

# 华创医药投资观点&研究专题周周谈·第85期

## 复盘武田，看日本传统药企转型之路

华创医药首席分析师 郑辰

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

华创医药联席首席分析师 刘浩

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

华创医药高级分析师 李婵娟

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

华创医药分析师 王宏雨

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

本周专题联系人：朱珂琛

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

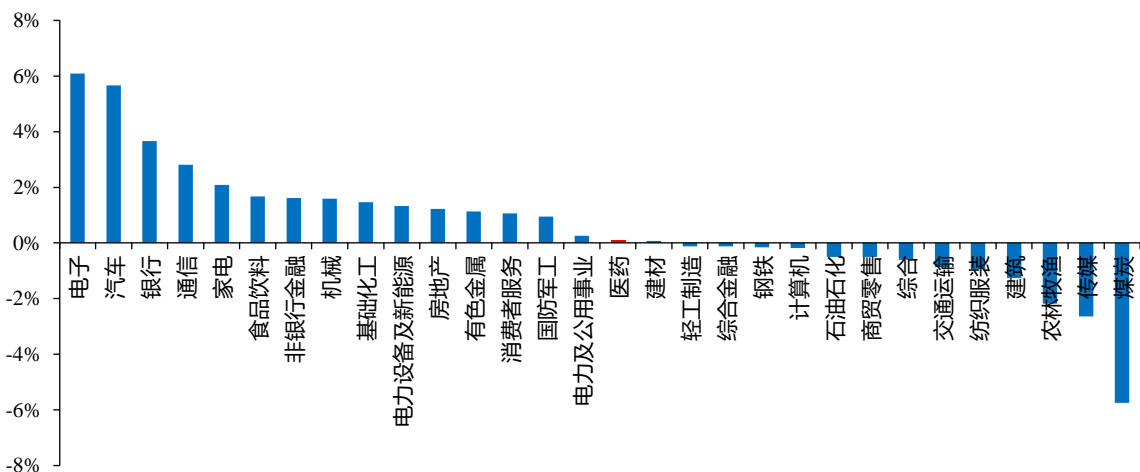
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

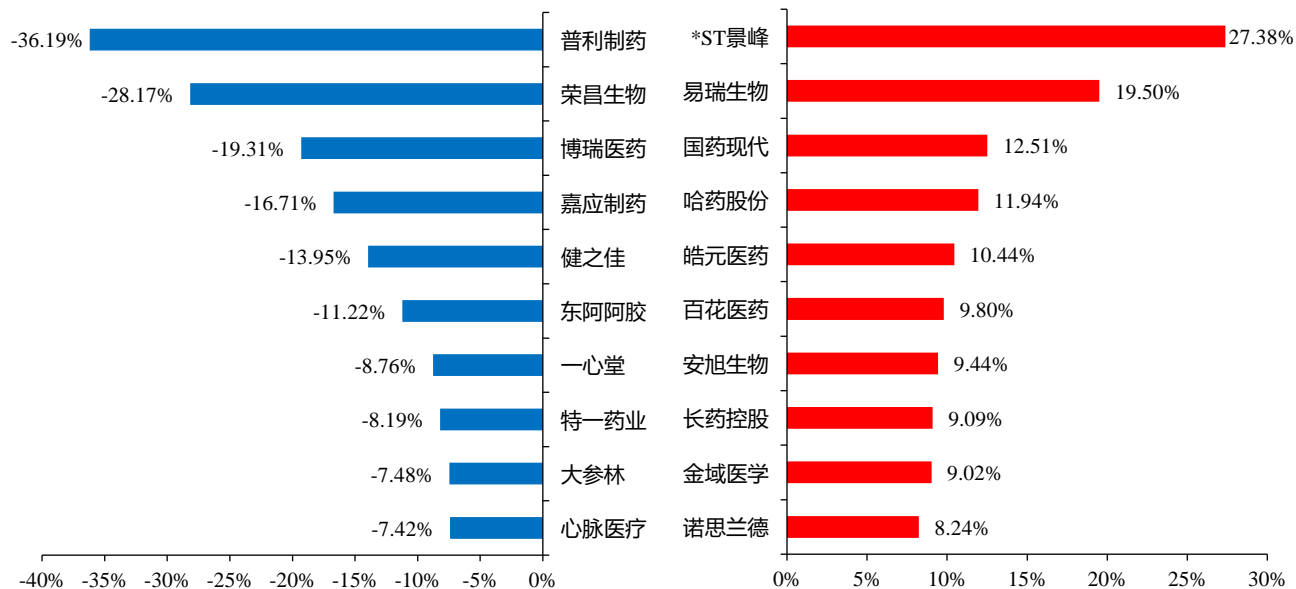
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨0.08%，跑输沪深300指数1.12个百分点，在中信30个一级行业中排名第16位。
- 本周涨幅前十名股票为\*ST景峰、易瑞生物、国药现代、哈药股份、皓元医药、百花医药、安旭生物、长药控股、金域医学、诺思兰德。
- 本周跌幅前十名股票为普利制药、荣昌生物、博瑞医药、嘉应制药、健之佳、东阿阿胶、一心堂、特一药业、大参林、心脉医疗。

## 本周中信一级行业指数涨跌幅



## 本周涨跌幅排名前10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

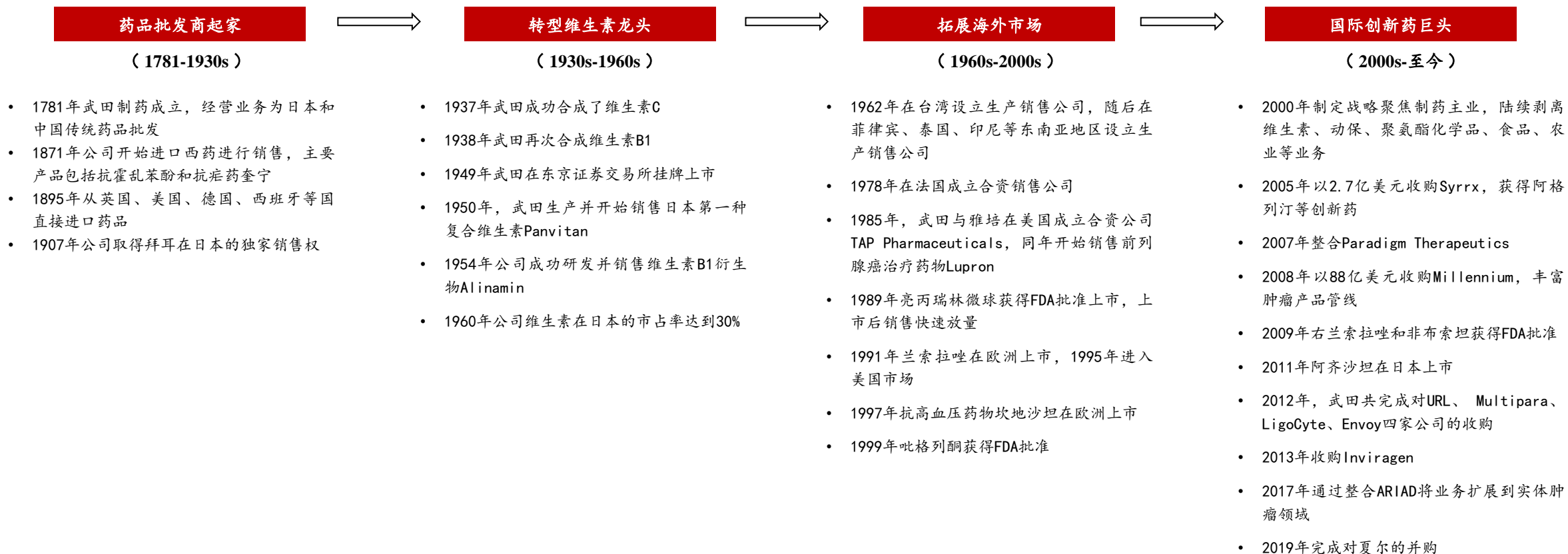
- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2024医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2023年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、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。
- **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；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。
- **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。
- **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。
- **生命科学服务**：国产替代空间大，需求急迫，行业发展空间大；干扰项有新冠和产品竞争力。重点关注奥浦迈、百普赛斯、华大智造等。
- **CXO**：多肽、ADC、CGT、mRNA等新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量。建议关注增长稳健的一体化、综合型公司和积极拥抱产业新兴领域的公司，如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明合联等，另外建议关注临床外包新签订单金额增速亮眼的普蕊斯、诺思格。

