

## 医药行业2024年中期投资策略

看好下半年结构性行情，  
聚焦红利、出海、创新三大主线

西南证券研究发展中心

医药杜向阳团队

2024年7月

# 核心观点

---

- **下半年，医药行情可期。** 2024年初以来（截止20230628），申万医药指数下跌21.09%，跑输沪深300指数21.98pp，年初以来行业涨跌幅排名第27。从行情来看，第一段，1月到2月初快速下跌后，随市场迎来一波反弹至3月上旬。第二段，从一季报临近4月中旬开始反弹至5月中下旬，创新药板块表现较好。目前医药估值和持仓处于历史低位。展望下半年，全链条支持创新药政策有望带动下半年行情。
- 我们看好医药板块下半年行情，重点看好低估值、出海、院内刚需三大主线。
- ✓ **方向之一**——红利板块包括高股息OTC个股；国企改革预期相关板块值得关注。
- ✓ **方向之二**——器械出海包括IVD、呼吸机及呼吸道检测产品、手套、冠脉支架等。创新药及类似物出海持续渐入佳境。
- ✓ **方向之三**——医疗反腐后，关注院内医疗刚性需求，比如血制品、骨科、麻醉药、胰岛素、IVD、电生理等领域。消费医疗属性品种，以及上游等板块中长期值得跟踪。此外，上半年减肥药和AI医疗主题投资性机会符合我们预期。

# 核心观点

---

## 2024年中期组合推荐：

- **推荐组合**：恒瑞医药（600276）、上海医药（601607）、上海莱士（002252）、亿帆医药（002019）、甘李药业（603087）、新产业（300832）、马应龙（600993）、太极集团（600129）。
- **稳健组合**：迈瑞医疗（300760）、达仁堂（600329）、华润三九（000999）、济川药业（600566）、贝达药业（300558）、华东医药（000963）、恩华药业（002262）、长春高新（000661）。
- **科创板组合**：首药控股-U（688197）、泽璟制药-U（688266）、普门科技（688389）、怡和嘉业（301367）、美好医疗（301363）、赛诺医疗（688108）、澳华内镜（688212）、山外山（688410）。
- **港股组合**：和黄医药（0013）、爱康医疗（1789）、康方生物（9926）、科伦博泰生物-B（6990）、亚盛医药（6855）、先声药业（2096）、康诺亚（2162）。

**风险提示**：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

# 目 录

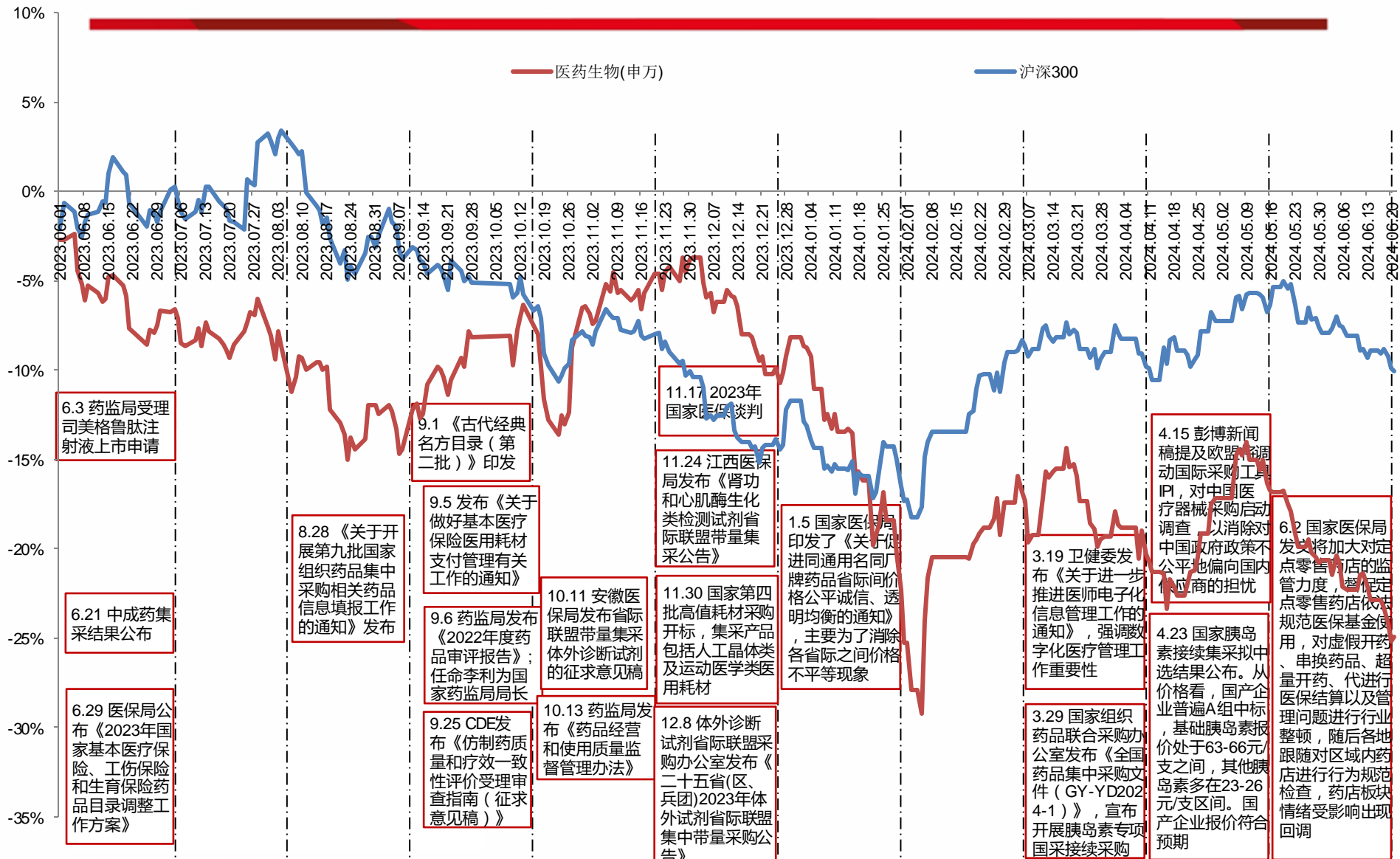
---

◆ **医药行业2024年上半年二级市场表现回顾**

◆ **医药子行业2024年中期投资逻辑**

◆ **医药全行业2024年中期投资策略及标的**

# 2023H2-2024H1医药行业政策和事件复盘

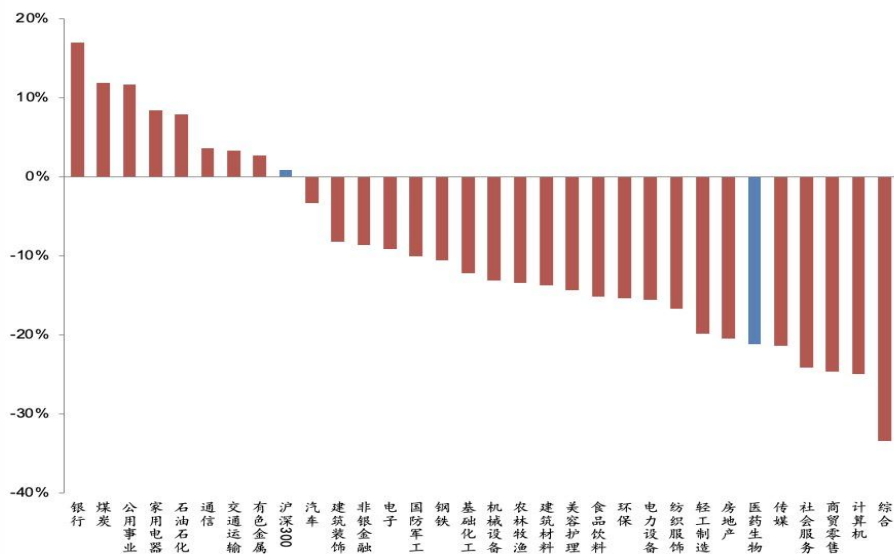


# 2024上半年医药行业复盘

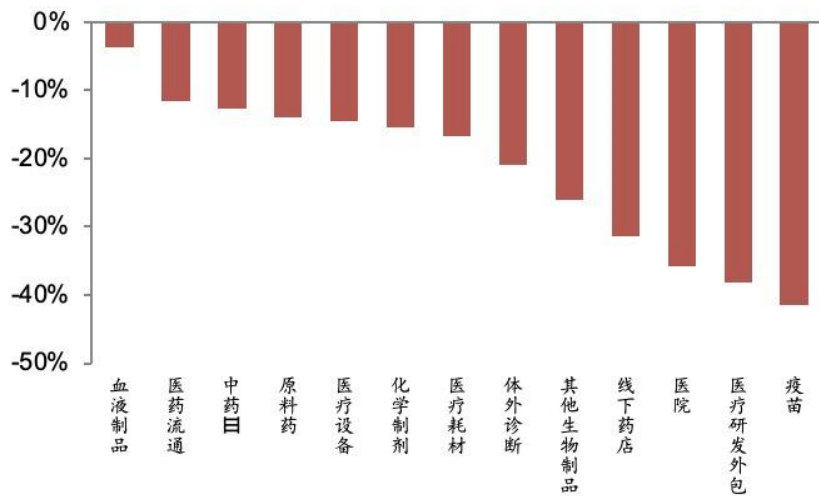
## 2024上半年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- 2024年初以来（截止20240628），医药行业下跌21.09%，跑输沪深300指数21.98个百分点，行业涨跌幅排名第27；
- 2024年初以来（截止20240628），跌幅最小前三板块分别是血液制品、医药流通和中药III，跌幅分别为3.7%、11.6%和12.7%。

### 2024年初以来全行业行情 (截止20240628)



### 2024年初以来医药子行业行情 (截止20240628)

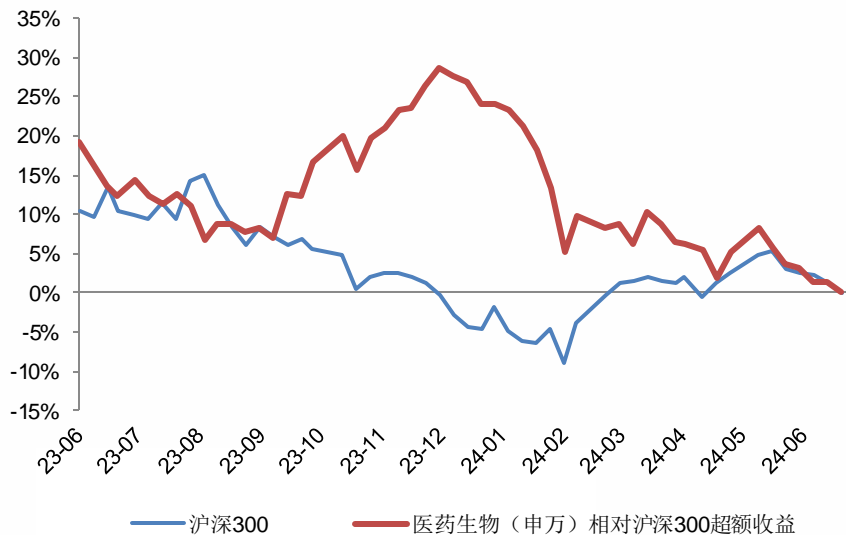


# 2024上半年医药行业复盘

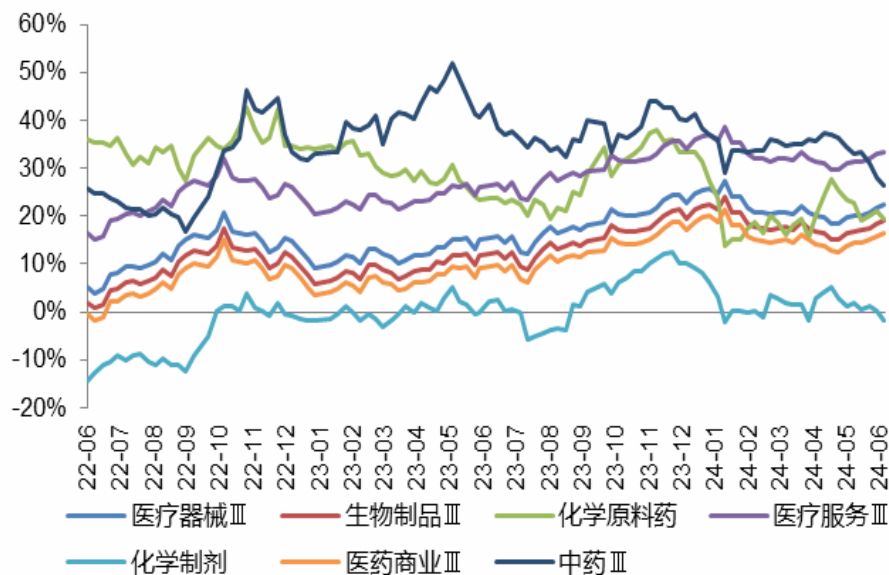
## 2024上半年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，过去一年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，累计跌幅18.25%，跑输大盘20.13个百分点；
- 分子行业来看，血液制品为累计收益率最高的子行业。

### 最近一年医药指数相对沪深300走势



### 最近两年医药子行业累计收益率

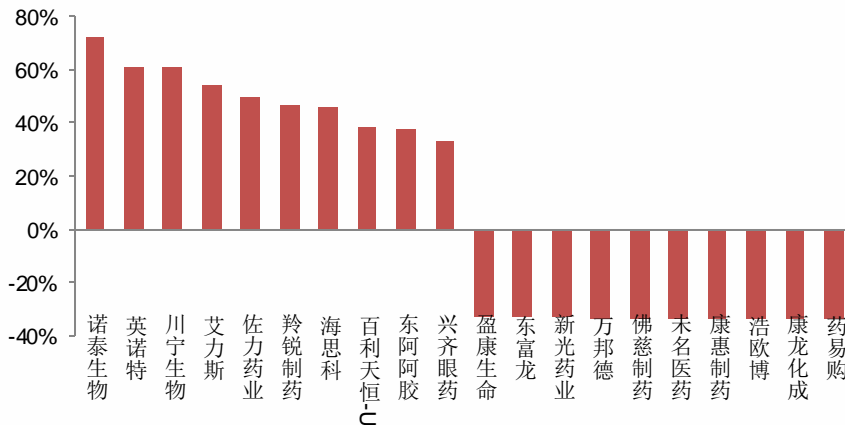


# 2024上半年医药行业复盘

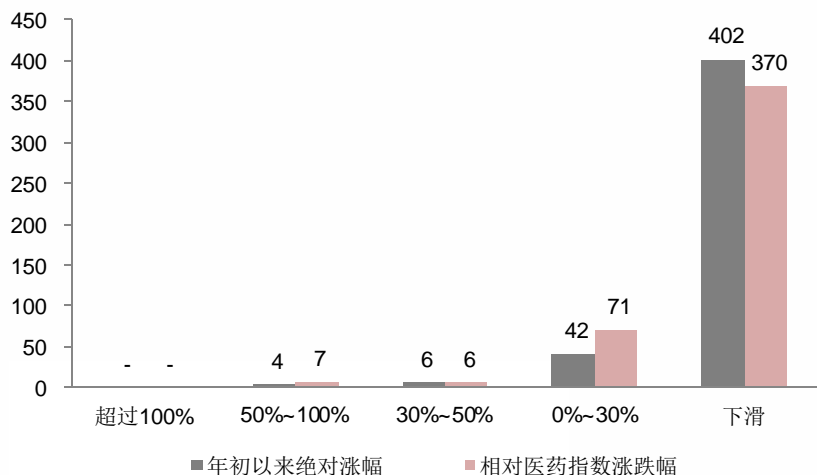
## 2024上半年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2024H1医药行业无翻倍个股。
- 跑赢医药指数超过40pp的有7家，分别为诺泰生物、英诺特、川宁生物、艾力斯、佐力药业、羚锐制药和海思科。

## 年初以来医药个股涨跌幅排名



## 年初以来个股涨跌幅区间数量/个



## 年初以来个股复盘

跑赢医药指数超过40pp	原因
诺泰生物	签订GLP-1原料药合作项目，多肽产能持续提升
英诺特	呼吸道检测
川宁生物	抗生素中间体需求旺盛，合成生物学新品放量在即
艾力斯	业绩超预期
佐力药业	乌灵胶囊放量
羚锐制药	通络祛痛膏、“两只老虎”系列增长稳健，盈利能力持续修复
海思科	创新药步入密集收获期

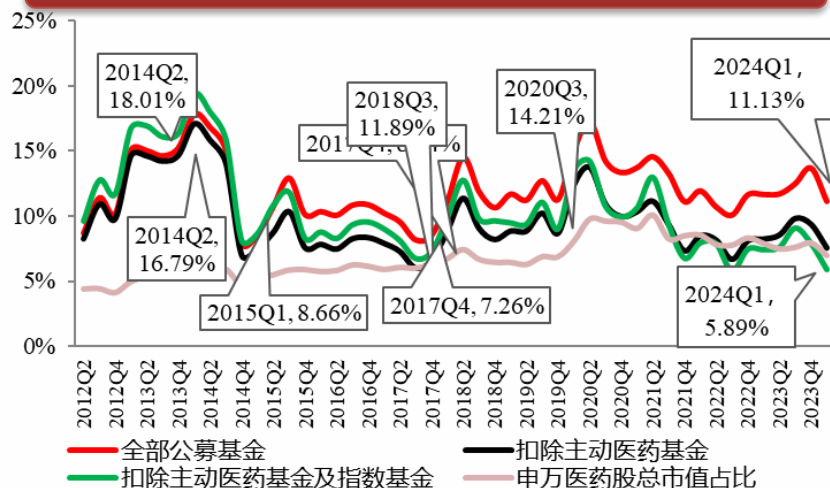


# 2024上半年医药行业复盘

## 医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- 24Q1全部公募基金占比11.13%，环比-2.55pp；剔除主动医药基金占比7.55%，环比-1.81pp；再剔除指数基金占比5.89%，环比-2pp；申万医药板块市值占比为6.96%，环比-0.97pp；
- 24Q1外资持有医药生物板块的总市值占比为2.72%，环比-0.04pp，持股总市值为1673.7亿元，环比-247.6亿元。

### 公募基金A股重仓医药占比概况



## 24Q1持股基金数量Top10

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	截至24Q1市值(亿元)	
		截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	616	-87	428.8	11.2	14.5%	0pp	15.7%	1.2pp	2%	2930	2932
300760.SZ	迈瑞医疗	500	-52	397.2	-32.9	12.2%	0pp	10.5%	-1.7pp	-3%	3413	3413
002422.SZ	科伦药业	251	82	71.1	20.7	12.7%	-1.7pp	17.0%	5.4pp	8%	399	467
300122.SZ	智飞生物	178	-204	91.1	-85.0	14.4%	-5.9pp	7.0%	-5.1pp	-26%	638	1079
603259.SH	药明康德	129	-259	130.9	-220.8	16.3%	0pp	5.5%	-10.7pp	-37%	1355	1355
300015.SZ	爱尔眼科	122	-46	105.8	-53.2	20.3%	7.6pp	4.7%	-6pp	-19%	1012	1194
688235.SH	百济神州-U	109	7	35.4	-1.6	13.5%	11.6pp	2.0%	0pp	30%	1796	1795
688617.SH	惠泰医疗	105	14	65.2	10.1	12.2%	-19.2pp	27.6%	6.4pp	10%	286	286
600079.SH	人福医药	103	-74	35.4	-24.6	21.6%	5.9pp	8.1%	-6.7pp	-22%	298	317
000423.SZ	东阿阿胶	101	45	56.7	25.1	2.0%	-8pp	16.4%	6.4pp	25%	396	396

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券整理

# 2024上半年医药行业复盘

## 24Q1公募基金持股市值TOP20医药公司

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	截至24Q1市值(亿元)	
		截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化	截至24Q1	季度变化		流通市值	总市值
600276.SH	恒瑞医药	616	-87	428.8	11.2	14.5%	0pp	15.7%	1.2pp	2%	2930	2932
300760.SZ	迈瑞医疗	500	-52	397.2	-32.9	12.2%	0pp	10.5%	-1.7pp	-3%	3413	3413
603259.SH	药明康德	129	-259	130.9	-220.8	16.3%	0pp	5.5%	-10.7pp	-37%	1355	1355
300015.SZ	爱尔眼科	122	-46	105.8	-53.2	20.3%	7.6pp	4.7%	-6pp	-19%	1012	1194
688271.SH	联影医疗	74	69	105.5	103.8	15.7%	15.5pp	8.3%	8.2pp	-5%	765	1070
300122.SZ	智飞生物	178	-204	91.1	-85.0	14.4%	-5.9pp	7.0%	-5.1pp	-26%	638	1079
002422.SZ	科伦药业	251	82	71.1	20.7	12.7%	-1.7pp	17.0%	5.4pp	8%	399	467
688617.SH	惠泰医疗	105	14	65.2	10.1	12.2%	-19.2pp	27.6%	6.4pp	10%	286	286
300347.SZ	泰格医药	76	20	60.5	1.6	14.7%	-0.6pp	7.2%	-5pp	3%	372	464
000423.SZ	东阿阿胶	101	45	56.7	25.1	2.0%	-8pp	16.4%	6.4pp	25%	396	396
000661.SZ	长春高新	95	-43	44.6	-27.0	11.0%	-1.6pp	6.7%	-5.4pp	-18%	465	486
603882.SH	金域医学	48	-8	44.2	-17.3	31.4%	10.3pp	10.7%	-10.2pp	-10%	262	264
600436.SH	片仔癀	47	-9	40.1	-10.1	8.8%	5.4pp	2.3%	-1.1pp	-6%	1379	1379
300832.SZ	新产业	68	-28	37.2	-23.0	3.8%	-7.3pp	7.7%	-2.1pp	-15%	462	520
002223.SZ	鱼跃医疗	69	0	37.2	11.2	7.6%	-0.4pp	11.6%	4.1pp	-1%	323	344
000999.SZ	华润三九	55	13	37.1	6.7	9.8%	3.6pp	6.5%	0.3pp	4%	508	513
600079.SH	人福医药	103	-74	35.4	-24.6	21.6%	5.9pp	8.1%	-6.7pp	-22%	298	317
688235.SH	百济神州-U	109	7	35.4	-1.6	13.5%	11.6pp	2.0%	0pp	30%	1796	1795
600085.SH	同仁堂	36	-51	27.8	-37.0	9.5%	0.7pp	3.7%	-5.1pp	-24%	562	562
300705.SZ	九典制药	90	28	25.5	7.5	8.0%	-17.1pp	26.2%	10.6pp	13%	78	130

# 2024上半年医药行业复盘

## 2024上半年医药行业复盘：从陆股通持仓来看

截至24Q1医药陆股通持仓前五分别为：益丰药房、艾德生物、迈瑞医疗、金域医学、理邦仪器；

截至24Q1医药陆股通增持前五分别为：益丰药房、山大华特、兴齐眼药、科伦药业、开立医疗；

截至24Q1医药陆股通减持前五分别为：药明康德、迪安诊断、泰格医药、博雅生物、江中药业。

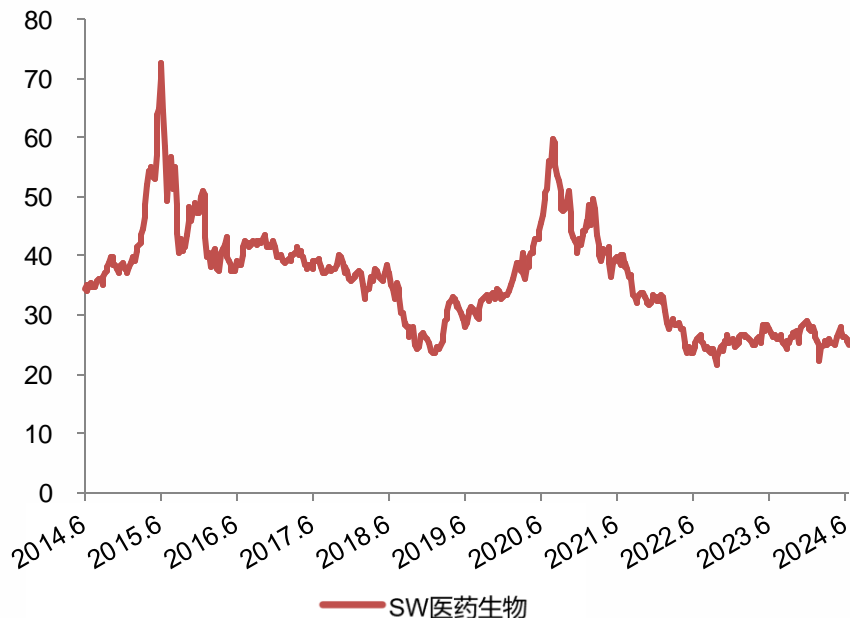
TOP5	代码	名称	流通股本占比		总股本占比		持股市值（亿元）		期间涨跌幅
			季度末	季度变化	季度末	季度变化	季度末	季度变化	
	603939.SH	益丰药房	18.58%	1.94pp	18.53%	1.94pp	73.6	6.4	-0.25%
	300685.SZ	艾德生物	14.26%	-0.36pp	14.08%	-0.35pp	12.3	-0.4	1.49%
	300760.SZ	迈瑞医疗	11.43%	-0.56pp	11.43%	-0.56pp	387.9	-34.4	-3.66%
	603882.SH	金域医学	10.87%	0.05pp	10.80%	0.05pp	28.6	-2.9	-7.49%
增加前5	300206.SZ	理邦仪器	10.10%	0.23pp	5.91%	0.13pp	3.8	0.4	10.42%
	603939.SH	益丰药房	18.58%	<b>1.94pp</b>	18.53%	1.94pp	73.6	6.4	-0.25%
	000915.SZ	山大华特	6.48%	<b>1.65pp</b>	6.48%	1.64pp	5.3	2.0	20.18%
	300573.SZ	兴齐眼药	2.69%	<b>1.44pp</b>	2.06%	1.11pp	5.5	3.4	24.18%
	002422.SZ	科伦药业	7.27%	<b>1.34pp</b>	5.87%	1.06pp	27.1	6.4	6.37%
	300633.SZ	开立医疗	3.01%	<b>1.05pp</b>	3.01%	1.05pp	4.9	0.9	-20.11%
减少前5	603259.SH	药明康德	5.11%	<b>-6.01pp</b>	4.44%	-5.18pp	61.2	-146.5	-35.97%
	300244.SZ	迪安诊断	5.80%	<b>-3.41pp</b>	4.65%	-2.73pp	5.2	-5.8	-24.54%
	300347.SZ	泰格医药	5.80%	<b>-2.72pp</b>	3.84%	-1.8pp	17.5	-9.5	-6.03%
	300294.SZ	博雅生物	2.35%	<b>-2.65pp</b>	1.99%	-2.23pp	2.8	-4.4	-16.05%
	600750.SH	江中药业	4.47%	<b>-1.99pp</b>	4.45%	-1.98pp	6.7	-1.7	17.22%

