

做新周期的朋友

——2023年中期医药行业投资策略

行业评级：看好

2023年6月12日

分析师	孙建	毛雅婷	郭双喜	研究助理	司清蕊	刘明
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	maoyating@stocke.com.cn	guoshuangxi@stocke.com.cn	邮箱	siqingrui@stocke.com.cn	liuming@stocke.com.cn
证书编号	S1230520080006	S1230522090002	S1230521110002			

1、2023年中期医药投资策略：做新周期的朋友

- 核心观点：做新周期的朋友，经历产业、政策、疫情周期消化，进入新阶段的医药细分领域值得坚持投资；
- 推荐方向：中药、化药、商业，关注：医疗服务、器械耗材等；
- 逻辑支撑：①疫情周期：2023年诊疗正常化；②政策周期：从药品到医疗，从价格到结构调整政策；③产业周期：营销体系优化、产品结构调整，运营提升带来业绩弹性窗口期。

2、2023年下半年行业边际变化：

- 卫健委、医保局等中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促放量；
- 全国中成药、心血管/骨科/普外/神外高耗集采、2023年医保、新基药调整；
- 三医联动，医疗服务价格调整成重点，北京DRG和带量采购的联动，引领方向。

3、重点推荐

- 诊疗复苏、运营效率提升背景下，精选被忽略的新周期细分领域。
- 推荐：羚锐制药、康缘药业、康恩贝、济川药业、桂林三金、仙琚制药、科伦药业、伟思医疗、药明康德、泰格医药等。

风险提示

- 创新药械研发失败风险;
- 新品类的价格政策超预期;
- 贸易摩擦影响订单不确定性

- 1、以史为鉴：历史估值还有参考性吗？
- 2、产业复盘：“显微镜”下忽略的新周期
- 3、未来预期：哪些领域复苏超预期？

目录

CONTENTS

01

以史为鉴

历史估值是否还有参考？

02

产业周期

周期视角看医药赛道选择

03

领域举例

中成药|医药流通|化学制剂|医药CXO

04

投资建议及风险提示

01

以史为鉴

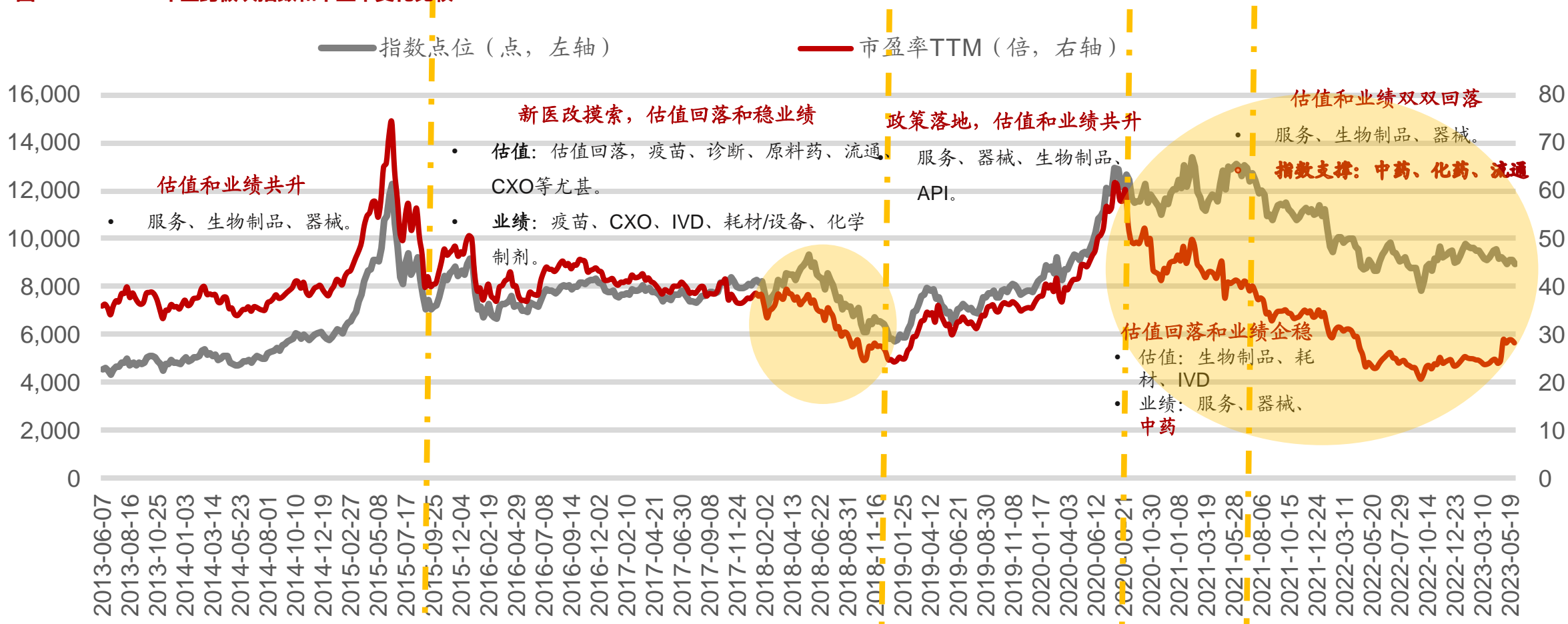
历史估值是否还值得参考？

产业周期/结构对估值影响

- 2023年初以来医药板块估值持续下降，历史估值还有参考意义吗？
- 医改下，产业周期、结构、基金体量变化下，如何把握产业周期？
- 结论：
 - 2021年以来的估值调整，类似2018H2行情波动的放大；
 - 估值体系变化：实际是医药细分领域周期变化的反映；
 - 中药、化药、流通等细分领域进入新的复苏周期。

• 2021-2023年：是2018H2行情的放大重演么？我们如何走出这个过渡期？

图：2013-2023年医药板块指数和市盈率变化比较



数据来源：wind，浙商证券研究所

备注：阶段分析，是浙商证券研究所结合估值、业绩表现进行总结分析。

- 历史估值不具备参考性，仅仅是产业周期和筹码的后滞反映，前瞻性把握产业周期是核心。

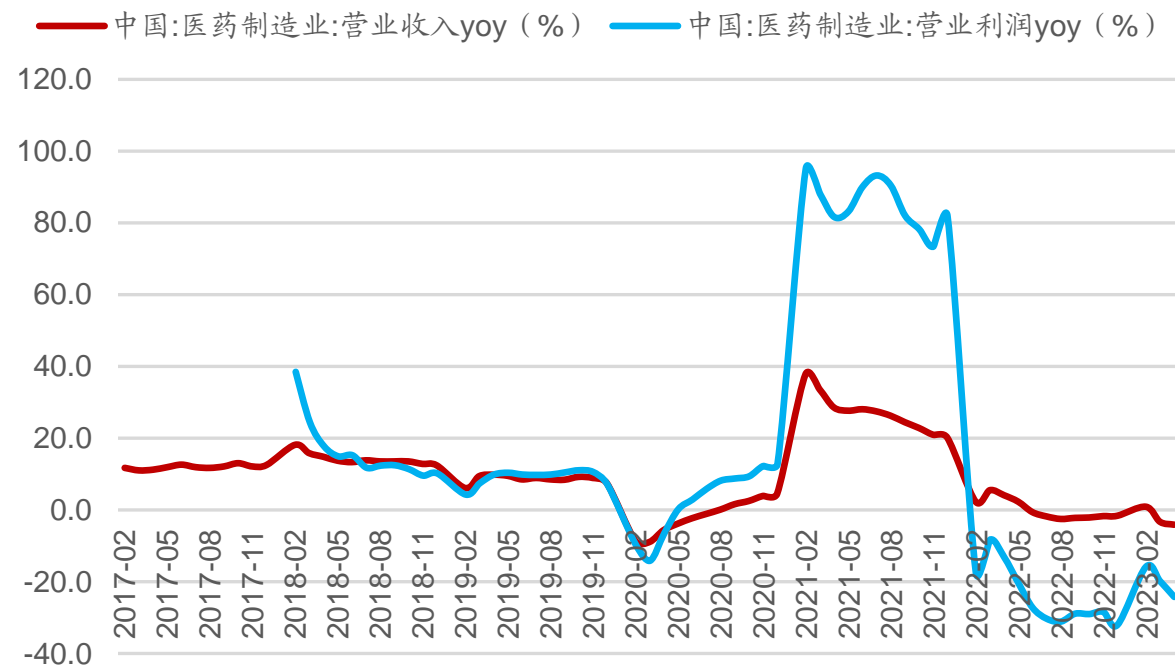
表：2018和2021-2023年医药产业基本面和行情比较

2018年		2021-2023年
基本面	政策	<p>“三医”部门改革确定、三定方案公布，“4+7”集采试点、辅助用药目录；</p> <p>医药：优先审评审批、MAH、加入ICH（2017）；</p> <p>医疗：取消加成；</p> <p>医保：职工、新农合统一，集中采购、医保支付标准；</p> <p>流通：两票制</p>
	疫情	年初流感增量贡献
	成长性	<p>控费（价格）影响下，各细分领域成长性预期降低，甚至持续性预期悲观。2018年二级市场医药板块净利润同比增速-14%，除了医疗器械、医疗服务外，多数子板块负增长</p>
行情	基金规模	2018H1：383亿元；2018年底：272亿元
	估值	<p>PE(ttm)：从34倍到21倍（2018年初到年底）</p> <p>2021H1：：1661亿元，2023Q1：1872亿元</p> <p>PE（ttm）：从45倍到28倍（2021年初至今）</p>

