

医药行业5月策略报告：

利空出尽，重点推荐中药、创新药及原料药等板块

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2024年5月4日

- ◆ 4月底医药板块已业绩利空出尽、企稳走强，与4月策略判断基本相符。我们认为：5月份有望走强、获得显著超额收益，主要原因有四：1) 全年增速前低后高、一季报利空出尽。2023年一季报基数较高导致2024年一季报增速相对较慢，二季度有望迎来拐点、三季度有望加速；2) 筹码结构利于医药板块走强。一季度末非医药基金对医药配置比例约7.5%，相对于2023年底下降2.5个百分点，其中配置比例较低的为中药、生物制品及CXO等；3) 医药板块经历连续4年下跌，估值已具备相当吸引力，大多数估值（PE-TTM）分别10-20倍，即使从PEG角度看也具有吸引力；4) 医药政策回暖迹象明显，尤其是创新药及创新中药等相关政策。创新药作为新质生产力代表，也是全球具备竞争力的战略性新兴产业，有望得到国家重点扶持。其中重点推荐子行业：中药、创新药、原料药等，中药具有稳定增长、估值低、高分红等特点，为医药行业中难得符合市场方向的子行业；ASCO盛会将会在5月底开始，国内多家创新药企将会亮相，形成巨大催化剂；原料药板块逻辑发生积极变化。
- ◆ 原料药板块去库存周期结束在即，基本面拐点虽迟但到：短期看，1) 需求端：2023年底开始全球原料药去库存导致短期承压，2024年Q2-Q3去库存有望结束，将逐季度恢复。2) 成本端：随着目前大宗、石化等原料的价格开始企稳并下滑（化工品降价30%+，石油40%+），2023-2024年板块盈利能力总体恢复。3) 供给端：优质公司新产能逐步落地，加大全球市占率。4) 筹码角度，筹码结构好，公募基金、尤其是药基持仓比例低；该板块估值低，2024年PE估值约13-20X不等。中长期看我国在中间体和原料药行业有非常强的成本、产业链等优势，无惧竞争，叠加大量沙班、列汀、列净等慢病品种专利期到期在即，将带来大量增量。推荐同和药业、普洛药业、华海药业、天宇股份、美诺华等；关注健友股份、仙琚制药等。

◆ 建议关注：

- 创新药领域：新诺威、百利天恒、海思科、和黄医药、恒瑞医药等；
 - 中药领域：佐力药业、太极集团、康缘药业、方盛制药、济川药业、达仁堂等；
 - 耗材领域：惠泰医疗、大博医疗、新产业、安图生物等；
 - 低值耗材及消费医疗领域：三诺生物、鱼跃医疗；
 - 科研服务及CXO领域：奥浦迈、金斯瑞生物、药康生物、诺唯赞、皓元医药、泰格医药、诺思格等；
 - 眼科服务：爱尔眼科、普瑞眼科，建议关注华夏眼科等；
 - 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
 - 医美领域：爱美客、华东医药等；
 - 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
 - 疫苗领域：智飞生物、百克生物，建议关注万泰生物等；
 - 血制品领域：派林生物、上海莱士、天坛生物等；
- ◆ **【重点推荐组合】** 佐力药业、达仁堂、太极集团、方盛制药、干红制药、普洛药业、海思科、百利天恒、润达医疗、信达生物
 - ◆ 风险提示：市场推广不及预期；新产品研发不及预期；市场竞争加剧等。

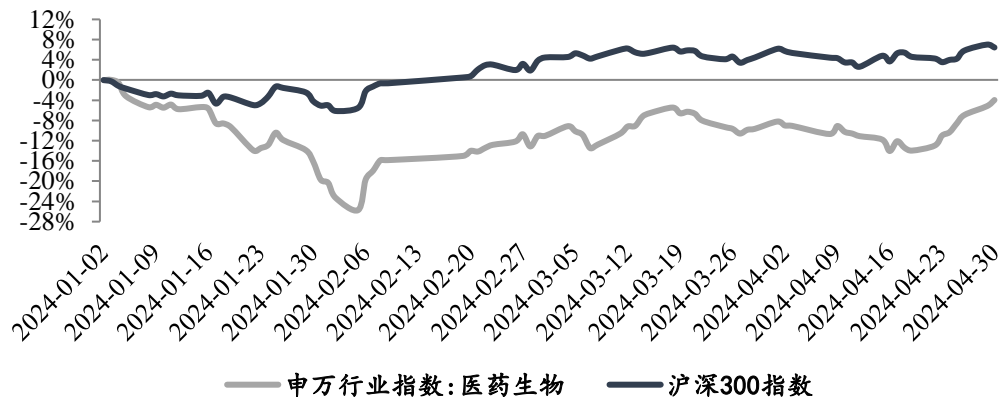


- 一、医药板块具备较高性价比
- 二、原料药板块去库存周期结束在即，基本面拐点虽迟但到
- 三、5月行业投资策略及标的
- 四、风险提示

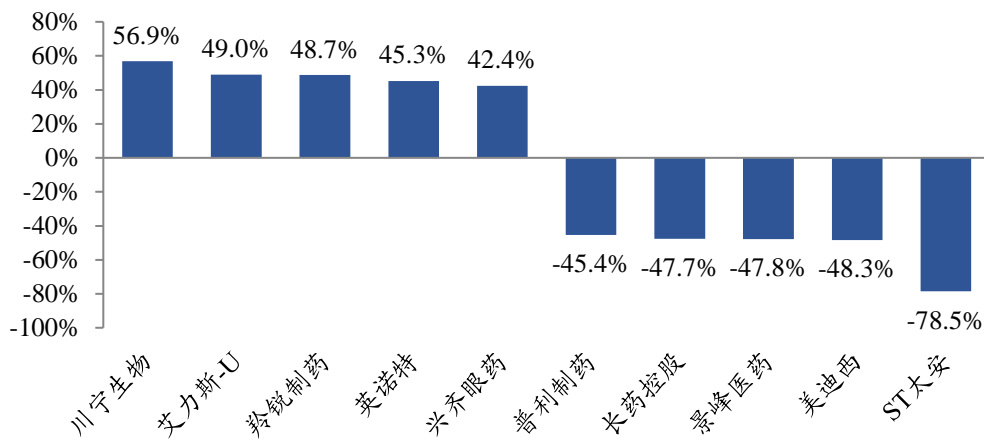
一、医药板块具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现 (2024/1/2-2024/4/30)

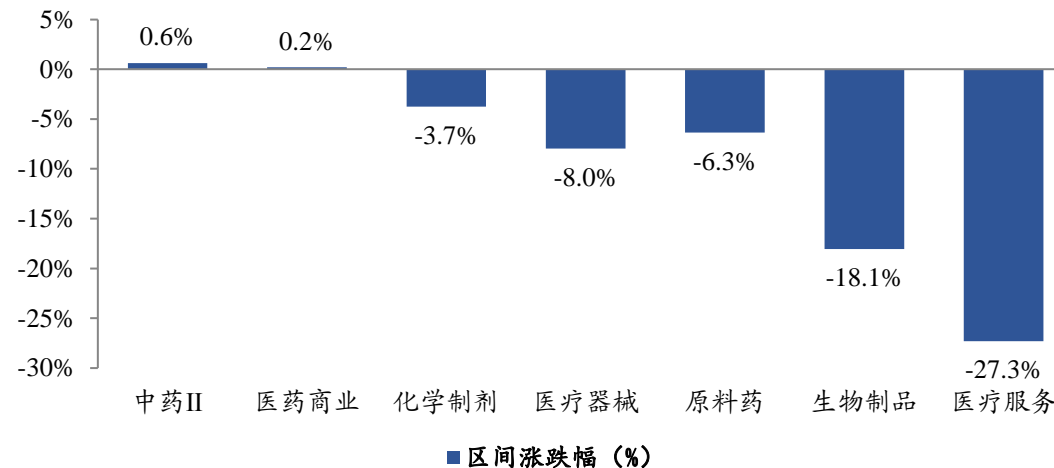
2024年年初至今医药指数相对沪深300走势



2024年年初至今医药个股涨跌幅排名



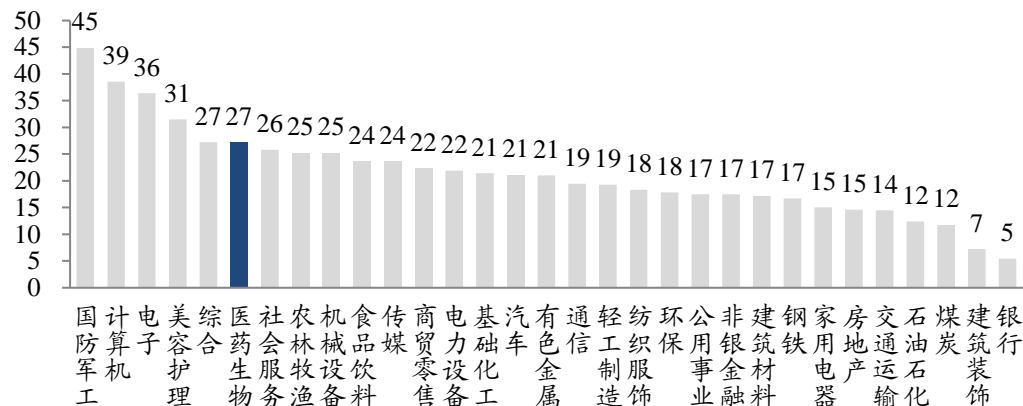
2024年年初至今医药子行业二级市场涨跌幅



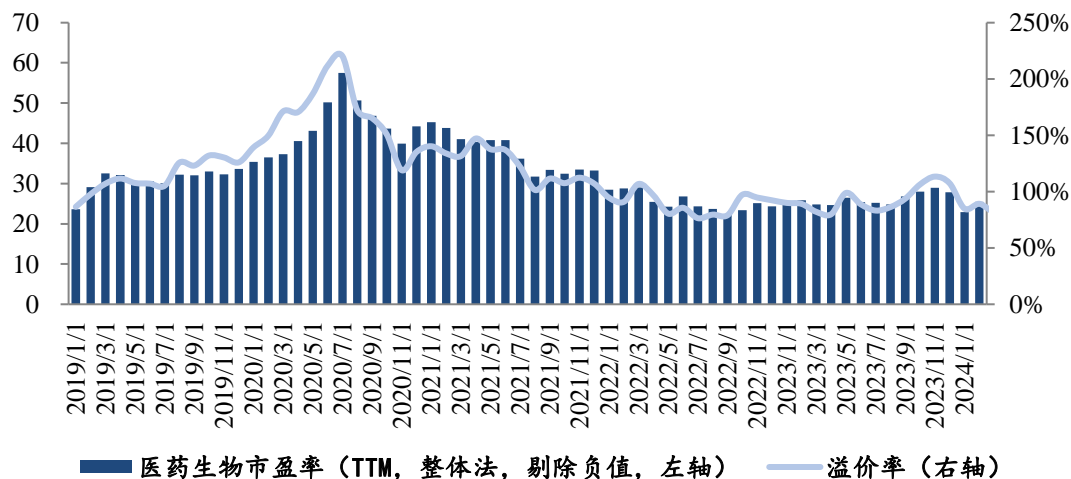
- 2024年1月2日至4月30日，申万医药生物指数下降3.9%，低于沪深300指数14.1个百分点。
- 2024年年初至今各医药子行业中，各板块涨跌不一，其中中药、医药商业和化学制剂板块表现较好，中药、医药商业分别上涨0.6%、0.2%。
- 2024年年初至今医药个股中涨幅最大的分别为川宁生物（+56.9%）、艾力斯-U（+49.02%）、羚锐制药（+48.74%）、英诺特（+45.26%），跌幅最大的分别为ST太安（-78.48%）、美迪西（-48.29%）、景峰医药（-47.84%）、长药控股（-47.67%）、普利制药（-45.4%）。

1.2 医药行业市盈率和溢价率

申万一级行业市盈率比较 (TTM整体法) (截至2024.4.30)



申万医药市盈率与A股溢价率 (截至2024.4.30)



