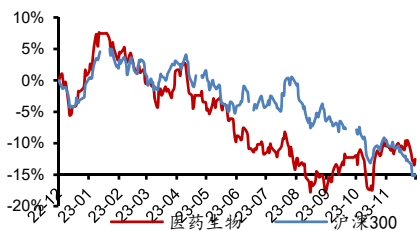


政策持续支持医药创新，需要紧抓三方向： 国产替代赛道+创新药+中药

行业评级：增持

报告日期：2023-12-10



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

- 1.行业周报：珍惜配置医药的窗口期 2023-10-30
- 2.行业周报：医药继续领涨，多元配置医药仓位 2023-11-05
- 3.行业周报：低估值提供安全边际，医保谈判提供边际变量 2023-11-12
- 4.行业周报：医保谈判揭晓在即，需关注具备创新品类的标的 2023-11-19
- 5.行业周报：新视野下医药投资：传统与国际化，品类驱动下的业绩增量 2023-12-04

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块下跌

本周医药生物指数下跌 2.60%，跑输沪深 300 指数 0.21 个百分点，跑输上证综指 0.55 个百分点，行业涨跌幅排名第 21。12 月 8 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 26X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 12 月 1 日 PE 下跌 0.7，比 2012 年以来均值（34X）低 8 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，2 个子行业上涨，11 个子行业下跌。其中，医疗设备为涨幅最大的子行业，上涨 1.37%；医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌 9.34%。12 月 8 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM) 为 53X。

■ 政策持续支持医药创新，需要紧抓三方向：国产替代赛道+创新药+中药

本周医药略微跑输沪深 300 指数。细分板块方面，本周仅有医疗设备和血制品等领涨，CXO、医院和药店等细分下跌。个股涨幅 top10，没有明确的主线，均为前期涨幅较大，逻辑重拾；个股跌幅 top10，CXO 为主，主要是前期因为呼吸道疾病的药品标的和 CXO 领跌。港股方面，HSCIH 周线略大跌 10.38%，处于历史底部的位置，微创医疗、药明生物、博安生物跌幅 20%起。

医药生物（申万）年初至今走势还处于 2022 年 9 月份的低位位置，估值也是处于历年的低位区域。我们认为：政策相关的利空已经进入尾声，医药的大单品持续爆出显示出医药产品的投资价值，年底医保继续谈判和续标叠加基药目录，基金对医药的仓位在犹犹豫豫中小幅环比增加但是相比历史还处于低位，站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路：我们认为平台型、研发能力强的公司将会跨越周期，建议配置的思路包括大市值 PEG 低的龙头公司、国产替代还有空间的药械（例如近期的化学发光集采担忧解除，同时可以关注电生理赛道）、创新药。

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

本周化学发光集采文件初步落地，与外资公司同分组+降幅有预期，将会给以化学发光为代表的医疗器械赛道带来新的估值体系理解。

12 月份建议配置个股：迈瑞医疗、亚辉龙、君实生物、英诺特、海泰新光、健麾信息、绿叶制药、智飞生物、泽璟制药。兼顾了大白马的配置标的和可以带来弹性的小市值公司，其中新增的是泽璟制药；近期波动较大的是英诺特（英诺特需要从中长期角度去理解公司的价值）。

马上进入 2024 年，我们需要去思考年度投资思路，我们认为，2024 年依旧是品种为王，传统、现代和全球化需要相结合的主线：

(1) 传统，指的是中药，中药相关标的，需要紧紧抓住中药创新药、品牌 OTC 和普通 OTC 以及国企改革带来的代表性个股的机会；康缘药业、以岭药业、昆药集团、贵州三力、同仁堂等需要多关注。

(2) 现代，指的是 fast follow 的药械甚至 FIC 的药械公司，2024 年是品类落地+产品商业化持续放量的年份，不少公司 2025 年开始扭亏为盈带来的公司逻辑变化和估值变化，会带来新的投资机会；

(3) 国际化：国际化的标的，需要配置更多的仓位，我们团队今年在亿帆医药、君实生物、绿叶制药等标的进行的前瞻推荐基于产品获得 FDA 审批，而 2024 年则是审批+商业化的可预期，我们推荐泽璟制药等标的。

相关的投资思路建议：

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

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

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

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

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

(6) 药房（低估值）：一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

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

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

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

■ 本周个股表现：A股近两成个股上涨

本周 491 支 A 股医药生物个股中，84 支上涨，占比 17.11%。

本周涨幅前十的医药股为：中科美菱（+44.61%）、通化金马（+35.59%）、博迅生物（+24.83%）、艾力斯（+21.27%）、辰光医疗（+17.16%）、哈一药业（+16.51%）、大唐药业（+15.96%）、欧康医药（+15.38%）、上海谊众（+15.32%）、奕瑞科技（+14.28%）。本周跌幅前十的医药股为：英诺特（-21.21%）、欧林生物（-17.69%）、采纳股份（-14.93%）、华厦眼科（-14.52%）、凯莱英（-14.16%）、新诺威（-13.64%）、赛诺医疗（-13.01%）、博腾股份（-12.06%）、康龙化成（-12.04%）、昭衍新药（-11.57%）。

本周港股 97 支个股中，17 支上涨，占比 17.53%。

■ 本周新发报告

公司点评济川药业(600566)：《营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长》；公司点评太极集团(600129)：《核心产品表现稳定，盈利能力持续提升》；公司点评九典制药(300705)：《椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好》；公司点评瑞尔集团(6639.HK)：《成功扭亏，长期成长空间广阔》；公司深度科兴制药(688136)：《重组蛋白业务稳健增长，出口海外未来可期》；公司点评完美医疗(1830.HK)：《业绩符合预期，门店稳步扩张》；公司点评美年健康(002044)：《股权激励落地，长期成长信心足》；公司点评泽璟制药(688266.SH)：《重组人凝血酶 BD 落地，13 亿元授权远大辽宁》。

■ 风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块下跌.....	6
2 周观点：政策持续支持医药创新，需要紧抓三方向：国产替代赛道+创新药+中药.....	7
3 本周个股表现：A股近两成个股上涨.....	8
3.1 A股个股表现：近两成个股上涨.....	8
3.2 港股个股表现：近两成个股上涨.....	10
4 本周新发报告.....	12
4.1 公司点评太极集团（600129）：核心产品表现稳定，盈利能力持续提升.....	12
4.2 公司点评济川药业（600566）：营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长.....	13
4.3 公司点评瑞尔集团（6639.HK）：成功扭亏，长期成长空间广阔.....	14
4.4 公司点评九典制药：椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好.....	15
4.5 公司深度科兴制药（688136）：重组蛋白业务稳健增长，出口海外未来可期.....	16
4.6 公司点评完美医疗（1830.HK）：业绩符合预期，门店稳步扩张.....	16
4.7 公司点评美年健康（002044）：股权激励落地，长期成长信心足.....	18
4.8 公司点评泽璟制药（688266.SH）：重组人凝血酶 BD 落地，13 亿元授权远大辽宁.....	18
风险提示：.....	19