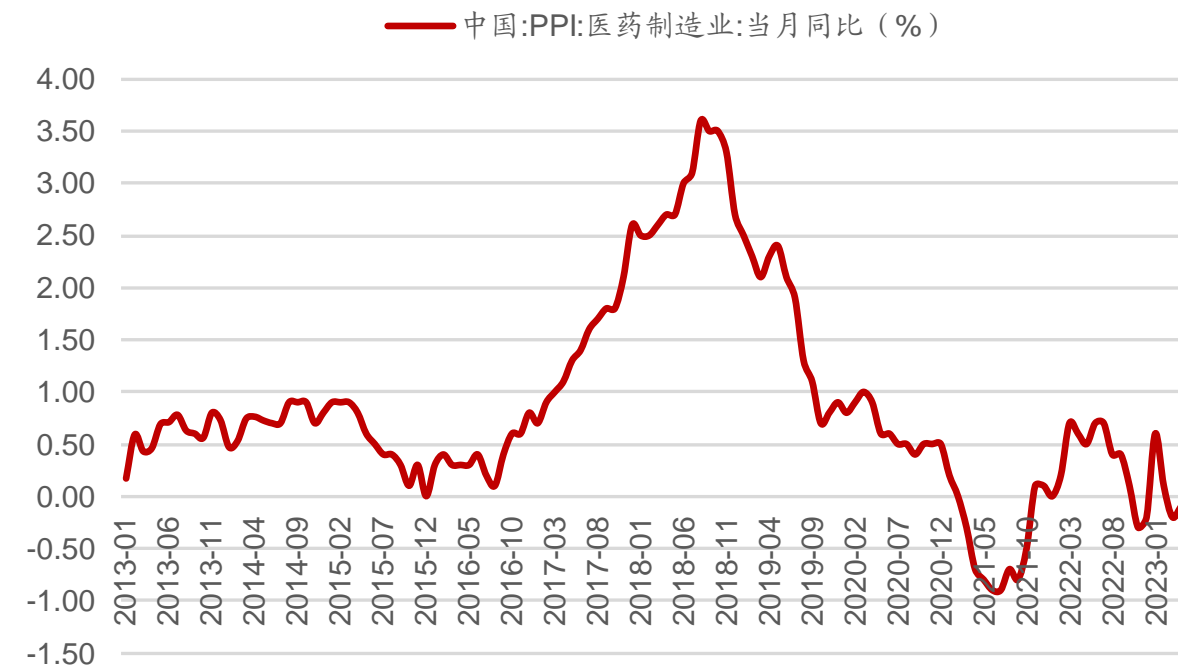
- 支付端政策（价、量）是2018年以来影响产业成长性的核心。

- 带量采购、DRGs/DIP试点、“腾笼换鸟”（三医联动），老龄化的需求（量）是长期支撑，但支付端影响更大。

图：2017-2023年医药制造业营业收入变化情况



图：2013-2023年医药制造业PPI当月同比变化情况



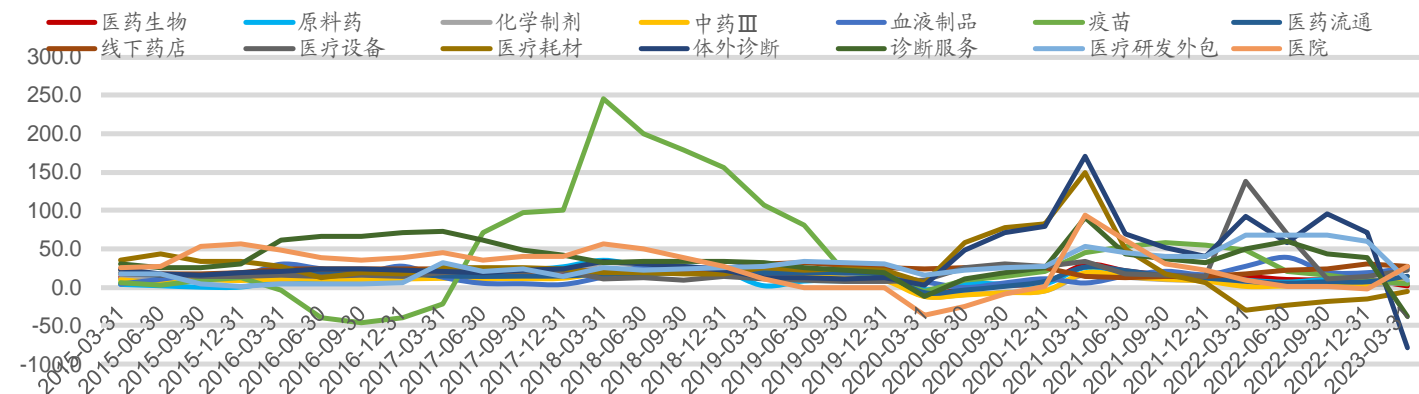
从政策看对医药产业总盘子影响：三医联动、结构升级

表：2019年以来医药监管部委重要文件及内容

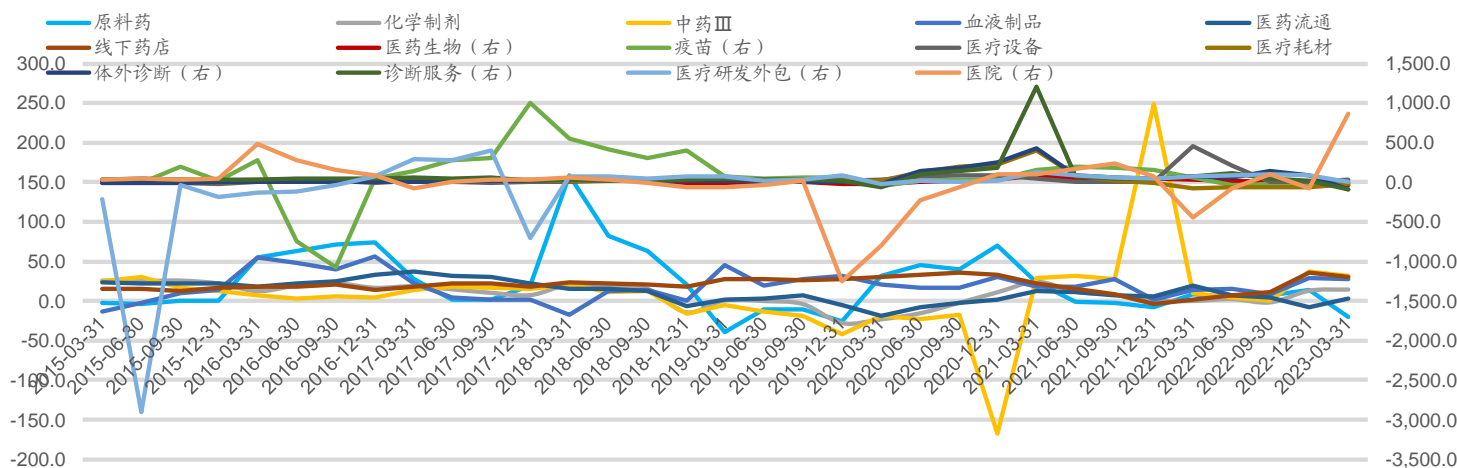
时间	部委	文件	内容
2023.5.29	卫健委医政司	全面提升医疗质量行动计划（2023-2025年）	全面提升医疗质量安全水平，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系
2023.5.26	国务院办公厅	关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见	保障医保基金安全运行、提高基金使用效率、规范医疗服务行为、减轻群众看病就医负担
2023.2.10	药监局	中药注册管理专门规定	落实《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》
2022.7.19	医保局	关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知	强化基本医疗服务公益属性，促进医疗服务创新发展，保障群众获得高质量、有效率、能负担的医疗卫生服务
2021.11.19	医保局	关于印发DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知	在三年试点取得初步成效基础上，加快推进DRG/DIP支付方式改革全覆盖
2021.9.10	医保局	关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知	适应国家医保药品谈判常态化，提升谈判药品的供应保障水平
2021.1.28	国务院办公厅	关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见	推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展
2020.9.30	国家药监局	关于发布医药代表备案管理办法（试行）的公告	规范医药代表学术推广行为，促进医药产业健康有序发展
2020.3.5	国家医保局	关于深化医疗保障制度改革的意见	着力解决医疗保障发展不平衡不充分的问题
2019.10.26	中共中央 国务院	关于促进中医药传承创新发展的意见	坚持中西医并重、打造中医药和西医药相互补充协调发展的中国特色卫生健康发展模式，发挥中医药原创优势、推动我国生命科学实现创新突破

- 成长性：**2021Q1以来连续**9**个季度收入同比增速放缓。放缓驱动包括：化学制剂、中药、疫苗、医疗耗材、诊断、**CXO**、医院等。
2022Q3开始呈加速：化学制剂、中药、流通、药店、医疗设备、医院等。
- 盈利能力：**集采等政策影响下，2023Q1毛利率处于2018年以来低位（仅高于2020Q1），拖累板块包括原料药、化学制剂、血液制品、流通、药店、诊断等；但同时，我们也发现原料药、化药、中药、医疗设备、CXO、医院从2022Q2开始回升趋势明显。
- 总结：**板块内分化明显，产业同频于政策、疫情周期，院端、创新恢复有望构成未来几个季度主线。

图：2015-2023年医药板块各细分领域营业收入同比增速（%）

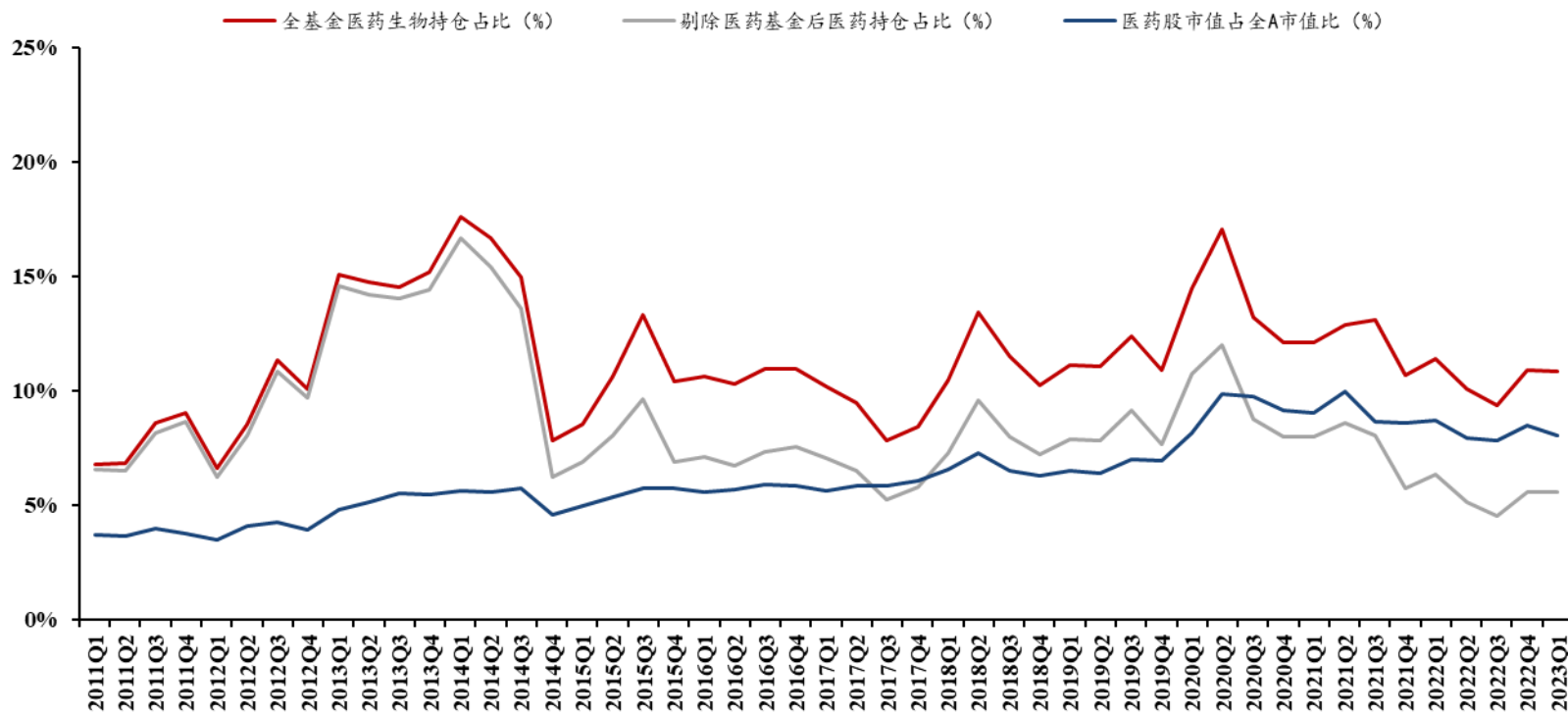


图：2015-2023年医药板块各细分领域扣非净利润同比增速（%）



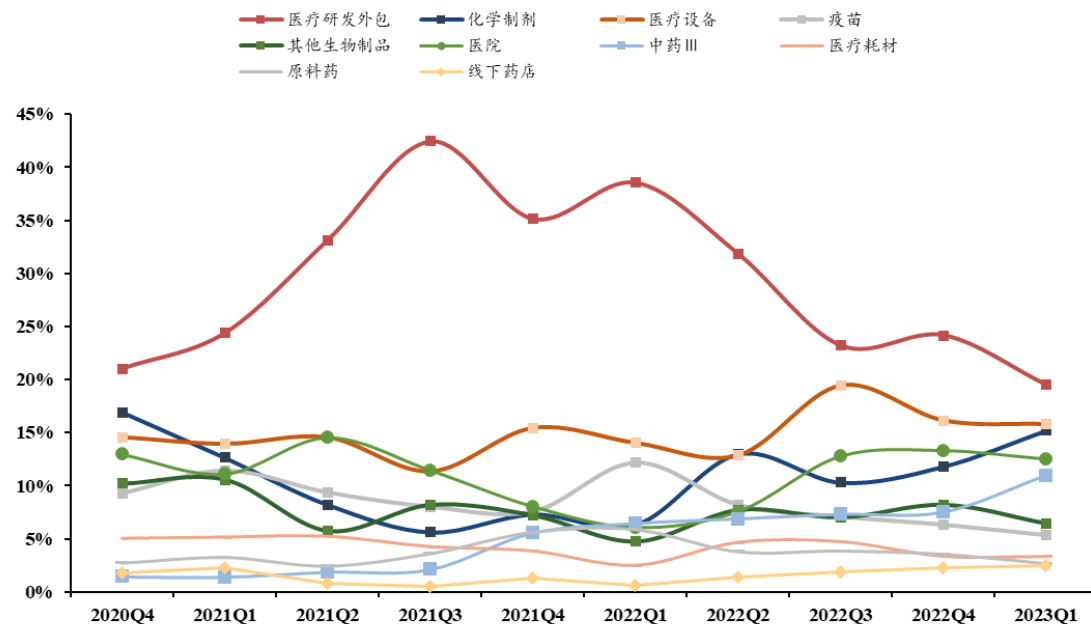
- **持仓：** 2023Q1医药持仓占比为2021Q4以来较高位。2023Q1全基金医药持仓占比为10.88%，环比下降0.06pct，剔除医药主题基金后医药持仓占比为5.56%，环比下降0.02pct；
- **配置比例：** 2023Q1全基金超配医药2.81%，超配比例环比上升0.37pcts；剔除医药基金后全基金大幅低配医药2.51%，但低配比例环比下降0.41pcts，两者均为2021Q4以来较高位。

