

证券研究报告

# 行业周报：电生理行业需求旺盛，多种消 融方式共同发展推动行业扩容

## 生物医药行业 强于大市

平安证券研究所生物医药团队

分析师：叶寅 投资咨询资格编号：S1060516070001 邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

倪亦道 投资咨询资格编号：S1060518070001 邮箱：NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

韩盟盟 投资咨询资格编号：S1060519060002 邮箱：HANMENG005@PINGAN.COM.CN

李颖睿 投资咨询资格编号：S1060520090002 邮箱：LIYINGRUI328@PINGAN.COM.CN

裴晓鹏 投资咨询资格编号：S1060523090002 邮箱：PEIXIAOPENG719@PINGAN.COM.CN

2024年01月29日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

## 周观点

### 行业观点

**电生理行业需求旺盛，多种消融方式共同发展推动行业扩容。**

国内过速性心律失常患者基数庞大，电生理需求旺盛。随着国内老龄化加速、不健康生活方式增加，国内心血管发病率和死亡率不断升高。过速性心律失常是心血管常见病症，根据弗若斯特沙利文统计，2022年中国房颤患者超2078万人、室上速患者超339万人、室速患者超248万人，相关治疗需求旺盛。心脏电生理消融治疗经过多年临床研究证实，在维持窦性心律和改善生活质量等方面优于药物治疗，在临床指南和共识中推荐级别不断上升，推动市场快速发展。目前电生理行业仍处于技术快速迭代期，相较于庞大的人群基数，手术治疗渗透率仍然较低，预计全球包括中国市场电生理手术量有望保持快速增长趋势。

**多种消融方式并存，各有优劣共同发展。**电生理相关器械技术壁垒极高，其中三维磁电结合定位技术、高密度标测模块、压力感知模块、射频消融技术、冷冻消融技术等较难突破，且“系统+设备+耗材+闭源”逐渐成为行业主流方式，企业先发优势愈加明显。标测导管上高密度标测效果更好，是突破房颤等复杂术式必备产品；治疗导管可通过射频、冷冻和脉冲三种方式进行消融治疗。这三种消融方式各有优劣，有望共同发展。其中射频消融可以提高房颤治疗率，显著提升患者生活质量，但有一定复发和并发症风险；而冷冻球囊消融术相对更为简单，并减少了血栓形成、肺静脉狭窄、心房食管瘘的风险，但是对非肺静脉起源的复杂过速心律失常不如射频消融术灵活，效果尚不确切；脉冲场消融具备组织选择性消融特征，效率和安全性更高，操作更易上手，但目前临床证据较少，且高压电脉冲可能引发患者心率、血压升高等仍需要全麻手术，已上市的非线性PFA导管仍存在仅消融环肺静脉的局限等。

**国内企业高端产品进展不断，迎来国产替代重要拐点。**电生理市场国产化率较低，根据弗若斯特沙利文统计2020年国产企业市场份额不足20%，主要由于高端导管等产品欠缺，其中房颤等复杂心律失常射频消融术式必需的高密度标测及压力感知消融导管长期被外资厂商占据。近两年来国产企业不断发展，多款高端产品陆续获批上市，填补国产空白，其中微电生理的高密度标测导管和压力感知射频消融导管已分别于2022年10月和12月获批上市，实现国产空白突破；微电生理、康洋生物的冷冻消融系统产品已于2023年相继获批，打破美敦力垄断；2023年12月锦江电子脉冲场消融系统获得NMPA注册上市，成为国内首款获批上市的电生理脉冲消融产品，国产替代迎来重要拐点，未来长期发展值得期待！**建议关注产品布局完善、设备装机量靠前的国产优质厂商，如微电生理、惠泰医疗等。**



