

医药2024年度策略：迎接医药新周期， 新“四化建设”引领未来

安信证券研究中心

医药团队

首席分析师	马帅	S1450518120001
分析师	冯俊曦	S1450520010002
分析师	李奔	S1450523110001
分析师	贺鑫	S1450522110001
分析师	连国强	S1450523020002

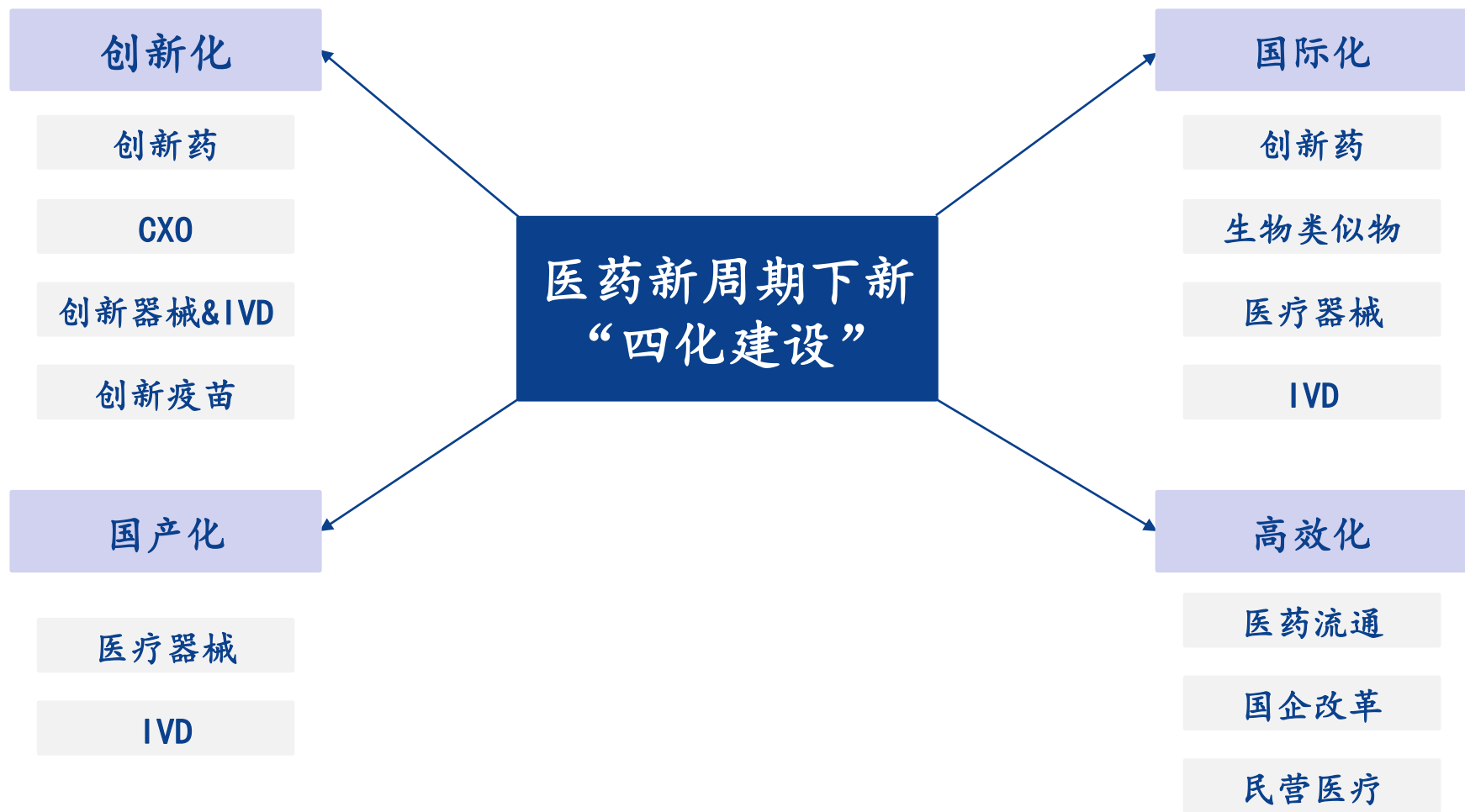
2023年12月05日



总论

- 在2020年年末我们撰写2021年年度策略时提出：医保全面控费背景下，医药“四化建设”是未来投资方向，当前时点医药行业面临新周期，安信医药团队再度提出，新周期下的新“四化建设”的投资思路，以供您参考
- 新“四化建设”包含：创新化（升级）、国际化（出海）、国产化（替代）、高效化（提质），其中创新化、国际化是做大增量；国产化、高效化是优化存量
- **风险提示：**创新药、生物制品、医疗器械及IVD等产品研发进程不及预期；药品、医疗器械集采降价压力提升的风险；国产创新药、医疗器械、IVD产品国际化进程不及预期；医疗器械及IVD产品国产替代不及预期的风险；医保结算政策执行力度不及预期、国企改革进程缓慢的风险；相关假设及预测不及预期的风险。

医药新周期下新“四化建设”



目录

01 医药2023年行情回顾：披荆斩棘，迎接医药新周期

02 医药新周期下新“四化建设”指引未来方向

03 建议关注标的汇总

04 风险提示

23年前三季度整体增长稳健，Q3短期有所承压

➤ **23Q1-3医药行业整体业绩：**根据我们系统性优化过的安信医药板块分类：23Q1-3医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比增长6.99%，归母净利润同比增长3.53%，扣非净利润同比增长3.27%；23Q3单季度来看，医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下滑0.59%，归母净利润同比下降5.85%，扣非净利润同比下滑4.68%

表：2023Q3医药行业主要财务指标情况

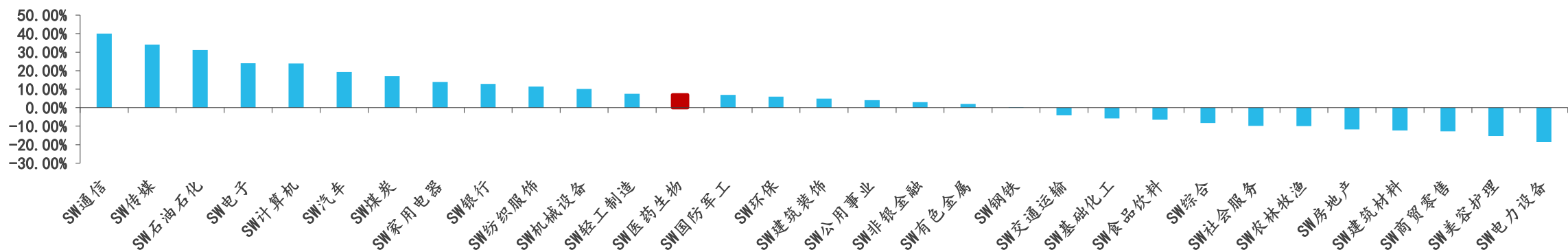
财务指标（亿元）	2021 Q1-3	2021A	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022 Q1-3	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023 Q1-3
营业收入	14368.5	20652.6	5457.94	5453.11	5664.88	16575.0	22387.5	5872.02	5638.06	5382.79	16717.6
营收增速	16.71%	13.71%	11.36%	6.87%	9.68%	9.27%	9.38%	7.59%	10.18%	-0.59%	6.99%
毛利率	34.05%	32.76%	32.68%	31.80%	30.87%	31.77%	31.63%	30.67%	30.03%	29.73%	30.05%
销售费用率	13.58%	13.52%	12.57%	12.49%	12.76%	12.61%	12.97%	12.53%	12.94%	12.36%	12.70%
管理及研发费用率	7.26%	7.51%	6.75%	7.30%	7.47%	7.18%	7.56%	6.86%	7.04%	7.52%	7.04%
财务费用率	0.67%	0.66%	0.57%	-0.01%	0.03%	0.19%	0.32%	0.59%	-0.01%	0.45%	0.33%
研发费用	402.04	607.61	140.29	161.55	174.37	476.24	697.04	158.29	165.73	167.00	483.26
研发费用/收入	2.80%	2.94%	2.57%	2.96%	3.08%	2.87%	3.11%	2.70%	2.94%	3.10%	2.89%
归母净利润	1528.06	1875.95	536.00	547.68	476.67	1559.43	1750.44	502.63	448.14	408.09	1322.91
归母增速	27.36%	20.80%	15.05%	-0.69%	4.79%	5.92%	-1.74%	-6.19%	4.74%	-5.85%	3.53%
扣非净利润	1376.33	1608.17	519.92	478.13	451.58	1449.20	1599.63	466.20	407.98	374.66	1218.83
扣非增速	31.81%	24.68%	25.20%	-1.66%	3.31%	8.27%	5.63%	-10.30%	5.12%	-4.68%	3.27%
扣非净利率	9.58%	7.79%	9.53%	8.77%	7.97%	8.74%	7.15%	7.94%	7.24%	6.96%	7.29%
应收账款	4716.43	4631.08	5308.77	-	-	5705.84	5266.44	5838.49	-	-	5882.91
应收账款增速	9.50%	12.81%	15.21%	-	-	15.14%	13.98%	9.98%	-	-	5.89%
经营现金流净额	1389.56	2285.02	49.03	688.60	538.69	1275.23	2396.45	41.89	591.62	443.49	1152.88
经营现金流净额/净利润	90.94%	121.81%	9.15%	125.73%	113.01%	81.78%	136.91%	8.33%	132.02%	108.68%	87.15%

资料来源：Wind、安信证券研究中心，注：标的统计基础是优化过的安信医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司

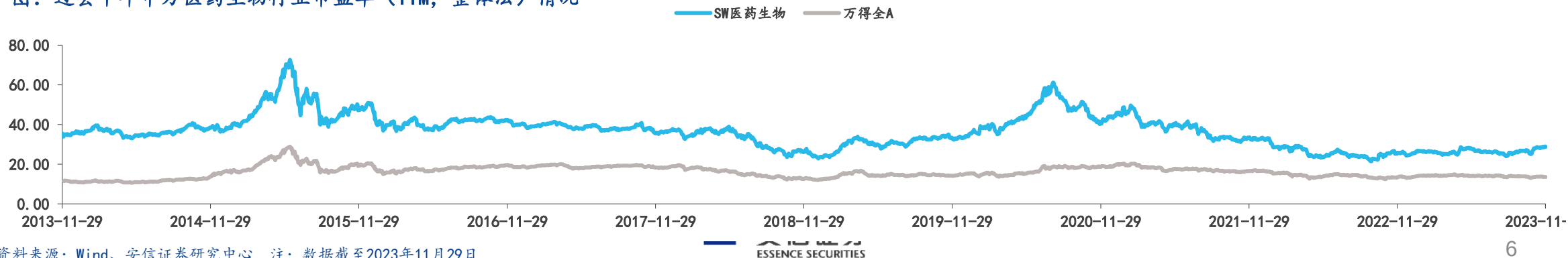
医药行业涨幅居中，估值仍处于历史较低水平

- 2023年初至2023年11月29日，31个申万一级行业中，20个行业指数实现上涨。其中，医药行业指数涨幅为6.97%，位居31个申万一级行业中的第13位
- 自2020年内医药PE（TTM）达到60倍峰值以来，行业估值持续回调，23年初受益于院内诊疗复苏，行业估值有一定反弹，三季度医疗反腐政策影响下，估值出现一定回调，8月底以来随着相关影响逐步减弱，估值开始小幅上涨。从历史数据来看，当前行业估值仍处于较低水平，截止2023年11月29日，医药行业市盈率约为29倍

图：2023年初至今A股申万一级行业涨跌幅



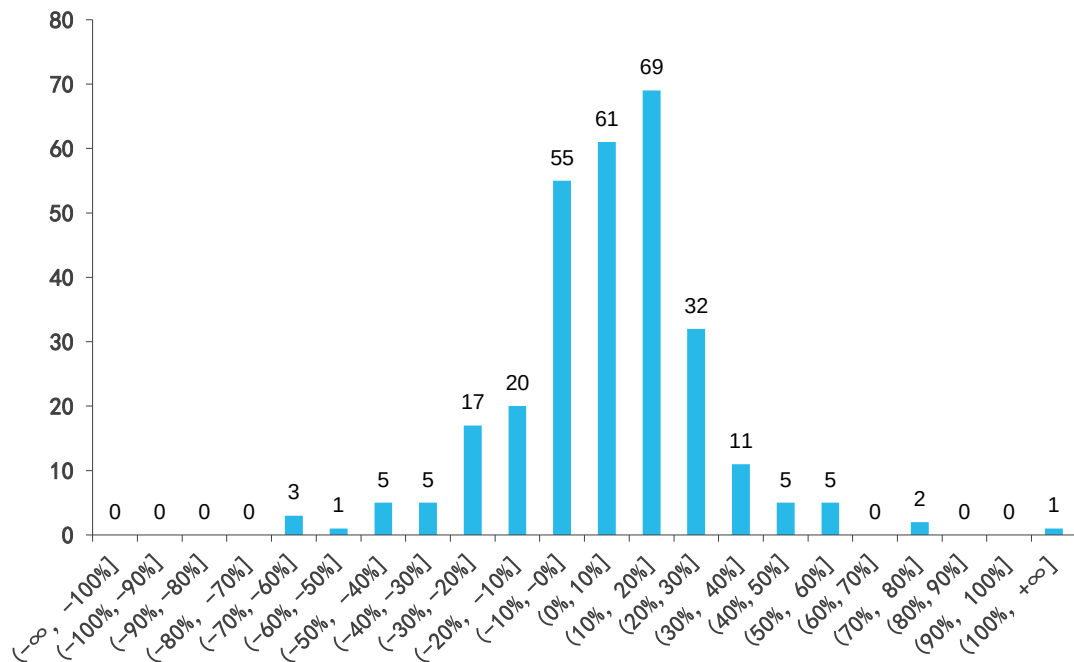
图：过去十年申万医药生物行业市盈率（TTM，整体法）情况



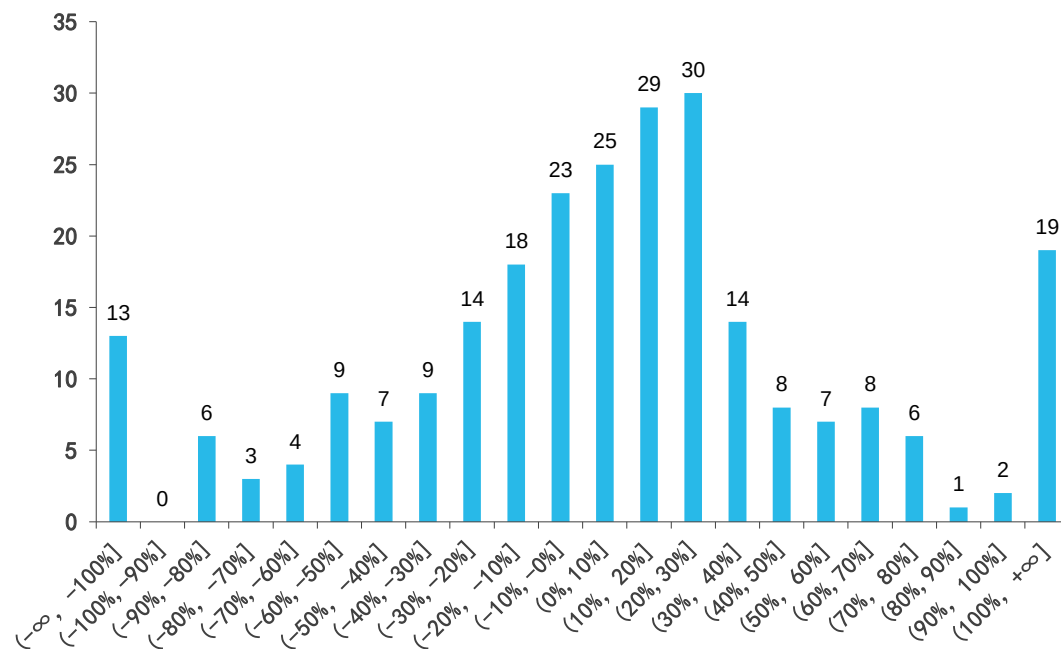
2023Q1-3医药上市公司收入及扣非净利润增速分布

- **2023Q1-3医药上市公司营收增速分布：**2023Q1-3医药上市公司的营收增速分布相对集中，主要集中在-10%至30%，这一区间的公司数量达到217家，占比为74%。此外，4家公司的营收同比下滑50%以上，8家公司的营收增速超过50%
- **2023Q1-3医药上市公司扣非利润增速分布：**2023Q1-3医药上市公司的扣非净利润增速分布相对分散，主要分布区间在-30%至40%，这一区间的公司数量达到153家，占比为60%。此外，35家公司的扣非净利润同比下滑50%以上，43家公司的扣非净利润增速超过50%

图：2023Q1-3医药行业上市公司营收增速分布情况



图：2023Q1-3医药行业上市公司扣非归母净利润增速分布情况

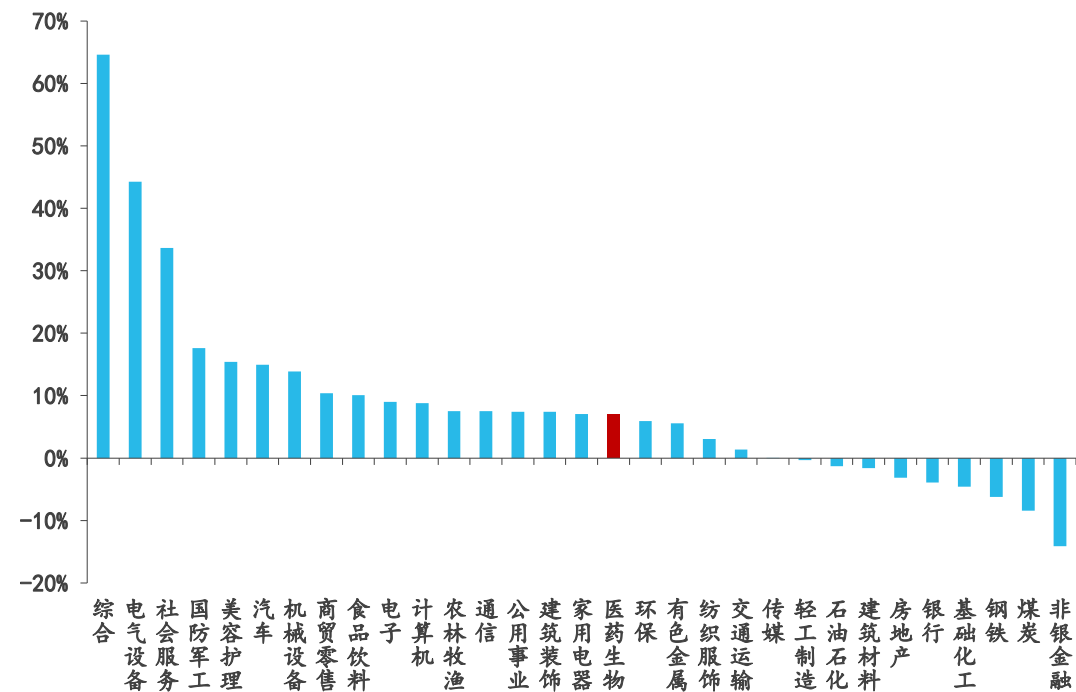


资料来源：Wind、安信证券研究中心，注：标的统计基础是优化过的安信医药分类，剔除了无同比数据的次新股、ST股、医药主业不突出的转型类公司；此结果剔除了其中22Q1-3扣非归母净利润为负值的标的

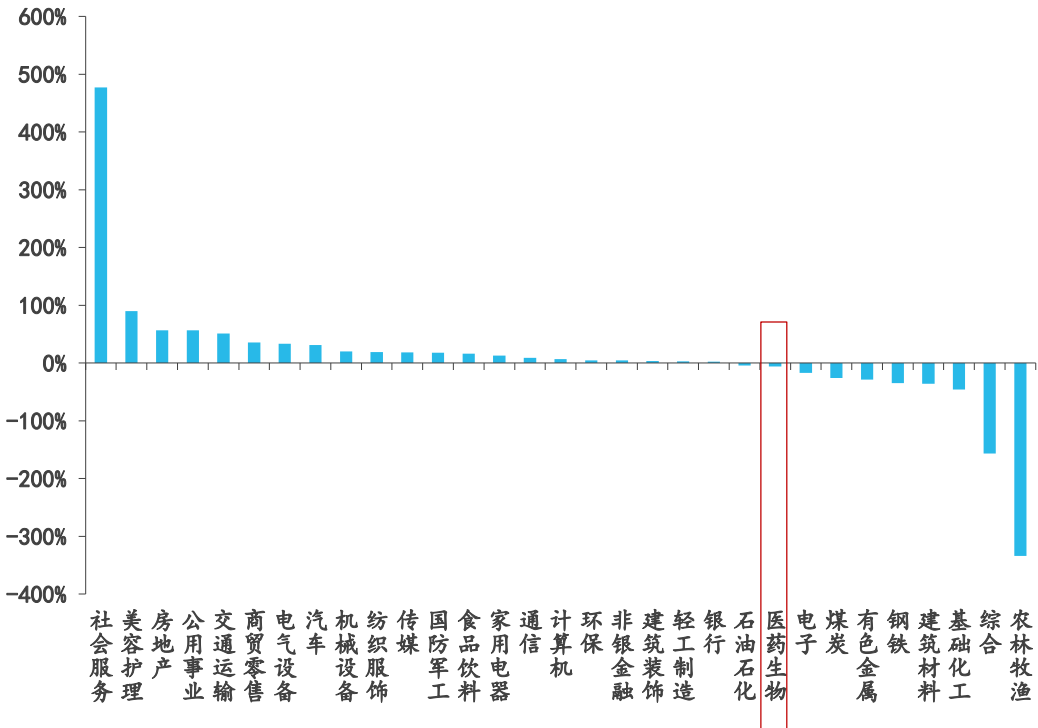
2023Q1-3医药板块收入增速居中、利润增速靠后

➤ 23Q1-3来看，22个申万一级行业的营收实现同比增长（9个行业的营收超过10%）。其中，医药行业的营收增速为7%，位居31个申万一级行业中的第17位。利润方面，31个申万一级行业中，21个行业的归母净利润实现同比增长或扭亏（8个行业的归母净利润增速超过20%）。其中，医药行业的归母净利润同比下滑6%，位居31个申万一级行业中的第23位

图：23Q1-3各申万一级行业营业收入增速情况



图：23Q1-3各申万一级行业归母净利润增速情况

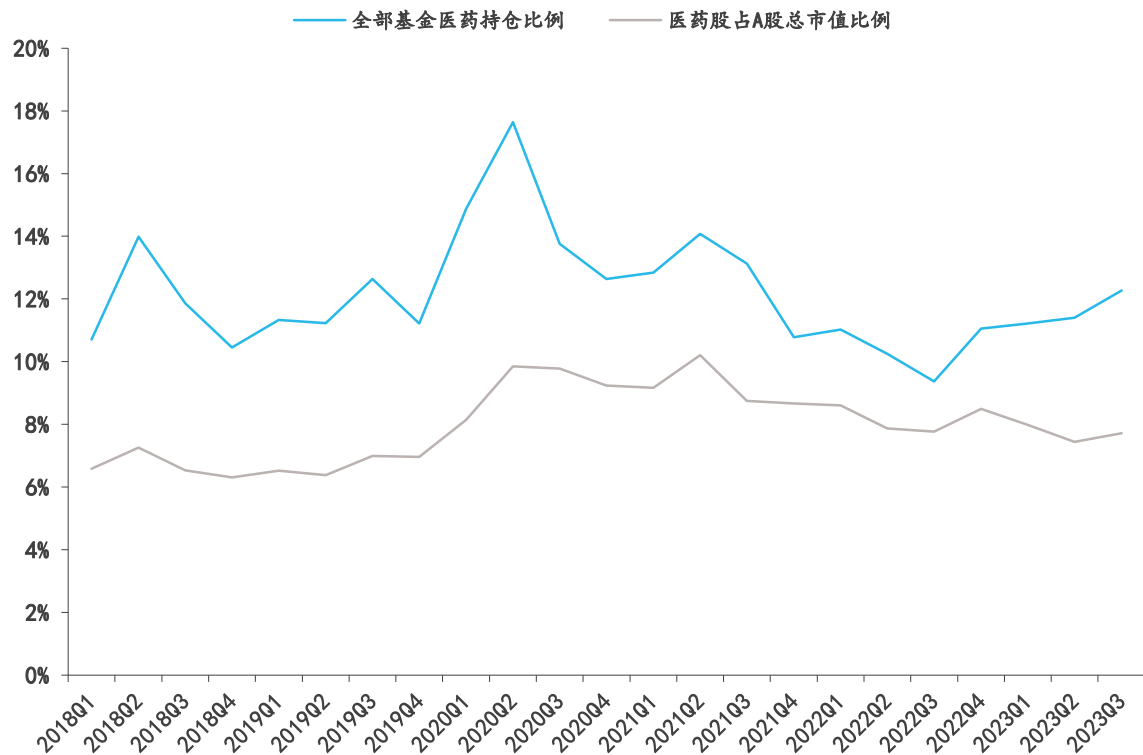


资料来源：Wind、安信证券研究中心，注：医药行业为我们重新优化后的上市公司数据计算；社会服务22Q1-3归母净利润为负，图中增速为经调整后的增速

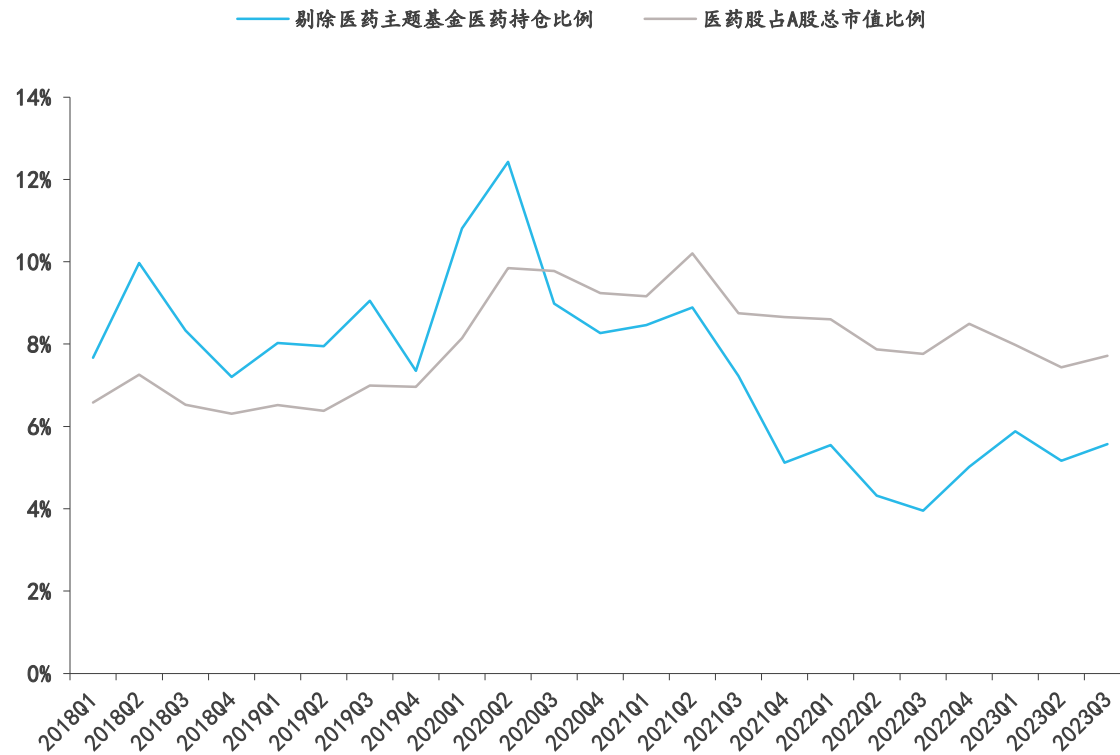
医药持仓比例有所提升，剔除医药主题基金后低配2.14pp

- 全部基金医药持仓比例有所提升，持仓超配4.56pp，剔除医药主题基金后低配2.14pp。2023Q3，全部公募基金对医药板块的持仓比例为12.27%，环比上升0.87pp。剔除医药主题基金后的持仓比例为5.57%，环比上升0.41pp，仍处于历史较低水平；同期医药股在A股总市值中占比为7.71%，环比上升0.28pp

图：2018-2023Q3公募基金医药持仓水平概况



图：2018-2023Q3剔除医药主题基金后医药持仓水平概况



资料来源：Wind、安信证券研究中心，注：从全部公募基金中剔除Wind医疗保健、生物科技、制药行业主题基金；数据覆盖时间为从2018年1月1日至2023年9月30日；计算医药持仓比例时剔除了港股

目录

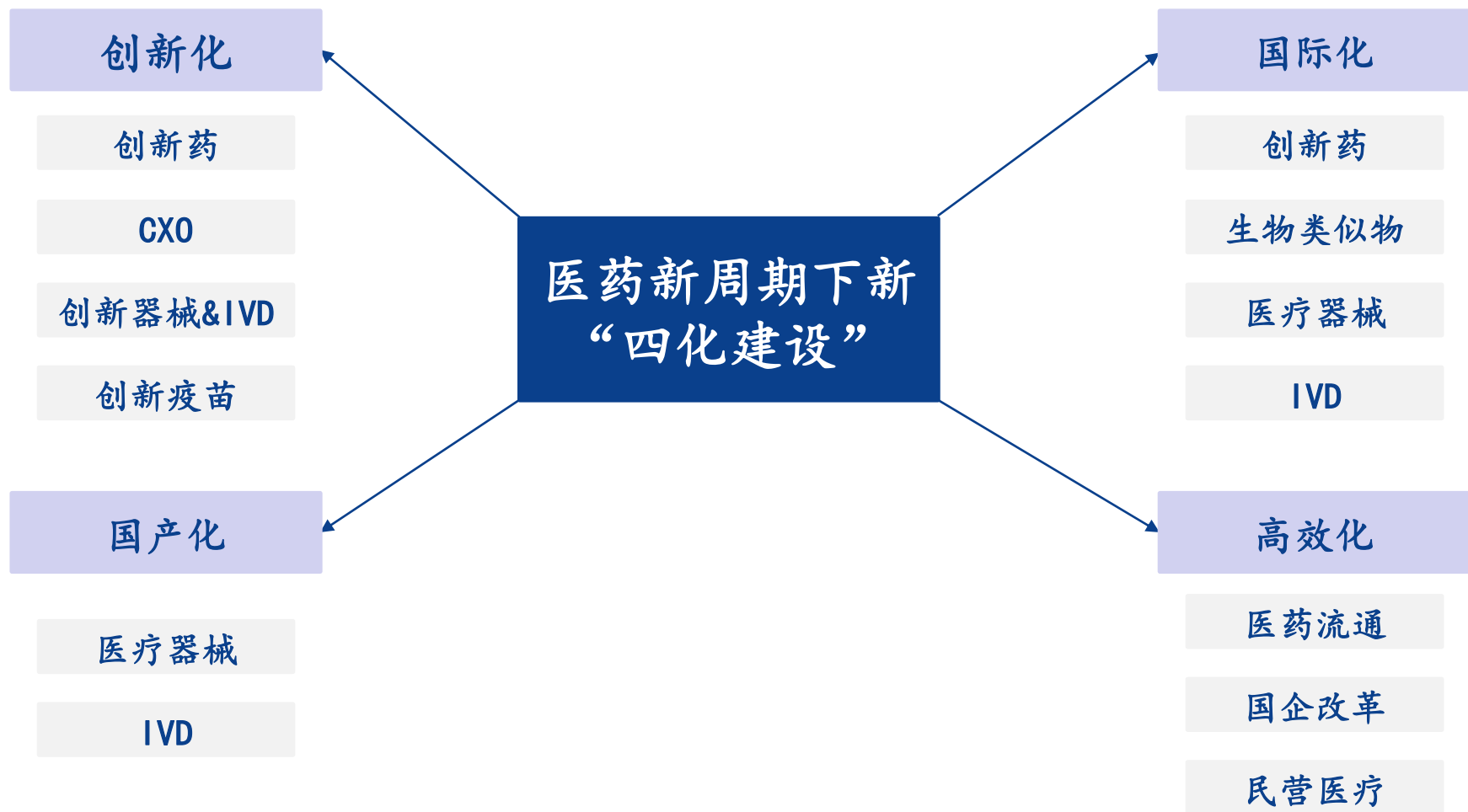
01 医药2023年行情回顾：披荆斩棘，迎接医药新周期

02 医药新周期下新“四化建设”指引未来方向

03 建议关注标的汇总

04 风险提示

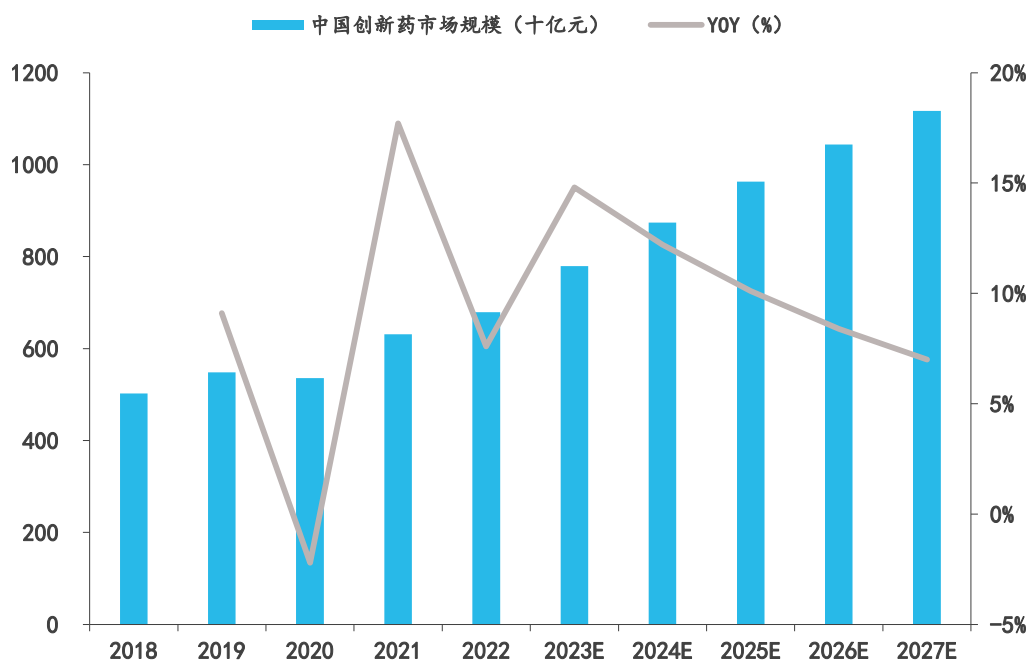
医药新周期下新“四化建设”



