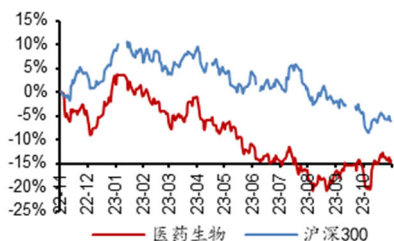


医保谈判揭晓在即，需关注具备创新品类的标的

行业评级：增持

报告日期：2023-11-19



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

联系人：李焯

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

1.行业周报：兼顾医药的临床价值，寻具备产品竞争力药械

2023-8-28

2.行业周报：跨越时间乐观思考医药标的选择 2023-9-11

3.行业周报：珍惜配置医药的窗口期 2023-10-30

4.行业周报：医药继续领涨，多元配置医药仓位 2023-11-05

5.行业周报：低估值提供安全边际，医保谈判提供边际变量 2023-11-12

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块下跌

本周医药生物指数下跌 0.17%，跑赢沪深 300 指数 0.34 个百分点，跑输上证综指 0.68 个百分点，行业涨跌幅排名第 25。11 月 17 日（本周五），医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值) 为 27X, 位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 11 月 10 日 PE 下跌 0.2, 比 2012 年以来均值 (34X) 低 7 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，5 个子行业上涨，8 个子行业下跌。其中，血液制品为涨幅最大的子行业，上涨 2.48%；医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌 2.67%。11 月 17 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 57X。

■ 医保谈判揭晓在即，需关注具备创新品类的标的

本周医药略微跑赢沪深 300 指数。细分板块方面，血液制品、医疗设备、原料药和中药等领涨，CXO、医院和流通板块等细分下跌。个股涨幅 top10，创新药和体外诊断为主，主要是品种预期、AD 检测、公司经营发展边际变化带来的市场关注；个股跌幅 top10，没有明确的主线。港股方面，HSCIH 周线略微下跌 0.37%，康宁杰瑞跌幅 51.99%，幅度较大。

医药生物（申万）年初至今走势还处于 2022 年 9 月份的低点位置，估值也是处于历年的低点。我们认为：政策相关的利空已经进入尾声、医药的大单品持续爆发出显示出医药产品的投资价值、年底医保继续谈判和续标叠加基药目录，基金对医药的仓位在犹豫中小幅环比增加，但是相比历史还处于低位。站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路：我们认为平台型、研发能力强的公司将会跨越周期，建议配置的思路包括大市值 PEG 低的龙头公司、个股细分龙头韧性强的公司（尤其是已经有商业化）、公司一直处于低位但是有变化的小市值公司。此外，2022 年四季度手术量大幅下滑，导致部分手术相关的医药公司业绩基数较低，可以多关注，例如骨科、麻醉等相关品类公司；近期的流感+肺炎等呼吸道疾病频发，也建议关注相关个股。

马上医保谈判结果揭晓，建议关注简约续标的创新药公司以及有品类在谈判的公司，我们团队前期关注的信立泰、特宝生物、艾迪药业、亿帆医药、君实生物、盟科药业、华领医药、九典制药、荣昌生物等均有品类在列，我们均深度覆盖。

11 月份建议配置个股：爱尔眼科、迈瑞医疗、亚辉龙、君实生物、英诺特、海泰新光、健麾信息、绿叶制药、智飞生物。兼顾了大白马的配置标的和可以带来弹性的小市值公司。

投资思路建议：

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

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

(3) **仿制企稳创新变化公司**：信立泰（集采利空出尽+多个产品上市）+百诚医药（仿制药 CRO），建议关注康哲药业和亿帆医药。

(4) **有望贡献大单品**：英诺特（呼吸道三联五联九联检产品）、百克（代庖大单品带动业绩环比增长）、欧林（全球独家金葡菌三期进展良好），建议关注科伦博泰、智翔金泰、泽璟制药。

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

(6) **药房（低估值）**：一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

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

(8) **医疗服务**：爱尔眼科、国际医学（院内诊疗冬季旺季需求强劲）、华夏眼科、海吉亚、瑞尔集团、美年健康。

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

■ 华安创新药周观点：医保谈判形势转暖，创新药花开或在眼前

周度复盘：本周药品板块涨跌互现，前半周整体走势平平，本周五医保谈判正式开始，为期 4 天在京举行，整体谈判反馈较好，结合今年以来的政策细则调整，评审方式和具体规则做了进一步优化和改进，充分体现医保的价值购买，体现对医药创新的支持，给予创新药正向回报。受医保谈判催化，周五下午创新药集体拉升，其中华领医药-B 单日升逾 9%，本周涨超 16%，主打降糖药物华堂宁实现糖尿病缓解，有望治愈糖尿病，同时公司正在开发其神经退行疾病（老年痴呆）等方向拓展。亿帆医药本周涨超 10%，旗下重磅创新药第三代长效升白亿立舒（F-627）获得 FDA 批准正式出海，是首个实现自主出海 FDA 的国产生物制品，同时该产品参与本次医保国谈，有望扩大患者可及性。预计今年 12 月初公布目录调整结果，明年 1 月 1 日起正式执行新版的医保目录。整体医保谈判形势较往年有所转暖，创新药花开或在眼前。

➤ **创新药企主力军**（初代百济、荣昌、信达、君实等；二代康方、

艾力斯、上海谊众、泽璟制药）已经陆续进入产品销售放量阶段，整体行业进入规范发展的快车道，biotech 陆续进入盈利阶段。从过去追求新靶点、差异化适应症的研发军备竞赛进入商业化能力比拼阶段，好产品是否真的可以放量，成为衡量一个产品的最终准绳。老龄化所引发的临床需求催化行业长期 β ，创新药等具有解决疾病能力的品类在新的行业规则下有望受益、成熟药企也会更着重扩充优秀的产品管线。只有具有创新临床价值的产品有望出海，期待更多具有价值的药品提高可及性，惠及更多患者。

➤ **好产品+好销售+统筹运营能力**：观察过去以来市场反应，后续我们认为**商业化能力是使药品真正产生患者、企业多方效益的关键**。行业处于资金端收紧、研发难度提高的整合期，拥有综合统筹运营能力的企业更容易勇立潮头。此时**我们选择手握潜力大单品+具备出海能力+具有赛道或适应症独家性优势的个股标的**。

关注标的：

- 1) **医药 β 下具有个股变化拐点**：君实生物（ α 提升+PD-1 出海）、绿叶制药（财务改善+新产品放量）、亿帆医药（多个新产品增量+F627 出海）；
- 2) **本年底基数明年增量**：荣昌生物（RC18 扩适应症，23 年低基数）、信立泰（明年医保增量+JK07 出海，23 年低基数）；
- 3) **专科领域领先公司**：特宝生物（乙肝干扰素独家）、艾迪药业（HIV 复方单片医保谈判）、兴齐眼药（阿托品）、贝达药业（肺癌 EGFR）；
- 4) **出现大单品的创新药企**：泽璟制药（人凝血酶、杰克替尼）、科伦博泰（SKB264 等 ADC）、智翔金泰（狗抗、破抗）、艾力斯（伏美替尼一线医保）；
- 5) **仿制企稳创新变化公司**：科伦药业（输液提毛利+博泰创新）、康哲药业（集采出尽+IL-23 等新产品+芦可软膏等）、信立泰（集采利空出尽+恩那罗医保+JK07 出海）；
- 6) **长期关注出海型/平台型制药企业**：百济神州、科伦药业、君实生物、信达生物、恒瑞医药。

■ 本周个股表现：A 股超五成个股上涨

本周 491 支 A 股医药生物个股中，267 支上涨，占比 54.38%。

本周涨幅前十的医药股为：新诺威（+18.10%）、首药控股（+17.86%）、通化金马（+15.62%）、迪瑞医疗（+11.45%）、康为世纪（+10.98%）、亿帆医药（+10.75%）、迪安诊断（+10.70%）、景峰医药（+10.43%）、健民集团（+10.20%）、嘉应制药（+10.12%）。

