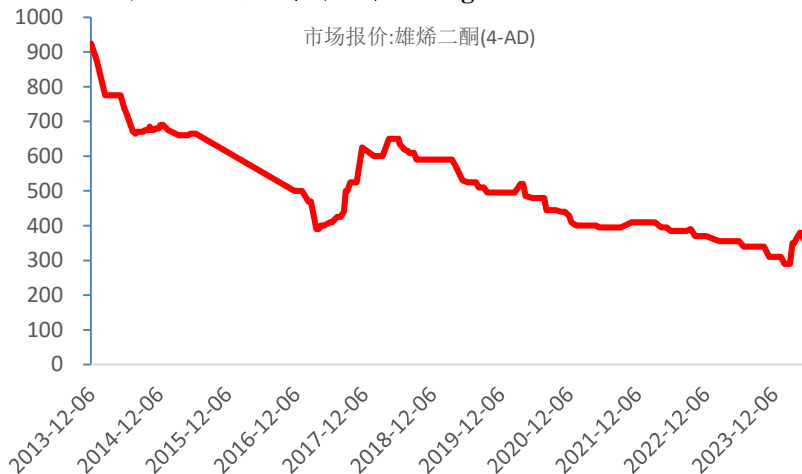
图：中国化学原料药产量2024年4月同比增长6%



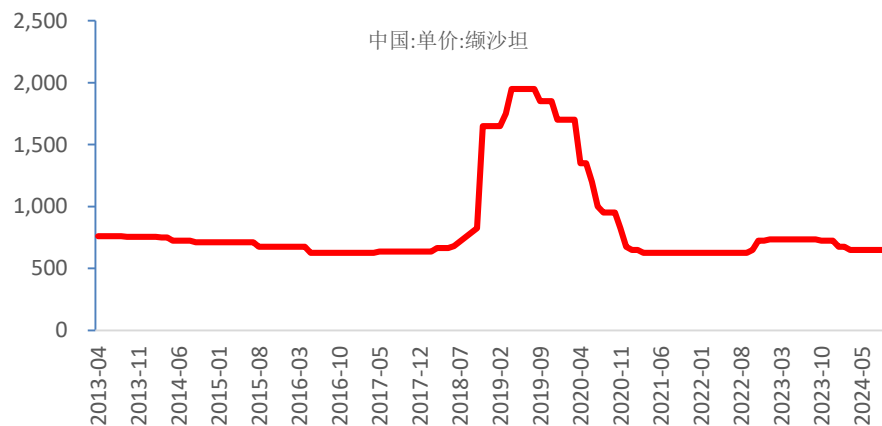
数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 受疫情、经济环境、行业竞争等因素影响，近些年沙坦类原料药产品价格呈现下降趋势，部分企业盈利压力较大，沙坦类原料药价格处于底部区域。
- ✓ 2024年4-AD价格有所回升，地塞米松原料药价格底部企稳。