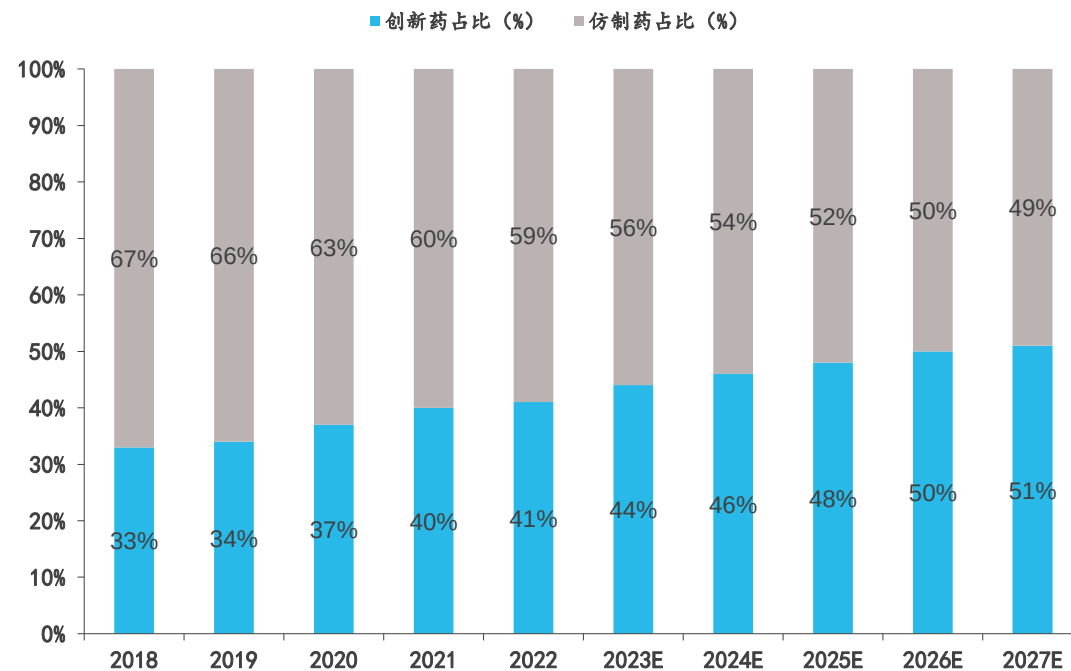
中国医药市场性质将发生变化，创新药规模占比将超过仿制药

- 中国创新药市场规模快速增长，创新药占比持续提升。根据弗若斯特沙利文及艾瑞咨询的数据，2022年中国创新药市场规模达到6790亿元，预计2027年将达到11170亿元，2022年-2027年的CAGR为10.47%；2022年创新药及仿制药在中国药品市场中的占比分别为41%、59%，预计2027年创新药市场规模超越仿制药，创新药及仿制药占比将分别达到51%、49%

图：2018-2027E中国创新药市场规模及增速



图：2018-2027E中国药品市场中创新药和仿制药的占比情况

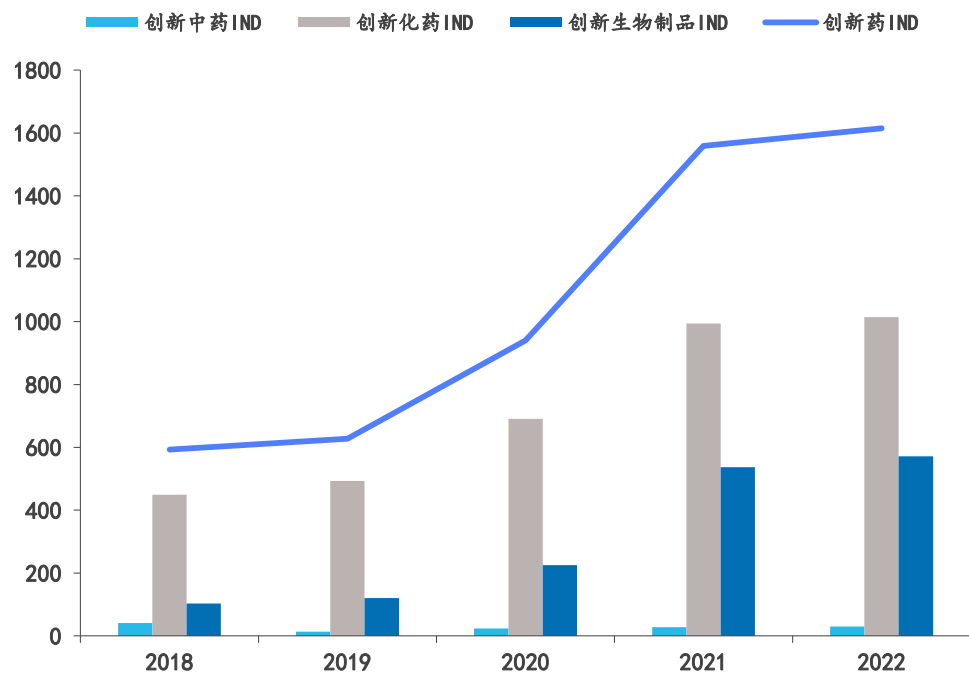


资料来源：弗若斯特沙利文、艾瑞咨询、安信证券研究中心

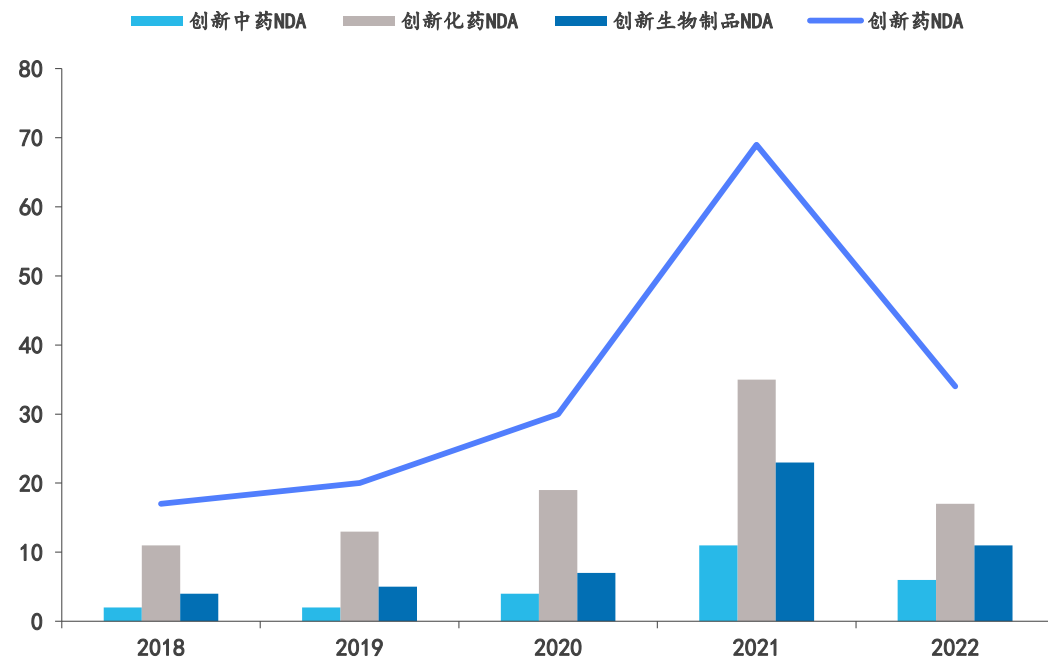
创新药IND批准量还在持续增长

- 创新药IND获批量持续增长，NDA获批量有所放缓。根据国家药监局的数据，2018年-2022年创新药IND批准数量由593件大幅增长至1615件，其中，化药及生物制品IND数量增幅明显，创新中药有待提高；创新药NDA方面，2018年NDA批准量为17件，2021年增长至69件，2022年下滑至34件，其中，创新中药、化药、生物制品NDA数量分别为6件、17件、11件，从2022年创新药NDA数量占IND数量的比例来看，创新中药获批成功率第一，生物制品、化药分别为1.93%、1.68%

图：2018-2022年创新药IND批准量（件）



图：2018-2022年创新药NDA建议批准量（件）

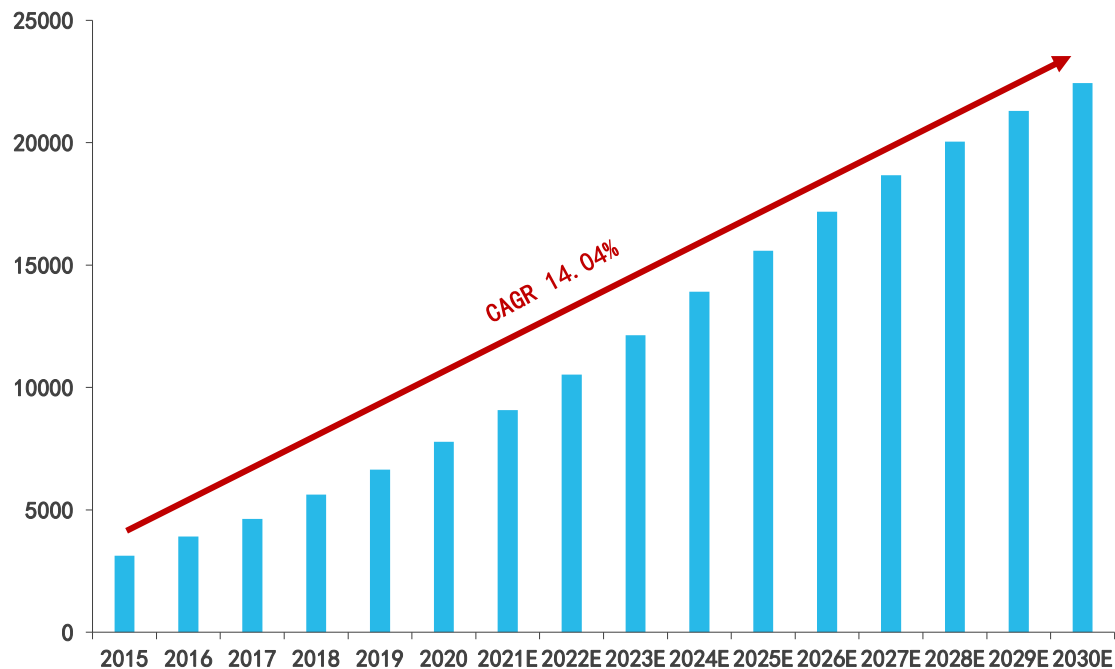


资料来源：NMPA、安信证券研究中心

医疗器械市场规模持续增长，创新器械获批亦在加速

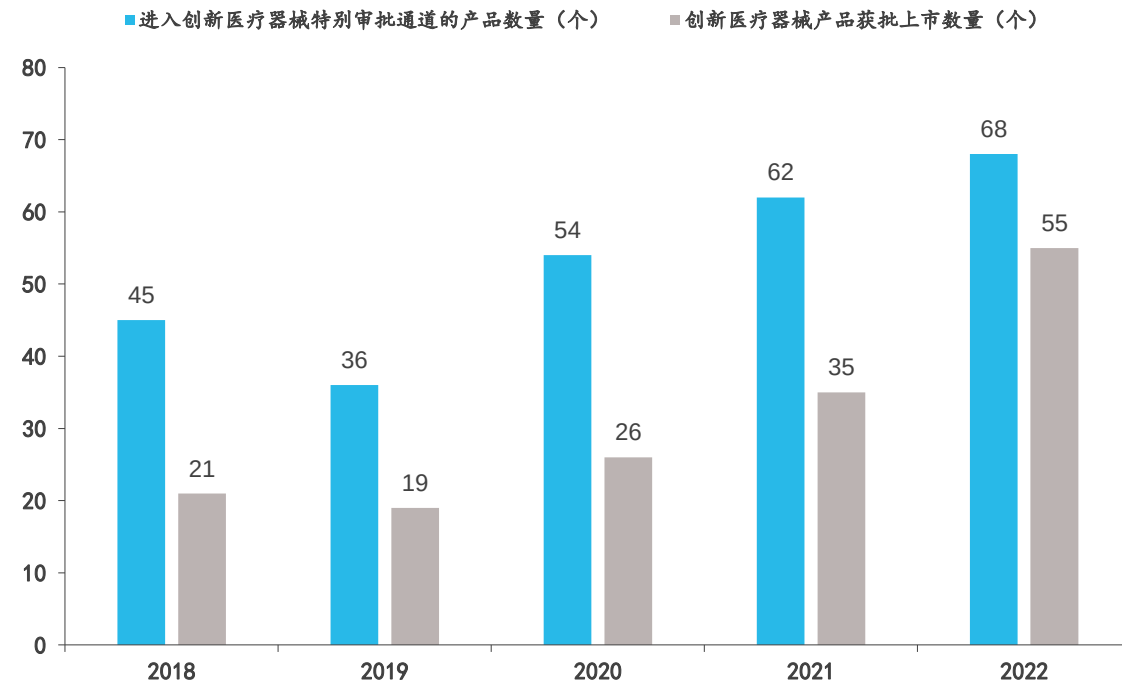
- 中国医疗器械市场规模快速增长，创新器械产品获批呈现加速趋势。根据联影医疗招股书及灼识咨询的数据，2015年中国医疗器械市场规模为3125.5亿元，2020年达到7789.3亿元，预计2030年将增长至22433.6亿元，2015年-2030年的CAGR为14.04%；创新医疗器械方面，从获批情况来看，2018年进入创新医疗器械特别审批通道的产品数量为45个，创新医疗器械产品获批上市数量为21个，2022年分别增长至68个、55个，创新器械产品获批节奏呈现加速趋势

图：2015-2030E中国医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：联影医疗招股书、灼识咨询、安信证券研究中心

图：2018-2022年中国创新医疗器械获批情况



资料来源：《中国医疗器械行业发展报告（2023）》、安信证券研究中心

医保谈判政策持续优化，长期放量可期

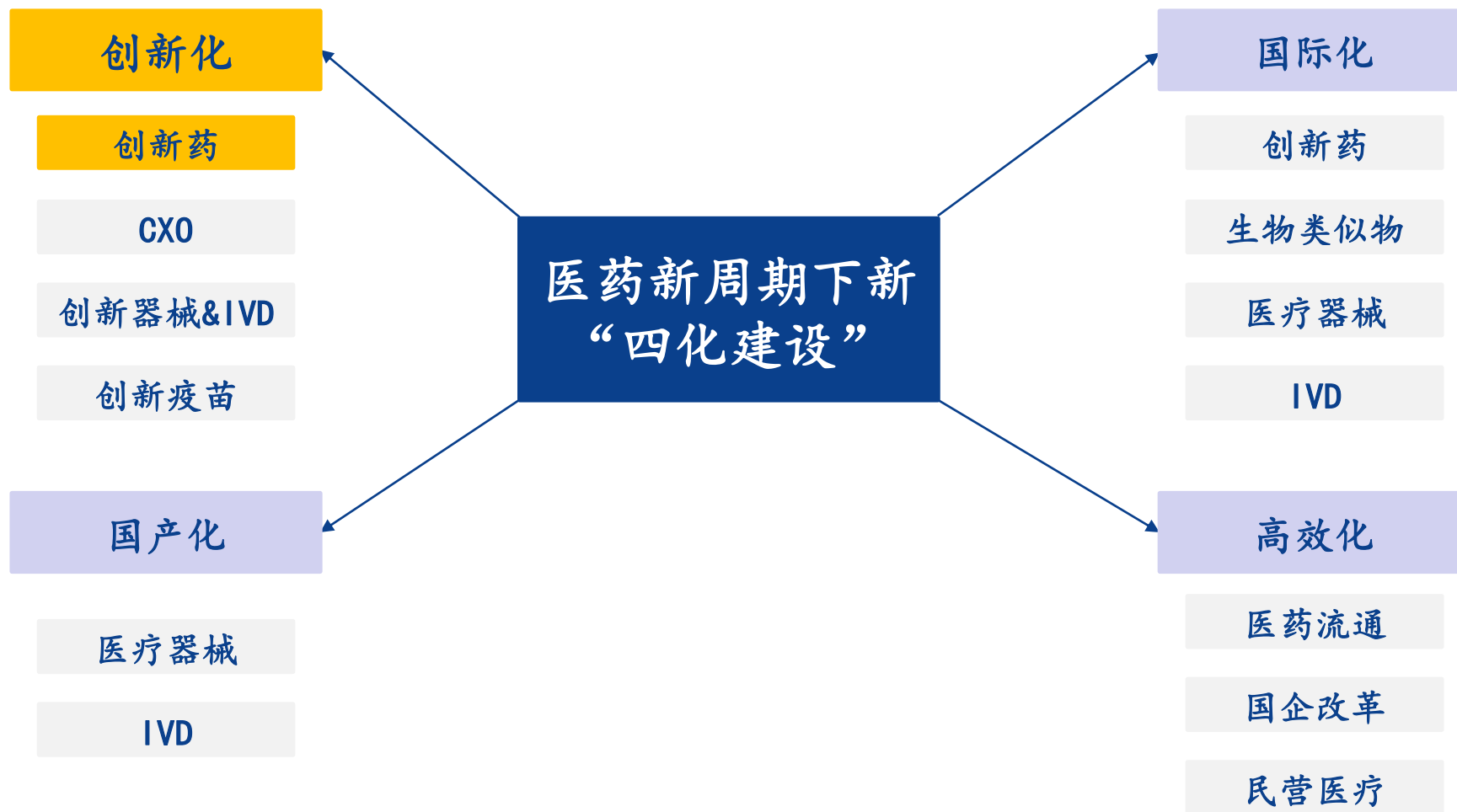
- 近年来医保谈判政策持续优化，2023年医保局在去年续约规则上新增：“连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”时间达到8年的药品”纳入常规目录，“连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过4年的品种，其支付标准的下调比例在前述计算值基础上减”等新的规则，医保谈判政策持续优化，长期放量可期

医保谈判简易续约规则									
支付范围是否调整	增幅范围	支付标准	分析	支付范围是否调整	增幅范围	支付标准	分析		
不调整支付范围	A≤110%	不作调整	不新增适应症的情况下，预计绝大多数创新药价格降幅在0~11%这一区间，主要基于两点判断： (1) 预计基金支出预算（企业预估值）与基金实际支出相差较小，在≤140%的范围内 (2) 绝大多数创新药销售峰值预计在40亿元以下	调整支付范围	B≤10%	不作调整	新增适应症的情况下，主要分三种情况（预计新增适应症销售额在40亿以下） 情景1：原本支付范围内为大适应症，本次新增小适应症（B≤70%），此情景下预计最终价格在初步支付标准的基础上下降幅度在0~16%之间（注：此情景下对企业最有利，因此种情形谈判药品降幅较小） 情景2：新增适应症与已在医保的大小差不多（70%<B≤100%），最终价格在初步支付标准的基础上下降幅度在15~21%之间 情景3：原本支付范围内为小适应症，本次新增大适应症，此情景下预计重新谈判		
	110%<A≤140%	基金年均实际支出（下同）≤2亿，下调5%			10%<B≤40%	基金支出预算的增加值年均（下同）≤2亿，下调5%			
		2亿—10亿（含），下调7%				2亿—10亿（含），下调7%			
		10亿—20亿（含），下调9%				10亿—20亿（含），下调9%			
		20亿—40亿（含），下调11%				20亿—40亿（含），下调11%			
		>40亿，下调15%				>40亿，下调15%			
		140%<A≤170%				≤2亿，下调10%		40%<B≤70%	≤2亿，下调10%
						2亿—10亿（含），下调12%			2亿—10亿（含），下调12%
						10亿—20亿（含），下调14%			10亿—20亿（含），下调14%
	20亿—40亿（含），下调16%				20亿—40亿（含），下调16%				
		>40亿，下调20%				>40亿，下调20%			
		170%<A≤200%				≤2亿，下调15%		70%<B≤100%	≤2亿，下调15%
						2亿—10亿（含），下调17%			2亿—10亿（含），下调17%
						10亿—20亿（含），下调19%			10亿—20亿（含），下调19%
	20亿—40亿（含），下调21%				20亿—40亿（含），下调21%				
		>40亿，下调25%				>40亿，下调25%			
		截至目录调整当年12月31日，连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过4年的品种，其支付标准的下调比例在前述计算值基础上减				截至目录调整当年12月31日，连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过4年的品种，其支付标准的下调比例在前述计算值基础上减半			

安信证券

15

医药新周期下新“四化建设”



创新化-创新药：大适应症布局，2024年部分领域开始兑现

➤ 创新药大适应症布局持续推进，部分领域进入兑现阶段。大病种大适应症的突破是创新药行业增长的主要动力之一，近年来国内企业已在减重、阿尔兹海默症、NASH、乙肝、脱发、痛风、自身免疫疾病等多个大病种的布局取得极大的进展，2024年部分领域预计进入兑现阶段。预计2024年随上述大病种产品的持续兑现，整个创新药市场的空间将进一步扩容

值得重点关注的大病种大品种及代表公司	
领域	代表公司及相关药物
减重	信达生物（GLP-1R/GCGR双靶点激动剂IBI362，3期）、众生药业（GLP-1R/GIPR双靶点激动剂RAY1225，1期）、华东医药（GLP-1R/GCGR/FGFR1 DR10624，1期）、恒瑞医药（GLP-1R/GIPR双靶点激动剂HRS9531，1期）、博瑞医药（GLP-1R/GIPR双靶点激动剂BGM0504，2期）
阿尔兹海默症	恒瑞医药（Aβ单抗SHR-1707注射液，1期）、先声药业（QPCT抑制剂SIM0408，1期）、新华制药（小分子OAB-14，1期）
NASH	歌礼制药（THR-β抑制剂ASC41，2b期）、众生药业（PDE抑制剂ZSP-1601）、广生堂（ASK1抑制剂GST-HG151）
乙肝	特宝生物（长效干扰素，已上市）、凯因科技（长效干扰素，3期）、腾盛博药（siRNA VIR-2218，2期）
脱发	三生制药（米诺地尔，已上市）、科笛（非那雄胺喷雾剂，3期）
痛风	恒瑞医药（URAT1抑制剂SHR4640，3期）、一品红（URAT1抑制剂AR882，1期）、海创药业（URAT1抑制剂HP501，2期）、海创药业（URAT1抑制剂D-0120，2期）
自身免疫疾病	恒瑞医药（IL-17单抗，BLA）、恒瑞医药（JAK抑制剂，BLA）、康诺亚（IL-4R单抗，3期）、泽璟制药（JAK抑制剂，3期）、智翔金泰（IL-17单抗，BLA）、三生国健（IL-17单抗，3期）

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——减重

国内肥胖患者人数众多，减重市场需求庞大。根据Frost & Sullivan数据，我国肥胖人数从2014年的1.62亿人增至2018年的2.0亿人，并预计将在2025年达到2.72亿人，2030年达到3.29亿人。参考海外司美格鲁肽、替尔泊肽放量趋势，预计国内减重药在上市后也将迎来高速放量。当前GLP-1单靶点减重药市场已相对成熟，我们认为未来双靶点/三靶点GLP-1药物、小分子口服GLP-1药物、更长效（例如月制剂）GLP-1药物的开发值得关注

国内在研GLP-1类药物梳理				
药物名称	公司	靶点	开发进度	最新状态日期
利拉鲁肽注射液	华东医药	GLP-1R	上市	2023/7/5
贝那鲁肽注射液	仁会生物	GLP-1R	上市	2023/7/27
替尔泊肽注射液	礼来生物	GLP-1R/GIPR	NDA	2023/8/21
司美格鲁肽注射液	诺和诺德	GLP-1R	NDA	2023/6/3
注射用IBI362	信达生物	GLP-1R/GCGR	3期	2022/10/4
XW003注射液	先为达生物	GLP-1R	3期	2023/3/15
LY3502970 (Orforglipron) 胶囊	礼来	GLP-1R	3期	2023/8/11
CagriSema	诺和诺德	GLP-1R/AMY3	3期	2023/7/5
诺利糖肽注射液	恒瑞医药	GLP-1R	2期	2021/3/8
TG103注射液	石药集团	GLP-1R	2期	2022/3/9
MDR-001片	德睿智药	GLP-1R	2期	2023/6/19
HS-20094注射液	豪森药业	GLP-1R/GIPR	2期	2023/10/10
HRS9531注射液	恒瑞医药	GLP-1R/GIPR	2期	2023/9/26
HEC88473 注射液	阳光生物	GLP-1R/FGF-21	2期	2023/8/17
GZR18注射液	甘李药业	GLP-1R	2期	2023/6/7
GMA105注射液	鸿运华宁	GLP-1R	2期	2022/6/27
BI 456906 注射液	勃林格殷格翰	GLP-1R/GCGR	2期	2021/4/7
BGM0504注射液	博瑞生物	GLP-1R/GIPR	2期	2023/10/10
注射用LY3437943	礼来	GLP-1R/GIPR/GCGR	1期	2022/9/27
注射用DR10624	华东医药	GLP-1R/GCGR/FGFR1	1期	2023/8/31
ZT002注射液	质肽生物	GLP-1R	1期	2023/7/26
UBT251注射液	联邦制药	GLP-1R/GIP/GCGR	1期	2023/9/20
RAY1225注射液	众生睿创	GLP-1R/GIPR	1期	2023/4/14
PB-718注射液	派格生物	GLP-1R/GCGR	1期	2023/5/31
MWN101注射液	民为生物	GLP-1R/GCGR/GIPR	1期	2023/6/9

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——阿尔兹海默症

➤ 阿尔兹海默症治疗属于严重未被满足的临床需求，庞大的患者急需创新疗法。根据弗若斯特沙利文统计，2020年中国共有1250万AD患者，随着中国人口老龄化程度不断加深，中国AD患者人数正在逐渐增加，预计到2025年，将有1550万AD患者，2025-2030年进展趋势加速，AD患者将进一步增至1950万人。在当前患者治疗临床需求严重未被满足的背景下，叠加2024年美国市场Aβ单抗有望加速放量的情况，我们认为2024年以Aβ单抗等为首的阿尔兹海默症创新药的开发值得关注

国内在研阿尔兹海默症药物梳理				
药物名称	申办单位	靶点	实验分期	登记日期
甘露特钠胶囊	绿谷制药	脑-肠轴	上市	2019/11/4
Lecanemab	卫材/渤健	Aβ	BLA	2022/12/22
Aducanumab	卫材/渤健	Aβ	3期	2023/7/10
Remternetug	礼来	Aβ	3期	2023/2/22
Donanemab	礼来	Aβ	3期	2022/9/5
Semaglutide 3 mg片剂	诺和诺德	GLP-1	3期	2021/11/9
琥珀八氢氮吡啶片	通化金马	胆碱酯酶	3期	2017/1/19
五加益智颗粒	康弘药业/济生堂	/	2b期	2021/2/1
SIM0408/PQ912片	先声药业	QPCT	2期	2022/4/26
参芪醒脑颗粒	恒清堂	/	2期	2023/3/7
50561片	卓凯生物	Rac1	2期	2023/1/16
MN-08片	康恩贝/喜鹊医药	NMDA	2期	2022/12/20
氟诺哌齐片	康缘药业	酰胆酯酶	2期	2021/8/24
养血清脑丸	天士力	/	2期	2021/3/15
Gantenerumab注射液	罗氏	Aβ	1期	2021/2/2
OAB-14干混悬剂	新华制药	Aβ	1期	2023/4/21
RP902片	润佳医药	Aβ	1期	2023/2/16
石杉碱甲控释片	万邦德	胆碱酯酶	1期	2023/1/29
SHR-1707注射液	恒瑞医药	Aβ	1期	2022/12/29
HECB1701301长效肌肉注射剂	东阳光	NMDA	1期	2023/2/8

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——NASH

➤ NASH是当今医疗保健领域最紧迫的未满足需求之一，患者群体庞大，但FDA、EMA、NMPA尚无已批准药物。目前全球有上百种NASH药物在研，靶向近20种靶点，其中较热门的靶点有PPAR、THR-β、GLP-1、FXR、FGF21等。在当前患者治疗临床需求严重未被满足的背景下，叠加2024年FDA有望批准首个NASH治疗药物的催化剂，我们认为NASH领域值得关注

国内在研NASH药物梳理			
药物名称	所属公司	开发阶段	靶点
Lanifibranor	Inventiva/正大天晴	3期	PPAR
ASC41	歌礼制药	2b期	THR-β
ASC40	歌礼制药	2b期	FASN
ZSP-1601	众生药业	2b期	PDE
HPG-1860	雅创医药/华东医药	2期	FXR
ASC42	歌礼制药	2期	FXR
TQA-3526	正大天晴	2期	FXR
TERN-501	拓臻生物	2期	THR-β
TERN-101	拓臻生物	2期	FXR
西格列他钠	微芯生物	2期	PPAR
HEC-96719	东阳光药业	2期	FXR
HTD-1801	君圣泰生物	2期	多靶点
ZG-5266	泽璟制药	1/2期	FXR
ECC4703	诚益生物	1期	THR-β
TERN-201	拓臻生物	2期	SSAO
ZSP-0678	众生睿创	1期	PPAR
XZP-5610	四环医药/轩竹生物	1期	FXR
SYHA-1805	石药集团	1期	FXR
MT-2004	麦科奥特	1期	FXR
ASC43F	歌礼制药	1期	THR-β +FXR
HEC-88473	东阳光药业	1期	FGF21/GLP-1
SH-2442	圣和药业	1期	ACC
TT-01025	药捷安康/LG Chem	1期	VAP-1
GST-HG151	广生堂药业	1期	ASK1
XZP-6019	轩竹生物	1期	未披露
TQA-3563	正大天晴	1期	未披露
HS-10356	豪森药业	1期	未披露

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——乙肝

- 乙肝治疗市场空间广阔，临床治愈已成为当前乙肝治疗的主要目标。《慢性乙型肝炎防治指南》（2015年版）指出我国现有慢性乙肝感染者约9300万人，其中慢性乙肝患者约2000万例。目前多个乙肝治疗指南将乙肝临床治愈（功能性治愈）设置为乙肝治疗的主要目标，未来针对乙肝功能性治愈的长效干扰素、小核酸药物等治疗药物值得关注

国内在研乙肝药物梳理									
类型	药物名称	公司	临床阶段	首次登记时间	类型	药物名称	公司	临床阶段	首次登记时间
干扰素	聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液	特宝生物	3期	2019/11/18	核衣壳抑制剂	ALG-000184	缔脉生物	1期	2021/6/9
						ZM-H1505R	挚盟医药	1期	2021/4/16
	聚乙二醇化重组集成干扰素变异体注射液	凯因科技	3期	2021/12/30		甲磺酸莫非赛定	东阳光药	3期	2021/11/10
siRNA	VIR-2218/ BRII-835	腾盛博药/ Vir	2期	2020/6/28		GST-HG141	广生堂	1期	2021/4/29
	JNJ-73763989	杨森/ Arrowhead	2期	2020/2/4		HRS5091	恒瑞医药	1期	2020/7/20
	HRS-5635	恒瑞医药	1期	2023/03/30	HBsAg抑制剂	LP-128	麓鹏制药	1期	2021/10/14
	TQA3038	正大天晴	IND	2023/07/06		GST-HG131	广生堂	1期	2020/8/6
	AB-729	齐鲁制药/ Arbutus	/	/	STOPS	ALG-010133（已终止）	缔脉生物	1期	2021/6/28
shRNA	STSG-0002	舒泰神	1期	2019/12/23	治疗性疫苗	治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗	孟德尔基因	3期	2021/4/14
ASO	GSK3228836	GSK/ Ionis	2期	2021/4/23		治疗性双质粒HBV DNA疫苗	广州药业/拜迪生物	2期	2017/9/29
	GSK3389404	GSK/Isis	2期	2018/5/30		BRII-179	腾盛博药/VBI	2期	2021/11/30
	R07062931（已终止）	罗氏	1期	2018/5/21		治疗用乙型肝炎腺病毒注射液T101	天士力	2期	2019/12/2
	HH-003	华辉安健	2期	2021/9/3	核苷类	甲磺酸帕拉德福韦	新通药物	3期	2021/1/22
NTCP受体抑制剂	贺普拉肽	贺普生物	2期	2021/3/30		FXR激动剂	ASC42	歌礼制药	2期
	ABI-H0731（已终止）	Assembly	2期	2021/1/22	PD-L1单抗	ASC22	歌礼制药/康宁杰瑞	2期	2020/3/11
	ABI-H2158（已终止）	Assembly	2期	2021/1/11		TLR-7激动剂	R07020531	罗氏	1期
	核衣壳抑制剂	JNJ-56136379	杨森	2期	2018/8/6	TLR-8激动剂	HRS9950	恒瑞医药	1期
R07049389		罗氏	2期	2020/8/18	IAP抑制剂	APG-1387	亚盛医药	2期	2020/6/3
		罗氏	2期	2020/1/3					
QL-007		齐鲁制药	2期	2019/9/19					
KL060332		科伦药业	1期	2021/8/3					

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——脱发

➤ 脱发治疗为消费属性较高的疾病治疗领域。《中国人头皮健康白皮书》数据显示,我国脱发人数已超2.5亿人。其中男性约1.63亿,女性约0.88亿,其中雄激素性脱发患者占比达90%以上。虽然目前市场已有米诺地尔酊剂/泡沫剂、非那雄胺片等治疗药物,但患者对于创新药的需求依旧强烈,未来脱发领域创新药的开发值得关注

国内在研脱发创新药梳理				
竞争格局	机制	剂型	品牌与厂商	状态
米诺地尔	/	酊剂	蔓迪（三生制药）、明天好（厦门美商）	已上市销售
		搽剂	达霏欣（振东制药）、斯必申（美大康华康）	已上市销售
		喷雾剂	森蔓（山东京卫）	已上市销售
		凝胶	学瑞（博士伦福瑞达）	已上市销售
		泡沫剂	三生制药	NDA
非那雄胺	5α-还原酶抑制剂	片剂	保法止（默沙东）、启悦（天方药业）等	已上市销售
		喷雾剂	CU-40102（科笛生物）	3期临床
CU-40101	小分子激素受体激动剂	搽剂	科笛生物	1期临床
福瑞他恩	AR抑制剂	酊剂	开拓药业	3期临床（失败）
Clascoterone		酊剂	三生制药	2期临床（海外）

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

创新化-创新药：大病种新突破值得关注——痛风

➤ 《2021中国高尿酸及痛风趋势白皮书》显示，目前我国高尿酸血症的总体患病率为13.3%，患病人数约为1.77亿，其中18~35岁的年轻患者占比近60%。当前痛风已经成为我国仅次于糖尿病的第二大类疾病，针对痛风治疗的市场规模庞大，我们认为针对痛风的URAT1抑制剂等创新药研发值得关注

国内在研痛风创新药梳理

药物名称	公司	靶点	开发进度	最新状态日期
SHR4640	恒瑞医药	URAT1	3期	2022-8-22
YL-90148片	瓊黎药业	URAT1	3期	2022-12-14
XNW3009片	信诺维	URAT1	3期	2022-10-27
HR091506片	恒瑞医药	/	3期	2023-11-16
HP501缓释片	海创药业	URAT1	2期	2023-3-28
D-0120片	益方生物	URAT1	2期	2022-6-28
THDBH130片	通化东宝	URAT1	2期	2023-7-4
WXSH0493片	康缘药业	URAT1	2期	2023-7-10
ABP-671片	新元素医药	URAT1	2期	2023-5-17
SIM1909-13片	先声药业	URAT1	1期	2021-2-26
AR882	一品红	URAT1	1期	2022-02-28
THDBH151片	通化东宝	XO/URAT1	1期	2023-4-10
注射用聚乙二醇化重组假丝酵母尿酸氧化酶	三生制药	尿酸氧化酶	1期	2023-11-17
聚乙二醇化尿酸注射液	派金生物/远大生物	尿酸氧化酶	1期	2022-8-1
JS103注射液	君实生物	尿酸氧化酶	1期	2021-12-7
注射用培尿酸酶	中国生物	尿酸氧化酶	1期	2023-6-21
LXH-2301	阳光诺和/新华制药	/	1期	2023-9-8
HEC93077片	东阳光药	/	1期	2021-11-17
IBI350	信达生物	/	IND	—

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心



创新化-创新药：大病种新突破值得关注——自身免疫疾病

➤ 自身免疫疾病包含多个患者群体庞大的疾病，例如特应性皮炎、银屑病、斑秃、系统性红斑狼疮、哮喘等等，上述疾病患者群体数量庞大。以特应性皮炎为例，根据弗若斯特沙利文数据统计，2019年中国特应性皮炎患者人数已达到6570万人，其中轻症患者约4750万人，中重症患者约1820万人；预计中国特应性皮炎人数将以2.3%的年复合增长率增加至2024年的7370万人，以1.7%的年复合增长率增加至2030年的8170万人。目前国内企业在自免领域的布局进入兑现阶段，我们认为特应性皮炎等自身免疫疾病的创新药物的开发值得关注