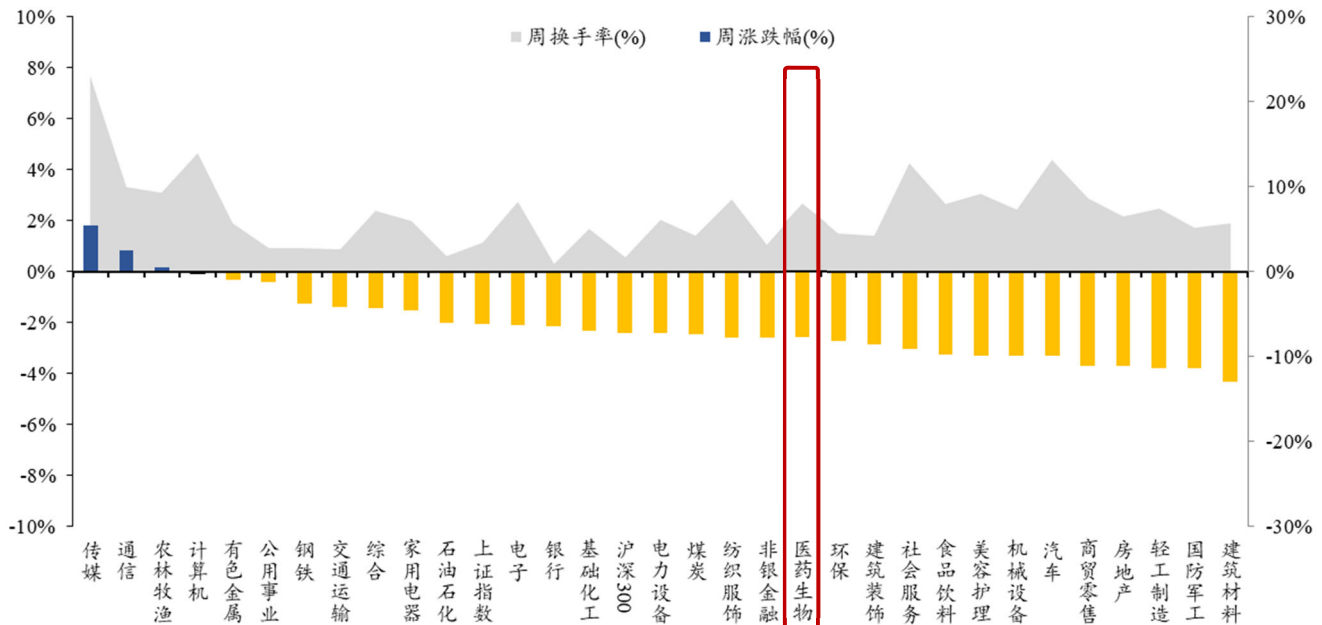
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）	6
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 12 月 8 日（本周五））	6
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现（本周）	7
图表 4 A 股医药股涨幅前十（本周）	9
图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）	9
图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）	10
图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）	10
图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）	11
图表 9 港股医药股成交额前十（本周）	11

1 本周行情回顾：板块下跌

本周医药生物指数下跌 2.60%，跑输沪深 300 指数 0.21 个百分点，跑输上证综指 0.55 个百分点，行业涨跌幅排名第 21。

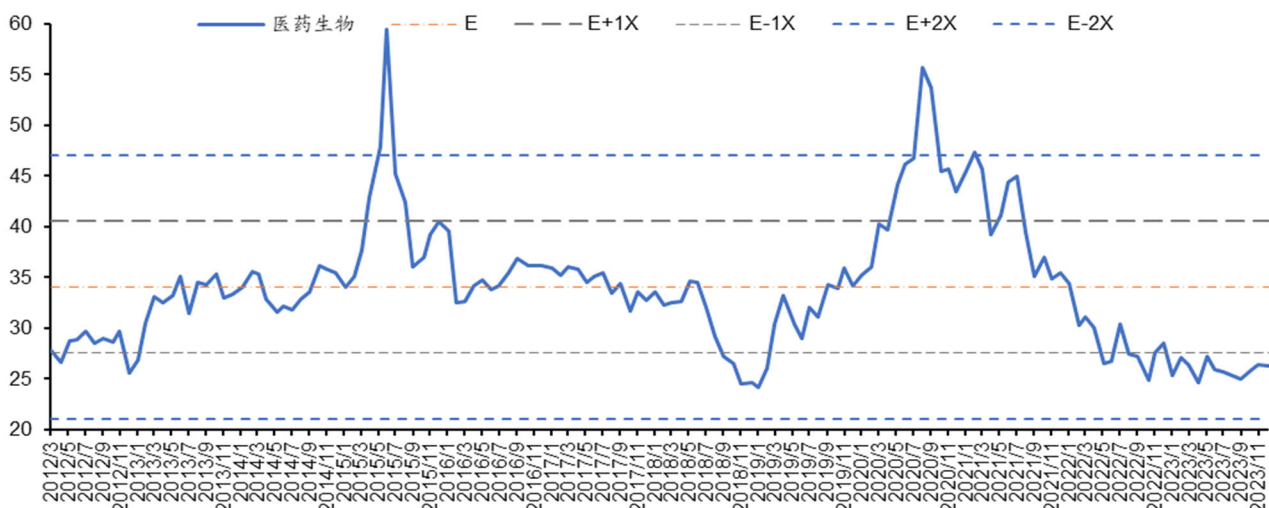
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

12 月 8 日（本周五），医药生物行业 PE（TTM，剔除负值）为 26X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 12 月 1 日 PE 下跌 0.7，比 2012 年以来均值（34X）低 8 个单位。