本周跌幅前十的医药股为：热景生物（-12.10%）、诺唯赞（-11.27%）、润达医疗（-7.25%）、太极集团（-7.21%）、心脉医疗（-7.04%）、键凯科技（-5.85%）、赛托生物（-5.51%）、维康药业（-5.46%）、阳光诺和（-4.77%）、恩华药业（-4.56%）。

本周港股 97 支个股中，63 支上涨，占比 64.95%。

■ 本周新发报告

医疗器械专题之神经介入：《大浪淘沙，后集采时代的国产价值挖掘》；公司深度完美医疗（1830.HK）：《大湾区医美健康龙头，一站式服务驱动增长》；公司点评迪安诊断（300244）：《常规业务持续增长，减值影响可控》；公司点评皓元医药（688131）：《利润短期承压，期待盈利能力逐步改善》；公司深度春立医疗（688236）：《国产关节龙头，集采出清后重回增长轨道》；公司点评可孚医疗（301087）：《23Q3 收入结构优化，毛利率继续提升》；公司点评同仁堂（600085）：《Q3 利润端表现亮眼，费用率持续优化》；公司深度亿帆医药：《一鼓作气终现曙光，出海全球扬帆启航》。

■ 风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块下跌.....	7
2 周观点：医保谈判揭晓在即，需关注具备创新品类的标的.....	8
3 华安创新药周观点：医保谈判形势转暖，创新药花开或在眼前	9
周度复盘：	9
4 本周个股表现：A股超五成个股上涨.....	12
4.1 A股个股表现：超五成个股上涨	12
4.2 港股个股表现：超六成个股上涨.....	14
5 本周新发报告	16
5.1 医疗器械专题之神经介入：大浪淘沙，后集采时代的国产价值挖掘.....	16
5.2 公司深度完美医疗（1830.HK）：大湾区医美健康龙头，一站式服务驱动增长	17
5.3 公司点评迪安诊断（300244）：常规业务持续增长，减值影响可控.....	18
5.4 公司点评皓元医药（688131）：利润短期承压，期待盈利能力逐步改善	19
5.5 公司深度春立医疗（688236）：国产关节龙头，集采出清后重回增长轨道.....	19
5.6 公司点评可孚医疗（301087）：23Q3收入结构优化，毛利率持续提升	20
5.7 公司点评同仁堂（600085）：Q3利润端表现亮眼，费用率持续优化	21
5.8 公司深度亿帆医药：一鼓作气终现曙光，出海全球扬帆启航.....	22
风险提示：	23

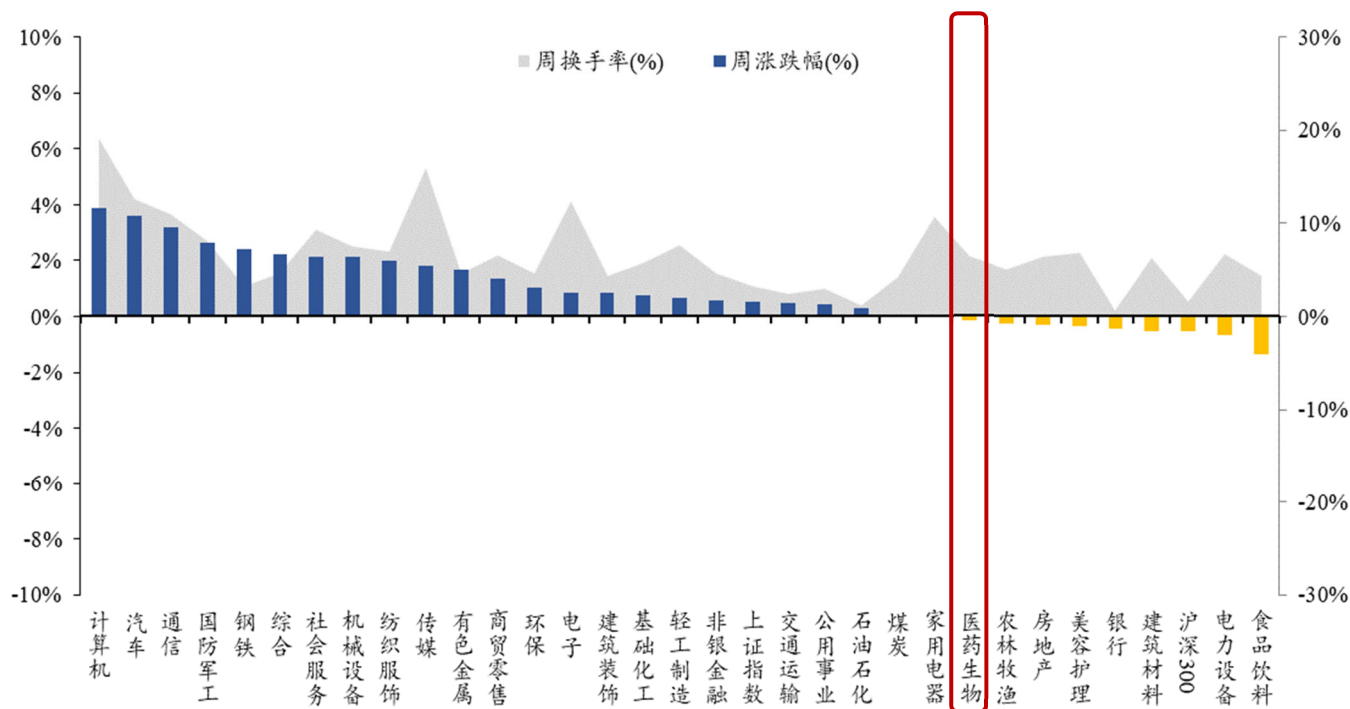
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）	7
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 11 月 17 日（本周五））	7
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）	8
图表 4 创新药标的周涨跌幅（11.13~11.17）	11
图表 5 创新药周度事件（11.13~11.17）	12
图表 6 A 股医药股涨幅前十（本周）	13
图表 7 A 股医药股跌幅前十（本周）	13
图表 8 A 股医药股成交额前十（本周）	14
图表 9 港股医药股涨幅前十（本周）	14
图表 10 港股医药股跌幅前十（本周）	15
图表 11 港股医药股成交额前十（本周）	15

1 本周行情回顾：板块下跌

本周医药生物指数下跌 0.17%，跑赢沪深 300 指数 0.34 个百分点，跑输上证综指 0.68 个百分点，行业涨跌幅排名第 25。

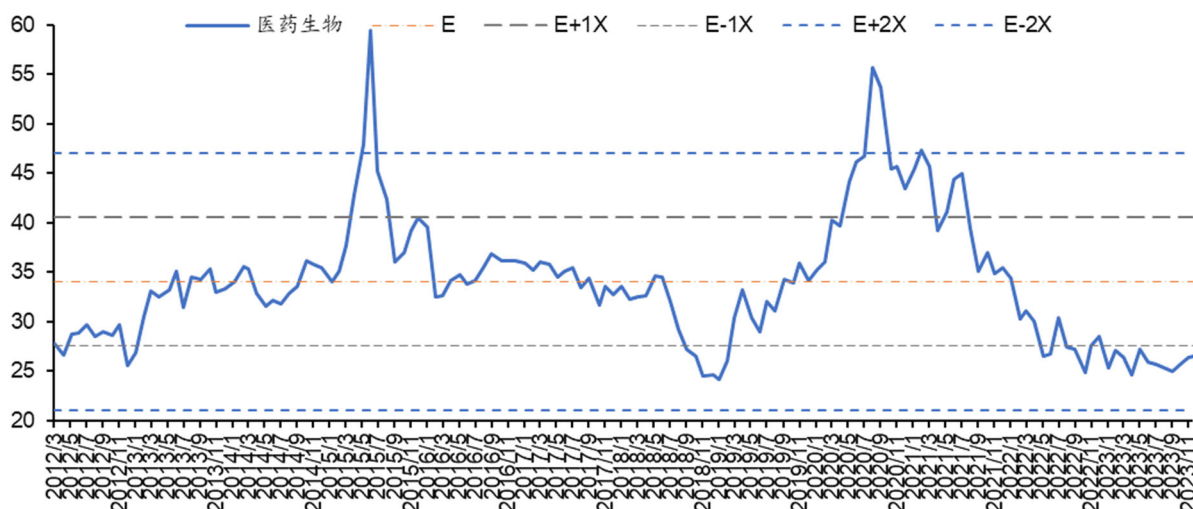
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

