

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第103期

中国胰岛素行业近况更新

本周周专题联系人：朱珂琛 执业编号：S0360524070007 邮箱：zhukechen@hcyjs.com

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

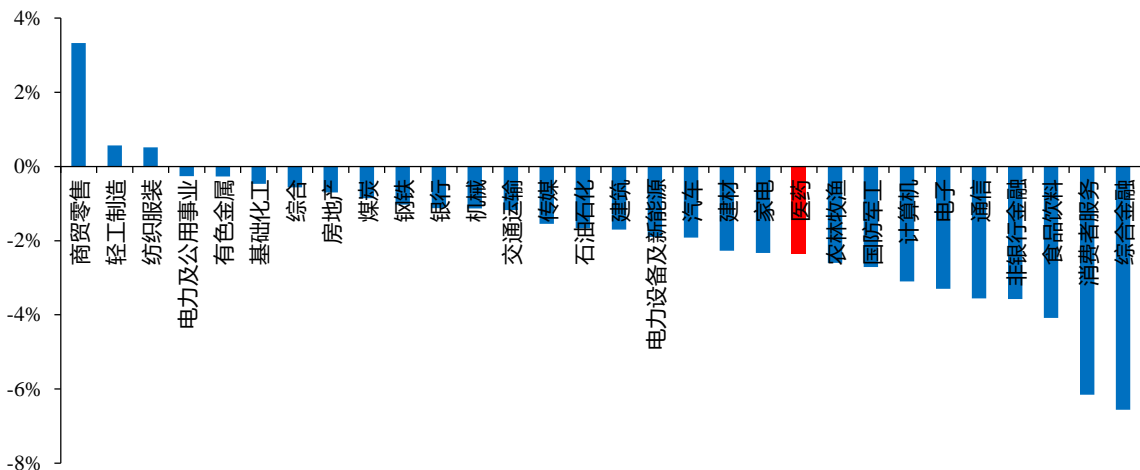
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

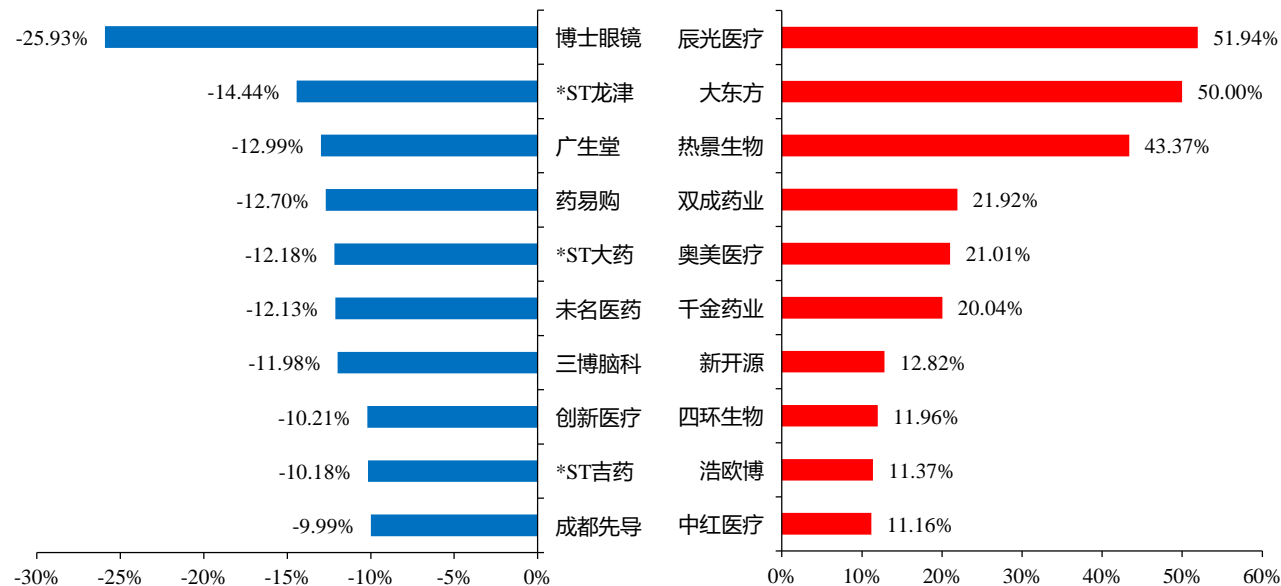
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数下跌2.36%，跑赢沪深300指数0.24个百分点，在中信30个一级行业中排名第21位。
- 本周涨幅前十名股票为辰光医疗、大东方、热景生物、双成药业、奥美医疗、千金药业、新开源、四环生物、浩欧博、中红医疗。
- 本周跌幅前十名股票为博士眼镜、*ST龙津、广生堂、药易购、*ST大药、未名医药、三博脑科、创新医疗、*ST吉药、成都先导。

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

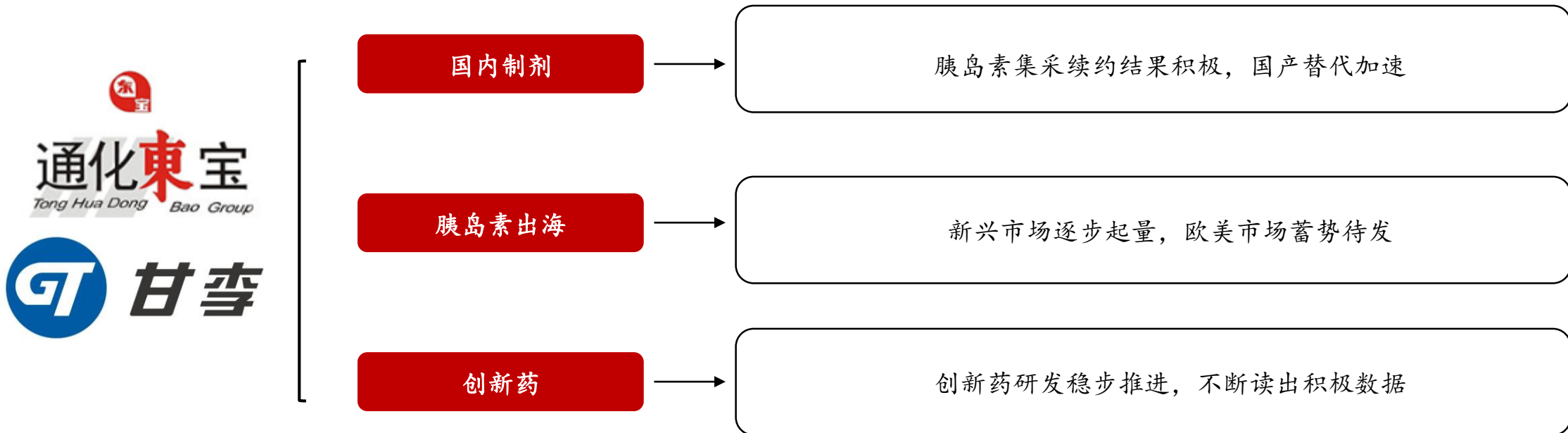
- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2024医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2024年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、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：今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2024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。

国内制剂、胰岛素出海、创新布局是当下行业发展的三大主线

- 在胰岛素集采前，市场对东宝和甘李的关注基本都聚焦在国内胰岛素业务上，比如集采的量与价、三代胰岛素类似物对二代重组人胰岛素的替代等方面，但东宝和甘李的经营战略从未局限于国内胰岛素，两家企业在集采前就已前瞻性地布局了国际化和创新管线。经过多年培育孵化，新业务也逐步开花结果，因而形成了国内制剂、胰岛素出海和创新布局三大发展主线。
- 特别是在2024年4月胰岛素国采续约后，东宝和甘李各自都取得了积极的续约结果，甘李实现了全系列产品的提价，东宝门冬系列首次准入集采后正在快速放量，两家企业的国内胰岛素业务后续表现将更具弹性。同时东宝和甘李的胰岛素出海也即将迎来收获，并且两家企业的创新药不断读出积极数据，也给予了市场更大的想象空间。三大发展主线均有积极进展，未来两家企业的增长也有望逐步提速。

