

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第112期

药明系JPM更新

本周专题联系人：万梦蝶

华创医药团队：

首席分析师 郑辰

执业编号：S0360520110002 邮箱：zhengchen@hcyjs.com

联席首席分析师 刘浩

执业编号：S0360520120002 邮箱：liuhao@hcyjs.com

医疗器械组组长 李婵娟

执业编号：S0360520110004 邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

中药和流通组组长 高初蕾

执业编号：S0360524070002 邮箱：gaochulei@hcyjs.com

分析师 万梦蝶

执业编号：S0360523080008 邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

分析师 王宏雨

执业编号：S0360523080006 邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

分析师 朱珂琛

执业编号：S0360524070007 邮箱：zhukechen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

第一部分

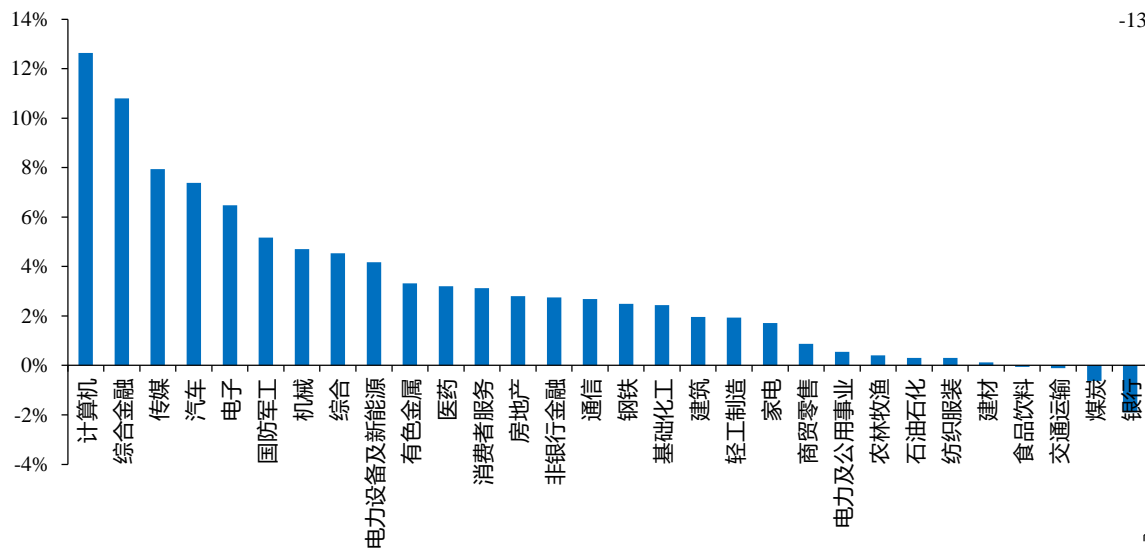
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

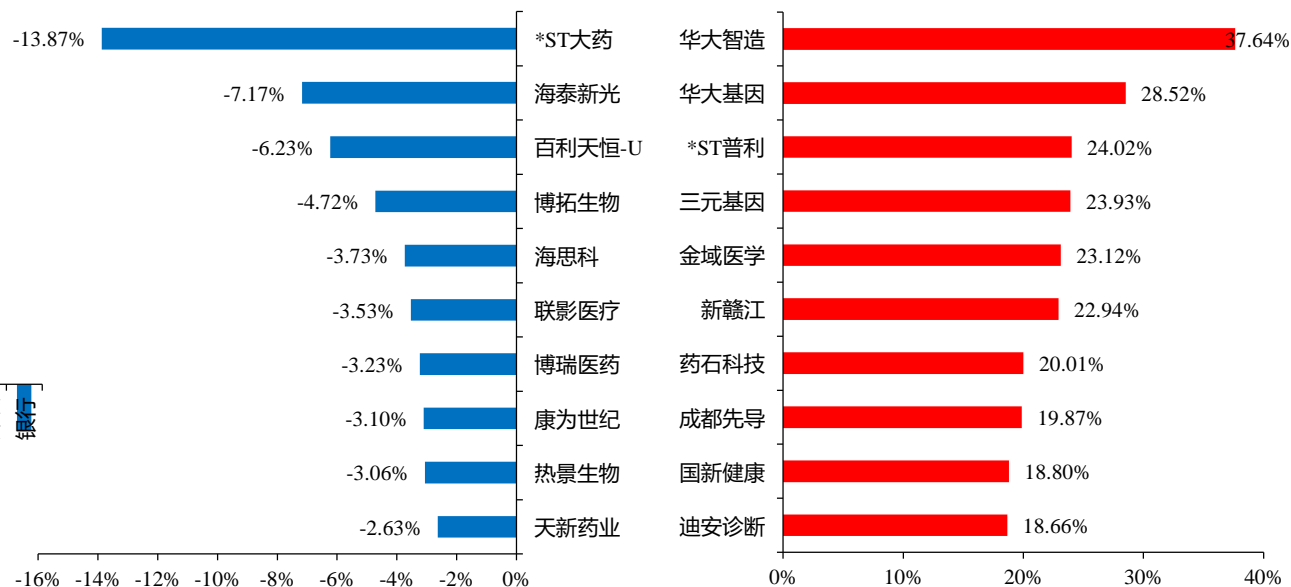
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨3.21%，跑赢沪深300指数1.23个百分点，在中信30个一级行业中排名第11位。
- 本周涨幅前十名股票为华大智造、华大基因、*ST普利、三元基因、金域医学、新赣江、药石科技、成都先导、国新健康、迪安诊断。
- 本周跌幅前十名股票为*ST大药、海泰新光、百利天恒-U、博拓生物、海思科、联影医疗、博瑞医药、康为世纪、热景生物、天新药业。

本周中信一级行业指数涨跌幅



本周涨幅排名前/后十名的股票



第二部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

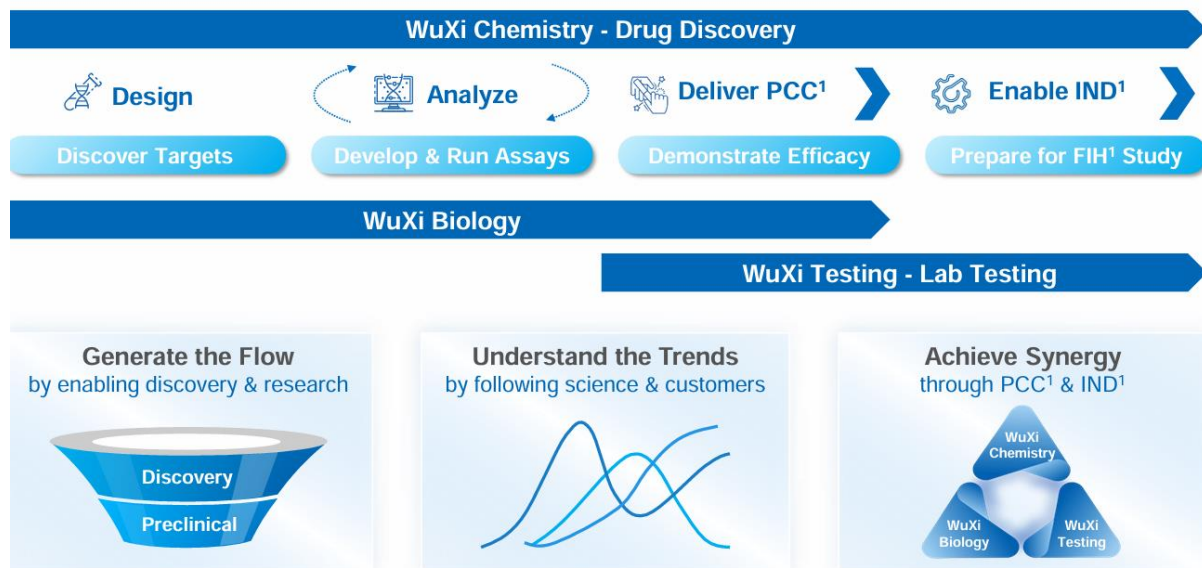
- **整体观点**：当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2025医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药**：看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2025年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、荣昌等。
- **医疗器械**：1) 国务院2024年3月发布的设备更新政策正在加速推进，各地方陆续出台具体更新方案，关注订单落地后给相关公司带来的业绩增量，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、新华医疗、海泰新光；2) IVD关注集采弹性和高增长，首推新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技；3) 高值耗材关注电生理赛道和骨科赛道。骨科首推春立医疗，关注三友医疗、威高骨科等。电生理关注惠泰医疗、微电生理；4) 低值耗材处于低估值高增长状态，国内受益产品升级及渠道扩张，海外订单逐季度恢复，关注维力医疗、振德医疗；5) 医保控费等环境下，ICL渗透率有望提升，推荐金域医学，关注迪安诊断。
- **创新链（CXO+生命科学服务）**：海外投融资有望持续回暖，国内投融资底部盘整有望触底回升，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。CXO：产业周期或趋势向上，目前已传导至订单面，有望逐渐明显传导至业绩面，25年有望重回高增长车道。生命科学服务：行业需求有所复苏，供给端出清持续，此前加杠杆式经营模式，相关公司有望在进入投入回报期后带来高利润弹性。长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。
- **医药工业**：特色原料药行业成本端有望迎来改善，估值已处于近十年低位，行业有望迎来新一轮成长周期。建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。建议关注同和药业、天宇股份、华海药业。

- **中药：**1) 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；2) 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；3) 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。
- **药房：**展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。
- **医疗服务：**反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。
- **血制品：**十四五期间浆站审批倾向宽松，采浆空间进一步打开，各企业品种丰富度不断提升、产能稳步扩张，行业中长期成长路径清晰。随着疫情的放开，血制品行业供给端和需求端均有较大弹性有待释放，各公司业绩也有望逐步改善。建议关注天坛生物、博雅生物。