## 百年历史底蕴，从大阪药品批发商到国际创新药巨头

- 武田制药成立于1781年，经过两百多年的发展，公司已完成从药品批发商到原料药、仿制药龙头再到国际创新药巨头的转变。公司通过持续创新、进军国际市场、全球视角的并购，逐步成长成为亚洲最大药企，2024财年营业收入高达295.3亿美元（约2141.0亿人民币），市值432.8亿美元（截至2024/07/11），布局领域包括消化、肿瘤、罕见病、神经系统、血制品和疫苗等方向。

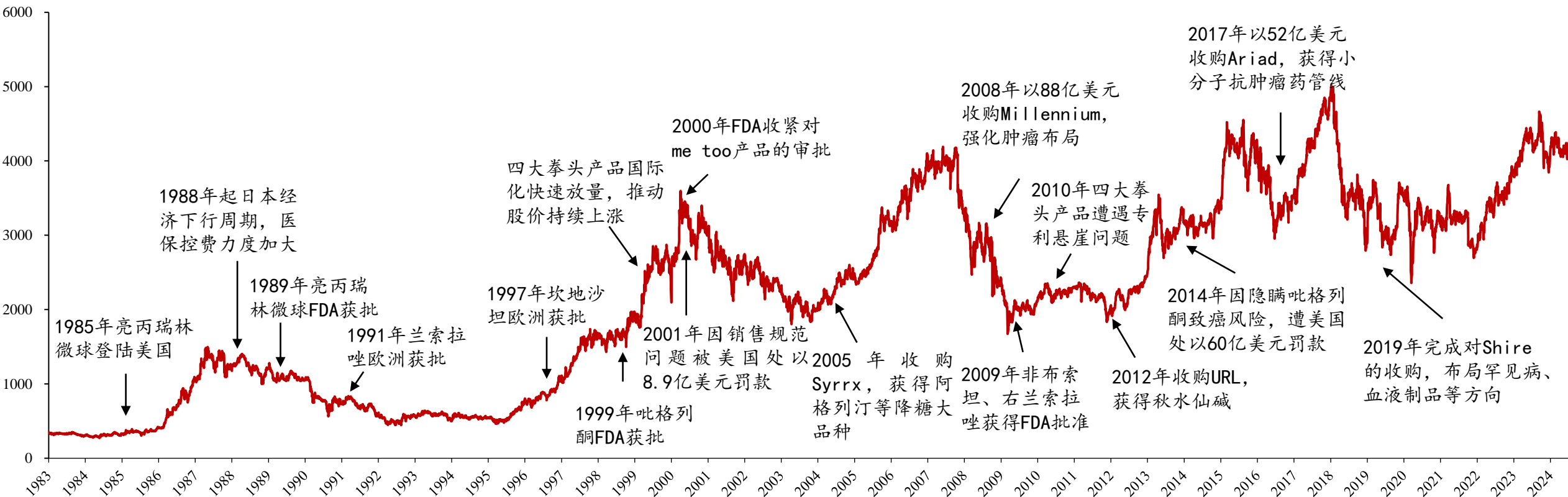
### 武田制药的发展历程



## 股价复盘，武田转型之路并非一帆风顺

- 回顾武田近40年的股价，我们看到武田在1980-1990年代日本经济进入下行周期以及医保控费之际，武田加快国际化布局，借助亮丙瑞林微球、兰索拉唑、坎地沙坦、吡格列酮四款产品拓展国际市场，四款产品快速放量同时也带动股价快速上涨。但2000年起FDA收紧对me too产品的审批政策，武田me too药物研发策略收效甚微，同时first in class产品的研发进度也不及预期，2005年起为避免核心产品专利到期后对业绩的冲击，公司开启了未来持续的并购历程。