# 2024上半年医药行业复盘

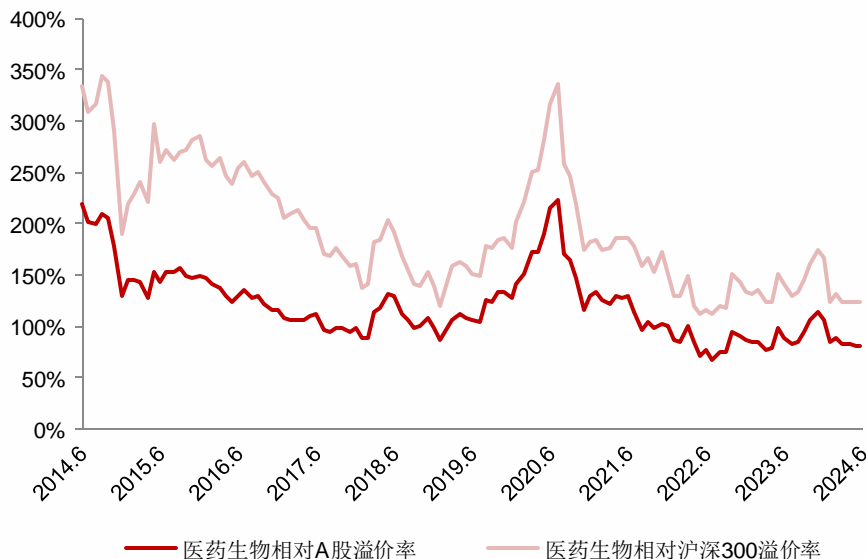
## 2024上半年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为24倍，处于历史估值中枢以下。
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为79.96%，相对沪深300指数溢价率为109.17%，年初以来溢价率处于调整状态。目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。

### 过去十年医药行业估值水平PE



### 医药行业相对A股和沪深300指数的溢价率



# 2024上半年医药行业复盘

## 2024上半年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2015-2024年）

□ 医药子行业估值处于历年较低位置。回顾2015-2024年，多数医药子行业市盈率呈“下降-上升-下降”的波动变化，但整体表现出下行的趋势。其中2015、2020年医药子行业市盈率处于相对高位水平，自2021年下半年开始进入调整阶段。截至2024.6.28，医药各子行业整体仍处于历史较低水平。

### 医药子行业市盈率（2015-2024年）

子行业	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 (截至2024.6.28)
血液制品	72	71	45	34	46	60	37	37	33	35
医院	124	58	65	32	84	185	84	82	51	34
医疗耗材	75	61	46	33	41	25	14	27	36	33
医疗设备	75	56	48	36	42	58	51	38	33	31
化学制剂	53	42	34	29	38	47	33	32	31	28
原料药	70	45	43	19	30	35	33	26	30	28
中药III	37	33	31	18	23	30	34	24	23	23
体外诊断	109	65	79	32	42	44	29	6	28	22
疫苗	42	603	57	39	44	67	29	26	27	22
其他生物制品	70	59	44	31	35	57	31	24	28	20
线下药店	69	42	45	30	38	46	33	36	22	19
医疗研发外包	91	81	63	44	70	106	76	28	24	18
医药流通	41	32	24	15	16	16	13	15	15	15
医药行业（整体）	50	41	37	24	34	44	33	24	28	25

# 2024上半年医药行业复盘

## 2024上半年医药行业复盘：从子行业估值走势来看（2024年）

- 2024年医药子行业市盈率，**从横向看**：血液制品（35倍）和医院（34倍）最高，医疗研发外包（18倍）和医药流通（15倍）最低。
- **纵向来看**，2024年其他生物制品、体外诊断、医院估值水平持续下降；原料药、中药II、血液制品、医疗设备、医疗耗材估值水平呈上升趋势；化学制剂、疫苗、医药流通、线下药店、医疗研发外包估值水平相对维稳。

### 医药子行业市盈率（2024年）

	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06
血液制品	28	31	32	34	34	35
医院	41	46	41	40	37	34
医疗耗材	29	32	31	37	36	33
医疗设备	28	31	30	32	31	31
化学制剂	26	29	30	30	29	28
原料药	24	27	26	29	29	28
中药III	20	22	22	26	25	23
疫苗	21	24	24	26	24	22
体外诊断	23	28	26	24	24	22
其他生物制品	21	24	23	22	21	20
线下药店	20	20	22	25	25	19
医疗研发外包	18	19	19	19	18	18
医药流通	14	15	16	16	16	15
医药行业（整体）	23	25	25	27	26	25

# 医药行业数据回顾

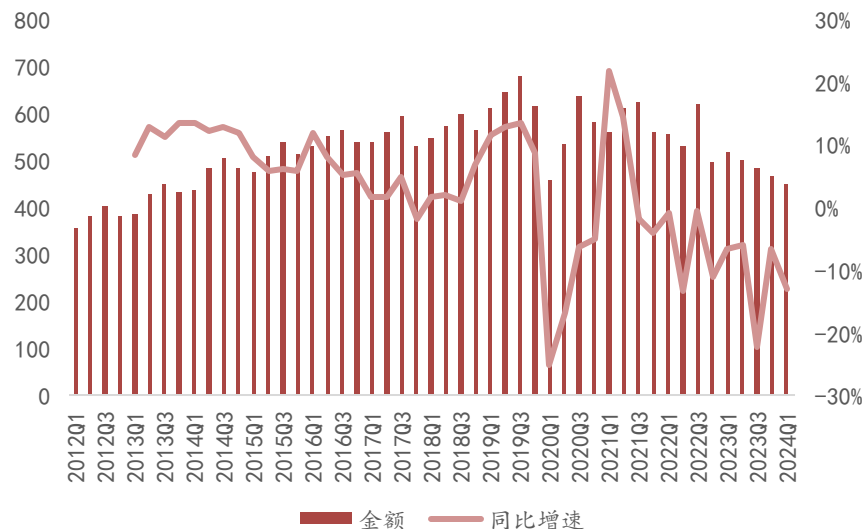
## 医药行业数据回顾：从制造业数据来看

- **国家统计局全国规模以上医药制造业数据：2024年1-5月，全国规模以上医药制造业实现营业收入8077亿元，同比下降0.8%。**受集采、国谈、疫情防控产品销量锐减、医药出口下降和原材料价格波动等影响，2024年医药制造业持续负增长，整体表现走弱，后续有望恢复增长。
- **PDB样本医院药品销售额数据：2024年一季度PDB样本医院药品销售额449亿元，同比下降13.1%，环比变化-3.6%，**我们认为，样本医院药品销售额的下降主要受反腐影响，**预计2024年将把降幅控制在一定范围内。**
- **西南观点：**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，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成为行业主要增长动力。**展望2024年，我们预计随着疫情影响逐渐淡化，集采国谈步入稳态，医药出口恢复，医药工业整体增速将持续回暖。**

### 医药工业收入总额及增速（国家统计局）



### 样本医院药品销售额及增速（PDB）（亿元）



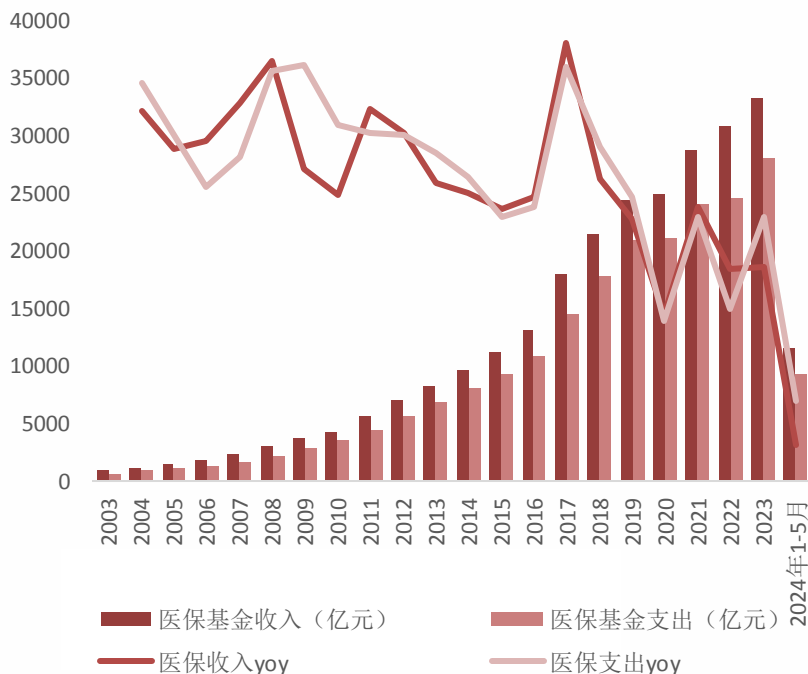
# 医药行业数据回顾

## 医药行业数据回顾：从医保基金来看

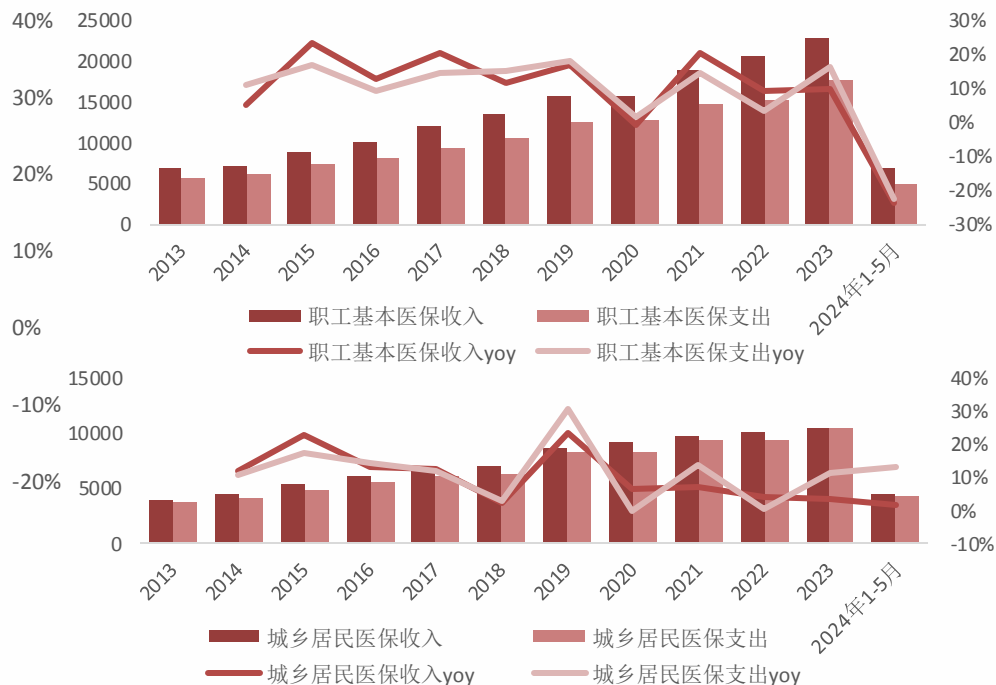
### 医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- 医保基金收支数据：**医保基金收入从2003年的890亿元增长至2023年的33355.2亿元，CAGR达18.8%；医保基金支出从2009年的653.9亿元增长至2023年的28140.3亿元，CAGR达19.6%，医保基金支出增速高于收入增速。2024年1-5月，医保基金收入11606.17亿元（-15.3%），医保基金支出9328.19亿元（-9.5%）。职工医保基金收入7069.1亿元（-23.4%），职工医保基金支出5042.8亿元（-22.7%）。城乡居民医保基金收入4537.1亿元（+1.3%），城乡居民医保基金支出4285.4亿元（+13%）。

2003-2024年5月医保收支及增速



2013-2024年5月职工/城乡居民医保收支 (亿元) 及增速



www.swsc.com.cn

数据来源：国家医保局，国家统计局，西南证券整理



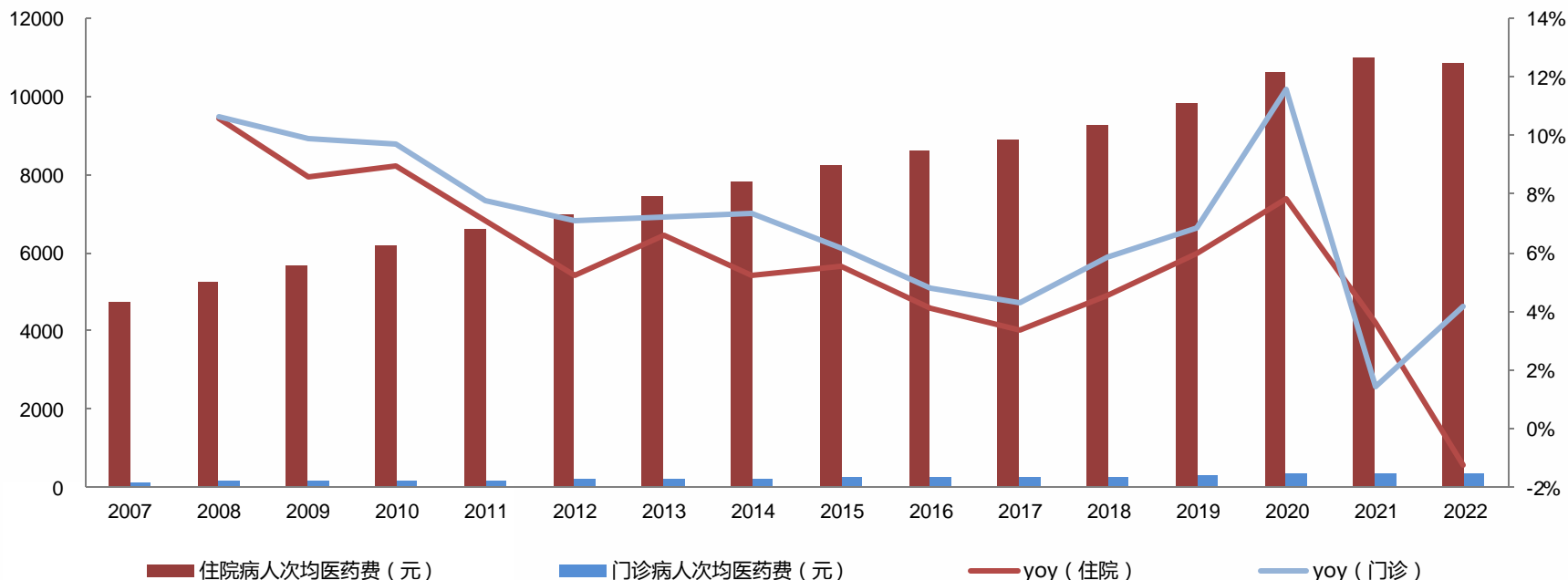
# 医药行业数据回顾

## 医药行业数据回顾：从住院/门诊费用来看

### 医保基金收支与医药工业行业收入具有相关性，医疗费用的增长使医保基金支出端面临压力

- **住院/门诊费用**：2007-2011年，门诊/住院费用快速提高，2012-2016年增速放缓，而后随着医保控费政策加紧，医疗费用增速进一步放缓，2020年由于疫情医疗费用快速提高，2021-2022年增速放缓主要系集采降价、DRG政策等导致费用下降。但总体来看，除去2020年疫情原因，2011年后住院和门诊费用增速均呈下降趋势，2022年门诊费用增速略有提升，但整体费用依旧不可避免的增长。门诊费用从2007年的125元增长至2022年343元，住院费用从2004年的4736元增长至2022年的10861元。

### 2007-2022年住院/门诊费用

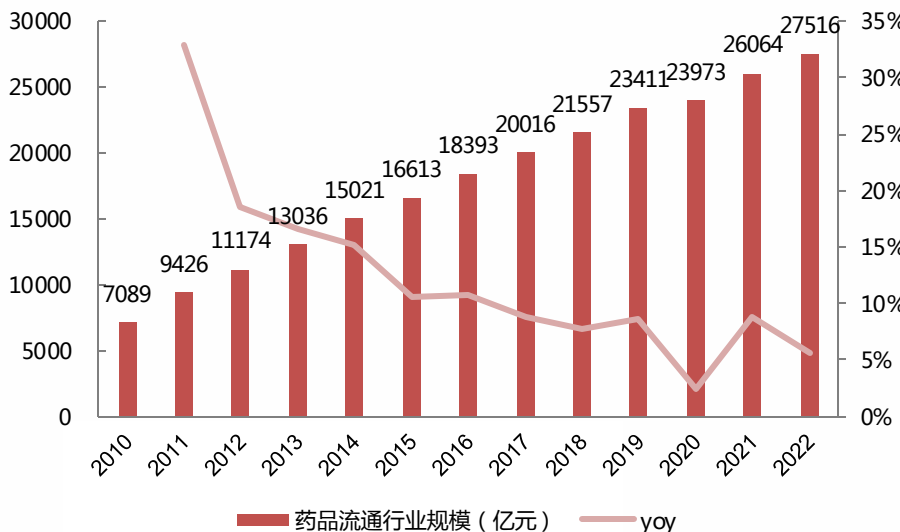


# 医药行业数据回顾

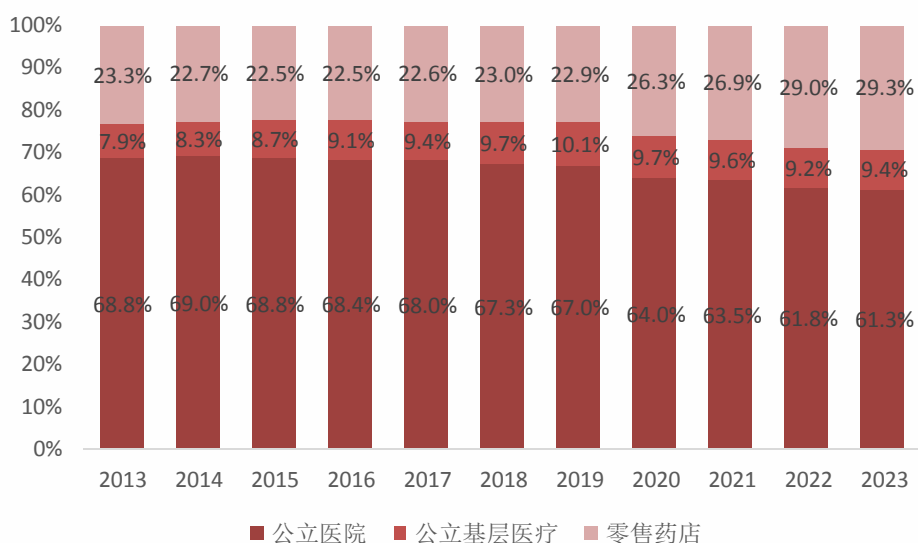
## 医药行业数据回顾：从药品流通来看

- **全国药品销售规模稳步增长。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2022年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额27516亿元，扣除不可比因素同比增长6%，增速同比放缓2.5个百分点。其中，药品零售市场销售额为5990亿元，扣除不可比因素同比增长10.7%。
- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。**2023年，全国药品销售额为18865亿元，行业整体增速为5.2%。分渠道看，公立医院药品终端销售额为11554亿元（+4.2%），公立医院药品渠道占比下降至61.3%；零售药店药品终端销售额为5533亿元（+6.2%），2023年药品零售渠道占比上升至29.3%；公立基层医疗药品终端销售额为1778亿元（+8.2%），渠道占比上升至9.4%。

### 2010-2022年药品流通企业销售规模及增速



### 2013-2023年国内药品销售渠道占比



# 目 录

## 医药行业2024年上半年二级市场表现回顾

## 医药子行业2024年中期投资逻辑

- 2.1 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单
- 2.2 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”
- 2.3 血制品：静丙需求高位，血浆增长确定性强
- 2.4 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至
- 2.5 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值
- 2.6 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会
- 2.7 医疗服务：2024年需寻找个股机会
- 2.8 CXO：地缘博弈有待落地，常规业务恢复有望重塑估值
- 2.9 原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点
- 2.10 生命科学试剂及制药装备：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变
- 2.11 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 医药全行业2024年中期投资策略及标的

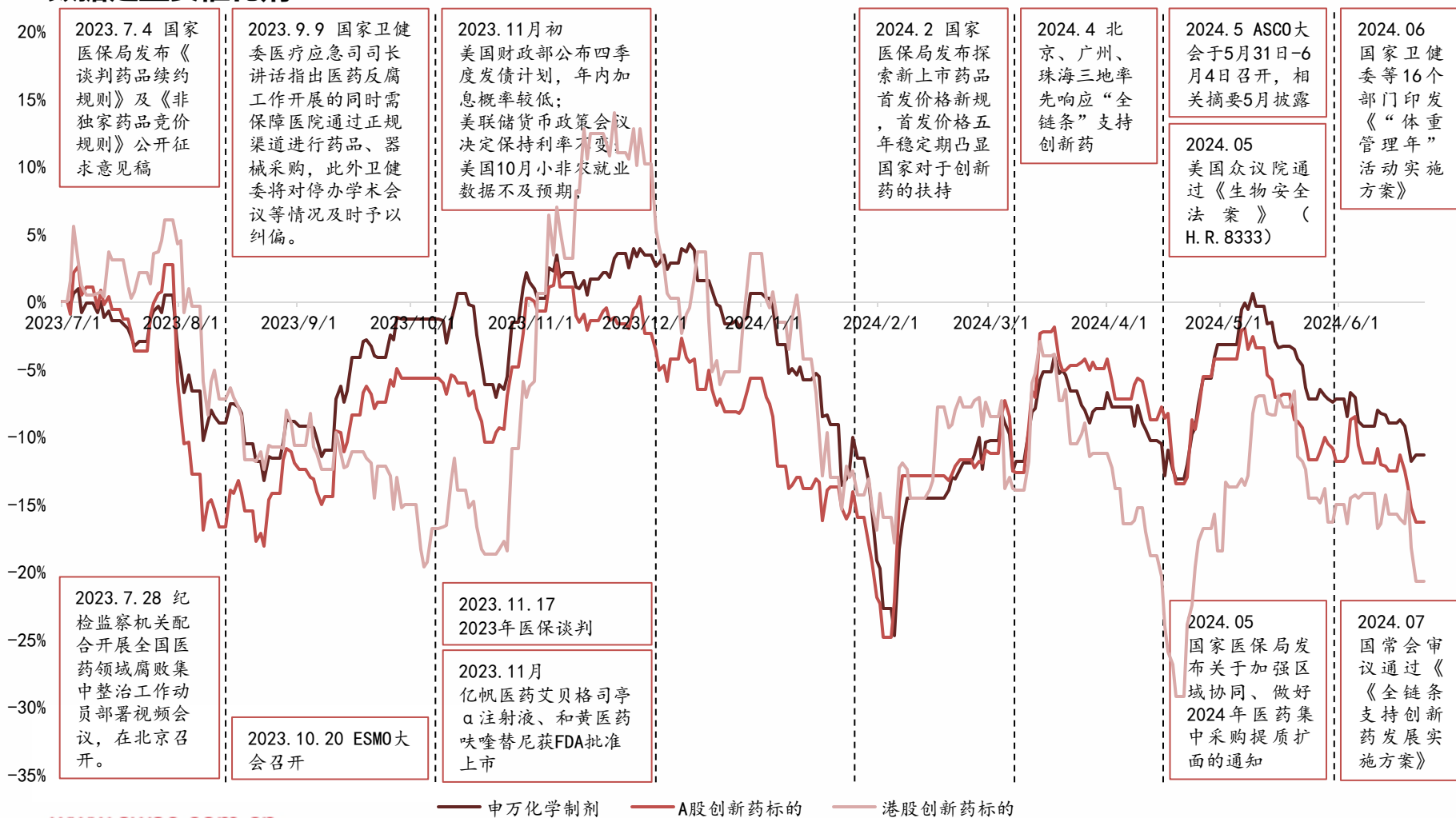
# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

- ❑ **2024下半年，把握研发进展、商业化放量、出海事件三大主线，同时关注宏观、政策等行业β变化带来的板块性机会。**回顾上半年，全链条等政策强化信心，ASCO大会优异数据是股价重要催化剂，另外，美国生物安全法案等引起市场担忧。7月，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发，强化市场信心。23Q3受行业整顿影响药品板块收入端是低基数，2024下半年药品板块业绩有望同比改善。
- ❑ **国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展。**AACR、ASCO和ESMO等大会上优异临床数据披露以及重要产品的里程碑进展是创新药公司股价上涨的重要α因素。2024上半年，AK112、泰吉利定、戈利昔替尼等重要产品已获批上市，展望2024下半年，预计将会有更多创新药上市以及优异临床数据披露，TROP2 ADC、IL-17单抗、JAK1等重磅单品的上市有望成为重要的股价催化剂，为业绩赋能。
- ❑ **重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间。**随着越来越多国产创新药获批上市销售，需要重点关注大品种的销售成绩单以及Biotech扭亏为盈时点。医保谈判以量换价逻辑凸显，2023年7月1日-2024年6月30日NMPA批准新药80余款，将成为2024年医保谈判新进品种主力军。
- ❑ **探索出海新模式，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展。**2024年已有基石药业舒格利单抗（2024.06）获FDA批准上市，国际化仍大有可为。上半年交易规模最大的BD为恒瑞医药GLP-1产品组合授权出海，交易总额高达60亿美元，买方Hercules是一家新公司，恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，探索出海新模式。23年底巨喜生物被AZ收购也拉开了中国优质资产被海外药企并购的序幕，2024年已有Genmab收购普方生物、诺华部分收购信瑞诺医药、NuvationBio收购葆元医药。
- ❑ **2024年美联储有望降息，有利于创新药资产估值提升和融资环境改善，带来行业β。**5月美国CPI和PPI数据不及市场预期，通胀仍处于降温过程中。预计随着需求温和回落、劳动力市场逐渐趋于平衡，年内美联储或降息1-2次，后续2-3个月的通胀数据走势是关键。
- ❑ **投资建议：**结合临床价值为导向、以患者为中心的药物治疗，把握“研发进展，商业化放量、国际化/license out”三方面，1) 创新药龙头：恒瑞医药，和黄医药，康方生物，贝达药业，华东医药，科伦药业，荣昌生物，信达生物等；2) 转型创新：亿帆医药，恩华药业，甘李药业，通化东宝，先声药业，康辰药业，京新药业，海思科，西藏药业，人福医药，特宝生物，凯因科技等；3) Biotech：首药控股，泽璟制药，科伦博泰，康诺亚，智翔金泰，海创药业，亚盛医药，亚虹医药，艾迪药业，基石药业，科济药业，盟科药业，金斯瑞，君实生物，前沿生物，冠昊生物等。
- ❑ **风险提示：**研发不及预期风险、商业化不及预期风险、行业政策风险等。