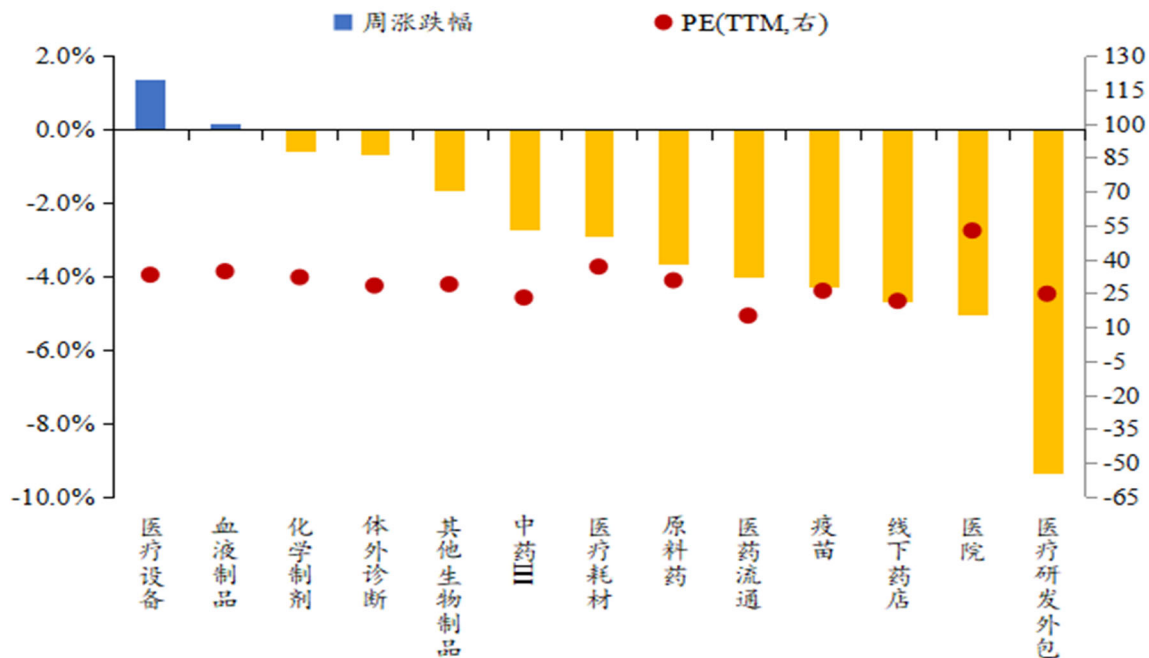
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 12 月 8 日（本周五））



资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药III级子行业中，2个子行业上涨，11个子行业下跌。其中，医疗设备为涨幅最大的子行业，上涨1.37%；医疗研发外包为跌幅最大的子行业，下跌9.34%。12月8日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM)为53X。

图表3 A股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 周观点：政策持续支持医药创新，需要紧抓三方向：国产替代赛道+创新药+中药

本周医药略微跑输沪深300指数。细分板块方面，本周仅有医疗设备和血制品等领涨，CXO、医院和药店等细分下跌。个股涨幅top10，没有明确的主线，均为前期涨幅较大，逻辑重拾；个股跌幅top10，CXO为主，主要是前期因为呼吸道疾病的药品标的和CXO领跌。港股方面，HSCI周线略大跌10.38%，处于历史底部的位置，微创医疗、药明生物、博安生物跌幅20%起。

医药生物（申万）年初至今走势还处于2022年9月份的低点位置，估值也是处于历年的低点区域。我们认为：政策相关的利空已经进入尾声，医药的大单品持续爆发出显示出医药产品的投资价值，年底医保继续谈判和续标叠加基药目录，基金对医药的仓位在犹犹豫豫中小幅环比增加但是相比历史还处于低位，站在此刻的时间点，医药板块需要加大配置。投资思路：我们认为平台型、研发能力强的公司将会跨越周期，建议配置的思路包括大市值PEG低的龙头公司、国产替代还有空间的药械（例如近期的化学发光集采担忧接触，同时可以关注电生理赛道）、创新药。

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

本周化学发光集采文件初步落地，与外资公司同分组+降幅有预期，将会给以化学发光为代表的医疗器械赛道带来新的估值体系理解。

12 月份建议配置个股：迈瑞医疗、亚辉龙、君实生物、英诺特、海泰新光、健麾信息、绿叶制药、智飞生物、泽璟制药。兼顾了大白马的配置标的和可以带来弹性的小市值公司，其中新增的是泽璟制药；近期波动较大的是英诺特（英诺特需要从中长期角度去理解公司的价值）。

马上进入 2024 年，我们需要去思考年度投资思路，我们认为，2024 年依旧是品种为王，传统、现代和全球化需要相结合的主线：

(1) 传统，指的是中药，中药相关标的，需要紧紧抓住中药创新药、品牌 OTC 和普通 OTC 以及国企改革带来的代表性个股的机会；康缘药业、以岭药业、昆药集团、贵州三力、同仁堂等需要多关注。

(2) 现代，指的是 fast follow 的药械甚至 FIC 的药械公司，2024 年是品类落地+产品商业化持续放量的年份，不少公司 2025 年开始扭亏为盈带来的公司逻辑变化和估值变化，会带来新的投资机会；

(3) 国际化：国际化的标的，需要配置更多的仓位，我们团队今年在亿帆医药、君实生物、绿叶制药等标的进行的前瞻推荐基于产品获得 FDA 审批，而 2024 年则是审批+商业化的可预期，我们推荐泽璟制药等标的。

相关投资思路建议：

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

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

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

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

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

(6) 药房（低估值）：一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。

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

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

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

3 本周个股表现：A 股近两成个股上涨

3.1 A 股个股表现：近两成个股上涨

下文选取的 A 股出自 A 股分类：申银万国行业类-医药生物。

本周 491 支 A 股医药生物个股中，84 支上涨，占比 17.11%。

本周涨幅前十的医药股为：中科美菱、通化金马、博迅生物、艾力斯、辰光医疗、岭一药业、大唐药业、欧康医药、上海谊众、奕瑞科技。

图表 4 A 股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	835892. BJ	中科美菱	3. 52	12. 20	12. 61	44. 61
2	000766. SZ	通化金马	183. 59	228. 67	23. 66	35. 59
3	836504. BJ	博迅生物	1. 97	7. 78	17. 95	24. 83
4	688578. SH	艾力斯	100. 79	210. 11	46. 69	21. 27
5	430300. BJ	辰光医疗	4. 54	8. 44	9. 83	17. 16
6	430478. BJ	岭一药业	5. 36	11. 20	27. 88	16. 51
7	836433. BJ	大唐药业	6. 08	17. 11	6. 61	15. 96
8	833230. BJ	欧康医药	2. 21	8. 85	11. 70	15. 38
9	688091. SH	上海谊众	60. 59	104. 13	65. 79	15. 32
10	688301. SH	奕瑞科技	166. 67	249. 76	245. 00	14. 28

