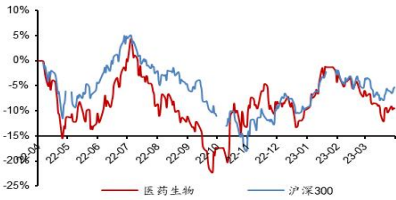


中药板块继续领涨，需同时关注 Q1 业绩突出的公司

行业评级：增持

报告日期：2023-04-06



主要观点：

■ 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.24%，跑赢沪深 300 指数 0.64 个百分点，跑赢上证综指 1.01 个百分点，行业涨跌幅排名第 11。3 月 31 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 25X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，相比 3 月 24 日 PE 下跌 0.1 个单位，比 2012 年以来均值（35X）低 10 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，8 个子行业上涨，5 个子行业下跌。其中，中药 III 为涨幅最大的子行业，上涨 5.08%，医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌 4.80%。3 月 31 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 82X。

■ 中药板块继续领涨，需同时关注 Q1 业绩突出的公司

医药生物终于跑赢沪深 300，在申万 31 个一级行业中涨幅排名 top11，基本是跑赢-跑输-跑赢-跑输-跑赢的博弈阶段；本周“中药和医疗 AI”是主线。本周中药、医疗设备等领涨，CXO、疫苗等领跌；我们在上周就提到，不要因为某一天的回调而担心中药行情，季度末是调仓的资金面因素，回调反而带来很好的买入机会。涨幅 top10 的公司中，中药和医疗 AI 强势，尤其是中药核心资产受到市场追捧；下跌的 top10 公司则是以 CXO 为主，康龙化成、博腾股份、泰格医药、九洲药业等回调较大，主要是由于部分公司 2022 年和 2023Q1 业绩公告，带来市场对 CXO 公司 2023 年全年表现业绩的担忧，也叠加对接下来 3~5 年景气度的持续性无法短期得到验证的担忧。港股方面，HSCI 周跌幅 0.66%，继续下跌回调，领涨的为石四药集团、欧康维视、康基医疗等标的，领跌的为开拓药业、康龙化成、三叶草、华润医疗、腾盛博药等以及部分 AI 标的。

我们继续关注一季度业绩会超预期的公司；而中药需要抓住核心标的，我们年度推荐的康缘药业、广誉远、新天药业、太极集团等，包括我们近期纳入推荐的天士力，以及流感相关我们预计一季度业绩超预期的贵州三力等，均可以持续关注。年度复苏是大主线，尤其是诊疗行为的复苏带来公司业务的增长确定性，需要多关注。

不少前期大跌的公司，处于底部（筹码结构好）将是很不错的机会，或者疫情影响原来业务大跌、或者因为赚了疫情的钱市场担心持续性大跌，这几类标的，如果内生在 2023 年得到印证，将会是不错的反转机会。特别要留意，前期跌幅较大，有业务是实实在在贡献业绩的公司，在 2023 年后疫情时代恢复带来的投资机会。我们 4 月份个股是天士力，我们看好天士力作为中药创新药的领先企业在过去研发投入的沉淀以及市场对其中药板块业务的重新估值，尤其是在康缘药业、方盛制药、达仁堂等标的持续创新高的背景下，天士力更加值得关注。

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：小而美创新公司盛宴，硬科技创新贯穿全年 2023-02-05
- 2.行业周报：持续关注医疗复苏带来的投资机会 2023-02-11
- 3.行业周报：政策和疫情驱动中药领涨，“中药+创新药械”需两手抓 2023-02-18
- 4.行业周报：中药和流通板块领涨，中药中长期主线机会更加明晰 2023-3-23
- 5.行业周报：季度末分歧较大，中药和 AI 回调但是不改全年主线 2023-3-28

中药（中长期逻辑不变）：2022年1月份提出中药不是短期机会（3-5年机会），抓住好公司（好品种+稳定团队），以岭药业、康缘药业、华润三九、太极集团、贵州三力、特一药业、桂林三金、羚锐制药、同仁堂、广誉远、新天药业等；留意国企改革、小儿药等主题催化。年度关注康缘药业、广誉远、新天药业、太极集团。

医疗基建（医疗设备+康复类+药房信息化+IVD+科研仪器）：贴息政策持续关注，落地概率大，弹性+稳健结合，相关标的包括迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器、澳华内镜、海泰新光、健麾信息、艾隆科技、华大智造、亚辉龙、安图生物、新产业等。年度机会关注迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器、健麾信息。

硬医疗（进口替代有空间的医疗设备和耗材+创新药及产业链的创新落地）：具备创新性和研发实力的产品，硬镜、软镜、超声、新药研发、医疗机器人、神经介入、电生理、科研仪器、测序仪器、双抗、ADC等；如果是创新药板块，选择平台型技术的公司和有商业化产品的细分龙头。年度机会例如特宝生物（肝炎）+艾迪药业（艾滋病）。

医疗复苏：医院端+医疗服务+药店+消费医疗+手术场景的耗材，固生堂、海吉亚、三星医疗、朝聚眼科等。年度关注固生堂、海吉亚、三星医疗、医思健康、朝聚眼科。手术耗材包括骨科、神外、普外手术、心内等，惠泰医疗等。我们团队也发了药店的深度以及龙头药店公司的深度（大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳），持续对行业进行追踪。

（2）结构行情：

小细分行业带来的结构性机会：肝炎、艾滋病、测序仪器、医疗机器人等细分大家关注度不高但是有催化。

内生（具备商业化产品的公司+中药新增产品渠道放量）：特宝生物、艾迪药业、荣昌生物、科济药业、康缘药业、健民集团等。

■ 华安创新药周观点：持续关注药企商业化推动能力及产品放量速度

周度复盘：3月进入尾声，年报业绩陆续公布，华领医药本周升8.71%，华堂宁上市首年商业化成功，降糖药领域独家靶点葡萄糖激酶激活剂（GKA）差异化主打调节血糖稳态失调。2022年10月上市后100天已出售148,000盒，收入5000万，预计参加2023年医保国谈。诺诚健华奥布替尼（BTK）治疗多发性硬化症（MS）II期临床顶线结果公布，80mg QD组相较安慰剂组，Gd+T1累计新发病灶减少92.1%，超过两款MNC在研BTK同类药物数据，奥布替尼2022年总收入达5.66亿元，同比增长163.6%。建议持续关注药企商业化推动能力及后续产品放量速度。

CDE新规鼓励创新药加速审评：2023年3月31日，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）》的通知。《规范》强调鼓励儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快其创新药品审评审批速度，指专为儿童使用而开发、治疗罕见疾病的I类新药，包括化药、预防及治疗用生物制品和中药。适用新药将从申报到注册工作各环节获得优先审评，加快上市进程。

1) 儿童药、罕见病药短缺，国产尚余大片空白

儿童用药品种较为稀少，在多种疾病尚无专为儿童开发的药物，而现有成年人用药减低剂量往往有较大的安全性隐患。且罕见病发病年龄大多偏低，多为幼龄儿童，影响往往为终身性，国内现有罕见病药物主要为进口，在研管线稀缺，国产尚有大片空白。

2) 新药研发资源再分配 解决儿童用药短缺

《规范》意在将现有新药研发资源向低龄人群倾斜，保障儿童疾病的治疗需求，符合人口发展需要。2022年6月，世界卫生组织（WHO）制定《世界卫生组织儿童基本药物标准清单》（EMLC），纳入安全、有效、经济、可及的儿童药物，《规范》的发布亦是顺应全球医疗发展趋势。

3) 关注相关短缺治疗领域 关注儿童适用剂型药物

参考WHO儿童基药目录，覆盖了15个治疗领域，其中前三大适应症领域分别为：全身用抗感染药（30.67%）、神经系统用药（14.05%）、抗肿瘤药及免疫调节剂（13.02%）。考虑儿童服药依从性，除常规剂型外，关注颗粒剂、口服溶液剂、外用膏剂、滴眼剂等适宜剂型。国内罕见病用药公司稀少，关注公司管线推进能力。