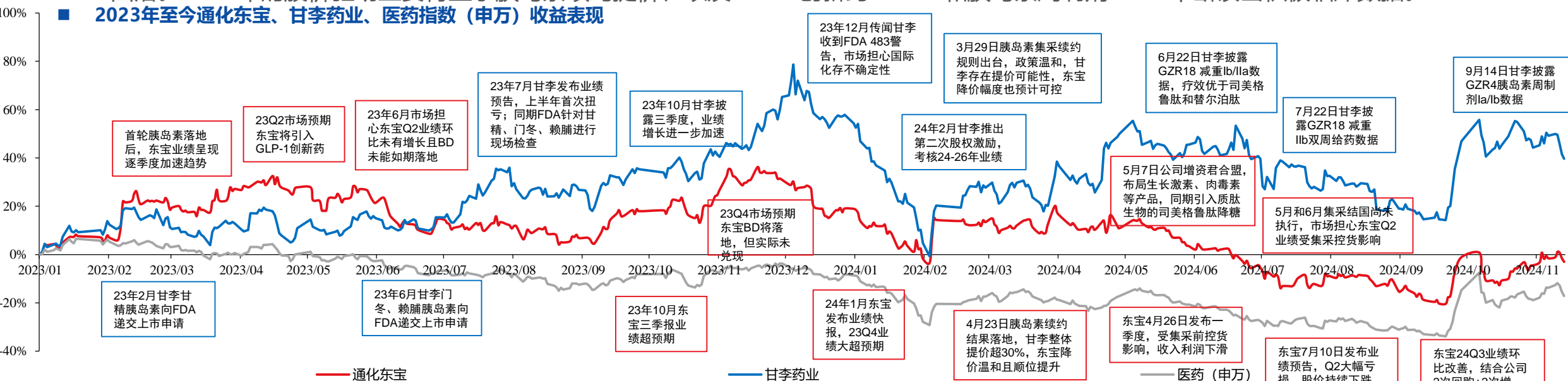
通化东宝和甘李药业发展路径



通化东宝和甘李药业的股价复盘

- 2024年初至今通化东宝股价累计涨幅-17%，同期甘李药业累计涨幅-8%，申万医药指数表现为-7%；而从更长维度看，2023年初至今甘李药业累计涨幅42%，通化东宝累计涨幅-1%，同期医药指数表现-15%，两家企业的股价表现均优于医药指数。
- 通化东宝：集采续约对经营节奏造成影响，业绩承压拖累短期股价。**胰岛素续约前由于产品存在降价预期，公司对产品发货有所控制，24Q2胰岛素业务承压，同时公司针对研发项目计提减值，单季度利润出现亏损。续约结果落地后公司业绩逐步恢复，同时公司及控股股东积极进行回购和增持，股价逐步企稳反弹。
- 甘李药业：集采续约提价提振业绩预期，创新药不断读出积极数据。**2023年2月、6月公司甘精、门冬、赖脯胰岛素先后向FDA递交上市申请，市场对美国业务预期积极，同时国内制剂触底反弹，带动公司2023年股价持续走强。而23年底市场传闻FDA现场检查出现问题，股价回落。2024年的股价驱动主要得益于胰岛素续约提价、以及GLP-1创新药GZR18和胰岛素周制剂GZR4不断读出积极临床数据。

2023年至今通化东宝、甘李药业、医药指数（申万）收益表现



本周关注：中国胰岛素行业近况更新

国内制剂：行业新进入者较少，竞争格局相对稳定

- 中国胰岛素行业竞争格局相对稳定，国产企业中东宝和甘李依然保持着最为全面的胰岛素产品梯队，并且持续推进胰岛素新品的研发，在超长效、超速效胰岛素研发进度领先，近年来的新进入者主要包括东阳光、合肥天麦、博鳌生物、惠升生物（四环医药子公司）。

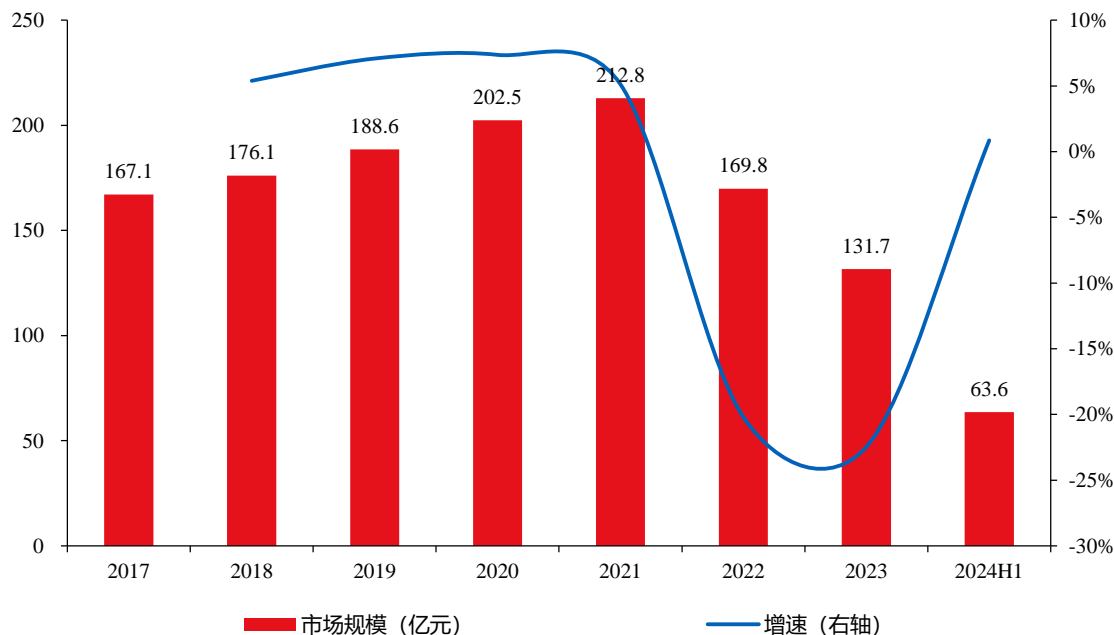
中国已上市胰岛素竞争格局

类别	产品		中国获批年份								
			诺和诺德	礼来	通化东宝	亚东生物	江苏万邦	Bioton	珠海联邦	合肥天麦	东阳光
二代	人胰岛素（餐时）		诺和诺德（1993）	礼来（1997）	通化东宝（1998）	亚东生物（2002）	江苏万邦（2003）	Bioton（2008）	珠海联邦（2010）	合肥天麦（2017）	东阳光（2020）
	精蛋白人胰岛素（基础）		通化东宝（1999）	诺德诺德（2002）	礼来（2002）	亚东生物（2003）	Bioton（2008）	珠海联邦（2009）	合肥天麦（2019）		
	精蛋白人胰岛素混合（预混）		诺德诺德（2002）	礼来（2002）	通化东宝（2002）	江苏万邦（2005）	Bioton（2009）	珠海联邦（2010）	合肥天麦（2019）	甘李药业（2021）	东阳光（2023）
三代	门冬胰岛素	速效（餐时）	诺和诺德（2002）	甘李药业（2020）	联邦制药（2021）	海正药业（2021）	通化东宝（2021）	东阳光（2022）	惠升生物（2023）		
		门冬30R（预混）	诺和诺德（2004）	甘李药业（2020）	联邦制药（2021）	东阳光（2022）	通化东宝（2022）				
		门冬50R（预混）	诺和诺德（2012）				通化东宝（2022）	惠升生物（2023）			
	赖脯胰岛素	速效（餐时）	礼来（2004）	甘李药业（2006）	江苏万邦（2022）						
		赖脯25R（预混）	礼来（2005）	甘李药业（2014）	江苏万邦（2024）						
		赖脯50R（预混）	礼来（2008）								
	甘精胰岛素（基础）	赛诺菲（2003）	甘李药业（2005）	联邦制药（2016）	通化东宝（2019）	东阳光（2021）	新时代药业（2022）	江苏万邦（2022）	礼来（2023）	博鳌生物（2023）	合肥天麦（2024）
	地特胰岛素（基础）	诺和诺德（2009）									
	谷赖胰岛素（餐时）	赛诺菲（2010）									
新一代	德谷胰岛素（基础）		诺和诺德（2017）	惠升生物（2024）							
	伊柯胰岛素（基础）		诺和诺德（2024）								
复方	德谷门冬双胰岛素		诺和诺德（2019）	惠升生物（2024）							
	德谷胰岛素+利拉鲁肽		诺和诺德（2021）								
	甘精胰岛素+利司那肽		赛诺菲（2023）								