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：英诺特、欧林生物、采纳股份、华厦眼科、凯莱英、新诺威、赛诺医疗、博腾股份、康龙化成、昭衍新药。

图表 5 A 股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	688253. SH	英诺特	18. 56	37. 76	27. 75	-21. 21
2	688319. SH	欧林生物	42. 20	65. 59	16. 15	-17. 69
3	301122. SZ	采纳股份	16. 06	44. 36	36. 29	-14. 93
4	301267. SZ	华厦眼科	93. 48	277. 37	33. 02	-14. 52
5	002821. SZ	凯莱英	257. 83	436. 51	121. 03	-14. 16
6	300765. SZ	新诺威	118. 69	445. 35	38. 04	-13. 64
7	688108. SH	赛诺医疗	39. 06	50. 18	12. 24	-13. 01
8	300363. SZ	博腾股份	81. 37	138. 61	25. 38	-12. 06
9	300759. SZ	康龙化成	285. 38	475. 32	29. 15	-12. 04
10	603127. SH	昭衍新药	90. 85	160. 16	23. 38	-11. 57

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：联影医疗、药明康德、通化金马、常山药业、迈瑞医疗、新诺威、特一药业、甘李药业、润达医疗、恒瑞医药。

图表 6 A 股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	688271. SH	联影医疗	681. 87	1236. 90	150. 08	113. 37
2	603259. SH	药明康德	1700. 80	2247. 74	76. 00	107. 72
3	000766. SZ	通化金马	183. 59	228. 67	23. 66	101. 59
4	300255. SZ	常山药业	74. 45	131. 89	14. 35	83. 35
5	300760. SZ	迈瑞医疗	1741. 71	3588. 83	296. 00	72. 89
6	300765. SZ	新诺威	118. 69	445. 35	38. 04	72. 73
7	002728. SZ	特一药业	42. 91	72. 92	20. 07	72. 12
8	603087. SH	甘李药业	164. 63	340. 81	57. 36	69. 00
9	603108. SH	润达医疗	96. 78	143. 84	24. 55	60. 62
10	600276. SH	恒瑞医药	1772. 57	2908. 19	45. 59	58. 87

资料来源：ifind，华安证券研究所

3.2 港股个股表现：近两成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 97 支个股中，17 支上涨，占比 17.53%。

本周涨幅前十的港股医药股为：基石药业-B、医渡科技、永泰生物-B、叮当健康、平安好医生、微创脑科学、德琪医药-B、京东健康、和黄医药、神威药业。

图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	2616. HK	基石药业-B	27. 83	27. 83	2. 38	7. 21
2	2158. HK	医渡科技	48. 70	48. 70	5. 08	6. 72
3	6978. HK	永泰生物-B	19. 40	19. 40	4. 14	5. 88
4	9886. HK	叮当健康	26. 99	26. 99	2. 21	5. 24
5	1833. HK	平安好医生	184. 57	184. 57	18. 12	5. 10
6	2172. HK	微创脑科学	65. 89	65. 89	12. 42	4. 02
7	6996. HK	德琪医药-B	13. 33	13. 33	2. 17	3. 33

8	6618. HK	京东健康	1075. 59	1075. 59	37. 05	2. 21
9	0013. HK	和黄医药	237. 55	237. 55	29. 95	2. 04
10	2877. HK	神威药业	52. 03	52. 03	6. 91	1. 62

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：微创医疗、药明生物、博安生物、三叶草生物-B、健世科技-B、康龙化成、医脉通、维亚生物、昭衍新药、海吉亚医疗。

图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	0853. HK	微创医疗	133. 95	133. 95	8. 02	-36. 04
2	2269. HK	药明生物	1137. 42	1137. 42	29. 35	-32. 53
3	6955. HK	博安生物	65. 84	65. 84	14. 20	-22. 32
4	2197. HK	三叶草生物-B	6. 72	6. 72	0. 57	-18. 57
5	9877. HK	健世科技-B	59. 93	59. 93	15. 78	-17. 47
6	3759. HK	康龙化成	42. 39	475. 32	15. 44	-16. 54
7	2192. HK	医脉通	52. 49	52. 49	7. 93	-16. 53
8	1873. HK	维亚生物	19. 28	19. 28	0. 98	-14. 04
9	6127. HK	昭衍新药	12. 65	160. 16	11. 68	-13. 74
10	6078. HK	海吉亚医疗	238. 04	238. 04	41. 40	-13. 57

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为：药明生物、药明康德、信达生物、石药集团、微创医疗、中国生物制药、康方生物、京东健康、金斯瑞生物科技、百济神州。

图表 9 港股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	2269. HK	药明生物	1137. 42	1137. 42	29. 35	147. 39
2	2359. HK	药明康德	297. 41	2247. 74	81. 15	27. 47
3	1801. HK	信达生物	585. 56	585. 56	39. 75	21. 07
4	1093. HK	石药集团	718. 51	718. 51	6. 63	16. 97
5	0853. HK	微创医疗	133. 95	133. 95	8. 02	15. 84
6	1177. HK	中国生物制药	576. 86	576. 86	3. 37	13. 29

7	9926. HK	康方生物	330. 80	330. 80	43. 20	12. 02
8	6618. HK	京东健康	1075. 59	1075. 59	37. 05	10. 91
9	1548. HK	金斯瑞生物科技	390. 43	390. 43	20. 20	10. 21
10	6160. HK	百济神州	1203. 68	1390. 18	106. 70	7. 44

资料来源：ifind，华安证券研究所

4 本周新发报告

4.1 公司点评太极集团（600129）：核心产品表现稳定，盈利能力持续提升

我们 2023 年 12 月 1 日发布公司点评太极集团（600129）：《核心产品表现稳定，盈利能力持续提升》，核心观点如下：

事件

太极集团发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现营业收入 121.83 亿元，同比+14.58%；归母净利润 7.58 亿元，同比+197.57%；扣非净利润 7.15 亿元，同比+121.76%。

分析点评

三季度收入端短期承压，归母净利润维持高速增长

单季度来看，公司 2023Q3 收入为 31.31 亿元，同比-7.43%；归母净利润为 1.93 亿元，同比+51.86%；扣非净利润为 1.43 亿元，同比+3.46%。三季度收入端小幅回调，归母净利润维持高增。

