

医药行业2024年投资策略

医药结构性行情，聚焦三大方向

西南证券研究发展中心
医药杜向阳团队
2023年12月

核 心 观 点

□ **医药仍有结构性行情。**回顾2023年全年（截止20231130），申万医药指数下跌2.6%，跑赢沪深300指数7.1%，年初以来行业涨跌幅排名第13。2023年全年创新药和减肥药及产业链表现亮眼，这与我们2023年医药投资策略【**回归本源，寻找不确定中的“三重奏”**】中创新主线一的判断一致。而其他热点方面，上半年聚焦AI相关主题，下半年聚焦在阿尔兹海默症、呼吸疾病领域等主题。2023年先后经历续约谈判改善、医疗反腐推行等事件，医药板块呈现一定波动。**展望2024年，在海外宏观降息预期下，叠加政策、估值、基本面三个维度，我们判断，医药板块仍有结构性机会。**

□ 寻找2024年“三大”方向

- ✓ **方向之一——创新+出海**仍是我们延续看好的思路。2023年多个创新药在美国获批上市，比如呋喹替尼、艾贝格司亭 α 注射液F627、特瑞普利单抗PD-1等，泽布替尼等在美国快速商业化销售充分验证了海外市场广阔。器械出海包括冠脉支架、CGM等产品有望在海外获批或报产，同时建议关注低值耗材、IVD、内镜耗材、手术机器人、影像设备、NASH检测设备、测序仪等海外需求。
- ✓ **方向之二——医疗反腐后**，关注院内医疗刚性需求，比如血制品、骨科、麻醉药、胰岛素、IVD、主动脉及外周介入、电生理等领域。消费医疗属性品种，上游包括CXO、生命科学产业链等板块中长期值得跟踪。
- ✓ **方向之三——关注“低估值+业绩反转”个股。**寻找PEG小于1和中特估方向，业绩兑现或反转，价值有望重估。此外，我们判断，明年减肥药和AI医疗仍有主题投资性机会。

核 心 观 点

2024年组合推荐：

- **弹性组合：**上海莱士（002252）、亿帆医药（002019）、通化东宝（600867）、太极集团（600129）、贝达药业（300558）、普瑞眼科（301239）、三诺生物（300298）、人福医药（600079）、新华医疗（600587）、博瑞医药（688166）
- **港股组合：**康诺亚-B（2162）、爱康医疗（1789）、信达生物（1801）、和黄医药（0013）、康方生物（9926）、基石药业-B（2616）、瑞尔集团（6639）、诺辉健康（6606）、亚盛医药-B（6855）、科济药业-B（2171）、微创机器人-B（2252）
- **稳健组合：**恒瑞医药（600276）、迈瑞医疗（300760）、华东医药（000963）、爱尔眼科（300015）、新产业（300832）、华厦眼科（301267）、凯莱英（002821）、云南白药（000538）、华润三九（000999）、大参林（603233）
- **科创板组合：**首药控股-U（688197）、泽璟制药-U（688266）、普门科技（688389）、赛诺医疗（688108）、心脉医疗（688016）、海创药业-U（688302）、欧林生物（688319）、春立医疗（688236）、澳华内镜（688212）、亚虹医药-U（688176）、海泰新光（688677）
- **风险提示：**医药行业政策风险超预期；研发进度不及预期风险；业绩不及预期风险。

目 录

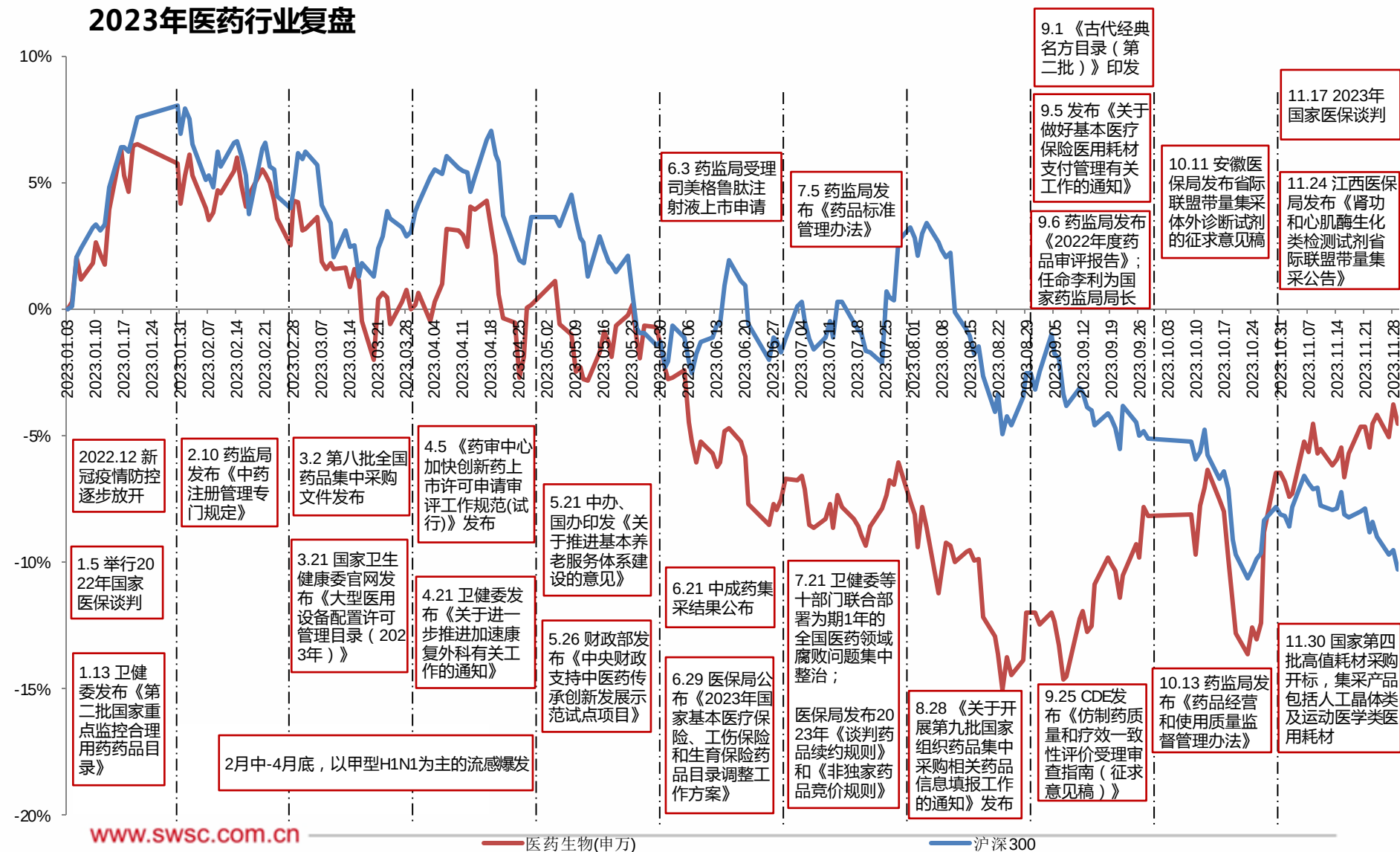
◆ 医药行业2023年度二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2024年投资逻辑

◆ 医药全行业2024年投资策略及标的

2023医药行业政策和事件复盘

2023年医药行业复盘



www.swsc.com.cn

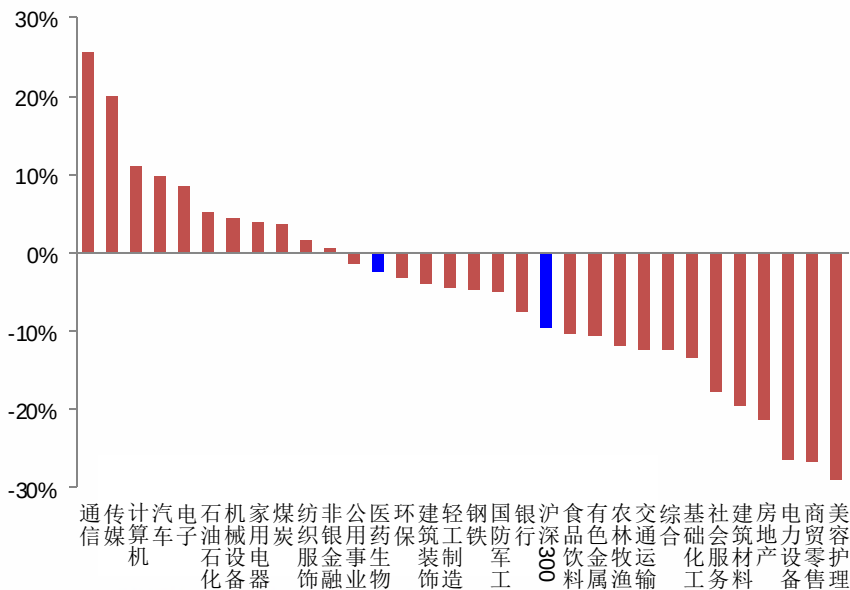
数据来源: Wind, 西南证券整理

2023年医药行业复盘

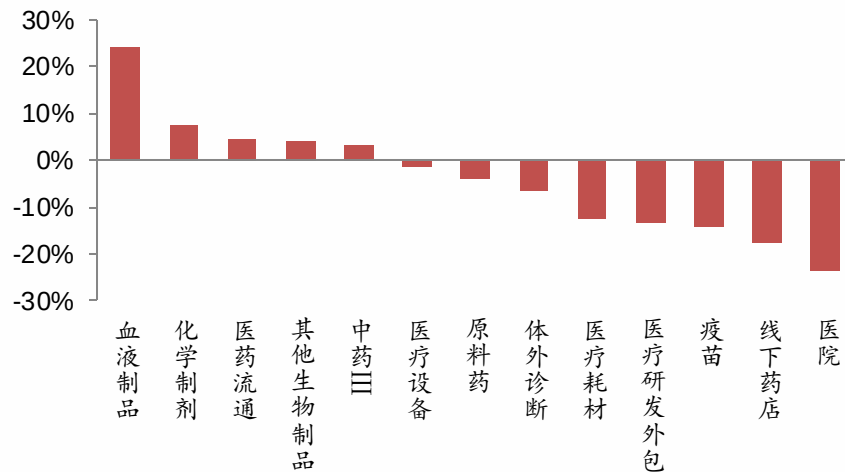
2023年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- ❑ 2023年初以来（截止20231130），申万医药指数下跌2.6%，跑赢沪深300指数7.1%，年初以来行业涨跌幅排名第13。
- ❑ 2023年初以来（截止20231130），医药子行业调整力度较大，血液制品上涨（+24.1%），医院跌幅最大（-23.7%）；

2023年初以来全行业行情
(截止20231130)



2023年初以来医药子行业行情
(截止20231130)



www.swsc.com.cn

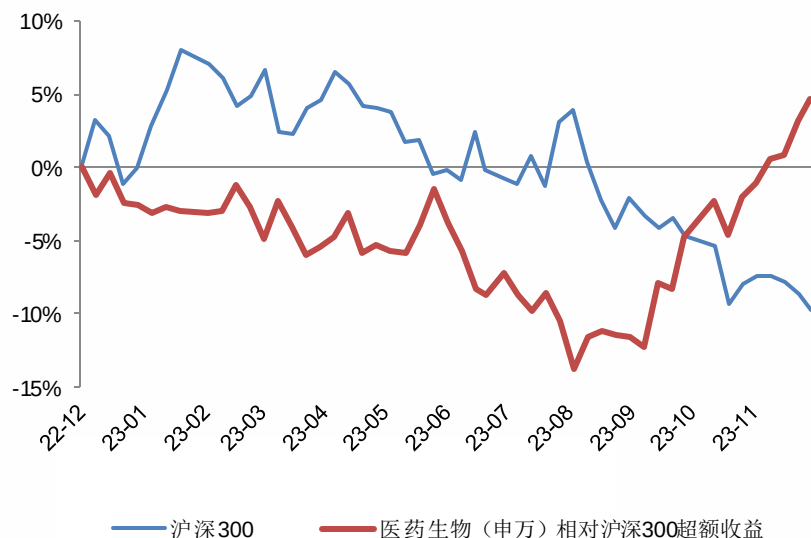
数据来源: Wind, 西南证券整理

2023年医药行业复盘

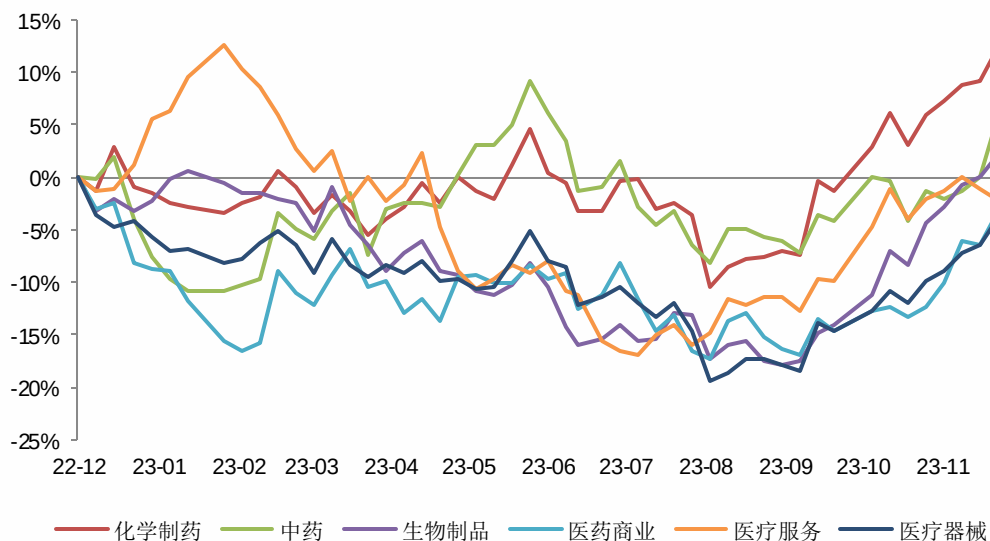
2023年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，今年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，过去一年（TTM）累计跌幅5.1%，跑赢大盘4.6个百分点；
- 分子行业来看，**化学制药**为累计收益率最高的子行业，过去一年（TTM）累计收率为13.1%。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业累计收益率

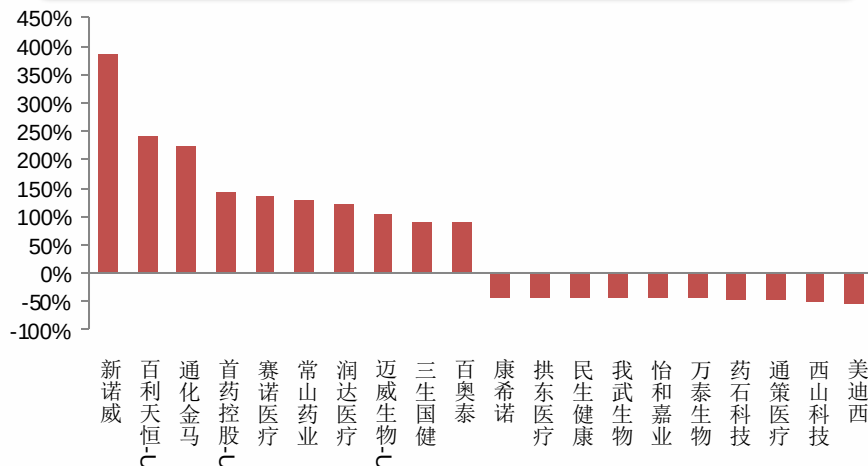


2023年医药行业复盘

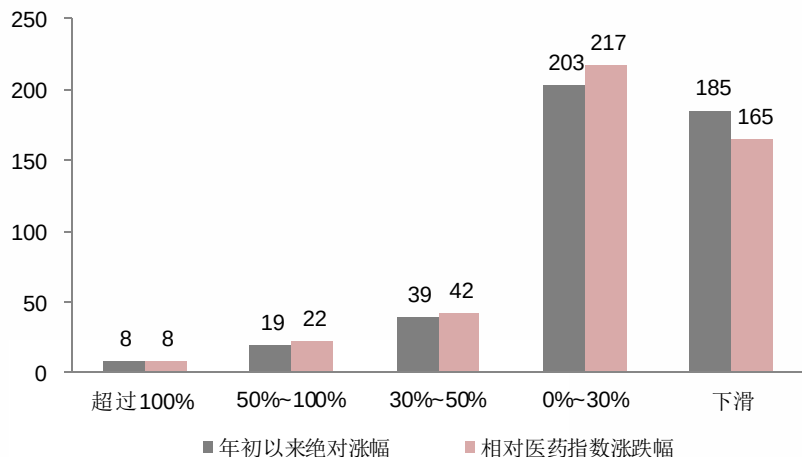
2023年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2023年医药行业分化加剧，结构化行情显现，翻倍的个股数量和去年持平，共有8家。
- 跑赢医药指数超过100pp的有8家，分别为新诺威、百利天恒-U、通化金马、首药控股-U、赛诺医疗、常山药业、润达医疗和迈威生物-U。

年初以来医药个股涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量/个



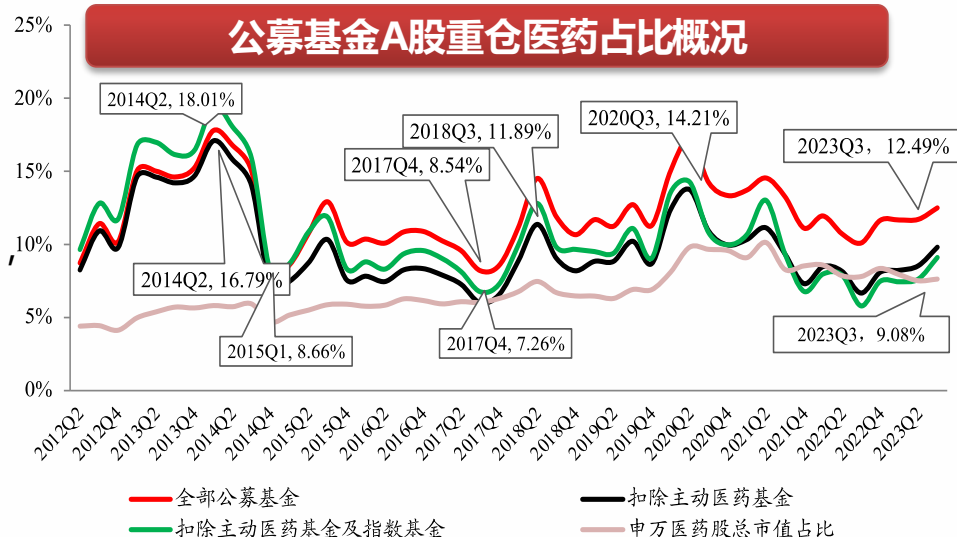
年初以来个股复盘

跑赢医药指数超过100pp	原因
新诺威	收购石药圣雪
百利天恒-U	双抗ADC B01D1
通化金马	阿兹海默症新药概念
首药控股-U	三代ALK抑制剂SY-3505
赛诺医疗	冠脉支架入选国采续约
常山药业	减肥药概念
润达医疗	AI医疗概念
迈威生物-U	Nectin-4 ADC

2023年医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- 23Q3 全部公募基金占比 12.5%，环比 +0.8pp；剔除主动医药基金占比 9.8%，环比 +1.3pp；再剔除指数基金占比 9.1%，环比 +1.5pp；申万医药板块市值占比为 7.6%，环比 -0.1pp。
- 23Q3 外资持有医药生物板块的总市值占比为 2.8%，环比下降 0.1pp，持股总市值为 1922.7 亿元，环比 -96.3 亿元。



23Q3持股基金数量Top10

代码	名称	持股基金数量(个)		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	最新市值(亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	545	-56	357.7	-11.1	12.5%	0.4%	12.5%	0.4%	-4%	2,865	2,867
603259.SH	药明康德	501	283	492.9	208.5	19.3%	3.9%	19.3%	3.9%	39%	2,558	2,558
300760.SZ	迈瑞医疗	443	-43	369.3	-30.5	11.3%	0.3%	11.3%	0.3%	-10%	3,271	3,271
300122.SZ	智飞生物	224	53	114.9	24.2	16.6%	2.2%	9.8%	1.3%	14%	691	1,168
300015.SZ	爱尔眼科	195	19	199.6	-3.4	14.1%	-0.1%	11.9%	0.2%	-3%	1,416	1,676
600079.SH	人福医药	166	-46	56.5	-8.8	15.9%	-0.7%	14.3%	-0.5%	-10%	354	395
002422.SZ	科伦药业	148	-46	34.2	-2.8	9.9%	-0.6%	8.0%	-0.5%	-1%	344	430
000661.SZ	长春高新	137	14	75.7	4.5	13.5%	0.5%	13.5%	0.5%	2%	559	562
002821.SZ	凯莱英	118	75	83.9	34.8	15.5%	3.8%	15.0%	3.7%	28%	540	561
300896.SZ	爱美客	109	-51	70.9	-16.9	20.0%	-1.7%	8.4%	-0.7%	-11%	355	844

2023年医药行业复盘

23Q3公募基金持股市值TOP20医药公司

代码	名称	持股基金数量(个)		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度 涨跌幅	最新市值 (亿元)	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
603259.SH	药明康德	501	283	492.9	208.5	19.3%	3.9%	19.3%	3.9%	39%	2,558	2,558
300760.SZ	迈瑞医疗	443	-43	369.3	-30.5	11.3%	0.3%	11.3%	0.3%	-10%	3,271	3,271
600276.SH	恒瑞医药	545	-56	357.7	-11.1	12.5%	0.4%	12.5%	0.4%	-4%	2,865	2,867
300015.SZ	爱尔眼科	195	19	199.6	-3.4	14.1%	-0.1%	11.9%	0.2%	-3%	1,416	1,676
300122.SZ	智飞生物	224	53	114.9	24.2	16.6%	2.2%	9.8%	1.3%	14%	691	1,168
002821.SZ	凯莱英	118	75	83.9	34.8	15.5%	3.8%	15.0%	3.7%	28%	540	561
300347.SZ	泰格医药	79	26	81.2	14.8	17.7%	2.6%	14.0%	2.2%	6%	460	581
000661.SZ	长春高新	137	14	75.7	4.5	13.5%	0.5%	13.5%	0.5%	2%	559	562
600085.SH	同仁堂	87	-23	72.1	-27.8	9.6%	-3.1%	9.6%	-3.1%	-2%	751	751
300896.SZ	爱美客	109	-51	70.9	-16.9	20.0%	-1.7%	8.4%	-0.7%	-11%	355	844
600436.SH	片仔癀	72	-8	69.8	-3.7	4.2%	-0.1%	4.2%	0.0%	-3%	1,660	1,660
603882.SH	金域医学	52	-11	64.4	-6.7	22.3%	2.0%	22.1%	1.9%	-17%	289	291
300759.SZ	康龙化成	70	54	59.6	43.4	11.1%	5.6%	10.7%	7.2%	24%	536	556
600079.SH	人福医药	166	-46	56.5	-8.8	15.9%	-0.7%	14.3%	-0.5%	-10%	354	395
000999.SZ	华润三九	76	-30	49.4	-18.2	10.1%	-1.3%	10.0%	-1.3%	-18%	490	495
600129.SH	太极集团	101	-28	47.4	-14.9	18.2%	-0.6%	18.2%	-0.6%	-23%	260	260
688617.SH	惠泰医疗	81	7	46.3	8.5	26.8%	4.4%	18.1%	3.0%	2%	173	256
002044.SZ	美年健康	70	3	39.8	-1.6	15.1%	0.1%	15.0%	0.1%	-4%	263	266
000963.SZ	华东医药	93	-7	35.2	-24.6	4.8%	-3.1%	4.7%	-3.1%	-2%	739	741
002422.SZ	科伦药业	148	-46	34.2	-2.8	9.9%	-0.6%	8.0%	-0.5%	-1%	344	430

2023年医药行业复盘

2023医药行业复盘：从陆股通持仓来看

□医药陆股通持仓前五分别为：迈瑞医疗、药明康德、恒瑞医药、爱尔眼科、益丰药房；

□医药陆股通增持前五分别为：药明康德、云南白药、凯莱英、丽珠集团、华兰生物；

□医药陆股通减持前五分别为：迈瑞医疗、恒瑞医药、爱尔眼科、金域医学、乐普医疗。

	代码	名称	流通股本占比		总股本占比		持股市值（亿元）		期间涨跌幅
			季度末	季度变化	季度末	季度变化	季度末	季度变化	
TOP5	300760.SZ	迈瑞医疗	11.2%	-2.1%	11.2%	-2.1%	366.4	-116.1	-10.0%
	603259.SH	药明康德	10.3%	2.1%	8.9%	2.3%	227.9	106.1	37.6%
	600276.SH	恒瑞医药	4.9%	-0.8%	4.9%	-0.8%	141.1	-33.7	-2.7%
	300015.SZ	爱尔眼科	5.5%	-0.8%	4.7%	-0.6%	78.4	-12.6	-5.2%
	603939.SH	益丰药房	16.3%	-0.5%	16.3%	-0.4%	57.6	-4.8	-8.1%
增加前5	603259.SH	药明康德	10.3%	2.7%	8.9%	2.3%	227.9	106.1	37.6%
	000538.SZ	云南白药	5.3%	0.8%	5.3%	0.8%	50.4	8.2	2.9%
	002821.SZ	凯莱英	4.7%	0.5%	4.2%	0.4%	23.3	7.1	23.8%
	000513.SZ	丽珠集团	9.2%	3.0%	5.9%	2.0%	20.5	6.0	-2.2%
	002007.SZ	华兰生物	7.6%	1.2%	6.6%	1.1%	26.6	4.1	1.5%
减少前5	300760.SZ	迈瑞医疗	11.2%	-2.1%	11.2%	-2.1%	366.4	-116.1	-10.0%
	600276.SH	恒瑞医药	4.9%	-0.8%	4.9%	-0.8%	141.1	-33.7	-2.7%
	300015.SZ	爱尔眼科	5.5%	-0.8%	4.7%	-0.6%	78.4	-12.6	-5.2%
	603882.SH	金域医学	10.7%	-1.7%	10.6%	-1.7%	30.9	-12.4	-17.5%
	300003.SZ	乐普医疗	5.4%	-1.6%	4.6%	-1.4%	14.2	-11.3	-27.6%

2023年医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为29倍，处于历史估值中枢以下。
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为112.9%，相对沪深300指数溢价率为174%，年初以来溢价率处于调整状态，自6月略有下滑，10月后呈逐步上升趋势。目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。

过去十年医药行业估值水平PE



医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



2023年医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2015-2023年）

- 医药子行业估值处于历年较低位置。回顾2015-2023年，多数医药子行业市盈率呈“下降-上升-下降”的波动变化，但整体表现出下行的趋势。其中2015、2020年医药子行业市盈率处于相对高位水平，自2021年下半年开始进入调整阶段。截至2023.11.30，医药各子行业整体仍处于历史较低水平。

医药子行业市盈率（2015-2023年）

子行业	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 (11.30)
医院	124	58	65	32	84	185	84	82	56
医疗耗材	75	61	46	33	41	25	14	27	38
血液制品	72	71	45	34	46	60	37	37	34
医疗设备	75	56	48	36	42	58	51	38	33
化学制剂	53	42	34	29	38	47	33	32	33
原料药	70	45	43	19	30	35	33	26	32
其他生物制品	70	59	44	31	35	57	31	24	30
体外诊断	109	65	79	32	42	44	29	6	28
医疗研发外包	91	81	63	44	70	106	76	28	27
疫苗	42	603	57	39	44	67	29	26	27
中药III	37	33	31	18	23	30	34	24	24
线下药店	69	42	45	30	38	46	33	36	23
医药流通	41	32	24	15	16	16	13	15	16
医药行业（整体）	50	41	37	24	34	44	33	24	29

2023年医药行业复盘

2023年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2023年）

- 2023年医药子行业市盈率，**从横向看**：医院（56倍）和医疗耗材（38倍）最高，医药流通（16倍）和线下药店（23倍）最低。
- **纵向来看**，2023年医院、医疗设备、医疗研发外包、线下药店估值水平持续下降；医疗耗材、原料药、生物制品、体外诊断估值水平呈上升趋势；血液制品、化学制剂、疫苗、中药、医药流通估值水平相对维稳。

医药子行业市盈率（2023年）

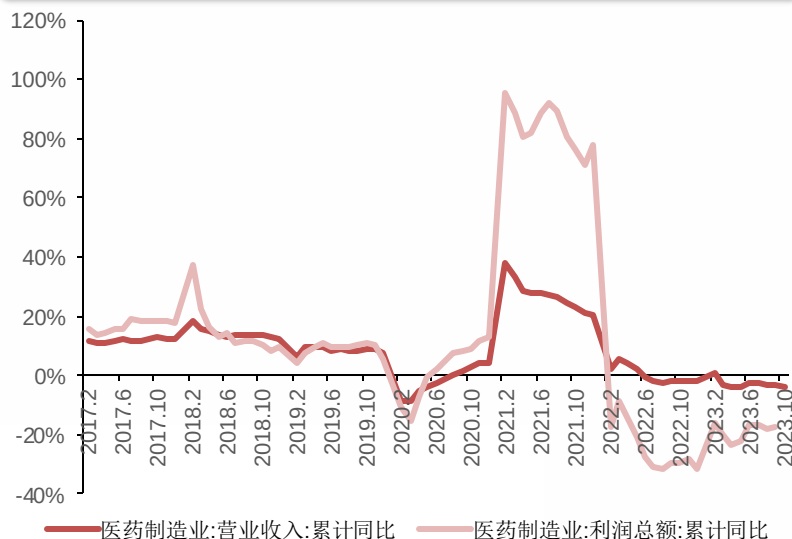
	2023.01	2023.02	2023.03	2023.04	2023.05	2023.06	2023.07	2023.08	2023.09	2023.10	2023.11
医院	88	84	82	81	76	68	72	64	64	58	56
医疗耗材	28	29	29	27	28	26	27	27	37	37	38
血液制品	36	36	37	32	31	32	30	29	30	30	34
医疗设备	40	39	39	35	34	33	32	27	29	31	33
化学制剂	33	34	32	34	32	32	31	28	31	32	33
原料药	27	28	25	26	25	24	25	25	27	30	32
其他生物制品	26	27	23	25	24	22	25	21	26	28	30
体外诊断	7	7	7	7	13	12	13	15	16	24	28
医疗研发外包	31	28	26	23	22	20	22	24	27	28	27
疫苗	28	27	24	22	20	19	20	21	24	26	27
中药Ⅲ	25	26	25	25	30	28	26	24	25	23	24
线下药店	34	36	34	25	24	24	24	22	21	20	23
医药流通	16	17	16	17	16	16	14	15	15	15	16
医药行业（整体）	26	26	25	25	27	25	25	25	27	28	29

医药行业数据回顾

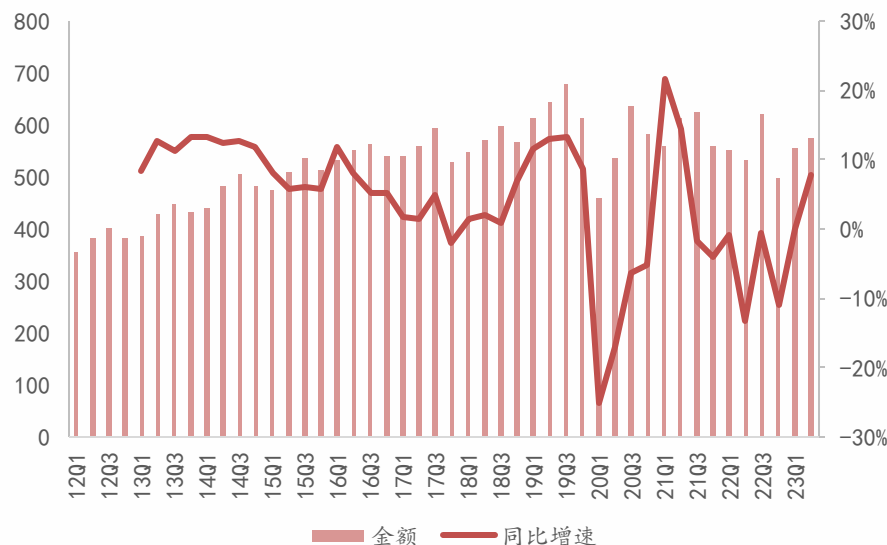
医药行业数据回顾：从制造业数据来看

- **国家统计局全国规模以上医药制造业数据：2023年1-10月，全国规模以上医药制造业实现营业收入20318亿元，同比下降3.6%。**受集采、国谈、疫情防控产品销量锐减、医药出口下降和原材料价格波动等影响，2023年医药制造业持续负增长，整体表现走弱，后续有望恢复增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据：2023年上半年PDB样本医院药品销售额1128亿元，同比提高3.9%，**其中Q1/Q2单季度样本医院药品销售额554和574亿元，环比变化+11.2%/+3.5%，我们认为，样本医院药品销售额的快速提升主要受疫后终端手术量恢复的影响，**预计2024年将恢复稳定攀升的趋势。**
- **西南观点：**医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。**展望2024年，我们预计随着疫情影响逐渐淡化，集采国谈步入稳态，医药出口恢复，医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（国家统计局）



样本医院药品销售额及增速（PDB）（亿元）



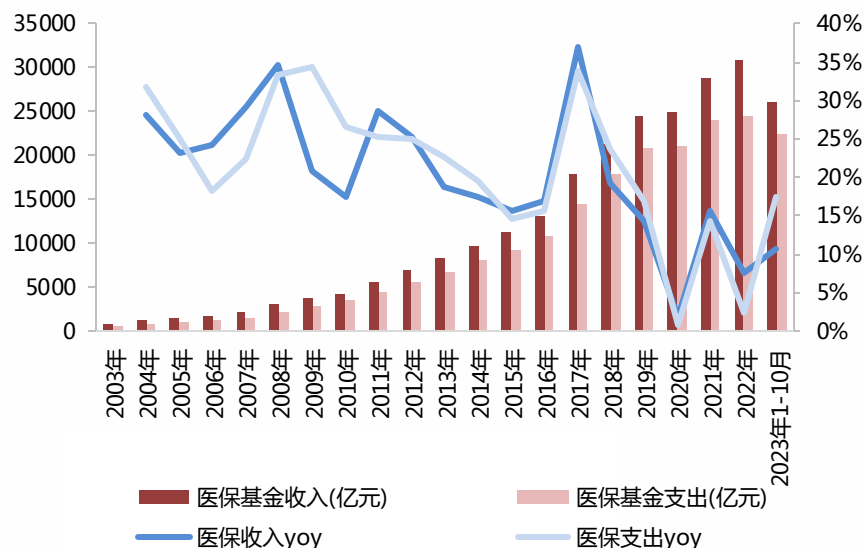
医药行业数据回顾

医药行业数据回顾：从医保基金来看

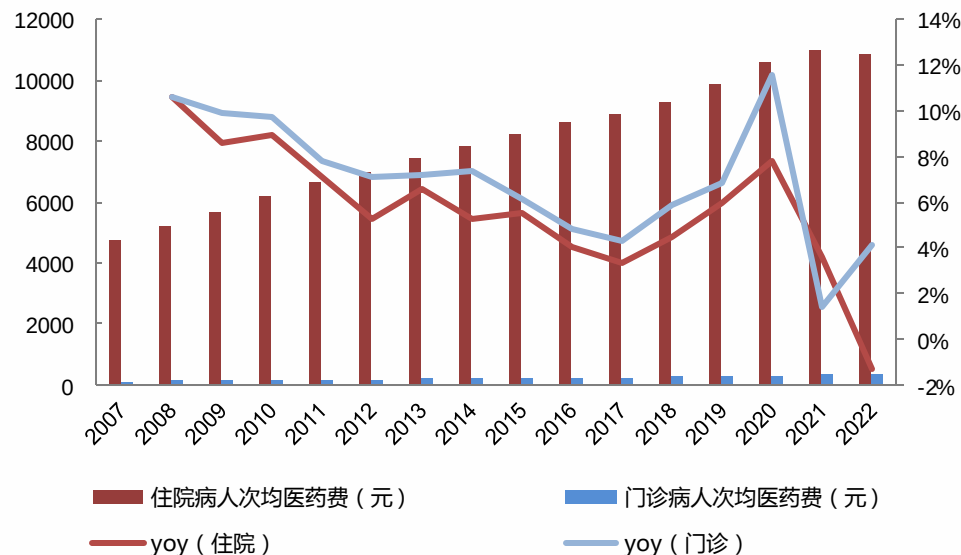
医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- **医保基金收支数据**：医保基金收入从2003年的890亿元增长至2022年的30922.2亿元，CAGR达20.5%；医保基金支出从2009年的653.9亿元增长至2022年的24597.2亿元，CAGR达32.2%，医保基金支出增速高于收入增速。2023年1-10月，医保基金收入26178.7亿元（+10.6%），医保基金支出22531.4亿元（+17.4%）。
- **住院/门诊费用**：2007-2011年，门诊/住院费用快速提高，2012-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高，2021-2022年增速放缓主要系集采降价、DRG政策等导致费用下降。但总体来看，除去2020年疫情原因，2011年后住院和门诊费用增速均呈下降趋势，2022年门诊费用增速略有提升，但整体费用依旧不可避免的增长。门诊费用从2007年的125元增长至2022年343元，住院费用从2004年的4736元增长至2022年的10861元。

2003-2023年10月医保收支及增速



2007-2022年住院/门诊费用



医药行业数据回顾

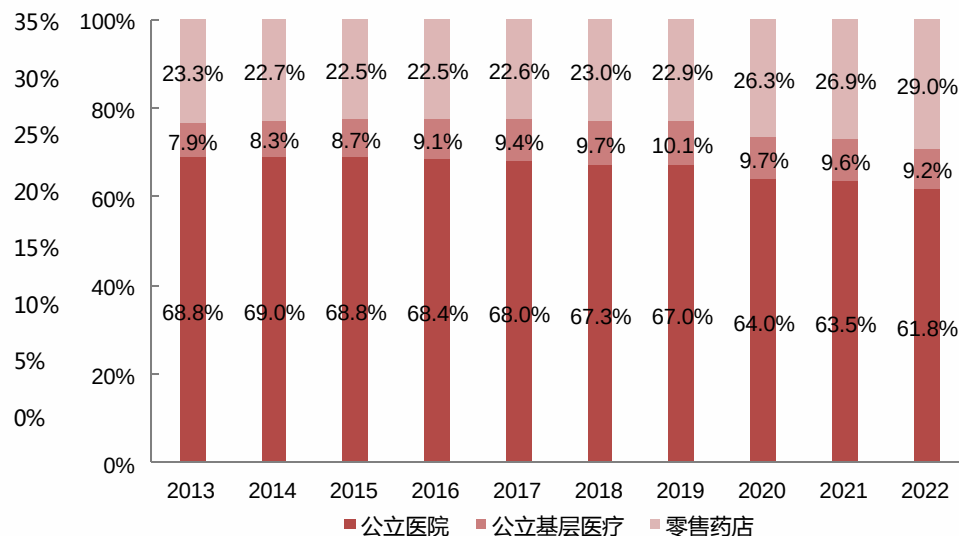
医药行业数据回顾：从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2022年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额27516亿元，扣除不可比因素同比增长6%，增速同比放缓2.5个百分点。其中，药品零售市场销售额为5990亿元，扣除不可比因素同比增长10.7%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2022年，全国药品销售额为17936亿元，行业整体增速为1.1%。分渠道看，公立医院药品终端销售额为11083亿元（-1.7%），公立医院药品渠道占比下降至61.8%；零售药店药品终端销售额为5209亿元（+9.1%），2022年药品零售渠道占比上升至29%；公立基层医疗药品终端销售额为1644亿元（-3%），渠道占比下降至9.2%。

2010-2022年药品流通企业销售规模及增速



2013-2022年国内药品销售渠道占比



目 录

◆ 医药行业2023年度二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2024年投资逻辑

◆ 医药全行业2024年投资策略及标的

创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

□ 我国创新药行业正朝着良性方向发展，从Me too到Me better甚至FIC/BIC，从立足本土到迈向国际，从追求Fast follow、扎堆网红靶点到以临床价值为导向、以患者为中心的自主研发。2024年，关注宏观、政策等行业 β 变化带来的板块阶段性机会，同时重视研发、出海和商业化等重要催化，挖掘强催化、大空间优质标的。

- ① **行情回顾：上半年疫后复苏和重磅学术会议奠定基调，下半年外部环境缓和、美联储加息见顶驱动板块行情演绎。** 2023年截至11月27日，化学制剂（申万）指数涨幅4.7%；A股创新药标的指数涨幅18.0%；港股创新药标的指数跌幅-19.8%。
- ② **政策回顾：持续支持高质量的新药研发，给予创新药更多的放量空间。** 近年来，国家鼓励新药研发、加快审评审批的同时，从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2023年7月，医保谈判简易续约规则调整有利于创新药实现以价换量，在研发严要求的同时保障优质品种的商业化。8月，国家药监局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》，针对本土药物的同质化研发现象，新药临床审批或再收紧，其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市，该在审品种不再符合附条件批准上市要求。
- ③ **业绩回顾：前三季度业绩稳健增长，单Q3受外部环境影响板块收入同比有所下降，但销售费用率同比下降2.3pp。** 选取A股59家有收入和利润的药品板块公司，2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%），扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%）。单Q3收入843.4亿元（-1.2%），归母净利润106.7亿元（+6.7%），扣非归母净利润96.5亿元（+1%）。从盈利能力看，前三季度板块毛利率为54.6%（+0.1pp），净利率为12.7%（+1.5pp），四费率为39.2%（-0.7pp）。单Q3板块毛利率54.6%（-0.4pp），净利率12.6%（+0.9pp）。受Q3外部环境影响，单季度板块收入同比有所下降，但销售费用率同比下降2.3pp，净利率提升0.9pp，整体盈利能力有所提升。
- ④ **市场回顾：23Q2药品销售持续改善，前三季度诊疗人次与2019年同期相比增长12.4%。** 2023年Q1 PDB样本医院药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，受到疫情放开的阶段性影响；Q2药品销售573.9亿元，同比增长7.8%，明显改善；预期2024年将持续快速增长。诊疗人次复苏强劲，根据国家卫健委数据，2023年1-9月，我国医疗卫生机构总诊疗人次数为51.1亿，其中，第一季度总诊疗人次数为15.9亿，第二季度总诊疗人次数为17.5亿，第三季度总诊疗人次数为17.7亿，前三季度与2019年同期相比，增长12.4%；与2022年同期相比，增长6.0%。

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

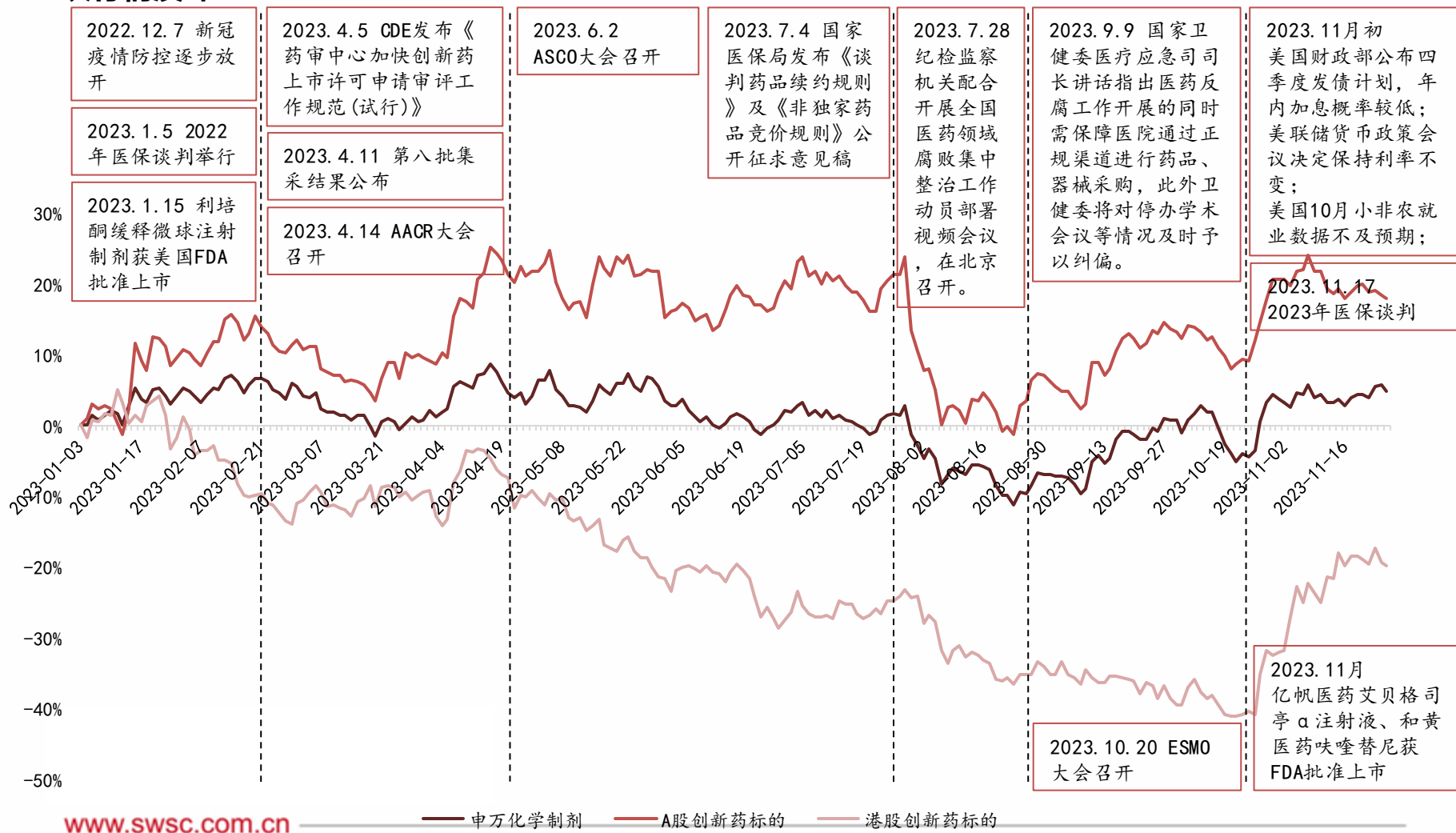
□ **2024年，关注宏观、政策等行业β变化带来的板块阶段性机会，同时重视研发、出海和商业化等重要催化，挖掘强催化、大空间优质标的。**

- ① **2024年美联储有望降息，有利于创新药资产估值提升和融资环境改善，带来行业β。**美国通胀数据回落，新增非农、失业率及薪资增速均不及预期，指向经济降温。美联储23年6月为首次暂停加息，9月和11月继续暂停加息，市场预期美联储加息周期结束，2024年有望降息。降息使得贴现率下降，宽松的货币政策使得流动性充裕，有利于创新药资产估值提升和融资环境改善。
- ② **国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展。**2023年，AACR、ASCO和ESMO等大会上优异临床数据披露以及重要产品的里程碑进展是创新药公司股价上涨的重要α因素。年初至今我国批准上市创新药数量为34个，包括德曲妥珠单抗、贝福替尼、艾诺米替、艾贝格司亭α、托莱西单抗、舒沃替尼、地达西尼等多款重要品种。展望2024年，预计将会有更多创新药上市以及优异临床数据披露，IL-17单抗、AK112、咪喹替尼、A166、HSK16149等重磅单品的上市有望成为重要的股价催化剂，为业绩赋能。
- ③ **重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间。**随着越来越多国产创新药获批上市销售，需要重点关注大品种的销售成绩单以及Biotech扭亏为盈时点。Biotech正通过自建商业化团队或合作销售等方式加速商业化进程，如信达生物近3000人销售团队2023H1实现29.3亿元收入（+25.1%），商业化能力已历经考验；艾力斯2023H1实现营业收入7.5亿元（+149.2%），归母净利润2.08亿元（+678.7%），其唯一商业化品种伏美替尼销售大超预期。随着创新药加速纳入医保等政策支持，医保谈判以量换价逻辑凸显，国产新药商业化将受益于政策支持进一步提速。
- ④ **出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展。**2023年已有五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的咪喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭α注射液（2023.11），国际化仍大有可为。泽布替尼、西达基奥仑赛在美国市场的成功商业化也充分验证了全球市场的广阔潜力。随着研发提速、创新提质，国产新药License out与自主出海渐入佳境，越来越多的创新品种具备出海潜质，比如恒瑞医药年内已有4项出海BD达成，国际化加速再次印证公司自主创新能力已具备全球竞争力，管线价值持续兑现。
- ⑤ **投资建议：**结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“国产新药落地节奏，商业化放量是否超预期、国际化/license out”三方面，a) 创新药龙头：恒瑞医药，华东医药，信达生物，和黄医药，康方生物，贝达药业，荣昌生物等；b) Biotech：首药控股，康诺亚，海创药业，智翔金泰，科伦博泰，泽璟制药，亚虹医药，亚盛医药，基石药业，科济药业，盟科药业，金斯瑞，君实生物，前沿生物等；c) 转型创新：亿帆医药，甘李药业，通化东宝，人福医药，恩华药业，先声药业，海思科，康辰药业，京新药业等。

□ **风险提示：**研发不及预期风险、商业化不及预期风险、行业政策风险等。

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

1 行情回顾：上半年疫后复苏和重磅学术会议奠定基调，下半年外部环境缓和、美联储加息见顶驱动板块行情演绎



www.swsc.com.cn

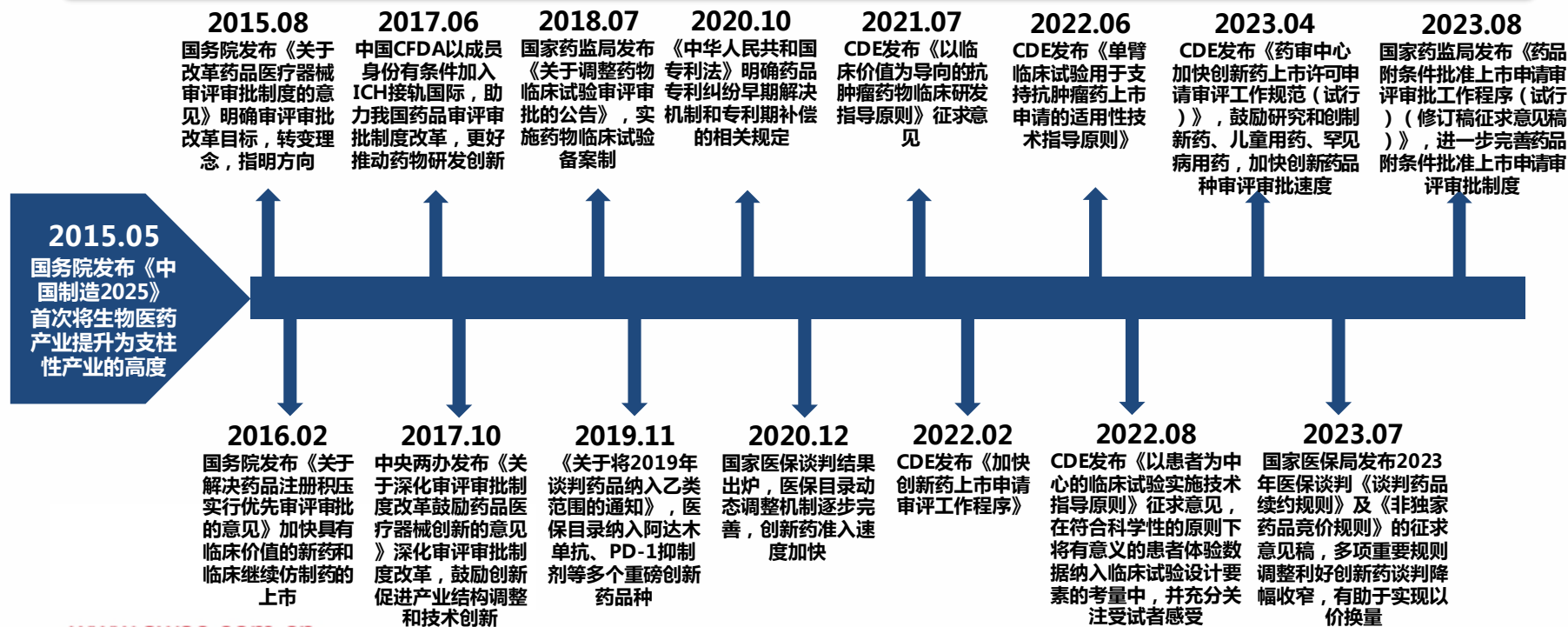
数据来源：wind，西南证券整理。注：A股创新药标的指数和港股创新药指数分别包含了22家和38家Biotech，剔除了上市一年内的

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

2 政策回顾：持续支持高质量的新药研发，给予创新药更多的放量空间

- 近年来，国家鼓励新药研发、加快审评审批的同时，从政策层面开始规范并聚焦提升制药企业的研发实力，强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2023年8月，国家药监局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》，针对本土药物的同质化研发现象，新药临床审批或再收紧，其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市，该在审品种不再符合附条件批准上市要求的。7月，医保谈判简易续约规则调整有利于创新药实现以价换量，在研发严要求的同时保障优质品种的商业化。

创新药行业相关政策汇总



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

2023.04 CDE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）》

- ❑ 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享受上市许可申请加速审评，明确了沟通交流和审评时限。加快审评覆盖“探索性临床试验完成后，已具备开展确证性临床试验条件至批准上市前”。审评时限方面，沟通交流时限为30日，品种审评时限同优先审评品种时限为130日，按照单独序列管理。
- ❑ 明确工作流程与部分环节的时限，保障审评审批效率。《工作规范》明确了工作流程，并对部分环节规定了时间要求：1) 早期介入：符合本工作规范要求的品种，申请人可基于各研发阶段的沟通需求，按I类会议（30日）提出沟通交流申请。2) 受理及任务分配：品种受理后项目管理员2日内分配任务，并在审评系统进行特殊标记，保证相关品种受理审评工作能够顺利推进。3) 核验检查：各审评专业和合规专业应在注册申请任务受理后7日内完成品种因素和研发生产主体合规因素情形标注，符合启动核查条件的受理后10日内完成启动注册核查任务电子推送。4) 专业审评：需要召开专家咨询会的，在保证专业时限的情况下，可由专业审评部门提出召开会议。药审中心优先组织专家咨询会（鼓励线上会议），原则上10日内组织召开。5) 综合审评：需要召开专家咨询会的，在保证总体审评时限的情况下，由综合审评部门按照专家咨询会程序提出召开会议，药审中心优先组织专家咨询会（鼓励线上会议），原则上10日内组织召开。6) 审核签发及制件送局。
- ❑ 我国新药审评审批不断提速，关注重磅品种的落地。近年，CDE已陆续发布若干优化审评审批的政策，注册申请方面如《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》等，临床试验审评方面如《关于调整药物临床试验审评审批的公告》等。在政策支持下，我国新药审评审批不断提速，创新药正加速落地。2021年，NMPA共批准32款创新药（化药和治疗用生物制品）上市，2022年批准超40款，屡创新高。部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能，关注重磅品种的落地。

创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

2023.07 国家医保局发布2023年医保谈判《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》的征求意见稿

□ 多项重要规则调整利好创新药谈判降幅收窄，有助于实现以价换量。

- 1) 对于连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种，简易续约降幅减半。梳理发现，2018年及之前首次参与医保谈判、2022年医保谈判仍属于“协议期内谈判药品”且尚未有仿制药获批上市的西药有20个。
 - 2) 2022年通过重新谈判或补充协议方式增加适应症的药品，在今年计算续约降幅时，将把上次已发生的降幅扣减。
 - 3) 医保基金支出预算从2025年续约开始不再按照销售金额65%计算，而是以纳入医保支付范围的药品费用计算。
即比值A=实际发生的纳入医保支付范围的药品费用/企业预测的纳入医保支付范围的药品费用，比值B=未来两年因调整支付范围所致企业预测的纳入医保支付范围的药品费用增加值/本协议期企业预测的纳入医保支付范围的药品费用
和实际发生的纳入医保支付范围的药品费用中的高者。考虑到参照标准的变化，医保支付节点金额也相应调增。原“二、规则”下 2亿元、10亿元、20亿元、40亿元从 2025年开始相应调增为3亿元、15亿元、30亿元、60亿元。
 - 4) 对纳入《新型冠状病毒感染诊疗方案》的药品，如基金实际支出超出基金支出预算的，经专家论证后，本次续约可予不降价。
 - 5) 谈判进入目录且连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过8年的药品进入常规目录。
- 在医保谈判政策逐步温和、鼓励创新的大背景下，创新药医保准入降幅趋收窄，疗效好、临床稀缺的创新品种将愈发有较强的定价能力，实现以价换量，坚定看好步入新药收获期的转型pharma和新兴biotech。

创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

2023.08 国家药监局发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订稿征求意见稿）》，进一步完善药品附条件批准上市申请审评审批制度。

- ❑ 文件提到，某药品获附条件批准上市后，原则上不再同意其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品开展相似的以附条件上市为目标的临床试验申请。其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市，该在审品种不再符合附条件批准上市要求。
- ❑ 在递交附条件上市许可申请前，申请人应已启动确证性研究（以首例受试者入组为标准）。药品获批上市后，后续的确证性研究完成时限为附条件获批上市后的4年内。并且，自附条件批准上市起，申请人每12个月需向药审中心书面报告上市后研究进展。
- ❑ 附条件批准上市的药品，在转为常规批准之前，该品种不发布为参比制剂。在前述情形下，也不受理该品种仿制药、生物类似药的注册申请。
- ❑ 附条件上市注册申请的审评过程中，满足以下条件的，可提出转为常规批准：1）其他同机制、同靶点、同适应症的同类药品在我国获准常规批准上市，该在审品种不再符合附条件批准上市要求的；2）该品种的确证性临床研究已完成/接近完成，申请人研判可在发补时限内补充提交相关临床研究资料；

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

3 业绩回顾：Q3外部环境影响板块收入同比下降，但受益于销售费用减少，盈利能力稳中有升

- 药品板块2023年前三季度收入2605亿元（+5.9%），归母净利润331.5亿元（+12.3%），扣非归母净利润299.7亿元（+11.4%）。分季度看，板块23Q1/23Q2/23Q3收入分别为880.9/880.2/843.4亿元（+8.4%/+11.1%/-1.2%），归母净利润分别为111.2/113.7/106.7亿元（+7.3%/+24%/+6.7%）。
- 从盈利能力看，2023年前三季度板块毛利率为54.6%（+0.1pp），净利率为12.7%（+1.5pp），四费率为39.2%（-0.7pp）。2023Q3板块毛利率54.6%（-0.4pp），净利率12.6%（+0.9pp）。随着集采、国谈等“政策底”显现，疫情影响消除，降本增效成为企业经营主旋律，此外，受Q3外部环境影响，单季度板块收入同比有所下降，但销售费用率同比下降2.3pp，净利率提升0.9pp，整体盈利能力有所提升。

药品板块22Q1-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	812.4	792.4	854.1	877.3	880.9	880.2	843.4
同比增速	6.5%	2.4%	4.3%	6.1%	8.4%	11.1%	-1.2%
归母净利润	103.6	91.7	100.0	78.3	111.2	113.7	106.7
同比增速	13.1%	-9.7%	-9.1%	56.6%	7.3%	24.0%	6.7%

药品板块22Q1-23Q3盈利能力指标概览

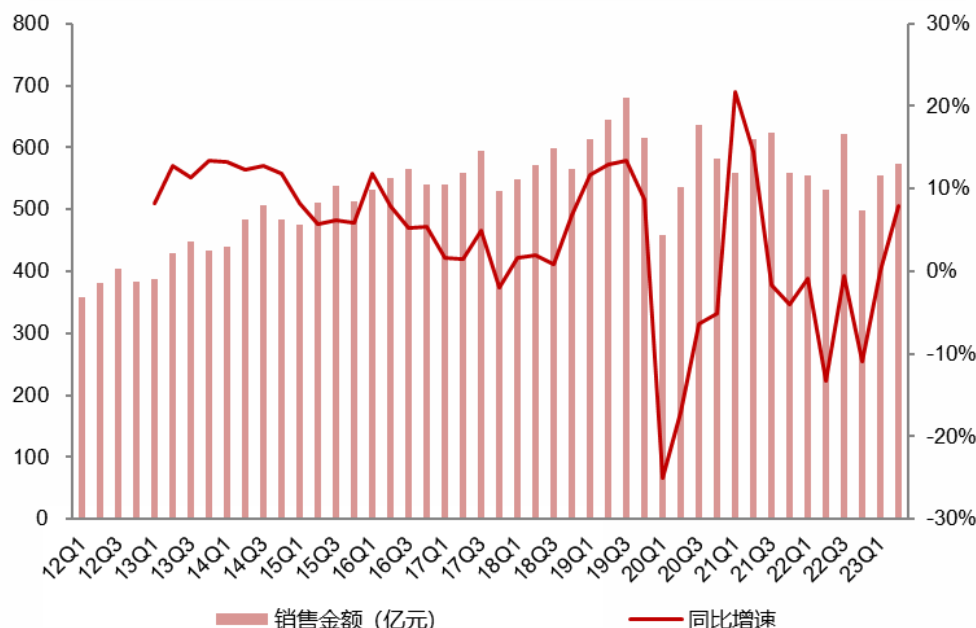
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	55.1%	53.8%	55.0%	53.3%	54.7%	54.7%	54.6%
净利率	12.8%	11.6%	11.7%	8.9%	12.6%	12.9%	12.6%
销售费用率	25.7%	25.0%	25.8%	26.8%	24.6%	24.9%	23.5%
管理费用率	6.8%	6.8%	6.8%	6.9%	6.5%	6.6%	7.3%
财务费用率	0.4%	-0.4%	-0.5%	0.7%	0.5%	-0.3%	-0.2%
研发费用率	6.8%	8.2%	8.0%	9.8%	7.3%	8.2%	8.9%

创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

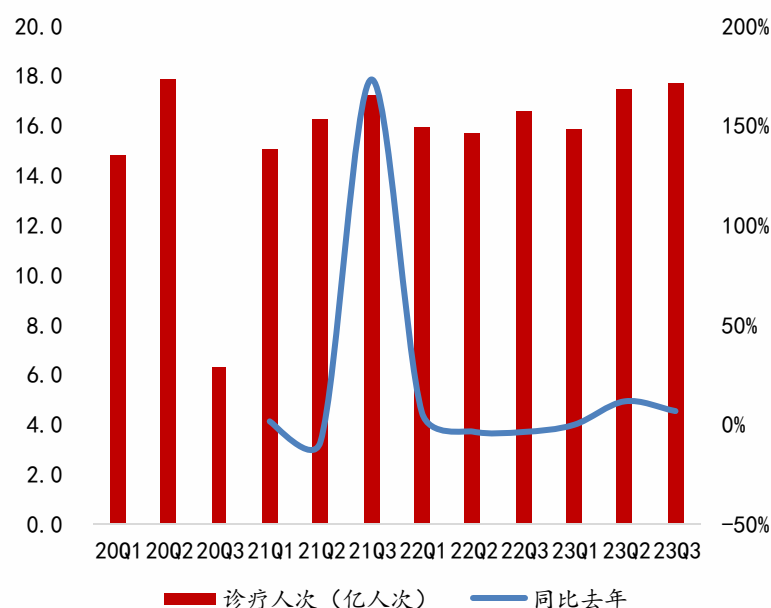
4 市场回顾：23Q2药品销售持续改善，前三季度诊疗人次与2019年同期相比增长12.4%

- ❑ PDB样本医院药品销售额数据：2023年Q1药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，受到疫情放开的阶段性影响。Q2药品销售573.9亿元，同比增长7.8%，明显改善。预期2024年将持续稳健增长。
- ❑ 根据国家卫健委数据，2023年1-9月，我国医疗卫生机构总诊疗人次数为51.1亿，其中，第一季度总诊疗人次数为15.9亿，第二季度总诊疗人次数为17.5亿，第三季度总诊疗人次数为17.7亿，前三季度与2019年同期相比，增长12.4%；与2022年同期相比，增长6.0%。

2012-2023Q2我国PDB样本医院药品销售额



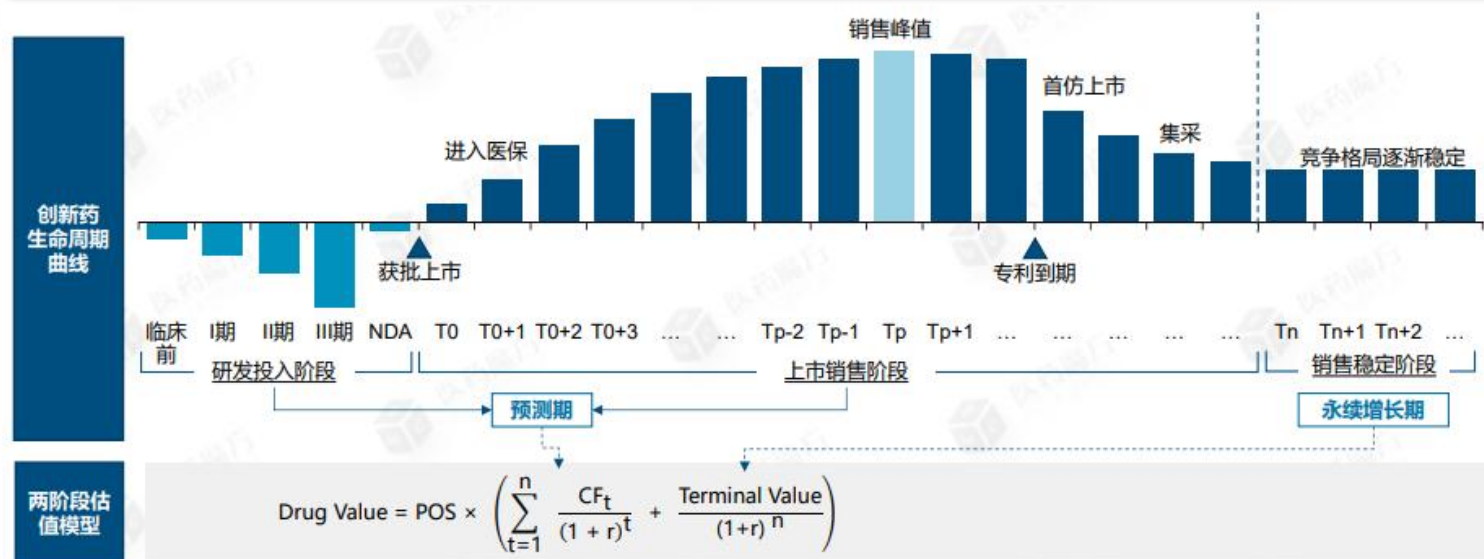
20Q1-23Q3全国医疗卫生机构诊疗人次



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

5 关注行业β：为什么降息以及其他宽松的货币政策是创新药行业β的驱动因素

创新药rNPV估值方法



降息使得贴现率下降从而估值提升，宽松的货币政策使得流动性充裕利于融资

r-NPV法下折现率 (r) 的确定

- r-NPV方法下，研发成功的风险已经包含在POS中，因而无需在折现率中反映

方法一：直接计算公司加权资本成本

$$\text{折现率 (r)} = \text{WACC} = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times \frac{D}{E+D} \times (1-t)$$

资金成本降低

其中：K_e：权益资本成本（由CAPM模型计算得到）；K_d：债务资本成本

E：权益资本价值，D：债务资本价值，t：所得税税率

贴现率下降，估值提升

降息
货币政策宽松

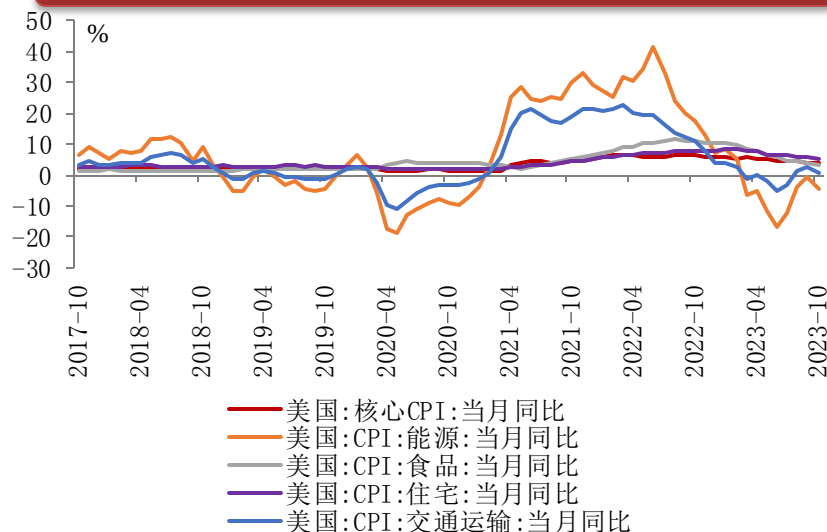
流动性充裕利于融资

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

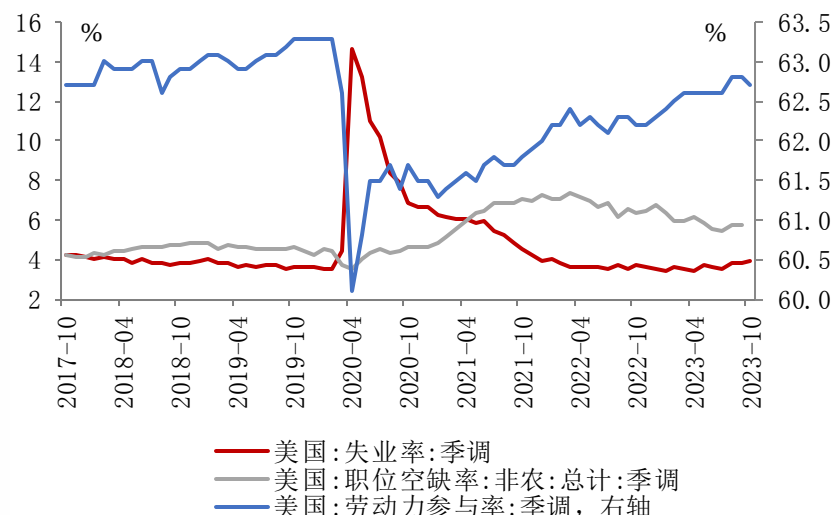
5 关注行业β：美国通胀数据回落，新增非农、失业率及薪资增速均不及预期，指向经济降温

- **10月美国通胀数据略低于市场预期，后续仍将继续回落。**10月，CPI同比增3.2%，低于市场预期的3.3%和前值的3.7%；核心CPI同比增4%，低于预期和前值的4.1%，为连续第7个月回落。从驱动因素看，首先是汽油价格回落拖累整体CPI增速；其次，核心CPI环比升0.2%，为8月以来最低水平，其中住房项价格超预期下行；再次，剔除住房后核心服务环比升0.2%，同样为8月以来最低，反映劳动力成本的降温；核心商品连续第五个月回落，环比降0.1%，二手车价格回落为主要拖累。目前核心通胀主要贡献为住房，预测核心CPI同比增速年末回落至3.8%左右。
- **就业市场降温，10月新增非农、失业率及薪资增速均不及预期。**10月新增非农15万人，低于市场预期的18万人及前值29.7万人；8月和9月新增非农共下修10.1万人；私人部门新增9.9万人，较前3个月月均的16.8万人显著回落。商品生产就业新增由正转负，受UAW罢工影响，汽车及零部件制造新增回落3.3万人，服务业就业较上月降温。薪资增速继续放缓。10月时薪环比增0.2%，持平于前值的0.2%，略低于市场预期的0.3%。与我们之前跟踪的美国劳动力市场展现出的结构性问题一致。

美国通胀及主要分项增速情况



美国职位空缺率近期逐渐下行



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

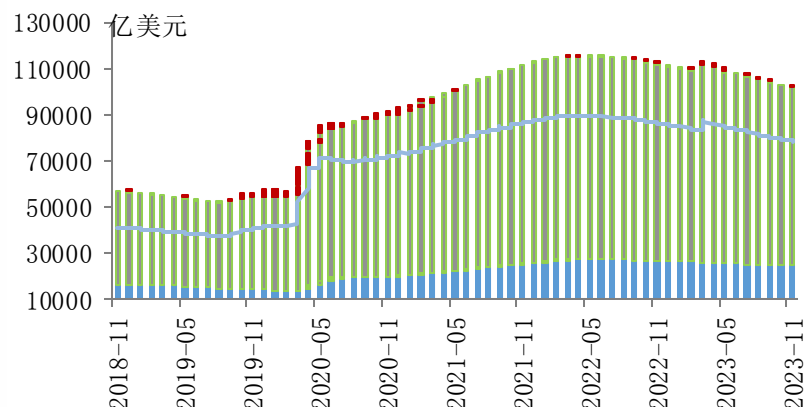
5 关注行业β：美联储11月第三次暂停加息，市场预期美联储加息周期结束，2024年有望降息

- **美联储11月第三次暂停加息，基于数据后续加息概率较低。**美联储先后在2022年3月、5月、6月、7月、9月、11月、12月及2023年2月、3月、5月、7月十一次上调基准利率。其中2022年3月加息幅度为25bp，5月为50bp，6月-11月每次加息75bp，12月为50bp，2023年2月、3月、5月、7月为25bp；6月为首次暂停加息，9月和11月继续暂停加息。在11月的议息会议声明中，美联储对经济增长的理解从稳健（“moderate”）变为较强（“strong”）；对就业市场，认为虽有所降温（“moderated”，上一次表态为“slowed”）但保持紧张（“remains tight”）。
- **整体来看，11月美联储姿态偏鸽。**首先，美联储承认近期美债收益率上行引导金融环境收紧可能影响未来货币政策走势，即金融条件收紧降低进一步加息的必要性；第二，鲍威尔也在新闻发布会中表达了其对通胀的乐观态度，并表示薪资已经显著回落。11月美国财政部再融资公告显示，财政部计划增加后续债券拍卖额度，但长端美债供给规模上调幅度低于市场预期。

市场预期美联储加息周期结束

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	31.3%	43.4%	18.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	20.5%	38.0%	29.5%	8.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.3%	14.1%	31.4%	32.8%	16.3%	3.1%
2024/11/7	0.0%	1.2%	8.5%	23.2%	32.1%	24.1%	9.4%	1.5%
2024/12/18	0.8%	6.3%	18.7%	29.4%	26.6%	13.9%	3.9%	0.5%

美联储资产负债表仍在收缩中



美国:所有联储银行:资产:正向回购协议

美国:所有联储银行:资产:持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 国内biopharma研发投入持续快速增长，研发投入率逐年提高接近部分MNC水平。国内biopharma研发投入率已提升至超15%，逐步接近MNC的20%水平。在政策支持下，研发投入加大使国内创新药研发速度和质量有了明显提升，越来越多的药企进入到了创新药收获期。