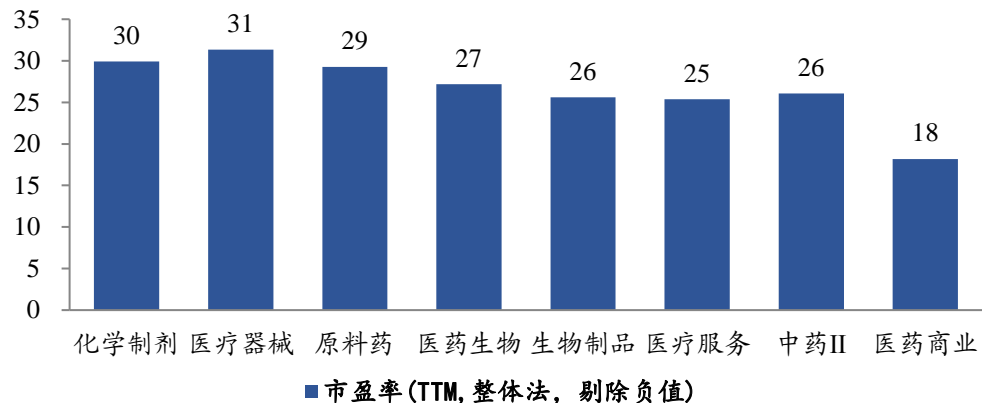
申万医药市盈率历史变化趋势



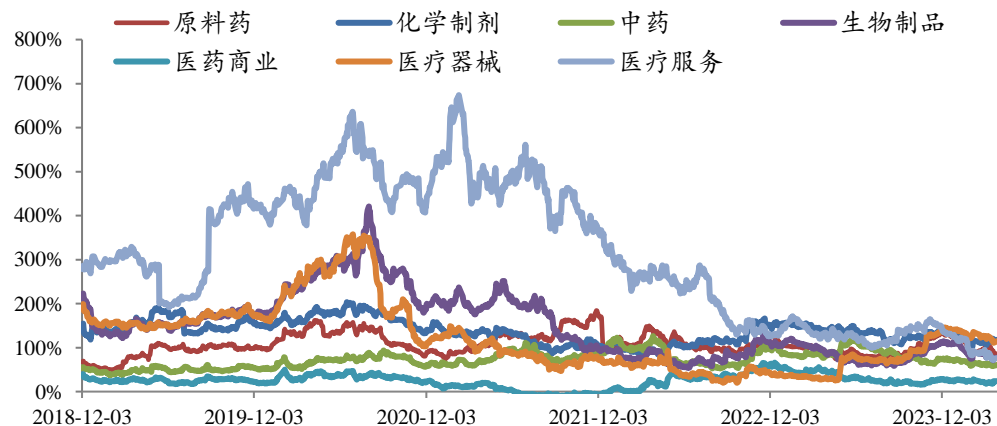
- 横向看：2024年4月30日，医药行业PE (TTM) 为27倍，在申万一级行业中排名第6，低于国防军工、计算机、电子等。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE-TTM最高73倍，最低21倍，平均值约36倍；截至2024年4月30日，估值处于绝对底部。
- 2024年4月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为89%，溢价率较1-3月略微上升。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

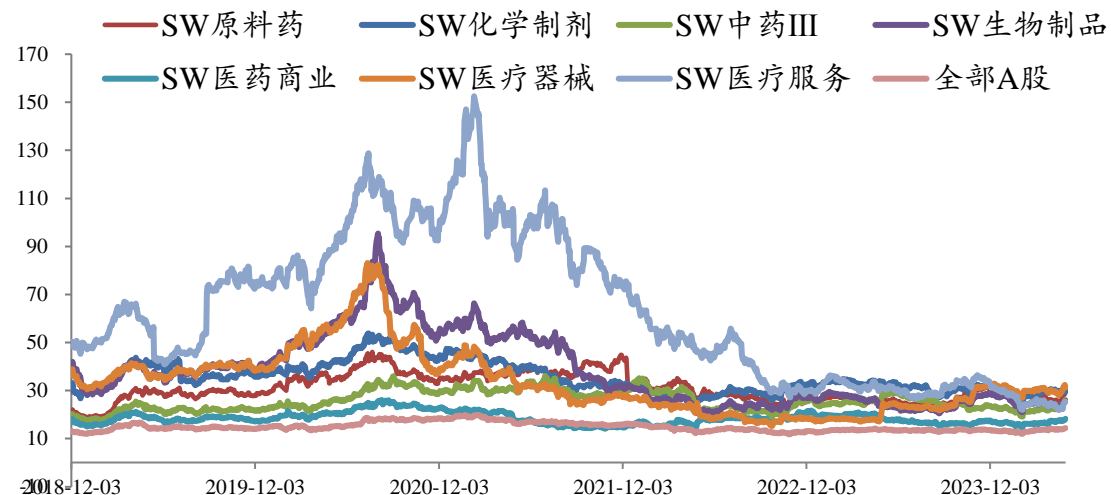
申万医药子行业市盈率比较 (截至2024.4.30)



申万医药子行业相对A股的溢价率



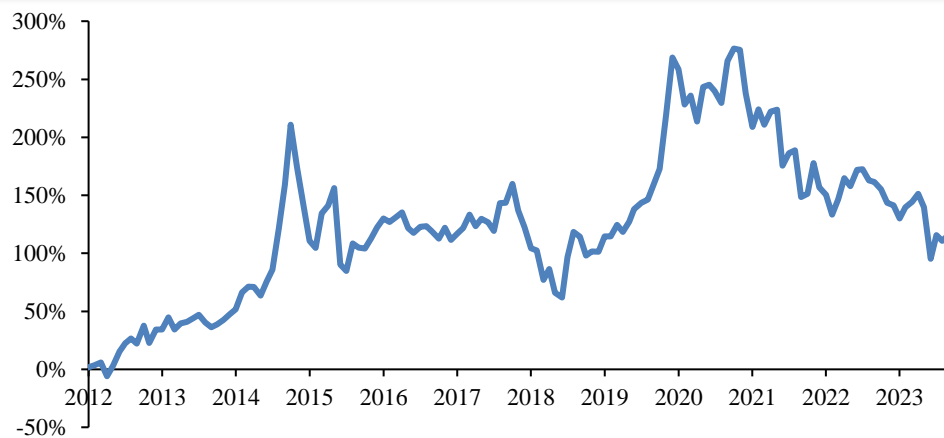
申万医药各子行业市盈率 (TTM) 历史变化趋势



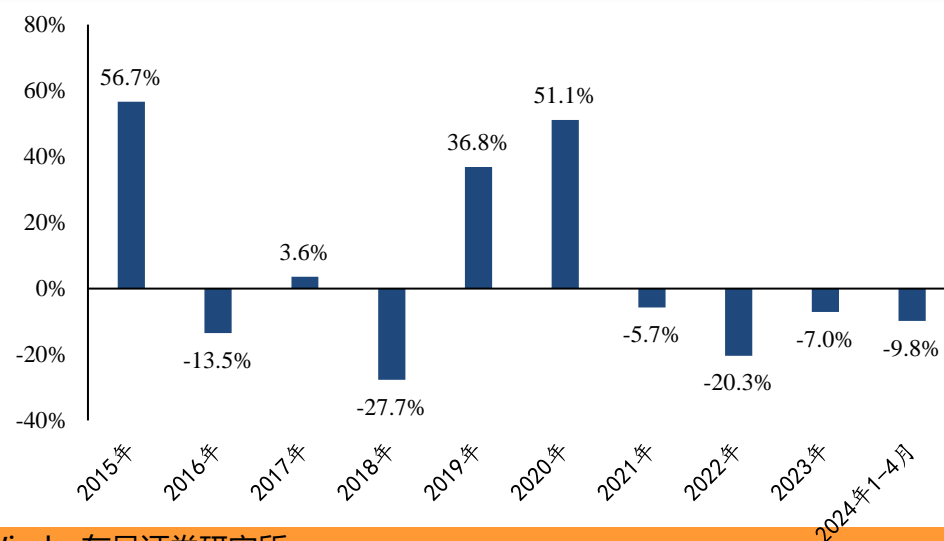
- 横向看, 截至2024年4月30日, 医药各子板块的市盈率 (TTM) 中, 化学制剂 (30倍)、医疗器械 (31倍)、原料药 (29倍) 的市盈率较高; 生物制品 (26倍)、中药 (26倍)、医疗服务 (25倍) 和医药商业 (18倍) 的市盈率较低。
- 纵向看, 2023年以来, 各子板块的估值水平均较为平稳。

1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

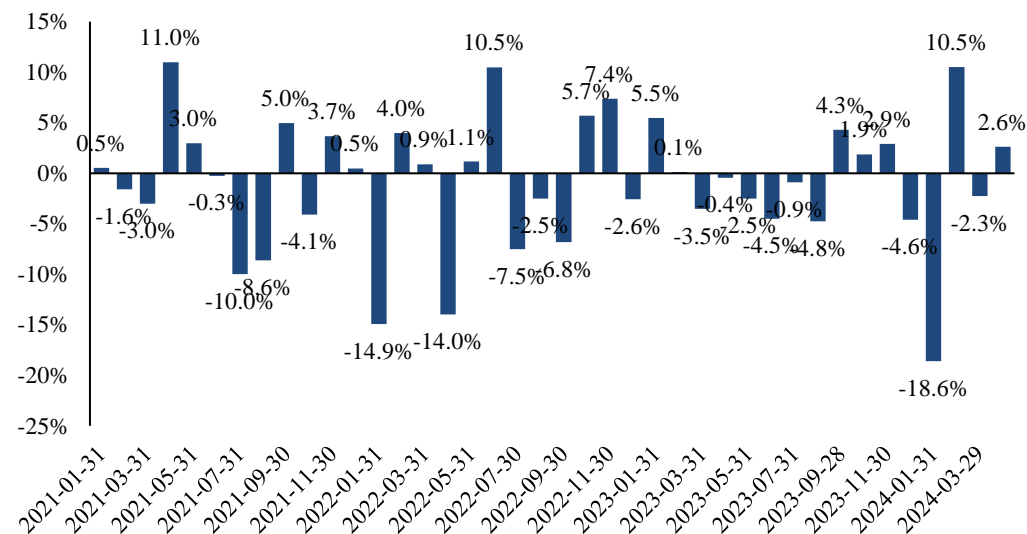
申万医药指数历史走势



申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅

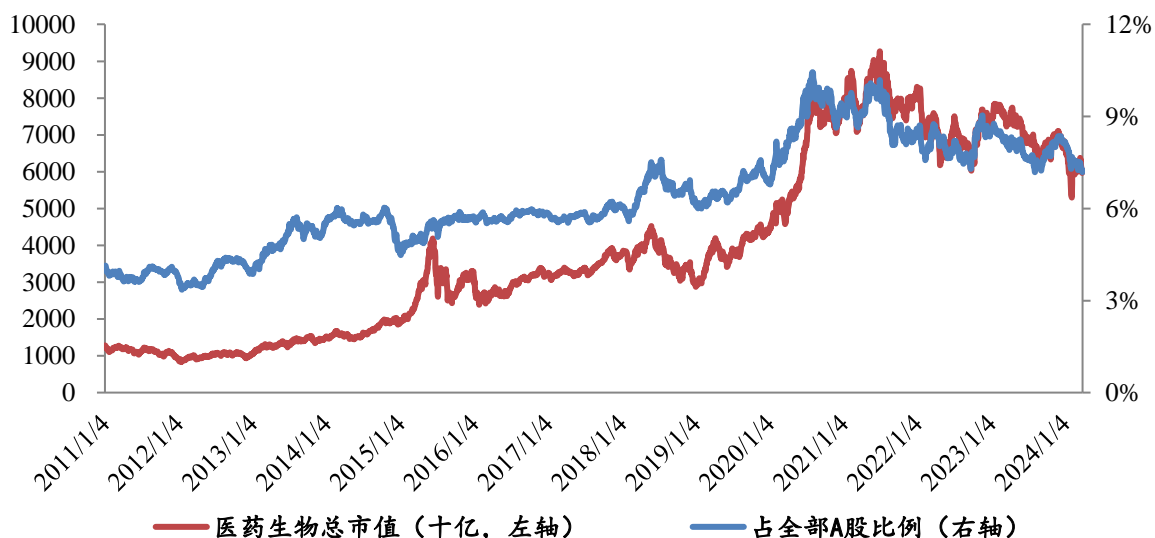


- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021-2023年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为5.7%、20.3%和7.0%，2024年1-4月继续下行，跌幅为9.8%。
- 分月度看，2023年以来申万医药指数有所波动，2023年12月申万医药指数下降4.6%，2024年1月申万医药指数下降18.6%，2月申万医药指数回升至10.5%，3月回落至-2.3%，4月回升至2.6%

