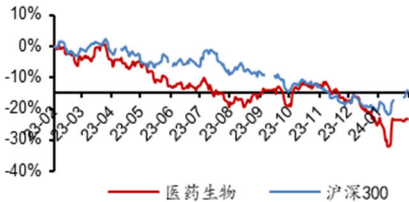


持续看好医药的配置价值

行业评级：增持

报告日期：2024-2-26



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

- 1.行业周报：全年主线紧抓“中药+创新药械”，兼顾出海标的 2024-01-01
- 2.行业周报：全年主线紧抓“中药+创新药械”，兼顾出海标的 2024-01-08
- 3.行业周报：年度业绩预告将陆续发布，关注优质业绩公司 2024-01-16
- 4.行业周报：再次回调，新机会在哪里？ 2024-01-22
- 5.行业周报：寻求医药真增长标的 2024-02-19

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 2.09%，跑输沪深 300 指数 1.62 个百分点，跑输上证综指 2.76 个百分点，行业涨跌幅排名第 33。2 月 23 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 24X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 2 月 16 日 PE 上涨 0.1，比 2012 年以来均值（34X）低 10 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，10 个子行业上涨，3 个子行业下跌。其中，原料药为涨幅最大的子行业，上涨 5.76%；线下药店为跌幅最大的子行业，下跌 4.23%。2 月 23 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 46X。

■ 持续看好医药的配置价值

本周医药指数上涨但是跑输沪深 300 指数，指数持续反弹。医药生物 YTD 的涨幅是-11.57%，位列申万一级分类涨幅排行 top26。细分板块方面，原料药、医药流通和疫苗等领涨，药店、设备和血制品领跌。个股涨幅 top10 为之前跌幅较大的小市值公司、以及 GLP-1 产业链相关标的，跌幅则以前期相对跌幅不大的公司为主，没有明确的主线。港股 HSCIH 周涨幅 3.65%。本周业绩预告较多，市场担心的利空因素，估计周末已经消化，接下来大家更关注的是 2024 年比较有业务确定性的公司。

近期还处于反弹行情，市场总体乐观，而我们在乐观的同时，认为投资标的的选择还是要落实到标的业务发展和成长性，寻求真成长的医药标的。反弹背景下，投资思路更多是把握住熟悉的低位股票继续持股、同时寻求具备反弹基础的标的，具备业务特色，相对比较白马的公司，业务开展和管理层靠谱的，估值符合投资人心理预期的情况下可以陆续进行配置；同时一些相对熟悉的公司，因为市场因素下跌而带来的投资机会需要把握住。标的选择上，泽璟制药、康缘药业、亚辉龙、健麾信息、英诺特、麦澜德等我们会率先进行关注，兼顾了中药+创新标的，同时还有部分产品业务推进的催化。

医药生物（申万）2024 年至今走势回到 2018 年年底和 2019 年年初的低点位置。考虑到估值消化、基金持仓、成长性等方面，我们更加看好医药后市的表现，我们对医药看好的观点不变，归根到底基

于的逻辑是医药的成长属性：（1）政策相关的利空已经进入尾声；（2）医药的大单品持续爆出显示出医药产品的投资价值；（3）2023年底医保继续谈判利好符合预期有望2024年陆续贡献增量；（4）基金对医药的仓位在犹犹豫豫中小幅环比增加但是2024年随着医药的大幅回调预计减仓不少，持仓处于低位；（5）美联储不加息并且可能降息的预期影响医药成长股的估值。

站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路：我们认为2024年需要关注中药、创新药和创新器械，兼顾具备国际化能力的公司。具体观点详细参考我们已经2023年12月17日外发的报告《2024年医药投资策略：现金流、商业化、传统与国际市场》。

2月份建议配置个股：泽璟制药、亚辉龙、英诺特、海泰新光、健麾信息、艾迪药业、迈瑞医疗、智飞生物、麦澜德、康缘药业、贵州三力、康恩贝、佐力药业。兼顾了大白马的配置标的，和可以带来弹性的小市值公司，其中新增艾迪药业、麦澜德、康缘药业、贵州三力、康恩贝、佐力药业，考虑到近期公司业务开展健康持续以及公司的估值。

2024年投资策略上，依旧是品种为王，传统、现代和全球化需要相结合的主线：

（1）传统，指的是中药，中药相关标的，需要紧紧抓住中药创新药、品牌OTC和普通OTC以及国企改革带来的代表性个股的机会；康缘药业、以岭药业、昆药集团、贵州三力、同仁堂等需要多关注。

（2）现代，指的是fast follow的药械甚至FIC的药械公司，2024年是品类落地+产品商业化持续放量的年份，不少公司2025年开始扭亏为盈带来的公司逻辑变化和估值变化，会带来新的投资机会。

