

医药行业7月策略报告：

低估值+中报选股策略，精选医药子行业龙头

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7月

◆ 6月底医药板块跌幅超市场预期，主要受到国内医疗反腐、中药等集采扩面、四同等相关政策影响，从定期报告看相关处方药标的二季度销售情况还没有恢复到反腐前。但东吴医药团队观点：医药板块受益于老龄化底层逻辑没变。重点关注以下二个方向：其一7月乃至下半年聚焦中报、尤其三季报超预期标的，尤其集中在处方药相关标的；其二每年一度的创新药国谈目录调整带来的投资机会，尤其是新品种获批后放量具有重要意义。因此7-10月是投资医药板块黄金期。处方药主要包括中药及创新药，中药领域，重点推荐佐力药业、达仁堂、马应龙、东阿阿胶、华润三九等；创新药领域，建议关注科伦药业、海思科、迪哲医药、泽璟制药等。特色原料药领域，建议关注千红制药、诺泰生物、奥锐特等；器械领域，重点推荐鱼跃医疗等；血制品领域，重点推荐上海莱士、派林生物等。

◆ 2024年6月28日，国家医疗保障局公布《2024年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》及申报指南等，涉及品种2023年7月1日到2024年6月30日期间获批创新药。包括国产创新药品种28款和进口创新药品种48款。2023年6月30日之前获批，但一直没有纳入国家医保的品种也有望通过今年的医保谈判正式纳入国家医保，如康方生物的卡度尼利单抗2022年6月获批，第一三共的德曲妥珠单抗2023年2月获批，有望今年通过谈判正式纳入国家医保。建议关注恒瑞医药、迪哲医药、信达生物、海思科等。

◆ 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、新产业、安图生物等；
- 低值耗材及消费医疗领域：鱼跃医疗、三诺生物等；
- 科研服务及CXO领域：奥浦迈、金斯瑞生物科技、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；

◆ 【建议关注组合】佐力药业、华润三九、千红制药、科伦药业、海思科、和黄医药、信达生物、鱼跃医疗、上海莱士、派林生物

◆ 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。

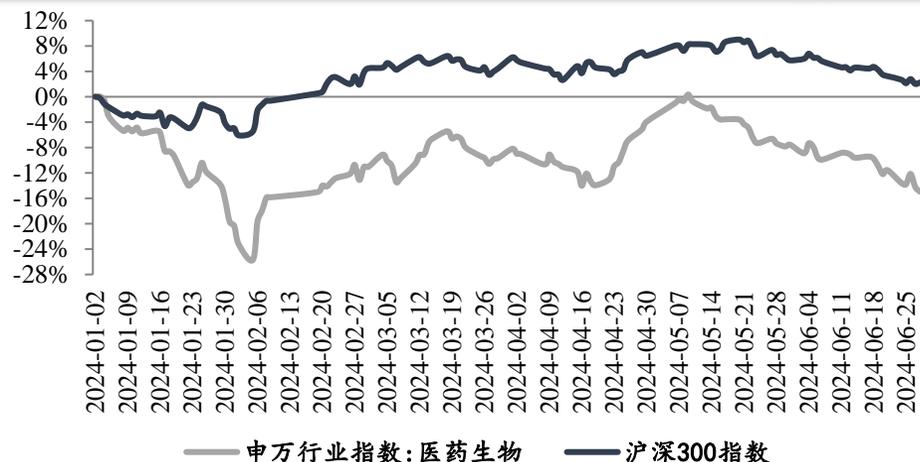


- 一、医药板块具备较高性价比
- 二、医保政策梳理，建议关注国家医保谈判药品、中药
- 三、7月行业投资策略及标的
- 四、风险提示

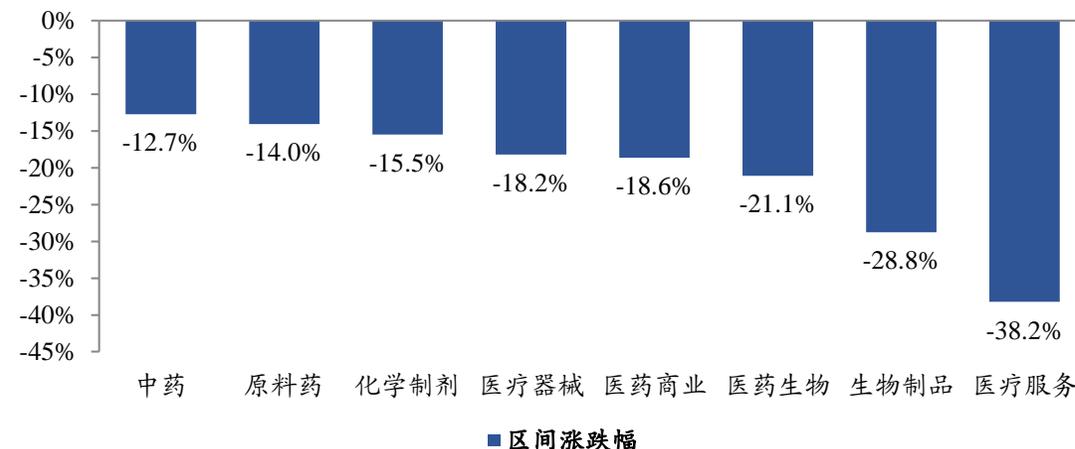
一、医药板块具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现 (2024/1/2-2024/6/28)

