

创新破局

——医药生物2022年报、2023年一季报跟踪总结

行业评级：看好

2023年5月2日

1、板块：震荡调整，院端、创新是主线

- **复盘：**处于历史低点（PE-ttm25倍），2023年以来估值震荡，分化严重，其中，①扩张：化学制剂、中药、医疗耗材、诊断服务，②收缩：血制品、疫苗、药店、医疗设备、CXO；
- **基本面：**穿越政策、疫情周期，院端、创新恢复有望构成未来成长主线。2022Q3-23Q1成长开始呈加速的领域：化学制剂、中药、流通、药店、医疗设备、医院等；盈利能力方面，原料药、化药、中药、医疗设备、CXO、医院从2022Q2-23Q1开始回升趋势明显，这一点从细分领域负债率降低、资本开支强度趋缓，也可见端倪，我们认为这是新一轮产业周期的明显特点，这一点我们在2023年度策略《拥抱新周期》中也特别提示过。
- **基金持仓：**医药仓位11%，回到2021Q4，CXO持仓下降、中药持仓提高。

2、细分领域：消化利空周期，把握创新增量

- **成长加速领域：**化药、中药、流通、药店、医疗设备、医院；该领域的成长性边际变化，除了后疫诊疗复苏、后集采消化外，我们认为创新增量才是核心，无论化药、中药、医疗设备的创新产品，均有望成为可持续发展的核心驱动，这一点在化药创新品种商业化兑现、中药口服产品快速增长、医疗设备领域新品加速国产替代均得到印证；
- **成长波动领域：**CXO、血液制品、疫苗、医疗耗材、原料药、IVD等；无论是CXO、科研服务行业的资本开支高位、需求同质内卷，还是生物制品行业的常规产品恢复性增长，以及原料药行业的制剂增量贡献，我们认为创新产品增量依然是核心。

3、投资建议：创新破局

- **2023年疫后诊疗恢复、创新增量，是核心投资主线，推荐中药、创新药械、诊疗复苏产业链；**
- **推荐：**康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金、药明康德、康龙化成、泰格医药、老百姓、益丰药房、大参林、翔宇医疗、健友股份、仙琚制药、科伦药业、海泰新光、贝达药业、先声药业等。