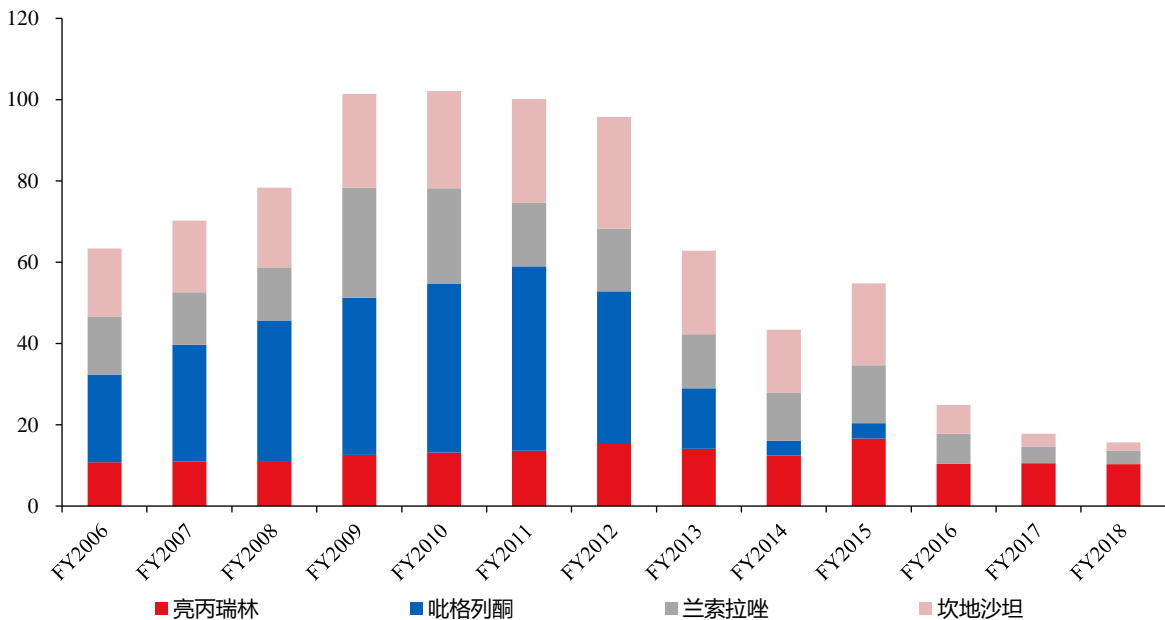
### 武田股价梳理（日元）



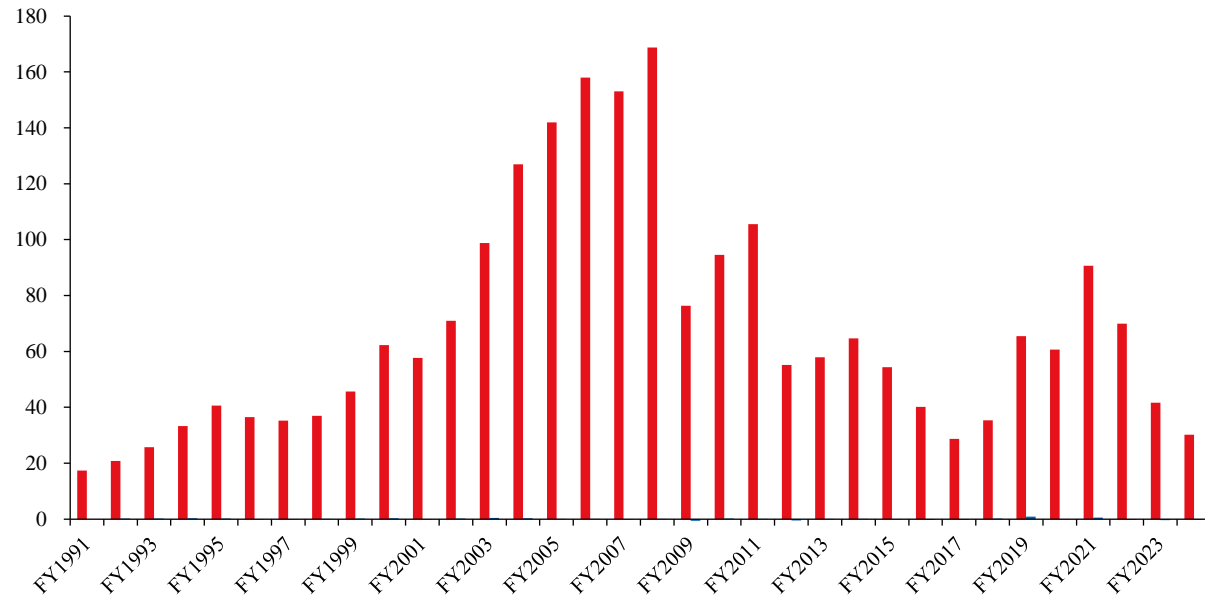
## 资本的积累是武田转型的基础

- 无论是研发管线的搭建还是国际化的并购，背后均需要大量资金支持。作为一家百年药企，武田在维生素、抗生素等原料药以及仿制领域实现资本的原始积累。亮丙瑞林微球、兰索拉唑、坎地沙坦、吡格列酮四款产品在国际市场大获成功（2009-2012年四款产品每年合计销售额均超过100亿美元），武田积累了大量财富。2008年，武田仅现金资产规模就达到了168.7亿美元，为公司后续进行国际化并购以及持续的高研发投入提供了重要保障。

### 武田亮丙瑞林微球、吡格列酮、兰索拉唑、坎地沙坦历年销售额（亿美元）



### 武田现金资产规模（亿美元）

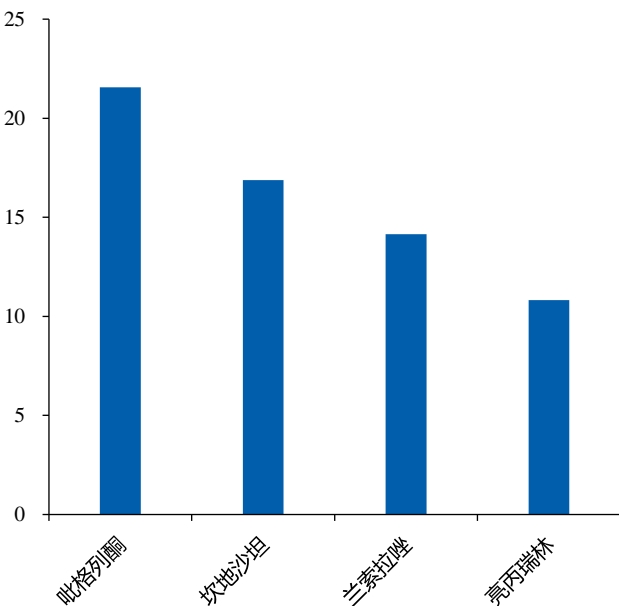


## 坚定创新是武田转型之路的核心

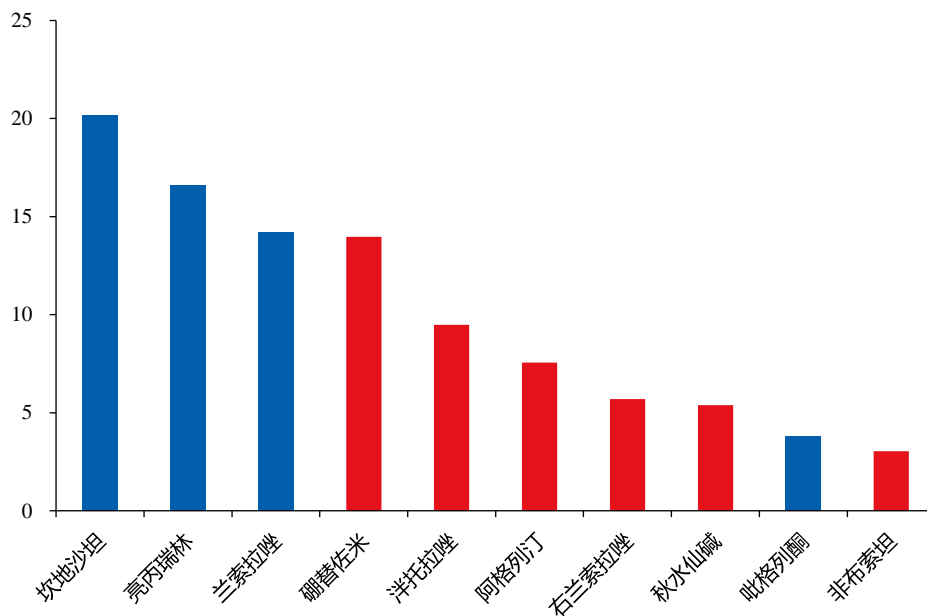
- 武田积极推动创新研发，在创新路径的选择上，武田最开始采用me too/me better路线并且产品种类也相对单一，核心产品遭遇专利悬崖问题时，公司的业绩也受到影响。但通过多年的研发积淀以及外部并购，现已形成短、中、长期布局，产品管线丰富。
- 从武田贡献收入的主要产品来看，公司的管线保持快速迭代效率，2006财年时，吡格列酮、坎地沙坦、兰索拉唑、亮丙瑞林微球四款主要产品合计贡献营业收入63.4亿美元，占总收入的60%，2015年四款产品占营收的比例下降至33%。而到2024财年，公司已经拥有更加丰富的产品管线，过去的四款拳头品种也仅有亮丙瑞林微球能够进入到前十大产品。