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

23H2外部环境缓和、美联储加息见顶驱动板块行情，24H1全链条等政策强化信心，ASCO大会优异

数据是重要催化剂



www.swsc.com.cn

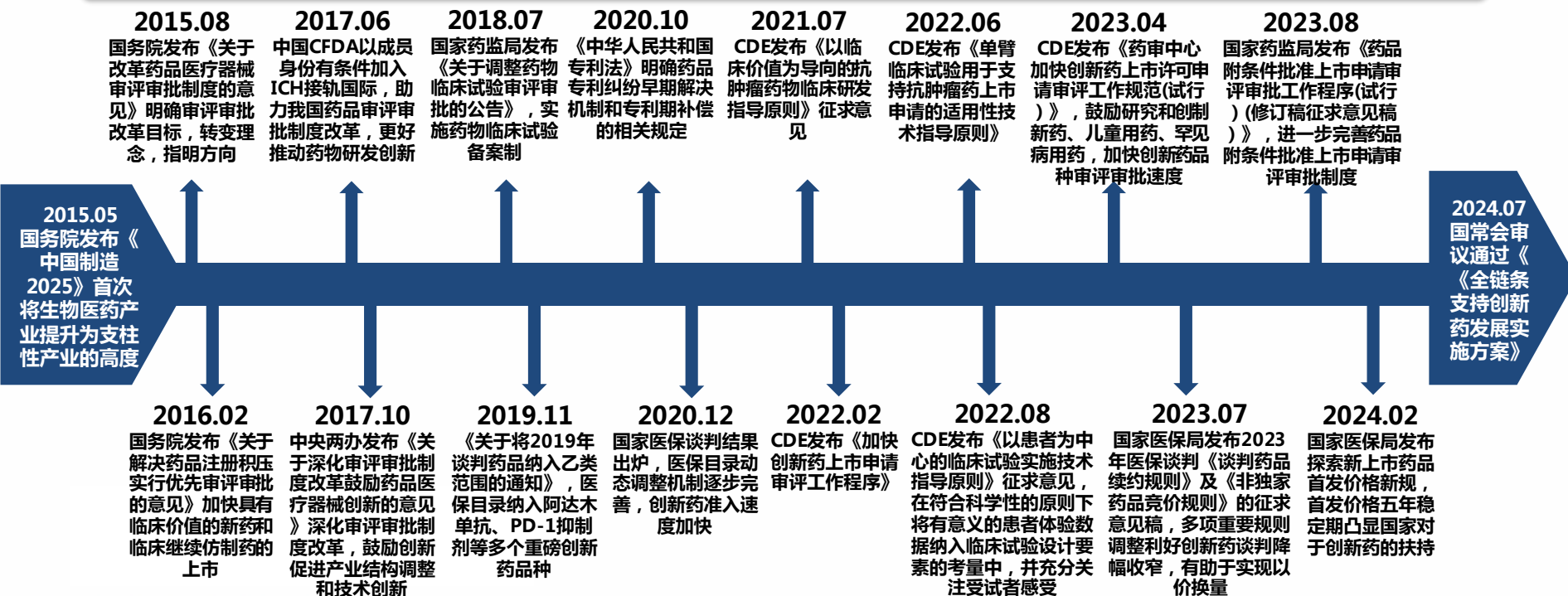
数据来源：wind，西南证券整理。注：A股创新药标的指数和港股创新药指数分别包含了25家和39家创新药公司，剔除了上市一年内的

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，强化市场信心

□ 2024年，国家从政策层面“全链条”支持创新药，从研发、审评审批、准入、支付、投融资等全方位支持新药研发，持续强调以临床价值为导向、以患者获益为核心的药物研发。2024年2月国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。继北京、广州、珠海、上海四地出台全链条支持医药高质量发展措施后，7月5日，国常会原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

### 创新药行业相关政策汇总



www.swsc.com.cn

数据来源：NMPA, CDE, 政府官网, 西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

- **2024年2月5日，国家医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知》征求意见稿。**征求意见稿的主旨是坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”。新上市的化学药品首次在全省药品采购平台申报挂网时，企业可以选择按医保部门公布的评价量表，从药学、临床价值和循证证据三方面对号入座、自我测评，按分值进入高、中、低三个组别。自评点数越高，表明药品创新价值含量越高，新上市药品首发价格的自由度就可以越高，在挂网服务方面提供绿色通道挂网、稳定期保护等政策扶持。首发价格五年稳定期凸显国家对于创新药的扶持。
- **7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。**国常会指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。四地率先响应：
  - **4月7日，北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024）（征求意见稿）发布，**涵盖创新医药临床研究、审评审批、贸易、临床应用、医保支付、数据赋能、投融资等，“全链条”支持创新。
  - **4月7日，广州市黄埔区人民政府关于印发促进生物医药产业高质量发展办法的通知，**以现金资助为主，从全球顶尖项目、国家级平台成果转化和产业化、加速科技创新突破、支持开展临床试验、支持药械成果转化、支持拓展海外市场、培育中药大品种、推动CRO集聚发展、推动国谈产品落地等16个方面全方位促进生物医药产业高质量发展。
  - **4月7日，珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（公开征求意见稿）发布，**与广州政策相近，从支持研发及产业化、支持公共服务平台建设、完善产业发展环境方面提出20条措施，包括：对化学药品1-2类、生物制品(按药品管理的诊断试剂除外)、中药(中药创新药、中药改良型新药)，完成 I、II、III 期临床试验的，分别给予最高300/500/1000万元一次性奖励；获得药品注册证书并实现销售的，按药品注册分类标准给予最高1000万元奖励；对创新型高端制剂(包括纳米粒、微球、脂质体、控释、缓释剂型以及微针等创新剂型)单品种首个注册证书再给予100万元奖励；对创新药研发期间获得突破性疗法和附条件批准的，再给予100万元奖励；单个企业每年新药研发相关奖励最高不超过2000万元。
  - **7月2日，上海市政府常务会议原则同意《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，**指出强化源头创新，瞄准基础前沿领域和新赛道，大力开展技术和产品研发攻关，力争取得更多原创成果、推出更多创新产品。

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 23Q3受外部环境因素影响收入同比略有下降，但受益于销售费用率降低，24Q1盈利能力稳中有升

- 药品板块2023年收入3488亿元(+4.6%)，归母净利润402.3亿元(+7.7%)，扣非归母净利润365.7亿元(+11.2%)。分季度看，板块23Q3/23Q4/24Q1收入分别为843.4/883.9/894.6亿元(-1.2%/+0.8%/+1.6%)，归母净利润分别为106.7/70.9/119.8亿元(+6.7%/-9.4%/+7.8%)。
- 从盈利能力看，2023年板块毛利率为54.8%(+0.5pp)，净利率为12.7%(+0.6pp)，四费率为40.3%(-0.7pp)。2024Q1板块毛利率54.7%(+0pp)，净利率13.4%(+0.8pp)。随着集采、国谈等“政策底”显现，行业整顿深化，降本增效成为企业经营主旋律。此外，Q3受外部环境因素影响，单季度销售费用率同比和环比均有明显下降。整体来看盈利能力有所提升。

### 药品板块22Q3-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营收	854.1	877.3	880.9	880.2	843.4	883.9	<b>894.6</b>
同比增速	4.3%	6.1%	8.4%	11.1%	-1.2%	0.8%	<b>1.6%</b>
归母净利润	100.0	78.3	111.2	113.5	106.7	70.9	<b>119.8</b>
同比增速	-9.1%	56.6%	7.3%	23.8%	6.7%	-9.4%	<b>7.8%</b>

### 药品板块22Q3-24Q1盈利能力指标概览

	22Q3	22Q4	23Q1	22Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	55.0%	53.3%	54.7%	54.7%	54.6%	55.2%	<b>54.7%</b>
净利率	11.7%	8.9%	12.6%	12.9%	12.6%	8.0%	<b>13.4%</b>
销售费用率	25.8%	26.8%	24.6%	24.9%	23.5%	25.7%	<b>23.0%</b>
管理费用率	6.8%	6.9%	6.5%	6.6%	7.3%	7.9%	<b>6.9%</b>
财务费用率	-0.5%	0.7%	0.5%	-0.3%	-0.2%	0.0%	<b>-0.1%</b>
研发费用率	8.0%	9.8%	7.3%	8.2%	8.9%	9.8%	<b>7.5%</b>

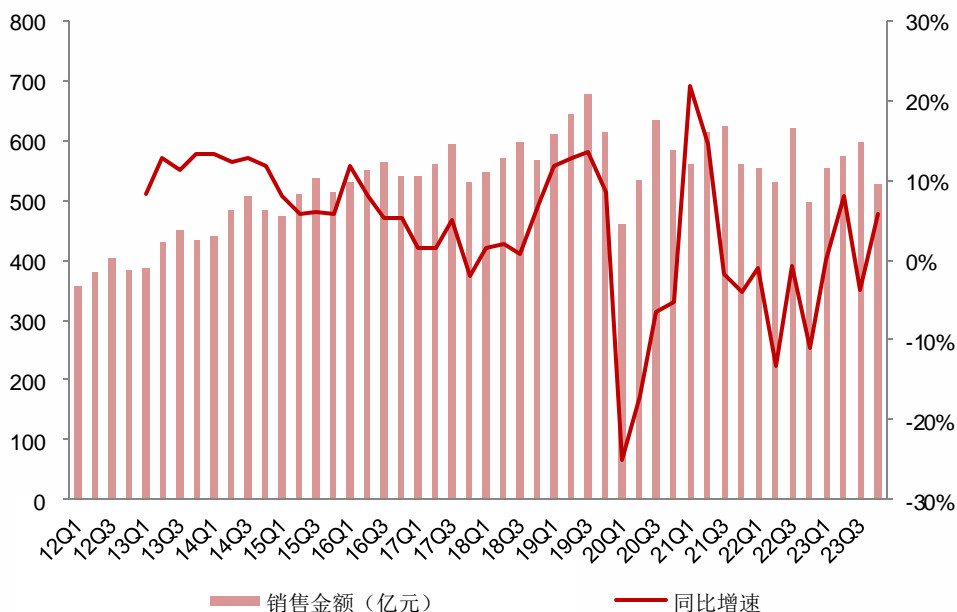


# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

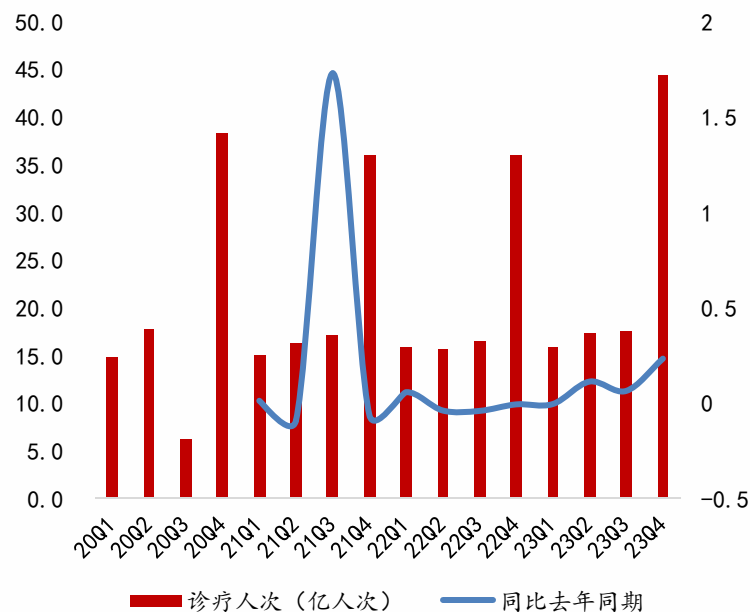
## 23Q4药品销售延续改善趋势，2023年诊疗人次与2019年同期相比增长9.6%

- PDB样本医院药品销售额数据：2023年Q1药品销售554.2亿元，同比增长0.05%，受到疫情放开的阶段性影响。Q2药品销售573.9亿元，同比增长7.8%，明显改善。Q4药品销售527.66亿元，同比上涨6%，延续改善趋势。
- 根据国家卫健委数据，2023年，我国医疗卫生机构总诊疗人次数为95.6亿，同比增长13.5%，与2019年同期相比增长9.6%，其中，第一季度总诊疗人次数为15.9亿，第二季度总诊疗人次数为17.5亿，第三季度总诊疗人次数为17.7亿，第四季度总诊疗人次数为44.5亿。

### 2012-2023Q4我国PDB样本医院药品销售额



### 20Q1-23Q4全国医疗卫生机构诊疗人次



# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 随着国内药企研发速度和质量的提升，MNC在国内临床、注册和准入方面的先发优势逐渐消失，进口新药时间窗口越来越小。国内，首款进口新药与首款国产新药/生物类似药的获批上市时间差距逐渐缩短，国产新药与同机制进口新药的国内研发用时差距也呈现缩小趋势，而国外上市的进口新药引入国内的时间差没有明显变化。

药品名称	靶点	公司名称	首款进口/国产新药	首批适应症	国内				国外	
					首次临床获批时间	首次批准上市时间	研发用时(年)	批准上市相差(年)	国外获批时间	国内外获批相差(年)
利妥昔单抗		罗氏	首款进口新药	非霍奇金淋巴瘤等	-	1999-2000	-		1997-11-26 (US)	2-3
利妥昔单抗	CD20	复宏汉霖	首款国产生物类似药	参考原研	2014-3-4	2018-8-15	4-5	19-20	-	-
泽贝妥单抗		博锐/海正	首款国产新药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2015-1-26	2022-1-11 (申报上市)	7-8		-	-
比卡鲁胺		阿斯利康	首款进口一代新药	前列腺癌	-	1999-10-14	-		1995-10-04 (US)	4
阿帕他胺	AR	强生	首款进口二代新药	去势抵抗前列腺癌	2016-2-23	2019-9-7	3-4	22-23	2018-02-14 (US)	1
瑞维鲁胺		恒瑞	首款国产新药	激素敏感性前列腺癌	2015-9-14	2022-6-30	6-7		-	-
曲妥珠单抗		罗氏	首款进口新药	HER2阳性乳腺癌	-	2002-09-05	-		2012-06-08 (US)	6
曲妥珠单抗	HER2	复宏汉霖	首款国产生物类似物	参考原研	2015-6-29	2020-8-14	5-6	17-18	-	-
伊尼妥单抗		三生国健	首款国产新药	HER2过度表达的转移性乳腺癌	2004-6-14	2020-6-19	16		-	-
阿达木单抗	TNF-α	艾伯维	原研	类风湿性关节炎	2004-11-22	2009-12-29	5-6	9-10	2002-12-31 (US)	7
		信达生物	首款国产生物类似物	参考原研	2015-12-9	2019-11-7	3-4		-	-
纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝	首款进口新药	非小细胞肺癌	2015-7-8	2018-6-4	3	0-1	2014-07-04 (JP)	4
特瑞普利单抗		君实生物	首款国产新药	黑色素瘤	2016-1-14	2018-12-17	2-3		-	-
奥拉帕利 氟唑帕利	PARP	阿斯利康	首款进口新药	卵巢癌	2014-8-14	2018-8-23	4	2-3	2014-12-16 (EU)	4
		恒瑞	首款国产新药	输卵管癌、腹膜癌、卵巢癌	2013-8-5	2020-12-16	7-8		-	-
度伐利尤单抗	PD-L1	阿斯利康	首款进口新药	非小细胞肺癌	2016-7-20	2019-12-10	3-4	1-2	2017-05-01 (US)	2
恩沃利单抗		康宁杰瑞	首款国产新药	MSI-H或dMMR实体瘤	2017-1-11	2021-11-25	4-5		-	-
哌柏西利 达尔西利	CDK4/6	辉瑞	首款进口新药	HR阳性乳腺癌	2014-6-3	2018-8-6	4-5	2-3	2015-02-03 (US)	3
		恒瑞	首款国产新药	HR阳性乳腺癌	2015-9-10	2021-12-31	5-6		-	-
地舒单抗	RANKL	GSK/安进	首款进口新药	骨巨细胞瘤	2012-4-23	2019-4-29	7	3-4	2010-05-28 (EU)	9
纳乐舒单抗		石药	首款国产新药	骨巨细胞瘤	2017-3-15	2022-6-22 (申报上市)	6-7		-	-

www.swsc.com.cn

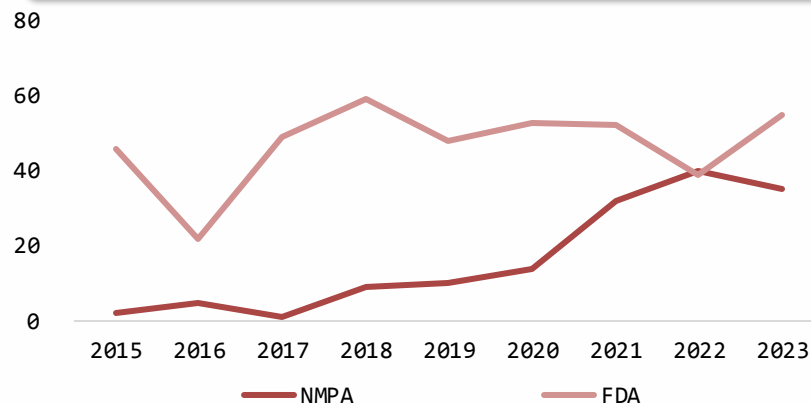
数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

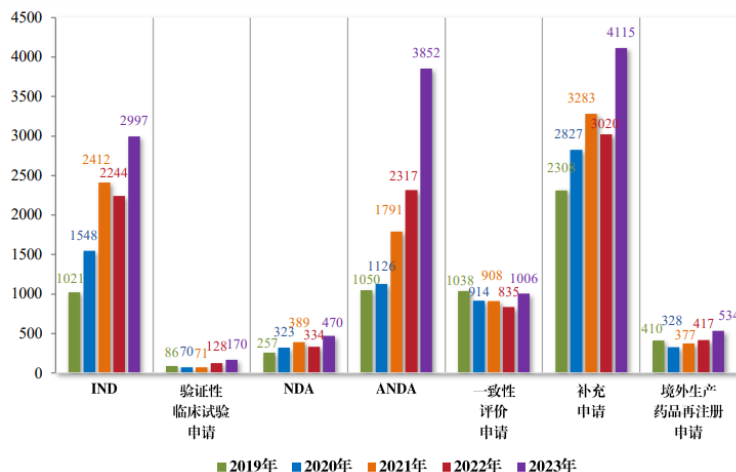
## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- **创新药加速落地，企业迎来收获季。**随着我国新药审评审批的提速，我国创新药正加速落地。2023年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为35个。2024年，国产创新药持续加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂，为公司业绩赋能。
- 首次申请上市项目数量和IND受理数量是上市新药数量的先行指标，2020年起我国两项先行指标均有显著增长，标志着我国创新药步入密集收获期，并且未来上市创新药数量将迎来更快速增长。

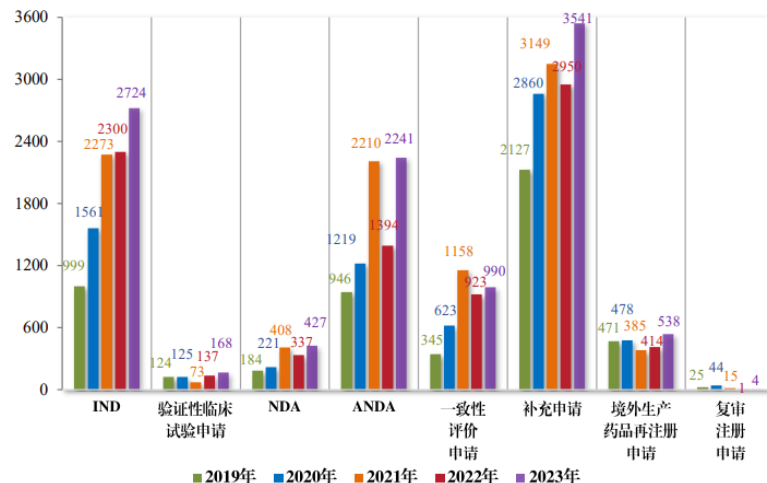
### 2015-2023年中美创新药批准数量（个）



### 2019-2023年需技术审评的各类注册申请受理量



### 2019-2023年需技术审评的各类注册申请审结量



www.swsc.com.cn

数据来源：CDE，医药魔方，西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 四大“加速通道”获批的药物中国产药物数量和比例快速提升，反映了国产药物的创新提质。新修订《药品注册管理办法》(以下简称新《办法》)为新药上市开辟了四大“加速通道”：突破性治疗药物程序、附条件批准上市程序、优先审评审批程序和特别审批程序。2021-2023年通过上述四大“加速通道”获批的国产药物占比分别从2021年的56%、67%、46%、100%提升至2023年的67%、74%、65%、100%。

2021-2023年CDE通过四大“加速通道”获批的药物数量（包括新增适应症）

		2021年	国产占比	2022年	国产占比	2023年	国产占比
突破性疗法	国产	23	56%	31	84%	31	67%
	进口	18	44%	6	16%	15	33%
优先审评审批	国产	25	46%	22	50%	50	65%
	进口	29	54%	22	50%	27	35%
附条件获批	国产	14	67%	16	53%	25	74%
	进口	7	33%	14	47%	9	26%
特别审批	国产	5	100%	3	100%	4	100%
	进口	0	0%	0	0%	0	0%

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 2024年，国产创新药持续加速落地，超30个国产品种有望获批上市，部分重磅单品的上市有望为公司带来重要催化剂。

2024年潜在批准上市的国产创新药

公司名称	药品名称	靶点	适应症	研发状态	状态开始时间
恒瑞医药	泰吉利定	$\mu$ opioid receptor	术后疼痛	获批上市	2024/1/31
	SHR1314	IL-17A	斑块状银屑病	NDA	2023/4/27
	SHR0302	JAK1	强直性脊柱炎、中重度类风湿性关节炎、中重度特应性皮炎	NDA	2023/6/9
	SHR1209	PCSK9	高胆固醇血症等	NDA	2023/6/21
	SHR8058	/	睑板腺功能障碍相关干眼病	NDA	2023/2/1
	SHR8028	NTCP;Cyp;CaN	干眼病(角膜干燥症)	NDA	2023/3/18
	HR20031	DPP4/二甲双胍/SGLT2	2型糖尿病	NDA	2023/11/10
	HR20013	VEGFR/FGFR/c-kit等	复发转移性宫颈癌(联合PD-1)	NDA	2023/12/6
信达生物	己二酸他雷替尼	NK-1RA/5-HT3RA	预防化疗后恶心呕吐	NDA	2023/12/14
	福泽雷塞	ROS1	二线 ROS1+非小细胞肺癌	NDA	2023/11/22
华东医药	索来安昔单抗	KRAS G12C	二线 KRAS+非小细胞肺癌	NDA	2023/11/24
	注射用利纳西普	FR $\alpha$ ADC	2-4L FR $\alpha$ +铂类耐药卵巢上皮癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	NDA	2023/10/26
	塞纳帕利Senaparib	重组二聚体融合蛋白	冷吡琳相关周期性综合征(CAPS) 复发性心包炎(RP)	NDA	2023/11/14 2024/3/2
海思科	HSK16149	PARP1/2	晚期卵巢上皮癌、输卵管癌或原发性腹膜癌1L含铂化疗完全缓解/部分缓解后维持治疗	NDA	2023/8/26
	HSK7653	GABA; $\alpha$ 2 $\delta$	糖尿病周围神经痛, 带状疱疹后遗神经痛	获批上市	2024/5/20
科伦博泰生物-B	SKB264/MK-2870	DPP4	2型糖尿病	获批上市	2024/6/24
	A166	Trop2 ADC	2-3L TNBC	NDA	2023/12/9
康方生物	依沃西单抗	HER2 ADC	3L 晚期HER2+ BC	NDA	2023/5/11
和黄医药	依沃西单抗	PD-1/VEGF	EGFR-TKI 治疗失败的EGFR阳性非鳞NSCLC	获批上市	2024/5/21
	咪唑替尼	VEGFR	二线胃癌	NDA	2023/4/18
迪哲医药-U	索乐匹尼布	Syk	血小板减少症	NDA	2024/1/11
金斯瑞生物科技	戈利昔替尼	JAK	2L 外周T细胞淋巴瘤	获批上市	2024/6/19
荣昌生物	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	r/r 多发性骨髓瘤	NDA	2022/12/30
先声药业	泰它西普	BLyS/APRIL	类风湿性关节炎	NDA	2023/9/7
	先必新舌下片	/	脑卒中	NDA	2023/6/29
泽璟制药	CMAB009	EGFR单抗	二线转移性结直肠癌	获批上市	2024/6/25
智翔金泰	杰克替尼	JAK	1L 骨髓纤维化	NDA	2022/10/17
奥赛康	GR1501	IL-17	中重度银屑病	NDA	2023/3/25
康诺亚-B	ASK120067	三代EGFR	1L EGFRm NSCLC	NDA	2021/11/16
康辰药业	CM310	IL-4R	中重度特应性皮炎	NDA	2023/12/7
益方生物-U	苏灵	/	犬用	NDA	2023Q2
科济药业-B	D1553	KRAS G12C	2L KRAS G12C突变NSCLC	NDA	2023/12/29
再鼎医药	CT053	BCMA CAR-T	四线多发性骨髓瘤	NDA	2022/10/18
	艾加莫德	FcRn	重症肌无力	NDA	2023/7/8

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

- 2023年至今我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为35个，包括德曲妥珠单抗、贝福替尼、艾诺米替、艾贝格司亭 $\alpha$ 、托莱西单抗、舒沃替尼、地达西尼等多款国内外重要品种。

2023年我国批准上市创新药			
通用名	企业	适应症	靶点
艾诺米替	艾迪药业	HIV-1感染	HBV polymerase; HIV-1 RT; LINE-1
琥珀酸莫博赛替尼	Takeda	非小细胞肺癌	EGFR exon 20; HER2 exon 20
氢溴酸氘瑞米德韦	上海旺实生物	新型冠状病毒感染	RdRp
先诺特韦+利托那韦	先声药业	新型冠状病毒感染	CYP3A4; SARS-CoV-2 3CLpro; HIV-1 protease
盐酸凯普拉生	柯菲平医药	反流性食管炎; 十二指肠溃疡	proton pump
阿得贝利单抗	盛迪医药	小细胞肺癌	PDL1
谷美替尼	海和药物研究	非小细胞肺癌	c-Met
来瑞特韦	众生睿创	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro
艾贝格司亭 $\alpha$	亿一生物	化疗引起的中性粒细胞减少症	G-CSF
德曲妥珠单抗	Daiichi Sankyo	HER2阳性乳腺癌	Top I; HER2
奥磷布韦	圣和药业	慢性丙肝	NS5B polymerase
泽贝妥单抗	博锐生物	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD20
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	非小细胞肺癌	EGFR T790M
伏罗尼布	贝达药业	肾细胞癌	PDGFR; VEGFR
安奈拉唑钠	轩竹医药	十二指肠溃疡	proton pump
磷酸瑞格列汀	恒瑞医药	II型糖尿病	DPP-4
伊鲁阿克	齐鲁制药	非小细胞肺癌	ROS1; ALK
奥特康唑	Evenus	外阴阴道念珠菌病	fungals CYP51
培莫沙肽	豪森药业	慢性肾病贫血	EPO receptor
尼妥珠单抗	百泰生物	胰腺癌	EGFR
拓培非格司亭	特宝生物	化疗引起的中性粒细胞减少性发热	not available
伊基奥仑赛	驯鹿生物	多发性骨髓瘤	BCMA
托莱西单抗	信达生物	家族性高胆固醇血症; 高胆固醇血症; 混合型高脂血症	PCSK9
舒沃替尼	迪哲医药	非小细胞肺癌	EGFR exon 20; HER2 exon 20
纳鲁索拜单抗	津曼特生物	骨巨细胞瘤	RANKL
氘可来昔替尼	BMS	斑块状银屑病	TYK2
维泊妥珠单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	microtubule; CD79b
甲苯磺酸利特替替尼	Pfizer Inc.	斑秃	TEC; JAK3
埃普奈明	海特生物	多发性骨髓瘤	TRAIL
格非妥单抗	罗氏制药	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD3; CD20
纳基奥仑赛	合源生物	B细胞急性淋巴细胞白血病	CD19
索卡佐利单抗	兆科药业	宫颈癌	
伯瑞替尼	浦润奥生物	非小细胞肺癌	c-Met
阿泰特韦+利托那韦	广生中霖生物	新型冠状病毒感染	HIV-1 protease; SARS-CoV-2 3CLpro; CYP3A4
地达西尼	京新药业	失眠症	GABAA receptor