（3）国际化：国际化的标的，需要配置更多的仓位，我们团队2023年在亿帆医药、君实生物、绿叶制药等标的进行前瞻推荐基于产品获得FDA审批，而2024年则是审批+商业化的销售进展。

相关的投资思路建议：

（1）行业市值龙头配置（流动性+配置）：药、械、制品龙头、服务，如智飞生物、迈瑞医疗、爱尔眼科等，建议关注恒瑞医药、药明康德。

（2）细分领域龙头公司：亚辉龙（发光追赶+自免领先+增速快）+君实生物（出海美国FDA鼻咽癌获批在即+管理改善）+绿叶制药（CNS龙头+出海）+特宝生物（乙肝干扰素独家）、艾迪药业（HIV复方单片）、兴齐眼药（阿托品）、英诺特（华安独家，呼吸道poc检测细分龙头）。

（3）仿制企稳创新变化公司：信立泰（集采利空出尽+多个产品上市）+百诚医药（仿制药CRO），亿帆医药（627FDA已经获批），建议关注康哲药业。

（4）有望贡献大单品：泽璟制药（已经拥有商业化品种+凝血酶

已经 BD 落地超预期+马上杰克替尼获批+三抗数据持续读出)、百克生物(代庖大单品带动业绩环比增长)、欧林生物(全球独家金葡菌三期进展良好),建议关注科伦博泰、智翔金泰。

(5) 中药:以岭和康缘(中药处方药龙头)+贵州三力(产品丰富、销售能力强)+广誉远(老品牌)+达仁堂(老品牌)+同仁堂(老品牌)+固生堂(中医连锁稀缺标的)、中药国企的(昆药集团、康恩贝、太极集团、华润三九)。

(6) 药房(低估值):一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

(7) 医疗器械:康复+电生理+医疗供应链+骨科等,翔宇医疗、麦澜德、微创电生理、健麾信息等,建议关注威高骨科。

(8) 医疗服务:爱尔眼科、固生堂、美年健康、迪安诊断、国际医学、华夏眼科、海吉亚、瑞尔集团。

(9) 减肥药产业链持续关注,例如:海翔药业、华东医药、信达生物、圣诺生物等。

■ 本周个股表现: A 股超八成个股上涨

本周 491 支 A 股医药生物个股中, 396 支上涨, 占比 80.65%。

本周涨幅前十的医药股为:景峰医药(+60.87%)、常山药业(+40.97%)、长药控股(+40.28%)、荣丰控股(+40.11%)、大理药业(+37.26%)、龙津药业(+36.59%)、博济医药(+35.37%)、南华生物(+35.2%)、金花股份(+35.11%)、科源制药(+33.67%)。

本周跌幅前十的医药股为:兴齐眼药(-9.7%)、益丰药房(-8.98%)、阳光诺和(-8.67%)、信立泰(-7.95%)、海泰新光(-7.62%)、惠泰医疗(-6.94%)、神州细胞(-6.81%)、天坛生物(-6.68%)、特宝生物(-5.71%)、健之佳(-5.37%)。

本周港股 97 支个股中, 64 支上涨, 占比 65.98%。

■ 本周新发报告

公司深度泰恩康(301263):《核心品种构筑现有优势,CKBA 打开未来空间》;公司深度三诺生物(300298):《专注血糖检测,CGM 走出第二增长曲线》。

■ 风险提示

政策风险,竞争风险,股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块上涨.....	6
2 周观点：持续看好医药的配置价值.....	7
3 本周个股表现：A股超八成个股上涨.....	9
3.1 A股个股表现：超八成个股上涨.....	9
3.2 港股个股表现：超六成个股上涨.....	11
4 本周新发报告.....	12
4.1 公司深度泰恩康（301263）：核心品种构筑现有优势，CKBA 打开未来空间.....	12
4.2 公司深度三诺生物（300298）：专注血糖检测，CGM 走出第二增长曲线.....	14
风险提示：.....	15