### 武田历年主要产品销售收入（亿美元）

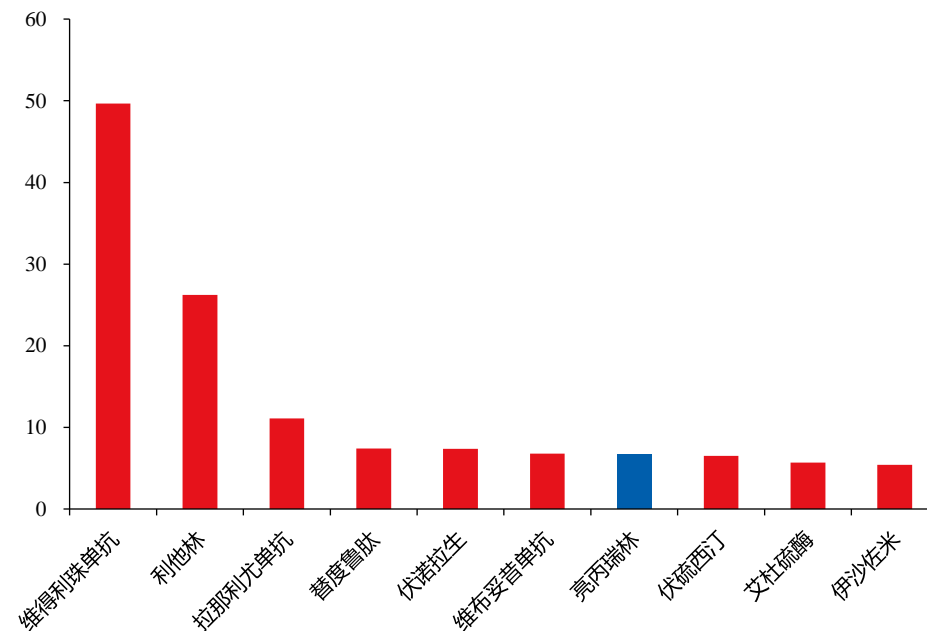
2006财年



2015财年



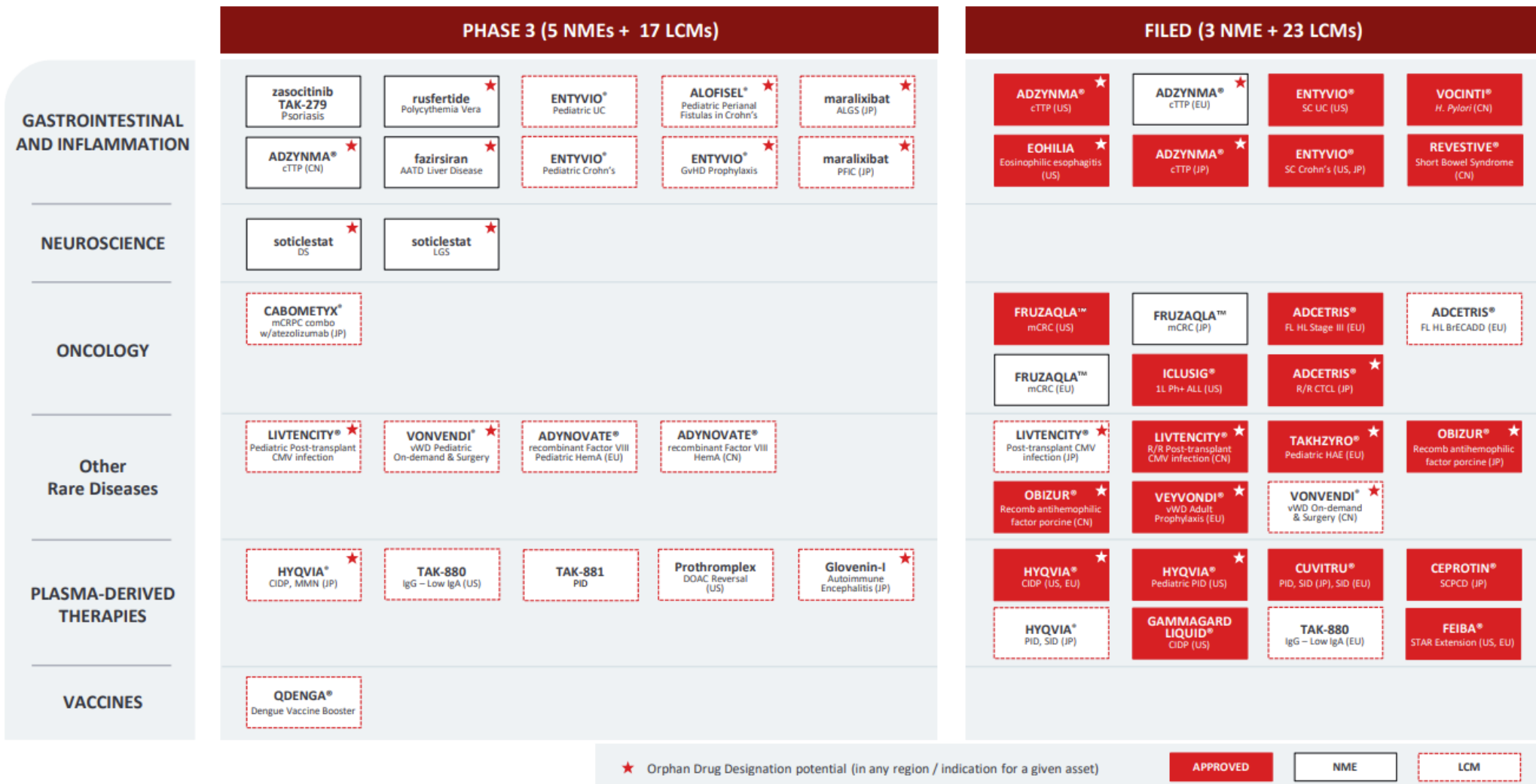
2024财年 (剔除血制品)



# 本周关注：复盘武田，看日本传统药企转型之路

## 坚定创新是武田转型之路的核心

### 武田临床后期及已上市产品管线



★ Orphan Drug Designation potential (in any region / indication for a given asset)

APPROVED

NME

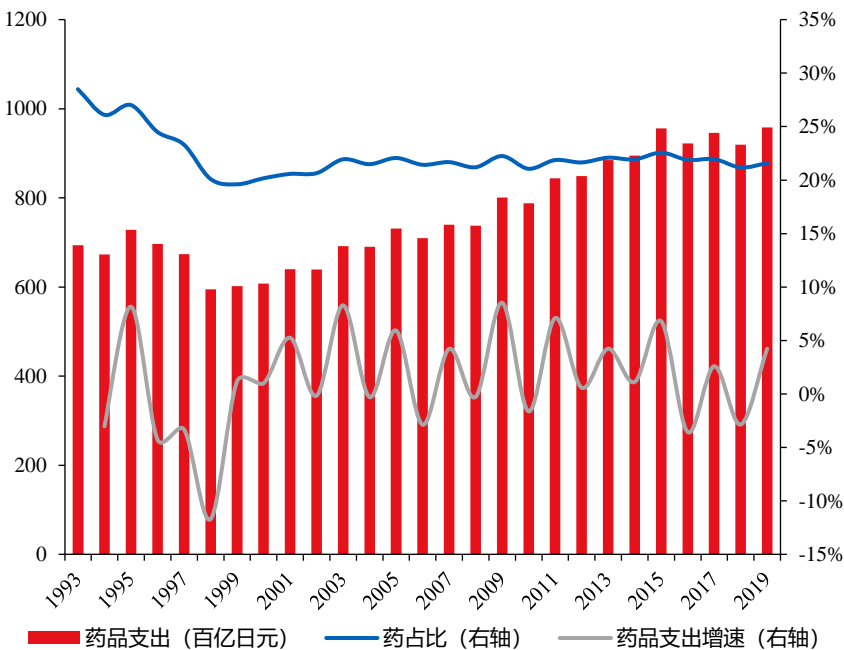
LCM

# 本周关注：复盘武田，看日本传统药企转型之路

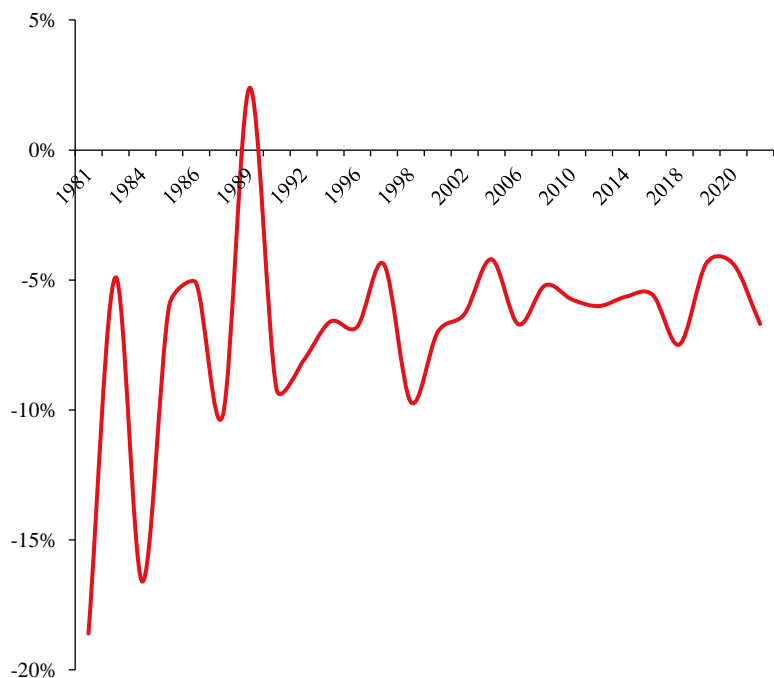
## 持续推进国际化以抵御国内药品降价

- 1980-1990年代日本经济衰退以及老龄化问题凸显，医保支出存在较大压力，政府开始加强医保控费，药品价格不断下行。从日本厚生劳动省的数据可以看出，日本药品平均价格基本每年都有下降，药占比也在持续降低。
- 为抵御国内药品不断降价，武田加快推进国际化进程。1962年武田便在台湾设立生产销售公司，随后在菲律宾、泰国、印尼等东南亚地区设立生产销售公司。日本国内开始进行医保控费时，武田进一步加快国际化进展，1985年与雅培在美国成立合资公司TAP并开始销售亮丙瑞林，并于1989-1999年先后推出亮丙瑞林微球、兰索拉唑、坎地沙坦、吡格列酮。武田后续的产品研发以及产品并购也均立足国际视角，2024财年武田海外收入占比已经高达89%，基本实现了对国内药品价格的免疫。