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ 2022年我国批准上市创新药（化药及治疗用生物制品，未纳入中药和其他生物制品）数量为40个。

### 2022年我国批准上市创新药

药品名称	集团	靶点	适应症
来特莫韦片	默沙东	terminase	CMV感染
淫羊藿素软胶囊	坤诺基		肝细胞癌
注射用罗普司亭	协和发酵麒麟	TPO receptor	免疫性血小板减少症
奥木替韦单抗注射液	华北制药	rabies virus	狂犬病
注射用罗特西普	百时美施贵宝	ACVR2B	$\beta$ -地中海贫血
艾伏尼布片	基石药业等	IDH1	透析中低血压; 急性髓系白血病
钇[90Y]微球注射液	远大医药	not available	癌症肝转移; 结肠癌
奈玛特韦片/利托那韦片组合包装	辉瑞	CYP3A4; SARS-CoV-2 Mpro; HIV-1 protease	新型冠状病毒感染
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	特应性皮炎
依马利尤单抗注射液	赛默飞世尔科技	IFN $\gamma$	噬血细胞性淋巴组织细胞增多症
伊奈利珠单抗注射液	泰格医药; 阿斯利康	CD19	视神经脊髓炎
度维利塞胶囊	康泰伦特药业; 石药集团	PI3K $\delta$ ; PI3K $\gamma$	滤泡性淋巴瘤
雷莫西尤单抗注射液	礼来	VEGFR2	胃癌
布格替尼片	武田	ALK	非小细胞肺癌
斯鲁利单抗注射液	复星医药; 复宏汉霖	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
佩米替尼片	Incyte; 信达生物	FGFR1; FGFR2; FGFR3	胆管癌
阿布昔替尼片	辉瑞	JAK1	特应性皮炎
硫酸拉罗替尼胶囊	拜耳	TrkA; TrkB; TrkC	NTRK融合阳性实体瘤
替戈拉生片	罗欣药业	proton pump	反流性食管炎
倍氯福格吸入气雾剂	凯西制药	glucocorticoid; mAChR; $\beta$ 2-adrenergic receptor	慢性阻塞性肺病
维立西呱片		sGC	慢性心力衰竭
注射用戈沙妥珠单抗	云顶新耀	TROP2	三阴性乳腺癌
非奈利酮片	拜耳	MR	糖尿病肾病
卡度尼利单抗注射液	康方生物	CTLA4; PD1	宫颈癌
瑞维鲁胺片	恒瑞医药	AR	激素敏感性前列腺癌
注射用盐酸曲拉西利	先声药业; G1	CDK4; CDK6	小细胞肺癌; 化疗引起的骨髓抑制
普特利单抗注射液	乐普生物	PD1	MSI-H或dMMR实体瘤
恩曲替尼胶囊	罗氏; 澳大利亚梅恩制药	Trk; ROS1; ALK	NTRK融合阳性实体瘤
瑞帕妥单抗注射液	神州细胞	CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤
多格列汀片	迪赛诺; 华领医药	glucokinase	II型糖尿病
塞普替尼胶囊	礼来	RET	髓样甲状腺癌; 非小细胞肺癌
莫格利珠单抗注射液	东洋纺织; 协和发酵麒麟	CCR4	薑样肉芽肿
多替拉韦利匹韦林片	葛兰素史克	HIV-1 RT; HIV-1 integrase	HIV感染
盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	绿叶制药	NET; SERT; DAT	抑郁症
林普利塞片	瓊黎药业/ 恒瑞医药	PI3K $\delta$	滤泡性淋巴瘤
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	not available	严重气道阻塞的中央型非小细胞肺癌
羧基麦芽糖铁注射液	Vifor Pharma; 泰格医药	Fe	缺铁性贫血
那昔妥单抗注射液	赛生; 赛默飞世尔科技	GD2	神经母细胞瘤
佩索利单抗注射液	勃林格殷格翰	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病
莫诺拉韦胶囊	默沙东	RdRp	新型冠状病毒肺炎

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑一：国产新药研发倍道而进，持续关注优异临床数据和里程碑进展

□ **关注大品种投资机会。** 国产GLP-1类产品减重适应症即将步入收获期，截止2024年6月底，GLP-1类创新药减重适应症国内已有2款药物获批上市、2款药物申报上市、6款药物处于3期临床阶段。

### 糖尿病适应症处于3期临床后的GLP-1类主要产品

药品名称	药品类型	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(美国)	最高研发阶段(中国)
艾塞那肽	化药	GLP-1R	Eli Lilly, Amylin, BMS	II型糖尿病	批准上市(2005.4, US)	批准上市(2009.4)
				I型糖尿病	II期临床	-
利拉鲁肽	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	批准上市(2009.6, EU/JP/US)	批准上市(2011.3)
				I型糖尿病	III期临床	-
贝那鲁肽	生物药	GLP-1R	仁会生物	II型糖尿病	批准上市(2016.12)	批准上市(2016.12)
利司那肽	化药	GLP-1R	Amylin, Zealand Pharma, Sanofi	II型糖尿病	批准上市(2013.1, EU/JP/US)	批准上市(2017.10)
度拉糖肽	生物药	GLP-1/GLP-1R	Eli Lilly	II型糖尿病	批准上市(2014.9, EU/JP/US)	批准上市(2019.1)
聚乙二醇洛塞那肽	化药	GLP-1R	豪森药业	II型糖尿病	批准上市(2019.5)	批准上市(2019.5)
司美格鲁肽	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	批准上市(2017.12, EU/JP/US)	批准上市(2021.4)
				I型糖尿病	III期临床	-
司美格鲁肽(口服)	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	批准上市(2019.9, JP/US)	批准上市(2024.1)
德谷胰岛素+利拉鲁肽	生物药	insulin/GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	批准上市(2014.9, EU/US)	批准上市(2021.10)
甘精胰岛素+利司那肽	生物药	insulin/GLP-1R	Sanofi	II型糖尿病	批准上市(2016.11, EU/US)	批准上市(2023.1)
替尔泊肽	化药	GLP-1R/GIPR	Eli Lilly	II型糖尿病	批准上市(2022.5, EU/JP/US)	批准上市(2024.5)
聚乙二醇艾塞那肽	化药	GLP-1R	诺格生物; 天士力	II型糖尿病	III期临床	NDA
艾本那肽	化药	GLP-1/GLP-1R	ConjuChem; 常山药业	II型糖尿病	II期临床	NDA
芬帕鲁肽	生物药	GLP-1R	银诺医药	II型糖尿病	-	NDA
LAIsema	生物药	insulin/GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	III期临床	III期临床
ecnoglutide	生物药	GLP-1/GLP-1R	先为达生物; 凯因科技	II型糖尿病	-	III期临床
格鲁塔林单抗	生物药	GLP-1/GLP-1R	鸿运华宁	II型糖尿病	-	III期临床
玛仕度肽	化药	OXM/GLP-1R/GCGR	信达生物; Eli Lilly	II型糖尿病	-	III期临床
cagrilintide+semaglutide	生物药	amylin/GLP-1R	Novo Nordisk	II型糖尿病	III期临床	III期临床
GX-G6	生物药	GLP-1/GLP-1R	石药集团; 天境生物; 天士力; Genexine	II型糖尿病	-	III期临床
HR17031	生物药	insulin/GLP-1R	恒瑞医药	II型糖尿病	-	III期临床
survodutide	化药	GLP-1R/GCGR	BiZealand Pharma	II型糖尿病	III期临床	III期临床
JY09	生物药	GLP-1/GLP-1R	百泰生物; 精益泰翔	II型糖尿病	-	III期临床

### 减重适应症处于临床阶段的GLP-1类主要产品

药品名称	药品类型	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段(美国)	最高研发阶段(中国)
贝那鲁肽	生物药	GLP-1R	仁会生物	肥胖	批准上市	批准上市
司美格鲁肽	生物药	GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	批准上市	批准上市
替尔泊肽	化药	GLP-1R/GIPR	Eli Lilly	肥胖	批准上市	NDA
玛仕度肽	化药	OXM/GLP-1R/GCGR	信达生物; Eli Lilly	肥胖	III期临床	NDA
orforglipron	化药	GLP-1R	Eli Lilly; Chugai Pharmaceutical	肥胖	III期临床	III期临床
ecnoglutide	生物药	GLP-1/GLP-1R	先为达生物; 凯因科技	肥胖	临床前	III期临床
cagrilintide+semaglutide	生物药	amylin/GLP-1R	Novo Nordisk	肥胖	III期临床	III期临床
GX-G6	生物药	GLP-1/GLP-1R	石药集团; 天境生物; 天士力; Genexine	肥胖	-	III期临床
survodutide	化药	GLP-1R/GCGR	BiZealand Pharma	肥胖	III期临床	III期临床
HRS9531	化药	GLP-1R/GIPR	恒瑞医药	肥胖	-	III期临床
GZR18	生物药	GLP-1R	甘李药业	肥胖	-	II期临床
诺利糖肽	化药	GLP-1R	豪森药业; 恒瑞医药	肥胖	-	II期临床
survodutide	化药	GLP-1R/GCGR	BiZealand Pharma	肥胖	II期临床	II期临床
HS-20094	化药	GLP-1R/GIPR	豪森药业	肥胖	-	II期临床
芬帕鲁肽	生物药	GLP-1R	银诺医药	肥胖	-	II期临床
BGM0504	化药	GLP-1R/GIPR	博瑞医药	肥胖	-	II期临床
RAY1225	化药	GLP-1R/GIPR	众生睿创	肥胖	-	II期临床
VCT220	化药	GLP-1R	同泰医药	肥胖	-	II期临床
格鲁塔林单抗	生物药	GLP-1/GLP-1R	鸿运华宁	肥胖	-	III期临床
MDR-001	化药	GLP-1R	德睿智药	肥胖	III期临床	III期临床
聚乙二醇艾塞那肽	化药	GLP-1R	诺格生物; 天士力	肥胖	-	III期临床
retatrutide	化药	GLP-1R/GCGR/GIPR	Eli Lilly	肥胖	III期临床	I期临床
ZT002	生物药	GLP-1R	质肽生物	肥胖	-	I期临床
PB-718	化药	GLP-1R/GCGR	诺格生物; 天士力	肥胖	I期临床	I期临床
JY09	生物药	GLP-1/GLP-1R	百泰生物; 精益泰翔	肥胖	-	I期临床
cotadutide	化药	OXM/GLP-1R/GCGR	MedImmune	肥胖	I期临床	I期临床
SAL0112	化药	GLP-1R	信立泰	肥胖	-	I期临床

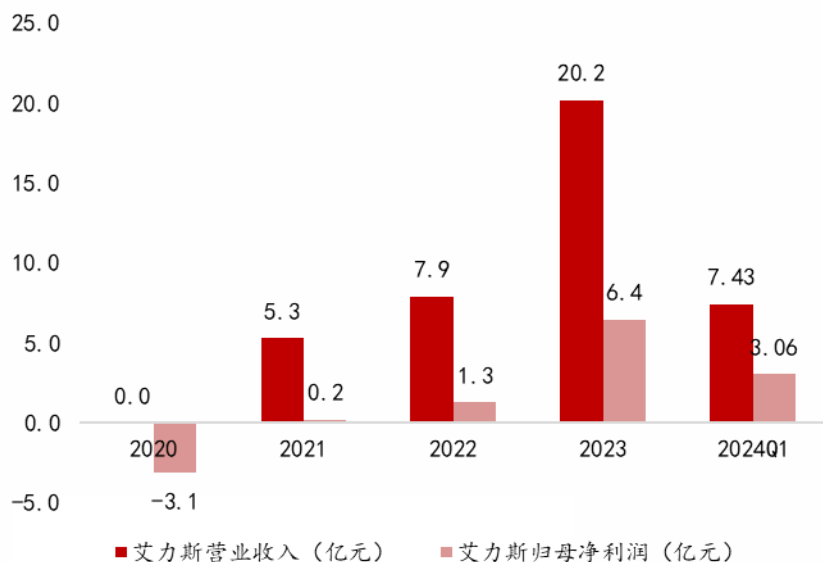


# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

□ 随着越来越多国产创新药获批上市销售，重点关注大品种的销售成绩单以及扭亏为盈时点。以艾力斯为例，2023年中报开始持续超预期，2023上半年实现净利润2.08亿元（+678.7%），2023前三季度实现净利润4.1亿元（+661%），2023年实现净利润6.45亿元（+394%），2024一季度实现净利润3.06亿元（+777.5%），主要系其唯一商业化品种伏美替尼销售超预期。

### 2020-2024Q1年艾力斯营业收入和归母净利润



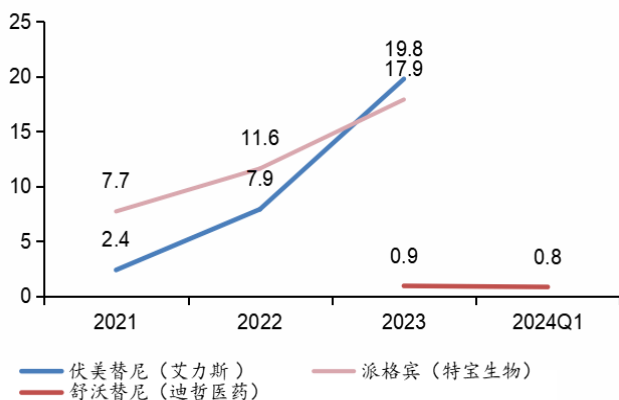
### 艾力斯股价走势



# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成成绩单

- 2022年上市的由国内企业销售的新药中，恒瑞的瑞维鲁胺、康方的卡度尼单抗、罗欣的替戈拉生片、基石/辉瑞的洛拉替尼销售表现亮眼，销售爬坡速度快。
- 2023年上市的由国内企业销售的新药中，三款新冠口服药在23Q1-Q3有相对不错的销售表现。迪哲医药的舒沃替尼2023年8月上市，23年内已产生约九千万销售收入，值得期待。
- 艾力斯的伏美替尼、特宝生物的派宾格等2023年销售额仍保持高速增长。

伏美替尼、派宾格、舒沃替尼销售收入（亿元）



2022年上市创新药（由国内企业销售）PDB样本医院季度销售额（万元）

通用名	企业	适应症	靶点	获批上市时间	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
林普利赛	恒瑞医药/赛黎药业	滤泡性淋巴瘤	PI3Kδ	2022/11/9	-	-	-	-
瑞维鲁胺	恒瑞医药	激素敏感性前列腺癌	AR	2022/6/29	258.3	1181.5	2335.1	2978.2
塞普替尼	信达/礼来	RET驱动型肺癌和甲状腺癌	RET	2022/10/8	-	52.7	164.8	264.4
佩米替尼	信达生物	胆管癌	FGFR1/2/3	2022/4/6	93.5	100.2	26.7	73.2
度维利塞	石药/康泰伦特药业	滤泡性淋巴瘤	PI3K	2022/3/18	8.0	10.0	4.0	7.0
卡度尼单抗	康方生物	宫颈癌	PD-1/CTLA4	2022/6/29	1069.9	1636.7	1671.1	1688.8
斯鲁利单抗	复星医药, 复宏汉霖	MSI-H或dMMR实体瘤	PD-1	2022/3/24	923.0	1440.3	1633.7	1376.3
曲拉西利	先声药业	既往未接受过系统性化疗的广泛期小细胞肺癌	CDK4/6	2022/7/13	66.7	171.1	116.5	110.5
替戈拉生片	罗欣药业	反流性食管炎	proton pump	2022/4/13	195.9	662.0	1291.7	1745.9
奥本替单抗	华北制药	狂犬病	rabies virus	2022/1/26	118.9	126.0	194.2	118.7
瑞帕妥单抗	神州细胞	弥漫性大B细胞淋巴瘤	CD20	2022/8/30	-	-	2.4	4.1
普利单抗	乐普生物	MSI-H或dMMR实体瘤	PD-1	2022/7/22	-	-	-	2.0
艾伏尼布	基石药业/施维雅	透析中低血压, 急性髓系白血病	IDH1	2022/2/9	14.0	14.0	21.0	48.9
洛拉替尼	基石药业/辉瑞	ALK阳性局部晚期或转移性NSCLC	ALK	2022/4/29	1382.4	2960.7	5548.2	5569.1
多格列艾汀	华领医药	二型糖尿病	glucokinase	2022/10/8	2.6	1.7	18.9	10.6

2023年上市创新药（由国内企业销售）PDB样本医院季度销售额（万元）

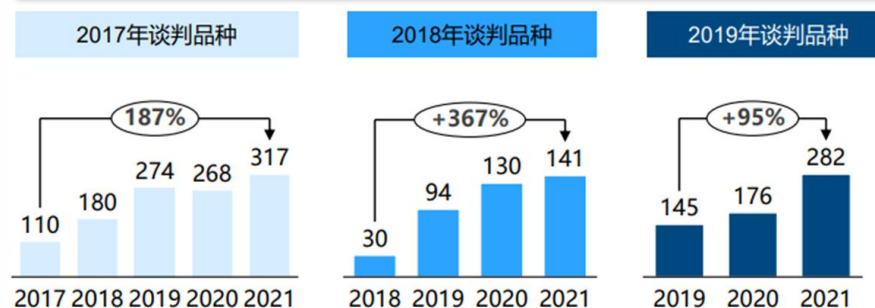
通用名	企业	适应症	靶点	获批上市时间	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
阿得贝利单抗	恒瑞医药	小细胞肺癌	PDL1	2023/3/3	-	29.6	156.4	186.2
磷酸瑞格列汀	恒瑞医药	II型糖尿病	DPP-4	2023/6/28	-	-	-	-
奥特康唑胶囊	恒瑞医药	重度外阴阴道假丝酵母菌病	fungai CYP51	2023/6/28	-	-	-	-
培莫沙肽	豪森药业	慢性肾性贫血	EPO receptor	2023/6/30	-	-	-	-
伊基奥仑赛	信达生物/川康生物	多发性骨髓瘤	BCMA	2023/7/1	-	-	-	349.8
托莱西单抗	信达生物	杂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	PCSK9	2023/8/16	-	-	-	-
谷美替尼	石药/海和药业	MET14跳变NSCLC	c-Met	2023/3/8	-	-	-	11.5
恩那度司他片	信立泰	非透析的成人慢性肾脏病患者的贫血治疗	HIF-PH	2023/6/10	-	-	-	0.3
氢溴酸苄瑞米德韦	君实生物	新型冠状病毒感染	RdRp	2023/1/29	0.6	1110.1	959.8	142.6
富马酸奥赛利定	恩华药业	成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛	μ opioid receptor	2023/5/8	-	-	-	0.9
替瑞奇珠单抗	康哲/Sun Pharma	中重度斑块状银屑病	IL-23p19	2023/5/30	-	-	-	-
拓培非格司亭	特宝生物	化疗引起的中性粒细胞减少性发热	not available	2023/6/30	-	-	-	0.6
甲磺酸贝福替尼	贝达药业	非小细胞肺癌	EGFR T790M	2023/5/31	-	-	-	-
伏罗尼布	贝达药业	肾细胞癌	PDGFR; VEGFR	2023/6/8	-	-	-	1.5
舒沃替尼	迪哲医药	非小细胞肺癌	EGFR exon 20;HER2 exon 20	2023/8/24	-	-	-	44.3
先诺特韦+利托那韦	先声药业	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro	2023/1/29	-	-	3713.9	1259.3
艾贝格司亭α	亿一生物	化疗引起的中性粒细胞减少症	G-CSF	2023/5/9	-	-	6.6	19.8
来瑞特韦	众生睿创	新型冠状病毒感染	SARS-CoV-2 3CLpro	2023/3/23	-	680.6	411.4	263.4
重组人凝血酶	泽璟制药	止血	thrombin	2023/12/26	-	-	-	-
地达西尼	京新药业	失眠症	GABAA receptor	2023/11/29	-	-	-	-
艾诺米替	艾迪药业	HIV-1感染	HBV polymerase; HIV-1 RT; LINE-1	2023/1/4	-	-	-	-

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

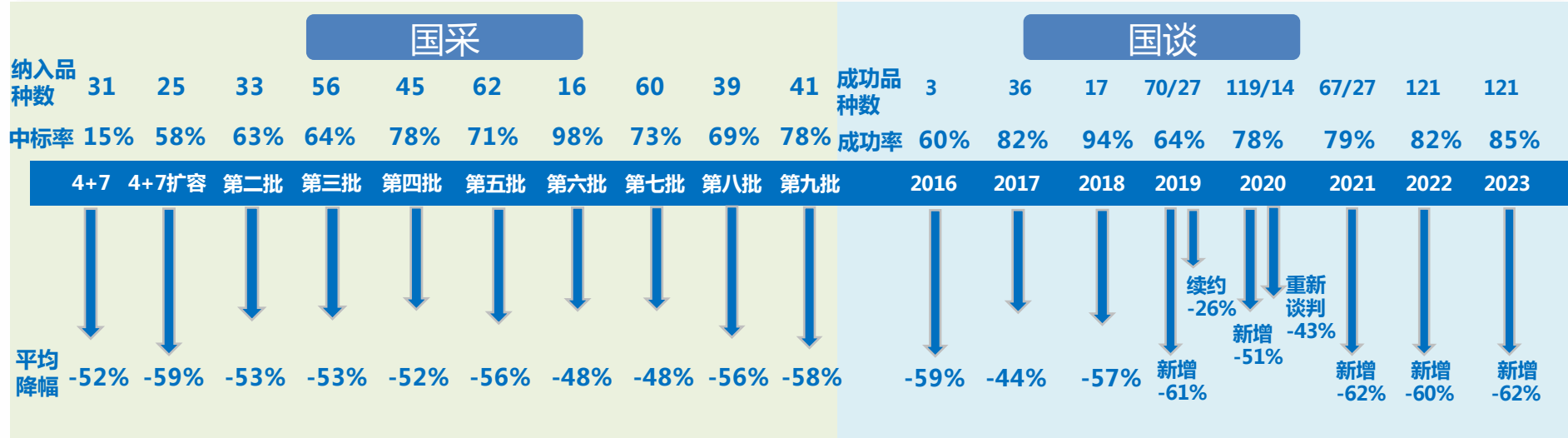
## 逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

- 2024年医保谈判/竞价和续约规则与去年基本相同。我国一共进行了8轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-62%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以量换价，销售额大幅增长。
- 2023年医保谈判新准入药品平均降幅符合预期，续约和新增适应症降幅明显收窄，总体成功率为历年新高。在谈判/竞价环节，143个目录外药品中121个谈判/竞价成功，成功率为84.6% (+2.4pp)，创历年新高。其中1类新药平均降价61.7% (+1.6pp)。100个续约药品中，70%以原价续约，其他销售额超出预期需要降价的药品平均降幅仅6.7%。100个续约药品中有18个药品增加了新适应症，仅有1个触发了降价机制，意味着17款药品以原价新增适应症。

### 进入医保前后销售额变化情况



### 仿制药集采和医保谈判发展历程



www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，医保局，西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

□ 2023年7月1日-2024年6月30日NMPA批准新药80余款，将成为2024年医保谈判新进品种主力军。

## 2023年7月1日-2024年6月30日NMPA批准上市新药（浅黄色底纹为国内企业获批产品）

药品名称	公司名称	作用机制	获批适应症
富马酸福莫特罗	晖致; Mylan	β2-adrenergic receptor	慢性阻塞性肺病; 慢性支气管炎; 肺气肿
盐酸氮卓斯汀+丙酸氟替卡松	晖致; Mylan; Cipla	glucocorticoid; H1 receptor	季节性过敏性鼻炎
盐酸纳伐拉啡	三生制药; Bushu Pharma; Toray Industries	κ opioid receptor	尿毒性瘙痒症
盐酸替洛利生	Bioprojet; 琅铎医药	H3 receptor	发作性睡眠病日间嗜睡; 发作性睡眠病猝倒
卡替拉韦	葛兰素史克	HIV-1 integrase	HIV-1感染
卡替拉韦钠	葛兰素史克	HIV-1 integrase	HIV-1感染
甲磺酸贝舒地尔	赛诺菲; 烨辉医药	ROCK2	移植排斥宿主病
托莱西单抗	信达生物	PCSK9	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
英克司兰钠	Sandoz; 诺华	PCSK9; ASGPR	高胆固醇血症
舒沃替尼	迪哲医药	EGFR exon 20; HER2 exon 20	非小细胞肺癌
马吉妥昔单抗	再鼎医药; Baxter	HER2	HER2阳性乳腺癌
纳鲁索拜单抗	石药集团	RANKL	骨肉瘤
米托坦	杰谛医药;Corden;HRA Pharma	not available	肾上腺皮质癌
阿托伐他汀钙+依折麦布	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
丙酸氟替卡松+富马酸福莫特罗	瑞典利博	glucocorticoid; β2-adrenergic receptor	哮喘
依瑞奈尤单抗	诺华; 安进	CGRP receptor	偏头痛
重组胰凝乳蛋白酶	礼来	insulin	I型糖尿病
艾夫糖苷酶α	赛诺菲	GAA	庞贝氏症
氘可来昔替尼	百时美施贵宝	TYK2	斑块状银屑病
甲苯磺酸利特昔替尼	辉瑞	TEC; JAK3	斑秃
利韦林	强生	HIV-1 RT	HIV-1感染
埃普奈明	海特生物	TRAIL	多发性骨髓瘤
格非妥单抗	基因泰克; 罗氏	CD3; CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤
纳基奥仑赛	合源生物	CD19	B细胞急性淋巴细胞白血病
香雷糖足	合一生技	not available	糖尿病足
伯瑞替尼	鞍石生物科技	c-Met	非小细胞肺癌
醋酸来法莫林	Almac; Roivant Sciences	50S subunit	社区获得性细菌性肺炎
阿泰特韦+利托那韦	广生堂	CYP3A4; SARS-CoV-2 3CLpro; HIV-1 protease	新型冠状病毒感染
地达西尼	京新药业	GABAA receptor	失眠症
盐酸特泊替尼	德国默克	c-Met	非小细胞肺癌
法瑞西单抗	罗氏	VEGF-A; Ang2	糖尿病黄斑水肿
马立巴韦	武田	UL97	CMV感染
索卡佐利单抗	李氏大药厂	PDL1	宫颈癌
依折麦布+瑞舒伐他汀钙	赛诺菲	HCV entry; NPC1L1; HMG-CoA reductase	家族性高胆固醇血症
尼塞韦单抗	赛诺菲;阿斯利康	RSV fusion	下呼吸道感染; RSV感染

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑二：重视Biotech商业化验证拐点，简易续约政策给予创新药更多的放量空间