11 月 17 日（本周五），医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值) 为 27X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 11 月 10 日 PE 下跌 0.2，比 2012 年以来均值（34X）低 7 个单位。

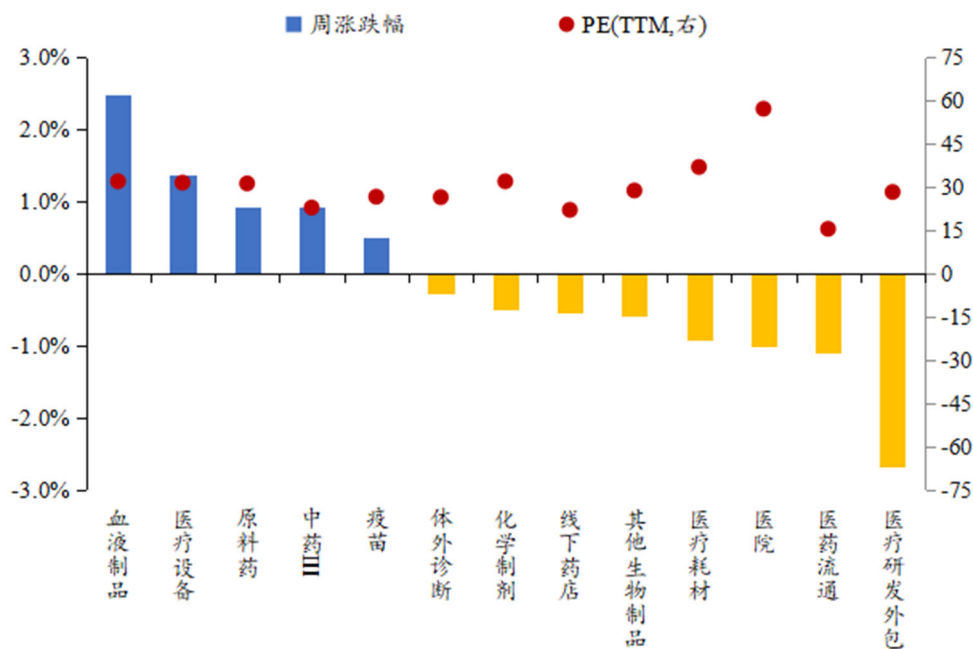
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 11 月 17 日（本周五））



资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药III级子行业中，5个子行业上涨，8个子行业下跌。其中，血液制品为涨幅最大的子行业，上涨2.48%；医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌2.67%。11月17日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM)为57X。

图表3 A股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 周观点：医保谈判揭晓在即，需关注具备创新品类的标的

本周医药略微跑赢沪深300指数。细分板块方面，血液制品、医疗设备、原料药和中药等领涨，CXO、医院和流通板块等细分下跌。个股涨幅top10，创新药和体外诊断为主，主要是品种预期、AD检测、公司经营发展边际变化带来的市场关注；个股跌幅top10，没有明确的主线。港股方面，HSCI周线略微下跌0.37%，康宁杰瑞跌幅51.99%，幅度较大。

医药生物（申万）年初至今走势还处于2022年9月份的低点位置，估值也是处于历年的低点。我们认为：政策相关的利空已经进入尾声、医药的大单品持续爆发出显示出医药产品的投资价值、年底医保继续谈判和续标叠加基药目录，基金对医药的仓位在犹犹豫豫中小幅环比增加，但是相比历史还处于低位。站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路：我们认为平台型、研发能力强的公司将会跨越周期，建议配置的思路包括大市值PEG低的龙头公司、个股细分龙头韧性强的公司（尤其是已经有商业化）、公司一直处于低位但是有变化的小市值公司。此外，2022年四季度手术量大幅下滑，导致部分手术相关的医药公司业绩基数较低，可以多关注，例如骨科、麻醉等相关品类公司；近期的流感+肺炎支原体等呼吸道疾病频发，也

建议关注相关个股。

马上医保谈判结果揭晓，建议关注简约续标的创新药公司以及有品类在谈判的公司，我们团队前期关注的信立泰、特宝生物、艾迪药业、亿帆医药、君实生物、盟科药业、华领医药、九典制药、荣昌生物等均有品类在列，我们均深度覆盖。

11 月份建议配置个股：爱尔眼科、迈瑞医疗、亚辉龙、君实生物、英诺特、海泰新光、健麾信息、绿叶制药、智飞生物。兼顾了大白马的配置标的和可以带来弹性的小市值公司。

投资思路建议：

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

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

(3) 仿制企稳创新变化公司：信立泰（集采利空出尽+多个产品上市）+百诚医药（仿制药 CRO），建议关注康哲药业和亿帆医药。

(4) 有望贡献大单品：英诺特（呼吸道三联五联九联检产品）、百克（代庖大单品带动业绩环比增长）、欧林（全球独家金葡菌三期进展良好），建议关注科伦博泰、智翔金泰、泽璟制药。

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

(6) 药房（低估值）：一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

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

(8) 医疗服务：爱尔眼科、国际医学（院内诊疗冬季旺季需求强劲）、华厦眼科、海吉亚、瑞尔集团、美年健康。

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

3 华安创新药周观点：医保谈判形势转暖，创新药花开或在眼前

周度复盘：

本周药品板块涨跌互现，前半周整体走势平平，本周五医保谈判正式开始，为期 4 天在京举行，整体谈判反馈较好，结合今年以来的政策细则调整，评审方式和具体规则做了进一步优化和改进，充分体现医保的价值购买，体现对医药创新的支持，给予创新药正向回报。受医保谈判催化，周五下午创新药集体拉升，其中华领医药-B 单日升逾 9%，本周涨超 16%，主打降糖药物华堂宁实现糖尿病缓解，有望治愈糖尿病，同时公司正在开发其神经退行疾病（老年痴呆）等方向拓展。亿帆医药本周涨超 10%，旗下重磅创新药第三代长效升白亿立舒（F-627）获得 FDA 批准正式出海，是首个实现自主出海 FDA 的国产生物制品，同时该产品参与本次医保国谈，有望扩

