



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

# 科技与消费属性兼备的医药板块星辰大海

——医药行业研究框架与近期投资观点

分析师：谭国超(S0010521120002)

邮箱：tangc@hazq.com

2024年4月23日

华安证券研究所

## 风险提示

- ❑ 创新药研发不及预期的风险；
- ❑ 审批注册不及预期的风险；
- ❑ 医药政策相关风险；
- ❑ 国际供应链变动风险；
- ❑ 国际汇率变动风险；
- ❑ 地缘政治与贸易冲突风险；
- ❑ 技术人才紧缺和人才流失的风险。

## 医药产业链：全球的联动

■ 据美国国土安全和政府事务委员会官网会议记录，美东时间2024年3月6日，该委员会以11:1的投票结果通过了S.3558议案。该议案后续仍须经过参众两院投票、总统签署等程序。

S.3558是一份禁止与某些生物技术供应商签订合同以及出于其他目的的议案 (a bill to prohibit contracting with certain biotechnology providers, and for other purposes)，于2023年12月20日由Peters议员提出。Peters议员同时为国土安全和政府事务委员会主席。

■ 多个CXO产业链公司第二天股价大幅下跌。

### CXO相关公司国外收入占比

证券代码	证券名称	2022年国外收入占比 (%)	2021年国外收入占比 (%)	2023H1年国外收入占比 (%)
300363.SZ	博腾股份	89.8699	78.1321	85.0423
002821.SZ	凯莱英	84.7491	86.176	83.427
300759.SZ	康龙化成	81.6255	82.8456	--
603259.SH	药明康德	80.8761	74.6654	82.9004
300347.SZ	泰格医药	48.8224	46.9288	43.4553

资料来源：Wind、华安证券研究所

注：数据截止日期为2024.3.7

### 2024年3月7日CXO产业链相关公司股价情况

代码	名称	涨幅	年初至今	总市值
2392	巨星医疗控股	-22.39%	+15.56%	1.21亿
2269	药明生物	-21.47%	-42.30%	727.30亿
2359	药明康德	-20.56%	-43.36%	1329亿
3759	康龙化成	-15.95%	-40.71%	167.70亿
2616	基石药业-B	-13.33%	-59.91%	11.69亿
300759	康龙化成	-10.22%	-24.81%	389.50亿
603259	药明康德	-9.99%	-27.35%	1561亿
2171	科济药业-B	-8.75%	-10.15%	33.62亿
3347	泰格药业	-8.38%	-30.41%	214.60亿
300255	常山药业	-7.85%	-7.92%	110.10亿
9939	开拓药业-B	-7.55%	-39.88%	4.39亿
9995	荣昌生物	-7.51%	-42.46%	117.30亿
300966	共同药业	-7.41%	-25.42%	19.75亿
6127	昭衍新药	-7.31%	-32.97%	64.64亿
2162	康诺亚-B	-7.21%	-38.39%	84.62亿
688293	奥浦迈	-7.21%	-27.22%	46.08亿
002821	凯莱英	-7.20%	-16.87%	356.80亿
300347	泰格医药	-6.96%	-25.09%	359.30亿
0853	微创医疗	-6.80%	-23.52%	118.10亿
1877	君实生物	-6.77%	-41.87%	111.40亿
603456	九洲药业	-6.63%	-22.06%	169.70亿
688202	美迪西	-6.61%	-42.73%	52.74亿
1873	维亚生物	-6.60%	-52.86%	10.70亿
002923	润都股份	-6.44%	-5.75%	38.95亿
9996	沛嘉医疗-B	-6.19%	-36.40%	31.93亿



华安证券

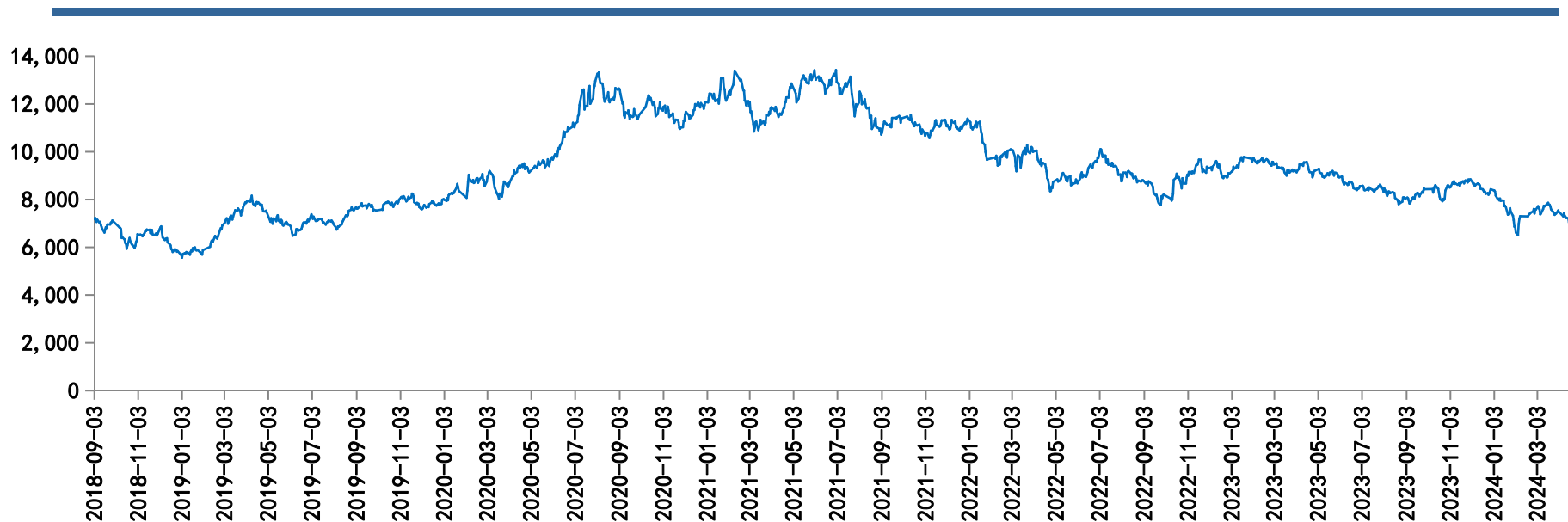
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

## 医药过去7年的申万医药指数：2018/09至2024/04

- 2018年年底~2019年年初：首次国采
- 2020年7月~2021年7月：适应中前行
- 2021年7月至今：单边下跌

2018年9月-2024年4月申万医药指数



资料来源：Wind、华安证券研究所

注：数据截止日期为2024.4.19

华安证券研究所



# 目录

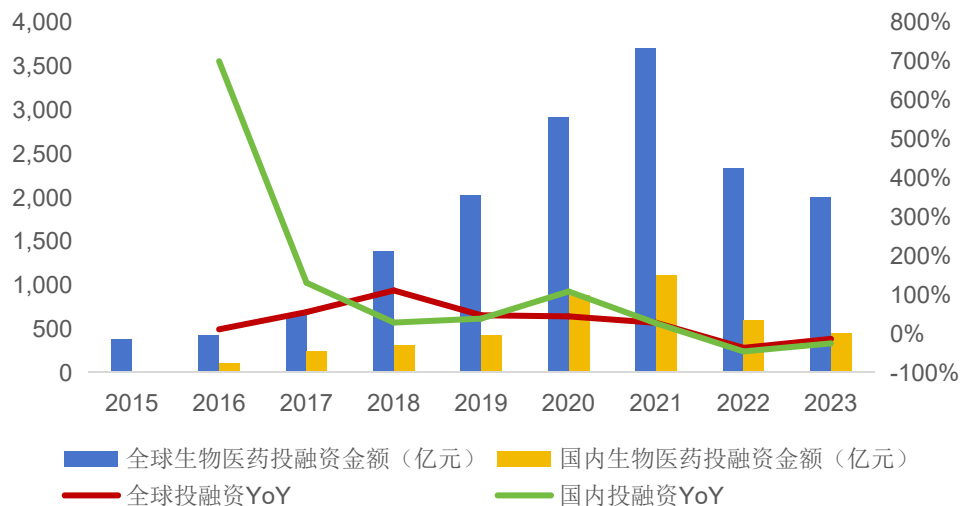
- **1.框架：医药产业的产品供需、支付端和交易端**
- **2.回顾：医药产业过去十年历程的创新引领**
- **3.展望：传统和科技创新引领，兼顾国际化和现金流**



## 投融资：2023年生物医药领域交易数量有所增加，但投融资总额下降

- 生物医药领域的投融资整体经历2016-2021年的几年持续攀升后，2021年达到投融资金额和数量的高峰，全年全球范围内实现交易3699亿元，促成1273笔交易。
- 2022与2023年逐步归于平稳与理性，一方面，全球经济景气度有所下行，另一方面，生物医药领域因多年的资金偏好估值泡沫需要消化，并且后期项目估值较高，市场风格也逐步转向投早期、投小项目。2022与2023年全球生物医药投融资金额分别同比下降约37%、14%；单笔交易平均金额分别同比下降27%、20%。

### 2015-2023年投融资金额及增速情况



### 2015-2023年投融资数量情况



# IPO保荐：A股生物医药公司IPO保荐机构较为集中

- 2019年以来，A股生物医药行业共有198家企业成功IPO，这些IPO项目中，保荐数目前五的保荐机构分别是：中信证券股份有限公司（39个）、华泰联合证券有限责任公司（23个）、海通证券股份有限公司（22个）、中国国际金融股份有限公司（19个）、民生证券股份有限公司（16个）。

## 2019年至今A股生物医药公司IPO保荐机构情况梳理

保荐机构	保荐数目	保荐机构	保荐数目	保荐机构	保荐数目
中信证券股份有限公司	39	南京证券股份有限公司	3	申港证券股份有限公司	1
华泰联合证券有限责任公司	23	摩根大通证券（中国）有限公司	3	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	1
海通证券股份有限公司	22	国信证券股份有限公司	3	华英证券有限责任公司	1
中国国际金融股份有限公司	19	广发证券股份有限公司	3	华融证券股份有限公司	1
民生证券股份有限公司	16	长城证券股份有限公司	2	华菁证券有限公司	1
国泰君安证券股份有限公司	13	平安证券股份有限公司	2	华创证券有限责任公司	1
中信建投证券股份有限公司	11	开源证券股份有限公司	2	华安证券股份有限公司	1
国金证券股份有限公司	9	国都证券股份有限公司	2	红塔证券股份有限公司	1
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	7	方正证券承销保荐有限责任公司	2	国元证券股份有限公司	1
西部证券股份有限公司	6	东方花旗证券有限公司	2	国新证券股份有限公司	1
东兴证券股份有限公司	5	财通证券股份有限公司	2	国投证券股份有限公司	1
安信证券股份有限公司	5	中原证券股份有限公司	1	国海证券股份有限公司	1
中泰证券股份有限公司	4	中天国富证券有限公司	1	高盛高华证券有限责任公司	1
招商证券股份有限公司	4	中德证券有限责任公司	1	高盛(中国)证券有限责任公司	1
光大证券股份有限公司	4	浙商证券股份有限公司	1	东吴证券股份有限公司	1
东方证券承销保荐有限公司	4	粤开证券股份有限公司	1	川财证券有限责任公司	1
长江证券承销保荐有限公司	3	甬兴证券有限公司	1	渤海证券股份有限公司	1
瑞银证券有限责任公司	3	英大证券有限责任公司	1		

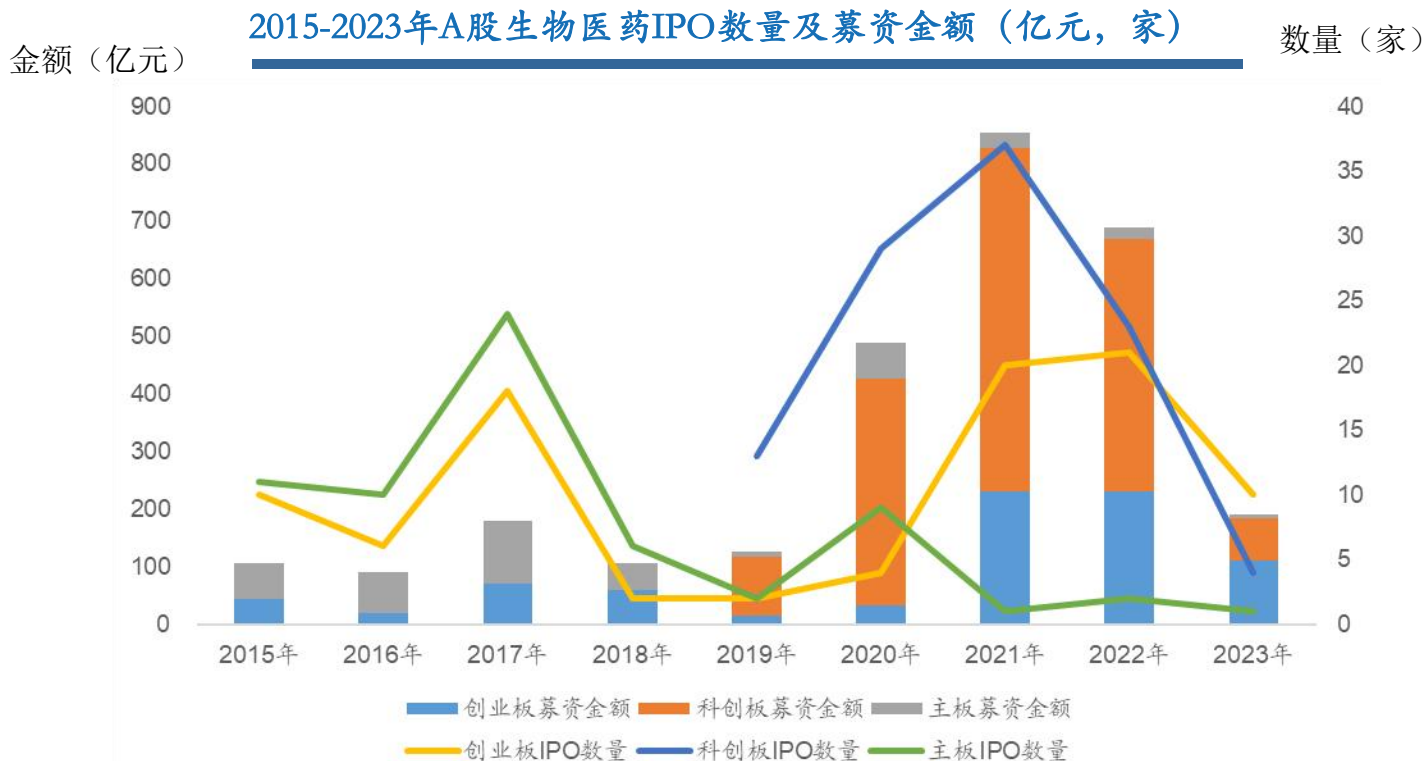
资料来源：同花顺iFinD，各公司招股说明书、华安证券研究所

注：统计数据包含联席主承销商



## IPO保荐：A股生物医药IPO数量及融资金额缩紧

- A股生物医药上市融资情况与上述投融资情况类似，2021年为生物医药最为繁荣之时。自2019年6月科创板开板后，为生物医药提供了极为便利的融资通道。2022年，一方面科创板审理收紧，另一方面生物医药领域估值消化，使得企业IPO的融资效应有所弱化，企业IPO趋于理性。



资料来源：Wind、华安证券研究所

## IPO保荐：港股生物医药公司IPO保荐机构集中度高

- 2019年以来，港股医疗保健行业共有112家企业成功IPO。在这些IPO项目中，保荐数目前五的保荐机构分别是：中国国际金融香港证券有限公司（41个）、摩根士丹利亚洲有限公司（33个）、高盛(亚洲)有限责任公司（32个）、中信证券(香港)有限公司（15个）、海通国际资本有限公司（10个）、华泰金融控股(香港)有限公司（10个）。

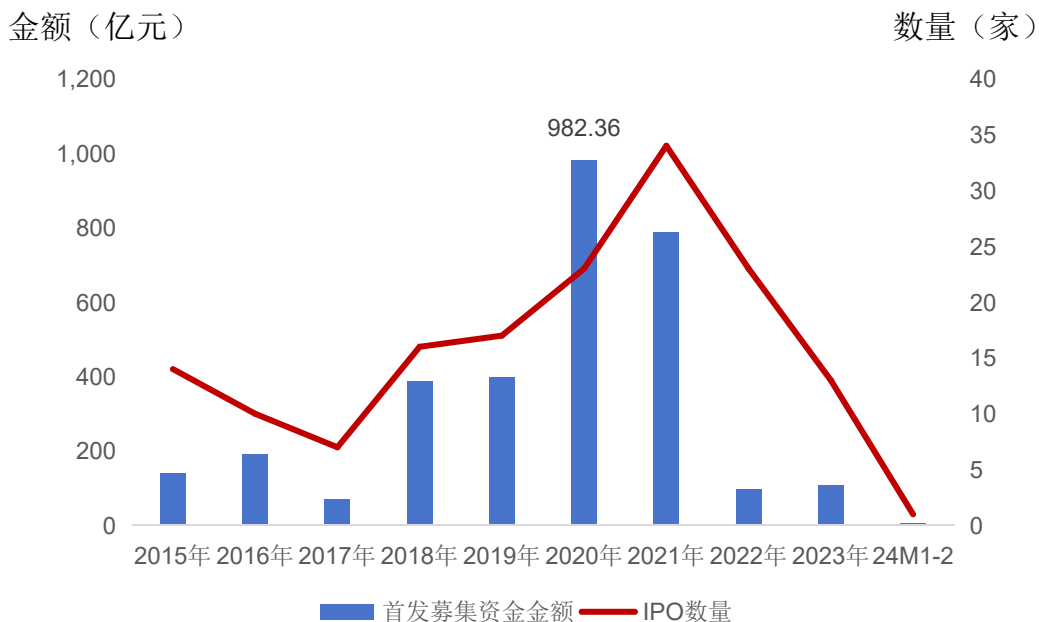
### 2019年至今港股生物医药公司IPO保荐机构情况梳理

保荐机构	保荐数目	保荐机构	保荐数目	保荐机构	保荐数目
中国国际金融香港证券有限公司	41	招银国际融资有限公司	3	法国巴黎证券(亚洲)有限公司	1
摩根士丹利亚洲有限公司	33	瑞士信贷(香港)有限公司	3	摩根大通证券(远东)有限公司	1
高盛(亚洲)有限责任公司	32	麦格理资本股份有限公司	2	浦银国际融资有限公司	1
中信证券(香港)有限公司	15	建银国际金融有限公司	2	中国光大融资有限公司	1
海通国际资本有限公司	10	创升融资有限公司	2	中国银河国际证券(香港)有限公司	1
华泰金融控股(香港)有限公司	10	交银国际(亚洲)有限公司	2	东吴证券国际融资有限公司	1
J.P. Morgan Securities (Far East) Limited	10	东方融资(香港)有限公司	2	国信证券(香港)融资有限公司	1
UBS Securities Hong Kong Limited	8	中银国际亚洲有限公司	2	申万宏源融资(香港)有限公司	1
花旗环球金融亚洲有限公司	7	海通国际证券有限公司	1	招商证券(香港)有限公司	1
富瑞金融集团香港有限公司	6	安信融资(香港)有限公司	1	工银国际融资有限公司	1
美林远东有限公司	6	西证(香港)融资有限公司	1	复星国际证券有限公司	1
中信建投(国际)融资有限公司	4	国金证券(香港)有限公司	1	鼎佩证券有限公司	1