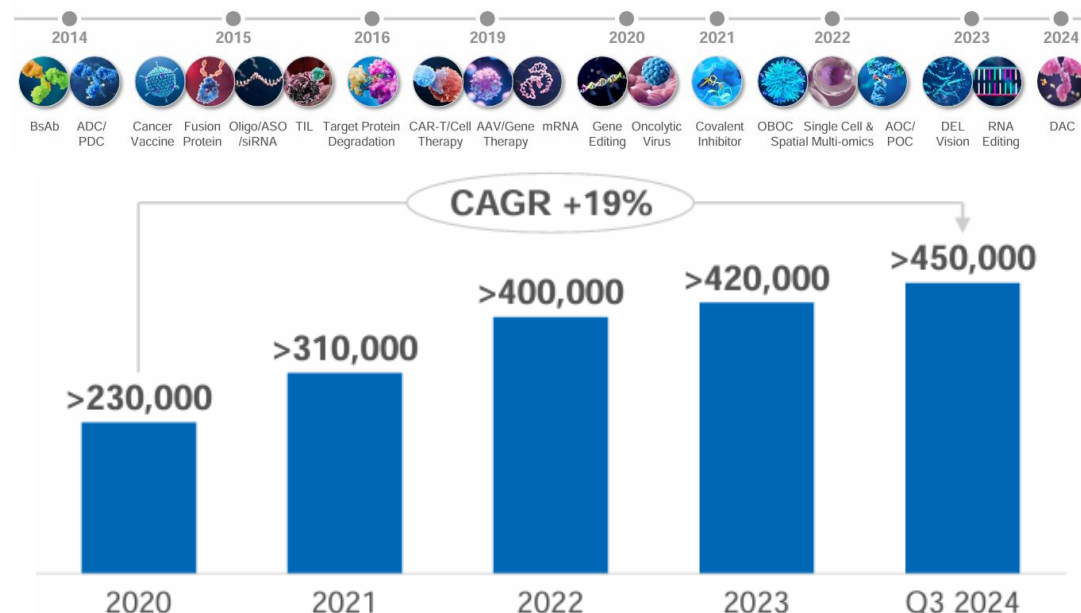
三大业务板块共同实现“洞察”、“协同”与“转化”

- CRDMO平台集成WuXi Chemistry、WuXi Biology和WuXi Testing三大业务板块。WuXi Chemistry覆盖小分子、寡核苷酸、多肽和各种复杂化学偶联物；WuXi Biology支持客户进行靶点发现和验证；WuXi Testing可以对候选药物进行全面的安全性和有效性评价。
- **洞察**：新技术/新能力/新分子不断问世，得益于CRDMO平台庞大的早期业务（R），23年10月-24年9月，WuXi Chemistry成功合成并向客户交付45+万个化合物。早期药物发现和临床前一体化平台为公司带来60%+的新客户。新客户新项目使得公司能够洞察产业研发趋势。
- **协同**：超过30%的IND项目同时使用了早期药物发现和临床前测试服务。

药明康德三大业务板块赋能早期创新研发

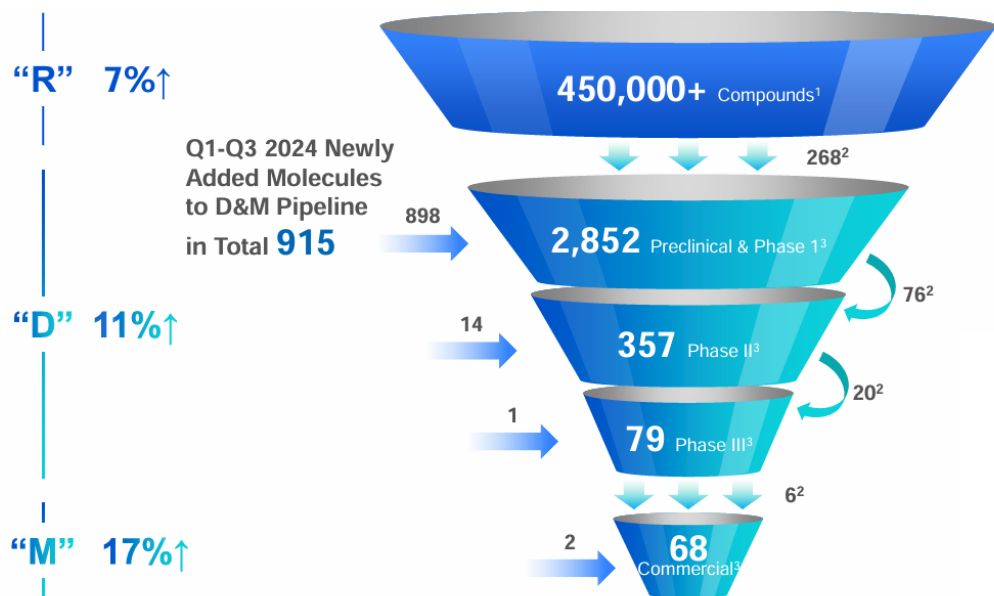


药明康德每年合成新化合物数量



- **转化**：通过“跟随分子+赢得分子”的战略，在CRDMO平台上将项目从早期向后期转化，为下游持续带来高附加值商业化项目。
- 公司前后期项目管线充沛，2023年10月-2024年9月WuXi Chemistry交付45+万个化合物，D&M现有管线3356个。
- 公司持续提升分子内部转化效率，2024Q1-3 D&M新增915个分子，其中268个来自“R”阶段；“D”阶段，96个分子成功进入下一阶段；有6个“D”阶段分子获得新药批准进入“M”阶段。目前68个活跃商业化项目大部分通过内部转化实现。
- 截至2024Q3末，公司支持和生产全球临床阶段小分子新药的16%，“猎药人”杂志选的2023年最具影响力的10种候选药物，公司支持和生产了7种。2023年全球十大畅销小分子药物，公司支持和生产了4种；2024年FDA批准的31个小分子新药，公司支持和生产了6种。

药明康德小分子管线“漏斗”模型



¹ Notes: 1. Compounds successfully synthesized and delivered in lab over the 12 months ended September, 2024.

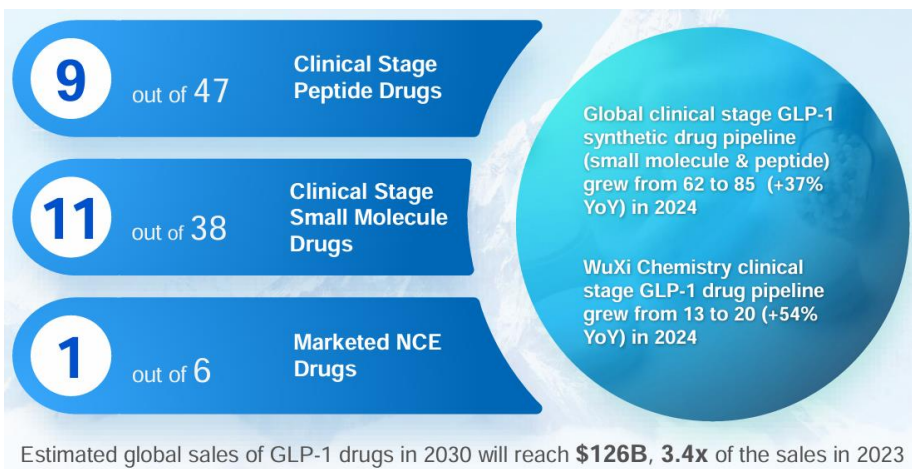
² Molecules successfully moved to next stage in WuXi Chemistry in Q1-Q3 2024.

³ Small molecule D&M pipeline as of Q3 2024.

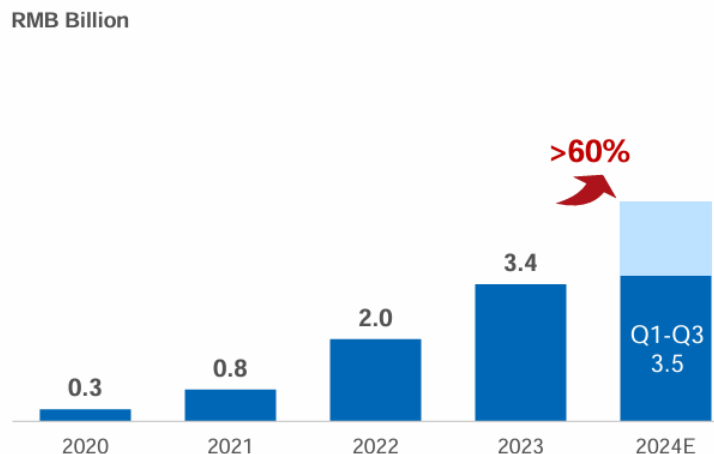
➤ TIDES业务成为强劲的增长引擎，产能持续提升

- 公司深度参与GLP-1市场，且管线增速超行业平均。2024年全球小分子和多肽类GLP-1临床阶段候选药物从62个增至85个，增长37%；公司GLP-1管线从13个增至20个，增长54%。38个全球小分子临床阶段项目，公司支持了11个；47个全球多肽临床阶段项目，公司支持了9个。此外，6个商业化项目，公司支持了1个。
- 公司TIDES业务收入持续快速增长，2024、2025年同比增速均有望超过60%。
- 目前公司固相多肽产能已达4.1wL，公司计划2025年及之后持续扩充，预计2025年底总产能超过10wL。

