

# 板块深度回调，建议布局优质超跌个股

## ——医药生物行业2024年2月投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

联系人：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

## ■ 2月医药行业投资观点：

- **我们仍坚持 2024 年医药行业两大投资主线：创新+国际化。**建议关注两类企业，一类是创新药、创新医疗器械企业，由于创新药和创新器械处于产品生命周期的初期，具有低渗透率、强定价能力、患者真正获益的属性，且是国内医保/商保等支付方大力支持的产品，因而这类企业是医药行业里成长性最好的资产；第二类是有国际化能力及潜力的公司，这一波的国际化浪潮不同于第一波 CXO 等配套产业的全球化，中国的医药产品将走向全球，国内医药、医疗器械企业在未来 5-10 年有望诞生更多大市值医药公司。
- **银发经济为医药行业带来增量需求。**随着中国老龄化程度不断加深，60 岁以上老年人群体逐渐成为一股不可忽视的消费力量，24 年初国务院发布首个支持银发经济发展专门文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，充分呼应并落实积极应对人口老龄化国家战略。智慧健康养老、康复辅助器具、抗衰老、养老照护服务、老年病及慢病治疗等产业有望得到国家大力支持，迎来发展机遇。建议关注相关产业发展带来的药品及医疗器械行业的增量需求，特别是具备满足 C 端居家养老需求、自费属性的产品，具有广阔的市场空间。
- **从政策层面来看，行业整顿的影响在逐渐弱化，集采对于大部分上市公司业绩的影响在逐渐出清，DRG/DIP 政策的导向在逐步明朗化。**2024 年，医疗行业整顿虽仍在持续，但相比 23Q3 更加聚焦关键少数，对于正常诊疗的影响越来越小。随着集采进入深水区，DRGS/DIP 会成为医保控费的最后工具箱：集采药品、集采耗材、依赖仪器的检验检查等成为医院的成本项，医疗服务特别是依靠医生技术水平的手术价格预计会提升；越来越多的省市将创新药、创新器械豁免 DRGS，走单独的创新支付通道，鼓励其临床应用；中医、康复等学科亦是十四五期间国家所大力支持的产业而豁免 DRGS。
- **从近期较多上市公司披露的 23 年业绩预告来看，23Q3 是未来几年医药行业业绩的绝对底部，我们预计行业整顿促使行业竞争格局得到进一步优化，合规龙头企业的市占率有望进一步提升。**估值层面，市场年初至今的调整，错杀了部分基本面优质的成长股，基于医药行业刚需属性及未来潜在的源源不断的增量需求，我们建议当前位置加大对于医药行业配置。短期来看，手术相关药品及器械公司 24H1 有望率先走出行业整顿的短期影响，实现业绩环比加速，建议优先布局。
- **2月投资组合：**A 股：迈瑞医疗、药明康德、智飞生物、金域医学、春立医疗、澳华内镜、百诚医药、西山科技；H 股：科伦博泰生物-B、康方生物、康诺亚-B、爱康医疗。
- **风险提示：**研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

