



华安证券
HUAAN SECURITIES

产业正向变化持续，业绩增速恢复明显

创新药及制剂板块2023中报复盘及策略报告

华安证券医药团队

分析师：谭国超（SAC:S0010521120002）

2023年10月8日

华安证券研究所

核心观点：政策双刃剑，始终关注产业正向变化及临床价值

- 2023年，我国创新药发展进入全新年，创新药企主力军已经逐步进入产品销售放量阶段，随着CDE对新药临床审批、证监会对企业上市及资金流动都发出一定“关门指令”，中国创新药发展从野蛮生长进入到了比拼真实力的阶段，叠加医保支付对具有临床价值产品的倾斜、医疗反腐推陈出新，部分更具疗效的产品或能得到更多处方机会，整体行业进入规范发展的快车道。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。
- **医药政策端**：上半年来NMPA颁布多项文件，极大规范行业发展，**1) 国家医保局多则规范新药临床指导原则**，对临床试验做出规范，未经科学验证的药品或将难以上市；**2) 国家医保局谈判续约规则**，直接提高创新药峰值、对老产品减少降价幅度；**3) NMPA创新药附条件获批上市**，为First in class药品打开“绿灯”，为跟随研发者提高门槛。医疗反腐“政策底”；
- **投融资市场**：我国医药市场经历了一轮完整的发展周期，如今投融资环境已显著降温，加之近期证监会公布的减持新规，不仅是药物研发方面，资金监管方面也相对收紧，过去几年蓬勃的医药一级融资环境或就此告一段落，未来存量资金将被减少稀释，已上市具有充足资金、成熟药企或有更多机会收购优质资产进行储备；
- **产业发展变化**：以成熟药企为主的化学制剂板块23H1营收利润恢复明显，以创新药企为主的生物制药板块费用控制卓有成效，制药公司逐步降本增效，加强正向造血能力。集采影响到底，仿制药集采降价消化至进入尾声，新药研发事件数每季度环比不断提高，行业正处于大拐点阶段；
- **2023药品板块下半年投资主线**：商业化阶段公司（平台型/小而美）+临床需求明确的疾病领域（抗感染/肺癌/专科用药）+医保续约新规增量催化（23Q4/24H1）+出海商业化渠道可落地+仿创结合型药企转型。

风险提示：政策不确定性，医保谈判结果不及预期，销售浮动风险，新药研发风险

制药板块财务复盘：营收增速恢复明显，整体现金流较为充裕

- **营收利润端**：2023年上半年化学制药公司整体营收增速为5.68%，归母净利润增速为3.06%；生物制药整体营收增速为8.03%，归母净利润增速为3.85%，两者较去年同期均有大幅改善，2021、2022、2023年呈V字明显，疫后首年多数药企业务增长恢复明显、集采影响逐渐进入末期，企业盈利能力得到较大恢复。
- **费用率**：2023年上半年化学制药公司整体期间费用率为31.04%，销售费用率为23.20%，均与去年同期持平；生物制公司整体期间费用率为33.70%，销售费用率为25.40%，同比去年稍有降低，料为多数企业上半年，优化人员结构、管线设置，进行降本增效的结果。

总体来看，以成熟药企为主的化学制剂板块23H1营收利润恢复明显，以创新药企为主的生物制药板块费用控制卓有成效，制药公司逐步降本增效，加强正向造血能力，板块恢复明显。

申万化学制剂及生物制药板块历年财务指标

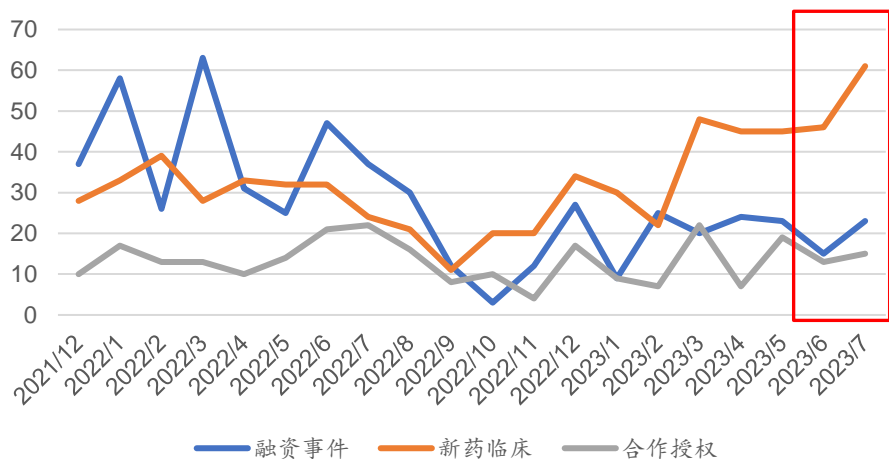
化学制剂	2020A	2021A	2022A	2022H1	2023H1	其他生物制品	2020A	2021A	2022A	2022H1	2023H1
营业收入YOY	-6.11%	6.14%	2.51%	0.21%	5.68%	营业收入YOY	-14.91%	15.79%	-0.67%	0.74%	8.03%
归母净利润YOY	5.05%	8.60%	5.05%	0.86%	3.06%	归母净利润YOY	9.17%	13.33%	5.22%	1.72%	3.85%
毛利率	53.16%	51.12%	49.90%	49.69%	50.03%	毛利率	78.02%	78.52%	73.38%	74.41%	72.54%
净利率	7.29%	9.30%	7.51%	10.49%	10.47%	净利率	25.52%	28.86%	24.85%	29.07%	26.79%
期间费用率	37.16%	34.82%	33.06%	31.30%	31.04%	期间费用率	39.89%	37.81%	37.48%	37.90%	33.70%
销售费用率	27.61%	26.19%	24.64%	23.53%	23.20%	销售费用率	30.44%	28.77%	28.43%	29.03%	25.40%
ROE（平均）	6.35%	8.82%	6.86%	4.56%	4.71%	ROE（平均）	11.47%	13.46%	9.78%	6.01%	5.20%
经营性现金净流量/营业收入	11.75%	11.52%	12.33%	9.05%	12.26%	经营性现金净流量/营业收入	25.09%	27.63%	22.76%	18.12%	19.92%

资料来源：iFinD，更新至2023.9.1、华安证券研究所

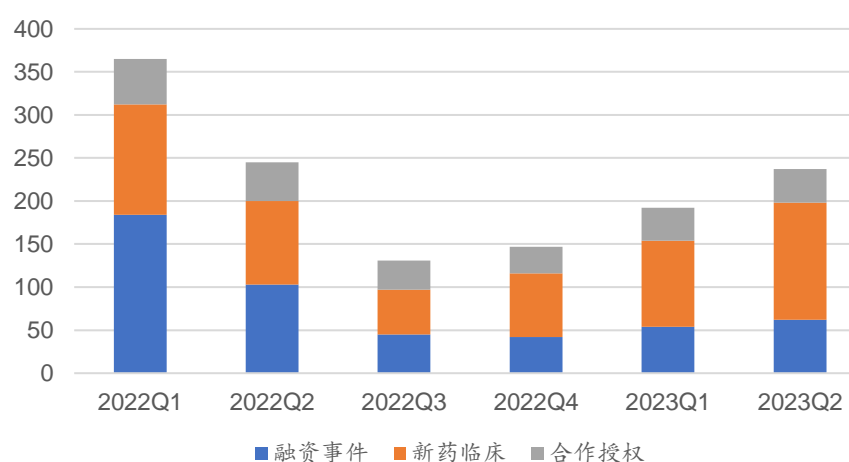
制药板块产业复盘：新药临床进展活跃，投融资恢复有限

- 自23Q1产业活动逐步恢复以来，23Q2事件数继续增长。新药临床事件数今年以来增长最明显，23Q2单季度已经达到22Q1水平，经过去年一年的管线削减与收缩，综合型制药企（恒瑞医药为主）恢复新开管线，集中申报IND；由biotech转型biopharma（信达生物、君实生物为例）储备新管线、拓宽新适应症；上市不久的创新药企深化现有产品竞争力开展拓展性临床。CDE出台多项指导原则加速产业规范运行。
- 投融资及BD事件数继续有所恢复但不显著，后端如IPO较前两年有显著减少，优质项目或可继续完成C轮融资，更多为早期种子轮融资。BD事件围绕上市公司商业化合作为主，管线授权相对较少。

生物医药行业事件月度统计



生物医药行业事件季度统计



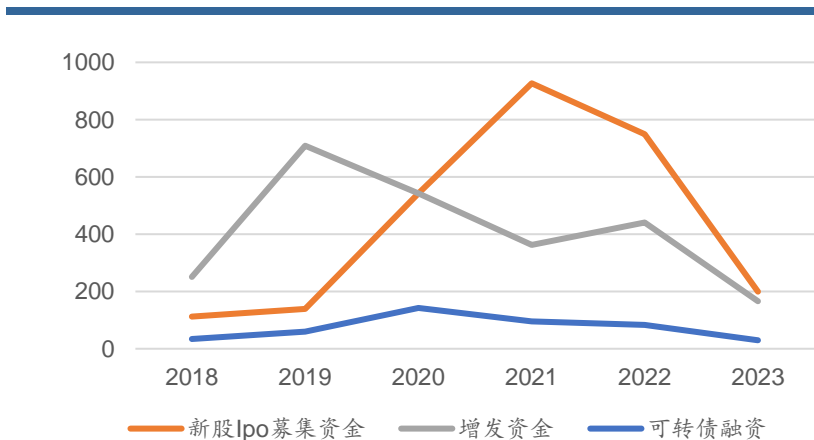
统计包括一二级创新技术及制药公司（大小分子、CGT、ADC、PDC、PROTAC、CXO等）的融资、新药申报（IND、I/II/III期、NDA等）以及海内外BD交易（包含合作与退回）事件。