2022年国外MNC和国内biopharma研发投入、研发投入/营业收入比较

	研发投入（亿元）	研发投入/营业收入		研发投入（亿美元）	研发投入/营业收入
恒瑞医药	63.5	29.8%	默克	135.5	22.9%
中国生物制药	44.5	14.8%	阿斯利康	97.6	22.0%
石药集团	39.9	12.9%	诺华	100.0	19.3%
翰森制药	16.9	18.0%	赛诺菲	71.7	14.8%
复星医药	58.9	13.4%	诺和诺德	34.6	13.6%
先声药业	17.3	27.3%	葛兰素史克	66.3	18.7%
			百时美施贵宝	95.1	20.6%

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

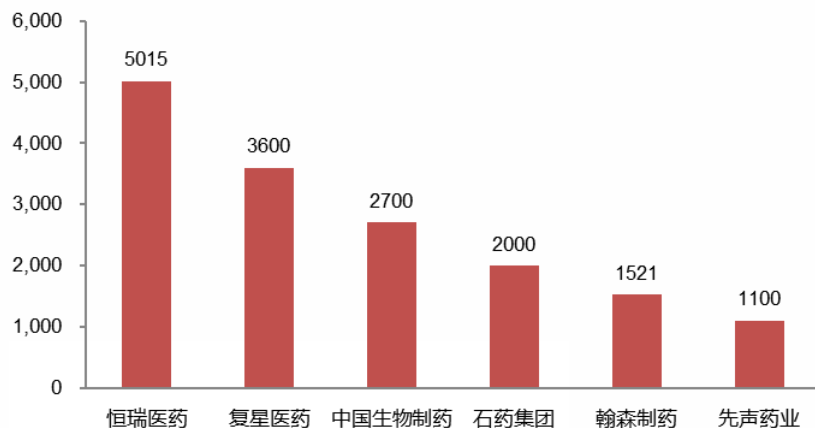
6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 国内头部biopharma研发人员数量远超MNC在华研发人员数量。2021年恒瑞医药研发人员数量达5478人，远超其他国内biopharma。其他国内biopharma的研发人员数量也均超过1600人，远高于大多MNC在华研发人员数量。
- MNC研发组织架构调整或研发人员裁撤成趋势。阿斯利康、礼来、诺华、艾伯维等MNC在华研发组织或研发人员近五年均有较大的裁撤调整。MNC在华研发战略向投资合作、成立中外合资公司等方式转变。

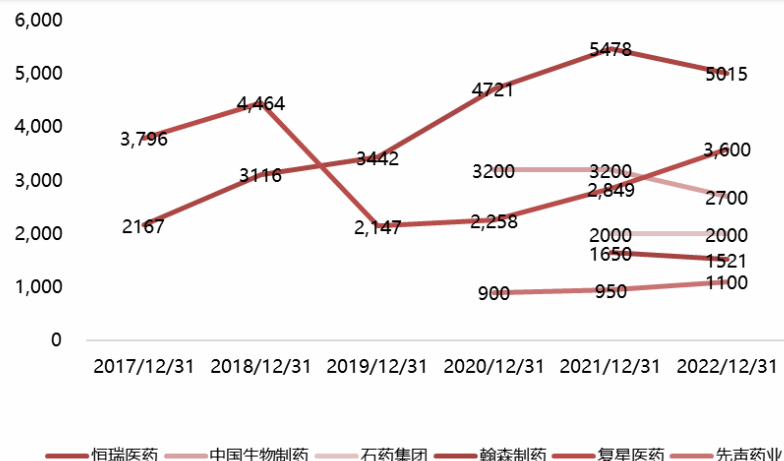
MNC在华研发人员数量及研发组织架构调整

	中国研发人员数量/人	重要研发调整
辉瑞-2018	1300	-
默沙东-2021	1200	-
拜耳-2015	270	-
礼来-2017	150	2011年礼来风险投资部门成为独立的礼来亚洲基金 2017年关闭上海张江的礼来中国研发中心，100多名研发人员离开，未来将在药物发现和早期临床研究中探索与本地公司合作的新模式
诺华-2021	600	解散中国生物研发部门
艾伯维-2022	190	2016年艾伯维关闭了中国研发中心
阿斯利康-2022	700	2017年AZ中国创新中心独立与国投创新成立迪哲医药 2020年阿斯利康中金医疗产业投资基金成立

2022年中国biopharma研发人员数量（人）



中国biopharma研发人员数量变化趋势（个）



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 随着国内药企研发速度和质量的提升，MNC在国内临床、注册和准入方面的先发优势逐渐消失，进口新药时间窗口越来越小。国内，首款进口新药与首款国产新药/生物类似药的获批上市时间差距逐渐缩短，国产新药与同机制进口新药的国内研发用时差距也呈现缩小趋势，而国外上市的进口新药引入国内的时间差没有明显变化。

药品名称	靶点	公司名称	首款进口/国产新药	首批适应症	国内				国外	
					首次临床获批时间	首次批准上市时间	研发用时 (年)	批准上市 相差(年)	国外获批时间	国内外获批 相差(年)
利妥昔单抗	CD20	罗氏	首款进口新药	非霍奇金淋巴瘤等	-	1999-2000	-	19-20	1997-11-26 (US)	2-3
利妥昔单抗		复宏汉霖	首款国产生物类似药	参考原研	2014-3-4	2018-8-15	4-5		-	-
泽贝妥单抗		博锐/海正	首款国产新药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2015-1-26	2022-1-11 (申报上市)	7-8		-	-
比卡鲁胺	AR	阿斯利康	首款进口一代新药	前列腺癌	-	1999-10-14	-	22-23	1995-10-04 (US)	4
阿帕他胺		强生	首款进口二代新药	去势抵抗前列腺癌	2016-2-23	2019-9-7	3-4		2018-02-14 (US)	1
瑞维鲁胺		恒瑞	首款国产新药	激素敏感性前列腺癌	2015-9-14	2022-6-30	6-7		-	-
曲妥珠单抗	HER2	罗氏	首款进口新药	HER2阳性乳腺癌	-	2002-09-05	-	17-18	2012-06-08 (US)	6
曲妥珠单抗		复宏汉霖	首款国产生物类似物	参考原研	2015-6-29	2020-8-14	5-6		-	-
伊尼妥单抗		三生国健	首款国产新药	HER2过度表达的转移性乳腺癌	2004-6-14	2020-6-19	16		-	-
阿达木单抗	TNF-α	艾伯维	原研	类风湿性关节炎	2004-11-22	2009-12-29	5-6	9-10	2002-12-31 (US)	7
		信达生物	首款国产生物类似物	参考原研	2015-12-9	2019-11-7	3-4		-	-
纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝	首款进口新药	非小细胞肺癌	2015-7-8	2018-6-4	3	0-1	2014-07-04 (JP)	4
特瑞普利单抗		君实生物	首款国产新药	黑色素瘤	2016-1-14	2018-12-17	2-3		-	-
奥拉帕利	PARP	阿斯利康	首款进口新药	卵巢癌	2014-8-14	2018-8-23	4	2-3	2014-12-16 (EU)	4
氟唑帕利		恒瑞	首款国产新药	输卵管癌、腹膜癌、卵巢癌	2013-8-5	2020-12-16	7-8		-	-
度伐利尤单抗	PD-L1	阿斯利康	首款进口新药	非小细胞肺癌	2016-7-20	2019-12-10	3-4	1-2	2017-05-01 (US)	2
恩沃利单抗		康宁杰瑞	首款国产新药	MSI-H或dMMR实体瘤	2017-1-11	2021-11-25	4-5		-	-
哌柏西利	CDK4/6	辉瑞	首款进口新药	HR阳性乳腺癌	2014-6-3	2018-8-6	4-5	2-3	2015-02-03 (US)	3
达尔西利		恒瑞	首款国产新药	HR阳性乳腺癌	2015-9-10	2021-12-31	5-6		-	-
地舒单抗	RANKL	GSK/安进	首款进口新药	骨巨细胞瘤	2012-4-23	2019-4-29	7	3-4	2010-05-28 (EU)	9
纳乐舒单抗		石药	首款国产新药	骨巨细胞瘤	2017-3-15	2022-6-22 (申报上市)	6-7		-	-

www.swsc.com.cn

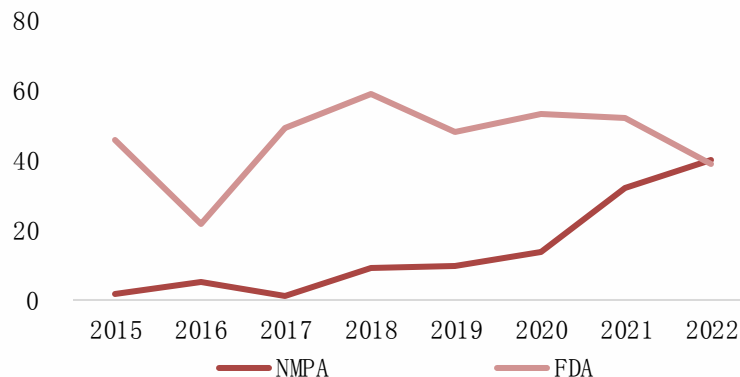
数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2023年至今我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为34个。**2024年，国产创新药持续加速落地，超20个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。**
- 首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速增长。

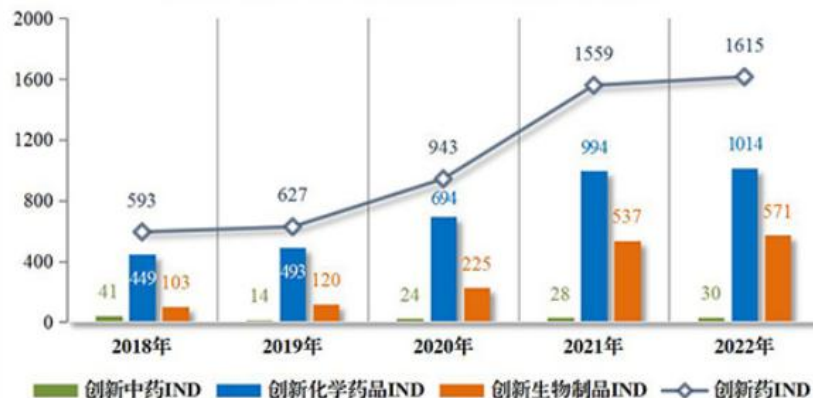
2015-2022年中美创新药批准数量（个）



2018-2022年需技术审评的各类注册申请受理量



我国2018-2022年创新药IND批准量



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 2023年至今我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为34个，包括德曲妥珠单抗、贝福替尼、艾诺米替、艾贝格司亭α、托莱西单抗、舒沃替尼、地达西尼等多款国内外重要品种。

2023年我国批准上市创新药（截至11月29日）

通用名	企业	适应症	靶点
艾诺米替	艾迪药业	HIV-1感染	HBV polymerase; HIV-1 RT; LINE-1
琥珀酸莫博赛替尼	Takeda	非小细胞肺癌	EGFR exon 20; HER2 exon 20
氢溴酸氘米德韦	上海旺实生物	新型冠状病毒感染	RdRp
先诺特韦+利托那韦	先声药业	新型冠状病毒感染	CYP3A4; SARS-CoV-2 3CLpro; HIV-1 protease
盐酸凯普拉生	柯菲平医药	反流性食管炎; 十二指肠溃疡	proton pump
阿得贝利单抗	盛迪医药	小细胞肺癌	PDL1
谷美替尼	海和药物研究	非小细胞肺癌	c-Met
来瑞特韦	众生睿创	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro
艾贝格司亭α	亿一生物	化疗引起的中性粒细胞减少症	G-CSF
德曲妥珠单抗	Daiichi Sankyo	HER2阳性乳腺癌	Top I; HER2
奥磷布韦	圣和药业	慢性丙肝	N55B polymerase
泽贝妥单抗	博锐生物	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD20
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	非小细胞肺癌	EGFR T790M
伏罗尼布	贝达药业	肾细胞癌	PDGFR; VEGFR
安奈拉唑钠	轩竹医药	十二指肠溃疡	proton pump
磷酸瑞格列汀	恒瑞医药	II型糖尿病	DPP-4
伊鲁阿克	齐鲁制药	非小细胞肺癌	ROS1; ALK
奥特康唑	Evenus	外阴阴道念珠菌病	fungal CYP51
培莫沙肽	豪森药业	慢性肾病贫血	EPO receptor
尼妥珠单抗	百泰生物	胰腺癌	EGFR
拓培非格司亭	特宝生物	化疗引起的中性粒细胞减少性发热	not available
伊基奥仑赛	驯鹿生物	多发性骨髓瘤	BCMA
托莱西单抗	信达生物	杂合子型家族性高胆固醇血症; 高胆固醇血症; 混合型高脂血症	PCSK9
舒沃替尼	迪哲医药	非小细胞肺癌	EGFR exon 20; HER2 exon 20
纳鲁索拜单抗	津曼特生物	骨巨细胞瘤	RANKL
氘可来昔替尼	BMS	斑块状银屑病	TYK2
维泊妥珠单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	microtubule; CD79b
甲磺酸利特替替尼	Pfizer Inc.	斑秃	TEC; JAK3
埃普奈明	海特生物	多发性骨髓瘤	TRAIL
格非妥单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD3; CD20
纳基奥仑赛	合源生物	B细胞急性淋巴细胞白血病	CD19
伯瑞替尼	浦润奥生物	非小细胞肺癌	c-Met
阿泰特韦+利托那韦	广生中霖生物	新型冠状病毒感染	HIV-1 protease; SARS-CoV-2 3CLpro; CYP3A4
地达西尼	京新药业	失眠症	GABAA receptor

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 2022年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为40个。

2022年我国批准上市创新药

药品名称	集团	靶点	适应症
来特莫韦片	默沙东	terminase	CMV感染
淫羊藿素软胶囊	坤诺基		肝细胞癌
注射用罗昔司亭	协和发酵麒麟	TPO receptor	免疫性血小板减少症
奥木替韦单抗注射液	华北制药	rabies virus	狂犬病
注射用罗特西普	百时美施贵宝	ACVR2B	β-地中海贫血
艾伏尼布片	基石药业等	IDH1	透析中低血压；急性髓系白血病
钆[90Y]微球注射液	远大医药	not available	癌症肝转移；结肠癌
奈玛特韦片/利托那韦片组合包装	辉瑞	CYP3A4；SARS-CoV-2 Mpro；HIV-1 protease	新型冠状病毒感染
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	特应性皮炎
依马利尤单抗注射液	赛默飞世尔科技	IFNγ	噬血细胞性淋巴组织细胞增多症
伊奈利珠单抗注射液	泰格医药；阿斯利康	CD19	视神经脊髓炎
度维利塞胶囊	康泰伦特药业；石药集团	PI3Kδ；PI3Kγ	滤泡性淋巴瘤
雷莫西尤单抗注射液	礼来	VEGFR2	胃癌
布格替尼片	武田	ALK	非小细胞肺癌
斯鲁利单抗注射液	复星医药；复宏汉霖	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
佩替替尼片	Incyte；信达生物	FGFR1；FGFR2；FGFR3	胆管癌
阿布替尼片	辉瑞	JAK1	特应性皮炎
硫酸拉罗替尼胶囊	拜耳	TrkA；TrkB；TrkC	NTRK融合阳性实体瘤
替戈拉生片	罗欣药业	proton pump	反流性食管炎
倍氯福格吸入气雾剂	凯西制药	glucocorticoid；mAChR；β2-adrenergic receptor	慢性阻塞性肺病
维立西呱片		sGC	慢性心力衰竭
注射用戈沙妥珠单抗	云顶新耀	TROP2	三阴性乳腺癌
非奈利酮片	拜耳	MR	糖尿病肾病
卡度尼利单抗注射液	康方生物	CTLA4；PD1	宫颈癌
瑞维鲁胺片	恒瑞医药	AR	激素敏感性前列腺癌
注射用盐酸曲拉西利	先声药业；G1	CDK4；CDK6	小细胞肺癌；化疗引起的骨髓抑制
普利单抗注射液	乐普生物	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
恩曲替尼胶囊	罗氏；澳大利亚梅恩制药	Trk；ROS1；ALK	NTRK融合阳性实体瘤
瑞帕妥单抗注射液	神州细胞	CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤
多格列汀片	迪赛诺；华领医药	glucokinase	II型糖尿病
塞替替尼胶囊	礼来	RET	髓样甲状腺癌；非小细胞肺癌
莫格利珠单抗注射液	东洋纺绩；协和发酵麒麟	CCR4	薑样肉芽肿
多替拉韦利匹韦林片	葛兰素史克	HIV-1 RT；HIV-1 integrase	HIV感染
盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	绿叶制药	NET；SERT；DAT	抑郁症
林普利塞片	瓊黎药业/恒瑞医药	PI3Kδ	滤泡性淋巴瘤
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	not available	严重气道阻塞的中央型非小细胞肺癌
羧基麦芽糖铁注射液	Vifor Pharma；泰格医药	Fe	缺铁性贫血
那替妥单抗注射液	赛生；赛默飞世尔科技	GD2	神经母细胞瘤
佩索利单抗注射液	勃林格殷格翰	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病
莫诺拉韦胶囊	默沙东	RdRp	新型冠状病毒肺炎

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

A股部分新药进展梳理

公司名称	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间	预计获批上市时间
恒瑞医药	双艾方案		1L 肝癌（美国）	NDA受理	2023/7/31	2024
	SHR8554	MOR	术后镇痛	NDA受理	2022/3/28	2023
	SHR4640	URAT1	痛风	临床III期	2021/5/20	2025
	SHR0302	JAK1	类风湿性关节炎、溃疡性结肠炎、特应性皮炎、银屑病等（III）	临床III期	2022/7/22	2025
	SHR1314	IL-17A	斑块状银屑病	NDA受理	2023/4/28	2024
	SHR1209	PCSK9	高胆固醇血症等	临床III期	2021/4/23	2025/2026
	SHR8058	/	血小板功能障碍相关干眼病	NDA受理	2023/2/2	2024
	SHR8028	NTCP; Cyp; CaN	干眼病	NDA受理	2023/3/22	2024
	SHR1811	HER2 ADC	HER2阳性乳腺癌	临床III期	2022/7/15	2025/2026
华东医药	司美格鲁肽	GLP-1	糖尿病	临床III期	2022/7/25	2026
	迈华替尼片	EGFR/HER2	非小细胞肺癌等（III）	临床III期	2020/1/10	2025/2026
人福医药	PUDK-HGF		肢体动脉闭塞症、肢体静息痛和缺血性溃疡等严重血管疾病	临床III期	2018/8/9	2025
甘李药业	甘精、门冬胰岛素		糖尿病（美国、欧洲）	BLA受理	2023/6/14	2024
海思科	HSK16149	α 2 δ	糖尿病周围神经病、带状疱疹疼痛	NDA受理	2022/11/8	2024
	HSK21542	KOR	术后镇痛	NDA受理	2023/8/1	2025
	HSK7653	DPP4	糖尿病	NDA受理	2023/1/29	2024
	环泊酚	GABAA	镇静（美国）	临床III期	2022/7/26	2025/2026
贝达药业	恩莎替尼	ALK	ALK突变NSCLC（美国）	临床III期	2016/6/1	2025/2026
	贝福替尼	EGFR	EGFR突变NSCLC	获批上市	2023/6/1	已获批上市
	MCLA129	EGFR/C-MET双抗	晚期实体瘤（NSCLC等）	临床I期	2021/5/13	2026/2027
	BPI16350	CDK4/6	2L HR+乳腺癌	临床III期	2022/6/1	2025
迪哲医药-U	舒沃替尼	EGFR 20ins	20ins NSCLC	获批上市	2023/8/22	已获批上市
			20ins NSCLC（美国）	临床III期	2023/1/10	2025
	戈利昔替尼	JAK	2L 外周T细胞淋巴瘤	NDA受理	2023/9/14	2024
			2L 外周T细胞淋巴瘤（美国）	临床III期	2019/9/10	
艾力斯-U	伏美替尼	EGFR	1L EGFR突变肺癌	获批上市	2021/3/1	已获批上市
			20ins NSCLC	注册临床II期	2023/6/1	2025
			20ins NSCLC（美国）	临床III期	2023/6/1	2026
			术后辅助治疗	临床III期	2021/4/17	2026
博瑞医药	BGM0504	GLP-1/GIP	糖尿病	临床II期	2023/8/11	2026/2027
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	中重度斑块状银屑病	临床III期	2023/1/3	2025
	SSGJ-611	IL-4A	成年中重度特应性皮炎	临床II期	2022/9/16	2026/2027
一品红	AR882	URAT1	痛风	临床I期	2023/2/16	2026
智翔金泰	GR1501	IL-17	中重度银屑病	NDA受理	2023/3/25	2024
	GR1802	IL-4	成年中重度特应性皮炎	临床III期	2023/11/29	2026
	GR1801	狗抗	狂犬被动免疫	临床III期	2022/10/21	2025
双鹭药业	利拉鲁肽	GLP-1	糖尿病	临床III期	2021/5/20	2025/2026
	度拉糖肽	GLP-1	糖尿病	临床III期	2023/3/23	2026
益方生物-U	D1553	KRAS G12C	KRAS G12C突变NSCLC	注册临床二期	2021/3/16	2025
	D0502	SERD	乳腺癌	临床III期	2022/3/11	2026
	D0120	URAT1	痛风	临床II期	2022/6/28	2026
康辰药业	KC1036	AXL/VEGFR2/FLT3	末梢食管鳞癌	临床III期	2023/11/29	2026
奥赛康	ASKB589	CLDN18. 2	1L 胃癌	临床III期	2023/10/17	2026
泰恩康	CKBA	NF-κ B	白癜风	临床II期	2023/11/1	2026
首药控股-U			1L ALK突变NSCLC	临床III期		2027
	SY3505	三代ALK	2L ALK突变NSCLC	注册临床II期	2023/5/5	2025/2026
	SY5007	RET	2L RET突变NSCLC	临床III期	2023/6/20	2025/2026
	SY707	二代ALK	1&2L ALK突变NSCLC	临床III期	2020/8/18	2025
冠昊生物	本维莫德	AhR	特应性皮炎	临床III期	2022/4/1	2024/2025

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

港股部分新药进展梳理

企业	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间	预计上市时间
信达生物	玛仕度肽	GLP-1/GCGR	肥胖	III	22Q4	2024/2025
			糖尿病	III	23Q1	2025
	IBI376	PI3K	滤泡性淋巴瘤	NDA	2023.1	2024
	IBI344	ROS1	二线 ROS1+非小细胞肺癌	NDA	2023/11/22	2025
	IBI351	KRAS G12C	二线 KRAS+非小细胞肺癌	NDA	2023/11/24	2025
	IBI126	CEACAM5 ADC	二线 CEACAM5+非小细胞肺癌	关键 II 期	2020	2026
金斯瑞生物科技	Carvykti	IL-23p19	银屑病	III	2022	2025
		BCMA CAR-T	二线多发性骨髓瘤（美国）	NDA	2023Q2	2024
		BCMA CAR-T	r/r 多发性骨髓瘤（中国）	NDA	2023	2024H1
		BCMA CAR-T	符合移植条件的1L多发性骨髓瘤（CARTITUDE-6）	III	2023H2	
康方生物			不计划移植的1L多发性骨髓瘤（CARTITUDE-5）	III	2023年底	
	AK104	PD-1/CTLA-4	一线宫颈癌	III	2022	2025
	AK104	PD-1/CTLA-4	一线胃癌	III	2022	2025
	AK104	PD-1/CTLA-4	一线PD-L1阴性非小细胞肺癌（美国）	III	2023	2026
	AK112	PD-1/VEGF	EGFR-TKI 治疗失败的非小细胞肺癌	NDA	2023Q3	2024
和黄医药	AK112	PD-1/VEGF	一线PD-L1阳性非小细胞肺癌	III	2021	2025
	呋喹替尼	VEGFR	二线胃癌	NDA	2023.8	2024
	赛沃替尼	MET	EGFR-TKI 治疗失败的非小细胞肺癌（美国）	关键 II 期	2022	2025
	赛沃替尼	MET	EGFR-TKI 治疗失败的非小细胞肺癌（中国）	III	2021	2025
	索乐西尼布	Syk	血小板减少症	III		2024
荣昌生物	泰它西普	BLYS/APRIL	干燥综合征	III	2023Q2	2025
	泰它西普	BLYS/APRIL	重症肌无力	III	2023Q2	2025
	维迪西安单抗	HER2 ADC	一线尿路上皮癌	III	2022	2025
	维迪西安单抗	HER2 ADC	HER2低表达乳腺癌	III	2022	2025
科伦博泰生物-B	SKB264	Trop2 ADC	3L TNBC	III	2023	2024H2-2025H1
		Trop2 ADC	1L TNBC（联用PD-L1抑制剂）	Ib/II 期	2023H2	
		Trop2 ADC	2L HR+/HER2- BC	III	2023H2	
		Trop2 ADC	EGFR TKI 耐药后 NSCLC	III	2023H2	
	A166	HER2 ADC	3L 晚期 HER2+ BC	NDA	2023.5	2024
先声药业	先必新舌下片		脑卒中	NDA	2023.6	2024
	曲拉西利	CDK4/6	三阴性乳腺癌骨髓抑制预防	III	2022	2025
	苏维西塔单抗	VEGFR	铂耐药卵巢癌	III	2022	2025
	达利雷生	食欲素受体拮抗剂	失眠	III	2022	2026
	SIM0408	QPCT	阿尔茨海默症	II	2022	2027
康诺亚-B	CM310	IL-4R	中重度特应性皮炎	III 期	2022	2024
	CMG901	Claudin 18.2 ADC	胃癌（全球多中心）	关键 II 期		
亚盛医药-B	奥雷巴替尼	BCR-ABL	普纳替尼耐药后 CML（美国）	关键 II 期		2026
			一代和二代 TKI 耐药或不耐受的 CML-GP	NDA	2022.7	2023
	APG-2575	Bcl-2	二线 CLL/SLL	关键 II 期		
科济药业-B	CT053	BCMA CAR-T	四线多发性骨髓瘤（中国）	NDA	2022Q3	2024
	CT053	BCMA CAR-T	四线多发性骨髓瘤（美国）	II	2022	2026
	CT041		三线胃癌（中国）	关键 II 期	2022	2025
	CT041	CLDN18.2 CAR-T	三线胃癌（美国）	关键 II 期	2023	2026
基石药业-B	CS5001	ROR1 ADC	血液瘤、实体瘤	I	2022	2026
	洛拉替尼	ALK	ROS1 阳性非小细胞肺癌	关键 II 期	2022	2025
	舒格利单抗	PD-1	非小细胞肺癌（英国）	NDA	2022.12	2024Q1
开拓药业-B	福瑞他恩	AR	雄激素性脱发	III	2022	2024

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

国内进展前列的GLP-1RA创新药（肥胖适应症）

药品名称	药品类型	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)
贝那鲁肽	生物药	GLP-1R	仁会生物	肥胖	批准上市	批准上市
司美格鲁肽	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	批准上市	III期临床
替尔泊肽	化药	GLP-1R/GIPR	Eli Lilly	肥胖	批准上市 (2023.11)	III期临床
orforglipron	化药	GLP-1R	Eli Lilly; Chugai Pharmaceutical	肥胖	III期临床	III期临床
ecnoglutide	生物药	GLP-1R	先为达生物; 凯因科技	肥胖	III期临床	III期临床
cagrilintide+semaglutide	生物药	amylin; GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	III期临床	III期临床
玛仕度肽	化药	OXM; GLP-1R; GCGR	信达生物; Eli Lilly	肥胖	III期临床	III期临床
GZR18	生物药	GLP-1R	甘李药业	肥胖	II期临床	II期临床
GX-G6	生物药	GLP-1R	石药集团; 天境生物; 天士力; Genexine	肥胖	II期临床	II期临床
诺利糖肽	化药	GLP-1R	豪森药业; 恒瑞医药	肥胖	II期临床	II期临床
survodutide	化药	GLP-1R; GCGR	Bi; Zealand Pharma	肥胖	II期临床	II期临床
HRS9531	化药	GLP-1R; GIPR	恒瑞医药	肥胖	II期临床	II期临床
格鲁塔林单抗	生物药	GLP-1R	鸿运华宁	肥胖	VII期临床	VII期临床
MDR-001	化药	GLP-1R	德睿智药	肥胖	VII期临床	VII期临床
retatrutide	化药	GLP-1R; GCGR; GIPR	Eli Lilly	肥胖	III期临床	I期临床
BGM0504	化药	GLP-1R; GIPR	博瑞医药	肥胖	I期临床	I期临床
RAY1225	化药	GLP-1R; GIPR	众生睿创	肥胖	I期临床	I期临床
ZT002	生物药	GLP-1R	质肽生物	肥胖	I期临床	I期临床
VCT220	化药	GLP-1R	闻泰医药	肥胖	申报临床	I期临床
PB-718	化药	GLP-1R; GCGR	派格生物; 天士力	肥胖	I期临床	I期临床
聚乙二醇化艾塞那肽	化药	GLP-1R	派格生物; 天士力	肥胖	申报临床	申报临床
SAL0112	化药	GLP-1R	信立泰	肥胖	申报临床	申报临床

国内进展前列的GLP-1RA生物类似物（肥胖适应症）

药品名称	集团	本企业进度	适应症
利拉鲁肽	华东医药	批准上市	肥胖 (2023.7)
利拉鲁肽	万邦医药; 复星医药	Phase III	肥胖
利拉鲁肽	凯因科技; 先为达生物	Phase I	肥胖
利拉鲁肽	诺博特生物	Phase I	肥胖
司美格鲁肽	联邦制药	获批临床	肥胖

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

6 个股α核心逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

GLP-1RA双靶点（上）、三靶点/多靶点（下）主要药物临床进度

药品名称	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)
替尔泊肽	GLP-1R;GIPR	Eli Lilly	II型糖尿病;NASH;肥胖;心血管风险;HFpEF;阻塞性睡眠呼吸暂停慢性肾病;Wolframsyndrome	批准上市	申请上市
BGM0504		博瑞医药	II型糖尿病;肥胖	II期临床	II期临床
HRS9531		恒瑞医药	II型糖尿病;肥胖	II期临床	II期临床
HS-20094		豪森药业	II型糖尿病;肥胖	II期临床	II期临床
AMG 133		Amgen	肥胖	II期临床	无申报
CT-868		Carmot Therapeutics	II型糖尿病;肥胖;I型糖尿病	II期临床	无申报
HZ010		和泽医药;道尔生物	II型糖尿病;肥胖;NASH	I期临床	I期临床
RAY1225		众生睿创	II型糖尿病;肥胖	I期临床	I期临床
CT-388		Carmot Therapeutics	II型糖尿病	I期临床	无申报
GIP/GLP coagonist peptide		Eli Lilly	糖尿病	I期临床	无申报
玛仕度肽		信达生物;Eli Lilly	II型糖尿病;肥胖;NASH	III期临床	III期临床
cotadutide		MedImmune	肝纤维化;糖尿病肾病;NASH;II型糖尿病;肥胖	II/III期临床	II/III期临床
efinopegdutide	GLP-1R;GCGR	Hanmi;Merck & Co.;Johnson & Johnson	II型糖尿病;肥胖;NASH	II期临床	I期临床
pegapamodutide		Eli Lilly;Transition Therapeutics;领康医药	II型糖尿病	II期临床	无申报
survodutide		Bl;Zealand Pharma	肥胖;NASH;肝纤维化;II型糖尿病	II期临床	II期临床
pemvidutide		Altimmune	NASH;肥胖	II期临床	无申报
PB-718		派格生物;天士力	II型糖尿病;肥胖;NASH	I期临床	I期临床
TB001		图微安创	肝纤维化;NASH;原发性硬化性胆管炎;原发性胆汁性胆管炎	I期临床	I期临床
AZD9550		AstraZeneca	NASH;糖尿病;肥胖	I期临床	无申报
DD01		信立泰;D&D Pharmatech	NASH;II型糖尿病;肥胖	I期临床	无申报
NNC0194-0499+司美格鲁肽	FGF21;GLP-1R	Novo Nordisk	NASH	I期临床	无申报
cagrilintide+semaglutide	amylin;GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病;肥胖	III期临床	III期临床

药品名称	靶点	研发机构	疾病	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)
retatrutide	GLP-1R;GCGR;GIPR	Eli Lilly	II型糖尿病;肥胖;心血管疾病;阻塞性睡眠呼吸暂停	III期临床	III期临床
efocepegrutide	GLP-1R;glucagon;GCGR;GIPR	Hanmi	肥胖;NASH	II期临床	无申报
DR10624	FGF21;GLP-1R;GCGR	道尔生物/华东医药	NASH;II型糖尿病;肥胖;代谢综合征	I期临床	申报临床

www.swsc.com.cn

数据来源：FDA，医药魔方，Clinicaltrials，西南证券整理

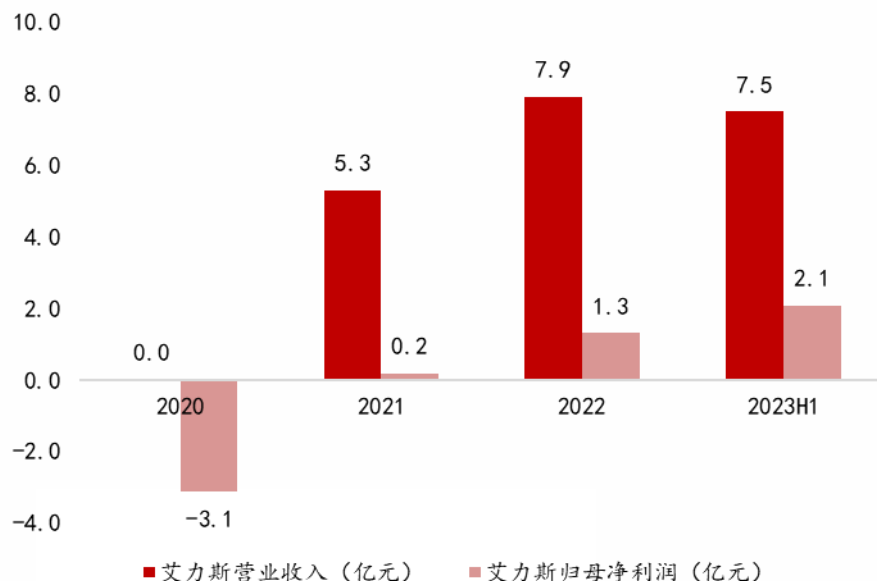
*注：HFpEF：射血分数保留的心力衰竭；NASH：非酒精性脂肪性肝炎

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

7 个股α核心逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

- 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以艾力斯为例，2023年上半年实现营业收入7.5亿元（+149.2%），实现归母净利润2.1亿元（+678.7%），营业收入和归母净利润大幅增长，主要系其唯一商业化品种伏美替尼销售超预期。中报披露后引起市场广泛关注，股价表现亮眼。

2020-2023H1艾力斯营业收入和归母净利润



艾力斯2023年中报发布后股价走势



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

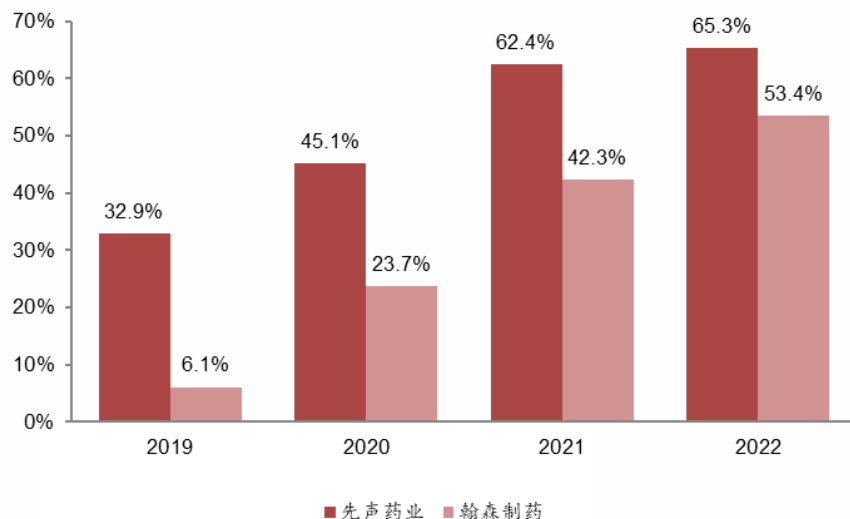
7 个股α核心逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

□ 企业创新转型初具成效，创新药占比持续提升。随着创新药的相继落地，企业正加速创新药商业化进程。

(1) Biopharma企业创新药占比正不断提升。2022年，翰森制药创新药销售收入约50.1亿元，2019-2022年占集团收入由6%上升至53.4%。先声药业创新药收入41.3亿元，2019-2022年占总收入比由32.9%上升至65.3%。

(2) Biotech企业正依托Big Pharma或Biopharma加速探索商业化进程，如康方生物携手正大天晴，康宁杰瑞与先声制药展开合作。随着合作的逐步深入，Biotech商业化进程步入深水区。

2019-2022年创新药收入占比



Biotech商业化模式

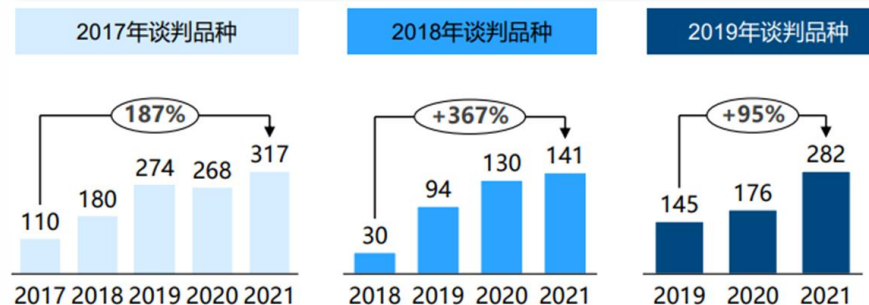
Biotech	合作模式	合作方	时间	合作内容
君实生物	联手Big Pharma	阿斯利康	2021年	授予阿斯利康特瑞普利单抗注射液在中国大陆地区非核心市场的推广权，以及后续获批上市的尿路上皮癌适应症的独家推广权。
信达生物	联手Big Pharma	礼来	2020年	礼来负责部分非核心市场的推广
康方生物	联手Bio Pharma	正大天晴	2021年	授权正大天晴作为在国内单抗产品的唯一销售单位，全权负责单抗产品的销售活动
康宁杰瑞	联手Bio Pharma	先声制药	2021年	先声药业负责恩沃利单抗在中国大陆注册上市后的独家商业推广
荣昌生物	自建团队	-	-	截至2021年底，公司在自身免疫领域组建132人销售团队，在肿瘤领域组建180人销售团队

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

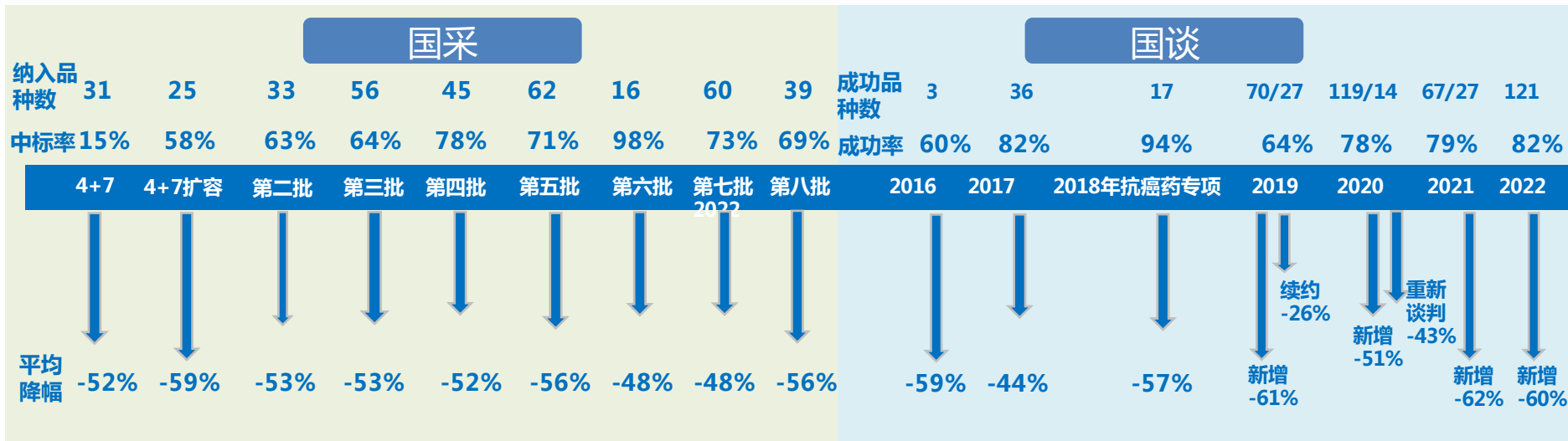
7 个股α核心逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

- 医保谈判步入深水区，以量换价逻辑凸显。我国一共进行了7轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-62%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以量换价，销售额大幅增长。
- 2022年医保谈判首次公布“简易续约”降幅规则，新准入药品平均降幅略有收窄，总体成功率为历年新高。从谈判和竞价情况看，147个目录外药品参与谈判和竞价（含原目录内药品续约谈判），总体成功率达82.3%，创历年新高。2019-2021年成功率分别为64%、78%、79%。谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅达60.1%，相较去年略有收窄。2019-2021年新增品种降幅分别为61%、51%、62%。

进入医保前后销售额变化情况



仿制药集采和医保谈判发展历程



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

7 个股α核心逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

□ 医保谈判首次公布《谈判药品续约规则》规则二的“简易续约”降幅规则

（一）不调整支付范围的药品

以比值 A 为基准，确定支付标准的降幅（对于2017年1月1日（不含）前上市的药品，增幅不超过150%）

比值 A = $\frac{\text{医保基金实际支出}}{\text{医保基金预算影响 预估值}}$		
不调整 支付范围 的药品	比值 A ≤ 110%	支付标准均不作调整
	110% < 比值 A ≤ 140%	支付标准下调5个百分点
	140% < 比值 A ≤ 170%	支付标准下调10个百分点
	170% < 比值 A ≤ 200%	支付标准下调15个百分点

（二）调整支付范围的药品

第一步：先按本规则（一）计算原医保支付范围的降幅，形成初步支付标准。

第二步：根据比值 B，在初步支付标准的基础上按以下规则调整，形成最终支付标准

比值 B = $\frac{\text{新增医保支付范围的预算增加值}}{\text{两年前预估值和前两年实际支出值中的高者}}$		
调整支付 范围的药品	比值 B ≤ 10%	支付标准均不作调整
	10% < 比值 B ≤ 40%	支付标准下调5个百分点
	40% < 比值 B ≤ 70%	支付标准下调10个百分点
	70% < 比值 B ≤ 100%	支付标准下调15个百分点

医保基金年均实际支出金额 ≤ 2亿元，支付标准按以上规则调整；

2亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 10亿元，支付标准下调幅度增加2个百分点；

10亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 20亿元，支付标准下调幅度增加4个百分点；

20亿元 < 年均实际支出金额 ≤ 40亿元，支付标准下调幅度增加6个百分点；

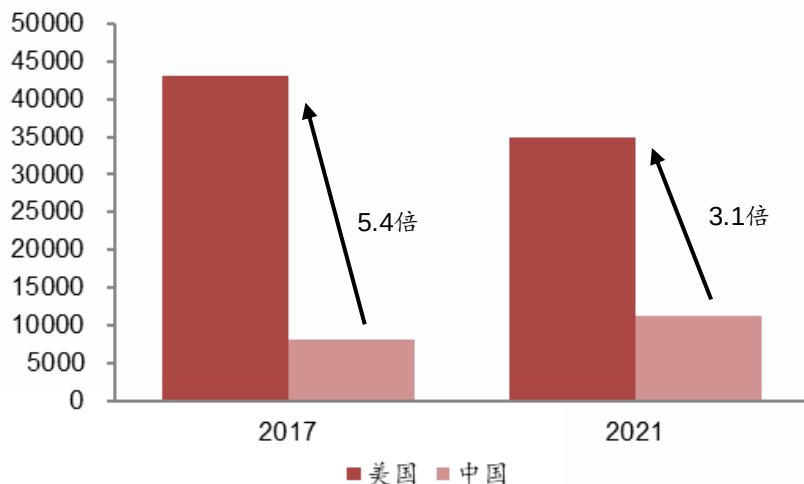
年均实际支出金额 > 40亿元，支付标准下调幅度增加10个百分点。

创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

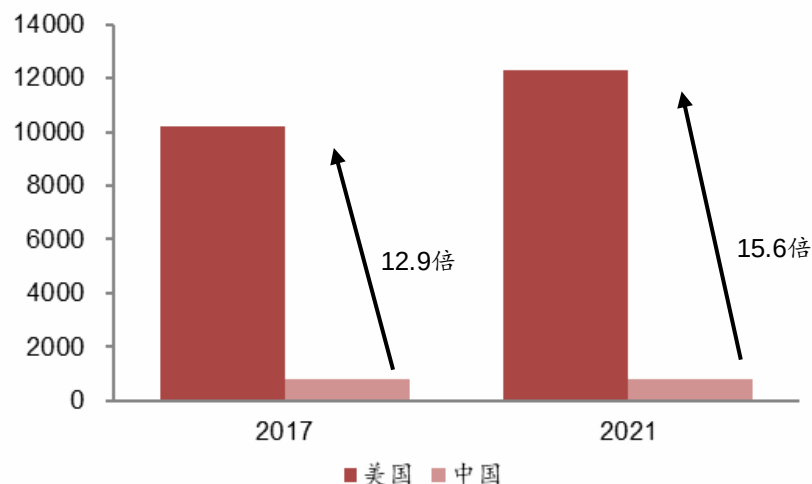
8 个股 α 核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- 受带量采购、医保谈判、研发同质化等影响，国内创新药竞争格局逐步内卷。远眺太平洋彼岸，2017年，美国总医疗费用支出是中国的5.4倍。但人均医疗费用远落后于美国，同年美国人均医疗费用支出是中国的12.9倍。尽管近年来中国医疗行业发展迅速，与国际差距逐步缩小，但冰冻三尺非一日之寒，2021年中美医疗费用支出仍存在3.1倍的差距，人均医疗费用则有15.6倍的差距。我们认为，**创新药出海蓄势待发，广阔天地大有作为。**
- **首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。**2022年，泽布替尼全球销售额38.3亿元，同比大增159%。其中，美国市场成为百悦泽的核心突破点，百悦泽在美销售额同比增长超过2倍，达到26.4亿元，**充分验证了全球市场的广阔潜力。**

中美医疗费用支出对比（亿美元）



中美人均医疗费用支出（美元）

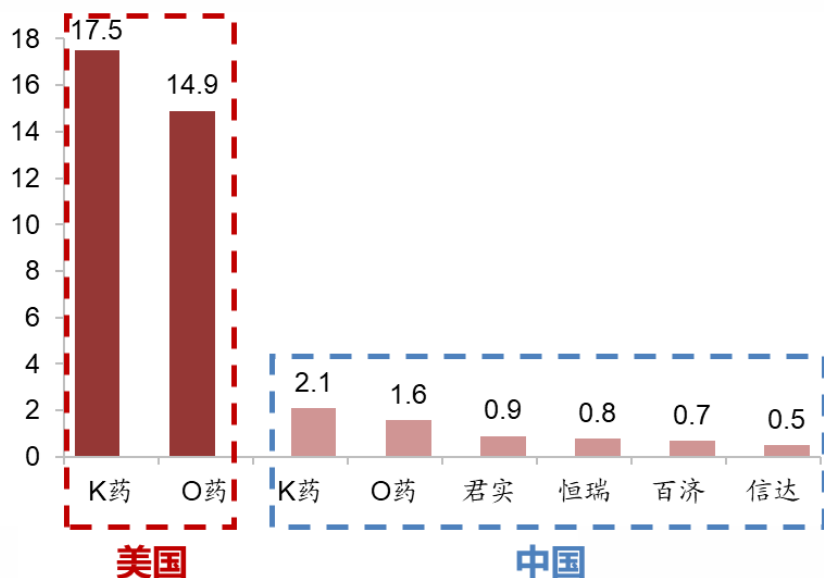


创新药及制剂：顺行业 β 而上，挖掘强催化、大空间的个股 α

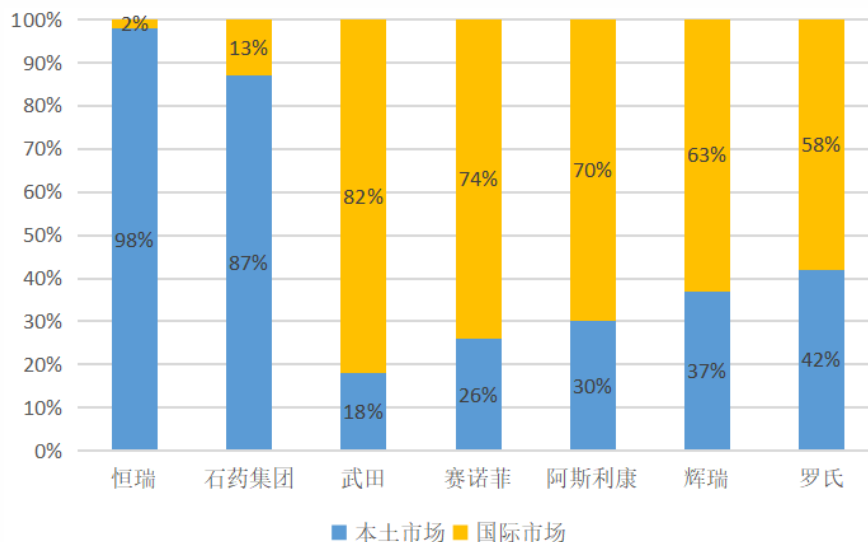
8 个股 α 核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- **中美创新药价格差距较大。**以PD-1为例，进口原研药在中国的实际平均价格仅有美国价格的12%左右。
- **MNC收入结构中国际市场收入占比高。**对于企业个体来说，只有产品走向世界才能扩大市场空间、提高回报预期，形成创新药企的可持续发展。纵观多数全球知名跨国药企均以国际市场作为自身销售收入主体，相对而言中国多数药企国际收入比例差距明显。

PD-1单抗中美年治疗费用比较（万美元）



2021年中国与国外典型企业销售收入分布



创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

8 个股α核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- **License out大手笔频现，不断刷新交易金额，国产创新药的国际竞争力与日俱增。**随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，共30个License out项目总交易金额超5亿美元，其中超20亿美元的项目包括科伦药业的七个ADC项目（94.7亿美元）、康方生物AK112（50亿美元）、荣昌生物的维迪西妥单抗（26亿）、百济神州的替雷利珠单抗（22亿），国产新药License out交易金额正快速提升。
- **恒瑞医药2023年内已有4项出海BD达成，国际化加速再次印证公司自主创新能力已具备全球竞争力。**2023年2月，EZH2抑制剂SHR2554有偿许可给美国Treeline Biosciences公司；8月，TSLP单抗SHR-1905注射液项目有偿许可给美国One Bio公司；10月，马来酸吡咯替尼片在印度范围内开发及商业化的独家权利有偿许可给Dr. Reddy's（瑞迪博士实验室）。2023年10月，CLDN18.2 ADC和PARP1在美国、日本和约定的欧洲国家的权益授权给Merck Healthcare，首付款1.6亿欧元，总交易金额超14亿欧元。

License out超5亿美元品种一览

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2022.12	科伦药业	Merck	七个在研临床前ADC项目		9475USD	175USD
2	2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗（AK112）	PD-1/VEGF	5000USD	500USD
3	2021.8	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	HER2 ADC	2600USD	200USD
4	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200USD	650USD
5	2023.5	百力司康	卫材	BB-1701	HER2	2000USD	-
6	2023.4	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	HER2	1670USD	170USD
7	2023.1	药明生物	GSK	四款TCE双抗/多抗	-	1500USD	40USD
8	2023.11	恒瑞医药	德国Merck	HRS-1167、SHR-A1904	PARP1、CLDN18.2 ADC	1415EUR	160EUR
9	2022.5	科伦药业	Merck	SKB-264	TROP2	1410USD	47USD
10	2022.7	石药集团	Elevation	SYSA1801	Claudin18.2 ADC	1195USD	27USD
11	2023.2	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901	CLND18.2	1188USD	63USD
12	2023.1	和黄医药	武田制药	呋喹替尼	VEGFR	1130USD	400USD
13	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	1100USD	150USD
14	2023.8	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	TSLP	1025USD	21.5USD
15	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	1025USD	200USD
16	2022.5	礼新医药	Turning Point	LM-302	Claudin18.2 ADC	1025USD	25USD
17	2023.4	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2	1020USD	20USD
18	2023.3	高光制药	Biohaven	BHV-8000	TYK2/JAK1	970USD	20USD

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

8 个股α核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

License out超5亿美元品种一览（接上页）

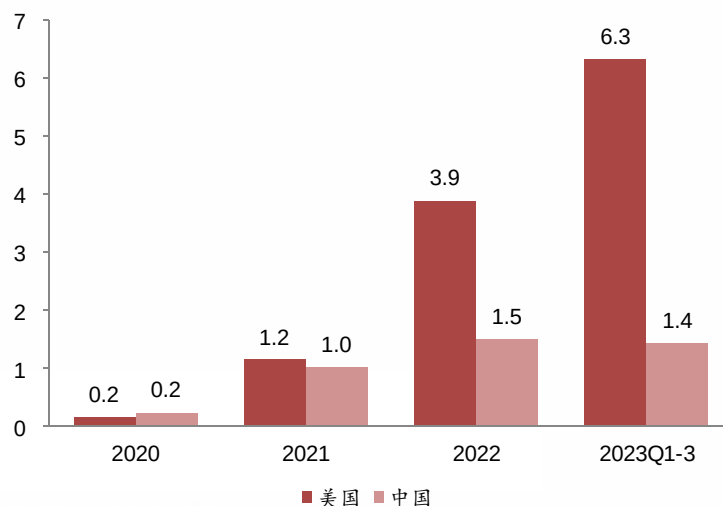
序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
19	2022. 7	科伦药业	MSD	早期ADC新药	Claudin18.2 ADC	936USD	35USD
20	2023. 1	信诺维	AmMax Bio Inc.	新一代ADC	-	871USD	-
21	2021. 6	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	EGFR	805USD	40USD
22	2020. 11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGFR/4-1BB	768USD	5USD
23	2023. 5	君实生物	瑞迪博士实验室	特瑞普利单抗	PD-1	728USD	-
24	2023. 2	恒瑞医药	Treeline BioSciences	SHR-2554	EZH2	706USD	11USD
25	2023. 2	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	Nectin-4	693USD	7.5USD
26	2019. 9	复宏汉霖	Kalbe Genexine	斯鲁利单抗	PD-1	682USD	10USD
27	2023. 5	赞荣医药	罗氏	ZN-A-1041	HER2	680USD	70USD
28	2021. 8	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin18.2	640USD	7.5USD
29	2023. 2	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008	B7H4 × 4-1BB	625USD	25USD
30	2023. 5	礼新医药	阿斯利康	LM-305	GPRC5D	600USD	55USD
31	2022. 9	先声药业	Almirall	SIM0278	IL-2	507USD	15USD
32	2022. 8	云顶新耀	Immunomedics	戈沙妥珠单抗	TROP2 ADC	455USD	280USD
33	2022. 4	和铂医药	阿斯利康	HBM7022	CD3/Claudin 18.2	350USD	25USD
34	2022. 1	君实生物	Coherus	JS006	TIGIT单抗	290USD	35USD

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

8 个股α核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- **国产新药自主出海获批品种**：百济神州的泽布替尼（2019.11）、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。2023年已有五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的呋喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭α注射液（2023.11）。
- **从泽布替尼的优异销售看国际市场的销售爆发力**。首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。2022年，泽布替尼全球销售额达38.3亿元，同比大增159%。其中，美国市场成为百悦泽的核心突破点，百悦泽在美销售额同比增长超过2倍，达到26.4亿元。2023年前三季度泽布替尼全球销售额61.8亿元，同比大增139.74%，单Q3全球销售25.7亿元，同比大增130%。
- **高价前沿疗法在美快速放量**。传奇生物的西达基奥仑赛获美国FDA批准上市，用于治疗复发或难治性多发性骨髓瘤患者，这些患者既往接受过四线或以上的治疗，包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体。西达基奥仑赛2023年前三季度累计销售额3.41亿美元，Q1/Q2/Q3销售额分别为0.72/1.17/1.52亿美元。

2020-2023H1泽布替尼中美销售额（亿美元）



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	美国	2019.11
			华氏巨球蛋白血症	美国	2021.8
			边缘区淋巴瘤（MZL）	美国	2021.9
			华氏巨球蛋白血症	欧盟	2021.11
	替雷利珠单抗	-	一线CLL/SLL	美国	2023.1
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	2L食管鳞状细胞癌	欧盟	2023.09
	注射用利培酮缓释微球	-	阿尔茨海默病	欧盟	2021.5
金斯瑞生物（传奇生物）	西达基奥仑赛	BCMA	精神分裂症	美国	2023.1
			四线多发性骨髓瘤	美国	2022.2
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	四线多发性骨髓瘤	欧盟	2022.5
			全线鼻咽癌	美国	2023.10
和黄医药	呋喹替尼	VEGF	三线结直肠癌	美国	2023.11
			肿瘤治疗后的中性粒细胞减少症	美国	2023.11
亿帆医药	艾贝格司亭α	G-CSF			

创新药及制剂：顺行业β而上，挖掘强催化、大空间的个股α

8 个股α核心逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- ◆ 聚焦“优异的临床数据驱动”以及“潜在的商业化前景驱动”，把握创新药出海的投资窗口。2023年已有五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的呋喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭α注射液（2023.11）。2024年，持续关注临床数据优异的创新品种以及已上市品种的商业化进展。

2024年出海重点品种预期进展

百济神州	2024年	替雷利珠单抗 2L食管鳞状细胞癌（PDUFA） 替雷利珠单抗 1L食管鳞状细胞癌（提交NDA）	和黄医药	2024年	塞沃替尼 非小细胞肺癌（提交NDA）
恒瑞医药	2024年	Q1-Q2“双艾方案” 晚期肝细胞癌（PDUFA） 卡瑞利珠单抗+法米替尼 1L NSCLC（提交NDA）	康方生物	2025年	AK112（提交NDA）
科济药业	2024年	CT053 多发性骨髓瘤（提交NDA）	基石药业	2024年	舒格利单抗（UK/EU上市） 一线 NSCLC（已提交NDA）
贝达药业	2024年	恩沙替尼 ALK阳性NSCLC（提交NDA）	迪哲医药	2024年	舒沃替尼 EGFR exon20ins NSCLC（提交NDA） 戈利昔替尼 复发外周T细胞淋巴瘤（提交NDA）
复宏汉霖	2024年	斯鲁利单抗 广泛期小细胞肺癌（提交NDA）	绿叶制药	2024年	LY03005（已提交NDA）
海思科	2024年	环泊酚 全麻诱导（提交NDA）			

医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

- **两个复盘一个总结：医疗反腐、需求端的复苏、集采常态化加速行业变革，带来结构性机会。**从2000年复盘看，器械产业经历了“国产歧视” - “自主创新” - “进口替代” - “控费常态”等几个阶段；从2023年前三季度复盘看，需求端的复苏、医疗反腐、集采常态化加速行业变革，带来结构性机会。从业绩总结看，剔除新冠个股，23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。
- **2024年坚定看好四大投资机会：复苏、出海、创新和AI赋能。**展望2024年，从控费政策看，DRG给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现，叠加反腐后经济复苏，门诊量、手术量疫情后增长明显，逐步恢复。国产器械的性价比得到全球认可，国产厂商积极开启国际化征途。十四五规划的“供应链自主可控”和“新版大型医用设备配置目录”落地亦为器械板块发展带来新机遇。最后，AI赋能的医疗影像及CDSS与病种质控方向预计也将迎来结构性机会。因此，2024年器械板块坚定看好中长期四大投资机会。
- **云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”：**
 - 1) **反腐、集采后刚需领域复苏：**骨科（爱康医疗、春立医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物）、主动脉及外周介入（心脉医疗、先瑞达）、电生理（微电生理、惠泰医疗）、TAVR、人工晶体、内镜耗材。
 - 2) **出海：**IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物）、CGM（三诺生物）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、低值耗材、NASH检测（福瑞股份）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）
 - 3) **自主可控/创新器械：**高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、手术机器人（微创机器人）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）、基因测序（华大智造）。
 - 4) **AI赋能主题：**AI 医疗影像（祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI CDSS与病种质控（金域医学、润达医疗）、AI 医疗机器人（天智航、微创机器人-B）、AI 健康管理（乐心医疗、九安医疗）。
- **风险提示：**降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

1 医疗器械板块20年复盘：从“国产歧视” - “自主创新” - “进口替代” - 控费常态

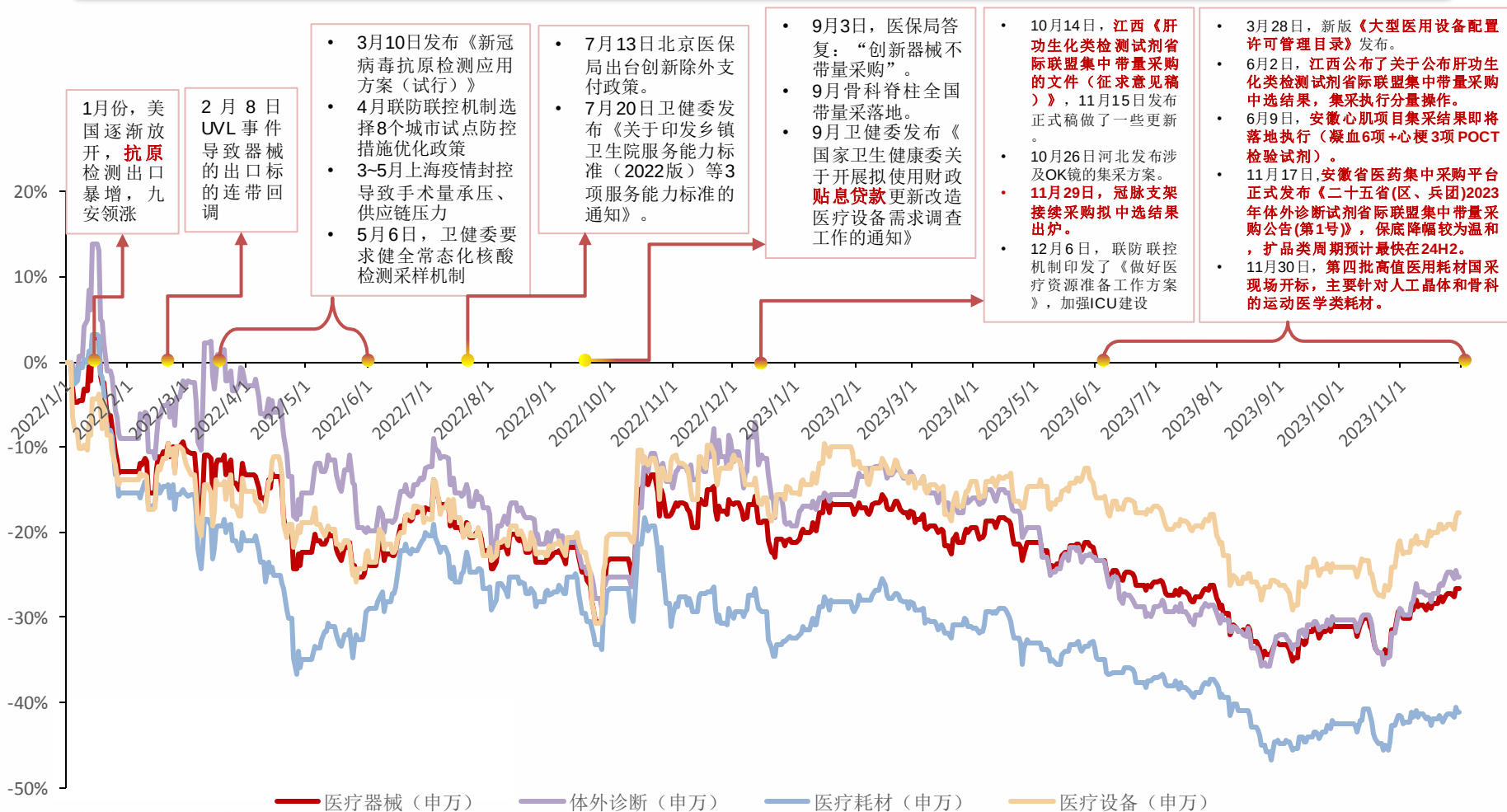
医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

1 年度复盘：23年前三季度设备表现较好，集采政策依旧是影响器械板块最大的变量之一

22-23年9月器械指数及产业政策复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：2023年前两个季度常规业务呈回暖态势，23Q3医疗反腐导致收入及利润端承压

- **2023年三季报板块总结：**器械板块（选取84家样本公司）2023前三季度收入1283亿元(-5.7%)，归母净利润294亿元(-13.4%)，主要系23年初新冠影响逐步消除，新冠检测需求下行所致。**剔除新冠相关业务数据**，2023前三季度器械板块收入1241亿元(+6.9%)，归母净利润288亿元(+7.6%)，主要系23年初仍有疫情压制常规需求和医疗反腐导致设备入院招标流程有所迟缓。此外，高值耗材中骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。低值耗材中大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致。
- **剔除疫情单季度看，**23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+13.2%/+6.5%/+1.3%，净利润同比增速分别为+16.4%/+8.1%/-0.6%。23Q1由于疫情压制常规需求，导致板块承压。23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，从净利润金额看，23Q2较23Q1环比有所提升。23Q3受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。

医疗器械板块2018-23Q3关键财务数据(累计)

(亿元)	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-Q3
营收	874	1020	1375	1,572	1834	1283
yoy	23.5%	16.7%	34.8%	14.3%	16.6%	-5.7%
归母净利润	147	188	327	364	409	294
yoy	35.1%	28.1%	74.2%	11.3%	12.4%	-13.4%
毛利率	54%	56%	58%	56%	55%	57%
净利率	35%	34%	29%	30%	29%	32%
销售费用率	17%	19%	24%	23%	22%	23%
管理费用率	15%	16%	22%	21%	21%	21%
研发费用率	19%	20%	15%	16%	15%	16%
财务费用率	8%	7%	6%	6%	6%	7%
剔除疫情后营收	843	982	1275	1426	1589	1241
yoy	27.4%	16.4%	29.9%	11.8%	11.4%	6.9%
剔除疫情后归母净利润	141	180	289	314	335	288
yoy	35.6%	28.2%	60.2%	8.7%	6.6%	7.6%

医疗器械板块22Q3-23Q3关键财务数据(单季度)

(亿元)	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	430	473.4	427	449.4	406.7
yoy	12.8%	13.8%	-6.8%	-4.7%	-5.4%
归母净利润	103.22	69.63	95.57	108.34	90.23
yoy	14.8%	-3.2%	-19.0%	-8.7%	-12.6%
毛利率	55.0%	54.1%	56.5%	56.1%	57.2%
净利率	24.0%	14.7%	22.4%	24.1%	22.2%
销售费用率	13.9%	15.3%	17.8%	15.7%	17.0%
管理费用率	5.8%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%
研发费用率	-2.0%	-2.3%	0.1%	-0.2%	-3.1%
财务费用率	7.9%	9.4%	9.8%	9.2%	9.8%
剔除疫情后营收	390	428	410	436	395
yoy	13.1%	13.6%	13.2%	6.5%	1.3%
剔除疫情后归母净利润	90	67	92	106	90
yoy	17.9%	7.9%	16.4%	8.1%	-0.6%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：2023年前两个季度常规业务呈回暖态势，23Q3医疗反腐导致收入及利润端承压

2023年前三季度器械子板块业绩总览：IVD、高耗和低耗均有承压，系同期疫情高基数和集采影响

- ❑ **设备**：23年Q1-Q3收入603.4亿元(+18.9%)，23Q3收入180.9亿元(+4.9%)。受医疗反腐影响，单三季度增速有所放缓。
- ❑ **IVD**：23年Q1-Q3收入323.7亿元(-31.5%)，23年Q3收入110.3亿元(-18.3%)。板块业绩有所承压，主要系去年新冠产品销售基数较高所致。
- ❑ **高值耗材**：23年Q1-Q3收入206.3亿元(-4.1%)，归母净利润49.1亿元(-8.5%)。23年Q3收入67.3亿元(-2.4%)，归母净利润15.4亿元(-7.7%)，不同赛道结构差异较大，如骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。其中心脑血管耗材领域增速较快主要因为创新产品渗透率持续提升。
- ❑ **低值耗材**：23年Q1-Q3收入139.1亿元(-9.6%)，归母净利润17.4亿元(-21.4%)。23年Q3收入45.8亿元(-10.0%)，归母净利润5.7亿元(-21.1%)，大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致，部分企业如山东药玻实现增长主要系市场需求回暖、出口恢复常态，模制瓶、棕色瓶等主导产品销量较好增长，其次集采推动中硼硅产品销量高增。

医疗器械四大领域23Q1-Q3板块财务数据

领域	23Q3						23Q1-Q3					
	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率
设备	180.9	4.9%	-	-	-	-	603.4	18.9%	-	-	-	-
IVD	110.3	-18.3%	-	-	-	-	323.7	-31.5%	-	-	-	-
高值耗材	67.3	-2.4%	15.4	-7.7%	70.4%	22.9%	206.3	-4.1%	49.1	-8.5%	70.8%	24.4%
低值耗材	45.8	-10.0%	5.7	-21.1%	33.3%	12.5%	139.1	-9.6%	17.4	-21.4%	32.8%	12.5%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：2023年前两个季度常规业务呈回暖态势，23Q3医疗反腐导致收入及利润端承压

- **分年度看**，2023前三季度收入按不同领域类别：设备收入603亿元(+18.9%)；IVD收入324亿元(-31.5%)；高耗收入206亿元(-4.1%)；低耗收入139亿元(-9.6%)。IVD板块、高耗和低耗板块在前三季度均有承压，系同期疫情高基数和集采影响。
- **单季度看**：设备板块23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+31%/+22%/+5%，23Q3受医疗反腐政策影响较大。IVD板块23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为-43%/-29%/-18%，低耗23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为-6%/-13%/-10%，均系疫情同期高基数影响。高耗23Q1/Q2/Q3单季度收入同比增速分别为+4%/-12%/-2%，因高耗在23Q2/Q3受到集采降价影响。

医疗器械板块2018-23Q3关键财务数据(累计)

营收(百万元)	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-Q3
设备	38432	41958	55187	61632	70943	60339
YOY	15.2%	9.2%	31.5%	11.7%	15.1%	18.9%
IVD	24145	28611	37322	46675	60784	32370
YOY	33.5%	18.5%	30.4%	25.1%	30.2%	-31.5%
高值耗材	15133	19549	21231	28137	28787	20626
YOY	35.2%	29.2%	8.6%	32.5%	2.3%	-4.1%
低值耗材	9389	11267	22355	19401	21063	13907
YOY	15.3%	20.0%	98.4%	-13.2%	8.6%	-9.6%

医疗器械板块22Q3-23Q3关键财务数据(单季度)

营收(百万元)	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
设备	17252	20192	20471	21776	18092
YOY	-	-	31.4%	21.5%	4.9%
IVD	13494	13533	10612	10732	11027
YOY	-	-	-42.8%	-29.4%	-18.3%
高值耗材	6900	7287	7118	6775	6733
YOY	8.5%	1.4%	3.7%	-12.4%	-2.4%
低值耗材	5089	5686	4836	4493	4578
YOY	10.3%	6.6%	-6.0%	-12.6%	-10.0%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：从23年前三季度设备细分领域表现看，康复、家用设备表现较好

- **影像设备：技术突破和产品升级背景下，国产替代持续加速，战略重心扩张海外。**影像设备是一个大市场，2020年国内市场规模(出厂端)为537亿元，2020年DSA、CT、US、MRI、PET-CT的每百万人保有量分别为4.6、21.4、157.1、8.6、0.6台，相比发达国家平均每百万人保有量33、65、600、43、5.8的配置水平，分别为有7、3、4、5、10倍的差距，预计2030年市场规模超千亿，主要驱动力来自患者检查需求和医疗检查能力供给的增加。在国产技术突破，以及叠加鼓励进口替代的政策背景下，影像赛道国产化率有望加速。考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展。高端影像领域相关标的：**联影医疗、迈瑞医疗**。
- **家用设备：精细化健康管理需求不断释放，家用设备发展势头旺盛。**家用医疗设备主要指在院外使用，以检测、治疗、保健为目的的医疗设备，常见的医疗设备包括血糖仪、血压计、呼吸机等。中国人均可支配收入的增长、居民保健意识的提升和慢病市场的不断扩大，都将刺激家用医疗设备需求释放，2021年中国家用医疗设备市场规模预计达到1025亿元。2023年前三季度板块实现收入138.1亿元(+15.8%)，归母净利润33.2亿元(+45.3%)，主要系CGM和呼吸机等家用设备业绩快速增长。家用设备领域相关标的：家用呼吸机设备(**怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗**)、CGM(**三诺生物**)。
- **内窥镜设备：行业稳健增长，技术逐步赶超进口加速国产替代进程。**内窥镜市场是一个有潜力的市场。根据弗若斯特沙利文数据，2019年全球医用内窥镜市场规模高达202亿美元，其中硬镜57亿美元，软镜60亿美元，设备/零部件相关30亿美元，内窥镜诊疗耗材相关55亿美元。根据弗若斯特沙利文预测，2021年国内市场规模(出厂端)为250亿元左右，预计2030年市场规模将达600亿元，中国市场预计也将在2030年成为全球内窥镜第二大市场。硬镜领域国产龙头**迈瑞医疗、海泰新光、沈阳沈大、浙江天松**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，历年维持15%以上增长，奥林巴斯、富士胶片、宾得占据中国90%以上，国产龙头**开立医疗、澳华内镜**有望突围。
- **康复设备：康复医疗政策密集出台，疫后需求反弹。**2021-2023年国家出台多部康复医疗利好文件，大力推进康复医院和设施建设，2023年5月国家中医药管理局、国家卫生健康委联合印发《关于开展全面提升医疗质量行动（2023-2025年）的通知》，其中在2023-2025年各省行动效果监测指标体系中，将提高“早期康复介入率”纳入医疗行为质量的考核范围。