## 周观点

### 投资策略

**主线一：**围绕创新，布局“空间大”“格局好”的品类，如阿尔兹海默、核医学、高端透皮贴剂等细分领域投资机会，建议关注东诚药业、九典制药、一品红、康辰药业、恒瑞医药、中国同辐、和黄医药、君实生物等。**主线二：**掘金海外市场大有可为，建议关注药明生物、凯莱英、康龙化成、博腾股份、新产业、奥浦迈、药康生物、健友股份、苑东生物、司太立等。**主线三：**关注其他景气度边际转暖的赛道，如器械、药店、口腔和中医医疗服务等领域，建议关注安杰思、心脉医疗、微电生理、爱康医疗、益丰药房、固生堂、通策医疗等。

## 重点关注公司

- **东诚药业：**1) 核医学行业层面催化剂不断，23年有望诞生首个10亿美金大品种。同时在AD诊断领域应用潜力大。2) 东诚核医学全产业链布局，尤其是核药房网络具备稀缺性，未来有望承接国内外核药CDMO业务。3) 公司即将进入核药研发收获期，未来每年保持1-2个产品获批。1.1类创新核药即将进入3期临床。
- **九典制药：**1) 公司是国内经皮给药龙头，新型外用贴剂布局丰富，格局好，市场大。酮洛芬凝胶贴膏即将进入医保目录。2) 积极布局OTC和线上渠道，进一步提前单品天花板和盈利能力。3) 业绩未来3年有望保持CAGR在30%以上。
- **一品红：**公司是国内儿童药龙头，为政策鼓励方向，产品持续丰富。1类痛风创新药AR882进入全球三期，有望成为BIC。痛风石二期数据即将公布。23Q3受反腐影响，业绩短期承压，反腐情绪好转后业绩有望迎来快速反弹。预计23/24年净利润分别为3.41/4.90亿元，24年PE21倍，性价比高。
- **凯因科技：**公司是国产泛基因型丙肝口服方案龙头，核心品种凯力唯高速放量。研发方面，目前长效干扰素乙肝功能性治愈适应症处于临床3期，乙肝功能性治愈市场空间大，竞争格局好，目前处于3期的只有凯因科技和特宝生物。预计23/24年净利润分别为1.24/1.70亿元，对应24年PE为26倍。
- **康辰药业：**核心产品苏灵医保解限后快速放量，3年CAGR在30%以上，带动公司净利润增长保持在30%左右。创新药核心品种KC1036是多靶点小分子抑制剂，针对各种实体瘤，目前食管鳞癌和胸腺癌适应性处于临床2期，食管鳞癌2期初步数据显示ORR达到30%左右，有望成为BIC。预计23/24年净利润分别为1.64/1.90亿元，对应24年PE为26倍。
- **昆药集团：**目前与华润三九处于百日融合阶段，公司CHC业务逐步接入三九商道，截至三季度末已完成20个省区一级经销商整个工作。公司聚焦于慢病管理和精品国药业务，看好发展潜力持续释放。预计23/24年净利润分别为5.68/6.88亿元，对应24年PE为20倍。
- **贵州三力：**核心品种开喉剑持续放量，带动公司业绩持续快速增长。23年11月汉方纳入合并报表范围，公司外延并购持续兑现。不考虑汉方并表，预计23/24年净利润分别为2.55/3.15亿元，对应24年PE为22倍，若考虑汉方并表，则公司表现增速更快，性价比突出。