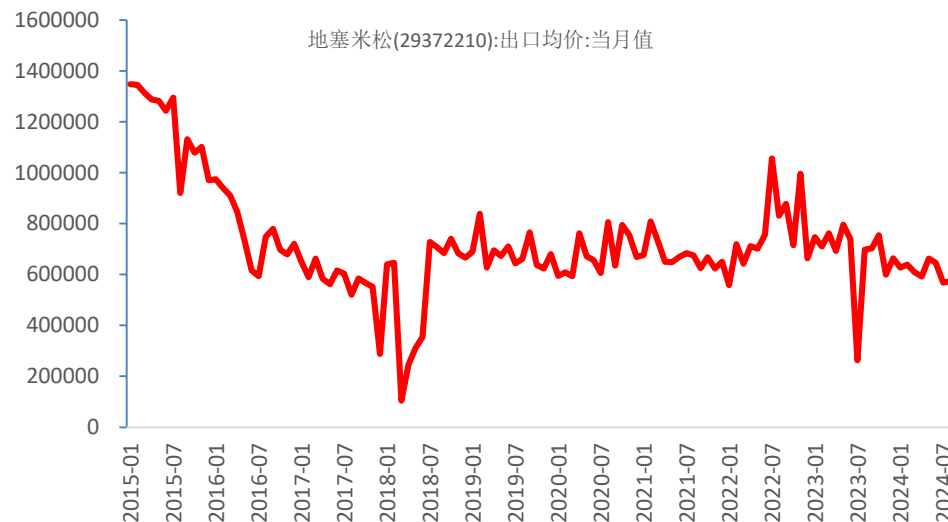
图：4-AD价格有所回升（元/kg）



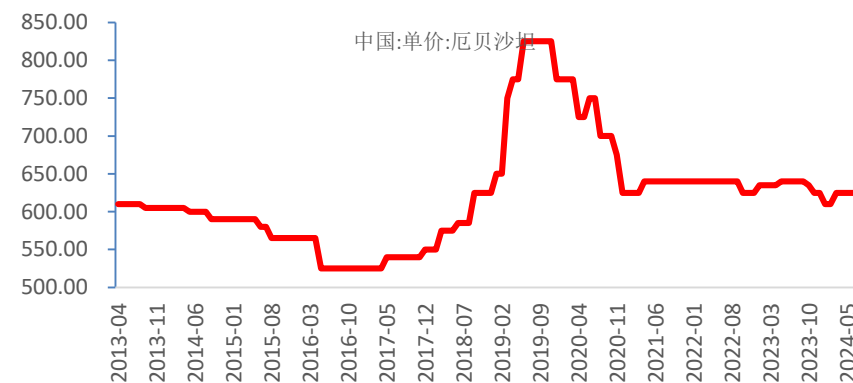
图：缬沙坦价格处于底部（元/kg）



图：地塞米松类原料药价格底部企稳（美元/吨）

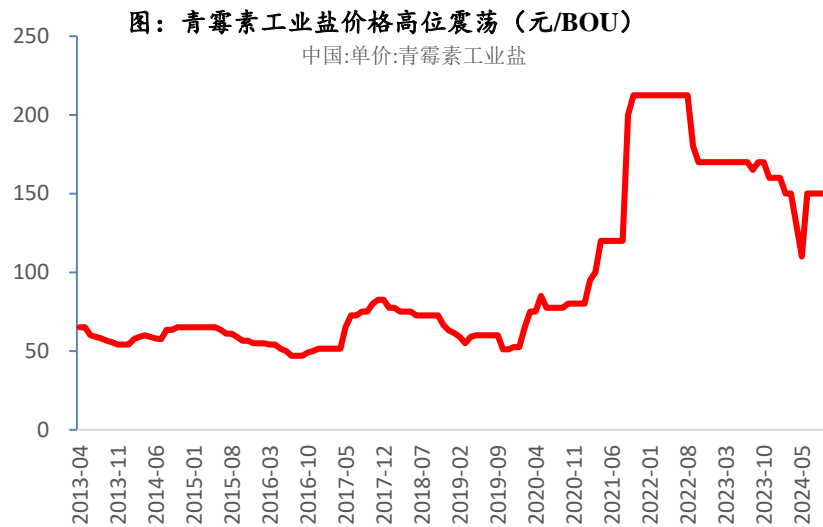


图：厄贝沙坦价格处于底部（元/kg）

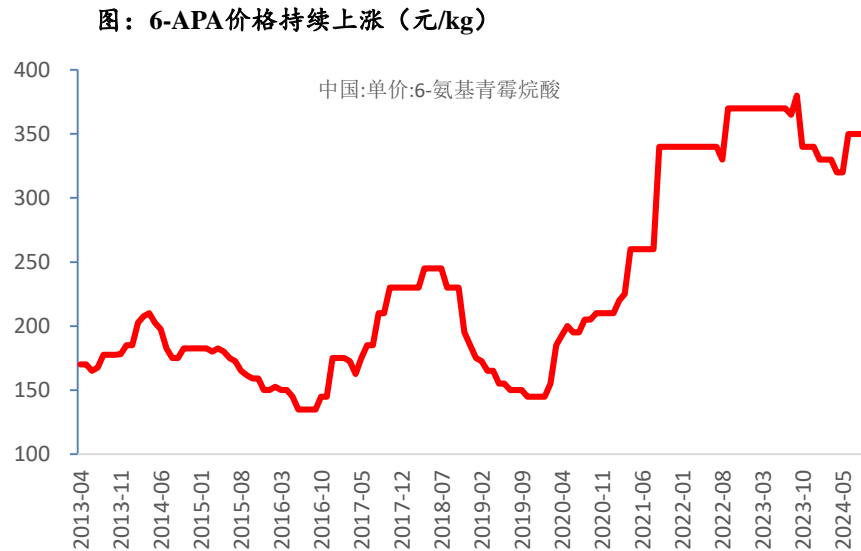
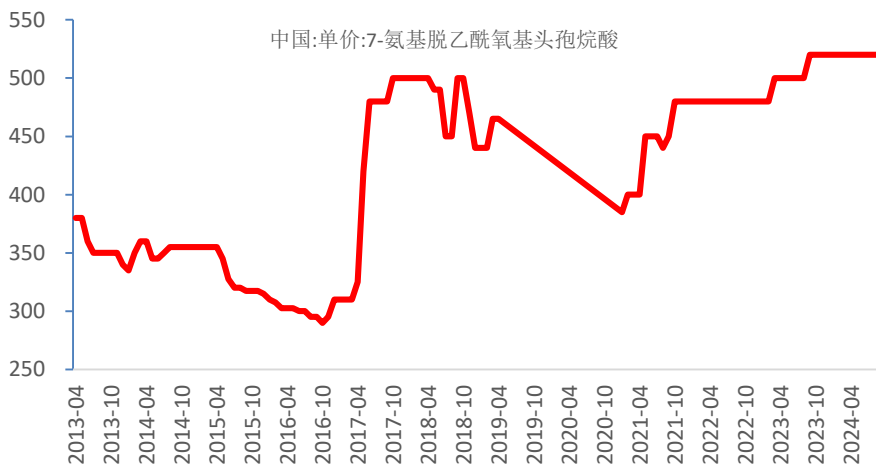


数据来源：Wind、开源证券研究所

✓ 受环保、成本、政策等因素影响，抗生素上游中间体价格近些年逐步上涨，其中6-APA、青霉素工业盐及硫氰酸红霉素价格涨幅较大，7-ADCA等头孢类中间体价格有所回升。