2023Q1-Q3医疗设备子板块财务数据

领域	细分	23Q3						23Q1-Q3					
		收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率
医疗设备	影像	67.8	9.0%	-	-	-	-	222.4	15.7%	-	-	-	-
	生命信息与支持	42.2	6.8%	-	-	-	-	144.7	21.5%	-	-	-	-
	家用设备	32.0	3.3%	9.3	21.9%	51.7%	28.9%	116.9	27.3%	30.8	47.0%	50.7%	25.9%
	内窥镜产业链	6.7	0%	0.8	-37.7%	68.7%	12.4%	22.7	21.4%	4.8	22.9%	69.3%	21.2%
	康复	4.1	21.6%	1.3	0.3%	71.7%	31.7%	11.6	33.6%	3.7	44.4%	69.9%	31.7%
	其他	28.1	-5.5%	-	-	-	-	85.0	10.5%	-	-	-	-
	合计	180.9	4.9%	-	-	-	-	603.4	18.9%	-	-	-	-

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
生命信息与 支持	迈瑞医疗（生命支持业务）	3663	6.6%	-	-	-	-	12330	20.8%	-	-	-	-
	康泰医学	123	-5.6%	45.9%	10.0%	12	-79.2%	617	33.5%	58.2%	31.6%	195	12.0%
	理邦仪器	434	12.9%	57.3%	6.6%	30	-24.2%	1524	22.7%	57.8%	15.7%	237	24.8%
影像	迈瑞医疗（影像业务）	1659	0.6%	-	-	-	-	5360	9.1%	-	-	-	-
	联影医疗	2161	28.1%	48.6%	5.8%	127	1.2%	7432	26.9%	48.7%	14.3%	1064	18.4%
	奕瑞科技	440	14.7%	59.7%	23.9%	108	-53.2%	1397	26.5%	58.7%	30.3%	433	-14.8%
	万东医疗	331	20.0%	43.1%	13.3%	44	0.8%	926	26.4%	41.6%	13.2%	120	16.5%
	新华医疗	2244	1.3%	28.3%	5.7%	120	22.9%	7317	10.0%	27.7%	8.3%	579	37.8%
	福瑞股份	283	4.6%	74.4%	15.4%	29	4.0%	807	12.2%	76.9%	15.1%	73	20.4%
	祥生医疗	105	-16.2%	60.0%	28.0%	29	-40.9%	402	13.5%	60.2%	35.2%	141	12.6%
家用设备	鱼跃医疗	1683	7.6%	51.2%	41.3%	697	100.4%	6663	30.2%	51.6%	32.7%	2191	92.9%
	三诺生物	1028	2.7%	56.7%	13.4%	143	-8.5%	3035	53.3%	53.0%	9.1%	318	-12.5%
	美好医疗	289	-26.5%	39.9%	20.5%	59	-58.1%	1043	-2.3%	42.9%	28.8%	300	-8.2%
	怡和嘉业	199	-55.9%	47.0%	13.8%	27	-77.1%	945	-6.8%	46.3%	28.9%	270	0.3%
	可孚医疗	605	3.9%	43.6%	7.1%	43	15.6%	2124	13.1%	45.4%	11.4%	242	44.5%
内窥镜	开立医疗	424	2.1%	68.1%	11.2%	48	-32.6%	1468	17.3%	68.7%	21.8%	321	30.7%
	澳华内镜	140	23.0%	74.3%	5.6%	7	102.2%	429	52.6%	75.6%	10.6%	45	426.5%
	海泰新光	108	-24.4%	64.1%	25.9%	29	-51.9%	376	10.8%	64.1%	30.8%	118	-15.5%
康复	翔宇医疗	207	52.7%	70.2%	34.6%	72	35.2%	542	52.0%	68.6%	33.3%	179	92.8%
	伟思医疗	112	35.8%	71.5%	27.8%	31	30.2%	332	53.2%	71.4%	30.6%	102	63.6%
	麦澜德	86	-25.3%	75.8%	30.1%	26	-49.6%	290	-2.6%	70.5%	29.8%	85	-13.6%
药房自动化	健麾信息	64	-43.3%	40.3%	28.1%	18	-41.7%	241	-12.4%	47.6%	30.9%	74	-13.6%
	艾隆科技	101	-25.5%	56.4%	16.4%	17	-43.8%	264	-12.6%	53.7%	16.9%	45	-26.0%
其他	海尔生物	556	-31.2%	49.0%	14.6%	79	-51.1%	1826	-12.0%	50.9%	20.0%	357	-22.6%
	山外山	181	71.1%	55.2%	25.9%	47	176.5%	576	122.0%	55.5%	31.3%	182	431.2%
	麦克奥迪	350	-23.2%	43.2%	13.1%	44	-39.8%	1028	-18.5%	42.4%	11.9%	120	-34.3%
	戴维医疗	142	0.6%	55.6%	21.9%	31	-22.8%	459	31.2%	58.0%	26.8%	123	61.6%
	东星医疗	109	3.4%	47.2%	19.9%	21	-13.3%	311	-2.1%	48.0%	23.7%	71	-7.2%
	华康医疗	452	18.0%	36.8%	8.1%	37	-7.4%	1145	47.0%	35.1%	5.2%	60	6.7%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：从23年前三季度IVD细分领域表现看，疫情影响分子、POCT表现业绩，生化因集采承压

2.2 IVD

- **IVD集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。** IVD分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法，为了提供全面的检测解决方案，提高行业竞争力，IVD厂商通常同时布局多元诊断领域。2023前三季度IVD板块实现营收323.7亿元(-31.5%) 板块业绩有所承压，主要系去年同期新冠产品销售基数较高所致，剔除新冠相关标的，实现营收293.6亿元(+2.1%)。化学发光、生化、POCT试剂陆续进入集采，利好国产替代，龙头效应明显。海外市场，尤其是发展中国家IVD检测需求旺盛，国内厂商如新产业、迈瑞医疗等纷纷布局，公司业绩有望实现国内+海外持续增长。IVD板块建议关注：**新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物。**
- **免疫诊断：**免疫诊断是国内IVD最大的细分赛道，2023前三季度实现营收191.5亿元(+9.2%)。1) 集采利好国产龙头替代：安徽省牵头化学发光带量采购实施，从2021年安徽省化学发光带量采购试点结果看，国产试剂具有价格优势，集采后市场份额明显提升。23Q4即将迎来省际联盟带量采购工作，化学发光企业有望进一步提高国产渗透率。2) 考虑到海外尤其是发展中国家对中高速发光设备的需求，中高速设备装机带动长期试剂收入增量，**出海有望成为企业的第二条成长曲线。**
- **分子诊断和POCT：**随着疫情影响淡化，新冠业务产品收入急速下滑，常规业务稳步增长。分子诊断板块2023前三季度实现营收30.4亿元(-14.6%)，POCT板块2023前三季度实现营收38亿元(-70.5%)。
- **生化诊断：**江西省牵头生化诊断试剂带量集采，企业实现“以价换量”。2023前三季度实现营收43.2亿元(-63.1%)。1) 2022年底肝功能生化试剂带量集采，平均降幅为68.6%，国产品牌份额占比提升，23.7对集采产品实施“技耗分离”收费。2023H2继续开展肾功、心肌酶生化试剂集采工作，集采覆盖的生化试剂市场体量合计达70%，预期规则和降价幅度可参考肝功集采结果。2) 肾功试剂集采在23Q4开启，生化诊断企业即将迎来新一轮的以价换量热潮。

2023Q1-Q3 IVD子板块财务数据

领域	细分	23Q3						23Q1-Q3					
		收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率
IVD	免疫	68.5	8.6%	-	-	-	-	191.5	9.2%	-	-	-	-
	分子	10.2	-13.8%	1.9	10.5%	59.9%	18.8%	30.4	-14.6%	6.3	23.2%	58.6%	20.4%
	POCT	12.6	-65.9%	0.6	-95.0%	68.5%	5.0%	38.0	-70.5%	3.9	-90.5%	69.6%	8.1%
	生化	11.9	-31.6%	1.7	-60.7%	60.1%	13.9%	43.2	-63.1%	8.1	-80.9%	60.5%	18.7%
	其他	7.0	24.3%	1.1	47.7%	50.9%	15.6%	20.6	31.6%	3.4	44.0%	48.4%	16.3%
	合计	110.3	-18.3%	-	-	-	-	323.7	-31.5%	-	-	-	-
	剔除新冠后合计	101.7	3.4%	-	-	-	-	293.6	2.1%	-	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理（因迈瑞医疗体量大，所以拆分成生命信息支持、影像和IVD三大业务线）。剔除新冠相关标的包括：万孚、凯普、之江、硕世、奥泰、博拓

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
免疫	迈瑞医疗 (IVD业务)	3455	22.7%	-	-	-	-	12330	20.8%	-	-	-	-
	新产业	1043	18.5%	74.4%	41.9%	437	23.0%	2908	26.6%	72.4%	40.8%	1187	28.4%
	安图生物	1135	-6.3%	66.4%	31.7%	355	-2.8%	3242	-1.2%	64.6%	28.2%	901	0.2%
	迈克生物	734	-21.6%	57.9%	13.1%	94	-51.8%	2115	-22.2%	54.9%	12.7%	269	-55.3%
	普门科技	251	10.6%	69.1%	28.0%	70	31.4%	809	20.1%	66.4%	25.2%	205	33.9%
	科美诊断	126	-7.6%	75.8%	34.6%	44	-10.5%	345	-4.1%	75.3%	34.8%	120	1.7%
	浩欧博	110	6.1%	66.3%	15.6%	17	-15.2%	300	17.9%	62.8%	12.9%	39	-13.1%
生化	九强生物	417	1.7%	77.6%	30.9%	130	21.9%	1234	9.9%	75.6%	29.8%	371	37.9%
	美康生物	494	-19.1%	45.7%	10.9%	55	-3.2%	1471	-22.6%	44.9%	15.2%	230	13.0%
	利德曼	113	-32.5%	56.9%	8.1%	7	-30.9%	340	-37.2%	56.4%	8.4%	24	-31.1%
分子	艾德生物	249	20.4%	83.6%	18.9%	47	-65.2%	708	18.1%	83.6%	24.6%	174	-22.5%
	中源协和	404	-0.8%	71.0%	11.8%	50	0.2%	1202	2.2%	69.5%	10.8%	133	15.7%
	凯普生物	244	-82.8%	53.0%	11.2%	49	-90.3%	851	-80.0%	61.7%	13.7%	172	-88.4%
	之江生物	58	-85.6%	72.9%	5.2%	3	-98.0%	205	-89.1%	62.4%	16.9%	35	-94.5%
	硕世生物	90	-91.3%	50.5%	-119.9%	-108	-127.6%	276	-93.6%	60.1%	-63.7%	-176	-110.8%
	安必平	144	8.9%	65.5%	10.0%	19	130.9%	355	-5.3%	69.2%	5.3%	38	-13.9%
	睿昂基因	71	-28.5%	79.9%	4.0%	3	-83.1%	199	-27.0%	75.0%	5.6%	19	-48.6%
POCT	万孚生物	516	-22.2%	60.8%	12.6%	65	5.4%	2004	-57.3%	62.8%	19.8%	400	-67.8%
	基蛋生物	298	-26.3%	65.8%	20.9%	60	-58.5%	1001	-27.3%	67.4%	23.3%	229	-51.8%
	易瑞生物	53	-45.6%	68.6%	-55.7%	-30	-868.4%	165	-71.1%	48.7%	-60.1%	-99	-166.8%
	奥泰生物	172	-39.9%	50.9%	17.7%	30	-47.5%	560	-81.4%	47.9%	18.1%	102	-92.5%
	博拓生物	100	-57.0%	43.8%	29.1%	30	-78.6%	312	-82.2%	41.9%	28.8%	92	-89.7%
	英诺特	55	-9.7%	74.5%	16.6%	9	-52.3%	278	-10.3%	71.6%	31.1%	87	-32.2%
其他	迪瑞医疗	354	23.0%	50.5%	20.5%	72	16.8%	1049	30.7%	49.8%	22.3%	234	20.4%
	博晖创新	279	30.4%	48.5%	4.0%	8	142.0%	806	34.9%	42.6%	1.8%	14	-136.0%
	赛科希德	63	8.2%	64.4%	43.9%	28	-10.3%	204	24.4%	63.2%	43.0%	88	12.3%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：从23年前三季度器械主要细分领域表现看，眼科需求旺盛

2.3 高值耗材

- **心脑血管高值耗材**：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。23年前三季度板块收入91.7亿元(-8%)，归母净利润22.2亿元(+6%)。23Q3收入29.2亿元(-8%)，归母净利润6.7亿元(-8%)。剔除乐普医疗后板块Q1-Q3实现营收29亿元(+31%)，实现归母净利润8.6亿元(+38.7%)，业绩实现快速增长。心脑血管高耗领域相关标的：**赛诺医疗**。
- **眼科**：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。23年前三季度板块实现收入39.9亿元(+23.1%)，归母净利润11.2亿元(+28.7%)，主要系2022Q1-Q3低基数影响，表现增速高。眼科相关标的：**欧普康视、爱博医疗、昊海生科**。
- **骨科高值耗材**：Q2脊柱国采执行，企业对应业务业绩承压；关节集采执行满一年，营收恢复快速增长。23年前三季度板块实现收入37.5亿元(-11%)，归母净利润5.8亿元(-48%)。主要系骨科脊柱国采影响，各厂家出厂价有所下降，同时部分厂家进行了渠道库存补差价。目前骨科三大领域已经全面执行集采。骨科相关标的：**爱康医疗、春立医疗**。
- **肾科**：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。肾科相关标的：**山外山、三鑫医疗、健帆生物**。

2023Q1-Q3高值耗材子板块财务数据

领域	细分	23Q3						23Q1-Q3					
		收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率
高值耗材	心脑血管	29.2	-8.5%	6.7	-7.6%	68.6%	23.0%	91.7	-8.2%	22.2	5.9%	68.1%	24.5%
	眼科	14.7	12.2%	4.4	5.9%	75.9%	29.8%	39.7	22.7%	11.2	29.0%	75.0%	29.6%
	骨科	11.2	-7.0%	1.2	-50.7%	65.4%	10.4%	37.5	-11.2%	5.8	-47.7%	71.0%	16.3%
	其他高值耗材	12.2	2.4%	3.1	7.6%	72.6%	25.6%	37.3	-7.7%	9.9	-23.0%	72.6%	26.7%
	合计	67.3	-2.4%	15.4	-7.7%	70.4%	22.9%	206.3	-4.1%	49.1	-8.5%	70.8%	24.4%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
心脑血管	乐普医疗	1958	-19.4%	65.6%	20.7%	392	-27.7%	6259	-19.4%	65.1%	22.4%	1354	-25.2%
	惠泰医疗	426	28.4%	70.7%	33.8%	146	43.4%	1214	36.8%	71.4%	32.7%	403	54.8%
	佰仁医疗	90	12.5%	91.0%	27.7%	26	15.8%	257	16.6%	89.7%	26.6%	70	17.5%
	心脉医疗	267	29.9%	76.3%	40.3%	109	26.9%	888	33.8%	76.9%	43.3%	388	29.1%
	赛诺医疗	83	49.8%	60.4%	-14.9%	-12	67.8%	245	47.4%	58.7%	-18.2%	-42	-61.7%
	冠昊生物	98	7.7%	86.5%	8.1%	11	-15.1%	309	5.1%	80.4%	12.3%	41	-117.8%
眼科	欧普康视	539	2.4%	78.3%	47.0%	227	-7.9%	1320	9.0%	76.7%	45.7%	538	6.5%
	爱博医疗	261	55.2%	78.9%	32.5%	89	19.7%	668	51.4%	81.5%	36.5%	252	26.6%
	昊海生科	669	8.8%	72.8%	17.7%	122	34.0%	1982	25.2%	71.6%	16.5%	327	102.0%
骨科	威高骨科	277	-17.7%	58.9%	3.7%	10	-79.7%	1083	-22.3%	68.1%	11.3%	122	-72.4%
	大博医疗	376	-7.6%	62.5%	4.2%	4	-87.1%	1125	-8.9%	67.3%	10.4%	98	-54.0%
	春立医疗	251	33.3%	67.0%	21.7%	55	3.5%	792	4.2%	70.7%	22.8%	181	-13.9%
	三友医疗	77	-58.5%	67.3%	6.1%	3	-93.0%	359	-25.5%	80.1%	21.0%	66	-46.8%
	奥精医疗	66	-8.4%	84.4%	27.5%	19	-42.3%	184	4.3%	83.1%	28.2%	54	-17.0%
	康拓医疗	71	13.3%	81.2%	35.1%	25	-2.3%	207	15.8%	81.1%	30.8%	64	-0.9%
其他	健帆生物	474	0.5%	80.9%	30.7%	146	16.6%	1486	-26.6%	80.7%	28.3%	424	-51.5%
	南微医学	598	8.4%	64.6%	20.7%	122	19.7%	1745	15.4%	64.0%	22.6%	387	70.3%
	正海生物	97	-11.4%	90.6%	39.6%	38	-24.9%	322	-5.7%	90.4%	46.1%	148	-4.5%
	天臣医疗	54	-12.8%	55.0%	12.0%	7	-48.5%	182	8.0%	56.9%	18.2%	33	4.2%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

2 业绩总结：从23年前三季度器械主要细分领域表现看，新冠低耗产品同期基数大

2.4 低值耗材

- 注射穿刺类：新冠基数影响表观业绩，海外库存消化仍需时间。
- 药用玻璃瓶：受益集采，中硼硅产品持续放量。
- 医用敷料/医用导管：新冠产品基数较大，常规业务平稳增长。低值耗材领域建议关注：振德医疗。

2023Q1-Q3低值耗材子版块财务数据

领域		23Q3						23Q1-Q3					
		收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率	收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	毛利率	净利率
低值耗材	注射穿刺类	14.3	-6.9%	1.7	-9.4%	34.3%	11.9%	41.9	-12.6%	5.2	-21.6%	34.2%	12.4%
	药用玻璃类	14.7	23.4%	2.3	33.8%	28.2%	15.6%	43.4	21.3%	6.5	21.0%	26.4%	15.0%
	医用敷料、敷料	12.3	-32.0%	1.1	-51.8%	36.2%	9.4%	41.9	-19.5%	4.4	-25.0%	36.9%	10.6%
	其他	4.5	-19.4%	0.5	-57.7%	38.8%	11.6%	11.9	-34.0%	1.3	-69.9%	36.8%	10.7%
	合计	45.8	-10.0%	5.7	-21.1%	33.3%	12.5%	139.1	-9.6%	17.4	-21.4%	32.8%	12.5%

主营业务	公司	23Q3						23Q1-Q3					
		营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY	营业收入 (百万元)	YOY	毛利率	净利率	归母净利润 (百万元)	YOY
注射穿刺类	济民医疗	233	15.1%	42.4%	3.5%	6	-65.2%	678	5.9%	44.0%	9.1%	45	-44.8%
	采纳股份	116	12.8%	44.1%	35.5%	41	20.0%	294	-22.2%	39.1%	31.6%	93	-30.9%
	康德莱	595	-21.6%	31.2%	10.5%	53	-34.6%	1875	-21.8%	32.6%	11.9%	187	-27.1%
	三鑫医疗	348	7.4%	35.7%	15.9%	52	37.4%	930	-5.5%	34.4%	16.3%	141	-0.8%
	五洲医疗	138	-6.4%	22.2%	12.9%	18	2.1%	415	4.7%	21.6%	13.0%	54	10.4%
药用玻璃瓶	山东药玻	1251	23.6%	30.7%	18.3%	229	32.3%	3674	22.9%	28.2%	16.7%	614	24.1%
	正川股份	220	22.3%	13.7%	2.3%	5	178.0%	668	13.1%	16.6%	5.3%	36	-15.7%
医用导管/ 医用敷料	振德医疗	903	-36.9%	33.3%	7.3%	63	-65.6%	3209	-23.5%	34.3%	9.6%	301	-34.0%
	维力医疗	325	-13.1%	44.3%	15.9%	52	-6.1%	977	-2.7%	45.4%	15.5%	144	4.7%
其他	拱东医疗	254	-33.2%	32.0%	10.7%	27	-72.1%	713	-39.6%	32.1%	12.4%	88	-71.4%
	迈普医学	60	35.8%	82.7%	22.5%	14	53.6%	146	4.7%	81.0%	17.4%	25	-15.6%
	洁特生物	133	1.8%	31.7%	8.3%	11	-29.6%	330	-31.4%	27.4%	4.3%	14	-83.7%

数据来源：Wind，西南证券整理

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：省及省联盟将是器械集采的主体层级

DRG政策：持续推动医保控费，临床倾向选择更合理的治疗方案及质优价低的耗材

医保局持续推动医保控费

医保局《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》分期分批加快推进，从2022到2024年，全面完成DRG/DIP付费方式改革任务，以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于40%、30%、30%的统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并实际付费。预计到2025年底，GDR/DIP支付方式计划将覆盖所有符合条件的、开展住院服务的医疗机构，基本实现病种全覆盖。

对医疗器械行业的影响：对国产来说，机遇>挑战

- ◆ **挑战**：医院关注成本控制，减少不必要的检查和一些高值耗材的过度使用。
- ◆ **机遇**：1）国产价格优势，DRG后利好进口替代；2）提高医院效率，手术微创化、介入化；3）检验外包趋势加速

带量采购政策趋势：联盟集采为核心

带量采购策略：联盟集采为核心

- 2022年更加重视省级联盟集采，价格联动广泛运用；一方面京津冀3+N联盟参与省份越来越多，另一方面联动的策略越来越多，如3+N冠脉药物球囊和起搏器联动20210908、3+N创伤带量联动20220209、3+N冠脉扩张球囊联动20220215、陕西等9省联盟人工晶体联动20220127等。
- **2023年2月28日，医保局公布2023年带量采购计划**
 - 陕西：牵头硬脑膜补片、疝修补耗材省级联盟采购
 - 河南：牵头神经外科等耗材省际联盟采购
 - 安徽：牵头体外诊断试剂省际联盟采购

带量采购品种：扩围

- 不断扩围，从2021年安徽试点IVD、大型乙类设备，到2022年部分地区试点神经介入、电生理导管、口腔种植牙等产品。由于各省都有高值耗材带量采购指标，一些“偏创新和偏消费”的品种也有在区域集采的风险，如河北、江苏、浙江等地神经介入和四川种植牙集采。
- **市场规模为决定性因素**：聚焦临床用量大、市场规模可观的产品（例如：种植牙、ok镜、人工耳蜗等）
 - **高单价产品为重点扩围对象**：高价器械单品为集采重点监控对象。
 - **同品类横向扩展类产品亦在集采之列**：部分产品尽管市场规模较小，但若与集采产品有较高协同性，亦是集采的拓展范围（例如药物球囊和导丝/导管等亦被集采）

带量采购方案：兜底制

方案逻辑逐渐统一，规则一般包括：最高有效申报价+兜底降价幅度+龙头优势。1）2020年冠脉支架；2）2021年人工关节；3）2022年9月脊柱、10月江西生化和福建电生理、腔镜吻合器等集采方案；**有兜底的集采有望逐渐形成市场共识。**

价格趋于稳定：集采、谈判、及续约政策趋于完善

自2019年国务院颁发《治理高值医用耗材改革方案》，经过几年时间数轮国采及省际联盟后，集采、谈判、续约等政策趋于完善，价格政策也趋于稳定。在老龄化时代强需求的背景下，将迎来创新器械后续放量。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：第四批高耗国采主要针对眼科的人工晶体及骨科的运动医学类耗材

- **目前已进行四批国采**：四批国采分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱、2023年11月人工晶体和运动医学，规则逐渐完善。2023年5月18日，医保局在主题发布会上宣布即将开展第四批国采，主要是针对眼科的人工晶体和骨科的运动医学类耗材。
- 眼科类医用耗材包括人工晶体、晶体植入器及眼用粘弹剂等；
 - 骨科类医用耗材包括锚钉、修复用缝线、界面固定钉、横穿固定钉、软骨固定钉、软组织固定钉、可调式固定板、不可调式固定板、人工韧带系统、半月板修复移植系统、关节镜配套系统、脉冲冲洗器、钻头、磨头、刨刀、异种骨、同种异体骨、人工合成骨及骨形成蛋白等。
- **第四批国采涉及品类相对简单，11月30日披露中选结果，平均降幅-70%，进一步释放集采改革的制度性红利，减轻群众负担。**

截至2023年11月底国家组织高值耗材带量采购方案

国采方案

启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.5.18
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27	2023.11.30
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体植入术（人工晶体、晶体植入器，眼用粘弹剂）；运动医学类（钉、线、板、人工韧带系统、关节镜配套系统等）
占上年度采购量比重	80%	90%	100%	-
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制	1) A、B竞价单元内，按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复活机制：人工晶体降40%、运动医学降60%可获得拟中选资格；3) 有效申报企业不超过2家、竞争不充分的竞价单元：人工晶体降20%、运动医学降30%可获得拟中选资格。符合预期。
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据排名先后梯度分配基础量；在剩余量分配中，将打通A、B竞价单元按竞价比价格由低到高重新排名。对于按复活机制中选的企业，只有排名进入前40%的可以参与分配，否则将失去分配资格。
平均降价幅度	93%	82%	84%	70%
是否伴随费用	无	有	有	-
执行周期	2年	2年	3年	2年
回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	-

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：23年省际联盟采购重点为神经外科耗材及体外诊断试剂

- **地方层面将推进吻合器、超声刀等普外科耗材集采，继续探索体外诊断试剂集采：**根据2023年3月发布的《国家医疗保障局办公室关于做好2023年医药集中采购和价格管理工作的通知》，各地方层面将聚焦心内科和骨科等重点产品，推动更多省份进行吻合器、超声刀等普外科耗材的集中采购，并继续探索体外诊断试剂的集中采购。各省份至少开展一批省级耗材集中采购。
- **2023年3月医保局重点指导3个省份开展集采工作：**
 - 陕西牵头开展硬脑(脊)膜补片、修补耗材省际联盟采购
 - 河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购
 - 安徽牵头开展体外诊断试剂省际联盟采购
- **2023年3月十八省（区、兵团）联盟采购办公室启动了通用介入类和神经外科类医用耗材联盟采购申报信息确认工作**
 - 涉及品类包括Y接头、环形主射器、三联三通、输液港、血管鞘、血管止血装置、压力延长管、造影导管、造影导丝、中心静脉导管及中线导管、抓捕器等通用介入类耗材，动脉瘤夹、颅骨钉、颅骨盖孔板、颅骨连接片、颅骨锁、颅骨网、脑脊液分流、体外引流等神经外科类耗材。
- **2023年6月2日，江西公布肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购（23省肝功能集采）中选结果**
 - 在原来报量的基础上，根据此次肝功集采中选厂家产品的排名，按照《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购文件JX-HC2022-01》约定的规则，进行分量确认，签订供货协议
 - 从产品来看，除了铜蓝蛋白的测试包装组流标外，其他26个产品的51个规格皆在此范围内
- **2023年6月9日，安徽心肌项目集采结果即将落地执行**
 - 2023年6月9日，安徽省医疗保障局、安徽省卫生健康委员会、安徽省药品监督管理局三部门联合发布了《安徽省医疗保障局安徽省卫生健康委员会安徽省药品监督管理局关于执行凝血类、心梗类临床检验试剂集中带量采购中选结果的通知》
 - 产品范围：1）凝血六项检验试剂；2）心梗三项(POCT检测方式)检验试剂
 - 自2023年7月1日起执行，采购周期为2年，采购周期届满后，可根据市场发展变化、采购和供应等实际情况延长采购期限。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：23年省际联盟采购重点为神经外科耗材及体外诊断试剂

□ 2023年9月15日，河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购中选结果落地

- 2023年9月15日，河南牵头开展神经外科等耗材省际联盟采购，公司进行报价，中选结果当天公示
- 参与省份：河南、山西、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、江西、湖南、广东、广西、海南、贵州、云南、西藏、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团、福建、湖北、内蒙古等21省（自治区、兵团）
- 产品范围：颅骨锁、颅骨网、颅骨连接片、颅骨盖孔板、颅骨钉、固定压脑室腹腔分流系统、可调压脑室腹腔分流系统、固定压腰骶腹腔分流系统、可调压腰骶腹腔分流系统、简易脑室外引流系统、带测压装置系统脑室外引流系统、腰椎外引流系统、动脉瘤夹。
- 采购需求量：约定采购量按照不低于需求量的80%
- 最高有效申报价（未定）：各品种目录统一设置最高有效申报价，以企业申报价与最高有效申报价相比计算拟中选产品降幅。
- 采购周期：采购协议每年一签。续签采购协议时，约定采购量原则上不少于各地该中选产品上年约定采购量
- 分组：不设置AB组
- 复活机制：各品种以企业报价和本组目录最高有效申报价为基数计算，产品降幅不低于70%但竞价未中选的，可复活中选。各品种复活中选企业以医疗机构上报的50%需求量作为分配采购量。复活企业不参与待分配采购量分配。

□ 2023年11月17日，安徽牵头25省开展体外诊断试剂省际联盟采购（化学发光+分子检测集采）出具带量采购正式文件

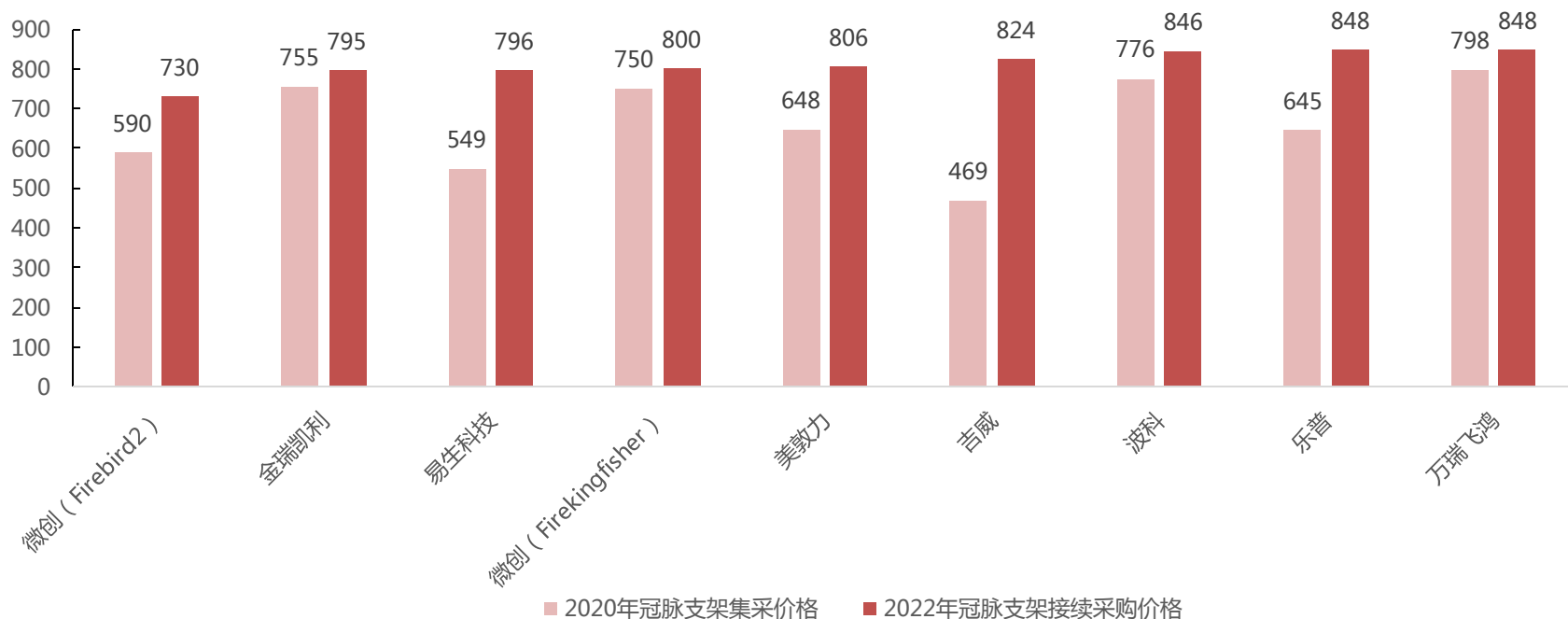
- 产品范围：传染病术前八项+性腺激素六项+糖代谢两项+分子诊断
- 采购方式方面，本次采购将单检测项目或组套检测项目品种齐全项目按医疗机构意向采购量，分为A、B两个竞价单元，性腺激素六项、传染病八项、糖代谢两项三类产品分别按组套采购，不能满足组套检测项目品种齐全的，作为C竞价单元组，根据企业报价由低到高或降幅由高到低进行排名，确定中选产品，实施带量采购及执行相关配套政策
- 本次带量采购周期为2年，自中选结果实际执行日起计算。采购周期届满后可根据实际情况适当延长采购期限。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：价格维度看，首个国采接续采购案例，平均价格有所提升

- 首个国采接续采购案例，平均价格有所提升。国耗联采办公室冠脉支架接续采购拟中选结果，14个拟中选产品平均价格为818元，剔除部分本次新入围的产品，第一批中选产品本次均有不同程度的提价，平均提价幅度25.3%。作为首个国采接续采购案例，兜底制有望引导长期高耗带量采购到期后的续标思路。

冠脉支架接续采购价格较首次冠脉支架首次集采价格有所提升

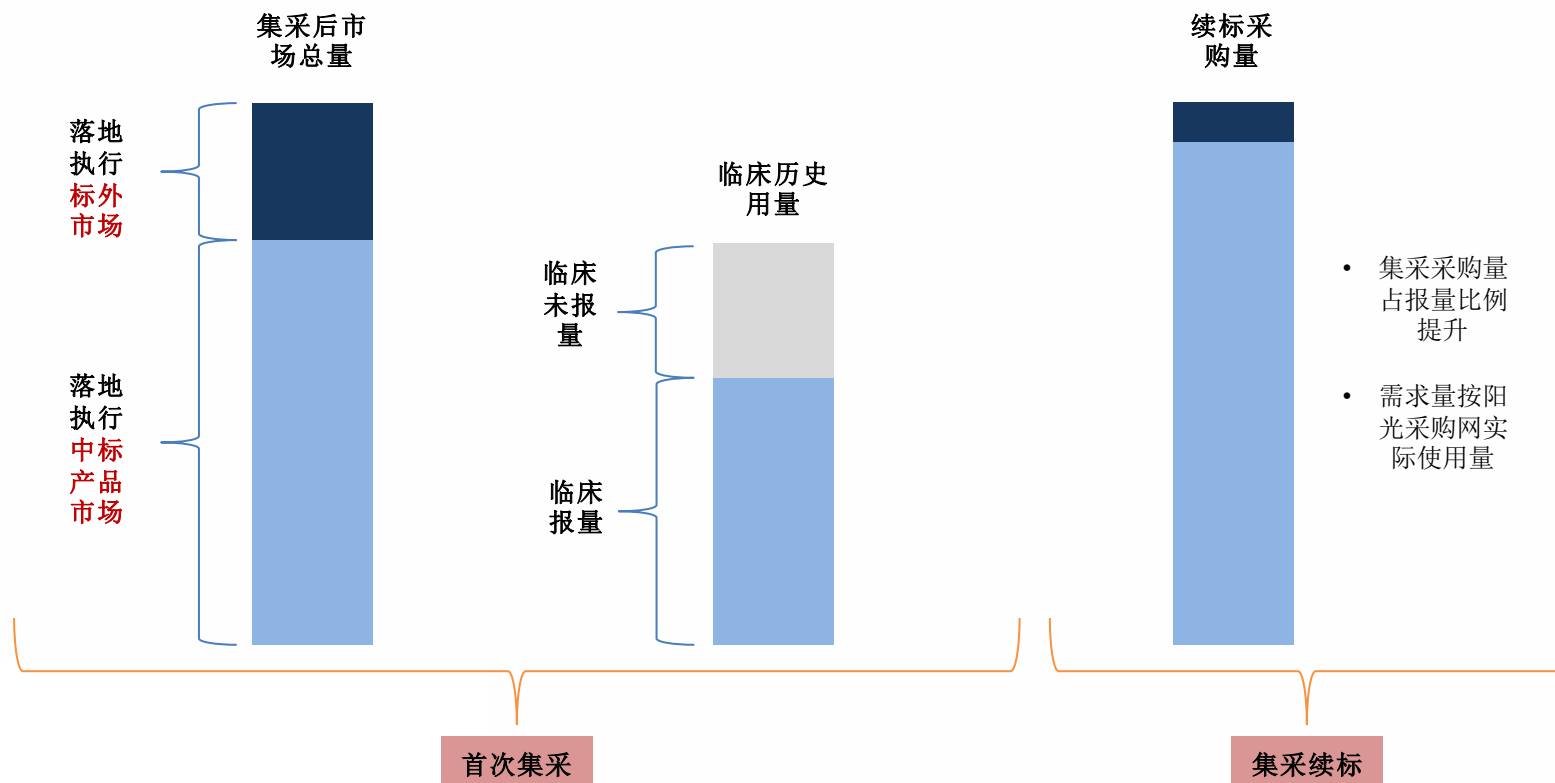


医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：续采后，标外产品市场份额被进一步压缩

□ 中标产品实际用量超过临床总用量的90%

- 单一标外市场较难为企业提供足够的生存空间
- 以集采后年度整体用量来看，除去集中采购量，其余临床仍会使用中标产品，导致标外产品的剩余市场空间不足
- 在续标后，标外产品的市场份额可能被进一步压缩。



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

3 器械控费政策更新：医疗反腐、医保控费、集采、技耗分离是组合拳

□ 医疗反腐或将影响销售合规性较差的中小型药企以及非临床必需的利益品种

- 短期药械新品种入院节奏可能存在季度递延情况，尤其是临床获益较少、价格虚高、渠道空间大的品种。
- 10月中旬以来，医疗反腐趋于缓和，整体器械设备入院进度逐渐回归；
- 长期来看，未来合规销售有望成为常态，有利于临床必需且真创新的品种，有望进一步推动行业持续良性创新发展。
- 未来将深刻影响企业研发和销售策略：1）药企研发思路更要聚焦在具有临床创新价值的创新品种上，仅靠改良剂型等方式的微创新将陆续被市场淘汰，叠加药械集采的常态化，行业集中度将会进一步提升；2）从销售推广策略上看，通过销售利益品种、让利渠道或医院的方式将陆续出清。从而逐渐转变为企业着重对医生及患者宣传其产品如何提升产品疗效、临床获益、患者生存质量的销售策略。由此情况下，企业销售推广人员也将产生结构性变化，向具备专业知识储备、具有临床经验的人员结构发展，由此带来好产品在专业销售的促进下实现快速放量积累现金流，以此持续投入创新研发的良性循环当中。

□ 集采降价后，推行技耗分离进一步助力节约医保费用

- 2022年，中国医学装备协会在北京召开了体外诊断（IVD）类医疗服务项目技耗分离与试剂分类编码技术研讨会。检验领域的技耗分离是指将检验服务中的技术成本和消耗成本分别核算和管理的一种方法。技术成本指医生、检验技师等人员的工作量、技术水平、检验设备的使用和维护等方面的费用。而消耗成本则指检验过程中需要消耗的物品和服务的费用。由于技术成本和消耗成本具有不同的性质和核算方式，因此在医疗机构的经营管理中，需要对二者进行分离。检验领域的技耗分离可以让医疗机构更加精确地掌握技术成本和消耗成本的情况，进而更好地控制检验科的经营成本，提高服务质量和效益。
- 1月27日，河南省医保局联合人社局、卫健委发布《2022年新增和修订的医疗服务价格项目的通知》，为41个检验项目医疗服务定价，被认为迈出了IVD技耗分离实质性的一步。4月，江西发布《关于肝功生化类检测试剂涉及医疗服务价格项目专项调价的通知》，涉及25项现行医疗服务价格项目。其中10个实施技耗分离收费，最高降幅40%，最低降幅10%。同月，安徽省发布《关于印发2023年度安徽省药品耗材集中带量采购工作方案的通知》，提到按照“总额控制、技耗分离”的原则，同步下调医疗服务价格。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

4 器械利好政策更新：新版配置证落地，大型医疗设备有望迎来放量

□ 2023年3月3日，国家卫健委颁布《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》

- 大型医用设备兜底条款提高2kw价格限额：甲类大型医用设备价格限额调增为 5000 万元，乙类调增为 3000~5000 万元。
- 管理品目数量减少：相比2018年版目录，管理品目由10个调整为6个，如64排及以上CT、1.5T及以上MR调出目录，医疗机构采购不再受配置证限制。

大型医用设备配置许可管理目录对比

		2005年	2018年	2023年
甲类	产品	/	重离子放射治疗系统	重离子质子放射治疗系统
		质子治疗系统	质子治疗系统	
		Cyber Knife	高端放射治疗设备，包括Cyber Knife、Tomo HD和HAD型号、Edge和Versa HD等型号直线加速器	高端放射治疗设备，包括磁共振引导放射治疗系统、X线立体定向放射治疗系统
		Tomo Therpy		
		γ刀		
		True Beam，TrueBeam STX型医用直线加速器		
		Axesse型医用直线加速器		
		MM50	/	/
		PET/MR	PET/MR	/
		PET/CT	/	/
		内窥镜手术器械控制系统	/	/
		306通道脑磁图	/	/
	采购价格	大于500万元	大于3000万元	大于5000万元
乙类	产品	CT	64排及以上CT	/
		MRI	1.5T及以上MR	/
		DSA	/	/
		SPECT	/	/
		医用直线加速器LA	直线加速器（含X刀）	常规放射治疗设备（包括LA、Tomo、γ刀）
		/	γ刀（包含用于头部、体部和全身）	
		/	/	
		/	PET/CT（含CT）	PET/MR
		/	内窥镜手术器械控制系统	PET/CT（含CT）
	采购价格	/	1000~3000万元	腹腔内窥镜手术系统 3000~5000万元

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

4 器械利好政策更新：新版配置证落地，大型医疗设备有望迎来放量

□ 2023年6月29日，国家卫健委发布《“十四五”大型医用设备配置规划》

- “十四五”期间，全国规划配置大型医用设备3645台，其中甲类新增规划数117台，乙类新增规划数3528台。高端医疗设备需求量提高将促进供给侧产业链发展升级，推动高端医疗设备制造业发展，提升高端医疗科技创新能力，尤其是国产大型医用设备产业将在需求扩容和国产扶持的双重政策加持下进入发展快车道。
- **管理目录和配置规划两大政策分工明确，提升整体医疗服务水平。**1) 管理目录放宽引导优质医疗资源下沉：管理目录品目缩减放宽、以高端医学影像诊断设备为代表（CT、MR）的大型医用设备划出目录、监管配置金额门槛上升，将引导所释放的医疗资源下沉基层，提升医疗卫生服务的可及性，缩小区域之间资源配置差异。2) 配置规划数量提高助力高端医疗建设：高端设备入院将促进国家医疗中心、区域医疗中心和高水平医院的持续建设发展，拔高尖端医疗水平，提升疑难疾病攻关能力，提高医疗服务水平的上限。

十四五大型医用设备配置规划（台）

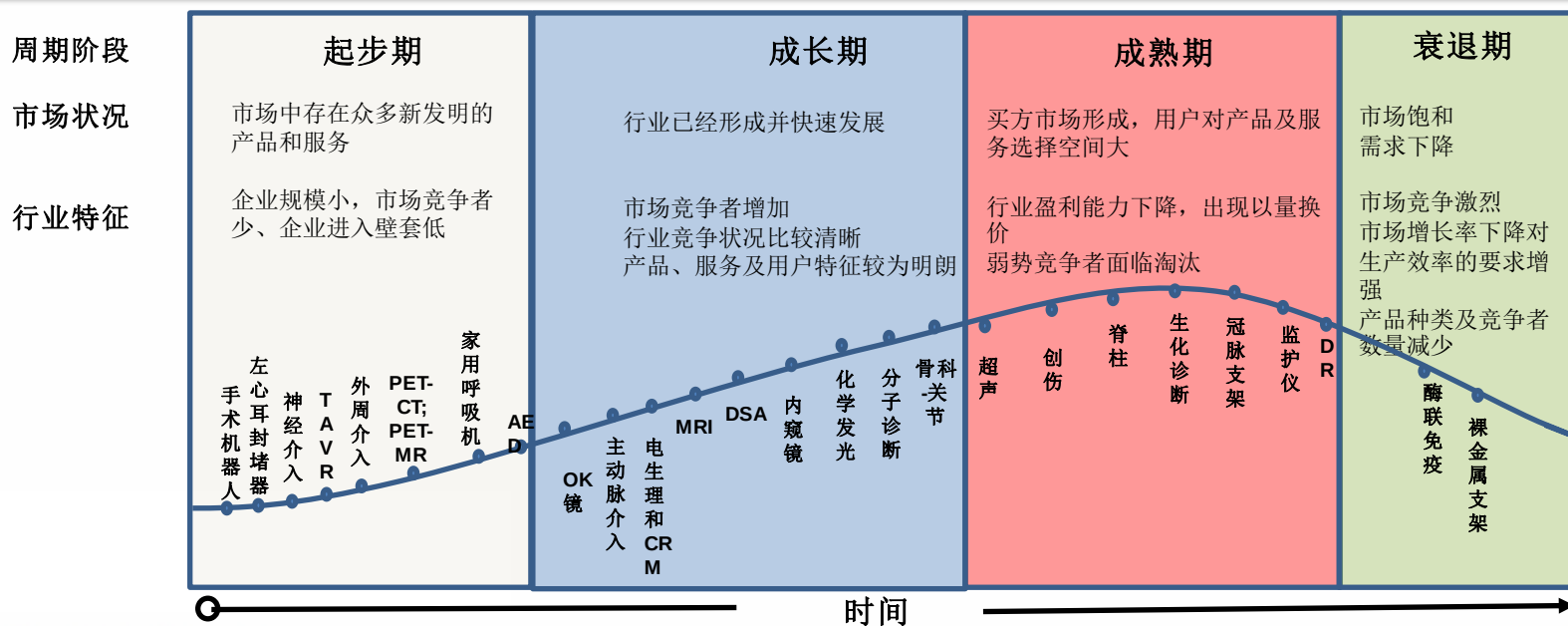
甲类					乙类				
设备/台	原数量	“十四五”规划数	规划总数	规划新增比例	设备/台	原数量	“十四五”规划数	规划总数	规划新增比例
重离子质子 放射治疗系统	19	41	60	215.8%	PET/MR	69	141	210	204.4%
高端放射治疗 设备	49	76	125	155.1%	PET/CT	807	860	1667	106.6%
合计	68	117	185	172.1%	腹腔内窥镜手术系统	260	559	819	215%
					常规放射治疗类设备	3365	1968	5333	58.5%
					合计	4501	3528	8029	78.4%

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

5 器械投资方向一：反腐、集采后刚需领域复苏

- **反腐、集采政策淡化，关注刚需领域复苏后的增量空间。** 医疗反腐趋于缓和，整体器械设备入院进度逐渐回归，择期手术有望复苏。目前有兜底的集采有望逐渐形成市场共识，市场对集采逐渐脱敏，后续销量有提升空间的赛道会逐渐得到关注，即不在依靠“医保免疫”，而是在新价格体系下具体去分析量增长的潜力。渗透率低往往代表术式不成熟，行业处于发展初期或成长期，创新属性较强，包括神经介入、电生理、高端人工晶体、TAVR。国产化率低往往代表技术壁垒较高，未来进口替代空间巨大，代表领域包括神经介入、电生理、人工晶体、外周介入、起搏器、化学发光。且随着疫情防控的放开，疫后门诊、手术恢复也将利好耗材赛道。

医疗器械产品的成长周期

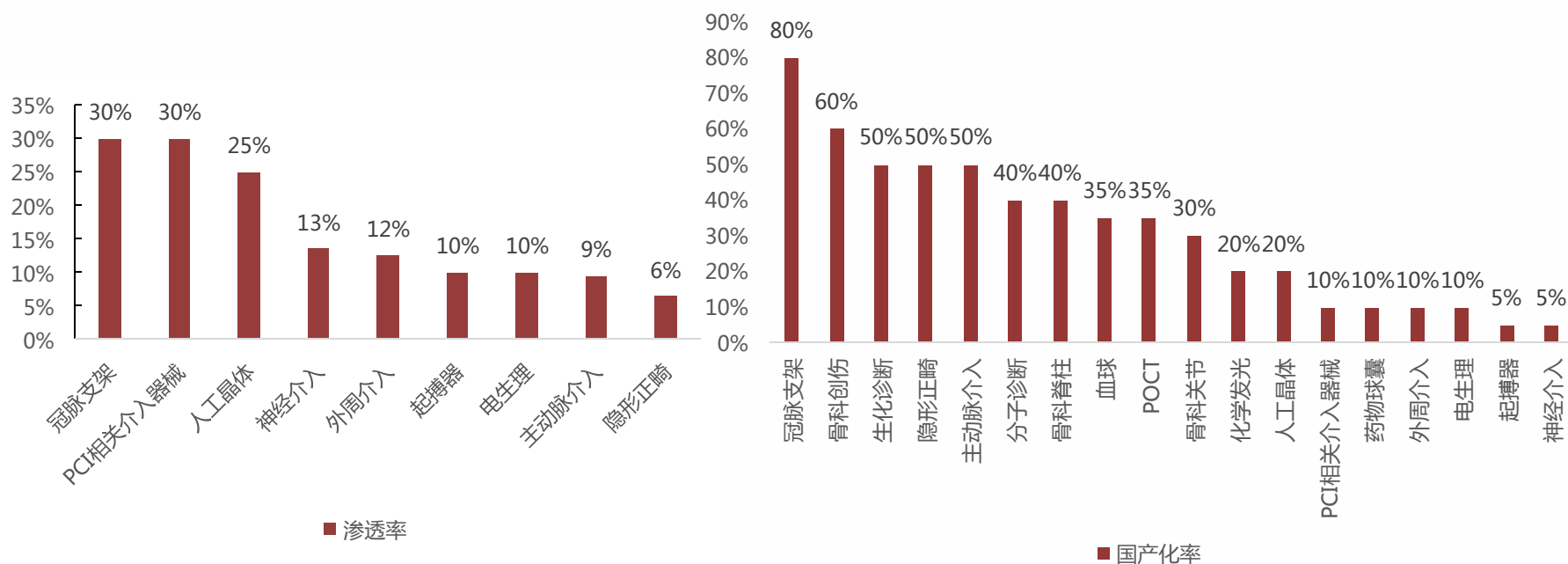


医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

5 器械投资方向一：反腐、集采后刚需领域复苏

□ **相关标的包括：**骨科（爱康医疗、春立医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物）、主动脉及外周介入（心脉医疗、先瑞达），电生理（微电生理、惠泰医疗）、TAVR、人工晶体、内镜耗材。

部分高值耗材和IVD领域渗透率和国产化率（2022年）

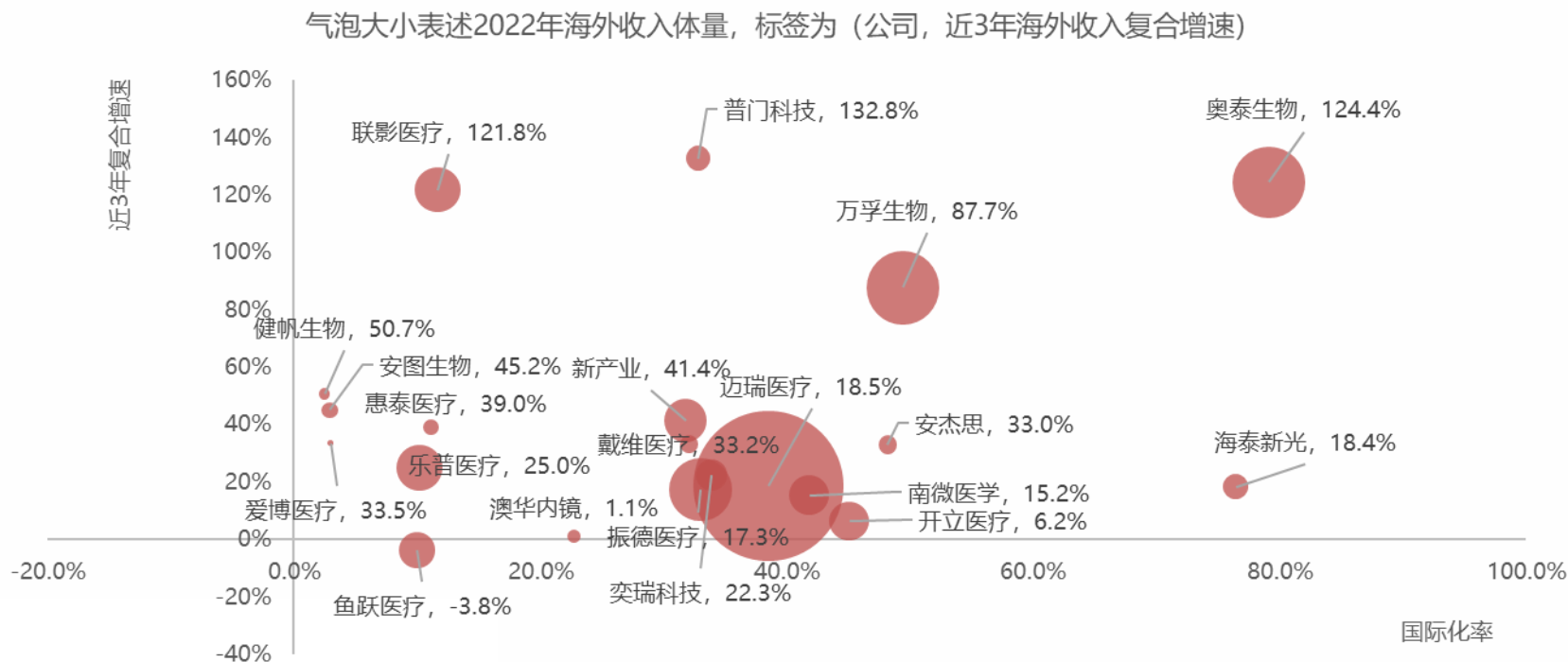


医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

6 器械投资方向二：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

- 国产器械的性价比逐渐得到全球认可，有望开启出海浪潮。近年来国产器械龙头不断推行国际化战略，目前国际化率普遍在30~40%，从增速看，近三年复合增速平均在50%左右（部分公司有疫情增量）。

主要A股器械公司国际化水平分析（海外收入体量、占比、近3年复合增速）

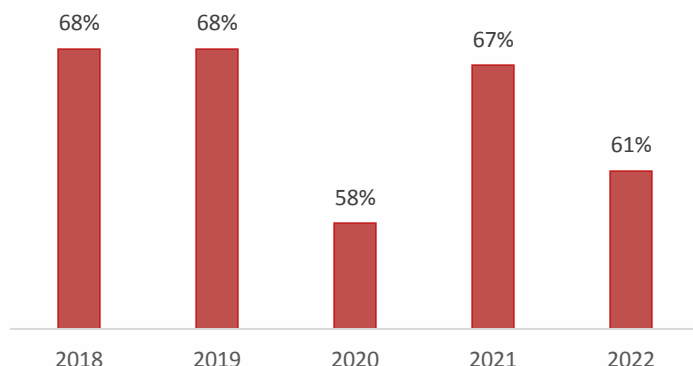


医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

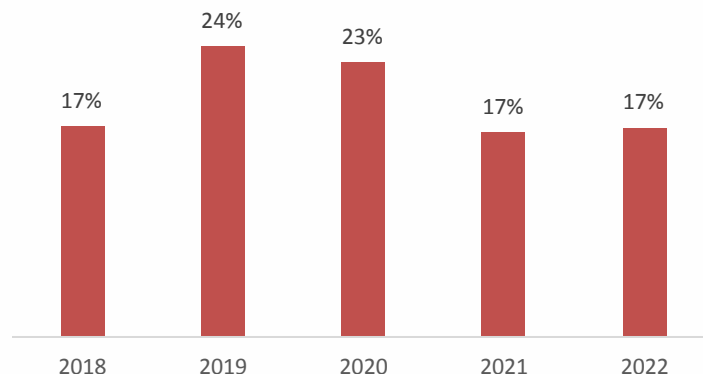
6 器械投资方向二：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

□ **相关标的：** IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物）、CGM（三诺生物）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、低值耗材、NASH检测（福瑞股份）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）

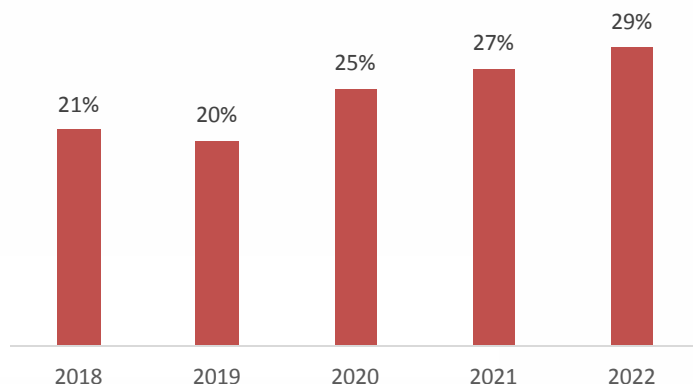
低值耗材上市公司出海收入占比情况



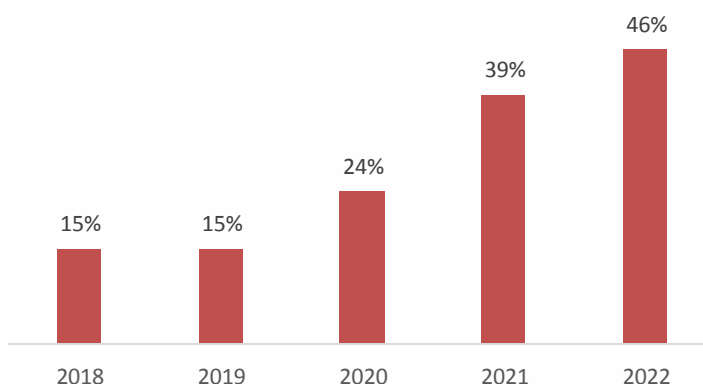
高值耗材上市公司出海收入占比情况



设备上市公司出海收入占比情况



IVD上市公司出海收入占比情况



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

7 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

- **医疗器械十四五规划更加强调供应链自主可控。**国内器械行业“大而不强、价值链低”的问题如何破局？工信部发布《“十四五”医疗装备产业发展规划》，提出了2025年医疗装备产业发展的总体目标和2035年的远景目标，并为保证目标实现提出了“7556”的推进思路，即围绕7个重点领域、部署5项重点任务、实施5个专项行动、采取6项保障措施。《规划》重点强调产业高端化升级、供应链安全稳定、核心技术补短板、跨界融合、创新产品推广运用等方面的顶层设计。到2025年的目标为：医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力，到2035年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。我们认为本次规划为贸易战、疫情后的首次五年规划，将对国产医疗器械全产业链自主可控产生深远影响。
- **产业基础攻关行动将引领基础材料、核心元器件、关键零部件、基础工艺等瓶颈短板的补齐。**未来高端影像设备、手术机器人、内窥镜、测序仪、呼吸机等高端设备有望实现突破上游供应链的国产化。
- **相关标的：**1) 高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）；2) 神经介入（赛诺医疗、归创通桥）；3) 手术机器人（微创机器人）；4) 内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）；5) 基因测序（华大智造）。

《“十四五”医疗装备产业发展规划》关注供应链

——全产业链优化升级。医疗装备亟需基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐，初步建成创新力强、附加值高、安全可靠的产业链供应链。

专栏1 产业基础攻关行动

攻关先进基础材料。着力攻关体外膜肺氧合机（ECMO）用中空纤维膜，血液净化设备用透析膜；高精度高表面质量钛、镍钛、钛铌、钽基金属丝、棒、管材等；电子计算机断层扫描（CT）用弥散强化无氧铜、钨钼合金，CT球管用真空高温轴承、大容量旋转靶盘等；正电子发射计算机断层扫描（PET）用高导热率电路板材料、CT/PET 探测器用闪烁体、防护装备用高效过滤材料；可吸收降解材料、高风险造影导丝、大动脉血管支架、腔道支架、冠脉支架、骨科植入材料、心脏瓣膜材料、无铅压电材料等，推动一批基础材料达到国际先进水平。

攻关核心元器件。开发医用 X 射线探测器模拟芯片、模数转换芯片，可穿戴设备系统级芯片，医用 AI 芯片等；医用高精度电流传感器、高温高精度温度传感器、高精高压电压传感器、高精度磁场传感器、3D 视觉系统中高速光学元件；可穿戴设备用柔性心电图（ECG）/脑电图（EEG）/肌电图（EMG）/血糖及压力传感器；柔性连接器、生物识别色谱传感器等。

攻关关键零部件。攻关呼吸机用比例阀；透析设备用真空泵、微型电磁阀，经鼻高流量氧疗仪用微型比例阀；大功率 CT 球管、高分辨率 X 射线光子计数探测器；磁共振高场强磁体、低温线圈、多核谱仪；先进彩超探头；放疗用栅控三级电子枪、高功率磁控管、高功率多注速调管、高变比固态调制器，六维治疗床等；医疗机器人用减速机、精密电机、光学镜头；实时荧光定量聚合酶链反应（PCR）检测系统用光电倍增管；导光率内窥镜光纤、高分辨率柔性光纤传像束等。

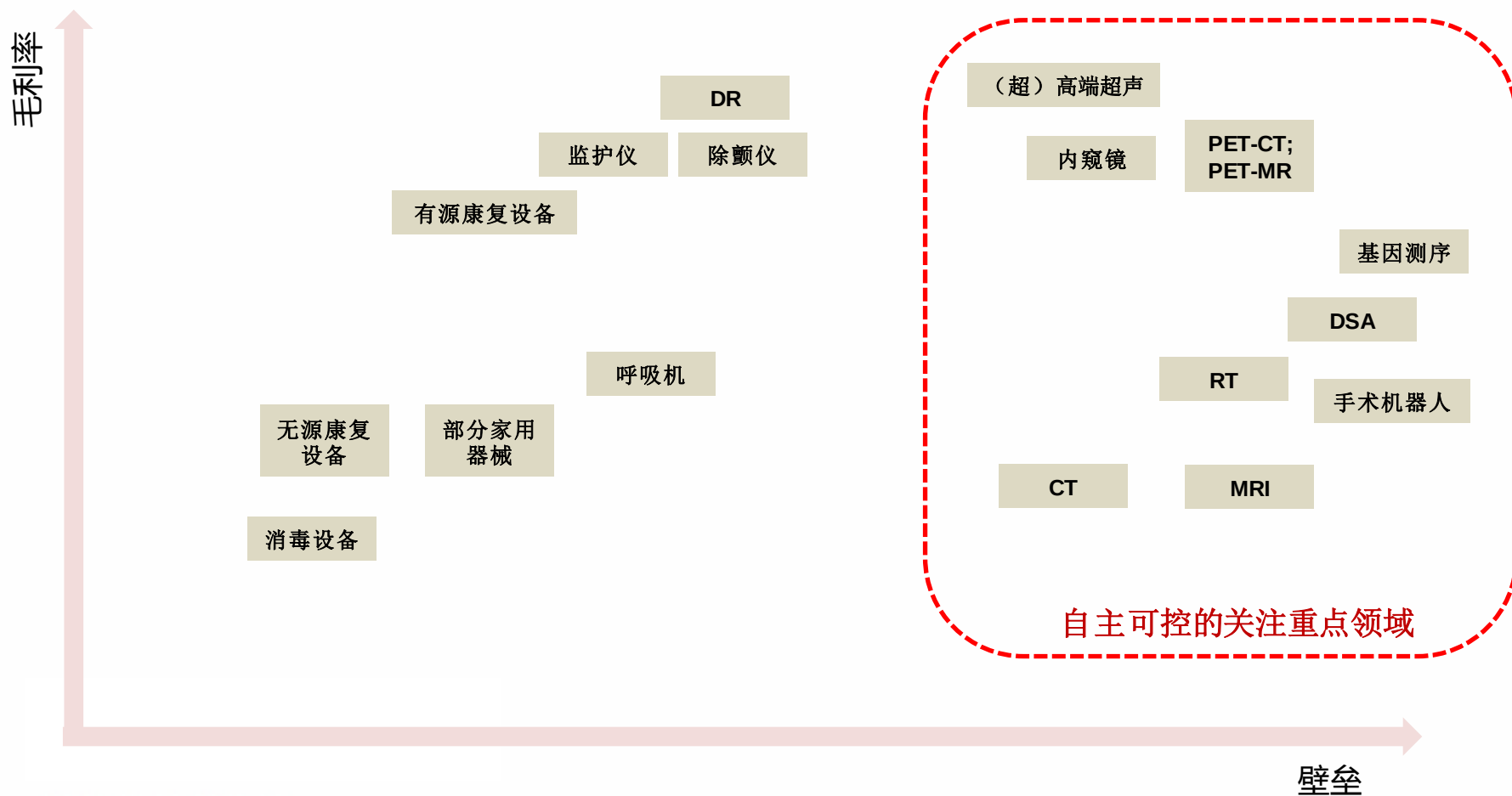
攻关诊断检验装备配套件。加强诊断检验装备配套试剂研制，提高产品灵敏度、精密度、长期稳定性、批量生产可控性，确保诊断检验装备持续改进、迭代发展。

攻关基础工艺。改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺，强化质量安全管理，提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

7 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

国产医疗设备所处位置



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

7 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

影像设备的保有量、国产化率、关键参数和零部件

	DSA	CT	US	MRI	PET-CT
2020年国内存量台数预计（台）	6500	30000	220000	12000	854
2020年国内每百万人保有量预计（台）	4.6	21.4	157.1	8.6	0.61
发达国家平均每百万人保有量（台）	33	65	600	43	5.8
2020年渗透率与发达国家比值	14%	33%	26%	20%	11%
2020年销量预计（台）	1129	5757	50000	1898	100
2020年综合出厂单价（万元）	350	300	20	470	1320
2020年市场规模（亿元）	39.5	172.7	99.2	89.2	13.2
2020年国产化率——销量角度	10%	45%	35%	30%	40%
国产龙头（份额）	万东（3.5%）、东软（2.3%）	联影（23.7%）、东软（11.6%）、安科（8.3%）	迈瑞（19.4%）、开立（4.2%）、祥生	联影（24%）、万东（4%）、东软（0.7%）	联影（26.4%）、东软（5%）
参数比较	DQE、探测器材料、空间分辨率、阳极热容量、最大功率	单圈扫描层数、阳极热容量、探测器材料和技术路线等	通道数、分辨率	磁体场强大小、射频线圈通道数量、梯度场强度和切换率	晶体材料、环数、光电转换方式
核心零部件	探测器、高压发生器、X射线管	CT球管、探测器、高压发生器	探头	磁体、梯度、射频	探测器晶体和光电转换器

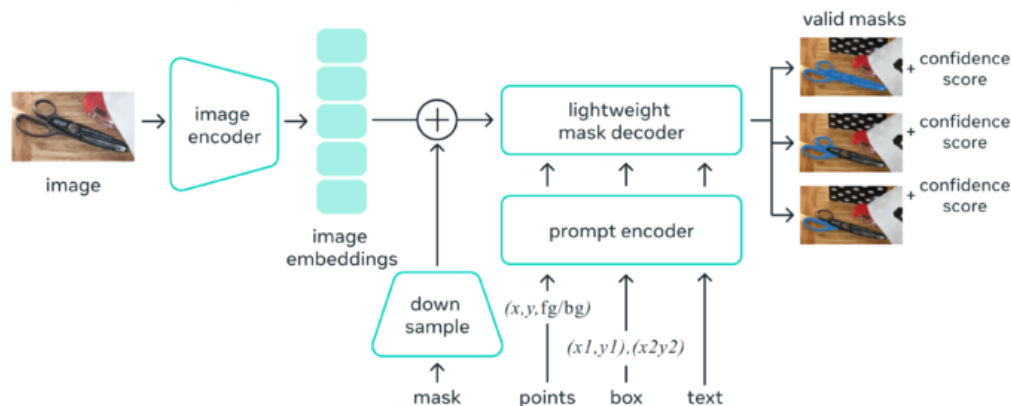
医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

8 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **Meta AI 发布并开源图像分割基础大模型SAM，促进机器视觉通用基础大模型研究。** Meta 在 4 月 5 日发布了机器视觉领域首个用于图像分割的通用大模型 Segment Anything Model (SAM) 及其训练数据集 Segment Anything 1-Billion (SA-1B) ，并将其开源于 GitHub。该模型的推出旨在促进机器视觉通用基础大模型的进一步研究，为图像分割领域的研究和应用提供更加完备的解决方案。SAM 模型基于 Meta 在 2021 年发布的 Unified Vision 模型架构，并在此基础上进行了优化和改进。该模型采用了多尺度特征融合和深度监督等技术，具有更好的图像分割效果和更高的鲁棒性。SA-1B 数据集是 Meta 开源的一个大规模的、高质量的图像分割数据集，包含 10 万张图像和 100 万个标注，涵盖了人、动物、车辆、建筑等多种类别。
- ❑ **开源 SAM 模型和 SA-1B 数据集将为机器视觉领域的学术研究和产业应用提供更加丰富的资源和技术支持。通过更加广泛地应用和改进 SAM 模型，将有助于推动图像分割技术在自动驾驶、医学影像分析、智能安防等领域的应用。**

SAM 架构

Universal segmentation model



SAM 分割图像



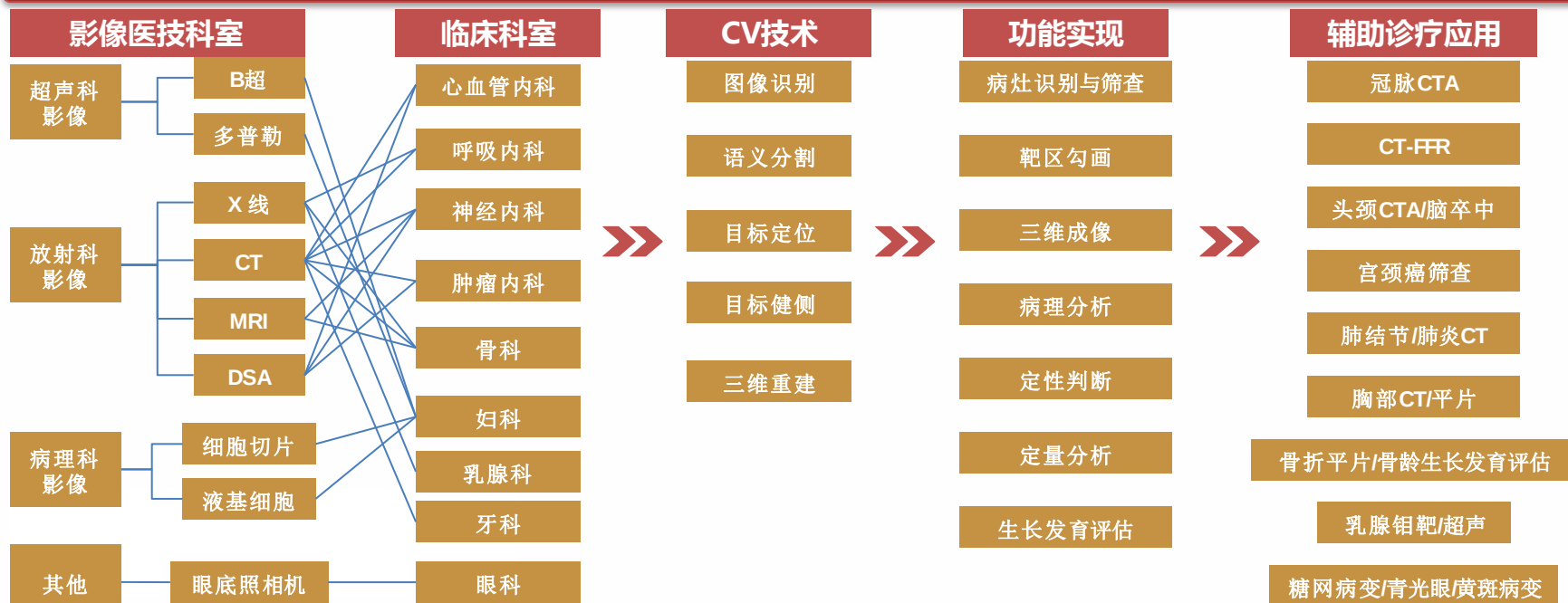
Figure showing the original (left) and segmented (right) image.