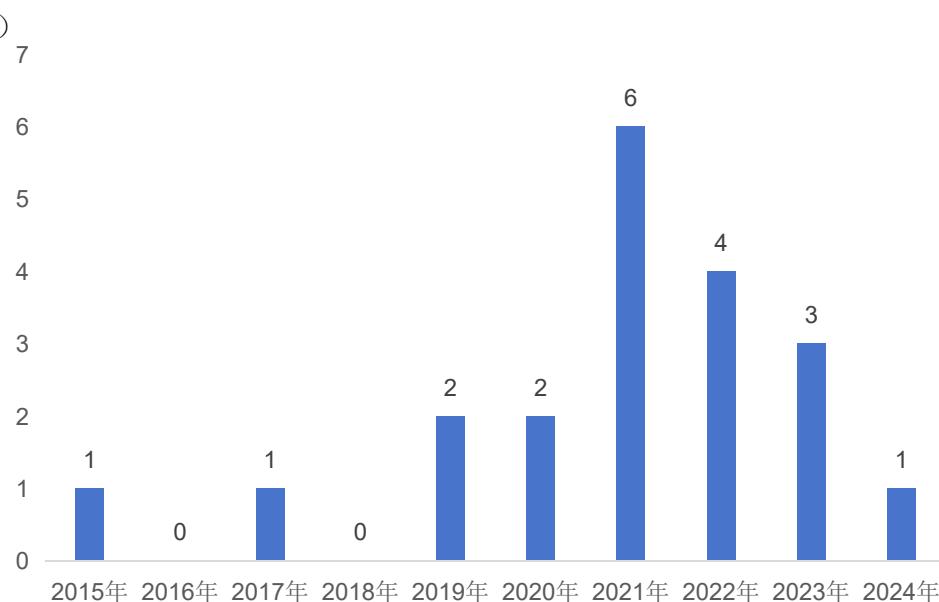
## IPO保荐：H股叠加外部环境的影响，表现更为冷淡

- 从募资规模看，2021年港股医药IPO同样是近年鼎盛期，总金额达到789亿元，共34家企业医药企业成功IPO（行业分类参考港交所行业类-医疗保健业）。
- 但同时因港股二级市场遇冷等因素，较多企业自2021年起，出现上市首日破发的情况。

### 2015至24M1-2港股生物医药IPO及募资情况（亿元，家）



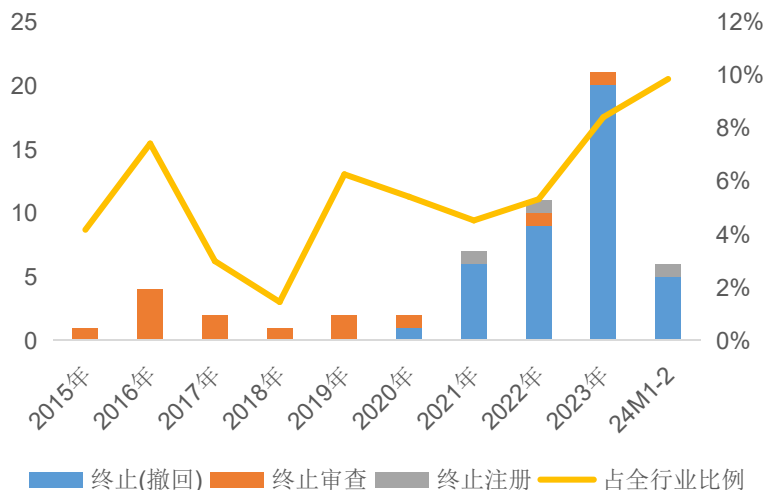
### 2015至24M1-2港股生物医药IPO首日破发情况（家）



# IPO保荐：监管趋紧环境下，IPO终止数量有所增加

- 根据Wind，2023年共250家企业出现取消审议、暂缓发行、撤回等原因终止IPO，其中生物医药企业约21家，多因撤回而终止IPO。

### 2015至24M1-2生物医药IPO终止发行情况

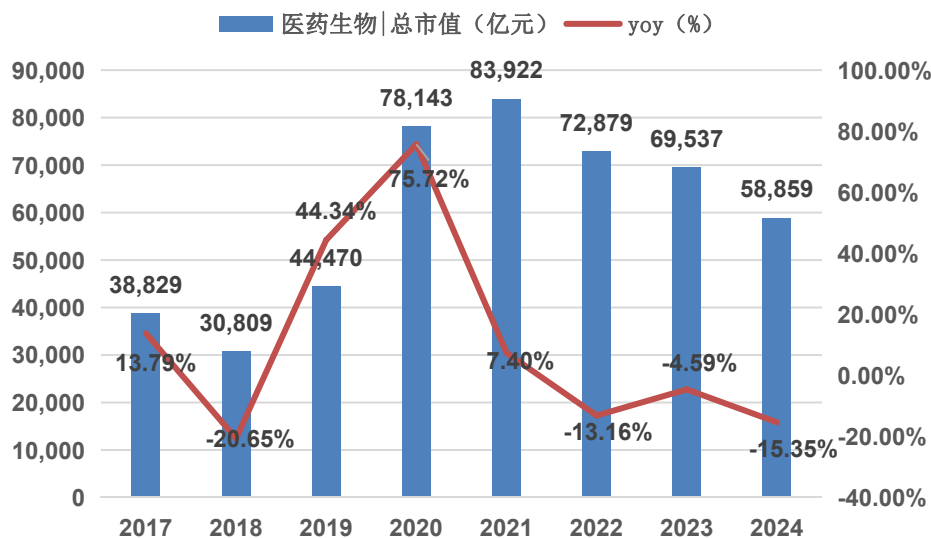


	年度	取消审议	暂缓发行	终止(撤回)	终止(审核不通过)	终止审查	终止注册	总计
全部行业	2015年					24		24
	2016年					54		54
	2017年				2	65		67
	2018年					69		69
	2019年			6	2	24		32
	2020年			26	1	10		37
	2021年			109	16	22	8	155
	2022年			147	15	39	6	207
	2023年	1	1	224	8	9	7	250
	24M1-2	2		56	1	1	1	61
生物医药	2015年					1		1
	2016年					4		4
	2017年					2		2
	2018年					1		1
	2019年					2		2
	2020年			1		1		2
	2021年			6			1	7
	2022年			9		1	1	11
	2023年			20		1		21
	24M1-2			5			1	6

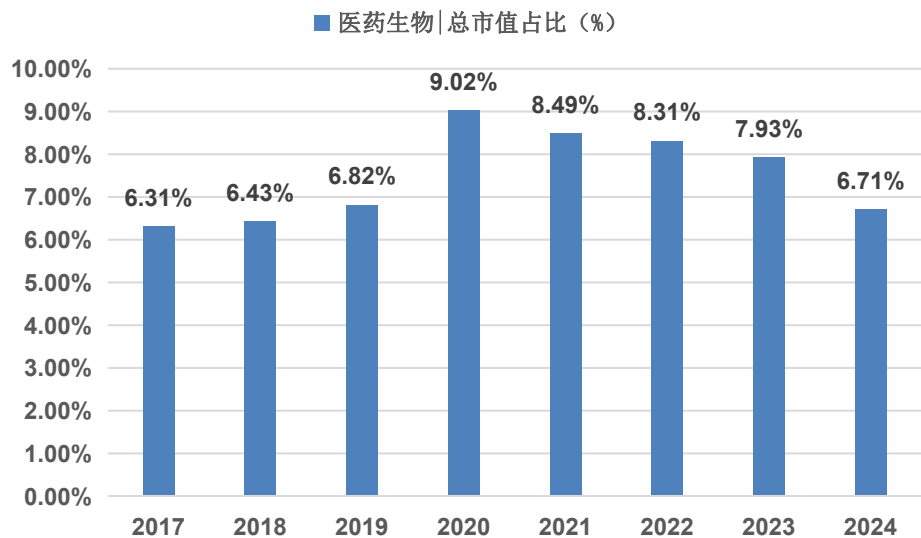
## 医药生物 I：整体市值逐步提升，2021年后有所回调

- 医药生物 I 板块总市值2021年前持续增长，2021年后缓慢回调。2017-2024年，医药生物 I 板块总市值总体呈先上升后下降的趋势，从2017年的38829亿元，增长至2021年最高点的83922亿元后有所回调，2024年4月19日回调至58859亿元。医药生物 I 板块总市值在全行业占比在2021年达到9%，21年后缓慢下降，2024年占比回调至6.71%。

### 医药生物 I 市值 (亿元, %)



### 医药生物 I 市值全行业中占比 (%)



资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据；I、II、III指申万行业一、二、三级分类，下同。

# 医药生物 II：2021年市值达到高点后小幅回调，个股数量持续增长

- 医药生物 II 各板块总市值2020年快速增长，2021年达到最高点，之后小幅回调。各板块总市值中，化学制药占比最大（27%）。2021年以来，医疗服务 II 总市值回调的幅度最大，从2021年14985亿元回调到2024年6334亿元；其次是生物制品 II 从2021年的16203亿元回调到2024年的10072亿元。2017年-2024年，医药生物 II 各板块的个股数量均在增长，其中中药 II 较为稳定，其余均有较大的增长。

A股医药生物 II 各板块市值分布

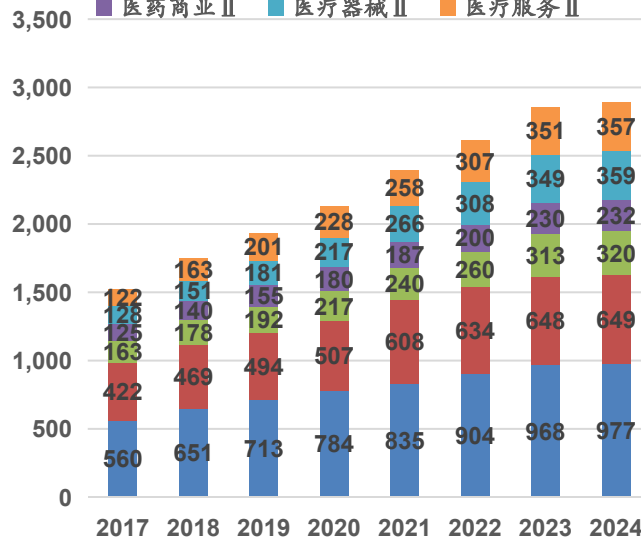
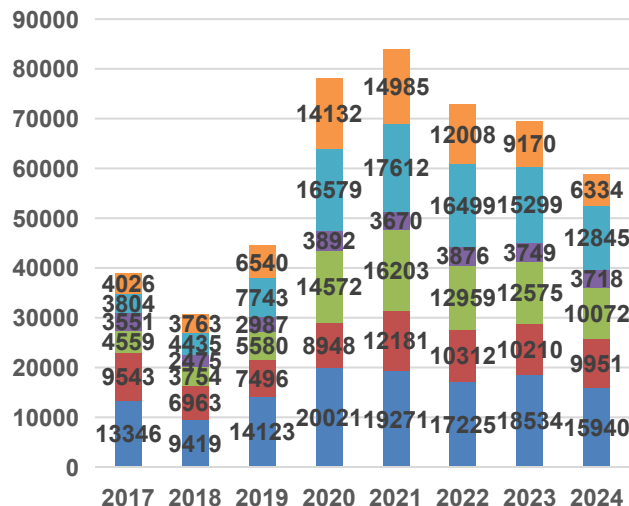
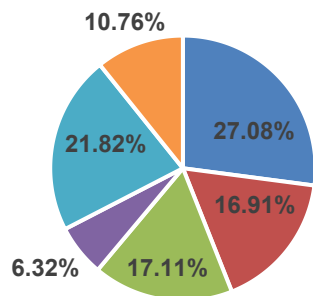
医药生物 II 市值统计 (亿元)

医药生物 II 个股数量统计 (股)

■ 化学制药 II   ■ 中药 II   ■ 生物制品 II  
■ 医药商业 II   ■ 医疗器械 II   ■ 医疗服务 II

■ 化学制药 II   ■ 中药 II   ■ 生物制品 II  
■ 医药商业 II   ■ 医疗器械 II   ■ 医疗服务 II

■ 化学制药 II   ■ 中药 II   ■ 生物制品 II  
■ 医药商业 II   ■ 医疗器械 II   ■ 医疗服务 II



资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据

## 基本医疗保险基金：总收入与总支出同步增长

- 基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出均呈现出稳步上升趋势。2021年以来，基本医疗保险（含生育保险）总收入持续上升，收入从2021年28710.28亿元，增长至2023年33355.16亿元，同时支出从2021年24011.09亿元，增长至2023年28140.33亿元，2024年1、2月份医保收入与支出均呈现高速增长。
- 2023年基本医疗保险基金（含生育保险）总收入为33355亿元，总支出为28140亿元，当期结余5215亿元，结余率为15.62%，经计算，2023年基本医疗保险基金（含生育保险）累计结余47756亿元；同时，根据医保局公布信息，医保统筹基金部分：2023年总收入2.7万亿元，总支出2.2万亿元，结余5千亿元，统筹基金累计结余3.4万亿元，包含职工医保统筹基金累计结余26405.89亿元；居民医保统筹基金累计结余7600多亿元。

### 基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出情况

	2020	2021	2022	2023	2024年1-2月
基本医疗保险基金（含生育保险）总收入（亿元）	24639	28710	30698	33355	7891
yoy (%)		16.53%	6.92%	8.66%	32.51%
基本医疗保险基金（含生育保险）总支出（亿元）	20949	24011	24432	28140	4790
yoy (%)		14.62%	1.75%	15.18%	37.62%
当期结余（亿元）	3689	4699	6266	5215	3101
结余率 (%)	14.97%	16.37%	20.41%	15.63%	39.30%
累计结余（亿元）	31373	36122	42541	47756	50857

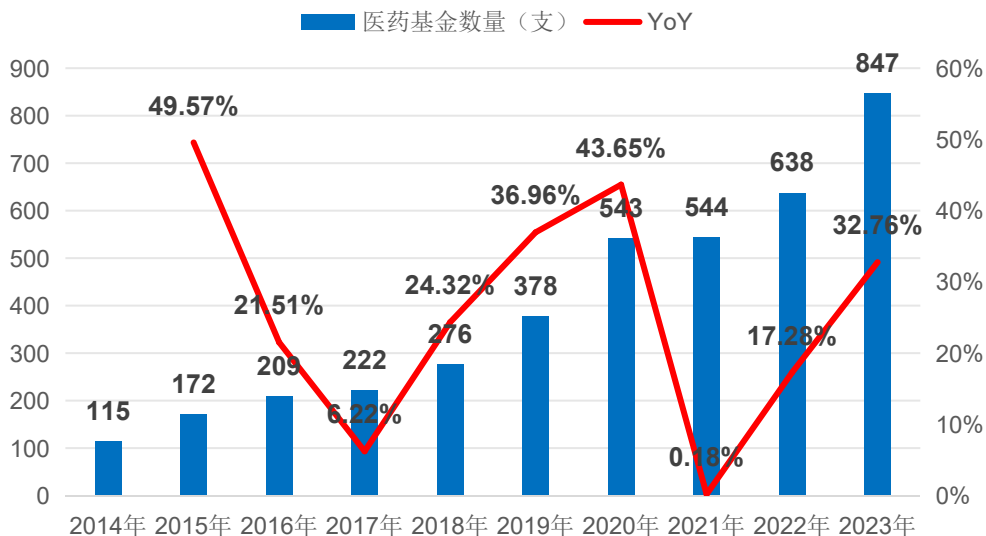
资料来源：国家医疗保障局、华安证券研究所

注：2024年医保数据为2024年1月和2月的合计；2023年和2024年1-2月累计结余数据为计算所得

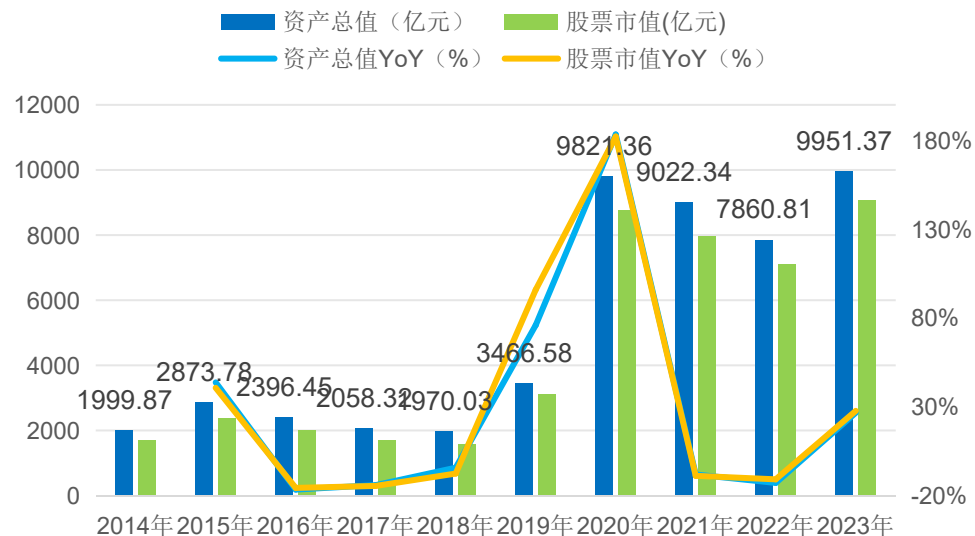
# 医药基金（二级）：数量持续增长，2020年资产总值规模快速增长

- 医药基金数量：2014年-2023年逐年递增，2014年医药基金共有115支，15-20年医药基金规模维持高速扩张，2020年达543支，2021年增速开始放缓，2022年恢复增长，2023年医药基金数量共有847支，同比增长32.76%。
- 医药基金资产总值：2020年大幅增长，2020年后维持稳定。2023年医药基金资产总值为9951.37亿元，其中股票市值占9088.69亿元，股票占比91.33%

2014-2023年医药基金的数量（支，%）



2014-2023年医药基金资产总值及股票市值（亿元，%）



资料来源：wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：统计数据选取WIND 主题基金行业分类（包含ETF）中：医疗保健行业、生物科技行业、制药行业