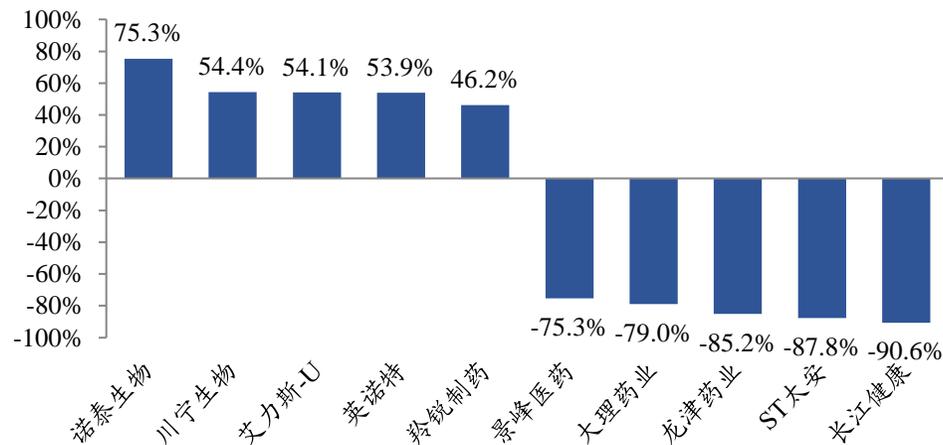
2024年年初至今医药指数相对沪深300走势



2024年年初至今医药子行业二级市场涨跌幅



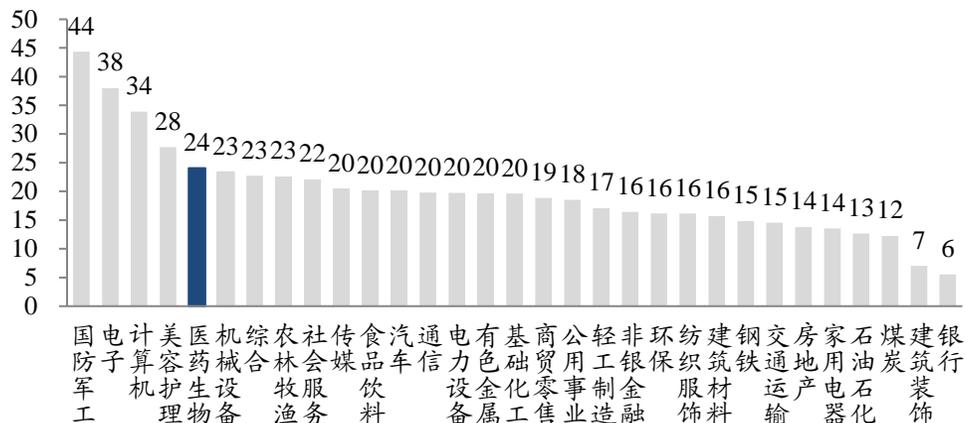
2024年年初至今医药个股涨跌幅排名



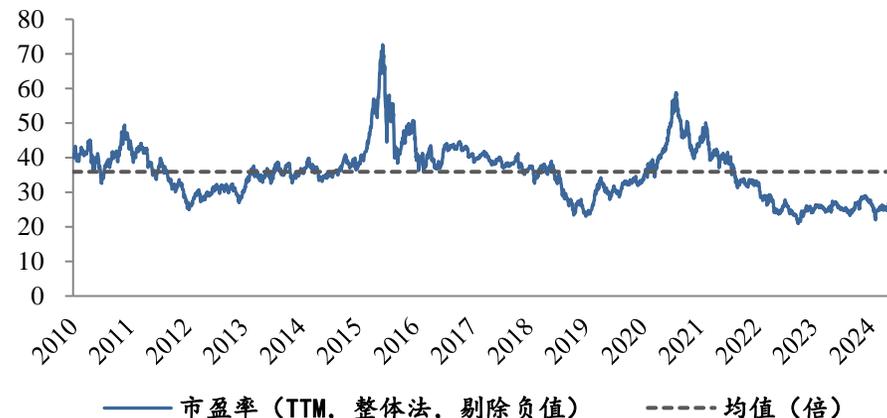
- 2024年1月2日至6月28日，申万医药生物指数下降14.9%，低于沪深300指数17.2个百分点。
- 2024年年初至今各医药子行业中，各板块下跌幅度不一，其中中药、原料药和化学制剂板块表现相对较好；医疗服务、生物制品调整较多。
- 2024年年初至今医药个股中涨幅最大的分别为诺泰生物(+75.3%)、川宁生物(+54.4%)、艾力斯-U(+54.1%)、英诺特(+53.9%)、羚锐制药(+46.2%)，跌幅最大的分别为景峰医药(-75.3%)、大理药业(-79.0%)、龙津药业(-85.2%)、ST太安(-87.8%)、长江健康(-90.6%)。

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, 剔除负值) (截至2024.6.28)



申万医药市盈率历史变化趋势



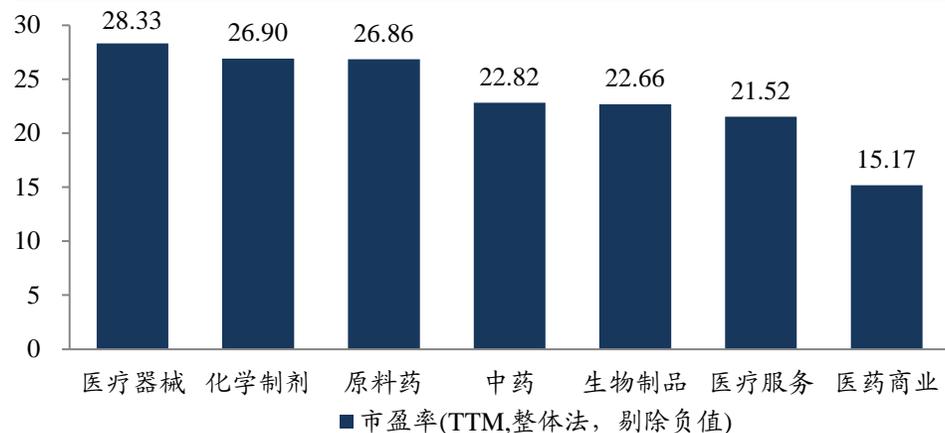
申万医药市盈率与A股溢价率 (截至2024.6.28)



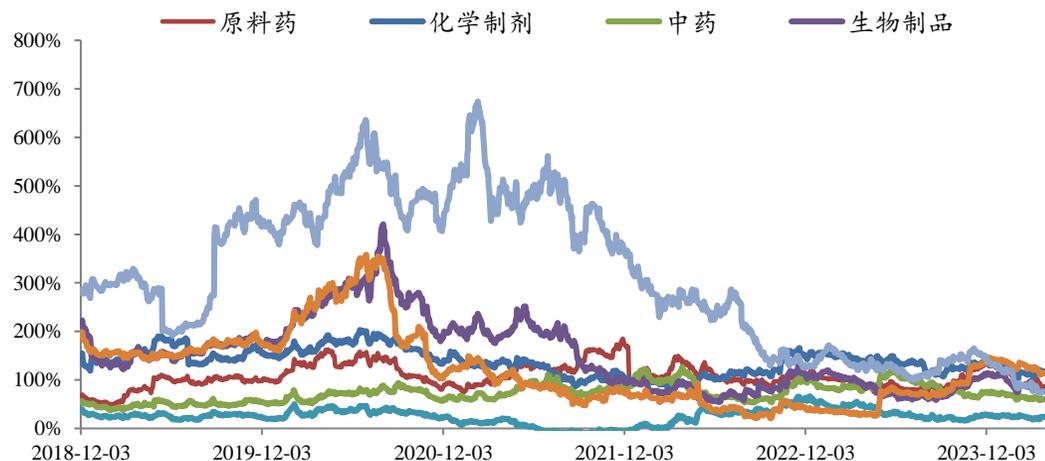
- 横向看：2024年6月28日，医药行业PE (TTM) 为24倍，在申万一级行业中排名第5，低于国防军工、电子、计算机等。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE-TTM最高73倍，最低21倍，平均值约36倍；截至2024年6月28日，估值处于绝对底部。
- 2024年6月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为75%，溢价率较1-5月明显下降。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

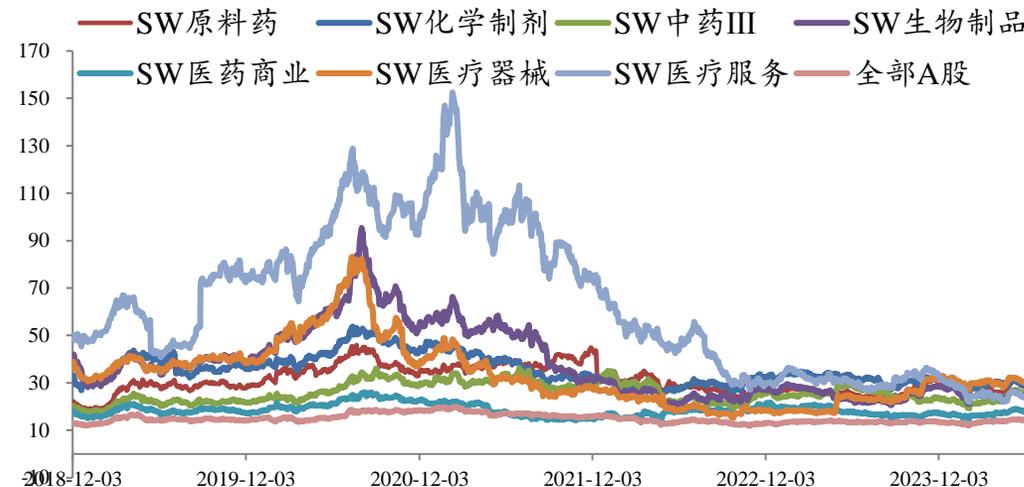
申万医药子行业市盈率比较 (截至2024.6.28)



申万医药子行业相对A股的溢价率



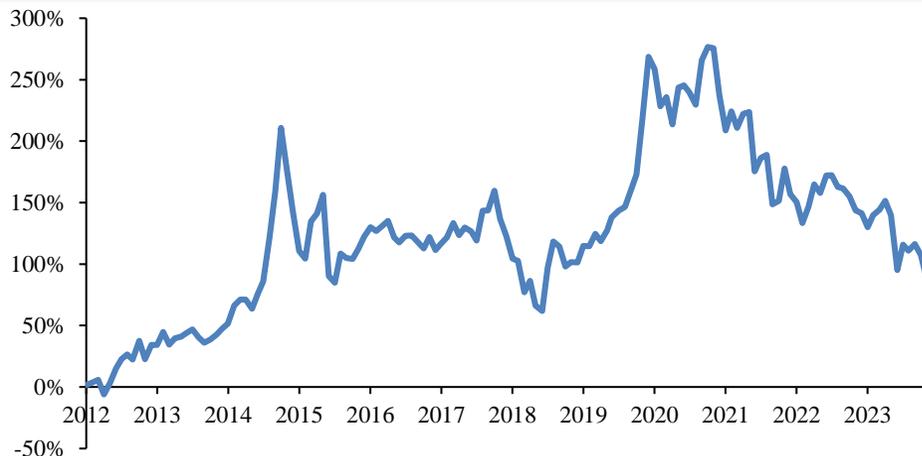
申万医药各子行业市盈率 (TTM) 历史变化趋势



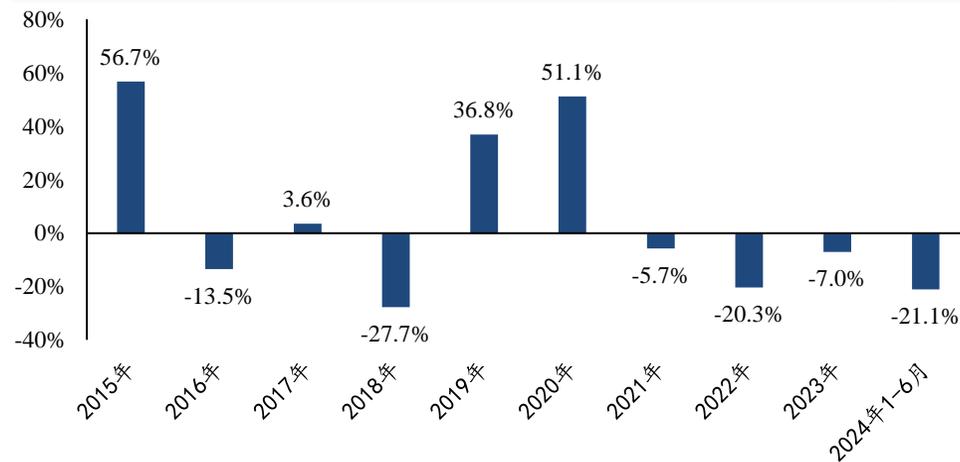
- 横向看，截至2024年6月28日，医药各子板块的市盈率 (TTM) 中，医疗器械 (28倍)、化学制剂 (27倍)、原料药 (27倍) 的市盈率较高；中药 (23倍)、生物制品 (23倍)、医疗服务 (22倍) 和医药商业 (15倍) 的市盈率较低。
- 纵向看，2023年以来，各子板块的估值水平均较为平稳。