## ■ 细分板块投资策略：

- **创新药：**重点关注差异化创新出海以及国内大单品。政策端、监管端对于能为患者带来临床获益的高质量创新药指向性明确，国内支付端压力缓和，国际化预期升温，建议关注具备差异化创新能力的优质公司：**康方生物、康诺亚-B、科伦博泰生物-B**等。
- **医疗器械：**1) 集采影响出清，医疗机构手术和设备采购复苏：院内手术量有望Q4起逐步恢复，推荐骨科板块**爱康医疗、春立医疗、大博医疗、威高骨科、三友医疗**，心血管耗材**心脉医疗**，内镜耗材**南微医学**，眼科耗材**爱博医疗**，手术动力设备及耗材**西山科技**；设备招标采购有望逐季度恢复，推荐设备及IVD 板块**迈瑞医疗、联影医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、安图生物、亚辉龙、万孚生物、普门科技**等；2) 去库存影响逐渐出清，有望迎来底部反转：低值耗材板块去库存已近尾声，客户结构及产品结构差异导致去库存节奏有所不同；3) 切入海外大厂上游供应链，新产品放量及新领域拓展增厚业绩：如**美好医疗、祥生医疗**的大客户去库存结束及新产品放量带来的投资机会。
- **医疗服务：**24年为DRG/DIP三年行动计划的最后一年，医保统筹地区支付方式改革深入推进，激励医疗机构主动控制成本、规范行为、优化流程，提高医疗服务效率。建议关注DRGs下具备差异化竞争优势的民营专科连锁；顺应医保控费政策趋势的第三方医检机构稳健发展，龙头ICL在合规经营趋势之下有望开启第二成长曲线，关注**金域医学**。
- **生命科学上游：**关注部分个股阿尔法机会。国内上游企业目前处于新一轮扩张期，加大研发投入，丰富现有产品线并切入 CGT 等前沿领域；加大 CAPEX 投入，产能扩张形成规模效应；加速全球化步伐，拓展海外高价值客户；随着全球生物医药投融资回暖，生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力，未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业，如**药康生物、百普赛斯、奥浦迈**等。
- **CXO：**关注三条主线的投资机会：1) 优选估值处于底部，产能有差异性，竞争格局良好（盈利能力下滑风险低），海外业务占比高的 CXO 公司，如**药明康德、药明生物、康龙化成**等；2) 多肽、寡核苷酸、CGT 等新分子业务的快速发展有望进一步打开 CXO 板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会，例如**药明康德、凯莱英、康龙化成**；3) 仿制药 CRO 保持高景气，中药 CRO 带来新增量，建议关注高景气细分领域中有经营 α /订单维持较高增长的 CXO 公司，例如**百诚医药、阳光诺和**。
- **中药：**关注中药品牌 OTC、中药创新药、中药资源品三条主线：1) 集采控费趋势下，看好具备消费属性的中药品牌 OTC 龙头。推荐关注：**华润三九**等；2) 回归药品属性，推荐关注产品疗效确切、具备持续出新能力的优质中药创新药企业。推荐关注：**以岭药业、康缘药业**等；3) 上游原材料端受限背景之下，建议关注竞争格局良好的中药资源品相关企业。
- **消费医疗：**建议关注消费医疗领域的部分疫苗公司如**智飞生物、康泰生物、欧林生物**，以及隐形正畸龙头**时代天使**。

