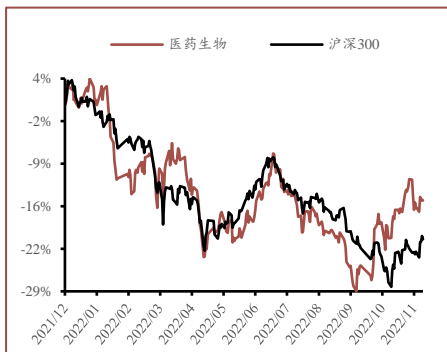


 投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

分析师 邹一瑜

SAC 证书编号: S0160522100001  
zouyy@ctsec.com

联系人 华挺

huating@ctsec.com

联系人 赵千

zhaoqian@ctsec.com

## 相关报告

1. 《持续看好医药跨年行情》 2022-11-21

## 医药生物行业 2023H1 投资策略

### 核心观点

- ❖ **中药: 行业基本面与政策趋暖, 驱动行业估值水平抬升、利润增速上升。** 目前中药行业 PEG 估值约为 1.92, 处于历史估值中位水平。随着中医药发展列入国家战略层面, 体现出相较于其他赛道更高的政策支持。在支付端的优势, 包括医保对于中药饮片和配方颗粒的覆盖、保留院端对于中药饮片和配方颗粒的加成比例、中医医疗机构暂不施行 DRGs 等, 以及联盟集采结果也显示出相较于西药/器械更温和的降价幅度。品牌中药相对白马中具有消费医疗属性的同仁堂、片仔癀、爱尔眼科的 PEG 估值水平仍偏低; 品牌中药相较于食品饮料、美容护理领域具有更强的消费刚性和进入壁垒, 可以享受更高估值水平。2015 年之前中药处方药企业盈利主要靠中药注射剂, 医院限制使用与集采等使得行业盈利能力下滑, 估值下降。2018 年底中药行业 PE 估值仅 22 倍, 处于十年的最低值。近几年, 中药处方药企业向口服剂型与院外消费扩展, 虽整体行业仍处于低位, 但优质龙头已经转型成功, 走向新一轮增长。重点关注品牌中药, 达仁堂、济川药业、健民集团、华润三九、寿仙谷等; 处方药与配方颗粒, 中国中药、红日药业等。
- ❖ **医疗器械: 从行业渗透率、国产替代化率和集采出清的角度来看投资方向。** 医疗器械是高基数下快速增长的细分行业, 可以按产品特性大致分为低值耗材、高值耗材、体外诊断、医疗设备四大类。体外诊断中的化学发光; 高值耗材中的电生理、骨科关节与运动医学、冠脉球囊、可降解支架、生物瓣、种植体与生物膜; 医疗设备中的肝纤维化与肝脂检测、PET、软镜、硬镜、基因测序仪等存在较大的投资机遇。重点关注福瑞股份、海泰新光、华大智造、爱康医疗、春立医疗、威高股份、正海生物等。
- ❖ **港股创新药具有鲜明的高弹性高波动特征。** 一年左右时间, 创新药公司下跌幅度普遍在 80-90%。美联储加息进入后阶段, 生物科技公司对利率的敏感性下降, 陆港通的开启, 使得 A 与 H 股水位能在中期保持相对平衡。港股生物医药相较港股整体存在更大的 AH 股价比值, A+H 生物医药企业平均股价比值为 2.05, 显著高于 A+H 股的平均股价比值 1.34。港股生物医药尤其创新药, 具有显著的配置价值。具体来看, 港股重点关注百济神州、荣昌生物、诺诚健华、康方生物、信达生物、石药集团、翰森制药、信立泰、云顶新耀、永泰生物等, A 股观点关注信立泰、海思科和京新药业等。
- ❖ **其他板块: 我们更多的从疫情受损程度和行业的未来转型升级, 如合成生物学、CDMO 和全球化等角度至下而上选择。** 医疗服务板块受到疫情影响较大, 从疫情修复和估值性价比角度来精选个股。重点关注美年健康、金城医药、普洛药业和华海药业等。
- ❖ **风险提示: 国内疫情发展进程不确定性风险; 产业政策导致产品价格下降程度的不确定性风险; 全球宏观经济走向不确定性的风险。**

**表 1：重点公司投资评级：**

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.02)	EPS (元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600329	达仁堂	235.90	30.50	1.00	1.10	1.40	31.41	27.73	21.79	买入
600566	济川药业	292.03	31.68	1.94	2.31	2.69	14.61	13.71	11.78	买入
002603	以岭药业	703.54	42.11	0.80	0.95	1.14	24.37	44.33	36.94	买入
603896	寿仙谷	73.81	37.43	1.34	1.31	1.71	43.28	28.57	21.89	增持
600976	健民集团	83.39	54.36	2.13	2.50	2.84	37.04	21.74	19.14	买入
300049	福瑞股份	50.43	19.17	0.37	0.58	0.96	39.99	33.05	19.97	买入
688677	海泰新光	101.38	116.56	1.41	2.32	3.25	66.74	50.24	35.86	增持
688114	华大智造	482.98	116.57	1.30	5.25	1.63	0.00	22.20	71.52	增持
300653	正海生物	75.85	42.14	1.40	1.16	1.41	47.69	36.33	29.89	增持
300233	金城医药	95.54	24.66	0.28	1.38	1.90	103.89	17.87	12.98	买入

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	中药：基本面与政策面驱动估值与业绩双升.....	8
1.1	相对于其他品牌消费品，品牌中药板块估值仍有上升空间.....	8
1.2	中药处方药企业自身能力进化与政策驱动，行业盈利拐点出现.....	9
1.3	中药重点关注公司.....	11
1.3.1	达仁堂：混改带来实际经营改善，产品量价齐升迎来戴维斯双击.....	11
1.3.2	济川药业：零售渠道发力成效显著，BD项目稳步推进蓄力增长.....	12
1.3.3	健民集团：体培牛黄有望量价齐升，中药OTC品牌力强.....	13
1.3.4	华润三九：高品牌价值+平台化能力+强渠道销售，铸就高壁垒.....	14
1.3.5	寿仙谷：灵芝孢子粉行业标准制定者，期待省外拓展带来新增长.....	14
1.3.6	中国中药：配方颗粒龙头企业，充分受益行业扩容.....	15
1.3.7	红日药业：配方颗粒国标切换阵痛期，业绩表现承压静待拐点.....	16
2	医疗器械：低渗透率、进口替代与集采出清再出发.....	17
2.1	医疗器械是高基数下快速增长的细分行业.....	17
2.2	高值耗材和医用设备国产替代渗透率低.....	17
2.3	高值耗材集采逐步出清.....	19
2.4	医疗器械重点关注公司.....	19
2.4.1	福瑞股份：FibroScan开始兑现高成长.....	19
2.4.2	海泰新光：“海外+整机+光学”多因素共振提振中长期发展.....	20
2.4.3	华大智造：海外诉讼和解突破技术封锁.....	21
2.4.4	爱康医疗：关节带量采购签约量领先，销量大幅增加.....	22
2.4.5	春立医疗：国采中标价高于国内其他厂商，争取标外用具备优势.....	23
2.4.6	威高股份：港股器械龙头，抗风险能力强.....	24
2.4.7	正海生物：口腔材料市占率不断提升，重磅产品活性生物骨放量可期.....	24
3	创新药与港股：政策趋暖，港股有超额收益可能.....	26
3.1	港股：流动性驱动下的高波动性，或有超额收益.....	26
3.2	港股生物医药折价更大，更具性价比.....	28
3.3	创新药重点关注公司.....	29
3.3.1	百济神州：国际化龙头，创新持续兑现，商业化放量显著.....	29
3.3.2	荣昌生物：ADC龙头，商业化初见成效，国际化持续进展.....	30
3.3.3	康方生物：双抗龙头，核心产品销售稳步增长，在研产品管线丰富.....	32

3.3.4	信达生物：生物药全能，23 年有多项催化剂值得期待.....	33
3.3.5	诺诚健华：BTK 市场大有可为 .....	34
3.3.6	石药集团：成药亮眼，研发稳健.....	35
3.3.7	翰森制药：困境反转，创新药占比逐步提升.....	36
3.3.8	云顶新耀：mRNA 值得期待.....	37
3.3.9	永泰生物：EAL 预期上市带来亮点.....	38
3.3.10	信立泰：信立坦积极拓展下沉市场，新产品加速启航.....	39
3.3.11	海思科：传统业务底扎实，创新业务有弹性.....	40
3.3.12	京新药业：集采风险出清，抗失眠新药注入新动能.....	41
4	CXO 与科学服务：宏观紧缩放慢，行业底部企稳.....	42
4.1	CXO 整体行情回顾.....	42
4.2	前瞻指标：投融资环境明年有望转好，合同负债增速依旧.....	45
4.2.1	投融资数据：宏观环境企稳，边际改善指日可期.....	45
4.2.2	合同负债：平均增速维持 40%+，景气度依旧.....	46
4.3	科学服务：国产替代趋势明确，行业景气度高.....	47
4.3.1	整体行情回顾.....	47
4.3.2	行业景气度保持向上，国产替代空间充足.....	48
5	医疗服务与原料药等其他细分领域.....	50
5.1	聚焦行业新技术与后疫情时代复苏.....	50
5.2	重点关注公司.....	50
5.2.1	美年健康：疫情影响边际减弱，看好体检龙头再启航.....	50
5.2.2	金城医药：低估的合成生物学公司.....	52
5.2.3	普洛药业：制剂一体化+CDMO 推进顺利，扰动因素平复未来可期.....	52
5.2.4	华海药业：产业升级及全球化战略持续推进，业绩拐点明显.....	54
6	风险提示.....	55

## 图表目录

图 1. 典型消费白马过去十年 PE 估值水平.....	8
图 2. 典型消费白马过去十年 PEG 估值水平 .....	8
图 3. 中药行业过去十年 PE 和 PEG 水平 .....	8
图 4. 品牌中药与 OTC 公司过去十年净利润增速情况.....	9

图 5. 中药处方药公司过去十年净利润增速情况.....	9
图 6. 达仁堂 2017-2021 年营业总成本与净利润 (亿元) .....	12
图 7. 达仁堂混改后股权结构.....	12
图 8. 济川药业 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	12
图 9. 济川药业 2021 年公司营收结构 (亿元) .....	12
图 10. 健民集团 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	13
图 11. 健民集团龙牡壮骨颗粒季度销售数据 (亿元) .....	13
图 12. 华润三九 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	14
图 13. 华润三九公司产品管线.....	14
图 14. 寿仙谷 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	15
图 15. 寿仙谷 2021 年公司各渠道收入 (亿元) 占比.....	15
图 16. 中国中药 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	15
图 17. 配方颗粒试点结束前后符合处方条件机构数量.....	15
图 18. 红日药业 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元) .....	16
图 19. 红日药业 2021 年收入 (亿元) 结构.....	16
图 20. 2016-2021 年中国医疗器械市场规模 .....	17
图 21. 2021 年中国医疗器械细分市场规 模及占比.....	17
图 22. 2021 年中国医疗器械各细分领域市场规模 (亿元) .....	18
图 23. 主要医用医疗设备国产化率.....	18
图 24. 体外诊断中高端领域外资与本土品牌占比情况.....	18
图 25. 2021 年骨科植入物细分市场进口与国产占比情况.....	18
图 26. 福瑞股份营收与增速、利润与增速、仪器占比与收入结构.....	20
图 27. 海泰新光营收预测.....	21
图 28. 华大智造测序业务高速增长.....	22
图 29. 爱康医疗历年营业收入、净利润.....	23
图 30. 爱康医疗 22H1 营收结构.....	23
图 31. 春立医疗历年营业收入、净利润.....	23
图 32. 春立医疗 22H1 营收结构.....	23
图 33. 威高股份历年营业收入、净利润.....	24
图 34. 威高股份 22H1 营收结构.....	24
图 35. 正海生物营业收入 (亿元) 情况.....	26
图 36. 正海生物净利润 (亿元) 情况.....	26
图 37. 2021 年至今港股医药最大跌幅 (1) .....	27

图 38. 2021 年至今港股医药最大跌幅 (2)	27
图 39. 港股中期波动率更高	27
图 40. AH 股历史价格比值处于中位数水平	27
图 41. 南向资金持续流入港股	29
图 42. 百济神州全球自主研发管线进展	30
图 43. 百济神州合作研发管线进展	30
图 44. 荣昌生物在研管线	31
图 45. 康方生物商业化与在研管线	32
图 46. 信达生物肿瘤管线	33
图 47. 信达生物非肿瘤管线	33
图 48. 诺诚健华在研管线	35
图 49. 石药集团小分子创新药	36
图 50. 石药集团大分子创新药	36
图 51. 石药集团新型制剂管线	36
图 52. 翰森制药历年营业收入、净利润	37
图 53. 翰森制药 22H1 营收结构	37
图 54. 云顶新耀产品管线	38
图 55. 永泰生物公司产品管线	39
图 56. 信立泰历年营业收入、净利润	40
图 57. 信立泰 22H1 营收结构	40
图 58. 信立泰产品管线	40
图 59. 海思科产品管线	41
图 60. CXO 板块营收 (亿元) 及增速	43
图 61. 扣非归母净利润 (亿元) 及增速	43
图 62. CXO 板块毛利率变化	43
图 63. CXO 板块期间费用率变化	43
图 64. 全球投融资情况	45
图 65. 国内投融资情况	46
图 66. 科学服务板块营收 (亿元) 及增速	47
图 67. 诺唯赞、义翘神州及百普赛斯非新冠收入 (亿元) 及增速	47
图 68. 科学服务板块毛利率变化	48
图 69. 科学服务板块期间费用率变化	48
图 70. 科学服务扣非归母净利润 (亿元)	48

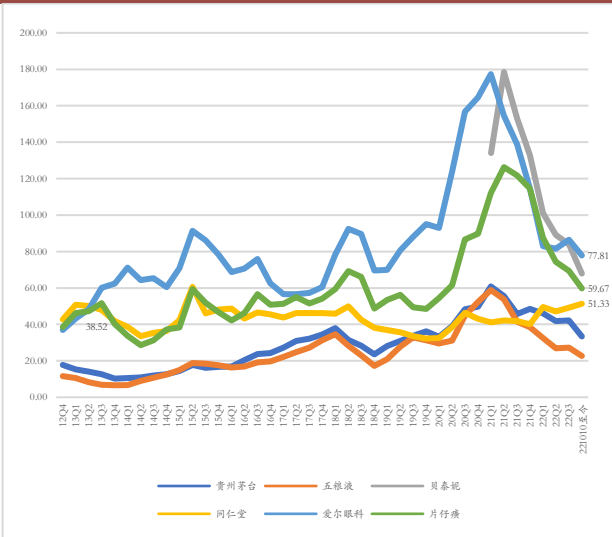
图 71. 中国生物药市场规模.....	49
图 72. 生物试剂中的分子试剂竞争格局（2020 年） .....	49
图 73. 重组蛋白试剂竞争格局（2019 年） .....	49
图 74. 美年健康历年客流人次变化.....	50
图 75. 美年健康历年客单价变化.....	50
图 76. 美年健康单季度营收（亿元）及增速.....	51
图 77. 美年健康单季度归母净利润（亿元）及增速.....	51
图 78. 美年健康单季度毛利率及净利率变化.....	51
图 79. 美年健康单季度期间费用率.....	51
图 80. 全国体检人次变化.....	52
图 81. 民营与公立体检占比比较（2020 年） .....	52
图 82. 普洛药业近年营收净利情况.....	53
图 83. 普洛药业 CDMO 业务情况.....	54
图 84. 普洛药业 CDMO 项目数 .....	54
图 85. 华海药业近年营收净利情况.....	54
图 86. 华海药业分业务营业收入占比.....	55
图 87. 华海药业 ANDA 获批数量 .....	55
表 1. 中医药行业政策暖风频吹.....	10
表 2. 中医药支付端优势显著.....	11
表 3. 中成药/饮片集采降价力度温和.....	11
表 4. 正海生物产品结构丰富.....	25
表 5. AH 生物医药公司股价比值.....	28
表 6. 京新药业核心产品结构.....	42
表 7. CXO 主要公司营收情况.....	44
表 8. CXO 主要公司扣非归母净利润及增速情况.....	44
表 9. CXO 公司合同负债情况.....	46

## 1 中药：基本面与政策面驱动估值与业绩双升

中药行业基本面与政策趋暖，驱动行业估值水平抬升，行业利润增速上升。两者共振，提高中药行业整体估值水平。目前行业 PEG 估值约为 1.92，处于历史估值中位水平。随着中医药发展列入国家战略层面，体现出相较于其他赛道更高的政策支持，估值水平有望继续抬升。重点关注品牌中药，达仁堂、济川药业、健民集团、华润三九、寿仙谷等；处方药与配方颗粒，中国中药、红日药业等。

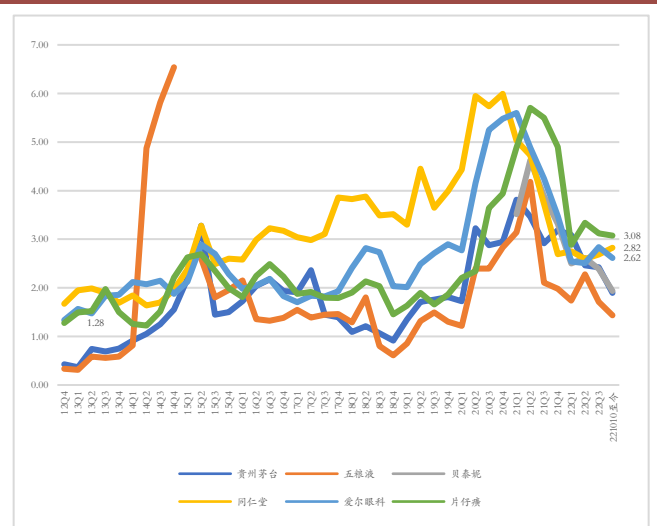
### 1.1 相对于其他品牌消费品，品牌中药板块估值仍有上升空间

图1.典型消费白马过去十年 PE 估值水平



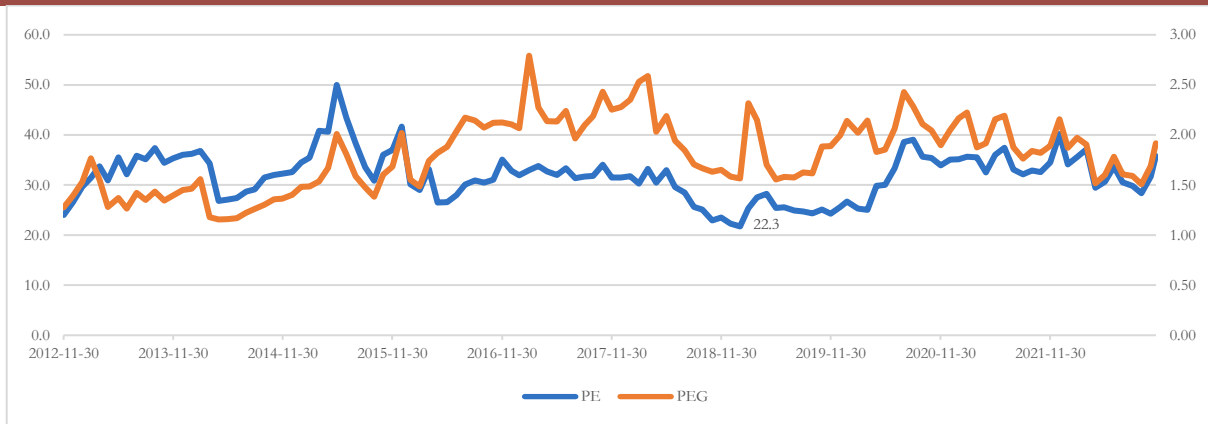
数据来源：wind，财通证券研究所

图2.典型消费白马过去十年 PEG 估值水平



数据来源：wind，财通证券研究所

图3.中药行业过去十年 PE 和 PEG 水平



数据来源：wind，财通证券研究所



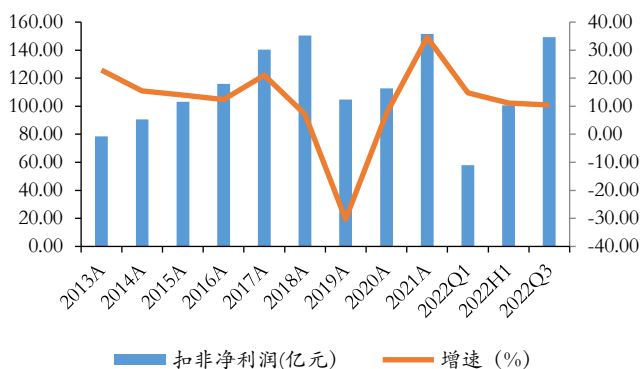
消费白马估值逐渐向下调整至合理水平，品牌中药的估值水平在抬升。回顾过去十年消费白马的估值变化水平，自2019年开始进入估值持续抬升阶段，直至2021年下半年开始回调。当前PE及PEG估值均已回调至2019年启动之前水平，消费白马基本估值中枢处于历史合理位置。

2018年之前，品牌中药企业品牌力不足，被高毛利小厂家产品冲击，加之去库存，导致2019年净利润大幅下滑。过去几年品牌中药企业持续投入品牌推广，击退了中小厂商，行业集中度上升。行业出清后，过去两年的持续提价，使得企业盈利能力提升。横向比较来看，品牌中药相对白马中具有消费医疗属性的同仁堂、片仔癀、爱尔眼科的PEG估值水平仍偏低；品牌中药相较于食品饮料、美容护理领域具有更强的消费刚性和进入壁垒，可以享受高估值。

## 1.2 中药处方药企业自身能力进化与政策驱动，行业盈利拐点出现

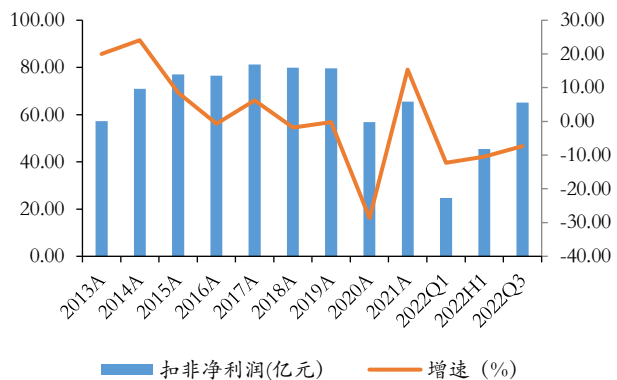
2015年之前，中药处方药企业盈利主要靠中药注射剂，医院限制使用与集采等使得行业盈利能力下滑，估值下降。2018年底中药行业PE估值仅22倍，处于十年的最低值。近几年，中药处方药企业向口服剂型与院外消费扩展，虽整体行业仍处于低位，但优质龙头已经转型成功，走向新一轮增长。

图4.品牌中药与OTC公司过去十年净利润增速情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图5.中药处方药公司过去十年净利润增速情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

中医药发展列入国家战略层面，支付端政策支持力度显著。中医药行业自2018年后政策暖风频吹，相较于过去政策的高屋建瓴，形成了更高、更细、医保支付更友好的全方位政策。特别是2021年12月医保局等公布的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》是一个重大转择点。国家确立了中医药更高的发展地位，提升到国家战略发展层面。密集颁布了多项实施办法，从药材种植到临床申报再到医保覆盖全链条地进行执行层面的政策指导。一系列政策保障了中医药在

