

行业拐点已至，创新打开成长空间

医药行业2024年投资策略报告

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

徐顺利 SAC NO: S1120522020001

王睿 SAC NO: S1120521070002

高瑛桥 SAC NO: S1120523080001

联系人：程仲瑶、孙子豪、李斯特、曹艳凯

【团队荣誉】2015-2017年新财富第5、3、6名

2024年2月28日

核心观点：行业复苏势头显著，创新打开未来空间

- 整体观点：基于政策、基本面、估值三个维度，我们看好医药板块2024年行情：
- 1、政策面：政策预期逐步稳定，肃清环境迎来高质量发展。集采自从18年执行以来，大部分药品和部分器械存量业务经历完整出清周期，部分细分领域政策开始回暖，新品类和创新品种有望推动增长。
- 2、基本面：人口老龄化进一步加剧，医药板块需求刚性，内生增长可期。前期行业基数得以消化，在去年Q1疫情和Q3反腐等因素影响下，行业基数略低，预计表观增长更加亮眼。
- 3、估值方面：经过前期下跌，医药板块整体PE估值（TTM，整体法，剔除负值）为24.6倍（截至2024年2月19日），医药行业相对沪深300的估值溢价率为89%，低于四年来中枢水平（113%）。
- 4、展望未来，我们看好创新药品与器械、进口替代、出海等几条投资主线。

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。



目录

01 医药行业回顾与展望 02 细分板块回顾与受益标的

- ✓ 2.1. 创新药及制剂
- ✓ 2.2. CXO
- ✓ 2.3. 医疗设备
- ✓ 2.4. 耗材
- ✓ 2.5. 疫苗&生物制品&
- ✓ 2.6. 医美
- ✓ 2.7. 中药
- ✓ 2.8. 医疗服务
- ✓ 2.9. 零售药店
- ✓ 2.10. 科研服务
- ✓ 2.11. 原料药

03 风险提示



重点推荐公司

表：重点推荐公司采用华西证券预测（收盘价市值对应时间：2024/02/20）

行业	代码	股票简称	股价（元）	市值（亿元）	收入（亿元）				归母净利润（亿元）				EPS（摊薄）				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
创新药及制剂	603676.SH	恒瑞医药	42.22	2693.25	212.13	226.21	257.63	295.48	39.06	45.78	54.85	66.09	0.61	0.72	0.86	1.04	62	52	43
	301263.SZ	百济神州	116.79	1145.08	95.66	166.43	224.36	293.31	-136.42	-74.08	-51.59	-24.14	-10.18	-5.45	-3.79	-1.78	-21	-31	-66
	603811.SH	迈威生物-U	27.71	110.73	0.28	2.51	6.98	14.42	-9.55	-8.31	-7.24	-3.65	-2.44	-2.08	-1.81	-0.91	-13	-15	-30
	002262.SZ	信立泰	29.36	327.31	34.01	36.61	42.42	50.81	6.37	6.72	7.77	9.51	0.58	0.60	0.70	0.85	49	42	34
	002653.SZ	卫信康	7.68	33.59	13.98	16.33	19.66	23.59	1.77	2.43	3.06	4.00	0.41	0.56	0.70	0.92	14	11	8
	603259.SH	泰恩康	13.85	58.93	7.83	8.20	9.90	11.21	1.75	2.05	2.94	3.78	0.79	0.48	0.69	0.89	37	26	20
	688202.SH	诚意药业	7.60	24.94	6.53	8.88	12.50	17.97	1.62	1.83	2.93	4.32	0.69	0.56	0.90	1.32	15	9	6
	002262.SZ	恩华药业	24.70	248.87	42.99	52.60	62.84	74.76	9.01	11.15	13.79	17.01	0.89	1.11	1.37	1.69	23	18	15
CXO	688621.SH	药明康德	51.57	1,482.64	393.55	403.23	462.91	577.74	88.14	105.65	114.4	147.42	3.01	3.56	3.85	4.97	14	13	10
	301096.SZ	美迪西	95.22	342.04	102.55	86.66	83.97	105.36	33.02	24.54	17.61	23.2	8.92	6.64	4.76	6.28	14	19	15
	300363.SZ	昭衍新药	63.40	71.01	6.77	9.45	12.64	16.69	1.56	2.18	3.02	4.03	1.95	2.06	2.94	4.00	33	24	18
	002821.SZ	九洲药业	66.12	72.02	6.07	9.55	13.43	18.15	1.94	2.85	3.96	5.32	1.79	2.63	3.66	4.92	25	18	14
	688238.SH	阳光诺和	19.67	176.93	54.45	57.95	68.66	81.10	9.21	12.12	14.02	16.50	1.10	1.35	1.56	1.83	15	13	11
	301257.SZ	百诚医药	19.18	104.73	70.35	38.55	34.07	40.98	20.05	4.87	4.14	5.59	3.67	0.89	0.76	1.02	22	25	19
	605116.SH	博腾股份	46.60	28.50	5.86	7.73	10.02	12.98	0.72	1.42	1.87	2.55	1.19	2.32	3.06	4.17	20	15	11
	002332.SZ	凯莱英	41.07	55.31	16.59	15.78	17.18	19.14	3.38	1.51	1.92	2.15	3.89	1.12	1.43	1.60	37	29	26
原料药	603707.SH	和元生物	17.23	119.84	22.68	27.37	29.09	32.46	10.74	6.13	6.37	7.07	2.01	0.82	0.85	0.94	20	19	17
	688690.SH	奥锐特	6.32	40.92	2.91	3.87	5.16	6.85	0.39	0.37	0.45	0.62	0.08	0.08	0.09	0.13	111	91	66
科研服务	688046.SH	仙琚制药	10.48	104.36	43.58	43.02	49.95	58.48	7.49	6.38	7.77	9.56	0.76	0.65	0.79	0.97	16	13	11
	301263.SZ	药康生物	12.64	51.82	5.17	6.47	8.01	10.00	1.65	1.73	2.17	2.67	0.40	0.42	0.53	0.65	29	23	18
	603811.SH	奥浦迈	41.08	47.15	2.94	2.96	3.98	5.37	1.05	0.94	1.26	1.68	1.29	0.82	1.09	1.47	58	37	27
	002262.SZ	百普赛斯	42.18	50.62	4.74	5.60	6.94	8.89	2.04	2.06	2.48	3.10	2.55	1.72	2.07	2.58	27	21	16

行业	代码	股票简称	股价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				EPS (摊薄)				PE		
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
医疗器械	603309.SH	维力医疗	11.4	33	13.63	14.36	17.27	20.9	1.66	2.01	2.54	3.1	0.57	0.68	0.87	1.06	17	13	11
	688271.SH	联影医疗	144.00	1186.79	92.38	116.64	144.27	176.57	16.56	20.82	26.07	32.73	2.19	2.53	3.16	3.97	57	46	36
	688212.SH	澳华内镜	55.96	75.00	4.45	6.69	10.04	14.13	0.22	0.83	1.32	1.97	0.16	0.62	0.99	1.47	90	57	38
疫苗&生物制品	688319.SH	欧林生物	9.62	39.76	5.47	6	7.5	10	0.27	0.55	0.9	1.5	0.07	0.15	0.28	0.46	67	35	21
	300122.SZ	智飞生物	53.79	1276.80	382.60	495	620	720	75.39	90	115	139	4.71	3.83	4.87	5.80	14	11	9
	688276.SH	百克生物	53.03	217.73	10.71	18.3	25	31	1.82	5	7	9	0.44	1.13	1.69	2.27	47	31	23
医美	000963.SZ	华东医药	32.55	583.52	374.89	417	460	510	24.99	28.5	34	41	1.43	1.66	2.01	2.43	20	17	14
	300896.SZ	爱美客	324.00	691.92	19.39	29	41	54	12.64	18.5	25	34	5.84	8.70	11.99	15.89	37	27	20
	688366.SH	昊海生科	104.41	154.14	21.14	25	31	37	1.80	4.1	5.2	6.3	1.04	2.60	3.25	3.93	40	32	26
中药	002603.SZ	以岭药业	21.31	356.03	125.33	106.73	119.85	133.16	23.62	20.67	23.44	26.42	1.41	1.24	1.40	1.58	17	15	13
医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	14.19	1,323.70	161.10	202.11	250.18	306.92	25.24	34.88	44.93	56.08	0.36	0.37	0.48	0.60	38	30	23
	301239.SZ	普瑞眼科	63.65	95.23	17.26	27.95	35.98	45.05	0.21	3.41	3.60	4.64	0.16	2.28	2.40	3.10	32	29	22
	601567.SH	三星医疗	23.56	332.68	90.98	109.48	133.47	158.03	9.48	17.16	20.15	23.66	0.67	1.22	1.43	1.68	19	15	13

资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所





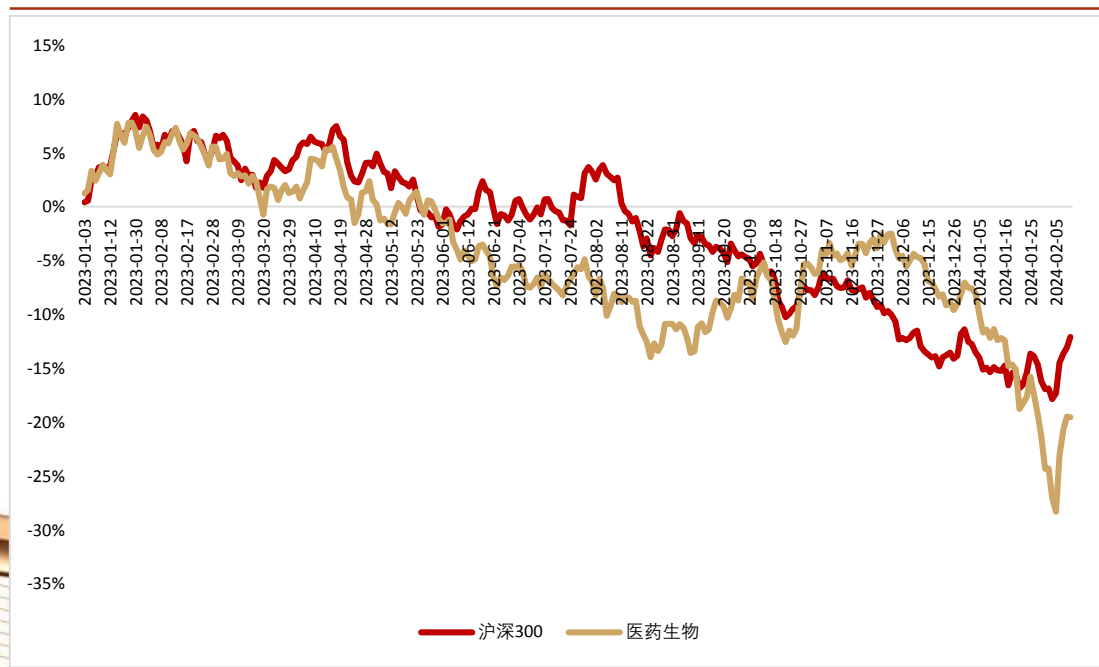
01 医药行业复盘与展望



1.1 2023年初至今医药板块呈震荡态势

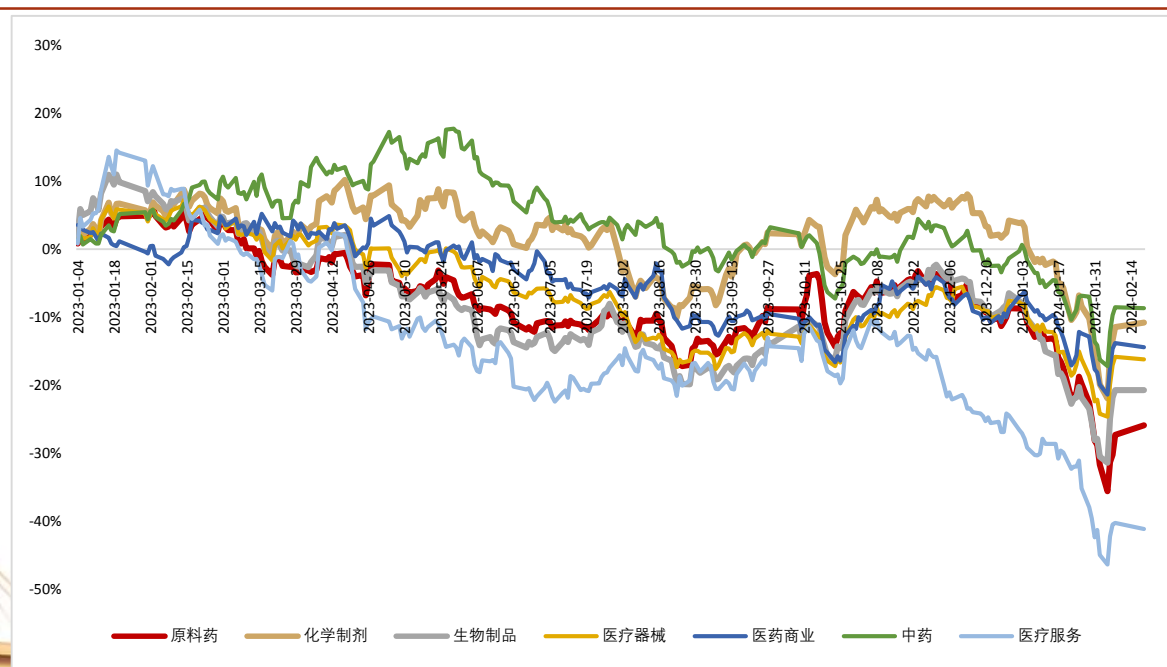
- 23年1-2月疫情放开后，相关中药、药店等板块接续上涨；2-6月诊疗复苏、国企改革、中药、低估值和医药商业表现较好；7月底-9月受到反腐政策影响，医药整体表现不佳；10月以来，受到美国加息放缓，国内负面影响减弱，大品种利好频出等多重因素共振，医药板块整体呈现修复态势。
- 24年1月以来，受整体大盘影响，医药板块也出现一定调整；2月（截止19日），在市场反弹带领下，医药板块有所反弹。

图：2023年以来沪深300和申万医药走势（截止20240219）



资料来源：wind，华西证券研究所

图：2023年以来医药子版块走势情况（截止20240219）

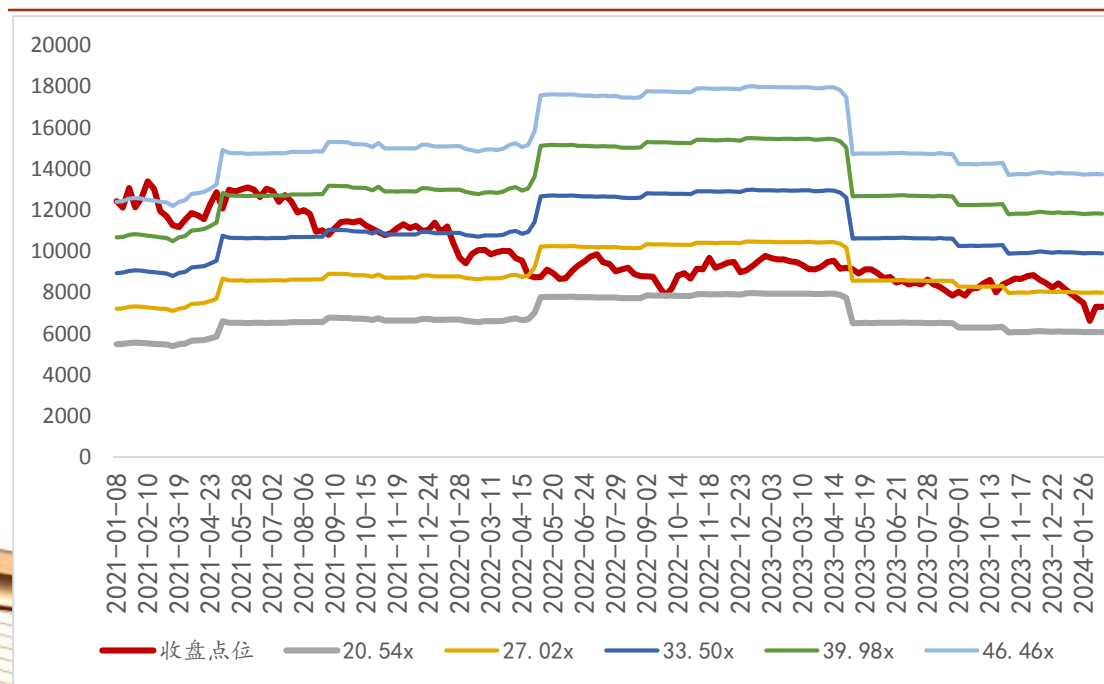


资料来源：wind，华西证券研究所

1.1 2023年初至今医药板块呈震荡态势

- 截至2024年2月19日，医药板块整体PE估值（TTM，整体法，剔除负值）为24.6倍，医药行业相对沪深300的估值溢价率为89%，低于四年来中枢水平（113%）。

图：申万医药PE-Bands（截止20240219）



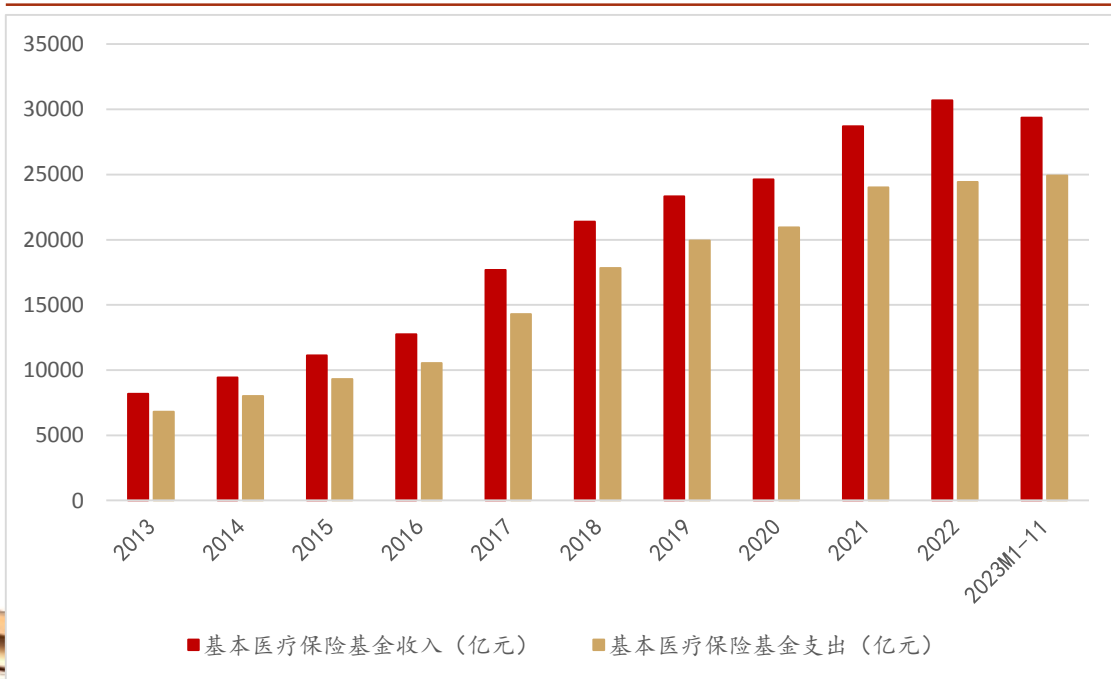
图：申万医药相对全A股PE估值溢价率（TTM，整体法，剔除负值）（截止20240219）



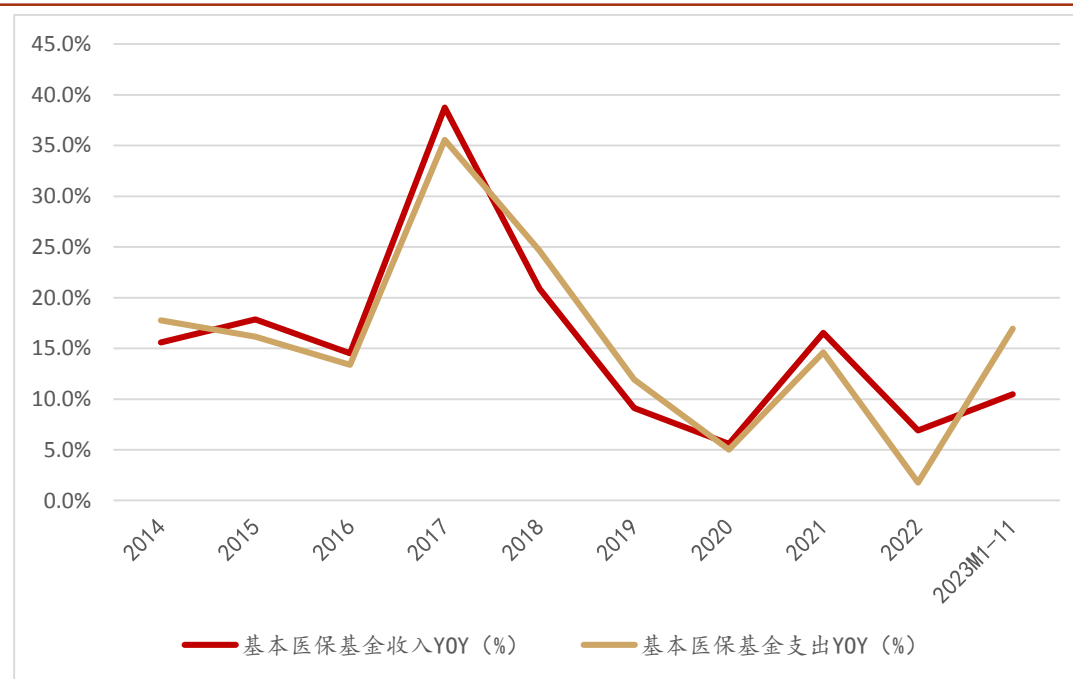
1.2 医保基金支出增速高于收入增速

- 2023年1-11月基本医疗保险基金（含生育保险）总收入29362亿元，同比增长10.5%；基本医疗保险基金（含生育保险）总支出24911亿元，同比增长16.9%，医保基金支出增速高于收入增速。

图：基本医疗保险基金收入及支出（亿元）



图：基本医疗保险基金收入及支出增速（%）



1.3 2023前三季度医药业绩受基数及政策影响承压

- 2023前三季度医药板块上市公司收入总额同比增速为2%、归母净利润总额同比增速为-18%，主要受到部分板块去年疫情产品高基数及三季度政策扰动影响，特别是医疗器械板块。

表：医药板块业绩情况

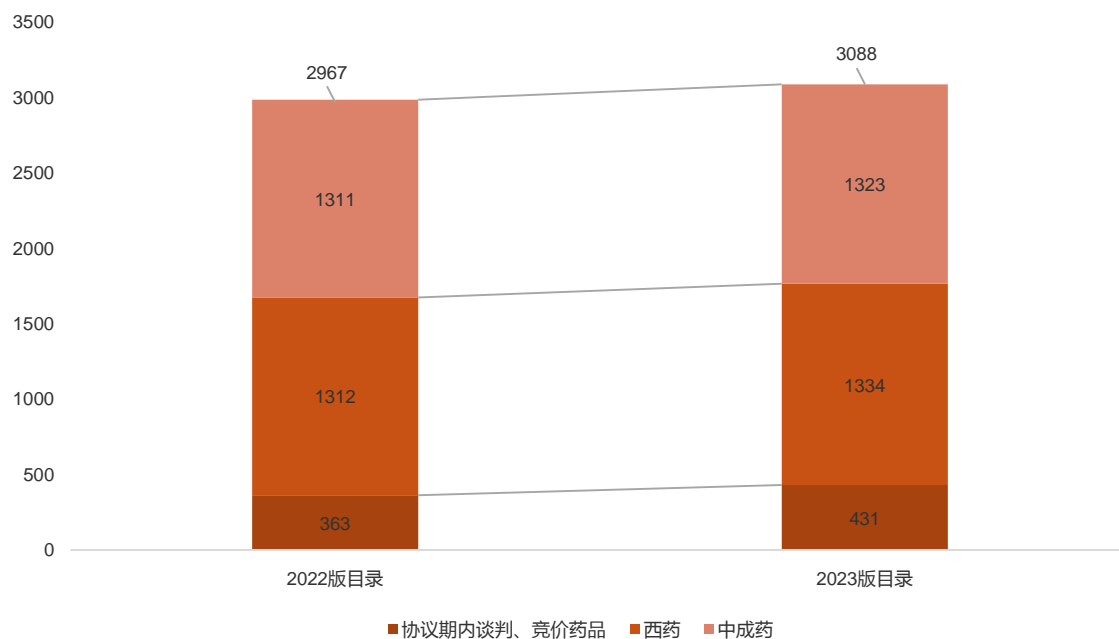
	营业总收入YOY (%)					归母净利润YOY (%)				
	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3	2019	2020	2021	2022	2023Q1-3
医药生物	12.7%	6.5%	13.9%	9.5%	1.7%	-10.9%	26.8%	56.2%	-6.2%	-17.7%
原料药	9.2%	4.6%	15.2%	7.0%	-2.3%	65.3%	22.7%	-9.6%	9.9%	-25.1%
化学制剂	10.7%	-5.1%	8.2%	2.3%	2.6%	-18.4%	12.1%	14.8%	-9.5%	8.5%
中药	9.1%	-4.5%	8.1%	4.0%	9.5%	-30.1%	-117.7%	1109.0%	-37.4%	36.5%
生物制品	14.3%	5.6%	41.9%	7.1%	11.8%	44.9%	29.1%	224.1%	-54.9%	43.6%
医药商业	15.8%	8.4%	11.5%	8.5%	9.2%	-7.6%	8.0%	6.6%	-9.2%	-1.3%
医疗器械	13.2%	59.0%	19.7%	21.6%	-28.6%	16.0%	147.3%	17.9%	16.9%	-55.5%
医疗服务	12.6%	16.0%	31.5%	32.9%	-3.6%	-112.7%	1686.4%	30.7%	41.3%	-17.6%

资料来源：wind，华西证券研究所

政策边际持续改善： 2.1 医保谈判：降幅趋于稳定，续约整体温和

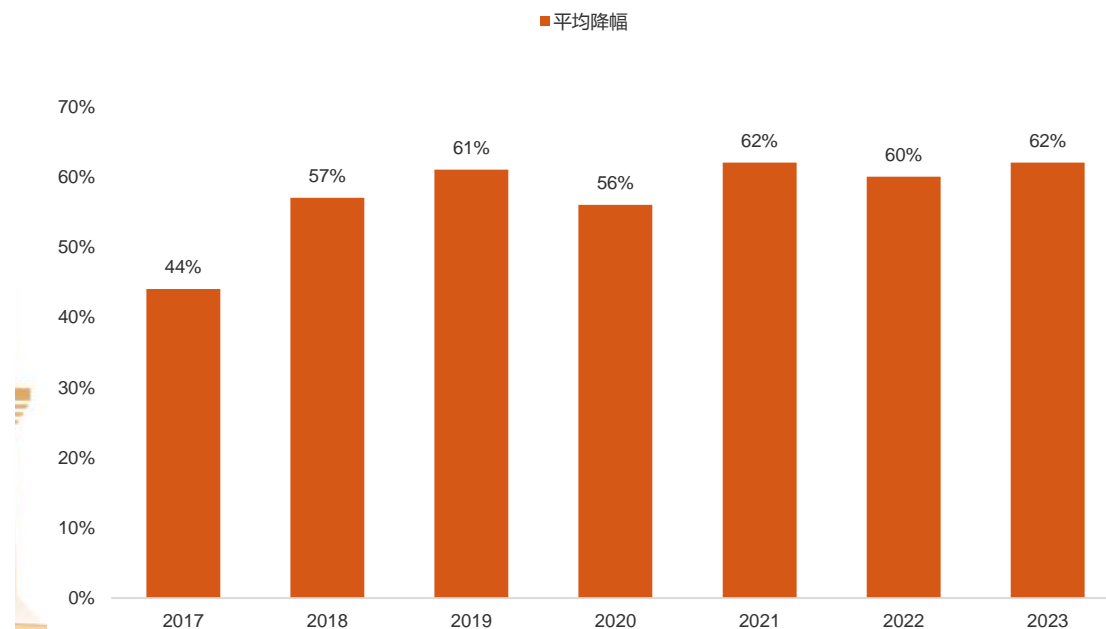
- 从近期医保谈判品种数量上看，医保谈判药物数量稳步提升，企业参与积极性高。反观整体平均降幅上看，从2018年开始，目录外新增药品的平均降幅基本处于50-65%区间内，逐步趋于稳定。纳入医保前后创新药的销售额变化说明医保谈判可以进一步助力创新药的放量速度以及销售额增长。
- 2023年12月13日，国家医保局、人力资源社会保障部组织调整并制定了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》，自2024年1月1日起正式执行。

图：2023版目录较2022版区别



资料来源：医保局统计，华西证券研究所

图：2017-2023年医保谈判价格平均降幅分析



资料来源：医保局统计，华西证券研究所

2.1 医保谈判：降幅趋于稳定，续约整体温和

- 本次调整，共有126个药品新增进入国家医保药品目录，1个药品被调出目录。143个目录外药品参加谈判或竞价，其中121个药品谈判或竞价成功，**谈判成功率为84.6%，平均降价61.7%，成功率和价格降幅均与2022年基本相当**。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3088种，其中西药1698种、中成药1390种；中药饮片仍为892种。
- 新药整体续约温和，2023年100个续约药品中，**70%以原价续约**；其中31个品种因销售额超出预期需要降价，平均降幅仅为6.7%；18个品种新增适应症，仅有1个触发降价机制。

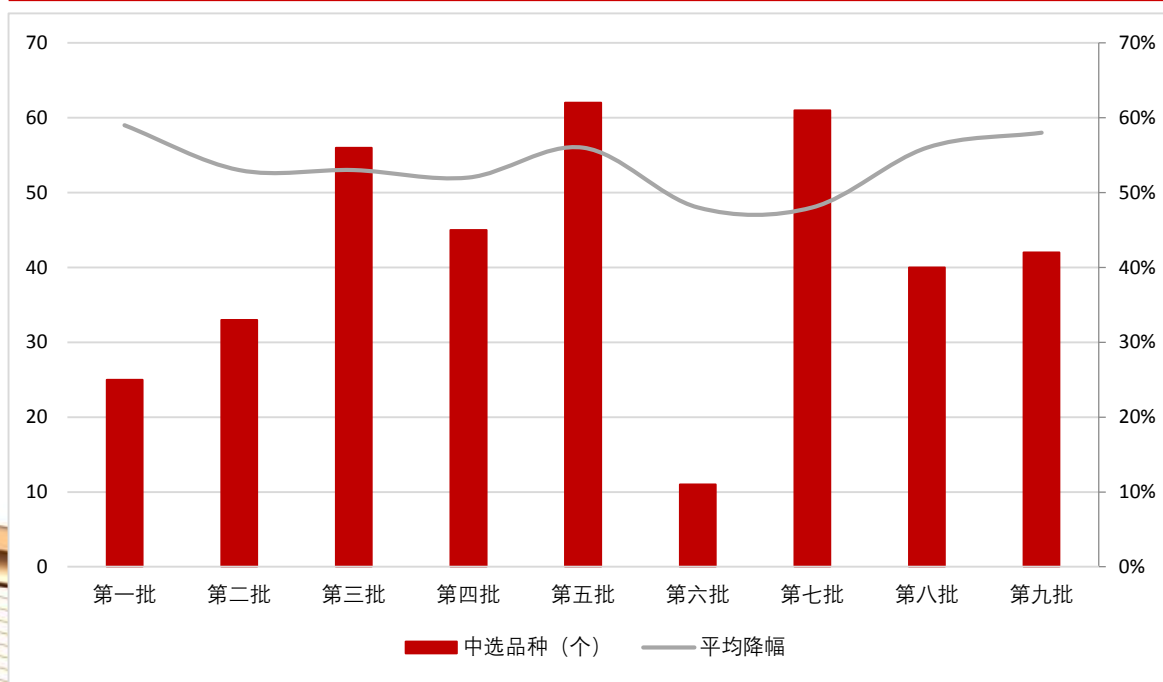
图：2023年医保新纳入品种

药品名称	商品名	公司	批准日期	适应症	医保支付标准
恩曲替尼	罗圣全	罗氏	2022/07/29	NTRK阳性局部晚期或转移性实体瘤	未披露
瑞帕安单抗	安平希	神州细胞	2022/08/30	弥漫大B细胞性非霍奇金淋巴瘤 (DLBCL)	未披露
多格列艾汀	—	华领医药	2022/10/08	成人2型糖尿病	5.39元(75mg/片)
林普利塞	因他瑞	瓊黎药业	2022/11/09	复发或难治滤泡性淋巴瘤	未披露
羧基麦芽糖铁注射液	—	ViforPharma	2022/11/29	成人缺铁患者治疗	未披露
佩索利单抗	圣利卓	勃林格殷格翰	2022/12/14	成人泛发性脓疱型银屑病 (GPP)	未披露
芪胶调经颗粒	—	湖南安邦制药	2022/12/28	益气补血、止血调经	20.00元(每袋装8g(相当于饮片14.08g))
参葛补肾胶囊	—	新疆华春生物药业	2022/12/29	益气，养阴，补肾	4.35元(每粒装0.32g(相当于饮片3.6g))
瑞波西利	凯丽隆	诺华	2023/01/29	HR阳性、HER2阴性局部晚期或转移性乳腺癌	未披露
鼠瑞米德韦	民得维	旺实生物	2023/01/29	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	未披露
先诺特韦片/利托那韦片	先诺欣	先声药业	2023/01/29	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	479.00元/盒(先诺特韦片0.375g/利托那韦片0.1g, 每盒30片)
奥扎莫德	热珀西亚	百时美施贵宝	2023/02/02	成人复发型多发性硬化	未披露
凯普拉生	—	柯菲平	2023/02/15	十二指肠溃疡和反流性食管炎	5.68元(10mg/片(按C22H25FN2O4S计))
尼替西农	—	Apoteket	2023/02/20	遗传性酪氨酸血症I型 (HT-1)	36.46元(2mg/粒); 73.53元(5mg/粒); 125.00元(10mg/粒);
谷美替尼	—	海和药物	2023/03/08	MET外显子14跳变局部晚期转移非小细胞肺癌	未披露
阿可替尼	康可期	阿斯利康	2023/03/22	2L成人套细胞淋巴瘤 (MCL)	未披露
来瑞特韦	—	众生睿创	2023/03/23	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	未披露
司美替尼	科赛优	阿斯利康	2023/05/08	NF1相关丛状神经纤维瘤 (PN)	未披露
艾贝格司亭α	亿立舒	亿一生物	2023/05/09	中性粒细胞减少症	未披露
泽贝安单抗	安瑞昔	博锐生物	2023/05/17	CD20阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤	未披露
奥磷布韦	圣诺迪	圣和药业	2023/05/17	与盐酸达拉他韦联用，治疗慢性丙型肝炎 (HCV)	未披露
替瑞奇珠单抗	益路取	康哲药业	2023/05/30	用于治疗中度至重度斑块状银屑病患者	未披露
贝福替尼	赛美纳	贝达药业	2023/05/31	EGFR T790M突变阳性局部晚期非小细胞肺癌	未披露
伏罗尼布	伏美纳	贝达药业	2023/06/08	与依维莫司联合，后线晚期肾细胞癌	未披露
恩那度司他	恩那罗	信立泰	2023/06/09	成人慢性肾脏病CKD	8.97元(1mg/片); 15.25元(2mg/片); 25.93元(4mg/片)
安奈拉唑	安久卫	轩竹医药	2023/06/25	十二指肠溃疡	未披露
伊鲁阿克	启欣可	齐鲁制药	2023/06/28	ALK阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC)	未披露
芦曲泊帕	稳可达	亿腾医药	2023/06/29	用于计划接受手术 (含诊断性操作) 的慢性肝病伴血小板减少症的成人患者	未披露
培莫沙肽	圣罗莱	豪森药业	2023/06/30	慢性肾病引起的贫血	未披露
拓培非格司亭	珮奎	特宝生物	2023/06/30	长效升白药	2427.00元(2.0mg(8.0×10 ⁷ U)/1.0mL/支(西林瓶))

