

医药行业2024年中期策略报告

-行业复苏已至，创新驱动成长

华西医药团队 证券分析师：崔文亮 SAC NO: S1120519110002

徐顺利 SAC NO: S1120522020001

孙子豪 SAC NO: S1120523120003

王睿 SAC NO: S1120521070002

程仲瑶 SAC NO: S1120523120001

高瑛桥 SAC NO: S1120523080001

联系人：曹艳凯、孙曼萁

【团队荣誉】2015-2017年新财富第5、3、6名

2024年7月15日

- **整体观点：我们对医药板块2024年下半年行情有信心，主要基于以下：**
- 1、目前行业专项整治活动已开展接近一年，取得丰硕成果，后续预计将进入常态化阶段。在专项行动中，短期医院诊疗业务已逐步恢复，新品进院节奏也在逐步推进。考虑到去年下半年低基数效应，我们对于今年下半年医药板块增长有信心。
- 2、集采影响方面，2018年以来9轮药品带量采购已纳入423个品种，大多数品种均纳入集采，存量品种数量有限，各企业存量大品种已陆续集采完毕，药品集采对医药行业边际影响逐步衰减。耗材国采4批和批量省际联盟集采也覆盖了较多器械品类，集采规则制定和续约也趋于温和。
- 3、板块政策方面，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》，创新药产业链持续受到政策扶持；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》，各地持续推进，对于下半年设备采购有显著提振。
- 4、展望下半年，我们看好创新药、院内复苏、医疗设备、出海等几条逻辑线。

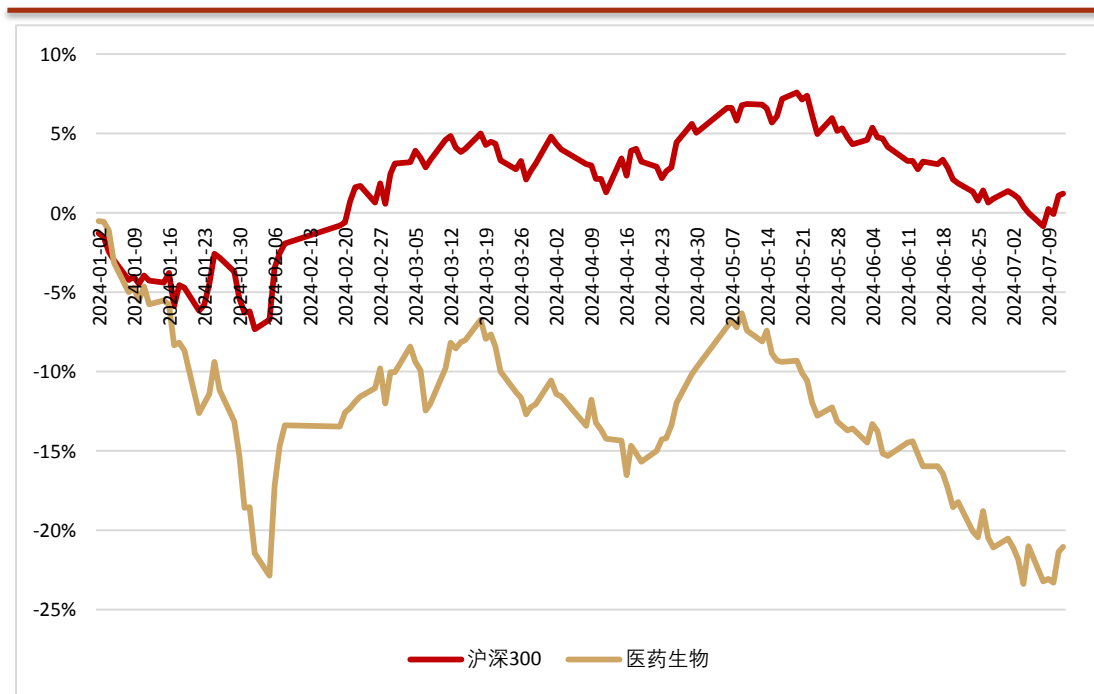


01 医药医药行业复盘与展望

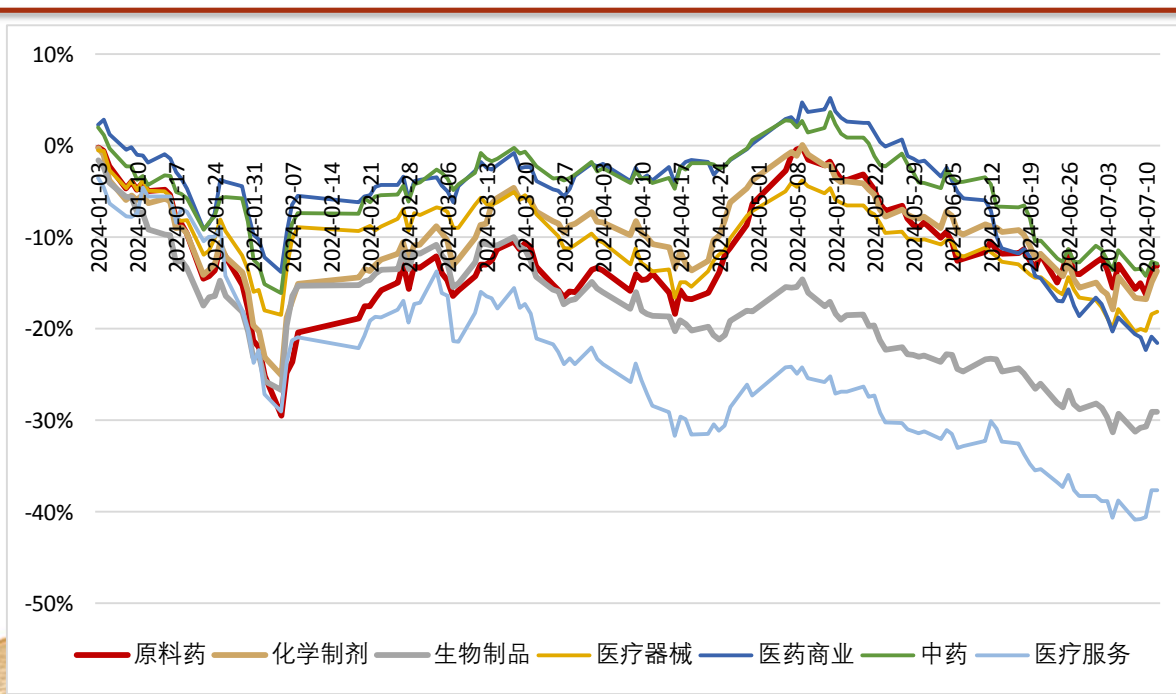
1.1 年初至今医药板块有所调整

- 2024年以来，医药指数下跌21.07%，沪深300上涨1.2%，医药指数整体跑输沪深300指数22.27%。1月受到整体资金面影响，大盘和医药均有所回调；春节后医药板块跟随大盘有所反弹；3月受到生物安全法案等法规影响医药板块整体调整；4月中旬到5月上旬，部分一季度业绩超预期公司带动医药板块有所反弹；五月中旬以来，受到整体大盘及对Q2预期影响，医药板块持续调整。

图：2024年以来沪深300和申万医药走势



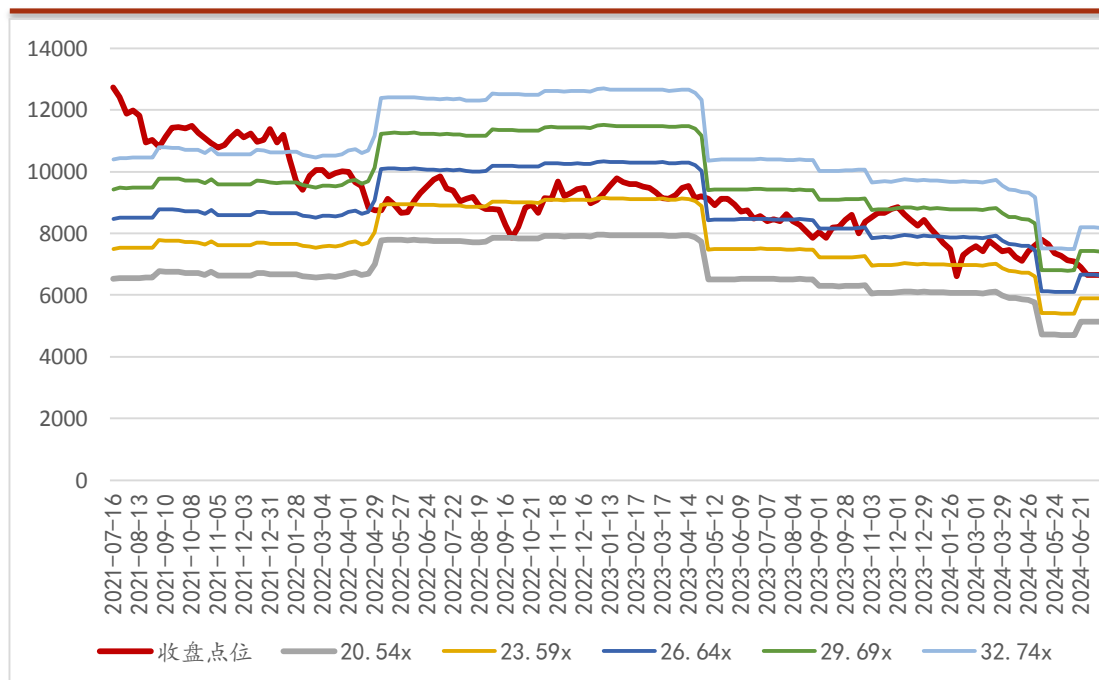
图：2024年以来医药子版块走势情况



1.1 年初至今医药板块有所调整

- 截至2024年7月12日，医药板块整体PE估值（TTM，整体法，剔除负值）为24倍，医药行业相对沪深300的估值溢价率为74.4%，低于四年来中枢水平（113%）。

图：申万医药PE-Bands



图：申万医药板块相对全A股PE估值溢价率（TTM，整体法，剔除负值）



1.2 反腐进入常态化阶段

- 2023年7月中纪委牵头联合14部委开展全国医药领域腐败问题集中整治工作动员部署会议，集中力量查处一批医药领域腐败案件，部署为期一年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。目前医疗反腐专项整治活动已开展接近一年，取得丰硕成果，后续预计将进入反腐常态化阶段。
- 在医疗反腐专项行动中，短期医院的诊疗业务已逐步恢复，新品进院节奏也在逐步推进，设备招采目前还没有恢复常态化，预计下半年设备更新会有一定改善。因此我们觉得下半年医药板块边际复苏态势明显。

表：医疗反腐专项行动政策

时间	部门	内容
2023年5月	国家卫健委	卫健委等发布2023年“纠正医药购销领域和医疗服务不正之风工作要点”
2023年7月	国家卫健委联合7部委	全国医药领域腐败问题集中整治工作视频会议召开，强调以“零容忍”态度坚决惩处腐败，针对医药领域生产、供应、销售、使用、报销等重点环节和“关键少数”深入开展医药行业全领域、全链条、全覆盖的系统治理。
2023年7月28日	中纪委牵头14部委	部署为期一年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。
2023年8月15日	国家卫健委	国家卫健委指出聚焦“关键少数”和关键岗位等。反腐聚焦两个“关键”，要与医药界辛勤付出、无私奉献的绝大多数分开，不得随意打击医务人员参加正规学术会议的积极性等，释放积极信号。
2023年12月	国家卫健委	发布《医院巡查工作管理办法（试行）》和新一轮的《大型医院巡查工作方案（2023—2026年度）》，开展新一轮大型医院巡查工作。
2024年5月27日	国家卫健委等14部门	印发《2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，反腐持续深化推进。

资料来源：国家卫健委，中纪委，华西证券研究所

1.3 2024下半年低基数效应业绩有望较好表现

- 2023年，医药板块整体消化疫情较高基数，导致业绩承压较大。其中2023年7月开始的行业整顿对于院内手术量、招投标、新品进院等业务节奏有一定影响，导致2023年下半年医药板块业绩表现欠佳。
- 2024年上半年院内业务节奏已开始逐步恢复，在反腐常态化叠加2023年低基数效应，我们预计2024年下半年板块整体业绩将有较好表现。

表：医药子板块业绩增速

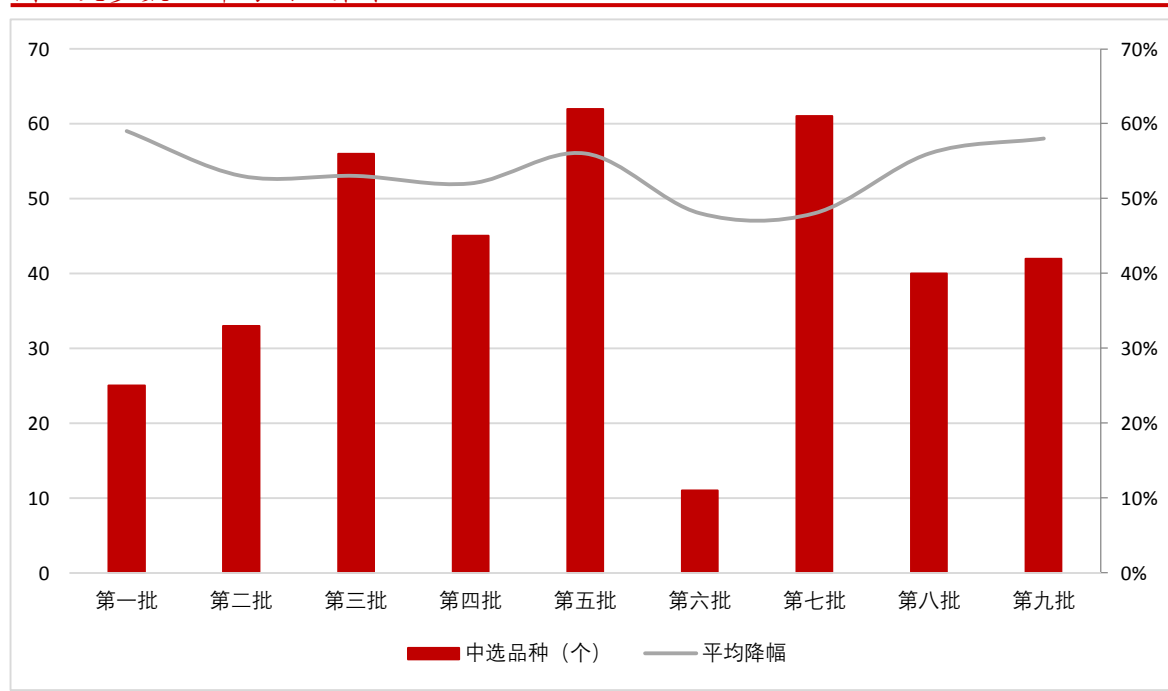
板块	营收增速 (%)													归母净利润增速 (%)												
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
医药生物	30.0%	14.2%	6.5%	6.6%	14.3%	6.6%	9.5%	7.9%	2.1%	5.5%	-2.8%	-1.8%	0.6%	81.4%	21.8%	-1.6%	1436.1%	23.0%	-7.5%	1.9%	-76.4%	-28.2%	-15.8%	-9.3%	-55.5%	0.4%
化学制药	18.2%	8.5%	5.6%	7.5%	5.3%	1.6%	3.3%	2.3%	5.8%	3.9%	-5.3%	-4.1%	4.1%	23.7%	-2.9%	6.4%	42.4%	-6.8%	-2.8%	-18.0%	297.9%	2.1%	-6.3%	-4.6%	-133.9%	48.0%
原料药	25.1%	6.9%	14.3%	19.7%	9.1%	4.4%	10.1%	-0.3%	5.3%	-4.9%	-6.4%	-9.6%	-0.4%	23.6%	-8.3%	1.8%	-52.4%	11.0%	5.5%	-8.0%	49.0%	-19.5%	-25.3%	-24.0%	-112.3%	-4.3%
中药	19.6%	8.9%	5.1%	0.6%	1.3%	2.6%	1.9%	10.7%	14.3%	13.5%	0.8%	-3.7%	-0.8%	16.4%	52.3%	-4.6%	146.9%	3.5%	-24.1%	-4.5%	-97.6%	56.1%	37.6%	17.3%	-30.9%	-7.9%
生物制品	37.3%	40.5%	40.1%	35.3%	15.0%	9.3%	0.9%	-5.2%	5.2%	5.8%	22.9%	16.6%	1.9%	100.6%	134.5%	52.4%	40.3%	-41.7%	-74.5%	-62.5%	-108.1%	-17.5%	-6.5%	212.1%	-211.5%	-34.6%
医药商业	24.7%	15.9%	4.4%	3.5%	8.0%	4.2%	11.5%	10.3%	14.9%	13.4%	-0.9%	3.9%	1.3%	39.2%	19.7%	-15.1%	-46.2%	-14.6%	4.6%	11.7%	-109.8%	13.7%	-31.2%	-8.3%	1.0%	-1.8%
医疗器械	106.3%	10.1%	-2.2%	3.8%	56.0%	8.4%	17.2%	8.2%	-42.8%	-19.1%	-21.2%	-21.4%	-2.4%	243.0%	8.8%	-24.3%	-21.3%	73.0%	-9.3%	30.5%	-58.6%	-70.9%	-33.0%	-49.2%	20.4%	-5.6%
医疗服务	76.3%	31.6%	18.4%	21.5%	44.8%	46.0%	35.3%	20.6%	0.3%	-5.0%	-6.8%	-5.2%	-7.2%	2596.3%	1.3%	16.5%	-17.9%	34.1%	98.1%	66.4%	-82.7%	0.8%	-29.0%	-19.8%	44.0%	-39.5%

资料来源：wind，华西证券研究所（注：医药生物数据为申万医药生物）

1.4 集采：药品集采存量品种有限，耗材集采规则持续优化

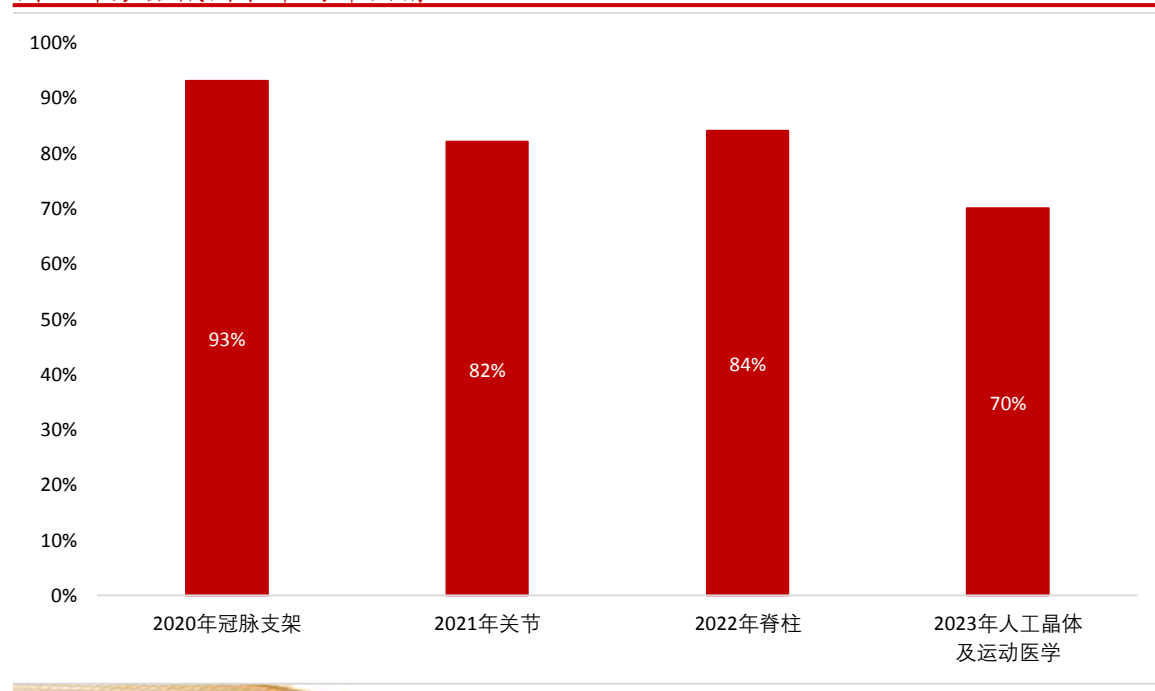
- **药品集采：**2018年以来9轮带量采购已纳入423个品种，大多数品种均纳入集采，存量品种数量有限，各企业存量大品种已陆续集采完毕，药品集采对医药行业边际影响逐步衰减。
- **耗材集采：**2019年以来，国家已组织冠脉支架、人工关节、脊柱、人工晶体和运动医学类等四批医用耗材集采，耗材集采规则持续优化，降价趋于温和，给国产厂家加速进口替代机会。2023年11月30日，第四批国家高值耗材集采开标，人工晶体平均降价60%，运动医学平均降价74%，整体降幅比较温和。人工晶体集采国内多款单焦点产品中标，整体降幅温和，未来有望通过集采加快产品放量。运动医学领域国产化率较低，国产和进口产品价格差相差不大，有望加速进口替代。

图：大多数品种均纳入集采



资料来源：医保局统计，华西证券研究所

图：部分器械国采平均降幅情况



资料来源：国家高值耗材联合采购办公室，华西证券研究所

1.4 集采：已集采品种续约规则温和

- 关节集采续约：2024年5月21日，天津市医药采购中心发布人工关节集中带量采购协议期满接续采购中选结果公示，关节国采续约正式落地。本次关节续约填报需求量58.16万套，其中髋关节28.6万套、膝关节29.4万套，与首轮集采协议量相比增长了7.42%，其中国产报量份额整体提升到72%。本次集采续约共54家企业167个产品中选，产品中选率约92%，平均中选价格小幅下降约6%，而中选产品价差平均从首轮集采的2.8倍大幅下降至1.1倍，市场竞争更加公平。
- 胰岛素集采续约：2024年4月23日，国家组织药品联合采购办公室公示胰岛素专项接续采购拟中选结果，共13家企业的53款品种参加本次集采，其中49款中选，中标率达92%，中选价格平均降幅为3.8%，其中二代平均降幅约2.4%，三代平均降幅约5.2%。本次集采规则提前发布明确的“中选线”，对A、B、C各类产品的中选价格进行明确指导。本次集采带量部分格局变化不大，国产厂家价格提升或降幅温和。

表：关节集采续约国产龙头厂家价格略有调整

厂商	产品类别	初次中标价（元）	续约中标（元）	相比初次中标价
天津正天	陶瓷-陶瓷	9920	7927	-20%
	陶瓷-聚乙烯	8480	7008	-17%
	合金-聚乙烯	未公开	5896	无
	膝关节	4416	5360	21%
爱康医疗	陶瓷-陶瓷	6896	7946	15%
	陶瓷-聚乙烯	6290	7041	12%
	合金-聚乙烯	6730	5889	-12%
	膝关节	4599	5323	16%
春立医疗	陶瓷-陶瓷	8000	7972	0%
	陶瓷-聚乙烯	7900	7094	-10%
	合金-聚乙烯	8110	5895	-27%
	膝关节	未中标	5408	无
威高骨科	陶瓷-陶瓷	7521	7901	5.10%
	陶瓷-聚乙烯	6628	7021	5.90%
	合金-聚乙烯	6706	5908	-11.90%
	膝关节	5233	5343	2.10%
大博医疗	陶瓷-陶瓷	9920	7956	-19.80%
	陶瓷-聚乙烯	8480	7066	-16.70%
	合金-聚乙烯	8306	5900	-29.00%
	膝关节	4646	5266	13.30%

表：胰岛素续约续约国产厂家价格提升或降幅温和

企业	药品名称	上一轮集采价格（元/支）	本轮集采续约价（元/支）	本轮集采相较于上一轮变化（%）
甘李药业	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）	17.89	25.9	45%
	门冬胰岛素注射液	19.98	25.9	30%
	赖脯胰岛素注射液	23.98	35.55	48%
	甘精胰岛素注射液	48.71	65.3	34%
	门冬胰岛素30注射液	24.56	25.9	5%
	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）	28.88	35.55	23%
通化东宝	人胰岛素注射液	28.96	25.93	-10%
	精蛋白人胰岛素注射液	29.96	25.93	-13%
	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）	28.96	25.93	-10%
	门冬胰岛素注射液	42.33	23.98	-43%
	甘精胰岛素注射液	77.98	63.33	-19%
	门冬胰岛素30注射液	-	23.98	-
联邦制药	人胰岛素注射液	28.77	25.91	-10%
	精蛋白人胰岛素注射液	29.37	25.91	-12%
	精蛋白人胰岛素混合注射液（30R）	27.37	25.91	-5%
	门冬胰岛素注射液	41.27	25.91	-37%
	甘精胰岛素注射液	66.97	65.31	-2%
	门冬胰岛素30注射液	41.27	25.91	-37%

资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，华西证券研究所

资料来源：上海阳光医药采购网，华西证券研究所



02 各子行业复盘与展望

2.1 全链条支持创新药发展实施方案落地，利好创新药企

➤ 政策激励提高创新药可及性：

- 全国：国务院总理李强在2024年7月5日主持召开国务院常务会议，研究部署推进数字经济高质量发展有关工作，审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。
- 上海市：2024年7月2日主持召开市政府常务会议，会议原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》并指出，要持续推动我市生物医药全产业链创新发展，打造具有国际影响力的生物医药产业高地和创新引擎。
- 《北京市支持创新医药高质量发展若干措施》，加速医药健康产业创新(2024年4月)
- 广州和珠海政府发布创新药高质量发展政策(2024年4月)《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》，支持创新药发展(2024年3月)
- 国家医保局《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》，探索更灵活的市场驱动的定价机制(2024年2月)
- 《浦东新区综合改革试点实施方案(2023—2027年)》，允许创新药参照国际同类药品定价(2024年1月)

图：全链条支持创新药发展实施方案

2024-07-05 19:34 来源：新华社

字号：默认 大 超大

| 打印



李强主持召开国务院常务会议

研究部署推进数字经济高质量发展有关工作

审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》

讨论进一步推动西部大开发工作

研究支持天津滨海新区高质量发展的政策措施

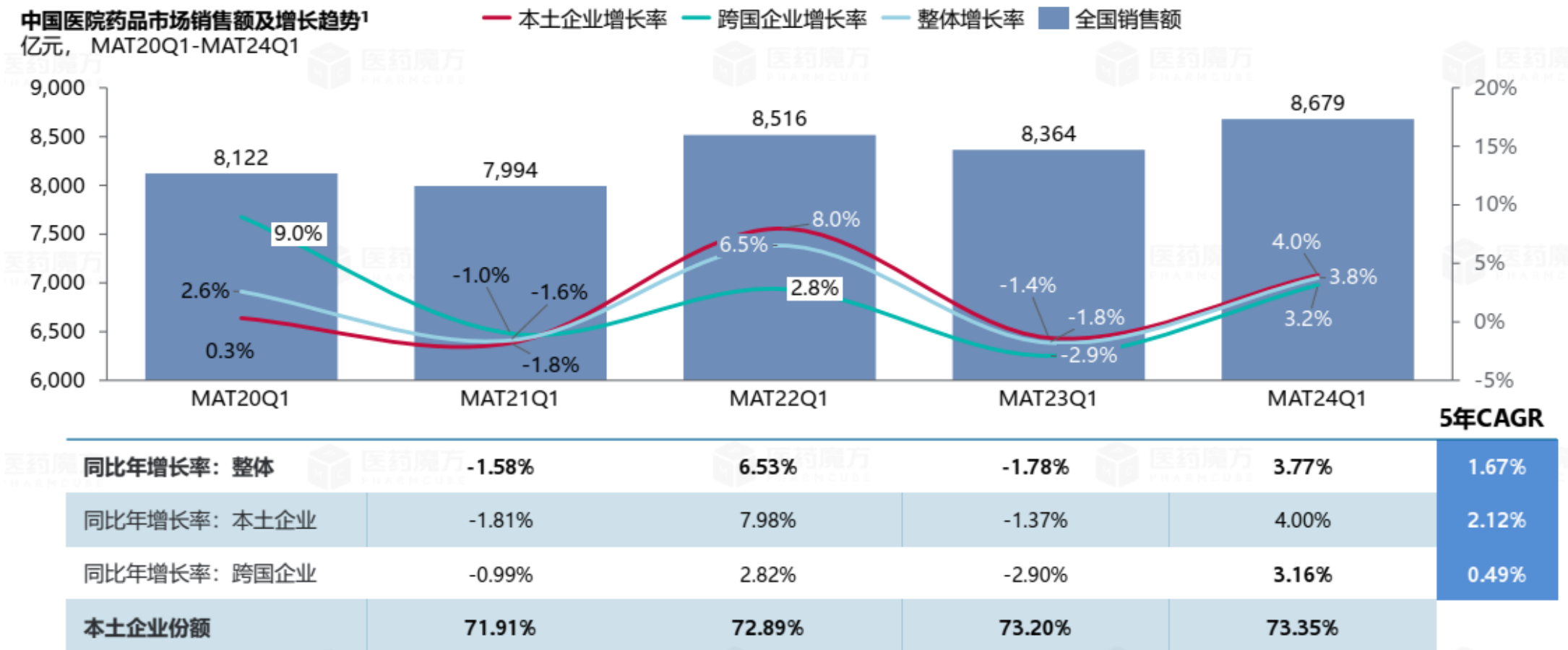
听取关于2023年度中央预算执行和其他财政收支审计查出主要问题及初步整改情况的汇报

新华社北京7月5日电 国务院总理李强7月5日主持召开国务院常务会议，研究部署推进数字经济高质量发展有关工作，审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，讨论进一步推动西部大开发工作，研究支持天津滨海新区高质量发展的政策措施，听取关于2023年度中央预算执行和其他财政收支审计查出主要问题及初步整改情况的汇报。

2.1 医药药品市场规模不断攀升

- 据医药魔方统计：MAT24Q1年度(2023年Q2-2024年Q1)，中国医院药品市场规模增至8,679亿元，增速为3.77%；跨国企业增速为近年最高，但本土企业份额在逐渐增加。

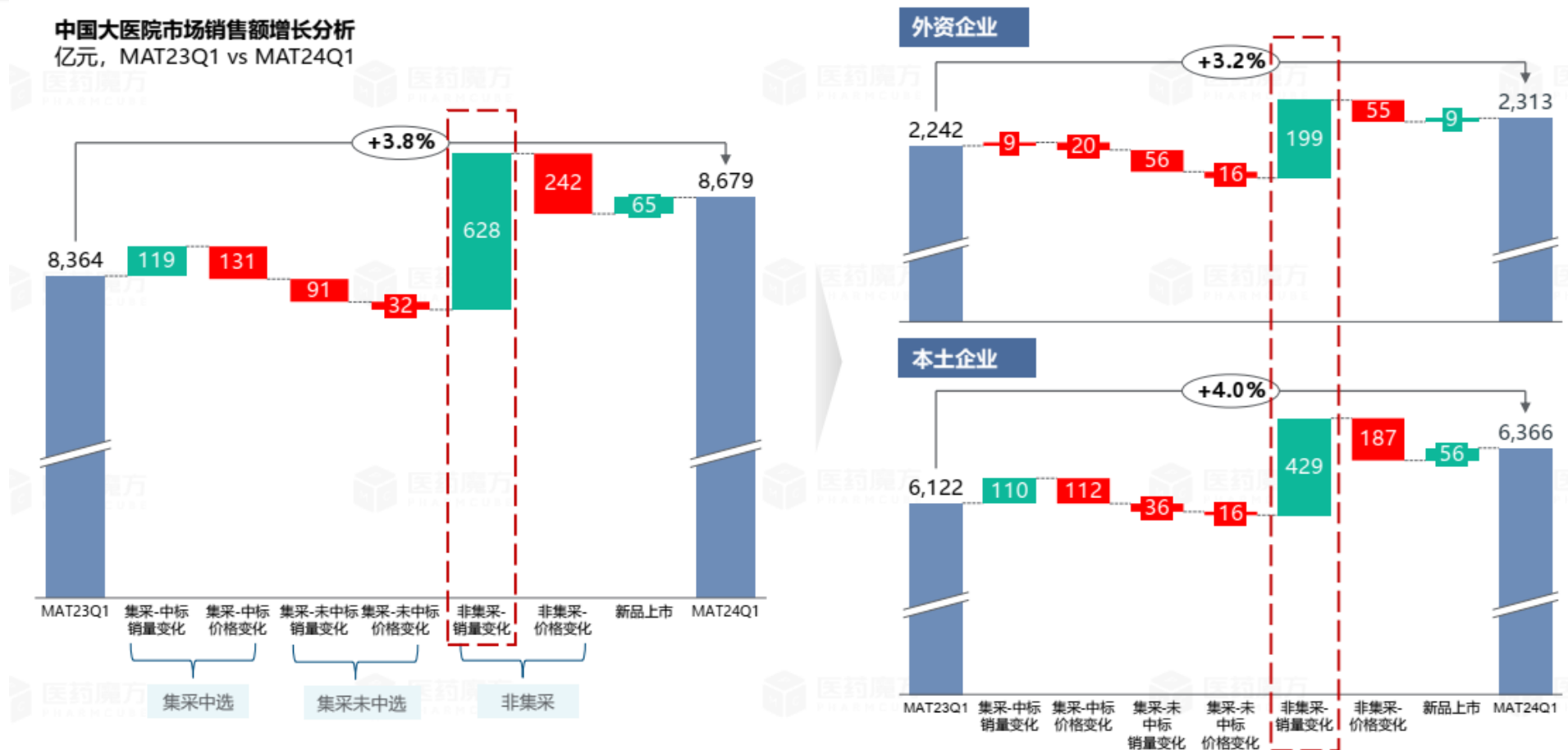
图：中国医院药品市场销售额及增长趋势



2.1 非集采品种销量提升

- 据医药魔方：从市场驱动因素看，MAT24Q1 (2023年Q2-2024年Q1) 市场规模同比增长仍主要来源于非集采品种销量提升，其中本土企业贡献显著高于外资企业。