表：国信医药2024年2月策略组合

|      | 代码         | 公司简称     | 总市值<br>亿元 | 归母净利润（亿元） |        |        |        | PE     |        |       |       | ROE<br>22A | PEG<br>23E | 投资<br>评级 |
|------|------------|----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------------|------------|----------|
|      |            |          |           | 22A       | 23E    | 24E    | 25E    | 22A    | 23E    | 24E   | 25E   |            |            |          |
| A股组合 | 300760. SZ | 迈瑞医疗     | 3, 253    | 96. 1     | 115. 4 | 139. 0 | 167. 1 | 33. 9  | 28. 2  | 23. 4 | 19. 5 | 30. 0%     | 1. 4       | 买入       |
|      | 603259. SH | 药明康德     | 1, 581    | 88. 1     | 101. 3 | 121. 3 | 158. 0 | 17. 9  | 15. 6  | 13. 0 | 10. 0 | 18. 9%     | 0. 7       | 买入       |
|      | 300122. SZ | 智飞生物     | 1, 078    | 75. 4     | 91. 0  | 113. 1 | 141. 8 | 14. 3  | 11. 9  | 9. 5  | 7. 6  | 31. 1%     | 0. 5       | 买入       |
|      | 603882. SH | 金域医学     | 245       | 27. 5     | 7. 6   | 12. 1  | 15. 6  | 8. 9   | 32. 4  | 20. 3 | 15. 7 | 31. 9%     | 0. 7       | 买入       |
|      | 688236. SH | 春立医疗     | 64        | 3. 1      | 2. 8   | 3. 6   | 4. 7   | 20. 6  | 23. 1  | 17. 5 | 13. 4 | 11. 3%     | 1. 5       | 买入       |
|      | 688212. SH | 澳华内镜     | 65        | 0. 2      | 0. 6   | 1. 0   | 1. 7   | 299. 8 | 112. 3 | 67. 8 | 39. 2 | 1. 7%      | 1. 2       | 买入       |
|      | 301096. SZ | 百诚医药     | 64        | 1. 9      | 2. 8   | 3. 9   | 5. 2   | 33. 2  | 22. 7  | 16. 4 | 12. 5 | 7. 8%      | 0. 6       | 买入       |
|      | 688576. SH | 西山科技     | 43        | 0. 8      | 1. 0   | 1. 3   | 1. 7   | 56. 9  | 42. 9  | 33. 5 | 25. 8 | 18. 5%     | 1. 4       | 增持       |
| 港股组合 | 6990. HK   | 科伦博泰生物-B | 161       | (6. 2)    | (2. 5) | (5. 5) | (6. 4) |        |        |       |       |            |            | 买入       |
|      | 9926. HK   | 康方生物     | 303       | (11. 7)   | 19. 8  | (2. 6) | 6. 4   |        | 15. 3  |       | 47. 4 |            |            | 买入       |
|      | 2162. HK   | 康诺亚-B    | 79        | (3. 1)    | (2. 7) | (6. 0) | (6. 6) |        |        |       |       |            |            | 买入       |
|      | 1789. HK   | 爱康医疗     | 47        | 2. 0      | 2. 7   | 3. 5   | 4. 6   | 22. 8  | 17. 3  | 13. 4 | 10. 2 | 9. 1%      | 0. 6       | 买入       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：总市值以2024/1/31股价计算

- 【 01 】 医药月度表现回顾
- 【 02 】 医药行业近期政策点评
- 【 03 】 医药行业数据跟踪
- 【 04 】 细分板块观点
- 【 05 】 近期重点报告回顾
- 【 06 】 覆盖公司盈利预测与估值表

- **生产端：**2023年1-12月规模以上工业增加值同比增长4.6%，其中医药制造业工业增加值累计同比下降5.8%，2023年1-12月累计营业收入25205.7亿元（-3.7%），累计利润总额3473.0亿元（-15.1%）。
- **需求端：**2023年1-12月的社零总额47.15万亿元（+7.2%），限额以上中西药品类零售总额6710亿元（+5.1%）。
- **支付端：**2023年1-12月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入27110.66亿元，同比下降11.7%；职工医保支出、居民医保支出分别同比下降23.3%与增长12.4%。