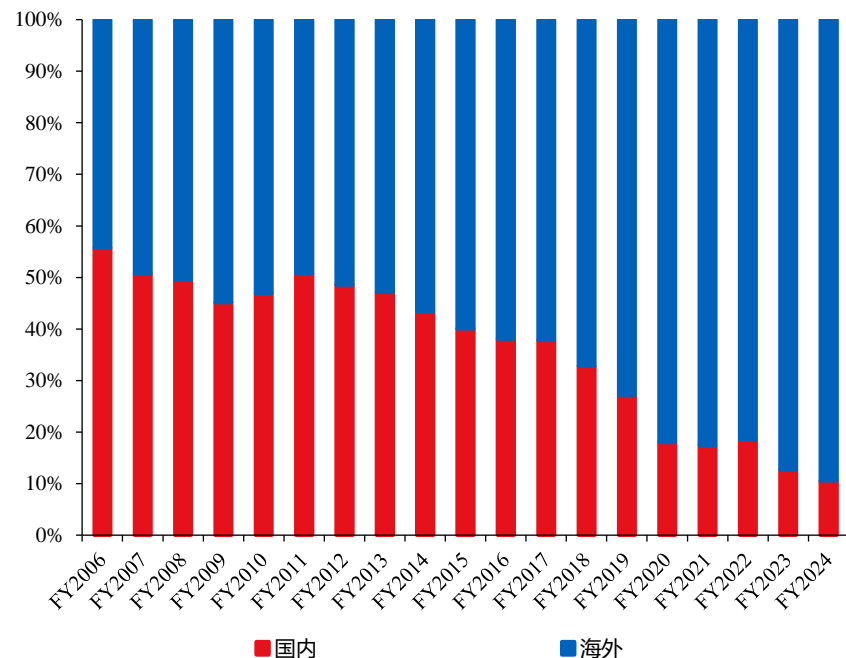
### 日本药品支出及药占比情况



### 日本药品平均价格变化



### 武田收入结构



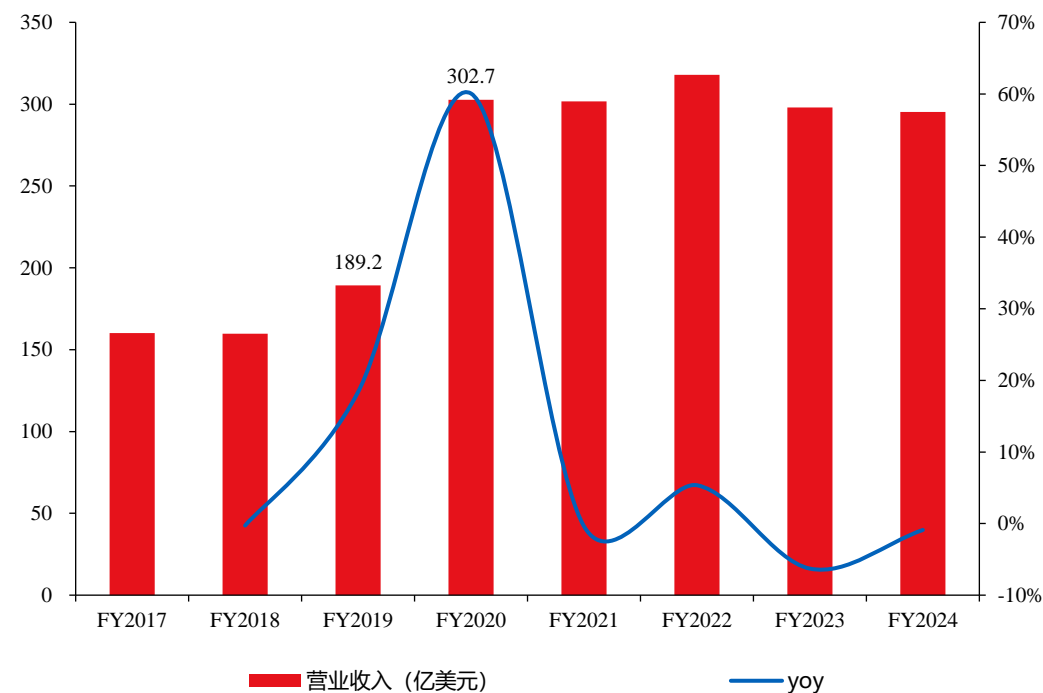
## 高效的并购也是武田加快转型的重要手段

- 2005年，公司以2.7亿美元收购美国Syrrx公司，首次将研发中心拓展至海外，同时Syrrx研发出的阿格列汀也成为武田后续管线中的重磅产品。2008年和2011年公司分别为88亿美元和95亿美元的价格收购美国Millennium（千禧制药）以及北欧的Nycomed（奈科明），合计交易金额高达183亿美元，千禧制药的收购强化了武田在肿瘤领域的布局，奈科明的泮托拉唑也较好弥补了兰索拉唑专利到期后的收入下滑。2019年，武田以高达621亿美元的对价收购了全球罕见病用药龙头Shire（夏尔），夏尔的并表带来了较好的业绩增厚。

### ■ 武田股价复盘

并购年份	并购标的	主要产品或管线	交易对价
2005	Syrrx	阿格列汀	2.7亿美元
2008	Millennium	硼替佐米	88亿美元
2011	Nycomed	泮托拉唑	95亿美元
2011	LigoCyte	疫苗	0.6亿美元
2012	URL	秋水仙碱	8.0亿美元
2012	Inviragen	疫苗	2.5亿美元
2012	Multipara	南美业务	2.5亿美元
2012	Envoy	药物发现平台	1.4亿美元
2017	ARIAD	小分子抗肿瘤药管线	52亿美元
2018	TiGenix	干细胞治疗	6.3亿美元
2019	Shire	罕见病、血液制品	621亿美元

### ■ 武田营业收入及增速（亿美元）



## | 中国传统药企也在加快自身的转型

- 复盘武田，我们发现，坚定创新、持续推进国际化、高效的并购是其从日本仿制药龙头成长为国际创新药巨头的关键因素。而回到国内，当下制药工业同样也面临着医保控费、药品降价的问题，各大传统药企也均开启了自身的转型之路。基于自身资源禀赋的差异，不同药企选择了不同的转型路径。例如，信立泰、海思科等专注于传统优势领域加快创新布局，通过高效的研发快速推进产品上市，弥补仿制药因集采导致的业绩下滑，立项的部分早期产品具备全球first in class潜力，有望实现海外授权；而华东除了进行自主研发外，还在通过并购积极引入具备国际竞争力的产品，同时医美业务也为公司开启了第二增长曲线。
- 经过5-7年的研发投入后，传统药企的转型逐渐迎来了收获期，一批自主研发或海外引进的产品进入临床III期或者NDA阶段。海思科的环泊酚仅用3年时间便成长为一款近十亿级别的大品种，同时美国的III期临床也已迎来尾声，出海可期；HSK16149和HSK7653于2024H1获批。信立泰的恩那度司他2023年获批，2024年也已收获SAL0107和福格列汀两款产品的上市，后续S086、SAL0108等新品有望先后上市，JK07或有望于II期临床结束后进行海外授权；华东医药2023年利拉鲁肽降糖和减重适应症先后获批，2024年还有望收获乌司奴单抗生物类似药、卵巢癌 ADC ELAHERE、自免罕见病用药ARCALYST等品种的上市；随着创新药不断获批上市，未来传统药企将迎来创新驱动增长的新阶段。