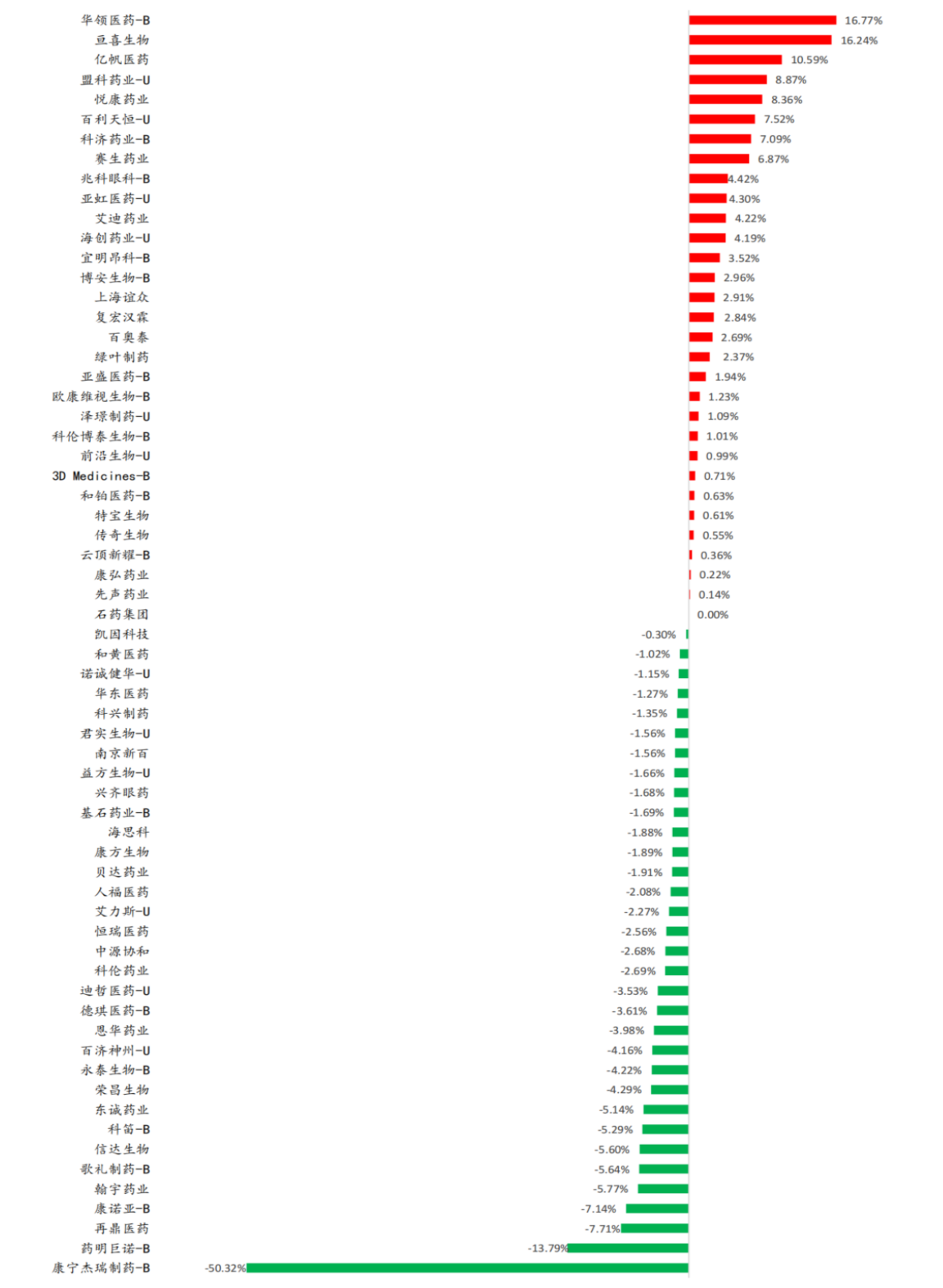
大患者可及性。预计今年 12 月初公布目录调整结果，明年 1 月 1 日起正式执行新版的医保目录。整体医保谈判形势较往年有所转暖，创新药花开或在眼前。

- **创新药企主力军**（初代百济、荣昌、信达、君实等；二代康方、艾力斯、上海谊众、泽璟制药）已经陆续进入产品销售放量阶段，整体行业进入规范发展的快车道，biotech 陆续进入盈利阶段。从过去追求新靶点、差异化适应症的研发军备竞赛进入商业化能力比拼阶段，好产品是否真的可以放量，成为衡量一个产品的最终准绳。老龄化所引发的临床需求催化行业长期 β ，创新药等具有解决疾病能力的品类在新的行业规则下有望受益、成熟药企也会更着重扩充优秀的产品管线。只有具有创新临床价值的产品有望出海，期待更多具有价值的药品提高可及性，惠及更多患者。
- **好产品+好销售+统筹运营能力**：观察过去以来市场反应，后续我们认为商业化能力是使药品真正产生患者、企业多方效益的关键。行业处于资金端收紧、研发难度提高的整合期，拥有综合统筹运营能力的企业更容易勇立潮头。此时我们选择手握潜力大单品+具备出海能力+具有赛道或适应症独家性优势的个股标的。

关注标的：

- 1) 医药 β 下具有个股变化拐点**：君实生物（ α 提升+PD-1 出海）、绿叶制药（财务改善+新产品放量）、亿帆医药（多个新产品增量+F627 出海）；
- 2) 本年底基数明年增量**：荣昌生物（RC18 扩适应症，23 年底基数）、信立泰（明年医保增量+JK07 出海，23 年底基数）；
- 3) 专科领域领先公司**：特宝生物（乙肝干扰素独家）、艾迪药业（HIV 复方单片医保谈判）、兴齐眼药（阿托品）、贝达药业（肺癌 EGFR）；
- 4) 出现大单品的创新药企**：泽璟制药（人凝血酶、杰克替尼）、科伦博泰（SKB264 等 ADC）、智翔金泰（狗抗、破抗）、艾力斯（伏美替尼一线医保）；
- 5) 仿制企稳创新变化公司**：科伦药业（输液提毛利+博泰创新）、康哲药业（集采出尽+IL-23 等新产品+芦可软膏等）、信立泰（集采利空出尽+恩那罗医保+JK07 出海）；
- 6) 长期关注出海型/平台型制药企业**：百济神州、科伦药业、君实生物、信达生物、恒瑞医药。

图表 4 创新药标的周涨跌幅 (11.13~11.17)



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 5 创新药周度事件 (11.13~11.17)

产业重要信息	1.【2023 年国家医保目录谈判】今年的国家医保目录调整谈判工作于 11.17~11.20 在京举行，今年医保目录调整的评审方式和具体规则做了进一步优化和改进，充分体现医保的价值购买，体现对医药创新的支持。计划今年 12 月初公布目录调整结果，明年 1 月 1 日起正式执行新版的医保目录。 2.【全球首个 KRAS 抑制剂销售出现颓势】安进 Lumakras 于 2021 年中上市，全球 FIC 的 KRAS 抑制剂，前三季度从 3600 万美元爬坡至 7200 万美元/季度，此后每个季度维持在 7000 万美元水平，23Q3 出现首次下滑至 5200 万美元。公司给出的解释为法国正在进行报销谈判加上药品库存不足，总体来说商业化并不成功。国内在研：加科思 JAB21822、信达/劲方的 IBI351 处于三期，瓊黎药业 YL-15293，加科思 JAB-21822，益方生物 D-1553，勤浩医药 GH-35 处于临床 2 期，济煜医药、贝达药业、恒瑞等处于临床阶段。	
新药进度	【中国】 1.【华东医药】全资子公司中美华东制药的注射用利纳西普（IL-1 融合蛋白）（ARCALYST®，Rilonacept for Injection）用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征（CAPS）的上市许可 NDA 申请获得受理。引进自 Kiniksa Pharmaceuticals 拥有 24 个亚太国家地区权益。	【海外】 1.【诺和诺德】启动了 CagriSema 复方与替尔泊肽在减肥适应症的 III 期临床研究，拟招募 800 名患有肥胖或超重问题的个体，目标定于 2025 年 8 月完成。试验参与者将服用 2.4 mg 卡格林肽和 2.4 mg 司美格鲁肽的组合或更高剂量的 15 mg 替尔泊肽。此前，在 22 年 8 月完成了 II 期临床，预期可减重 25%。 2.【亿帆医药】控股子公司亿一生物自主研发的生物创新药 Ryzneuta®（通用名：艾贝格司亭 α 注射液，海外商品名“Ryzneuta®，中国商品名“亿立舒®”，内部研发代码“F-627”，）正式获得美国食品药品监督管理局（FDA）的上市批准，用于治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症。首个自主出海 FDA 的国产生物制品。
投融资	1.科镁信 Carcell Biopharma（红细胞递送）宣布完成数千万人民币 Pre-A 轮融资，由锡创投领投、嘉翊投资跟投。 2.梦阳药业（制药）完成亿元 B 轮融资，本轮融资由朗资韩亚领投，井冈山振东晟虹投资、扬州铠贤创投及老股东跟投。 3.臻知医学(CGT mRNA)完成数千万人民币 Pre A+轮融资，本轮融资由北京国管中心旗下顺禧基金领投，老股东君实生物、雅惠投资以及公司创始人共同跟投。 4.海昇药业（医药中间体）拟募资 6.79 亿元，北交所 IPO 申请过会。	
BD 授权合作	【诺华引进传奇 DLL3 CAR-T】传奇生物与诺华就传奇生物的特定靶向 DLL3 的嵌合抗原受体 T 细胞(CAR-T)疗法签订了独家全球许可协议。传奇生物的 LB2102 等 DLL3 CAR-T 疗法的全球权益授权给诺华，诺华需要支付 1 亿美元预付款+10.1 亿美元里程碑金额以及一定比例的销售分成。LB2102 也将是诺华首次将 T-Charge 应用于靶向实体瘤的细胞疗法候选药物。	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 本周个股表现：A 股超五成个股上涨