## 重点关注公司

- **安杰思**：消化内镜耗材领域龙头公司，核心产品如止血夹、双极产品、圈套器、活检钳等技术领先，临床认可度高，国内通过止血夹、双极刀等明星产品不断提升份额，海外ODM合作关系稳固、自有品牌开始放量，国内外空间广阔，目前处于快速发展期。预计公司2023/2024年收入分别为5.09/6.88亿元，归母净利润分别为2.03/2.68亿元。
- **药明生物**：大分子生物CDMO龙头企业，凭借领先的技术布局和强大的开发能力，在全球享有较高行业地位，不惧同行竞争。公司从R和D端业务起步，积累了丰富的项目漏斗，近年来随客户项目推进，逐渐向M端延伸。结合持续落地的中、大型产能，公司的项目管线有望将持续带来更丰厚的回报。
- **微电生理**：心脏电生理领域国产龙头公司，国产首家全面具备射频、冷冻、脉冲三种消融方式公司，并在三维手术量上优势显著，累计超过4万台，积累了大量临床反馈，为后续高端产品放量奠定基础。电生理行业国产化率不足20%、国产替代空间广阔，公司率先获批高密度标测导管、压力感知射频导管、冷冻消融导管等高端产品，填补国产空白，有望全面进军房颤等核心市场，引领国产替代。公司四季度手术量恢复明显，明年集采影响逐步减弱、高端产品开始放量，公司迎来发展拐点。
- **奥浦迈**：公司是国产培养基龙头企业，其培养基产品具有媲美进口的性能及批间差，并能提供优质的配套服务。蛋白/抗体培养基国产化率低，叠加国产创新药上市放量带动培养基需求增加，国内市场大有可为。同时公司抓住欧美生物类似药爆发的机遇，积极布局海外市场。24年起公司国内外产品陆续迎来放量，有望带动业绩高增长。预计公司2023/2024年收入分别为2.32/4.15亿元，归母净利润分别为0.57/1.19亿元。

## 周观点

### 行业要闻荟萃

1) 诺和诺德口服司美格鲁肽在华获批上市；2) 辉瑞CGRP受体拮抗剂在华获批上市，重磅口服偏头痛新药；3) 7亿美元！康宁杰瑞/思路迪PD-L1单抗部分海外权益授权给Glenmark；4) 1月24日，药明合联宣布与韩国生物制药公司签署合作备忘录（MOU），为包括抗体偶联药物（ADC）在内的生物偶联药开发和生产提供全面的综合服务。

### 行情回顾

上周A股医药板块下跌2.73%，同期沪深300指数上涨1.96%，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第26位。上周H股医药板块下跌3.40%，同期恒生综指上涨3.52%，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第11位。

### 风险提示

1) 政策风险：医保控费、药品降价等政策对行业负面影响较大；2) 研发风险：医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3) 公司风险：公司经营情况不达预期。

## 关注标的

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级
		2024/ 1/ 26	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
东诚药业	002675. SZ	15. 41	0. 37	0. 46	0. 57	41. 4	33. 5	27. 0	强烈推荐	
凯莱英	002821. SZ	91. 44	8. 93	7. 22	5. 41	10. 2	12. 7	16. 9	强烈推荐	
固生堂	2273. HK	40. 82	0. 76	1. 11	1. 48	53. 7	36. 8	27. 6	强烈推荐	
迈瑞医疗	300760. SZ	284. 32	7. 92	9. 61	11. 61	35. 9	29. 6	24. 5	推荐	
心脉医疗	688016. SH	176. 00	4. 31	6. 82	8. 88	40. 8	25. 8	19. 8	推荐	
新产业	300832. SZ	72. 10	1. 69	2. 10	2. 71	42. 7	34. 3	26. 6	推荐	
通策医疗	600763. SH	66. 12	1. 71	2. 22	2. 85	38. 7	29. 8	23. 2	推荐	
九典制药	300705. SZ	30. 56	0. 78	1. 04	1. 37	39. 1	29. 4	22. 3	推荐	
昆药集团	600422. SH	18. 34	0. 51	0. 75	0. 91	36. 3	24. 5	20. 2	推荐	
一品红	300723. SZ	23. 15	0. 64	0. 75	1. 08	36. 2	30. 9	21. 4	推荐	
康缘药业	600557. SH	17. 42	0. 74	0. 98	1. 23	23. 4	17. 8	14. 2	推荐	
苑东生物	688513. SH	52. 38	2. 05	2. 17	2. 78	25. 5	24. 1	18. 8	推荐	