国内在研特应性皮炎创新药梳理									
药物名称	公司	靶点	适应症	开发进度	药物名称	公司	靶点	适应症	开发进度
度普利尤单抗注射液	赛诺菲	IL-4R α	中重度特应性皮炎	上市	MG-K10人源化单抗注射液	麦济生物	IL-4R α	中重度特应性皮炎	2期
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	中重度特应性皮炎	上市	TT-01688-CL片	药捷安康	S1PR1	中重度特应性皮炎	2期
阿布昔替尼片	辉瑞	JAK1	中重度特应性皮炎	上市	LNK01001胶囊	凌科药业	JAK1	中重度特应性皮炎	2期
硫酸艾玛昔替尼片 (SHR0302)	恒瑞医药	JAK1	中重度特应性皮炎	3期	CBP-201注射液	康乃德	IL-4R α	中重度特应性皮炎	2期
Rocatinlimab (AMG 451)	安进	OX41	中重度特应性皮炎	3期	QY201片	启元生物	JAK1/TYK2	中重度特应性皮炎	1期/2期
盐酸杰克替尼片	泽璟制药	JAK1/2/3	中重度特应性皮炎	3期	CM326注射液	康诺亚	TSLP	中重度特应性皮炎	1期/2期
CM310重组人源化单克隆抗体注射液	康诺亚	IL-4R α	中重度特应性皮炎	3期	GR1802注射液	智翔医药	IL-4R α	中重度特应性皮炎	1期/2期
VC005片	威凯尔	JAK1	中重度特应性皮炎	2期	AK120注射液	康方生物	IL-4R α	中重度特应性皮炎	1期/2期
TQH2722注射液	正大天晴	IL-4	中重度特应性皮炎	2期	QX005N注射液	荃信生物	IL-4R α	中重度特应性皮炎	1期/2期
LW402片	长森药业	JAK1	中重度特应性皮炎	2期	611	三生国健	IL-4R α	中重度特应性皮炎	1期/2期

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

建议关注标的：恒瑞医药、泽璟制药、信达生物、康诺亚

➤ 恒瑞医药：布局多个大适应症产品，2024年ADC海外授权可期

(1) 大适应症布局方面，公司作为国内创新药龙头公司，几乎全方位的布局了国内各大疾病领域。例如，公司在减重领域布局了GLP-1R/GIPR双靶点激动剂HRS9531、口服GLP-1小分子HRS-7535；在阿尔兹海默症领域布局了Aβ单抗SHR-1707；在乙肝领域布局了siRNA药物HRS-5635；在自身免疫领域布局了JAK1抑制剂SHR0302、IL-17单抗SHR-1314等等；在痛风领域布局了SHR4640；上述产品分部于不同临床开发阶段，未来公司有望持续兑现

(2) 海外授权潜力方面：目前公司已在ADC领域布局约6个创新产品，预计上述药物有望在2024年进一步披露最新临床数据，考虑到ADC领域近年的交易热度，公司ADC在2024年海外授权值得期待

➤ 泽璟制药：重组人凝血酶、杰克替尼获批在即，商业化有望取得突破

(1) 大适应症布局方面，公司重组人凝血酶为国内唯一用于术中外用止血的重组人凝血酶；杰克替尼布局骨髓纤维化与自身免疫疾病两大领域，其中骨髓纤维化适应症已在NDA阶段，自免领域重症斑秃、特应性皮炎、强直性脊柱炎等适应症已在3期临床阶段，部分适应症有望于2024年申报上市

(2) 商业化进展方面，公司有望在2024年实现多纳非尼、重组人凝血酶、杰克替尼三大产品上市销售，公司营业收入预计将有较大提升，亏损有望进一步收窄

➤ 信达生物：双靶点减重药即将报产，未来广阔市场兑现可期

(1) 大品种进展方面：公司GCGR/GLP-1R双重激动剂玛仕度肽(IBI362)减重数据优异，预计有望在2023年底或2024年初申报上市，若成功申报则有望成为未来首个获批上市国产GLP-1双靶点减重药物，国内减重药物市场空间广阔，公司玛仕度肽未来获批上市后有望凭借先发优势以及出色的减重数据快速放量

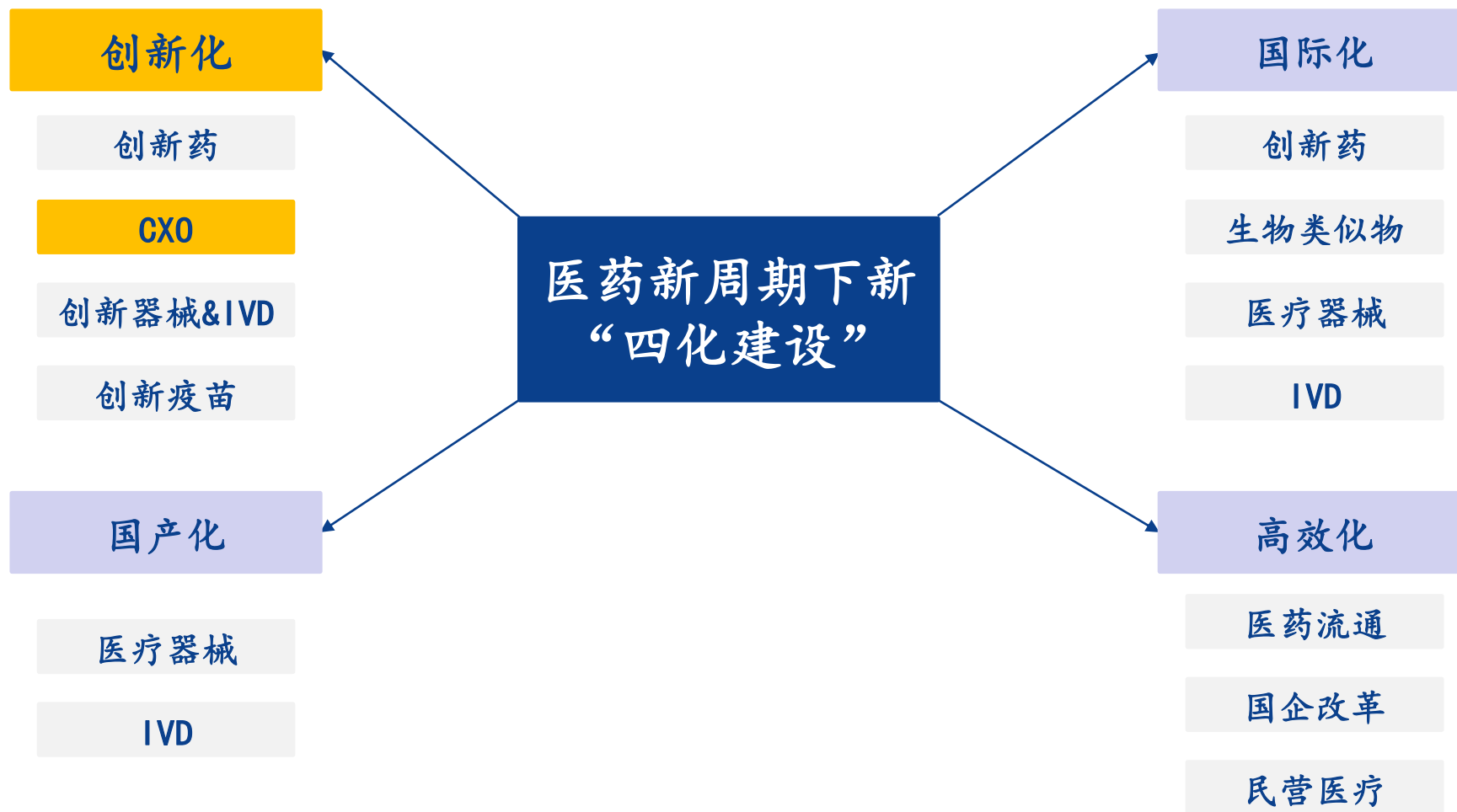
(2) 其他品种方面：今年来公司以PD-1单抗为首的多个已上市产品销售稳步增长，已进入NDA阶段的KRAS G12C、ROS1/NTRK抑制剂有望2024年开始放量

➤ 康诺亚：特应性皮炎大品种CM310有望2024年获批上市

(1) 大品种进展方面：公司特应性皮炎大品种IL-4R单抗预计将于2023年底申报上市，有望于2024年内获批上市，成为首个获批上市的国产IL-4R单抗；特应性皮炎国内市场较大，当前已上市药物较少，该产品未来获批后有望实现快速放量

(2) 其他品种方面：根据阿斯利康披露信息，公司授权其的Claudin18.2 ADC有望于2024年进入全球3期临床

医药新周期下新“四化建设”

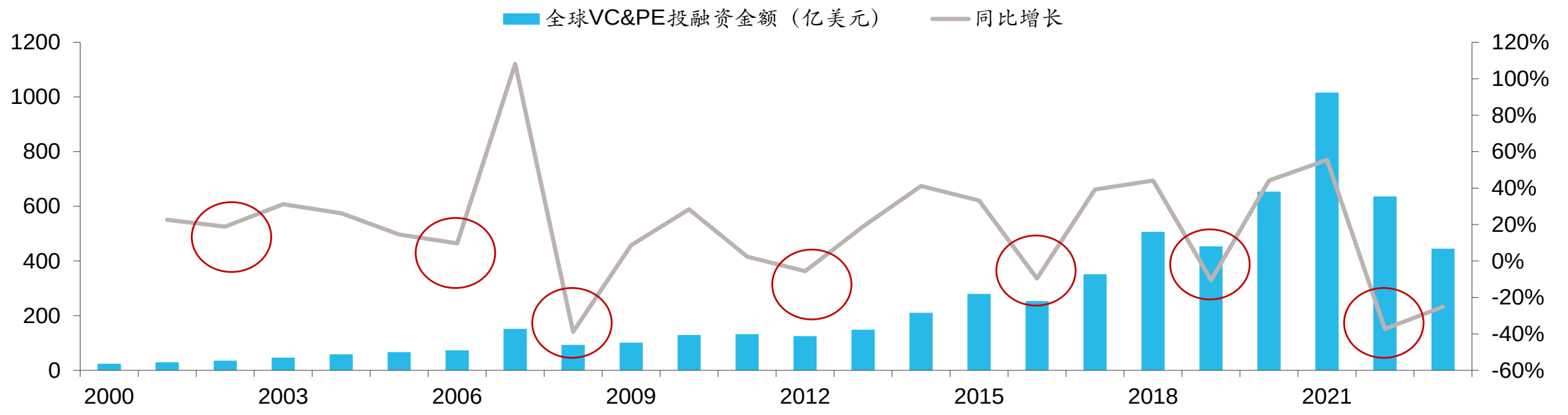


创新化-CXO：投融资周期有望24年触底回升，CXO景气度回暖

宏观层面，创新药VC&PE投融资增速是CXO行业景气度的先行指标，通过复盘创新药VC&PE投融资历史周期，我们认为：创新药投融资周期有望于2023年见底，24年触底回升，CXO行业景气度有望逐步回暖

- 复盘从2000年至今全球创新药VC&PE投融资周期，从全球VC&PE投融资金额同比增速的角度分析，2002年、2006年、2008年、2012年、2016年、2019年分别为每轮创新药投融资周期的底部，每轮周期底部的时间间隔为2-4年不等。根据创新药投融资周期的历史经验，每轮周期间隔不超过4年，按此推算本轮创新药投融资周期大概率于2023年见底，2024年CXO行业景气度有望逐步回暖

图：全球创新药VC&PE投融资年度数据（亿美元）

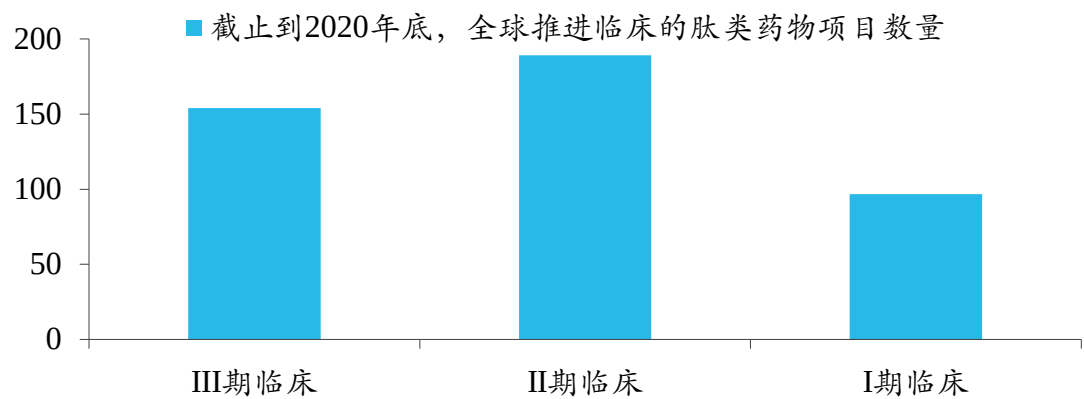


资料来源：Crunchbase、安信证券研究中心

创新化-CXO: 受益于GLP-1等创新发展，肽类CXO有望景气上行

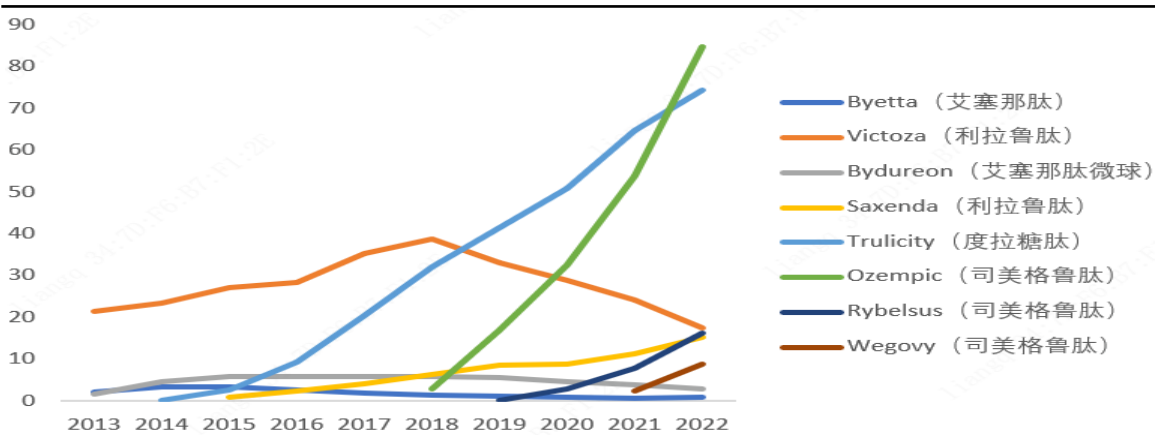
➤ GLP-1等多肽药物研发热情高涨且上市品种销售持续放量，肽类CDMO市场规模有望持续增长。根据Frost & Sullivan的数据，预计2023年全球肽类CDMO市场规模已达33亿美元，2030年该领域的市场规模有望进一步增长至79亿美元

图：全球肽类CDMO市场规模（十亿美元）



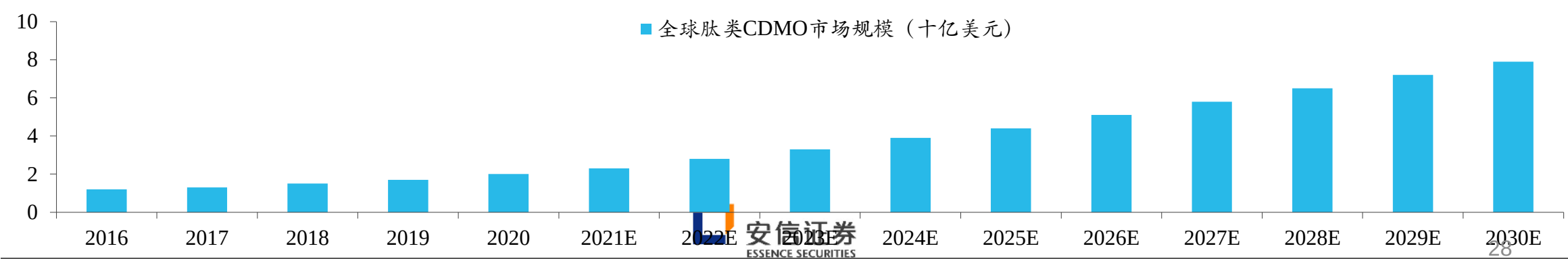
资料来源：Frost & Sullivan、安信证券研究中心

图：图5.全球已获批上市GLP-1药物销售趋势（亿美元）



资料来源：医药魔方、公司财报、安信证券研究中心

图：全球肽类CDMO市场规模（十亿美元）

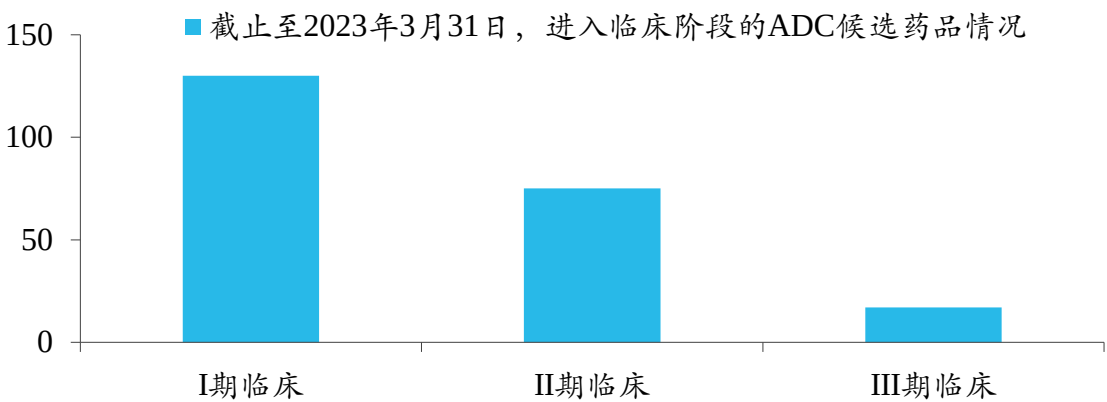


资料来源：昂博制药公司公告、Frost & Sullivan、安信证券研究中心

创新化-CXO：ADC研发兴起和外包率高，相关CXO持续高景气

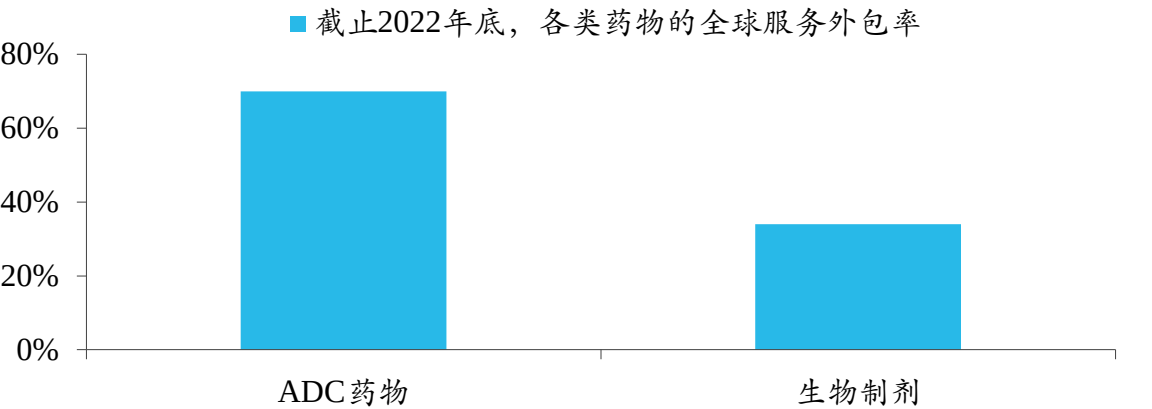
➤ 得益于ADC药物研发蓬勃兴起和ADC服务外包率较高，ADC服务外包行业有望持续高景气。根据Frost & Sullivan的数据，全球ADC外包服务的市场规模从2018年的5亿美元快速提升至2022年的15亿美元，CAGR高达34.50%

图：截止至2023年3月31日，进入临床阶段的ADC候选药品情况



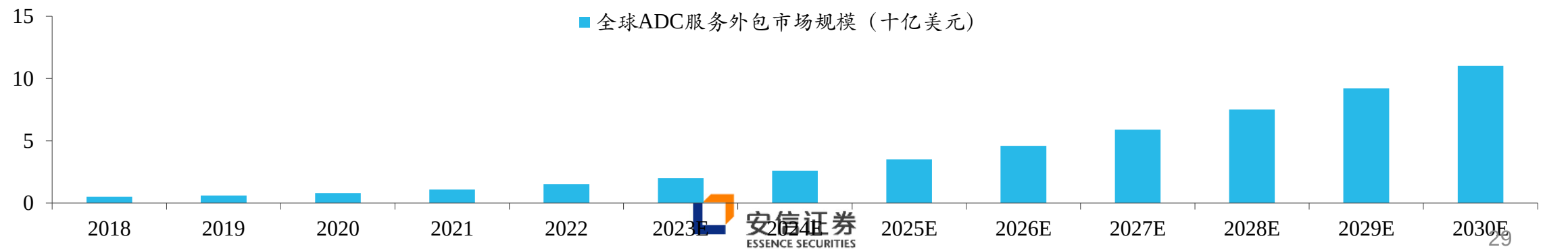
资料来源：药明合联公司公告、Frost & Sullivan、安信证券研究中心

图：各类药物的全球服务外包率统计对比



资料来源：药明合联公司公告、Frost & Sullivan、安信证券研究中心

图：全球ADC药物服务外包的市场规模（十亿美元）



资料来源：药明合联公司公告、Frost & Sullivan、安信证券研究中心

创新化-CXO: 多领域研发回暖, CXO公司已获相应增量订单

➤ 微观层面, 通过细致梳理和跟踪上市公司订单和业务发展情况, 我们认为: 随着多肽、ADC、中药等细分领域创新研发需求的回暖, 部分CXO公司已获得较为显著的相应订单

表:部分CXO公司在多肽、ADC、中药等领域的业务发展情况梳理

多肽领域	药明康德	2023年前三季度, TIDES 业务在手订单同比增长245%; TIDES D&M服务客户数量达到127个, 同比提升31%, 服务分子数量达到230个, 同比提升48%
	九洲药业	2023年首批多肽产品顺利下线, 目前已有单个项目金额超千万的订单
	诺泰生物	2023年5月22日公司发布公告, 与客户签订了累计金额约10,210万美元(含税)的重大订单合同
	圣诺生物	截止至2022年底, 公司为药企和科研机构提供了40个项目的药学研究服务, 1个品种进入商业化阶段, 18个多肽创新药进入临床试验阶段
	昂博制药	2020年公司向93名客户提供肽CDMO服务, 其收入从2018年的4670万美元提升至2020年的7383万美元(收入主要来自肽CDMO服务)
ADC领域	药明合联	进行中的整体项目从2022年底的94个(占同年全球偶联药物外包整体项目数的35%以上)提升至2023年5月31日的102个; 客户数量从2020年的49名提升至2023年5月31日的296名
	皓元医药	自2013年至今与荣昌生物深度合作; 2022年公司ADC项目数超100个, 销售收入同比增长高达84.58%, 合作客户超过600家, 同比增长84.10%
	迈百瑞	截止到2022年末, 公司CDMO业务在手订单金额达7.86亿元, 已承接超过310个处于不同阶段的CDMO项目
	东曜药业	ADC项目数量从2022年的18个提升至2023H1的28个
中药领域	博济医药	2023H1中药类研发服务新增合同金额达1.94亿元, 同比增长高达400%
	百诚医药	2022年布局中药CXO业务后, 目前已有多个中药项目管线处于研发阶段

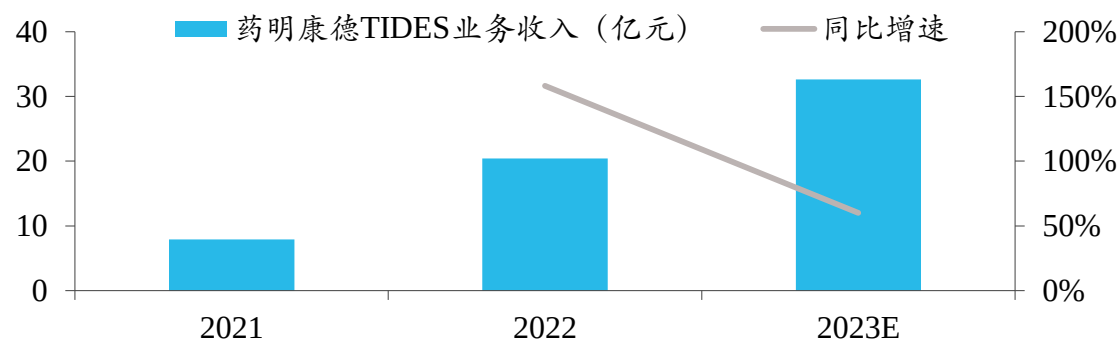
资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

药明康德：受益于多肽领域外包需求，TIDES业务快速发展

药明康德有望逐步受益于多肽等旺盛的研发生产外包需求，目前订单需求快速增长且产能积极扩张，其TIDES业务有望持续快速发展，预计2023年收入同比增长高达60%

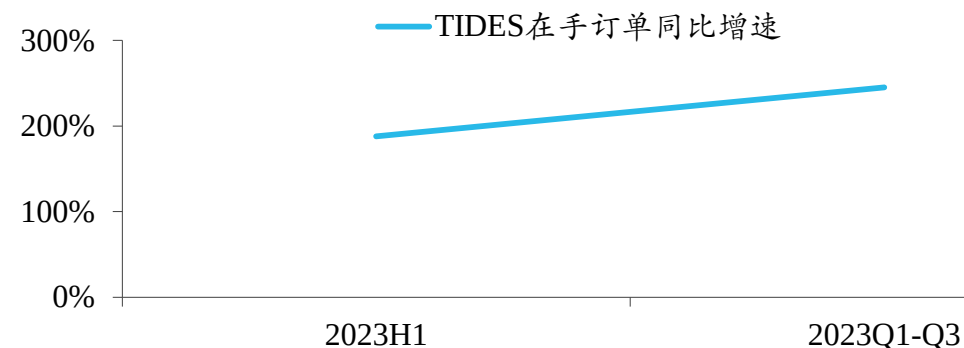
- 订单需求：受益于多肽等药品研发的蓬勃发展，2023Q1-Q3药明康德TIDES在手订单同比增速高达245%，订单增长环比进一步加速
- 产能扩张：公司积极扩张产能以满足TIDES业务订单需求，根据公司公告，预计2023年12月多肽固相合成反应釜体积提升至3.2万升

图：药明康德 TIDES 业务收入（亿元）



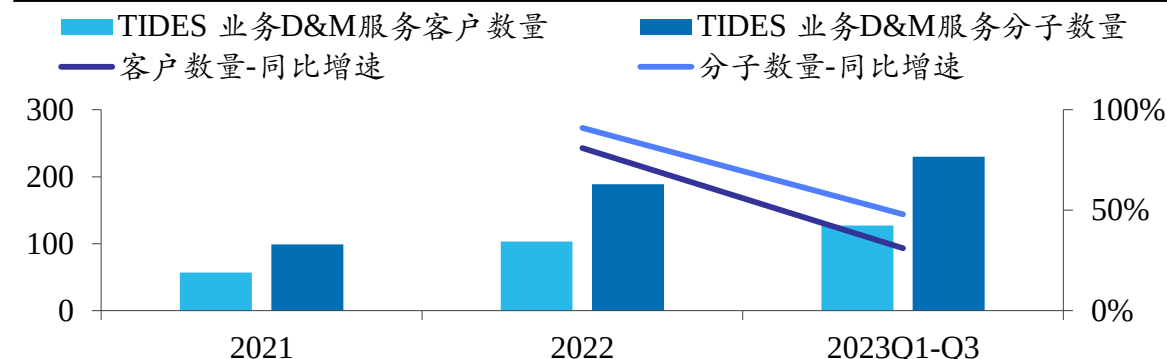
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图：药明康德 TIDES 在手订单同比增速



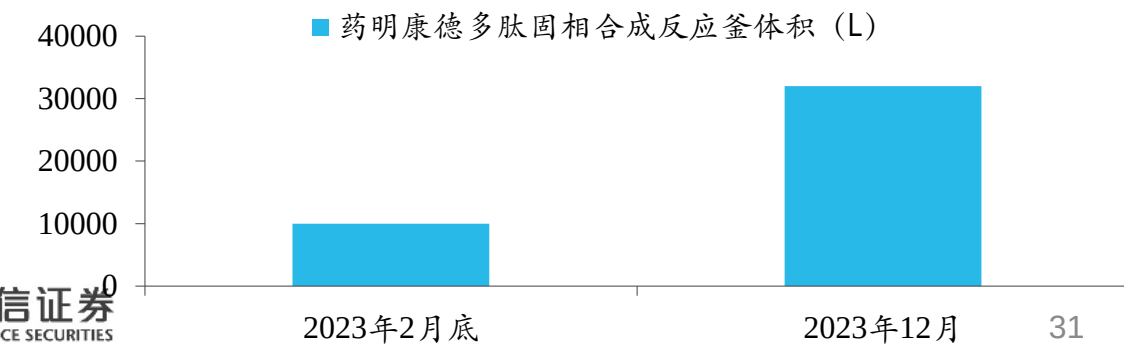
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图：药明康德 TIDES 业务 D&M 服务客户和分子数量统计



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图：药明康德多肽固相合成反应釜体积



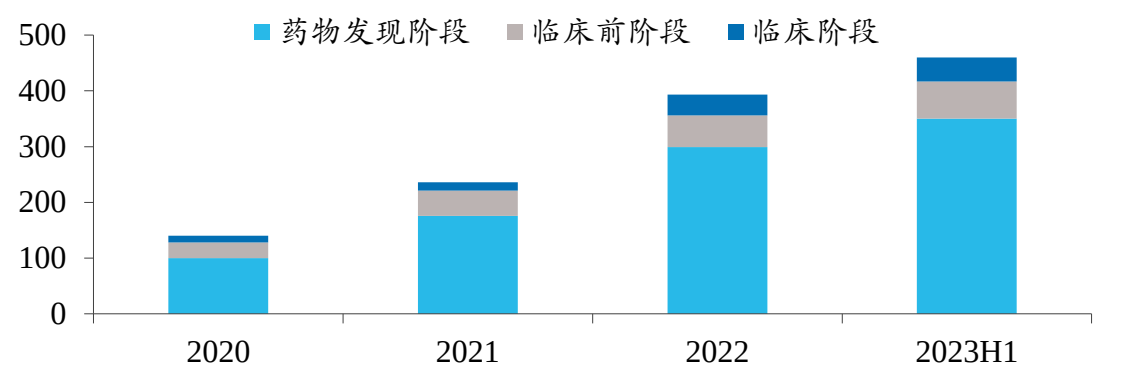
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

药明合联：ADC领域项目持续增长，相关产能积极扩张

药明合联的ADC领域相关订单持续增长且积极扩张产能满足日益增长的订单需求，ADC CRDMO业务持续蓬勃发展，其营收从2020年的1.38亿元快速增长至2022年的10.12亿元，CAGR高达170.80%

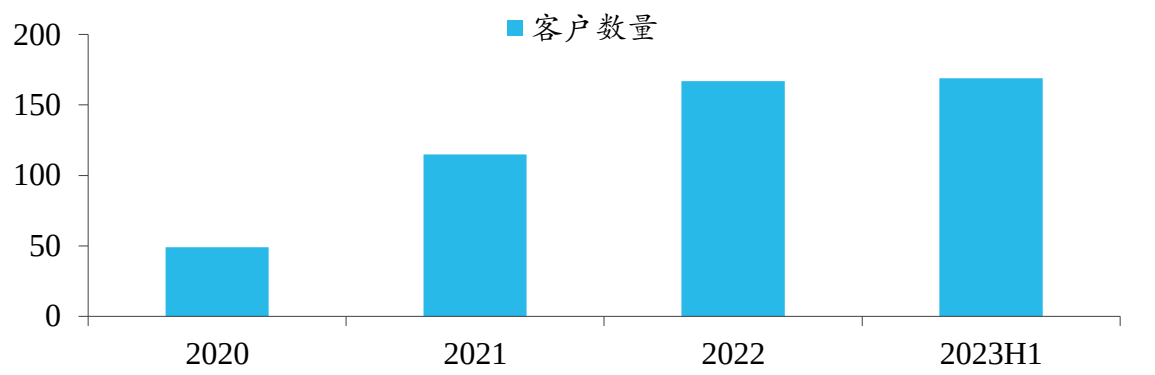
- 订单需求：公司各阶段项目数量快速增长，截止至2023H1，药物发现、临床前、临床阶段项目数量分别有350个、67个、43个
- 产能扩张：公司计划在无锡扩大产能供应且在新加坡建立一个生产基地，以满足客户对生物偶联药物CRDMO服务的需求

图：药明合联各阶段项目数量统计



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

图：药明合联服务客户数量统计



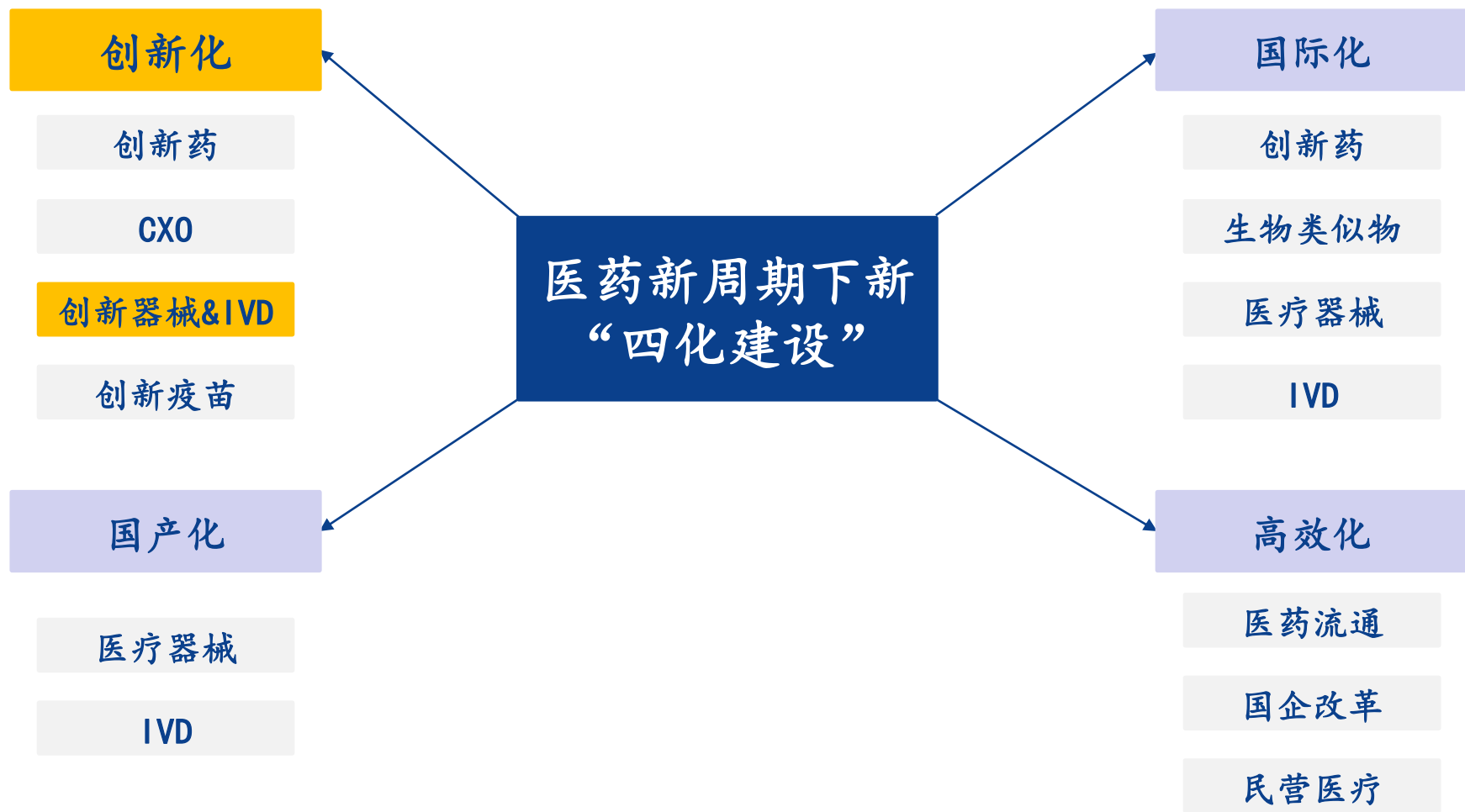
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