1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

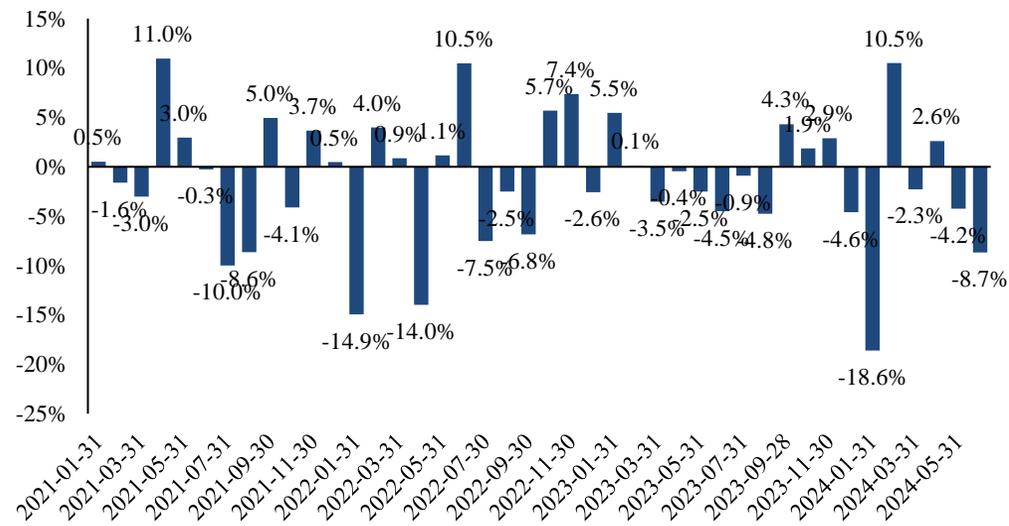
申万医药指数历史走势



申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅

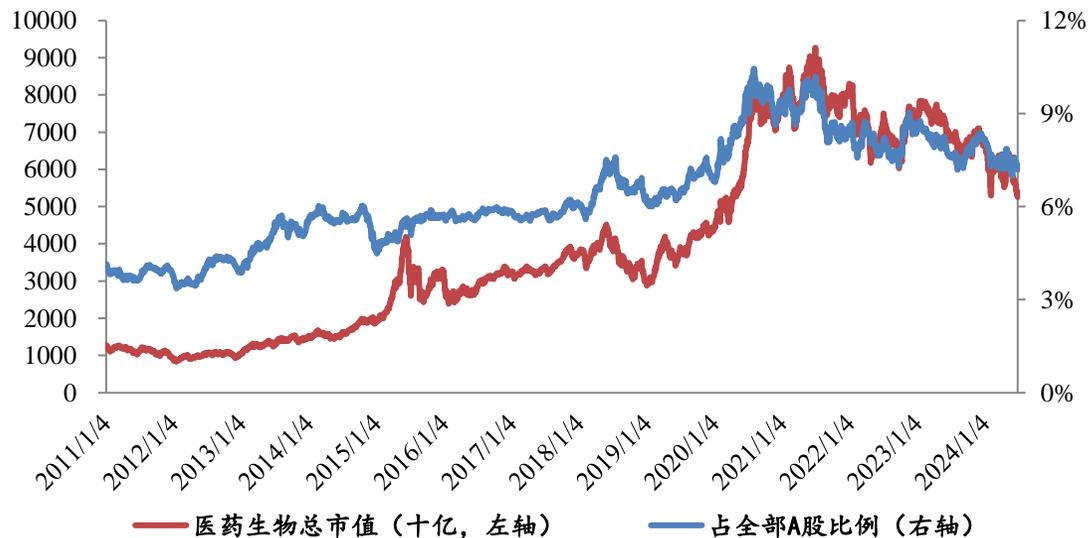


- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021-2023年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为5.7%、20.3%和7.0%，2024年1-6月继续下行，跌幅为21.1%。
- 分月度看，2024年以来申万医药指数持续波动，2024年1-6月申万医药指数涨跌幅分别为-18.6%/10.5%/-2.3%/2.6%/-4.2%/-8.7%。

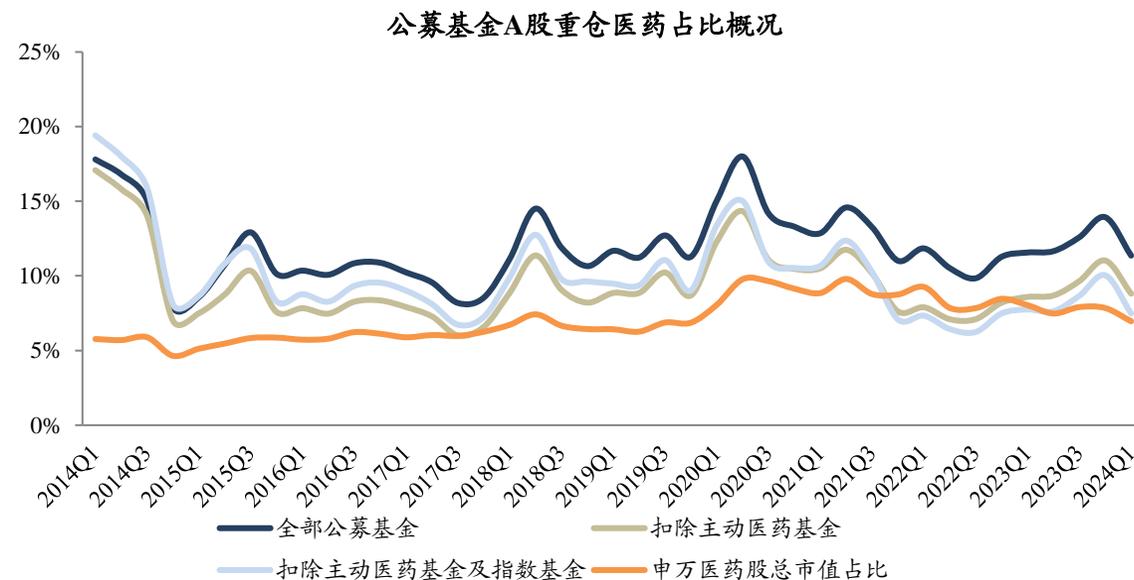
1.5 医药行业占A股市值比重略有下滑，2024Q1公募基金持仓比重环比下降

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2024年6月28日，医药行业总市值约5.25万亿元，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6月28日的7.19%，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



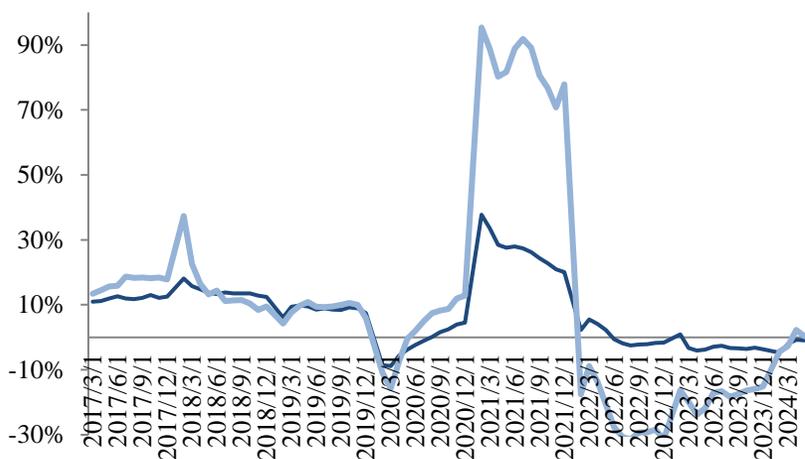
公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置