# 本周关注：复盘武田，看日本传统药企转型之路

## 信立泰：专注慢病，创新转型迎来收获

- 信立泰拥有国内独特的慢病创新药管线，当前已有多款产品进入商业化阶段，早期产品研发有序推进，其中不乏JK07等全球first in class品种，JK07也存在较好海外BD的机会。同时，公司布局小核酸平台，强化在慢病领域的竞争力。

治疗领域	产品	靶点	适应症	地区	临床前	I期临床	II期临床	III期临床	申报上市	获批上市
心血管	阿利沙坦酯	AT1	高血压	中国						
	S086 (沙库巴曲阿利沙坦)	AT1/NEP	高血压 慢性心衰	中国						
	SAL0107 (阿利沙坦+氯氯地平)	AT1/VDCCs	高血压	中国						
	SAL0108 (阿利沙坦+吲达帕胺)	AT1/NCC	高血压	中国						
	SAL0130 (S086+氯氯地平)	AT1/NEP/VDCCs	高血压	中国						
	SAL0120	ETA	高血压	中国						
	恩那度司他	HIF-PH	肾性贫血 (非透析) 肾性贫血 (血透和腹透)	中国						
	JK07	HER3/NRG-1	心衰 (HFrEF) 心衰 (HFpEF) ALS	中国/美国 中国/美国 中国/美国						
	SAL003	PCSK9	高血脂	中国						
	SAL0104	F11	抗血栓	中国						
SAL0127	-	-	中国							
骨科	特立帕肽 (粉针)	PTHr	骨质疏松	中国						
	特立帕肽 (水针)			中国						
	特立帕肽 (长效)			中国						
	SAL0119	MK2	类风湿性关节炎	中国 美国						
SAL023	SOST	骨质疏松	中国							
内分泌	复格列汀	DPP-4	糖尿病	中国						
	SAL0112	GLP-1	糖尿病 肥胖	中国						
	SAL0125	GLP-1/GCGR	糖尿病/肥胖/NASH	中国						
精神	SAL0114 (氟右美沙芬+安非他酮)	-	重度抑郁/AD激越	中国						
肿瘤	JK08	CTLA4/IL15R	肿瘤	欧洲						
	JK06	-	肿瘤	欧洲						
小核酸	-	-	-	-						

# 本周关注：复盘武田，看日本传统药企转型之路

## 华东医药：自研+BD搭建起内分泌、自免、肿瘤三大创新管线

- 华东医药通过自主开发、外部引进、项目合作等方式在内分泌、自免和肿瘤三大核心治疗领域布局创新药和生物类似药，已上市产品在公司强大的商业化能力赋能下实现快速放量，推动公司业绩加速增长。与此同时，公司早期产品的研发也在有序推进，保障公司远期发展。

治疗领域	产品	药物类型	适应症	靶点	产品研发模式	是否对合作方参控股	临床前	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	上市
内分泌	利拉鲁肽注射液	重组多肽	糖尿病 肥胖/超重	GLP-1R	杭州九源引进	间接持股21.1%							
	阿格列汀	小分子	糖尿病	DPP-4	武田商业化代理	-							
	SCO-094	小分子	糖尿病	GLP-1R	日本Scchia引进	-							
	DR10624	大分子	糖尿病/肥胖/代谢综合征	GLP-1R/GCGR/FGF21R	参股杭州道尔产品	间接持股75.0%							
	司美格鲁肽注射液	重组多肽	糖尿病	GLP-1R	重庆派金引进	间接持股39.8%							
	HDM1002	小分子	糖尿病/肥胖	GLP-1R	自研	-							
	HDM1005	多肽	糖尿病	GLP1R/GIPR	自研	-							
	德谷胰岛素	多肽	糖尿病	INSR	自研	-							
	德谷门冬双胰岛素	多肽	糖尿病	INSR	自研	-							
	雷珠单抗注射液	单抗	黄斑变性	VEGFA	自研	-							
自免	HDM7003	小分子	黄斑变性	VEGF	参股美国Ashvattha产品	未披露							
	HDM3001	单抗	斑块状银屑病	IL-12p40	荟信生物引进	间接持股17.1%							
	Rilonacept	大分子	RP/CAPS/DIRA	IL1A/IL1B	美国Kimksa引进	-							
	Mavrilimumab	单抗	GM-CSF相关心血管疾病	CD116	美国Kimksa引进	-							
	HDM3002 (PRV-3279)	双抗	系统性红斑狼疮	CD32b/CD79b	美国Provention引进	-							
	HDM5001 (OP-101)	小分子	正在探索新适应症	-	参股美国Ashvattha产品	未披露							
	Wynzora乳膏	小分子	斑块状银屑病	MC2	丹麦MC2引进	-							
	ZORYVE乳膏 (0.3%)	小分子	斑块状银屑病	PDE4	美国Arcutis引进	-							
	ZORYVE乳膏 (0.15%)	小分子	6岁以上特应性皮炎	PDE4	美国Arcutis引进	-							
	ZORYVE乳膏 (0.05%)	小分子	2-5岁特应性皮炎	PDE4	美国Arcutis引进	-							
肿瘤	ARQ-154泡沫 (0.3%)	小分子	湿疹性皮炎	PDE4	美国Arcutis引进	-							
	ARQ-154泡沫 (0.3%)	小分子	头皮及身体银屑病	PDE4	美国Arcutis引进	-							
	淫羊藿素	中药	肝癌	-	盛诺基商业化代理	-							
	泽沃基奥仑赛	CAR-T	多发性骨髓瘤	BCMA	科济商业化代理	-							
	塞纳帕利	小分子	晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	PARP1/2	英派药业商业化代理	-							
	迈华替尼	小分子	非小细胞肺癌	EGFR	自研	-							
	ELAHERE	ADC	卵巢癌/腹膜癌/输卵管癌	FOLR1	美国Immugen引进	-							
	HDP-101	ATAC	复发/难治多发性骨髓瘤	BCMA	德国Heidelberg引进	间接持股35.0%							
	HDP-103	ATAC	前列腺癌	PSMA	德国Heidelberg引进	间接持股35.0%							
	DR30303	单抗	实体瘤	CLDN18.2	参股杭州道尔产品	间接持股75.0%							
其他	DR30206	三抗	实体瘤	PD-L1/TGF-β/VEGF	参股杭州道尔产品	间接持股75.0%							
	DR30318	三抗	实体瘤	CLDN18.2/CD3/ALB	参股杭州道尔产品	间接持股75.0%							
	HDM2003 (AB002)	大分子	实体瘤	PD-L1/PD-L2/IL15RA	与美国AKSO合作开发	-							
	HDM2005	ADC	实体瘤/血液瘤	-	自研	-							
	MB-102	小分子	诊断显像增强剂	-	美国MediBeacon引进	未披露							
OP-801	小分子	肌萎缩性侧索硬化症	-	参股美国Ashvattha产品	未披露								

# 本周关注：复盘武田，看日本传统药企转型之路

## 海思科：麻醉产品布局丰富，代谢、呼吸想象空间巨大

- 经过多年研发积淀，海思科已打造出丰富的创新药管线。除已上市的环泊酚外，HSK16149胶囊和HSK7653片于近期获批，HSK21542注射液（23年9月NDA获受理）、HSK16149胶囊（22年10月NDA获受理）、HSK36357胶囊（23年12月IND获批）等新品年内也有望取得积极