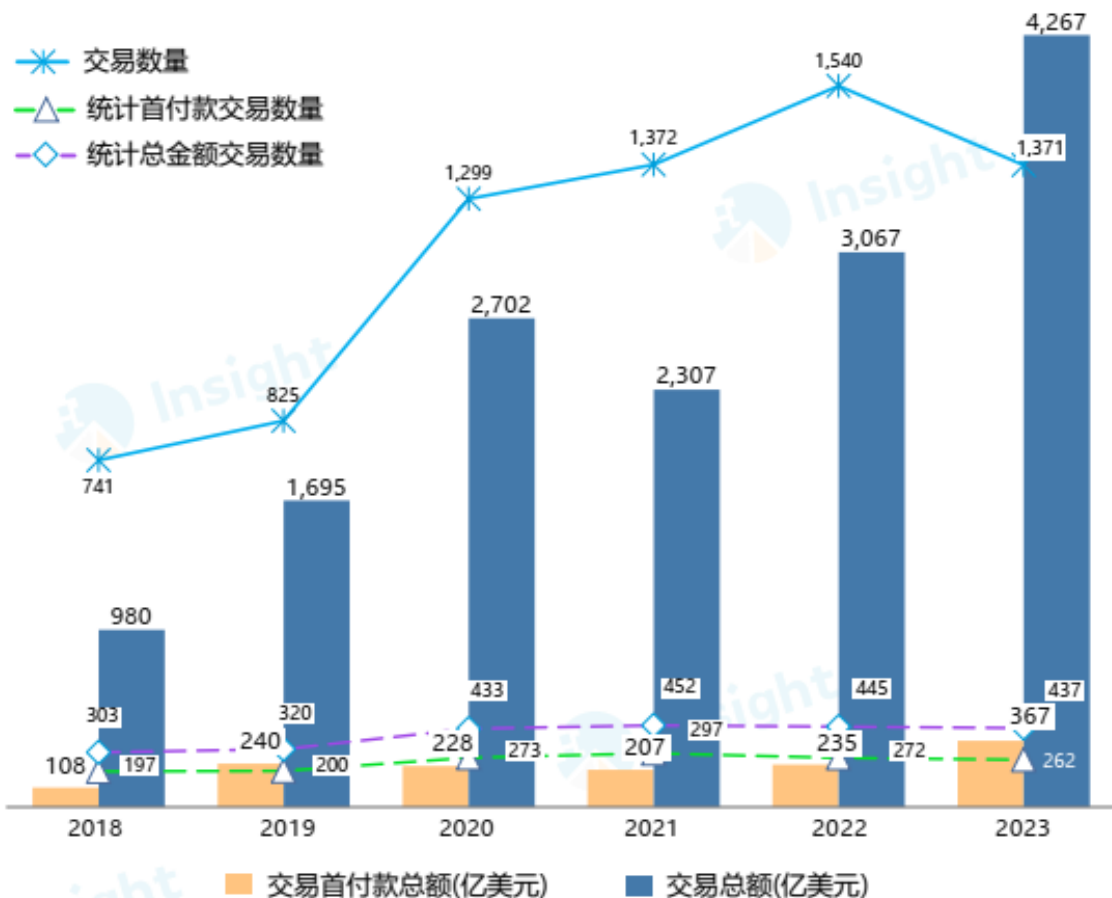
图：中国大医院市场销售额增长分析



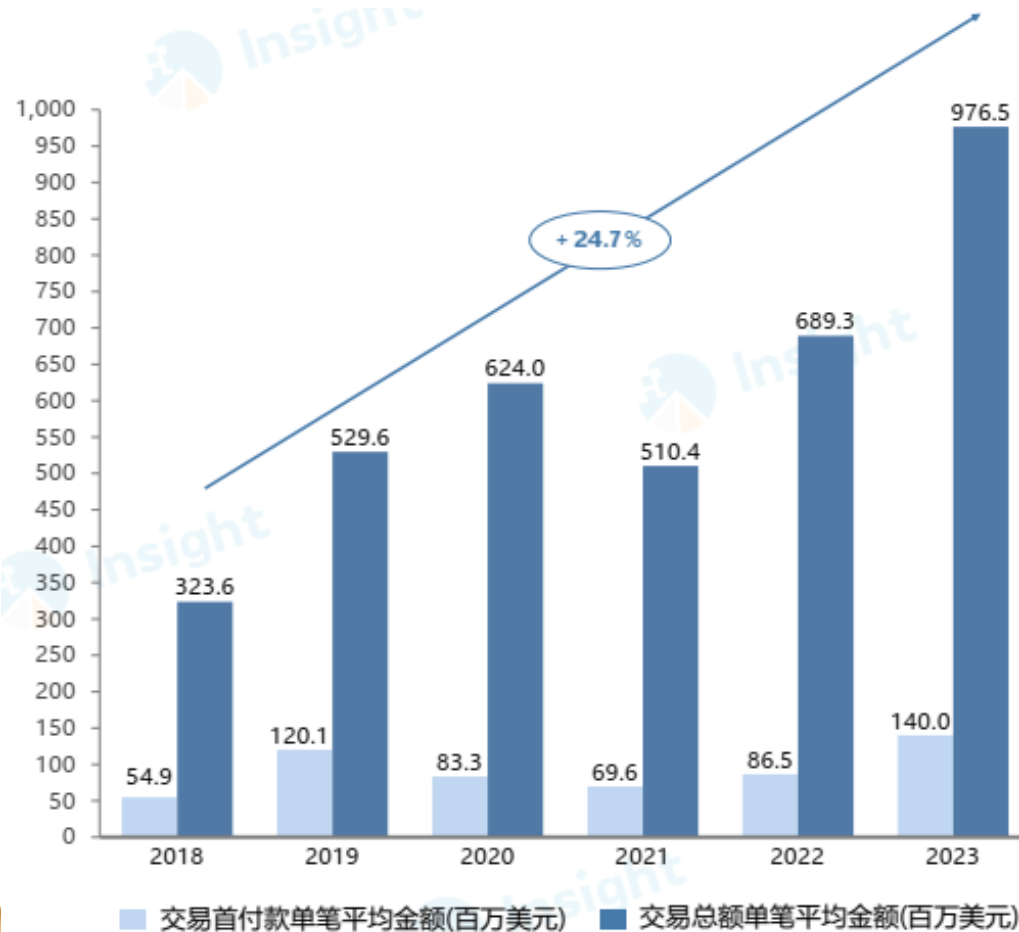
2.1 药品BD金额创新高：2023年全球医药交易金额大幅上升

➤ 2023年全球医药交易金额大幅上升，交易数量首次迎来下降；单笔交易总额均值持续增长，首付款均值2023年创新高。

图：2018-2023年全球医药交易数量及金额

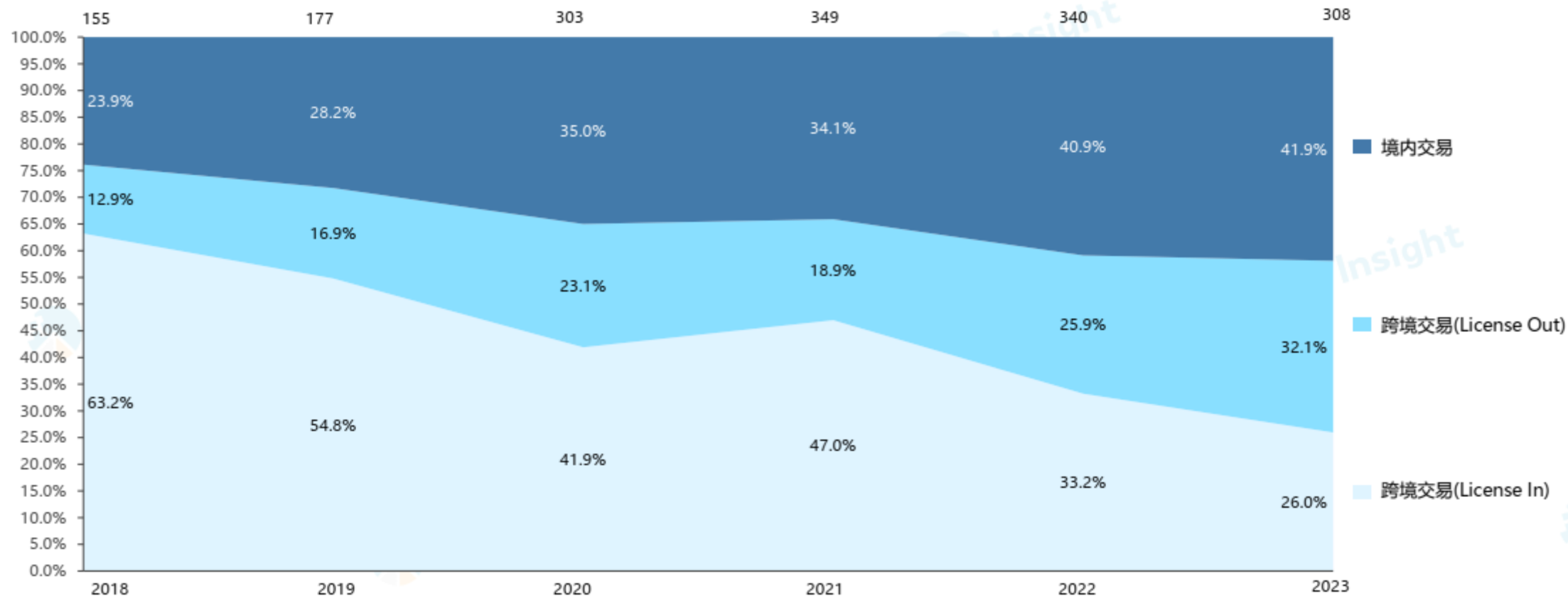


图：2018-2023年全球交易单笔金额



2.1 中国Licenseout和境内交易占比持续增长

图：2018-2023年中国医药交易行为分类占比



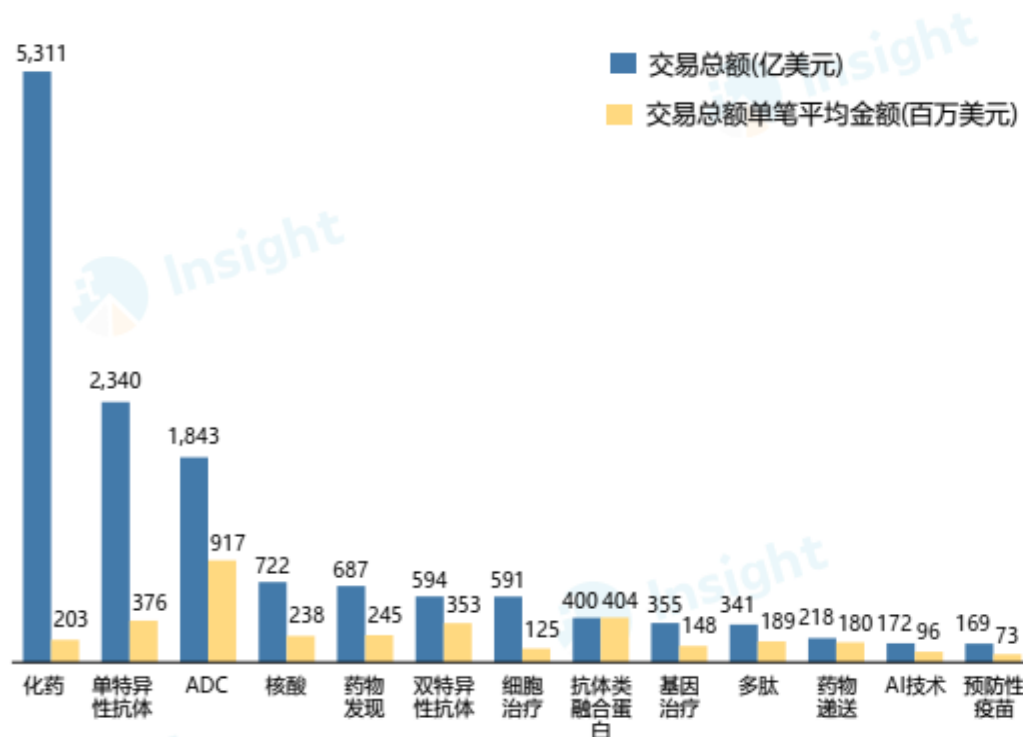
资料来源：丁香园Insight数据库，华西证券研究所

2.1 ADC药物交易总金额即将超过化药排在第一位

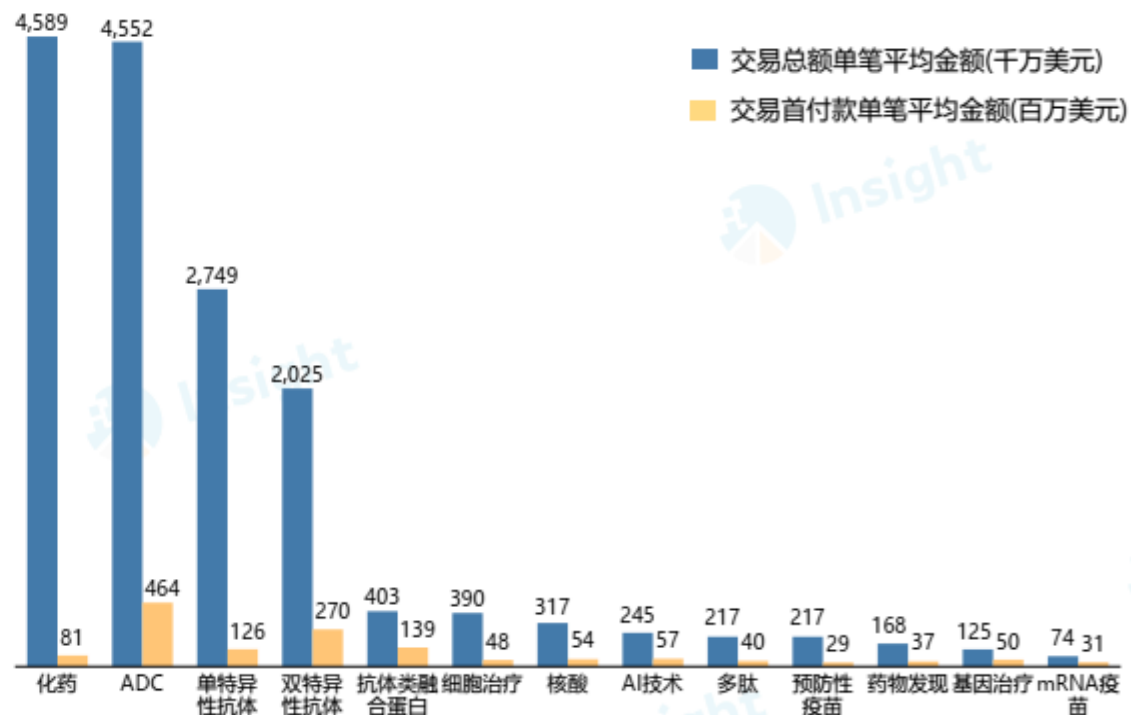
- 从交易总金额看，对比全球，国内化药占比较低，ADC等抗体类药物排位居前，ADC药物即将超过化药排在第一位。
- 从单笔平均金额看，国内与全球基本一致，均为ADC等抗体类药物排位居前，但国内药物发现的排名低于全球，AI技术的排名高于全球。

图：2018-2023年中国医药交易行为分类占比

2018 年至今全球医药交易各技术类别金额

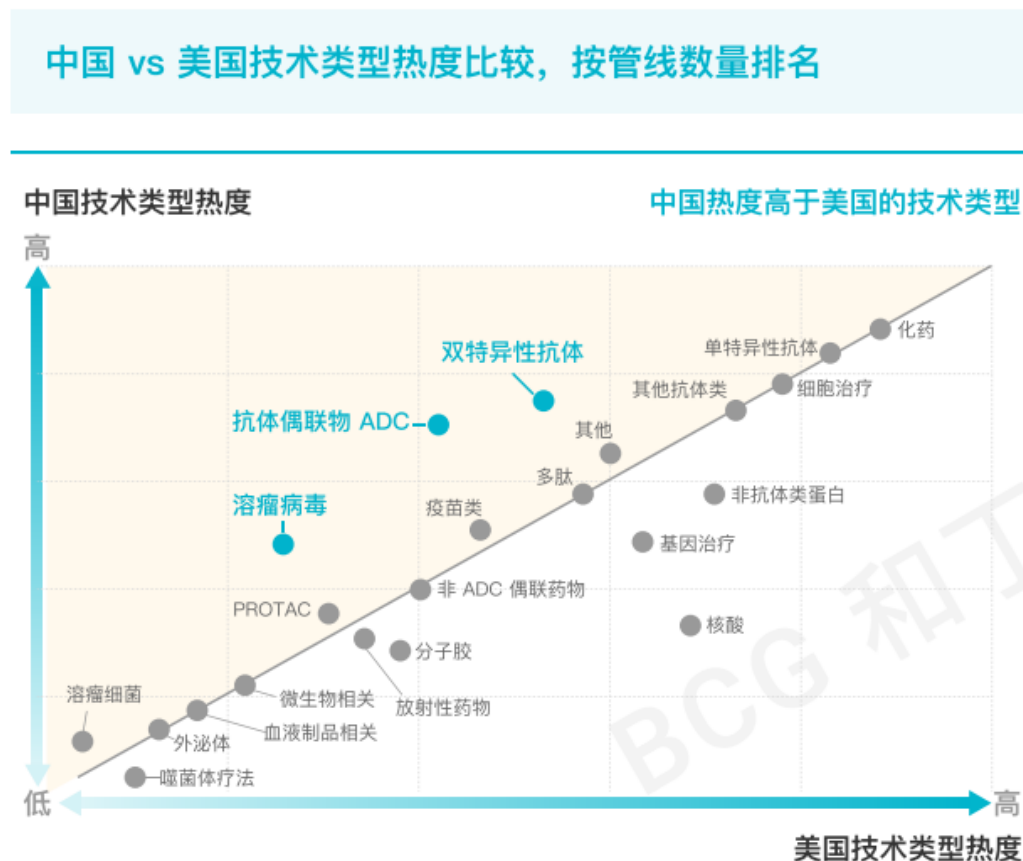


2018 年至今中国医药交易各技术类别金额



2.1 技术类型：中国在部分新兴技术领域如ADC/双抗/溶瘤病毒研发热度高于美国

图：中美技术类型比较



ADC、双抗、溶瘤病毒 在中国企业的相对研发热度高于美国

抗体 偶联药物 ADC

- 中国药企 ADC 管线数量约占全球 40%¹。荣昌生物、云顶新耀产品已上市，后有美雅珂、恒瑞、科伦等多个自研/引进产品已在临床III期
- 当前管线多聚焦于成熟靶点（HER2/EGFR/TROP2/FRα 等）

双特异性 抗体

- 中国药企双抗管线数量约占全球 41%。百济神州、和铂医药、信达生物等管线数量领先
- 以 CD3、PD-L1 相关组合为最热门靶点
- 康宁杰瑞（CTLA4/PD-L1）、恒瑞（PD-L1/TGFB）等多个产品已在临床III期

溶瘤病毒

- 中国药企溶瘤病毒管线数量约占全球 44%
- 中国管线中超过 93% 仍在临床早期。滨会生物（BS001）进展最快，到达临床III期

2.1 创新药出海：License-out/in：以热门ADC抗体药物为例

- 2024年3月11日，百利天恒发布公告称，截至2024年3月7日，公司已收到与百时美施贵宝就BL-B01D1（EGFR×HER3双抗ADC）项目开发商业化许可协议8亿美元（约57亿人民币）首付款，预计该款项将对2024年业绩产生积极影响。2023年12月12日，百利天恒子公司SystImmune和百时美施贵宝就BL-B01D1达成独家许可与合作协议，总潜在价值高达84亿美元。
- 2024年4月，益普生（Ipsen）和Sutro Biopharma共同宣布，两家公司就Sutro的在研抗体偶联药物（ADC）STRO-003达成总额高达9亿美元的全球独家许可协议。STRO-003将成为Ipsen旗下产品组合中的首个ADC候选药物。Sutro有资格获得高达9亿美元的潜在预付款、开发、监管和商业里程碑付款，其中包括约9000万美元的近期付款，具体取决于该药物成功开发和商业化情形。
- 2024年2月，和铂医药公司全资子公司诺纳生物（苏州）有限公司与Boostimmune, Inc达成抗体偶联药物（ADC）研发合作。根据协议，诺纳生物将为Boostimmune提供其双重、双轻链（H2L2）Harbour Mice®平台，以开发针对新型靶点的ADC疗法。
- 2024年1月，百奥赛图（北京）医药科技股份有限公司宣布与Radiance Biopharma就同类首创全人HER2/TROP2双特异性抗体偶联药物（双抗ADC）产品达成一项独家选择与授权协议。若Radiance行使选择权，百奥赛图将有权获得选择权行使费、许可费、开发和商业化里程碑付款，以及个位数净销售额分成。

图：近期国内药企ADC交易情况梳理（单位：亿美元）

研发机构	总交易额	受让方	药品名称	靶点	全球阶段	里程碑金额	首付款
科伦博泰生物	118.21	Merck & Co.	sacituzumab tirumotecan	TROP2	III期临床	13.63	0.47
		Merck & Co.	SKB315	CLDN18.2	I期临床	9.01	0.35
		Merck & Co.	SKB410	nectin-4	I期临床	93	1.75
百利天恒	84	BMS	BL-B01D1	HER3;EGFR	III期临床	71	13
宜联生物	38.75	BioNTech	TMALIN® ADC技术平台	/	/	18	0.25
		Roche	YL211	c-MET	临床前	10	0.5
		BioNTech	YL202	HER3	I期临床	9.3	0.7
荣昌生物	26	Seagen	维迪西妥单抗	HER2	批准上市	24	2
百力司康	20	Eisai	BB-1701	HER2	II期临床	20	—
石药集团	18.875	Elevation Oncology	SYSA1801	CLDN18.2	I期临床	11.68	0.27
		Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	nectin-4	I期临床	6.85	0.075
翰森制药	17.1	GSK	HS-20093	B7-H3	II期临床	15.25	1.85
映恩生物	16.7	BioNTech	DB-1303; DB-1311	HER2;B7-H3	III/I期临床	15	1.7
		BioNTech	DB-1305	TROP2	I/II期临床	/	/
礼新医药	16	Turning Point Therapeutics	LM-302	CLDN18.2	II期临床	10	—
		AstraZeneca	LM-305	GPRC5D	I/II期临床	5.45	0.55
豪森药业	15.7	GSK	HS-20089	B7-H4	II期临床	14.85	0.85
康诺亚	11.88	AstraZeneca	CMG901	CLDN18.2	I期临床	11.25	0.63
和铂医药	11.03	Seagen/辉瑞	HBM9033	MSLN	临床前	10.5	0.53
启德医药	10.2	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2	临床前	10	0.2
恒瑞医药	7.938	Merck KGaA	SHR-A1904	CLDN18.2	I/II期临床	6.21	1.728

资料来源：公司公告，公开信息整理，华西证券研究所

2.1 中国创新药出海后身价倍增，海外市场值得期待

- 截至2023年年底，美国FDA已经批准上市8款国产创新药品，国内药企的出海成果不断，必将激励更多有实力的药企实现出海突围。其中：百济神州泽布替尼于2019年11月正式在美国开售，定价为：一个为期30天的疗程花费约合人民币92493元；国内，泽布替尼医保谈判后定价为5440元每盒（80mg*64粒），每月患者自付花费约为3060元。和黄医药呋喹替尼于2019年通过谈判进入医保目录，其最新定价为：1885.38元每盒（1mg*21粒），2513.70元每盒（5mg*7粒）。美国售价是中国的23.9倍。
- 医保基金作为最大的支付方，在药价谈判中占据绝对的主导地位。美国作为全球创新药最大的销售市场，商业保险系统比较成熟，加上创新药公司有一定的自由定价权和专利保护，创新药欧美市场值得期待。

表：FDA批准上市的国产创新药

药品	公司	靶点机制	适应症	美国进度	2023全球销售额
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	上市（2019.11）	12.97亿美元
西达基奥仑赛	金斯瑞/强生	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	上市（2022.2）	5亿美元
VTAMA	天济医药	本维莫德	成人斑块型银屑病的局部治疗	上市（2022.5）	-
Tofidence*	百奥泰/渤健	IL-6	中度至重度活动性类风湿关节炎	上市（2023.9）	-
特瑞普利单抗	君实生物	PD1	鼻咽癌	上市（2023.10）	9.19亿人民币
呋喹替尼	和黄医药	VEGFR	结直肠癌	上市（2023.11）	1.075亿美元
艾贝格司亭α	亿帆医药	G-CSF	化疗引起的中性粒细胞减少症	上市（2023.11）	-
Avzivi® *	百奥泰	VEGF	转移性结直肠癌	上市（2023.12）	-

*生物类似物

数据来源：公司公告，公司年报，华西证券研究所

2.1 出海新模式一：被MNC收购

- 被MNC等境外公司收购成了Biotech的新选择，也为投资者提供了新的退出路径。

图：MNC收购中国biotech公司



2023 年 12 月 26 日

2023 年 12 月 26 日，阿斯利康宣布以 12 亿美元的价格收购巨喜生物，此次收购交易对价中的现金首付部分的交易价值约为 10 亿美元。巨喜生物也将成为首家被跨国药企收购的中国创新药企。本次收购将为阿斯利康不断扩充的细胞疗法管线增添 GC012F CAR-T。基于 FasTCAR 技术平台打造的 GC012F 是一款处于临床阶段的创新型 BCMA/CD19 双靶点自体嵌合抗原受体 T 细胞疗法 (CAR-T)，有望成为针对多发性骨髓瘤、其他多类恶性血液肿瘤以及自身免疫性疾病（包括系统性红斑狼疮）的新一代治疗方案。



2024 年 1 月 5 日

2024 年 1 月 5 日，诺华集团宣布已达成收购信瑞诺医药的协议，此举将使得信瑞诺医药整体并入诺华中国。信瑞诺医药的核心资产包括两款处于临床开发阶段的药物，即 atrasentan 及 zigakibart (BION-1301)，均用于治疗 IgA 肾病。信瑞诺医药拥有这两项资产在中国和亚洲地区的独家开发和商业化的权利。此次收购有望扩大诺华在中国的肾病产品组合，丰富未来产品线，以更好地满足国内肾病患者的治疗需求。



2024 年 3 月 25 日

2024 年 3 月 25 日，美国上市公司 Nuvation Bio 和葆元医药宣布，两家公司已达成最终协议，Nuvation Bio 将以全股票交易的方式收购葆元医药。葆元医药在研管线拥有 3 款临床阶段药物，均从第一三共引进，核心管线为他雷替尼。此次收购完成后，有助于继续推进他雷替尼的研发，Nuvation Bio 也有望提前实现商业化。

2.1 出海新模式二：组建合资公司

- 案例一：恒瑞医药
- 江苏恒瑞医药股份有限公司（以下简称“恒瑞”或“公司”）将具有自主知识产权的GLP-1产品组合有偿许可给HerculesCMNewco, Inc.（以下简称“美国Hercules公司”），美国Hercules公司将获得在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化GLP-1产品组合的独家权利。作为对外许可交易对价一部分，恒瑞将取得美国Hercules公司19.9%的股权，且将从美国Hercules公司获得GLP-1产品组合授权许可费。
- 案例二：康诺亚
- 2024年7月9日，康诺亚生物医药科技（成都）有限公司（“成都康诺亚”，集团的全资附属公司）与BelenosBiosciences, Inc.（“Belenos”）已订立许可协议。根据协议，康诺亚授予Belenos在全球（不包括大中华地区）开发、生产及商业化集团候选药物CM512及CM536的独家权利。成都康诺亚将从Belenos收取1500万美元的首付款和近期付款，而一桥香港控股有限公司（集团的全资附属公司）将收取Belenos约30.01%的股权。在达成若干开发、监管及商业里程碑后，成都康诺亚亦可收取最多1.7亿美元的额外付款。于CM512及CM536头次商业销售后开始的指定时间段内，成都康诺亚亦有权从Belenos收取销售净额的分层特许权使用费。

2.1 创新药大会：AACR大会多项突破性进展

微芯生物：西达本胺三联疗法破解免疫治疗困局

- CAPability-01研究：是一项随机、开放、多中心、双臂、II期研究，探索西达本胺+信迪利单抗+贝伐珠单抗治疗既往标准治疗失败的MSS/pMMR mCRC患者的疗效和安全性。研究纳入符合条件的患者48例，其中双药治疗组患者23例，三药治疗组患者25例，均纳入意向治疗分析（ITT）和安全性分析。结果显示：三药治疗组和双药治疗组的18周PFS率分别为64.0%和21.7%，中位PFS分别为7.3个月和1.5个月（HR，0.43），中位DOR分别为9.1个月和14.8个月，ORR分别为44.0%和13.0%，DCR分别为72.0%和39.1%。

康方生物：卡度尼利联合方案一线治疗晚期胃癌III期临床期中分析阳性结果发布

- PD-1/CTLA-4双特异性抗体开坦尼®（卡度尼利单抗注射液）联合奥沙利铂和卡培他滨用于一线治疗不可手术切除的局部晚期复发或转移性胃或胃食管结合部（G/GEJ）腺癌的III期临床研究（AK104-302/COMPASSION-15）的期中分析阳性结果在2024年美国癌症协会年会（AACR）上以口头报告（Oral）的形式重磅发布。招募了610名受试者，随机分配至Cadonilimab+化疗组（n=305）或安慰剂+化疗组（n=305），中位随访时间为18.69个月（范围0.0-22.7）。与安慰剂组相比，卡多利单抗组的中位OS更长（HR0.62[95%CI: 0.50-0.78]，mOS15.0vs10.8mo;P<0.001）。在所有预先指定的CPS临界值下始终观察到OS获益，尤其是在PD-L1表达低的患者中，这仍然显示出生存优势。卡多利单抗组的PFS更长（HR0.53[95%CI: 0.44-0.65]，mPFS7.0vs5.3mo;p<0.001）。ORR分别为65.2%和48.9%，中位DOR为8.8个月和4.4个月。71.8%接受cadonilimab治疗的pts和60.5%接受安慰剂治疗的pts发生≥3级治疗相关AE;没有观察到新的安全信号。

科伦博泰生物：SKB264：第一款公布胃癌临床结果的TROP2 ADC产品

- 此次AACR大会报告了TROP2 ADC SKB264（MK-2870）在既往接受过治疗的晚期胃癌（G）或胃食管交界处（GEJ）患者（pts）中的初步疗效和安全性结果。在数据截止日期（2023年11月22日），共有48名患者入组并随访至少9周。24例（50.0%）既往接受过一线治疗（2L），而24例（50.0%）接受过≥两线治疗（3L+）。40例（83.3%）既往接受过抗PD-1/L1抑制剂治疗。在41例可评估反应的pts（定义为≥1次研究扫描）中，ORR为22.0%（9例PR，2例待确认），疾病控制率（DCR）为80.5%。2L和3L+组的ORR分别为27.3%（包括2例待确认）和15.8%。初步数据表明，经过大量预处理的晚期G/GEJ癌症患者可以通过SKB264单药治疗获得持久的反应并可能延长OS，且安全性可控。SKB264单药治疗与SOC治疗3L+G/GEJ腺癌的3期全球研究正在计划中。

2.1 创新药大会：ASCO大会多项突破性进展

迈威生物：Nectin-4 ADC多癌种数据读出

- 截至2024年1月15日，入组260例患者，剂量范围为0.33至1.5mg/kg，在190名接受1.25mg/kg或以上9MW2821治疗并达到肿瘤评估的患者中，**客观缓解率（ORR）和疾病控制率（DCR）分别为35.3%和78.4%**，在尿路上皮癌（UC）37例、宫颈癌（CC）45例、食管癌（EC）27例和三阴性乳腺癌（TNBC）16例患者以1.25mg/kg的剂量入组，并可进行肿瘤评估。结果表明9MW2821具有可控的安全性。

图：9MW2821多癌种数据读出

Tumor Type	UC	CC	EC	TNBC
n	37	45	27	16
ORR, % (95% CI)	62.2 (44.76-77.54)	37.8 (23.77-53.46)	29.6 (13.75-50.18)	43.8 (19.75-70.12)
DCR, % (95% CI)	91.9 (78.09-98.30)	84.4 (70.54-93.51)	74.1 (53.72-88.89)	81.3 (54.35-95.95)
PFS, months (95% CI)	8.8 (3.81-NR)	4.0 (3.75-5.68)	3.7 (1.94-NR)	5.8 (2.00-NR)

资料来源：2024 ASCO，华西证券研究所

科伦博泰生物：西妥珠单抗（SKB264/MK-2870）联合KL-A167作为II期OptiTR0P-Lung01研究晚期NSCLC患者的一线治疗

- 截至2024年1月2日，队列1A和1B分别有40和63人入组。由于药物超敏反应，队列1B中有1pt发生导致SKB264停药的TRAE，并且没有与治疗相关的死亡。队列1A和1B的中位随访时间为14.0个月和6.9个月后，**ORR为48.6%（18/37, 2个待确认），DCR为94.6%，中位PFS为15.4个月（95%CI：6.7, NE）**，队列1A的6个月PFS率为69.2%；ORR为77.6%（45/58, 5个待确认），DCR为100%，未达到中位PFS，队列1B的6个月PFS率为84.6%。SKB264联合KL-A167在初治晚期NSCLC中显示出良好的疗效，安全性可控。

2.1 创新药大会：ASCO大会多项突破性进展

迪哲医药：舒沃替尼在EXON 20ins全球多中心的‘悟空1-B’数据

- 截至2024年3月22日，II期推荐剂量（RP2D）300mg剂量组共纳入111例经治EGFR exon20ins NSCLC患者，其中107例纳入疗效分析集，亚裔/白种人/黑人分别占比57.9%/40.2%/1.9%。初步分析研究结果显示：1) 舒沃替尼®潜在同类最佳：经IRC评估的最佳ORR为53.3%。2) 舒沃替尼®抗肿瘤疗效持久：中位DoR未达到，9个月的DoR率为57%。3) 舒沃替尼®耐受性良好，整体安全性与既往研究报道一致。

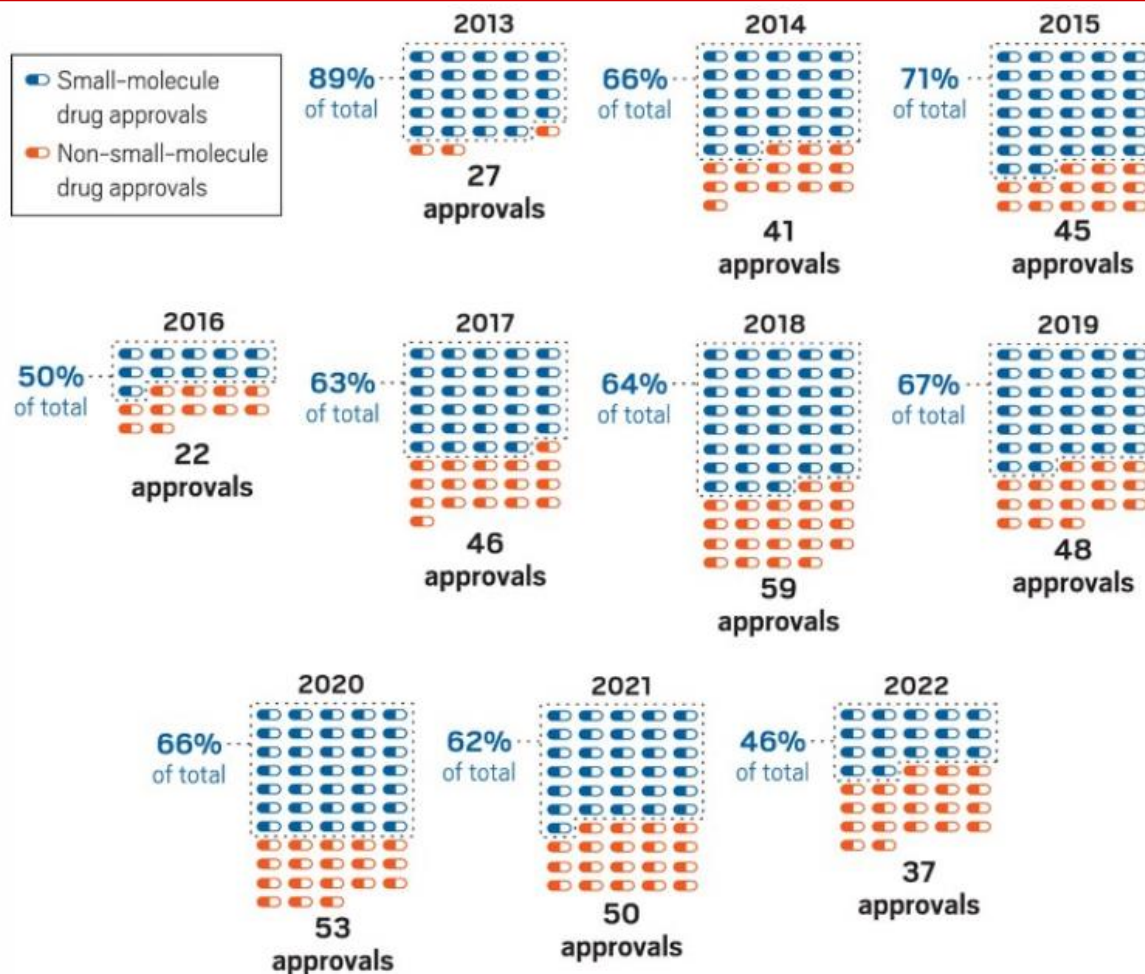
荣昌生物：RC88：MSLN-ADC在卵巢癌、非鳞状NSCLC和宫颈癌患者的首次人体1/2期结果