图：7-ADCA价格有所回升（元/kg）

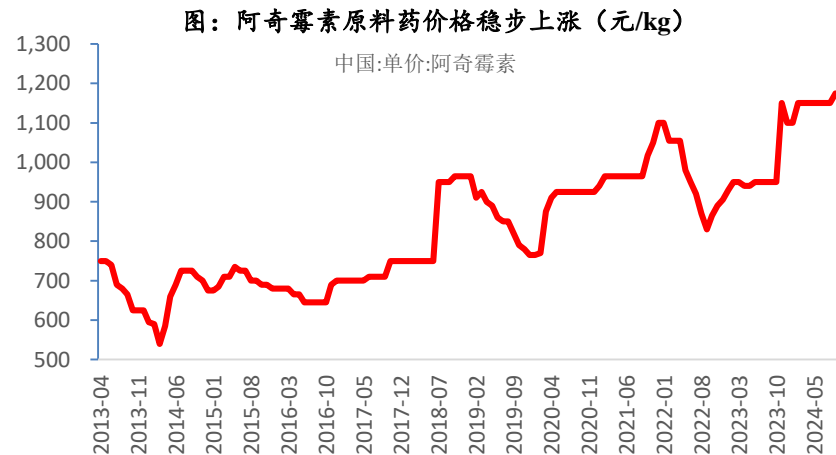
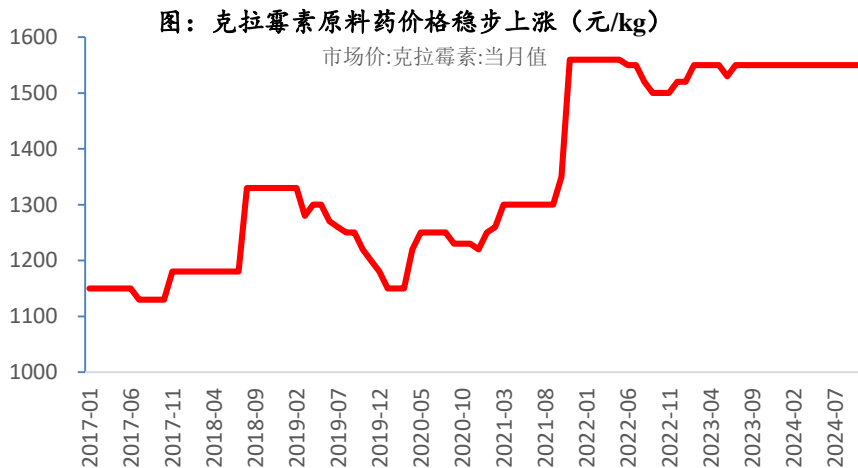


图：硫氰酸红霉素价格持续上涨（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

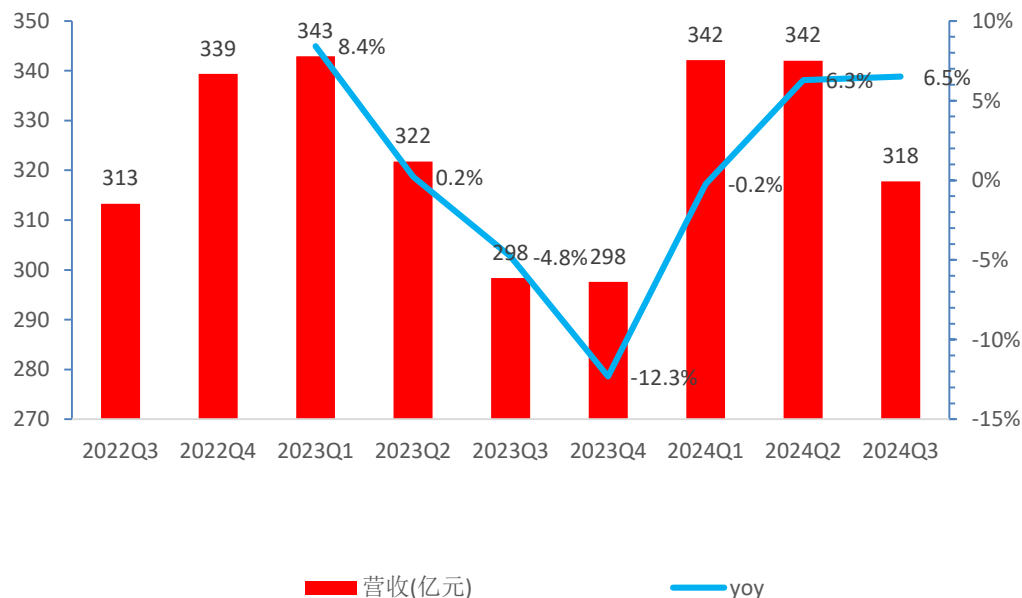
- ✓ 受上游成本推动及下游需求旺盛影响，阿奇霉素、克拉霉素原料药价格持续上涨，且仍处于价格高位。
- ✓ 肝素原料药行业经历2019-2021年高潮阶段，整体处于供过于求的状态。2023年肝素原料药价格呈现下降趋势，其中2023Q4价格呈现急速下降，主要受非规范市场价格下跌影响。2024年肝素API价格基本处于企稳阶段。
- ✓ 从2021-2022年，受智利和日本地震、疫情等因素影响，碘原料供给端出现明显收缩，碘原料价格经历快速上涨，2022-2023年处于价格周期顶点。受电子等其他用碘行业需求旺盛拉动，2024年碘原料价格有所回升。



