

2024年医药生物行业策略

创新进入收获爆发期，夯实医药牛市

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2023年12月11日

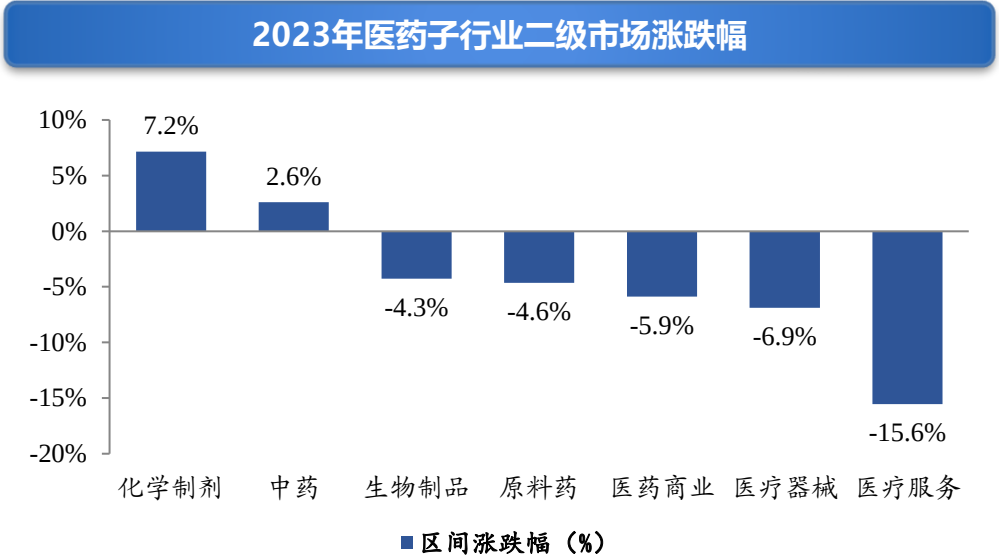
- **复盘过去三年：医药行业“内外交困”。**医药指数持续低迷，严肃医疗→医保局压制、消费医疗→数据不振估值消化、创新产业链→景气下行&中美关系。**2024年行业判断：**创新政策边际缓和、创新药械品种进入集中收获期、医疗反腐最难时刻过去、估值处于历史低位、公募基金医药持仓仍较低等支撑医药板块结构性牛市行情。
- **二大主线：医保占比进一步提升品种；出口链上全球有竞争力的标的**
- **医保占比提高：老龄化加剧医药需求刚性，创新药械占比进一步提升；带量采购后，寻找性价比之王产品。**
- ◆ **创新药：**1、国内创新药销售额占比约10%，发达国家约65%；国内创新药在全球占比3%，美国53%。2、过去创新药被政策压制，但近日医保局强调给创新药合理回报等。3、作为风险资产，估值水平对于宏观环境趋好（美债利率、中美关系）非常敏感；4、创新药产业发展达到兑现阶段，有诸多自身催化剂（数据读出和授权）。重点推荐：**恒瑞医药、海思科、百济神州、信达生物、荣昌生物、康诺亚、康方生物、科伦博泰、和黄医药、迈威生物、赛生药业等。**
- ◆ **基药目录调整：**1、2019年全国医疗机构基药品种配备占比抽查数据，基层、二级、三级医疗机构分别为59%、45%、39%，远低于要求的90%、80%、60%。2、上一版2018年，新版大概率年底重启，符合品种在等级医院、基层、药店加速放量。重点推荐：**贵州三力、一品红、方盛制药、盘龙药业等。**
- ◆ **药械集采后放量：**1、反腐要求约定采购量执行到位，九批集采开始执行周期延长达四年；2、集采后格局优化，进口替代加速。重点推荐：**惠泰医疗、通化东宝、华海药业、天宇股份、仙琚制药、同和药业等；**3、仿制药CXO公司增速快。关注阳光诺和和百诚医药等。
- ◆ **零售药店：**1、我国CR10约25%，发达国家70%以上；连锁化率约58%，美国90%。2、门诊统筹落地时间差带来的药店客流回流医疗端影响逐步减弱，政策影响逐步出清。3）药品零售额今年三季度出现拐点，明年基数影响逐步消除，连锁药房业绩有望恢复疫情前增长。建议关注：**一心堂、健之佳、老百姓、益丰药房等。**
- **出口链具备全球优势：**
- ◆ **创新药及其产业链：中美关系预期改善。**1、创新药出海的两种形式，自建团队（百济）或授权合作（传奇）。2、创新产业链：CXO大小分子CDMO等，科研服务基因测序、模式动物等。重点推荐**百济神州、金斯瑞、药明生物、药明康德、药康生物、诺禾致源、诺唯赞等。**
- ◆ **医疗器械：**1、设备：国产替代+海外出口推动长期稳定发展，如核磁、内镜、呼吸机、测序仪等领域。2、高值耗材及IVD。3、低值耗材和OEM。重点推荐**迈瑞、开立、华大智造、新产业、美好等。**
- **投资建议：**按照政策、质地、盈利、估值四个维度，单项总分5分，给15个细分子行业评分。2024年评分较高的包括创新药、血制品、仿制药、疫苗、中药、IVD、药店、医疗器械及消费医疗等板块具备投资价值。**稳健标的：恒瑞医药、信达生物、迈瑞医疗、惠泰医疗、智飞生物、长春高新、太极集团、固生堂、上海莱士、天宇股份；弹性标的：海思科、迈威生物、派林生物、贵州三力、方盛制药、诺唯赞、科美诊断、迪瑞医疗、普瑞眼科、一心堂。**
- **风险提示：**研发进展不及预期；商业化推进不及预期；海外审批或收益不达预期；集采风险，药品和耗材降价超预期风险；国际地缘政治风险等。



- 1、行情回顾和基本面现状
- 2、主线1：医保占比提高——创新药、基药目录调整、集采产业链、药店
- 3、主线2：出口链上具备全球竞争优势——创新药及其产业链、医疗器械
- 4、医疗服务：静待经济回暖与板块估值修复
- 5、推荐个股
- 6、风险提示

行情回顾和基本面现状

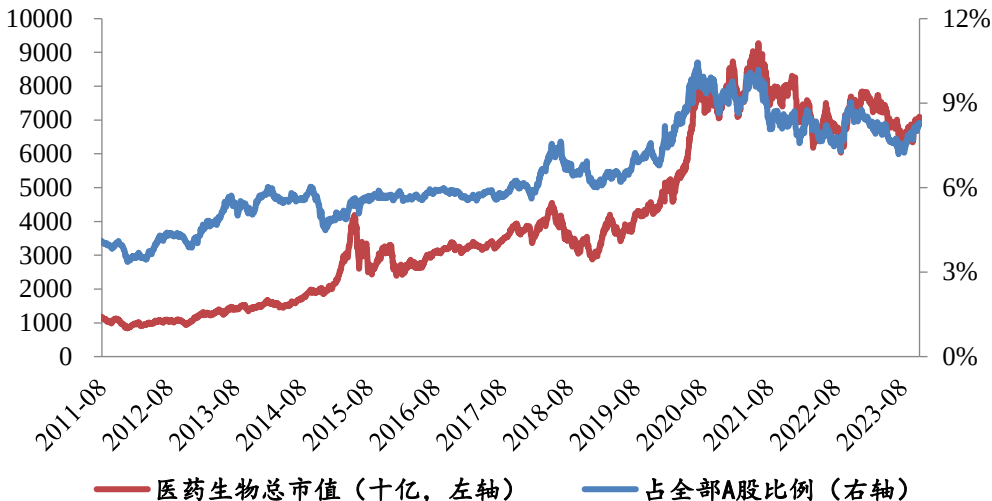
医药二级市场表现 (2023/1/1-2023/11/29)



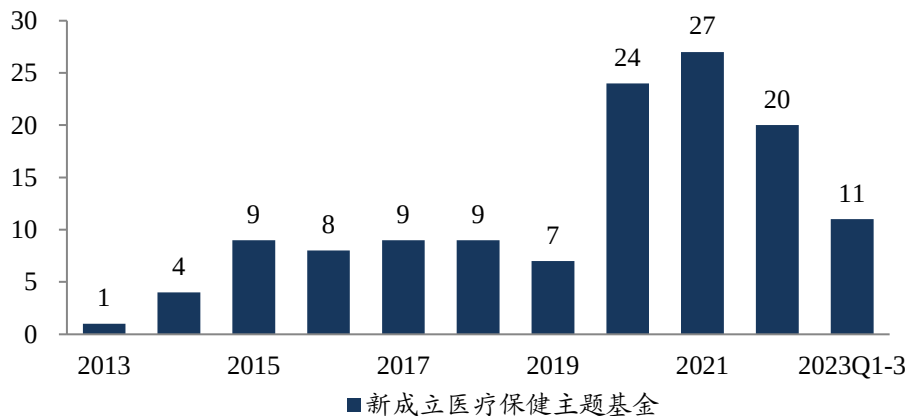
- 2023年1月1日至11月29日, 申万医药生物指数上涨4.4%, 高于沪深300指数14.4个百分点。
- 2023年各医药子行业中, 化学制剂领涨, 其次是中药, 而原料药、生物制品、医药商业、医疗服务、医疗器械板块均有不同程度的下跌。

医药行业回顾表现

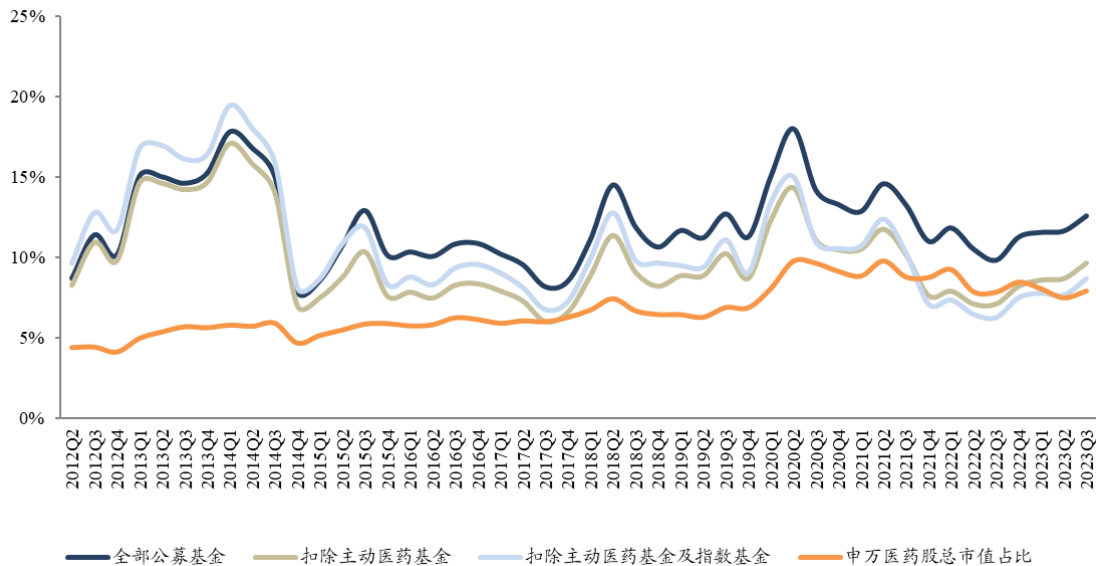
医药股占A股总市值比重



2013-2023Q3期间医药公募基金成立数量



公募基金A股重仓医药行业比重（截至2023Q3）



医药行业占A股市值比重，公募基金持仓比重下降

- 截至2023年11月29日，A股医药行业总市值约7.0万亿元，占全部A股的市值比例从2013年10月18日的5.4%提升至8.3%，较2023年初的8.5%稍有下降，与7月初的7.6%相比略有回升。
- 截至2023Q3，公募基金重仓医药行业的比例为12.58%，环比增加0.93pp；如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为8.67%，环比增加1.03pp，仍远低于2014峰值持仓比例20%。
- 2023年前三季度新成立医疗主题基金19只。

医疗反腐边际改善，9月开始逐渐恢复

- **2023年医疗反腐政策底已见，9月份开始逐渐恢复。**2023年医疗反腐开始于5月份，卫健委等十四部委发文正式宣告反腐启动；7月底中纪委召开动员会，医疗反腐正式在医疗体系、二级市场发酵；8、9月份，卫健委、人民日报发声，明确反腐要针对“关键少数”，确保学术会议、诊疗秩序的正常，自此，医疗反腐政策端见底，开始逐渐恢复。我们认为，医疗反腐短空、长多，不会对行业造成实质性负面影响。卫健委发布的《纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风》相关文件，至少可以追溯到2017年，均未观察到对医药行业的负面影响。

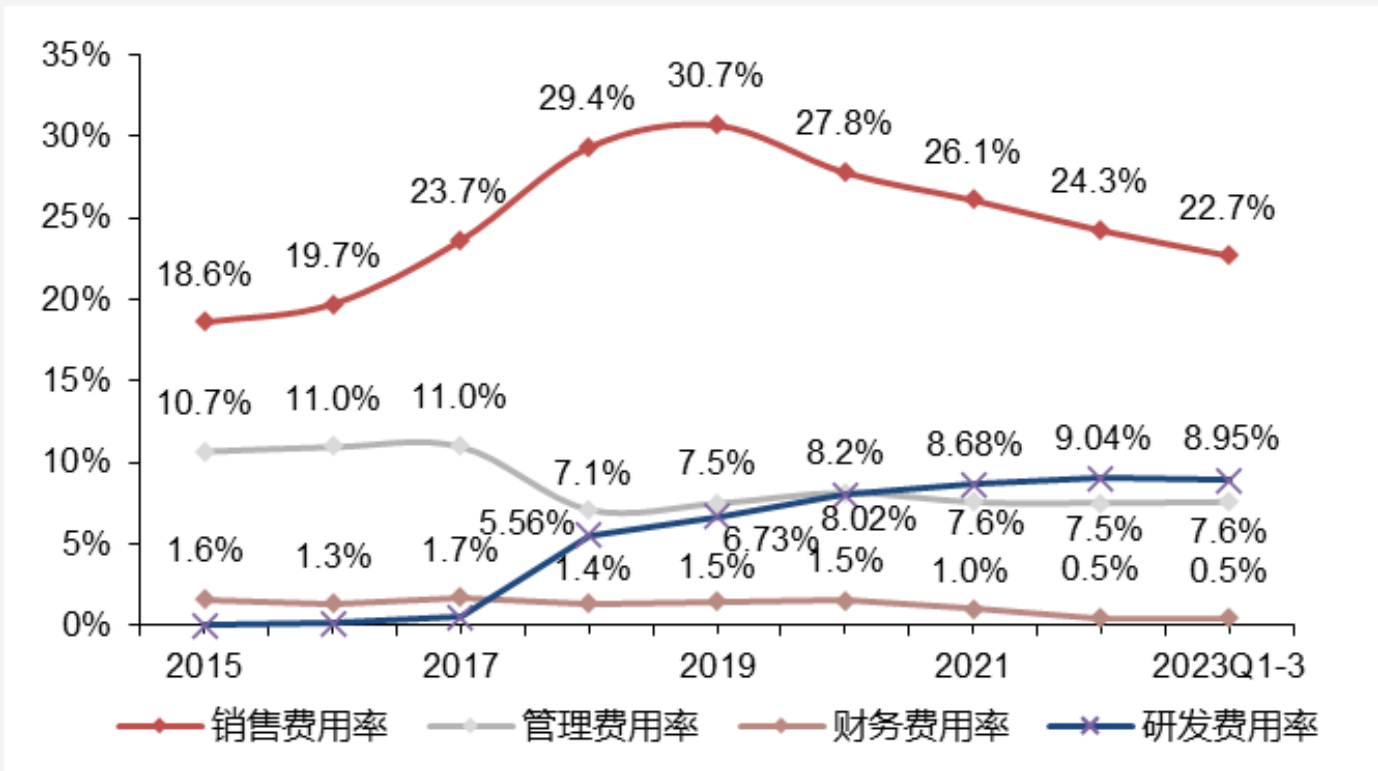
2023年医疗反腐政策梳理

时间	来源	内容
2023/5/10	国家卫健委	● 十四部委发布《2023年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》，意味着23年医疗反腐正式启动。
2023/7/28	中纪委	● 中央纪委国家监委召开动员会部署纪检监察机关配合开展全国医药领域腐败问题集中整治，随后学术会议在医药领域反腐的形势下，宣布暂停、延期；药事会、医药代表进院等陆续暂停。
2023/8/15	国家卫健委	● 国家卫健委发布《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》，强调：1) 针对“关键少数”、关键岗位的腐败问题进行重点突破，对重点问题、典型案件进行调查核实、处置处理、通报剖析；2) 学术会议是学术交流、经验分享、促进医药技术进步和创新发展的平台，按照国家有关规定，规范开展的学术会议和正常医学活动是要大力支持、积极鼓励的。
2023/9/9	国家卫健委	● 国家卫健委郭燕红司长做《把稳政策基调，推进医药医药腐败集中整治》大会报告，提到：1) 对一些地方停办、延办学术会议、广泛清退一线医务人员讲课费等问题及时予以纠偏；2) 不得与医务人员正常收入所得相混淆；3) 保障医院采购不受影响，保障好医院正常的就医秩序，不得推诿、拒绝患者就医。
2023/9/14	人民日报	● 人民日报发文《医药领域学术会议陆续恢复，正常的学术会议是行业必须》，据人民日报健康客户端记者不完全统计，9月至少要举办9场医药行业学术会议、论坛等。

医疗反腐边际改善，9月开始逐渐恢复

- 医疗反腐+集采，药企业销售费用率持续降低，受到Q3医疗反腐影响，销售推广活动减少，有助于行业良性竞争和企业释放利润。

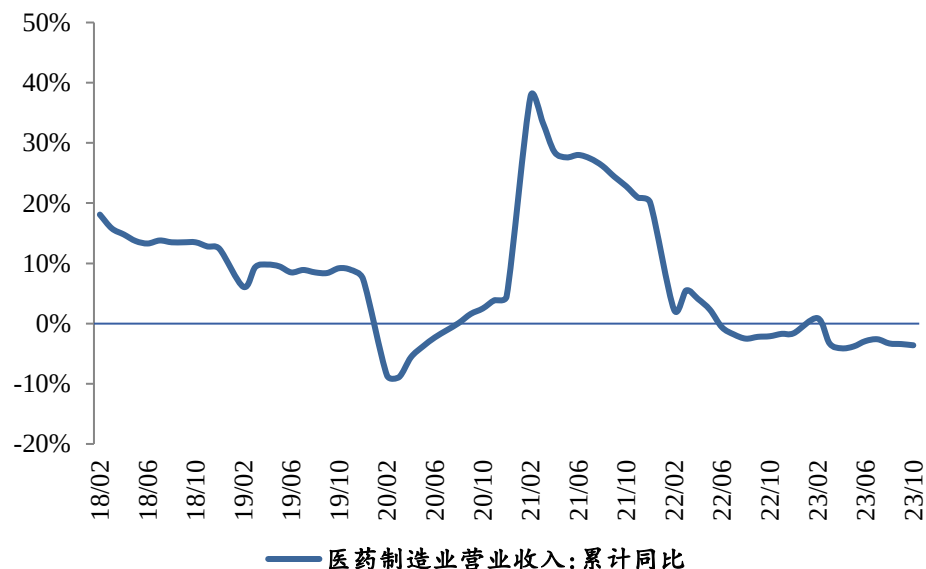
2023年1-3Q上市公司期间费用率（整体法）



医药制造业数据2023年有所回落

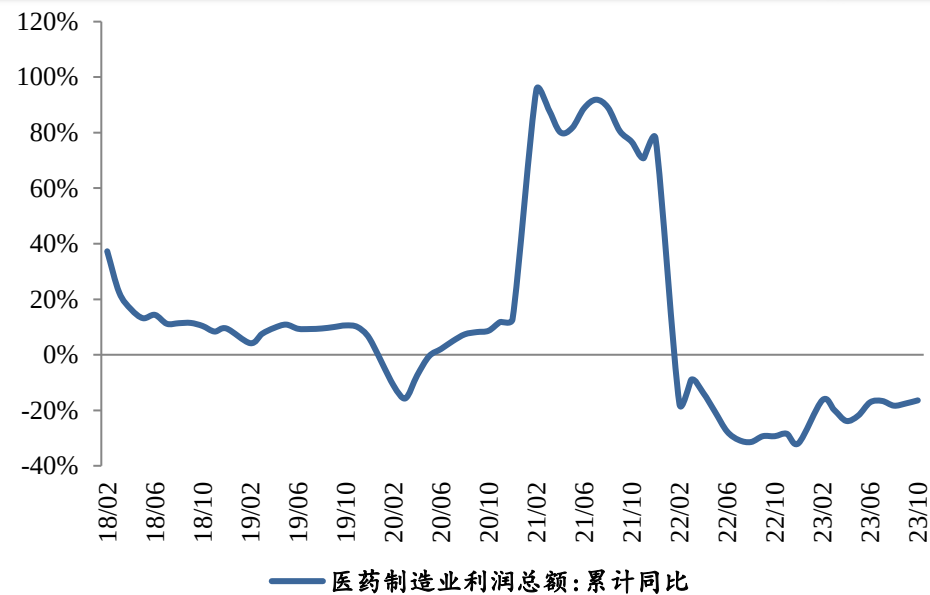
- 国家统计局规模以上医药制造业数据：截至2023年10月，累计实现营业收入20317.7亿元，较2022年累计同比下降3.6%；实现利润总额2818.9亿元，较2022年累计同比下降16.4%，在宏观经济及此前新冠疫情影响下，医药制造业发展持续放缓。

医药制造业营业收入累计同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

医药制造业利润总额累计同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

看好板块和重点个股

- 按照政策、质地、盈利、估值四个维度，单项总分**5**分，给**15**个细分子行业评分。考虑到分析行业景气度，发展阶段，总体标的质地等因素我们认为**2024**年评分较高的包括创新药及其产业链、高值耗材、中药、原料药等板块更具备投资价值。

十五个子行业评分对比

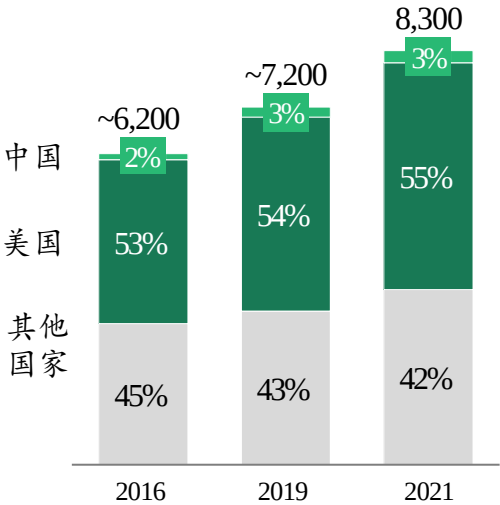
	政策	质地	盈利	估值	总分
原料药	3	2	2	4	11
仿制药	2	3	4	4	13
创新药	4	3	4	3	14
中药	5	3	2	3	13
血制品	4	3	4	3	14
疫苗	2	2	5	4	13
医药流通	2	2	2	4	10
药店	2	3	3	4	12
医疗设备	2	2	3	3	10
高值耗材	2	3	3	4	12
低值耗材	2	3	3	2	10
体外诊断	3	3	4	3	13
科研服务	4	3	3	1	11
CXO	3	4	2	3	12
消费医疗	2	4	2	2	10

主线1：医保占比提高——创新药

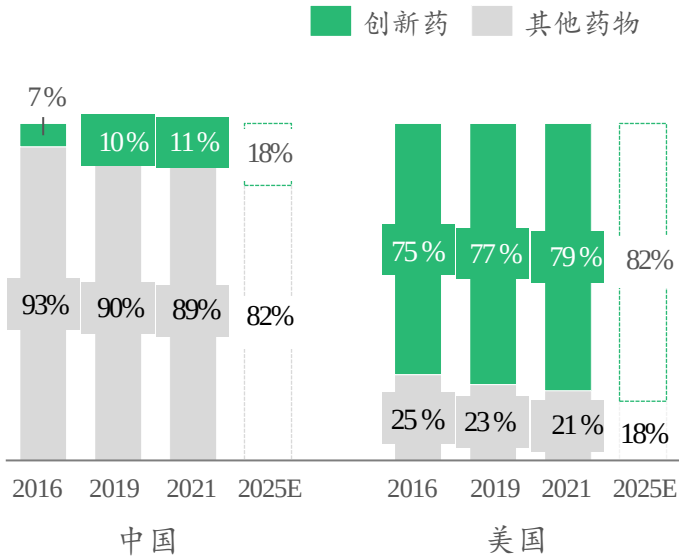
中国创新药支付占比低，提升空间较大

- 2021年全球创新药市场约8,300亿美元，其中美国创新药占比超一半，中国创新药占比只有3%；中国创新药占全国药品销售额约1/10，远低于发达国家80%左右的占比，未来提升空间较大。