国内制剂：集采续约结果执行后市场企稳回升

- 根据中康数据，2023年中国胰岛素市场规模约131.7亿元，同比下滑22%，主要系2023年仍有近半年价格具有高基数的压力；2024H1市场规模63.6亿元，同比增长1%（其中院内Q2+7%）。
- 2024年4月落地的胰岛素集采续约结果较为温和，进口企业中，礼来在赖脯系列中实现了大幅提价，诺和诺德和赛诺菲的续约降价幅度较小；国产企业中甘李则实现了全系列产品提价，东宝门冬预混系列也顺利完成集采首次准入。
- 我们认为，中国胰岛素市场增长的核心在于庞大糖尿病患者的治疗需求、不断提升的胰岛素用药渗透率和国产对进口的加速替代，因而随着续约结果的全面执行，中国胰岛素市场还有望进一步增长。

中国胰岛素市场规模



胰岛素续约主要企业价格变动情况

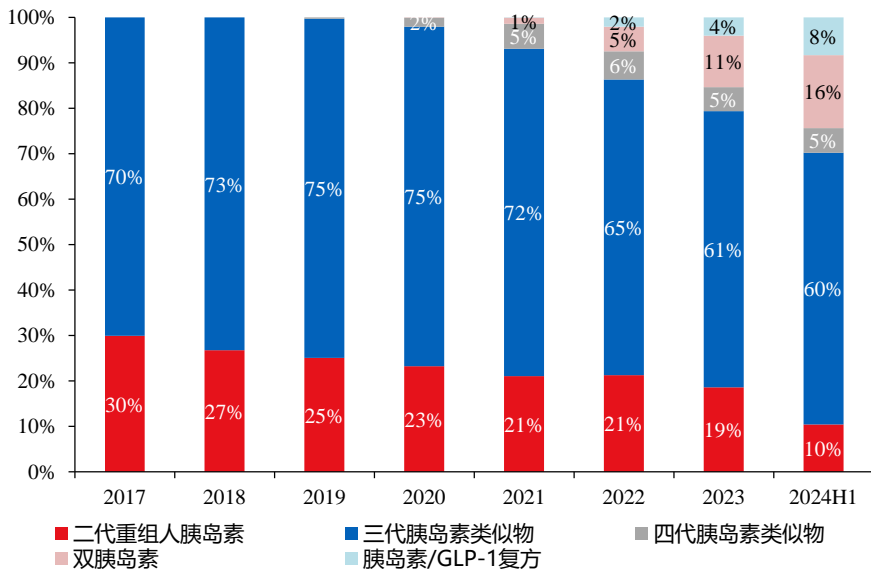
采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业
餐时胰岛素	人胰岛素	-1%			-11%	
基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	-1%			-11%	
预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合	-1%	-1%		-11%	45%
餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素	-18%			-43%	30%
	赖脯胰岛素		63%			48%
	谷赖胰岛素			-11%		
基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	-3%				
	甘精胰岛素		-	-5%	-19%	34%
预混胰岛素类似物	赖脯25R/50R		103%			23%
	门冬30/50	-18%			-	5%

本周关注：中国胰岛素行业近况更新

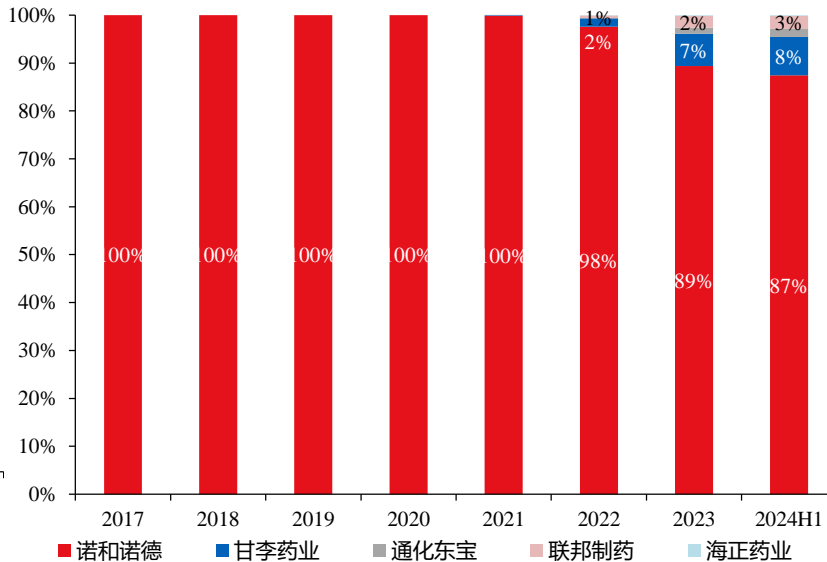
国内制剂：新品替代和国产替代趋势加速

- 在市场逐步企稳回升的基础上，新产品替代老产品、国产替代进口的趋势也在持续强化。
- **新品替代趋势加速。**2024H1一代动物胰岛素已基本退出市场，二代重组人胰岛素市场份额下降至10%，三代胰岛素市场份额上升至60%，德谷胰岛素市场份额达到5%，同时诺和诺德的德谷门冬双胰岛素以及德谷胰岛素/利拉鲁肽两大复方新品也保持快速放量的态势。新产品对上一代产品的替代效应较为明显。
- **国产替代趋势加速。**胰岛素集采以来，国产替代的趋势正在加快，国内最主要的两款胰岛素生物类似物门冬胰岛素和甘精胰岛素近年来国产企业份额逐步提升，自2023年首款门冬胰岛素生物类似物获批，2023年门冬国产份额已提升至11%，原研诺和诺德市场份额下降至89%；甘精胰岛素2023年原研赛诺菲市场份额为58%，国产份额提升至42%。