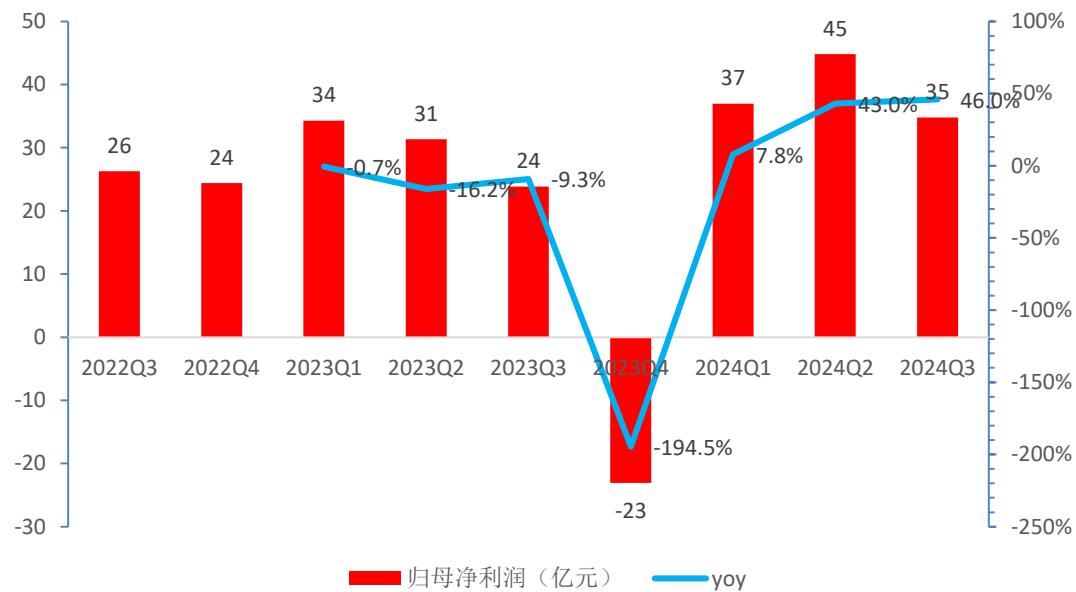
数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 我们选取以下公司构成A股原料药板块：普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物、诺泰生物、圣诺生物、联邦制药、海正药业、福元医药、海普瑞、浙江医药、花园生物、兄弟科技、亿帆医药、新天地、千红制药、健友股份。
- ✓ 2024Q3原料药板块收入规模同比增长6.5%，呈持续复苏趋势。2024年原料药板块归母净利润规模持续较快增长，2024Q3归母净利润增速达到46.0%。

图：2024年原料药板块营收增速持续回升



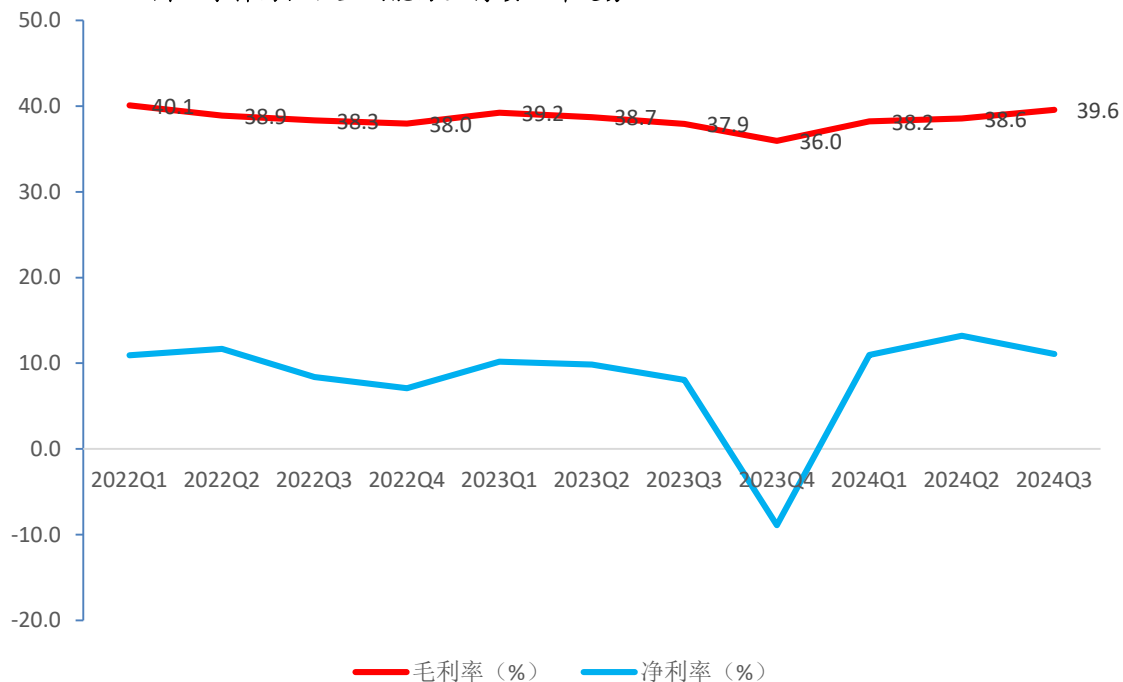
图：2024年原料药板块归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 2024Q3原料药板块毛利率39.6%，环比+1pct，同比+1.67pct，净利率11.1%，环比-2.16%，主要受9月底汇率快速波动影响，同比恢复到较好盈利水平。
- ✓ 近些年原料药板块估值水平持续下行，2024年2月份最低跌到18倍PE附近。受2024原料药板块业绩快速复苏，近期估值水平略有回升，仍处于底部区间，2024年11月1日为19.9倍PE。