图表：中国/美国/全球创新药销售额对比（亿美元）



图表：药品销售占比对比



创新药供给

- 截至2021年底，美国市场的创新药上市产品和在研管线数量约占全球60%，而中国市场约占20%。随着越来越多国产创新药进入上市收获期，供给有望持续增加。

创新药价格

- 2019年后多轮医保谈判使得中国创新药价格持续下降。目前创新药定价体系基本稳定，简易续约有利于创新药长期价格稳定。

医药支付体系

- 美国以商业保险为主体，支付能力较强。一方面，中国医保和个人支付水平逐步提高，另一方面“惠民保”等商业医疗保险发展迅速。

创新药需要关注的可能诞生大品种的热点领域汇总

- **寻找下一个Alpha：**康诺亚、科伦药业是Alpha驱动的公司，2022年5月之后一直处于上涨状态，公司价值得到市场很大的认可，分析这些Alpha的来源，一个是康诺亚关于自免市场空间较大，起源于国内达必妥以及可善挺的快速放量的投射；一个是科伦药业关于ADC肿瘤市场空间较大，起源于DS-8201的优异临床数据以及产品快速放量的投射。**因此寻找海外超预期放量的新产品或者疾病领域在国内的投射也是很重要的挖掘有预期差的Alpha驱动创新药的重要方法。**
- **已经受到极大关注而诞生投资机会的领域：**
 - ✓ **GLP1减重产品：**诺和诺德的长效GLP1司美格鲁肽，信达生物的GLP1/GCGR双激动剂这些都有望在减重领域成长为大品种，关注相关产业。
 - ✓ **针对自免&皮肤科难治性慢性疾病领域的创新药：**从样本医院+零售药店的销售额看，2022年，度普利尤单抗在等级医院的销售额达10.35亿元，比2021年增长了193.2%；零售市场方面，2022年销售额超过2.5亿元，增长率高达324.9%。2023年上半年，度普利尤单抗在等级医院的销售额已达8.51亿元，零售药店的销售额2.2亿元。特应性皮炎患者是银屑病的10倍不止，患者大多为未成年人，或35岁以下年轻人，患者瘙痒严重，用药需求和市场也是很庞大的。此外斑秃和雄脱，也是困扰中国人面子问题的又一重要方面，雄脱现有药物缺陷明显，整个领域缺药，关注相关药物研发。
 - ✓ **更具靶向性的化疗药物——“生物导弹”ADC药物：**靶点和新治疗机制的发现依靠基础科学的发展，国内Biotech公司相比海外没有优势，但多抗以及ADC技术属于技术的改进，这种依靠组合研发方式做出更强大产品的研发模式，是勤奋的中国Biotech公司更擅长的事情，并且已经通过很多临床数据初步证明了产品的有效性。
- **未来有望在国内产生投资机会的领域：（密切关注这些产品的海外放量）**
 - ✓ **非酒精性脂肪肝病：**我国上亿脂肪肝患者，只能通过改善生活方式的方法治疗，对已经出现的早期肝纤维化也无药可治，海外药企THRβ激动剂的成功打开了NASH治疗的大门，迎接一个全新而异常庞大的疾病治疗市场。
 - ✓ **阿尔兹海默症：**勃健和礼来的产品为阿尔兹海默症药物的研发带来了新的希望，这个领域的药企将收获极大的关注，关注相关产业链。

● GLP1减重产品：

- ✓ **信达生物：**玛仕度肽双靶点减重潜在最优候选药物，有望为庞大的超重肥胖和糖尿病人群提供理想的药物治疗选择；肥胖或超重 (6mg) 22年Q4启动临床III期，计划23年底至24年初递交NDA；肥胖 (9mg) 23年Q2临床II期达到首要终点，计划23年底启动临床III期。玛仕度肽100亿峰值，贡献400亿元市值，其他产品贡献450亿市值，目标市值850亿元。

● 自免&皮肤科创新药：

- ✓ **康诺亚：**CM310针对特应性皮炎大适应症，对标达必妥23年国内30多亿销售。我们预计CM310在23年年底申报NDA，峰值预计50亿人民币（特应性皮炎），4倍PS，贡献200亿市值。CLDN18.2 ADC CMG901数据优秀，全球注册临床即将开启，为康诺亚提供更大估值弹性！
- ✓ **荣昌生物：**泰它西普（RC18）是全球唯一上市的治疗风湿免疫疾病的双靶点融合蛋白，市场大（1000万人），竞争格局好（唯一竞品贝利尤单抗），疗效安全性优势突出（Best-in-class）。SLE适应症已在国内批准上市，另有6个适应症处于III期临床或注册性II期临床阶段，同时在美国开展SLE的III期和IgA肾炎的II期临床试验。

● ADC肿瘤药物：

- ✓ **迈威生物：**Nectin-4 ADC全球进度第二，国内进度第一，UC适应症I/II期临床ORR和DCR分别为62.2%和91.9%，疗效优势突出。安全性更佳，和EV比，在皮肤、神经病变以及停药致死等严重副反应更少。明年有望达成海外BD。目标市值150亿元。
- ✓ **科伦博泰：**TROP2-ADC（SKB264）国内进度第一，针对TKI耐药非小细胞肺癌疗效优异，ORR 60%，mPFS超过11个月。我们预计三阴性乳腺癌年底申报上市，24年下半年获批，有望成为首个获批上市的国产TROP2-ADC。非小细胞肺癌24年下半年完成患者入组。HER2-ADC（A166）预计24年上半年获批上市。目标市值200亿元。

重点关注：2023年参加国家医保谈判药品

公司	产品名称	上市日期	靶点	分子类型	适应症
艾迪药业	艾诺米替片	2023/1/4	非核苷类逆转录酶	小分子	治疗成人HIV-1感染初治患者
贝达药业	甲磺酸贝福替尼胶囊	2023/5/31	EGFR T790M	小分子	既往经表皮生长因子受体（EGFR）酪氨酸激酶抑制剂治疗出现疾病进展，并且伴随EGFR T790M 突变阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的治疗
贝达药业	伏罗尼布片	2023/6/8	VEGFR	小分子	与依维莫司联合，用于既往接受过酪氨酸激酶抑制剂治疗失败的晚期肾细胞癌患者
第一三共/阿斯利康	德曲妥珠单抗	2023/2/21	HER2	ADC	既往接受过一种或一种以上抗HER2药物治疗的不可切除或转移性HER2阳性成人乳腺癌患者
恩华药业	奥赛利定富马酸盐注射液	2023/4/28	MOR	小分子	成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛，也可作为替代疗法效果不佳时的选择
翰森制药	培莫沙肽注射液	2023/6/30	EPO	多肽	未接受红细胞生成刺激剂（ESA）治疗的成人非透析患者，及正在接受短效促红细胞生成素（EPO）治疗的成人透析患者
恒瑞医药	阿得贝利单抗	2023/2/28	PD-L1	单抗	联合卡铂和依托泊苷，用于广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）患者的一线治疗
恒瑞医药	磷酸瑞格列汀片	2023/6/28	DPP-4	小分子	改善成人2型糖尿病患者的血糖控制
恒瑞医药	奥特康唑胶囊	2023/6/28	CYP51	小分子	治疗重度外阴阴道假丝酵母菌病（VVC）
恒瑞医药/瓊黎药业	林普利塞	2022/11/9	PI3Kδ	小分子	复发或难治滤泡性淋巴瘤
康哲药业	甲氨蝶呤注射液	2023/3/24	抗叶酸	小分子	银屑病
康哲药业	替瑞奇珠单抗	2023/5/26	IL-23	单抗	斑块状银屑病
康哲药业	地西洋鼻喷雾剂	2023/6/7	苯二氮卓类	小分子	丛集性癫痫发作
乐普生物	普特利单抗注射液	2022/7/19	PD-1	单抗	MSI-H或dMMR晚期实体瘤不可切除或转移性黑色素瘤
礼来/信达生物	塞普替尼	2022/9/30	RET	小分子	RET驱动型肺癌和甲状腺癌
绿叶制药	盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	2022/11/3	5-HT/NE/DA	小分子	抑郁症
特宝生物	拓培非格司亭注射液	2023/6/30	G-CSF	PEG化药物	适用于非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率
先声药业	曲拉西利	2022/7/12	CDK4/6	小分子	广泛期小细胞肺癌化疗前给药
信达生物/驯鹿生物	伊基奥仑赛注射液	2023/6/30	BCMA	CAR-T	复发或难治性多发性骨髓瘤
信立泰	恩那度司他片	2023/6/10	HIF-PHI	小分子	非透析的成人慢性肾脏病（CKD）患者的贫血治疗
亿帆医药/中国生物制药	艾贝格司亭α	2023/5/6	G-CSF	融合蛋白	中性粒细胞减少症
再鼎医药	艾加莫德α注射液	2023/6/30	FcRn	抗体片段	治疗乙酰胆碱受体（AChR）抗体阳性的成人全身型重症肌无力（gMG）患者

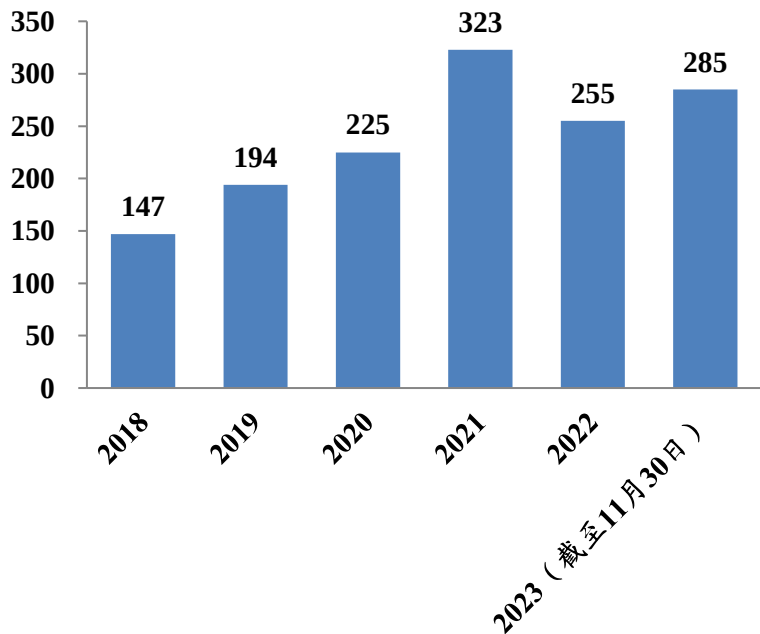
重点关注：创新药迎来收获期，NDA产品数量明显增加

- 2023年申报NDA的国产创新药达53例（截至2023年11月30日，不含疫苗和中药），和2022年的25例相比显著提升。
- 2023年截至11月30日，CDE登记的III期临床数量285项，II期临床数量306项，已经超过了去年全年的数量，整体稳步增加。

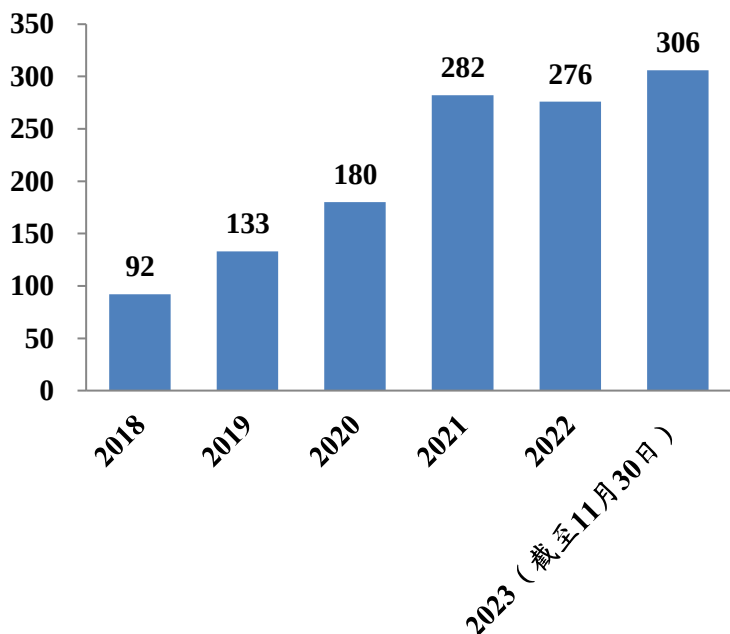
历年国产创新药NDA数量



历年申报III期临床的创新药数量（CDE口径）



历年申报II期临床的创新药数量（CDE口径）



- 重磅临床数据读出、新产品获批上市以及产品上市后放量情况是创新药股价表现最核心的催化剂，我们对2023年底到2024年创新药的核心催化剂进行总结，需要重点跟踪关注：

处于申报上市阶段，有望今年底到明年获批上市的创新药品种：

研发机构	药品名称	疾病	药品类别	作用机制	审评审批类型
恒瑞医药	SHR8554	术后疼痛	G蛋白偶联受体	μ opioid receptor激动剂	特殊审批（CN）
	夫那奇珠单抗，SHR1314	斑块状银屑病	抗体	anti-IL-17A单抗	重大专项（CN）
	瑞卡西单抗，SHR1209	高胆固醇血症	抗体	anti-PCSK9单抗	特殊审批（CN）
康方生物	依沃西单抗，AK112	非鳞状非小细胞肺癌	抗体	anti-PD1/VEGF-A双抗	优先审评（CN）；突破性疗法（CN）
	依若奇单抗，AK101	银屑病	抗体	anti-IL-12p40单抗	
智翔金泰	赛立奇单抗，GR1501	斑块状银屑病	抗体	anti-IL-17A单抗	
信达生物	帕萨利司，IBI376	滤泡性淋巴瘤	小分子	PI3Kδ抑制剂	优先审评（CN）；突破性疗法（US）；突破性疗法（CN）
泽璟制药	杰克替尼	骨髓纤维化	小分子	JAK1/2/3抑制剂;TYK2抑制剂;ALK2抑制剂	特殊审批（CN）
	重组人凝血酶（23年底前获批）	出血	其他	重组thrombin	
科济药业	泽沃基奥仑赛，CT053	多发性骨髓瘤	细胞疗法	CAR T细胞疗法	特殊审批（CN）；优先审评（CN）；突破性疗法（CN）；突破性疗法（EU）
科伦博泰	泰特利单抗，A167	鼻咽癌	抗体	anti-PDL1单抗	
	trastuzumab botidotin，A166	HER2阳性乳腺癌	抗体	anti-HER2抗体偶联药物	
迪哲医药	戈利昔替尼，AZD4205	外周T细胞淋巴瘤	小分子	JAK1抑制剂	优先审评（CN）
海创药业	德恩鲁胺，HC-1119	去势抵抗前列腺癌	小分子	AR抑制剂	重大专项（CN）；特殊审批（CN）
百奥泰	巴替非班，BAT2094	急性冠脉综合征	小分子	GPIIb/IIIa拮抗剂	重大专项（CN）
海思科	crisugabalin，HSK16149	糖尿病周围神经痛	小分子	GABA类似物;α2δ配体	
君实生物	昂戈瑞西单抗，JS002	混合型高脂血症等	抗体	anti-PCSK9单抗	优先审评（CN）
石药集团	巴托利单抗	重症肌无力	抗体	anti-FcRn单抗	突破性疗法（CN）
	恩朗苏拜单抗	宫颈癌	抗体	anti-PD1单抗	
正大天晴	安奈克替尼，TQ-B3101	非小细胞肺癌	小分子	c-Met抑制剂;ROS1抑制剂;ALK抑制剂	特殊审批（CN）

- 随着越来越多的创新药逐步进入商业化阶段，相关公司的收入将明显增长，进入到盈利阶段。一方面，公司收入足以覆盖高昂的研发费用，不再有“存活”的威胁；另一方面，公司估值有了盈利的“锚”，投资的确性增强。
- 根据公司盈利预测，2023年复宏汉霖将扭亏。2024年神州细胞、百奥泰、艾迪药业、信达生物有望扭亏。随着创新产品逐步上市放量，2025年开始大量创新药公司扭亏，包括康方生物、和黄医药、百利天恒、泽璟制药、基石药业等。

代码	简称	市值/亿元	净利润/亿元			
			2022	2023 E	2024 E	2025 E
2696.HK	复宏汉霖	67.7	-7.0	5.0	8.7	10.9
688520.SH	神州细胞-U	230.5	-5.2	-1.4	3.4	8.9
688177.SH	百奥泰	180.9	-4.8	-2.6	1.1	4.3
688488.SH	艾迪药业	57.8	-1.2	-0.4	0.6	1.5
1801.HK	信达生物	647.4	-21.8	-2.3	1.2	12.2
9926.HK	康方生物	371.3	-14.2	17.3	-3.5	4.1
0013.HK	和黄医药	232.7	-3.6	-0.7	-0.1	1.6
688506.SH	百利天恒-U	446.0	-2.8	-3.0	-3.9	2.8
688266.SH	泽璟制药-U	130.4	-4.9	-3.0	-1.0	2.9
2616.HK	基石药业-B	25.9	-9.0	-5.4	-2.9	1.0

重点关注的创新药公司汇总

创新药公司	代码	当前市值/ 亿人民币	交易可及性	现金流/亿元			基本面		
				在手现金 (2022年底)	2022年研发费用	现金 / 2022年研发费用	疾病领域	技术领域	潜在20亿以上大品种管线
恒瑞医药	600276.SH	2971.3	A股	173.0	48.9	盈利	多疾病	Pharma	JAK1抑制剂, HER2 ADC SHR-1811, AR抑制剂瑞维鲁胺等
百济神州	688235.SH	2084.9	A股	269.5	111.5	2.4	肿瘤	BioPharma	BTK抑制剂
亚虹医药	688176.SH	63.3	A股	27.3	2.4	11.2	泌尿生殖系统疾病	小分子	关注药械组合产品1702针对高级别宫颈癌前病变
海创药业	688302.SH	48.3	A股	15.7	2.5	6.2	实体瘤, 代谢疾病	小分子, Protac	关注AR抑制剂mCRPC的一线研发情况以及上市后的放量情况
泽璟制药	688266.SH	130.4	A股	9.9	5.0	2.0	实体瘤, 血液瘤, 自身免疫	小分子	关注杰克替尼的上市放量和潜在授权, 关注重组人凝血酶
盟科药业	688373.SH	49.5	A股	12.7	1.5	8.4	感染	小分子	关注康替唑胺注射剂全球III期临床进展和上市进度
艾力斯	688578.SH	173.3	A股	18.8	1.9	9.8	非小细胞肺癌	小分子	关注伏美替尼放量, 20外显子插入适应症提升产品峰值潜力
迪哲医药	688192.SH	190.4	A股	14.2	6.6	2.1	实体瘤	小分子	关注舒沃替尼出海后续适应研发策略
贝达药业	300558.SZ	236.0	A股	7.3	7.0	盈利	实体瘤	小分子	关注EGFR/cMet双抗研发进度
首药控股	688197.SH	86.2	A股	11.9	2.0	6.0	实体瘤	小分子	关注三代ALK抑制剂的研发进展和其他已上市三代ALK的销售增速
益方生物	688382.SH	95.8	A股	22.4	4.6	4.8	实体瘤, 代谢疾病	小分子	关注口服SERD的研发进展
神州细胞	688520.SH	230.5	A股	9.7	8.9	1.1	血友病, 肿瘤	抗体, 重组蛋白	关注重组八因子的放量
智翔金泰	688443.SH	138.2	A股	2.9	4.5	0.6	自身免疫	抗体	关注IL17单抗的上市和放量
三生国健	688336.SH	153.9	A股	25.8	3.1	8.2	自身免疫	抗体	关注IL17单抗的研发进度
百利天恒	688506.SH	446.0	A股	10.0	3.7	2.7	实体瘤	ADC,多抗	关注EGFR /HER3双抗ADC的临床数据
凯因科技	688687.SH	54.8	A股	12.4	1.1	10.9	感染领域	小分子, 干扰素	关注长效干扰素产品乙肝治愈数据, 但这个领域有了特宝这个玩家, 竞争有难度
百奥泰	688177.SH	180.9	A股	8.0	6.2	1.3	实体瘤	抗体, ADC	
迈威生物	688062.SH	119.2	A股	25.5	7.6	3.4	实体瘤	抗体, ADC	关注Nectin4 ADC的竞争身位
众生药业	002317.SH	151	A股	12.7	1.6	8.1	感染领域, 慢性病	小分子	
微芯生物	688321.SH	97.6	A股	7.9	1.6	4.8	实体瘤, 血液瘤	小分子	
荣昌生物 (A)	688331.SH	376.4	A股	20.7	9.8	2.1	实体瘤, 自身免疫	ADC, 融合蛋白	关注泰它西普放量和海外授权, 泛自身免疫疾病药物, 适应症丰富, 且海外潜力大, 竞争格局好
荣昌生物 (H)	9995.HK	223.7	港股通						
诺诚健华 (A)	688428.SH	197.0	A股	44.9	6.4	7.0	血液瘤, 自身免疫	小分子	关注奥布替尼自身免疫疾病适应症的临床数据, 奥布替尼安全性好有潜力能够在自免上获得成功
诺诚健华 (H)	9969.HK	103.0	港股通						
君实生物 (A)	688180.SH	450.1	A股	60.0	23.8	2.5	肿瘤	BioPharma	关注PD1围手术期的研发进展和PD1的放量
君实生物 (H)	1877.HK	212.6	港股通						

重点关注的创新药公司汇总

创新药公司	代码	当前市值/ 亿人民币	交易可及性	现金流/亿元			基本面		
				在手现金（2022年底）	2022年研发费用	现金 / 2022年研发费用	疾病领域	技术领域	潜在20亿以上大品种管线
康方生物	9926.HK	371.3	港股通	22.9+35(授权首付款)	13.2	4.4	实体瘤	双抗（龙头）	关注AK112肺癌临床，AK104的上市后放量
康宁杰瑞	9966.HK	55.7	港股通	13.0	4.7	2.8	实体瘤	双抗（龙头），ADC	关注KN046 胰腺癌
先声药业	2096.HK	175.5	港股通	26.4	17.3	盈利	肿瘤，神经系统，自身免疫	BioPharma	关注口服阿尔兹海默症药物II期临床，新冠药物放量很可能超预期
和黄医药	0013.HK	232.7	港股通	44+28（授权首付款）	26.9	2.6	实体瘤，血液瘤	小分子	关注味喹替尼国内胃癌二线数据的申报，以及美国和欧洲结直肠癌末线的申报
科济药业	2171.HK	48.4	港股通	22.7	6.8	3.3	实体瘤，血液瘤	CAR-T（龙头）	如果BCMA CAR-T成功海外上市且海外授权则有可能超20亿
信达生物	1801.HK	647.4	港股通	91.6	28.7	3.2	实体瘤，血液瘤，代谢疾病	BioPharma	关注GLP1/GCGR减肥适应症
康诺亚	2162.HK	142.2	港股通	31.7	5.1	6.2	自身免疫，肿瘤	抗体	关注核心产品IL4Ra单抗，第一个国产特应性皮炎生物药物；以及授权个AZ的Claudin18.2 ADC
云顶新耀	1952.HK	58.9	港股通	30.0	8.1	3.7	自身免疫，感染	License-in模式	关注IgA肾炎药物Nefecon上市后的放量
亚盛医药	6855.HK	66.5	港股通	15.0	7.4	2.0	血液瘤	小分子	关注Bcl2的海外临床和出海授权进度
加科思	1167.HK	26.3	港股通	13.0	4.5	2.9	实体瘤	小分子	潜在大品种多，但是都比较早期，需要密切关注临床数据读出，增加确定性
乐普生物	2157.HK	52.1	港股通	6.7	5.2	1.3	实体瘤	ADC	
科伦博泰	6990.HK	191.0	不在通				实体瘤	ADC	关注TROP2 ADC的研发进展
复宏汉霖	2696.HK	67.7	不在通	7.0	14.0	0.5	实体瘤	抗体，ADC	
赛生药业	6600.HK	75.1	港股通	18.7	1.2	15.2	实体瘤，感染等	抗体	
再鼎医药	9688.HK	193.0	港股通				自身免疫，肿瘤	抗体，小分子	关注艾加莫得的多适应症国内获批进度及放量情况
石药集团	1093.HK	775.8	港股通				多疾病	抗体，小分子，ADC	
绿叶制药	2168.HK	133.0	港股通				神经系统疾病，肿瘤等	微球技术	关注戈舍瑞林微球上市后的放量
德琪医药	6996.HK	12.9	不在通	6.1	4.9	1.2	血液瘤	小分子	
药明巨诺	2126.HK	11.9	不在通	13.8	4.1	3.4	血液瘤	CAR-T	

主线1：医保占比提高——基药目录调整

基药目录调整在即，“986”政策刺激中药放量

■ 基药目录中成药占比逐步提高，新版调整在即

- 自1977年WHO首次提出基本药物理念后，全球已有160多个国家制定了本国的《基本药物目录》，其中105个国家制定和颁布了国家基本药物政策。我国从1979年开始引入“基本药物”的概念，到2018版（685）基药目录，一共发布过五版。
- 2018版基药目录共调入药品187种，调出22种（其中有17个为化药），目录总品种数量由原来的520种增加到685种，其中西药417种、中成药268种。中成药数量占比进一步提升至39.12%。
- 直到2018年版基药目录，才将儿科单独划分一类，2018年基药目录儿科用药中，化药仅有3种，中成药有六大类13种。

历次基药目录调整

目录版本	发布年份	目录组成（个）		目录总数（个）	是否纳入中药饮片	中成药数量占比
		化药及生物制品	中成药			
第一版	1981	278	-	278	否	-
第二版	1996	699	1699	2398	是	-
2009版	2009	205	102	307	是	33.22%
2012版	2012	317	203	520	是	39.04%
2018版现行	2018	417	268	685	是	39.12%