表：医药生产端和需求端宏观数据

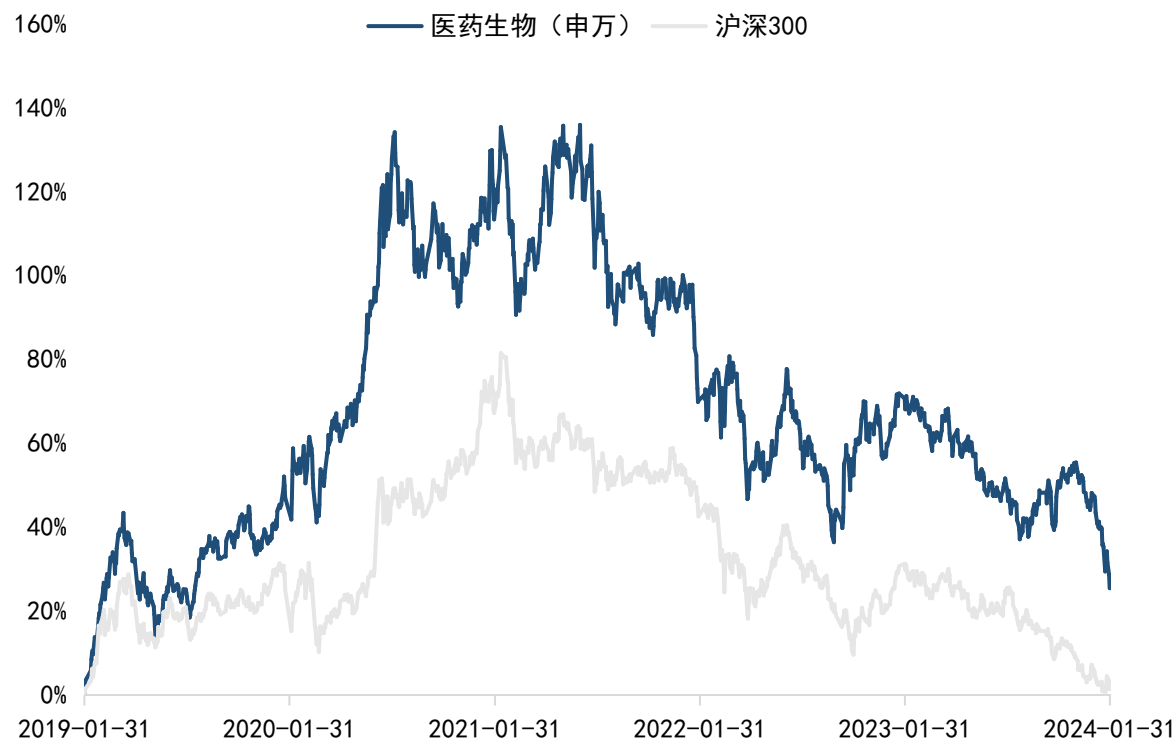
| 类别     | 期间              | 指标        | 单位 | 累计金额     | 累计同比（%） |
|--------|-----------------|-----------|----|----------|---------|
| 医药制造业  | 1-12月           | 工业增加值     | 亿元 | -        | -5.8%   |
|        | 1-12月           | 营业收入      | 亿元 | 25,205.7 | -3.7%   |
|        |                 | 利润总额      | 亿元 | 3,473    | -15.1%  |
| 社会零售总额 | 1-12月           | 总计        | 亿元 | 471,495  | 7.2%    |
|        |                 | 限额以上中西药品类 | 亿元 | 6,710    | 5.1%    |
| 消费与收入  | 1-12月<br>(季度数据) | 人均可支配收入   | 元  | 39,218   | 6.3%    |
|        |                 | 人均消费支出    | 元  | 26,796   | 9.2%    |
|        |                 | 人均医疗保健支出  | 元  | 2,460    | 16.0%   |
| 医保基金   | 1-12月           | 职工医保支出    | 亿元 | 11620.58 | -23.3%  |
|        |                 | 居民医保支出    | 亿元 | 10422.53 | 12.4%   |