图：原料药板块盈利能力呈持续回升趋势



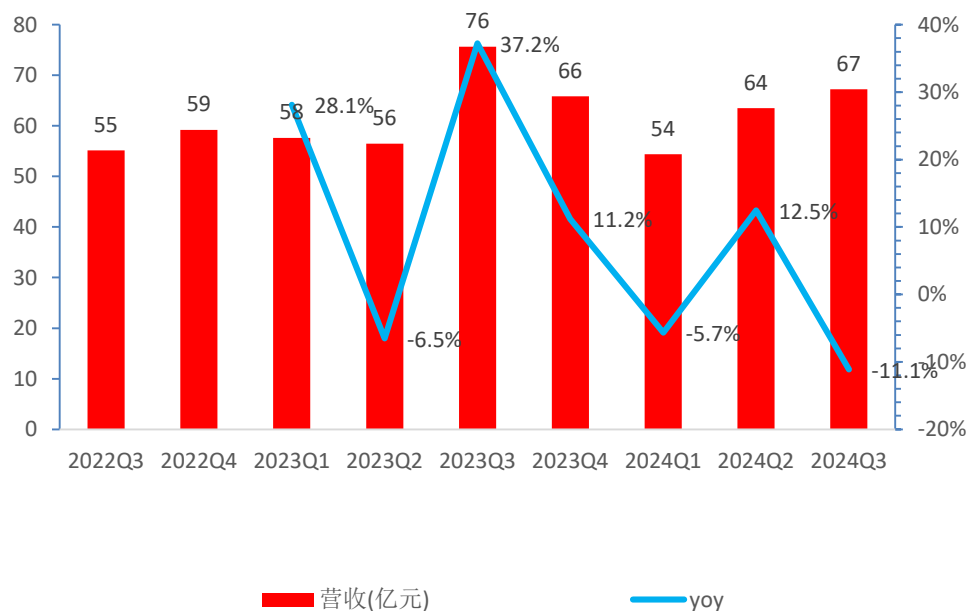
图：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段



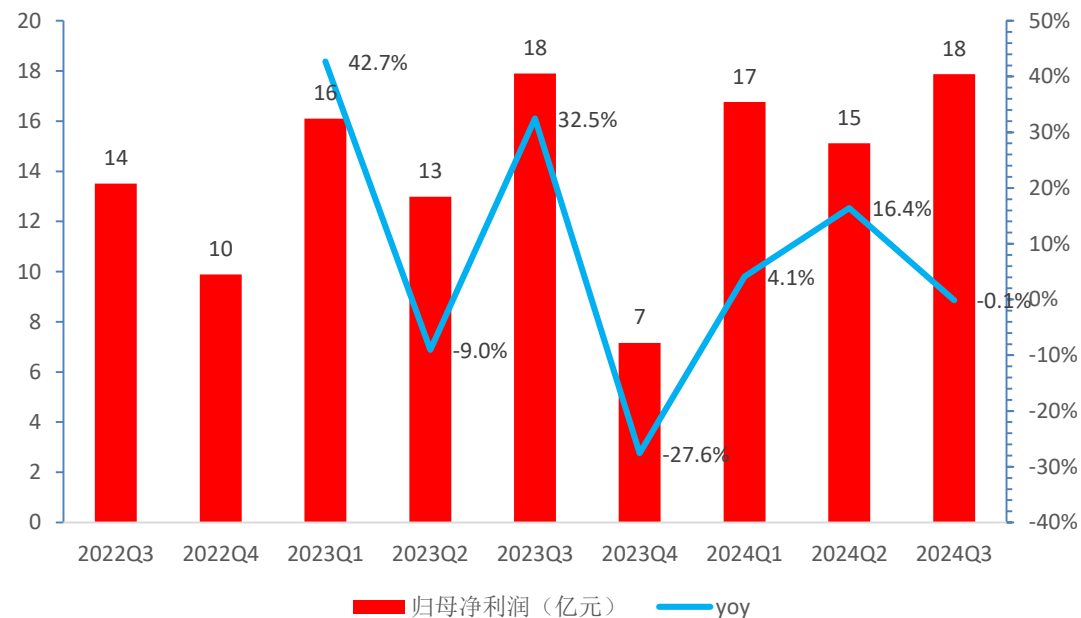
数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 我们选取以下公司构成A股血制品板块：派林生物、天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物、博晖创新。
- ✓ 2024Q3血制品板块营收同比下降11.1%，归母净利润下降0.1%，主要受部分企业剥离非血制品资产影响。