2023年7月1日-2024年6月30日NMPA批准上市新药（接上页）

药品名称	公司名称	作用机制	获批适应症
帕妥珠单抗+曲妥珠单抗+重组人玻璃酸酶	罗氏	HER2; HAase	HER2阳性乳腺癌
重组人凝血酶	泽璟制药	thrombin	出血; 术后出血
恒格列净+二甲双胍	恒瑞医药	PEN2; SGLT2	II型糖尿病
玛巴洛沙韦	盐野义制药; 罗氏	cap-dependent endonuclease	乙型流感
盐酸曲恩汀	Orphan SA; 诺思格	Cu	威尔逊病
加卡奈单抗	礼来	CGRP	偏头痛
仑卡奈单抗	渤健; 卫材	Aβ	阿尔茨海默病
脯氨酸加格列净	四环医药; 轩竹生物	SGLT2	II型糖尿病
硫酸瑞美吉洋	辉瑞; Biohaven	CGRP receptor	偏头痛
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	II型糖尿病
富马酸泰吉利定	恒瑞医药	μ opioid receptor	术后疼痛
可伐利单抗	基因泰克; 罗氏	C5	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
醋酸锌	日本希米科	Zn	威尔逊病
阿达帕林+盐酸克林霉素	李氏大药厂; 兆科药业	50S subunit; RARβ; RARγ	寻常性痤疮
重组替度鲁肽	武田	GLP-2	短肠综合征
重组猪凝血因子VIII	Shire; 武田	factor VIII	获得性A型血友病
泽沃基奥仑赛	科济药业	BCMA	多发性骨髓瘤
佩索利单抗	勃林格殷格翰	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病
妥拉美替尼	科州制药	MEK1; MEK2	黑色素瘤
利妥昔单抗	罗氏	CD20	弥漫性大B细胞淋巴瘤; 滤泡性淋巴瘤; 非霍奇金淋巴瘤
恩替司他	亿腾医药	HDAC	HR阳性乳腺癌
富马酸安奈克替尼	正大天晴	c-Met; ROS1; ALK	非小细胞肺癌
玛伐凯泰	百时美施贵宝	myosin	肥厚型心肌病
尼可地尔	中外制药; 罗氏	NO	心绞痛(原研)
盐酸伊普可泮	诺华	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症
贝莫苏拜单抗	中国生物制药; 正大天晴	PDL1	小细胞肺癌
重组人促卵泡激素β	辉凌制药	FSH	体外受精
瑞替替尼	百时美施贵宝	Trk; ROS1; ALK; Src	非小细胞肺癌
利多卡因	帝国制药; 领康医疗	not available	带状疱疹后遗神经痛; 局部麻醉; 皮肤填充物注射; 面部激光修复; 脉冲染料激光治疗; 激光辅助纹身祛除(原研)
苯磺酸克利巴林	海思科	GABA; α2δ	糖尿病周围神经病
度洛巴坦+舒巴坦	再鼎医药; 瑞典利博	β-lactamase	胞受不动杆菌-醋酸钙不动杆菌复合体感染; 医院获得性细菌性肺炎; 呼吸机相关性细菌性肺炎
甲磺酸瑞齐替尼	倍而达药业	EGFR T790M	非小细胞肺癌
阿利沙坦酯+氨氯地平	信立泰	L-type calcium channel; AT1R	高血压
替尔泊肽	礼来	GLP-1R; GIPR	II型糖尿病
依沃西单抗	康方生物	VEGF-A; PD1	非鳞状非小细胞肺癌
醋酸氟氯可的松	Aspen	glucocorticoid	艾迪生病; 先天性肾上腺皮质增生症
盐酸卡马替尼	诺华; 强生	c-Met	非小细胞肺癌
依伏卡塞	协和麒麟	CaSR	慢性肾病继发性甲状旁腺功能亢进
高血糖素鼻用粉雾剂	礼来	glucagon	低血糖症
泽美洛韦玛伍瑞韦单抗	南新制药	rabies virus	狂犬病
枸橼酸依索阿克	正大天晴; 赛林泰医药	c-Met; ROS1; ALK	非小细胞肺癌
甲磺酸瑞尼替尼	圣和药业	EGFR T790M	非小细胞肺癌
戈利昔替尼	迪哲医药	JAK1	外周T细胞淋巴瘤
考格列汀	海思科	DPP-4	2型糖尿病
依柯胰岛素	诺和诺德	insulin	2型糖尿病
特立妥单抗	强生	BCMA/CD3	多发性骨髓瘤

www.swsc.com.cn

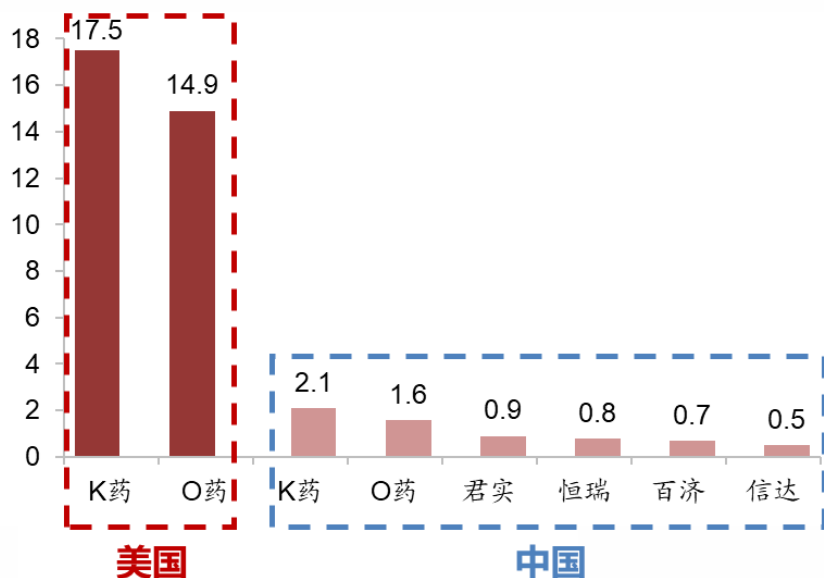
数据来源: IQVIA, PDB, 西南证券整理

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

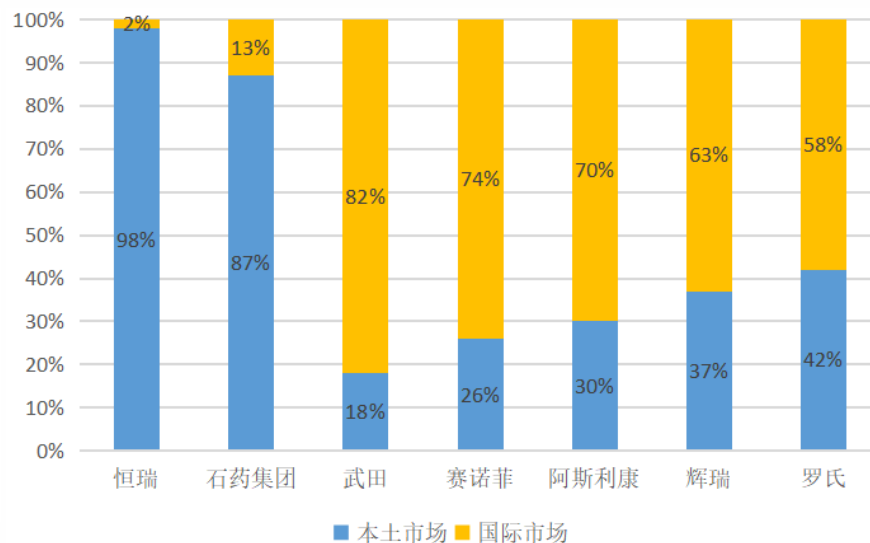
逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- **中美创新药价格差距较大。**以PD-1为例，进口原研药在中国的实际平均价格仅有美国价格的12%左右。
- **MNC收入结构中国际市场收入占比高。**对于企业个体来说，只有产品走向世界才能扩大市场空间、提高回报预期，形成创新药企的可持续发展。纵观多数全球知名跨国药企均以国际市场作为自身销售收入主体，相对而言中国多数药企国际收入比例差距明显。

### PD-1单抗中美年治疗费用比较（万美元）



### 2021年中国与国外典型企业销售收入分布

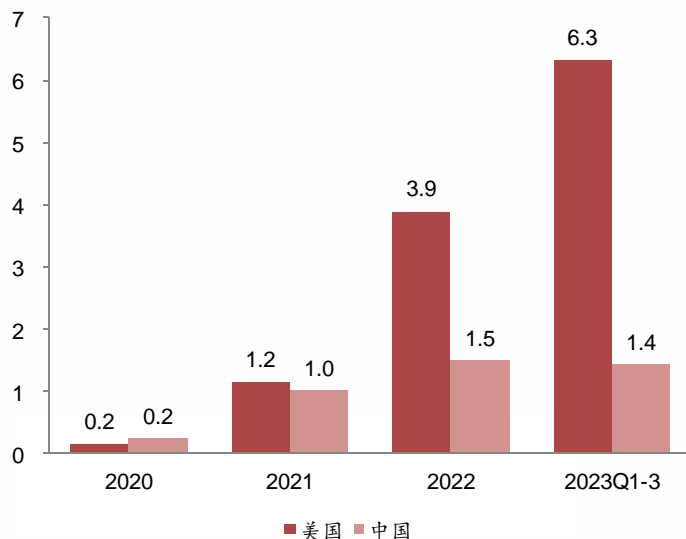


# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- 国产新药自主出海获批品种**：百济神州的泽布替尼（2019.11）、绿叶制药的利斯的明透皮贴剂（2021.5）和传奇生物的西达基奥仑赛（2022.2）是首批成功自主出海的国产创新药。2023年五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的呋喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭α注射液（2023.11），2024年基石药业舒格利单抗（2024.06）在欧盟上市。
- 从泽布替尼的优异销售看国际市场的销售爆发力**。首个成功出海创新药泽布替尼美国商业化进展顺利，海外市场份额已超越国内市场份额。2023年全球销售额预计实现91.38亿元（+138.7%）。2023年上半年，其在美国市场实现25亿元销售额，国内市场实现7亿元销售额，美国市场销售额远超国内市场。
- 高价前沿疗法在美快速放量**。传奇生物的西达基奥仑赛2022年获得美国FDA批准上市，用于既往接受过四线或以上治疗（包括蛋白酶体抑制剂、免疫调节剂和抗CD38单克隆抗体）的多发性骨髓瘤。2024年4月其二线适应症先后于美国和欧盟获批上市。西达基奥仑赛上市首年累计销售额共计1.34亿美元，2023年的净贸易销售额约为5亿美元。

2020-2023Q1-3泽布替尼中美销售额（亿美元）



海外上市品种一览

企业	药物	靶点	适应症	地区	上市时间
百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤	US	2019.11
			华氏巨球蛋白血症	US	2021.8
			边缘区淋巴瘤	US	2021.9
			华氏巨球蛋白血症	EU	2021.11
			一线CLL/SLL	US	2023.1
			滤泡性淋巴瘤	US	2024.3
	替雷利珠单抗	PD-1	2L食管鳞状细胞癌	EU/US	2023.9/2024.3
绿叶制药	利斯的明透皮贴剂	-	阿尔茨海默病	EU	2021.5
	利培酮缓释微球	-	精神分裂症	US	2023.1
金斯瑞生物 (传奇生物)	西达基奥仑赛	BCMA	四线多发性骨髓瘤	US	2022.2
			四线多发性骨髓瘤	EU	2022.5
			二线多发性骨髓瘤	US/EU	2024.4
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	全线鼻咽癌	US	2023.10
和黄医药	呋喹替尼	VEGF	三线结直肠癌	US	2023.11
亿帆医药	艾贝格司亭α	G-CSF	肿瘤治疗后的中性粒细胞减少症	US	2023.11
基石药业	舒格利单抗	PD-L1	1L NSCLC	EU	2024.6

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

◆ 聚焦“优异的临床数据驱动”以及“潜在的商业化前景驱动”，把握创新药出海的投资窗口。2023年五款国产药物成功在欧美上市，分别为绿叶制药的利培酮缓释微球注射制剂（2023.01）、君实生物的特瑞普利单抗（2023.10），替雷利珠单抗获得欧盟批准上市（2023.09）、和黄医药的吠喹替尼（2023.11）、亿帆医药的艾贝格司亭 $\alpha$ 注射液（2023.11），2024年已有基石药业舒格利单抗（2024.06）获欧盟批准上市。2024年，持续关注临床数据优异的创新品种以及已上市品种的商业化进展。

## 自主出海重点品种进展预期

百济神州	2024年	替雷利珠单抗 1L食管鳞状细胞癌（PDUFA）	和黄医药	2024年	赛沃替尼 非小细胞肺癌（提交NDA）
恒瑞医药	2024年	Q1-Q2“双艾方案” 晚期肝细胞癌（PDUFA）	康方生物	2025年	AK112（提交NDA）
科济药业	2024年	CT053 多发性骨髓瘤（提交NDA）	迪哲医药	2024年	舒沃替尼 EGFR exon20ins NSCLC（提交NDA）
贝达药业	2024年	恩沙替尼 ALK阳性NSCLC（PDUFA）	绿叶制药	2024年	LY03005（已提交NDA）
复宏汉霖	2024年	斯鲁利单抗 广泛期小细胞肺癌（提交NDA）	海思科	2024年	环泊酚 全麻诱导（提交NDA）



# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

◆ **关注重要III期品种临床数据读出和上市申请节点。** 22家中国药企的25个创新药已在美国开展注册性临床试验（剔除新冠药物和美国NDA/临床失败药物），重磅品种包括SKB264、依沃西单抗、泰它西普、舒沃替尼、赛沃替尼、伏美替尼等。

### 国产创新药的美国注册性临床梳理（1）

企业	药品	作用机制	适应症	试验简称	试验区域	入组人数	试验组方案	对照组	试验开始时间
恒瑞医药	吡咯替尼	HER4/EGFR/HER2抑制剂	2L HER2突变NSCLC	PYRAMID-1	US; EU; CN	151	单药	多西他赛	2020/9/11
恒瑞医药	氟唑帕利	PARP抑制剂	1L 去势抵抗性前列腺癌	SHR3162-111-305	US; EU; CN	804	+醋酸阿比特龙+泼尼松	安慰剂+醋酸阿比特龙+泼尼松	2021/3/31
瑞石生物; Arcutis	艾玛昔替尼	JAK1抑制剂	中重度溃疡性结肠炎的诱导和维持治疗	RSJ10135	US; EU; CN	368	单药	安慰剂	2021/11/5
百济神州	sonrotoclax	Bcl-2抑制剂	3L MCL	BGB-11417-201	US; EU; CN	122	单药	/	2022/9/5
			3L WM	BGB-11417-203	US; EU; CN	105	单药	/	2023/9/28
	1L 慢性淋巴细胞白血病	BGB-11417-301	US; EU; CN	640	+泽布替尼	维奈克拉+奥妥珠单抗	2023/11/11		
	欧司珀利单抗	anti-TIGIT单抗	1L PDL1 TPS≥50% NSCLC	BGB-A317-A1217-302 AdvanTIG-302	US; EU; JP; CN	660	+替雷利珠单抗	替雷利珠单抗/帕博利珠单抗	2021/6/8
科伦博泰生物; Merck & Co.	SKB264	TROP2 ADC	3L, EGFR突变 非鳞NSCLC	MK-2870-004	US; CN	556	单药	多西他赛/培美曲塞	2023/11/12
			2/3L, 子宫内腺癌	MK-2870-005	US; EU; JP	710	单药	多柔比星/白蛋白紫杉醇	2023/12/6
			1L, EGFR/ALK/ROS1阴性NSCLC, TPS>50%	MK-2870-007	US; EU; CN	614	+Keytruda	Keytruda	2023/12/15
			2L EGFR突变非鳞NSCLC	MK-2870-009	US	520	单药	培美曲塞+卡铂	2024/6/11
			早期NSCLC的辅助治疗	MK-2870-019	US; EU; JP; CN	780	+Keytruda	K药+化疗	2024/3/19
			3L HER2阴性胃癌	MK-2870-015	US; EU; JP; CN	450	单药	化疗	2024/5/3
			2L+ 接受内分泌治疗失败的HR+/HER2阴性乳腺癌	MK-2870-010	US	1200	+Keytruda	化疗	2024/4/14
			2L 晚期宫颈癌	MK-2870-020	EU; JP; CN; UK; CA; AUS	686	单药	任选疗法	2024/7/5
			三阴性乳腺癌术后辅助治疗	U1111-1289-8264	US	1530	+帕博利珠单抗	任选疗法	2024/6/24
			NSCLC 1L后维持治疗	U1111-1301-2790	US	851	+帕博利珠单抗+标准疗法	帕博利珠单抗+标准疗法	2024/6/10
康方生物; Summit	依沃西单抗	PD1/VEGF-A双抗	1L NSCLC	HARMONI-3	US; CN	400	+化疗	帕博利珠单抗+化疗	2023/10/26
			2L EGFR TKI经治NSCLC	AK112-301 (HARMONI)	US; EU	420	+培美曲塞+卡铂	安慰剂+培美曲塞+卡铂	2023/5/4
艾力斯; ArriVent	伏美替尼	EGFR exon 20/HER2 exon 20/EGFR T790M	1L EGFR exon20 NSCLC	FURMO-004 FURVENT	US; EU; JP; CN; NL	375	单药	培美曲塞+卡铂/顺铂	2023/6/1
和黄医药; AstraZeneca	赛沃替尼	c-Met抑制剂	2L c-Met过表达、EGFR突变的NSCLC	SAFFRON	US; EU; JP; CN	324	+奥希替尼	培美曲塞+卡铂/顺铂	2022/8/3
			1L 肾细胞癌	SAMETA	US; EU; CN	220	+度伐利尤单抗	度伐利尤单抗/舒尼替尼	2021/10/28
			2L c-Met扩增、EGFR突变的NSCLC	SAVANNAH	US; EU; JP	366	+奥希替尼	安慰剂+奥希替尼	2019/1/9

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

## 国产创新药的美国3期临床梳理（2）

企业	药品	作用机制	适应症	试验简称	试验区域	入组人数	试验组方案	对照组	试验开始时间
荣昌生物	泰它西普	TACI-Fc融合蛋白	中重度系统性红斑狼疮	RC18G001	US; EU; CN	341	+标准疗法	安慰剂+标准疗法	2022/6/20
荣昌生物; Seagen (Pfizer)	维迪西妥单抗	HER2 ADC	1L HER2阳性尿路上皮癌	RC48 G001	US; EU; JP	332	+帕博利珠单抗	维迪西妥单抗	2022/5/3
			2L HER2阳性尿路上皮癌	RC48 G001	US; EU; JP		单药	/	
			2L HER2低表达尿路上皮癌	RC48 G001	US; EU; JP		单药	/	
			1L HER2阳性膀胱癌/尿路上皮癌	SGNDV-001   KEYNOTE-D74	US	700	+帕博利珠单抗	吉西他滨+顺铂/卡铂	
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon 20/HER2 exon 20/EGFR T790M	1L EGFR exon20 NSCLC	DZ2022E0005	US; EU; CN	320	单药	卡铂+培美曲塞	2023/1/31
			2L EGFR exon20 NSCLC	WU-KONG1	US; EU; JP; CN; NL		单药	/	2024/7/1
亚盛医药	奥雷巴替尼	FIt3/FGFR1/PDGFR α/c-Kit/Bcr-Abl T315I	3L 慢性髓系白血病/T315I突变	POLARIS-2	US	285	单药	博舒替尼	2024/5/1
君实生物	tifcemalimab	anti-BTLA单抗	局限期小细胞肺癌/放疗后未进展/巩固	JS004-008-III-SCLC JUSTAR-001	US; EU; CN	756	+特瑞普利单抗	特瑞普利单抗/安慰剂	2023/11/15
海思科	环泊酚	GABAA R激动剂; sodium channel 阻断剂	全身麻醉诱导	HSK3486-309	US; EU	399	单药	丙泊酚	2024/1/12
			全身麻醉诱导	HSK3486-304	US	255	单药	丙泊酚	2021/2/11
			全身麻醉诱导	HSK3486-305	US	401	单药	丙泊酚	2022/7/26
正大天晴	安罗替尼	c-Kit/VEGFR2/PDGFR β/VEGFR1/VEGFR3/FGFR/E GFR抑制剂	2L 软组织肉瘤	APROMISS	US; EU; CN	325	单药	达卡巴嗪	2017/8/15
			晚期铂耐药或铂抵抗卵巢癌	AL3818-US-002	US; EU; CN	270	+紫杉醇/聚乙二醇多柔比星脂质体/托泊替康	紫杉醇/聚乙二醇多柔比星脂质体/托泊替康	2015/12/1
复宏汉霖; Kalbe Genexine; Intas	斯普利单抗	PD1单抗	小细胞肺癌/局限期/联合化疗	HLX10-020-SCLC302	US; EU; CN	482	+卡铂+依托泊苷+放疗	安慰剂+卡铂+依托泊苷+放疗	2022/5/17
			非小细胞肺癌/晚期/一线	HLX10-004-NSCLC303	US; EU; CN	537	+紫杉醇白蛋白+卡铂	安慰剂+紫杉醇白蛋白+卡铂	2019/8/14
微芯生物	西达本胺	HDAC抑制剂	1L 黑色素瘤	HBI-8000-303	US; EU; JP	2021/8/12	+纳武利尤单抗	安慰剂+纳武利尤单抗	2021/8/12
誉衡生物	赛帕利单抗	PD1单抗	1L NSCLC	STAR-121	US; EU; JP; CN	720	+domvanalimab/+化疗	帕博利珠单抗+化疗	2022/10/12
			1L 胃癌/食管癌	STAR-221	US; EU; JP; CN	1040	+domvanalimab+FOLFOX/C APOX	纳武利尤单抗+FOLFOX/CAPOX	2022/11/21
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗生素	糖尿病足感染	MRXC-302	US; EU; CN	865	单药	利奈唑胺	2022/5/1
康诺亚; AZ	CMG901	CLDN18.2 ADC	2L CLDN18.2阳性胃癌	D9802C00001	US; EU; JP; CN	589	单药	任选疗法	2024/3/4
信诺维	XNW4107	β-lactamase抑制剂	尿路感染/复杂性(包括急性肾盂肾炎)	XNW4107-301	US	780	+亚胺培南+西司他丁	美罗培南	2023/3/30
			细菌性肺炎/医院获得性(或呼吸机相关性)	XNW4107-302	US; EU; CN	450	+亚胺培南+西司他丁	瑞来巴坦+亚胺培南+西司他丁	2022/7/31
亨利医药; Novo Nordisk	ocedurenone	MR拮抗剂	高血压/轻度至中度	Clarion-CKD	US; EU; CN	600	单药	安慰剂	2021/11/5
和誉医药; 罕友医药	pimicotinib	CSF-1R抑制剂	髓鞘巨细胞瘤	ABSK021-301	US; EU; CN	90	单药	安慰剂	2023/4/27
药捷安康	tinogotinib	Aurora B/VEGFR/FGFR/JAK1/JAK2/CSF-1R/Aurora A	2L+ FGFR2重排胆道癌/胆管癌	FIRST-308	US; EU	200	单药	任选疗法	2023/12/20

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- **2023年美国市场生物类似药销售收入约72.5亿美元，是全球最大的生物类似药市场。**截至2024年2月，美国以351(K)途径申报的生物类似药获批总数量和上市数量已经分别达到了46个和38个。从产品类型看，共涉及维持治疗、抗肿瘤、自体免疫、胰岛素和眼科五大领域的14个分子，其中数量最多的阿达木单抗共有10个生物类似药获批，其中9个已经上市，成为当下竞争最为激烈的产品，数量最少的阿法依泊汀只有1个生物类似药获批并上市。
- **中国生物类似药抢滩美国市场，在美国获批上市、申报上市的国产生物类似药已有6款，均有2023年后获批/申报。**拥有生物类似药在市销售三年以上的7个分子的生物类似药2023年整体销量份额均在40%以上，其中贝伐珠单抗和非格司亭两个分子的生物类似药的占比已经逼近85%，广阔的出海空间值得重视。百奥泰、甘李药业等是我国生物类似药出海先锋，百奥泰已有2款类似药在美国获批上市、还有3款类似药处于国际3期临床阶段/接近申报上市，甘李药业两款三代胰岛素也已于2023年在美国申报上市，市场前景广阔。

### 在美国获批上市、申报上市的国产生物类似药

企业	药品名称	靶点	美国研发阶段	适应症
百奥泰; Biogen	托珠单抗	IL-6R	批准上市2023-09	参考原研，用于类风湿关节炎、全身型幼年特发性关节炎和细胞因子释放综合征等
百奥泰; Cipla; Sandoz; Biomm; 百济神州	贝伐珠单抗	VEGF-A	批准上市2023-12	参考原研，结直肠癌; 非小细胞肺癌; 乳腺癌; 肾细胞癌; 胶质母细胞瘤等
复宏汉霖; Accord; mAbxience (Fresenius); Eurofarma; Cipla; Abbott	曲妥珠单抗	HER2	批准上市2024-04	参考原研，HER2阳性乳腺癌; 胃癌; 胃食管交界处癌; 结直肠癌; 乳腺癌等
翰宇药业; Hikma	利拉鲁肽	GLP-1R	批准上市2024-06	参考原研，II型糖尿病; 肥胖; 心血管风险; 妊娠糖尿病; 阻塞性睡眠呼吸暂停等
甘李药业; Sandoz	甘精胰岛素	insulin	申请上市2023-02	参考原研，II型糖尿病等
甘李药业; Sandoz	门冬胰岛素	insulin	申请上市2023-06	参考原研，II型糖尿病等

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

## 逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

- License out大手笔频现，不断刷新交易金额，国产创新药的国际竞争力与日俱增。随着国内新药创制水平的不断提升，国产创新药的国际认可度稳步上升，国产创新药License out金额持续攀升。据不完全统计，共46个License out项目总交易金额超5亿美元，其中超20亿美元的项目包括科伦药业的七个ADC项目(94.7亿美元)、百利天恒BL-D01D1(84亿美元)、恒瑞医药GLP-1产品组合(60.35亿美元)、康方生物AK112(50亿美元)等，国产新药License out交易金额正快速提升。
- 恒瑞医药探索出海新模式，GLP-1产品组合授权出海交易总额高达60亿美元。上半年交易规模最大的BD为恒瑞医药GLP-1产品组合授权出海，交易总额高达60亿美元，买方Hercules是一家新公司，恒瑞将取得Hercules 19.9%的股权，探索出海新模式。

License out超5亿美元品种一览（浅黄色底纹为2024年发生的交易）

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
1	2022.12	科伦药业	Merck	七个在研临床前ADC项目		9475USD	175USD
2	2023.12	百利天恒	BMS	BL-D01D1	HER3/EGFR ADC	8400USD	800USD
3	2024.5	恒瑞医药	Hercules	HRS7535、HRS9531、HRS-4729	口服小分子GLP-1、GLP-1/GIP、肠促胰岛素	6035USD	110USD
4	2022.12	康方生物	Summit	依沃西单抗(AK112)	PD-1/VEGF	5000USD	500USD
5	2024.1	船望制药	诺华	-	心血管 RNAi 疗法	4165USD	185USD
6	2021.8	荣昌生物	Seagen	缬迪西妥单抗	HER2 ADC	2600USD	200USD
7	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	PD-1	2200USD	650USD
8	2023.11	诚益生物	阿斯利康	ECC5004	GLP-1RA	2010USD	185USD
9	2024.1	瑞博生物	勃林格殷格翰	-	NASH/MASH siRNA	2000USD	-
10	2023.5	百力司康	卫材	BB-1701	HER2	2000USD	-
11	2024.6	明济生物	艾伯维	FG-M701	TL1A	1710USD	150USD
12	2023.4	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	HER2	1670USD	170USD
13	2023.10	翰森制药	GSK	HS-20089	B7H4	1570USD	85USD
14	2023.1	药明生物	GSK	四款TCE双抗/多抗	-	1500USD	40USD
15	2023.11	恒瑞医药	德国Merck	HRS-1167、SHR-A1904	PARP1、CLDN18.2 ADC	1415EUR	160EUR
16	2022.5	科伦药业	Merck	SKB-264	TROP2	1410USD	47USD
17	2023.10	亨利医药	诺和诺德	ocedurenone	nsMRA	1300USD	-
18	2024.6	亚盛医药	武田	奥雷巴替尼(选择权)	BCR-ABL	1300USD	100USD