资料来源：更新至2023.7.30，公司官网、华安证券研究所整理

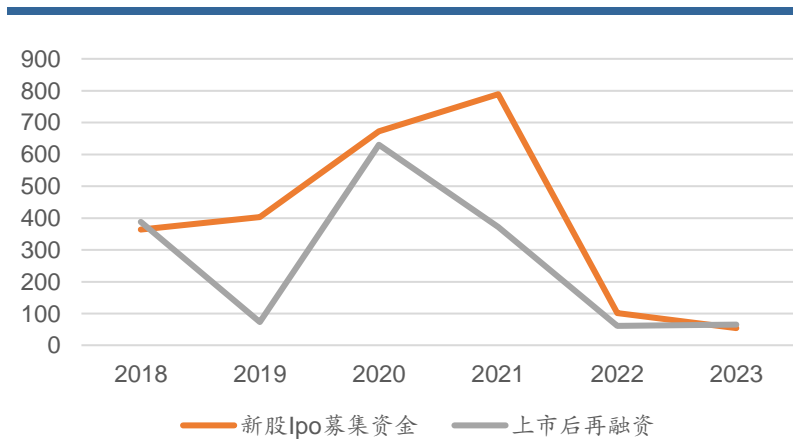
制药板块投融资复盘：一级融资IPO显著降温，减持新规或继续收紧

- ❖ 2018年到2023年，我国医药市场经历了一轮完整的发展周期，如今投融资环境已显著降温，加之2023年8月27日证监会发布减持新规，要求上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。不仅是药物研发方面，资金监管方面也相对收紧，过去几年蓬勃的医药一级融资环境或就此告一段落。
- **对未上市、未盈利biotech：**未来融资难度加大，未盈利Biotech的上市热情受损、一级投融资活动减少未有充足现金的公司或难以维持研发投入；已上市但未盈利的公司或将谨慎研发投入为保减少亏损，然而没有后继研发动力将不足以支持公司长期发展。
- **对已上市公司、成熟药企：**存量资金将会减少稀释，有利于现有上市公司流动性；上市公司有更多机会收购资产进行技术储备。

2018~2023年A股医药融资（亿元）



2018~2023年H股医药融资（亿元）



资料来源：更新至2023.8.30，公司官网、华安证券研究所整理

制药板块细分复盘：多数药企实现营收增长，造血能力提高

- ❑ **盈利药企-成熟药企**：23H1成熟药企营收利润恢复明显，二季度作为疫后开放的首个季度，院内产品、医保内产品增速超预期，选取标的平均研发投入比为13.82%，销售费用率在32.42%，经过第三季度的医疗反腐工作，未来或有所变化，对于已经盈利的成熟创新药公司，研发投入与销售费用或应成正比，关注产品导向的持续正向研发及学术推广。
- ❑ **未盈利药企-创新药企**：今年上半年未盈利创新药公司营收增长显著，多家公司首次进入商业化、通过产品销售首次盈利，应关注新上市产品环比放量增速、旧产品新适应症延展空间及推进进度，公司有望通过产品放量逐渐实现盈利。医疗反腐或对新产品入院有一定阻碍，但临床需求已经优秀的产品是客观事实，叠加年底医保催化将巩固产品销售。下半年多个学术会议如ESMO、ESCO等都将作为催化因素。

A+H股药品公司2023H1及23Q2平均业绩表现

单位：百万(港)元	平均市值(亿)	2023平均预测PE	2023平均预测净利润	2023H1平均营收	yoy(%)	2023H1平均归母	yoy(%)	平均研发投入占营收比(%)	平均销售费用率(%)	2023Q2平均营收	yoy(%)	2023Q2平均归母	yoy(%)	
A股	盈利药企	211.26	30.75	976.80	3064.74	20.20%	370.58	103.56%	13.82%	32.42%	1540.20	7.43%	184.90	103.44%
	未盈利药企	184.72	62.08	-960.58	647.38	108.94%	-452.48	-130.98%	222.60%	331.47%	184.72	314.27%	-239.37	-213.11%
H股	盈利药企	222.24	1.02	2645.02	178.60	139.01%	10.72	391.92%	13.62%	25.78%				
	未盈利药企	152.00	-14.66	-671.25	4.23	88.02%	-2.76	9.68%	630.78%	122.87%				
平均		192.56	19.80	497.50	973.74	57.08%	-18.49	100.33%	220.21%	128.14%	862.46	1.61%	-27.24	-0.55%

资料来源：Wind一致预期（更新至2023年9月1日收盘价），华安证券研究所

制药板块：A股代表盈利药企23H1及23Q2业绩表现

单位：百万元	总市值(亿元)	2023预测PE	2023预测净利润	2023H1营收	yoy (%)	2023H1归母	yoy (%)	研发投入占营收比	销售费用占营收比	2023Q2营收	yoy (%)	2023Q2归母	yoy (%)	研发投入占营收比	销售费用占营收比	
600276.SH	恒瑞医药	2,649.20	56.05	4,726.11	11,168.38	9.19	2,308.27	8.91	20.87	32.94	5,676.06	19.5%	1069.16	21%	20.92	30.40
600196.SH	复星医药	687.15	15.97	4,686.16	21,395.19	0.22	1,777.47	15.74	12.44	23.70	10,524.47	-4.0%	790.50	-27%	8.91	23.14
000963.SZ	华东医药	669.15	22.28	3,003.71	20,385.34	12.02	1,433.82	6.96	2.74	15.13	10,270.81	10.9%	678.54	7%	2.62	16.24
002422.SZ	科伦药业	393.54	17.93	2,194.59	10,733.93	17.64	1,402.20	61.53	10.07	20.30	5,132.13	10.5%	591.88	3%	8.78	20.70
600079.SH	人福医药	378.61	17.01	2,225.39	12,383.00	17.06	1,323.81	-11.92	5.18	19.07	6,157.26	14.1%	658.50	12%	4.58	20.44
002294.SZ	信立泰	306.69	42.69	718.44	1,684.28	0.97	337.62	-3.04	29.56	30.49	796.77	8.7%	126.68	14%	8.72	30.94
000513.SZ	丽珠集团	284.67	14.62	2,189.69	6,689.92	6.15	1,134.57	11.50	11.00	29.41	3,276.86	16.1%	552.66	19%	9.12	28.27
002262.SZ	恩华药业	260.86	23.57	1,107.00	2,400.33	19.95	544.70	21.72	11.75	32.60	1,221.52	21.1%	317.27	23%	9.30	35.69
002653.SZ	海思科	235.86	74.89	314.95	1,369.70	9.81	75.08	7.52	27.17	35.49	746.05	8.9%	46.33	6%	14.67	36.34
300558.SZ	贝达药业	207.31	60.56	342.35	1,313.88	4.83	148.31	56.58	40.69	34.85	782.26	17.0%	96.91	778%	32.99	28.99
600867.SH	通化东宝	193.78	18.07	1,072.14	1,366.32	-1.53	484.80	-59.00	3.28	29.22	700.96	40.2%	234.36	-33%	4.18	26.39
603707.SH	健友股份	190.44	14.95	1,273.44	2,303.73	16.63	624.50	1.70	6.55	11.35	996.25	24.7%	292.18	3%	5.17	9.24
002399.SZ	海普瑞	172.41	26.69	646.00	2,712.90	-27.82	123.35	-75.87	3.62	11.45	1,411.88	-23.6%	56.81	-79%	2.04	12.98
002019.SZ	亿帆医药	163.67	40.90	400.20	1,944.05	9.87	108.66	-32.32	11.95	26.11	1,005.52	16.5%	43.89	12%	5.06	26.61
300573.SZ	兴齐眼药	161.35	49.06	328.90	685.47	14.14	87.75	-27.25	12.56	39.65	398.91	33.6%	68.41	47%	10.01	46.75
002773.SZ	康弘药业	140.13	13.68	1,024.00	1,920.40	8.90	525.34	-2.19	9.51	38.60	1,035.57	19.3%	246.01	3%	7.76	34.04
688578.SH	艾力斯	138.29	44.96	307.55	748.67	149.24	208.41	678.69	17.66	49.48	472.17	149.5%	173.54	251%	22.98	58.26
688278.SH	特宝生物	136.03	31.32	434.37	903.58	26.40	202.18	51.27	18.50	45.71	484.27	30.9%	118.01	55%	8.99	44.39
688336.SH	三生国健	122.37	55.23	221.56	477.81	40.28	94.75	1,417.98	34.56	26.41	270.47	50.2%	61.24	912%	28.99	25.83
002675.SZ	东诚药业	116.85	28.69	407.33	1,785.01	1.13	184.31	9.23	9.13	16.96	934.51	5.6%	134.20	18%	5.56	19.40
688091.SH	上海谊众	93.00	30.44	305.50	200.43	178.88	104.11	70.73	4.48	24.21	108.03	187.9%	49.08	62%	2.82	16.00
300723.SZ	一品红	92.33	22.69	406.89	1,265.71	39.84	204.94	32.56	10.29	49.38	549.71	41.2%	93.83	25%	6.72	54.44
688321.SH	微芯生物	91.88	35.41	259.50	241.60	11.89	155.69	907.17	102.48	59.23	135.08	21.2%	188.17	1310%	49.74	50.15
300630.SZ	普利制药	83.39	15.69	531.34	834.04	4.83	269.95	-6.14	31.78	15.27	460.87	7.8%	131.51	5%	16.49	13.70
688505.SH	复旦张江	76.77	-	-	522.83	92.74	68.44	290.24	22.68	47.67	333.68	155.8%	59.65	246%	28.61	44.11
688658.SH	悦康药业	76.55	17.99	425.50	2,199.93	14.05	207.08	47.60	8.19	44.05	1,071.37	4.2%	121.81	59%	6.53	39.34
688513.SH	苑东生物	59.38	22.51	263.80	555.36	-3.48	131.52	-2.31	19.71	34.31	277.50	-9.4%	70.54	-13%	18.03	36.95
300158.SZ	振东制药	58.57	-	-	1,932.89	12.01	14.54	-40.99	4.87	37.02	981.47	17.3%	14.94	-4%	5.14	38.47
603590.SH	康辰药业	56.93	40.39	140.94	450.84	21.33	92.89	13.23	8.94	48.70	285.73	32.7%	67.22	89%	12.87	45.76
688566.SH	吉贝尔	50.34	25.61	196.58	418.81	62.83	96.26	128.59	6.83	47.81	253.47	114.1%	58.25	331%	5.16	48.03
603811.SH	诚意药业	38.26	20.91	183.00	320.86	0.85	90.60	39.48	7.19	22.32	173.03	9.2%	50.85	41%	5.60	23.18
688687.SH	凯因科技	35.02	29.58	118.40	568.74	15.39	38.36	3.01	9.87	58.41	376.00	17.0%	17.22	40%	11.97	51.61
002693.SZ	双成药业	27.18	-	-	139.01	9.62	8.79	584.62	10.77	43.90	57.53	7.4%	4.28	268%	3.18	45.66
300086.SZ	康芝药业	26.87	-	-	333.02	45.34	16.31	118.58	2.58	26.72	158.42	32.9%	0.90	102%	2.37	19.74