图：2024Q3血制品板块营收同比有所下降



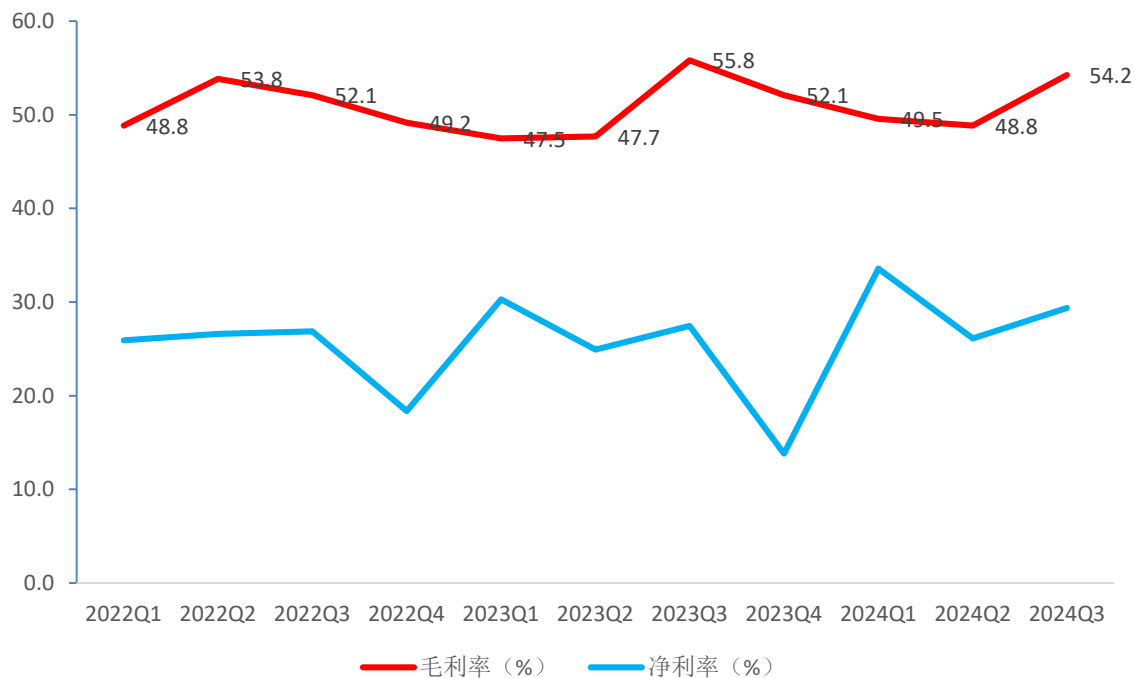
图：2024Q3血制品板块归母净利润同比略有下滑



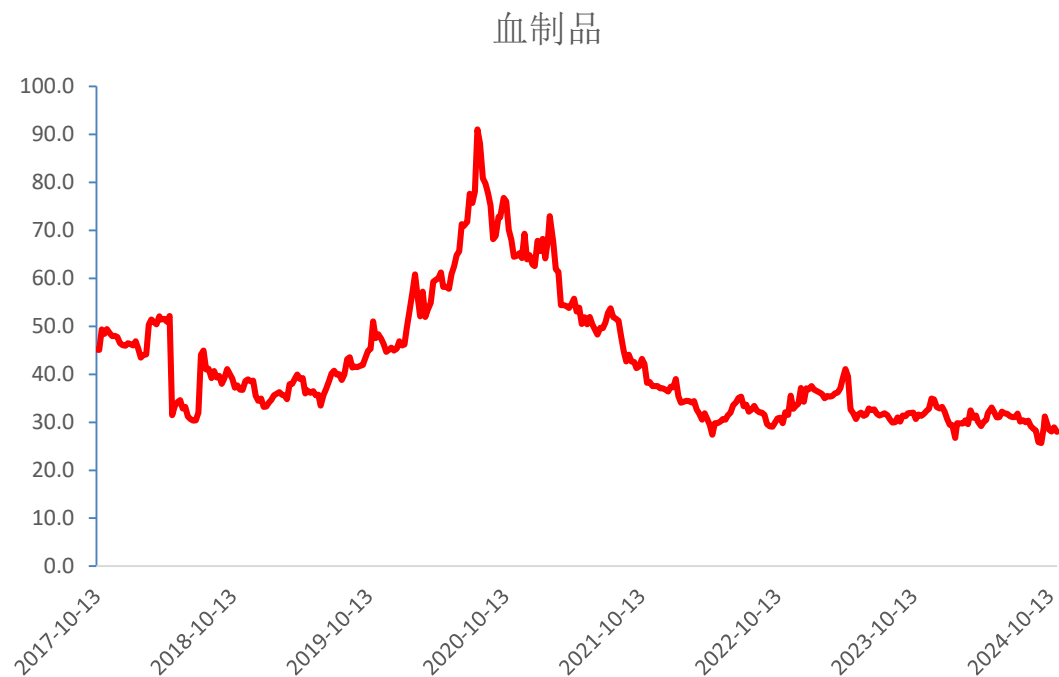
数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 受益于行业高景气度，2024Q3血制品板块盈利能力维持较高水平，毛利率达到54.2%，环比+5.41pct，净利率为29.4%，环比+3.26pct，同比+1.92pct。
- ✓ 受进口白蛋白竞争、国内重组白蛋白进度的影响，血制品板块估值水平从2020年的超过90倍PE下跌到2024年9月的25.7倍附近，呈现持续下跌趋势，2024年10月行业市盈率回升到28倍附近。