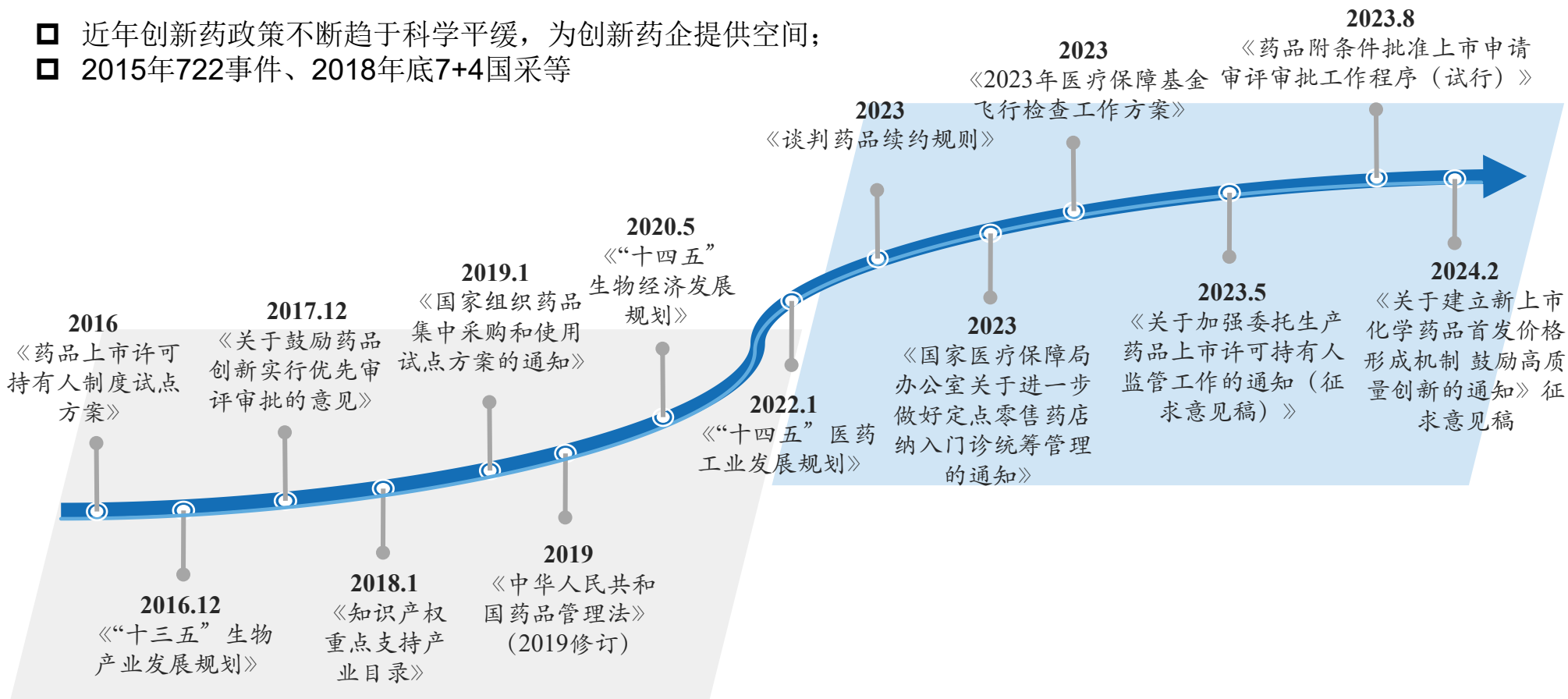


# 目录

- 1.框架：医药产业的产品供需、支付端和交易端
- 2.回顾：医药产业过去十年历程的创新引领
- 3.展望：传统和科技创新引领，兼顾国际化和现金流

# 政策演变：MAH、鼓励创新、集采、医保谈判、药物价格等

- 近年创新药政策不断趋于科学平缓，为创新药企提供空间；
- 2015年722事件、2018年底7+4国采等



资料来源：国家医保局、华安证券研究所

## 创新药政策：北京、珠海、广州4月同步推出相关支持政策

2024年4月北京、广州和珠海三地同步推出了创新药相关支持政策，致力于从创新药械研发、临床实验、审评审批等方面持续支持创新药发展。

### 北京、广州、珠海关于创新药的政策支持

地区	发布日期	发文机构	标题	政策内容
北京	2024/4/17	北京市医疗保障局等九部门	北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）	该政策从创新药械研发、临床实验、审评审批等八个方面提出32条举措，在产品研发、临床试验、审评审批、生产制造、流通贸易、临床应用等环节，通过政策协同，支持创新医药发展；推动医疗健康数据赋能创新，丰富应用场景，依托人工智能、健康大模型等，支持医疗健康产业数字化、智能化升级；推动本市生物医药产业和保险金融业协同发展，完善创新药械配备使用和多元支付体系。
广州	2024/1/16	广州市人民政府办公厅	广州促进生物医药产业高质量发展若干政策措施	该政策重点聚焦创新、集聚、生态化、国际化等四大方面，共31条措施，突出改革引领、创新引领、开放引领。
	2024/4/7	广州市开发区管委会、广州市黄埔区人民政府	广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法	该政策致力于增加促进创新药械进医院、中药大品种、拓展海外市场等相关支持，主要内容包括加速科技创新突破、提升临床试验能力、支持开展临床试验、支持药械成果转化、支持拓展海外市场、加快技术平台建设、推动CRO集聚发展、提升产业化能力、推动国谈产品落地
	2023/4/13	广州市从化区科技工业商务和信息化局	广州市从化区促进生物医药与健康产业发展扶持办法	该办法重点支持创新药物及大健康产品评价与研发关键技术平台，创新化学药等的研发以及生产基地建设等，设置企业落户奖、成果转化奖励、“小升规”奖、经营贡献奖、产业联动发展奖、平台运营奖、重大项目奖、企业上市奖、科技创新奖、人才奖励、企业办公用户支持补贴等并作出具体规定。
珠海	2024/4/1	珠海市工业和信息化局	珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）	该征求意见稿从支持研发及产业化、支持公共服务平台建设、完善产业发展环境等方面作出措施调整与修订。

资料来源：相关政府官网，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

# 生物医药基础设置建设：逐步完善

## 生物医药产业的七大城市群

### 中部地区

- 中部地区拥有着天然的地理优势，在生物医药产业方面有着极大的发展潜力。郑州规划到2025年，全市生物医药产业规模达到1500亿元以上。武汉力争到2030年，创新药企业工业总产值突破1000亿元。
- 核心产业园区：**郑州高新区、武汉东湖高新区、长沙高新区、浏阳经开区、合肥高新技术开发区、江西高新区、南仓高新技术产业开发区等。

### 成渝地区双城经济圈

- 2021年重庆市医药健康产业规模达600亿元。2021年成都高新区医药健康产业规模突破1000亿元，成渝地区医药总产值超1600亿元。
- 核心产业园区：**成都天府国际生物城、成都医学城、成都高新区、重庆巴南国际生物城、重庆高新区等。

### 京津冀地区

- 产值有望进一步增加。2021年，京津冀地区生物医药总产值达4600亿元。2025年，力争实现总产值达到6000亿。
- 核心产业园区：**中关村生命科学园、亦庄经济技术开发区大兴生物医药基地、滨海新区、石家压高新区等。

### 长三角地区

- 产业产值领先全国。江苏省2021年生物医药产业产值继续领跑全国规模总量约5000亿元；上海2021年生物医药产业规模达到7617亿元浙江、安徽生物医药产值规模也达到千亿级。整体达到1.4万亿。
- 核心产业园区：**上海张江高新技术产业开发区、苏州工业园区、泰州中国医药城、张江生物医药基地、苏州生物医药产业园、南京生物医药谷杭州高新区等。

### 粤港澳大湾区

- 生物医药产业加速奔向万亿级产业集群。截至2020年底，广东、香港和澳门生物医药行业整体营收已超5,500亿元人民币，预计2025年突破10,000亿
- 核心产业园区：**广、深两地的核心引领作用日益凸显。形成了“三中心多区域”的格局。核心产业园区包括：坪山国家生物产业基地、深港生物医药创新政策探索区、光明生物医学工程创新示范区



## 第九次集采已经落地：2019~2023年历次药品集采情况

- 2018年以来，国家组织药品集中带量采购已经进行了七批。集采以“4+7”试点为起始，此后大概每隔半年开展一次，七批下来共计采购294个品种，平均降幅在50%以上。5年以来，历次集中采购药品价格平均降幅超50%，患者药物治疗成本压力得到显著减轻，同时院内购药因此与零售价格拉开较大差距，不乏价格敏感型患者因此选择诊疗机构端作为长期购药途径。
- 第九批集采对中标药品的采购周期给出新规，往年集采中标药品遵循以下原则：中标企业不足3家的采购周期为1年，中标企业达3家的药品采购周期延长至2年，中标企业数为4家的采购周期则为3年。2023年集采规则取消中标企业数量对采购周期的限制，并将此标期统一拉长至4年。这一调整将很大程度上提升企业参与集采投标的积极性，集采覆盖药企范围扩大也将有助于市场供应的稳定发展。

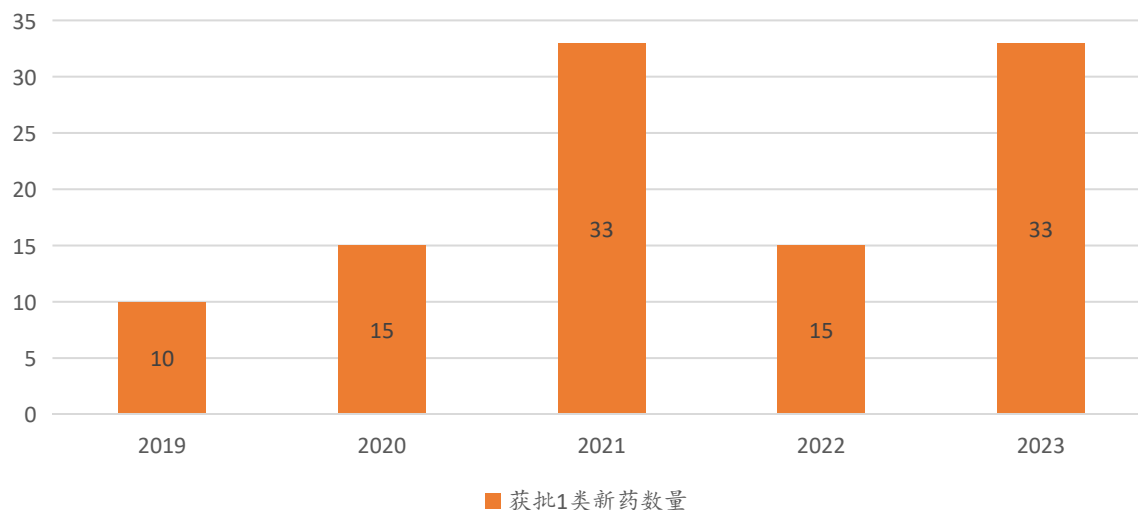
	批次	招标品种数	中标数	采购量	平均降幅	最高降幅	采购周期	集采范围	执行时间
第一批	4+7试点	31	25	1家30%	52%		1年	11个试点城市	2019.3
	4+7扩围	25	25	1家50% 2家60% 3家70%	59%	78%	1-2年	25个扩围省份	2019.12
	第二批	33	32		53%	93%			2020.4
	第三批	56	55		53%	95%			2020.11
	第四批	45	45	1家50% 2家60% 3家70% ≥4家80%	52%	96%	1-3年		2021.4
	第五批	62	61		56%	98%			2021.9
	第六批（胰岛素）	16	16	2.1亿支	48%	76%	2年	全国	2022.5
	第七批	61	60		48%	97%	1-3年		2022.11
	第八批	39	39	1家50% 2家60% 3家70% ≥4家80%	56%	83%	1-2.5年		2023.7
	第九批	42	41		58%	99%	4年		2024.3

资料来源：国家组织药品联合采购办公室、华安证券研究所

## 新药获批：2019~2023年NMPA批准上市1类新药数量

- 近年来中国创新药领域发展迅猛，每年都有几十款创新药获批并惠及患者。根据即刻药数数据，截至2023年12月8日已经有33款1类\*新药获批，在数量上有望在年底创下新高。同时今年已有8款生物类新药（3.1类\*），以及34款化学类新药（5.1类\*）获得NMPA批准上市。（\*1类、3.1类、5.1类均指NMPA官网受理信息中的药物注册分类）
- 从治疗领域来看，这些新药覆盖了癌症、感染性疾病、自身免疫性疾病、神经系统疾病、罕见病等临床上存在未满足需求的疾病领域，为患者提供了更多的治疗选择。

2019~2023年NMPA批准的1类新药数量



资料来源：New Drug Therapy Approvals 2022、华安证券研究所

# 新药定价：政策推动创新药定价，创新保障1~5年自主定价权

新上市化学药品首发价格办理的企业自评量表（简化版）

	自评标准（高标准→低标准）	计点分数
新药 研发 阶段	1.1 新机制/新靶点	50
	1.2 新先导化合物API	40
	1.3 现有药物的新衍生体/异构体（新化合物、氘代物、前体等）	30
	1.4 新给药方式（新剂型、新规格、新包装）	5~30
	1.5 新适应症（不同治疗领域、同一治疗领域）	5~15
	1.6 新复方制剂	5
临床 试验 阶段	2.1 突破性治疗（首个防治手段、更优防治手段）	5~25
	2.2 获优先审评（罕见病、短缺药、甲乙类传染病等）	10~15
	2.3 国家级政策鼓励（重大专项、鼓励仿制药）	5~10
	2.4 儿童治疗（专用、兼用）	5~10
	3.1 临床试验验证内容（优效、等效、非劣）	5~10
	3.2 临床方案设计（随机、非随机、单臂）	5~10
	3.3 临床试验重现性	4~10

□ 《化学药品首发价格形成机制征求意见稿》，首次引入药企申报药品自评机制，从分子层面到临床试验等进行多方创新性评价，具有国内FIC甚至全球FIC创新性的药品具有1~5年定价自主权。

资料来源：国家医保局、华安证券研究所

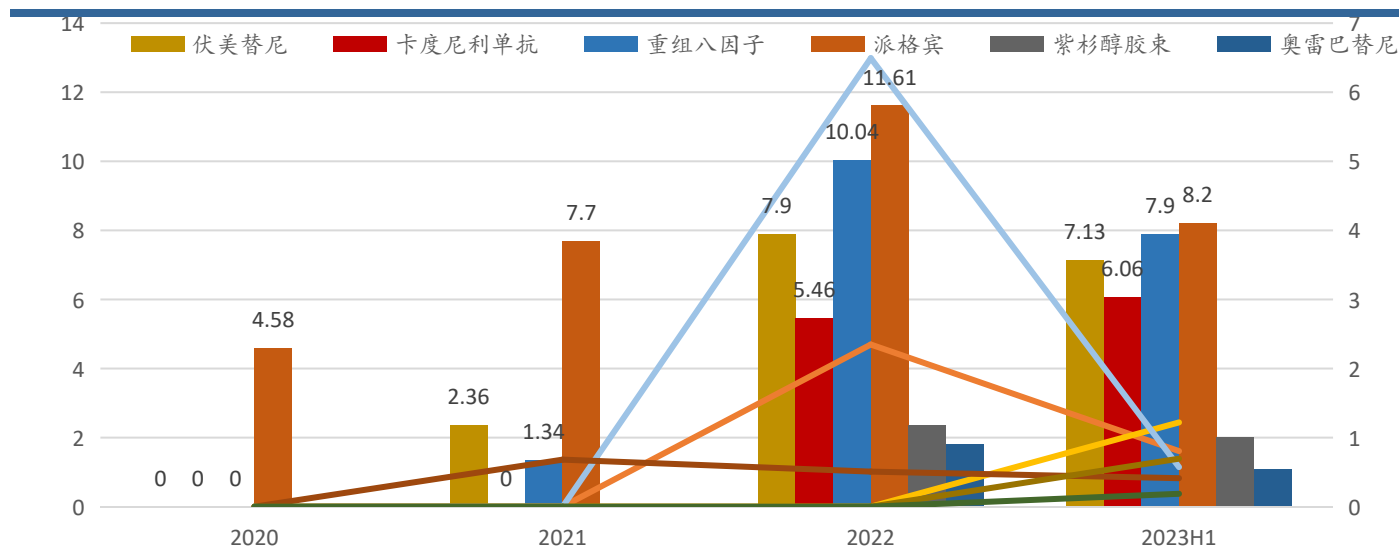
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

# 商业化运作：见微知著寻找高潜力单品，兼顾临床需求与研发进度

➤ 基于对目前创新药行业的研判，我们选取近年商业化放量的biotech进行观察分析，最成功的莫过于走自费市场的卡度尼利单抗以及医保内放量显著的伏美替尼，兼具产品对应患者人群大、同类上市进度最快的特点（需求大+进度快/FIC）。紫杉醇胶束上市首年表现亮眼，但自今年增速略低，与竞争格局有关；奥雷巴替尼定价高并且未受到医保大幅降价，但其空间受其适应症人群限制。故竞争格局与市场空间同样至关重要，后续同样需要挖掘赛道/适应症独家+患者人群较大的单品（独家性或大市场）。

近两年biotech成功商业化单品销售额（亿元）



公司	产品	上市时间	主要特点
特宝生物	派格宾（长效干扰素）	2016年上市	诊疗提高，持续高增速
艾力斯	伏美替尼（第三代EGFR靶向药）	2021.3上市	医保放量代表，首年销售约8亿元
康方生物	卡度尼利单抗（PD-1/VEGF双抗）	2022.6上市	自费市场代表，首年超10亿元
神州细胞	重组八因子	2021.7上市	诊疗提高
上海谊众	紫杉醇胶束	2021.10上市	诊疗提高，首年销售超2亿元
亚盛医药	奥雷巴替尼（第三代BCR-ABL单抗）	2021.11上市	首次进医保降幅温和（8%）

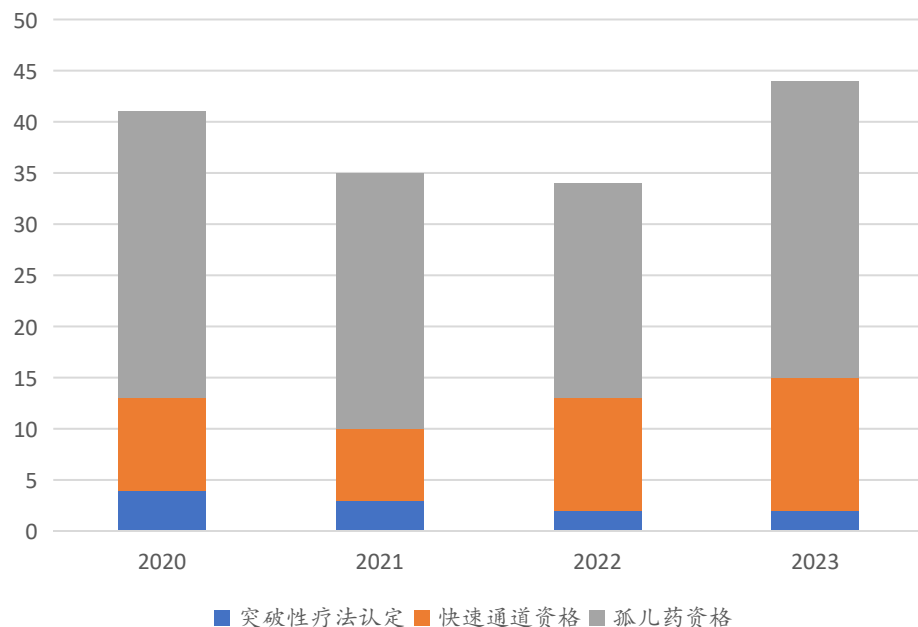
资料来源：公司年报、华安证券研究所



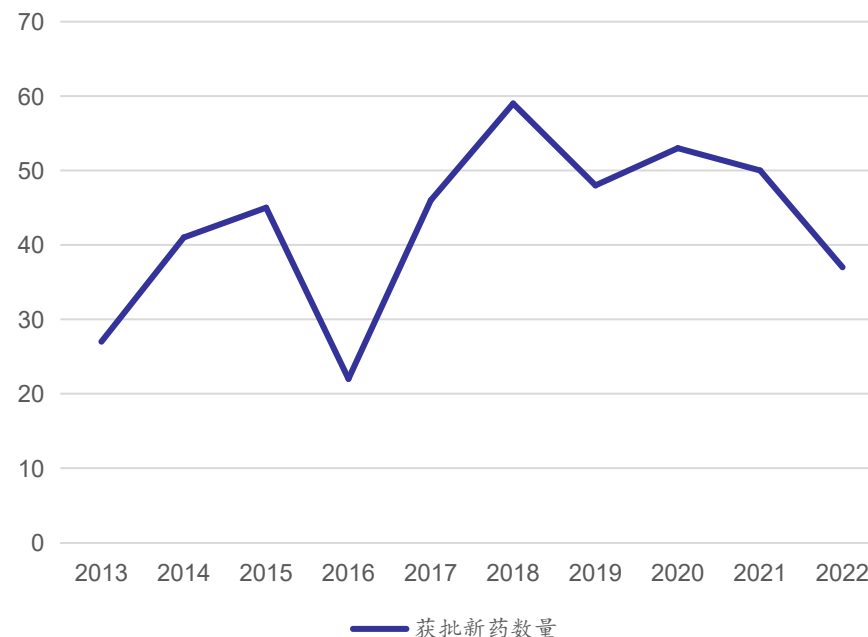
# 出海：近年FDA对中国新药资格认定及批准上市新药数量

- 2023年有超40款中国新药获美国FDA资格认定（统计包括快速通道资格、突破性疗法认定以及孤儿药资格），总数量也创近4年来新高。这些中国在研新药主要包括小分子药物、抗体药物，以及细胞和基因疗法等。