支付端的优势，包括明确医保对于中药饮片和配方颗粒的覆盖、保留院端对于中药饮片和配方颗粒的加成比例、中医医疗机构暂不施行 DRGs 等，以及联盟集采结果也显示出相较于西药/器械更温和的降价幅度。

**表1. 中医药行业政策暖风频吹**

发布时间	文件名称	发布单位	主要内容
2016.2	中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）	国务院	到2030年中医药服务领域实现全覆盖
2017.1	中药经典名方复方制剂简化注册审批管理规定（征求意见稿）	原食药监局	符合条件的经典名方制剂申报生产，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效研究及临床试验资料
2017.1	中药材生产质量管理规范	原食药监局	对中药材生产和质量管理提出要求，适用于中药材生产企业种植、养殖或野生抚育中药材的全过程
2018.9	中药品种保护条例	国务院	鼓励研制开发临床有效的中药品种，对质量稳定、疗效确切的中药品种实行分级保护制度
2018.12	全国道地药材生产基地建设规划（2018-2025年）	药监局等	到2020年建立道地药材标准化生产体系
2019.10	关于促进中医药传承创新发展的意见	中共中央、国务院	健全中医药服务体系，大力推动中药质量提升和产业高质量发展，促进中医药传承与开放创新发展
2020.12	关于促进重要传承创新发展的实施意见	药监局等	促进中药守正创新、健全符合中药特色的审评审批体系、强化中药质量安全监管、推进中药监管体系和监督能力现代化
2021.2	关于加快中医药特色发展的若干政策措施	国务院办公厅	优化具有人用经验的中药新药审批，对符合条件的重要创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制
2021.4	推进妇幼健康领域中医药工作实施方案（2021-2025年）	中医药管理局	到2022年，妇幼健康领域中医药服务网络基本建立，形成并推广一批妇幼中医药诊疗方案、中医治未病干预方案等规范
2021.12	关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见	医保局、中医药管理局	将符合条件的中医医疗机构纳入医保顶点、加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管
2022.3	“十四五”中医药发展规划	国务院办公厅	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
2022.5	“十四五”国民健康规划	国务院办公厅	实施中医药振兴发展重大工程；实施中医药健康促进行动，推进中医治未病健康工程升级；提升地市级以上中医医院优势专科和县级中医医院特色专科服务能力；丰富中医馆服务内涵，促进中医适宜技术推广应用；探索有利于发挥中医药优势的康复服务模式；建立和完善国家重大疑难疾病中西医协作工作机制与模式。

数据来源：财通证券研究所、《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》、《“十四五”中医药发展规划》等各类政策文件整理

**表2. 中医药支付端优势显著**

	医保	集采	DRGs	医院加成
中医药	医保覆盖	平均降幅 30-40%，部分独家品种降幅仅为 20%，涉及到种植类中药材为原料的中药降幅更为谨慎（相对有发酵类非农业中药为原料的产品，如百合胶囊、金水宝等）	中医医疗机构暂不施行 DRGs	饮片/配方颗粒：25%
西药	医保覆盖	平均降幅 48-59%	纳入 DRGs	0
器械	医保覆盖	冠脉支架降幅：90%左右；关节、脊柱降幅：65%左右	纳入 DRGs	0

数据来源：财通证券研究所、湖北省医保局、广东省医保局、北京市医保局等各地医保谈判结果整理

**表3. 中成药/饮片集采降价力度温和**

	湖北联盟	广东联盟	山东省	北京市	全国	中药饮片三明采购联盟
启动时间					2022.9.9	2022.11.18
执行时间	2022.5.1	待定	待定	2022.12.20		
覆盖区域	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、湖南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、肝素、宁夏、新疆	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	山东	北京	除湖南、福建其他省级行政区	山东、山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、福建、江西、湖南、云南、西藏、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团
平均降幅	42.27%	32.50%	44.31%	联动+议价降幅不大		
采购周期	2年	1年	2年	2年	2年	1年
集采品种	74	132	67	29	16	21

数据来源：财通证券研究所、湖北省医保局、广东省医保局、北京市医保局等各地医保谈判结果整理

### 1.3 中药重点关注公司

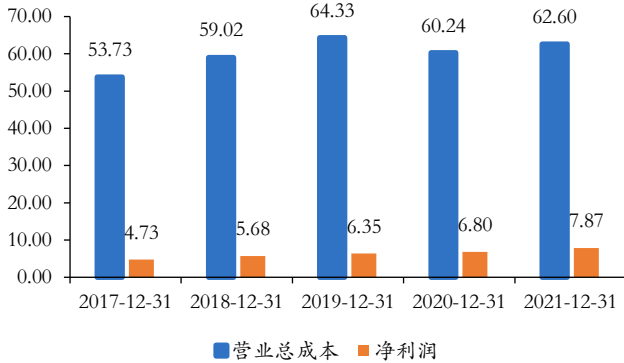
#### 1.3.1 达仁堂：混改带来实际经营改善，产品量价齐升迎来戴维斯双击

公司自 2021 年实施混改后实际经营情况得到显著改善。公司重新对销售架构进行调整，取消各分公司各自为政，改为以科室分类不同产品线，统筹销售和渠道资源，院内和零售同时加大渠道发展力度。销售改革已取得显著成效，销售团队不断壮大、控渠道库存、重新梳理产品价格体系，为后续产品深度营销打下基础。公司经营层面已迎来重要拐点，有望在后续业绩上得到体现。

**速效救心丸增长显著，潜力二线品种蓄势待发。期待股权激励落地，产品量价齐升带来戴维斯双击。**公司持续加大对速效救心丸在院内和零售的渠道投入，院内积极开展医生教育、强调常备用药理念，院外零售端作为引流产品销售持续强劲。根据公司半年报披露，22H1 速效救心丸实现销售收入 7.70 亿元（不含税），较 2021 年全年（13 亿元）已完成 59%。其他潜力二线品种，如京万红软膏、清咽滴

丸、通脉养心丸等，价格体系得到梳理，重新规划渠道和营销方式。零售端加大资源投入，有望充分挖掘优质二线品种的潜力。

图6.达仁堂 2017-2021 年营业总成本与净利润（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图7.达仁堂混改后股权结构

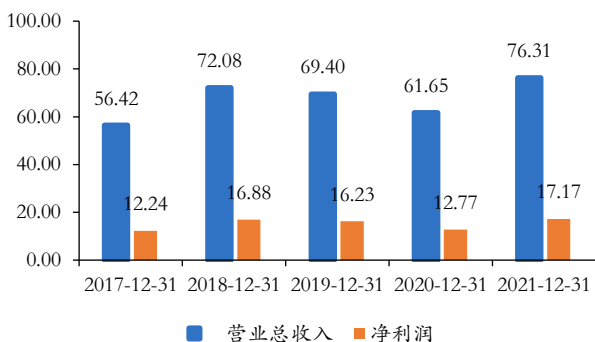


数据来源：wind，财通证券研究所

### 1.3.2 济川药业：零售渠道发力成效显著，BD 项目稳步推进蓄力增长

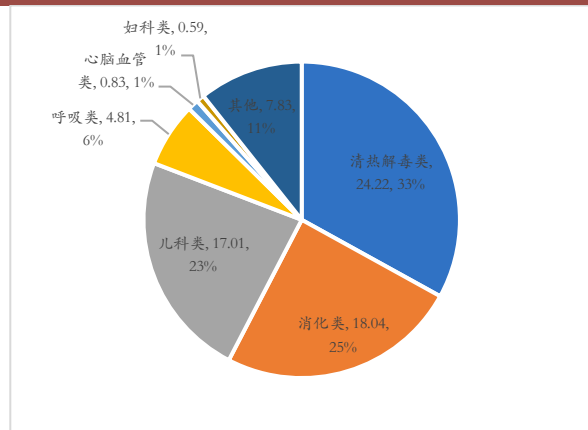
产品结构持续优化，小儿豉翘贡献主要增长。公司产品结构不断优化，蒲地蓝、雷贝拉唑占比下降，以小儿豉翘为首的二线品种接棒发力贡献增长。形成以蒲地蓝和雷贝拉唑为基本盘、小儿豉翘贡献主要增长动能、川穹清脑颗粒和蛋白琥珀酸铁口服溶液作为潜力品种储备的丰富产品矩阵。其中，小儿豉翘清热颗粒在儿科感冒药市场市占率第一，2023 年有望纳入儿科基药目录，将进一步打开销售空间，未来三年销售增速预计超过 25%。

图8.济川药业 2017-2021 年营业收入与净利润（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图9.济川药业 2021 年公司营收结构（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

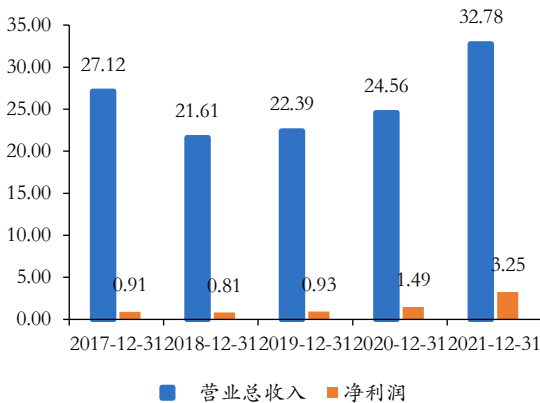
BD项目稳步推进，借助公司强大销售平台有望打造第二曲线。公司2022年股权激励计划中将BD引入产品作为公司层面业绩考核指标，要求2022-2024年每年BD引进项目不少于4个。目前已落地BD项目包括长效生长激素（与天境药业合作）、PDE4抑制剂及蛋白酶抑制剂（与恒翼生物合作）等，有望通过公司强大的销售平台（公司拥有约3000人的强大销售团队，覆盖医院数量约6000家，在儿科、呼吸、消化等科室具有强大销售资源）实现快速放量，打造公司发展第二曲线。

### 1.3.3 健民集团：体培牛黄有望量价齐升，中药OTC品牌力强

公司OTC业务销售模式改革进展卓有成效，高品牌认可度有望受益于后疫情时代防控政策调整带来用药需求复苏，我们预计OTC端2022-2024年收入复合增速达到15%。其中，拳头产品龙牡壮骨颗粒2022H1销渠道控货使得库存状况得到优化，带来销售数据表现下滑，根据中康数据其终端纯销增长约有20%左右，下半年经销渠道发货恢复常态，纯销情况有望在报表上得到反映，全年预计实现收入10%-15%的增长。其他OTC品种，如健脾生血颗粒、便通胶囊、健民咽喉片等有望受益于药店购药限制解除迎来需求复苏，2022年预计收入增速10%-15%。

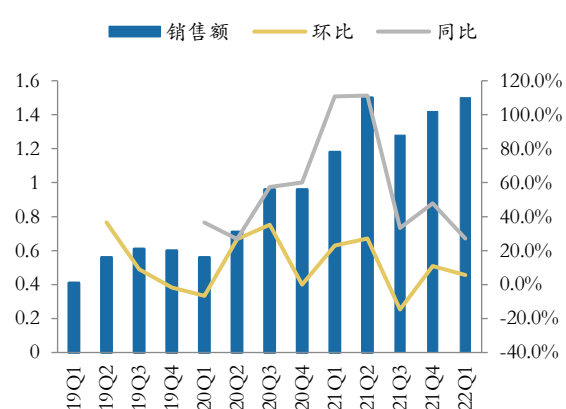
体外培育牛黄提价基础具备，疫情管控解除有利于释放牛黄使用需求，量价齐升增厚公司收益。天然牛黄每年约有10%-15%的提价，而体外培育牛黄已有约两年没有提价，价格差距持续深化，提价基础已基本具备。此外，体外培育牛黄作为天然牛黄的“平替”，体外培育牛黄成分、含量及效果与天然牛黄别无二致，而价格约为天然牛黄的1/3左右，且不受原料限制，可以满足更广泛的牛黄使用需求，将受益于疫情防控政策调整后的需求释放。公司投资占股33.54%的大鹏药业是国内最大的体外培育牛黄产业化基地，受益于体外牛黄的量价齐升，公司投资收益得到持续增厚，预计2022-2024年利润复合增速超过25%。

图10.健民集团2017-2021年营业收入与净利润（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图11.健民集团龙牡壮骨颗粒季度销售数据（亿元）



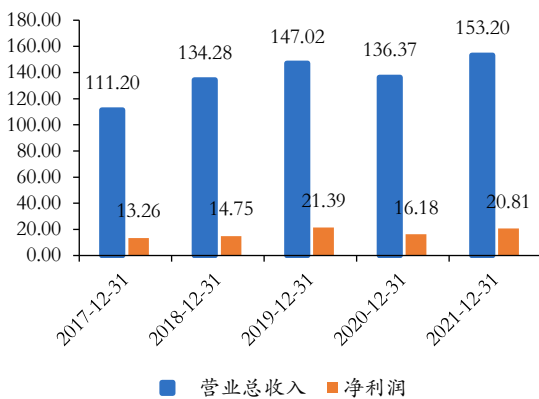
数据来源：中康数据，财通证券研究所

### 1.3.4 华润三九：高品牌价值+平台化能力+强渠道销售，铸就高壁垒

公司在“三九”品牌基础上打造横宽纵深的产品矩阵。横宽：公司产品横跨呼吸系统用药、皮肤用药、胃肠道用药等多个用药品类，打造“三九感冒灵”、“三九皮炎平”、“三九胃泰”等多个家喻户晓的品名。纵深：在呼吸系统用药单品类上开发复方感冒灵、感冒清热颗粒、抗病毒口服液、板蓝根颗粒等系列产品，充分利用“三九感冒灵”品牌效应。同时，公司不断拓展“三九”品牌平台上的品类，与国际药企合作推广诺泽重组生长激素、龙角散等，拟收购昆药集团股份拓展公司三七品类产品，体现出公司极强的品类延展能力，并有望持续提升公司销售人效，公司 OTC 板块 2022-2025 年 CAGR 有望超过 15%。

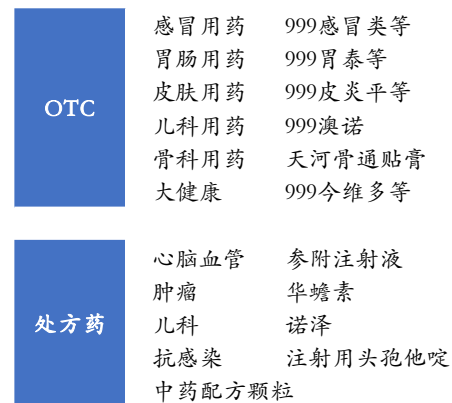
公司处方药板块主要包括参附注射液、抗感染药物以及中药配方颗粒等。抗生素集采、中药注射液限制使用、配方颗粒换标等事件影响，导致公司处方药业务下滑，占比仅 30%（其中配方颗粒占比近 20%）。目前负面影响皆已悉数落地，随着疫情形势好转、国标替换进程加速，配方颗粒提价、终端拓展的政策红利有望得以释放。公司作为配方颗粒“国六家”之一，有望充分受益于配方颗粒市场整体扩容，从而带动公司整体处方药板块业务增长。

图12.华润三九 2017-2021 年营业收入与净利润（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图13.华润三九公司产品管线



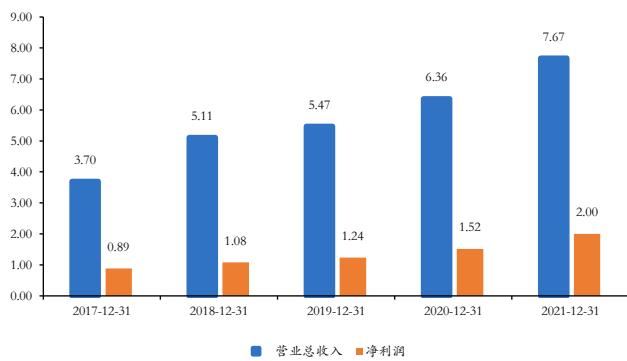
数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3.5 寿仙谷：灵芝孢子粉行业标准制定者，期待省外拓展带来新增长

老字号品牌专注灵芝孢子等名贵中药材产品，是灵芝孢子领域的龙头企业。公司灵芝孢子粉产品有效成分远超同行、剂型丰富满足不同消费需求，产品力强劲。省内市场品牌知名度和认可度高，消费黏性强；省外推高端片剂+让利经销商，渠道推广动力足。省内拓展+省外突破+线上补充，渠道力持续提升，叠加远超竞品的产品力，助推公司品牌力在全国范围持续强化。

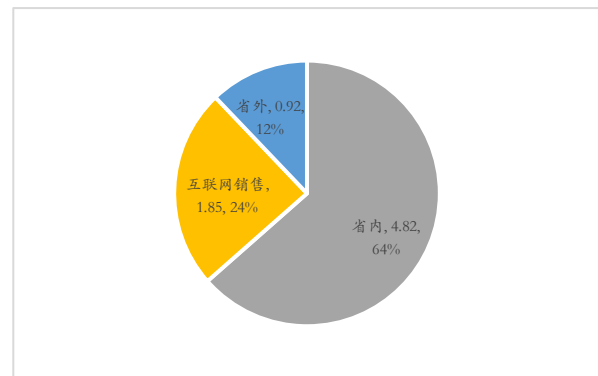
公司上半年核心产品以及省内市场增长稳健，省外代理招募受到疫情扰动，看好疫情影响解除后，省外代理招募工作恢复常态带来省外市场突破。分产品来看，灵芝孢子粉系列产品实现收入 2.36 亿元 (+10.91%)、铁皮石斛系列产品实现收入 0.63 亿元 (+13.67%)。分渠道来看，浙江省内、省外、互联网实现营收 2.30 亿元 (+10.82%)、0.42 亿元 (+11.79%)、0.72 亿元 (+5.25%)。其中省外代理商招募 22H1 达到 14 家，主要受到 Q2 疫情影响潜在代理商实地考察受限，下半年疫情影响逐渐消散省外推广有望带来更快增速。

图14.寿仙谷 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元)



数据来源: wind, 财通证券研究所

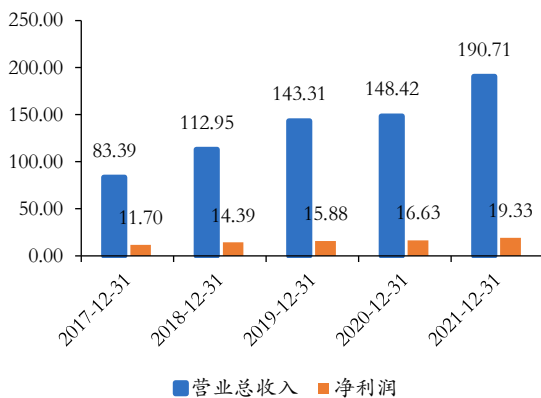
图15.寿仙谷 2021 年公司各渠道收入 (亿元) 占比



数据来源: wind, 财通证券研究所

### 1.3.6 中国中药: 配方颗粒龙头企业, 充分受益行业扩容

图16.中国中药 2017-2021 年营业收入与净利润 (亿元)



数据来源: wind, 财通证券研究所

图17.配方颗粒试点结束前后符合处方条件机构数量

	试点结束前	试点结束后
三级医院	3275个	3275个
二级医院	10848个	10848个
中医专科医院	5715个	5715个
一级医院		12649个
社区卫生服务中心/站		36160个
乡镇卫生院		34943个
村卫生院		599292个

80% 以上提供中医服务

数据来源: 国家统计局, 财通证券研究所

公司作为配方颗粒行业龙头, 布局中药材-中药饮片-配方颗粒全链条, 配方颗粒国标及省标品种布局数量以及配方颗粒产能规模均处于行业领先地位, 有望充分受

益配方颗粒行业扩容。2021年2月，中药配方颗粒试点工作结束，终端销售渠道放开：试点期间仅限于二级及以上中医院，试点结束后放开为符合中医执业资格的各级医疗机构，包括一级医院以及提供中医服务的社区卫生服务中心及乡镇/村卫生院，符合资质的医疗机构从19840家增加到702884家，行业规模有望通过渗透率提到得到显著扩容。

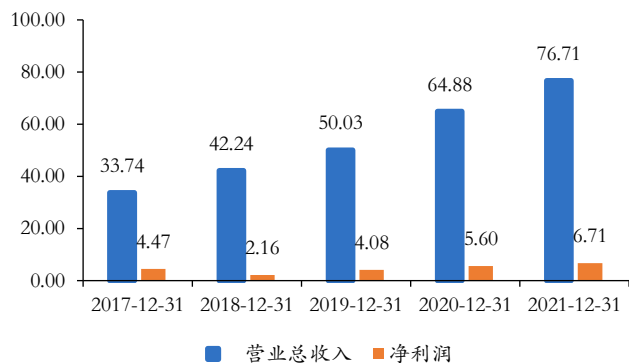
公司以绝对的数量和产能优势将充分受益于国标切换以及终端需求释放带来的量价齐升。就布局品种数量来说，截止2022年8月底，公司获批/备案的国标+省标数量超过300个的省级地区超过17个（包括江阴天江和广东一方），在行业中遥遥领先。就产能规模来说，产能超过15000吨，远超四川新绿色（1000吨）、红日药业（900吨）及培力农本方（1500吨）。

### 1.3.7 红日药业：配方颗粒国标切换阵痛期，业绩表现承压静待拐点

公司配方颗粒业务受到国标切换以及疫情防控影响，短期业绩承压显著。配方颗粒行业启用国标和省标备案、停用企业标准，同时终端机构放开处方限制带来市场扩容，利好国标和省标布局数量有优势的企业。截止2022年9月底，公司获批/备案的国标+省标数量超过300个的有北京、西藏、广东、安徽、陕西、海南六个省级区域，由于临床上通常需要至少300种才能满足中医配伍药方的需求，布局数量不足对于公司产品在当地放量带来影响。同时，受到疫情防控影响，医院处方量同比下降，两个因素叠加导致公司配方颗粒业务承压。

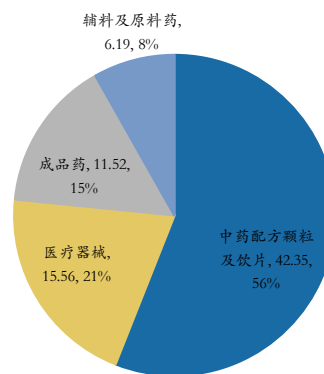
销售压制因素明年或将逐渐解除：疫情影响减弱、国标数量增加、单方用量及价格提升，公司配方颗粒业务有望迎来拐点。截止2022年11月，已实施的国标有200个、69个处于公示阶段，预计明年6月底前有望实施350个国标。国标数量增加有望提高公司在全国范围销售品种及销量。同时，施行国标之后用量及单价有所提升，量价齐升下公司配方颗粒业绩有望触底反弹。

图18.红日药业 2017-2021 年营业收入与净利润（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图19.红日药业 2021 年收入（亿元）结构



数据来源：wind，财通证券研究所



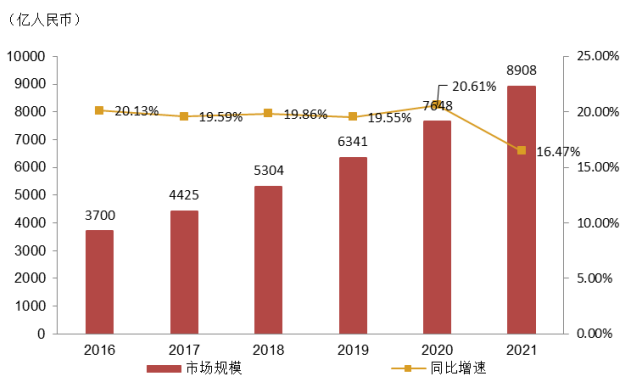
## 2 医疗器械：低渗透率、进口替代与集采出清再出发

从行业渗透率、国产替代化率和集采出清的角度来看：体外诊断中的化学发光；高值耗材中的电生理、骨科关节与运动医学、冠脉球囊、可降解支架、生物瓣、种植体与生物膜；医疗设备中的肝纤维化与肝脂检测、PET、软镜、硬镜、基因测序仪等存在较大的投资机遇。重点关注福瑞股份、海泰新光、华大智造、爱康医疗、春立医疗、威高股份、正海生物等。