医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

8 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **AI影像中疾病筛查及辅助诊断类应用最为广泛。**AI医疗影像产品广泛应用于医技科室，包括超声影像、放射影像和病理影像等领域。AI医疗影像辅助诊疗软件集成了CV技术和深度学习，嵌入至医技科室的医疗器械设备中，以实现各种功能。这些软件的应用可帮助医生快速出具诊断结论和治疗方案。在AI医疗影像产品中，疾病筛查和辅助诊断产品是最早应用和竞争最激烈的品类，而辅助治疗类产品的进展较慢。因此，开发辅助诊断和为治疗康复规划的方案尤为重要。
- ❑ **冠脉和头颈类应用的市场前景较好，肺结节和肺炎类应用的市场覆盖率相对较高。**乳腺和肝脏的应用目前仍处于研发阶段，商业化进程正在推进。部分头部企业则主要基于某一临床科室应用起家，发展成为精品后，将业务线拓展至其他临床科室。
- ❑ **数据采集与结构化优势突出，图像标注更易标准化。**
- ❑ **不同科室对AI影像产品的需求存在差异点。**
- ❑ **相关上市公司：安必平、迪安诊断、祥生医疗、联影医疗、鹰瞳科技-B、美年健康、万东医疗等。**

AI 影像主要功能实现图谱



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

8 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **CDSS协助医生跨越单病种知识局限，二级医院需求空间大。** CDSS（临床决策支持系统）是一种计算机应用系统，主要通过运用相关的临床知识、患者基本信息以及病情信息，帮助医生加强医疗决策与行动，从而不断提高医疗诊断治疗的服务质量。
- ❑ 由于临床医师专业领域往往局限于单病种研究，且基层医生的误诊与漏诊率较高，CDSS的设计目的是为了帮助医生跨越单病种知识限制、规范医师诊疗行为、把控医疗质量、避免医疗差错以及减少不必要的医疗费用支出。
- ❑ 根据知识库的形成方式，CDSS分为基于知识库和非基于知识库两类。
 - 基于知识库的CDSS的知识库构建依赖人工预设好的知识库，并且知识库的内容必须有证据支持。
 - 而非基于知识库的CDSS则更多地依赖机器学习和自然语言处理技术，从大量实例中获取知识，并让计算机学习过去的经验与临床模式，将学到的经验放入知识库中，在诊疗过程中结合机器学习构建的知识库自动识别和实时管控诊疗缺陷。
 - 目前，CDSS多为基于知识库和非基于知识库两种混合产品，以基于知识库的CDSS为主，非基于知识库的CDSS为辅，共同服务临床决策。
- ❑ 由于临床质控水平有待提高，三乙医院和二甲医院具备充足的购买预算，成为CDSS产品的主要采购力量；优质医生资源短缺和信息化进程缓慢，基层医疗机构对CDSS产品有很强的内在需求。
- ❑ **AIGC将大幅提升效率：**在临床人机交互使用中，AIGC将能够辅助 workflow。基于底层算法和需求生成的文本、图片、等多媒体将辅助 CDSS 中的知识搜索、辅助问诊、病症解读、单病种质控等多种临床应用。
- ❑ **相关上市公司：**金域医学、医渡科技、久远银海、润达医疗、朗玛信息等。

CDSS系统构建流程

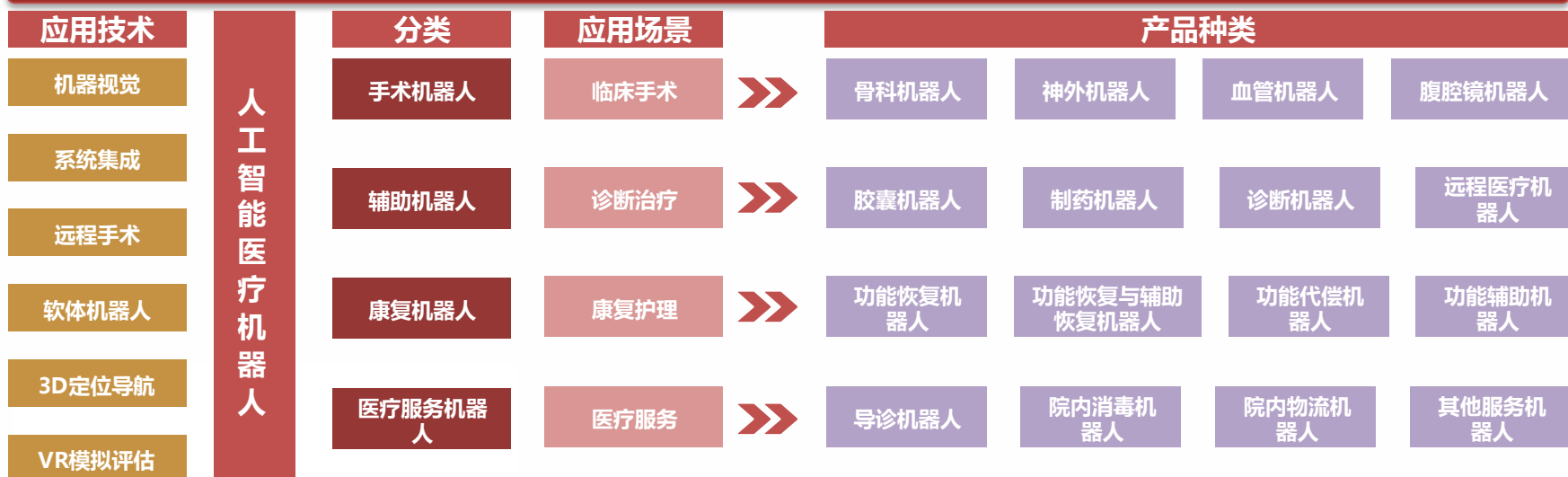


医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

8 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

- ❑ **AI医疗手术机器人三甲医院需求强烈。**机器人被设计用于进行外科手术、辅助诊断、医疗服务和康复治疗等医疗活动，具有医用性、临床适应性和交互性。可以根据实际的医疗环境进行检测、移动、提示等操作，完成相应的医疗任务。
- ❑ **AI医疗机器人是在传统医疗机器人的基础上，加入了具备AI感知与认知技术的软件系统，可以帮助医生完成半自动化或全自动化的诊疗操作。**AI医疗机器人都可分为手术机器人、康复机器人、辅助机器人和服务机器人四类。其中前三类机器人更多地服务于临床应用，具有较高的临床价值。
 - 手术机器人应用于普外科、骨科、神经内外科等科室的手术中。其中，腹腔镜机器人是应用最为广泛的一种。
 - 辅助机器人主要应用于非手术环境下的临床诊断场景，为医生提供专业的诊断和治疗技术。
 - 康复机器人则是一种医疗机器人，用于辅助病人完成肢体动作、实现助残行走、康复治疗等功能，能够解决病人康复动作的标准性与把控性，促进神经系统的功能重组、代偿和再生。
- ❑ **AI医疗机器人下游需求逐渐释放，三甲医院对手术机器人需求强烈**
 - 腹腔镜机器人，骨科机器人需求尤为强烈
 - 康复机器人人民营养养老机构需求上升
- ❑ **相关上市公司：天智航、微创机器人-B等。**

AI 医疗机器人产业分类图



医疗器械：云程万里，坚定看好四大投资机会

8 器械投资方向四：AI赋能医疗影像、CDSS与病种质控，提升器械性能水平

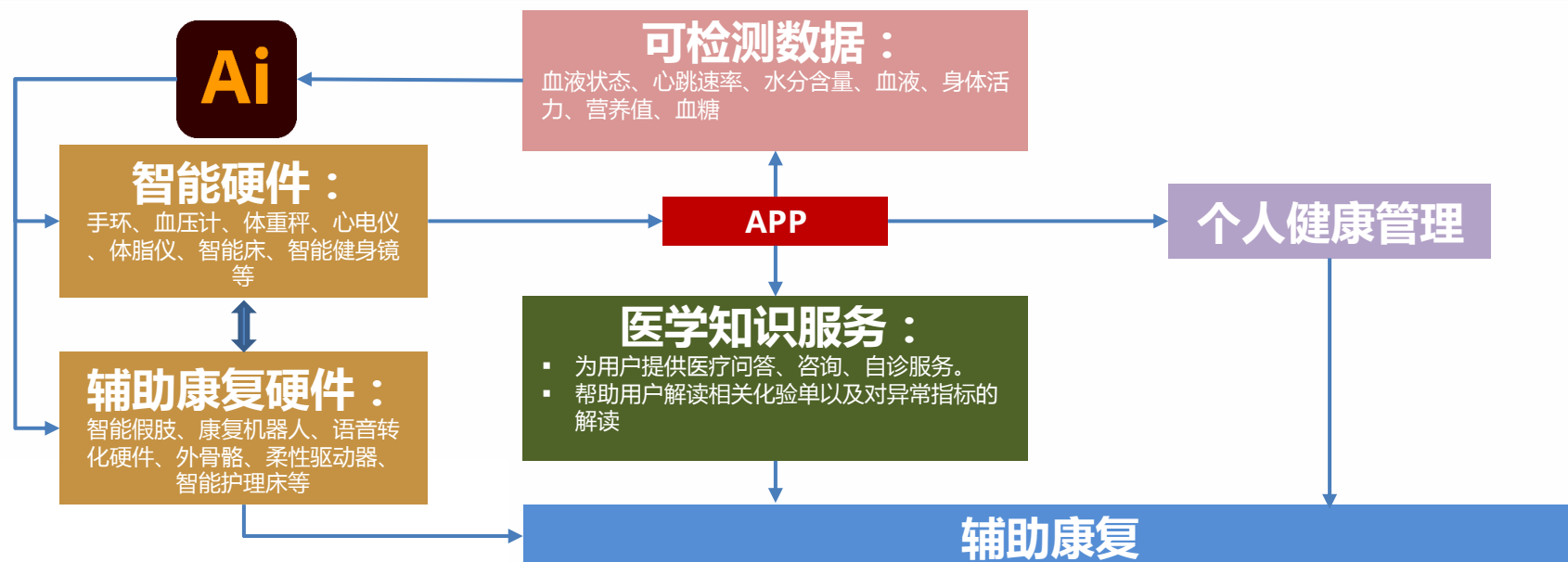
□ AI 健康管理市场需求增长，围绕硬件终端设备+软件分析平台强化创新能力

- 运动健康管理：以科学运动健康理论为中心，为运动爱好者提供更为科学的健康指导服务。
- 护肤健康管理：基于个人肤质，进行有效成分推荐，助力日常皮肤护理，提供高度个性化皮肤管理服务。
- 营养健康管理：基于个人饮食评估，对个人饮食进行个性化营养配比服务。
- 慢性病健康管理：结合用户自身的健康情况，进行个性化健康干预措施及慢性病管理。
- 睡眠健康管理：通过人工智能算法分析用户的睡眠状态及睡眠质量，后台进行分析后反馈回用户以延长用户的深度睡眠时间。
- 生命体征监测管理：通过监测用户的血液情况、心跳速率、血压及血糖等来实时监控用户生命体征。

□ 未来发展方向：1) 提升产品创新能力；2) 强化关键算法研究；3) 探索公共医疗数据平台建设。

□ 相关上市公司：乐心医疗、九安医疗等。

AI 个人健康生态已逐步成形



血制品：供给端恢复，产业整合加速

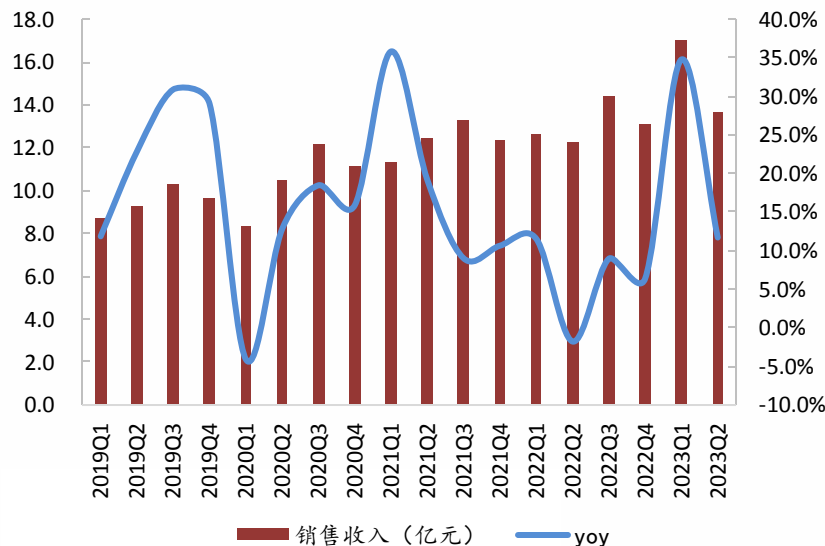
- **2023年血制品行业需求旺盛，供给逐步恢复，行业处于补库存周期。** 2023Q1新冠重症治疗拉动血制品需求快速上升，二季度以来院内常规诊疗逐步恢复，人白、静丙等品种需求维持高位。2023年上半年样本血制品公司采浆量合计同比增速超过12%，较2022年下半年显著提升。随着上半年采浆逐步投产，全年血制品供给逐季恢复，6家血制品公司2023Q1/Q2/Q3的收入（剔除华兰生物疫苗业务）分别同比增长24.5%/12.2%/19.1%，扣非归母净利润（剔除华兰生物疫苗业务）分别同比增长23.3%/10.9%/22%。从库存数据看，样本血制品上市公司的库存商品、在产品两项分项存货于2022年末达到历年低点，部分公司上述指标于2023H1有所回升。我们认为行业整体处于补库存阶段，期间供给面差异导致不同公司补库存进度略有差异。
- **产业资本近年来频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力巨大。** 华润医药、陕煤集团、深圳市光明区政府等看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物，或谋求引入行业地位领先的企业。华润医药、招商局集团分别于2023年7月、11月被媒体报道有意向基立福收购其持有的部分上海莱士股权。血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，近年来血制品产品的临床价值愈发凸显，吸引产业资本布局。
- **集采无碍行业价格预期，未来浆量增长有望提速。** 从广东联盟、河南联盟血制品集采中标结果，以及京津冀联盟集采规则来看，血制品核心品种集采以价换量难度较高，仅部分边缘品种存在大幅降价可能性，集采对行业价格体系整体影响可控。2023年多家公司新浆站逐步落地，我们看好2024年行业采浆增长提速。
- **建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。** 建议关注1）上海莱士（002252.SZ）；2）卫光生物（002880）；3）华兰生物（002007）；4）派林生物（000403）；5）天坛生物（600161）等。
- **风险提示：**行业浆量增长不及预期，产品销售推广不及预期，研发进度不及预期。

血制品：供给端恢复，产业整合加速

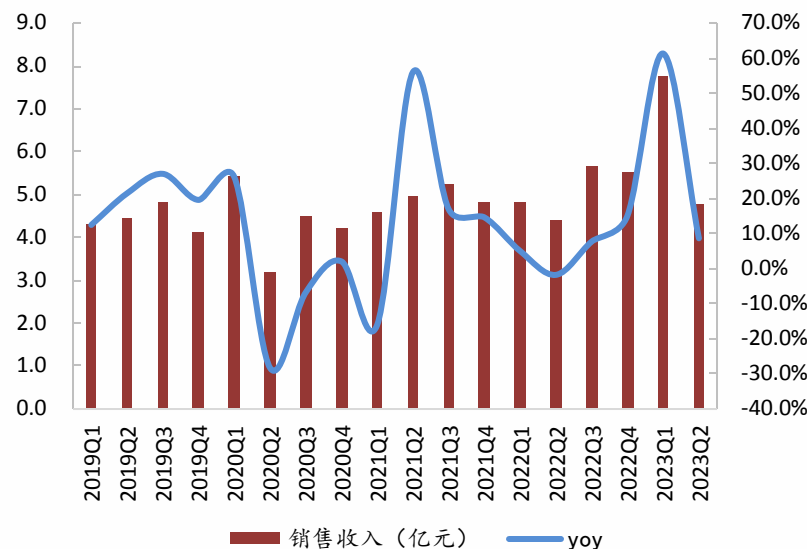
1 回顾：2023年血制品行业需求旺盛

- **2023年一季度，相关重症治疗拉动血制品需求快速上升。**样本医院人血白蛋白2023Q1销售额17亿元，同比增长35%，静丙销售额7.8亿元，同比增长超60%。
- **自2023年二季度以来，院内常规诊疗逐步恢复。**样本医院人血白蛋白2023Q2销售额13.7亿元，同比增长12%，静丙销售额4.8亿元，同比增长9%。

样本医院人白销售额



样本医院静丙销售额



血制品：供给端恢复，产业整合加速

2 批签发跟踪：国产人白恢复增长，静丙维持快速增长

2023年三季度，国产人白签发批次同比增长9%，前三季度累计签发批次同比下降3%；三季度进口人白签发批次同比增长10%；同期静丙签发批次同比增长21%。

分品种批签发数据汇总

血制品名称		企业名称	批签发批次		同比增长	批签发批次		同比增长
			2022Q3YTD	2023Q3YTD		2022Q3	2023Q3	
人血白蛋白	进口总计		1878	2232	19%	743	814	10%
	进口占比		62%	67%	/	66%	66%	/
	国产总计		1159	1123	-3%	391	425	9%
	国产占比		38%	33%	/	34%	34%	/
	合计		3037	3355	10%	1134	1239	9%
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	合计	749	974	30%	278	335	21%
	狂犬病免疫球蛋白	合计	104	81	-22%	46	37	-20%
	破伤风免疫球蛋白	合计	129	95	-26%	42	26	-38%
	免疫球蛋白	合计	10	51	410%	5	18	260%
	乙型肝炎免疫球蛋白	合计	18	18	0%	12	6	-50%
	冻干静注人免疫球蛋白	合计	16	25	56%	12	6	-50%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白	合计	6	0	/	3	0	/
凝血因子类	凝血因子VIII	合计	319	323	1%	132	126	-5%
	凝血酶原复合物	合计	223	241	8%	111	91	-18%
	纤维蛋白原	合计	235	207	-12%	87	70	-20%

血制品：供给端恢复，产业整合加速

3 2023年血制品行业处于补库存周期

➤部分血制品上市公司主要存货分项于2022年末触底后有所回升。从样本血制品公司来看，主要血制品上市公司的库存商品、在产品两项分项存货于2022年末达到历年低点，部分公司上述指标于2023H1有所回升。我们认为行业整体处于补库存阶段，期间供给面差异导致不同公司补库存进度略有差异。

血制品上市公司存货及产成品分项（单位：亿元）

公司	存货					存货-产成品分项					存货-在产品分项				
	23H1	22A	22H1	21A	21H1	23H1	22A	22H1	21A	21H1	23H1	22A	22H1	21A	21H1
派林生物	8.9	6.2	7.3	7.4	7.9	1.4	0.6	1.0	1.2	0.8	3.3	1.9	2.5	2.8	3.4
天坛生物	23.3	23.4	23.1	21.4	22.3	2.4	1.7	3.1	1.5	2.5	10.8	11.1	9.9	10.7	12.4
华兰生物 剔除华兰疫苗	13.7	11.3	12.8	12.5	12.9	2.7	2.2	2.1	1.9	1.1	4.7	4.4	4.8	4.3	5.1
上海莱士	31.8	32.9	30.5	31.8	25.9	16.1	16.2	14.9	17.1	11.8	5.5	5.6	6.1	5.9	5.7
博雅生物	5.8	6.7	6.6	6.8	6.6	1.5	1.6	2.0	1.8	1.8	1.8	2	2.3	2.5	2.5

血制品：供给端恢复，产业整合加速

4 供给端限制逐步解除，血制品行业业绩逐季恢复快速增长

- **供给端限制逐步解除，Q3板块业绩环比提速**：剔除华兰生物疫苗业务后，6家血液制品上市公司2023年前三季度收入总额约为165亿元(+18.4%)，归母净利润总额约43亿元(+18.1%)，扣非归母净利润40亿元(+19%)。分季度来看，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023Q1/Q2/Q3的收入总额分别为54/54/57亿元，分别同比增长24.5%/12.2%/19.1%，扣非归母净利润分别为14/12/14亿元，分别同比增长23.3%/10.9%/22%。Q3单季度业绩增速环比有所提升，预计主要系部分企业23H1采浆逐步兑现业绩，同时行业需求维持较高水平。
- **从盈利能力看**，6家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023年前三季度整体销售毛利率为47.3%，同比-1.3pp，预计毛利率下降主要系产品结构变化，2023年我国人白、静丙需求较旺盛，其他高毛利血制品种需求逐步复苏。行业费用率整体下降，预计系收入较快增长摊薄费用所致。

血制品板块2023Q3YTD业绩概览（剔除华兰疫苗业务影响）

单位：亿元	23Q1	23Q2	23Q3	23Q3YTD	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3YTD
营收	54	54	57	165	43	48	48	139
yoy	24.5%	12.2%	19.1%	18.4%	28.2%	22.3%	5.8%	17.7%
归母净利润	15	13	14	43	11	12	12	36
yoy	34.9%	4.5%	16.1%	18.1%	12.5%	8.8%	-0.1%	6.7%
扣非归母净利润	14	12	14	40	11	11	12	34
yoy	23.3%	10.9%	22.0%	19.0%	14.5%	3.9%	-3.6%	2.6%
毛利率	46.6%	47.8%	47.6%	47.3%	49.4%	47.1%	49.4%	48.6%
四费率	14.9%	19.3%	16.3%	16.8%	17.6%	19.0%	20.4%	19.1%
销售费用率	7.0%	10.2%	7.4%	8.2%	9.4%	10.0%	10.9%	10.1%
管理费用率	6.5%	6.5%	6.4%	6.5%	6.8%	6.7%	6.8%	6.8%
财务费用率	-1.2%	-0.3%	-1.0%	-0.8%	-1.2%	-0.5%	-0.4%	-0.7%
研发费用率	2.6%	2.9%	3.4%	3.0%	2.7%	2.8%	3.2%	2.9%

血制品：供给端恢复，产业整合加速

5 产业资本积极布局，凸显血制品行业战略价值

- **产业资本近年来频繁投资上市血制品企业，彰显未来行业发展潜力巨大。**华润医药、陕煤集团看好血制品行业发展机遇，近年分别投资入股血制品上市公司博雅生物、派林生物。华润医药、招商局集团分别于2023年7月、11月被媒体报道有意向基立福收购其持有的部分上海莱士股权。
- **血制品行业具备资源属性及牌照壁垒，新冠疫情爆发以来，血制品价值愈发凸显。**我国对血制企业经营资质、血浆的来源、产品进出口等方面采取了严格的限制。国务院自2001年起不再批准新的血制品企业。十四五期间，多个省份增加新浆站审批，新浆站将为行业规模的长期增长注入动力。

近年血制品领域重大投资事件

上市公司	事件
博雅生物	2021年11月，华润医药控股博雅生物，总投资额约48亿元
派林生物	2023年6月，陕煤集团向浙民投收购派林生物股份，总投资额约38亿元
卫光生物	2023年6月，卫光生物公告，国药集团拟控股卫光生物
上海莱士	2023年7月、11月，华润医药、招商局集团分别被媒体报道有意向基立福收购其持有的部分上海莱士股权

血制品：供给端恢复，产业整合加速

6 政策：十四五新设浆站逐步投采，2024年行业浆量增长有望提速

➤ 2023年多家公司新浆站逐步落地，看好2024年行业采浆增长提速

上市公司浆站数量/个		
集团	在营浆站数量（含分站）	获批浆站数量（含分站）
天坛生物	58 +14	82 +22
上海莱士	39	41 +1
华兰生物	25 +3	25 +7
派林生物	28 + 3	38
博晖创新	14 +1	24
博雅生物	13	14 +2
卫光生物	8 +1	8 +1

血制品：供给端恢复，产业整合加速

6 政策：河南省集采破免降价超30%，预计对血制品行业格局影响较小

- 2023年5月31日，河南等十九省组成省际联盟，针对24种药品展开集采，其中包括一个血制品品种——破伤风人免疫球蛋白。
- 2023年10月9日，河南医保局公布此次集采正式中标价格。我们根据药智网历史中标价数据测算，此次集采各企业破免产品降幅普遍在30%-40%之间。考虑到破免市场在血制品行业整体占比较低，我们认为此次集采对行业目前格局影响较小。

河南省联盟破免中标价格

企业	中标规格	中标价格（元/支）	最近3年历史最低中标价	降价幅度
广东双林生物制药有限公司	2.5ml:250IU	165	280	41.1%
成都蓉生药业有限责任公司	2.5ml:250IU	170	260	34.6%
华兰生物工程重庆有限公司	2.5ml:250IU	173.6	260	33.2%
华兰生物工程股份有限公司	2.5ml:250IU	173.6	295	41.2%
同路生物制药有限公司	2.5ml:250IU	188.8	280	32.6%
四川远大蜀阳药业有限责任公司	2.5ml:250IU	195	298	34.6%
哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司	2.5ml:250IU	212.8	298	28.6%

血制品：供给端恢复，产业整合加速

6 政策：京津冀3+N联盟集采三血制品品种，集采规则温和影响较小

- 京津冀集采纳入人白、八因子、纤原。2023年9月26日，北京市医保局宣布针对三个血制品中展开带量联动采购。
- 预计此次集采血制品降价幅度温和。根据采购规则，带量联动药品报价不高于报价上限，即入围形成供采购主体候选药品清单，可获得医疗机构采购需求量80%约定采购量。而报价上限系不高于该药品品种省级或省际带量采购最低中选价格及各省非带量采购现行最低价。京津冀集采规则与广东联盟血制品集采规则相近，预计对相关产品价格影响较温和。

序号	京津冀 3+N 联盟集采品种
1	人凝血因子Ⅷ注射剂
2	人纤维蛋白原注射剂
3	人血白蛋白注射剂

京津冀3+N 联盟集采通知

北京市医疗保障局关于开展2023年京津冀药品带量采购有关工作的通知

日期：2023-09-26 来源：

分享：

京医保办发〔2023〕17号

各有关单位：

为贯彻落实京津冀协同发展、常态化制度化推动药品集中带量采购有关工作的决策部署，根据《2023年京津冀药品联合带量采购工作实施方案》（京医保办发〔2023〕14号），现就本市组织开展药品带量采购工作有关事项通知如下：

关于公示2023年京津冀药品带量采购和2021年京津冀第二批带量联动药品协议期满接续相关产品报价上限（成交参考价）有关事宜的通知

日期：2023-11-23 来源：

分享：

各有关单位：

按照2023年京津冀药品带量采购和2021年京津冀第二批带量联动药品协议期满接续工作安排，现就本次带量联动药品报价上限及带量谈判药品成交参考价进行公示质疑，具体如下：

一、公示及质疑时间

2023年11月24日10时至2023年11月27日16时，逾期不再受理。

二、查看与方式

企业可登录北京市医疗保障信息平台-药品和耗材招采管理系统，选择“带量采购-京津冀报价上限（成交参考价）公示”，查看公示内容并可对存有异议的价格予以质疑。具体操作参见《关于公示2023年京津冀药品带量采购和2021年京津冀第二批带量联动药品协议期满接续相关产品报价上限（成交参考价）操作手册》（随功能同步上线）。

三、报价上限、成交参考价制定基本原则

（一）带量联动药品

1. 同企业申报药品品种有省级或省际联盟带量采购中选价格的，以不高于该药品品种省级或省际带量采购最低中选价格及各省非带量采购现行最低价制定该企业该品种报价上限。
2. 同企业申报药品品种无省级或省际联盟带量采购中选价格的，以不高于同组产品带量采购中选价格的平均水平及各省非带量采购现行最低价制定该企业该品种报价上限。
3. 化学药品同企业同品种不同规格包装之间按照价格水平较低的规格包装进行差比计算；生物药品同企业同品种不同规格包装间应符合规格包装合理比价关系。

血制品：供给端恢复，产业整合加速

6 政策：人血白蛋白被纳入国家第二批重点监控合理用药目录，边际影响有限

- 2023年1月13日，国家卫健委发布第二批重点监控合理用药目录，其中包括人血白蛋白注射液。
- 我们认为，院内对于人白应用的监测在目录发布前已较为严格，且该产品的临床使用价值明确，因此此次纳入重点监控目录的边际影响有限。

序号	第二批国家重点监控合理用药药品目录
1	奥美拉唑
2	人血白蛋白
3	头孢哌酮舒巴坦
4	依达拉奉
5	银杏叶提取物
6	泮托拉唑
7	复方氨基酸
8	地佐辛
9	倍他司汀
10	布地奈德
11	烟酰胺
12	头孢他啶
13	哌拉西林他唑巴坦
14	艾司奥美拉唑
15	吡拉西坦
16	左氧氟沙星
17	法莫替丁
18	奥拉西坦
19	雷贝拉唑
20	前列地尔
21	骨肽
22	罂粟碱
23	烟酸
24	乙酰谷酰胺
25	兰索拉唑
26	脑蛋白水解物
27	美罗培南
28	磷酸肌酸
29	单唾液酸四己糖神经节苷脂
30	头孢噻肟

血制品：供给端恢复，产业整合加速

7 投资建议：建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。

建议关注：1) 上海莱士 (002252)；2) 卫光生物 (002880)；3) 华兰生物 (002007)；4) 派林生物 (000403)；5) 天坛生物 (600161) 等。

血制品个股吨浆业绩与吨浆市值

	2019	2020	2021	2022	2023E
天坛生物(600161.SH)					
营业收入 (百万元)	3282	3446	4112	4261	4959
吨浆收入 (万元)	192	201	227	209	216
净利润 (百万元)	894	943	1,069	1,205	1,407
吨浆净利润 (万元)	52	55	59	59	61
市值 (百万元)			446		
吨浆市值 (万元)	4077	4058	3845	3418	3024
上海莱士(002252.SZ)					
自营业务收入 (百万元)	2585	2762	3332	3771	4248
吨浆收入 (万元)	210	229	260	269	278
自营业务净利润 (百万元)	743	902	1,111	1,265	1,419
吨浆净利润 (万元)	60	75	87	90	93
市值 (百万元)			478		
吨浆市值 (万元)	3807	3886	3658	3345	3061
华兰生物(002007.SZ)					
营业收入 (百万元)	2644	2591	2598	2679	2900
吨浆收入 (万元)	259	257	250	239	223
归母净利润 (百万元)	988	927	834	730	836
吨浆净利润 (万元)	97	92	80	65	64
市值 (百万元)			263		
吨浆市值 (万元)	3127	3155	3064	2845	2451
派林生物(000403.SZ)					
营业收入 (百万元)	916	1050	1972	2405	2649
吨浆收入 (万元)	229	238	220	283	286
归母净利润 (百万元)	160	186	391	587	651
吨浆净利润 (万元)	40	34	44	69	65
市值 (亿元)			158		
吨浆市值 (万元)	5367	3972	2398	2525	2147
博雅生物(300294.SZ)					
营业收入 (百万元)	1034	913	1232	1342	1543
吨浆收入 (万元)	278	234	293	306	320
归母净利润 (百万元)	284	171	385	498	573
吨浆净利润 (万元)	76	44	86	107	112
市值 (百万元)			187		
吨浆市值 (万元)	4941	4706	4376	4187	3806
卫光生物(002880.SZ)					
营业收入 (百万元)	821	905	907	668	1055
吨浆收入 (万元)	213	213	203	143	207
归母净利润 (百万元)	171	190	205	117	227
吨浆净利润 (万元)	45	45	46	25	45
市值 (百万元)			83		
吨浆市值 (万元)	2227	2017	1914	1836	1681

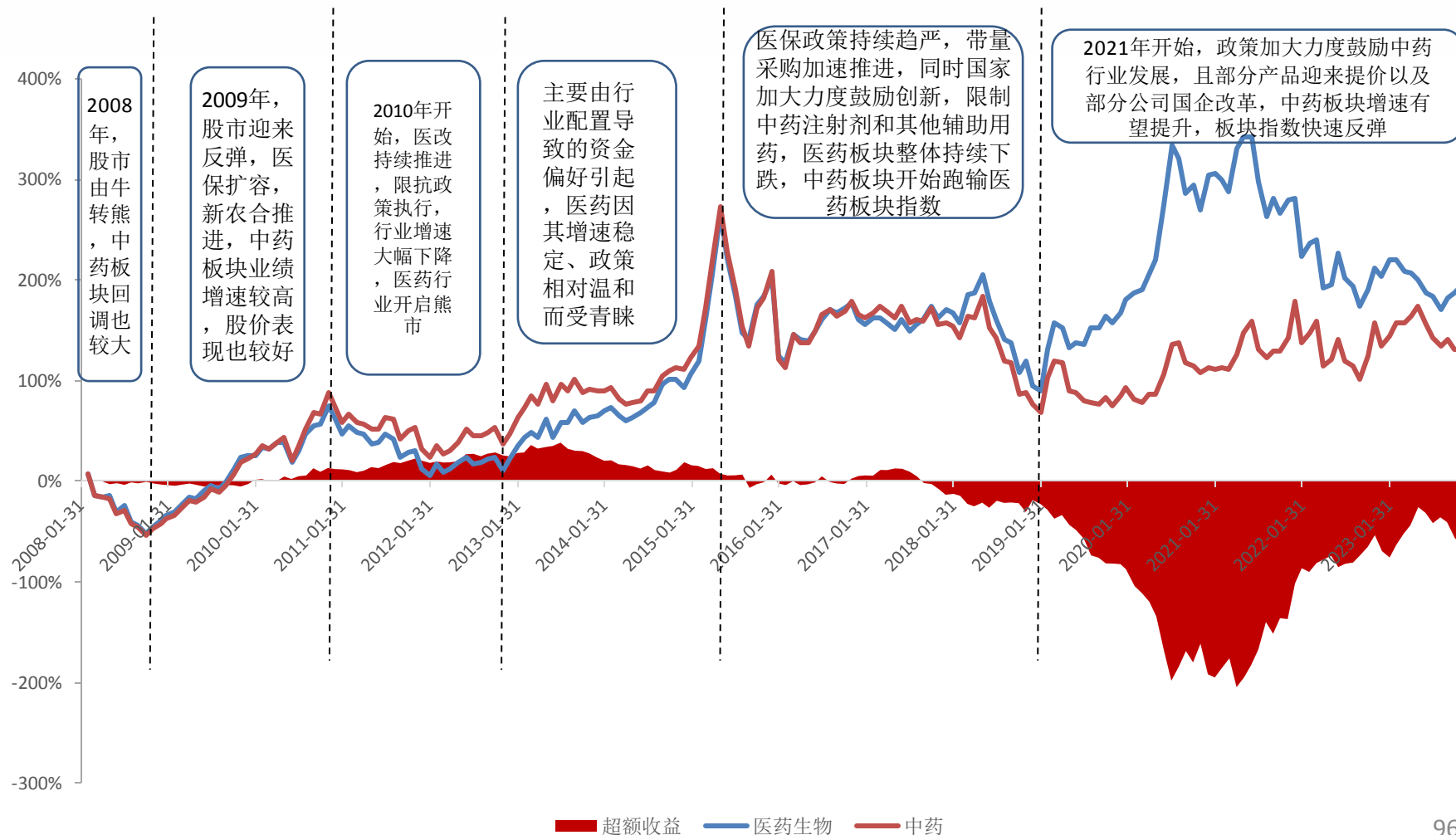
中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

- **政策持续利好，逐步实施兑现。**1) **供给端**：2022年工信部等九委发布《十四五医药工业发展规划》表示要加大对中医药科技创新的支持力度，“二十大”提出中医药传承创新发展，“三结合”注册审评证据体系有望进一步加快中药创新药上市。2) **支付端**：国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用。3) **需求端**：提升中医医疗服务和中药需求，扩大中医医疗服务机构覆盖网络。
- **反腐后时代，基药目录调整带来中药发展新机会。**新一轮基药目录即将启动，预计此次基药目录将扩充至1000个品种，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的用药模式，优化和规范用药结构。政策有助于中药独家基药品种进院和放量。
- **疫后中药消费品复苏，看好品牌中药提价放量。**品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。中药消费品不受医保控费等政策影响，在成本端推动以及部分企业改革的推动下，未来有望持续提价。在消费复苏背景下，中药消费品量价齐升趋势向好。
- **国企混改释放红利，股权激励值得期待。**中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，1) 国企混改下引入新股东为公司发展注入新的活力，云南白药、太极集团、广誉远、达仁堂不断深入推进国企混改，将进一步提升治理水平；2) 云南白药、华润三九、江中药业等国企相继推出股权激励，极大释放员工积极性；3) 部分国企在公司内部治理上锐意革新，同仁堂、东阿阿胶等企业完成库存清理工作，随着积极主动的改革策略提高效率。
- **相关标的**：1) OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2) 中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3) 中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

1 中药板块历史及年初至今复盘

- 回顾历史来看，中药板块总共经历3轮牛市行情，最新的一轮启动于2021年，受益于政策推动以及部分企业的积极变化，板块指数也快速反弹。

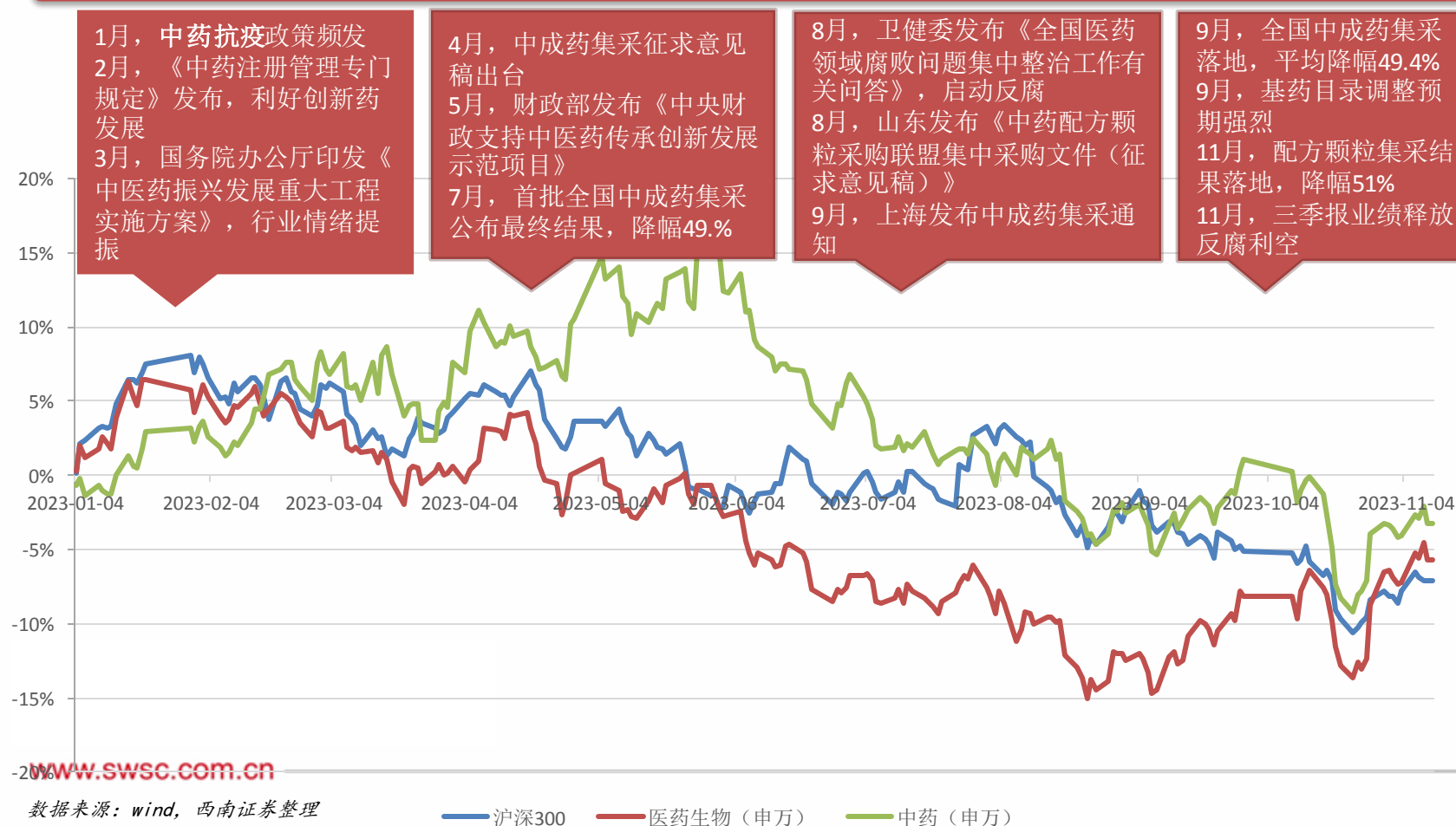


中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

1 中药板块历史及年初至今复盘

- ❑ 中药板块近一年持续跑赢申万医药和沪深300。年初至今中药板块累计跌幅-3.2%，相对于医药生物指数的超额收益为2.5%，相对于沪深300的超额收益为3.8%。

中药板块近一年历史回顾（2023.1.1-2023.11.10）



中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

2 业绩：中药板块2023年三季度报短期回落

- ◆ 中药板块2023年前三季度收入2194亿元（+13.4%），归母净利润285.8亿元（+40.7%），扣非归母净利润291.4亿元（+27%）。分季度看，板块22Q4/23Q1/23Q2/23Q3收入分别为831/911/835/755亿元（+16.2%/+14.7%/+16.3%/+3%），归母净利润分别为72/130/101/82亿元（+37.1%/+56.7%/+34%/12.1%）。
- ◆ 从盈利能力看，2023年前三季度板块毛利率为43%（+1.1pp），净利率为14%（+2.8pp），四费率为33%（-1pp）。2023Q3板块毛利率42.4%（-0.4pp），净利率10.8%（+0.9pp）。随着产品结构变化，以及通过提价策略，中药板块整体毛利率有所提升。从四费率来看，中药大部分国企改革的中药企业也在不断提质增效，费用率也在持续下行。

中药板块22Q1-23Q3业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	794.0	718.2	732.9	831.3	910.7	835.3	754.7
同比增速	1.8%	3.0%	2.5%	16.2%	14.7%	16.3%	3.0%
归母净利润	82.9	75.1	72.7	71.7	129.8	100.6	81.5
同比增速	-5.5%	-13.5%	-3.6%	37.1%	56.7%	34.0%	12.1%

中药板块21Q4-23Q2盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	43.8%	42.9%	42.8%	43.5%	45.6%	43.6%	42.4%
净利率	10.4%	10.5%	9.9%	8.6%	14.3%	12.0%	10.8%
销售费用率	21.5%	22.1%	22.9%	23.5%	21.9%	22.5%	21.7%
管理费用率	4.4%	5.3%	5.0%	6.0%	4.4%	4.8%	5.4%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	2.3%	2.8%	2.7%	3.7%	2.1%	2.5%	2.8%

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

3 政策：“十四五”顶层设计定调，“二十大”支持中医药传承创新发展

- **供给端：加快中药创新药上市和中医人才培养。**2022年工信部等九委发布《“十四五”医药工业发展规划》，表示要加大对中医药科技创新的支持力度。《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标。
- **支付端：医保准入与支付政策利好明显。**国家医疗保障局和国家中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新的指导意见》，五方面充分发挥医保对于中医药的传承作用：1）将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；2）加强中医药服务价格管理；3）将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；4）完善中医药特点的支付方式；5）强化医保基金管理。此外，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组(DRG)付费，已实行地区可适当调高分值，增加中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，中医药医疗服务价格有望上调。
- **需求端：中医医疗服务机构扩容。**《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标。此外，各个省份基金推进“中治率考核”相应国家政策趋势，2022年1月浙江省医保局发布《浙江省医疗保障局关于支持中医药传承创新的实施意见》，将在2021年度DRG支付清算工作中，在省内落实将中医医疗机构中治率与医保支付正向激励挂钩。

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

4 集采：中成药集采逐步扩面，集采规则相对友好

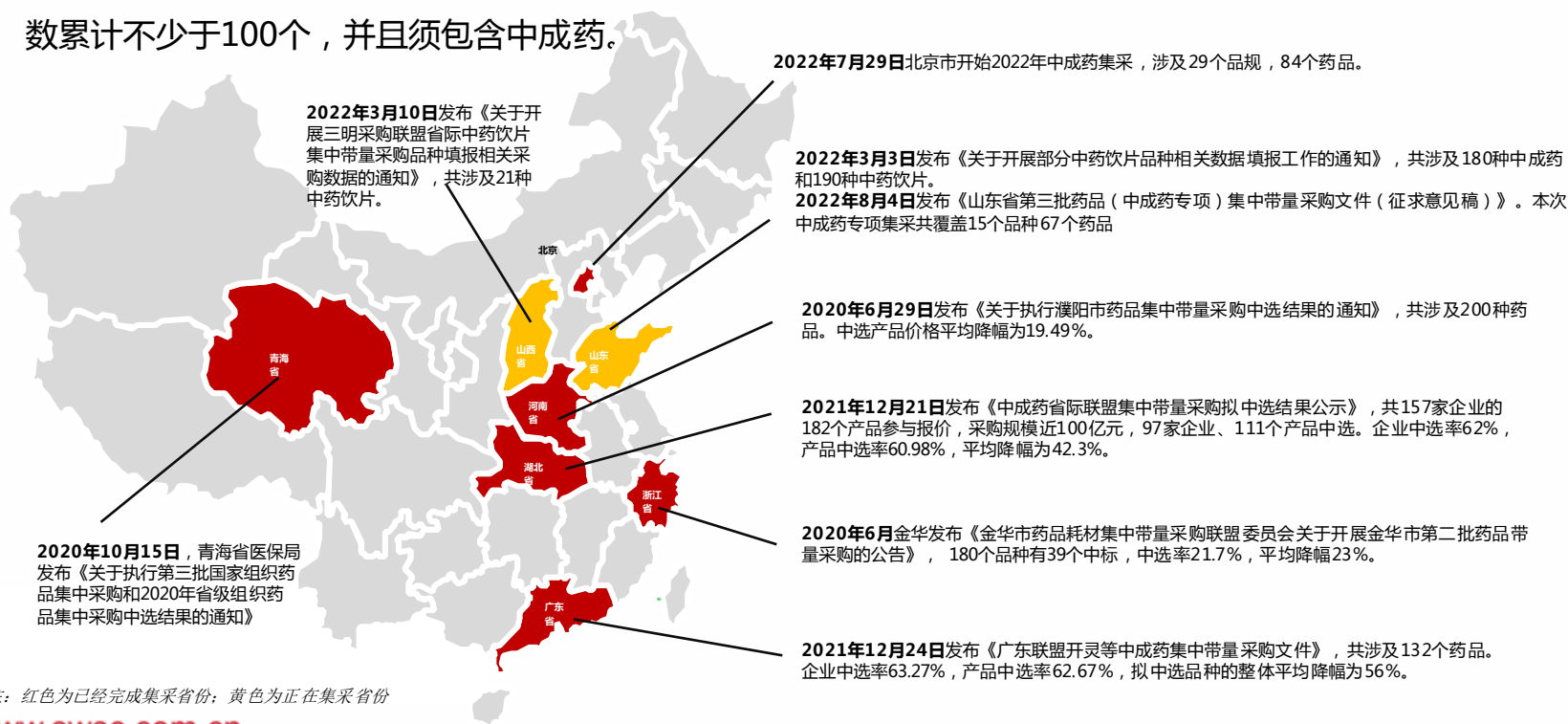
- **中成药集采持续扩围，集采规则日益完善。** 1) 覆盖面逐步扩大，从部分省市试点→跨省联盟集采→全国30个省市自治区；2) 降幅来看，中成药集采整体降幅相对化药温和，湖北、广东、北京、山东、全国平均降幅分别为42%、56%、23%、44%和49%；3) 中成药集采规则逐步完善，逐步探索出适合中成药独家品种的规则，企业参与度逐步提升，平均中选率逐步提升，湖北集采的品规中选率达到53.4%，广东省集采的品规中选率达到53.6%，北京集采的产品中选率为70.2%，山东集采的品规中选率为42.3%，全国集采的品规中选率为71.6%。

各省市中药集采情况回顾

	湖北	广东	北京	山东	全国（湖北第二批）	上海
启动时间	2021.9	2021.12	2022.7	2022.8	2022.9	2023.8
结果公布时间	2021.12	2022.3	2022.10	2022.11	2023.6	
中选情况	46个品种，111个品规	53个品种，361个品规	59个品种	40个品种，141个品规	15个类别，30个品种，68个品规	
报量情况	76个品种，208个申报品规	58个品种，673个申报品规	84个品种	67个品种，333个申报品规	16个类别，42个品种，95个现场申报品规	42个品种，116个产品
平均降幅	42%	56%	23%	44.3%	49.4%	
涉及省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共19省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海共6省	北京	山东省	湖北、北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、广东、广西壮族自治区、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏自治区、陕西、甘肃、青海、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团共30个省市自治区	上海

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

- ❑ 中药集采从单个省市试点，逐步扩面推广到跨省联盟，从中成药推广至中药饮片。
- ❑ 开展试点：2020年青海、河南、金华集采的文件中涉及到中成药。河南中选品种平均降幅19.5%。浙江金华市开展带量采购，有39个中成药中标，中选率21.7%。
- ❑ 逐步扩面：截至目前，湖北等19省、广东等6省、北京、山东完成中成药集采，安徽和天津也将中成药集采作为工作计划之一。根据国家医保局对地方联盟集采的统一部署协调，2022年拟重点推进的中成药集采包括：湖北牵头中成药联盟采购；与此同时，到2022年底，各省份（含省际联盟）自行开展集采的药品品种数累计不少于100个，并且须包含中成药。



www.swsc.com.cn

数据来源：广东药交所，山东省公共资源交易平台，各地医保局，全国中成药联合采购办公室，西南证券整理

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

广东VS湖北VS山东VS北京集采规则对比

	湖北	广东	山东	北京
分组依据	1)根据产品的功能主治、给药途径和成分 2)划分A/B两个竞争单元。A 竞争单元：2020年采购金额占比达到同产品组总金额10%以上及以上或金额从高到低排名前三的申报企业。B 竞争单元申报企业<3家，则将同产品组内所有申报企业合并到A 竞争单元。	1) 非独家品种同品种将相近剂型合并为一组。非独家品种分为A/B采购单。 2) 独家品种按照申报品规对应的最高日均费用/最高有效申报价（P0）四舍五入保留整数后的数值划分为3个组别：①数值≤5元；②5元<数值≤15元；③数值>15元。	1) ①第一评审组：按申报企业各挂网产品累计服用总天数，占比由高到低累计达80%的申报企业。若企业数量少于3家，按服用总天数占比由高到低的顺序补齐3家。 ②第二评审组：除第一评审组外其他申报企业。若企业数量少于3家，申报企业全部并入第一评审组，不再设第二评审组。 2) 各评审组按照功能主治、成分相近的原则，将不同通用名药品合并为同一分组	1) 根据市场竞争情况分为带量联动药品和带量谈判药品两大类。①带量联动：较少部分独家品种，市场竞争较为充分，历史集采降幅较高； ②带量谈判：独家品种，市场竞争相对不足，历史集采降幅平缓。 2) 各类别下根据产品的功能主治、给药途径和成分进行分组
打分依据	入围规则为综合得分制，不以降幅作为唯一考核依据。综合得分计算公式为：技术评价得分*40%+价格竞争得分*60%	以降幅作为唯一评分标准	入围规则为综合得分制，不以降幅作为唯一考核依据。综合得分计算公式为：报价得分+服用总天数占比得分-产品质量安全得分	以降幅作为唯一评分标准
限价	省级挂网价格或省级中标价格最低价与最低日均费用最低值	全国省级采购平台的最低中标/挂网价格最低价为限价	企业报价不高于代表品产品日均费用、最高有效申报价两者的低值； 未挂网、备选和已撤网药品的申报价格不高于同品种其他申报企业代表品的最低日均费用。	带量联动药品：有省级或省际联盟带量采购中选价格的产品，报价不得高于该产品带量采购最低中选价格及各省现行最低价；无省级或省际联盟带量采购中选价格的产品，报价不得高于同组产品带量采购中选价格的平均水平及各省现行最低价。 带量谈判药品：成交参考价不得高于该品牌企业药品省级或省际联盟带量采购中选价格及各省现行最低价。
报价方式	只报一次价格	阶梯级报价：分为第一阶梯报价P1和第二阶梯报价P2，P1中标符合拟备选资格，P2中标符合拟中选资格	1) 拟中选企业；2) 增补拟中选企业；3) 备选企业	只报一次价格
中选规则与采购量的分配	分为A/B两个竞争单元： 1) A单元：企业产品金额占比达到同产品组总金额10%以上的，或者金额从高到低排序排名前三的申报企业进入A单元。A单元入围企业降幅排名前70%的企业直接获得拟中选资格，降幅排名后30%的企业进入议价环节。 2) B单元：除了A单元以外产品。	分为独家和非独家： 1) 独家品种：有本企业最低价格的，P1比P0的降幅≥1%且P1≤P0的纳入拟备选；无本企业最低价格的P1比P0的降幅≥1%纳入拟备选。按P2与P0降幅从高到低依次顺位排序，排名前70%的企业纳入拟中选有本企业最低价格的：P1比P0的降幅≥1%且P2比P0降幅≥1%的纳入拟中选；无本企业最低价格的：P1比P0的降幅≥1%且P2比P0降幅≥21%的纳入拟中选。 2) 非独家品种：分为A、B组。A组P1比P0的降幅≥1%且P1≤P0的，纳入拟备选；按P2的“单位可比价”从低到高依次顺位排序，排名在前50%的企业纳入拟中选，最多12家。B组企业报价≤P0最低价，按“单位可比价”由低到高依次顺位排序，排名前50%的企业入围，最多12家；“单位可比价”≤同组A采购单P2最高拟中选“单位可比价”，纳入拟中选	分为入围和未入围： 1) 入围：非最高申报价；最高申报价的企业按“同评审组入围企业最高申报价/同评审组入围企业最低申报价”计算，比值降序排列中非前2名的，接受拟中选企业平均报价的。 2) 未入围：产品服用总天数占比超过30%，并接受同评审组拟中选企业最低申报价的	分为带量联动和带量谈判 1) 带量联动：入围形成供采购主体候选药品清单，可获得医疗机构采购需求量80%约定采购量。与平均水平相比，每差距增加1倍，约定任务比例减少10%，最多减少50%； 2) 带量谈判：独家品牌谈判药品报价不高于成交参考价，可获得医疗机构80%约定任务量，2家品牌谈判药品报价不高于成交参考价，可获得70%约定任务量。谈判药品在不高于成交参考价基础上，每再降低1个百分点，约定任务量比例相应增加5个百分点，最高约定比例100%。
特分配量的分配	由医药机构依照如下顺序分配：1) 将30%的特分配量分配给同产品组内降幅最高的中选企业；2) 剩余70%特分配量由医药机构从所有中选企业产品中自主选择	省内各公立医疗机构对待分配量进行调整并确认，优先选择日均费用/价格低的品种	待分配量有两部分组成：一是未中选企业（含未申报企业、备选企业）产品采购需求量的80%；二是增补拟中选企业产品采购需求量的40%。待分配量由医药机构在同品种两个评审组各中选企业中自由分配，鼓励医药机构优先选择价格较低的中选产品。	

www.swsc.com.cn

数据来源：广东药交所，山东省公共资源交易平台，各地医保局，全国中成药联合采购办公室，西南证券整理

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

4 新一轮基药目录调整即将启动

- 新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。2018年10月25日国家卫健委公布《国家基本药物目录（2018年版）》，也是到目前为止最新的一版基药目录，于11月1日起在全国正式实行。新版基药目录共包括 685 个品种，其中西药 417 种、中成药（含民族药）268 种。2019年，国务院办公厅发文部署短缺药保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量。

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
贵州三力	开喉剑喷雾剂（儿童）	呼吸系统	清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、牙龈肿痛	是	否	是	否
	开喉剑喷雾剂（成人）	呼吸系统	开喉剑喷雾剂，中医清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口疮见以上证候者	是	否	是	否
	芪胶升白胶囊	气血双补剂	血益气。用于气血亏损所引起的头昏眼花，气短乏力，自汗盗汗	是	OTC甲	是	否
	妇科再造丸	妇科	养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久、痛经、带下	是	OTC甲	是	否
盘龙药业	盘龙七片	骨科	活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎，腰肌劳损，骨折及软组织损伤	是	否	是	否
方盛制药	藤黄健骨片	骨科	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	否	是	全国
	小儿荆杏止咳颗粒	呼吸系统	疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳。用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰、痰黄，咽部红肿等症	是	否	是	否
济川药业	小儿豉翘清热颗粒	呼吸系统	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，洩黄	是	否	是	否
	川穹清脑颗粒	神经系统	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛	是	否	是	否
	健胃消食口服液	消化系统	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者	是	否	是	否
康缘药业	大株红景天片/胶囊	心血管系统	活血化瘀，通脉止痛，用于冠心病，心绞痛属于心血瘀阻证，症见胸痛，胸闷，心慌，气短等	是	否	是	否
	天舒胶囊	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	是	是	否
	天舒片	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	否	是	否
	通塞脉片/胶囊	血液和造血器官	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死（缺血性中风中经络）恢复期气虚血瘀证，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肌体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	是	否	是	否
	九味熄风颗粒	治风剂	九味熄风颗粒可以用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者	否	否	是	否

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
羚锐制药	培元通脑胶囊	心血管	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细	是	否	是	否
	丹鹿通督片	补肾活血剂	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症(如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出)属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑等	是	否	是	否
达仁堂	通脉养心丸	心血管	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等	是	否	是	否
	胃肠安丸	消化道及代谢	芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的作用。可用于治疗消化不良，肠炎、痢疾等	是	否	是	否
	清肺消炎丸	呼吸系统	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁胀痛，吐痰黄稠；上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者	是	OTC甲	是	否
	痹祺胶囊	骨科	益气养血，祛风除湿，活血止痛。用于气血不足，风湿痹阻，肌肉关节酸痛，关节肿大，僵硬变形或肌肉萎缩，气短乏力；风湿、类风湿性关节炎，腰肌劳损，软组织损伤属上述证候者	是	否	是	否
	舒脑欣滴丸	神经系统	理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等	是	OTC甲	是	否
以岭药业	连花清咳片	呼吸系统	治疗急性气管-支气管炎中医辨证属痰热壅肺证者	是	否	是	否
	夏苈芪胶囊	泌尿系统	主要用于良性前列腺增生症	是	否	是	否
	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	健脾益肾，化瘀解毒。适用于不宜手术的脾肾两虚，瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效，减轻对白细胞，肝功能，血红蛋白的毒性作用，改善患者生存质量，改善脘腹胀满，纳呆食少，神疲乏力，腰膝酸软，溲赤便溏，疼痛	是	否	是	否
	益肾养心安神片	神经系统	益肾、养心、安神。用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等，舌淡红苔薄白，脉沉细或细弱。	是	否	是	否
	麝香通心滴丸	心血管	芳香益气通脉，活血化瘀止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	否	是	否
康恩贝	汉防己甲素片	骨骼系统药物	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺I、II、III期及各期煤硅肺	否	否	是	否

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
新天药业	宁泌泰胶囊	泌尿科	清热解毒，利湿通淋。用于湿热蕴结所致淋证，证见：小便不利，淋漓涩痛，尿血，以及下尿路感染、慢性前列腺炎见上述证候者。	是	否	是	否
	苦岑凝胶	妇科	抗菌消炎。用于宫颈糜烂，赤白带下，滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症。	是	否	是	否
	夏枯草口服液	呼吸系统	清火，散结，消肿。用于火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰癧、癭瘤、乳痈肿痛；甲状腺肿大、淋巴结核、乳腺增生病见上述证候者	是	否	是	否
九芝堂	疏血通注射液	神经系统	疏血通注射液，活血化瘀，通经活络。用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络急性期，症见半身不遂，口舌歪斜、语言蹇涩。	是	否	是	否
	裸花紫珠片	止血剂	消炎，解毒，收敛，止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道及消化道出血。	是	否	是	广东
一品红	芩香清解口服液	呼吸系统	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口渴烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。	是	否	是	否
	尿清舒颗粒	泌尿系统	清热利湿，利水通淋，用于慢性前列腺炎所致小便不利，淋漓涩痛	是	否	是	否
葵花药业	补虚通淤颗粒	心血管系统	益气补虚，活血通络。用于气虚血瘀所致动脉硬化，冠心病	是	否	是	否
	康妇消炎栓	妇科	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒	是	否	是	否
亚宝药业	儿童清咽解热口服液	呼吸系统	小儿急性咽炎(急喉痹)属肺胃实热证，症见发热，咽痛，咽部充血，或咳嗽，口渴等	是	否	是	否
华润三九	益血生胶囊	养血剂	主治脾肾两虚，精血不足所致的面色无华，眩晕气短，体倦乏力，腰膝酸软；缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血见上述证候者。	是	OTC甲	是	否
	金复康口服液	肿瘤辅助用药	用于治疗原发性非小细胞肺癌气阴两虚证不适合手术、放疗、化疗的患者，或与化疗并用，有助提高化疗效果，改善免疫功能，减轻化疗引起的白细胞下降等副作用	是	否	是	否
桂林三金	桂林西瓜霜	呼吸系统	用于风热上攻、脾胃热盛所致的乳蛾、喉痹、口糜症见咽喉肿痛、喉核肿大、口舌生疮、牙龈肿痛或出血；急、慢性咽炎扁桃体炎口腔炎口腔溃疡牙龈炎见上述证候者及轻度烫伤（表皮未破）者。	是	OTC甲	是	否
马应龙	麝香痔疮栓	消化系统	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于痔疮大肠湿热盛所致的大便出血，血色鲜红，肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	是	OTC甲	是	否

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
太极集团	丹参口服液	心血管	活血化淤、通脉养心。用于胸痹引起的心痛，心悸，胸闷，乏力以及轻度冠心病胸闷，心绞痛等症	是	否	是	否
	急支颗粒	呼吸系统	清热化痰，宣肺止咳。用于治疗感冒后咳嗽、支气管炎咳嗽	是	OTC甲	是	否
	洛芬待因缓释片	神经系统	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等。	是	否	是	否
昆药集团	舒肝颗粒	肝病用药	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）	是	OTC甲	是	否
	血塞通软胶囊	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否 (两家)	否	是	上海
	血塞通片	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否	否	是	上海
健民集团	龙牡壮骨颗粒	儿科/骨科	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用	是	是	是	否
	七蕊胃舒胶囊	消化系统	活血化瘀，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑	是	否	是	否
	拔毒生肌散	皮肤科	痈疽已溃，久不生肌，疮口下陷，常流败水	是	否	是	否
天士力	水飞蓟宾胶囊	肝病用药	用于急、慢性肝炎及脂肪肝的肝功能异常的恢复。	是	否	是	否
	注射用益气复脉	补益剂	益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证，症见胸痹心痛，心悸气短、倦怠懒言、头晕目眩、面色少华、舌淡、少苔或剥苔，脉细弱或结代；冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证，症见心悸、气短甚则气急喘促，胸闷隐痛，时作时止，倦怠乏力，面色苍白，动则汗出，舌淡少苔或薄苔，脉细弱或结代	是	否	是	否
	穿心莲内酯滴丸	呼吸系统	清热解毒，抗菌消炎。用于上呼吸道感染风热证所致的咽痛	是	OTC甲	是	否

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

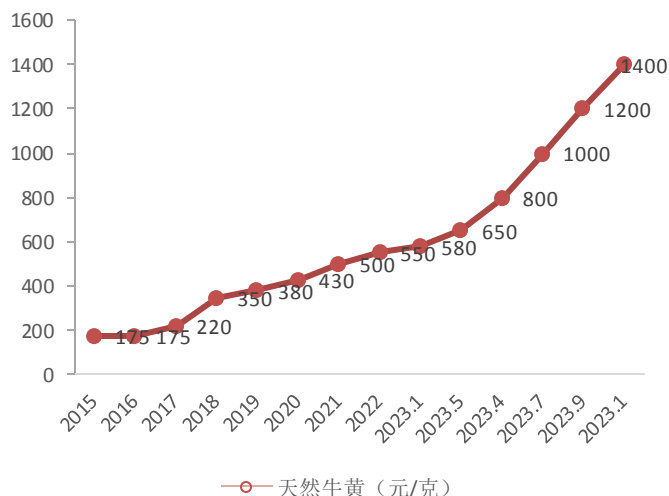
	时间	发布的政策部门	政策名称	主要内容及意义
顶层政策	2022年3月3日	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	中医药发展顶层设计加快完善，政策环境持续优化，支持力度不断加大。中医药服务体系进一步健全，传承创新能力持续增强，
	2022年1月30日	工信部等九部委	《“十四五”医药工业发展规划》	大力推动创新产品研发。推进中药守正创新，开发与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的中药新药。以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化。
	2023年2月	国务院	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	加大“十四五”期间对中医药发展的支持和促进力度
中药创新药	2022年1月5日	国家药监局药审中心	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	本指导原则在《药品注册管理办法》《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》基础上，明确了在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药，不同注册分类临床方面沟通交流的关键节点、会议资料要求以及关注点，不涉及具体的审评技术要求。
	2022年9月29日	国家药监局	《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》	遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请。
	2022年11月11日	国家药监局	《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	1、针对部分中药新药实行优先审评审批；2、提出人用经验证据的合理应用，以及豁免临床的适用情形；3、引入真实世界证据；
	2023年5月31日	中医药管理局	《古代经典名方关键信息表》	国家药监局积极推进古代经典名方研究工作
中医医疗服务	2022年3月30日	国药中医药局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	提出到2025年社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖等5个“全覆盖”的具体目标
中医人才	2022年10月27日	国家中医药管理局	《“十四五”中医药人才发展规划》	一是扩大基层人才供给。持续开展全国基层名老中医药专家传承工作室建设，到2025年，为每个二级以上县级中医医疗机构建立1—2个传承工作室，培养一批基层人才。二是推动人才向基层流动。中医医师晋升副高级职称应当有累计1年以上县级以下或对口支援的医疗机构提供服务的经历。到2025年，社区卫生服务站至少配备1名中医类别医师或能够提供中医药服务的临床类别医师，80%以上的村卫生室至少配备1名能够提供中医药服务的医务人员
医保支付端	2021年12月30日	国家医疗保障局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	1.将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。2.公立医疗机构从正规渠道采购中药饮片，严格按照实际购进价格顺加不超25%销售。非饮片的中药严格按照实际购进价格“零差率”销售。3.按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。4.中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组（DRG）付费，对已经实行DRG和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值。5.支持基层医疗机构提供中医药服务。
	2022年1月17日	浙江省医保局	《关于支持中医药传承创新发展的实施意见》	2021年度DRG支付清算工作中，各地应全面实行中医医疗机构中治率与医保支付挂钩的正向激励机制。中治率系指中医医疗机构住院中药饮片、中医医疗服务项目、中成药三项收入之和占住院医疗收入比例。

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

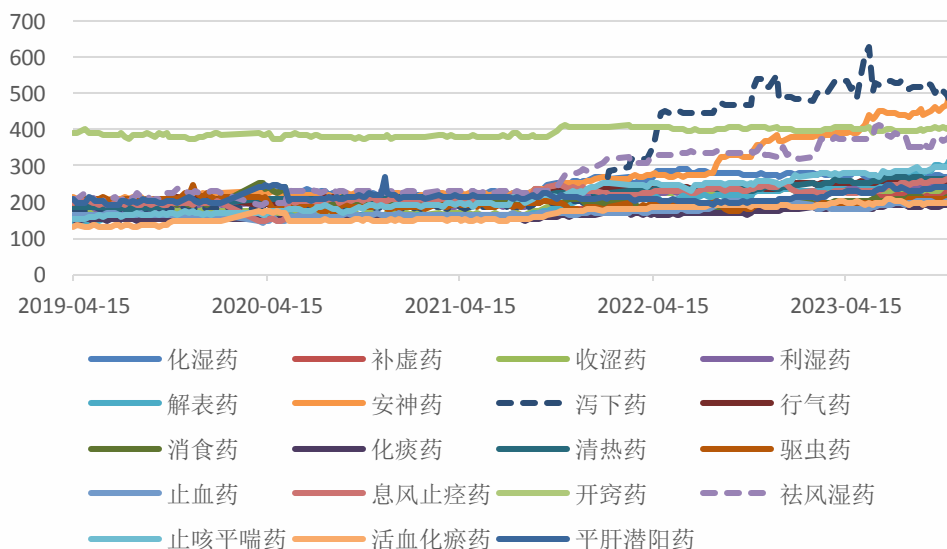
5 中药消费品：提价与渠道变革加速业绩兑现

- **原材料成本上涨，推动品牌中药持续提价。** 稀缺名贵中药材长期的供不应求导致价格呈现上涨趋势，随着中药抗疫带来需求量增加，中药材整体价格实现上涨。品牌中药具有较强的客户粘性，部分名贵中药的消费者对于价格相对表现不敏感。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力，由于其本身产品的客户需求稳定，提价也不会对销量有太多的影响。

天然牛黄价格变动



中药材价格走势



中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

5 中药消费品：提价与渠道变革加速业绩兑现

- **多元提价策略，保障毛利率持续稳定。** 1) 直接提价：对于产品供不应求的中药消费品，直接提高出厂价和终端价格，由于库存较低，其价格的传导相对较快，例如片仔癀； 2) 精品战略：在原有的消费者群体里面不断深挖高收入群体的消费者，例如精品的安宫牛黄丸； 3) 开辟直营渠道：直营渠道省去中间经销商环节，直接提升公司整体利润率水平。

公司	产品	价格	最近一次提价 提价幅度	
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒（终端）	2020年1月	11.30%
	片仔癀（锭剂）	760元/粒（终端）	2023年5月	28.8%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端） 765元/盒（批发含税） 676元/盒（批发无税）	2022年1月	12.82% 12.83% 12.67%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端） 17.4元/盒（批发含税） 15.4元/盒（批发无税）	2022年1月	45% 45% 45.01%
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端） 17.2元/瓶（批发含税） 15.22元/瓶（批发无税）	2022年1月	65% 65.38% 65.43%
	壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端） 346.02元/瓶（批发无税）	2022年1月	25% 24.92%
	壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端） 600元/瓶（批发无税）	2022年1月	30% 29.88%
	同仁乌鸡白凤丸 OTC	80元/盒（终端） 61.59元/盒（批发无税）	2022年1月	15.94% 15.99%
	局方至宝丸	898元/丸（终端） 4680元/盒（批发含税） 4141.59元/盒（批发无税）	2022年1月	12.53% 12.42% 12.42%
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒） 3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%

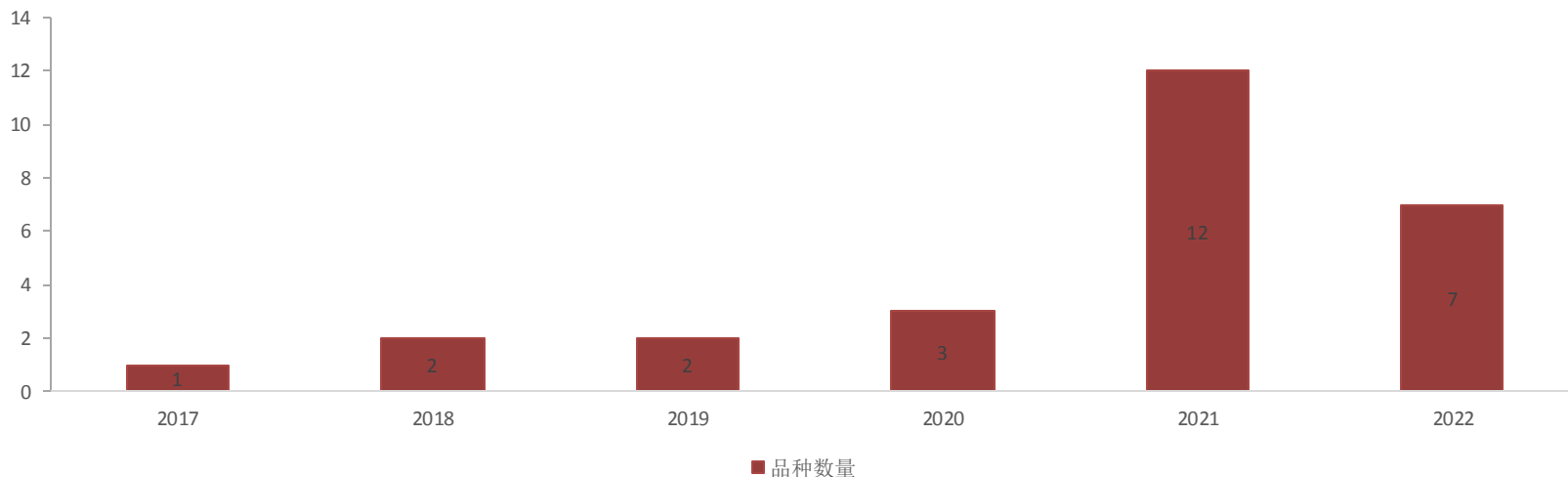
公司	产品	价格	最近一次提价 提价幅度	
云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
		60袋	2020年底	超50%
马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
	安宫牛黄丸 （天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
	安宫牛黄丸 （体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫牛黄丸 （体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	牛黄解毒丸	5元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
	逍遥丸	9.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
	上清丸	8元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	通宣理肺丸	8元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

6 中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- ❑ **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。** 2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出，近三年申报临床试验的中药新药数量逐年增加。
- ❑ **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。** 《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

2017-2022年获批上市中药创新药数量（个）



中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

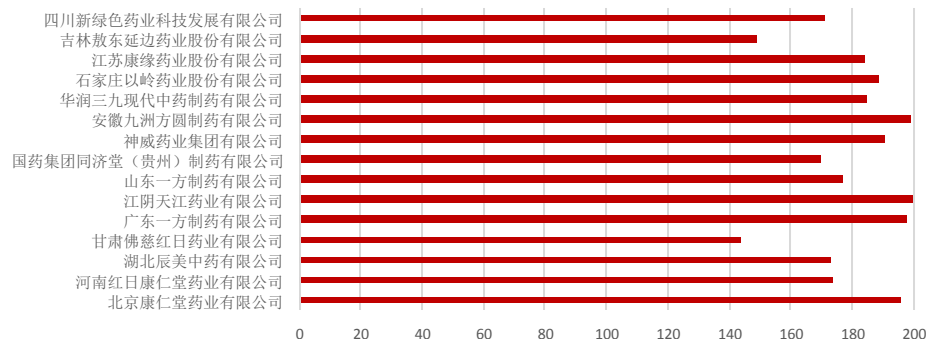
7 国标品种加速推进，获批进度靠前的企业有望优先获益。

- ❑ 截至2023年2月，国家标准一共颁布了四批，合计有248个品种。目前临床常用的配方颗粒品种大约至少400个品种，各个省目前也有省标品种正在备案过程中加速。目前中国中药、红日药业、华润三九等企业的国标备案进度接近200个。我们认为龙头企业在国标标准制定和炮制工艺上具有先发优势，市场后进入者需要几个月的时间去备案及生产，并且在成本控制上新进入者并不具有规模优势。因为在国标切换窗口期能率先抢占市场，率先受益。
- ❑ **配方颗粒集采时间提前，龙头有望加速集中。**10月27日，山东省公共资源交易平台对省际联盟中药配方颗粒集中带量采购拟中选结果予以公示。本次集采覆盖15个联盟省份，销售市场规模达到37.2亿元，涵盖了黄芪、党参、当归、白术等常用配方颗粒品种。200个中药配方颗粒品种共有59家企业拟中选，平均降价50.8%。共有59家企业的13404个产品拟中选。平均每个品种有29家企业拟中选。从长期竞争格局来看，龙头企业具有全产业链控制的能力，在上游中药材种植基地建设、成本端把控、质量标准控制、下游终端渠道能力上具有竞争优势，即便未来面临集采，行业也会加速集中。

配方颗粒国标颁布和公示情况

时间	批次	数量/个
2021年4月29日	第一批	160
2021年11月2日	第二批	36
2022年6月13日	第三批	4
2022年5月27日	标准公示，未执行	50
2022年9月1日	标准公示，未执行	19
2023年2月	第四批	48