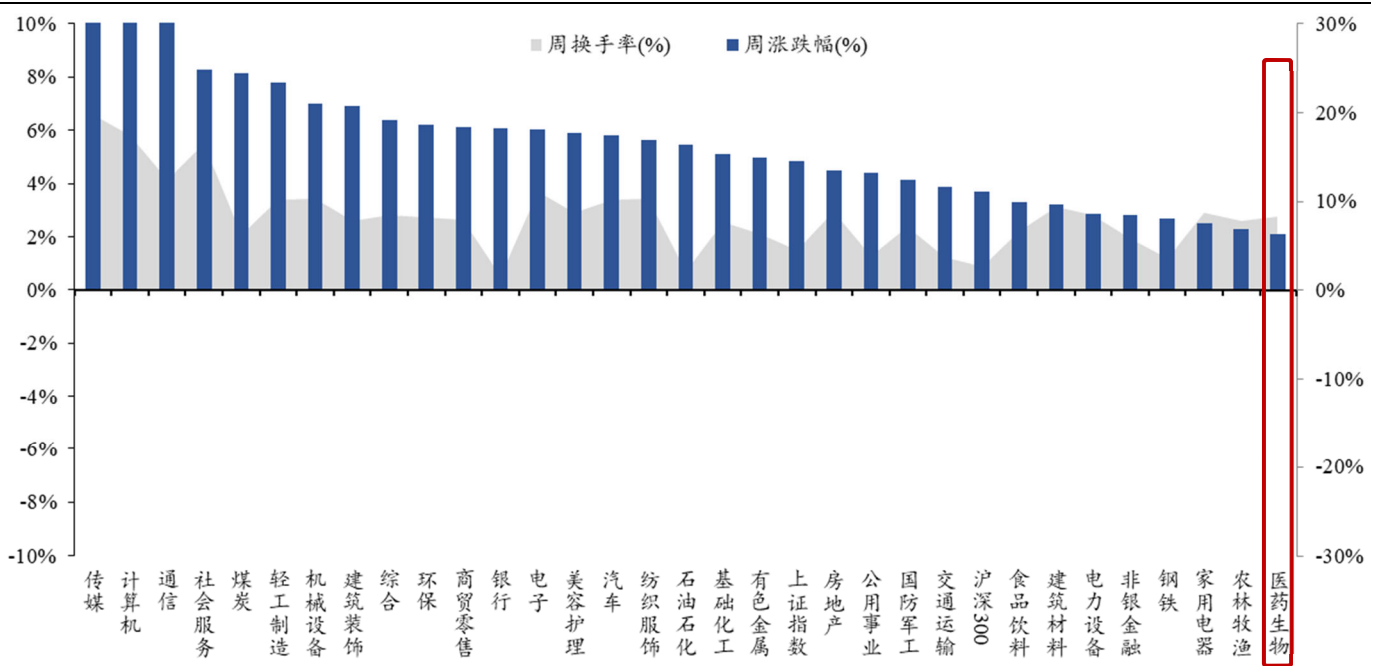
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）	6
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 2 月 23 日（本周五））	6
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）	7
图表 4 A 股医药股涨幅前十（本周）	9
图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）	10
图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）	10
图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）	11
图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）	11
图表 9 港股医药股成交额前十（本周）	12

1 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 2.09%，跑输沪深 300 指数 1.62 个百分点，跑输上证综指 2.76 个百分点，行业涨跌幅排名第 33。

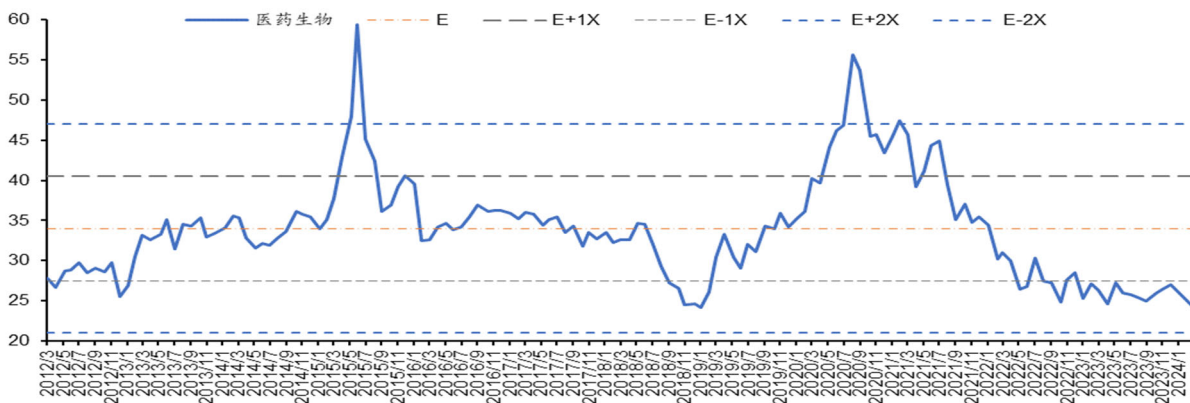
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

2月23日（本周五），医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值) 为 24X, 位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 2月16日 PE 上涨 0.1, 比 2012 年以来均值 (34X) 低 10 个单位。