2.2 集采：药品集采存量品种有限，耗材集采规则持续优化

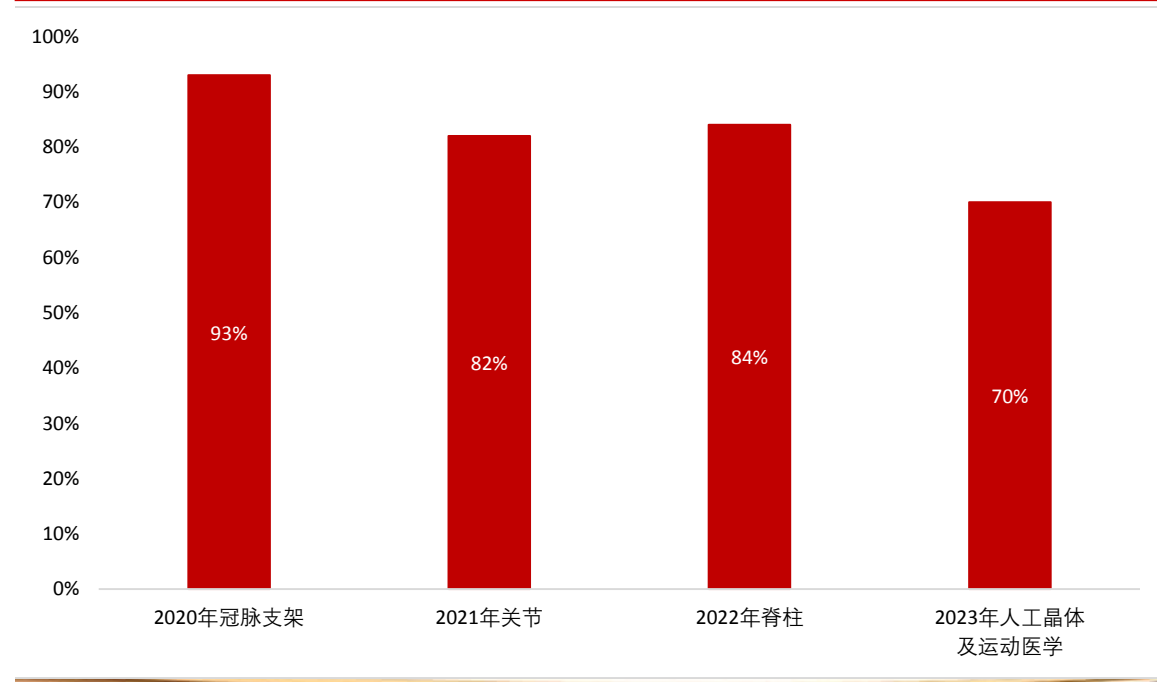
- **药品集采：**2018年以来9轮带量采购已纳入423个品种，大多数品种均纳入集采，存量品种数量有限，各企业存量大品种已陆续集采完毕，药品集采对医药行业边际影响逐步衰减。
- **耗材集采：**2019年以来，国家已组织冠脉支架、人工关节、脊柱、人工晶体和运动医学类等四批医用耗材集采，耗材集采规则持续优化，降价趋于温和，给国产厂家加速进口替代机会。2023年11月30日，第四批国家高值耗材集采开标，人工晶体平均降价60%，运动医学平均降价74%，整体降幅比较温和。人工晶体集采国内多款单焦点产品中标，整体降幅温和，未来有望通过集采加快产品放量。运动医学领域国产化率较低，国产和进口产品价格差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



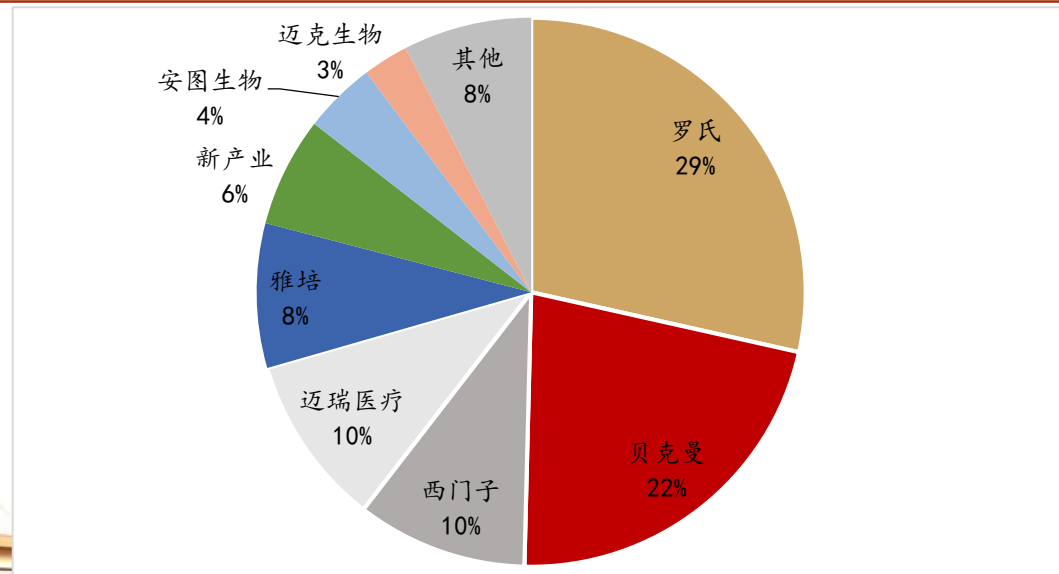
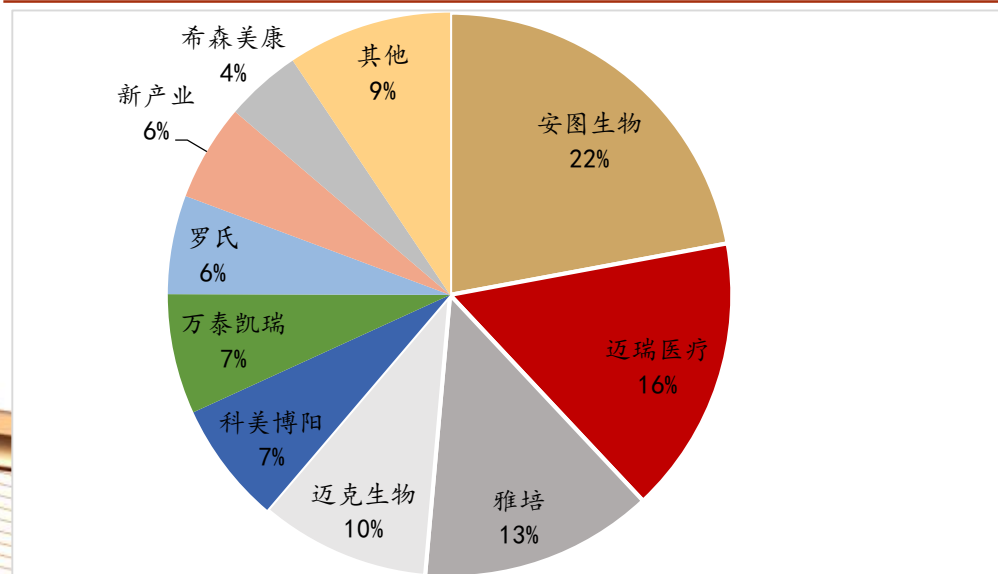
资料来源：国家高值耗材联合采购办公室，华西证券研究所

2.2. 集采：发光集采降价符合预期，国产龙头占比名列前茅

- 12月20日，安徽省医保局牵头开展二十五省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购，针对人乳头瘤病毒、人绒毛膜促性腺激素、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项检测五大类产品开展集中带量采购。约10600家医疗机构参与采购量申报，采购总需求量为7.1亿人份/年，市场采购金额约110亿元。
- 降价幅度符合市场预期。**本次集采较最高有效申报价平均降幅约53.9%，最大降幅73%，年节采购资金近60亿元。采购量和金额最大的传染病八项（化学发光法）最高降幅65.2%，最低降幅50.01%，平均降幅54.14%。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全部以高于50%的降幅拟中选，保证了临床精准检验的需求。
- 国产龙头报量占比名列前茅，市场份额有望获得提升。**根据报量情况，迈瑞医疗、新产业和安图生物旗下项目均纳入A组，在性激素六项的份额分别为10.0%、6.4%、4.2%，在传染病八项的份额分别为15.9%、5.5%、22.1%。报量结果体现了国产龙头装机和渠道覆盖优势，有望集采后加速进口替代。

图：传染病八项（化学发光）首年意向采购量占比

图：性激素六项首年意向采购量占比



2.2. 集采：骨科集采——政策持续优化，创伤集采较为温和

骨科集采已全面覆盖，涉及脊柱、关节、创伤和运动医学，政策不断优化。其中，省际联盟创伤集采较为温和，设置多重复活机制，复活1：中标规则显示，同一个采购包内，未按要求一获得拟中选资格的A竞价单元有效申报企业，若竞价比价价格不高于B竞价单元最高拟中选竞价比价价格，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制。复活2：同一个采购包内，未按要求一和规则二获得拟中选资格的有效申报企业，若竞价比价价格 \leq 本采购包最高有效申报价的，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制。

本轮创伤省际联盟价格方面改善明显。普通接骨版系统（以桡骨接骨板为例），省际联盟最低价768元，平均价979元，高于21年河南十二联盟集采的最低价208元，平均价568元；锁定加压接骨板系统（以胫骨接骨板为例），省际联盟最低价1096元，平均价1309元，高于21年河南十二联盟集采的最低价385元，平均价936元；髓内钉系统（以股骨髓内钉为例），省际联盟最低价1493元，平均价1653元，高于21年河南十二联盟集采的最低价466元，平均价1211元。

表：河南十二联盟集采与本轮省级集采价格比较

	河南十二联盟集采（21年8月）			省际联盟（23年9月）		
	最低价	最高价	平均价	最低价	最高价	平均价
普通接骨板系统（以桡骨接骨板为例）	208.71元	821.86元	568.1元	768元	1022元	979元
锁定加压接骨板系统（含万向）（以胫骨接骨板为例）	385.27元	1161.6元	936.5元	1096元	1362元	1309元
髓内钉系统（以股骨髓内钉为例）	466.94元	1495.33元	1211.77元	1493元	1696元	1653元

数据来源：医保局、华西证券研究所

表：创伤本轮省级集采价格变化（以大博医疗和威高骨科中选产品为例）

一级目录	二级目录	大博医疗		威高骨科	
		河南联盟集采（21年8月）	省际联盟（23年9月）	河南联盟集采（21年8月）	省际联盟（23年9月）
普通接骨板系统	桡骨接骨板	688元	900元	343元	841元
锁定加压接骨板系统（含万向）	胫骨接骨板	898元	1240元	943元	1159元
髓内钉系统	股骨髓内钉	1288元	1574元	-	1493元

数据来源：医保局、华西证券研究所

细分领域及标的

- 我们认为受益的细分领域及标的如下：
- **创新药及制剂领域：**恒瑞医药、百济神州、迈威生物、信立泰、卫信康、泰恩康、诚意药业、恩华药业、海思科药业
- **CXO领域：**药明康德、阳光诺和、百诚医药、凯莱英、博腾股份、普蕊斯、九洲药业、美迪西、昭衍新药、和元生物
- **原料药领域：**奥锐特、仙琚制药
- **医疗器械领域：**维力医疗、联影医疗、澳华内镜、康德莱、采纳股份、振德医疗
- **疫苗&生物制品&医美：**智飞生物、百克生物、欧林生物、华东医药、爱美客、昊海生科、江苏吴中
- **中药：**以岭药业、东阿阿胶、片仔癀 **医疗服务：**爱尔眼科、普瑞眼科、三星医疗
- **科研服务：**奥浦迈、药康生物、阿拉丁、百普赛斯、金斯瑞科技
- **风险提示：**医保控费力度超出预期；创新药械进展低于预期；产品上市后商业化表现不及预期。





02 细分板块回顾与受益标的

- 2.1. 创新药及制剂
- 2.2. CXO
- 2.3. 医疗设备
- 2.4. 耗材
- 2.5. 疫苗&生物制品&医美
- 2.6. 中药
- 2.7. 医疗服务
- 2.8. 零售药店
- 2.9. 科研服务
- 2.10. 原料药

2.1. 创新药 政策审评加速，利好龙头创新药企

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

- 2023年8月25日，国常会分别审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》和《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023-2025年）》。会议强调国家整体重视医药制造业的高质量发展，鼓励对医药研发创新的全产业链支持和中医药的发展安全。
- 2023年8月25日，国家药品监督管理局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订征求意见稿）》，向社会公开征求意见。附条件批准审评审批程序的进一步完善，有利于鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市。
- 2023年7月31日，上海市政府印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》（以下简称“若干措施”）。《若干措施》的出台，既是为促进上海多层次医疗保障体系建设，满足市民多元化保障需求，减轻群众就医负担；也是为完善创新药械多元支付机制，引导良好发展预期，促进本市生物医药产业和保险金融业高质量发展。
- 2023年7月4日，医保局发布《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》公开征求意见。新的药品续约规则征求意见稿中，对续约降幅计算公式进行了进一步的明确和细化，并给予企业更多的选择。总体来说，新规则更科学更细化，有利于构建更可预期的创新药支付环境，体现医保对创新的支持。
- 2023年3月31日，《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》发布并即日起实施。《工作规范》适用于儿童专用创新药、用于治疗罕见病的创新药以及纳入突破性治疗药物程序的创新药，特别审评审批品种除外。通过早期介入、推动沟通交流、研审联动、滚动提交、核查检验工作前置的方式加快创新药上市申请。

图：创新药加速审评

图：强调国家整体重视医药制造业高质量发展

国家药监局药审中心关于发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》的通知

发布日期：20230331

为进一步鼓励创新，药审中心组织制定了《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》，经国家药品监督管理局审核同意，现予发布，自发布之日起实施。

附件：《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》

国家药监局药审中心

2023年3月31日

李强主持召开国务院常务会议 审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023 - 2025年）》《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023 - 2025年）》和《关于规划建设保障性住房的指导意见》

发布日期：20230828

国务院总理李强8月25日主持召开国务院常务会议，审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023 - 2025年）》、《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023 - 2025年）》和《关于规划建设保障性住房的指导意见》。

会议强调，医药工业和医疗装备产业是卫生健康事业的重要基础，事关人民群众生命健康和高质量发展全局。要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力。要充分发挥我国中医药独特优势，加大保护力度，维护中医药发展安全。要高度重视国产医疗装备的推广应用，完善相关支持政策，促进国产医疗装备迭代升级。要加大医工交叉复合型人才培养力度，支持高校与企业联合培养一批医疗装备领域领军人才。

会议指出，推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。

会议还研究了其他事项。

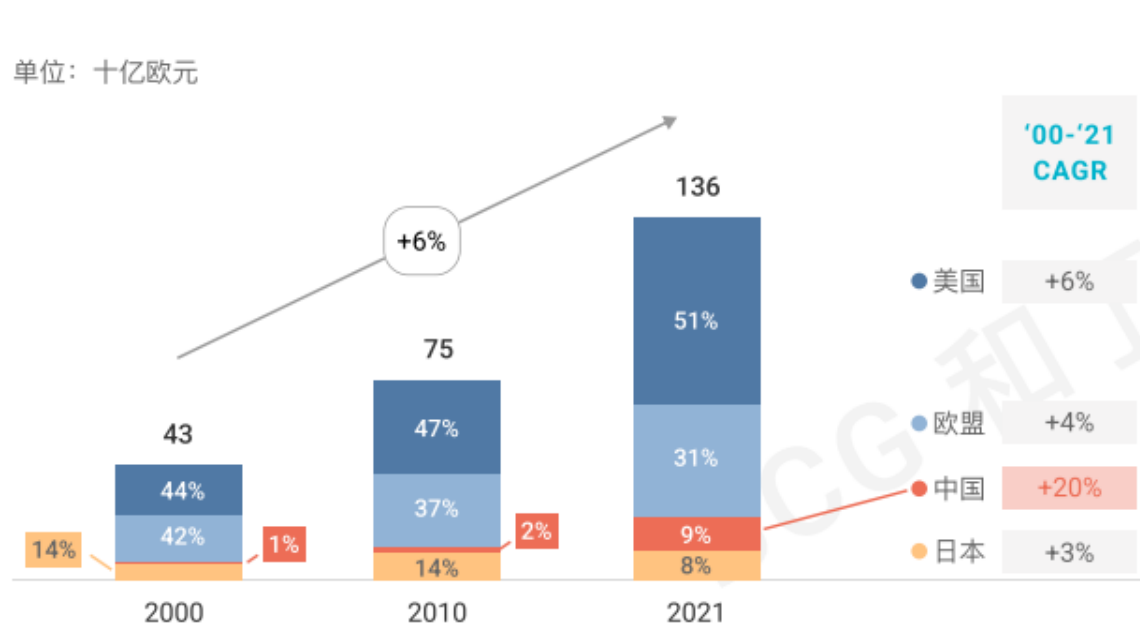
中国自2020年起创新药研发热情高涨，医药研发投入迅速攀升

立破有序 迎接新机

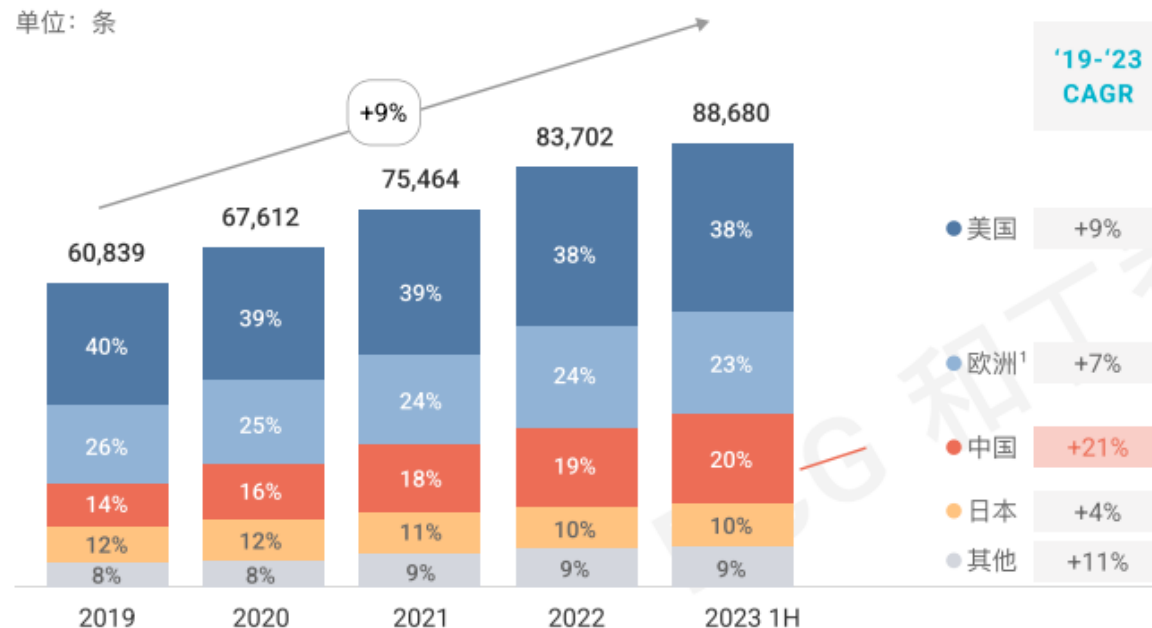
华西证券2024年投资策略会

过去三年，新冠疫情影响下制药行业的动荡逐步平息，全球研发开始步入稳定增长的阶段。中国药品研发投入年复合增长率高达20%，在全球主要市场的占比不断提升。据Pharmaprojects 2023年4月数据显示，中国目前共有5402条药品管线，比2022年的管线数量上涨23.22%，占全球管线数量的23.6%，远超全球管线的5.89%的增长。与此同时，中国在创新候选药研发层面也迎头赶上，在2022年共有1457种候选药物，排名第二。

图：2000-2021年全球主要市场的药品研发投入



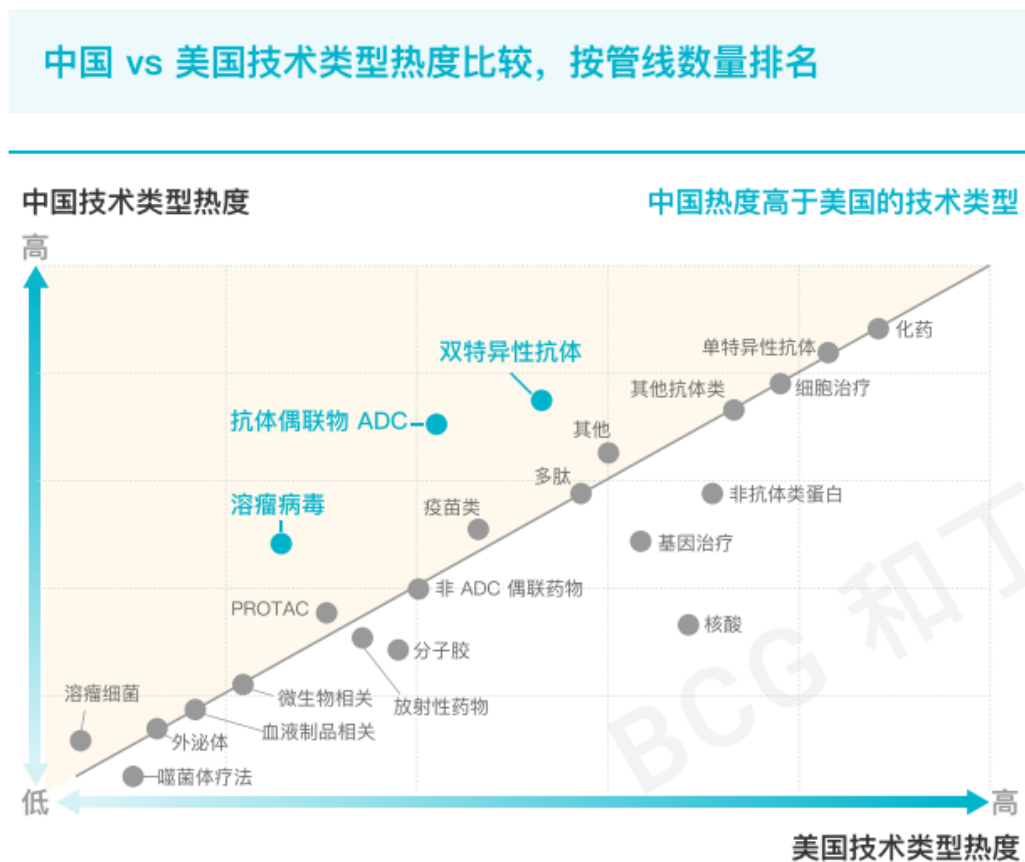
图：2019-2023年全球创新药管线数量



资料来源：EFPIA member associations, JPMA, 中国卫生统计年, BCG分析, 华西证券研究所

资料来源：丁香园insight数据库, 华西证券研究所

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 管线数量占约占全球 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/FRa 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

资料来源：丁香园Insight数据库；BCG分析，华西证券研究所

创新药出海：License-out/in：以热门ADC抗体药物为例

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

- 2023年12月15日，和铂医药与辉瑞达成授权合作，和铂医药子公司诺纳生物将MSLN ADC新药HBM9033的全球权益授权给辉瑞子公司Seagen，后者支付5300万美元预付款和近期付款，10.5亿美元里程碑金额，以及高个位数到高十位数不等的销售分成。
- 2023年12月12日，百利天恒子公司Syst Immune和百时美施贵宝就BL-B01D1达成独家许可与合作协议。后者支付8亿美元预付款，5亿美元近期或有付款，以及71亿美元里程碑金额，总潜在价值高达84亿美元。
- 2023年10月21日，翰森制药宣布与GSK达成合作，授予对方自研 B7-H4 ADC 新药 HS-20089 的全球独占许可（不含中国大陆、中国香港、中国澳门及中国台湾地区）。根据协议，翰森制药将收取8500万美元首付款，并有资格收取最多14.85亿美元的成功里程碑付款。

图：近期国内药企ADC交易情况梳理

研发机构	总交易额 (亿美元)	受让方	药品名称	靶点	全球阶段	里程碑金额 (亿美元)	首付款 (亿美元)
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
荣昌生物	26	Seagen	维迪西妥单抗	HER2	批准上市	24	2
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
百力司康	20	Eisai	BB-1701	HER2	II期临床	20	—
映恩生物	16.7	BioNTech	DB-1303; DB-1311	HER2;B7-H3	III/I期临床	15	1.7
翰森药业	15.7	GSK	HS-20089	B7-H4	II期临床	14.85	0.85
康诺亚;AstraZeneca;美雅珂	11.88	AstraZeneca	CMG901	CLDN18.2	I期临床	11.25	0.63
和铂医药	11.03	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
礼新医药	10	Turning Point Therapeutics	LM-302	CLDN18.2	II期临床	10	—
宜联生物	10.5	罗氏	YL211	c-met	临床前	10	0.5
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

中国创新药出海后身价倍增，海外市场值得期待

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

- 截至目前，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。
- 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	美国销售额（亿美元）
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	上市（2019.11）	3.90（2022）
西达基奥仑赛	金斯瑞/强生	BCMA CAR-T	多发性骨髓瘤	上市（2022.2）	1.34（2022）
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（2022.9）	-
特瑞普利单抗	君实生物	PD1	鼻咽癌	上市（2023.10）	-
呋喹替尼	和黄医药	VEGFR	结直肠癌	上市（2023.11）	-
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

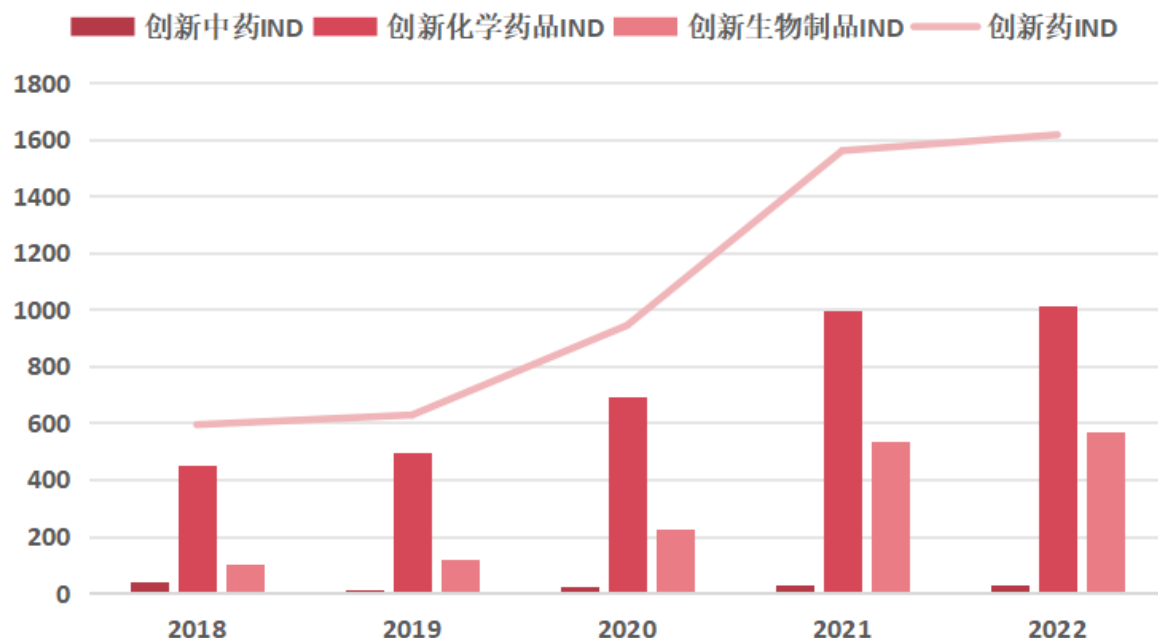
市场驱动：快速进入医保，加速创新药放量

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

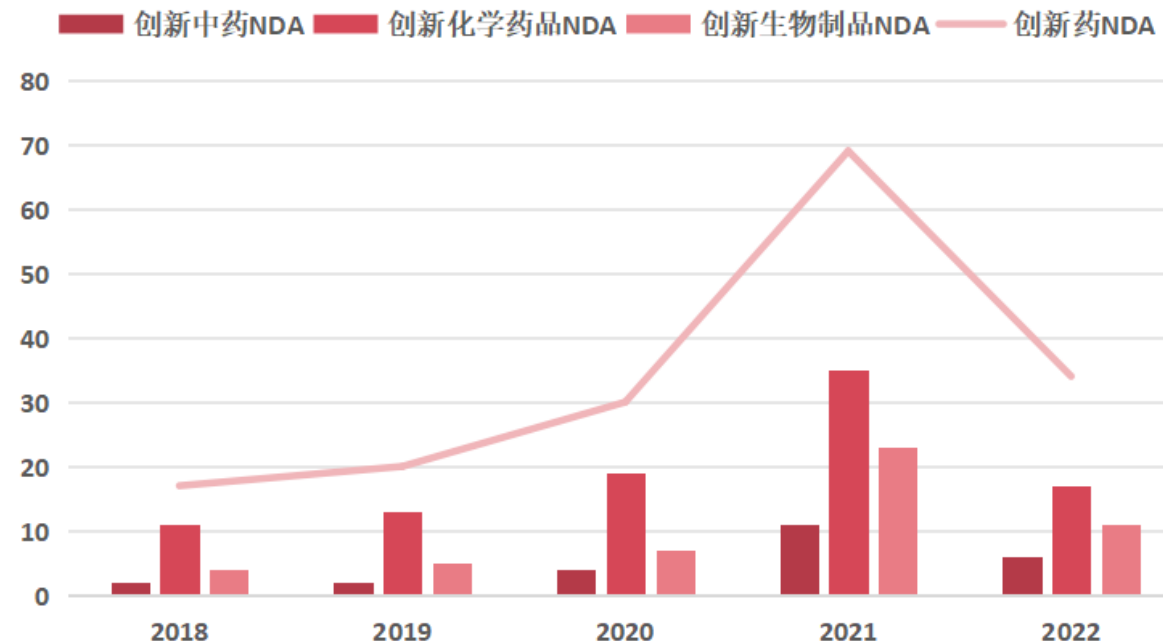
- 自药品审评审批制度改革启动以来，在政策引导、研发投入增加、技术进步、资本加持、人才回流等多重因素共同激励下，我国创新药行业迎来爆发式成长。在此期间，传统药企纷纷转型，新兴Biotech不断壮大，国内创新药研发硕果累累。
- 2022年中国医药产业持续转型升级，迈向高质量发展阶段，全国上市公司龙头企业研发投入达1202亿元，1类创新药临床申报达944个品种，上市申报达40个品种，获批达21个品种。

图：2018-2022年创新药IND批准量（件）



资料来源：NMPA，华西证券研究所

图：2018-2022年创新药NDA建议批准量（件）



资料来源：NMPA，华西证券研究所

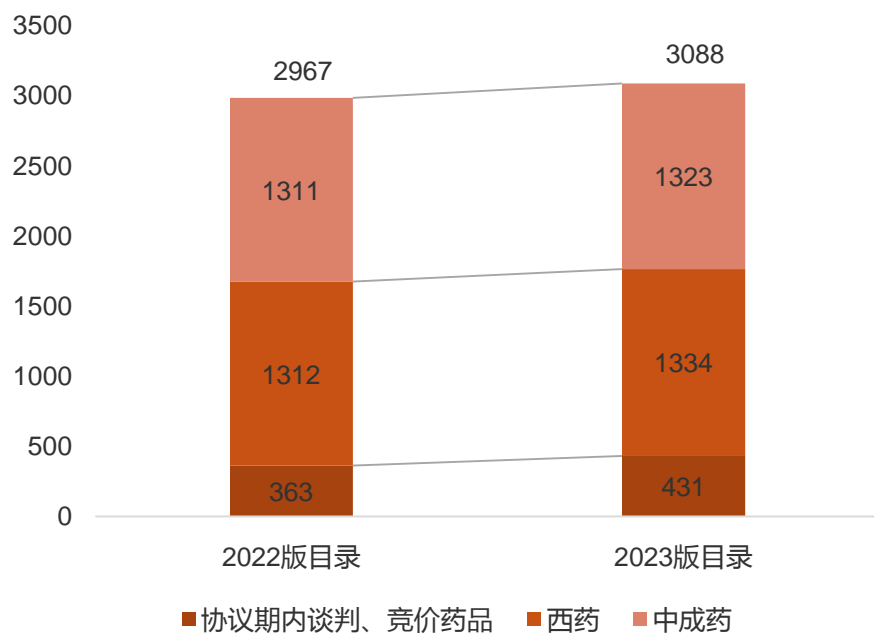
市场驱动：快速进入医保，加速创新药放量

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

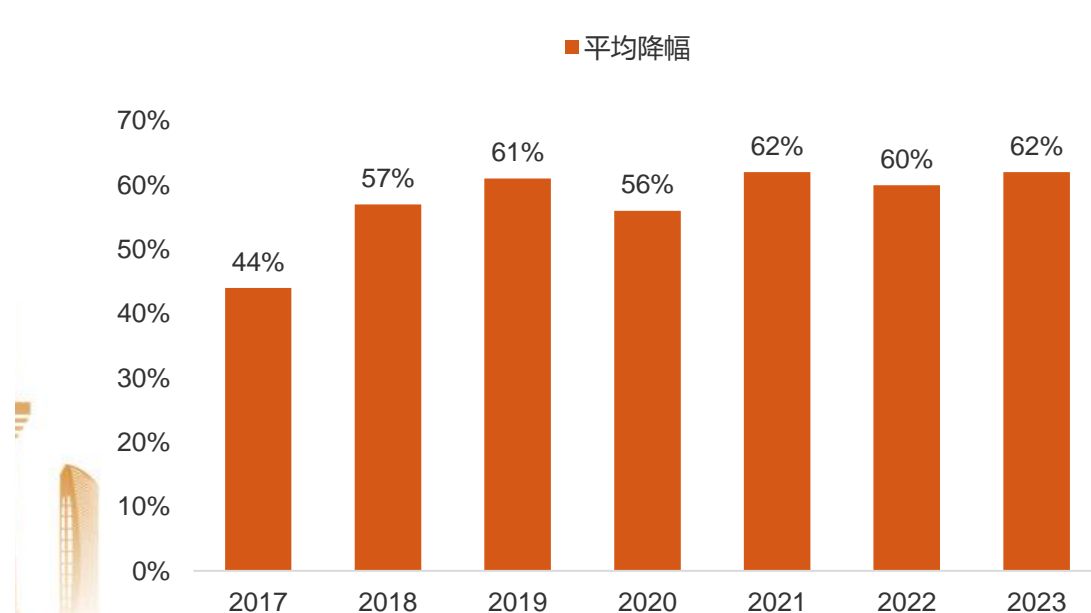
- 国家医保局在坚持保基本的前提下，通过及时将创新药品以合理的价格纳入医保目录，并支持加快临床应用等方式，大力支持创新药的发展。截止到2023年10月底，协议期内的谈判药品医保基金累计支出已经达到了2447亿元，带动相关药品实现销售3540亿元。
- 从近期医保谈判品种数量上看，医保谈判药物数量稳步提升，企业参与积极性高。反观整体平均降幅上看，从2018年开始，目录外新增药品的平均降幅基本处于50-65%区间内，逐步趋于稳定。纳入医保前后创新药的销售额变化说明医保谈判可以进一步助力创新药的放量速度以及销售额增长。
- 2023年12月13日，国家医保局、人力资源社会保障部组织调整并制定了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》，自2024年1月1日起正式执行。