1.5 医药行业占A股市值比重略有回升，公募基金持仓比重环比增加

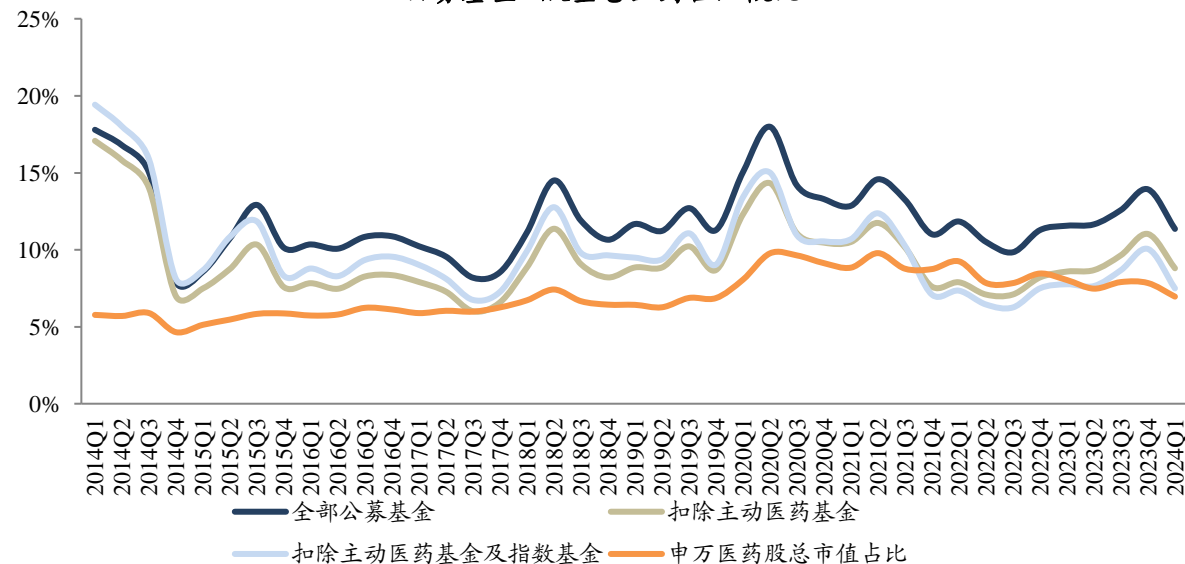
- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2024年4月30日，医药行业总市值约6.0万亿元，医药行业市值占全部A股市值的比重从2011年1月4日的4.12%提升至2024年4月30日的7.85%，相比2023年底的8.16%有所下降。
- 2024年一季度公募基金重仓医药行业的比例为11.35%，环比减少2.57 pp；剔除主动医药基金占比8.8%环比减少2.23 pp；再剔除指数基金占比7.48%，环比减少 2.56pp；仍远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置

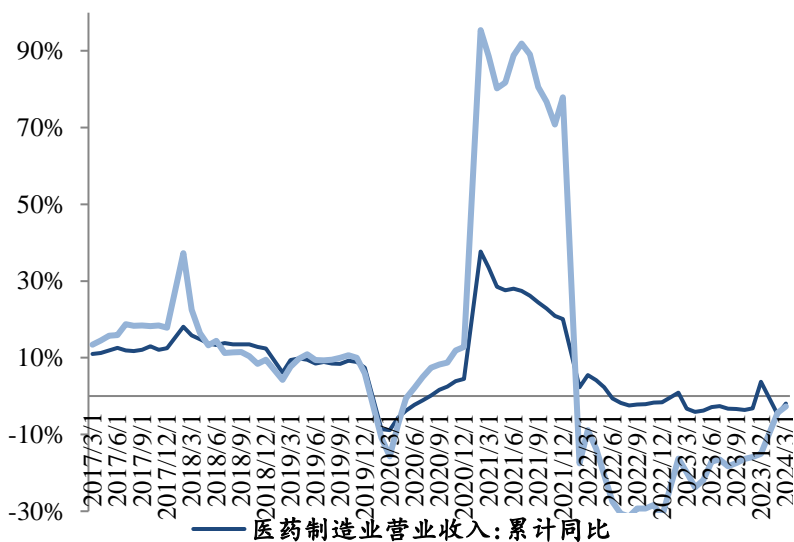
公募基金A股重仓医药占比概况



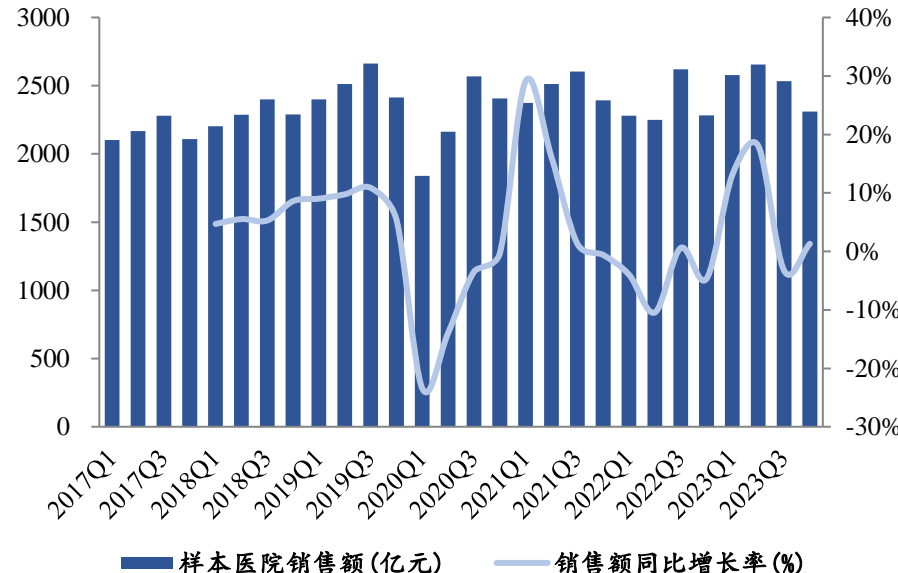
1.6 医药制造业数据2023年明显回落，2024保持平稳

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2023年1-12月我国医药制造业累计实现营业收入和利润总额分别为2.52万亿元（同比下降13.4%），3.47千亿元（同比下降19.0%），2024年Q1分别为0.61万亿元（同比下降2.0%），0.82千亿元（同比下降2.7%），可以看到医药制造业营业收入增速有所放缓，利润总额增速下降则更为明显。
- 根据中康开思医药数据库：2023年我国疫情反复，样本医院及零售药店销售额增速均有所恢复。2023Q4，样本医院药品销售环比增速下降8.8%，同比上升1.3%；样本零售药店销售环比增速上升18.5%，同比下降12.3%。
- 我们认为：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行和疫情的影响，行业格局变化在即。医药工业收入增速整体承压，但结构上分化愈加明显，创新药产业链、医疗器械、生物制品等或成行业主要增长动力。

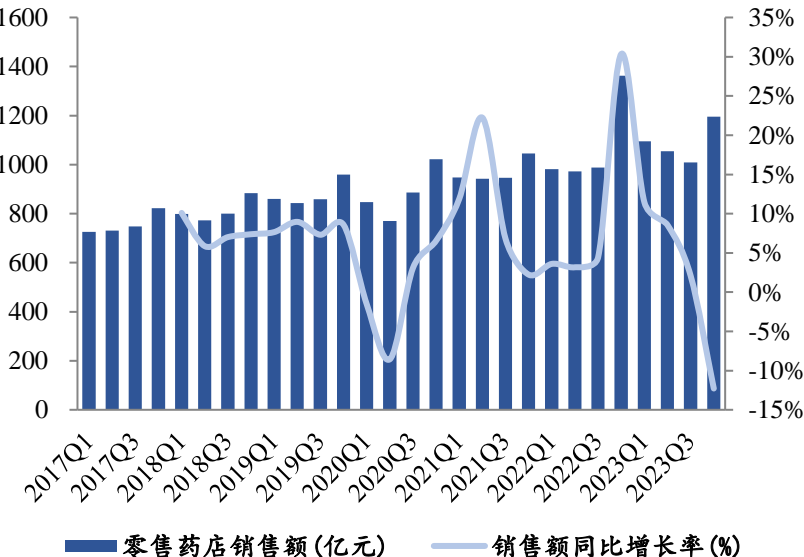
我国医药制造业营业收入累计同比增速 (%)



我国样本医院销售额及同比增长率



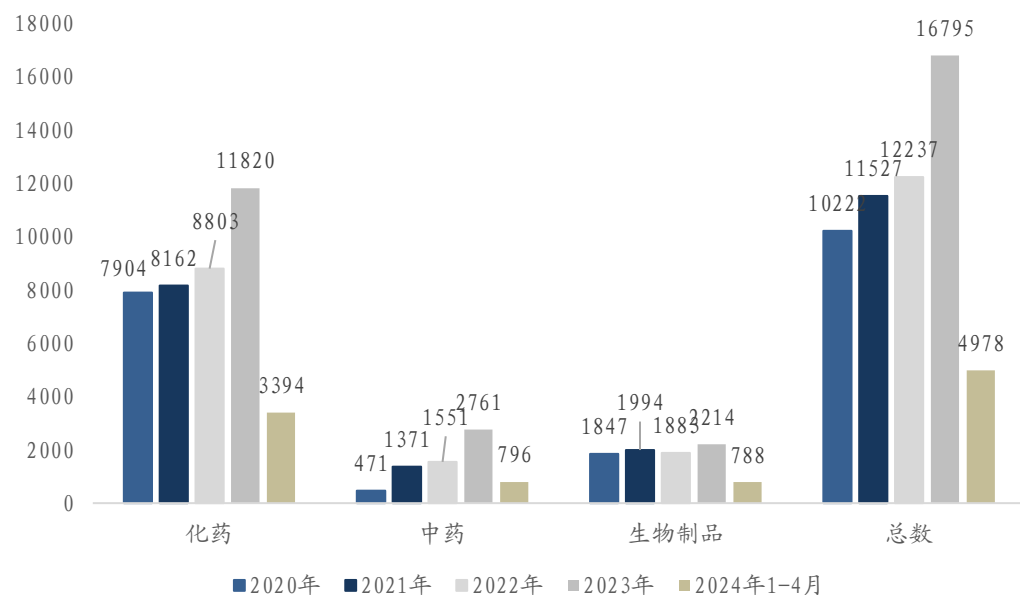
我国样本零售药店销售额及同比增长率



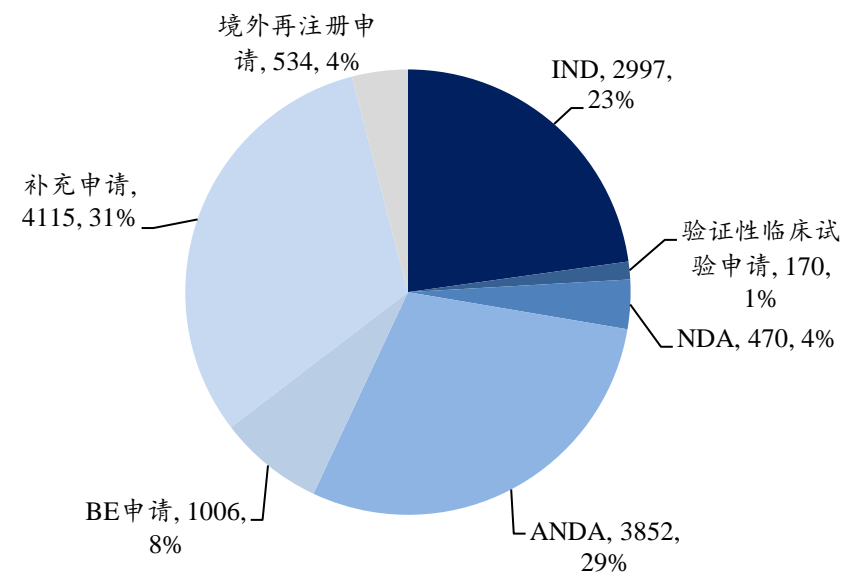
1.7 2021年至2024年4月药物审评情况(CDE)