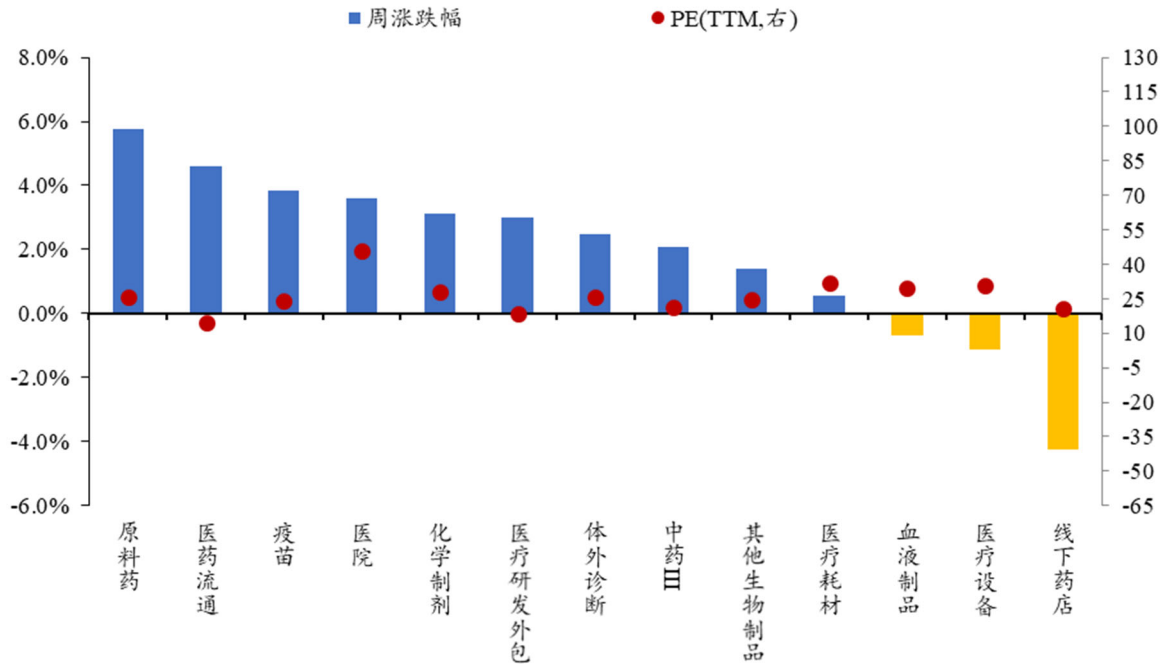
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 2 月 23 日（本周五））



资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药 III 级子行业中，10 个子行业上涨，3 个子行业下跌。其中，原料药为涨幅最大的子行业，上涨 5.76%；线下药店为跌幅最大的子行业，下跌 4.23%。2 月 23 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 46X。

图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 周观点：持续看好医药的配置价值

本周医药指数上涨但是跑输沪深 300 指数，指数持续反弹。医药生物 YTD 的涨幅是 -11.57%，位列申万一级分类涨幅排行 top26。细分板块方面，原料药、医药流通和疫苗等领涨，药店、设备和血制品领跌。个股涨幅 top10 为之前跌幅较大的小市值公司、以及 GLP-1 产业链相关标的，跌幅则以前期相对跌幅不大的公司为主，没有明确的主线。港股 HSCIH 周涨幅 3.65%。本周业绩预告较多，市场担心的利空因素，估计周末已经消化，接下来大家更关注的是 2024 年比较有业务确定性的公司。

近期还处于反弹行情，市场总体乐观，而我们在乐观的同时，认为投资标的的选择还是要落实到标的业务发展和成长性，寻求真成长的医药标的。反弹背景下，投资思路更多是把握住熟悉的低位股票继续持股、同时寻求具备反弹基础的标的，具备业务特色，相对比较白马的公司，业务开展和管理层靠谱的，估值符合投资人心理预期的情况下可以陆续进行配置；同时一些相对熟悉的公司，因为市场因素下跌而带来的投资机会需要把握住。标的选择上，泽璟制药、康缘药业、亚辉龙、健麾信息、英诺特、麦澜德等我们会率先进行关注，兼顾了中药+创新标的，同时还有部分产品业务推进的催化。

医药生物（申万）2024 年至今走势回到 2018 年年底和 2019 年年初的低点位置。考虑到估值消化、基金持仓、成长性等方面，我们更加看好医药后市的表现，我们对医药看好的观点不变，归根到底基于的逻辑是医药的成长属性：（1）政策相关的利空已经进入尾声；（2）医药的大单品持续爆发出显示出医药产品的投资价值；（3）2023 年底医保继续谈判利好符合预期有望 2024 年陆续贡献增量；（4）基金对医药的仓位在犹豫豫中小幅环比增加但是 2024 年随着医药的大幅回调预计减仓不少，持仓处于低位；（5）美联储不加息并且可能降息的预期影响医药成长股的估值。

站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路，我们认为 2024 年需要关注中药、创新药和创新器械，兼顾具备国际化能力的公司。具体观点详细参考我们已经 2023 年 12 月 17 日外发的报告《2024 年医药投资策略：现金流、商业化、传统与国际市场》。

2 月份建议配置个股：泽璟制药、亚辉龙、英诺特、海泰新光、健麾信息、艾迪药业、迈瑞医疗、智飞生物、麦澜德、康缘药业、贵州三力、康恩贝、佐力药业。兼顾了大白马的配置标的，和可以带来弹性的小市值公司，其中新增艾迪药业、麦澜德、康缘药业、贵州三力、康恩贝、佐力药业，考虑到近期公司业务开展健康持续以及公司的估值。