关注标的：

1) **具备产品力/BIC公司**：信达生物（IBI362等）、康宁杰瑞（046等联合疗法、003）、康方生物（104、105）、亚盛医药（耐立克）；

2) **具备独家产品/FIC公司**：特宝生物（乙肝）、艾迪药业（HIV复方单片）、上海谊众（紫杉醇胶束）、绿叶制药（微球制剂）、凯因科技（丙肝）、海创药业（PROTAC）、亚虹医药（创新药械结合）、和黄医药（cMet、自免）、泽璟制药（杰克替尼）；

3) **仿创结合或老药企新增长**：石药集团（mRNA、ADC）、亿帆医药（F627+子公司亿一双抗平台）、奥赛康（EGFR NDA、CLDN18.2等）、信立泰（国产首个特立帕肽）、海思科（PROTAC）、翰宇药业（利拉鲁肽）；

4) **小盘具备一定爆发力**：德琪医药（出海潜力）、加科思（KRAS）、永泰生物（Eal）、华领医药（降糖）、和铂医药（人源抗体平台）；

5) **长期关注出海型/平台型制药企业**：百济神州、科济药业、荣昌生物、科伦药业、诺诚健华、和黄医药、恒瑞医药。

■ 本周个股表现：A股五成个股上涨

本周464支A股医药生物个股中，有232支上涨，占比50%。

本周涨幅前十的医药股为：太极集团(+23.57%)、达仁堂(+18.55%)、成都先导(+17.78%)、康缘药业(+17.03%)、东阿阿胶(+16.98%)、翔宇医疗(+16.95%)、昆药集团(+15.12%)、万东医疗(+14.42%)、普瑞眼科(+13.87%)、开立医疗(+13.86%)。本周港股88支个股中，31支上涨，占比35%。

■ 本周新发报告

中药专题报告十五：《拾级而上，医保和基药调整下的中药投资机会》；公司点评天士力：《扣非增长恢复，中药现代化龙头未来可期》；公司点评同仁堂：《利润端略超预期，工业端持续增长》；公司点评新天药业《力克疫情业绩符合预期，研发渠道推进未来可期》；公司点

评智飞生物：《符合预期，HPV 构成业绩基本盘，期待自主产品放量》；公司点评三鑫药业：《2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务》。

■ 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：板块上涨	7
2 周观点：中药板块继续领涨，需同时关注 Q1 业绩突出的公司	8
3 华安创新药周观点：持续关注药企商业化推动能力及产品放量速度	9
4 本周个股表现：A 股五成个股上涨	12
4.1 A 股个股表现：五成个股上涨	12
4.2 港股个股表现：超三成个股上涨	14
5 本周新发报告	16
5.1 中药专题报告十五：拾级而上，医保和基药调整下的中药投资机会	16
5.2 公司点评天士力：扣非增长恢复，中药现代化龙头未来可期	17
5.3 公司点评同仁堂：利润端略超预期，工业端持续增长	18
5.4 公司点评智飞生物：符合预期，HPV 构成业绩基本盘，期待自主产品放量	19
5.5 公司点评新天药业：力克疫情业绩符合预期，研发渠道推进未来可期	20
5.6 公司点评三鑫药业：2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务	21
风险提示：	22

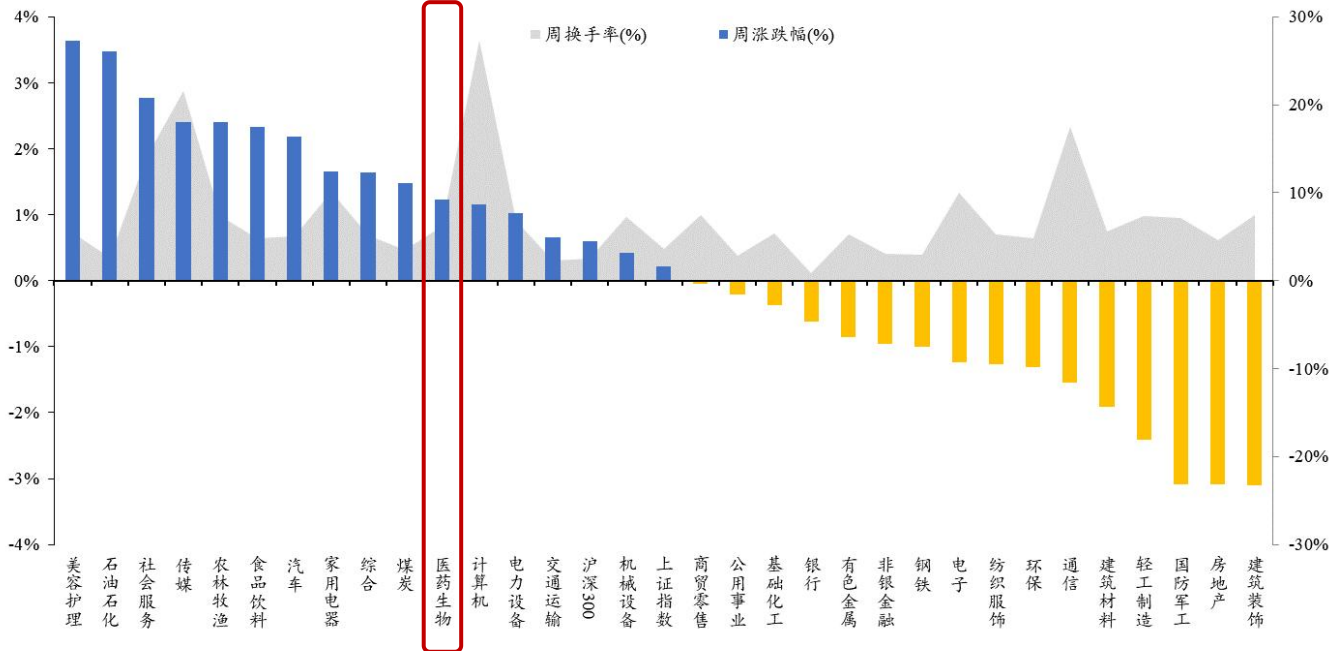
图表目录

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 3 月 31 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（3.27~3.31）	11
图表 4 创新药周度事件（3.27~3.31）	12
图表 5 A 股医药股涨幅前十（本周）	13
图表 6 A 股医药股跌幅前十（本周）	13
图表 7 A 股医药股成交额前十（本周）	14
图表 8 港股医药股涨幅前十（本周）	14
图表 9 港股医药股跌幅前十（本周）	15
图表 10 港股医药股成交额前十（本周）	15

1 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.24%，跑赢沪深 300 指数 0.64 个百分点，跑赢上证综指 1.01 个百分点，行业涨跌幅排名第 11。