资料来源：Wind一致预期（更新至2023年9月1日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

制药板块：H股代表盈利药企23H1业绩表现

单位：百 万港元	总市值(亿港元)	2023预测 PE	2023预测净 利润	2023H1营收	yoy (%)	2023H1归母	yoy (%)	研发投入占营 收比 (%)	销售费用占营 收比 (%)
1099.HK 国药控股	709.95	6.83	9530.00	3009.50	15.10	41.04	11.12	--	2.80
1093.HK 石药集团	702.29	9.97	6452.49	160.80	3.01	29.67	0.03	--	30.49
9926.HK 康方生物	289.74	14.09	1883.49	36.77	2153.88	25.25	500.52	--	12.03
2096.HK 先声药业	162.77	8.93	1669.55	33.79	25.18	22.75	3466.17	--	36.91
2196.HK 复星医药	493.28	--	--	213.16	0.16	17.83	15.61	12.44	23.79
3692.HK 翰森制药	605.20	19.29	2874.25	45.11	1.73	12.89	-0.70	--	37.01
3933.HK 联邦制药	127.37	5.99	1949.40	69.07	33.28	12.85	104.04	--	14.12
1177.HK 中国生物制药	560.28	14.22	3610.72	152.77	0.55	12.59	-34.47	--	35.23
1513.HK 丽珠医药	232.48	--	--	66.11	6.15	11.35	11.50	11.00	29.76
1558.HK 东阳光长江药业	55.97	--	--	32.09	148.12	10.30	3238.90	--	23.54
0512.HK 远大医药	144.11	5.84	2469.02	59.89	14.90	10.29	44.90	--	27.34
1530.HK 三生制药	159.99	6.81	2152.16	37.84	22.28	9.81	1.42	--	36.33
2197.HK 三叶草生物-B	15.27	--	--	0.00	--	6.51	157.27	--	8759.14
2005.HK 石四药集团	123.85	8.51	1455.00	33.33	-2.10	6.39	12.03	--	27.63
6600.HK 赛生药业	58.34	--	--	16.03	8.70	6.30	18.41	--	20.37
0719.HK 山东新华制药股份	38.66	--	--	46.12	27.51	2.70	38.80	4.83	10.56
2696.HK 复宏汉霖	65.22	--	--	25.00	93.93	2.40	195.19	--	31.31
0013.HK 和黄医药	209.91	-64.21	-41.90	5.33	163.74	1.69	203.49	27.14	4.96
2186.HK 绿叶制药	108.34	13.06	759.88	29.04	1.87	1.50	-49.50	--	38.40
9989.HK 海普瑞	60.16	--	--	27.06	-27.96	1.23	-75.87	3.62	11.47
1349.HK 复旦张江	26.02	--	--	5.21	92.74	0.68	290.24	22.68	47.88
2162.HK 康诺亚-B	149.24	-36.09	-378.82	3.27	227.12	0.47	761.15	--	--
2142.HK 和铂医药-B	12.99	--	--	0.41	48.38	0.03	104.00	--	--

资料来源：Wind一致预期（更新至2023年9月1日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

制药板块：A股代表未盈利药企23H1及23Q2业绩表现

单位：百万 元	总市值(亿 元)	2023预测PE	2023预测净 利润	2023H1营收	yoy (%)	2023H1归母	yoy (%)	研发投入占 营收比	2023Q2营收	yoy (%)	2023Q2归母	yoy (%)
688235.SH 百济神州	1,812.22	-20.98	-8,639.10	7,251.23	72.23	-5,218.92	21.68	81.12	4,184.84	85.0%	-2,772.34	27%
688180.SH 君实生物	375.74	-24.62	-1,526.13	669.70	-29.21	-997.41	-9.32	141.64	414.55	31.0%	-453.98	12%
688506.SH 百利天恒	364.91	-122.45	-298.00	311.04	2.06	-328.32	-138.43	107.00	187.62	2.3%	-161.49	-75%
688331.SH 荣昌生物	331.62	-36.67	-904.25	422.43	20.56	-703.36	-43.80	127.94	254.19	26.9%	-379.59	-88%
688192.SH 迪哲医药	133.51	-15.36	-869.25	-	-	-514.25	-49.10	-	0.00	0.0%	-274.73	-68%
688428.SH 诺诚健华	118.16	-23.56	-764.00	377.55	53.50	-422.21	4.34	95.67	188.16	48.3%	-409.80	-27%
688177.SH 百奥泰	116.48	-25.21	-462.00	314.67	37.41	-253.62	-49.96	133.45	159.74	3.2%	-111.04	-89%
688266.SH 泽璟制药	113.77	-34.41	-330.63	219.93	108.66	-114.23	53.76	100.18	111.82	81.3%	-57.00	55%
688321.SH 微芯生物	91.88	35.41	259.50	241.60	11.89	155.69	907.17	102.48	135.08	21.2%	188.17	1310%
688062.SH 迈威生物	87.91	-10.75	-818.00	89.96	713.81	-413.53	2.30	378.42	85.92	1129.9%	-172.42	15%
300199.SZ 翰宇药业	80.37	-	-	325.28	-8.77	-34.13	65.25	33.85	149.06	-21.3%	-52.74	-30%
688382.SH 益方生物	77.57	-17.74	-437.29	80.00	-	-167.75	25.53	296.51	80.00	0.0%	-49.88	53%
002755.SZ 奥赛康	72.03	-	-	711.85	-29.56	-158.45	-1,368.02	45.92	373.29	-21.4%	-89.86	-1209%
688197.SH 首药控股	62.46	-26.39	-236.73	5.00	180.08	-93.11	-10.75	2,023.17	5.00	180.2%	-46.03	-38%
688176.SH 亚虹医药	61.85	-21.21	-291.52	0.08	750.00	-185.43	-106.94	-	0.05	0.0%	-122.50	-190%
002793.SZ 罗欣药业	60.14	-	-	1,255.45	-60.05	-126.89	-7.44	7.75	593.03	-38.6%	-36.65	82%
688302.SH 海创药业	44.90	-11.38	-394.61	-	-	-165.20	-11.72	-	0.00	0.0%	-89.83	-47%
300204.SZ 舒泰神	44.68	-	-	169.36	-31.47	-153.43	-85.43	123.39	104.35	-15.7%	-104.71	-79%
688373.SH 盟科药业	43.64	-12.02	-362.94	42.11	106.60	-125.12	-16.13	228.21	24.83	156.1%	-68.96	-22%
688488.SH 艾迪药业	43.13	1,437.80	3.00	238.74	223.59	-9.60	85.92	17.45	126.12	226.1%	-10.09	78%
688221.SH 前沿生物	39.07	-15.15	-257.85	42.44	62.20	-173.08	-40.42	263.72	30.53	49.0%	-97.38	-52%
300436.SZ 广生堂	37.62	-	-	177.49	-7.80	-157.22	-499.55	114.19	89.26	-7.0%	-93.91	-449%
688136.SH 科兴制药	34.84	-	-	648.96	3.11	-47.56	-1,741.43	30.01	326.33	-9.3%	-38.80	-48%

资料来源：Wind一致预期（更新至2023年9月1日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

制药板块：H股代表未盈利药企23H1业绩表现

单位：百 万港元	总市值(亿港元)	2023预测PE	2023预测净利润	2023H1 营收	yoy (%)	2023H1 归母	yoy (%)	研发投入占 营收比 (%)	销售费用占营 收比 (%)
6990.HK	科伦博泰生物-B	167.68	-74.06	-207.45	10.46	203.26	-0.25	89.47	--
2257.HK	圣诺医药-B	42.90	--	--	--	--	-0.38	9.36	--
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	83.26	-21.10	-361.46	1.36	154.75	-0.40	72.94	--
0460.HK	四环医药	59.71	-19.47	-281.00	10.56	-27.90	-0.50	-222.95	20.13
2552.HK	华领医药-B	17.84	-10.51	-155.50	0.70	--	-0.90	13.88	75.25
6978.HK	永泰生物-B	24.70	--	--	--	--	-1.18	15.83	--
1801.HK	信达生物	540.80	-39.12	-1266.49	27.02	20.63	-1.39	85.36	49.88
2157.HK	乐普生物-B	86.95	--	--	1.54	--	-1.42	58.78	9.02
1167.HK	加科思-B	30.23	-7.15	-387.19	0.40	-26.24	-1.66	-30.08	--
9688.HK	再鼎医药	207.07	-7.53	-352.53	1.32	38.74	-1.70	22.82	95.06
1244.HK	3D Medicines	68.17	--	--	3.53	70.29	-1.78	42.14	62.68
2137.HK	腾盛博药-B	20.75	-3.35	-567.62	0.01	--	-1.90	45.36	223.66
1477.HK	欧康维视生物-B	57.05	-17.81	-293.50	1.04	90.15	-2.08	-8.17	110.57
2616.HK	基石药业-B	28.63	-4.60	-569.93	2.61	-0.11	-2.09	42.13	50.27
9939.HK	开拓药业-B	15.57	--	--	--	--	-2.12	59.09	--
6996.HK	德琪医药-B	8.17	-1.41	-531.00	0.72	33.47	-2.19	-51.40	122.54
6622.HK	兆科眼科-B	20.01	-3.99	-459.97	0.11	--	-2.34	-45.18	204.13
6998.HK	嘉和生物-B	7.60	--	--	--	--	-2.75	32.31	--
2126.HK	药明巨诺-B	9.30	-1.16	-732.96	0.88	32.93	-3.80	11.38	68.58
6855.HK	亚盛医药-B	69.99	-8.20	-781.81	1.43	49.01	-4.02	1.08	58.39
2171.HK	科济药业-B	53.16	-6.32	-770.69	--	--	-4.04	-7.48	--
9969.HK	诺诚健华	117.15	-15.67	-684.91	3.78	53.50	-4.22	4.34	95.67
1952.HK	云顶新耀-B	57.30	-5.45	-963.33	0.09	752.01	-4.24	36.59	3243.26
9995.HK	荣昌生物	199.20	-19.51	-935.57	4.19	20.15	-7.03	-43.80	127.94
6160.HK	百济神州	1747.78	-13.32	-1681.67	10.43	60.92	-7.30	27.11	81.12
1877.HK	君实生物	210.94	-13.42	-1440.48	6.70	-29.21	-9.96	-9.34	141.64

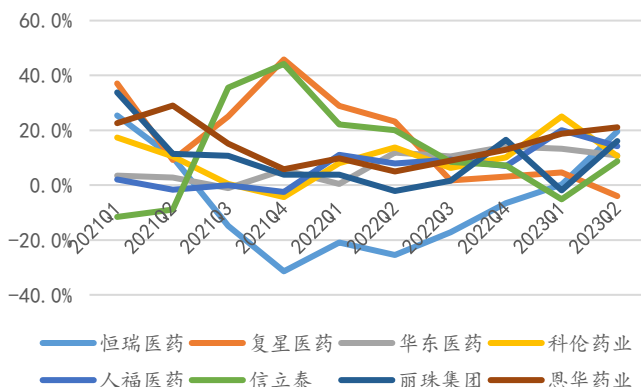
资料来源：Wind一致预期（更新至2023年9月1日收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