图：血制品板块盈利能力维持较高水平



图：血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近

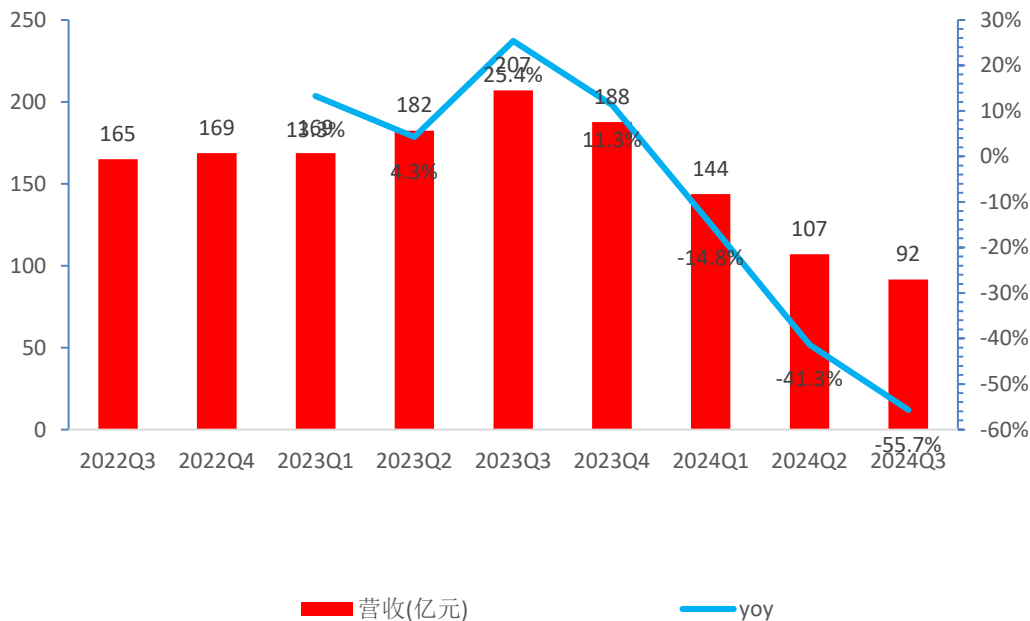


数据来源：Wind、开源证券研究所

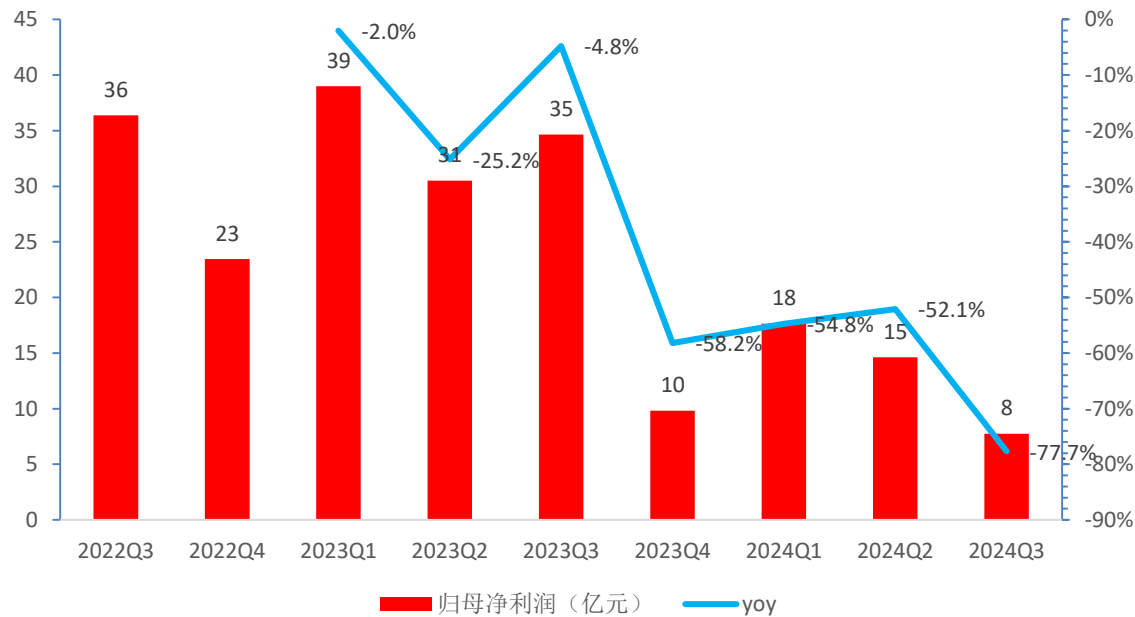
9.4 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史较低水平

- ✓ 我们选取以下公司构成A股疫苗板块：智飞生物、万泰生物、沃森生物、康泰生物、康华生物、欧林生物、康希诺、金迪克、成大生物、百克生物、华兰疫苗。
- ✓ 2024Q3疫苗板块业绩快速下滑，主要受HPV疫苗销售较弱影响，此外，中国大陆新生儿数量呈下降趋势，儿童苗市场竞争格局恶化，带来儿童苗市场规模有所下滑。