# 创新药及制剂：关注优质创新重要催化和商业化成绩单

逻辑三：出海密集兑现，重视海外商业化成绩单催化，持续关注出海里程碑进展

License out超5亿美元品种一览（接上页）

序号	时间	转让方	受让方	药品汇总	靶点	总交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
19	2022.7	石药集团	Elevation	SYSA1801	Claudin18.2 ADC	1195USD	27USD
20	2023.2	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901	CLND18.2	1188USD	63USD
21	2023.1	和黄医药	武田制药	吠喹替尼	VEGFR	1130USD	400USD
22	2023.11	传奇生物	诺华	LB2102	DLL3 CAR-T	1110USD	100USD
23	2023.12	和铂医药	辉瑞	HBM9033	MSLN ADC	1103USD	53USD
24	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	1100USD	150USD
25	2023.11	普米斯	BioNTech	PM8002	PDL1/VEGF	1055USD	55USD
26	2024.1	宜联生物	罗氏	YL211	C-MET ADC	1050USD	50USD
27	2024.1	安瑞生物	Avenzo	ARTS-021等	CDK2	1040USD	40USD
28	2023.8	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	TSLP	1025USD	21.5USD
29	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	PD-1	1025USD	200USD
30	2022.5	礼新医药	Turning Point	LM-302	Claudin18.2 ADC	1025USD	25USD
31	2023.4	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2	1020USD	20USD
32	2023.3	高光制药	Biohaven	BHV-8000	TYK2/JAK1	970USD	20USD
33	2022.7	科伦药业	MSD	早期ADC新药	Claudin18.2 ADC	936USD	35USD
34	2023.1	信诺维	AmMax Bio Inc.	新一代ADC	-	871USD	-
35	2021.6	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	EGFR	805USD	40USD
36	2020.11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGFR/4-1BB	768USD	5USD
37	2023.5	君实生物	瑞迪博士实验室	特瑞普利单抗	PD-1	728USD	-
38	2023.2	恒瑞医药	Treeline BioSciences	SHR-2554	EZH2	706USD	11USD
39	2023.2	石药集团	Corbus	SYS6002	Nectin-4	693USD	7.5USD
40	2019.9	复宏汉霖	Kalbe Genexine	斯鲁利单抗	PD-1	682USD	10USD
41	2023.5	赞荣医药	罗氏	ZN-A-1041	HER2	680USD	70USD
42	2021.8	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin18.2	640USD	7.5USD
43	2023.2	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008	B7H4 x 4-1BB	625USD	25USD
44	2023.5	礼新医药	阿斯利康	LM-305	GPRC5D	600USD	55USD
45	2024.1	安锐生物	阿斯利康	-	EGFR L858R	540USD	40USD
46	2022.9	先声药业	Almirall	SIM0278	IL-2	507USD	15USD

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

- **2024年坚定看好四大投资机会：出海、复苏、创新和AI赋能。**展望2024H2，国产器械的性价比得到全球认可，国产厂商积极开启国际化征途。从控费政策看，DRG给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现，叠加反腐后经济复苏，门诊量、手术量疫情后增长明显，逐步恢复。“供应链自主可控”、“新版大型医用设备配置目录”和“推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”落地亦为器械板块发展带来新机遇。最后，AI赋能的医疗影像及CDSS与病种质控方向预计也将迎来结构性机会。
  
- **云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”**
  - 1) **出海**：IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物、九安医疗）、CGM（九安医疗、三诺生物）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、NASH检测（福瑞股份）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）
  - 2) **反腐、集采后刚需领域复苏**：骨科（爱康医疗、春立医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物、圣湘生物）、主动脉及外周介入（心脉医疗、先瑞达），电生理（微电生理、惠泰医疗）、TAVR、人工晶体、内镜耗材。
  - 3) **自主可控/创新器械**：高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）、神经介入（赛诺医疗、归创通桥）、手术机器人（微创机器人）、内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）、基因测序（华大智造）。
  - 4) **AI赋能主题**：AI 医疗影像（祥生医疗、安必平、迪安诊断）、AI CDSS与病种质控（金域医学、润达医疗）、AI 医疗机器人（天智航、微创机器人-B）、AI 健康管理（乐心医疗、九安医疗）。

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

- **医疗设备：反腐常态化、新版配置证，叠加以旧换新政策落地，三重利好释放医疗设备采购需求。**从业绩端看，23H1疫后常规采购需求恢复形成高基数，叠加23H2医疗反腐造成院内招标延迟，对24H1医疗设备的收入和利润端均带来压力。后续随着反腐的常态化进行，预计需求将逐步回暖。23H1新版配置证规划和落地节奏受反腐滞后，未来两年大型医疗设备有望持续放量。其次，设备板块即将迎来“以旧换新”重大利好，各级医院设备更新需求摸排工作已基本完成，有望在2024Q4开始批量落地，对相关器械公司的利好预计持续到2027年。2024.4欧盟启动IPI调查，对国内设备厂商影响有限，建议持续保持关注。
- **IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。**2023年12月，生化诊断和免疫诊断两大IVD板块迎来省联盟集采，集采规则整体透明，降幅接近，国产企业报量普遍充足，预测集采后更有利于实现国产替代。新冠检测催生出海契机，IVD厂商加大海外渠道布局，有望贡献第二增长曲线。24H1呼吸道检测需求旺盛，24Q4可能也有新机遇。
- **高值耗材：耗材集采全面升级，降幅规则趋于温和。**24H1人工晶体、运动医学国采和骨科关节续标落地，从控费政策看，集采给国产器械公司带来的机遇大于挑战，随着越来越多集采有兜底保障且降价可控，控费的政策底逐渐出现。2024年国际医保局将继续指导7类高值医用耗材全国联采工作，且本次集采品类此前均已进行省及省联盟采购试点，规则降幅均有参照系，无需过度担忧。
- **低值耗材：新冠相关产品同期基数大，库存仍有承压。**大部分企业仍有库存压力，新冠基数影响表观业绩。自2024年起，美国将对医用低值耗材加征关税，低耗企业部分产品预计出海将受挑战，建议持续关注行业政策。
- **风险提示：**降价超预期风险、竞争加剧风险、渗透率提升不及预期、出海合规风险

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

2000-2024年复盘：从“国产歧视” - “自主创新”演变为“国产替代” - “控费常态”（集采、技耗分离、设备租赁、DRG/DIP）

## 2000-2024年医疗器械板块复盘和背后的政策背景分析



www.swsc.com.cn

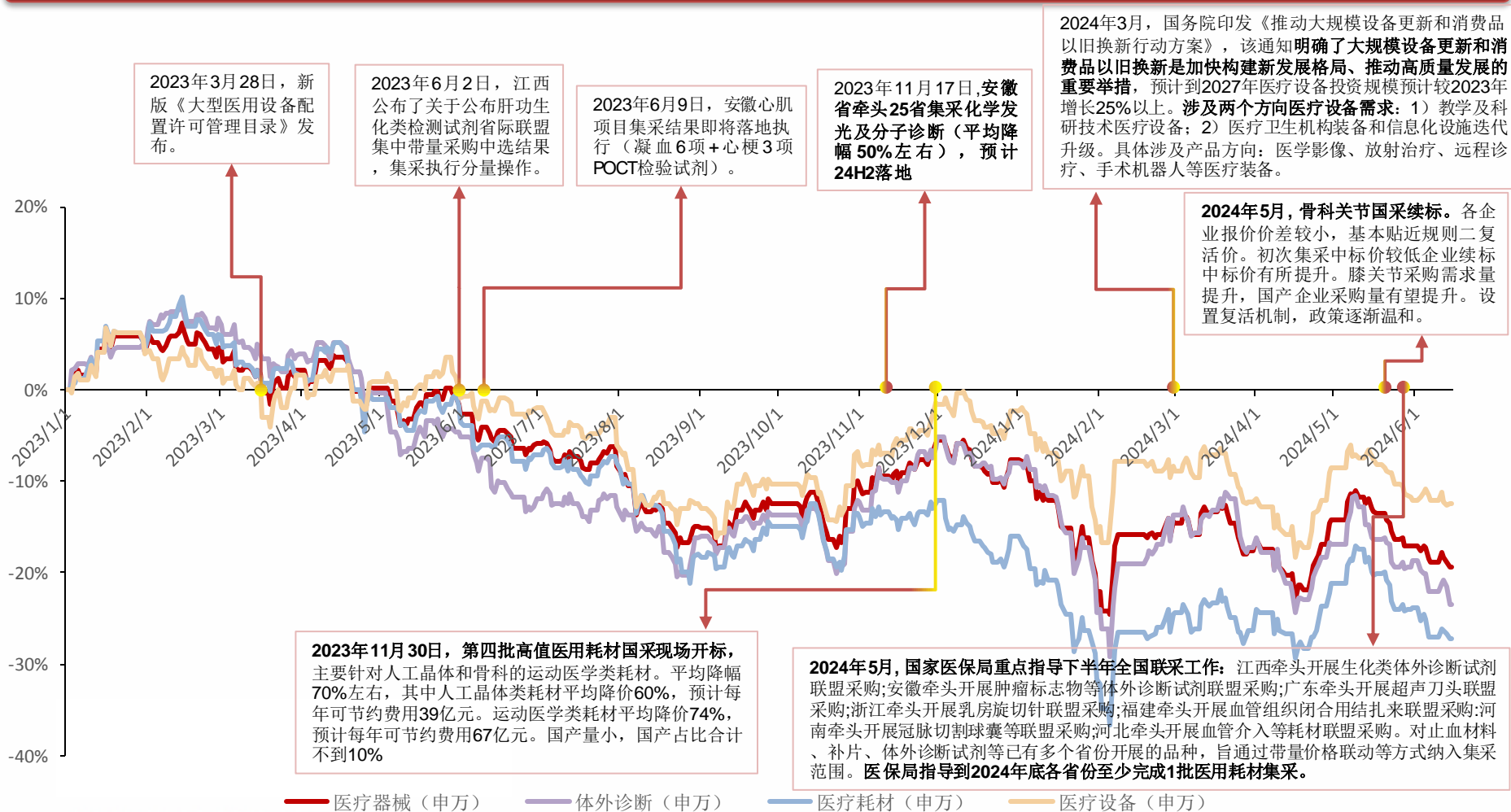
数据来源：wind，西南证券整理



# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

产业政策总览：2023年医疗设备板块表现相对较好，2024Q1IVD板块常规诊疗恢复，但仍有大套餐解绑压力

## 2023-2024年6月器械指数及产业政策复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 2023H1常规业务呈回暖态势，23H2医疗反腐导致收入及利润端承压

- 2023年报及2024一季报板块总结：**器械板块(73家样本公司，含科创板)2023年度收入1706亿元(-5.0%)，归母净利润340亿元(-14.4%)。剔除新冠相关业务数据，2023年器械板块收入1665亿元(+0.3%)，归母净利润335亿元(-7.0%)，主要系23年初疫情压制常规需求和医疗反腐导致设备入院招标流程有所迟缓，利润端可能受到22年因收到政府补贴导致基数较大。此外，高值耗材中骨科耗材受集采影响出厂价下降，导致业绩有所下滑。低值耗材中大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致。2024Q1板块收入432亿元(+0.9%)，归母净利润97亿元(+4.8%)
- 剔除疫情单季度看，**23Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入同比增速分别为+5.9%/+2.6%/-0.7%/-6.2%，23Q1由于疫情压制部分常规需求，23Q2增速放缓系受到22年同期高基数影响，23H2受同期高基数叠加医疗反腐影响，收入和净利润均有承压。

医疗器械板块2019-24Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	19A	20A	21A	22A	23A	24Q1
营收	1016	1370	1,550	1796	1,706	432
yoy	16.5%	34.9%	13.1%	15.9%	-5.0%	0.9%
归母净利润	181	315	340	397	340	97
yoy	26.7%	73.9%	8.0%	16.9%	-14.4%	4.8%
毛利率	55%	56%	55%	54%	56%	56%
净利率	34%	30%	31%	29%	33%	31%
销售费用率	19%	15%	16%	15%	17%	16%
管理费用率	7%	6%	7%	6%	7%	7%
财务费用率	0%	1%	0%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	8%	7%	8%	9%	10%	10%
剔除疫情后营收	986	1308	1470	1660	1665	421
yoy	16.3%	32.7%	12.4%	13.0%	0.3%	1.2%
剔除疫情后归母净利润	175	296	317	361	335	95
yoy	26.9%	68.7%	7.4%	13.6%	-7.0%	5.5%

医疗器械板块23Q1-24Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营收	428	449	406	423	432
yoy	-3.2%	-2.7%	-4.6%	-9.4%	0.9%
归母净利润	92	107	89	52	97
yoy	-13.7%	-1.4%	-20.9%	-25.4%	4.8%
毛利率	56%	56%	57%	55%	56%
净利率	22%	24%	22%	12%	22%
销售费用率	15%	17%	17%	20%	16%
管理费用率	7%	7%	7%	8%	7%
财务费用率	0%	-3%	0%	-1%	-1%
研发费用率	9%	10%	10%	11%	10%
剔除疫情后营收	415	439	398	412	421
yoy	5.9%	2.6%	-0.7%	-6.2%	1.2%
剔除疫情后归母净利润	90	105	88	53	95
yoy	-0.7%	6.0%	-16.6%	-20.0%	5.5%

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 24Q1设备板块院内招标延迟，业绩端略有影响

- 2023年收入按不同领域类别：设备收入824.4亿元(+8.9%)，归母净利润155.3亿元(-4.3%)；IVD收入435.3亿元(-20.3%)，归母净利润113.8亿元(-23.3%)；高耗收入262.4亿元(-5.3%)，归母净利润55.0亿元(-12.2%)；低耗收入181.8亿元(-14.9%)，归母净利润16.0亿元(-33.7%)。
- 单季度看，2023-2024Q1年设备单季度收入同比增速分别为+23%/+18%/+5%/-7%/-1.3%，IVD单季度收入同比增速分别为-32%/-23%/-14%/-9%/+9%，高耗单季度收入同比增速分别为+3%/-13%/-1%/-9%/+1%，低耗单季度收入同比增速分别为-5%/-17%/-14%/-23%/-9% IVD板块、高耗和低耗板块在23全年均有承压，系同期疫情高基数和集采影响。设备板块在23Q4增速转负，系受到医疗政策影响。IVD和高值耗材在24Q1转正，系23年疫情影响弱化，常规医疗需求复苏。

医疗器械板块2019-24Q1关键财务数据(累计)

(亿元)	19A	20A	21A	22A	23A	24Q1
<b>营收</b>						
<b>设备</b>	430.1	587.3	667.8	757.2	824.4	199.1
<b>YOY</b>	9.7%	36.5%	13.7%	13.4%	8.9%	-1.3%
<b>IVD</b>	280.1	345.8	421.8	546.0	435.2	118.3
<b>YOY</b>	19.5%	23.4%	22.0%	29.4%	-20.3%	9.1%
<b>高值耗材</b>	185.9	203.3	271.1	277.0	262.4	69.1
<b>YOY</b>	29.0%	9.4%	33.4%	2.2%	-5.3%	1.0%
<b>低值耗材</b>	116.4	232.2	187.2	213.7	181.8	45.1
<b>YOY</b>	18.4%	99.4%	-19.4%	14.2%	-14.9%	-8.5%
<b>归母净利润</b>						
<b>设备</b>	67.4	113.8	131.8	162.3	155.3	-
<b>YOY</b>	30.5%	68.9%	15.9%	23.1%	-4.3%	-
<b>IVD</b>	54.7	95.8	114.3	148.3	113.8	-
<b>YOY</b>	21.5%	75.1%	19.3%	29.8%	-23.3%	-
<b>高值耗材</b>	45.1	57.8	69.5	62.7	55.0	18.7
<b>YOY</b>	25.7%	28.1%	20.2%	-9.8%	-12.2%	5.2%
<b>低值耗材</b>	13.8	47.4	24.3	24.1	16.0	5.6
<b>YOY</b>	33.8%	242.7%	-48.7%	-1.0%	-33.7%	-11.8%

医疗器械板块23Q1-24Q1关键财务数据(单季度)

(亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
<b>营收</b>					
<b>设备</b>	201.7	234.3	187.7	200.8	199.1
<b>YOY</b>	22.9%	18.1%	4.6%	-6.8%	-1.3%
<b>IVD</b>	108.4	105.2	109.3	112.4	118.3
<b>YOY</b>	-31.5%	-23.0%	-14.0%	-9.4%	9.1%
<b>高值耗材</b>	68.4	65.0	65.1	64.0	69.1
<b>YOY</b>	3.1%	-12.9%	-1.2%	-8.9%	1.0%
<b>低值耗材</b>	49.2	43.5	43.4	45.7	45.1
<b>YOY</b>	-4.6%	-16.5%	-13.8%	-23.4%	-8.5%
<b>归母净利润</b>					
<b>设备</b>	-	-	-	-	-
<b>YOY</b>	-	-	-	-	-
<b>IVD</b>	-	-	-	-	-
<b>YOY</b>	-	-	-	-	-
<b>高值耗材</b>	17.8	15.2	15.3	6.7	18.7
<b>YOY</b>	0.0%	-19.0%	-5.9%	-31.7%	5.2%
<b>低值耗材</b>	6.4	4.8	4.3	0.4	5.6
<b>YOY</b>	-2.9%	-27.3%	1.3%	-93.3%	-11.8%

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 医疗反腐常态化：预计2024年7月步入常态化反腐，24H2预计招采环比逐步恢复

- 5月27日，国家十四部委联合发布《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》（以下简称《通知》）。
  - 《通知》的联合制定单位为国家卫生健康委、教育部、工业和信息化部、公安部、财政部、商务部、审计署、国务院国资委、税务总局、市场监管总局、国家医保局、国家中医药局、国家疾控局、国家药监局等全国纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风部际联席工作机制14部委。
  - 文件要求加大医药购销领域商业贿赂治理力度。以“站台式讲课”“餐桌式会议”等为切入点，坚持“风腐一体”治理以及实化细化医保基金使用监督管理的具体细则，完善医保法规体系。健全完善日常监督检查工作机制，压实各级监管职责。
- 为期1年的反腐专项行动即将进入尾声，医疗反腐逐渐趋于常态化且设备招采陆续放开
  - 医疗反腐对于行业持续良性创新发展具有明显推动作用，龙头企业研发实力强，产品竞争力出色，未来行业集中度将有望进一步向龙头集中。
  - 目前整体反腐态势趋于常态化，医疗设备招采陆续放开，无需过度悲观，建议当下提前布局底部有弹性的优质资产，医疗反腐改变节奏但不改变中长期总量需求。

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 重点关注超声设备板块招采恢复后的反弹

- 超声业务线受到23H2医疗反腐的影响国内收入端增速同比下滑明显，但国际业务线未见明显影响。
- 超声整体竞争格局较为稳定，讲究产品迭代。按照销售数量来看，国产化率约为60%（2022竞争格局：迈瑞36%，开立7%，飞依诺2.4%，华声1.9%，汕超1.9%，其他国产企业11%）。其中高端占比15%，中低端占比约为85%。
- 国产超声设备产业链布局并不完善，除了迈瑞、开立、汕超、祥生、理邦，华声等头部超声企业外，其余设备厂商并不能单独生产核心元件，所以不能为下游提供配件更换等服务，因此影响毛利率。

单位(百万元)：收入同比增量

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
迈瑞医疗		1450	1650	2123	3237	3773	3740	4862	5944	6525
yoy			13.8%	28.7%	52.5%	16.6%	-0.9%	30.0%	22.3%	9.8%
国内						1800	1870	2431	3086	3209
yoy							3.9%	<b>30.0%</b>	<b>26.9%</b>	<b>4.0%</b>
国外						2000	1979	2431	2858	3315
yoy							-1.1%	22.8%	17.6%	16.0%
开立医疗		622	639	872	1007	891	784	946	1080	1223
yoy			2.7%	36.4%	15.5%	-11.5%	-12.0%	20.6%	14.1%	13.3%
国内							384	416	478	502
yoy								<b>8.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>4.8%</b>
国外							400	530	601	721
yoy								32.5%	13.4%	20.0%
祥生医疗			167	272	327	370	333	398	381	484
yoy				62.7%	20.4%	13.1%	-9.9%	19.4%	-4.3%	27.0%
国内			42	68	81	77	57	50	78	59
yoy				<b>61.0%</b>	<b>19.1%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-25.6%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>55.6%</b>	<b>-23.7%</b>
国外			125	203	246	293	276	348	303	425
yoy				63.3%	20.8%	19.3%	-5.8%	26.1%	-12.8%	40.0%
理邦仪器	65	65	87	94	107	126	131	183	247	269
yoy		-0.6%	34.4%	7.4%	13.9%	17.9%	3.8%	40.1%	34.7%	9.1%
国内	16	16	22	23	29	34	37	51	72	81
yoy		-0.6%	34.4%	7.4%	23.0%	17.9%	7.6%	40.1%	39.5%	12.8%
国外	49	49	66	70	78	92	94	132	175	188
yoy		-0.6%	34.4%	7.4%	10.9%	17.9%	2.4%	40.1%	32.8%	7.5%

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理；注：注1：国内国外拆分数据为测算数据；注2：迈瑞统计口径为彩超业务线，国内外拆分数据仅为彩超部分国内外拆分情况；注3：理邦仪器国内外超声线拆分数据为测算数据，大致国内外收入3：7，历年比例波动不大。

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 软镜24H1有所承压，系渠道库存依旧维持较高水平以及反腐影响较大

- 根据澳华内镜披露的二季度业绩快报，软镜24H1依旧有所承压
  - 软镜有肠胃道检测及诊疗双重功能，随着目前基层肠胃镜检测渗透率的提升，肠胃道检测需求旺盛，行业持续扩容中
  - 行业目前国产化率10%左右，国产替代逻辑未变，随着国产软镜的操控感和稳定性的稳步提升，预计未来国产化率将持续扩大
- 单位(百万元)：收入同比增量

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2E	2024H1E
开立医疗	22	36	73	154	292	308	382	510	712	-	-	-
yoy		65.9%	102.6%	110.9%	89.2%	5.3%	24.1%	33.6%	39.6%	-	-	-
国内							286	400	580	-	-	-
yoy								39.9%	45.0%	-	-	-
国外							96	110	132	-	-	-
yoy								15.0%	20.0%	-	-	-
澳华内镜			130	156	298	263	347	445	678	169	180	349
yoy				19.5%	91.5%	-11.6%	31.8%	28.3%	<b>52.3%</b>	35.0%	10.0%	<b>22.0%</b>
国内			67	94	200	166	250	344	564	-	-	-
yoy				39.8%	112.8%	-16.9%	50.2%	37.8%	64.0%	-	-	-
国外			63	62	98	97	97	101	114	-	-	-
yoy				-2.2%	58.9%	-0.9%	0.5%	3.9%	12.6%	-	-	-

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 硬镜收入端重点公司趋势分析

- 硬镜整体国产替代逻辑未变，迈瑞、开立、海泰等公司的硬镜业务稳步开展。
- 海泰新光受到美国史塞克订单影响较大，史塞克23H2对上游镜体短期需求的减少导致公司发货减慢，因此在手订单交付及确认收入进程也有所放缓。

单位(百万元)：收入同比增量

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
迈瑞医疗				230	195	195	332	527	696
yoy					-15.2%	0.0%	70.0%	59.0%	32.0%
开立医疗							26	56	71
yoy								117.0%	25.8%
国内									65
yoy									
国外									6
yoy									
海泰新光	42	123	138	143	185	202	228	366	335
yoy		194.6%	12.7%	3.6%	29.2%	9.3%	12.6%	60.8%	-8.5%
国内							11	26	41
yoy								128.6%	60.9%
国外	42	123	138	143	185	202	217	341	294
yoy		194.6%	12.7%	3.6%	29.2%	9.3%	7.0%	57.3%	-13.7%

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

“以旧换新”行动方案即将落地，政府采购医疗设备需求有望释放

以旧换新时间线梳理：预计24H2起逐步落地，设备重磅利好将延续至2027年

时间	文件/事件	要点
2024年3月1日	李强主持召开国务院常务会议，审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	旨在有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。医疗是七大板块之一。
3月5日	国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年财政赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，一般公共预算支出规模28.5万亿元。	<ul style="list-style-type: none"><li>□ 拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。</li><li>□ 从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元超长期特别国债。</li><li>□ 预测会利好临床诊疗、检验、重症、康复，还有一些科研转化项目相关的医疗设备购置。</li></ul>
3月7日	国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动大规模设备更新和消费品以旧换新是加快构建新发展格局、推动高质量发展的重要举措，将有力促进投资和消费，既利当前、更利长远。到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
3月8日	湖北省响应，发布《发关报送卫生健康领域设备更新项目的紧急通知》	<ul style="list-style-type: none"><li>□ 鼓励AI技术在医疗设备上的使用</li><li>□ 产品维度利好：诊疗方面的、检验学IVD、放射学、病理学都涵盖。还有重症里面的POC、监护仪。还有康复科，术后和理疗设备。以上这些设备各个等级的医院都会有需求。另外还包括科研转化项目（大部分集中在三级医院）。</li><li>□ 国债补贴方面的利好：在超声、CT、MR、病理这几个方面，AI是国家大力发展的一个高新技术。医院在设备更新换代的时候，需要向带有AI系统的影像设备这个方向进行升级，例如检验科，AI设备的引入（全自动的流水线和AI辅助诊断软件）是设备以旧换新的方向。</li></ul>
6月25日	财政部、发改委、中国人民银行、和金融监管总局联合发布《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》	用贴息贷款来支持经营主体的出资比例，具体落实到工业、交运、农业。暂未涉及医疗设备。
截至Q2	-	<ul style="list-style-type: none"><li>□ 地方响应中央——有30+省、自治区、直辖市发布了推动大规模设备更新的具体行动方案。</li><li>□ 24Q1第一轮设备需求摸排工作已完成，需求预计超过1300亿，24H2开始陆续落地</li><li>□ 消费额来看，中高端产品占比预计比低端产品高</li><li>□ 设备类总需求和医院端总患者人群需求相关，反腐政策以及以旧换新只会改变采购的节奏，总量不会变。前期反腐压制、24H2资金配套叠加下半年本就采购高峰，预计需求有所释放。</li><li>□ 预计力度大于23年财政贴息贷款</li></ul>



# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 中央财政联动地方政府，多地发布“以旧换新”可行性研究报告