图：2023版目录较2022版区别



资料来源：医保局统计，华西证券研究所

图：2017-2023年医保谈判价格平均降幅分析



资料来源：医保局统计，华西证券研究所

市场驱动：快速进入医保，加速创新药放量

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

➤ 本次调整，共有126个药品新增进入国家医保药品目录，1个药品被调出目录。143个目录外药品参加谈判或竞价，其中121个药品谈判或竞价成功，**谈判成功率为84.6%，平均降价61.7%，成功率和价格降幅均与2022年基本相当**。本轮调整后，国家医保药品目录内药品总数达到3088种，其中西药1698种、中成药1390种；中药饮片仍为892种。

图：2023年医保新纳入品种

药品名称	商品名	公司	批准日期	适应症	医保支付标准
恩曲替尼	罗圣全	罗氏	2022/07/29	NTRK阳性局部晚期或转移性实体瘤	未披露
瑞帕安单抗	安平希	神州细胞	2022/08/30	弥漫大B细胞性非霍奇金淋巴瘤 (DLBCL)	未披露
多格列艾汀	—	华领医药	2022/10/08	成人2型糖尿病	5.39元(75mg/片)
林普利塞	因他瑞	瓊黎药业	2022/11/09	复发或难治滤泡性淋巴瘤	未披露
羧基麦芽糖铁注射液	—	ViforPharma	2022/11/29	成人缺铁患者治疗	未披露
佩索利单抗	圣利卓	勃林格殷格翰	2022/12/14	成人泛发性脓疱型银屑病 (GPP)	未披露
芪胶调经颗粒	—	湖南安邦制药	2022/12/28	益气补血、止血调经	20.00元(每袋装8g(相当于饮片14.08g))
参葛补肾胶囊	—	新疆华春生物药业	2022/12/29	益气, 养阴, 补肾	4.35元(每粒装0.32g(相当于饮片3.6g))
瑞波西利	凯丽隆	诺华	2023/01/29	HR阳性、HER2阴性局部晚期或转移性乳腺癌	未披露
氟瑞米德韦	民得维	旺实生物	2023/01/29	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	未披露
先诺特韦片/利托那韦片	先诺欣	先声药业	2023/01/29	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	479.00元/盒(先诺特韦片0.375g/利托那韦片0.1g, 每盒30片)
奥扎莫德	热珀西亚	百时美施贵宝	2023/02/02	成人复发型多发性硬化	未披露
凯普拉生	—	柯菲平	2023/02/15	十二指肠溃疡和反流性食管炎	5.68元(10mg/片(按G22H25FN204S计))
尼替西农	—	Apoteket	2023/02/20	遗传性酪氨酸血症I型 (HT-1)	36.46元(2mg/粒); 73.53元(5mg/粒); 125.00元(10mg/粒);
谷美替尼	—	海和药物	2023/03/08	MET外显子14跳变局部晚期转移非小细胞肺癌	未披露
阿可替尼	康可期	阿斯利康	2023/03/22	2L成人套细胞淋巴瘤 (MCL)	未披露
来瑞特韦	—	众生睿创	2023/03/23	轻中度新型冠状病毒感染 (COVID-19)	未披露
司美替尼	科赛优	阿斯利康	2023/05/08	NF1相关丛状神经纤维瘤 (PN)	未披露
艾贝格司亭α	亿立舒	亿一生物	2023/05/09	中性粒细胞减少症	未披露
泽贝安单抗	安瑞昔	博锐生物	2023/05/17	CD20阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤	未披露
奥磷布韦	圣诺迪	圣和药业	2023/05/17	与盐酸达拉他韦联用, 治疗慢性丙型肝炎 (HCV)	未披露
替瑞奇珠单抗	益路取	康哲药业	2023/05/30	用于治疗中度至重度斑块状银屑病患者	未披露
贝福替尼	赛美纳	贝达药业	2023/05/31	EGFR T790M突变阳性局部晚期非小细胞肺癌	未披露
伏罗尼布	伏美纳	贝达药业	2023/06/08	与依维莫司联合, 后线晚期肾细胞癌	未披露
恩那度司他	恩那罗	信立泰	2023/06/09	成人慢性肾脏病CKD	8.97元(1mg/片); 15.25元(2mg/片); 25.93元(4mg/片)
安奈拉唑	安久卫	轩竹医药	2023/06/25	十二指肠溃疡	未披露
伊鲁阿克	启欣可	齐鲁制药	2023/06/28	ALK阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC)	未披露
芬曲泊帕	稳可达	亿腾医药	2023/06/29	用于计划接受手术 (含诊断性操作) 的慢性肝病伴血小板减少症的成人患者	未披露
培莫沙肽	圣罗莱	豪森药业	2023/06/30	慢性肾病引起的贫血	未披露
拓培非格司亭	珮金	特宝生物	2023/06/30	长效升白药	2427.00元(2.0mg(8.0×10 ⁷ U)/1.0mL/支(西林瓶))

资料来源：国家医保局，华西证券研究所

创新药大会：AACR大会多项突破性进展

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

➤ 2023年度美国癌症研究协会年会（AACR）于佛罗里达州奥兰多市召开，作为全球最具影响力的肿瘤学术盛会之一，吸引来自超过 2800 多家企业 2.5 万名专家学者的参与，并围绕肿瘤与免疫、分子治疗技术、早期药物研发、临床试验进展等数十个大会议题展开讨论。

图：AACR大会主要亮点汇总

药品名称	类别	靶点	企业	亮点
ASP2138	双特异性抗体	CLDN18.2×CD3	安斯泰来	2+1 非对称双抗提高肿瘤组织选择性
GNC-035	双特异性抗体	PD-L1×4-1BB×CD3×ROR1	百利天恒；Systimmune	独有四抗平台，同时达成免疫激活和肿瘤杀伤
GNC-038	双特异性抗体	PD-L1×4-1BB×CD3×CD19		
GNC-039	双特异性抗体	PD-L1×4-1BB×CD3×EGFRvIII		
KN052	双特异性抗体	PD-L1×OX40	康宁杰瑞	国内进展最快的 PD-L1×OX40 双抗产品
GEN1042	双特异性抗体	CD40×4-1BB	Genmab；BioNTech	首款天然抗体结构的 CD40×4-1BB双抗产品
MCLA-129	双特异性抗体	EGFR×MET	Merus；贝达药业	ADCC 活性优于埃万妥单抗
SGN-B6A	ADC	ITGB6	Seagen	首个靶向 ITGB6 的 ADC 药物
AZD8205	ADC	B7-H4	阿斯利康	搭载新型 TOP1i 载荷 AZD14170132
AZD5335	ADC	FR α	阿斯利康	FR α 中-低表达卵巢癌模型中显示出更好的疗效
YH013	ADC	EGFR×MET	百奥赛图	国内首款 EGFR×MET 的 ADC 产品
ABBV-319	ADC	CD19×GR	艾伯维	首个针对肿瘤的抗体-糖皮质激素激动剂偶联物
TAK-500	ADC	CCR2×STING	武田制药	针对实体瘤微环境的 ISAC
CB-012	CAR-T	CLL-1	Caribou	结合免疫检查点阻断和免疫隐形的 CAR-T 疗法
AZD0754	CAR-T	STEAP2	阿斯利康	首款由阿斯利康完全自研的 CAR-T 产品
SS008871	化药	POLQ	先声药业	国内首家披露的 POLQ 抑制剂
IMP7068	化药	WEE1	英派药业	国内首个公布初步临床结果的 WEE1 抑制剂
KSQ-4279	化药	USP1	KSQ Therapeutics	全球进展最快的 USP1 抑制剂

数据来源：AACR，华西证券研究所

- 10月20-24日，2023欧洲肿瘤学年会在马德里拉开帷幕，该会议的多项重磅研究结果不仅颠覆了患者的生存获益，更是对新治疗策略的深度探索。
- **迈威生物9MW2821（靶向 Nectin-4 ADC）**用于晚期实体瘤患者的 I/II 期研究的初步结果由复旦大学附属肿瘤医院张剑教授代表研究团队进行了报告。同时在会上以壁报形式展示了8MW0511的III期临床研究结果。会议报告结果显示：在接受 1.25mg/kg 或以上剂量 9MW2821 治疗的 39 例实体瘤可肿评受试者中，客观缓解率 (ORR) 和 疾病控制率 (DCR) 分别为 38.5% 和 84.6%。在 1.25mg/kg 剂量组的 18 例尿路上皮癌可肿评受试者中，ORR 和 DCR 分别为 55.6% 和 94.4%。此外，9MW2821 在乳腺癌和宫颈癌患者中也观察到了客观缓解。
- 截至2023年12月5日，已有超过 250 例受试者入组，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% 和 91.9%，中位 PFS 为 6.7m (95%CI: 3.8-NR)，中位 OS 尚未达到。
- **科伦博泰披露了SKB264（Trop2 ADC）**三线治疗HR+/HER2-乳腺癌的 I/II 期研究结果，在38名可评估的受试者中，ORR达 36.8%，mPFS达11.1m，6个月PFS率达61.2%。DS-8201在DESTINY-Breast04研究中，针对二线HR+/HER2-乳腺癌的亚组，mPFS为 10.1m，SKB264数据可谓更胜一筹。Trop2 ADC近年来表现亮眼，在乳腺癌、非小细胞肺癌、尿路上皮癌等适应症上均展现出卓越的治疗潜力。
- 截至12月15日，SKB264的上市申请已经获得NMPA受理，并获得优先审评资格。国际化方面，默沙东陆续启动3项三期临床，分别为EGFR突变NSCLC的三期临床、子宫内膜癌2/3期临床、K药联合一线治疗NSCLC。

表：国产ADC一览

药企	药品	适应症	患者数	有效性	安全性
迈威生物	9MW2821 (Nectin-4 ADC)	实体瘤、尿路上皮癌	39	39名肿瘤患者的ORR为38.5%，DCR为84.6%。18名尿路上皮癌患者中，ORR为55.6%，DCR为94.4%。	最常见3/4级TRAE是白细胞计数下降（18.6%）和中性粒细胞减少症（18.6%）。未观察到与治疗相关的死亡。
科伦博泰生物-B	SKB264 (TROP2 ADC)	HR+/HER2-乳腺癌	38	ORR 36.8%（14/38，12cPR），DCR 89.5%，mDoR 7.4个月，mPFS 11.1个月，6个月PFS率61.2%。	≥3级的TRAEs比例为48.8%，未报道≥3级别口炎比例，无ILD（间质性肺炎）相关报道
石药集团	DP303c (HER2 ADC)	实体瘤	94	在91例有疗效评价的患者中，ORR和DCR分别为42.9%（95%CI: 32.5-53.7）和68.1%（95%CI: 57.5-77.5）。所有94例患者的中位PFS和DoR分别为4.44个月	观察到一次剂量限制毒性，其剂量为4.0 mg/kg，并选择3.0 mg/kg作为扩张剂量。所有94例患者均发生了任何级别的治疗相关不良事件（TRAEs），其中34例（36.2%）为G3。没有发生与治疗相关的死亡。
翰森制药	HS-20089 (B7H4 ADC)	乳腺癌、卵巢癌、子宫内膜癌	44	总体三阴性乳腺癌ORR为37.5%（6/16），在潜在剂量下的ORR为41.7%（5/12）。	最常见的TEAEs（≥20%）为白细胞减少、中性粒细胞减少、恶心、贫血、血小板减少、呕吐、疲劳、丙氨酸转氨酶升高、厌食、天冬氨酸转氨酶升高和低钠血症。未报告间质性肺病和输液反应。
恒瑞医药	SHR-A2009 (HER3 ADC)	NSCLC	36	NSCLC患者ORR为30%（9/34），mDoR为7个月。	≥3级的TRAEs比例为31%，所有发生在≥5%的患者中的TRAE均为血液毒性。TRAE导致3例（7.1%）患者停药。间质性肺病发生在2例（4.8%）患者中。
百利天恒	BL-B01D1 (EGFRxHER3 ADC)	NSCLC	88	EGFR突变组ORR 63.2%，DCR 89.5%，mPFS 6.9个月。EGFR野生组ORR 44%，DCR 94%，mPFS 5.2个月。	≥3级的常见不良反应为贫血（25%）、白细胞减少（28%）、中性粒细胞减少（32%）、血小板减少（23%）等，无ILD相关报道。
乐普生物	MRG003 (EGFR ADC)	复发/转移性鼻咽癌	61	队列1：ORR为39.3%，DCR为71.4%，mDoR为6.8个月，mPFS为7.3个月。队列2：ORR为55.2%，DCR为86.2%，mDoR为6.8个月，mPFS不成熟。	大多数TRAE为1或2级，治疗相关严重不良事件（SAE）的发生率为11.5%（7/61）。TRAEs引起的剂量减少率为13.1%（8/61），3例患者停止治疗（4.9%）。

资料来源：2023 ESMO，华西证券研究所

2023全球及中国ADC：新赛道掀起全球热潮

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

表：国内获批ADC药物 资料来源：NMPA、华西证券研究所

企业	产品	靶点	获批适应症	获批时间	2023Q3
阿斯利康	德曲妥珠	Her2	既往接受过一种或一种以上抗HER2药物治疗的不可切除或转移性HER2阳性乳腺癌	2023年2月	约19亿美元
吉利德	沙妥珠单抗	Trop-2	三阴乳腺癌	2022年6月	7.65亿美元
辉瑞	奥加伊妥珠单抗	CD22	复发性或难治性前体B细胞急性淋巴细胞性白血病	2021年12月	1.71亿美元
荣昌生物	维迪西妥单抗	HER2	至少接受过2种系统化疗的HER2过表达局部晚期或转移性胃癌;尿路上皮癌	2021年6月	/
武田制药	维布妥昔单抗	CD30	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤(cHL)	2020年5月	12.31亿美元
罗氏	恩美曲妥珠单抗	HER2	HER2阳性乳腺癌	2020年1月	约16.5亿美元

国内获批的ADC药物

表：全球获批ADC药物 资料来源：NMPA、CDE、FDA、EMA、PMDA、公司公告、华西证券研究所

商品名	药物名称	研发企业	全球首次获批时间	国内研发进度	靶点	适应症	2023Q3
Mylotarg	Gemtuzumab Ozogamicin	辉瑞	2017/09/01-再获批	无申报	CD33	白血病	/
Adcetris	维布妥昔单抗	Seagen/武田	2011/8/19	批准上市	CD30	霍奇金淋巴瘤	12.31亿美元
Kadcyla	恩美曲妥珠单抗	罗氏	2013/2/22	批准上市	HER2	乳腺癌	约16.5亿美元
Besponsa	奥加伊妥珠单抗	辉瑞	2017/6/28	批准上市	CD22	白血病	1.71亿美元
Lumoxiti	Moxetumomab Pasudotox	阿斯利康	2018/9/13	无申报	CD22	白血病	/
Polivy	Polatuzumab Vedotin	罗氏	2019/6/10	申请上市	CD79b	淋巴瘤	6.73亿美元
Padcev	Enfortumab Vedotin	Seagen/阿斯泰来	2019/12/18	III期临床	nectin-4	尿路上皮癌	7.71亿美元
Enhertu	Trastuzumab Deruxtecan	第一三共/阿斯利康	2019/12/20	申请上市	HER2	乳腺癌	约19亿美元
Trodelyv	Sacituzumab Govitecan	Immunomedics (吉利德)	2020/4/22	批准上市	HER2	乳腺癌	7.65亿美元
Blenrep	Belantamab Mafodotin	GSK	2022/11/22撤市	III期临床	BCMA	多发性骨髓瘤	/
Akalux	Cetuximab Saratolacan	Rakuten Medical	2020/9/25	无申报	EGFR	头颈癌	/
Zynlonta	Loncastuximab tesirine	ADC Therapeutics	2021/4/23	III期临床	CD19	B细胞淋巴瘤	/
爱地希	维迪西妥单抗	荣昌生物	2021/6/8	批准上市	HER2	胃癌	/
Tivdak	tisotumab vedotin	Genmab/Seagen 2	2021/9/20	申报临床	TF	宫颈癌	0.64亿美元
Elahere	mirvetuximab	ImmunoGen/华东医药	2022/11/14	III期临床	FRa	卵巢癌	2.12亿美元

全球获批的ADC药物

国内阿兹海默市场一片蓝海，国产AD管线方兴未艾

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

- 中国阿兹海默适应症（AD）仍然处于探索期，研发中后期的管线数量有限但有所突破：
- 约 80%的中国创新药管线尚未进入临床验证；
- 2023年9月20日，中国药企唯一处于临床期的创新药管线——八氢氮吡啶（AChE/BuChE 抑制剂），公布临床三期结果积极，引发国内市场的广泛关注。

图：2023年中美阿兹海默病的管线数量对比

图：美国部分进入临床三期或之后阶段的阿兹海默病的管线

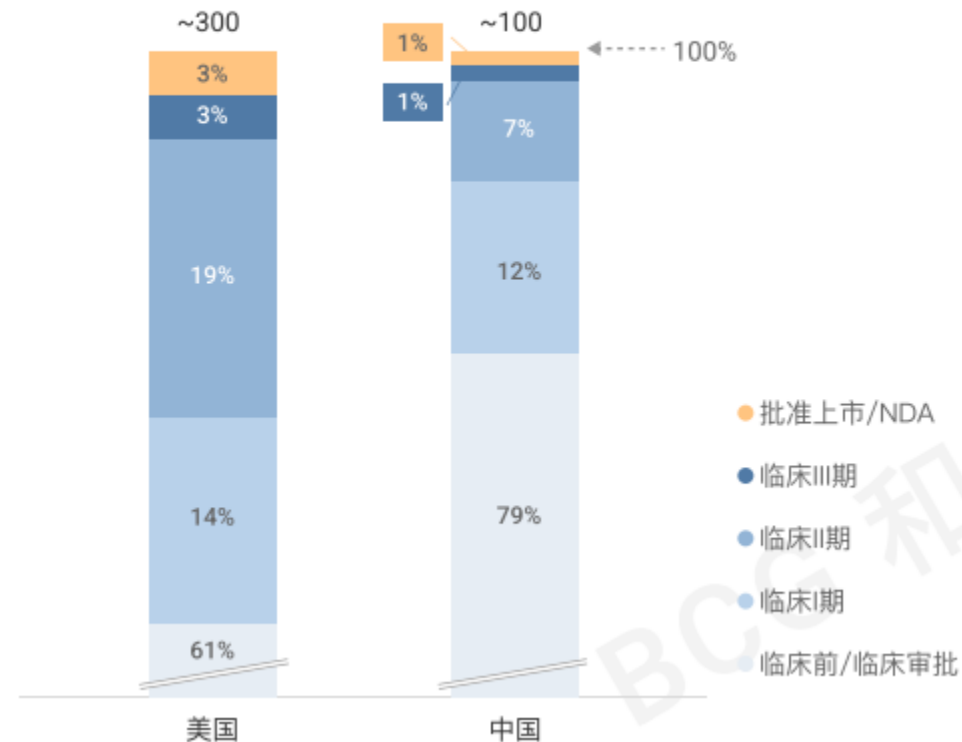
美国 | 阿尔兹海默病研发迎来收获期

近四成管线已进入临床验证阶段，超过十款创新药管线处于临床III期或之后阶段

管线	作用机制	研发阶段	研发机构	技术类型
哌马色林	5-HT2 拮抗剂	申请上市	益普生制药	化药
多奈单抗	Aβ 单抗	申请上市	礼来制药	单抗
Remternetug	Aβ 单抗	临床III期	礼来制药	单抗
Buntanetap	AChE 抑制剂	临床III期	Annovis Bio	化药
Fosgonimeton	c-Met 激活剂	临床III期	Athira	化药

资料来源：丁香园Insight数据库，BCG研究，华西证券研究所

2023年阿尔兹海默病的管线数量，中美对比（%）



资料来源：丁香园Insight数据库，BCG研究，华西证券研究所

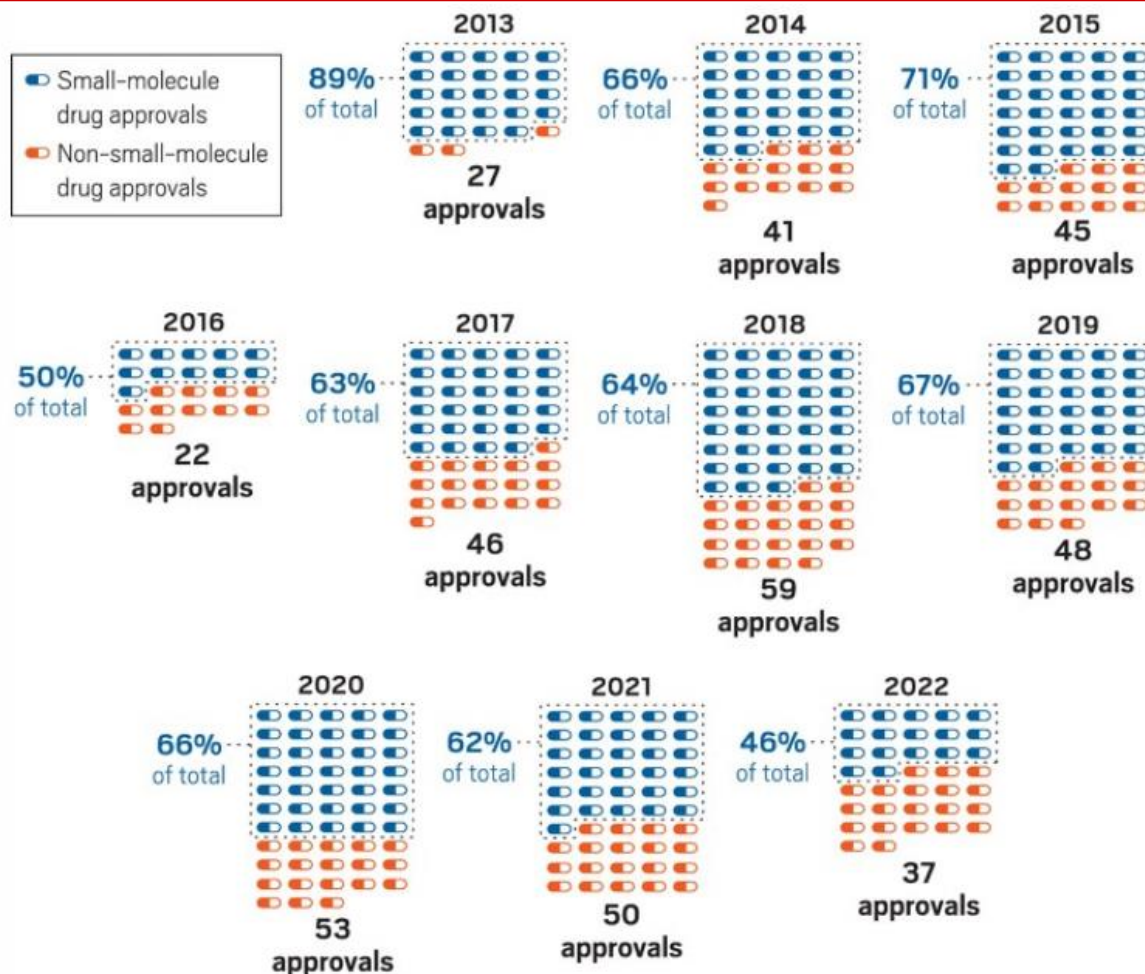
小分子仍为创新药舞台主导者，国产Me-better/BIC进入放量期

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

➤ 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。

资料来源：CDE, FDA, 华西证券研究所

小分子仍为创新药舞台主导者，国产Me-better/BIC进入放量期

立破有序 迎接新机

华西证券2024年投资策略会

表：国产小分子新药进入放量期

- 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年前三季度累计销售达13亿元，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61%，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年首个销售季度实现销售4010.2万元，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、加科思和益方生物的KRAS抑制剂均已在近期或即将开启NDA。

产品	公司	靶点	适应症	进度	2022/2023H1年中国城市公立【化学药】年度销售（百万元）
埃克替尼	贝达药业	EGFR	肺癌	上市	1050.88(-24.32%)/579.29(+7.13%)
阿美替尼	瀚森药业	EGFR	肺癌	上市	1259.26(+75.27%)/731.23(+21.75%)
伏美替尼	艾力斯	EGFR	肺癌	上市	149.12(+9104.94%)/209.61(+333.98%)
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	161.09(+266.28%)/98.20(+44.99%)
SY-707	首药控股	ALK	肺癌	Pre NDA	/
SY-3505	首药控股	ALK	肺癌	II期	/
依奉阿克	正大天晴/首药控股	ALK	肺癌	NDA	/
伊鲁阿克	齐鲁制药	ALK	肺癌	NDA	/
XZP-3621	轩竹生物	ALK	肺癌	III期	/
复瑞替尼	复星医药	ALK	肺癌	III期	/
Conteltinib	首药控股	ALK	肺癌	III期	/
奥卡替尼	泽璟制药	ALK	肺癌	II期	/
TGRX-326	塔吉瑞生物	ALK	肺癌	II期	/
D-1553	益方生物/正大天晴	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	II期	/
JAB-21822 格来雷塞	加科思	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	II期	/
GFH-925	信达生物/劲方药业	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	II期	/
ZG-19018	泽璟制药	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	II期	/
YL-15293	上海瓊黎	KRAS 12C	肺癌等实体瘤	I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	II期	/
TQ 05105	正大天晴	JAK	骨髓纤维化等血液瘤	II期	/
SYHX1901	石药欧意	JAK	类风湿关节炎等自免性疾病	NDA	/
泽布替尼	百济神州	BTK	淋巴瘤	上市	672.19(+91.69%)/411.59(+26.38%)
奥布替尼	诺诚健华	BTK	淋巴瘤	上市	90.64(+176.43%)/91.24(+166.94%)
DZD8586	迪哲医药	BTK	淋巴瘤	II期	/
SHR1459	恒瑞医药	BTK	肾病、淋巴瘤	II期	/
SN-1011	信诺维/中国抗体	BTK	类风湿关节炎等自免性疾病	II期	/
AC-0058TA	艾森医药	BTK	系统性红斑狼疮等自免性疾病	II期	/
MH048	明慧医药	BTK	血液瘤	II期	/
普拉替尼	基石药业/艾力斯	RET	肺癌	上市	79.86(+2663.32%)/65.93(+62.51%)
SY-75007	首药控股	RET	肺癌	II期	/

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

➤ 多个创新药处于高速放量期，产品业绩迎来加速期：

公司拥有商业化产品已拓展至 16 款，包括百悦泽、百泽安、百汇泽 3 款自主研发产品和 13 款合作引进产品逐步迎来产品收获期。公司公告 2023 年半年报：2023 年半年度公司营业总收入 72.51 亿元，较上年同比上升 72.2%；2023 年半年度归属于母公司所有者的净亏损 52.19 亿元。报告期末，公司总资产 416.73 亿元，较期初减少 5.8%；归属于母公司的所有者权益 275.65 亿元，较期初减少 9.1%。在美国，百悦泽® 销售额总计 25.19 亿元，上年同期美国市场销售额总计 10.15 亿元，百悦泽® 在美国销售的增长主要得益于在慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）成人患者适应症中的应用快速增加以及在所有已获美国食品药品监督管理局（FDA）批准的适应症中的应用持续扩大。

➤ 拓展全球市场：

公司自主研发的 BTK 抑制剂百悦泽® 已在包括美国、中国、欧洲、英国、加拿大、澳大利亚、瑞士、韩国在内的超过 65 个市场获批多项适应症，其在全球建立了广泛的临床开发布局，已在超过 29 个国家和地区入组受试者超过 5,000 人。在中国，百悦泽® 销售额总计 6.69 亿元，上年同期中国市场销售额总计 4.55 亿元，公司继续巩固百悦泽® 在中国 BTK 市场的领导地位。百泽安® 市场渗透率 and 市场份额的提升主要得益于新适应症纳入医保所带来的新增患者需求、销售团队效率的进一步提升以及药品进院数量的增加。目前，百泽安® 已在中国获批十一项适应症，其中九项适应症已纳入国家医保目录。

➤ 投资建议：

维持盈利预测：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，我们预计公司 2023-2025 年营收预测为 152.5/225.4/308.9 亿元，考虑到公司产品收入增长超过了经营费用增长，亏损预期收窄，采用自由现金流折现估值方法，给予公司估值 2804 亿元，对应股价 206.29 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：创新药海外临床进度低于预期，公司扭亏进度不确定

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

► 地舒单抗+阿达木单抗销售双轮驱动，助力公司商业化拓展：

迈威生物2023年10月26日在投资者互动平台表示，截至三季度末，迈威生物与君实生物合作开发的阿达木单抗注射液君迈康®2023年新准入医院87家，累计准入医院192家，销售支数122,569支；君迈康®在中国8项适应症均获批，具有适应症较多、适用人群基数较大的特点，市场前景广阔，未来销售峰值预期良好。公司自有品种地舒单抗注射液迈利舒®于3月底获批上市，2023年4月25日完成首批商业发货，截至三季度末，准入医院数量327家，销售支数47,010支；地舒单抗的适应人群广泛，我国50岁以上人群骨质疏松症患病率为19.2%，其中女性为32.1%，男性为6.9%；根据流行病学资料估算，目前我国骨质疏松症患者人数约为9000万，其中女性约7000万（数据来源：原发性骨质疏松症诊疗指南2022），由于需要长期用药，而且一年两支的依从性很好，当年抓取的每一个新患者，会在第二年贡献2支的销量，因此从长期来看，逐年累计增长的过程很明显。迈利舒®作为全球第2款获批上市的普罗力®生物类似药，随着中国老龄化及对骨质疏松适应症的重视，公司长期看好该管线的市场表现。

► 创新靶点 Nectin-4 ADC 取得临床积极数据，多个实体瘤正扩展入组：

根据公司2023年10月16日公告：靶向 Nectin-4 的抗体偶联新药 9MW2821 在 ESMO 报告的核心数据：I/II 期临床研究中，在接受 1.25mg/kg 或以上剂量 9MW2821 治疗并可肿瘤评估的 39 例实体瘤受试者中，客观缓解率（ORR）和疾病控制率（DCR）分别为 38.5%和 84.6%。在 1.25mg/kg 剂量组的 18 例尿路上皮癌可肿评受试者中，ORR 和 DCR 分别为 55.6%和 94.4%，这些受试者既往接受过铂类化疗和免疫检查点抑制剂治疗。截至目前，在 I/II 期临床研究中，在接受 1.25mg/kg 或以上剂量 9MW2821 治疗并可肿瘤评估的 115 例实体瘤受试者中，ORR 和 DCR 分别为 43.5%和 81.7%；在 1.25mg/kg 剂量组的 37 例尿路上皮癌可肿评受试者中，ORR 和 DCR 分别为 62.2%和 91.9%。

► 新一代 ADC 技术平台 IDDCTM助力公司产业化布局，未来多款 ADC 药物即将申报临床：

根据公司2023年4月6日公告：迈威生物在原有 ADC 平台基础上进一步完善开发了新一代定点偶联技术平台 IDDCTM（链间二硫键偶联技术）：包括偶联工艺 DARfinityTM，定点连接子接头 IDconnectTM，新型载荷分子 MtoxinTM，LysOnlyTM 等多项系统化核心专利技术。

► 投资建议：

维持盈利预测，考虑到三季度产品销售放量节奏，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，维持前期盈利预期：我们预测公司2023年-2025年收入为2.60/7.00/22.62亿元，分别同比增长838%、169%、223%；归母净利润为-7.50/-6.79/1.55亿元，EPS分别为-1.88/-1.70/0.39元，采用自由现金流折现估值方法，公司估值为178.92亿元，对应股价44.78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，创新药海外临床进度低于预期。

创新药公司——信立泰：心血管慢病领域龙头，转型创新迎来收获期

➤ 多款创新品种布局高血压及心衰领域，未来协同销售放量可期

公司已形成以心脑血管为核心的创新产品管线，心血管占比约50%，高血压管线公司围绕阿利沙坦酯，布局了1类新药S086（高血压、慢性心衰适应症）、首个国产ARB/CCB类2类复方制剂SAL0107、ARB/利尿剂类2类复方制剂SAL0108，这些产品上市后将有针对性地覆盖不同细分市场领域，满足更多未被满足的临床需求；心衰以07、086为代表布局5个产品；抗凝血及卒中预防以0104为代表布局4个产品；预计未来几年内，公司将有一批优秀产品快速上市，慢病领域产品管线快速丰富，助力公司盈利能力提升。