1.6 医药制造业数据2023年有所回落，2024保持平稳

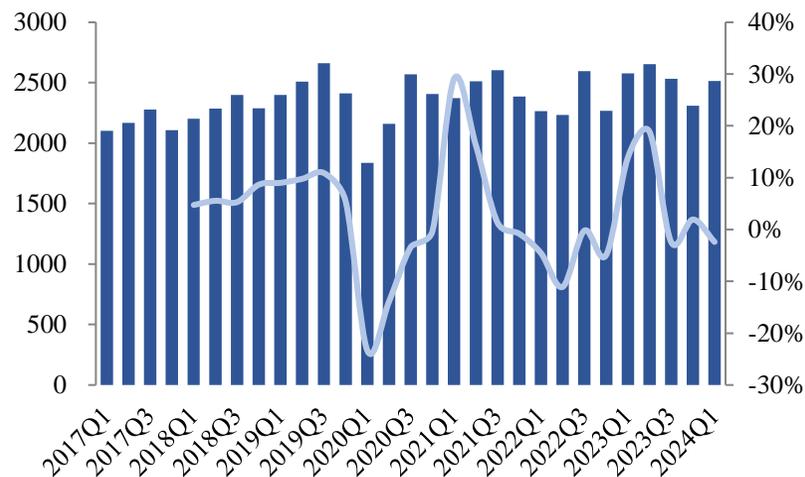
- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2023年我国医药制造业累计实现营业收入和利润总额分别为2.52万亿元（同比下降13.4%），3.47千亿元（同比下降19.0%），2024年Q1分别为0.61万亿元（同比下降2.0%），0.82千亿元（同比下降2.7%），2024年5月，营业收入累计同比下滑1.0%，营收下滑幅度略有增加，利润总额累计同比增长0.3%，增速略有放缓。
- 根据中康开思医药数据库：2024年初我国样本医院及零售药店销售额增速均有所恢复。2024Q1，样本医院药品销售规模达到2514亿元，环比增速上升8.8%，同比下降2.4%；零售药店销售规模达到1101亿元，同比增长0.4%。从趋势上来看，24Q1受多种呼吸疾病流行影响，引发购药需求。

我国医药制造业营业收入累计同比增速



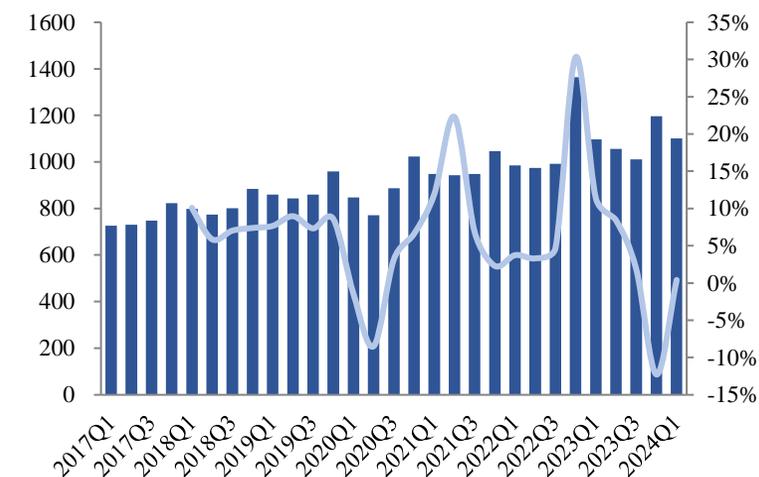
— 医药制造业营业收入: 累计同比
— 医药制造业利润总额: 累计同比

我国样本医院销售额及同比增长率



■ 样本医院销售额 (亿元) — 销售额同比增长率 (%)

我国样本零售药店销售额及同比增长率

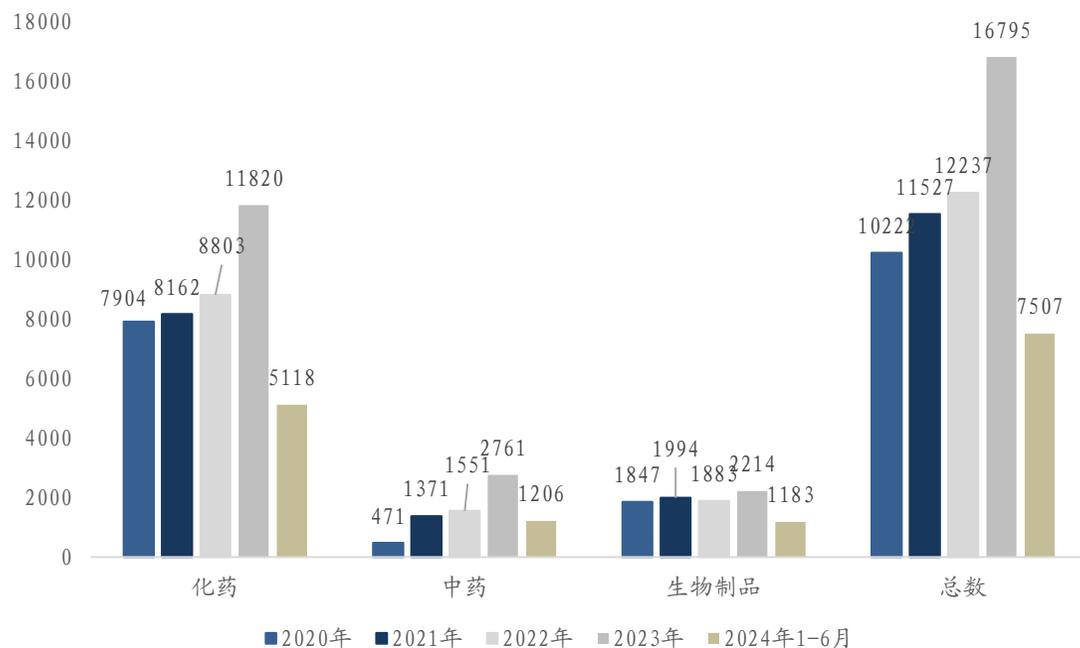


■ 零售药店销售额 (亿元) — 销售额同比增长率 (%)

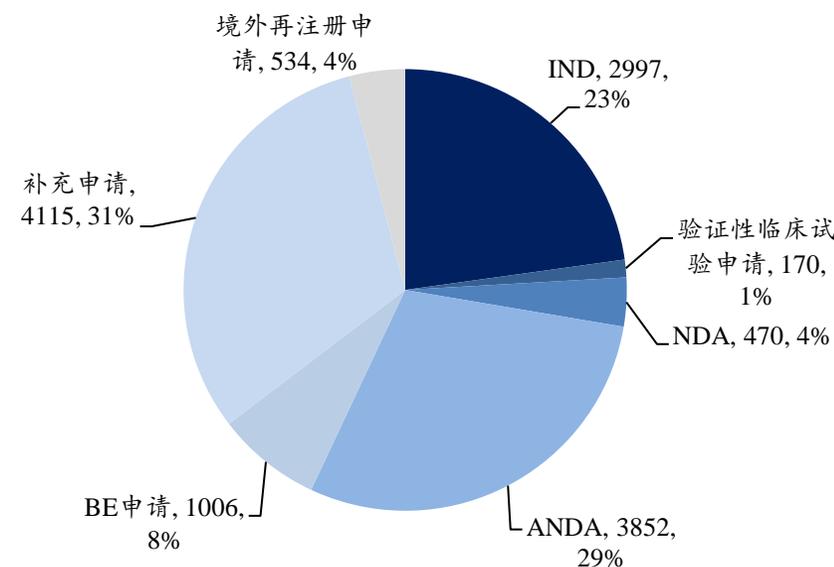
1.7 2021年至2024年6月药物审评情况(CDE)

- 2020-2023年以来，CDE受理数量逐年攀升，2023年增长明显。2022年受理数量相比于2021年总量增加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6月CDE共受理7507个，其中化药受理5118个，中药1206个，生物制品1183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6月CDE申报受理情况 (个)



2023年CDE申报受理情况占比



二、医保政策梳理，建议关注国家医保谈判药品、中药

- **零售渠道价格监管趋严，药品比价系统相继落地。**2023年以来，国家医保局针对同品牌同品种药品在院内、零售即线下零售药店和线上医药平台等多渠道之间存在价差的情况，开始推进定点零售药店价格公示和监测系统，进一步对市场价格进行治理。多地上线药品比价系统，开展价格治理工作。
- 我们认为，从四同药品价格监测到各地上线比价系统，本质都是零售药店价格治理的其中一环，价格体系的治理方向是理性和合理化，而非单纯的低价。线上比价对头部工业企业业绩影响或有限、对药店可能有所影响；同时政策规范将加速行业出清，头部企业有望持续提升市场份额。