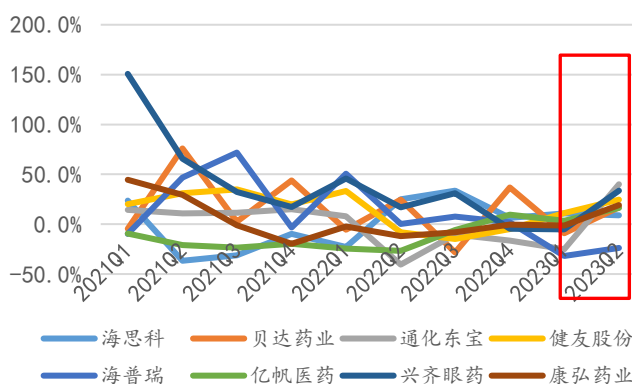
华安证券研究所

制药板块：中小市值制药公司23Q2利润增速增长显著

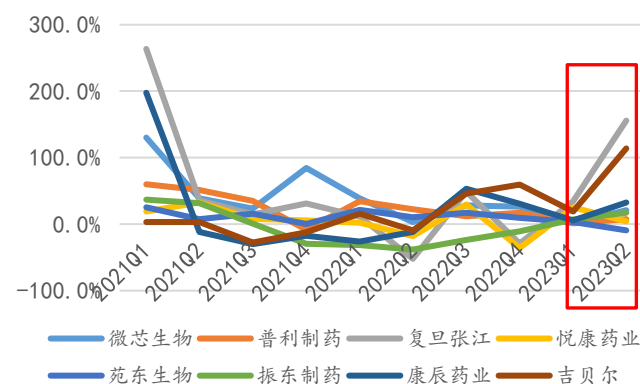
前八大市值制药公司单季度收入增速



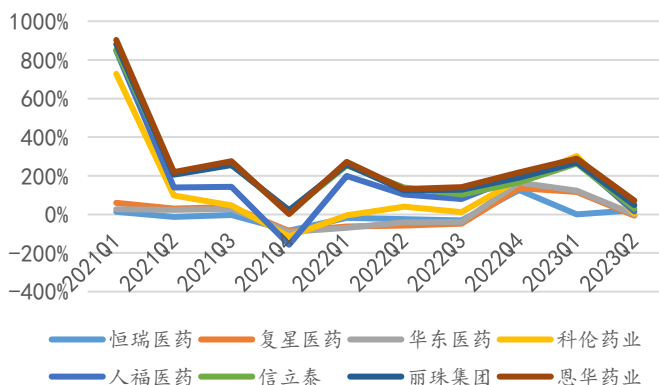
中部市值制药公司单季度收入增速



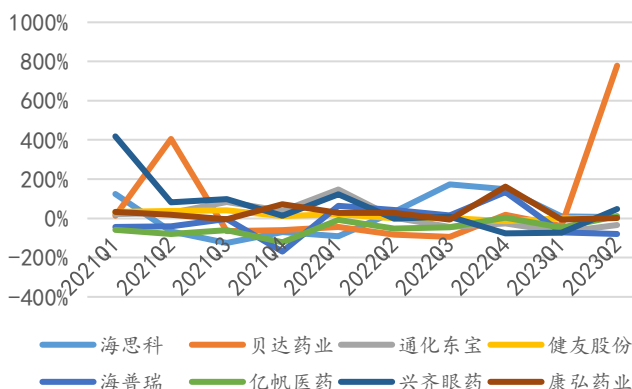
中小市值制药公司单季度收入增速



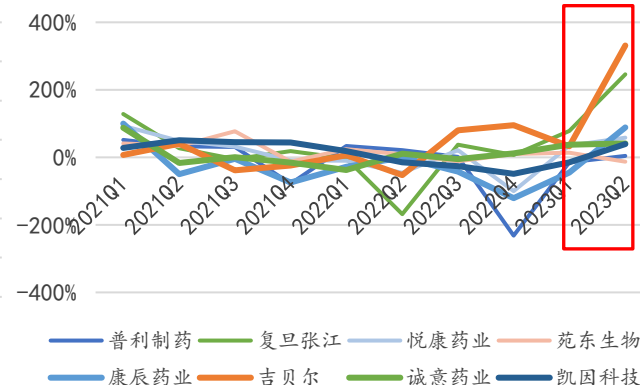
前八大市值制药公司单季度利润增速



中部市值制药公司单季度利润增速



中小市值制药公司单季度利润增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

附录：医保初审名单关注药品（目录外新增）

通过初步形式审查的目录外药品名单

序号	公司	通用名	药品类别	申报条件	是否独家	靶点	是否进口	备注
7	亿帆医药	艾贝格司亭α注射液	西药	药品目录外1通过	是	CSF	国产	中美欧三地可落地
145	特宝生物/复星医药	拓培非格司亭注射液	西药	药品目录外1通过	是	CSF	国产	
10	艾迪药业	艾诺米替片	西药	药品目录外1通过	是	非核苷类	国产	首个HIV国产三联复方
39	康哲药业	地西洋鼻喷雾剂	西药	药品目录外1通过	是		进口	双产品增量
147		替瑞奇珠单抗注射液	西药	药品目录外1通过	是	IL-23	国产	同类BIC
44	华领医药	多格列艾汀片	西药	药品目录外1通过	是	GKA	国产	降餐后血糖显著，唯一胰岛功能缓解
100	恒瑞医药	磷酸瑞格列汀片	西药	药品目录外1通过	是	DPP-4	国产	
46	信立泰	恩那度司他片	西药	药品目录外1通过	是	HIF-PH	国产	国产首个肾性缺血
52	贝达药业	伏罗尼布片	西药	药品目录外1通过	是	VEGF/PD GFR	国产	
84		甲磺酸贝福替尼胶囊	西药	药品目录外1通过	是	EGFR	国产	首个三代EGFR
92	众生药业	来瑞特韦片	西药	药品目录外1通过	是	3CL	国产	新冠药正式医保
128	君实生物	氢溴酸氩瑞米德韦片	西药	药品目录外1通过	是	RdRp	国产	新冠药正式医保
159	先声药业	先诺特韦片/利托那韦片组合包装	西药	药品目录外1通过	是	3CL	国产	新冠药正式医保
125	基石药业	普拉替尼胶囊	西药	药品目录外1通过	是	RET	国产	
143		舒格利单抗注射液	西药	药品目录外1通过	是	PD-L1	国产	
223	云顶新耀	注射用盐酸依拉环素	西药	药品目录外1通过	是	四环素	国产	

资料来源：CDE，华安证券研究所整理

附录：医保初审名单关注药品（目录内续约谈判）

通过初步形式审查的目录内药品名单

序号	公司	通用名	药品类别	申报条件	是否独家	靶点	是否进口	备注
4	信立泰	阿利沙坦酯片	西药	药品目录内1通过	是	AngII	国产	已续约2次，明年降幅减半
129	贝达药业	盐酸埃克替尼片	西药	药品目录内1通过	是	EGFR	国产	已续约2次，明年降幅减半
131		盐酸恩沙替尼胶囊	西药	药品目录内1通过	是	ALK	国产	
62	康弘药业	康柏西普眼用注射液	西药	药品目录内1通过	是		国产	
63	盟科药业	康替唑胺片	西药	药品目录内1通过	是		国产	
75	诺华	磷酸芦可替尼片	西药	药品目录内2通过	是	JAK	进口	
105		沙库巴曲缬沙坦钠片	西药	药品目录内1通过	是	ARNI	进口	
111	和黄医药	索凡替尼胶囊	西药	药品目录内1通过	是	FGFR/VEGF	国产	
112	凯因科技	索磷布韦维帕他韦片	西药	药品目录内1通过	是	HCV	国产	
115	君实生物	特瑞普利单抗注射液	西药	药品目录内2通过	是	PD-1	国产	价格到底，新适应症增量
116		替雷利珠单抗注射液	西药	药品目录内2通过	是	PD-1	国产	老五家降幅有限
140	百济神州	泽布替尼胶囊	西药	药品目录内2通过	是	BTKi	国产	老五家降幅有限
122	微芯生物	西达本胺片	西药	药品目录内2通过	是	HDAC	国产	老五家降幅有限
125	信达生物	信迪利单抗注射液	西药	药品目录内2通过	是	PD-1	国产	老五家降幅有限
150	恒瑞医药	注射用卡瑞利珠单抗	西药	药品目录内2通过	是	PD-1	国产	老五家降幅有限
156		注射用泰它西普	西药	药品目录内1通过	是	TACI	国产	
157	荣昌生物	注射用维迪西妥单抗	西药	药品目录内1通过	是	HER2 ADC	国产	

资料来源：CDE，华安证券研究所整理

创新药制剂板块标的建议关注

业绩显著持续受益

- 特宝生物、艾力斯

医保受益增量标的

- 贝达药业、君实生物、信立泰、华领医药H、艾迪药业等

商业化出海可落地标的

- 君实生物、绿叶制药H等

仿创结合大型药企

- 科伦药业、信立泰、恒瑞医药

标的梳理（1）君实生物：医保受压出尽，出海可期

23Q2运营包袱逐渐摆脱，海外商业化焕发新生机

2023年上半年公司实现总营收6.70亿元，同比下降29%；归母净利润为-9.97亿元，扣非净利润为-9.71亿元。**2023年上半年，君实生物药品销售收入6.25亿元，同比增加103%，占营业收入的93.28%，比重继续升高；其中特瑞普利单抗（拓益®）实现销售收入4.47亿元，同比增加50%。**截至6月30日，公司在手现金48.81亿元，同比增加40.62%。23年上半年研发投入为9.49亿元，同比下降11%；管理费用为2.32亿元，同比下降20%。公司降本增效，前期高研发投入逐渐收窄，未来三年逐渐进入收获期。公司有序推进特瑞普利单抗在欧美、东南亚的商业化进程，并以竞争不充分的适应症占领海外市场，满足临床需求。目前公司管线推进速度大幅提升，运营拐点已经到来。