截至2023年12月19日，共招募了164名晚期实体瘤患者。剂量递增阶段完成，第2阶段扩大2.0 mg/kg和2.5 mg/kg Q3W。在卵巢癌队列中，60名受试者入组，所有患者均有2+或3+ MSLN表达。42例（70%）为FIGO IV期。33例（55%）既往有贝伐珠单抗，29例（48.3%）既往有PARPi。先前全身治疗线的数量为2-7线。54（90%）点对铂有抗性。在至少进行一次基线后肿瘤评估的43名患者中，ORR为37.2%（16/43）。在既往接受过2-4线治疗的患者中，2.0 mg/kg的ORR为45.5%（10/22），2.5mg/kg的ORR为33.3%（2/6）。在非鳞状非小细胞肺癌中，26例在既往全身治疗中进展，23例（88.4%）≥接受过2线既往治疗。23例患者进行了1次基线后肿瘤评估；ORR为21.7%（5/23）。在15例无驱动基因突变的患者中，11例（73%）既往接受过铂类双药化疗和PD-（L）1抑制剂治疗。ORR为33.3%（5/15），CR为1。在宫颈癌中，18例在先前全身治疗中进展的患者被纳入。在17例基线后肿瘤评估的患者中，11例（64.7%）接受过≥2线既往治疗；12例（70.5%）既往接受过铂类双药化疗和PD-（L）1抑制剂治疗。ORR为35.3%（6/17）。161个PTE（98.2%）报告，其中40.2% ≥ 3级TEAE。23例（14%）的SAE与RC88相关。最常见的TRAEs是白细胞计数下降（46.3%）、中性粒细胞计数减少（42.1%）、贫血（34.1%）、恶心（32.3%）和天冬氨酸氨基转移酶增加（31.1%）。2.0mg/kg的总体安全性优于2.5mg/kg，因此在中国的进一步研究中选择2.0mg/kg作为RP2D。

2.1 小分子仍为创新药舞台主导者，国产Me-better/BIC进入放量期

➤ 美国FDA的数据显示，在2017年-2022年美国FDA批准的293个新化学实体中，有182个是小分子药物。

表：2013-2022年FDA批准新药



- 近年来，除了生物大分子药物如多肽、重组蛋白、融合蛋白、单克隆抗体和抗体偶联药物（ADC）等飞速发展外，根据2021年Medicine in Drug Discovery数据来源，全球范围内上市药物约90%仍属于小分子药物。
- 小分子药物的许多优势也使得其在治疗上有着无可取代的地位：
 - 1、这包含大部分的小分子药物能够穿透细胞膜以靶向细胞内蛋白，且具口服的生物利用性，可以直接、有效率的方式将药物递送给病患；
 - 2、与生物制品相比，小分子药物药代动力学与药效学特性更具预测性、不具免疫原性，以及其高稳定性与口服特征，皆有助于简化药物开发流程并增加病患的服药依从性；
 - 3、具有更简单的生产与法规流程，使得其能够以更为经济的方式进行大规模生产、开发，因此较易将此类药物普及化以解决相关的全球性医疗危机；
 - 4、在特定的疾病领域，像是中枢神经系统（CNS）疾病，由于血脑屏障的存在，使得其他疗法模式难以作用于病灶处，往往只能通过小分子药物来进行治疗。

2.1 小分子仍为创新药舞台主导者，国产Me-better/BIC进入放量期

表：国产小分子新药进入放量期

产品	公司	靶点	适应症	进度
埃克替尼	贝达药业	EGFR	肺癌	上市
阿美替尼	瀚森药业	EGFR	肺癌	上市
伏美替尼	艾力斯	EGFR	肺癌	上市
贝福替尼	贝达药业/益方生物	EGFR	肺癌	上市
舒沃替尼	迪哲医药	EGFR	肺癌	上市
恩沙替尼	贝达药业	ALK	肺癌	上市
SY-707	首药控股	ALK	肺癌	Pre NDA
SY-3505	首药控股	ALK	肺癌	III期
依奉阿克	正大天晴/首药控股	ALK	肺癌	上市
伊鲁阿克	齐鲁制药	ALK	肺癌	上市
Conteltinib	首药控股	ALK	肺癌	III期
D-1553	益方生物/正大天晴	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	NDA
JAB-21822 格来雷塞	加科思	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	NDA
GFH-925	信达生物/劲方药业	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	NDA
ZG-19018	泽璟制药	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	II期
BPI-421286	贝达药业	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	I期
JAB-23425	加科思	泛KRAS	实体瘤	临床前
ZG2001	泽璟制药	泛KRAS	实体瘤	I期
艾玛希替尼	恒瑞医药	JAK	特应性皮炎等自免性疾病	NDA
杰克替尼	泽璟制药	JAK	骨髓纤维化等血液瘤	NDA
戈利昔替尼	迪哲医药	JAK	淋巴瘤	上市
TQ 05105	正大天晴	JAK	骨髓纤维化等血液瘤	II期
泽布替尼	百济神州	BTK	淋巴瘤	上市
奥布替尼	诺诚健华	BTK	淋巴瘤	上市
DZD8586	迪哲医药	BTK	淋巴瘤	II期
SHR1459	恒瑞医药	BTK	肾病、淋巴瘤	II期
塞普替尼	信达生物/礼来	RET	肺癌、甲状腺髓样癌	上市
普拉替尼	基石药业/艾力斯	RET	肺癌	上市
SY-5007	首药控股	RET	肺癌	III期

- 随着国内小分子靶向药的开发，国产小分子上市药物数量快速上升：仅2021年，在所有被国家药监局批准上市的14个国产1类抗肿瘤药中，小分子药物占比近五成。药企研发百花齐放，涉及疾病领域、靶点较为全面。
- 1) 大适应症Me-better重点布局，在肺癌等大适应症，国产Me-better进入市场并快速放量：作为国内首个原创小分子药物，埃克替尼自2011年上市以来累计销售收入超100亿元，未来将与贝福替尼形成产品组合继续放量；艾力斯伏美替尼在上市后凭借更优异的临床数据快速抢占原研市场，2023年全年累计销售接近20亿元，销售数据大幅增长，相关标的：贝达药业、瀚森制药、艾力斯、益方生物等；
- 2) 差异化BIC布局，例如针对NSCLC的EGFRExon20ins突变，迪哲医药的舒沃替尼在二线治疗的ORR高达53.3%，一线治疗的ORR高达78.6%，有望突破现有治疗瓶颈，成为更优治疗选择，2023年8月上市以来，销售环比大幅增长，2024年第一季度实现销售 8100多万元，环比季度增长58.8%，销售数据亮眼。
- 3) 热门靶点聚焦肿瘤、自免赛道。在JAK、KRAS等靶点中，泽璟制药的杰克替尼近期即将获批上市；信达生物、益方生物和加科思的KRAS抑制剂均已开启NDA。

创新药公司——百济神州：全球化创新药企迎来收获期，国际化助力产品收入快速提升

▶产品端海外市场多款获批，研发储备丰富

2024年4月23日，公司宣布欧盟委员会（EC）已批准百泽安®用于三项非小细胞肺癌（NSCLC）适应症的一线及二线治疗。百泽安®本次获批适应症为：（1）联合紫杉醇和卡铂或注射用紫杉醇（白蛋白结合型）和卡铂用于不适合手术切除或接受含铂放化疗的局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌成人患者的一线治疗；（2）联合培美曲塞和铂类化疗用于PD-L1表达 $\geq 50\%$ 且无表皮生长因子受体（EGFR）或间变性淋巴瘤激酶（ALK）阳性突变、不适合手术切除或接受含铂放化疗的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌成人患者的一线治疗；（3）单药用于治疗既往接受含铂药物治疗后的局部晚期或转移性NSCLC成人患者。EGFR突变或ALK突变阳性的NSCLC患者在接受替雷利珠单抗治疗前应当已接受过靶向治疗。

2024年3月15日，公司宣布美国食品药品监督管理局（FDA）已批准百泽安®作为单药治疗既往接受过系统化疗（不含PD-1/L1抑制剂）后不可切除或转移性食管鳞状细胞癌（ESCC）的成人患者。替雷利珠单抗预计将于2024年下半年在美国上市。

公司广泛的管线中还包括具备同类最佳或同类首创潜力的自主研发产品，包括BCL-2抑制剂sonrotoclax和靶向BTK的嵌合式降解激活化合物（CDAC）BGB-16673，二者均在早期数据中显示出潜力，公司管线还包括许多早期产品，如针对泛KRAS、PRMT5、CDK4、CDK2等靶点的产品，以及B7H3-ADC、CEA-ADC、B7H4-ADC、MUC1 $\times$ CD16A双特异性抗体和Claudin6 $\times$ CD3双特异性抗体，同时投入建设了包括CDAC蛋白降解剂、双特异性抗体、三特异性抗体、ADC、细胞疗法、mRNA等在内的技术平台。

投资建议：

考虑到产品在全球新适应症不断获批以及获批后快速放量，维持前期盈利预测，即我们预测公司2024-2026年营收为222.6/283.7/351.2亿元，同比增长27.8%/27.4%/23.8%，归母净利润分别为-49.51/-20.97/31.33亿元，同比增长26.3%/57.6%/249.4%，EPS分别为-3.64/-1.54/2.31元，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示：

新药研发不及预期，全球合作中断风险，产品上市后商业化表现不及预期

创新药公司——迈威生物：创新管线积极推进，地舒及阿达木单抗放量可期

►Nectin4 ADC在多个癌种中展现优异数据，看好未来潜力

尿路上皮癌：截至2023年12月5日，9MW2821在II期临床1.25mg/kg剂量组下，单药治疗晚期尿路上皮癌患者的ORR和DCR分别为62.2%（95%CI:44.8%-77.5%）和91.9%（95%CI:78.1%-98.3%），中位PFS为6.7m（95%CI:3.8-NR），中位OS尚未达到。9MW2821尿路上皮癌临床进度在全球Nectin-4ADC中仅次于已上市的PADCEV®。目前，该项目已有多项临床研究同步开展。针对一线疗法，与PD-1抑制剂免疫疗法联合用药的I/II期临床研究也在推进中，现已完成首例入组。

宫颈癌：截至2023年9月25日，该研究宫颈癌拓展队列中，Nectin-4表达的检出率为89.67%，Nectin-43+检出率为67.82%。该研究共入组40名患者，57.5%受试者既往接受过含铂双药化疗联合贝伐单抗治疗，60%受试者既往接受过含铂双药化疗及免疫检查点抑制剂治疗。37例可评估疗效的患者的ORR和DCR分别为40.54%和89.19%，其中1例完全缓解（2.70%），14例部分缓解（37.84%），中位无疾病进展生存期（PFS）、总生存期（OS）和缓解持续时间（DOR）尚未达到。经过含铂双药化疗及免疫检查点抑制剂治疗的患者中，21例可评估疗效的患者ORR和DCR为38.10%和85.71%。Nectin-43+的患者中，26例可评估疗效的患者ORR和DCR分别为50.00%和92.31%。

食管鳞癌：截至2024年2月20日，9MW2821在II期临床1.25mg/kg剂量组下，单药治疗并完成至少一次肿评的30例晚期食管癌患者的ORR和DCR分别为30%和73.3%，其中28例接受过化疗及免疫治疗，该项研究仍在继续入组和评估。相比于现有疗法，9MW2821在食管癌治疗中表现出了较大潜力和优势。

►投资建议

考虑到公司产品销售放量节奏，以及看好公司强大的靶点研发实力、临床执行力及商业化推进能力，维持盈利预测，即我们预测公司2024年-2026年收入为4.00/14.90/28.29亿元，分别同比增长213%、273%、90%；归母净利润为-9.71/-5.78/-0.68亿元，EPS分别为-2.43/-1.45/-0.17元，采用自由现金流折现估值方法，公司估值为186亿元，对应股价46.66元，维持“买入”评级。

►风险提示

产品上市后商业化表现不及预期，创新产品临床不及预期

创新药公司——科伦博泰生物：首款Trop2 ADC获批在即，携手默沙东打造新一代ADC龙头

► 多年行业经验沉淀，自主研发首款国产Trop2ADC

公司是一家专注于创新药物研发、制造及商业化的生物医药公司，自2016年成立以来，始终致力于解决中国乃至全球的医疗需求。作为抗体药物偶联物（ADC）先驱及领先开发者之一，科伦博泰拥有中国首批一体化ADC研发平台OptiDC。其中重点开发的两款抗体药物偶联药物—SKB264、A166，为公司自主开发的核心产品。SKB264作为首款即将上市的Trop2ADC自研产品，已有4项适应症被中国国家药监局（NMPA）纳入突破性治疗品种，分别针对三阴性乳腺癌、EGFR突变非小细胞肺癌、HR阳性/HER2阴性乳腺癌以及一线晚期PD-L1阴性TNBC。A166作为第三代靶向HER2ADC产品，有望成为国内首款在乳腺癌领域获批适应症单品。

► 多款ADC产品118亿美元海外授权默沙东，验证自主研发硬实力

多年来公司积极合作实现共赢。2022年全年，公司与跨国巨头默沙东成功达成三笔重大授权合作，授权总金额近118亿美元，荣登全球制药行业授权交易合作2022年全球排名第一，且为首个授权国际MNC自研ADC产品项目，国际化合作验证研发实力。目前，重磅合作产品SKB264全球化重要III期临床正在加速推进；SKB315为一款靶向Claudin18.2ADC，已在多个肿瘤系中验证具有较高增殖抑制作用；SKB410主要靶向Nectin-4及多项临床前ADC项目正在积极进行I期探索。强劲国际化合作有望赋能企业创新研发开启新纪元。

投资建议：

公司自主研发实力强劲，技术平台优势明显，管理团队经验丰富，临床适应症管线稳定推进。海内外布局合理，考虑到海外授权分成以及产品的上市节奏，考虑到海外授权分成以及产品的上市节奏，维持盈利预测，即我们预测2024-2026年公司营业总收入为13.02/18.95/23.89亿元，分别同比增长-15.5%/45.6%/26.1%，归母净利润为-5.6/-8.1/4.4亿元，分别同比增长1.7%/-42.9%/154.1%。看好公司产品上市后商业化运营能力，产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，采用自由现金流DCF折现估值方法，公司估值为483.00亿元，对应股价230.2元，假设人民币兑换港币汇率为1.08，折合港币248.6元，维持公司“买入”评级。

风险提示：

研发不及预期，市场竞争加剧，技术升级及产品迭代风险；商业化推广不及预期，导致药品销售不及预期风险；海外推进不及预期。

创新药公司——恒瑞医药：业绩符合预期，创新药转型逐步兑现

公司发布2023 年年报和2024年第一季度报告：公司2023年实现营业收入228.20亿元（+7.26%）、归母净利润43.02亿元（+10.14%）、扣非归母净利润41.41亿元（+21.46%）。公司2024Q1实现营业收入59.98亿元（+9.20%）、归母净利润13.69亿元（+10.48%）、扣非归母净利润14.40亿元（+18.06%）。

➤ 创新成果逐步兑现，创新药临床价值凸显

根据公司2023年年报：虽然面临外部环境变化、产品降价及准入难等因素影响，2023年公司创新药收入仍达 106.37 亿元（+22.1%），报告期内公司 3 款 1 类创新药（阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑）、4 款 2 类新药（盐酸右美托咪定鼻喷雾剂、醋酸阿比特龙纳米晶、盐酸伊立替康脂质体、恒格列净二甲双胍缓释片）获批上市。截至2023年年报，公司已在国内获批上市 15 款 1类创新药、4 款 2 类新药，涉及抗肿瘤、镇痛麻醉、代谢性疾病、感染疾病等多个治疗领域，我们认为随着公司研发提速、创新提质，未来创新药收入将进一步贡献业绩增量。

➤ 内生发展与对外合作并重，稳步推进国际化进程

公司坚持自主研发与开放合作并重，在内生发展的基础上以全球化的视野积极探索与跨国制药企业的交流合作。根据公司2023年年报，公司已达成 5 项对外许可交易，交易总金额超 40 亿美元。公司稳步开展创新药国际临床试验，超百项创新药学术成果亮相国际顶级学术会议。公司多个项目在美国、欧洲、亚太等国家和地区获得临床试验资格，HER2 ADC、Claudin 18.2 ADC、TROP2 ADC、HER3 ADC、CD79b ADC、Nectin-4 ADC 等 6 款 ADC 以及 PVRIG-TIGIT 双抗等肿瘤创新产品均已实现国内外同步研发，非肿瘤创新产品中用于治疗阿尔茨海默病的抗 A β 单抗 SHR-1707 在澳洲的临床试验正在顺利进行。同时，公司多个创新项目的研究数据陆续在美国临床肿瘤学会（ASCO）年会、欧洲肿瘤内科学会（ESMO）大会、美国癌症研究协会（AACR）年会、美国血液学（ASH）年会、美国糖尿病协会（ADA）科学年会、欧洲心血管学会（ESC）年会等国际学术会议上公布。

➤ 投资建议

维持公司盈利预测：预计公司2024-2026年营业收入分别为264/310/350亿元，预计2024-2026年EPS分别为0.85/1.04/1.20元，对应2024年7月15日收盘价40.78元，PE分别为48/39/34倍，维持公司“买入”评级。

➤ 风险提示

创新药海内外临床进度低于预期、国际化进程不及预期风险、仿制药集采降价风险。

2.1 细分板块回顾与受益标的-迪哲医药

创新药公司——迪哲医药：立足全球的差异化创新药企业

➤ 差异化管线布局，立足全球创新

迪哲医药成立于2017年，是一家创新型生物医药企业，专注于恶性肿瘤、免疫性疾病领域创新疗法的研究、开发和商业化。公司核心团队成员，包括创始人张小林博士等大部分来自阿斯利康原创新中心，公司坚持源头创新的研发理念，以推出全球首创药物（First-in-class）和具有突破性潜力的治疗方法为目标，旨在填补全球未被满足的临床需求。基于行业领先的转化科学和新药分子设计与筛选技术平台，公司已建立了六款具备全球竞争力的产品管线，两大领先产品舒沃替尼、戈利昔替尼处于全球关键性临床试验阶段，其中舒沃替尼已在国内获批上市。

➤ 舒沃替尼：NSCLC EGFR 20号外显子同类最优产品

舒沃替尼是公司自主研发的全球首创针对 EGFR 20 号外显子插入突变的小分子抑制剂，同时也是全球唯一全线获 FDA “突破性疗法认定” 治疗 EGFR Exon20ins 突变型 NSCLC 的药物，首选适应症为 EGFR 20 号外显子插入突变的非小细胞肺癌。2023 年 8 月，舒沃替尼在国内获得 NMPA 批准上市，用于既往经含铂化疗出现疾病进展，或不耐受含铂化疗，并且经检测确认存在表皮生长因子受体（EGFR）20 号外显子插入（Exon20ins）突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）患者，成为首款针对 EGFR Exon20ins 突变型晚期 NSCLC 的国创新药。截至2024年一季度，舒沃替尼上市仅七个多月，累计销售收入约1.73亿元，商业化快速放量。

➤ 戈利昔替尼：差异化布局的高选择JAK1抑制剂

戈利昔替尼是公司自主研发的JAK1 抑制剂，作为新一代 JAK1 高选择性抑制剂，戈利昔替尼对 JAK 家族其它成员有 200 - 400 倍的选择性，有效地降低了泛 JAK 抑制导致的药物安全性风险，其首个申报上市的适应症 r/r PTCL，于 2023 年 9 月获 NMPA 受理并纳入优先审评程序。戈利昔替尼是全球首个且唯一治疗 PTCL 的高选择性 JAK1 抑制剂，也是首个且唯一获 FDA “快速通道认定” 的 PTCL 国创新药。戈利昔替尼全球注册临床研究成果显示，经 IRC 评估，戈利昔替尼二线治疗 r/r PTCL 患者ORR 达 44.3%，CR 率达 23.9%，且在多种 PTCL 常见亚型中均观察到肿瘤缓解。经 IRC 评估的mDoR 长达 20.7 个月，超越现有疗法，可为患者带来更为持久的临床获益。

➤ 投资建议

维持公司盈利预测：预计公司2024-2026年营业总收入分别为 4.66亿元/9.02 亿元/15.12亿元，预计2024-2026年EPS分别为-1.95/-1.22/-0.14元，对应2024年7月16日收盘价39.71元，PE分别为-21/-33/-283倍，维持公司“买入”评级。

维持公司“买入”评级。

➤ 风险提示

医药行业政策不及预期风险、市场竞争加剧风险、产品销售和推广不及预期、创新药研发进展不及预期。

2.1 细分板块回顾与受益标的-恩华药业

公司是国内静麻制剂领先企业之一，业绩稳健增长

截止23年底，公司在中枢神经系统药物领域获批上市新药制剂57个，品规93个，8个独家上市品种，15个首家上市品种，29个产品销售市占率国内第一，并拥有10个亿元+品种；此外公司中枢神经类重要品种均拥有从原料药合成到成品药制剂的全部生产流程。2018-2022年公司实现营业收入、归母净利润复合增速分别约2.74%、14.46%，整体业绩在疫情影响扰动下仍保持稳健增长，利润率受益于毛利率相对较高的麻醉业务线结构占比提升也大幅提高，盈利能力提升。

高壁垒精麻制剂行业竞争格局稳定，存量产品集采风险基本缓解

据米内网样本医院数据，2021年神经系统化药销售规模约743亿元，预期随着手术量及无痛内镜诊疗量增加规模持续扩增。精麻药物领域政策壁垒较高，尤其是麻醉药品和一类精神药品的生产经营受到国家严格管控，且由医保局定价，保障了领域内企业的稳定格局。根据米内数据，公司依托咪酯、咪达唑仑对应细分品类样本医院市占率超80%，已实现镇静和镇痛并驾齐驱，且集采影响基本缓解：1) 已集采产品：公司主要产品如右美托咪定、利培酮、氯氮平、阿立哌唑、度洛西汀等产品自2018年开始已经纳入国家带量采购，收入占比已由2017年的22%下降至2022H1的8.8%（样本医院）；2) 公司未纳入集采品种竞争格局较好，距国家集采标准规定（通过一致性评价（含原研）至少5家）尚有距离，咪达唑仑目前仅3家过评且上升为1类精神药品，依托咪酯脂肪乳剂（长链）为公司独家产品无国家集采风险（2类精神），精神和神经类产品丁螺环酮、齐拉西酮等收入占比较小，且竞争格局较好短期内集采可能性较小，羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼为麻醉管制类产品纳入集采风险较低。

TRV130获批打开空间，引入神经类新药氟丁苯那嗪片，在研管线丰富

2023年5月公司富马酸奥赛利定注射液（TRV130）获批（列为管制类麻醉药品），适用于成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛，2020年8月获FDA批准上市。据米内网数据，阿片类止痛化药2021年样本医院销售规模约115亿元，约占止痛药的82%，需求刚性且持续增长；TRV130作为靶点专一、安全性高的麻醉镇痛品种契合临床需求趋势，潜在空间庞大，有望借助公司多年销售渠道成为重磅单品，24年有望新增开院七八百家，全年有望入院1000家左右；24年销售预计1亿元+，预期峰值10+亿元；安泰坦（氟丁苯那嗪片，舞蹈病（HD）及迟发性运动障碍（TD））：2M24自Teva引进，20年底纳入国家医保，预期峰值10+亿元，约定24-28年完成20-25亿元销售额（合计5年），预计纯净利率5-10%；预计24年销售1亿+；

其他在研：NH600001乳状注射剂（自研，麻醉镇痛，依托咪酯改构，化药1类，24年即将3期临床，预计26年获批）；NHL35700（自灵北引进，抗精分，即将2期临床，预计27年获批）、NH112（自研，抗精分，1期临床）、NH102（自研，抗抑郁，1期临床）、NH130（自研，帕金森，1期临床）、R氯胺酮（抗抑郁，1期临床，2类新药）、Protollin（疫苗，阿尔兹海默症，美国临床1期）等加速推进。

业绩预测及投资建议

公司是国内静麻制剂领先企业之一，当前集采影响基本缓和且持续有新品加持，维持盈利预测，预计2024-2026年公司实现营业收入为60.39/71.64/82.52亿元，分别同比增长19.8%/18.6%，对应归母净利润分别为12.75/15.86/19.23亿元，分别同比增长23.0%/24.4%，对应EPS分别为1.27/1.57/1.91元，对应2024年7月15日22.32元收盘价，PE分别为18/14/12倍，维持“增持”评级。

风险提示

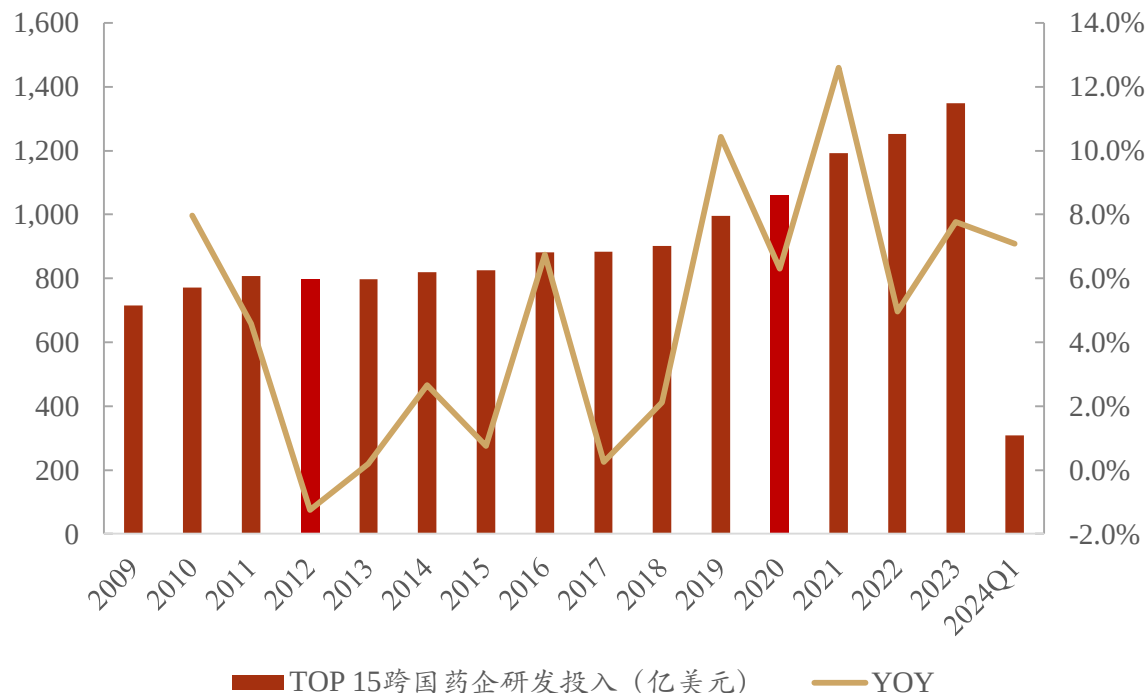
行业政策变化超预期风险，药品研发创新及仿制药一致性评价进步不及预期风险，质量控制风险，环保风险，高端人才缺乏的风险。

2.2 CXO行业-海外景气度判断：底部复苏，维持24H2或25年景气度改善预期

全球TOP 15药企研发投入维持强劲增长，中小型药企研发投入增速有所放缓

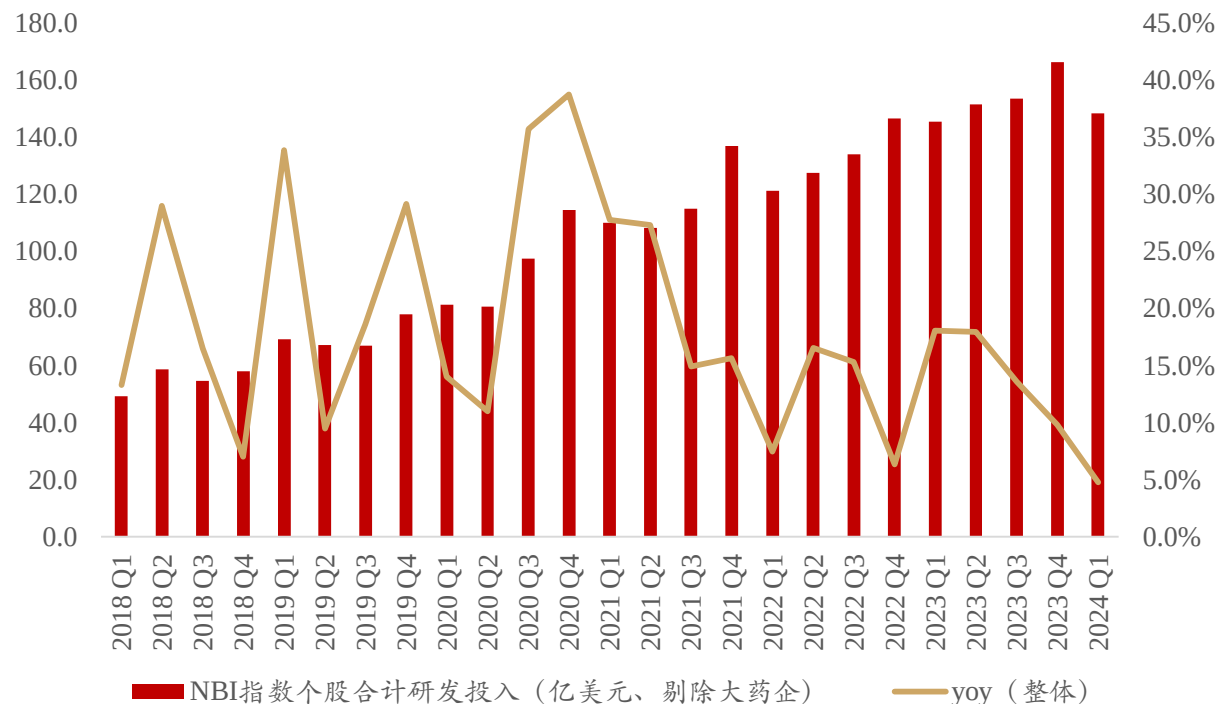
- 大药企研发投入维持强劲增长：全球TOP 15大型药企23年研发投入为1349亿美元，同比增长7.8%、24Q1研发投入为309亿美元，同比增长7.1%，维持强劲增长趋势。
- 中小医药上市公司研发投入环比20-21增速有所放缓。统计NBI指数中剔除大药企之后的211家企业的研发投入情况，23年合计研发投入为616亿美元，同比增长15%以上、24Q1合计研发投入为148.2亿美元，同比增长4.8%，按市值分布来看，50亿美元市值以上公司在23年合计研发投入为348亿美元，同比增长20%左右。

图：Top 15跨国药企研发投入呈现强劲趋势



资料来源：彭博数据，华西证券研究所

图：NBI（纳斯达克指数）个股研发投入情况（亿美元）



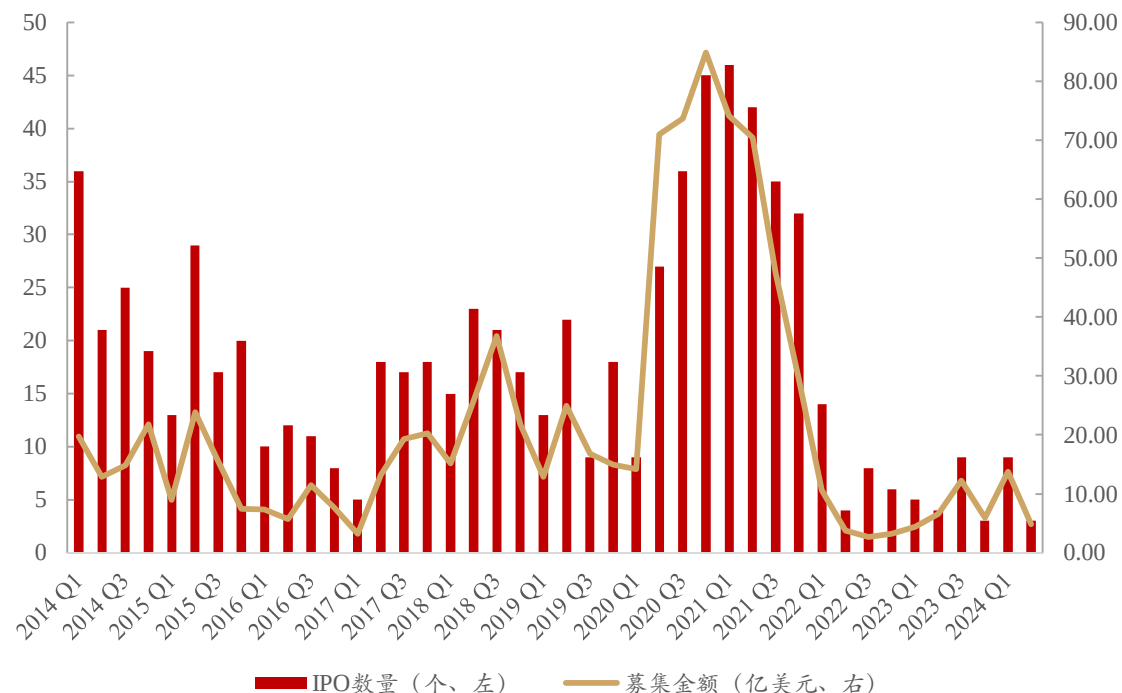
资料来源：彭博数据，华西证券研究所（24Q1目前数据不全）

2.2 CXO行业-海外景气度判断：底部复苏，维持24H2或25年景气度改善预期

创新药投融资环比改善，有望对24年下半年或25年业绩改善提供支撑。

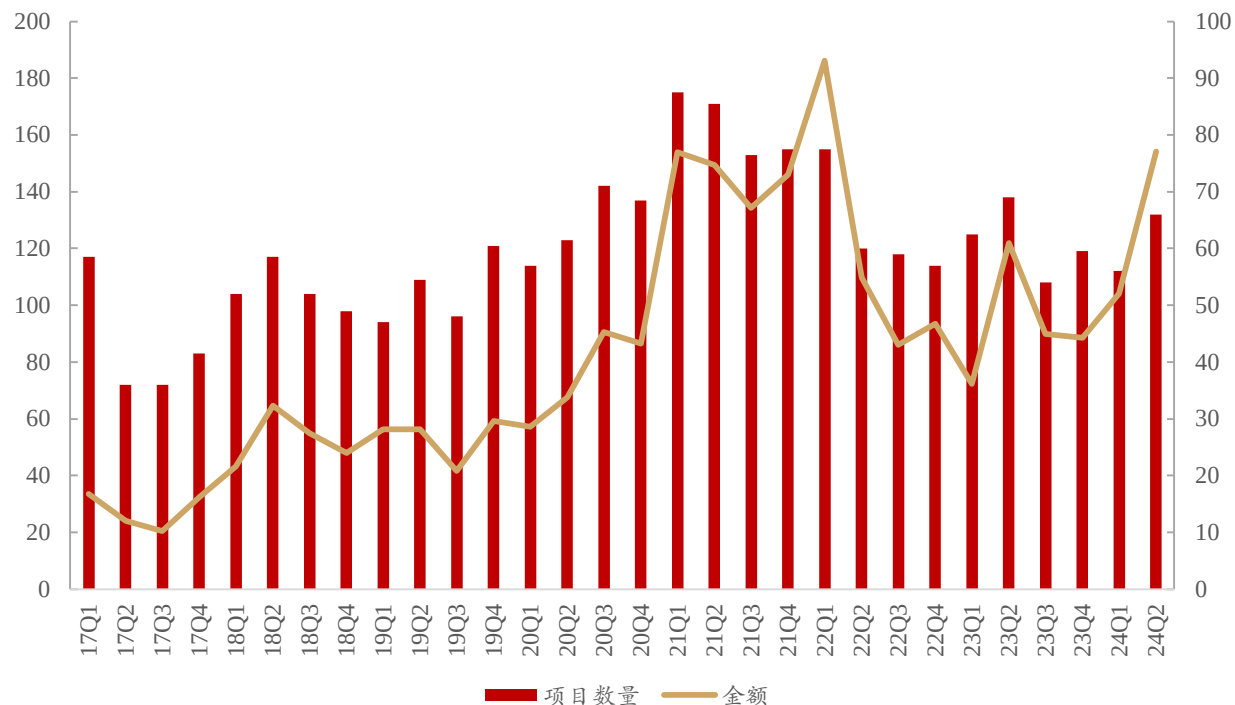
- **IPO尚未呈现环比改善，依然维持较弱状态：**美国生物科技企业IPO情况在2020-2021年达到历史峰值，近年来伴随美联储加息等因素影响，2022年和2023年IPO情况呈现放缓，即分别IPO 32家和21家。公司2024H1已实现12家IPO，尚未呈现明显改善，展望后续，有望伴随宏观环境改善，后续IPO继续恢复。
- **投融资情况呈现底部稳定，且后续有可能趋势向上。**24Q2海外创新药投融资发生132起和合计募资77.12亿美元，其中美国区域24Q2有83个融资项目和合计募资61.96亿美元，呈现环比出现改善趋势。