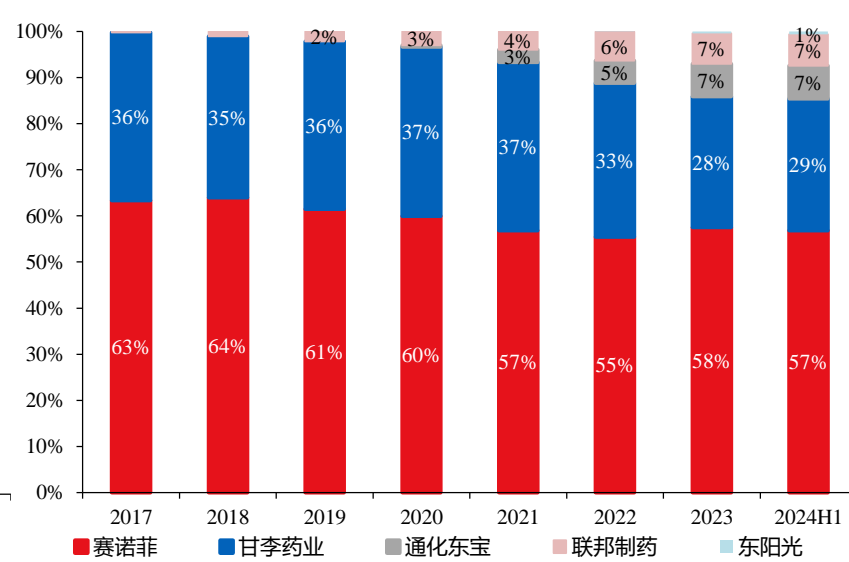
中国胰岛素市场结构



中国门冬胰岛素市场格局



中国甘精胰岛素市场格局



本周关注：中国胰岛素行业近况更新

国内制剂：集采续约后东宝快速放量，甘李产品提价

- 2022年11月首轮胰岛素专项集采结果公布，从第一轮中标结果来看，甘李选择了以价换量的路径，产品平均降价62%，价格降幅较大，但同时6款产品均为高顺位中标，获得的基础量为1664万支，获得分量1870万支，最终获得协议采购量3534万支。而东宝则采取了相对温和的报价策略，全系列产品均为B类中标，平均降价幅度36%左右，无调节分配量。

胰岛素首轮集采结果

类别	采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业	联邦制药	江苏万邦	合肥天麦	宜昌东阳光	合肥亿帆	浙江海正	
二代胰岛素	餐时胰岛素	人胰岛素	50.6/30 C	49.1/30 C		43.5/28.96 B		42.7/28.77 A3	29.36/29.36 B	24.8/24.8 A2	41.1/29.9 B	51/22.32 A1		
	基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	50.7/30 B	49.5/30 C		44.2/28.96 B		42.3/27.37 A3	D	53/23 A2		52.5/22.32 A1		
	预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合30R	49.1/30 C	49.6/30 C		44.2/28.96 B	43.8/17.89 A1	42.3/27.37 B			50.4/23.38 A3		50.6/23.22 A2	
		精蛋白人胰岛素混合40R				44.2/28.96 B								
		精蛋白人胰岛素混合50R	50.7/30 C			47.5/28.96 B		42.3/27.37 B	29.83/29.83 B					
		精蛋白重组人胰岛素混合30R							29.83/29.83 B					
三代胰岛素	餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素	69.5/43.2 C			59.2/42.33 B	59.8/19.98 A1	59.5/41.27 B					23.46/23.46 A2	
		赖脯胰岛素		67/23.57 A3			60/23.98 B							
		谷赖胰岛素			76.45/43.2 C									
	基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	181/79.2 C											
		地特胰岛素	181/73.07 B											
		甘精胰岛素			163/69 A3	140/77.98 B	145/48.71 A1	144/66.97 A2				78.18/78.18 C		
	预混胰岛素类似物	赖脯50R		67/18.89 A2										
		赖脯25R		67/18.89 A1				60/28.88 B						
		门冬30	68.5/43.2 C					59.4/24.56 A3	59.1/41.27 B					
		门冬50	68.5/43.2 C											

本周关注：中国胰岛素行业近况更新

国内制剂：集采续约后东宝快速放量，甘李产品提价

- 在最新一轮续约后，尽管东宝产品仍有一定幅度降价（二代平均降幅11%、门冬餐时降价43%、甘精降价19%），但二代胰岛素和甘精胰岛素中标顺位进一步提升，同事门冬预混顺利实现首次集采准入，医院准入速度大幅提升，随着续约结果的落地，东宝胰岛素的销量有望实现加速增长。
- 而对于甘李而言，全系列产品在续约中实现提价，其中甘精提价34%，门冬餐时提价30%，门冬预混提价5%，主要产品的提价也将较好增厚利润。

胰岛素集采续约结果

类别	采购组	品种	诺和诺德	礼来	赛诺菲	通化东宝	甘李药业	联邦制药	江苏万邦	合肥天麦	宜昌东阳光	合肥亿帆	惠升制药	辽宁博鳌	山东新时代	
二代胰岛素	餐时胰岛素	人胰岛素	30.0/29.6 C			29.0/25.9 A		28.8/25.9 A	29.4/25.9 A	24.8/25.9 A	29.9/25.9 A1	22.3/25.9 A				
	基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素	30.0/29.6 C			29.0/25.9 A		27.4/25.9 A		23.0/25.9 A1		22.3/25.9 A				
	预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合30R/40R/50R	30.0/29.6 C	30.0/29.6 C		29.0/25.9 A	17.9/25.9 A	27.4/25.9 A	-/25.9 A	23.4/25.9 A	-/25.9 A	23.2/25.9 A1				
三代胰岛素	餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素	43.2/35.6 B			42.3/24.0 A	20.0/25.9 A	41.3/25.9 A			-/18.9 A1		-/25.9 A			
		赖脯胰岛素		23.6/38.4 C			24.0/35.6 B									
		谷赖胰岛素			43.2/38.4 C											
	基础胰岛素类似物	德谷胰岛素	79.2/77.1 C													
		地特胰岛素														
	预混胰岛素类似物	甘精胰岛素		-/77.1 C	69.0/65.3 A	78.0/63.3 A1	48.7/65.3 A	67.0/65.3 A	-/65.3 A		78.2/63.4 A				-/63.4 A	-/75.5 B
		赖脯25R/50R		18.9/38.4 C			28.9/35.6 B									
	门冬30/50	43.2/35.6 C				-/24.0 A1	24.6/25.9 A	41.3/25.9 A			-/25.9 A		-/25.9 A			

胰岛素出海：美国市场仍是胰岛素出海较好的选择方向

- 胰岛素出海也是东宝和甘李当前布局的重要战略方向之一，甘李已在新兴市场实现快速放量（2024H1收入1.25亿元），东宝的三代胰岛素也在陆续进行新兴市场国家的准入。同时，两家企业也在积极布局空间更大、壁垒更高的欧美市场。
- 2024年前由于药企对PBM的rebate支付比例持续提升，因而net price口径的美国胰岛素市场规模不断萎缩，并且2022年8月美国国会通过《Inflation Reduction Act》（简称IRA法案）后，诺和、礼来、赛诺菲先后宣布胰岛素降价方案，平均降幅在60-80%，2024Q1各企业降价措施全部落地后，市场担心美国胰岛素市场规模或将快速萎缩，从而影响美国胰岛素生物类似药的市场机会。
- 然而从2024Q1-3的实际销售情况来看，降价结果落地后，随着rebate支付比例的降低，诺和诺德、礼来的美国胰岛素业务反而实现了较好恢复。根据礼来公告，2024前三季度核心产品赖脯胰岛素美国区销售同比增长25%、89%和67%。

礼来美国胰岛素销售情况（百万美元）

单位：百万美元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
赖脯胰岛素	368.9	238.8	248.1	336	271.6	229.8	194.2	167.6	338.3	434.7	323.9
yoy	11%	-27%	-29%	8%	-26%	-4%	-22%	-50%	25%	89%	67%
重组人胰岛素	190.4	202.3	169.5	167.9	198.8	144.3	145.5	121.5	153.1	169.3	149.9
yoy	-13%	-8%	-12%	-16%	4%	-29%	-14%	-28%	-23%	17%	3%
甘精胰岛素	119.3	95.8	124.8	130.8	135.4	83	111.4	113.4	83.2	105.2	85.5
yoy	-32%	-28%	9%	-21%	13%	-13%	-11%	-13%	-39%	27%	-23%
合计	678.6	536.9	542.4	634.7	605.8	457.1	451.1	402.5	574.6	709.2	559.3
yoy	-7%	-21%	-17%	-6%	-11%	-15%	-17%	-37%	-5%	55%	24%