4.1 A 股个股表现：超五成个股上涨

下文选取的 A 股出自 A 股分类：申银万国行业类-医药生物。

本周 491 支 A 股医药生物个股中，267 支上涨，占比 54.38%。

本周涨幅前十的医药股为：新诺威、首药控股、通化金马、迪瑞医疗、康为世纪、亿帆医药、迪安诊断、景峰医药、健民集团、嘉应制药。

图表 6 A 股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	300765.SZ	新诺威	118.47	444.53	37.97	18.10
2	688197.SH	首药控股	25.75	85.89	57.75	17.86
3	000766.SZ	通化金马	116.63	145.26	15.03	15.62
4	300396.SZ	迪瑞医疗	43.48	82.38	29.97	11.45
5	688426.SH	康为世纪	11.89	36.18	32.24	10.98
6	002019.SZ	亿帆医药	113.14	190.77	15.56	10.75
7	300244.SZ	迪安诊断	124.71	169.26	27.00	10.70
8	000908.SZ	景峰医药	23.22	31.67	3.60	10.43
9	600976.SH	健民集团	76.38	101.11	65.91	10.20
10	002198.SZ	嘉应制药	27.68	37.56	7.40	10.12

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：热景生物、诺唯赞、润达医疗、太极集团、心脉医疗、键凯科技、赛托生物、维康药业、阳光诺和、恩华药业。

图表 7 A 股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	688068.SH	热景生物	29.33	43.11	46.72	-12.10
2	688105.SH	诺唯赞	40.95	142.32	35.58	-11.27
3	603108.SH	润达医疗	92.25	137.10	23.40	-7.25
4	600129.SH	太极集团	149.59	232.06	41.67	-7.21
5	688016.SH	心脉医疗	74.92	138.00	191.72	-7.04
6	688356.SH	键凯科技	37.53	75.05	123.82	-5.85
7	300583.SZ	赛托生物	20.72	38.07	20.07	-5.51
8	300878.SZ	维康药业	12.78	40.37	27.88	-5.46
9	688621.SH	阳光诺和	44.32	76.43	68.24	-4.77

10	002262.SZ	恩华药业	140.92	252.80	25.09	-4.56
----	-----------	------	--------	--------	-------	-------

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：润达医疗、通化金马、药明康德、翰宇药业、常山药业、恒瑞医药、康龙化成、迈瑞医疗、智飞生物、普利制药。

图表 8 A 股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	603108.SH	润达医疗	92.25	137.10	23.40	98.00
2	000766.SZ	通化金马	116.63	145.26	15.03	74.59
3	603259.SH	药明康德	1898.16	2535.17	85.36	61.03
4	300199.SZ	翰宇药业	98.26	134.08	15.18	55.66
5	300255.SZ	常山药业	62.10	110.01	11.97	52.69
6	600276.SH	恒瑞医药	1832.83	3007.06	47.14	49.74
7	300759.SZ	康龙化成	334.72	566.59	34.19	49.46
8	300760.SZ	迈瑞医疗	1679.93	3461.52	285.50	41.14
9	300122.SZ	智飞生物	706.71	1544.40	64.35	31.94
10	300630.SZ	普利制药	66.62	112.00	24.98	31.72

资料来源：ifind，华安证券研究所

4.2 港股个股表现：超六成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 97 支个股中，63 支上涨，占比 64.95%。

本周涨幅前十的港股医药股为：诺辉健康、沛嘉医疗-B、中国生物制药、石四药集团、春立医疗、赛生药业、医渡科技、微创机器人-B、君实生物、固生堂。

图表 9 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	6606.HK	诺辉健康	105.49	105.49	25.05	12.33
2	9996.HK	沛嘉医疗-B	49.03	49.03	7.85	11.35
3	1177.HK	中国生物制药	662.39	662.39	3.83	11.34
4	2005.HK	石四药集团	130.59	130.59	4.78	8.88
5	1858.HK	春立医疗	12.43	98.93	14.20	8.23
6	6600.HK	赛生药业	66.94	66.94	11.82	7.07

7	2158. HK	医渡科技	43. 30	43. 30	4. 47	6. 68
8	2252. HK	微创机器人-B	167. 01	167. 01	18. 94	5. 57
9	1877. HK	君实生物	43. 67	368. 09	21. 65	5. 35
10	2273. HK	固生堂	108. 78	108. 78	49. 25	5. 12

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：康宁杰瑞制药-B、嘉和生物-B、腾盛博药-B、开拓药业-B、药明巨诺-B、永泰生物-B、康诺亚-B、信达生物、德琪医药-B、乐普生物-B。

图表 10 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	9966. HK	康宁杰瑞制药-B	55. 65	55. 65	6. 27	-51. 99
2	6998. HK	嘉和生物-B	5. 79	5. 79	1. 24	-10. 79
3	2137. HK	腾盛博药-B	17. 77	17. 77	2. 65	-10. 47
4	9939. HK	开拓药业-B	12. 14	12. 14	2. 95	-10. 06
5	2126. HK	药明巨诺-B	9. 48	9. 48	2. 50	-8. 09
6	6978. HK	永泰生物-B	17. 18	17. 18	3. 63	-6. 44
7	2162. HK	康诺亚-B	137. 15	137. 15	53. 30	-4. 82
8	1801. HK	信达生物	663. 94	663. 94	44. 65	-4. 39
9	6996. HK	德琪医药-B	9. 93	9. 93	1. 60	-4. 19
10	2157. HK	乐普生物-B	57. 24	57. 24	3. 75	-3. 85

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为：药明生物、信达生物、中国生物制药、石药集团、康宁杰瑞制药-B、康方生物、金斯瑞生物科技、百济神州、康诺亚-B、京东健康。

图表 11 港股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	2269. HK	药明生物	1849. 45	1849. 45	47. 25	53. 18
2	1801. HK	信达生物	663. 94	663. 94	44. 65	25. 44
3	1177. HK	中国生物制药	662. 39	662. 39	3. 83	21. 86
4	1093. HK	石药集团	750. 04	750. 04	6. 85	21. 04

5	9966. HK	康宁杰瑞制药-B	55.65	55.65	6.27	17.23
6	9926. HK	康方生物	362.08	362.08	46.80	12.43
7	1548. HK	金斯瑞生物科技	461.48	461.48	23.65	11.39
8	6160. HK	百济神州	1309.88	1476.71	115.00	10.35
9	2162. HK	康诺亚-B	137.15	137.15	53.30	8.26
10	6618. HK	京东健康	1107.30	1107.30	37.85	8.17

资料来源：ifind，华安证券研究所

5 本周新发报告

5.1 医疗器械专题之神经介入：大浪淘沙，后集采时代的国产价值挖掘

我们 2023 年 11 月 10 日发布专题：《大浪淘沙，后集采时代的国产价值挖掘-神经介入行业梳理》，核心观点如下：

市场规模：我们预计 2028 年我国神经介入耗材市场规模达 400 亿元，2022-2028E CAGR 36.5%。我国脑血管病介入治疗起步较晚，渗透率低，根据灼识咨询数据显示，目前我国卒中治疗渗透率仅为 1.7%，相较于美国的 11.8%仍有较大提升空间。神经介入技术是治疗脑血管疾病的前沿关键技术，相比于药物治疗和外科手术，神经介入技术具有创伤小、疗效显著且恢复快的特点。我国神经介入行业当前市场规模约 100 亿元，随着介入治疗技术日渐成熟、人口老龄化加剧，我国神经介入市场规模有望在 2028 年达到 400 亿元以上，2023-2028E CAGR 36.5%。