2023年中国创新药获FDA资格认定



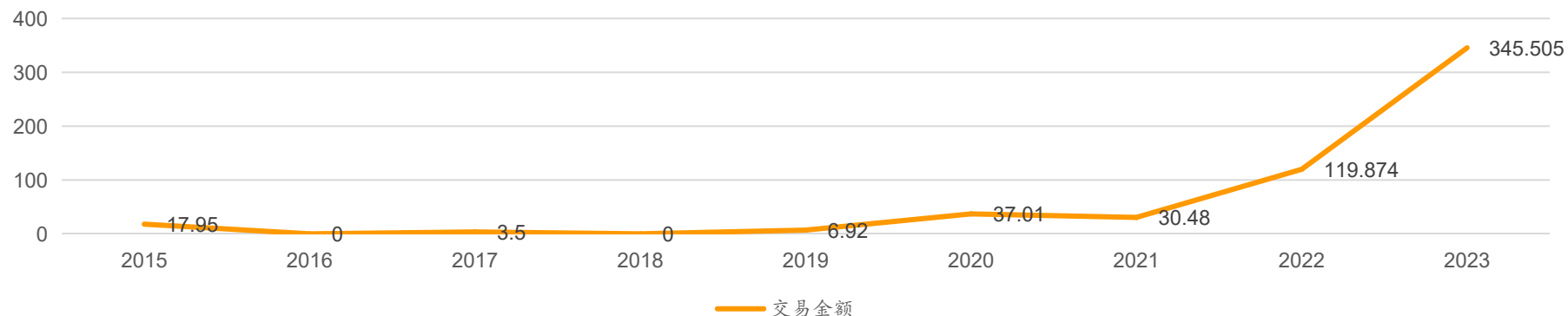
历年FDA批准新药数量



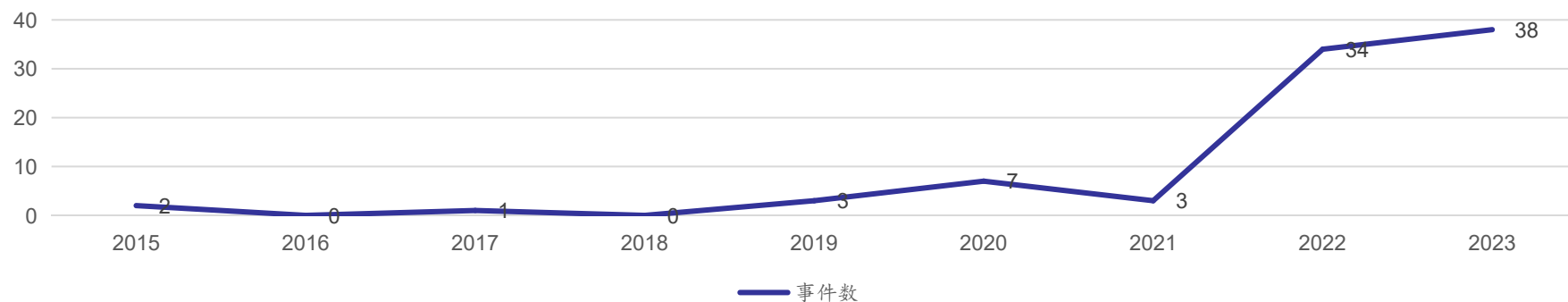
资料来源：New Drug Therapy Approvals 2022、华安证券研究所

# 对外合作：中国创新药市场历年license out事件数量及交易金额

交易金额（亿美元）



事件数



资料来源：药融数据、华安证券研究所

# 对外合作：2023年中国创新药海外授权金额前十大交易

## 2023年中国资产对外授权金额前十大交易

金额排名	时间	授权方	受让方	产品	总金额	靶点
1	2023/12/12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	84亿美元（首付款8亿+5亿近期付款）	EGFR/HER3 ADC
2	2022/12/6	康方生物	Summit Therapeutics	AK112	50亿美元（首付款5亿美元）	PD-1/VEGF双抗
3	2023/11/9	诚益生物	阿斯利康	ECC5004	20.1亿美元+销售分成（首付款1.85亿美元）	GLP-1RA
4	2023/4/3	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	16.7亿美元+销售分成（首付款1.7亿美元）	HER2 ADC、TOP-1 ADC
5	2023/10/20	翰森生物	葛兰素史克	HS-20089	15.7亿美元+销售分成（首付款0.85亿美元）	B7-H4 ADC
6	2023/10/30	恒瑞医药	德国默克	HRS-1167, SHR-A1904	14.97亿美元+销售分成（首付款1.74亿美元）	Claudin18.2 ADC
7	2023/1/23	和黄医药	武田	呋喹替尼	11.3亿美元+销售分成（首付款4亿美元）	VEGF小分子
8	2023/11/13	传奇生物	诺华	CAR-T细胞疗法	11.1亿美元（预付款1亿美元）	DLL3 CAR-T
9	2023/12/15	和铂医药/诺纳生物	辉瑞	HBM9033	11亿美元+销售分成（首付款0.53亿元）	MSLN ADC
10	2023/11/6	普米斯生物	BioNTech	PM8002	10.55亿美元（首付款0.55亿美元）	PD-L1/VEGF双抗

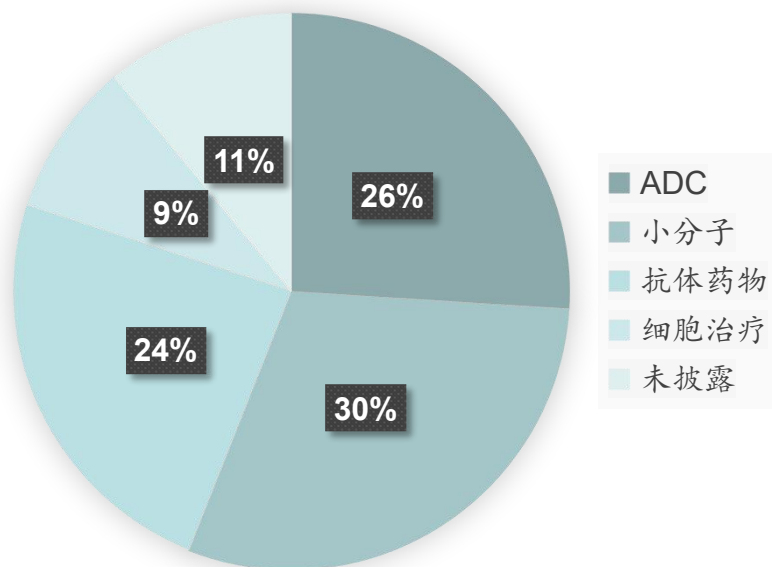
资料来源：公司官网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

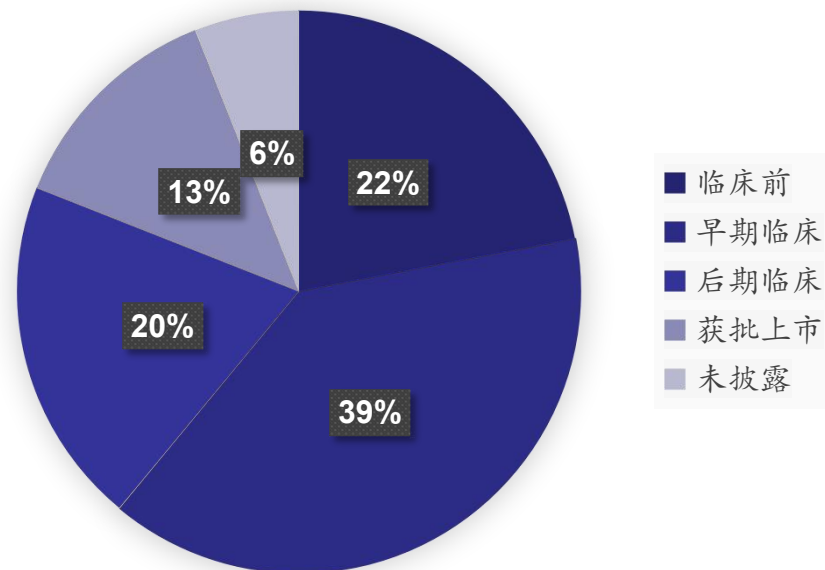
华安证券研究所

# 对外合作：2023年中国出海创新药临床阶段及技术分布

License out 药物类型分布



License out 药物阶段分布



资料来源：药融网、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

## 对外合作：2023年对外授权集中爆发，不乏超10亿元大额交易1/3



- 11月9日，诚益生物与阿斯利康（AstraZeneca）达成一项独家许可协议。阿斯利康获得前者**小分子GLP-1受体激动剂**（GLP-1RA）ECC5004，用于包括肥胖症、2型糖尿病和其他合并症的治疗。诚益生物将获得1.85亿美元的首付款+高达18.25亿美元的未来临床、注册和商业里程碑付款+净销售额的分级特许权使用费。目前正在美国进行针对健康受试者和2型糖尿病患者的1期临床试验。

- 5月8日，百力司康（Bliss Bio）与卫材（Eisai）达成BB-1701战略合作的临床试验协议。百力司康将得到首付款和里程碑付款，与卫材共同开发BB-1701，这是一种以艾立布林为毒素的治疗癌症的人表皮生长因子受体-2（**HER2**）**ADC药物**，用于治疗局部晚期和转移性HER2阳性实体瘤患者。百力司康将获得行权付款，总计高达20亿美元的开发和商业里程碑款，而卫材将拥有BB-1701在全球（除大中华区外）的开发和商业权益。



- 4月3日，映恩生物（DualityBio）与BioNTech公司达成协议，授予BioNTech全球（除中国大陆、香港和澳门）**ADC药物DB-1303及DB-1311**的独家开发、生产和商业化权利。映恩生物保留这两款ADC在中国大陆、香港和澳门的权利，并保留在美国市场共同开发和销售的选择权。映恩生物将获得1.7亿美元首付款，可望获得总计超过15亿美元的里程碑付款。此外，映恩生物还将从两款ADC产品的潜在销售净额中获得双位数比例的提成作为特许权使用费。

- 10月20日，翰森制药全资附属公司上海翰森生物已与葛兰素史克（GSK）签署许可协议，授予GSK全球独占许可（不包括中国大陆、香港、澳门及台湾地区），以开发、生产及商业化B7-H4靶向抗体偶联药物（ADC）HS-20089。HS-20089是一种新型**B7-H4靶向ADC**，在多种癌症中高表达。根据协议，上海翰森生物将获得8500万美元首付款，并有资格在相关事件达成时获得最多14.85亿美元的里程碑付款。商业化后，GSK将支付中国大陆、香港、澳门及台湾地区以外的全球净销售额的分级特许权使用费。目前正在中国进行用于治疗晚期实体瘤的1期临床研究。

资料来源：公司官网、华安证券研究所

## 对外合作：2023年对外授权集中爆发，不乏超10亿大额交易2/3



10月30日，恒瑞医药与德国默克（Merck KGaA）就其自主研发的PARP1抑制剂HRS-1167达成独家许可协议。HRS-1167为恒瑞自主研发的**PARP1小分子抑制剂**，有潜力作为单一疗法和联合疗法治疗更多患者。该协议还包括恒瑞自主研发的Claudin-18.2抗体偶联药物（ADC）SHR-A1904的独家选择权。根据协议条款，恒瑞医药将获得1.6亿欧元的首付款以及研发与销售里程碑等款项，潜在总额可能高达14亿欧元（约14.97亿美元）。HRS-1167目前处于早期临床开发阶段。



1月23日，和黄医药子公司和记黄埔医药(上海)有限公司与武田（Takeda）之子公司达成独家许可协议，在除中国大陆、香港和澳门地区以外的全球范围内进一步推进吡喹替尼的开发、商业化和生产。吡喹替尼是一种高选择性、强效的口服**VEGFR-1、-2及-3抑制剂**。VEGFR抑制剂在抑制肿瘤的血管生成中起到至关重要的作用。根据协议条款，武田将获得吡喹替尼在除中国大陆、香港及澳门地区以外的全球范围的针对所有适应症的开发及商业化独家许可，和记黄埔医药(上海)有限公司将可获得高达11.3亿美元的付款。吡喹替尼已于2018年9月在中国获批上市。



2月23日，康诺亚生物和乐普生物与阿斯利康（AstraZeneca）就抗体偶联药物（ADC）CMG901达成全球独家授权协议。CMG901是一款**靶向Claudin18.2**的全新重组人源化单克隆抗体偶联药物ADC。根据许可协议，阿斯利康将负责CMG901的全球研发、制造和商业化。由康诺亚和乐普生物合资设立的KYM Biosciences将获得6300万美元的预付款和超过11亿美元的潜在额外研发和销售相关的里程碑付款，以及高达低双位数的分层特许权使用费。阿斯利康将获得CMG901研究、开发、注册、生产和商业化的独家全球许可。



11月13日，传奇生物全资子公司传奇生物爱尔兰有限公司（Legend Biotech Ireland Limited）与诺华公司（Novartis）就传奇生物的**靶向DLL3**的嵌合抗原受体T细胞（**CAR-T**）疗法签订了独家全球许可协议，包括其自体CAR-T细胞候选疗法LB2102。该许可协议授予诺华开发、制造和商业化这些细胞疗法的全球独家权利，诺华可以将其T-Charge平台应用于其生产。根据许可协议，传奇生物将在美国进行LB2102的1期临床试验，诺华将进行许可产品的所有其他开发。传奇生物将获得1亿美元的预付款，并有资格获得高达10.1亿美元的临床、监管和商业里程碑付款。

资料来源：公司官网、华安证券研究所

## 对外合作：2023年对外授权集中爆发，不乏超10亿大额交易3/3



- 11月6日，普米斯（Biotheus）公司与BioNTech就其自主研发的抗**PD-L1/VEGF双特异性抗体**PM8002达成一项许可和合作协议。PM8002是一款双特异性抗体候选药物。它由人源化的抗PD-L1单域抗体（VHH）融合到一个含有Fc-沉默突变的抗VEGF-A IgG1抗体上构成。这种设计旨在通过PD-L1将PM8002分子富集到肿瘤环境中，以降低全身性阻断VEGF导致的系统性副作用。根据协议条款，BioNTech将获得PM8002在全球（大中华区除外）的开发、生产和商业化权利，普米斯将获得5500万美元的首付款，以及超10亿美元的开发、注册和商业里程碑等款项。



- 8月14日，恒瑞医药与美国One Bio公司达成协议，将其1类新药TSLP单抗SHR1905注射液（以下简称“SHR-1905”）项目有偿许可给One Bio。SHR-1905是恒瑞自主研发的一款胸腺基质淋巴细胞生成素（**TSLP**）**单克隆抗体**，可用于改善炎症状态并控制疾病进展。根据协议，One Bio将获得在除大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化SHR-1905的独家权利。这项交易首付款和里程碑付款高达10.5亿美元。SHR-1905在中国获批开展用于哮喘和治疗慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症的临床试验，目前均处于2期临床阶段。



- 4月13日，Pyramid Biosciences与启德医药（GeneQuantum）签订独家许可协议，在除大中华区（中国大陆、香港、澳门和台湾地区）外全球范围内，开发和商业化启德医药一款**靶向TROP2**的抗体偶联药物（**ADC**）GQ1010。该候选药已在早前研究中显示出具有高度分化的临床前特征，预计将在未来12个月内进入首次人体试验。根据协议条款，Pyramid Biosciences将开发并商业化GQ1010，启德医药将获得2000万美元预付款和高达10亿美元的额外里程碑付款，并有资格获得净销售额从中个位数到低两位数不等的分级特许权使用费。



- 10月12日，宜联生物与BioNTech达成战略合作和全球许可协议，BioNTech公司正在开发针对癌症和其它严重疾病的新疗法。双方将合作开发靶向人表皮生长因子受体3（**HER3**）的下一代抗体偶联药物（**ADC**）候选产品。根据协议条款，宜联生物将授予BioNTech公司其所拥有的一款ADC产品在全球范围内（不包括中国内地、香港和澳门地区）开发、制造和商业化的独家权利。BioNTech公司将向宜联生物支付7000万美元首付款，以及额外开发、监管和商业里程碑付款，潜在总额超过10亿美元。

资料来源：公司官网、华安证券研究所



# 中国大型药企国际拓展的三种路径尝试



## Born International

A+H+美三地上市创新药企  
A股市值1700亿元

国内发展

- 已在国内建立  
研发临床团队：  
~2500人  
商业化团队：  
>3100人

海外发展

- 已在美/欧/澳等地区建立  
~1000人的研发临床团队、  
>300人的商业化团队。
- 从研发到销售系统完备



## Local Champion

市值首位制药企业  
A股市值2600亿元

- 已在国内建立  
研发临床~5000人  
商业化团队~10000人

- 海外出售10个产品权益
  - 已在美国/欧洲等建立  
~200人的研发临床团队
- 目前着力拓展产品海外BD  
及临床团队



## Industry & Investment Combined

A股市值620亿元

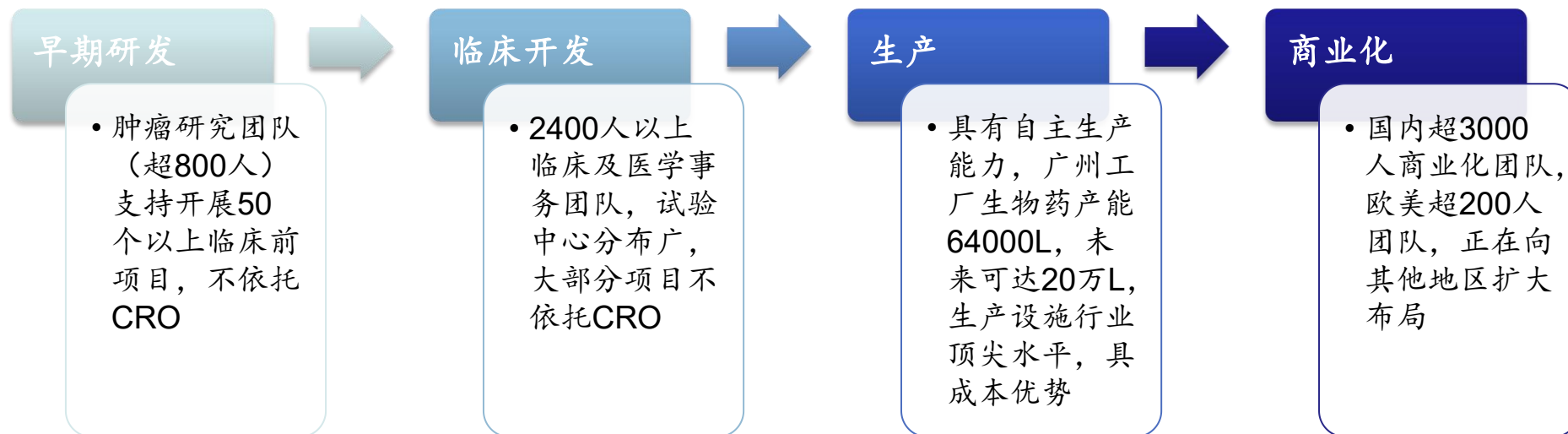
- 控股国内传统药企：药友制药、万邦制药等
- 投资孵化创新药平台：复宏汉霖、复兴领智等

- 已在美/欧等建立研发临床团队和商业化团队
- 通过收购投资海外企业建立  
全球并购、整合和管理能力



# 百济神州：全球化创新药1，多方实力开垦全球疆域

- 公司于2011年1月24日成立，2021年12月15日，百济神州新股上市，目前是**唯一A股、H股、纳斯达克三地上市的中国药企**（688235.SH/BGNE/06160），2021年末登陆科创板，募集资金超250亿元，目前A股市值1250亿元，公司专注于分子靶向和免疫肿瘤疗法的研发，商业化产品拓展至17款，包括百悦泽®(泽布替尼)、百泽安®(替雷利珠单抗)、百汇泽®(帕米帕利)3款自主研发产品和14款合作引进产品。目前公司在全球超8400名员工，其研发团队人数占约36%，拥有超600人的早期研发团队，创新实力雄厚。
- 已上市产品为泽布替尼与替雷利珠单抗，其中替雷利珠单抗在国内已获批9项适应症，为PD-1中适应症最多。



资料来源：公司官网、公司年报，华安证券研究所

# 百济神州：全球化创新药领军企业，多方实力开垦全球疆域

## 出海历程

- 头部产品百悦泽®(泽布替尼)实现了中国抗癌新药出海“零的突破”，随后其陆续在中国、加拿大、澳大利亚、俄罗斯、欧盟等多个国家和地区获批上市，其商业化足迹已遍布全球44个市场，目前正在开拓东南亚、日本、韩国、新加坡等市场。
- 百悦泽®(泽布替尼)用于SLL/CLL血液肿瘤，目前在中美均是一线推荐用药，产品实力雄厚。自纳入美国淋巴瘤临床指南一线用药后，泽布替尼销售额一路增长。在国内，泽布替尼亦是被寄予超50亿销售峰值厚望。2022年，泽布替尼的全球销售额已达38.29亿元，同比增幅达159%：其中，在美销售额为26.44亿元，同比增长254.42%，在中国的销售额为10.15亿，同比增长55.6%。海外增长强劲；2023年销售额13亿美元。