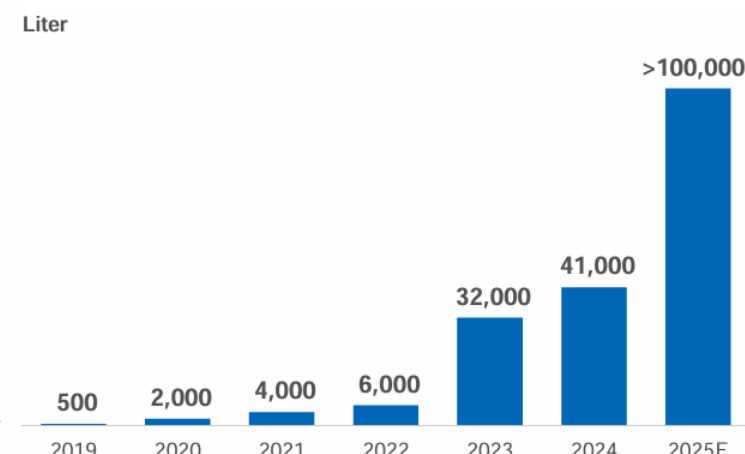
药明康德GLP-1管线情况



药明康德TIDES收入



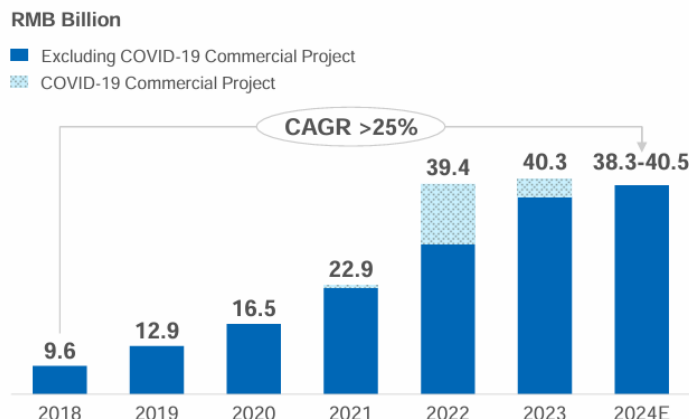
药明康德固相多肽产能



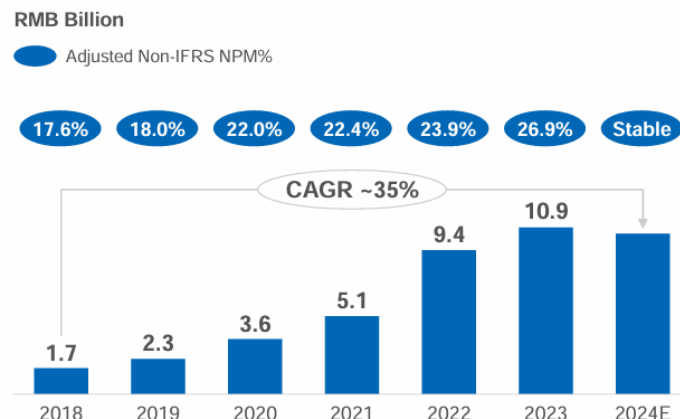
➤ 2024年展现良好财务韧性，在手订单表现亮眼

- 公司预计2024年收入达到383-405亿元，剔除新冠商业化项目后同比增长2.7-8.6%，完成此前收入指引。公司经调整Non-IFRS净利率，2018年为17.6%，2023年为26.9%，创历史新高，2024年在面临外部挑战和不确定性环境下，经调整Non-IFRS净利率预计保持和2023年相似水平。
- 2018年以来，公司在手订单金额年复合增速达到35%，其中D&M在手订单金额年复合增速高达55%。2024Q3末，公司在手订单金额438.2亿元，同比增长35.2%，2024Q4末在手订单预计维持强劲增长态势，为后续业绩增长打下坚实基础。
- 公司有信心2025年表现好于2024年。

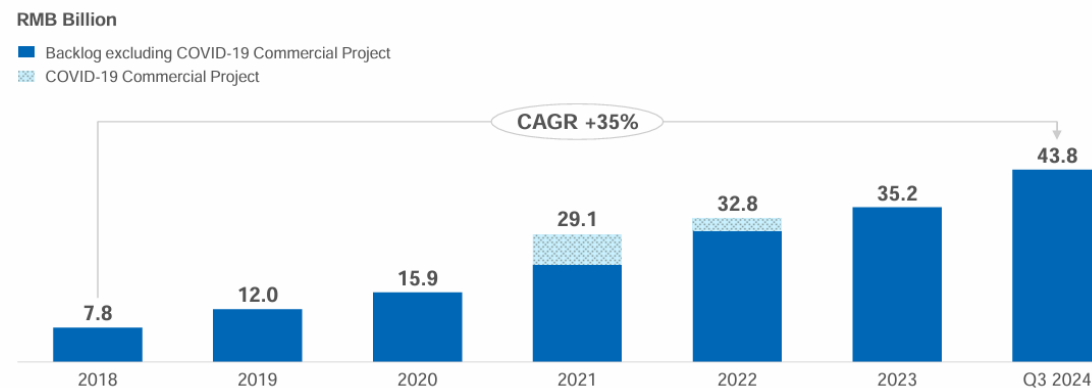
药明康德收入



药明康德经调整Non-IFRS净利率



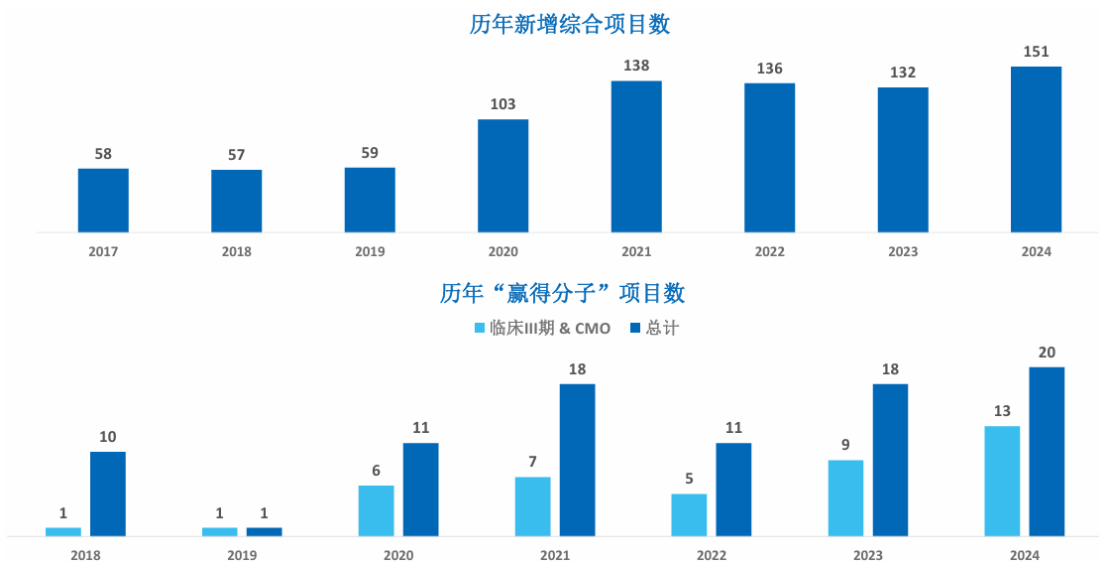
药明康德在手订单



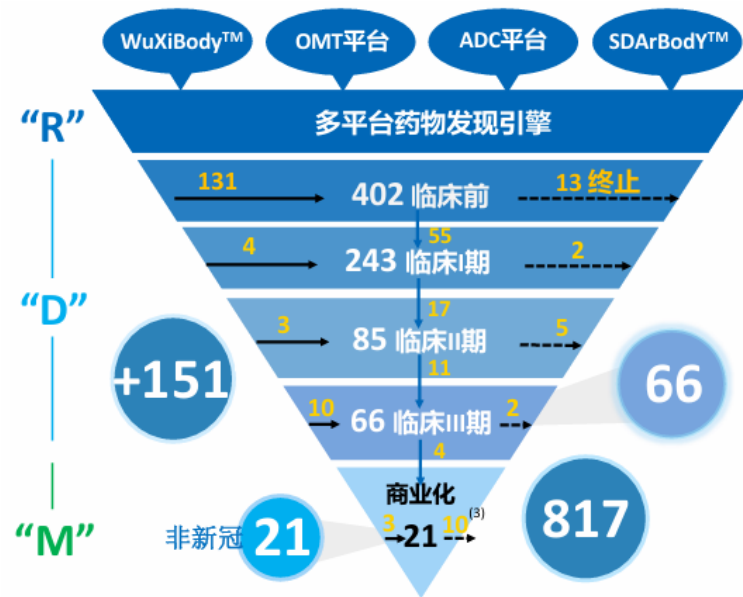
➤ 2024年新签项目数、“赢得分子”项目数为历史最好水平

- **新签**：2024年新签项目数151个。1、50%+新签项目来自美国。2、80个项目（占比53%）来自现有客户，71个项目（占比47%）来自62家新客户，62家新客户中，31家北美新客户，11家欧洲新客户。“**赢得分子**”：2018-2024年，共有89个处于不同研发阶段（临床I/II/III期+CMO）的“赢得分子”项目。2024年有20个“赢得分子”项目，其中包括13个临床III期和商业化项目（24H1 4个，24H2 9个），大部分来自美国，绝大多数是复杂生物药分子（如双抗/抗体偶联药物/重组蛋白等）。均体现出公司业务在外部复杂环境中的稳健性。
- 截至2024年末，临床III期项目和非新冠商业化项目分别增长至66个和21个，为未来商业化生产收入增长注入强劲动能。