➤ 恩那度司他顺利获批纳入医保，肾性贫血领域大品种

肾性贫血作为CKD常见并发症之一，其患病率随CKD疾病进展而逐渐升高，中国患病人数达1.323亿；相较现有疗法恩那度司他刺激内源性EPO生成更接近生理浓度，平稳可控升高血红蛋白，此外还具有一天一次口服给药，用药依从性好，药物相互作用风险低、无需按体重调整等优势。恩那度司他顺利获批并纳入医保，成为国内第二款HIF-PHI药物，对标罗沙司他，有望快速放量。

➤ 氯吡格雷集采利空释放，传统仿制药提供稳定现金流

公司制剂业务部分2022年实现收入29.3亿元，氯吡格雷（泰嘉）在“4+7”带量采购扩围中意外丢标致使2020年制剂板块收入下滑，实现收入21.6亿元，到达底部；2021年实现收入25.9亿元，核心品种为阿利沙坦、氯吡格雷；从2021年开始业绩开启反弹，虽然新冠疫情短期影响信立泰放量节奏，但随着公司创新品种的密集申报上市，集采后时代创新再出发，业绩有望重回高增长赛道。

➤ 投资建议

维持盈利预测：考虑到公司产品销售结构变动以及泰嘉续标扰动，维持前期盈利预测，即我们预计2023-2025年信立泰收入为35.50/40.87/48.82亿元，同比增长2%/15.1%/19.5%，归母净利润分别为6.53/7.32/9.09亿元，同比增长2.5%/12.1%/24.2%，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

新药研发不及预期，市场竞争加剧，产品上市后商业化表现不及预期，集采中标及降价影响，新冠疫情反复。

创新药公司——恒瑞医药：业绩符合预期，稳步推进国际化战略

公司发布2023年第三季度报告：公司2023前三季度实现营业收入170.14亿元（+6.70%）、归母净利润34.74亿元（+9.47%）、扣非归母净利润33.60亿元（+10.13%）。公司2023Q3实现营业收入58.45亿元（+2.24%）、归母净利润11.66亿元（+10.57%）、扣非归母净利润11.17亿元（+7.14%）。

➤ 费用进一步优化，营收利润保持增长

在公司正在加速向创新驱动及高质量发展阶段转型的大前提下，公司费用率进一步优化，根据公司第三季度报告，公司前三季度销售费用与研发费用分别为54.09亿元、37.25亿元，费用率分别为31.79%、21.90%，对应2022年同期32.37%、21.93%有所下降。同时，2023年前三季度，公司营收与利润均呈现上升趋势，我们认为随着公司研发提速、创新提质，未来将进一步保持营收利润双增长的态势。

➤ 稳步推进国际化战略，探索对外合作

公司积极探索对外合作，稳步推进国际化战略。根据公司公告，2023年10月，公司与美国 Elevar Therapeutics 公司达成协议，将具有自主知识产权的1类新药注射用卡瑞利珠单抗项目有偿许可给 Elevar，Elevar 将获得在除大中华区和韩国以外的全球范围内开发和商业化卡瑞利珠单抗联用治疗肝癌的独家权利，公司将在Elevar达到一定累计净销售额后收到累计6亿美元的销售里程碑款与实际年净销售额 20.5%的销售提成；同年10月，公司与印度瑞迪博士实验室达成协议，将具有自主知识产权的靶向药物马来酸吡咯替尼片项目有偿许可给 Dr. Reddy's，公司将收到300万美金的首付款、累计不超过 1.525 亿美元的销售里程碑款和实际年净销售额两位数比例的销售提成。

➤ 投资建议

维持公司盈利预测：预计公司2023-2025年营业收入分别为226/258/295亿元，预计2023-2025年EPS分别为0.72/0.86/1.04元，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。

细分板块回顾与受益标的

创新药公司——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

根据公司2022年年报，公司在中枢神经系统药物领域获批上市新药制剂56个，品规89个，拥有7个独家上市品种，13个首家上市品种，25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，主要原料均为初级化工产品，纵向延伸也保证了经营利润率较高。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。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%（米内网数据），且持续镇痛类产品扩充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2022上半年的8.8%（样本医院）；2）未来可能集采产品：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，依托咪酯脂肪乳剂（长链）为公司独家产品无集采风险，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，在研管线丰富

23年5月公司公告富马酸奥赛利定注射液（TRV130）获批，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，也可作为替代疗法效果不佳时的选择，其原研药具有与吗啡类似的镇痛效果且副反应低，2016年获突破性疗法认定，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，约占为止痛药的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。此外公司注重市场潜力大、技术壁垒高的新产品开发，近5年获批1类创新药临床批件9项，同领域创新药批件数量全国第一。2022年公司投入科研经费4.95亿元，同比增长23.10%，研科研项目70多项，夯实公司可持续发展。

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，我们预计2023-2025年公司实现营业收入为52.60/62.84/74.76亿元，分别同比增长22.4%/19.5%/19.0%，对应归母净利润分别为11.15/13.79/17.01亿元，分别同比增长23.8%/23.6%/23.4%，对应每股收益分别为1.11/1.37/1.69元，对应2024年2月20日24.7元收盘价，PE分别为22/18/15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。

- 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；



2.2. CXO行业回顾-目前国内已上市的CXO公司超过27家

- 国内CXO公司最早于2000年前后成立，最早药物发现业务/CDMO业务受益于全球产业链转移获得大的发展、2010年后临床CRO与安评业务受益于国内创新药企业数量增多以及在研项目增多逐渐呈现快速增长。
- 近年来，尤其是2017年以来，CXO公司纷纷在A股或者港股上市融资、助推公司进一步发展壮大。目前国内A+H股已上市的CXO公司超过27家，包括下属列表中的24家CXO公司，以及转型中的普洛药业、金斯瑞科技和博济医药。

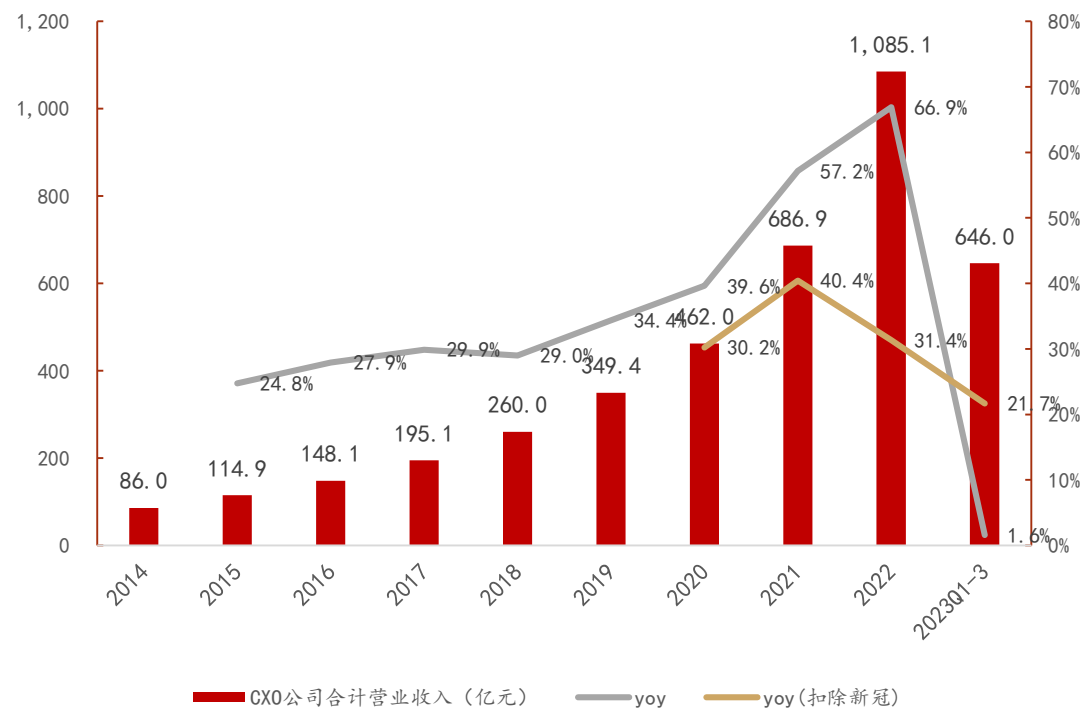
图：A+H股CXO公司IPO时间



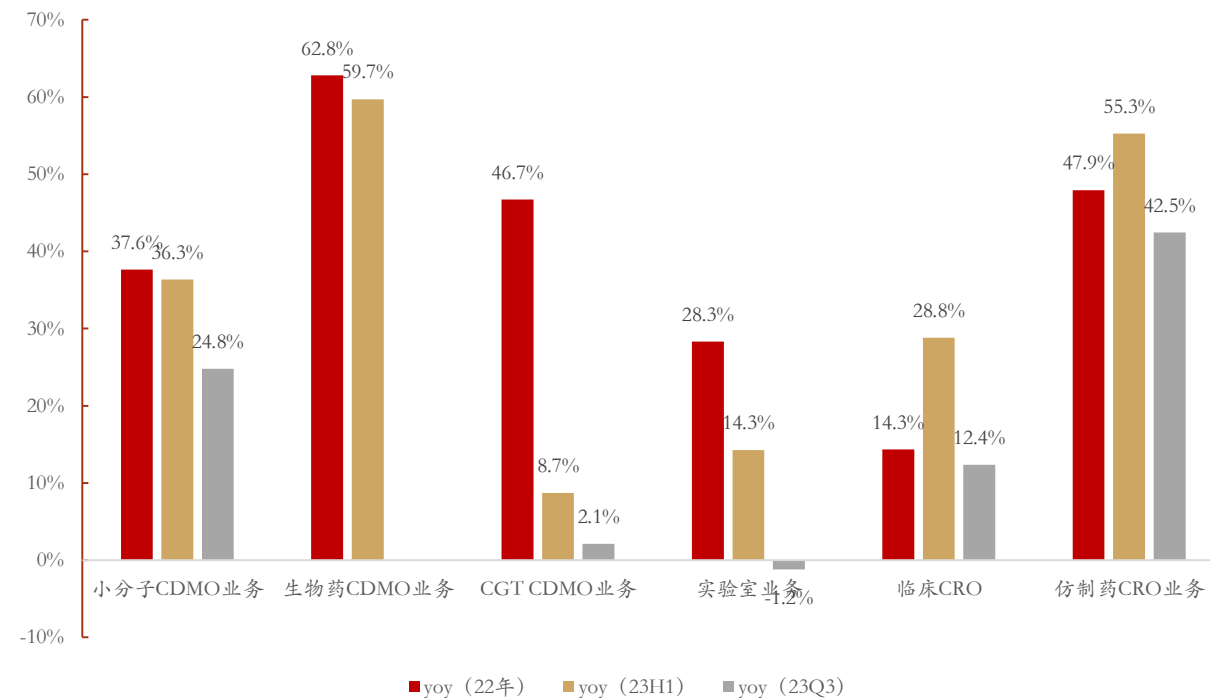
2.2. CXO行业回顾-受投融资因素影响业绩明显承压，CDMO业务呈现略微稳健

- 整体来看，CXO业务呈现边际增速放缓趋势，尤其是Q3单季度仅为12.4%增长：CXO行业在2023前三季度实现收入646.0亿元，同比增长1.6%，若剔除新冠因素影响，同比增长21.7%，其中Q3单季度实现收入218.4亿元，同比下降3.7%，若剔除新冠因素影响，同比增长12.4%。
- 整体创新药CXO产业链Q3单季度均增速放缓，仿制药CRO依然保持高速增长：个股来看，Q3单季度收入增速依然呈现较快的有百诚医药、阳光诺和、皓元医药、毕得医药、普蕊斯等。

图：23家CXO公司合计营业收入及其增速变化



图：国内CXO细分板块增长情况（扣除新冠收入）



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：CXO行业包括A+H的23家CXO公司，因方达控股与泰格医药重复不考虑；药明生物、九洲药业、维亚生物、睿智医药、诺泰生物无三季报）

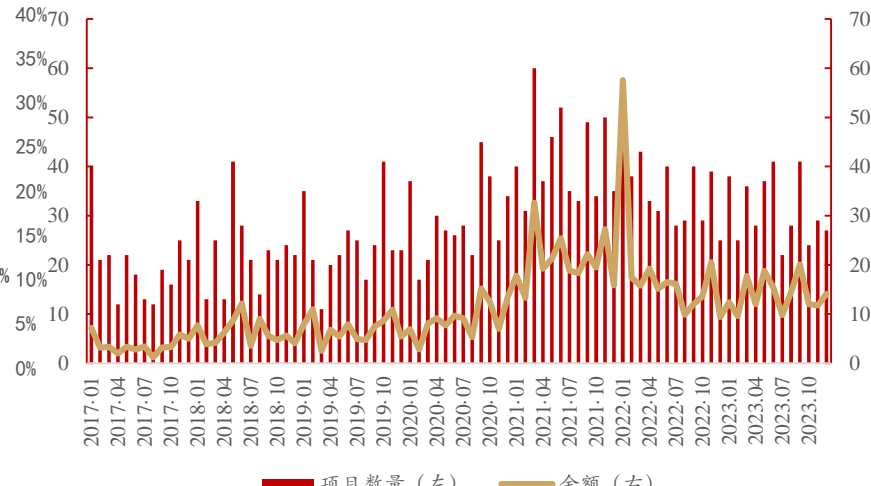
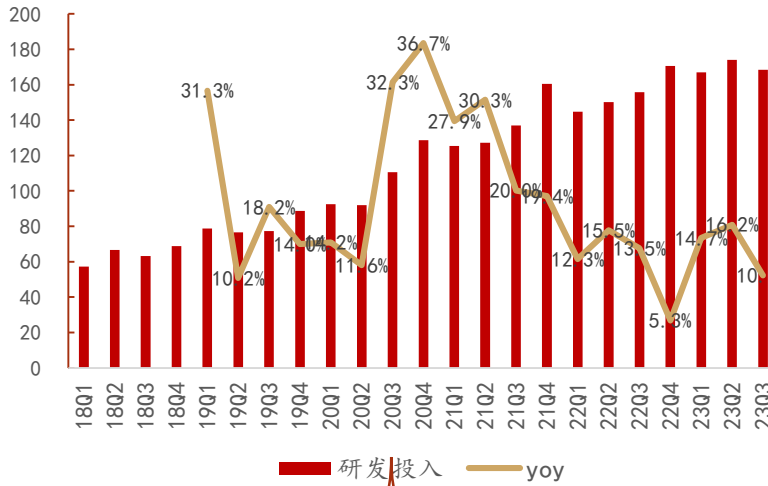
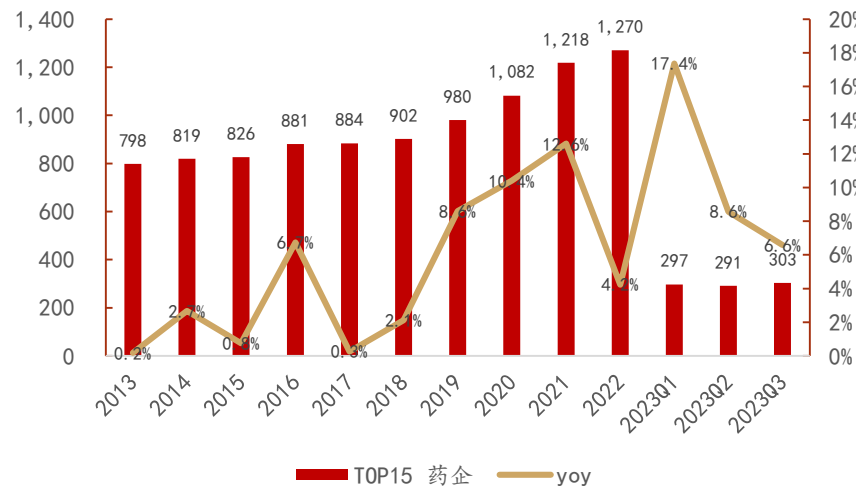
资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. CXO行业回顾-海外景气度跟踪：分化、海外中大型药企维持高强度研发投入

TOP 15药企

NBI指数中小药企

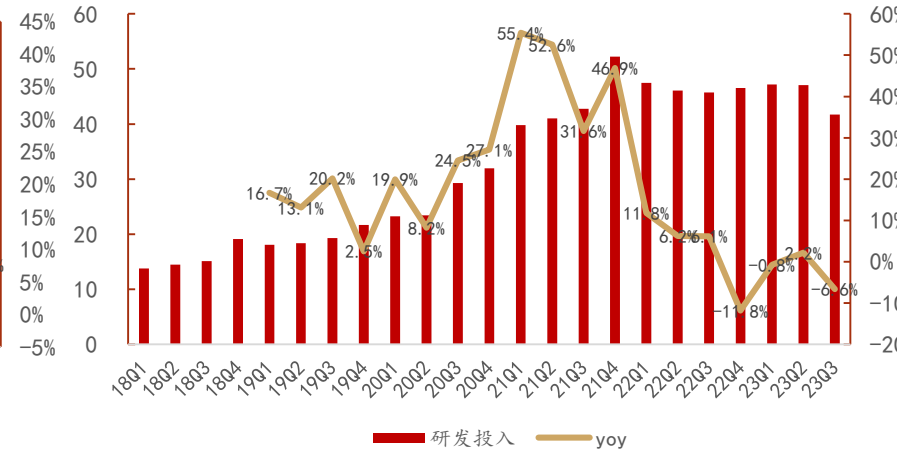
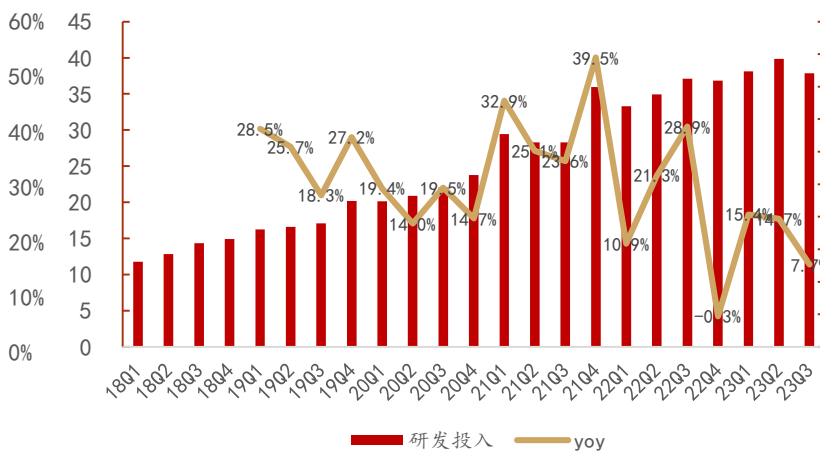
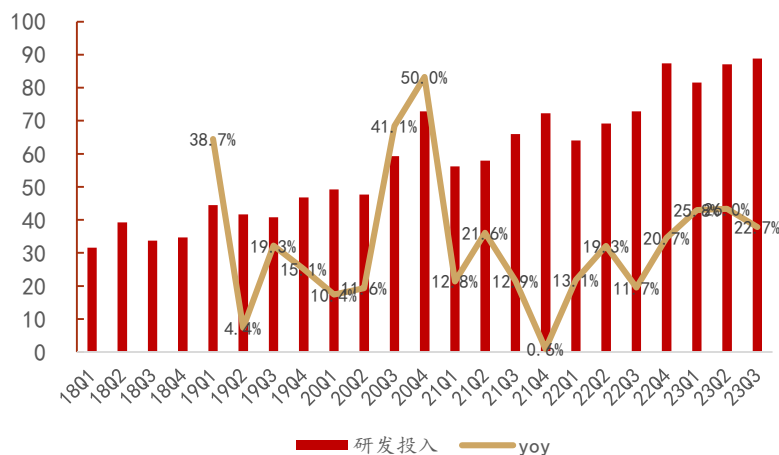
海外创新药投融资(亿美元)



50亿市值以上 (31家)

10~50亿市值 (68家)

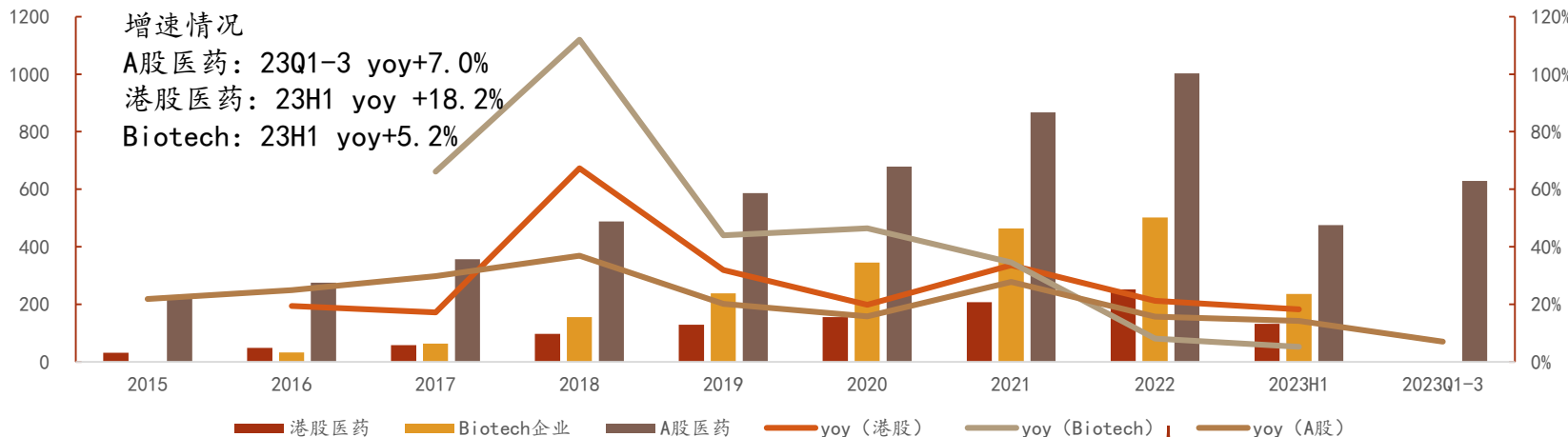
10亿市值以下 (159家)



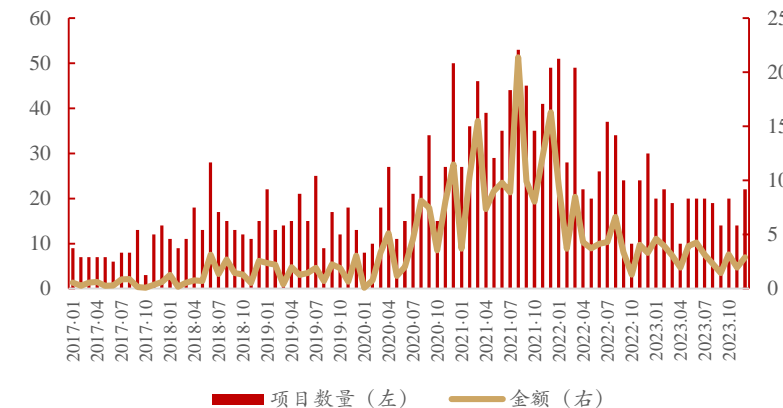
资料来源：彭博、Wind，华西证券研究所

2.2. CXO行业回顾-国内景气度跟踪：国内整体承压，但IND数据仍然呈现向上趋势

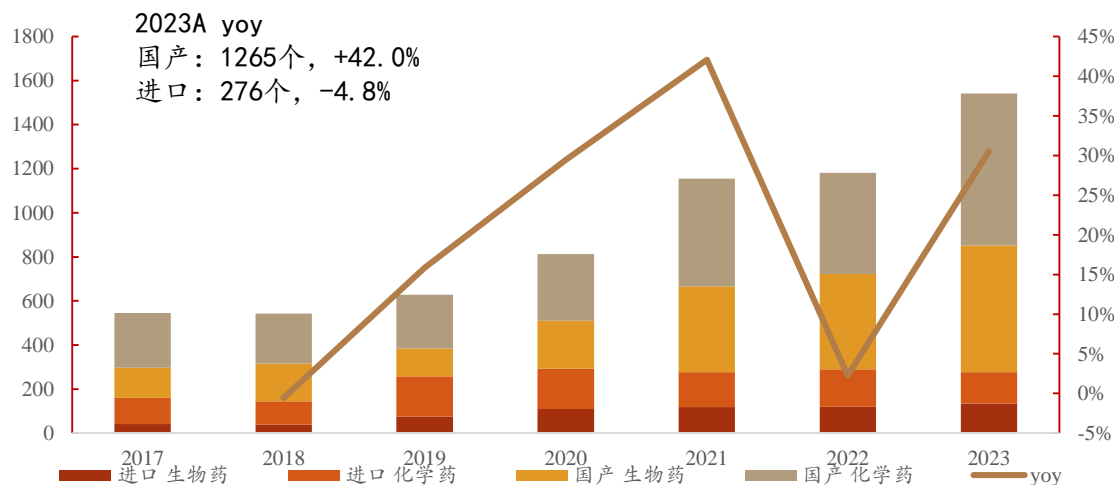
国内药企研发投入情况 (亿元)



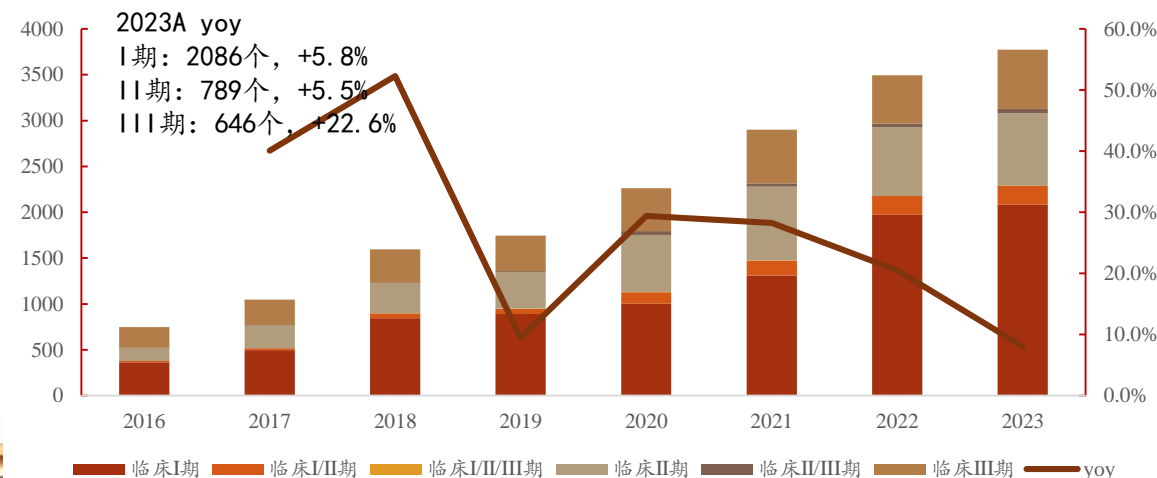
国内创新药投融资数据



国内创新药IND数据



国内临床试验备案情况



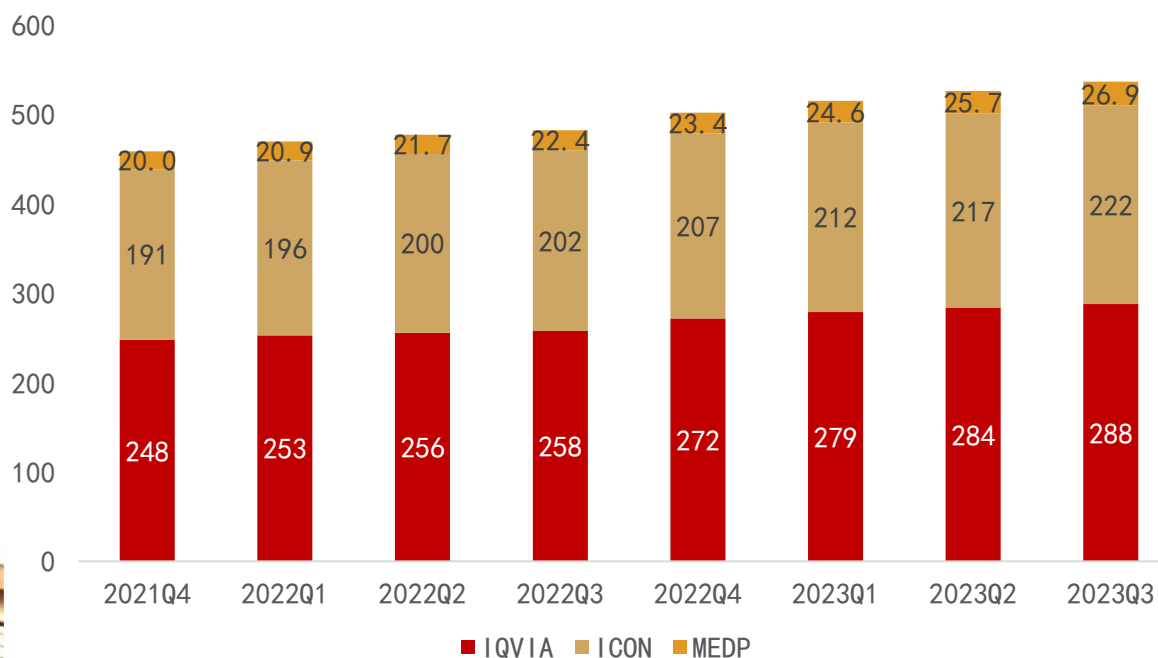
2.2. CXO行业投资策略-重视底部超跌机会，CXO行业有望在24年迎来“业绩&估值”双升

(1) CDMO业务有望呈现稳健快速增长，我们判断CDMO业务有望在未来几年继续保持高景气度

表：核心CDMO公司管线数量继续呈现向上增长

- 23Q3临床业务询单和新签订单情况延续强劲增长：询单情况（IQVIA询单保持10%增长、ICON保持高个位数增长、MEDP询单情况历史第二高），新签订单（IQVIA 26+亿美元 yoy+4%、ICON 25.81亿美元 yoy +9.78%、MEDP 6.12亿美元 yoy +29.9%）。
- 重点看好CDMO细分行业，尤其是龙头公司：考虑到CDMO业务以海外客户为核心，叠加海外临床项目呈现景气度中且国内CDMO项目的产业升级和CMO项目逐渐进入兑现期，继续看好CDMO细分的景气度，重点看好药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份等

图：海外临床CRO在手订单变化情况（亿美元）



	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR (18-22)	2023H1	yoy (2023H1)
药明康德								
临床前及临床 I 期阶段	528	756	956	1318	1941	38.5%	2403	47.7%
临床 II 期阶段	109	177	217	257	293	28.0%	301	4.5%
临床 III 期阶段	40	40	45	49	57	9.3%	59	13.5%
商业化项目	16	21	28	42	50	33.0%	56	30.2%
合计	693	994	1246	1666	2341	35.6%	2819	40.2%
凯莱英								
临床阶段 I/II 期及临床前	142	146	147	235	297	20.3%	224	30.2%
III 期	24	39	42	55	62	26.8%	52	8.3%
商业化阶段	27	30	32	38	40	10.3%	34	0.0%
合计	193	215	221	328	399	19.9%	310	22.0%
博腾股份								
临床二期及以前	155	187	224	238	281	16.0%	191	42.5%
临床 III 期	28	34	41	42	55	18.4%	45	45.2%
新药申请及上市	84	87	94	89	113	7.7%	87	4.8%
合计	267	308	359	369	449	13.9%	323	30.2%
九洲药业								
I/II 期	270	330	438	582	764	29.7%	839	26.7%
III 期	35	37	40	49	61	14.9%	66	20.0%
商业化	11	11	16	20	26	24.0%	29	26.1%
合计	316	378	494	651	851	28.1%	934	26.2%
康龙化成								
临床前研究	283	485	487	754	809	30.0%	431	-13.8%
临床 I/II 期	70	74	202	224	230	34.6%	136	-25.3%
临床 III 期	11	9	47	30	24	21.5%	24	9.1%
商业化			3	5	15		29	190.0%
合计	364	568	739	1013	1078	31.2%	620	-13.2%

2.2. CXO行业投资策略-重视底部超跌机会，CXO行业有望在24年迎来“业绩&估值”双升

(2) 仿制药CRO行业处于景气度中，展望未来有望在未来3~5年内保持高景气度

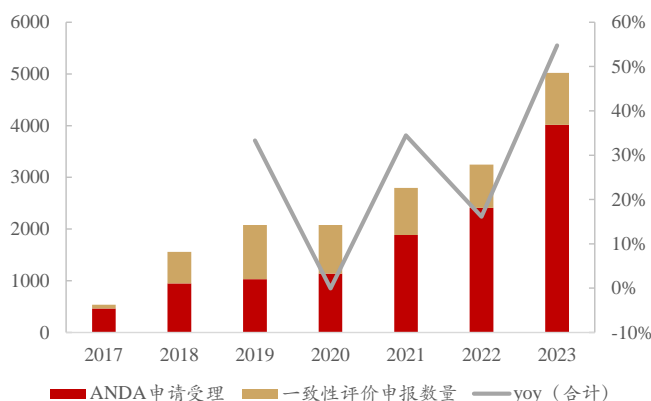
- **核心逻辑一：政策持续推进集采。**国家医保局2018年以来已组织开展九批国家组织药品集采，共纳入374种药品，平均降幅超50%。
- **核心逻辑二：一致性评价受理数量处于高速增长中。**自2016年3月国务院办公厅印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，截止到2023年底，经过7年多的时间，国内累计通过（含视同）通过一致性评价品种（含不同剂型）数量达到1153个，呈现持续上升趋势。2023年通过3/4类药物申请注册生产受理4015个，同比增长66.7%，其2019-2023年CAGR为40.5%，延续高速增长趋势。
- **核心逻辑三：集采的广度和深度均有提升空间。**截止2023年底，国内通过（视同）通过一致性评价品种有1153个，其中通过一致性评价在2家和1家的有562个品种（占比48.7%）。另外根据药智网数据，医院端销售额超1亿元的品种为1268个，目前参与集采的仅占比23%。
- 综合来看，我们看到仿制药CRO需求自2017年以来持续处于高景气度中，基于我们对仿制药一致性评价进展以及集采进展的回顾跟踪，我们维持未来3~5年仿制药CRO细分未来几年处于高景气度的判断。百诚医药、阳光诺和等作为国内仿制药CRO细分市场龙头，受益于行业的高景气度和自身持续业务拓展等，业绩有望继续呈现高速增长趋势。