图：2011Q1-2023全基金医药持仓变化（已汇总全基金2023年一季报披露数据）

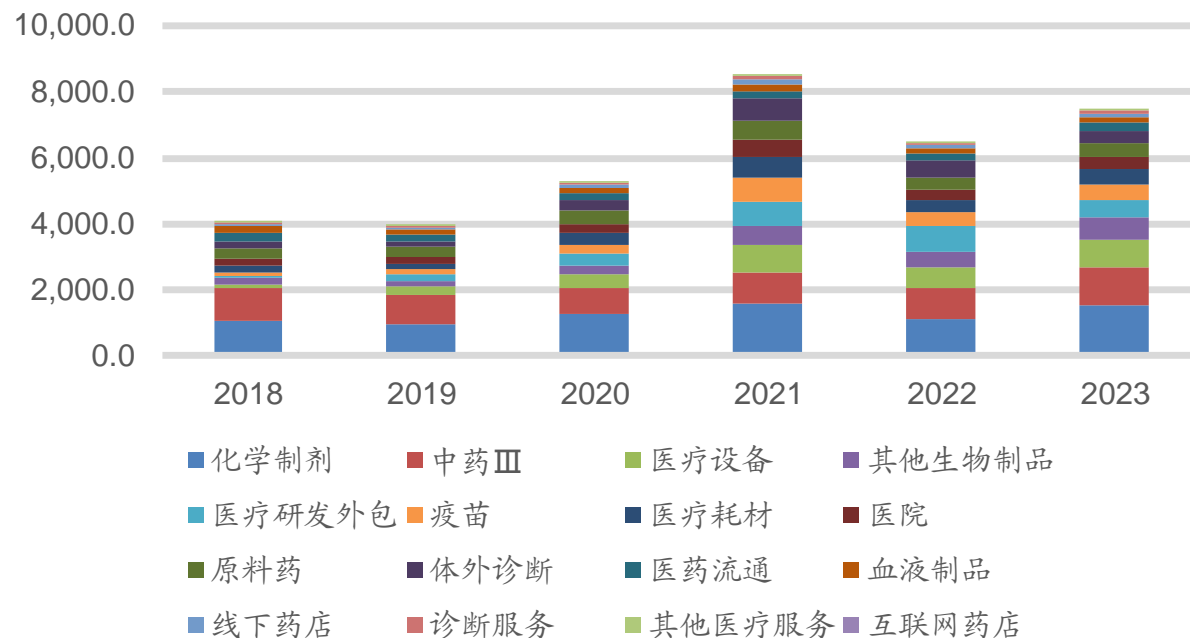


- 细分板块：CXO持仓占比下降，中药持仓占比快速上升。**2023Q1持仓占比前五大细分板块为分别CXO（19%）、医疗设备（16%）、化学制剂（15%）、医院（13%）、中药（11%）。复盘历史数据，持仓结构中前四大细分板块基本稳定，CXO持仓占比在2021Q3达到峰值42%，2021Q4回落后又在2022Q1回升至39%，随后季度持续下降，当前已回落至2020Q4水平；值得注意的是中药板块持仓占比上升趋势明显，从2020Q4的1%上升至2023Q1的11%，但仍然低于市值占比（16%），属于相对低配状态。

图：2020Q4-2023Q1医药持仓前十大细分板块（已汇总全基金2023年一季报披露数据，申万三级分类）



图：2018-2023年医药板块各细分领域市值变化（十亿元）



02

产业周期

周期视角把握

财务数据支撑

细分领域分化

- 医药细分领域成长性和政策、疫情同频，疫后如何把握“复苏”周期？
- 回归医药制造业本质，从资本支出强度、运营质量发现被忽略的趋势变化；
- 成长加速及波动的医药细分领域，哪些影响因素指引了趋势展望？

- 血液制品、疫苗、CXO等领域资本开支强度明显增加：考虑产业资本开支验证周期，分化成为下阶段的主旋律。
- 中药、化学制剂、医药流通、医院等领域资本支出强度明显下降：以上领域同步呈现的运营效率提升，业绩弹性提升成为下个阶段的主旋律。

表：2014-2022年医药板块各细分领域资本开支情况（资本支出/折旧摊销）

日期	医药生物	原料药	化学制剂	中药Ⅲ	血液制品	疫苗	其他生物制品	医药流通	线下药店	医疗设备	医疗耗材	体外诊断	诊断服务	医疗研发外包	医院
2014-12-31	2.6	2.7	2.6	2.6	2.2	3.5	1.6	2.9	3.3	5.5	1.6	1.9	4.6	0.7	2.0
2015-12-31	2.4	2.5	2.1	2.4	1.8	4.3	2.4	2.7	4.0	4.1	1.7	2.5	3.5	0.9	4.2
2016-12-31	2.3	2.0	2.1	2.6	1.8	3.6	2.2	2.8	3.8	3.1	1.7	3.2	3.7	1.2	2.4
2017-12-31	2.4	1.8	2.3	2.5	1.4	3.3	2.2	2.6	5.1	3.1	3.0	2.5	2.5	2.3	3.9
2018-12-31	2.5	2.8	2.0	2.6	1.5	4.1	4.5	2.3	5.3	2.8	3.7	2.5	1.7	3.8	2.8
2019-12-31	2.3	2.5	1.9	2.1	1.9	3.4	3.1	2.3	3.9	2.4	3.2	2.4	1.3	3.3	3.7
2020-12-31	2.3	2.1	2.0	1.9	2.9	4.3	3.0	1.9	4.3	2.5	4.7	2.6	1.5	3.6	2.0
2021-12-31	2.8	2.1	2.1	1.8	3.7	5.9	4.1	2.1	5.3	2.9	5.7	3.9	1.9	5.3	2.4
2022-12-31	2.5	2.3	1.9	1.4	3.9	4.0	4.5	1.7	4.0	3.3	2.8	3.8	2.2	6.0	1.9

- 营运效率反映了产业应对政策改革聚变下的真实变化；
- 运营效率提升的细分领域：医院、药店、中药、化学制剂、耗材/设备、流通等。
- 归因分析：折旧（医院）、药店（扩张并表应付增加）、中药（应收改善）、化药/耗材（集采回款）、设备（国产认可提升，订单预收款）、流通（规模效应下预收款提升）。

表：2014-2022年医药板块各细分领域营运效率变化（经营性现金流/经营性净收益）

经营性现金流/经营性净收益 (%)	医药生物	医院	线下药店	中药Ⅲ	化学制剂	医疗耗材	医疗设备	医药流通	医疗研发外包	体外诊断	原料药	血液制品	疫苗	诊断服务	其他生物制品
2014	76.2	98.5	50.6	65.9	108.7	79.1	1.9	4.0		85.2	134.7	103.6		79.9	67.5
2015	83.3	118.0	68.0	64.1	100.7	98.8	-9.5	45.7		68.8	163.4	105.6		-33.0	89.9
2016	84.2	16.3	60.5	86.0	120.0	111.5	74.5	20.8		47.0	98.9	62.6		1.3	77.6
2017	66.4	106.9	96.6	61.3	107.3	97.0	109.2	-4.7		46.8	85.8	22.6	72.0	23.8	72.1
2018	104.3	245.4	120.5	103.0	142.6	100.8	115.8	30.4	155.8	85.7	137.4	81.0	31.4	101.5	83.5
2019	147.7		156.7	169.1	182.6	122.6	120.6	106.1	117.1	112.9	134.7	77.5	79.1	88.1	97.8
2020	167.0	451.9	138.0		204.3	113.4	150.9	118.3	172.6	113.3	113.5	92.9	103.9	97.9	103.0
2021	130.9	432.9	198.8	203.4	214.9	114.9	121.5	87.6	109.8	95.2	115.6	115.2	76.3	76.1	
2022	134.4	525.7	218.2	207.0	196.7	138.9	121.8	113.6	108.8	99.0	95.9	90.0	55.9	51.7	

- 中药、疫苗、医疗设备、医疗耗材、体外诊断、医院、CXO等细分板块负债率处于历史低位，显示经历了经营周期的出清，处于运营效率持续提升窗口。

表：2018-2023年医药板块各细分领域资产负债率（%）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
医药生物	43	44	44	45	44	45	44	45	45	44	43	43	42	42	42	40	40	40	40	40	40
原料药	39	39	37	41	40	42	39	40	40	41	36	36	36	37	36	37	37	39	35	37	36
化学制剂	41	41	41	42	41	42	41	41	42	41	41	40	40	40	40	40	40	40	40	40	41
中药Ⅲ	35	39	38	40	38	38	39	40	40	41	40	42	41	41	41	36	35	36	35	36	26
血液制品	16	17	13	13	13	12	13	12	10	11	11	11	10	9	11	10	10	11	9	8	12
疫苗	36	38	36	35	36	38	39	39	41	36	33	31	33	34	34	31	29	31	29	29	29
其他生物制品	33	33	30	35	33	19	18	19	19	21	21	21	21	20	19	22	21	22	19	21	18
医药流通	63	64	64	65	65	65	65	65	66	65	66	66	66	66	66	65	64	64	65	65	66
线下药店	47	48	50	51	51	51	51	51	51	51	50	52	58	58	59	61	59	60	62	63	61
医疗设备	39	41	40	37	35	35	35	34	35	36	33	35	32	33	35	35	30	31	31	32	28
医疗耗材	32	35	36	37	39	38	36	32	31	35	31	29	26	27	26	27	26	27	24	21	19
体外诊断	27	28	27	28	27	29	28	29	31	32	28	28	25	24	23	24	23	22	19	21	19
诊断服务	58	60	58	56	56	55	54	55	54	56	54	52	52	52	50	51	51	52	39	41	44
医疗研发外包	25	32	32	23	26	30	35	34	34	33	23	25	23	27	26	26	26	28	28	26	23
医院	50	53	49	49	50	50	49	53	55	55	53	50	53	54	51	52	50	51	49	52	34
其他医疗服务	67	67	68	69	72	74	75	57	52	49	69	76	75	42	41	46	43	43	42	43	35

• 成长加速的领域:

- ✓ 化学制剂：后集采拐点，重创新增量；
- ✓ 中药：国改、营改、疫用，加速到来；
- ✓ 医疗设备：后疫、国产化，新品上量；
- ✓ 医院：诊疗趋正常化，服务量价齐升；
- ✓ 药店：疫后门店稳健扩张，效率提升；
- ✓ 医药流通：集采后周期，重回稳增长。

• 成长波动的领域:

- ✓ CXO：资本开支加速，行业分化向上；
- ✓ 疫苗：新冠苗影响褪去，关注新品/流感；
- ✓ 血液制品：资源品属性，后疫情放量；
- ✓ 其他生物制品：2023年创新产品弹性；
- ✓ 医疗耗材：疫后/集采，创新弹性体现；
- ✓ 原料药：周期波动，制剂/新业务弹性；
- ✓ IVD及服务：防疫量价齐跌，关注刚性需求。