### 2.1 医疗器械是高基数下快速增长的细分行业

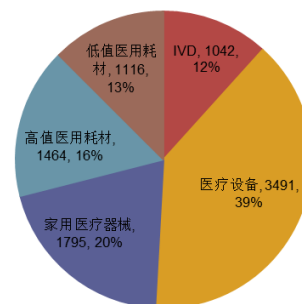
医疗器械可以按产品特性大致分为低值耗材、高值耗材、体外诊断、医疗设备四大类。医用医疗设备 2021 年市场规模达 3,491 亿人民币，其中影像设备如 PET-CT、CT、MRI 国产化率仅 10%、17%及 20%，相比发达国家平均每百万人保有量仍存在差距，预计市场规模仍有较大增长空间，主要驱动力来自患者检查需求和医疗检查能力供给的增加。在国产技术突破及鼓励使用国产产品的政策背景下，影像赛道国产化率仍有较大空间。高值耗材类别丰富，根据《中国医疗器械蓝皮书（2021）》，大致可分为血管介入（心血管/外周血管/脑血管介入）、骨科植入（创伤/脊柱/关节/其他）、口腔科、血液净化类、眼科、电生理、非血管介入、神经外科、起搏器等。2021 年中国医疗器械实现市场规模 8,908 亿人民币，同比增速 16.47%。

图20.2016-2021年中国医疗器械市场规模



数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

图21.2021年中国医疗器械细分市场规 模及占比



数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

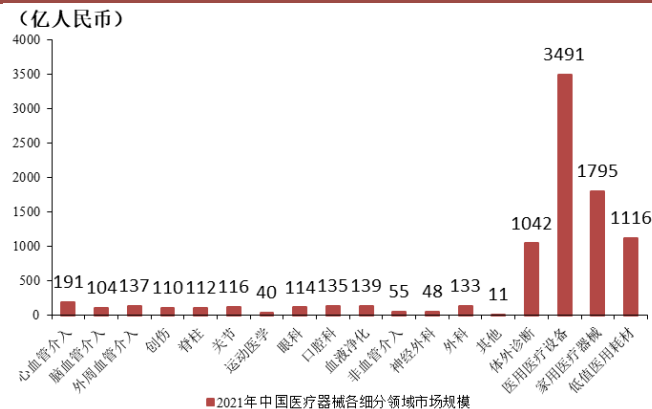
### 2.2 高值耗材和医用设备国产替代渗透率低

根据中国医疗器械蓝皮书，我国骨科植入医疗器械市场的销售收入由 2015 年的 164 亿人民币增长至 2021 年的 397 亿人民币，6 年 CAGR 增速为 15.9%。根据第七次全国人口普查数据，2020 年中国 60 岁及以上人口有 2.64 亿人，65 岁

及以上人口有 1.9 亿人，分别占总人口的 18.7%、13.5%。骨科疾病发病率与年龄相关度较高，如椎体压缩性骨折、骨性关节炎、骨质疏松等疾病发病率均与年龄较相关。我国关节、脊柱的人均手术量低于欧美平均水平，爱康医疗中报显示，2020 年骨科疾病中，脊柱疾病患病率为 23%，关节疾病患病率为 13%，但骨科手术渗透率较低，其中关节产品植入手术每千人中手术例数仅为 0.5 例，远低于日本（3.1 例），英国（3.1 例），美国（4.5 例），德国（4.9 例），脊柱产品植入手术每千人中手术例数仅为 0.7 例，远低于英国（2.5 例），美国（2.5 例），法国（3.2 例），德国（5 例）。关节置换手术由于医生学习曲线长，而需求更慢性的手术渗透率提升更慢，参考欧美，关节置换仍有 7-8 倍的手术量提升空间。

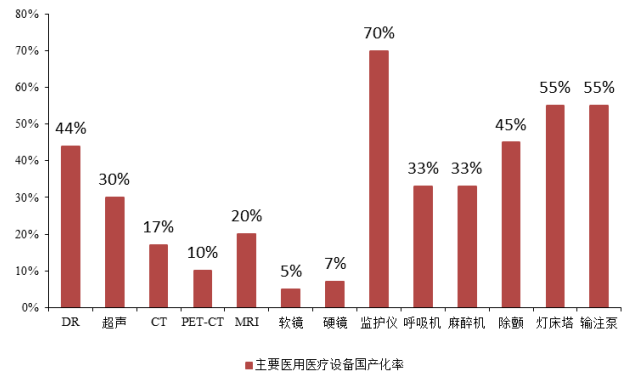
我国内窥镜器械如软镜、硬镜的国产化率仅 5%、7%，主要源于国产内窥镜器械成像稳定性和清晰度与国际巨头仍存差距。我们认为胃镜、肠镜检查渗透率的提升将带动软镜等产品实现稳健增长。

图22.2021年中国医疗器械各细分领域市场规模(亿元)



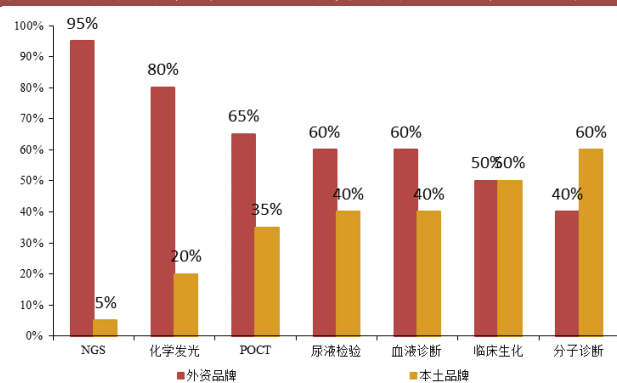
数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

图23.主要医用医疗设备国产化率



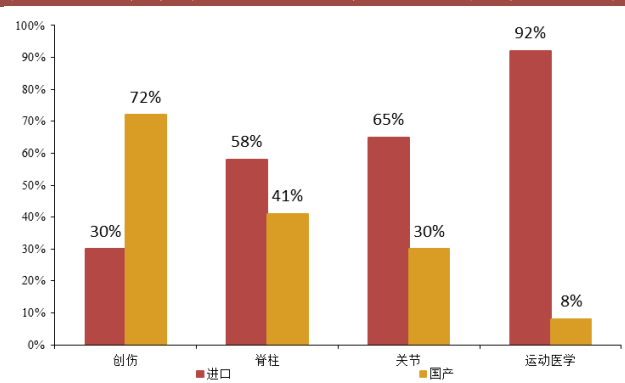
数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

图24.体外诊断中高端领域外资与本土品牌占比情况



数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

图25.2021年骨科植入物细分市场进口与国产占比情况



数据来源：医械汇，《中国医疗器械蓝皮书 2022 版》财通证券研究所

## 2.3 高值耗材集采逐步出清

医疗器械带量采购与药品类似，已形成从国家到跨省联盟、省级、市级集中带量采购相互配合、协同推进的工作格局。国家及省级带量采购项目进程从高值耗材，向体外诊断试剂、医疗设备渗透。呈现品种增加，采购频次加快，采购规模扩大等趋势。2022年以来关节、脊柱国采落地，电生理耗材集采文件出台，竞价规则、淘汰机制均好于市场预期。我们认为高值耗材集采风险有望逐步释放，高值耗材赛道未来增长确定性较高。

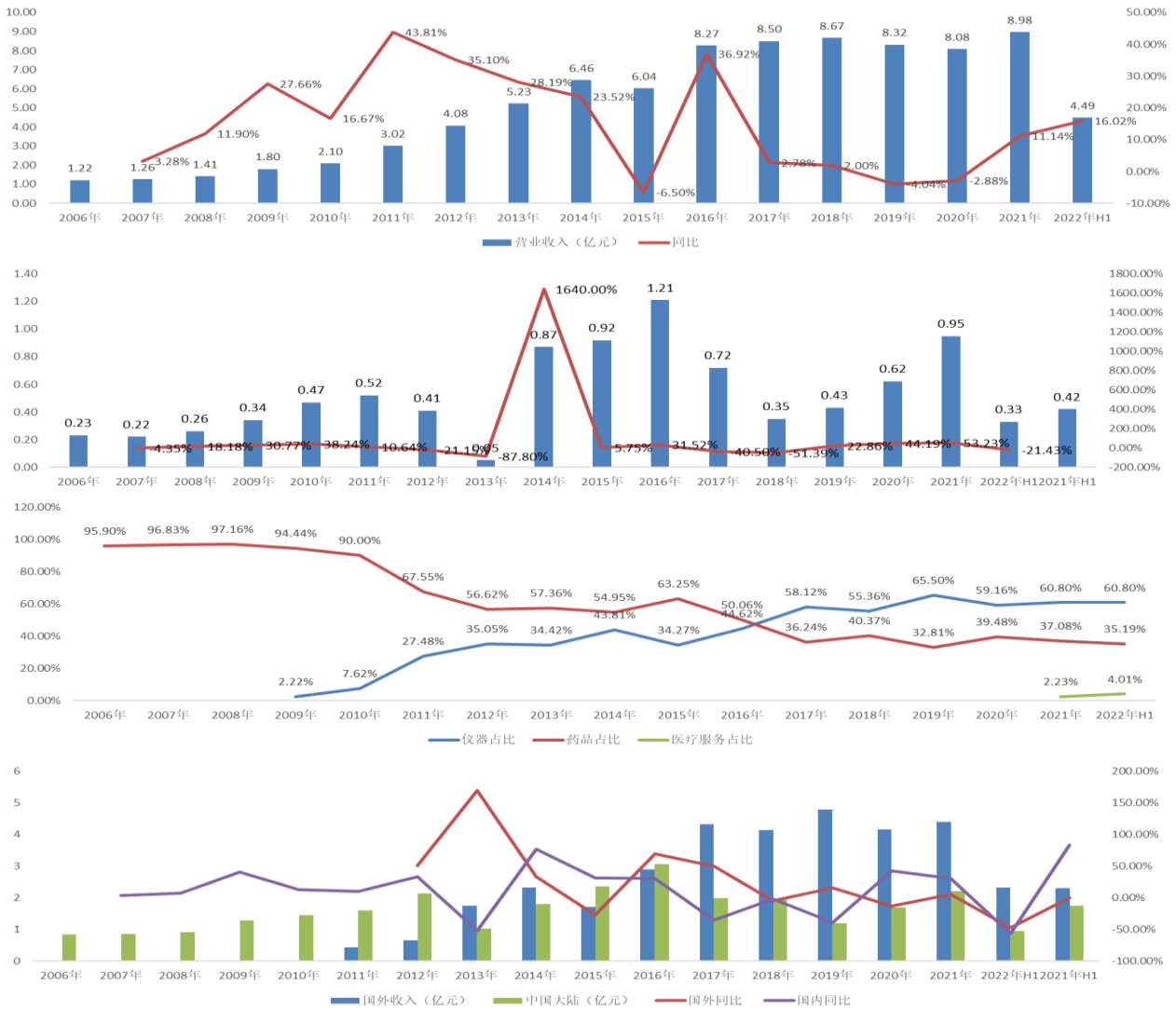
## 2.4 医疗器械重点关注公司

### 2.4.1 福瑞股份：FibroScan 开始兑现高成长

2022年 Q1-Q3 公司实现营收 7.19 亿元 (+19.78%)、扣非归母净利润 0.62 亿元 (+15.93%)；22Q3 单季度实现营收 2.70 亿元 (+26.81%)、归母扣非净利润 0.28 亿元 (+91.87%)。业绩加速增长：近两年公司股权激励摊销费用较高，2021 年前三季度还原回股权激励费用后业绩为 0.67 亿元，2022 年前三季度还原回股权激励费用后业绩为 0.82 亿元，可比经营口径业绩增速为 23%。法国子公司 Echosens 前三季度归母净利润约 0.35 亿元，同比增长 46%；因汇率造成的计价因素（外币财务报表折算差额+财务费用变化）影响 Echosens 利润 0.11 亿元人民币，加回此因素，同比口径净利润增速约 92%。FibroScan 进入美国《非酒精性脂肪性肝病在初级保健和内分泌临床环境中诊断和管理的临床实践指南》后第一个完整季度 Q3 净利润为 0.14 亿，同比增长 125%。FibroScan 的旺季在 Q4，Echosens 2021 与 2019 年 Q4(2020 年疫情原因不具有参考意义)占其全年利润比重分别达到 54%、68%。

FibroScan 有三种商业模式：第一种销售仪器设备+维保，适合大中型医院临床用；第二种，社区与诊所等免费投放，按照诊断流量收费；第三种，为新药企业研发的租赁模式，药企研发前期租赁，后期是购买。第一种商业模式在未来三年开始加速兑现业绩：进入指南后，发达国家大中型医院购置仪器需求将高速增长，未来三到五年将成为内分泌科的标配工具。按照医院平均配置 1 台以上，未来五年新增需求在 1.5 万台以上，按照出厂价 100 万元人民币测算，销售峰值至少 30 亿元以上；保有量上来后维保费用占比将上升。第二种商业模式按流量收费的高速增长，依赖于脂肪肝与纤维化用药的获批，带来社区筛查的大流量。根据指南，临床医生应考虑将肥胖、代谢综合征患者、糖尿病前期或 2 型糖尿病患者等划分为“高风险”人群，并筛查非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 和晚期纤维化。仅在美国，每年的筛查目标人群将超过 1 亿。目前 NAFLD 相关药物 7 个处于 III 期临床，如有获批，保险将筛查与药物共同纳入保险。根据 evaluate Pharm 预测，全球 NASH 用药市场将达到 400 亿美金，假设体检占比 10%将达到 40 亿美金市场。

图26.福瑞股份营收与增速、利润与增速、仪器占比与收入结构



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 2.4.2 海泰新光：“海外+整机+光学”多因素共振提振中长期发展

Q1-Q3 营业收入 3.40 亿元 (+55.77%)，归母净利润 1.40 亿元 (+52.51%)，归母扣非净利润 1.29 亿元 (+81.77%)，经营活动现金流 0.83 亿元 (+6.90%)。国际内镜代工持续放量，整机上市投放顺利。Q3 营收 1.43 亿元 (+73.88%)，Q3 归母净利润 0.60 亿元 (+82.37%)，扣非净利润 0.56 亿元 (+95.68%)。

营收强劲增长：1) 为史赛克代工的 1688/1788 订单强劲，业务将持续放量。2) 公司积极拓展整机业务，目前公司在山东省内建立了七个营销中心，山东省内投放了二十台左右的整机设备。

光学产品口腔三维扫描光学模组以及工业激光镜头销售增长迅速。1) 口扫：口扫光学模组公司从去年开始为行业客户提供光学模组，今年开始逐步放量，预计未来几年会持续增长。2) 激光镜头：得益于新能源行业的发展，公司的激光镜头业务在今年以及未来几年会有明显增加。3) 显微镜：公司在为著名显微镜厂商贴牌生产的第一款显微镜已经进入到验证后期，今年年底前会进入到正式生产，随着产品的正式量产以及后续迭代产品的不断推出，会为公司在显微镜行业带来新的业务增长。

图27.海泰新光营收预测

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1.83	2.03	2.54	2.76	3.10	4.79	6.69	8.41
同比		11%	25%	9%	12%	55%	40%	26%
内窥镜代工业务	1.38	1.43	1.85	2.02	2.28	3.37	4.32	5.26
同比		4%	29%	9%	13%	48%	28%	22%
自主品牌内窥镜业务(亿元)						0.40	1.18	1.73
同比							194%	47%
光学产品业务	0.41	0.55	0.67	0.72	0.82	0.98	1.18	1.42
同比		144%	34%	22%	8%	22%	20%	20%
其他	0.03	0.05	0.02	0.01	0.00	0.03	0.02	0.00

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 2.4.3 华大智造：海外诉讼和解突破技术封锁

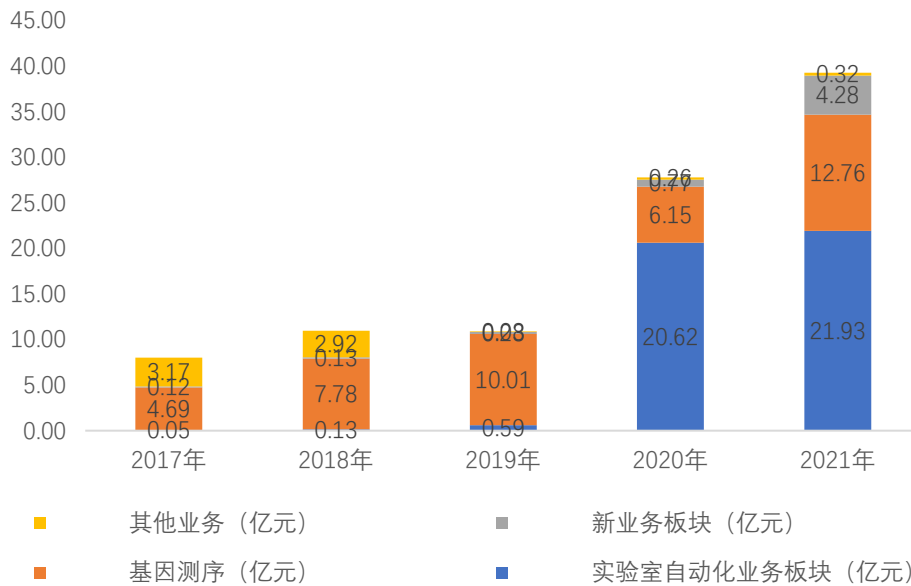
公司及子公司与 Illumina 就美国境内的所有未决诉讼达成和解，子公司 CGUS 收到 Illumina 支付的 3.25 亿美元净赔偿费。占据测序仪蓝海市场一席之地，测序高精度、低失误率优于同类竞品。基因测序产业链上游的进入壁垒高，测序仪企业主要有 Illumina、Thermo Fisher 及华大智造。华大智造的基因测序仪覆盖超高、大、中和低通量的测序仪，产品矩阵丰富。测序准确度高，扩增累积错误率低。根据灼识咨询，到 2030 年，全球基因测序仪及耗材市场将达到 245.8 亿美元的市场规模，2019-2030 年 CAGR 为 18.2%。

实验室自动化设备业务协同测序仪，有望突破自动化设备进口垄断。实验室自动化设备被欧美企业垄断，主要包括 Tecan、Hamilton、Beckman Coulter。华大智造已积累以移液平台、温控平台等模块为核心的覆盖核酸样本处理领域的各类自动化技术。产品连接公司自主开发的测序仪，可建成一站式基因检测工作站。公司有望成为核酸检测领域技术领先的自动化设备厂商之一。根据 Grand View Research，2019 年全球实验室自动化设备市场规模为 45.1 亿美元，预计将以 7.2% 的 CAGR 增至 2025 年的 68.6 亿美元。

公司重视研发投入，多个产品取得注册新进展。公司 2022 前三季度研发费用 5.25 亿元 (+15.07%)，研发费用率 15.96%，分产品看，1) 测序仪：多款测序仪及耗

材上市，包括 DNBSEQ-E25、DNBSEQ-G99 基因测序仪、HotMPS 高通量测序试剂盒、ATOPIex RNA 多重 PCR 建库试剂盒套装 V3.1。2) 实验室自动化设备与耗材：多款产品上市，包括 MGIEasy FFPE 基因组 DNA 提取试剂盒 MGIEasy 粪便基因组 DNA (meta) 提取试剂盒、磁珠 TQ1、DNBelab-04 数字化样本制备系统、DNBelab-D4 WGS 建库试剂。3) 新业务线：掌上超声 H1 系列，ZBOLT 生信分析加速器。

图28.华大智造测序业务高速增长

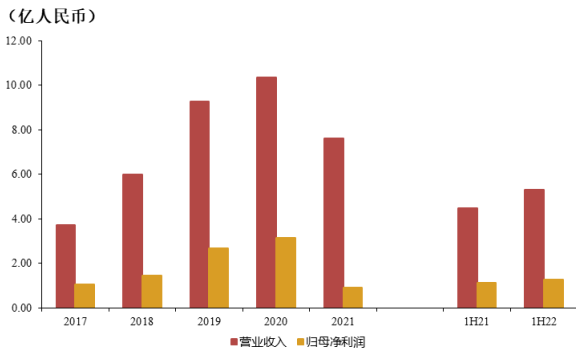


数据来源：Wind，财通证券研究所

#### 2.4.4 爱康医疗：关节带量采购签约量领先，销量大幅增加

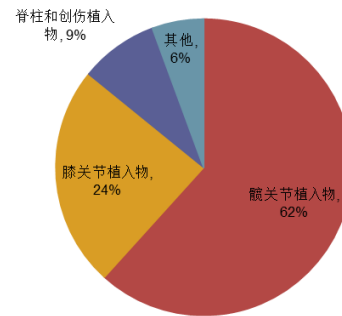
2022年4月开始，全国关节植入带量政策开始执行，在医院使用爱康医疗品牌的关节手术增加，带动产品销量显著增长，销量的增长弥补了带量采购政策下价格下滑的影响。同时在创新产品的带动下，翻修类以及定制产品的收入增加，使得公司整体收入实现增长。2022年上半年，公司实现营业收入5.31亿人民币，同比增长18.7%；其中，髌关节营业收入3.28亿人民币（1H22髌关节销量同比增长70%），同比增长15.9%；膝关节营业收入1.28亿人民币（1H22膝关节销量同比增长64%），同比增长16.6%；脊柱及创伤0.45亿人民币，同比上升24.6%；其他收入（定制产品及服务、外科手术器械及第三方骨科产品等）0.30亿元，同比增长62.7%；收入增长源于：1、关节国家集采执行后，髌/膝关节放量明显；2、关节翻修产品与ICOS定制产品等新品贡献增量。归母净利润实现1.26亿人民币，同比增加13.1%。

图29.爱康医疗历年营业收入、净利润



数据来源: Wind、财通证券研究所

图30.爱康医疗 22H1 营收结构

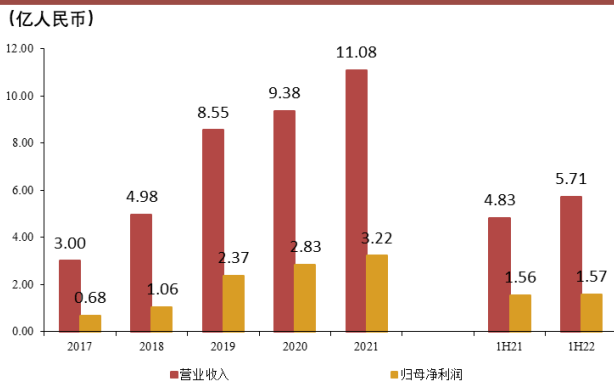


数据来源: 爱康医疗中报、财通证券研究所

#### 2.4.5 春立医疗: 国采中标价高于国内其他厂商, 争取标外用量具备优势

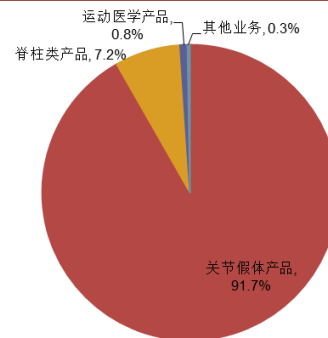
春立医疗的主要产品包括关节假体产品、脊柱类植入产品, 适用于人体的不同部位, 如髋关节、膝关节、肩关节、肘关节、颈椎、胸椎、腰椎等产品, 新产品布局 PRP、运动医学、口腔等。春立销售区域广, 覆盖全中国所有省份, 并向亚洲、南美洲、非洲、大洋洲及欧洲等多个国家和地区出口。春立采用陶瓷、钛合金、钴合金、聚乙烯、钽金属材料等多种材料。春立医疗在此次关节国采中中标初次置换人工髋关节全部三个产品系统, 中标价格高于爱康医疗、威高骨科等其他国产厂商。