不同企业国标注册进度

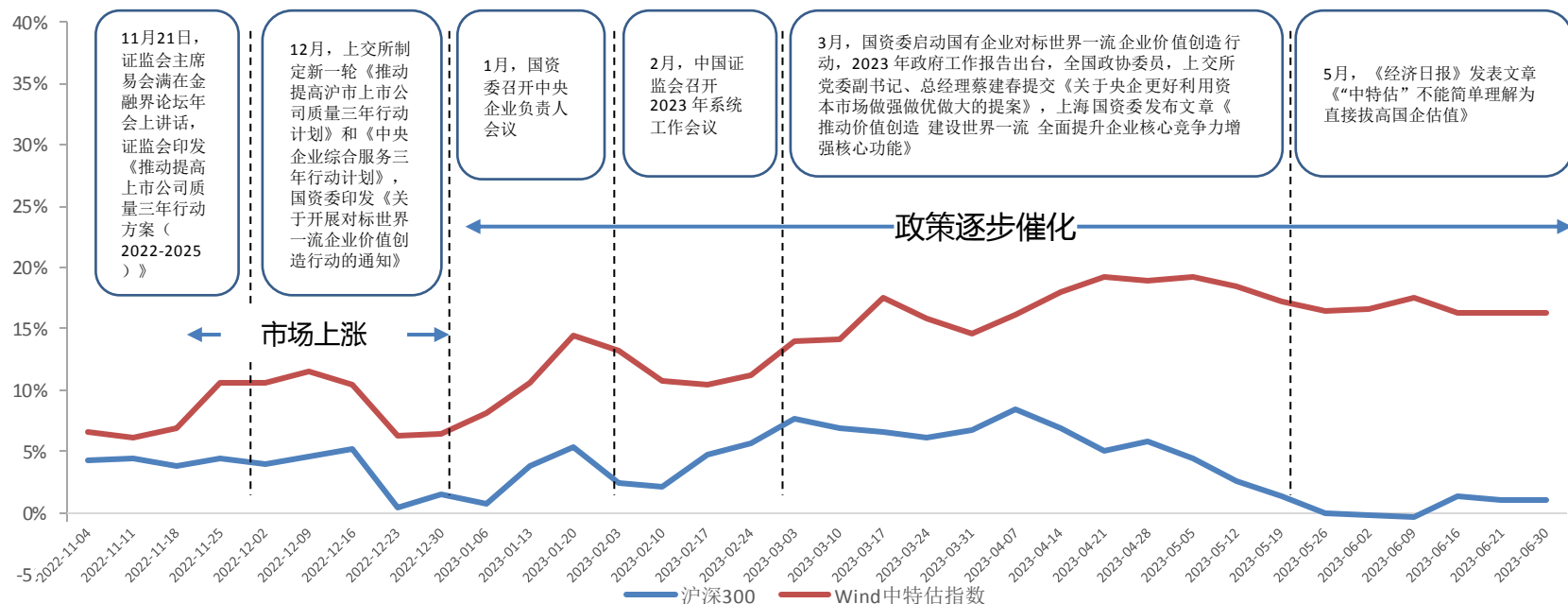


中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

8 国企混改释放红利，股权激励相继落地

- 2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛上发表演讲，提出多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构，是我国资本市场特征和优势，我们应深刻认识并准确把握，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。
- 长期以来，央企、国企的估值水平处于偏低状态，盈利规模近7成，但市值规模却不足一半。讲话强调，国有上市公司在“练好内功”的同时，需加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业价值。“中特估”的核心点被市场解读为深化国企改革，并对国有上市企业重新估值。

中特估政策历程及wind中特估指数收益率变化

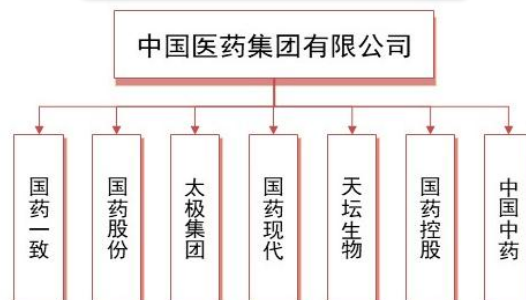


WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：中国政府网、证监会、国资委、《经济日报》，Wind，西南证券整理

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

国药集团组织架构



国药集团旗下7家子公司主营业务情况

企业简称	主营业务
国药一致	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	中西成药生产、销售。
国药现代	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	血液制品（人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

华润集团组织架构



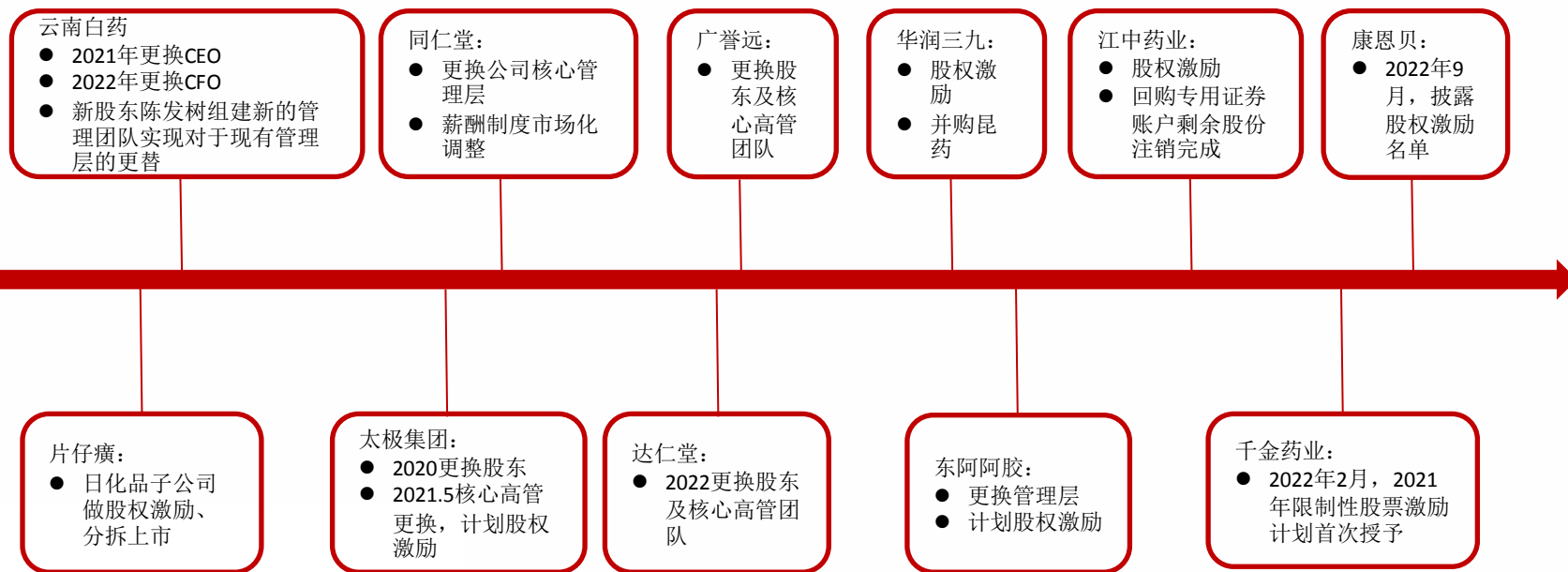
华润集团旗下16家子公司主营业务情况

企业简称	主营业务
华润三九	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理洙王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润材料	非纤维级聚酯切片生产、销售
华润微	半导体产业制造与服务、产品与方案
华润双鹤	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	医药分销、药品制造、医药零售
华润置地	房地产开发、经营
华润电力	可再生能源（风电场、光伏电站、水电站）、火电（燃煤发电厂、燃气发电厂）、综合能源服务、能源科技
华润燃气	加气站、百尊燃气具
华润水泥控股	水泥、商品混凝土
华润啤酒	啤酒（雪花纯生、雪花勇闯天涯）
华润万象生活	商业运营、物业管理、写字楼运营
华润医疗	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

中药：院内院外复苏，长期看好政策兑现

- ❑ **中药行业国企混改加速落地。**2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

中药行业国企混改历程



药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

- **2023Q1-3历史复盘：23年受政策变动、宏观环境等多重因素压制，业绩增速放缓，门店保持高速扩张。**截至2023Q3，6家药店门店数分别为：老百姓（13065家）、大参林（12993家）、益丰药房（12350家）、一心堂（10008家）、漱玉平民（6778家）、健之佳（4771家），前三季度门店扩张同比增速分别为漱玉平民（+46.3%）、大参林（+35.7%）、老百姓（+26.5%）、益丰药房（+26.3%）、健之佳（+18.3%）、一心堂（+8.7%）。23Q1受流感、疫情反复影响，四类药以及防疫物资的需求量增厚明显，一季度疫后复苏稳健增长。23Q2-Q3业绩增速放缓，季度业绩环比下降。主要有以下原因：1）积压的大量家庭库存逐步消化，消费者需求饱和，短期健康购药需求有一定扰动。2）受个人账户改革以及医保门诊统筹政策影响。各地医疗机构推进门诊统筹速度不均衡，部分地区的门诊统筹政策在公立医院以及医疗机构优先放开，从而出现顾客短期回流的情况。此外，我们关注到23Q3门诊统筹资质药房占比明显提升，但由于处方流转药店衔接仍需时间，相关业绩增量仍有较大增长空间。3）通过社零数据反馈，短期7、8月消费力下降。9月受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，社零数据边际向上，社零总额同比增长5.5%，环比上涨0.9个百分点，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，Q4消费力有望持续修复。
- **展望24年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性。**1）**政策利好：**门诊统筹资质获批加速，利好龙头药房获客，有助于单店业绩增厚。预期24年各地统筹政策逐步优化，各地电子处方流转平台有望加速落地，推动处方加速外流，未来互联网医院渠道有望贡献处方增量。2）**门店高速扩张：**目前药店行业仍处于跑马圈地扩张规模的时间点，未来建议关注并购、加盟节奏，由于一级市场合规要求提升、监管环境改变、消费环境改变、全渠道专业化竞争加剧，中小医药企业经营情况出现分化，出售意向增加，中小型并购明显增多，随着市场中并购项目估值调整，我们预期24年连锁药房并购扩张速度有望提升。3）**盈利能力：**四类药家庭库存于23年8月见底，用药刚需进一步释放。深耕精细化管理，调整品类结构。随着居民健康意识及消费力边际提升，高毛利的保健品、中药、非药等占比持续提升，盈利能力有望稳定且小幅提升。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。**行业集中度持续提升，处方药加速外流，处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率增至70%。
- **投资建议：**建议关注稳健的大型连锁药店，推荐大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、健之佳（605266）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；并购门店整合不及预期；药品降价风险；政策波动风险。

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

1 政策复盘：估值底部震荡，2024年静待政策催化

药店板块政策梳理（2022.1.1-2023.12.1）

6月8日，国务院发布“**新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）**”，新版新增了药品监测要求，在本土疫情发生后，辖区药店应对购买退烧、止咳、抗病毒、抗生素、感冒等药物的人员进行实名登记并将信息推送辖区街道（社区）管理，及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展一次抗原检测。

9月1日，市场监管总局发布《**药品网络销售监督管理办法**》。第三方平台监管趋严，压实平台药品网售责任。网售处方药实名制购买，强调“处方在前，售药在后”。国家特殊管控药品不得在网上销售。

12月26日，国务院发布《**关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案**》，县级以上医疗机构按照三个月的日常使用量动态准备新型冠状病毒感染相关中药、抗新冠病毒小分子药物、解热和止咳等对症治疗药物；基层医疗卫生机构按照服务人口数的15%-20%动态准备新型冠状病毒感染相关中药、对症治疗药物和抗原检测试剂，人口稠密地区酌情增加。

6月23日，国家药监局发布的《**中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）**》，新增的第八十三条中明确规定：第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动，历时一个月的公开征求意见已正式截止。

11月10日，**防疫新二十条落地**，加快新冠病毒物储备、加大“一刀切”、整治力度，防疫政策进一步科学化、精准化、有效化。

1月起，全国各地陆续启动**个人医保改革**。调整方向主要包括三个方面：一是普通门诊纳入统筹基金支付范围；二是单位缴费全部划入统筹账户；三是拓宽个人账户使用范围。

7月5日，广东省是国内首个省份提出**常态化防控期间四类药无需实名登记**。

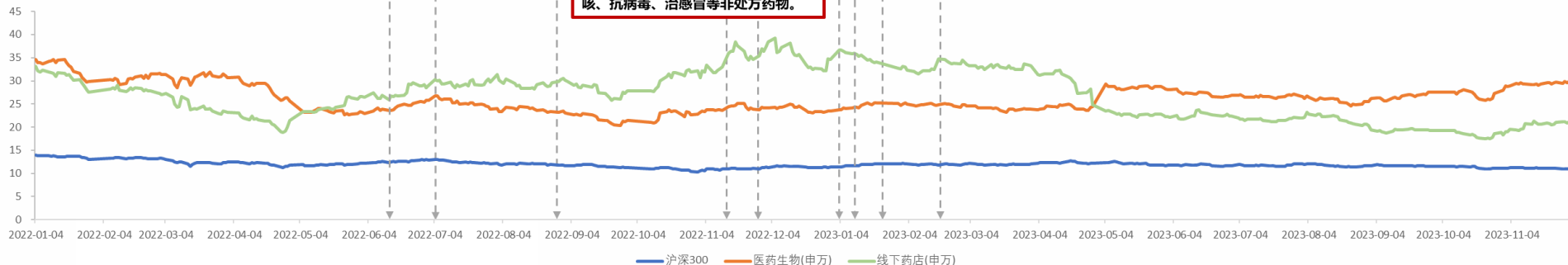
12月1日起，《**药品网络销售监督管理办法**》正式实施。全国多地**优化疫情防控措施**，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，四类药销售放开，取消实名登记。

1月9日，国家税务总局发布《**关于增值税小规模纳税人减免增值税等政策有关征管事项的公告**》。变化一：小规模45万免征降至30万；变化二：**小规模税率由“免税→1%”**。

1月18日，国家医保局发布《**《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》**》。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，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省内“双通道”处方流转电子化。

12月7日，国务院发布《**关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知**》，提出保障群众基本购药需求。**各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。**

2月15日，国家医保局发布《**关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知**》。



药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

2 业绩复盘：23年受政策变动、宏观环境等多重因素压制，业绩增速放缓

- **21年-23Q3历史复盘：** 21年药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及四大类药品管控，21年业绩增速全年放缓。板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏，22Q4业绩表现亮眼，主要受疫情放开影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，23Q1疫后复苏稳健增长。**23Q2-Q3业绩增速放缓，季度业绩环比下降，主要有以下原因：**1) 积压的大量库存逐步消化，消费者需求饱和，短期健康购药需求有一定扰动。2) 受个人账户改革以及医保门诊统筹政策影响，各地医疗机构推进速度不均衡，部分地区的门诊统筹政策在公立医院以及医疗机构优先放开，从而出现顾客短期回流的情况。此外，我们关注到龙头门诊统筹资质药房占比稳步上升，但由于处方流转药店衔接仍需时间，相关业绩增量仍有较大增长空间。3) 通过社零数据反馈，短期7、8月消费力下降。9月受一系列稳增长、促消费、调预期政策影响，社零数据边际向上，社零总额同比增长5.5%，环比上涨0.9个百分点，消费继续释放企稳信号，但整体仍处于底部徘徊，Q4消费力有望持续修复。
- **业绩表现：**2023前三季度7家连锁药店公司实现收入768.4亿元（+16.9%）；归母净利润40.7亿元（+18.7%）；扣非归母净利润39.1亿元（+17.9%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为257.9/258.9/251.5亿元，同比增长26.5%/15.7%/9.7%；归母净利润分别为15.3/14.5/10.9亿元，同比增长32%/17.3%/5.6%。

药店板块2017-23Q3关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-3
营收	338.7	412.5	518.0	650.4	743.2	967.3	768.4
YOY	21.5%	21.8%	25.6%	25.6%	14.3%	30.2%	16.9%
归母净利润	18.4	22.0	26.9	37.8	37.3	48.3	40.7
YOY	21.5%	19.6%	22.4%	40.4%	-1.1%	29.4%	18.7%
扣非归母净利润	17.6	20.8	26.0	35.7	34.6	46.9	39.1
YOY	18.9%	18.4%	25.1%	37.2%	-3.2%	35.6%	17.9%
毛利率	37.8%	38.3%	36.7%	35.0%	35.9%	35.1%	35.0%
四费率	29.9%	30.5%	29.4%	27.0%	29.2%	27.6%	27.6%
净利率	5.5%	5.5%	5.5%	6.2%	5.3%	5.4%	5.7%
销售费用率	24.9%	25.8%	24.7%	22.6%	24.2%	22.5%	22.9%
管理费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.2%	3.8%
财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

药店板块22Q1-23Q3关键财务数据（单季度）

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	203.9	223.8	229.3	310.3	257.9	258.9	251.5
YOY	16.9%	27.0%	24.7%	48.7%	26.5%	15.7%	9.7%
归母净利润	11.6	12.4	10.3	14.0	15.3	14.5	10.9
YOY	-1.7%	9.0%	23.3%	140.9%	32.0%	17.3%	5.6%
扣非归母净利润	11.4	11.8	10.1	13.7	14.8	14.0	10.3
YOY	1.6%	11.7%	25.9%	181.4%	30.6%	19.0%	2.2%
毛利率	36.5%	35.5%	35.4%	33.6%	35.0%	35.5%	34.3%
四费率	28.7%	28.0%	29.0%	25.7%	26.7%	27.7%	28.3%
净利率	3.5%	3.9%	3.5%	4.5%	6.0%	5.6%	4.3%
销售费用率	23.9%	23.4%	24.0%	19.8%	22.3%	23.0%	23.4%
管理费用率	3.9%	3.7%	4.1%	4.8%	3.6%	3.9%	4.0%
财务费用率	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源：各公司公告，WIND，西南证券整理

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，西南证券整理

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

2 业绩复盘：23年门店保持高速扩张，第二梯队药房扩张迅猛

- 业绩对比：2023年前三季度药店整体表现稳健，23Q3业绩短期承压。收入利润方面，2023Q1-3大参林的收入和利润增速都是行业领先；益丰药房、老百姓、健之佳表现稳健。毛利率方面，益丰药房（39.6%）、大参林（37.1%）、健之佳（35.9%）领先。净利率方面，益丰药房（7.1%）、大参林（6.9%）、一心堂（5.4%）领先。
- 门店数对比：截至2023Q3末，各药店门店数分别为老百姓（13065家）、大参林（12993家）、益丰药房（12350家）、一心堂（10008家）、漱玉平民（6778家）、健之佳（4771家），前三季度门店扩张同比增速分别为漱玉平民（+46.3%）、大参林（+35.7%）、老百姓（+26.5%）、益丰药房（+26.3%）、健之佳（+18.3%）、一心堂（+8.7%）。

	2022						2023H1						2023Q1-3					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入（亿元）	212.5	198.9	174.3	201.8	75.4	78.2	119.9	107.1	86.8	108.1	43.4	42.6	177.2	158.9	128.1	160.4	65.0	65.3
YoY	27%	30%	20%	29%	44%	47%	23%	22%	9%	20%	44%	26%	19.6%	19.0%	6.6%	16.4%	38.0%	24.5%
归母净利润（亿元）	10.4	12.7	10.1	7.9	3.6	2.3	9.2	7.1	5.1	5.1	1.6	1.4	11.7	10.0	6.9	7.2	2.8	1.6
YoY	31%	43%	10%	17%	21%	100%	28%	22%	21%	12%	75%	25%	27%	21%	1%	18%	42%	25%
扣非归母净利润（亿元）	10.1	12.3	9.9	7.4	3.6	2.2	9.0	6.8	5.1	4.9	1.6	1.3	11.6	9.7	6.8	6.5	2.7	1.6
YoY	41%	43%	10%	29%	28%	115%	27%	21%	27%	17%	65%	25%	27%	22%	5%	14%	37%	30%
经营性现金流（亿元）	37.6	39.2	25.0	23.1	11.9	1.5	14.8	14.1	6.8	10.4	5.5	0.2	24.8	28.8	13.4	14.3	7.1	1.4
毛利率（%）	37.8	39.5	35.1	31.9	36.1	28.6	37.4	40.0	33.6	32.7	34.8	30.9	37.1	39.6	33.1	32.5	35.9	30.1
净利率（%）	5.1	7.2	5.8	4.8	4.8	3.0	8.0	7.5	5.9	5.7	3.6	3.3	6.9	7.1	5.4	5.3	4.3	2.4
销售费用率（%）	24.3	24.5	23.4	19.3	25.4	20.5	21.5	25.7	23.4	20.5	25.7	21.3	22.0	25.5	23.4	15.7	26.4	21.4
管理费用率（%）	5.6	4.7	2.6	5.5	2.8	2.7	4.6	4.4	2.5	4.4	2.0	3.4	4.7	4.3	2.0	3.3	2.1	3.3
财务费用率（%）	1.0	0.5	0.6	1.2	1.4	1.0	0.8	0.4	0.2	0.8	1.5	1.4	0.9	0.4	0.2	0.7	1.5	1.4
存货周转率（%）	3.5	3.6	3.4	4.1	2.9	3.7	1.9	1.8	1.6	1.8	1.3	1.5	2.5	2.7	2.4	2.7	1.9	2.4
应收账款周转率（%）	24.2	13.6	11.3	11.7	18.3	14.5	11.4	6.3	5.2	5.5	8.2	5.0	16.9	9.2	3.1	7.8	12.4	6.8
门店数	10045	10268	9206	10783	4055	5456	11989	11580	9569	12291	4439	6332	12993	12350	10008	13065	4711	6778
YoY（同比）	22.6%	31.5%	7.5%	29.1%	33.2%	63.3%	34.8%	25.9%	6.4%	22.8%	35.2%	57.9%	35.7%	26.3%	8.7%	26.5%	18.3%	46.3%
其中：直营门店	8038	8306	9206	7649	4055	3325	8902	9089	9569	8524	4439	3868	9305	9562	10008	8945	4711	4015
加盟店	2007	1962	0	3134	0	2131	3087	2491	0	3767	0	2464	3688	2788	0	4120	0	2763
其中：当期自建	689	1241	1009	1695	324	318	610	692	531	963	381	202	1019	1046	802	1479	603	284
当期收购	310	545		0	718	450	362	202		0	61	342	427	368		351	61	407
当期加盟	1072	1030	0	1069	0	1382	1080	529	0	760	0	0	1681	826	0	1230	0	632
当期搬迁	0	145	186	158	0	0	0	30	103	0	0	0	0	49	0	595	0	0
当期闭店	219	212	177	175	31	35	108	81	65	0	4	1	179	109	0	183	8	1
当期净增	1852	2459	646	2431	1011	2115	1944	1312	363	1723	438	543	2948	2082	802	2282	656	1322

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

3 展望2024年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

影响因素	2022年	2023年	2024年
门店情况	门店恢复稳步扩张；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速逐季恢复至疫前水平6-8%；局部地区疫情影响短期关闭门店。	门店加速扩张节奏；新开门店盈亏平衡周期逐步缩短；老店同比增速稳定在6-8%波动。	门店稳健扩张，有望加快并购买实现全国扩张布局；对接处方药外流成功的门店客流量、客单价有望收益提升。
经营品类	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。关注中药、保健品、非药等高毛利品类占比提升。	持续调整品类结构，聚焦高毛品种。
防疫措施	防疫措施：2022年1-10月，全国多地疫情散点多发，全国防疫监管严格，各地防疫政策略有差异，部分地区仍存在一刀切的管控现象，药店经营受到覆盖地区疫情情况以及当地防疫政策限制。2022年11月，防疫20条政策落地。2022年12月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，多地四类药销售取消实名登记。	2023年，防疫措施趋向精准科学化防控，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物，药店加速恢复至疫前水平。短期来看，新冠新增病例攀升的趋势下，零售药店作为居民购买药品重要渠道，客流量和客单价有望迅速提升。	24Q1疫后放开的高基数消化接近尾声。
四类药	四类药逐步解禁，需要实名登记：22Q2开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。22年11月，四类药全面恢复正常销售，购买不需实名登记。	受疫情及流感影响，23H1四类药家庭库存积压，23年8月末库存见底。	用药刚需逐步释放。
医保系统切换	2022年初，全国大多数定点药店已接入新医保平台进行联网结算，消费者去药店购药基本恢复正常医保刷卡。	医保系统切换调整完毕。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，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省内“双通道”处方流转电子化。	电子处方流转平台加速推进。
小规模纳税政策	自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。	自2023年1月1日至2023年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。	预期稳定，同比口径无影响
个人账户改革政策	2022年12月31日，《武汉市职工基本医疗保险门诊共济保障实施细则》印发，当地正式启动职工医保个人账户改革。截至22年底，全国职工个人医保账户累计结存13713亿元，占全国医保基金累计结存42640亿元的32.2%。	2023年1月起，全国各地陆续启动个人医保改革。调整方向主要包括三个方面：一是普通门诊纳入统筹基金支付范围；二是单位缴费全部划入统筹账户；三是拓宽个人账户使用范围。	个人医保账户缩减，个账结余持续消耗，预期24年影响持续。
门诊统筹政策	-	2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。23年进展：门诊统筹资质获批速度较快，截至23年9月，全国获批已有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，占定点药店数量的比例为29%，累计结算1.74亿人次，结算医保基金69.36亿元。由于医院到药店处方流转衔接不畅，统筹账户支付占比暂时较低。我们认为该政策的实施有望拉升药房客单价和客流量。	门诊统筹资质获批加速。预期24年地方统筹政策逐步优化，各地互联网电子处方流转平台有望加速落地，处方药有望加速外流。

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

3 展望2024年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

□ 门诊统筹政策解读：

- **2023年进展：**药店门诊统筹从启动至今已近1年，回顾23年上半年各地多处于观望状态，下半年提速推进。由于各地医疗机构推进速度不均衡，部分地区的门诊统筹政策在公立医院以及医疗机构优先放开，从而出现顾客短期回流的情况。此外，我们关注到龙头门诊统筹资质药房占比稳步上升，但由于处方流转药店衔接仍需时间，相关业绩增量仍有较大增长空间。截至23年8月，全国获批已有25个省份约14.1万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务，占定点药店数量的比例为29%，累计结算1.7亿人次，结算医保基金69.4亿元。由于医院到药店处方流转衔接不畅，统筹账户支付占比暂时较低。
- **影响解读：**1) 门诊统筹接入对有助于拉升药房的客单价和客流量。根据老百姓二季度公开信息披露，两年以上可比店销售额增速上，统筹门店比非统筹门店增速高出8个百分点。2) 短期由于统筹账户支付占比较低，门店统筹医保开通对毛利率影响有限，毛利率保持平稳。中长期看，随着处方药加速外流，毛利率较低的处方药占比提升，预期毛利率端承压。
- **2024年预期：**1) 门诊统筹资质获批加速，利好龙头药房获客，有助于单店业绩增厚。2) 预期24年各地统筹政策逐步优化，电子处方加速外流。医保局数据显示，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1.0万家、定点零售药店6.6万家。各地电子处方流转平台对接有望加速推进，根据国家医保局文件要求，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，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省域内“双通道”处方流转电子化。3) 互联网医院处方有望加速外流。目前仅部分地区接受当地互联网医院处方，未来互联网医院渠道有望贡献处方增量。

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

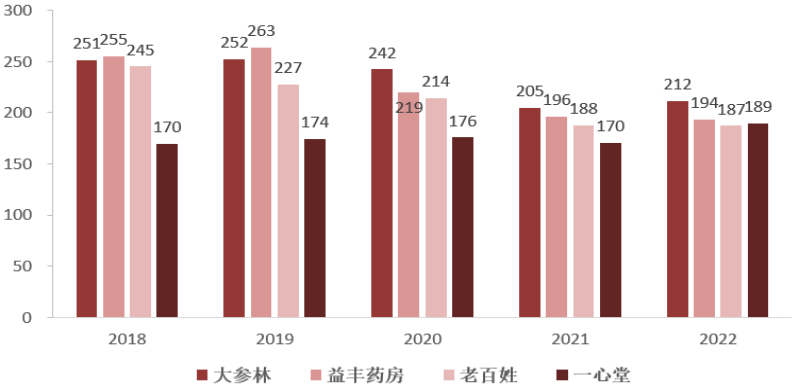
3 展望2024年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。1) 政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。2) 处方外流加速，线上线下融合发展。门诊统筹政策、集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。

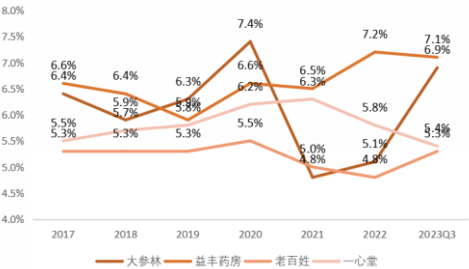
五大药店门店扩张情况（个）

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
大参林	门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4756	6020	8193	10045	12993
	YOY		19.9%	25.4%	23.9%	30.0%	22.6%	26.6%	36.1%	30.9%	35.7%
益丰药房	门店数量	810	1065	1535	2059	3611	4752	5991	7809	10268	12350
	YOY		22.7%	31.5%	44.1%	34.1%	75.4%	31.6%	26.1%	30.3%	26.3%
一心堂	门店数量	2623	3494	4085	5066	5758	6266	7205	8560	9206	10008
	YOY		33.2%	16.9%	24.0%	13.7%	8.8%	15.0%	18.8%	7.5%	8.7%
老百姓	门店数量		1483	1838	2733	3864	5128	6533	8352	10783	13065
	YOY			23.9%	48.7%	41.4%	32.7%	27.4%	27.8%	29.1%	26.5%
健之佳	门店数量				1305	1506	1752	2130	3044	4055	4711
	YOY					15.4%	16.3%	21.6%	42.9%	33.2%	18.3%

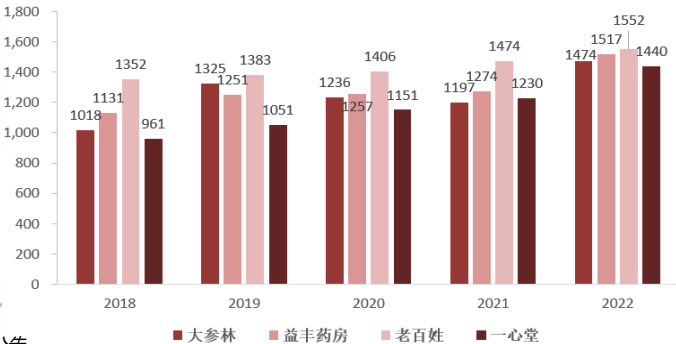
四大药店单店收入（万元/年）



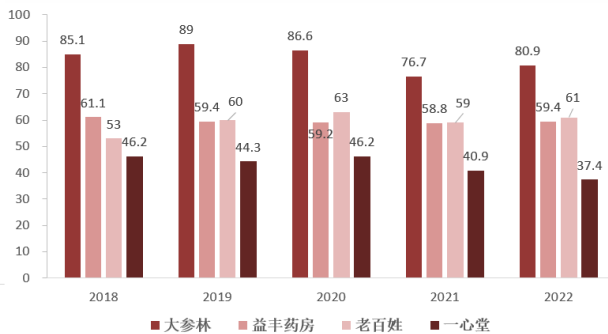
2017-2023Q3四大药店净利率情况



四大药店日均人效（元/人）



四大药店日均坪效（元/m²）



www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳公司公告，西南证券整理

药店：估值底部震荡，多重因素边际改善，2024年静待政策催化

4 展望2024年：预期门店“三驾马车”加速扩张，通过优质并购标的切入空白区域或弱势区域

并购提高连锁率，强强并购或为未来趋势。选择的标的多为各省份的前六名中型连锁药店，收购目的多为加深优势省份的渗透率，或者通过并购方式开拓空白省份。2023年三季度由于一级市场合规要求提升、监管环境改变、消费环境改变、全渠道专业化竞争加剧，中小医药企业经营情况出现分化，出售意向增加，今年中小型并购明显增多，随着市场中并购项目估值调整，我们预期24年连锁药房并购扩张速度有望提升。根据《2022-2023年度中国药店发展报告》统计，2022年零售药店的连锁化率已上升至57.76%，根据“十四五规划”药品零售连锁率目标为70%，中国药店连锁率有望加速提升。

2022年部分省份药店排行榜前6名

	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6
广东省	大参林	东莞国药	海王星辰	高济医药	爱心大药房	中智大药房
四川省	一心堂	高济医药	全亿健康	正和祥健康	杏林医药	德仁堂
山东省	漱玉平民	山东立建	山东燕喜堂	信宏仁	青岛同方	仁和堂
江苏省	益丰药房	全亿健康	老百姓	百佳惠瑞丰	高济医药	南京医药
浙江省	瑞人堂	海王星辰	浙江英特	彩虹大药房	九州大药房	震元医药
湖南省	老百姓	益丰药房	湖南千金	养天和	楚济堂	达嘉维康
湖北省	益丰药房	天济大药房	湖北宜草堂	用心人	老百姓	马应龙
河北省	神威大药房	益丰药房	健之佳	华佗药房	德医堂	全亿健康
江西省	益丰药房	黄庆仁栈	江西昌盛	洪兴大药房	昌盛大药房	汇仁堂
安徽省	国胜大药房	老百姓	高济医药	丰原大药房	四方百信	曼迪新
陕西省	怡康医药	广济堂	老百姓	众信医药	百姓乐	广济大药房
河南省	张仲景	高济医药	大参林	老百姓	宜致大药房	神鹿大药房
云南省	一心堂	健之佳	龙马药业	国大迪升	立之康	云南白药
天津	老百姓	瑞澄大药房	天津医药	同润堂	神农百草	福芝林
北京	金象大药房	高济百康	壹壹壹商业	升天保堂	达慧堂	正济堂
辽宁省	国大药房	海王星辰	人民泰康	健之佳	天士力	东北大药房
吉林省	吉林大药房	国大益和	恒爱大药房	东辽医药	延边正道	星火医药
黑龙江省	人民同泰	鑫世一	大参林	华辰大药房	齐泰医药	健康医药

历年药店重要并购标的梳理（部分）

序号	公司名称	成交价格（亿元）	标的资产	财务数据基准日	PS	PE
1	漱玉平民	1.54	济南平嘉大药房有限公司60%股权	2023.03	0.87	19.45
2	华人健康	1.12	舟山里肯60%股权	2023.06	1.04	17.6
3	大参林	0.3	重庆万家燕15%股权	2023.09	0.68	
4	大参林	1.71	伊犁康之源51%股权	-	-	
5	大参林	1.09	晋中长药业51%股权	-	-	
6	老百姓	1.24	安徽为百姓大药房医药连锁有限公	-	-	15.89
2023年均值					0.86	17.65
7	健之佳	0.71	重庆佰瑞100%资产	2022.03	0.73	-
8	益丰药房	1.19	德顺堂新设公司70%股权	2022.05	0.89	
9	老百姓	1.17	安徽元初药房100%股权	-	-	-
10	大参林	0.93	辽宁博大维康51%股权	-	-	-
2022年均值					0.81	
11	益丰药房	2.04	湖南九芝堂51%股权	2021.12	0.77	56.82
12	健之佳	20.74	河北唐人医药100%股权	2021.12	-	24.25
13	健之佳	0.96	普洱佰草堂100%股权	2021.10	0.82	15.92
14	漱玉平民	2.88	齐河泰耀100%股权	2021.08	1.13	21.51
15	健之佳	0.42	平果誉佳100%股权	2021.05	1.01	-
16	老百姓	14.28	华佗药房51%股权（已终止）	2021.04	1.61	22.42
17	健之佳	0.44	星云大药房100%股权	2021.02	0.84	-
2021年均值					1.03	28.18
18	老百姓	16.37	湖南怀仁71.96%	2020.12	1.62	22.75
19	老百姓	6.8	人川大药房100%股权	2020.11	1.55	19.13
2020年均值					1.59	20.94
20	国大药房	18.6	成大方圆100%股权	2019.12	0.63	28.34
21	大参林	1.27	南通市江海51%股权	2019.07	1.14	22.76
2019年均值					0.89	25.55
22	益丰药房	13.84	新兴药房86.31%股权	2018.06	1.61	24.66
23	益丰药房	1.43	上海上虹51%股权	2018.06	1.11	22
24	益丰药房	1.33	江苏市民53%股权	2018.06	1.49	12.5
2018年均值					1.40	19.72

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，商务部，米内网，西南证券整理

医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

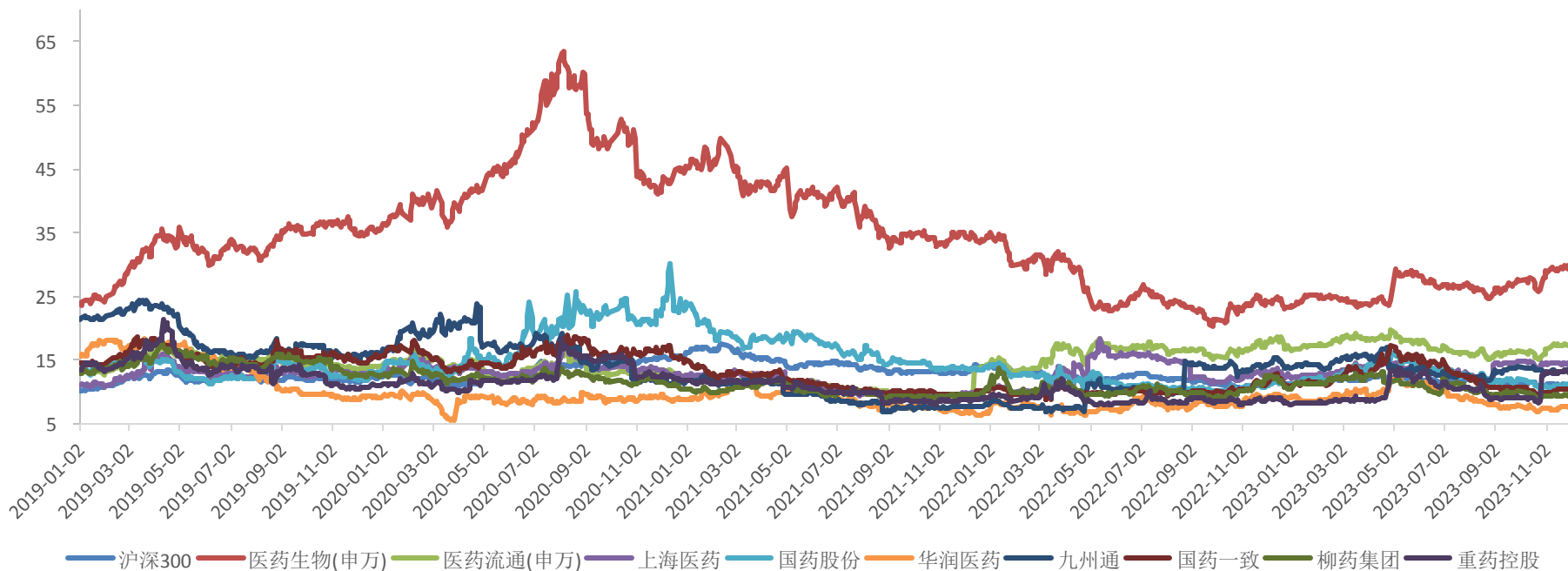
- **复盘2023Q1-3：23H1分销板块业绩表现亮眼，23Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压。**2023年前三季度，18家医药分销公司实现收入6587.9亿元（+9.6%），归母净利润为123.1亿元（-6.3%），扣非归母净利润为113.6亿元（-2%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为2259.4/2229.8/2098.7亿元，同比增长16%/15.1/-1.2%%；归母净利润分别为42.3/46.1/34.8亿元，同比增长20.7/-19.6%/-11.1%；扣非归母净利润分别为39.9/40.9/32.7亿元，同比增长17.4/-8.2%/-12.4%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022H1业绩低基数，2023H1增速表现亮眼。2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。
- **展望2024年：1）院内持续修复，预计24年业绩逐季向上。**由于医药政策环境影响，院内手术量、用药量等处于修复中，预期业绩表现呈现逐季环比向上。**2）产业结构调整，业务转型逐步兑现。**流通企业多年布局高毛利业务，如创新药、中药、零售、CSO、SPD项目等，新增业务利润占比持续提升，逐步步入收获期。**3）紧抓国企改革主线。**国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，多维考核结果联动管理层薪酬，激活企业活力。**4）行业集中度持续提升。**“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。建议积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）、百洋医药（301015）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；集采降价风险；项目不及预期。

医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

1 估值复盘：分销板块估值回调至底部，积极把握个股机遇

估值处于历史低位，性价比凸显。药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种继续扩大，疫后医院市场逐步恢复，也将支持流通企业的业绩仍将维持稳健增长。行业趋于集中的发展态势下，医药分销龙头企业借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，凭借规模、渠道、资金优势在市场竞争中优势凸显，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

2019-2023Q3药品流通企业估值对比



医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

2 业绩复盘：23H1分销板块业绩表现亮眼，23Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压

- **分销板块业绩表现复盘。**2023年前三季度，18家医药分销公司实现收入6587.9亿元（+9.6%），归母净利润为123.1亿元（-6.3%），扣非归母净利润为113.6亿元（-2%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3收入分别为2259.4/2229.8/2098.7亿元，同比增长16%/15.1/-1.2%；归母净利润分别为42.3/46.1/34.8亿元，同比增长20.7/-19.6%/-11.1%；扣非归母净利润分别为39.9/40.9/32.7亿元，同比增长17.4/-8.2%/-12.4%。2022年分销板块受多地疫情散发的影响，院内门诊量受限，四大类药品管控，以及药品和器械集采的持续扩面，业绩增速持续放缓。2023Q1分销板块疫后恢复性增长，且由于2022H1业绩低基数，2023H1增速表现亮眼。2023Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压，部分中小分销商出清，长期有利于行业集中度提升。
- **分季度看，受政策影响，分销板块盈利能力平稳波动。**盈利能力主要受医保控费和医疗改革等政策影响。行业整体需求仍表现强劲，政策影响逐步落地消化，企业根据政策变化加速产业结构化调整。

医药分销2017-23Q3关键财务数据（累计）

(亿元)	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23Q1-3
营收	4556.5	5331.3	6273.8	6676.5	7492.1	8065.1	6,587.9
YOY	24.6%	17.0%	17.7%	6.4%	12.2%	7.6%	9.6%
归母净利润	120.0	126.2	133.6	147.4	152.1	149.8	123.1
YOY	51.0%	5.2%	5.8%	10.4%	3.2%	-1.5%	-6.3%
扣非归母净利润	95.6	101.1	118.1	123.5	125.3	128.3	113.6
YOY	33.7%	5.8%	16.8%	4.5%	1.5%	2.4%	-2.0%
毛利率	10.7%	11.8%	11.7%	11.4%	10.6%	10.4%	10.0%
四费率	7.2%	8.5%	8.2%	7.9%	7.6%	7.4%	6.9%
净利率	3.0%	2.7%	2.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.2%
销售费用率	4.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.5%	4.5%	4.0%
管理费用率	2.3%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
财务费用率	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

医药分销22Q1-23Q3关键财务数据（单季度）

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	1948.1	1938.5	2124.2	2054.3	2259.4	2229.8	2098.7
YOY	7.6%	4.1%	11.3%	7.5%	16.0%	15.0%	-1.2%
归母净利润	35.0	57.3	39.1	18.4	42.3	46.1	34.8
YOY	-23.4%	7.4%	19.3%	-9.5%	20.7%	-19.6%	-11.1%
扣非归母净利润	34.0	44.5	37.3	12.4	39.9	40.9	32.7
YOY	5.1%	5.0%	12.8%	-29.0%	17.4%	-8.2%	-12.4%
毛利率	10.1%	11.0%	9.7%	10.9%	10.0%	10.5%	9.4%
四费率	7.1%	7.2%	7.0%	8.3%	7.0%	7.0%	6.7%
净利率	1.8%	3.0%	1.8%	0.9%	1.9%	2.1%	1.7%
销售费用率	4.3%	4.4%	4.2%	5.0%	4.2%	4.2%	3.7%
管理费用率	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.7%	1.8%	2.0%
财务费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%

医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

2 业绩复盘：23H1分销板块业绩表现亮眼，23Q3由于医药政策环境影响，分销板块短期承压

- 医药流通行业公司业务分为分销、零售、工业三大板块，总体来看，分销收入占比最高，毛利率较低，在6%-8%左右波动，其中器械分销的毛利率略高于药品分销；零售业务收入占比较低，毛利率普遍远低于四大零售连锁药店，原因是DTP品类占比更高，药品结构有一定差异；工业板块收入占比较低，但是毛利占比相对较高，近年来医药流通企业强化工业板块布局，2023H1上海医药、华润医药、九州通、柳药集团的工业板块收入同比增速分别为12.6%、25.2%、-36.2%、72%，预计未来医药流通企业将加速推进向上游业务的延伸，通过工业板块拉起“第二增长曲线”。

医药流通行业：2022-2023H1上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团、重药控股板块拆分对比

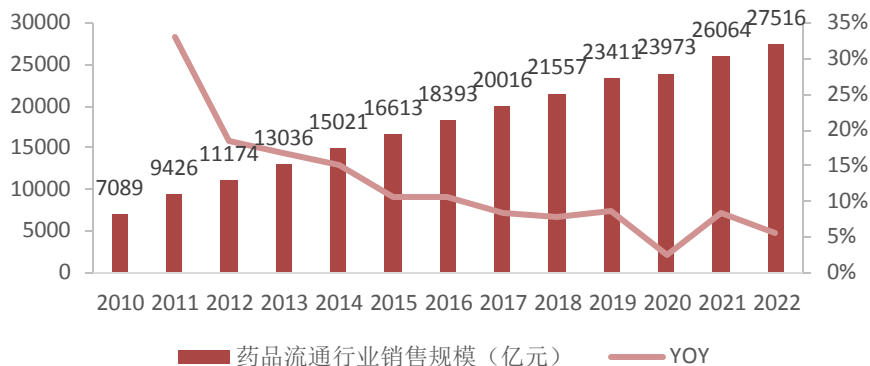
2022年								2023H1							
(单位: 亿元)	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股		上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股
总营收	2319.81	5521.77	2278.18	1404.24	734.43	190.53	678.29	总营收	1325.92	3009.5	1286.46	793.57	383.88	103.44	407.15
YOY	7.5%	6.0%	7.3%	14.7%	7.4%	11.2%	8.5%	YOY	18.7%	15.1%	10.6%	16.7%	6.3%	12.4%	24.6%
归母净利润	56.17	96.87	31.03	20.85	14.87	7.02	9.52	归母净利润	26.1	39.44	26.02	13.43	8.3	4.43	5.14
YOY	10.3%	18.4%	13.9%	-14.8%	11.2%	24.4%	-5.3%	YOY	-29.4%	2.6%	7.6%	5.8%	23.1%	20.0%	28.1%
毛利率	13.1%	8.6%	15.4%	7.8%	12.2%	11.5%	8.6%	毛利率	12.9%	7.7%	16.1%	8.4%	11.6%	11.9%	8.4%
净利率	3.0%	2.6%	3.1%	1.6%	2.4%	4.0%	1.7%	净利率	2.6%	2.3%	4.1%	1.8%	2.7%	4.6%	1.6%
分销业务	2057.3	5115.0	1832.0	1352.3	500.3	153.2	650.1	分销业务	1188.3	2784.0	1019.0	770.2	265.9	84.4	390.3
YoY	7.9%	3.9%	15.6%	14.3%	5.5%	11.0%	8.2%	YoY	19.8%	14.9%	17.3%	17.1%	5.4%	13.2%	24.4%
营收占比	88.7%	92.6%	80.4%	96.3%	68.1%	80.4%	95.8%	营收占比	89.6%	92.5%	79.2%	97.1%	69.3%	81.6%	95.9%
毛利率	6.6%	-	-	7.5%	5.8%	8.7%	8.0%	毛利率	6.1%	-	-	6.7%	5.7%	8.3%	7.8%
毛利占比	44.4%	-	-	92.6%	32.5%	60.8%	89.6%	毛利占比	42.8%	-	-	77.7%	33.8%	56.9%	88.9%
零售业务	82.6	379.0	79.0	25.4	229.5	28.7	26.4	零售业务	42.6	210.0	47.0	14.4	116.1	13.4	15.5
YoY	6.4%	32.5%	27.4%	37.9%	11.7%	5.4%	16.6%	YoY	20.7%	16.7%	34.3%	37.6%	8.7%	-4.8%	26.7%
营收占比	3.6%	6.9%	3.5%	1.8%	31.3%	15.1%	3.9%	营收占比	3.2%	7.0%	3.7%	1.8%	30.2%	13.0%	3.8%
毛利率	12.6%	-	-	17.7%	24.7%	19.5%	22.1%	毛利率	12.0%	-	-	16.2%	24.7%	20.7%	21.1%
毛利占比	3.4%	-	-	4.1%	63.5%	25.5%	10.0%	毛利占比	3.0%	-	-	3.5%	64.6%	22.6%	9.6%
工业业务	267.6	-	359.0	23.1	-	8.0	-	工业业务	147.0	-	214.0	6.9	-	5.2	-
YoY	6.6%	-	24.7%	22.6%	-	48.4%	-	YoY	12.6%	-	25.2%	-36.2%	-	72.0%	-
营收占比	11.5%	-	15.8%	1.6%	-	4.2%	-	营收占比	11.1%	-	16.6%	0.9%	-	5.1%	-
毛利率	58.6%	-	-	22.3%	-	52.2%	-	毛利率	61.5%	-	-	22.2%	-	43.0%	-
毛利占比	51.4%	-	-	4.7%	-	19.0%	-	毛利占比	53.0%	-	-	2.3%	-	18.3%	-

医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

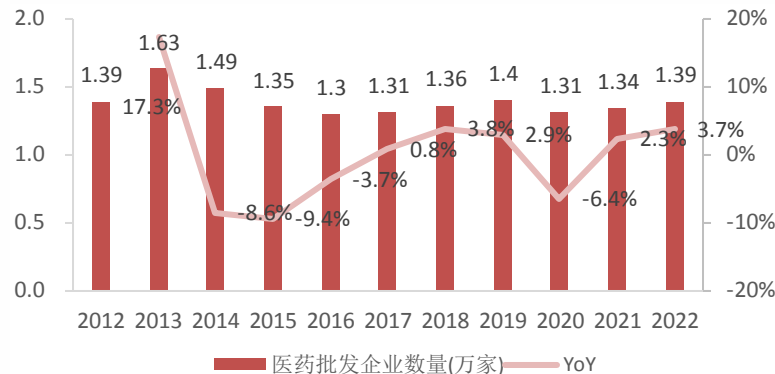
3 展望2024年：紧抓院内复苏+国企改革主线，积极把握个股机遇

□ 展望2024年：1) 院内持续修复，预计24年业绩逐季向上。由于医药政策环境影响，院内手术量、用药量等处于修复中，预期业绩表现呈现逐季环比向上。2) 产业结构调整，业务转型逐步兑现。流通企业多年布局高毛利业务，如创新药、中药、零售、CSO、SPD项目等，新增业务利润占比持续提升，逐步步入收获期。3) 紧抓国企改革主线。国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，多维考核结果联动管理层薪酬，激活企业活力。4) 行业集中度持续提升。“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

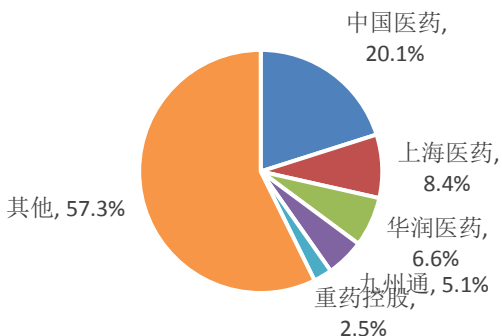
2010-2022年药品流通企业销售规模及增速



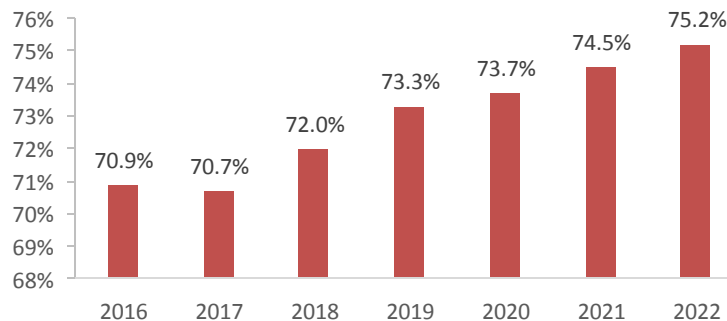
2012-2022年医药批发企业数量及增速



2022年全国医药批发企业竞争格局



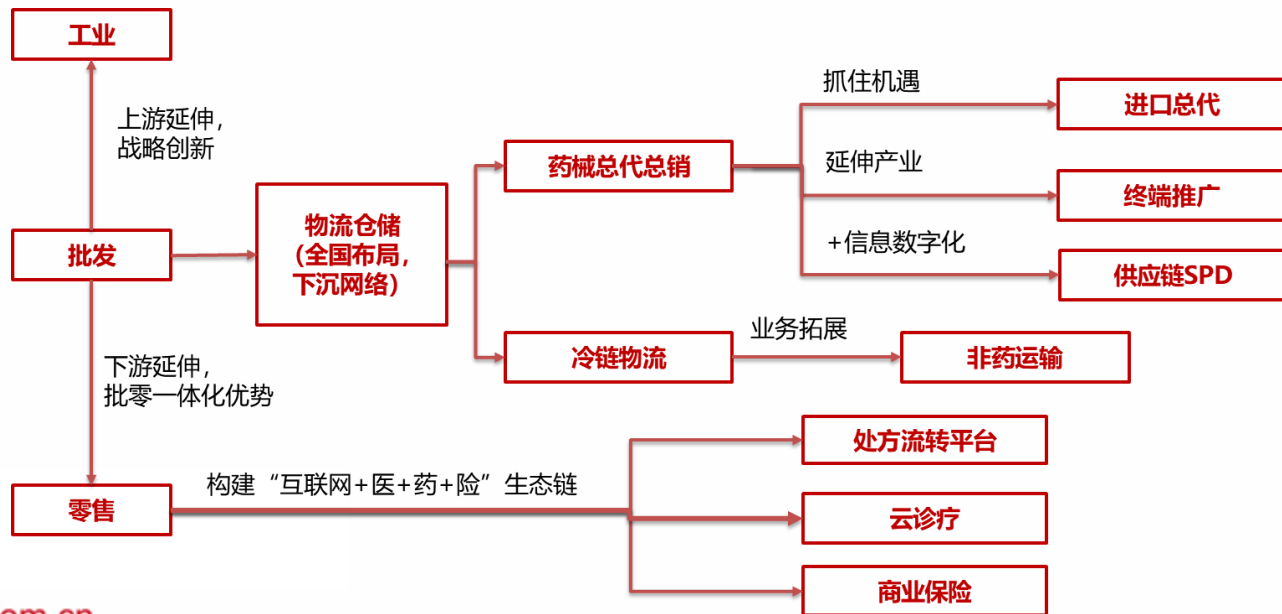
2016-2022年中国医药批发行业Top100市场份额



医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

3 展望2024年：重视上下游产业链延伸价值，个股呈现结构性分化趋势

- **横纵向加速并购整合，上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业链布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **互联网化、数字化成为医药分销行业未来发展的引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。带量采购制度的常态化，驱动药企、流通企业更注重开发院外市场，终端覆盖能力强、配送效率高的流通企业将有更强的市场竞争力。流通企业借助数字化技术打造更全能的供应链B2B平台，构建扁平化、共享化、去中心化的新流通商业格局，助力品牌商、供应商快速直供终端，可以推动产业形成“聚合效应”，迅速提升业务规模。



医药分销：把握产业结构调整机遇，重视产业上下游延伸价值

3 展望2024年：积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业

- **营销业务服务能力**：帮助医药企业进行全国或区域的产品营销推广业务，包括：采用线上或/及线下的合同营销、CSO、CSP、医药代表派驻、学术营销活动、市场准入策略、招标管理、商业保险药品营销等等。
- **供应链服务能力**：领先的自有现代医药专业化物流服务体系。最大限度地扩展物流服务范围，包括：工业物流、冷链物流、临床试验物流、院内物流、院内物流院外库、配送到患者、配送管理及数据管理、供应链信息化服务等。
- **医药IT服务能力**：先进的集团化医药管理信息系统保障能力。打造能与先进IT企业比肩的信息服务能力，包括：电子处方流转平台、药械全程追溯管理、网上药店系统、电子病历、数据分析系统、诊疗AI、供应链可视化管理以及服务于医患、厂家、政府的APP等。
- **帮助临床服务能力**：扩展辅助临床诊疗的服务能力，帮助医院和药房更好地服务于患者、医生和支付方，包括：互联网医院、第三方影像中心、检验中心、输注中心、体检中心、院内外患者管理、慢病管理平台、PBM、健康管理及教育服务平台等。

	战略转型/市场定位	方向举例	代表企业
医药 分销 企业	大型集团 企业	- 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型 - 通过服务转型，实现效率提升	- 医疗服务（如：自建或并购整合医院） - 医疗器械 - 第三方检验 - 药品福利管理（PBM） 
	区域企业	- 结合自身现状，提供差异化服务及业务 - 深耕细分市场，建立竞争优势	- SPD（药+耗材） - 大数据信息服务 - 智能化供应链 - 合约销售（CSO） 
第三方 竞业	互联网、物 流公司等	利用企业技术、服务、资金、市场等优势、跨界发展、布局医疗大健康行业	- 冷链物流 - 电子处方平台 - 人工智能诊断等 

医疗服务：2024年需寻找个股机会

- ❑ **2023Q1-Q3行业快速修复，消费乏力下增速逐步放缓。**我们剔除2022年上市公司、有大额商誉减值计提的公司，共选取13家医疗服务A股样本公司，均为经营较为稳健成熟的医疗服务专科/综合医院。13家医疗服务公司2023年前三季度收入总额增速为21.6%、归母净利润总额增速为83.6%。收入和利润双升，主要系疫后医疗服务行业积压的医疗需求释放，加速亏损医院扭亏/低店龄医院增速提升等影响。进入2023Q2，消费力疲软，2023Q3后消费力疲软态势持续，叠加2022Q3高基数原因，各细分赛道业绩增速均放缓。
- ❑ **2024年需寻找医疗服务板块个股机会。**医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检等，2023年Q1-Q3业绩出现分化，业绩增速方面，眼科赛道>体检赛道>口腔赛道，原因有眼科赛道中部分偏消费项目如屈光手术等具备一定需求刚性，而口腔赛道受种植牙集采政策影响等，由于消费乏力等因素影响，进入Q3各领域业绩增速均有放缓趋势，进入2024年应关注具备1) 并购催化、2) 业绩反转、3) 业务结构转型等逻辑的个股标的，与此同时，眼科赛道由于其消费属性项目如屈光、视光具备一定刚需特质的原因，具备经营韧性，口腔赛道在种植牙集采影响消化后具备业绩提升空间，均可持续关注；偏刚需属性赛道在老龄化趋势持续加剧背景下需求端基本面稳健，可以关注具备1) 扩张、2) 床位利用率提升、3) 扭亏逻辑标的。
- ❑ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。
- ❑ **投资建议：**板块估值进入底部区间，建议布局业绩稳健标的，如爱尔眼科、华厦眼科、普瑞眼科、海吉亚医疗等，关注业绩反转标的，如通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- ❑ **风险提示：**政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

医疗服务：2024年需寻找个股机会

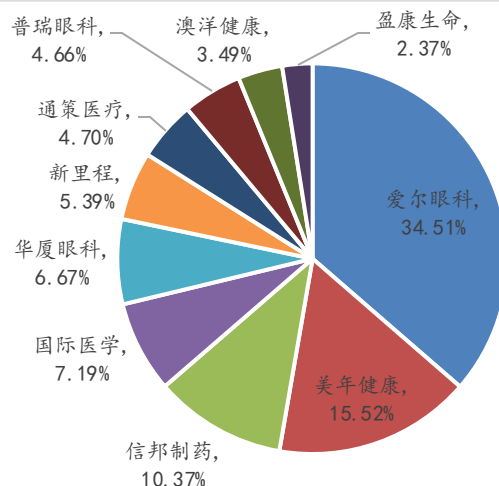
1 回顾：2023Q1-Q3利润端快速增长

- 13家医疗服务板块公司2023年前三季度收入总额增速为21.6%、归母净利润总额增速为83.6%。收入和利润双升，主要系疫后医疗服务行业积压的医疗需求释放，加速亏损医院扭亏/低店龄医院增速提升等影响。
- 从盈利水平看，毛利率与净利率同步提升，净利率增幅大于毛利率。2023Q1-Q3毛利率为38.8%（+2.9pp），净利率为12.1%（+3.9pp）。
- 从收入贡献看，爱尔眼科（34.5%）、美年健康（15.5%）、信邦制药（10.4%）、国际医学（7.2%）、华厦眼科（6.7%）、新里程（5.4%）、通策医疗（4.7%）、普瑞眼科（4.7%）、澳洋健康（3.5%）、盈康生命（2.4%）为收入占比前十大公司。
- 从净利润贡献看，爱尔眼科（62.6%）、华厦眼科（11%）、通策医疗（10.1%）、普瑞眼科（6.2%）、信邦制药（4.9%）、美年健康（4.4%）、何氏眼科（2%）、盈康生命（1.9%）、澳洋健康（0.8%）、新里程（0.7%）为归母净利润占比前十大公司。

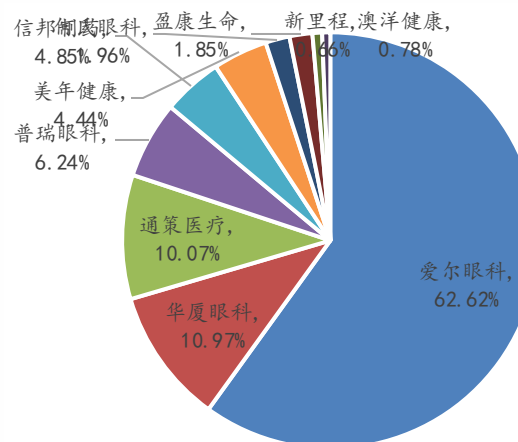
子板块23Q1-Q3业绩速览

收入增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	21.56%	2	3	12	1
占比		15%	23%	92%	8%
归母净利润增速	全行业	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	83.61%	6	8	9	4
占比		46%	62%	69%	31%

23Q1-Q3收入前十占比



23Q1-Q3归母净利润前十占比



医疗服务：2024年需寻找个股机会

1 回顾：2023Q3增速放缓

- **2023Q3由于基数原因业绩增速放缓。**2023Q1处于新冠感染达峰后的免疫期，新冠疫情影响小，医疗服务板块整体收入、利润端快速修复，进入2023Q2，由于2022Q2是医院板块标的低基数，所以2023Q2表观增速高，进入Q3季度，由于2022Q3高基数原因，各细分赛道业绩增速均放缓。

医疗服务板块（医院赛道）2023Q1-2023Q3收入及利润增速

			23Q1		23Q2		23Q3		23Q1-Q3	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	20%	28%	33%	37%	17.22%	37.82%	22.95%	34.97%
		华夏眼科	15%	34%	38%	65%	17.44%	25.65%	22.98%	40.17%
		普瑞眼科	39%	335%	73%	420%	45.13%	92.83%	51.19%	237.48%
		何氏眼科	27%	118%	39%	37%	6.51%	-11.95%	22.38%	51.23%
		光正眼科	16%	-78%	113%	-147%	21.44%	-97.31%	44.49%	-92.11%
	口腔行业	通策医疗	3%	1%	4%	5%	0.11%	-6%	2.12%	-0.67%
	体检行业	美年健康	55%	-61%	47%	-175%	-0.60%	-22.47%	24.81%	158.10%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	信邦制药	2%	-28%	6%	78%	1.56%	-17.33%	2.92%	2.30%
		盈康生命	35%	64%	18%	34%	31.64%	184.53%	27.82%	69.43%
	康复治疗	澳洋健康	-15%	12%	33%	-106%	-13.11%	-119.83%	-3.34%	59.69%
		创新医疗	19%	-85%	22%	-96%	-1.53%	-130.56%	12.32%	-10.52%
	综合医院	国际医学	247%	-83%	51%	-12%	34.05%	-99.97%	74.70%	73.12%
		新里程	2%	1708%	9%	-28%	11.82%	-138.14%	7.51%	-70.34%

医疗服务：2024年需寻找个股机会

眼科：预计2024年持续稳健增长，关注有催化个股

□ **内生增长：1）预计刚需属性基础疾病治疗项目收入稳健增长。**2023年上半年数据，白内障、基础眼病等刚需类治疗项目收入由于疫后修复积压需求释放等原因呈现快速增长态势，各公司白内障项目收入增速均高于公司整体收入增速，爱尔眼科、普瑞眼科基础治疗项目收入增速也高于公司整体收入增速，预计白内障及基础治疗项目收入在2023年下半年仍保持快速增长，**进入2024年由于基数原因，预计将稳健持续增长。**2）**预计消费属性屈、视光项目收入平稳增长，屈光新设备投放或将提振行业客单价。**屈光、视光等偏消费属性项目，2023年Q2以来由于消费疲软等原因，增速放缓，2023H1各公司（除爱尔眼科）屈光、视光收入增速均低于整体收入增速，其中视光项目具备一定经营韧性；屈光方面，预计2024年叠加基数原因，将保持平稳增长，此外新一代屈光手术设备如在国内投入使用，将对拉动屈光项目客单价有促进作用，对屈光项目收入增速有提振作用。

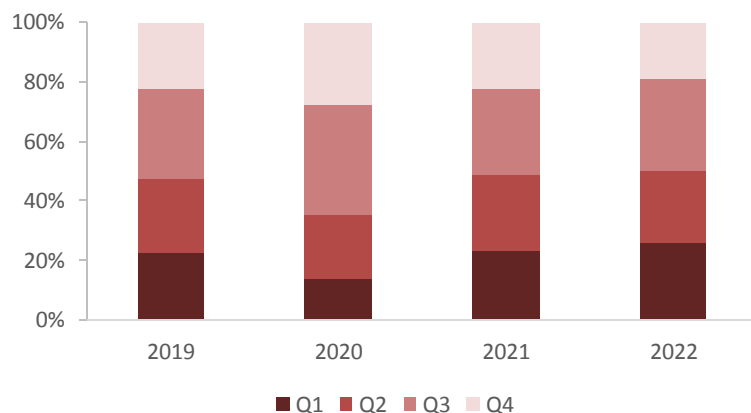
爱尔眼科			
	2021年	2022年	2023H1
屈光	26.90%	14.80%	17.14%
白内障	11.70%	-2.20%	57.70%
眼前段	21.30%	-8%	27.90%
眼后段	21.70%	6.10%	31.82%
视光	37.68%	11.85%	30.50%
整体增速	25.93%	7.39%	26.45%
普瑞眼科			
	2021年	2022年	2023H1
屈光	29.76%	11.29%	33.37%
白内障	5.23%	-13.04%	137.04%
综合眼病	28.65%	-12.65%	70.71%
视光	34.34%	-5.83%	52.87%
整体增速	25.54%	0.91%	54.88%
华夏眼科			
	2021年	2022年	2023H1
屈光	31.64%	12.07%	13.84%
白内障	15.33%	-0.69%	44.89%
整体增速	21.86%	5.51%	26.30%
何氏眼科			
	2021年	2022年	2023H1
屈光	13.51%	1.52%	18.23%
白内障	2.73%	-15.30%	76.12%
视光	26.35%	1.29%	17.48%
整体增速	14.94%	-0.74%	32.66%

医疗服务：2024年需寻找个股机会

2 眼科：预计2024年持续稳健增长，关注有催化个股

- **外延扩张：关注有并购及扩张预期标的。**1) **爱尔眼科**：公司2023年年初收购绍兴爱尔、舟山爱尔等14家医疗机构，9月收购海南爱尔、枣庄爱尔等19家医疗机构，预计该33家医疗机构将在2024年为公司贡献业绩增量。2) **华厦眼科**：华厦壹号（基金）已收购四川源聚爱迪眼科医院管理有限公司51%股权，该公司控股成都爱迪眼科医院（三甲）、恩施慧宜眼科医院、微山医大眼科医院及睢宁复兴眼科医院，持续深耕眼科领域，以上储备医院或有可能在2024年并入公司贡献业绩增量。3) **普瑞眼科**：预计2024年将有福州普瑞、深圳普瑞，乌鲁木齐普瑞（2院）等医院陆续开业，成为公司新生力量，此外，公司并购基金持续推进中，落地或可成为公司股价催化。
- **季节性机会**：眼科医疗服务1季度和3季度由于寒暑假假期，视光项目需求增加，而全国一年两次征兵周期也导致1季度和3季度成为屈光项目旺季，所以行业一、三季度为业绩旺季，具备季节性。而2023Q1 1-2月，由于新冠疫情影响，需求未充分释放，基数较低，2024Q1眼科板块业绩值得期待。

2019-2022年爱尔眼科各季度收入占比



2022年A股眼科上市公司收入结构数据对比

	爱尔眼科	华厦眼科	普瑞眼科	何氏眼科
屈光收入占比	39.34%	33.19%	56.26%	21.36%
视光收入占比	23.46%	12.28%	15.06%	36.65%
白内障收入占比	13.30%	23.23%	14.43%	13.93%
其他眼病收入占比	23.64%	28.12%	13.50%	27.43%

医疗服务：2024年需寻找个股机会

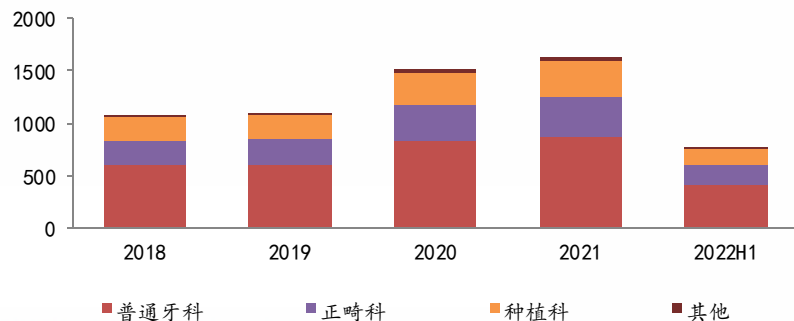
3 口腔：种植集采影响逐步消化，业绩受消费力影响

□ 口腔：1) 种植牙集采落地逐渐放量，预计2024年Q2种植项目出现业绩拐点。种植牙政策于2023年4月在全国逐步推进落地，2023Q1部分种植需求积压，未放量，Q1口腔类公司业绩平稳，Q2种植牙逐步放量，2023年7月以来，部分口腔医疗服务标的例如通策医疗种植牙放量加速，但由于降价因素影响（整体价格降幅在25-30%区间），2023Q1-Q3收入端增速仍放缓（收入端增速2.1%），预计至2024年Q2季度，种植牙价格基数与降价后持平，放量即为收入增长。2) 正畸项目受消费疲软趋势影响，处于缓慢恢复中，2024年或将持续恢复。

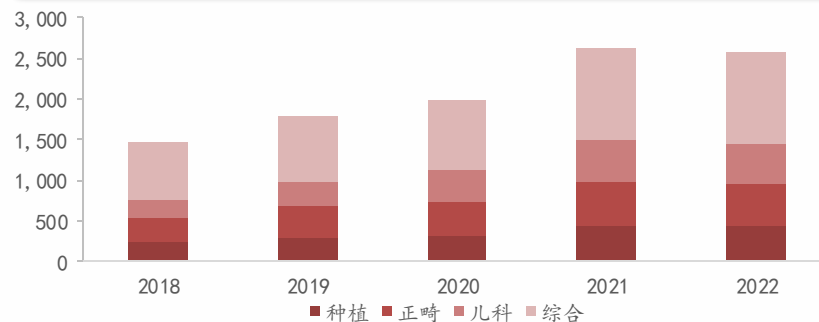
种植牙集采前后价格对比

	集采前	集采后
	患者终端价格（元）	患者终端价格（元）
种植体系统	欧美：10000-20000+	欧美：1700-1850
	日韩：5000-10000	韩系：1000
	国产：4000-8000	国产：700-800
牙冠	1000-3000	300元起
手术费用	3000-5000	三级医院4500，经济发达地区可上浮最多至20%，手术费用可根据医院级别递减

瑞尔集团公司业务结构（百万元）



通策公司业务结构（百万元）

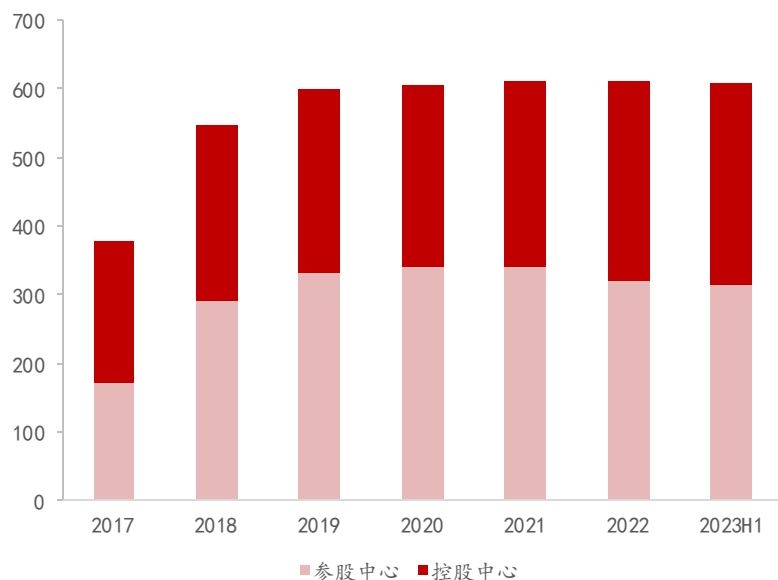


医疗服务：2024年需寻找个股机会

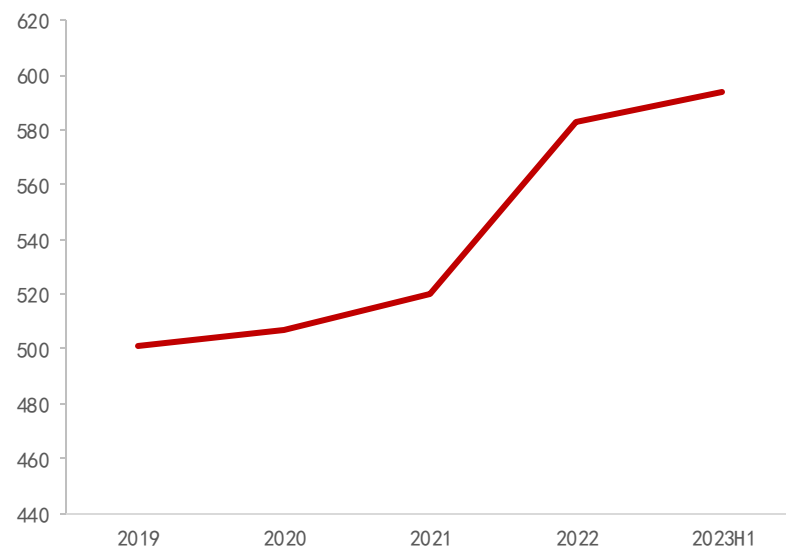
4 体检：赛道潜力大，公司持续良性扩张

□ **美年健康：体检需求快速恢复，公司良性扩张。**2023H1公司业绩快速修复，收入端实现44.1亿元，同比增长49.9%(有基数原因)，与此同时，客单价持续上升，2023年上半年达594元，同比提升15%；另一方面，公司扩张同时把控参转控标的质量，截至2023年6月30日，公司共有608家体检中心，其中控股293家，较2022年末增长3家。老龄化趋势下体检行业长坡后雪，预计门诊量，控股门店数会持续提升。