图：美国IPO趋势有所恢复



资料来源：彭博数据，华西证券研究所

图：海外 创新药投融资情况：项目数量（个）&金额（亿美元）



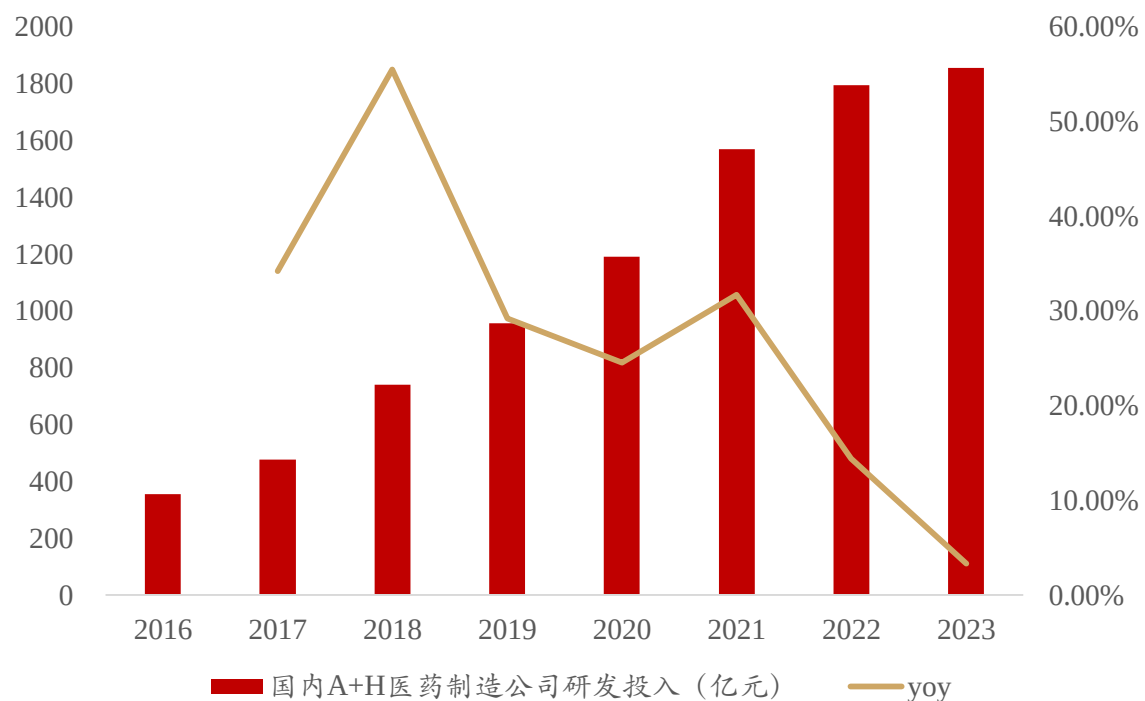
资料来源：药智网，华西证券研究所

2.2 CXO行业-国内景气度判断：筑底中，后续持续跟踪相关指标

23年国内医药制造业研发投入增长仅为3.5%，其中Biotech研发投入增速为-3.6%，另外国内投融资数据处于相对底部，整体判断国内景气度仍处于筑底中。

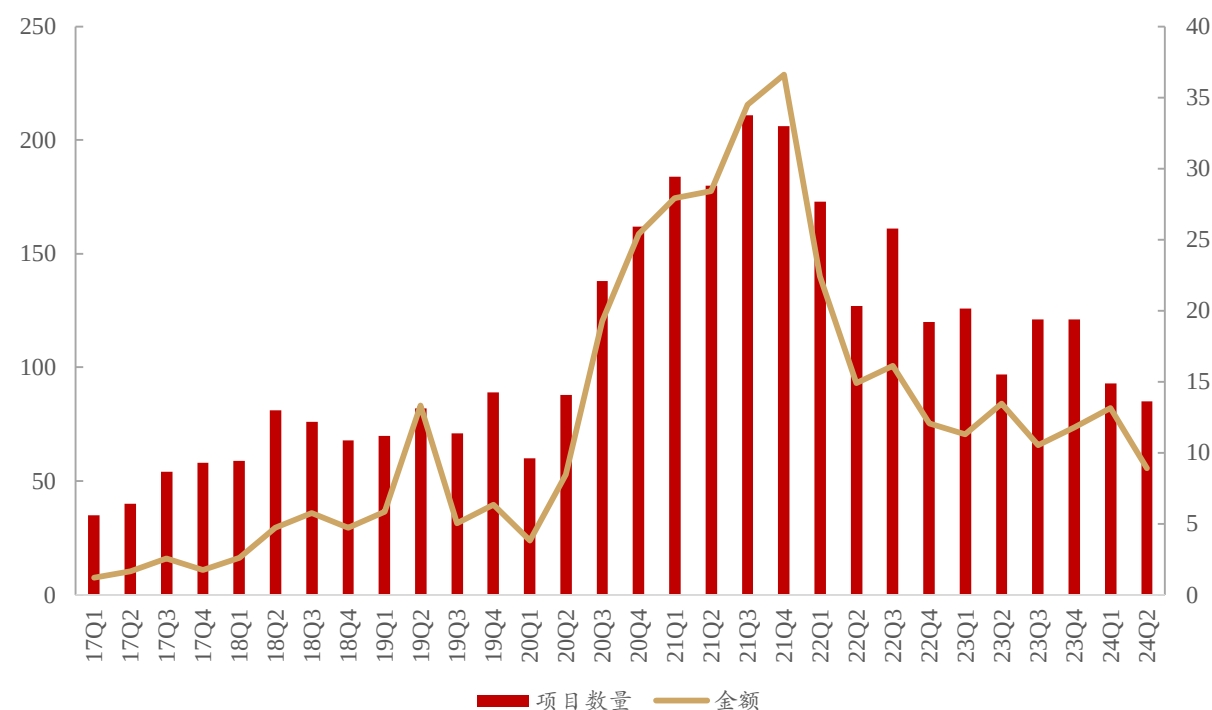
- 国内医药制造业研发投入承压：国内A+H医药制造业企业23年研发投入为1857亿元，同比增长3.5%，其中统计71家Biotech上市公司合计研发投入为508亿元，同比下降3.6%，增速呈现环比下降中、整体承压。
- 国内创新药投融资筑底中。国内创新药投融资在24Q2发生85个项目和融资额8.9亿美元，环比来看处于底部筑底中。

图：国内A+H医药制造业企业研发投入增长情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：国内 创新药投融资情况：项目数量（个）&金额（亿美元）



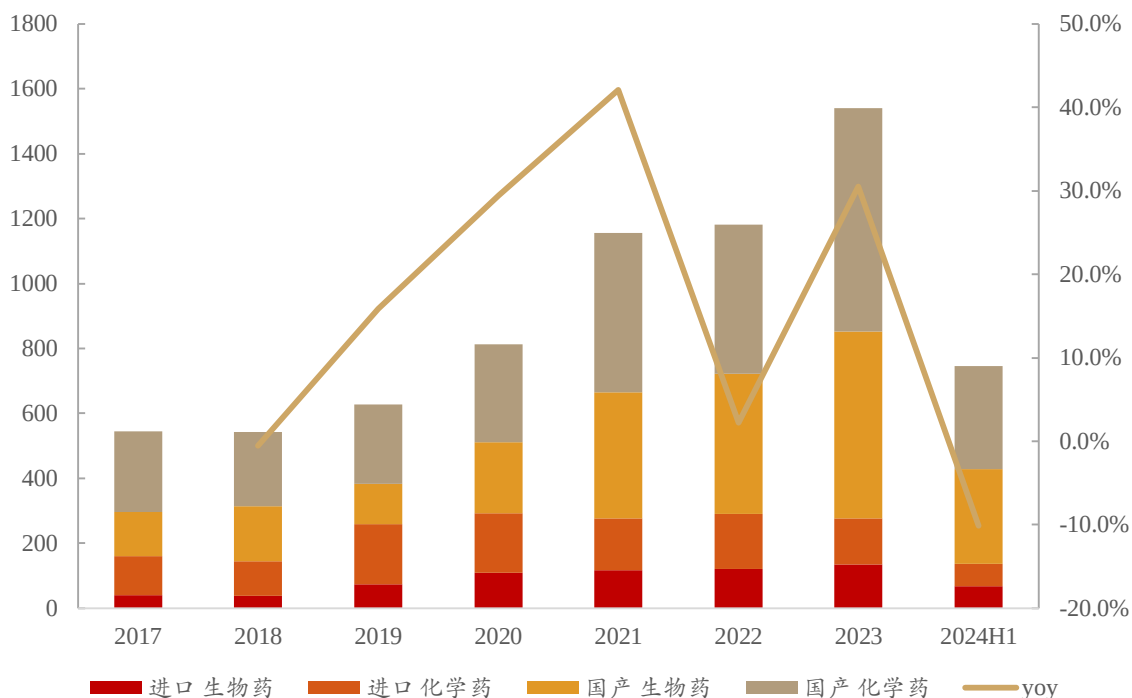
资料来源：药智网，华西证券研究所

2.2 CXO行业-国内景气度判断：筑底中，后续持续跟踪相关指标

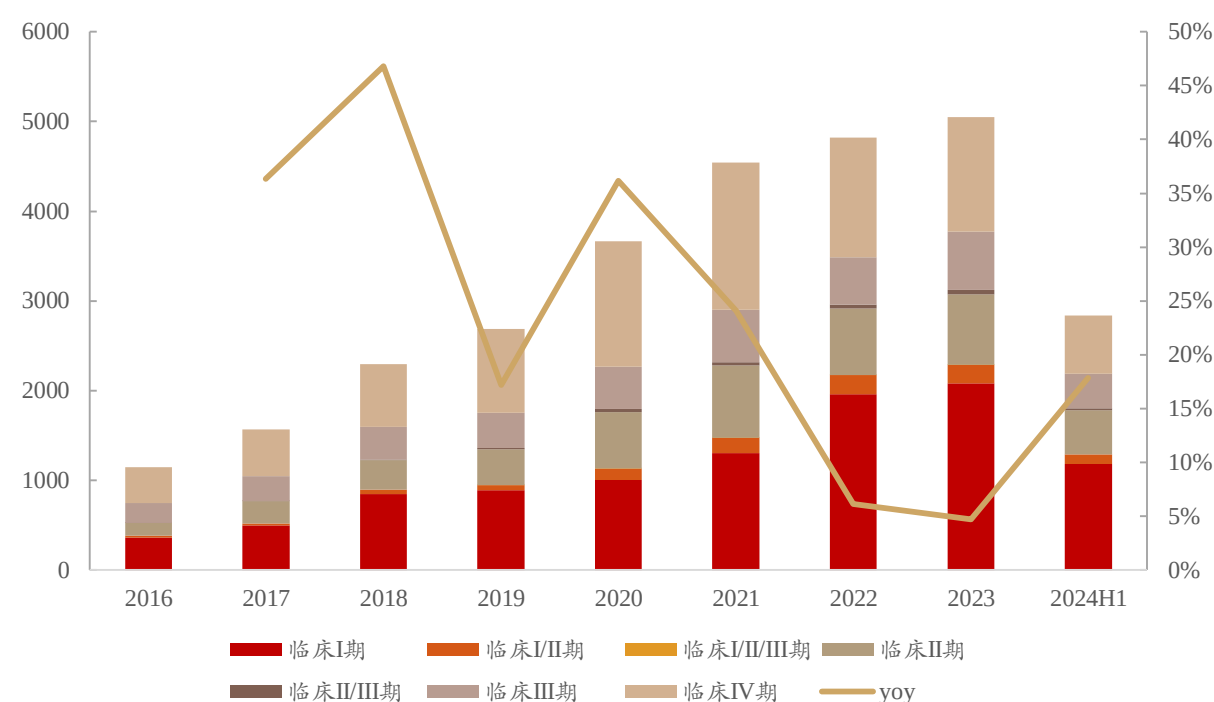
考虑到23年创新药IND处于活跃状况，预期24年临床试验备案数量有望保持乐观状态，但考虑到21年下半年以来国内投融资环境变弱等因素影响，24年初以来IND处于相对变弱趋势，后续有可能会对24后期或者25年临床试验造成一定影响。

- 国内IND情况呈现压力。国内创新药IND品种数量23年为1541个，同比增长30.5%、另外24H1 IND品种数量为746个，同比下降10.1%，我们判断主要受国内投融资环境变弱影响。
- 国内临床试验24年初以来备案情况环比改善：国内23年创新药临床试验数量（包括IV期）为5049个，同比增长4.7%，另外在24年H1临床试验备案数量为2840个，同比增长17.8%，环比22-23改善。

图：国内创新药IND申报受理品种情况（个）



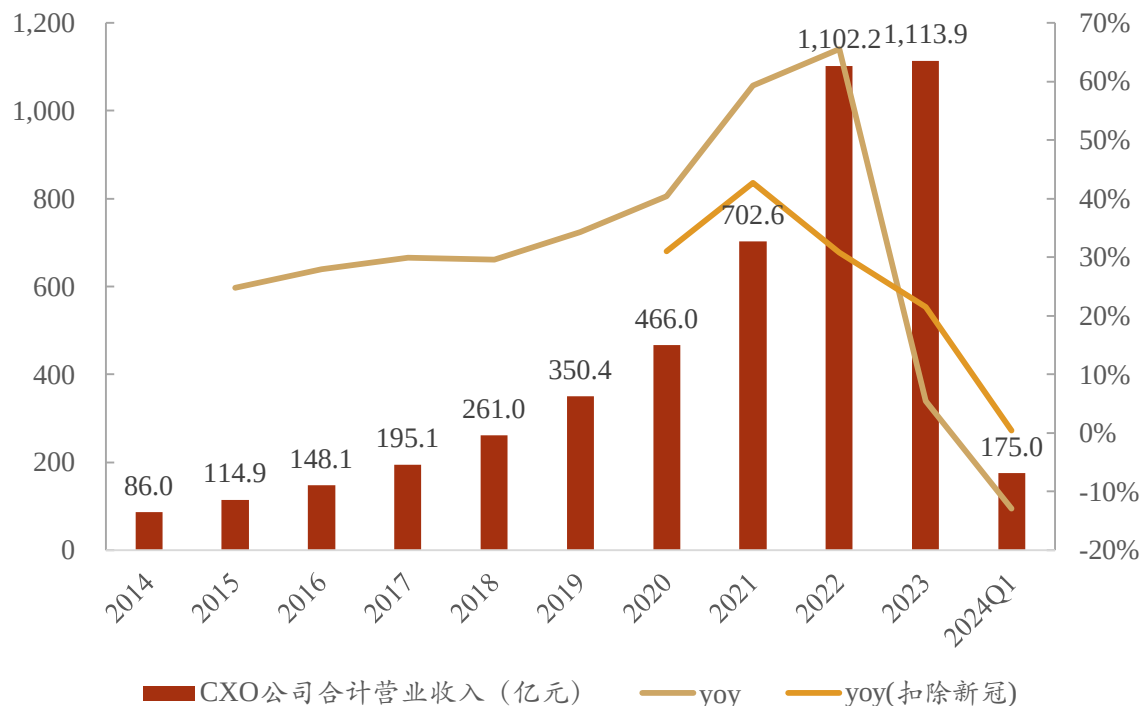
图：国内临床试验注册备案情况（个）



2.2 CXO行业-业绩回顾：收入整体承压，主要受全球景气度影响

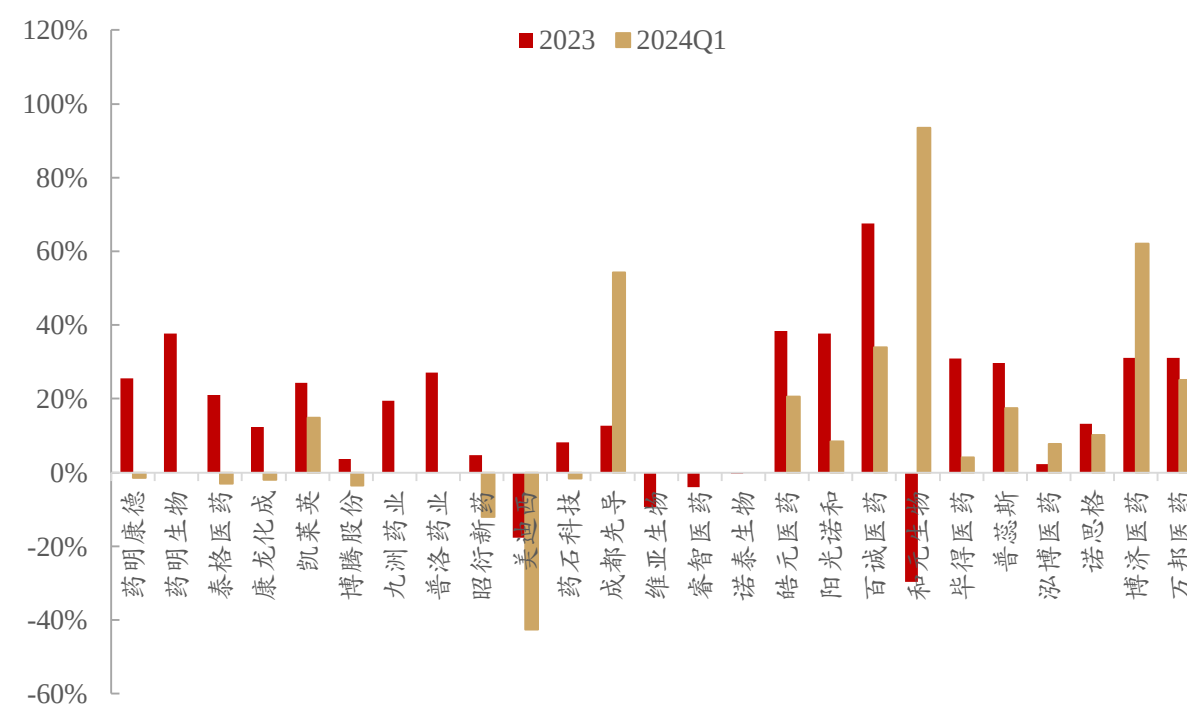
- 国内核心CXO公司业绩承压。统计25家CXO公司收入情况，其23年合计实现收入1113.9亿元，同比增长5.5%，剔除新冠影响后同比增长21.5%、另外24Q1合计实现收入175.0亿元，同比下降12.9%，剔除新冠后同比增长0.4%，业绩整体承压
- 个股上来看，仿制药CRO和CDMO业务呈现快速增长：24Q1百诚医药、万邦医药、阳光诺和（剔除不可比因素）收入端呈现快速增长，另外凯莱英小分子CDMO业务收入同比增长26.58%。

图：国内核心CXO公司收入增长情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：国内CXO个股收入增长情况（扣除新冠）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2 CXO行业-投资观点1：看好多肽供应链需求，重点看好奥锐特、诺泰生物等

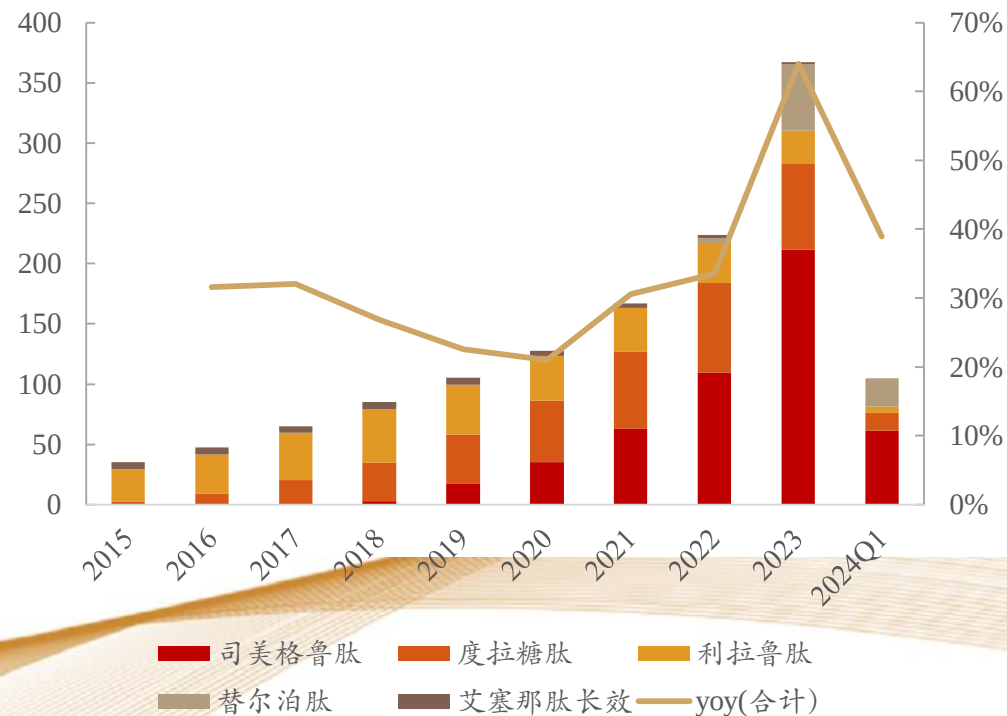
- 目前全球已上市的GLP-1合计有10款，上市最早的为2005年上市的艾塞那肽，目前全球市场份额最高的三个为司美格鲁肽、度拉糖肽、利拉鲁肽；22年5月替尔泊肽作为best上市，目前趋势非常好，未来有望呈现司美+替尔泊肽的双头格局。
- **GLP-1多肽实现快速放量，尤其是随着口服、减肥等领域实现突破**：2023年全球GLP-1RA市场达到367.3亿美元，同比增长为64.0%，其中司美、度拉糖肽、替尔泊肽、利拉鲁肽分别实现销售额为211.7/71.3/55.2/27.5亿美元，其中司美格鲁肽和替尔泊肽继续呈现放量中，分别同比增长93.6%和1043.0%。
- **受益标的**：仿制药原料药业务（诺泰生物、圣诺医药、翰宇药业、奥锐特等）、创新药API供应商（药明康德、凯莱英等）、上游耗材（昊帆生物、蓝晓科技、纳微科技、金凯生科等）、创新药标的（信达生物、翰森药业、众生药业、通化东宝、甘李药业、联邦制药、常山药业等）

表：全球已上市的GLP-1药物情况

氨基酸同源	药品	公司	适应症	上市时间			类型
				美国	欧洲	中国	
蜥蜴唾液 GLP-1或基础 上改结构	艾塞那肽Byetta	阿斯利康	降血糖	2005/4/28	2006/11/20		短效
	利司那肽Adlyxin	赛诺菲	降血糖	2016/7/27	2013/1/31	2017/9/29	短效
	艾塞那肽微球Bydureon	阿斯利康	降血糖	2012/1/27	2011/6/17	2017/12/28	长效
	聚乙二醇洛塞那肽	豪森药业	降血糖	/	/	2019/5/5	长效
人源GLP-1 (7-37)基 础上改结构	利拉鲁肽Victoza	诺和诺德	降血糖	2010/1/25	2009/6/30	2011/3/4	短效
	阿必鲁肽Tanzeum	葛兰素史克	降血糖	2014/4/15	2014/3/20		长效
	度拉糖肽Trulicity	礼来	降血糖	2014/9/18	2014/11/21	2019/2/22	长效
	利拉鲁肽Saxenda	诺和诺德	减肥	2014/12/23	2015/3/23	/	短效
	贝那鲁肽	仁会生物	降血糖	/	/	2016/12/13	短效
	司美格鲁肽注射Ozempic	诺和诺德	降血糖	2017/12/5	2018/2/8	2021/4/27	长效
	司美格鲁肽口服Rybelsus	诺和诺德	降血糖	2019/9/20	2020/3/4	/	短效
	司美格鲁肽注射Wegovy	诺和诺德	减肥	2021/6/4	2022/1/6	/	长效
人源GIP基础 上改结构	替尔泊肽Mounjaro	礼来	降血糖	2022/5/13	2022/9/15	/	长效
	替尔泊肽zepbound	礼来	减肥	2023/11/8	/	/	长效

资料来源：彭博、Wind，华西证券研究所

图：全球GLP-1RA多肽销售情况（亿美元）

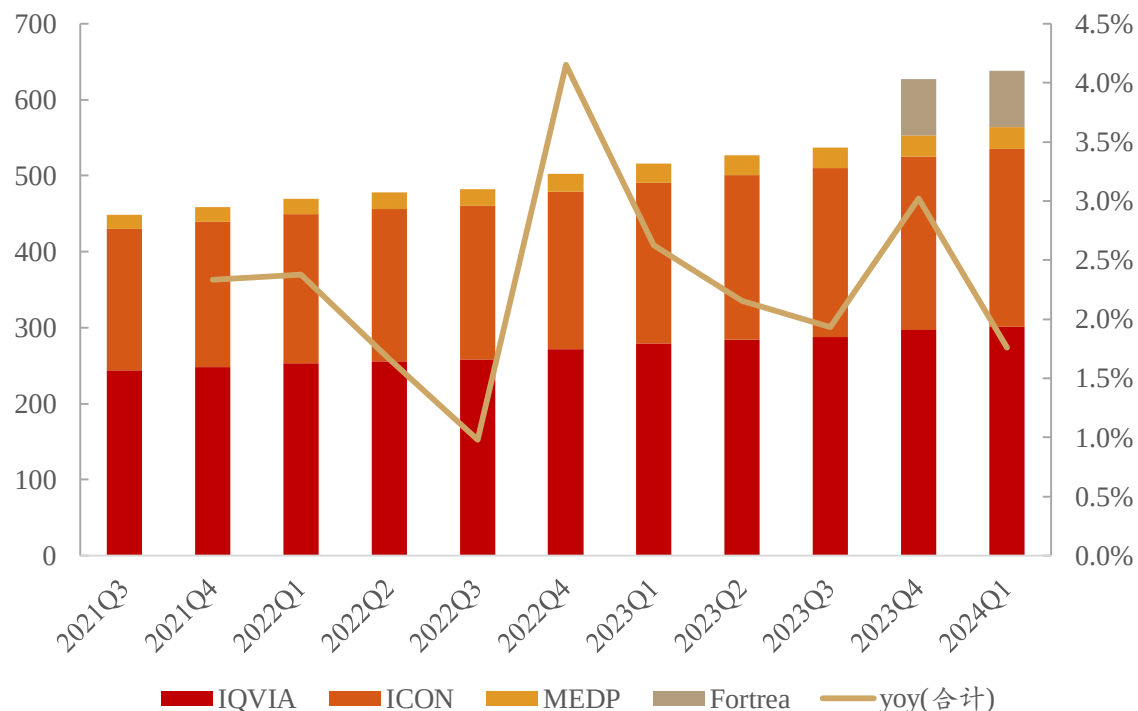


资料来源：彭博、Wind，华西证券研究所

2.2 CXO行业-投资观点2：看好全球β改善下康龙、凯莱英等投资机会

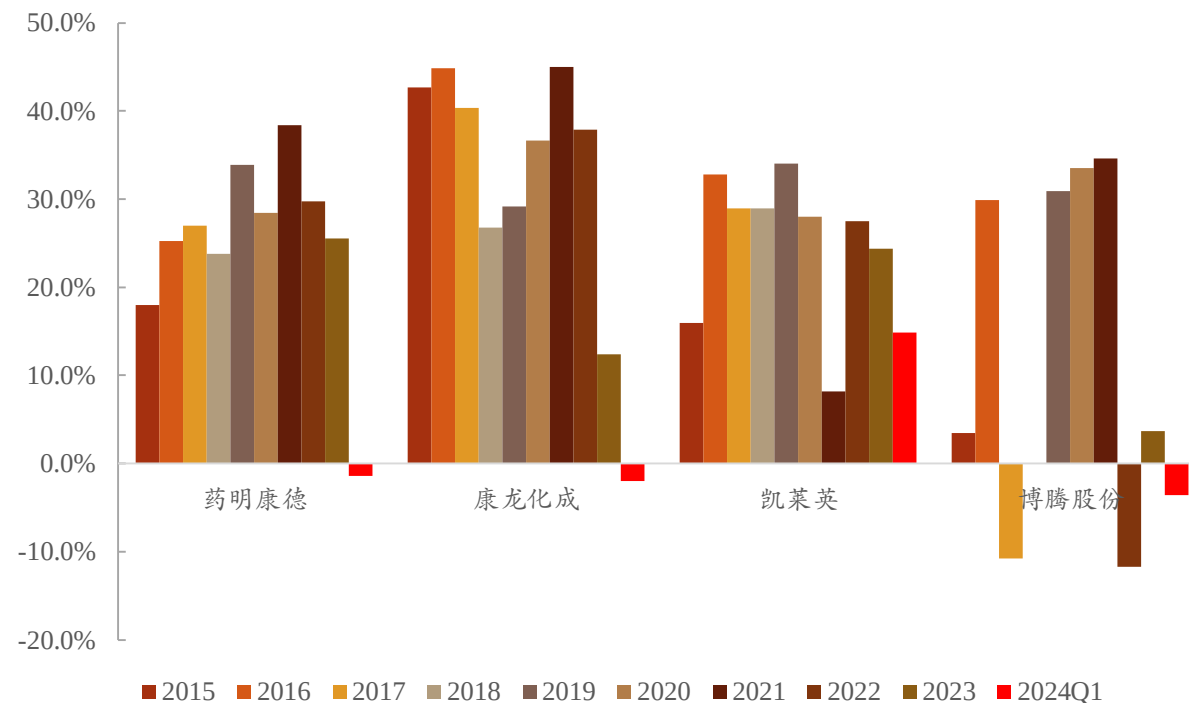
- 跟踪海外CXO来看，维持临床前业务有望在24H2景气度改善。跟踪查尔斯河、LH等公司，伴随投融资情况改善，维持判断临床前CRO业务将于24H2改善，另外跟踪海外临床CRO的在手订单情况，继续维持向上趋势，维持CDMO需求维持景气度。
- 核心公司24Q1询单和订单情况呈现改观，预期后续几个季度业绩将呈现边际变好：跟踪来看，康龙24Q1新签订单同比增长20%+，其中实验室业务新签订单10%+、CMC业务新签订单同比增长40%+，以及凯莱英等订单情况呈现环比改善，展望未来，我们判断伴随投融资景气度改善，看好β改善下康龙、凯莱英等投资机会。

图：海外临床CRO在手订单变化情况（亿美元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：核心CXO公司收入增长情况（扣除新冠）

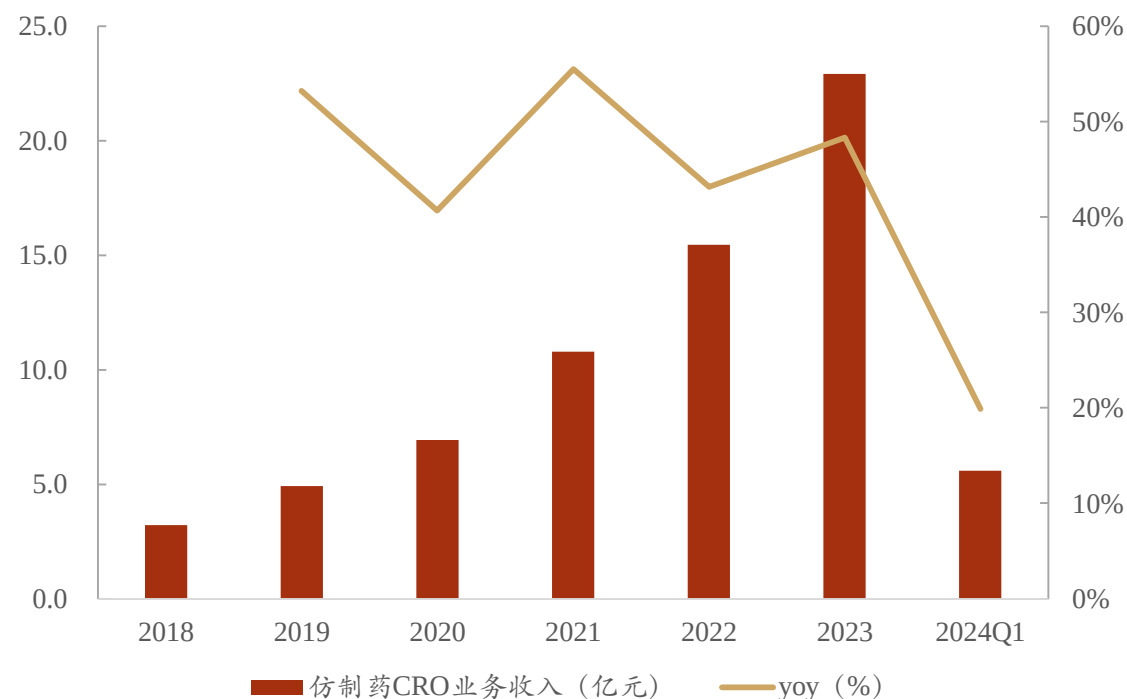


资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2 CXO行业-投资观点3：仿制药CRO业务延续高速增长，继续看好