03

领域举例

中药

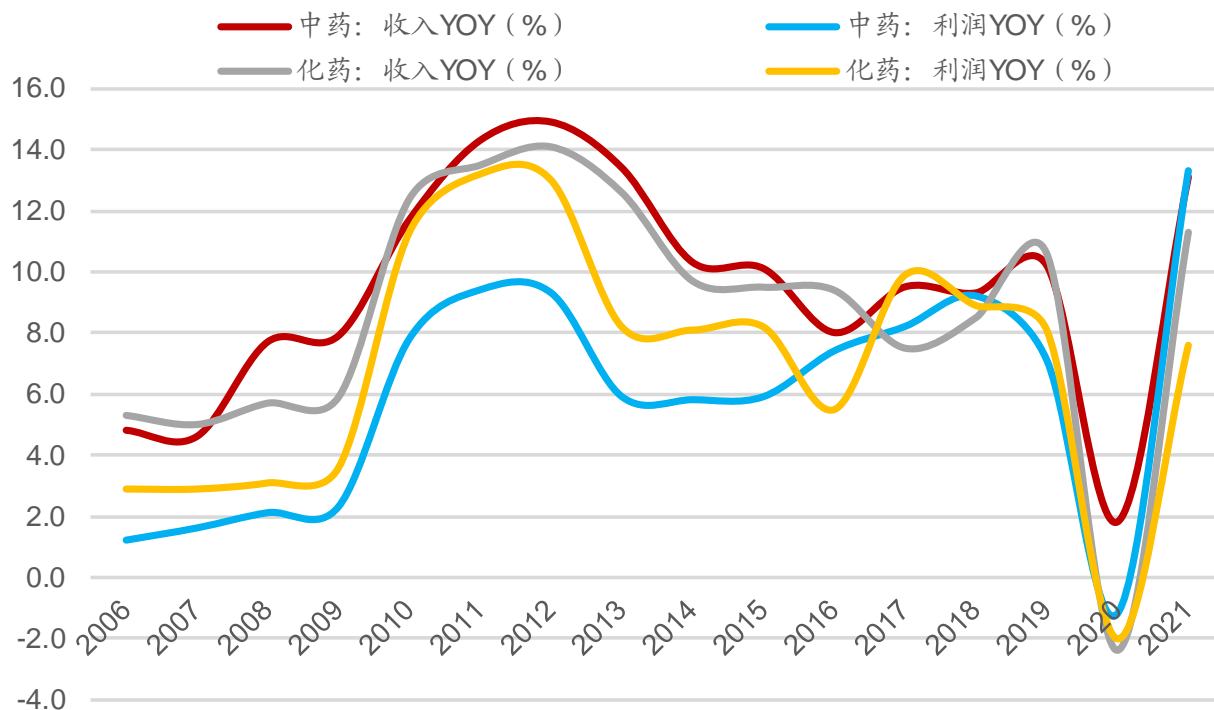
医药流通

化学制剂

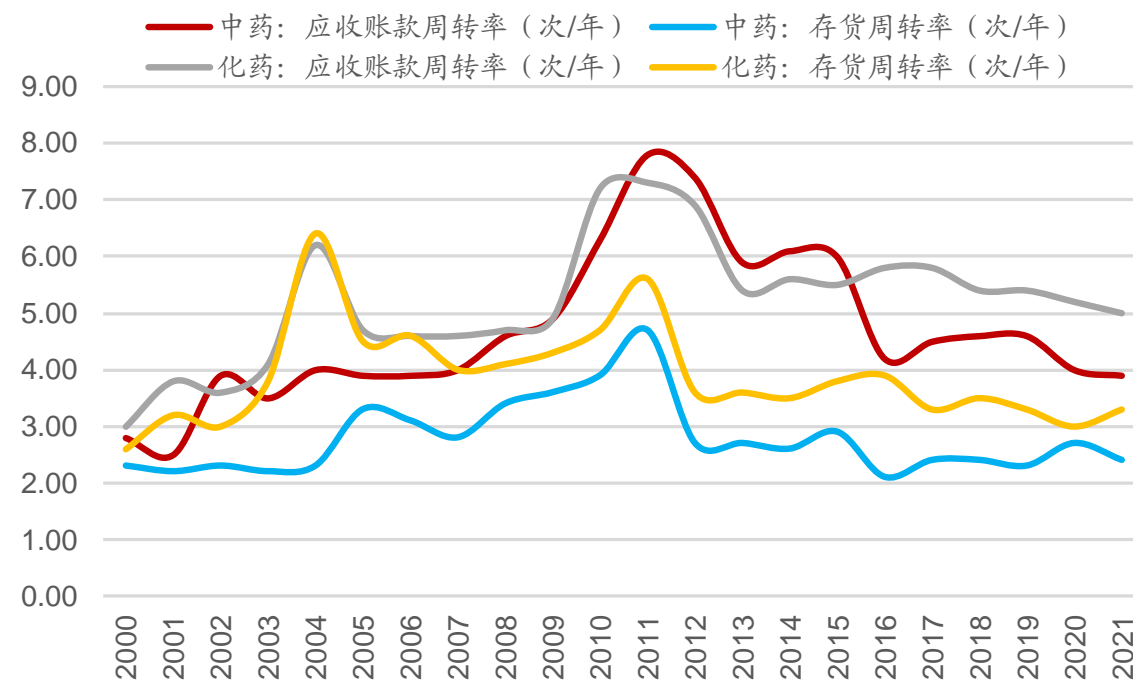
医药CXO

- 2015年以后，趋严政策导致药品行业进入低增速、行业出清阶段；
- 中药行业更是呈现连续10年以上运营效率下降（应收账款周转率持续下降，达到15年新低）。

图：2006-2021年中药/化药收入、利润增长情况



图：2006-2021年中药/化药收入、利润增长情况



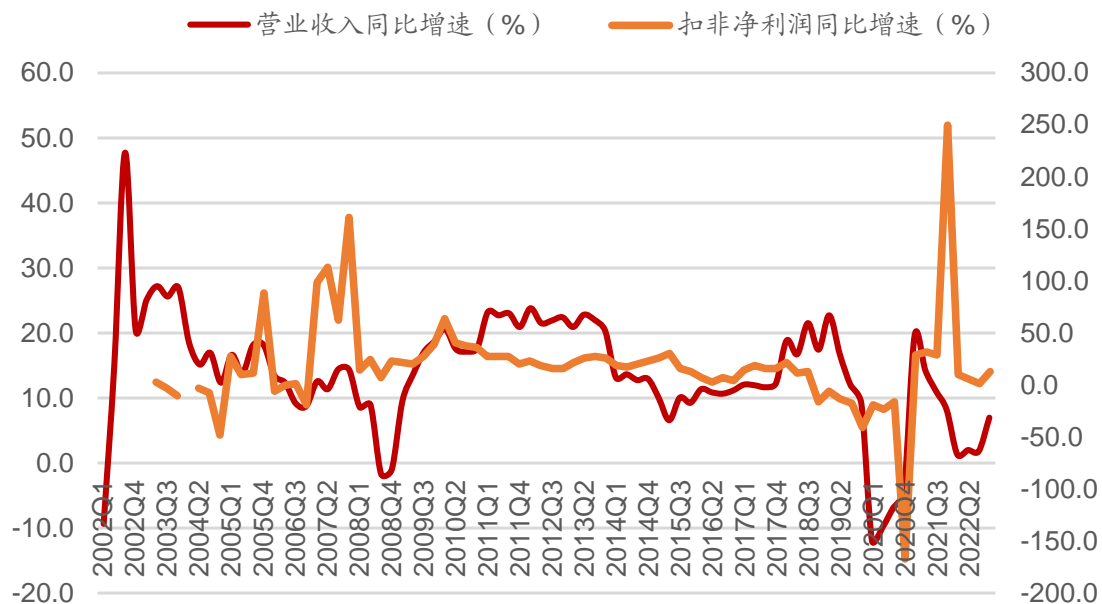
数据来源：国资委，wind，浙商证券研究所

备注：根据国资委的数据，此处的“中药”指中药材及中成药加工业，“化药”指的是化学药品原药、制剂制造业；且以上数据均是采用了“全行业平均值”以更好体现行业整体变化情况。

Wind数据显示，2017年以后中药板块的资本结构中流动资产占比始终保持在60-66%，因此我们采用流动资产的核心科目分析可以代表企业实际运营效率。

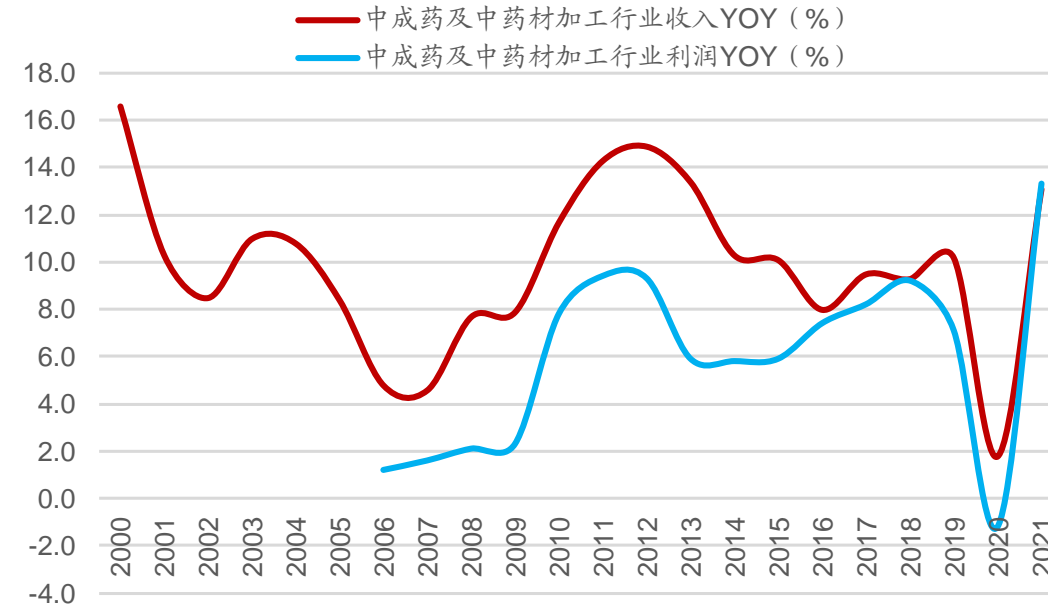
- **2000-2005年**，中药注射剂主导的快速增长（肿瘤、心脑血管、抗细菌和病毒感染）；
- **2006-2013年**：注射剂仍主导，品牌/创新中药崛起。反腐（2006、2013年）、招标降价、整顿、集中度提升（2006年鱼腥草、2008年茵栀黄、刺五加、2009年：双黄连、清开灵）、**新医改**（2009年，降价控费力度加大，限抗下，中药表现依然靓丽）、**新基药目录**（2009、2012版地方增补增量，独家品种受益）；
- **2014-2021年**：控费力度再加强，临床路径推广，获批放慢，注射剂放缓。药品重点监控目录、招标二次议价（2015-16）、药占比考核（2017年降到30%）；
- **2021年至今**：鼓励性政策持续出台。