表：国家已开展九批集采

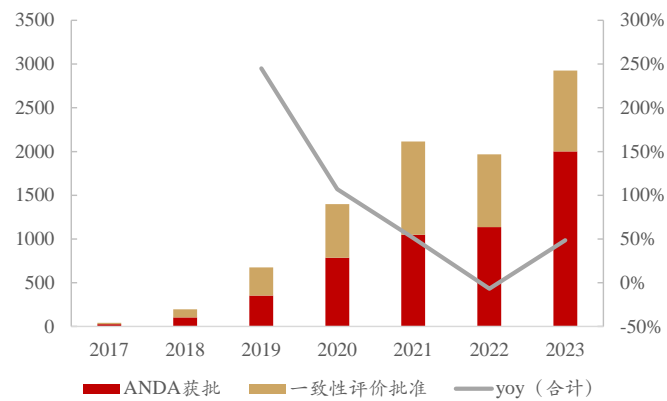
项目	发布时间	联盟地区	中选品种数量	平均降价
第一轮	2018年11月15日	11个城市	25	52%
第一轮扩围	2019年9月1日	增加25个省份	25（与第一批相同）	59%
第二轮	2019年12月29日	31个省市	32	53%
第三轮	2020年7月29日	31个省市	55	53%
第四轮	2021年1月25日	31个省市	45	52%
第五轮	2021年6月2日	31个省市	61	56%
第六轮（胰岛素）	2021年11月6日	31个省市	6	48%
第七批	2022年2月28日	31个省市	60	48%
第八批	2023年3月2日	31个省市	39	56%
第九批	2023年11月16日	31个省市	41	58%

资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

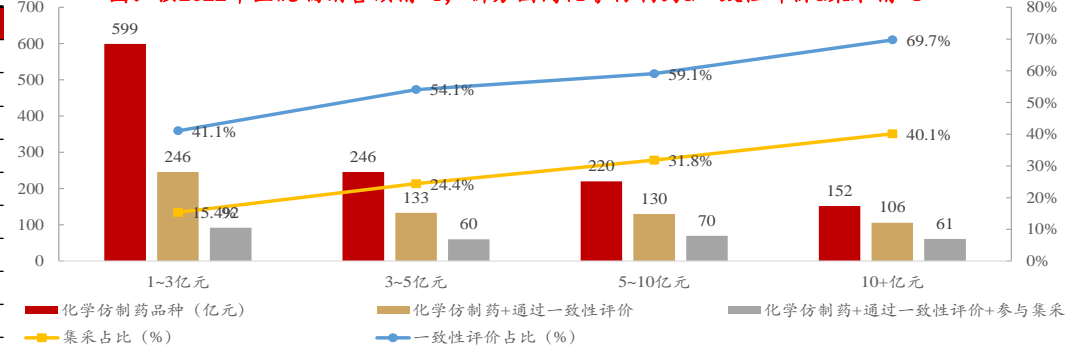
图：国内一致性评价（含视同）申请受理情况



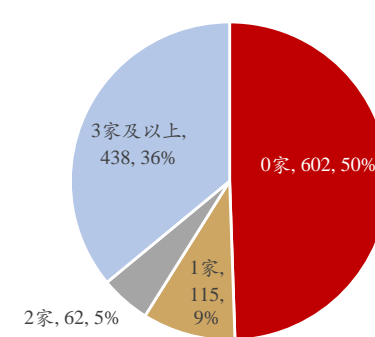
图：国内一致性评价（含视同）通过获批情况



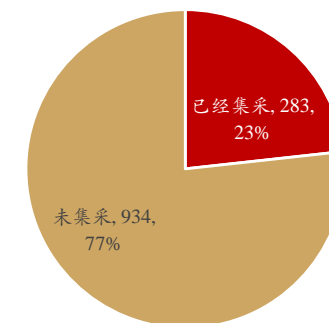
图：按2022年医院端销售额情况，拆分国内化学仿制药&一致性评价&集采情况



图：国内销售超亿元收入品种通过一致性评价企业数量分布情况



图：国内销售超亿元收入品种目前参与全国集采情况



资料来源：药智网，华西证券研究所

2.2. CXO行业投资策略-重视底部超跌机会，CXO行业有望在24年迎来“业绩&估值”双升

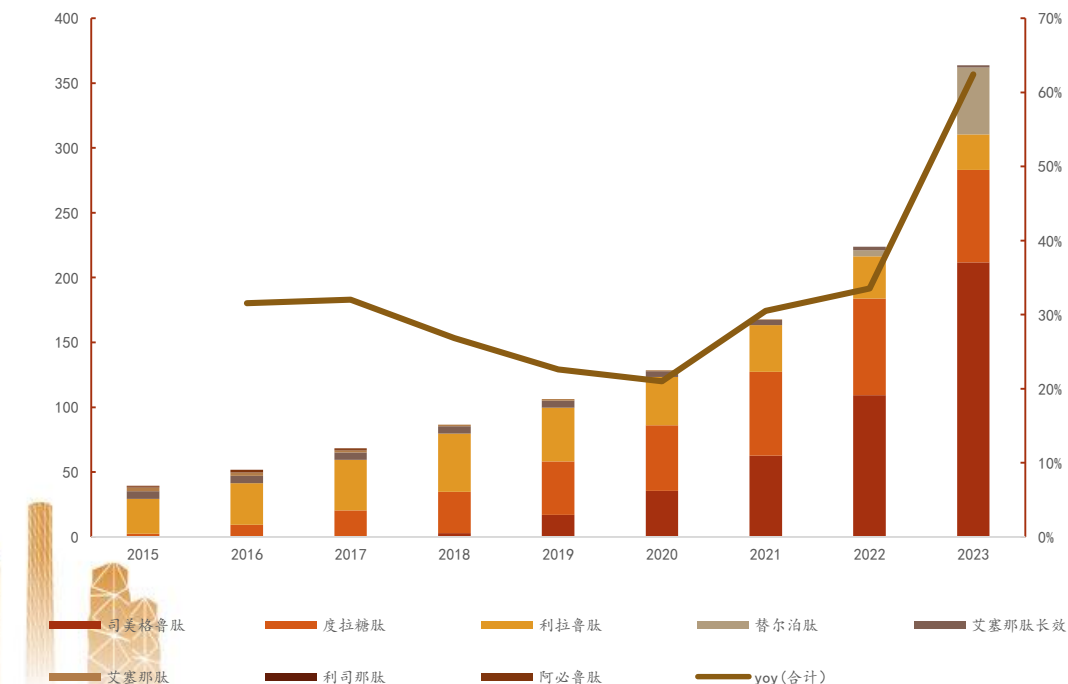
(3) 礼来/诺和诺德GLP-1RA呈现快速放量中，积极关注国内相关投资机会

- 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365.5亿美元，同比增长为63.2%，其中司美、度拉糖肽、替尔泊肽、利拉鲁肽分别实现销售额为211.7/71.3/53.4/27.5亿美元，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100.5%。
- **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

图：全球GLP-1RA多肽销售情况（亿美元）



2.3. 医疗设备：反腐后医院招投标逐步恢复

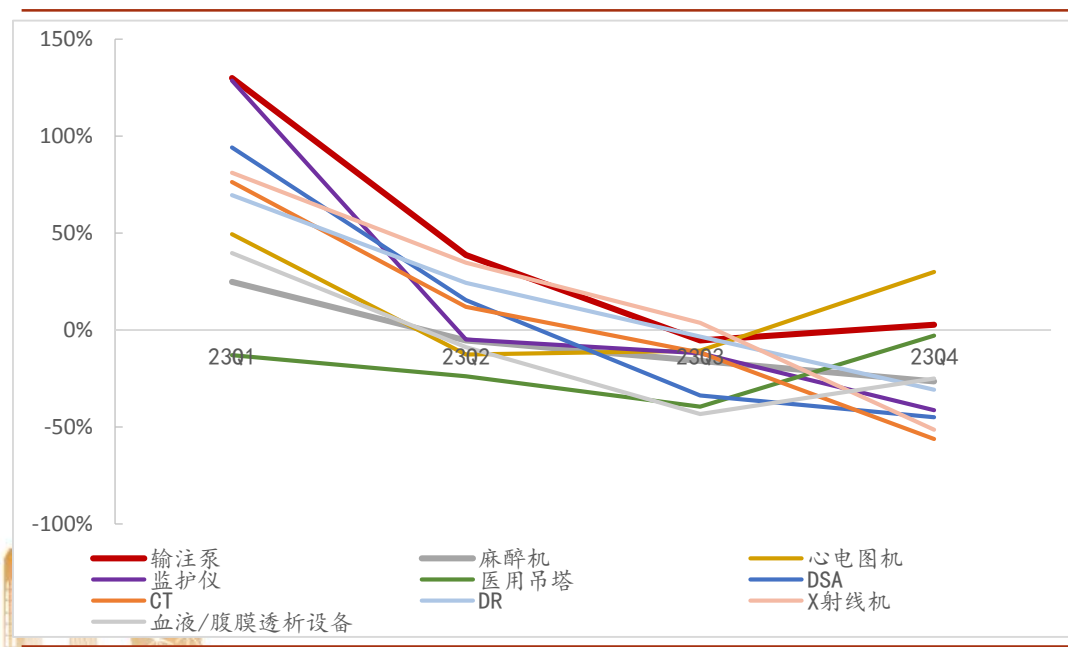
- Q4招投标活动逐步恢复中。**Q4招投标活动逐步恢复中。Q3受到反腐影响，医疗设备各品类招投标均有较大下滑；根据众成医械数据，Q4输注泵、心电图机、血透/腹透、医用吊塔等产品中标数量增速有所恢复，CT、DSA、DR等设备受到基数较高的影响，中标增速仍有下滑，预计积压的需求有望在24年进一步恢复和释放。

图：2023Q4部分医疗设备中标金额及数量同比（%）

	中标金额同比					中标数量同比				
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
超声影像诊断设备	77%	86.20%	22.20%	-17.80%	-47.60%	76.40%	95%	16%	-3.30%	-39%
血液学分析设备	52.80%	89.70%	0.00%	-18.30%	-35.30%	43.80%	40.90%	-6.00%	-2.30%	-17.20%
血液/腹膜透析设备	22.10%	43%	-20.10%	-47.80%	-17.20%	82.80%	39.70%	-8.90%	-43.30%	-25%
高频/射频手术设备	70.20%	40%	11.20%	-2.20%	27.40%	68.90%	42.80%	15.70%	8.40%	-9.60%
血糖分析仪	71.80%	-37.40%	-20.80%	24.60%	-58.30%	246.50%	-64.80%	106.50%	71.20%	-42.30%
超声生理参数测量、分析设备	32%	38.60%	-20.40%	-11.90%	-29.70%	51.40%	32.10%	-7.10%	-19.60%	-15%
超声治疗设备	146%	205.20%	119.20%	-16.80%	-17.80%	98.30%	56.50%	24.80%	-12.20%	36.90%

资料来源：众成医械，华西证券研究所

图：2023Q4部分医疗设备中标数量同比（%）

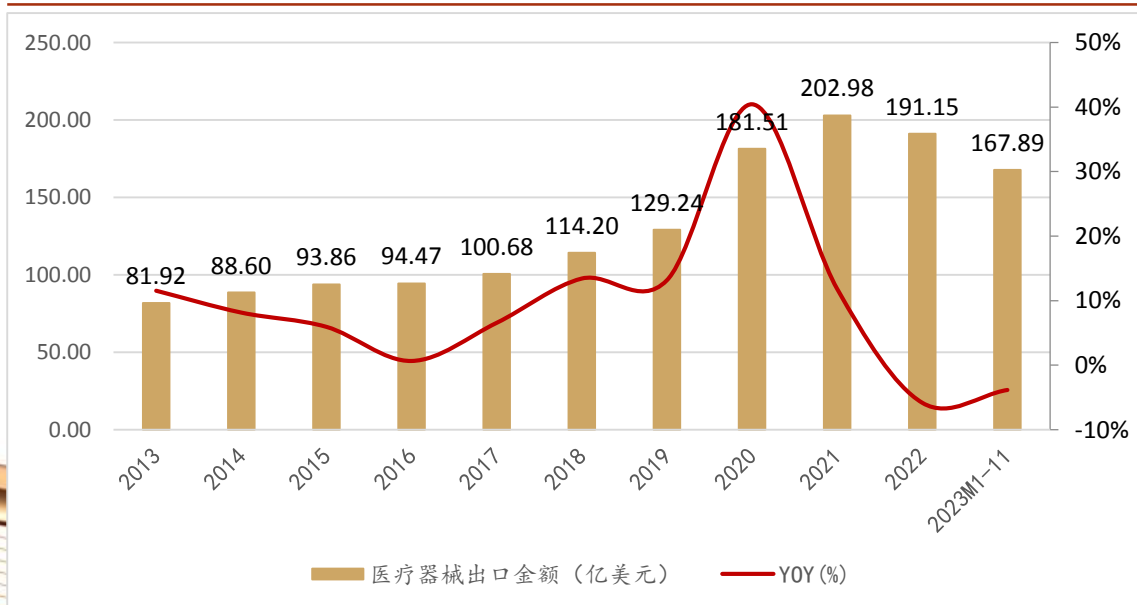


资料来源：众成医械，华西证券研究所

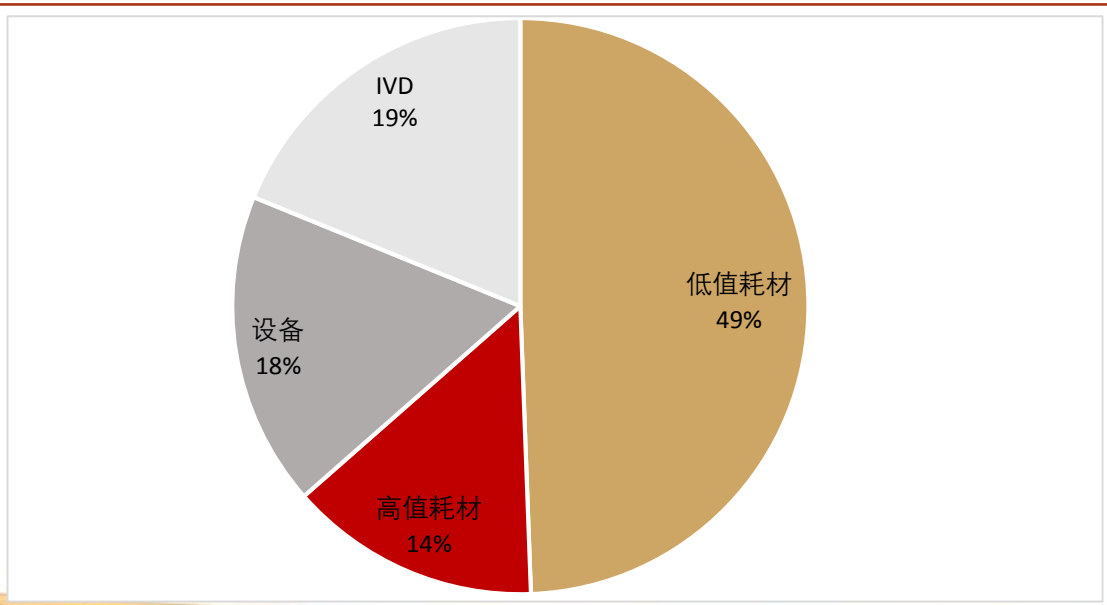
2.3. 医疗设备：出海大有可为

- 疫情刺激我国医疗器械出口高速增长，为全球防疫提供重要支持。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。

图：我国医疗器械出口金额（亿元）及增速



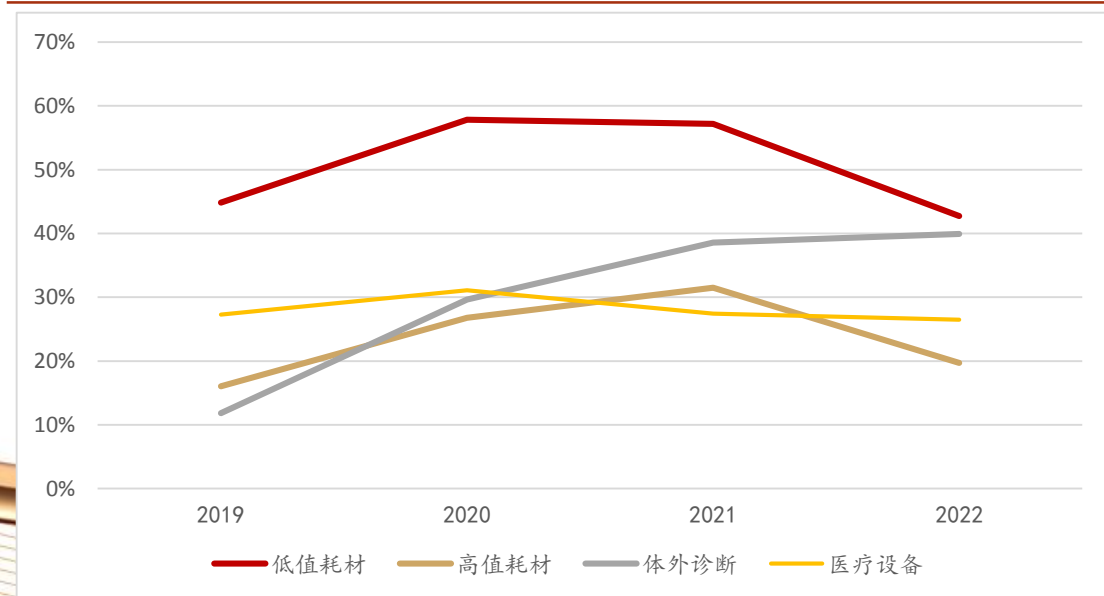
图：2022年医疗器械出海细分领域占比情况



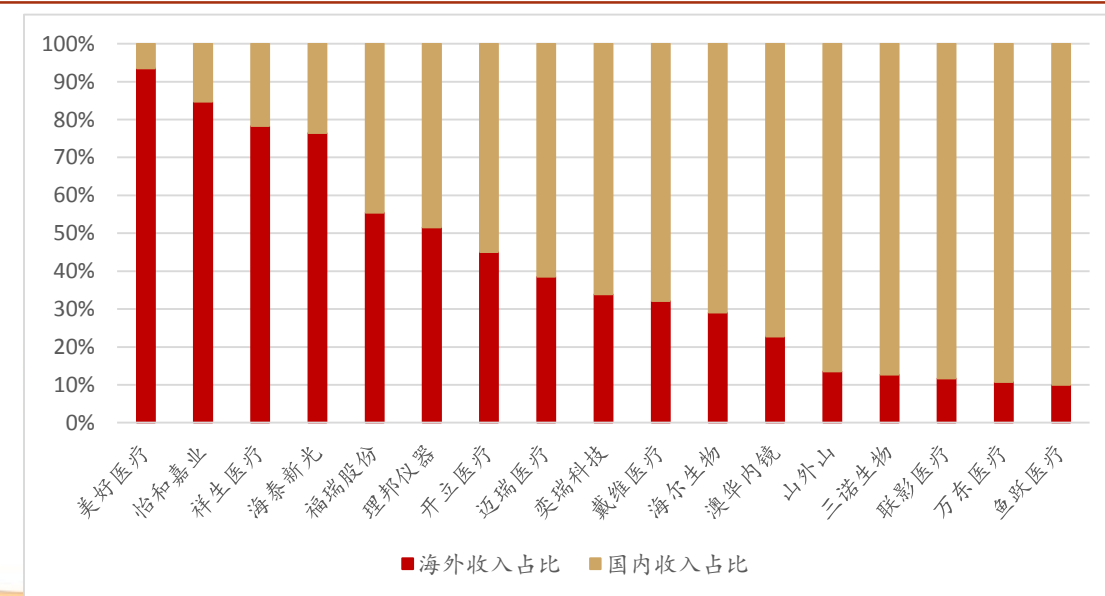
2.3. 医疗设备：出海大有可为

- 目前低值耗材及部分影像类设备、体外诊断产品已经依靠性价比优势获得国际认可，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2022年海外和国内收入占比情况（%）



2.3. 医疗设备：创新驱动成长

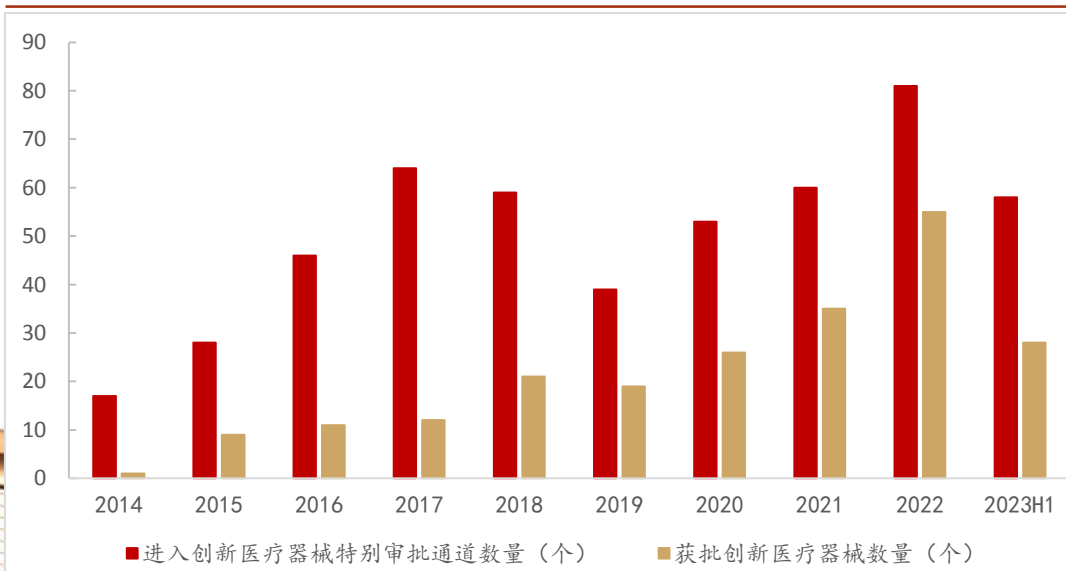
- 2014-2022年，国家药监局共批准189个创新医疗器械，包括境内15个省的134家企业、进口2个国家的8个企业；其中2023年上半年有28个创新医疗器械获批上市。
- 从细分种类看，创新器械中介入类耗材、影像、手术设备、IVD等产品占比较高。

表：2023年上市医疗器械公司获批部分创新医疗器械

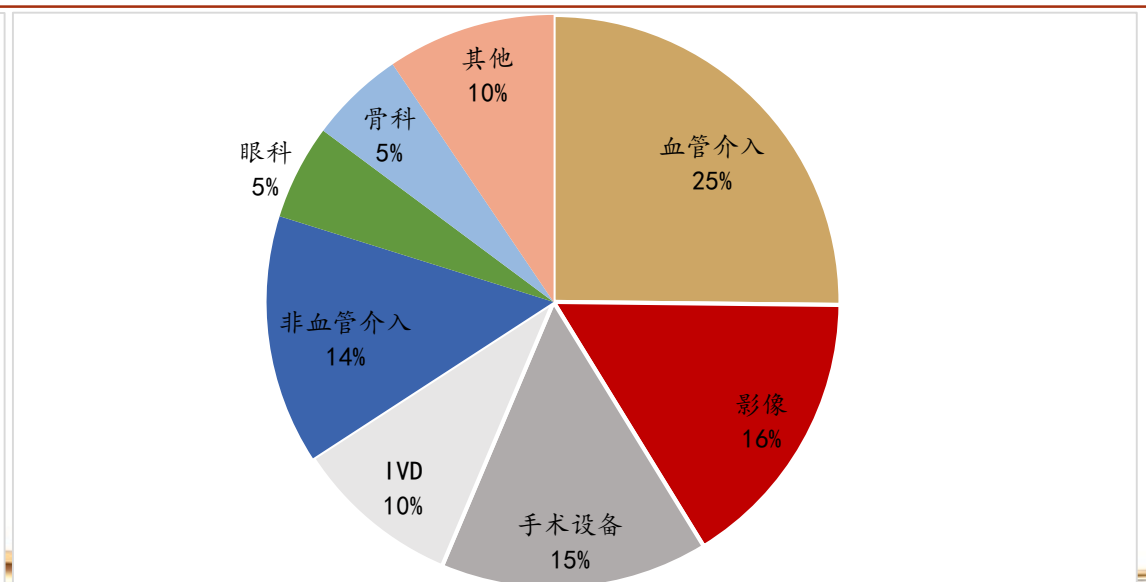
批准日期	生产企业	产品名称	类别	治疗领域
2023/4/21	爱康宜诚	腰椎融合匹配式金属增材制造胸假体系统	耗材	胸腰椎切除
2023/5/22	联影医疗	放射治疗计划软件	AI 医疗器械	肿瘤
2023/6/16	微创关节	医疗钴铬合金股骨头	耗材	关节假体置换
2023/7/13	天智航	膝关节置换手术导航定位系统	手术机器人	关节假体置换
2023/8/24	微创电生理	冷冻消融设备	医疗装备	肿瘤
2023/8/24		球囊型冷冻消融导管	耗材	肿瘤
2023/8/28	锦波生物	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液	耗材	美容
2023/12/28	锦江电子	一次性使用心脏脉冲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

数据来源：国家药品监督管理局，华西证券研究所

图：2014-2022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. 医疗设备：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、需导光杆	无信号传输、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
光学变焦功能	无	无	有	有	有	重点在研究方向
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	180/180/160/0/160	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
监视器	双画面，26英寸全高清液晶	24寸、21.5英寸全高清液晶	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） 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 高压发生器	奕瑞产品与进口差距较小 中低端国产高端仍有差距
	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
PET	闪烁晶体	已打破国外技术垄断
	硅光电信增管（SiPM）	依赖进口
RT	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造形

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。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：IVD板块集采情况汇总

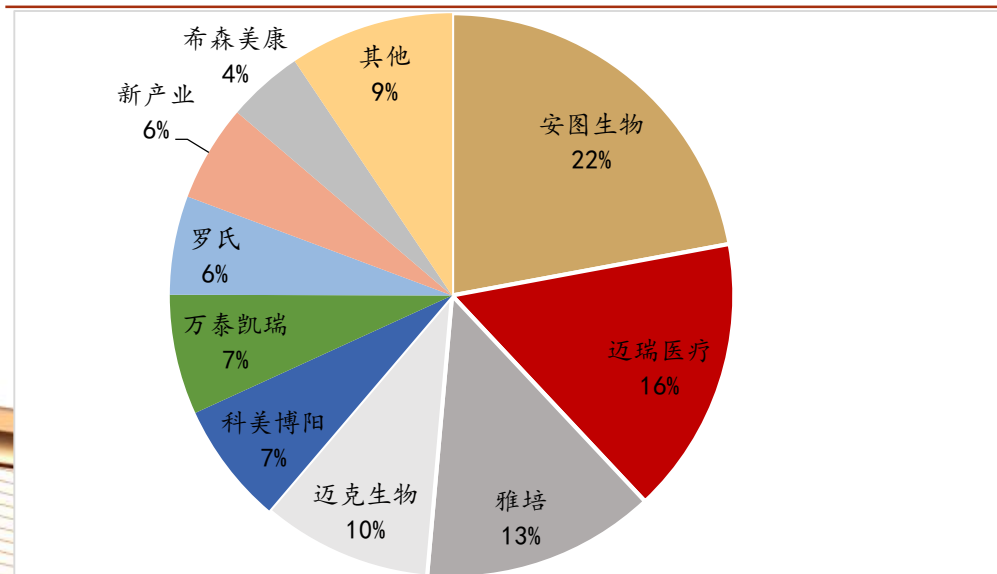
品种	开始集采时间	省份/联盟	结果
化学发光	2021/8/19	安徽	相关产品价格平均降幅达到47.02%，以迈瑞为首的积极参与配合降价中标的本土试剂市占率得到提升
发光法术前八项、凝血、血球、POCT	2022/8/23	福建宁德	平均降价幅度40%以上，国产占有率提升
肝生化	2022/11/1	江西23省联盟	首年意向采购量前10家企业基本保有各自的医院意向采购份额，行业格局有望进一步集中，头部国产企业市占率有望进一步提升。
凝血六项和心梗三项	2023/1/13	安徽	凝血类试剂中选的25家企业，其中仅希森美康和斯思塔高2家进口品牌，心梗类试剂中选的17家企业均为国产，进口替代节奏加快。
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%
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。

数据来源：各省医药采购平台汇总，华西证券研究所

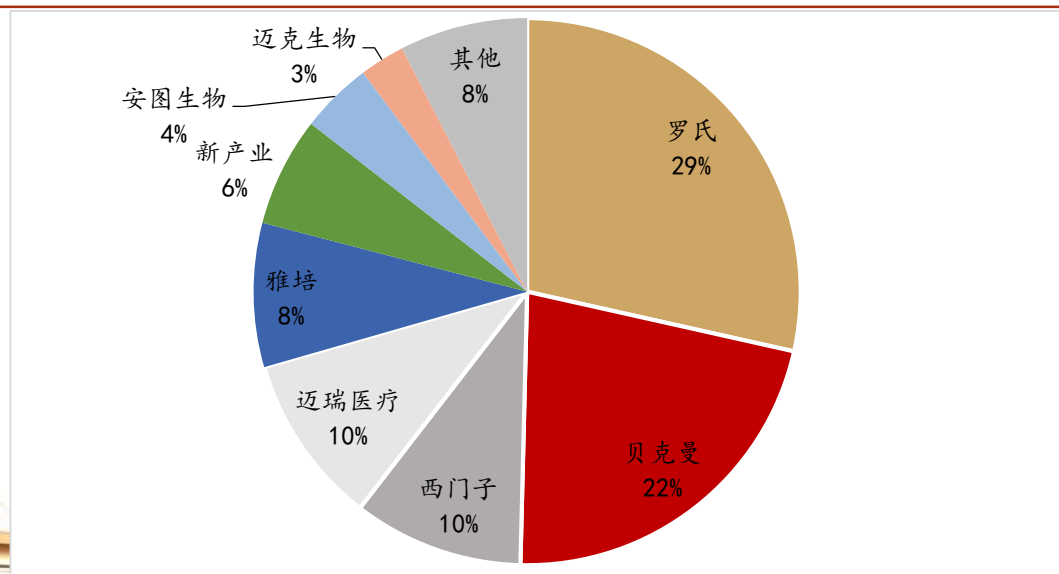
2.3. IVD：集采常态化推进

- 12月20日，安徽省医保局牵头开展二十五省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购，针对人乳头瘤病毒、人绒毛膜促性腺激素、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项检测五大类产品开展集中带量采购。约10600家医疗机构参与采购量申报，采购总需求量为7.1亿人份/年，市场采购金额约110亿元。
- 降价幅度符合市场预期。**本次集采较最高有效申报价平均降幅约53.9%，最大降幅73%，年节采购资金近60亿元。采购量和金额最大的传染病八项（化学发光法）最高降幅65.2%，最低降幅50.01%，平均降幅54.14%。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全部以高于50%的降幅拟中选，保证了临床精准检验的需求。
- 国产龙头报量占比名列前茅，市场份额有望获得提升。**根据报量情况，迈瑞医疗、新产业和安图生物旗下项目均纳入A组，在性激素六项的份额分别为10.0%、6.4%、4.2%，在传染病八项的份额分别为15.9%、5.5%、22.1%。报量结果体现了国产龙头装机和渠道覆盖优势，有望集采后加速进口替代。

图：传染病八项（化学发光）首年意向采购量占比



图：性激素六项首年意向采购量占比



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。

股权激励体现长期业绩信心，进一步扩大激励人员范围

公司10月13日发布股权激励计划（草案），公司层面归属比例100%的业绩考核目标为：24-26年收入不低于9.9亿/14亿/20亿元或净利润（剔除股份支付费用、商誉减值）不低于1.2亿/1.8亿/2.7亿元。按照上一期激励方案，公司24年收入增速目标50%，净利润增长目标50%；按照本次激励方案，25、26年收入增速目标分别为41%、43%；净利润增速目标均为50%。公司22年公布的股权激励方案中业绩考核目标制定到24年，此次股权激励业绩考核目标制定到26年均具有快速增长，充分说明公司对于未来AQ-300产品持续放量的信心。此次股权激励进一步扩大激励人员范围，加大对于中层管理人员激励，能够充分调动公司核心团队的积极性。

投资建议

我们维持前期盈利预测，2023-2025年收入分别为6.69/10.04/14.13亿元，归母净利润分别为0.83/1.32/1.97亿元，EPS为0.62/0.99/1.47元/股，对应2024年2月19日收盘价56元，PE分别为90/57/38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。

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

医疗新基建+资金扶持+配置证放开，激发国内医学影像发展窗口期

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，受医疗新基建需求拉动，辅以贴息贷款、专项债等资金面扶持以及最新大型医用设备配置证宽松调整带来的可及性提升，预计将迎来高速发展窗口期，将从2020年537.0亿元的规模体量以7.3%复合增速水平扩展至2030年接近1100亿元，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：根据公司2022年报，公司产品已入驻全国超1000家三甲医院，公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列，中高端以及超高端产品实现重大突破。按2022年度国内新增市场金额占有率口径，公司CT、PET/CT、PET/MR及XR产品均排名行业第一，MR和RT亦属行业前列。
- 3) 境外市场：客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等50多个国家和地区，根据公司2022年报，境外业务比重已由2021年的7.15%提升至11.94%，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。此外公司在27个国家和地区新获当地产品注册，涉及42款产品。

投资建议

公司是国内医学影像龙头企业，维持盈利预测，2023-2025年实现营业收入116.64/144.27/176.57亿元，分别同比增长26.3%/23.7%/22.4%，归母净利润分别为20.82/26.07/32.73亿元，分别同比增长25.7%/25.2%/25.6%，对应每股收益分别为2.53/3.16/3.97元，对应2024年2月19日144元的收盘价，PE分别为57/46/36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。

2.4 耗材

骨科集采——政策持续优化，创伤集采较为温和

骨科集采已全面覆盖，涉及脊柱、关节、创伤和运动医学，政策不断优化。其中，省际联盟创伤集采较为温和，设置多重复活机制，**复活1**：中标规则显示，同一个采购包内，未按要求一获得拟中选资格的A竞价单元有效申报企业，若竞价比价价格不高于B竞价单元最高拟中选竞价比价价格，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制。**复活2**：同一个采购包内，未按要求一和规则二获得拟中选资格的有效申报企业，若竞价比价价格 \leq 本采购包最高有效申报价的，则该企业获得拟中选资格，不受规则一的限制。

本轮创伤省际联盟价格方面改善明显。普通接骨版系统（以桡骨接骨板为例），省际联盟最低价768元，平均价979元，高于21年河南十二联盟集采的最低价208元，平均价568元；锁定加压接骨板系统（以胫骨接骨板为例），省际联盟最低价1096元，平均价1309元，高于21年河南十二联盟集采的最低价385元，平均价936元；髓内钉系统（以股骨髓内钉为例），省际联盟最低价1493元，平均价1653元，高于21年河南十二联盟集采的最低价466元，平均价1211元。

表：河南十二联盟集采与本轮省级集采价格比较

	河南十二联盟集采（21年8月）			省际联盟（23年9月）		
	最低价	最高价	平均价	最低价	最高价	平均价
普通接骨板系统（以桡骨接骨板为例）	208.71元	821.86元	568.1元	768元	1022元	979元
锁定加压接骨板系统（含万向）（以胫骨接骨板为例）	385.27元	1161.6元	936.5元	1096元	1362元	1309元
髓内钉系统（以股骨髓内钉为例）	466.94元	1495.33元	1211.77元	1493元	1696元	1653元