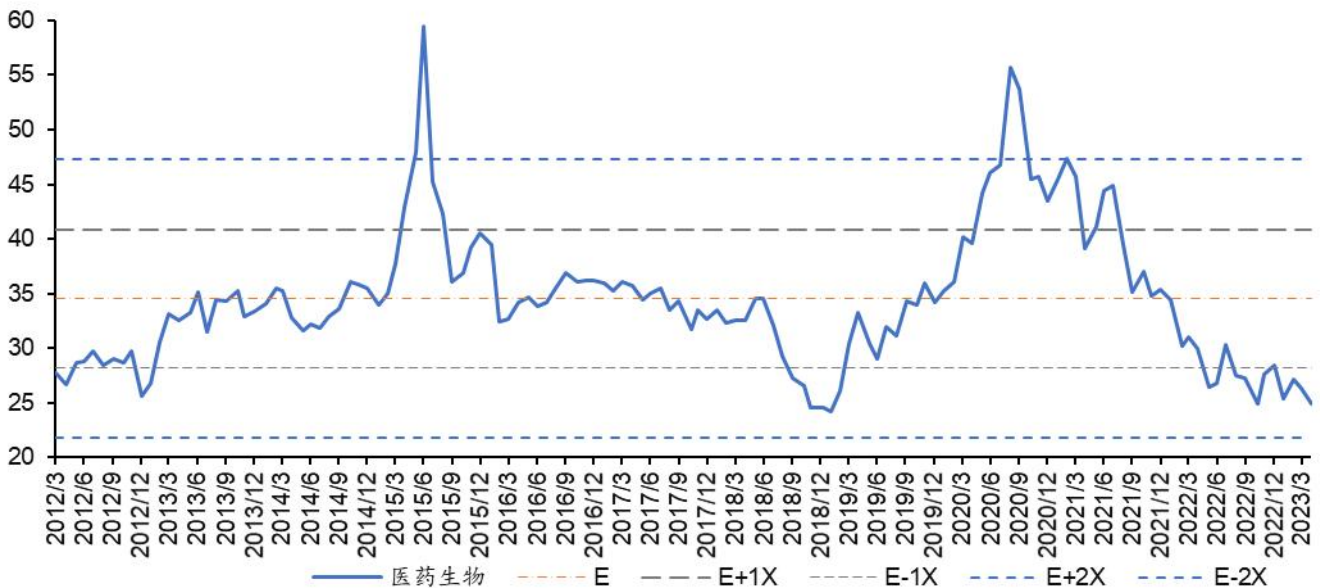
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



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。

3月31日（本周五），医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值) 为 25X, 位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，相比 3月24日 PE 下跌 0.1 个单位，比 2012 年以来均值 (35X) 低 10 个单位。

图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 3 月 31 日（本周五））

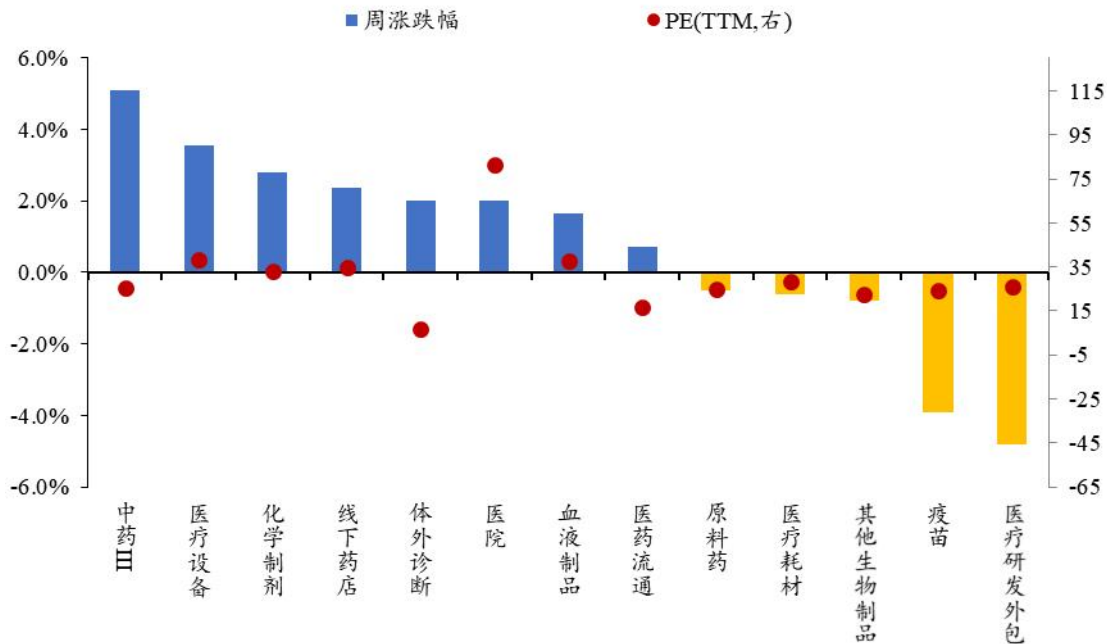


资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13 个医药 III 级子行业中，8 个子行业上涨，5 个子行业下跌。其中，中

药III为涨幅最大的子行业，上涨 5.08%，医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌 4.80%。3 月 31 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 82X。

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：中药板块继续领涨，需同时关注 Q1 业绩突出的公司

医药生物终于跑赢沪深 300，在申万 31 个一级行业中涨幅排名 top11，基本是跑赢-跑输-跑赢-跑输-跑赢的博弈阶段；本周“中药和医疗 AI”是主线。本周中药、医疗设备等领涨，CXO、疫苗等领跌；我们在上周就提到，不要因为某一天的回调而担心中药行情，季度末是调仓的资金面因素，回调反而带来很好的买入机会。涨幅 top10 的公司中，中药和医疗 AI 强势，尤其是中药核心资产受到市场追捧；下跌的 top10 公司则是以 CXO 为主，康龙化成、博腾股份、泰格医药、九洲药业等回调较大，主要是由于部分公司 2022 年和 2023Q1 业绩公告，带来市场对 CXO 公司 2023 年全年表现业绩的担忧，也叠加对接下来 3~5 年景气度的持续性无法短期得到验证的担忧。港股方面，HSCI 周跌幅 0.66%，继续下跌回调，领涨的为石四药集团、欧康维视、康基医疗等标的，领跌的为开拓药业、康龙化成、三叶草、华润医疗、腾盛博药等以及部分 AI 标的。

我们继续关注一季度业绩会超预期的公司；而中药需要抓住核心标的，我们年度推荐的康缘药业、广誉远、新天药业、太极集团等，包括我们近期纳入推荐的天士力，以及流感相关我们预计一季度业绩超预期的贵州三力等，均可以持续关注。年度复苏是大主线，尤其是诊疗行为的复苏带来公司业绩的增长确定性，需要多关注。

不少前期大跌的公司，处于底部（筹码结构好）将是很不错的机会，或者疫情影响原来业务大跌、或者因为赚了疫情的钱市场担心持续性大跌，这几类标的，如

果内生在 2023 年得到印证，将会是不错的反转机会。特别要留意，前期跌幅较大，有业务是实实在在贡献业绩的公司在 2023 年后疫情时代恢复带来的投资机会。我们 4 月份金股是天士力，我们看好天士力作为中药创新药的领先企业在过去研发投入的沉淀以及市场对其中药板块业务的重新估值，尤其是在康缘药业、方盛制药、达仁堂等标的持续创新高的背景下，天士力更加值得关注。

我们策略板块提出的主要机会会有：

(1) 核心主线机会：

中药（中长期逻辑不变）：2022 年 1 月份提出中药不是短期机会（3-5 年机会），抓住好公司（好品种+稳定团队），以岭药业、康缘药业、华润三九、太极集团、贵州三力、特一药业、桂林三金、羚锐制药、同仁堂、广誉远、新天药业等；留意国企改革、小儿药等主题催化。年度关注康缘药业、广誉远、新天药业、太极集团。

医疗基建（医疗设备+康复类+药房信息化+IVD+科研仪器）：贴息政策持续关注，落地概率大，弹性+稳健结合，相关标的包括迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器、澳华内镜、海泰新光、健麾信息、艾隆科技、华大智造、亚辉龙、安图生物、新产业等。年度机会关注迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器、健麾信息。

硬医疗（进口替代有空间的医疗设备和耗材+创新药及产业链的创新落地）：具备创新性和研发实力的产品，硬镜、软镜、超声、新药研发、医疗机器人、神经介入、电生理、科研仪器、测序仪器、双抗、ADC 等；如果是创新药板块，选择平台型技术的公司和有商业化产品的细分龙头。年度机会例如特宝生物（肝炎）+艾迪药业（艾滋病）。

医疗复苏：医院端+医疗服务+药店+消费医疗+手术场景的耗材，固生堂、海吉亚、三星医疗、朝聚眼科等。年度关注固生堂、海吉亚、三星医疗、医思健康、朝聚眼科。手术耗材包括骨科、神外、普外手术、心内等，惠泰医疗等。我们团队也发了药店的深度以及龙头药店公司的深度（大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳），持续对行业进行追踪。