图：2002-2022年中药板块营收和净利润增长情况



数据来源：国资委，wind，浙商证券研究所

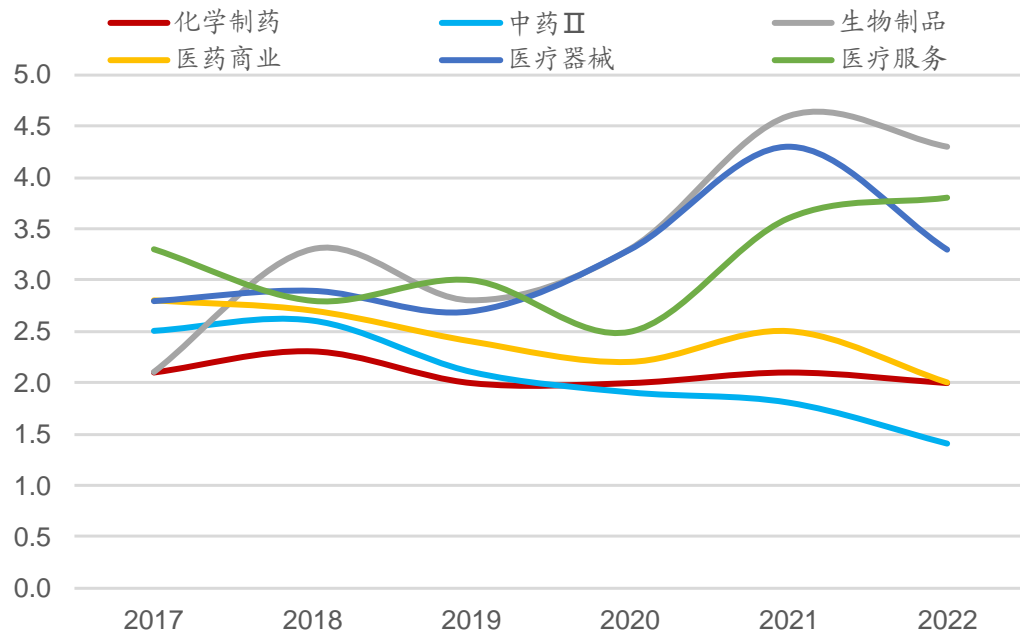
图：2000-2021年中成药及中药材加工行业营收和净利润增长情况



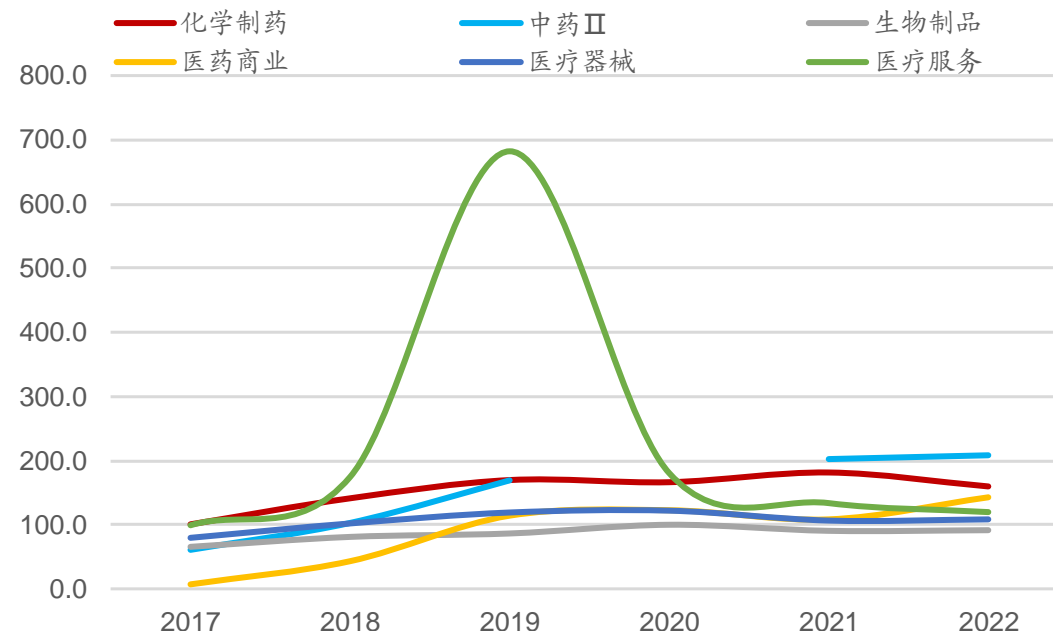
• 中药的业绩弹性有望持续

- ✓ 资本支出强度下降且**最低**医药细分板块；
- ✓ 经营质量**最高**的医药细分板块。

图：2017-2022年医药各细分领域资本支出/折旧摊销情况（%）



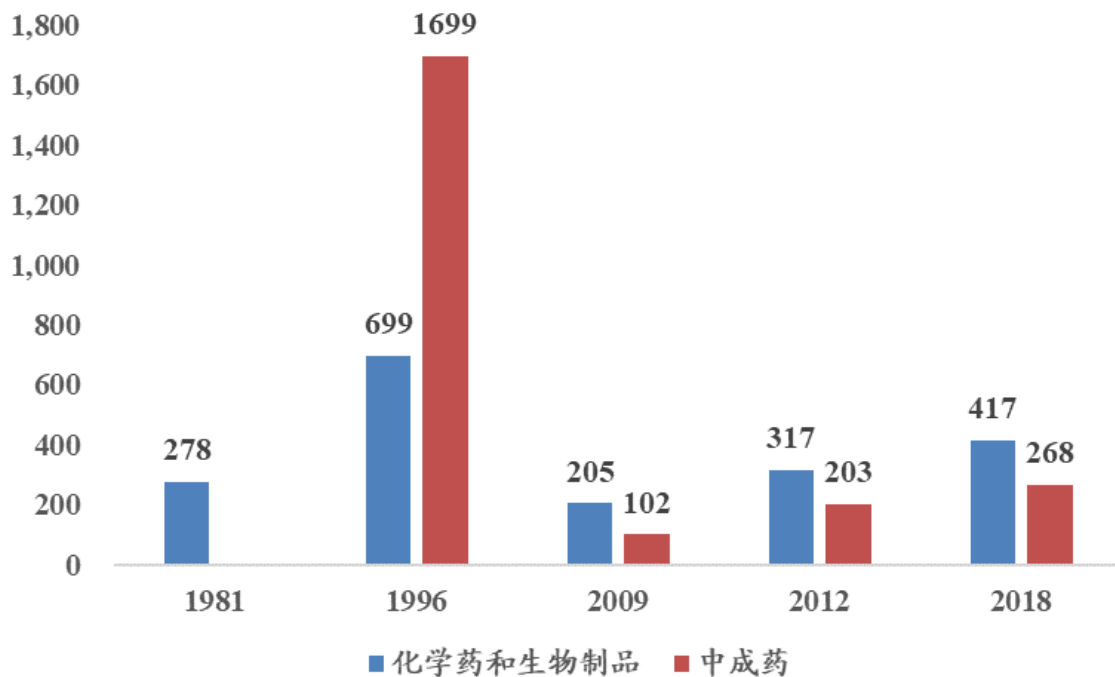
图：2017-2022年医药各细分领域经营性现金流/经营净收益（%）



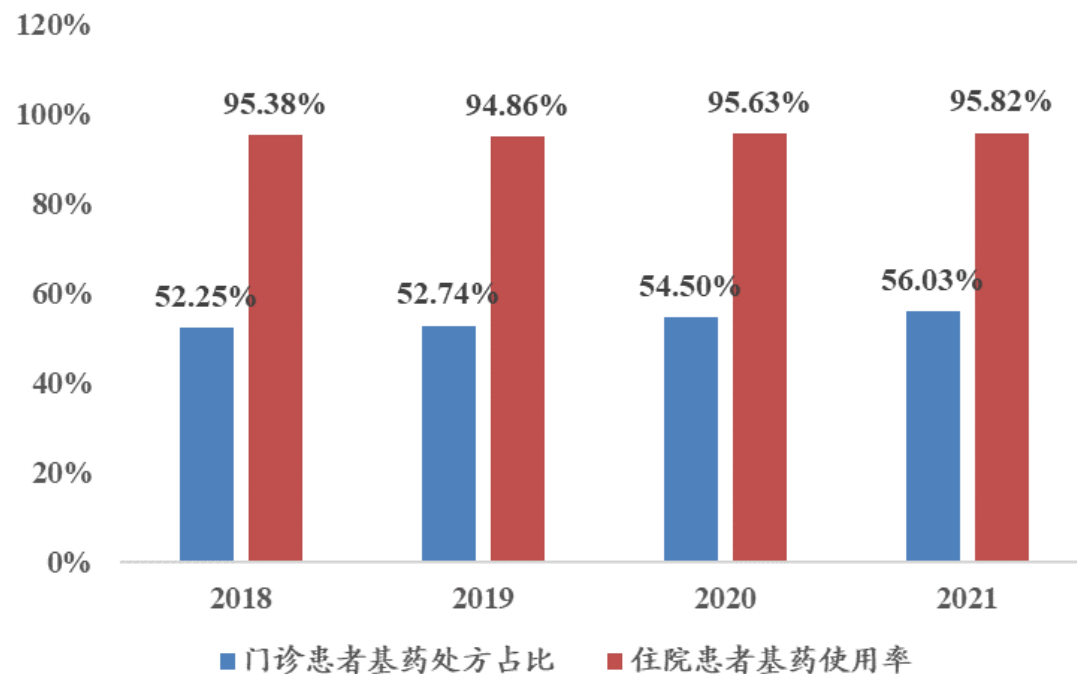


- 5年没有调整的基药目录，给中药行业带来新的量增机遇

图：1981-2018年国家基本药物目录变化

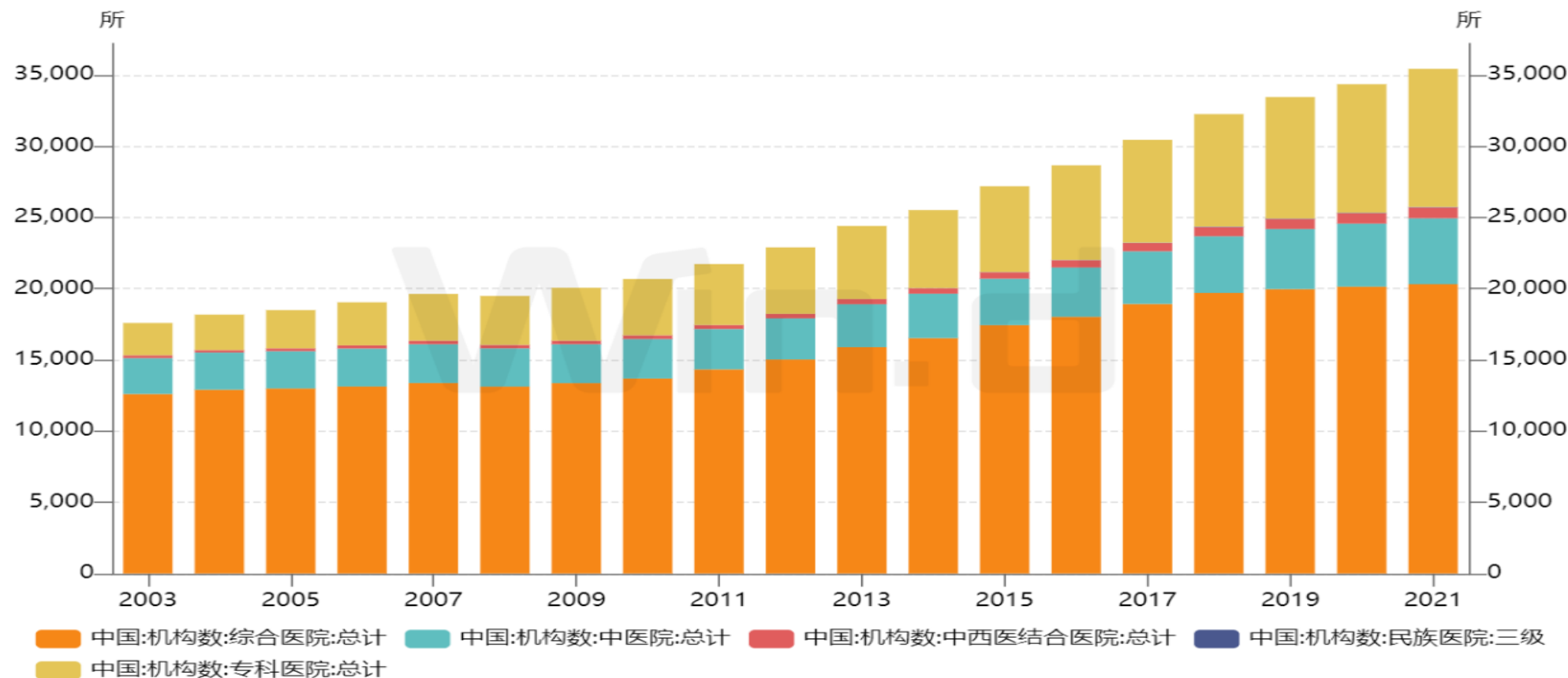


图：三级医院基药使用情况



- 中医院占比：14.3%（2003年）→12.0%（2015年）→13.1%（2021年）

图：2003-2021年医疗机构中医院数量变化情况

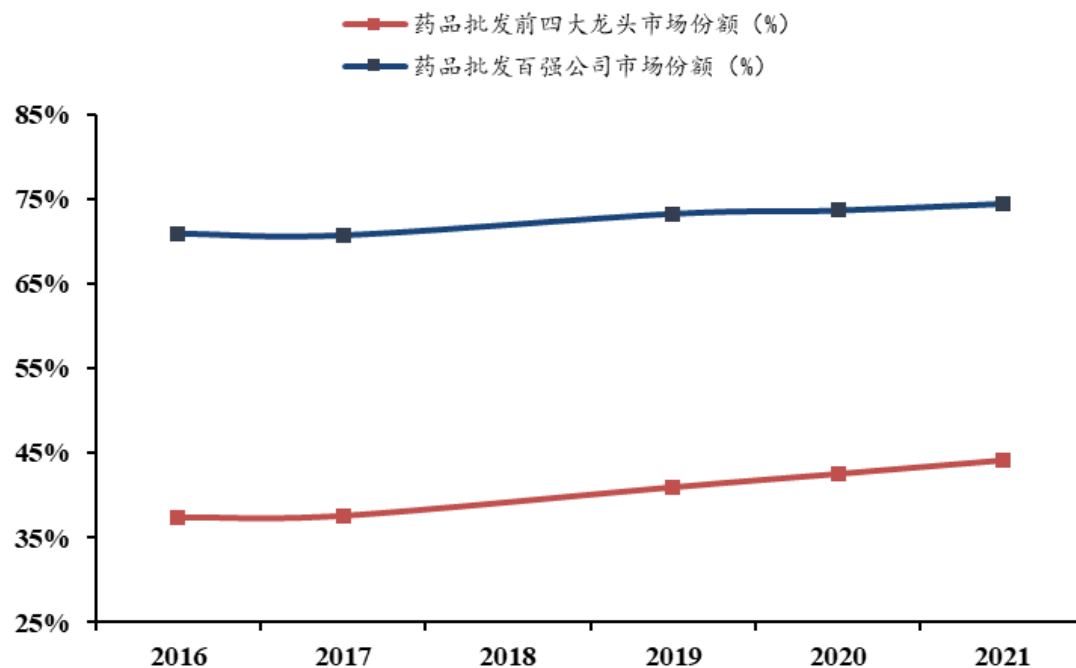


表：2019-2023年中医药发展鼓励性文件

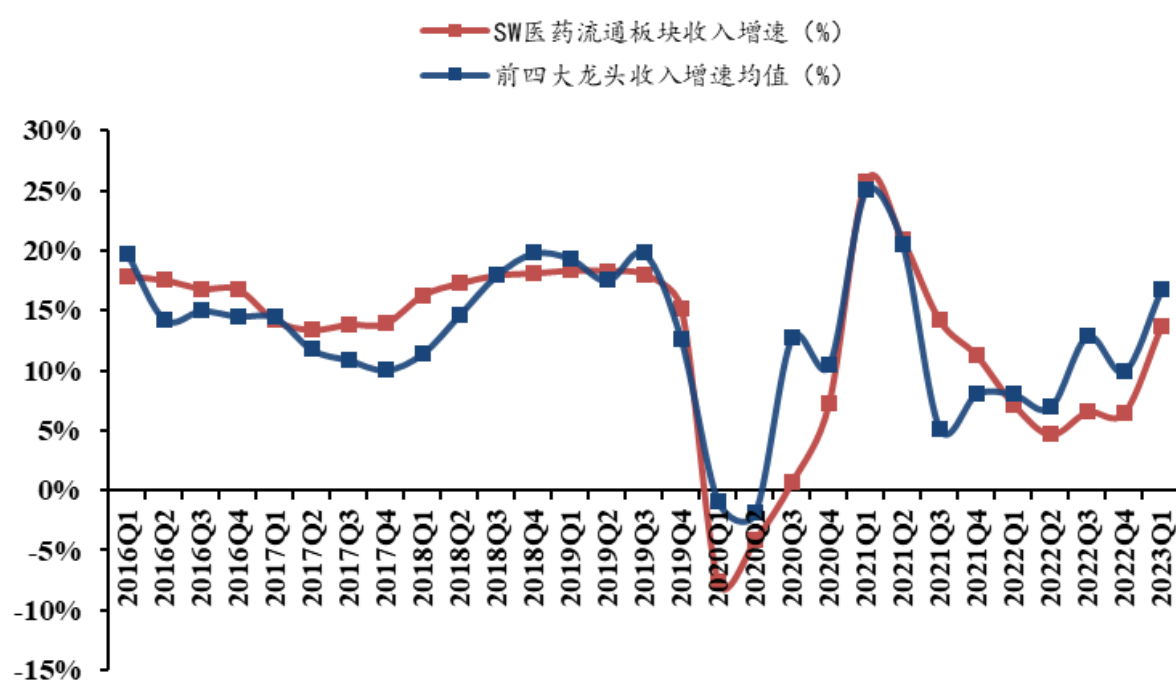
时间	发布机构	文件
2023.5.19	全国中成药联采办公室	全国中成药采购联盟集中采购文件
2023.2.10	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发中医药振兴发展重大工程实施方案的通知（国办发[2023]3号）
2023.2.10	国家药监局	《中药注册管理专门规定》（2023年第20号）
2023.1.4	国家药监局	关于印发进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施的通知
2022.6.28	国家药监局	关于成立中药管理战略决策专家咨询委员会的通知
2021.2.10	国家药监局、卫健委、中医药局、医保局	关于结束中药配方颗粒试点工作的公告（2021年第21号）
2020.12.25	国家药监局	关于促进中药传承创新发展的实施意见
2019.10.26	中共中央 国务院办公厅	关于促进中医药传承创新发展的意见