数据来源：各版本基药目录，东吴证券研究所

各版基药目录中成药数量对比

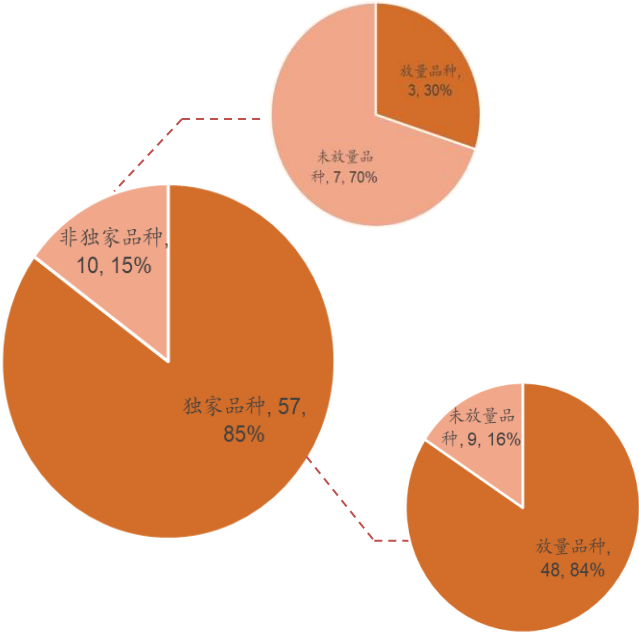
类别	2009数量（个）	2012年数量（个）	2018年数量（个）
内科用药	73	137	166
外科用药	7	11	21
眼科用药	8	20	8
妇科用药	2	7	24
耳鼻喉科用药	4	13	18
骨伤科用药	8	15	18
儿科用药	-	-	13
合计（个）	102	203	268

数据来源：各版本基药目录，东吴证券研究所

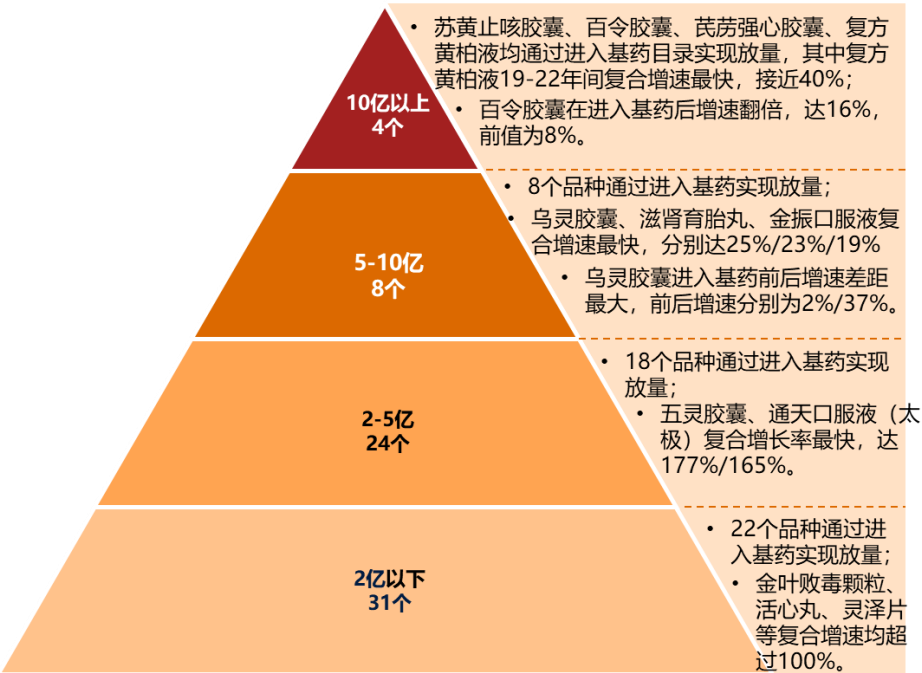
【主要结论】

- 1.18版新进67个中成药，51个品种实现放量；18版新进57个独家品种，48个品种实现放量；
- 2.其中19-22年间复合增速接近20%及以上的达37个；复合增速超过100%的品种有6个，但基数均较小，目前最高仅达到2亿体量；
- 3. 2022年销售额达到5亿及以上品种12个，其中实现放量的有11个，百令胶囊因集采等原因销售额有所下滑，但集采之前仍通过基药实现放量；

独家品种通过基药放量情况



基药放量体量



判断标准：
 1.进入基药目录前后增速存在明显差异，如19年增速快于18年增速，或19年规模下滑幅度小于18年
 2.19-22年间复合增长率接近20%或与18年增速之差超过10%
 3.大体量单品（规模超过5亿）19-22年间复合增长率超过10%

【2024年新版基药目录弹性测算】

- 1.通过调研，共收集到27个基药潜在品种，其中贵州三力开喉剑喷雾（儿童型+成人型），盘龙药业盘龙七片弹性最大，分别达90%、60%；
- 2.方盛制药藤黄健骨片、济川药业小儿豉翘清热颗粒、新天药业苦参凝胶弹性同样在20%以上

上市公司	品种	治疗类别	功能主治	医保	独家	销售额 (百万元)		医药工业收入 (百万元)		2022各产 品销售额合 计占医药工 业收入体量	2021销售 额占医药 工业收入 体量	2022销售 额占医药 工业收入 体量	同类最大竞品（百万元）					
						2021年	2022年	2021年	2022年				品种	22年院内	22年院 外	合计	基药	医保
贵州三力	开喉剑喷雾剂	儿科/呼吸系统	用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口口腔炎，牙龈肿痛。	是	是	879	1069	939	1201	94%	94%	89%	蓝芩口服液	1827	2177	4004	是	是
盘龙药业	盘龙七片	骨骼系统	可用于治疗膝关节关节炎、类风湿关节炎、强直性脊柱炎等慢病治疗，可以显著改善患者的关节疼痛肿胀，是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药。	是	是	288	334	508	556	60%	57%	60%	淤血痹	416	13	429	是	是
新天药业	宁泌泰胶囊	泌尿药	清热解毒，利湿通淋。用于湿热蕴结所致淋证，证见；小便不利，淋漓涩痛，尿血，以及下尿路感染、慢性前列腺炎见上述证候者。	是	是	234	234	970	1088		24%	22%	尿毒清颗粒	1458	328	1786	是	是
	苦参凝胶	妇科	抗菌消炎。用于宫颈糜烂，赤白带下，滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症。	是	是	213	231	970	1088	47%	22%	21%	复方黄柏液涂剂	922	107	1029	是	是
	夏枯草口服液	呼吸系统	清火，散结，消肿。用于火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰癧、癭瘤、乳癖肿痛；甲状腺肿大，淋巴结核，乳腺增生病见上述证候者。	是	是	47	46	970	1088		5%	4%	金水宝片	2502	69	2571	是	是
方盛制药	藤黄健骨片	骨科	用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病。	是	是	331	305	1141	1443	25%	29%	21%	骨康胶囊	361	11	372	是	是
	小儿荆杏止咳颗粒	儿科/呼吸系统	治疗急性支气管炎，风寒化热证。	是	是	12	50	1141	1443		1%	3%	金水宝片	2502	69	2571	是	是
济川药业	小儿豉翘清热颗粒	儿科/呼吸系统	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证，证见：发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄等。	是	是	1210	1713	7334	8627	16%	16%	20%	金水宝片	2502	69	2571	是	是
康恩贝	麝香通心滴丸	妇科	芳香益气通脉，活血化痰止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	是	219	198	6027	5785		4%	3%	复方丹参滴丸	1343	1268	2611	是	是
	乙酰半胱氨酸泡腾片	呼吸系统	用于治疗分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病（COPD），慢性支气管炎（CB）、肺气肿（PE）等慢性呼吸系统感染。			222	262	6027	5785	20%	4%	5%	富露施	1010	20	1030	是	是
	汉防己甲素片	肌肉-骨骼系统	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯矽肺I、II、III期及各期煤矽肺。			793	812	6027	5785		13%	14%	诺西那生钠注射液	610	0.16	610.16	否	是

2024版基药弹性测算（续表）

上市公司	品种	治疗类别	功能主治	医保	独家	销售额 (百万元)		医药工业收入 (百万元)		2022各产品 销售额合计 占医药工业 收入体量	2021销售 额占医药 工业收入 体量	2022销售 额占医药 工业收入 体量	同类最大竞品（百万元）					
						2021年	2022年	2021年	2022年				品种	22年院内	22年院外	合计	基药	医保
康缘药业	大株红景天片/胶囊	心血管系统	活血化瘀，通脉止痛。用于心血瘀阻引起的冠心病、心绞痛，症见胸痛、胸闷、心慌、气短等。	是	是	18	15	3614	4323	6%	1%	0%	复方丹参滴丸	1343	1268	2611	是	是
	天舒片/胶囊	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕肋痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者。	是	是	145	139	3614	4323		4%	3%	血府逐瘀胶囊	185	35	220	是	是
	通塞脉片/胶囊	血液和造血器官	培补气血，养阴清热，活血化瘀，通经活络。用于血栓闭塞性脉管炎(脱疽)的毒热症。	是	是	81	73	3614	4323		2%	2%	注射用血栓通(冻干)	1260	1.47	1261.47	是	是
	九味熄风颗粒	儿科/生殖泌尿系统和性激素	滋阴补肾，平肝息风，化痰宁神。主治小儿多发性抽动症（抽搐-秽语综合症），证属肾阴亏损，肝风内动型，喉中发出异常声音，神思涣散，注意力欠集中，小动作多，性情急躁等。	是	是	26	26	3614	4323		1%	1%	佐力	821	124	945	是	是
达仁堂	通脉养心丸	心血管系统	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。	是	是	59	50	4283	5229	3%	1%	1%	复方丹参滴丸	1343	1268	2611	否	否
	胃肠安丸	消化道及代谢	芳香化浊，理气止痛，健胃导滞。用于消化不良引起的腹泻，肠炎，菌痢，脘腹胀满，腹痛，食积乳积。	是	是	25	25	4283	5229		1%	0%	胃复春胶囊	463	88	551	否	否
	清肺消炎丸	呼吸系统	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸肋胀痛，吐痰黄稠，上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者。	是	是	45	62	4283	5229		1%	1%	金水宝片	2502	69	2571	否	是
	舒脑欣滴丸	神经系统	理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。	否	是	4	2	4283	5229		0%	0%	血府逐瘀胶囊	185	35	220	否	否
葵花药业	补虚通瘀颗粒	心血管系统	益气补虚，活血通络。用于气虚血瘀所致动脉硬化，冠心病。	是	是	0	0	4454	5083	2%	0%	0%	复方丹参滴丸	1343	1268	2611	否	否
	康妇消炎栓	妇科	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒。用于湿热、湿毒所致的带下病、阴痒，症见下腹胀痛或腰骶胀痛，带下量多，色黄，阴部瘙痒，或有低热，神疲乏力，便干或溏而不爽，小便黄；盆腔炎、附件炎、阴道炎见上述证候者。	是	是	76	81	4454	5083		2%	2%	复方黄柏液涂剂	922	107	1029	是	是
太极集团	通天口服液	神经系统	活血化瘀，祛风止痛。用于瘀血阻滞、风邪上扰所致的偏头痛，症见头部胀痛或刺痛、痛有定处、反复发作、头晕目眩、或恶心呕吐、恶风。	是	是	145	210	7691	8785	2%	2%	2%	血府逐瘀胶囊	185	35	220	否	否
九芝堂	裸花紫珠片	血液和造血器官	消炎，解毒，收敛，止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道及消化道出血。	是	是	63	51	2717	2542		2%	2%	舒肝宁注射液	1317	0.33	1317.33	否	是
华润三九	益血生胶囊	消化道及代谢	健脾生血，补肾填精。用于脾肾两虚，精血不足所致的面色无华、眩晕气短、体倦乏力、腰膝酸软；缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血见上述证候者。	是	是	142	116	14626	17360	1%	1%	1%	参附注射液	574	0.17	574.17	否	是
	金复康口服液	抗肿瘤药和免疫机能调节药	益气养阴、清热解毒。用于治疗原发性非小细胞肺癌气阴两虚证不适合手术、放疗、化疗的患者，或与化疗并用，有助提高化疗效果，改善免疫功能，减轻化疗引起的白细胞下降等副作用。	是	是	6	15	14626	17360		0%	0%	华蟾素肠溶胶囊	1714	58	1772	否	否
亚宝药业	儿童清咽解热口服液	儿科/呼吸系统	清热解毒，消肿利咽。用于小儿急性咽炎（急喉痹）属肺胃实热证，证见：发热，咽痛，咽部充血，或咳嗽，口渴等。	是	是	35	53	2338	2220	1%	1%	2%	蓝芩口服液	1827	2177	4004	否	是
以岭药业	连花清咳片	呼吸系统	清瘟解毒，宣肺泄热。用于治疗流行性感冒属热毒袭肺证，症见：发热或高热，恶寒，肌肉酸痛，鼻塞流涕，咳嗽，头痛，咽干咽痛，舌偏红，苔黄或黄腻等。	是	是	21	60	10111	12520	0.21%	0%	0%	金水宝片	2502	69	2571	否	是

主线1：医保占比提高的品种——集采产业链

投资逻辑：1) 2018年以来制药行业“集采+疫情+反腐”利空因素反应较为充分，步入新景气周期；2) 2024-25年，增长动能切换，新药放量、加速增长；同时，创新属性尚未在估值充分体现；3) 板块景气度清晰，比较优势明确，估值和资金配置处历史低位，价值亟待重估。

集采出清：我们判断2022年为药品集采政策底。1) 集采进程过半，国家规划2025年完成500个品种的集采，2018年以来1-8批带量采购已纳入333个品种；2) 存量品种数量有限，2019年一致性评价受理数量为778个，达到高峰，随后呈下滑趋势；3) 百亿市值药企2023-25年的集采风险多降至15%以下；胰岛素、CCB（钙拮抗剂）类降压药领域，未集采品种占比小于11%、28%；4) 第8批集采39个品种中选，恒瑞医药、科伦药业、信立泰、恩华药业、人福医药等主流制药企业，3亿元以上量级仿制药基本不涉及。

创新兑现：创新大势所趋，结构性机会凸显。1) 政策层面，医保支付、审评审批、商业保险协同支持创新，新药评审、准入加速，医保支付力度走强，创新药市占率逐渐提高；2) 新药存在结构性机会，2021年国内vs美国创新药市占率为11% vs 79%，存量品种集采为新药腾空间；3) 企业增长动力充足，恒瑞医药、信立泰、海思科等企业，我们预计，在研品种预期仍可带来当前收入1-2x的增量；4) 老树开新花，授权、引进催化丰富。科伦博泰ADC与MSD合作金额超百亿美元；恒瑞医药EZH2实现对外授权等；海思科环伯酚、Protac项目授权潜力大。

投资建议：全面看多优质制药企业，建议提高配置比例，具体思路：1) 景气度中长期向上，便宜、估值修复弹性大（ $<25\times PE / \sim 1\times PEG$ ）：恩华药业、人福医药、丽珠集团、京新药业、仙琚制药、健康元等，未来三年整体复合增长中枢在15-20%，24年PE整体低于20X，比较优势突出；2) 创新属性强，投资边际变化：海思科、科伦药业、恒瑞医药、信立泰。

集采出清：集采利空出清，制药行业迎接拐点

- **企业角度：我们预计，2023-25年主流制药企业集采风险小于15%，影响降至较低水平。**恒瑞医药：2022年存量仿制药的收入占比为35.4%，七氟烷（14.8亿元，收入占比7%），格局较差，集采风险较大。碘佛醇注射液（27亿元，2家上市、1家过评）、酒石酸布托啡诺注射液（15亿元，3家上市、3家过评）格局较好，2023-25集采风险较低，即便集采也未必在同一批次，影响有限。注射用紫杉醇(白蛋白结合型)（18亿元），已纳入集采，价格断崖下跌风险消除。假设23-25年“布托啡诺+七氟烷”被纳入集采，公司2023-25年有集采风险的收入仅占14%，低于表观水平，影响有限。

图表：公司集采风险分析

公司	存量品种 ^[1]	存量产品销售 (百万元)	2022年收入 (百万元)	存量占比 (%) ^[2]	2023-25年集采风险 (%) ^[3]
恒瑞医药	碘佛醇注射液、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、酒石酸布托啡诺注射液、吸入用七氟烷	7,541	21,275	35.4%	14%（布托啡诺+七氟烷）
科伦药业	无（草酸艾司西酞普兰片为较大品种，仅3亿元级别）	0	18,913	0.0%	无（最大品种占比不高于5%）
海思科	甲磺酸多拉司琼注射液、复方氨基酸注射液(18AA-VII)、脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液、注射用复方维生素(3)	1,003	3,015	33.3%	<10%（复方氨基酸注射液）
信立泰	硫酸氢氯吡格雷片、注射用头孢呋辛钠、盐酸乐卡地平片	1,148	3,482	33.0%	无（存量品种已集采）
吉贝尔	利可君片	338	655	51.6%	无（利可君为事实独家）
恩华药业	依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液	1,678	4,299	39.0%	无（咪达唑仑仅3家过评，麻药风险低）
宜昌人福	注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液	6,338	7,010	90.4%	无（管制类镇痛）
京新药业	左乙拉西坦片	300	3,780	7.9%	无（存量品种已集采）
仙琚制药	罗库溴铵注射液、糠酸莫米松鼻喷雾剂	966	4,380	22.1%	无（存量品种已集采）
一品红	注射用乙酰谷酰胺、盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、注射用盐酸溴己新	1,454	2,280	63.8%	无（克林霉素独家）
丽珠集团	注射用醋酸亮丙瑞林微球、注射用尿促卵泡素	2,727	12,630	21.6%	无（高壁垒制剂格局好）
健康元	注射用美罗培南、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	2,225	17,143	13.0%	<5%（美罗+左沙）

- 品种角度：存量品种集采风险低于表观水平：1) 较高风险：部分品种过评数量超过5家，已经被纳入9批，或预计被纳入10批集采（比如：七氟烷）；2) 中低风险：部分品种整体仿制药数量、过评数量小于3家，预计2023-25年无集采风险（比如：布托啡诺注射液）；3) 较高壁垒：格局多为独家或小于2家，仿制和一致性评价难度较大，预计3-5年内集采风险低（比如：碘佛醇注射液）；4) 管制镇痛；5) 风险释放，已纳入集采的品种，利空已经释放。

图表：品种竞争格局分析

公司	品种	销售额 (百万元)	仿制药企业	一致性评价企业	类型
恒瑞医药	吸入用七氟烷	1482	一品制药、恒瑞医药、山姆士药业、鲁南贝特、新时代药业、Baxter、Maruishi	一品制药、恒瑞医药、山姆士药业、百利药业	较高风险
	布托啡诺注射液	1510	恒瑞医药、福安药业、国药集团	恒瑞医药、福安药业、国药集团	中低风险
	碘佛醇注射液	2722	恒瑞医药、Liebel-Flarsheim	恒瑞医药	较高壁垒
海思科	甲磺酸多拉司琼注射液	355	海思科	无	较高壁垒
	复方氨基酸注射液(18AA-VII)	297	海思科、富邦药业、绿十字制药	海思科	中低风险
	注射用复方维生素(3)	159	海思科、爱尔海泰、辅仁药业、普德药业	无	较高壁垒
吉贝尔	利可君片	338	吉贝尔、孙思邈制药、双鹤药业、四环生物、哈药集团、世一堂制、西南药业、第壹制药、兰药药业、寿如松药业等十余家	无（原料药独家）	较高壁垒
恩华药业	咪达唑仑注射液	807	恩华药业、国药集团、宜昌人福、江苏九旭（受理企业：后续仅福安药业申报）	恩华药业、国药集团、宜昌人福	中低风险
	依托咪酯乳状注射液	871	恩华药业	无	较高壁垒
仙琚制药	糠酸莫米松鼻喷雾剂	363	仙琚制药、Lek Pharmaceutic、Schering-Plough La	Lek Pharmaceutic	较高壁垒
健康元	左沙丁胺醇雾化吸入溶液	682	健康元、艾施特制药、普锐特药业、仁合益康、赛默制药、扬子江、瑞多仕、大红鹰恒顺、中宝药业	健康元、艾施特制药、仁合益康、大佛药业、扬子江、长泰药业、瑞多仕、中宝药业、恒道医药	较高风险
丽珠集团	注射用醋酸亮丙瑞林微球	1939	丽珠集团、Takeda	无	较高壁垒
	注射用尿促卵泡素	788	丽珠集团、天伟生物、IBSA Institut Biochimique SA	无	较高壁垒

创新兑现：创新驱动增长，药品结构机会凸显

- **企业层面：内生增长动力、业绩兑现确定性、持续性较强。**例如，恒瑞医药存量业务212亿元，峰值有望看到400+亿元，收入体量有望达到500-600亿元规模；信立泰业务体量35亿元，新药峰值有望看到100-120亿元，收入体量有望达到百亿级别；海思科2022年销售体量为30亿元，3期及后期的创新药有望带来50-70亿元收入增量，其中环泊酚25亿元、HSK21542（镇痛）25亿元、HSK16149（神经痛）10亿元、HSK3486（降糖）5亿元；吉贝尔收入体量6.5亿元，核心品种销售峰值预期25亿元。

图表：代表企业创新药/新药销售峰值

公司	2022年收入	创新品种/增量品种	销售峰值	增量/存量
吉贝尔	6.5亿元	尼群洛尔片、利可君片	25亿元	3.8
信立泰	35亿元	高血压（阿利沙坦酯片、SAL0107、SAL0108、S086）、特立帕肽、恩那度司他、复格列汀	100-120亿元	3.4
海思科	30亿元	HSK3486（环泊酚）、HSK16149（ $\alpha 2\delta$ ）、HSK7653（DPP4）、HSK21542（KOR）	50-70亿元	2.3
恒瑞医药	212亿元	13个上市创新药，5个NDA创新药，10+创新药在3期	400+亿元	2.2
恩华药业	42亿元	瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮、奥赛利定富马酸盐（TRV-130）	55亿元	1.3

- **传统企业新药储备充足，业绩兑现确定性、持续性较强。**海思科环泊酚为麻醉创新药，销售峰值有望达到25亿元，替代丙泊酚的逻辑和数据都得到验证。信立泰S086适应症为高血压，销售峰值有望达到45亿元，为国内罕有大单品。

图表：传统药企大单品梳理

公司		大单品					
公司	2022收入 (亿元)	单品1	峰值预测	单品2	峰值预测	单品3	峰值预测
信立泰	35.42	恩那度司他SAL0951 (2022-2023)	28亿	沙库巴曲阿利沙坦钙S086 (2024-2025)	45亿	阿利沙坦酯氨氯地平片&缓释片 (2024-2025)	20亿
恩华药业	44.53	奥赛利定富马酸盐TRV-130 (2023)	25亿	DP-VPA (2026-2028)	10亿	NH600001 (2026-2028)	10亿
京新药业	22.74	EVT201胶囊 (2023)	8亿	JX11502MA胶囊 (2025-2026)	5亿	普拉克索雷沙吉兰缓释胶囊 (2026-2028)	5亿
九典制药	22.81	酮洛芬巴布膏 (2023)	5亿	吲哚美辛凝胶贴膏 (2026-2028)	5亿	PDX-02 (2026-2028)	5亿
一品红	23.98	AR882 (2025-2026)	20亿	-	-	-	-
卫信康	14.71	注射用多种维生素 (12) (2015)	15亿	多种微量元素注射液 (2020)	10亿	-	-
我武生物	9.31	粉尘螨滴剂 (2008)	35亿	黄花蒿花粉变应原舌下滴剂 (2021)	25亿	-	-
海思科	29.73	环泊酚注射液 (2020)	25亿	HSK21542(KOR) (2024)	25亿	HSK16149 (2024-2025)	5亿
悦康药业	53.47	爱地那非 (2021)	15亿	注射用羟基红花黄色素A (2024-2025)	30亿	-	-
特宝生物	15.95	聚乙二醇干扰素α-2b注射液 (2016)	35亿	-	-	-	-
罗欣药业	-	替戈拉生片 (2022)	25亿	-	-	-	-
先声药业	62.50	依达拉奉右莰醇注射用浓溶液 (2020)	34亿	塞伐珠单抗注射液 (2025-2026)	8亿	SIM0395 (2025-2026)	5亿

推荐方向：集采出清、逐步见底的高值耗材

- **我国老龄化趋势明显，患者基数大。**以房颤患者为例，从2015年开始，房颤患者由2015年的1058万人增加到2020年的1159万人，5年时间增加100万人，而且2020年增长率呈现上升趋势。2020年，中国室上速患者人数已达327.3万人。2015年到2020年增加了28万人。未来随着老龄化的加深，人数会进一步的上升。
- **集采政策趋于理性，利好行业健康发展。**从骨科集采结果来看，降价主要是压缩渠道利润。随着集采逐步推进，政策趋于理性，设置规则有意避免小厂家恶意降价，例如骨科脊柱集采政策通过设置“保底降幅”，分A、B组等方式，避免之前临床从未使用的厂家极端降价，有利于维护市场稳定，保证集采后续平稳、安全执行。
- **国产高值耗材龙头具有规模化优势，集采后将获得较大市场份额，实现进口替代。**集采将带来行业集中度提升，细分领域国产高值耗材龙头企业具备研发能力、规模化生产能力，产品临床认可度高，且组合丰富，在集采后有实力给经销商更多利润空间；从冠脉支架、骨科关节耗材集采执行结果来看，国产龙头从报量阶段已获得较多份额，外资丢标较多，国产企业在集采执行过程中份额进一步提升。
- **电生理集采方案好于市场预期，各组拟中选规则均设置保底中标降幅，集采政策趋于温和。**具体来看，组套采购模式同分组中，降幅 $\geq 30\%$ 的组套获得拟中选资格。单件采购模式中，国产主流厂家基本全部中标，包括微创、惠泰医疗、心诺普、锦江电子、乐普医疗等，按照此前公布的集采方案保底降幅标准（ $\geq 50\%$ ），预计国产主流品牌产品的降幅或超50%，但因为“兜底价”的存在，整体降幅相对温和。电生理集采方案好于市场预期，利好国内市场健康发展。从骨科脊柱、IVD集采来看，医保局通过设置保底降幅预期防止企业过度博弈，政策边际向好，看好国产龙头企业在相关细分领域进口替代机会。建议关注相关行业龙头企业，推荐惠泰医疗，建议关注微电生理。