- 2021年全年CDE审评中心受理11527个受理号，其中化药受理8162个，中药1371个，生物制品1994个。2022年受理数量相比于2021年有所增加，总量增加710个，其中化药受理相比于2021年增加了641个，中药增加了180个，生物制品减少111个。2023年受理数量相比于2022年有所增加，总量增加4558个，其中化药受理相比于2022年增加了3017个，中药增加了1210个，生物制品增加了331个。2024年1月至4月CDE共受理4978个，其中化药受理3394个，中药796个，生物制品788个。
- 2023年各类申报类型为：补充申请为主，占比31%，其次是ANDA和IND，占比29%和23%。

2020年至2024年4月CDE申报受理情况 (个)



2023年CDE申报受理情况占比



1.7 2023年1-12月药物审评情况(CDE)

2023年1-12月NMPA批准的创新药及改良型新药

通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
恒格列净+二甲双胍	恒瑞医药	化学药品	2023/12/29	II型糖尿病
玛巴洛沙韦	罗氏	化学药品	2023/12/29	乙型流感
盐酸曲恩汀	Orphalan	化学药品	2023/12/29	威尔逊病
济川煎	康缘药业	中药	2023/12/26	便秘
尼塞韦单抗	阿斯利康	生物制品	2023/12/26	RSV感染; 下呼吸道感染
帕妥珠单抗+曲妥珠单抗+重组人玻璃酸酶	罗氏	生物制品	2023/12/26	HER2阳性乳腺癌
一贯煎	神威药业	中药	2023/12/26	疝气
依折麦布+瑞舒伐他汀钙	赛诺菲	化学药品	2023/12/26	家族性高胆固醇血症
重组人凝血酶	泽璟制药	生物制品	2023/12/26	出血
马立巴韦	武田	化学药品	2023/12/19	CMV感染
索卡佐利单抗	李氏大药厂	生物制品	2023/12/19	宫颈癌
阿立哌唑	大冢	化学药品	2023/12/18	精神分裂症
达格列净+盐酸二甲双胍	阿斯利康	化学药品	2023/12/18	II型糖尿病
法瑞西单抗	罗氏	生物制品	2023/12/13	糖尿病黄斑水肿; 年龄相关性黄斑变性
舒筋祛风活络	香港紫花油	中药	2023/12/12	未知/待定(原研)
盐酸特泊替尼	德国默克	化学药品	2023/12/5	非小细胞肺癌
阿泰特韦+利托那韦	广生堂	化学药品	2023/11/23	新型冠状病毒感染
伯瑞替尼	恒康集团	化学药品	2023/11/14	非小细胞肺癌
醋酸来法莫林	Nabriva Therapeutics	化学药品	2023/11/14	社区获得性细菌性肺炎
托莱西单抗	信达生物	生物制品	2023/11/10	杂合子型家族性高胆固醇血症; 高胆固醇血症; 混合型高脂血症
香雷糖足	合一生技	中药	2023/11/9	糖尿病足
格菲妥单抗	罗氏	生物制品	2023/11/7	弥漫性大B细胞淋巴瘤
纳基奥仑赛	合源生物	生物制品	2023/11/7	B细胞急性淋巴细胞白血病
埃普奈明	海特生物	生物制品	2023/11/1	多发性骨髓瘤
阿那白滞素	Swedish Orphan Biovitrum	生物制品	2023/10/27	周期性发热综合征

2023年1-12月NMPA批准的创新药及改良型新药

通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
通络明目	以岭药业	中药	2023/10/19	糖尿病视网膜病变
枳实总黄酮提取物	青峰医药	中药	2023/10/19	未知/待定(原研)
紫贝宣肺	华立医药	中药	2023/10/19	急性支气管炎
氟可来昔替尼	百时美施贵宝	化学药品	2023/10/18	斑块状银屑病
甲苯磺酸利特昔替尼	辉瑞	化学药品	2023/10/18	斑秃
利匹韦林	强生	化学药品	2023/10/18	HIV-1感染
艾夫糖苷酶 α	赛诺菲	生物制品	2023/9/28	庞贝氏症
依瑞奈尤单抗	诺华	生物制品	2023/9/19	偏头痛
重组赖脯胰岛素	礼来	生物制品	2023/9/19	I型糖尿病; II型糖尿病
盐酸纳呋拉啡	Toray Industries	化学药品	2023/9/13	尿毒性瘙痒症
阿托伐他汀钙+依折麦布	欧加隆; 默沙东	化学药品	2023/9/12	纯合子型家族性高胆固醇血症
丙酸氟替卡松+富马酸福莫特罗	Napp Pharmaceuticals	化学药品	2023/9/12	哮喘
人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)	北京民海生科	生物制品	2023/9/12	狂犬病
米托坦	HRA Pharma Rare Diseases	化学药品	2023/9/5	肾上腺皮质癌
纳鲁索拜单抗	津曼特; 石药集团	生物制品	2023/9/5	骨巨细胞瘤
阿可替尼	阿斯利康	化学药品	2023/8/29	套细胞淋巴瘤; 慢性淋巴细胞白血病; 小淋巴细胞性淋巴瘤
马吉妥昔单抗	MacroGenics	生物制品	2023/8/29	HER2阳性乳腺癌
舒沃替尼	阿斯利康	化学药品	2023/8/22	非小细胞肺癌
英克司兰钠	诺华	化学药品	2023/8/22	高胆固醇血症
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	化学药品	2023/8/1	非小细胞肺癌
甲磺酸贝舒地尔	Kadmon Pharmaceuticals	化学药品	2023/8/1	移植物抗宿主病
枇杷清肺	吉林敖东	中药	2023/7/26	未知/待定(原研)
卡替拉韦	葛兰素史克	化学药品	2023/7/11	HIV-1感染
卡替拉韦钠	葛兰素史克	化学药品	2023/7/11	HIV-1感染
苯丁酸甘油酯	Immedica Pharma	化学药品	2023/7/10	尿素循环障碍
艾加莫德 α	Argenx BV	生物制品	2023/6/30	重症肌无力

2023年1-12月NMPA批准的创新药及改良型新药

通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
醋酸戈舍瑞林	绿叶制药	化学药品	2023/6/30	前列腺癌; 乳腺癌
富马酸福莫特罗	晖致; Mylan	化学药品	2023/6/30	慢性阻塞性肺病; 哮喘; 支气管痉挛(原研)
拓培非格司亭	特宝生物; 通化东宝	生物制品	2023/6/30	化疗引起的中性粒细胞减少性发热
盐酸氮卓斯汀+丙酸氟替卡松	Viatriis Healthcare GmbH	化学药品	2023/6/30	季节性过敏性鼻炎
盐酸替洛利生	Bioprojet	化学药品	2023/6/30	发作性睡病日间嗜睡; 发作性睡病猝倒
伊基奥仑赛	驯鹿生物	生物制品	2023/6/30	多发性骨髓瘤
奥特康唑	Evenus Pharmaceutical Lab	化学药品	2023/6/27	外阴阴道念珠菌病
卡谷氨酸	Recordation	化学药品	2023/6/27	高氨血症
磷酸瑞格列汀	恒瑞医药	化学药品	2023/6/27	II型糖尿病
芦曲泊帕	盐野义制药	化学药品	2023/6/27	慢性肝病合并血小板减少症
伊鲁阿克	齐鲁制药	化学药品	2023/6/27	非小细胞肺癌
安奈拉唑钠	四环医药; 轩竹生物	化学药品	2023/6/21	十二指肠溃疡
比拉斯汀	Menarini	化学药品	2023/6/21	荨麻疹
醋酸格拉替雷	梯瓦	化学药品	2023/6/21	多发性硬化症
达格列净+盐酸二甲双胍	阿斯利康	化学药品	2023/6/21	II型糖尿病
西罗莫司	Nobelpharma	化学药品	2023/6/9	结节性硬化症; 血管纤维瘤; 淋巴管肌瘤(原研)
参郁宁神	广东思济药业	中药	2023/6/8	抑郁症
复方氨基酸(16②)+葡萄糖+电解质	费森尤斯卡比	化学药品	2023/6/7	肠外营养; 肠内营养
伏罗尼布	贝达药业	化学药品	2023/6/7	肾细胞癌
多替拉韦钠	葛兰素史克	化学药品	2023/5/29	HIV-1感染
二十碳五烯酸乙酯	Amarin Pharmaceuticals Ireland	化学药品	2023/5/29	高甘油三酯血症
马昔巴特	Mirum Pharmaceuticals	化学药品	2023/5/29	Alagille综合征; 胆汁淤积性瘙痒症
替瑞奇珠单抗	Sun Pharmaceutical	生物制品	2023/5/26	斑块状银屑病
盐酸可泮利塞	拜耳	化学药品	2023/5/19	滤泡性淋巴瘤
盐酸艾司氯胺酮	强生	化学药品	2023/5/15	抑郁症
奥磷布韦	圣和药业	化学药品	2023/5/12	慢性丙肝

2023年1-12月NMPA批准的创新药及改良型新药

通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
吡仑帕奈	卫材	化学药品	2023/5/12	癫痫局灶性发作
四价流感病毒亚单位疫苗	江苏中慧元通	生物制品	2023/5/12	流感
泽贝妥单抗	博锐生物	生物制品	2023/5/12	弥漫性大B细胞淋巴瘤
艾贝格司亭 α	亿一生物制药	生物制品	2023/5/6	化疗引起的中性粒细胞减少症
盐酸依特卡肽	安进	化学药品	2023/5/6	慢性肾病继发性甲状旁腺功能亢进
硫酸司美替尼	阿斯利康	化学药品	2023/4/28	神经纤维瘤
III价轮状病毒疫苗(基因重配)	国药集团	生物制品	2023/4/17	轮状病毒感染
丁甘交联玻璃酸钠	LG	化学药品	2023/3/28	膝骨关节炎
德曲妥珠单抗	Daichi Sankyo	生物制品	2023/3/24	HER2阳性乳腺癌; HER2低表达乳腺癌
来瑞特韦	众生药业	化学药品	2023/3/21	新型冠状病毒感染
盐酸凯普拉生	柯菲平	化学药品	2023/3/8	反流性食管炎; 十二指肠溃疡
谷美替尼	海和药物	化学药品	2023/3/7	非小细胞肺癌
阿得贝利单抗	恒瑞医药	生物制品	2023/2/28	小细胞肺癌
两性霉素B	吉利德	化学药品	2023/2/28	组织胞浆菌病; 皮肤利什曼病; 发热; 芽生菌病; 内脏利什曼病; 隐球菌病; 曲霉病; 球孢子菌病; 念珠菌病
蔗糖氢氧化氧铁	Vifor Pharma	化学药品	2023/2/21	慢性肾病高磷血症
尼替西农	Swedish Orphan Biovitrum	化学药品	2023/2/14	酪氨酸血症
盐酸奥扎莫德	百时美施贵宝	化学药品	2023/1/31	多发性硬化症; 临床孤立综合征
氢溴酸氘瑞米德韦	君实生物	化学药品	2023/1/28	新型冠状病毒感染
先诺特韦+利托那韦	先声药业	化学药品	2023/1/28	新型冠状病毒感染
琥珀酸瑞波西利	诺华	化学药品	2023/1/19	HR阳性乳腺癌
琥珀酸莫博赛替尼	武田	化学药品	2023/1/10	非小细胞肺癌
维泊妥珠单抗	罗氏	生物制品	2023/1/10	弥漫性大B细胞淋巴瘤
重组甘精胰岛素+利司那肽	赛诺菲	生物制品	2023/1/10	II型糖尿病
薄荷舒筋活络	保心安药厂	中药	2023/1/9	昆虫叮咬