图31.春立医疗历年营业收入、净利润



数据来源: Wind、财通证券研究所

图32.春立医疗 22H1 营收结构



数据来源: 春立医疗中报、财通证券研究所

2022 年上半年, 春立医疗的营业收入中, 关节假体产品占比最高, 达 91.7%; 脊柱类产品达 7.2%; 运动医学产品达 0.8%; 其他业务占比 0.3%。关节国采后, 国内人工关节置换术的渗透率进一步提升。虽然进口公司占比较高, 但集采造成供应和服务问题将进一步加速国产替代。2022 年上半年, 春立医疗实现营业收入 5.71 亿人民币, 同比增长 18.4%; 其中关节产品实现收入 5.24 亿人民币, 同比增长 13%;

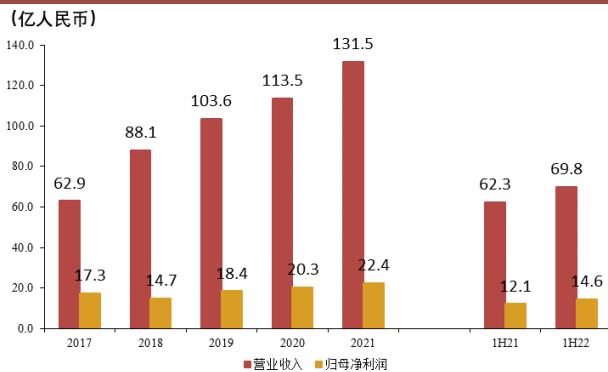
脊柱类产品实现收入 4,111 万人民币，同比上升 122%；归母净利润 1.57 亿人民币，源于研发费用增长导致净利润承压。

#### 2.4.6 威高股份：港股器械龙头，抗风险能力强

威高股份主要业务涵盖医疗器械（临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉及手术）、骨科（创伤、脊柱、关节）、药品包装（预灌封注射器等）、介入（活检、血管介入、引流器械、导丝及其他辅助设备）、血液技术（血袋、输血设备、血液辐射仪）。威高股份的传统输注类产品发展成熟，部分产品市占率较高，我们看好公司长期输注耗材产品结构调整优化及高端品类渗透率提升。同时，我们认为随着药品包装、骨科耗材的持续增长，美国爱琅的整合完成后，高附加值产品的占比将逐步提升。

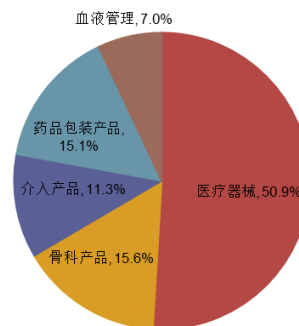
2022 年上半年，威高股份实现收入 69.75 亿人民币，同比增长 12%；归母净利润 14.59 亿人民币，同比增长 20.6%。威高股份抓住集采机遇快速入院并提高市场占比，实现以价换量，其中医疗器械产品实现营收占比 50.9%；药品包装板块实现营收占比 15.1%；骨科板块实现营收占比 15.6%；介入板块实现营收占比 11.3%；血液管理板块实现营收占比 7.0%。

图33.威高股份历年营业收入、净利润



数据来源：Wind，财通证券研究所

图34.威高股份 22H1 营收结构



数据来源：威高股份中期业绩展示材料，财通证券研究所

#### 2.4.7 正海生物：口腔材料市占率不断提升，重磅产品活性生物骨放量可期

深耕生物再生材料十余载，产品结构丰富。目前公司有 7 款产品获批上市销售，包括口腔修复膜、自酸蚀粘接剂、外科用填塞海绵、皮肤修复膜、口腔骨修复材料、可吸收硬脑（脊）膜补片、活性生物骨，产品结构丰富。口腔领域优势品种市占率不断提升，种植牙集采落地后有望加速放量。公司口腔领域产品包括口腔修复膜与骨粉，随着种植牙集采落地，行业渗透率有望快速提升。



骨修复材料市场需求旺盛，活性生物骨放量可期。据南方所数据统计与预测，2021年我国骨修复材料市场规模为33.9亿元，预计2023年有望增加至53.4亿元，年复合增速达26%，增速较快，市场需求旺盛。公司活性生物骨的BMP-2胶原结合技术，治疗效果近似自体骨，有望填补市场空白快速放量。

表4.正海生物产品结构丰富

产品名称	产品分类	适用范围	产品图片
口腔修复膜	三类无源植入性医疗器械	1、口腔内软组织浅层缺损的修复；2、腮腺手术中预防味觉出汗（Frey's）综合征。	
可吸收硬脑(脊)膜补片	三类无源植入性医疗器械	适用于硬脑(脊)膜缺损的修复。	
骨修复材料	三类无源植入性医疗器械	牙颌骨缺损(或骨量不足)的填充和修复。	
皮肤修复膜	三类无源植入性医疗器械	用于真皮层缺损的创面修复。	
外科用填塞海绵	二类医疗器械	用于鼻腔术后的暂时压迫止血和支撑。	
自酸蚀粘接剂	三类医疗器械	预期用于光固化复合树脂与牙釉质、牙本质的粘接。	
活性生物骨	以医疗器械为主的药械组合产品	预期用于骨缺损、骨坏死、骨延迟愈合、骨不连等病症的治疗	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

业绩十年保持稳健增长，营收及归母净利润规模持续提升。2012年至2021年公司营收从0.59亿元增长至4亿元，CAGR达18.96%，归母净利润从0.09亿元增长至1.69亿元，CAGR达39.34%，连续9年保持稳健增长。2020年及22Q3由于疫情压力，增速相对放缓，22Q3实现收入及归母净利润3.41亿元、1.55亿元，同

比增长 13.37%、22.86%，但可以看到随着疫情影响减少，21 年公司收入及归母净利润均恢复高速增长。

图35.正海生物营业收入（亿元）情况

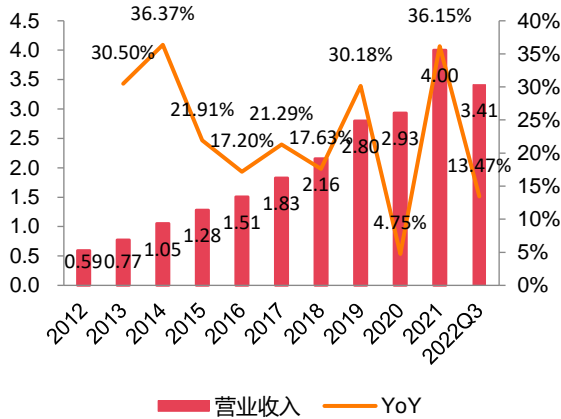
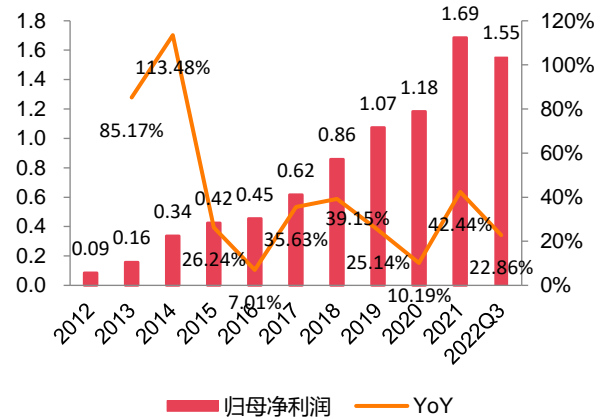


图36.正海生物净利润（亿元）情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3 创新药与港股：政策趋暖，港股有超额收益可能

#### 3.1 港股：流动性驱动下的高波动性，或有超额收益

创新药多集中在港股，A股创新药多为仿制药转型公司，港股创新药具有鲜明的高弹性高波动特征。在进入技术性熊市中，港股流动性变得更差，一年左右时间，创新药公司下跌幅度普遍在 80-90%。2018 年初-2021 年底上市的、目前总市值在 8 亿人民币以上的公司，在 2021 年至今最大跌幅算术平均值达到了 79.61%，最大跌幅中位数 82.25%。

美联储加息进入后阶段，生物科技公司对利率的敏感性下降，陆港通的开启，使得 A 股与 H 股水位能在中期保持相对平衡。如药明康德在高位时候 H 股股价几乎接近 A 股，目前为 A 股的 88%，A 与 H 联动较强。流通市值越小，市场环境不好时候 H 股流动性折价越大，下跌市场环境下指数的波动和回撤明显偏高。市场环境转暖，南下资金涌入，港股的超额收益越显著。经历了较长时间下跌后，港股生物医药公司或具有超额收益的可能性。

**图37.2021年至今港股医药最大跌幅 (1)**

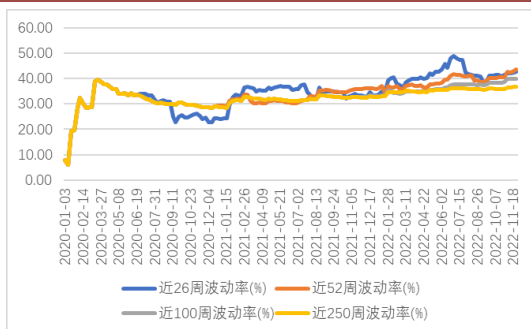
代码	名称	区间最高价	区间最低价	区间最大跌幅(%)	总市值(人民币)
2126.HK	药明巨诺-B	52.80	2.70	94.89	16
2158.HK	医渡科技	69.80	3.63	94.80	47
1952.HK	云顶新耀-B	104.80	5.98	94.29	29
6998.HK	嘉和生物-B	23.70	1.57	93.38	10
2142.HK	和铂医药-B	12.40	0.87	92.98	11
2170.HK	贝康医疗-B	34.85	2.54	92.71	8
9939.HK	开拓药业-B	89.00	6.91	92.24	47
2216.HK	瑛博医疗-B	18.00	1.40	92.22	10
2500.HK	启明医疗-B	96.00	8.18	91.48	47
2137.HK	腾盛博药-B	52.60	4.70	91.06	52
1833.HK	平安好医生	148.50	13.38	90.99	177
6185.HK	康希诺生物	444.24	40.05	90.98	370
2160.HK	心通医疗-B	22.20	2.05	90.77	53
1873.HK	维亚生物	11.64	1.16	90.03	27
2197.HK	三叶草生物-B	14.80	1.60	89.19	56
9688.HK	再鼎医药	151.20	16.92	88.81	219
2192.HK	医脉通	46.89	5.80	87.63	56
6996.HK	德琪医药-B	22.50	2.89	87.16	23
6622.HK	兆科眼科-B	15.60	2.02	87.05	12
1167.HK	加科思-B	25.35	3.30	86.98	30
2251.HK	鹰瞳科技-B	74.95	9.80	86.92	14
6628.HK	创胜集团-B	16.18	2.12	86.90	16
0013.HK	和黄医药	85.80	11.36	86.76	133
9996.HK	沛嘉医疗-B	39.10	5.20	86.70	47
6699.HK	时代天使	485.15	64.55	86.69	127
2190.HK	归创通桥-B	60.80	8.50	86.02	31
6606.HK	诺辉健康-B	89.65	12.70	85.83	72
6978.HK	永泰生物-B	22.45	3.21	85.70	23
1951.HK	锦欣生殖	24.29	3.55	85.38	118
6078.HK	海吉亚医疗	109.85	16.20	85.25	239
2219.HK	朝聚眼科	17.29	2.60	84.96	19
9960.HK	康圣环球	9.78	1.53	84.36	17
2171.HK	科济药业-B	57.25	9.20	83.93	68
9926.HK	康方生物-B	69.90	11.50	83.55	242
9995.HK	荣昌生物-B	149.80	25.05	83.28	351
3681.HK	中国抗体-B	4.96	0.83	83.27	17
1801.HK	信达生物	107.10	18.06	83.14	392
2616.HK	基石药业-B	19.12	3.25	83.00	37
1521.HK	方达控股	9.18	1.60	82.57	42
6618.HK	京东健康	176.90	31.40	82.25	1,850
平均跌幅				79.61	

数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图38.2021年至今港股医药最大跌幅 (2)**

代码	名称	区间最高价	区间最低价	区间最大跌幅(%)	总市值(人民币)
2235.HK	微泰医疗-B	31.70	5.64	82.21	28
6609.HK	心玮医疗-B	147.50	27.00	81.69	11
3759.HK	康龙化成	140.52	25.85	81.60	736
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	28.70	5.45	81.01	69
6855.HK	亚盛医药-B	58.20	11.16	80.82	40
1228.HK	北海康成-B	9.99	1.95	80.48	10
1477.HK	欧康维视生物-B	35.00	7.00	80.00	48
2185.HK	百心安-B	75.55	15.46	79.54	51
2256.HK	和誉-B	12.54	2.61	79.19	22
2696.HK	复宏汉霖	48.10	10.02	79.17	56
2162.HK	康诺亚-B	79.80	16.90	78.82	135
6669.HK	先瑞达医疗-B	19.36	4.21	78.25	29
1877.HK	君实生物	97.15	21.20	78.18	503
2252.HK	微创机器人-B	73.45	16.40	77.67	238
9969.HK	诺诚健华-B	32.05	7.20	77.54	173
1501.HK	康德莱医械	46.25	10.56	77.18	44
3692.HK	翰森制药	46.10	11.04	76.05	753
6127.HK	昭衍新药	98.02	23.80	75.72	293
2181.HK	迈博药业-B	1.40	0.35	75.36	15
3347.HK	泰格医药	197.99	50.40	74.54	759
3309.HK	希玛眼科	12.06	3.08	74.46	39
6160.HK	百济神州	278.60	73.80	73.51	1,321
1672.HK	歌礼制药-B	7.26	2.00	72.45	31
1846.HK	德视佳	14.68	4.08	72.21	16
2552.HK	华领医药-B	6.48	1.85	71.45	29
6821.HK	凯莱英	275.66	80.35	70.85	496
2359.HK	药明康德	195.57	57.90	70.39	2,380
2273.HK	固生堂	49.80	14.86	70.16	78
6600.HK	赛生药业	18.58	5.65	69.59	39
9989.HK	海普瑞	14.36	4.80	66.57	182
1763.HK	中国同辐	34.36	11.50	66.54	39
2279.HK	雍禾医疗	18.83	6.31	66.49	40
9997.HK	康基医疗	14.75	5.28	64.19	83
1875.HK	东曜药业-B	5.00	2.11	57.80	16
2096.HK	先声药业	14.70	6.33	56.94	257
1931.HK	华检医疗	4.13	1.82	55.93	24
9906.HK	宏力医疗管理	2.85	1.32	53.68	12
3390.HK	满贯集团	2.20	1.09	50.45	15
6819.HK	中智全球	9.28	4.88	47.41	21
2257.HK	圣诺医药-B	101.00	54.05	46.49	46
平均跌幅				79.61	

数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图39.港股中期波动率更高**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图40.AH股历史价格比值处于中位数水平**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 3.2 港股生物医药折价更大，更具性价比

目前港股市场生物医药板块既包括业务成熟、盈利稳定的生物医药公司，同时还包括有根据港交所 18A 规则上市的未有收入的初创期公司。港股生物医药目前折价较大。以 AH 两地上市公司为例，港股目前 AH 股价比值处于历史中位偏上水平，具有较高配置性价比。港股生物医药相较港股整体存在更大的 AH 股价比值，截止 11 月 22 日，A+H 生物医药企业平均（算术平均）股价比值为 2.05，显著高于 A+H 股的平均股价比值 1.34，更具性价比，具有获得超额收益可能性。

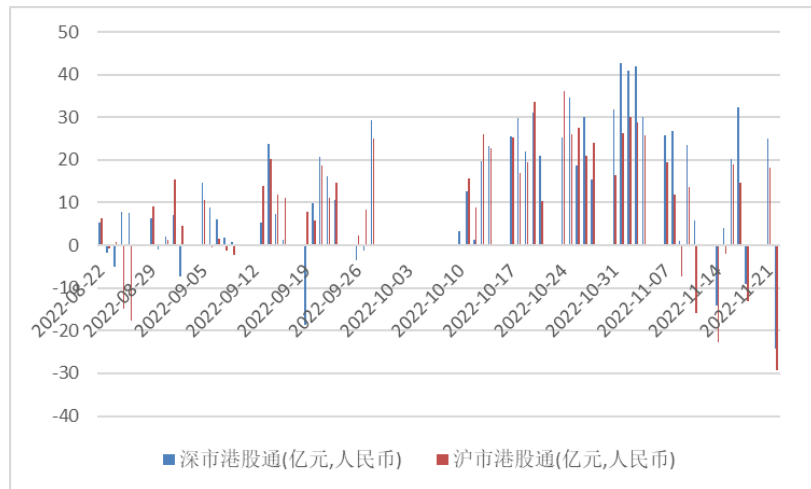
表5.AH 生物医药公司股价比值

	名称	H 股/A 股	A 股/H 股
医疗保健	药明康德	0.88	1.14
医疗保健	百济神州-U	0.83	1.2
医疗保健	诺诚健华-U	0.75	1.34
医疗保健	泰格医药	0.7	1.44
医疗保健	丽珠集团	0.64	1.57
医疗保健	凯莱英	0.63	1.58
医疗保健	荣昌生物	0.63	1.58
医疗保健	复星医药	0.63	1.59
医疗保健	白云山	0.63	1.59
医疗保健	上海医药	0.62	1.60
医疗保健	康龙化成	0.61	1.65
医疗保健	春立医疗	0.55	1.81
医疗保健	昭衍新药	0.52	1.94
医疗保健	君实生物-U	0.46	2.16
医疗保健	康希诺	0.46	2.16
医疗保健	昊海生科	0.35	2.89
医疗保健	海普瑞	0.34	2.92
医疗保健	复旦张江	0.27	3.7
医疗保健	新华制药	0.2	5.05
平均		0.56	2.05

数据来源：Wind，财通证券研究所

南向资金对于港股持续流入将带来港股估值抬升。目前，随着港股配置价值的持续提升以及沪港通、深港通的不断完善，港股市场将迎来南向资金带来的流动性补充，抬升港股估值。

图41.南向资金持续流入港股



数据来源: Wind, 财通证券研究所

港股生物医药尤其创新药, 具有显著的配置价值。具体来看, 港股重点关注创新药公司, 包括百济神州、荣昌生物、诺诚健华、康方生物、信达生物、石药集团、翰森制药、信立泰、云顶新耀、永泰生物、云顶新耀、永泰生物等, A股观点关注信立泰、海思科和京新药业等。

### 3.3 创新药重点关注公司

#### 3.3.1 百济神州: 国际化龙头, 创新持续兑现, 商业化放量显著

公司 2022Q3 产品收入为 23.93 亿元, 上年同期产品收入为 12.45 亿元, 同比上升 92.2%。产品收入的增长主要得益于自主研发产品百悦泽(泽布替尼胶囊)和百泽安(替雷利珠单抗注射液)以及安进公司授权产品的销售增长。2022Q3 百悦泽全球销售额共计 10.65 亿元, 同比增长 150%。其中, 中国销售额总计 8.79 亿元, 同比增长 77%; 百悦泽实现全球销售额 1.56 亿美元, 同比增长 136.3%, 商业化持续增长, 主要得益于全球多市场、多适应症的同时发力。其中, Q3 百悦泽美国销售额为 1.08 亿美元, 同比+221%, 增长主要来自于套细胞淋巴瘤(MCL)、华氏巨球蛋白血症(WM)和边缘区淋巴瘤(MZL)等已获批适应症; 中国市场百悦泽销售额为 3,950 万美元, 同比增长 23%, 增长主要来自于慢性淋巴细胞白血病(CLL)、MCL 和 WM 等适应症。目前百悦泽已在美国、中国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚等 58 个市场获批多项适应症, 全球化开发布局正在加速兑现。

研发稳健推进，多项重磅产品进入关键节点。其中，1) TIGIT 抑制剂欧司珀利单抗已在全球入组超 1500 例受试者，在 WCLC 2022 公布联合百泽安用于治疗表达 PD-L1 的 NSCLC 患者的 1 期试验 (NCT04047862) 数据；在 ESMO 2022 上公布联合百泽安对比化疗用于治疗 NSCLC 患者的 1 期试验队列新增数据；2) BCL-2 抑制剂 BGB-11417 将启动针对复发或难治性套细胞淋巴瘤患者的 2 期研究 (NCT05471843) 患者给药工作，及在中国启动用于治疗 R/RCLL/SLL 患者的单臂 2 期研究 BGB-11417-202 患者给药工作；3) 早期靶点布局持续推进，包括 CEAx4-1BB 双抗 BGB-B167、抗 TIM3 抗体 surzebiclimab (BGB-A425)、抗 OX40 单克隆抗体 BGB-A445、HPK1 抑制剂 BGB-15025、靶向 BTK 蛋白降解的嵌合式降解激活化合物 (CDAC) BGB-16673、第二线粒体衍生半胱天冬酶激活剂 (SMAC) 模拟物 (BGB-24714)、PI3K $\delta$  抑制剂 BGB-10188、TYK2 抑制剂 BGB-23339。

图42.百济神州全球自主研发管线进展

候选药物	项目	一期临床	二期临床	三期临床
百泽安* (泽布替尼, BTK)	单药治疗		成体B细胞恶性肿瘤 R/R边缘区淋巴瘤 (MZL)	1L与R/CR中低危弥漫性大B细胞淋巴瘤 (WM) R/R弥漫性大B细胞淋巴瘤 (CLL) / 小淋巴细胞淋巴瘤 (SLL)
	+ 利妥昔单抗 + CYP3A5抑制剂	B细胞恶性肿瘤		1L套细胞淋巴瘤 (MCL) 与R/R边缘区淋巴瘤 (MZL)
	+/- 维奈克拉 + (Bcl-2 抑制剂)			1L慢性淋巴细胞白血病 (CLL) / 小淋巴细胞淋巴瘤 (SLL)
	奥妥珠单抗 (抗CD20)		R/R滤泡性淋巴瘤 (FL)	
百泽安* (替雷利珠单抗, PD-1)	单药治疗		既往经治肝癌癌瘤 (HCC)、R/R经典霍乱毒素淋巴瘤 (cHL)	2L晚期食管鳞状细胞癌 (ESCC)、1L鼻咽癌 (NCC)、2L/3L非小细胞肺癌 (NSCLC)
	+ 化疗			1L晚期食管鳞状细胞癌 (ESCC)、1L胃癌 (GC) / 胃食管交界处癌 (GEJC)
	Zanidatamab (HER2双抗) + 化疗		实体瘤	胃癌食管癌 (GEA)
	+ 氟凡替尼 (VEGFR, FGFR, CSF-1R) + 埃克替尼 (EGFR*)		实体瘤	
替雷利珠单抗 (TIGIT)	+ 替雷利珠单抗		2L PD-L1+ 晚期食管鳞状细胞癌 (ESCC)	1L PD-L1 高表达晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)
	+ 替雷利珠单抗 + 化疗		2L 食管癌	
	+ 替雷利珠单抗 + 化疗		1L 非小细胞肺癌 (NSCLC)	
	+ 替雷利珠单抗 + 化疗		1L 不可切除非小细胞肺癌 (NSCLC)	
Surzebiclimab (BGB-A425, TIM-3)	+ 替雷利珠单抗		实体瘤	
BGB-A445 (OX40)	+ 替雷利珠单抗	实体瘤		
BGB-10188 (PI3K)	+ 替雷利珠单抗 +/- 泽布替尼 + 替雷利珠单抗	实体瘤	B细胞恶性肿瘤 B细胞恶性肿瘤	
BGB-15025 (HPK1)	+ 替雷利珠单抗	实体瘤		
百汇泽* (帕米帕利, PARP 1/2)	单药治疗 + 替雷利珠单抗	实体瘤	实体瘤 B细胞恶性肿瘤	1L 维持治疗铂敏感胃癌 (GC)
BGB-3245 (BRAF)	单药治疗	靶向BRAF突变的实体瘤		
Lifiralenib (RAF)	+ midametinib (MEK)	实体瘤		
BGB-11417 (Bcl-2)	+/- 泽布替尼	成体B细胞恶性肿瘤		
	+ 阿扎胞苷 +/- 白沙霉素 + 地塞米松 +/- 卡非佐米		髓样淋巴瘤 侵袭性(1L/14)的复发多发性骨髓瘤 (MM)	
BGB-16673 (BTK CDAC)	单药治疗	B细胞恶性肿瘤		
BGB-23339 (TYK2) **	单药治疗	炎症和免疫		
BGB-24714 (SMAC模拟物) *	+/- 化疗	实体瘤		