出血类器械：（1）需求端分析：出血类神经介入市场核心关注颅内动脉瘤。根据弗若斯特沙利文预计，2026 年我国颅内动脉瘤患病人群将达到 8800 万人，颅内动脉瘤一旦破裂（临床认为破裂概率约为 10-15%），破裂颅内动脉瘤患者的死亡率将高于 70%。出血类器械主要分为两类：栓塞弹簧圈和血流导向密网支架。（2）产业分析：我们短期内看好弹簧圈因为集采带来的成本优势而被普及，长期看好拥有更大适用范围、更小复发率和长期成本更低的血流导向密网支架。（3）公司分析：弹簧圈市场百舸争流，加奇生物（沛嘉医疗）持续优化解脱方式推出多代产品、归创通桥积极拥抱集采；血流导向密网支架市场微创脑科学 Tubridge®唯一进入集采，艾柯医疗 LATTICE 布局高端线，性能全球领先。

缺血类器械：（1）需求端分析：核心病种为 AIS，以及容易导致 AIS 的 ICAD。临床现状 AIS 普遍效果不佳，主要原因是时间窗口限制了诊疗效果，机械取栓能有效解决此临床难题。2026 年缺血性脑卒中中国市场规模预计将突破 73 亿。（2）产业分析：AIS 中组合取栓是未来的主流方式，其使用到的取栓支架、抽吸导管为关注点。ICAD 中颅内支架目前占半壁江山但载药球囊份额有上升趋势。（3）公司分析：取栓支架艾柯医疗性能领先。心玮医疗注重缺血类全流程防治，已有多年的耕耘。

国产替代“东风”将至：（1）集采政策初见成效。2020—2022 年集采政策仅仅主要覆盖弹簧圈一类单品的情况下，国产四家巨头份额占比就由 3.85%迅速提升至 17.00%，我们预计在陆续进入血流导向密网支架、取栓支架等高耗领域后，神经介入市场的国产替代率将持续攀升。（2）AI 风口，辅助诊检提升渗透率。当前制约神经介入器械提升的主要难题是脑部血管复杂造成的就诊精确度较低、漏诊误诊较

高的问题，所以精准诊断和治疗决策的评估需求巨大。AI 加持的脑血管病智能诊疗系统可在早期患病、进展期、脑卒中急性发病期和术后康复期等不同疾病发展时期赋能脑血管病的诊断和决策，进一步助力神经介入行业渗透率的提升。

风险提示：集采风险、政策调整不及预期、行业竞争加剧风险。

5.2 公司深度完美医疗（1830.HK）：大湾区医美健康龙头，一站式服务驱动增长

我们 2023 年 11 月 9 日发布【30 页】公司深度完美医疗（1830.HK）：《大湾区医美健康龙头，一站式服务驱动增长》，核心观点如下：

大湾区领先的医疗美容服务提供商，医疗健康&医疗美容一站式经营，打造全周期服务体系

完美医疗是香港最大的医疗美容服务提供商之一，2023 财年内公司共经营管理 47 个服务点，包括“医疗+医美”服务中心、男士医美中心、痛症管理中心、生发中心、产后修复中心等多种业态，国内有 22 间香港门店，21 间大陆门店和 1 间澳门门店，海外服务点 1 间位于新加坡，2 间位于澳大利亚，全球经营服务面积达 294,000 平方尺，业务版图广阔。公司通过挖掘医美&相关医疗服务潜力打造高协同服务生态，形成医疗美容、生发医疗、痛症医疗、预防医疗和生殖医疗五大业务板块。FY2023 公司实现营业收入 13.89 亿港元，同比增长 2.91%；实现归母净利润 3.16 亿港元，同比增长 3.4%。按照收入结构分，FY2023 公司实现医疗美容业务收入 11.2 亿元港币（+30.9%），占总销售合同收入比例 77.4%。按照地域划分，FY2023 公司香港地区/香港以外地区分别贡献收入 10.4/3.5 亿元港币，同比+6.7%/-6.9%，占比 74.9%/25.1%。公司近日披露 6-8 月香港医疗旅游旗舰店销售合同增长情况，增速达 52.6%；公司 3 月公布数据显示，2023 年 2 月内地销售合同额环比和同比增长分别达到 85.9%、64.5%。

全周期服务模式助力赋能高效盈利，多元化&国际化发展驱动业务扩张

盈利能力领跑同业，业绩复苏快：公司盈利能力大幅领先，净利润率、投资回报率明显优于海内外同业公司。2022 年底内地疫情管控措施放松以后，公司全速复苏，大陆地区 23 年 2 月内地销售合同额环比和同比分别增长 85.9%、64.5%，为公司未来业绩增长打下良好基础。

一站式服务生态覆盖全生命周期：公司以医美及相关医疗保健服务为市场抓手，通过医疗美容、生发医疗、痛症医疗、预防医疗和生殖医疗五大业务提高客户留存率，发挥服务协同效应，获客成本低，客户黏性高。

多元化&国际化战略助力发展：多元化方面，公司自 2021 年起大力打造一站式“医疗健康+医疗美容”平台，方便顾客享受多元化服务，培育业务新增长点。国际化方面，公司 2020 年起进军国际市场，将业务辐射至澳洲、新加坡，成功培育海外客群，提高品牌知名度。

美学医疗行业市场增长空间广阔，顾客需求亟待满足

从医美市场看，根据弗若斯特沙利文的数据，预计 2030 年我国医美行业市场规模达到 6535 亿元，潜力大提升快。从生发医疗行业看，根据 2021 年国家卫健委调查数据，我国每 4 位男性或 8 位女性中就有 1 人脱发，存在巨大未被满足的植发需求。分区域看，香港地区医美环境更为成熟，对私营医疗机构实行严格管控，大湾区内地城市协同需求助力完美医疗等港医品牌跨区域扩张。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司是大湾区最大的一站式“医疗健康+医疗美容”服务提供商之一，营运能力过硬、发展战略清晰，通过“医美+医疗”的双核心业务发展模式发掘业务增长潜力，

升级服务网络，奠定大湾区医美健康行业龙头地位。我们看好公司在医美市场的竞争力与海外扩张的经营实力，预计 FY2024-2026 分别实现营业收入 16.75/20.06/23.87 亿港元，同比增长 21%/20%/19%；实现归母净利润 4.03/4.94/6.06 亿港元，同比增长 28%/23%/23%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

监管政策变化，医疗及医美事故，行业竞争加剧风险，门店经营业绩风险。

5.3 公司点评迪安诊断（300244）：常规业务持续增长，减值影响可控

我们 2023 年 11 月 8 日发布公司点评迪安诊断（300244）：《常规业务持续增长，减值影响可控》，核心观点如下：

事件

2023 年 10 月 28 日公司发布三季度报告，前三季度公司实现营收 102.92 亿元（-34.15%），归母净利润 5.31 亿元（-78.13%），扣非净利润 4.82 亿元（-80.01%）。

事件点评

基期影响短期业绩，常规业务维持良好增速

2023Q3 公司实现营收 34.50 亿元（-29.25%），归母净利润 0.78 亿元（-85.84%），扣非净利润 1.50 亿元（-71.88%），表现业绩和利润同比下降主要系新冠肺炎核酸检测需求减少、新冠检测量下降的影响。剔除非经扰动，报告期内公司其他常规业务仍维持较高增速，2023 年前三季度公司诊断服务实现营收 40.80 亿元（+17.07%），ICL 服务收入 37.11 亿元（+21.16%），渠道产品业务收入 62.21 亿元（+6.07%），自研产品收入 3.29 亿元（+30.56%）。其中，单 Q3 公司诊断服务实现营收 13.53 亿元（+5.62%），ICL 服务收入 12.32 亿元（+10.01%），渠道产品业务收入 21.07 亿元（+4.14%），自研产品收入 1.00 亿元（+9.89%）。