风险提示

- 疫情防控政策具备不确定性;
- 新品类的价格政策超预期;
- 贸易摩擦影响订单不确定性。

目录

CONTENTS

01

行业整体总结

行情复盘

财务分析

持仓分析

02

细分领域亮点

成长加速的细分领域

成长波动的细分领域

03

投资建议

诊疗恢复、集采周期后，把握创新增量

04

风险提示

01

行业整体

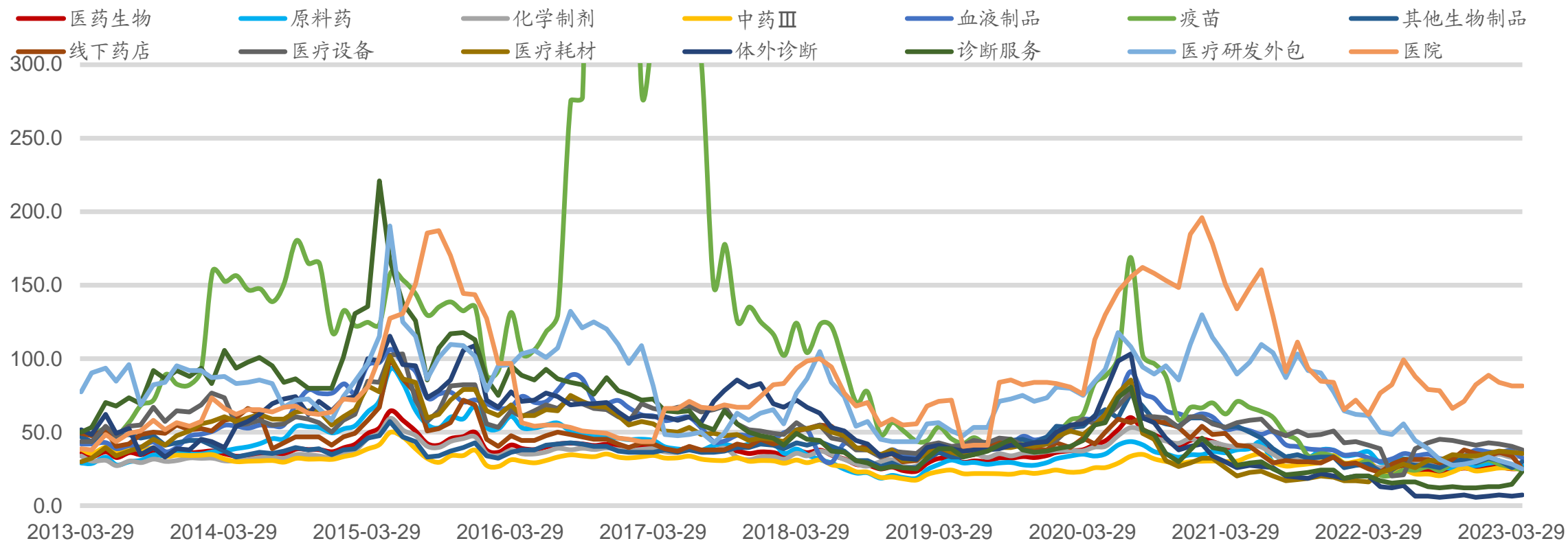
行情复盘

财务分析

持仓分析

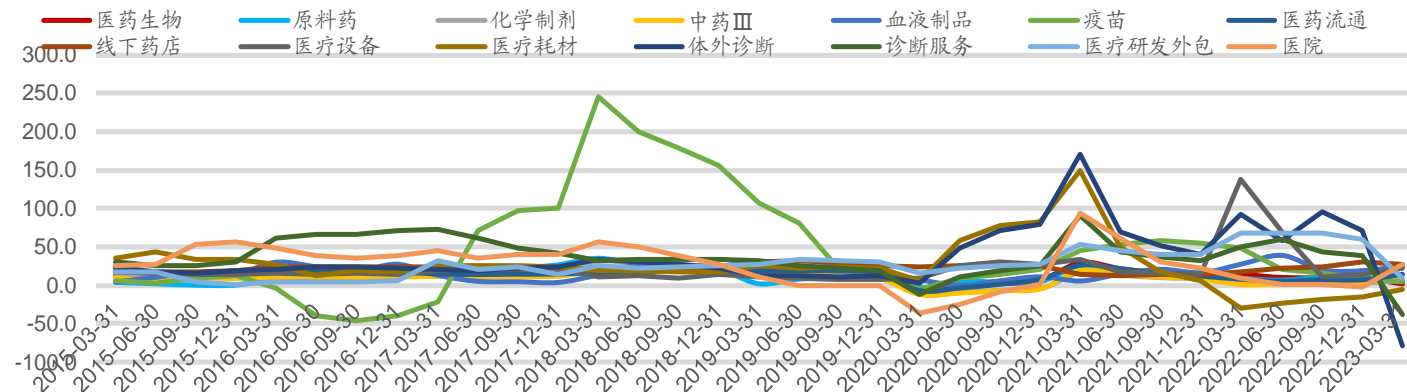
- 板块：估值处于历史低点（PE-ttm25倍），2023年以来估值震荡，分化严重；
- 细分：①扩张：化学制剂、中药、医疗耗材、诊断服务，②收缩：血制品、疫苗、药店、医疗设备、CXO。

图：2013-2023年医药板块各细分领域估值变化（PE-ttm，剔除负值）

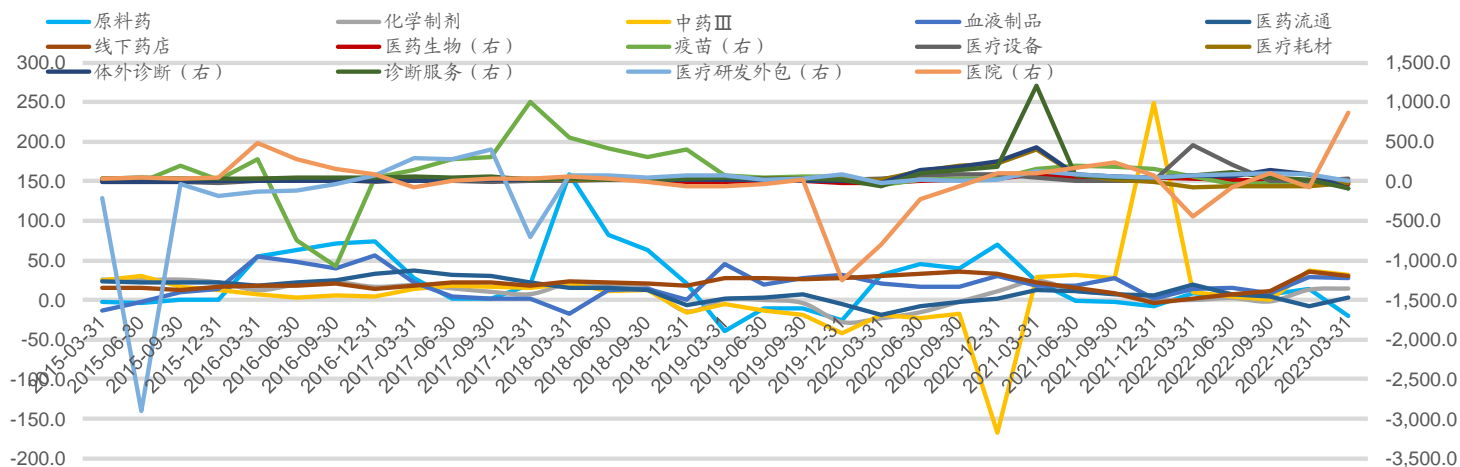


- 成长性：**2021Q1以来连续9个季度收入同比增速放缓。放缓驱动包括：化学制剂、中药、疫苗、医疗耗材、诊断、CXO、医院等。2022Q3开始呈加速：化学制剂、中药、流通、药店、医疗设备、医院等。
- 盈利能力：**集采等政策影响下，2023Q1毛利率处于2018年以来低位（仅高于2020Q1），拖累板块包括原料药、化学制剂、血液制品、流通、药店、诊断等；但同时，我们也发现原料药、化药、中药、医疗设备、CXO、医院从2022Q2开始回升趋势明显。
- 总结：**板块内分化明显，产业同频于政策、疫情周期，院端、创新恢复有望构成未来几个季度主线。