公司前三季度毛利率为 48.99%，同比+3.99 个百分点；净利率为 6.30%，同比+3.98 个百分点；销售费用率 34.17%，同比+0.96 个百分点；管理费用率 4.53%，同比-0.08 个百分点；研发费用率 1.22%，同比+0.50 个百分点；财务费用率 0.79%，同比-0.35 个百分点，毛利率和净利率提升明显，盈利能力持续提升。

核心产品销售维持增长，医药工业板块稳健增长

分产品来看前三季度收入，呼吸系统用药为 18.99 亿元，同比+52.87%，主要是急支糖浆销售额增长；消化及代谢用药为 26.92 亿元，同比+46.26%，主要是藿香正气口服液销售额增长；抗感染药物收入为 14.91 亿元，同比+4.01%；神经系统用药收入为 6.33 亿元，同比-7.56%；大健康产品为 5.93 亿元，同比+12.16%；心脑血管用药为 5.82 亿元，同比+16.05%；抗肿瘤及免疫调节药为 2.10 亿元，同比-24.09%，呼吸系统和消化系统用药表现亮眼。

分行业来看，公司主营业务医药工业板块前三季度收入 83.81 亿元，同比+24.62%；医药商业板块前三季度收入 66.59 亿元，同比+7.95%；服务业及其他板块前三季度收入 0.47 亿元，同比+50.35%，医药工业板块维持稳健增长。

重塑科研创新体系，共建开放协同创新平台

2023H1，公司积极推进在研项目进度，新获得一致性评价补充批件共 6 项，新增专利授权 13 件（其中发明专利 1 件），公司产品注射用头孢唑肟钠被列入国家药监局仿制药参比制剂目录，以原研地产化的方式获得参比制剂资格。此外公司还会积极推进产学研合作，加快大品种二次开发，加速新药研发，与 17 所高等院校及科研院所建立战略合作关系，组建特聘专家顾问团队，构建企业协同创新网络。

营销网络成熟，资源建设稳步推进，市场竞争力大幅增强

目前公司已建立遍布全国的药品营销网络，拥有中国西部地区最完善的医药商业网络和最成熟的医药物流配送体系，拥有 20 余家医药商业流通企业、2 家大型医药物流中心，以及综合竞争力在川渝地区稳居第一的零售药房桐君阁连锁大药房（太极大药房）。

在中药材资源建设方面，公司坚持“道地种植，全程追溯”理念，遵循“六统一”；以“中药材产地趁鲜加工”政策为契机，扎实推进“1+3+N”战略，公司现已拥有规范化药材种植基地 16 万亩，合作建设产地中药材加工中心 20 个。

投资建议

我们维持此前盈利预测，预计公司 2023~2025 年营收有望实现 178.7 亿元、215.5 亿元、260.4 亿元，分别同比增长 27.2%/20.6%/20.8%，2023~2025 年归母净利润有望实现 9.6 亿元、13.5 亿元、18.9 亿元，分别同比增长 173.4%/40.7%/40.3%。2023~2025 年对应的 PE 估值分别为 30 倍、21 倍和 15 倍。维持“买入”投资评级。

风险提示

政策监管风险；公司治理改革不及预期；核心品种销售不及预期。

4.2 公司点评济川药业(600566)：营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长

我们 2023 年 11 月 30 日发布公司点评济川药业(600566)：《营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长》，核心观点如下：

事件

济川药业发布三季度报告。2023 年公司前三季度实现营业收入 65.37 亿元，同比+10.91%；归母净利润 19.44 亿元，同比+22.11%；扣非净利润 18.28 亿元，同比+26.38%。

事件点评

三季度收入短期承压，费用率持续优化保障利润稳健增长

单季度来看，公司 2023Q3 收入为 19.08 亿元，同比-6.05%；归母净利润为 6.04 亿元，同比+4.82%；扣非净利润 5.81 亿元，同比+6.42%。

公司前三季度销售毛利率为 81.69%，同比-1.05 个百分点，销售费用率 41.60%，同比-3.44 个百分点；管理费用率 4.27%，同比-0.07 个百分点；财务费用率-2.60%，同比-1.61 个百分点；公司三季度收入略有回调，费用优化实现利润稳健增长。

BD 持续推进，收购防流感抑制剂独家推广权益带来新增长

子公司济川有限与征祥医药于 2023 年 8 月 5 日签署《独家合作协议》，约定在中华人民共和国大陆地区对征祥医药自主研发的一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂约定的适应症进行合作。济川有限向征祥医药支付不超过人民币 1.2 亿元（含税）的推广权益对价，并拟以自有资金 6,000 万元向征祥医药进行股权投资。

流感是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，甲型和乙型流感病毒每年呈季节性流行，我国每年从 10 月开始进入流感高发季节。ZX-7101A 是征祥医药自主研发的 RNA 聚合酶抑制剂，具有广谱抗流感病毒的特性，高效抑制甲、乙型流感病毒包括高致死禽流感病毒。ZX-7101A 于 2021 年 9 月 27 日获中国国家药监局审评中心（CDE）批准开展临床试验申请（IND），正式进入临床开发阶段。目前，已完成 I/II 期临床研究，临床结果显示 ZX-7101A 能明显缩短流感症状缓解时间。ZX-7101A 即将完成第一个适应症的临床 III 期试验。预计产品上市后将给公司带来较大的增长空间。

丰富储备产品，创新引领公司可持续发展

2023 年前三季度公司的研发费用为 3.35 亿元，同比+32.50%。公司核心产品小儿豉翘清热颗粒剂型改良品种小儿豉翘清热糖浆已于 11 月 20 日获得批准上市，进一步丰富公司储备品种，有望带来新增长。截至 2023 年上半年，公司已获得丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂生产批件，完成西他沙星颗粒、聚乙二醇钠钾散、丙戊酸钠缓释片、罗沙司他胶囊、布立西坦等申报生产以及丙氨酰谷氨酰胺注射液一致性评价申报，完成小儿豉翘清热糖浆和碳酸利多卡因注射液（工艺变更）注册现场核查。

同时，公司已有达到药品一致性评价研究阶段项目 4 项，进入预 BE 或 BE 项目 6 项，获得发明专利 3 项。

投资建议：维持“买入”评级

我们维持此前预测，预计公司 2023~2025 年收入分别 97.5/106.9/117.2 亿元（前值为 101.2/114.5/131.0 亿元），分别同比增长 8.4%/9.7%/9.6%，归母净利润分别为 25.1/28.7/31.6 亿元（前值为 24.4/27.5/31.2 亿元），分别同比增长 15.7%/14.4%/10.1%，对应估值为 12X/10X/9X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售不及预期风险，BD 项目不及预期风险，产品集中风险。