(2) 结构行情：

小细分行业带来的结构性机会：肝炎、艾滋病、测序仪器、医疗机器人等细分大家关注度不高但是有催化。

内生（具备商业化产品的公司+中药新增产品渠道放量）：特宝生物、艾迪药业、荣昌生物、科济药业、康缘药业、健民集团等。

3 华安创新药周观点：持续关注药企商业化推动能力及产品放量速度

周度复盘：3 月进入尾声，年报业绩陆续公布，华领医药本周升 8.71%，华堂宁上市首年商业化成功，降糖药领域独家靶点葡萄糖激酶激活剂（GKA）差异化主打调节血糖稳态失调。2022 年 10 月上市后 100 天已出售 148,000 盒，收入 5000 万，预计参加 2023 年医保国谈。诺诚健华奥布替尼（BTK）治疗多发性硬化症（MS）II 期临床顶线结果公布，80mg QD 组相较安慰剂组，Gd+T1 累计新发病灶减少 92.1%，超过两款 MNC 在研 BTK 同类药物数据，奥布替尼 2022 年总收入达 5.66 亿元，同比增长 163.6%。建议持续关注药企商业化推动能力及后续产品放量速度。

CDE 新规鼓励创新药加速审评：2023 年 3 月 31 日，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）》的通知。《规范》强调鼓励儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快其创新药品种审评审批速度，指专为儿童使用而开发、治疗罕见疾病的I类新药，包括化药、预防及治疗用生物制品和中药。适用新药将从申报到注册工作各环节获得优先审评，加快上市进程。

1) 儿童药、罕见病药短缺，国产尚余大片空白

儿童用药品种较为稀少，在多种疾病尚无专为儿童开发的药物，而现有成年人用药减低剂量往往有较大的安全性隐患。且罕见病发病年龄大多偏低，多为幼龄儿童，影响往往为终身性，国内现有罕见病药物主要为进口，在研管线稀缺，国产尚有大片空白。

2) 新药研发资源再分配 解决儿童用药短缺

《规范》意在将现有新药研发资源向低龄人群倾斜，保障儿童疾病的治疗需求，符合人口发展需要。2022年6月，世界卫生组织（WHO）制定《世界卫生组织儿童基本药物标准清单》（EMLC），纳入安全、有效、经济、可及的儿童药物，《规范》的发布亦是顺应全球医疗发展趋势。

3) 关注相关短缺治疗领域 关注儿童适用剂型药物

参考WHO儿童基药目录，覆盖了15个治疗领域，其中前三大适应症领域分别为：全身用抗感染药（30.67%）、神经系统用药（14.05%）、抗肿瘤药及免疫调节剂（13.02%）。考虑儿童服药依从性，除常规剂型外，关注颗粒剂、口服溶液剂、外用膏剂、滴眼剂等适宜剂型。国内罕见病用药公司稀少，关注公司管线推进能力。

关注标的：

1) 具备产品力/BIC公司：信达生物（IBI362等）、康宁杰瑞（046等联合疗法、003）、康方生物（104、105）、亚盛医药（耐立克）；

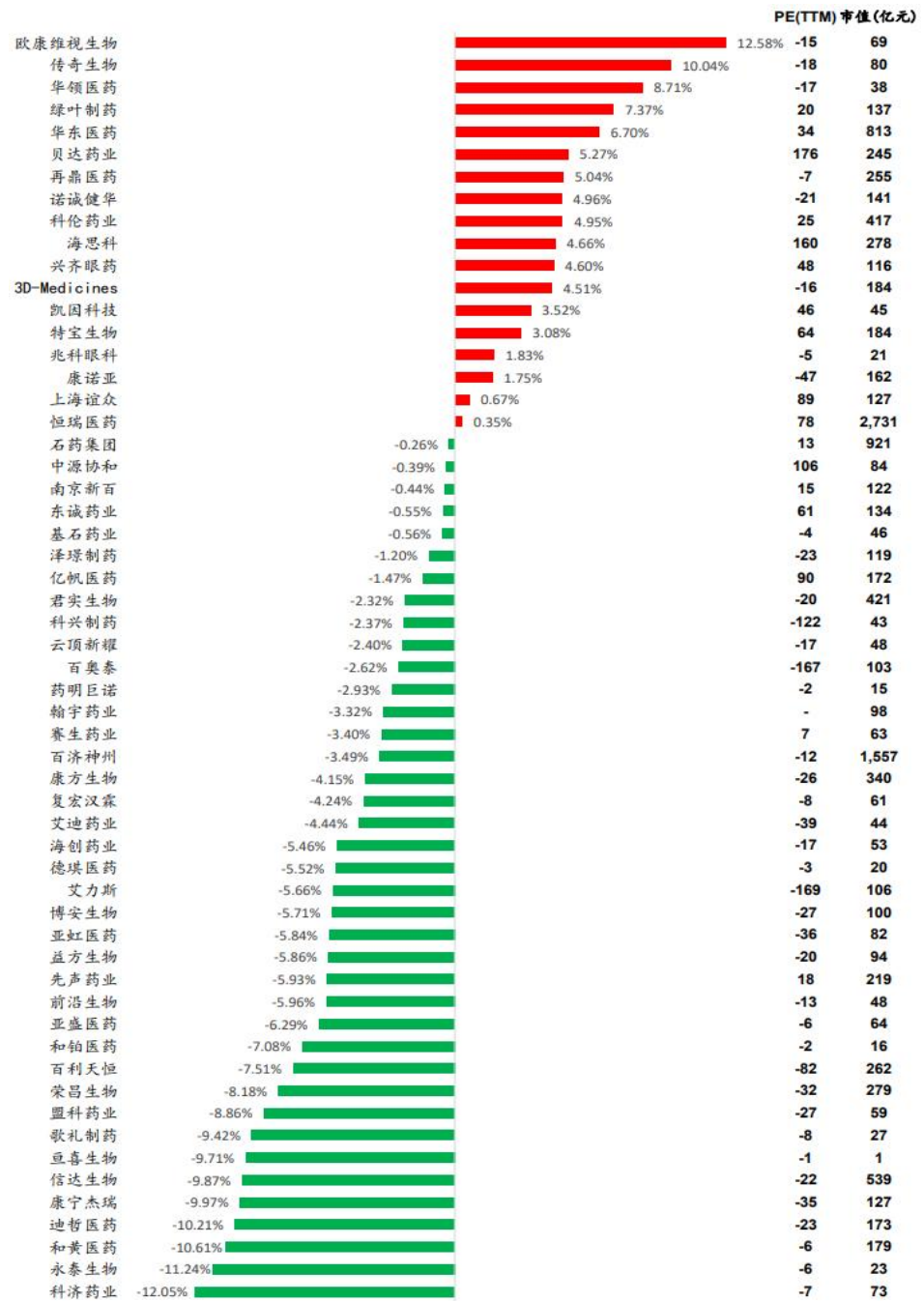
2) 具备独家产品/FIC公司：特宝生物（乙肝）、艾迪药业（HIV复方单片）、上海谊众（紫杉醇胶束）、绿叶制药（微球制剂）、凯因科技（丙肝）、海创药业（PROTAC）、亚虹医药（创新药械结合）、和黄医药（cMet、自免）、泽璟制药（杰克替尼）；

3) 仿创结合或老药企新增长：石药集团（mRNA、ADC）、亿帆医药（F627+子公司亿一双抗平台）、奥赛康（EGFR NDA、CLDN18.2等）、信立泰（国产首个特立帕肽）、海思科（PROTAC）、翰宇药业（利拉鲁肽）；

4) 小盘具备一定爆发力：德琪医药（出海潜力）、加科思（KRAS）、永泰生物（Eal）、华领医药（降糖）、和铂医药（人源抗体平台）；

5) 长期关注出海型/平台型制药企业：百济神州、科济药业、荣昌生物、科伦药业、诺诚健华、和黄医药、恒瑞医药。

图表 4 创新药标的周涨跌幅 (3.27~3.31)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 4 创新药周度事件 (3.27~3.31)