年初至今药品价格相关政策梳理

日期	发布单位	事件&文件	内容
2023年12月26日	国家医保局	《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》	到2024年3月底前，基本消除“四同药品”省际间的不公平高价、歧视性高价
2024年4月25日	国家医保局	《关于请做好医保定点零售药店药价风险品种（2024年一季度）核查处置工作的函》	监测各；省份药价风险品种的线下线上药店售价及挂网价；书面提醒不合理价差的药店限期整改；督促企业主动下调平台挂网价格
2024年5月29日	国家医保局	《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	在药品价格信息监测中引入线上“即送价”为锚点进行比价，治理线下不合理高价
2021至2024年	各地医保局	各地纷纷上线药品比价系统	深圳、大连、沈阳、徐州、内蒙古、陕西、荆州先后上架药品比价系统

- 药品集中采购制度从建立至今仅30余年，大致经历了医院分散采购、地市招标采购、省级招标采购、联盟带量采购四个阶段。
- ① **探索试点阶段（1990-1999年）**，医院分散采购为主。供需关系上，需大于供，医药代表开始诞生，带金销售开始出现。
- ② **制度建立阶段（2000-2009年）**，地市招标采购为主。该阶段，通过试点，药品集中采购制度尤其是地市级药品集中采购制度逐步建立健全，但也出现了一些问题，如第三方招标中介收费庞大、行政机构参与过多、招标程序流程异常繁杂、不规范行为层出不穷等。
- ③ **制度完善阶段（2010-2017年）**，省级招标采购为主。医药代理制度的春天和疯狂增长期，同时也是基药和中药注射剂的春天，供需完全失衡，供大于求。
- ④ **医保治理阶段（2018年至今）**，联盟带量采购为主。金税改革倒逼企业内部调整，粗放式代理商逐渐退出市场，以抗生素，中药注射剂起家的代理商逐渐退出，带金销售企业费用越来越低。大企业开始卷生物赛道和创新药。到2025年，各省（自治区、直辖市）国家和省级药品集中带量采购品种达500个以上，高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上。

过往药品集采回顾

国采	品种数	中标数	平均价格降幅	最高价格降幅	最高价格降幅产品	对应适应症
第一批	25	96	59%	96.28%	肌苷注射液	白细胞或血小板减少
第二批	32	100	53%	93%	盐酸左西替利嗪片	抗过敏
第三批	55	191	53%	98.72%	盐酸美金刚片	阿尔兹海默症
第四批	45	158	52%	96%	注射用帕瑞昔布钠	术后止痛
第五批	61	251	56%	98%	利伐沙班	抗凝血
第六批	11	42	48%	74%	预混胰岛素类似物	糖尿病
第七批	60	327	48%	98.22%	富马酸丙酚替诺福韦片	乙肝
第八批	39	252	56%	95.30%	酮铬酸氨丁三醇注射液	镇痛
第九批	41	266	58%	超90%	来那度胺胶囊	多发性骨髓

➤ 5月20日，国家医保局下发《关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知》，国家集采之外，部分省际采购联盟将上升为全国联盟集中采购，所有省份都要参加。鼓励有条件的省份牵头开展全国联采，重点覆盖未过一致性评价的化学药、中成药和中药饮片，聚焦采购金额大、覆盖人群广的临床常用药品和耗材“大品种”，以及国家组织集采品种的临床使用可替代或相关配套的药品和耗材。

➤ 扩大联盟范围，形成全国联盟集中采购

➤ 省级联盟采购要进一步加强全国面上协同，条件具备的提升为全国性联盟采购，牵头省份应加强与国家医保局沟通协调，并邀请所有省份参加，形成全国联盟集中采购。

➤ 加强统筹协调，合理确定集采品种

➤ 重点针对通过质量和疗效一致性评价的药品，国家组织高值医用耗材集采聚焦价格虚高、有代表性意义以及群众反映强烈的品种。鼓励有条件的省份牵头开展全国联采，重点覆盖未过一致性评价的化学药、中成药和中药饮片，聚焦采购金额大、覆盖人群广的临床常用药品和耗材“大品种”，以及国家组织集采品种的临床使用可替代或相关配套的药品和耗材。

➤ 聚焦重点领域，积极推进2024年集采扩面

➤ 有序开展药品集采和接续工作。开展新批次国家组织药品集中采购。开展胰岛素专项全国统一接续采购。*到2024年底，各省份至少完成1批药品集采，实现国家和省级集采（含参与联盟采购）药品数累计达到500个以上。*

➤ 深入推进高值医用耗材集中采购。按照“一品一策”的原则，适时开展新批次国家组织高值医用耗材集采；开展人工关节全国统一接续采购。*到2024年底，各省份至少完成1批医用耗材集采。*

➤ 完善执行机制，增强集采制度效果

➤ (一) 加强采购执行管理。

➤ (二) 畅通供应和质量问题反馈渠道。

➤ (三) 以集采为抓手切实提高网采率。

➤ (四) 发挥医保基金飞行检查作用。

- 2024年6月28日，国家医疗保障局公布《2024年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》及申报指南等，拉开了一年一度医保谈判的帷幕。
- 2024年国家医保谈判分为5个阶段：准备阶段（2024年5-6月）、申报阶段（2024年7-8月）、专家评审阶段（2024年8-9月）、谈判/竞价阶段（2024年9-11月）和公布结果阶段（2024年11月）。谈判的流程和要求与往年基本一致。
- 参加今年医保谈判的品种主要是2023年7月1日到2024年6月30日期间获批的新通用名药品。根据医药魔方数据库统计，该阶段获批的创新药有76款左右（不含中药、疫苗等），包括国产创新药品种28款和进口创新药品种48款。
- **2023年6月30日之前获批，但一直没有纳入国家医保的品种也有望通过今年的医保谈判正式纳入国家医保，例如康方生物的卡度尼利单抗2022年6月获批，第一三共的德曲妥珠单抗2023年2月获批，有望今年通过谈判正式纳入国家医保。**
- 关于医保谈判的价格，我们认为经过近几年发展，医保基金测算和药物经济学测算已经相对成熟，预计平均降价幅度在50%-60%左右。其中，创新性高、竞争格局好的产品有望获得较高的谈判价格，例如迪哲医药的舒沃替尼和戈利昔替尼等。
- 2022年国家医保目录产品纳入医保已满2年，将通过简易续约的规则进行续约。或者医保目录中的产品有新的适应症上市，例如亚盛医药奥雷巴替尼等，也将通过简易续约的规则进行续约。

表：2023年7月1日到2024年6月30日期间获批的国产创新药品种

药品名	商品名	公司名	靶点	适应症	最新批准日期	国产/进口
舒沃替尼片	舒沃哲	迪哲医药	EGFR exon 20; HER2 exon 20	非小细胞肺癌	2023-08-22	国产
纳鲁索单抗注射液	津立泰	津曼特; 石药集团	RANKL	骨巨细胞瘤	2023-09-05	国产
注射用埃普奈明	沙艾特	海特生物	TRAIL	多发性骨髓瘤	2023-11-01	国产
纳基奥仑赛注射液	源瑞达	合源生物	CD19	B细胞急性淋巴细胞白血病	2023-11-07	国产
托莱西单抗注射液	信必乐	信达生物	PCSK9	高胆固醇血症; 混合型高脂血症	2023-11-10	国产
伯瑞替尼肠溶胶囊		恒康集团	c-Met	非小细胞肺癌; 低级别胶质瘤; 高级别星形细胞瘤	2023-11-14	国产
外用重组人凝血酶		泽璟制药	thrombin	出血	2023-12-26	国产
恒格列净二甲双胍缓释片(II)		恒瑞医药	PEN2; SGLT2	II型糖尿病	2023-12-29	国产
地达西尼胶囊		京新药业	GABAA receptor	失眠症	2024-01-02	国产
恒格列净二甲双胍缓释片(I)		恒瑞医药	PEN2; SGLT2	II型糖尿病	2024-01-09	国产
脯氨酸加格列净片	惠优静	四环医药	SGLT2	II型糖尿病	2024-01-16	国产
阿达帕林克林霉素凝胶		李氏大药厂; 兆科药业	50S subunit; RARβ; RARγ	寻常性痤疮	2024-02-20	国产
泽沃基奥仑赛注射液	赛恺泽	科济药业	BCMA	多发性骨髓瘤	2024-02-23	国产
妥拉美替尼胶囊	科露平	科州制药	MEK1; MEK2	黑色素瘤	2024-03-12	国产
索卡佐单抗注射液	善克钰	李氏大药厂	PDL1	宫颈癌	2024-03-15	国产
恩替司他片	景助达	亿腾医药	HDAC	HR阳性乳腺癌	2024-04-24	国产
富马酸安奈克替尼胶囊	安柏尼	正大天晴	c-Met; ROS1; ALK	非小细胞肺癌	2024-04-24	国产
贝莫苏单抗注射液	安得卫	正大天晴	PDL1	小细胞肺癌	2024-04-30	国产
阿利沙坦酯氨氯地平片		信立泰	L-type calcium channel; AT1R	高血压	2024-05-15	国产
苯磺酸克利巴林胶囊	思美宁	海思科	GABA; α2δ	糖尿病周围神经痛	2024-05-15	国产
甲磺酸瑞齐替尼胶囊	瑞必达	上海倍而达药业有限公司	EGFR T790M	非小细胞肺癌	2024-05-15	国产
依沃西单抗注射液	依达方	康方生物	VEGF-A; PD1	非鳞状非小细胞肺癌	2024-05-21	国产
泽美洛韦玛佐瑞韦单抗注射液	克瑞毕	南新制药	rabies virus	狂犬病	2024-06-04	国产
枸橼酸依奉阿克胶囊	安洛晴	正大天晴	c-Met; ROS1; ALK	非小细胞肺癌	2024-06-11	国产
甲磺酸瑞厄替尼片	圣瑞沙	圣和药业	EGFR T790M	非小细胞肺癌	2024-06-11	国产
戈利昔替尼胶囊	高瑞哲	迪哲医药	JAK1	外周T细胞淋巴瘤	2024-06-18	国产
考格列汀片	倍长平	海思科	DPP-4	II型糖尿病	2024-06-18	国产
富马酸泰吉利定注射液	艾苏特	恒瑞医药	μ opioid receptor	术后疼痛	2024-06-19	国产