1.7 2024年1-3月NMPA批准的创新药及改良型新药

2024年1-3月NMPA批准的创新药及改良型新药

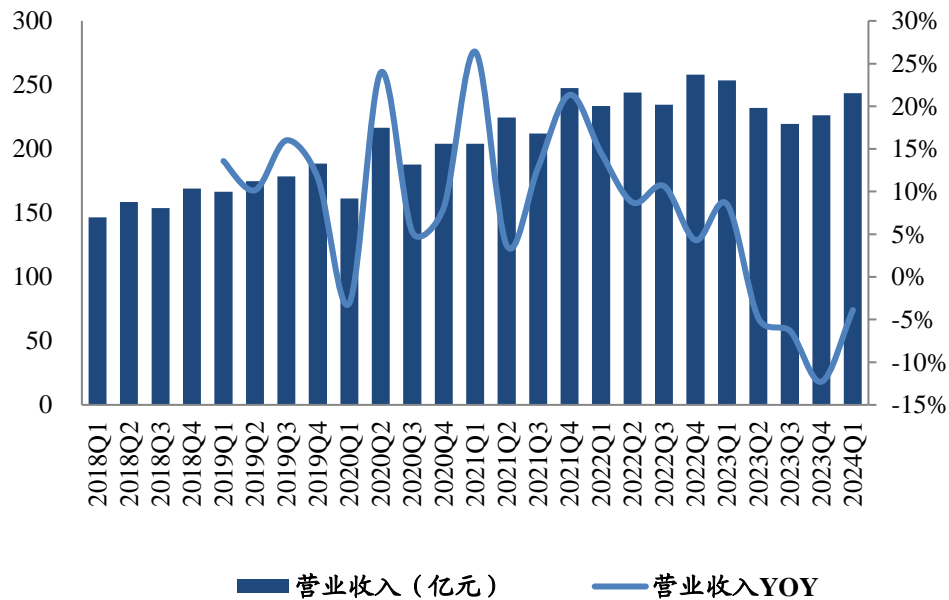
通用名	企业名称	类型	批准日期	适应症
索卡佐利单抗	李氏大药厂	生物制品	2024/3/15	宫颈癌
硫酸阿托品	兴齐眼药	化学药品	2024/3/12	近视
秦威	成都华西天然药物	中药	2024/3/12	痛风性关节炎
妥拉美替尼	科州制药	化学药品	2024/3/12	黑色素瘤
佩索利单抗	勃林格殷格翰	生物制品	2024/3/5	泛发性脓疱型银屑病
泽沃基奥仑赛	科济药业	生物制品	2024/2/23	多发性骨髓瘤
氟可来昔替尼	百时美施贵宝	化学药品	2024/2/22	斑块状银屑病
阿达帕林+盐酸克林霉素	李氏大药厂	化学药品	2024/2/20	寻常性痤疮
风叶咳喘平	卓和药业	中药	2024/2/20	急性支气管炎
重组替度鲁肽	武田	生物制品	2024/2/20	短肠综合征
重组猪凝血因子VIII	武田	生物制品	2024/2/20	获得性A型血友病
复方红花油	百成堂药厂	中药	2024/2/19	未知/待定(原研)
祛风樟薄油	百成堂药厂	中药	2024/2/19	未知/待定(原研)
醋酸锌	Nobelpharma	化学药品	2024/2/6	威尔逊病
可伐利单抗	罗氏	生物制品	2024/2/6	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
富马酸泰吉利定	恒瑞医药	化学药品	2024/1/30	术后疼痛
苯磺酸氨氯地平	一品红	化学药品	2024/1/23	高血压; 心绞痛(原研)
硫酸瑞美吉泮	辉瑞	化学药品	2024/1/23	偏头痛
司美格鲁肽	诺和诺德	生物制品	2024/1/23	II型糖尿病
培莫沙肽	豪森药业	化学药品	2024/1/19	慢性肾病贫血
脯氨酸加格列净	惠升生物制药	化学药品	2024/1/16	II型糖尿病
右兰索拉唑	奥赛康	化学药品	2024/1/9	反流性食管炎; 胃灼热; 非糜烂性反流病(原研)
恒格列净+二甲双胍	恒瑞医药	化学药品	2024/1/9	II型糖尿病
盐酸伊立替康	恒瑞医药	化学药品	2024/1/9	胰腺癌
儿茶上清	湖北齐进药业	中药	2024/1/8	口腔溃疡
芍药甘草	武汉康乐药业	中药	2024/1/8	疼痛
加卡奈珠单抗	礼来	生物制品	2024/1/5	偏头痛
仑卡奈单抗	卫材	生物制品	2024/1/5	阿尔茨海默病

二、原料药板块去库存周期结束在即，基本面拐点虽迟但到

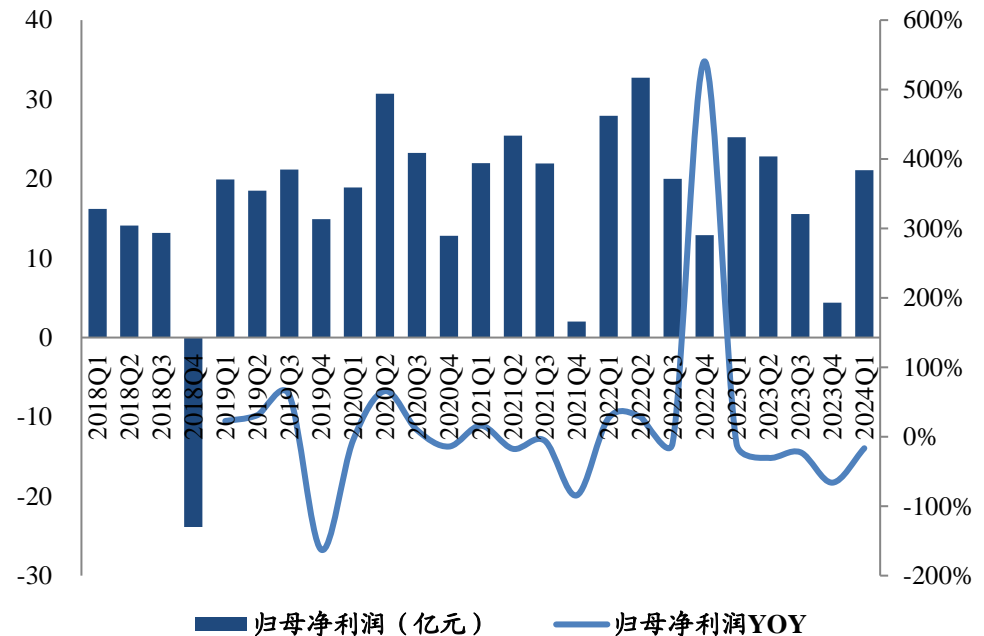
2.1 去库存周期结束在即，板块明显低估

- 板块2023年短期承压，2024开始有望逐季度恢复。2023年底开始全球原料药去库存，印度新增产能等短期因素导致原料药板块2023年业绩有压力。2023Q4收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速分别为-12.3%、-65.9%、-103.2%，出现明显下滑。
- 短期看，2024年去库存有望结束，从2024一季度数据已经看到明显的回升，2024Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-3.9%、-16.4%、-14.8%；出现明显的好转。中期看，我国在中间体和原料药行业有非常强的成本、产业链等优势，无惧竞争，叠加大量沙班、列汀、列净等慢病品种专利期到期在即，将带来大量增量。

原料药公司收入及同比增速（单季度）



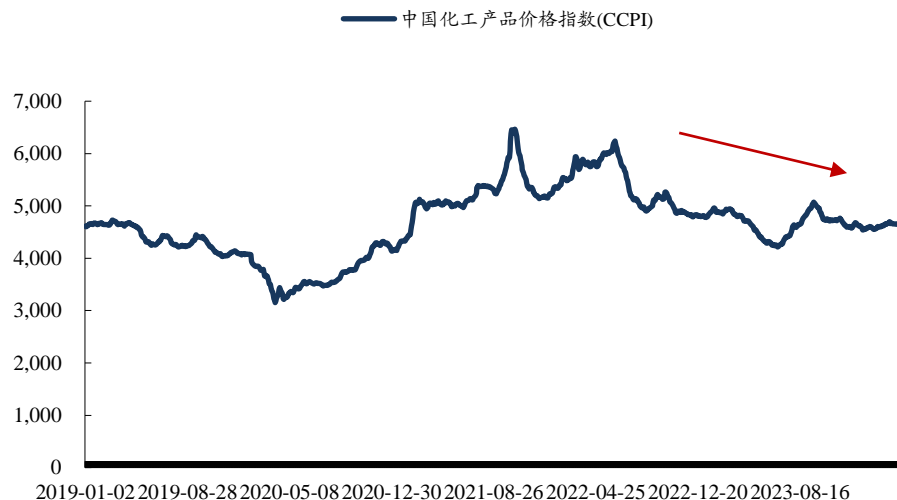
原料药公司归母净利润及同比增速（单季度）



2.1 去库存周期结束在即，板块明显低估

- 成本端看，化工和石化两项重要成本保持稳定，原料药板块毛利率释放周期启动。2023年化工品和石化工价格已经触顶下降，其中中国化工产品价格指数(CCPI)从2022年6月高点已下滑25%，原油价格也从2022年内高点回落29.5%，成本端压力逐渐释放。可以看到自2023年Q1起，原料药板块毛利率已有回升趋势。原料药企业成本下降传导到报表端普遍需要1-2个季度，随着原材料成本的下滑，原料药板块利润有望加速恢复至疫情前水平。**目前成本端总体稳定。**

我国化工产品价格不断下滑



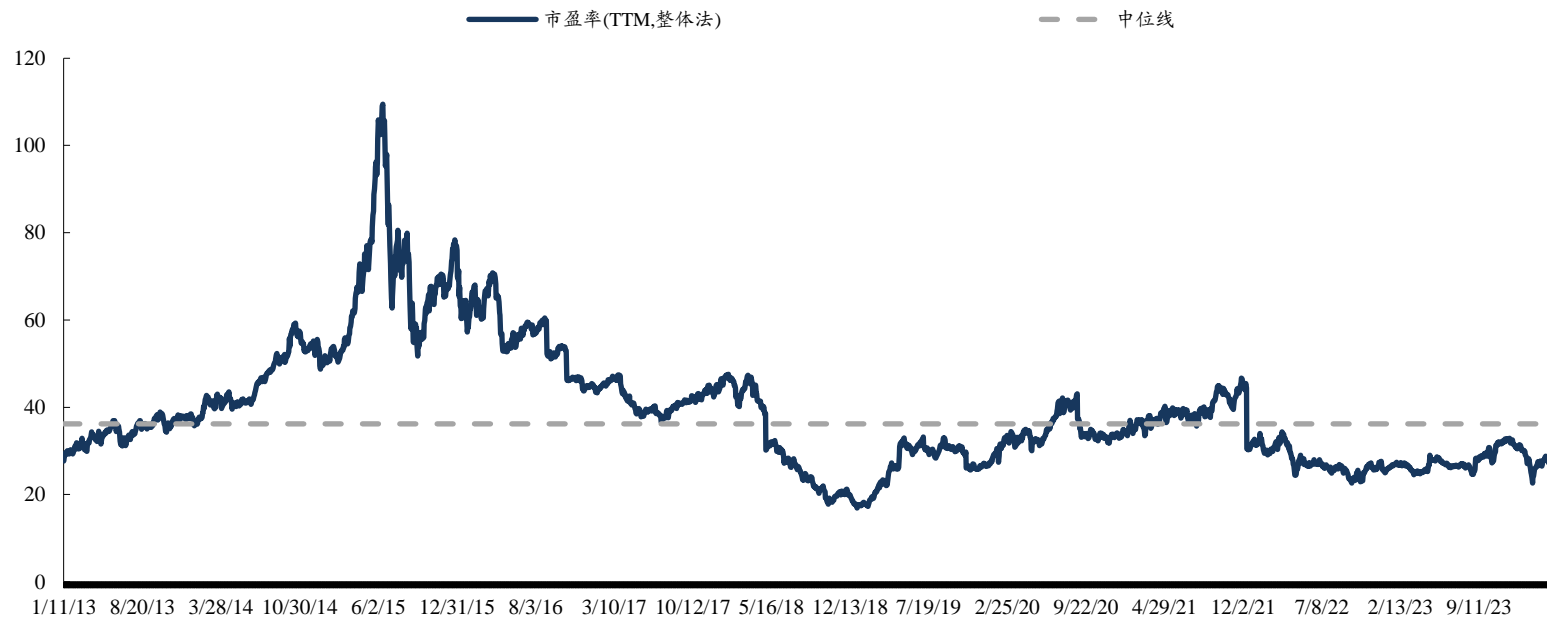
原油价格触顶下滑



2.1 去库存周期结束在即，板块明显低估

- **原料药板块仍处于被低估位置。**从历史估值情况看，截至2024年4月30日，原料药板块PE（TTM）为28.6倍，低于近十年历史估值均值39.2倍及中位数36.2倍。