数据来源：百济神州官网，财通证券研究所

图43.百济神州合作研发管线进展

合作伙伴	化合物/产品	适应症	阶段	商业化权利
AMGEN	Sotorasib (KRAS G12C)	实体瘤、结直肠癌 (CRC)、非小细胞肺癌 (NSCLC)	三期临床	中国
	tarlatamab** (DLL3)	小细胞肺癌 (SCLC)	二期临床	中国
	pavurutamab** (BCMA)	多发性骨髓瘤 (MM)	一期临床	中国
	AMG 176 (Mcl-1, SM)	血液恶性肿瘤	一期临床	中国
	AMG 176 (Mcl-1, SM)	急性髓系白血病 (AML)	一期临床	中国
	AMG 509* (STEAP1 XnAb)	前列腺癌	一期临床	中国
	AMG 199** (MUC17)	胃癌 (GC) / 胃食管交界处癌 (GEJC)	一期临床	中国
	AMG 650 (口服小分子)	实体瘤	一期临床	中国
	AMG 256 (抗PD-1 x IL21 突变蛋白)	实体瘤	一期临床	中国
	MIRATI THERAPEUTICS	Sitravatinib + (多激酶抑制剂) + 替雷利珠单抗	非小细胞肺癌 (NSCLC)	三期临床
Sitravatinib + (单药治疗) + 替雷利珠单抗		肝癌癌瘤 (HCC)、胃癌 (GC) / 胃食管交界处癌 (GEJC)	二期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
Sitravatinib + (单药治疗) + 替雷利珠单抗		实体瘤	一期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
zymeworks	Zanidatamab + (HER2, 双特异性抗体) + 化疗 + 替雷利珠单抗	胃癌食管癌 (GEA)	三期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
	Zanidatamab + (单药治疗)	胆道癌 (BTC)	二期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
	Zanidatamab + (化疗) +/- 替雷利珠单抗	乳腺癌 (BC)、胃癌 (GC)、胃食管癌 (GEA)	二期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
	ZW49 (HER2, 双特异性 ADC)	HER2阳性肿瘤	一期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
SpringWorks	BGB-3245I (BRAF)	实体瘤	一期临床	亚洲 (除日本)
Seagen	SEA-CD70 (CD70)	骨髓增生异常综合征 (MDS)、急性髓系白血病 (AML)	一期临床	亚洲 (除日本)、澳大利亚、新西兰
Leads Biolabs	LBL-007 (LAG-3) + 替雷利珠单抗	晚期实体瘤	二期临床	中国境外
assemblybio	Vecicovir (ABI-H0731) (HBV核心蛋白抑制剂)*	慢性乙型肝炎	二期临床	中国
	ABI-H3733 (HBV核心蛋白抑制剂)	慢性乙型肝炎	一期临床	中国

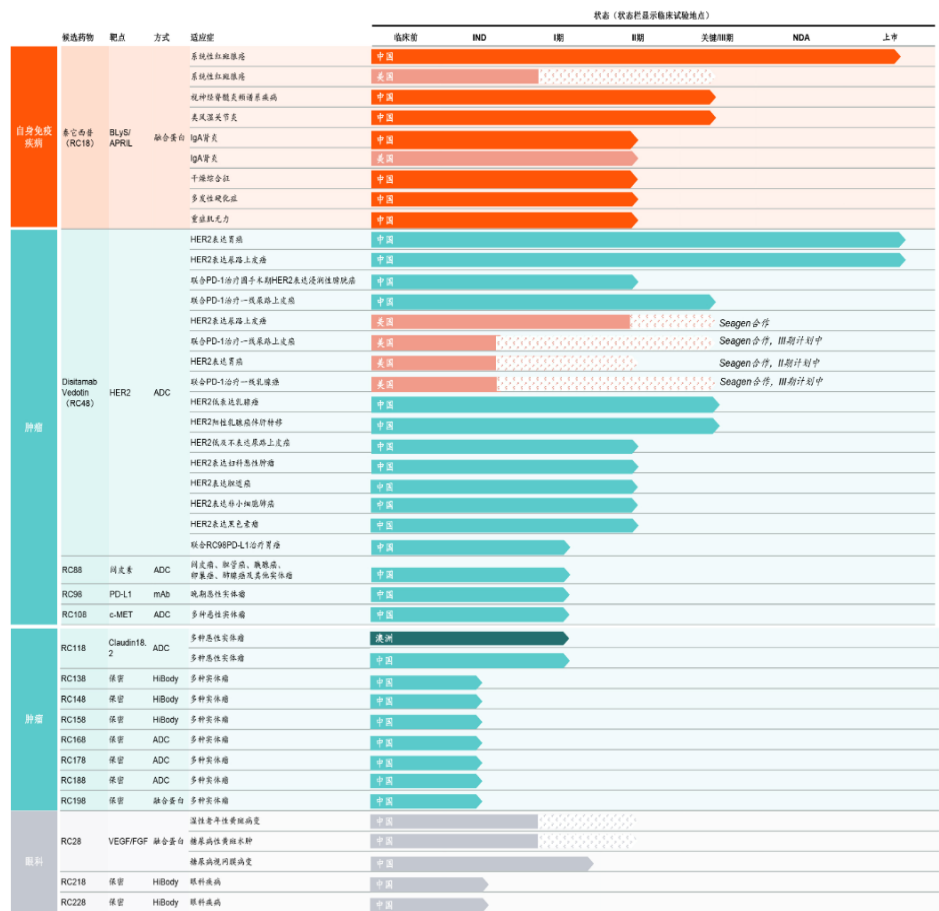
数据来源：百济神州官网，财通证券研究所

### 3.3.2 荣昌生物：ADC 龙头，商业化初见成效，国际化持续进展

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

公司多年深耕蛋白类药物结构优化和 ADC 平台的底层技术研发，两类技术相辅相成，共同搭建起 ADC 药物构建、抗体和融合蛋白以及双功能抗体三大技术平台。公司两大核心产品泰它西普及维迪西妥单抗已在 2021 年实现商业化，布局肿瘤和自免两大重磅领域。同时凭借在特定适应症中的差异化竞争优势，在全球开展多项后期临床，两大产品均有望实现海外上市，在国内创新药企业中独树一帜。

图44. 荣昌生物在研管线



数据来源：荣昌生物官网，财通证券研究所

销售收入维持高速增长，研发进展喜人。2022Q3，公司营业收入分别为 2.19 亿元，同比增长 162.30%。公司销售收入维持高速增长的态势，主要是泰它西普和维迪西妥单抗的销售收入快速增长，另 Seagen 技术服务收入增加。近期泰它西普在自免领域取得诸多临床进展，未来一年内有多项催化剂事件值得期待。(1) SLE：上半年在美国启动 III 期注册性临床，公司预计 2024 年 H1 有中期数据读出；治疗儿童 cSLE 的 IND 申请获得 CDE 批准；(2) IgA 肾病：国内 II 期临床结果积极，短期内计划在美国提交 III 期临床申请；(3) MG：2022Q1 在国内完成 II 期，

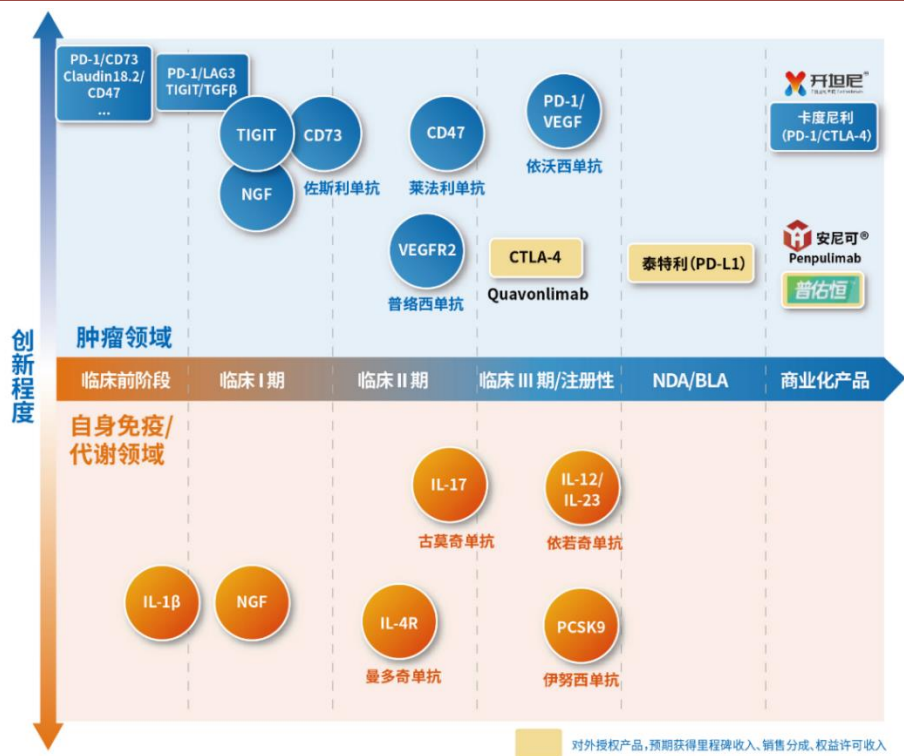
近期获得 FDA 孤儿药认证，未来计划申请美国 IND；(4) RA：国内开展的注册性 III 期临床公司预计将于 2023 年 H1 读出数据，RA 有望成为国内下一个申报的适应症。维迪西妥单抗拓展前线适应症，两项乳腺癌临床有望 2023 年读出数据。

### 3.3.3 康方生物：双抗龙头，核心产品销售稳步增长，在研产品管线丰富

公司首款商业化产品 PD-1 单抗派安普利单抗（安尼可）于 2021 年获批上市，2022H1 实现销售额 2.97 亿元。此外，派安普利单抗治疗复发/难治性霍奇金淋巴瘤、联合化疗一线治疗鳞状 NSCLC、二线治疗或挽救治疗复发/转移性鼻咽癌被纳入 2022 版更新 CSCO 指南。

卡度尼利双特异性抗体商业化快速推进，一线适应症落地蓄势待发。上市 6 周处方近亿元，发货近两亿元，商业化推进顺利。一线宫颈癌和一线胃癌适应症均将于今年完成入组，有望于明年下半年递交 NDA，一线适应症的落地有望加速 AK104 放量，未来增速有望进一步攀升。

图45.康方生物商业化与在研管线



数据来源：康方生物官网，财通证券研究所

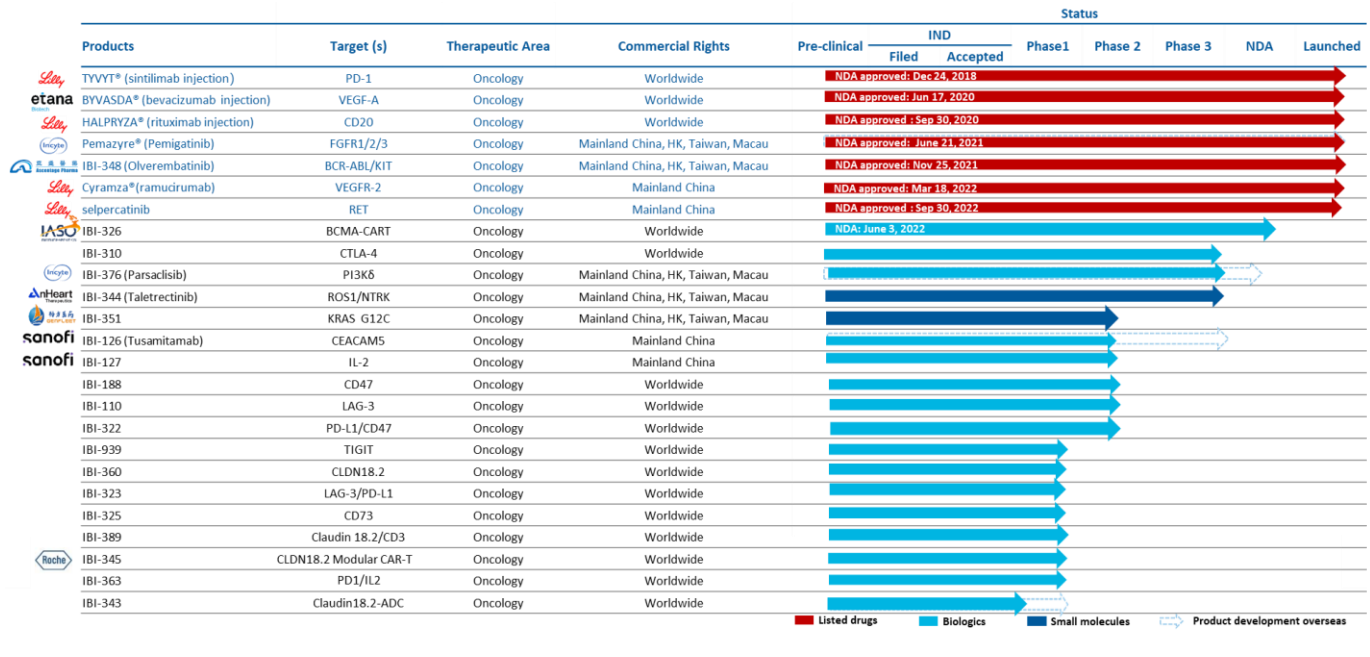
公司在研管线包括 30 多个创新产品，覆盖肿瘤、自身免疫及代谢疾病。11 月 1 日，康方生物宣布伊努西单抗（AK102）治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症的随机、双盲、安慰剂对照关键注册性 III 期临床研究成功达到预设终点。另一款双抗 AK112（依沃西单抗靶向 PD-1/VEGF）两项大适应症——EGFR-TKI 治



疗失败的 NSCLC 和一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌有望于 2023H2 读出 III 期数据。自免领域 IL12/IL-23 单抗 AK101 已完成中重度银屑病关键性临床 III 期试验受试者入组，计划于 2023 年 H1 数据读出。公司研发管线覆盖广，品种丰富，进展顺利。

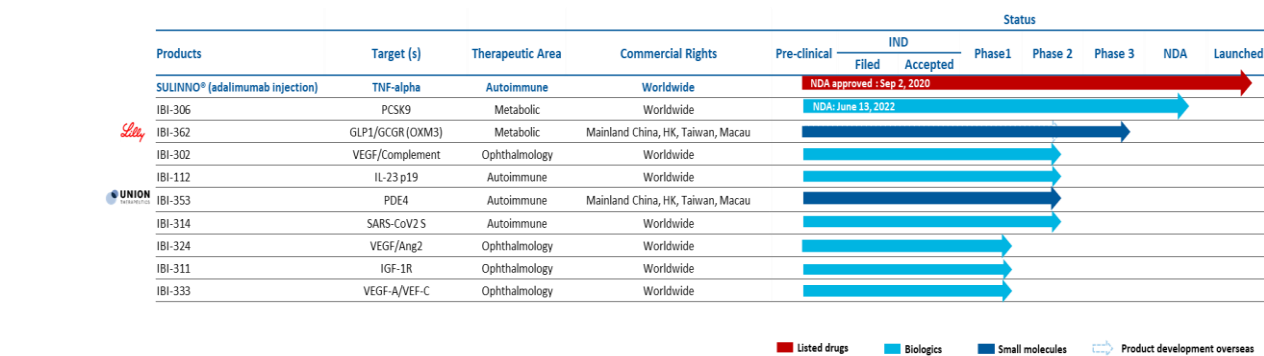
### 3.3.4 信达生物：生物药全能，23 年有多项催化剂值得期待

图46.信达生物肿瘤管线



数据来源：信达生物官网，财通证券研究所

图47.信达生物非肿瘤管线



数据来源：信达生物官网，财通证券研究所

非肿瘤领域持续取得积极进展，公司已建立起一条涵盖肿瘤、代谢、自免及其他主要治疗领域的 35 个在研产品管线，其中 8 个已获批上市，2 个处于 NDA 阶段，4 个处于临床 III 期或关键临床阶段。

Mazdutide (IBI362) 在一期和二期的临床研究中相继取得令人鼓舞的结果后，公司启动了 GLORY-1 三期临床研究。10 月 17 日，信达生物宣布柳叶刀子刊发表 GLP-1R/GCGR 双激动剂 Mazdutide (IBI362) 在中国超重或肥胖受试者中的多次给药剂量递增的 1b 期临床研究高剂量队列的研究结果。研究结果显示，相对于安慰剂组，IBI362 组（每周一次皮下注射给药）减重效果显著，给药 16 周后，10mg 队列中接受 IBI362 治疗的受试者平均体重较基线下降 9.5%；给药 12 周后，9mg 队列中接受 IBI362 治疗的受试者平均体重较基线下降 11.7%。同时，接受 IBI362 治疗的受试者 BMI 和腰围的下降幅度高于安慰剂组。与同类产品司美格鲁肽、Tirzepatide 相比，9mg 剂量组 IBI362 12 周体重变化率为-11.7%，减重效率超过既往司美格鲁肽、Tirzepatide 水平，有望成为减重速度最快的 GLP-1R 类药物之一。

除此之外，IBI-188 (CD47)、IBI-110 (LAG-3) 和 IBI-919 (TIGIT) 均读出积极 POC 数据。除 I/II 期临床研究外，托莱西单抗注射液 (PCSK-9)、伊基仑赛注射液 (BCMA-CART) 已向 NMPA 提交上市申请，随着产品获批有望进一步扩充公司商业化布局。

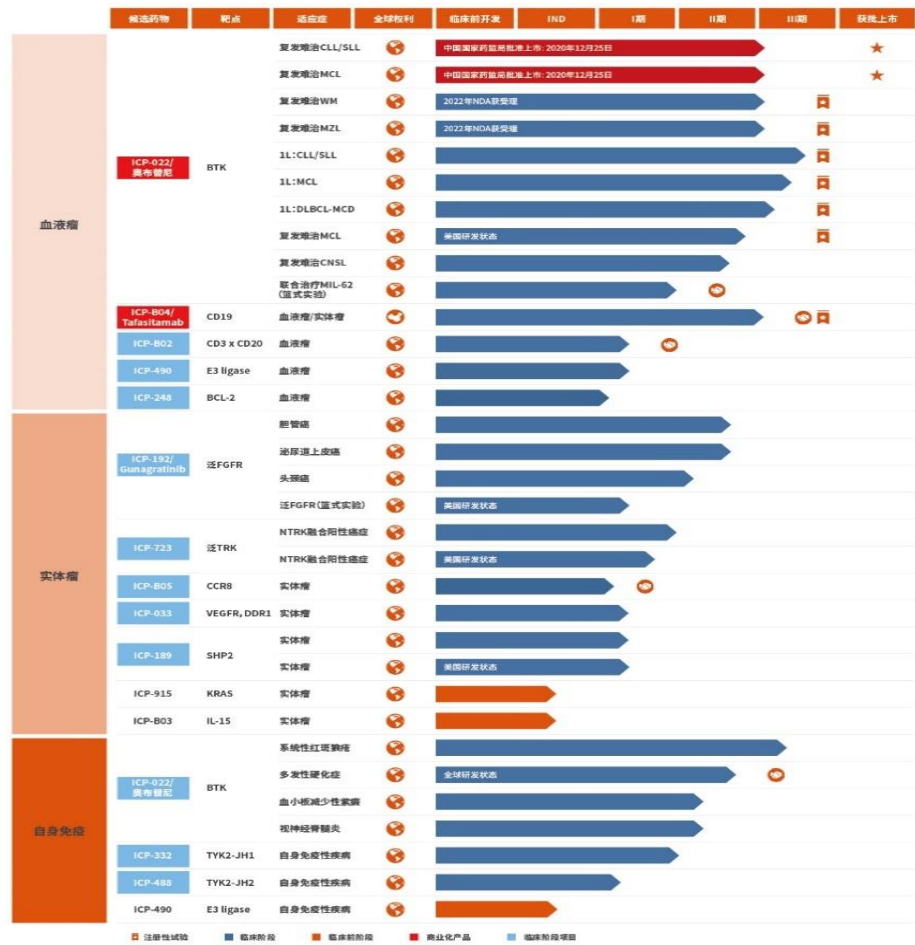
### 3.3.5 诺诚健华：BTK 市场大有可为

公司围绕奥布替尼，深耕血液瘤与自免领域。在中国，奥布替尼于 2020 年 12 月获 NMPA 附条件批准上市用于治疗 r/r CLL/SLL 和 r/r MCL，并成功纳入 2021 年国家医保目录和 2021 CSCO 淋巴瘤诊疗指南，2021 年中国销售额达 2.15 亿人民币；海外方面，MS 领域龙头企业渤健拥有奥布替尼在全球独家权利，正在开展针对 MS 患者的国际多中心 II 期临床研究，凭借良好的穿透血脑屏障的能力，有望成为潜在同类最佳的 MS 治疗药物。

12 款产品处于 I/II/III 期临床试验阶段，4 款产品处于临床前阶段。主要候选药物包括：1) ICP-B04 (Tafasitamab, CD19 单抗)：同 Incyte 公司引进，已获批在博鳌超级医院作为临床急需进口药品使用，22 年 H1 获 CDE 批准开始在中国大陆进行临床 II 期桥接试验；2) ICP-192 (Gunagratinib, 第二代泛 FGFR 抑制剂)：正在中国进行针对胆管癌及尿路上皮癌的临床 II 期试验；3) ICP-723 (第二代泛 TRK 抑制剂)：正在中国开展临床 I/II 期试验；4) ICP-332 (TYK2-JH1 抑制剂)：公司自主研发的高选择性 TYK2 抑制剂，正在中国开展针对特应性皮炎和银屑病的临床 II 期试验。

公司奥布替尼纳入医保目录后快速放量，且在自免领域拥有 FIC 潜力，海外授权市场空间巨大。公司继续推进研发创新靶点新药，不断拓宽公司管线，市场空间广阔且竞争优势明显。