本周关注：中国胰岛素行业近况更新

胰岛素出海：美国市场仍是胰岛素出海较好的选择方向

- 根据2024Q3财报显示，诺和诺德2024Q1-3美国市场胰岛素整体收入分别实现25%、71%、21%的增速，其中德谷胰岛素、门冬系列均取得较好表现。

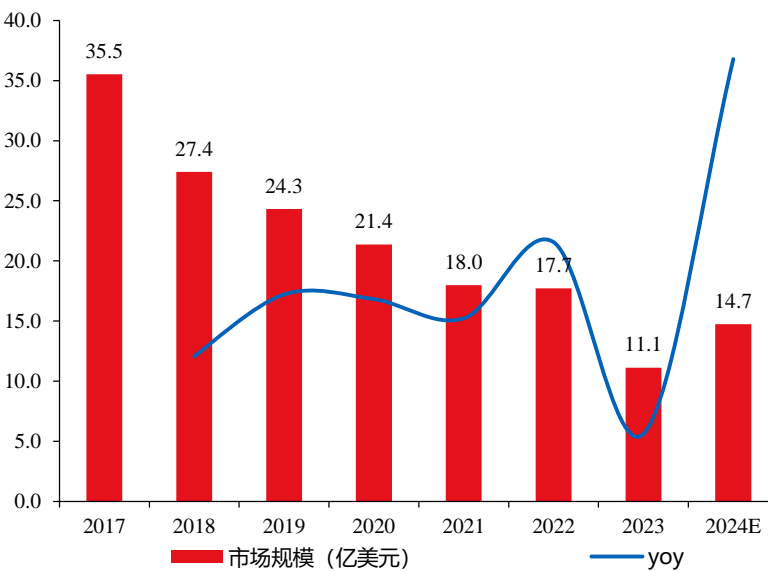
■ 诺和诺德美国胰岛素销售情况

单位：百万丹麦克朗	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
长效胰岛素	1,486	1,079	1,081	1,039	999	362	797	773	1,667	1384	844
yoy	-25%	-25%	-41%	-48%	-36%	-64%	-21%	-22%	69%	277%	7%
德谷胰岛素	820	642	633	628	533	232	290	278	924	547	383
yoy	-17%	-24%	-44%	-52%	-38%	-62%	-50%	-53%	75%	131%	34%
地特胰岛素	546	335	360	322	370	57	416	430	649	783	404
yoy	-35%	-30%	-33%	-38%	-35%	-80%	21%	39%	77%	-	-2%
预混胰岛素	158	103	87	169	135	128	4	-51	196	63	95
yoy	-7%	-15%	-53%	-39%	-18%	27%	-86%	-130%	47%	-53%	0%
门冬预混	158	103	87	169	135	128	4	-51	196	63	95
yoy	-7%	-15%	-53%	-39%	-18%	27%	-86%	-130%	47%	-53%	0
速效胰岛素	1,660	1,175	1,567	1,845	1,671	822	1,245	1,527	1,800	1204	1508
yoy	-7%	-28%	-15%	-3%	-4%	-26%	-14%	-13%	9%	44%	22%
超速效门冬	165	173	127	141	109	68	226	215	179	144	-6
yoy	13%	1%	-23%	-30%	-37%	-60%	85%	59%	66%	109%	-102%
门冬速效	1,495	1,002	1,440	1,704	1,562	754	1,019	1,312	1,621	1060	1514
yoy	-9%	-32%	-15%	1%	0%	-21%	-23%	-19%	5%	38%	50%
重组人胰岛素	387	363	443	412	350	311	206	539	356	286	378
yoy	-17%	22%	-11%	-7%	-13%	-12%	-48%	-39%	-17%	-26%	25%
合计	3,691	2,720	3,178	3,465	3,155	1,623	2,252	2,788	4,019	2,937	2,825
yoy	-16%	-22%	-27%	-25%	-18%	-37%	-23%	-25%	25%	71%	21%

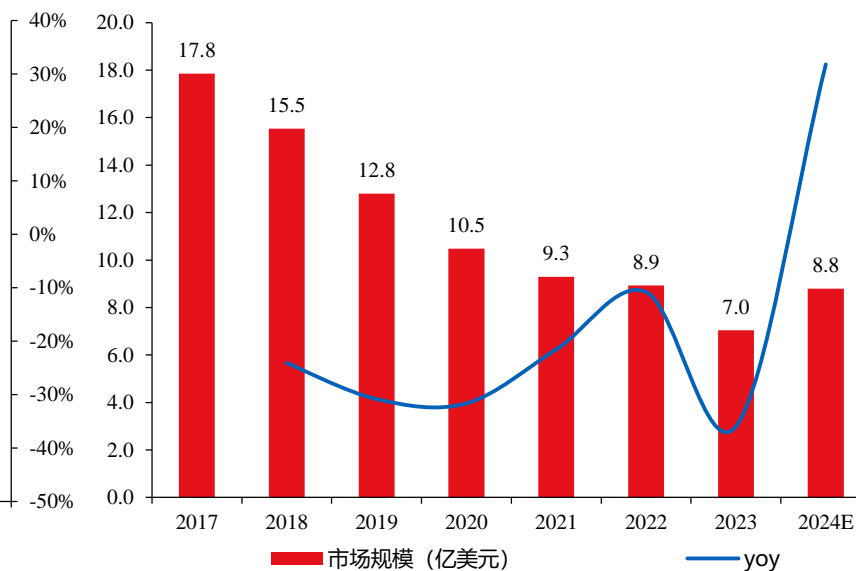
胰岛素出海：美国市场仍是胰岛素出海较好的选择方向

- 基于诺和诺德、礼来、赛诺菲、Biocon公司报表（即net price口径）拆分，2023年美国甘精胰岛素、门冬胰岛素、赖脯胰岛素市场规模分别为11.1、7.0、8.6亿美元，合计约26.8亿美元（约193.8亿人民币）。而对2024年前三季度的数据进行年化处理，我们预计2024年美国胰岛素市场规模将达到38.2亿美元（net price口径，约276.2亿人民币），美国胰岛素市场规模依旧可观。
- 我们认为，在诺和、礼来对胰岛素战略定位不断降低的情况下，原研替代空间大，根据Biocon财报数据，目前Semglee（甘精胰岛素生物类似药）在美国已取得15%市场份额，放量迅速。并且FDA注册标准高，借助美国FDA的审批资质也有望加快产品在新兴市场国家的准入，当前如巴西、阿根廷、印尼、土耳其等人口大国也拥有庞大的糖尿病患者群体庞大，胰岛素用药需求旺盛。