<p>产业动向</p>	<p>PCSK9 靶点口服剂型: 枯草杆菌蛋白转换酶 9(PCSK9)已被发现与高胆固醇血症和多种心血管疾病的进展有关,是目前降血脂的有力靶点。MNC 多番布局口服剂型:辉瑞 PF-06446846 首款可口服 PCSK9 小分子抑制剂、阿斯利康 AZD8233 首款可口服 PCSK9 反义寡核苷酸(ASO)、默克 MK-0616 首款口服 PCSK9 环肽抑制剂;国内玩家:信达生物、信立泰、君实生物(均为单抗注射液)、瑞博生物(siRNA)。</p>	
<p>新药进度</p>	<p>【中国】</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.诺诚健华奥布替尼(BTK)治疗多发性硬化症(MS) II 期临床顶线结果公布,80mg QD 组相较安慰剂组,Gd+T1 累计新发病灶减少 92.1%。 2.和黄医药向 FDA 滚动提交唑喹替尼(VEGF)的 NDA 申请,用于治疗难治性转移性结肠癌,并预计 2023 年中完成 EMA 的 NDA。 	<p>【海外】</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 诺华 Kisqali (CDK4/6 抑制剂) HR+/HER2-早期乳腺癌患者辅助治疗的三期临床 NATALEE 在中期分析中达到主要终点 iDFS, III 期临床试验成功。CDK4/6 向 HR+/HER2-早期乳腺癌拓展。 2. Iovance Biotherapeutics 向 FDA 滚动递交 lifileucel (PD-1/PD-L1) 的 BLA, 用于治疗进展的晚期黑色素瘤。如果顺利获批, lifileucel 将成为全球首款肿瘤浸润淋巴细胞(TIL)疗法。
<p>授权合作</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 赛多利斯(Sartorius)通过其在法国上市的子集团 Sartorius Stedim Biotech 签署协议,拟以约 24 亿欧元(近 180 亿人民币)从 ARCHIMED 和华平投资关联公司 WP GG Holdings IV BV 等私募投资者手中收购 Polyplus,一家细胞及基因治疗(CGT)等产业提供上游解决方案的领先供应商,覆盖转染试剂、DNA/RNA 其它递送试剂和质粒 DNA。 2. 诺华(Novartis)与 Bicycle Therapeutics 达成一项战略合作协议,将共同开发、制造和商业化基于双环肽的放射性偶联药物(Bicycle radio-conjugates, BRCs),用于多个肿瘤学靶标,Bicycle 公司将获得 5000 万美元的预付款,并有资格获得总计高达 17 亿美元的开发和商业化里程碑付款。 3. 君实生物与康联达生技合作特瑞普利单抗(PD-1)海外商业化,将设立合资公司在东南亚地区 9 个国家,进行合作开发和商业化,康联达生技将以 4,999,999 美元认购其全资子公司 Excellmab 新发行的股份,君实生物以非货币方式出资认购 Excellmab 新发行的股份。康联达生技和君实生物将分别拥有 Excellmab 60% 及 40% 的股权。 4. 英矽智能与诺和诺德达成协议,诺和诺德引进 AI 靶点发现引擎 PandaOmics 平台,针对肝纤维化识别潜在的新颖靶点,并对其展开验证。 	

资料来源:公司官网,华安证券研究所

4 本周个股表现: A 股五成个股上涨

4.1 A 股个股表现: 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 464 支 A 股医药生物个股中，有 232 支上涨，占比 50%。

本周涨幅前十的医药股为：太极集团、达仁堂、成都先导、康缘药业、东阿阿胶、翔宇医疗、昆药集团、万东医疗、普瑞眼科、开立医疗。

图表 5 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	600129.SH	太极集团	153.9678	238.8504	42.8900	23.5667
2	600329.SH	达仁堂	96.9411	231.6137	40.3900	18.5500
3	688222.SH	成都先导	34.9310	82.5401	20.6000	17.7816
4	600557.SH	康缘药业	117.9937	187.2467	32.0300	17.0259
5	000423.SZ	东阿阿胶	235.6649	346.5660	52.9900	16.9757
6	688626.SH	翔宇医疗	21.1910	65.3440	40.8400	16.9530
7	600422.SH	昆药集团	95.6935	157.0083	20.7100	15.1195
8	600055.SH	万东医疗	94.3363	172.9530	24.6000	14.4186
9	301239.SZ	普瑞眼科	37.0307	148.1229	99.0000	13.8716
10	300633.SZ	开立医疗	130.8773	236.8643	55.3600	13.8626

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：*ST 和佳、康龙化成、博腾股份、*ST 辅仁、泰格医药、九洲药业、荣昌生物、康为世纪、*ST 宜康、迪哲医药。

图表 6 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	300273.SZ	*ST 和佳	13.8237	16.9814	2.1500	-16.0156
2	300759.SZ	康龙化成	305.6760	542.8859	48.9700	-15.2475
3	300363.SZ	博腾股份	118.6678	202.5216	37.0900	-10.6265
4	600781.SH	*ST 辅仁	4.1106	7.2123	1.1500	-10.1563
5	300347.SZ	泰格医药	494.6140	796.5860	95.7100	-9.8606
6	603456.SH	九洲药业	182.2814	299.3688	33.2800	-9.7858
7	688331.SH	荣昌生物	94.4649	278.5397	58.9500	-9.5026
8	688426.SH	康为世纪	8.1304	37.9329	40.5600	-9.4036
9	000150.SZ	*ST 宜康	4.3980	8.3381	0.9500	-8.6538
10	688192.SH	迪哲医药	16.4396	172.9337	42.3700	-8.5671

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：药明康德、华大基因、康龙化成、恒瑞医药、爱尔眼科、以岭药业、泰格医药、迈瑞医疗、同仁堂、药石科技。

图表 7 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	603259.SH	药明康德	1,762.36	2,328.59	79.50	97.33
2	300676.SZ	华大基因	157.10	285.60	69.00	79.42
3	300759.SZ	康龙化成	305.68	542.89	48.97	59.62
4	600276.SH	恒瑞医药	1,664.87	2,731.49	42.82	57.43
5	300015.SZ	爱尔眼科	951.41	2,229.75	31.07	46.67
6	002603.SZ	以岭药业	221.90	486.34	29.11	40.04
7	300347.SZ	泰格医药	494.61	796.59	95.71	39.85
8	300760.SZ	迈瑞医疗	1,834.15	3,779.30	311.71	38.23
9	600085.SH	同仁堂	359.60	756.23	55.14	37.21
10	300725.SZ	药石科技	111.57	140.88	70.56	36.19

资料来源：ifind，华安证券研究所

4.2 港股个股表现：超三成个股上涨

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 88 支个股中，31 支上涨，占比 35%。

本周上涨的港股医药股为：石四药集团、嘉和生物-B、欧康维视生物-B、康基医疗、巨星医疗控股、昊海生物科技、绿叶制药、丽珠医药、再鼎医药、国药控股。

图表 8 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	2005.HK	石四药集团	123.09	123.09	4.73	18.84
2	6998.HK	嘉和生物-B	11.73	11.73	2.65	16.74
3	1477.HK	欧康维视生物-B	60.41	60.41	10.02	14.12
4	9997.HK	康基医疗	102.15	102.15	9.59	13.90
5	2393.HK	巨星医疗控股	6.94	6.94	0.34	9.68
6	6826.HK	昊海生物科技	12.09	151.87	41.25	5.36
7	2186.HK	绿叶制药	119.87	119.87	3.64	4.90
8	1513.HK	丽珠医药	75.13	309.03	27.70	4.73

9	9688.HK	再鼎医药	223.28	223.28	26.05	4.62
10	1099.HK	国药控股	648.82	648.82	23.75	4.17

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: 开拓药业-B、康龙化成、三叶草生物-B、华润医疗、腾盛博药-B、诺辉健康、医脉通、医渡科技、荣昌生物-B、平安好医生。