图48.诺诚健华在研管线



数据来源：诺诚健华官网，财通证券研究所

### 3.3.6 石药集团：成药亮眼，研发稳健

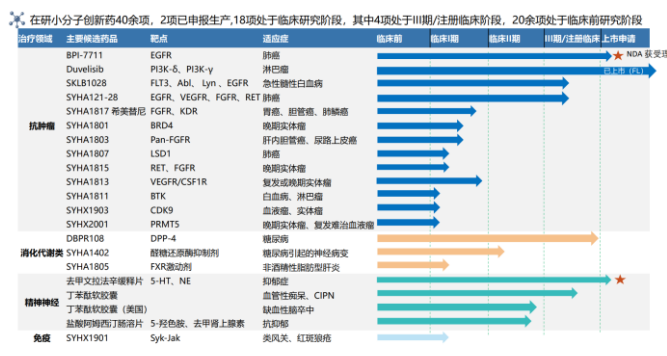
公司成药业绩亮眼。2022H1 公司成药业务销售收入 122.93 亿元，同比增长 9.4%，神经系统、抗肿瘤、抗感染、心血管四大治疗领域分别增长 7.3%、2.3%、23.9%、4.8%。其中，公司自主研发、全球首个上市米托蒽醌纳米药物多恩达自 2 月上市后成功覆盖超过 200 家医院，进院速度喜人。此外，呼吸系统、消化代谢及其他成药销售总额达 10.92 亿元，增速均高于 30%，势头强劲。

临床管线布局全面、注册审批进展稳定。2022H1，公司拥有 22 款在研药物处于关键临床阶段，其中 4 款在研药物已递交上市申请、2 款药物准备递交上市申请、3 款完成关键临床试验、13 药物处于关键临床试验阶段。自 2022 年初公司在研创新药获得 7 项首适应症、3 项新增适应症临床试验批件。12 个仿制药获得药品注册批件，提交 PCT 国际申请 17 件、专利申请 112 件，获得专利授权 24 件（国内

16 件、国外 8 件)。在研药物管线布局全面，涵盖纳米药、生物药、化学药多种类、注册审批进展稳定，具备巨大市场潜力。

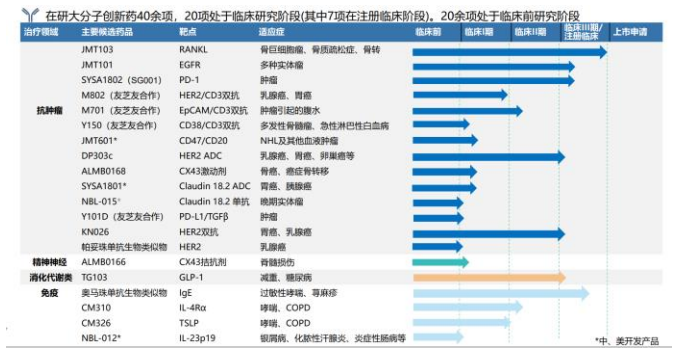
积极寻求合作伙伴、业务拓展势头迅猛。2022H1 公司完成收购广州铭康生物工程有限公司 51% 股权。2022 年 7 月公司与美国生物制药公司 Elevation Oncology, Inc. 签订独家授权协议，向其授出本集团开发的 SYSA1801(Claudin 18.2 ADC)项目在大中华地区以外的开发及商业化权利。公司在不断提升内生创新研发能力的同时，加强业务拓展工作，势头迅猛。

图49.石药集团小分子创新药



数据来源：石药集团官网，财通证券研究所

图50.石药集团大分子创新药



数据来源：石药集团官网，财通证券研究所

图51.石药集团新型制剂管线



数据来源：石药集团官网，财通证券研究所

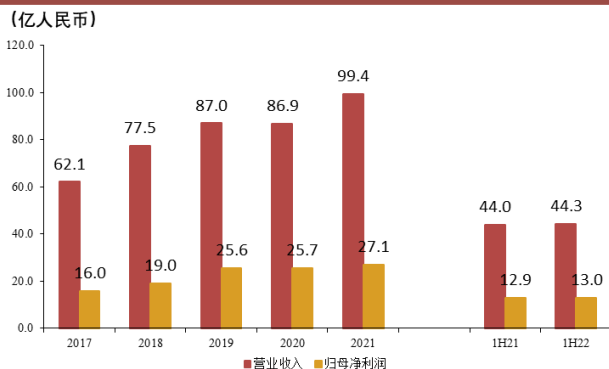
### 3.3.7 翰森制药：困境反转，创新药占比逐步提升

仿制药集采进入尾声，政策呈现边际鼓励，药品板块有望迎来困境反转。翰森经营范围涵盖中枢神经系统、抗肿瘤、抗感染、代谢等疾病领域。我们认为翰森处于仿制药转为创新药的创新加速期，截至2022年9月，公司现有的仿制药大品种

大部分已纳入国家集采，预计存量仿制药业务压力有望于 2023-2024 年消化。公司已有至少 6 种新药品种获批上市，1 款新药处于上市审评阶段。多个已上市的重磅创新药品种预计未来 2-3 年加速放量，同时公司通过 BD 引进差异化布局的管线，扩展管线至自免罕见病、RNA 疗法等新领域。

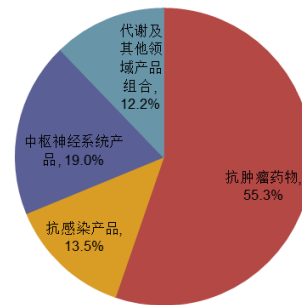
截至 2022 年 9 月翰森已有 6 款创新药上市，分别为阿美替尼、糖尿病口服制剂 GLP-1、抗肿瘤药弗马替尼、抗病毒药艾米替诺福韦，均在各自领域处于国产领先地位。BD 引进品种伊奈利珠单抗已于 2020 年 6 月由美国 FDA 获批视神经脊髓炎谱系疾病。2022 年上半年，翰森制药实现营业收入 44.3 亿人民币，其中创新药营业收入达 23.21 亿人民币，营收占比达 52.3%。

图52.翰森制药历年营业收入、净利润



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图53.翰森制药 22H1 营收结构



数据来源: 翰森制药中报, 财通证券研究所

### 3.3.8 云顶新耀: mRNA 值得期待

公司通过在全球范围内与生物制药公司签订许可协议获得临床药物的特许使用权，引进专利许可，开发和商业化具有创新性的疗法及自主研发。自成立以来战略性地建立了一个由 10 款极具前景的临床阶段候选药物组成的产品组合，逐渐拥有了产品管线的厚度和层次。未来每年将有 2~3 款产品获得新的重要里程碑或者上市。

公司的产品主要布局肿瘤、自身免疫性病、心肾及感染性疾病四大领域，六大产品市场前景广阔。其中，云顶新耀与吉利德已于 8 月就 Trodelvy 亚洲权益的转让达成协议，获总计 4.55 亿美元对价；Nefecon 为心肾治疗领域的支柱候选药物，具有靶部位释放药物的优势，预计于 2023 年在中国获批用于 IgA 肾病治疗；PTX-COVID19-B 为潜在的同类最优 mRNA 新冠疫苗，2 期主要头对头试验数据将于今年中期读出，加强剂量适应症的 3 期试验随后将在全球多地包括亚洲国家启动。EDDC-2214 有潜力成为同类领先的口服抗新冠病毒药物；依拉环素作为新型、全合成、含氟四环素类静脉注射抗生素，有望突破传统抗生素的不足，用于多重耐药菌感染的治疗，目前其已经在美、新加坡获批用于 cIAI 的治疗，有望于今年在

中国获批；etrasimod 有潜力成为溃疡性结肠炎和其他自身免疫疾病的同类最优治疗方案。

图54.云顶新耀产品管线

	产品	合作方	适应症	中期3期临床试验/关键性试验		临床状况	
				规划	招募	全球	亚太地区
Therapeutics	Eravacycline (Xerava™)	La Jolla / TETRAPHASE	复杂性腹腔内感染	████████████████████	████████████████████	NDA已在美国、欧盟和英国获批	NDA已在新加坡和中国香港获批；NDA已在中国提交并获受理
			社区获得性细菌性肺炎	████████████████████	████████████████████		3期
	Nefecon	calliditas	IgA肾病	████████████████████	████████████████████	美国批准NDA	NDA已在中国提交并获受理
	Etrasimod	Pfizer	溃疡性结肠炎	████████████████████	████████████████████	3期	包括韩国及中国台湾的多区域试验
			其他自身免疫性疾病 (克罗恩病、异位性皮炎)	████████████████████	████████████████████	2/3期 <sup>(1)</sup>	
	Ralinepag	United Therapeutics	肺动脉高压	████████████████████	████████████████████	3期	
	Taniborbactam (VNRX-5133)	Venatorx	复发性泌尿道感染	████████████████████	████████████████████	3期	
	FGF401	NOVARTIS	肝细胞癌	████████████████████	████████████████████	1/2期	
	XNW1011	Sinovent / SINOMAB	肾脏疾病	████████████████████	████████████████████	2期	
	SPR206	SPERCO	革兰氏阴性感染	████████████████████	████████████████████	1期	
EDDC-2214	Novartis	COVID-19口服抗病毒药物	████████████████████	████████████████████	1期	-	
mRNA Vaccines	PTX-COVID19-B	PROVIDENCE	COVID-19	████████████████████	████████████████████	2/3期	
	EVER-COVID19-M1	PROVIDENCE	2nd generation COVID-19 booster			临床前	-
	Pre-clinical Candidate 1	PROVIDENCE	Infectious disease			临床前	-
	Pre-clinical Candidate 2	PROVIDENCE	Infectious disease			临床前	-
	Pre-clinical Candidate 3	PROVIDENCE	Infectious disease			临床前	-

数据来源：云顶新耀官网，财通证券研究所

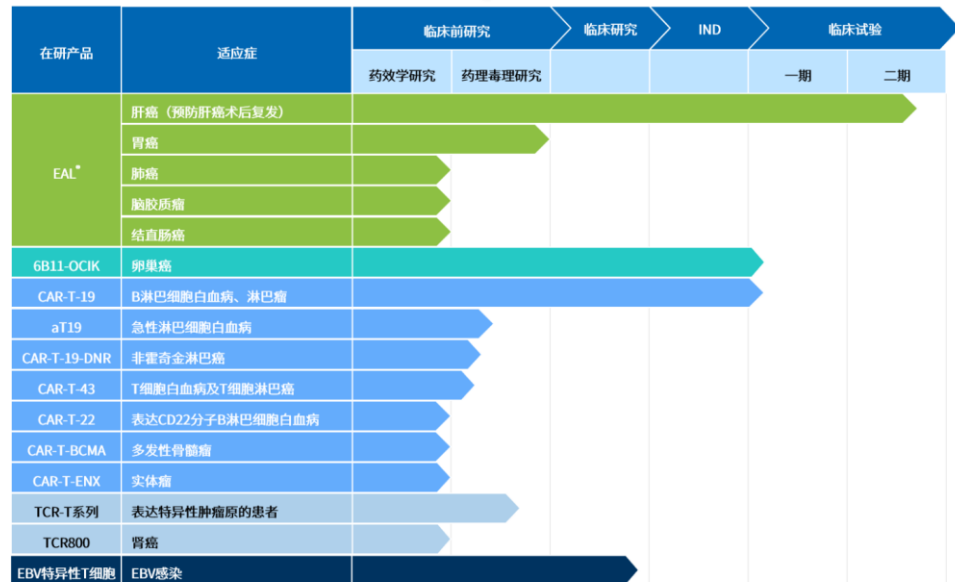
### 3.3.9 永泰生物：EAL 预期上市带来亮点

EAL 临床效果可预期，上市可期。公司核心产品 EAL 属多靶点细胞免疫治疗产品，在癌症治疗的临床应用方面具有逾十年的往绩。EAL 为最初取自患者自体外周血中的 T 细胞经使用专利方法活化、扩增培育而成的制剂。产品以 CD8+ 杀伤性 T 细胞（表面标记为 CD3 分子）为主要活性成分。EAL 正在进行以预防肝癌术后复发为临床适应症的 II 期临床试验研究。根据公司与药品审评中心的沟通，可使用进行中临床试验的中期结果或临床试验结束后的最终结果，为用于预防肝癌术后复发的 EAL 申请上市许可，前提为该等结果具有统计学意义。截止 2022 年中报，公司已完成 II 期临床试验 417 名目标患者的入组工作，预期将于 2023 年上市该产品。

公司具有高度整合的细胞免疫治疗药物研发平台。凭借十多年来研究和应用 T 细胞免疫治疗技术的经验，公司建立了系统性、高度整合的 T 细胞免疫治疗药物研发平台，包括早期研发、工艺研发、质量研究、临床前药理毒理及药物临床试验的研究平台，可以在该平台进行制度化、标准化、模块化的新产品研发，高效获

得药物临床研发所需数据，快速建立产品管线。公司在研的细胞免疫治疗覆盖 AAL、CAR-T、TCR-T 等多种技术路径

图55.永泰生物公司产品管线



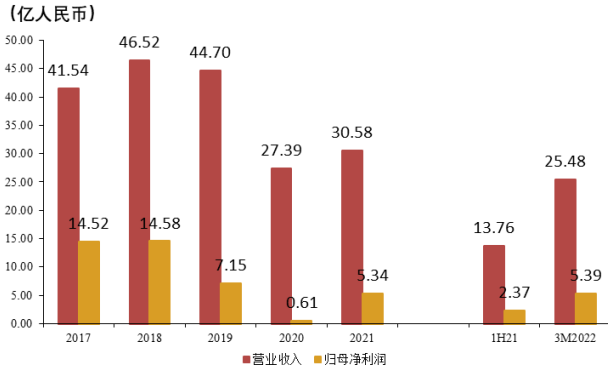
数据来源：永泰生物官网，财通证券研究所

### 3.3.10 信立泰：信立坦积极拓展下沉市场，新产品加速启航

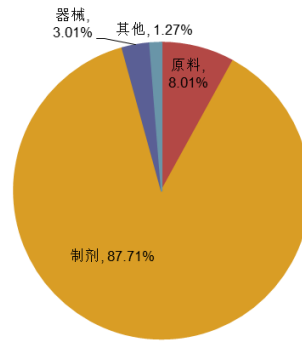
泰嘉竞争格局趋稳，高血压 1 类新药阿利沙坦酯医保、零售渠道放量成效渐显。公司高血压领域还布局两个阿利沙坦酯的复方制剂及对标诺华诺欣妥的脑啡肽酶抑制剂-阿利沙坦酯的共晶体，延长阿利沙坦酯在高血压领域的生命周期。共晶体 S086 的适应症还涵盖心衰等蓝海赛道，竞争格局良好。肾性贫血领域，公司的恩那度司他预计 2023 年获批上市，肾性贫血患者众多，现有的治疗方式主要为铁剂、促红素等产品，铁剂存在铁剂淤积、胃肠副作用，而促红素主要为注射剂型，我们认为公司的首个国产口服 HIF-PH 药物恩那度司他市场空间广阔。

2022 年上半年国内多地疫情散发，阻碍公司核心产品信立坦的新入院及核心医院放量的进程，但公司下沉拓面，覆盖更多处方医生，在不断开拓社区、县域、零售及电商渠道的同时，城市医院渠道向更多城市、更广阔终端及医院内的终端科室发展，截至 2022 年三季度，信立坦覆盖医院超 5000 家。公司治疗肾性贫血的恩那度司他已提交新药上市申请，并提交发补资料，预计 2022 年年底到 2023 年年初获得生产批件。竞争对手罗沙司他剂量大，恩那度司他为第二代改良剂型，国内进度领先，竞争格局良好；SAL0107 的 III 期临床完成揭盲并取得积极的关键统计分析结果；苯甲酸复格列汀完成 III 期临床研究，即将申报 NDA；SAL0108、S086 的高血压适应症完成 III 期临床所有受试者入组。预计未来几年为公司新产

品上市的高峰期，公司深耕高血压、心衰、抗凝、肾病、骨科等慢病领域的成效逐渐显现。

**图56.信立泰历年营业收入、净利润**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图57.信立泰 22H1 营收结构**


数据来源: 信立泰中报, 财通证券研究所

**图58.信立泰产品管线**

领域	品名	靶点	适应症	技术来源	IND	I期	II期	III期	NDA
心脑血管	阿利沙坦酯	ARB	高血压	自艾力斯引进	█	█	█	█	█
	S086片 (沙库巴曲阿利沙坦钙)	ARNI	高血压 心衰	自研	█	█	█	█	█
	SAL0108 (阿利沙坦明达帕胺缓释片)	ARB/利尿剂	高血压	自研	█	█	█	█	█
	SAL0107 (阿利沙坦氢氯地平片)	ARB/CCB	高血压	自研	█	█	█	█	█
	SAL007重组人神经调节蛋白1-抗HER3抗体融合蛋白注:	NRG-1	慢性心力衰竭	孙公司自研	█	█	█	█	█
	重组全人源PCSK9单抗	PCSK9	高胆固醇血症	自研	█	█	█	█	█
	SAL092	PCSK9	高胆固醇血症	自研	█	█	█	█	█
慢性肾病	SAL0951 (恩那司他)	HIF-PHI	肾性贫血	自日本JT引进	█	█	█	█	█
骨科	重组人甲状旁腺素1-34 (rhPTH1-34) 冻干粉针	PTH	骨质疏松	自研	█	█	█	█	█
	SAL001 (特立帕肽水针)	PTH	骨质疏松	子公司自研	█	█	█	█	█
	SAL056 (特立帕肽长效)	PTH	骨质疏松	子公司自研	█	█	█	█	█
	重组抗RANKL全人源单抗	RANKL	骨质疏松	自研	█	█	█	█	█
糖尿病	SAL067 (苯甲酸复格列汀)	DPP4	糖尿病	自重庆复创引进	█	█	█	█	█
	SAL015 (GLP1-FC重组蛋白)	GLP-1	糖尿病	子公司自研	█	█	█	█	█
	SAL0125	GLP-1R/GCGR	糖尿病/肥胖/NASH	自研	█	█	█	█	█
	SAL0112 (GLP-1R口服小分子偏向激动剂)	GLP-1R	肥胖	自研	█	█	█	█	█
其他	JK08 SAL008		抗肿瘤	子公司自研	█	█	█	█	█
	SAL0104	凝血因子FXIa	抗凝血	自研	█	█	█	█	█
	SAL0114		重度抑郁/AD激越	自研	█	█	█	█	█
	注射用信立他赛	多西他赛共轭物	晚期实体瘤	自研	█	█	█	█	█

数据来源: 信立泰年报整理、财通证券研究所

### 3.3.11 海思科: 传统业务底扎实, 创新业务有弹性

公司创新产品步入收获期。未来几年, 公司有4款产品将陆续上市: 1) 环泊酚为罕见麻醉创新药, 与丙泊酚相比具有临床优势, 有望实现新品替代。2022年7月、8月新增ICU镇静、妇科门诊手术镇静适应症。2022年9月, 海思科环泊酚注射液美国III期临床试验 (HSK3486-304) 达到了预设主要终点, 入组了约250例美



国受试者，有效性为非劣，公司亦在积极推进环泊酚的对外许可授权工作；2) HSK21542 (KOR) 为高选择性阿片镇痛药物，兼顾强镇痛和低副作用，有望替代传统镇痛药和退出医保的地佐辛；3) HSK16149 (GABA) 为新一代神经镇痛药物，具有成为神经疼痛首选用药的潜力；4) HSK7653 (DPP4i) 为国内鲜有长效 DPP4i 口服降糖药，两周使用一次，定位于差异市场。

国谈、集采影响边际放缓，传统业务底扎实。公司核心产品多拉司琼谈判降价，肿瘤止吐药物销售额从 2020 年的 10.2 亿元下降至 2021 年的 1.5 亿元，目前利空基本出清。带量采购第四、五批涉及公司 6 个品种，其中 3 个尚无销售，2 个销售仅百万元，有望通过集采快速放量，脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (11%)、琥珀酸甲泼尼龙略有影响，负面影响边际降低。

图 59. 海思科产品管线

药物名称	靶点	适应症	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA	上市
□ 环泊酚注射液	GABA <sub>A</sub>	消化内镜 (中)	●	●	●	●	●	●
		全身镇痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		支气管镜 (中)	●	●	●	●	●	●
		全身麻醉 (中)	●	●	●	●	●	●
		ICU 镇静 (中)	●	●	●	●	●	●
		妇科门诊手术 (中)	●	●	●	●	●	●
		全身镇痛 (美)	●	●	●	●	●	●
□ HSK21542	kappa 受体	术后镇痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		癌性镇痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		慢性胃痛缓解 (中)	●	●	●	●	●	●
		肝痛缓解 (中)	●	●	●	●	●	●
		骨科手术 (中)	●	●	●	●	●	●
□ HSK7653	DPP-IV	II 型糖尿病 (中)	●	●	●	●	●	
□ HSK16149	α2δ-1 调节剂	糖尿病周围神经痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		辅助镇痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		带状疱疹神经痛 (中)	●	●	●	●	●	●
		外周神经痛 (中)	●	●	●	●	●	●
□ HSK29116	BTK-protac	B 细胞淋巴瘤 (中)	●	●	●	●	●	●
		B 细胞淋巴瘤 (美)	●	●	●	●	●	●
□ HSK31858	DDP1	非囊性纤维化支气管扩张症 (中)	●	●	●	●	●	
□ HSK31679	THRB	成人原发性高胆固醇血症 (中)	●	●	●	●	●	
□ HSK36273	FXII 抑制剂	抗血栓 (中)	●	●	●	●	●	

数据来源：海思科官网，财通证券研究所

### 3.3.12 京新药业：集采风险出清，抗失眠新药注入新动能

集采风险出清，核心品种业绩逐渐恢复：公司主要品种左乙拉西坦、舍曲林、匹伐他汀、瑞舒伐他汀、辛伐他汀、康复新液均已纳入集采，且均在 4+7 扩围、第二批、第三批集采范围中，供给端格局趋向稳定，集采带来的业绩波动趋于温和。同时，对于他汀类慢病用药，公司积极开展院外市场的开拓，目前心血管类品种院外销售占比超过 20%，后续院外销售占比的提升将带动该品类产品的稳步增长。

表6.京新药业核心产品结构

产品类别	产品领域	主要产品名称	产品用途
化学制剂	心脑血管药物	瑞舒伐他汀钙片/分散片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片	主要用于高血脂症及冠心病
		盐酸舍曲林片/分散片	主要用于抗抑郁治疗
	神经系统药物	左乙拉西坦片/口服液	主要用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
		盐酸普拉克索片/缓释片	主要用于治疗帕金森病
中成药、生物制剂	消化系统药物	重酒石酸卡巴拉汀胶囊、盐酸美金刚缓释胶囊	主要用于治疗轻中度、中重度阿尔茨海默型
		康复新液	主要用于胃痛出血、胃肠道溃疡及外部创伤修复
		地衣芽孢杆菌活菌胶囊	主要用于婴幼儿腹泻、急性肠炎、便秘、痢疾及各种原因引起的肠道菌群失调
	呼吸系统	润肠宁神膏	滋阴、润肠、安神。用于阴血亏虚证引起的便秘兼见失眠等症
		沙溪凉茶、沙溪凉茶袋泡茶、沙溪凉茶 颗粒	清热，除湿，导滞。用于四时感冒，身倦骨痛，寒热交作，胸膈饱滞，痰凝气喘。
	泌尿生殖系统	排石颗粒	清热利水，通淋排石。用于下焦湿热所致的石淋，症见腰腹疼痛、排尿不畅或伴有血尿；泌尿系结石见上述证候者。
缩泉丸		补肾缩尿。用于肾虚之小便频数，夜卧遗尿	
化学原料药	喹诺酮类抗感染原料药	左氧氟沙星、环丙沙星、恩诺沙星	用作喹诺酮类制剂的原料
	他汀类原料药	辛伐他汀、瑞舒伐他汀钙、匹伐他汀钙	用作他汀类制剂的原料
	精神类原料药	盐酸舍曲林、左乙拉西坦	用作精神类制剂的原料
医疗器械	定制化医用显示器和 HMI	放射类医疗影像设备定制显示器、超声类医疗设备定制显示器、内窥镜与手术类医疗设备定制显示器、医疗设备定制人机界面产品等	针对各类医疗设备定制化开发的配套显示器和 HMI
	标准化医用显示器及可供医院独立使用的医用显示器和医疗影像解决方案	诊断级医用显示器、临床级医用显示器、综合会诊级医用显示器、内窥镜手术专用显示器等，以及医疗影像解决方案	可供医院独立使用的医用显示器和医疗影像解决方案