2017-2023H1美年健康体检中心扩张情况（个）



2019-2023H1美年健康平均客单价（元）

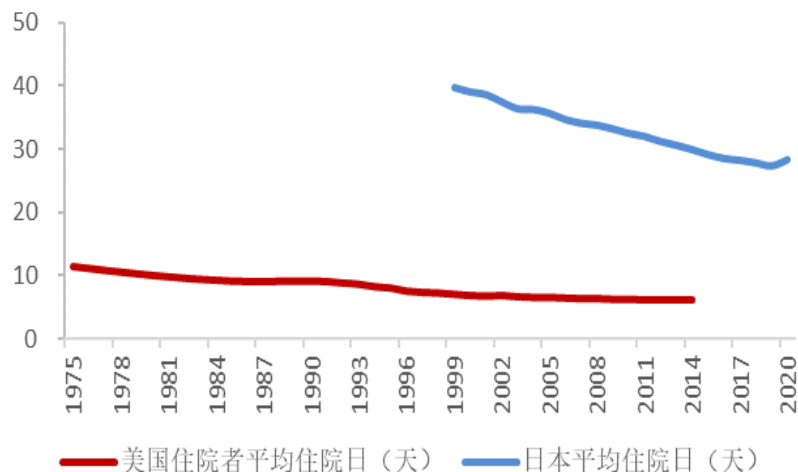


医疗服务：2024年需寻找个股机会

5 偏刚需属性标的：长坡厚雪，关注标的的扩张及床位利用率提升节奏

□ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。

1975-2020年日美平均住院天数变化



2020-2021年1-9月浙江省各类医疗机构住院均次费用同比变化情况

地级市	所有医疗机构		
	2021年1-9月 (元)	2020年1-9月 (元)	2021年同比 (%)
杭州	14,788	15,504	-4.61
宁波	10,768	11,527	-6.58
温州	13,468	13,876	-2.94
潮州	9,232	9,487	-2.69
嘉兴	10,040	11,312	-11.24
绍兴	8,968	9,790	-8.40
金华	9,235	9,767	-5.45
衢州	8,339	9,081	-8.17
舟山	10,523	10,306	2.11
台州	9,733	9,876	-1.44
丽水	10,370	11,011	-5.82

医疗服务：2024年需寻找个股机会

5 偏刚需属性标的：长坡厚雪，关注标的扩张及床位利用率提升节奏

- **国际医学（综合性）**：国际医学运营西安高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学中心医院北院区等大型综合性医疗机构，看点在于**中心医院北院区盈亏平衡以及公司床位扩张**。
- **三星医疗（综合+康复）**：公司主要从事智能配用电领域，后切入医疗服务赛道，专注康复医疗业务，目前公司医疗服务板块，2022年报告期，公司及下属公司通过收购、新设的方式对外投资了13家公司，公司合并报表范围增加了13家公司，后续将持续关注**公司医院扩张情况**。
- **新里程（综合性）**：截至2023H1，公司控股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家医院。其中瓦三医院、盱眙中医院、泗阳医院、兰考第一医院和崇州二院已初步形成区域医疗中心，赣西医院、赣西肿瘤医院等均为当地排名靠前的医疗机构。公司旗下医院目前的床位使用率已超过92%，有些医院的床位使用率甚至达到120%，公司看点在于**公司医院扩张进度**。
- **三博脑科（神经外科+综合）**：公司专注神经外科治疗，为业内翘楚，公司单床产出高，公司看点在于**医院扩张**。
- **海吉亚医疗（肿瘤治疗+综合）**：公司新增宜兴海吉亚、长安医院、重庆二期和单县二期，其中宜兴海吉亚收购后净利率快速提升，长安医院收入环比增长，单县二期床位使用率有望提升，截至2023H1公司经营13家医院，公司看点在于**持续扩张及收购医院盈利能力提升**。
- **盈康生命（肿瘤治疗+综合）**：公司专注肿瘤治疗及综合医院业务，公司经营及管理6家医院，四川友谊医院（三甲）、苏州广慈医院（二甲，报告期内获评）、重庆友方医院为上市公司体内运营医院；上海永慈康复医院、运城医院、长春盈康医院为托管医院，2022年年报报告期内，公司经营及管理的医院床位规模3,258张，公司看点在于公司体内医院**床位利用率提升以及净利率提升**。
- **信邦制药（医疗服务业务为肿瘤治疗+综合医院）**：公司医疗服务业务专注肿瘤专科和综合医院共同发展，已拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等7家医疗机构，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，拥有床位数5,000余张，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是有较高知名度三级综合医院。公司看点在于**医疗服务板块净利率提升以及中药板块放量**。

医疗服务：2024年需寻找个股机会

	截至2022年12月31日	截至2023年6月30日
爱尔眼科	国内医院：215家	国内医院：229家
	国内门诊：148家	国内门诊：168家
	海外：118家	海外：124家
华夏眼科	57家医院，23家视光中心	57家医院，52家视光中心
普瑞眼科	24家医院，3家门诊	27家医院，3家门诊
何氏眼科	3家三级眼保健机构，35家二级眼保健机构， 64家初级眼保健机构	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计 111 家
通策医疗	73家（总院+蒲公英医院）	74家（总院+蒲公英医院）
海吉亚	12家医院	13家医院

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **常规业务逐渐恢复。** 生命科学上游板块2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。
- **期待国内需求端复苏。** 2023年Q1-3常规业务中，百普赛斯收入3.7亿元（+30%），实现较大幅度增长，主要系海外业务快速增长带动（海外常规业务同比增速40+%），义翘神州实现收入3.6亿元（+18%）。我们认为目前国内企业海外业务相对增长比较快速且稳定，未来上游企业业绩回暖主要看国内需求复苏节奏。我们预期国内需求复苏需要在国家大政策的持续支持的背景下，行业内出现较大技术变革，带来的需求端的释放。
- **国产替代大趋势仍未改变，国产企业商业化项目逐渐拓展。** 目前上游试剂行业仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，随着国内企业品类持续扩充，创新投入的速度与规模持续加速，我们认为高质量、多品类的平台型企业有望持续扩大市场份额，国产替代的大趋势仍未改变。国产企业商业化项目逐渐拓展。如奥浦迈截至2023年三季度有162个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，整体相较2022年底增加51个。如纳微科技2023上半年色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为397家，较上年同期增加9家；应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约1亿元，占本年填料和介质产品收入的49.2%，较上年同期增加8.1%。新增商业化项目3个。
- **相关标的：**百普赛斯、奥浦迈、诺唯赞、阿拉丁、纳微科技、近岸蛋白、义翘神州、皓元医药、泰坦科技等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学上游板块2023年三季报总结：生命科学上游板块2023年前三季度收入57亿元（-15.7%），归母净利润5.3亿元（-66.2%），扣非归母净利润3.1亿元（-76.6%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3收入分别为18.4/18.6/20.1亿元（-22.4%/-8%/-15.5%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值。从盈利能力看，2023前三季度板块毛利率为46%（-6pp），净利率为9%（-14pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。

国内需求疲软仍未看到拐点，海外市场增速较快。分产品来看，常规业务中，2023年Q1-3百普赛斯收入3.7亿元（+30%），实现较大幅度增长，主要系海外业务快速增长带动（海外常规业务同比增速40+%），义翘神州实现收入3.6亿元（+18%）。单Q3季度看，百普赛斯常规业务收入1.3亿元（+24%），义翘神州1.2亿元（+11.4%）。常规业务增速放缓主要系国内市场终端需求相对疲软。从产品SKU新增数量来看，板块扩品类进展加速，其中诺唯赞目前终端产品已超1500种，百普赛斯超3300种。

生命科学上游板块22-23Q3业绩速览

（亿元）	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
营收	23.7	20.2	23.7	28.6	18.4	18.6	20.1
同比增速	22.9%	28.5%	28.8%	35.5%	-22.4%	-8.0%	-15.5%
归母净利润	7.2	4.2	4.3	0.2	1.6	1.8	1.9
同比增速	-10.1%	29.9%	-7.0%	-95.5%	-78.3%	-56.5%	-55.5%
扣非归母 净利润	6.6	3.4	3.1	0.6	0.7	1.1	1.3
同比增速	-56.7%	-26.1%	-26.2%	-88.6%	-88.7%	-68.8%	-59.4%

生命科学上游板块22-23Q3盈利能力指标概览

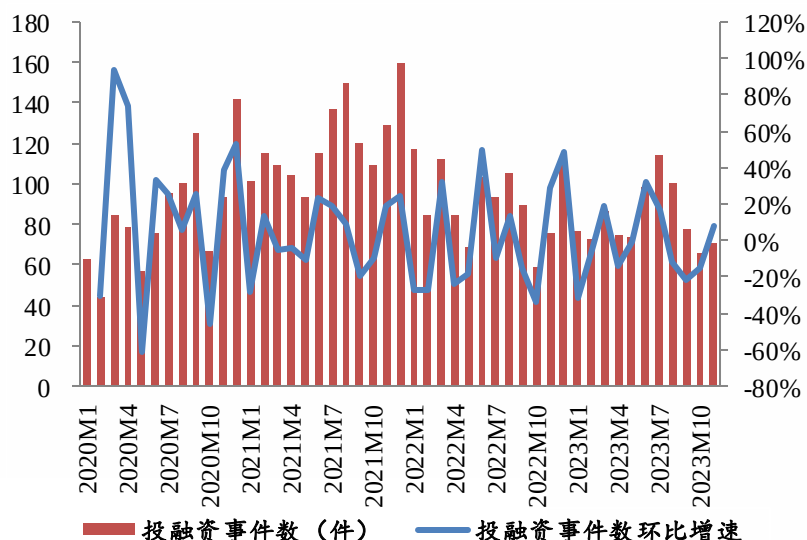
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	57.0%	50.8%	48.1%	49.9%	46.8%	45.8%	46.2%
净利率	30.2%	20.7%	18.0%	0.8%	8.4%	9.8%	9.5%
销售费用率	9.6%	12.7%	13.7%	12.3%	15.4%	18.0%	15.9%
管理费用率	6.4%	8.9%	8.8%	9.1%	11.2%	10.5%	11.1%
财务费用率	-0.9%	-3.1%	-1.7%	-1.0%	-1.0%	-3.4%	-1.2%
研发费用率	7.4%	9.8%	11.2%	9.5%	13.2%	13.1%	12.0%

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

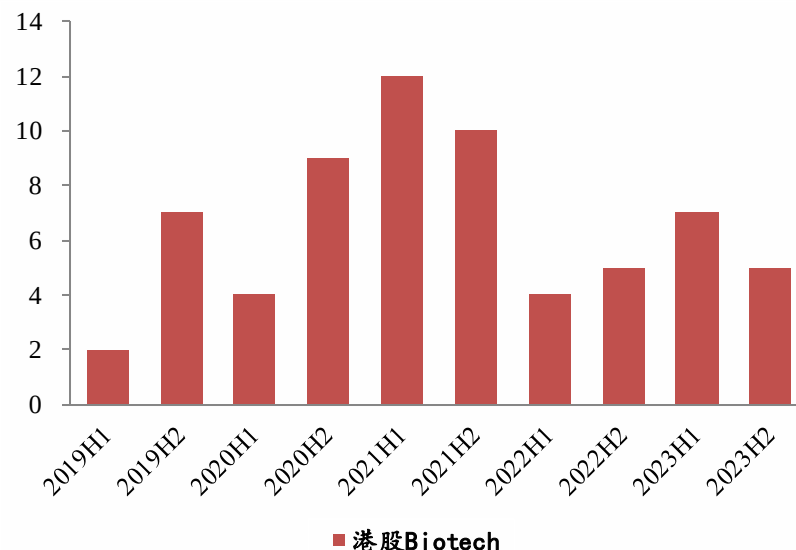
1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

□ **医药行业投融资活跃度持续低位。** 2023年恒生医疗保健指数下跌19.7%，同期申万医药指数下跌2.5%。2023年一级市场投资热度持续低位，2023年前11个月一级市场融资事件共913例，同比去年同期下降8%。2023年生物科技类企业IPO市场热度亦保持低位。截至12月2日，2023年港股生物科技类企业（含医疗器械及基因检测企业）IPO申请共有12例。

中国一级市场医药行业投资事件数量及环比增速



港股Biotech IPO申请数量（个）

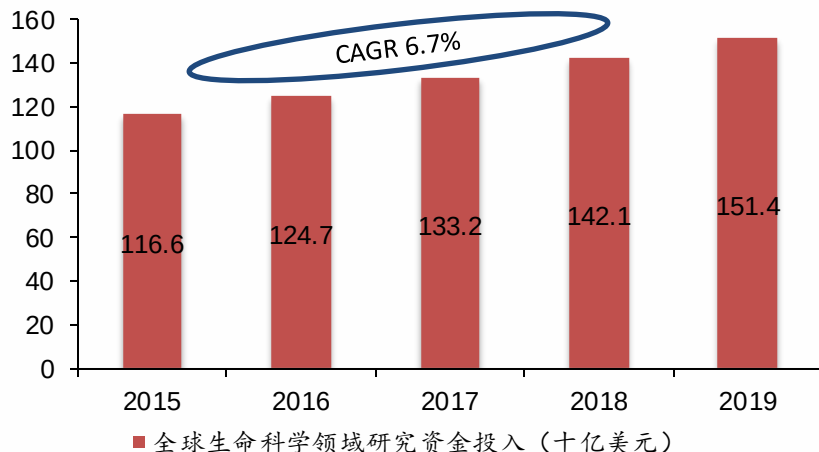


生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

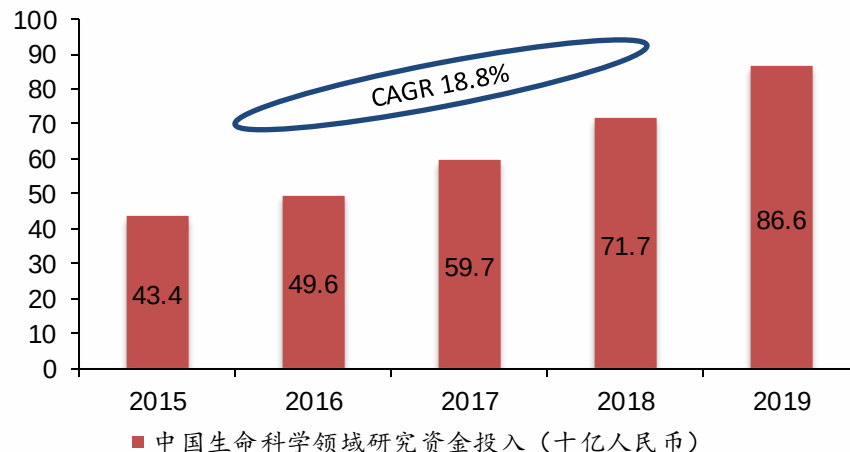
1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国内生命科学领域资金投入增速迅猛，带动生命科学试剂产业快速扩容。**医药行业作为知识密集型行业是全球各国重点竞争的产业，其中对于生命科学领域的基础研究是行业发展的根基，世界各国对于此的资金投入也处于持续增长过程当中，2019年全球生命科学领域研究资金投入为1514亿美元，若未来至2025年CAGR维持2016-2019年的水平，预计到2025年将达到2234亿美元。其中国内此领域投资增速显著快于全球水平，若未来至2025年CAGR维持2016-2019年的水平，预计到2025年将增长到2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。
- **政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。**2021年CDE颁布以临床价值为导向的药物研发指导意见，强调国内医药企业的发展路径要走真创新、最创新，Big pharma为扩大规模优势势必要加强自身研发实力，中小Biotech为弯道超车也需持续研发加码。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。

全球生命科学领域研究资金投入



中国生命科学领域研究资金投入



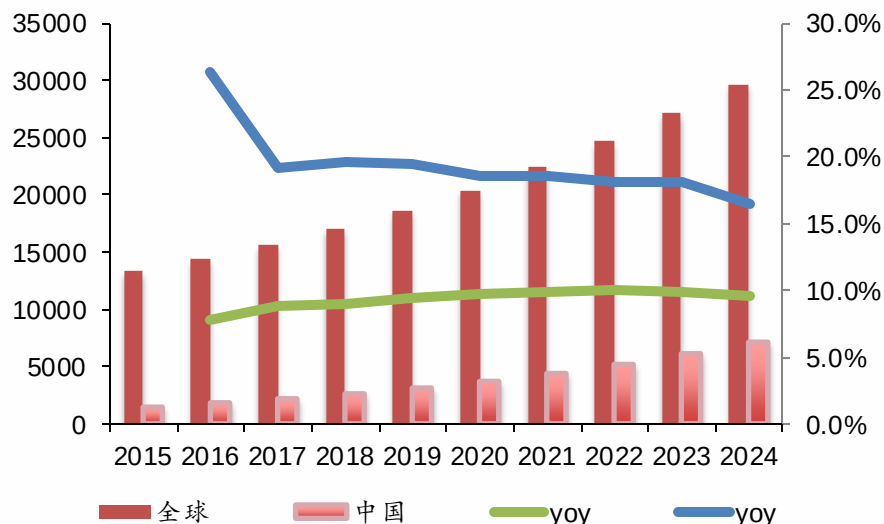
生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

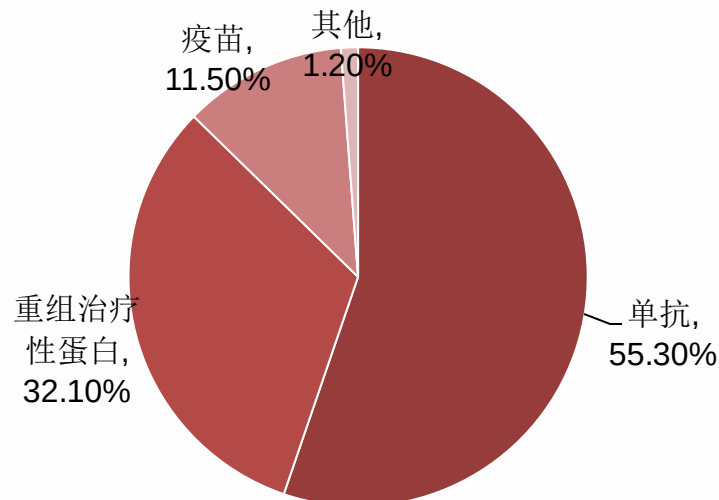
□ 生命科学试剂行业发展受益于生物药市场规模持续增长。生命科学试剂的主要应用领域在生物药当中，其中单抗、重组蛋白以及疫苗占据了绝大部分的市场份额。未来的行业的需求增长在于新技术、新平台的研发。

- ✓ 疫苗：多联多价的升级需求以及mRNA、DNA等新技术平台的应用。
- ✓ 重组蛋白、单抗：ADC类药物、PROTAC等技术应用。
- ✓ 细胞及基因治疗等新兴领域。

国内外生物药行业市场规模（亿元）



生物药行业不同品种市场规模占比

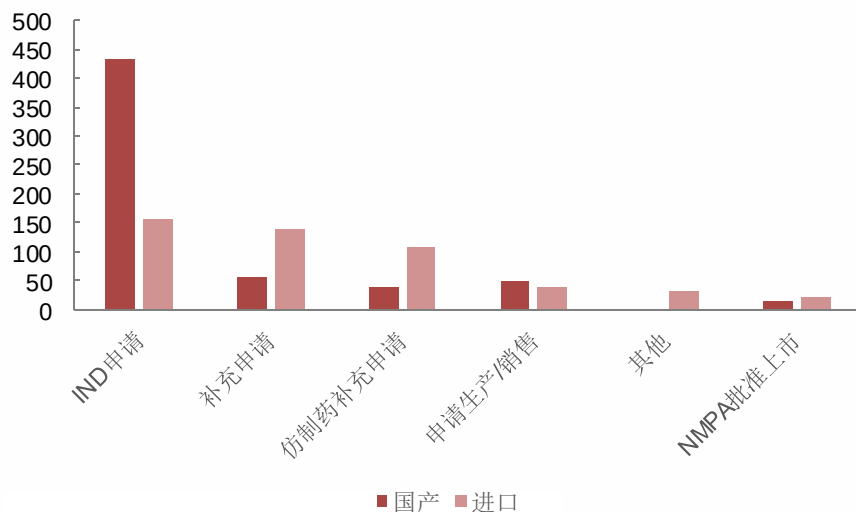


生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

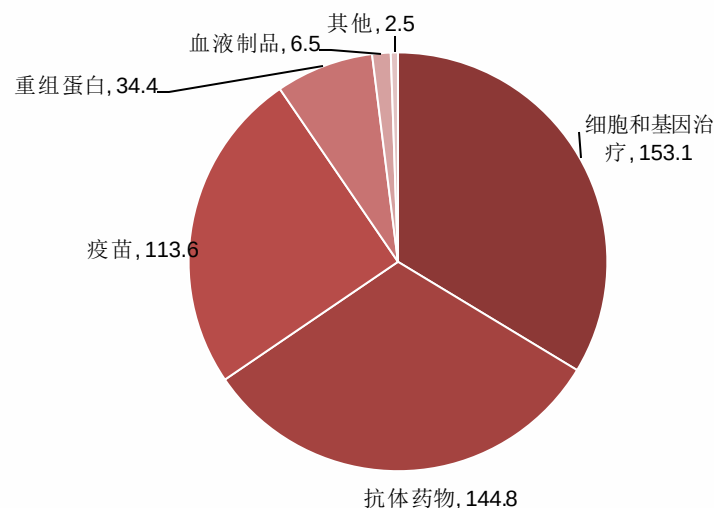
1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **生物药市场投融资在疫情契机下持续高景气，资本市场退出机制完善。**2021年生物药领域实现融资金额455亿元，其中细胞和基因治疗领域占比最大（34%），抗体领域为145亿元（32%），疫苗领域为114亿元（25%）。以及近些年港股、科创板为未盈利生物医药企业提供退出机制。其中2021年共有23家企业上市，从细分领域来看，在重组蛋白和抗体领域各有8家及10家企业布局。
- **生物药领域药物申请试验、获批数较高。**以抗体领域为例，2021年我国CDE共受理抗体药物申请1053件（国产577件、进口476件），包括IND申请 592件、补充申请195件、仿制药补充申请147件、申请生产销售88件及其他申请31件；涉及单克隆抗体745件、双/多克隆抗体155件、抗体偶联药物72件、抗体融合蛋白74件、抗体片段6件和其他1件。

抗体领域受理临床试验及获批情况



生物药行业按类型分投融资比例

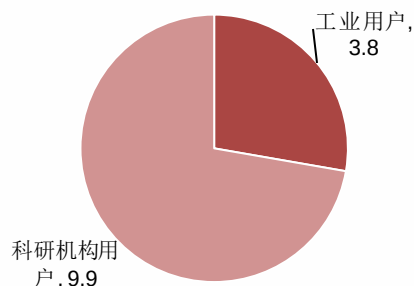


生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

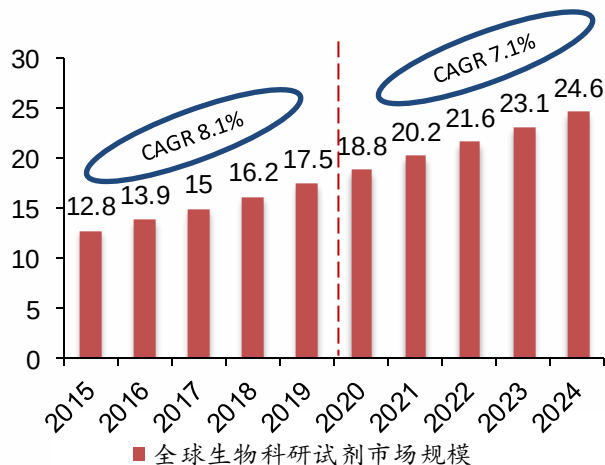
1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **全球千亿元市场，科研用户为主。**根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。从下游客户类型来看，科研机构客户占主导地位，占比为64%。从用户的特点来看，单个工业用户的需求往往更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感；而科研用户对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。
- 中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元，2019-2024年CAGR为14.9%。下游客户类型与全球类似，科研机构客户占比更高为64%，工业用户占比为36%。

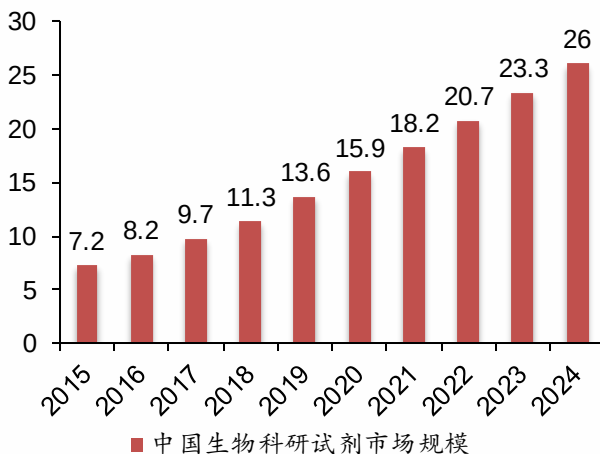
中国生命科学试剂下游客户类型占比



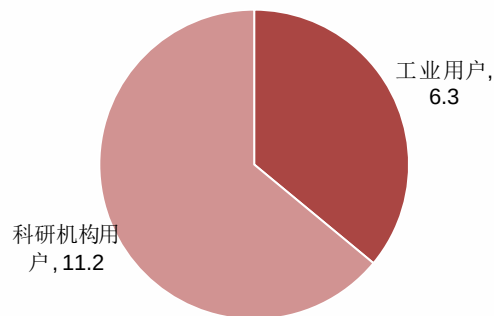
全球生命科学试剂市场规模（十亿美元）



中国生命科学试剂市场规模（十亿元）



全球生命科学试剂下游客户类型占比（2019年，十亿元）



生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

□ 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域		市场规模（ 2021 ）		市场规模复合增速（ 19-24E ）		行业壁垒	国产化率	代表公司	
		全球（ 亿美元 ）	中国（ 亿元 ）	全球	中国			国外	国内
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems 、PeproTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
	核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等
	细胞类	46.5（ 2020 ）	44	7.4%（ 2020-2028 ）	29%（ 2020-2025 ）	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等
模式动物		178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华（ 查尔斯河 ）等	南模生物、药康生物、百奥赛图

生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

1 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

□ **国产企业商业化项目逐渐拓展。**如奥浦迈持续加强对疫苗培养基的产品类型开发，持续优化现有的CHO细胞培养基、293细胞培养基，拓宽细胞培养服务类型，包括灌流培养基和灌流细胞培养技术的开发以及偶联药物的开发和生产能力。截至2023年三季度，奥浦迈有162个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，整体相较2022年底增加51个，进一步提升了公司在该领域的竞争力。如纳微科技2023上半年色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为397家，较上年同期增加9家；应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约1.0亿元，占本年填料和介质产品收入的49.2%，较上年同期增加8.1%。新增商业化项目3个。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展

时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2022.12.31	70	19	7	14	1	111
2023.9.30	94	36	10	19	3	162
变动数量 (个)	24	17	3	5	2	51

纳微科技2023H1色谱填料及层析介质新增项目

项目	研究阶段	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
抗体	112	3	6	9		130
疫苗	138		3	1		142
血液制品	2					2
酶	23					23
CGT	48	2				50
胰岛素	16	1		1	2	20
多肽/寡核苷酸	185		1	1	1	188
抗生素	24	1				25
糖类	4					4
天然产物	40					40
造影剂	6					6

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

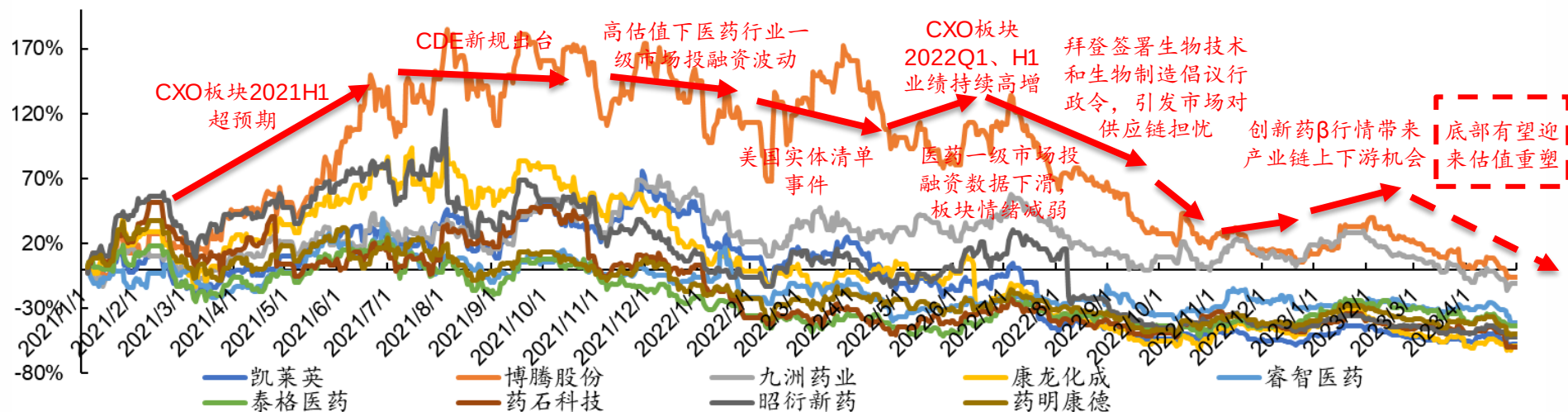
- **宏观维度：美联储年内加息概率偏低，板块估值体系有望重塑。** 1) 美联储年内加息概率偏低，在美国通胀降温超预期背景下，预计美联储明年二季度降息概率较大。生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度或将持续。** 预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，**1) 海外：**2022年投融资事件数、总额有所下降，2023年以来全球医疗健康行业融资总额持续回升，2022、2023Q1-3投融资总额分别为5609.7亿元（-52.8%）、4483.7亿元（+0.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、2264件（-2.4%）；**2) 国内：**一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动，景气度有望持续修复。2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖，2022年、2023Q1-3国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、850.2亿元（-25.1%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、962件（+12.1%）。2023Q1-3我国创新药新增IND数量1133个（+18%）、新增NDA数量185个（+58.1%）；单Q3新增IND数量359个（-3.5%）、新增NDA数量67个（+55.8%），较2022年同期增长显著，创新需求仍将持续，我们认为CXO行业仍是兼具确定性与成长性的优质板块。
- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。** 1) 大体量在手订单为小分子CDMO企业2022-2023H1业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；2) 随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表现增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。
- **未来展望：1) 短期维度：**国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现；海外产能转移趋势持续；**2) 中期维度：**多肽类药物商业化在即，CDMO空间广阔；国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头；**3) 长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**关注产业链布局一体化平台型CXO企业，CRDMO/CTDMO一体化龙头企业药明康德、药明生物，临床CRO康龙化成、泰格医药，小分子CDMO凯莱英、九洲药业、皓元医药、博腾股份等，多肽CDMO相关标的诺泰生物、圣诺生物等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

1 宏观维度：美联储年内加息概率偏低，板块估值体系有望重塑

- ❑ **美联储年内加息概率偏低，医药一级投融资在宏观大背景影响下或将持续修复。**美国货币政策方面，2021年起美联储较大幅度向上修正经济预期和通货膨胀预期，联邦基金利率市场已充分定价；2022年内美联储已连续加息6次，累计加息375个基点；当地时间11月1日，美联储货币政策会议决定保持利率不变。10月，美国CPI同比上涨3.2%，环比增速较9月的0.4%放缓至0，核心CPI涨幅放缓至0.2%，预计CPI将延续较为合意的回落态势。在美国通胀降温超预期背景下，市场预测美联储明年二季度降息概率较大。生物医药一级投融资环境或将持续向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会。
- ❑ **头部CXO企业新冠商业化订单业绩贡献逐步下降，板块估值体系有望重塑。**头部CXO企业新冠商业化订单带来的一次性业绩高速增长对估值的扰动已基本出清，内生业务增速将重塑CXO估值体系。我们认为，当前CXO板块已回落至历史低位，具备较高配置价值。

部分CXO公司股价复盘



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

1 宏观维度：板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化

- ❑ **CXO板块估值回落至历史底部。**2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，目前主要CXO公司PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值。
- ❑ **CXO个股估值仍处于分化。**博腾股份（PE-TTM 8×）、睿智医药（PE-TTM 12×）、凯莱英（PE-TTM 16×）等公司估值相对较低；和元生物（PE-TTM 204×）、博济医药（PE-TTM 134×）、诺泰生物（PE-TTM 73×）、泓博医药（PE-TTM 65×）等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下。经过市场调整，目前CXO个股估值仍处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)

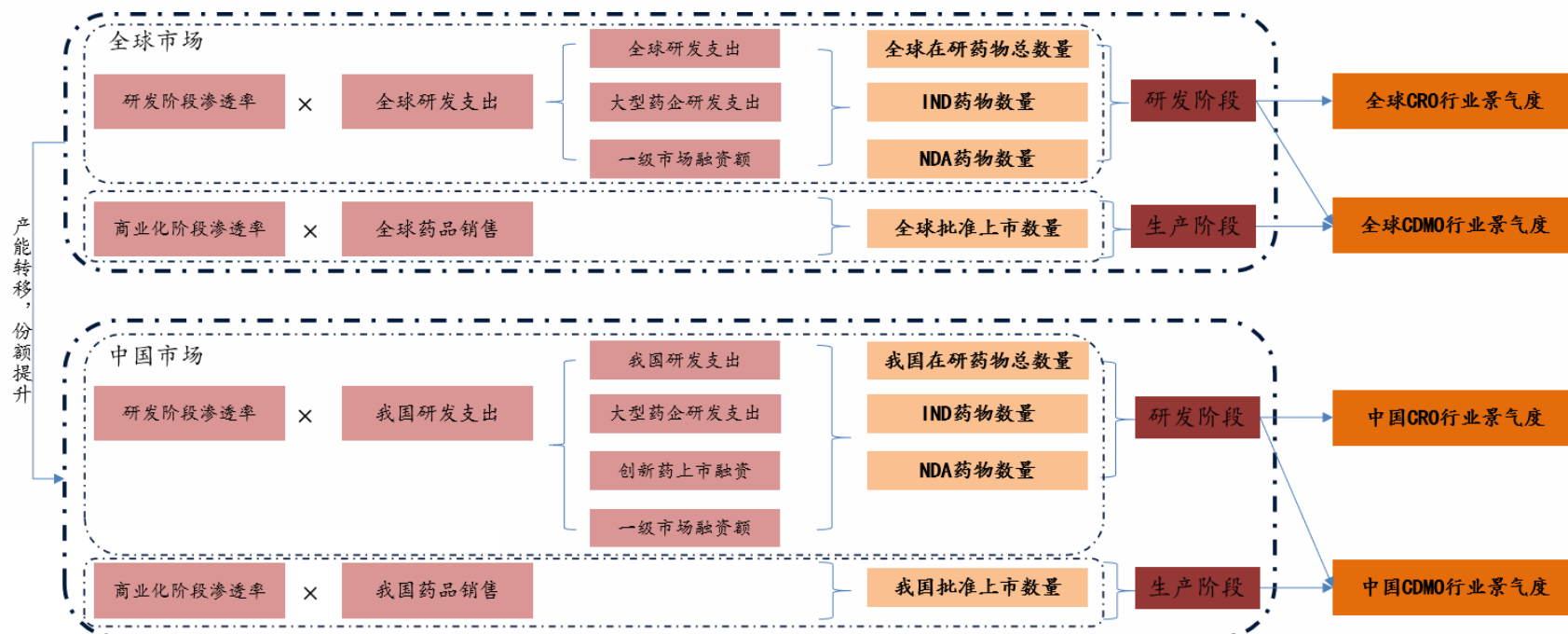


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2 行业维度：创新研发投入与药物在研上市数量是CXO行业景气度关键指标

- 从行业层面看，研发支出、药品销售额以及渗透率是决定CXO（CRO/CDMO）行业市场规模的核心因素，与研发相对应的在研药物数量、IND数量和NDA数量以及与销售相关的批准上市药物数量是观察CXO行业景气度的关键指标。目前，产能转移是我国CDMO行业的核心推动力，中国CDMO市场规模占全球市场规模持续提升；此外，国内创新药崛起，药企创新研发投入逐步加大，进一步为我国CDMO行业贡献较大空间增量。

CXO行业研究框架

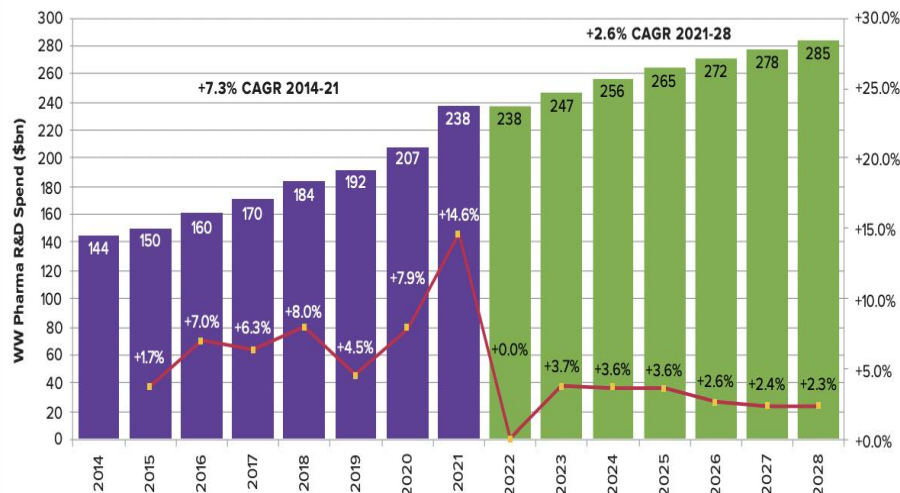


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

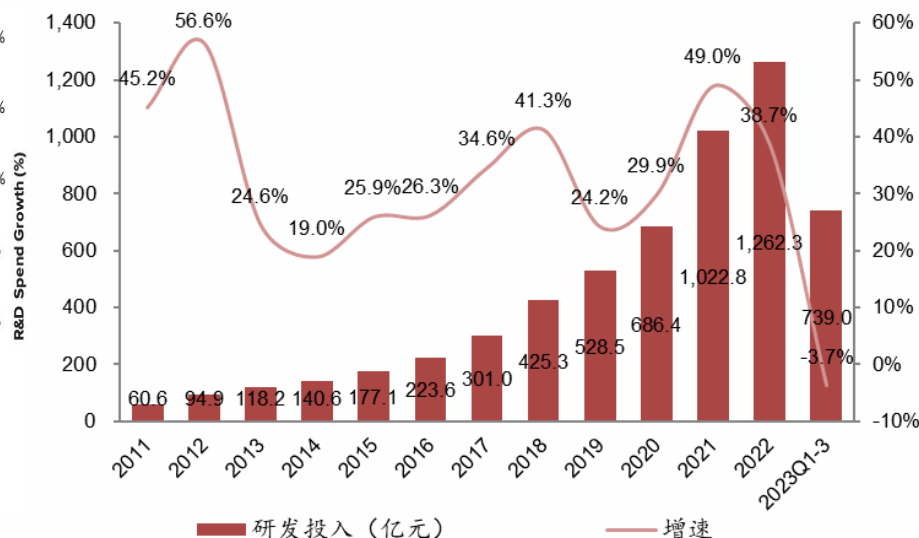
2 行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业高景气度或将持续

- ❑ **全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。
- ❑ **我国医药生物企业研发开支持续高增，单季度表现仍有波动。**我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2021年研发投入额1022.8亿元（+49%），此后受投融资等因素影响增速略有放缓，2023Q1-3研发投入额达739亿元（-3.7%），单Q3增速（-45.8%）较Q2（+19.4%）下滑明显。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发投入

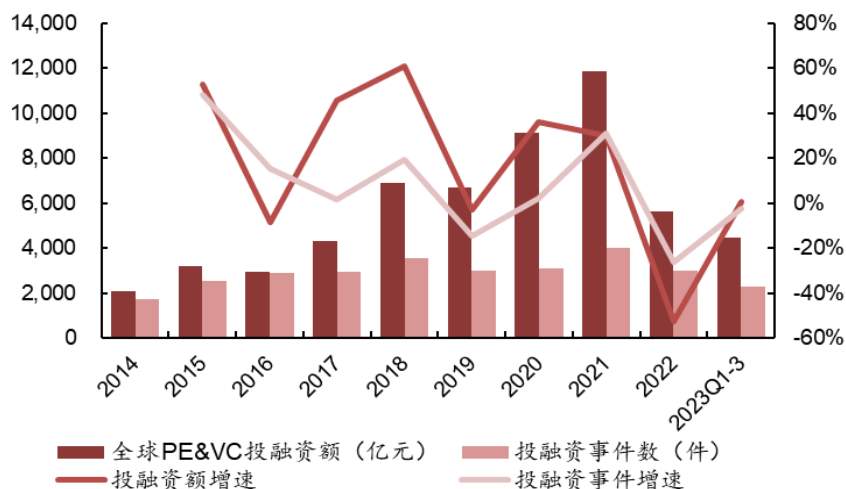


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

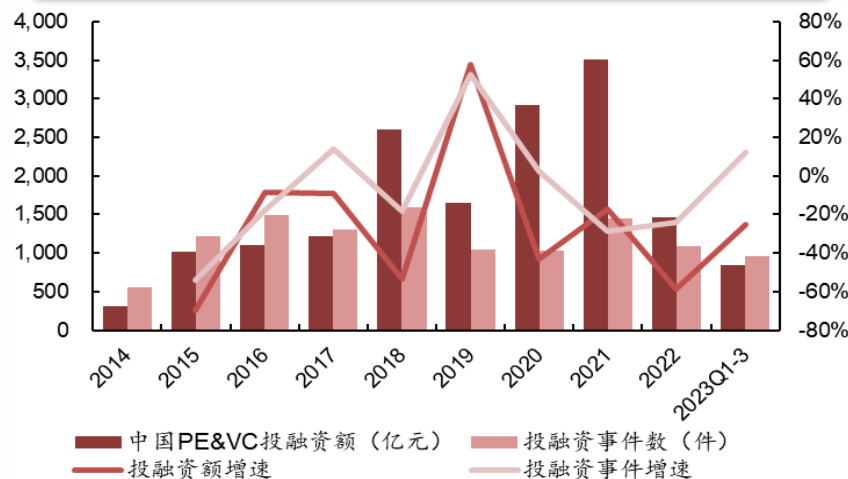
2 行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖、国内仍在波动

- **海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019、2020年较为平稳，2021年融资额达11879.3亿元，同比有所回升。2022年起全球资本市场趋于冷静，投融资事件数、总额有所下降；2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续回暖，2022、2023Q1-3投融资总额分别为5609.7亿元（-52.8%）、4483.7亿元（+0.5%），融资事件总数为2970件（-26.2%）、2264件（-2.4%）。
- **国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。**2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖，2022年、2023Q1-3国内医疗健康融资总额分别为1458.9亿元（-58.5%）、850.2亿元（-25.1%），融资事件数分别为1091件（-24.3%）、962件（+12.1%），投融资活动强度仍在波动中，创新药研发景气度有望持续修复。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数

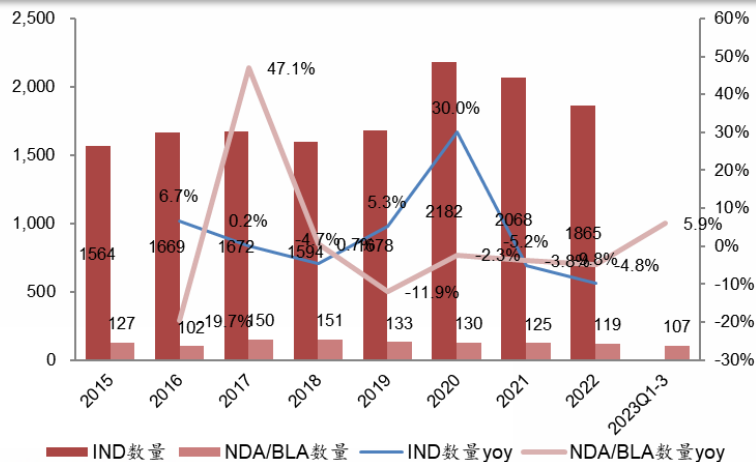


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

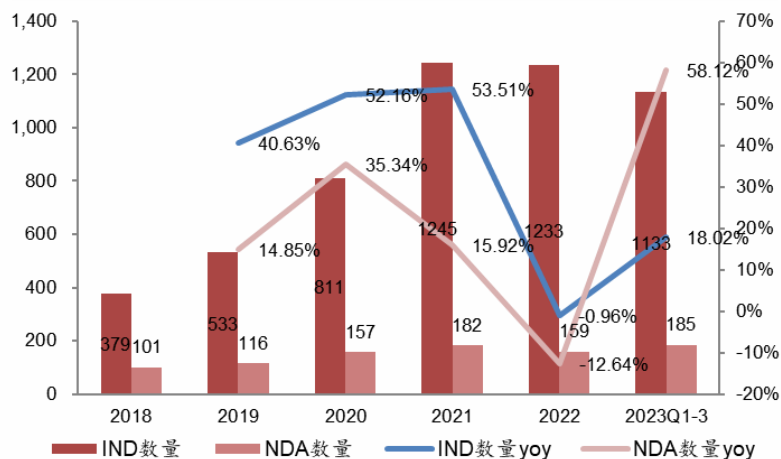
2 行业维度：创新药IND和NDA数量保持高位，创新需求仍将持续

- ❑ **美国创新药IND和NDA数量略有提升。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%），此后数量略有下降（2022年新增1865个，同比-9.8%），我们认为主要由药企研发投入略有放缓、部分同质化靶点临床开发收紧等因素所致；2015-2021年间美国创新药NDA/BLA数量在120~150个波动，2022年新增数量略有下降（119个，-4.8%），我们认为主要由创新药物审评机制趋于严格、疫情影响下药物审批及临床试验进度放缓等因素所致；2023Q1-3新增NDA/BLA数量107个（+5.9%），获批数量略有提升。
- ❑ **我国创新药IND和NDA数量稳健增长，创新需求仍将持续。**2019年后我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的811个增至2021年的1245个（同比+53.5%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的157个增至2021年的182个（同比+15.9%），国产生物创新药进入上市收获期。2023Q1-3我国创新药新增IND数量1133个（+18%）、新增NDA数量185个（+58.1%）；单Q3新增IND数量359个（-3.5%）、新增NDA数量67个（+55.8%），较2022年同期增长显著，创新需求仍将持续。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

2 行业维度：Biotech战略性出售资产、人员调整或成常态，医药行业处于要素资源优化关键窗口期

- 一级市场投融资寒冬之下，头部MNC、CXO公司有望并购整合优质Biotech资产、调整人员结构。2022H2以来，Biotech公司战略性出售资产、止损回笼资金屡见不鲜。11月15日，和铂医药发布公告，公司将以1.46亿元向药明海德出售生物大分子研发创新中心项目生产厂房。头部MNC、CXO公司有望以较低价格大规模收购优质Biotech资产，扩大产能、优化结构，持续巩固行业优势。
- 整体来看，中国医药企业处于要素资源优化的关键窗口期，专业化分工方兴未艾。生物医药产业中以研发生产外包为代表的枢纽环节将会在未来的创新转型升级中持续发挥作用，保持高景气度。

2022年Biotech公司战略性出售资产事件梳理

公司名称	时间	事件
George Clinical	2022.12.8	高瓴资本将竞标收购海外CRO-George Clinica
阿斯利康	2022.11.29	将其位于俄亥俄州西切斯特的工厂出售给生物科技厂商National Resilience
诺华	2022.11.17	宣布考虑出售眼科与呼吸业务，以筹集资金投资核心药物
和铂医药	2022.11.15	公司以1.46亿元向药明海德出售生物大分子研发创新中心项目的生产厂房
基石药业	2022.11.4	据公告，基石药业苏州产业化基地于2022年11月4日停产停工、员工遣散
美敦力	2022.10.24	宣布将其患者监护PM业务和呼吸干预RI业务从集团业务进行分拆
ChemoCentryx	2022.10.9	安进以37亿美元完成对ChemoCentryx的收购交易
GBT	2022.10.5	辉瑞以54亿美元完成对Global Blood Therapeutics (GBT) 的收购
Biohaven	2022.10.3	辉瑞116亿美元收购Biohaven
科望医药	2022.9.19	据公告，科望医药苏州工艺开发和中试生产设施被药明生物吸纳，并与药明生物达成相应服务协议。
迈博药业	2022.8.26	据公告，由于新冠疫情冲击等原因，迈博药业控股子公司百迈博公司生产线关闭
Affinivax	2022.8.17	葛兰素史克33亿美元收购肺炎球菌疫苗制造商Affinivax
Vifor Pharma	2022.8.9	澳大利亚血制品和疫苗巨头CSL以117亿美元完成对瑞士维福药业公司的收购
Sierra Oncology	2022.7.8	葛兰素史克19亿美元收购美国生物科技公司Sierra Oncology

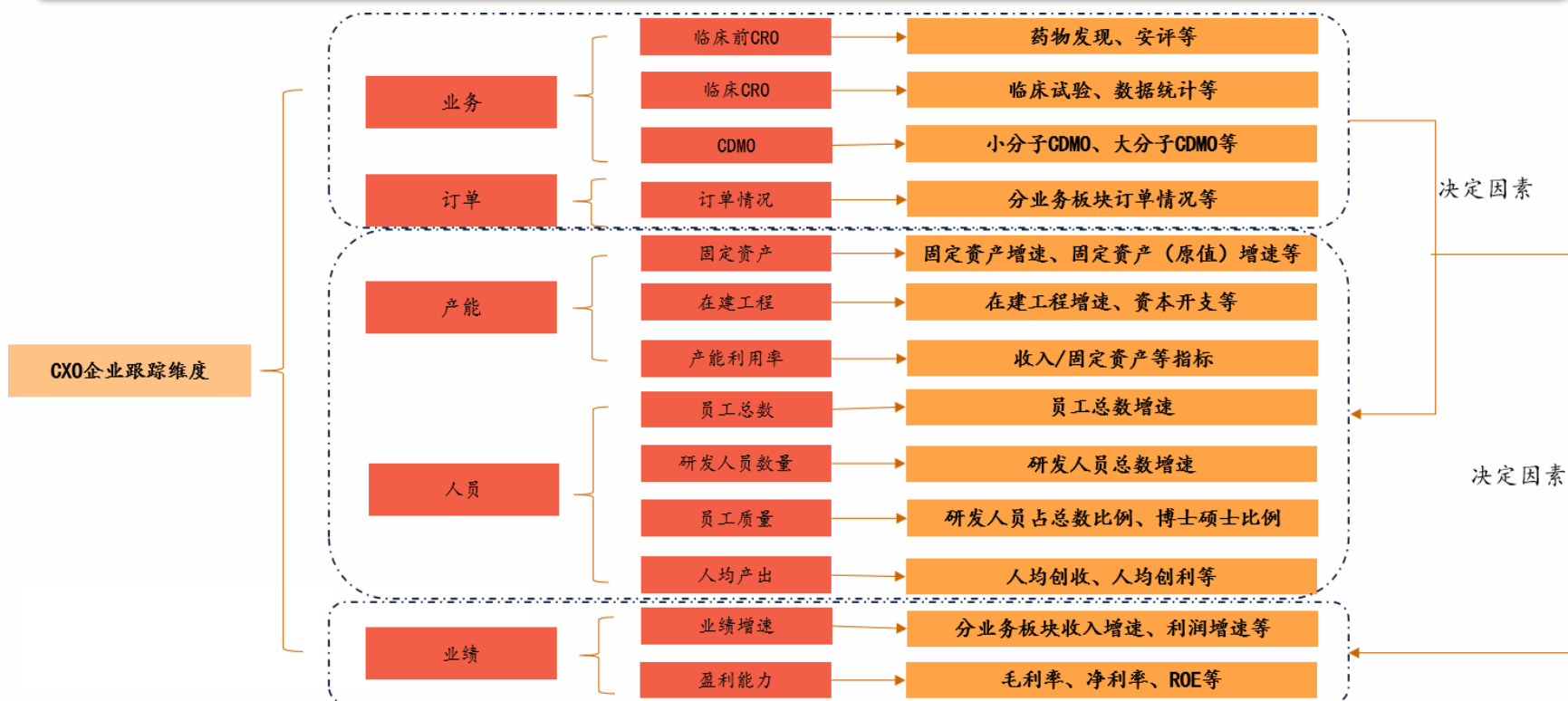
www.swsc.com.cn

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

3 企业维度：业务布局、订单、产能、人员以及业绩是跟踪CXO企业的核心维度

- 从公司层面来看，目前CDMO企业的收入主要来自于临床阶段项目和商业化阶段项目，项目数量和项目单价共同决定了收入额，此外，订购结构、企业议价能力、研发附加值、成本控制能力等多个因素共同决定了CDMO企业的毛利率水平。除了传统的CDMO业务外，我国CDMO企业开始探索VIC模式，深入参与研发，并将有望享受后续上市后的持续收益。

CXO企业跟踪框架



CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

3 企业维度：新冠大订单陆续交付，23Q1-3板块表观业绩明显承压

❑ CXO板块共选取20家公司，2023Q1-3收入683.4亿元（+1.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入618.4亿元（+18.3%）；归母净利润约161.5亿元（-10.1%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润137.9亿元（+5.1%）；扣非净利润总额为约146.8亿元（-4%）。分季度看，板块23Q3收入为230.2亿元（-4.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现收入209.7亿元（+12%）；归母净利润50.4亿元（-15.5%），其中剔除新冠收入贡献后预计实现归母净利润42.6亿元（-0.3%）；扣非归母净利润增速为-10.2%。2023Q1-3板块表观收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，2023Q4及2024年关注扣除新冠高基数后常规业务恢复性增长。

CXO板块21Q3-23Q3业绩速览

（亿元）	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
单季度收入	149.6	175.2	199.5	236.5	240.1	248.0	220.4	232.8	230.2
同比增速	36.7%	42.9%	71.5%	71.4%	60.5%	41.6%	10.5%	-1.6%	-4.1%
归母净利润	29.6	42.8	40.1	79.9	59.6	36.7	48.4	62.7	50.4
同比增速	47.5%	72.7%	36.2%	125.8%	101.4%	-14.3%	20.6%	-21.5%	-15.5%
扣非归母净利润	26.3	25.9	39.5	57.9	55.7	39.4	42.6	54.2	50.0
同比增速	65.4%	32.6%	100.9%	103.6%	110.2%	50.0%	8.0%	-6.4%	-10.2%

CXO板块21-23Q3盈利能力指标概览

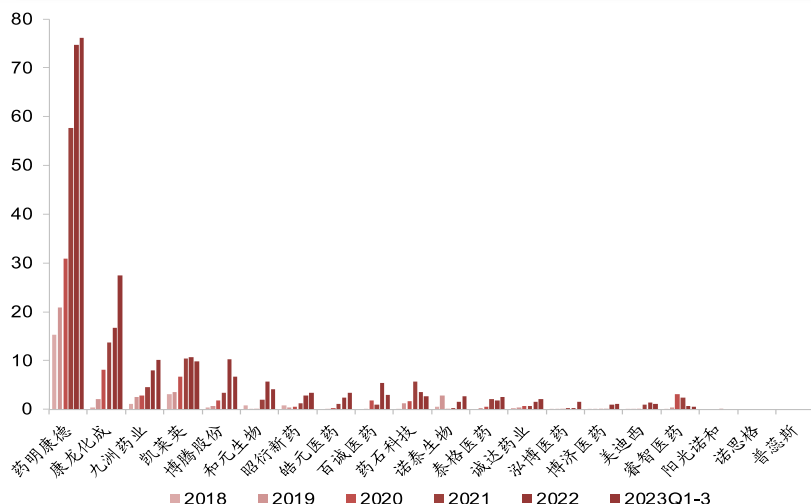
	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	39.9%	38.0%	39.1%	41.4%	41.3%	39.9%	41.2%	42.5%	42.4%
净利率	19.8%	24.4%	20.1%	33.8%	24.8%	14.8%	22.0%	26.9%	21.9%
销售费率	2.4%	2.6%	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
管理费率	10.5%	10.9%	9.1%	8.8%	9.5%	9.7%	9.7%	9.1%	9.6%
财务费率	-0.6%	0.3%	0.3%	-3.3%	-2.7%	1.1%	1.1%	-4.5%	-0.8%
研发费率	5.2%	5.0%	4.6%	4.9%	5.5%	5.8%	5.5%	5.2%	5.7%

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

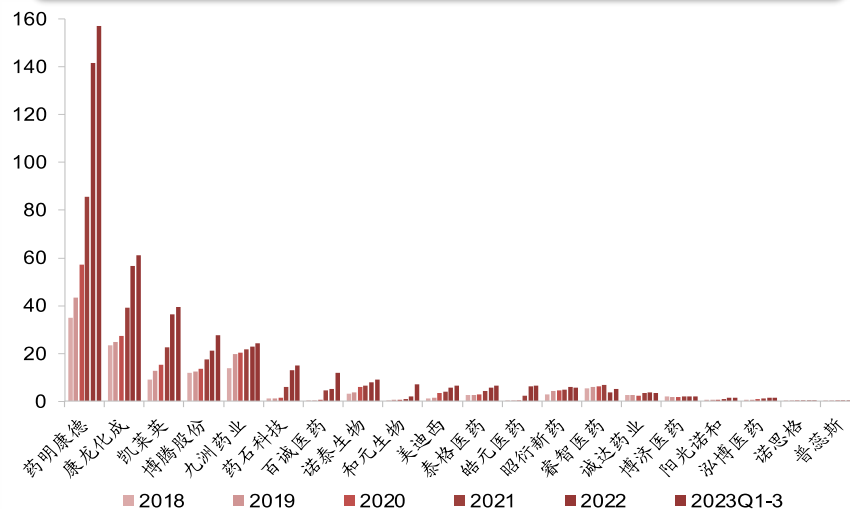
3 企业维度：CXO企业在建工程、固定资产增速较2022年有所放缓

- **从在建工程增速来看**，2023Q1-3泓博医药（+2930%，主要用于临床前新药研发基地建设项目支出）、诺泰生物（+110.9%，主要用于杭州澳赛诺新厂II期、多肽研发中心、中华药港项目、诺澳实验室工程等项目支出）、康龙化成（+79.7%，主要用于宁波第二、第三园区及西安生物医药研发项目支出）、九洲药业（+65.9%，主要用于瑞博台州厂区、瑞博苏州研发中心、九洲外沙分公司生产基地等项目支出）等企业增速较高，增速均超60%，行业整体在建工程增速较2022年有所放缓。
- **从固定资产增速来看**，2023Q1-3和元生物（+608.7%）、百诚医药（+155.4%）、皓元医药（+72.2%）等企业高速增长，增速均超过70%；药石科技固定资产也仍保持50%以上增速，行业整体固定资产增速较2022年有所放缓。
- **整体来看**，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持稳健增长，从侧面体现出目前行业仍处于景气度周期，但行业整体在建工程及转固增速较2022年有所放缓。

A股CXO企业在建工程增速（亿元）



A股CXO企业固定资产（原值）增速（亿元）

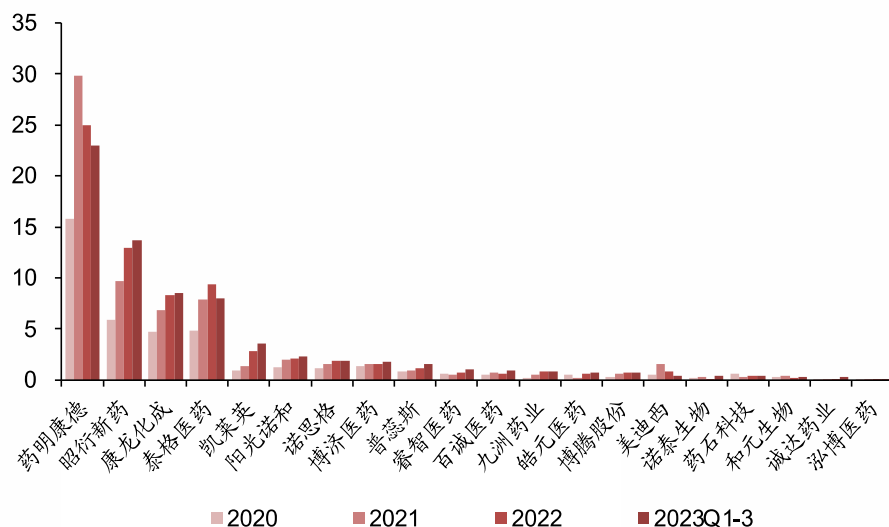


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

3 企业维度：合同负债与预收账款稳健增长，在手订单增速略有放缓

- 从合同负债与预收账款来看，2023Q1-3诺泰生物（+1240.7%）、诚达药业（+266.5%）、泓博医药（+200%）、睿智医药（+85.4%）、皓元医药（+83.7%）等企业增速较快；从绝对值来看，2023Q1-3药明康德、昭衍新药等企业分别达到22.9亿元和13.7亿元，合同负债与预收账款稳健增长，表明下游需求仍在持续。
- CXO企业在手订单增速略有放缓，2023H1百诚医药、博济医药等仍增速较高，分别为56.3%、49%；从绝对值来看，药明康德、药明生物（201.1亿美元）在手订单金额较高，凯莱英（9.1亿美元）、昭衍新药（38.7亿元）等企业在手订单金额也相对较高。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况（亿元）



部分A股CXO企业在手订单情况

公司名称	2021年	2022	2023H1
药明康德	291亿元（+83%）	351亿元 （2022H1，+77%）	在手订单+25% （剔除新冠后）
药明生物	136亿美元 （+20%）	205.7亿美元 （+51%）	201.1亿美元 （+8.6%）
泰格医药	114亿元（+57%）	138亿元（+21%）	未披露
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	9.1亿美元
昭衍新药	29亿元（+71%）	44亿元（+52%）	38.7亿元
百诚医药	8.9亿元（+78%）	10.1亿元 （新签，+25%）	6.3亿元 （新签，+56.3%）
阳光诺和	15.7亿元（+39%）	19.9亿元（+27%）	未披露
博济医药	12.8亿元	-	5.6亿元（+49%，其中 中药订单1.9亿元）

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

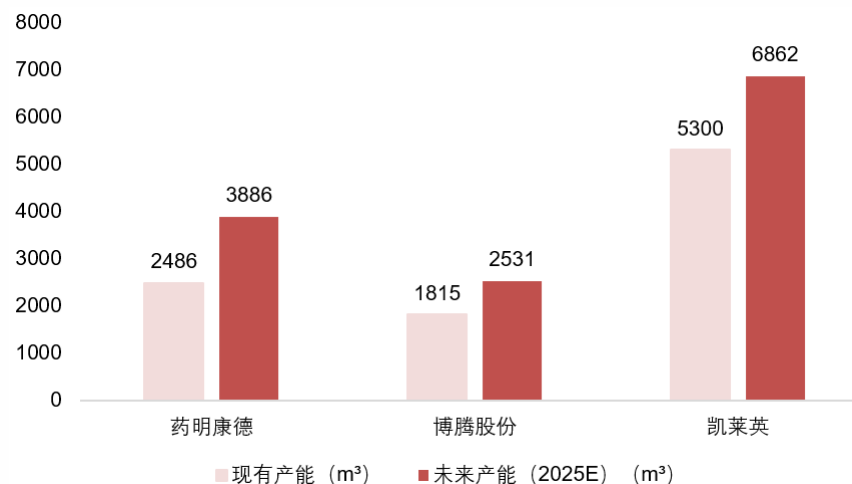
4 短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单不断，短期业绩基本兑现

- **新冠口服小分子药物赛道景气度高，已为国内小分子CDMO企业带来巨大增量。**从订单数量看，目前Paxlovid新冠商业化订单受益最充分的是小分子CDMO龙头药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月21日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元；2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表现增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年	5.8亿元	3.2亿元	12.3亿元
2022Q1	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
2022Q2	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
2022Q3	26.9亿元	~10亿元	15.96亿元
2022Q4	~30.3亿元	~9.3亿元	11.3亿元
2022年	~100亿元	~47.6亿元	59.1亿元
2023Q1	8.2亿元	~7.5亿元	7.4亿元
2023Q2	6.9亿元	~2.4亿元（0.14亿美元未交付）	12.05亿元
2023Q3	~14.7亿元	0.14亿美元	4.75亿元
2023E	29.7亿元	1.5亿美元	~25亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况

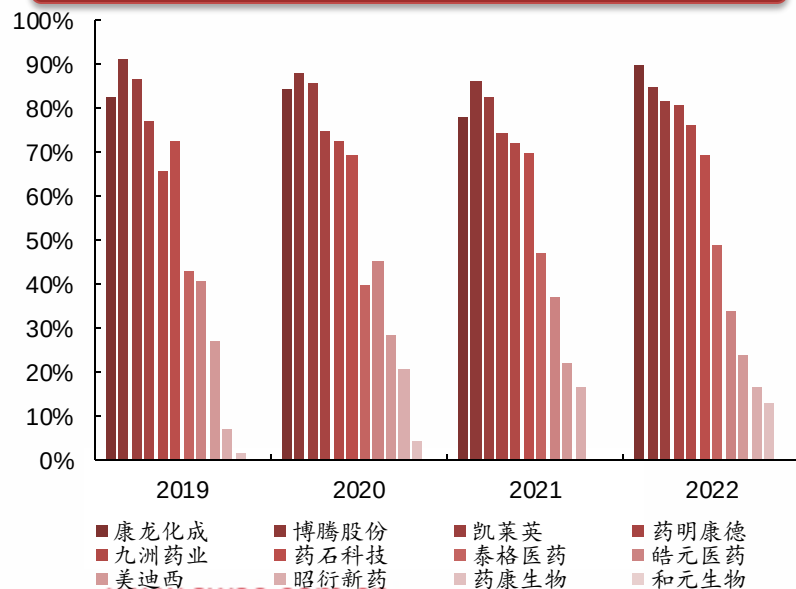


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

4 短期维度：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有较大空间

- **海外产能转移是行业发展核心驱动力，CXO行业精细化分工或将持续深化。**主流CXO企业海外收入占比一直维持高位，其中博腾股份海外收入占比达90%，凯莱英、康龙化成、九洲药业、药明康德也保持在80%以上，海外产能转移是行业发展的核心驱动力；此外，随着头部CXO持续拓展海外业务，二三线CXO企业或将凭借成本与区域优势快速发展，行业精细化分工趋势有望持续。
- **海外成熟CXO企业业绩保持稳健增长，验证了全球医药研发生产外包需求的快速修复。**国内CXO企业外包需求持续提升叠加产业转移升级，行业仍处于高速成长期，收入、利润高速增长确定性高，然而相较海外CXO行业，国内CXO企业仍处于与业绩高成长性不匹配的估值底部区间，仍具备较高配置性价比。

A股部分CXO企业海外收入占比



2023Q3海外CXO企业收入情况梳理

		23Q1-Q3收入 (yoy)	23Q3收入 (yoy)	2023年 收入指引	指引变化	23Q1-Q3利润 (yoy)	23Q3利润 (yoy)	2023年 利润指引	指引变化
CRO	IQVIA	4.2%	4.9%	3.3%~3.5% (恒定汇率3.7% ~ 3.9%)	-1.45%	2.9%	7.1%	0.4%~2.9%(恒定汇率); 12%-15% (内生) (Q2)	-0.8%
	ICON	4.8%(恒定汇率)	5.8% (恒定汇率 4.8%)	4.3%~6.1%(Q2)	-0.05%	GAAP 2.1%	GAAP 2.2%	7.5%-9.9%(Q2)	-0.4%
	Charles River	10.1% (内生, Non GAAP)	4.1% (内生, Non GAAP)	2.5%~4.5% (GAAP, 内生 5.5%~6.5%)	0.25% (内生)	-4%	-9.8%	-8.3% ~ -2.9 (Q2)	1.75%
	Medpace	30.2% (内生/恒定汇率30%)	28.3% (恒定汇率27.6%)	28.1%-29.5%	1.4%	17.1%, GAAP ; 16.8% (内生, 恒定汇率)	17.2% (GAAP)	10.8%-12.5%	-1.95%
	Syneos(2023 H1)	1%	0.4% (恒定汇率 2.4%)	NA	NA	-157.6%	-99%	NA	NA
	LabCorp	1.8% (内生 0.3%)	6.6% (内生 3.7%)	NA	NA	-51.4%	-48%	NA	NA
CMO	Lonza	3.2%(Q2)	-	-	-	17.5%(Q2)	-	-	-
	Catalent	-8.7%	-19% (恒定汇率 -17%)	-12.5%~-10.5%	-0.5	-55.9%	61%	-45.7%~-41.9%	26.3%

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

4 短期维度：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有较大空间

- 对比海外龙头CXO公司的订单情况，整体上2023年前三季度海外CXO延续了2022年趋势，在手订单稳健增长。各个细分板块的订单趋势有所不同：（1）药物发现及临床前 CRO 板块，在手订单相比 2022 年底小幅下降。由于生物制药终端市场不如去年强劲，客户会评估开支时点和水平，短期内预订量有所放缓，需求趋势正在正常化（接近新冠疫情前的水平）。（2）临床 CRO 板块，Medpace、Samsung Biologics、ICON在手订单高速增长，其中MEDPACE 在手订单增速最快。

海外 CXO 公司 2023Q3 在手订单对比（亿美元）

类型	公司	关键指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
药物发现及临床前CRO	CRL (Discovery and Safety Assessment)	Backlog	9.0	10.0	14.0	24.0	31.5	26
		yoy		11.0%	40.0%	71.4%	31.3%	-1%
临床CRO	Syneos (Clinical Solutions)	Backlog (包括可报销费用)	75.02	82.20	102.71	105.69	92.63	NA
		yoy		9.6%	24.9%	2.9%	-12.4%	NA
		Net New Business Awards	27.48	41.83	47.42	43.73	28.42	NA
	IQVIA (R&D Solutions)	Backlog	171	190	226	248	272	288
		yoy		11.1%	18.9%	9.7%	9.7%	5.9%
	Medpace	Ending Backlog	10.6	12.8	15.4	20	23.4	26.9
		yoy		21.3%	20.1%	29.5%	17.1%	20.3%
		Net New Business Awards	8.99	10.94	11.75	16.10	18.30	17.42
		Net Book-to-Bill	1.28	1.27	1.27	1.41	1.25	1.24
	ICON	Backlog	77	86	97	191	207	222
		yoy		11.7%	12.8%	96.9%	8.4%	10%
	Labcorp (Drug Development)	Backlog	98	113	138	150	163	77.9
		yoy		15.3%	22.1%	8.7%	8.7%	7.7%
		未来12个月转化为收入	39	42	45	50	49	24.1
		Net Orders	54	59	70	73	73	30.5
		Net Book-to-Bill	1.26	1.29	1.43	1.25	1.27	1.12
生物药CDMO	Samsung Biologics	CMO Contract Amount	37	40	61	75	95	118
		yoy		8.1%	52.5%	23.0%	26.7%	NA
	药明生物	未完成订单	36.39	51.02	113.24	135.97	205.71	NA
		yoy		40.2%	122.0%	20.1%	51.3%	NA
		三年内未完成订单	8.11	7.86	14.58	28.9	36.21	NA
		yoy		-3.1%	85.5%	98.2%	25.3%	NA

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

4 短期维度：海外产能转移趋势持续，国内CXO估值修复仍有较大空间

- **核心业绩指引维持或收窄。**对比海外龙头CXO公司在2022年报和2023一季报所提出的2023全年业绩指引变化，可看出多家公司维持或收窄核心经营指标。1) 药物发现及临床前CRO龙头Charles River下调并收窄全年业绩指引，主要系食蟹猴供应限制将对下半年安评业务造成较大影响；IQVIA下调、收窄全年指引。2) 临床CRO板块，Medpace上调了全年业绩指引，公司订单保持强劲增长，体现出海外中小型Biotech公司的强劲需求；Labcorp基本维持、放宽全年收入指引，下调新冠检测业务收入指引，体现出公司对非新冠业务的增长信心。

海外CXO公司2023年表现业绩指引对比

类型	公司	关键指标	2022FY业绩	2023FY 业绩指引			趋势
				2023Q1报表	2023Q2报表	2023Q3报表	
CRO	CRL	收入增速	12.3%	2.0%-4.5%	2.5%-4.5%	2.5%-3.5%	收窄，下调
		GAAP EPS/\$	9.48	7.45-8.45	7.6-8.2	7.3-7.5	
	Syneos	收入/\$M (增速)	5393.1 (3.5%)	NA	NA	NA	NA
		GAAP Net Income/\$M (增速)	266.5 (13.5%)	NA	NA	NA	
		GAAP Diluted EPS/\$ (增速)	2.58 (15.2%)	NA	NA	NA	
	IQVIA	收入/\$M (增速)	14410 (3.9%)	15150-15400(5.1%-6.9%)	15050-15175(4.4%-5.3%)	14885-14920 (3.3%-3.5%)	收窄，下调
		GAAP Net Income/\$M (增速)	3346 (10.7%)	3625-3695(8.3%-10.4%)	NA	NA	
		GAAP Diluted EPS/\$ (增速)	10.16 (12.5%)	10.26-10.56 (1.0%-3.9%)	10.20-10.45 (0.4%-2.9%)	10.16-10.23 (0-0.7%)	
	Medpace	收入/\$M (增速)	1460 (27.8%)	1745-1805 (19.5%-23.6%)	1840-1880(26.0%-28.8%)	1870-1890 (28.1%-29.5%)	收窄，上调
		EBITD/\$M (增速)	308.1 (38.1%)	335-355(8.7%-15.2%)	340-358(10.4%-16.2%)	353-361	
		Net Income/\$M (增速)	245.4 (34.9%)	250-269(1.9%-9.6%)	256 - 271(4.3% - 10.4%)	272-276 (10.8%-12.5%)	
	ICON	Net Income per diluted	7.28 (51.4%)	7.81-8.40 (7.3%-15.4%)	NA	NA	NA
		收入/\$M (增速)	7741.4 (41.2%)	7940-8340 (2.6%-7.7%)	8070-8210	NA	
		Adjusted EPS/\$ (增速)	11.75 (21.8%)	12.40-13.05 (5.5%-11.1%)	12.63 - 12.91	NA	
	Labcorp	收入/\$M (增速)	14.87 (-7.7%)	15.10-15.47 (1.5%-4.0%)	NA	NA	放宽，上调
		Adjusted EPS/\$ (增速)	19.94 (-30.1%)	16.25-17.75 ((18.5%)-(11.0)%)	13.25-13.75	13-14	
		Free Cash Flow/\$	1.47 (-44.4%)	1.00-1.20((32.2)%-(18.6)%)	0.85-0.95	0.8-1	
CDMO	Lonza	CER sales growth	15.1%	——	中至高个位数增长	NA	NA
		CORE EBITDA margin	32.1%	——	28%-29%	NA	
	Catalent	收入/\$M (增速)	4830(21%;固定汇率23%)	4625-4875	4740-4860	4225-4325 ((12.5%)-(10.5%))	收窄，下调
		Adjusted EBITDA/\$M	1290 (26%; 固定汇率28%)	1220-1300	1250-1300	700-750 ((45.7%)-(41.9%))	