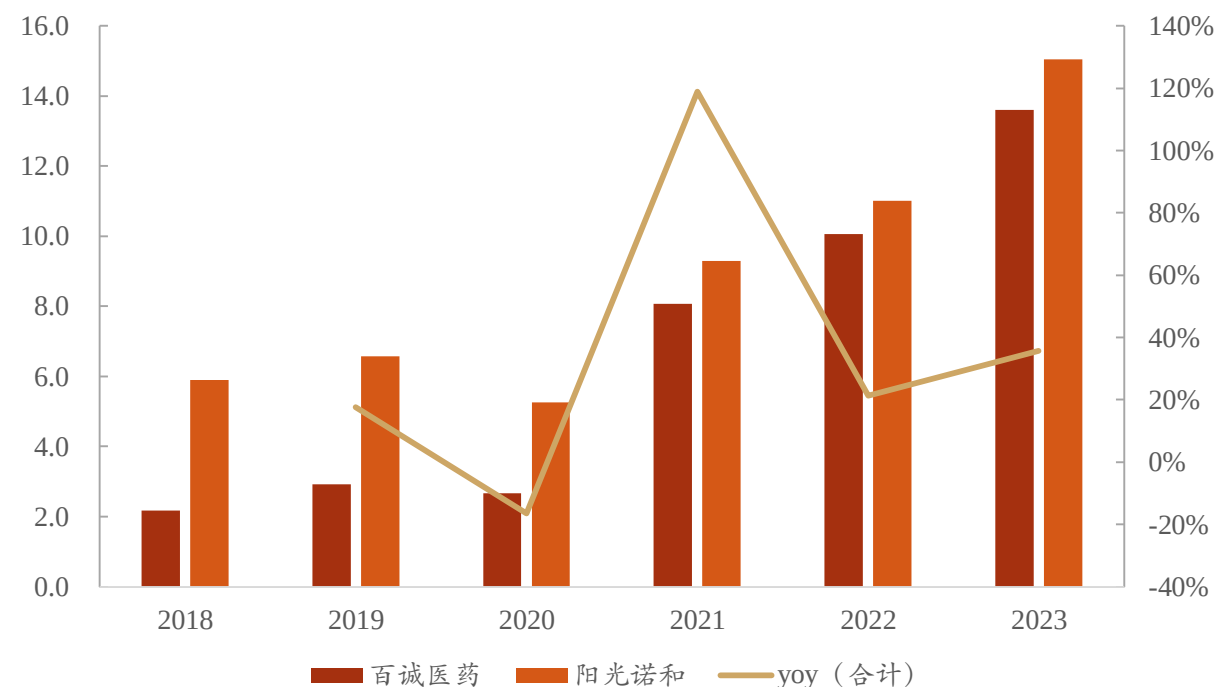
- **仿制药CRO收入延续高速增长。**统计百诚医药、阳光诺和、万邦医药、新领先、太康医药5家仿制药CRO公司，其23年实现收入22.9亿元，同比增长48.3%、另外统计百诚医药、阳光诺和、万邦医药24Q1合计收入5.6亿元，同比增长19.9%，业绩延续快速增长趋势，其中百诚、阳光诺和、万邦医药有一定的行业 α 。
- **百诚医药和阳光诺和新签订单延续高速增长趋势：**百诚医药、阳光诺和23年新签订单延续高速增长趋势，也确保未来业绩增长确定性。

图：国内仿制药CRO业务增长情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：年报包含阳光诺和、百诚医药、万邦医药、新领先、太康医药，24Q1仅包含前3家）

图：百诚医药和阳光诺和新签订单情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3 医疗器械：医疗设备更新逐步落地

- **医疗领域设备以旧换新持续推进，下半年设备采购景气度有望显著提升：**2024年3月7日国务院印发《推动规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确到2027年，包括医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上，**同时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。**各省也陆续发布各自医疗设备领域更新重点和方案，我们认为此次设备更新政策周期、力度和规模较2022年贴息更大，预计在下半年医疗设备更新订单逐步开始落地，设备采购景气度有望显著提升。
- **国家和地方明确提供资金支持：**2024年5月29日，国家发改委、卫健委等联合发布《关于推动医疗卫生领域设备更新实施方案的通知》，指出设备申报规模上单台设备不低于100万，单个项目投资支持比例约70-80%，项目投资支持1-3个亿。并明确资金来源，超长期国债对地方以旧换新设备提供40-80%不等的资金支持比例，其余由地方财政资金、地方政府专项债资金等补充。6月21日，财政部等四部门印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点，贴息期限不超过2年。国家和地方致力于解决设备采购资金问题。

表：国家医疗设备更新政策梳理

时间	部委	内容
3月1日	国务院常务会议	审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。
3月13日	国务院	印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
3月14日	国家发改委	发改委就《行动方案》答记者问，设备更新将带来一个年规模5万亿元以上的巨大市场。
5月29日	发改委等四部门	印发《推动医疗卫生领域设备更新实施方案》1) 鼓励国家医学中心等一批国内拔尖医院对标国际一流水平，适度超前配置一批高端放疗设备、超高场强磁共振成像系统、手术机器人、高分辨质谱仪、超高分辨率显微成像及分析系统等融合型、交叉型重大医疗和科研设备。2) 支持服务人口多、基本医疗服务能力强的乡镇卫生院，配置X射线计算机断层扫描系统(CT)、数字射线成像检测(DR)、彩超、全自动生化分析仪等设备，以及呼吸机、肺功能仪等满足基本医疗服务需求的通用和专用设备。3) 医疗卫生领域设备更新所需资金，由超长期国债、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排。对地方的医疗卫生领域设备更新项目，原则上按照东、中、西、东北部地区分别不超过项目总投资的40%、60%、80%、80%的比例进行支持。
6月21日	财政部等四部门	印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策。有关贴息标准部分，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点，贴息期限不超过2年。

资料来源：中国政府网，国家发改委，财政部，华西证券研究所

2.3 医疗器械：医疗设备更新逐步落地

- 随着国务院《行动方案》出台，各地方政府也陆续发布相应实施方案，截至2024年7月11日，已有31个省、自治区、直辖市出台具体设备更新方案。

表：部分省份的设备更新方案

省份	设备更新内容
山西	1) 推进医疗装备更新改造。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造。2) 推进医院病房改造提升。鼓励医疗机构针对不同病种升级病房设施设备。3) 推动智慧医疗建设应用。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。
浙江	1) 推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持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，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。2) 推进公立医院病房改造，优化病房结构，完善病房设施，到2027年2—3人间病房比例超过80%，适度提高以妇产科、儿科、老年科等为重点的单人间病房比例。
湖北	加快推进全省数智化病理服务体系建设，支持各地建设规范化的区域病理诊断中心。加快以电子病历为核心的医院信息系统建设。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平。实施医疗机构病房改造升级，增加二人间、三人间比例，完善无障碍化设施，力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套，改造病床10000个。
甘肃	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，引导医疗机构合理配置适宜设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人等医疗装备更新改造，探索前沿医疗装备技术科研与应用。推进医疗机构补齐病房环境与设备短板，加强病房适老化、便利化改造，逐步提高医院病房设备配置标准。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设备迭代升级，拓展医疗健康数字化应用场景。到2027年，县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。
重庆	支持有条件的医疗机构加快更新使用年限达8年及以上的医学影像、放射治疗、远程诊疗、检验检测等设备，推进基层医疗卫生机构设施设备升级换代，提升常见病、多发病诊治诊断能力。到2027年，全市累计更新各类医疗设备5.35万台。推动电子病历、医疗监护、远程医疗等信息化设施设备和血压计、心电图机、监护仪等通用设备更新，持续推进病房改造提升。到2027年，全市更新信息化设施设备5.32万台，2—3人间病房占比不低于80%，通用设备数量较2023年增长25%以上。
贵州	1) 到2025年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长15%左右2) 到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上3) 加强优质高效医疗卫生服务体系建设，做强省级龙头医院，推动医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展需求和群众健康需求，合理配置先进适用医疗设备。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，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，持续降低万元以上医疗设备和信息化设施设备老旧率。推动医疗机构病房适老化、智能化提升改造，适当保留一定比例单人间病房，提高两人间、三人间病房比例，促进病房环境改善提升。
海南	1) 到2024年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长6%以上。2) 到2027年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。3) 鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。建立健康医疗业务网络，推进数字医院建设，推动县域卫生健康数字化升级，加强网络和数据安全防护。改造医疗机构病房空间，优化病房环境，合理增设病房卫生间，推动供水、供电、消防、老旧污水管网等基础设施改造升级。
新疆	1) 加快淘汰更新超过使用年限、功能不全、性能落后、维修成本过高或无法维修、影响使用安全的医疗装备和信息化设施。以县级为重点推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗设备更新换代，进一步提升医院数据互联互通、医院信息标准化建设水平。推动医疗器械检验检测设备更新。到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到90%以上。2) 鼓励医疗机构加强病房适老化、便利化改造，改善医院现有供电、消防等安全保障措施，提升污水、医疗废物处理能力。有序推动4人间及以上病房改造。
辽宁	利用中央预算内投资、超长期特别国债等专项资金，支持医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级以及医疗机构病房改造提升。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，推动医疗卫生机构供电、消防、安防等安全保障设施设备更新改造。到2027年，二级及以上公立医院2人间和3人间病房占比达到75%以上。
西藏	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，加快淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。支持食品药品检验检测设备更新。到2027年，力争更新医疗装备和信息化设施8477台(套)。

2.3 医疗器械：医疗设备更新逐步落地

- 目前医疗设备更新处于各省项目申报、审批阶段，截至7月初，已有安徽、广西、广东等省份的项目进行公示/发布可行性研究报告阶段，预计在下半年医疗设备更新订单逐步开始落地。
- 安徽：2024年5月8日、22日、27日安徽省发改委分别发布了三项设备更新及病房改造的项目公示，总投资额合计为44.07亿元，在13个医疗设备改造及信息化设施迭代升级项目中，采购医疗设备共1876台（套），总投资额达26.86亿元。
- 广西：2024年6月13日，广西省卫健委发布《2024年县域共同体设备更新项目》，拟购置CT、DR、彩超、全自动生化分析仪等设备共1298台，项目总投资7.05亿元，其中5亿元来自超长期特别国债，2.05亿元来自市县配套资金及单位自筹。项目实施进度期为2024年6月-2024年12月，7-9月进行项目招投标工作，9-12月进行设备安装交付验收。
- 广东：2024年6月12日，广东省发改委发布《广东省医疗卫生领域设备更新有关项目可行性研究报告审批前公示》，共涵盖8个项目，设备采购数量为2151台（套），总投资金额为53.93亿元。资金来源中，242165.39万元来自中央投资申请，其余资金由使用单位自筹，省、市、县（市、区）财政及地方政府专项债券等解决。

表：安徽医疗设备改造及信息化设施迭代升级项目

序号	医院	医疗设备（台/套）	信息化设备（台/套）	总投资（亿元）
1	中国科大附属第一医院（安徽省立医院）	26	7	1
2	安徽省第二人民医院	40	2	1
3	复旦大学附属儿科医院安徽医院（安徽省儿童医院）	36	7	1.19
4	安徽医科大学第一附属医院	4	16	1.02
5	安徽医科大学第二附属医院	16	15	1.4
6	安徽医科大学附属巢湖医院	42	1.03	
7	安徽医科大学附属阜阳医院	30	1.05	
8	蚌埠医科大学第一附属医院	66	2.04	
9	上海市第一人民医院蚌埠医院（蚌埠医科大学第二附属医院）	27	1.03	
10	皖南医学院第一附属医院（弋矶山医院）	33	8	1.05
11	安徽中医药大学第二附属医院	18	1.05	
12	安徽省紧密型县域医共体设备更新项目（一期）（全省152个紧密型县域医共体（含涉农区）牵头医院及县域医疗次中心）	1508	9.5	
13	安徽省城市头部医院高端医疗设备更新项目	30	4.5	
合计		1876	55	26.86

表：广西县域共同体设备更新

设备名称	数量	金额（万元）
CT机	17	18790
DR机	158	19010.6
B超及配套设备	180	21153.88
全自动生化分析仪	296	8542.74
呼吸机	12	326.2
监护仪	167	1280.24
电梯	14	710
其他	454	649.24
合计	1298	70462.9

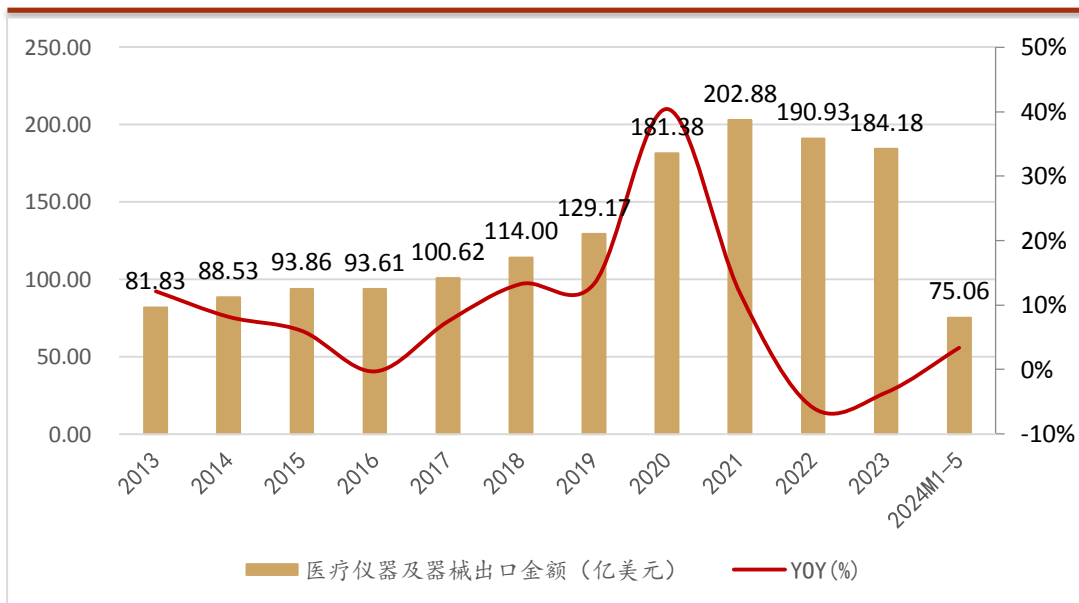
表：广东医疗卫生领域设备更新有关项目可行性研究报告审批前公示

项目	购置设备情况	估算总投资额（万元）
重点医院先进医疗设备更新项目（粤东、粤西）	共13种66台（套）	29752.7
重点医院先进医疗设备更新项目（珠三角一）	共18种167台（套）	77628.78
重点医院先进医疗设备更新项目（珠三角二）	共20种169台（套）	78798.3
县域医共体设备更新项目（原中央苏区）	共24种291台（套）	60912
县域医共体设备更新项目（珠三角）	共20种288台（套）	41440
县域医共体设备更新项目（粤东、粤西和粤北）	共27种548台（套）	118938
城市二级医院设备更新换代项目	共442台（套）	107136
公共卫生机构设备更新项目	共200台（套）	24739.19
合计	共计2171台（套）	539344.97（其中申请中央投资242165.39万元，其余资金由使用单位自筹）

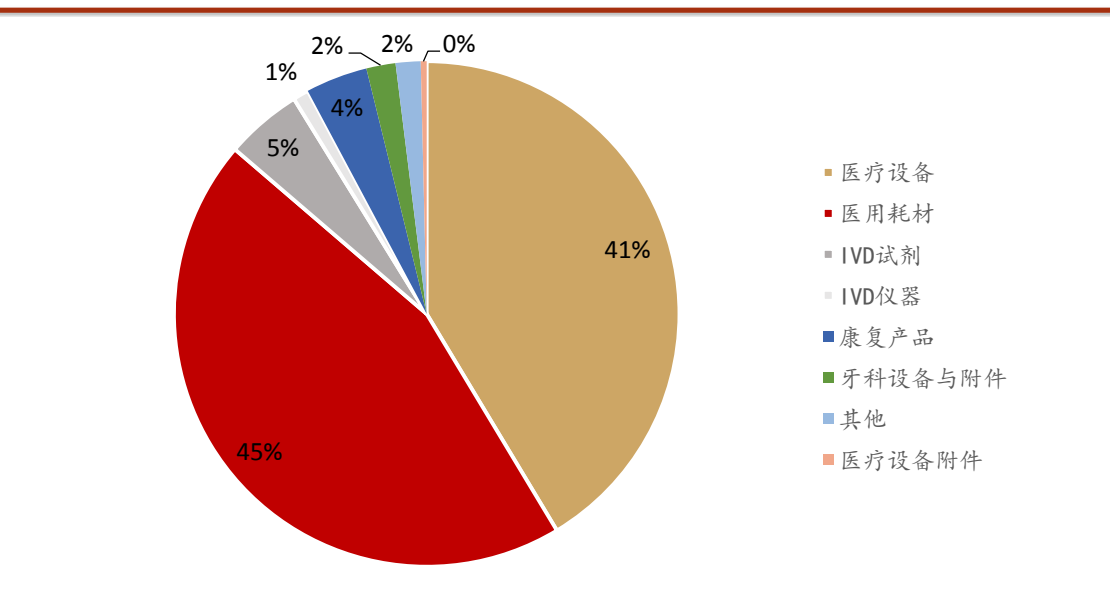
2.3 医疗器械：出海大有可为

- 出海成为医疗器械企业重要业绩增长点。疫情期间，中国企业在海外新开拓了大量新渠道和新客户，未来这些新渠道和新客户将成为传统业务增长的重要拉动力之一。从2023年起医疗器械出口增速保持环比增长，2024年1月到5月医疗器械出口金额增长3.4%。
- 出口品类结构中医疗设备和医用耗材占比较高。2019年以前器械出口主要以医用耗材尤其是低值耗材为主，疫情期间，防疫物资和IVD设备快速增长。2023年医疗器械出口占比中医用耗材占比45%，高附加值的医疗设备占比41%。

图：我国医疗器械出口金额（亿元）及增速



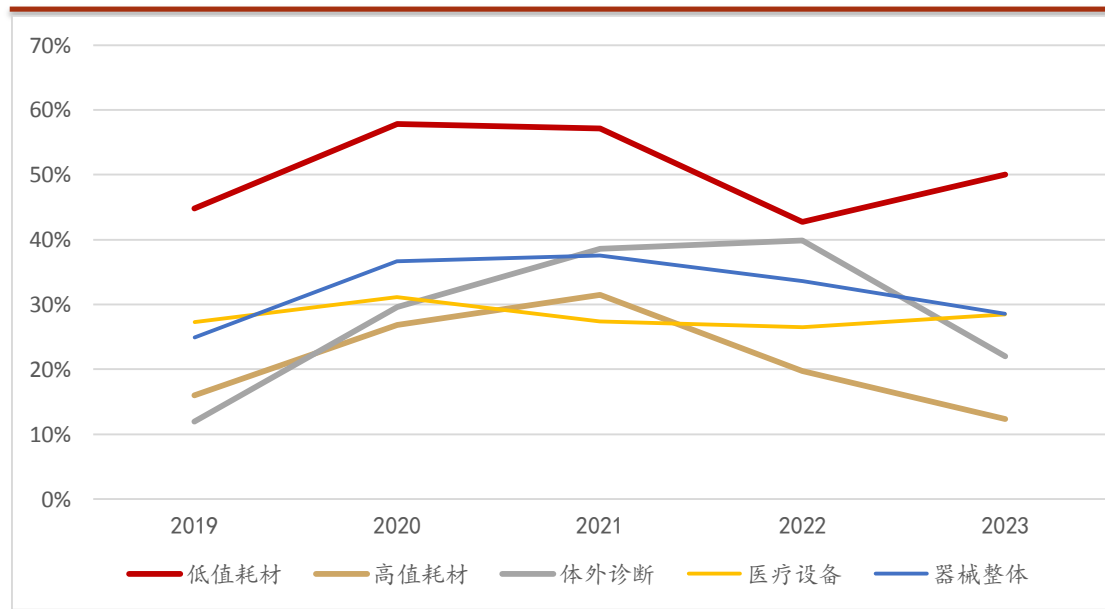
图：2023年医疗器械出海细分领域占比情况



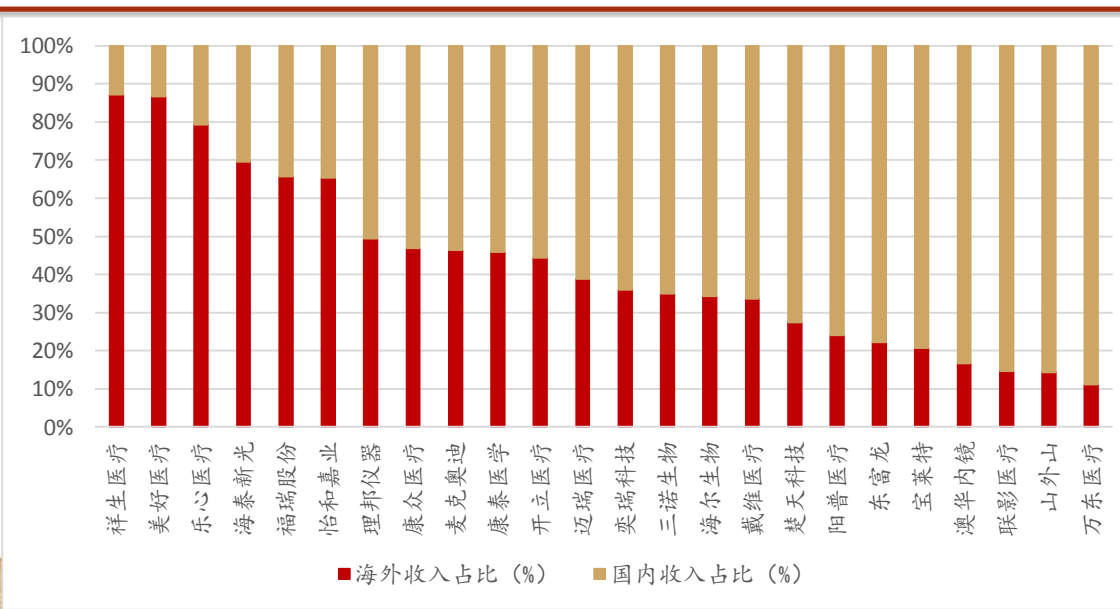
2.3 医疗器械：出海大有可为

- 目前低值耗材及部分影像类设备、体外诊断产品已经凭借自身优势获得国际认可，随着器械技术水平提升，更多高技术壁垒公司将有望走向国际市场。
- 医疗器械出海主要关注：
 - 产品已经建立比较完备的海外渠道，产品梯队丰富，优势明显龙头公司；
 - 借助成本和制造优势切入大客户供应链，长期稳定合作公司；

图：上市医疗器械细分板块海外收入占比（%）



图：部分医疗设备公司2023年海外和国内收入占比情况（%）



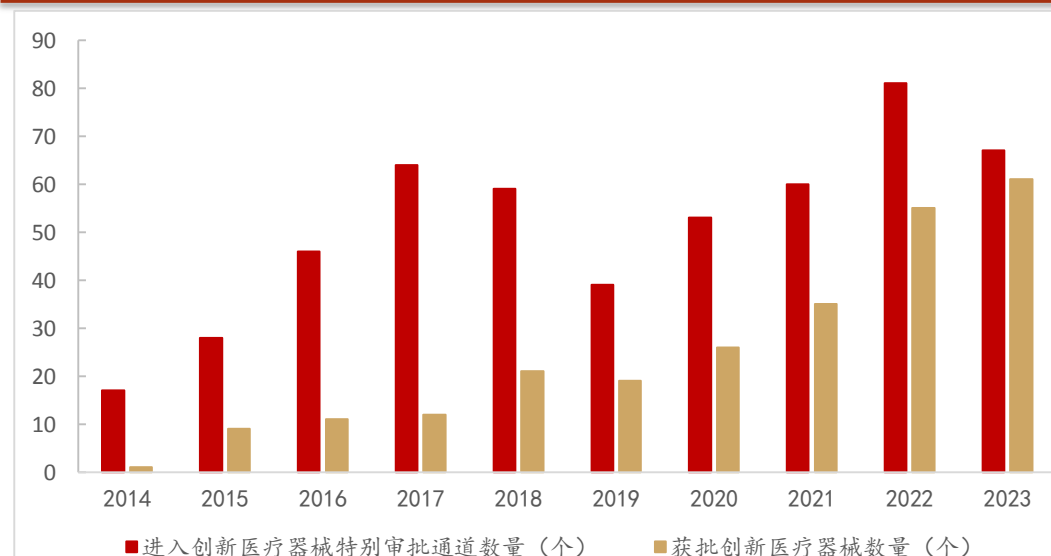
2.3 医疗器械：创新驱动成长

- 2014-2023年，国家药监局共批准250个创新医疗器械；其中2023年有61个创新医疗器械获批上市。
- 从细分种类看，创新器械中介入类耗材、影像、手术设备、IVD等产品占比较高。

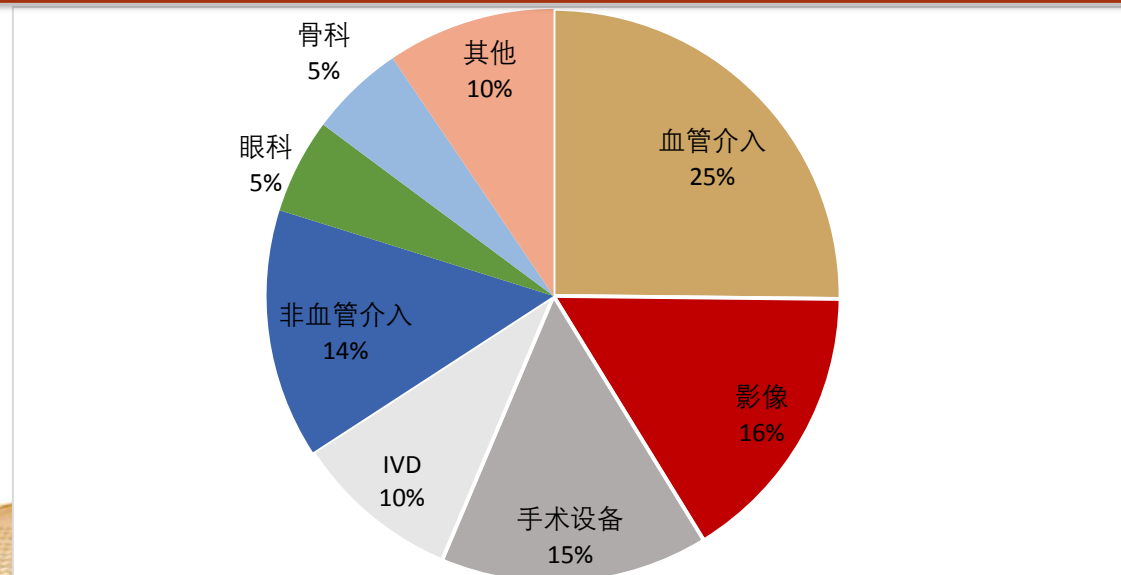
表：2023年上市医疗器械公司获批部分创新医疗器械

批准日期	生产企业	产品名称	类别	治疗领域
2023/4/21	爱康宜诚	腰椎融合匹配式金属增材制造胸假体系统	耗材	胸腰椎切除
2023/5/22	联影医疗	放射治疗计划软件	AI医疗器械	肿瘤
2023/6/16	微创关节	医疗钴铬合金股骨头	耗材	关节假体置换
2023/7/13	天智航	膝关节置换手术导航定位系统	手术机器人	关节假体置换
2023/8/24	微创电生理	冷冻消融设备	医疗装备	肿瘤
2023/8/24		球囊型冷冻消融导管	耗材	肿瘤
2023/8/28	锦波生物	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液	耗材	美容
2023/12/28	锦江电子	一次性使用心脏脉冲电场消融仪	医疗装备	心血管病
2023/12/28		心脏脉冲电场消融导管	耗材	心血管病

图：2014-2023年国家药监局共批准189个创新医疗器械



图：NMPA获批创新器械各细分品类占比



2.3 医疗器械：创新驱动成长

- 设备性能提升
 - 国产设备产品性能有很大的提升，在国产替代的背景下，医生对于国产产品的接受度也进一步提升。
 - 以内镜为例，随着国产品牌在图像传感器、成像技术和镜体制造等领域的突破，国产品牌努力突破日系品牌的垄断。
- 上游国产化率加速
- 国产设备在产业链上游实现核心零部件的自主研发上不断突破

表：国内外内镜产品各技术点对比

项目	澳华内镜 AQ-200	开立医疗 HD-550	奥林巴斯 CV-290	富士胶片 ELUXE-7000	宾得医疗 EPK-I7000	技术水平/行业地位
画质清晰度	1080P	1080P	1080P	1080P	1080P	行业先进水平
冷光源	300W氙灯	多LED	300W氙灯	多LED	300W氙灯	差异化技术路线
信号传输方式（主机和镜体间）	激光传输、无 需导光杆	电信号传输、 有导光杆	电信号传输、 有导光杆	红外传输、有导 光杆	电信号传输、 有导光杆	行业领先地位
光学染色功能	CBiPlus@分光 染色技术	VIST光电复 合染色成像 技术	NBI窄带成像 技术	FICE电子染色	I-SCAN智能 电子染色	差异化技术路线
主机相关						
光学变焦功能	无	无	有	有	有	重点在研方向
胃镜弯曲角（度）上/下/左/右	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/90/100/100	210/120/120/120	行业先进水平
肠镜弯曲角（度）上/下/左/右	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	180/180/160/160	210/180/160/160	行业先进水平
胃镜视场角（度）	145	140	140	140	140	行业领先地位
肠镜视场角（度）	145	140	170	170	140	国有产品领先地位
供电方式	无电气接点	有电气接点	有电气接点	无电气接点	有电气接点	行业先进水平
其他						
监视器	双画面，26英寸全高清液晶	24寸、21.5寸全高清液晶	26英寸全高清液晶	19英寸全高清液晶	19英寸SNOY液晶	具备产品配套
周边设备（注册类）	送水泵、送气泵	无	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	送水泵、送气泵	具备产品配套
射频卡定制功能	有	无	无	无	无	具备功能配套

数据来源：澳华内镜招股说明书，华西证券研究所

表：部分影像设备核心零部件国产化情况

品类	核心零部件	国产替代情况
CT	球管	生产壁垒极高，联影可部分自产，高端大功率国产仍有较大差距
	探测器	联影性能处于行业领先水平
	高压发生器	联影等已实现中低端CT高压发生器的国产化
MR	超导磁体	联影是少数掌握3.0T及以上高场人体超导磁体核心技术的企业，具有行业先进水平的磁体均匀性指标
	梯度线圈	联影处于行业先进水平
	梯度功率放大器（GPA）	联影处于国际先进水平
	射频功率放大器（RFPA）	联影处于国际先进水平
XR	谱仪	联影高接收通道数与信号稳定性达到行业领先水平
	X线平板探测器	奕瑞产品与进口差距较小
	高压发生器	中低端国产高端仍有差距
PET	X射线管	部分国产X射线管已在中低端DR中广泛使用，高端仍有一定差距
	闪烁晶体	已打破国外技术垄断
RT	硅光电倍增管（SiPM）	依赖进口
	加速管	联影自行设计的6MV加速管输出的最高剂量达到行业领先水平
	磁控管	依赖进口
	多叶光栅	联影自主研发的动态多叶光栅技术可以实现精准适形

数据来源：联影医疗招股说明书，华西证券研究所

2.3 IVD：集采常态化推进

- 2021年8月安徽开展的化学发光集采拉开IVD集采序幕，22年底江西江西医保局公布了23省肝功类生化检测拟中选结果，国内头部企业迈瑞、美康、九强、迈克全线中选，海外龙头罗氏、西门子、贝克曼中选，雅培未中选，全部出局。2023年1月安徽进行凝血和心梗三项检测试剂集采，凝血类试剂中选的25家企业，其中仅希森美康和斯思塔高2家进口品牌，心梗类试剂中选的17家企业均为国产，进口替代节奏加快。11月江西牵头24省肾功及心肌酶集采，国产龙头企业市场占有率进一步提升。安徽牵头的25省发光及分子诊断集采中，雅培、罗氏等进口企业以及迈瑞、安图、新产业等国内龙头企业均以高于50%的降幅全部拟中选。
- 2024年5月20日，国家医保局发出《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(医保办发〔2024〕8号)》提出，其中在IVD领域明确江西牵头开展生化类体外诊断试剂联盟采购（7月9日发出邀请）；安徽牵头开展肿瘤标志物等体外诊断试剂联盟采购。预计未来IVD行业的集采将常态化推进，板块政策扰动逐渐减弱，头部企业加速进口替代进程。

表：各省份联盟IVD领域集采情况

品种	开始集采时间	省份/联盟	结果
化学发光	2021/8/19	安徽	相关产品价格平均降幅达到47.02%，以迈瑞为首的积极参与配合降价中标的本土试剂市占率得到提升
发光法术前八项、凝血、血球、POCT	2022/8/23	福建宁德	平均降价幅度40%以上，国产占有率提升
肝生化	2022/11/1	江西23省联盟	首年意向采购量前10家企业基本保有各自的医院意向采购份额，行业格局有望进一步集中，头部国产企业市占率有望进一步提升。
凝血六项和心梗三项	2023/1/13	安徽	凝血类试剂中选的25家企业，其中仅希森美康和斯思塔高2家进口品牌，心梗类试剂中选的17家企业均为国产，进口替代节奏加快。
28项肾功及心肌酶项目	2023/11/24	江西等24省	192家企业拟中选，厂家中选率为91%，品规中选率为71%，平均降幅77%，目前已全部执行
术前八项（含酶免）、性激素六项、糖代谢两项、HCG、β-HCG、HPV分子诊断	2023/11/17	安徽等25省	共120家企业产品拟中选，市场主流进口产品罗氏诊断、雅培、贝克曼、西门子，国产主流产品迈瑞、安图、新产业等纷纷中选，平均降幅为53.9%
甲功化学发光	2023/12/8	甘肃	正在进行，主要采取评分+磋商模式，对产品价格、市场份额、配套能力、产品质量进行综合考量。
无创产前基因检测	2024/7/3	江苏	7月3日，江苏省医保局发布关于公开征求《江苏省无创产前基因检测服务带量采购方案（征求意见稿）》意见的公告。所有符合要求的申报参与企业同组竞价，报价不高于最高有效申报价345元的，按有效报价由低至高排序，排名前60%（四舍五入取整）的企业中选。其中，价格不高于275元的全部中选，且不受上述中选数量限制。
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，32个品种	2024/7/10	江西省牵头	7月9日，江西省医疗保障局邀请参加糖代谢等生化类检测试剂省际联盟采购，邀请联盟省份参加。此次明确的6个类别的32个项目，不仅涵盖糖代谢和离子微量元素，同时将肝功、肾功、血脂类未纳入的部分重新纳入。