药品名称	靶点	适应症	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	上市
环泊酚注射液	GABAA	非气管插管的手术/操作中的镇静和麻醉（中） 全身麻醉诱导和维持（中） ICU镇静（中） 全麻诱导（美）						
HSK21542注射液	kappa受体	术后镇痛（中） 慢性肾病瘙痒（中）						
HSK7653片	DPP-IV	II型糖尿病（中）						
HSK16149胶囊	$\alpha$ - $\delta$ 调节剂	糖尿病周围神经痛（中） 辅助镇痛（中） 带状疱疹后神经痛（中） 中枢神经病理性疼痛（中） 纤维肌痛（中）						
HSK29116	BTK-protac	B细胞淋巴瘤（中） B细胞淋巴瘤（美）						
HSK31858片	DPP1	非囊性纤维化支气管扩张症（中） 支气管哮喘（中） 慢性阻塞性肺疾病（中）						
HSK31679片	THR $\beta$	成人原发性高胆固醇血症（中）						
HSK40118片	EGFR-protac	非小细胞肺癌（中）						
HSK38008干混悬剂	雄激素剪接变异体降解剂	前列腺癌（中）						
HSK39297片	-	溶血性疾病（中） 原发性或继发性肾小球疾病（中）						
HSK39775片	-	晚期实体瘤（中）						
HSK36357胶囊	-	神经病理性疼痛（中）						
HSK34890片	-	II型糖尿病（中）						

- 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及多发性硬化处于临床II期阶段。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已启动银屑病临床II期研究，并有望于今年年底读出数据。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。
- 投资建议：我们预计公司2024-2026年收入分别为9.11、14.05和17.34亿元，归母净利润为-6.14、-6.24和-3.99亿元。根据创新药产品管线估值方法（基于风险调整的现金流折现法）测算，给予公司估值205.71亿元，对应目标价为11.7元。

- **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的订单有望出现明显好转。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。

## 【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

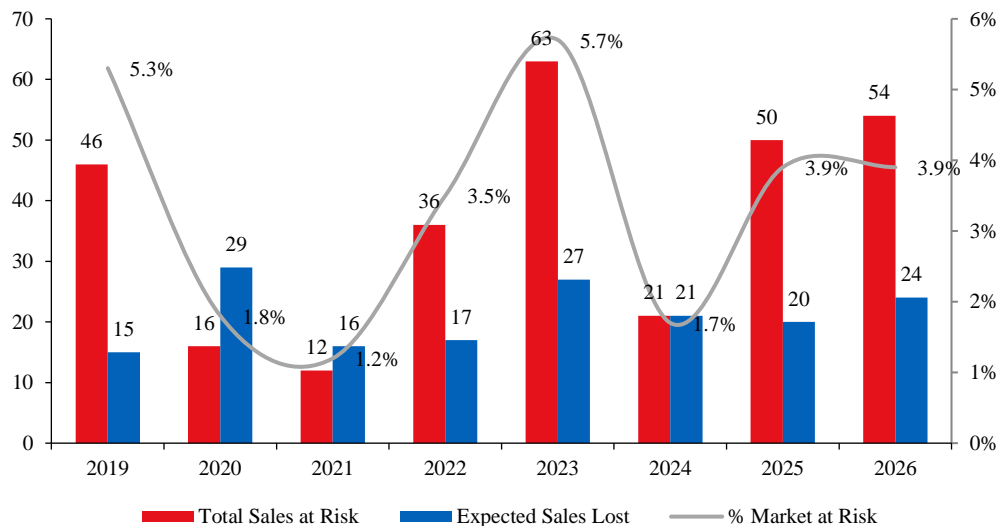
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、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

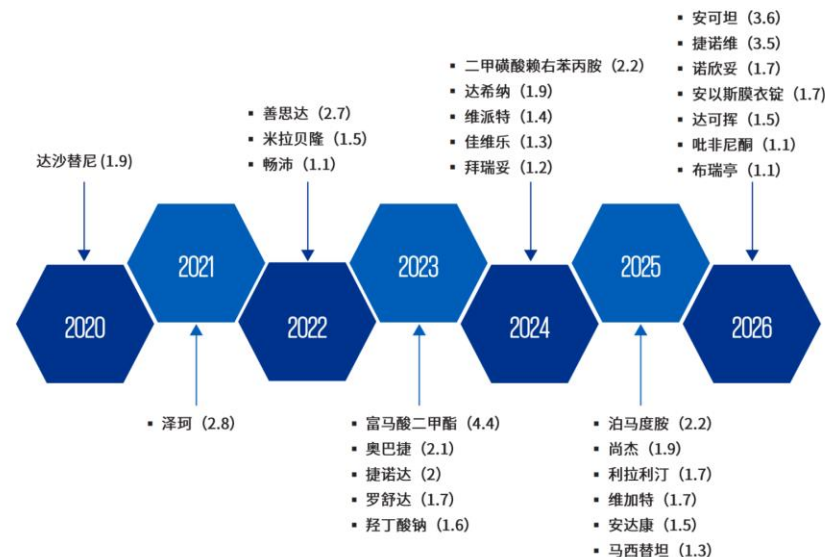
## 2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

此页包含机密资料，其全部或任何部分不可被复制或再发送。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

- 国内生命科学服务市场国产市占率低，替代空间大。经过多年发展，已出现细分领域产品达到国际先进水平的国产公司。国产企业商业环境有利：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、进口供应短缺使得客户选择国产意愿变强，进口替代进程有望持续推进。建议关注生命科学服务细分行业龙头和有潜力发展成为平台型的公司，重点关注奥浦迈、毕得医药、百普赛斯、华大智造等。

## 生命科学服务主要细分行业市场规模、增速及国产市占率

产品类别	国内整体市场规模 (亿元)	年复合增速	国产份额
基因测序仪 (含配套试剂及耗材)	42.2 (2019)	22% (2016-2019)	27.9%+ (2019)
质谱仪	142 (2020)	16% (2017-2020)	15% (2022)
色谱仪	107.2 (2020)	8% (2017-2020)	27% (2021)
光谱仪	71.4 (2020)	11%(2016-2020)	20% (2021)
生物试剂	392 (2021)	17% (2017-2021, 科研端)	生物科研试剂: 10% (2021) 分子类生物试剂: 30% (2020) 细胞培养基: 33.7% (2021)
化学试剂	1761 (2021)	12% (2018-2021)	高端化学科研试剂: <20% (2019)
生物工艺使用的一次性产品	38.1 (2021)	70% (2018-2021)	32.5% (2021)
生物反应器 (不锈钢+一次性)	38.5 (2021)	28% (2018-2021)	27.7% (2021)
层析产品 (层析柱+层析填料)	116.4 (2021)	61% (2018-2021)	24.7% (2021)
过滤器	57.6 (2021)	67% (2018-2021)	20.4% (2021)

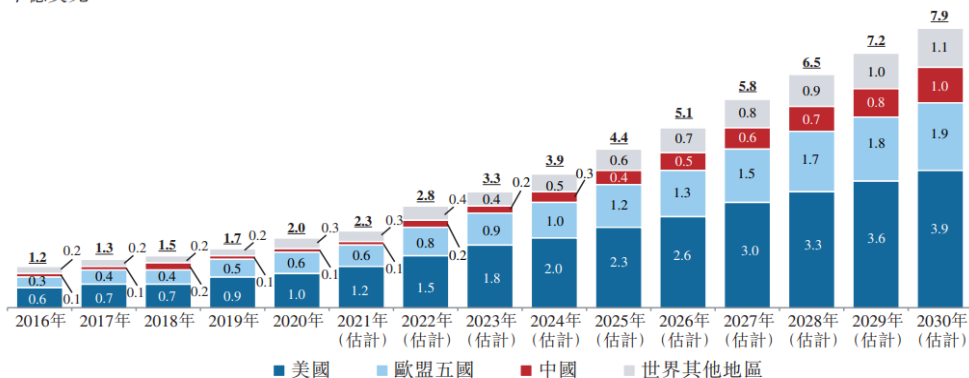
# CXO：新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量