资料来源：国家统计局、国家医保局，国信证券经济研究所整理

# 1月医药板块表现位于全行业下游

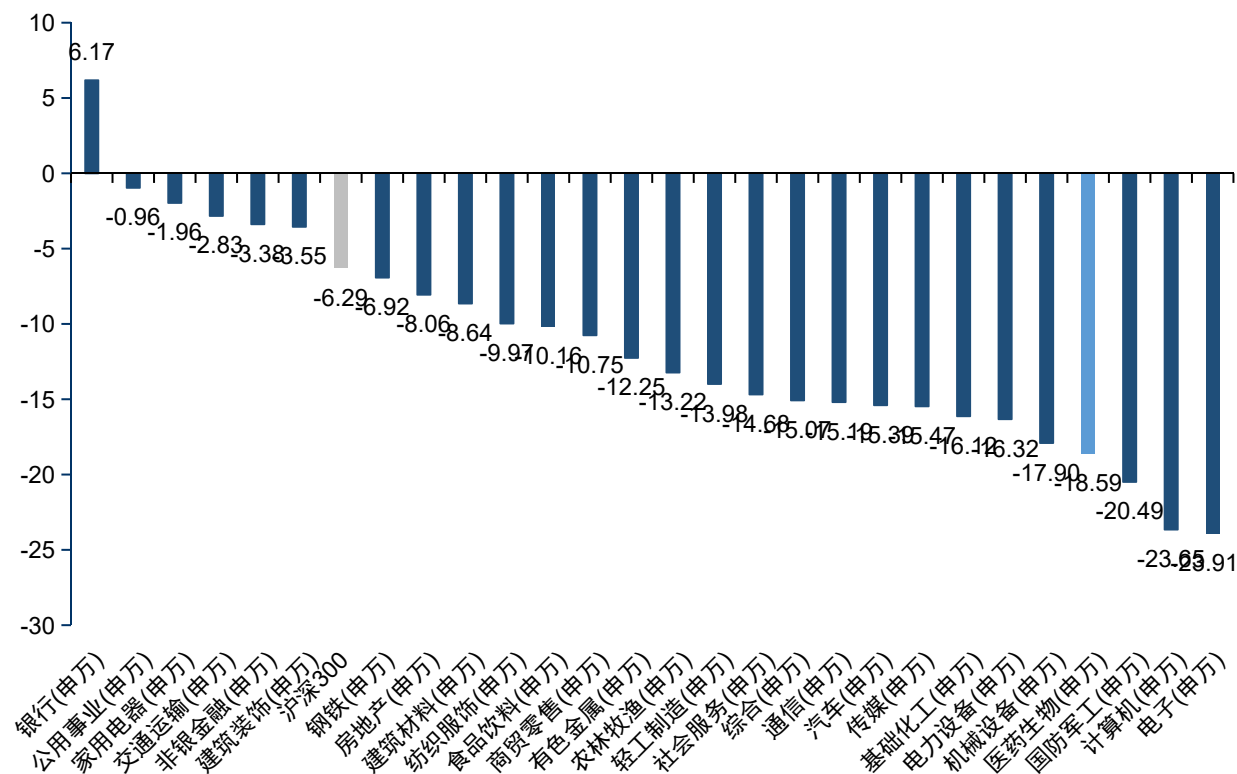
■ 医药行业在1月份整体下跌18.59%，跑输沪深300指数12.30%。

图：医药生物板块近5年整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

图：申万一级行业2024年1月份涨跌幅（%）