数据来源：医保局、华西证券研究所

表：创伤本轮省级集采价格变化（以大博医疗和威高骨科中选产品为例）

一级目录	二级目录	大博医疗		威高骨科	
		河南联盟集采（21年8月）	省际联盟（23年9月）	河南联盟集采（21年8月）	省际联盟（23年9月）
普通接骨板系统	桡骨接骨板	688元	900元	343元	841元
锁定加压接骨板系统（含万向）	胫骨接骨板	898元	1240元	943元	1159元
髓内钉系统	股骨髓内钉	1288元	1574元	-	1493元

数据来源：医保局、华西证券研究所

表：骨科细分板块主要历次集采情况

种类	区域等级	集采节奏	集采产品	集采量和周期	降价结果
关节	全国性	2021年6月公告 2021年8月发布报量文件 2021年9月集采结果公告 2022年3月实施	陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统、合金-聚乙烯类髋关节产品系统；膝关节	<ul style="list-style-type: none"> 髋关节产品系统首年意向采购总量为305542个；膝关节产品系统首年意向采购总量为231976个。占全国医疗机构总需求量的90%。 执行周期2年 	平均降价82% 髋关节平均价格从3.5万元下降至7000元左右膝关节平均价格从3.2万元下降至5000元左右。（其中，陶对陶降幅77.43%、陶对聚降幅80.38%、合金对聚降幅82.87%、膝关节降幅达84.25%）
脊柱	全国性	2022年7月公告 2022年9月发布报量文件 2022年9月27日拟中选结果公告 2023年1-2月开始陆续执行	颈椎前路钉板固定融合系统、颈椎后路钉棒固定系统等14个产品系统	<ul style="list-style-type: none"> 首年意向采购量共109万套，占全国医疗机构总需求量的90%； 执行周期三年 	平均降价84% 占脊柱手术量三分之一的胸腰椎后路固定融合术，其耗材平均每套价格从3.3万元下降至4500元左右；其中一些知名外资品牌每套平均价格从6万元降至4800元左右。技术最新的胸腰椎微创手术，其使用的耗材平均每套价格从近4万元下降至5600元左右。用于治疗压缩性骨折的椎体成形手术耗材，每套平均价格从2.7万元下降至1100元左右
创伤	河南十二省联盟 (豫晋赣鄂渝黔滇桂宁青湘冀)	2021年5月公告 2021年7月发布报量文件 2021年8月中选结果 2021年11月开始执行	普通接骨板、锁定(万向)加压接骨板和髓内钉	<ul style="list-style-type: none"> 需求量：合计97万套，其中，普通接骨板系统(112090套)、锁定加压接骨板系统(含万向)(677225套)、髓内钉系统(181990套)； 执行周期1年 	平均降幅88.65% 普通接骨板系统价格从平均4683元左右下降至606元左右，平均降幅87.05%；锁定(万向)加压接骨板系统价格从平均9360元左右下降至987元左右，平均降幅89.45%；髓内钉系统价格从平均11687元左右下降至1271元左右，平均降幅89.12%
	京津冀3+N联盟	2022年2月报量文件 2022年3月公告中选	普通接骨板、锁定加压接骨板系统(含万向)和髓内钉系统	<ul style="list-style-type: none"> 协议采购总量108.57万套； 执行周期1年 	平均降价83.48% 普通接骨板:平均价641元;锁定加压接骨板(含万向):平均价907元;髓内钉:平均价为1117元
	省际联盟(除北京、上海、江苏、浙江四地)	2023年9月18日报量文件 2023年9月26日公告中选	普通接骨板、锁定加压接骨板系统(含万向)和髓内钉系统	<ul style="list-style-type: none"> 首年采购需求总量为141万个； 执行周期2年 	螺钉单独收费、伴随服务200元/套；整体中标价格区间提升显著
运动医学	全国性	2023年9月14日公告 2023年11月30日公告中选	带线锚钉等	<ul style="list-style-type: none"> 执行周期2年 	平均降价74% 以英国施乐辉公司为例，其产品聚醚醚酮带线锚钉从5600元/个降至1300余元/个；临床使用量大的人工骨从1400元/立方厘米下降到300余元/立方厘米

输注穿刺海外需求稳定，外围环境持续改善中

表：2023年1-11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%

资料来源：中国海关总署

表：2023年1-11月管状金属针头海关出口数据

数据年月	数量(千克)	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%

资料来源：中国海关总署

- 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1-11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），在数量和金额上出口呈现同比下滑态势，但在6、7月份以及11月份出现环比改善迹象。具体从数量看，6月份出口数量15.1亿个，环比增长6.1%，7月份出口数量15.8亿个，环比增长4.7%，11月份出口数量14.5亿个，环比增长5.5%；从金额看，6月份出口金额6281万美元，环比增长2.8%，7月份出口金额6893万美元，环比增长9.8%，11月份出口金额创2023年新高，达到7109万美元，环比增长20.9%。
- 管状金属针头（海关代码90183210）海外需求保持稳定态势。7月份出口数量环比增长10.9%，同比下降18%，出口金额达到2902万美元，环比增长4.8%，但仍同比下降15%。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%。

海外手套提价扩产能，国内出口改善有待观察

根据海外龙头top glove 官网信息(23年10月&24年1月):

- 1、**价格**: 手套平均价格处于30年以来最低水平，后续价格反弹概率高
- 2、**库存**: 下游客户手套库存已基本清空，叠加手套过期等因素，支撑销售回升
- 3、**产能利用率和盈利情况**: 10月目前利用率保持30%，仍未盈利，后续提升10%-20%产能利用率，有望在24年盈利
- 4、**成本**: 丁腈原料下降，乳胶原料价格上升。天然气价格上升(24年1月12日)
- 5、**竞争者情况**: 随著疫情期间乘势加入手套领域的业者，目前多数已经停产，因此市场上产量也随之减少
- 6、**丁腈出货占比提升显著**: 丁腈手套出货量占比已从22财年的39%提升至23财年的47%

根据公司投关活动纪要，蓝帆医疗判断:

一、国内手套商丁腈手套份额提升的背后

- 1、中国手套厂商由原先主要从国外采购原材料转变为主要从国内采购，进而使原材料采购价格降低
- 2、中国厂商拥有自动化水平较高的生产线，生产效率较高
- 3、中国厂商建厂选址在小城镇，人力成本较大城市低；在能源成本方面，中国拥有丰富的煤炭资源，这也是中国的传统能源，而马来西亚手套厂商主要使用成本较高的天然气，所以中国丁腈手套每箱均价更低，更有利于占据市场份额

二、丁腈手套的价格走势

根据蓝帆医疗的数据，丁腈手套的价格在2022年第四季度和2023年第一季度触底，从2023年第二季度开始呈现上升趋势，虽然过往几个月的价格会有上下小幅调整，但整体呈现缓慢上升趋势。

三、为什么认为马来西亚厂商的订单会转移到中国厂商?

中国厂商生产线拥有更高的自动化水平、生产效率，同时具有较低的人力、原材料和能源成本，且一旦手套需求回升、价格回升，中国手套工厂可以迅速扩大产能，进而抢占市场份额。


表：2023年1-11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%

资料来源：中国海关总署

未来决胜重点之出口线POCT

根据中国医药保健品进出口商会，2023H1，中国医院诊断与治疗产品出口额102.65亿美元，同比下降43.69%，进口额148.22亿美元，同比增长0.42%。

- ▶ **POCT海外新冠业务同比下滑显著，常规业务呈现不同程度恢复。**根据梳理的主要POCT出口厂家，2023前三季度表观营收皆呈现大幅下滑态势，主要是海外疫情结束，对新冠检测的产品需求明显萎缩。在新冠业务下滑态势下，常规业务崛起决定后续发展可持续性，特别是奥泰生物，上半年常规业务实现3.18亿元，同比增长35.28%，业务调整率先走出新冠业务依赖。
 - ▶ **利息收入+汇兑收益增厚盈利。**新冠期间，各家POCT公司盈利效应明显，凭借近2-3年积累的现金购买理财等产品，获得稳定收益。此外上半年美元升值明显，以海外业务为主的公司汇兑收益进一步贡献表观利润，但在Q3，预计经历汇兑损失。
 - ▶ **现金及现金类资产丰厚构筑价值壁垒。**根据统计，截止2023前三季度，安旭/九安/博拓/奥泰/东方/万孚/明德/热景/基蛋分别拥有24亿/92亿/18亿/27亿/57亿/20亿/24亿/4.6亿/9.4亿的在手现金和交易性金融资产，还拥有高额债权类和权益类非现金类资产，凭借丰厚现金类资产，安全边际较高。
- 

表：2023年1-9月主要POCT经营情况和估值

公司	营业收入	同比	归母净利润（扣非）	同比	现金及交易性金融资产	非流动资产（债权投资等）	市值	PB	资产负债率	（现金+可交易金融资产）/ 市值
安旭生物	3.16亿	-95%	0.99亿	-97%	24.8亿	-	47亿	0.91	12%	52.81%
九安医疗	27.45亿	-89%	6.85亿	-96%	92亿	102亿	184亿	0.95	10%	49.87%
博拓生物	3.1亿	-82%	0.75亿	-91%	18.6亿	-	29亿	1.2	5%	64.03%
奥泰生物	5.6亿	-81%	0.96亿	-93%	27.3亿	0.2亿	47亿	1.28	7%	57.22%
东方生物	6.5亿	-92%	亏损1亿	-103%	57.2亿	0.28亿	66亿	0.86	14%	86.07%
万孚生物	20亿	-57%	3.3亿	-71%	20.8亿	4亿	130亿	2.94	18%	16.00%
明德生物	6.2亿	-92%	0.45亿	-99%	24.2亿（不包括15亿应收）	1.6亿	48亿	0.8	17%	50.06%
热景生物	4亿	-86%	0.1亿	-99%	4.6亿	9.8亿	33亿	0.97	6%	14.19%
基蛋生物	10亿	-27%	1.98亿	-57%	9.4亿（不含4.4亿应收）	1.6亿	49亿	1.99	29%	18.95%

资料来源：Wind（截止至2024年1月19日）

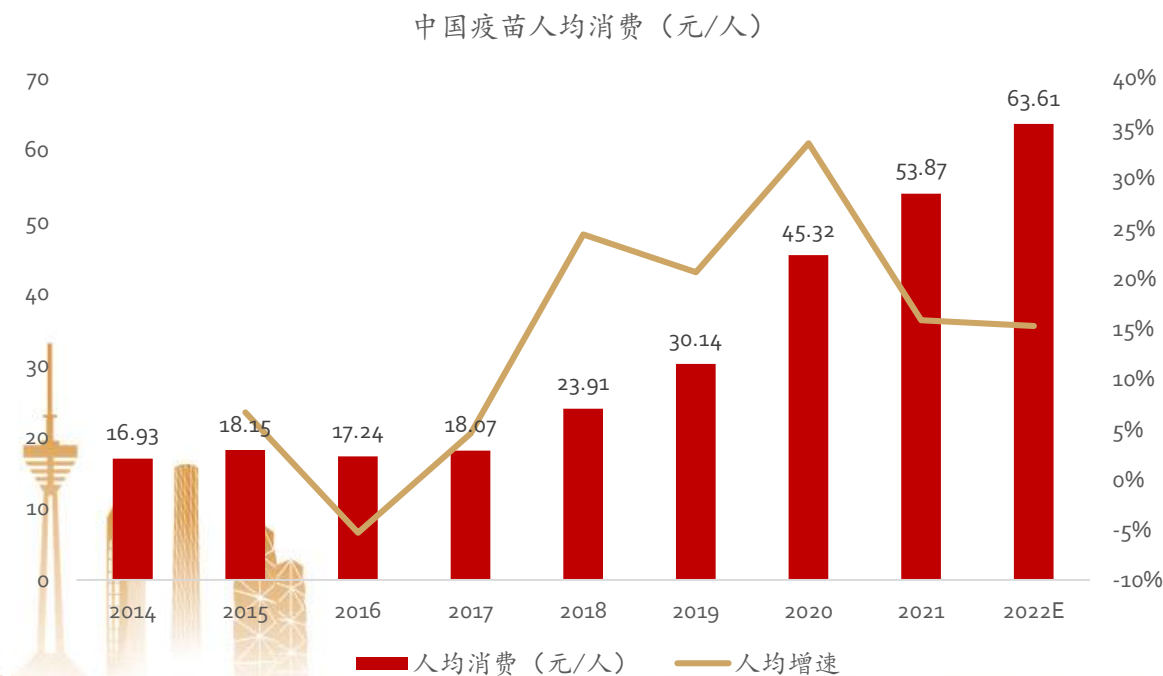
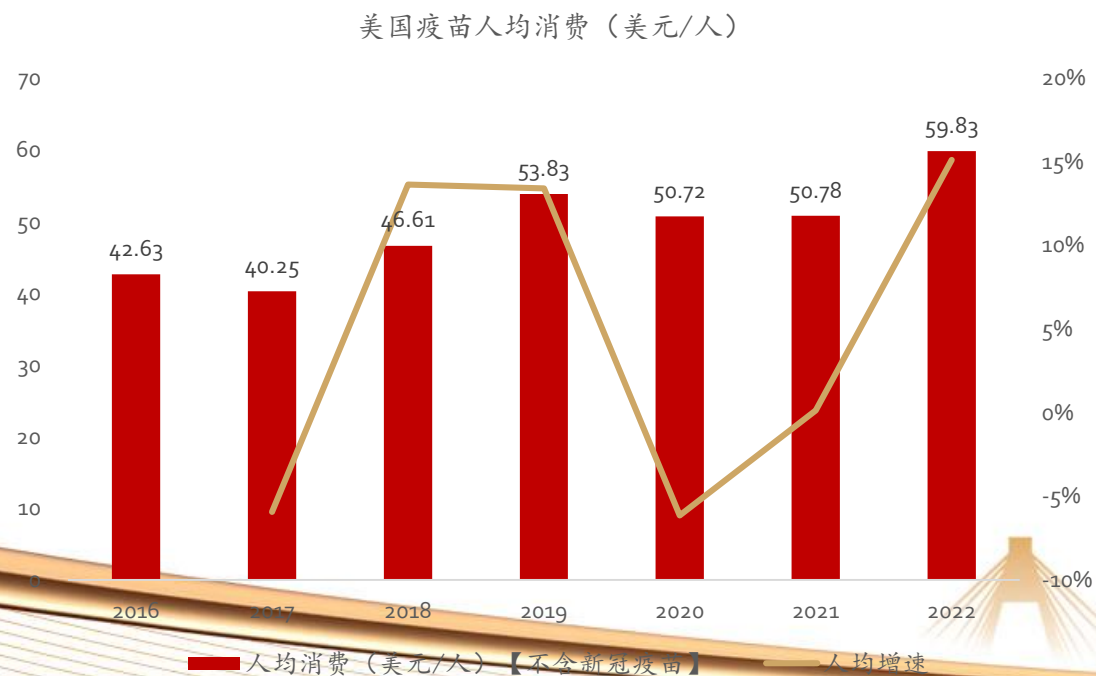


2.5. 疫苗——中美疫苗人均消费差距大，疫苗消费仍存提升空间

- 疫苗是公共卫生防疫的最有效手段之一，行业具有研发壁垒高、周期长、生产技术要求高等特点。自2000年起，全球范围内已上市的创新疫苗已经有16款，包括HPV、13价肺炎结合疫苗、带状疱疹疫苗等在内的多款产品均为全球重磅疫苗产品。
- 对比中美人均疫苗消费情况我们发现，2022年中国人均疫苗消费水平约在63.61元人民币左右，而同期美国，疫苗人均消费在59.83美元，人均消费水平约是我国的7倍。过去中国疫苗企业受困于创新品种研发进度慢，获批时间晚，国内市场长期缺乏重磅品种。2019年以来，随着国产13价肺炎结合疫苗的陆续获批，到如今疫苗品种相继出海，中国国产疫苗的研发能力逐渐得到世界认可。

图：美国疫苗人均消费（美元/人）

图：中国疫苗人均消费（元/人）



2.5. 疫苗——带状疱疹：受益于老龄化，创新品种打开新空间

- 带状疱疹是由潜伏在体内的水痘-带状疱疹病毒再激活而引起的一种急性感染性皮肤病，且会随着年龄的增长发病率逐步提高，目前在全球范围内尚未研发出最佳的治疗性药物。因此，疫苗成为防御该疾病的最有效手段之一。
- 随着我国人口老龄化情况的加剧，50-60年代出生的中老年人群的消费能力应该进一步受到重视。目前在全球范围内获批的带状疱疹疫苗产品共三款，其中进口厂家为MSD和GSK。2023年1月，百克生物的带状疱疹疫苗产品作为国产首款获批上市；2023年10月，智飞生物正式取得GSK带状疱疹疫苗在中国大陆地区的代理销售权益。我们认为，未来有望在两家头部疫苗公司的带领下，带状疱疹疫苗将成为国内疫苗行业的下一款百亿级重磅产品。

图：国内外已获批上市带状疱疹疫苗

商品名	Zostavax	Shingrix(欣安立适)	感维
首次上市时间	2006年5月	2017年10月	2023年1月
海外获批时间	US:2006.05.19	US:2017.10.20 EU:2018.03.28 CN:2019.05.22	-
国内上市时间	-	2019年5月	2023年1月
生产商	默沙东(MSD)	葛兰素史克(GSK)	百克生物
国内中标价格	-	约1600元/支	1369元/支
带状疱疹覆盖率	-	0.23%	0.4%
国内获批接种人群	-	50岁及以上成人	40岁及以上人群
接种程序	1剂次	2剂次	1剂次
全程免疫价格	-	约3200元	1369元

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图：智飞生物代理GSK带状疱疹约定采购量情况

商品名	Shingrix	
代理期限	2023年10月8日-2026年12月31日	
代理形式	独家经销和联合推广	
合作区域	中国（除港澳台）	
最低采购金额	2024年	34.40亿元
	2025年	68.80亿元
	2026年	103.20亿元

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2.5. 疫苗——金葡菌疫苗：全球范围内尚无获批品种

- 金色葡萄球菌是引起医院院内感染的一种严重致病菌，严重可引起致死性感染。2017年WHO将金葡菌确定为对人类构成致命威胁的“超级细菌”之一。全球范围内，目前尚未有重组金葡菌疫苗获批上市。海外知名头部疫苗企业默沙东、辉瑞、诺华、GSK等都分别开展金葡菌疫苗的临床实验，但多数临床试验在I、II期终止。
- 欧林生物与陆军军医大学合作开发的重组金葡菌疫苗，目前处于临床III期阶段。根据II期临床总结报告显示，产品有良好的安全性和免疫原性，180天后中和抗体滴度仍保持较高水平。若III期实验成功，将有可能成为全球首个获批的重组金葡菌疫苗，代表着中国国产疫苗企业研发实力的提升。

图：国外金黄色葡萄球菌疫苗临床实验情况

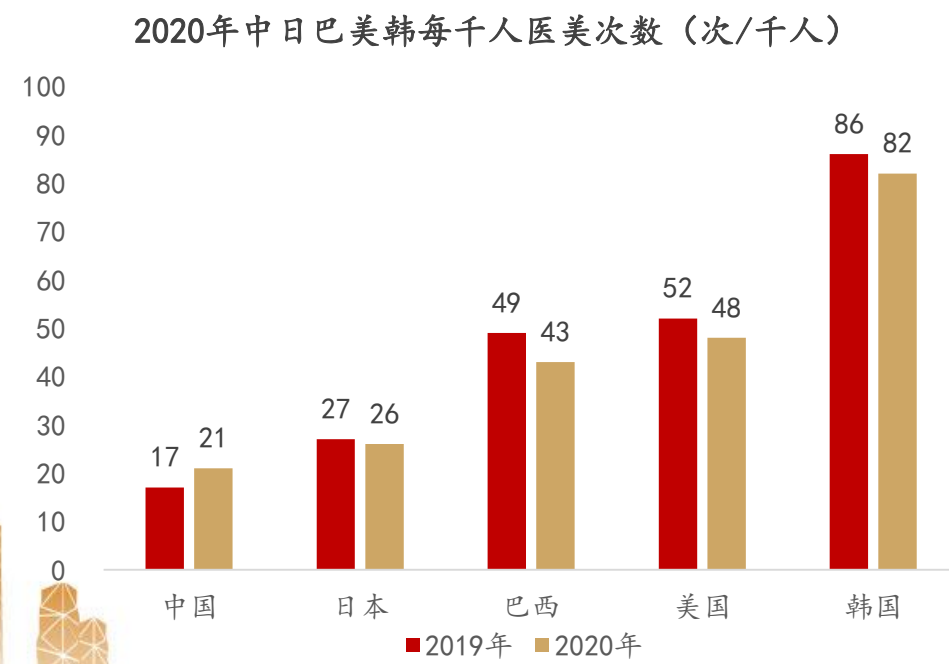
疫苗名称	抗原靶标	研发公司	适应症	阶段	起止时间	后续状态
Staph Vax	CP5-rEPA+CP8-rEPA (双组分荚膜多糖)	Nabi Biota pharmaceuticals	晚期慢性肾病血液透析患者	III期	2003.9-2005.9	已终止
V710	IsdB (单组分蛋白)	Merck/Intercell	心胸外科手术患者	IIa, IIb及III期	2007.9-2011.8	已终止
Bivalent rLukS-PV/rAT	rLukS-PV/rAT	Nabi Biota pharmaceuticals	Healthy 18-55岁	I, II期	2009.11-2011.3	未见后续公开报道
SA75	GST-Can+His-CLfA+GST-D+Eap	Vaccine Research International Plc	院内感染	I期	不详	未见后续公开报道
SA3Ag	CP5\CP8\mClfA (三组分: 2个荚膜多糖与1个蛋白)	Pfizer	Healthy 18-85岁	I期	2010.1-2011.7	更新换代为SA4Ag
SA4Ag	CP5/CP8/mClfA (四组分: 2个荚膜多糖与2个蛋白)	Pfizer	择期脊椎 (后腰椎) 融合手术患者18-65岁	IIb期	2015.7-2017.3	提前终止
NDV-3	Candida Als3	NovaDigm Therapeutics	Healthy 18-50岁	I期	2011.1-2011.12	未见后续公开报道
GSK2392103A/105A/106A/019A	四组分重组蛋白	GSK	Healthy 18-40岁	I期	2010.7-2012.8	未见后续公开报道
STEBVax	Staphylococcal Enterotoxin B (单组分蛋白)	National Institute of Allergy and Infectious Diseases (NIAID)	Healthy 18-40岁	I期	2011.2-2015.3	未见后续公开报道

2.6. 医美——中国医美消费潜力巨大，渗透率存在提升空间

- 2023年是中国走出疫情阴霾的转型之年，受疫后消费修复、医美需求增长的驱动，2023年中国医美行业在消费总金额上保持接近20%的增长。聚焦医美行业，我们认为随着疫情影响的逐步消退，24年消费者信心及消费意愿将迎来明显回弹趋势，未来五年行业将保持15%左右的复合增长，行业发展可期。
- 以每千人医美次数来看，相较于巴西、美国、韩国等国家地区，我国至少有3倍以上诊疗频次的提升空间，我们认为随着国家鼓励消费等政策的持续推出，医美行业未来仍有较大的发展空间与市场潜力。

图：中国医美市场规模

图：2020年中日巴美韩每千人医美次数



2.6. 医美——中国医美消费潜力巨大，新品种迭代推动消费升级

- 医美行业的发展受产品驱动的影响，在中国，医美产品已经经历了几代的升级与补充。从早期被进口玻尿酸与肉毒素垄断国内医美市场，到以昊海生科、爱美客为代表的国产高端、特色玻尿酸产品获批上市，再到以华东医药、圣博玛为代表的胶原再生类产品的相继上市，中国医美市场产品不断迭代，新品种的推出持续推动医美消费升级。随着江苏吴中童颜针产品的获批，国内胶原再生类产品市场进一步丰富，我们坚定看好产品矩阵丰富或拥有重磅拳头产品的医美公司。

图：中国获批上市医美胶原再生类产品

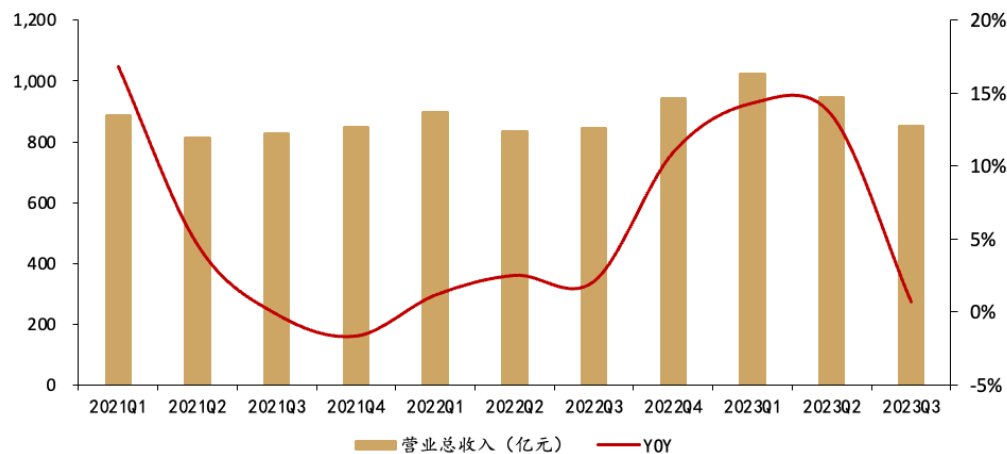
商品名	艾维岚（童颜针）	濡白天使（童颜针）	如生天使（童颜针）	伊妍仕少女针S型（少女针）	AestheFill（童颜针）
获批上市时间	2023年4月13日	2021年6月25日	2023年7月27日	2021年4月13日	韩国：2014年4月22日
国内上市时间	2023年4月13日	2021年6月25日	2023年7月27日	2021年4月13日	2024年1月22日
生产商	长春圣博玛	爱美客	爱美客	华东医药	江苏吴中
性状	粉剂	凝胶	凝胶	凝胶	凝胶
微球材料	聚左旋乳酸(PLLA)	修饰聚左旋乳酸微球(PLLA-PEG)	修饰聚左旋乳酸微球(PLLA-PEG)	聚己内酯微球(PCL)	PDLLA微球
价格	18800元/ml	12800元/ml	预计14800元/ml起	18800元/ml	预计约15000元/ml
维持时间	2年	2年	2年	1-2年	约3年

资料来源：公司公告、华西证券研究所

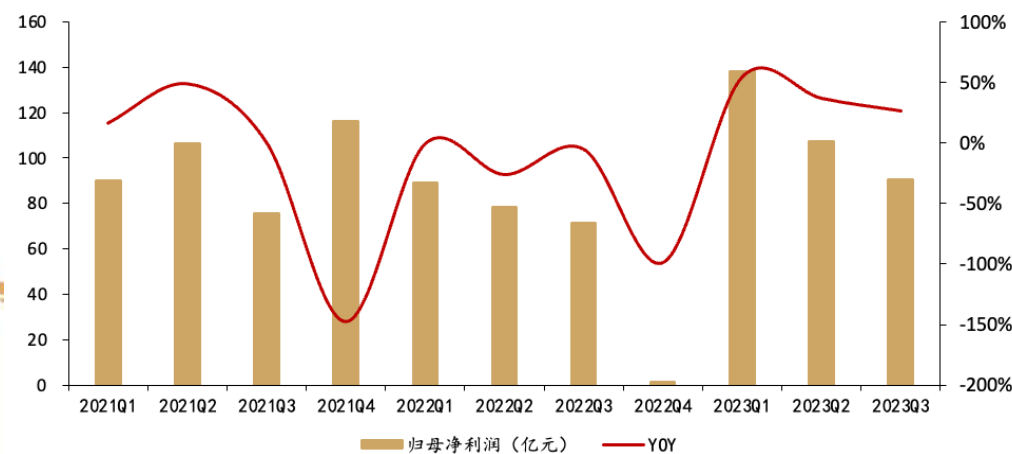
2.7. 中药行业——行业增长稳健

- 中药板块2023年前三季度业绩整体较为稳健。分季度来看，2023年Q1中药板块实现营业收入1025.2亿元，同比增长14.33%，归母净利润138亿元，同比增长54.64%。2023年Q2、Q3受渠道库存消化及医药反腐等因素影响，环比呈逐季下滑趋势，Q2/Q3分别实现营业收入947.4/851.6亿元，同比增长13.49%/0.68%，归母净利润107.46/90.70亿元，同比增长36.85%/26.44%。展望2024年全年，随着短期扰动因素逐步出清后，中药板块业绩有望恢复稳健增长。

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



2.7. 中药行业——部分上市公司业绩表现持续亮眼

中药行业近几年利好政策频繁出台，加大中药传承创新力度，并且鼓励企业中药创新药研发，加快审批流程，为企业提供更明确的研发路径。疫情期间中药企业业绩表现优秀，疫后院内外需求复苏，2022Q4收入呈现恢复性增长，23Q1在多重因素影响下继续保持较快增长趋势，部分上市公司在Q2、Q3仍然保持较为亮眼的业绩。

表：中药行业核心上市公司业绩（亿元）及增速

板块	股票	2020A				2021A				2022A				2023Q1-3			
		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
中药创新药	以岭药业	87.8	50.80%	12.2	101.00%	101.2	15.20%	13.4	10.30%	125.3	23.90%	23.6	75.80%	85.7	7.91%	17.6	24.35%
	天士力	135.8	-28.50%	11.3	12.40%	79.5	-41.40%	23.6	109.50%	85.9	8.10%	-2.6	-110.90%	65.7	7.71%	10.3	-408.67%
	新天药业	7.5	-2.90%	0.7	3.60%	9.7	29.20%	1	35.80%	10.9	12.20%	1.2	15.40%	7.8	-10.76%	0.9	-16.38%
中药配方颗粒	中国中药	148.1	3.40%	16.6	4.70%	190.5	28.70%	19.3	16.20%	143	-24.90%	7.6	-60.50%				
	华润三九	136.4	-7.80%	16	-23.90%	155.4	14.00%	20.6	28.70%	180.8	16.30%	24.5	19.20%	186.1	53.65%	24.0	23.06%
	红日药业	64.9	29.70%	5.7	42.50%	76.7	18.20%	6.9	19.90%	66.5	-13.30%	6.2	-9.20%	49.2	0.45%	5.1	8.22%
	神威药业	26.6	-1.90%	3	-41.40%	32.2	21.40%	5.6	88.70%	39.5	22.60%	7.2	29.80%				
中药OTC	华润三九	136.37	-7%	153.2	12%	180.79	18%	63.52	51%	15.97	-24%	20.47	28%	186.1	54%	24.0	23.06%
	东阿阿胶	34.09	15%	38.49	13%	40.42	5%	10.69	20%	0.43	-110%	4.4	923%	34.3	13%	7.8	52.79%
	同仁堂	128.26	-3%	146.03	14%	153.72	5%	51.43	30%	10.31	5%	12.27	19%	137.2	26%	13.9	38.67%
	片仔癀	65.11	14%	80.22	23%	86.94	8%	26.3	12%	16.72	22%	24.31	45%	76.0	15%	24.0	17.16%
	健民集团	24.56	10%	32.78	33%	36.41	11%	10.13	10%	1.48	63%	3.25	120%	31.2	12%	4.2	27.29%
	太极集团	112.08	-4%	121.49	8%	140.51	16%	44.27	26%	0.66	-193%	-5.23	-892%	121.8	16%	7.6	204.58%
	云南白药	327.43	10%	363.74	11%	364.88	0%	105.13	11%	55.16	32%	28.04	-49%	296.9	10%	41.2	78.90%

2.7. 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。

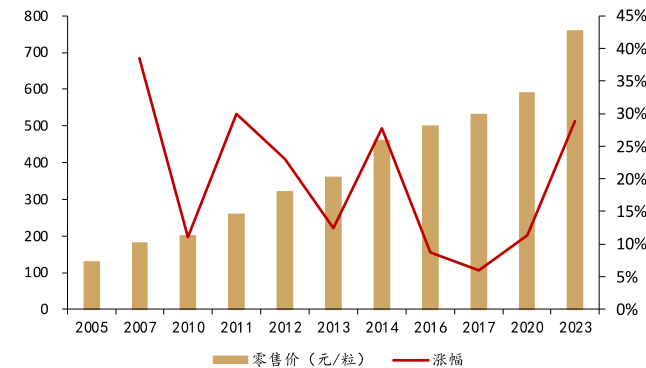
表：部分中药上市公司品种医保报销限制调整梳理

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
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

2.7. 中药行业——品牌OTC有望量价齐升

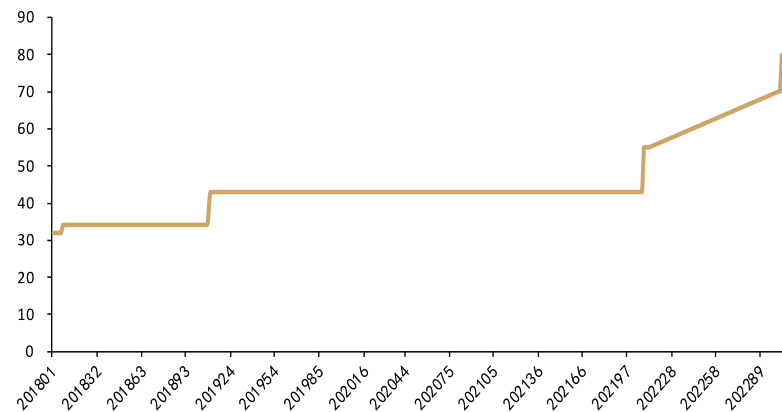
品牌OTC往往具有较强的品牌、渠道壁垒，消费者的粘性更强，因此具有较强的产品提价权。2023年5月6日，片仔癀锭剂国内市场零售价格将从590元/粒上调到760元/粒，价格涨幅达到28.8%，同时供应价格相应上调约170元/粒，海外市场供应价格相应上调约35美元/粒。有效对冲主要原材料天然牛黄、天然麝香价格上涨压力，有望驱动公司业绩较强增长。