2024 年投资策略上，依旧是品种为王，传统、现代和全球化需要相结合的主线：

（1）传统，指的是中药，中药相关标的，需要紧紧抓住中药创新药、品牌 OTC 和普通 OTC 以及国企改革带来的代表性个股的机会；康缘药业、以岭药业、昆药集团、贵州三力、同仁堂等需要多关注。

（2）现代，指的是 fast follow 的药械甚至 FIC 的药械公司，2024 年是品类落地+产品商业化持续放量的年份，不少公司 2025 年开始扭亏为盈带来的公司逻辑变化和估值变化，会带来新的投资机会。

（3）国际化：国际化的标的，需要配置更多的仓位，我们团队 2023 年在亿帆医药、君实生物、绿叶制药等标的进行前瞻推荐基于产品获得 FDA 审批，而 2024 年则是审批+商业化的销售进展。

相关投资思路建议：

（1）行业市值龙头配置（流动性+配置）：药、械、制品龙头、服务，如智飞生物、迈瑞医疗、爱尔眼科等，建议关注恒瑞医药、药明康德。

（2）细分领域龙头公司：亚辉龙（发光追赶+自免领先+增速快）+君实生物（出海美国 FDA 鼻咽癌获批在即+管理改善）+绿叶制药（CNS 龙头+出海）+特宝生物（乙肝干扰素独家）、艾迪药业（HIV 复方单片）、兴齐眼药（阿托品）、英诺特（华安独家，呼吸道 poct 检测细分龙头）。

（3）仿制企稳创新变化公司：信立泰（集采利空出尽+多个产品上市）+百诚医药（仿制药 CRO），亿帆医药（627FDA 已经获批），建议关注康哲药业。

（4）有望贡献大单品：泽璟制药（已经拥有商业化品种+凝血酶 BD 落地超预期+凝血酶获批+马上杰克替尼获批+三抗数据持续读出）、百克生物（代庖大单品带动业绩环比增长）、欧林生物（全球独家金葡菌三期进展良好）；建议关注科伦博泰、智翔金泰。

（5）中药：以岭和康缘（中药处方药龙头）+贵州三力（产品丰富、销售能力强）+广誉远（老品牌）+达仁堂（老品牌）+同仁堂（老品牌）+固生堂（中医

连锁稀缺标的)、中药国企的(昆药集团、康恩贝、太极集团、华润三九)。

(6) 药房(低估值): 一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

(7) 医疗器械: 康复+电生理+医疗供应链+骨科等, 翔宇医疗、麦澜德、微创电生理、健麾信息等, 建议关注威高骨科。

(8) 医疗服务: 爱尔眼科、固生堂、美年健康、迪安诊断、国际医学、华夏眼科、海吉亚、瑞尔集团。

(9) 减肥药产业链持续关注, 例如: 海翔药业、华东医药、信达生物、圣诺生物等。

3 本周个股表现: A股超八成个股上涨

3.1 A股个股表现: 超八成个股上涨

下文选取的A股出自A股分类: 申银万国行业类-医药生物。

本周491支A股医药生物个股中, 396支上涨, 占比80.65%。

本周涨幅前十的医药股为: 景峰医药、常山药业、长药控股、荣丰控股、大理药业、龙津药业、博济医药、南华生物、金花股份、科源制药。

图表4 A股医药股涨幅前十(本周)

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价(元)	周涨跌幅 (%)
1	000908.SZ	景峰医药	14.32	19.53	2.22	60.87
2	300255.SZ	常山药业	63.55	112.59	12.25	40.97
3	300391.SZ	长药控股	15.01	17.69	5.05	40.28
4	000668.SZ	荣丰控股	6.89	11.64	7.93	40.11
5	603963.SH	大理药业	5.74	17.64	8.03	37.26
6	002750.SZ	龙津药业	12.51	28.56	7.13	36.59
7	300404.SZ	博济医药	19.37	30.41	7.96	35.37
8	000504.SZ	南华生物	16.96	28.65	8.68	35.20
9	600080.SH	金花股份	19.91	26.43	7.08	35.11
10	301281.SZ	科源制药	8.16	32.63	30.13	33.67

资料来源: ifind, 华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为: 兴齐眼药、益丰药房、阳光诺和、信立泰、海泰新光、惠泰医疗、神州细胞、天坛生物、特宝生物、健之佳。