- 多肽、ADC、CGT、mRNA等产业新兴领域蓬勃发展，新兴技术复杂性往往更高，开发及生产过程较为耗时且耗费资金，更加依赖于外包服务。据Frost&Sullivan，截至2022年底全球ADC发现、开发及制造外包率已达到约70%，远高于其他生物制剂的34%。新兴领域蓬勃发展有望提供较大边际需求增量。建议关注增长稳健的一体化平台化综合型公司和积极拥抱产业新兴领域的相关公司，如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明合联等，另外建议关注新签订单表现亮眼且订单执行周期较长的临床CRO公司如泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

## 全球肽CDMO市场规模

複合年增長率	美國	歐盟五國	中國	世界其他地區	全球
2016年至2020年	15.6%	14.6%	-1.9%	11.8%	13.3%
2020年至2025年 (估計)	17.1%	16.4%	26.6%	18.1%	17.7%
2025年 (估計) 至2030年 (估計)	11.0%	10.4%	21.0%	12.9%	12.1%

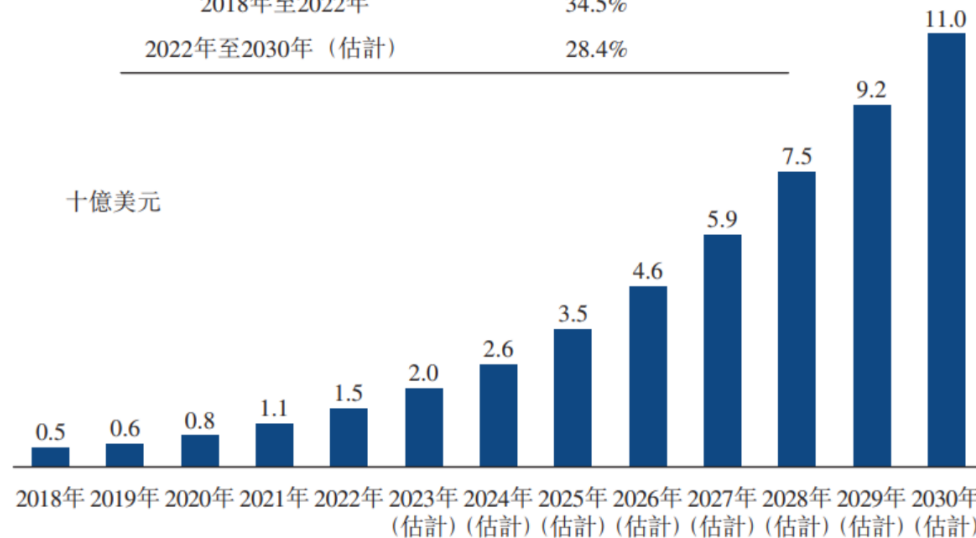
十億美元



## 全球ADC外包服务市场规模

期間	複合年增長率
2018年至2022年	34.5%
2022年至2030年 (估計)	28.4%

十億美元



- 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	70	4.2	5.3	6.6	17	13	11
医疗器械	688236.SH	春立医疗	53	3.3	4.0	5.0	16	13	11
医疗器械	600587.SH	新华医疗	97	8.3	10.4	12.8	12	9	8
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	56	1.3	1.9	2.8	43	29	20
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	141	5.9	7.5	9.6	8	7	5
医疗器械	300832.SZ	新产业	484	20.8	26.5	33.4	2	2	1
医疗器械	300396.SZ	迪瑞医疗	50	4.3	6.1	7.6	12	8	7
医疗器械	603309.SH	维力医疗	33	2.5	3.1	4.0	13	11	8
医疗器械	603301.SH	振德医疗	58	4.1	5.2	6.4	14	11	9
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,420	139.9	168.8	203.2	24	20	17
医疗器械	688677.SH	海泰新光	42	2.2	2.8	3.5	19	15	12
医疗器械	603882.SH	金域医学	133	11.1	13.4	16.1	12	10	8
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	26	0.6	0.8	1.2	43	32	21
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	128	4.4	5.4	6.5	29	24	20
创新药	01801.HK	信达生物	661	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	02157.HK	乐普生物	264	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	221	-1.0	0.3	1.2	-	-	-
创新药	688428.SH	诺诚健华	157	-6.1	-6.2	-4.0	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	307	6.3	7.0	8.6	48	43	35
化药	600079.SH	人福医药	273	24.4	27.9	31.9	11	10	9
原料药	300636.SZ	同和药业	40	1.8	2.4	3.1	22	17	13
原料药	002332.SZ	仙琚制药	111	6.7	8.3	10.3	17	13	11
原料药	600521.SH	华海药业	261	13.1	16.1	19.9	20	16	13
生物制品	600867.SH	通化东宝	151	12.5	13.8	15.9	12	11	10
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	173	8.8	10.8	13.2	20	16	13
医疗服务	000516.SZ	国际医学	109	1.8	3.9	6.0	61	28	18
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	74	0.9	1.0	1.2	81	72	64
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	53	2.4	3.4	4.3	22	16	12
医疗服务	2273.HK	固生堂	85	4.2	5.6	7.7	20	15	11
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	32	1.0	1.6	2.1	32	20	15
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	42	1.6	1.9	2.5	26	22	17
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	28	1.4	1.9	2.6	20	15	11
CXO	301333.SZ	诺思格	36	1.7	2.2	2.8	22	16	13
CXO	300347.SZ	泰格医药	421	17.1	20.2	24.3	25	21	17

## 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**

**7月5日，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》。**会议指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。（来自中国政府网）

**7月8日，波士顿科学官微宣布：旗下FARAPULSE™系列脉冲电场消融产品，包括FARAWAVE一次性使用心脏脉冲电场消融导管、FARASTAR心脏脉冲电场消融系统，已获得国家药品监督管理局（NMPA）批准。**至此，波科的FARAPULSE™ PFA系统是全球唯一一款同时获得欧盟CE、美国食品药品监督管理局（FDA）、中国国家药品监督管理局（NMPA）批准上市的PFA系统。美敦力2023年11月宣布其PFA产品 PulseSelect 在获得CE批准上市后仅一个月，就顺利获得了FDA首个PFA治疗阵发性和持续性房颤的批准，成为首个获得FDA批准的脉冲场消融技术。强生旗下Biosense Webster的Varipulse脉冲消融（PFA）于近日获CE批准上市，有望成为第三家PFA技术获得 FDA 批准治疗房颤的公司。雅培新型Volt™脉冲电场消融（PFA）系统也已正式应用于人体，并在3月完成Volt PFA关于CE注册所需临床研究入组。（来自赛柏蓝器械）

**7月10日，江西医保局发布《关于糖代谢等生化类检测试剂拟集采品种的公示》。**文件指出，根据《国家医疗保障局办公室关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》、《江西省医药价格和招标采购工作规程（试行）》和《国家医疗保障局办公室关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》有关精神，江西省拟牵头开展糖代谢等生化类检测试剂集中带量采购。其中，初步遴选出32个品种并进行公示，包括糖代谢、离子微量元素、血脂和脂蛋白、肝功类、胰腺类、肾功类等6个类别。（来自江西医保局）

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	*ST景峰	27.38%	业绩预告	1	普利制药	-36.19%	证监会立案
2	易瑞生物	19.50%	食品检测概念	2	荣昌生物	-28.17%	现金流因素引发市场担忧
3	国药现代	12.51%	业绩预告	3	博瑞医药	-19.31%	竞品影响
4	哈药股份	11.94%	业绩预告	4	嘉应制药	-16.71%	业绩预告
5	皓元医药	10.44%	生命科学上游	5	健之佳	-13.95%	业绩预告

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、医院门诊量恢复低于预期。

## 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。