图：片仔癀零售价变化（元/粒）

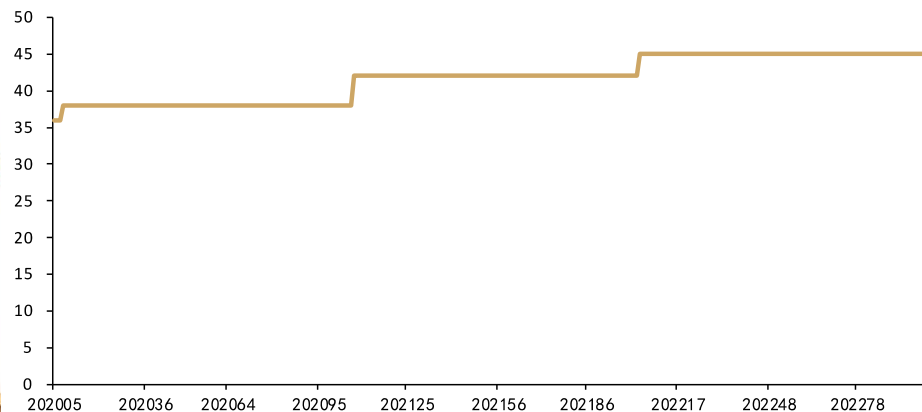


数据来源：公司公告，华西证券研究所

图：天然牛黄价格（万元/kg）



图：天然麝香价格（万元/kg）

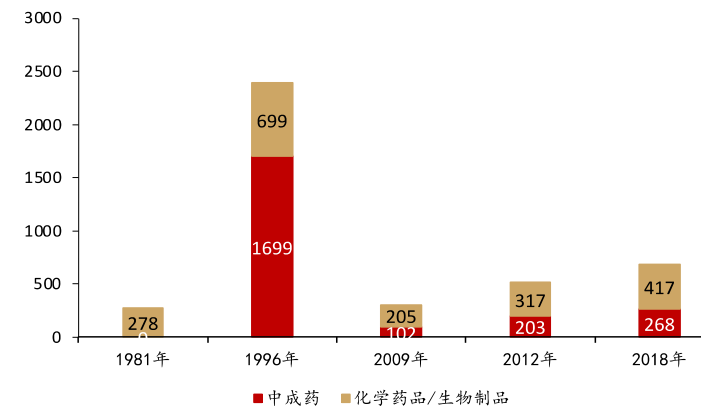


数据来源：药通社，中药材天地网，华西证券研究所

2.7. 中药行业——中药基药目录有望扩容

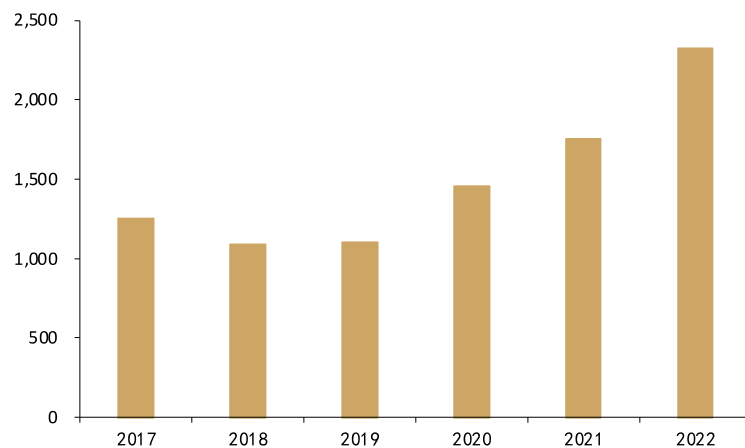
- 政策端：基药品种使用纳入考核。**根据过往基药目录调整情况，每次基药目录约纳入品种数量为200-300个，其中中成药品种数量为100-200个。《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临床上优先使用基药。政策持续推动下，基药品种有望迎来快速放量。
- 企业端：独家品种纳入基药后有望快速放量。**佐力药业的乌灵胶囊为独家品种，在2018年纳入基药目录后，公司持续加强学术建设，乌灵胶囊销量及销售额实现快速放量。

图：历年基药目录品种数量

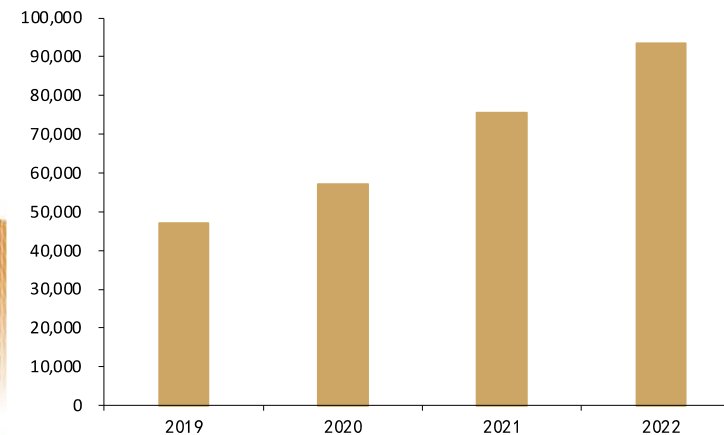


数据来源：国家卫健委，华西证券研究所

图：佐力药业乌灵胶囊销量（盒）（折合36粒）



图：乌灵胶囊销售额（万元）（折合36粒）



2.7. 中药——中药基药目录有望扩容

- 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在进入基药目录后实现**较强增长**。受益标的：以岭药业、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
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、消痔丸
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、

2.7. 中药——国企改革推动企业经营走向高质量发展

- 2023年，国资委对央企经营考核指标进一步优化，具体体现为利润总额、净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率的“一利五率”。在国企改革考核全面优化下，国有企业逐步走向高质量发展。
- 股权激励锁定未来业绩增长。**多个国有企业陆续出台股权激励方案，未来三年业绩增长更加具有确定性。从已出台股权激励方案的企业来看，除了考核收入/利润外，也针对企业自身经营状况考核研发投入、ROE、净利润现金含量等指标，符合国资委对国有企业考核指标，有望带动未来经营质量逐步提高。受益标的：太极集团、华润三九、昆药集团、达仁堂、康恩贝、同仁堂、东阿阿胶等。

图：部分国企股权激励考核指标

企业名称	激励考核指标
华润三九	1. 以 2020 年业绩为基数，2022-2024 每年归母扣非净利 CAGR 不低于 10%，且不低于同行业平均或对标企业 75 分位水平；2. 2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平3. 2022-2024 总资产周转率分别不低于 0.69/0.70/0.72。
江中药业	1. 2022-2024 年投入资本回报率分别不低于 12.74%/12.75%/12.76%，且不低于对标企业 75 分为水平或同行业平均值；2. 较 2020 年，2022-2024 年归母净利润 CAGR 不低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值； 3. 2022-2024 年研发投入强度分别不低于 2.96%/2.98%/3.00%。
达仁堂	1. 以 2018 年业绩为基数，2020-2022 年每股收益分别不低于 0.8/0.86/0.92 元且不低于同行业对标企业 75 分位水平；2. 2020-2022 年净利润增长率分别不低于 9.7%/17.9%/27.1%，且不低于同行业对标企业 75 分位水平；3. 2020-2022 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 92%。
金陵药业	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于 86%/97%/109%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平，2、以2020年业绩为基数，2022 -2024年加权平均净资产收益率增长率不低于 76%/82%/87%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平，3、以 2020 年研发费用为基数，2022 -2024年研发费用增长率不低于 70%/120%/186%。
康恩贝	、以 2021 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于200%/240%/280%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值。2、以 2021 年业绩为基数，2022-2024 年度加权平均净资产收益率不低于 6.5%/7%/7.5%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值。3、以 2021 年业绩为基数，2022-2024 年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于4.5%/ 5%/5.5%。4、年度净利润现金含量不低于 105%。
昆药集团	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于 10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2022 -2024年现金分红比例不低于30%/30%/33%
千金药业	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年营业收入增长率不低于30%/50%/75%；2、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年加权平均净资产收益率不低于12%；3、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年研发费用增长率不低于20%/35%/50%
中恒集团	1、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年经济增加值增长率不低于21%/33%/46%；2、以 2020 年业绩为基数，2022 -2024年净利润增长率不低于16.6%/26%/36%，且不低于同行业净利润平均水平或对标企业净利润75分位值；3、现金分红比例不低于30%

数据来源：wind，华西证券研究所

2.7. 中药行业——中药行业高股息代表公司

中药行业上市公司业绩增长较为稳健，且通常具有较为稳定的现金流，现金分红比例整体处在较高水平。从估值水平来看，部分高股息率中药上市公司估值较低，拥有低估值+高股息的双重属性。

表：中药高股息代表公司梳理

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股息率	归母净利润			PE	
				2022A	2023E	2024E	2023PE	2024PE
600750.SH	江中药业	122.93	6.40%	5.96	6.96	8.22	17.67	14.95
603858.SH	步长制药	169.00	6.28%	-15.30				
002275.SZ	桂林三金	74.80	5.50%	3.30	4.73	5.79	15.81	12.91
002412.SZ	汉森制药	29.24	5.16%	1.68				
600211.SH	西藏药业	102.32	4.72%	3.70	10.61	12.99	9.65	7.88
000989.SZ	九芝堂	74.04	4.62%	3.59	4.36	5.45	16.99	13.59
301331.SZ	恩威医药	25.40	4.42%	0.68				
002737.SZ	葵花药业	142.03	4.11%	8.67	12.02	12.45	11.82	11.41
600329.SH	达仁堂	228.20	3.78%	8.62	10.79	13.10	21.15	17.42
600479.SH	千金药业	41.18	3.65%	3.04				
600285.SH	羚锐制药	93.01	3.64%	4.65	5.49	6.56	16.95	14.18
603998.SH	方盛制药	43.23	3.57%	2.86	1.71	2.28	25.28	18.98
300519.SZ	新光药业	22.69	3.53%	1.09				
600572.SH	康恩贝	111.03	3.47%	3.58	6.99	8.70	15.88	12.76
000650.SZ	仁和药业	83.02	3.37%	5.74				
000538.SZ	云南白药	850.10	3.19%	30.01	45.73	50.38	18.59	16.87
300181.SZ	佐力药业	71.33	2.95%	2.73	3.81	4.93	18.73	14.47
600566.SH	济川药业	280.60	2.89%	21.71	25.00	27.91	11.23	10.06
600332.SH	白云山	436.69	2.73%	39.67	43.67	48.30	10.00	9.04
002728.SZ	特一药业	57.55	2.59%	1.78	2.53	2.85	22.75	20.19
000423.SZ	东阿阿胶	314.90	2.41%	7.80	10.55	12.76	29.86	24.68
002603.SZ	以岭药业	361.21	2.31%	23.62	21.05	24.08	17.16	15.00
600535.SH	天士力	224.06	2.20%	-2.57	10.85	12.62	20.66	17.75
002082.SZ	万邦德	33.73	2.18%	0.94				
000623.SZ	吉林敖东	160.66	2.10%	17.81	20.13	22.91	7.98	7.01
002287.SZ	奇正藏药	101.58	2.04%	4.72				
000999.SZ	华润三九	495.77	1.99%	24.49	29.76	34.30	16.66	14.46

数据来源：wind一致预测，华西证券研究所

细分板块回顾与受益标的

2.7. 中药行业——以岭药业

- 莲花清瘟保持市场优势，心脑血管产品稳步恢复，二线专利中药贡献增量

- 23H1公司呼吸类药物收入30.88亿元（yoy+21%），毛利率68.2%（+0.2pct），其中莲花清瘟占比较高，预计社会库存持续消化中，秋冬季流感季到来有望催化需求；根据公司2022年报，未来会将呼吸系统打造成第二产品集群，玉屏通窍片和小儿莲花清感颗粒均进入III期临床研究，呼吸系统类在研品种已形成包含上下呼吸道、覆盖小儿成人等10余个品种集群，公司预计到2027年有望完成呼吸系统中药创新药研发并申报新药4-5个，有望持续推动公司业绩快速增长。

- 23H1心脑血管药物收入25.11亿元（yoy+11%），毛利率60.5%（-4.4pct），通参芪市占率稳步提升；其他专利中药产品收入2.77亿元（yoy+46%），毛利率64.7%（+7.6pct）；其他主营业务收入9.12亿元（yoy+69%），毛利率42.2%（+16.0pct）；

- 中药创新药研发持续推进，临床储备品种丰富

- 公司快速布局精神类疾病用药，已获批上市益肾养心安神片和解郁除烦胶囊2个新品并于23年列入医保目录，23年开始贡献收入。根据2022年报，公司目前已上市13个中药创新药产品，现有研发管线覆盖在研中药创新药品种40余个，涉及临床12个系统疾病，我们预计每年有望上市1-2个中药1类新药，为公司未来业绩增长带来可持续驱动力。公司持续加大中药配方颗粒研发投入，目前已完成239个国标中药配方颗粒备案，267个河北省备案，在27个省开展跨省备案8500余条，包含国标品种5400余条，省标品种3100余条；在全国17个省实现300个品种以上跨省备案，部分省市实现400个+。

- 盈利预测

- 维持盈利预测，预计公司2023-2024年营收分别为107、120、133亿元，对应增速分别为-15%、12%、11%；归母净利润为20.7、23.4、26.4亿元，对应增速分别为-12.5%、13.4%、12.7%，EPS分别为1.24、1.4和1.58元。对应2024年2月20日收盘价21.31元/股，PE为17X/15X/13X。维持“增持”评级。

- 风险提示

- 莲花清瘟增速放缓和集采降价风险；心脑血管大品种增速放缓风险；公司新产品市场推广不及预期风险；产品研发进度不及预期的风险；

2.7. 中药行业——亚宝药业

• 财务指标改善明显，盈利能力持续提升

- 公司23年Q1-3公司实现营业收入21.99亿元（+11.49%），归母净利润2.14亿元（+100.11%），扣非后归母净利润1.96亿元（+102.78%）；其中2023年Q3实现营业收入6.67亿元（-1.79%），归母净利润0.46亿元（+610.38%），扣非后归母净利润0.37亿元（+854.5%）。公司2023年Q1-3毛利率为56.86%（同比+0.75pct），净利率为9.66%（+4.22pct）。公司前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为32.32%/9.03%/0.17%，同比分别-1.09pct/-0.79pct/-0.27pct，期间费用率改善明显。此外，公司前三季度研发费用率为0.17%，同比下降0.27pct。

• 持续聚焦儿科优势业务，产品结构有望持续优化

- 公司持续聚焦儿科优势业务。公司坚持“儿科第一”战略，围绕“营销之年，产品之年，成本之年”的经营方针，聚焦“丁桂儿脐贴、薏芽健脾凝胶、儿童清咽解热口服液”三大核心产品。公司儿科业务营业收入由2018年的4.99亿元增长至2022年的6.10亿元，占营业收入比重由2018年的17.12%提升至2022年的22.43%。展望2023年全年，我们认为公司儿科业务整体有望保持在20%以上，占公司营业收入比重有望持续提升，公司产品结构有望持续优化。

• 盈利预测投资建议

- 维持此前盈利预测，预计公司在2023/2024/2025年分别实现营业收入32.22/37.77/43.97亿元，同比增长18.6%/17.2%/16.4%，归母净利润2.82/3.67/4.59亿元，同比增长169.8%/29.8%/25.2%，对应2024年02月21日收盘价6.12元/股，EPS分别为0.33/0.42/0.53元，PE分别18.7/14.41/11.50倍，维持“买入”评级。

• 风险提示

- 中医药行业政策不及预期风险、市场竞争加剧风险、儿科类产品推广不及预期、研发项目进展不及预期。

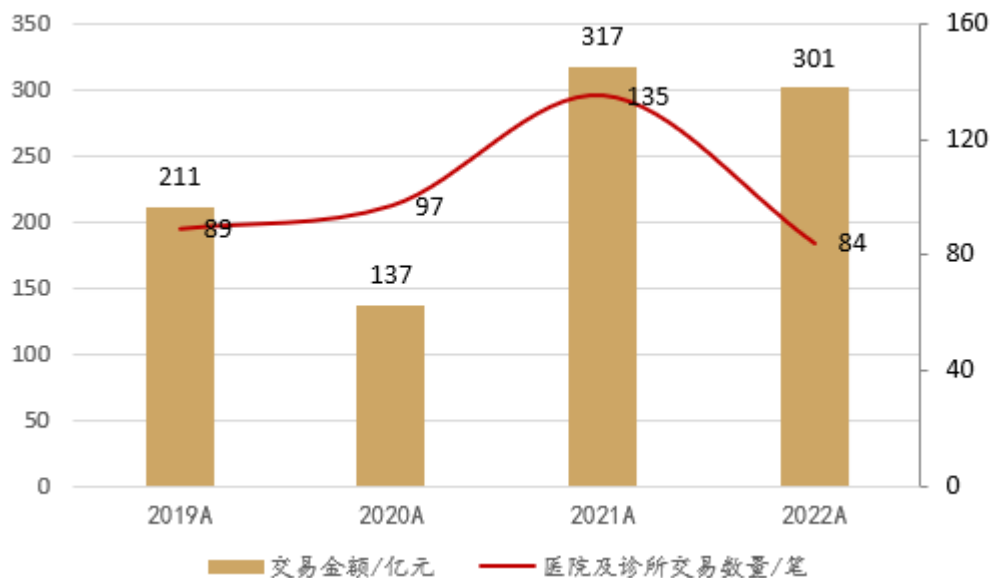
2.8. 医疗服务行业——整体投资放缓，眼科、口腔、康复、肿瘤等仍是热门赛道

2023年医疗秩序恢复、供给效率提升、供给内容更加丰富。同时医疗服务也面临监管趋严、投资放缓等形势；2023年以来，几家头部医疗服务上市公司有重要收购交易落地，行业集中度有望逐步提升

总体交易趋势：疫情反复与经济环境的影响下，投资热度较去年回落，与2019年水平相当；2022年医院及诊所板块交易数量下降明显，从135笔交易下降约38%至84笔，交易金额同比下降约5%至301亿元。

交易活跃度主要驱动因素：医疗服务规模化和连锁化、消费医疗连锁机构上市，提振投资者信心、疫情下医疗机构经营承压、政策提升数字医疗发展确定性；

2019-2022年医院及诊所交易数量&披露金额



资料来源：普华永道，华西证券研究所

表：2023年医疗服务上市公司部分并购案例

公司名称	收购标的情况	收入体量/亿元	估值水平
爱尔眼科	绍兴爱尔等14家+海南爱尔等19家+唐山爱尔等7家眼科医院	3.2+5.2+1.9	1.8-2.7PS
海吉亚	宜兴海吉亚、西安长安医院	1.7+6.9	1.7PS; 2.4PS
普瑞眼科	东莞光明眼科医院	1.8	3.1PS
华润医疗	辽宁华润健康+深圳华润健康、江能标的集团	31.7+7.1	1.4PS; 0.99PS
三星医疗	泉州明州等5家康复医院	2.9	2.0PS

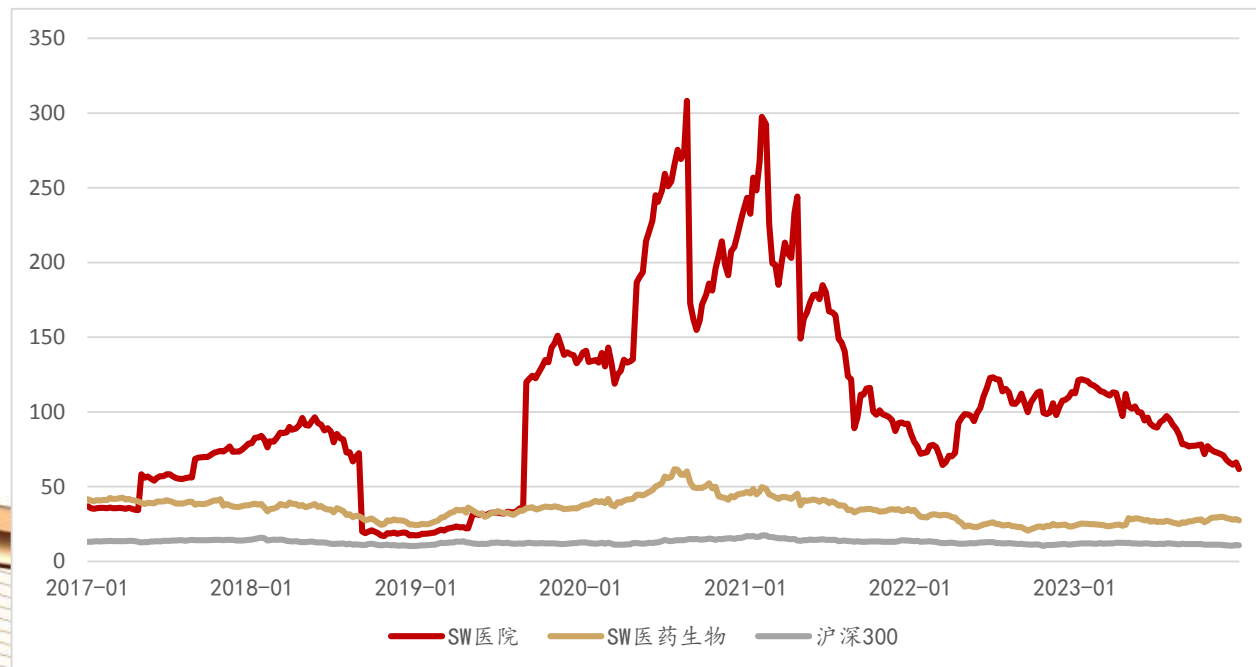
资料来源：上市公司公告，华西证券研究所

2.8. 医疗服务行业——SW医院指数估值持续下修，存在业绩拉动估值回升机会

2023Q2以来，SW医院指数估值持续下修，板块核心标的有较为充分的回调，从估值角度看绝大部分标的处于底部状态。我们分析跟消费复苏一定程度承压有关，同时跟资金面有关。

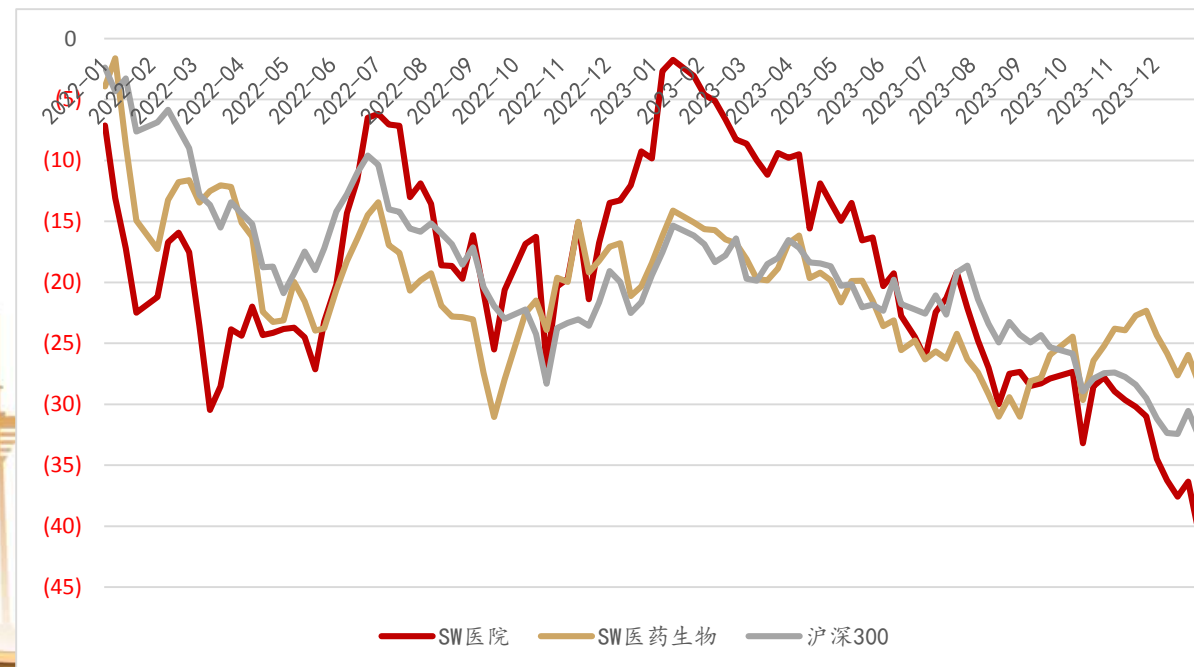
展望24年，反腐+药耗集采，有利于净化医疗市场环境，利好医师资源外流至民营医疗体系，我们认为医疗服务商业模式优越，持续的单店增长和持续外延收购有望维持稳健的业绩增长；龙头凭借规模效应、先发优势和品牌力有望持续提升份额，通过发掘新的需求和丰富产品组合不断提高行业天花板。

图：2017年初至今SW医院板块估值水平（PE_TTM，整体法）



资料来源：wind，华西证券研究所

图：2022年初至今SW医院板块指数涨跌幅



资料来源：wind，华西证券研究所

细分板块回顾与受益标的

2.8. 医疗服务——2023Q1-Q3医疗服务整体业绩回弹迅速，眼科、肿瘤、中药等专科表现亮眼

- 2023Q1随着疫情不利因素逐步消除，医疗服务刚需和消费需求均得到充分释放，诊疗和手术量恢复带动板块盈利快速攀升，眼科板块23Q1-Q3净利润同比增速可达35%+，未来增速有望继续保持较快水平，行业整体存在业绩拉动估值回升机会；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、三星医疗；受益标的：美年健康、国际医学、固生堂等。

表：医疗服务核心上市公司业绩（亿元）及增速（20240105更新）

市场	股票	2023Q1-Q3				市值	具体布局
		营业收入	YOY	归母净利润	YOY		
A股标的	爱尔眼科	160.5	23.0%	31.8	35.0%	1346	截至2023H1，拥有境内医院229家（新增14家），门诊部168家（新增20家）；海外在美国、欧洲和东南亚布局124家眼科中心及诊所；同时产业并购基金所属医疗机构300家+。
	普瑞眼科	21.7	51.2%	3.2	237.5%	116	截至2023H1，已开设27家连锁眼科专科医院（新增3家）
	何氏眼科	9.4	22.4%	1.0	51.2%	46	截至2023H1，拥有三级（3家）、二级、初级眼保健服务机构合计111家
	通策医疗	21.8	2.1%	5.1	-0.7%	218	截至2023H1，74家医疗机构，其中蒲公英分院40家
	三星医疗	83.4	20.8%	14.9	112.3%	299	2022H1公司医疗服务板块实现收入12.75亿元（yoy+45.3%，占比23%），实现净利润1.14亿元，yoy+47.78%，净利率8.9%。目前体内有25家医院，其中19家康复专科医院，床位数7300张，体外并购基金仍有多家康复医院；
	国际医学	33.4	74.7%	-2.2	73.1%	180	高新医院、中心医院合计床位达上万张
H股标的	海吉亚医疗	17.6	15.3%	3.3	49.0%	214	截至2023H1，经营13家以肿瘤科为核心的医院
	固生堂	9.9	40.3%	0.9	67.2%	116	截至2023H1，全国经营53家门店（新增4家）
	锦欣生殖	13.3	17.2%	2.2	17.6%	81	截至2023H1，经营10家医院
	朝聚眼科	6.9	30.0%	1.5	45.4%	30	截至2023H1，经营26家眼科医院和27家视光中心
	瑞尔集团	7.7	-8.3%	-0.9	-81.1%	39	截至2023Q3，合计经营10家医院和113家口腔诊所（50家瑞尔+63家瑞泰）。

2.8. 医疗服务行业——爱尔眼科

眼科医疗量价齐升空间巨大，民营眼科医疗大有可为

2019年眼科医疗市场规模1037亿元，CAGR=19.6%，其中民营眼科医疗市场约401.6亿元（占比38.7%）；2021年爱尔全国市占率约11.2%，在民营市场占比仅28.0%。民营眼科医院因具备医师吸引力、资本、扩张动力和运营效率多重优势而发展迅猛，未来市占率有望持续扩大；随着眼科资源下沉和视光、屈光等业务渗透率持续提升、消费升级带来量价同步增长，未来十年眼科市场有望继续保持15-20%增长（根据第三方沙利文机构预测）；

公司是全球眼科医疗领导者，持续盈利性和成长性突出，公司成长天花板仍未到达

截至2022年底，公司境内实现收入141.7亿元（yoy+6.7%）；境内医院达215家（+41家），门诊部148家（+30家）。境外实现收入19.4亿元（yoy+13.1%），境外拥有机构118家。同时产业并购基金所属医疗机构335家。营收、医院数、门诊量和手术量均全球第一，并遥遥领先。近10年营收CAGR高达27.6%。老店内生依旧保持相对快速增长且未来可持续，2021年国内内生增长达23.8%；国内非前十大医院保持两位数收入增速，利润持续改善。2022年非前十大医院收入合计110亿元（+10%），归母净利润15.9亿元（+17%）；前十大医院合计收入31.4亿元（-3%），归母净利润7.3亿元（-5%），收入占比持续下降至19.5%。

优秀管理结构和创新的并购基金模式是公司持续快速成长的基石

管理激励机制到位：公司创业团队持股集中，利益与股东高度一致；多层次、广覆盖的员工持股充分激发了核心骨干的工作积极性。公司自2014年起分别实施4次股权激励计划，均超额完成，2021年股权激励计划要求2021-2025年相对2020年净利润增长不低于20%/40%/60%/80%/100%，有望推动公司业绩快速持续增长；

商业模式：并购基金、分级连锁模式大幅提升公司扩张速度和投资效率。地市级医院目前有几家已突破2亿收入体量，未来仍有较大成长空间。公司人才、技术、品牌领先优势明显，连锁扩张可复制性强，“省会+地级”医院进入收获期。自2022年底以来公司分4次收购体外眼科医院26/14/19/7家，为后续增长提供动力；

“视光中心+县级医院”开拓新蓝海市场：从布局上看，公司不断向地级市、县级市拓展渠道，充分挖掘基层的庞大消费市场。同时视光矫正需求巨大，根据招股书数据，预计2025年医学视光市场规模超500亿。眼视光业务（近视防控目前已纳入政府考核项目）、干眼症诊治是公司未来的重要成长点。

业绩预测及投资建议

公司内生+外延积极发力，持续深挖近视防控治疗、干眼症、屈光等多元化项目，满足全民全生命周期全眼科需求，龙头地位不可撼动。维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为202.1、250.2、306.9亿元，对应增速分别为25.5%、23.8%、22.7%；归母净利润为34.9、45.0、56.1亿元，对应增速分别为38.2%、29.1%、25.0%，EPS分别为0.37、0.48和0.60元，对应2024年2月20日14.17元/股收盘价，PE分别为39/30/23X；维持“买入”评级。

风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

2.8. 医疗服务行业——普瑞眼科

全国连锁化+同城一体化，医院扩张稳步推进

公司主打聚焦直辖市与省会等中心城市的优质市场，截至2022年，公司已运营24家连锁眼科专科医院，覆盖全国所有直辖市及10余个省会城市。2022年在昆明、合肥、南昌、广州和南宁新开诊5家医院，过去三年内新开诊医院将成为未来公司新的内生增长动力。

22年疫情扰动+新开业医院短暂影响盈利，长期规模效应逻辑有望兑现，消费医疗业务有望持续维持高增长态势

2022年营收17.26亿元（yoy+0.91%），归母净利润0.21亿元（-78.09%），扣非归母净利润0.19亿元（-78.36%），扣非净利润率1.10%；Q4单季度营收2.93亿元（yoy-17.00%），归母净利润-0.73亿元（yoy-200.49%），扣非归母净利润-0.72亿元。系疫情影响多地医院多次限流或停诊，影响患者就医；

屈光：22年实现收入9.71亿元（yoy+11.29%），已成公司收入贡献最大业务项目；公司为打造屈光优势项目，实现全球主流屈光手术术式全覆盖，投入资金持续配置高精尖手术设备，叠加屈光手术市场渗透率逐步扩大，预计未来保持快速增长趋势。

视光：22年实现收入2.60亿元（yoy-5.83%），依托总部儿童眼病与视光事业部，视光业务为公司未来重点发展方向之一，并从美国引进陆燕博士担任技术总监。公司全面推广第五代全数字化和智能化角膜塑形镜验配技术，有望带来业绩复苏。

白内障：22年实现收入2.49亿元（yoy-13.04%），系疫情影响患者正常诊疗；公司推广多功能人工晶状体及高端手术方式，并已从复明性白内障手术转型为高端趋光性白内障手术，随着人口老龄化程度加深，白内障市场需求扩大，叠加疫情影响基本消除，未来有望重回快速增长。

综合眼病：22年实现收入2.33亿元（yoy-12.65%），受疫情影响较大。

业绩预测及投资建议

2022年公司在昆明、合肥、南昌、广州和南宁新开诊5家医院，过去三年内新开诊医院将成为未来公司内生增长主要动力。维持盈利预测，预计2023-2025年实现收入分别为28.0、36.0、45.1亿元，同比增长62%、29%、25%；实现归母净利润3.4、3.6、4.6亿元，同比增长1556%、5.6%、29%；EPS为2.3、2.4、3.1元，对应2024年2月20日62.89元/股收盘价，PE分别为28/26/20X。维持“增持”评级。

风险提示

扩张速度低于预期；医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

2.8. 医疗服务行业——三星医疗

康复医疗快速复制，医疗发展战略清晰

立足于江浙地区，公司纵深推进华东、华中等地区重点城市覆盖、重点布局区域标杆康复医院，打造康复医疗服务连锁体系，预计未来3-5年是公司扩张康复服务规模的快速发展时期。在2015年收购明州医院，正式进入到医疗服务行业，并差异化选择康复医疗发展道路，通过新建、投资并购等模式，加速全国布局。2022年医疗服务收入20.65亿元（yoy+50.74%），毛利率达26.7%（+5.98pct）。截止23H1，公司旗下医院共计25家（康复医院19家），床位数7300张；上半年新增医院7家（包括收购湖州浙北明州、余姚明州、嘉兴明州、衢州明州、泉州明州5家医院100%股权，及自建苏州明州、金华明州共2家），新增床位数约2000张，公司特色高压氧舱设备22台，最多可容纳约400人同时使用。康复连锁模式走通后高速发展，预计新增医院将持续驱动收入增长。根据公告，公司层面设置股权激励考核要求：2022-2024年医疗服务营业收入不低于18.19/22.38/27.98亿元，且每年新增项目医院数量不低于10家（收购、自建各5家）。其中公司2022年超预期完成股权激励目标；我们预计2024年医疗业务利润可达3亿元+。

智能配用电业务稳健增长，加快全球化布局，推动配电业务出海

公司是智能电表行业的头部企业，在历年国家电网电能表和用电信息采集招标中，公司的中标份额稳固在前三，中标金额占比由2018年的3.99%提升至2021年的4.66%。2022年收入68.09亿元（yoy+26.50%），其中国外实现收入16.40亿元，占比24%（yoy+29.88%）。截至2023H1，公司累计在手订单118.46亿元（yoy+37.0%），国内累计在手订单74.18亿元（yoy+26.42%），海外累计在手订单44.28亿元（yoy+59.18%）；在手订单充足，24年收入确认仍有强劲保障。根据公告，公司层面设置股权激励考核要求：2022-2024年扣非净利润不低于5.9/7.7/10.0亿元。