图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)
1	300573.SZ	兴齐眼药	125.27	179.41	144.00	-9.70
2	603939.SH	益丰药房	185.39	392.11	38.80	-8.98
3	688621.SH	阳光诺和	39.27	67.72	60.46	-8.67
4	002294.SZ	信立泰	136.48	317.50	28.48	-7.95
5	688677.SH	海泰新光	38.82	62.79	51.62	-7.62
6	688617.SH	惠泰医疗	189.57	280.61	419.69	-6.94
7	688520.SH	神州细胞	68.61	189.05	42.45	-6.81
8	600161.SH	天坛生物	246.59	453.64	27.53	-6.68
9	688278.SH	特宝生物	99.41	236.51	58.14	-5.71
10	605266.SH	健之佳	33.09	64.21	49.83	-5.37

资料来源: ifind, 华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为: 药明康德、迈瑞医疗、爱尔眼科、常山药业、恒瑞医药、通化金马、万泰生物、翰宇药业、智飞生物、太极集团。

图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周成交额 (亿元)
1	603259.SH	药明康德	1199.17	1,582.47	53.58	245.96
2	300760.SZ	迈瑞医疗	1707.65	3,518.63	290.21	59.92
3	300015.SZ	爱尔眼科	630.48	1,354.49	14.52	56.35
4	300255.SZ	常山药业	63.55	112.59	12.25	56.21
5	600276.SH	恒瑞医药	1648.15	2,704.06	42.39	49.18
6	000766.SZ	通化金马	121.52	151.35	15.66	47.30
7	603392.SH	万泰生物	237.52	890.03	70.18	46.77
8	300199.SZ	翰宇药业	86.67	118.27	13.39	45.41
9	300122.SZ	智飞生物	582.50	1,272.96	53.04	39.86
10	600129.SH	太极集团	142.37	220.86	39.66	38.95

资料来源：ifind，华安证券研究所

3.2 港股个股表现：超六成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 97 支个股中，64 支上涨，占比 65.98%。

本周涨幅前十的港股医药股为：科济药业-B、乐普生物-B、中国中药、药明康德、云顶新耀-B、医脉通、神威药业、东阳光长江药业、荣昌生物、赛生药业。

图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)
1	2171. HK	科济药业-B	32.69	32.69	6.25	27.29
2	2157. HK	乐普生物-B	62.87	62.87	4.17	25.60
3	0570. HK	中国中药	196.26	196.26	4.29	25.07
4	2359. HK	药明康德	169.85	1,295.97	48.30	18.38
5	1952. HK	云顶新耀-B	59.41	59.41	20.20	16.76
6	2192. HK	医脉通	49.07	49.07	7.43	15.37
7	2877. HK	神威药业	69.50	69.50	9.25	10.65
8	1558. HK	东阳光长江药业	78.18	78.18	9.78	10.63
9	9995. HK	荣昌生物	37.03	106.32	21.50	10.60
10	6600. HK	赛生药业	75.32	75.32	13.22	10.17

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：圣诺医药-B、博安生物、加科思-B、开拓药业-B、高视医疗、维亚生物、永泰生物-B、德琪医药-B、再鼎医药、方达控股。

图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)
1	2257. HK	圣诺医药-B	16.00	16.00	20.10	-25.69
2	6955. HK	博安生物	47.93	47.93	10.36	-15.77
3	1167. HK	加科思-B	17.48	17.48	2.43	-13.21
4	9939. HK	开拓药业-B	5.89	5.89	1.45	-12.12
5	2407. HK	高视医疗	39.72	39.72	29.55	-9.91
6	1873. HK	维亚生物	11.39	11.39	0.58	-7.94

7	6978.HK	永泰生物-B	18.28	18.28	3.91	-5.56
8	6996.HK	德琪医药-B	7.23	7.23	1.18	-4.84
9	9688.HK	再鼎医药	139.70	139.70	15.50	-4.08
10	1521.HK	方达控股	33.72	33.72	1.77	-3.80

资料来源: ifind, 华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为: 中国中药、药明生物、药明康德、信达生物、石药集团、康方生物、京东健康、微创医疗、中国生物制药、阿里健康。

图表 9 港股医药股成交额前十 (本周)

序号	代码	公司名称	自由流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	周成交额 (亿元)
1	0570.HK	中国中药	196.26	196.26	4.29	35.26
2	2269.HK	药明生物	705.63	705.56	18.24	32.16
3	2359.HK	药明康德	169.85	1295.97	48.30	18.55
4	1801.HK	信达生物	586.69	586.69	39.80	17.14
5	1093.HK	石药集团	683.43	683.43	6.32	9.27
6	9926.HK	康方生物	348.04	348.04	45.55	8.34
7	6618.HK	京东健康	888.01	888.01	30.65	6.73
8	0853.HK	微创医疗	132.99	132.99	7.98	6.62
9	1177.HK	中国生物制药	536.33	536.33	3.14	6.44
10	0241.HK	阿里健康	517.51	517.51	3.54	6.37

资料来源: ifind, 华安证券研究所

4 本周新发报告

4.1 公司深度泰恩康 (301263): 核心品种构筑现有优势, CKBA 打开未来空间

我们 2024 年 2 月 23 日发布【34 页】公司深度泰恩康 (301263): 《核心品种构筑现有优势, CKBA 打开未来空间》, 核心观点如下:

代理起家, 拓展研发外延成为综合性医药企业

泰恩康成立于 1999 年, 经过 20 余年的发展, 公司已经发展为一家以代理业务为基础, 自产产品快速发展的综合性医药公司。公司发展历程分为三个阶段: (1) 代理运营阶段 (1999-2002); (2) 拓展医疗设备领域阶段 (2002-2009); (3)

切入医药生产阶段（2009 至今）。公司实际控制人为郑汉杰、孙伟文夫妇，两人合计直接持有公司 36.33% 股份。公司产品品类丰富，公司代理产品主要为和胃整肠丸、沃丽汀和强生的吻合器。其中，和胃整肠丸、沃丽汀是公司在国内的独家代理产品；公司自产产品分为化学药、外用药及中药、医疗器材及卫生材料，其中“爱廷玖”盐酸达泊西汀片用于治疗 18-64 岁男性早泄（PE）患者，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药相同。该产品自 2020 年上市以来快速放量。2023 年前三季度，公司营业收入达 5.81 亿元，同比增长 1.34%，公司归母净利润达 1.42 亿元，同比增长 11.53%。公司销售模式以经销为主，2022 年，公司经销收入约 5.83 亿元，占公司营业收入比例为 74.38%。

代理自产齐发力，三大核心品种构筑核心竞争力

和胃整肠丸：竞争格局优，提价策略带来新增长。和胃整肠丸属于肠胃用药中的止泻通便类药物，公司自成立之初便开始代理销售，和胃整肠丸的销售收入从代理第一年的 128.28 万元，增长至 2022 年的 1.58 亿元。2023 年上半年，和胃整肠丸贡献销售收入 0.96 亿元，同比增加 55.80%。2023 年 7 月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，公司受让取得泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，并进行生产线改造，提升其整体产能。本次交易完后，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品，进一步扩大公司在品牌中成药领域的生产销售优势。和胃整肠丸有望量价齐升，为公司带来持续增量。

沃丽汀：治疗眼底疾病原研药，知名度和渠道优势助力稳定增长。沃丽汀为日本第一药品产业株式会社生产的原研药，公司为沃丽汀中国总代理，沃丽汀与竞品相比，竞争优势明显。

爱廷玖+爱廷威：爱廷玖 PE 市场表现亮眼，爱廷威在抗 ED 市场有望快速放量。抗 ED 市场成熟，竞争激烈，最初进入中国抗 ED 药物市场的药企都是外国企业，借助价格和渠道优势，爱廷玖快速放量，2021 年销售额达到 1.54 亿元，同比增长约 115%，占公司营业收入比例为 23.55%，收入超过和胃整肠丸，成为公司销售额第二大产品。公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于 2022 年 6 月获批，并于 2022 年 8 月上市销售，其质量、疗效与原研药品等同。“爱廷威”他达拉非片与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动效应，协同打开两性健康市场，增加公司盈利水平。2022 年公司两性健康用药实现销售收入 2.29 亿元，同比增长 48.48%；2023 年上半年，公司两性健康用药实现销售收入 1.44 亿元，同比增长 36.15%。

三大研发平台，赋能自研药品核心技术

公司以成为创新驱动型综合性医药企业为目标，已建立三大医药研发技术平台：功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台以及仿制药开发及一致性评价技术平台。截至 2023 年 6 月 30 日，公司主要的医药自主研发项目 34 项，其中 7 项已经提交药品注册批件申请，1 项提交了临床试验申请，1 项获批开展 II 期临床试验，形成了良好的梯队。在加强公司自主创新的同时，泰恩康还通过控股子公司博创园切入白癜风创新药赛道。CKBA（赛克乳香酸）软膏将是公司挺进创新药赛道的第一步，白癜风缺乏对症药物治疗，国内现有化药均未获批白癜风适应症，市场存在空白。目前国内白癜风的研发格局良好，赛道拥挤度低。目前公司 CKBA 白癜风 II 期临床试验正式启动，研发上市有望打开公司未来成长的天花板。此外 CKBA 不仅可用于白癜风创新药的研发，还能够拓展至阿尔茨海默症适

应症，目前，CKBA 通过靶向 MFE-2 治疗阿尔茨海默症动物，效果显著，潜力无穷。

投资建议

我们预计，公司 2023-2025 年收入分别为 8.15/10.62/13.74 亿元，同比增长 4.0%/30.3%/29.4%，归母净利润分别 1.79/2.67/3.59 亿元，同比增长 2.5%/49.3%/34.2%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.42/0.63/0.84 元，对应估值分别为 43X/29X/21X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