泽布替尼产品图



资料来源：公司官网、公司年报，华安证券研究所

# 百济神州：全球化创新药领军企业，多方实力开垦全球疆域

## 在研管线



临床1期	临床2期	临床3期	已递交上市申请	已获批上市
<p><b>Sonrotoclax</b> BCL2</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>B细胞恶性肿瘤</li> <li>急性髓系白血病/骨髓异常增生综合征</li> <li>携带t(11;14)多发性骨髓瘤</li> </ul> <p><b>BGB-16673</b> 靶向BTK的CDAC</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>B细胞恶性肿瘤</li> </ul> <p><b>BGB-21447</b> 下一代BCL2</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>B细胞恶性肿瘤</li> </ul> <p><b>BGB-A445</b> OX40</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>Surzebiclimab</b> TIM3</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>BGB-15025 / 26808</b> HPK1</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>15025-实体瘤</li> <li>26808-实体瘤</li> </ul> <p><b>BGB-B167</b> CEA x 41BB</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>结肠癌、非小细胞肺癌、胃癌</li> </ul> <p><b>BGB-30813</b> DGKζ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>BGB-A3055</b> CCR8</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>BGB-24714</b> SMAC类似物</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>BGB-10188</b> PI3Kδ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>实体瘤</li> </ul> <p><b>Zanidatamab<sup>1</sup></b> HER2双抗</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L 转移性乳腺癌/胃癌</li> </ul> <p><b>Xaluritamig<sup>2</sup></b> STEAP1 x CD3</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>转移性去势抵抗性前列腺癌 (正在启动)</li> </ul>	<p><b>泽布替尼</b> BTK</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>B细胞恶性肿瘤</li> <li>CD79B复发/难治性DLBCL</li> <li>狼疮肾炎</li> </ul> <p><b>Sonrotoclax</b> BCL2</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>复发/难治性MCL</li> <li>复发/难治性CLL</li> <li>复发/难治性WM</li> </ul> <p><b>Ociperlimab</b> TIGIT</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L NSCLC</li> </ul> <p><b>LBL-007<sup>3</sup></b> LAG3</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>转移性微卫星稳定型结肠直肠癌</li> <li>1L ESCC (正在启动)</li> </ul> <p><b>BGB-A445</b> OX40</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>黑色素瘤、肾细胞癌、尿路上皮癌</li> </ul> <p><b>伞状试验</b> 多种</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L NSCLC</li> <li>2L + NSCLC</li> <li>新辅助治疗NSCLC</li> <li>1L 头颈鳞癌</li> </ul> <p><b>Zanidatamab<sup>1</sup></b> HER2双抗</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>HER2+ 2L 胆道癌</li> </ul>	<p><b>泽布替尼</b> BTK</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>初治MCL</li> <li>复发/难治性MZL、复发/难治性FL</li> <li>原发性膜性肾病</li> </ul> <p><b>Sonrotoclax</b> BCL2</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>初治CLL (正在启动)</li> </ul> <p><b>替雷利珠单抗</b> PD1</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>新辅助/辅助治疗NSCLC*</li> <li>1L 膀胱尿路上皮癌</li> <li>局部晚期ESCC</li> <li>复发/难治性cHL</li> </ul> <p><b>帕米帕利</b> PARP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2L MTxBRCA突变铂敏感卵巢癌</li> </ul> <p><b>欧司珀单抗</b> TIGIT</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L PDL1高表达NSCLC</li> </ul> <p><b>Zanidatamab<sup>1</sup></b> HER2双抗</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L HER2+胃食管腺癌</li> </ul> <p><b>Tarlatamab<sup>2</sup></b> DLL x CD3</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2L SCLC</li> </ul>	<p><b>泽布替尼</b> BTK</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>初治CLL/SLL (日本)</li> <li>复发/难治性CLL/SLL (美国-PFS、日本)</li> <li>复发/难治性FL (美国、欧盟、中国)</li> <li>初治WM (日本)</li> </ul> <p><b>替雷利珠单抗</b> PD1</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L NSCLC (欧盟)</li> <li>2/3L NSCLC (欧盟)</li> <li>1L 鳞状NSCLC (欧盟)</li> <li>1L 广泛期SCLC (中国)</li> <li>1L 胃或胃食管结合部腺癌 (中国)</li> <li>1L 肝细胞癌 (中国)</li> <li>1L ESCC (美国)</li> <li>2L ESCC (美国)</li> </ul>	<p><b>泽布替尼</b> BTK</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>初治CLL/SLL (美国、欧盟、中国和其他)</li> <li>复发/难治性CLL/SLL (美国、欧盟和其他)</li> <li>复发/难治性CLL (中国)</li> <li>复发/难治性MCL (美国、中国和其他)</li> <li>复发/难治性MZL (美国、欧盟和其他)</li> <li>初治WM (美国、欧盟、中国和其他)</li> </ul> <p><b>替雷利珠单抗</b> PD1</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1L 非鳞状NSCLC (中国)</li> <li>1L 鳞状NSCLC (中国)</li> <li>2/3L NSCLC (中国)</li> <li>1L 胃癌 (中国)</li> <li>2/3L 肝细胞癌 (中国)</li> <li>1L ESCC (中国)</li> <li>2L ESCC (欧盟、中国)</li> <li>2L 膀胱尿路上皮癌 (中国)</li> <li>1L 鼻咽癌 (中国)</li> <li>2L 微卫星高度不稳定/错配修复缺陷实体瘤 (中国)</li> <li>R/R cHL (中国)</li> </ul> <p><b>帕米帕利</b> PARP</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2L BRCA突变卵巢癌 (中国)</li> </ul>

资料来源：公司官网、公司年报，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



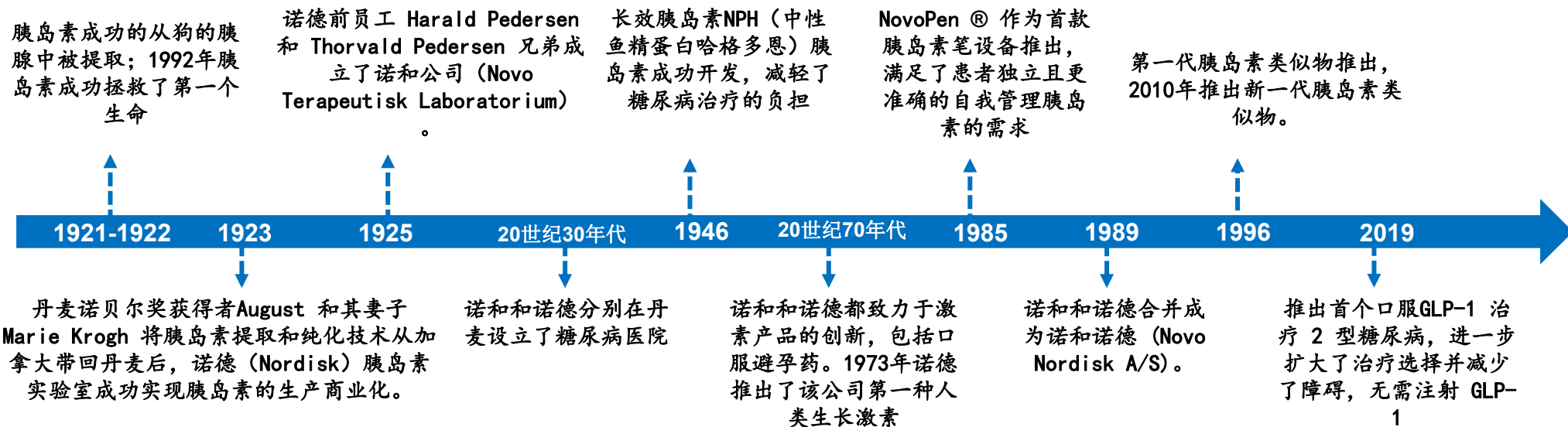
# 目录

- 1.框架：医药产业的产品供需、支付端和交易端
- 2.回顾：医药产业过去十年历程的创新引领
- 3.展望：传统和科技创新引领，兼顾国际化和现金流

# 诺和诺德：发展百年，扎根糖尿病相关疾病药物开发

诺和诺德是一家全球领先的生物制药公司，聚焦糖尿病、肥胖症、罕见血液疾病等其他严重慢性疾病。1921年，胰岛素成功从狗的胰腺中被提取。1923年，August和Krogh将胰岛素提取和纯化技术从加拿大带回丹麦后，诺德（Nordisk）胰岛素实验室成功实现胰岛素的生产商业化。1925年，诺德前员工Harald Pedersen和Thorvald Pedersen兄弟成立了诺和公司（Novo Terapeutisk Laboratorium）。1946年，长效胰岛素NPH（中性鱼精蛋白哈格多恩）胰岛素成功开发，减轻了糖尿病治疗的负担。1985年，NovoPen®作为首款胰岛素笔设备推出，满足了患者独立且更准确的自我管理胰岛素的需求。1989年，诺和和诺德合并成为诺和诺德（Novo Nordisk A/S）。1996年，第一代胰岛素类似物推出。2019年，公司推出首个口服GLP-1治疗2型糖尿病，进一步扩大了治疗选择并减少了障碍，无需注射GLP-1。

## 诺和诺德成长历史



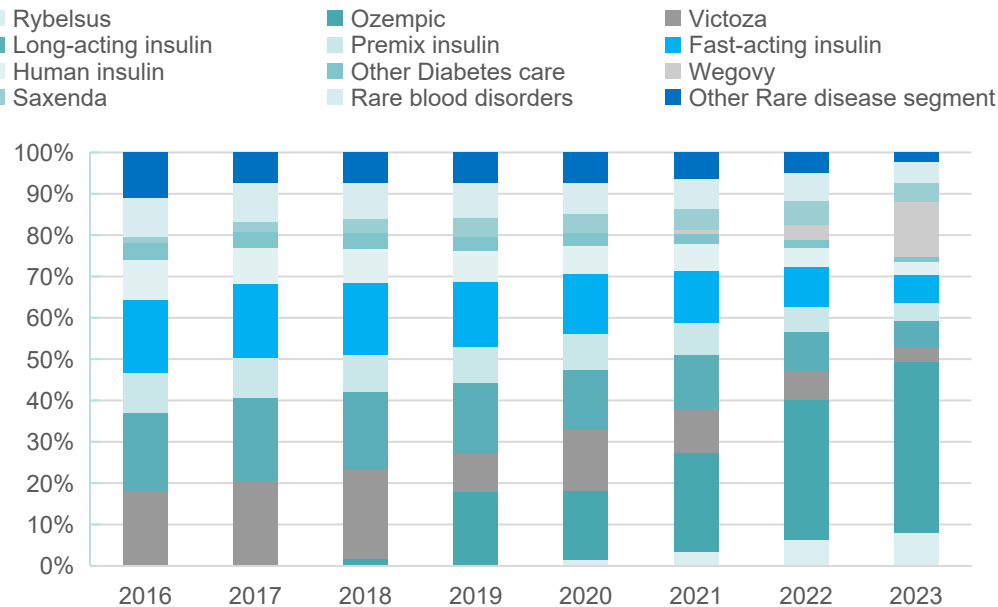
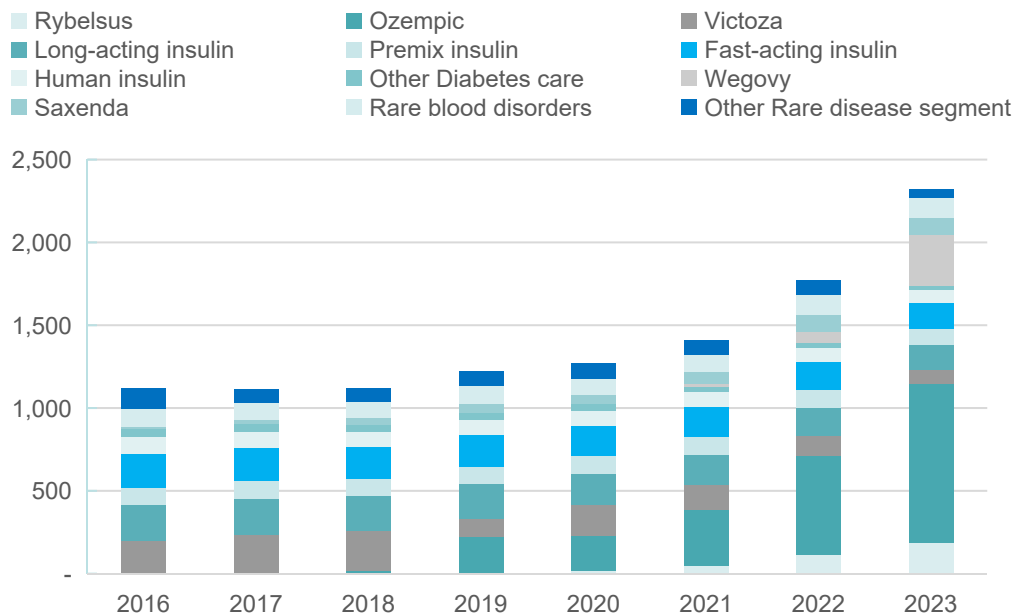
资料来源：诺和诺德官网、华安证券研究所

# 诺和诺德：司美格鲁肽快速放量，公司收入高速增长

减肥药快速放量，公司收入高速增长。2021年至2023年快速增长，2023年公司营收达2323亿丹麦克朗（340亿美元），同比增长31.26%。公司主要收入来源是糖尿病和肥胖症业务为收入主要来源，2023年达到2151亿元，同比增长38%，占总收入比率达92.61%，其中贡献较大的是产品GLP-1产品司美格鲁肽（Ozempic），该产品于2018年上线后增长快速，收入占总营收的比重从2018年的1.61%增长至2023年41.21%；同时减肥药产品索马鲁肽收入也高速增长。

诺和诺德收入按板块拆分情况（亿丹麦克朗）

诺和诺德各板块收入占总营收比率（%）



资料来源：诺和诺德年报、华安证券研究所

注：收入拆分中，司美格鲁肽属于GLP-1、索马鲁肽属于减肥药

# 诺和诺德：减肥药快速放量，公司收入高速增长

减肥药快速放量，公司收入高速增长。2021年至2023年快速增长，2023年公司营收达340.7亿美元，同比增长31.26%。公司主要收入来源是糖尿病和肥胖症业务为收入主要来源，2023年达到315.5亿美元，同比增长38%，占总收入比率达92.61%，其中贡献较大的是产品GLP-1产品司美格鲁肽（Ozempic），该产品于2018年上线后增长快速，收入占总营收的比重从2018年的1.61%增长至2023年41.21%；同时减肥药产品索马鲁肽收入也高速增长。

诺和诺德收入按板块拆分情况（百万美元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	16385.80	16405.61	17900.48	18622.98	20655.36	25959.15	34072.69
YOY	-0.08%	0.12%	9.11%	4.04%	10.91%	25.68%	31.26%
<b>一 糖尿病治疗</b>	<b>13249.21</b>	<b>13208.13</b>	<b>14253.52</b>	<b>15023.84</b>	<b>16606.00</b>	<b>20471.69</b>	<b>25447.46</b>
YOY	3.37%	-0.31%	7.91%	5.40%	10.53%	23.28%	24.31%
占公司收入百分比	80.90%	80.50%	79.60%	80.70%	80.40%	78.90%	74.70%
1. GLP-1	3399.48	3833.12	4873.52	6136.61	7862.68	12230.53	18063.46
YOY	15.60%	12.76%	27.14%	25.92%	28.13%	55.55%	47.69%
占公司收入百分比	20.70%	23.40%	27.20%	33.00%	38.10%	47.10%	53.00%
2. 胰岛素	9218.63	8751.54	8756.96	8295.89	8216.08	7768.06	7044.83
YOY	0.20%	-5.07%	0.06%	-5.27%	-0.96%	-5.45%	-9.31%
占公司收入百分比	56.30%	53.30%	48.90%	44.50%	39.80%	29.90%	20.70%
3. 其它糖尿病治疗产品	631.10	623.48	623.03	591.35	527.24	473.11	339.17
YOY	-6.72%	-1.21%	-0.07%	-5.09%	-10.84%	-10.27%	-28.31%
占公司收入百分比	3.90%	3.80%	3.50%	3.20%	2.60%	1.80%	1.00%
<b>二 减肥药</b>	<b>375.85</b>	<b>567.58</b>	<b>833.11</b>	<b>822.69</b>	<b>1232.28</b>	<b>2473.95</b>	<b>6107.41</b>
YOY	62.46%	51.01%	46.78%	-1.25%	49.79%	100.76%	146.87%
占公司收入百分比	2.30%	3.50%	4.70%	4.40%	6.00%	9.50%	17.90%
<b>三 罕见病</b>	<b>1512.33</b>	<b>1354.77</b>	<b>1414.77</b>	<b>1271.16</b>	<b>2780.85</b>	<b>2969.35</b>	<b>2468.67</b>
YOY	-0.33%	-10.42%	4.43%	-10.15%	118.77%	6.78%	-16.86%
占公司收入百分比	9.20%	8.30%	7.90%	6.80%	13.50%	11.40%	7.20%

资料来源：诺和诺德年报、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

注：收入拆分中，司美格鲁肽属于GLP-1，索马鲁肽属于减肥药；财务数据按2024年3月8日汇率1 丹麦克朗 ≈ 0.1467 美元换算

# 诺和诺德：收购步伐加快，进一步扩大公司主业布局

诺和诺德加速收购，扩大内分泌及代谢、心血管疾病、肾脏疾病等相关领域布局。2018年至今诺和诺德和其旗下投资公司 Novo Holdings 加快收购步伐。2020年6月、2021年7月，公司分别以21.0亿美元和12.0亿美元收购了心血管疾病领域的 Corvidia Therapeutics 和 Prothena。2023年8月、2024年2月，公司又分别以10.8亿美元、4.7亿欧元和165亿美元收购了内分泌及代谢（肥胖）领域的 Inversago Pharma、Embark Biotech 和 Catalent。

## 2018年至今诺和诺德收购公司或项目梳理

交易日期	转让方	受让方	布局领域	项目汇总	总交易金额
2024. 2. 5	Catalent、Novo Holdings	Novo Nordisk	内分泌及代谢（肥胖）	三个生产基地	110亿美元
2024. 2. 5	Catalent	Novo Holdings	内分泌及代谢（肥胖）	整体收购	165亿美元
2023. 10. 16	KBP Biosciences	Novo Nordisk	心血管和肾脏疾病	Ocedurenone drug	13.0亿美元
2023. 9. 21	Paratek Pharmaceuticals	Novo Holdings	抗生素	整理收购	4.62亿美元
2023. 8. 30	Embark Biotech	Novo Nordisk	内分泌及代谢（肥胖）	整体收购	4.71亿欧元
2023. 8. 10	Inversago Pharma	Novo Nordisk	内分泌及代谢（肥胖）	整体收购	10.8亿美元
2023. 6. 5	Biocorp	Novo Nordisk	注射设备	收购BIOCORP的控股权，后续要约收购剩余股份（9月）	预计1.5亿欧元
2022. 9. 1	Forma Therapeutics	Novo Nordisk	血液疾病	整体收购	11.0亿美元
2022. 1. 4	Ritedose	Novo Holdings	无菌灌装平台	整体收购	未披露
2021. 11. 18	Dicema Pharmaceuticals	Novo Nordisk	内分泌及代谢（RNAi技术）	整体收购	33.0亿美元
2021. 7. 12	Prothena	Novo Nordisk	心血管疾病	PRX004; ATTR amyloidosis business and pipeline	12.0亿美元
2020. 11. 6	Emisphere Technologies	Novo Nordisk	口服给药技术平台	整体收购	18亿美元
2020. 6. 11	Corvidia Therapeutics	Novo Nordisk	心血管和肾脏疾病	整体收购	21.0亿美元
2018. 10. 31	Strongbridge Biopharma	Novo Nordisk	内分泌及代谢（生长激素）	Macrilien	1.45亿美元

资料来源：诺和诺德官网、pharmaceutical technology、华安证券研究所



# 诺和诺德：肥胖类药物持续利好，2023年三次调整业绩预测

减肥药业绩持续增长，诺和诺德三次上调23年业绩预测。2023年诺和诺德减肥药收入增速持续增长，22年、23Q1、23H1、23Q1-Q3、23年分别同比增长101%、131%、158%、167%和147%，公司减肥药产品在全球范围内快速放量。诺和诺德在2023年Q1、Q2和Q3三个季度，连续上调盈利预测，10月13日，公司第三季度业绩公布后，将营业收入增长预期调整为31-38%，利润增长预期调整为40-46%。同样的，礼来在Q1和Q2均上调了业绩预测，8月8日将23年营业收入预测调整至334-339亿美元，毛利率调整为78%。