表：2023年7月1日到2024年6月30日期间获批的进口创新药品种

药品名	商品名	公司名	靶点	适应症	最新批准日期	国产/进口
卡替拉韦钠片	万凯锐	葛兰素史克	HIV-1 integrase	HIV-1感染	2023-07-11	进口
甲磺酸贝舒地尔片	易来克	Kadmon Pharmaceuticals	ROCK2	移植物抗宿主病	2023-08-01	进口
英克司兰钠注射液	乐可为	诺华	ASGPR; PCSK9	高胆固醇血症; 混合型高脂血症	2023-08-22	进口
马吉昔单抗注射液	麦甘乐	MacroGenics, Inc.	HER2	HER2阳性乳腺癌	2023-08-29	进口
米托坦片		HRA Pharma Rare Diseases	not available	肾上腺皮质癌	2023-09-05	进口
依折麦布阿托伐他汀钙片		欧加隆; 默沙东	HCV entry; NPC1L1; HMG-CoA reductase	纯合子型家族性高胆固醇血症	2023-09-12	进口
氟替卡松福莫特罗吸入气雾剂		NAPP PHARMACEUTICALS	glucocorticoid; β 2-adrenergic receptor	哮喘	2023-09-12	进口
盐酸纳呋拉啡口崩片		Toray Industries	κ opioid receptor	尿毒性瘙痒症	2023-09-13	进口
依瑞奈尤单抗注射液	安默唯	诺华	CGRP receptor	偏头痛	2023-09-19	进口
赖脯胰岛素注射液(曲前)	优速乐	礼来	insulin	I型糖尿病; II型糖尿病	2023-09-19	进口
注射用艾夫糖苷酶 α	耐而赞	赛诺菲	GAA	庞贝氏症	2023-09-28	进口
甲苯磺酸利特昔替尼胶囊	乐复诺	辉瑞	TEC; JAK3	斑秃	2023-10-18	进口
利匹韦林注射液		强生	HIV-1 RT	HIV-1感染	2023-10-18	进口
阿那白滞素注射液(预充式)	安络定	Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)	IL-1RA	成人斯蒂尔病; 周期性发热综合征; 家族性地中海热	2023-10-27	进口
格菲妥单抗注射液	高罗华	罗氏	CD3; CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2023-11-07	进口
醋酸来法莫林片	信乐妥	Nabriva Therapeutics Ireland DAC	50S subunit	社区获得性细菌性肺炎	2023-11-14	进口
盐酸特泊替尼片	拓得康	德国默克	c-Met	非小细胞肺癌	2023-12-05	进口
法瑞西单抗注射液	罗视佳	罗氏	VEGF-A; Ang2	糖尿病黄斑水肿; 年龄相关性黄斑变性	2023-12-13	进口
阿立哌唑长效注射液(每月一次)		大冢	5-HT2A receptor; D2 receptor; 5-HT1A receptor	精神分裂症	2023-12-18	进口
马立巴韦片		武田	UL97	CMV感染	2023-12-19	进口
尼塞韦单抗注射液	乐唯初	赛诺菲	RSV fusion	RSV感染; 下呼吸道感染	2023-12-26	进口
帕妥珠单抗注射液(皮下注射)	赫捷康	罗氏	HER2; HAase	HER2阳性乳腺癌	2023-12-26	进口
瑞舒伐他汀依折麦布片		赛诺菲	HCV entry; NPC1L1; HMG-CoA reductase	家族性高胆固醇血症	2023-12-26	进口
玛巴洛沙韦干混悬剂		罗氏	cap-dependent endonuclease	乙型流感	2023-12-29	进口
盐酸曲恩汀片		Orphalan	Cu	威尔逊病	2023-12-29	进口

表：2023年7月1日到2024年6月30日期间获批的进口创新药品种

药品名	商品名	公司名	靶点	适应症	最新批准日期	国产/进口
加卡奈单抗注射液	恩加乐	礼来	CGRP	偏头痛	2024-01-05	进口
仑卡奈单抗注射液	乐意保	卫材	A β	阿尔茨海默病	2024-01-05	进口
硫酸瑞美吉泮口崩片	乐泰可	辉瑞	CGRP receptor	偏头痛	2024-01-23	进口
可伐利单抗注射液	派圣凯	罗氏	C5	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	2024-02-06	进口
注射用重组替度鲁肽	瑞唯抒	武田	GLP-2	短肠综合征	2024-02-20	进口
注射用舒索凝血素 α	助因止	武田	factor VIII	获得性A型血友病	2024-02-20	进口
氘可来昔替尼片	颂狄多	百时美施贵宝	TYK2	斑块状银屑病	2024-02-22	进口
佩索利单抗注射液(皮下注射)	斯全诺	勃林格殷格翰	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病	2024-03-05	进口
利妥昔单抗注射液(皮下注射)		罗氏	CD20	非霍奇金淋巴瘤; 弥漫性大B细胞淋巴瘤; 滤泡性淋巴瘤	2024-04-02	进口
司美格鲁肽片	诺和忻	诺和诺德	GLP-1R	II型糖尿病	2024-04-09	进口
玛伐凯泰胶囊	迈凡妥	百时美施贵宝	myosin	肥厚型心肌病	2024-04-24	进口
注射用尼可地尔		中外制药; 罗氏	NO	心绞痛(原研)	2024-04-24	进口
盐酸伊普可泮胶囊	飞赫达	诺华	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	2024-04-24	进口
重组人促卵泡激素 δ 注射液	贺可唯	辉凌制药	FSH	体外受精	2024-04-30	进口
瑞普替尼胶囊	奥凯乐	百时美施贵宝	Trk; ROS1; ALK; Src	非小细胞肺癌	2024-05-08	进口
注射用舒巴坦钠/注射用度洛巴坦钠	鼎优乐	Entasis Therapeutics, Inc.	β -lactamase	鲍曼不动杆菌-醋酸钙不动杆菌复合体感染; 医院获得性细菌性肺炎	2024-05-15	进口
替尔泊肽注射液	穆峰达	礼来	GLP-1R; GIPR	II型糖尿病	2024-05-15	进口
醋酸氟氢可的松片		Aspen	glucocorticoid	艾迪生病; 先天性肾上腺皮质增生症	2024-05-21	进口
依伏卡塞片	盖优平	协和麒麟	CaSR	慢性肾病继发性甲状旁腺功能亢进	2024-06-04	进口
高血糖素鼻用粉雾剂		Amphastar Pharmaceuticals	glucagon	低血糖症	2024-06-04	进口
盐酸卡马替尼片	妥瑞达	诺华	c-Met	非小细胞肺癌	2024-06-11	进口
特立妥单抗注射液	泰立珂	强生	CD3; BCMA	多发性骨髓瘤	2024-06-18	进口
依柯胰岛素注射液	诺和期	诺和诺德	insulin	II型糖尿病	2024-06-18	进口