4.3 公司点评瑞尔集团（6639.HK）：成功扭亏，长期成长空间广阔

我们 2023 年 12 月 4 日发布公司点评瑞尔集团（6639.HK）：《成功扭亏，长期成长空间广阔》，核心观点如下：

事件

2023 年 11 月 28 日公司发布 FY2024H1 业绩公告，报告期内公司实现营业收入 8.86 亿元（+14.9%）；实现净利润 623 万，报告期内成功扭亏为盈；EBITDA 1.45 亿元（+134.4%）；经调整净利润 4470.7 万（+319.0%），经调整净利率 5.1%，业务运作持续改善，盈利能力稳步提升。

点评

报告期内成功扭亏，盈利能力提升可期

公司 FY2024H1 成功扭亏，净利率/经调整净利率分别为 0.7%/5.1%，毛利率为 22.89%（去年同期 21.67%）。报告期内公司收入增长主要系 COVID-19 疫情后业务复苏，接诊人次增加。毛利增长主要由于收入增加，经营效率改善。

双品牌稳固运营管线，门店稳健拓展

报告期内，公司新开设 1 家口腔医院及 1 家诊所（共 41 张牙椅），并升级 6 家口腔诊所（牙椅从 46 增至 73 张）。截至 2023 年 9 月 30 日，公司在中国 15 个城市拥有 123 家门店，包括 113 家口腔诊所和 10 家口腔医院，以及 959 名资深牙医（FY23 年末共 914 名）。分品牌看，公司共有 50 家瑞尔诊所，10 家瑞泰医院及 63 家瑞泰诊所。

内生外延同步发展，收购脚步不停

公司于 2023 年 9 月以 0.17 亿元人民币价格收购广州瑞华口腔 85% 股权，拥有全职医生约 20 人，公司业务版图进一步扩张。

投资建议：维持“买入”评级

公司是经营模式独树一帜的全国连锁口腔医疗服务机构，内生外延同步发展，24 财年迎来利润拐点。我们预计 2024-2026 财年将实现营业总收入

18.39/22.75/27.98 亿元，同比+25%/24%/23%；实现归母净利润 34/118/157 百万元，同比+115%/251%/33%；其中 FY2024 经调整净利润有望达到约 95 百万元（考虑 RSU 费用）；维持“买入”评级。

风险提示

外汇风险；政策变化风险；区域运营风险；行业竞争加剧风险。

4.4 公司点评九典制药：椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好

我们 2023 年 12 月 5 日发布公司点评九典制药（300705）：《椒七麝三期临床结果出炉，疗效显著安全性较好》，核心观点如下：

事件

2023 年 12 月 5 日，九典制药发布《关于公司取得临床试验总结报告的提示性公告》。九典制药近日取得椒七麝凝胶贴膏 III 期临床试验总结报告。

事件点评

椒七麝凝胶贴膏疗效显著安全性较好，未来市场空间潜力大

椒七麝凝胶贴膏作为局部使用的药物，具有温经散寒、活血止痛之功，能有效缓解膝关节关节炎引起的疼痛，起效较快，可改善患者临床症状及活动能力，且用药方便，用药安全性较好。椒七麝凝胶贴膏预计 25 年获批。

三期临床结果：疗效显著，安全性较好。

试验组疗效相对于安慰剂组的优效性成立（组间差异有统计学意义）；试验药物组用药后的疼痛改善、止痛有效率、止痛起效时间、中医症候总有效率相较于安慰剂组，均有统计学差异；

此外，椒七麝凝胶贴膏用药安全性较好，不良反应程度较轻，患者多能耐受，未发生严重不良事件。

中药创新药“椒七麝凝胶贴膏”有望打破中药贴膏剂市场格局

现代化新型中药凝胶贴膏未来增长空间大。目前中药贴膏剂市场主要以橡胶膏剂为主，平均每贴不足 1 元，人均使用量约为凝胶膏剂的 19 倍。技术上凝胶贴膏不存在高温工艺易破坏植物有效成分等局限性；载药量方面，九典制药自主研发辅料已突破交联架桥相关技术壁垒，开发了一种载药量高的贴膏剂基质体系。新型中药凝胶贴膏剂商业价值更高，使用效果更佳，前景向好。

长中短期看好公司产品梯队，打造经皮给药制剂龙头

短期：洛索集采影响落地，酮洛芬预计医保后快速放量。2025 年前洛索洛芬钠凝胶贴膏多次集采后，价格利空出尽，以价换量维持收入稳步增长，目前广东联盟集采以价换量执行较好；院外零售市场同步布局。酮洛芬凝胶贴膏 23 年底国谈结束后，预计能快速放量。

中期：产品梯队清晰。24 年预计利多卡因凝胶贴膏获批上市；25 年预计吲哚美辛凝胶贴膏和氟比洛芬凝胶贴膏获批上市，同时中药创新药椒七麝凝胶贴膏预计也将获批上市。局部镇痛凝胶贴膏剂产品群逐步形成。

长期：经皮给药制剂作为全球第三大制剂未来潜力，九典制剂作为国内该领域稀缺标的，具备龙头潜力。

投资建议：维持“买入”评级

我们调整了盈利预测，预计公司 2023~2025 年收入分别 27.82/34.77/43.83 亿元（前值为 27.82/34.03/41.72 亿元），分别同比增长 20%/25%/26%，归母净利润分别为 3.74/5.02/6.69 亿元（前值为 3.74/4.86/6.42 亿元），分别同比增长 39%/34%/33%，对应估值为 30X/22X/17X。维持“买入”投资评级。

风险提示

政策变动风险；产品质量控制风险；研发风险。

4.5 公司深度科兴制药（688136）：重组蛋白业务稳健增长，出口海外未来可期

我们 2023 年 12 月 6 日发布【30 页】公司深度科兴制药（688136）：《重组蛋白业务稳健增长，出口海外未来可期》，核心观点如下：

重组蛋白领域领先企业，聚焦生物药创新与产业化

科兴生物制药股份有限公司是一家主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发、生产、销售一体化的创新型国际化生物制药企业。专注于抗病毒、肿瘤与免疫、血液、消化、退行性疾病等治疗领域，打造新型蛋白、新型抗体、核酸药物等前沿生物技术平台，坚持“创新+国际化”双轮驱动的平台型发展模式，近年来，科兴制药业务持续高速增长，已成为重组蛋白药物的领军企业。