◆ **投资建议：**重点推荐惠泰医疗、南微医学，建议关注微电生理、心脉医疗、春立医疗、爱康医疗、三友医疗、威高骨科、乐普医疗、微创医疗等。

◆ **风险提示：**手术量恢复不及预期；地方集采降幅超预期风险等。

高值耗材集采逐步落地，有望加速国产替代

➤ 目前高值耗材多数产品集采逐步落地。23Q2全国脊柱集采、电生理联盟集采逐步执行，23Q4人工晶体、运动医学国采落地，关节国采第二轮续约有望落地，行业利空逐步出清。

高值耗材产品及上市公司

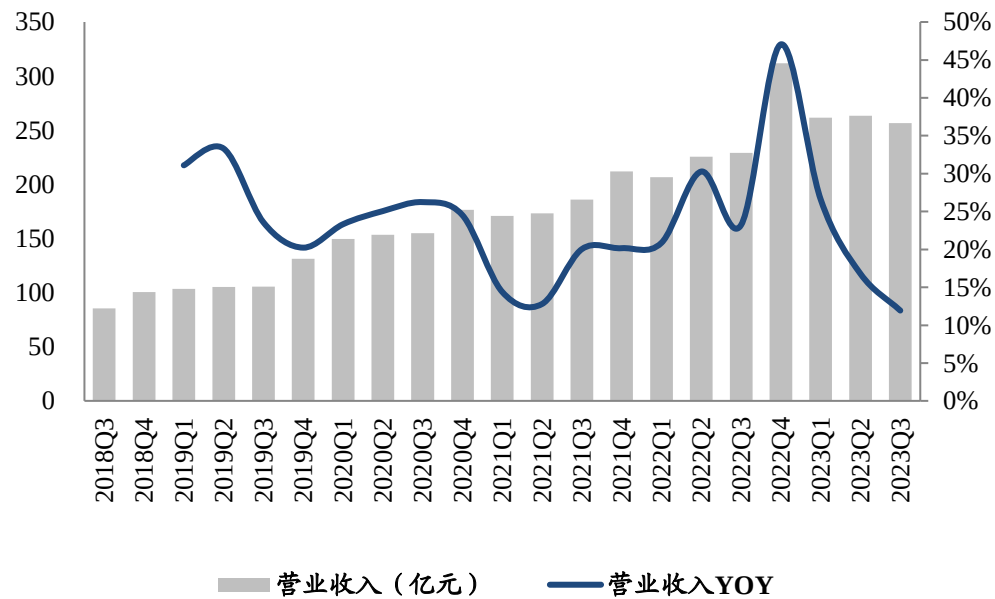
心血管耗材	骨科耗材	眼科耗材	脑科耗材
■ 冠脉支架：乐普医疗、微创医疗、赛诺医疗、蓝帆医疗等 ■ 外周介入：心脉医疗、惠泰医疗、先健科技、先达、归创通桥等 ■ 电生理：惠泰医疗、微电生理等 ■ 起搏器：乐普医疗、微创医疗等 ■ 心脏瓣膜：佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗、心通医疗等 ■ 配套耗材：惠泰医疗、康德莱医械等	■ 脊柱类：威高骨科、大博医疗、三友医疗、凯利泰等 ■ 关节类：爱康医疗、春立医疗、威高骨科等 ■ 创伤类：大博医疗、威高骨科 ■ 骨填充/修复材料：康拓医学、奥精医疗等	■ 人工晶体：昊海生科、爱博医疗等 ■ OK镜：欧普康视、爱博医疗等 ■ 离焦镜：爱博医疗、明月镜片等	■ 硬脑（脊）膜：佰仁医疗、冠昊生物、正海生物等 ■ 弹簧圈：微创脑科学、归创通桥、心玮医疗、沛嘉医疗等 ■ 取栓支架：微创脑科学、归创通桥、心玮医疗、沛嘉医疗等 ■ 密网支架：微创脑科学、归创通桥等
	口腔科耗材	微创外科耗材	血液净化耗材
	■ 种植体：大博医疗、威高骨科、三友医疗等 ■ 骨粉&口腔修复膜：正海生物等 ■ 正畸：时代天使等	■ 吻合器：乐普医疗、天臣医疗、康基医疗 ■ 穿刺器：康基医疗等 ■ 超声刀：康基医疗	■ 透析类：威高股份、三鑫医疗等 ■ 血液灌流器：健帆生物等
		内镜耗材	
		■ 南微医学等	

主线1：医保占比提高——药店

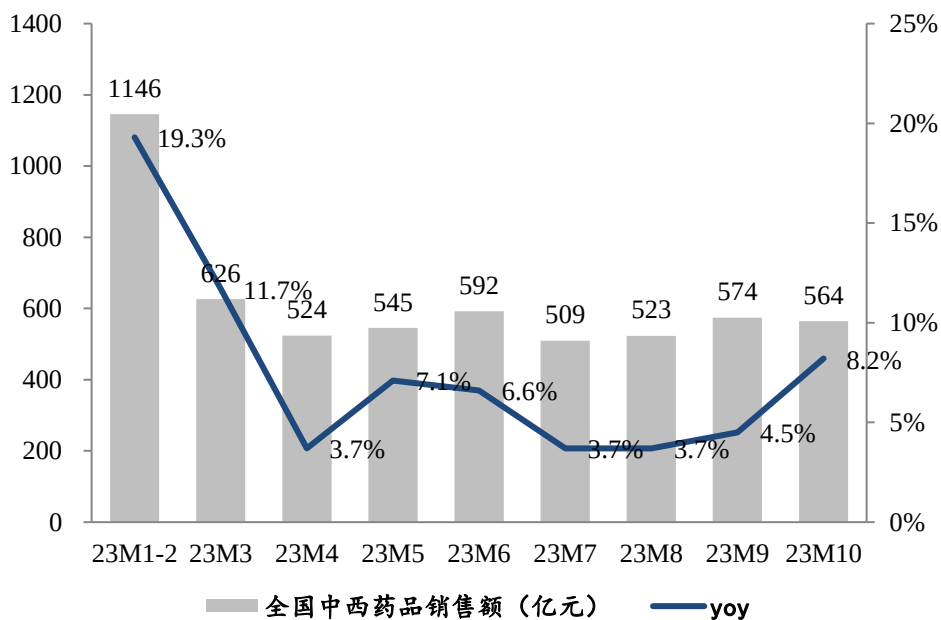
经营面改善：库存/消费/政策短期压力减弱，2024年将加速增长

- 复盘2023年行业情况，压力因素逐步消化，药店经营层面改善向好。
- 自2023年疫情管控放开及用药需求增长，根据国家统计局社零数据，全国中西药品类经历一二季度较高增长。同时在涉疫产品库存、消费疲软、统筹政策落地时间差导致客户回流等影响下，7月全国中西药品类销售额同比增长3.70%，进入三季度低谷；8月同比增速持平；9月同比增速达4.5%。虽然四季度面临高基数因素，但是三季度以来呈现经营改善趋势。从上市连锁药房三季度收入增长看，同比增速中枢约15%，整体增长强于行业平均增速8.2%，头部药店增速显著高于行业平均增速。预计随着涉疫品种库存消化、门诊统筹带来客流增量、消费因素影响减弱等，叠加冬季流感用药需求增长，连锁药房经营趋势持续改善。
- 上市公司连锁药房在疫情期间依然保持扩张，且疫后开店加速，在消化疫情管控放开期间的高基数后，预计2024年连锁药店板块提速增长的确定性较高。

药店上市公司2023Q3收入同比增速



2023年全国中西药品销售额及增长率



处方外流：门诊统筹加速落地，有望进一步打开行业长期空间

- 自2023年2月药店门诊统筹政策发布至10月初，全国约16万多家药店已纳入，6月-8月从4万家迅速扩张至14万家，定点药店纳入统筹快速推进
- 随着门诊统筹政策推进，最终将会带来处方外流及药店客流增长。11月以来云南省医保“双通道”电子处方平台正式开通定点医疗机构互联网诊疗服务、广东省“全面推广电子处方流转全流程便民服务应用”等配套措施推进，将有望加速处方外流，带来行业增量。参考日本经验，医药分业率（即处方外流比例）最终提升至70%以上。根据中康开思数据，2022年我国零售终端处方药占比仅20.84%，处方外流长期趋势不变，助推行业扩容。
- 从各大连锁龙头前三季度表现看，各地统筹政策在医疗机构和药店的落地进度不同、执行规则各有差异，益丰药房、老百姓、大参林由于全国覆盖范围大，接入统筹时间早、且门店数量多、部分省市政策相对友好、辅以品类延伸等因素，整体上接入统筹后逐步呈现正向贡献。而一心堂、健之佳、漱玉平民由于门店集中在少数省份，因此受单一省份如云南省、山东省的政策影响更大，且整体接入统筹的门店数量仍较少。总体来看，随着纳入统筹的药店数量足够多，公司将受益于医保引流及销售规模增长。

各省纳入门诊统筹药店情况（截至2023年6月）

省份	统筹门店数量	起付线	报销比例	封顶线
湖北	10032	0-1000元	各比例均有	多数<3500元
江西	8694	0-1000元	对标一级医院	<3500元
陕西	6628	0-500元	对标一级医院	<3500元
浙江	4823	200-1000元		多数>5000元
内蒙	4282	1000元	对标二级医院居多	各市差异较大
四川	3616	<200元	对标三级医院居多	<3500元
江苏	3485	0-1000元	各比例均有	多数>5000元
辽宁	2900	200-1000元	对标一级医院居多	多数<3500元
湖南	1416	不设起付线	对标一级医院	<3500元
贵州	903	不设起付线		
新疆	312	<200元	对标二级医院居多	<3500元
云南	146	<200元	对标一级医院	<3500元
黑龙江	77	<400元		
安徽	22	500-1000元		多数<3500元

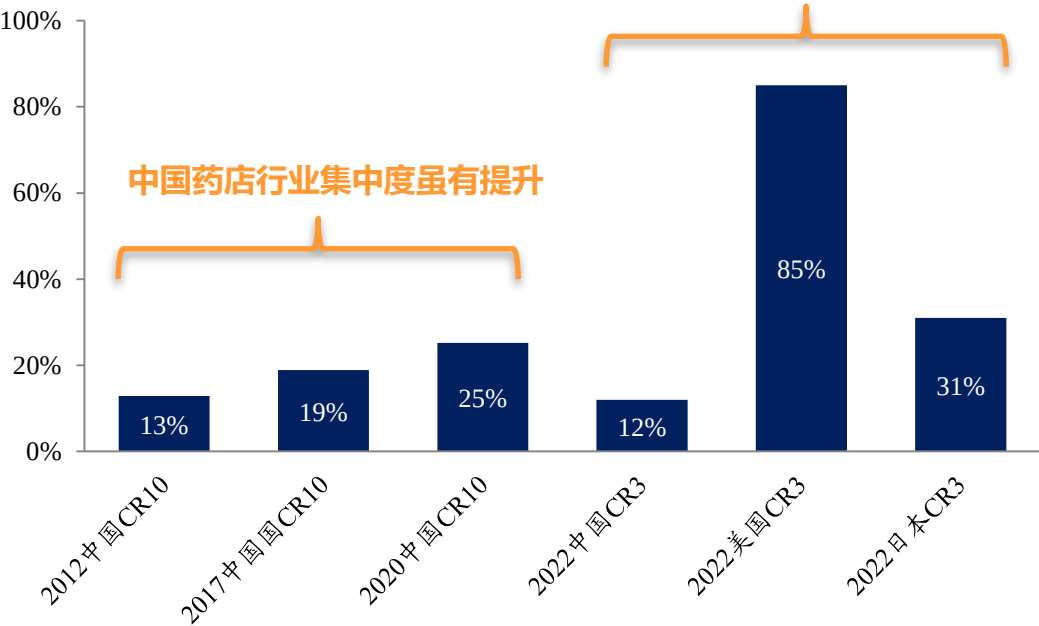
集中度提升：政策与竞争促进集中度提升，对标海外仍有较大空间

- 门诊统筹、医保监管等有利于头部连锁，市场竞争加剧下，行业集中度趋于提升
 - 美国：作为连锁药店的发源地，美国零售药店市场经过多年发展呈现出三大连锁巨头的格局。美国国内连锁药店通过大规模的整合和收购，市场份额不断扩大，行业整体连锁率获得不断提高，连锁率从1990年的不到40%提高到2019年的87%，2019年TOP3连锁药店CR3为77.1%。
 - 日本：2020年日本连锁药店TOP3 企业的市场份额达 32.18%，近三年的日本连锁药店CR10高达70%。
 - 中国：2022年中国连锁零售药店行业CR3为12%，2020年CR10的市占率仅为25.2%。

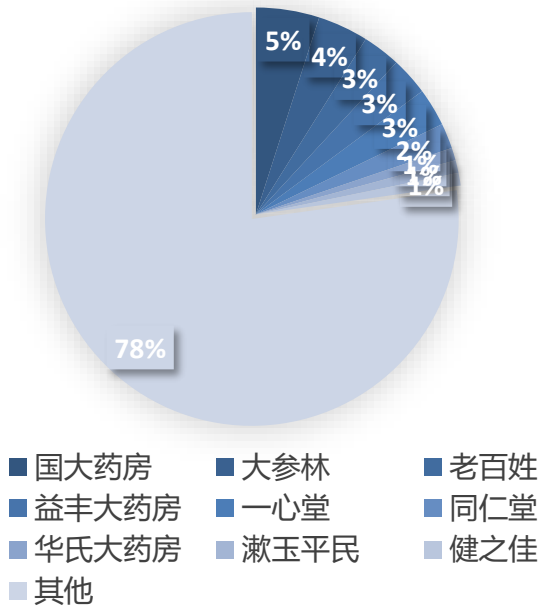
中国药店行业集中度仍有较大提升空间

美、日药店现状为行业集中度较高

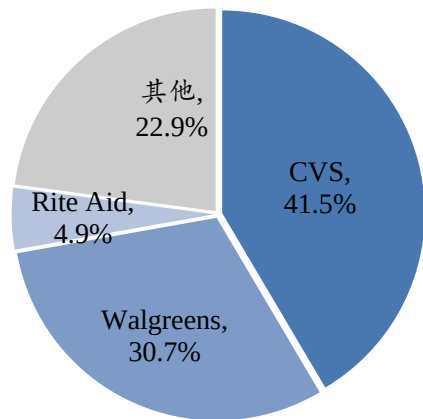
中国药店行业集中度相比美、日仍旧较低



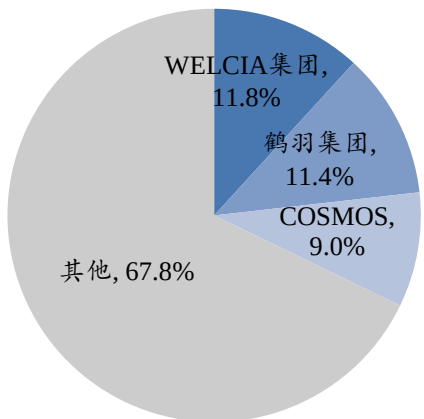
2022年中国连锁药店竞争格局



2019年美国连锁药店竞争格局



2020年日本连锁药店竞争格局



药店板块估值水平仍在历史低位，估值性价比高

■ 展望2024年：1) 门诊统筹政策持续推进，短期客流波动减弱，规模增量贡献体现；2) 四类药等库存和高基数因素逐步消除，经营增速恢复正常较快增长；3) 行业集中度持续提升，头部份额持续提升；4) 2024年估值仍在历史低位，普遍远低于1倍PEG，估值性价比高。推荐：益丰药房、大参林、老百姓；建议关注：一心堂、健之佳、漱玉平民等。

上市连锁药店门店数量与经营指标对比

老百姓																			
营业收入（亿元）	27.27	28.06	28.36	32.93	32.82	34.04	34.33	38.47	36.38	38.23	38.20	44.15	41.41	48.50	47.85	63.99	54.41	53.70	52.31
yoy	23.37%	26.03%	21.48%	22.02%	20.34%	21.32%	21.04%	16.81%	10.85%	12.28%	11.26%	14.77%	13.81%	26.89%	25.28%	44.93%	31.39%	10.72%	9.31%
门店数量	4215	4579	4808	5128	5438	5801	6177	6533	7268	7680	8163	8352	8612	10009	10327	10783	11231	12291	13065
yoy	34.88%	36.04%	33.19%	32.71%	29.02%	26.69%	28.47%	27.40%	33.65%	32.39%	32.15%	27.84%	18.49%	30.33%	26.51%	29.11%	30.41%	22.80%	26.51%
季度净新增	351	364	229	320	310	363	376	447	735	412	483	189	260	1397	318	456	448	1060	774
加盟门店数	749	906	1052	1234	1323	1436	1541	1641	1829	1998	2108	2223	2370	2755	2965	3134	3328	3767	4120
加盟门店占比	17.77%	19.79%	21.88%	24.06%	24.33%	24.75%	24.95%	25.12%	25.17%	26.02%	25.82%	26.62%	27.52%	27.53%	28.71%	29.06%	29.63%	30.65%	31.53%
大参林																			
营业收入（亿元）	25.78	26.74	27.88	31.01	33.62	35.78	35.52	40.91	40.59	39.96	43.01	44.04	46.77	50.44	50.97	64.30	59.47	60.45	57.31
yoy	26.77%	30.51%	25.82%	21.10%	30.39%	33.82%	27.39%	31.93%	20.73%	11.67%	21.08%	7.67%	15.22%	26.23%	18.52%	46.01%	27.16%	19.85%	12.44%
门店数量	4009	4114	4215	4756	4885	5212	5541	6020	6451	6978	7610	8193	8469	8896	9578	10045	10895	11989	12993
yoy	23.96%	20.86%	14.66%	22.58%	21.85%	26.69%	31.46%	26.58%	32.06%	33.88%	37.34%	36.10%	31.28%	27.49%	25.86%	22.60%	28.65%	34.77%	35.65%
季度净新增	129	105	101	541	129	327	329	479	431	527	632	583	276	427	682	467	850	1094	1004
加盟门店数	-	-	-	54	76	106	145	315	394	552	738	935	1058	1376	1727	2007	2461	3087	3688
加盟门店占比	-	-	-	1.14%	1.56%	2.03%	2.62%	5.23%	6.11%	7.91%	9.70%	11.41%	12.49%	15.47%	18.03%	19.98%	22.59%	25.75%	28.38%
益丰药房																			
营业收入（亿元）	24.69	25.79	23.40	28.87	30.48	32.45	31.44	37.08	36.30	37.17	35.92	43.88	41.48	46.02	45.98	65.39	52.66	54.41	51.81
yoy	66.67%	70.59%	39.95%	28.51%	23.43%	25.83%	34.32%	28.41%	19.09%	14.54%	14.24%	18.35%	14.29%	23.81%	28.01%	49.00%	26.94%	18.23%	12.70%
门店数量	3958	4127	4416	4752	4869	5137	5496	5991	6279	6888	7246	7809	8225	9200	9781	10268	10865	11580	12350
yoy	70.02%	65.15%	36.21%	31.60%	23.02%	24.47%	24.46%	26.07%	28.96%	34.09%	31.84%	30.35%	30.99%	33.57%	34.98%	31.49%	32.10%	25.87%	26.27%
季度净新增	347	169	289	336	117	268	359	495	288	609	358	563	416	975	581	487	597	715	770
加盟门店数	212	256	335	386	419	493	611	635	693	799	877	935	996	1516	1753	1962	2161	2491	2788
加盟门店占比	5.36%	6.20%	7.59%	8.12%	8.61%	9.60%	11.12%	10.60%	11.04%	11.60%	12.10%	11.97%	12.11%	16.48%	17.92%	19.11%	19.89%	21.51%	22.57%
一心堂																			
营业收入（亿元）	25.88	24.72	26.01	28.18	30.87	29.42	32.10	34.18	34.29	32.73	37.97	40.89	39.95	39.70	40.60	54.06	44.36	42.40	41.37
yoy	18.77%	17.00%	11.77%	10.19%	19.30%	18.99%	23.39%	21.29%	11.07%	11.25%	18.29%	19.65%	16.53%	21.28%	6.94%	32.21%	11.02%	6.81%	1.89%
门店数量	6005	6129	6216	6266	6402	6683	6911	7205	7537	8053	8356	8560	8809	8890	9164	9206	9344	9569	10008
yoy	16.49%	16.43%	22.70%	8.82%	6.61%	9.04%	11.18%	14.99%	17.73%	20.50%	20.91%	18.81%	16.88%	10.39%	9.67%	7.55%	6.07%	7.64%	9.21%
季度净新增	247	124	87	50	136	281	228	294	332	516	303	204	249	81	274	42	138	225	439
加盟门店数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
加盟门店占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
健之佳																			
营业收入（亿元）				10.26	10.56	10.53	10.78	12.80	11.67	12.12	12.87	15.68	14.50	15.56	17.03	28.05	21.67	21.71	21.62
yoy								24.73%	10.54%	15.13%	19.45%	22.53%	24.28%	28.33%	32.29%	78.88%	49.41%	39.52%	26.96%
门店数量				1752	-	1825	-	2130	2216	2416	2687	3044	3134	3283	3983	4055	4192	4493	4679
yoy				16.33%	-	-	-	21.58%	-	32.38%	-	42.91%	41.43%	35.89%	48.23%	33.21%	33.76%	36.86%	17.47%
季度净新增				-	-	-	-	86	200	271	357	90	149	700	72	137	301	186	
加盟门店数				0	-	0	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
加盟门店占比				0.00%	-	0.00%	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
漱玉平民																			
营业收入（亿元）					11.20	11.28	10.88	13.03	11.85	12.94	12.36	16.07	15.87	18.02	18.58	25.76	20.72	21.89	22.73
yoy									5.78%	14.71%	13.57%	23.29%	33.99%	39.24%	50.32%	60.30%	30.56%	21.44%	22.36%
门店数量					1687	-	1744	-	1851	-	2149	2286	3341	3686	4009	4633	5456	6041	6778
yoy					11.35%	-	-	-	9.72%	-	23.22%	-	80.50%		86.55%	102.67%	63.30%	63.89%	46.30%
季度净新增					-	-	-	-	-	-	137	1055	345	323	624	823	585	291	446
加盟门店数					0	-	0	-	0	-	0	749	789	1039	1535	2131	2421	2464	2763
加盟门店占比					0.00%	-	0.00%	-	0.00%	-	0.00%	22.42%	21.41%	25.92%	33.13%	39.06%	40.08%	38.91%	40.76%

主线2：出口链上具备全球竞争优势——创新药及其产业链

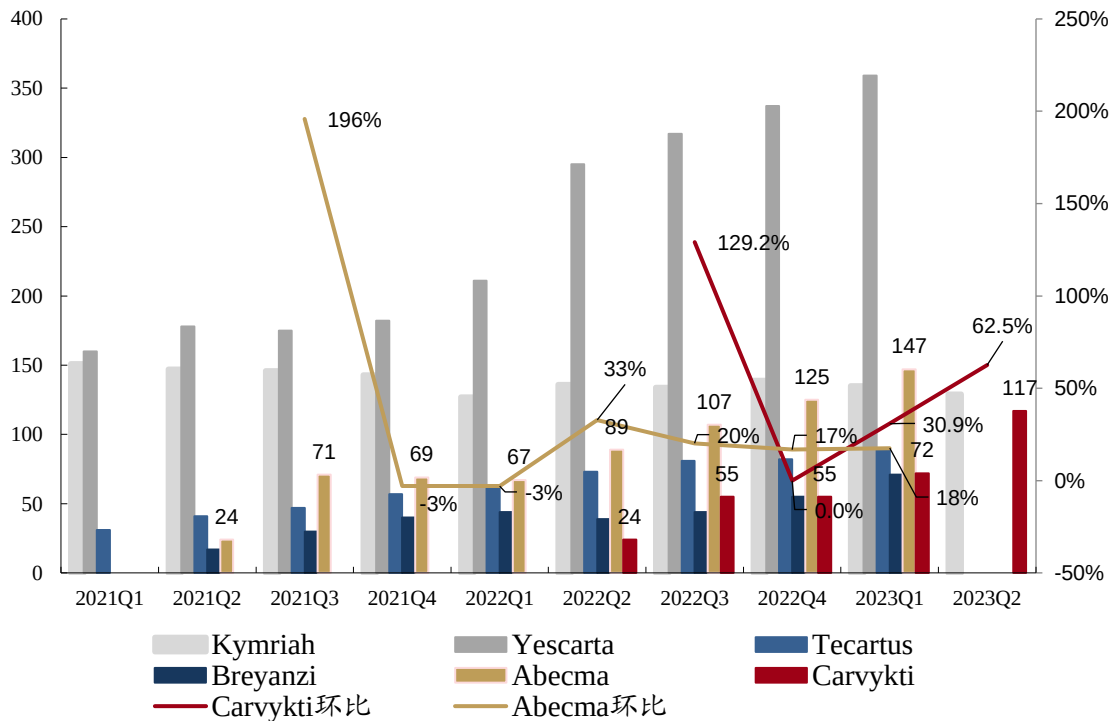
中国创新药出海的两种形式，自建团队或授权合作

以传奇生物Carvykti和百济神州泽布替尼为代表的、具备BIC潜力的国产创新药海外放量正在加速，两种模式为中国Biotech提供开拓美国等海外市场的经验

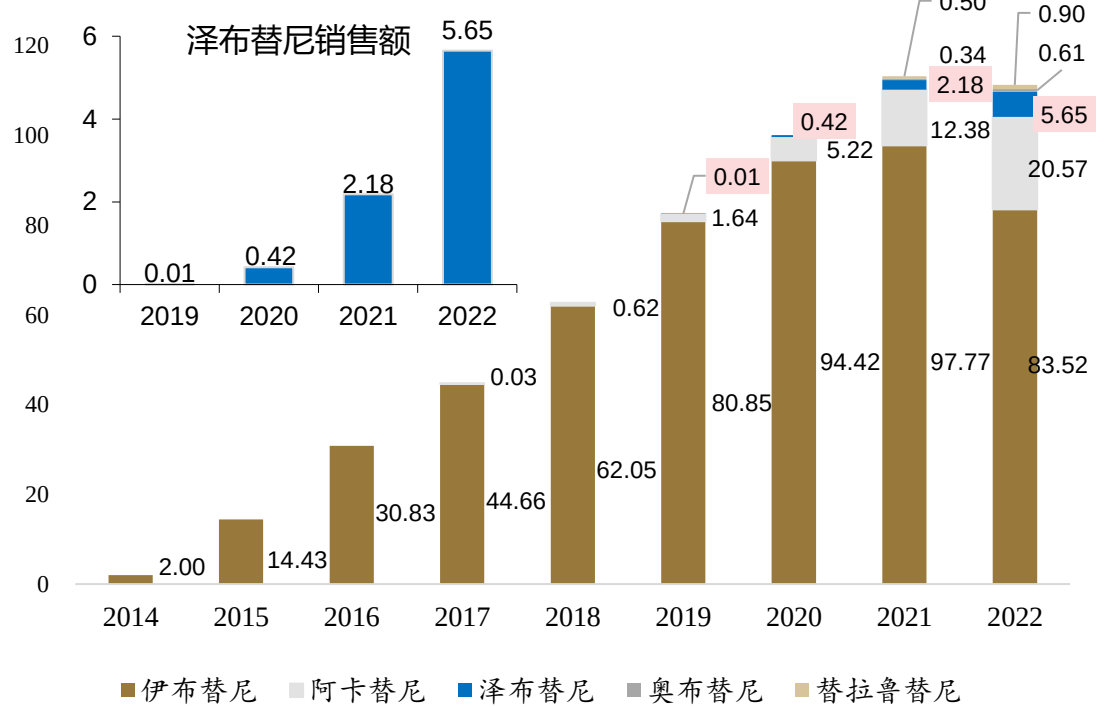
背靠MNC：Carvykti具有优于Abecma的疗效及安全性，正在向一线开拓。传奇与强生重金合作，共同推动CAR-T产品的海外临床，并共享市场，这是国内Biotech相对容易实现的方式。