- 医药流通头部公司市占率提升趋势更明显。2021年药品批发百强公司市场份额达到74.5%（YOY+0.8pct，2017年以来+3.8pct）；其中4家全国药品批发龙头公司市场份额达到44.2%（YOY+1.6pct，2017年以来+6.6pct）。
- 疫情或催化板块集中度提升加速。2020年疫情爆发后，头部流通公司收入增速明显优于板块；2022年开始，龙头增速与板块均值的差距明显拉大。2023年Q1前四大龙头收入同比增速均值为16.73%，超过SW医药流通板块增速3.06pct。（注：前四大医药流通公司分别为：国药控股、上海医药、华润医药、九州通；其中华润医药未披露单季度拆分数据，因此Q1、Q3前四大均值为其余三家均值代替）

图：2014-2021年医药流通板块行业集中度变化

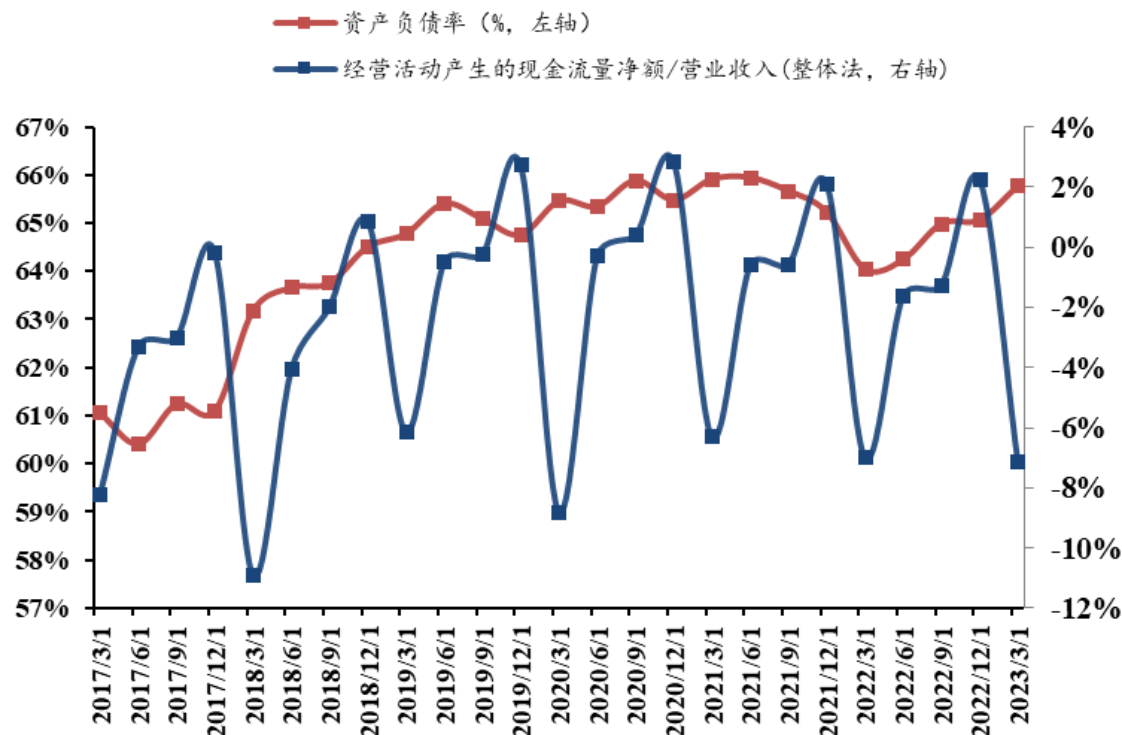


图：2016Q1-2023Q1申万医药流通板块与前四大流通龙头收入增速比较

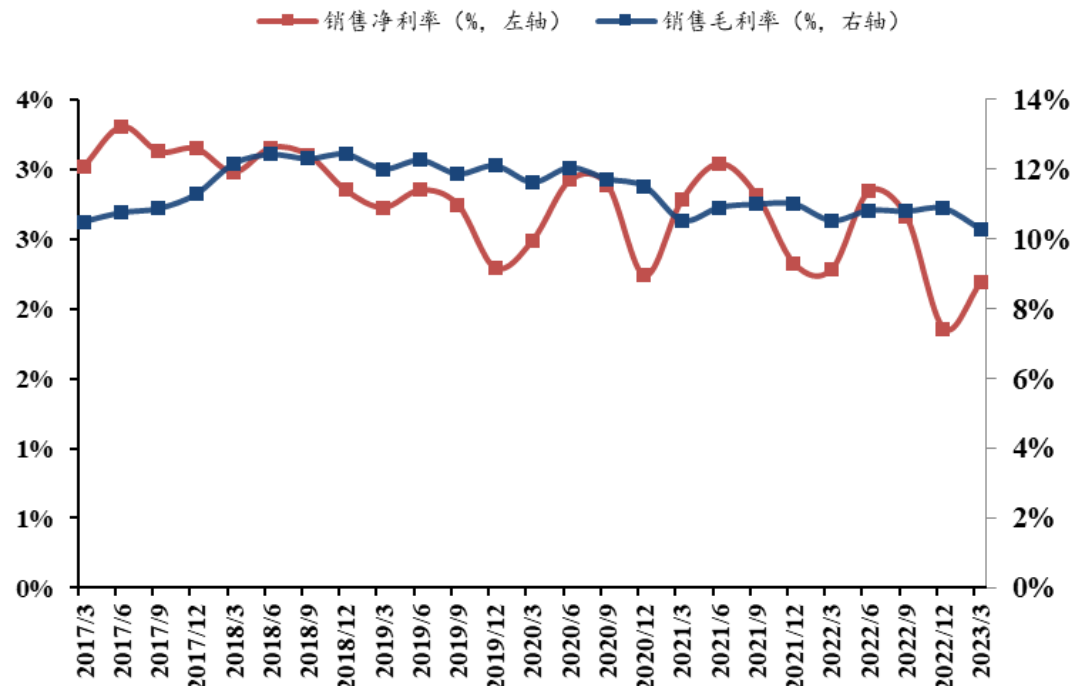


- 运营效率和盈利能力进入改善窗口：伴随疫后复苏叠加集采后周期和国改影响，2023年流通板块呈现出运营效率加速提升，控费增效下盈利能力大幅改善；同时资产负债率稳步提升，我们判断2023年流通行业在工商贸等多领域的外延拓展和存量资源整合或持续加速。

图：2017Q1-2023Q1 SW医药流通板块资产负债率与经营性现金流变化

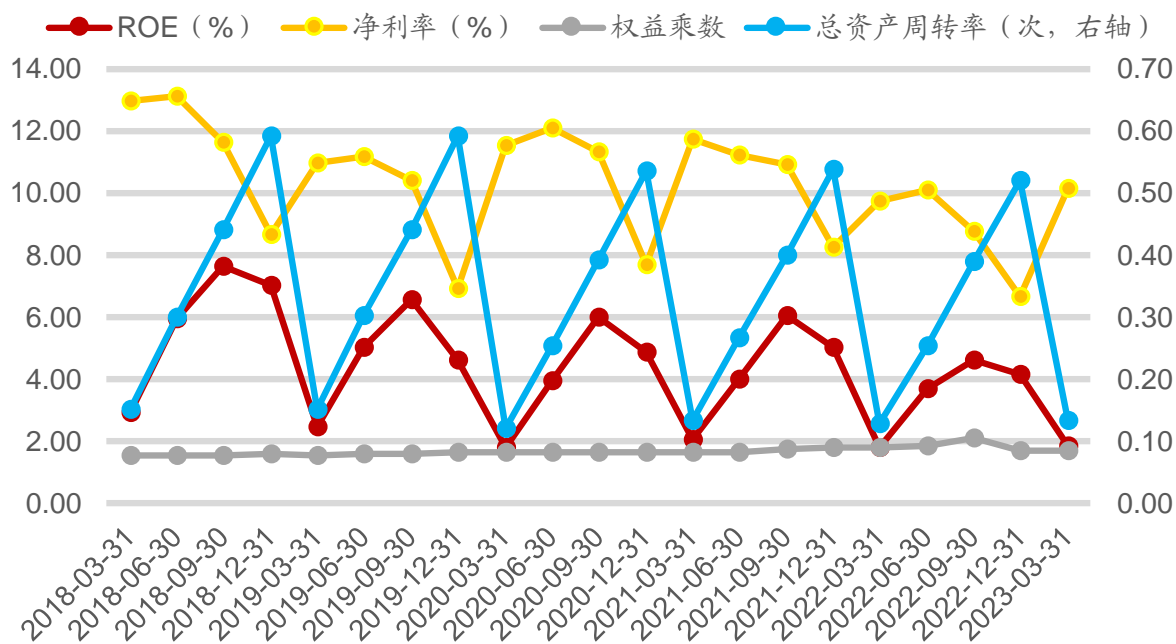


图：2017Q1-2023Q1 SW医药流通板块单季度净利率与归母净利润环比增速变化

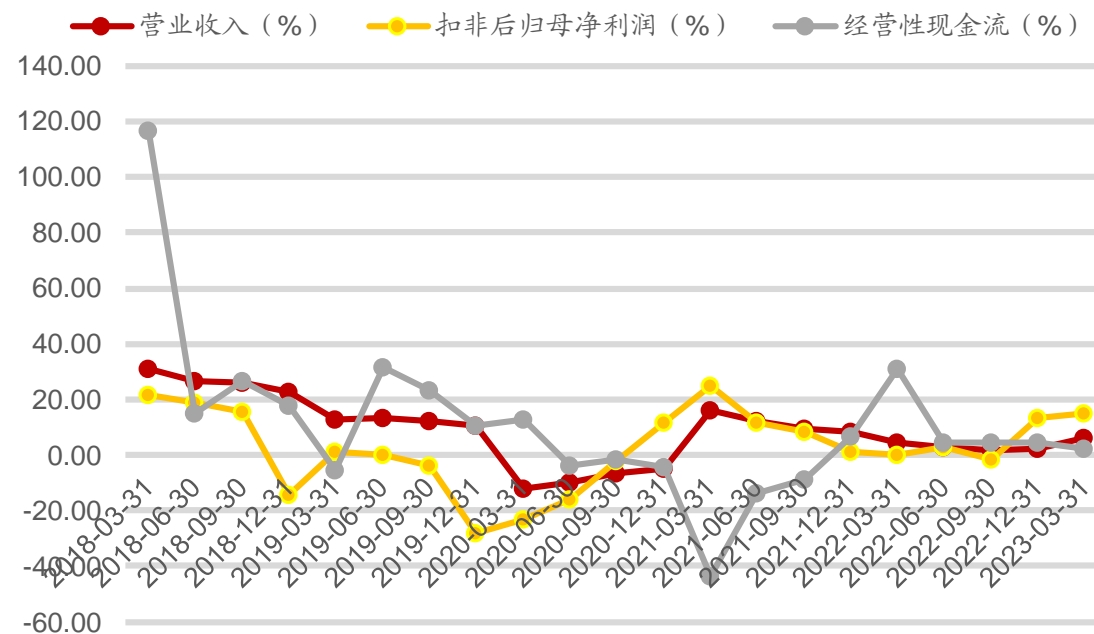


- 行业：2023Q1提速，疫情需求、后集采以量补价、院端回升、创新药增量贡献，例如科伦药业（非输液集采，ADC合作）、国药现代（6-APA价格恢复，集采增量）、艾力斯（伏美替尼放量）、福安药业（集采量增费减）、金石亚药（快克）、上海谊众（紫杉醇胶束放量）、人福医药（ICU、诊疗恢复）、泽璟制药（多纳非尼）等。
- 观点：后集采时代，推荐创新药增量突出、产品有提价空间公司。推荐科伦药业、复星医药、华东医药、健友股份、苑东生物、华特达因、普利制药，关注恒瑞医药、恩华药业、福元医药、信立泰、京新药业等。