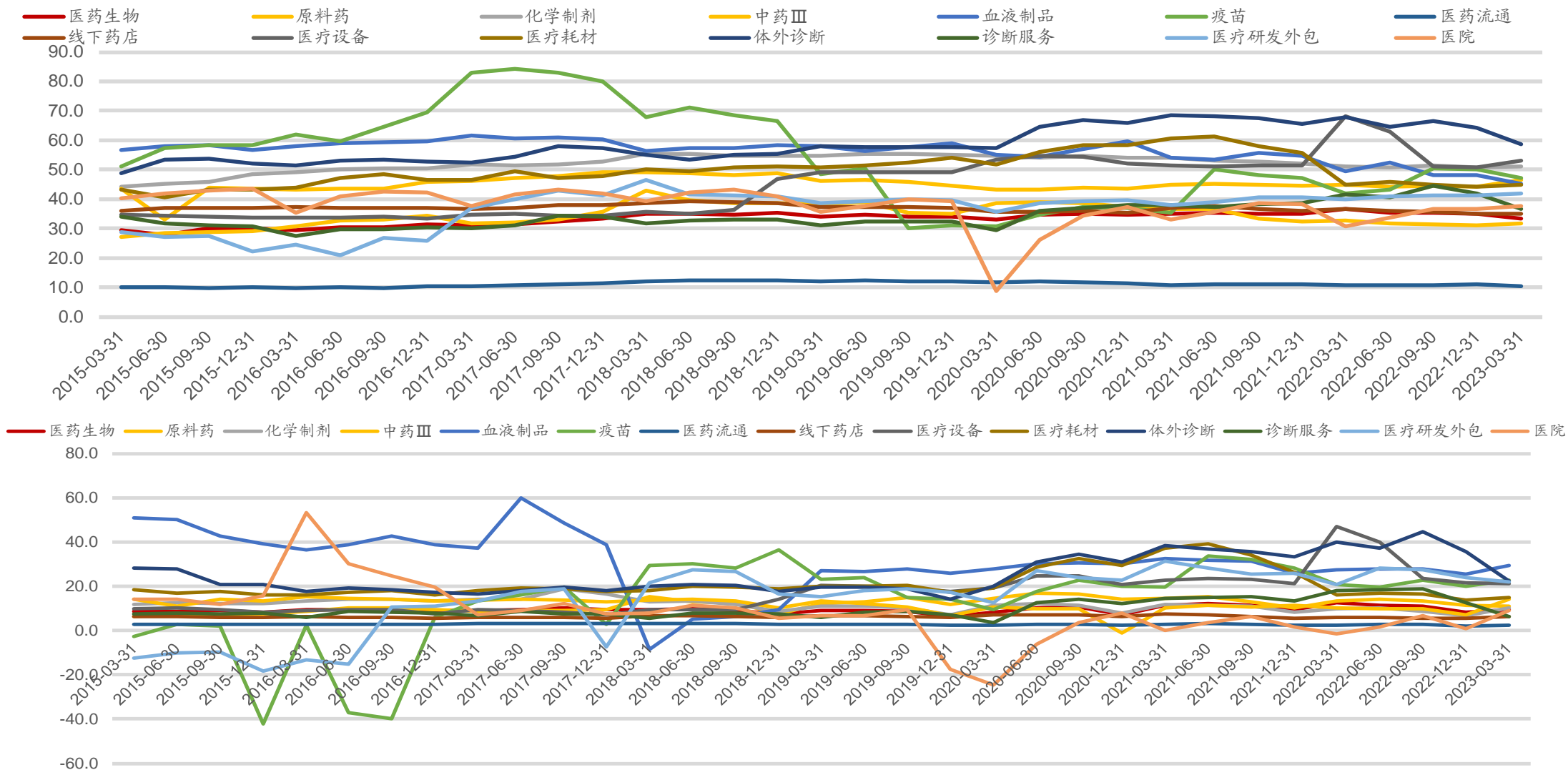
图：2015-2023年医药板块各细分领域营业收入同比增速（%）



图：2015-2023年医药板块各细分领域扣非净利润同比增速（%）



图：2015-2023年医药板块各细分领域毛利率（上）和净利率（下）变化（%）



- 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（%）

	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1
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

数据来源：wind，浙商证券研究所

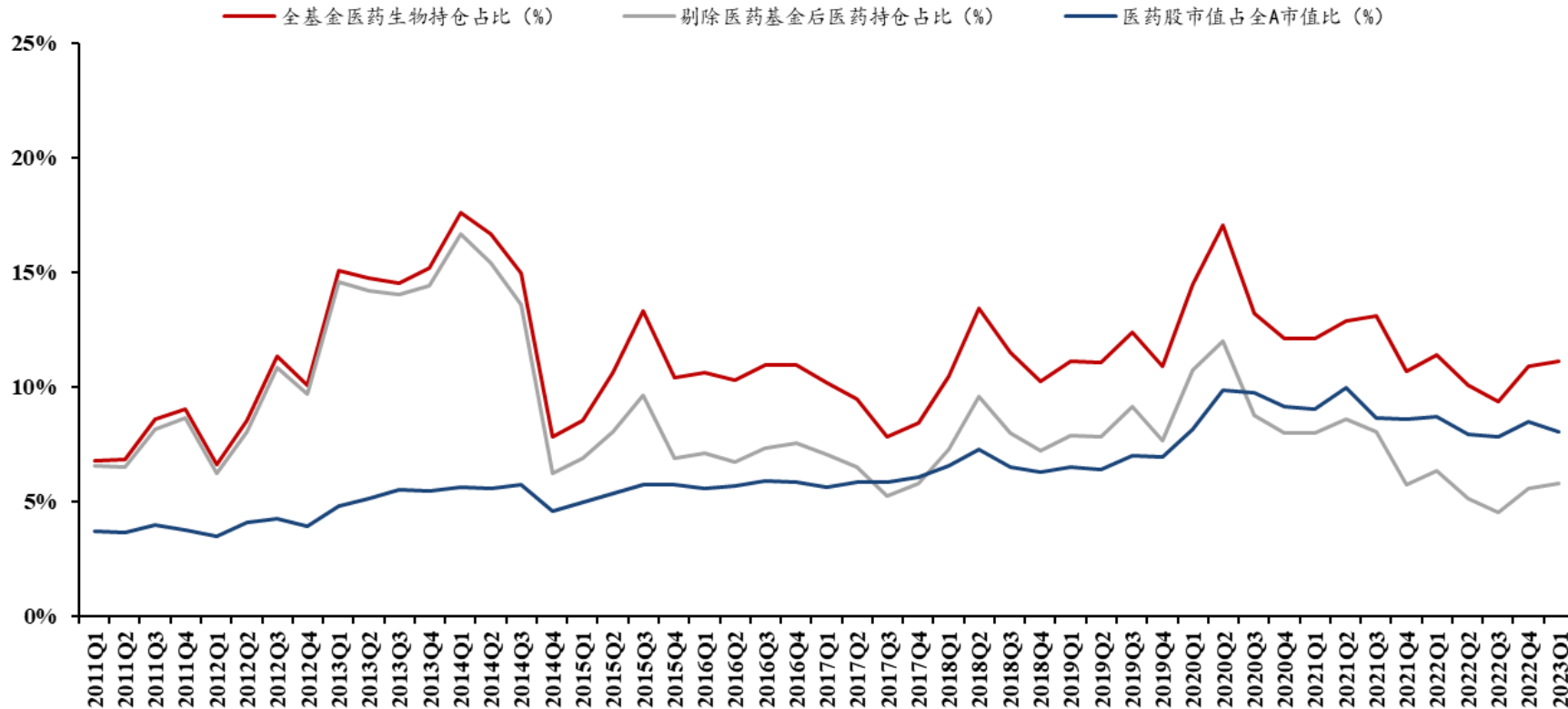
- 血液制品、疫苗、CXO等领域资本开支强度明显增加：考虑产业资本开支验证周期，分化成为下一阶段的主旋律。
- 中药、化学制剂、医药流通、医院等领域资本支出强度明显下降：以上领域同步呈现的运营效率提升，业绩弹性提升成为下个阶段的主旋律。