盈利能力有所下降，经营性现金流不断改善

2023 年前三季度，公司综合毛利率为 32.81%（-8.31pct），整体净利率为 7.69%（-10.66pct）；单 Q3 的综合毛利率与整体净利率分别为 32.15%/5.22%（同比分别 -4.36pct/-8.81pct），预计主要系新冠检测需求下降导致规模效应减少，固定成本占比提升所致；其中三季度新增的 1.01 亿元信用减值损失对 Q3 净利率产生负向影响。此外，公司大力推动应收账款清理工作，截止第三季度末，应收账款余额为 93.90 亿元，较第二季度末环比减少 2.75 亿元，回款进程顺利，应收账款清理工作成效显著。随着公司收款工作有序推进及行业环境逐步改善，我们预计公司未来坏账风险较低，Q4 起业绩有望逐步提升。

投资建议

公司受去年新冠疫情扰动因素影响表现承压，常规业务、渠道及自研产品板块均有不同程度的提升，我们看好公司在第三方检测领域的业务能力，“产品+服务”医学检验平台协同优势明显，考虑到公司新冠减值影响，我们略微下修盈利预测，预计公司在 2023~2025 年将实现营业总收入 141.16/161.72/184.38 亿元人民币（前值 142.29/161.54/180.73 亿元），同比 -30.4%/+14.6%/+14.0%（前值 -29.8%/+13.5%/+11.9%）；将实现归母净利润 9.04/12.00/14.87 亿元（前值 10.58/13.77/16.80 亿元），同比 -37.0%/+32.7%/+24.0%（前值 -26.2%/+30.2%/22.0%），维持“买入”评级。

风险提示

政策风险；应收账款管理不及预期；诊断质量控制不及预期；行业竞争加剧风险。

5.4 公司点评皓元医药（688131）：利润短期承压，期待盈利能力逐步改善

我们 2023 年 11 月 09 日发布公司点评皓元医药（688131）：《利润短期承压，期待盈利能力逐步改善》，核心观点如下：

事件概述

皓元医药发布 2023 年三季报：公司 2023 年前三季度实现营业收入 13.76 亿元，同比增长 41.84%；归母净利润 1.18 亿元，同比下降 25.14%；

扣非归母净利润 1.07 亿元，同比下降 24.60%。单季度看，公司 Q3 实现收入 4.95 亿元，同比增长 41.95%；归母净利润 0.23 亿元，同比下降 31.79%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同比下降 33.16%。

事件点评

受融资环境趋紧等因素影响，利润短期承压

2023 前三季度公司毛利率为 48.34%（同比-4.97pp），净利率为 8.59%（同比-7.68pp），利润短期承压，主要系前端分子砌块和后端原料药和中间体、制剂业务销售价格降低所致。

前端产品品类持续扩充，后端产能建设稳步推进

1) 前端业务方面，截至 3Q23，公司已完成超 2.6 万种产品的自主研发、合成，累计储备超 11.1 万种分子砌块和工具化合物，其中分子砌块超 7.7 万种、工具化合物约 3.4 万种，构建了 170 多种集成化化合物库。此外，在生物版块相关业务方面，截至 3Q23，公司已累计形成生物大分子约 1.19 万种。

2) 后端业务方面，公司马鞍山产业化基地项目一期工程规划建设 3 个生产车间，由难仿药与 CDMO 业务共享。截至 3Q23，项目一期项目主体工程已基本完成，5 车间已于 4Q22 投产试运行；1 车间正在设备安装中，预计 2023 年 Q4 建成并试运行；4 车间的建设正有序推进中。

投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 18.86/25.87/35.31 亿元；同比增速为 38.9%/37.1%/36.5%；归母净利润分别为 2.16/3.62/5.55 亿元；净利润同比增速 11.6%/67.7%/53.2%；对应 2023~2025 年 EPS 为 1.44/2.41/3.69 元/股；对应估值为 47X/28X/18X。维持“买入”评级。

风险提示

人才流失风险；药物研发不及预期的风险；环境保护与安全生产风险；汇率波动风险。

5.5 公司深度春立医疗（688236）：国产关节龙头，集采出清后重回增长轨道

我们 2023 年 11 月 10 日发布【34 页】公司深度春立医疗（688236）：《国产关节龙头，集采出清后重回增长轨道》，核心观点如下：

骨科手术渗透率低，老龄化背景下需求持续

骨科疾病多为退行性疾病，年龄越大发病率越高，我国 60 岁老年人数量快速增长，2035 年左右，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，在总人口中的占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段。目前我国脊柱、关节的手术渗透率较低，与海外发达国家相比也有 5-10 倍的差异，预计随着集采政策的推进、耗材可及性提升、国产耗材市场占比上升等因素，预计 2030 年中国脊柱和关节的每千人手术量有望达到发达国家 2019 年的水平（取美国、德国、英国的平均水平），即脊柱和关节手术量达到 3.3

例/每千人和 4.2 例/每千人，预计 2019-2030 年脊柱和关节手术量的 CAGR 分别能够达到 15% 和 21%。

关节进口替代空间大，集采政策加速国产替代进口

集采后进口关节产品供货不足，进口经销商代理意愿下降，转向代理国产品牌，推动国产产品入院加速。且国产产品的产品质量已和进口比较接近，型号丰富、更易适配患者需求，在疫情下进口厂商学术活动和推广等减少背景下，国产厂商继续推进各类活动。我们预计，从 2021 年集采后主要国产和进口品牌市场占比看，髋关节的国产占比达 73%，膝关节国产占比仅 22.5%，小关节国产占比更低，未来膝关节的国产取代进口也将快速实现。

春立医疗在关节领域发力较早，技术积累充足，产品丰富，是国产关节龙头企业，且其脊柱、运动医学等产品也快速增长，公司有望成长为一家全品类的综合型的骨科平台企业。

(1) 公司在关节领域有超 20 年的技术积累，多款创新产品领先同行推出市场，如维他命 E 高交联聚乙烯髌、膝产品等。公司的单髁类产品同时拥有活动平台和固定平台两款，优势互补，近年来也保持较高的增速增长。

(2) 公司在脊柱领域，借助集采实现市场占有率提升。公司脊柱业务上市后即保持较高增长，公司的脊柱产品在 2017-2022 年快速增长，销量从 2.7 万套快速增长到 60.03 万套，集采前公司的市场份额不足 1%，集采后预计提升至 1.30%，随着更多空白医院的进入，市场占有率会进一步提升。我们预计公司脊柱业务在渠道库存处理完后能重新回归高增长轨道。

(3) 运动医学、PRP 等新赛道也充分布局。2022 年运动医学首年实现收入约 3700 万元，完整布局带线锚钉、带袢钛板、界面螺钉、修复缝合线等品类，预计也将充分受益于 2023 年底国家组织的第四轮运动医学类产品的带量采购。PRP 产品是公司 2022 年 7 月获批拿证的产品，应用科室广泛，我们预计公司 2024 年起将为公司贡献收入，远期市场空间可期。

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入端有望分别实现 14.03 亿元、17.17 亿元、21.22 亿元，收入同比增速分别为 16.7%、22.4% 和 23.6%，归母净利润预计 2023-2025 年分别实现 2.86 亿元、3.82 亿元和 4.81 亿元，利润同比增速分别为 -7.0%、33.5% 和 25.9%。2023-2025 年对应的 EPS 分别约 0.75 元、1.00 元和 1.25 元，对应的 PE 估值分别为 36 倍、27 倍和 21 倍，公司是国产关节龙头企业，产品布局全面，脊柱、运动医学、PRP 等多个业务增长潜力大，后续增长动能充足，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

关节续采价格不及预期风险。

单髁手术放量不及预期风险。

运动医学集采降幅超预期风险。

市场竞争加剧风险。

5.6 公司点评可孚医疗（301087）：23Q3 收入结构优化，毛利率继续提升

我们 2023 年 11 月 8 日发布公司点评可孚医疗（301087）：《23Q3 收入结构优化，毛利率继续提升》，核心观点如下：

事件

公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营业收入 21.24 亿元，同比增

长 13.11%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比增长 44.47%；实现扣非归母净利润 1.94 亿元，同比增长 77.82%。