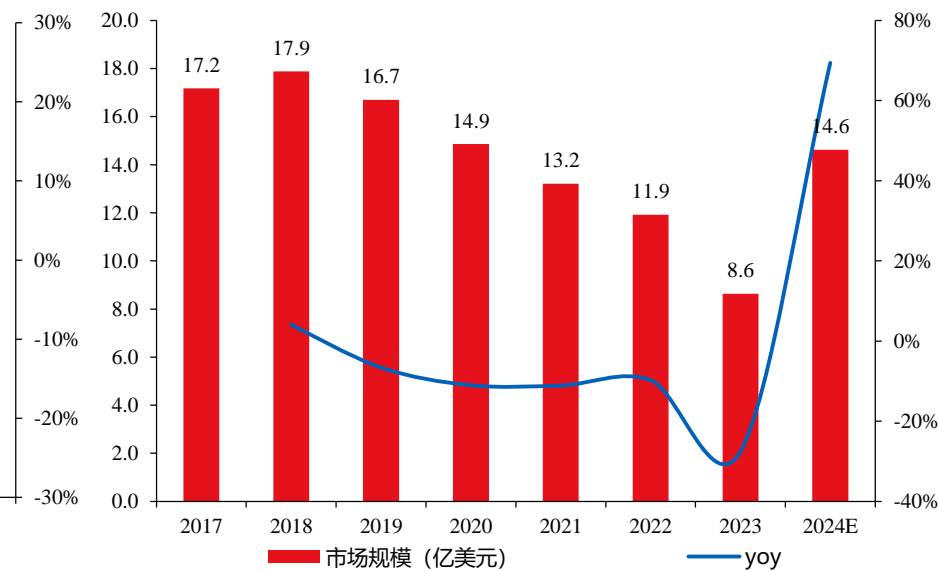
■ 美国甘精胰岛素市场规模（出厂价）



■ 美国门冬胰岛素市场规模（出厂价）



■ 美国赖脯胰岛素市场规模（出厂价）



胰岛素出海：美国市场目前仍是胰岛素出海较好的选择方向

- 2020年FDA已将胰岛素在美国的上市申报路径从新药申请（NDA）调整为生物制品许可申请（BLA），因此在现有框架下，胰岛素类似物可作为生物制品通过BLA申报上市（CMC+I期PK/PD研究）。
- 2013年甘李正式启动胰岛素欧美注册项目，进军欧美发达国家市场。2018年12月18日，公司与Sandoz签署《生产及供应协议》。协议约定，在合同期限内甘李药业授予Sandoz在美国、加拿大、欧洲等特定区域内排他性获得甘精胰岛素、赖脯胰岛素及门冬胰岛素的销售权。2023年2月，公司甘精胰岛素上市申请获得FDA受理，2023年6月美国FDA受理了赖脯胰岛素和门冬胰岛素的BLA申请。若顺利上市，甘李的赖脯、甘精分别有望成为美国第二、三款同类胰岛素生物类似药，门冬胰岛素是美国目前唯一报产的门冬生物类似药。
- 2023年9月，通化东宝与健友股份签署合作协议，根据协议，通化东宝与健友股份将根据美国FDA药品注册要求，共同开展甘精、门冬、赖脯三款胰岛素合作产品的开发和生产，同时健友股份将获得三款胰岛素上市后在美国独家商业化权益。根据规划，公司有望于2025H1向FDA分别提交门冬胰岛素、甘精胰岛素的上市申请。

美国胰岛素申报情况

产品	分类	厂家	商品名	美国研发进度	进度开始时间	备注
甘精胰岛素	原研	赛诺菲	Lantus	批准上市	2000/4/20	
	原研	赛诺菲	Toujeo	批准上市	2015/2/25	
	生物类似药	礼来	Basaglar	批准上市	2015/12/16	
	生物类似药	默沙东/Samsung BioLogics	Lusduna	批准上市（已退市）	2017/7/20	2017年暂时批准，2018年10月MDS宣布放弃
	生物类似药	Mylan/Biocon	Semglee	批准上市	2020/6/11	美国第一个可互换甘精胰岛素生物类似物
				批准上市（增加可互换地位）	2021/7/28	
	生物类似药	礼来	Rezvoglar	批准上市	2021/12/17	美国第二个可互换甘精胰岛素生物类似物
				批准上市（增加可互换地位）	2022/11/16	
生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/2/24		
生物类似药	通化东宝/健友股份	-	临床前	-	预计2025年申报上市	
门冬胰岛素	生物类似药	东阳光药/Lannett	-	临床前	-	
	原研	诺和诺德	NovoLog	批准上市	2000/6/7	
	原研	诺和诺德	NovoLog Mix	批准上市	2001/11/1	
	原研	诺和诺德	Fiasp	批准上市	2017/9/29	
	生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/6/14	
	生物类似药	赛诺菲	Truvelog Mix	III期临床完成	2020/7/8	欧洲已经获批
	生物类似药	Amphastar Pharmaceuticals	-	II/III期临床完成	2023/1/30	
	生物类似药	Mylan/Biocon	Kixelle	III期临床完成	2020/1/17	欧洲已经获批
赖脯胰岛素	生物类似药	通化东宝/健友股份	-	临床前	-	预计2025年申报上市
	生物类似药	Lannett	-	临床前	-	
	原研	礼来	Humalog	批准上市	1996/6/14	
	原研	礼来	Humalog Mix	批准上市	1999/12/22	
	原研	礼来	Lyumjev	批准上市	2020/6/15	第四代超速效赖脯胰岛素
	生物类似药	赛诺菲	Admelog	批准上市	2017/12/11	
谷赖胰岛素	生物类似药	甘李药业/Sandoz	-	申报上市	2023/6/1	
	生物类似药	通化东宝/健友股份	-	临床前	-	
谷赖胰岛素	原研	赛诺菲	Apidra	批准上市	2004/4/16	
地特胰岛素	原研	诺和诺德	Levemir	批准上市	2005/6/16	诺和诺德已宣布2024年停产
德谷胰岛素	原研	诺和诺德	Tresiba	批准上市	2015/9/25	美国专利2029年到期

创新布局：东宝从糖尿病向内分泌领域拓展

- 在新品研发布局上，公司聚焦内分泌治疗，持续深耕糖尿病，研发管线实现了对胰岛素类似物、GLP-1（创新药+生物类似药）、口服降糖药的全覆盖。同时公司还在向其他内分泌治疗领域进行拓展，公司2021年从药明康德引入两款痛风/高尿酸1类新药，将治疗领域由糖尿病拓宽至痛风/高尿酸血症，并且公司还在探索减重、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）等其他内分泌代谢疾病治疗。
- 糖尿病：**公司共拥有THDBH101（SGLT1/SGLT2/DPP4三靶点抑制剂，中国I期临床）、THDBH120（GLP-1/GIP双靶点受体激动剂，中国I期临床）和THDBH110（小分子GLP-1，I期临床）三款糖尿病1类新药，其中公司正在重点推进双靶点产品的临床进度，预计近期会读出减重Ib数据。
- 痛风/高尿酸：**通化东宝的两款痛风/高尿酸新药分别为THDBH130（URAT1单靶点抑制剂，中国II期临床）和THDBH151（URAT1/XO双靶点抑制剂，中国I期临床），其中THDBH151为国内首款进入临床的URAT1/XO双靶点产品，具备best in class潜力，从临床进度来看，预计2025Q1将读出IIa数据。

通化东宝创新药产品管线

产品	靶点	注册分类	适应症	给药方式	中国临床进展	状态开始日期	预期上市时间
THDBH120	GLP1R/GIPR	1类新药	II型糖尿病/减重	注射	I期临床	2023年12月/2024年7月	-
THDBH110	GLP1R	1类新药	II型糖尿病	口服	I期临床	2023年12月	-
THDBH101	SGLT1/SGLT2/DPP4	1类新药	II型糖尿病	口服	I期临床	2022年1月	-
THDBH130	URAT1	1类新药	痛风/高尿酸	口服	IIa期临床	2023年1月	-
THDBH151	URAT1/XO	1类新药	痛风/高尿酸	口服	IIa期临床	2024年5月	预计2027年之后

创新布局：甘李持续深耕糖尿病产品管线

- 甘李目前进展较快的创新药包括GZR18、GZR4和GZR101三款产品：1) GZR18为GLP-1单靶点创新药，目前正在中美两国同时开展临床试验，近期GZR18披露IIb期数据，GZR18在肥胖/超重受试者中减重效果显著，**每两周一次治疗30周后平均最高可减重17.29%**。2) GZR4为胰岛素周制剂，极大提高胰岛素注射依从性，目前已完成II期临床（CTR20232431）；3) GZR101注射液为预混双胰岛素复方制剂，由在研长效基础胰岛素GZR33与速效门冬混合制成，拟用于治疗糖尿病，GZR101注射液在每日一次给药的情况下能模拟生理性胰岛素分泌的双相模式，兼顾空腹和餐后血糖控制，平稳降糖，提高血糖控制达标率，同时简化治疗。