特瑞普利单抗商业化前景广阔，多个适应症获批上市

特瑞普利单抗作为核心商业化产品：（1）多适应症获批上市，分别是二线治疗黑色素瘤、一/三线治疗鼻咽癌、二线治疗尿路上皮癌，且三线鼻咽癌、二线尿路上皮癌及二线黑色素瘤均已顺利纳入医保。一线治疗食管鳞癌与一线治疗非小细胞肺癌也已提交上市申请并获得NMPA受理。（2）积极布局辅助/新辅助治疗，公司除了广泛布局多瘤种的一线治疗外，也在肺癌、肝癌、胃癌及食管癌等适应症上积极布局围手术期的辅助/新辅助治疗，推进肿瘤免疫治疗在肿瘤患者病程早期的应用。（3）频获国际高度认可，特瑞普利单抗在国际上进展良好，在黏膜黑色素瘤、鼻咽癌、软组织肉瘤、食管癌及小细胞肺癌领域获得FDA授予的2项突破性疗法认定、1项快速通道认定、1项优先审评认定和5项孤儿药资格认定，其在研究中取得的阶段性成果也被纳入多篇高影响力的国际学术期刊以及参与到多个国际学术会议的展示中。

医保受压首当其冲，新规之下率先获益

特瑞普利单抗首年以7200元单价上市，两年后进入医保，降价至2100元降幅高达70%，次年再降10%，目前在医保报销范围内为鼻咽癌、黑色素瘤等小癌种，医保对其仅有降价而无带量效应。而2024年其大适应症NSCLC、食管鳞癌等有望获批上市并新增为报销适应症，叠加新规之下降幅温和，有望快速提升销量带动销售额。

标的梳理 (1) 君实生物：医保受压出尽，出海可期

投资建议：

- 我们预计2023-2025年君实生物营业收入分别为20.36亿元、31.08亿元、48.25亿元，同比增长分别为40.1%、52.7%、55.2%。归母净利润分别为-10.91亿元、-5.40亿元、2.51亿元，同比增长分别为54.3%、50.5%、146.5%。对应PE分别为亏损、亏损、155X。
- 我们看好公司头部产品特瑞普利单抗价格稳定销量增长带动销售、出海扩张带来的海外销售、公司运营效率提升带来的多方面成果。维持“买入”评级。

风险提示： 新药研发失败风险、审批准入不及预期风险、行业政策风险、成本上升风险、销售浮动风险

重要财务指标 (单位：百万元)

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1453	2036	3108	4825
收入同比 (%)	-63.9%	40.1%	52.7%	55.2%
归属母公司净利润	-2388	-1091	-540	251
净利润同比 (%)	-231.3%	54.3%	50.5%	146.5%
毛利率 (%)	65.3%	57.8%	60.2%	64.3%
ROE (%)	-25.2%	-13.0%	-6.9%	3.1%
每股收益 (元)	-2.60	-1.11	-0.55	0.25
P/E	—	—	—	154.70
P/B	6.49	4.62	4.94	4.79
EV/EBITDA	-23.45	-40.11	-124.87	60.75

资料来源：Wind，华安证券研究所

标的梳理 (1) 君实生物：医保受压出尽，出海可期

关键假设

□ **新适应症上市扩大人群**：特瑞普利单抗新适应症围术期NSCLC、肾癌、TNBC等已申报NDA，有望在2024年获批上市，大适应症有望大幅度扩大特瑞普利单抗的应用人群。

□ **续约新规降低降价幅度**：特瑞普利单抗经过2次谈判降价已经处于相对低的价格，谈判续约新规的推出有利于价格维持稳定。

□ **海外多地区商业化推进**：公司分别在东南亚9国、印度与康哲药业、Dr.Reddy's进行商业化合作，积极扩大东南亚市场；FDA查厂进度顺利，有望年内在美上市；已向欧盟EMA提交上市申请，有望明年获批。

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
特瑞普利单抗 (JS001)	4.27	6.72	10.44	16.29	23.78	31.10	36.85	36.39	38.63	40.04
YOY		57.49%	55.39%	55.99%	46.04%	30.76%	18.49%	-1.26%	6.16%	3.66%
一线NSCLC		2.10	3.01	4.63	6.63	8.08	10.45	8.51	9.37	9.94
黑色素瘤		0.95	0.85	0.79	0.80	0.80	0.80	0.78	0.78	0.81
鼻咽癌		1.21	1.28	1.30	1.39	1.44	1.45	1.46	1.48	1.58
尿路上皮癌		1.13	1.32	1.51	1.87	2.12	1.96	1.73	1.77	1.75
一线食管鳞癌		1.32	1.87	2.44	3.23	4.66	5.03	5.37	5.68	5.99
肝癌				2.13	4.19	5.96	7.64	8.85	9.76	10.79
乳腺癌			1.39	2.55	4.40	6.56	7.76	7.64	7.53	6.79
胃癌			0.19	0.32	0.57	0.78	1.05	1.33	1.55	1.64
肾癌			0.54	0.61	0.70	0.69	0.70	0.71	0.72	0.76
特瑞普利海外收入		1.50	1.95	2.73	4.91	7.86	11.01	13.21	13.21	11.89
YOY			30.00%	40.00%	80.00%	60.00%	40.00%	20.00%	0.00%	-10.00%
君迈康 (阿达木UBP1211)		0.78	1.88	3.35	4.80	7.13	8.84	8.25	7.41	6.90
YOY			142.58%	78.19%	43.28%	48.44%	24.07%	-6.67%	-10.18%	-6.88%
新冠药物		17.50	6.00	8.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
贝伐珠单抗				0.64	1.80	3.08	4.10	4.35	4.55	4.75
YOY					181.25%	71.11%	33.12%	6.10%	4.60%	4.40%
Tifcemalimab (JS004)					2.78	7.86	14.56	20.90	26.76	30.25
YOY						182.29%	85.19%	43.58%	28.03%	13.04%
昂戈瑞西单抗 (JS002)			1.30	2.89	5.85	11.33	16.27	18.47	19.17	19.83
YOY				122.33%	102.83%	93.56%	43.60%	13.54%	3.75%	3.47%
Senapar ib (JS109)				0.40	0.81	0.99	1.48	1.23	1.32	1.25
YOY					103.60%	22.16%	49.31%	-16.71%	7.46%	-5.49%
JS005				0.91	2.54	5.36	9.72	14.88	17.78	18.66
YOY					178.95%	110.69%	81.34%	53.09%	19.46%	4.95%
其他早期产品							2.00	8.00	16.00	30.00

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

标的梳理 (2) 特宝生物：乙肝大病种独家大单品高增速

公司	药品	技术路径	最高阶段	试验阶段	试验类型	<100IU/ml队列 占总入组人数	治疗结束<LLOQ 清除率	24周随访<LLOQ清 除率	治疗方案	给药方式
特宝生物	派格宾	重组蛋白	上市	上市后研究	真实世界大队 列研究	1495/25285*	56.1% (838/1495) ¹	尚未统计	单药或联合核苷 类药物NA	皮下注射QW
GSK/Ionis	Bepirovirsen	ASO	III期	IIb (NCT02981602)	随机双盲安慰 剂对照	68/227	28%(19/68)²	9%(6/68)	核苷经治-单药	皮下注射QW
						70/230	29%(20/70)²	10%(7/70)	初治-单药	皮下注射QW
歌礼制药/ 康宁杰瑞	ASC22 (恩沃利单抗)	PD-L1单抗	IIa期	IIa (NCT04465890)	随机双盲安慰 剂对照	7/208	42.9%(3/7)³	42.9%(3/7)	单药	皮下注射Q2W
强生/ Arrowhead	JNJ-3989	siRNA	IIb期	IIb (NCT04129554)	随机双盲安慰 剂对照	85/130	0.00%⁴	0.00%	联合用药 RNAi+CAM+NA	皮下注射Q4W
			II期	II (NCT04667104)	单臂开放标签 试验	/48	2.1%(1/48)⁵	尚未统计	联合用药 RNAi+CAM+IFN +NA	皮下注射Q4W
罗氏/ Dicerna	RG-6346	siRNA	II期	II (NCT04225715)	随机开放标签 对照	/275	0.00%⁶	0.00%	联合用药 RNAi+CAM/IFN/ 单抗+NA	皮下注射Q4W
腾盛博药/ Vir	VIR-2218(BRII835)	siRNA	II期	II (NCT04412863)	随机开放标签 对照	13/79	30.8%(4/13)⁷	尚未统计	单药或联合用药 RNAi+IFN	皮下注射Q4W
				II (NCT04856085)	随机开放标签 对照	40/260	5%(2/40)⁸	尚未统计	联合用药 RNAi+BRII179	皮下注射Q4W
Arbutus/ 齐鲁制药	AB729	siRNA	II期	IIa (NCT04980482)	随机开放标签 对照	28/43	尚未统计	尚未统计	联合用药 RNAi+IFN+NA	皮下注射Q8W
			II期	II (NCT04820686)	随机开放标签 对照	32/65	0.00%⁹	尚未统计	联合用药 RNAi+CAM+NA	皮下注射Q8W

资料来源：[1][4][5][7][9] AASLD2022 [2] Yuen MF, et al., Nature Medicine [3] APASL2023 [6]AASLD2020 [8]APASL2023, 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

标的梳理 (2) 特宝生物：乙肝大病种独家大单品高增速

- ◆ 疾病谱：7000万人存量（实际8600万人）、每年100万人新患者增量。
- ◆ 派格宾优势人群：每年450万人的抗病毒治疗过的患者，其中50-70%适合派格宾；此外，其他的适应症的还在开发。

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入 (亿元)	0.87	1.87	3.63	4.58	7.70	11.78	16.50	22.10	29.5	39	51	66.5	86.5	112.5
YoY		116%	94%	26%	68%	53%	40%	34%	33%	32%	31%	30%	30%	30%
单价 (万元)	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
患者人数 (万人)	0.40	0.85	1.65	2.08	3.50	5.36	7.50	10.05	13.41	17.73	23.18	30.23	39.32	51.14
优势适用人群 (万人)		250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
优势适用人群渗透率		0.34%	0.66%	0.83%	1.40%	2.14%	3.00%	4.02%	5.36%	7.09%	9.27%	12.09%	15.73%	20.45%
所有患病人群 (万人)		7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
所有患病人群渗透率		0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%	0.002%	0.002%	0.003%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