## 行业要闻荟萃



### 1. 诺和诺德口服司美格鲁肽在华获批上市

1月26日，诺和诺德司美格鲁肽片获国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，用于治疗2型糖尿病。这是国内首个获批上市的口服GLP-1（胰高血糖素样肽-1）受体激动剂。

**点评：**司美格鲁肽是一款长效GLP-1受体激动剂。GLP-1不仅以葡萄糖浓度依赖的方式促进胰岛素分泌，还能抑制胰高血糖素分泌；同时还可延缓胃排空，通过中枢性的食欲抑制来减少进食量，有利于降低血糖和减轻体重。因此，司美格鲁肽具有多重作用，包括优异的降糖、减重效果以及明确的心血管获益等。司美格鲁肽片（商品名：诺和忻®）是司美格鲁肽的口服剂型，由司美格鲁肽和吸收增强剂SNAC组成。SNAC可以局部升高pH从而保护司美格鲁肽不被蛋白酶降解，另一方面还能促进司美格鲁肽跨细胞转运来增强胃内吸收。

根据医药魔方数据库，目前中国已有9款GLP-1受体激动剂获批上市，而仅有司美格鲁肽片一款为口服制剂，摆脱了注射带来的不便和心理折磨。



### 2. 辉瑞CGRP受体拮抗剂在华获批上市，重磅口服偏头痛新药！

1月26日，辉瑞宣布，其偏头痛药物硫酸瑞美吉泮口崩片（Rimegepant）在华获批上市，用于成年人有或无先兆偏头痛的急性治疗。

**点评：**Rimegepant是全球首个且唯一一个采用专利口崩片技术的降钙素基因相关肽（CGRP）受体拮抗剂，2020年2月首次获FDA批准用于成人急性偏头痛的治疗，2021年5月，又扩展新适应症，用来预防成人发作性偏头痛。

2021年11月，辉瑞以12.4亿美元引进Biohaven的两款偏头痛药物Rimegepant和Zavegepant。2022年5月，辉瑞以约116亿美元收购Biohaven，获得了后者的CGRP项目，包括Rimegepant、Zavegepant以及5个临床前项目。2022年财报显示，Rimegepant上市第二年销售额便从0.64亿美元飙升到4.63亿美元，增势强劲。



## 行业要闻荟萃



### 3. 康宁杰瑞/思路迪PD-L1单抗部分海外权益授权给Glenmark

1月25日，康宁杰瑞与3D Medicines（思路迪医药）共同宣布，双方就皮下注射PD-L1抗体药物恩沃利单抗注射液与Glenmark全资附属公司GSSA达成协议，授予Glenmark在印度、亚太地区（除新加坡、泰国、马来西亚）、中东和非洲、俄罗斯、独联体和拉丁美洲的肿瘤适应症开发和商业化独家许可权益。有关KN035开发及商业化费用由Glenmark自行承担。

**点评：**根据许可协议，许可人将向GSSA收取包含不可退还首付款以及基于若干开发、监管及商业化进展的里程碑付款共计7.008亿美元，并按恩沃利单抗净销售额级别收取单位数至双位数百分比特许权使用费。许可人各自根据许可协议收取付款（包括预付款、里程碑付款及特许权使用费）的权利须受康宁杰瑞与思路迪医药订立的协议所规限。康宁杰瑞保留全球范围内为任何目的而生产恩沃利单抗的独家权利。思路迪医药保留在该地区以外于肿瘤领域为任何目的的开发及商业化权利。



### 4. 分拆上市后仅2月，药明合联拿下海外ADC大单

1月24日，药明合联宣布与韩国生物制药公司Celltrion Inc. (068270.KS) 签署合作备忘录（MOU），为包括抗体偶联药物（ADC）在内的生物偶联药开发和生产提供全面的综合服务。