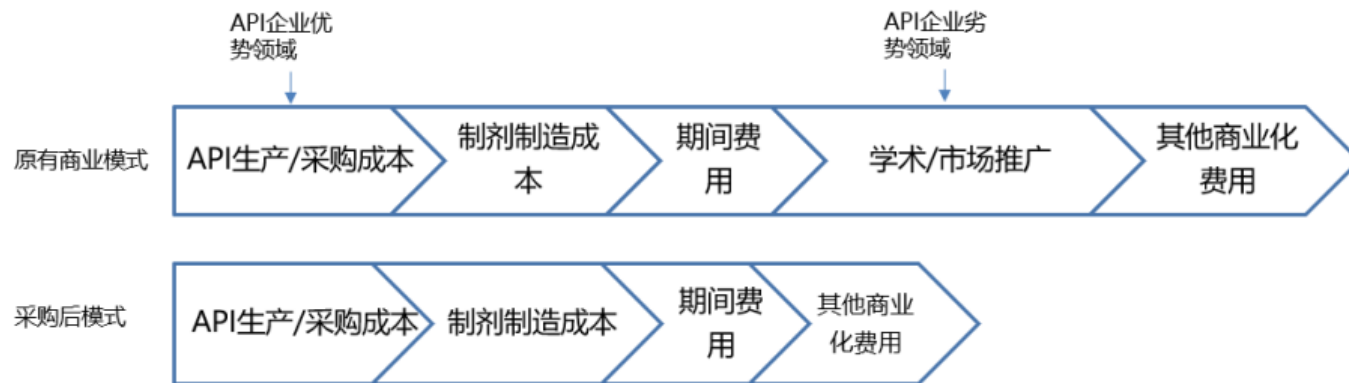
原料药板块（申万）近10年来估值情况



2.2 长期看好一体化、CDMO等转型方向

- 原料药制剂一体化，借助集采快速进入制剂市场。带量采购导致药品终端价格下降，多数药品渗透率有所提升，销量有望不断增长，催生了更多的原料药需求。快速放量的同时也对原料药的稳定供应提出严苛的要求，一体化企业天然具备供应链优势，供应能力较强。此外，放量后的规模效应的提升也将帮助一体化企业控制成本。此外，一致性评价提高药品质量标准，原料药制剂一体化企业通过对中间体和原料药的深度理解，生产和工艺优化上的技术优势，研发的制剂质量优势明显，普遍可以快速通过一致性评价，从而进入到集采市场。
- **集采打破原有商业模式，弥补API企业在市场和学术推广上的劣势。**带量采购和一致性评价大幅降低了原料药企业在销售端的门槛，大幅度消除了企业在市场和学术推广上的劣势，同时缩减企业销售费用，放大原料药企业在生产端的优势。

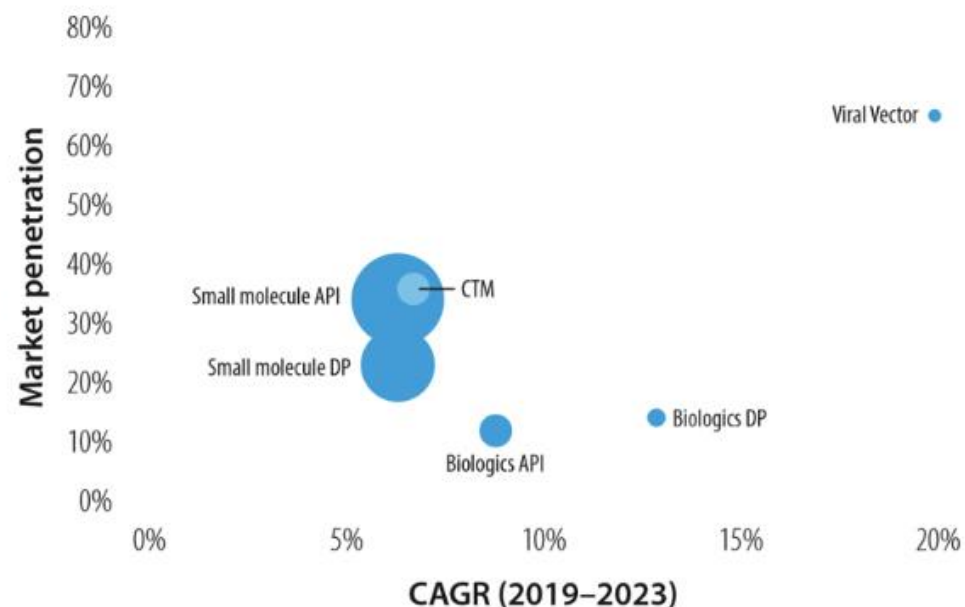
集采前后制剂企业商业模式变化



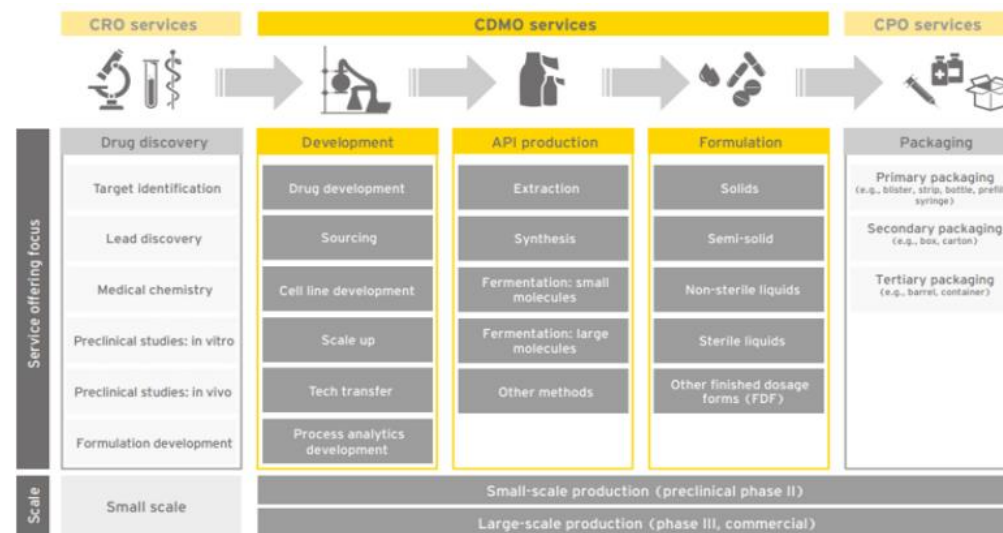
2.2 长期看好一体化、CDMO等转型方向

- **小分子CDMO仍有较大空间。**随着我国CDMO企业和原料药转型的CDMO企业能力和产能的提升，CDMO订单不断向国内转移。小分子化合物API外包渗透率将由2019年的34%提升至2023年的37%，贡献CDMO行业2019-2023年市场规模绝对增量的50%。
- 从产业链来看，CMO/CDMO上游为精细化工行业，下游客户是医药公司，与特色原料药行业产业链极为相似，特色原料药企业借助合成方面的优势，在向CMO/CDMO拓展时具有天然的优势。

小分子API提供CDMO行业未来3年主要增量



CDMO价值链传递



➤ **【投资建议】我们建议关注以下几个选股方向：**

- 1) 新产品放量逻辑：全球药品专利悬崖到来，2021-2028间将有大量的新药面临到期，其中不乏沙班、芬净、列汀等慢病大品种，将迎来大量新增API需求，建议关注具备相关产能和基数储备的企业：同和药业、天宇股份、普洛药业等。部分企业新品种上市在即/刚上市处于放量期，提供业绩新增量，建议关注健友股份、仙琚制药、奥锐特等。
- 2) 业绩触底，具备反弹能力的企业：部分公司短期业绩受到去库存和印度竞争影响，产品价格和需求均受损，且股价在底部区间；随着全球去库存的结束，有望实现价量齐升逻辑。推荐关注：千红制药、普洛药业、美诺华、华海药业等。
- 3) GLP-1药物大热带动上游原料药需求激增，重磅药物利拉鲁肽、司美格鲁肽和度拉糖肽陆续将专利到期，建议关注相关品种提前布局企业，建议关注API产业链：奥锐特、圣诺生物、诺泰生物、普利制药、昊帆生物、美诺华、翰宇药业等；制剂研发企业：博瑞医药、奥翔药业等；高确定性受益CDMO产业链：凯莱英、药明康德等。

三、5月行业投资策略及标的

- **核心逻辑：**1) 公司拥有百年历史传承，底蕴深厚，2022年5月更名为“津药达仁堂”，回归老字号；2) 公司借助混改契机，已完成组织结构优化以及营销体系、营销资源整合；3) 公司“三核九翼”战略持续推进，速效救心丸、清咽滴丸、京万红软膏等各产线单品有望在营销改革背景下多点开花，助力公司完成“十四五”工业板块营收每年18%增长等目标。
- **百年传承底蕴深厚，混改落地开启新征程：**公司与乐氏家族一脉相承，拥有隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、京万红等中华老字号企业，百年历史传承，底蕴深厚。截至2022年报，公司拥有22种剂型，599个药品批准文号，1个国家机密品种（速效救心丸），1个国家秘密品种（京万红软膏），5个中药保护品种，114个独家生产品种，以及223个国家医保品种。公司2021年完成混改，引入民资，不仅使公司依托于国企背景维系运营的稳健发展，同时融入新血液，利于整合资源、激发企业活力、提升营销效率。2022年5月，公司更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”，正式回归老字号品牌，开启发展新时代。
- **“十四五”规划明确，“三核九翼”产品布局实现多点开花：**公司“十四五”经营目标为以2021年为基数，2023-2025年工业板块营收每年增长率不低于18%。公司中成药聚能核心主品，由大单品速效救心丸、京万红软膏、安宫牛黄丸等以点带面，推动“三核九翼”系列产品线快速增长。具体到产品线：25年“三核”中的心脑血管产品线销售收入达到41亿元，精品国药系列达到7亿元，创面修复达到2亿元，“九翼”呼吸、消化、风湿骨痛领域分别达到9亿元、7亿元、5亿元。具体到品种：速效救心丸起效快，性价比高仍有提价空间，打造成超过20亿元销售规模；通脉养心丸主推日常服、清咽滴丸独家基药品种优势明显打造成为5-10亿元规模的产品；胃肠安丸、癃清片、痹祺胶囊打造成3-5亿元产品；清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸每年不低于20%的增长。
- **组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑，助力业绩新增长：**管理层更替：任命前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，营销管理经验丰富，郭珉先生为董事，王磊女士为总经理；营销平台整合：通过津药科技分公司统筹，产销分离，设置津欣、津乐、津达、津美四大平台以及国际部、电商部等事业部门，销售考核标准化，经营管理中心化，利于未来资源调配；市场销售多面增效：全力推进医疗和零售分线管理，实现医疗带动零售，双轮驱动发展。2023年，公司工业收入49.30亿元，同比增长10.34%，商业收入37.61亿元，同比下降11.19%。公司系统推进“三核九翼”战略，持续深耕主品有战绩。销售额过亿品种达到10个，核心品种速效救心丸销售额首次突破20亿元，清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸进入2亿元品种梯队；其中清咽滴丸连续两年实现翻倍增长，京万红软膏实现50万家药店，10万家医疗终端覆盖，其余品种市场覆盖率同样得到显著提升。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司拥有百年传承，底蕴深厚，混改落地+营销改革背景下，公司“三核九翼”战略持续推进，各产品线有望多点开花，我们预计公司2024-2026E归母净利润分别为11.9/14.6/17.5亿元，对应当前股价PE分别为22/18/15倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**营销体系改革进展不及预期，市场竞争加剧，原材料涨价等风险。