药明生物历年新签综合项目数和“赢得分子”项目数



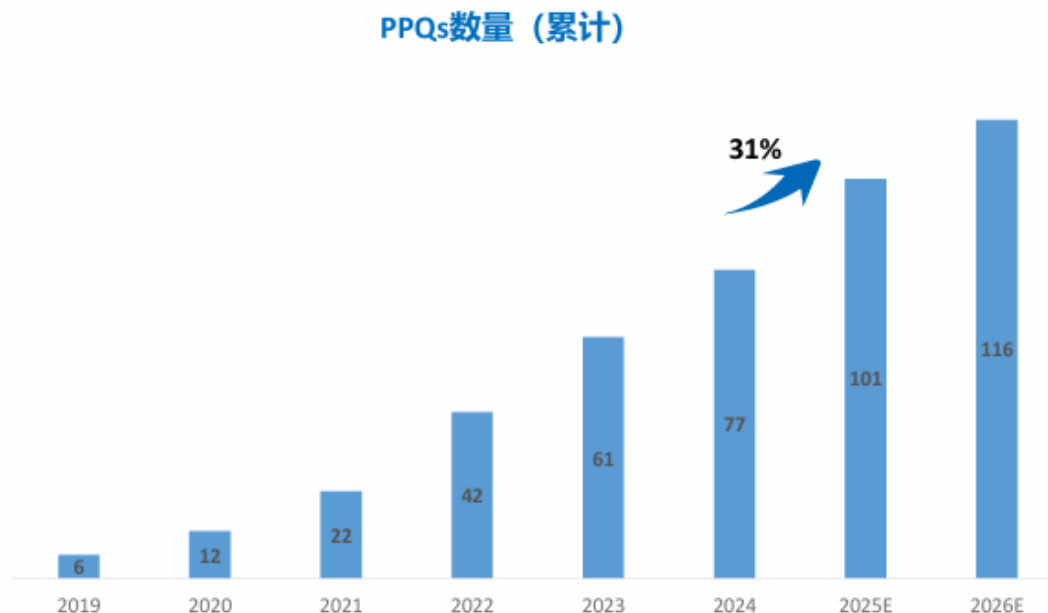
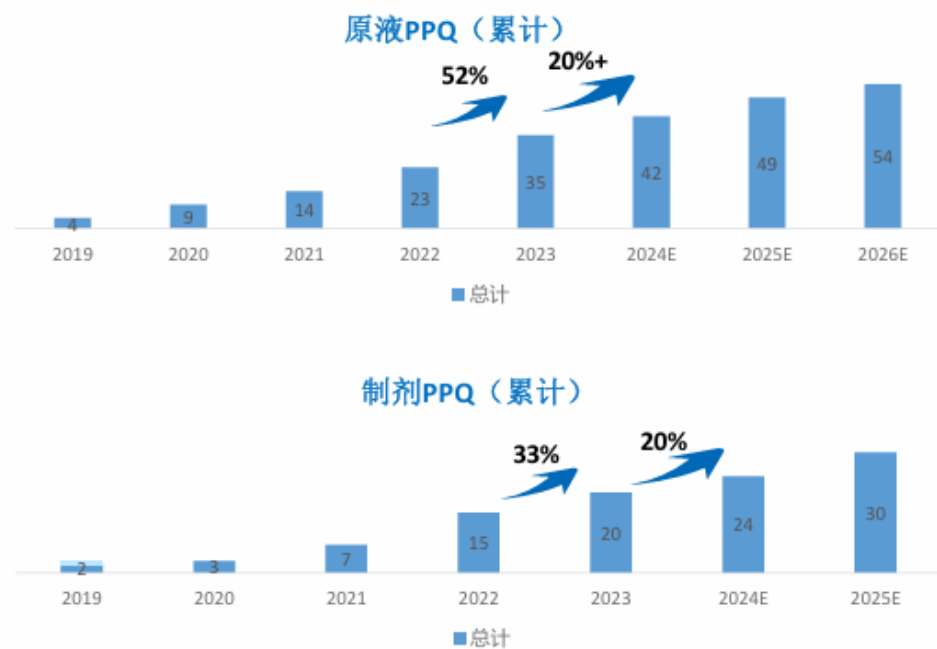
药明生物各阶段项目数（截至24年末）



➤ PPQ批次稳步增长，CMO收入增长可期

- 2024年完成16个PPQ，高于24年8月给的预期11个。
- 2025年预计完成24个PPQ，2026年预计完成15个PPQ（2025、2026年PPQ排期基于现有合同）。
- 公司PPQ生产成功率98%+，业内最佳之一，彰显卓越及可靠的质量体系。
- 公司PPQ批次稳步增长，意味着未来CMO收入增长可期。

| 药明生物PPQs累计数量（左图为2024年8月数据，右图为2025年1月数据）



➤ 2024年业绩稳健提升，2025年有望加速增长

- 在疫情需求减退和前些年生物技术融资放缓导致客户谨慎研发背景下，公司2024年业绩稳健，并再次确认2024年指引——收入增长5-10%，非新冠收入增长8-14%。
- **2025年业务势头呈现加速态势，R、D、M三大业务板块全面开花，预计2025年收入较2024年实现加速增长。** R：2024年新签7个全球项目能带来1.4亿美元近期付款，潜在总金额约为23亿美元+，公司已赋能50+个项目并能收取里程碑付款和销售分成，助力长期收入和利润。D：DNA到IND交付时间已缩短至9个月，2024年新签148个研发项目。M：基于目前合同，2025年预计有24个PPQ，爱尔兰也将在2025年产生利润。

| 药明生物三条长期增长曲线

R

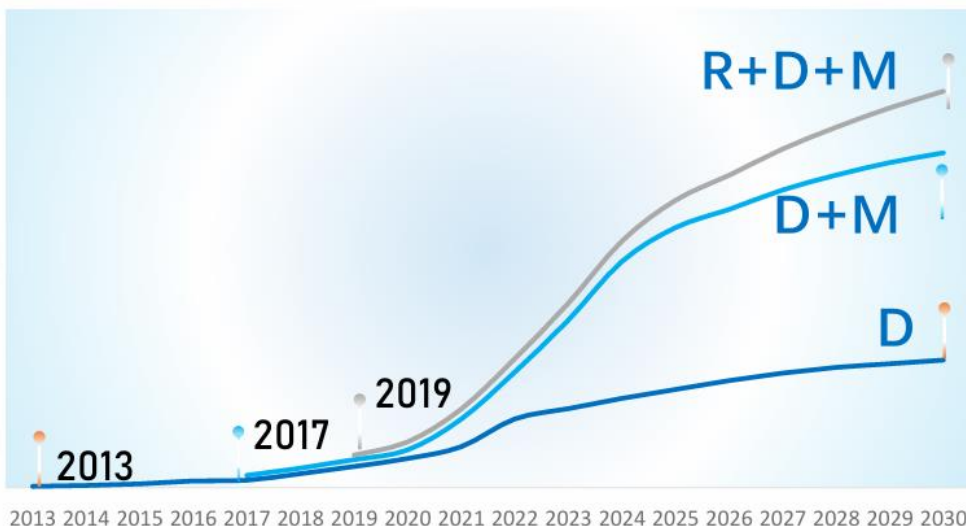
将全球生物科技公司的创新概念转化成现实

D

通过卓越的执行力和快速交付加速了项目推进

M

为全球病患提供更低成本的疗法



➤ 研究 (R)、开发 (D)、生产 (M) 全链条赋能客户

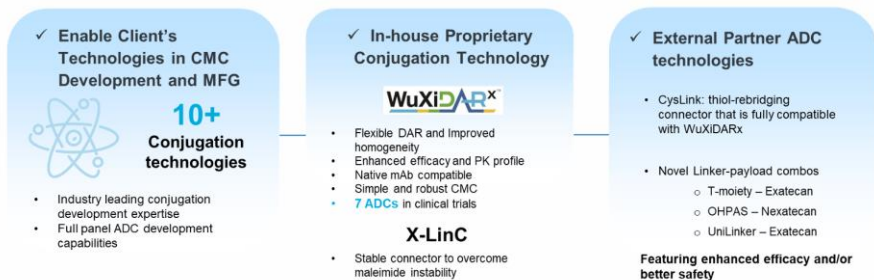
■ R端：生物偶联技术的持续精进和突破。

- 1、公司研发团队已经掌握几乎所有ADC相关技术；
- 2、2024年优化迭代WuXiDAR4™平台并升级为WuXiDARx™平台，目前全球已有7种采用WuXiDARx™技术的ADC项目成功进入临床。公司在载荷连接子开发方面积累了丰富的丰富经验，拥有全面的技术工具箱；
- 3、公司与客户及ADC创新者携手合作，将更多技术整合到公司的平台上。

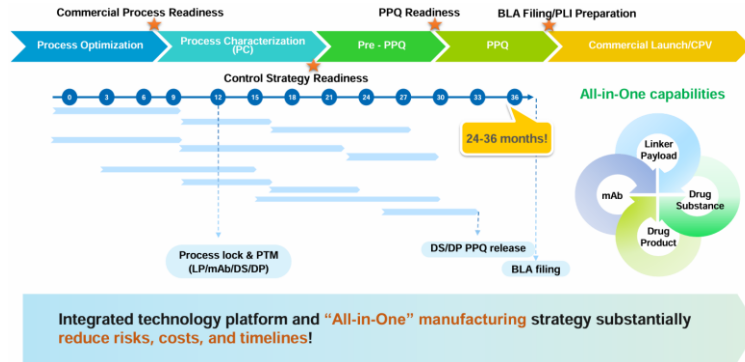
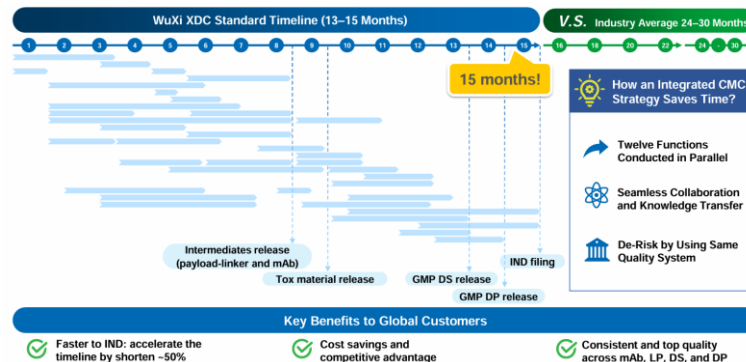
■ D端：以“药明速度”加速项目进程。