甘李药业创新药管线布局

疾病进程 临床需求	糖尿病前期	糖尿病期	
		患者年龄增长、病程进展、胰岛β细胞功能下降、预期寿命缩短、并发症或合并症加剧	
依从性	GZR18片	GZR18月制剂*	GZR101注射液
血糖控制	GZR18注射液	GZR4注射液	
体重减轻		GZR102注射液*	胰岛素产品组合
其他适应症 (高血脂、MASH等)			

东宝积极开展回购增持，甘李连续推出两期股权激励

- 通化东宝：短期两次增持+两次回购，彰显未来发展信心。** 2024年7月至今，公司已发布两次控股股东增持计划和两次回购计划。
 - 第一期回购：**7月8日，公司宣布拟用自有资金进行回购，回购金额8000-12000万元，回购股份用于股权激励/员工持股计划；
 - 第二期回购：**7月10日，公司宣布第二期回购方案，拟用自有资金进行回购，回购金额18000-20000万元，回购股份用于注销注册资本；
 - 第一期增持：**7月10日，控股股东及董事长宣布增持计划，控股股东东宝集团计划增持4000-6000万元，董事长李佳鸿计划增持4000-6000万元。
 - 第二期增持：**10月30日，控股股东宣布第二次增持计划，控股股东东宝集团计划再次增持公司1-2%股权。
- 甘李药业：两次股权激励明确未来增长预期。** 2022年10月公司推出2022年股权激励计划，2023-2025E年净利润考核指标为3、6、11亿元，2024年2月公司继续推出2024年股权激励计划，2024E-2026E净利润考核指标为6、11、14.3亿元。2023年公司净利润达3.4亿元，已顺利完成首年股权激励考核目标，2024Q1-3已实现净利润5.07亿元，同比增长90%。

通化东宝2024年回购和增持梳理

时间	事件
7月8日	回购金额8000-12000万元，回购股份用于股权激励/员工持股计划
7月10日	回购金额18000-20000万元，回购股份用于注销注册资本
7月10日	控股股东东宝集团计划增持4000-6000万元，董事长李佳鸿计划增持4000-6000万元
10月30日	控股股东东宝集团计划再次增持公司1-2%股权

甘李药业股权激励考核净利润情况 (亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
2022年股权激励	3	6	11	
yoy		100%	83%	
2024年股权激励		6	11	14.3
yoy			83%	30%

- 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。公司还将于年内在国内递交奥布替尼一线治疗CLL/SLL新适应症上市申请，在美国递交r/r MCL上市申请，进一步拓展商业化空间。国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/r DLBCL的上市申请已获CDE受理并纳入优先审评。
- 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的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮处于临床II期，治疗原发进展型多发性硬化的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的III期临床研究。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了TYK2/JAK1抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将于今年启动临床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期研究近期达到主要终点，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，公司预计将于年底递交ICP-723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。**

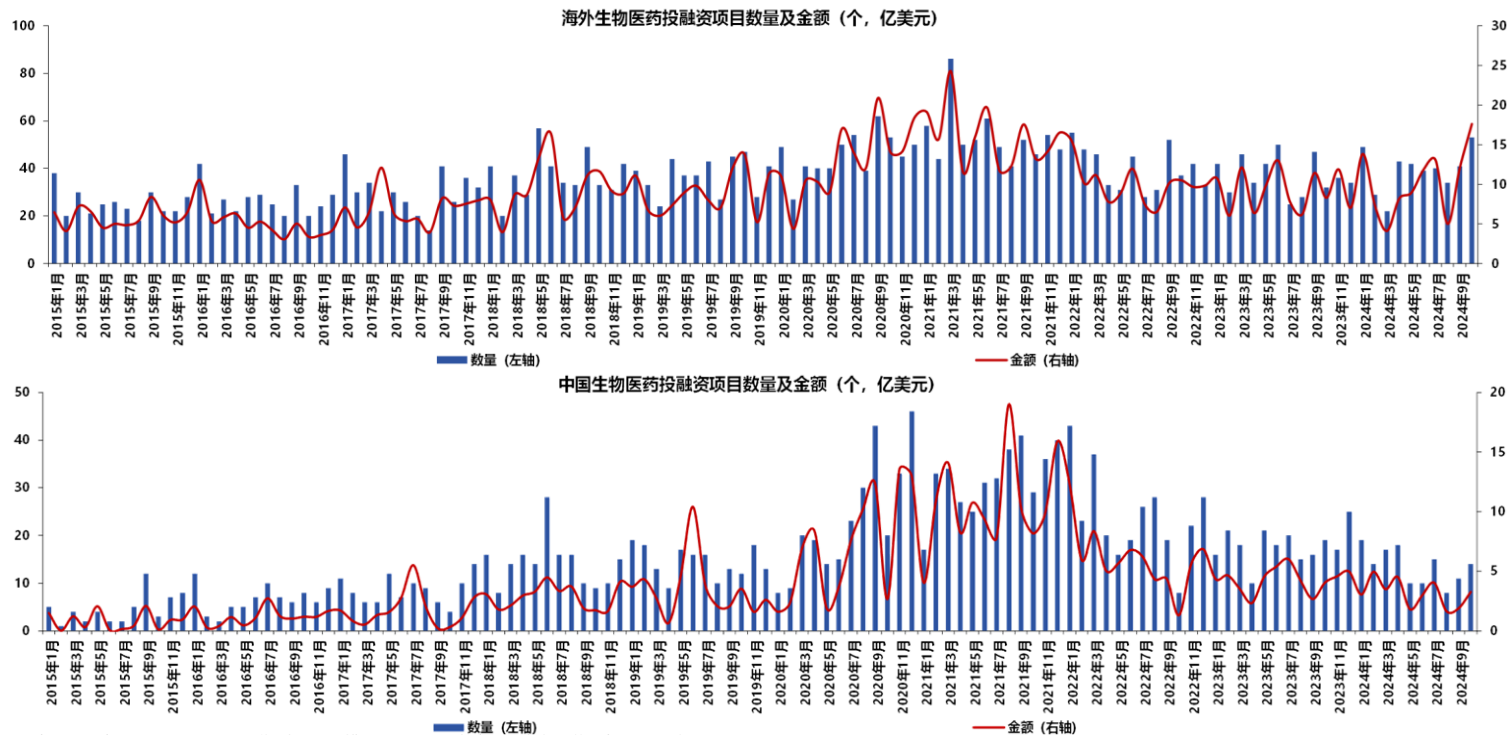
23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，23Q4和24Q1的订单出现明显好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

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，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%	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2024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

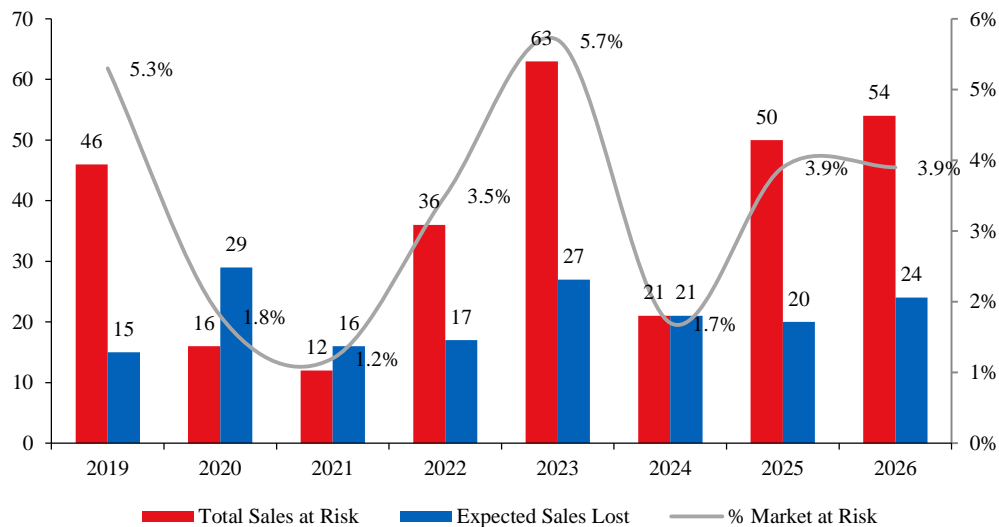
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、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