图表 9 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	9939.HK	开拓药业-B	25.27	25.27	6.45	-19.68
2	3759.HK	康龙化成	57.99	542.89	32.95	-17.73
3	2197.HK	三叶草生物-B	18.34	18.34	1.62	-16.06
4	1515.HK	华润医疗	77.19	77.19	6.80	-15.74
5	2137.HK	腾盛博药-B	27.51	27.51	4.32	-14.12
6	6606.HK	诺辉健康	108.95	108.95	27.20	-13.10
7	2192.HK	医脉通	68.20	68.20	10.86	-12.84
8	2158.HK	医渡科技	65.55	65.55	7.32	-12.34
9	9995.HK	荣昌生物-B	69.45	278.54	41.85	-11.89
10	1833.HK	平安好医生	194.51	194.51	19.86	-11.34

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、阿里健康、京东健康、石药集团、信达生物、金斯瑞生物科技、国药控股、海吉亚医疗、药明康德、康方生物。

图表 10 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	1,799.09	1,799.09	48.60	47.04
2	0241.HK	阿里健康	672.33	672.33	5.68	29.47
3	6618.HK	京东健康	1,625.70	1,625.70	58.40	22.16
4	1093.HK	石药集团	806.47	806.47	7.72	21.29
5	1801.HK	信达生物	472.19	472.19	35.15	18.12
6	1548.HK	金斯瑞生物科技	311.25	311.25	16.80	12.55
7	1099.HK	国药控股	648.82	648.82	23.75	12.09
8	6078.HK	海吉亚医疗	308.49	308.49	55.80	11.17

9	2359.HK	药明康德	289.61	2,328.59	82.20	9.43
10	9926.HK	康方生物	297.45	297.45	40.40	8.60

资料来源: ifind, 华安证券研究所

5 本周新发报告

5.1 中药专题报告十五: 拾级而上, 医保和基药调整下的中药投资机会

我们 2023 年 3 月 26 日发布中药专题报告十五: 《拾级而上, 医保和基药调整下的中药投资机会》, 核心观点如下:

核心观点

1. 医保中的中药: 在历年发布的医保目录中, 中药增速较快。2019 年之后中药品种维持稳定, 2020 年和 2021 年均为 1374 种。中药纳入医保比例上升, 医保谈判降价幅度温和, 2020 年医保价格平均降幅仅 37%。中药注射剂松绑, 2021 版医保目录中首次对中药注射剂限制有所松动, 丹红注射液使用范围不再局限于二级及以上医疗机构, 且报销病症也有所放松。对于众多中药来说, 还迎来一大利好就是支付限制的取消。饮片纳入医保目录的数量增加。2022 医保谈判落地, 目录外中药谈判降幅有限, 16 个中成药解除限制。

2. 基药中的中药: 基药中的中药占比逐年提升。国家基药目录中的中成药从 2009 年的 102 种增至 2018 年的 268 种, 占比由 33% 提升至 39%。调整后的 2018 版基药目录药品类别更加丰富。进入基药能推动中药品种的放量, 例如益气和胃胶囊、乌灵胶囊、金振口服液等。986 作为核心指标, 任重而道远, 2018 年版基药目录出台后, 基药使用占比有所提升。2021 版基药管理办法更新, 目录调整依据为: 药品临床实践、药品标准变化、药品新上市情况, 实行动态调整。

2021 版基药目录管理办法, 有些规则与之前不同, 机会点如下: (1) 目录将增加儿童基药目录, 参考 WHO 儿童目录; (2) 医保目录内产品是主力; (3) 价格+国际接轨 (WHO); (4) 结合国情, 剂型适宜, 价格合理, 中西并重, 参照国际经验, 广泛征求意见。

关注 2021 年基药调整新增考虑方向: (1) 传染病; 慢病及癌症、肿瘤转慢病; 常见疾病; (2) 以疾病为主导方向, 确实患者无药可用, 需要对症治疗的, 要选择最合适的使用范围; (3) 产品具有临床价值, 即改善临床终点指标, 提高患者的长期生命质量并以能治愈为标准; (4) 儿童药; (5) 纳入医保甲类、谈判药、过评药、集采中选药。

2021 年 11 月, 国家卫健委就发布公告《国家基本药物目录管理办法 (修订草案)》公开征求意见。但由于疫情等各方面原因, 具体细则和时间节点一直没有出台, 因此后续的新版基药目录值得期待。其中尤其是**儿童药、临床数据扎实的中药独家品种**值得重点关注, 若**新进入基药对其放量将有显著提升作用**。

风险提示: 医药行业政策推进不确定性; 新药审批进度不及预期风险; 行业发展的不确定性。

投资主线思路

建议关注:

3. 投资建议: 医保与基药下的投资机会

医保调整和基药目录的调整对中成药的品类放量都会有重大影响，结合历年的调整情况以及规则变化，相关的投资机会在于：

医保目录端：中药创新药+配方颗粒+限制改善品种

基药目录端：儿童药+临床综合评价+中药独家品种

相关标的梳理：

康缘药业、以岭药业、中国中药、华润三九、济川药业、贵州三力、一品红、葵花药业、珍宝岛、九芝堂、康恩贝、盘龙药业、桂林三金、康弘药业、方盛制药等。

5.2 公司点评天士力：扣非增长恢复，中药现代化龙头未来可期

我们 2023 年 3 月 30 日发布公司点评天士力：《扣非增长恢复，中药现代化龙头未来可期》，核心观点如下：

事件

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业总收入 85.93 亿元（同比+8.06%）；归母净利润-2.57 亿元（同比-110.87%）；扣非归母净利润 7.22 亿元（同比+18.57%）。

事件点评

公允价值变化影响表观业绩，扣非增长明显，财务数据受疫情影响

单第四季度来看，营业收入为 24.92 亿元（同比+14.24%）；归母净利润为 0.78 亿元（同比-91.12%），扣非归母净利润-0.48 亿元，主要系公司计提资产减值损失 3.72 亿元。归母净利润下降较大主要系公司持有的 I-MAB、科济药业等金融资产公允价值 2022 年减少 11.04 亿。

财务指标上，公司整体毛利率为 64.05%，同比-2.28 个百分点；期间费用率 47.97%，同比-1.80 个百分点；其中销售费用率 33.51%，同比-3.04 个百分点；管理费用率（含研发费用）14.10%，同比+1.38 个百分点；财务费用率 0.35%，同比-0.14 个百分点；经营性现金流净额为 22.85 亿元，同比-18.42%。

中药板块稳步增长，核心心脑血管管线持续增长，感冒发烧类表现亮眼

分板块来看：主营业务中药营业收入 55.57 亿元（同比+9.38%），此外，化学制剂药营业收入 12.70 亿元（同比+1.19%）；生物药营业收入 2.48 亿元（同比-1.49%），化学原料药营业收入 0.71 亿元（同比+5.69%）。

分领域来看：心脑血管产品营业收入 50.78 亿元（同比+6.09%），此外，肝病治疗产品营业收入 5.82 亿元（同比+5.95%）；感冒发烧产品营业收入 4.29 亿元（同比+49.51%），抗肿瘤产品营业收入 3.15 亿元（同比-19.71%），其它产品营业收入 7.42 亿元（同比+16.09%），其中感冒发烧产品上涨较大主要是穿心莲内酯滴丸和藿香正气滴丸销量增加所致。

研发持续推进，期待管线持续落地

(1) 研发方面：公司拥有 92 款在研产品的研发管线包括 41 款 1 类创新药，并有 39 款已进入临床试验阶段，24 款已处于临床 II、III 期研究阶段。芪参益气滴丸增加心衰适应症和养血清脑丸增加阿尔茨海默病(AD) 适应症 II 期临床试验稳步推进；T89 治疗慢性稳定性心绞痛适应症与防治急性高原综合症 (AMS) 申报 FDA 新药临床研发正在推进。培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液用于非酒精性脂肪性肝炎获得美国 FDA 临床试验许可；普佑克适应症从急性 ST 段抬高型心肌梗死(心梗)治疗拓展至急性缺血性脑卒中 (脑梗) 治疗最新的 III 期验证性试验，正在开展病例入组工作。