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：公司公告，西南证券整理

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

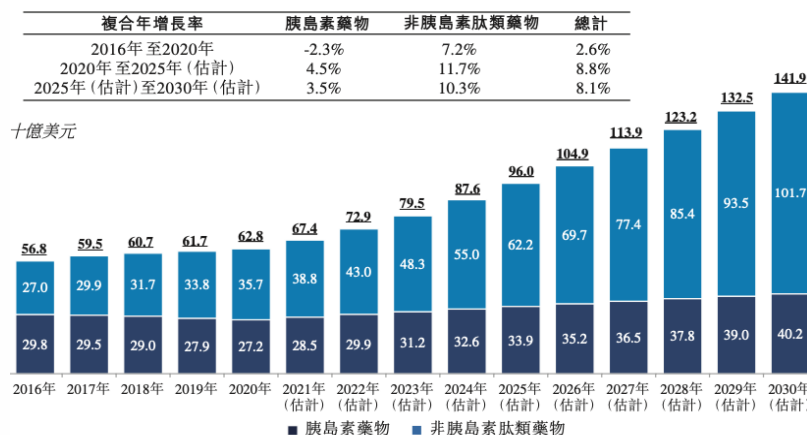
5 中期维度：多肽类药物商业化在即，CDMO市场空间广阔

- **肽类具备优良药理特征及内在特性，是新型疗法设计的绝佳起点之一。**肽是由2-99个氨基酸通过肽键连接而成的短链，分子介于小分子与蛋白质之间，作为许多生理功能的内在信号分子，肽为密切模仿自然路径的治疗性干预提供机会，并在人体多种生理过程（包括激素、神经递质）或炎症反应中发挥主要作用。与小分子药物不同，肽类疗法因其复杂性及与蛋白质药物相似的特性，具有较高壁垒；另一方面，与生物药相比生产成本较低、产量较高，是小分子与生物药间的绝佳平衡点。
- **近年来多种多肽药物FDA获批上市，潜在CDMO需求空间广阔。**据Frost & Sullivan统计，多肽药物市场于2020年达628亿美元，预计2025年进一步增至960亿美元，2021-2025年复合增长率为8.9%；对应的全球多肽CDMO市场规模将由2020年的20亿美元增至2025年的44亿美元，2021-2025年复合增长率为17.1%。

不同类型药物特性比较

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量 (道尔顿)	~ 100	~ 100	<10000	>10000	~ 150000
特异性	低		中	高	
安全性	低	高	中	高	
生产难度	中低	低	中高	高	
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	阿达木单抗

全球多肽药物市场规模（十亿美元）

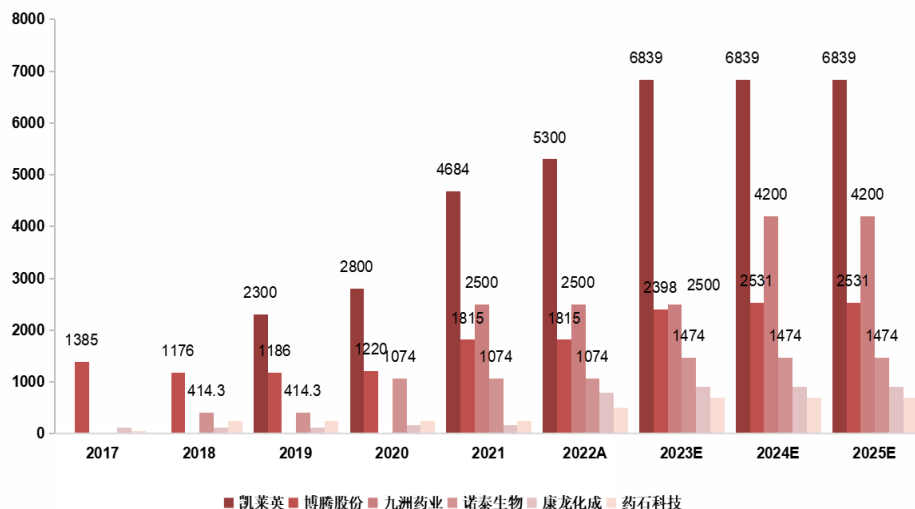


CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

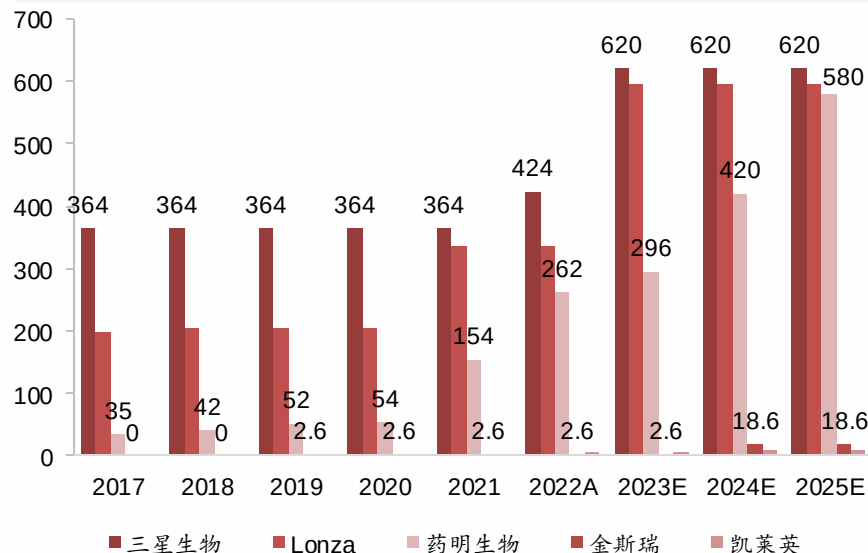
6 未来展望：国内企业以小分子CDMO业务为主，大分子CDMO产能仍在追赶海外龙头

- **小分子CDMO业务相对成熟，国内多家企业深耕小分子CDMO。**选取7家具有较大规模产能的小分子CDMO企业，2022年合计拥有产能1.4万立方米，其中共两家拥有超2000立方米产能，分别为凯莱英（5300立方米）、九洲药业（2500立方米）。
- **国内大分子CDMO起步较晚，产能较海外龙头企业仍有一定差距。**目前国内CXO企业中，药明生物具有较大生产规模，除药明生物外选取两家近年预计将有一定大分子CDMO产能的企业与海外两大龙头Lonza和三星生物比较，2022年全球拥有最大生物药产能的三星生物共有约42.4万升产能，Lonza共有约33.6万升产能（其中在广州拥有6000升产能），药明生物共有约26.2万升产能，金斯瑞共有约2600升产能。

CXO企业小分子产能（立方米）



CXO企业大分子产能（千升）



CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

6 未来展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- ❑ **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批六方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高（成功率~10%）。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期（平均缩短1/2~2/3）、降低研发成本（降低10%+），同时提升研发成功率（成功率~14%）和投资回报率。
- ❑ **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用**。礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

AI助力高级药物研发过程



CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

6 未来展望：CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力

- **CGT CDMO仍属新兴业务，具有较大市场潜力。**选取4家国内从事CGT CDMO业务的CXO企业并与3家海外从事CGT CDMO业务的CXO企业，从市场占有率、产业链布局、客户、项目等维度比较分析目前国内CGT CDMO业务现状。目前欧美地区CGT CDMO行业已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，多数企业处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，2020年占国内市场份额约7.7%。

全球主要CGT CDMO企业对比

公司名称	市场占有率 (2020)	产业链布局	客户构成	项目情况和执行能力
Lonza	21.1% (全球)	在美国、日本、新加坡、荷兰均布局基因和细胞治疗的基地，超过20年的GMP经验；最高达2000L悬浮培养产能	诺华、吉利德等 超过160个客户	2022年新增约115个CDMO客户和约375个新的临床和商业项目。目前Lonza共为790多家CDMO客户提供服务。2022年，LONZA休斯顿（美国）公司生产的两种GCT疗法获得FDA批准，未来细胞基因治疗CDMO业务可能会成为CDMO大增量板块
Catalent	28.6% (全球)	2019年收购领先的基因治疗病毒载体开发和制造公司Paragon BioServices；2020年度收购比利时细胞和基因疗法公司MaSTherCell Global，2016至2020年基因治疗领域并购投入超过15亿美元；全球工厂超过45家	-	已经使用GPEX®系统生产了600多种不同的mAb和mAb融合体以及160多种不同的重组蛋白，其中160多项临床试验使用了GPEX®技术开发的候选治疗药物和20种产品获得商业批准/授权
Oxford BioMedica	2.8% (全球)	是诺华的CAR-T产品Kymriah生产慢病毒载体的唯一供应商。此外，还与赛诺菲、GSK等制药巨头保持着合作关系，为他们提供工艺开发和生物加工等服务。目前拥有近20万平方英尺	诺华、BMS、阿斯利康等	截止2022年底，Oxford Biomedica正在为超过30个客户提供CDMO服务，工作涵盖早期和晚期的大型药品和创新的生物技术
药明康德（无锡生基）	4.4%（2022年，全球）	2020年完成中美两地腺相关病毒(AAV)一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台建设；2021年收购英国基因治疗技术公司OXGENE，大幅增强先进病毒载体平台的能力	-	2023Q1-3为68个项目提供工艺开发、检测与生产服务，其中包括52个临床前和I期临床试验项目，9个II期临床试验项目，7个III期临床试验项目（其中2个项目处于上市申请审核阶段，2个项目处于上市申请准备阶段）
金斯瑞	3.21% (国内)	2020年成立金斯瑞蓬勃生物平台开展基因治疗CDMO业务，建设中美两地临床试验所用的GMP设施及设备，目前累积拥有面积4800平方米的质粒及GMP病毒厂房	隆耀生物、香雪生命等	2022上半年新获临床前项目51个，CMC项目39个，临床阶段项目38个，IND批件9个。顺利交付第1个以自主的悬浮培养PowerS™-293T为基础的细胞治疗（质粒/慢病毒CMC）项目
博腾生物	-	在苏州建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床期GMP生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求	截至2022年6月，服务32家CDMO客户	未达2023年初预期。2023年前三季度，引入新客户44家，新项目64个，新签订单约0.58亿元，同比下降46%。第三季度签订首个细胞治疗临床项目订单，实现了博腾生物在基因细胞治疗临床项目的零突破。
和元生物	7.65% (国内)	拥有近1000平方米的基因治疗产品中试平台，近7000平方米的基因治疗产品GMP生产平台，包括质粒生产线1条、病毒载体生产线3条、CAR-T细胞生产线2条、建库生产线3条、灌装线1条	亦诺微、复诺健、康华生物、南京吉迈等超过20家CDMO客户	截至2023年6月，为多个溶瘤病毒、腺相关病毒载体药物、CAR-T药物提供CRO/CDMO服务，累计合作CDMO项目超200个

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司官网，药融云，西南证券整理

CXO：宏观风险因素预期向好，估值体系重塑在即

7 投资建议及风险提示

- **相关标的：**关注产业链布局一体化平台型CXO企业，CRDMO/CTDMO一体化龙头企业药明康德、药明生物，临床CRO康龙化成、泰格医药，小分子CDMO凯莱英、九洲药业、皓元医药、博腾股份等，多肽CDMO相关标的诺泰生物、圣诺生物等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

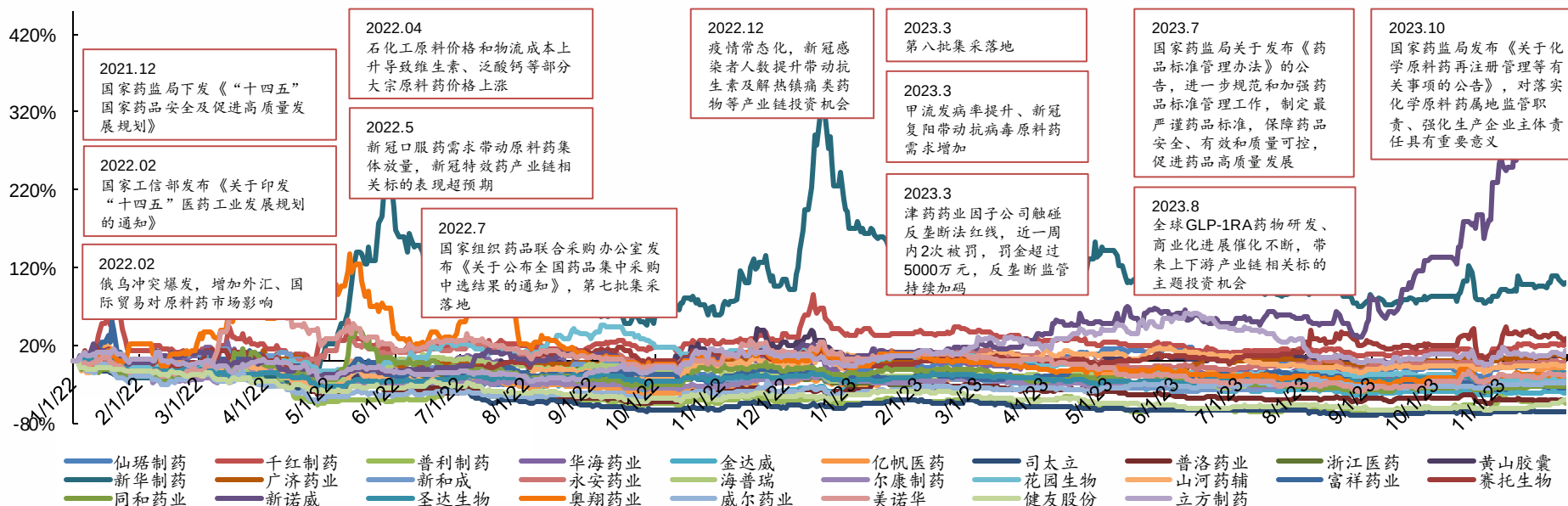
- **宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好。**2023年原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，板块表现波动明显。展望2024年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。**驱动因素：1）带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升；2）全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔；3）关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会。**
- **未来展望：优质公司产业能力升级，三条路径打开特色原料药长期成长空间。1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。****制剂出口加速：**2018年起获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2022年海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业2023H1海外收入24.1亿元（+12.2%）。2023年11月，亿帆医药艾贝格司亭 α 注射液成功在美上市，持续关注传统原料药企业创新转型及出海里程碑，重视海外商业化成绩单催化。**国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2023H1获批并通过一致性评价产品50个、获批原料药登记号60个，快速放量有望持续；**2）产业链延伸带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期。**原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高；即将进入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。**3）基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **投资建议：**建议关注亿帆医药、健友股份、九洲药业、博瑞医药、海普瑞等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

1 宏观维度：板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

□ **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。**2023年原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，板块表现波动明显。2023H1占我国医药出口市场50.9%的西药产品出口额264.4亿美元（-23.4%），2023Q2较Q1持续下滑。西药原料药作为主要出口类别，2023H1出口额为213.2亿美元，较2023Q1的-15.2%同比降幅扩大（-23.2%）；西药制剂出口额为30.8亿美元（-8%），较2023Q1下降态势趋缓。结合近三年原料药出口均价分析，当前原料药价格正处于疫情期历史高位逐步回落阶段，已接近三年来的价格底部。展望2024年，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

原料药企业股价复盘

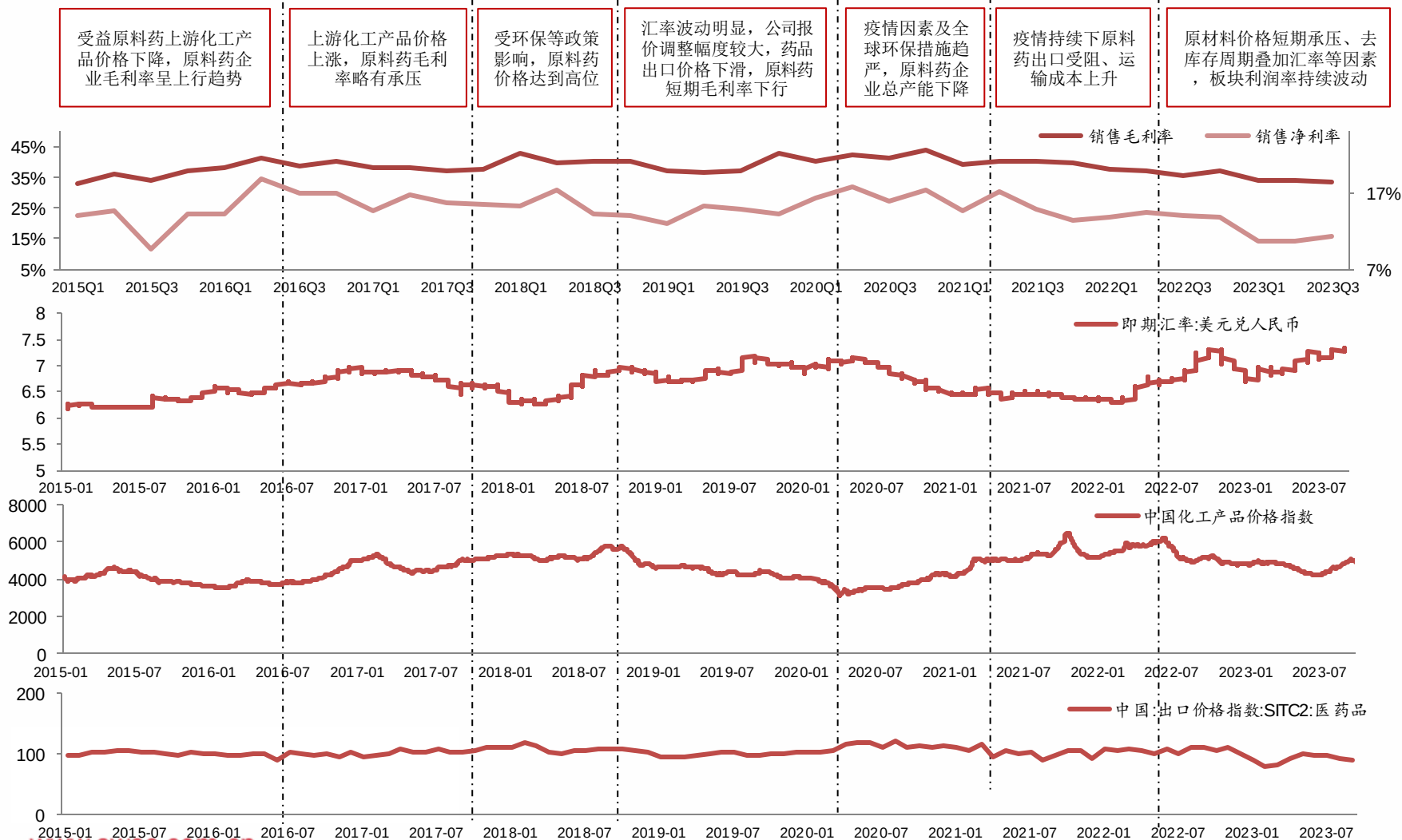


www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

1 宏观维度：板块业绩短期承压，长期前景依旧向好



www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理

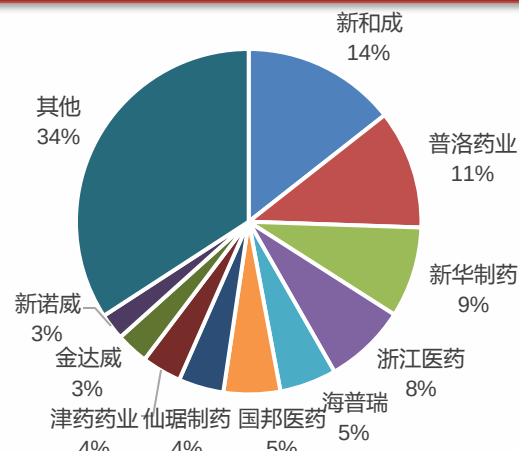
原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

1 宏观维度：2023Q1-3原料药板块盈利能力下滑，收入、利润贡献集中度较低

2023Q1-3：原料药板块共选取39家公司，2023Q1-3原料药板块实现收入764.1亿元（-1.1%），归母净利润89.3亿元（-19.9%），扣非归母净利润83.2亿元（-21.9%）；分季度看，板块2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润21.4亿元（-28.6%）。2023Q1-3原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。

从收入贡献看，2023Q1-3新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为14%、11%、9%、8%、5%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为23%、10%、7%、5%、5%。

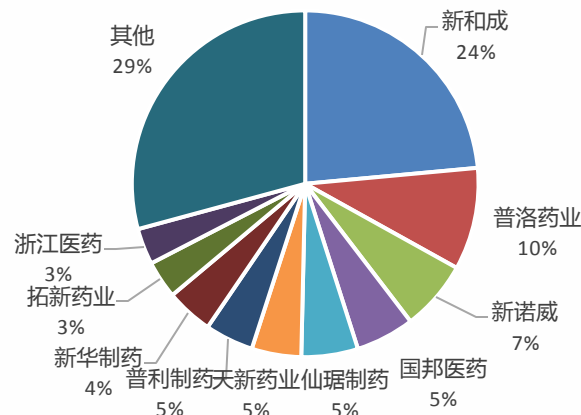
2023Q1-3板块收入占比



板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.10%	2	2	19	20
占比		5%	5%	49%	51%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-19.94%	6	10	18	21
占比		15%	26%	46%	54%

2023Q1-3板块归母净利润占比



原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

2 行业维度：多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化



原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

2 行业维度：全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

- 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

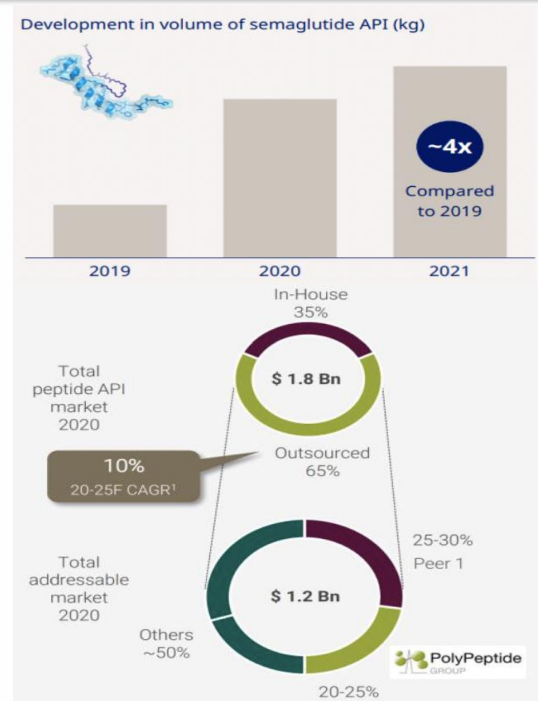
2 行业维度：关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会

- GLP-1RA药物终端销售额快速放量带动了对应原料药及中间体需求，上游多肽合成、固相合成载体及溶剂厂商、多肽CDMO等环节有望受益。多肽合成方法不断迭代，合成及纯化是多肽制药工艺重要组成部分。根据诺和诺德年报数据，2021年司美格鲁肽的API需求量是2019年的4倍。Polypeptide公告显示，2020年全球多肽API市场规模达18亿美元，其中近65%的份额来自于外采购入，自产比例仅有35%。我们认为，GLP-1RA等重磅商业化品种产业链上游拥有合规GMP产能的原料药生产厂商、CDMO及仿制药供应商等多个环节有望持续受益。

多肽药物产业链示意图



多肽API市场规模及外包率情况

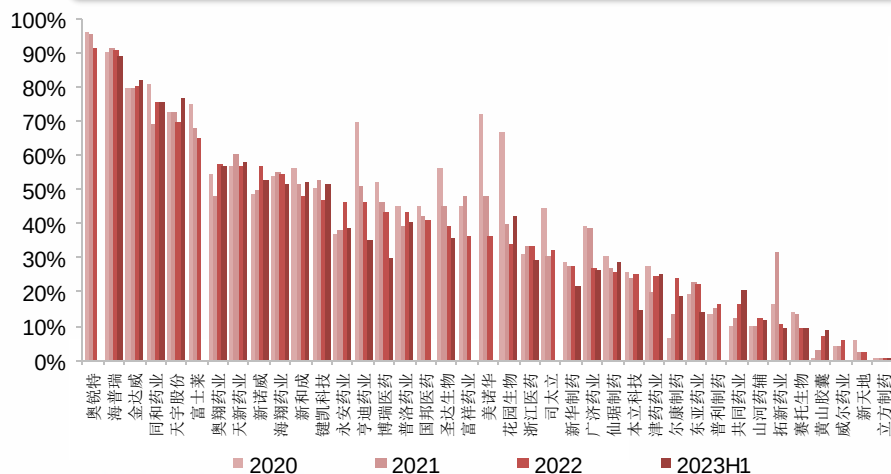


原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

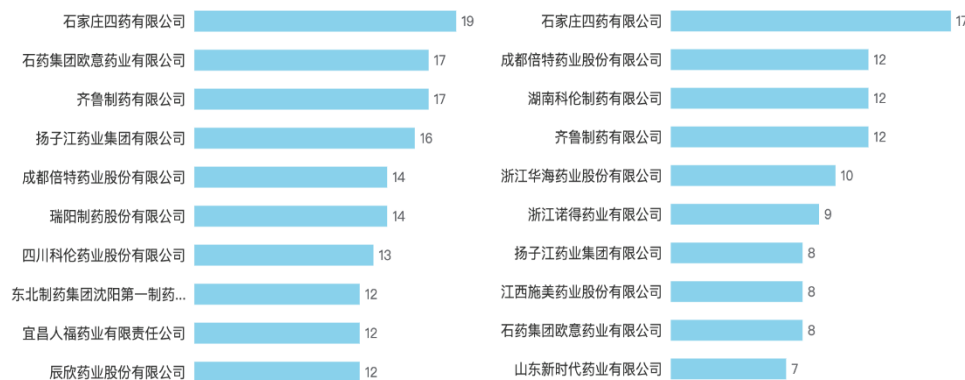
3 未来展望：制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **制剂出口加速：**2018年起获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2022年海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业2023H1海外收入24.1亿元（+12.2%）。2023年11月，亿帆医药艾贝格司亭α注射液成功在美上市，持续关注传统原料药企业创新转型及出海里程碑，重视海外商业化成绩单催化。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2023H1获批并通过一致性评价产品50个、获批原料药登记号60个，快速放量有望持续。

2020-2023H1部分原料药及制剂企业海外收入占比



2022、2023H1我国API及制剂公司制剂获批数量Top10（个）

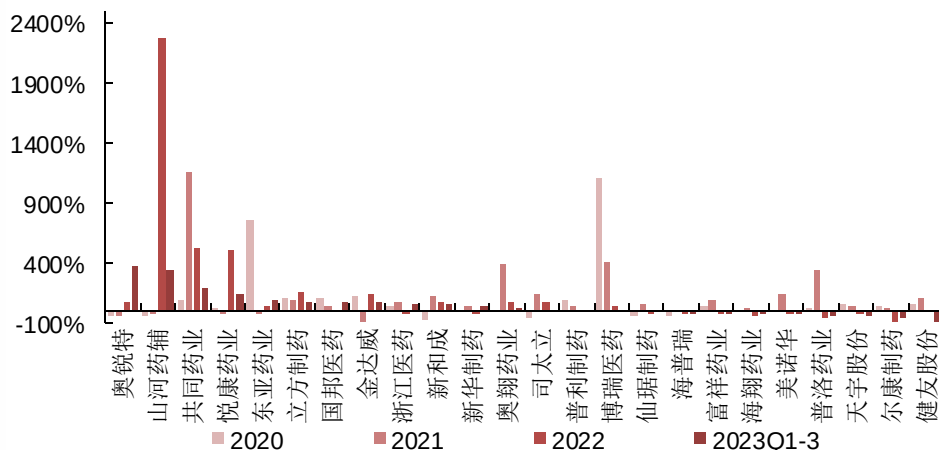


原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

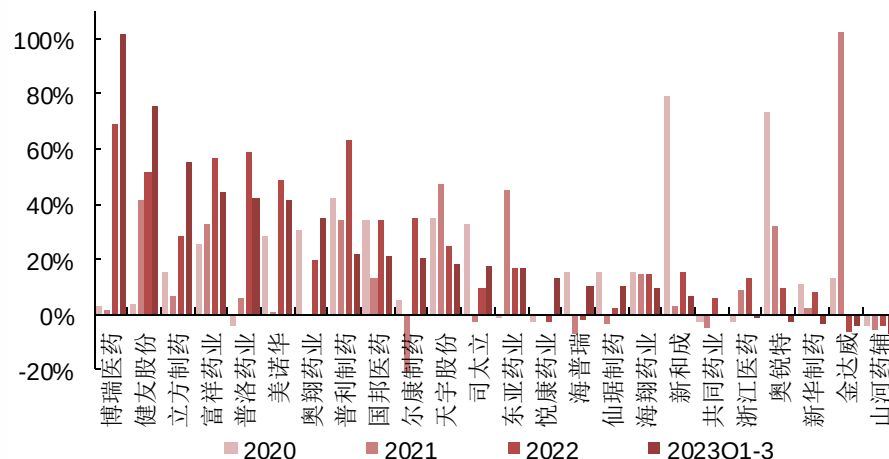
3 未来展望：产业链延伸带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2022年奥翔药业CDMO收入占比达53%，天宇股份CDMO毛利率达50%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2023Q1-3奥锐特、山河药辅、共同药业、悦康药业等企业增速较高，均保持100%以上增速；从绝对值来看，新和成、普利制药、博瑞医药2023Q1-3在建工程分别为50.9亿元、17.2亿元、16.7亿元；从固定资产来看，2023Q1-3博瑞医药、健友股份、立方制药等企业高速增长，增速均超50%；从绝对值来看，2023Q1-3新和成、浙江医药、新华制药等固定资产均超30亿元。2023Q1-3行业整体在建工程及转固增速较2022年有所放缓。

部分A股API及制剂企业在建工程增速



部分A股API及制剂企业固定资产增速



原料药：扰动因素持续缓和，三条路径打开特色原料药长期成长空间

3 未来展望：创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1）仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2）创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品，2023Q1-3公司主要研发项目持续推进：注射用BGC0228处于临床I期试验阶段，目前正在125mg/m²剂量水平开展剂量扩展研究，扩展瘤种包括宫颈癌、卵巢癌和胃食管癌等，已完成13例受试者入组给药；BGM0504注射液减重和2型糖尿病治疗两项适应症已获II期临床试验伦理批件，2型糖尿病及减重适应症II期临床已开始入组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液（ ¹⁸ F-FDG）	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液（锝[⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液）	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

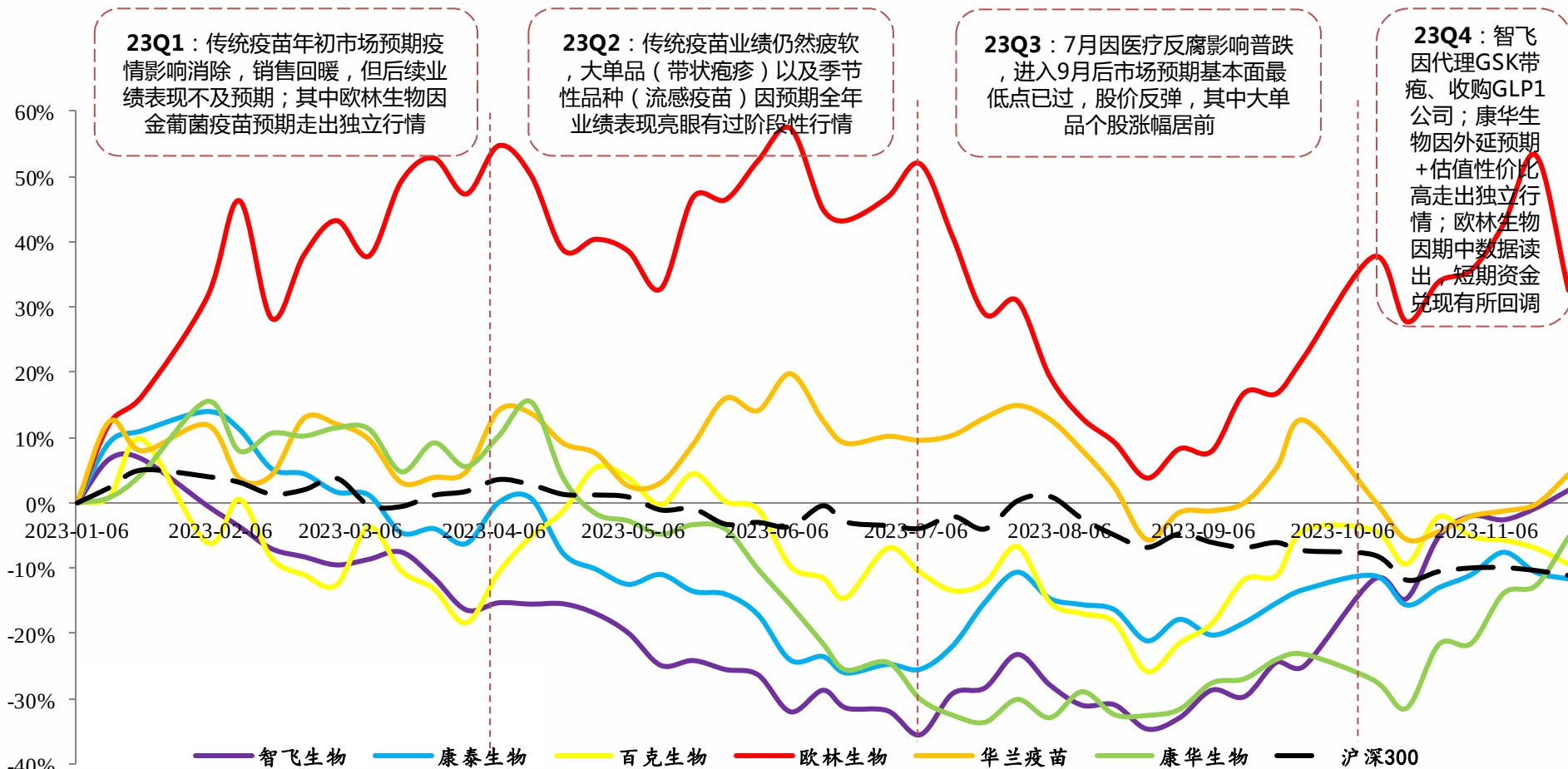
疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

- **23年疫苗行业股价表现主要受业绩预期变化以及管线催化影响。**复盘影响股价上涨的关键因素：1) 业绩拐点预期：①年初预期疫情影响消除；②23Q3反腐后市场预期Q3为基本面低点；2) 季度业绩前瞻，超预期品种：①大单品如带状疱疹疫苗；②流感疫情预期流感疫苗销售超预期；3) 重大变化预期：①智飞代理GSK带疱；②欧林生物金葡菌临床数据披露期中数据预期。
- **2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，相应新生儿疫苗接种量有望反弹。**根据民政局数据，2023年Q1-3我国结婚登记对数为569万对（+4.5%），自2014年以来首次实现正增长，因此我们简单线性外推预计2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，与之对应的新生儿疫苗接种数量有望迎来阶段性反弹。目前主要新生儿二类疫苗品种主要包括：肺炎疫苗、脑膜炎疫苗、乙肝疫苗、水痘疫苗等。
- **重磅品种有望持续放量，关注传统品种边际改善预期。**1) 重磅品种：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将维持快速增长。2) 传统品种边际改善：狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主。因此我们认为此类较刚需品种明年基本面有望改善。
- **国内企业存在fic/me-better弯道超车可能，以做出同类优效为核心。**我国疫苗企业对于全球创新品种的布局与海外厂商的差距缩小，如欧林生物的金葡菌疫苗、康希诺的PBPV疫苗以及各家对于mRNA新冠疫苗以外品种的布局均存在弯道超车可能。从海外研发来看，格局较成熟产品如肺炎球菌疫苗向高价次更新迭代发展，且做出非劣是成功上市的条件之一，头对头基本以已上市最新品种比较。如最新默沙东的21价肺炎三期结果对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。从国内趋势来看，国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显。
- **疫苗出海抓住机遇，国际化有望加速。**1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种、13价肺炎疫苗；成大生物狂苗品种；沃森生物13肺炎疫苗等。
- **投资建议：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰生物、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等。
- **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化的风险；产品研发进展不及预期。

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

1 2023年年初至今疫苗企业股价复盘

- 影响股价上涨的关键因素：1) 业绩拐点预期：①年初预期疫情影响消除；②23Q3反腐后市场预期Q3为基本面低点；（行业普涨）
- 2) 季度业绩前瞻，超预期品种：①大单品如带状疱疹疫苗；②流感疫情预期流感疫苗销售超预期；（个股 α ）
- 3) 重大变化预期：①智飞代理GSK带状疱疹；②欧林金葡菌临床数据披露期中数据预期。（个股 α ）



www.swsc.com.cn

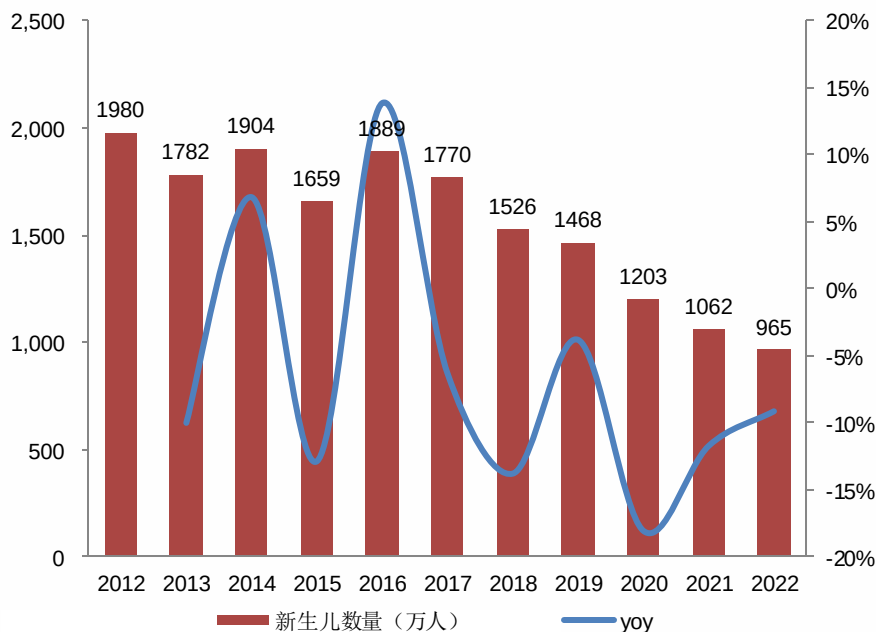
数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

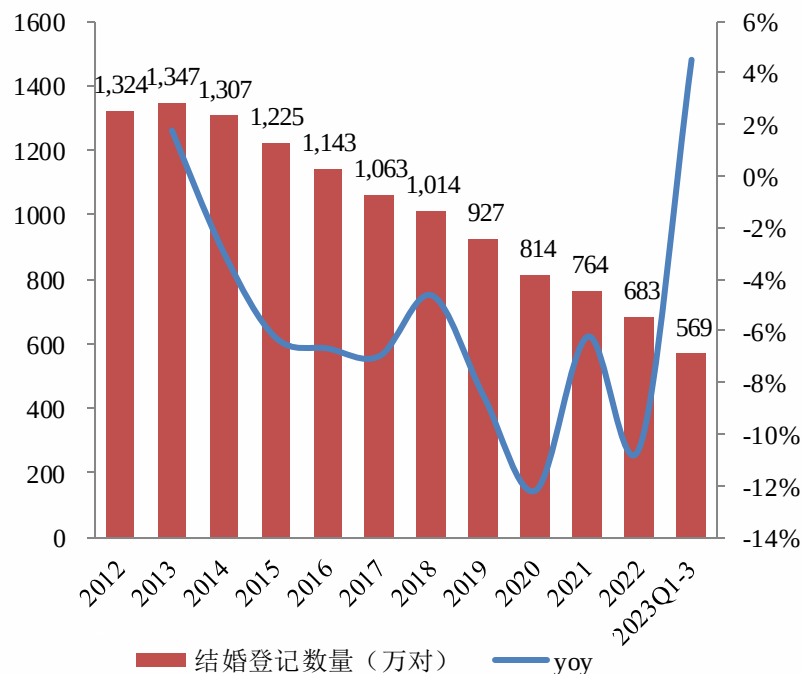
2 2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，相应新生儿疫苗接种量有望反弹

- 根据民政局数据，2023年Q1-3我国结婚登记对数为569万对（+4.5%），自2014年以来首次实现正增长，因此我们简单线性外推预计2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，与之对应的新生儿疫苗接种数量有望迎来阶段性反弹。目前主要新生儿二类疫苗品种主要包括：肺炎疫苗、脑膜炎疫苗、乙肝疫苗、水痘疫苗等。国内主要疫苗企业包括：康泰生物、康希诺、智飞生物、百克生物等。

2012-2022年我国新生儿数量



2012-2023Q1-3我国结婚登记数量



疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

3 2024年主要疫苗品种基本面展望——大单品有望持续放量，关注新生儿数量变化带来的边际改善

品种		公司		2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q1-3	2024年基本面展望
成人疫苗	HPV疫苗	智飞生物	四价批签发	20	6	26	6	32	• HPV疫苗：从2023Q1-3数据来看，九价HPV疫苗占比持续提升，主要系九价HPV疫苗扩龄至9-45岁，且整体HPV疫苗累计渗透率近年来提升较多，预计2024年将延续类似趋势。 • 带状疱疹疫苗：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将维持快速增长。
			yoy	+100%	-54%	+13%	-73%	-29%	
		万泰生物	九价批签发	21	38	59	32	91	
			yoy	-5%	+100%	+44%	+220%	+78%	
		沃森生物	二价批签发	118	106	224	53	277	
			yoy	+37%	+74%	+52%	-23%	+28%	
	带状疱疹疫苗	沃森生物	二价批签发	16	5	5	1	22	
			yoy	-	-17%	+150%	-75%	+120%	
儿童疫苗	13价肺炎疫苗	百克生物	批签发	0	10	10	8	18	• 根据我们前述逻辑，2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，相应新生儿疫苗品种有望迎来阶段性快速增长。
			yoy	-	-	-	-	-	
		沃森生物	批签发	8	32	40	5	45	
			yoy	-	+220%	+300%	-77%	+41%	
	MCV4疫苗	康泰生物	批签发	0	3	3	12	15	
			yoy	-100%	-79%	-88%	+9%	-59%	
较刚需品种	狂犬疫苗	康希诺	批签发	4	0	4	8	12	• 因狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，因此我们认为此类较刚需品种明年基本面有望改善。
			yoy	——	——	+100%	+14%	+33%	
	破伤风疫苗	康华生物	批签发	0	32	32	22	54	
			yoy	-100%	+10%	-42%	-35%	-39%	
其他复购属性品种	流感疫苗	欧林生物	批签发	5	9	14	14	28	• 23年流感疫情严重，有望带动流感疫苗放量，长期看政策+企业推广多重带动下，流感疫苗渗透率有望提升
			yoy	+25%	-55%	-42%	+8%	-24%	
	流感疫苗	华兰疫苗	四价流感批签发批次	0	1	1	85	86	
			yoy	——	-100%	-100%	+286%	-5%	

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

4 在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

HPV疫苗：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

肺炎球菌疫苗：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市；

带状疱疹疫苗：百克生物已于2023年初获批上市。

金葡菌疫苗：欧林生物预计2026年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展	预计获批时间
百克生物	减毒活疫苗	已上市	
绿竹生物	重组蛋白	III期	
上海所	减毒活疫苗	II期	——
中慧元通/怡道生物	重组蛋白（CHO细胞）	III期	——
长春祈健	减毒活疫苗	临床批件取得	——
智飞生物	重组蛋白（CHO细胞）	临床批件取得	——
康希诺	重组腺病毒载体	临床前	——
沃森生物/艾博生物	mRNA	临床前	——

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间	产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17	2025年	13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	二价HPV	已上市	2020/05			兰州所	III期	2019/9/19	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24			科兴中维	I期	2018/4/10	
	九价HPV(毕赤酵母)	I期	2020/12/3	2026-2027		成都安特金	I期	2020/4/21	
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4			江苏坤力	I期	2021/7/27	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026		艾美卫信	I期	2021/1/26	
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30			康泰生物	已上市	2021/10	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8			沃森生物	已上市	2020/3/30	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3			辉瑞	已上市	2016国内获批	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14						
	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026	15价肺炎球菌结合疫苗	智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
瑞科生物	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4						
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4		23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4			康泰生物	已上市	2014/5/9	
诺宁生物/神州细胞	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4			科兴中维	IV期	2021/7/5	
	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29			华安科创	I期	2020/9/8	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24						

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

4 在研管线（海外）——重磅产品以做出同类优效为核心

肺炎球菌疫苗：往更高价次更新迭代，做出非劣是成功上市的条件之一，且头对头基本以已上市最新品种比较。如此前默沙东的15价肺炎以及辉瑞的20价肺炎都对比辉瑞的13价肺炎绝大多数血清型非劣。默沙东的21价肺炎对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。

从国内趋势来看，兰州所13价肺炎疫苗审批未通过我们预计与数据关系较大，由此预计国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显。

带状疱疹疫苗/RSV疫苗：目前格局较好，各技术路线均有布局。

公司名称	疫苗名称	全球临床进展	国内进展	申报年龄段
默沙东	15价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
辉瑞	20价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
默沙东	21价肺炎结合疫苗	III期临床	——	18岁以上
GSK	24价肺炎球菌疫苗	II期临床	——	18岁以上
Inventprise	25价肺炎结合疫苗	II期临床	——	18岁以上
Vaxcyte	24价肺炎结合疫苗	II期临床	——	18岁以上
Vaxcyte	31价肺炎结合疫苗	I / II期临床	——	18岁以上
Curevo Vaccine	灭活带状疱疹疫苗	II期临床	——	
辉瑞/BioNTech	mRNA带状疱疹疫苗	II期临床	——	50~69岁
Dynavax Technologies	重组蛋白带状疱疹疫苗	I期临床	——	50~69岁
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	申报临床	60岁以上
辉瑞	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	——	60岁以上
Moderna	RSV疫苗（mRNA）	申报上市	——	60岁以上
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	III期临床	——	18-49岁女性
艾棣维欣	RSV疫苗	II期临床	——	60岁以上

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

4 在研管线——mRNA技术路线除新冠外将在治疗性肿瘤疫苗、动物疫苗、人用疫苗上大有可为。

药品名称	靶点	研发机构	疾病	全球阶段	中国阶段
新型冠状病毒疫苗	SARS-CoV-2	智飞生物	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
带状疱疹mRNA疫苗	VZV	康华生物	带状疱疹	临床前	临床前
狂犬病mRNA疫苗	rabies virus	康希诺	狂犬病	临床前	临床前
CS-2034	SARS-CoV-2 S protein	康希诺	新型冠状病毒感染	II期临床	II期临床
二价新型冠状病毒mRNA疫苗	SARS-CoV-2 S protein	康希诺	新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
新型冠状病毒mRNA 脂质纳米颗粒疫苗	SARS-CoV-2	Precision NanoSystems;康希诺	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
SYS6006	SARS-CoV-2 S protein	石药集团	新型冠状病毒感染;重症急性呼吸综合征	申请上市	申请上市
ARCoVax	SARS-CoV-2 S protein	中科院军事医学研究院;艾博生物;沃森生物	新型冠状病毒感染	III期临床	III期临床
RQ3013	SARS-CoV-2 S protein	艾博生物;沃森生物	新型冠状病毒感染	III期临床	III期临床
RQ3025	SARS-CoV-2 S protein	艾博生物;沃森生物	新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
呼吸道合胞病毒mRNA疫苗	RSV	蓝鹊生物;沃森生物	RSV感染	临床前	临床前
流感病毒mRNA疫苗	influenza virus	艾博生物;沃森生物	流感	临床前	临床前
带状疱疹mRNA疫苗	VZV	艾博生物;沃森生物	VZV感染	临床前	临床前
流感病毒mRNA疫苗	influenza virus	华兰生物	流感	临床前	临床前
tozinameran	SARS-CoV-2 S protein	BioNTech;Pfizer;复星医药	新型冠状病毒感染	批准上市	II期临床
ganulameran	SARS-CoV-2 S protein	BioNTech;Pfizer;复星医药	新型冠状病毒感染	I/II期临床	临床前
abdavomeran	SARS-CoV-2 S protein	BioNTech;Pfizer;复星医药	新型冠状病毒感染	II/III期临床	I期临床
LVRNA009	SARS-CoV-2 S protein	丽凡达生物(艾美疫苗)	新型冠状病毒感染	III期临床	II期临床
LVRNA021	SARS-CoV-2	丽凡达生物(艾美疫苗)	新型冠状病毒感染	III期临床	II期临床
LVRNA010	SARS-CoV-2	丽凡达生物(艾美疫苗)	新型冠状病毒感染	I期临床	临床前
LVRNA012	SARS-CoV-2 S protein	丽凡达生物(艾美疫苗)	新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
LVRNA001	RABV-G	艾美疫苗	狂犬病	申报临床	临床前
LVRNA002	rabies virus	艾美疫苗	狂犬病	申报临床	申报临床
新型冠状病毒delta变异株mRNA疫苗	SARS-CoV-2	艾美疫苗	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
RSV mRNA疫苗	RSV	艾美疫苗	RSV感染	临床前	临床前
新型冠状病毒突变株mRNA疫苗	SARS-CoV-2	安科生物;阿法纳生物	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
PTX-COVID19-B	SARS-CoV-2 S protein	安科生物;阿法纳生物	新型冠状病毒感染	III期临床	临床前
EVER-COVID19-M1	not available	云顶新耀;Providence Therapeutics	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
mRNA 狂犬病疫苗	rabies virus	云顶新耀;Providence Therapeutics	狂犬病	临床前	临床前
mRNA 疫苗	not available	云顶新耀	感染	临床前	临床前
mRNA cancer vaccine	not available	云顶新耀	癌症	临床前	临床前
ZSVG-02-O	SARS-CoV-2 S protein	云顶新耀	新型冠状病毒感染	II期临床	临床前
Omicron株新型冠状病毒mRNA疫苗	SARS-CoV-2	中国生物技术股份有限公司	新型冠状病毒感染	I期临床	I期临床
VGPox 1-3	monkeypox virus	中国生物技术股份有限公司	猴痘	临床前	临床前
ZSVG-02	SARS-CoV-2 S protein	中国生物技术股份有限公司	新型冠状病毒感染	临床前	临床前
iHIVARNA-01	CD40L;HIV-1;CD70;TLR4	eTheRNA immunotherapies;远大医药;	HIV-1感染	II期临床	临床前
eTheRNA-A002	HPV E6;HPV E7	eTheRNA immunotherapies;远大医药;	头颈部鳞状细胞癌	临床前	临床前
SW0123	SARS-CoV-2 S protein	西藏药业(康哲药业);斯微生物	新型冠状病毒感染	I/II期临床	I/II期临床
tuberculosis vaccine	M.tb	西藏药业(康哲药业);斯微生物	结核病	临床前	临床前
R520A	SARS-CoV-2	瑞科生物;瑞吉生物	新型冠状病毒感染	申报临床	临床前
HY-0011	not available	汇宇制药	实体瘤	临床前	临床前
YKYY010	RABV-G	悦康药业	狂犬病	临床前	临床前
Z-V acciRNA	SARS-CoV-2	冠昊生物	新型冠状病毒感染	临床前	临床前

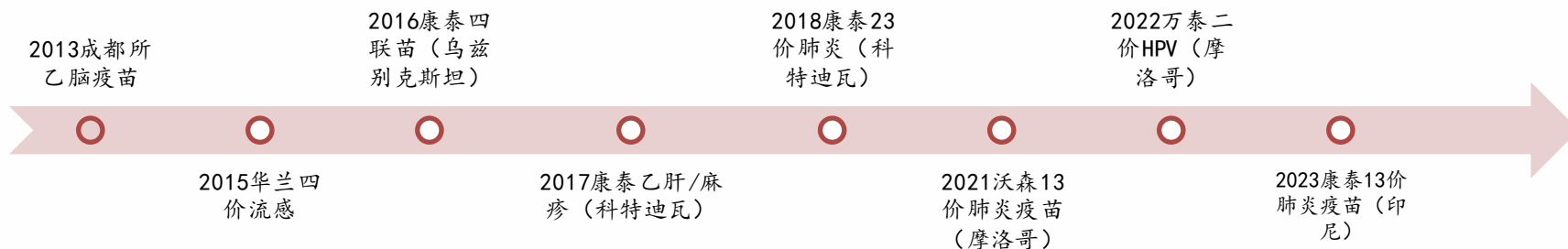
数据来源：医药魔方，各公司公告，西南证券整理；注：表格内统计为国内已上市企业产品线

疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

5 疫苗出海——抓住机遇，国际化进展有望加速

□ 未来出海的方式：

- 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。
- 2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种、13价肺炎疫苗；成大生物狂犬疫苗品种；沃森生物13肺炎疫苗等。



部分疫苗企业2019-2022年海外收入占比

公司	2019	2020	2021	2022
智飞生物	0.1%	0.1%	0.8%	0.0%
康泰生物	0.0%	0.1%	26.2%	0.0%
康希诺			60.3%	8.6%
成大生物	28.7%	26.0%	23.3%	33.9%
万泰生物	4.7%	15.5%	7.7%	4.0%

目 录

◆ 医药行业2023年度二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2024年投资逻辑

◆ 医药全行业2024年投资策略及标的

医药全行业2024年投资策略及标的

□ **医药仍有结构性行情。**回顾2023年全年（截止20231130），申万医药指数下跌2.56%，跑赢沪深300指数7.13%，年初以来行业涨跌幅排名第13。2023年全年创新药和减肥药及产业链表现亮眼，这与我们2023年医药投资策略【**回归本源，寻找不确定中的“三重奏”**】中创新主线一的判断一致。而其他热点方面，上半年聚焦AI相关主题，下半年聚焦在阿尔兹海默症、呼吸疾病领域等主题。2023年先后经历续约谈判改善、医疗反腐推行等事件，医药板块呈现一定波动。**展望2024年，在海外宏观降息预期下，叠加政策、估值、基本面三个维度，我们判断，医药板块仍有结构性机会。**

□ 寻找2024年“三大”方向

- ✓ **方向之一——创新+出海**仍是我们延续看好的思路。2023年多个创新药在美国获批上市，比如呋喹替尼、艾贝格司亭 α 注射液F627、特瑞普利单抗PD-1等，泽布替尼等在美国快速商业化销售充分验证了海外市场广阔。器械出海包括冠脉支架、CGM等产品有望在海外获批或报产，同时建议关注低值耗材、IVD、内镜耗材、手术机器人、影像设备、NASH检测设备、测序仪等海外需求。
- ✓ **方向之二——医疗反腐后**，关注院内医疗刚性需求，比如血制品、骨科、麻醉药、胰岛素、IVD、主动脉及外周介入、电生理等领域。消费医疗属性品种，上游包括CXO、生命科学产业链等板块中长期值得跟踪。
- ✓ **方向之三——关注“低估值+业绩反转”个股。**寻找PEG小于1和中特估方向，业绩兑现或反转，价值有望重估。此外，我们判断，明年减肥药和AI医疗仍有主题投资性机会。

医药全行业2024年投资策略及标的

2024年组合推荐：

- **弹性组合**：上海莱士（002252）、亿帆医药（002019）、通化东宝（600867）、太极集团（600129）、贝达药业（300558）、普瑞眼科（301239）、三诺生物（300298）、人福医药（600079）、新华医疗（600587）、博瑞医药（688166）
- **港股组合**：康诺亚-B（2162）、爱康医疗（1789）、信达生物（1801）、和黄医药（0013）、康方生物（9926）、基石药业-B（2616）、瑞尔集团（6639）、诺辉健康（6606）、亚盛医药-B（6855）、科济药业-B（2171）、微创机器人-B（2252）
- **稳健组合**：恒瑞医药（600276）、迈瑞医疗（300760）、华东医药（000963）、爱尔眼科（300015）、新产业（300832）、华厦眼科（301267）、凯莱英（002821）、云南白药（000538）、华润三九（000999）、大参林（603233）
- **科创板组合**：首药控股-U（688197）、泽璟制药-U（688266）、普门科技（688389）、赛诺医疗（688108）、心脉医疗（688016）、海创药业-U（688302）、欧林生物（688319）、春立医疗（688236）、澳华内镜（688212）、亚虹医药-U（688176）、海泰新光（688677）
- **风险提示**：医药行业政策风险超预期；研发进度不及预期风险；业绩不及预期风险。

上海莱士（002252.SZ）：乘复苏春风，血制品龙头焕发新生

□ 投资逻辑：

1）上海莱士浆量超千吨，盈利能力国内领先。公司现有浆站42家，2022年采浆1400余吨，2022年公司自营血制品业务吨浆净利约100万元/吨，代理基立福进口人白进一步提升公司收入与产业地位；**2）基立福筹划股权转让预期进一步明确。**基立福董事长Thomas Glanzmann宣布将于2024年上半年完成出售，并计划于2023年底前公布；**3）推出员工持股计划调动员工积极性。**员工持股计划以2023年至2025年作为业绩考核年度，考核目标为2023、2023-2024、2023-2025年营业收入累计分别不低于74、160、250亿元。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年营业收入分别为75.8、87.6、101.6亿元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

股权转让进展不及预期、采浆量增长不达预期、商誉减值风险、行业竞争格局恶化等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6567.20	7578.55	8760.80	10158.58
增长率	53.16%	15.40%	15.60%	15.95%
归母净利润（百万元）	1880.09	2172.54	2519.88	2925.87
增长率	45.24%	15.56%	15.99%	16.11%
每股收益EPS（元）	0.28	0.32	0.37	0.43
P/E	24	26	22	19

股价表现



亿帆医药（002019.SZ）：创新药成功出海，自有制剂业务步入收获期

□ 投资逻辑：

1）亿立舒（F-627）成功出海，创新管线梯队已成。2023年11月17日，全球首款第三代长效升白药亿立舒FDA获批上市；EMA/巴西原液现场核查，出海在即；创新管线聚焦肿瘤、炎症性疾病和代谢性疾病等类型，即将迎来收获期；**2）国内独家中药+小尖特化药差异化布局，海外市场深度拓展。**国内：截至2023H1公司拥有108个中药品种，是独家产品尤其是医保或基药独家产品数量较多的国内药企之一；围绕小、尖、特化药差异化布局，2023H1化药自有（含进口）营收3.9亿元（+39.4%），增长态势良好；海外：2023H1公司海外医药产品营收2.7亿元（+2%），国际化进程提速；**3）原料药板块业绩已在底部。**公司原料药主要为维生素B5（泛酸钙），目前泛酸钙价格处于底部。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润增速为114.4%、55.0%、39.7%。给予“买入”评级。

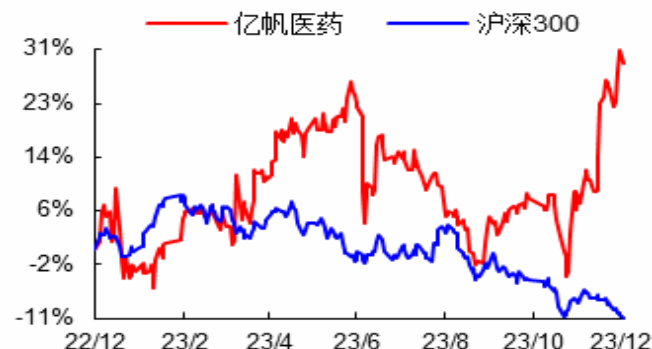
□ 风险提示：

创新产品临床及商业化进度不及预期风险；产品竞争格局加剧风险；仿制药品种国谈、集采降价幅度超预期风险；海外经营风险及汇率波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3836.64	4456.17	5977.32	8396.90
增长率	-12.98%	16.15%	34.14%	40.48%
归母净利润（百万元）	191.28	410.15	635.82	888.42
增长率	-31.29%	114.42%	55.02%	39.73%
每股收益EPS（元）	0.16	0.33	0.52	0.72
P/E	93	50	32	23

股价表现



通化东宝（600867.SH）：集采扰动基本出清，创新管线打开成长空间

□ 投资逻辑：

1) 集采扰动基本出清。集采落地首年公司胰岛素全系列产品销量同比增长14.9%，其中胰岛素类似物同比增长超100%，未来有望维持稳定放量。2) 新产品有望为公司带来新增长点。公司陆续获批多款三代胰岛素，利拉鲁肽正在上市审评中，另有三款糖尿病创新药和两款痛风创新药在研，未来有望为业绩增长注入强大动力。3) 国际化战略稳步推进。公司人胰岛素上市许可申请获欧洲药品管理局受理；胰岛素类似物海外注册工作稳步推进。

□ 盈利预测与投资建议：

公司是国产胰岛素龙头企业，集采扰动基本出清，新品陆续上市放量，国际化战略也稳步推进。我们预计2023-2025年扣非归母净利润为10.3、11.6、13.5亿元，维持“买入”评级。

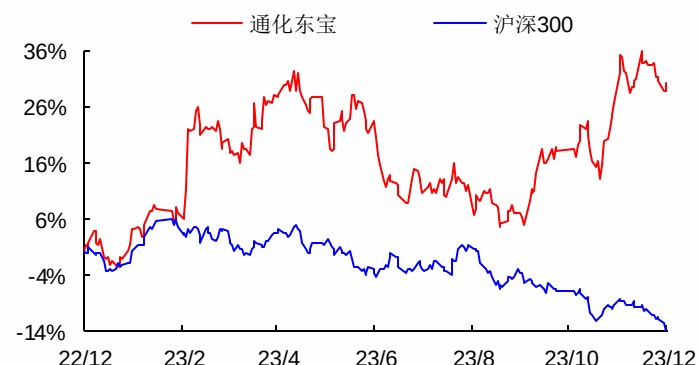
□ 风险提示：

行业政策风险，研发不及预期风险，产品商业化不及预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2778.45	2990.66	3393.64	3982.91
增长率	-14.98%	7.64%	13.47%	17.36%
归母净利润（百万元）	1581.89	1028.94	1159.13	1353.45
增长率	20.92%	-34.95%	12.65%	16.76%
每股收益EPS（元）	0.79	0.52	0.58	0.68
P/E	15	23	20	17

股价表现



太极集团（600129.SH）：长期看好国企改革成长空间

□ 投资逻辑：

1) 提价：核心大单品提价提升毛利，藿香和急支糖浆仍然具有提价空间；**2) 渠道：**随着公司子公司销售团队整合及部分品种纳入营销管理中心，公司产品将加快全国布局，未来3年将培育1个上50亿元品种和5个上10亿元品种；**3) 控费：**开源节流政策有序推进，费用率有望进一步下降；**4) 长期：**十四五力争突破500亿元收入，工业净利润达到10%。

□ 盈利预测与投资建议：

公司未来利润率逐步改善，预计2023-2025年净利润率逐步改善，对应净利润为9.1亿元、13.2亿元和19.2亿元，对应PE分别为30倍、21倍和14倍，维持“买入”评级。

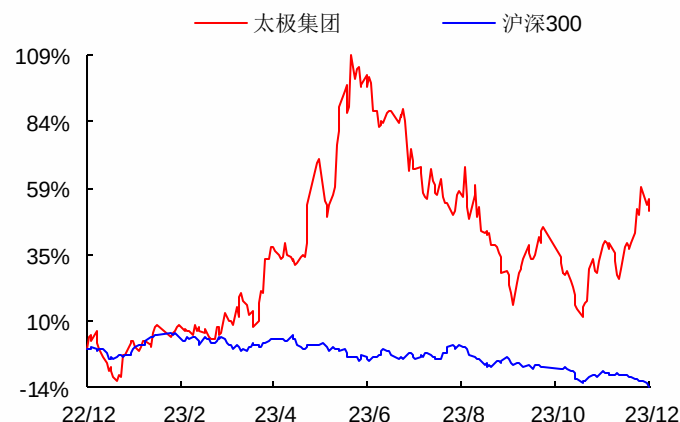
□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14050.66	17121.66	21283.30	26568.29
增长率	15.65%	21.86%	24.31%	24.83%
归母净利润（百万元）	349.70	914.93	1319.62	1921.37
增长率	-33.16%	161.63%	44.23%	45.60%
每股收益EPS（元）	0.63	1.64	2.37	3.45
P/E	77	30	21	14

股价表现



贝达药业（300558.SZ）：贝福替尼一线获批，关注双抗等优质管线进展

□ 投资逻辑：

药品销售稳中有升，贝福替尼等新产品上市贡献收入增量。贝美纳一线治疗适应症于2023年初被纳入《国家医保目录》，一线二线共同助力产品快速放量。2023年5月，三代EGFR-TKI赛美纳二线治疗适应症获批上市；一线治疗适应症于2023年10月12日获批，贡献收入增量。2023年6月，伏美纳获批上市，用于与依维莫司联合用于治疗既往接受过酪氨酸激酶抑制剂治疗失败的晚期肾细胞癌患者。EGFR/C-MET双抗MCLA-129联用贝福替尼获批临床，有潜力成为EGFR阳性NSCLC一线标准治疗。强生EGFR/C-MET双抗联用三代EGFR-TKI一线治疗EGFR阳性NSCLC三期临床于2023ESMO发布，试验组和奥希替尼对照组mPFS为23.7m vs 16.6m（HR=0.7），有潜力替代EGFR-TKI单药成为标准治疗。公司MCLA-129联用贝福替尼方案已获批IND，进度仅次于强生。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为3.0亿元、4.1亿元、5.5亿元。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩沙替尼贡献增量，在研管线顺利推进，贝福替尼等新药上市贡献未来业绩增量。维持“持有”评级。

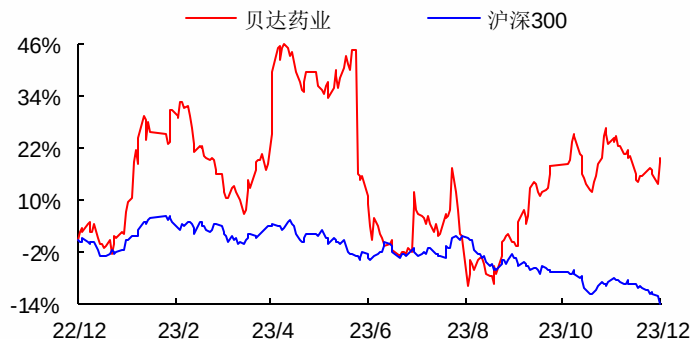
□ 风险提示：

产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2376.63	2802.56	3238.71	3867.76
增长率	5.82%	17.92%	15.56%	19.42%
归母净利润（百万元）	145.42	298.56	409.85	545.89
增长率	-62.04%	105.31%	37.27%	33.20%
每股收益EPS（元）	0.35	0.71	0.98	1.30
P/E	168	82	59	45

股价表现



普瑞眼科（301239.SZ）：眼科行业新星，自下而上持续扩张

□ 投资逻辑：

1) 省会扩张路线“跑马圈地”，优质医师资源加持打造品牌。公司已设立27家眼科专科医院和3家眼科门诊，覆盖全国直辖市及主要省会城市，2024年预计将持续扩张，新医院为公司业绩增长持续注入活力；**2) 业务结构优化提高利润率，增强抵御医保控费风险。**公司业务结构不断优化，屈光及视光等非医保消费属性高毛利项目收入占比持续提升至 65.4%，积极推广白内障高端术式，抵御医保控费带来的利润率降低风险；**3) 主营项目市场持续扩容，内生增长前景可期。**消费升级及近视患病率提高促进我国屈光、视光市场扩容，预计至 2025 年屈光手术市场规模将达 726 亿元，公司主营业务市场空间大。

□ 盈利预测与投资建议：

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.13元、2.47元、3.08元。给予“买入”评级。

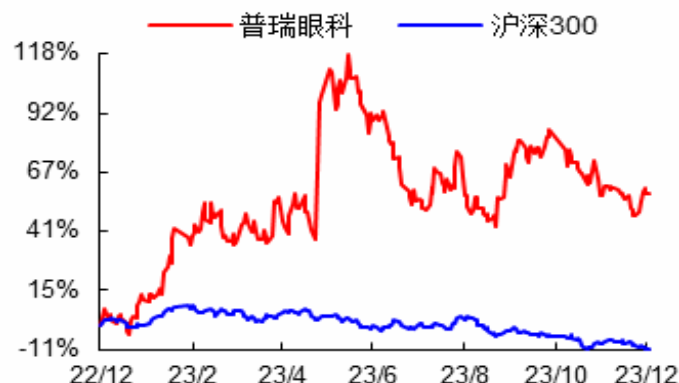
□ 风险提示：

政策风险，经营不及预期风险，医疗事故风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1725.64	2755.34	3698.58	4882.27
增长率	0.91%	59.67%	34.23%	32.00%
归母净利润（百万元）	20.57	318.71	368.95	461.49
增长率	-78.09%	1449.51%	15.77%	25.08%
每股收益EPS（元）	0.14	2.13	2.47	3.08
P/E	727	47	40	32

股价表现



三诺生物（300298.SZ）：业绩符合预期，看好CGM放量增长

□ 投资逻辑：

1) CGM快速增长，我们预计前三季度CGM实现接近4000万销售收入，三季度以来随着公司CGM产品的好评率不断提升，三季度预计将实现快速增长。2) 海外注册证加速推进，9月29日，CGM获得欧洲CE认证。在美国也在积极推进注册临床工作，预计2024年年底或者2025年年初能够获批上市。3) 费用管控较好，PTS超预期增长，THI有望实现扭亏。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为4.4亿元、5.4亿元、6.8亿元。对应PE分别为39倍、31倍和25倍，维持“买入”评级。

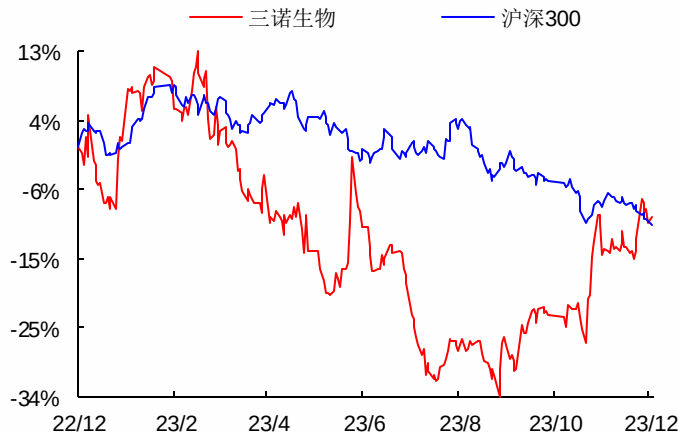
□ 风险提示：

CGM放量或不及预期、海外研发进展或不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2813.50	3283.03	3983.36	4789.97
增长率	19.15%	16.69%	21.33%	20.25%
归母净利润（百万元）	430.88	436.06	544.60	677.05
增长率	300.56%	1.20%	24.89%	24.32%
每股收益EPS（元）	0.76	0.77	0.97	1.20
P/E	39	39	31	25

股价表现



人福医药（600079.SH）：麻醉药龙头壁垒稳固，打开ICU和镇静市场

□ 投资逻辑：

1) 归核战略成效初显，资产负债率相比2018年下降5pp，创新和国际化顺利推进，瑞马唑仑等重磅新药上市放量，美国仿制药业务年销售额约18亿元；2) 手术室外麻醉渗透率提升推动百亿市场持续扩容，麻醉药品和一类精神药品的准入壁垒和集采免疫属性有助于公司维持龙头地位，2021年全麻市场宜昌人福市占率33.4%，龙头地位稳固；3) 瑞马唑仑等新药安全性优势较为明显，有望替代数十亿镇静市场。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别22.9亿元、26.3亿元、29.3亿元。公司为麻醉药龙头，行业高壁垒叠加新药放量趋势，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

创新研发不及预期风险，销售不及预期风险，药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	22337.72	24790.72	27105.40	29731.85
增长率	8.71%	10.98%	9.34%	9.69%
归母净利润（百万元）	2484.11	2289.16	2630.47	2931.04
增长率	88.60%	-7.85%	14.91%	11.43%
每股收益EPS（元）	1.52	1.40	1.61	1.80
P/E	18	19	17	15

股价表现



新华医疗（600587.SH）：聚焦主业，盈利能力持续提升

□ 投资逻辑：

1) 产品结构优化，高毛利业务板块医疗器械和制药装备收入占比提升，积极布局康复赛道，以及存量感控业务实现进一步做智能化升级，截至三季度末合同负债为22亿元，环比提升1.5亿元，公司的新增业务订单量也持续增加。2) 大力开拓国际市场，上半年公司国外收入1亿元，同比增长21%。新签订合同额与去年同期相比增长98%，2023年7月与白俄罗斯卫生部长皮涅维奇在北京对未来在感染控制、放射诊疗、手术器械及制药装备等领域的合作达成了战略合作意向。2023年8月，与惠影医疗签署战略合作协议，围绕直线加速器（LINAC）全球业务开展长期战略合作。手术器械新开发了智利、伊朗、越南、阿根廷等新市场。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年公司归母净利润为7.2亿元、8.9亿元、11.1亿元，对应PE分别为17、14、11倍，建议保持关注。

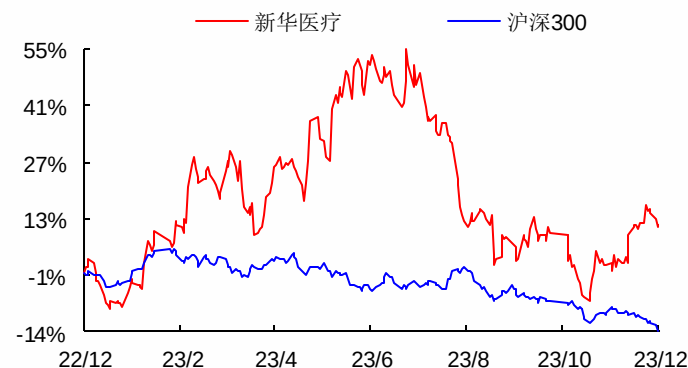
□ 风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、海外业务拓展不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9281.77	10283.68	11665.00	13240.04
增长率	-2.11%	10.79%	13.43%	13.50%
归母净利润（百万元）	502.61	720.58	888.40	1105.74
增长率	-9.68%	43.37%	23.29%	24.46%
每股收益EPS（元）	1.08	1.54	1.90	2.37
P/E	24	17	14	11