- 30+省、自治区、直辖市发布了推动大规模设备更新的具体行动方案
- 设备以旧换新政策自上而下出台，财政支持进一步激发更新动力。医疗设备更新具有周期长、投入高、采购涉及环节领域复杂的特点，需要政策加以激励。地方政府根据本地区实际和财力情况，积极出台支持政策，协同中央财政的资金投入，合力推动大规模设备更新。

### 部分省市以旧换新政策要求

省市	时间	以旧换新政策总投资规模	具体到医疗领域要点
全国	2024.3.6	初步估算，重点领域设备年投资规模预计超过5万亿	-
江苏	2024.4.2	2024年全省设备更新需求达9000亿	到2027年力争更新医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施24万台（套）
浙江	2024.4.2	-	开展以县级为重点的医疗装备更新，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100% 绍兴市：到2027年，医疗设备更新累计投资10亿元以上
湖北	2024.4.18	累计储备项目2338个，总投资8118亿元	力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台（套），改造病床1万个
山东德州	2024.4.23	初步确定储备项目205个，总投资688.84亿元。其中105个项目拟于2024年底前开工	-
广东	2024.4.23	-	2024年更新医疗卫生机构医疗影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备0.6万台；到2027年底，更新以上设备超过2万台。
重庆	2024.4.26	-	到2027年，全市累计更新各类医疗设备5.35万台，更新信息化设施设备5.32万台，通用设备数量较2023年增长25%以上
湖南省	2024.5.7	设备总投资超2300亿元	-
贵州	2024.5.8	项目共计301个，总投资539.82亿元	-
宁夏	2024.5.9	全区已有166家企业计划实施205个技术改造项目，总投资达254亿元（再贷款需求109亿元）	-
福建福州	2024.5.13	到2027年实施亿元以上重点技术改造项目450个，总投资2000亿元以上	到2027年，更新及新增医疗装备1万台（套）
黑龙江大庆	2024.5.21	更新7大重点领域设备8333台(套)，计划总投资87.9亿元	-

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 以旧换新涉及品类：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、教学及科研技术等医疗设备

### □ 大规模以旧换新政策落地对需求提振及产业结构化升级具有重要意义

- 3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，该通知明确了大规模设备更新和消费品以旧换新是加快构建新发展格局、推动高质量发展的重要举措，预计到**2027年医疗设备投资规模预计较2023年增长25%以上**。
- 涉及两个方向医疗设备需求：1) 教学及科研技术医疗设备；2) 医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。具体涉及产品方向：医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备。
- 此外，通知还明确了此次会加大财政政策力度。把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围，坚持中央财政和地方政府联动支持。
- 医疗设备具有固定更新周期、技术迭代和功能升级需求等特点，在政策支持下医疗设备，尤其是低国产化率赛道有望能加速国产升级，医疗设备或迎来继医疗新基建、贴息政策后的新一波需求释放高峰。
- **以旧换新政策有望在2024H2开始批量落地，对相关器械公司的利好预计持续到2027年。**

医疗设备更新周期

设备类型	折旧时间/年	具体品种	相关标的
高压氧舱	10	-	-
病房护理设备	10	病床、推车、婴儿暖箱、通讯设备	海尔生物、戴维医疗
高能射线设备	8	直线、感应、回旋、正电子加速器	联影医疗、新华医疗
光学仪器及窥镜	6	验光仪、裂隙灯、手术显微镜、内窥镜	开立医疗、澳华内镜、海泰新光
医用超声仪器	6	A超、B超、M超、UCT、超声净化设备	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗
医用磁共振设备	6	永磁型、超导型、常导型	联影医疗、东软医疗、万东医疗
医用X线设备	6	普通X线机、CT、造影机、数字减影机、X光刀	迈瑞医疗、联影医疗、东软医疗、万东医疗、奕瑞科技
医用核素设备	6	核素扫描仪、SPECT、钴60机	-
消毒设备	6	各类消毒柜、洗刷机、冲洗机	新华医疗
医用电子仪器	5	心、脑、肌电图、监护仪器、起搏器等	迈瑞医疗、理邦仪器、康泰医学、宝莱特
物理治疗及体疗设备	5	电疗、水疗、光疗、体疗、蜡疗、热疗等	伟思医疗、麦澜德、翔宇医疗
生化分析仪	5	电泳仪、色谱仪、自动生化分析仪	阳普医疗、迪瑞医疗
体外循环设备	5	人工心肺机、透析机	山外山，三鑫医疗
手术急救设备	5	手术台、麻醉机、呼吸机、吸引器	迈瑞医疗、美好医疗、怡和嘉业、东星医疗

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

**以旧换新资金来源：中央财政支持+地方财政+院端自筹资金，保障政策落地推行**

## □ 资金来自超中央财政支持+地方财政支持/院内自筹资金

- 根据超长期特别国债投向领域，涉及医疗等多个行业
- 政府工作报告提出，从24年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，24年先发行1万亿元。
- 超长期特别国债已完成两期发行，5月17日400亿元首期30年超长期特别国债亮相，完成招标发行，市场认购热情高涨。首期债券发行，开启了超长期特别国债发行序幕。
- 继30年期特别国债首发后，5月24日20年期特别国债顺利首发。50年期特别国债则将于6月14日首发。
- 在发行方式上，24年发行的超长期特别国债均采用市场化方式，全部面向记账式国债承销团成员公开招标发行。
- **医疗设备以旧换新领域，预计各地方的中央配套资金30-50%，对地方资金较少的，会适当加大中央资金配套力度**

## □ 在工业、交运、农业领域，6月5日财政部、发改委、中国人民银行、和金融监管总局联合发布《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》

- **明确了贴息标准：**贴息标准。银行向经营主体发放的贷款符合再贷款报销条件的，中央财政对经营主体的银行贷款本金贴息1个百分点。按照相关贷款资金划付供应商账户之日起予以贴息，贴息期限不超过2年。
- **明确了期限条件：**在《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》（国发〔2024〕7号）印发之日（2024年3月7日）至2024年12月31日期间，经营主体签订贷款合同、设备购置或更新改造服务采购合同，且相关贷款资金发放至经营主体并划付供应商账户的，可享受贴息政策。结合中国人民银行设备更新相关再贷款额度使用情况，可视情延长政策实施期限。
- **暂未提及医疗设备方面的贴息政策，但不排除后续在地方财政缺少的情况下，会给予贴息贷款让院端自筹补齐以旧换新资金需求。**
- **由于设备更新的资金预计在2024H2陆续到位，部分医院上半年的采购需求有所延后**

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 24年以旧换新政策优于23年财政贴息贷款：量级大于贴息贷款，政府直接补贴更好释放需求

### □ 财政贴息贷款23年落地体量不及预期

- **政策背景**：中央财政对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，贴息2.5个百分点，期限2年。政策要求2022年12月31日前签订贷款协议且支付设备采购首批贷款（不低于总货值的20%）的贷款主体可自主向贷款金融机构申请贴息贷款。
- **地方响应**：部分省份如四川、浙江等发展和改革委员会积极开展工作。
- **政策意义**：刺激内需，关注基层和县级医疗。
- **根据中国医疗器械行业协会数据，22年底预计有2000亿落地医疗。根据后续跟踪和调研，实际23年落地约1200亿，95%在23年释放，分配到影像设备行业约120-130亿（中标价口径）。**

### □ 落实不及预期的原因：

- **医院资金需求与实际采购能力不匹配**：一些医院可能由于自身经营状况不佳，设备利用率不高，导致对设备更新改造的需求并不大，因此对贴息贷款政策的响应不够积极
- **政策执行进度存在差异**：国家卫健委跟发改委只是做推荐，推荐项目到地方商业银行做筛选。但商业银行对疫情结束时间预判和实际有出入，出于风控考虑，收紧放贷，对医院的现金流要求很严格。如果公立医院资产负债率超过75%，民营医院资产负债率超过50%，一律拒贷，所以最终整个贷款计划未完全执行
- **医院收入压力与政府财政压力**：疫情期间，医院收入受到影响，同时政府财政压力加大，这影响了设备采购资金的来源，进而影响了贴息贷款政策的落地效果。

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

新版配置证：受反腐影响略有递延，预计24H2起大型医疗设备加速招标放量

□ 2023年3月3日，国家卫健委颁布《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》

- 大型医用设备兜底条款提高2kw价格限额：甲类大型医用设备价格限额调增为5000万元，乙类调增为3000~5000万元。
- 管理品目数量减少：相比2018年版目录，管理品目由10个调整为6个，如64排及以上CT、1.5T及以上MR调出目录，医疗机构采购不再受配置证限制。

## 大型医用设备配置许可管理目录对比

		2005年	2018年	2023年
甲类	产品	/	重离子放射治疗系统	重离子质子放射治疗系统
		质子治疗系统	质子治疗系统	
		Cyber Knife	高端放射治疗设备，包括Cyber Knife、Tomo HD和HAD型号、Edge和Versa HD等型号直线加速器	高端放射治疗设备，包括磁共振引导放射治疗系统、X线立体定向放射治疗系统
		Tomo Theryp		
		γ刀		
		True Beam, TrueBeam STX型医用直线加速器		
		Axesse型医用直线加速器		
		MM50	/	/
		PET/MR	PET/MR	/
		PET/CT	/	/
内窥镜手术器械控制系统	/	/		
306通道脑磁图	/	/		
采购价格	大于500万元	大于3000万元	大于5000万元	
乙类	产品	CT	64排及以上CT	/
		MRI	1.5T及以上MR	/
		DSA	/	/
		SPECT	/	/
		医用直线加速器LA	直线加速器（含X刀）	常规放射治疗设备（包括LA、Tomo、γ刀）
		/	γ刀（包含用于头部、体部和全身）	
		/	/	PET/MR
		/	PET/CT（含CT）	PET/CT（含CT）
/	内窥镜手术器械控制系统	腹腔镜内窥镜手术系统		
采购价格	/	1000~3000万元	3000~5000万元	

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

新版配置证：受反腐影响略有递延，预计24H2起大型医疗设备加速招标放量

□ 2023年6月29日，国家卫健委发布《“十四五”大型医用设备配置规划》

- “十四五”期间，全国规划配置大型医用设备3645台，其中甲类新增规划数117台，乙类新增规划数3528台。高端医疗设备需求量提高将促进供给侧产业链发展升级，推动高端医疗设备制造业发展，提升高端医疗科技创新能力，尤其是国产大型医用设备产业将在需求扩容和国产扶持的双重政策加持下进入发展快车道。
- **管理目录和配置规划两大政策分工明确，提升整体医疗服务水平。** 1) 管理目录放宽引导优质医疗资源下沉：管理目录品目缩减放宽、以高端医学影像诊断设备为代表（CT、MR）的大型医用设备划出目录、监管配置金额门槛上升，将引导所释放的医疗资源下沉基层，提升医疗卫生服务的可及性，缩小区域之间资源配置差异。2) 配置规划数量提高助力高端医疗建设：高端设备入院将促进国家医疗中心、区域医疗中心和高水平医院的持续发展，拔高尖端医疗水平，提升疑难疾病攻关能力，提高医疗服务水平的上限。

十四五大型医用设备配置规划（台）

甲类					乙类				
设备/台	原数量	“十四五”规划数	规划总数	规划新增比例	设备/台	原数量	“十四五”规划数	规划总数	规划新增比例
重离子质子放射治疗系统	19	41	60	215.8%	PET/MR	69	141	210	204.4%
高端放射治疗设备	49	76	125	155.1%	PET/CT	807	860	1667	106.6%
					腹腔内窥镜手术系统	260	559	819	215%
					常规放射治疗类设备	3365	1968	5333	58.5%
合计	68	117	185	172.1%	合计	4501	3528	8029	78.4%

# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 欧盟启动IPI调查，对国内医疗器械厂商影响有限

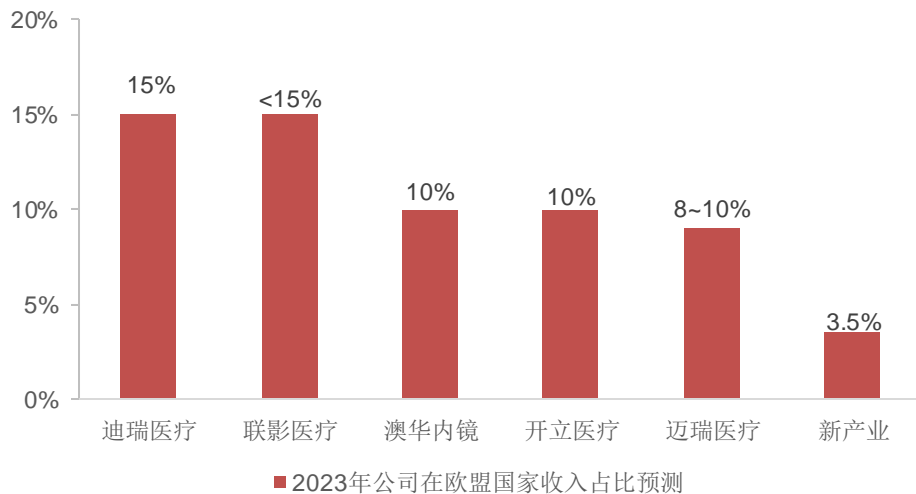
□ 2024年4月15日，据彭博新闻稿提及，欧盟首次采用《国际采购工具》（International Procurement Instrument, IPI），启动对中国医疗设备采购的调查，可能限制中国商品、服务或运营商参与欧盟公共采购程序。IPI于2022年生效，主要用于在与第三国谈判中争取公共采购市场的互惠开放提供杠杆。整体来看，欧盟启动IPI调查我国医疗器械事件影响有限，主要原因：

- 1) 国内供应商包括“国产品牌”和“国际品牌”；
- 2) IPI措施试用场所有限，需要达到触发条件：IPI措施仅适用于预估价值达到欧委会确定的门槛的公共采购程序；
- 3) 国产公司欧洲销售收入占比小，渠道多元化，能进一步分散政策的不利影响。

### IPI使用范围有限

项目类型	触发IPI工具启动的金额门槛
工程和特许经营权	预估价值等于或大于 <b>1500万欧元</b> (扣除增值税后)
商品或服务	预估价值等于或大于 <b>500万欧元</b> (扣除增值税后)

### 国内主要医疗器械企业欧盟销售占比



# 医疗设备：三重利好释放医疗设备采购需求

## 医疗设备：叠加去年同期医疗反腐低基数，24Q4以旧换新有望刺激设备更新换购需求

- 影像设备：国内24H2将迎来医疗设备以旧换新政策提振，国际出海业务逻辑不断兑现。** 23H1国家卫健委对配置证放开政策，意味着各级医疗机构对高端和超高端的磁共振和CT的采购需求会被进一步激发和释放，因此自23Q4开始相应产品有需求提振。23/7月开始医疗反腐对超声国内市场的招标采购较大影响较大，后续随着反腐的常态化进行，预计需求将逐步回暖。考虑到海外市场占全球80%比重，随着国产品牌技术突破和产品升级，海外市场逐渐成为战略重心。伴随着高端化智能化升级，海外市场快速拓展。此外，“一带一路”机遇亦引领医疗器械出口市场增长。展望未来，预计24H2开始医疗设备以旧换新政策将会驱动影像设备需求，截至24Q1各级医院设备以旧换新需求摸排工作已完成，重点关注政策落地实施节奏。高端影像领域建议关注：**联影医疗、迈瑞医疗**。
- 家用设备：精细化健康管理需求不断释放，家用设备发展势头旺盛。** 家用医疗设备主要指在院外使用、以检测、治疗、保健为目的的医疗设备，常见的医疗设备包括血糖仪、血压计、呼吸机等。中国人均可支配收入的增长、居民保健意识的提升和慢病市场的不断扩大，都将刺激家用医疗设备需求释放，2021年中国家用医疗设备市场规模预计达到1025亿元。2023年板块实现收入182.3亿元(+8.6%)，归母净利润35.8亿元(+16.3%)，主要系CGM和呼吸机等家用设备业绩稳健增长。家用设备领域建议关注：家用呼吸机设备(**怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗**)、CGM(**三诺生物**)。
- 内窥镜设备：行业稳健增长，技术逐步赶超进口加速国产替代进程。** 根据西南搭建量价模型测算\*，2030年中国硬镜、软镜的整机市场均有望超过120亿元。硬镜技术上趋于4K+荧光+3D多模态融合，软镜技术更加注重操控性、耐用性、稳定性以及AI的融合。硬镜领域关注国产硬镜龙头**迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，历年维持15%以上增长，奥林巴斯、富士胶片、宾得占据中国85%以上，国产软镜龙头**开立医疗、澳华内镜**有望突围。
- 康复设备：康复医疗政策密集出台，疫后需求反弹。** 2021-2023年国家出台多部康复医疗利好文件，大力推进康复医院和设施建设，2023年5月国家中医药管理局、国家卫生健康委联合印发《关于开展全面提升医疗质量行动（2023-2025年）的通知》，其中在2023-2025年各省行动效果监测指标体系中，将提高“早期康复介入率”纳入医疗行为质量的考核范围。

医疗设备领域2023和24Q1板块财务数据

领域	细分	收入(亿元)		收入增速		归母净利润(亿元)		利润增速		毛利率		净利率	
		23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1
医疗设备	影像	301.8	74.0	13.9%	5.0%	50.7	12.7	15.9%	6.1%	46.2%	46.2%	16.3%	17.2%
	家用设备	182.3	47.7	8.6%	-8.6%	35.8	9.6	16.3%	-17.5%	48.7%	48.8%	19.6%	20.2%
	生命信息与支持	171.9	39.6	13.5%	0.9%	48.0	10.9	12.8%	-2.9%	65.7%	65.3%	27.9%	27.6%
	内窥镜产业链	25.9	6.0	15.7%	-3.9%	6.0	1.4	8.6%	-25.8%	68.4%	68.4%	23.2%	23.2%
	康复	15.5	3.6	30.4%	3.8%	4.5	1.0	32.8%	-3.2%	70.1%	70.7%	29.3%	26.9%
	其他医用设备	127.1	28.2	-8.4%	-6.0%	10.3	1.5	-71.6%	-48.8%	51.8%	51.3%	8.1%	5.4%
	合计	824.4	199.1	8.9%	-1.3%	155.3	37.2	-4.3%	-8.8%	52.8%	52.4%	18.7%	18.7%



# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

## IVD集采常态化下，国产替代迎来契机

- 2023年12月，江西省牵头的生化诊断试剂集采和安徽省牵头的免疫+分子诊断试剂集采中选结果出炉，平均降幅分别为77%和54%。
- **生化诊断试剂降幅较高，降价为主要逻辑。**生化诊断属于开放性系统，市场成熟且竞争玩家较多，降幅范围在60~80%，按降幅排名，比例为60%中选，相关厂家需要采取“以旧换量”策略。已集采品种包括肝功能、肾功能检测试剂，2024年将继续扩大集采品类。
- **免疫诊断试剂设置保底降幅，利于国产龙头。**免疫诊断属于封闭式系统，不同品类仍有质量和技术差异，国产化率偏低，此次集采设置保底降幅，降幅超过50%即可中选，国产龙头在利润端具有优势，有望借助集采实现装机入院，利好国产替代。2024年集采品类将扩充肿瘤标志物等其他品种。
- 生化肾功能集采已于24.7落地，发光集采预计在24H2落地，对相关厂商业绩暂未造成显著影响，建议持续关注**在控费、产品类型、质量、流水线等具有优势的IVD企业（新产业、迈瑞医疗、普门科技、安图生物）。**

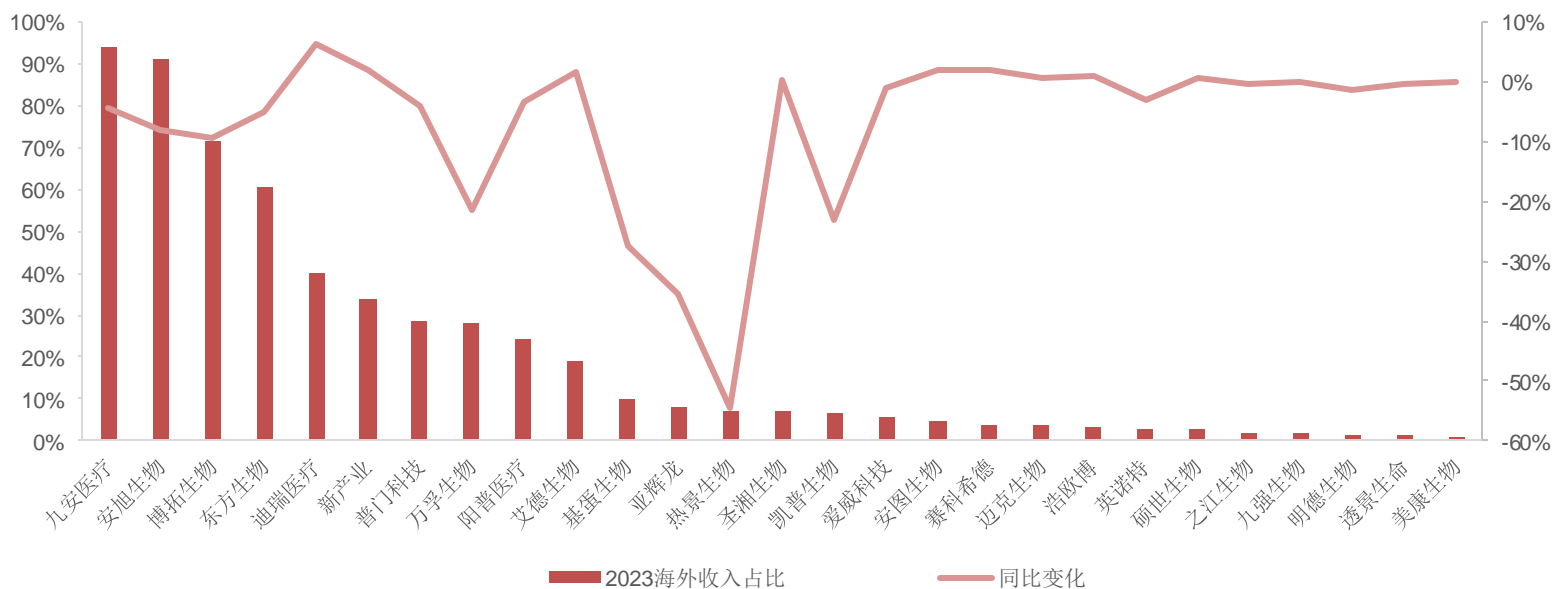
### 国内IVD集采大事件

涉及省份	细分领域	相关项目	政策落地执行情况	平均降幅	参与厂家
安徽	化学发光试剂	包括肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物、降钙素原共计23个试剂项目	2021.8发布集采公告和议价结果，2021.11执行	47.0%	19家约谈，13家参与谈判，12家中选。按品类分为A、B组
江西省际联盟	生化试剂	包括总蛋白、白蛋白、血氧等26个肝功能检测品种	2022.11发布采购文件，2023.5发布中选结果，2023.7执行	68.6%	166家参与报价，131中选
安徽	凝血试剂 心梗POCT	凝血产品：包括凝血酶原时间PT，凝血酶时间TT，活化部分凝血活酶时间APTT共6个。	2022.11开展项目申报，2023.1公示中选结果，2023.7执行	40.2%	22家参与报价，16家中选
		心梗产品（POCT检测）：肌红蛋白、肌钙蛋白、肌酸激酶同工酶共3个项目。		57.4%	26家参与报价，17家中选
江西省际联盟	生化试剂	16项肾功能，13项心肌酶	2023.9发布征求意见稿，2023.12公式中选结果，2024.7执行	77%	210家参与报价，192家中选
安徽省际联盟	免疫试剂 分子试剂	性激素6项、糖代谢2项、传染病8项（酶免+发光）、HCG 分子诊断：HPV	2023.10发布征求意见稿，2023.12公式中选结果，预计24H2执行	53.9%	161家参与报价

# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

## IVD的国际化之路：新冠检测催生出海契机，出口带来IVD厂商第二增长曲线

- 新冠疫情以来，IVD公司不管是新冠检测产品（核酸、抗原）还是常规试剂（如发光），海外渠道实现大幅扩张。2022年热景生物、亚辉龙、基蛋生物、万孚生物、凯普生物等海外收入占比高主要因新冠产品贡献较大，随着新冠检测需求下降，2023年海外收入占比同比22年下滑较大，但相比2019年仍有所提高，各厂商的海外渠道因疫情得到扩张。
- 目前IVD出海难度较大，不同层级市场表现不一。在发达市场，国产在POCT、新冠检测等领域能够进入部分国家，而在实验室检测领域比较难进入，主要在于不能提供有竞争力的TLA流水线产品，未来随着技术和渠道突破，有望切入发达国家，当前看时机未到。在发展中国家，靠经销商模式能够逐渐切入，且近年来表现较好。

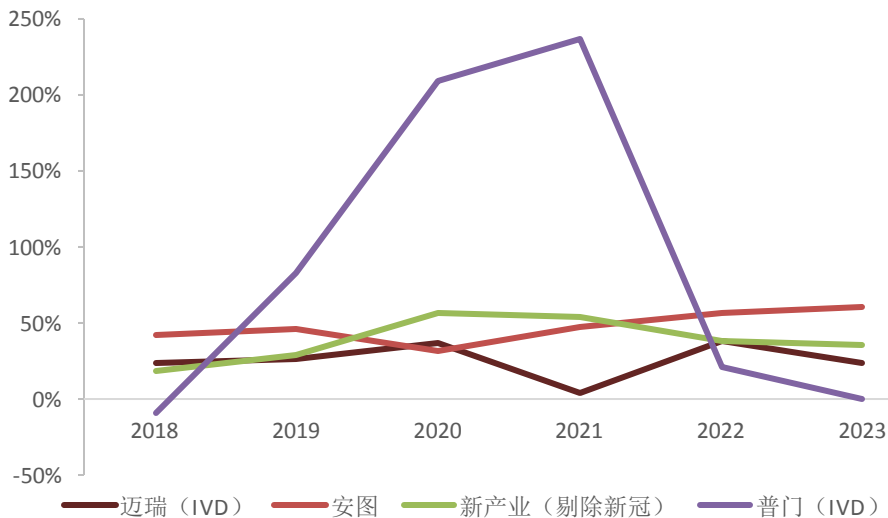


# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

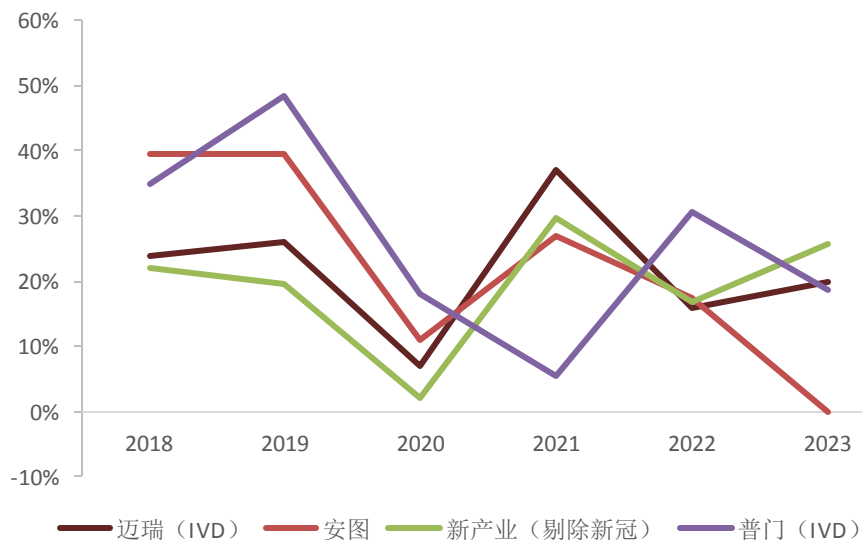
## IVD的国际化之路：新冠检测催生出海契机，出口带来IVD厂商第二增长曲线

- IVD龙头厂商对出海布局日渐重视，且基数小，海外收入增速快于国内。迈瑞医疗通过其他优势项目已在海外建立了良好的口碑和客户基础，且先后并购Hytest、DiaSys加速全球化供应链建设。2023年海外端约占IVD业务1/3，同比增速20%~25%。**新产业**已在海外设立10家子公司，通过长期本地化经营培养海外影响力，正处于量变转化为质变的关键期，23年海外收入占比约为1/3（剔除新冠），增速超过35%。**普门科技**通过建立海外子公司和与欧美日等大OEM/ODM合作双轮驱动海外市场增长，23年海外端约占IVD收入40%，收入基本持平（有疫情产品影响）。**安图生物**正在加快国际市场布局，23年海外收入占比不到5%，但增速超过60%，未来海外占比有望持续提高。