(2) 产品方面：独家品种坤心宁颗粒首次进入医保，芍麻止痉颗粒成功续约医保；同时，注射用替莫唑胺、盐酸美金刚缓释胶囊成功中选国家第七批集采项目并直接新纳入国家医保目录。此外，2022年8款现代中药和化学药产品新进入14项共识及指南，生物药普佑克进入《ST段抬高型心肌梗死患者急诊PCI微循环保护策略中国专家共识》。

(3) 新获批化药品种：注射用硼替佐米和注射用尼可地尔获得药品注册通知书，赖诺普利氢氯噻嗪片通过一致性评价，利伐沙班片、盐酸丙卡特罗口服溶液、吡仑帕奈片、巴氯芬口服溶液等品种处于申报生产阶段。

投资建议

由于公司发布年报，我们更新盈利预测。我们预计，公司2023~2025年收入分别93.1/102.2/112.6亿元，分别同比增长8.4%/9.8%/10.2%，归母净利润分别为11.3/13.0/14.2亿元，分别同比增长538.5%/15.2%/9.8%，对应估值为19X/17X/15X。我们看好公司长期发展，维持“买入”投资评级。

风险提示

中成药集采降价幅度超预期；公允价值波动超预期；研发进展不及预期等。

5.3 公司点评同仁堂：利润端略超预期，工业端持续增长

我们2023年3月30日发布公司点评同仁堂：《利润端略超预期，工业端持续增长》，核心观点如下：

事件

公司发布2022年年度报告，实现营业收入153.72亿元，同比+5.27%；归母净利润14.26亿元，同比+16.17%；扣非归母净利润13.99亿元，同比+15.67%。

事件点评

疫情政策调整下Q4快速恢复，降本增效带来毛利率提升

单季度来看，公司2022Q4收入为44.72亿元，同比+14.09%；归母净利润为4.23亿元，同比+37.60%；扣非归母净利润为4.09亿元，同比+36.37%。四季度恢复明显。

公司整体毛利率为48.80%，同比+1.18个百分点；期间费用率30.10%，同比+0.72个百分点；其中销售费用率19.98%，同比+1.16个百分点；管理费用率（含研发费用）10.15%，同比-0.20个百分点；财务费用率-0.03%，同比-0.23个百分点；经营性现金流净额为30.94亿元，同比-9.69%。

母公司利润增长亮眼，三大子公司全面恢复

母公司报表来看，收入为36.94亿元，同比增长8.87%，归母净利润为10.91亿元，同比增长27.34%。

子公司同仁堂科技、同仁堂国药及同仁堂商业的净利润均有所增长。

同仁堂科技：公司实现营业收入59.92亿元，同比增长10.95%，利润10.02亿元，同比增长15.55%。

同仁堂国药：报告期内，同仁堂国药实现营业收入14.95亿元，同比增长15.76%，利润5.96亿元，同比增长10.39%。海外市场，同仁堂国药立足香港、布局全球，加快推进中医药国际化进程，业务网络覆盖亚洲、大洋洲、北美洲、欧洲主要国家及地区，全球拥有零售终端73家。

同仁堂商业：实现营业收入85.54亿元，同比增长2.75%，利润4.84亿元，同比增长15.17%。同仁堂商业已有门店942家，2022年新设门店24家，闭店2家。

核心产品增长稳健，积极探索科研创新与品种开发

着眼精准营销，落实精品战略。前五名系列（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系

列、同仁大活络系列、六味地黄系列及金匱肾气系列)收入 45.04 亿元,同比增长 9.42%, 毛利率为 60.26%, 同比提升 1.07 个百分点。公司发挥“(外部)平台+(自有)平台”、直供终端、特色品种经销商三大模式组合优势,加大五大 OTC 重点品种(五子衍宗丸、同仁乌鸡白凤丸、坤宝丸、国公酒、锁阳固精丸)宣传推广力度。

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,对同仁牛黄清心丸等重点品种进行二次开发;完成麦冬等内控标准研究,进行生产质量问题攻关;提前布局解决濒危珍稀药材资源问题。

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 16.9/19.5/22.4 亿元,分别同比增长 18.2%/15.8%/14.6%,对应估值为 44X/38X/33X。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。

5.4 公司点评智飞生物:符合预期,HPV 构成业绩基本盘,期待自主产品放量

我们 2023 年 3 月 30 日发布公司点评智飞生物:《符合预期,HPV 构成业绩基本盘,期待自主产品放量》,核心观点如下:

事件

2023 年 3 月 21 日公司发布 2022 年度报告,报告期内公司实现营业收入 382.64 亿元(+24.8%);实现净利润 75.39 亿元(-26.15%);归母净利润 75.39 亿元(-26.15%);经营性现金流净额 19.89 亿元(-76.62%);EPS 4.71 元/股。

事件点评

归母净利润为业绩符合预期,生物疫苗龙头实力强劲

公司 2022 年度经营情况良好,全年实现营收 382.64 亿元(其中 22 下半年营收 199.11 亿元,同比+13.90%)。从盈利能力看,2022 年度公司毛利率 33.63%(-31.40pct),受客观因素影响,公司部分产品的市场环境及竞争格局发生了变化,其销售量及生产量较上年同期有明显下降,但公司常规产品业务增长依然强劲。公司常规自主产品生产及销售工作稳步推进,代理产品采购及推广销售工作进展顺利,较上年同期均有较大幅度增长,除 2020 年实际采购额与约定基础采购额相比下滑 6.97%以外,2021、2022 年实际采购额相比基础采购额同比分别增长 42.69%和 75.22%,未来 2023H2~2026 年公司与默沙东的产品实际采购额增长可期。

持续加强研发投入,产品矩阵进一步扩大

公司研发能力持续提高,公司自主研发的重组新型冠状病毒蛋白疫苗于 2022 年 2 月获国家批准作为新冠灭活疫苗的序贯加强疫苗。2022 年度公司研发共投入 11.13 亿元,约占自主产品收入的 33.89%(同比+36.78%);研发人员 807 人(+42.58%)。报告期内公司自主研发项目共计 28 项,其中处于临床试验及申请注册阶段的项目 16 项,自主产品矩阵有望持续丰满。

持续保持代理产品业务经营优势,HPV 疫苗持续增长

公司持续保持代理产品的经营优势,2022 年依靠代理产品相关业务共收入 349.75 亿元(占收入 91.4%,同比增长 67.09%);其中,代理产品均来自默沙东,四价 HPV 疫苗 2022 年批签发 1402.8 万支(+59.37%),九价 HPV 疫苗 2022 年共批签发 1547.72 万支(+51.65%),五价轮状疫苗批签发 882.63 万支(+20.77%),

23 价肺炎疫苗签发 102.18 万支，灭活甲肝疫苗批签发 61.31 万支。

续约落地，多种单品放量在即

主要产品续约落地，未来四年增长可期：2023 年 1 月 29 日公司发布公告，与默沙东签署了供应、经销与共同推广协议，公司将按照约定向默沙东持续采购 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等协议产品，协议产品合计基础采购金额超 1000 亿元，四年中 HPV 九价疫苗共采购 979.57 亿元。

投资建议

公司是疫苗代理龙头，2022 年业绩表现良好，代理业务因续约落地，未来营收增长有较高确定性。考虑公司与默沙东协议，我们维持“买入”评级，预计 2023~2025 年将实现营业收入 444.11/501.69/559.66 亿元，同比增长 16.1%/13.0%/11.6%；实现归母净利润 92.31/107.92/126.40 亿元，同比增长 22.4%/16.9%/17.1%。