- **2024Q1收入明显提速，乌灵胶囊恢复高增速：**公司2024Q1乌灵系列营业收入同比+35.3%，其中1) 乌灵胶囊销售数量和金额同比增速分别为43.9%和37.3%；2) 灵泽片销售数量和金额同比增速分别为25.2%和24.3%；百令片系列短期受影响，销售数量和金额同比增速分别为7.1%和-19.0%。配方颗粒随着国标备案切换工作结束，恢复高增长，2024Q1收入同比增长333%，饮片业务保持稳定，2024Q1同比增长25.5%。公司新增商业销售收入2599万元，剔除该收入后公司24Q1收入同比增长30.5%。
- **乌灵胶囊集采基本落地，长期看好后疫情时代成长空间：**短期看，公司2023年乌灵胶囊销售量和销售额同比+17.5%和+9.1%，2023Q3和Q4受到反腐影响，院内销售相对放缓；我们认为反腐仅为短期影响，将从2024Q1开始恢复。中期看，公司乌灵胶囊和百令片从2021年开始逐步进入集采，且多地区落地，半数以上市场进入集采，集采对公司业绩的影响边际减弱。公司通过换大规格的模式来实现以价换量，在集采的背景下乌灵胶囊仍实现正增长。长期看，疫情后我国失眠、焦虑的情况日益严重，心理健康相关市场呈现快速增长趋势，公司乌灵胶囊凭借着扎实的学术支撑、基药身份、唯一甲类医保等突出优势，不断开拓市场，目前已经为公立医院精神类用药第一。随着后疫情时代心理健康市场扩大，公司乌灵胶囊应用空间大。此外，公司积极开发OTC渠道建设，加速OTC蓝海市场的开拓。2024年乌灵胶囊销售额有望恢复20-30%的高增速区间。
- **百令胶囊上市后将形成第二增长曲线，有望成为5-10亿大品种：**公司百令胶囊上市，将形成销售。公司百令高标准，子公司珠峰药业生产基地在海拔2300米的西宁，低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质，与天然冬虫夏草ITS1序列的相似性为97.8%。且珠峰为自主专利，对生产和销售拥有自主权。目前百令胶囊市场规模25亿元，市场容量大；预计百令胶囊上市后将和百令片形成强协同，有望成为5-10亿大品种，形成第二增长曲线。
- **配方颗粒将迎来放量：**配方颗粒是国家重点支持领域，公司配方颗粒已有600多个科研专项的企业标准备案，2021年底已建设完成年产能800吨；截至2022年底公司已有国标省标251个品种，且开始多省份备案；2023年转换周期，业绩短期承压；2024年有望开始放量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2024-2026年归母净利润为5.4/6.8/ 8.3亿元，2024-2026年P/E估值为19/15/13X；基于公司1) 乌灵胶囊集采影响边际减弱，OTC不断扩展；2) 百令胶囊上市后百令系列恢复增长；3) 灵泽片维持放量；维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

- **原料药+CDMO+制剂协同发展，公司进入快速成长期。**公司“原料药+制剂”一体化优势明显，CDMO业务厚积薄发，公司业绩快速增长，2017-2023年归母净利润年复合增长率为26.6%。未来公司持续推进“做精原料药、做强CDMO、做优制剂”的长期发展战略，进入产能和业务的快速成长期，持续优化业务结构。
- **23Q4短期受到全球去库存影响承压：**单季度看，公司2023Q4实现收入29.74亿元（-0.67%，同比，下同），归母净利润2.04亿元（-38.54%）；业绩下滑主要因为全球原料药清库存和行业竞争加剧导致的价格压力。从利润率上看，由于下游价格压力，2023Q4毛利率环比下滑4.73pct至22.47%，盈利能力短期承压。
- **原料药短期承压，CDMO业务提速增长，制剂业务稳定增长：**分业务看，2023年原料药业务实现收入79.87亿元（+3.23%），毛利率为17.56%（+0.87pct）。CDMO业务实现收入20.05亿元（+27.10%），毛利率为42.29%（+1.27pct）。CDMO项目加速增加，1）报价项目905个（+10%）；2）进行中项目736个（+40%），其中商业化项目285个（+26%，人用药200个，兽药46个）；3）研发阶段项目451个（+51%）。CDMO项目质量大幅增加，API项目82个（+49%），其中18个项目进入商业化。CDMO研发实力不断增加，研发人员超过500人，多地研发中心落地。制剂业务实现收入12.49亿元（+15.69%），毛利率为53.14%（+1.01pct），2023年新增盐酸金刚烷胺片、盐酸安非他酮缓释片等6个品种，未来每年规划申报10余个制剂产品，实现产品梯队，借助集采快速放量。
- **产能持续释放，支撑公司长期发展：**公司产能持续释放，原料药方面，AH22081生产线一期项目在Q3完成，YP266生产线进入试生产阶段，303/304车间落地在即。CDMO方面，AS21608生产线和多功能车间在2023年4月和5月落地使用，首个高活化合物车间在年初落地。制剂方面，七车间项目在7月投产，一条年产1亿瓶头孢粉针剂生产线落地，新建头孢制剂生产线已于2024年3月落地。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年的归母净利润为12.6/14.8/17.3亿元，2024-2026年P/E估值分别为13/11/10X，基于公司2024-2025年原料药业务价格和需求有望逐季度恢复，CDMO和制剂业务保持稳定增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；CDMO业务不及预期；汇兑损益风险。

- **肝素粗品降价后毛利率快速恢复，中期有望进入原研产业链增厚利润：**随着上游猪价下降，肝素粗品（成本）大幅下滑，直接利好低库存企业。公司作为肝素企业里库存最低的企业，肝素原料药已从10%提升至40%左右，利润加速释放。此外，肝素清库存2024年结束，需求恢复明确。携手牧原进入原研产业链，合作3万亿单位肝素（2.5亿利润规模）。牧原年产生猪7900万头（占全国7.6%），干牧预计肝素原料药产能3吨（3万亿单位肝素钠）；合作后公司实现保证产业链高质量溯源能力，达到原研采购要求，目前已经和赛诺菲等原研洽谈，有望在2025年落地合作，带来2.5亿元规模的净利润增量。
- **依诺肝素制剂光脚中标，怡开借助拜耳OTC放量。**公司依诺肝素中标第八批集采，此前光脚，带来一定增量。怡开、怡美等胰蛋白酶制剂稳定放量。
- **多款创新药产品进入临床验证阶段，CDK9+脑卒中2款药物看20-30亿峰值销售：**1) 复发难治性急性髓系白血病（AML）是最常见的成人白血病，但在所有血液肿瘤中的五年总生存率最低。中国每年新发病人2.4万，QHRD107（靶点CDK9）治疗AML的1期临床研究已完成。国内同靶点进度领先，口服，安全性好。2) 中国脑卒中千亿市场，公司的QHRD106靶向激肽释放酶（KLK）。相比同靶点的尤瑞克林，QHRD106是长效制剂，可每周一次肌肉注射给药，更加方便。
- **盈利预测：**我们预计公司2024-2025年归母净利润分别为3.3/4.1亿元，P/E估值分别为19/17X；基于公司1) 肝素业务触底反弹在即，2) 蛋白酶业务稳步推进，3) 创新药业务提供远期增长动能；维持“买入”评级。
- **风险提示：**肝素周期存在不确定性，研发失败风险。

- **华为盘古云医疗端第一股：**润达医疗和华为合作后，依托华为盘古，有望进一步加强润达在AI软件上的全面升级，加速在院端的推广和应用端的拓展。公司信息化系统放量在即：公司信息化系统帮助医院提升经营效率，节约人力成本，帮助病人有更好的就医体验。
- **慧检-临床检验智能辅助决策系统或成为公司新增长点：**公司聚焦智慧检验，打造数字化检验平台，以大数据、区块链、云计算、物联网、AI 等信息技术为基础，在检验临床信息化管理、检验大数据分析解读各环节赋能传统检验医疗服务向智慧化转型升级，提升医疗效率。针对医院临床信息化管理，实现智慧医疗，公司自主开发了 LIS 系统（医学实验室信息系统）、BIS 系统（临床输血质量管理体系）等系统；针对智慧服务，借助AI、大数据等智能技术，公司推出了润达“慧检-人工智能解读检验报告系统”及“慧好-全周期健康管理平台”，该产品同时面向医疗机构及患者提供智能化解读检验报告服务。未来公司将继续基于检验大数据重点开发围绕医疗机构和患者应用的智能数字化产品。
- **2024年从反腐中恢复：**1) 从商业模式上看，润达的集约化模式可以解决目前检验科的痛点；并且公司绑定国药，市场扩容快。2024年反腐缓解后需求快速恢复，公司作为全IVD的综合服务商，直接受益。2) 发光集采落地，公司作为IVD配送龙头，受益于集中度提升。
- **国润、工业提供弹性：**公司深度绑定国药股份，成立子公司国润。国药负责其强势的配送业务，润达来做国药不擅长的服务部分。目前合资公司已通过集约化模式打通上海地区，目前还在放量期。除上海外，公司还在山东等其他地区外扩展。此外，公司工业板块和奥森多合作的发光、全新糖化血红蛋白仪等稳定推广，带来业绩弹性。
- **风险提示：**DRG/DIP等政策风险；集约化模式推广不及预期；工业条线推广不及预期；国药合作存在不确定性等。

- **338战略产品稳步放量，中药创新药品种表现亮眼。** 23年全年，滕王阁药业实现收入1.8亿元（+28%，同比，下同），净利润3324万元，利润再创新高。儿科用药表现亮眼，全年收入1.88亿元（+21.36%），其中小儿荆杏止咳颗粒已累计覆盖等级医院近 900 家、基层医院约 400 家，实现营收近 6,000 万元；赖氨酸维生素B12颗粒收入同比增长20%。玄七健骨片全年覆盖等级医院近500家，首年（9个月）实现营收3200万元。藤黄健骨片已经执行集采，产品降幅较大，呈现价降量增态势。24年 Q1，骨科类用药收入0.9亿元（+15.69%），心脑血管用药实现营收1.12亿元（+44.28%），表现亮眼。呼吸系统及抗感染用药有所下滑。截至目前，强力枇杷膏 /露的原材料已经到位，全年有望恢复较好的增长势头。基于产品结构的变化，24年Q1公司工业毛利率提升至76.59%（+5.64pct）。
- **注重研发创新投入，储备中长期增长动能。** 2023年，公司研发投入同比增长53%，24年Q1同比增长48%。公司储备管线丰富，蛭龙通络片Ⅱ期临床研究进展顺利；健胃祛痛丸正在进行Ⅲ期临床实验；诺丽通颗粒正在进行长毒试验；小儿荆杏止咳颗粒新增成人适用症临床进展顺利（报告期内Ⅱ期已完成 330 例入组）；止血消痛颗粒正在药学研究中，益气消瘤颗粒已于 2024 年 4 月申报临床试验。“创仿结合”的产品集群储备与研发战略已见成效。
- **基药目录调整受益标的，盈利能力持续提升，利润端弹性较大。** 公司核心产品藤黄健骨片、小儿荆杏止咳颗粒等产品循证医学证据充分，疗效确切，如果能够进入基药目录，“986”政策背景下有利于产品在二三终端的开拓，加速产品进院，带来较大的业绩弹性。
- **盈利预测与估值：** 我们预计公司2024-2026归母净利润为2.4/3.1/4.0亿元，对应当前市值的PE为21/16/13X。维持“买入”评级。
- **风险提示：** 产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