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

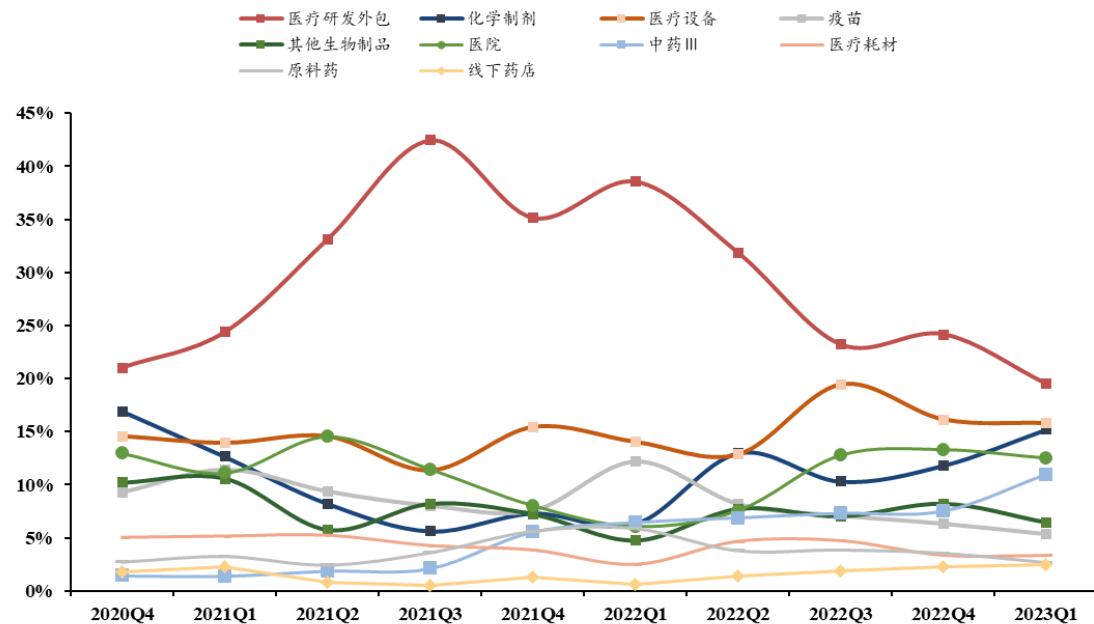
- 持仓：2023Q1医药持仓占比为2021Q4以来高位，已出现回升趋势。2023Q1全基金医药持仓占比为11.11%，环比上升0.18pct，剔除医药主题基金后医药持仓占比为5.79%，环比上升0.22pct；
- 配置比例：2023Q1全基金超配医药3.05%，超配比例环比上升0.60pcts；剔除医药基金后全基金大幅低配医药2.27%，但低配比例环比下降0.64pcts，两者均为2021Q4以来最高值。