自主开拓：泽布替尼头对头打败伊布替尼，目前在美国等全球65个国家/市场自主商业化。泽布替尼是首个中国药企完全自主完成临床试验和商业化的产品，这对资金和团队要求极高。

Carvykti（传奇）及全球CAR-T产品销售对比（百万美元）



泽布替尼（百济）及全球BTK产品销售对比（亿美元）



国产新药授权金额不断创新高，关注更多优质产品授权进展

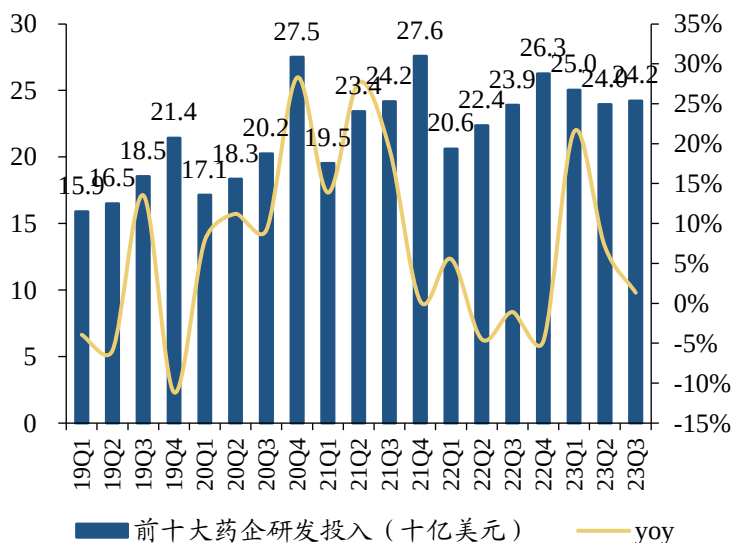
- 2023年已经诞生了多项超过5亿美金的海外授权，特别是国产的ADC药物，取得了亮眼的成绩，如科伦博泰和默沙东总金额超过100亿美金的多项合作、映恩生物和BioNtech 16.7亿美金的合作、康诺亚和阿斯利康11亿美金的合作等。
- 未来值得期待的海外授权：迈威生物的Nectin4 ADC，加科思的Multi KRAS，荣昌生物的RC18，迪哲医药的舒沃替尼，百利天恒的EGFR-HER3 ADC，科济药业的CT053/CT041，亚盛医药的BCL2抑制剂等

标的企业	合作公司	授权对象是否是MNC	授权品种	靶点	技术领域	疾病领域	时间	交易类型	首付款/亿美元	里程碑付款/亿美元	总金额/亿美元
翰森制药	GSK	MNC	HS-20089	B7-H4	ADC	实体瘤	2023-10-21	License out	0.85	14.85	15.7
环码生物	Pfizer	MNC			环形RNA技术平台		2023-7-13	License out			
礼新药业	AstraZeneca	MNC	LM-305	GPRC5D	ADC	实体瘤	2023-05-12	License out	0.55	5.45	6
赞荣医药	Roche	MNC	ZN-A-1041	HER2	小分子	实体瘤	2023-05-09	License out	0.7	6.1	6.8
映恩生物	BioNTech	大型BioTech	DB-1303 (I/II期临床) ; DB-1311 (临床前)	HER2/ B7H3	ADC	实体瘤	2023-04-03	License out	1.7	15	16.7
康诺亚	AstraZeneca	MNC	CMG901	Claudin18.2	ADC	实体瘤	2023-02-23	License out	0.63	11.25	11.88
和黄医药	Takeda Pharmaceuticals	MNC	味噌替尼	VEGFR1/2/3	小分子	实体瘤	2023-01-23	License out	4	7.3	11
药明生物	GSK	MNC	T细胞结合(TCE)抗体技术	CD3和TAA	双抗或者三抗	实体瘤/血液瘤	2023-01-04	License out	0.4	14.6	15
科伦博泰	Merck & Co.	MNC	至多7项临床前ADC	多个	ADC	肿瘤或免疫疾病	2022-12-22	License out	1.75	93	94.75
和铂医药	Moderna	大型BioTech	全人源重链抗体平台HCAb				2022-11-10	License out	0.06	5	5.06
多禧生物	Johnson & Johnson	MNC					2022/06/01	License out			
科伦博泰	Merck & Co.	MNC	SKB315	Claudin18.2	ADC	实体瘤	2022-07-26	License out	0.35	9.01	9.36
天演药业	Sanofi	MNC	安全抗体SAFEbody®技术	多靶点合作	新一代掩蔽抗体候选药物		2022-03-02	License out	0.17		25
科伦博泰	Merck & Co.	MNC	SKB264	TROP2	ADC	实体瘤	2022/05/16	License out	0.47	13.63	14.1
和铂医药	AstraZeneca	MNC	HBM7022	Claudin18.2/CD3	双抗	实体瘤	2022/04/06	License out	0.25	3.25	3.5
齐鲁锐格医药	Eli Lilly	MNC	RGT-075	GLP-1R	小分子	代谢疾病	2021-12-10	License out	0.5	15	15.6
荣昌生物	Seagen(辉瑞)	MNC	维迪西妥单抗 (RC48)	HER2	ADC	实体瘤	2021/08/09	License out	2	24	26
诺诚健华	Biogen	大型BioTech	奥布替尼	BTK	小分子	实体瘤	2021/07/12	License out	1.25	8.12	9.37
百济神州	Novartis	MNC	替雷利珠单抗	PD1	单抗	实体瘤	2021/01/11	License out	6.5	15.5	22

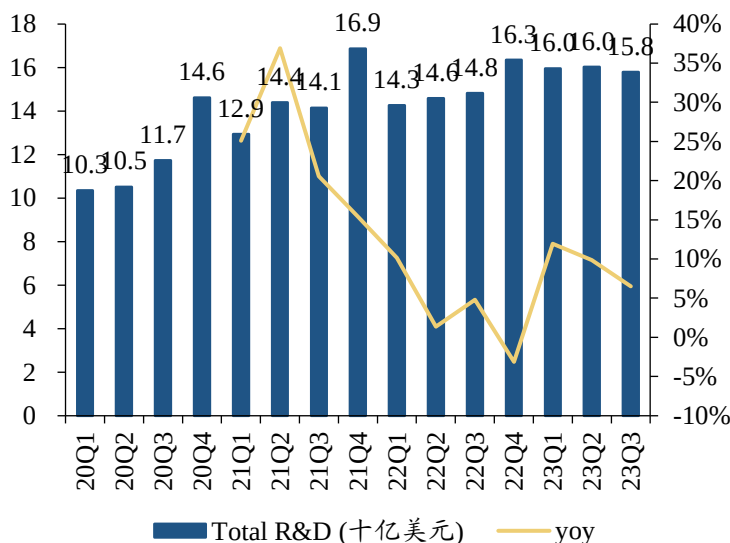
以海外业务为主的公司业务逐步恢复，以国内业务为主的公司短期面临压力：

- 从当前时点看，海外新药研发需求保持增长，国内新药研发需求表现相对疲弱。创新药产业链始于医药研发投入，通过跟踪全球医药企业研发投入，我们发现，1) 医药研发仍以海外MNC为主，全球前十大药企研发投入在经历了2022年小幅度下降后，与2023年Q1-Q3均呈现了明显的恢复性增长；2) 海外Biotech研发投入也于2023年Q1-Q3呈现了增长态势；3) 国内创新药企业医药研发投入增速持续走低，2023H1研发投入较上年度同期同比略有下降，反映出国内新药研发投入处于较弱状态。所以，从总的研发投入角度看，海外研发需求表现较为强劲，对于以海外业务为主的CXO企业，在业绩、订单上表现相对较好；反观国内，研发投入下降反映出新药研发需求受到压制，以国内业务为主的CXO企业短期面临新药研发需求下降带来的压力，新药研发需求下降主要来自于国内生物医药投融资存在较大压力。

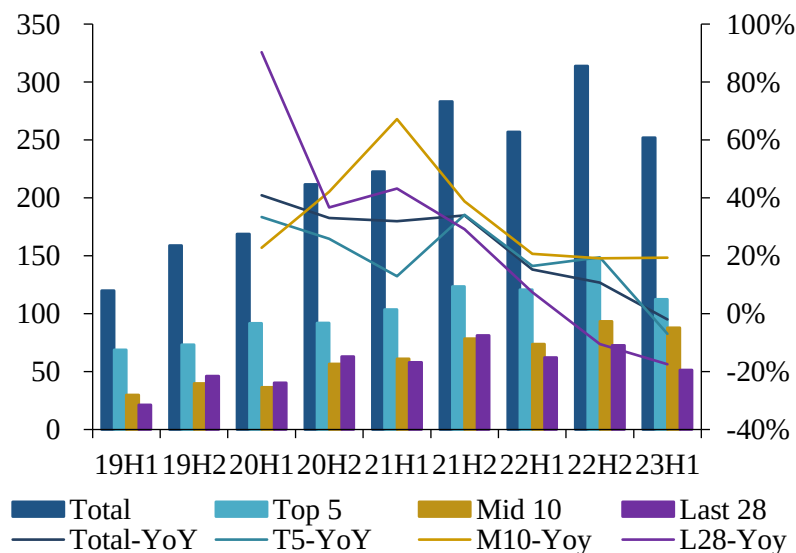
全球前十大药企研发投入情况



美股298余家Biotech企业研发投入情况



港股43家创新药企业研发投入情况（亿元）

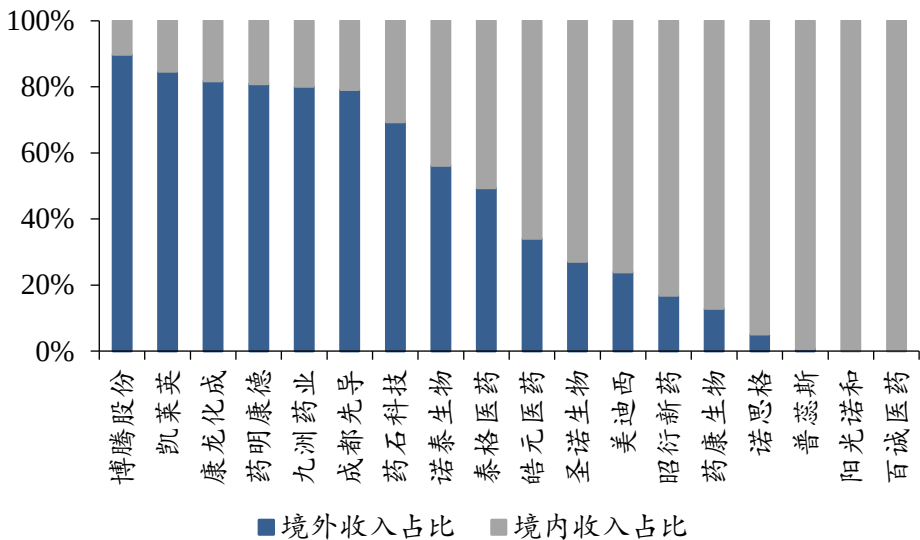


以海外业务为主的公司业务逐步恢复，以国内业务为主的公司短期面临压力：

- 国内、海外新药研发需求差异主要体现的是国内与海外创新药行业所处发展阶段的不同。具体分析国内与海外研发投入差异，我们认为主要体现的行业原因包括（i）医药具备刚需属性，海外研发体系成熟，COVID-19相关管线热度退去后常规管线进入主导地位，带动研发投入增长；（ii）海外生物医药投融资相比国内，表现出更好的韧性，带动Biotech企业研发企稳；（iii）国内新药研发正从同质化竞争逐步向差异化竞争转型，但短期仍面临同质化管线临床推进“go”或“no go”的问题；（iv）国内Biotech企业在投融资充裕时更热衷于投资建厂、自建团队。具体到细分行业，国内CDMO企业仍面向全球客户，致力于成为全球药企的主要生产基地，海外业务占比较高，有望进一步受益于海外研发需求的增长；临床和临床前CRO在岸属性较强，海外业务拓展成本较高，导致其国内业务占比较高，短期看面临需求压力。而随着行业现阶段的调整，研发管线差异化特点将更加明显，国内Biotech企业研发外包意愿增强，有望逐步改善CXO下游需求。

1. 考虑海外医药研发需求恢复较快，同时随着多肽重磅药物对于CXO需求的带动，从确定性和估值切换角度看，我们推荐CDMO条线相关标的，重点推荐药明康德、凯莱英等龙头标的，建议关注康龙化成、九洲药业、博腾股份和皓元医药等优质标的；
2. 考虑国内需求处于较低位置，建议在关注临床前新药评价和临床试验服务价格变化的基础上，关注泰格医药、阳光诺和、普蕊斯、昭衍新药和美迪西；
3. 随着对于美联储2024年维持稳定利率或降息预期的提升，生物医药投融资将有明显改善，在CXO板块低估值背景下，板块有望迎来戴维斯双击，推荐战略性考虑CXO板块的配置。

2022年部分CXO企业境内外收入构成



上游板块股价复盘：疫后复苏未兑现，大幅跑输大盘，7月以来逐步企稳

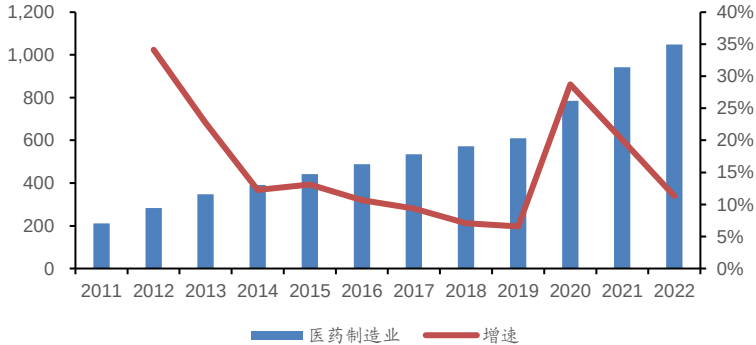
➤ **走势复盘：**2022.5上海疫情缓解，随大盘反弹→Q3疫情散发防疫继续，上游企业陆续下调业绩预期→ **10月贴息贷款、大盘反弹等驱动股价略有回升**，但随纳微科技等龙头三季报预告业绩低于预期，继续回调→12月防疫放开，预期恢复，提振股价→年后密集调研、交流，Q1业绩并不理想→3月部分公司数据乐观，高于此前悲观预期，股价小幅上涨→4月环比3月增长承压，仍未看到业绩恢复拐点，股价持续下跌→7月以来筑底企稳



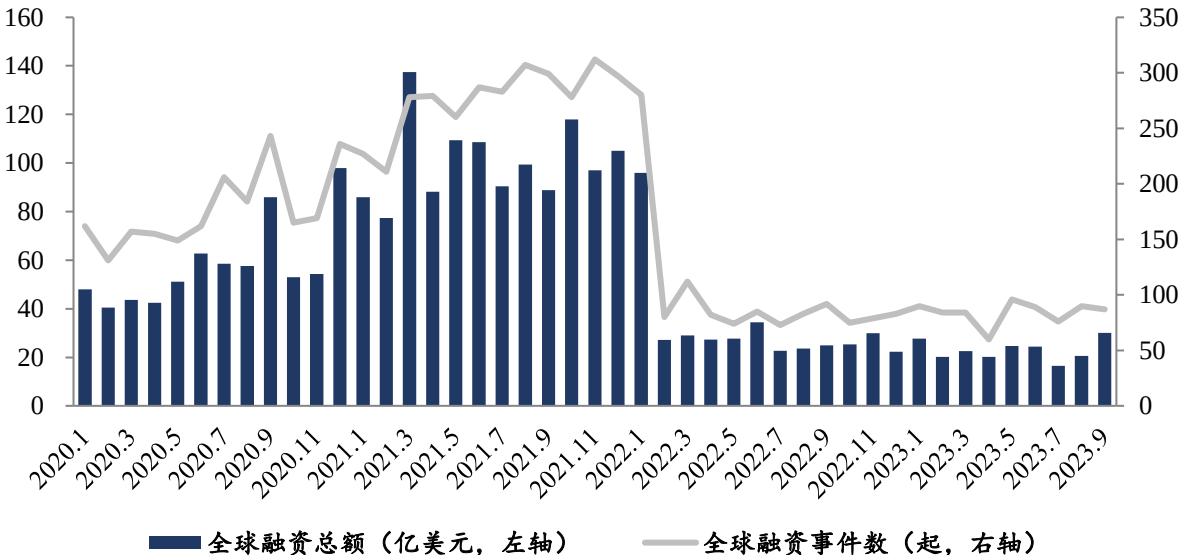
融资环境变差导致Biotech资金链受阻，工业端需求下行

- **工业端：**规模以上工业企业2022年研发投入1048.9亿元，同比增长11.3%，2011-2022CAGR为15.7%，仍处于稳健增长态势。
- **所以科研端与规模以上企业端并不是22Q3以来因需求端受影响而使得科研服务公司业绩下修的主要因素，主要原因为**自2022年2月俄乌冲突、美联储加息等因素影响下，全球医疗健康产业融资额急剧减少，中国还叠加新冠疫情影响。融资环境变差使得部分规模较小的biotech公司资金链断裂，管线研发与推进受到较大影响，进而对于科研服务相关产品需求有所下滑。行业拐点需持续跟踪投融资数据，我们推测融资数据对于科研服务需求端影响的传导周期约为1-2个季度。

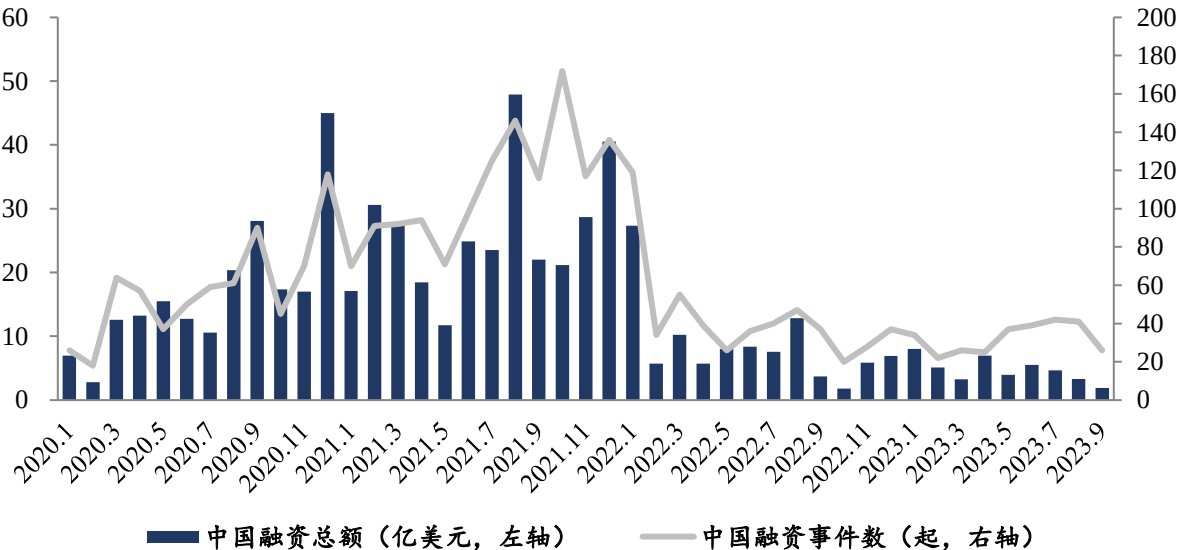
规模以上医药制造业企业研发投入与增速（亿元）



全球医疗健康产业近两年分月度融资额与融资数



中国医疗健康产业近两年分月度融资额与融资数



资料来源：动脉网，东吴证券研究所

◆ 关注维度：

➤ ①**底层技术平台与产品性能**：国产替代的基础是产品质量，需要企业具备扎实的底层技术，可媲美进口的产品性能以及批间稳定性；②**业务横向拓展能力**：生命科学服务细分赛道天花板低，复盘赛默飞等国际巨头的发展，我们认为企业长远发展需要深耕于自身领域的同时不断拓宽业务布局；③**海外市场开拓进展**：新冠疫情同样为生命科学服务企业提供了难得的出海机会，利好产品质量过硬的企业加强海外品牌建设，海外市场更为广阔，我们认为国内外协同发展能为公司打开成长天花板。

		2020年全球市场规模 (亿美元)	全球增速 (2020- 2024)	2020年中国市场规模 (亿元)	中国增速 (2020- 2024)	国产化率 (2020)	代表性公司
生物试剂	分子类	188	6.95%	80	11.6%	29%	诺唯赞、康为世纪等
	重组蛋白			20-30	17.4%	15%-30%	义翘神州、百普赛斯、金斯瑞、优宁维等
	抗体类			31	9.6%	10%	
	细胞类			31	~10%	~15%	义翘神州、奥浦迈等
模式生物		160	9.0%	32	31.6%	~30%	集萃药康、南模生物、百奥赛图等
测序建库	测序服务	149	20.4% (2016-2020)	118	29.5%	较高	诺禾致源、华大基因等
	测序仪及耗材	37	27.2%	44	26.3%	25.2%	华大智造等
实验室耗材	填料	22.7	7.2%	34	15%-20%	5%-10%	纳微科技等
	培养基	55	9.5%	25	25%-30%	~15%	奥浦迈等
	一次性耗材	121	4.3%	100	14.6%	5%-10%	洁特生物、拱东医疗等

资料来源：各公司招股书，东吴证券研究所

- **国内Biotech需求明显下行且暂未看到明确拐点：**（1）融资环境下行，国内Biotech客户收缩管线，且药物发现阶段立项偏谨慎；（2）需求下行叠加行业玩家增多，上市公司面临价格压力。
- **海外Biotech/Pharma等研发需求仍相对旺盛，且市场空间足够大：**（1）海外融资虽有下滑但仍较为顺畅，Pharma持续研发投入，Biotech有推进管线进一步融资诉求；（2）海外赛道市场基本是国内市场的7-10倍，国内企业靠王牌产品出海，有望逐步打开成长天花板；（3）海外格局对国内龙头更为友好。
- 经过本轮回调，科研服务企业已基本回归合理估值水平。我们认为2024年科研服务企业有望迎来股价与业绩拐点，主要原因为：**①最难的时候正在或已经过去，国内外投融资或在2024年出现拐点，需求端有望改善，迎来β行情**，推荐有望领涨的纳微科技、奥浦迈、百普赛斯、泰坦科技等；**②部分企业2022年研发与销售投入加大，人员扩张，利润承压，2024年有望迎来改善**，推荐百普赛斯、诺唯赞、药康生物等；**③2023H1仍有部分企业有新冠业务留存，2023H2基本出清，对业绩扰动减弱**，推荐华大智造、百普赛斯、诺唯赞等；**④部分企业2023年为出海元年，2024年有望步入收获期**，推荐诺唯赞，建议关注阿拉丁等。

部分上游海外收入占比较高企业海外营收及占比（亿元）

证券代码	证券简称	2019境外收入	2019境外收入占比	2020境外收入	2020境外收入占比	2021境外收入	2021境外收入占比	2022境外收入	2022境外收入占比
688114. SH	华大智造	1.02	9.3%	18.76	67.5%	21.34	54.3%	15.31	36.2%
688139. SH	海尔生物	2.30	22.7%	3.83	27.3%	5.33	25.1%	8.34	29.1%
688105. SH	诺唯赞	0.04	1.7%	2.13	13.6%	2.70	14.5%	2.30	6.4%
688315. SH	诺禾致源	4.70	30.6%	5.27	35.3%	6.66	35.7%	8.07	41.9%
301047. SZ	义翘神州	0.95	52.5%	13.01	81.5%	7.54	78.1%	3.50	60.8%
688046. SH	药康生物	0.03	1.5%	0.11	4.4%	0.00	0.0%	0.66	12.9%
301080. SZ	百普赛斯	0.63	61.4%	1.63	66.1%	2.20	57.2%	2.88	60.7%
688293. SH	奥浦迈	0.12	20.7%	0.04	3.1%	0.03	1.5%	0.51	17.5%
688265. SH	南模生物	0.04	2.9%	0.11	5.5%	0.19	7.1%	0.33	10.8%