研发风险；代理运营业务的经营风险；进口药品注册证到期再注册风险。

4.2 公司深度三诺生物（300298）：专注血糖检测，CGM 走出第二增长曲线

我们 2024 年 2 月 23 日发布【25 页】公司深度三诺生物：《专注血糖检测，CGM 走出第二增长曲线》，核心观点如下：

血糖监测行业，刚需市场，人群基数大，市场潜力大

血糖监测是糖尿病管理和治疗的重要环节，血糖检测结果可以反映糖尿病患者糖代谢的紊乱程度，用于制定合理的降糖方案，评价降糖方案治疗效果以及指导调整治疗方案。随着生活水平提高，饮食结构及生活作息习惯变化，糖尿病患者数量呈现不断增长趋势，2021 年全球成年糖尿病患者人数达到 5.37 亿人，比例约占全球 10%左右的总人口，中国大陆成年糖尿病患者也达到了 1.41 亿人，预计 2030 和 2045 年分别将达到 1.64 亿人和 1.74 亿人。庞大的糖尿病患者群体为血糖监测市场提供重要的需求基础，中国 2015 年糖尿病患者人数约为 7730 万人，糖尿病监测医疗器械市场规模 33 亿元（约 5 亿美元），2020 年中国糖尿病患者人数约 1.16 亿人，糖尿病监测医疗器械市场规模为 85 亿元（约 13 亿美元）。预计 2030 年我国糖尿病监测医疗器械市场规模可达 397 亿元（约 61 亿美元）。

公司 BGM 保持稳健增长，CGM 国内市场和海外市场可期

三诺生物成立于 2002 年，深耕血糖监测行业二十余载，在国内血糖仪市场份额高，拥有超过 2100 万用户，血糖仪产品覆盖超过 3000 家的等级医院、超过 22 万家药店及 11 万家诊所，是国产血糖监测的核心品牌。公司在 BGM 领域拥有“安稳”、“安稳+”系列，“金稳”、“金稳+”系列，“金智”系列，“安易”、“亲智”等不同系列的家用血糖监测产品，凭借较高的性价比优势，满足不同 C 端客户需求。同时，公司也在发力院内市场，打造“金”系列产品、双功能产品、iPOCT、分钟诊所以及院内糖尿病管理系统，实现院内市场占有率提升。而且血糖仪在糖尿病患者中渗透率仍较发达国家差距较大，我们预计，未来很长时间内公司 BGM 业务仍能实现 10-15%复合增长。

CGM 较 BGM 拥有微创的检测优势，通过 24 小时连续监测组织液中的葡萄糖水平，获得更全面的趋势数据。三诺 CGM 产品采用第三代传感器技术，MARD 值低于 8.71%，而且年使用费用低于 5000 元，消费者可负担。CGM 首年上市有望实现收入近亿元，我们预计 2023-2025 年公司 CGM 收入分别为 0.8 亿元、3.0 亿元和 6.0 亿元，2030 年有望突破 20 亿元。同时，公司 CGM 产品正在美国临床试验中，

2025 年中预计能够获得 FDA 批准上市。美国 CGM 市场是医保付费市场，居民支付能力更强，我们预计公司正式进驻美国市场后，经过 5 年左右耕耘，能够占据 2-3% 左右的市场份额，销售收入约 3-5 亿美元，长期目标是达到 10% 左右的市场份额，销售收入超 10 亿美元。

公司海外子公司经营向好，公司盈利能力边际改善

公司通过海外收购，实现了从单一血糖指标检测向血糖、血脂、糖化血红蛋白、尿酸、尿微量白蛋白等围绕糖尿病及相关慢病的多指标检测系统的转变。公司对海外子公司的整合已经进入尾声，海外子公司 PTS 已经盈利，Trividia 2023 年下半年已经实现盈利，预计 2024 年全年维度业绩继续好转。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 收入有望分别实现 41.54 亿元、47.98 亿元和 55.62 亿元，同比增速分别约 47.6%、15.5% 和 15.9%，2023-2025 年归母净利润分别实现 3.05 亿元、4.50 亿元和 5.68 亿元，同比增速分别约 -29.2%、47.6% 和 26.2%。考虑到公司深耕于血糖监测，品牌价值已经形成，BGM 业务中长期保持 10-15% 增长，CGM 已经在国内上市，海外出海空间大，2025 年中预计获得美国 FDA 批准上市，远期峰值国内外市场合计有望达到 40 亿元（国内外各 20 亿元左右），CGM 也有望成为公司增长的第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

CGM 销售不及预期风险。

海外子公司经营出现不可预期亏损风险。

市场竞争加剧风险。

风险提示：

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师；中山大学本科、香港中文大学硕士；曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。受邀产业投资机构、产业峰会、上市公司、主流财经媒体等交流演讲。曾获得 Wind 金牌分析师、2023 中经医药大健康产业深具影响力分析师等。

分析师：李昌幸，分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

分析师：李婵，分析师，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。对外经贸大学金融硕士，具备五年二级市场工作经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。