表：2019~2024年6月30日上市的新通用名中药药品

获批日期	名称	持有人	适应症
2024/3/29	苓桂术甘颗粒	华润三九(雅安)药业有限公司	温阳化饮，健脾利湿，用于中阳不足之痰饮
2024/3/12	秦威颗粒	成都华西天然药物有限公司	用于急性痛风性关节炎风湿郁热证的治疗，症见关节疼痛、关节肿胀、关节局部发热、口渴喜饮等
2024/2/20	风叶咳喘平口服液（九味止咳口服液）	卓和药业集团股份有限公司	急性支气管炎
2024/1/8	芍药甘草颗粒	武汉康乐药业股份有限公司	主治为益阴养血，缓急止痛；用于阴血不足，筋脉失养所致挛急疼痛诸证；症见腿脚挛急，腹中疼痛
2024/1/8	儿茶上清丸（荆门上清丸）	湖北齐进药业有限公司	清热退火、解毒敛疮、消肿止痛，用于轻型复发性阿弗他溃疡上焦实热证
2023/12/26	济川颗粒	江苏康缘药业股份有限公司	可治疗肾虚津亏肠燥引起的便秘
2023/12/26	一贯煎颗粒	神威药业集团有限公司	用于治疗慢性肝炎、慢性胃炎、胃及十二指肠溃疡、肋间神经痛、神经官能症等属阴虚肝郁者
2023/11/17	小儿鼓翘清热糖浆	济川药业集团有限公司	咽痛；便秘；感冒；发热；咳嗽；鼻塞；流涕
2023/11/9	香雷糖足膏	合一生技股份有限公司	糖尿病足
2023/10/19	通络明目胶囊（芪黄明目胶囊）	石家庄以岭药业股份有限公司	用于2型糖尿病引起的中度非增殖性糖尿病视网膜病变
2023/10/19	枳实总黄酮	江西青峰药业有限公司	具有行气消积、散痞止痛的功效，用于功能性消化不良，症见餐后饱胀感、早饱、上腹烧灼感和上腹疼痛等
2023/10/19	小儿紫贝宣肺糖浆	健民药业集团股份有限公司	急性支气管炎
2023/7/26	枇杷清肺颗粒	吉林敖东洮南药业股份有限公司	清肺经热，用于肺风酒刺，症见面鼻疙瘩，红赤肿痛，破出粉汁或结屑等
2023/6/8	参郁宁神片	广东思济药业有限公司；一力制药（罗定）有限公司	可用于益气养阴，宁神解郁，适用于轻、中度抑郁症中医辨证属气阴两虚证
2022/12/28	参葛补肾胶囊	新疆华春生物药业	适用于轻、中度抑郁症，中医辨证属气阴两虚、肾气不足证
2022/12/28	芪胶调经颗粒	湖南安邦制药	具有益气补血、止血调经功效，用于上环所致经期延长中医辨证属气血两虚证
2022/12/28	苓桂术甘颗粒	康缘药业	具有温阳化饮，健脾利湿功效
2022/10/9	散寒化湿颗粒	康缘药业	用于寒湿郁肺所致疫病
2022/7/6	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	尿结石症
2022/1/14	淫羊藿素软胶囊	北京盛诺基医药	肝细胞癌
2021/12/31	七蕊胃舒胶囊	健民集团	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致胃脘疼痛
2021/12/16	解郁除烦胶囊	以岭药业	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证
2021/12/16	虎贞清风胶囊	一力制药	轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证
2021/11/26	玄七健骨片	方盛制药	轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证
2021/11/26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	早期糖尿病肾病气阴两虚证
2021/11/26	坤心宁颗粒	天士力	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证
2021/11/10	银翘清热片	康缘药业	外感风热型普通感冒
2021/9/14	益气通窍丸	东方华康	季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证
2021/9/1	益肾养心安神片	以岭药业	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证
2020/5/19	连花清咳片	以岭药业	急性支气管炎属痰热壅肺证
2020/4/14	筋骨止痛凝胶	康缘药业	筋骨麻木；腰腿臂痛；跌打损伤
2020/3/19	桑枝总生物碱片	北京五和博澳药业	2型糖尿病
2019/12/23	小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	小儿外感风寒化热型轻度急性支气管炎引起的咳嗽、咯痰、痰黄、咽部红肿、发热
2019/12/18	芍麻止痉颗粒	天士力	抽动-秽语综合征；慢性抽动障碍
2019/1/3	金蓉消癍颗粒	广州市康源药业	乳腺增生病

三、7月行业投资策略及标的

- **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20/16/13X；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。

- ◆ **“自我诊断+处方药”平台型公司，股权激励彰显业绩信心，“内生+外延”巩固龙头地位。**公司主营核心业务定位于CHC健康消费品和处方药领域，通过内生+外延完善产品矩阵，覆盖感冒、肠胃、皮肤、骨科、儿科等领域，深化健康产业布局。基于对未来发展的信心，公司制定股权激励计划，以2020年为基准，2022-2024年扣非归母净利润的年复合增速不低于10%且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平，股权激励的实施对推动公司实现“十四五”营业收入翻番的发展目标方面起到积极作用。
- ◆ **CHC板块稳健增长，处方药、国药业务有所承压。**2023年公司年销售额过亿元的品种39个。2023年，CHC健康消费品业务实现营业收入117.07亿元（+2.82%），其中，品牌OTC业务增长较好，康慢业务消化集采影响保持稳定增长。CHC业务依托于三九商道客户体系，覆盖全国超过40万家药店。999感冒用药及易善复占据同类目排名Top1位置。2023年处方药业务实现营收52.20亿元（-12.64%），主要系中药配方颗粒业务受国标切换及15省联盟集采影响。中长期看，公司坚持“品牌+创新”战略驱动，围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域，在新产品立项、产品研发、产品力提升等领域取得积极进展，持续夯实在细分领域的品牌前列地位。
- ◆ **融合昆药业务，银发经济赛道大有可为。**昆药集团重点聚焦慢病管理和老龄化健康领域，2023年，昆药集团实现收入77.03亿元（-6.99%，主要系商业板块业务结构优化及对外援助业务减少），归母净利润4.45亿元（+16.05%）。随着华润三九对昆药的融合和赋能，未来将充分发挥昆药三七血塞通系列多剂型、多品规的组合优势；依托“KPC·1951”、“777”两大事业部，强化渠道拓展与协同；依托“昆中药1381”事业部，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为核心的强单品，持续培育具有高增长潜力的产品。随着三九对昆药的赋能，三九净利率也有望逐步回升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2024-2026年归母净利润分别为33.43/38.66/44.14亿元，对应当前市值的P/E估值分别为16/14/12X。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险；并购整合不及预期风险等。

- **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），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) 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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2025年归母净利润分别为3.32/4.06亿元，P/E估值分别为21/17X；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。

- **业绩：**公司2023年营业收入23.3亿元，同比-3.2%，归母净利润6.1亿元，同比+4.3%，自有现金18.5亿元，现金充沛。2024Q1营收4.4亿元，同比+67%，归母净利润1.2亿元，同比+116.3%。23年业绩拐点，24Q1业绩符合预期，23年分红比例27%，分红比例逐年提升。
- **大股东陕煤集团赋能，采浆量逐年攀升：**公司目前有38个单采血浆站（广东双林和派斯菲科各19个），位居行业第3，在营浆站32个，居行业前列。2023年采浆量突破1200吨，同比约+50%，是国内第5家采浆量突破千吨的血制品公司。预计2025年采浆量达到1500-2000吨（不考虑并购和新批浆站），采浆量提升空间较大。预计陕煤集团会依赖自己的资源在陕西、新疆、宁夏、长江沿岸等几个省份积极推动拓浆站工作，赋能公司采浆增长。
- **产品数量位居行业前列，新产品上市有望进一步提升吨浆利润：**公司产品品种合计达到11个（广东双林8个、派斯菲科9个），产品数量位居行业第三，新产品PCC和纤原预计2024年开始贡献收入。在研产品近10个，层析静丙已递交临床试验申请。
- **积极布局静丙出口，拓展海外市场：**静丙已获得巴基斯坦的药品注册证书和巴西卫生监督局颁发的GMP证书。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2025年归母净利润分别为7.95/10.55亿元，当前市值对应PE为26/19x。血制品行业成长空间广阔，行业集中度高，公司作为血制品公司中被低估的弹性标的，大股东陕煤集团有望通过“内生+外延”助力公司新浆站增长。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**业绩低于预期风险，新浆站批文数量不及预期，集采等政策风险等。

- **创新药：海外临床进展超预期，ADC产品管线催化剂不断**

- 以科伦博泰为核心（57%股权），布局自研ADC平台，核心产品得到海外大药企默沙东背书。
- 管线包括：Trop2、HER2、CLDN18.2等多个ADC产品。
- SKB264（Trop2 ADC）：管线中最重要资产，MSD在海外已开9个注册临床，覆盖肺癌、乳腺癌、子宫内膜癌、胃癌等。预计海外峰值50亿美元。