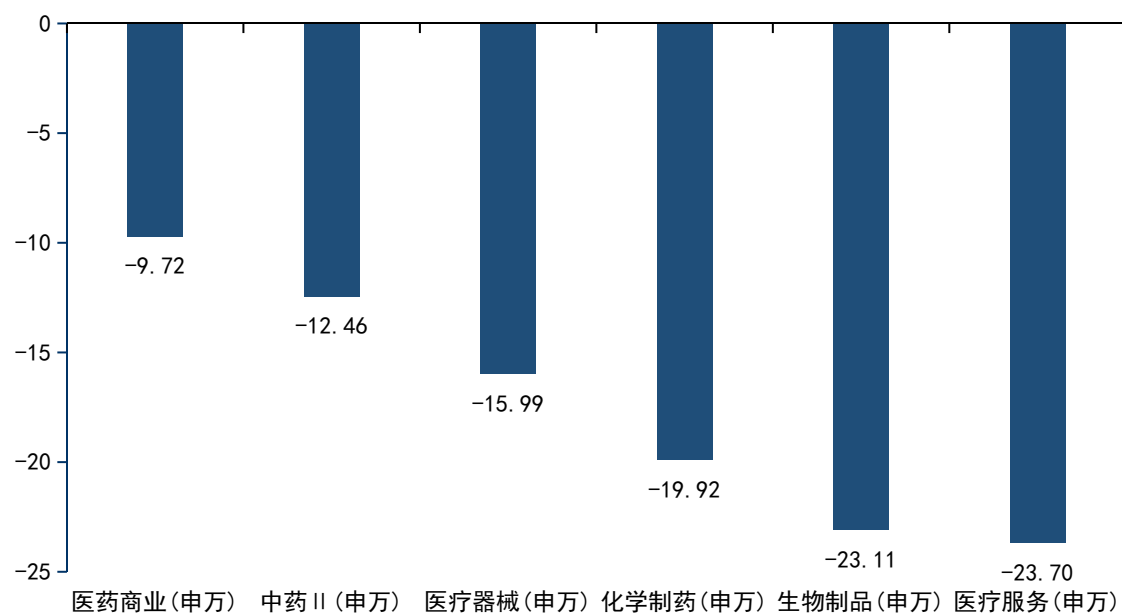


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

## 子板块：各板块跌幅较大，医疗服务板块领跌

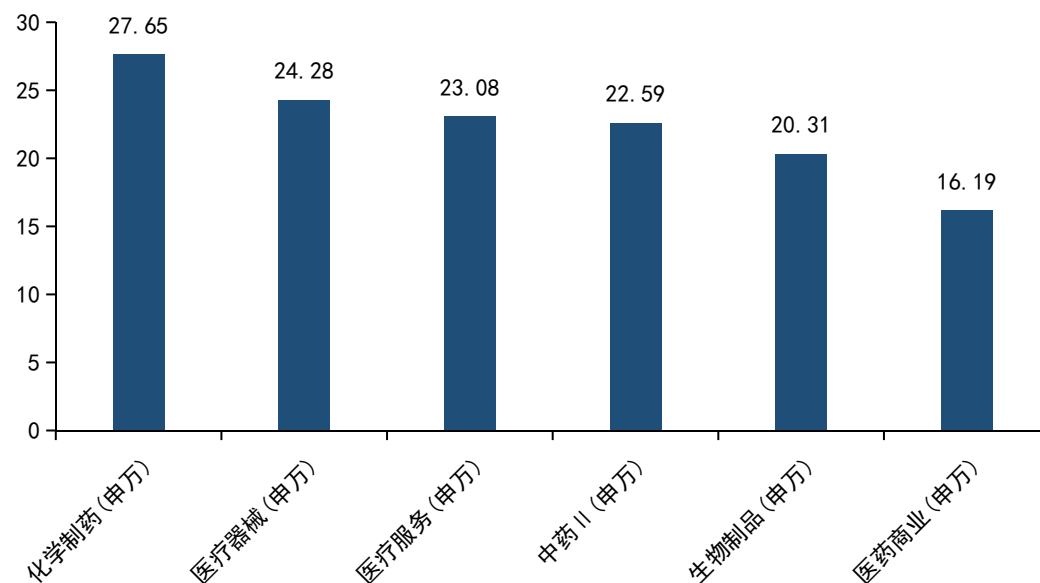
- 分子板块看，医药商业、中药、医疗器械、化学制药、生物制品、医疗服务板块分别下跌9.72%、12.46%、15.99%、19.92%、23.11%、23.70%。