图：2018-2023年化学制剂板块ROE变化情况

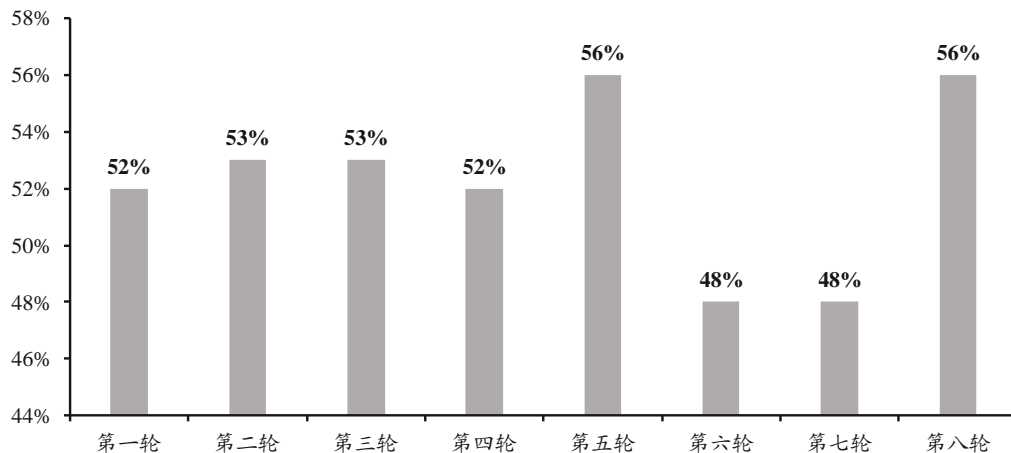


图：2018-2023年化学制剂板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

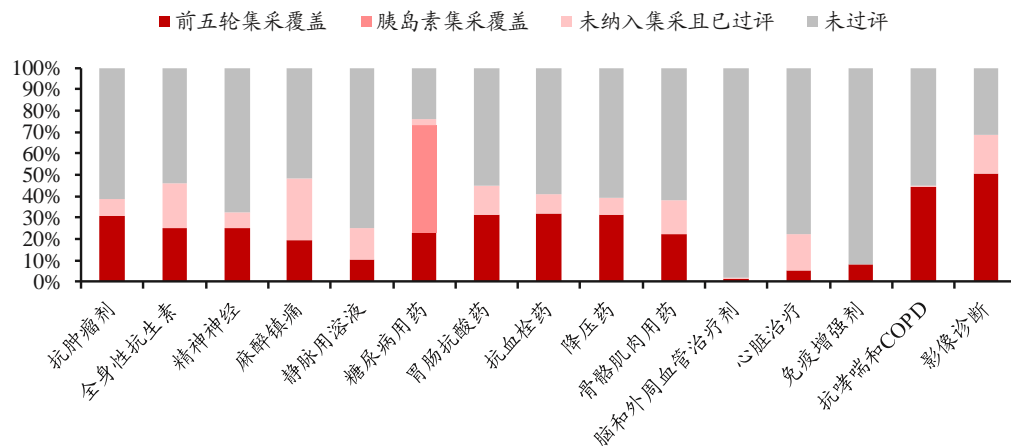


- 根据中国医学科学院药物研究所等数据统计，2021年仿制药市场规模9069亿元、渗透率约52.8%；七批国家集采涉及金额2800亿元，占公立医疗机构全部化学和生物药品采购额的35%，每年节约药品费用1201亿元。

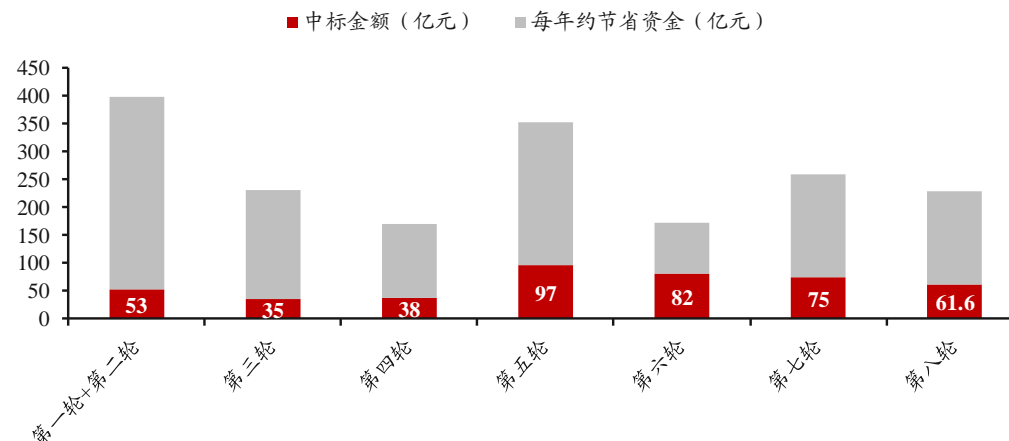
八批带量采购平均中标价



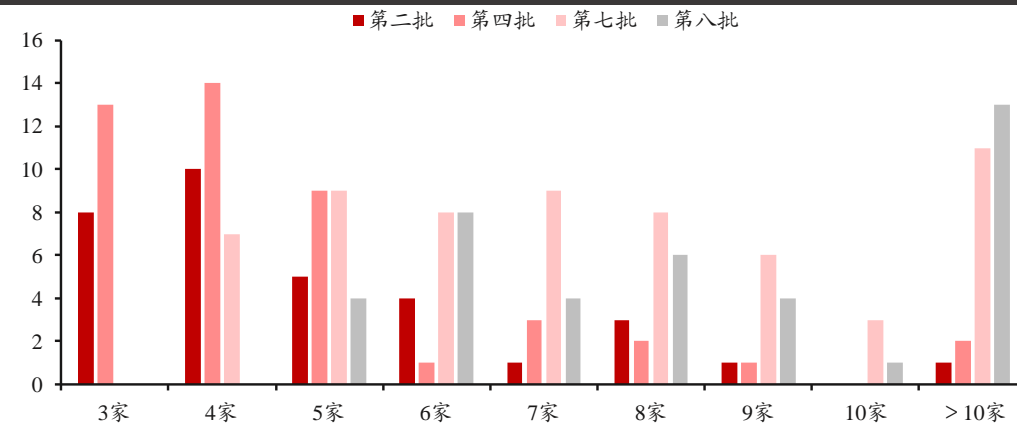
前五批集采对TOP15治疗领域销售额影响



八批带量采购药品中标前总销售额

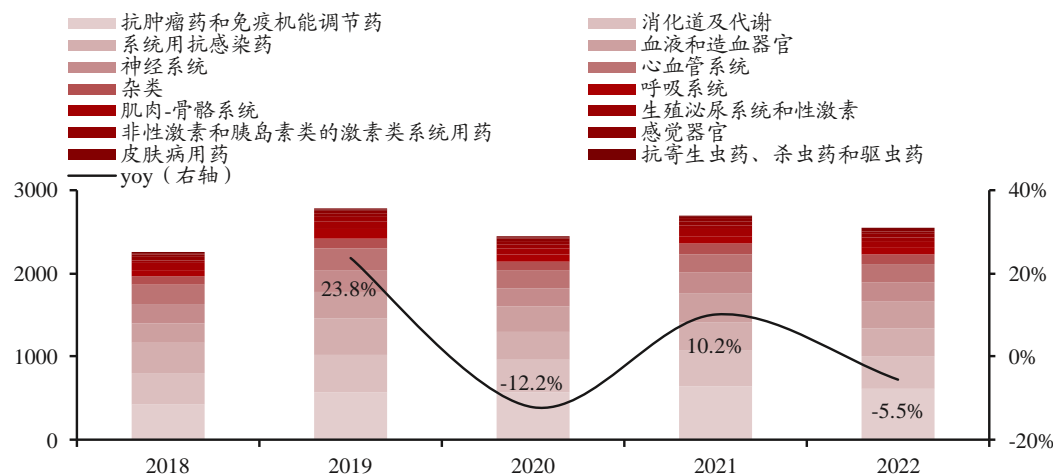


几轮集采产品中标家数分布 (单位: 个)

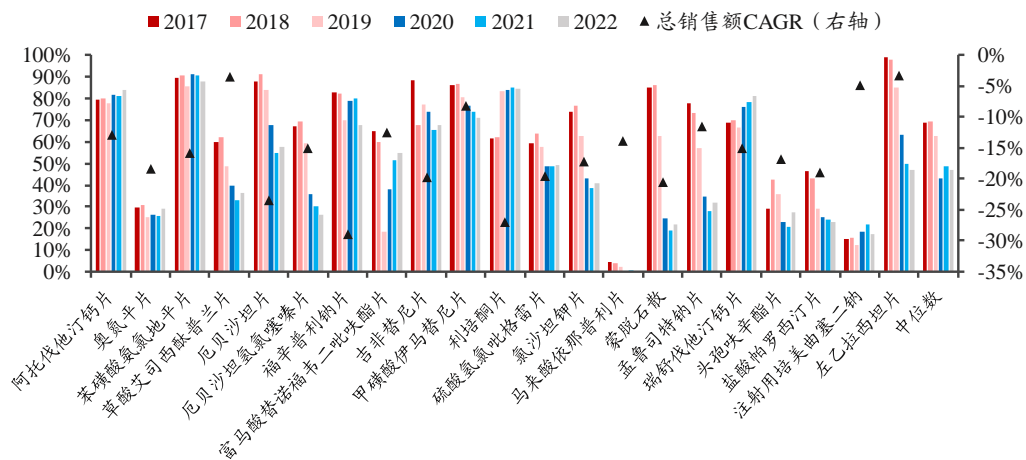


- 成长性（总量）：慢病（心血管等）、抗感染类增速放缓，抗肿瘤类、特色专科药增速相对较好。
- 竞争格局（结构）：集采后原研占比普遍下降、2020年起占比稳定，国产厂商市占率更分散。