表：药明合联产能扩建计划梳理

基地	占地面积（㎡）	自有/租赁	主要用途	设计产能
无锡	48067（新设备将设于现有楼宇内）	自有	除抗体中间体、原料药及药品的现有临床或商业生产外，亦用作连接子和有效载荷的临床或商业生产	（1）连接子及有效载荷生产线（配备反应釜，产能为5至100升）
新加坡	18500	正收购土地	抗体中间体、原料药及药品的临床或商业生产	（1）抗体中间体及原料药生产（双功能XmAb/XBCM3生产线，产能为每批生产200-2000L单克隆抗体中间体，每批生产最多2000L生物偶联原料药；XBCM4生产线，产能为每批最多500L生物偶联原料药） （2）偶联药物生产（两条药品生产线，年产能分别最多八百万瓶和三百万瓶）

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

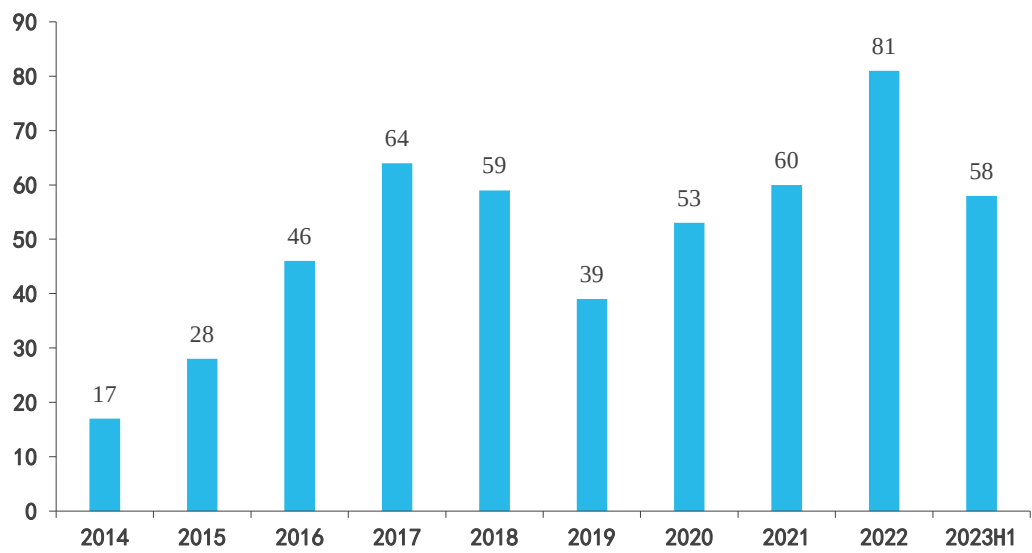
医药新周期下新“四化建设”



创新化-创新器械：创新器械上市节奏加快，审批进入快车道

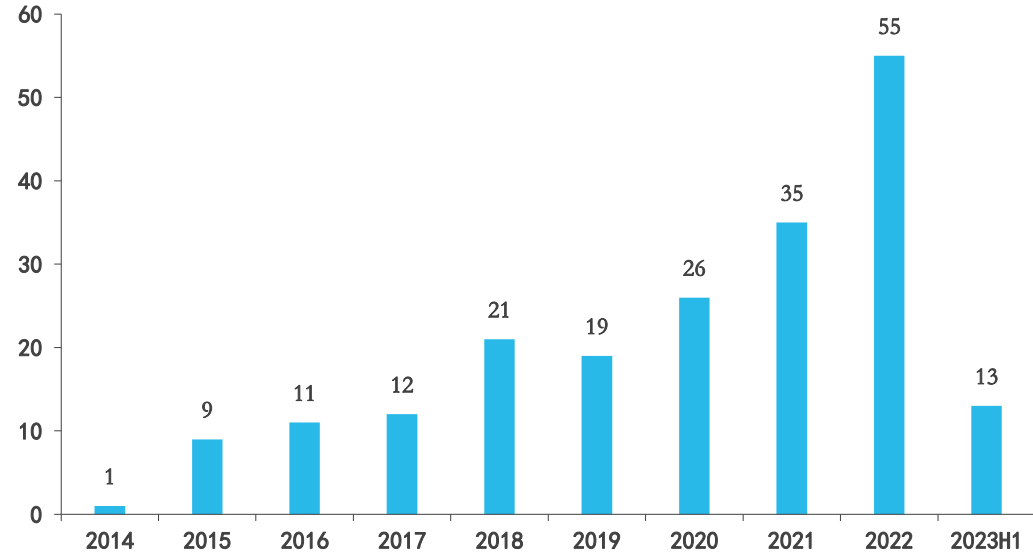
- 2014年，国家首次发布《创新医疗器械特别审批程序》；2018年，国家药监局修订发布《创新医疗器械特别审查程序》；2021年6月起施行的《医疗器械监督管理条例》提出对创新医疗器械予以优先审评审批
- **创新器械审批进入快车道，产品获批数量不断增加。**截至2022年12月31日，已有447个产品进入创新医疗器械绿色通道，189个产品上市。从申请来看，2022年国家药监局共收到创新医疗器械特别审批申请343项，比2021年增加37.8%，其中68项获准进入创新医疗器械特别审查程序。从获批来看，2022年国家药监局共批准创新医疗器械55个，同比增加57.1%。2023年上半年，共有来自52家公司的58项产品获准进入创新医疗器械特别审查程序

图：2014年以来每年获批进入创新器械审批的产品数量



资料来源：NMPA、安信证券研究中心

图：2014年以来每年获批的创新器械产品数量

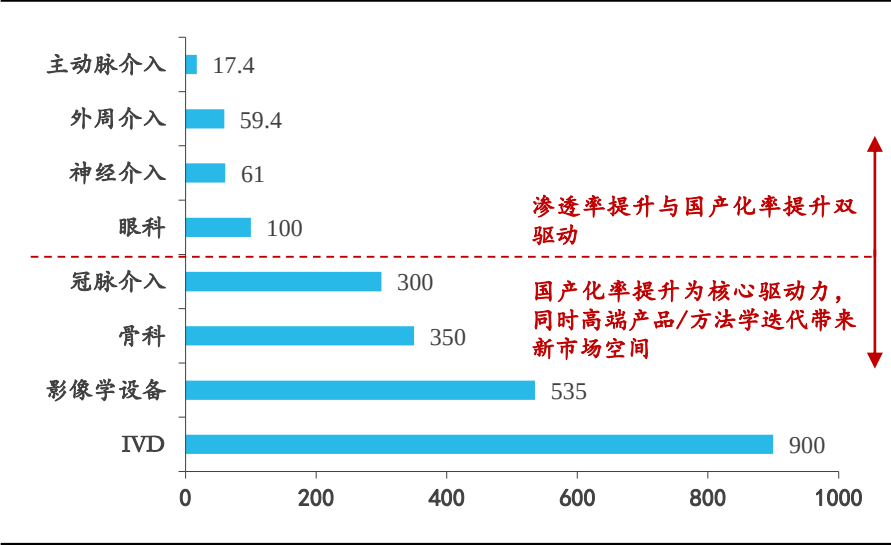


资料来源：NMPA、安信证券研究中心

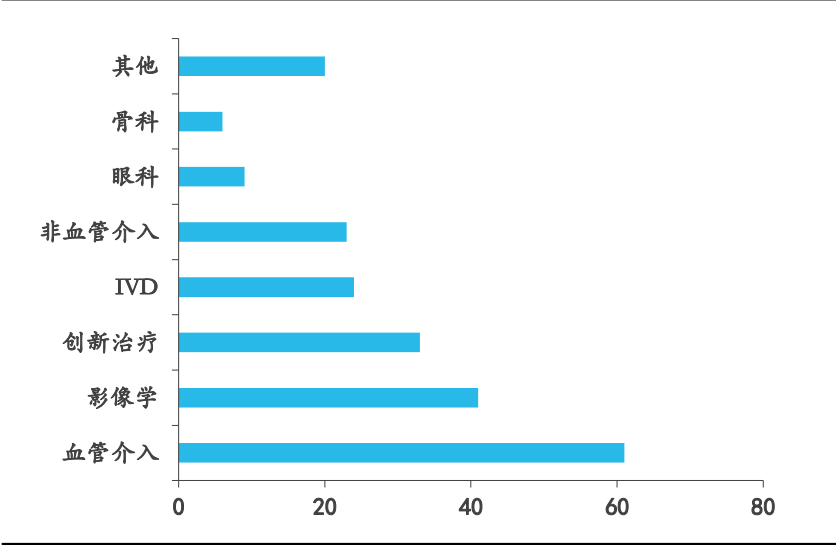
创新化-创新器械：创新器械上市节奏加快，审批进入快车道

- 根据NMPA披露的创新医疗器械获批名单，我们系统性梳理了2014年以来获批产品的门类，并做以数量统计，可以看到介入类高值耗材、体外诊断、影像学等领域在获批产品中所占比例较高
- 通过我们研究发现，受政策支持的分领域往往具备以下一个或多个特点：1. 市场空间大，临床使用量多；2. 国产化率低；3. 治疗渗透率低；4. 仍需技术升级与突破。如：IVD（发光、分子）、影像学符合国产化率低的特点；骨科、冠脉介入符合空间大、用量多等特点；眼科、神经/外周/主动脉介入则同时符合低渗透率和低国产化率的特点。因此，随着技术与产品不断走向成熟，有关上市公司未来有望在政策支持下实现跨越式发展

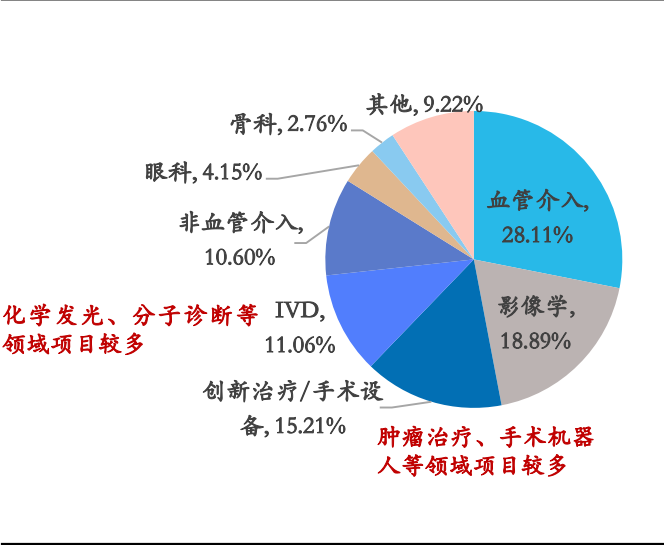
图：医疗器械部分主要细分领域市场规模（亿元）



图：NMPA获批创新器械各细分品类数量分布



图：NMPA获批创新器械各细分品类占比

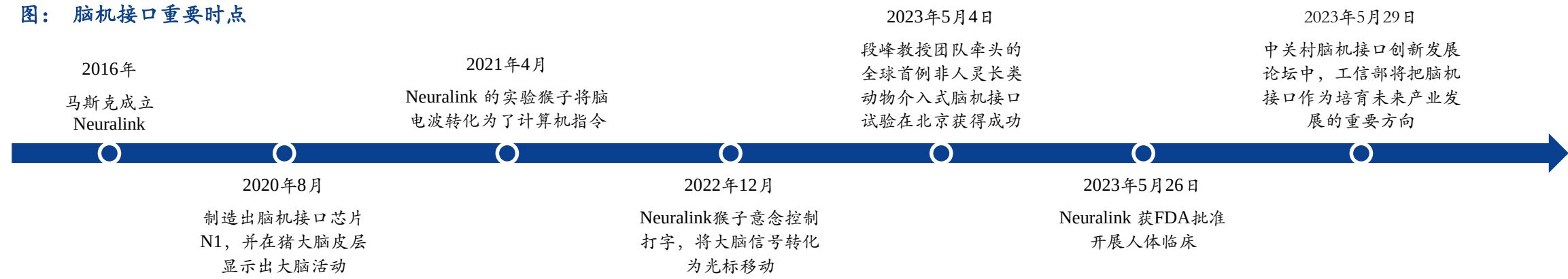


本页资料来源：沙利文、《中国心血管医疗器械产业创新白皮书》、前瞻经济学人、中商产业研究院、产业信息网、心脉医疗公司公告、联影医疗公司公告、灼识咨询、NMPA、安信证券研究中心

创新化-创新器械：脑机接口等突破性新技术涌现

➤ **创新疗法推动行业不断发展。** 5月25日，马斯克旗下的脑机接口公司Neuralink宣布已获得美国FDA批准启动首次脑植入物人体临床研究。这一事件迅速引发市场关注，经我们研究，脑机接口指在人脑与外部设备间建立直接连接通路，通过测量和采集中枢神经系统活动，并将其直接转译为可被外界人工设备识别的信号或指令，从而实现大脑与外部设备的直接交流与控制，现阶段主要应用集中在医疗与诊断领域。根据36氪研究院数据，目前仅有3款产品获批进入人体临床试验，预计到2027年市场规模将达到33亿美元。近年来，以脑机接口、骨科手术机器人等创新医疗器械不断涌现，不断拓展着疾病和患者人群的适用场景，而这些突破性的技术长期将带来新的治疗模式、工具和商业模式，提升医疗器械的成长斜率

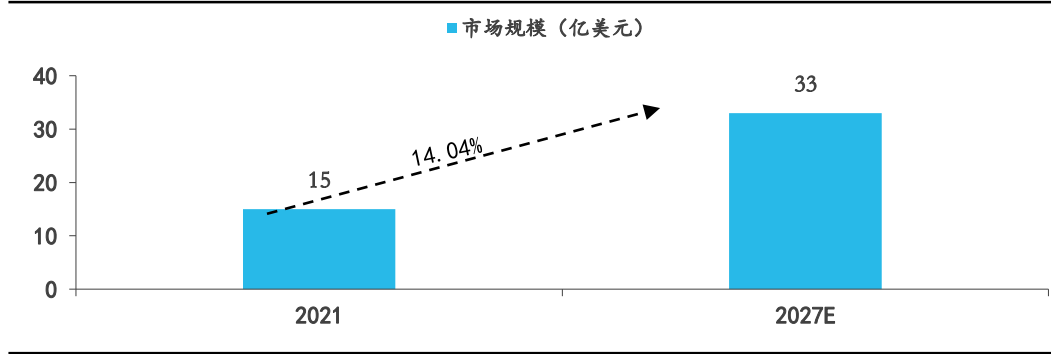
图：脑机接口重要时点



表：全球进入人体临床脑机接口公司

公司	获批时间	技术介绍
Neuralink	2023年	“皮层刺入”路线，通过大脑皮层电信号和计算机信号之间转换来实现功能
Onward	-	专注于创伤后神经功能的恢复，比如用脑机接口恢复脊髓损伤后的行走能力，通过ARC疗法旨在对脊髓进行有针对性的程序性刺激。属于“皮层表面”路线。
Synchron	2021年	技术是微创的，通过一种类似血管支架的电极放置在大脑血管的内部，来采集血管附近的神经信号。属于“血管介入式”。

图：全球脑机接口市场规模预期



本页资料来源：IMARC Groupe、36氪研究院、安信证券研究中心

创新化-IVD新技术：重点关注AD、肝病、泛癌领域的前沿进展

- 2024年NASH、AD等多个治疗领域有望迎来新突破，或带动相应检测领域的景气度和关注度。resmetirom治疗伴有NASH成年患者的PDUFA日期为2024年3月14日；首款获FDA完全批准的AD新药Leqembi已通过海南药监局批准，落地海南乐城。此外，GLP-1药物在肾病、NASH、AD、外周血管疾病、心衰等领域的进展亦值得期待
- 基因测序长期是IVD创新的前沿技术平台，泛癌/肿瘤大Panel领域重磅产品获批/公示。自创新医疗器械特别审批程序正式实行以来，共8款IVD产品进入到了NMPA公示阶段，其中5款产品所用的技术平台为基因测序。2023年10月，世和基因的非小细胞肺癌组织TMB检测试剂盒（可逆末端终止测序法）获批上市，成为国内肿瘤基因检测行业的首个NGS大Panel IVD产品；2023年9月，国内首款泛癌种早筛IVD产品，燃石医学的“人DNA甲基化检测试剂盒（可逆末端终止测序法）进入特别审查程序

表：NMPA创新医疗器械特别审查公示的IVD产品列表（2018年12月以来）

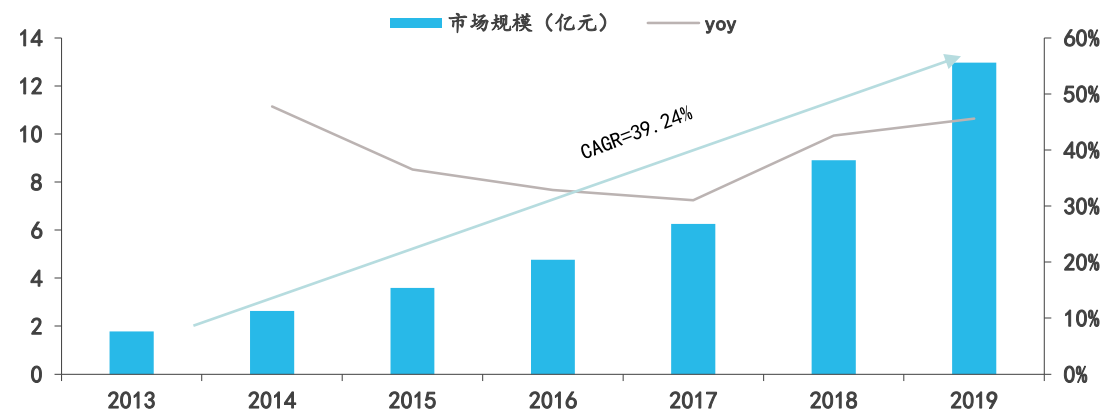
序号	产品名称	技术平台	申请人	公示时间
1	人DNA甲基化检测试剂盒	可逆末端终止测序法	广州燃石医学检验所有限公司	2023/9/22
2	人CD01/AJAP1/GALR1基因甲基化检测试剂盒	荧光PCR法	武汉凯德维斯生物技术有限公司	2023/8/23
3	人乳头瘤病毒基因整合（14个型）核酸检测试剂盒	可逆末端终止测序法	武汉凯德维斯生物技术有限公司	2022/8/26
4	抗-CD19-嵌合抗原受体T细胞检测试剂盒	流式细胞仪法-PE	上海星湾生物技术有限公司	2022/3/1
5	尿路上皮癌染色体异常检测试剂盒	联合探针锚定聚合测序法	苏州宏元生物科技有限公司	2021/7/15
6	人类NTRK1/2/3基因变异检测试剂盒	可逆末端终止测序法	至本医疗科技（上海）有限公司	2021/3/9
7	非小细胞肺癌组织TMB检测试剂盒	可逆末端终止测序法	南京世和医疗器械有限公司	2020/1/22
8	系统性红斑狼疮（SLE）基因甲基化检测试剂盒	MS-HRM分析法	深圳市赛尔生物技术有限公司	2020/1/22

资料来源：NMPA、优咨康，安信证券研究中心

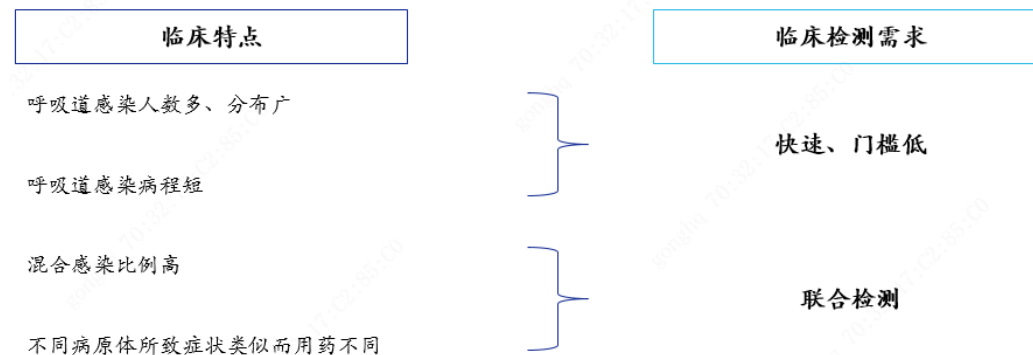
创新化-IVD创新应用：联检挖掘门急诊差异化需求

- 挖掘细分赛道的差异化需求是国内IVD企业发展壮大的通行之路。进口品牌的强势、特色市场的空旷、国家政策支持，推动我国IVD企业在已有技术平台的拓展上做了相当多的应用创新，如HPV检测领域国产全分型定量试剂淘汰进口不分型试剂、自免检测领域国产化学发光试剂蚕食进口传统方法学市场等
- 呼吸道病原体检测市场快速增长。我国呼吸道病原体检测的试剂市场规模由2013年的1.78亿元增长至2019年的12.97亿元，复合增长率达到39.24%
- 胶体金联检挖掘呼吸道门急诊的差异化需求。呼吸道检测尤其是儿科门急诊对于速度快、门槛低的联合检测有较强的特异化需求。胶体金法检测速度快、随到随检、对人员和场地无要求、方便进行多指标联检等特点使得胶体金法在儿科门急诊、基层医疗机构具有广泛的需求

图：国内呼吸道病原体检测市场规模（亿元）



图：呼吸道感染的临床特点及由此产生的特殊检测需求



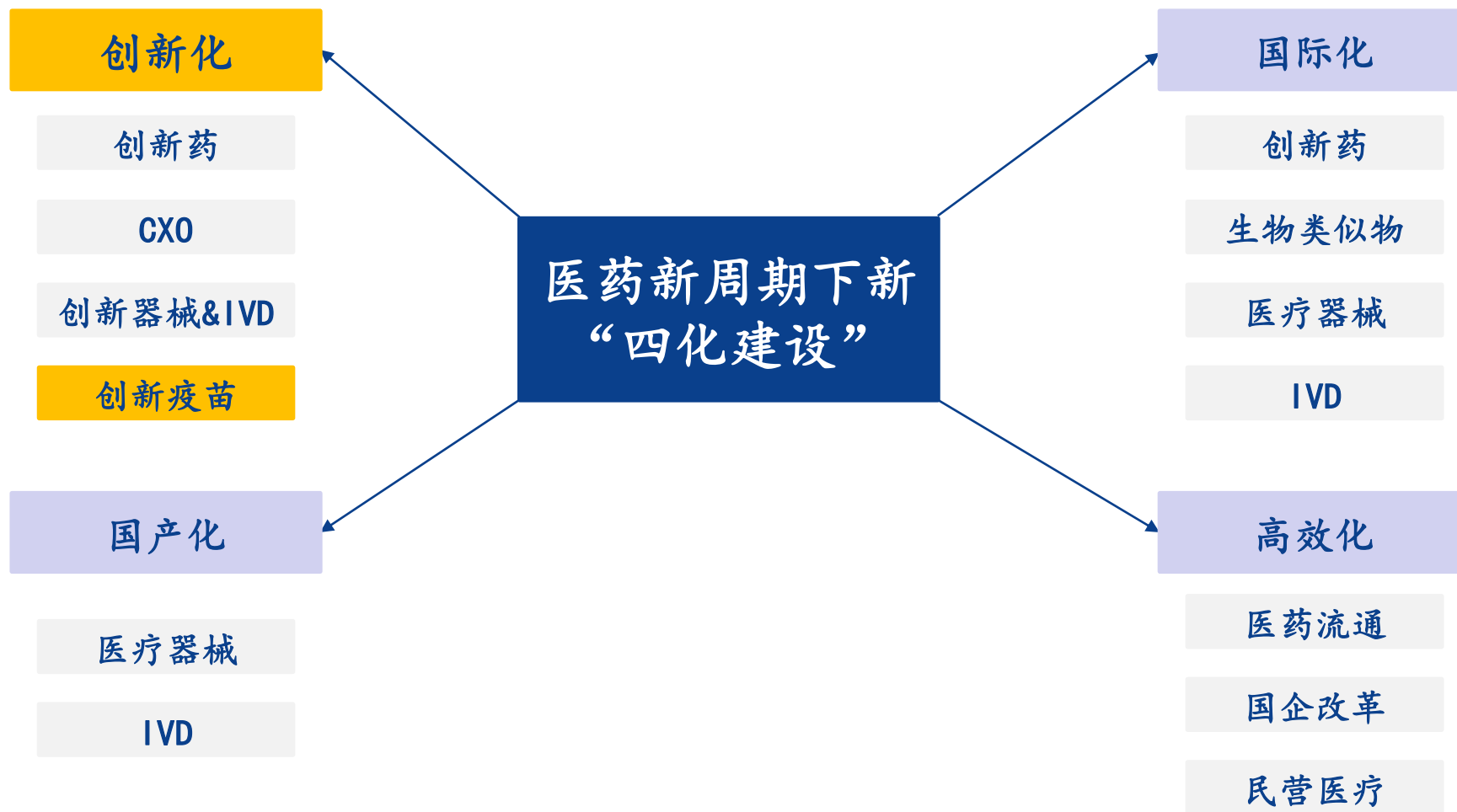
儿科门诊特殊性：儿童感染率高、混合感染比例高，且对检测速度要求较高

对快速、门槛低、联合检测的需求尤其高

建议关注标的：英诺特、热景生物

- **英诺特：**呼吸道病原体检测龙头，拥有多款国内独家胶体金联检产品。公司以儿童门急诊为切入点，不断扩大覆盖医疗终端覆盖面及提升单医院产出。呼吸道感染分布广而散的特殊性决定了其需求大量存在于各级医疗机构，目前公司产品仅覆盖约5%左右的样本，可拓展空间广阔。此外公司独家国产九联检产品有望获得进口竞品退出后留下的空白市场
- **热景生物：**肝病检测领军者，同时积极布局AD检测领域。公司产品覆盖从病毒检测到肝炎检测再到肝癌早筛与检测的肝病全流程。肝癌三项、高尔基体73等国内独家产品已陆续进入多个国内外专家共识或诊疗指南，当前正在多个省市进行报物价工作，有望打开广阔市场空间。此外，公司参股公司智源生物自主研发了具有独特抗原表位的抗淀粉样蛋白聚集体特异性抗体，已用于AD检测和治疗药物的产品研发

医药新周期下新“四化建设”



创新化-创新疫苗：技术持续更新迭代，疫苗品种异彩纷呈

我国创新疫苗快速发展，多个蓝海品种取得突破。目前我国人用疫苗已从第一代逐步发展至第三代，其中第一代为减毒活疫苗和灭活疫苗，但前者存在“毒力返祖”的可能性，后者则存在免疫力持续时间较短的问题；第二代（亚单位疫苗和重组基因疫苗）和第三代（重组病毒载体疫苗和核酸疫苗）技术已成为众多厂商开拓布局的新方向。近年来，我国创新疫苗快速发展，多家企业在带状疱疹疫苗、RSV疫苗、金葡菌疫苗、诺如病毒疫苗等新品种中取得阶段性突破

表：人用疫苗技术路线分类

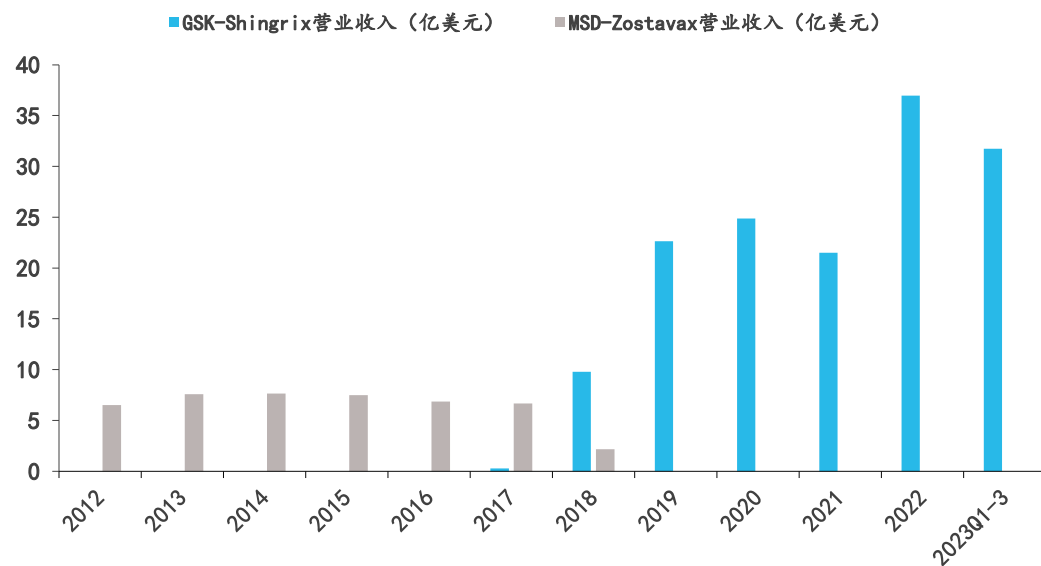
发展阶段	技术路线	简介	代表上市疫苗
第一代	减毒活疫苗	减毒活疫苗是将病原体（细菌、病毒等）经过处理后，使其毒性减弱，接种到机体内，可引发免疫反应，但却不会引发疾病的一种疫苗。接种减毒疫苗后，病原体在机体内有一定程度的生长繁殖能力，刺激机体产生免疫反应，获得的免疫力较持久，但可能出现毒力返祖现象。减毒活疫苗还可能诱导免疫缺陷个体的严重反应。另外，活疫苗的稳定性和保存运输较困难，在制成冻干疫苗后可增加疫苗稳定性。	卡介苗、脊灰减毒活疫苗、水痘减毒活疫苗等
	灭活疫苗	灭活疫苗又被称为“死疫苗”，指先培养细菌或病毒，再用化学剂或高温将其灭活而制备的疫苗。灭活疫苗的安全性较好，不会出现“毒力返祖”现象；疫苗较为稳定，对储存和运输条件的要求不高，节省了疫苗成本。但它引起机体产生的免疫力持续时间较短，因此灭活疫苗通常需要多剂次接种。	百白破疫苗、脊灰灭活疫苗、新冠灭活疫苗等
第二代	亚单位疫苗	亚单位疫苗是通过蛋白质水解，提取、筛选具有免疫活性蛋白质片段制成疫苗。亚单位疫苗相较全病毒疫苗来说安全性和稳定性都更好。但因其特性，降低了疫苗的免疫原性。此外，亚单位疫苗可能发生抗原变性，导致产生的抗体失效。	三价流感病毒亚单位疫苗等
	重组基因疫苗	将病毒内能够诱导免疫反应发生的基因片段植入到工具细胞中，规模化的生产我们所需要的蛋白质，再收集、纯化这些蛋白质后就可以制成重组基因疫苗。	重组乙肝疫苗、HPV疫苗、重组带状疱疹疫苗等
第三代	重组病毒载体疫苗	重组病毒载体疫苗是将病毒中能够诱导合成具有免疫原型的蛋白质或亚单位的基因片段嫁接到没有致病性或致病性极低的病毒中，该载体病毒携基因片段进入人体，就能够诱导免疫反应的发生。	重组埃博拉病毒病疫苗（腺病毒载体）、重组新型冠状病毒疫苗（5型腺病毒载体）等
	核酸疫苗	包括DNA疫苗和mRNA疫苗。核酸疫苗是将决定病毒或细菌免疫原性的遗传物质直接导入人体，依靠人体自身细胞来产生抗原，并激活免疫系统产生免疫应答。两者的区别是DNA是先转录成mRNA再进行抗原蛋白质的合成，mRNA则是直接合成。mRNA疫苗不用依赖细胞扩增，制备工艺简单、研发周期短，疫苗产能得到了大大的提升，但由于mRNA极易降解，需借助特殊载体送达体内，并且对运输和储存要求也非常严格。	新冠mRNA疫苗等

资料来源：云南省疾控中心、中国预防医学杂志、NMPA、安信证券研究中心

创新化-带状疱疹疫苗：渗透率极低，百亿蓝海市场大有可为

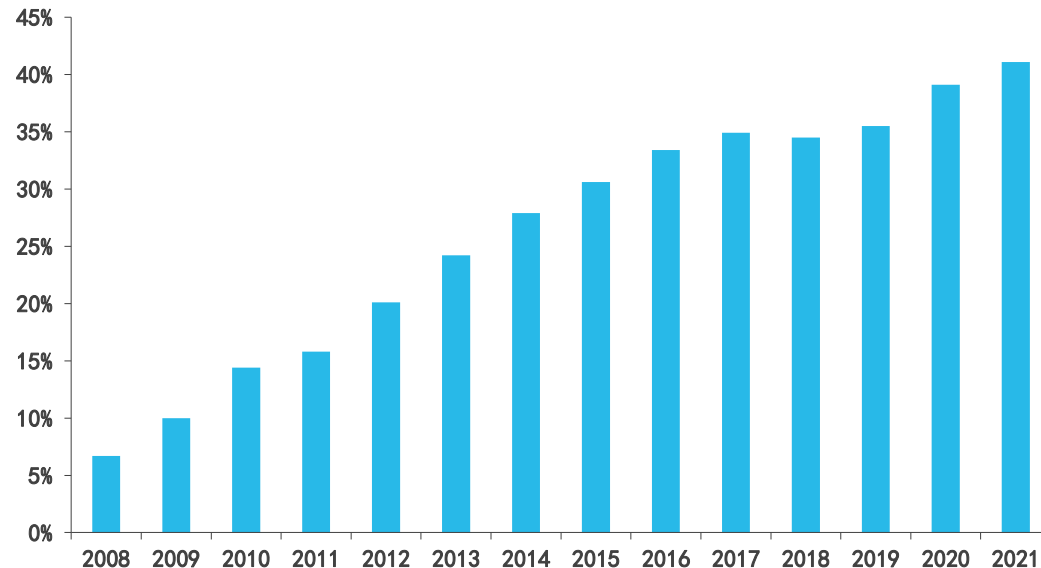
- Shingrix为全球销售额前10的疫苗大单品，部分发达国家带状疱疹疫苗接种率较高。Shingrix 2023前三季度的全球销售额高达25.38亿英镑，仍在稳步增长，CER增长率为15%。据美国CDC，美国60岁以上人口带状疱疹疫苗的接种率在2021年已达41.10%；据2021年初Canada.ca的统计数据，加拿大50岁以上中老年人带状疱疹疫苗接种率达27%；据CDI，2020年澳大利亚70岁老年人带状疱疹疫苗接种率达30.4%
- 中国带状疱疹疫苗渗透率极低，市场仍有待开拓。以批签发量口径测算，假设受种者均完成2剂次全程接种，截至2022年底，Shingrix在中国50岁以上人群中的渗透率仅为0.3%，随着国产带状疱疹疫苗逐步上市，共同加大市场教育，我国带状疱疹疫苗的市场规模有望持续增长

图：2012年至2023H1 Shingrix和Zostavax营业收入变化情况



资料来源：GSK公告、MSD公告、安信证券研究中心；注：Shingrix销售额以1英镑=1.25美元转换

图：美国60岁以上人口带状疱疹疫苗接种覆盖率



资料来源：美国CDC、安信证券研究中心

创新化-带状疱疹疫苗：差异化需求进一步满足，国内多厂商布局

- Shingrix和感维形成产品差异化，可满足消费者不同偏好。目前国内仅Shingrix和感维两款带状疱疹疫苗分别于2019年5月和2023年1月获批上市，其中Shingrix采用重组蛋白疫苗技术路线，将gE抗原与AS01_B佐剂系统结合，保护效力优异；感维采用减毒活技术路线，具有不良反应率低、覆盖年龄段广、仅需接种1针、价格较为便宜等优势，两款产品可满足消费者的差异化需求，惠及更多适龄人群
- 多家公司布局带状疱疹疫苗赛道，其中绿竹生物进展较快。国内已有多家厂家布局带状疱疹疫苗在研项目，其中进展最快的为绿竹生物的重组带状疱疹疫苗，已于2023年9月登记III期临床，据绿竹生物公告，公司计划2024下半年提交BLA，并在2025年Q4实现产品商业化