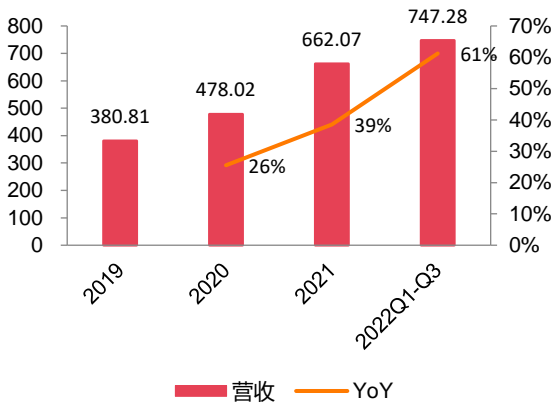
数据来源：公司公告，财通证券研究所

复盘过去二十年发现催眠镇静类新药的上市将会带动整体市场规模攀升：公司研发的新型催眠镇静类药物 EVT201 胶囊已成功完成临床三期试验并获得积极试验结果。催眠镇静类药物用药选择有限，临床对于安全有效药物存在较大需求缺口。回顾海外第二第三代药物上市规律可以发现，催眠镇静药物市场规模与重磅新药的放量紧密相关，重磅新药的持续爬坡会带动整体市场规模不断走高，同时国内催眠镇静市场已十五年无新药推出，因此我们预计 EVT201 胶囊上市将释放国内催眠镇静类市场潜力。

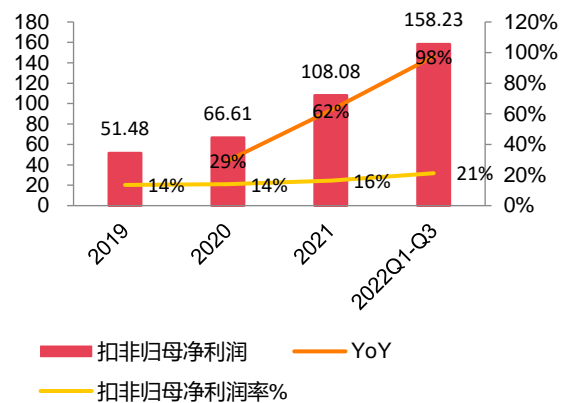
## 4 CXO 与科学服务：宏观紧缩放慢，行业底部企稳

### 4.1 CXO 整体行情回顾

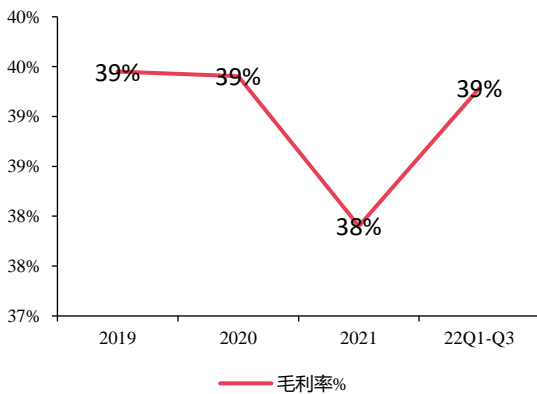
营收及扣非净利润高增长势头依旧，利润率稳中有升。2022 年前三季度 CXO 板块营收为 747.28 亿元，同比增长 61%；2019 年至 2021 年营收分别为 478.02 亿元、662.07 亿元，同比增长 26%、39%，营收呈加速增长趋势。扣非归母净利润率稳中有升，2019 年至 2021 年提升 2pct，2022 年前三季度同比增长 4pct。（注：我们选择 CXO 板块中较有代表性的二十家公司作为样本，利用整体法对相关指标进行分析）

**图60.CXO 板块营收（亿元）及增速**


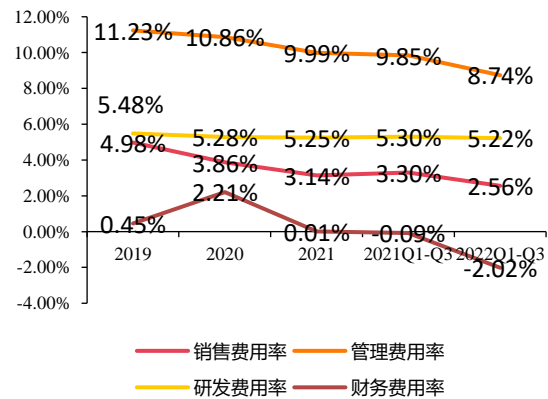
数据来源：Wind，财通证券研究所

**图61.扣非归母净利润（亿元）及增速**


数据来源：Wind，财通证券研究所

**图62.CXO 板块毛利率变化**


数据来源：Wind，财通证券研究所

**图63.CXO 板块期间费用率变化**


数据来源：Wind，财通证券研究所

毛利率基本稳定，期间费用率稳步下降。19 年至 21 年 CXO 板块整体毛利率稳中略有降，3Q22 毛利率略有回升，我们认为毛利率略有波动主要系受到汇率影响，其次临床 CRO 等受疫情环境影响，人工费用等有所增加。期间费用率稳步下降，2022 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别下降 0.74/1.11/0.08/1.93pct 至 8.74/5.22/2.56/-2.02%。

表7.CXO 主要公司营收情况

公司	营收 (亿元)				营收增速			
	2019	2020	2021	22Q1-Q3	2019	2020	2021	22Q1-Q3
药明康德	128.72	165.35	229.02	283.95	33.89%	28.46%	38.50%	71.87%
泰格医药	28.03	31.92	52.14	54.06	21.85%	13.88%	63.32%	59.23%
康龙化成	37.57	51.34	74.44	74.03	29.20%	36.64%	45.00%	39.64%
凯莱英	24.60	31.50	46.39	78.12	34.07%	28.04%	47.28%	167.25%
昭衍新药	6.39	10.76	15.17	12.76	56.40%	68.27%	40.97%	48.97%
九洲药业	20.17	26.47	40.63	43.73	8.30%	31.26%	53.48%	45.55%
博腾股份	15.51	20.72	31.05	52.18	30.93%	33.56%	49.87%	157.05%
美迪西	4.49	6.66	11.67	12.40	38.30%	48.19%	75.28%	57.74%
普洛药业	72.11	78.80	89.43	75.51	13.09%	9.28%	13.49%	18.00%
药石科技	6.62	10.22	12.02	11.85	38.47%	54.36%	17.55%	31.21%
皓元医药	4.09	6.35	9.69	9.70	36.23%	55.29%	52.61%	39.38%
和元生物	0.63	1.43	2.55	2.15	42.31%	126.93%	78.57%	31.34%
药康生物	1.93	2.62	3.94	3.86	261.64%	35.91%	50.35%	38.09%
百诚医药	1.56	2.07	3.74	4.21	90.47%	32.50%	80.61%	89.26%
阳光诺和	2.34	3.47	4.94	4.95	73.24%	48.74%	42.12%	45.19%
睿智医药	13.28	14.82	16.91	10.32	33.19%	11.58%	14.11%	-18.17%
成都先导	2.64	2.44	3.11	2.18	74.74%	-7.80%	27.69%	-4.02%
诺泰生物	3.72	5.67	6.44	3.82	45.40%	52.58%	13.58%	-15.03%
南模生物	1.55	1.96	2.75	2.15	27.47%	26.74%	40.31%	13.55%
博济医药	2.24	2.60	3.24	2.78	30.24%	16.25%	24.47%	29.63%
百花医药	2.62	0.85	2.81	2.56	-37.49%	-67.74%	232.84%	39.04%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

表8.CXO 主要公司扣非归母净利润及增速情况

公司	扣非归母净利润 (亿元)				扣非归母净利润增速			
	2019	2020	2021	22Q1-Q3	2019	2020	2021	22Q1-Q3
药明康德	19.14	23.85	40.64	62.32	23%	25%	70%	101%
泰格医药	5.58	7.08	12.32	11.92	56%	27%	74%	37%
康龙化成	5.05	8.01	13.41	10.58	58%	59%	67%	14%
凯莱英	4.89	6.44	9.35	26.83	33%	32%	45%	350%
昭衍新药	1.55	2.92	5.30	6.05	71%	79%	82%	179%
九洲药业	2.28	3.22	5.73	7.63	27%	42%	78%	75%
博腾股份	1.62	2.88	5.03	15.77	125%	78%	74%	347%
美迪西	0.58	1.23	2.71	2.63	10%	111%	120%	49%
普洛药业	5.30	6.91	8.33	6.63	55%	30%	21%	-1%
药石科技	1.37	1.74	2.33	2.43	16%	27%	34%	21%
皓元医药	0.68	1.19	1.77	1.42	88%	75%	49%	1%
和元生物	-0.35	0.27	0.41	0.29	-32%	176%	54%	52%
药康生物	0.34	0.66	0.78	0.78	224%	97%	17%	41%
百诚医药	0.42	0.55	1.03	1.33	473%	30%	88%	110%
阳光诺和	0.46	0.72	1.02	1.20	132%	56%	41%	44%

睿智医药	1.19	0.83	-4.22	0.28	-21%	-30%	-609%	848%
成都先导	0.74	0.43	0.23	0.02	135%	-42%	-46%	-85%
诺泰生物	0.43	0.94	1.05	0.12	76%	122%	11%	-82%
南模生物	0.12	0.33	0.52	-0.19	277%	164%	60%	-157%
博济医药	0.02	0.10	0.25	0.08	-53%	436%	156%	-66%
百花医药	0.07	-3.69	0.09	0.10	101%	-5150%	102%	68%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

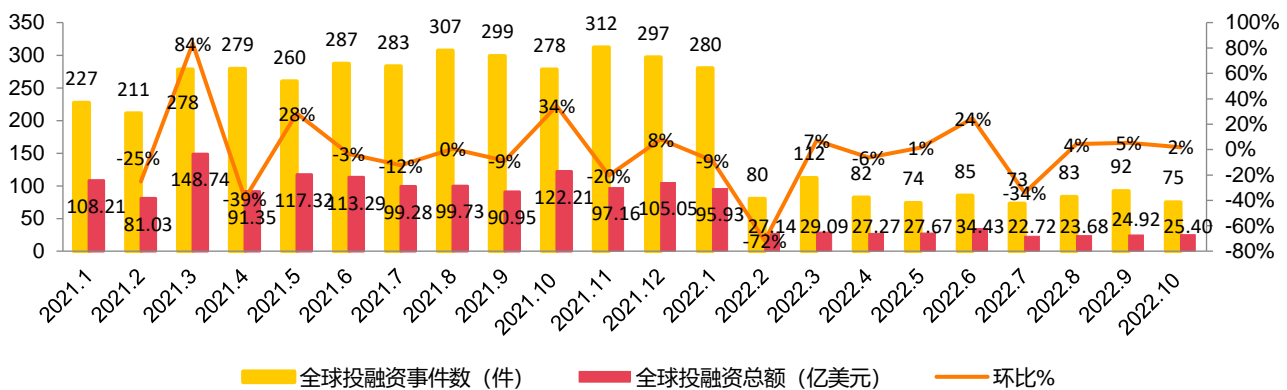
估值处于历史较低水平。当前板块平均 PE (TTM) 为 40 倍, 较接近 2017 年以来历史最低水平 36 倍, 且大部分公司估值均低于自身历史 PE 平均水平。博腾、凯莱英、百诚医药及睿智医药 PE (TTM) 达到历史最低水平。

## 4.2 前瞻指标: 投融资环境明年有望转好, 合同负债增速依旧

### 4.2.1 投融资数据: 宏观环境企稳, 边际改善指日可期

全球投融资正处于底部反转过程中, 环比逐渐改善, 看好明年上半年企稳回升。2022 年 10 月全球投融资总额约 25.4 亿美元, 环比增长 2%, 同比下滑 74%; 投融资事件数达 75 件, 环比下滑 18%, 同比下滑 76%, 全球投融资数据仍处于底部反转过程中, 整体较 2021 年下滑明显, 我们认为明年 2 月以后投融资数据有望迎来改善, 主要原因有 1) 美联储预期加息将放缓 2) 2022 年 2 月开始投融资数据进入低基数, 同比增速有望重回正增长。

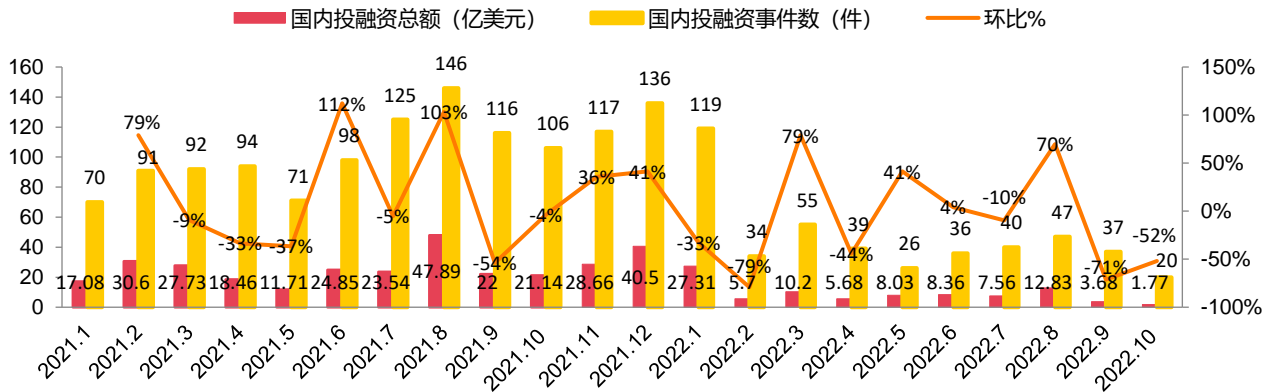
图 64. 全球投融资情况



数据来源: 动脉橙产业智库, 财通证券研究所

国内投融资数据仍处于低位。2022 年 10 月国内投融资总额约 1.77 亿美元, 环比下滑 52%, 同比下滑 94%; 投融资事件发生约 20 件, 环比下滑 46%, 同比下滑 83%。国内投融资数据仍相对低迷, 我们推测一定程度受到新冠疫情反复。预计随着“二十条”的实施, 以及国内二级市场创新药逐渐开始回暖, 有望触底回升。

图65.国内投融资情况



数据来源：动脉橙产业智库，财通证券研究所

#### 4.2.2 合同负债：平均增速维持40%+，景气度依旧

合同负债平均增速40%+，景气度依旧。2020年至3Q22 CXO 整体平均合同负债分别为2.16、3.62、4.71亿元，整体保持正增长，同比增速分别为54.7%/40.8%，尽管增速略有回落，但依然维持在较高水平，景气度依旧。

表9.CXO 公司合同负债情况

公司	合同负债 (亿元)					合同负债增速%	
	2019	2020	2021	21Q1-Q3	22Q1-Q3	2021	22Q1-Q3
药明康德	8.97	15.81	29.86	25.48	39.59	89%	55%
泰格医药	1.40	4.85	7.90	6.01	10.00	63%	66%
康龙化成	2.72	4.73	6.80	6.62	8.49	44%	28%
凯莱英		0.90	1.31	2.05	3.00	45%	46%
昭衍新药		5.84	9.72	10.40	15.19	67%	46%
九洲药业		0.23	0.50	0.26	0.94	118%	266%
博腾股份		0.29	0.64	0.31	0.94	121%	207%
美迪西		0.54	1.52	0.93	0.80	183%	-14%
普洛药业		1.36	3.02	2.22	3.52	122%	58%
皓元医药		0.48	0.23	0.24	0.40	-51%	63%
和元生物		0.34	0.38	0.25	0.21	13%	-14%
药康生物		0.60	0.76		0.76	27%	
阳光诺和		1.28	2.00	1.51	1.39	56%	-8%
睿智医药		0.58	0.55	0.83	0.54	-5%	-35%
成都先导		0.23	0.25	0.20	0.20	9%	0%
诺泰生物		0.13	0.26	0.41	0.03	96%	-93%
南模生物		0.54	0.74	0.67	1.13	38%	69%
博济医药		1.30	1.53	1.57	1.54	17%	-2%
百花医药		0.95	0.86	0.91	0.88	-10%	-4%
<b>平均</b>	<b>4.36</b>	<b>2.16</b>	<b>3.62</b>	<b>3.38</b>	<b>4.71</b>	<b>54.7%</b>	<b>40.8%</b>

数据来源：Wind，财通证券研究所

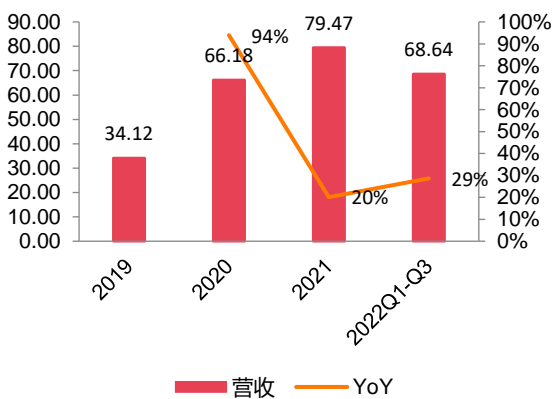
受益于人才红利、供应链完善等优势，我们看好 CXO 行业的长期稳健发展；建议关注从估值上具备性价比且抗下行周期风险能力较强的龙头企业包括药明康德、药明生物、泰格医药、九洲药业等；以及具有独特竞争力的细分龙头百诚医药、昭衍新药等。

### 4.3 科学服务：国产替代趋势明确，行业景气度高

#### 4.3.1 整体行情回顾

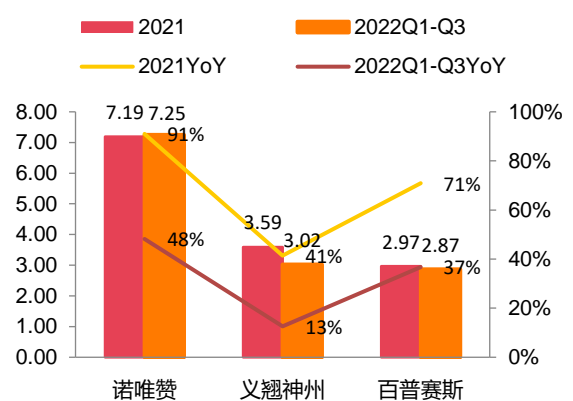
**非新冠业务快速增长，前三季度表现稳健。**22Q3 生命科学服务板块主要公司增长稳健，平均增速约 25.2%。细分板块来看，试剂板块部分受到新冠抗原收入影响，增速略有放缓，剔除后非新冠业务依然保持较高增速。诺唯赞、义翘神州及百普赛斯非新冠收入增速分别为 48/13/37%，平均增速 30%+。（注：我们选择生命科学服务板块中较有代表性的 9 家公司作为样本，并利用整体法对相关指标进行分析）

图66.科学服务板块营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

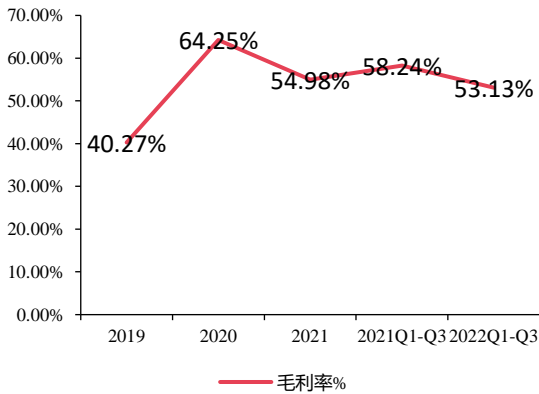
图67.诺唯赞、义翘神州及百普赛斯非新冠收入（亿元）及增速



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

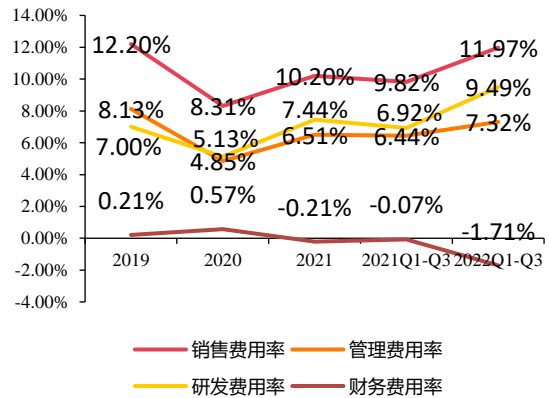
从盈利能力看，2022 年前三季度毛利率为 53.13%，同比下降 5pct，销售/管理/研发/财务费用率为 11.97/9.49/7.32/-1.71%，较去年同期有所上升，扣非归母净利润率 21%，较去年同期的 29%下降 8pct。我们分析认为 2020 年以来盈利能力下滑主要因为新冠抗原价格下降及汇率变化所引起，因此随着新冠抗原收入占比不断下降，盈利能力有望改善。

图68.科学服务板块毛利率变化



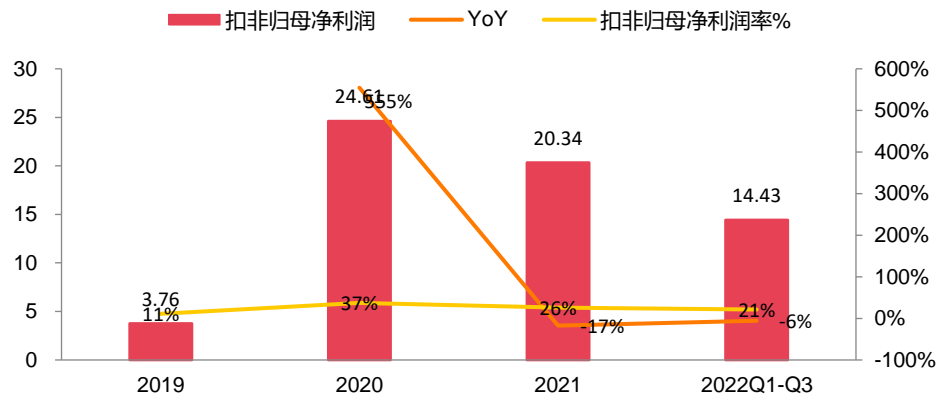
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图69.科学服务板块期间费用率变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图70.科学服务扣非归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