布局多赛道产品，业绩增长未来可期

慢病领域，头部产品依普定®为人促红素注射液（CHO 细胞），用于治疗肿瘤贫血的 36000IU 规格是国内仅有的两款产品之一，具备先发优势。产品目前在国内人促红素市场占有率排名第二，随着慢性肾病和大型手术患者持续增加，其市场规模有望进一步提升。类停®为注射用英夫利西单抗，是国内首个上市的英夫利西单抗生物类似药。公司获得该产品在中国大陆的独家推广权，将有利于丰富公司在自免领域的产品布局，对公司未来的经营业绩产生积极影响。

抗病毒领域，赛若金®为注射用人干扰素 α 1b，被誉为我国首个基因工程创新药物，且说明书对儿童用药安全性表述相对更完整。产品连续多年国内市场占有率排名第一。随着儿科用药等需求修复，赛若金®有望保持稳定的增长趋势。克癬胶囊为独家抗病毒中成药产品，2023 年克癬胶囊新产线正式投产，已开始院内以新的价格体系进行销售，有望成为公司新的业绩增长点。

贯彻海外商业化战略，高品质生物药出海

公司持续 20 余年出海历程，建立了相对完整的海外商业体系，近年来海外销售收入持续提升。2022 年公司海外销售收入创历史最高水平，产生 1.61 亿营业收入，同比增长 61%。目前公司已通过巴西、菲律宾、印度尼西亚等约 40 个国家和地区的市场准入并实现销售，销售网络已 100% 覆盖人口过亿的新兴国家市场；公司持续加快新产品业务突破，截至目前已在 40 余个国家提交了 70 余份产品注册申请。公司于 2021 年将海外商业化确立为公司战略，通过技术转让、获得商业化权益等方式，逐步落实发展战略。2023 年上半年，按照欧盟 cGMP 质量标准建设的白蛋白紫杉醇产线已完成技术转移，有望于上市后迅速打开欧美地区成熟市场。

投资建议

我们预计 2023-2025 年科兴制药营业收入分别为 14.86 亿元、17.37 亿元、21.90 亿元，同比增长分别为 12.9%、16.9%、26.1%；归母净利润为 -0.37 亿元、-0.13 亿元、0.93 亿元，同比增长分别为 59.0%、66.2%、843.8%。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示

新药研发风险、核心竞争力风险、行业政策风险等。

4.6 公司点评完美医疗（1830.HK）：业绩符合预期，门店稳步扩张

我们 2023 年 12 月 5 日发布公司点评完美医疗（1830.HK）：《业绩符合预期，

门店稳步扩张》，核心观点如下：

事件

2023 年 11 月 24 日公司发布 FY2024 中期业绩，2023 年 4 月 1 日至 2023 年 9 月 30 日，公司实现营业收入 7.18 亿港元(+7.5%)，净利润 1.66 亿港元(+10.4%)，经调整净利润 1.66 亿港元(+27.1%)；每股收益 0.13 港元(+9.1%)。

点评

业绩符合预期，港股医美龙头盈利能力强劲

公司 FY2024H1 业绩稳健增长，符合我们预期。净利润实现 10.4%同比增速，达 1.66 亿港元，剔除 FY2023H1 期间的一次性政府保就业计划相关补贴后，经调整净利润同比增长 27.1%，在疫情后彰显强劲的盈利能力，业绩增长未来可期。公司上半财年每股派付股息 0.14 港元，派息比率达 108%，连续九年派息比率超 100%，彰显公司与股东共享发展成果的经营理念。

医疗健康&医疗美容多点开花，客户平均消费健康增长

分板块看，FY2024H1 公司医疗美容服务贡献了 80.7%的销售合同额，在去年同期的 76.7%基础上增长 4.0pct，核心业务不断做强。从客户平均消费看，报告期内公司客户人均支出提升至 27500 港元，同比实现+16.1%的大幅增长，其中医疗美容客户平均消费为 27,188 港元(+10.6%)；销售合同额占比不及二成的非医疗美容业务，客户平均消费亦增长至 15,554 港元(+14.0%)，主要受益于 2023 年初香港与大陆疫情缓和带来强劲的消费增长势头，以及公司较高的客户忠诚度。

把握香港市场机遇，“社区店”模式扩张成效显著

公司深耕香港市场，积极顺应疫情后本地客户消费习惯转变趋势，于 2023 年 6 月在荃湾开设首间商场社区店，受到消费者热烈欢迎，最初 20 个营业日销售合同收入超过 400 万港元，预约名额迅速爆满。根据公司对外公布计划，公司将于 FY2024 内在香港增设 10 间“医疗+美容”服务中心，满足求美者对高质量服务的需求。考虑到医美消费者对社区美容店的热烈反应及公司在香港本土较高的品牌认可度，看好未来香港地区社区店模式为公司业务贡献长期增量。

外延增长驱动发展，资金充足护航版图扩张

公司宣布与 Goku SPA 的重磅合作项目，双方计划合资建立子公司，持股比例为 51:49，预期于未来三年在香港及中国大陆新设约 60 家店铺，期间目标实现超 12 亿港元的收益贡献。Goku SPA 是日本有 15 年历史的知名“深度睡眠”头部深层按摩店，深受当地消费者喜爱，其日本官网上的预订已排期至 6 个月后。第一家香港门店将于春节前后开业。鉴于香港及内地拥有庞大的目标人群及公司出色的经营管理能力，我们认为该项合作可进一步完善公司全周期服务体系，有助于提升客户粘性和交叉销售，有望成为公司业务增长新引擎。

投资建议：维持“买入”评级

公司是大湾区最大的一站式“医疗健康+医疗美容”服务提供商之一，发展战略清晰，通过“医美+医疗”的双核心业务发展模式发掘业务增长潜力，升级服务网络，奠定大湾区医美健康行业龙头地位。我们看好公司在医美市场的竞争力与海外扩张的经营实力，预计 FY2024-2026 分别实现营业收入 16.75/20.06/23.87 亿港元，同比增长 21%/20%/19%；实现归母净利润 4.03/4.94/6.06 亿港元，同比增长 28%/23%/23%，维持“增持”评级。

风险提示

收购医院经营爬坡不及预期，新建医院爬坡不及预期；智能电表订单量不及预期。

4.7 公司点评美年健康（002044）：股权激励落地，长期成长信心足

我们 2023 年 12 月 7 日发布公司点评美年健康（002044）：《股权激励落地，长期成长信心足》，核心观点如下：

事件

2023 年 12 月 7 日公司发布股权激励方案，考核目标：2024 年营业收入不低于 111 亿元或归母净利润不低于 8 亿元，2025 年营业收入不低于 128 亿元或归母净利润不低于 12 亿元，2026 年营业收入不低于 140 亿元或归母净利润不低于 15 亿元。