图：中国企业进入临床阶段的带状疱疹疫苗在研情况梳理

公司	技术路线	名称	最新研发进度	临床批准时间	最新进展开始时间	临床申报地
绿竹生物	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗(CHO细胞)	III期	2021.08	2023.09	中国
			I期	2022.07	2023.02	美国
怡道生物/中慧元通	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗(CHO细胞)	III期	2020.07	2023.10	中国
上海生物制品研究所	减毒活	带状疱疹减毒活疫苗	II期	2017.08	2019.06	中国
迈科康生物	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗(CHO细胞)	II期	2022.01	2023.05	中国
康希诺	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗(腺病毒载体)	I期	2023.07	2023.11	加拿大
瑞科生物	重组蛋白	新佐剂重组带状疱疹疫苗REC610	临床试验默示许可	2023.10	2023.10	中国
			I期	2022.12	2023.02	菲律宾
远大赛威信	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗TVAX-006	I期	2023.08	2023.09	澳大利亚
华诺泰生物	重组蛋白	重组带状疱疹疫苗(CHO细胞)	I期	2023.09	2023.11	中国
嘉晨西海	srRNA	自复制RNA带状疱疹疫苗JCXH-105	临床试验申请受理	/	2023.07	中国
			I期	2023.01	2023.05	美国
深信生物	mRNA	带状疱疹mRNA疫苗IN001	临床试验批准	2023.09	2023.09	美国

资料来源：各公司公告、各公司公众号、药智网、药渡数据、药融云、安信证券研究中心；注：数据截至2023年11月28日

创新化-RSV疫苗： 多国推荐接种，已上市产品销售额亮眼

- **RSV感染呈全球广泛流行，多国推荐接种RSV疫苗。** RSV可引起各年龄组人群的感染，尤其是5岁以下的儿童、65岁以上的老年人和免疫功能低下的成年人。据《柳叶刀》估计，2019年全球5岁以下儿童中约有3,300万RSV-ALRTI（RSV病毒感染伴随急性下呼吸道感染症状）病例，并导致其中约360万儿童住院、2.6万儿童院内死亡，并且存在约10万例可归因于RSV的儿童总体死亡。RSV疫苗在预防效果和经济效率方面优势显著，目前美国、英国、瑞典等国正在推进RSV疫苗的接种建议或免疫计划工作
- **目前全球范围内仅有2款RSV疫苗获批，销售表现亮眼。**目前2款上市的RSV疫苗分别为GSK的Arexvy和辉瑞的Abrysvo，其中GSK的Arexvy于2023年5月获FDA批准，是全球首个获得批准的RSV疫苗，可用于60岁及以上成人，2023Q3该产品实现营收7.09亿英镑；辉瑞的Abrysvo于2023年5月获FDA批准用于60岁及以上成人，于8月获FDA批准扩展适应症用于通过对孕龄32至36周的孕妇主动免疫，预防出生至6个月婴儿由呼吸道合胞病毒(RSV)引起的下呼吸道疾病(LRTD)和严重LRTD，2023Q3该产品实现3.75亿美元销售额

表：各国RSV预防相关政策

国家	时间	政策及建议
美国	2023年9月	ACIP批准将19岁以下孕妇的RSV疫苗增加到儿童免疫规划（VFC）中；CDC建议60岁以上老人接种单剂RSV疫苗
英国	2023年9月	JCVI向政府提出关于建立婴儿和老年人RSV免疫计划的建议
瑞典	2023年10月	已将RSV疫苗加入秋季疫苗建议中

资料来源：美国CDC、英国政府卫生和社会保健部门、瑞典健康小组、安信证券研究中心

创新化-RSV疫苗：技术路线多样，后续企业值得期待

国内厂商采用的技术路线包括重组蛋白、mRNA、病毒载体等方向，研发进度整体处于早期。国内多家公司已布局RSV疫苗研发，其中艾棣维欣研发进度领先，先后于2023年5月和2023年10月披露澳大利亚 I 期和 II 期临床数据，其余产品均处于临床前研究阶段。此外，GSK的重组RSV疫苗（AS01E佐剂系统）已于2023年6月在中国获得临床批准

表：国内企业RSV疫苗研发进展

技术路线	厂商	产品名称	研发进度	后续规划	备注
重组蛋白	艾棣维欣	ADV110	II 期结果发布（澳大利亚）	预计2024年跟监管部门沟通后续临床方案，以期通过全球多中心 III 期临床收集数据，并将 II 期研究从老年人组扩展至婴幼儿组	使用AE011佐剂
	三叶草生物	SCB-1019	临床前研究	计划2023年下半年披露更多临床前数据和开发计划	利用已验证的Trimer-Tag蛋白质三聚体化技术平台
	康乐卫士	重组呼吸道合胞病毒疫苗	临床前研究	截至2022年报已获得稳定表达RSV疫苗抗原的细胞株，并已进入小试工艺研究阶段	-
	百克生物	重组呼吸道合胞病毒疫苗	临床前研究	-	将使用纳米铝佐剂
	康泰生物	重组呼吸道合胞病毒疫苗	临床前研究	-	-
	华南疫苗	人呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	临床前研究	-	基于昆虫细胞-杆状病毒表达载体系统研发
mRNA	艾美疫苗	mRNA呼吸道合胞病毒RSV疫苗	临床前研究	预计2024年第二季度提交CTA，2026年之后上市	-
	沃森生物/蓝鹤生物	呼吸道合胞病毒mRNA疫苗	临床前研究	-	-
	嘉晨西海	JCXH-108 (Conventional mRNA)	临床前研究	-	-
	石药集团	-	临床前研究	-	-
病毒载体 (Ad5)	博沃生物	呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	临床前研究	-	-
暂未公布	智飞生物	呼吸道合胞病毒 (RSV) 疫苗	临床前研究	预计2023~2024年处于临床前研究阶段	-
	思安信生物	CV02呼吸道合病毒疫苗	临床前研究	-	可肌注和滴鼻

资料来源：各公司公告、各公司官网、生物制品圈、安信证券研究中心

创新化-金葡疫苗：代表企业进度领先，有望填补市场空白

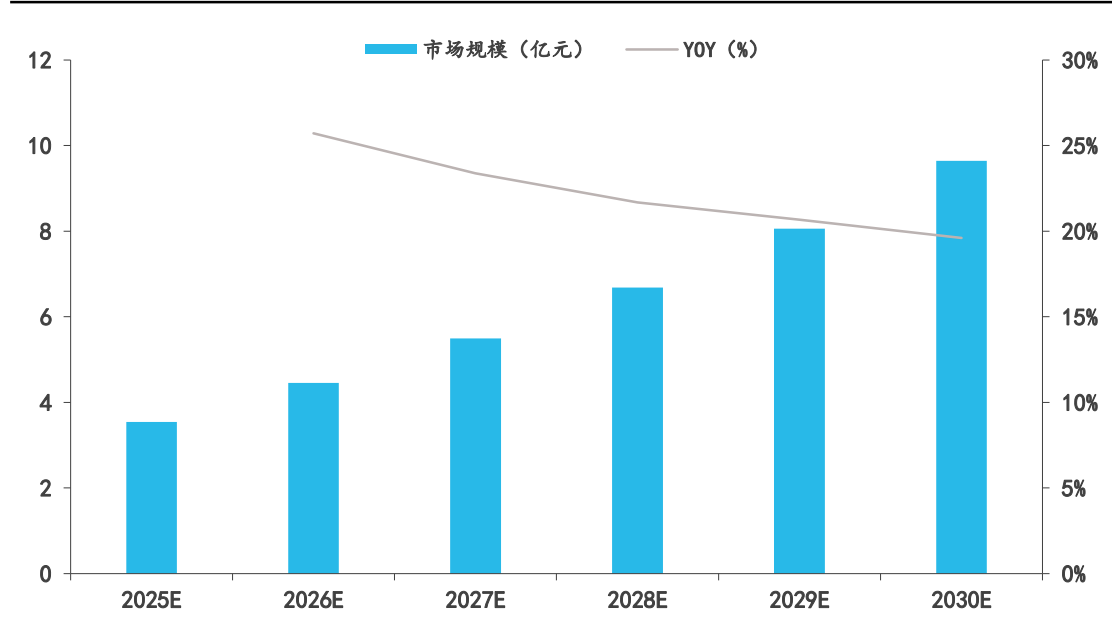
➤ 海内外多家公司金葡菌疫苗研究受阻，欧林生物有望抢占先机。针对金葡菌流行感染的严峻形势，默沙东、辉瑞、诺华、GSK等多家公司均已开展金葡菌疫苗的临床研究，但研究目前均未取得显著进展或已终止，国际范围内暂无成功获批上市的金葡菌疫苗。欧林生物为目前国内唯一开展重组金葡菌疫苗临床试验的企业，是目前所含抗原最多(五组分)的疫苗，今年11月的III期临床试验期中分析中，DSMB建议继续推进III期临床研究，研发进度在海内外均处于领先地位，产品上市后有望填补市场空白

表：欧林生物和境外已完成 III 期临床试验的金葡菌疫苗对比

研发公司	Nabi (Staph Vax)	Merck (V710)	欧林生物
抗原组分	多糖抗原:CP5/CP8 (覆盖率低)	单一抗原:lsdB (保护力有限)	采用五种抗原
疫苗佐剂	未使用佐剂	未使用佐剂	AIP04佐剂
免疫程序	2针 (0-35)	手术前14~60天内免疫 1针次	2次3剂免疫接种程序 (0/0, 7天)
临床适应症	肾衰竭透析患者	心胸外科手术患者	骨科手术患者
研发阶段	III期临床试验 失败, 已终止	II/III期临床试验 失败, 已终止	III期临床进行中

资料来源：欧林生物招股书、安信证券研究中心

图：中国重组金黄色葡萄球菌疫苗市场规模预测（亿元）



资料来源：欧林生物招股书、安信证券研究中心

创新化-诺如疫苗：国内外厂家齐布局，多款疫苗值得期待

➤ 国内外厂家齐布局，多款疫苗已进入临床中后期。2016年WHO将诺如病毒疫苗的开发视为高度优先事项，目前全球已有数款诺如疫苗进入临床中后期，但尚无相关产品获批上市。国内厂家方面，中国生物、智飞生物、远大赛威信、康华生物均布局RSV疫苗在研，其中康华生物研发的重组六价诺如疫苗是目前在研价次最高的多价诺如病毒疫苗，中国生物研发的重组诺如病毒双价疫苗则是全球首个进入III期临床的诺如疫苗。国外在研厂商方面，HilleVax、Vaxart进展较快，分别于2023年3月进入IIb期和2023年2月进入II期

表：国内外厂商进入临床的在研疫苗一览表

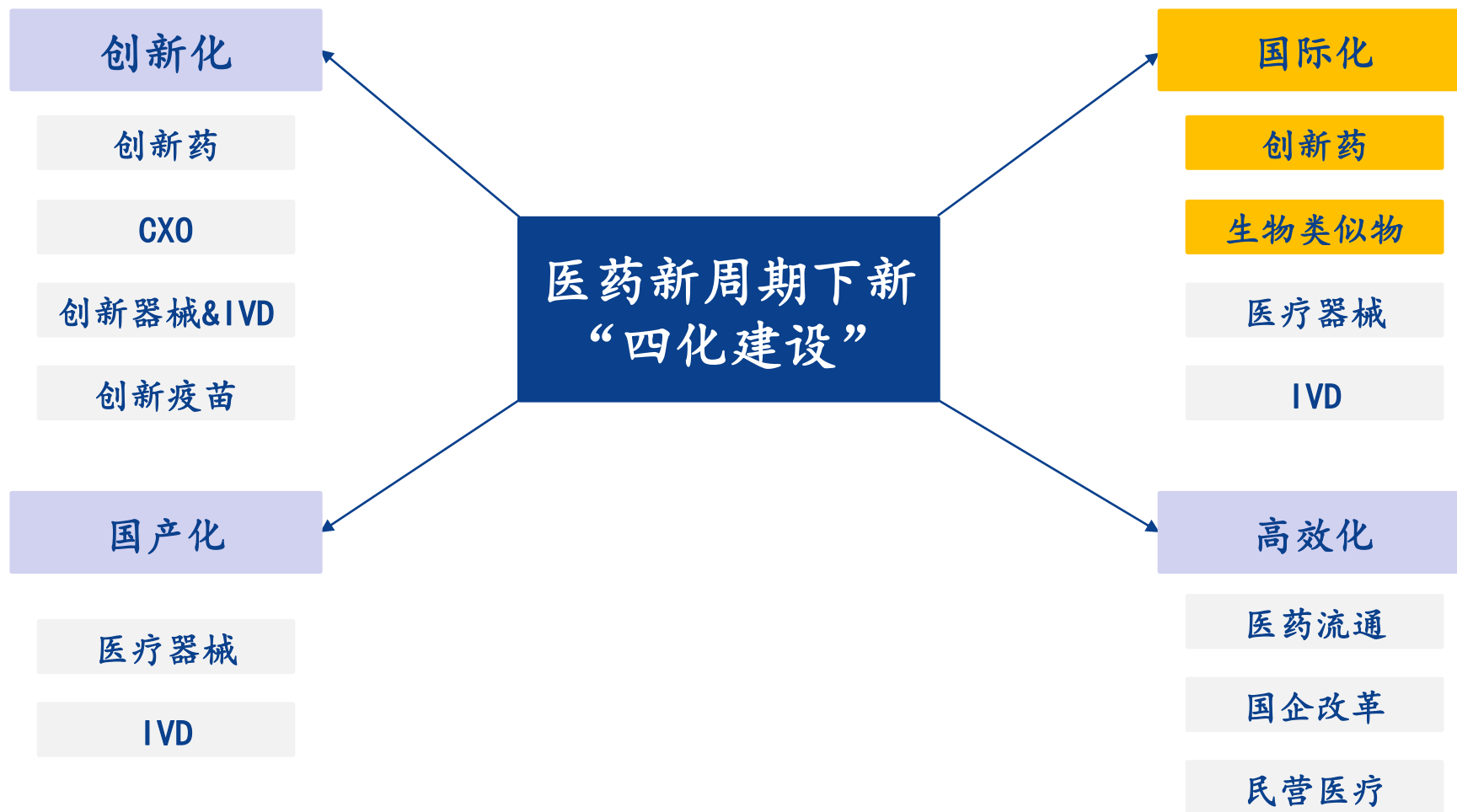
类别	厂商	疫苗名称	临床进度	状态开始时间	包含基因型	技术路线	产品亮点
国内厂商	中国生物	重组诺如病毒双价疫苗	III期	2023. 06	G1. 1/G11. 4	重组蛋白	全球首个进入III期临床的诺如疫苗
	智飞生物	四价重组诺如病毒疫苗	I/II期	2020. 08	G1. 1/G11. 3/G11. 4/G11. 17	重组蛋白	相较于国外厂商，产品价次更多
	康华生物	重组六价诺如病毒疫苗	澳大利亚I期 美国获批临床	2023. 04 2023. 09	G1. 1、G11. 2、G11. 3、G11. 4、 G11. 6、G11. 17	重组蛋白	目前在研价次最高的诺如病毒疫苗
	远大赛威信	四价重组诺如病毒疫苗	获批临床	2023. 10	G11. 2/G11. 4/G11. 6/G11. 17	重组蛋白	相较于国外厂商，产品价次更多
国外厂商	HilleVax	双价诺如病毒VLP疫苗	IIb期	2023. 04	G1. 1/G11. 4	重组蛋白	临床试验数量最多
	Vaxart	口服片剂二价疫苗	II期	2023. 02	G1. 1/G11. 4	腺病毒	口服给药
	Moderna	mRNA诺如病毒疫苗	I期	2023. 08	/	mRNA	采用mRNA技术

资料来源：公司公告、公司官网、公司公众号、Hum Vaccin Immunother、药渡数据、ClinicalTrials、安信证券研究中心

建议关注标的：智飞生物、百克生物、欧林生物、康华生物、绿竹生物

- **智飞生物：**代理产品矩阵进一步丰富，多个自主产品取得积极进展。代理产品方面，HPV系列疫苗为公司坚实的业绩支撑；2023年10月，公司成为GSK重组带状疱疹疫苗在中国（不含港澳台地区）的独家代理商，有望给公司贡献可观的业绩增量，同时相关协议约定GSK将优先在合作区域内任何RSV老年人疫苗的联合开发和商业化方面成为智飞生物的独家合作伙伴。自主产品方面，PPV23于2023年9月获得药品注册批件，四价流感疫苗的生产注册申请于7月获得受理等，未来自主产品有望阶梯化上市销售，为公司贡献新的利润增长点
- **百克生物：**带状疱疹疫苗有望持续放量，创新研发稳步推进。公司的带状疱疹减毒活疫苗于2023年1月底获批上市，并于4月取得批签发，Q3较Q2销量有所增加；截至10月该产品已完成30个省、自治区、直辖市的准入，随着后续公司加大相关销售费用投入与引流工作，产品有望持续放量。同时，公司注重创新研发工作，截至23年10月液体鼻喷流感疫苗II期临床研究已结束、组分百白破已完成I期临床试验，正在进行III期临床试验的准备工作，其余在研项目也在稳步推进，有望在中长期助力公司增长
- **欧林生物：**AC-Hib已提交生产注册申请，金葡菌疫苗III期临床进展顺利。公司的AC-Hib疫苗于2023年2月向CDE提交了生产注册的申请，截至2023年11月已完成并通过了药监局GMP现场检查，处于技术审评中，若成功上市将为公司带来新的利润增长点。此外，公司的金葡菌疫苗为全球创新产品，目前处于III期临床阶段，研发进度在海内外均处于领先地位，产品上市后有望填补市场空白
- **康华生物：**二倍体狂犬苗稳基础，六价诺如疫苗值得期待。公司核心产品为国内首个上市的人二倍体狂犬苗，多年来为公司打造了坚实业绩基础；公司在研管线中，重组六价诺如病毒疫苗为目前在研价次最高的多价诺如病毒疫苗，于2023年2月在澳大利亚获得I期临床试验许可，于2023年9月获得美国FDA许可进入临床研究，若产品成功上市，公司的产品矩阵将进一步丰富
- **绿竹生物：**国内重组带状疱疹疫苗在研进度领先，上市后有望贡献显著业绩增量。公司核心品种重组带状疱疹疫苗LZ901采用创新的四聚体分子结构与氢氧化铝佐剂，于2023年9月正式进入中国III期临床试验，预计2024年下半年申报BLA，最快2025Q4首先于中国实现商业化。随着各厂商逐步加大带状疱疹疫苗的市场推广教育，消费者对该产品的认知将不断提高，若LZ901成功上市，有望助力公司业绩进入高速成长期

医药新周期下新“四化建设”



国际化-创新药：创新药出海进展不断，海外市场可期

➤ 目前国内已有多款创新药获FDA上市批准上市，包括百济神州泽布替尼、传奇生物西达基奥仑赛、君实生物特瑞普利单抗、和黄医药呋喹替尼、以及亿帆医药艾贝格司亭α等；还有多款药物在FDA审评阶段。此外，国内创新药产品中还有多个有潜力出海的品种，预计2024年国内创新药行业未来还有望迎来多个创新药出海的新进展

国内已出海或具备出海潜力的创新药梳理		
公司	产品	事件
百济神州	泽布替尼	已在美国、欧洲等地获批多个适应症，并实现销售
传奇生物	西达基奥仑赛	多发性骨髓瘤已获FDA批准上市
绿叶制药	利培酮缓释微球	已获FDA批准上市
君实生物	特瑞普利单抗	鼻咽癌已获FDA批准上市
和黄医药	呋喹替尼	3L结直肠癌已获FDA批准上市
亿帆医药	艾贝格司亭α	已获FDA批准上市
百济神州	替雷利珠单抗	食管癌二线正在FDA上市审批中，欧盟已获批
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	联合阿帕替尼肝癌一线正在FDA上市审批中
迪哲医药	舒沃替尼	有望24年在美国提交上市申请
科济药业	BCMA CAR-T	预计25年上半年在美国提交上市申请
科济药业	Claudin18.2 CAR-T	预计25年在美国提交上市申请
艾力斯	伏美替尼	全球多中心ex20ins NSCLC一线开展中
荣昌生物	维迪西妥单抗	Seagen正在开展联用K药的UC一线3期
荣昌生物	泰它西普	海外SLE 3期临床开展中，正在等待海外授权
迈威生物	NECTIN-4 ADC	海外授权潜力较大
科伦博泰	SKB264	默沙东已开展EGFR等突变NSCLC后线3期临床
康诺亚/乐普生物	Claudin18.2 ADC	阿斯利康预计24年将其推展3期临床
百利天恒	EGFR/HER3 ADC	海外授权潜力较大
盟科药业	MRX-4	注射用MRX-4序贯口服康替唑胺片治疗糖尿病足感染3期临床开展中
康方生物	PD-1/VEGF	海外多个3期开展中，明年年读出与K药头对头国内3期数据
和誉	ABSK021	海外授权潜力较大

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

国际化-生物类似物：生物类似物海外市场广阔

除了创新药之外，国内企业在生物类似物国际化方面也取得了巨大进展。目前复宏汉霖曲妥珠单抗生物类似物已在欧洲获批上市、百奥泰托珠单抗生物类似物已在美国获批上市，此外国内企业还有多个生物类似物在FDA审评中；考虑到海外生物制剂庞大的市场规模，国内企业生物类似物在海外的销售放量值得期待

国内已出海生物类似物梳理		
公司	产品	事件
复宏汉霖	曲妥珠单抗生物类似药	欧洲获批上市，正在FDA上市审批中
百奥泰	托珠单抗生物类似药	已获FDA批准上市
百奥泰	贝伐珠单抗生物类似药	正在FDA上市审批中
甘李药业	甘精胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
甘李药业	门冬胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
甘李药业	赖脯胰岛素生物类似药	正在FDA上市审批中
复宏汉霖	帕妥珠单抗生物类似药	预计2024H2向FDA递交上市申请
复宏汉霖	地舒单抗生物类似药	预计2024H2向FDA递交上市申请
迈威生物	阿达木单抗生物类似药	与Binnopharm Group等达成战略合作协议
迈威生物	地舒单抗生物类似药	与Binnopharm Group等达成战略合作协议
迈博/科兴制药	英夫利西单抗生物类似药	合作开发海外市场

资料来源：CDE，公司官网，安信证券研究中心

建议关注标的：迈威生物、百济神州、百奥泰、荣昌生物

➤ 迈威生物：公司ADC平台已得到验证，看好核心品种Nectin-4 ADC海外授权及未来海外市场潜力

(1) 临床数据方面，公司Nectin-4 ADC 9MW2821早期临床数据优异，初步显示出BIC潜力。在既往接受过免疫检查点抑制剂和铂类基础治疗失败尿路上皮癌后线治疗中，公司NECTIN-4 ADC MW2821的ORR达到62%，非头对头比较中优于同类产品Seagen的Nectin-4 ADC Enfortumab vedotin在不同研究中的ORR（约40-44%左右）

(2) 海外授权潜力方面，Nectin-4 ADC全球竞争格局较好，公司产品进度领先。考虑到在尿路上皮癌治疗中，NECTIN-4 ADC联用PD-1单抗疗法有望取代铂类化疗成为一线标准疗法，且具备进一步进入MIBC围手术期治疗的潜力，我们认为多个具备PD-1/PD-L1且未布局Nectin-4 ADC的MNC需要该类产品补充其在尿路上皮癌领域的布局，公司Nectin-4 ADC 9MW2821目前进度相对领先、已披露数据优异，未来海外授权及放量潜力较大

➤ 百济神州（H/A）：BTK抑制剂海外市场持续放量，创新药布局持续拓展

(1) 海外市场方面，公司BTK抑制剂持续放量，2023年Q1-Q3全球销售额达8.774亿美元，同比增长125.8%，其中美国市场6.324亿美元，同比增长139.2%；PD-1单抗海外获批进展方面，公司该产品预计将于2023年内或2024年上半年获得美国食品药品监督管理局批准，用于二线治疗ESCC成人患者

(2) 创新药布局方面，公司不断通过自研+引进的模式拓展产品管线。自研产品中，BCL-2抑制剂全球3期临床顺利开展中，未来有望成为新的海外增量来源；引进产品中，今年以来公司从映恩生物引进了B7H4 ADC、从昂胜医药引进了CDK2抑制剂，未来还有望引进多个产品进一步补充海外创新药管线布局

➤ 百奥泰：生物类似药出海进展顺利，ADC进入兑现期

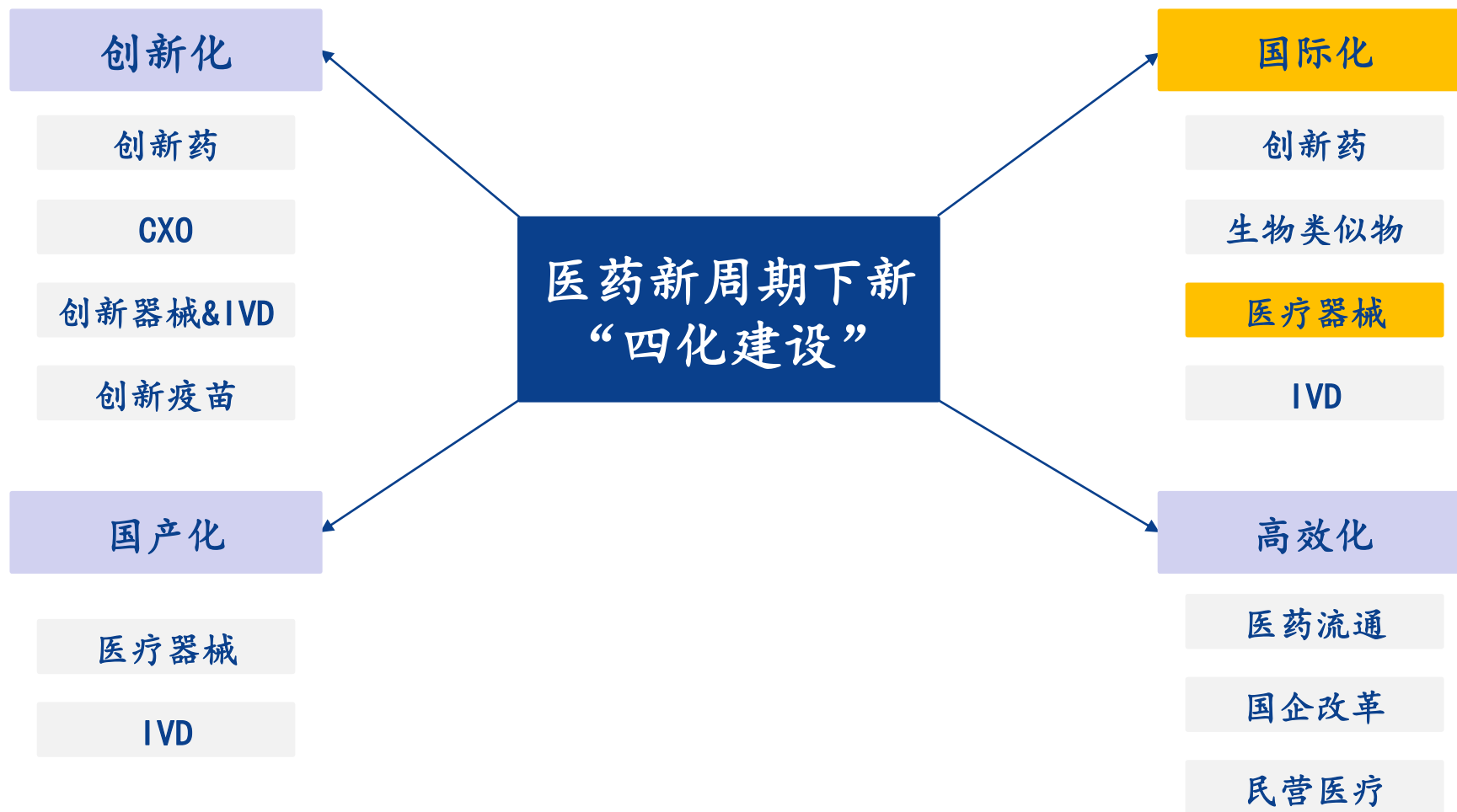
(1) 海外市场方面，公司已布局多个生物类似药，其中托珠单抗生物类似药已在美国获批上市，贝伐珠单抗生物类似药正在FDA上市审评中，后续还有乌司奴单抗生物类似药、戈利木单抗生物类似药、司库奇尤单抗生物类似药等多个产品，未来海外市场生物类似药放量值得期待

(2) ADC布局方面，公司FR α 、B7H3、HER2、Trop2、Nectin-4等多个靶点的ADC即将进入数据兑现阶段，目前FR α ADC已披露的临床数据优异，参考艾伯维收购ImmunoGen的交易，该产品未来海外授权潜力较大

➤ 荣昌生物：泰它西普、维迪西妥单抗海外3期顺利推进

海外泰它西普系统性红斑狼疮(SLE)3期临床正在顺利推进中，重症肌无力(MG)、原发性干燥综合征(pSS)、免疫球蛋白A肾病(IgA肾病)3期临床已获FDA批准，未来泰它西普在海外的授权及放量值得期待。此外，海外合作伙伴Seagen已启动维迪西妥单抗联合帕博利珠单抗HER2阳性尿路上皮癌一线治疗3期临床试验，未来相关临床推进值得关注

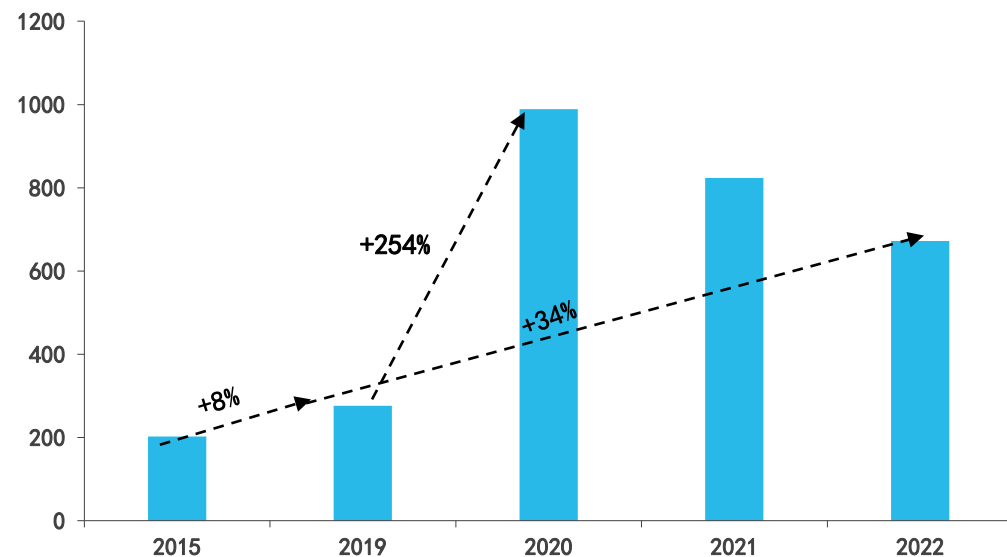
医药新周期下新“四化建设”



国际化-医疗器械：器械出海进程加速，品牌力日益提升

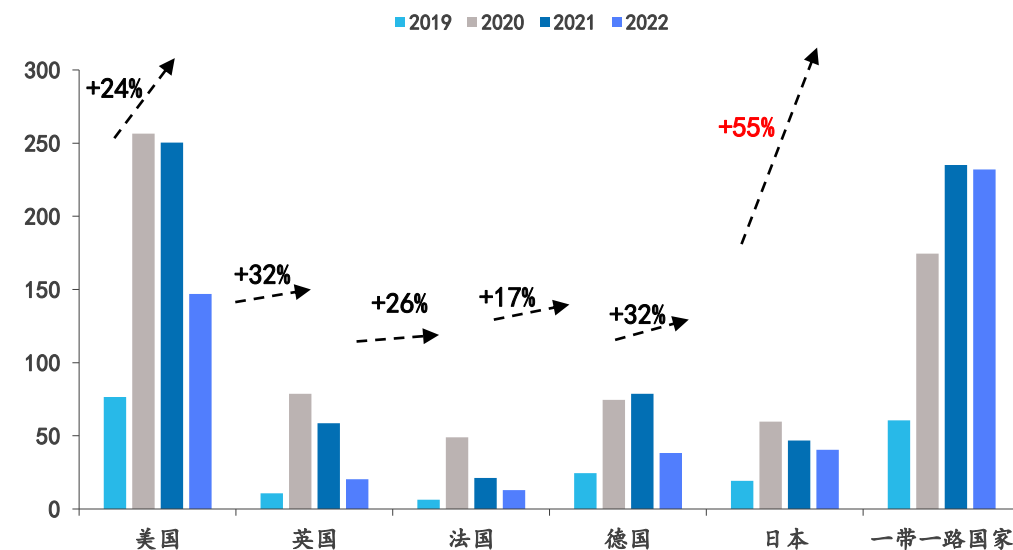
- 我国医疗器械出口呈现加速态势。据IQVIA艾昆纬数据库，2015-2019年中国医疗器械出海市场规模CAGR仅为8%，新冠疫情推动中国医疗器械出口规模迅速上涨，2020年医疗器械出海市场规模同比增长254%，市场规模超1000亿美元，尽管2021和2022年有所下降，2019-2022年CAGR仍高达34%。从出海地区来看，2019-2022年中国医疗器械出口美国、英国、法国、德国、日本和一带一路国家市场规模CAGR分别为24%、32%、26%、17%、32%和55%；一带一路相关国家出口增速增长最快，美国和欧洲国家对比疫情前2019年亦有明显进步

图：2015-2022年中国医疗器械出海市场规模（亿美元）



资料来源：IQVIA艾昆纬、安信证券研究中心

图：2019-2022年中国医疗器械出口各国市场规模（亿美元）

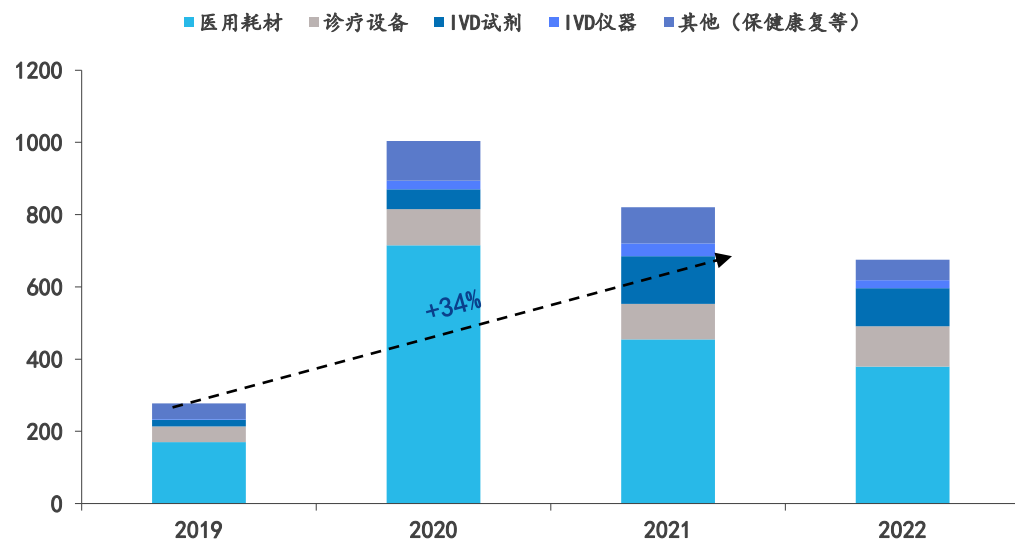


资料来源：IQVIA艾昆纬、安信证券研究中心

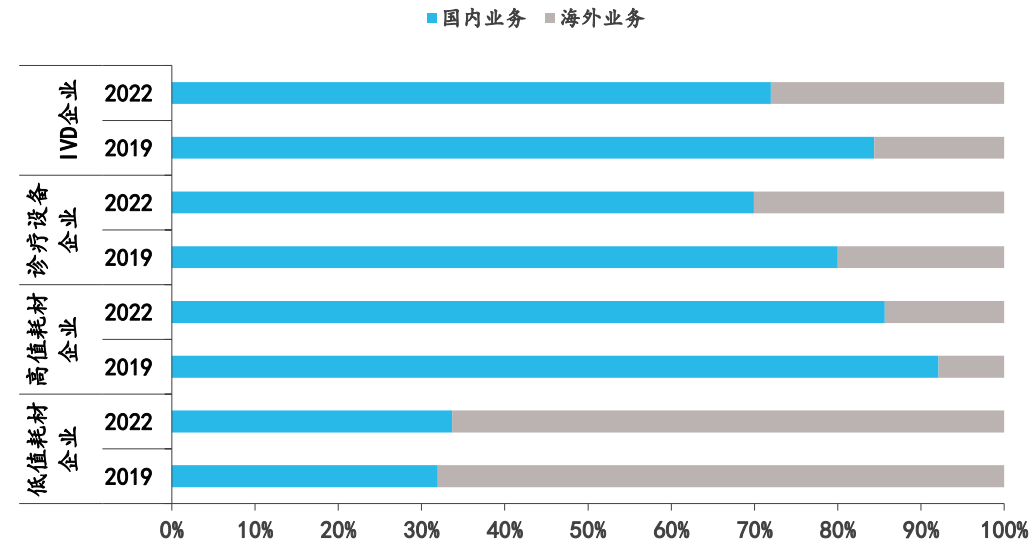
国际化-医疗器械：器械出海进程加速，品牌力日益提升

- 根据IQVIA艾昆纬资料，全球新冠疫情期间我国IVD试剂和诊疗设备市场相继快速增长，2022年二者合计市场占比约为2019年的2倍。我国企业凭借稳定的供应链、高质量的产品和完善的售后体系，品牌认可度在世界范围内不断提升。上市公司披露的数据也显示出：疫情后高值耗材、IVD和医疗设备企业的海外业务占比大幅提升，远高于低值耗材，说明我国器械出海逐渐从低端产品向高端产品转移