**点评：**根据合作备忘录，Celltrion将委托药明合联作为主要服务提供商，在全球范围内为每个综合项目提供从工艺开发到GMP生产的服务。药明合联将成为支持Celltrion创新管线进展的战略服务合作伙伴，提供从工艺开发到一站式GMP生产的全面服务，赋能Celltrion公司加速ADC管线的高质量开发。

2023年7月，药明生物宣布分拆药明合联并于港交所主板独立上市。同日，药明合联递交招股书。2023年11月17日，药明合联成功在香港联合交易所主板挂牌上市。现距离分拆上市仅两个月多时间，药明合联就锁定了一家大客户，致力于将自己打造成一流的ADC合同研究、开发和生产机构。



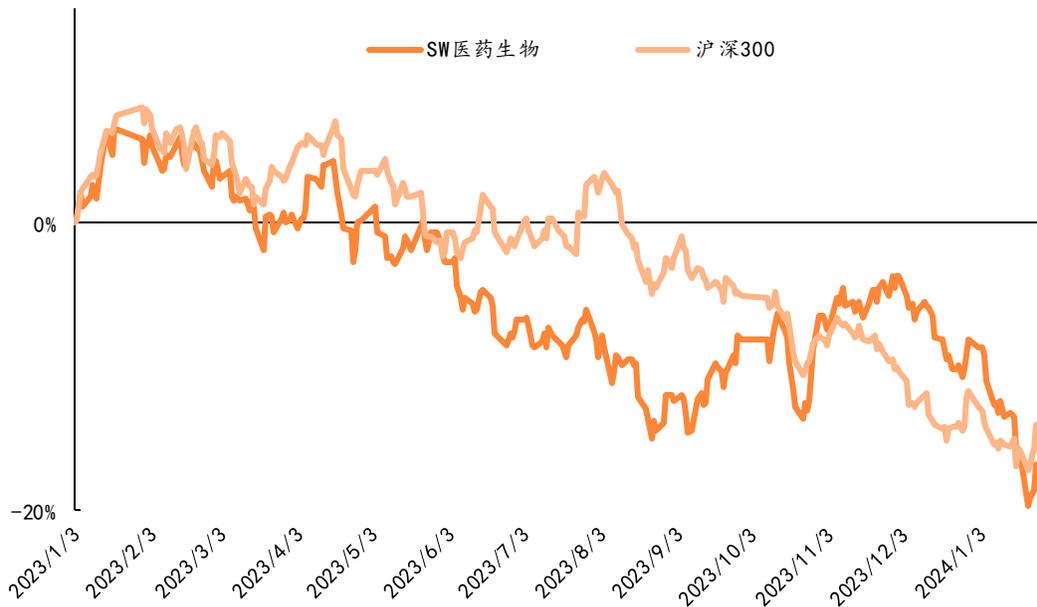
# 涨跌幅数据

## 本周回顾

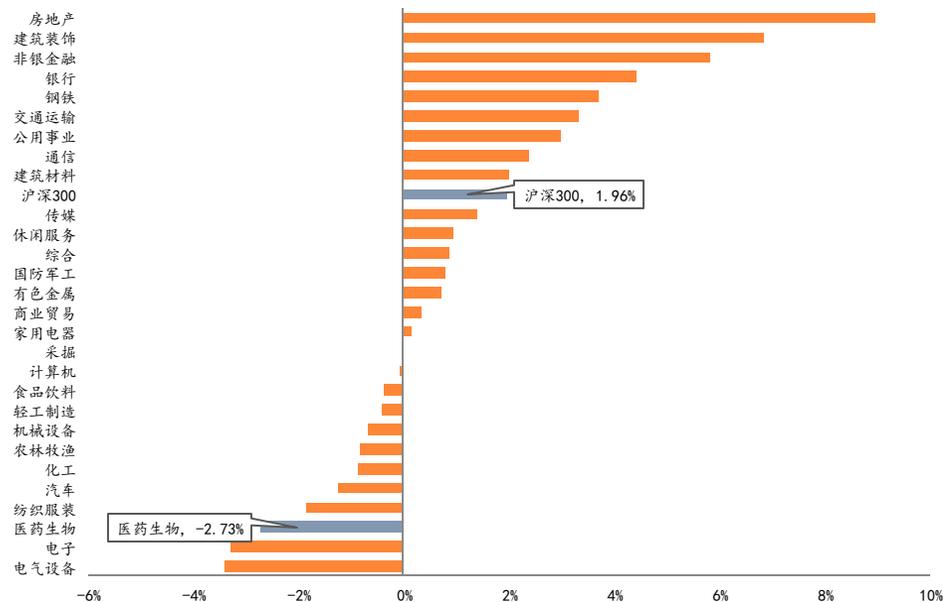


上周医药板块下跌2.73%，同期沪深300指数上涨1.96%；申万一级行业中16个板块上涨，11个板块下跌，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第26位。