- **国药入主，公司迎来提质增效、盈利能力提升：** 国药入主后逐步完成阶段性转型：1) 治理结构改革优化，引入经验丰富的高管梯队；2) 精简优化组织架构，提升运营效率，推进以利润为考核目标的绩效考核机制；3) 聚焦主业，形成以中药智造为主、麻精特色化药和区域商业为辅的战略方向，剥离两非两资，减少负债；4) 对标及协同国药集团，中药化药有望加速放量，商业网络从西南龙头走向全国市场等。2022年，公司实现扭亏为盈，业绩呈现向上拐点；2023年，公司毛利率为48.60% (+3.17pct, 同比, 下同)，净利率为5.46% (+3.03pct) 公司提质增效效果显著。长远来看，公司发布“十四五”战略规划，通过内生发展、外延扩张，收入目标翻一番，销售净利率不低于行业平均水平。随着后续毛利率的提升及各项费用率的控制，我们认为利润端仍处于加速提升通道。
- **核心中药大品种实现高速放量，营销改革+OTC 品牌重塑效果显著。** 分业务来看，2023年工业收入103.88亿元 (+19.4%)，其中现代中药实现收入66.04亿元 (+31.64%)，核心品种藿香正气口服液销售额达22.7亿元 (+45%)，急支糖浆实现收入8.81亿元 (+67%)，通天口服液实现销售收入3.16亿元 (+10%)；化药实现收入37.84亿元 (+2.72%)，散列通较其他化药增速亮眼，23年实现收入1.63亿元 (+55%)。公司OTC端深挖产品价值，加大功能拓展宣传，媒体矩阵精准投放，跨界合作多方联动；院端学术营销专业度持续提升，强化产品循证支持。长期看，过亿核心大产品&潜力品种带来长期增长，其中，藿香正气口服液、急支糖浆致力于打造为50亿、20亿大单品，未来两年仍有望保持高速增长。公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场，一方面，核心产品在川渝地区的渗透率仍有提升空间，另一方面，其他七大市场正在快速提升。此外，公司产品批文丰富，OTC战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩，具有长期稳定增长动力。
- **医药商业板块加快整合，中药资源表现亮眼。** 2023年，公司医药商业实现收入77.26亿元 (-3.31%)，收入略有下滑，但公司积极降本增效，2023年公司新开发等级医院48家，中药饮片在医疗终端同比增长26%。中药材资源方面，公司实现收入10.17亿元 (+118.71%)，通过统筹布局，形成了从药材种植、加工、饮片生产与智慧煎配的综合平台。此外，太极虫草首次出口香港，中药材资源板块有望贡献较大增量。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计2024-2026年，公司归母净利润为11.0/14.5/18.1亿元，对应当前市值的PE为18X/13X/11X。考虑到公司经营改革稳步推进，未来有望迎来业绩高增长与估值提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险等。

- **传统制剂厚积薄发孕育创新，为百利天恒铺垫全球化路径：**百利天恒成立于1996年，发展经历了仿制药阶段和创新转型阶段，2010年布局创新药研发，公司已经具备小分子、多抗及ADC开发和生产能力。百利天恒立足中国，放眼全球，于中美两地建立研发中心，包括美国SystImmune和中国百利药业、多特生物等。美国成立的SystImmune主要进行创新生物药的临床前研究和开发工作，将进一步拓展临床试验、药物注册等业务，有望将具有全球知识产权和全球权益的创新药品种推向海外。
- **BL-B01D1为首创双抗ADC，携手BMS共同打造下一个重磅炸弹：**BL-B01D1是全球首创的EGFR×HER3双靶ADC药物，在多个上皮肿瘤适应症中均表现出积极疗效信号，有望成为泛肿瘤大单品。2023年，B01D1的研究成果陆续在ASCO、ESMO、SABCS等国际会议上亮相，展示了其在非小细胞肺癌、乳腺癌、鼻咽癌、小细胞肺癌、头颈癌等实体瘤中亮眼数据，适应症仍在持续拓展。2023年12月，百利天恒与BMS达成了一项超80亿美元的全球战略合作协议，首付款高达8亿美元，共同在全球推进BL-B01D1的临床开发。国内方面，百利天恒启动三项III期临床、多项II期临床，I/II期探索性临床正在验证十余个潜在适应症；海外方面，BL-B01D1目前正在开展全球多中心I期临床研究（BL-B01D1-LUNG101），BMS及百利天恒将陆续启动在肺癌、乳腺癌领域的全球注册临床。
- **ADC及多抗平台具备全球差异化，梯队产品组合逐步打造全球Biopharma：**百利天恒的一体化ADC平台已成功推进4款ADC药物进入I/II期临床研究，EGFR/HER3 ADC已成功验证平台的优越性。百利天恒通过设计SEBA（特异性增强双特异性抗体）分子、GNC（制导、导航&控制）分子结构，实现多抗更精准的靶向、更丰富的药理活性、更高的肿瘤杀伤效率。两个创新平台已孵化出多款在全球领先的药物，包括处于III期临床试验的双抗药物SI-B001（EGFR-HER3），肿瘤免疫治疗基石双抗SI-B003（PD-1-CTLA-4），以及处于I期阶段的GNC-038、GNC-035和GNC-039等四抗项目。
- **注册临床迅速展开：**百利天恒在Clinicaltrials.gov网站上新注册了BL-B01D1的3项三期临床，加上此前启动的3项，累计已经启动6项三期临床：BL-B01D1-301(非小细胞肺癌, TKI后线)、BL-B01D1-302 (EGFR野生型非小细胞肺癌)、BL-B01D1-303 (鼻咽癌)、BL-B01D1-305 (食管癌)、BL-B01D1-306 (HR+/HER2-乳腺癌、BL-B01D1-307 (TNBC))。期待海外临床的逐步展开
- **盈利预测与投资评级：**公司搭建ADC、双抗、四抗等创新技术，重磅双抗ADC产品BL-B01D1实现出海，多款重磅产品研发顺利推进。我们预测公司2023-2025年收入分别为5.62亿/60.34亿/20.18亿，2024/2025年营收大幅增长主要得益于确认自BMS的首付款及里程碑付款。综合考虑公司产品壁垒、创新属性和出海价值，我们认为百利天恒成长潜力较大。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期，数据披露不及预期，海外临床推进不及预期，全球合作解约风险，行业政策风险等

- **投资逻辑：**1) 环泊酚持续兑现，快速放量；2) 4款新药处于临床3期及后期阶段（环泊酚、 HSK21542 (KOR) HSK16149 (GABA)、 HSK7653 (DPP4) ），有望于2024-25年集中上市；3) DPP1、THR β 有望24年进入3期，贡献市值增量；4) 环泊酚、DPP1、PORTAC数据读出和BD，催化丰富。
- **2024年集齐4款创新药，整体销售峰值看到60-70亿元。**1) 环泊酚为罕见麻醉创新药，为丙泊酚的“Me better”，有望加速替代。2022年销售额7000万美元，2023年前11个月销售额1.2亿美元；2) HSK21542 (KOR) 为阿片镇痛药物，非成瘾性适用范围广，有望替代传统镇痛药和退出医保的地佐辛。预计2024年上市，销售峰值有望达25亿元；3) HSK16149 (GABA) 为新一代神经镇痛药物，具有成为神经疼痛首选用药的潜力，已提交NDA，销售峰值看到10亿元；4) HSK7653 (DPP4) 为国内鲜有长效降糖，两周使用一次，三期临床试验已完成，已提交NDA，销售峰值看到5亿元。
- **小分子差异创新，License out最大化价值，催化剂丰富。**1) 公司8个1类新药进入临床阶段，同时搭建了国内领先的Protac、PDC技术平台，多个分子具备license out潜力；2) 环泊酚注射液美国III期临床试验积极推进，HSK3486-304达到了主要终点（250例美国受试者），注射痛显著降低。公司持续推进BD，多款创新药均在寻求对外合作，最大转化创新价值；3) 公司自主研发TYK2、DPP1国际领先，已实现对外转让，TYK2合计高达1.8 亿美元（6,000 万美元首付款+ 1.2亿美元的里程碑），DPP1合作金额高达4.62 亿美元。环泊酚、DPP1、PORTAC仍具有数据读出和BD潜力。
- **药品降价利空基本出清，以仿养创，行稳致远。**1) 核心产品多拉司琼谈判降价，肿瘤止吐药物销售额从2020年的10.2亿元下降至2021年的1.5亿元，目前利空完全释放；2) 带量采购第四、五、七批集采涉及公司6个品种，其中3个尚无销售，2个销售仅百万元，有望通过集采快速放量，脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)、琥珀酸甲泼尼龙略有影响，销售额仅为3亿级，影响较小；3) 存量仿制药，多烯磷脂酰胆碱，销售体量分别为7亿元级别，尚为独家品种，中期无集采风险。复方氨基酸注射液(18AA-VII)，销售体量为2.5亿元级别，影响较小，仅3家企业获批，2年内无国采风险。
- **目标市值：一年内目标市值400亿市值：**1) 3期及以上创新药4个，销售峰值合计70亿元，其中环泊酚25亿元、HSK21542 (KOR) 25亿元、HSK16149 (α 2- δ) 15亿元、HSK7653 (DPP4) 5亿元，4x PS，对应280亿市值；2) 存量仿制药预计25亿元，多拉、多烯为独家，假设10%净利率，2.5亿归母净利润，15xPE，对应38亿市值；3) DPP1、THR β 有望24年进入3期，DPP1峰值预计23亿元（假设，治疗费用5千元/年，渗透率15%（300万患者），45万患者接受治疗，销售峰值达23亿元），THR β 峰值预计20亿元（国内前2，F2-4 NASH患者~1.7kw，假设，治疗费用4k元/年，渗透率3%，销售峰值20亿元），2x PS，贡献80亿市值增量；4) 环泊酚国际化、THR β 、PROTAC具对外授权潜力，催化丰富。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，2024-2026年，公司归母净利润为4.3/5.7/8.8亿元，分别同比增长45%/35%/54%，当前市值对应PE分别为68/50/32倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险

- 核心逻辑：1) 四大领域布局，慢病领域进入收获期2) 多款ADC和多抗进入临床，布局“IO+ADC”产品矩阵；3) 减肥药领域重磅产品玛仕度肽差异化优势明显，NASH治疗效果值得期待；4) 自免领域多款产品陆续上市，差异化优势明显
- **2023年公司营收67.6亿元人民币，同比+48.3%略超我们的预期**：毛利率81.7%，研发费用22.3亿元（同比-1.0%），销售费用率49%（同比-12.0 pp），亏损大幅减少，EBITDA为10.5亿元（同比-46%）。24年Q1产品总收入超17亿元，同比+60%增速。业绩稳健，现金充沛，我们预计2027年国内产品销售额达200亿元，25年实现盈亏平衡。
- **肿瘤领域拥有3大ADC平台，布局“IO+ADC”产品矩阵**：多款ADC和多抗进入临床。他雷替尼（ROS1）和氟泽雷塞（KRAS G12C）我们预计2024H1针对NSCLC国内上市。IBI343（claudin18.2 ADC）针对3L胃癌是全球首款进入3期临床的同靶点药物。今年公布3L胃癌和胰腺癌早期数据；IBI363（PD1/IL2）：肿瘤免疫领域自研的FIC药物，可将冷肿瘤转化成热肿瘤。今年读出poc数据（黑色素瘤、肺癌、肠癌），安全性比IL2单抗有优势，有出海潜力。
- **CVM领域的玛仕度肽（GLP-1R/GCGR）差异化优势明显，减肥药领域重磅产品**：玛仕度肽减重效果显著高于单靶点药物，安全性良好，有降尿酸，减轻脂肪肝的独特优势，剂量递增给药方案更简洁。减重适应症我们预计2025年H1上市；今年还会启动中国青少年肥胖的1期临床；NASH领域BI的survodutide（GLP1/GCGR同靶点）的2期结果显示能明显改善纤维化和炎症。玛仕度肽在NASH治疗中的效果值得期待。
- **自免领域陆续有新产品申报上市，多款潜力产品差异化优势明显**：IBI112（IL23p19）：针对银屑病3个月给药1次，今年读出Ph3数据并申报上市。今年还会读出溃疡性结肠炎（UC）临床II期数据。IBI311（IGF-1R）：甲状腺眼病每年新发患者达17万，其中1/3是中重度患者。最常见于30~50岁的患者，治疗意愿强。311有望成为自免领域大单品，国内进度第一，竞争格局好，今年国内申报上市。此外有多个进入临床的新分子：IL-4R α /TSLP，OX40L，CD40L等。
- 盈利预测与投资评级：基于公司2025-2026年有新产品销售放量，我们将2024-2025年营业总收入73.36和94.95亿元上调至72.56、105.15亿元，我们预计2026年营业总收入为151.78亿元，2025年实现盈利。公司催化剂不断兑现，海外逻辑初显，成长确定性较高，维持“买入”评级。
- 风险提示：产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

四、风险提示

- ◆ **市场推广不及预期：**国内企业进行品牌建设需要时间，存在市场推广不及预期的风险；
- ◆ **新产品研发不及预期：**国内企业新产品研发可能存在瓶颈或新产品品质与进口品牌存在较大差距；
- ◆ **市场竞争加剧：**赛道高景气，一级市场融资活跃，虽然国内企业现在主要在抢占进口份额，但在低附加值的产品上面临竞争加剧的风险；

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园