- 公司已成功将许多ADC项目从药物发现到IND的开发周期大幅缩短至15个月或更少，相比行业常规时间缩短近一半；
- 公司能够帮助客户在24-36个月时间内，高效完成从后期工艺开发到BLA的准备。

药明合联R端相关技术



药明合联以“药明”速度加速项目进程

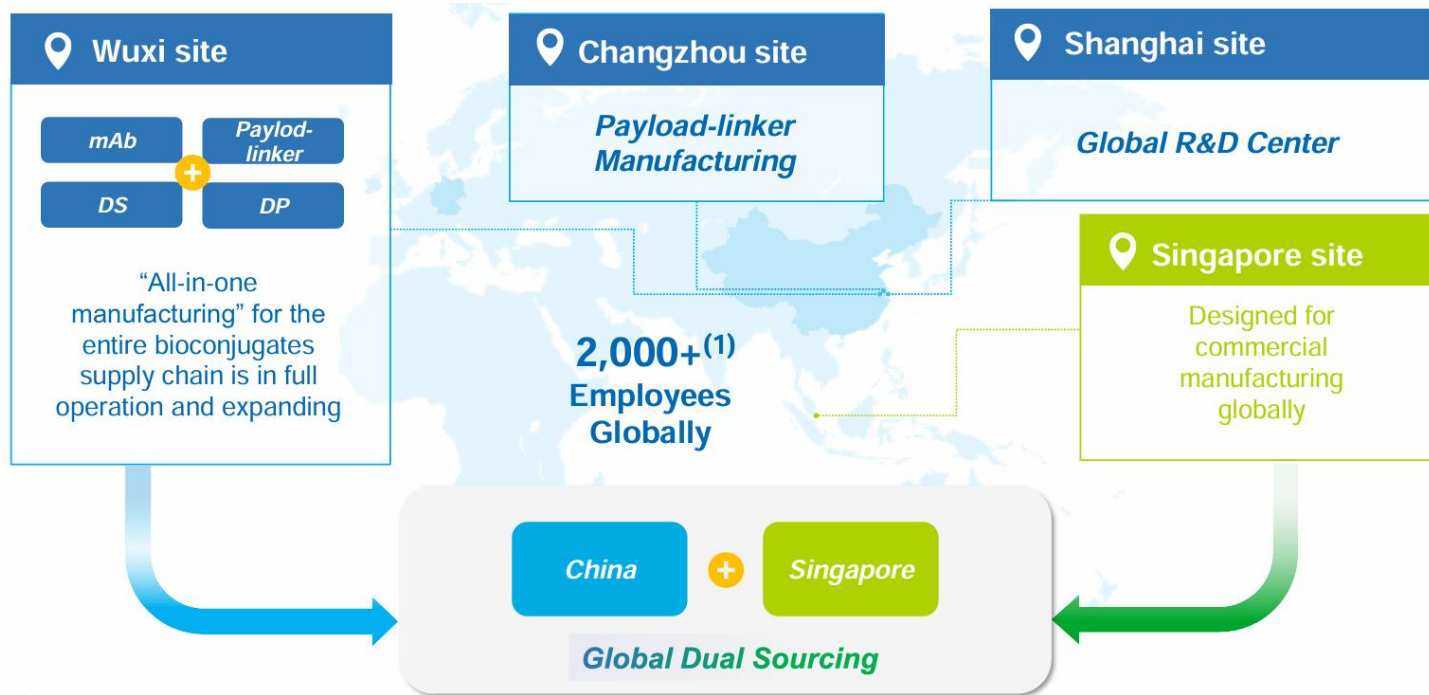


➤ 研究 (R)、开发 (D)、生产 (M) 全链条赋能客户

■ M端：稳步推进全球双厂生产战略落地，产能扩张以满足增长需求。

- 无锡Site：DP3按计划推进，预计2025年中GMP放行，DP5建设中，预计2027年投入运营。
- 新加坡Site：尖端模块化生产设施已到位，预计2025年末投入运营。

| 药明合联全球产能布局

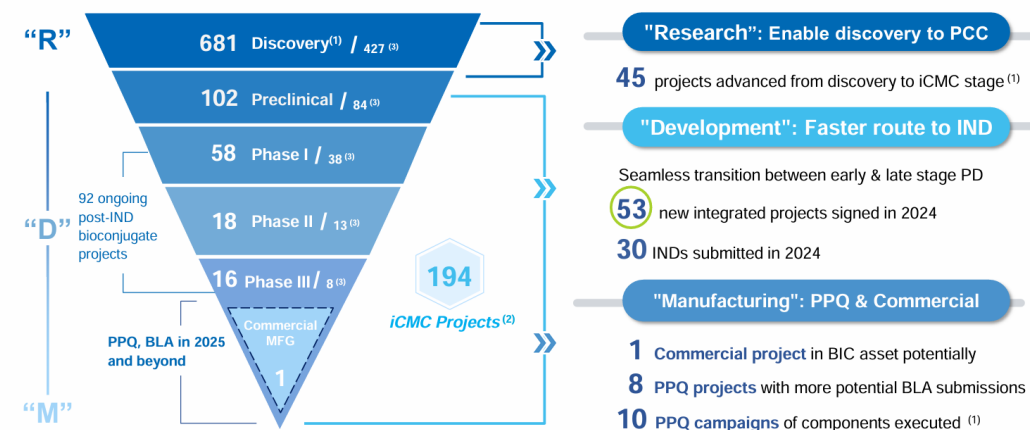


➤ 不断赢得全球客户和项目

- 截至2024年末，公司累计服务全球近500家客户，累计支持超过900个ADC/XDC项目，合成逾13000种生物偶联分子，累计赋能客户85项IND申请。公司新签综合项目从2023年50个增加至2024年53个（24H1 26个，24H2 27个），期末综合项目总数从2023年143个增加至2024年194个。截至2024年末，公司拥有1个BIC潜力的商业化项目，8个PPQ项目，累计执行10个PPQ项目。
- 全球前20大药企（按2023年收入排名）中13家是公司客户，大药企收入占比达到32%。

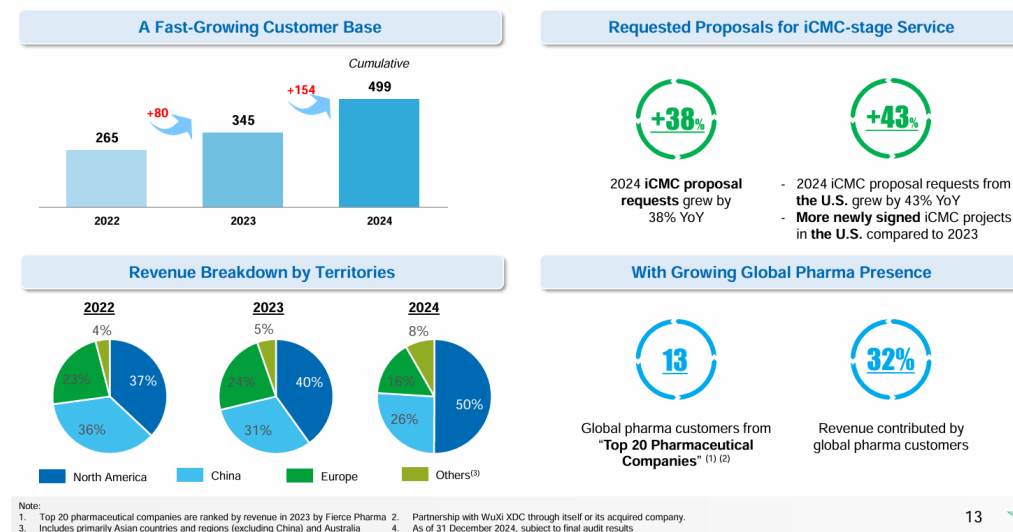
| 药明合联“漏斗”模型

Number of Projects Through “Enable – Follow – Win” Strategy



Notes: 1. Cumulative number since our inception and as of December 31, 2024; 2. Number of ongoing integrated CMC projects, as of December 31, 2024; 3. The small-sized figures account for the number of projects as at December 31, 2023, save for the number of projects at discovery stage which is cumulative from the Group's inception until December 31, 2023