图：医药生物（申万）各子板块1月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM）

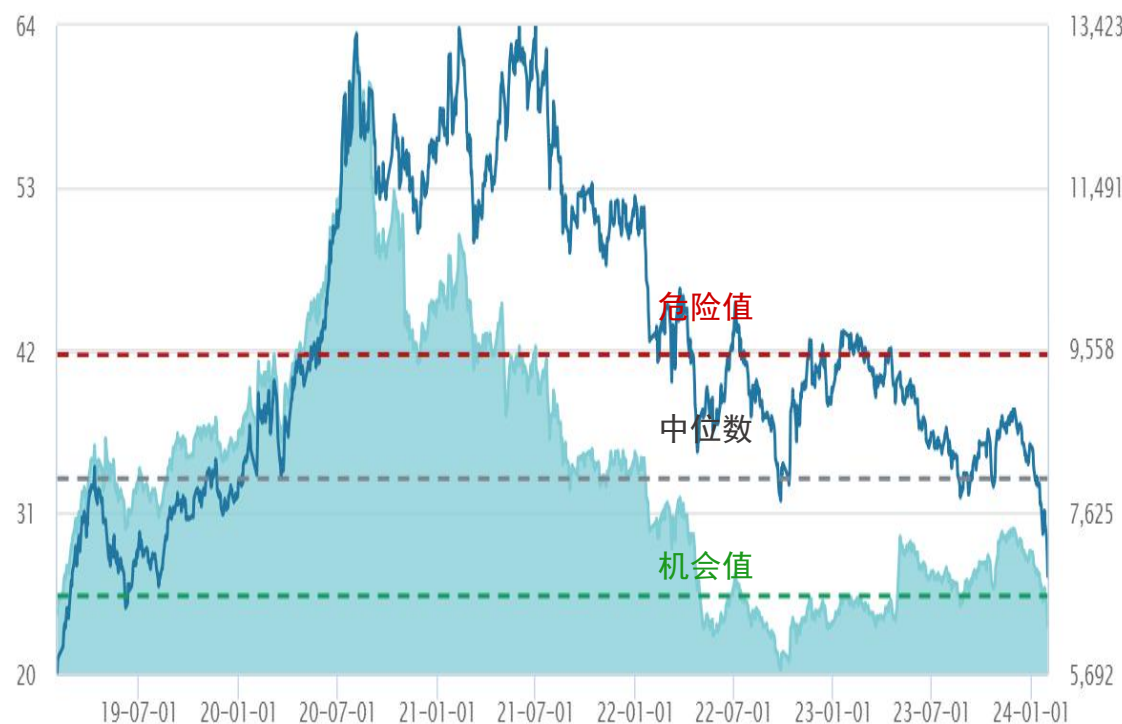


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

# 医药生物行业估值仍处于历史低位区间

- 医药生物（申万）的整体估值水平已充分回调，当前PE（TTM）为23.22，处于近5年历史分位点3.71%。
- 医药板块相对沪深300以及万得全A的溢价率水平也仍在历史5年低位。

图：医药生物（申万）行业近5年PE（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

图：医药生物（申万）行业近5年估值溢价率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2024-1-31

# 1月涨幅前十个股

- 1月医药板块涨幅前十个股为：东阿阿胶（6.47%）、华润三九（5.17%）、英诺特（4.52%）、国药股份（4.44%）、国药一致（2.59%）、江中药业（2.01%）、上海医药（1.32%）、一致B（1.12%）、惠泰医疗（0.39%）、中金辐照（0.32%）。

表：1月涨幅前十个股

| 股票简称 | 月涨跌幅  | 估计上涨原因                        |
|------|-------|-------------------------------|
| 东阿阿胶 | 6.47% | 受益于国央企改革概念，四季度业绩表现亮眼，股权激励提振信心 |
| 华润三九 | 5.17% | 受益于国央企改革概念，股权激励提振信心           |
| 英诺特  | 4.52% | 受益于呼吸道检测需求旺盛                  |
| 国药股份 | 4.44% | 受益于国央企改革概念                    |
| 国药一致 | 2.59% | 受益于国央企改革概念                    |
| 江中药业 | 2.01% | 受益于国央企改革概念，国资增持与股权激励双驱动       |
| 上海医药 | 1.32% | 受益于国央企改革概念，与中国生物制药署战略合作伙伴协议书  |
| 一致B  | 1.12% | /                             |
| 惠泰医疗 | 0.39% | 迈瑞医疗收购                        |
| 中金辐照 | 0.32% | /                             |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：剔除ST股

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/986114115121010053>