业绩预测及投资建议

公司康复医院占比逐渐增加，毛利率有所提升，电表业务净利率表现优异；维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收分别为110、133、158亿元，对应增速分别为20%、22%、18%；归母净利润为17.2、20.2、23.7亿元，对应增速分别为81%、17%、17%，对应EPS为1.22/1.43/1.68元，对应2024年2月20日23.85元/股收盘价，PE分别为20/17/14X；维持“增持”评级。

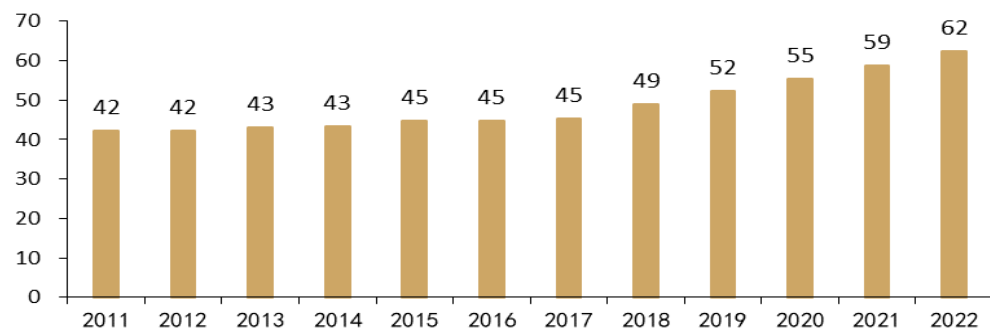
风险提示

管理提升不及预期风险、扩张不及预期风险、医疗事故风险。

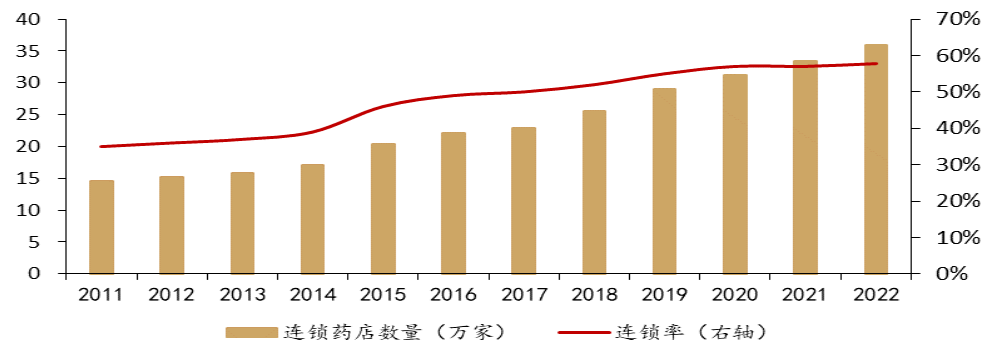
2.9. 零售药店——集中度提升长逻辑持续验证

- 零售药店行业市场集中度持续提升。2022年全国零售药店数量达到62.33万家，其中连锁药店数量为36万家，连锁率进一步提升至58%。从行业集中度来看，根据中国药店数据，2022年全国药品零售市场规模达到5015亿元，其中TOP10、TOP100连锁药店销售额分别为1550、2800亿元，市占率分别为31%、56%。

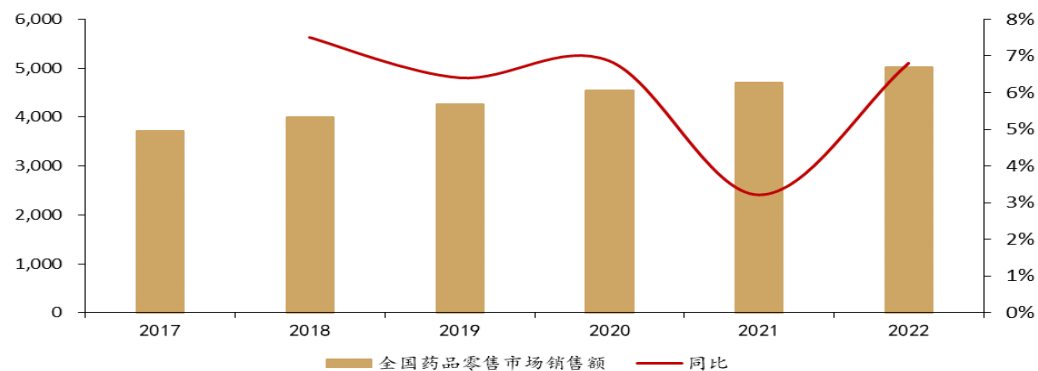
图：全国零售药店数量（万家）



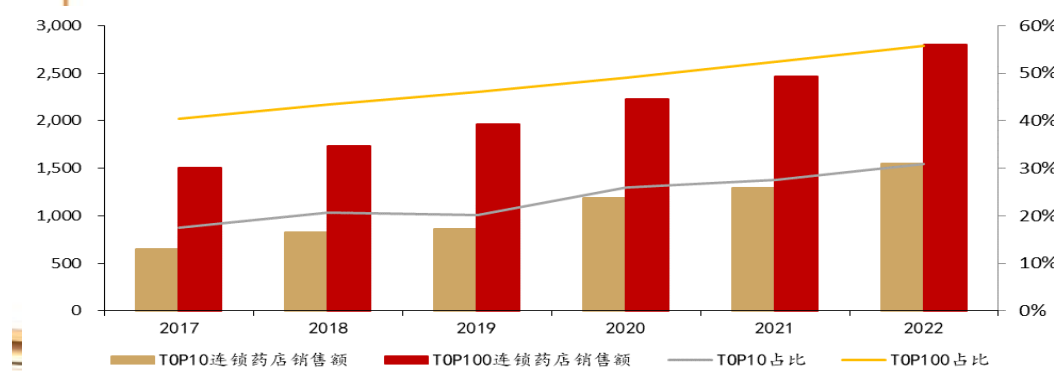
图：全国连锁药店数量及连锁率



图：全国药品零售市场销售额（亿元）



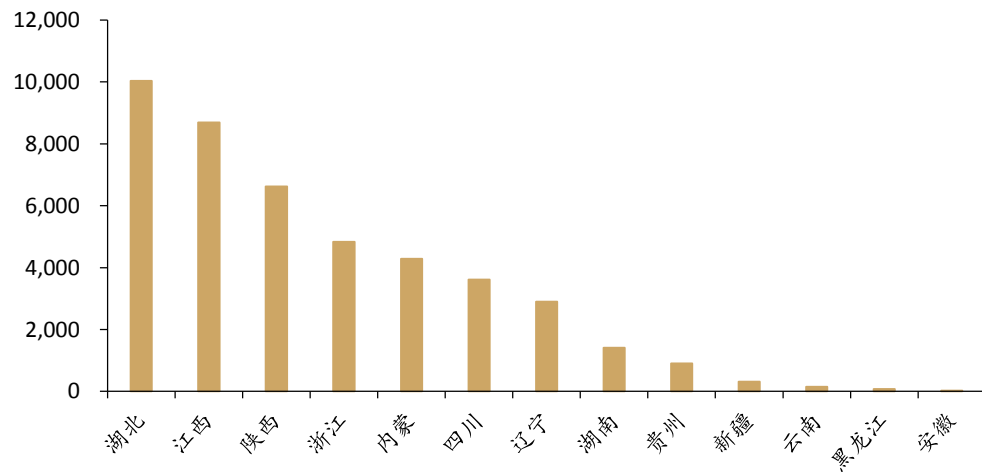
图：全国十强及百强连锁药店销售额（亿元）及市占率



2.9. 零售药店——门诊统筹持续落地有望持续贡献增量

- 各地区纳入门诊统筹的药店数量和进展有所差异，其中湖北省、江西省等省份纳入门诊统筹的药店数量较多。根据国家医保局，截至2023年8月，已有25个省份约14.14万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务，占全国48.4万家医保定点零售药店数量的比例为29%左右，累计结算1.74亿人次，结算医保基金69.4亿元。我们认为后续随着各地门诊统筹政策的持续推进，纳入门店统筹的药店数量预计持续增加，药店的门诊统筹报销额度有望持续增长，有望在2024年为药店持续贡献门诊统筹医保资金的支付增量。

图：各省纳入门诊统筹的药店数量（截止2023年6月）



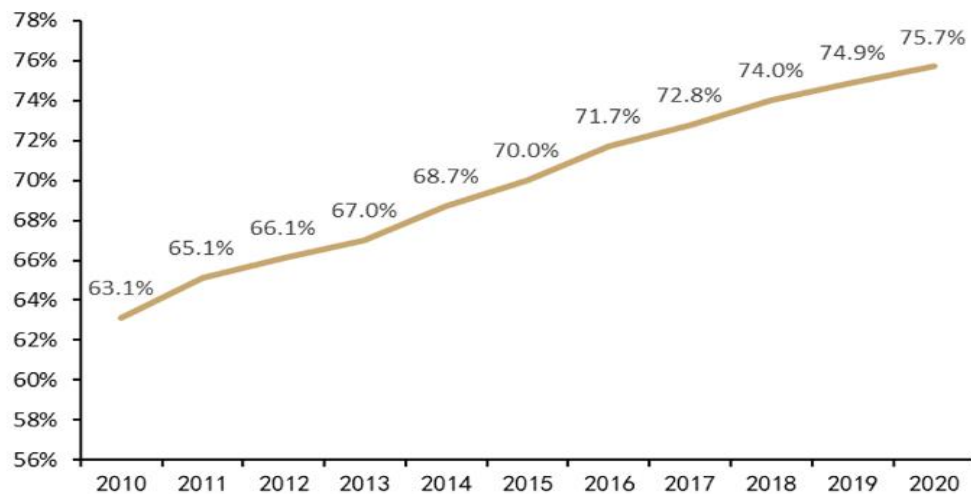
图：定点医疗机构门诊统筹服务报销情况（截止2023年8月）

	医疗机构	零售药店
定点医疗机构总数	59.4万家	48.4万家
已开通门诊统筹	32.09万家	114.14万家
占比	54%	29%
医保统筹基金结算	1240.24亿元	69.36亿元
结算人次	12.14亿人次	1.74亿人次

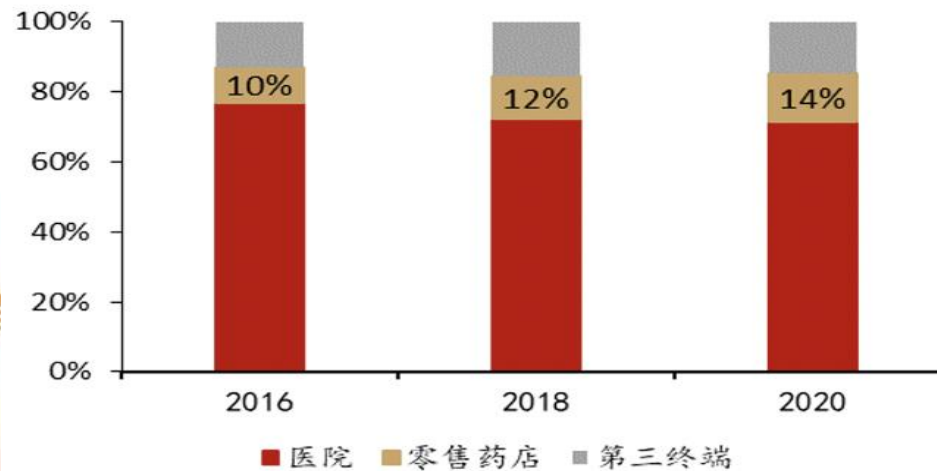
2.9. 零售药店——电子处方流转平台进入应用阶段，处方外流加速打开长期空间

- 电子处方流转平台进入应用阶段。**根据国家医保局发布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》，在2023年12月31日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，政策明确支持通过电子处方流转平台进一步推动院内处方流向药店等院外市场。根据国家医保局，截至7月18日，已有26个省份依托全国统一的医保信息平台，完成省级统一的医保电子处方中心上线应用，可实现全国跨省的电子处方流转互认及医保线上结算，接入定点医疗机构1.02万家、定点零售药店6.63万家。在2023年11月1日，云南省首张医保“双通道”电子处方在云南省结算成功，11月11日，广东省提出全面推广电子处方流转全流程便民服务应用。
- 根据中国药店，2020年我国处方药市场销售渠道中，零售药店占比仅为14%，而日本的处方外流率达75.7%，提升空间较大。未来随着门诊统筹政策的持续落地，电子处方流转平台的加速应用，处方外流有望迎来加速。

图：日本医药分业率逐年提高



图：处方药市场销售渠道占比情况

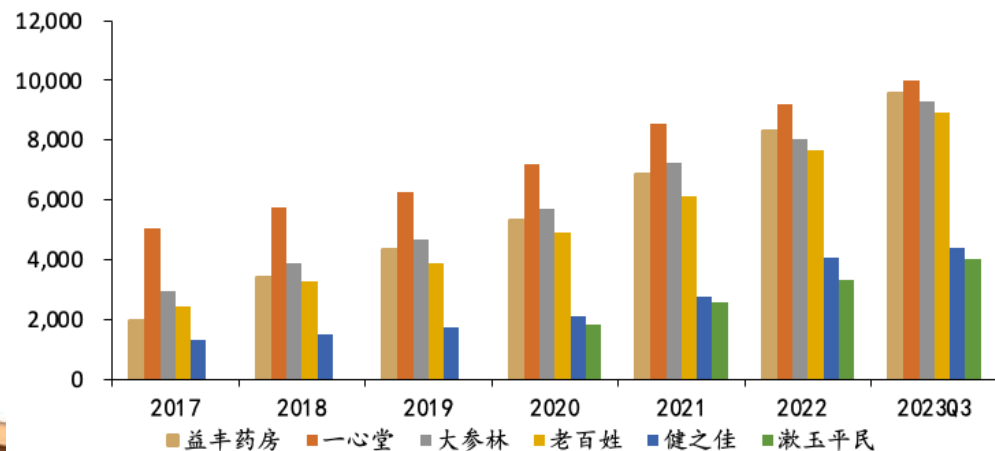


数据来源：《中国药店》，华西证券研究所

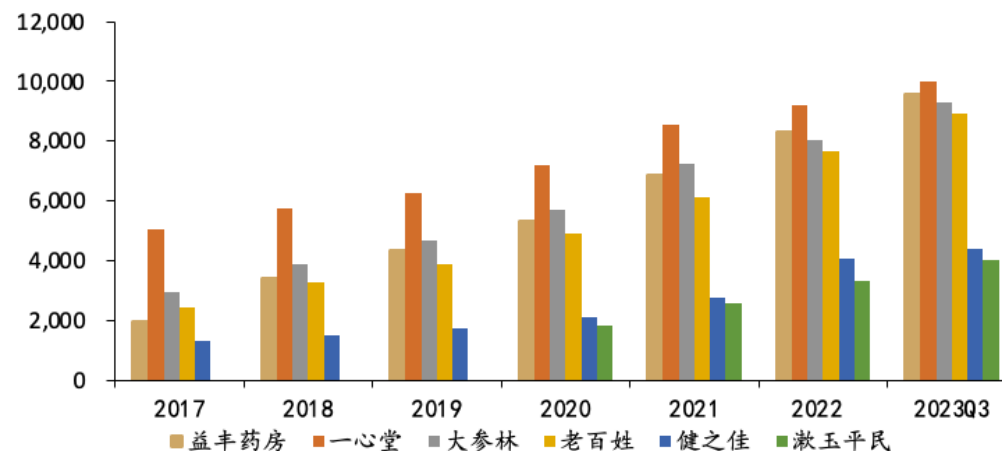
2.9. 零售药店——头部连锁药店门店增长保持在较高水平

- 门店增速有望保持在较高水平，外延扩张驱动长期业绩增长。益丰药房、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民2023年前三季度门店总数分别为12350、12993、13065、10008、4386、6778家，2023Q1-3门店数量分别净增2082、2982、2282、802、331、1322家，各上市公司门店增速有望保持在较高水平，带动业绩持续增长。

图：零售药店行业各上市公司直营门店数量（家）



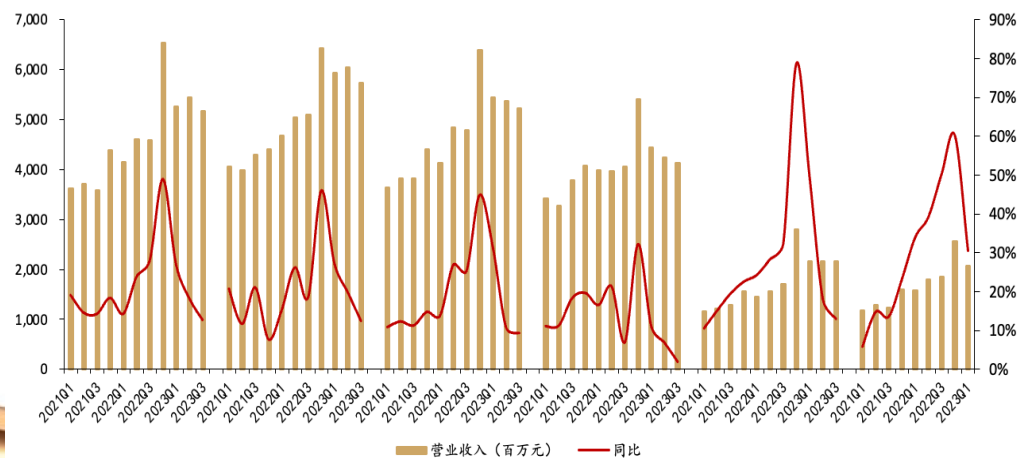
图：零售药店行业各上市公司门店总数（家）



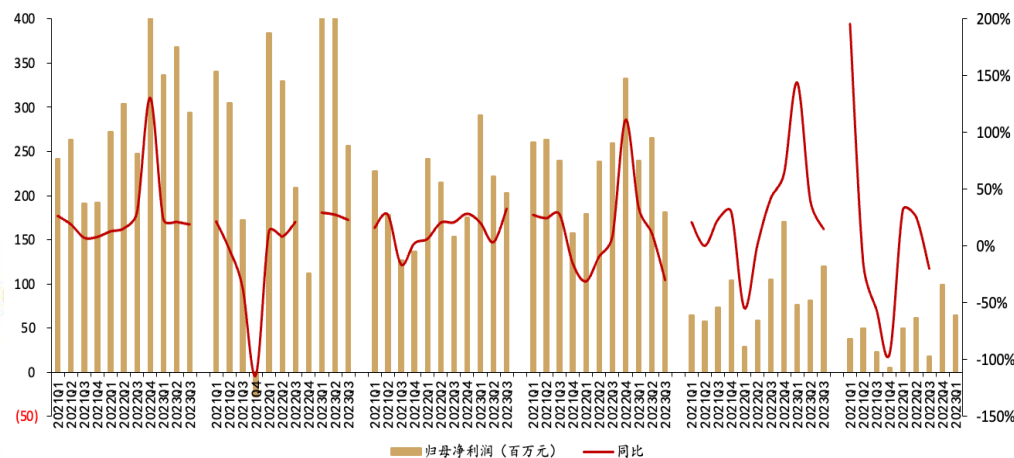
2.9. 零售药店——疫情扰动短期基数，展望全年有望逐季环比加速

- 零售药店板块2023年Q1受益于疫情，业绩实现较高增长，而二、三季度受到消费者手里药品库存消化、门诊统筹、个人医保账户改革、消费力下行等因素，与一季度相比业绩增速整体放缓。短期来看，2023年Q4和2024年Q1仍存在基数扰动，但随着门诊统筹政策持续落地后有望在2024年逐步贡献增量业绩，叠加头部连锁药店公司门店增速持续保持在较高水平，展望2024年全年有望逐季环比加速。

图：零售药店行业各上市公司季度营业收入



图：零售药店行业各上市公司季度归母净利润



数据来源：wind，华西证券研究所（从左至右依次为：益丰药房、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民）

2.10. 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

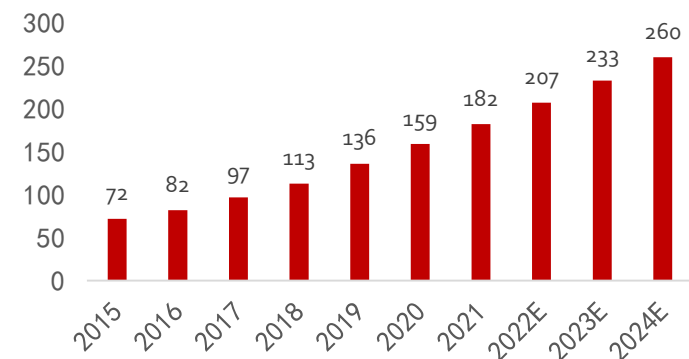
抗体、
 ADC、CGT

mRNA、重
 组、灭活疫
 苗

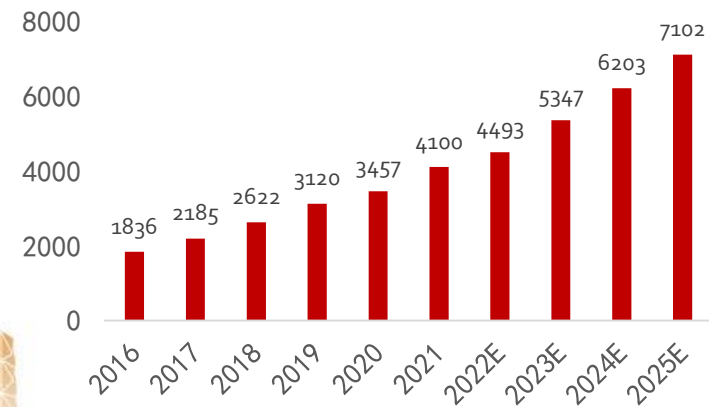
分子、生
 化、免疫诊
 断

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

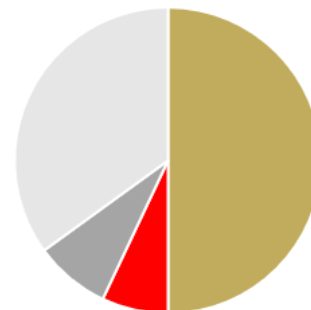


数据来源：国家统计局，Frost & Sullivan，华西证券研究所

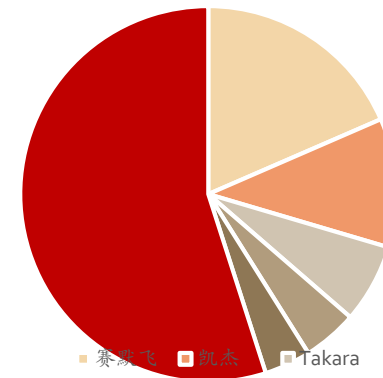
2.10. 科研服务——具备替代进口条件，国产替代正当时

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

- **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。



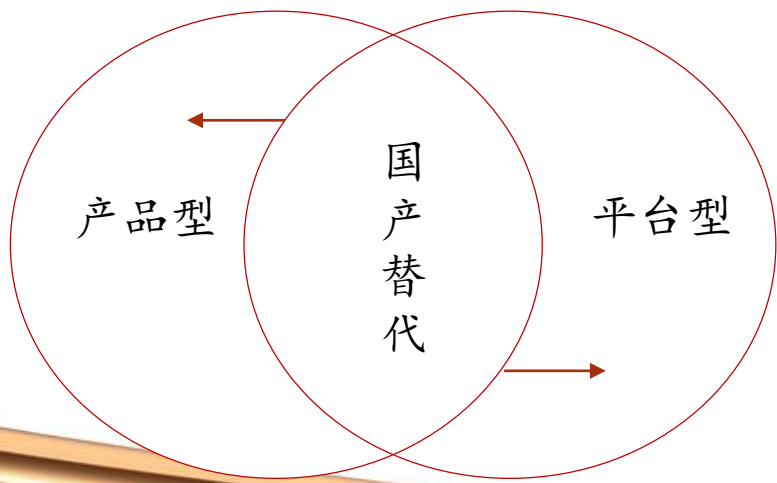
■ Cytiva (GE) ■ Tosoh ■ Bio-Rad ■ 其他



■ 赛默飞 ■ 凯杰 ■ Takara
■ BioRad ■ 诺唯赞 ■ 其他

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

细分板块回顾与受益标的

2.10. 科研服务公司——奥浦迈

- 剔除特殊原因后培养基业务延续高速增长，培养基服务项目数量呈现持续增长
- 公司23H1实现营业收入1.21亿元，同比下降17.36%，我们判断主要受国内外投融资环境趋冷以及培养基业务22H1因特殊原因高基数影响，即培养基业务和CDMO业务23H1收入分别同比下降13.19%和23.84%。展望未来，伴随着培养基业务覆盖管线继续丰富、以及CDMO业务产能瓶颈逐渐解决，我们判断未来几年公司将继续呈现高速增长。
- 剔除特殊原因后，培养基业务增速超过30%：培养基业务23H1实现收入0.77亿元，同比下降13.19%，若剔除22H1确认的IVD企业客户以及海外某重大客户因特殊原因采购培养基收入影响，培养基业务同比增长超过30%；截止2023年中报，公司培养基业务明确服务的管线有142个，相对2022年底增长27.93%，其中包括19个III期和2个商业化。展望未来，伴随服务的商业化管线逐渐增多以及海外客户持续拓展，我们判断培养基业务有望延续高速增长趋势。
- CDMO业务受国内投融资环境趋冷及产能限制等因素影响：公司CDMO业务23H1实现营业收入0.44亿元，同比下降23.84%，我们判断主要受到国内投融资环境趋冷影响以及目前产能受限等影响。公司23H1协助客户获得2个临床批件，展望未来伴随公司新产能逐渐投产，公司服务能力有望逐渐提升，也形成与培养基业务的协同作用。
- 业绩预测及投资建议
- 维持盈利预测：即预期23-25年营收为2.96/3.98/5.37亿元，对应EPS为0.82/1.09/1.47元，对应2024年02月20日41.08元/股的收盘价，PE分别为58/37/27倍，维持“增持”评级。
- 风险提示
- 行业竞争加剧风险；客户管线推进具有不确定性；核心技术人员流失风险；CDMO业务新产能释放不及预期。

2.10. 科研服务公司——药康生物

• 海外市场持续贡献业绩弹性，功能药效业务延续高速增长

• 公司23H1实现营业收入2.96亿元，同比增长18.17%，其中23Q2单季度实现营业收入1.56亿元，同比增长15.88%，我们判断收入端核心受到国内外投融资环境趋冷等因素影响。公司建立了全球最大的基因工程小鼠资源库，拥有小鼠品系超过21000种，近年来持续扩充人源化小鼠、无菌及悉生鼠、野生鼠、药筛鼠等一系列模型，满足多元化的客户需求。公司目前已在南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴（23年6月投入使用）建有生产设施，另外公司上海宝山基地、广东二期基地以及美国设施，有望陆续于23H2逐渐投入使用，进一步提升公司服务能力。展望未来，公司将继续在斑点鼠/人源化小鼠/免疫缺陷小鼠等领域持续构建护城河，以及叠加国内与国外市场的开拓，我们判断未来3~5年公司将继续呈现快速增长的趋势。

• 持续拓展海外客户，贡献业绩增量：公司23H1海外市场实现收入0.43亿元，同比增长72.41%，占收入比重为14.49%，延续高速增长的趋势。美国药康已完成设施租赁，最快有望年底投入使用，投入使用后将提升对海外客户的响应速度和服务能力，海外市场拓展有望进一步加速。

• 功能药效业务延续高速增长：分业务来看，公司商品化小鼠模型业务23H1实现收入1.72亿元，同比增长7.81%，我们判断核心受国内投融资环境趋冷等因素影响；功能药效业务23H1实现收入0.63亿元，同比增长35.62%，延续高速增长趋势；另外定制繁育业务、模型定制业务23H1分别实现收入0.38亿元和0.18亿元，分别同比增长21.70%和68.14%。

• 盈利能力呈现下降趋势，高研发投入增强中长期业绩确定性

• 公司2023H1毛利率和净利率分别为68.49%和26.22%，相对22年同期分别下降6.83 pct和6.39 pct，其中毛利率受上游采购成本、产品价格、折旧、公共卫生环境变化等因素影响有所下降；利润率核心受毛利率下降影响，另外公司持续加强研发投入，研发费用呈现上升趋势。公司2023H1研发投入为0.50亿元，同比增长30.68%，占营业收入比重达到17.05%，持续推进“斑点鼠计划”、“药筛鼠计划”、“无菌鼠及悉生鼠计划”、“野化鼠计划”等多个研发项目，预期23年将持续向市场推出丰富产品品类，构建公司业绩护城河、为未来业绩增长带来确定性。

• 业绩预测及投资建议

• 维持盈利预测：即我们预测2023-2025年营业收入为6.47/8.01/10.00亿元，对应EPS为0.42/0.53/0.65元，对应2024年02月20日收盘价12.64元/股，PE分别为29/23/18倍，维持“增持”评级。

• 风险提示

• 行业竞争加剧风险、潜在研发小鼠品系具有不确定性、核心技术人员流失风险、募投新产能释放不及预期。

2.11. 化学原料药——行业去库存逐渐结束，专利到期后新品开拓+制剂+CDMO业务带来弹性

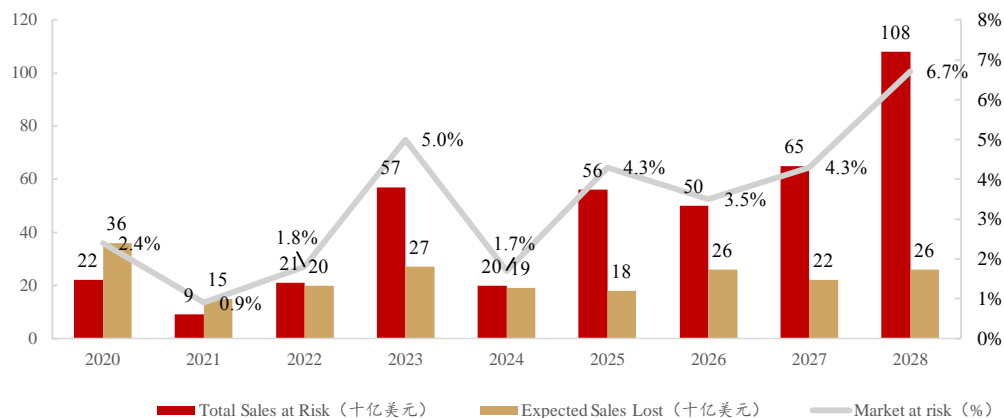
原料药企业主要有三条发展路径，分别为：

- 持续升级API业务以带来增量（包括持续进行新品种开拓、向高端市场拓展等） 如：同和药业等
- 持续打造API与制剂一体化，向国内外高毛利制剂领域进军 如：仙琚制药、奥锐特、健友股份等
- 基于API优势，向CDMO业务延伸 如：普洛药业等

分路径来看：

- **专利悬崖带来的庞大增量促使全球API市场呈增长态势，带来特色原料药和医药中间体的市场需求。**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。受益标的同和药业，根据公司投关记录表，公司第二梯队新品数量丰富，其全球专利到期时间主要在2023年至2027年，专利到期后主流市场将迎来放量；同时二厂区一期的试生产预期于24年6月完成，持续匹配新品放量节奏。
- **基于API优势，持续向制剂业务进行拓展。**从国内市场来看，制剂业务会受到集采影响从而带来短期承压，重点关注集采负面影响已基本出清仙琚制药，且其后续增量品种较多。从海外市场来看，海外制剂市场尤其是美国市场利润水平可观，但海外销售对于公司的商业化能力要求较高。重点关注已具备较强海外销售能力的健友股份，根据公司22年年报其美国依诺肝素制剂市占率已达30%，且后续潜在增量ANDA大品种多；同时其已与海南双成和通化东宝就注射用紫杉醇（白蛋白结合型）和甘精、赖脯和门冬胰岛素的美国市场展开合作。
- **基于API优势，向CDMO业务延伸。**受益标的，从原料药转型CDMO业务的普洛药业、九洲药业等。

图：专利到期可能影响的原研药销售额 单位：十亿美元



细分板块回顾与受益标的

2.11. 原料药公司——仙琚制药

- **制剂：存量品种集采影响基本出清，新品种有望接替带来增量**

基于原料药优势，公司制剂产品研发紧紧围绕皮质激素类药物、性激素类药物、麻醉与肌松类药物、呼吸科类药物四大治疗领域。2022年和2023年H1公司制剂销售收入增速有较大下滑原因主要系集采影响所致。分板块来看，1) **妇科计生类**：聚焦避孕、安胎等主流适应症，23年H1受黄体酮胶囊区域集采影响业绩承压。展望未来，新首仿品种屈螺酮炔雌醇片II，及目前处于审批阶段的黄体酮阴道缓释凝胶（有望首仿）、戊酸雌二醇片（有望首仿）、地屈孕酮有望带来新增长动能。2) **麻醉肌松类**：受大品种注射用苯磺顺阿曲库铵、罗库溴铵注射液国家集采等影响业绩承压。展望未来，新仿制品种舒更葡糖钠注射液有望带来新增量，同时储备品种1.1类新药注射用奥美克松钠III期临床试验已全部完成，上市后将极大提升公司麻醉肌松类竞争力。3) **呼吸科类**：根据米内网，主要品种糠酸莫米松鼻喷雾剂及噻托溴铵吸入粉雾剂市占率提升趋势明显，竞争力不断提高。4) **皮肤类**：皮肤科就诊人数稳定增长，有望为公司带来稳定增量。5) **普药产品**：具备硬通货特点表现较为刚性，近年来呈现稳健增长。

- **原料药：杨府厂区通过FDA现场检查，将进一步加速公司海外规范市场拓展**

公司自成立以来持续深耕甾体激素原料药，目前国内拥有杨府原料药生产区、临海川南生产区两个原料药及中间体生产平台，在国外以意大利Newchem公司为主体拥有两个标准化原料药工厂。23年上半年公司面临原料药出口价格下降及阶段性高价库存影响毛利率有所下滑。展望未来，我们认为，1) 基于公司原料药及制剂一体化发展，部分原料药为自供下游衍生物及制剂的生产，故公司能够较好的抵御原料药价格波动所带来的影响。同时基于公司原料药市场份额的提升，待价格回调时也将能为公司带来更多的增量。2) 杨府产能利用率目前仍处于爬升阶段，伴随公司产能的逐步释放也有望带来新的增量。3) 同时考虑到公司杨府厂区现已通过FDA现场审核，并且公司已有多个产品通过美国DMF认证及欧洲CEP认证，处于行业领先，故长期来看公司海外规范市场增量可观。

- **盈利预测及投资建议：**

维持盈利预测，我们预测2023-2025年营业收入分别为43.13/49.28/57.22亿元，对应EPS分别为0.65/0.79/0.98元，对应2024年2月20日收盘价10.55元/股，对应PE分别为16/13/10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



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。



分析师简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

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。