图：2011Q1-2023全基金医药持仓变化（截至2023.4.29）

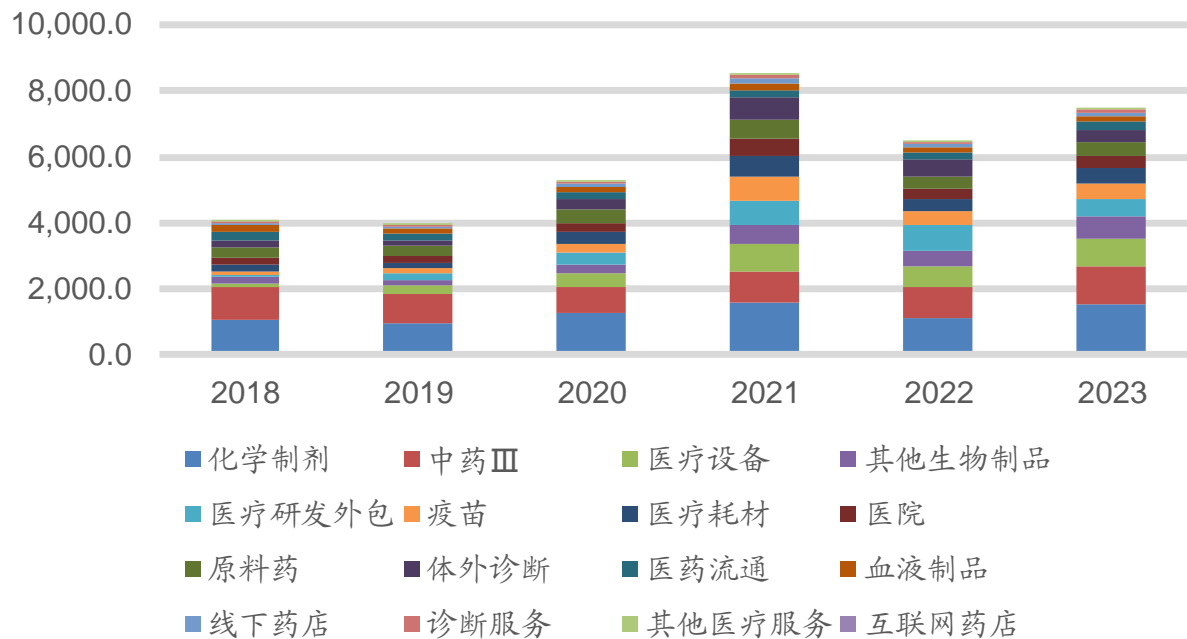


- 细分板块：CXO持仓占比下降，中药持仓占比快速上升。2023Q1持仓占比前五大细分板块为分别CXO（19%）、医疗设备（16%）、化学制剂（15%）、医院（13%）、中药（11%）。复盘历史数据，持仓结构中前四大细分板块基本稳定，CXO持仓占比在2021Q3达到峰值42%，2021Q4回落后又在2022Q1回升至39%，随后季度持续下降，当前已回落至2020Q4水平；值得注意的是中药板块持仓占比上升趋势明显，从2020Q4的1%上升至2023Q1的11%。

图：2020Q4-2023Q1医药持仓前十大细分板块（截至2023.4.29，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）



- 重仓个股：前五大重仓稳定，多家中药股得到大幅加仓。2023Q1全基金持仓前五大医药股分别为药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科、恒瑞医药、泰格医药。从名单变化来看，中药股如同仁堂、太极集团、华润三九持仓占比位次前进较多；除药明康德和泰格医药外多家CXO持仓位次出现明显下滑。

表：2020Q4-2023Q1医药板块前二十大重仓持股（截至2023.4.29）

位次	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	位次环比变化	位次同比变化	相比2020Q4变化
1	迈瑞医疗	迈瑞医疗	药明康德	药明康德	药明康德	药明康德	药明康德	迈瑞医疗	迈瑞医疗	药明康德	↑1	-	↑2
2	恒瑞医药	药明康德	迈瑞医疗	迈瑞医疗	迈瑞医疗	迈瑞医疗	迈瑞医疗	药明康德	药明康德	迈瑞医疗	-1	-	-1
3	药明康德	长春高新	爱尔眼科	爱尔眼科	凯莱英	智飞生物	爱尔眼科	爱尔眼科	爱尔眼科	爱尔眼科	-	-	↑2
4	长春高新	恒瑞医药	智飞生物	泰格医药	爱尔眼科	凯莱英	康龙化成	恒瑞医药	泰格医药	恒瑞医药	↑1	↑8	-2
5	爱尔眼科	智飞生物	长春高新	凯莱英	泰格医药	爱尔眼科	泰格医药	泰格医药	恒瑞医药	泰格医药	-1	↑2	↑2
6	智飞生物	爱尔眼科	泰格医药	智飞生物	长春高新	博腾股份	智飞生物	智飞生物	药明生物	智飞生物	↑1	-3	-
7	泰格医药	泰格医药	通策医疗	康龙化成	智飞生物	泰格医药	长春高新	长春高新	智飞生物	同仁堂	↑7	↑13	新进
8	通策医疗	凯莱英	恒瑞医药	药明生物	片仔癀	康龙化成	凯莱英	康龙化成	康龙化成	长春高新	↑3	↑5	-4
9	康泰生物	通策医疗	康龙化成	通策医疗	博腾股份	沃森生物	通策医疗	凯莱英	通策医疗	金域医学	↑7	新进	↑5
10	凯莱英	康泰生物	凯莱英	长春高新	恒瑞医药	片仔癀	九洲药业	同仁堂	片仔癀	华东医药	↑7	新进	新进
11	健帆生物	美年健康	金域医学	博腾股份	九洲药业	九洲药业	片仔癀	药明生物	长春高新	片仔癀	-1	-1	新进
12	英科医疗	康龙化成	博腾股份	恒瑞医药	康龙化成	恒瑞医药	药明生物	通策医疗	凯莱英	药明生物	-6	↑2	新进
13	华海药业	健帆生物	康泰生物	美迪西	通策医疗	长春高新	同仁堂	奕瑞科技	同仁堂	人福医药	↑5	新进	↑5
14	金域医学	金域医学	健帆生物	九洲药业	药明生物	药明生物	恒瑞医药	九洲药业	九洲药业	凯莱英	-2	-10	-4
15	美年健康	博腾股份	欧普康视	欧普康视	沃森生物	通策医疗	沃森生物	沃森生物	沃森生物	康龙化成	-7	-7	↑1
16	康龙化成	人福医药	片仔癀	片仔癀	金域医学	万泰生物	博腾股份	片仔癀	金域医学	沃森生物	-1	-7	新进
17	贝达药业	贝达药业	人福医药	药石科技	普洛药业	康泰生物	奕瑞科技	健帆生物	华东医药	通策医疗	-8	-2	-9
18	人福医药	英科医疗	贝达药业	普洛药业	康泰生物	普洛药业	欧普康视	华东医药	人福医药	九洲药业	-4	-7	新进
19	我武生物	欧普康视	九洲药业	沃森生物	健友股份	新和成	华海药业	华润三九	奕瑞科技	太极集团	新进	新进	新进
20	博腾股份	一心堂	复星医药	康泰生物	欧普康视	同仁堂	金域医学	华海药业	华海药业	华润三九	新进	新进	新进