- **仿制药：业绩平稳增长，多款首仿产品待获批**

- 目前共有136项仿制药获批上市，前九批集采累计47项产品中选。覆盖肠外营养、生殖健康、麻醉镇痛、抗感染、诊断造影等领域。
- 23年共有62项仿制药报产（首仿/首家9项）。

- **大输液：行业龙头稳定，多室袋产品预计成为未来增长点**

- 大输液行业龙头，包材升级 & 场外营养产品推动持续增长。
- 多室袋注射剂有能力生产的只有5家企业，同时拥有固液双室、液液双室、液液三室袋生产能力的仅科伦一家。
- 截至23年年底，共有135个输液产品，未来调整产品结构：液固双室袋和平均毛利率相近，但单价高，单品利润贡献高。

- **抗生素中间体、原料药、合成生物学：合成生物学产品逐步落地**

- 以川宁生物为核心，上下游布局三家子公司。川宁有13个品种的抗生素中间体（硫氰酸红霉素、头孢类中间体7-ACA、青霉素中间体6-APA等）
- 2022年底川宁分拆上市（72%股权），向合成生物学与酶工程领域布局：保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料等。

- **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、THRβ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。**24H2美国NDA。** 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。
- **Brensocatic (DPP1) 获得三期积极顶线数据，同赛道海思科全球顺位第二：** 公司完善布局多呼吸肺病领域：HSK31858为全球第二进度的DPP1抑制剂，支气管扩张适应症即将进入III期，其COPD、哮喘等获临床批件，是被低估的潜在大单品；海思科以DPP1为核心，通过39004 (COPD)、44459 (IPF)、HL231 (COPD) 等加强呼吸肺病领域的布局。2023年11月，HSK31858实现授权出海 (Chiesi)，海思科有望获得里程碑付款并获得实际年净销售额最高两位数的销售提成。
- **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。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计，2024-26年公司归母净利润为4.3/5.7/8.8亿元，当前市值对应PE分别为81/61/40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

➤ **公司业绩稳健，海外销售放量加速：**公司2023年总收入为8.38亿美元（同比+102%，固定汇率，下同），肿瘤/免疫综合收入为5.29亿美元（+228%，包括：产品销售分成后收入1.64亿美元，+39%，研发收入3.64亿美元（武田首付款2.8亿美元+里程碑0.32亿美元+0.34亿美元报销费用）），其他业务（分销）收入3.09亿美元。商业化产品23年的销售额如下：呋喹替尼1.08亿美元（+22%，美国近2个月销售额0.15亿美元）；索凡替尼0.44亿美元（+43%）；赛沃替尼0.46亿美元（+19%，医保降价38%，销量实际增长57%）；他泽司他0.01亿美元（+700%）。呋喹替尼24Q1美国销售额约5000万美元(23年1个月1510万美元)，24年海外至少1.4亿美元。**2024年肿瘤/免疫综合收入指引3-4亿美元，预计同比+30-50%。预计2025年实现盈利。**

➤ 公司催化剂梳理

- 呋喹替尼联合化疗针对2L 胃癌有望2024Q4国内上市；
- 呋喹替尼欧洲和日本年内上市，海外放量超预期，海外武田开新的注册临床；
- 索凡替尼国内针对1L 胰腺癌临床已开启，预计25年年初有数据读出；
- 赛沃替尼美国针对奥希替尼耐药的MET驱动的NSCLC注册临床结果年底前读出并申报NDA；
- 索乐匹尼布（Syk）针对2L ITP 在24M1获得CDE受理，优先审批，最快年底前获批上市；海外Ph1/2期临床开启，明年有望授权。wAIHA国内已开启3期。6月EHA发表数据+柳叶刀杂志。
- 早研有ADC（如：CD38-ADC，25年IND）、menin抑制剂等。
- **盈利预测与估值方法：**预计2024-2026年营业收入6.65/8.08/9.69亿美元，2025年实现盈利，公司催化剂不断兑现，海外市场打开，成长确定性高，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。

- **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
- **公司营收稳健，25年有望迎来业绩加速**：23年公司毛利率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，预计2027年国内产品销售额达200亿元。预计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和多抗进入临床临床。他雷替尼（ROS1）和氟泽雷塞（KRAS G12C）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。减重适应症预计2025年H1上市；糖尿病适应症今年年年底前国内申报上市；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，我们预计2024-2026年营业总收入为72.56、105.15和151.78亿元，预计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。

- **核心逻辑：**1) 疫后消费者院内使用场景向线上转移，公司线上渠道+品牌力强，业绩有望稳健增长，品牌实力和市占率持续增强；2) 海外无地缘政治风险，在核心产品制氧机、血压计等产品带动下，三年有望实现复合30%增长；3) 公司大单品多，自带流量，面对线上渠道比价趋势公司议价能力强，毛利率有望维持或随着高端产品放量提升；4) 公司账上现金充足，持续加大研发投入，产品梯度丰富，构建强大护城河。
- **2023年呼吸制氧板块表现亮眼，2024年高基数下较2022年仍有双位数增长。**分业务来看，公司2023年呼吸制氧板块收入33.71亿元（+50.6%），其中，制氧机产品业务规模同比增长近60%，呼吸机类产品业务增速超30%，雾化产品销售业务较去年同期增长超60%。2024Q1较同期高基数有所调整，较2022Q1复合双位数增长。
- **2023年血糖板块表现亮眼，2024年目标增长60%。**2023年公司糖尿病护理解决方案业务持续实现卓越成果，营收规模同比增长37.12%，伴随产品的优化升级、新品研发工作稳步推进，14天免校准CGM产品注册证顺利落地，并成功推向市场，公司血糖相关业务的院内外市场拓展持续深化，市场地位不断提升，相关产品市场占有率与客户群规模实现长足进步。
- **2023年下半年海外收入同比转正，海外市场迎来拐点。**2023年海外收入7.27亿（+2.45%），23H2海外收入3.59亿（+18.5%）。从产品线角度来看，近期呼吸机产品在欧洲部分国家业务的开展取得显著进步，新推出的制氧机产品重要性能参数亦获得了潜在客户的良好评价；同时，公司糖尿病护理板块产品在拉美、非洲、中东、东南亚等地区存在较大的发展潜力，CGM系列产品在西欧市场亦存在一定机会；另外，公司会根据家用类电子检测产品在北美、西欧、东南亚等各地区的市场情况，因地制宜进行策略规划与业务拓展工作。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到24年公司血糖业务及海外市场有望超预期，我们预计公司24-26年归母净利润22.84/26.08/28.44亿元，当前市值对应PE为16/14/13X，同时我们看好公司CGM产品未来的放量，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。

- **上海莱士股权交割落地，我们预计24Q3管理层完成更换：**发布了关于公司股东协议转让公司股份进展暨完成过户登记的公告，于2024年6月18日完成了相关股份的过户登记手续。海盈康持有公司20%的股份并通过海盈康合计控制公司26.58%股份所对应的表决权，成为公司控股股东，海尔集团将成为公司实际控制人。同日，公司还公告了与基立福签订的《独家代理协议的第九次修正案》和《排他性战略合作总协议》。
- **海尔集团溢价17.6%收购基立福20%股权，多方面赋能公司长远发展：**公司现有浆站42家，预计2025年采浆量达到2000吨（2023年约1500吨），目前位居行业采浆量第二，吨浆利润率第一。海尔集团的入主有望在浆站拓展开发、经营管理、渠道销售、上下游产业链等多方位赋能上海莱士发展，进一步打开公司成长天花板。
- **进口白蛋白业务稳定，获得独家代理白蛋白长期权益：**基立福供应白蛋白协议延续10年，进口白蛋白业务端利润有保证。供货量方面：前5年最低年度数量达成一致意见；之后五年最低年度数量不得低于协议所列的2028年最低年度数量。价格方面：对于经销商在2024年6月18日之前已经下的订单中的产品，原老价格应继续适用；对于经销商在2024年6月18日及之后直至2026年12月3日下的订单中的产品，应适用新的产品价格；在该等价格的有效期届满后，双方应就适用于产品的产品价格进行磋商，但前提是基立福全球应保证2024年1月1日至2028年12月31日产品的价格不高于基立福全球过往在交割日前收取的价格，以及届时的市场上具有竞争力的价格。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计预计24-25年归母净利润26.66/32.26亿元，对应PE 20/16倍。血制品行业成长空间广阔，行业集中度高，公司作为血制品公司中被低估的龙头标的以及海尔集团有望赋能公司新一轮成长。
- **风险提示：**业绩低于预期风险，商誉减值风险，汇率风险等。

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