医药行业2023年初至今市场表现



全市场各行业上周涨跌幅



数据来源: wind, 平安证券研究所



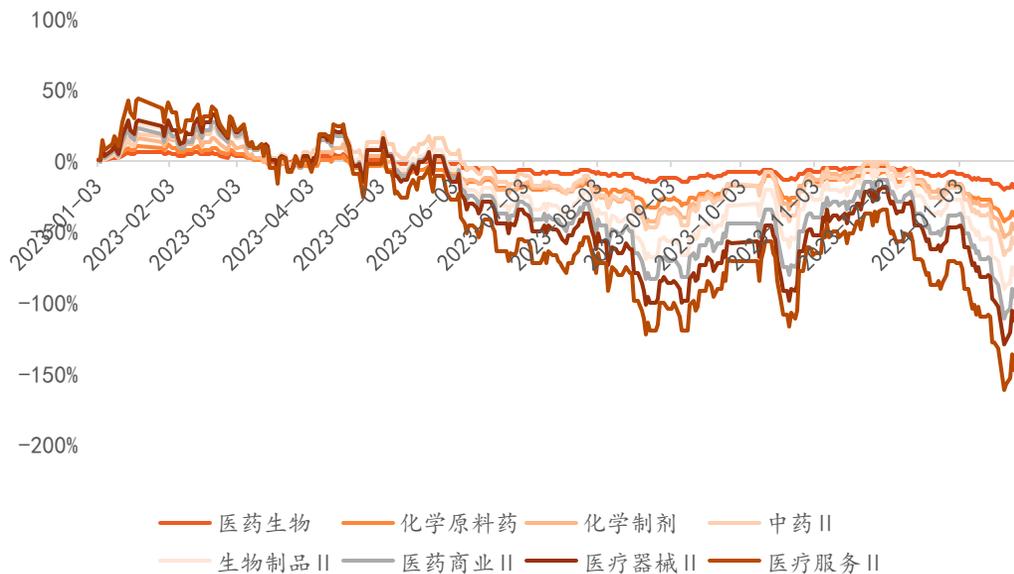
# 涨跌幅数据

## 本周回顾

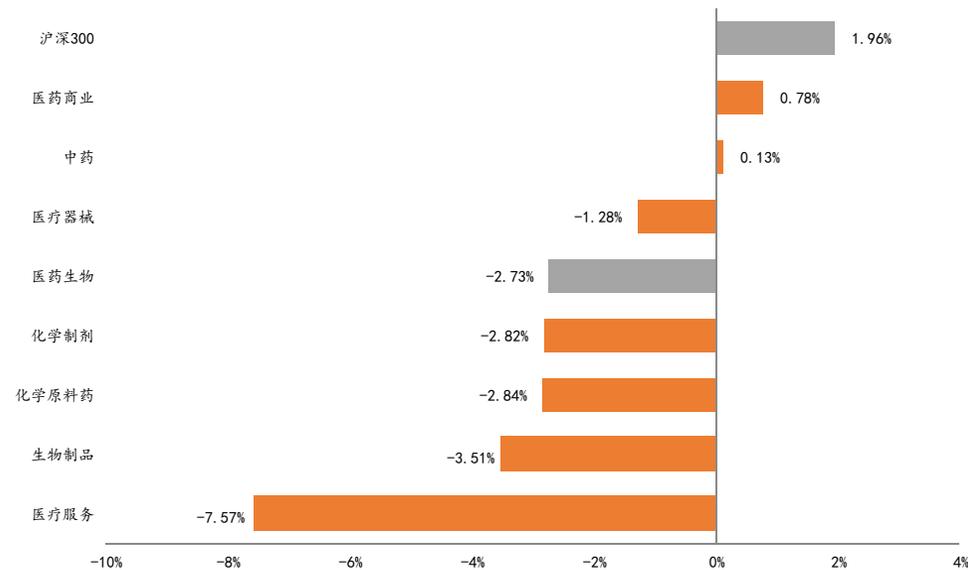
医药子行业中仅医药商业、中药上涨，其余下跌。其中涨幅最大的是医药商业，涨幅0.78%，跌幅最大的是医疗服务，跌幅7.57%。

截止2024年1月26日，医药板块估值为24.95倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部A股（剔除金融）的估值溢价率为40.87%，低于历史均值54.24%。

医药板块各子行业2023年初至今市场表现



医药板块各行业上周涨跌幅



数据来源: wind, 平安证券研究所



## 上周医药行业涨跌幅靠前个股

### 本周回顾



上周医药生物A股标的中：

涨幅TOP3：开开实业（+38.23%）、江苏吴中（+12.43%）、吉药控股（+10.42%）。

跌幅TOP3：一品红（-15.01%）、美迪西（-14.92%）、康龙化成（-13.92%）。

表现最好的15支股票				表现最差的15支股票			
序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%	序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%
1	600272.SH	开开实业	38.23	1	300723.SZ	一品红	-15.01
2	600200.SH	江苏吴中	12.43	2	688202.SH	美迪西	-14.92
3	300108.SZ	吉药控股	10.42	3	300759.SZ	康龙化成	-13.92
4	600056.SH	中国医药	10.40	4	603259.SH	药明康德	-11.92