风险提示

市场推广不及预期的风险；临床获批进展不及预期的风险；代理业务续签失败的风险等。

5.5 公司点评新天药业：力克疫情业绩符合预期，研发渠道推进未来可期

我们 2023 年 3 月 30 日发布公司点评新天药业：《力克疫情业绩符合预期，研发渠道推进未来可期》，核心观点如下：

事件

公司披露 2022 年年度报告。公司 2022 年实现营业收入 10.88 亿元，同比+12.15%；归母净利润 1.16 亿元，同比+15.40%；扣非归母净利润 1.06 亿元，同比+12.71%。

事件点评

疫情影响下短期业绩承压，财务指标显现韧性

单季度来看，公司 2022Q4 收入为 2.18 亿元，同比-2.73%；归母净利润为 0.11 亿元，同比-3.92%；扣非归母净利润为 0.04 亿元，同比-45.75%。

2022 年公司整体毛利率为 77.26%，同比-1.99 个百分点；期间费用率 64.96%，同比-1.39 个百分点；其中销售费用率 48.91%，同比+0.26 个百分点；管理费用率（含研发费用）15.02%，同比-0.93 个百分点；财务费用率 1.03%，同比-0.72 个百分点；经营性现金流净额为 0.76 亿元，同比-39.00%。

各板块增长稳健，产线建设确保产能需求

2022 年公司妇科类产品营收 7.69 亿元，同比增长 11.95%；泌尿系统类产品营收 2.20 亿元，同比增长 9.95%；清热解毒产品营收 8016.44 万元，同比增长 17.09%；其他产品营收 1694.20 万元。

目前正在建的两条国内先进、西南领先的现代化智能产线也将于 2023 年 6 月完成建设。公司全部产线完成升级且新产线建成投运后，将可以保障未来 5 年预计 40 亿产值的全产业链系统产能需求，也将会在成本控制与生产效率提升方面，产生极大的内生效益。

创新中药成果丰硕

公司重视中药行业未来发展布局，按照“生产一代、储备一代、开发一代”的研发要求，持续进行中药新药、中药配方颗粒和经典名方等产品研发储备。截至 2022 年底，公司拥有龙岑盆腔舒颗粒、苦荬洁阴凝胶、术愈通颗粒 3 个中药新药产品且已完成临床三期试验，拥有中药配方颗粒省标品种 445 个，完成国标备案 179 个，经典名方产品的研发也已初见成效，目前正推进 8 个经典名方的研究。

以临床疗效为抓手，持续推动高品质的产品推广策略

公司拥有 400 余人的销售队伍及 100 余家商业推广公司，在全国 30 个省、自治区、直辖市建立了多个区域办事处，并进行学术推广活动，处方药产品覆盖 12800 余家县（区）级以上医院，其中三级医院 1700 余家，与国内 1500 余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系

公司坚持以“临床疗效”为基本抓手，拉动 OTC 渠道市场，公司主要品种在临床用药方面已经具备了相应规模市场，领先品种年销售规模已经达到 2-5 亿元不等，在临床疗效的基础上拓展 OTC 渠道的“院外”零售市场销售，具备丰实的临床市场基础与患者人群的“粘合强度”。2022 年初在四个省份九大城市启动了中药商业品牌试点推广计划，以坤泰胶囊为主打的“和颜”品牌女性生殖健康系列产品，在院外零售市场得到了较好的市场认可，OTC 渠道的药品销售得到了明显的提升。

投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 14.2/17.4/20.7 亿元，分别同比增长 30.3%/22.6%/19.4%，归母净利润分别为 1.5/1.9/2.2 亿元，分别同比增长 30.8%/22.9%/19.6%，对应估值为 21X/17X/14X。考虑到公司产品结构稳定、竞争格局好、研发管线丰富、OTC 渠道的不断渗透，维持“买入”投资评级。

风险提示

行业政策风险；产品研发风险；药品销售不确定性等。

5.6 公司点评三鑫药业：2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务

我们 2023 年 3 月 30 日发布公司点评三鑫药业：《2022 年业绩符合预期，公司进入血管介入业务》，核心观点如下：

事件

公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 133,600.26 万元，较上年同期增长 14.75%，实现归母净利润为 18,463.43 万元，较上年同期增长 18.42%。其中，血液净化类产品实现营业收入 88,212.45 万元，比上年同期增长 19.91%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 66.03%；输注类产品实现营业收入 35,187.85 万元，比上年同期增长 3.75%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 26.34%；心胸外科类产品实现营业收入 6,549.05 万元，比上年同期下降 5.48%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 4.9%；其他业务实现营业收入 3,650.92 万元，该业务营业收入占公司总收入的比重为 2.73%。

事件点评

血液净化业务线稳步增长，2022 年收入同比增长约 19.91%

公司在血液净化领域产品布局广泛，涉及透析管、透析液/粉、透析器和血液透析设备（透析机和滤过机）。2022 年，公司血液净化类产品实现营业收入 88,212.45 万元，比上年同期增长 19.91%，该产品营业收入占公司总收入的比重为 66.03%。该板块实现销售毛利率约 29.37%，毛利率较 2021 年毛利率 29.99%略有下降。

2022 年，公司全资子公司四川威力生在四川眉山“西部药谷”建设的新生产基地陆续进入生产设备设施安装及调试阶段，2023 年将形成新增产能（预计将增加透析器产能 300 万支），该基地全面投产后，将成为西部地区产品品类最齐全、产能规模最大的血液透析设备+耗材系列产品生产基地。

为作好未来三至五年乃至更长时期的产能储备，公司在江西南昌投资新建的血液透析系列产品研发生产基地项目已于 2022 年内顺利开工，项目建成后将进一步扩充公司血液透析系列产品产能，预计建成后产能将增加 2000 万支透析器组装产能，

更好地满足持续增长的市场需求并进一步扩大产品规模经济效益。

根据医械研究院发布的《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，预计到2030年，我国终末期肾病患者人数将突破400万人。当前我国存量透析治疗需求仍远未被满足，血液透析治疗率还远低于国际水平。根据国家肾脏病医疗质量控制中心统计的数据，2021年我国在透析人数为74.96万人，接受治疗的患者比例为20%左右，与世界平均透析治疗率37%、欧美国家透析治疗率75%相距甚远。随着我国终末期肾病患者透析治疗率的不断提升，透析人数将保持持续增长，血液透析产业具有广阔的增长空间。

公司切入血管介入业务，由低值耗材向高值耗材拓展

公司2022年也获得了PTA高压球囊扩张导管注册证，由此也切入了血管介入治疗器材领域。目前公司血管介入在研项目10余个。公司通过与浙江理工大学等专业院校合作，大力推进人造血管制备关键技术攻关，推动血管介入新产品尽快落地。

PTA高压球囊扩张导管适用于外周血管系统（如髂动脉、股动脉、腘动脉、膝下动脉、锁骨下动脉以及肾动脉等）的经皮腔内血管成形术（PTA），并适用于治疗自体或人造透析用动静脉瘘的堵塞病变。该产品是解决血液透析中因长期进行内瘘穿刺造成内瘘狭窄的利器，具备优异的通过性和良好的跟踪性，球囊顺应血管走形能力佳，具有良好的操控性，能够精准到达病变部位。公司获证的PTA高压球囊扩张导管性能指标处于行业领先水平。

投资建议

考虑公司产能扩张以及新冠疫情后的恢复，我们预计公司2023-2025年的收入分别为16.86亿元、20.97亿元和25.42亿元，收入增速分别为26.2%、24.4%和21.3%，2023-2025年归母净利润分别实现2.35亿元、2.95亿元和3.57亿元，增速分别为27.5%、25.2%和21.1%，对应2023-2025年的PE分别为16x、12x和10x。考虑到血透行业尤其是透析机和透析器还存在较大的进口替代空间，以及公司向外周血管介入领域拓展，公司新业务的天花板逐渐打开，维持“买入”评级。

风险提示

公司血透设备销售不及预期；大宗原材料价格显著上升风险；集采导致产品价格大幅下降风险。

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。