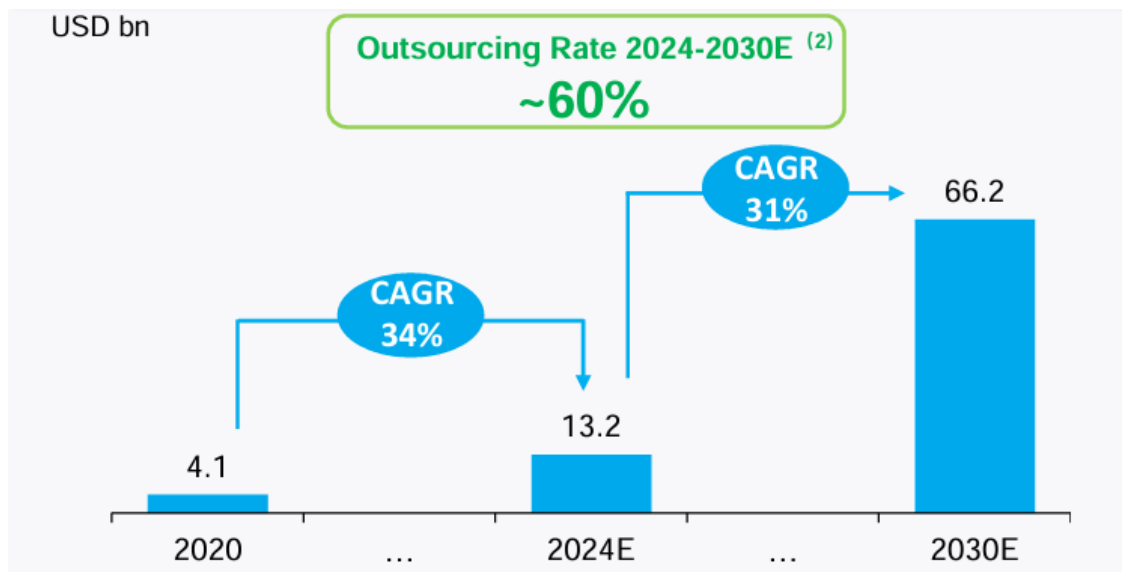
| 药明合联全球客户组合



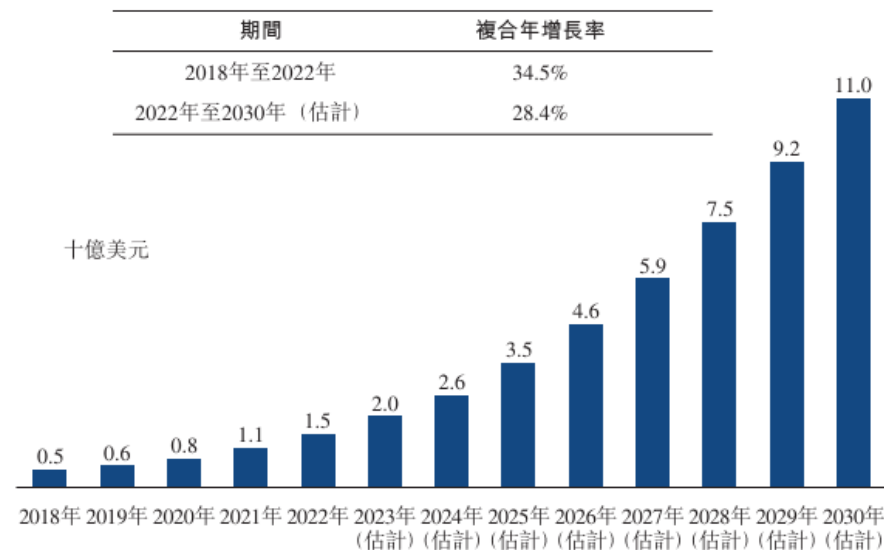
➤ 短中长期增长势头

- 2024年：公司收入、纯利、经调整纯利分别超过39亿元、10.2亿元、11.1亿元，同比增长超过85%、260%、170%。
- 2025年：预计持续高速增长，公司有信心2025年收入实现35%+增长（且35%数字偏保守）。
- 2024-2030年：预计年复合增速高于行业。

| 全球ADC市场规模



| 全球ADC外包市场规模



- 血液瘤布局全面，适应症拓展推动销售增长。诺诚健华在血液瘤领域布局6款产品，覆盖骨髓瘤、白血病及非霍奇金淋巴瘤各个细分适应症。已上市BTK抑制剂奥布替尼随着国内独家适应症r/r MZL获批并纳入医保，销售有望显著提升；奥布替尼一线治疗CLL/SLL的NDA已于2024年8月获CDE受理。此外，国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/r DLBCL的上市申请已于2024年6月获得CDE受理并纳入优先审评，预计将于今年上半年上市。
- 自免开启公司第二成长曲线。自免疾病患者人群庞大，全球自免患病人数预计达到5亿以上，中国自免发病人数约8000万人。自免市场已成为仅次于肿瘤及感染的第三大市场。诺诚健华凭借领先的小分子研发能力，在自免领域布局多款差异化小分子药物，有望开启公司第二成长曲线。BTK抑制剂奥布替尼治疗原发性免疫性血小板减少症（ITP）的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮（SLE）IIb期临床已完成患者入组，治疗原发进展型多发性硬化（PPMS）的III期临床已获FDA同意，同时FDA建议启动奥布替尼治疗继发进展型多发性硬化（SPMS）的III期临床研究。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了JAK1/TYK2抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎（AD）已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将启动临床III期研究。ICP-488高选择性靶向TYK2，治疗中重度斑块状银屑病的II期研究达到主要终点，在每日一次6 mg和9 mg两个剂量组中，ICP-488的PASI 75应答率分别达到77.3%和78.6%，PASI 90应答率分别达到36.4%和50.0%。公司差异化布局口服IL-17小分子药物ICP-923，已在临床前研究中展现出了优异的疗效，有望凭借给药便捷性与注射型IL-17生物制剂进行差异化竞争。
- 实体瘤布局me-better品种，预计首款产品即将报产。公司在实体瘤领域布局五款候选产品，包括选择性更好的pan-FGFR抑制剂ICP-192、潜在更优的二代TRK抑制剂ICP-723、SHP2抑制剂ICP-189等。其中，ICP-723治疗NTRK融合阳性肿瘤和ICP-192治疗胆管癌已进入注册II期临床，ICP-723已处于pre-NDA阶段，预计将于近期递交上市申请。

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理、神经外科赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗、迈普医学等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。2) 国内骨科手术渗透率低。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。集采后手术价格的下降有望拉动手术量提升。3) 骨科植入物集采对国产龙头是利好，且国产龙头为应对集采也更重视研发、纷纷进行了业务拓展、更积极开拓国际市场。骨科植入物集采落地后国产龙头有望迎来新成长。重点关注春立医疗、威高骨科、三友医疗。

电生理：1) 中国心律失常发病率高，但我国手术渗透率相较美国等发达国家有很大提升空间。2) 中国电生理市场进口替代空间广阔，2020年国产化率不足10%。随着国内企业技术突破（如三维技术）以及政策支持国产，进口替代有望加速。3) 福建牵头的电生理集采中，主流国内企业均有中标。对于市场份额低的国产企业而言集采有望加速提升市占率。重点关注惠泰医疗、微创电生理。

神经外科：迈普医学已形成完善的神经外科高值耗材产品线，主要产品具备独特优势且协同效应显著，销售放量在即。业绩驱动因素：1) 集采影响转向利好；2) 拓展已有产品适应症和应用科室，并持续开拓新产品；3) 海外收入实现持续高增长；4) 2023/2024年股权激励计划落地。

- **IVD受益诊疗恢复有望回归高增长，重点推荐发光和ICL，关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技、金域医学、迪安诊断。**

化学发光：1) IVD中规模最大（21年超300亿元）且增速较快（21年-25年CAGR预计为15-20%左右）的细分赛道。2) 发光赛道国产替代空间广阔。目前国内发光市场国产市占率20-25%左右。国产替代从二级医院向三级医院渗透，从传染检测向其他检测领域渗透。23年安徽IVD集采国产发光品牌安图、迈瑞等报量占比靠前，集采有望进一步加速发光的国产替代。3) 海外市场进一步打开成长空间。以迈瑞、新产业等为代表的国产发光企业海外业务进展迅速，逐步从装机放量转向试剂放量，安图的出海业务刚刚起步且势头强劲。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技。

ICL：国内ICL市场渗透率相较于国外仍有较大差距，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内ICL行业有望进入快速发展期。此外疫情期间的应收账款持续稳定收回，24年计提应收减值有望收窄。推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮、大规模设备更新政策等。重点推荐澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光、新华医疗、三诺生物。**

软镜赛道：国产企业技术水平与进口差距缩小，产品性价比高，放量可期。澳华内镜新一代旗舰产品AQ-300对标奥林巴斯下一代4K旗舰产品X1。AQ-300具有4K+光学放大、可变硬度等功能，还搭配有小镜种，目标是三级医院市场。开立医疗带有光学放大和可变硬度功能的镜体已获批；超声内镜已在国内拿证，打破进口垄断。国产软镜与进口差距进一步缩小。

硬镜赛道：微创手术在国内渗透率有较大提升空间。国内硬镜市场国产替代空间广阔，国内硬镜企业技术进步加速国产替代。

新华医疗：多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

三诺生物：传统BGM主业稳健发展，积极拥抱行业变革，有望在CGM赛道迸发新活力。

国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，我们认为本次医疗设备更新将给国产医疗设备企业带来放量机会。