02

细分领域 分析

成长加速领域

成长波动领域

• 成长加速的领域:

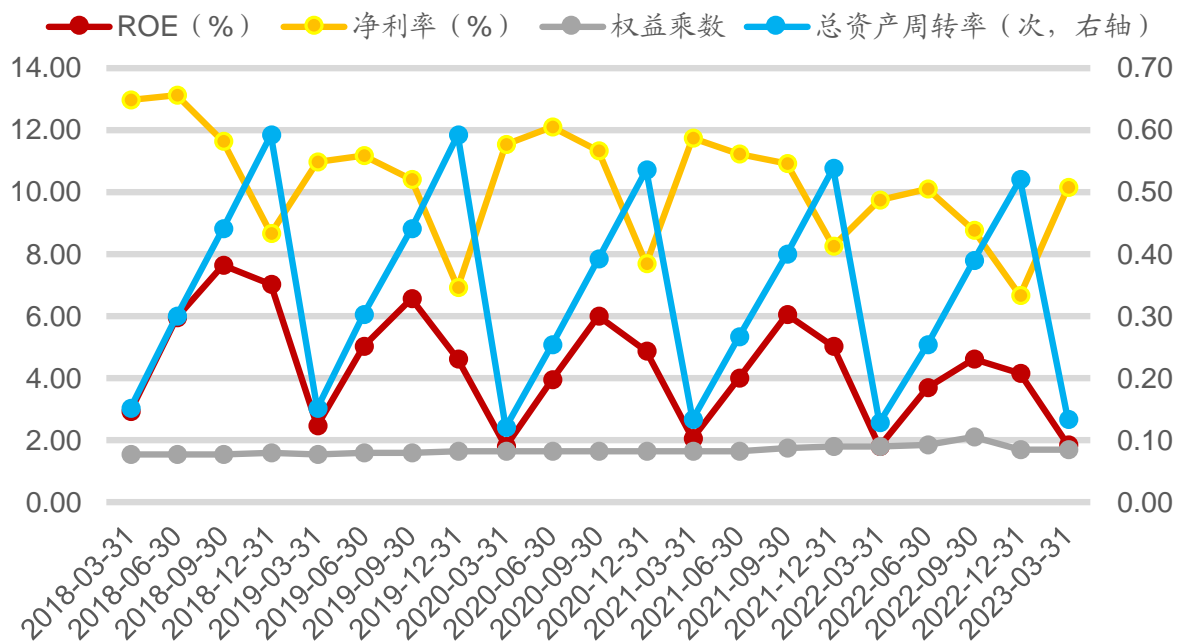
- ✓ 化学制剂：后集采时代迎拐点，重视创新增量；
- ✓ 中药：国改、营改、疫用，加速到来；
- ✓ 医疗设备：后疫、国产化，新品上量；
- ✓ 医院：诊疗趋正常化，服务量价齐升；
- ✓ 药店：疫后门店稳健扩张，效率提升；
- ✓ 医药流通：集采后周期，重回稳增长。

• 成长波动的领域:

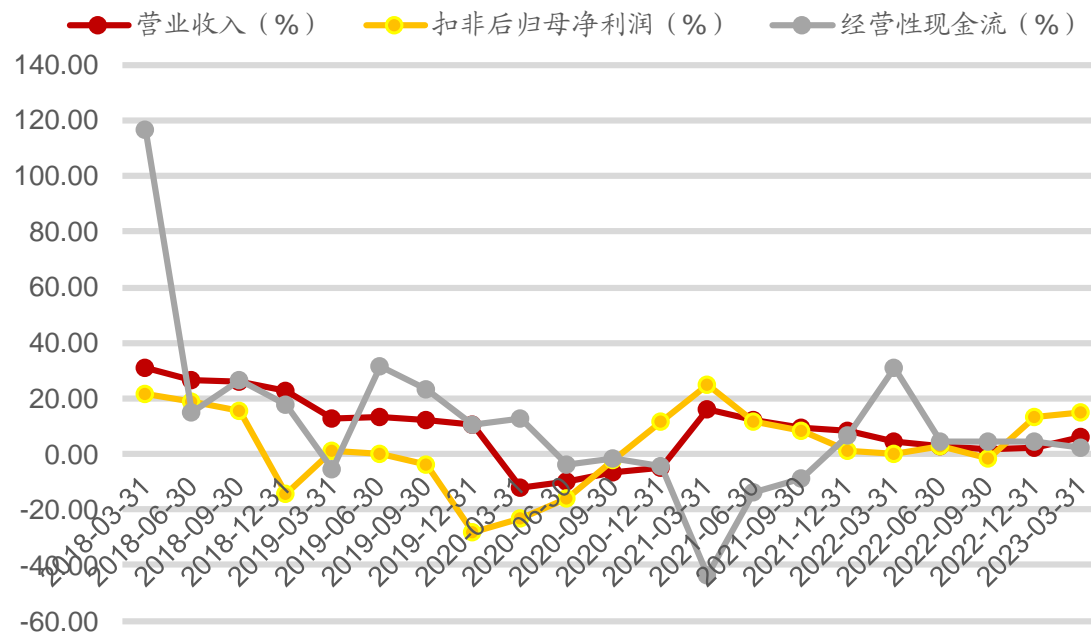
- ✓ CXO：资本开支加速，行业分化向上；
- ✓ 疫苗：渡过新冠苗影响，关注新品/流感；
- ✓ 血液制品：资源品属性，后疫情放量；
- ✓ 其他生物制品：2023年创新产品弹性；
- ✓ 医疗耗材：疫后/集采，创新弹性体现；
- ✓ 原料药：周期波动，制剂/新业务弹性；
- ✓ IVD及服务：防疫量价齐跌，关注刚性需求。