## 2023年诺和诺德和礼来业绩预测上调情况

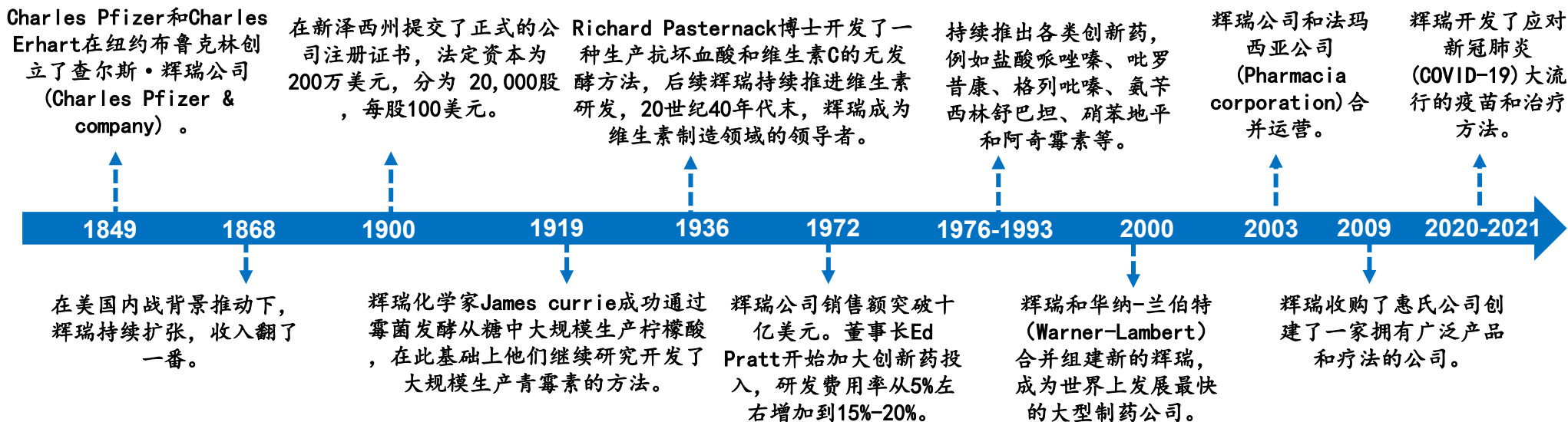
	2023年业绩首次预测	第一次调整	第二次调整	第三次调整	23年业绩
诺和诺德	2月1日 (22Q4预测): 营业收入增长: 13-19% 利润增长: 13-19% (22年减肥药收入增长101%)	4月13日 (23Q1预测): 营业收入增长: 24-30% 利润增长: 28-34% (23Q1减肥药收入增长131%)	8月10日 (23Q2预测): 营业收入增长: 27-33% 利润增长: 31-37% (23H1减肥药收入增长158%)	10月13日 (23Q3预测): 营业收入增长: 32-38% 利润增长: 40-46% (23Q1-Q3减肥药收入增长167%)	营业收入增长: 31% 利润增长: 37% (23年减肥药收入增长147%)
礼来	2月2日 (22Q4预测): 营业收入: 303-308亿美元 毛利率: 77%	4月27日 (23Q1预测): 营业收入: 312-317亿美元 毛利率: 不变	8月8日 (23Q2预测): 营业收入: 334-339亿美元 毛利率: 78%	11月2日 (23Q3预测): 营业收入: 不变 毛利率: 不变	营业收入: 341.2亿美元 利润增长: 79%

资料来源：诺和诺德官网、礼来官网、华安证券研究所

# 辉瑞：全球知名生物制药企业，致力于药物和疫苗开发

辉瑞公司是一家全球知名的生物制药公司，发展150年，成功开发了一系列具有影响力的药物和疫苗。1849年，Charles Pfizer和Charles Erhart创立了查尔斯·辉瑞公司（Charles Pfizer & company）。1868年，辉瑞持续扩张，收入实现翻番。1919年，辉瑞化学家James currie成功通过霉菌发酵从糖中大规模生产柠檬酸，并继续研究开发了大规模生产青霉素的方法。1972-1993年，公司创新药加速研发，持续推出盐酸哌唑嗪、吡罗普康等各类创新药。2000年至今，公司持续收并购，包括惠氏公司、Arena Pharmaceuticals等多家公司。2020-2021年，公司开发了应对新冠肺炎大流行的疫苗和治疗方法。

## 辉瑞成长历史



资料来源：辉瑞官网、华安证券研究所

## 辉瑞：2019年开始加快收购速度，2023年以430亿美元收购Seagen

辉瑞持续推进企业收并购，主要包括癌症、免疫炎症性疾病、细菌感染等研究领域相关公司。2022年共收购四家企业，2022年3月，公司以67亿美元收购致力于开发治疗多种免疫炎症性疾病创新潜在疗法的Arena Pharmaceuticals；2022年6月，公司以5.25亿美元收购专注于RSV新型抗病毒疗法的ReViral；2022年10月，公司分别以116亿美元和54亿美元收购偏头痛领域的Biohaven Pharmaceuticals和血液疾病领域的Global Blood Therapeutics；2023年12月，公司以430亿美元收购致力于创新型癌症免疫疗法的Seagen。

### 2016年至今辉瑞收购公司或项目梳理

交易日期	转让方	研究领域	交易金额
2023. 12. 4	Seagen	癌症（ADC）	430亿美元
2022. 10. 5	Global Blood Therapeutics	血液疾病（镰状细胞贫血）	54亿美元
2022. 10. 3	Biohaven Pharmaceuticals	头痛	116亿美元
2022. 6. 9	ReViral	呼吸道疾病	5.25亿元
2022. 3. 11	Arena Pharmaceuticals	免疫炎症性疾病	67亿美元
2021. 11. 17	Trillium Therapeutics	癌症（血癌）	22.2亿美元
2021. 4. 28	Amplix Pharmaceuticals	真菌感染	-
2019. 7. 30	Array Biopharma	癌症	-
2019. 7. 1	Therachon	骨科	3.4亿美元（额外4.7亿美元后续里程碑费用）
2016. 12. 22	AstraZeneca小分子抗感染业务	细菌感染	-
2016. 9. 27	Medivation	癌症	-
2016. 6. 24	Anacor	炎症	-

资料来源：辉瑞官网、华安证券研究所

# 美国top20医药市值公司：礼来最高7092亿美元

### 美股TOP20市值医药公司梳理（单位：亿美元）

◆ 市值最高：礼来7092亿美元、诺和诺德5477亿美元；

◆ 千亿美元市值的公司19家；

◆ 中国的千亿美元市值公司在哪里？

◆ 现阶段：

- ◆ 现金流
- ◆ 合作
- ◆ 国际化

证券代码	证券名称	总市值			总收入		净利润	
		截至2024.04.18	截至2010.12.31	截至2005.12.31	2023年	2010年	2023年	2010年
LLY.N	礼来	7092.24	403.76	639.54	341.24	230.76	52.40	50.70
NVO.N	诺和诺德	5476.53	675.42	182.19	344.66	108.18	124.18	25.64
UNH.N	联合健康	4546.79	392.15	843.86	3716.22	941.55	231.44	46.34
JNJ.N	强生	3512.02	1698.56	1787.17	851.59	615.87	351.53	133.34
MRK.N	默沙东	3172.11	1110.79	470.79	601.15	459.87	3.77	9.82
ABBV.N	艾伯维	2915.55	--	--	543.18	156.38	48.73	41.78
AZN.O	阿斯利康	2119.46	--	--	458.11	332.69	59.61	80.81
TMO.N	赛默飞世尔	2067.06	216.66	48.96	428.57	107.89	59.55	10.36
NVS.N	诺华	1892.16	1349.60	1225.89	466.60	515.61	148.54	99.69
ABT.N	雅培	1826.63	741.16	606.92	401.09	351.67	57.23	46.26
DHR.N	丹纳赫	1750.35	309.61	170.45	238.90	132.03	47.64	17.93
PFE.N	辉瑞	1437.72	1402.54	1716.59	584.96	678.09	21.58	82.89
AMGN.O	安进	1409.33	511.67	965.25	281.90	150.53	67.17	46.27
ISRG.O	直觉外科	1320.78	100.18	42.44	71.24	14.13	18.17	3.82
SYK.N	史赛克	1245.85	210.02	180.03	204.98	73.20	31.65	12.73
ELV.N	Elevance Health	1220.64	214.78	526.95	1713.40	588.02	59.91	28.87
SNY.O	赛诺菲-安万特	1148.19	--	--	513.76	425.07	60.13	75.91
MDT.N	美敦力	1051.50	--	--	312.27	--	37.84	--
VRTX.O	福泰制药	1016.99	71.29	29.93	98.69	1.43	36.20	-7.55
BSX.N	波士顿科学	991.00	115.12	200.90	142.40	78.06	15.92	-10.65

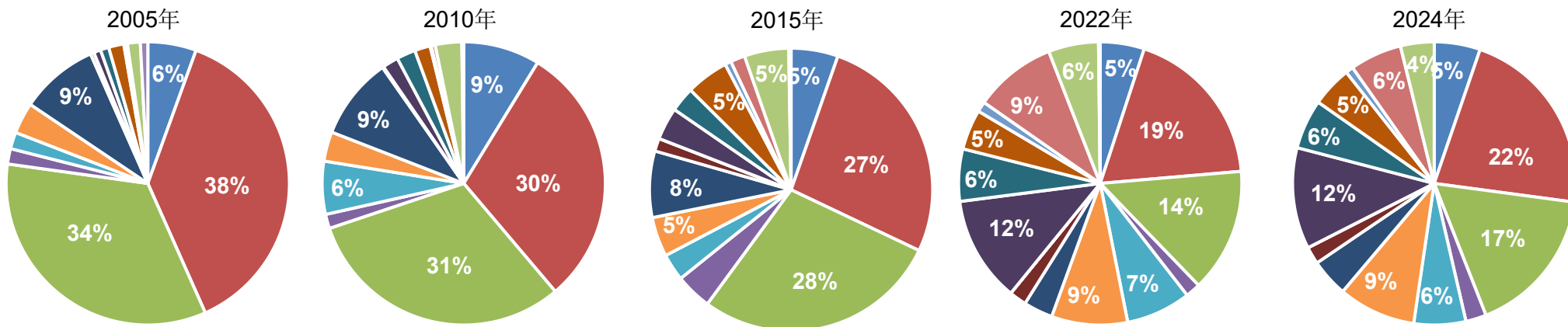
资料来源：iFinD、华安证券研究所

## 医药生物Ⅲ：中药Ⅲ和化学制剂Ⅲ板块市值占比有所下降

- 医药生物Ⅲ各细分板块市值稳步增长，中药Ⅲ和化学制剂Ⅲ板块市值占比有所下降。中药Ⅲ市值占比从2005年的34%下降至2024年的17%，化学制剂Ⅲ市值占比从2005年的38%下降至2024年的22%，但总市值仍稳步增长。医疗设备Ⅲ市值占比增长较快，从2005年的1%增长至2024年的12%。

医药生物Ⅲ 2005、2010、2015、2022和2024年市值占比 (%)

■ 原料药Ⅲ    ■ 化学制剂Ⅲ    ■ 中药Ⅲ    ■ 血液制品Ⅲ    ■ 疫苗Ⅲ    ■ 其他生物制品Ⅲ    ■ 医药流通Ⅲ    ■ 线下药店Ⅲ  
 ■ 互联网药店Ⅲ    ■ 医疗设备Ⅲ    ■ 医疗耗材Ⅲ    ■ 体外诊断Ⅲ    ■ 诊断服务Ⅲ    ■ 医疗研发外包Ⅲ    ■ 医院Ⅲ    ■ 其他医疗服务Ⅲ



资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据

# A股医药公司市值Top10梳理：部分老牌公司稳定维持高市值

2005-2024年A股医药市值Top10公司变化较大，但仍有部分老牌公司稳定维持高市值。例如恒瑞医药、云南白药等。2022年开始部分医药行业新公司快速发展，2022年和2024年迈瑞医疗和恒瑞医药均处于市值Top3水平。

## A股医药公司市值top10梳理

2005			2010			2015			2022			2024		
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)
600085.SH	同仁堂	60	002399.SZ	海普瑞	557	002252.SZ	上海莱士	1096	300760.SZ	迈瑞医疗	3831	300760.SZ	迈瑞医疗	3290
000538.SZ	云南白药	60	600276.SH	恒瑞医药	446	600276.SH	恒瑞医药	961	600276.SH	恒瑞医药	2458	600276.SH	恒瑞医药	2659
600664.SH	哈药股份	59	601607.SH	上海医药	435	000538.SZ	云南白药	756	603259.SH	药明康德	2369	688235.SH	百济神州	1580
600332.SH	白云山	44	000538.SZ	云南白药	419	600518.SH	ST康美	745	300015.SZ	爱尔眼科	2230	600436.SH	片仔癀	1364
600196.SH	复星医药	39	002422.SZ	科伦药业	378	600085.SH	同仁堂	612	600436.SH	片仔癀	1740	603259.SH	药明康德	1190
600380.SH	健康元	39	000423.SZ	东阿阿胶	334	600196.SH	复星医药	525	688235.SH	百济神州	1635	300015.SZ	爱尔眼科	1132
600276.SH	恒瑞医药	38	600518.SH	ST康美	334	601607.SH	上海医药	491	688271.SH	联影医疗	1459	000538.SZ	云南白药	1019
600200.SH	江苏吴中	38	600664.SH	哈药股份	280	600535.SH	天士力	442	300122.SZ	智飞生物	1405	688271.SH	联影医疗	1000
600851.SH	海欣股份	32	002007.SZ	华兰生物	279	002044.SZ	美年健康	374	603392.SH	万泰生物	1148	300122.SZ	智飞生物	969
000999.SZ	华润三九	32	600739.SH	辽宁成大	274	002773.SZ	康弘药业	366	000538.SZ	云南白药	977	603392.SH	万泰生物	846

资料来源：iFinD、华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 港股18A公司：自上市以来，仅有4家总市值呈现正提升

- 港股18A公司中仅有4家总市值呈现正提升。截至2024年4月19日，共统计64家港股18A生物科技公司，其中4家公司实现市值增长，分别是信达生物、科伦博泰生物-B、康方生物和百济神州。

### 港股18A上市公司市值梳理

证券代码	证券简称	首发市值(亿港元)	最新总市值(亿港元)	差异百分比(%)	证券代码	证券简称	首发市值(亿港元)	最新总市值(亿港元)	差异百分比(%)	证券代码	证券简称	首发市值(亿港元)	最新总市值(亿港元)	差异百分比(%)
1801.HK	信达生物	185.39	538.73	190.59%	3681.HK	中国抗体-B	60.37	20.63	-65.82%	2235.HK	微泰医疗-B	129.18	17.03	-86.82%
6990.HK	科伦博泰生物-B	134.89	298.98	121.64%	1952.HK	云顶新耀-B	206.38	69.86	-66.15%	6628.HK	创胜集团-B	58.96	7.33	-87.57%
9926.HK	康方生物	185.44	380.11	104.98%	1875.HK	东曜药业-B	35.68	11.98	-66.43%	6622.HK	兆科眼科-B	76.63	8.47	-88.95%
6160.HK	百济神州	820.86	1045.95	27.42%	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	121.10	39.27	-67.57%	1167.HK	加科思-B	109.54	11.48	-89.52%
2480.HK	绿竹生物-B	44.54	41.50	-6.82%	2487.HK	科笛-B	66.73	20.51	-69.27%	1672.HK	歌礼制药-B	123.86	12.96	-89.53%
2509.HK	荃信生物-B	54.41	50.63	-6.94%	2696.HK	复宏汉霖	266.60	80.55	-69.79%	2142.HK	和铂医药-B	84.62	8.01	-90.53%
1541.HK	宜明昂科-B	72.86	53.43	-26.66%	2315.HK	百奥赛图-B	103.14	29.56	-71.34%	2185.HK	百心安-B	49.03	4.63	-90.55%
2157.HK	乐普生物-B	118.42	71.52	-39.60%	2252.HK	微创机器人-B	436.55	113.31	-74.05%	2616.HK	基石药业-B	126.55	10.92	-91.37%
6855.HK	亚盛医药-B	77.86	45.56	-41.48%	2256.HK	和誉-B	87.11	20.36	-76.62%	2126.HK	药明巨诺-B	82.76	7.13	-91.39%
9969.HK	诺诚健华	122.78	71.56	-41.72%	6978.HK	永泰生物-B	77.40	17.75	-77.06%	2257.HK	圣诺医药-B	68.60	5.08	-92.59%
6922.HK	康洋生物-B	42.23	23.77	-43.71%	2251.HK	鹰瞳科技-B	70.43	16.01	-77.26%	2170.HK	贝康医疗-B	73.87	5.47	-92.59%
6185.HK	康希诺生物	75.72	40.83	-46.08%	9688.HK	再鼎医药	524.23	106.95	-79.60%	2160.HK	心通医疗-B	445.31	22.20	-95.02%
1877.HK	君实生物	180.57	91.08	-49.56%	1477.HK	欧康维视生物-B	212.84	41.32	-80.59%	9939.HK	开拓药业-B	79.42	3.89	-95.10%
6955.HK	博安生物	100.84	50.52	-49.90%	6606.HK	诺辉健康	351.08	64.73	-81.56%	2137.HK	腾盛博药-B	162.07	7.59	-95.32%
2496.HK	友芝友生物-B	30.88	14.44	-53.23%	2552.HK	华领医药-B	87.10	15.83	-81.82%	6996.HK	德琪医药-B	122.15	5.60	-95.41%
9995.HK	荣昌生物	333.89	150.78	-54.84%	1244.HK	3D Medicines	80.40	14.36	-82.14%	6998.HK	嘉和生物-B	134.47	5.89	-95.62%
2162.HK	康诺亚-B	184.28	76.79	-58.33%	2190.HK	归创通桥-B	194.04	30.81	-84.12%	2216.HK	瑛博医疗-B	78.84	2.85	-96.39%
2511.HK	君圣泰医药-B	63.73	25.58	-59.85%	9996.HK	沛嘉医疗-B	157.39	24.86	-84.20%	1228.HK	北海康成-B	37.75	1.36	-96.40%
6669.HK	先瑞达医疗-B	55.16	20.84	-62.22%	6669.HK	百心安-B	5.09	4.49	-11.76%	2297.HK	润迈德-B	61.64	2.01	-96.74%
2179.HK	瑞科生物-B	120.97	44.87	-62.91%	2179.HK	微泰医疗-B	19.38	17.03	-12.11%	2197.HK	三叶草生物-B	150.32	4.22	-97.20%
2181.HK	迈博药业-B	49.90	17.53	-64.88%	2181.HK	加科思-B	13.51	11.48	-15.00%					
2105.HK	来凯医药-B	58.52	20.25	-65.40%	2105.HK	科济药业-B	31.08	25.90	-16.65%					

资料来源：iFinD、华安证券研究所

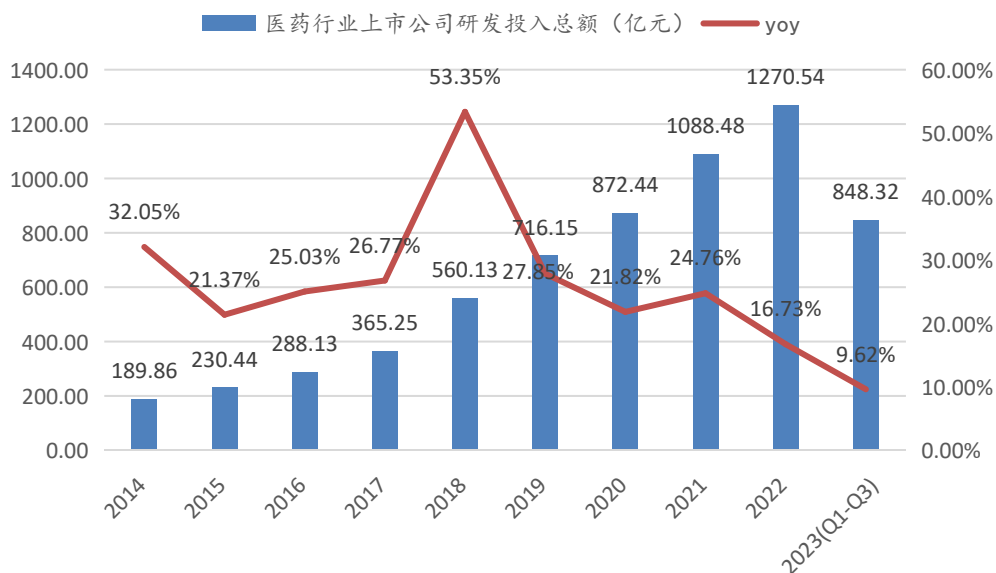
注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据，和誉-B首发市值选取2021年10月15日数据。