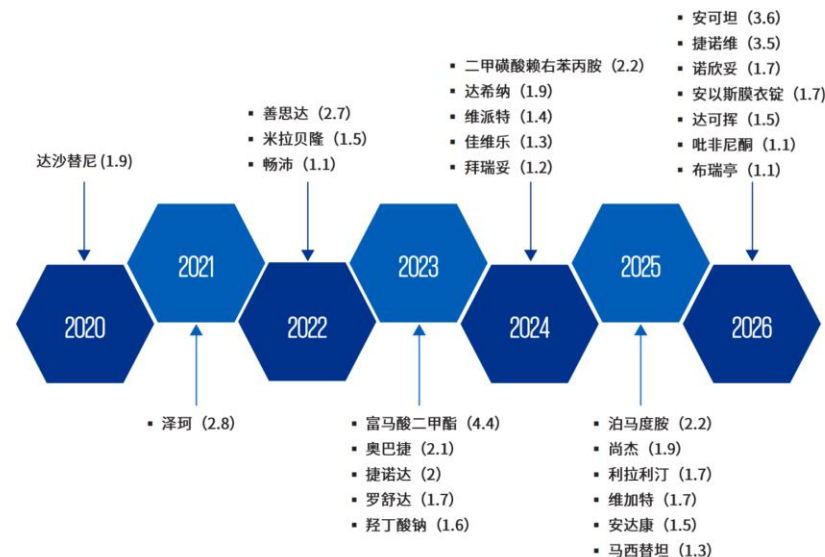
2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

此页包含机密资料，其全部或部分不可复制或再发送。本页不构成对任何产品的要约出售/购买、招揽或建议。关于免责声明全文，详见本PPT最后部分。

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、迪瑞医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、迈普医学、三诺生物、和黄医药、科伦博泰、三生国健、来凯医药、翰森制药、艾迪药业、信达生物、乐普生物、诺诚健华、以岭药业、华润三九、东阿阿胶、康缘药业、固生堂、达仁堂、康恩贝、太极集团、信立泰、华东医药、人福医药、苑东生物、通化东宝、同和药业、仙琚制药、华海药业、健之佳、漱玉平民、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、药明合联、泰格医药。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值	归母净利润 (亿元)			PE		
			(亿元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688389.SH	普门科技	67	4.1	4.9	5.9	16	14	11
医疗器械	688236.SH	春立医疗	52	1.4	2.8	3.5	37	19	15
医疗器械	600587.SH	新华医疗	106	7.1	8.3	10.3	15	13	10
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	67	0.8	1.3	2.0	81	51	33
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	149	2.6	4.8	6.4	56	31	23
医疗器械	300832.SZ	新产业	486	19.9	24.2	29.8	24	20	16
医疗器械	300396.SZ	迪瑞医疗	43	2.8	3.8	5.2	15	11	8
医疗器械	603309.SH	维力医疗	38	2.4	3.0	3.7	16	13	10
医疗器械	603301.SH	振德医疗	60	4.7	5.0	6.2	13	12	10
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,192	128.2	148.4	172.7	25	22	18
医疗器械	688677.SH	海泰新光	43	1.4	1.9	2.3	31	23	19
医疗器械	603882.SH	金域医学	146	2.4	7.4	9.3	61	20	16
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	131	3.8	4.7	5.7	34	28	23
创新药	01801.HK	信达生物	583	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	02157.HK	乐普生物	48	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	225	-0.2	6.6	13.7	-	34	16
创新药	688428.SH	诺诚健华	227	-5.3	-5.3	-3.7	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	354	6.4	7.1	8.8	56	50	40
化药	600079.SH	人福医药	367	24.3	27.9	31.8	15	13	12
原料药	300636.SZ	同和药业	35	1.4	1.7	2.3	26	20	16
原料药	002332.SZ	仙琚制药	119	6.8	8.5	10.6	17	14	11
原料药	600521.SH	华海药业	257	13.0	16.1	19.9	20	16	13
生物制品	600867.SH	通化东宝	165	1.4	9.3	11.4	122	18	14
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	175	5.6	6.4	6.9	31	27	25
医疗服务	000516.SZ	国际医学	128	1.6	3.5	6.0	83	36	21
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	91	0.9	1.0	1.2	98	88	79
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	74	0.5	2.1	2.6	151	35	28
医疗服务	2273.HK	固生堂	80	4.1	5.6	7.5	19	14	11
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	49	0.4	0.9	1.4	117	54	35
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	51	1.3	1.7	2.1	40	31	24
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	38	1.2	1.7	2.2	33	23	17
CXO	301333.SZ	诺思格	56	1.2	1.7	1.9	47	33	30
CXO	300347.SZ	泰格医药	530	12.5	15.6	19.0	42	34	28

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

近日，国家医保局印发放射检查类价格项目立项指南（试行），统一整合规范现行放射检查项目，让放射检查项目立项更清楚、收费更明白，也将推动放射检查价格趋于合理。放射检查类立项指南统筹考虑不同项目在成像技术、部位难度、对比剂引入等维度的差异，分类整合，层层递进设立项目。为减少价格项目与检查设备绑定，立项指南坚持服务产出导向的基本原则，立项不再紧跟设备参数走，而是跟着检查效果走。为支持人工智能辅助诊断进入临床应用，又防止额外增加患者负担，立项指南在放射检查类主项目下统一安排“人工智能辅助诊断”的扩展项。立项指南吸收部分地方实践经验，将数字影像处理、上传与云存储纳入放射检查的价格构成。

11月18日，橙帆医药 (VelaVigo Cayman) 宣布与Avenzo Therapeutics达成一项全球战略合作协议。根据协议，橙帆医药将授予Avenzo在全球范围内（不包括大中华区）开发、生产和商业化Nectin4/TROP2双特异性抗体偶联药物（ADC），同时保留在大中华区的相关权益。双方将共同推进该项目在全球范围内的开发和临床应用。根据协议条款，橙帆医药将获得高达5000万美元的首付款及近期里程碑付款。此外，在达成开发、监管审批及销售的关键里程碑后，橙帆医药有望再获得高达7.5亿美元的后续里程碑付款，并根据Avenzo区域的销售情况获取分级特许权使用费。

11月19日，百济神州宣布已与MSN Pharmaceuticals和MSN Laboratories Private公司达成了和解协议，解决了与MSN在美国提交的Brukinsa（泽布替尼）仿制药注册申请（ANDA）相关的专利诉讼问题。根据协议条款，MSN将无法在2037年6月15日之前销售Brukinsa的仿制药，但在某些惯例情况下，该日期可能会提前或延后。MSN在诉讼中并未对Brukinsa的药物组合专利提出异议，该专利将于2034年4月到期。

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	辰光医疗	51.94%	医学影像零部件	1	博士眼镜	-25.93%	股东减持
2	大东方	50.00%	无特殊原因	2	*ST龙津	-14.44%	ST板块
3	热景生物	43.37%	无特殊原因	3	广生堂	-12.99%	转让股份
4	双成药业	21.92%	重组概念	4	药易购	-12.70%	无特殊原因
5	奥美医疗	21.01%	卫生巾产品	5	*ST大药	-12.18%	ST板块

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。