股价表现



博瑞医药（688166.SH）：制剂收入稳健增长，创新管线未来可期

□ 投资逻辑：

1）制剂端快速放量，原料药端收入结构调整。2023Q1-3公司实现产品销售收入7.8亿元（+12.3%），其中原料药产品实现收入6.7亿元（+9.7%），制剂产品实现收入1亿元（+33.3%）。原料药端由于疫情反复及流感爆发，客户对抗病毒产品奥司他韦原料药需求提升，同时抗真菌与免疫抑制类在下游需求影响下收入减少。**2）创新研发聚焦肿瘤免疫及内分泌领域，吸入制剂领域提升竞争力。**2023Q1-3公司主要研发项目持续推进：噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂已完成工艺验证，噻托溴铵吸入粉雾剂已完成中试；注射用BGC0228处于临床I期试验阶段，目前正在125mg/m²剂量水平开展剂量扩展研究，扩展瘤种包括宫颈癌、卵巢癌和胃食管癌等，已完成13例给药；BGM0504注射液减重和2型糖尿病治疗两项适应症已获II期临床试验伦理批件，2型糖尿病及减重适应症II期临床已开始入组。**3）原料药制剂新品国内外注册申报有序推进。**

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润增速为18.2%、23.2%、25.2%。维持“持有”评级。

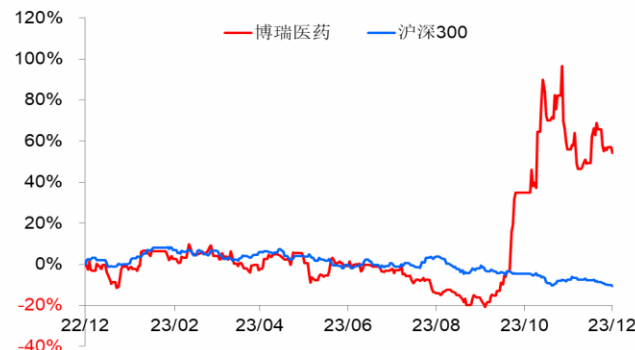
□ 风险提示：

仿制药降价风险，国际医药政策变动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1017.33	1155.18	1399.94	1748.43
增长率	-3.33%	13.55%	21.19%	24.89%
归母净利润（百万元）	239.62	283.20	348.83	436.87
增长率	-1.77%	18.19%	23.17%	25.24%
每股收益EPS（元）	0.57	0.67	0.83	1.03
P/E	73	56	45	36

股价表现



康诺亚-B (2162.HK) : CM310申报上市在即，自免领域龙头

□ 投资逻辑：

1) CM310是IL-4R单抗领域国产FIC与BIC药物。CM310是国内临床进展最快的国产IL-4R α 抗体，预计于2023年底NDA，于2024年获批上市。CM310治疗特应性皮炎数据优于度普利尤单抗，具有BIC药物潜力；CM310治疗CRSwNP适应症的注册性临床于2023年5月完成患者入组工作；CM310治疗季节性过敏性鼻炎的注册性临床已于2023年H2启动，多个适应症均进入注册性临床，关键数据即将读出。**2) CMG901在末线胃癌适应症上表现出了良好的安全性和耐受性，展现BIC的潜力。**CMG901为Claudin18.2 FIC药物，2023年成功授权阿斯利康，获得6300万美元的首付款，以及最多11.25亿美元的额外潜在付款，CMG901有望于2024年启动全球III期多中心临床研究。CMG901在末线胃癌适应症上表现出了良好的安全性和耐受性，具有BIC的潜力。**3) CM338II期结果预计于2024年读出，IgA肾病未满足临床需求大市场。**MASP2为IgA肾病潜力靶点，中国IgA肾病存量患者达220万人。CM338为MASP2单抗FIC药物，预计2024年读出II期结果。

□ 盈利预测：

随着CM310和CMG901的逐步落地，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为3.3、1.5和2.7亿元。

□ 风险提示：

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险，医药行业政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	100.06	326.81	151.77	269.01
营业收入增长率	-9.26%	23.47%	23.21%	77.25%
归母净利润（百万元）	-308.12	273.65	367.36	-578.83
净利润增长率	92.07%	36.26%	34.24%	8.78%
每股收益EPS（元）	-1.1	-1.5	-2.3	-2.1
PE	-	-	-	-

股价表现



爱康医疗（1789.HK）：关节置换龙头，集采后国产替代加速

□ 投资逻辑：

1) 骨科关节器械市场稳健增长，国内增速较快。国内关节器械市场24年有望达187亿元，2019-2024年CAGR为16.9%，显著快于全球增速。2) 关节国采续约预计延续之前格局，爱康医疗在髌膝关节市场份额接近20%，后续预计续约后将持续入院放量，尤其在膝关节领域，集采前国产化率较低，后续国产替代进程有望加速。3) 公司凭借多年产品技术积累、研发投入以及多形式的学术推广，累计培训医生超30万，已经在产品力、创新力、渠道力三方面形成国内关节龙头企业。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年EPS分别为0.17元、0.22元、0.29元。我们认为公司在关节领域已成为国产领先企业，在关节国采续标中膝关节产品线有望涨价，国产化率进一步提升，高附加值产品在集采新增入院带动下有望实现快速放量。给予“持有”评级。

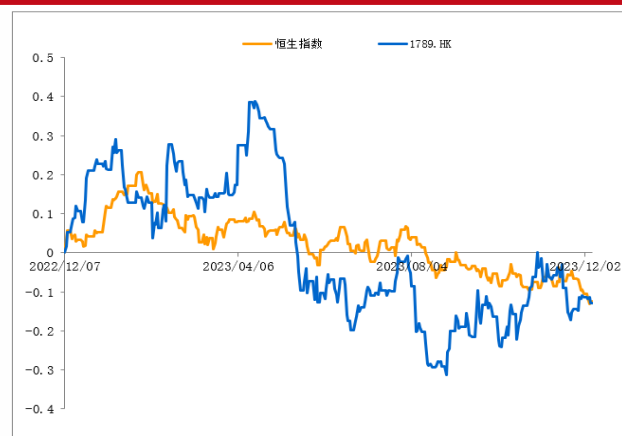
□ 风险提示：

行业竞争格局恶化的风险；集采导致产品出厂价大幅下降超出市场预期风险；产品渠道销售不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1052.05	1078.91	1407.55	1799.67
营业收入增长率	38.17%	2.55%	30.46%	27.86%
归母净利润（百万元）	204.77	189.98	247.93	325.65
净利润增长率	121.09%	-7.22%	30.51%	31.35%
EPS	0.18	0.17	0.22	0.29
PE	34	37	28	22

股价表现



信达生物（1801.HK）：稀缺的研发和商业化双重能力，迈向Biopharma

□ 投资逻辑：

1)中国头部创新药企，商业化经过验证，迈向Biopharma。公司已有10个产品获得批准上市，同时还有7个新药分子进入III期或关键性临床研究，另外还有17个新品种已进入临床研究。公司商业化能力经过验证，业绩增长强劲，2023年上半年，公司营业总收入27亿元，同比增长20.6%，扣非归母净利润-1.4亿元，亏损同比收窄85%。**2)肿瘤管线商业化品种丰富，双抗和ADC等前沿产品快速推进。**肿瘤领域已拥有丰富的商业化品种及临床后期管线，具备单/双抗和ADC等优异前沿创新技术平台。目前已有8款产品获批上市，3款处于关键临床，10多款处于临床阶段。国内领先的信迪利单抗已获批7个适应症，2023年保持较高双位数增长，公司持续拓展大适应症，IO联用空间广阔。伊基奥仑赛注射液是中国首个获批的全人源BCMA CAR-T细胞疗法。IBI126是全球首创且唯一处于临床III期的抗CEACAM5 ADC，正在全球范围内开展2L NSCLC的3期研究（包括中国），以及1L NSCLC、胃癌及其他实体肿瘤的全球2期研究。**3)非肿瘤管线深度布局慢性病，加速开发减重、自免领域大单品。**非肿瘤管线包括心血管及代谢疾病（PCSK9、GLP-1/GCGR、XOI），自身免疫疾病（IL-23p19、CD40L、OX40L），眼科疾病（IGF-1R、VEGF类双抗）等。目前拥有2款商业化产品，4款处于关键临床阶段，4款处于临床开发阶段。玛仕度肽是全球首个进入临床III期的GLP-1R/GCGR双靶激动剂，全球首个在24周体重较安慰剂降幅突破15%的GLP-1创新双靶分子，展现出同类最优的减重效果，效果可媲美减重手术；托莱西单抗注射液是首个获批上市的中国原研PCSK9单抗，具有显著降低低密度脂蛋白胆固醇水平及延长给药间隔的优势。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年营业收入分别为57.5、67.9、87.0亿元。给予“买入”评级。

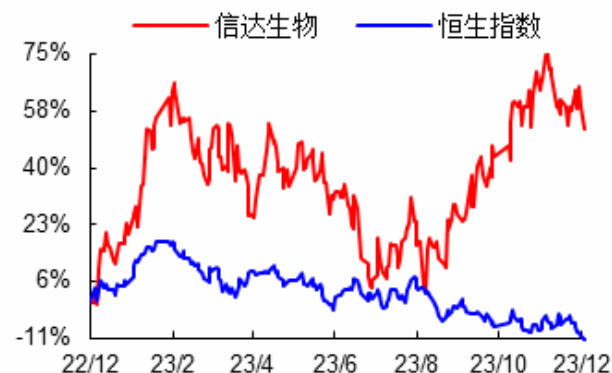
□ 风险提示：

行业风险、研发失败风险、商业化不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4556.38	5746.51	6788.41	8698.26
营业收入增长率	6.71%	26.12%	18.13%	28.13%
归母净利润（百万元）	-2179.27	-1046.47	-719.75	-190.81
净利润增长率	30.55%	51.98%	31.22%	73.49%
EPS	-1.35	-0.65	-0.45	-0.12
PE	-	-	-	-

股价表现



和黄医药（0013.HK）：呋喹替尼美国上市，较PDUFA日期大幅提前

□ 投资逻辑：

1)呋喹替尼美国上市，二线胃癌上市在即。呋喹替尼于2023年11月9日获FDA批准上市，较原定的处方药用户付费法案（PDUFA）目标审评日期2023年11月30日提早了超过20天。呋喹替尼在欧洲的上市许可申请于2023年6月获EMA确认，9月向日本厚生劳动省提交上市申请。呋喹替尼二线胃癌适应症的上市申请于2023年4月获国家药监局受理，有望于2024年上半年获批上市。**2)赛沃替尼美国关键II期数据有望于2024年读出，二线MET+胃癌的中国关键II期已经启动。**赛沃替尼是一款高选择性口服MET抑制剂。赛沃替尼联合奥希替尼治疗MET异常、奥希替尼难治性非小细胞肺癌的美国关键性II期研究（SAVANNAH）结果有望于2024年读出。赛沃替尼于2023AACR披露二线MET扩增晚期胃癌的I期数据，ORR达45%，与国家药监局沟通后，已经启动了该适应症的中国II期研究的注册临床。**3)后期管线落地在即，持续推进新药发现。**公司大力推进后期管线监管批准战略，2024年有望迎来多项产品及适应症落地，包括呋喹替尼二线胃癌、索乐匹尼布二线及以上免疫性血小板减少症、安迪利塞三线滤泡性淋巴瘤。公司靶向ERK，CD47和SHP2的多款在研项目处于早期开发和概念认证阶段。

□ 盈利预测与投资建议：

随着呋喹替尼、赛沃替尼和索凡替尼适应症的逐步落地和全球市场的放量，三款产品均纳入国家医保目录，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为8.7、7.8、9.2亿美元。维持“买入”评级。

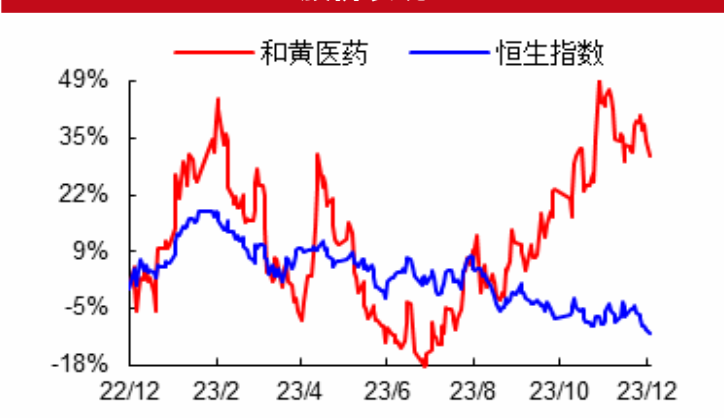
□ 风险提示：

研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万美元）	426.41	865.61	776.45	920.41
营业收入增长率	19.73%	103.00%	-10.30%	18.54%
归母净利润（百万美元）	-360.84	142.72	-24.58	116.57
净利润增长率	-85.38%	139.55%	-117.23%	574.18%
EPS（美元）	-0.42	0.16	-0.03	0.13
PE	-	-	-	-

股价表现



康方生物 (9926.HK) : 业绩符合预期 , 多项重磅产品落地在即

□ 投资逻辑 :

1) 卡度尼利超额完成销售目标 , 多项一线适应症已完成III期临床受试者入组。AK104上市首12个月累计销售11.5亿元 , 超额完成销售目标。卡度尼利单抗被新增纳入多项临床权威指南 , 包括《妇科肿瘤免疫检查点抑制剂临床应用指导原则 (2023版) 》、《肝细胞癌免疫联合治疗多学科中国专家共识 (2023版) 》等。一线治疗宫颈癌和一线治疗胃/胃食管结合部腺癌的III期临床已经完成受试者入组 , 肝细胞癌术后辅助治疗的III期临床正在高效推进中 , 一线治疗PD-L1表达阴性非小细胞肺癌的III期临床已于2023年7月启动 , 未来一线适应症有望持续落地。**2) AK112海外进展顺利 , 国内上市在即。**公司就AK112于2022年12月与Summit Therapeutics Inc.签订合作许可协议 , 并于2023年第一季度收到总计等值于5亿美元的首付款 , 大幅充盈在手现金。AK112国内上市在即 , 联合化疗用于治疗EGFR TKI治疗后进展NSCLC的NDA于2023年8月获得CDE受理并被CDE纳入优先审评品种。AK112海外进展顺利 , 联合化疗用于治疗接受过第三代EGFR-TKI治疗后进展的NSCLC的全球多中心II期临床HARMONi试验于2023年5月实现在美国地区的首例受试者给药。**3) 非肿瘤板块进入收获期 , 剑指自免大市场。**伊努西单抗 (AK102 , PCSK9) 的新药上市申请于2023年6月获得CDE受理 , 用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症和杂合子型家族性高胆固醇血症(HeFH)。依若奇单抗 (AK101 , IL-12/IL-23) 的新药上市申请已于2023年8月获得CDE受理 , 用于治疗中重度斑块状银屑病。

□ 盈利预测 :

随着公司研发的逐步聚焦 , 管线的逐步落地 , 叠加卡度尼利的快速放量 , 公司业绩长期增长动力充足。预计公司2023-2025年收入分别为51.5亿元、30.3亿元和41.2亿元。

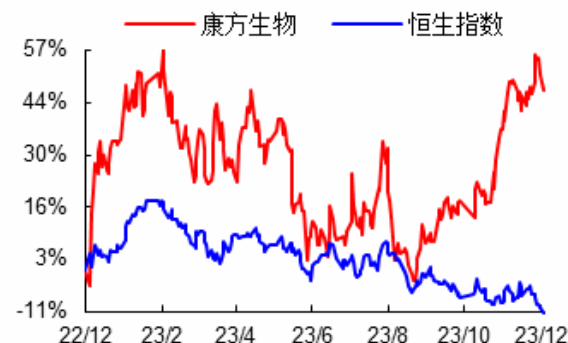
□ 风险提示 :

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	837.66	5151.58	3029.13	4121.13
营业收入增长率	271.26%	515.00%	-41.20%	36.05%
归母净利润 (百万元)	-1168.39	2112.94	-393.85	-117.91
净利润增长率	-8.69%	280.84%	-118.64%	70.06%
EPS	-1.39	2.51	-0.47	-0.14
PE	-	-	-	-

股价表现



基石药业-B (2616.HK) : 业绩符合预期 , CS5001完成多个剂量的探索

□ 投资逻辑 :

1) 商业化快速放量 , 财务状况稳健。23H1三款精准治疗药品销售额同比增长53% , 商业化毛利率由同期的47%提升至59%。公司财务状况稳健 , 截至2023年6月30日 , 公司现金储备10.1亿元 , 2023年上半年亏损金额为1.8亿元 , 较去年同期下降29%。**2) CS5001显示出良好的稳定性、安全性、耐受性及初步的抗肿瘤活性。**CS5001是一款ROR1 ADC , ROR1 ADC全球仅三款处于临床阶段 , 前两款分别以27.5亿和14.3亿美元的高价被MSD和勃林格殷格翰 (BI) 收购。究其原因 , ROR1为肿瘤胚胎蛋白 , 高表达于多种实体瘤和血液瘤 , 如非小细胞肺癌、白血病、淋巴瘤等 , 全球患者人群达300万人 , 一旦成药 , 空间有望达数百亿美元。CS5001I期临床试验已完成多个剂量的探索 , 显示出良好的稳定性、安全性、耐受性及初步的抗肿瘤活性。**3) 管线进展顺利 , 多项适应症有望持续落地。**普拉替尼一线治疗RET融合阳性NSCLC于2023年6月获国家药监局批准上市。舒格利单抗一线治疗IV期NSCLC的上市许可申请于2023年2月及2022年12月获欧盟EMA及英国药品和医疗保健用品管理局受理。2023年2月和4月 , 舒格利单抗一线治疗GC/GEJ和ESCC取得国家药监局NDA受理。我们预计 , 2023年底至2024年 , 舒格利单抗多项适应症有望在中国及海外落地。

□ 盈利预测与投资建议 :

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为6.8、9.9、15.5亿元 , 其中商业化收入分别为5.8、8.8和14.5亿元。 维 持 “买入” 评级。

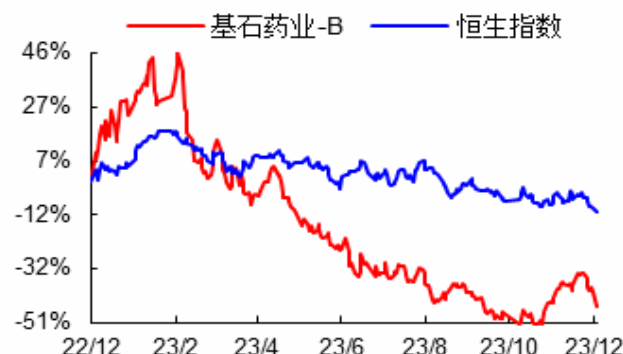
□ 风险提示 :

研发不及预期风险 , 商业化不及预期风险 , 市场竞争加剧风险 , 药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	481.36	679.68	987.72	1547.26
营业收入增长率	--	--	-45.32%	56.65%
归母净利润 (百万元)	-902.68	-537.86	-293.08	96.91
净利润增长率	52.99%	40.42%	45.51%	133.07%
EPS	-0.7	-0.42	-0.23	0.08
PE	-	-	-	26

股价表现1



瑞尔集团（6639.HK）：高端民营口腔医疗开拓者，全国扩张持续推进

□ 投资逻辑：

1) 业绩符合预期，研发费用率略有下降。11月28日瑞尔集团发布2024财年半年报，实现收入8.86亿元人民币，同比增长14.9%，净利润扭亏为盈，实现623.4万元，经调整后实现0.4亿元。管理费用率14.2%，较去年同期上升4pp，研发费用率1.26%，较去年同期下降0.04pp，销售费用率7.9%，较去年同期上升1.6pp，为持续市场开拓所致。**2) 双品牌战略定位不同需求，持续扩张。**截至2023年9月30日，公司在全国拥有123家门店，其中包括113家诊所和9家医院，分布于全国15个城市。2024财年公司新增1家诊所以及1家医院，新增41张牙椅，同时扩大并升级6家诊所，截至2023年9月30日，公司牙椅数量为1530张，较3月31日增长6.1%，疫情期间逆势扩张，为后续业绩增长蓄势。**3) 现金流充足收购瑞华口腔，助力公司全国扩张。**2024财年公司以现金对价1700万元收购广州瑞华口腔85%股权，加速全国扩张进程。截至2023年9月30日，有几个新项目正在建设中，此外，公司计划利用并购基金模式进行扩张，目前并购基金已经落地，公司全国扩张进程持续加速中。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS分别为0.02/0.16/0.23元，收入端3年收入复合增速为16.1%。给予“买入”评级。

□ 风险提示：

政策风险；新建医院不及预期风险，疫情风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1623.55	1505.20	1996.87	2541.15
增长率	7.16%	-7.29%	32.66%	27.26%
归母净利润（百万元）	-701.03	9.99	92.93	134.38
增长率	-16.95%	101.43%	829.88%	44.60%
每股收益EPS（元）	-1.21	0.02	0.16	0.23
PE	-	362	45	31

股价表现



诺辉健康（6606.HK）：上半年业绩超预期，临床渠道增速亮眼

□ 投资逻辑：

1) **2023年上半年业绩超预期，三大产品高速放量**：分产品看，2023H1常卫清、噗噗管和幽幽管分别实现收入4.9亿元（+566.2%），1.2亿元（+80.9%）和2.1亿元。2) **毛利率大幅提升，费用率持续下降，2023H1实现扭亏为盈**。随着常卫清高单价的临床渠道和DTC渠道的放量，出厂均价有望进一步提升，且销量提升进一步强化了生产和检测的规模效应，降低了单次检测的成本，未来毛利率有望进一步增长。3) **常卫清临床渠道增速亮眼**。常卫清业绩高增主要有以下原因：我国结直肠癌早筛意识的提升；省级定价指引及医院准入的覆盖范围扩大；所覆盖医院内医生采纳度不断增强所带动；高出厂单价的临床渠道占比提升，成为常卫清占比最大的收入来源。

□ 盈利预测：

考虑到行业处于高速发展期，以及公司产品商业化的显著优势，预计2023-2025年营收分别为14.6/26.3/38.9亿元，增速分别为91.2%/79.6%/48.0%，2024年有望达到盈亏平衡点。

□ 风险提示：

研发与商业化或不及预期；市场竞争加剧风险；政策变化风险；持续亏损风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	764.96	1462.40	2626.77	3888.75
增长率	259.54%	91.17%	79.62%	48.04%
归母净利润（百万元）	-79.24	-24.26	208.08	575.04
增长率	97.43%	69.38%	957.67%	176.36%
每股收益EPS（元）	-0.17	-0.05	0.45	1.26
PE	-	-	49	18

股价表现



亚盛医药-B (6855.HK) : 奥雷巴替尼放量明显 , 国际化进程提速

□ 投资逻辑 :

1) 奥雷巴替尼放量明显 , 重磅适应症落地在即。奥雷巴替尼是国内首款上市的第三代BCR-ABL抑制剂 , 也是伴有T315I突变的CML唯一治疗药物 , 2023年放量明显。酪氨酸激酶抑制剂 (TKI) 耐药的CML慢性期患者适应症于2022年7月递交上市申请 , 获批将近。除了CML , 奥雷巴替尼治疗Ph+ ALL的适应症处于临床III期 , 有望成为国内首个用于一线治疗Ph+ ALL的TKI药物。**2) APG-2575国际化进程提速 , 探索WM、GIST等适应症。**APG-2575是全球第二款、国内首款看到明确疗效、并进入关键注册临床阶段的Bcl-2抑制剂。2023年8月获FDA许可 , 开展针对过往接受过治疗的CLL/SLL患者的全球注册性III期临床试验 , 国际化进程提速。此外 , 公司在ASCO和AACR年会上披露APG-2575用于WM和GIST的试验数据 , 在新的适应症上不断探索。**3) 管线持续推进 , 展现FIC与BIC潜力。**APG-115亮相ASCO大会 , 联合K药在肿瘤免疫耐药的黑色素瘤患者中展现出治疗潜力。APG-2449治疗二代ALK抑制剂耐药的NSCLC同样呈现出治疗潜力。我们认为 , 多款药物呈现FIC和BIC潜力 , 有望持续丰富公司的临床管线。

□ 盈利预测与投资建议 :

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为4.3、7.1、13.1亿元。维持“买入”评级。

□ 风险提示 :

研发不及预期风险 , 商业化不及预期风险 , 市场竞争加剧风险 , 药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	209.71	430.03	707.75	1311.35
营业收入增长率	651.38%	105.06%	64.58%	85.28%
归母净利润 (百万元)	-882.92	-732.27	-749.08	-403.13
净利润增长率	-12.84%	17.06%	-2.30%	46.18%
EPS	-3.05	-2.53	-2.58	-1.39
PE	-	-	-	-

股价表现



科济药业-B (2171.HK) : CT053落地在即 , 全球产能持续扩张

□ 投资逻辑 :

1) 核心品种CT053 (BCMA CAR-T) 落地在即 , 美国和加拿大II期入组正在进行中。 Zevor-cel (CT053) 是公司旗下一款用于治疗复发/难治多发性骨髓瘤的全人抗自体BCMA CAR-T细胞候选产品 , 可特异性识别BCMA , 令CAR-T细胞能够有效靶向及去除在细胞表面携带BCMA的多发性骨髓瘤细胞。CT053的NDA申请已于2022年10月18日获国家药监局受理 , 预计2023年底或2024年初获批上市 ; 在美国及加拿大进行的II期临床试验的入组正在进行中 , 预计2025年初向FDA提交BLA。**2) CT041启动美国II期 , 研发进展提速。** CT041是公司旗下一款潜在全球同类首创的、靶向CLDN 18.2的自体CAR-T候选产品 , 正在开发以用于CLDN18.2阳性实体瘤如胃癌/胃食管结合部癌以及胰腺癌的临床治疗。CT041正在中国针对晚期胃癌/食管胃结合部腺癌及PC的Ib期试验和针对晚期GC/GEJ的确证性II期临床试验 ; CT041于2023年5月启动在美国的II期临床试验 , 用于治疗至少二线治疗失败的Claudin18.2表达阳性的GC/GEJ患者 , 计划于2025年向FDA提交BLA。**3) 持续扩张全球产能 , 在制造三个关键阶段建立了垂直一体化的生产能力。** 公司针对CAR-T制造的三个关键阶段建立了内部垂直一体化的生产能力 , 包括质粒生产、慢病毒载体生产及CAR-T细胞生产 , 持续在中国及美国扩张全球产能。通过位于上海徐汇的临床生产厂房及位于上海金山的商业化GMP生产厂房 , 可自主生产CAR-T细胞产品以支持中国的临床试验。位于北卡罗来纳州达勒姆的三角研究园CGMP生产工厂已经开始自体CAR-T细胞产品的GMP生产 , 可每年为700名患者生产自体CAR-T细胞产品的额外产能 , 将用于支援在美国、加拿大及欧洲的临床研究和早期商业化。

□ 盈利预测 :

公司核心品种CT053上市在即 , 在研品种逐步进入收获期 , 我们预计公司2023-2025年收入分别为2.2、1.6和7.1亿元。

□ 风险提示 :

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	0.00	220.00	164.12	705.72
营业收入增长率	--	--	-25.40%	330.00%
归母净利润 (百万元)	-892.25	-757.89	-842.73	-648.11
净利润增长率	81.19%	15.06%	-11.19%	23.09%
EPS	-1.56	-1.32	-1.47	-1.13
PE	-	-	-	-

股价表现



微创机器人（2252.HK）：手术机器人进入放量新周期

□ 投资逻辑：

1) 公司为国产手术机器人龙头。1) 从行业看，机器人辅助手术（RAS）代表手术发展方向，相比传统术式，RAS具备诸多优点，从患者、医院、医生、政府看多因素有望驱动行业渗透率提升，根据Frost&Sullivan数据，2015~2020年，中国手术机器人市场规模从0.93亿美元增加到4.25亿美元（约27.6亿元），复合增速35.7%，预计到2026年将达到38.4亿美元（约250亿元），复合增速44.3%，占全球市场份额从2020年的5.1%提升到2016年的11.4%，目前处于市场导入期，未来潜力巨大。2) 从产品布局看，公司是全球行业中唯一一家拥有覆盖五大主要手术机器人领域（腔镜、骨科、泛血管、经自然腔道以及经皮穿刺手术）的企业。3) 手术机器人进入放量新周期。公司图迈机器人继续发挥行业领先优势，完成多台产品装机销售，旗舰产品蜻蜓眼凭借良好商业化基础，实现收入额稳步提升。目前公司已经获得NMPA批准上市的手术机器人产品包括图迈和鸿鹄，分别于2022年1月和4月拿证，其中鸿鹄亦于2022年7月获得FDA的510(k)认证，并完成首台商业化装机，并且首次贡献海外收入。

□ 盈利预测：

预计2023~2025收入分别为1.9、7.6、18.7亿元，目前处于起步阶段，放量在即。

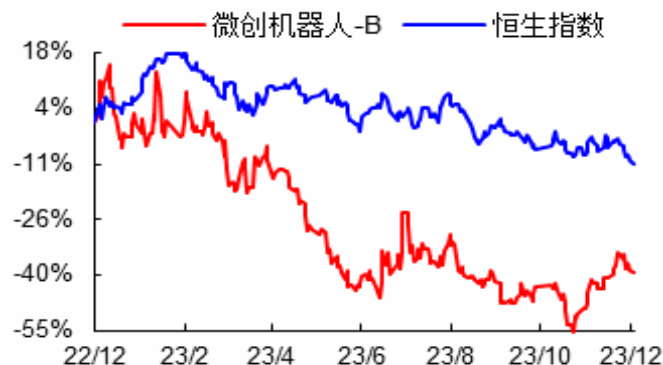
□ 风险提示：

产品研发及上市进度或不及预期的风险、图迈上市后放量不及预期风险、政策控费风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21.6	187.4	760.6	1867.8
营业收入增长率	904.8%	767.6%	305.8%	145.6%
归母净利润（百万元）	-1139.8	-771.4	-361.7	-341.1
净利润增长率	-95.5%	32.3%	53.1%	5.7%
EPS	-1.19	-0.80	-0.38	-0.36
PE	——	——	——	——

股价表现



恒瑞医药（600276.SH）：业绩稳健增长，创新和国际化快速推进

□ 投资逻辑：

业绩稳健增长，利润率稳步提升。2023前三季度公司业绩保持稳健增长，毛利率84.8%（+2pp）；净利率19.9%（+1.9pp），利润率稳步提升。费用率管控良好，研发费用率21.9%（0pp），销售费用率31.8%（-0.6pp），管理费用率9.9%（+0.7pp）。3款1类新药获批上市，新药研发和国际化推进顺利。公司1类创新药阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑获批上市，改良型新药盐酸右美托咪定鼻喷雾剂获批上市，卡瑞利珠单抗和阿帕替尼联用一线治疗晚期肝癌、吡咯替尼片联合曲妥珠单抗加多西他赛1L HER2阳性复发/转移性乳腺癌、达尔西利联合来曲唑或阿那曲唑1L 治疗HR+/HER2-局部复发或晚期转移性乳腺癌获批上市。第三季度，SHR0302片（JAK1）用于NSAIDs治疗疗效欠佳或不耐受的活动性强直性脊柱炎成人患者、恒格列净片联合瑞格列汀用于二甲双胍血糖控制不佳的2型糖尿病的新适应症上市申请获受理。双艾方案，吡咯替尼、EZH2项目、TSLP单抗授权出海。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年归母净利润分别为45.2/51.7/63.6亿元，对应PE为64X/56X/46X。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。

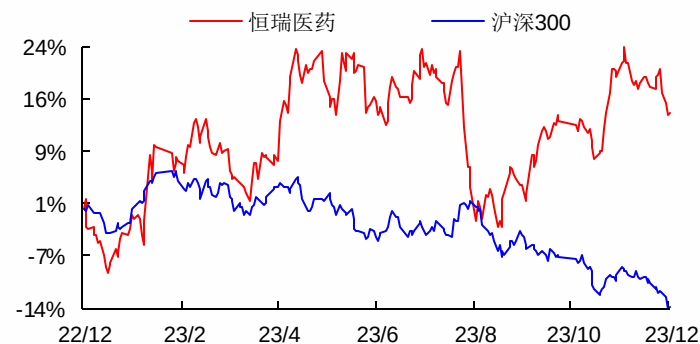
□ 风险提示：

仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期、里程碑付款金额存在不确定性等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21275.27	23282.25	27121.68	31882.49
增长率	-17.87%	9.43%	16.49%	17.55%
归母净利润（百万元）	3906.30	4523.13	5173.37	6355.89
增长率	-13.77%	15.79%	14.38%	22.86%
每股收益EPS（元）	0.61	0.71	0.81	1.00
PE	74	64	56	46

股价表现



迈瑞医疗（300760.SZ）：23Q3利润端稳健增长，持续突破海外高端客户

□ 投资逻辑：

23Q3利润端符合预期，毛利率进一步提升。分季度看，2023Q1/Q2/Q3单季度收入83.6/101.1/88.3亿元（+20.5%/+20.2%/+11.2%），单季度归母净利润分别为25.7/38.7/33.9亿元（+22.1%/+21.6%/+20.5%），利润端增速稳健。生命信息与支持类产品增速显著提高，多因素拉动业绩快速增长。分区域看：国内市场收入171.4亿元（+19.1%），海外市场收入101.6亿元（+14.2%）。23Q3增速环比二季度进一步提升至20%以上。持续高研发投入，产品升级不断。23年前三季度公司研发费用25.1亿元，公司持续加大产品创新研发，尤其在高端领域不断突破。其中公司加速拓展“瑞智联”生态系统在院内的应用场景。基于公司在监护仪、麻醉机、呼吸机、输注泵等多产品的布局 and 优势，目前已经推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案。通过集成床旁所有设备数据，构建设备全息数据库，与医院已有的临床数据库互补并有机结合，助力大数据科研。

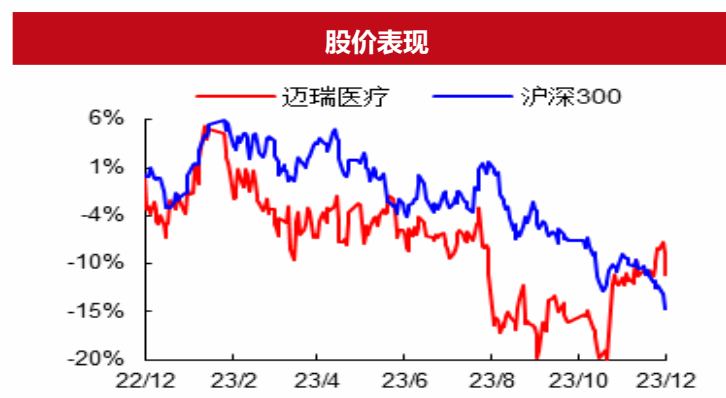
□ 盈利预测与投资建议：

预计2023~2025年归母净利润分别为118.1、142.0、167.7亿元，对应EPS为9.74、11.71、13.83元，对应PE为29、24、20倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30365.64	36130.39	43394.16	52310.35
增长率	20.17%	18.98%	20.10%	20.55%
归母净利润（百万元）	9607.17	11814.00	14200.68	16765.27
增长率	20.07%	22.97%	20.20%	18.06%
每股收益EPS（元）	7.92	9.74	11.71	13.83
PE	36	29	24	20



华东医药（000963.SZ）：优质白马创新转型，医美业务未来可期

□ 投资逻辑：

1) 医药工业：仿制药存量品种集采风险逐步出清，整体政策端压力已在2019-2021年持续释放；创新管线聚焦肿瘤、内分泌、自免三大核心领域，创新转型逐见成效，截至2023H1储备在研创新药及生物类似药项目51款；2) 医美板块：医美国际化布局龙头企业，板块有望迎来收获期，截至2023H1拥有“无创+微创”医美高端产品36款；3) 工业微生物：合成生物学深耕40余年，发掘工业微生物市场新机遇，打造医药工业板块第二成长曲线。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年EPS分别为1.66元、2.0元和2.41元，对应估值分别为24倍、20倍和16倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

在研或引进创新产品临床及商业化进度不及预期风险；产品竞争格局加剧风险；仿制药品种集采降价幅度超预期风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	37714.59	42341.69	47935.94	53632.89
增长率	9.12%	12.27%	13.21%	11.88%
归母净利润（百万元）	2499.21	2916.81	3504.05	4224.73
增长率	8.58%	16.71%	20.13%	20.57%
每股收益EPS（元）	1.42	1.66	2.00	2.41
PE	28	24	20	16

股价表现



爱尔眼科（300015.SZ）：优质商业模式促发展，全球眼科巨舰再启航

□ 投资逻辑：

1) **三季度收入增速放缓，盈利能力持续提升。**23Q3公司收入端实现同比17.2%的增长，归母净利润增速37.8%，由于2022Q3高基数，以及居民消费力疲软等因素影响，收入端增速放缓。盈利能力方面公司2023Q3公司毛利率达56.3%，同比提升0.2pp，净利率 27.4%，同比提升 4.2pp，盈利能力持续提升；2) **销售投入加大，费用率整体稳中向好。**公司2023Q1-Q3销售、管理、研发费用率分别为10%、13%、1.5%，管理费用率优化，销售费用率因摆脱疫情影响，线下活动投入加大所致。2023前三季度净利率21.9%，公司费用率管控能力持续提升；3) **持续回购提振市场信心，股权激励提升员工积极性。**6月9日、10月26日两次回购股份用于股权激励，充分体现对未来经营发展的信心，股权激励也可进一步提升员工工作积极性。

□ 盈利预测与投资建议：

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 34.3 亿元、45.5亿元和 58.7 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.63 元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

医院收入或不及预期；行业政策风险；医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16109.95	20999.95	26085.65	31903.10
增长率	7.39%	30.35%	24.22%	22.30%
归母净利润（百万元）	2524.23	3425.48	4552.47	5865.55
增长率	8.65%	35.70%	32.90%	28.84%
每股收益EPS（元）	0.27	0.37	0.49	0.63
PE	61	44	33	26

股价表现



新产业（300832.SZ）：国产发光的点灯人，逆风出海的追光者

□ 投资逻辑：

1）积极面对集采：公司在化学发光检测品类和成本控制方面处于国内领先水平，IVD集采有利于推进设备入院和试剂放量；**2）出海优势逐渐彰显：**2023年前三季度海外端保持30%以上增速，大型机海外装机量占比超过61%。8家海外子公司和销售团队的持续推进，有望打开公司第二条成长曲线。**3）24年迎来仪器收获季：**多款在研产品包括高速发光仪X10、生化仪C10、凝血仪H6、自研流水线T8、分子仪R8均有望在24年获批，为实现全场景检测覆盖注入强大动力。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023~2025年营业收入分别39.7、52.4、68.6亿元。维持“买入”评级。

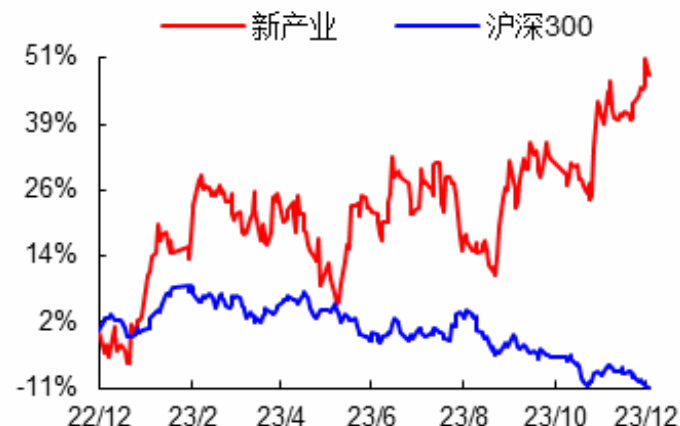
□ 风险提示：

集采降价及监管政策风险，海外销售不及预期风险，新业务拓展不及预期风险，竞争加剧风险，汇率波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3046.96	3974.47	5242.99	6863.48
增长率	19.70%	30.44%	31.92%	30.91%
归母净利润（百万元）	1327.92	1657.64	2198.11	2906.99
增长率	36.38%	24.83%	32.60%	32.25%
每股收益EPS（元）	1.69	2.11	2.80	3.70
PE	29	33	25	19

股价表现



华厦眼科（301267.SZ）：眼科连锁龙头，全国扩张可期

□ 投资逻辑：

1) 省内外积极扩张，布局均衡且具备区位优势。公司在福建省内各地级市医院布局已完成，在本部所在地厦门深度布局视光中心，叠加省内多年塑造的良好品牌力以及名医资源，省内基本盘稳固；公司积极向省外扩张，辐射华东、华中、华南、西南、华北等地区，预计明年覆盖全国 24 个省会城市并向地级市扩展。**2) 消费眼科业务略显疲软，基础眼科业务持续放量。**受经济环境影响，消费眼科业务略显疲软，基础眼科等刚性需求逐步释放，更多依靠基础眼科实现营业收入较快增长。2023年前三季度白内障业务实现量价齐升，白内障业务量增长超 30%，其中中高端白内障占比达 70%以上，盈利能力进一步提升。未来公司将以基础眼科为根基，保持白内障业务优势，同时继续加大消费眼科投入，实现业绩增长双轮驱动。**3) 盈利能力表现向好，公司加大研发未来可期。**2023 年前三季度公司毛利率为50.6%（+2.6pp），净利率18.4%（+2.4pp），盈利能力表现良好。公司继续加大投入研发，2023年前三季度研发投入同比增长 71.3%，开展多项课题研究，强化自身临床科研能力。

□ 盈利预测与投资建议：

预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.9亿元、8.9亿元和 11.2亿元，EPS 分别为 0.82元、1.06元、1.33元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

医院收入或不及预期；行业政策风险；医疗事故风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3233.25	4203.22	5248.57	6515.93
增长率	5.51%	30.00%	24.87%	24.15%
归母净利润（百万元）	511.79	686.30	891.01	1120.79
增长率	12.50%	34.10%	29.83%	25.79%
每股收益EPS（元）	0.61	0.82	1.06	1.33
PE	64	47	37	29

股价表现



凯莱英 (002821.SZ)：常规业务稳健增长，新兴业务多点开花

□ 投资逻辑：

1) 常规项目收入稳健增长，海外需求持续修复。 23Q1-3剔除大订单后公司小分子业务收入同比+25.5%，其中来自跨国制药公司收入同比+66.5%。在手订单方面，剔除大订单后公司在手订单金额环比、同比均正增长，单季度新签订单增速创新高。**2) 新兴业务稳健增长，大力布局固相多肽产能。** 23Q1-3公司新兴业务合计收入8.1亿元（+21%），分板块看：1) 化学大分子：23Q1-3收入同比增长29.6%，上半年新承接多肽项目9个，预计截至24H1固相合成总产能将超10000L，可满足百公斤级别固相多肽商业化生产需求；2) 制剂业务：23H1收入同比增长34.6%，成功完成项目43个，截至23H1正在进行中项目120个；3) 临床CRO：23H1收入同比增长26.6%，新增签署151个项目合同；截至23H1正在进行的临床研究项目375个，其中II期及以后项目数127个。4) 生物大分子：23H1收入同比增长160.9%，预计包括抗体偶联药物在内的各类偶联药物订单未来收入占比持续提升。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润增速为-28.0%、-11.4%、19.6%，给予“持有”评级。

□ 风险提示：

订单不及预期；外延式拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10255.33	8537.41	8602.57	10965.02
增长率	121.08%	-16.75%	0.76%	27.46%
归母净利润（百万元）	3301.64	2378.01	2106.20	2518.27
增长率	208.77%	-27.97%	-11.43%	19.56%
每股收益EPS（元）	8.93	6.43	5.70	6.81
PE	14	19	22	18

股价表现



云南白药（000538.SZ）：聚焦主业，强化研发

投资逻辑：

1) 牙膏市占率稳步提升，大健康产品不断丰富。公司围绕口腔领域也有多个产品研发布局，包括智能电动牙刷、冲牙器、个性化刷头、漱口水、凝胶、口喷等。2) 药品事业部，主力产品云南白药气雾剂上半年收入超过9亿元，同比增长18.2%。逐步梳理普药系列产品，蒲地蓝消炎、藿香正气水等产品均实现快速增长。3) 渠道：公司积极拓展线上渠道，2023年上半年末，健康产品线线上渠道收入占比进一步提升至16%，上半年养元青收入同比增长90%。线下渠道方面，口腔护理领域开展“蔚蓝行动—刷新养护力、健康好口腔”等系列推广活动，

盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年公司归母净利润为48.1亿元、56亿元、60.5亿元，对应PE分别为18、16、15倍，建议保持关注。

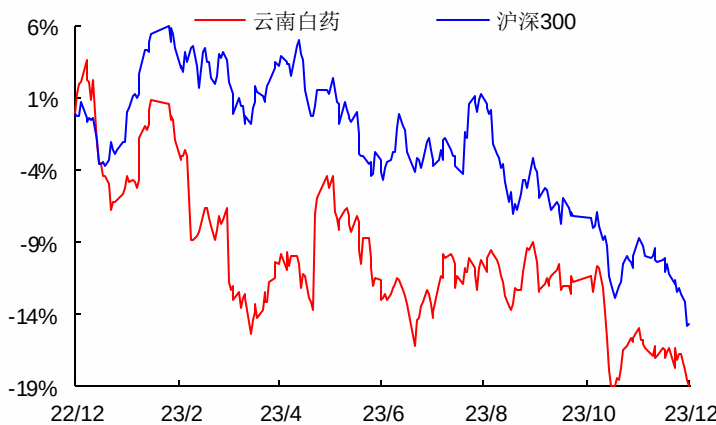
风险提示：

费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、金融资产减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	36488.37	39553.40	43152.75	47554.34
增长率	0.31%	8.40%	9.10%	10.20%
归母净利润（百万元）	3001.13	4807.41	5594.86	6051.33
增长率	7.04%	60.19%	16.38%	8.16%
每股收益EPS（元）	1.67	2.68	3.11	3.37
PE	29	18	16	15

股价表现



华润三九（000999.SZ）：CHC业务稳健增长，昆药融合协同发展

□ 投资逻辑：

1）昆药并表致多项财务指标结构性变化，内生业务经营稳中向好。2023Q1-3公司整体毛利率51.8%（-3pp），净利率14.5%（-1.9pp），影响主要来自昆药并表，剔除昆药并表影响后预计利润率水平较往年有所提升；Q1-3销售费率为25.6%（-0.8pp），管理费率为8.1%（-0.3pp），研发费率为-0.1%（-0.02pp），较为稳定。**2）季度业绩略有波动，处方药业务短期承压。**品牌OTC、专业品牌、大健康等业务增速较快，CHC业务持续稳健增长，昆药融合夯实公司CHC业务行业地位。处方药业务持续丰富管线，增强业务发展韧性，消化集采和渠道管理调整等方面影响，整体保持平稳态势。**3）推进昆药融合，加快协同发展。**昆药集团和华润三九在品牌、产品、渠道等方面有良好协同性，陆续开展中药产业链沙龙、三七产业链研讨会、中国老龄产业中长期发展趋势与研判专家座谈会等活动，打造三七产业链标杆。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润增速为17.9%、19.1%、19.6%，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

销售不及预期风险，在研产品进度不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18079.46	26669.65	30173.46	34113.02
增长率	18.01%	47.51%	13.14%	13.06%
归母净利润（百万元）	2448.80	2887.58	3439.87	4115.34
增长率	19.64%	17.92%	19.13%	19.64%
每股收益EPS（元）	2.48	2.92	3.48	4.16
PE	19	17	14	12

股价表现



大参林（603233.SH）：业绩稳健增长，门店高速扩张

□ 投资逻辑：

1）业绩稳健增长，盈利能力保持稳定。公司2023Q1-Q3营收分别为59.5/60.5/57.3亿元，同比+27.2%/+19.9%/+12.4%；归母净利润5/4.2/2.3亿元，同比+29.3%/+27.5%/+22.9%。**2）中西成药快速增长，加盟及分销业务增速亮眼。**分产品看，2023年前三季度中西成药实现收入127.4亿元（+20.9%），毛利率为32%（-2.1pp）；非药品实现收入24.2亿元（+16.1%），毛利率为45.7%（-2.4pp）；中参药材实现收入20.8亿元（+16.2%），毛利率为43.4%（+1.5pp）。**3）门店保持高速扩张，区域壁垒优势巩固。**公司坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略，根据丰富的门店拓展和规模化运营经验，聚焦已进入省份的市占率，持续推进门店扩张。截至2023Q3末，公司在广东等19个省份共有12993家连锁门店（含加盟店3688家）。2023Q1-Q3公司净增2948家门店，其中新增自建门店1019家，加盟门店1681家，并购门店427家，关闭门店179家。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为13.0亿元、16.1亿元、20亿元，对应同比增速为25.5%/23.8%/24.0%。维持“买入”评级。

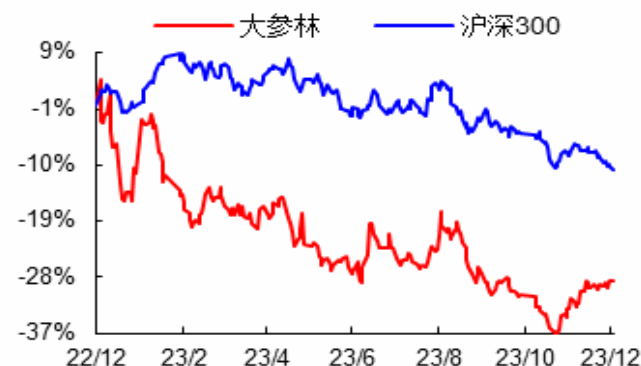
□ 风险提示：

行业政策影响；门店扩张或不及预期；药品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21248.09	24392.80	29544.56	36487.54
增长率	26.78%	14.80%	21.12%	23.50%
归母净利润（百万元）	1035.72	1300.26	1610.09	1996.61
增长率	30.90%	25.54%	23.83%	24.01%
每股收益EPS（元）	0.91	1.14	1.41	1.75
PE	28	22	18	15

股价表现



首药控股（688197.SH）：国产最快三代ALK展现BIC潜力

□ 投资逻辑：

三代ALK SY-3505展现BIC潜力，有望成为一线大市场的领头羊。SY-3505关键二期临床快速推进，有望尽快开启一线适应症三期临床。全球唯一上市三代ALK劳拉替尼三期临床2019年2月开始入组，至今尚未达到mPFS，3年PFS率高达63.5%，有望实现5年mPFS，极大延长ALK患者用药时间。SY-3505于2023ASCO上披露了二线适应症阶段性ORR达38.3%，与劳拉替尼相当，同时安全性良好，没有劳拉替尼出现的CNS不良反应。SY-5007正在开展关键二期和三期临床，有望成为首个国产选择性RET抑制剂。SY-5007针对不同RET蛋白状态肿瘤细胞均显示出良好药理活性，对RET阴性细胞不起抑制作用，兼顾活性和选择性。SY-5007针对非小细胞肺癌的关键二期和三期临床均已启动，有望成为首个国产选择性RET抑制剂，甲状腺癌适应症也已进入二期临床。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年实现营业收入分别约为0.06、1.0、2.3亿元。考虑首药控股早研实力强劲，临床能力不断提升，首款新药SY-707提交上市申请在即，SY-3505和SY-5007蓄势待发，维持“买入”评级。

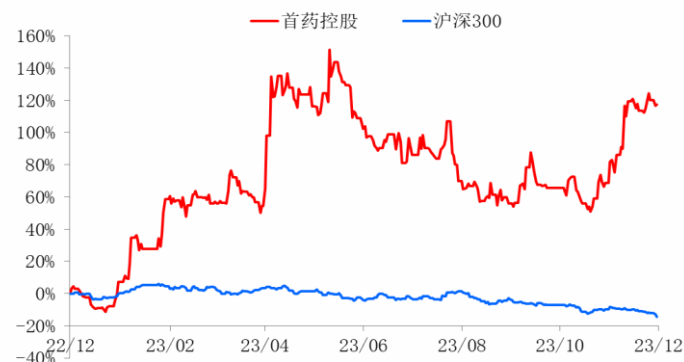
□ 风险提示：

药品研发进度不及预期风险，产品放量不及预期风险，其他政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1.83	5.76	96.48	233.40
增长率	-85.98%	215.24%	1574.92%	141.93%
归母净利润（百万元）	-173.82	-259.69	-233.17	-227.17
增长率	-19.94%	-49.41%	10.21%	2.57%
每股收益EPS（元）	-1.17	-1.75	-1.57	-1.53
PE	—	—	—	—

股价表现



泽璟制药 (688266.SH) : 商业化稳步推进 , 重组人凝血酶落地在即

□ 投资逻辑 :

1)多纳非尼商业化稳步推进,覆盖面持续扩大。多纳非尼商业化稳步推进,2023年上半年实现2.2亿元收入,同比增加108.7%。医保准入医院和双通道药房覆盖面持续扩大,截至2023年6月30日,进入医院833家、双通道药房744家,多纳非尼在全国的覆盖范围进一步扩大。**2)杰克替尼上市在即,疗效和安全性优势明显。**杰克替尼的中、高危骨髓纤维化NDA申请已于2022年10月16号获得受理,III期试验显示杰克替尼治疗中、高危骨髓纤维化24周时脾脏体积较基线缩小 $\geq 35\%$ 的受试者比例 (SVR35) 达72.3%,与对照组羟基脲 (17.4%) 相比有效性和安全性优势明显。杰克替尼治疗中高危骨髓纤维化在上市申请的技术评审进程中,上市在即。**3)重组人凝血酶上市在即,具备广泛应用于外科止血的巨大潜力。**重组人凝血酶上市许可申请已于2022年5月25日获国家药监局受理,上市申请处于技术审评中。该药品是中国首个完成III期临床研究并提交上市许可申请的重组人凝血酶产品,有望填补国内市场空白。我们认为,重组人凝血酶凭借快速止血的特点和安全性的优势,具备广泛应用于外科止血的巨大潜力。

□ 盈利预测 :

随着重组人凝血酶和杰克替尼的落地,多纳非尼商业化的稳步推进,公司业绩增长动力充足,预计公司2023-2025年收入分别为4.2、9.7和16.4亿元。

□ 风险提示 :

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	302.31	420.20	966.47	1643.00
营业收入增长率	58.81%	39.00%	130.00%	70.00%
归母净利润 (百万元)	-457.77	-348.20	-180.38	296.41
净利润增长率	-1.50%	23.94%	48.19%	264.32%
EPS	-1.73	-1.32	-0.68	1.12
PE	-	-	-	40

股价表现



普门科技（688389.SH）：23Q3利润端符合预期，股权激励提振四季度信心

□ 投资逻辑：

23年前三季度利润端符合预期，股权激励提振四季度信心。单三季度受到医疗反腐影响，国内业务有所波动，但海外业务未见明显影响。23年前三季度净利润增速高于收入增速，原因为1）试剂产出占比提高，试剂毛利较高；2）新产品皮肤医美对净利润贡献较大。IVD与治疗康复产品双轮驱动，医美业务持续高增。高研发投入带来丰富产品线。在体外诊断领域，大型、高速电化学发光设备eCL9000、高端糖化血红蛋白分析仪H100Plus及配套试剂相继上市；在医美领域，继 2022年8月推出体外冲击波治疗仪LC-580（冷拉提）后，23H1公司推出全新一代采用聚焦式超声波技术的超声治疗仪（超声V拉美），助力医美产品线持续放量。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为3.3、3.9、5.1亿元，对应PE为31、26、20倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

研发失败风险、汇率波动风险、产品升级失败风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	983.04	1249.24	1592.02	2008.70
增长率	26.34%	27.08%	27.44%	26.17%
归母净利润（百万元）	251.50	327.07	394.29	507.65
增长率	32.12%	30.05%	20.55%	28.75%
每股收益EPS（元）	0.59	0.77	0.92	1.19
PE	41	31	26	20

股价表现



赛诺医疗（688108.SH）：23Q3业绩稳健，多款产品将步入收获期

□ 投资逻辑：

23Q3业绩稳步增长，费用率下降明显。神经介入陆续步入收获期，多款重磅产品打开成长天花板。公司神经介入产品已从2021年的3款增加至2023年的10款，其中包括3款全球首创产品，在研项目涵盖了神经介入领域的缺血、出血及通路等方面。未来3款重磅产品将陆续帮助公司打开成长天花板，1) 颅内药物洗脱支架系统NOVA；2) 颅内自膨药物支架，预计2024Q2上市，主要用于颅内动脉粥样硬化狭窄手术；3) 密网支架：使用新型合金材料，能够在X光下全显影，预计2024Q4获注册证，商业化未来可期。推进海外销售，加快国际化布局。国际化战略是公司应对国内介入耗材集采常态化的重要举措之一。公司在海外组织架构、人才培养、市场拓展、产品注册、临床试验和海外合作等方面持续进行布局。目前，公司已经在欧美等成熟市场以及东南亚、非洲等新兴市场展开了海外业务。多款冠脉介入产品已在欧洲、美国、韩国、新加坡等10多个国家获得注册证，并逐步与当地经销商展开合作。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年营收复合增速有望达到56.8%，考虑到公司2022年底冠脉支架入集采且2023年公司神经介入多款产品将步入收获期，公司业绩预计将迎来修复期，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

新产品研发失败或注册延迟的风险，重要原材料供应风险，海外市场运营风险及汇率风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	192.85	342.55	515.38	743.65
增长率	-0.77%	77.62%	50.46%	44.29%
归母净利润（百万元）	-162.38	-58.92	-9.01	44.89
增长率	-24.18%	63.72%	84.71%	598.40%
每股收益EPS（元）	-0.4	-0.14	-0.01	0.12
PE	-	-	-	-

股价表现



心脉医疗（688016.SH）：业绩表现亮眼，重点产品持续放量

□ 投资逻辑：

1) 主动脉介入行业景气度高，2022年国内市场规模预计达到35亿元，预计2030年支架型腔内介入手术量为18万台，22-30年CAGR为15%；外周介入行业国产替代空间广阔，目前国产化率为10%左右，公司外周药物球囊以及外周血管支架已率先打破外资垄断。2) 公司掌握多项主动脉介入和外周介入领域的核心技术，目前主动脉介入类产品线已较为齐全，外周介入类产品线不断丰富，技术壁垒高+产品管线全已成为公司的核心竞争优势，公司目前胸主市占率为30%，腹主为23%，未来仍有提升空间。3) 公司渠道协同效应逐步体现，海外市场蓄势待发，进一步打开成长天花板。

□ 盈利预测与投资建议：

预计公司2023~2025年归母净利润4.8、5.9、7.6亿元，EPS分别为6.67、8.23、10.58元，对应PE分别为29、24、18倍，公司创新器械占比持续提升，战略转型效果逐步显现，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，创新产品放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	896.50	1194.04	1578.85	2070.90
营业收入增长率	30.95%	33.19%	32.23%	31.17%
归母净利润（百万元）	356.88	479.85	592.27	761.65
净利润增长率	12.99%	34.46%	23.43%	28.60%
EPS	4.96	6.67	8.23	10.58
PE	39	29	24	18

股价表现



海创药业（688302.SH）：PROTAC和氘代技术先锋，氘恩扎鲁胺已提交NDA

投资逻辑：

1) 潜在BIC品种氘恩扎鲁胺mCRPC后线适应症已重新提交NDA，一线适应症全球多中心三期临床入组中。2) HP501完成了HP501多项 I 期和II期临床，目前正在开展HP501中国III期临床试验的相关准备工作。3) HP518等PROTAC分子有望解决前列腺癌耐药问题，HP518是国内首个进入临床治疗耐药前列腺癌的口服PROTAC分子。4) PROTAC和氘代前沿技术平台支撑持续自主创新能力，5款PROTAC产品和3款氘代产品正在加速推进，值得期待。

盈利预测与投资建议：

预计公司2023-2025年实现营业收入分别约为0.02、1.6、3.8亿元。考虑海创药业研发实力强劲，氘代和PROTAC技术平台实力出众，首款创新药德恩鲁胺NDA已获受理，维持“买入”评级。

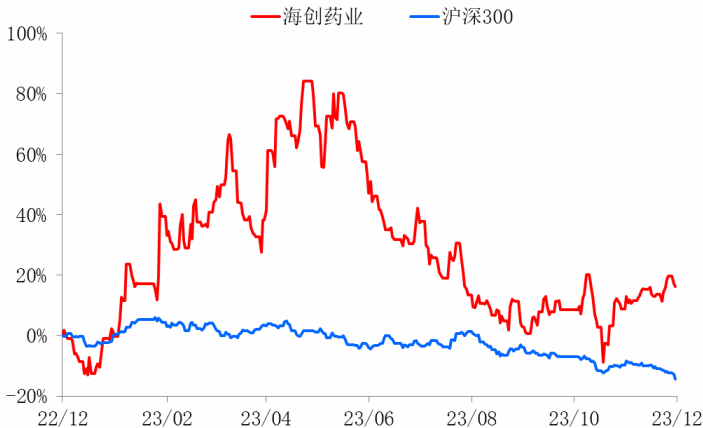
风险提示：

研发或审评审批进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，医药行业政策风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1.65	1.65	159.00	379.70
增长率	—	0.00%	9531.56%	138.81%
归母净利润（百万元）	-301.51	-355.01	-320.72	-259.68
增长率	1.52%	-17.74%	9.66%	19.03%
每股收益EPS（元）	-3.05	-3.59	-3.24	-2.62
PE	—	—	—	—

股价表现



欧林生物（688319.SH）：金葡菌疫苗有望填补世界空白

□ 投资逻辑：

公司为国内创新疫苗企业新星，现有以破伤风为首的4个2类苗产品快速放量，驱动公司快速成长；在研金黄色葡萄球菌疫苗有望填补超级细菌疫苗领域的世界空白，解决全球性的金葡菌临床耐药感染，或将成为百亿级全球创新疫苗品种。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为0.7亿元、1.3亿元和2.3亿元，EPS分别为0.18元、0.32元和0.57元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

销售不及预期；竞争格局恶化风险；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	547.48	702.76	888.45	1206.69
营业收入增长率	12.38%	28.36%	26.42%	35.82%
归母净利润（百万元）	26.58	73.58	130.12	232.17
净利润增长率	-75.38%	176.84%	76.84%	78.43%
EPS	0.07	0.18	0.32	0.57
PE	286	103	58	33

股价表现



春立医疗（688236.SH）：关节领域国产领头羊，集采影响逐渐出清

□ 投资逻辑：

1) 骨科关节器械市场稳健增长，国内增速较快。国内关节器械市场24年有望达187亿元，2019-2024年CAGR为16.9%。显著快于全球增速。2) 膝关节有望进入关节国采续标名单，较集采前9%的市场份额有望提升。3) 骨科产品线全覆盖，脊柱、PRP、口腔、机器人等多品类产品有望持续贡献业绩增量。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年EPS分别为0.79元、0.98元、1.22元，未来三年归母净利润将保持15%的复合增长率。给予公司2024年35倍PE，对应目标价34.3元，给予“买入”评级。

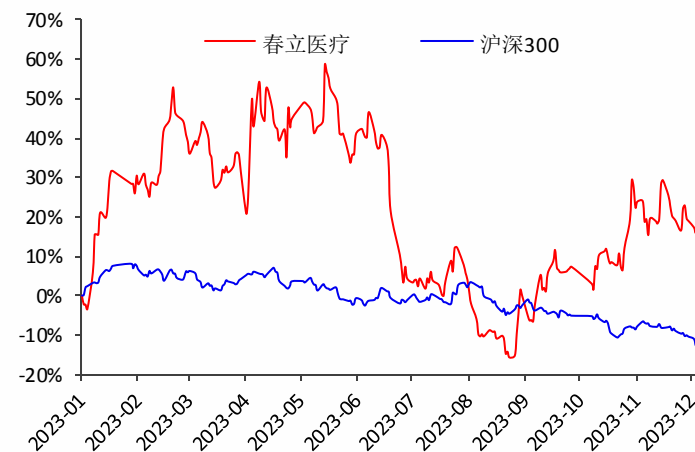
□ 风险提示：

行业竞争格局恶化的风险；集采导致产品出厂价大幅下降超出市场预期风险；产品渠道销售不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1201.60	1331.37	1712.18	2169.76
营业收入增长率	8.43%	10.80%	28.60%	26.73%
归母净利润（百万元）	307.72	304.30	377.47	468.39
净利润增长率	-4.54%	-1.11%	24.04%	24.09%
EPS	0.80	0.79	0.98	1.22
PE	35	35	28	23

股价表现



澳华内镜（688212.SH）：23Q3业绩符合预期，股权激励提振四季度信心

□ 投资逻辑：

23年前三季度收入高增，疫后毛利率大幅反弹。分季度收入看，23Q1/Q2/Q3单季度收入分别为1.3/1.6/1.4亿元（+53.8%/90.8%/+23%），疫后实现收入大幅提速。AQ-300持续迭代，各类镜体种类配套不断丰富。23年前三季度澳华内镜根据临床端的反馈对AQ-300系列进行了持续的迭代，在操控性能、操作手感、稳定性等多个方面做了进一步完善，产品性能得到了持续的优化。23年5月，公司推出了全新十二指肠内镜，该产品具有清晰的视野与更大的抬钳角度，可以更清晰地观察和辨认十二指肠情况。整体来看，公司研发不断投入，AQ-300产品力得到进一步提升。国产软镜设备龙头有望受益于进口替代，AQ-300放量在即。软镜在临床诊疗场景中广泛使用，国内胃镜、肠镜诊疗开展率和内镜医师数量均有提升空间，目前软镜行业国产化率仅不到10%，日本企业奥林巴斯、富士、宾得占据90%以上的份额。随着旗舰产品AQ-300的上市推广，公司后续有望持续受益于国产替代。公司目前已大力布局国内经销商团队进行后续对AQ 300的全面推广，预计2023年四季度AQ 300将持续放量。

□ 盈利预测与投资建议：

预计2023-2025年归母净利润分别为0.9、1.2、1.8亿元，对应EPS为0.66、0.87、1.37元，对应PE为99、75、48倍。

□ 风险提示：

研发失败风险、AQ 300销售不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	445.26	673.61	994.03	1397.99
增长率	28.30%	51.29%	47.57%	40.64%
归母净利润（百万元）	21.72	88.47	116.77	183.62
增长率	-61.93%	307.39%	31.99%	57.25%
每股收益EPS（元）	0.16	0.66	0.87	1.37
PE	404	99	75	48

股价表现



亚虹医药 (688176.SH) : APL-1702达到主要终点，期待产品落地

□ 投资逻辑：

1)APL-1202处于关键临床，有望填补治疗领域市场空白。 APL-1202（唯施可）是全球首个在抗肿瘤领域进入关键性/III期临床试验的口服、可逆性MetAP2抑制剂，有望填补非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）治疗领域的市场空白。联合化疗灌注治疗中高危NMIBC处于关键性/III期临床试验，达到目标事件数后可锁库、揭盲、统计分析。**2)APL-1702国际多中心临床试验达到主要终点，有望成为全球首个针对宫颈HSIL的疗效确证的非疫苗产品。** APL-1702（希维她）是集药物和器械为一体的光动力治疗产品。APL-1702的宫颈高级别鳞状上皮内病变（HSIL）适应症于2022年7月完成国际多中心III期临床试验所有受试者入组，2023年9月，APL-1702的国际多中心III期临床试验达到主要研究终点，有望成为全球首个针对宫颈HSIL的疗效确证的非疫苗产品。**(3)加强泌尿生殖领域产品协同，加速全病程管理战略落地。**公司围绕泌尿生殖领域引入培唑帕尼片和马来酸奈拉替尼片，两款药物均为口服片剂，服用方便，且已纳入医保报销，患者负担小，有望加强公司泌尿生殖领域产品协同。公司自主搭建了“泌医荟”线上医生服务平台，提供膀胱癌早筛、诊断、手术、药物治疗和随访的全路径专业教育，通过线上与线下结合的模式为泌尿外科医生提供全病程管理服务，提升了泌尿生殖系统疾病领域诊疗一体化布局。

□ 盈利预测与投资建议：

随着APL-1202、APL-1702的逐步落地，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为0.05/0.4/6.1亿元。维持“买入”评级。

□ 风险提示：

研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	0.03	5.00	40.00	610.00
营业收入增长率	470.40%	19060.52%	70.00%	1425.00%
归母净利润（百万元）	-246.59	-197.55	-339.58	-118.23
净利润增长率	-4.96%	19.89%	-71.90%	65.18%
EPS	-0.43	-0.35	-0.6	-0.21
PE	-	-	-	-

股价表现



海泰新光（688677.SH）：23Q3 业绩承压，未来订单需求节奏有望恢复

□ 投资逻辑：

自2023年二季度开始，由于史塞克1788 整机推广有所延迟（其中摄像及供应链环节为1788 产品推迟上市的主要原因），史塞克对上游镜体的需求有所放缓。因此带来了 2 个订单方面的影响：1) 年初预计的荧光镜体新长周期订单在本年度落地有所延迟，后续新订单落地预期增大；2) 史塞克对上游镜体短期需求的减少导致公司发货减慢，因此在手订单交付及确认收入进程也有所放缓。后续预计存在的边际变化：1) 预计1788 机型大批量推广将在2023Q4，相关订单需求将逐步恢复，公司在手订单的交付节奏也将逐步改善；2) 与史塞克关于荧光腹腔镜的新长周期订单后续预计将落地；3) 与史塞克就膀胱镜、小儿腹腔镜、宫腔镜或将开展进一步加深合作。

□ 盈利预测与投资建议：

考虑股权激励费用的影响，预计2023-2025 年归母净利润1.8、2.3、2.8 亿元；作为国内硬镜龙头，未来可期，维持“买入”评级。

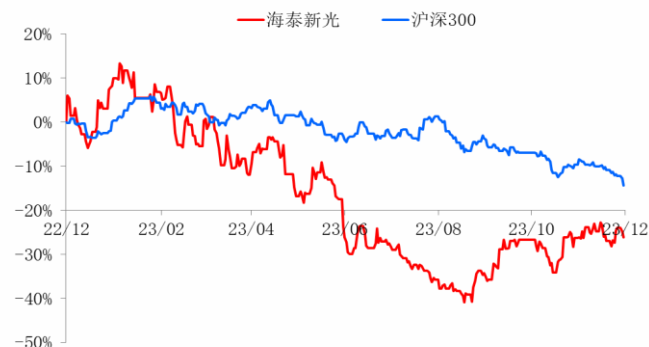
□ 风险提示：

研发失败风险、新品推广或不及预期、汇兑损益风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	476.82	525.44	661.00	809.85
增长率	53.97%	10.20%	25.80%	22.52%
归母净利润（百万元）	182.57	176.65	228.50	284.39
增长率	55.07%	-3.24%	29.36%	24.46%
每股收益EPS（元）	1.50	1.45	1.88	2.34
PE	38	39	30	24

股价表现



医药全行业2024年投资策略及标的

弹性组合推荐公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002252.SZ	上海莱士	8.18	买入	0.32	0.37	0.43	26	22	19
002019.SZ	亿帆医药	16.47	买入	0.33	0.52	0.72	50	32	23
600867.SH	通化东宝	11.85	买入	0.52	0.58	0.68	23	20	17
600129.SH	太极集团	48.69	买入	1.64	2.37	3.45	30	21	14
300558.SZ	贝达药业	58.26	持有	0.71	0.98	1.30	82	59	45
301239.SZ	普瑞眼科	99.80	买入	2.13	2.47	3.08	47	40	32
300298.SZ	三诺生物	29.88	买入	0.77	0.97	1.20	39	31	25
600079.SH	人福医药	26.75	持有	1.40	1.61	1.80	19	17	15
600587.SH	新华医疗	26.03	-	1.54	1.90	2.37	17	14	11
688166.SH	博瑞医药	37.25	持有	0.67	0.83	1.03	56	45	36

医药全行业2024年投资策略及标的

港股组合推荐公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (港元)	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2162.HK	康诺亚-B	52.00	-	-1.5	-2.3	-2.1	-	-	-
1789.HK	爱康医疗	6.88	持有	0.17	0.22	0.29	37	28	22
1801.HK	信达生物	40.55	买入	-0.65	-0.45	-0.12	-	-	-
0013.HK	和黄医药	28.20	买入	0.16	-0.03	0.13	-	-	-
9926.HK	康方生物	45.35	-	2.51	-0.47	-0.14	-	-	-
2616.HK	基石药业-B	2.16	买入	-0.42	-0.23	0.08	-	-	26
6639.HK	瑞尔集团	7.23	买入	0.02	0.16	0.23	362	45	31
6606.HK	诺辉健康	22.15	-	-0.05	0.45	1.26	-	49	18
6855.HK	亚盛医药-B	24.65	买入	-2.53	-2.58	-1.39	-	-	-
2171.HK	科济药业-B	9.15	-	-1.32	-1.47	-1.13	-	-	-
2252.HK	微创机器人-B	17.28	-	-0.80	-0.38	-0.36	-	-	-

医药全行业2024年投资策略及标的

稳健组合推荐公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600276.SH	恒瑞医药	45.41	买入	0.71	0.81	1.00	64	56	46
300760.SZ	迈瑞医疗	281.85	买入	9.74	11.71	13.83	29	24	20
000963.SZ	华东医药	39.63	买入	1.66	2.00	2.41	24	20	16
300015.SZ	爱尔眼科	16.28	买入	0.37	0.49	0.63	44	33	26
300832.SZ	新产业	70.26	买入	2.11	2.80	3.70	33	25	19
301267.SZ	华厦眼科	38.85	买入	0.82	1.06	1.33	47	37	29
002821.SZ	凯莱英	125.14	持有	6.43	5.70	6.81	19	22	18
000538.SZ	云南白药	49.01	-	2.68	3.11	3.37	18	16	15
000999.SZ	华润三九	48.24	买入	2.92	3.48	4.16	17	14	12
603233.SH	大参林	25.44	买入	1.14	1.41	1.75	22	18	15

医药全行业2024年投资策略及标的

科创板组合推荐公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	当前价格 (元)	投资评级	EPS (元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688197.SH	首药控股-U	60.00	买入	-1.75	-1.57	-1.53	-	-	-
688266.SH	泽璟制药-U	50.58	-	-1.32	-0.68	1.12	-	-	40
688389.SH	普门科技	23.90	买入	0.77	0.92	1.19	31	26	20
688108.SH	赛诺医疗	12.39	买入	-0.14	-0.01	0.12	-	-	-
688016.SH	心脉医疗	194.21	买入	6.67	8.23	10.58	29	24	18
688302.SH	海创药业-U	49.30	买入	-3.59	-3.24	-2.62	-	-	-
688319.SH	欧林生物	18.65	买入	0.18	0.32	0.57	103	58	33
688236.SH	春立医疗	27.78	买入	0.79	0.98	1.22	35	28	23
688212.SH	澳华内镜	65.55	-	0.66	0.87	1.37	99	75	48
688176.SH	亚虹医药-U	11.36	买入	-0.35	-0.6	-0.21	-	-	-
688677.SH	海泰新光	57.25	买入	1.45	1.88	2.34	39	30	24

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎旸	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				