数据来源：各政府网站，华西证券研究所

2.3 耗材：手套行业去库存已接近尾声，供需已趋于平衡

- 全球手套行业去库存已接近尾声，供需已趋于平衡
 - 根据海外龙头top glove公告，其2024财年第三季度虽面临原材料价格环比呈上涨的趋势，但公司税后利润实现6200万令吉，同比增长152%，环比增长255%；公司业绩表现强劲主要得益于主要得益于客户在清理过剩库存后补充手套库存需求强劲，由此带来的更高利用率加上持续的质量和成本优化措施。
 - 根据英科医疗公告，一次性手套行业在2022-2023年持续经历行业调整，2023年一次性丁晴手套价格位于底部区间，行业内绝大部分企业经历亏损，老旧落后及临时产能不断出清。去年四季度开始，供给端改善效果显现，供需逐渐呈恢复态势，国内产能、利用率明显提升至满产并保持至今年。
- 价格已环比有所上涨：国内和国外手套价格均已环比有所上涨。
- 中国企业积极应对美国拟加关税影响：虽然美国贸易委员会拟对中国出口到美国的医疗手套加征、关税，2026年开始实施，税率从7.5%提高到25%。中国企业出口至美国的、丁晴手套数量占出口全球丁晴手套总量的35%左右。目前国内英科、蓝帆等厂家也为抵御加征关税风险进行了积极应对。蓝帆目前已在欧洲、中东和拉美做了客户和销售布局，同时公司早在2020年于越南布局了PVC手套生产基地，合理规避贸易风险。英科计划加大海外生产基地的建设以消除未来关税的影响，同时加大非美区域的市场开拓。

表：23年1月-24年5月硫化橡胶制手套海关出口数据

数据年月	数量（双）	环比	金额（美元）	环比
202301	540234482	26.19%	35,809,845	3.95%
202302	453942306	-15.97%	25,313,800	-29.31%
202303	583895646	28.63%	37,167,142	46.83%
202304	634968568	8.75%	40,962,298	10.21%
202305	650649739	2.47%	40,586,777	-0.92%
202306	672512221	3.36%	39,669,109	-2.26%
202307	845559279	25.73%	46,061,468	16.11%
202308	689366295	-18.47%	40,123,742	-12.89%
202309	761644465	10.48%	42,395,860	5.66%
202310	659274255	-13.44%	38,561,217	-9.04%
202311	585409580	-11.20%	36,845,163	-4.45%
202312	753631060	28.74%	41,914,232	13.76%
202401	780154001	3.52%	45,867,543	9.43%
202402	664557690	-14.82%	33,283,584	-27.44%
202403	775116909	16.64%	39,738,992	19.40%
202404	652827273	-15.78%	38,796,928	-2.37%
202405	838103163	28.38%	47,561,871	22.59%

资料来源：中国海关总署

2.3耗材：输注穿刺海外需求稳定，外围环境持续改善中

- 注射器、管状金属针头出口呈现同比下滑态势，环比略有改善，走向修复之路。根据中国海关总署2023年1月-2024年5月出口数据（以美元计价），注射器（不论是否装有针头）（海关代码90183100），24年3月及4月在数量上出口呈现同比下滑态势，但5月份出现改善迹象。具体从数量看，3月份出口数量11.9亿个，同比下降25%，4月份出口数量12.4亿个，同比下降16%，5月份出口数量15.0亿个，同比增长6%，环比增长21%；从金额看，24年5月份出口金额创23年及24年以来的新高，达到7170万美元，环比增长21%。
- 管状金属针头（海关代码90183210）海外需求24年来出现同比下滑，但4/5月环比已有改善。24年2月及3月在数量和金额上出口呈现同比下滑态势，但4月及5月以来已出现环比改善。24年5月份出口数量环比增加20%，同比下降3%，出口金额为2556万美元，环比增长9%，但仍同比下降9%。11月份出口数量环比增长8.74%，出口金额2672万美元，环比提升13.42%。

表：23年1月-24年5月注射器（无论是否有针头）海关出口数据

数据年月	数量（个）	同比	环比	美元	同比	环比
202301	1432320458	-36%	6.31%	58,469,830	-42%	-6.11%
202302	867783900	-34%	-39.41%	41,402,405	-38%	-29.19%
202303	1593499808	-7%	83.63%	64,066,510	-18%	54.74%
202304	1473162278	23%	-7.55%	62,579,075	15%	-2.32%
202305	1423504195	-18%	-3.37%	61,098,574	-21%	-2.37%
202306	1510018851	-14%	6.08%	62,811,464	-17%	2.80%
202307	1582435757	-23%	4.80%	68,894,011	-22%	9.68%
202308	1458883071	-24%	-7.81%	66,559,861	-17%	-3.39%
202309	1366310314	-20%	-6.35%	60,254,009	-27%	-9.47%
202310	1382651534	-13%	1.20%	58,765,950	-11%	-2.47%
202311	1458754890	-15%	5.50%	71,099,820	-5%	20.99%
202312	1427311898	6%	-2.16%	65,841,535	6%	-7.40%
202401	1661473639	16%	16.41%	70,723,645	21%	7.41%
202402	1022725924	18%	-38.44%	59,651,527	44%	-15.66%
202403	1193014920	-25%	16.65%	64,526,787	1%	8.17%
202404	1242068434	-16%	4.11%	59,265,256	-5%	-8.15%
202405	1502333177	6%	20.95%	71,704,357	17%	20.99%

资料来源：中国海关总署

表：23年1月-24年5月管状金属针头海关出口数据

数据年月	数量（个）	同比	环比	美元	同比	环比
202301	2701231	-42%	17.03%	30,451,005	-18%	5.60%
202302	1533800	-12%	-43.22%	18,727,766	-11%	-38.50%
202303	2498946	15%	62.93%	29,160,058	16%	55.70%
202304	2164252	6%	-13.39%	26,141,744	18%	-10.35%
202305	2575843	-2%	19.02%	30,385,508	-1%	16.23%
202306	2220554	-23%	-13.79%	27,677,865	-19%	-8.91%
202307	2464205	-18%	10.97%	29,031,412	-15%	4.89%
202308	2204626	-22%	-10.53%	24,252,898	-25%	-16.46%
202309	2141713	-18%	-2.85%	25,456,559	-20%	4.96%
202310	2098572	-19%	-2.01%	23,559,210	-21%	-7.45%
202311	2282083	-10%	8.74%	26,721,824	-11%	13.42%
202312	2363442	2%	3.57%	27,850,261	-3%	4.22%
202401	2676683	-1%	13.25%	30,048,518	-1%	7.89%
202402	1735588	13%	-35.16%	21,051,749	12%	-29.94%
202403	1707566	-32%	-1.61%	20,268,090	-30%	-3.72%
202404	2086296	-4%	22.18%	25,456,503	-3%	25.60%
202405	2498845	-3%	19.77%	27,760,417	-9%	9.05%

资料来源：中国海关总署

2.3 细分板块回顾与受益标的

• 医疗设备——重点个股推荐：澳华内镜

国产软镜领域龙头，厚积薄发

澳华内镜是国内软镜领域龙头企业，公司围绕内窥镜诊疗领域进行了系统性的产品布局，突破了内窥镜光学成像、图像处理、镜体设计、电气控制等领域的多项关键技术，推出AQ系列、VME系列、可视喉镜、纤维内镜等一系列软镜设备产品，已经应用于消化科、呼吸科、耳鼻喉科、妇科、急诊科等临床科室。

软镜市场高景气度，进口替代空间巨大

我国软镜市场处于高景气状态，我国消化道肿瘤发病率高，筛查率低，预计随着早癌筛查普及率提升及基层下沉，国内消化内镜规模将快速增长。软镜技术壁垒较高，国内市场三家日系企业合计垄断95%市场，随着CMOS逐步替代CCD，图像处理技术的持续突破，国产厂家产品与进口产品性能差异逐步缩小，高性价比优势不断强化。技术进步叠加政策支持，国内软镜公司有望崛起，进口替代空间巨大。

研发创新不断加大，产品持续迭代升级

2023年公司发布全新UHD系列十二指肠镜、超细内镜、超细经皮胆道内镜、支气管镜、UHD系列双焦内镜等，我们认为随着新产品的逐步推出，进一步完善公司产品矩阵，对持续拉动销售攀升。在研产品方面，公司积极开发3D软性内镜和AI诊疗技术及内窥镜机器人等，计划在未来新产品中有序应用并持续提升安全性、可靠性和便利性。

投资建议

我们维持公司盈利预测，预计2024-2026年公司收入分别为10.02/14.26/20.18亿元，归母净利润分别为1.12/1.85/2.83亿元，EPS为0.83/1.38/2.11元，对应2024年7月12日43.05元收盘价，PE分别为52/31/20倍，维持“增持”评级。

风险提示

市场推广不及预期、研发进度不及预期、市场竞争加剧风险、疫情影响内镜诊疗。

2.3 细分板块回顾与受益标的

• 医疗设备——重点个股推荐：联影医疗

医疗设备更新带来国内医学影像新机遇

医学影像设备作为器械领域技术壁垒最高的细分市场，据灼识咨询数据，其以430亿美元规模9.7%市占率居于医疗器械第三大细分领域（2020年），预计未来十年复合增速约3.8%，其中CT、MR、XR、MI四大类约占影像设备80%，国内市场人均医学影像拥有量远低于全球水平。医疗设备更新带来国内医学影像新机遇，以公司为代表的国产企业凭借产品性能和极致性价比，预期优先获益。

国内影像设备龙头，创新引领可持续发展可期

联影医疗作为国内影像设备龙头企业，产业链化产品力兼销售服务布局为公司长期可持续奠定根基：

- 1) 拥有影像设备全产线布局，多款产品创造了行业或国产“首款”，包括行业首款4D全身动态扫描PET/CT产品、首款75cm孔径3.0TMR产品、首款CT引导一体化CT直线加速器等产品；持续核心技术钻研实现磁共振磁体、CT球管等多款核心部件自主可控，降本增效同时也为更新迭代奠定基础，实质性突破外资“扼喉”短板；
- 2) 境内市场：截止23年底，公司已入驻全国超1,000家三甲医院，获得各级临床机构的广泛认可。PET/CT、PET/MR及XR产品按2023年度国内新增市场金额口径，均排名行业第一，CT、MR及RT产品亦排名行业前列，中高端以及超高端产品实现快速增长及重要突破。
- 3) 境外市场：客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等60多个国家和地区，公司在54个国家和地区获当地产品注册，境外业务比重已由2021年的7.15%提升至2023年的14.7%。

投资建议

公司是国内医学影像龙头企业，维持盈利预测，预计2024-2026实现营业收入分别为138.53/167.99/213.21亿元，归母净利润分别为23.86/28.95/37.25亿元，对应每股收益分别为2.9/3.51/ 4.52元，对应2024年7月12日106.66元的收盘价，PE分别为37/30/24倍，维持“增持”评级。

风险提示

核心部件缺货或成本上升风险、销售不及预期风险、专利诉讼风险、核心技术被侵权或泄露风险、研发进度不及预期风险或研发成果未能契合临床需求风险。

2.3 细分板块回顾与受益标的

• 医疗设备——重点个股推荐:海尔生物

生命科学方案日趋多样化，医疗创新把握医疗新基建和复苏机会

在生命科学领域，公司重点把握实验室建设机遇，从自动化样本库、智慧实验室到制药工艺用户场景，方案日趋多样化并延伸至核心场景应用。在医疗创新领域，公司紧跟医疗新基建、公卫复苏和血/浆站持续复苏机会，服务贵州、河南等疫苗城市网和西藏、上海等自动化血站用户场景；用药自动化方案突破浙大邵逸夫医院、中山市人民医院等高端用户。

非存储业务布局持续完善，打开公司成长的新空间

作为公司重要成长板块，非存储业务产品布局持续完善，2023年非存储产品营收8.67亿元，总收入占比达38%，同比增长超 30%；2024Q1收入占比 39%，同比增长 22%，环比增长 36%。此次并购上海元析后补足分析仪器产品线，在非存储产品上布局继续完善，和公司自动化样本管理、生物培养、离心制备等为代表的新品类一起，持续带动公司非存储板块高速增长，打开公司成长的新空间。

保持高研发投入，持续创新迭代

公司保持高研发投入，持续创新迭代，加快新产品方案上市。2024Q1在生命科学领域，公司推出光照/霉菌培养箱、落地式高速冷冻离心机、全自动细胞培养工作站等新产品方案，培养、离心等实验室耗材持续丰富；在医疗创新领域推出普药配液机器人、小安瓿瓶配液机器人等新产品方案。

投资建议

我们维持公司盈利预测，2024-2026年营收为27.68/34.3/42.71亿元,归母净利润为5.26/6.7/8.47亿元，EPS为1.65/2.11/2.66元，对应2024年7月12日收盘价35.74元,PE分别为22/17/13倍，维持“增持”评级。

风险提示

新产品拓展不及预期;海外拓展不及预期；收购尚未完成风险；收购整合不及预期风险

2.4血液制品：强监管、高壁垒，市场前景广阔

- 血液制品属于国家重要战略物资及应急药品，国家设立了严格的监管政策，2001年，国务院办公厅印发了中国遏制与防治艾滋病行动计划的通知，自这时起，血液制品的生产企业总量得到控制，国家将不再允许批准新的血液制品生产企业。血液制品生产企业公司的总量得到控制，行业的准入壁垒由此提高，截至目前，全国正常经营的血液制品公司总量不足30家，且大部分生产企业为国有控股资产。因此，在这种政策的强监管下，血液制品行业具备较高的稀缺性与垄断性，行业的高准入门槛由此确立。

表：血制品行业政策实行强监管

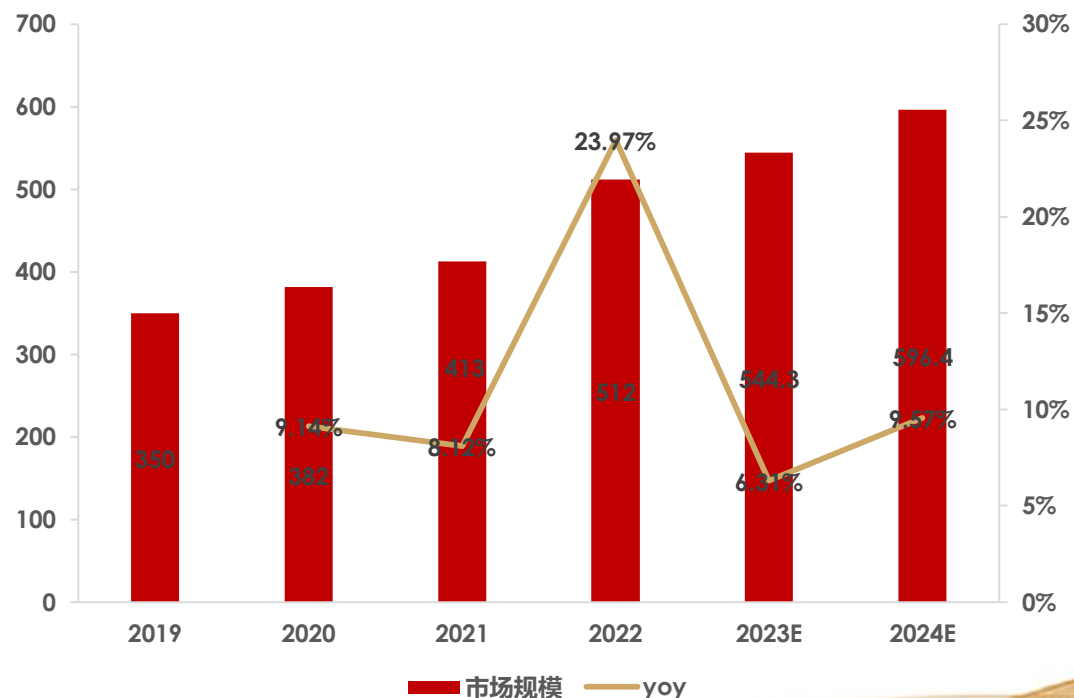
实行时间	法律法规	法条内容
2001年起	《国务院办公厅关于印发中国遏制与防治艾滋病行动计划(2001—2005年)的通知》	我国实行血液制品生产企业总量控制，从2001年起不再批准新的血液制品生产企业。
2020年6月30日	《药品生产质量管理规范(2010年修订)》	提升了对血液制品企业生产管理负责人、质量管理负责人和质量授权人的资质要求；要求企业定期开展实验室能力评估，确保实验结果准确、可靠和检验过程信息记录的真实、准确、完整和可追溯；要求企业对所有投料生产的原料血浆，必须留样至相应产品有效期届满后1年；要求原料血浆留样量应当满足规定病毒的核酸、病毒标志物检测及复测等的用量要求，原料血浆留样使用的容器应当满足留样期间样品保存、信息标识等。
2021年9月2日	《献血浆者须知(2021年版)》	加强单采血浆站管理，保障献血浆者身体健康，保证原料血浆质量
2021年12月10日	《单采血浆站基本标准(2021年版)》	加强单采血浆站管理，提升单采血浆站质量标准及要求，确保血浆质量和献血浆者安全。

资料来源：各上市公司年报，华西证券研究所

2.4血液制品：人口老龄化推升血液制品产品用量

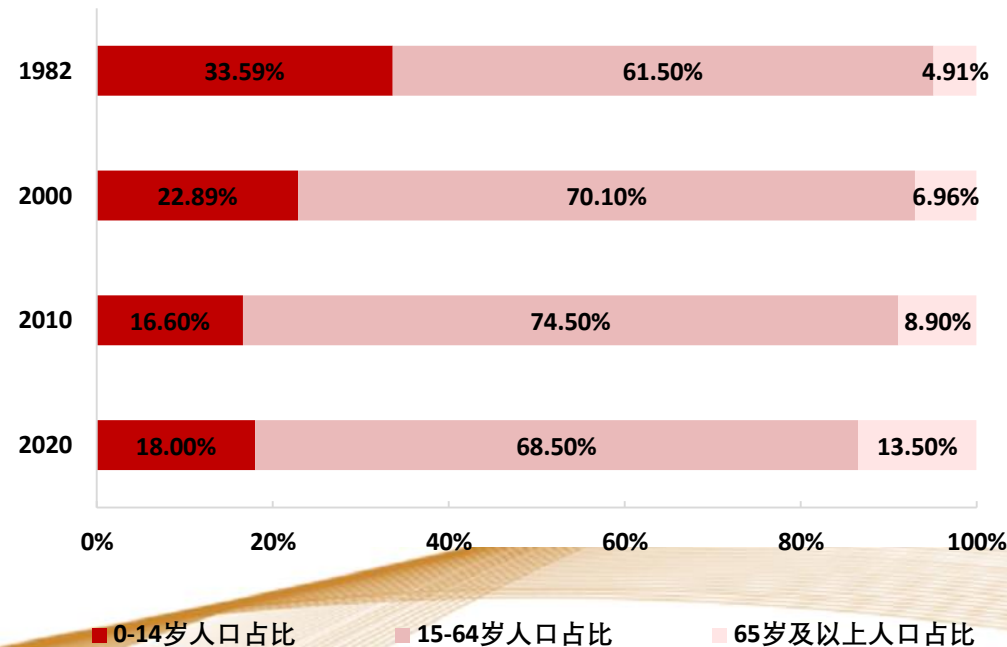
- 根据中商产业研究院预测，2024年我国血液制品市场规模预计将达到596亿元，2018-2024年复合增长率达到11.25%。中长期来看，随着各地“十四五”规划陆续执行，国家持续加强对血液制品行业的扶持力度，鼓励行业积极发展，新获批浆站数量进一步增加，提升行业采浆总量，都将推升血液制品市场规模进一步提升。
- 根据国家统计局数据，中国65岁以上老龄人口的占比在迅速提升，2020年65岁以上老龄人口占比已达13.5%。随着人口老龄化情况的日益加深，术后或免疫力低下情况使用血液制品进行治疗的患者将会越来越多，将会推升血液制品产品的用量，带来血液制品行业市场的进一步扩容。

图：中国血制品市场规模预测趋势(亿元)&增速



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

图：中国人口结构变化情况

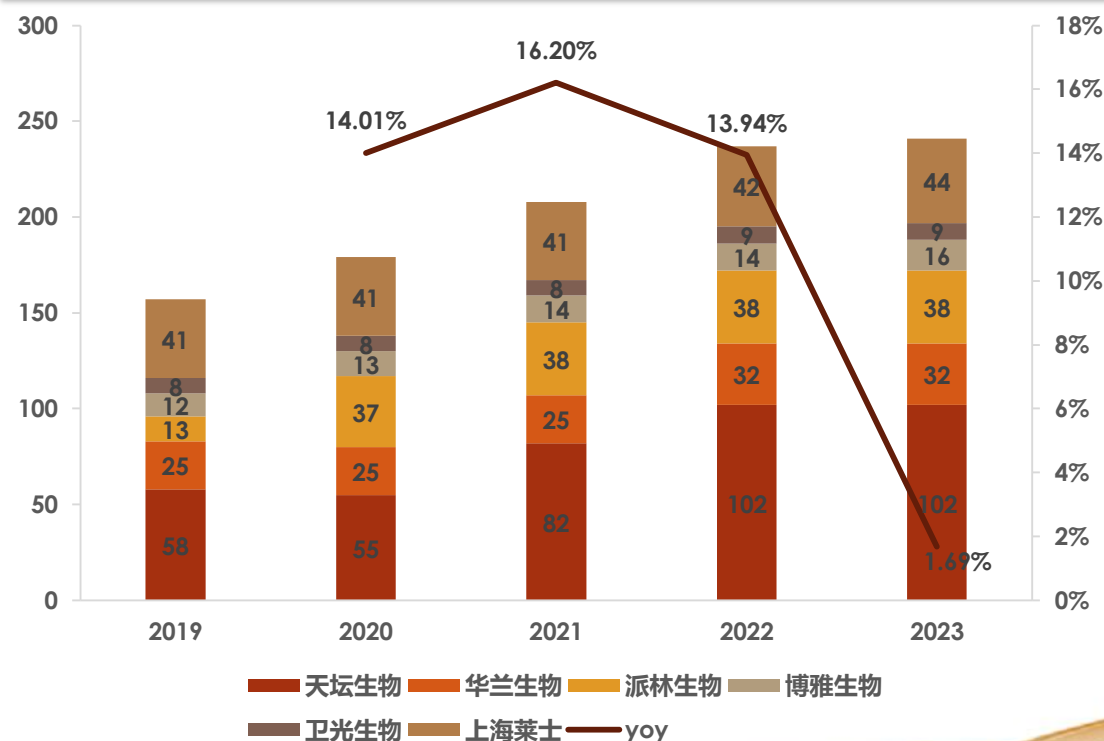


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.4血液制品：新设浆站数量稳步增长，行业持续扩容

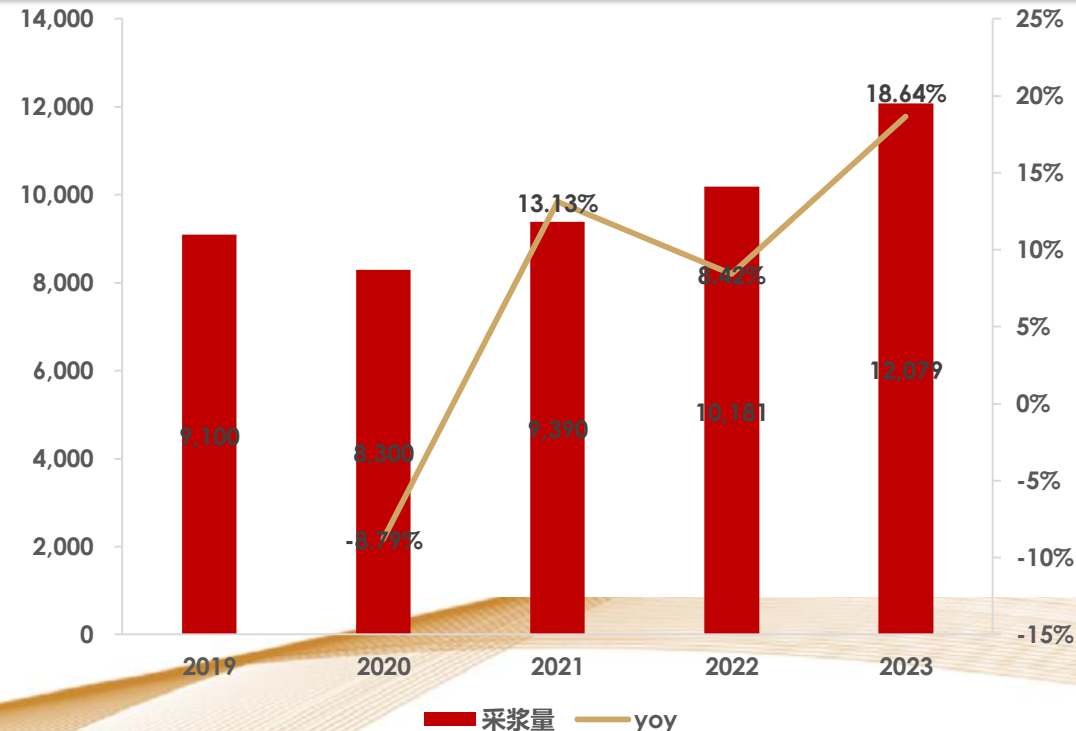
- 浆站作为血液制品的原材料，可谓奠定公司产品生产总量的基石，因此浆站资源的获得就尤为重要。纵观整个血制品行业，2023年血液制品上市公司合计持有全国浆站数量247家，2019-2023年复合增长率11.9%，贡献采浆量12079吨。
- 其中，天坛生物于2017年被国药集团收购，自此国药集团成为天坛生物的实际控制人，背靠国资背景使得天坛生物在获取浆站资源方面独具优势。2023年天坛生物累计开设浆站数量达到102家，相比于2019年几乎实现翻倍增长，浆站总数遥遥领先于行业其他公司。

图：单采血浆站数量&增速



资料来源：各上市公司公告，华西证券研究所

图：全国单采血浆量（吨）&增速



资料来源：各上市公司公告，华西证券研究所

2.4血液制品：行业CR4超过60%，上市公司占据优势

- 我国血液制品主要上市公司分别为天坛生物、华兰生物、派林生物、博雅生物、卫光生物与上海莱士等几家，2023年CR4超过60%，行业集中度高。
- 纵观海外血液制品行业，产量排名前五位的公司市场份额超过80%，凸显行业的垄断性地位，我国血液制品行业集中度有望进一步提升。

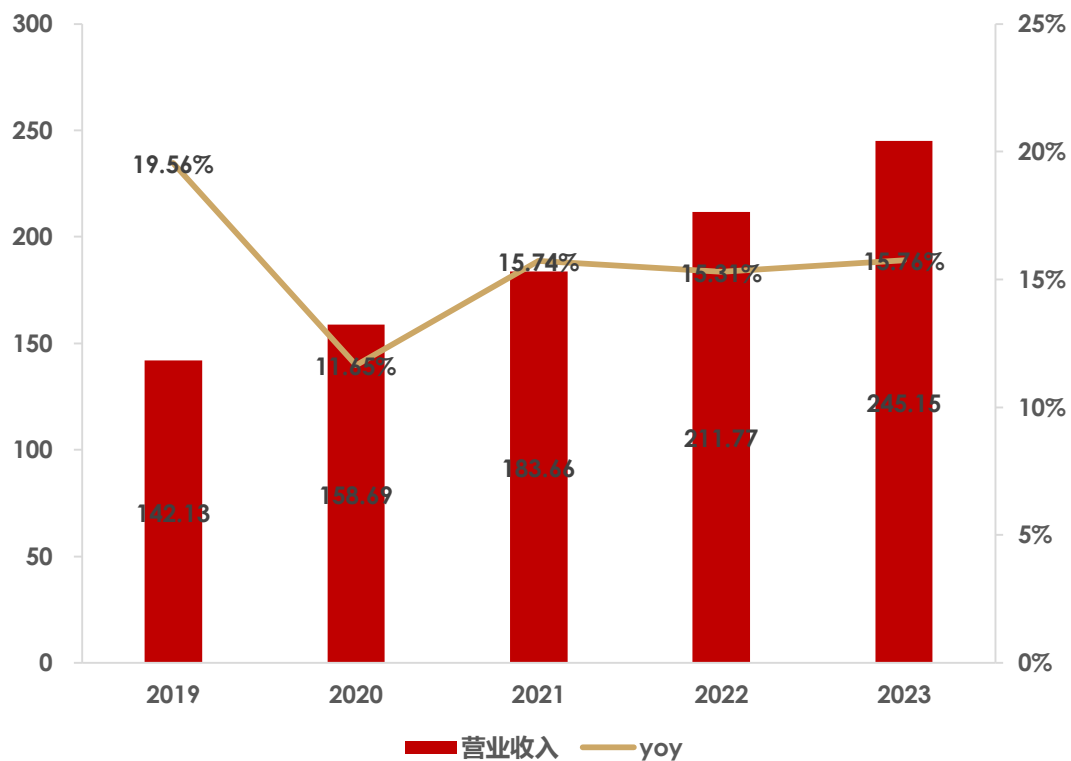
表：各血液制品上市公司历年收入与利润情况(亿元)

	2019				2020				2021				2022				2023			
	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
天坛生物	32.82	11.97%	6.11	19.94%	34.46	4.99%	6.39	4.57%	41.12	19.35%	7.60	18.94%	42.61	3.63%	8.81	15.92%	51.80	21.57%	11.10	25.98%
华兰生物	37.00	15.02%	12.83	12.63%	50.23	35.76%	16.13	25.69%	44.36	-11.69%	12.99	-19.48%	45.17	1.82%	10.76	-17.14%	53.42	18.26%	14.82	37.66%
派林生物	9.16	6.49%	1.60	100.61%	10.50	14.66%	1.86	15.90%	19.72	87.79%	3.91	110.29%	24.05	21.98%	5.87	50.14%	23.29	-3.18%	6.12	4.25%
博雅生物	29.09	21.83%	4.26	-9.17%	26.84	-7.74%	2.60	-38.97%	26.51	-1.24%	3.45	32.48%	27.59	4.08%	4.32	25.45%	26.52	-3.87%	2.37	-45.06%
卫光生物	8.21	19.41%	1.71	9.38%	9.05	10.11%	1.90	10.65%	9.07	0.32%	2.05	8.36%	6.68	-26.39%	1.17	-42.83%	10.49	56.98%	2.19	86.18%
上海莱士	25.85	43.27%	6.08	140.03%	27.62	6.84%	13.24	117.75%	42.88	55.26%	12.95	-2.21%	65.67	53.16%	18.80	45.24%	79.64	21.27%	17.79	-5.35%
合计	142.13	19.56%	32.60	289.82%	158.69	11.65%	42.11	29.17%	183.66	15.74%	42.94	1.97%	211.77	15.31%	49.74	15.83%	245.15	15.76%	54.39	9.35%

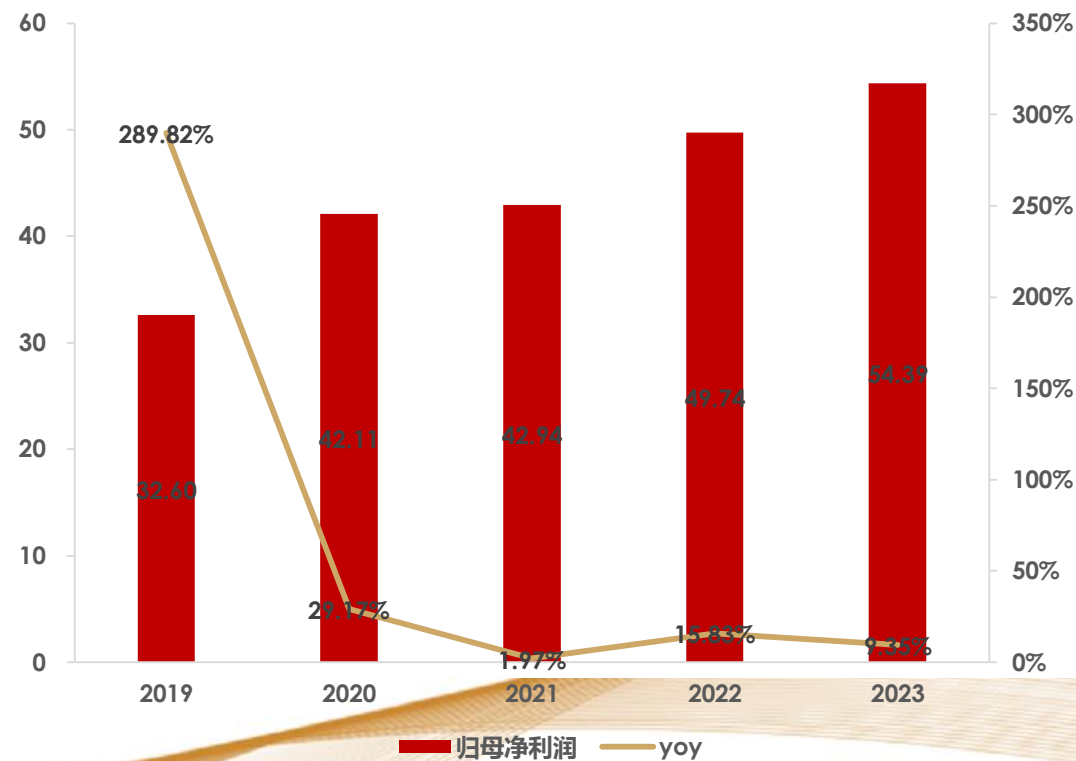
2.4血液制品：行业CR4超过60%，上市公司占据优势

- 五家血液制品上市公司2023年合计收入245.15亿元，2019-2023年收入复合增长率11.52%，利润54.39亿元，2019-2023年复合增长率超过10.8%，行业受需求持续推动，整体增长稳健。