华安证券研究所

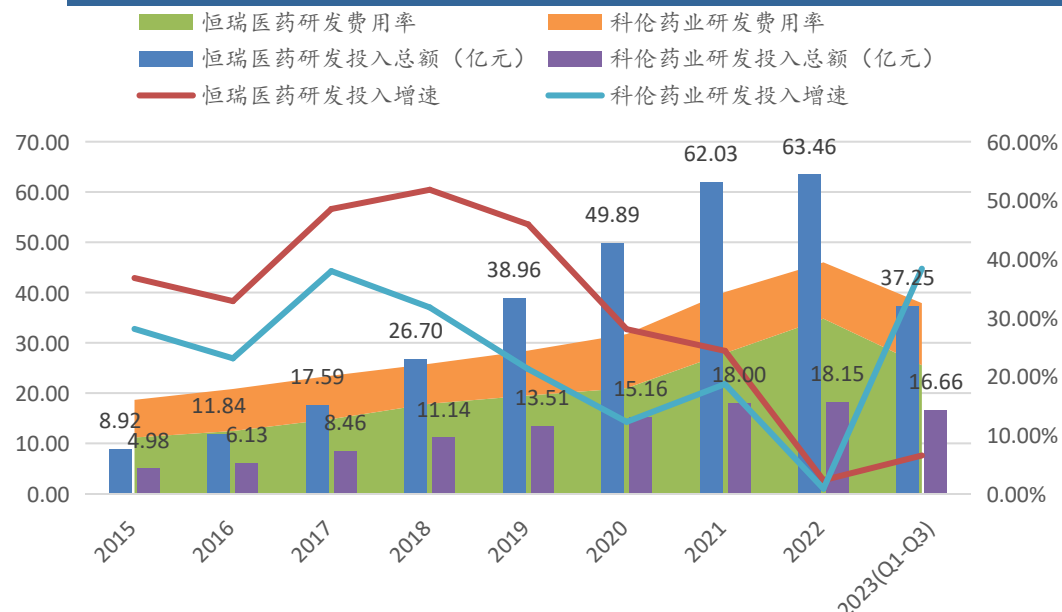
## 医药生物行业研发投入：持续增长，2018年增长最快

- 医药生物行业研发投入18年迅速增长，整体投入情况持续稳步提升。2014年以来，医药生物行业研发投入持续上升，从2014年189.86亿元，增长至2022年1270.54亿元，其中2018年增长53.35%，增幅较大，2023年前三季度医药生物行业研发投入848.32亿元，同比增长9.62%。恒瑞医药和科伦药业的研发投入也持续增长，分别从2015年的8.92亿元和4.98亿元增长至2022年的63.46亿元和18.15亿元；同时，研发费用率也在持续提升，分别从9.57%和6.42%增长至2022年29.83%和9.60%。

### 医药生物行业研发投入情况 (亿元, %)



### 恒瑞医药、科伦药业研发投入情况 (亿元, %)



资料来源：ifind、华安证券研究所

华安证券研究所





## 投资观点：2024年看好具备现金流、有创新属性产品商业化、传统中药以及已具备国际化能力的公司

■ 细分到行业，中药板块和创新药械，是2024年的两个主线，其中创新药械，我们更倾向于已经具备商业化产品的公司；此外，具备国际化的公司也会在2024年大放异彩。

(1) **中药**: 中药创新药审批和陆续放量(并且着重在有研发费用支出)、品牌中药(稀缺+持续提价+国企改革)、OTC(低估值、稳定)、国企改革，标的包括：康缘药业、以岭药业、同仁堂、贵州三力、达仁堂、太极集团、广誉远、昆药集团等。

(2) **创新药**: 着重在已经商业化的品类、或者已经商业化+马上有品种获批、国际化市场能落地，需要关注泽璟制药、亿帆医药、君实生物、荣昌生物、绿叶制药、艾迪药业、特宝生物等，成熟药企需要持续关注。

(3) **创新器械**: 着重品类，集采影响陆续淡化；电生理、骨科、神经介入可以重点关注；化学发光集采缓和需要重点留意厂家降幅。

(4) 其他自下而上去挖掘的标的。

■ 年度关注标的：同仁堂、以岭药业、康缘药业、贵州三力、昆药集团、天士力、健民集团、大参林、安图生物、麦澜德、亚辉龙、英诺特、海泰新光、迈瑞医疗、迪安诊断、瑞尔集团、百诚医药、固生堂、荣昌生物、君实生物、艾迪药业、智飞生物、亿帆医药、泽璟制药、绿叶制药、科伦药业、九典制药、健麾信息、华大智造。

## 24年年度重点关注公司：中药+创新药械+国产替代+自下而上寻找机会

- 年度需要关注的：同仁堂、以岭药业、康缘药业、贵州三力、昆药集团、天士力、健民集团、大参林、安图生物、麦澜德、亚辉龙、英诺特、海泰新光、迈瑞医疗、迪安诊断、瑞尔集团、百诚医药、固生堂、荣昌生物、君实生物、艾迪药业、智飞生物、亿帆医药、泽璟制药、绿叶制药、科伦药业、九典制药、健麾信息、华大智造
- 年度标的重要财务指标（单位：亿元）

股票代码	公司名称	申万二级分类	总市值（亿元）	24收入增速	25收入增速	24PE	25PE
600085.SH	同仁堂	中药 II	575	13.55%	12.90%	29	25
002603.SZ	以岭药业		322	13.91%	15.25%	14	12
600557.SH	康缘药业		109	17.21%	15.74%	17	14
603439.SH	贵州三力		61	50.38%	21.33%	17	13
600422.SH	昆药集团		158	13.27%	12.63%	26	21
600535.SH	天士力		228	9.03%	7.59%	18	16
600976.SH	健民集团		83	15.95%	15.84%	13	11
603233.SH	大参林	医药商业	251	23.64%	22.28%	15	12
603658.SH	安图生物	医疗器械	326	19.24%	19.16%	21	17
688273.SH	麦澜德		20	27.36%	26.44%	12	9
688575.SH	亚辉龙		128	6.68%	25.99%	26	20
688253.SH	英诺特		48	41.24%	38.01%	16	11
688677.SH	海泰新光		50	33.67%	26.86%	21	16
300760.SZ	迈瑞医疗		3377	20.65%	20.26%	24	20
688114.SH	华大智造		219	29.38%	29.10%	318	80

资料来源：Ifind（一致预期2024/04/22）、华安证券研究所

## 24年年度重点关注公司：中药+创新药械+国产替代+自下而上寻找机会

年度标的重要财务指标（单位：亿元）（续上）

股票代码	公司名称	申万二级分类	总市值（亿元）	24收入增速	25收入增速	24PE	25PE
300244.SZ	迪安诊断	医疗服务	90	17.36%	13.79%	8	6
6639.HK	瑞尔集团		32	25.84%	21.41%	56	26
301096.SZ	百诚医药		82	26.67%	36.70%	21	15
2273.HK	固生堂		104	31.20%	29.42%	27	20
688331.SH	荣昌生物	生物制品	270	57.04%	41.56%	-30	-55
688180.SH	君实生物		244	78.40%	45.81%	-24	-82
688488.SH	艾迪药业		64	38.24%	42.24%	-363	77
300122.SZ	智飞生物		963	25.01%	16.51%	8	7
002019.SZ	亿帆医药	化学制药	139	34.10%	24.59%	26	18
688266.SH	泽璟制药		125	129.85%	80.80%	-87	67
2186.HK	绿叶制药		38	13.48%	21.79%	12	7
002422.SZ	科伦药业		479	9.36%	10.74%	18	15
300705.SZ	九典制药		125	24.88%	24.10%	25	20
605186.SH	健麾信息	自动化设备	48	26.78%	27.88%	31	24

资料来源：Ifind（一致预期2024/04/22）、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



## 中药：稳步向上，乐观看待行业的政策与业绩共振机会

- 中药行情2022年年底和2023年上半年走出一波独立行情，市场担心24Q1同比业绩的情况，犹犹豫豫，我们认为中医药行业的机会是中长期的，可遵循以下思路去寻找个股机会：
  1. **国企改革下的品牌OTC**。中药板块为典型的中特估概念，并且国企比例较高，叠加国企改革如火如荼，国企中药公司也纷纷提出新的要求，未来业绩体现值得预期。代表性标的太极集团、昆药集团、东阿阿胶、华润三九、达仁堂、广誉远、江中药业等。
  2. **中药创新药**。由于今年各项调整，导致CDE新药推进进程减慢，预计未来迎来获批或者临床推进期，关注中药创新药机会，相关标的康缘药业、以岭药业、天士力、方盛制药、新天药业等。
  3. **预期落空的政策推进**。基药目录：22年推迟到今年，推进进度一直被推后，但预计还是今年会出来，届时独家中药获批基药可能带来放量，相关标的康缘药业、济川药业、天士力、贵州三力、方盛制药、华神科技等。
  4. **好品种+有催化的OTC**。OTC产品品牌相对重要，选择特色领域有品牌、后续有催化的公司。相关标的健民集团、羚锐制药、九芝堂、寿仙谷、特一药业、桂林三金等。
  5. **中药配方颗粒**：行业集采正式落地，本次200个中药配方颗粒品种共有59家企业拟中选，平均降价50.77%，相对温和，且国六家中标情况良好。我们认为此次集采进一步促进行业扩容，一方面进一步巩固行业领军企业的地位，另一方面会给新入玩家一些拓展市场的机会。相关标的包括，老牌国六家：中国中药、红日药业、华润三九等；新入玩家：以岭药业、神威药业、佐力药业、盘龙药业、吉林敖东、珍宝岛等。



# 中药：23H1核心品种情况梳理（1）

上市公司	核心产品2023上半年情况
白云山	大南药板块收入63.11亿元（同比+5.98%），大健康板块收入70.48亿元（同比+8.07%），大商业板块收入262.15亿元（同比+7.63%）。
云南白药	云南白药气雾剂收入超9亿元（同比+18.20%），蒲地兰消炎片收入过亿（同比+80%），伤风停胶囊收入同比+27%，藿香正气水收入同比超+260%，气血康口服液收入同比近+18%。
华润三九	自我诊疗板块收入68.19亿元（同比+23.19%），处方药板块收入27.80亿元（同比+11.31%），传统国药板块收入18.60亿元。
同仁堂	前五名系列产品收入29.25亿元（同比+18.91%）。
太极集团	藿香正气口服液收入18.13亿元（同比+81.66%），注射用头孢唑肟钠（益保世灵）收入8.63亿元，（同比+6.41%），急支糖浆收入5.28亿元（同比+149.06%），洛芬待因缓释片（思为普）收入2.58亿元（同比+9.32%），通天口服液收入1.62亿元（同比+33.88%），鼻窦类口服液收入1.30亿元（同比+27.45%），复方对乙酰氨基酚片（11）（散列通）收入1.15亿元（同比+187.50%），复方板蓝根颗粒收入1.01亿元（同比+71.19%）。
步长制药	脑心通胶囊、稳心颗粒、丹红注射液、谷红注射液、复方脑肽节苷脂注射液、复方曲肽注射液、银杏蜜环口服溶液合计收入44.61亿元。
以岭药业	心脑血管类产品收入25.11亿元（同比+10.44%），呼吸系统类产品收入30.88亿元（同比+20.95%），其他专利类产品收入2.77亿元（同比+47.26%）。
片仔癀	肝病用药收入22.51亿元（同比+14.29%），心脑血管用药收入1.96亿元（同比+59.26%）。
济川药业	-
天士力	心脑血管产品收入26.19亿元（同比+13.03%），抗肿瘤产品收入0.87亿元（同比-44.55%），感冒发烧产品收入2.93亿元（同比+64.77%），肝病治疗产品收入2.95亿元（同比+10.80%）。
达仁堂	中成药收入30.51亿元（同比+22.98%），西药收入7.36亿元（同比-13.83%）。
昆药集团	注射用血塞通（冻干）同比+10%，玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等骨风关类产品同比+19%，血塞通软胶囊同比+18%。
康恩贝	肠炎宁系列产品收入超8亿元，“康恩贝”牌健康食品收入近3亿元，“金笛”品牌系列产品同比近+35%，“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片同比+55%；独家中成药“至心研”牌麝香通心滴丸同比超+20%。
红日药业	中药配方颗粒及饮片收入15.89亿元（同比-2.46%），血必净注射液收入5.21亿元（同比+102.71%），药械智慧供应链的收入3.90亿元（同比-1.92%）。
信邦制药	药品收入27.11亿元（同比+7.47%），器械收入3.78亿元（同比-12.97%），医疗服务收入9.22亿元（同比-5.71%）。
葵花药业	中成药收入21.72亿元（同比+34.52%），化学药收入7.55亿元（同比+37.66%），营养保健品收入0.98亿元（同比+31.68%）。
仁和药业	药品收入20.19亿元（同比+11.23%），健康相关产品收入6.02亿元（同比-15.61%），其他业务产品收入0.61亿元（同比+84.91%）。
珍宝岛	-
康缘药业	注射液收入11.59亿元（同比+53.93%），胶囊收入4.61亿元（同比-7.45%），口服液收入4.23亿元（同比-2.71%），颗粒剂、冲剂收入1.91亿元（同比+99.55%），片剂收入1.78亿元（同比+5.26%），贴剂收入1.16亿元（同比-0.53%），凝胶剂收入0.10亿元（同比+10.99%）。
ST康美	医药工业和商业收入18.25亿元（同比+21.70%），保健食品及食品收入3.13亿元（同比+268.66%），物业租售及其他收入2.40亿元（同比+23.08%）。
江中药业	OTC业务收入16.46亿元（同比+23.27%），处方药业务收入3.44亿元（同比+0.16%），大健康及其他业务收入2.85亿元（同比+59.47%）。
东阿阿胶	阿胶及系列产品收入19.25亿元（同比+20.77%），其他药品及保健品收入1.50亿元（同比+9.03%），毛驴养殖及销售收入0.65亿元（同比-4.24%）。
健民集团	-
振东制药	达霏欣米诺地尔搽剂收入同比+49.52%。
千金药业	千金湘江药业的基层医疗集采品种同比+156%，千金协力药业的苯磺酸氨氯地平片同比+34%。
贵州百灵	中成药收入17.33亿元（同比+39.37%），中药材收入0.08亿元（同比+1205.80%），西药收入1.08亿元（同比+），医疗服务收入0.28亿元（同比+14.18%）。
九芝堂	中成药收入17.48亿元（同比+19.80%），西成药收入0.03亿元（同比-99.25%），生物药品收入0.24亿元（同比-31.28%）。
羚锐制药	-
马应龙	治痔产品收入同比+3.89%。
吉林敖东	安神补脑液收入3.24亿元（同比+4.12%），小儿桂枝退热口服液收入1.12亿元（同比+116.26%），脑心舒口服液收入0.48亿元（同比+367.88%），血府逐瘀口服液收入0.40亿元（同比+27.77%），养血口服液收入0.24亿元（同比+44.75%），注射用核糖核酸II收入0.35亿元（同比-14.61%），注射用盐酸平阳霉素收入0.33亿元（同比+58.81%），维生素C泡腾片收入0.18亿元（同比+135.24%），注射用赖氨酸匹林收入0.14亿元（同比+326.78%），赖氨酸匹林原料药收入0.12亿元（同比+139.35%）。
众生药业	中成药销售收入8.08亿元（同比-5.24%），化学药销售收入5.39亿元（同比+45.86%），原料药及中间体销售收入0.24亿元（同比+19.28%），中药材及中药饮片销售收入1.06亿元（同比+42.68%）。
益佰制药	-
中恒集团	双钱罐装龟苓膏收入同比+67.81%，碗装龟苓膏收入同比+34.82%。

资料来源：公司公告、华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

# 中药：23H1核心品种情况梳理（2）

上市公司	核心产品2023上半年情况
香雪制药	抗病毒口服液收入2.88亿元（同比+326.00%），中药材收入3.43亿元（同比-35.63%）。
桂林三金	中成药收入10.99亿元（同比+19.62%），商品流通收入0.23亿元（同比+11.21%）。
佐力药业	乌灵系列收入6.48亿元（同比+23.92%），百令片收入0.98亿元（同比-26.11%），中药饮片及配方颗粒收入2.61亿元（同比+20.08%）。
太龙药业	药品制剂收入3.53亿元（同比+91.04%），中药饮片收入4.23亿元（同比-4.68%），药品研发服务收入1.40亿元（同比-17.53%），药品药材流通收入0.76亿元（同比+27.15%），
方盛制药	强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露、赖氨酸维B12颗粒、蒲地蓝消炎片以及新品参芪鹿茸口服液收入同比+50%以上，心脑血管用药厄贝沙坦氢氯噻嗪片、消化系统用药奥美拉唑肠溶片、蒙脱石散收入同比+70%以上。
上海凯宝	针剂收入7.41亿元（同比+65.65%）。
奇正藏药	贴膏剂收入5.56亿元（同比-10.88%），软膏剂收入1.10亿元（同比-19.03%），其它剂型收入1.53亿元（同比+20.68%），保健品收入0.01亿元（同比-64.98%）。
精华制药	中药制剂收入2.60亿元（同比+31.93%），化学原料药及医药中间体收入1.82亿元（同比+0.53%），化工医药中间体收入2.37亿元（同比-12.07%），中药材及中药饮片收入1.15亿元（同比+113.23%）。
万邦德	中药（含植物提取物）收入1.01亿元（同比-46.14%），化学制剂及化学原料药收入2.33亿元（同比+20.70%），医疗器械收入2.27亿元（同比+22.60%），其他业务收入1.78亿元（同比+7.52%）。
广誉远	传统中药收入4.16亿元（同比+22.38%），精品中药收入1.86亿元（同比+120.60%），养生酒收入0.20亿元（同比+15.45%），代理产品收入0.37亿元（同比+22.89%）。
佛慈制药	中药、中药材及防护用品收入6.08亿元（同比+31.97%），食品保健品收入84万元（同比+1.60%）。
陇神戎发	合剂类收入4.02亿元（同比+197.04%），滴丸、片剂类等收入1.30亿元（同比+26.70%）。
特一药业	化学药制剂收入2.03亿元（同比+7.50%），中成药收入3.07亿元（同比+84.12%），化学原料药收入0.25亿元（同比-1.16%），化工产品及其他收入0.03亿元（同比-21.04%）。
新天药业	妇科类收入3.64亿元（同比-1.45%），泌尿系统类收入1.14亿元（同比+4.13%），清热解暑类收入0.44亿元（同比+14.63%）。
盘龙药业	自产中成药收入2.68亿元（同比+12.84%），中药饮片收入0.11亿元（同比+22.30%），医药商业配送收入2.17亿元（同比+20.76%），大健康产品收入0.03亿元（同比-16.77%）。
沃华医药	沃华®心可舒片收入2.21亿元（同比-4.00%），骨质疏松胶囊/颗粒收入0.95亿元（同比-7.76%），荷兰片/胶囊收入0.62亿元（同比+2.92%），脑血疏口服液收入0.71亿元（同比+0.98%）。
华神科技	中西成药收入1.67亿元（同比-2.76%），钢结构制作安装服务收入2.39亿元（同比+59.67%），大健康饮品及服务收入0.60亿元（同比-15.71%）。
长药控股	中药饮片收入2.77亿元（同比-52.20%），空心胶囊收入0.27亿元（同比-17.80%），医药批发收入1.15亿元（同比-6.25%）。
汉森制药	四磨汤口服液收入2.46亿元（同比-6.68%），天麻醒脑胶囊收入0.85亿元（同比+26.33%）。
益盛药业	胶囊类产品收入1.99亿元（同比-5.84%），针剂类产品收入1.63亿元（同比+29.27%）。
恩威医药	妇科类收入1.72亿元（同比-9.98%），儿科类收入0.47亿元（同比+22.96%），感冒类收入1.05亿元（同比+109.68%）。
寿仙谷	灵芝孢子粉类产品收入2.48亿元（同比+4.97%），铁皮石斛类产品收入0.65亿元（同比+2.81%）。
华森制药	痛泻宁颗粒收入同比+40%以上，六味安神胶囊收入同比+60%以上。
维康药业	中西成药收入2.72亿元（同比+5.45%）。
生物谷	灯盏生脉胶囊收入1.92亿元（同比+6.65%），灯盏细辛注射液收入1.15亿元（同比+22.41%）。
*ST 太安	中成药制造收入1.02亿元（同比-39.37%），中药材初加工收入0.50亿元（同比-25.18%），药品批发零售收入0.73亿元（同比-68.58%），健康产业开发产品收入0.14亿元（同比-31.18%），医疗服务收入0.16亿元（同比-3.09%）。
嘉应制药	医药产品收入2.57亿元（同比+4.25%）。
启迪药业	中药公司产品收入1.45亿元（同比+1.97%），广东先通公司产品收入0.33亿元，医药流通及服务收入0.07亿元（同比+2.58%），制药公司产品收入0.03亿元（同比-46.16%）。
新光药业	黄芪生脉饮收入1.15亿元（同比-14.25%），伸筋丹胶囊收入0.11亿元（同比-10.63%），西洋参口服液收入0.18亿元（同比-14.62%）。
粤万年青	中参芪降糖片收入5105万元（同比+13.98%），消炎利胆片收入1951万元（同比+12.97%），苦木注射液收入1852万元（同比+37.86%）。
大唐药业	外用制剂收入6057万元（同比+129.10%），口服制剂收入6250万元（同比+15.46%）。
龙津药业	中药冻干粉针剂收入4294万元（同比-38.33%），化学药冻干粉针剂收入55万元（同比-60.41%）。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