- **低值耗材处于低估值高增长状态，国内入院情况逐步恢复，海外订单好转，关注维力医疗、振德医疗、英科医疗、中红医疗。**

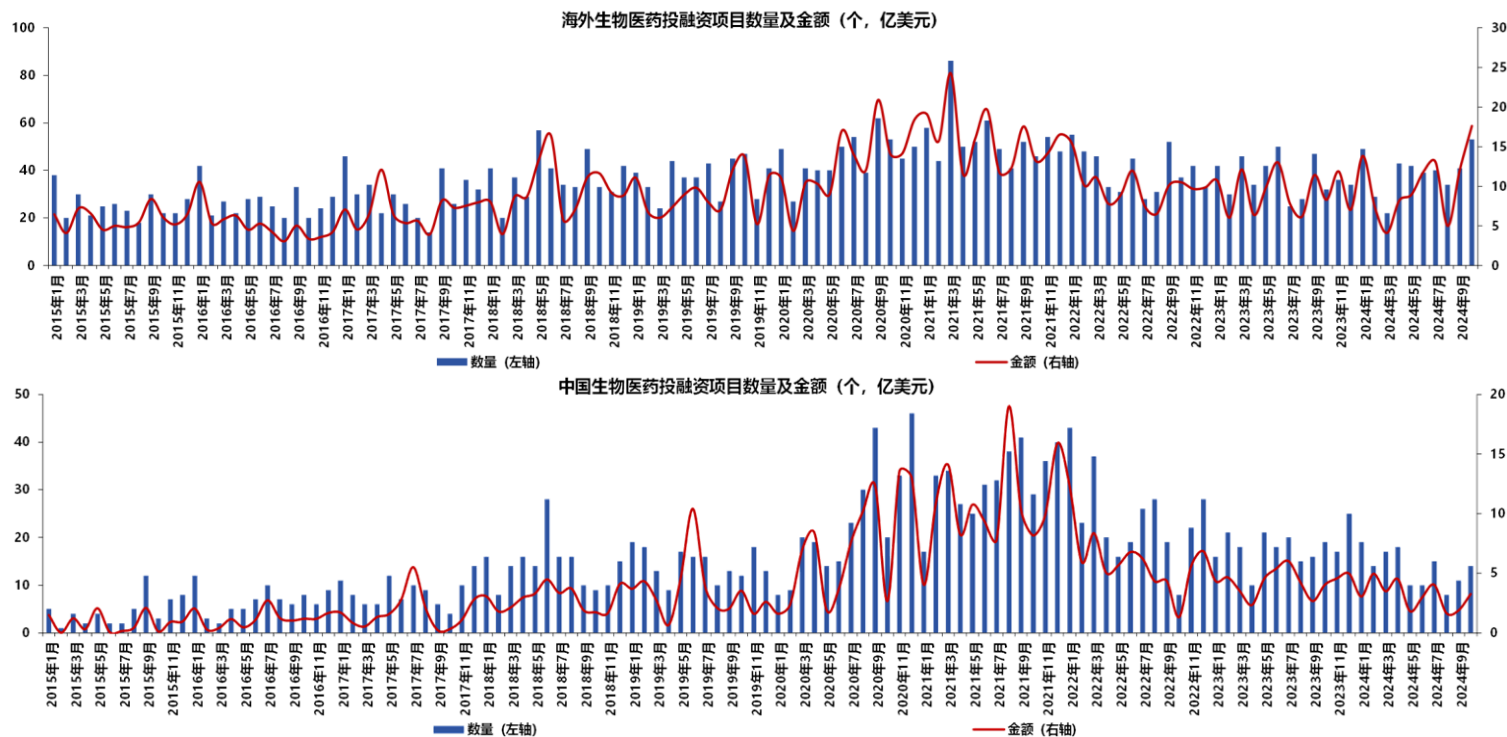
23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，23Q4和24Q1的订单出现明显好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。2020年开始，疫情的爆发带来一次性手套需求量飙升，但由于手套产能难以在短时间扩充，供需错位下一次性手套价格快速上涨，量价齐升下相关企业实现了业绩的显著增长。为了进一步吸收潜在订单，国内外相关厂商提出了扩产计划。但从2021年开始，由于疫苗接种逐渐得到普及，新冠疫情也逐步得到控制，一次性手套需求量降低，此外，市场新增产能开始投放，同时原材料成本开始下降，一次性手套价格进入下行通道，行业在供需关系调整中逐渐回归理性。从当前情况来看，一次性手套行业调整已趋于稳定，且曙光已现，一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。建议关注英科医疗、中红医疗。

创新链（CXO+生命科学服务）：底部反转，否极泰来

- **前瞻指标出现改善迹象。**海外生物医药投融资项目数量和金额连续几个季度回暖并企稳，美元降息周期开启，2024年9月海外尤其是美国生物医药投融资数据积极，10月进一步向好，趋势有望持续。**中国生物医药市场环境不断向好，生物医药投融资有望触底回升。**24年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，多地支持生物医药产业政策细化落地，各地生物医药产业投资基金加快设立，市场环境不断向好。中国生物医药投融资金额下滑幅度大于海外，调整时间长于海外，且渠道更加单一，有望迎来更大的恢复弹性。生物医药投融资与创新药研发投入有较大正相关性。而创新链从下游的创新药到中游提供研发生产外包的CXO到上游提供设备试剂耗材的生命科学服务是一脉相承，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。

海外/中国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



- CXO产业周期或趋势向上**：海外生物医药投融资连续几个季度展现回暖趋势，海外需求或迎来向上周期；中国生物医药投融资筑底有望回升，国内需求或迎来触底反弹。**改善节奏**：Biotech受投融资影响大于Pharma，而Biotech融资改善向询单、订单、收入传导大概需要2-3个季度，因此投融资好转会从24H1开始在CXO订单面逐渐体现，投融资好转持续带来订单面向上的持续，订单向收入转化需要周期，业绩面体现略微滞后于订单面体现。**需求结构**：目前海外需求 > 国内需求，CDMO需求 > 临床CRO需求 > 临床前CRO需求。CDMO公司海外收入占比普遍高于临床CRO和临床前CRO，因此上述改善逻辑在CDMO板块演绎更早更清晰，大多数标的24H1在手/新签订单表现亮眼，24Q3趋势延续。前述高增长订单已经逐渐开始转化为收入，部分标的已经表现出24年季度间收入环比明显改善趋势，24Q4业绩能见度高确定性强，季度间环比改善趋势明确，25年有望重回高增长车道，收入高增长、产能利用率提升下实现利润的加速增长。
- 建议关注**：1、估值低，具备全球竞争力，产业周期趋势向上改善逻辑演绎更早更清晰的国内头部CDMO如药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英等；2、一方面持续开拓海外市场，另一方面努力提升国内市场份额，有望在国内生物医药投融资回暖趋势下实现更大恢复弹性的国内头部CRO公司如泰格医药、昭衍新药、诺思格等。

CDMO相关标的新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德		323.6	324.1	348.4		431.0	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目） 期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
		25%		18%		33%	35%	
康龙化成		15%+（同比22年底）		5%~	20%+	15%+		23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
						18%+		
凯莱英	9.1		8.7		9.7			截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元） 截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
			-24%		7%			报告期末在手订单金额增速
					20%+		新签订单保持良好态势	报告期末在手订单金额增速
博腾股份	469		186		533			报告期末在手订单金额增速
	18%		5%		14%			报告期末在手订单金额增速
					40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业					14%			报告期末在手订单金额增速
						15%		报告期末在手订单金额增速
药石科技					20%			报告期末在手订单金额增速
							新签订单保持向好趋势	报告期末在手订单金额增速
皓元医药	3.9	4.5	4.5+	4.3				报告期末在手订单金额增速
			48%	16%				报告期末在手订单金额增速
					在手订单金额稳健 在手项目数同比增加20%		在手订单金额稳健	报告期末在手订单金额增速

- 15年以来，国产创新药崛起大浪潮催生并推动生命科学服务板块高速发展，叠加21年前后新冠相关产品需求旺盛，各公司纷纷加大多方面投入、拉高经营杠杆，以期快速发展。22年以来，伴随着新冠相关产品需求断崖式下降，全球和中国生物医药资本退潮，生命科学服务行业进入景气下行阶段，相关公司收入端承压，同时消化高经营杠杆，利润端承压更甚。
- **短期来看，行业需求有所复苏。**生命科学服务需求可以分为海外市场需求和国内市场需求，其中国内市场需求又可进一步划分为科研端需求、工业端CXO需求、工业端药企需求。由于生命科学服务行业发展起步较晚，大部分公司处于海外市场开拓初期阶段，海外收入占比偏低，以国内收入为基本盘。海外生物医药投融资回暖，一方面，生命科学服务海外需求有望迎来向上阶段，另一方面，海外需求向上有望借助国内CXO传导至生命科学服务国内需求的工业端CXO需求，而国内科研端需求稳步增长，国内工业端药企需求有望伴随着国内生物医药投融资迎来触底回升，行业需求有所复苏，整体趋势向好。同时伴随着2年多的行业调整，供给端出清持续，细分龙头市场份额有所提升，相关公司有望相继进入投入回报期并带来高利润弹性。
- **长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。**我国整体科学研究起步较晚，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距。国产替代依旧大趋势。生命科学服务板块整体国产市占率低，尤其是仪器，绝大部分市场长期被海外企业占据。但经过多年发展，不论是仪器、试剂还是耗材，已经不乏在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司。政策端，国家高度重视供应链自主可控，需求端，集采及医保控费、进口供应短缺等使得客户选择国产意愿变强，国产替代进程有望持续推进。
- **此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。**生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，而纵观全球几家生命科学服务巨头发展历史，不难发现，他们全部都是平台型公司，产品覆盖全面，同时，并购是其扩品的重要路径，也是成长的必由之路。新“国九条”以来，鼓励并购相关政策频出，国内生命科学服务上市公司账上现金较为充裕，并购条件充分，而非上市公司近年来经营承压，买卖方意愿强烈，政策东风下，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