图：2019-2022年中国医疗器械出海细分市场占比



图：2019和2022年上市医疗器械公司中国和海外业务占比



本页资料来源：IQVIA艾昆纬、安信证券研究中心；

注：医用耗材主要以低耗为主（如手套、口罩、防护服等）；IVD试剂主要为抗原、核酸试剂等；诊疗设备如CT、监护仪、呼吸机等。

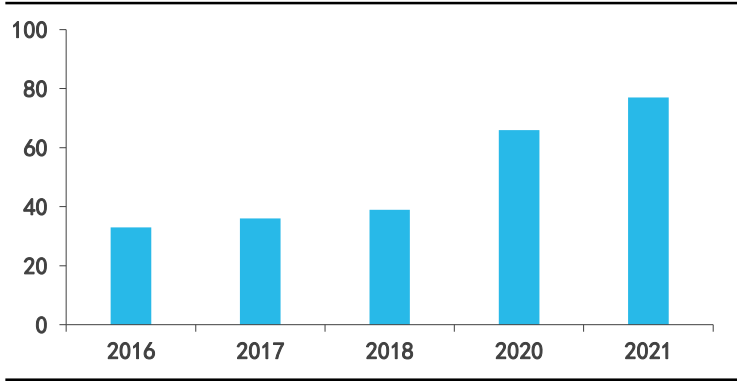
国际化-医疗器械：2024重点关注低值耗材海外库存出清

➤ 全球新冠疫情期间，低值耗材部分品种由于具备抗疫属性，出口量出现显著提升，既包括上游产品（如IVD上游供应链），也包括下游产品（如管路、手套等）；后续随着新冠感染的风险逐渐降低，低值耗材需求正在逐渐回落，行业进入到了去库存周期，因此可观察到2023年以来主要低值耗材龙头的业绩也出现波动，而经历几个季度的库存消化，部分龙头厂商业绩已经出现环比改善迹象，同时业内代表性公司维力医疗也在公司公告中明确指出：7月份开始，海外大客户订单正在逐渐恢复，新的大客户业务也开始逐步稳定供货，预计下半年外销整体业务将逐步恢复。综上，我们有理由认为：低值耗材全球去库存可能即将迎来拐点，龙头厂商的业绩预计也将在库存影响出清后显著改善

表：2022年前十大医疗器械出口品种信息（单位：亿元）

产品类别	占比	出口金额	产品类别	占比	出口金额
防护面罩	30.90%	1479	利用温度变化处理材料的器械	2.10%	100
体外诊断检测试纸	15.50%	742	PVC手套	1.70%	81
口罩	4.90%	234	橡胶手套	1.60%	77
医疗外科用品	3%	144	药棉、纱布、绷带	1.50%	72
针、导管、插管等	2.70%	129	医用防护服	1.50%	72
矫正视力、护目等	2.50%	120	其他	32.10%	1536

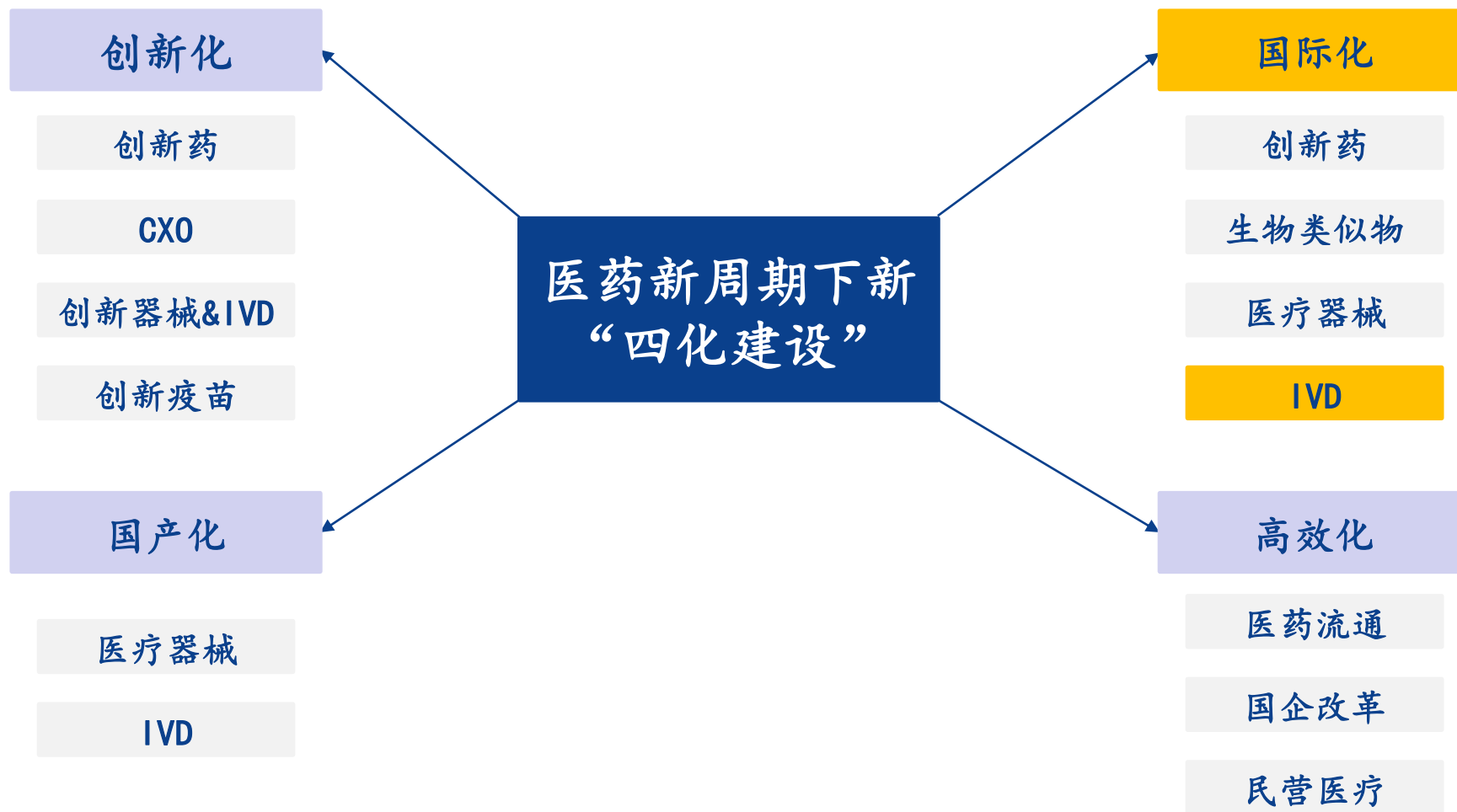
图：我国一次性耗材出口金额（单位：亿美元）



表：代表性低值耗材龙头近年来收入变化情况（单位：亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3
维力医疗	9.94	11.31	11.19	13.63	3.62	2.90	3.25	9.77
拱东医疗	5.53	8.30	11.94	14.69	2.26	2.32	2.54	7.13
康德莱	18.17	26.45	30.97	31.19	6.87	5.93	5.95	18.75

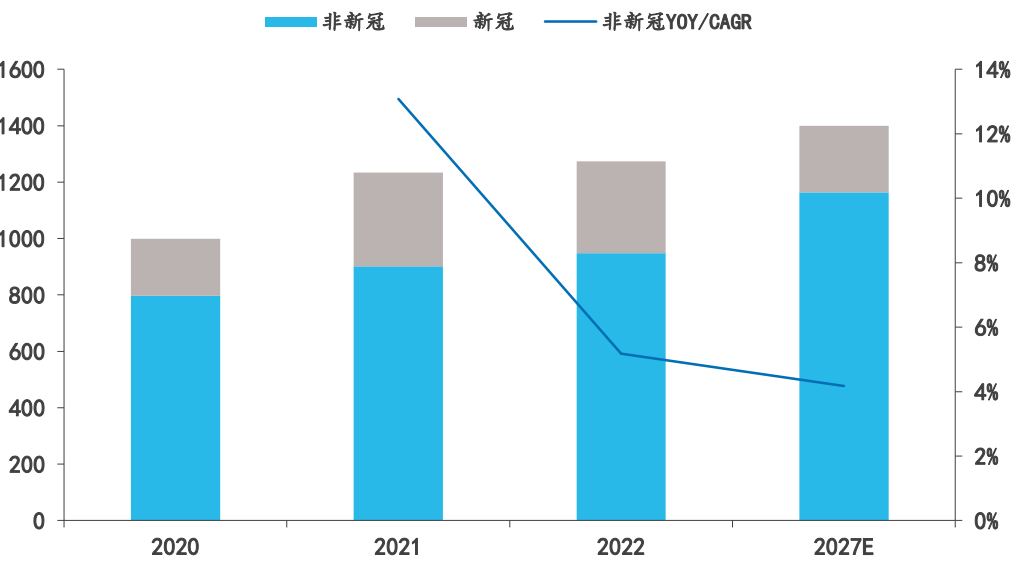
医药新周期下新“四化建设”



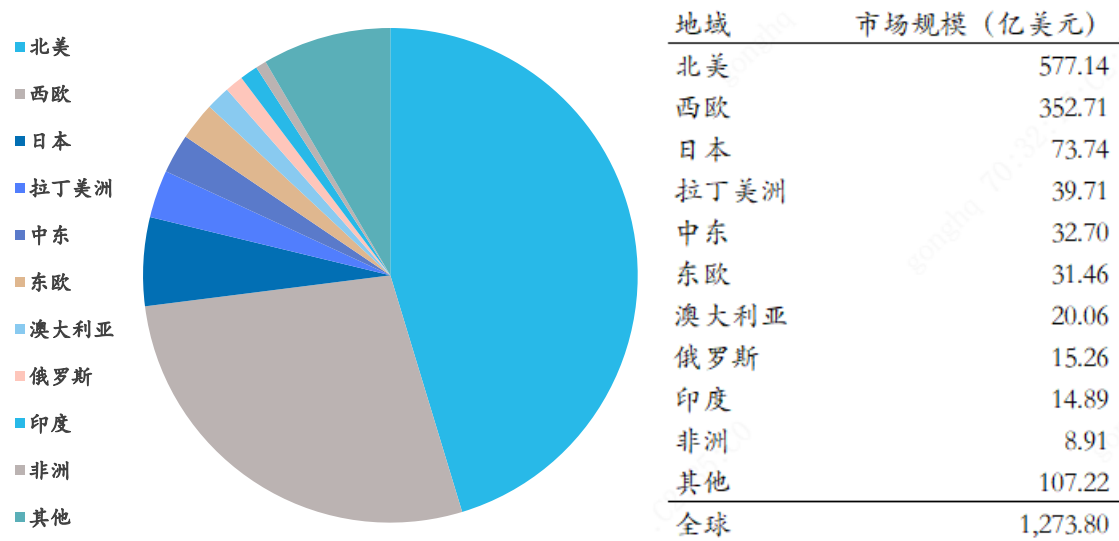
国际化-IVD：海外市场大有可为，国内IVD企业出海加速

- 根据Kalorama Information预测，全球非新冠的IVD市场规模将从2022年的947.97亿美元增长至2027年的1163.17亿美元，年复合增长率约4.2%
- 从地域拆分来看，北美（美国+加拿大）占据了全球IVD市场约45%的份额，主要新兴市场（拉丁美洲+中东+东欧+俄罗斯+印度+非洲）市场规模合计约142.93亿美元

图：全球IVD市场规模（亿美元）



图：全球各地域IVD市场规模及其占比（2022年）



资料来源：Kalorama Information，安信证券研究中心

国际化-IVD：海外市场大有可为，国内IVD企业出海加速

- 国内IVD企业出海进程明显加速。为尽量避免新冠收入造成的影响，我们对比了各IVD企业2023年上半年与2019年的海外收入情况，在有相关信息披露的公司中，海外收入占比均有了明显提升
- 分领域来看：分子检测、化学发光领域海外业务占比提升较大，且仍有相当的提升空间，处于出海加速阶段；生化/体液检测中迪瑞医疗的提升幅度突出；POCT企业在疫情前往往就有大量的海外业务，借助新冠产品渠道进一步实现了市场开发；ICL领域由于其特殊的服务属性，海外业务开展较少，但如迪安诊断等企业探索在海外设立实验室，已经受到了良好的成效

表：IVD领域各企业海外业务收入及占比

公司代码	公司名称	海外业务收入（百万元）				
		2019年	占比	2023上半年	占比	占比提升
化学发光整体		498.46	6.23%	924.73	15.64%	9.42%
300832.SZ	新产业	344.21	20.47%	653.23	35.02%	14.55%
603658.SH	安图生物	118.95	4.44%	91.99	4.36%	-0.08%
688389.SH	普门科技	28.07	6.64%	135.96	24.35%	17.71%
300463.SZ	迈克生物	7.24	0.22%	43.55	3.15%	2.93%
分子检测整体		998.98	13.00%	1431.34	24.20%	11.20%
688114.SH	华大智造	101.94	9.34%	487.63	33.78%	24.44%
300676.SZ	华大基因	463.94	16.57%	586.98	28.34%	11.78%
002030.SZ	达安基因	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00%
600645.SH	中源协和	340.68	24.57%	202.05	25.32%	0.75%
300685.SZ	艾德生物	65.53	11.33%	76.86	16.76%	5.42%
300639.SZ	凯普生物	26.89	3.69%	77.82	12.83%	9.14%
生化检测整体		454.72	6.15%	456.59	11.75%	5.61%
300406.SZ	九强生物	17.31	2.06%	11.94	1.46%	-0.60%
300396.SZ	迪瑞医疗	208.33	20.65%	244.22	35.14%	14.49%
300439.SZ	美康生物	7.29	0.23%	0.00	0.00%	-0.23%
002022.SZ	科华生物	221.79	9.19%	200.43	14.35%	5.17%
POCT整体		506.04	46.68%	2150.87	55.63%	8.95%
002432.SZ	九安医疗	494.87	70.07%	2141.73	93.82%	23.75%
6606.HK	诺辉健康	0.00	0.00%	1.46	0.18%	0.18%
002932.SZ	明德生物	0.37	0.20%	4.28	0.80%	0.59%
688253.SH	英诺特	10.80	7.82%	3.39	1.52%	-6.31%
ICL整体		5.62	0.04%	721.78	6.02%	5.98%
603882.SH	金域医学	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00%
300244.SZ	迪安诊断	0.00	0.00%	721.78	10.55%	10.55%
301060.SZ	兰卫医学	5.62	0.49%	0.00	0.00%	-0.49%

资料来源：Wind，安信证券研究中心；注：剔除了未披露海外业务收入的公司、部分分公司2023H1存在少量新冠业务

国际化-IVD：各海外市场基本特点

西欧：

1. 海外品牌强势，IVDR转换后注册门槛较高；
2. 支付能力强，国产IVD企业的销售多以特色项目/边缘市场为主；
3. 长远看是国产IVD发展为世界一流品牌的战略性市场。

独联体&东欧：

1. 俄罗斯审核机制独立于西方，进入门槛较高；
2. 支付能力相对较强；
3. 受地缘政治影响存在大量市场空白，是近期出海规模增长较快的市场。

北美：

1. 注册门槛高；
2. 支付能力强，检测项目丰富；
3. 国内IVD企业多以毒品检测、优生优育等低门槛POCT产品销售为主。

南亚&东南亚：

1. 人口众多，行业增长快且发展空间大，往往是国内IVD企业首要发展的区域；
2. 支付能力相对较弱，基层市场广大；
3. 各地市场存在区隔，销售渠道相对复杂。

非洲：

1. 支付能力较弱，年轻人口占比高，当前市场空间有限；
2. 传染病检测市场较大。

拉美：

1. 支付能力相对较强，城镇化率相对较高；
2. 巴西、智利、哥伦比亚等国家市场空间较大。

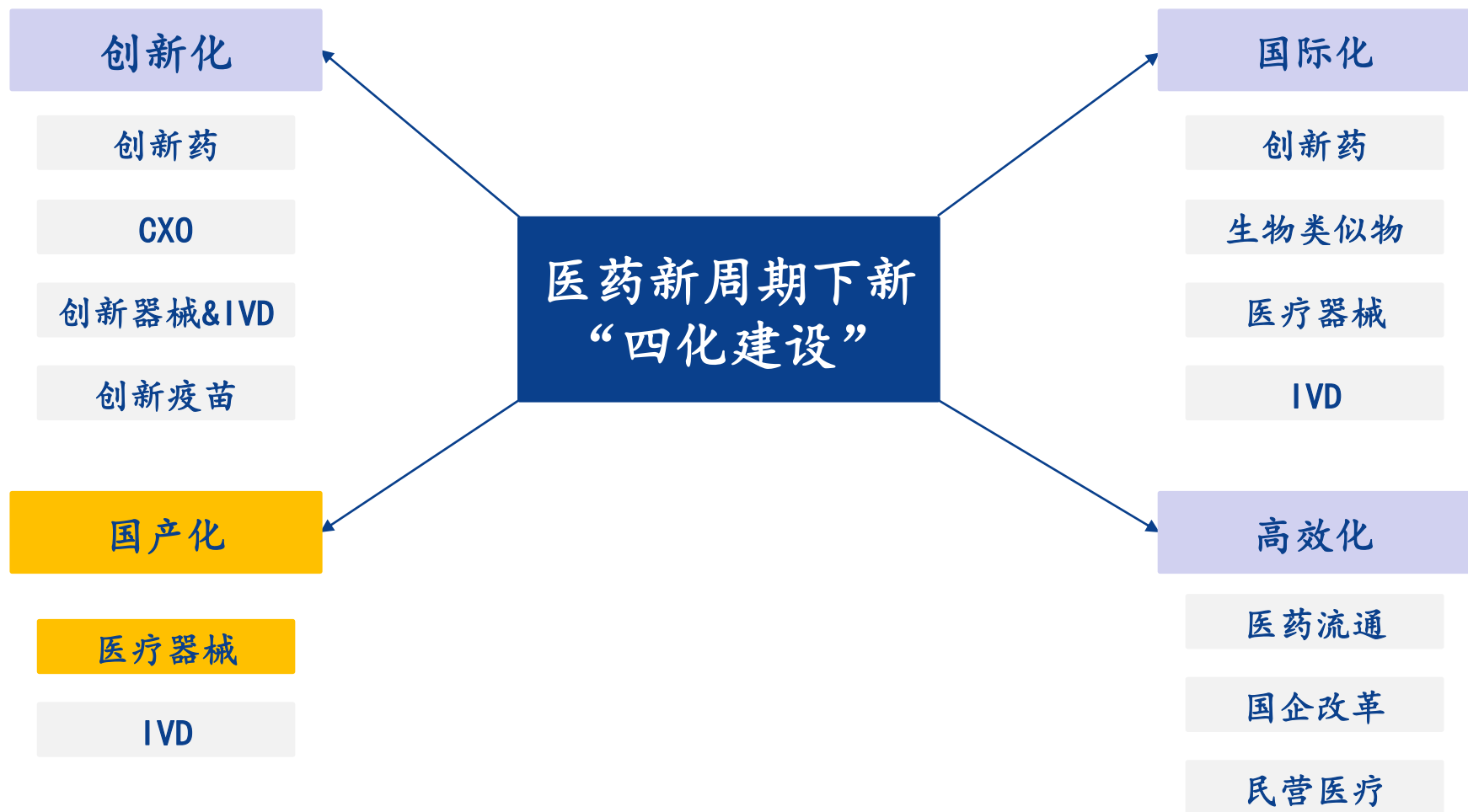
西亚&北非：

1. 随着一带一路的建设逐步成为重要的海外市场；
2. 沙特等石油国家支付能力强，公立医院对价格不敏感，但服务更多人口的私营卫生机构追求性价比。

建议关注标的：新产业、亚辉龙、万孚生物

- **新产业：**国内IVD出海第一梯队，在优势国家将业务覆盖由私人诊所向公立医院做渗透。新产业在海外市场具备三大特点：试剂布局全面、中大型仪器占比高、子公司模式突破重点市场。目前公司已经进入到试剂放量阶段，尤其是近两年对外销售的中大型仪器，有望有力地拉动2023-2024年的海外仪器单产提升。国内方面，新产业特色的单级经销体系及高毛利率面对集采降价具备两层海绵效应，能较好消化集采带来的降价压力。公司国内X8装机占比逐步提升，夹心法测小分子试剂性能领先进口品牌，公司有望以二者为矛全面推进三级医院市场的进口替代
- **亚辉龙：**海外化学发光业务高速扩张，在小型机快速铺货的同时，亦有部分区域开始推进中大型机入院。公司沙特服务中心已正式启动，同时已在印度、尼泊尔、突尼斯、拉美等地设置区域服务网络，出海路线逐渐清晰。此外，公司与日本MBL、美国JSR均达成了战略合作，有望借此渠道打开常规产品在发达国家的销售。国内方面，随着公司特色项目对常规项目的进一步带动，以及大量新装机仪器进入成熟期，公司单产重新回到了上升通道
- **万孚生物：**国内POCT出海龙头，化学发光业务快速发展。公司海外设立两大事业部：北美事业部主要负责在北美地区销售毒品检测及优生优育检测产品，正在积极导入传染病等业务线；国际事业部主要负责北美以外地区的经营业务，在免疫荧光领域持续替换海外品牌，并在成熟市场推进单人份发光的升级换代。国内方面，公司以血栓六项等特色项目推进化学发光业务快速发展，自产的200速发光仪于2023年获证，推广后有望大幅降低公司仪器成本

医药新周期下新“四化建设”



国产化-医疗器械：低国产化率细分加速替代带来投资机遇

➤ 内镜、光学、血液净化、核医学、影像、实验室设备等核心器械细分领域目前国产化率尚较低，随着国产企业技术突破和产品竞争力以及创新能力提升，未来有望占据更多市场份额，打开中长期的成长空间

表：医疗设备主要细分领域国产化率演进及厂商格局——整体市场

品类	2017	2019	2021	重点监测厂商
硬镜	2.80%	3.70%	1.50%	卡尔史托斯49.6% (+2.0%)、奥林巴斯23.4% (-3.9%)、史赛克13.7% (-2.6%)、狼牌7.2% (+3.6%)、施乐辉2.0% (+0.2%)、 沈大内窥镜1.5% (+0.3%) 、其他2.6% (+0.4%)
病理类设备	2.20%	1.30%	1.80%	徕卡65.4% (+25.6%)、奥林巴斯21.7% (-13.5%)、PHCHD4.2% (-3.3%)、尼康2.5% (-2.8%)、日本樱花2.2% (-0.2%)、 中威医疗1.8% (+1.3%) 、其他2.2%
DSA	-	-	3.00%	飞利浦41.4% (-0.7%)、西门子27.6% (-1.2%)、GE24.3% (+1.5%)、 东软医疗3.0% (+2.9%) 、佳能2.1% (-0.8%)、其他1.9%
核医学	0.70%	5.80%	4.20%	GE57.3% (+5.9%)、西门子31.1% (+3.4%)、飞利浦7.3% (-7.7%)、 联影3.0% (+0.1%) 、赛诺联合1.2%、其他0.1%
软镜	-	-	6.70%	奥林巴斯69.0% (-4.8%)、富士胶片18.2% (+0.9%)、 开立医疗6.7% (+6.3%) 、宾得5.2% (-2.9%)、其他0.9% (+0.5%)
手术显微镜	9.90%	11.70%	7.20%	卡尔蔡司61.0% (+7.7%)、徕卡30.9% (-8.0%)、目乐4.8% (+1.3%)、六六视觉2.4% (-0.6%)、其他0.9%
血液净化	7.80%	9.10%	9.00%	费森尤斯47.3% (-1.4%)、贝朗爱敦23.4% (+5.0%)、百特13.2% (-3.1%)、 威高日机装9.0% (-0.7%) 、东丽2.8% (-0.7%)、 尼普洛2.0% (+1.1%)、其他2.3% (-0.2%)
直线加速器	5.80%	13.80%	12.70%	瓦里安40.5% (-1.0%)、医科达37.7% (-0.8%)、西门子7.6% (-0.1%)、 东软医疗6.8% (+1.0%) 、 新华医疗5.9% (+1.0%) 、其他1.5% (-0.1%)
电刀、超声刀	16.10%	19.70%	13.90%	美敦力40.7% (+4.1%)、强生18.7% (+2.3%)、爱尔博14.0% (-5.4%)、上海沪通12.1% (-0.4%)、延陵电子1.8% (+1.2%)、其他1.2% (-2.8%)
呼吸	2.90%	5.60%	14.30%	德尔格43.4% (+10.4%)、迈柯唯15.5% (0.0%)、飞利浦11.4% (+0.7%)、 谊安医疗7.5% (+3.4%) 、 迈瑞6.8% (-1.9%) 、美敦力6.4% (-6.1%)、哈美顿3.2% (-3.0%)、瑞思迈1.3% (-1.8%)、万曼1.2% (0.2%)、其他3.3% (-1.9%)
CT	8.50%	11.30%	15.30%	GE30.9% (-2.7%) 、 西门子26.5% (-5.0%) 、 飞利浦16.7% (-4.5%) 、 东软医疗13.0% (+7.5%) 、 联影5.6% (+2.3%) 、 佳能4.3% (+0.0%) 、其他3.0%
MRI	7.30%	11.60%	16.10%	西门子30.7% (-2.6%)、GE27.6% (-2.1%)、飞利浦20.6% (+3.4%)、 东软医疗11.4% (+4.0%) 、 联影4.7% (+0.1%) 、佳能1.2% (-0.3%)、其他3.8%
急诊检验类设备	-	-	16.40%	奥森多29.1%、希森美康19.6%、贝克曼库尔特12.5%、 迈瑞9.8% 、 迪瑞2.7% 、雷杜1.6%、爱威1.2%、优利特1.1%、…、其他4.5%

本页资料来源：《医疗器械蓝皮书》、《医疗器械数据报告》、安信证券研究中心

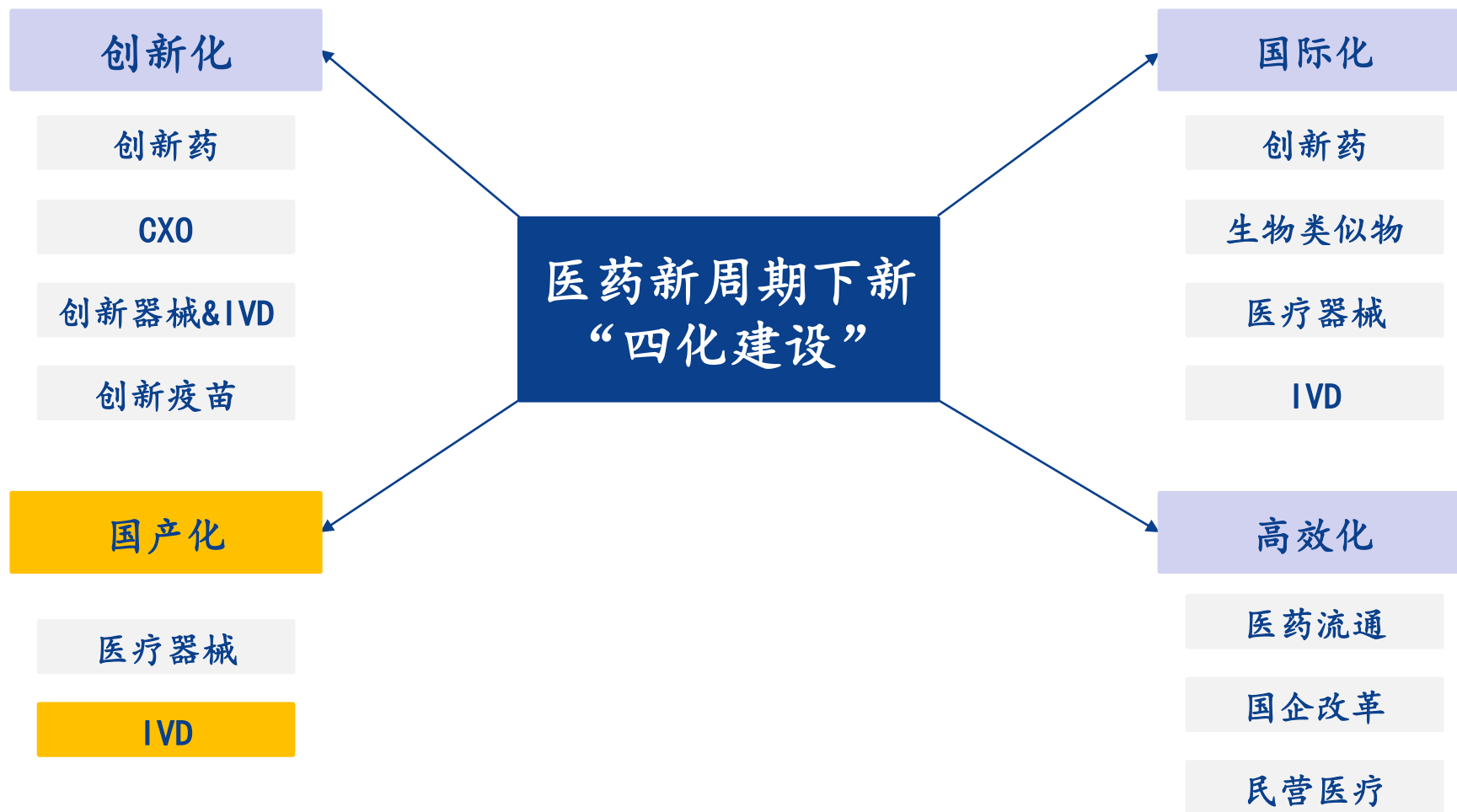
国产化-医疗器械：低国产化率细分加速替代带来投资机会

续表接上页：医疗设备主要细分领域国产化率演进及厂商格局——整体市场

品类	2017	2019	2021	重点监测厂商
检验室设备	22.30%	21.60%	17.70%	希森美康24.3% (-3.2%)、贝克曼库尔特18.0% (+3.8%)、奥林巴斯11.4% (+6.1%)、迈瑞10.0% (-8.9%)、海尔3.0%、优利特2.2% (+0.8%)、北京白洋医疗1.5% (-0.6%)、迪瑞1.0% (+0.7%)、…、其他7.5%
超声	8.20%	12.50%	20.70%	GE33.5% (-2.0%)、飞利浦32.2% (+0.1%)、迈瑞11.3% (+1.7%)、开立医疗5.4% (+4.5%)、日立3.9% (-1.7%)、西门子3.2% (-1.8%)、佳能2.7% (+0.2%)、万东2.2% (-1.4%)、东软医疗1.8% (+0.4%)、三星麦迪逊1.6% (+0.3%)、其他2.2%
医用激光	24.80%	16.90%	24.80%	科医人54.5% (+0.6%)、飞顿4.2% (+0.3%)、赛诺秀4.2% (+0.6%)、奇致激光8.7% (+2.2%)、科英激光4.5% (-0.1%)、金莱特4.2% (+3.5%)、爱科凯能2.9% (+1.6%)、大族激光2.6% (+1.3%)、嘉定光电1.9% (-1.4%)、其他8.8% (-11.4%)
X射线	9.50%	23.00%	26.40%	西门子23.2% (+2.7%)、飞利浦14.0% (-0.5%)、GE12.4% (-0.2%)、东软医疗9.7% (+0.0%)、万东5.3% (-2.4%)、安健科技5.1% (+2.2%)、联影4.2% (-0.4%)、迈瑞1.4% (-0.1%)、……、其他5.4%
麻醉	15.00%	16.90%	28.80%	德尔格40.8% (-2.8%)、GE26.9% (-2.7%)、迈瑞16.3% (-2.7%)、谊安医疗11.4% (+8.3%)、德国海伦1.6% (+1.6%)、科曼1.1% (+0.7%)、其他1.9% (-2.4%)
灯床塔	22.40%	26.20%	37.60%	德尔格15.4% (-8.5%)、明基三丰9.8% (-3.8%)、美迪兰7.4% (-1.5%)、迈瑞20.5% (+0.6%)、谊安医疗11.1% (+7.8%)、上海医疗器械厂有限公司2.2% (-0.9%)、太阳龙医疗1.7% (-1.0%)、新华医疗1.1% (+0.0%)、科凌1.0% (+1.0%)、其他3.2% (-5.9%)
输注泵	17.30%	41.90%	54.80%	史密斯27.7% (-11.9%)、麦科田17.2% (+7.7%)、迈瑞13.0% (-1.5%)、贝朗10.9% (+6.9%)、来普惠康5.5% (-1.1%)、圣诺4.1% (-1.9%)、思路高4.0% (-0.7%)、迈帝康3.6%、科力医疗3.3% (-1.3%)、费森尤斯卡比2.4% (+0.6%)、泰尔茂2.4% (+0.6%)、威利方舟1.7% (-1.2%)、华玺医疗1.3% (+0.9%)、美瑞华1.1% (+0.1%)、其他1.8% (-1.6%)
监护	73.60%	79.30%	83.10%	迈瑞74.4% (+3.0%)、飞利浦12.1% (-3.6%)、理邦仪器3.6% (+0.2%)、宝莱特2.8% (0.0%)、科曼2.3% (+0.2%)、GE2.2% (+0.3%)、光电1.5% (-0.2%)、其他1.1% (+0.1%)
伽马刀类	-	-	85.30%	奥沃66.2%、玛西普17.6%、医科达14.7%、一体医疗1.5%
院内感控设备	81.60%	73.20%	85.40%	新华医疗58.8% (-3.3%)、巨光14.9% (+14.6%)、老肯10.4% (+4.9%)、倍力曼6.3% (-0.8%)、迈柯唯(洁定)3.1% (-8.3%)、强生2.2% (-1.8%)、白象1.3% (-3.2%)、其他3.0%

本页资料来源：《医疗器械蓝皮书》、《医疗器械数据报告》、安信证券研究中心

医药新周期下新“四化建设”



国产化-IVD：国产龙头有望借助集采进一步扩大市场份额

- 安徽牵头的省际联盟IVD集采已公布征求意见稿，其中保底线为在最高有效限价的基础上降价50%，与我们此前在《新产业深度报告：国内化学发光领导者走向世界》中的测算接近（前次中性预测，术八出入院价下降60左右%、性激素入院价下降50%左右）
- 2024年实际降价后，预计进口品牌的代理渠道利润将被进一步压缩，国产龙头有望借机进一步提升自身市场份额