主线2：出口链上具备全球竞争优势——医疗器械

- 全球医疗器械市场空间广阔，稳健增长
- 根据IQVIA分析，2021年全球医疗器械市场规模为6108亿美元，预计2025年达到7666亿美元，2021年至2025年均复合增长率为5.9%。

全球医疗器械市场规模及增速

治疗领域	市场规模(亿美金，2021)	市场规模(亿美金，2025)	CAGR	市场份额（2021）	市场份额（2025）
体外诊断	1266	853	-9.4%	20.7%	11.1%
心血管	593	805	7.9%	9.7%	10.5%
诊断影像学检查	567	736	6.7%	9.3%	9.6%
骨科	531	721	7.9%	8.7%	9.4%
眼科	508	682	7.7%	8.3%	8.9%
普外科	175	253	9.6%	2.9%	3.3%
内窥镜	238	360	10.9%	3.9%	4.7%
药物递送	347	483	8.6%	5.7%	6.3%
牙科设备和耗材	217	314	9.7%	3.6%	4.1%
伤口管理	189	276	9.9%	3.1%	3.6%
糖尿病护理	227	330	9.8%	3.7%	4.3%
肾脏科和泌尿	158	222	9.0%	2.6%	2.9%
医院供应品	486	652	7.6%	8.0%	8.5%
肾脏科	137	199	9.7%	2.3%	2.6%
ENT（耳鼻喉）	162	230	9.2%	2.7%	3.0%
其他	306	550	15.8%	5.0%	7.2%
合计	6108	7667	5.9%		

器械出海分自有品牌+代工，短期靠成本，长期靠技术

- 中国器械出海，短期靠成本+售后服务能力，长期靠技术，包括底层制造业对成本的控制、对客户定制化需求的及时响应、交付等，随着国内制造业能力持续提升，海外自有品牌或OEM/ODM市场前景可期。
- OEM/ODM：早期国内企业往往通过成本优势进入海外客户供应链，后续靠交付速度、制造业优势持续提份额、扩客户、扩品类。
- 自有品牌出海：早期靠海外大经销商，逐步了解市场后建立海外销售子公司，随着产品逐步准入，海外销售子公司人效有望持续提升，进入收获期。
- 建议关注器械自主品牌出海领先的联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、南微医学、鱼跃医疗等；上游制造能力强的美好医疗、海泰新光等。

OEM/ODM模式

新项目设计开发流程



公司的开发活动 客户的活动

拱东医疗

MEHow

海泰新光
NOVELBEAM TECHNOLOGY

安杰思医学

自有品牌出海



南微医学

华大智造
MGI



SonoScape 开立

UNITED 联影
IMAGING

yuwell 鱼跃

AOHUN 澳华内镜

mindray



SINO MED
赛诺医疗

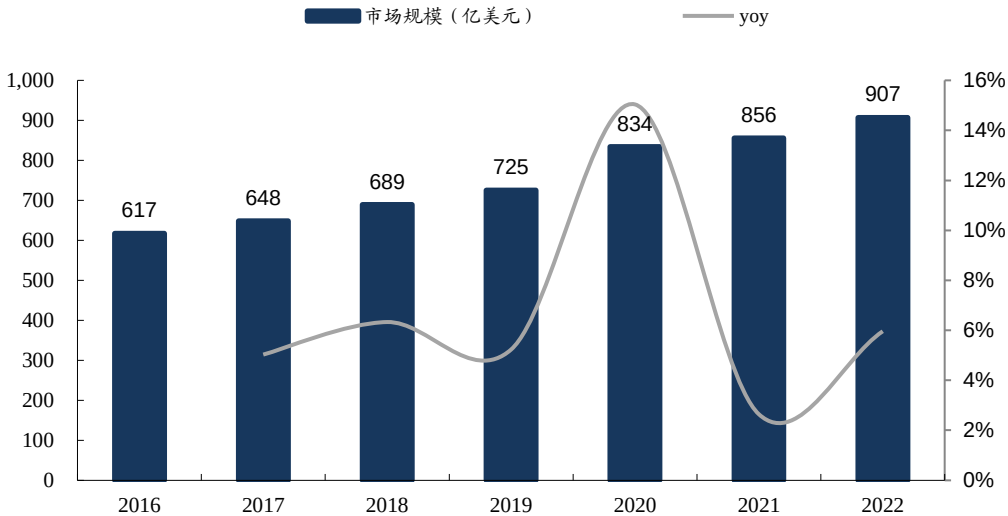
- **中国制造业优势、持续创新能力将是器械出海核心竞争力，长期深耕海外市场渠道、打磨产品力的公司有望于2024年迎来收获期。**
- **医疗设备：目前国产器械出海主要围绕麻醉、监护、呼吸机、测序仪、核磁、超声等设备。** 国产企业欧美市场渗透率有望加速。建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、开立医疗等。
- **低值耗材：产品相对标准化，医用手套、医用敷料、IVD耗材、注射器等已进入全球供应链，** 国产企业有望通过进入新客户、新领域进一步提升盈利能力。建议关注：英科医疗、维力医疗、拱东医疗、康德莱、采纳股份、振德医疗等。
- **高值耗材：产品创新要求高，不同细分品牌正在积极探索创新合作。** 短期依靠海外经销商、委托授权给外资打开市场，长期发展仍需建设海外子公司，精细化管理提高人效尤为重要。建议关注：南微医学、安杰思、先瑞达医疗-B、沛嘉医疗-B等。
- **家用医疗：市场空间较大，欧美市场有望逐步打开。** 建议关注：三诺生物、鱼跃医疗等。

公司	主营业务	主要海外市场	2022年总收入/亿元	2022年国际收入/亿元	2022年国际收入占比
迈瑞医疗	超声、影像、IVD	北美、亚太、拉美	303.7	117.0	38.5%
怡和嘉业	呼吸机	美国、亚洲、欧洲	14.2	12.0	84.7%
联影医疗	影像（MR、CT、XR、PET/CT、PET/MR）	北美、亚太、欧洲	92.4	10.8	11.7%
南微医学	内镜耗材	欧洲、美洲等	19.8	8.3	41.8%
开立医疗	超声、内镜	欧洲、美国等	17.6	7.9	45.1%
祥生医疗	超声	亚洲、美洲	3.8	3.0	78.3%
安杰思	内镜耗材	欧洲、北美洲、亚洲	3.7	1.8	48.2%
惠泰医疗	冠脉、外周通路耗材	亚洲等	12.2	1.4	11.2%
春立医疗	关节	亚洲等	12.0	1.1	9.1%
爱博医疗	人工晶体（有海外布局）、OK镜	欧洲等	5.8	0.2	3.0%
三诺生物	血糖仪等	欧美等	28.1	3.6	12.7%
鱼跃医疗	呼吸机、制氧机、血压计、血糖仪等	欧美、亚非拉等	71.0	7.1	10.0%

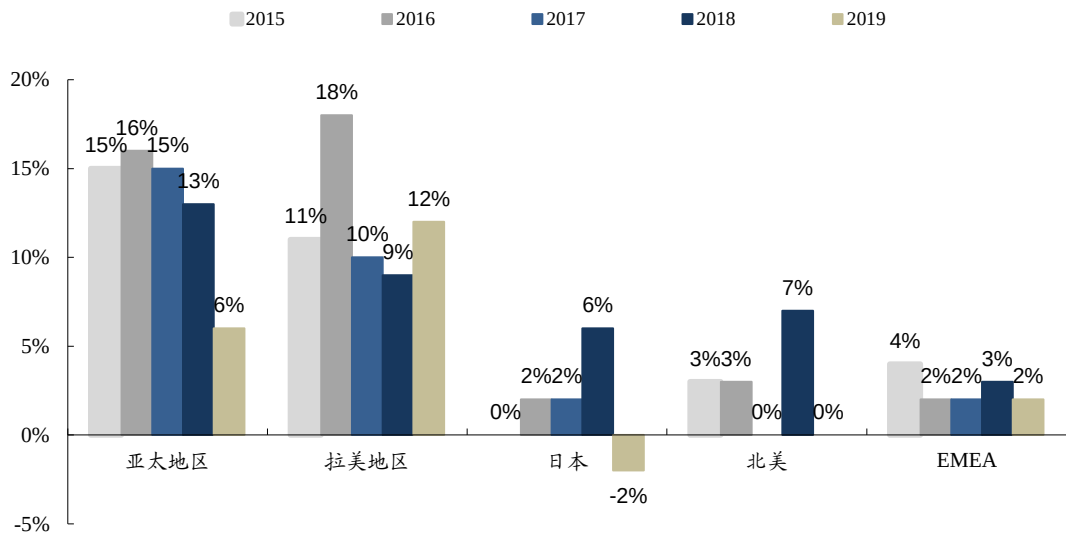
■ 全球IVD行业稳定增长，新兴市场是未来重要增量

- 根据沙利文数据，2022年全球IVD市场规模约为907亿美元，2017-2022年保持约7%的增速稳定增长。
- 分地区看，亚太、拉美等新兴市场IVD行业增速比欧美日韩等成熟市场明显更快。
- 尤其是印度、俄罗斯、越南、巴西等成本敏感却本地IVD企业落后的国家，是我国IVD出海的主要市场。

全球IVD行业规模及增速



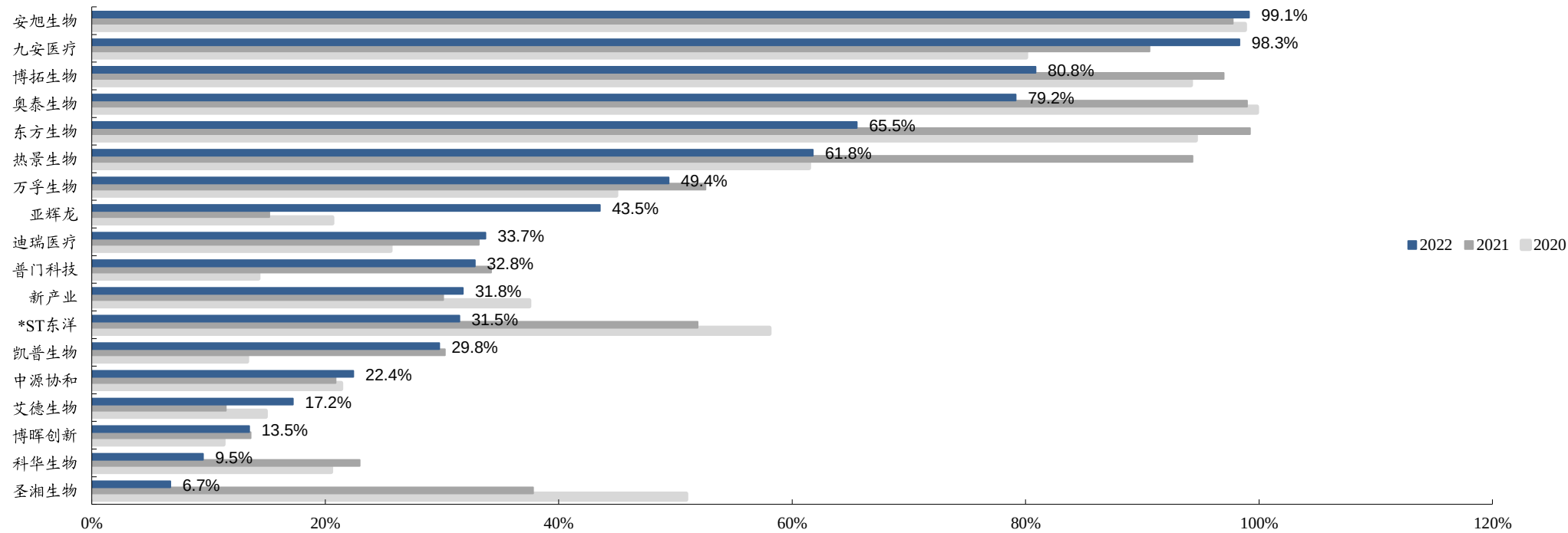
新兴市场是全球增速最快的地区（同比增速）



IVD出海目前以胶体金为主，看好发光出海

- 目前我国已有大量高出海比例的IVD企业，其中安旭、九安等海外收入占比超过90%，出海比例高的企业主要出口胶体金等技术含量较低的品种。
- 目前以新产业、迈瑞为首的化学发光企业在加速出海，其中新产业海外业务比例已占30%以上，且保持30%左右的稳定高增速。

我国IVD企业出海情况（海外收入占比）



■ 新产业：出海龙头之一，海外仍保持高增速

- 公司2022年海外装机4357台（同比+51%）；大型设备占比达到36.5%（同比+17.2pct），累计装机量达到1.51万台，是国产发光出海最快的企业。
- 2023年公司预计海外收入同比增速30%，公司预期装机5000台（2023上半年完成2500台左右）。
- 随着公司在俄罗斯、巴西等地设立子公司，海外业务有望进一步加速。
- 2022年海外收入9.7亿元（含新冠），海外收入占比31.8%。

■ 迈瑞医疗：海外渠道和品牌力强，海外增速快

- 公司依托生命维持设备等品类在海外扎实的渠道基础和品牌力，加速IVD出海，是目前国产IVD出海龙头之一。
- 拟收购德赛诊断75%的股权，德赛是海外知名品牌，在免疫、生化等领域布局完备，2022年收入约5.7亿元。2022年，公司海外涉及业务的空间达400亿元，其中中大样本量客户占比超过70%。收购完成后，公司将在美国、日本等6地开设下属公司和生产基地，将进一步开拓市场。
- 2022年海外收入17.3亿元（含新冠），海外收入占比44.1%。

■ 亚辉龙：出海新星，围绕自免放量

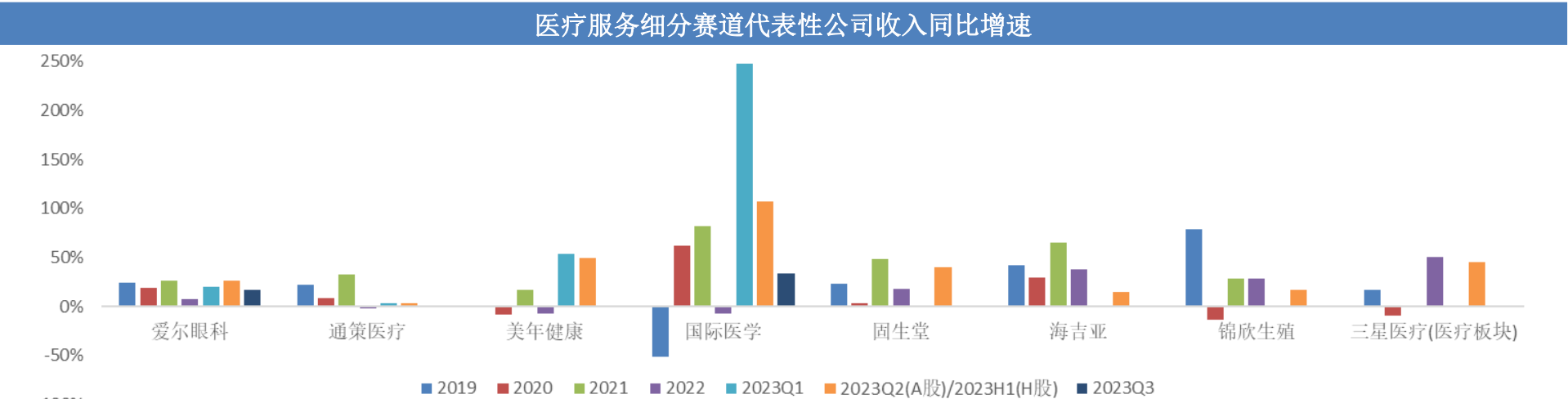
- 截至2023H1，公司已取得欧盟CE认证达500项，FDA列示的产品达33项。海外注册成功的化学发光注册证153项（自免47项），生化诊断注册证80项。
- 2022年海外收入117亿元（含IVD、设备等），海外收入占比38.5%。

医疗服务：静待经济回暖与板块估值修复，把握业绩预期差的个股

可选类疫后明显修复，增速体现经济下行影响；刚需类稳健向好增长

- 2023Q1疫后医院经营恢复，2023H1在积压需求释放叠加低基数的基础上实现高增长，Q3增长放缓，Q4有望在低基数上继续实现高增长。
- 展望2024年，预计消费类医疗从增长和估值上仍然可能受到经济和消费因素略微压制；严肃类医疗恢复正常增长
- 2023Q1春节后，医疗需求端呈现明显疫后修复，尤其眼科、医美等恢复很快增长；二季度由于基数原因+持续复苏验证，实现环比加速。三季度迎来可选消费医疗旺季，由于积压需求逐步消化及基数较高等原因，Q3增速有所放缓；预计Q4在低基数之上实现高增长。2023H2，消费类医疗如眼科屈光项目、口腔正畸项目、医美项目等，由于经济下行导致需求增长放缓和市场竞争加剧导致客单下降的现象显现，公司估值水平同步下降。

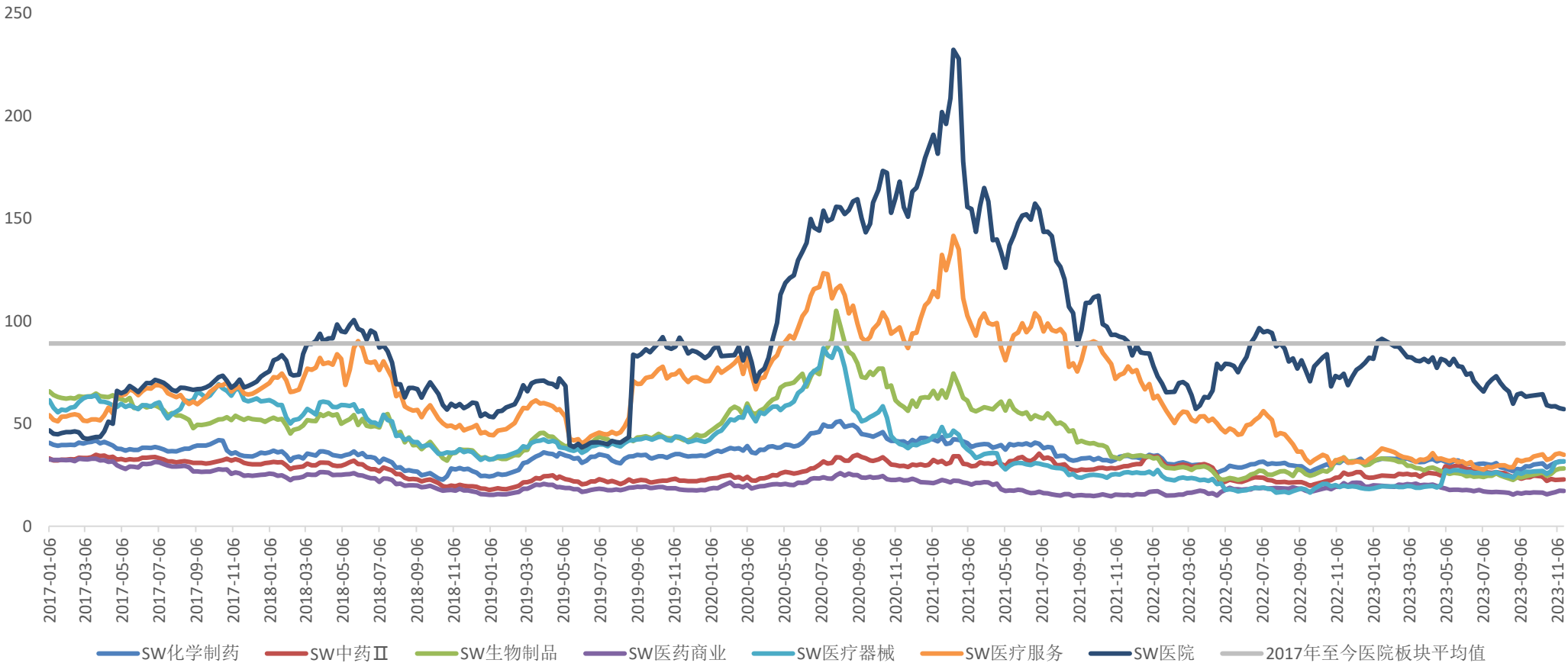
医疗服务细分赛道疫后表现复盘	
眼科	疫后恢复最快。一是源于白内障、基础眼病的积压需求释放及常规需求增长带来短期需求爆发，二是屈光、视光等可选消费类眼科需求在经济环境与竞争加剧影响下，仍然保持增长与毛利率。
口腔	疫后恢复较慢。我们认为主要源于口腔诊疗本身普及率低，及大部分口腔诊疗项目的非急性、非刚需性、高价格的特点，受经济环境影响更大；同时种植牙正畸耗材集采政策落地带来影响。
体检	疫后恢复较快，前三季度表现亮眼。一方面源于积压需求释放、疫后健康意识提升带来需求增长，另一方面源于行业客单价水平提高，及龙头公司通过客户结构优化与创新产品提价的优势
中医	疫后快速修复及高增长。一是源于中医客户粘性强，面诊需求在疫后显著释放，二是疫后身体保健需求增加及中医诊疗渗透率提升，三是医保政策对于中医支持。
肿瘤	疫后实现稳健向好增长。主要由于肿瘤刚需性强，优质医院在疫情期间受影响相对较小，因此低基数影响因素相对小。从并购医院的角度而言，疫后可选并购标的明显增加。
辅助生殖	疫后修复相对较慢。我们认为一方面由于诊疗项目对于患者身体健康条件要求相对较高，就诊意愿也会受此影响；另一方面由于婚育年龄延后与社会生育意愿下降。
重症康复	疫后实现稳健向好增长。疫后初期受益于公立医院患者溢出及康复需求增长，后续回归实现稳健增长，长期看受益于政策推动的床位周转加快及重症康复普及率提高，行业将逐步发展成熟。
综合医院	疫后恢复较快，稳健向好。疫后初期刚需性院内诊疗率先恢复，可择期手术需求逐步释放，消费性科室逐步加快增长；异地患者流动加快。



当前估值水平已在历史低位，板块估值修复取决于宏观环境影响和经济消费预期改善

- 市场给予医疗服务板块估值溢价，一方面源于医疗需求持续增长、市场空间广阔，另一方面源于医院业绩可持续增长确定性高，且绝大多数民营医院仍然处于较快增长阶段。且从政策风险角度来看，市场更愿意给消费类医疗（患者自费）估值溢价。因此在疫后复苏体现消费不及预期的情况下，整个板块估值水平大幅下降。
- 医疗服务板块经历深度调整，当前医院板块PE（TTM）估值已经跌至历史低位水平。短期内医院板块估值水平仍受制于经济环境因素影响，但已经位于比较安全的估值水平。长期而言，在人口老龄化与医疗保健消费升级大趋势下，医疗服务各细分赛道仍具有广阔发展空间，且在政策影响和行业竞争加剧的情况下，行业集中度有望提升，优质资产持续增长和壁垒加深的确定性强，估值水平大幅回调提供了重拾优质资产的机会。

医药行业子板块市盈率(TTM, 整体法)



■ 2024年把握经济回暖的贝塔机会，及业绩兑现度强的个股

- 经历一系列政策压力及疫情反复带来的业绩波动，医院已经进入完全正常经营轨道，后续重点关注需求结构性变化、市场竞争格局变化、公司自身经营与盈利能力改善等。站在当前时点，我们仍然看好医疗服务板块未来增长：1) 人口老龄化与医疗保健消费升级两大主线推动需求持续增长及多元化，民营医疗帮助承担需求溢出、提供差异化服务。从美国德国经验来看，即使经历不同医疗体系改革及不同程度的经济发展，民营医疗仍然发挥重要角色，长期增长趋势不变。2) 民营医疗整个体量经过前十年快速扩张已进入质量提升发展阶段，叠加疫情冲击与监管规范，行业集中度有望提升，头部公司有望凭借医生、牌照、规模、规范、效率等优势持续提升份额。3) 市场广阔、可持续增长、现金流稳定、资产不断增值的商业模式，仍然会是投资优选方向；当前估值水平已回调至历史低位，优质资产仍有估值提升机会。

➤ 选股思路与投资建议：

- 1) 刚需严肃类医疗，关注政策端变化，及个股在并购加速和盈利提升方面超预期的可能性。建议关注：国际医学、海吉亚（H）、固生堂（H）等；
- 2) 可选消费类医疗，关注经济消费回暖带来的行业贝塔机会，及抗风险能力强、业绩兑现高的个股。建议关注：爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、美年健康、锦欣生殖（H）等；