其中，2023Q3 公司实现营业收入 6.05 亿元，同比增长 3.92%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比 15.57%。2023Q3 销售毛利率 43.62%，销售净利率约为 7.05%。

事件点评

2023Q3 毛利率环比/同比均大幅提升，预计结构优化为主要因素

2023Q3 公司销售毛利率达到 43.62%，在没有新冠类防疫物资的影响下实现了毛利率大幅度改善，我们预计这背后是公司收入结构的优化，健康监测类产品完全去除了低毛利率的抗原检测产品的影响，医疗护理类和康复辅具类均由于新产品放量而毛利率提升。

2023 年上半年，公司医疗护理类收入 4.16 亿 (yoy-6.67%)，毛利率 56.32%，我们推测 2023Q3 医疗护理板块仍保持较高的毛利率水平，收入占比可能会由于去年同期的口罩、手套、消毒用品类产品下降而下降，但新产品包括医美类面膜、敷料、成人护理、造口袋等会带动收入增长。

2023 年上半年，公司康复辅具类收入 3.48 亿 (yoy+22.54%)，毛利率 45.91%，毛利率同比增加了 9.42 个百分点，我们预计公司 2023Q3 该板块毛利率也维持在这个水平，展望未来该板块的毛利率还有上升的空间，高毛利的助听器、背背佳收入占比会持续提升。

健耳听力线下门店扩展迅速

截至 2023 年 10 月底，健耳听力验配中心的签约门店数约 760 家，开业门店总数约 650 家，全年预计完成开业门店 800 家左右。2023 年上半年健耳听力合并报表实现营业收入 9692.76 万，同比增长了 68.54%，实现净利润 227.95 万，2023Q3 预计随着门店新开数量增加，有一定幅度的亏损。我国听力缺损人群数量庞大，近年来海外大的听力集团在国内跑马圈地，健耳听力目前已经位于国内连锁第一梯队，在未来听力验配市场实现较快增长，预计 2024 年即初步实现盈亏平衡。

投资建议

我们调整了公司的盈利预测，预计 2023-2025 年公司收入分别为 31.08 亿元、38.16 亿元和 46.64 亿元（前值分别为 36.47 亿元、44.80 亿元和 55.34 亿元），收入增速分别为 4.4%、22.8%和 22.2%，2023-2025 年归母净利润分别实现 3.20 亿元、4.44 亿元和 5.46 亿元（前值分别为 3.97 亿元、4.77 亿元和 5.75 亿元），增速分别为 6.1%、38.8%和 22.9%，2023-2025 年 EPS 预计分别为 1.53 元、2.12 元和 2.61 元，对应 2023-2025 年的 PE 分别为 26x、19x 和 15x，维持“买入”评级。

风险提示

公司销售费用投放效率不及预期风险；

公司行业竞争格局恶化风险。

5.7 公司点评同仁堂（600085）：Q3 利润端表现亮眼，费用率持续优化

我们 2023 年 11 月 12 日发布公司点评同仁堂（600085）：《Q3 利润端表现亮眼，费用率持续优化》，核心观点如下：

事件

公司发布 2023 年三季度报告，实现营业收入 137.21 亿元，同比+25.88%；归母净利润 13.91 亿元，同比+38.67%；扣非归母净利润 13.78 亿元，同比+39.22%；经营性现金流净额为 23.94 亿元，同比-0.78%。

事件点评

Q3 利润端增速表现亮眼

单季度来看，公司 2023Q3 收入为 39.61 亿元，同比+16.72%；归母净利润为 4.04 亿元，同比+55.81%；扣非归母净利润 3.99 亿元，同比+56.54%。

前三季度费用率持续优化带来净利率提升

公司前三季度毛利率 46.28%，同比-2.11 个百分点；净利率 15.84%，同比+2.45 个百分点；销售费用率 17.77%，同比-1.90 个百分点；管理费用率 7.91%，同比-1.30 个百分点；研发费用率 1.10%，同比+0.07 个百分点；财务费用率-0.56%，同比-0.68 个百分点。

零售端基本盘稳健，积极探索科研创新与品种开发

零售门店：截至 2023 年中报，同仁堂商业拥有门店 955 家，其中新设立门店 13 家。零售药店中，有 608 家设立了中医医疗诊所，有 707 家取得“医疗保险定点零售药店”资格。

积极探索科研创新与品种开发，筛选经典名方目录先期开发部分品种。围绕公司经营主业，加大科研项目立项，开展经典名方、清脑宣窍滴丸研发工作，对安宫牛黄丸等重点品种进行二次开发。

投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 178.1/200.9/223.6 亿元，分别同比增长 15.9%/12.8%/11.3%，归母净利润分别为 17.8/21.6/24.8 亿元，分别同比增长 24.8%/21.7%/14.4%，对应估值为 39X/32X/28X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

原材料的价格波动；核心品种提价销售不及预期；营销改革不及预期。

5.8 公司深度亿帆医药：一鼓作气终现曙光，出海全球扬帆启航

我们 2023 年 11 月 16 日发布【30 页】公司深度亿帆医药：《一鼓作气终现曙光，出海全球扬帆启航》，核心观点如下：

基础业务底部反转，创新药自主出海新生机

亿帆医药是国内老牌药企，早年从事医药代理等业务，逐渐实现从代理转变到自有药物生产销售、从仿制药为主到扩大创新药的研发生产，“531 计划”逐步落实推进，布局“小尖特”类产品，巩固产品优势，随着产品结构改变，基础业务重获增速。国际化战略步伐中，公司兼具“引进来与走出去”，一方面与国内外生产企业合作，加强产品推广，扩大市场份额；另一方面，将公司产品借助海外销售区域第三方销售资源，提升海外产品销量。多年积累，逐步使亿帆医药打开国际化的局面，为如今的创新药出海奠定了坚实基础。

第三代 G-CSF 亿立舒成功商业化，出海欧美进程在即

作为全球首个双分子 G-CSF Fc 融合蛋白，艾贝格司亭 α 注射液（亿立舒®）在 2023 年 5 月于国内成功获批上市，在持续降低中性粒细胞减少症发生率方面具有明显优势，并在 ANC 谷值和恢复时间等方面更具优势，能够降低患者抗生素和镇痛药物的使用频次，提高患者依从性及生活质量。其结构及工艺创新带来了更好的疗效和安全性，进一步带来依从性、便捷性、经济性等方面的多重获益。亿立舒®于今年 6 月完成首批发货并逐步落实处方，年内将参与医保国谈，有望惠及更多患者。海外上市进程中，6 月 7 日美国 FDA 就亿一生物艾贝格司亭 α 注射液上市申请对北京亿一原液生产现场进行的许可前检查也已顺利完成，欧盟 EMA 审查也在进行中，出海欧美进程在即。

前期布局相继收获，小尖特巩固品类优势

公司前期布局多个独家或市场需求大的产品，来自罗氏的希罗达公司已于今年正式获得其代理权，有望快速贡献销售增量。多个国内首仿产品上市，普乐沙福注射液、硫酸长春新碱注射液、乳果糖口服溶液、丁甘交联玻璃酸钠注射液等 10 个制剂产品陆续获批，进一步优化了产品结构。与此同时，公司在持续推进中药品类发展增长，多个医保、基药产品稳定贡献，1.1 类新药断金戒毒胶囊、复方银花解毒颗粒等的临床实验也在有序推进。

投资建议

我们预计 2023-2025 年亿帆医药营业收入分别为 38.62 亿元、46.88 亿元、52.64 亿元，同比增长分别为 0.7%、21.4%、12.3%；2023~2025 年归母净利润分别为 1.94 亿元、4.64 亿元、5.91 亿元，同比增长 1.6%、138.7%、27.4%。我们看好 F627 的海内外上市带动营收及利润增长，公司仿创转型收获成果。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

审批准入不及预期风险、成本上升风险、销售不及预期的风险、行业政策风险。

风险提示：

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

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

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

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

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

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