标的梳理 (2) 特宝生物：乙肝大病种独家大单品高增速

- 聚焦免疫相关细胞因子药物，掌握优势重组蛋白质及长效修饰技术
- 产品覆盖乙肝及肿瘤血管领域，上市多年、市场稳定
- 研发实力雄厚，管线丰富，重点在研药长效优势明显
- 积极参与医学研究项目，拓展产品用药范围、创新用药方案
- 盈利预测：我们预计公司2023-2025年营业收入分别为21.06亿元、27.15亿元、35.05亿元，分别同比增长37.9%/29.0%/29.1%，归母净利润分别为4.60亿元、6.58亿元、9.25亿元，同比增长60.3%/42.9%/40.6%，对应的PE为38.82X/27.16X/19.32X。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1527	2106	2715	3505
收入同比 (%)	34.9%	37.9%	29.0%	29.1%
归属母公司净利润	287	460	658	925
净利润同比 (%)	58.4%	60.3%	42.9%	40.6%
毛利率 (%)	88.9%	93.3%	89.8%	90.6%
ROE (%)	20.4%	25.8%	27.0%	27.5%
每股收益 (元)	0.71	1.13	1.62	2.27
P/E	54.83	38.82	27.16	19.32
P/B	11.25	10.03	7.32	5.31
EV/EBITDA	34.61	28.95	19.79	13.65

资料来源：Wind，华安证券研究所

- 风险提示：研发风险，销售浮动，行业政策不确定性等。

资料来源：Wind，华安证券研究所

标的梳理 (2) 特宝生物：乙肝大病种独家大单品高增速

- 公司专注于重组蛋白质及其长效修饰药物，目前主要品种包括病毒性肝炎类产品、恶性肿瘤类产品、血液疾病类产品、细胞因子类试剂产品、其他业务等。其中2022年病毒性肝炎领域占整个生意贡献的68.02%，恶性肿瘤及血液类产品占31.14%、其他业务占0.84%。
- 病毒性肝炎领域产品为派格宾。派格宾使用长效化结构，保证体内血药浓度平稳；长效PEG结构具有药代动力学优势；支链连接方式具有稳定性。产品已上市多年，且不断有新的临床数据支撑药效。且因派格宾的本身的显著临床优势及公司对于产品科研、商业化规划的先发优势，派格宾整体竞争优势明显。中国作为慢性乙肝高发区，每年发病患者稳定在100万例左右。因此，我们给予乙肝领域2022-2024年55%/40%/34%的增速。
- 恶性肿瘤及血液类药物中，包括特尔津、特尔立、特尔康。三款产品均上市多年，市场份额稳定。据此，我们分别给予三款产品2022-2024年10%/9%/8%、12%/10%/8%、15%/10%/8%的增速。
- 其他业务中，由于有产品处于临床三期阶段、临近上市，我们给予2022-2024年50%/70%/60%的增速。

公司各模块收入预测

特宝生物	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入 (亿元)	3.23	4.48	7.30	7.94	11.32	15.87	21.06	27.15
YoY		38.75%	62.77%	8.81%	42.61%	40.16%	32.68%	28.97%
毛利润 (亿元)	2.81	3.92	6.50	7.10	10.07	14.24	18.91	24.60
YoY		39.41%	65.61%	9.31%	41.81%	41.40%	32.79%	30.09%
毛利率	87.10%	87.52%	89.04%	89.46%	88.95%	89.73%	89.81%	90.59%
净利润 (亿元)	0.05	0.16	0.64	1.17	1.81	3.06	4.50	6.58
YoY		209.62%	301.76%	81.31%	55.44%	69.27%	46.75%	46.38%
具体拆分								
生物制剂								
收入	3.23	4.46	7.25	7.89	11.23	15.73	20.81	26.77
YoY		38%	63%	9%	42%	40%	32%	29%
毛利	2.81	3.90	6.45	7.06	10.00	14.13	18.73	24.31
YoY		39%	65%	9%	42%	41%	33%	30%
毛利率(%)	87.09	87.48	88.99	89.42	89.06	89.06	89.06	89.06
业务收入比例(%)	99.84	99.53	99.40	99.43	99.16	99.10	98.85	98.57
派格宾								
收入	0.87	1.87	3.63	4.58	7.70	11.78	16.50	22.10
YoY		116%	94%	26%	68%	53%	40%	34%
毛利	0.72	1.58	3.16	4.07	6.90	10.66	14.93	20.21
YoY		119%	99%	29%	70%	55%	40%	35%
毛利率(%)	83.23	84.55	86.90	88.73	89.61	90.51	90.51	91.41
业务收入比例(%)	26.89	41.80	49.78	57.74	68.02	74.92	79.25	82.58
特尔津								
收入	1.18	1.27	1.92	1.71	1.90	2.09	2.27	2.46
YoY		8%	50%	-11%	11%	10%	9%	8%
毛利	1.02	1.11	1.71	1.51	1.62	1.78	1.94	2.09
YoY		9%	55%	-12%	7%	10%	9%	8%
毛利率(%)	85.94	86.99	89.35	88.13	85.25	85.25	85.25	85.25
业务收入比例(%)	36.65	28.42	26.26	21.58	16.75	13.14	10.82	9.31
特尔康								
收入	0.72	0.84	1.19	1.14	1.10	1.27	1.39	1.50
YoY		17%	42%	-4%	-4%	15%	10%	8%
毛利	0.67	0.79	1.12	1.08	1.02	1.18	1.29	1.40
YoY		18%	42%	-4%	-5%	15%	10%	8%
毛利率(%)	93.48	94.20	94.49	94.26	92.92	92.92	92.92	92.92
业务收入比例(%)	22.17	18.71	16.29	14.38	9.72	10.60	8.33	6.92
特尔立								
收入	0.46	0.48	0.52	0.46	0.53	0.59	0.65	0.70
YoY		4%	9%	-12%	16%	12%	10%	8%
毛利	0.40	0.42	0.46	0.41	0.46	0.51	0.57	0.61
YoY		6%	10%	-13%	13%	12%	10%	8%
毛利率(%)	87.37	88.51	89.77	89.04	86.83	86.83	86.83	86.83
业务收入比例(%)	14.13	10.60	7.07	5.72	4.67	28.39	28.65	28.65
其他业务								
收入	0.01	0.02	0.04	0.05	0.10	0.14	0.24	0.39
YoY		320%	110%	2%	111%	50%	70%	60%
毛利	0.01	0.02	0.04	0.04	0.07	0.11	0.18	0.29
YoY		300%	115%	2%	64%	49%	70%	60%
毛利率(%)	93.40	95.67	96.82	97.87	75.23	75.23	75.23	75.23
业务收入比例(%)	0.16	0.47	0.60	0.57	0.84	11.26	17.41	25.79

资料来源：Wind，华安证券研究所



标的梳理（3）艾迪药业：高壁垒传染病赛道产品放量期

- HIV药物潜力巨大，大单品频出，公司产品艾诺韦林为首个口服HIV国产创新药，首个国产三联单片制剂ACC008于2023年1月4日获批上市，产品线梯队得当
- 研发和销售搭配得当，战略聚焦抗病毒和人源蛋白产品。公司创始人傅和亮先生为国家高级工程师，指导核心研发团队开发了抗艾滋病国家一类新药以及推动了人源蛋白的产业化和商业化，在生物医药行业具备三十多年的新药开发和企业管理经验。公司高级副总裁张静女士曾在艾伯维中国担任要职，并负责艾伯维中国抗艾滋病产品克力芝相关事务，HIV领域沉淀多年。其余董事会及高级管理人也均在药物研发及企业管理领域拥有丰富的经验，为公司的发展提供稳定动力。公司管线布局抗病毒、抗炎及脑卒中两大方向，瞄准重大疾病领域。过去市场只认知到公司仅仅在人源蛋白方面的竞争力显著，而完全忽视公司在HIV领域的广布局，公司**ACC007在售放量显著、ACC008于2023年1月获批上市。**
- HIV赛道空间广阔，海外已现100亿美元大单品，国内单品峰值可达10亿
- HIV产品为大品种。从2021年全球前十大HIV药品来看，销售额都在6亿美元以上，最高销售额的为2018年获批的吉利德的必妥维(Biktarvy)，**2022年销售额为103.9亿美元，捷扶康为24亿美元，2023H1艾滋病药物总销售额88.16亿美元（+16%），其中必妥维Biktarvy销售额达56.56亿美元（+20%）。**目前国内在HIV领域尚无头部公司，大部分都处于研发阶段，而艾迪药业抗HIV药物艾诺韦林片（ACC007）已批准上市销售并完成了2021年的医保谈判，2022年为艾诺韦林（ACC007）商业化元年。**艾诺韦林属于第三代NNRTIs类药物，副作用低、抑制病毒快速强效、适应人群广**，三期临床试验参与单位包括北京佑安医院、北京地坛医院、广州八院、南京二院等传染病知名医院，ACC007的疗效非劣于EFV（第一代NNRTIs类药物依非韦伦），体现了卓越的安全性。总结特点包括：（1）强效的病毒抑制作用；（2）显著减轻治疗副作用，特别对于血脂及CNS的安全性特征显著；（3）对10万以上高病载患者依然有效。



标的梳理 (3) 艾迪药业：高壁垒传染病赛道产品放量期

- 艾诺韦林片改良品种ACC008（三联单片复方制剂）采用符合国际趋势的复方成分，与艾诺韦林片同适应症上市申请已经受理（2022年5月向CDE提交补充材料），于2023年1月4日正式获批上市，而ACC008经治患者III期临床试验也在有序推进。ACC008的组合方案及药物选择符合国际趋势，HIV患者每天仅需服用1片，无需再服用其它抗艾滋病药物，有助于减轻患者服药负担，增加依从性，减少耐药发生，可为国内患者提供与国际同步的新选择。**公司HIV产品线在2022年是商业化元年。完成医保谈判的ACC007在2022年率先商业化，ACC008于2023年1月获批，预计2023年完成医保谈判。两个品类形成梯队递进，预示公司在抗HIV领域领先。**此外公司深度参与国家艾滋病防控事业发展，与中国性病艾滋病防治协会达成战略合作，紧抓国内艾滋病药物、诊疗体系不完善不成熟机遇。2022年，艾德邦（艾诺韦林）已覆盖全国29个省、自治区、直辖市，HIV定点治疗重点医院覆盖率超75%；**2022年全年艾邦德实现销售收入3350万元，其中22Q1 154.90万元、22Q2收入630.99万元（qoq+307%）、22Q3收入1062.81万元（qoq+68%）、22Q4收入1500万元（qoq+41%），23Q1收入2000万元（qoq+33.3%）。**
- 人源蛋白提供基础现金流，预计能保持稳定收入，并且围绕核心竞争力拓展业务布局
- 公司在研发上延伸人源蛋白产业链，向下游制剂品种拓展，围绕抗炎和脑卒中领域打造人源蛋白产品研发管线。公司在人源蛋白业务由于大客户依赖暂时遇到困难，目前公司**通过战略投资南大制药获得南大制药在人源蛋白的部分订单，保证公司在人源蛋白业务板块的业务稳定和持续。**公司Q1~Q3单个季度收入分别是0.35/0.39/0.60亿元，其中第三季度同比增长14.63%，恢复增长态势；归母净利润Q1~Q3单季度分别是-0.22/-0.46/-0.09亿元，其中第三季度在销售费用、管理费用及研发费用合计增加约3262万元，公司的销售持续稳步推进。根据公司公告，公司预计2022年9月至12月之间，将向南大药业出售约7000万元（不含税金额）的尿激酶粗品，毛利率区间约为42%~50%，公司与南大药业的合作稳步推进，公司Q3的人源蛋白销售收入预计0.4亿元，相比二季度的3300万恢复较快，人源蛋白业务触底，开始回到常规轨道。