➤ 风险提示：

- 1) 医院扩张速度不及预期的风险；2) 医药行业政策不确定性；3) 疫情反复的风险。

重点标的

- **独特的“CRDMO”模式助力公司长远发展：**基于大分子药物研发早期阶段出色的抗体发现能力和工艺开发能力，实现了与客户早期深度绑定的“粘性”合作模式，并践行于“Follow the molecule”与“Win the molecule”战略，形成了从早期导入、临床阶段放大和商业化阶段放量的丰富的漏斗样管线。截至2023年6月30日，公司项目管线达到621个，其中临床前286个，临床I-II期269个，临床三期44个和商业化阶段22个。公司早期管线市占率高（接近30%），靶点覆盖齐全，随着管线推进，未来将会有越来越多临床三期及商业化管线，为公司未来业绩提供充足的增长动力。公司2023 H1营收为85.07亿元，同比增长17.6%，归母净利润为22.6亿元，同比下降0.36%，上半年利润端承压主要为1) 2021-2022年期间的新冠中和抗体相关产能轮流检修；2) 短期新增产能逐步投产折旧增多和3) 海外产能处于起步爬坡阶段。
- **产能前置支撑未来业绩增长，ADC CDMO等细分业务有望成为新的增长极：**从药明生物产能布局来看，2020-2022年产能分别为5.4wL，15.4wL和26.2wL，收入也保持了41.0%、83.2%和48.4%的增长，产能前置，收入端相对匹配，公司项目管线中商业化阶段产品达到21个，未来产能需求将明显增加，同时随着临床管线往后推进，将进一步加大对产能的需求，根据公司规划目标，23-26年产能将分别增加至27.6、42、46.8和58.8 wL，进一步加大产能供应，完善全球化布局。同时，由于ADC药物显示出了极大的治疗潜力，ADC药物未来有望诞生多款重磅药，公司药明合联平台已实现XDC药物发现、工艺开发的全流程服务，有望成为公司新的增长极。
- **投资亮点：**1) 国内相对较低的生产成本、更高的交付效率和全球顶尖的质量水平使得公司极具全球竞争力；2) 公司早期管线市占率高，涵盖多个热门靶点药物，未来有望实现放量；3) 临床三期及商业化阶段大分子药物外包数量逐渐增多，市场增量。
- **盈利预测：**根据Wind一致预期，公司2023-2024年收入预计为195.8、251.8和328.4亿元，归母净利润为51.3、66.8和87.7亿元，当前股价对应PE分别为23/18/13倍。
- **风险提示：**投融资不景气，新药研发进度不及预期，地缘政治风险等

固生堂：连锁中医诊疗龙头，创新模式+业务扩张打开长期增量空间

- **核心逻辑：**中医连锁龙头机构，发展潜力凸显。公司通过线上与线下相结合的模式为客户提供多元化服务，依托丰富的医生和患者资源，公司整体收入快速增长。**短期来看**，业绩稳定高增长，上半年收入增长40%，下半年有望延续高增长的趋势；新增门店稳步推进，全年新增10-12家门店；**长期来看**，连锁中医医疗服务稀缺标的，未来三年“内生+外延”的利润复合增速有望超30%。（1）内生+外延的连锁扩张模式已经跑通，老店增速稳定，新增门店能快速盈利，后续有望保持每年新增10家左右的新店；（2）获医能力强，消费者粘性高；（3）OMO模式使得线上线下互相补充，相互带动
- **中医服务赛道大有可为，市场格局有望优化。**根据Frost&Sullivan预测，2023年我国中医大健康产业市场规模将达14450亿元。国家出台系列政策推动中医发展，中医服务渗透率有望提升。私营中医医疗机构市场分散，公司作为中医服务龙头企业，有望通过整合兼并提高市场份额。
- **线下机构有序布局，内生+外延稳步扩张。**截至2023年H1，公司共56家线下机构，覆盖16个城市。门店盈利能力出色，老店内生动力强劲，2023年H1，公司线下收入增速为47.3%，其中老店收入同比增长33%，剔除疫情对去年基数的影响，2023年H1老店同比增长17%。新店能较快实现盈亏平衡，自建新店一般3-6个月实现盈亏平衡。未来公司计划通过自建+收购加密现有城市，同时拓展新城市，每年门店经营面积预计增长20%，对应约10-12家门店。长期来看，公司各地区门诊渗透率均低于医师渗透率，门诊渗透率最高的深圳也只有3%，具有较大的开拓空间。
- **OMO模式深度整合线上线下，构建数字化中医服务平台。**截至2023年H1，公司建立覆盖全国300+城市的服务网络，2023上半年线上销售1.30亿元（占比13%，同比增长6.76%）。2022年公司线上医疗健康平台收入2.60亿元，同比增长69.5%，占收比16%。根据公司测算，2022年公司OMO区域收入为1.25亿元，同比增长73.9%；非OMO区域收入为1.35万元，同比增长65.6%，OMO模式成功落地协助业务高速发展。
- **牢牢把握医生+患者资源，夯实业绩基础。**医生方面，公司具有强大的医生资源获取能力，截至2023年H1，公司拥有3万余名医生。公司与超过十家中医药大学、三甲医院签署战略合作协议，通过医生持股、签订唯一出诊协议等方式深度绑定优秀医师，自有医生数量与贡献逐步提升。客户方面，多渠道获客卓有成效。客户粘性提升，口碑向好，会员回头率保持85%以上。熟医塑造高粘性客户体系，丰富的医生和患者资源逐步夯实业绩基础。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年，公司经调整归母净利润为2.91/3.94/5.30亿元，对应当前市值的PE为36X/27X/20X。考虑到公司商业模式独特，同时门店可复制性强，盈利能力良好，维持“买入”评级。
- **风险提示：**投资并购风险；中医接受度下降风险；政策风险等。

信达生物：千亿减重市场，GLP1双靶点大单品申报在即

- **投资逻辑：玛仕度肽减重领域大单品，公司从肿瘤向慢病拓展，降本增效，盈利有望。**
- **业绩：**公司2023H1实现总收入27亿元（同比+20.6%，Q2同比增速超过35%），产品收入24.6亿元（同比+20.4%），授权费收入2.36亿元，产品销售毛利率79.7%（同比+2.8%）。研发费用8.26亿元（同比-23%），产品销售费用率54.5%（同比-12.2pct），**现金储备约85亿元，净亏损1.9亿元（同比-82.5%）**，亏损大幅缩减得益于收入的良好增长和精细化管理的费用控制。2027年产品收入达200亿元（公司口径）。我们**预计2025年实现盈亏平衡，整体产品收入全年50-55亿之间，同比+22%-34%**。
- **管线+催化剂梳理：**10个产品国内上市（BCMA-CAR-T和PCSK9抑制剂上半年获批），1个产品（PI3K抑制剂）在NDA阶段，7个产品进入注册临床，20个管线进入IND。
- **玛仕度肽（GLP-1R/GCGR）：**代谢领域的重磅产品，针对糖尿病预计成为第2个上市的GLP-1双靶分子，Ph2期结果显示，20周治疗后，IBI362的6mg组效果优于度拉糖肽。肥胖6mg组的3期（针对轻中度肥胖BMI24-32.5）今年1月份完成入组，预计明年初递交NDA，25年初上市。II期数据中与安慰剂相比，治疗24周平均减重12.6%；高剂量9mg组（针对中重度肥胖BMI≥32.5），今年5月中国2期达到24周主要终点（安慰剂校正过的体重相比基线15.4%降幅，绝对值14.7kg，安全性特征接近6mg组），也会做到48周，预计q4披露，高剂量组在下半年开三期。考虑到减重市场的消费属性及庞大的意愿人群，对标礼来的替尔泊肽上市后放量迅猛，信达的玛仕度肽（剂量递增方案更简洁，优效潜力）预计会成为大单品。
- **IBI-351（KRAS G12C）：**晚期2L NSCLC我们预计2023年底国内递交NDA。
- **IBI-344（ROS1）：**下一代ROS1 TKI，晚期2L NSCLC我们预计2023年底国内递交NDA。
- **IBI-126（CEACAM5 ADC）：**针对2L NSCLC的3期临床进行中，2024年读出初步结果。
- **IBI-112（IL23p19单抗）：**3个月给药1次，斑块型银屑病3期临床已完成入组，我们预计明年提交NDA。潜在同类最佳
- **IBI-311（IGF-1R）：**甲状腺眼病3期临床已完成入组，我们预计2024H1数据读出。中国每年新发患者达17万，治疗空白，同靶点国内最快。
- **盈利预测与估值**
 玛仕度肽：预计糖尿病、减重、NASH三个适应症国内销售峰值分别为10亿、50-100亿元（10%渗透率）、20亿（20%渗透率）。按PS计算**贡献400亿元市值**。
 其它：PD1=35亿，贝伐=10亿，奥雷巴替尼=10亿，利妥昔单抗=7亿，雷莫西尤单抗=8亿，CEACAM5 ADC=10亿，PCSK-9单抗=10亿，IL-23p19=10亿，IGF-1R单抗=10亿，算上其他小品种，这些产品总销售额为140亿元，按PS计算贡献450亿元市值。
 商业化产品给予4倍PS，临床阶段产品给予3倍PS，生物类似物2倍PS。**目标市值约850亿元人民币**。今年年底-明年年初催化剂较多，向上催化弹性强，业绩端受反腐影响相对较小，有望达成目标。
- **风险提示：**产品临床进展不及预期或研发失败风险，产品竞争格局加剧，商业化不及预期风险

迈瑞医疗：反腐大背景下稳健增长、海外加速趋势明显

- **核心逻辑：**器械龙头估值处于历史底部，公司海外业绩加速趋势明显，看好公司作为国内医疗器械龙头的估值修复
- 分板块看：
 - 1、生命信息与支持前三季度收入123.3亿元（+20.8%，同比，下同），其中国内增速增长约29%，海外增速约11%；我们认为其增长主要得益于国内医疗新基建的开展和海外高端客户群突破的发力，但8月份以来的医疗反腐对该业务的开展造成了一定影响，使得产线第三季度增速有所放缓。此外，截至三季度末，医疗新基建待执行商机为205亿元；预计未来两年将持续为该产线的增长贡献动力。海外市场2023前三季度生命信息与支持产线突破了超过200家空白高端客户、已突破的空白高端客户中有超过400家实现了重复采购，复购金额达7000万美元；
 - 2、体外诊断前三季度收入94.3亿元（+18.5%），国内增速约17%，海外增速约22%（海外连续两年CAGR 33%）。国内体外诊断试剂消耗自3月份以来迅速复苏，并且医疗反腐对于试剂消耗的影响有限，同时在海外市场平台化能力建设的加速推进下，海外中大样本量客户突破的速度仍在加快。化学发光增长近20%（连续两年CAGR 30%），单Q3增速同比接近40%；国内新增装机1350台，其中高速机占比54%，国际新增装机超过2000台；此外公司于7月31日收购德赛诊断，解决海外供应链平台的缺失瓶颈，未来有望在IVD领域显著缩小与进口品牌之间的差距；
 - 3、医学影像前三季度收入为53.6亿元（+9.1%），国内业务受反腐影响承压，单Q3国内增速约5%，海外增速约13%。但得益于海外客户层级的持续提升，通过国内国际学术联动会议，有效地推动了全新R系列、I系列等超声产品渗透入院，使得中端和高端超声收入占海外超声收入的比重首次超过一半，未来有望持续高端突破。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司23-25年归母净利润为116/140/168亿元，当前市值对应PE为30/25/21倍，同时我们看好公司作为国内医疗器械龙头未来在海外市场发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展不及预期，汇兑损益等风险。

智飞生物：HPV疫苗批签发持续高增长，自主研发管线顺利推进

◆ 核心投资逻辑：

- **1) 独家代理GSK带状疱疹疫苗，打造全新业绩增长点：**带状疱疹疫苗市场广阔，目前全球仅有三款带状疱疹疫苗上市，其中GSK带状疱疹疫苗是唯一一款重组亚单位疫苗，保护效率高达97%，远超其他两款带状疱疹疫苗。2022年GSK带状疱疹疫苗全球销售额已超36亿美元，是继HPV疫苗之后的重磅疫苗产品。GSK带状疱疹疫苗针对50岁以上人群，对应中国3.4亿人口，随着人口老龄化加剧，适用人群将进一步增加。2021年美国带状疱疹疫苗渗透率接近30%，假设国内峰值渗透率能达到10%，则对应3400万人，按照60%的市占率，1600元一针，打两针计算则对应总计650亿左右市场空间。智飞生物估值有望带来显著提升。此外，智飞生物与GSK就RSV疫苗达成初步合作意向，RSV疫苗海外放量迅速，有望成为继HPV疫苗和带状疱疹疫苗之后的重磅产品。
- **2) HPV疫苗批签发持续高增长，男性适应症顺利报产：**2023H1四价HPV疫苗实现批签发627万支，同比+28.50%，九价HPV疫苗实现批签发1468万支，同比+57.85%，维持高速增长，2023年全年预计四价和九价HPV疫苗批签发合计3900万支左右。截至2022年底，中国9-45岁女性中HPV疫苗渗透合计约12%左右，依然偏低，尤其四价和九价HPV疫苗市场供小于求。随着九价HPV疫苗扩龄，男性适应症申报上市，智飞生物HPV疫苗批签发未来几年依然有望维持高速增长。
- **3) 自主产品管线逐步兑现，推动主营业务全面可持续发展：**结核产品矩阵微卡和宜卡协同放量，预计微卡2023年全年销售100万支左右。公司处于临床及申请注册阶段的项目16项，临床前项目13项，其中23价肺炎球菌多糖疫苗于9月1号获批上市，四价流感病毒裂解疫苗报产获受理，有望明年下半年获批上市，二倍体狂犬苗已完成临床试验，预计明年上半年报产获受理。公司自主产品管线逐步兑现，有望打开长期成长空间。

◆ **盈利预测与估值：**由于宜卡和微卡进入销售放量期，HPV疫苗批签发维持高增长，带状疱疹疫苗贡献新增量，我们预期2023-2025年公司归母净利润分别为98.56、131.65和156.99亿元。当前市值对应2023-2025年PE分别为16/12/10倍。维持“买入”评级。

◆ **潜在风险：**研发进展不及预期；销售不及预期；竞争格局加剧等。

贵州三力：独家苗药开喉剑大有可为，多元布局开启二次成长

- **核心逻辑：**公司是我国苗药龙头，1) 其核心产品开喉剑喷雾剂成人及儿童两种剂型近年来均实现快速放量，20-22年间整体复合增长率超过30%；另外，儿童型用途广，日均费用相对便宜，有望纳入新版基药目录，带动业绩提速；2) 公司通过多元化布局，解决产品单一问题，已相继控股德昌祥、无敌制药、汉方药业，在OTC端产品不足的劣势已被补齐，产品线持续丰富。
- **核心产品开喉剑优势明显，有望纳入基药业绩提速：**咽喉类中成药市场近年来持续扩容，2022年药店端咽喉类中成药占比已达9.97%，医院端占比已达4.31%，且20亿级大单品频出，市场空间大。公司独家品种开喉剑喷雾剂（含儿童型）取自经典苗医验方，喷雾剂型起效更快、适应疾病领域较同类更广、且覆盖终端广泛，截至22年报儿童型已覆盖国内超过98%以上的儿童专科医院，同时还入选国内多部权威的儿科中成药用药指南，市场认可度高。截至22年报成人型专科医院覆盖率同样达到64%。参照“基本药物”相关要求，两种剂型均有望在此次基药目录调整中入选。我们测算，若成功选入，儿童型/成人型24-26年间收入复合增速有望达32.1%/30.4%，若未入选，24-26年间复合增速有望达20.3%/21.1%。
- **多元化布局开启第二成长曲线：**公司积极进行多元化布局，解决产品单一、目前收入结构过于集中的风险，于2020年12月参股汉方药业、2022年5月并购德昌祥、2023年1月间接控股无敌制药，持续拓宽公司产品线。其中，汉方药业芪胶升白胶囊是国家重大专项品种，在升白药中临床疗效明确，有望成长为10亿级大品种；德昌祥为百年老字号，拥有众多优质中药品种，共有药品批准文号69个，其中独家品种9个，并入三力体系后，有望通过三力的学术支持，实现品牌重塑，业绩腾飞。无敌制药同样为云南老字号，其拥有胶囊、膏药、药酒、搽剂四条现代化生产线，进一步将公司产线拓宽至骨病药品。
- **汉方药业优质批文众多，完成控股后多元化布局进一步加深：**汉方药业拥有众多优质批文，其中芪胶升白胶囊是国家重大专项品种，在升白药中临床疗效明确，潜力十足。在汉方药业完成增资入股引入贵州三力成为新股东后，改善了资金问题，进行了部门整合，销售渠道也得到进一步提升，汉方药业2021年及2022年的收入增长率分别7.14%和10.49%。贵州三力完成对汉方药业的控股后，将进一步扩大其在汉方药业的影响力。汉方药业拥有的OTC品种，如黄芪颗粒、日舒安湿巾等有望成长为大品种，也与公司重点布局二、三终端的营销战略匹配，有利于实现汉方药业与贵州三力品种及渠道上的协同效应，为公司提供业绩增长的第二极。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2023-2025年归母净利润2.61/3.70/4.61亿元，当前股价对应PE为30/22/17倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策变更，原材料成本上升等。

- **实现药物研发的“仿+创”两手抓综合布局，各细分板块业务能力搭建逐步完善。**公司起步于仿制药研发，受益于一致性评价和仿制药集采，业绩实现连续多年高速增长。立足于仿制药研发，在儿药、贴剂、缓控释制剂等领域形成特色；公司通过设立及并购的方式将业务逐渐拓展至临床试验及生物分析等服务领域，布局创新药 CRO 业务，逐步进入收获期；公司已基本实现仿制药CRO的顶层配置和创新药研发的根基搭建。2023年前三季度公司营收为6.92亿元，同比增长39.73%，归母净利润为1.71亿元，同比增长32.72%，自2018年以来，公司营收持续保持在35%以上增长速度。
- **左手前瞻布局多肽创新药，多肽类药物有望走出“重磅炸弹”品种。**公司于2018年成立诺和晟泰，专注深入挖掘类肽创新药，已掌握多肽偶联技术，目前公司多肽类创新药的研发产品均来自于自主立项，其中STC007两个适应症均已进入临床 I 期阶段。中国肽类创新药研发仍处于起步阶段，根据弗若斯特沙利文的预测，中国肽类药物市场2020-2025年复合年增长率为16.3%，2025-2030年的复合年增长率为12.5%，增速高于全球市场，市场前景广阔。
- **右手前瞻布局改良型新药，差异化的新药研发策略更能带来产品价值。**国内药监部门鼓励改良型新药研发，公司于2021年成立诺和必拓，专注于改良型新药研发，其中NHKC-1已实现对外授权。根据弗若斯特沙利文预测，中国改良剂型药物2020年市场规模约为1913亿元，预计到2030年将有望达到4218亿元，2020-2030年的复合增长率约为8.2%，改良型新药仍有非常重要潜力。公司未来将有更多研发成果进入临床阶段，有望实现对外授权，新药研发将逐步进入收获期。
- **投资亮点：**公司业绩三轮驱动：1) 仿制药业务订单稳健增长维持基本盘；2) 新药CRO订单快速增长推动业绩放量；3) 仿制药、改良型新药和多肽新药对外授权数量增多，里程碑付款和权益分成是业绩增量。
- **盈利预测：**根据Wind一致预期，公司2023-2025年收入预计为9.3、12.6和16.7亿元，归母净利润为2.2、3.1和4.2亿元，当前股价对应PE分别为33/23/17倍。
- **风险提示：**行业竞争加剧，新药研发不及预期风险，药物审评审批政策收紧风险等。

- **2023短期疫情+反腐受损，2024年Q1明确转折：**公司约80%的收入来自于传染病检测业务，与疫情、反腐相关度高。公司业务从23Q2开始加速恢复，Q2归母净利润增速达37%；Q3短期受反腐影响，Q3归母净利润同比-11%，环比+4%；目前反腐节奏开始放缓，学术会议等陆续开展，我们认为反腐对诊疗量影响接近尾声；2023Q4开始公司业务加速恢复，2024年利润有望+40%。
- **5000新设备上市在即，加速三级医院布局：**LiCA5000新设备上市在即，新设备针对光激发光技术开发，拥有更高的混检效率，上市后有望成为市面上通量最高的发光设备之一，将加速公司在三级医院的布局。
- **集采报量好，价格降幅预期缓和：**25省联盟化学发光集采正式稿在2023年12月落地。从报量看，公司进入A组且获得传染病术前八项7.0%的报量，报量超预期。从价格看，最高有效价温和，预计出厂价降价幅度控制在10%以内。
- **第四代发光技术，纳米高分子微球+均相反应，检测质量高速度快：**公司自主研发的光激化学发光LiCA平台为第四代化学发光，对比传统发光方法学，采用独创的纳米级微球，反应迅速且充分，在检测精度、灵敏度、特异性等方面具备独特优势，尤其是在激素等小分子检测领域。且光激发光为均相检测，无需清洗过程，避免了结合状态标记物被洗脱而造成检测误差，且检测速度更快，通量高，无需清洗液等耗材，成本更低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年归母净利润分别为1.98/2.48/3.41亿元，对应P/E估值分别为23/19/14X；基于公司1) LiCA平台装机加速，2) DRGs等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

派林生物：血制品最具性价比标的，“内生+外延+出口”三轮驱动强大成长动能

► **业绩：**公司2023前三季度实现营业收入13.75亿元（同比-7.95%，下同），归母净利润3.26亿元（-6.68%），扣非归母2.70亿元（-9.81%）。3Q2023，营业收入6.66亿元（+32.51%），归母净利润1.83亿元（+42.42%），扣非归母1.66亿元（+54.38%）。单三季度业绩超预期，预计全年有望实现归母净利润6亿元，同比正增长，业绩拐点到来。

► 浆站和采浆量—现状

双林：19个（17个在营（包括6个德源）+2个待验收）

派斯菲科：19个（14个在营+5个在建/等待验收），今年全建完，提交报批。

新疆德源每年（延长到28年）调浆≥180吨（6个），去年120吨多。

2023H1采浆550t，今年全年目标采浆量为1100t（派斯菲科全年采浆400t（已完成投浆340t） / 11个+双林450t/11个浆站+新疆250t/6个）。

2024采浆量=老浆站维持15%增长+7个新浆站x15t=1300-1500t，投浆1100t。

► 浆站和采浆量—内生

1.陕西：陕煤贡献陕西70%的财政收入，十四五期间会批准10个浆站，陕煤有望拿到5个。

2.陕甘宁：未来五年陕煤在陕甘宁资本性投入3000亿（新能源产业和绿色产业），有望实现资源互换。目标拿5个浆站。

3.长江沿岸：陕煤是长江沿岸经济带五省（湖南、湖北、江西、重庆、四川）的唯一煤炭保供企业，且签署了长期协议以固定价格供应，和当地政府关系良好，未来目标是在这些省份每省拿到1个浆站。

未来目标乐观估计**15个浆站**，每个浆站采浆30t，共计450t，2025年预计实现采浆2000t。

► **陕煤胜帮顺利接手派林生物，血制品出口赋能公司新一轮成长：**10月25日，公司临时股东大会召开，新晋第一大股东胜帮英豪（国资陕煤旗下的私募）顺利掌控派斯菲科新一届董事会多数席位。入主董事会后，有望进一步降低公司运营费用，助力公司长远发展。

► 产品种类：

合计拥有11个产品。新产品PCC（2023H1获批）和纤原（上市申请中）2024年年初开始贡献收入，将带来10万/吨的吨浆利润提升。

► **盈利预测：**根据WIND一致预期，2023-2025年归母净利润为**5.45/6.98/8.37亿元**。当前市值对应2023-2025年**PE 39/30/25倍**。

公司作为血制品标的中的低估值代表，业绩拐点，国资赋能成长性高，建议关注。

► **风险提示：**产品研发进度不及预期，竞争格局加剧，业绩低于预期，政策风险等。

- **生命科学业务稳健增长构筑基本盘：**分子试剂2022年国内市场规模约为百亿，受益于科研经费稳定投入及生物药研发需求增长，我们预计未来3年CAGR超10%。外资市占率约70%，诺唯赞为分子试剂国内龙头，市占率约为7%。公司凭优质产品质量与较强销售能力，2017-2022年CAGR为45%，2023年需求下行情况下预计增速仍超20%。从国家战略与产业趋势的角度，我们认为分子试剂行业长期增长确定性高，诺唯赞靠新冠催化与国内玩家进一步拉开差距，龙头地位稳固，为公司长期稳健增长基本盘。
- **IVD事业部带来弹性空间：**公司利用分子酶的技术优势，相继拓展了IVD与生物医药事业部，2023.5以来IVD事业部迎来多个催化：①与迈瑞呼吸道与炎症产品线合作，今年有望贡献千万级收入，若肺支流行有望超预期，2024年预期5000w+收入；②AD检测产品预计2024Q3拿证（外周血，5指标），随着渤健/礼来AD药物的陆续获批，AD筛查有望迎来百亿市场；③微流控平台有望于2024年获证。以上为未来1年需重点跟踪方向。
- **新冠资产出清，业务拓展+出海打开长期成长空间：**公司充分受益新冠疫情因而有较多人员扩招与拓展业务，新冠放开后公司收入下滑，费用高位，出现亏损，2023Q3扭亏为盈，新冠资产彻底出清。诺唯赞常规业务2022年开始出海，2023年海外营收有望达4000w+，海外市场空间为国内7-10倍，且诺唯赞出海产品为国内多年验证过的王牌产品，海外具备更广发展空间；另外公司为上游赛道中业务拓展能力较强的企业，平台型综合生命科学企业平台初现。
- **风险提示：**
 - 新业务拓展不及预期，市场竞争加剧，需求持续萎靡等。