# 中药：部分公司估值预测表

	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)		PE		PEG 2024E	23年以来最大回撤
						2024E	2025E	2024E	2025E		
院内中药创新药	002603.SZ	以岭药业	323	19.31	12	22.65	26.37	14	12	1.10	-41%
	600557.SH	康缘药业	111	18.92	20	6.42	7.69	17	14	0.88	-44%
	600535.SH	天士力	229	15.33	21	12.76	14.30	18	16	0.94	-15%
	603439.SH	贵州三力	60	14.68	24	3.70	4.55	16	13	0.48	-27%
	603998.SH	方盛制药	48	10.91	25	2.28	2.92	21	16	0.96	-23%
	002873.SZ	新天药业	26	11.18	32	1.09	1.29	24	20	0.68	-33%
品牌中药老字号	600436.SH	片仔癀	1,364	226.03	45	35.04	41.29	39	33	1.54	-31%
	000538.SZ	云南白药	1,019	56.71	25	46.68	51.14	22	20	1.56	-3%
	600085.SH	同仁堂	579	42.20	35	19.62	22.78	29	25	1.68	-34%
	000423.SZ	东阿阿胶	447	69.47	39	13.96	16.73	32	27	1.51	-3%
	600771.SH	广誉远	115	23.54	-106	1.51	2.06	76	56	1.98	-46%
中药OTC	000999.SZ	华润三九	585	59.25	19	32.97	37.67	18	16	1.14	-12%
	600129.SH	太极集团	183	32.90	22	11.31	14.57	16	13	0.43	-50%
	600422.SH	昆药集团	162	21.39	37	6.18	7.75	26	21	0.67	-19%
	600566.SH	济川药业	405	43.96	14	30.01	33.84	14	12	2.14	-6%
	600572.SH	康恩贝	130	5.04	22	7.77	9.04	17	14	0.53	-33%
	600329.SH	达仁堂	255	33.12	26	12.01	14.54	21	18	0.98	-39%
	600750.SH	江中药业	176	27.95	25	8.12	9.34	22	19	1.48	-4%
	000989.SZ	九芝堂	74	8.62	29						-44%
	603896.SH	寿仙谷	49	24.08	17	3.70	4.44	13	11	0.68	-56%
	002275.SZ	桂林三金	90	15.25	23	5.56	6.47	16	14	0.38	-27%
	600285.SH	羚锐制药	133	23.48	25	6.51	7.72	20	17	1.04	-1%
	600976.SH	健民集团	87	56.77	17	6.19	7.57	14	12	0.74	-35%
	300181.SZ	佐力药业	102	14.50	24	5.13	6.35	20	16	0.59	-2%
	002737.SZ	葵花药业	159	27.23	13	12.35	14.42	13	11	1.55	-10%
	002644.SZ	佛慈制药	37	7.16	63	1.18	1.53	31	24	0.41	-53%
	600993.SH	马应龙	116	26.88	26	5.68	6.70	20	17	0.72	-11%
	002728.SZ	特一药业	59	16.08	37	3.35	4.50	18	13	0.51	-41%
中药配方颗粒	0570.HK	中国中药	218	4.32	15	13.00	14.97	17	15	14.70	-6%
	000999.SZ	华润三九	585	59.25	19	32.97	37.67	18	16	1.14	-12%
	300026.SZ	红日药业	111	3.69	22	7.06	8.53	16	13	0.47	-45%
	603567.SH	珍宝岛	101	10.69	20	7.27	8.65	14	12	0.64	-39%
	2877.HK	神威药业	78	9.45	7						-15%

资料来源：wind（一致预期2024/4/21，标红为国企）、华安证券研究所



## 创新药+械：产业变化带动市场情绪，寻找下一个大单品

- **宏观环境：**中美双边领导人对话，国际关系缓解有助于新药“出海”；近日美国就业数据出炉，美联储加息二连停，今年有望维持利率稳定。总体宏观环境有利于创新药板块，特别是前期超跌的港股医药股，近日实现大幅回弹。
- **医药政策：**国家医保局正在调整创新药的定价政策，在《新冠治疗药品价格形成指引》基础上，对创新药上市早期阶段的价格采取相对宽松的管理，近日国家医疗保障局医药价格和招标采购司副司长翁林佳如此表示，对创新药初次定价提供一定放宽措施。
- **产业催化：**海外减肥药双寡头23Q3中GLP-1类药物收入再创新高，国内企业快速跟进，新题材充分具有想象空间。减肥药领域国内公司具有参与全球化市场的实力，带动医药产业新的需求，进入新的发展周期。
- **药企业绩：**具有产品力的创新药品在今年多项不利因素下仍能放量增长。另外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。

### ➤ 2024创新药及制剂板块投资主线：

- ❖ **本土巩固：**临近商业化/即将销售放量阶段公司 or 仿创结合药企转型公司 or 国内FIC药物进入关键临床
- ❖ **海外展望：**创新药获得海外监管批准 or 海外渠道拓展可带来增量 or FIC药物进入全球2/3期临床/数据读出

**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



# 创新药械：部分公司估值预测表

板块	代码	名称	市值 (亿元)	PE (ttm)	PE (2024)	PE (2025)	关注点
创新药	002019.SZ	亿帆医药	139	-25	26	18	亿立舒中美欧三地获批, 有望继续拓展日本等市场; IL-22抗体全球首创, 中美完成2期临床, 面向肝病大市场。
创新药	688266.SH	泽璟制药	125	-48	-87	67	多抗平台PD-1/TIGIT, CD3/DLL3/DLL3快速推进, 年内BD出海预期
创新药	688331.SH	荣昌生物	270	-18	-30	-55	MSLN ADC海外临床推进, BD出海预期
创新药	688488.SH	艾迪药业	64	-85	-363	77	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; 国产HIV新药出口非洲销售
创新药	300558.SZ	贝达药业	160	41	35	27	恩沙替尼治疗NSCLC一线治疗在美上市申请受理
综合性平台企业	300760.SZ	迈瑞医疗	3377	30	24	20	(1) 国内反腐政策对招标节奏的影响以及设备更新政策, 对品牌力强的领军企业是利好; (2) 海外市场, IVD预计仍能保持20%以上增速增长。
设备	688114.SH	华大智造	219	-113	318	80	(1) 公司基因测序仪设备在美国、欧洲、亚太等海外区域是除Illumina外少数有性价比优势的设备, 海外市场仍保持高速增长。 (2) 国内市场, 公司保持市场份额, 并协同下游生态圈合作伙伴, 开拓新的应用市场, 如NGS的入院。
高耗	688351.SH	微电生理	110	1928	299	144	公司在房颤领域“射频+冷冻”消融解决方案完整, 23年经过一年的入院工作, 24年房颤手术放量, 25年初预计也会如期中标新一轮福建电生理集采联盟续标。
高耗	688617.SH	惠泰医疗	312	59	44	33	(1) 血管介入通路类产品逐渐替代外资如泰尔茂的市场份额, 胸主动脉支架也获批, 产品价值量越来越高。 (2) 心脏电生理: PFA导管预计24年底获批, 能够进入到福建集采联盟的续标里。 (3) 公司海外市场预计2025年会迎来重大进展, 注册证MDR/MDD转换变成, 和迈瑞在海外市场渠道相协同。
家用设备/IVD	300298.SZ	三诺生物	121	33	27	21	(1) CGM国内, 线上渠道好, 价格低, 性价比高, BGM渠道共享。 (2) CGM海外, 预计24年进入欧洲部分国家医保目录, 美国预计25年上半年获批拿证。 (3) 海外子公司Trividia保持盈利, 如果CGM上市后, 渠道价值也会更凸显; (4) BGM基础业务保持10-15%收入利润增长。
IVD	603658.SH	安图生物	326	25	21	17	(1) 化学发光业务: 高速机及流水线的装机较好, 肿标、呼吸道、传染病、甲功等项目已经和进口厂家检测结果一致性非常高, 国产替代进程持续。 (2) 其他项目如期推进, 如自免类项目、三重四级杆质谱设备、测序仪、分子诊断等储备业务;
IVD	688253	英诺特	48	18	12	8	1) 呼吸道检测三联检、五联检是国内独创独家品种, 尤其适合门诊急诊高峰使用, 伴随流感季节性放量; 2) 国际化值得期待, 东南亚快速放量, 未来欧洲CE拿证; 3) 目前公司仅在院内卖, 线上ToC渠道值得期待
IVD	688575	亚辉龙	128	38	26	19	1) 化学发光IVD中的biotech, 头部医院粘性大, 超高速机器、流水线铺设速度快, 23年国内外装机总计2080台 (国内1390, 海外680), TOP100三甲医院覆盖率73%; 2) 公司扎根自身免疫病领域, 研发投入高于其他IVD公司, 心血管、生殖、糖尿病等领域均有和高校、医院、科研机构的深入合作, 牵头国家十四五重点研发项目; 3) 海外今年重点突破独联体、南美、中东、印度等, 25年前后欧洲、日本陆续拿证放量。

## 低市净率和账面资金较多的医药企业：收并购机会突出

- A股中市净率最低的3家公司分别是蓝帆医疗、瑞康医药和吉林敖东；账面资金(剔除短期借款)后最高的3家公司分别是百济神州、迈瑞医疗和恒瑞医药。

### PB较低的20家医药公司情况梳理

证券代码	证券名称	上市日期	PB (2023Q3)	总市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	交易性金融资产 (亿元)	短期借款 (亿元)	剔除短期借款后资金 (亿元)	PE TTM
002382.SZ	蓝帆医疗	2010-04-02	0.54	51	11.77	3.17	3.44	11.50	-10
002589.SZ	瑞康医药	2011-06-10	0.66	37	55.27	0.70	36.98	18.99	-2
000623.SZ	吉林敖东	1996-10-28	0.69	183	18.58	17.62	7.78	28.42	12
688317.SH	之江生物	2021-01-18	0.70	28	27.58	-	-	27.58	-22
688298.SH	东方生物	2020-02-05	0.70	53	48.79	8.55	2.01	55.34	-6
300981.SZ	中红医疗	2021-04-27	0.70	41	6.14	20.59	1.61	25.12	122
002435.SZ	长江健康	2010-06-18	0.71	32	25.98	4.84	17.95	12.87	154
688068.SH	热景生物	2019-09-30	0.75	25	1.94	2.74	-	4.68	-27
002932.SZ	明德生物	2018-07-10	0.76	47	23.66	0.65	1.39	22.93	9
300639.SZ	凯普生物	2017-04-12	0.79	40	7.88	2.77	0.66	9.99	11
002551.SZ	尚荣医疗	2011-02-25	0.81	22	6.55	3.03	-	9.58	-11
688075.SH	安旭生物	2021-11-18	0.81	42	7.24	17.57	0.02	24.80	43
300158.SZ	振东制药	2011-01-07	0.82	42	9.75	13.17	-	22.92	-111
002022.SZ	科华生物	2004-07-21	0.82	35	18.34	2.00	0.55	19.79	-17
300381.SZ	溢多利	2014-01-28	0.86	22	6.62	6.02	0.44	12.20	661
300677.SZ	英科医疗	2017-07-21	0.91	146	67.85	35.18	52.61	50.43	42
301290.SZ	东星医疗	2022-11-30	0.92	20	5.88	6.14	0.01	12.01	22
430017.BJ	星昊医药	2023-05-31	0.94	13	3.12	4.33	0.10	7.35	15
600216.SH	浙江医药	1999-10-21	0.94	90	13.50	3.66	2.00	15.16	24
603301.SH	振德医疗	2018-04-12	0.95	51	12.18	4.59	1.76	15.01	11

### 剔除短期借款后资金较多的20家医药公司情况梳理

证券代码	证券名称	上市日期	PB (2023Q3)	总市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	交易性金融资产 (亿元)	短期借款 (亿元)	剔除短期借款后资金 (亿元)	PE TTM
688235.SH	百济神州	2021-12-15	5.96	1,002	179.11	44.32	22.24	201.19	-25
300760.SZ	迈瑞医疗	2018-10-16	9.17	3,290	196.67	-	-	196.67	30
600276.SH	恒瑞医药	2000-10-18	6.74	2,659	174.06	2.10	0.16	175.99	68
600085.SH	同仁堂	1997-06-25	4.49	579	128.52	0.00	1.06	127.47	34
600380.SH	健康元	2001-06-08	1.65	217	144.12	0.73	17.76	127.09	14
688271.SH	联影医疗	2022-08-22	5.63	1,000	81.03	39.22	0.13	120.12	60
000538.SZ	云南白药	1993-12-15	2.52	1,012	130.87	2.87	14.60	119.14	22
600332.SH	白云山	2001-02-06	1.48	484	198.74	0.57	81.61	117.70	11
600566.SH	济川药业	2001-08-22	3.13	405	76.76	24.44	8.02	93.18	12
002821.SZ	凯莱英	2016-11-18	1.63	276	71.00	21.05	-	92.05	15
000513.SZ	丽珠集团	1993-10-28	2.55	305	103.56	0.73	15.60	88.69	18
002432.SZ	九安医疗	2010-06-10	1.01	198	14.68	77.40	8.60	83.47	24
688428.SH	诺诚健华	2022-09-21	1.88	75	82.62	-	0.05	82.57	-26
603259.SH	药明康德	2018-05-08	2.39	1,190	94.49	32.10	46.31	80.28	14
000423.SZ	东阿阿胶	1996-07-29	4.28	447	60.83	17.05	-	77.88	34
600511.SH	国药股份	2002-11-27	1.76	270	78.49	-	2.23	76.26	11
300015.SZ	爱尔眼科	2009-10-30	5.97	1,132	68.08	8.00	3.50	72.58	36
000661.SZ	长春高新	1996-12-18	2.09	477	73.24	-	1.54	71.70	11
002223.SZ	鱼跃医疗	2008-04-18	3.24	367	66.32	4.19	-	70.51	13
000999.SZ	华润三九	2000-03-09	3.21	585	66.14	6.81	8.39	64.57	18

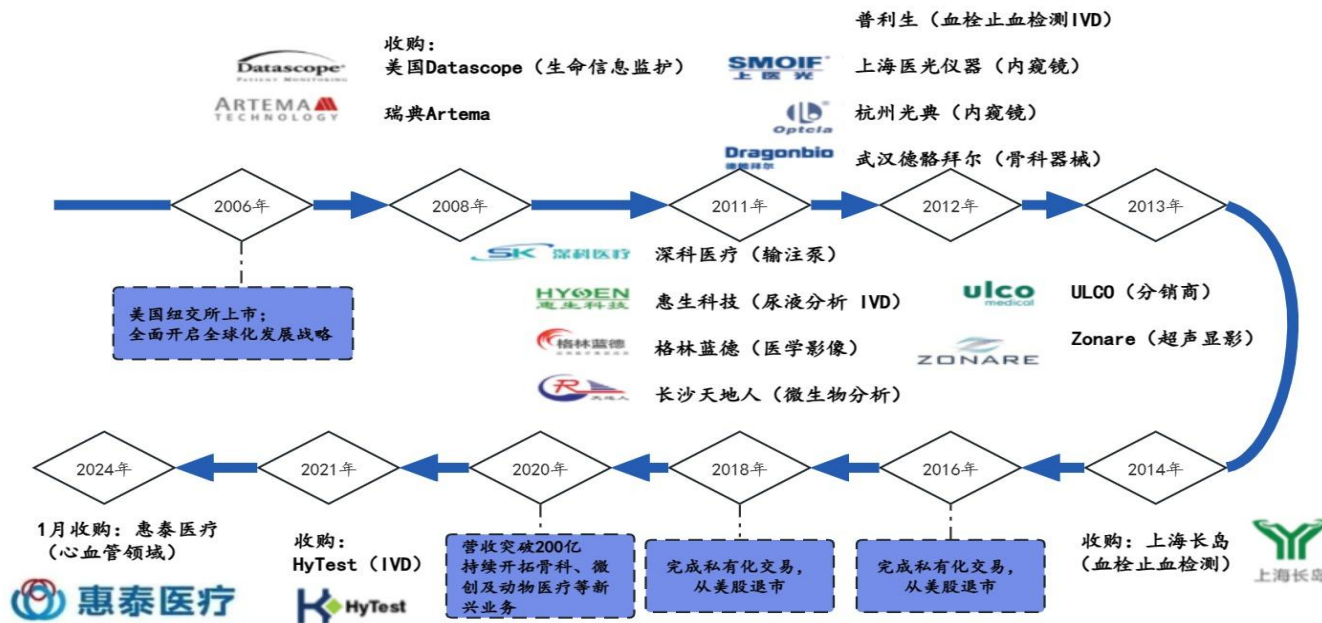
敬请参阅末页重要声明及评级说明 资料来源：iFinD、华安证券研究所

华安证券研究所

注：2024年总市值为2024年4月19日收盘数据；剔除短期借款后资金=货币资金+交易性金融资产-短期借款；标的筛选时已剔除PB为负、“ST”和剔除短期借款后资金为负的标的。

## 并购带产业重构：迈瑞医疗2024年1月收购惠泰医疗

- 2006年-至今：国内并购丰富产品管线，国际收购突破技术；逐步实现海内外双驱动，深入高端市场，持续渗透。
- 2006年，迈瑞成功在纽交所上市，2008年，通过收购美国Datascope，使得其在全球监护行业市占额达10%，仅次于飞利浦和通用电气。2013年，收购美国高端超声诊断系统排名第五的Zonare公司。这两家公司的收购对于迈瑞监护和超声影像产品线具有重要意义。2011年起，迈瑞又陆续并购12家公司，包括9家国内企业，3家国外企业。2021年，通过收购Hytest完善IVD产业链上游，迈瑞进一步强化IVD领域竞争优势。
- 2024年1月28日，收购国内心血管领域的细分板块领军企业惠泰医疗，打造“迈瑞医疗设备+惠泰医疗耗材”的崭新格局。迈瑞子公司以66.52亿元收购惠泰21.12%的股份，收购后共持有惠泰24.61%的股份。2024年4月15日已完成过户



资料来源：公司官网、ifind、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

## 风险提示

- ❑ 创新药研发不及预期的风险；
- ❑ 审批注册不及预期的风险；
- ❑ 医药政策相关风险；
- ❑ 国际供应链变动风险；
- ❑ 国际汇率变动风险；
- ❑ 地缘政治与贸易冲突风险；
- ❑ 技术人才紧缺和人才流失的风险。



## 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。



# 谢谢！