【药房】处方外流提速，竞争格局优化，药房板块否极泰来

- 展望2025年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

【中药】重点推荐基药、国企改革，同时关注医保解限以及呼吸条线催化

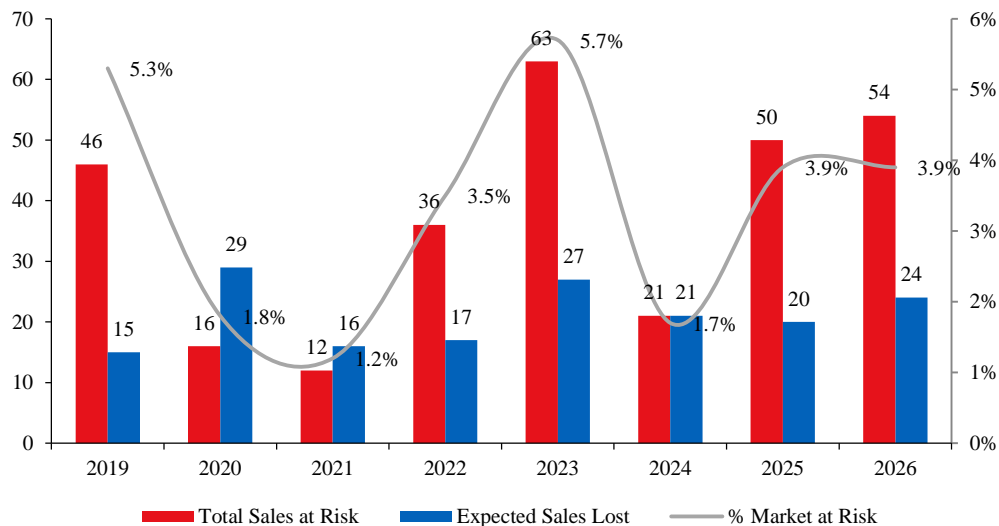
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：2024年以来央企考核体系调整后将更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。

【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的，重点推荐固生堂

- 反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。

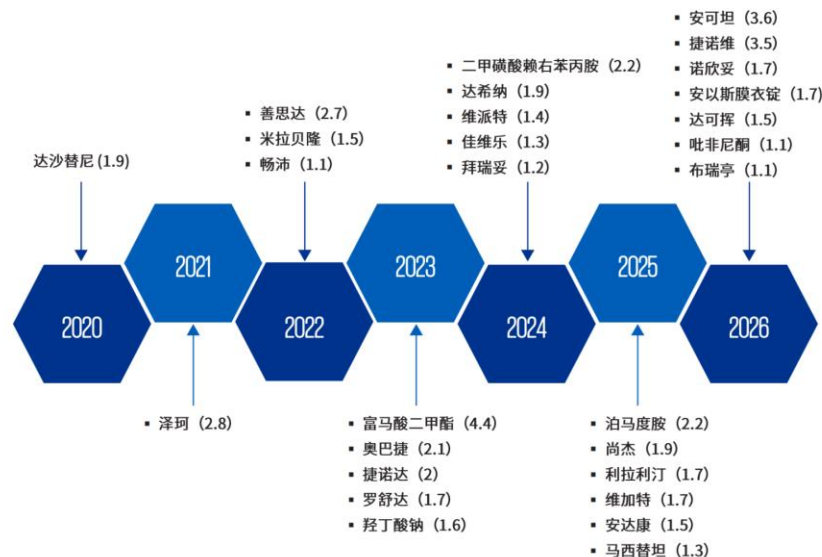
- 建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。
- 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。根据Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球有近3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的10%-20%，2019-2026年仿制药的替代空间大概为298-596亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。建议关注同和药业、天宇股份。
- 向下游制剂端延伸，部分企业已经入业绩兑现期：原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注纵向拓展制剂已进入业绩兑现期的华海药业。

2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

2020-2026即将专利过期的重磅品种 (2019年销售额, 十亿美元)



资料来源：Wind, KPMG, 华创证券

- 维持推荐：维力医疗、振德医疗、澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、普门科技、春立医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、迈普医学、三诺生物、九安医疗、和黄医药、信达生物、乐普生物、诺诚健华、信立泰、人福医药、苑东生物、通化东宝、卫信康、恩华药业、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、国际医学、九州通、百普赛斯、华大智造、毕得医药、奥浦迈、诺思格、泰格医药。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688389.SH	普门科技	63	4.1	4.9	5.9	15	13	11
医疗器械	688236.SH	春立医疗	50	1.4	2.8	3.5	35	18	14
医疗器械	600587.SH	新华医疗	99	7.1	8.3	10.3	14	12	10
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	55	0.8	1.3	2.0	67	42	27
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	125	2.6	4.8	6.4	47	26	20
医疗器械	300832.SZ	新产业	493	19.9	24.2	29.8	25	20	17
医疗器械	603309.SH	维力医疗	34	2.4	3.0	3.7	15	12	9
医疗器械	603301.SH	振德医疗	57	4.7	5.0	6.2	12	11	9
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,046	128.2	148.4	172.7	24	21	18
医疗器械	688677.SH	海泰新光	48	1.4	1.9	2.3	34	25	21
医疗器械	603882.SH	金域医学	139	2.4	7.4	9.3	58	19	15
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	31	0.7	1.0	1.4	44	31	22
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	132	3.8	4.7	5.7	34	28	23
医疗器械	002432.SZ	九安医疗	206	17.0	18.0	20.0	12	11	10
创新药	1801.HK	信达生物	540	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	2157.HK	乐普生物	43	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	178	-0.2	6.6	13.7	-	27	13
创新药	688428.SH	诺诚健华	213	-5.3	-5.3	-3.7	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	332	6.4	7.1	8.8	52	47	38
化药	600079.SH	人福医药	354	24.3	27.9	31.8	15	13	11
化药	603676.SH	卫信康	43	2.8	3.5	4.3	15	12	10
化药	002262.SZ	恩华药业	230	12.0	14.0	16.7	19	16	14
原料药	300636.SZ	同和药业	34	1.4	1.7	2.3	25	19	15
原料药	002332.SZ	仙琚制药	100	6.8	8.5	10.6	15	12	9
原料药	600521.SH	华海药业	229	13.0	16.1	19.9	18	14	11
原料药	002940.SZ	昂利康	28	0.9	1.5	2.3	32	19	12
生物制品	600867.SH	通化东宝	151	1.4	9.3	11.4	111	16	13
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	154	5.6	6.4	6.9	27	24	22
医疗服务	000516.SZ	国际医学	118	1.6	3.5	6.0	76	33	20
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	99	0.9	1.0	1.2	107	96	86
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	65	0.5	2.1	2.6	132	31	25
医疗服务	2273.HK	固生堂	60	4.1	5.6	7.5	15	11	8
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	44	0.4	0.9	1.4	106	49	32
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	66	1.3	1.7	2.1	51	40	31
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	45	1.2	1.7	2.2	38	27	20
CXO	301333.SZ	诺思格	48	1.2	1.7	1.9	40	28	25
CXO	300347.SZ	泰格医药	447	12.5	15.6	19.0	36	29	24

第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

2月3日，路透社援引一位知情人士的消息报道，美国医疗器械制造商碧迪医疗（Becton Dickinson）正在考虑将其生命科学部门（包括诊断和生物科学两大业务板块）进行拆分，该部门的估值大约为300亿美元。碧迪医疗共有三大业务部门：医疗器械、生命科学、介入。作为碧迪医疗的第二大业务部门，生命科学部门在2024财年仍为集团贡献了26%的营收。然而疫情后的业绩表现却让投资者忧心。2022财年，碧迪医疗生命科学部门的营收同比下降了14.8%，这一下降主要受到旗下诊断系统业务同比下降20%的影响。2023财年，生命科学部门成为唯一业绩下滑的业务板块，同比下降了7.8%。2024财年，碧迪医疗的生命科学部门实现了近52亿美元的营收（+1.1%），尽管业绩有所恢复，但依旧对集团整体的业绩表现造成了拖累。

2月5日，诺和诺德公布2024年业绩，其中披露多个重要进展：1) 降糖版司美格鲁肽（Ozempic）治疗外周动脉疾病（PAD）的新适应症已在欧美地区进行申报。2) 口服司美格鲁肽（Rybelsus）降低T2D患者发生重大不良心血管事件（MACE）风险的新适应症已在欧美地区进行申报，这些患者已确诊心血管疾病（CVD）和/或慢性肾病（CKD）。3) CB1反向激动剂monlunabant治疗糖尿病肾病的IIa期研究未达主要终点，即monlunabant相较于安慰剂未能显著改善尿白蛋白/肌酐比值。值得注意的是，2024年9月诺和诺德曾公布了monlunabant减重的IIa期研究数据，16周减重7.1kg（-6.5%），此消息引发公司股价下跌5.5%。

2月6日，礼来发布2024年业绩，全年营收450.43亿美元，同比增长32%；研发投入109.906亿美元，同比增长18%。中国区收入16.60亿美元，同比增长9%。从治疗领域来看，礼来目前聚焦糖尿病、肿瘤、免疫、神经四大疾病领域。糖尿病板块是礼来的核心业务，在度拉糖肽和替尔泊肽等主力产品的助力下，礼来在糖尿病领域的巨头地位稳固如山。Trulicity（度拉糖肽）、Mounjaro（替尔泊肽）、Humalog（赖脯胰岛素）、Jardiance（恩格列净）等4款产品合计贡献224.593亿美元营收，占到礼来总收入的50%。降糖版替尔泊肽（Mounjaro）问世即进入爆发期，在上市当年畅销近5亿美元，第二年便高涨至51.63亿美元，2024年更是直接冲破百亿美元大关（115.401亿美元，+124%）。

排序	涨幅前五名	本周涨跌幅	原因分析	排序	跌幅前五名	本周涨跌幅	原因分析
1	华大智造	37.64%	因美纳被我国列入不可靠实体清单	1	*ST大药	-13.87%	退市风险
2	华大基因	28.52%	AI 医疗概念	2	海泰新光	-7.17%	股东减持
3	*ST普利	24.02%	无特殊原因	3	百利天恒-U	-6.23%	无特殊原因
4	三元基因	23.93%	无特殊原因	4	博拓生物	-4.72%	股东减持
5	金城医学	23.12%	AI 医疗概念	5	海思科	-3.73%	无特殊原因

资料来源：WIND资讯

- 1、集采力度超预期；
- 2、创新药谈判降价幅度超预期；
- 3、医疗领域整顿时间超预期。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。