- **集采利空释放，净利率、毛利率仍有提升空间，3Q3毛利率及净利率继续保持较高水平。** 2023年10月北京DRG电生理集采价格出炉，较福建联盟提价，国产产品入院加速。北京DRG付费联盟集采最高限价平均价为10670.34元，相较于福建联盟集采最高限价平均价9778.15元提升9.1%，北京DRG付费联盟集采产品降幅10%~60%，好于福建27省联盟集采降幅30-70%。惠泰本次中标价相比福建联盟中标价也有不同程度提升。23Q1-Q3毛利率71.38%，净利率32.67%，单Q3毛利率70.72%，净利率33.81%，公司目前收入以冠脉通路为主，电生理、外周介入、OEM占比逐步提升，预计23Q3随着电生理执行集采，电生理收入占比略有提升，导致23Q3环比23Q2毛利率、净利率略有下降。
- **反腐不改行业刚需性，电生理行业受益老龄化趋势长期渗透率提升的逻辑仍成立，预计手术量逐步回补：**公司耗材涉及的手术有冠脉支架、外周介入、电生理，反腐影响下可能影响医生对择期手术积极性，但耗材普遍被集采，且手术量渗透率较低，心血管疾病复杂，吃药较难根治，10月、11月参考行业情况，手术量已逐步恢复，Q4有望迎来旺季。公司脉冲消融导管（PFA）有望24年底获批，选择性消融原理安全性更高，外资强生、波科、雅培等均有布局，目前公司产品临床效果优秀，有望24年底获批带动公司未来电生理业务继续快速增长。
- **24年市值空间：**
 - 1、冠脉线：22年PCI手术量129万（+11.15%），假设行业手术量CAGR=15%，24年冠脉介入手术量170万，如果考虑非手术类介入检查，一共200万台，一台手术用到的所有通路类耗材出厂价口径3000元（造影三件套1500元，其他导丝、功能性球囊、鞘1500元），对应60亿市场，惠泰市占率有望达15%，对应9亿收入，假设净利率35%，对应3.15亿利润，给30x对应94.5亿市值；
 - 2、电生理：24年市场手术量60万台，耗材费用全套加起来1万出厂价，对应60亿市场，惠泰市占率有望达8-10%，对应收入4.8-6.0亿，给30x ps对应144-180亿市值；
 - 3、外周介入：24年手术量20万台，一台外周介入耗材出厂价20000元，对应规模40亿，惠泰市占率有望达10%，对应收入4亿，假设净利率35%，对应1.4亿利润，给30x对应42亿市值；
 - 4、OEM：24年海外市场手术量20万，一台手术耗材出厂价15000元，对应规模30亿，惠泰市占率有望达10%，对应收入3亿利润，假设净利率35%，对应1.05亿利润，给30x对应31.5亿市值；**如果公司电生理海外市场进展顺利，将继续超预期，24年合理市值312-348亿，现价（256亿市值）空间21.9%-35.9%。**
- **催化因素：**月度三维电生理手术量超预期、净利率持续提升、新产品获批进度超预期（24Q4前获批PFA、25H1前获批压力感应消融导管）
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-25年收入为16.39/21.97/29.18亿元，2023-25年归母净利润5.28/6.93/9.08亿元，增速为48%/31%/31%，当前市值对应PE为48/37/28倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期，研发进度不及预期，竞争加剧，政策出现变动等。

- **多产品有望逐步放量，长期经营及研发具备安全垫：**(1) 君迈康 (9MW0113) 已获批原研药全部8项适应症，截至三季报入院数量192家 (22年105家, 23年截至三季度87家)。2) 迈利舒 (9MW0311) 于2023年3月获批，4月25日完成首批商业发货，截至三季报入院数量327家。(3) 迈卫健 (9MW0321) 用于预防骨转移，已顺利完成现场检查，公司预计为国内第一梯队上市 (4) 8MW0511为新一代白蛋白融合的长效G-CSF，公司预计2023年底递交上市申请，截至2023年中报已收扬子江支付的合作款项1.32亿元。公司的风湿免疫产品线、慢病产品线团队已全面建立完毕，围绕迈卫健已完成专属肿瘤领域团队核心骨干人员的招募。
- **Nectin-4 ADC进度全球第二、国内进度领先，长期格局良好：**9MW2821是国产首款、全球第二款以Nectin-4为靶点的ADC产品，具有优于PADCEV的临床潜质 (4月6号12例ORR为50.0%，ESMO口头汇报18例ORR55.6%，最新10月份公告37例ORR为62.2%，越大样本量ORR越高，PFS达到最长6.7m。在ESMO汇报中，9MW282安全性表现良好，Grade 3/4 TRAEs 为35.1%，最常见的3/4级TRAEs为白细胞减少 (18.6%) 和中性粒细胞减少 (18.6%)，未观察到治疗相关死亡)。I/II期研究推进尿路上皮癌、宫颈癌、非小细胞肺癌、乳腺癌等多瘤种研究。2821不需要区分Nectin-4表达量，UC全人群和全线将适用于Nectin-4 ADC，想象力极大。
- **新一代ADC定点偶联技术平台IDDC：**由定点偶联工艺 DARfinitly，新一代载荷分子 Mtoxin，以及条件释放结构 LysOnly 等多项系统化核心专利技术组成，能够赋予ADC药物更好的药效及耐受性，提高治疗窗口。产出9MW2921 (Trop-2 ADC)，7MW3711 (B7-H3 ADC) 已进入临床，24年将披露初步数据。
- **创新管线布局靶点格局良好，优秀创新品种中美双报，价值全球化。**9MW3811 (IL11) 有望在包括IPF/NASH等纤维炎症性疾病中突破；9MW1911 (ST2) 聚焦全球最常见的慢性呼吸道疾病慢性阻塞性肺病 (COPD)；9MW3011 (TMPRSS6，铁调素) 是铁过载疾病的新颖疗法，已授权专攻血液病企业DISC提升全球价值。创新品种未来均有望海外授权。
- **面向全球，在发达国家及新兴市场进行商业转化：**创新品种面向全球对外许可，2023年1月，与DISC MEDICINE就9MW3011达成独家许可协议，总里程碑4.125 亿美元。生物类似物进行增量开拓，2023年上半年针对君迈康、迈利舒、迈卫健在巴基斯坦、俄罗斯和欧亚经济联盟国家地区、埃及市场、摩洛哥等海外新兴市场及“一带一路”沿线国家进行合作推广，积极推进上市注册。
- **催化因素：**1) 9MW2821的二/三线UC注册临床试验确定，符合预期。2) 海外BD明年预期达成。3) 一线联合PD1启动了入组，大概40例左右样本，未来沟通一线UC方案。4) 宫颈癌预计2024年2月读出数据，注册沟通注册临床方案。5) 明年更多的适应症数据将陆续在各会议上公布。
- **盈利预测：**我们预计，君迈康10亿峰值1倍PS，0321、0311共20亿峰值给2倍PS，贡献50亿市值；8MW0511预计15亿峰值，以约定价格供货扬子江销售，按照1倍PS，贡献15亿市值；Nectin4 ADC 有宫颈癌和尿路上皮癌两个适应症，预计25亿峰值，保守按3倍PS；国内5个产品贡献约140亿目标市值。海外10亿美金峰值，15%分成，1.5亿美金利润，10倍PE，贡献100亿市值。海外确定性提升，目标市值250亿。
- **风险提示：**新药研发不及预期风险，行业竞争风险，商业化不及预期，注册进展不及预期，海外进度不及预期等

- **投资逻辑：**我们预计，1) 4款创新药峰值预计60-70亿元，2款新药即将进入3期贡献40亿元峰值增量，2) “海外映射+对外授权+数据读出+新药上市”催化丰富；3) 主业未来3年增长中枢在20%。
- **2-3期创新药6款，整体销售峰值看到110亿元。**1) 环泊酚为创新麻药，有望加速替代丙泊酚，峰值预期25亿元；2) HSK21542 (KOR) 为阿片镇痛药物，有望替代地佐辛，销售峰值25-30亿元；3) HSK16149 (GABA) 为新一代神经镇痛药物，具有成为首选用药潜力，峰值预期15亿元；4) HSK7653 (DPP4) 为两周使用一次口服降糖药，峰值预期5亿元；5) DPP1拟用于支气管扩张，尚无对因治疗药物上市，销售峰值达23亿元；6) THR β 适应症为NASH和血脂异常，峰值预计20亿元。
- **催化丰富，环泊酚国际化、THR β 、PROTAC具对外授权/数据读出预期。**1) 海外映射：Madrigal (市值43亿美元) 核心资产THR- β 激动剂Resmetirom NASH适应症NDA获FDA受理，PDUFA日期为2024年3月14日，有望开创NASH治疗里程碑，海思科为A股首选；2) BD：环泊酚、THR β 、PROTAC等分子具有授权潜力；3) 数据：环泊酚海外3期、DPP1 2期即将完成，数据有望23年底、24年初读出；4) 上市：HSK16149 (α 2- δ)、HSK7653 (DPP4) 2款新药已提交NDA，预计24年获批上市。
- **销售改革+新药放量，主业边际加速。**1) 环泊酚持续兑现，2023年有望突破1千万支，且麻醉维持、ICU适应症有望实现医保准入，扩大报销范围和应用场景，为24年高增长提供充足动力；2) 仿制药大品种，多烯磷脂酰胆碱、多拉司琼为独家，复方氨基酸注射液(18AA-VII)3家上市（海思科独家过评），暂无降价风险，代理转自营驱动加速增长；3) 带量采购第8、9批仅涉及卡泊芬净，为“光脚”品种，有望贡献一定增量。
- **目标市值：24年目标市值370亿市值，40%空间：**1) 3期及以上创新药4个，销售峰值合计70亿元，其中环泊酚25亿元、HSK21542 (KOR) 25-30亿元、HSK16149 (α 2- δ) 15亿元、HSK7653 (DPP4) 5亿元，3.5x PS，对应245亿市值；2) 存量仿制药预计25亿元，多拉、多烯为独家，假设10%净利率，2.5亿元利润，15x PE，对应38亿市值；3) DPP1、THR β 有望24年进入3期，DPP1峰值预计23亿元，THR β 峰值预计20亿元，2x PS，贡献80亿市值增量。
- **催化因素：**24年THR- β 、DPP1预计进入3期；23年底/24年环泊酚、DPP1公告读数据；THR- β 、PROTAC、环泊酚具有BD潜力；Madrigal THR- β PDUFA日期为2024/3。
- **盈利预测：**我们预计，2023-25年，公司归母净利润为2.8/3.2/4.3亿元，当前市值对应PE分别为91/80/60倍，维持“买入”评级。创新药近期涨幅较大，主流标的达到3.5x及以上PS，海思科仅3x PS，性价比较高。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险

- **血制品核心产品静丙、白蛋白等需求量再次激增，叠加库存量很少，面临供不应求的局面：**需求端：最近各地陆续再次迎来呼吸系统疾病（流感、支原体感染等）的感染高峰，临床对静丙的需求量再次激增，叠加疫情后渠道库存端静丙“零库存”，静丙仍然面临供不应求的局面；供给端：静丙院外价格比院内每支平均高200-300元，医院端静丙销售今年同期增长40%以上，静丙今年以来实现“量价齐升”。长远看，升级换代产品层析静丙有望进一步提升静丙的毛利率。白蛋白临床需求端同比去年增长21%，批签发量同比增长21%，进口白蛋白中基立福的批签发量今年也实现了36.5%的快速增长。
- **乘行业整合及十四五规划最后两年东风开启新一轮增长：**近年血制品行业并购整合趋势持续，行业集中度有望进一步提升。如：博雅生物、派林生物和卫光大股东易主，“国进民退”，包括上海莱士、泰邦生物即将整合落地；十四五规划还剩最后两年，前三年获批浆站比较少、后两年浆站获批加快。
- **预计今年采浆量达1500吨，吨浆利润位居血制品公司第一：**公司现浆站42家，预计2025年采浆量达到2000吨，位居行业采浆量第二。公司有共计12种产品、血浆利用率高、白蛋白等高品质享受高定价，吨浆利润约110万。近期公司战略性收购广西冠峰、深度布局广西，取得2家单采血浆站及血制品生产资质。另外2024年、2025年为十四五最后两年，浆站获批有望加速。
- **2025年营业收入超过百亿，独家新产品有望未来成为大单品：**我们预计2025年公司实现营业收入106.6亿元。其中，自身的白蛋白收入占比20%，静丙占比20%，其它血制品占比13%。代理的基立福白蛋白收入占比47%，进口白蛋白收入23-25年有望维持20%以上的高增长。人凝血酶和国内唯一上市的人纤维蛋白粘合剂分别有望成为十亿元大单品。
- **催化因素：大股东基立福筹划股权变动，股权激励计划落地：**公司公告称大股东基立福正筹划转让公司控股权，近期有望落地，新大股东有望赋能公司长远发展；3亿元实施股权激励计划，并对2023-2025年年度进行业绩考核，即：2023-2025年营业收入依次不低于74亿元/86亿元/90亿元，同比+12.7%/+16.2%/+4.7%，3年收入CAGR = 11.08%，或2024、2025年有创新型/改良型生物制品临床申请获得批准。
- **盈利预测与投资评级：**预计2023-2025年公司营业收入分别为76.91亿元、90.68亿元、106.61亿，增速分别是同比+17%/+18%/+18%。归母净利润为22.18/26.66/32.26亿元。增速分别为同比+18%/+20%/+21%，当前市值对应2023-2025年PE 24/20/17倍。公司作为血制品公司中被显著低估的龙头标的及股权激励使高管利益理顺，自产血制品及代理白蛋白分别给其30倍、17倍PE估值，**24年合理市值700亿，现价（559亿市值）空间25%。给予“买入”评级。**
- **风险提示：**业绩低于预期风险，进口白蛋白合作终止风险，商誉减值风险，汇率风险。

普瑞眼科：“高举高打”布局省会等优质市场，盈利提升空间大

- **投资逻辑：**随着人口老龄化与消费升级，眼科医疗需求持续增长，我国眼科市场规模持续扩容。公司未来聚焦省会直辖市等重点城市布局60-70家医院，核心业务屈光项目高增长高毛利，视光业务有望加速增长。随着新开医院逐步爬坡、成长成熟，公司未来将呈现收入利润高增长。
- **我国眼科医疗需求持续增长，手术渗透率有望提升。**我国是眼科患者最多的国家，至2022年估计近视人群已超6亿，45岁以上白内障患者人群约1.8亿。由于人口老龄化及用眼习惯变化等因素，各类眼科需求将持续增长。根据灼识咨询预测，2025年我国眼科医疗服务市场规模约2522亿元，2020-2025年CAGR为17.50%。其中，预计至2025年屈光、视光市场规模分别约725亿元、500亿元，2020-2025年CAGR分别为28.37%、14.60%。
- **“全国连锁化+同城一体化”布局持续完善，未来医院扭亏有望大幅贡献利润。**截至2022年底，公司旗下拥有25家眼科专科医院、3家门诊部，未来随着产业基金落地，将继续扩张至未来60-70家眼科医院，完善全国连锁和同城加密的布局。参考公司标杆医院成都普瑞、昆明普瑞，公司其他核心医院净利率均有10%以上的提升空间。分医院来看，公司13家老院2017-2021年营收/净利润CAGR分别为18.33%/34.55%，保持高速增长；8家新院2019-2021营收CAGR为45.15%，爬坡明显并有望逐步扭亏，未来将显著贡献利润增长。
- **消费眼科高速增长，公司毛利率有望进一步提升。**2022年，公司消费眼科（屈光+视光）占比71.32%，远高于同行。屈光方面，同期营收占比达56.26%，旗下成熟医院屈光占比超50%，预计未来随着各新院业务结构改善、规模效应带来的耗材成本降低、高端屈光占比的提升，屈光业务毛利率有望进一步提升。视光方面，同期营收占比为15.06%，预计随着公司加大对视光的投入，视光业务有望加快增长。此外，随着医生资源加强，白内障、综合眼病等基础业务有望保持稳健增长贡献。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为26.27/34.44/42.70亿元，归母净利润分别为3.11（23年投资收益0.92亿元）/3.13/4.12亿元，对应当前市值的估值为65/45/34倍（2023年扣非111倍）。维持“买入”评级。
- **催化因素与市值空间：**考虑到公司医院扩张模式成熟，随着新开医院爬坡及医院逐步扭亏，预计公司收入端将实现快速增长，利润率提升空间大。在经济消费形势企稳回暖、公司收入或利润率超预期、或公司业绩兑现的催化下，参考头部医疗服务公司PS估值，2024年目标210亿+、市值空间50%+。
- **风险提示：**医院爬坡或盈利或不及预期；市场竞争加剧；政策不确定性风险。

- **投资逻辑：**公司深耕云南优势区域市场，省外市场逐步打开空间。门诊统筹政策加速推进下有望迎来边际增量，多元化经营助力业绩与盈利提升。
- **深耕云南优势区域，川渝市场有望进一步打开省外市场空间。**公司于2014年上市，目前已成为国内直营连锁规模领先的药品零售连锁企业之一。公司重点发展西南地区，逐步扩张华南、川渝等省外。截至2023Q3，公司拥有直营门店10008家，相较2023年初新增802家，其中云南省门店数5358家，占比53.54%；非云南门店数占比由2016年的33.9%提升至2023Q3的42.7%。公司长期以来深耕云南，广西等市场逐步成熟稳固，且随着川渝等地区自建并购的加速，省外市场进一步打开空间。
- **积极融合多业务线，非药品类贡献业绩增长。**公司积极拓展多元化业务，包括将彩票、母婴、美妆等业务与现有药店业务融合，将个护美妆旗舰店打造成为新零售业务模式下的新窗口，促进年轻消费群体进店频次，从而带动客流及收入的增长。2023Q3公司在整体业绩承压的情况下，非药品类实现营收12.31亿元，同比增长7.64%；其中美妆及个护类业务销售额2.5亿元，同比增长19.58%。公司非药收入占比由2016年的18.45%提升至2023Q3的29.75%，增长显著。预计未来多元化品类经营将持续贡献业绩。
- **云南统筹对接提速，公司有望获得边际增量。**截至2023Q3，公司门诊统筹门店数735家，占比约7.3%。云南省门诊统筹政策在药店的落地和推进速度相对较慢，2023年11月1日，全国首张医保“双通道”电子处方于云南省结算成功，配套措施落地有望加速门诊统筹政策落地。此外，未来随着公司取得在云南省内的互联网医院资质，也将有望加速承接处方外流，迎来增量客流贡献。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年收入分别为179.7/209.7/239.3亿元，归母净利润分别为9.5/11.4/13.5亿元，对应当前市值PE为15/12/11倍。考虑到公司2024年将迎来加速发展，多重边际改善。给予“买入”评级。
- **催化因素与市值空间：**统筹政策和处方外流加速超预期、门店扩张超预期、川渝市场盈利超预期、管理改善超预期。参考药店行业1倍PEG估值，目标市值228亿，目标市值空间60%。
- **风险提示：**门店扩张或盈利不及预期；统筹政策推进和处方外流或不及预期；其他政策不确定性风险等。

- **沙坦API短期受损，恢复在即。**受到全球原料药去库存和印度竞争等影响，沙坦业务在2023年受到较大影响，海外市场价格出现下滑。从价格上看，氯沙坦钾降价多，其他品种降价10%以内。从量上看，氯沙坦钾外，其他品种量有增长或持平。坎地沙坦、缬沙坦有较好的增长，厄贝沙坦稳定。制剂企业去库存预计到2024年中结束，需求端将在2024下半年快速改善开始恢复。
- **非沙坦API开始放量：**公司积极布局非沙坦API，储备了沙班、列净等慢病大品种，随着产品逐渐上市，非沙坦业务开始形成业绩支撑。2022年非沙坦收入3亿元，公司预计2023年30%同比增长。
- **制剂业务逐步形成梯队：**截至2023年9月30日，公司在国内获批27个制剂批文。2023前三季度7-8个品种产生收入。部分品种进集采，2024年开始放量。其中，第九批集采公司**奥美沙坦酯氢氯噻嗪片**高价中标（0.8元/片），有望超预期放量。
- **CDMO业务稳定释放，恒瑞部分合作落地：**恒瑞横格列净2024年开始放量，依度沙班等项目稳定增长。公司预计CDMO业务2024年同比增速有望接近30%。
- **催化剂：**1) 奥美沙坦酯氢氯噻嗪片高价中标，标外有望超预期；2) 2024年业绩有望翻倍以上增长。
- **风险提示：**产能释放不及预期，海外需求恢复不及预期等。

- **Q3承压下仍保持23%收入增长。**公司依托海外收入放量，加上在国内优化销售策略，在国内反腐压力下，Q3实现收入3.5亿元（同比+23%），归母净利润0.72亿元（同比+16.8%）；业绩保持快速放量。
- **高速机持续放量，海外推进仓储建设：**公司重点推进的 CS-2000 全自动生化分析仪、尿液分析流水线和 LA-60 整体化实验室等高速机型在国内推广装机，预计在反腐结束后可以实现快速放量。在海外市场，公司持续推进仓储物流中心建设，全面强化市场售服体系。
- **短期看，业绩有保证：**1) 尿分2023年30%+的指引，尿分流水线350条销售预期；2) 公司预计2023年妇科销售300台；3) 公司预计2000速生化仪销售200台，生免流水线200台；4) 公司预计2023年实验室销售60条+；免疫借助一体化平台放量，2022年收入1亿元；5) 海外高增速：2023全年公司规划35%+，公司预计俄罗斯、印度2023年收入破亿元（2022年在7-8000万元）。
- **长期看，十四五规划推进：**公司十四五规划设定目标，公司预计2025年收入达到30亿元，华润体系提供20亿收入规模资产；此外，华润医药、华润健康等兄弟企业也将持续提供产业支持，支撑公司快速发展。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

- **国药入主，公司迎来提质增效、盈利能力提升：**国药入主后逐步完成阶段性转型：1) 治理结构改革优化，引入经验丰富的高管梯队；2) 精简优化组织架构，提升运营效率，推进以利润为考核目标的绩效考核机制；3) 聚焦主业，形成以中药智造为主、麻精特色化药和区域商业为辅的战略方向，剥离两非两资，减少负债；4) 对标及协同国药集团，中药化药有望加速放量，商业网络从西南龙头走向全国市场等。2022年，公司实现扭亏为盈，业绩呈现向上拐点，2023年力争20%以上收入增长。2023年Q1-3毛利率48.99%（同比+3.99pct），净利率6.30%，同比提升3.98pct，公司提质增效效果显著。长远来看，公司发布“十四五”战略规划，通过内生发展、外延扩张，**收入目标翻一番，销售净利率不低于行业平均水平**。2025年，太极集团内生目标收入270亿元，以2022年收入为基数，2022-2025年收入端年复合增速为24%。随着后续毛利率的提升及各项费用率的控制，我们认为利润端仍处于加速提升通道。
- **核心中药大品种实现高速放量，营销改革+OTC 品牌重塑效果显著。**上半年公司核心产品藿香正气口服液、急支糖浆、散列通快速增长，三季度受客观因素影响业绩有所承压。长期看，核心大产品&潜力品种带来长期增长，其中，藿香正气口服液、急支糖浆致力于打造为极具影响力的大单品，未来两年仍有望保持高速增长。公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场，一方面，核心产品在川渝地区的渗透率仍有提升空间，另一方面，其他七大市场正在快速提升。此外，公司产品批文丰富，OTC战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩，具有长期稳定增长动力。
- **医药商业优化布局，在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显：**公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，营收稳步增长。随着公司渠道终端的加速开拓、零售端布局的加强，商业板块盈利水平提升可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年，公司归母净利润为9.5/13.3/18.1亿元，对应当前市值的PE为28X/20X/15X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期；核心产品放量不及预期；医药行业政策不确定性风险等。

- **聚焦创新中药主业后，公司产品集群优势凸显。**“338”产品矩阵优异，制药板块业绩稳步增长。2023年H1，工业主业维持稳定增长，实现收入7.67亿元（同比+14.8%）。“338工程”中的产品销售收入同比增长50%以上的有：强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露、赖氨酸维B12颗粒、蒲地蓝消炎片以及新品参芪鹿茸口服液。中药创新药方面，截至2023Q3，骨科创新中药产品玄七健骨片已新增覆盖500余家公立医疗机构，前三季度实现1900w+收入，有望逐步成长为公司骨科领域又一大单品。小儿荆杏止咳颗粒口感问题已经解决，渠道开拓方面，小儿荆杏止咳颗粒已经累计完成1,000多家公立医疗机构的覆盖，后续有望加速放量。此外，藤黄健骨片集采落地，自2023年11月起陆续执标，集采降价虽会影响表观收入增速，但集采产品销售费用率大幅下降，利润端影响较小，集采后有望实现以价换量。
- **基药目录调整受益标的，盈利能力持续提升，利润端弹性较大。**新版基药目录调整在即，公司核心产品藤黄健骨片、小儿荆杏止咳颗粒等产品循证医学证据充分，疗效确切，如果能够进入基药目录，“986”政策背景下有利于产品在二三终端的开拓，加速产品进院，带来较大的业绩弹性。此外，自2022年Q3季度，公司业绩端呈现加速增长态势，聚焦主业的效果显著，净利率也逐步提升至行业平均水平。
- **加强中药创新药研发，依托学术研究进一步提升产品力。**2023年前三季度公司研发投入5721万元，同比增长19%，研发费用率提升0.78pct。公司1.1类创新药诺丽通颗粒有望于24年获批。此外，蛭龙通络片已完成二期临床，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中，藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告，小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等，产品力在学术加持下进一步提升。公司持续强化在中药创新药领域的优势，立项数量较之前大幅提升，新产品上市速度有望加快。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.7/2.4/3.1亿元，对应当前市值的PE为28/21/16X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

风险提示

➤ 研发进展不及预期

对于依赖于新产品的公司，由于新药、新器械研发周期长、难度大，在研发过程中可能存在研发失败、或研发进展不及预期的风险。

➤ 商业化推进不及预期

公司产品在招标进院和医药代表商业化推广改革导致商业化推广不及预期，未来招标降价政策的出台可能会导致业绩不及预期。

➤ 海外审批或收益不达预期

公司产品在国际化方面受疫情影响或受宏观政策影响导致海外临床注册、申请、上市进度不及预期，收益或存在风险。

➤ 集采风险，药品和耗材降价超预期风险

生物类似物、耗材等可能会面对进一步的集采风险。

➤ 国际地缘政治风险

国际地缘政治紧张可能会影响海外临床进度，海外订单，以及美国证交会（SEC）对中概股公司的审查等。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园