图：血制品行业营业收入情况(亿元)&增速



图：血制品行业归母净利润情况(亿元)&增速



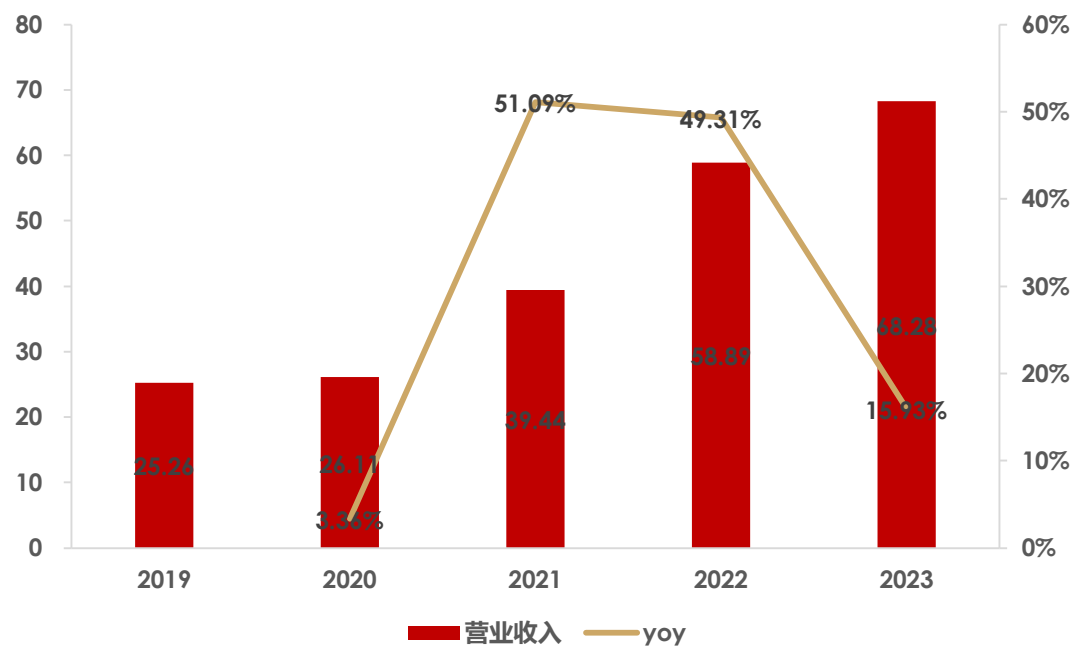
资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

2.4血液制品：患者认知提升，大产品使用量快速提升

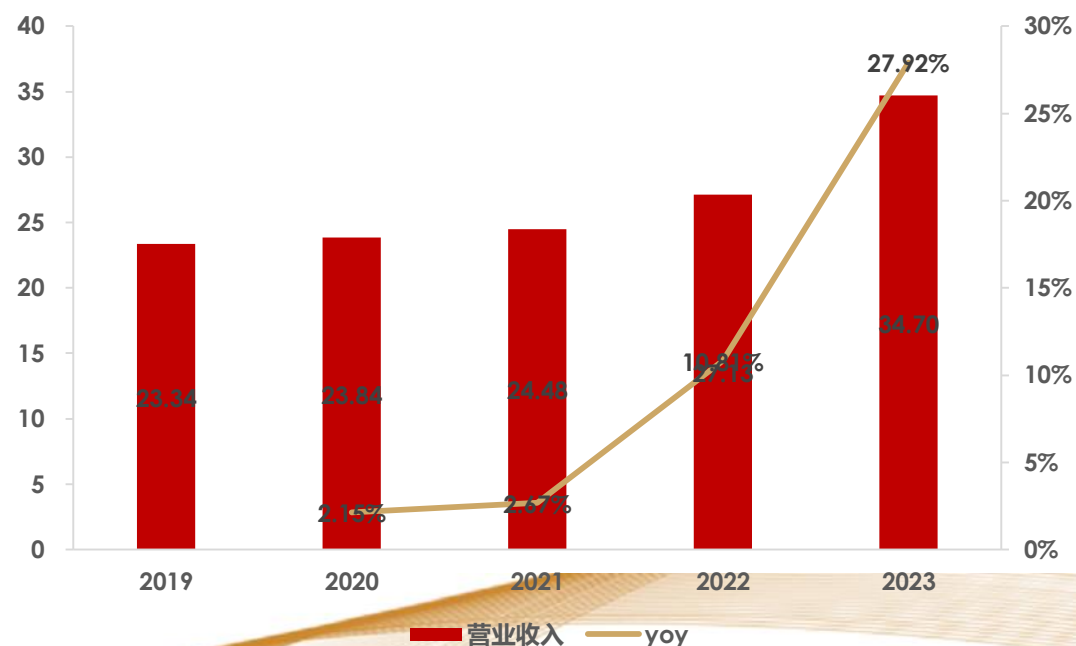
- 近年来尤其在经历过新冠疫情之后，全民健康意识明显增强，同时随着居民生活水平的提高，患者对于血液制品价值的认知得到进一步提升，血液制品的用量尤其大产品白蛋白、静丙的使用量快速增长。

图：人血白蛋白行业营业收入情况(亿元)&增速



资料来源：wind，华西证券研究所

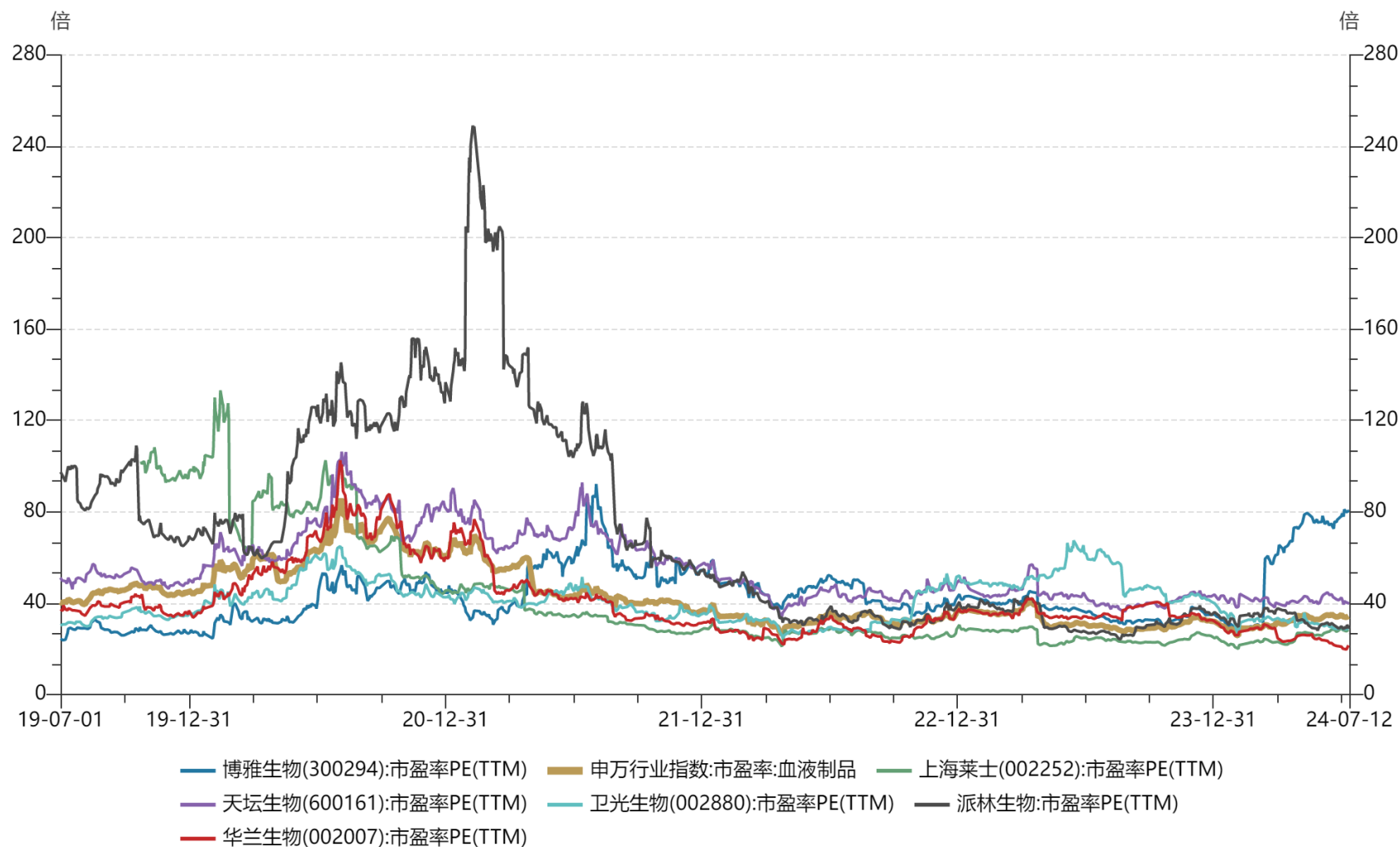
图：静丙行业营业收入(亿元)&增速



资料来源：wind，华西证券研究所

2.4血液制品：上市公司估值回顾

图：血液制品上市公司与血液制品行业指数近5年PE(TTM)



2.4血液制品：上市公司估值回顾

- 复盘过去5年血液制品行业及上市公司的估值情况，我们发现，血液制品行业（申万）的中位数在38.15，行业估值最低值25.61，最高值85.76，平均值为42.44，当前估值倍数为33.76倍。
- 截至2024年7月12日，血液制品上市公司市盈率（TTM）分别为天坛生物41.69，华兰生物20.24，派林生物31.93，博雅生物74.3，卫光生物28.85，上海莱士28.61，半数低于血液制品行业估值，且距离2019年血液制品行业估值高点，多数公司的市盈率已下跌一半，估值吸引力进一步增加。
- 血液制品行业具备政策强监管、准入壁垒高、资源品属性等特点。行业竞争格局稳定，持续向头部集中，且疫情推动血液制品终端需求景气度的进一步提升，因此我们认为血液制品板块具备一定的配置价值，建议关注。

图：血液制品上市公司估值情况

	/	天坛生物	华兰生物	派林生物	博雅生物	卫光生物	上海莱士	血液制品（申万）
PE (TTE)	当前值 (2024. 07. 12)	41. 69	20. 24	31. 93	74. 30	28. 85	28. 61	33. 76
	平均值	57. 62	40. 72	72. 74	47. 43	43. 17	37. 00	42. 44
	最大值	104. 84	101. 52	195. 92	94. 29	79. 56	118. 32	85. 76
	最小值	34. 35	18. 47	21. 85	27. 05	23. 78	-29. 42	25. 61
	中位值	54. 21	38. 04	52. 12	44. 57	39. 00	30. 05	38. 15

资料来源：wind，华西证券研究所

2.5医疗服务行业——短期承压，看好具备全国化扩张能力优质标的



高基数下医疗服务公司业绩暂时承压，老龄化医疗需求仍有提升空间。2023 以来随着疫情逐步消散，院内诊疗逐步恢复正常，民营医院业绩整体迅速恢复，尤其在上半年，疫情期间积压的择期诊疗需求快速释放；23下半年开始，受宏观环境影响，消费类医疗业务表现较为疲软，该影响一直延续到24年， 2024Q1板块业绩阶段性承压。

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：店龄结构具备成长性的细分领域龙头，如爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科、美年健康、国际医学、海吉亚医疗、固生堂等。

表：医疗服务核心上市公司业绩（单位：亿元）及增速（20240712更新）

市场	公司	市值/亿元	2024Q1				2023A			
			营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
A股标的	爱尔眼科	1005	52.0	3.5%	9.0	15.2%	203.7	26.4%	33.6	33.1%
	普瑞眼科	53	6.8	4.0%	0.2	-89.6%	27.2	57.5%	2.7	1202.6%
	华厦眼科	172	9.8	5.1%	1.6	3.8%	40.1	24.1%	6.7	30.1%
	何氏眼科	33	2.8	-7.2%	0.3	-49.0%	11.9	24.1%	0.6	91.4%
	通策医疗	183	7.1	5.0%	1.7	2.5%	28.5	4.7%	5.0	-8.7%
	三星医疗	447	30.2	34.5%	3.6	35.2%	114.6	26.0%	19.0	100.8%
	国际医学	110	11.7	10.7%	-1.0	-40.4%	46.2	70.3%	-3.7	-68.7%
H股标的	海吉亚医疗	176					40.8	27.6%	6.8	43.2%
	固生堂	95					23.2	43.0%	2.5	37.6%
	锦欣生殖	79					27.9	18.0%	3.4	184.6%
	朝聚眼科	22					13.7	38.3%	2.3	21.9%
	瑞尔集团	24					14.7	-9.2%	-2.2	-68.6%

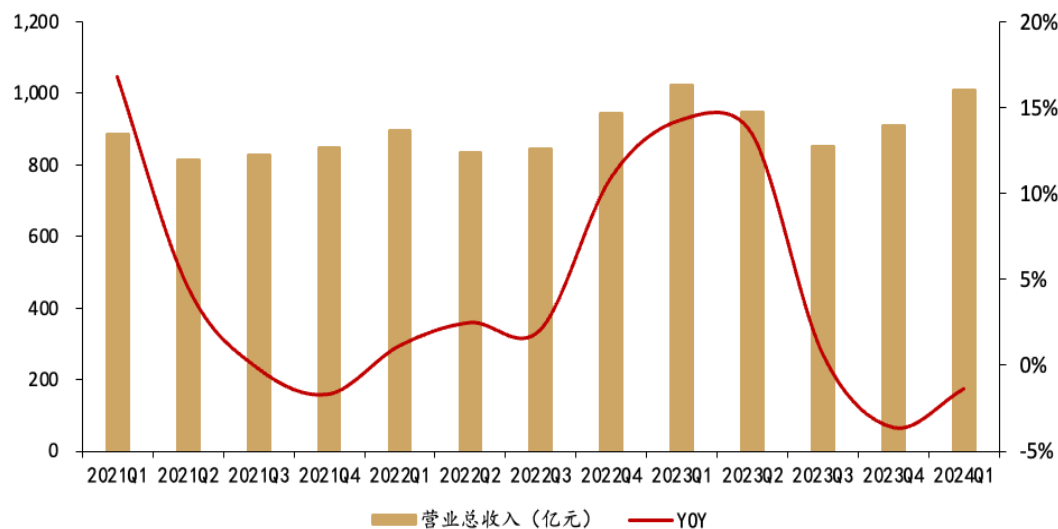
资料来源：wind，华西证券研究所

2.6 中药行业——短期业绩略有承压，看好下半年业绩增速改善

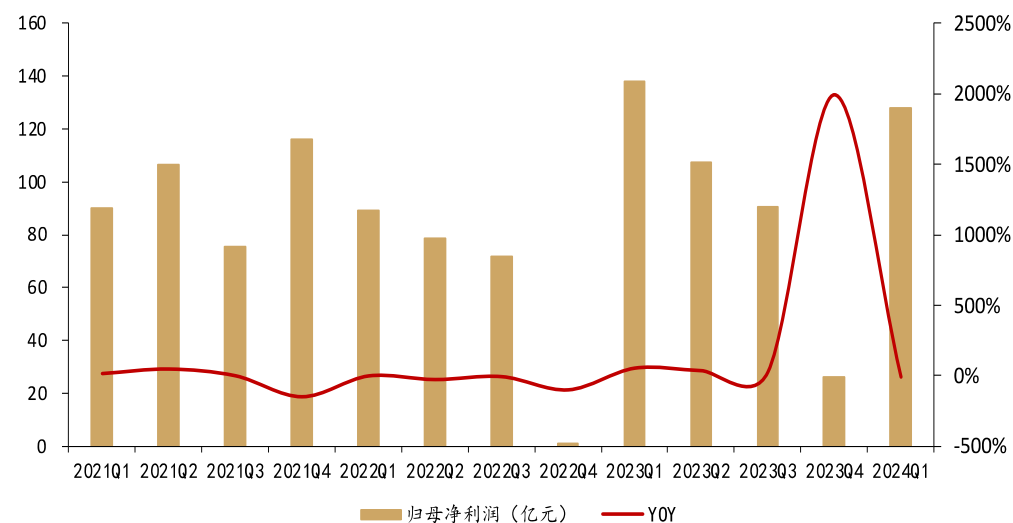
中药板块2024Q1-Q2业绩整体有所承压。从季度间增速来看，2023年上半年受益于疫情放开等因素，整体表现较为亮眼，之后则因感冒呼吸等产品需求减弱，业绩增速有所放缓。

从重点中药上市公司来看，2024Q1-Q2业绩在去年同期较高基数下，短期业绩有所承压，部分公司2024半年报业绩快报也有所体现。展望2024年全年，我们认为后续随着社会库存消化&终端需求逐步恢复，后续新版基药目录的发布有望纳入更多中药品种，中药品种有望持续放量，中药上市公司业绩有望逐步改善。

图：中药板块整体分季度营业收入



图：中药板块整体分季度归母净利润



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

2.6 中药行业——短期业绩略有承压，看好下半年业绩增速改善



表：中药行业核心上市公司业绩（亿元）及增速

股票	2021A				2022A				2023A				2024Q1			
	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	营业收入	YOY	归母净利润	YOY
以岭药业	101.2	15.2%	13.4	10.3%	125.3	23.9%	23.6	75.7%	103.2	-17.7%	13.5	-42.7%	25.2	-35.9%	3.0	-74.7%
康缘药业	36.5	20.3%	3.2	21.9%	43.5	19.2%	4.3	35.5%	48.7	11.9%	5.4	23.5%	13.6	0.5%	1.5	4.7%
天士力	79.5	-41.4%	23.6	109.5%	85.9	8.1%	-2.6	-110.9%	86.7	0.9%	10.7	505.3%	20.5	-1.5%	3.0	10.9%
华润三九	153.2	12.3%	20.5	28.1%	180.8	18.0%	24.5	19.6%	247.4	36.8%	28.5	16.5%	72.9	14.8%	13.6	18.5%
红日药业	76.7	18.2%	6.9	19.9%	66.5	-13.3%	6.2	-9.2%	61.1	-8.1%	5.1	-18.8%	14.6	-11.8%	0.6	-66.9%
神威药业	32.7	22.5%	5.6	88.7%	39.7	21.4%	7.2	29.8%	45.3	14.3%	9.7	34.1%				
昆药集团	82.5	7.0%	5.1	11.1%	82.8	0.3%	3.8	-24.5%	77.0	-7.0%	4.4	16.0%	18.5	-3.0%	1.2	-9.4%
济川药业	76.3	23.8%	17.2	34.6%	90.0	17.9%	21.7	26.3%	96.5	7.3%	28.2	30.0%	24.0	0.6%	8.5	24.9%
羚锐制药	26.9	15.5%	3.6	11.1%	30.0	11.4%	4.7	28.7%	33.1	10.3%	5.7	22.1%	9.1	15.3%	1.9	32.0%
佐力药业	14.6	33.6%	1.8	102.0%	18.1	23.9%	2.7	52.2%	19.4	7.6%	3.8	40.3%	6.7	35.7%	1.4	46.1%
东阿阿胶	38.5	12.9%	4.4	917.4%	40.4	5.0%	7.8	77.1%	47.2	16.7%	11.5	47.5%	14.5	36.0%	3.5	53.4%
健民集团	32.8	33.5%	3.2	119.7%	36.4	11.1%	4.1	25.5%	42.1	15.7%	5.2	27.9%	9.7	-4.3%	1.0	0.0%
同仁堂	146.0	13.9%	12.3	19.0%	153.7	5.3%	14.3	16.2%	178.6	16.2%	16.7	17.0%	52.7	2.4%	5.8	10.0%
太极集团	121.5	8.4%	-5.2	-891.8%	140.5	15.6%	3.5	166.8%	156.2	11.2%	8.2	135.1%	42.1	-5.0%	2.5	5.1%
云南白药	363.7	11.1%	28.0	-49.2%	364.9	0.3%	30.0	7.0%	391.1	7.2%	40.9	36.4%	107.7	2.5%	17.0	12.1%

表：中药行业上市公司业绩快报梳理（更新至20240714）

股票	2024H1	2024Q2	业绩变动说明
	归母净利润-yoy	归母净利润-yoy	
特一药业	-98.5%~-97.9%	-112.8%~-114.7%	报告期公司营销组织变革，致毛利较高的止咳宝片销售收入同比降幅较大
益佰制药	-1.25到-1亿元，转亏	-138%~-167%	艾迪注射液停止生产销售；注射用洛铂、银杏达莫注射液和复方斑蝥胶囊集采降价，致公司收入下降，利润减少。
步长制药	-64.08%~-75.07%	-47%~-75%	1、部分产品因医保受限或被部分省份纳入重点监控目录使得销量减少；2、部分产品中药材价格上涨；3、政府补助同期减少。
以岭药业	-64%~-73%	-16%~-68%	呼吸类产品去年同期高基数及社会库存高企导致市场需求下降等
康美药业	1,400-2,100万元，扭亏为盈	+109%~+118%	1、中药板块营收预计同比增长20%+；毛利率提升，毛利额同比增加约5,500万元；2、降本增效，相关费用同比预计下降约500万元
东阿阿胶	+31%~+43%	+13.6%~+35%	持续落地药品+健康消费品“双轮驱动”增长模式，大力发展“阿胶+”“+阿胶”
佐力药业	+49.24%~+56.83%	+52.3%~+67.2%	1、乌灵胶囊、灵泽片延续较好的市场增长；2、6月份中药净制饮片在医院互联网端销售大幅增加；3、配方颗粒随着备案品种增加

数据来源：wind、华西证券研究所

2.6 中药行业——医保报销支付限制放开，上市公司重点品种有望受益

2023年新版医保目录对于支付限制，当中较多中成药的适应症得到接触或者放宽，支付端进一步放开报销限制后，有利于品种的进院推广工作，其中部分品种在上市公司收入占比较高，且为独家品种，有望在院端加速放量。

表：部分中药上市公司品种医保报销限制调整梳理

上市公司	药品名称	2022 年医保报销限制	2023 年医保报销限制	是否独家
上海凯宝	痰热清注射液	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构	是
九芝堂	疏血通注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血、性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者	是
康缘药业	热毒宁注射液	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构	是
珍宝岛	黄芪注射液	限二级及以上医疗机构病毒性心肌炎患者	限二级及以上医疗机构的病毒性心肌炎或心功能不全患者	否
广誉远	定坤丹（丸）	限月经不调，行经腹痛	无	是
华润三九	参附注射液	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构	是
	华蟾素注射液	限癌症疼痛且吞咽困难者	限肿瘤患者	是
东阿阿胶	复方阿胶浆	限有重度贫血检验证据	无	是
健民集团	龙牡壮骨颗粒	限小儿佝偻病	无	是
以岭药业	养正消积胶囊	限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗	无	是
佐力药业	百令片	限器官移植抗排异、肾功能衰竭及肺纤维化	限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者	否
达仁堂	紫龙金片	限肺癌	无	是
步长制药	养正合剂	限恶性肿瘤放化疗期间白细胞检验指标明显低下	无	是
吉林敖东	养血伙口服液	限肿瘤放化疗患者	限肿瘤患者	是
生物谷药业	灯盏细辛注射液	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的患者	限二级及以上医疗机构的缺血性心脑血管疾病患者	是

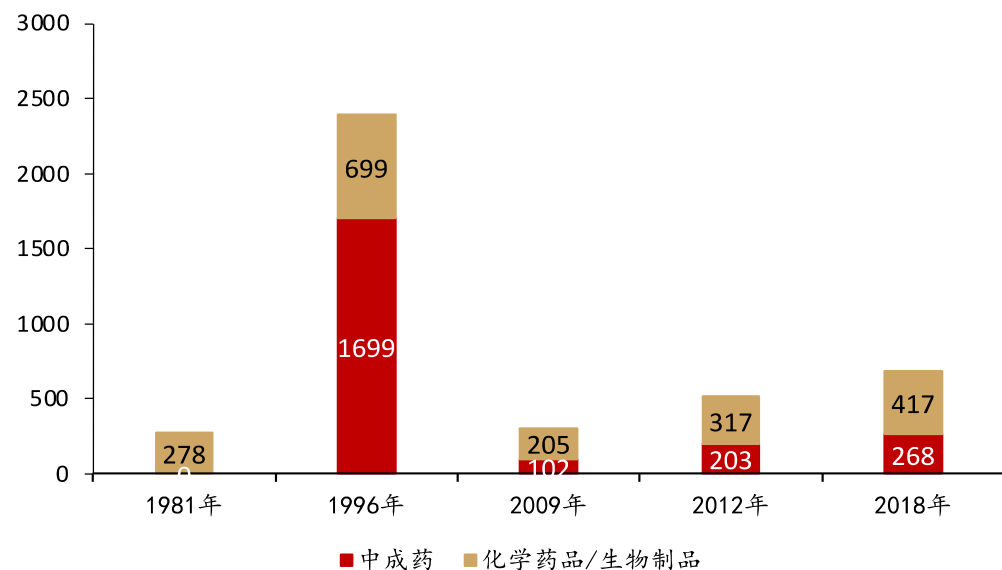
数据来源：国家医保局，华西证券研究所

2.6 中药行业——基药目录调整在即，重点中药品种有望受益

政策端：基药品种使用纳入考核。根据过往基药目录调整情况，每次基药目录约纳入品种数量为200-300个，其中中成药品种数量为100-200个。《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于 90%、80%、60%，临床上优先使用基药。但从实际抽查结果来看，各级医院基药使用比率仍低于“986”政策要求，实际使用比率提升空间较大。

企业端：从等级医院销售情况看，进入基药目录后，中成药的整体销售放量明显，部分中药品种实现2倍以上的增长。

图：历年基药目录品种数量



图：2018年调整进入基药目录的部分中成药品种

药品名称	企业	2018年等级医院销售额	2023年等级医院销售额	销售放量医院销售额
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	13亿	25亿	1.9倍
杏贝止咳颗粒	康缘药业	457万	2.5亿	56倍
通天口服液	太极集团	0.63亿	2亿	3倍
灵泽片	佐力药业	273万	1.8亿	66倍
益气和胃胶囊	立方制药	170万	2.8亿	165倍
津力达颗粒	以岭药业	0.57亿	2亿	6倍
滋肾育胎丸	白云山	1.61亿	4.7亿	3倍
金叶败毒颗粒	中国中药	763万	1.43亿	19倍
鼻窦炎口服液	太极集团	0.71亿	1.87亿	3倍
金振口服液	康缘药业	1.92亿	4.63亿	2倍

2.6 中药行业——基药目录调整在即，重点中药品种有望受益

各中药企业仍有多个独家品种未纳入基药目录，对于新版基药目录，已经在医保目录且为独家的品种有望纳入。潜在受益标的：以岭药业、康缘药业、佛慈制药、方盛制药、新天药业、桂林三金、九芝堂、济川药业、康恩贝、一品红、葵花药业、贵州三力等。

图：各中药企业重点品种梳理

企业	基药品种	医保+非基药品种+独家品种
以岭药业	通心络胶囊，参松养心胶囊，芪苈强心胶囊，连花清瘟胶囊/颗粒，津力达颗粒等	连花清咳片、夏荔芪胶囊
康缘药业	桂枝茯苓胶囊，金振口服液，复方南星止痛膏，腰痹通胶囊，银翘解毒软胶囊，杏贝止咳颗粒	大株红景天胶囊/片，天舒胶囊/片，通塞脉胶囊/片，九味熄风颗粒
佛慈制药	逍遥丸、安宫牛黄丸（大蜜丸）、明目地黄丸等	疏肝消积丸
方盛制药	强力枇杷膏（蜜炼）等	藤黄健骨片，舒尔经胶囊，龙血竭散
新天药业	坤泰胶囊	宁泌泰胶囊，苦参凝胶，夏枯草口服液
桂林三金	三金片、蛤蚧定喘胶囊等	桂林西瓜霜、脑脉泰胶囊、眩晕宁片/颗粒，复方田七胃痛胶囊、三七血伤宁胶囊/散，玉叶解毒颗粒
九芝堂	桂枝茯苓丸等	疏血通注射液，裸花紫珠片，补肾固齿丸
济川药业		小儿鼓翘清热颗粒
康恩贝	普乐安片/胶囊，银杏叶片/胶囊，奥美拉唑肠溶胶囊，盐酸坦索罗辛缓释胶囊等	麝香通心滴丸
一品红		苓香清解口服液，尿清舒颗粒
葵花药业	小儿柴桂退热颗粒，小儿肺热咳喘口服液，双黄连颗粒等	康妇消炎栓
贵州三力		开喉剑喷雾剂、

数据来源：各公司公告，华西证券研究所

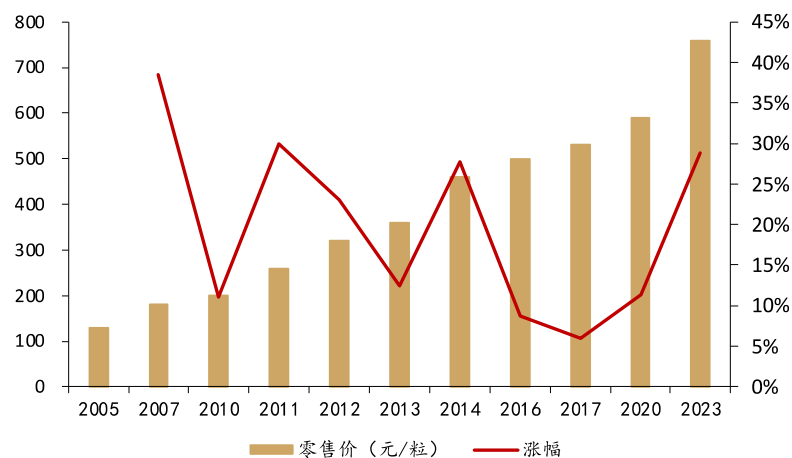
2.6 中药行业——进口牛黄有望试点放开，天然牛黄供应有望缓解

7月1日，国家药监局、海关总署《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》意见，拟在北京、天津、河北、上海、浙江、江西、山东、湖南、广东、四川、福建、广西等12省允许进口牛黄试点用于中成药生产。试点时限设定为公告发布之日起2年，到期后根据试点工作情况，天然牛黄进口使用相关工作或逐步在全国范围内推开。

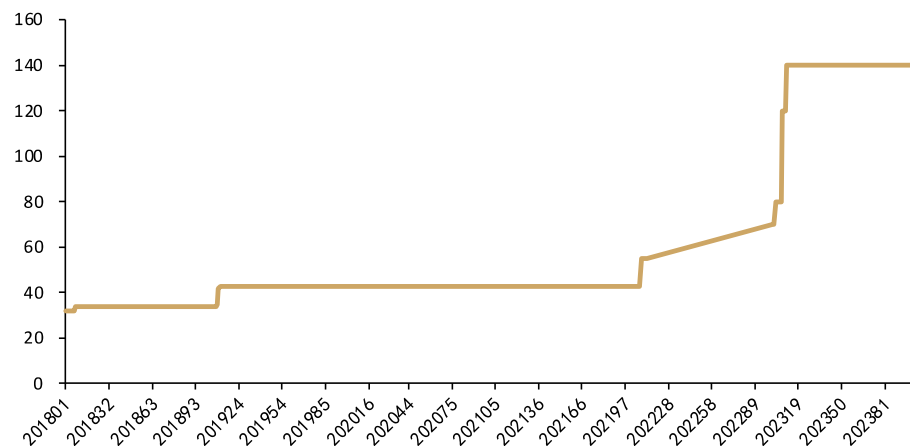
我国天然牛黄供应目前较为紧缺，天然牛黄价格持续上涨。根据新思界数据，国内每年天然牛黄产量仅有不到400公斤，但市场需求量已超20万公斤。供需缺口导致天然牛黄价格持续上涨，根据中药材天地网数据，天然牛黄价格已经达到140万元/kg。为了对冲主要原材料天然牛黄、天然麝香价格上涨压力，2023年5月6日，片仔癀锭剂国内市场零售价格将从590元/粒上调到760元/粒，价格涨幅达到28.8%，同时供应价格相应上调约170元/粒，海外市场供应价格相应上调约35美元/粒。

天然牛黄供应缓解有利于减少下游生产企业成本压力。国内天然牛黄类产品的生产企业包括片仔癀、北京同仁堂、南京同仁堂、达仁堂、广誉远等，进口牛黄放开下，有利于减少其成本压力。

图：片仔癀零售价变化（元/粒）



图：天然牛黄价格（万元/kg）



2.6 细分板块回顾与受益标的-佐力药业

事件概述

公司发布2024年中报业绩预告：预计24年半年度实现归母净利润2.95~3.1亿元，同比增长49.24%~56.83%；实现扣非净利润2.91~3.06亿元，同比增长约50.23%~57.97%。

业绩超市场预期，核心产品持续放量

预计公司24年H1公司营业收入较上年同期同比增长约41%，实现归母净利润2.95~3.1亿元，同比增长49.24%~56.83%。按照业绩预告测算，公司24年Q2单季度实现营业收入约7.53亿元，同比增长约46%，实现归母净利润1.53亿元~1.68亿元，同比增长52%~67%。公司围绕乌灵胶囊、灵泽片、百令片三大核心基药产品，持续加强市场拓展，其中乌灵胶囊、灵泽片的销售收入延续了较好的市场增长，因6月份中药净制饮片在医院互联网端销售大幅增加以及中药配方颗粒备案品种增加，中药饮片系列和配方颗粒销售收入较上年同期均明显增长。

乌灵胶囊集采持续推进，百令胶囊有望在下半年形成销售贡献增量

根据投资者关系记录表，公司乌灵胶囊中标的“京津冀3+N”联盟地区在二季度陆续有省份执行集采，公司在集采地区将原来的36粒/盒更换为更大规格的54粒/盒，通过以价换量推动乌灵胶囊销量增长，在集采地区也持续加强新入医院开发工作，随着各省份执行集采持续推进，公司乌灵胶囊全年有望保持快速增长趋势。公司新获批的百令胶囊目前已完成二十多个省份的挂网工作，百令胶囊和公司百令片预计具有较强协同，我们预计百令胶囊有望在下半年开始逐步销售为公司贡献增量收入。

盈利预测投资建议

维持盈利预测，即公司2024/2025/2026年营业收入为25.70/32.22/39.80亿元，归母净利润为5.48/7.01/8.71亿元，对应2024年07月14日收盘价14.8元/股，EPS分别为0.78/1.00/1.24元，PE分别18.93/14.82/11.92倍，维持“增持”评级。

风险提示

核心品种乌灵胶囊院内销放缓、竞争药品数量增加导致市场竞争加剧、OTC渠道拓展不及预期、中药饮片及配方颗粒销售不及预期、乌灵胶囊新适应症研发不及预期、百令胶囊新品推广不及预期。