标的梳理 (3) 艾迪药业：高壁垒传染病赛道产品放量期

- 投资建议：**公司核心产品艾诺韦林 (ACC007) 及艾诺米替 (ACC008) 作为国产首个HIV第三代口服新药、首个口服三联复方单片，我们看好核心产品的市场稀缺性及放量能力，以及公司在艾滋病领域的大单品领先优势及全面的产品布局，公司基础人源蛋白业务影响已经消除，预计维持稳定。我们预计公司2023~2025年收入分别为4.97亿元、7.50亿元、10.44亿元，分别同比增长103.4%、51.1%、39.1%，归母净利润分别为0.01亿元、0.7亿元、2.1亿元，分别同比增长100.9%、6048.3%、211.3%，对应PE为3755X、61X、20X。给予“买入”评级
- 风险提示：**ACC008获批不达预期，ACC007销售不达预期，人源蛋白订单持续性不达预期，医保政策不确定性等。

重要财务指标 (单位：百万元)

● 重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	244	497	750	1044	
收入同比 (%)	-4.5%	103.4%	51.1%	39.1%	
归属母公司净利润	-124	1	67	209	
净利润同比 (%)	-314.2%	100.9%	6048.3%	211.3%	
毛利率 (%)	42.9%	47.3%	53.6%	57.6%	
ROE (%)	-10.4%	0.1%	5.3%	14.2%	
每股收益 (元)	-0.30	0.00	0.16	0.50	
P/E	—	3755.21	61.08	19.62	
P/B	3.69	3.42	3.24	2.78	
EV/EBITDA	-39.31	146.93	40.49	15.81	

资料来源：Wind，华安证券研究所

标的梳理 (3) 艾迪药业: 高壁垒传染病赛道产品放量期

- **关键假设**
- **人源蛋白:** 尿激酶粗品在与人福合作和投资南大药业后收入增速稳步提升; 乌司他丁粗品、尤瑞克林粗品主要供应天普生化, 2021年大客户不稳定利空出尽, 2022年集中存货减值一次性计提, 未来保持稳定5000万的净利润。
- **药品:** 核心HIV新药艾诺韦林片2021年上市同年进入医保, 艾诺米替片2023年初获批上市, 借助产品效果及国产独家优势, 预计未来快速放量, 我们预测2023年~2025年, 007+008将实现收入1.0亿、3.3亿、5.5亿元。
- **HIV诊断及试剂:** 同铂金埃尔默终止合作的利空已经结束, 未来有望恢复和雅培等检测公司合作, 预测2023年增速恢复。

业绩拆分 (万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,522.52	28,905.62	25,570.95	24,420.00	44,670.00	75,038.00	104,408.00
同比增长率YOY(%)	24.67	-16.27	-11.54	-4.50	82.92	67.98	39.14
销售毛利率(%)	42.85	50.09	33.19	36.20	44.21	53.55	57.64
销售净利率(%)	9.75	13.76	-11.73	-45.00	-0.22	9.00	20.00
归属母公司股东的净利润	3,364.89	3,977.18	-2,998.56	-10,989.00	-98.27	6,753.42	20,881.60
人源蛋白粗品							
营业收入	25,957.40	20,762.85	19,004.03	14,270.00	25,400.00	30,438.00	35,478.00
营业收入YOY(%)	19.18	-20.01	-8.47	-24.91	78.00	19.83	16.56
毛利率(%)	44.09	56.88	34.32	29.57	33.36	32.35	31.53
占营业收入比(%)	75.19	71.83	74.32	58.44	51.14	40.56	33.98
尿激酶粗品							
营业收入	4,007.07	2,382.50	9,567.13	8,500.00	15,000.00	20,000.00	25,000.00
营业收入YOY(%)	51.60	-40.54	301.56	-11.15	76.47	33.33	25.00
毛利率(%)	14.37	12.28	10.35	15.00	18.00	20.00	21.00
占营业收入比(%)	11.61	8.24	37.41	34.81	30.20	26.65	23.94
乌司他丁粗品							
营业收入	19,243.26	8,767.26	7,107.74	4,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00
营业收入YOY(%)	18.23	-54.44	-18.93	-43.72	75.00	0.00	0.00
毛利率(%)	44.13	32.34	49.95	40.00	44.00	44.50	44.80
占营业收入比(%)	55.74	30.33	27.80	16.38	14.09	9.33	6.70
尤瑞克林粗品							
营业收入	2,537.06	9,613.09	2,329.16	1,500.00	3,000.00	3,000.00	3,000.00
营业收入YOY(%)	-11.31	278.91	-75.77	-35.60	100.00	0.00	0.00
毛利率(%)	93.76	90.32	85.03	86.00	87.00	88.00	90.00
占营业收入比(%)	7.35	33.26	9.11	6.14	6.04	4.00	2.87
药品							
营业收入	3,265.91	2,388.93	2,994.59	8,350.00	17,000.00	42,000.00	66,000.00
营业收入YOY(%)	9.21	-26.85	25.35	178.84	103.59	147.06	57.14
毛利率(%)	39.55	42.48	45.51	51.02	63.06	70.57	73.00
占营业收入比(%)	9.46	8.26	11.71	34.19	38.06	55.97	63.21
HIV新药(ACC007+ACC008)							
营业收入			136.58	3,350.00	10,000.00	33,000.00	55,000.00
营业收入YOY(%)			-	2,352.77	198.51	230.00	66.67
毛利率(%)			44.12	60.00	75.00	77.00	78.00
占营业收入比(%)			0.53	13.72	22.39	43.98	52.68
HIV诊断及试剂							
营业收入	5,245.35	5,128.16	3,024.19	1,800.00	2,270.00	2,600.00	2,930.00
营业收入YOY(%)	79.82	-2.23	-41.03	-40.48	26.11	14.54	12.69
毛利率(%)	38.69	30.19	15.20	20.11	24.41	26.77	27.66
占营业收入比(%)	15.19	17.74	11.83	7.37	4.57	3.46	2.81

资料来源: Wind, 华安证券研究所



标的梳理（4）贝达药业：肺癌领军优势，老产品医保增量

前线适应症医保放量，新产品上市贡献增长

贝达药业作为国内最早的创新药公司之一，多年深耕肺癌靶向治疗，伴随着我国医保等多项药政共同发展，公司已经具备多年药物开发、临床研发及商业化的综合性能力，并成功推动了肺癌三大产品上市。旗下埃克替尼（凯美纳®）、恩沙替尼（贝美纳®）、贝伐珠单抗（贝安汀®）分别针对EGFR、ALK、VEGFR全面覆盖非小细胞癌，其中头部产品埃克替尼已经惠及广大肺癌患者。报告期内，公司EGFR-TKI 贝福替尼（赛美纳®）的经治却EGFR T790M+的非小细胞肺癌（二线治疗适应症）于2023年5月获批上市，在三代EGFR-TKI中展示了更好的PFS。国内首个肾癌创新药伏美替尼（伏美纳®）获批上市，进一步扩大覆盖瘤种，未来将会与合作伙伴探索该药在眼科领域的拓展应用，新产品上市及适应症扩大带动新的增长曲线。

运营管理降本增效，后续管线进入收获期

公司2023年半年度研发投入5.35亿元，较上年同期增长16.43%，占营业收入比例的40.69%。23H1销售费用率为34.85%（同比下降0.28pct），管理费用率为15.50%（同比下降9.18pct），财务费用率为1.33%（同比增加1.15pct），实现降本增效。公司加强经销商管理、信用管理，扩大销量同时积极增加现金回笼，报告期内经营活动产生的现金流量净额3.60亿元，同比增长181.69%。报告期内公司新药研发项目持续推进，40余个在研项目涵盖靶向新药及免疫疗法，兼有大小分子和多种抗癌新机制，公司新药研发项目持续推进，进入不同阶段管线收获期。

医药研发指导文件频出，推动头部公司发展

近期医药行业政策扰动频出，然而从医药工业及医药民生事业发展来看，我国医药政策进入日趋成熟的阶段。多项重磅指导文件进一步规范药企研发方向，贝达药业作为肺癌靶向药公司先发者，已经具备明显优势。医保续约新规之下，已经多次续约的老产品如埃克替尼的续约降价幅度有望大幅降低，保价增量带来收益。

标的梳理（4）贝达药业：肺癌领军优势，老产品医保增量

□ 投资建议

预计2023-2025年贝达药业营业收入分别为27.37亿元、37.14亿元、46.87亿元，同比增长分别为15.2%、35.7%、26.2%。归母净利润分别为3.46亿元、5.48亿元、7.79亿元，同比增长分别为138.0%、58.4%、42.1%。对应PE分别为57X、36X、25X。维持“买入”评级。

□ 风险提示

审批准入不及预期风险、行业政策风险、销售浮动风险。

重要财务指标（单位：百万元）

● 重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2377	2737	3714	4687	
收入同比 (%)	5.8%	15.2%	35.7%	26.2%	
归属母公司净利润	145	346	548	779	
净利润同比 (%)	-62.0%	138.0%	58.4%	42.1%	
毛利率 (%)	88.7%	89.2%	89.6%	88.8%	
ROE (%)	3.0%	6.6%	9.4%	11.8%	
每股收益 (元)	0.35	0.83	1.31	1.87	
P/E	140.77	56.90	35.92	25.27	
P/B	4.23	3.75	3.39	2.99	
EV/EBITDA	46.91	39.64	28.43	21.16	