5	900943.SH	开开B股	10.00	5	300298.SZ	三诺生物	-11.42
6	000999.SZ	华润三九	8.88	6	603127.SH	昭衍新药	-11.36
7	000028.SZ	国药一致	7.94	7	002433.SZ	太安堂	-10.95
8	300086.SZ	康芝药业	7.30	8	300347.SZ	泰格医药	-10.20
9	600062.SH	华润双鹤	6.99	9	600976.SH	健民集团	-9.40
10	601607.SH	上海医药	6.47	10	600557.SH	康缘药业	-9.08
11	688108.SH	赛诺医疗	6.10	11	002821.SZ	凯莱英	-8.98
12	600833.SH	第一医药	5.92	12	000963.SZ	华东医药	-8.42
13	600518.SH	ST康美	5.56	13	300725.SZ	药石科技	-8.41
14	200028.SZ	一致B	5.52	14	600129.SH	太极集团	-8.40
15	600671.SH	天目药业	5.49	15	300244.SZ	迪安诊断	-8.31



## 港股医药板块行情回顾



上周恒生医疗保健指数下跌3.40%，同期恒生综指上涨3.52%；WIND一级行业10个板块上传，1个板块下跌，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第11位；医药子行业中涨幅最大的是香港医疗保健提供商与服务(887175.WI)，涨幅1.42%，跌幅最大的是香港生命科学工具与服务(887179.WI)，跌幅16.80%。截止2024年1月26日，医药板块估值为12.18倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部H股的估值溢价为63.18%，低于历史均值145.11%。

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。