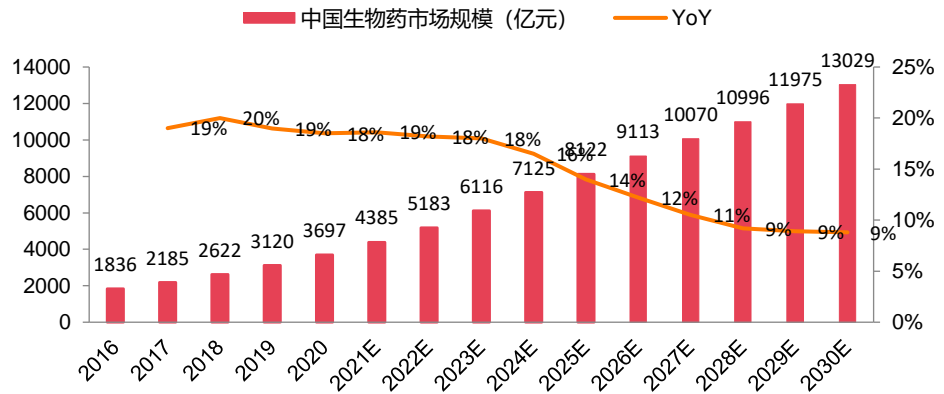
绝大部分公司处于估值历史相对低位。2020 年至今大部分公司估值回调较多，叠加新冠业务相关收入带来业绩上涨的影响，整体估值处于历史相对低位。截至 2022 年 11 月 20 日主要公司平均 PE (TTM) 为 53 倍，其中义翘神州、南京试剂、优宁维、百普赛斯及诺维赞等的 PE (TTM) 低于整体平均水平。

#### 4.3.2 行业景气度保持向上，国产替代空间充足

生命科学服务领域作为生命科学的上游产业链，与下游景气度相关度较高，因此我们认为随着生物药市场蓬勃发展，整个板块有望保持景气度向上不变。据弗若斯特沙利文，2020 年中国生物药市场规模为 3697 亿元，预计 2025 年有望达 8122 亿元，年复合增速为 17%。



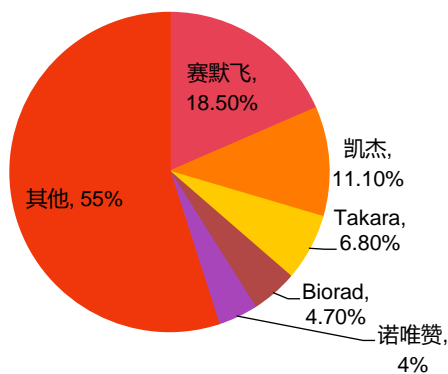
图71.中国生物药市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

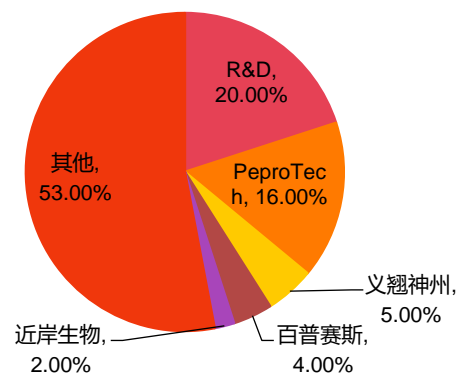
科研试剂国产化率仍较低，替代空间充足。我国科研试剂行业起步相对晚，尽管发展较快，但整个行业仍以进口品牌为主，据高校调研显示，国内科研试剂市场中国产试剂市占率约10%，海外品牌占90%。细分领域来看，2020年分子试剂中进口品牌合计占整体市场的41%，分子试剂是生物试剂中市场规模最大的细分领域；另外，以蛋白试剂中的重组蛋白为例，2019年重组蛋白试剂市进口品牌占比为36%，国产品牌义翘神州、百普赛斯及近岸生物合计占比仅11%。

图72.生物试剂中的分子试剂竞争格局 (2020年)



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图73.重组蛋白试剂竞争格局 (2019年)



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

展望未来，科学服务板块细分领域较多，且大部分领域仍处于国产化进程中，叠加疫情及国际关系等引发的自主可控需求，我们认为行业增速有望维持在高位。另外，大部分细分领域的海外市场空间远高于国内市场，建议关注具备出海能力的企业。

## 5 医疗服务与原料药等其他细分领域

### 5.1 聚焦行业新技术与后疫情时代复苏

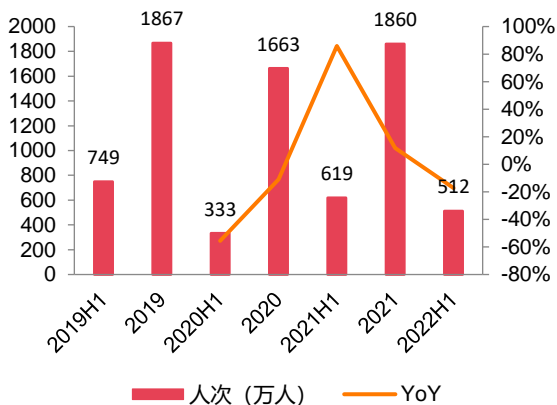
原料药行业公司较多，每个公司所处的产品周期不一，我们更多的从疫情受损程度和行业的未来转型升级，如合成生物学、CDMO 和全球化等角度至下而上选择。医疗服务板块受到疫情影响较大，从疫情修复和估值性价比角度来精选个股。重点关注金城医药、美年健康、普洛药业和华海药业等。

### 5.2 重点关注公司

#### 5.2.1 美年健康：疫情影响边际减弱，看好体检龙头再启航

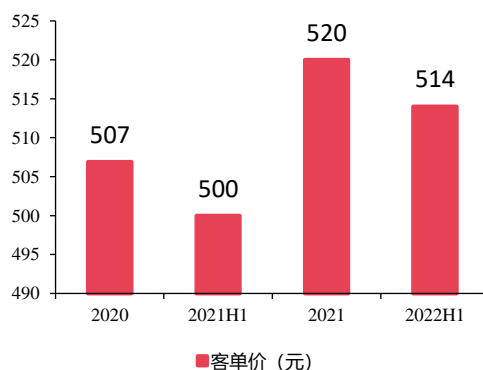
疫情影响边际减弱，客流量有望修复。受到疫情造成不利影响，公司客流人次波动较大，1H19 至 1H22 公司客流人次分别为 749/333/619/512 万人次。2020 年及 2022 年上半年受到疫情冲击最为严重，客流下滑较多；但可以看到 2021 年随着疫情好转，公司客流人次反弹明显。因此我们认为疫情影响边际变弱后，叠加体检业务季节性较为明显，下半年有望持续修复。

图74.美年健康历年客流人次变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

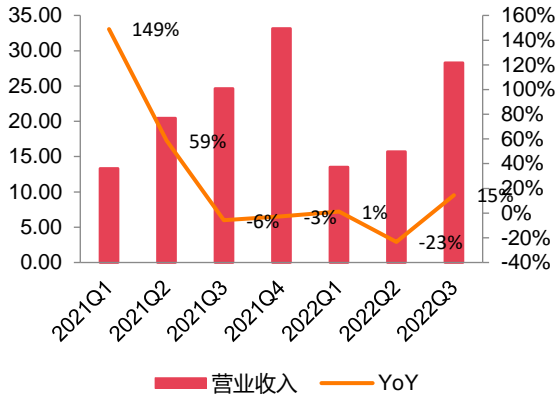
图75.美年健康历年客单价变化



数据来源：公司公告，财通证券研究所

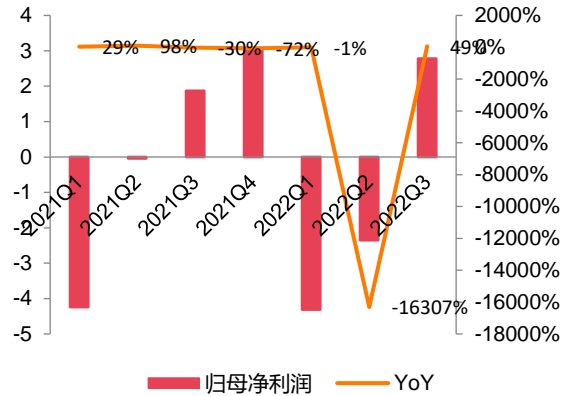
**Q3 业绩改善明显，客单价有望进一步提升。**Q3 公司实现收入 28.29 亿元，同比增长 15%，归母净利润 2.78 亿元，同比增长 49%，改善明显。1H22 公司客流量下滑 17%，但客单价依然保持 3% 增长，由于 Q3 各地依然有疫情反复，我们推测 Q3 客单价进一步提升驱动公司业绩改善。截至 1H22 公司提价客单价为 514 元，与公立医院（如北京 301 体检 3500 元起）的体检单价相比，未来仍有较大的提价空间。

图76.美年健康单季度营收(亿元)及增速



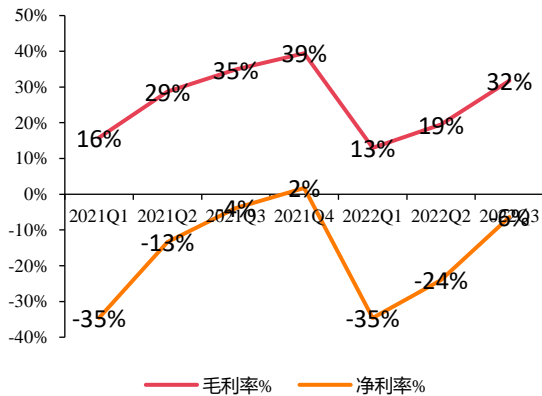
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图77.美年健康单季度归母净利润(亿元)及增速



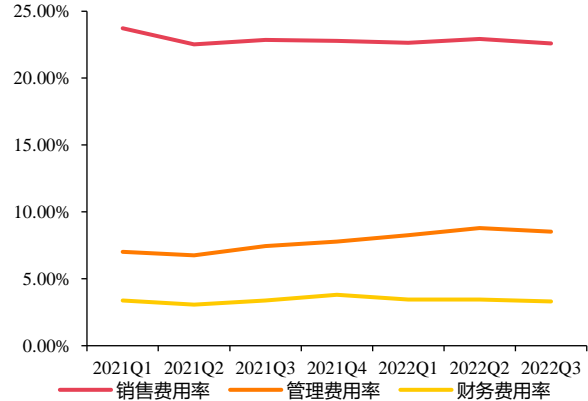
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图78.美年健康单季度毛利率及净利率变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所

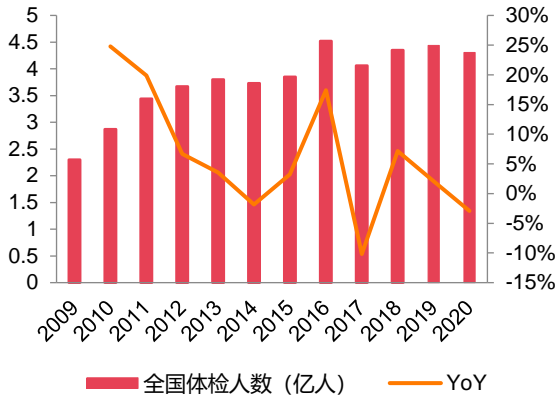
图79.美年健康单季度期间费用率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

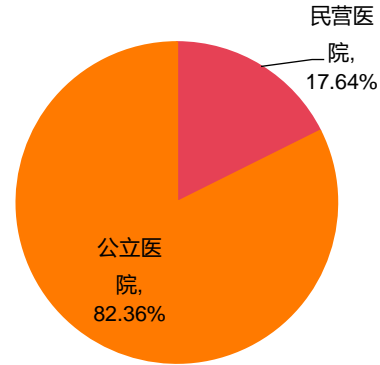
**体检行业增速稳健, 民营体检占比有望持续提高。**从体检人次来看, 2009年至2011年我国体检人次增速较快, 复合增速达22%, 2012年至2016年保持较快增长, 我国体检人次由3.67亿人次增加至4.52亿人次, 复合增速约5%。2017年开始进入成熟成长期, 2017年至2020年体检人次由4.06亿人次增加至4.31亿人次, 复合增速约2%, 行业保持稳健增长。从竞争结构上看, 民营机构体检占比仍有较大提升空间, 据2021年中国卫生健康统计年鉴, 民营体检机构体检人次占比近仅17.64%, 我们认为由于公立医院单一医院仅有1家体检中心, 连锁形式的民营体检机构具有相对成本优势, 且套餐价格带丰富, 服务齐全, 市占率有望进一步提升。

图80.全国体检人次变化



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，财通证券研究所

图81.民营与公立体检占比比较（2020年）



数据来源：中国卫生健康统计年鉴，华经产业研究院，财通证券研究所

### 5.2.2 金城医药：低估的合成生物学公司

金城生物上半年净利润率达到了 34.74%。生物方向，公司构建面向“医药+大健康”产品定位的合成生物学研究和产业化平台，重点包括生物合成和生物酶催化。无论生物合成还是生物酶催化，底层逻辑都是以生物信息学设计为基础的基因工程、代谢工程和酶工程。以化学合成与生物酶催化两大研发平台融合，可实现半合成原料药或医药中间体等。三季度达产的两个新产品烟碱与 4-AA 即是两个平台融合的成果。生物合成平台以公司十余年在生物发酵领域的经验，融合产学研的能力，构建细胞工厂、代谢通路、微生物发酵和分离纯化。继谷胱甘肽后，近两年产业化了腺苷蛋氨酸和虾青素，前者扩产三季度达产、后者即将进入产业化阶段。烟碱、4-AA、腺苷蛋氨酸和虾青素的陆续达产，带来公司中长期业绩增长的可持续性。

头孢中间体等业务在欧美疫情放开后迅速恢复，体现出公司的产业链龙头地位。产业链延伸到 CDMO 和其他原料药，继续支撑平台发展。头孢中间体、医用化工与 CDMO 板块收入 11.43 亿元 (+93.40%)，金城医化、汇海和柯瑞三个子公司净利润 1.72 亿元(+277.57%)，净利润率达 15.06%。医化板块后续将继续延伸 CMDO 和新的高附加值原料如泊沙康唑等增长，并支撑头孢制剂等业务发展。

在全球碳中和的大背景下，一场生物制造的浪潮将成为持续的大风口，中国将在这场浪潮中甩开印度等国家。合成生物学是一条新的产业升级之路，医药、食品和农业领域增长最为突出。金城医药深耕生物合成十余年，厚积薄发。

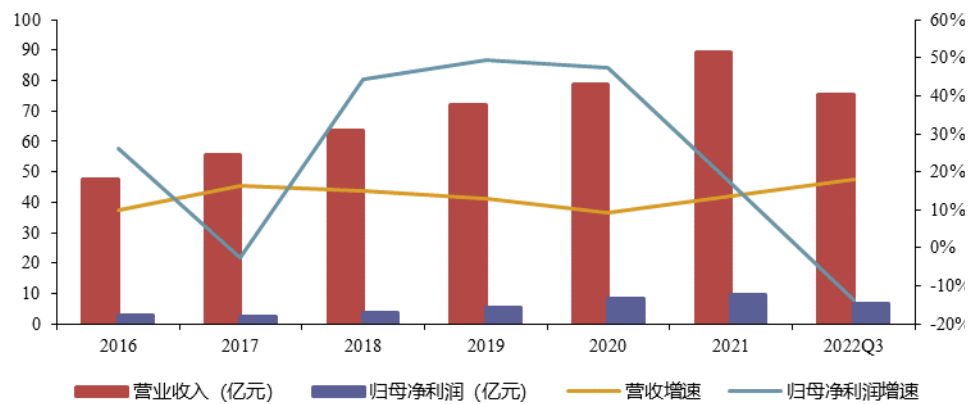
### 5.2.3 普洛药业：制剂一体化+CDMO 推进顺利，扰动因素平复未来可期

深耕原料药三十余年，原料药+CDMO+制剂综合发展。公司深耕原料药中间体业务三十余年，拥有丰富的产品线，涉及人用药和兽用药，其中人用药包括抗感染

类、抗肿瘤类、心脑血管类以及精神类等多个领域。公司坚定执行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的战略规划，三大业务均发展良好。

近年盈利稳健，短期业绩承压。公司近年来营收净利增速稳健，CAGR 分别为 13.39%、29.45%。公司 2022 年前三季度实现营收 75.51 亿元，同比增长 18.00%；归母净利润 6.57 亿元，同比减少 13.76%。公司短期业绩承压，主要是受到原材料大幅上涨、疫情导致运费上涨等影响，Q3 单季度增速已开始回升，未来随着这些扰动因素平复，公司业绩整体趋势向好。

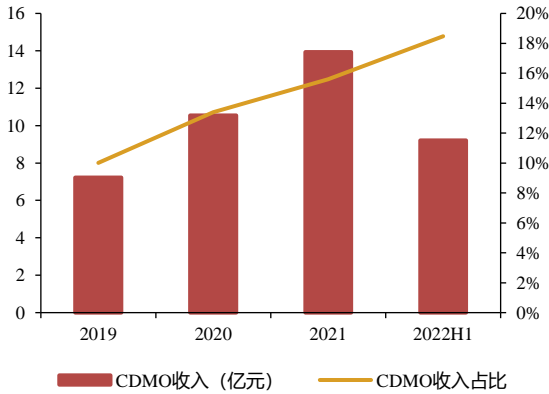
图82.普洛药业近年营收净利情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

原料药业务稳定，制剂一体化+CDMO 推进顺利。公司原料药业务稳定，凭借丰富的产品管线、领先的质量、EHS 管理体系以及突出的技术研发能力，已建立了独特的市场竞争优势。同时，公司主动在集采品种联动方面进行布局，协助下游客户开展制剂品种一致性评价工作，同时不断优化业务模式，持续提升产品议价能力。公司原料药制剂一体化战略推进顺利，积极开展一致性评价共工作，目前已通过一致性评价（含视同通过一致性评价）的品种共 15 个。2022 年 7 月公司新增三个品种中选集采，未来随着集采执行，制剂业务将稳定增长。公司 CDMO 业务发展良好，研发能力以及生产管理体系得到了更多客户的认可，与客户之间的粘性也在进一步增强。公司 CDMO 项目数快速增长，截至 2022H1，项目数同比增长 62%，CDMO 收入占比也已提升至 18.47%。未来随着公司产能快速扩张，CDMO 业务板块增长可期。

图83.普洛药业 CDMO 业务情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图84.普洛药业 CDMO 项目数

	2022H1	增速
CDMO 报价项目	441	24%
进行中项目	405	62%
研发阶段项目	203	118%
商业化阶段项目	202	29%

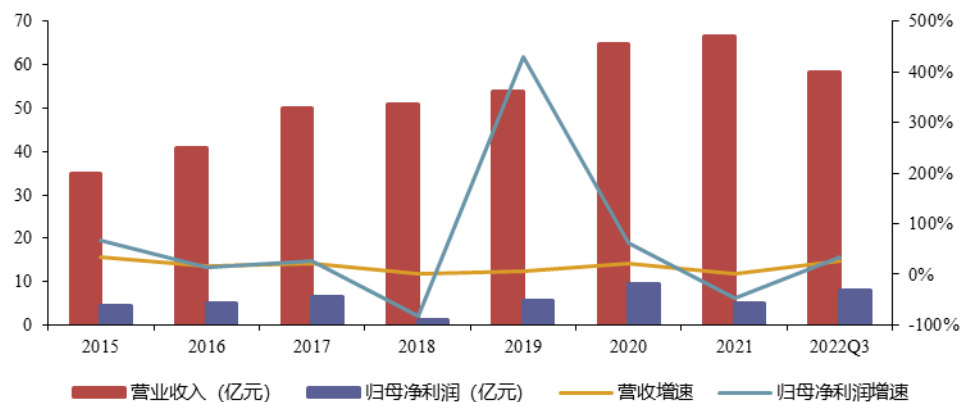
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

#### 5.2.4 华海药业: 产业升级及全球化战略持续推进, 业绩拐点明显

国内特色原料药龙头, 产业升级及全球化战略持续推进。公司主营医药制剂、原料药业务, 形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类和抗感染类为主导的产品系列, 与全球 800 多家制药企业建立了稳定合作关系, 产品销售覆盖近 100 多个国家和地区。公司坚持华海特色, 持续加快产业转型升级步伐, 持续推进制剂全球化战略, 完善和优化制剂和原料药两大产业链, 深化国际国内两大销售体系, 不断提升研发创新能力, 加速生物药和创新药领域的发展。

营收稳健增长, 业绩拐点明显。公司近年来营收保持稳健增长, 从 2015 年的 35 亿元增长至 2021 年的 66.44 亿元, CAGR 达 11.27%。公司 2021 年净利下滑主要是因为海外备货消耗以及人民币升值, 2022 年 Q3 业绩拐点明显, 主要是受到美国禁令解除以及原材料价格趋稳, 业务恢复较快。

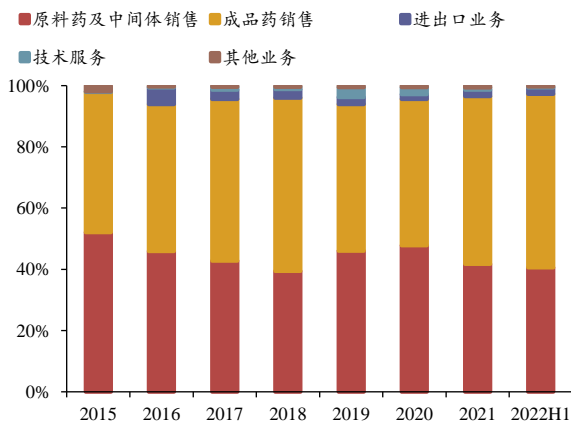
图85.华海药业近年营收净利情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

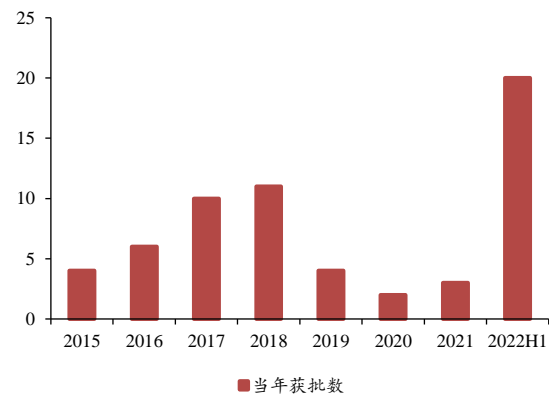
各业务恢复良好，生物药研发加速推进。原料药业务来看，21年4季度开始原料药价格趋于稳定，同时公司加大特色原料药及新产品的推广力度，进一步深化客户合作，原料药销售实现快速提升。制剂业务方面，其收入占比不断提升，2022H1已达56.69%。从国内制剂来看，公司积极推进一致性评价工作，2022H1已获得国内制剂注册生产批件10个（涉及8个产品）。公司积极参与集采，并借助集采快速实现新产品上量，随着未来集采落地，预计国内制剂业务能维持较快的增速。海外制剂业务来看，公司ANDA产品线不断丰富，禁令解除后获批速度也加快，截至2022H1，当年获批数达20个，累计获批87个，为公司未来业绩贡献起到稳定支撑作用。此外，公司在生物药方面加速推进临床项目研究，加快研发成果向效益转化。截止22H1，在研项目20多个，其中11个项目在临床试验阶段（包含全球首创的双靶点抗肿瘤新药项目）。

图86. 华海药业分业务营业收入占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图87. 华海药业 ANDA 获批数量



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 6 风险提示

**国内疫情发展进程不确定性风险：**疫情对患者进入医院就诊的积极性受到一定冲击，延后或者消失了即期的医疗行为，对相应公司短期业绩或造成一定扰动；

**产业政策导致产品价格下降程度的不确定性风险：**医疗支出的最大单一买方是国家医保局，医保谈判或者集采降价的力度对企业的中期业绩有一定扰动因素；

**全球宏观经济走向不确定性的风险：**美联储加息进程具有一定不确定性，对全球经济发展有影响，间接影响医疗医药产品的进出口业务。

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。