点评

股权激励彰显公司信心，长期成长空间广阔

根据股权激励计划，公司计划拟授予的股票期权数量为 7,828.50 万份，占本激励计划草案公告时公司股本总额 391,425.3923 万股的 2.00%。

从覆盖人群看，公司本次股权激励方案首次授予权益数量合计 360 人，包括 5 名高管、355 名中层管理人员及核心骨干人员，覆盖范围广，进一步绑定公司核心成员，长期发展动力足。

从费用影响看，公司预计摊销的股权激励费用总额为 1.34 亿元，2024~2027 年分别为 6167.61/4351.00/2313.39/582.91 万元。若加回，公司 2024-2026 年归母净利润将有望不低于 8.62/12.44/15.23 亿元。

投资建议：维持“买入”评级

公司是民营体检行业稀缺标的，内部精细化管理措施初见成效，本次股权激励方案的出台进一步增强市场信心，公司业绩兑现确定性进一步提高。我们看好公司在民营体检行业的长期发展空间，预计公司在 2023~2025 年将实现营业总收入 107.30/118.84/131.45 亿元人民币，同比增长 25.7%/10.8%/10.6%；将实现归母净利润 5.27/7.54/9.27 亿元，同比增长 198.8%/43.1%/23.0%，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险；参转控进展不及预期风险。

4.8 公司点评泽璟制药（688266.SH）：重组人凝血酶 BD 落地，13 亿元授权远大辽宁

我们 2023 年 12 月 7 日发布公司点评泽璟制药（688266.SH）：《重组人凝血酶 BD 落地，13 亿元授权远大辽宁》，核心观点如下：

事件

2023 年 12 月 7 日，泽璟制药发布《关于签署重组人凝血酶独家市场推广服务协议的公告》。公司于 2023 年 12 月 7 日与远大生命科学集团有限公司全资子公司远大辽宁签署《重组人凝血酶独家市场推广服务协议》。公司同意授权远大辽宁作为重组人凝血酶在大中华区（中国大陆地区、中国香港特别行政区、中国澳门特别行政区和中国台湾地区）的独家市场推广服务商。

事件点评

重组人凝血酶合作远大辽宁，国产独家大单品销售在望

根据协议约定，远大辽宁将向公司支付首付款和商业化里程碑款总金额为最高人民币 4 亿元（其中首付款 2.6 亿元、首次商业销售满 12 个月商业化里程碑款 1.4 亿元）。此外，在达到协议约定的销售里程碑事件后，远大辽宁将向公司支付至高 9.15 亿元的销售里程碑款，总交易金额高达 13.15 亿元，公司将向远大辽宁支付一定市场推广服务费。

远大辽宁专注于止血、麻醉镇痛及创面管理等领域，拥有国家一类新药注射用胶原酶和国内独家品种胶原酶软膏等多个上市产品，远大以注射用矛头蝮蛇血凝酶为代表的止血产品，连续多年销量处于国内领先地位，依托其已有渠道，将为新一代国产独家的止血产品——重组人凝血酶提供更好的销售前景，双方合作共赢，有望成就重组人凝血酶为新一代大单品药物。

重组人凝血酶是基于公司复杂重组蛋白新药和抗体新药研发及产业化平台开发的一种高度特异性人丝氨酸蛋白酶，是目前国内唯一采用重组基因技术生产的重组人凝血酶，通过 III 期临床试验验证，目前处于药品注册上市申请 NDA 阶段，获批在即。

Best in class 杰克替尼获批在即，进入注册兑现密集期

同处注册申请 NDA 阶段的，还有公司下一个重磅小分子药物 JAK 抑制剂杰克替尼，杰克替尼片是一种全新的 JAK 抑制剂类 1 类创新药，涉及肿瘤及自身免疫病两大领域，市场前景广阔。其中在骨髓纤维化领域是国产独家的 JAK 抑制剂靶向药物，预计 2030 年国内骨髓纤维化患者年新发 6.3 万，存量患者数预计约 30 万人。主要竞品芦可替尼 2021 年全球销售额达到 37.29 亿美元，公司杰克替尼的有效性及安全性均优于同类进口竞品芦可替尼，有望实现同类最佳产品（Best in class）进行国产替代。2022 年 10 月，杰克替尼片治疗骨髓纤维化 NDA 受理，已经完成注册检验、临床核查和二合一现场核查，有望在 2024 年初获批上市。

First in class CD3/DLL3/DLL3 三抗潜力初现，未来大 BD 潜力

作为具有国际化视野的创新药公司，公司致力开发国内及全球领先的创新药物，公司生物药多抗平台的多款双靶点、三靶点抗体产品进度处于全球领先梯队。公司 ZG006 CD3/DLL3/DLL3 三特异性抗体靶点潜力初显，其同类产品 Amgen 的 CD3/DLL3 双抗近日公布其治疗后线 SCLC 的 2 期临床数据，ORR 高达 40%，靶点有效性得到初步验证；上个月，传奇生物的同靶点细胞治疗药物 DLL3 CAR-T 以 1 亿美金首付款+10.1 亿美金里程碑付款授权给诺华，靶点得到 MNC 认可。公司的 ZG006 CD3/DLL3/DLL3 三抗是国内唯一对标产品，进度为全球首款，潜力巨大，未来有望形成大额授权交易，目前处于全球 1/2 期临床阶段，前景可期。

同时公司的 PD-1/TIGIT、VEGF/TGF- β 双抗已获得中美临床试验许可，正在进行 1/2 期临床试验，LAG3/TIGIT、TAA/CD3、KRAS G12C 等管线丰富，并且均无同类产品上市，进度为全球前列。

投资建议：维持“买入”评级

我们预计 2023-2025 年泽璟制药营业收入分别为 4.11 亿元、9.90 亿元、19.59 亿元，同比增长分别为 36.0%、140.9%、97.9%；归母净利润为-3.65 亿元、-1.88 亿元、2.20 亿元，同比增长分别为 20.3%、48.5%、217.2%。我们看好公司重组人凝血酶、杰克替尼等产品即将上市商业化，CD3/DLL3/DLL3 等多个 FIC 管线的推进为公司带来长期增长驱动，有望成为下一代综合型创新制药企业。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、销售浮动风险。

风险提示：

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

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

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

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

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

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

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

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