- 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

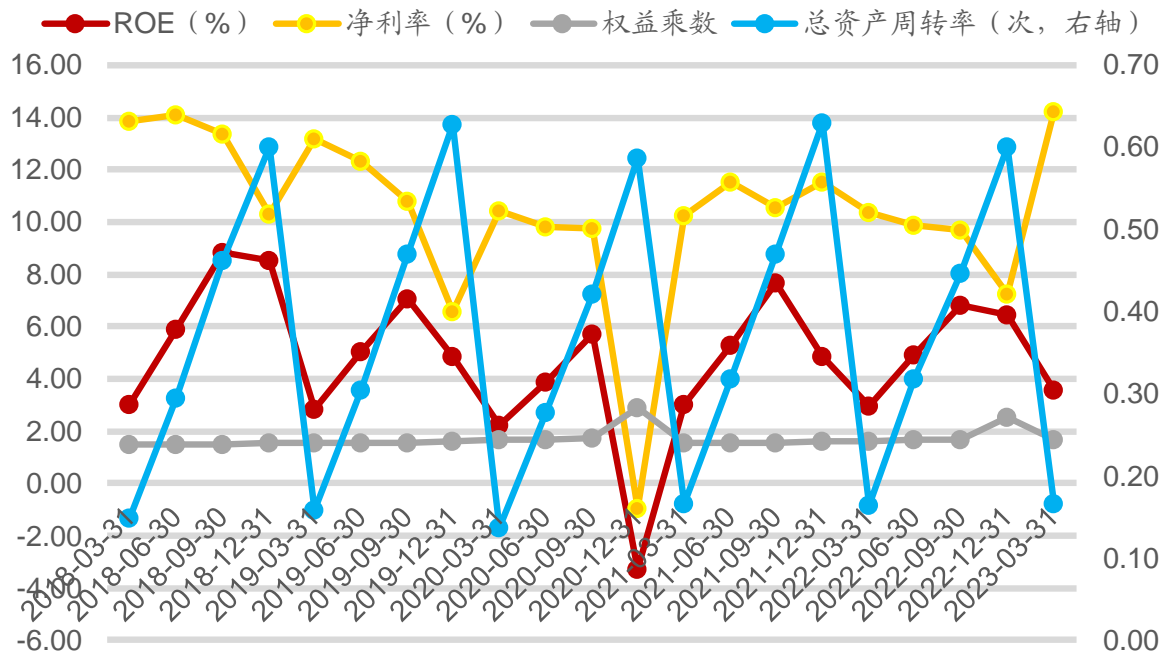


图：2018-2023年化学制剂板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

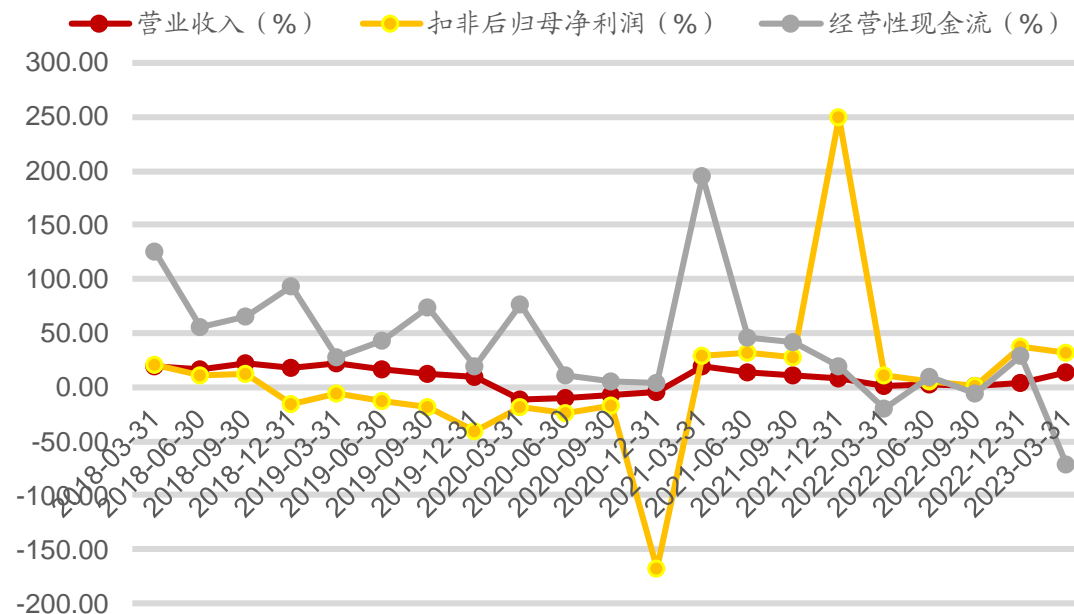


- 行业：**2023Q1净利率提升、增长提速**，国改、营改、疫用药物等驱动，例如：陇神戎发（甘肃国资）、太极集团（国药）、东阿阿胶（华润）、贵州三力（开喉剑，疫情）、以岭药业（疫情）、特一药业（疫情）、方盛制药（338）、康恩贝（1188）、葵花药业、达仁堂（混改）、桂林三金、康缘药业（营销）、同仁堂等；
- 观点：经历了十年左右的产业经营周期出清，板块进入业绩弹性更高窗口，推荐康恩贝、康缘药业、济川药业、羚锐制药、桂林三金等，关注同仁堂、天士力、华润三九、东阿阿胶、以岭药业、昆药集团等。