图：疫苗板块单季度营收持续下降



图：疫苗板块单季度归母净利润快速下滑

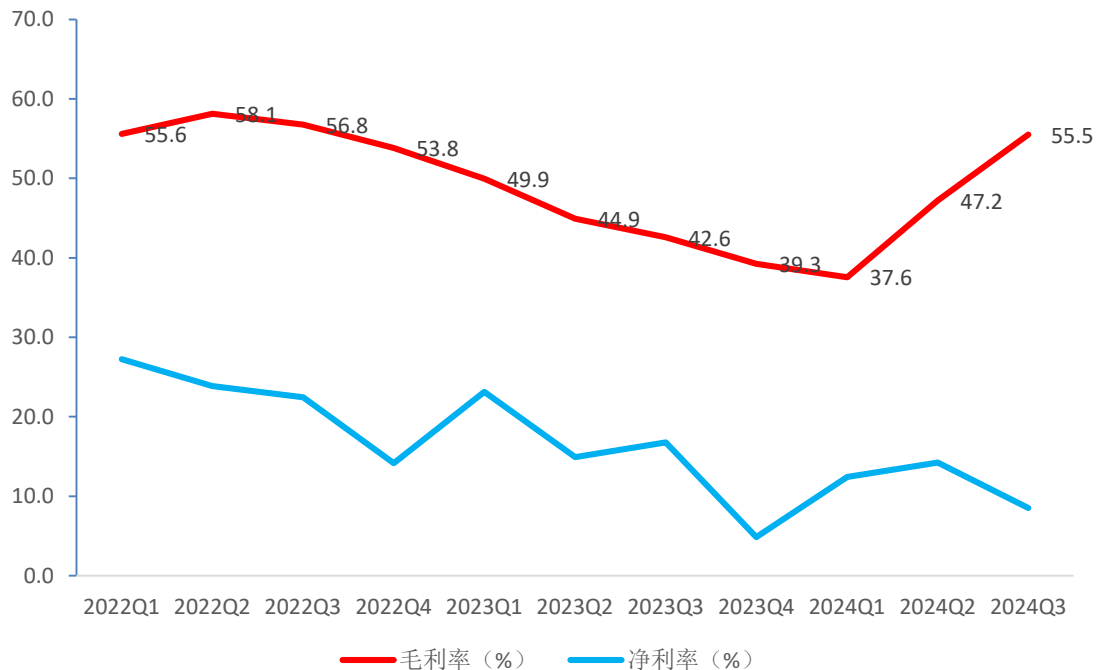


数据来源：Wind、开源证券研究所

9.4 疫苗板块业绩持续下行，估值水平处于历史较低水平

- ✓ 2022年以来，疫苗板块盈利能力持续下降，主要受行业竞争格局及新生儿数量下降影响。2024Q3疫苗板块毛利率有所回升，主要受结构性因素影响，HPV疫苗收入占比下降。
- ✓ 疫苗板块估值水平从2020年的超过200倍PE下跌到近期的24倍附近，呈现持续下跌趋势，目前市盈率水平处于历史最低水平。

图：疫苗板块盈利能力持续下降



图：疫苗板块市盈率跌到历史最低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

- ✓ 原料药：2024年原料药PPI指数处于历史底部，行业价格底部企稳，产量增速拐点向上，行业盈利能力持续改善，2025年有望迎来量价齐升的趋势。
- ✓ 医疗服务：眼科医疗服务行业价格战进入尾声，头部眼科医院品牌力较强，有望带来市场份额及盈利能力回升。中医诊疗服务行业渗透率较低，全国市场集中度有望持续提升，看好龙头公司内生及外延标准化推进。口腔医疗服务行业出清阶段，行业龙头逆势扩产，2025年营收口径有望加速增长。
- ✓ 血制品：浆站设置壁垒较高，行业并购加快，新产品近些年陆续获批，行业龙头有望强者恒强。

表：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）		EPS（元）		PE			评级
		2024/11/7	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
6078.HK	爱博医疗	19.28	2.13	2.77	3.52	9.1	7.0	5.5	买入
600763.SH	通策医疗	54.90	1.25	1.38	1.53	43.9	39.8	35.9	买入
300015.SZ	爱尔眼科	16.50	0.41	0.49	0.57	39.4	33.5	28.7	未评级
1951.HK	锦欣生殖	3.59	0.14	0.17	0.2	25.6	21.1	18.0	买入
2273.HK	固生堂	40.45	1.39	1.96	2.62	25.4	18.0	13.4	未评级
600521.SH	华海药业	18.79	0.89	1.06	1.32	21.1	17.7	14.2	买入
002332.SZ	仙琚制药	13.08	0.69	0.85	1.04	18.6	15.1	12.4	未评级
605507.SH	国邦医药	20.05	1.47	1.80	2.16	14.8	12.1	10.1	未评级
603007.SH	健友股份	14.23	0.54	0.74	0.96	28.7	20.6	15.8	未评级
000739.SZ	普洛药业	17.00	1.06	1.25	1.45	16.0	13.6	11.7	买入
688166.SH	博瑞医药	30.66	0.51	0.54	0.59	60.1	56.8	52.0	买入
300702.SZ	天宇股份	17.39	0.37	0.68	0.94	48.5	26.2	18.3	未评级
605116.SH	奥锐特	22.42	0.96	1.25	1.67	23.4	17.9	13.4	买入
002940.SZ	昂利康	14.49	2.59	0	0	5.6	0.0	0.0	未评级
600161.SH	天坛生物	22.65	0.71	0.88	1.11	31.9	25.7	20.4	买入
300294.SZ	博雅生物	32.34	1.10	1.22	1.37	29.1	26.1	23.3	未评级
000739.SZ	派林生物	17.00	1.06	1.26	1.47	22.0	18.5	16.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除了锦欣生殖、通策医疗、爱博医疗、华海药业、普洛药业、博瑞医药、奥锐特、天坛生物，其余公司的预测来自Wind一致预测数据，数据截至2024年11月7日收盘；汇率选1元=1.092港元

集采降价超预期：自2018年以来，国内对仿制药及器械耗材实行国家集中带量采购政策，如果降幅较大将影响相关公司的业绩；

医保谈判降价超预期：自2017年开始，国家对进入医保目录的药品实行谈判政策，如果降幅较大将影响药品的远期销售峰值；

医疗行业政策风险：目前国家对医疗领域进行深化改革，存在政策执行上的不确定；

地缘政治风险：近年来，海外市场对国内医药行业有限制的倾向，存在进一步加剧的风险；

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券