表：集采后术八、性六降价幅度推演

		集采前	中性预期		悲观预期	
			集采后	降幅	集采后	降幅
术前八项	收费	260	260		260	
	扣率1	36%	18%		15%	
	入院	93.60	46.80	-50.00%	39.00	-58.33%
	扣率2	35%	50%		50%	
	出厂	32.76	23.40	-28.57%	19.50	-40.48%
	毛利率	81%	74%		69%	
	收费	240	240		240	
性激素六项	扣率1	40%	20%		15%	
	入院	96.00	48.00	-50.00%	36.00	-62.50%
	扣率2	30%	50%		50%	
	出厂	29.04	24.00	-17.36%	18.00	-38.02%
	毛利率	85%	82%		76%	

表：集采后国产龙头术八项目销售规模敏感性测算

集采后收入规模		国产龙头销量增长				
		10%	20%	30%	40%	50%
出厂价降价幅度	10%	99.00%	108.00%	117.00%	126.00%	135.00%
	20%	88.00%	96.00%	104.00%	112.00%	120.00%
	30%	77.00%	84.00%	91.00%	98.00%	105.00%
	40%	66.00%	72.00%	78.00%	84.00%	90.00%
	50%	55.00%	60.00%	65.00%	70.00%	75.00%

表：集采后国产龙头性激素项目销售规模敏感性测算

集采后收入规模		国产龙头销量增长				
		60%	80%	100%	120%	140%
出厂价降价幅度	0%	160.00%	180.00%	200.00%	220.00%	240.00%
	10%	144.00%	162.00%	180.00%	198.00%	216.00%
	20%	128.00%	144.00%	160.00%	176.00%	192.00%
	30%	112.00%	126.00%	140.00%	154.00%	168.00%
	40%	96.00%	108.00%	120.00%	132.00%	144.00%

资料来源：安徽医保局、Wind、迈克生物投资者交流纪要，安信证券研究中心

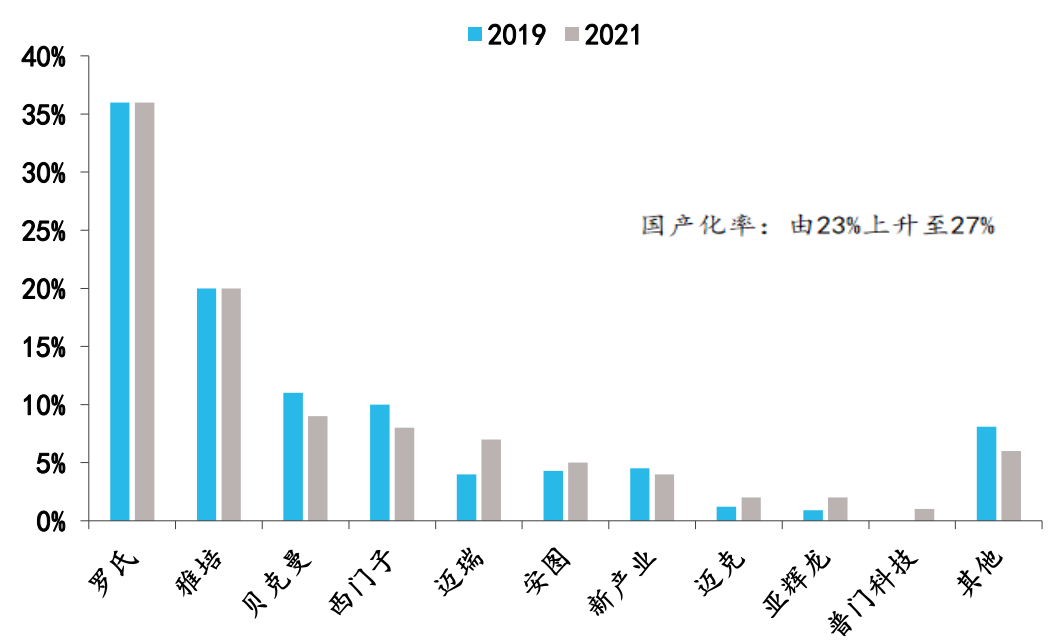
国产化-IVD：各领域国产替代加速推进

国内各IVD领域的国产替代来到了加速阶段。一方面，在集采、DRGs等政策的影响下，化学发光等主流赛道中，国产品牌性价比的优势进一步凸显；另一方面随着各企业加大研发投入，高速生化机、基因测序仪、微生物及病理检测等前沿领域亦成为IVD国产替代的重要发掘地

表：IVD细分市场国产化率

领域	国产化率（2022年）
免疫分析	30%
临床化学	60%；试剂70%以上，800速以下仪器70%以上，高速机30%以下
血液及体液	50%；血凝20%以下，血球迈瑞+希森美康60%，尿液超过50%
POCT	80%
分子诊断	70%；基因测序仪25-30%
微生物学	20%
其他	病理20%

图：中国各化学发光厂商市占率（2019vs2021）



资料来源：弗若斯特沙利文、《中国体外诊断行业年度报告》、德勤分析，安信证券研究中心

IVD行业发展趋势：出清、降速、提质

➤ 2024年IVD关键词：新冠彻底出清、行业整治行动收官、集采执行、DRG推进关键年份。预计IVD行业整体增速将有所下落，国产替代和份额集中将进一步加速。在行业进入降速提质的新阶段后，创新和出海成为国内IVD产业必然的发展方向

表：IVD细分市场规模、增速、国产化率

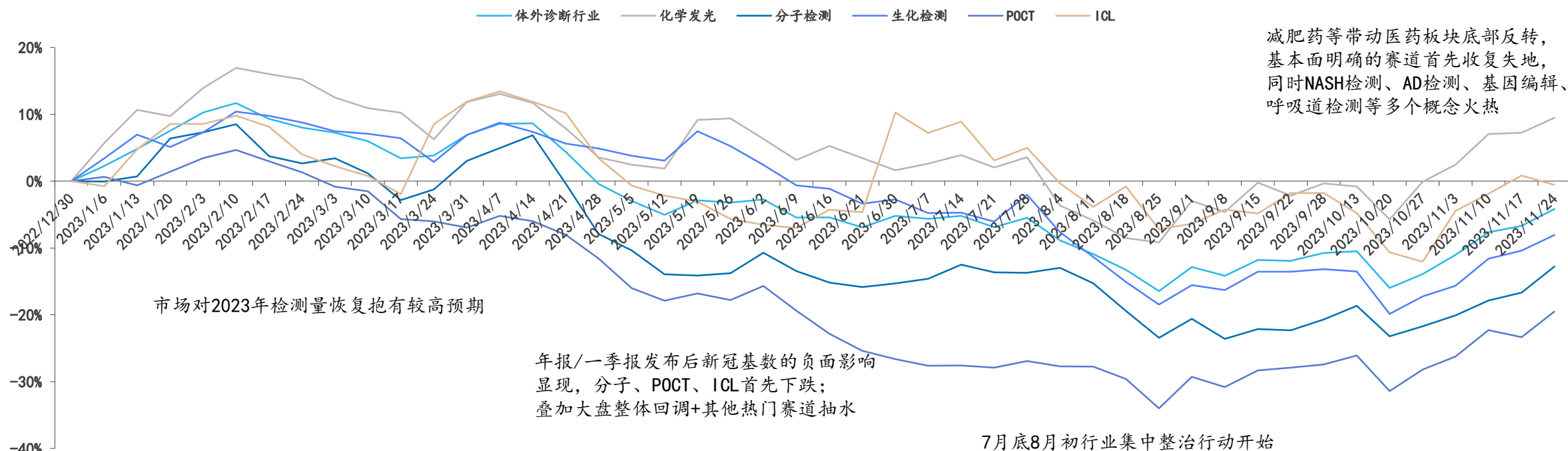
	市场规模（十亿元）			CAGR		国产化率
	2017	2021	2027E	2017-2021	2021-2027E	
免疫分析	17.0	36.9	78.3	21.38%	13.36%	30%
临床化学	11.6	18.5	28.6	12.38%	7.53%	60%；试剂70%以上，800速以下仪器70%以上，高速机30%以下
血液及体液	8.4	18.5	57.4	21.82%	20.77%	50%；血凝20%以下，血球迈瑞+希森美康60%，尿液超过50%
POCT	6.8	17.4	48.0	26.48%	18.43%	80%
分子诊断	5.1	12.0	42.1	23.85%	23.27%	70%
微生物学	2.3	4.2	10.6	16.25%	16.68%	20%
其他	5.6	8.6	13.7	11.32%	8.07%	病理20%
总计	56.8	116.1	278.7	19.57%	15.71%	

资料来源：弗若斯特沙利文、《中国体外诊断行业年度报告》，安信证券研究中心

IVD板块行情回顾：高开、回落、筑底、反转

- 根据其主要产品的技术平台或应用场景，我们将国内46家体外诊断领域上市公司分为化学发光、分子检测、生化检测、POCT、ICL五大细分赛道（少部分企业同时属于多个赛道）
- 年初至今，IVD各细分板块先后经历了高开、回落、筑底、反转多个阶段

图：年初至今IVD各细分赛道涨跌幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

IVD板块标的估值：布局2024年多有向上空间

➤ 布局2024年，从当前市值对应的2024年动态PE及PEG来看，当前多数IVD标的估值均有提升空间（甄别非经营因素和基本面下行企业）。但基于IVD行业整体增速放缓，且仍面临集采、DRGs等政策面挑战的判断，我们认为处于估值低点的好标的也需要共识催化以及能形成合力的亮点

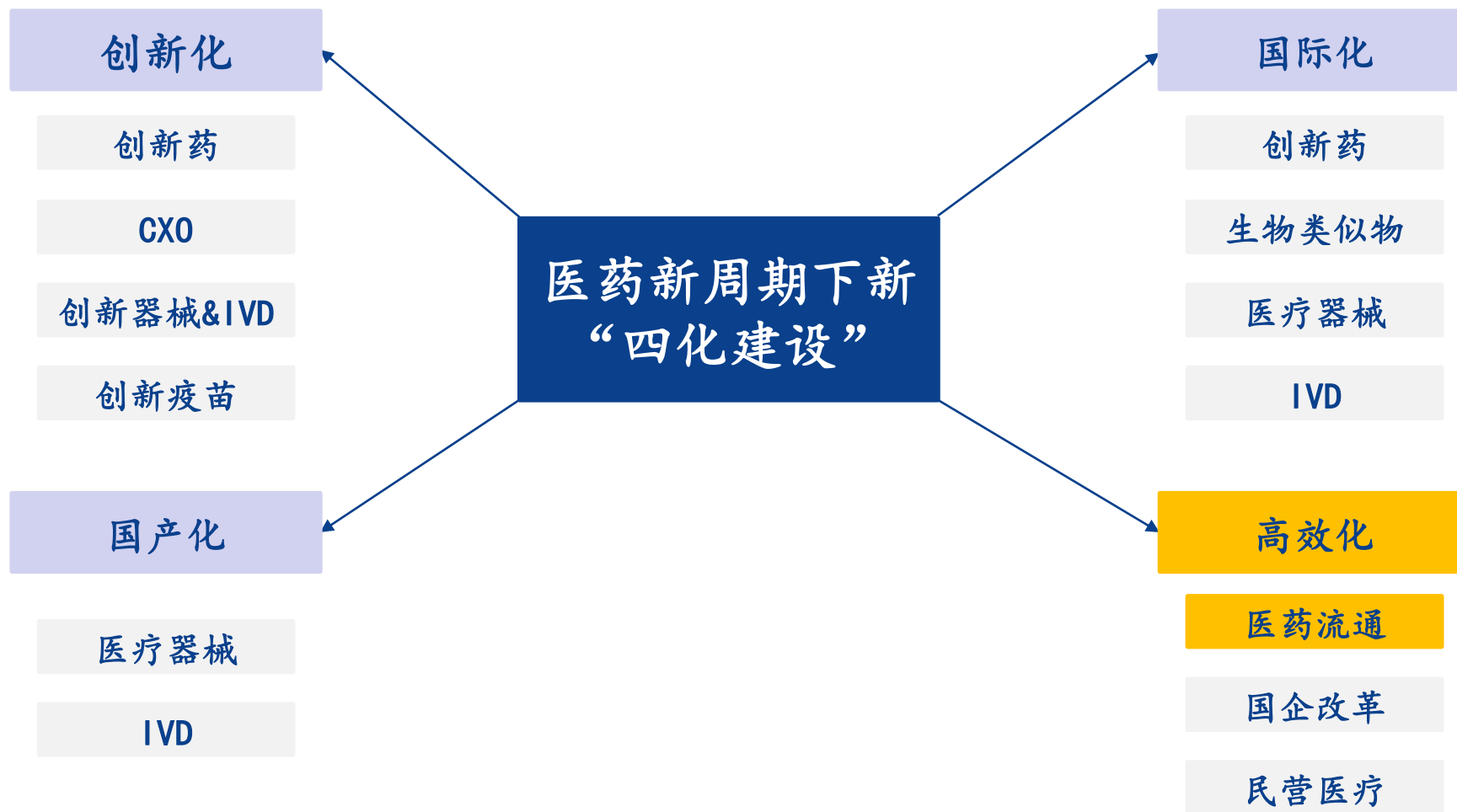
表：IVD领域各企业PEG

公司代码	公司名称	ROE	2022-2023E净利润CAGR	PEG	2023-2024E净利润CAGR	PEG
化学发光平均						
300832.SZ	新产业	24.06%	23.75%	1.38	28.82%	0.88
603658.SH	安图生物	14.87%	8.48%	2.63	23.46%	0.77
688575.SH	亚辉龙	17.84%	-63.40%	-0.57	35.75%	0.74
688389.SH	普门科技	20.38%	33.38%	0.91	29.39%	0.80
300463.SZ	迈克生物	6.01%	-49.57%	-0.56	50.42%	0.36
300396.SZ	迪瑞医疗	15.20%	26.20%	0.99	36.40%	0.52
688468.SH	科美诊断	11.44%	29.73%	0.78	25.25%	0.73
688068.SH	热景生物	-2.95%	-	-	-	-
300642.SZ	透景生命	5.44%	-19.85%	-1.57	21.00%	1.23
688656.SH	浩欧博	4.52%	31.76%	1.45	25.18%	1.46
分子检测平均						
688114.SH	华大智造	-2.08%	-100.27%	70.76	-3031.39%	-0.08
300676.SZ	华大基因	1.27%	-	-	-	-
002030.SZ	达安基因	8.55%	-	-	-	-
688289.SH	圣湘生物	8.43%	-88.59%	-0.55	-22.40%	-2.78
600645.SH	中源协和	3.61%	-	-	-	-
300685.SZ	艾德生物	13.81%	-7.82%	-4.73	24.22%	1.23
300318.SZ	博晖创新	-1.75%	-	-	-	-
688317.SH	之江生物	4.13%	-	-	-	-
000710.SZ	贝瑞基因	-16.04%	-	-	-	-
688399.SH	硕世生物	0.77%	-	-	-	-
688217.SH	睿昂基因	2.39%	1.30%	40.88	21.95%	1.99
688193.SH	仁度生物	-0.91%	-	-	-	-
300639.SZ	凯普生物	8.56%	-84.26%	-0.28	33.80%	0.53

公司代码	公司名称	ROE	2022-2023E净利润CAGR	PEG	2023-2024E净利润CAGR	PEG
生化检测平均						
603658.SH	安图生物	14.87%	8.48%	2.63	23.46%	0.77
300406.SZ	九强生物	14.60%	32.69%	0.66	26.79%	0.64
300463.SZ	迈克生物	6.01%	-49.57%	-0.56	50.42%	0.36
300439.SZ	美康生物	8.63%	-	-	-	-
002022.SZ	科华生物	-5.11%	-	-	-	-
300289.SZ	利德曼	-3.71%	-	-	-	-
300396.SZ	迪瑞医疗	15.20%	26.20%	0.99	36.40%	0.52
POCT平均						
002432.SZ	九安医疗	4.46%	-	-	-	-
300482.SZ	万孚生物	7.90%	-56.23%	-0.45	26.68%	0.75
6606.HK	诺辉健康	0.00%	-224.31%	-0.51	268.53%	0.12
688298.SH	东方生物	-12.41%	-	-	-	-
603387.SH	基蛋生物	10.17%	-	-	-	-
688606.SH	奥泰生物	-1.84%	-	-	-	-
002932.SZ	明德生物	8.46%	-	-	-	-
688075.SH	安旭生物	1.86%	-	-	-	-
688068.SH	热景生物	-2.95%	-	-	-	-
688253.SH	英诺特	6.40%	-17.04%	-2.07	52.00%	0.45
688767.SH	博拓生物	-0.77%	-	-	-	-
ICL平均						
603882.SH	金域医学	10.47%	-71.41%	-0.56	57.13%	0.44
300244.SZ	迪安诊断	-5.72%	-41.98%	-0.48	45.94%	0.30
9860.HK	艾迪康控股	0.00%	-	-	-	-
301060.SZ	兰卫医学	0.61%	-	-	-	-
9960.HK	康圣环球	0.00%	-	-	-	-

资料来源：Wind，安信证券研究中心；注：不同领域重复公司以红色标注

医药新周期下新“四化建设”



高效化-医药流通： 医保直接结算有望促进企业回款周期缩短

各地医保结算政策陆续落地，流通商回款周期有望持续缩短。2019年12月，国务院医改办公室印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》，提出“鼓励医保经办机构直接与生产或流通企业结算货款”。此后，各地医保局及相关单位开始陆续进行政策试点，截止2023年12月，包括陕西、青海、湖南、山东、福建、江西、内蒙古、天津等多个地区陆续出台政策推动医保基金与医药企业关于集采产品直接进行货款结算，后续医药流通企业应收账款回款周期有望缩短，带动企业经营效率持续改善

表：医保基金与医药企业直接进行货款结算的相关政策梳理

时间	部门	政策/文件名称	核心内容
2019年12月	国务院医改办公室	《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》	鼓励医保经办机构直接与生产或流通企业结算货款
2020年3月	中共中央、国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革，推进医保基金与医药企业直接结算。
2020年4月	陕西省医保局	《关于推进医保基金与医药企业直接结算工作的通知》	自2020年6月10日起，在国家组织带量采购产品上，全省推进医保基金与医药生产（流通）企业直接结算工作。
2020年11月	青海省医保局、青海省卫健委、青海省财政厅	《青海省稳步推进采购药品及医用耗材货款结算方式改革意见》	定点医疗机构通过省级药品和医用耗材集中采购平台带量采购的药品及医用耗材货款，由医保部门与医药企业直接结算。
2021年8月	山东省医保局	《医保定点公立医疗机构药品和医用耗材货款医保基金与医药企业直接结算实施方案》	医保基金直接结算应付的药品耗材货款从医疗机构应收的每月医保基金结算款中扣除，剩余部分由医保经办机构支付给定点医疗机构；医保基金支付给医药企业的药品耗材货款原则上不高于相关医疗机构应收医保基金额度，应付给医疗机构的医保基金结算款不足以抵扣支付药品耗材货款的，不足部分由医疗机构缴纳至医保经办机构结算账户，医疗机构应在收到医保经办机构收款通知的 5 个工作日内予以支付。
2022年12月	江西省人民政府办公厅	《关于推动药品和医用耗材集中带量采购工作常态化制度化开展的实施意见》	中选药品和医用耗材的采购货款实行医保基金与医药企业直接结算，建立健全周转金制度。
2022年12月	福建省医保局	《福建省医疗保障药械货款统一结算支付管理暂行办法》	结算部门代医疗机构向药械配送（供应）企业结算药械货款，相关费用从医保结算款中扣除，剩余部分由结算部门支付给医疗机构，应付医保结算款不足以抵扣已代付药械货款的，不足部分向医疗机构收回。
2023年3月	天津市医保局	《关于落实国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购结果执行工作的通知》	医保经办机构根据医疗机构采购中选产品数量，及时与企业结清货款，在到货确认30个工作日内，实施医保基金与中选企业直接结算货款。
2023年3月	内蒙古医保局	《关于内蒙古自治区开展国家组织冠脉支架集中带量采购中选产品直接结算工作的通知》	2023年4月15日起，医疗机构通过内蒙古自治区医疗保障信息平台新下单采购的集采冠脉支架，使用医保基金与医药企业直接结算。
2023年8月	湖南省医保局、财政厅、卫健委	《关于实施医保基金直接结算集中带量采购中选产品医药货款的通知》	自2023年10月1日起，在全省范围内实施集中带量采购中选药品和医用耗材货款由医保基金直接结算工作。

资料来源：政府官网、各省市医保局官网、安信证券研究中心

高效化-医药流通：以青海为例，解析政策执行历程

➤ 2020年11月-2023年12月，青海省陆续执行集采品种的医保直接结算。2021年10月发布的《关于执行第五批国家和省际联盟组织药品集中带量采购中选品种和非中选品种入围结果的通知》中明确提及“公立医疗机构收到配送药品经验收合格入库后，委托各级医保部门按实际发生金额在30日内向配送企业支付货款。”按此等标准，企业回款周期将缩短至一个月以内。目前，青海医保直接结算基本已覆盖所有集采品种，具体包括药品、吻合器类、人工晶体、心脏双腔起搏器、口腔种植体、冠脉支架、骨科脊柱类耗材、电生理类耗材等多类医疗器械，中药饮片等

表：2020年以来青海省医保直接结算政策及执行情况

时间	政策/文件名称	核心内容
2020/11/23	《青海省稳步推进采购 药品及医用耗材 货款结算方式改革意见》	定点医疗机构通过省级药品和医用耗材集中采购平台带量采购的药品及医用耗材货款，由医保部门与医药企业直接结算。
2021/10/22	《关于执行 第五批国家和省际联盟组织药品集中带量采购 中选品种和非中选品种入围结果的通知》	根据货款支付合同约定， 公立医疗机构收到配送药品经验收合格入库后，委托各级医保部门按实际发生金额在30日内向配送企业支付货款 ，减轻企业交易成本。
2022/07/21	《关于执行省际联盟 吻合器类、人工晶体、心脏双腔起搏器 等医用耗材集中带量采购中选结果和第六批新增补医用耗材挂网采购入围结果的通知》	落实货款直接结算政策。
2022/10/24	《关于执行 第七批国家组织药品集中带量采购 中选结果的通知》	各级医保部门要严格落实药品集中带量采购医保基金货款直接结算。
2022/12/18	《关于执行国家组织 冠脉支架 集中带量采购协议期满后接续采购中选结果的通知》	各级医保部门按照中选价格跟配送企业直接结算货款。
2023/04/18	《关于执行 口腔种植体系统 集中带量采购中选结果的通知》	实行医保直接结算政策。
2023/04/26	《关于执行国家组织 骨科脊柱类耗材 集中带量采购中选结果的通知》	实行医保直接结算政策。
2023/06/26	《关于执行 第八批国家组织药品集中带量采购 中选结果的通知》	第八批国采中选药品、备供药品、第二备供药品货款纳入医保基金与医药企业直接结算范围。
	《关于执行 冠脉扩张球囊、留置针、弹簧圈 等三类医用耗材集中带量采购中选结果的通知》	实行货款直接结算政策。实施医保基金与企业直接结算货款。
	《关于执行省际联盟 心脏介入电生理类和口腔正畸托槽类医用耗材 集中带量采购中选结果的通知》	实行货款直接结算政策。
2023/08/17	《关于执行三明采购联盟省际中药（材）采购联盟首次 中药饮片 联合采购中选结果的通知》	将首次中药饮片联采中选药品货款纳入医保基金与医药企业直接结算范围，减轻供货企业压力，提高企业积极性。
2023/11/17	《关于执行 癌补片和硬脑（脊）膜补片等19类医用耗材 集中带量采购（协议期满接续采购）中选结果的通知》	实施医保基金与企业直接结算货款。

资料来源：青海省医保局、安信证券研究中心

高效化-医药流通：湖南医保直接结算流程更加明确

➤ 湖南发布的结算流程更加明晰，有望为全国各地提供借鉴。2023年8月，湖南医保局联合湖南省财政厅、省卫健委正式发文明确“**2023年10月1日起，在全省范围内推进医保基金与医药企业进行关于集中带量采购中选药品、医用耗材的货款直接结算工作。**”并发布了具体的医药货款结算流程，对每步工作流程的时间点做了明确的规定，结算流程涉及“医药企业、医疗机构、医保经办机构”三方，分为“数据上传、票据审核、对账复核、货款拨付”四步进行，在结算体系中，产品完成采购后，医药企业及时上报信息及票据，医疗机构确认收货无误后，医保复核数据无误并生成结账单，于每月底30日前医保支付货款给医药企业。**根据上述流程，未来流通企业回款有望缩短至1个月以内**

图：湖南省医保局发布的结算委托书
医药货款结算委托书

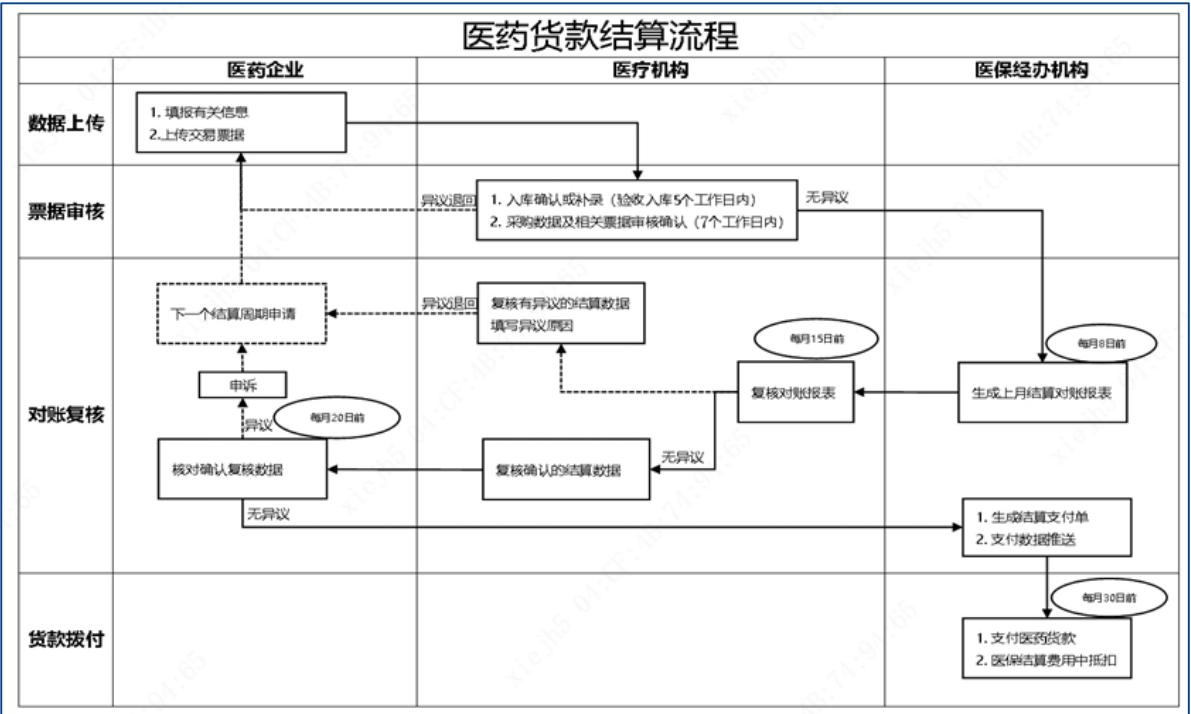
(医保经办机构全称)：

现委托贵中心于 年 月 日起，从我单位应收医保费用结算款中代为支付我单位带量采购中选产品医药货款给相应的配送（供应）企业。医药货款是指在全国统一的医保信息平台“药品和医用耗材招采管理子系统”上采购的国家、省际联盟、省级集中带量采购药品和医用耗材中选产品应付款项。代为支付后，应收医保费用结算款大于医药货款的，贵中心应按月向我单位支付剩余结算款；当月应收医保费用结算款小于医药货款的，不足部分从下月应收医保费用中抵扣，或在收到贵中心收款通知的 5 个工作日内将不足的差额部分缴存在贵中心结算账户。

特此委托。

委托单位（盖章）：
委托人（法人代表签名）：
年 月 日

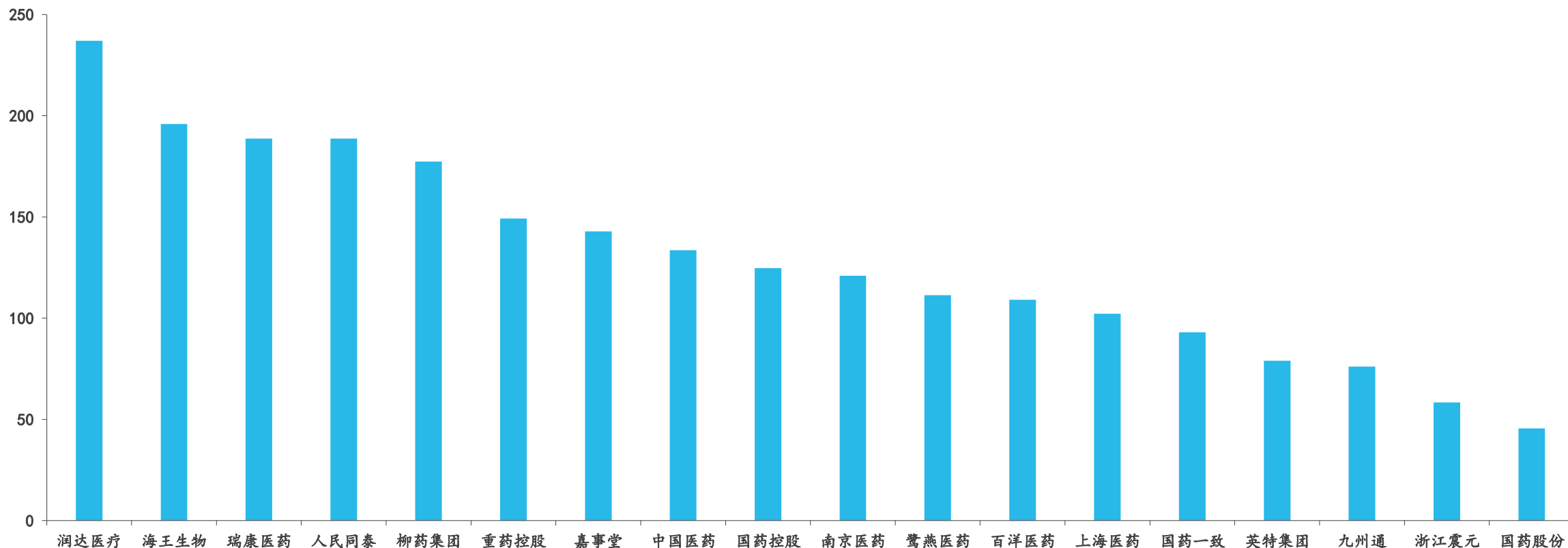
图：湖南省医保局发布的医药货款结算流程



高效化-医药流通：企业回款周期缩短空间较大

- 从具体企业层面来看，各流通公司回款周期大致集中在3-5个月，当前流通领域代表厂商中九州通、上海医药、国药股份、国药一致等应收账款周转天数较低，国药控股、南京医药等处于行业中位，部分企业一度接近200天，回款周期较长。随着医保结算政策陆续落地，流通企业回款周期大幅缩短值得期待

图：2023Q3医药流通企业的应收账款周转天数情况

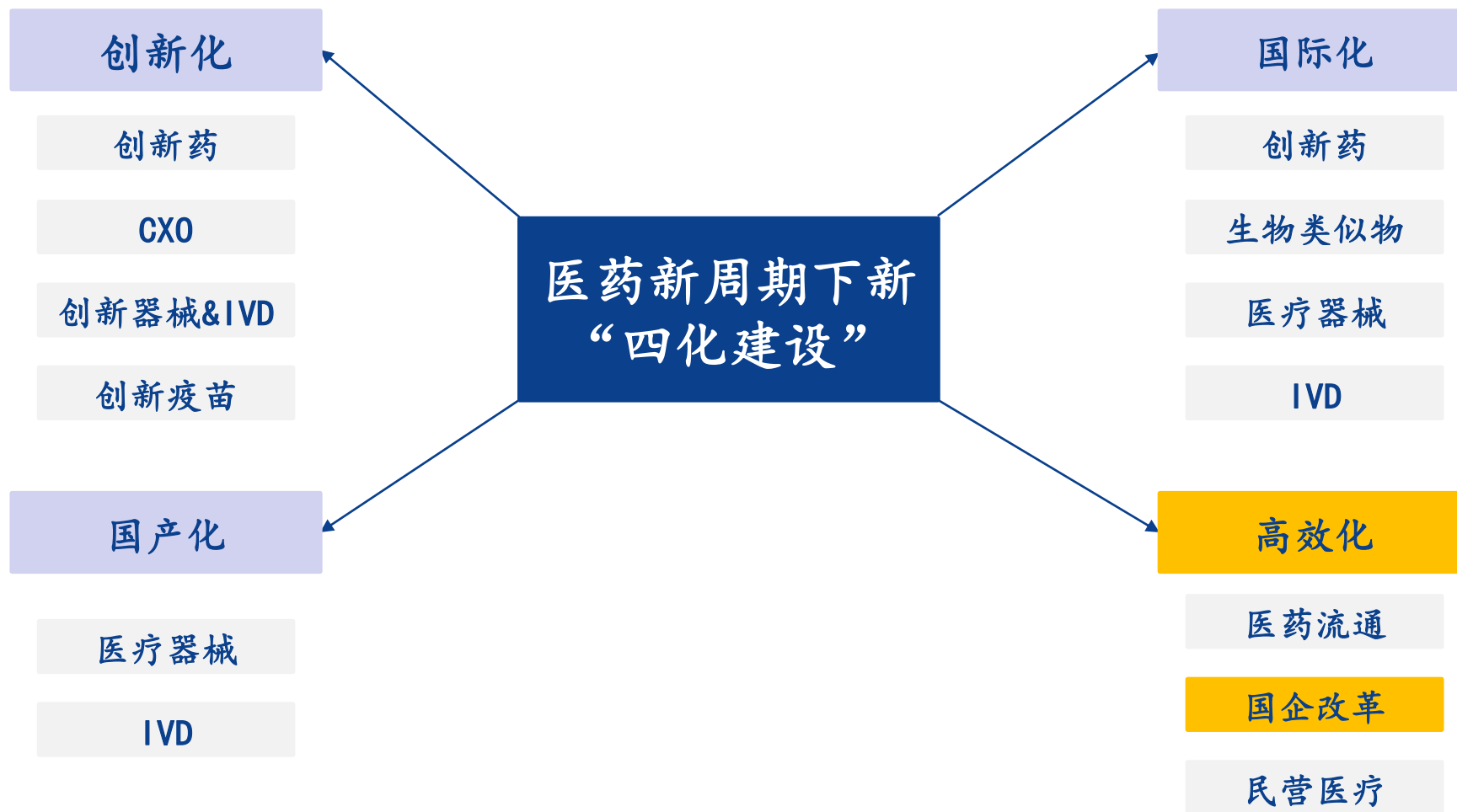


资料来源：Wind、安信证券研究中心

建议关注标的：国药控股、九州通

- **国药控股：**国药控股为国内医药商业龙头，批零一体化布局处于行业领先地位。目前公司应收账款周转天数在4个月左右，作为行业龙头，公司有望充分受益于医保直接结算政策带来的经营效率优化。根据公司公告及官网数据，目前公司医药分销网络覆盖全国31个省级行政区，器械分销业务覆盖全国95%以上的三级医院；此外，公司的零售药店布局全国，截止2023H1，公司旗下零售药房总数达到11352家
- **九州通：**九州通是国内最大的民营医药商业企业，公司正在由传统医药分销向“数字化+平台化+互联网化”方向转型，目前已实现全品类采购、全渠道覆盖和全场景服务的业务布局，同时衍生出总代品牌推广业务、医药工业自产及OEM业务、新零售与万店加盟业务（C端）等新兴业务。其中，总代品牌推广有望成为第二增长极，好药师“万店加盟”已突破17272家，此外，公司不动产证券化有望盘活固定资产利于长期发展，叠加医保直接结算政策促进回款加速，有望带动公司应收账款及现金流持续改善，民营流通龙头盈利持续改善可期