图：2018-2023年中药ROE变化情况

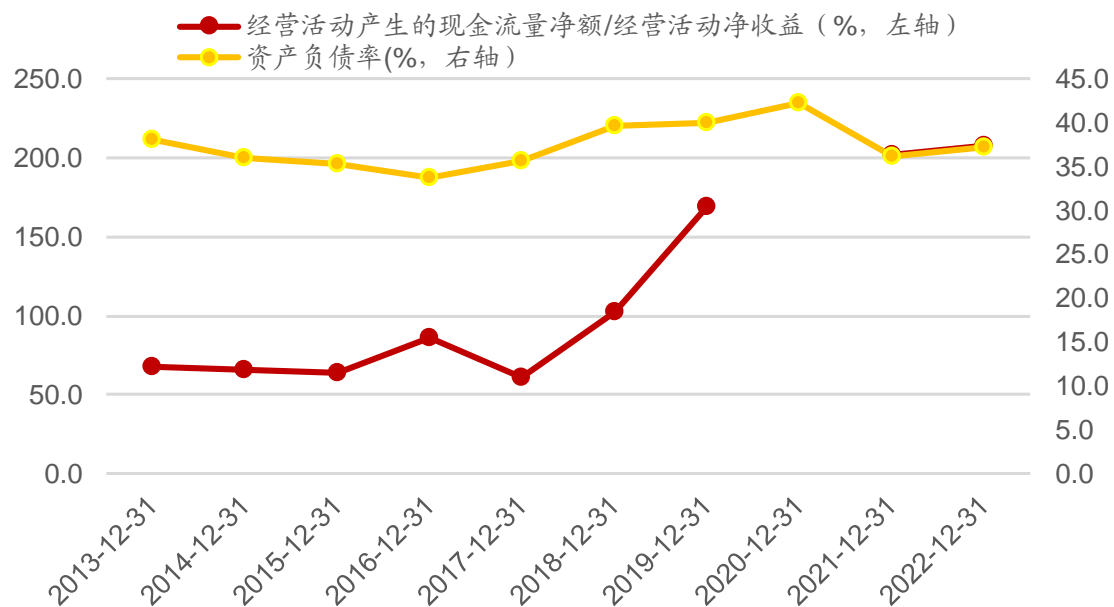


图：2018-2023年中药板块营收、归母净利润及经营性现金流同比增速 (%)

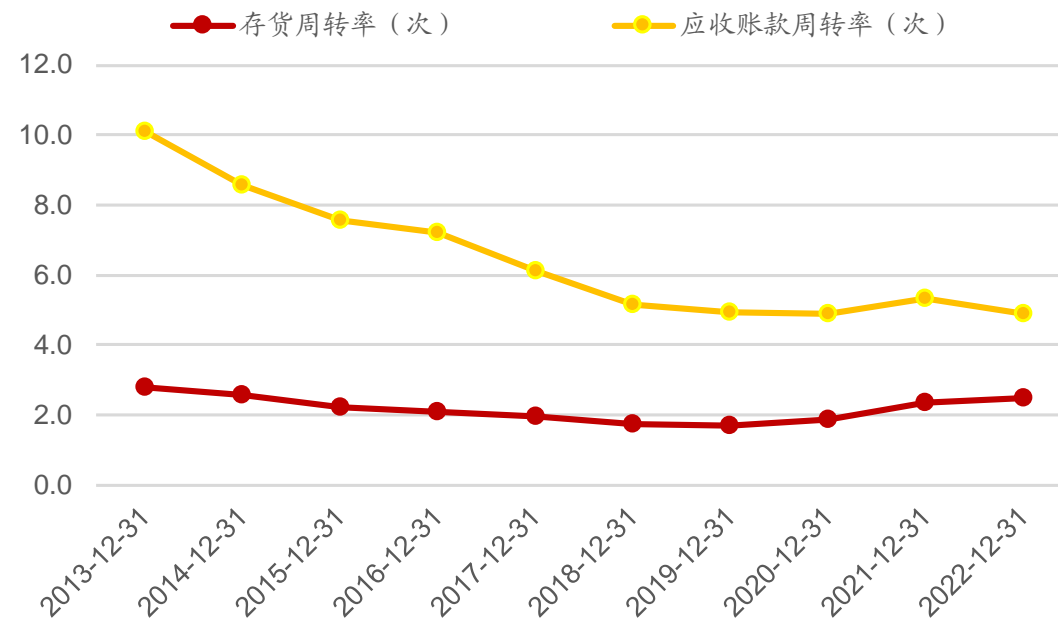


- 中药板块增长质量明显提高：**贵州百灵、亚宝药业、东阿阿胶、天士力、康缘药业、片仔癀、九芝堂、羚锐制药、葵花药业、千金药业、康恩贝等改善均比较明显，主要原因来自营销优化，存货、应收账款周转率提升，在这个过程中负债率也得到改善，我们认为这也是2023年开始中药板块整体业绩弹性的重要基础。

图：2013-2022年中药板块经营质量及杠杆率情况



图：2013-2022年中药板块运营效率变化



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/417136164033010011>