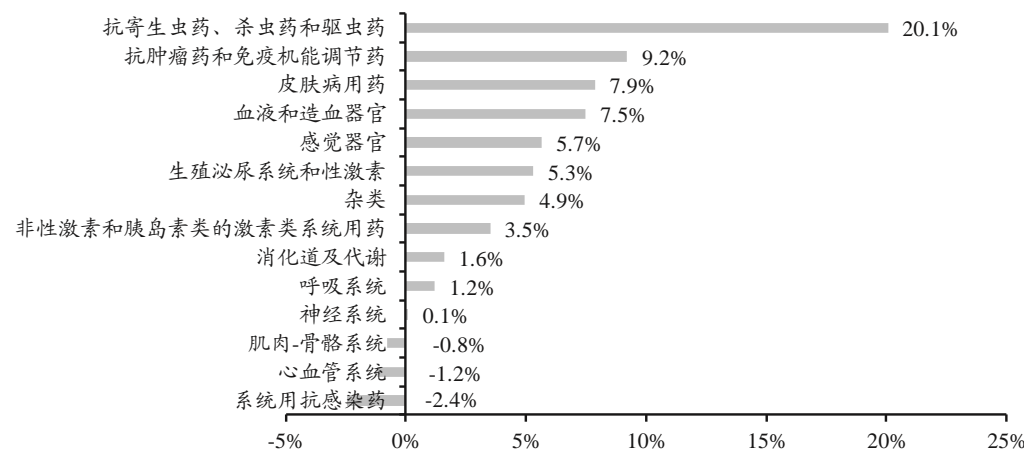
2018-2022年主要适应症样本医院销售额占比及总增速



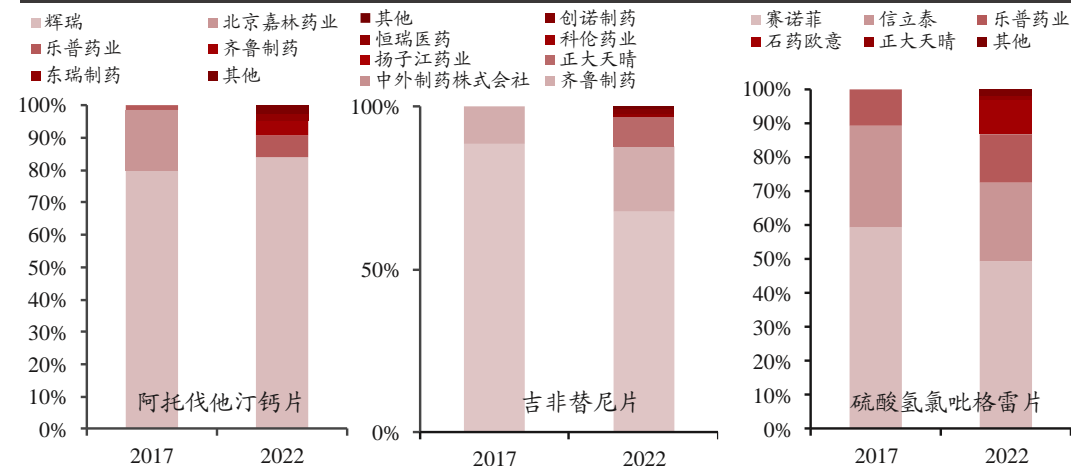
4+7集采品种原研市占率：2020年起中位数提升



2018-2022年主要适应症样本医院销售额CAGR



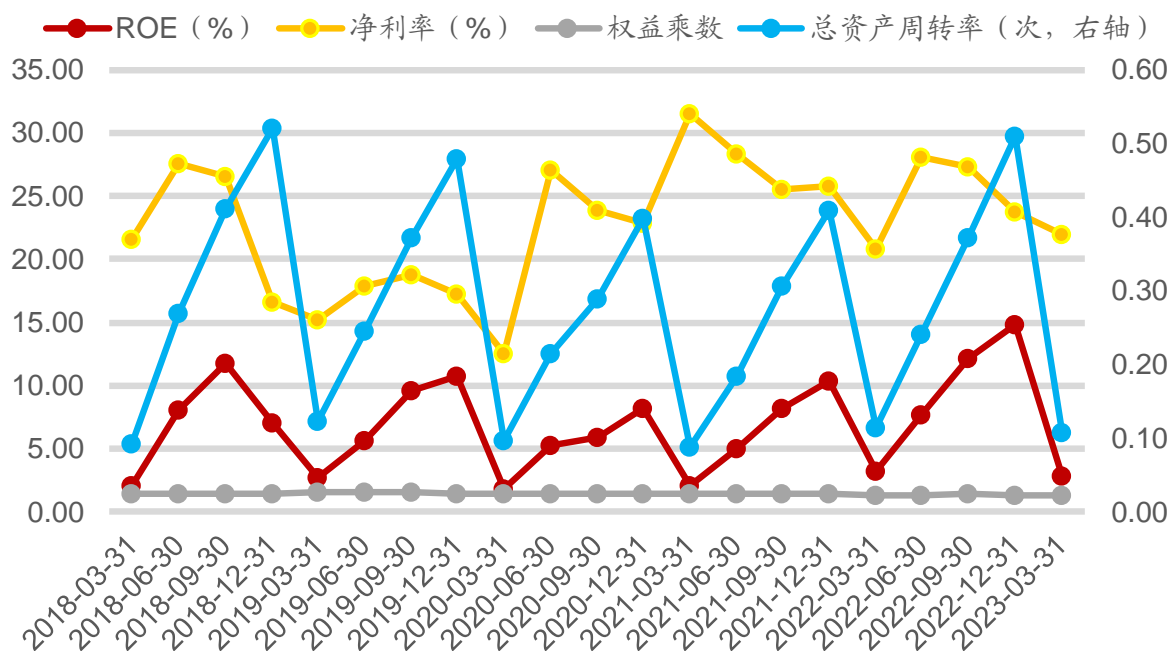
4+7集采后竞争格局变化：国产格局分散



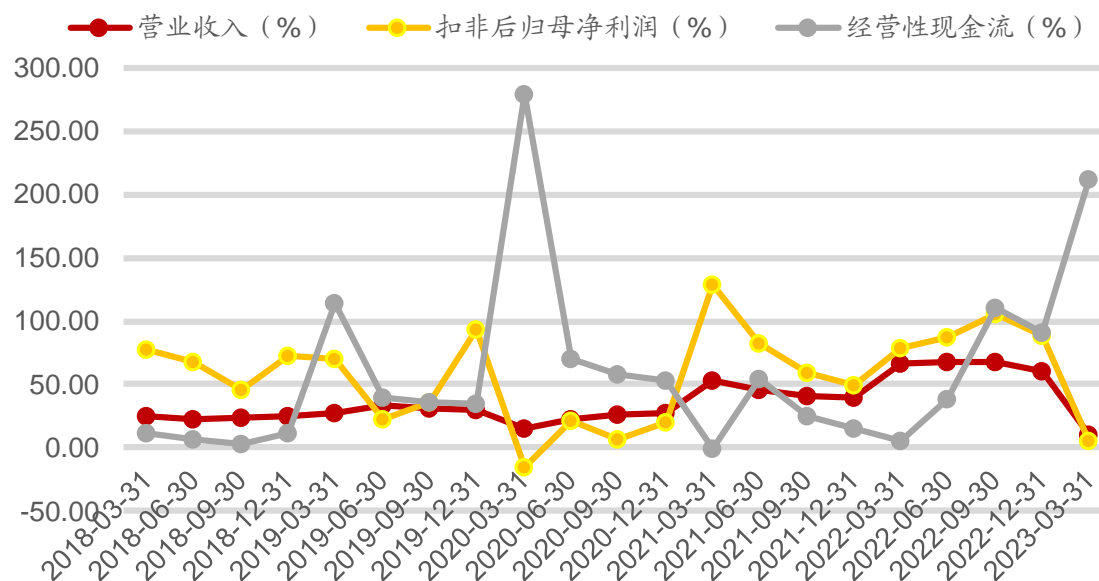
资料来源：Wind医药库，浙商证券研究所

- 行业：资本支出加速、行业内分化（新服务平台拓展节奏差异）、供给端进入新验证周期、分化向上。例如和元生物、百诚医药、皓元医药、凯莱英、药石科技、南模生物、药明康德、博济医药、美迪西、康龙化成、泓博医药均呈现资本开支加速趋势，新业务拓展中期打开更高成长天花板。
- 观点：我们认为行业进入新业务拓展窗口，新服务平台拓展进入新周期，分化向上可能是产业的趋势；推荐药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、毕得医药、昭衍新药、百诚医药、和元生物、方达控股、药石科技、美迪西、药康生物、博腾股份、成都先导等。

图：2018-2023年CXO板块ROE变化情况

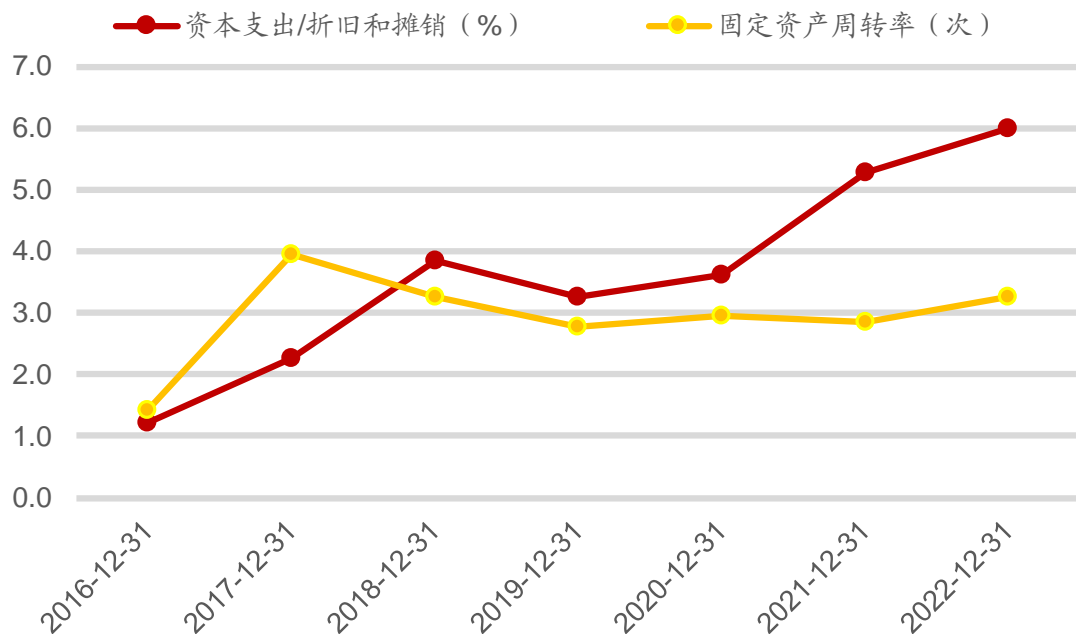


图：2018-2023年CXO板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)



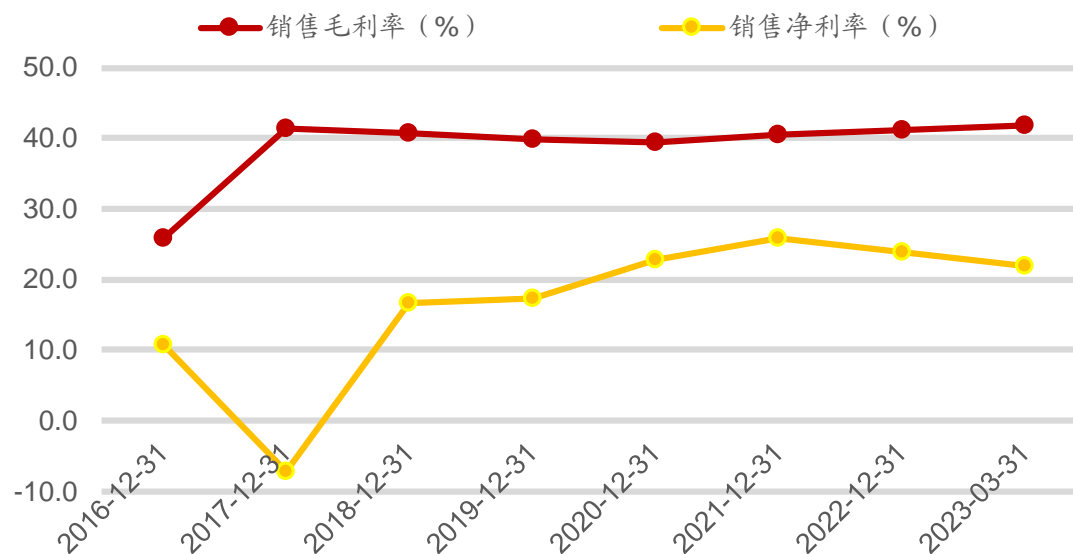
- **资本开支加速：**和元生物（和元智造精准医疗项目）、百诚医药（CDMO赛默、总部）、皓元医药（安徽CDMO、上海研发服务平台、合肥欧创）、凯莱英（吉林新产能）、药石科技（CDMO产能，浙江、山东）、南模生物（中营健房产改造）、药明康德（泰兴、启动、常州、无锡、武汉、美国）、博济医药（科技园孵化）、博腾股份（制剂、CGT、美国J-star、上海凯惠）、药康生物（广东及筛选平台）、美迪西（南汇）、康龙化成（宁波、绍兴）。
- **发现：**新业务拓展窗口，2021-2023年出现净利率下降的趋势，也就是我们所说的新业务拓展带来盈利能力分化。

图：2018-2023年CXO板块资本支出与固定资产周转率变化情况



数据来源：wind，浙商证券研究所

图：2016-2023年CXO板块毛利率和净利率变动情况



04

投资建议

4.1 投资建议

- 诊疗复苏、运营效率提升背景下，精选被忽略的新周期细分领域。
- 推荐：羚锐制药、康缘药业、康恩贝、济川药业、桂林三金、仙琚制药、科伦药业、伟思医疗、药明康德、泰格医药等。

表：重点公司盈利预测及估值表（以下EPS为浙商证券研究所预测数据）

重点公司	现价 2023/6/12	2022	EPS 2023E	2024E	TTM	PE 2023E	2024E	评级
康缘药业	26.00	0.70	0.98	1.25	33	27	21	增持
康恩贝	6.70	0.13	0.25	0.31	32	27	22	增持
济川药业	29.60	2.35	2.71	3.20	12	11	9	增持
羚锐制药	16.36	0.77	0.98	1.16	19	17	14	增持
桂林三金	18.28	0.00	0.83	1.05	28	22	17	增持
药明康德	67.71	2.98	3.24	4.00	22	21	17	买入
康龙化成	45.74	1.14	1.85	2.40	37	25	19	买入
泰格医药	70.69	3.07	2.84	3.58	30	25	20	买入
健友股份	12.48	0.96	0.79	1.01	18	16	12	买入
仙琚制药	14.23	0.71	0.72	0.90	19	20	16	买入
普洛药业	18.05	0.81	1.06	1.26	20	17	14	买入
科伦药业	29.45	1.14	1.44	1.53	19	20	19	增持
老百姓	31.41	1.33	1.75	2.18	22	18	14	增持
益丰药房	36.70	1.54	2.11	2.65	28	17	14	增持
大参林	27.51	1.14	1.43	1.82	27	19	15	增持
海泰新光	78.54	2.08	2.69	3.73	35	29	21	增持
先声药业	7.68	0.00	0.56	0.77	20	14	10	买入
贝达药业	50.65	0.39	0.98	1.56	187	52	32	买入
翔宇医疗	41.83	1.03	1.32	1.75	44	32	24	增持
伟思医疗	71.46	1.86	2.36	3.18	46	30	22	增持

数据来源：wind，浙商证券研究所

- **创新药械研发失败风险：**创新药械研发受临床开发策略，相关靶点、技术方向相关指导政策变化等多重因素影响，存在一定不确定性；
- **新品类的价格政策超预期：**2018年以来药品、耗材、试剂的集采、创新药械的谈判，导致产品空间压制，极大的降幅导致了市场对于产业及产品成长空间和可持续性预期压制，我们认为随着前8批药品集采、支架续约、创新药简易续约等政策的出台，价格政策更可预期、更科学合理，但不排除成熟产品的集采降幅超预期，这种事件性影响可能导致市场对价格预期的反复，但概率相对较小；
- **贸易摩擦影响订单不确定性：**类似医药CXO、原料药、医疗耗材等领域全球参与程度持续提升，特别是美国市场，近几年贸易摩擦的升级导致市场对于相关领域成长天花板和订单持续性担忧，我们认为国内相关产业发展依然处于成熟产品、成本套利的逻辑，并不影响实际订单持续性；同时国内市场加大开放，对于国产替代的需求，也倒逼外资医疗产品本土化生产，相互渗透增加，订单的不确定有望逐步淡化。

股票的投资评级

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>