医药新周期下新“四化建设”



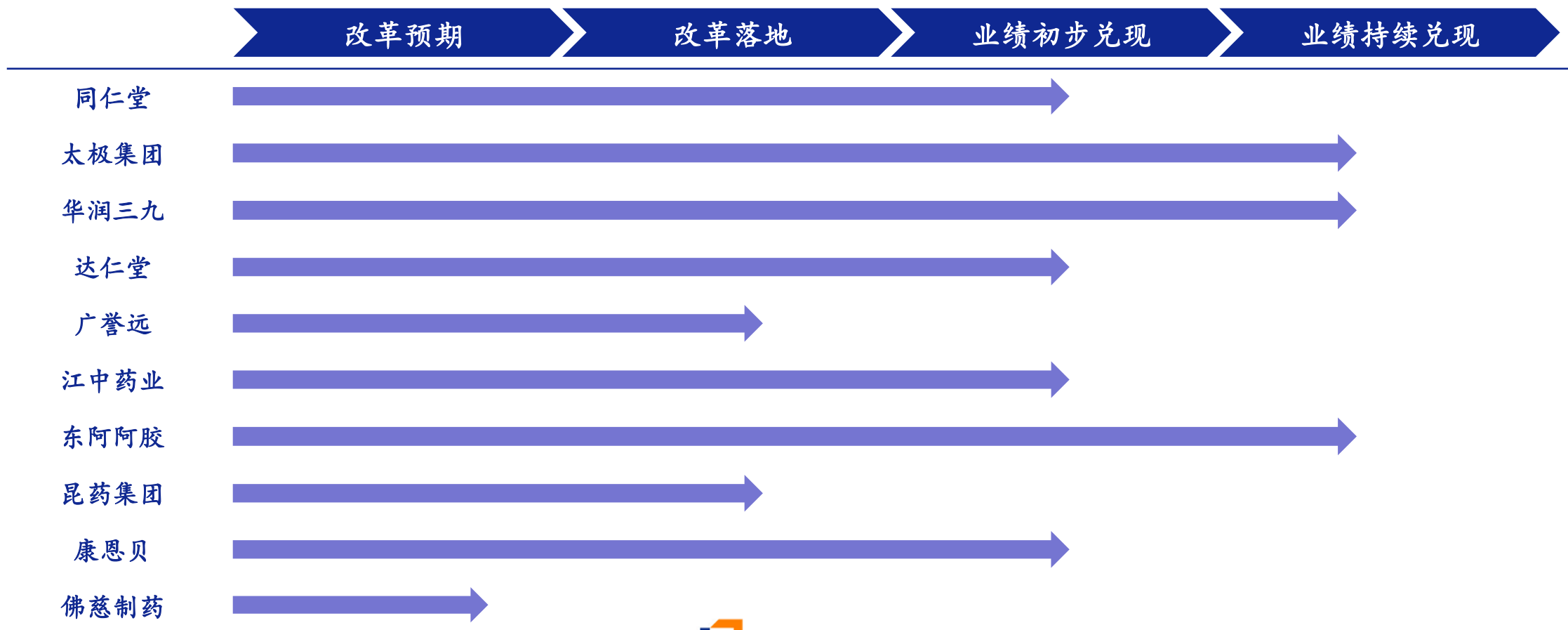
高效化-国企改革：国资委风格迥异，改革思路各具特色

- 国资委风格迥异，改革思路各具特色。根据股东背景不同，可以将国有企业分为央企和地方国资，医药行业的央企主要包括华润系、国药系等，而地方国资数量众多，由于不同的国资委风格迥异，改革的思路因此各具特色，需要结合公司情况具体分析

		国资委改革风格	代表公司
央企	华润系	华润系以市场化和效率著称，旗下拥有华润三九、江中药业、昆药集团、东阿阿胶四家中药公司，OTC营销能力全市场领先	  
	国药系	国药系收购太极集团，成为本轮中药国企改革的标杆项目，承诺解决太极集团和中国中药的同业竞争问题	 
地方国资	北京国资	相对强势的地方国资，以内驱型改革为主，以“同仁堂”为平台，后续看点在于中药资产的整合和股权激励的落地	
	浙江国资	国资委接手“康恩贝”，整合全省优质中医药产业资源，致力于打造成为浙江省中医药健康产业主平台	
	天津国资	混改支持力度较大，直接将天津医药集团（达仁堂控股股东）控股权转让，引入上海国资和民营股东	
	山西国资	以擅长盘活资产著称，接手中药老字号“广誉远”，处理历史遗留问题，致力于打造第二个“汾酒集团”	

高效化-国企改革：把握改革节奏，从落地到业绩初步兑现

- 把握国企改革节奏，重点关注从改革落地到业绩初步兑现。国企改革的关键在于节奏的把握，市场预期差最大的时点出现在改革预期、改革落地、业绩初步兑现、业绩持续兑现等时间节点，其中从改革落地到业绩初步兑现阶段的预期差最大



高效化-国企改革：聚焦核心资产，实施大品种战略

➤ 聚焦核心资产，实施大品种战略。国有企业业务多元化，旗下资产丰富，甚至同时经营工业和商业，国企改革的重点方向之一就是聚焦核心资产，非主业可以战略弱化甚至剥离，通过实施大品种战略拉动公司业绩，目前部分公司已经取得阶段性成果

表：国有企业聚集核心资产和大品种战略案例分析

	核心资产	大品种	阶段性成果
太极集团	聚焦中药板块，打造具有太极特色的医药工业核心优势集群，聚焦“6+1”重点治疗领域及12条产品赛道	藿香正气口服液，急支糖浆	2023H1医药工业营收同比增长40.70%，其中现代中药营收同比增长55.88%
康恩贝	聚焦中药大健康产业，重点发展OTC业务和大健康业务，施行大品牌大品种战略，打造产品矩阵	肠炎宁系列，金笛系列，前列康系列	2023H1中药大健康业务营收同比增长32.22%，占比66.88%
达仁堂	聚焦核心品种，提出“三核九翼”产品战略，形成心脑血管、功能皮肤、精品国药3条核心产品线	速效救心丸，京万红软膏，安宫牛黄丸等	2023H1工业营销营收同比增长24%，13个大品种营收同比增长24%，占比75%
东阿阿胶	继续巩固阿胶块领先地位，落地复方阿胶浆大品种战略，健全桃花姬阿胶糕全渠道建设	阿胶块，复方阿胶浆，桃花姬	2023Q1-Q3阿胶块营收持平，复方阿胶浆同比增长近40%，桃花姬同比增长70%
昆药集团	全面打造以三七产业为核心的慢病管理平台和以“昆中药1381”为核心的精品国药平台	血塞通系列，参苓健脾胃颗粒等	2023H1注射用血塞通（冻干）营收同比增长10%，血塞通软胶囊同比增长18%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心，备注：阶段性成果中为各业务营业收入增速

高效化-国企改革：启动营销改革，实现产销分离

➤ 启动营销改革，实现产销分离。营销体系的改革是国企改革的必经之路，也是最容易兑现业绩的改革方式。国有企业普遍产能分散，旗下工业子公司较多，通过将营销体系集中到总部，可以实现产销分离，有助于整个集团营销政策的制定和落实

表：国有企业营销改革案例分析

	营销改革	阶段性成果
太极集团	将部分工业子公司的营销职能整合到总部“营管中心”，实现产销分离，统一制定营销政策	与医疗渠道75家重点合作伙伴及OTC渠道37家一级经销商签订战略合作协议；完成6家工业子公司的营销职能整合
同仁堂	深化“4+2”营销改革（四个事业部+两个专项小组），打造多品种全渠道的营销体系	品牌影响力修复，销售能力大幅提升，2018年以来销售费用率累计下降2pct以上
达仁堂	营销体系改革，形成津欣、津乐、津达、津美等销售平台，成立商销事业部、国际部、电商部等，实现产销分离	与全国百强连锁落地全品类精准营销战略合作，完成“中国心”“中国嗓”等特色活动
东阿阿胶	重新构建市场与品牌部，重塑销售组织进行，成立药品中心、健康消费品中心以及新零售中心	成功开展“春雷行动”“炼行计划”等营销活动，终端价格体系修复，市场份额提升
昆药集团	加入三九商道，推动部分产品借助三九商道体系拓展终端覆盖；重新组建销售体系，形成1381/1951/777三大事业部	已完成针对国内20个省区一级渠道商的整合工作，客均销量大幅提升，CHC业务提质增速明显

高效化-国企改革：利润表改善，盈利能力提升

- 利润表改善，盈利能力提升。国企改革可以显著改善公司盈利能力，毛利率整体呈现提升状态（尤其是医药工业毛利率，原材料上涨等特殊情况除外），销售费用率整体呈现下降趋势，ROE整体呈现上升趋势

表：国有企业盈利能力变化（2020-2023Q3）

公司名称	毛利率（%）				销售费用率（%）				ROE（%）			
	2020	2021	2022	2023Q1-3	2020	2021	2022	2023Q1-3	2020	2021	2022	2023Q1-3
同仁堂	47%	48%	49%	46%	19%	19%	20%	18%	11%	12%	13%	11%
太极集团	40%	42%	45%	49%	33%	35%	33%	34%	2%	-18%	12%	22%
华润三九	62%	60%	54%	52%	37%	33%	28%	26%	12%	14%	15%	14%
达仁堂	39%	40%	40%	45%	22%	23%	24%	25%	12%	13%	13%	13%
广誉远	71%	61%	65%	72%	53%	92%	86%	56%	1%	-14%	-21%	1%
江中药业	65%	64%	65%	68%	33%	36%	39%	39%	13%	13%	15%	15%
东阿阿胶	55%	62%	68%	71%	25%	26%	33%	38%	0%	4%	8%	8%
昆药集团	44%	41%	42%	45%	30%	29%	29%	31%	11%	11%	8%	8%
康恩贝	65%	64%	59%	61%	42%	39%	34%	36%	9%	33%	5%	9%
佛慈制药	25%	27%	28%	29%	11%	10%	10%	12%	7%	6%	6%	3%

高效化-国企改革：周转能力提升，经营性现金流改善

- 周转能力提升，经营性现金流改善。国企改革对于资产负债表和现金流量表的改善领先利润表的改善，具体表现为存货周转天数和应收账款周转天数的下降，经营性现金流净额的增加等

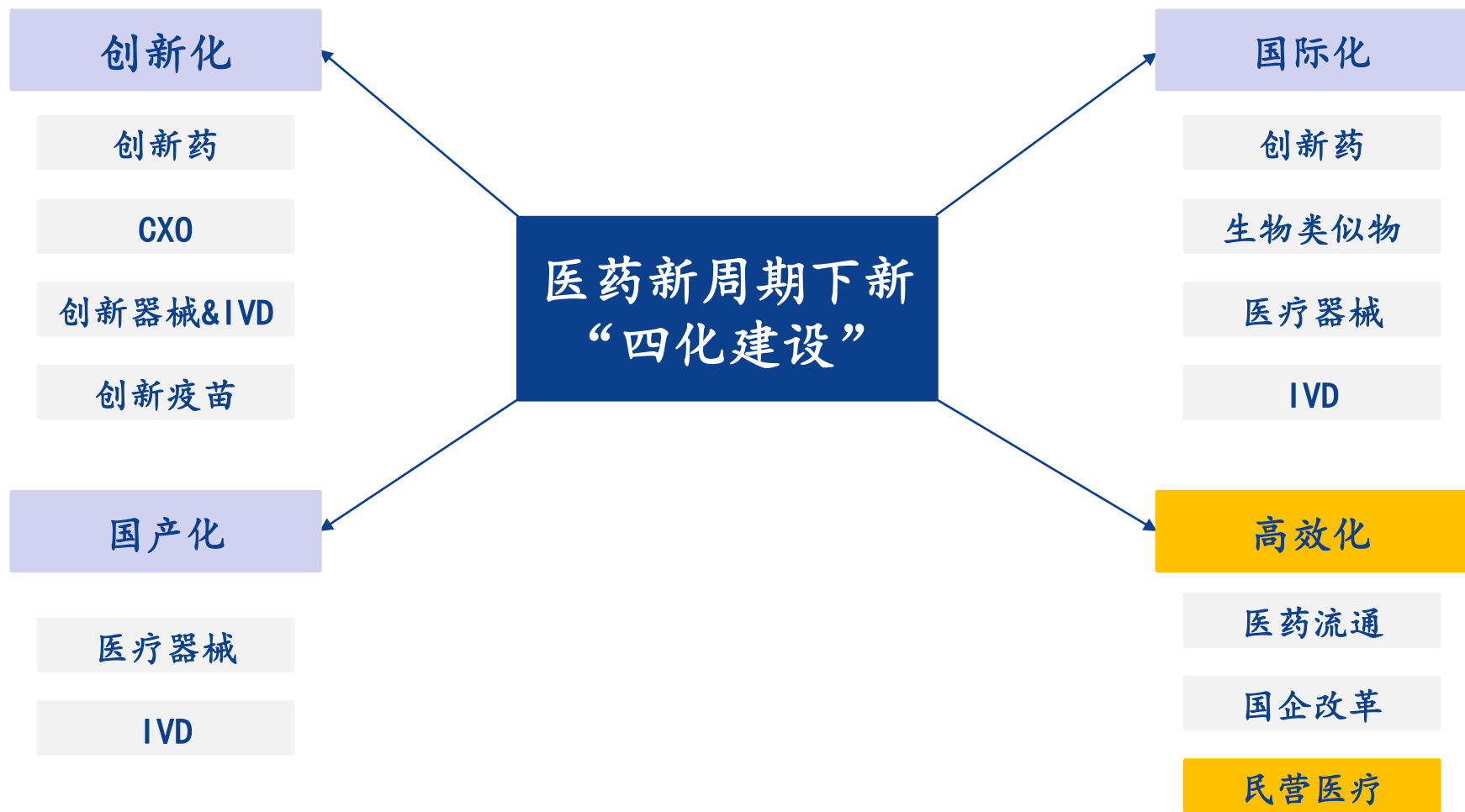
表：国有企业周转能力和现金流变化（2020-2023Q3）

公司名称	存货周转天数				应收账款周转天数				经营性现金流（亿元）			
	2020	2021	2022	2023Q1-3	2020	2021	2022	2023Q1-3	2020	2021	2022	2023Q1-3
同仁堂	318	288	294	262	33	26	27	29	21.75	34.26	30.94	23.94
太极集团	148	125	104	106	57	52	49	52	7.50	5.59	18.01	-4.76
华润三九	112	119	104	111	76	71	71	74	22.24	18.71	30.06	30.50
达仁堂	138	131	107	131	79	79	80	111	6.71	8.52	6.77	0.81
广誉远	500	389	400	455	487	588	385	212	-0.76	0.81	2.53	3.60
江中药业	104	110	102	106	28	30	30	25	7.53	9.17	10.16	5.71
东阿阿胶	704	512	405	318	91	37	32	28	8.01	28.01	21.45	12.88
昆药集团	131	134	132	147	65	71	94	126	4.10	2.52	2.54	-0.36
康恩贝	197	155	151	164	62	49	53	62	12.50	8.90	11.55	6.58
佛慈制药	195	157	150	161	100	96	114	136	0.63	0.12	0.72	-0.51

建议关注标的：昆药集团、同仁堂、东阿阿胶、太极集团

- **昆药集团：**大股东华润三九入驻以来，百日融合顺利完成，以“四个重塑”为方向的一年融合方案正在落地过程中。公司未来将聚集以三七产业为核心的慢病管理平台 and 以“昆中药1381”为核心的精品国药平台，三七产业链的看点在于和华润圣火的深度整合，昆中药1381的看点在于渠道和品牌的深度赋能。公司目前正处于改革落地到业绩初步兑现的过渡期，是国企改革市场预期差最大的阶段
- **同仁堂：**全国知名的中药老字号品牌，“4+2”营销改革持续推进，品种资源丰富，大品种战略初见成效。核心品种安宫牛黄丸市场占有率高，具备较强的定价能力，天然牛黄的稀缺性带来持续提价潜力。北京国资委对于同仁堂集团的考核趋严，股份公司、科技公司、国药公司、商业公司等经营主体同步发力，经营效率提升空间大，有望持续兑现业绩预期
- **东阿阿胶：**全国知名的中药滋补品牌，阿胶品类领先市场，补益类需求旺盛，阿胶块、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕三驾马车齐发力，构建“阿胶+”及“+阿胶”生态圈。国企改革进入业绩持续兑现期，“保价控货”成效显著，渠道库存管控良好，终端价格体系修复，盈利能力显著提升
- **太极集团：**国企改革标杆企业，存量改善与增量拓展同时演绎，已完整经历改革预期、改革落地、业绩初步兑现、业绩持续兑现4个阶段，其中第4阶段贯穿整个十四五期间。十四五规划目标清晰，内生+外延双轮驱动，大品种战略持续推进，骨干品种藿香正气口服液和急支糖浆持续高增长，不断挖掘潜力品种

医药新周期下新“四化建设”



高效化-医疗服务：扶持社会办医，民营医疗高效发挥

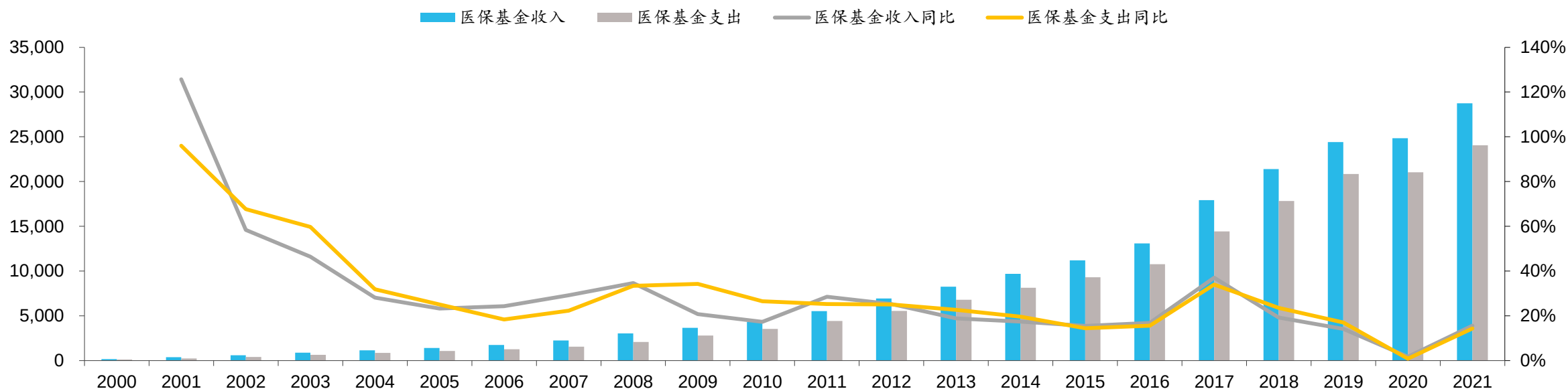
- 国家长期支持社会办医，民营医疗发挥有效补充。过去5年中，政府文件多次强调公立医院的“公益性”导向，结合当下的医疗反腐整治，我们认为未来公立医院将以“患者”为中心，回归公益化属性。新医改以来，国家对于社会办医的监管态度长期稳定，考虑到中国医疗市场未来将面临供需错配问题，公立医疗体系扩张相对受限的情况下，民营医疗将发挥重要的有效补充作用，打造多层次的医疗服务体系是未来必经之路

时间	政策	发文单位	相关内容
2019年5月23日	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	国务院	鼓励包括社会办医疗机构在内的各级各类医疗机构平等参与和适度竞争，促进优质医疗资源下沉
2019年6月10日	《促进社会办医持续健康规范发展意见》	卫健委	加大政府支持社会办医力度，拓展社会办医空间；推进“放管服”，简化准入审批服务
2021年3月12日	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	支持社会办医，鼓励有经验的执业医师开办诊所
2021年9月29日	《“十四五”全民医疗保障规划的通知》	国务院	鼓励社会办医疗机构、药店参与集中招标采购
2022年3月29日	《“十四五”中医药发展规划》	国务院	鼓励社会办医疗机构设置中医药科室
2022年5月4日	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	国务院	支持社会办医持续健康规范发展，支持社会办医疗机构牵头组建或参加医疗联合体
2022年5月20日	《“十四五”国民健康规划》	国务院	促进社会办医持续规范发展，鼓励社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生等短缺领域举办非营利性医疗机构，鼓励有经验的执业医师开办诊所
2022年12月14日	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	国务院	支持社会力量提供多层次多样化医疗服务，鼓励发展全科医疗服务，增加专科医疗等细分服务领域有效供给
2023年2月23日	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	国务院	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务，并参与承接政府购买公共卫生服务

高效化-医疗服务：压力长期存在，民营医疗灵活性价值凸显

- 医保控费压力长期存在，民营医疗的灵活性价值凸显。根据国家统计局，未来10年预计将有14.52%（男性55-64岁+女性45-54岁）的人口进入退休阶段，预计将有10.49%（15-24岁）的人口成为新增就业人群，由于退休人群高于新增就业人群，我们预计未来10年医保基金控费压力将长期存在。民营医院对于医保基金的依赖程度相对较低，存量医院的病床使用率存在提升空间，新建医院的投入建设更为灵活，未来有望更多发挥有效补充价值

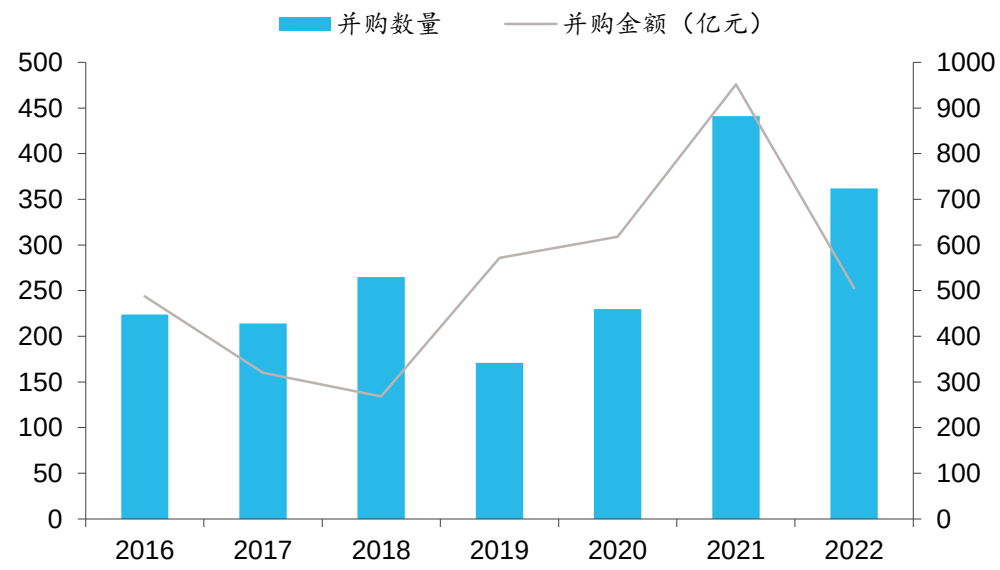
图：2000-2021年中国城镇基本医疗保险收入和开支变化（单位：亿元）



高效化-医疗服务：并购整合加速，行业集中度逐步提升

➤ 并购整合加速，行业集中度有望逐步提升。近年来医疗服务行业并购交易保持高位运行，2016-2022年医疗服务行业累计并购数量1,900笔，累计并购金额3,724亿元。新冠疫情以来，行业并购机会开始增多：1) 民营医疗机构的运营出现明显分化，自主运营不善的医疗机构开始寻求并购退出；2) 国企医院改制进入收官阶段，已经完成改制的医院，寻求更加专业化的产业资本介入；3) 融资监管趋严，独立IPO难度较高，并购成为重要退出路径。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

图： 2016-2022年医疗服务行业并购数量和金额



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	估值水平
美年健康	云南慈铭、侯马美年、怀化美年、昆明美兆等13家体检中心	共3.87亿元	0.8-2.2×PS不等，平均为1.5×PS
爱尔眼科	海南爱尔、杭州爱尔、深圳深东爱尔等19家眼科医院	共5.23亿元	1.8-2.4×PS不等，平均为2.1×PS
海吉亚	宜兴海吉亚医院 西安长安医院	1.74亿元； 6.9亿元	1.7×PS； 2.4×PS
普瑞眼科	东莞光明眼科医院	1.8亿元	3.1×PS
华润医疗	辽宁华润健康+深圳华润健康、江能标的集团	31.7亿元； 7.1亿元	1.4×PS； 0.99×PS

资料来源：Wind，普华永道，各公司公告，安信证券研究中心

高效化-医疗服务：积极探索“保险+”，打破支付端天花板

➤ 积极探索“保险+”，打破支付端天花板。从海外发达国家经验来看，以健康险为代表的商业保险体系的发展，将促进医疗服务行业的发展。国内民营医疗机构正在积极探索“保险+”，将健康保险融入医疗体系，一方面有助于提高医疗服务的可及性，为患者提供更多选择，从而更好地应对可能的健康风险；另一方面将拓宽医疗服务企业的增长空间，带来更为稳定的经济收入。我们认为，在国家医保控费的长期压力下，健康保险领域的探索，将有助于打破支付端的天花板

表：国内民营医疗机构对健康保险领域的探索

公司名称	所属行业	医疗服务机构网络	健康保险探索
新里程	民营综合医院	3家三级医院、7家二级以上综合医院或专科医院等共计11家，床位数近1万张	2022年上市公司的控股股东新里程健康成为爱心人寿的第一大股东，推进“医疗+保险”、“康养+保险”协同，实现“老年病可治疗、危重症可康养、微服务可居家、全支付可保险”的连续服务闭环。
美年健康	民营体检中心	开业608家体检中心，其中公司控股的体检中心为293家	2022年1月与镁信健康签署战略合作协议； 2022年12月收购广东德晟保险； 2023年旗下34家分院入选首批“全国商业健康保险合作试点基地”
固生堂	民营中医连锁	在全国16个城市开设53家线下中医诊疗机构，线上线下医疗平台服务网络覆盖北京、上海、广州、深圳、佛山、苏州等300余座城市。	与MSH、招商信诺、平安健康、BUPA、中间带等多家保险公司合作，在院内实现保险公司直付

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，安信证券研究中心

建议关注标的：海吉亚、国际医学、固生堂、普瑞眼科

- **海吉亚：**2024年迎来“内生+外延”双轮驱动，内生增长方面，2023年重庆二期和单县二期已经陆续投入使用，公司投关公众号显示，2023Q4-2024年预计还有成武二期、德州海吉亚、无锡海吉亚等陆续投入使用；外延增长方面，2023年完成宜兴医院和长安医院的并购，但是并表对业绩的增厚主要体现在2024年
- **国际医学：**资产负债表显示，公司所有在建工程已经完成转固，未来折旧摊销金额不再增加，随着收入体量的增长，预计各项成本费用的占比将被快速摊薄。参考目前的床位爬坡节奏，我们预计明年高新医院床位使用基本饱和，国际医学中心医院床位使用超过4500张，届时公司有望实现全面扭亏为盈，市场对公司盈利能力的担忧同样可以消除
- **固生堂：**公司上市以来扩张速度明显加快，同时展现出更强劲的盈利能力。公司投关公众号显示，2021年以来老城市的新增门店盈亏平衡时间点缩短至3-4个月，新进城市的盈亏平衡时间点缩短至6-10个月，未来5年公司计划每年新进至少3个城市，门店数量规模要求再翻一倍。按照这样的扩张节奏，公司将迅速占领全国所有二线以上城市，成为具备长期成长性的细分龙头公司
- **普瑞眼科：**公司是极少数实现全国布局的眼科医疗服务龙头企业，旗下已开业医院27家，其中开业时间3年以内的有8家，同时在乌鲁木齐、哈尔滨、上海、深圳、广州等地有在建医院，出色的院龄结构可以保证公司持续稳定输出业绩增长。公司当前阶段次新院居多，导致净利率相对偏低，但是随着未来医院逐步进入成熟阶段，净利率存在大幅提升的空间

目录

01 医药2023年行情回顾：披荆斩棘，迎接医药新周期

02 医药新周期下新“四化建设”指引未来方向

03 建议关注标的汇总

04 风险提示

建议关注标的汇总（1）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE估值水平			核心推荐逻辑	数据来源
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
创新化-创新药										
600276. SH	恒瑞医药	2,971. 3	45. 3	52. 3	61. 4	65. 6	56. 8	48. 4	多个大适应症产品逐步兑现，2024年ADC海外授权可期	安信医药
688266. SH	泽璟制药	130. 4	-7. 7	-6. 3	-3. 2	-16. 9	-20. 7	-40. 8	重组人凝血酶、杰克替尼获批在即，商业化有望取得突破	安信医药
1801. HK	信达生物	646. 0	-6. 0	-3. 5	4. 1	-107. 3	-186. 2	158. 2	双靶点减重药即将报产，未来广阔市场兑现可期	安信医药
2162. HK	康诺亚-B	140. 2	-3. 4	-5. 6	-4. 1	-41. 4	-25. 2	-34. 6	特应性皮炎大品种CM310有望2024年获批上市	Wind一致预测
创新化-CXO										
603259. SH	药明康德	2,464. 1	95. 4	116. 2	140. 2	25. 8	21. 2	17. 6	各业务板块稳健发展，TIDES业务受益于多肽等旺盛的研发生产外包需求，目前订单快速增长且产能积极扩张	安信医药
2268. HK	药明合联	345. 4	2. 4	6. 2	9. 5	143. 9	55. 4	36. 2	ADC领域项目持续增长且相关产能积极扩张，ADC CRDMO业务持续蓬勃发展	Wind一致预测
002821. SZ	凯莱英	521. 2	27. 2	27. 6	34. 5	19. 2	18. 9	15. 1	公司加强GLP-1、KRAS、JAK、TYK2等热门靶点项目的储备，为持续获得重磅药商业化订单提供项目储备	安信医药

资料来源：Wind，安信证券研究中心，备注：数据截止2023年12月3日

建议关注标的汇总（2）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE估值水平			核心推荐逻辑	数据来源
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
创新化-医疗器械&IVD										
688253. SH	英诺特	47.9	1.3	1.9	2.6	38.3	25.2	18.6	呼吸道联检高速增长，呼九联抢占竞品退出市场	Wind一致预测
688068. SH	热景生物	41.6	-	-	-	-	-	-	肝病检测扩容，看好多项独家产品推广放量	Wind一致预测
创新化-疫苗										
300122. SZ	智飞生物	1,543.7	90.1	111.7	140.5	17.1	13.8	11.0	九价HPV有望稳健增长，带疤疫苗增量可期	安信医药
688276. SH	百克生物	245.7	5.1	7.7	10.3	48.6	31.9	23.8	带疤疫苗有望持续放量，创新研发稳步推进	安信医药
300841. SZ	康华生物	104.7	5.5	6.5	7.8	19.2	16.1	13.4	二倍体狂苗稳基础，六价诺如疫苗值得期待	Wind一致预测
688319. SH	欧林生物	79.7	0.7	1.1	1.9	120.7	71.2	41.3	AC-Hib有望获批，金葡菌疫苗III期临床进展顺利	安信医药
2480. HK	绿竹生物	61.7	-2.3	-3.5	-4.2	-27.0	-17.8	-14.6	核心品种LZ901进入III期临床，上市后增量可期	Wind一致预测

资料来源：Wind，安信证券研究中心，备注：数据截止2023年12月3日

建议关注标的汇总（3）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE估值水平			核心推荐逻辑	数据来源
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
国际化-创新药&生物类似物										
688062. SH	迈威生物	119. 2	-8. 3	-7. 1	-2. 9	-14. 4	-16. 8	-41. 1	公司ADC平台已得到验证，看好核心品种Nectin-4 ADC海外授权及未来海外市场放量潜力	安信医药
6160. HK	百济神州	1, 392. 8	-9. 0	-7. 6	0. 5	-154. 8	-183. 3	2785. 5	BTK抑制剂海外市场持续放量，创新药布局持续拓展	Wind一致预测
688177. SH	百奥泰	171. 3	-1. 6	2. 6	6. 0	-104. 3	66. 9	28. 5	生物类似药出海进展顺利，ADC进入兑现期	Wind一致预测
688331. SH	荣昌生物	374. 7	-13. 6	-9. 9	-3. 6	-27. 6	-37. 7	-103. 7	泰它西普、维迪西妥单抗海外3期顺利推进	安信医药
国际化-IVD										
300832. SZ	新产业	570. 5	16. 6	21. 3	27. 6	34. 5	26. 7	20. 7	海外中大型机推广和试剂放量同步进行	安信医药
688575. SH	亚辉龙	142. 8	3. 7	4. 7	6. 0	38. 3	30. 6	23. 6	国内单产持续提升，海外业务快速铺开	安信医药
300482. SZ	万孚生物	139. 8	5. 2	6. 5	8. 2	26. 9	21. 5	17. 0	向下抢占海外POCT市场，向上推动发光业务渗透	Wind一致预测
高效化-医药流通										
1099. HK	国药控股	544. 8	93. 9	104. 6	116. 9	5. 8	5. 2	4. 7	分销及零售业务增长稳健，流通龙头经营效率提升可期	Wind一致预测
600998. SH	九州通	292. 4	24. 2	28. 0	33. 3	12. 1	10. 5	8. 8	转型升级效果显著，民营流通龙头经营效率有望持续改善	Wind一致预测

资料来源：Wind，安信证券研究中心，备注：数据截止2023年12月3日

建议关注标的汇总（4）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE估值水平			核心推荐逻辑	数据来源
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
高效化-国企改革										
600422. SH	昆药集团	162. 1	5. 7	7. 1	8. 7	28. 4	22. 7	18. 7	聚集核心资产，华润系国企改革值得期待	Wind一致预测
600085. SH	同仁堂	723. 6	17. 9	21. 4	25. 4	40. 5	33. 8	28. 5	多个经营主体同步发力，业绩持续性较强	安信医药
000423. SZ	东阿阿胶	327. 9	10. 6	12. 9	15. 8	31. 0	25. 4	20. 8	保价控货效果显著，经营效率提升	Wind一致预测
600129. SH	太极集团	283. 2	9. 2	12. 5	16. 4	30. 9	22. 6	17. 3	国企改革标签股，十四五战略目标清晰	Wind一致预测
高效化-民营医疗										
6078. HK	海吉亚	275. 3	7. 4	9. 9	12. 6	37. 1	27. 8	21. 9	2024年迎接“内生+外延”双轮驱动	Wind一致预测
000516. SZ	国际医学	208. 9	-2. 1	2. 4	5. 8	-97. 6	88. 5	35. 9	接近盈利拐点，估值体系重塑	安信医药
2273. HK	固生堂	113. 3	2. 6	3. 3	4. 3	43. 6	34. 1	26. 7	高扩张能力，打破市场天花板	安信医药
301239. SZ	普瑞眼科	149. 3	3. 2	3. 4	4. 5	46. 2	43. 7	33. 4	优秀的院龄结构，利润提升空间大	安信医药

资料来源：Wind，安信证券研究中心，备注：数据截止2023年12月3日

目录

01 医药2023年行情回顾：披荆斩棘，迎接医药新周期

02 医药新周期下新“四化建设”指引未来方向

03 建议关注标的汇总

04 风险提示

风险提示

- 创新药、生物制品、医疗器械及IVD等产品研发进程不及预期；
- 药品、医疗器械集采降价压力提升的风险；
- 国产创新药、医疗器械、IVD产品国际化进程不及预期；
- 医疗器械及IVD产品国产替代不及预期的风险；
- 医保结算政策执行力度不及预期、国企改革进程缓慢的风险；
- 相关假设及预测不及预期的风险。

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

地址

安信证券研究中心

深圳市 地 址：深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮 编：518026

上海市 地 址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编：200080

北京市 地 址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮 编：100034

THANKS