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

标的梳理 (4) 贝达药业：肺癌领军优势，老产品医保增量

关键假设

- 肺癌靶向药多年领军优势：**作为国内最早的创新药公司之一，多年深耕肺癌靶向治疗，旗下埃克替尼（凯美纳®）、恩沙替尼（贝美纳®）、贝伐珠单抗（贝安汀®）分别针对EGFR、ALK、VEGFR全面覆盖非小细胞癌，其中头部产品埃克替尼已经惠及广大肺癌患者，并实现稳定营收。
- 行业规章利好头部公司发展：**今年以来，国家医保局、药监局等监管部门发布多则行业指导原则，规范临床研发、加速创新药上市。肺癌作为发病最高的癌症病种并叠加老龄化趋势，仍然具有广泛的市场空间，公司深耕肺癌药物或有望首先受益。
- 医保续约新规带来产品增量：**公司埃克替尼单抗已进入医保多年，经过多次谈判价格趋于稳定，谈判续约新规之下有望实现更低降幅，老产品增量显著。

单位百万元	埃克替尼合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总销售额 (百万人民币)		1672.14	1832.54	2019.19	2187.34	2260.79	2339.72	2424.33	2432.21	2438.12
YoY			9.59%	10.19%	8.33%	3.36%	3.49%	3.62%	0.33%	0.24%
贝福替尼合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)		39.17	348.66	544.99	786.61	1028.62	1211.59	1473.85	1603.28	
YoY			790.09%	56.31%	44.34%	30.77%	17.79%	21.65%	8.78%	
伏罗尼布合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)		41.77	83.48	153.14	267.79	372.98	584.67	610.82	635.74	
YoY			99.85%	83.44%	74.86%	39.28%	56.76%	4.47%	4.08%	
贝伐珠单抗合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)		104.38	167.07	304.84	470.19	685.30	839.89	953.51	1063.85	1167.22
YoY			60.06%	82.47%	54.24%	45.75%	22.56%	13.53%	11.57%	9.72%
恩沙替尼合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
国内销售额 (百万人民币)		599.61	656.33	745.41	842.08	988.91	1150.28	1222.68	1307.11	1404.53
海外销售额 (百万人民币)				167.06	264.63	361.86	463.62	470.03	581.23	
总销售额 (百万人民币)		599.61	656.33	745.41	1009.14	1253.54	1512.14	1686.30	1777.14	1985.75
YoY			9.46%	13.57%	35.38%	24.22%	20.63%	11.52%	5.39%	11.74%
核心产品销售合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)		2376.13	2736.88	3501.59	4364.80	5254.03	6093.36	6860.41	7357.87	7830.11
YoY			15.18%	27.94%	24.65%	20.37%	15.98%	12.59%	7.25%	6.42%
其他产品销售合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)			212.00	322.00	500.40	634.72	782.68	860.68	981.52	
YoY				51.89%	55.40%	26.84%	23.31%	9.97%	14.04%	
产品销售合计	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
总销售额 (百万人民币)		2376.13	2736.88	3713.59	4686.80	5754.43	6728.08	7643.09	8218.56	8811.63
YoY			15.18%	35.69%	26.21%	22.78%	16.92%	13.60%	7.53%	7.22%

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

标的梳理（5）华领医药主要观点：降糖消费，叠加医保增量

全新全球独家调节血糖机制，GKA主动血糖调节先行者

华领医药是一家专注糖尿病和代谢领域和其他未满足临床需求领域的创新研发公司，2022年10月成功将首款产品华堂宁（dorzagliatin）商业化上市，为葡萄糖激酶激活剂（GKA）全球独家机制，不同于传统降糖药对血糖单一的降低效果，GKA可以修复胰岛β细胞功能，主动调节血糖。公司致力引领人体血糖稳态调控的基础和临床研究，建立“修复传感重塑稳态，从源头上治疗糖尿病”的治疗理念，公司与国内和国际一流的临床专家和临床研究中心合作，打造高标准的临床研究结果，以实现口服糖尿病新药dorzagliatin改善2型糖尿病患者对血糖的自动调节，从而造福全球糖尿病患者。

首个产品成功商业化，糖尿病用药需求显著

华堂宁于2022年9月30日正式由国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，获批用于改善成人2型糖尿病患者的血糖控制。华堂宁在10月开出了首张处方，售价420元/盒，逐渐在一线城市投放销售，并登陆线上电商。双十一期间，在京东平台的2型糖尿病处方药销售排行中位列第一，在代谢类药物排行中位居第三。患者用药反馈良好，上市前存货53,000盒全部售出。2023年为增长放量做了更加充分的准备，**截至2023年6月30日，华堂宁®销售约212,000盒，自2022年10月上市以来实现总销售额人民币8790万元。**公司现金余额为人民币8.8亿元，通过拜耳合作收到里程碑付款不断充实公司现金。

药物联用市场空间大，二代GKA奠定未来二十年发展

除了获批的适应症外，华堂宁可与现有降糖药物联用，以提高患者血糖调价获益。华堂宁获批的药品说明书中包含了三个许可：对于糖尿病肾病患者，无需调整剂量；华堂宁联合恩格列净（一种SGLT-2抑制剂）或西格列汀（一种DPP-4抑制剂），联合用药效果优于单独用药，有望更好地改善T2D患者的血糖控制和胰岛功能。在广泛类型患者中的应用潜力，使华堂宁在激烈的降糖药物竞争中具有优势。公司同样就下一代接代产品进行研究，目前第二代GKA药物管线正在临床前阶段，有望在2023年底至2024年初在美国递交IND申请；另外针对罕见病先天性高胰岛素血症的新药管线也在加紧推进中美双报IND的准备中，公司积极寻求出海机会，着眼未来长远发展。

标的梳理 (5) 华领医药主要观点：降糖消费，叠加医保增量

投资建议：

- 我们看好华堂宁上市后的快速放量趋势，看好其对糖尿病患者功能修复带来的临床获益，其单药、与其他降糖药物联合用药的2型糖尿病广阔应用空间，以及未来二代GKA推进所能为公司带来的潜在里程碑收入。预计2023-2025年华领医药营业收入分别为1.67亿元、6.72亿元、13.86亿元，同比增长分别为849%、303%、106%；预计2023-2025年归母净利润为-1.89亿元、-1.21亿元、0.17亿元，同比增长分别为7%、36%、114%。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示： 产能不足的风险、准入不及预期风险、成本上升风险、销售浮动风险、行业政策风险
重要财务指标 (单位：百万元)

盈利预测：		单位：百万人民币			
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	18	167	672	1386	
收入同比 (%)	—	849%	303%	106%	
归母净利润	-204	-189	-121	17	
归母净利润同比 (%)	38%	7%	36%	114%	
ROE (%)	-72.79%	-157.55%	-438.54%	23.20%	
每股收益 (元)	-0.21	-0.18	-0.11	0.02	
市盈率 (P/E)	-17.81	-10.80	-16.85	119.66	

资料来源：Wind，华安证券研究所

标的梳理 (5) 华领医药主要观点：降糖消费，叠加医保增量

关键假设

公司主要营收来自上市产品华堂宁的销售收入，拜耳作为推广服务提供方将负责该产品在中国的市场营销、推广以及医学教育活动，除2020年协议初期的3亿元首付款外，华领医药有望获得总价达41.8亿元的里程碑付款。公司与拜耳在初期平均分享（50%）华堂宁在中国的净销售收入，以销售费用形式支付给拜耳，在未来销售额达到一定量级时，对销售收入分配比例会进行相应调整。

我们预计华堂宁今年有望达成1.67亿销售收入，拜耳在今年已向华领医药支付4亿元商业化里程碑付款，随着华堂宁的销售放量，公司有望在2025年逐渐达到盈利，华堂宁销售收入预计将在2028年到达单品峰值60亿元。根据销售额的达成，华领医药有望继续获得商业化里程碑收入

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	17.60	166.95	672.00	1,386.00	3,106.80	3,742.20	6,653.48
yoy		848.58%	302.52%	106.25%	124.16%	20.45%	77.80%
毛利率%	43.70%	52.38%	66.67%	69.70%	72.73%	72.73%	75.45%
净利润	-203.51	-164.16	-97.42	48.29	883.05	681.60	2850.86
yoy		19.34%	40.66%	149.57%	1728.84%	-22.81%	318.26%
净利率%				3.48%	28.42%	18.21%	42.85%
营业开支	278.70	331.11	769.42	1337.72	2223.75	3060.60	3802.62
研发费用	269.00	201.00	231.15	277.38	332.86	382.78	421.06
销售费用	9.91	83.48	336.00	693.00	1222.45	1796.26	2462.37
管理费用		31.61	141.79	242.60	388.83	544.76	320.38
其他费用		15.03	60.48	124.74	279.61	336.80	598.81
一代GKA销售收入	17.60	166.95	672.00	1386.00	2494.80	3742.20	5239.08
yoy		848.58%	302.52%	106.25%	80.00%	50.00%	40.00%
二代GKA收入				0	612	0	1414.4
yoy							
销售收入							136.00
里程碑收入					2040		3400
成功率折价				30%	30%	30%	40%
一代GKA里程碑收入		40.00	40	40	40	40	40

制药板块：关注产品力及执行力，商业化阶段平台型或小而美公司

综合近期政策变化、行业发展阶段，中国创新药发展从过去10年的野蛮生长、到过去五年资金流入快速膨胀，到现在已经进入比拼商业化、规范出清的阶段，没有抓住融资窗口、研发窗口的公司或就此沉寂，优质资产将存活壮大，基于此我们偏向已经商业化、具有产品放量的平台型或小而美公司，可以从以下方面进行标的选择：

关注标的：

- 1) **综合性平台型制药企业（考虑估值）**：贝达药业（肺癌靶向药综合优势）、信立泰（集采出尽+医保增量）、科伦药业（输液企稳+新药增长快速）、君实生物（医保降价到底+出海可落地）、恒瑞医药、百济神州；
- 2) **专科领域商业放量公司**：特宝生物（乙肝干扰素独家）、艾迪药业（HIV国产独家复方单片）、康弘药业（眼科基因治疗、康柏西普）、兴齐眼药（阿托品滴眼液）；
- 3) **新药上市成功商业化公司**：艾迪药业（HIV复方单片）、华领医药（华堂宁）、艾力斯（伏美替尼）、云顶新耀（肾病Nefecon、依拉环素）；
- 4) **临床数据具领头之势公司**：信达生物（IBI362等）、科伦博泰（SKB264等）、康诺亚（CM310等）、百利天恒（双抗ADC BL-B01D1）、华东医药（GLP-1类）、康方生物（AK105/AK112）；
- 5) **仿制企稳创新变化公司**：康哲药业（集采出尽+新产品上市+芦可软膏等）、石药集团（mRNA、ADC平台）、亿帆医药（F627出海）；

风险提示

- 政策不确定性
- 医保谈判结果不及预期
- 销售浮动风险
- 新药研发风险



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300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。市场基准指数为沪深300指数。