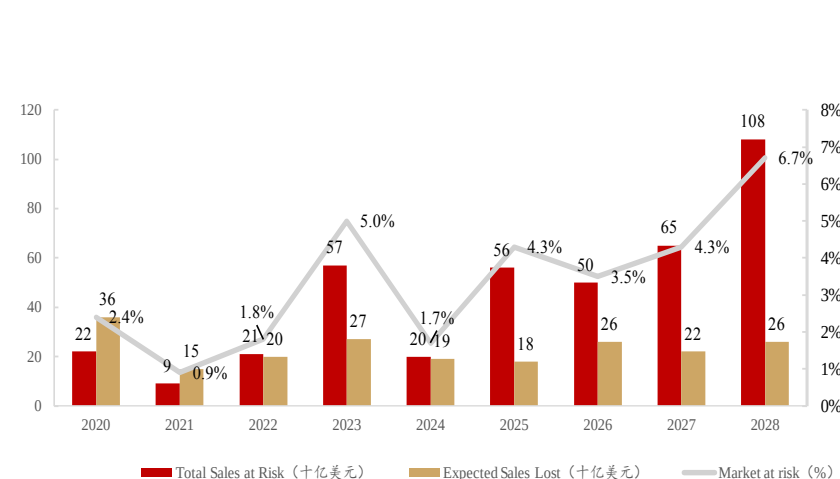
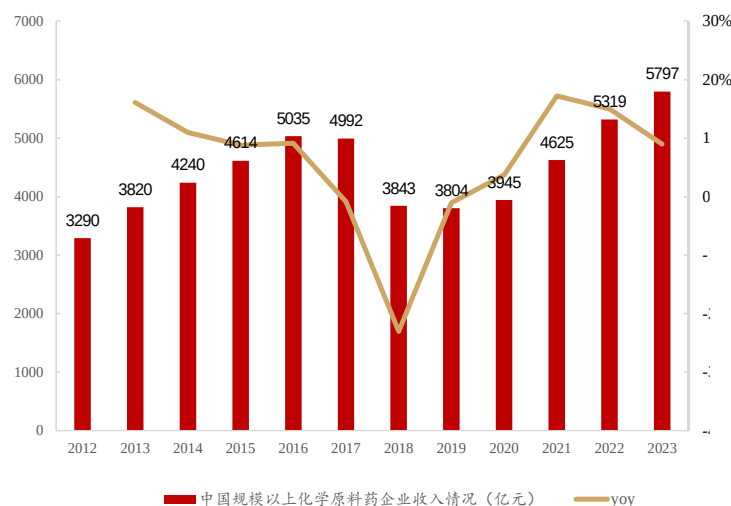
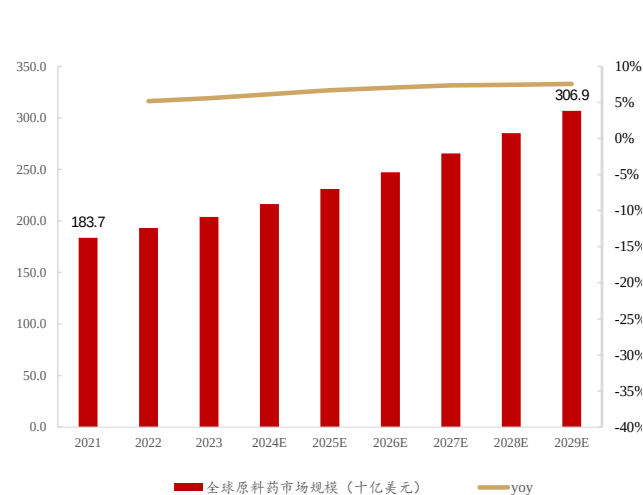
2.7原料药行业：受专利药到期驱动，特色原料药行业规模快速增长

- **全球原料药市场规模：**根据Mordor Intelligence报告，2023年全球原料药市场规模为2040亿美元，预计2029年将达到3069亿美元，24-29年的CAGR为7.32%。
- **中国原料药市场规模：**根据中国化学制药工业协会数据，23年我国规模以上化学原料药企业收入为5797亿元，同比+9%。2018年起我国环保政策日渐趋严，原料药企业受环保压力影响产量下降，随着原料药企业持续推进环保技术改造，2020年起产量恢复增长趋势
- **专利悬崖带来的庞大增量促使全球API市场呈增长态势，带来特色原料药和中间体的市场需求。**根据Evaluate Pharma数据统计，2023年至2028年，全球约有3560亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期。随着专利药的大量到期，尤其是许多“重磅炸弹”专利药物的到期，全球仿制药市场将迎来快速发展，进而带来特色原料药和医药中间体的市场需求

图：全球原料药市场规模及增速

图：中国规模以上化学原料药企业收入及增速

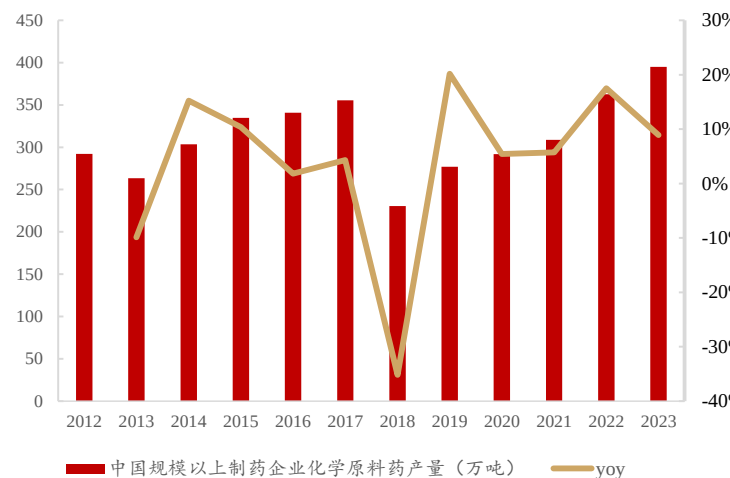
图：专利到期可能影响的原研药销售额 单位：十亿美元



2.7原料药行业：我国原料药产量和出口量均呈稳步增长态势

- 从我国原料药产量情况来看：**随着原料药企业持续推进环保技术改造，我国近年来原料药产量整体呈增长趋势。根据国家统计局，2000-2017年，我国规模以上企业（主营业务收入2000万元以上）化学原料药产量整体呈增长趋势，年复合增长率11.8%；18年起我国环保政策日渐趋严，原料药企业受环保压力影响产量下降，18和19年产量分别同比下降，随着原料药企业持续推进环保技术改造，2020年后产量恢复增长趋势。
- 从我国原料药出口情况来看：**
 - 从出口额来看，**根据中国医药保健品进出口商会，中国原料药出口额呈稳步递增态势，但23年出现下降。中国原料药出口额从16年的256.1亿美元增长至23年的409.1亿美元，CAGR为6.9%；其中23年出口额409.1亿美元较22年的517.9亿美元同比减少21%，其主要系出口均价下降影响所致。
 - 从出口量来看：**中国原料药出口量呈稳步递增态势，且23年增速并未放缓。中国原料药出口量从16年的827.4万吨增长至23年的1248.9万吨，CAGR为6.1%；其中23年中国原料药出口量1248.9万吨较22年同比增加5%。

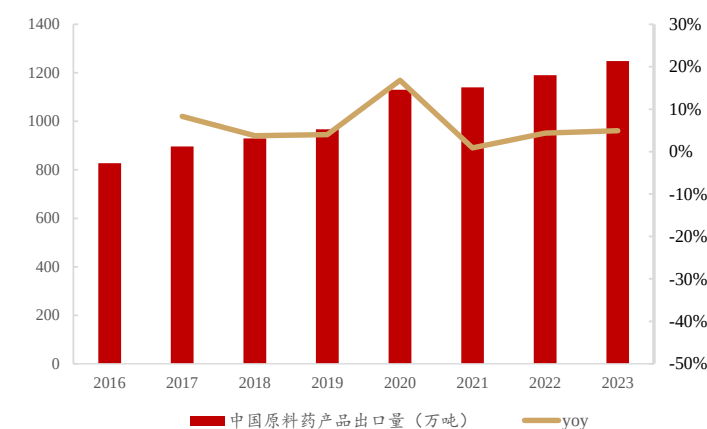
图：中国规模以上制药企业化学原料药产量（万吨）



图：中国原料药产品出口额（亿美元）



图：中国原料药产品出口量（万吨）



2.7原料药行业：从价格来看，24年初以来维生素品类价格涨幅明显

• 主要原料药品类价格情况：

1) 24年年初以来涨幅靠前品种：根据wind，VD3（7月11日价格132.5元/kg）涨幅134.5%；VB1（7月11日价格187.5元/kg）涨幅63%；VE（7月11日价格85元/kg）涨幅42.9%；VA（7月11日价格88元/kg）涨幅21.4%；4-AD（5月24日价格350元/kg）涨幅12.9%

2) 24年年初以来降幅幅靠前品种：根据wind，4-AA（6月价格825元/kg）降幅41.1%；肝素（5月出口均价4180.99美元/kg）降幅27.8%；肌醇（7月11日价格50元/kg）降幅23.1%；青霉素工业盐（6月价格150元/kg）降幅6.3%；生物素（7月11日价格32元/kg）降幅5.9%

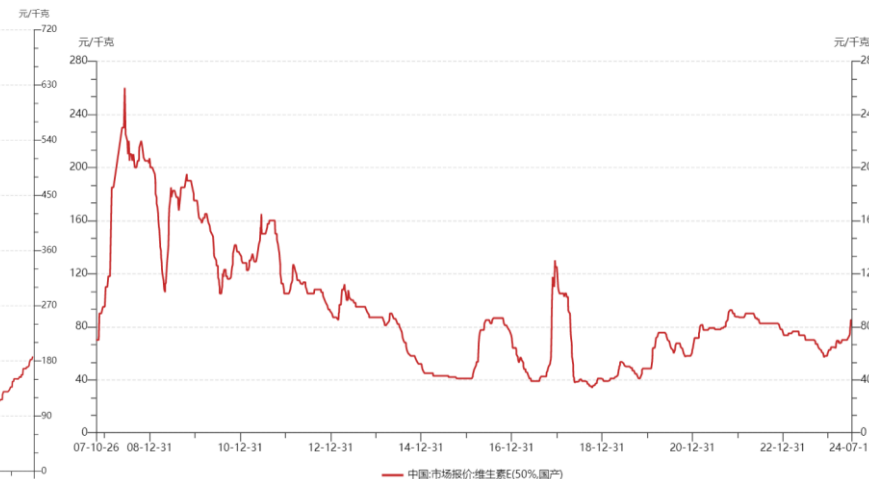
3) 环比涨幅靠前品种：根据wind，VD3（7月11日价格132.5元/kg）涨幅112%；青霉素工业盐（6月价格150元/kg）涨幅36.4%；VE（7月11日价格85元/kg）涨幅21.4%；6-APA（6月价格350元/kg）涨幅9.4%；4-AD（5月24日价格350元/kg）涨幅8.6%

4) 环比降幅靠前品种：根据wind，肌醇（7月11日价格50元/kg）降幅16.7%；肝素（5月出口均价4180.99美元/kg）降幅12.1%；4-AA（6月价格825元/kg）降幅9.8%；泛酸钙（7月11日价格53元/kg）降幅7%；烟酸（7月11日价格38元/kg）降幅5%

图：VD3（50万IU/g 国产）市场报价情况

图：VB1（98% 国产）市场报价情况

图：VE（50% 国产）市场报价情况

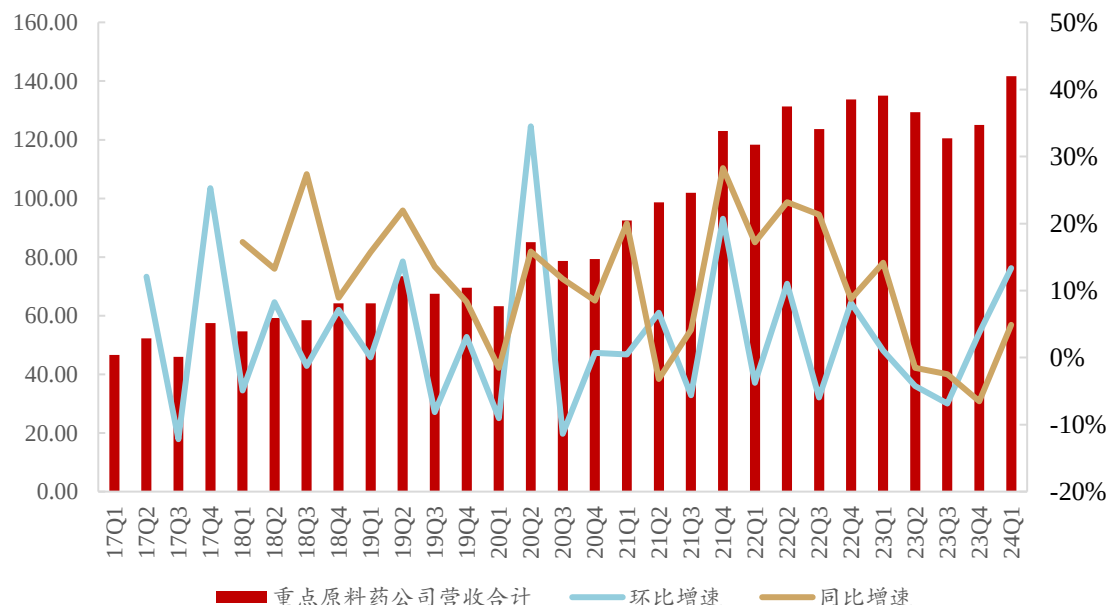


2.7原料药行业：24年Q1原料药公司业绩已呈向好趋势

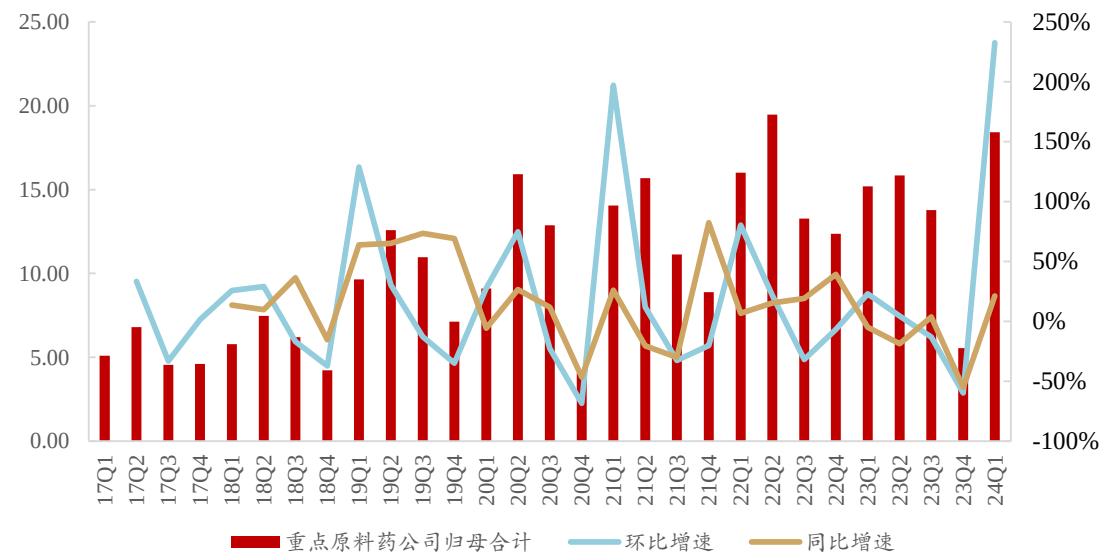
- 从重点原料药公司整体收入及利润情况来看，24年Q1已呈现明显好转：

从收入及利润情况来看，23年Q4受价格波动及减值等影响，单季度归母净利润仅为5.54亿元，环比增速-59.8%，同比增速-55.2%。但从24年Q1以来，已呈现明显好转趋势，24年Q1实现收入141.7亿元，同比增长4.9%，环比增长13.3%；24年Q1实现利润18.4亿元，同比增长21.24%，环比增长232.47%。24年Q1收入及利润端均呈现环比及同比快速增长。

图：重点原料药公司营收合计（单季度，亿元）



图：重点原料药公司归母合计（单季度，亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所（重点选取了17家原料药公司（川宁生物、华海药业、普洛药业、博瑞医药、仙琚制药、奥锐特、国邦医药、海翔药业、花园生物、千红制药、天宇股份、奥翔药业、同和药业、司太立、东亚药业、美诺华、共同药业、），海普瑞及健友股份由于23年Q4计提大额存货减值故未纳入）

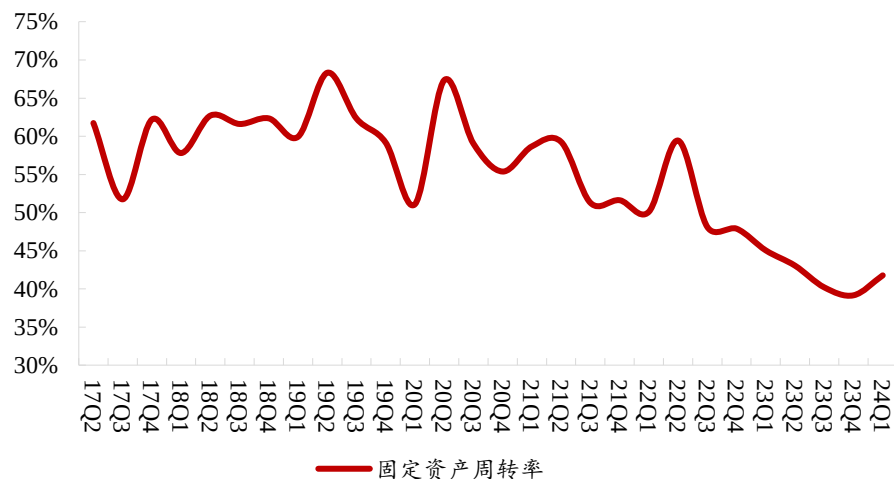
资料来源：wind，华西证券研究所（重点选取了17家原料药公司（川宁生物、华海药业、普洛药业、博瑞医药、仙琚制药、奥锐特、国邦医药、海翔药业、花园生物、千红制药、天宇股份、奥翔药业、同和药业、司太立、东亚药业、美诺华、共同药业、），海普瑞及健友股份由于23年Q4计提大额存货减值故未纳入）

2.7原料药行业：24年Q1原料药公司运营效率环比提升明显

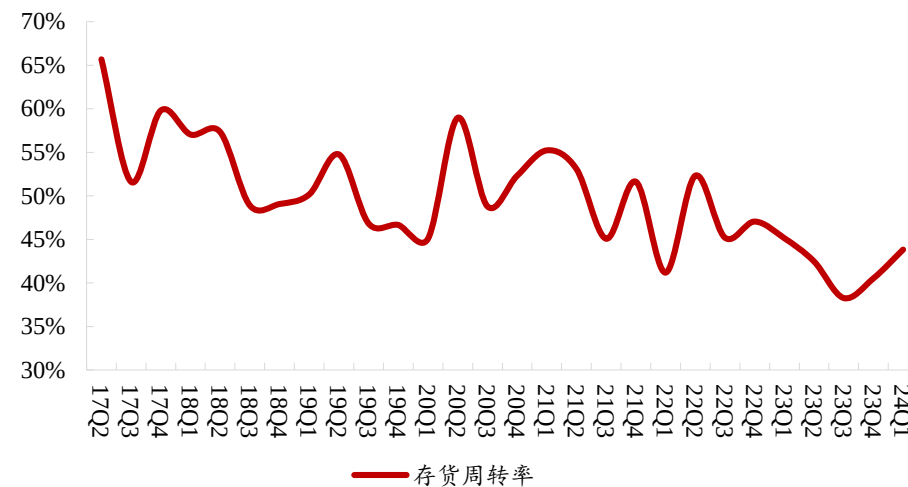
- 从重点原料药公司运营效率来看，24年Q1也已有进一步好转：

从重点原料药公司的固定资产周转率及存货周转率情况来看，24年Q1均呈现明显好转趋势，我们认为其侧面反应了原料药行业整体的下游去库存情况已有进一步好转。展望未来，原料药公司整体的运营效率仍有提升空间。

图：重点原料药公司固定资产周转率（单季度）



图：重点原料药公司存货周转率（单季度）



资料来源：wind，华西证券研究所（重点选取了17家原料药公司（川宁生物、华海药业、普洛药业、博瑞医药、仙琚制药、奥锐特、国邦医药、海翔药业、花园生物、千红制药、天宇股份、奥翔药业、同和药业、司太立、东亚药业、美诺华、共同药业、），海普瑞及健友股份由于23年Q4计提大额存货减值故未纳入）

资料来源：wind，华西证券研究所（重点选取了17家原料药公司（川宁生物、华海药业、普洛药业、博瑞医药、仙琚制药、奥锐特、国邦医药、海翔药业、花园生物、千红制药、天宇股份、奥翔药业、同和药业、司太立、东亚药业、美诺华、共同药业、），海普瑞及健友股份由于23年Q4计提大额存货减值故未纳入）

2.7 细分板块回顾与受益标的-仙琚制药

• 原料药：非规范市场价格有望见底回升，规范市场将打开长期成长空间

23年公司原料药及中间体收入17.86亿元（yoy+3%），其中主要自营原料药收入8.8亿元（yoy+10%），意大利子公司收入6.84亿元（yoy-3%），仙曜贸易公司收入2.17亿元，其他原料药贸易0.05亿元。在23年原料药竞争加剧及非规范市场价格下行背景下，公司原料药收入仍同比为正，彰显了公司在原料药销量方面的优异表现，市场份额或进一步增大。在规范市场方面，23年公司杨府原料药厂区通过FDA、巴西ANVISA和日本PMDA等检查，同时组织新工艺开发及有效落地，完成7个新产品的试产落地。23年台州仙琚厂区醋酸甲羟孕酮产品通过WHO的GMP符合性现场检查，同时完成了新技术工艺开发的试产，探索形成多功能模块化中试方案并首次申请EcoVadis评级顺利通过荣获铜牌。展望未来，我们认为伴随非规范市场价格的企稳回升、持续进行的降本增效及规范市场订单的持续开拓，原料药板块有望持续带来利润贡献。

• 制剂：集采影响逐渐触底，新品放量+在研储备有望持续注入业绩动力

23年公司主要制剂产品收入为22.78亿元（yoy-12.4%）。按治疗领域：妇科计生类制剂产品收入4.45亿元（yoy-18%）；麻醉肌松类制剂产品收入1亿元（yoy-80%）；呼吸类制剂产品收入6.72亿元（yoy-1%）；皮肤科产品1.97亿元（yoy+9%），普药制剂产品收入6.78亿元。对各治疗领域制剂产品的展望：1) 妇科计生类：我们认为黄体酮胶囊区域集采影响有望逐渐消化，新首仿品种屈螺酮炔雌醇片II及目前处于审批阶段的戊酸雌二醇片/地屈孕酮片等，和公司战略性品种复方庚酸炔诺酮注射液有望带来公司中短期增长动能。2) 麻醉肌松类：新品舒更葡糖钠注射液有望持续放量。同时，1.1类新药奥美克松钠有望于今年内递交NDA，2.2类新药注射用CZ1S目前正处于临床II期。3) 呼吸类：我们认为糠酸莫米松鼻喷雾剂和噻托溴铵吸入粉雾剂有望持续放量。同时在研双动力鼻喷剂项目等均在积极推进，根据药智网，参股公司浙江萃泽的2.2类新药CZ4D吸入粉雾剂正处于临床I期。4) 普药和皮肤类：有望呈稳健增长。

• 盈利预测及投资建议：

维持盈利预测，即公司2024/2025/2026年营业收入为47.56/54.92/64.30亿元，EPS分别为0.68/0.83/1.02元，对应2024年07月15日收盘价11.26元/股，PE分别16/13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：在研产品线推进不及预期；新品获批进度及放量低于预期；汇率波动和地缘政治对公司业务造成不确定性；原料药规范市场拓展不及预期；原料药价格波动风险

2.7 细分板块回顾与受益标的-同和药业

- **公司盈利能力持续改善，24Q1业绩已呈现拐点**

2024年Q1公司实现营业收入2.06亿元，同比下降6.47%，环比增长27.16%；归母净利润0.44亿元，同比增长31.62%，环比增长62.96%；扣非归母净利润0.40亿元，同比增长23.31%，环比增长48.15%。根据公司投关表，2023年Q1系下游端去库存前的阶段性高点，在中国全面放开疫情管控前，国外客户为了供货安全安排的库存量较大，2023年Q1国外客户集中执行老订单，使得2023年Q1基数较大。在去年高基数下公司Q1净利润仍实现快速增长。

- **老产品：下游端去库存接近尾声，销售有望持续恢复。**

2023年老产品中由于成熟产品下游端客户在中国疫情管控结束后去库存，销量同比减少，收入及毛利率同比均有下降。2024年Q1成熟品种国外去库存或即将结束，采购量即将恢复但尚未恢复，环比仍有小幅下滑。我们认为伴随国外下游制剂端去库存的结束，成熟品种仍具备一定回升空间。根据公司投关表，公司预计今年相较于2023年成熟品种会有10-20%的增长。

- **新产品伴随专利到期+产能释放，有望迎来快速放量。**

公司第二梯队包含替格瑞洛、利伐沙班等17个品种，其全球专利到期时间主要在2023年至2027年，系公司未来5年增长的保障。新产品系公司增速最快的板块，根据公司投关表，2023年实现销售收入3.08亿元，同比增长63.74%，毛利率45.28%；2024年Q1新产品实现销售收入1.10亿元，同比增长69.51%，环比增长86.51%，毛利率44.10%。24年Q1新产品的收入首次超过老产品，占比达到53%。根据公司投关表，公司新产品在高端市场订单较23年增量超过1个亿，本年度交货的在手订单超过1.2亿。同时考虑到公司二厂区一期工程的4个车间现处于试生产阶段，公司预期于24年6月完成；二厂区二期已完成土建主体工程，将于25年底建成并于26年开始正式投产。故我们认为二厂区产能释放+新品订单放量有望持续打开成长空间。

- **盈利预测及投资建议：**

维持盈利预测，即公司2024/2025/2026年营业收入为9.89/12.91/16.61亿元，EPS分别为0.44/0.63/0.85元，对应2024年07月15日收盘价8.80元/股，PE分别20/14/10倍，维持“增持”评级。

风险提示：在研产品线推进不及预期；汇率风险；环保风险；产能释放不及预期；新产品研发及销售不及预期；产品质量控制风险

2.7 细分板块回顾与受益标的-花园生物

- 全球维生素D3龙头企业，有望充分受益VD3涨价带来的利润弹性

公司自成立以来专注于维生素D3上下游系列产品并已完成VD3全产业链布局，历经20余年发展，公司已完成VD3全产业链布局。从VD3上游原料来看，公司具备全球羊毛脂胆固醇产能和成本优势，目前拥有全球最大NF级胆固醇产能840吨。在VD3供给方面，花园基于前端一体化优势+生产工艺+产能（3600吨）及成本优势，在VD3行业中具备龙头地位。通过复盘VD3价格走势，我们认为其驱动因素主要来自于供给端。目前来看VD3价格仍处于历史低位，但自5月底开始出现价格拐点，后续VD3价格有望迎来改善进入新一轮上涨周期，花园作为VD3龙头有望充分受益。

- 公司持续深化“一纵一横”发展战略，有望巩固基本盘+拓展增长极

公司自2021年提出“一纵一横”发展新战略。在坚持打造完整的维生素D3上下游产业链及向医药领域纵向延伸（一纵）基础上，利用公司在全球维生素市场的行业优势及营销通道，开展维生素产品的横向扩张（一横）。

一纵：纵向布局VD3全产业链，夯实公司VD3领域核心优势。伴随22年9月公司金西科技园建成投产后，公司基本完成了VD3全产业链的布局，四大类产品羊毛脂胆固醇、VD3、25-羟基维生素D3、精制羊毛脂的产能规模全球领先。其中胆固醇、25 羟基VD3 原和7-脱氢胆固醇与帝斯曼签订了长期合作协议，有望进一步提升公司产品市场占有率。此外，公司向全活性VD3进军，预计募投项目骨化醇原料药及制剂投产后公司将成为业内少有的可工业化生产骨化醇类原料药和制剂的厂家，持续加深VD3产业链布局。

一横：从单一品种龙头向多品类维生素布局，拓展公司增长极。公司持续增加维生素A、E、B6、生物素等其他维生素系列产品。根据公司募投项目，“年产6000吨维生素A粉和20000吨维生素E粉项目”“年产5000吨维生素B6项目”和“年产200吨生物素项目”是公司“一横”发展战略的落地项目，建成投产后将有助于公司拓宽业务面。

- 收购花园药业向医药领域延伸，推进高端仿制药研发

2021年11月通过完成对花园药业的收购，为公司在医药领域的发展搭建平台。目前花园药业7个主要品种中有6个已中选国家或地方集采，多巴丝肼片为23年12月新获批首仿品种。23年缬沙坦氢氯地平片、多索茶碱注射液两大产品国家集采执行时间到期后公司积极参与接续招标，缬沙坦氢氯地平片累计接续中选省份26个，多索茶碱注射液累计接续中选省份23个；草酸艾司西酞普兰片累计接续中选省份20个；奥美拉唑碳酸氢钠胶囊中选第九批国家集采。多巴丝肼片用于治疗抗震颤帕金森氏病，系公司23年12月获批首仿品种；根据米内网，23年中国公立医院制剂销售额为4.52亿元。公司持续进行高端仿制药研发，以增加后续储备药品种类，将持续扩产花园药业现有药品产品线，也属于公司“一横”发展战略的实施落地。

- 业绩预测及投资建议

维持盈利预测，即公司2024/2025/2026年营业收入为14.21/17.79/22.28亿元，EPS分别为0.66/0.81/1.03元，对应2024年07月15日收盘价13.80元/股，PE分别21/17/14倍，维持“增持”评级。

风险提示：维生素D3价格波动风险、公司募投项目不及预期风险、药品价格下降风险、新品放量低于预期

2.8 科研服务——受益于全球医药产业研发端持续投入，应用场景广阔

科研服务：阿拉丁、药康生物、诺唯赞等。

生物药上游：纳微科技、奥浦迈等。

科研上游标的产品**应用场景广阔**，覆盖了高校科研、企业研发与生产的全流程。生物医药全行业研发端的持续投入为科研上游企业的蓬勃发展提供了必要的条件，同时生物医药上下游产业链的紧密联系，也保证了上游市场的稳定发展。

图：科研上游应用领域



基础研究：高校研究所
研发小试：企业研发中心

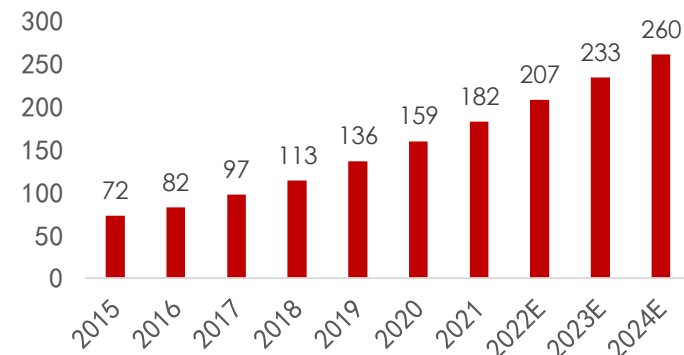
抗体、
ADC、CGT

mRNA、重
组、灭活疫
苗

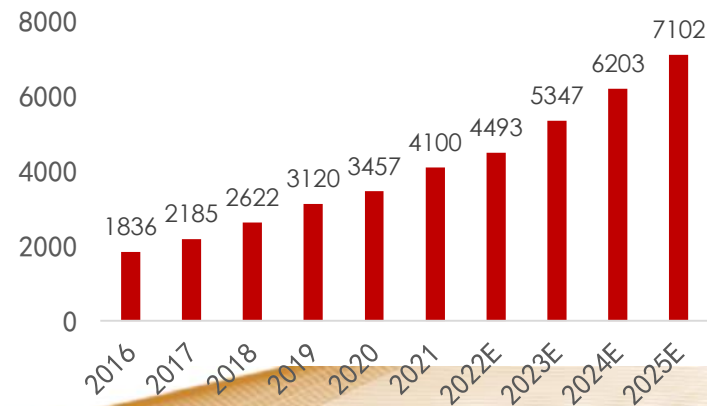
分子、生
化、免疫诊
断

数据来源：各公司招股书，华西证券研究所

图：中国生物科研试剂市场规模及预测 单位：亿元



图：中国生物药市场规模及预测 单位：亿元

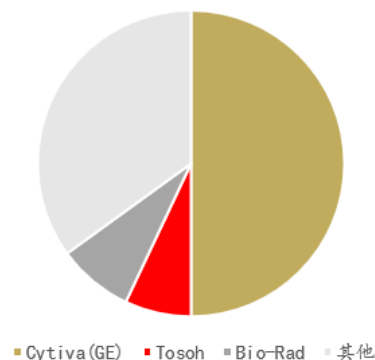


数据来源：国家统计局，Frost & Sullivan，华西证券研究所

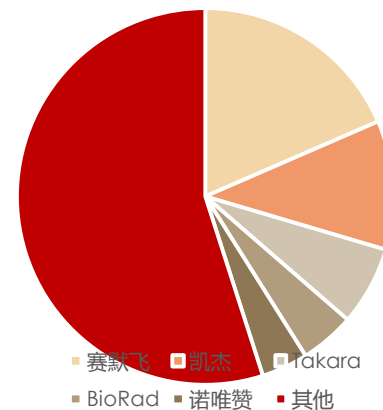
2.8 科研服务——具备替代进口条件，国产替代正当时

- **平台型企业**（阿拉丁、泰坦科技等）通过产品数量打造一站式服务，以自研+代理+OEM等形式形成稳定客源，在此基础上切入新的细分领域，同时利用客户降本诉求，加快国产替代速度，增长自研产品比例，增加产品毛利率。
- **产品型企业**（药康生物、纳微科技等）通过产品质量满足客户核心研发需求，通过多年的底层技术打造行业壁垒，在“质优价美”、供应链稳定的条件下逐步对进口产品形成替代。

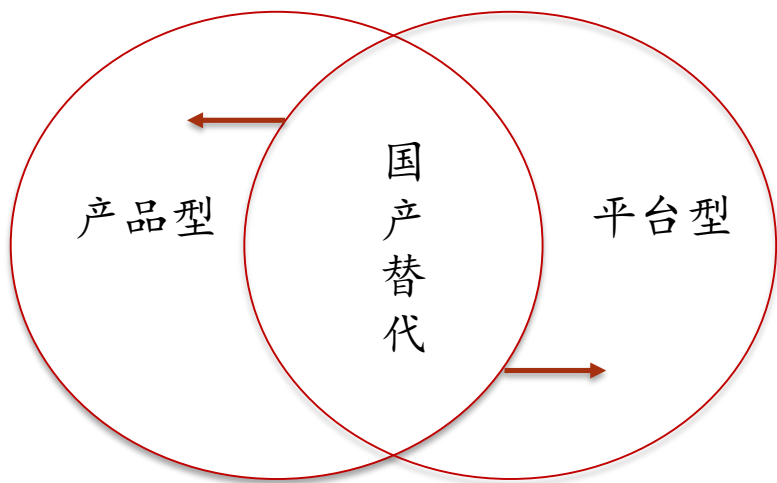
图：2018年全球色谱填料行业公司市占率 图：2020年中国生物试剂(分子类)市场竞争格局



数据来源：纳微科技招股书，华西证券研究所



数据来源：诺唯赞招股书，华西证券研究所



	填料	一次性反应袋	培养基	生物试剂（分子）	生物试剂（抗体）	生物试剂（重组蛋白）
国内品牌份额	<10%	20-30%	>20%	<30%	10%	>20%
进口品牌份额	>90%	70-80%	<80%	>70%	90%	
国内优势企业	纳微科技、博格隆、蓝晓科技	楚天科技、乐纯生物、多宁生物	奥浦迈、倍谙基	诺唯赞、全式金	义翘神州、武汉华美	义翘神州、百普赛斯、近岸蛋白
进口垄断企业	GE、Merck	赛多利斯、赛默飞、GE	赛默飞、丹纳赫、Merck	赛默飞、凯杰	Abcam、Merck	R&D、PeproTech

数据来源：公司招股书，共研网，弗若斯特沙利文，中商产业研究院，华西证券研究所



03 风险提示

3. 风险提示

- **创新药械进展低于预期：** 医保谈判大幅降价风险；新药研发不及预期；全球合作中断风险，产品上市后商业化表现不及预期；创新药研发行业景气度下降。
- **CXO行业风险：** 国内外投融资环境变化；业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。
- **医疗服务行业风险：** 管理提升不及预期风险、扩张不及预期风险、医疗事故风险。
- **原料药行业风险：** 价格下降风险、产能释放不及预期风险。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。