### IVD海外业务收入增速预测



### IVD国内业务收入增速预测

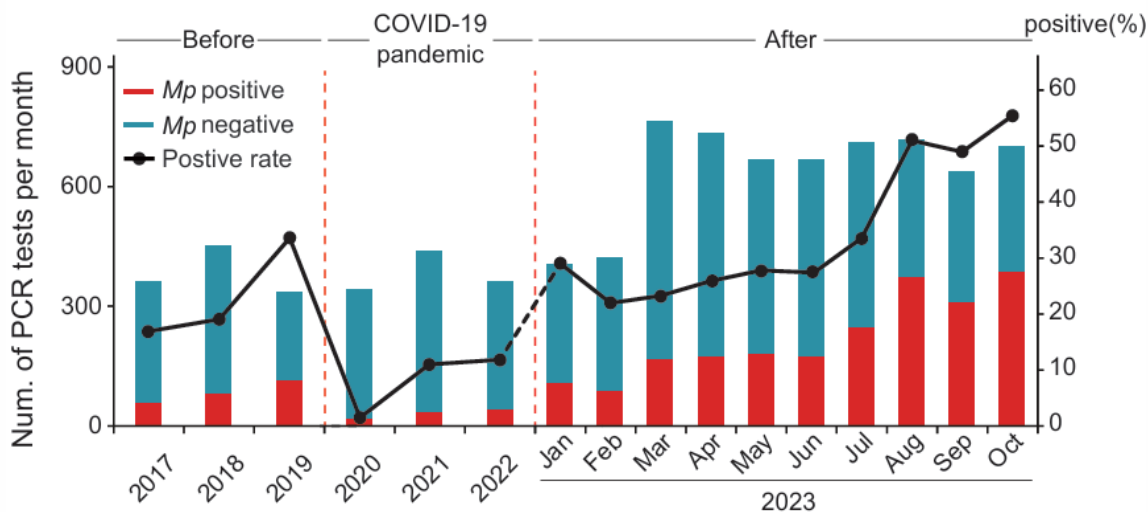


# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

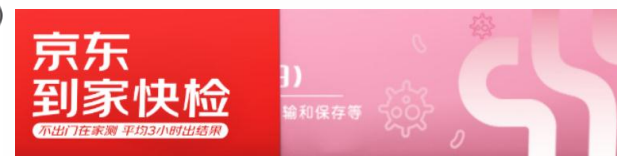
## 呼吸道病原体叠加流行，多重、居家检测产品需求旺盛

- **呼吸道高发季，病原体诊断助力精准用药。** 23Q4以来，国内多地进入呼吸道疾病高发期，且呈现流感、肺炎支原体、新冠病毒、合胞病毒等多种病原体共同或交替的流行态势，婴幼儿、孕妇、老年人和慢性疾病疾病人群易感。合理开展传染病和常见感染性疾病病原学检测项目，对辅助感染防控和临床诊疗工作，缩短患者治疗周期，避免抗生素的滥用具有重要意义。
- **多重、居家联检产品需求增加。** 目前呼吸道以院内检测为主，**多重联合检测**能在单次检测内实现多种病原体诊断或排除，时效性高，可满足院内临床快速准确的需求。在院外市场，**居家型联检产品**需求快速增长：多个IVD厂商已在电商平台推出健康检测服务，（如华大基因、金域医学、迪安诊断、圣湘生物等），检测项目涵盖呼吸道病原体、过敏原、HPV、基因筛查等，实现“线上下单，在线查看结果”的居家检测。未来，居家型健康检测或将成为IVD新趋势。

### 7M23后肺炎支原体感染阳性率明显上升



### 呼吸道多重联检和居家送检产品



# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

## 呼吸道检测竞争加剧，增项和出海成为开发两大热点方向

- 国内呼吸道多联检产品设计热点主要为增项、选项和亚型区分，通常以甲/乙流感病毒检测为基础，在常见呼吸道病原体中选择部分类别或者亚型作为增项，增项部分往往成为竞争要点（23H2的流行病株为流感和支原体）。相关标的包括：**圣湘生物、英诺特、安图生物**。
- 呼吸道联检产品助力开拓海外市场。美国为应对高发的季节性呼吸道传染病，2024年至今已有7家IVD厂商经FDA EUA（应急使用授权）获批呼吸道三联检产品（甲流、乙流和新冠）。呼吸道检测是新冠试剂的衍生业务，疫情期间已获得海外新冠批件的IVD厂商可以借力已有海外渠道和市场，进一步开拓海外欧美市场。相关标的包括：**万孚生物、九安医疗、华大基因**等。

### 国内已获批呼吸道联检产品

公司	获批NMPA时间	原理	检测呼吸道病原体数量/种
QuidelOrtho	2010.6	免疫荧光	7
中帜生物	2015.8	双扩增法	7
博晖创新	2015.10	免疫荧光	4
英诺特	2016.10	胶体金法	5
海尔施基因	2018.11	荧光PCR-毛细管电泳	13
赛沛（丹纳赫）	2019.8	实时荧光PCR	3
卓诚惠生	2021.1	PCR荧光探针法	6
圣湘生物	2021.4	PCR-荧光探针法	6
伯杰医疗	2021.7	荧光PCR法	6
安图生物	2022.10	PCR-荧光探针法	3
康华生物	2024.4	胶体金法	7

### 部分国产呼吸道联检产品出海情况

公司	获批类型	获批时间	检测病原体类型
博晖创新	CE	2022.4	6种
仁度生物		2022.5	甲流、乙流、RSV
华大基因		2022.7	6种、18种
万孚生物	FDA EUA	2024.4.19	甲流、乙流、新冠
华迈兴微		2024.5.8	
九安医疗		2024.5.31	
东方生物		2024.6.10	

# IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复

## IVD：集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。

- IVD集采共识形成，在进口替代和出海逻辑下行业有望迎来估值修复。** IVD分为生化、免疫、分子、POCT等诊断方法，IVD板块公司通常涵盖多种诊断方法，以提供全面的检测解决方案，提高行业竞争力。迈瑞IVD单拆后，23年收入435.2亿元(-20.3%)，归母净利润113.8亿元(-23.3%)。24Q1收入118.3亿元(+9.1%)，归母净利润35.3亿元(+28.8%)。板块业绩有所承压，主要系去年同期新冠产品销售基数较高所致。化学发光、生化、POCT试剂陆续进入集采，利好国产替代，龙头效应明显。随着国产设备和试剂产品技术不断提高，海外市场尤其是发展中国家得到有效拓展，IVD板块业绩有望实现国内+海外持续增长。IVD板块建议关注：**迈瑞医疗、安图生物、新产业、普门科技**。
- 免疫诊断：免疫诊断是国内IVD最大的细分赛道，2023年实现营收273.3亿元(+2.1%)。** 1) **集采利好国产龙头替代：**安徽省牵头化学发光带量采购实施，从2021年安徽省化学发光带量采购试点结果看，国产试剂具有价格优势，集采后市场份额明显提升。23Q4进行省际联盟带量采购工作，化学发光企业有望进一步提高国产渗透率。2) 考虑到海外尤其是发展中国家对中高速发光设备的需求，中高速设备装机带动长期试剂收入增量，**出海有望成为企业的第二条成长曲线**。
- 生化诊断：江西省牵头生化诊断试剂带量集采，企业实现“以价换量”。** 1) 2022年底肝功能生化试剂带量集采，平均降幅为68.6%，国产品牌份额占比提升，23年7月开始对集采产品实施“技耗分离”收费。2023H2继续开展肾功、心肌酶生化试剂集采工作，集采覆盖的生化试剂市场体量合计达70%，预期规则和降价幅度可参考肝功集采结果。2) 肾功试剂集采在23Q4开启，生化诊断企业即将迎来新一轮的以价换量热潮。九强生物在23年9月实施新一轮股权激励方案，有望推动公司未来持续发展。
- POCT：新冠业务收入急速下滑，常规业务稳步增长。** 万孚生物2023年收入27.7亿元(-51.3%)，归母净利润4.9亿元(-59.3%)。24Q1实现收入8.6亿元(+3.5%)，归母净利润2.2亿元(+7.2%)，24q1毛利率提升得益于高毛利常规业务占比提升、生产自动化降本、以及规模效应。此外，此外一季度呼吸道产品的销售增长也贡献了利润增长。
- 分子诊断：新冠业务收入急速下滑，常规业务稳步增长。** 23Q4执行的安徽省际联盟IVD试剂集采工作中将HPV核酸检测纳入集采范围，除去新冠核酸检测试剂，HPV为首个纳入集采范围的分子诊断试剂品类，分子诊断厂商有望借助集采东风迎来快速放量。

IVD 领域2023和24Q1板块财务数据

领域	细分	收入(亿元)		收入增速		归母净利润(亿元)		利润增速		毛利率		净利率	
		23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1
IVD	免疫	273.3	73.6	2.1%	9.4%	89.1	25.7	7.8%	34.3%	64.4%	65.2%	33.1%	34.9%
	POCT	53.1	16.4	-49.6%	8.0%	8.6	4.8	-68.1%	33.1%	63.4%	68.7%	16.3%	29.5%
	分子	40.1	8.7	-61.1%	-9.8%	3.7	1.2	-87.0%	-29.6%	70.5%	69.6%	9.3%	13.5%
	生化	36.3	8.8	-9.3%	1.3%	7.8	2.0	32.8%	9.5%	59.0%	57.8%	21.5%	22.8%
	其他	32.4	10.9	9.5%	41.4%	4.6	1.7	10.8%	39.0%	51.8%	43.5%	14.1%	15.3%
	合计	435.2	118.3	-20.3%	9.1%	113.8	35.3	-23.3%	28.8%	63.5%	63.5%	26.5%	29.9%

# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 2024年5月第四批国采：人工晶体、运动医学陆续落地

- 目前已进行四批国采：四批国采分别为2020年冠脉支架、2021年人工关节、2022年9月脊柱、2023年11月人工晶体和运动医学，规则逐渐完善，降价趋于温和。
- 2024年5月，第四批国采陆续在各省市落地执行。第四批国采涉及品类相对简单，11月30日披露中选结果，平均降幅-70%，进一步释放集采改革的制度性红利，减轻群众负担，集采价格于2024.5陆续在各省市落地执行

### 国家组织高值耗材带量采购方案

#### 国采方案

启动日	2020.10.16	2021.6.21	2022.7.11	2023.5.18
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14	2022.9.27	2023.11.30
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节	骨科脊柱类耗材	人工晶体植入术（人工晶体、晶体植入器，眼用粘弹剂）；运动医学类（钉、线、板、人工韧带系统、关节镜配套系统等）
占上年度采购量比重	80%	90%	100%	-
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制	根据采购需求、部件材料分为A、B组，根据竞价比价格从低到高差额中选，有1.3倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组有复活机制，有在有效申报价降幅60%即以规则三中选兜底机制	1) A、B竞价单元内，按有效申报企业竞价比价格由低到高排序，确定入围企业，根据排名先后梯度分配基础量；2) 复活机制：人工晶体降40%、运动医学降60%可获得拟中选资格；3) 有效申报企业不超过2家、竞争不充分的竞价单元：人工晶体降20%、运动医学降30%可获得拟中选资格。符合预期。
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据价格中选企业按采购需求量的比例梯度分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业	根据排名先后梯度分配基础量；在剩余量分配中，将打通A、B竞价单元按竞价比价格由低到高重新排名。对于按复活机制中选的企业，只有排名进入前40%的可以参与分配，否则将失去分配资格。
平均降价幅度	93%	82%	84%	70%
是否伴随费用	无	有	有	-
执行周期	2年	2年	3年	2年
回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款	-

www.swsc.com.cn

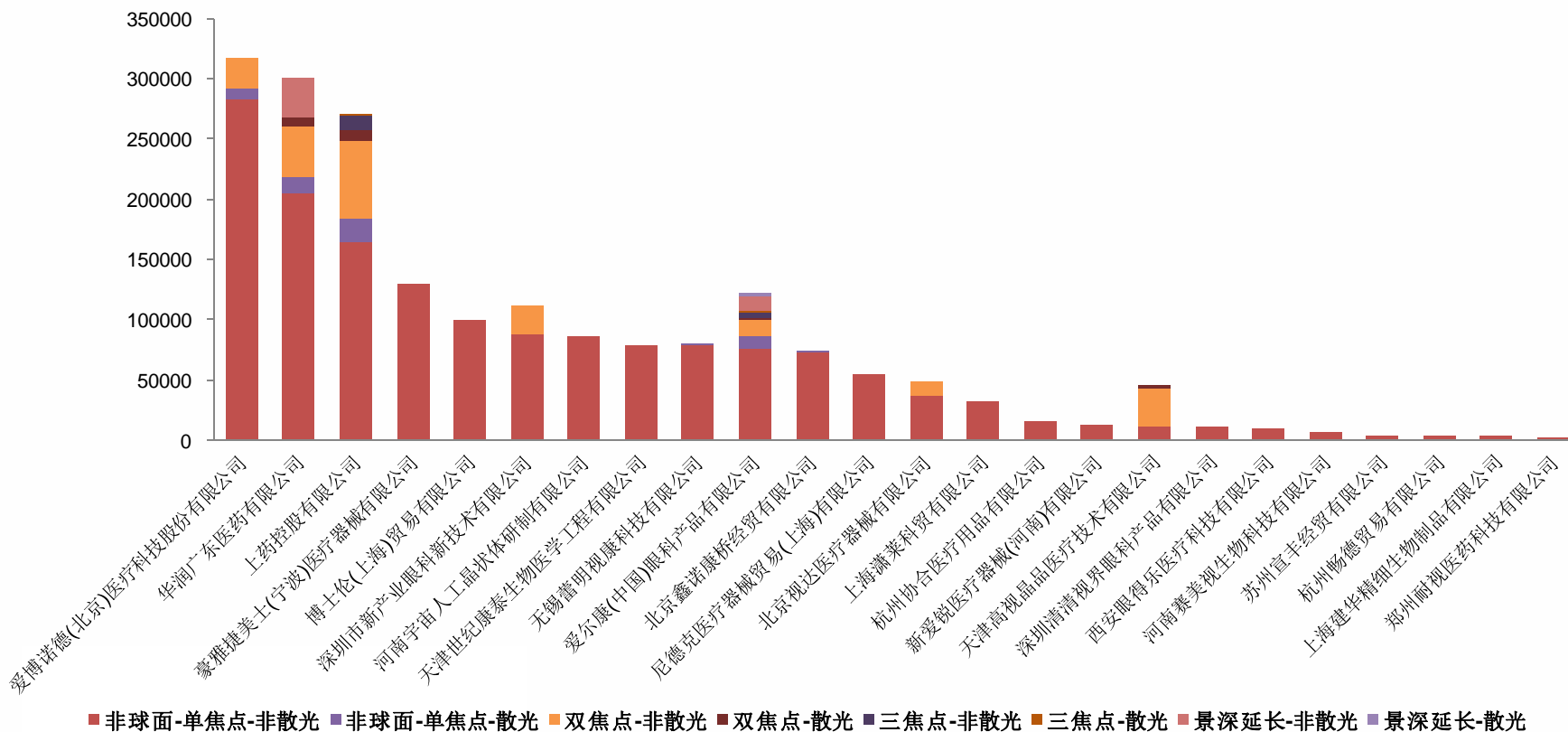
数据来源：药械采购中心，艾昆纬，西南证券整理

# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 2024年5月人工晶体、运动医学国采落地，降价幅度逐渐温和

□ 据国家医保局介绍，本次集采中选产品平均降价70%左右，其中人工晶体类耗材平均降价60%，预计每年可节约费用39亿元，国产化率提升明显，部分产品国产化率接近80%。

人工晶体采购需求量 (个)



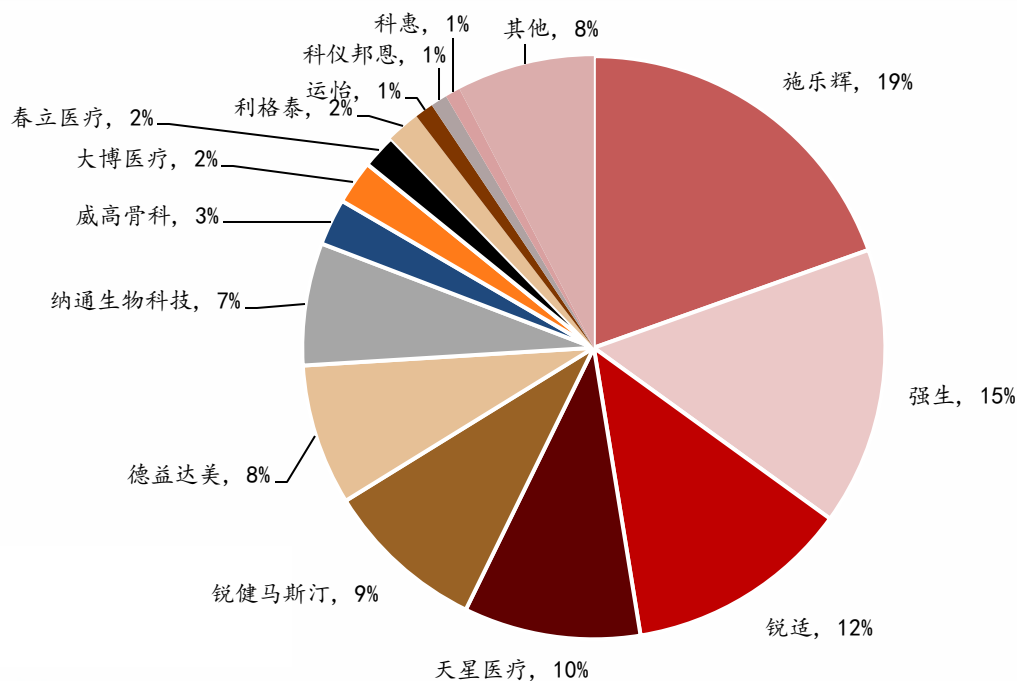


# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 2024年5月人工晶体、运动医学国采落地，降价幅度逐渐温和

- 据国家医保局介绍，运动医学类耗材平均降价74%，预计每年可节约费用67亿元。
- 运动医学类主要包括带线锚钉、免打结锚钉、固定钉、固定板、修复用缝线、软组织重建物等，采购周期2年。1) 报量情况：国产厂家大部分报量产品均进入A组，春立、威高、大博仅少量产品进入B组；2) 中标情况：春立（2%）、威高（3%）、大博（2%）、凯利泰、三友等国产龙头全线中标，进口厂家部分产品未中标，看好国产加速进口替代；3) 产品种类：采购周期2年。运动医学类耗材采购需求超过120万个，骨类重建物33万包，共涉及133家申报企业，145家生产企业。4) 降幅：相对最高有效申报价格降幅在60%出头，终端价降幅74%。

### 运动医学产品需求量占比



# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 24年国采工作任务：耗材集采全面升级，2024年七大高值医用耗材将启动全国联采

- **扩大联盟范围，形成全国性联盟集采。** 2024年5月14日，国家医保局发布《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》，文件指出高值医用耗材集采应聚焦价格虚高、有代表性意义以及群众反应强烈的品种，将条件具备的省级联盟集采上升为全国性联盟集采。**2024年国家医保局将重点指导七类高值医用耗材全国联采工作：**包括2类IVD试剂（生化类体外诊断试剂、肿瘤标志物等试剂）和5类高值耗材（超声刀、乳房旋切针、血管组织闭合用结扎夹、冠脉切割球囊、血管介入等耗材）。
- **耗材集采规则逐渐完善，降幅均有参照。** 2020年至今，高值医用耗材已经历4次国采，整体呈现降价幅度趋于缓和、规则设计持有优化、国产化率不断提升三大发展趋势。且**本次集采品类此前已进行联盟采购试点，规则降幅均有参照系，无需过度担忧。**

### 2024年医疗器械重点集采领域

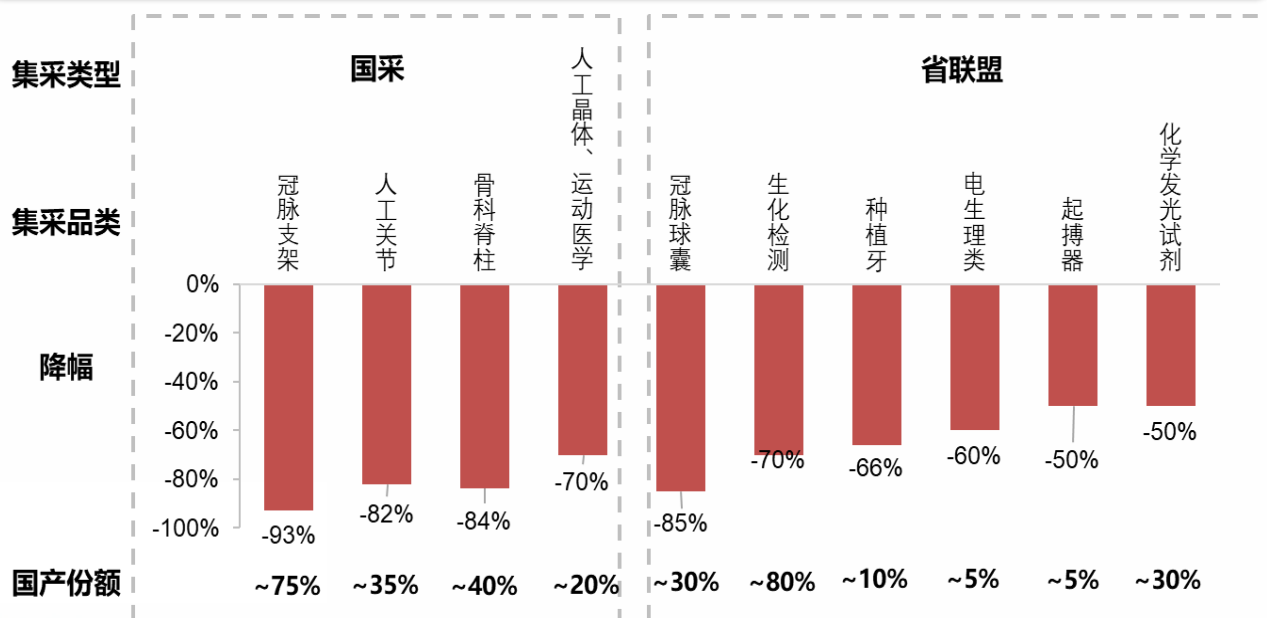
集采品种	牵头省市	医疗器械分类	此前省级联盟集采时间	此前集采参考降幅
生化类体外诊断试剂	江西	IVD	2022.11、2023.9	70~80%
肿瘤标志物等体外诊断试剂	安徽	IVD	2023.9	53.9%
超声刀	广东	高值耗材	2021.11	68.6% (7mm、5mm超声刀)
乳房旋切针	浙江	高值耗材	2019.12 (江苏4市)	16.3%
血管组织闭合用结扎夹	福建	高值耗材	2023.5 (安徽省)	67.2% (不可吸收结扎夹) 39.8% (可吸收结扎夹)
冠脉切割球囊等	河南	高值耗材	2024.1 (京津冀3+N)	-
血管介入等耗材	河北	高值耗材		-

# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 集采复盘：集采加速覆盖，以价换量逻辑凸显

- 随着器械领域带量采购的不断探索，医疗器械带量集采的整体思路已日益清晰：**以省及省联盟为主，集采加速覆盖，降价逐步回归理性。**
- **纳入品种无禁区，集采加速覆盖。**集采纳入的医疗器械产品种类广泛，已突破常规“禁区”的概念。**市场规模**是集采纳入决定性因素：集采聚焦临床用量大、市场规模可观的医疗器械产品（种植牙、ok镜、人工耳蜗）。**高单价产品**为集采重点监控对象，高值耗材的集采开展最为成熟和广泛（冠脉支架、电生理、骨科）。**同品类横向拓展**为重要方向，部分产品尽管市场规模相对较小，但由于与集采产品具有较高的协同性或替代性，亦是集采的重要方向（心血管介入产品线、骨科产品线）。
- **降价逐渐缓和，价格回归理性。**带量采购的平均降幅逐渐有所降低，产品价格回归本制趋于理性，总体降幅与竞争格局存在较强相关性，即随着国产份额下降，产品降幅趋缓，**有兜底的集采有望逐渐形成市场共识。**

### 医疗器械部分品类带量采购平均降幅



# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 集采续约：24年5月关节集采续标落地，续约政策温和，部分企业中标价有所提升

- **2024年5月，关节集采续标落地，国产份额有望扩大。**其中国产企业占比提升，在陶对陶髌关节中，正天医疗占比22%，爱康医疗占比14%，春立医疗占比11%。陶对聚髌关节中，爱康医疗占比14%，春立医疗占比13%。膝关节中，正天医疗占比16%，爱康医疗占比16%（相较于初次集采首年需求量增加40%）。价格端：部分初次中标价较低企业实现提价（爱康医疗、威高骨科等）。
- **首次集采续约回顾：续采呈现提量+提价趋势，利于国产替代高质量发展。**冠脉支架为首个国采及续约产品，续约后平均价格有所提升。2022年11月，冠脉支架接续采购拟中选结果公布，采购需求量同比提高73.5%，续约价格上涨约45%。

## 高值耗材集采续约梳理

产品种类		政策	政策出台时间	覆盖范围	集采实施时间	执行时间	集采前均价(元)	降价后平均价格(元)	平均降价幅度	中标厂商数量	首年意向采购量	医疗机构需求量
髌关节	国采	《国家组织人工关节集中带量采购公告》	2021.9	全国	2022.3	2	35000	7000	-80%	42	30.6万个	34万个
膝关节		《国家组织人工关节集中带量采购公告》	2021.9	全国	2022.3	2	32000	5000	-84%	32	23.2万个	26万个
关节	续约	《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告(第2号)》	2024.4	全国	2024.5	3	—	—	—	-	58.2万个	-
冠脉支架	国采	《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	2020.10	全国	2021.1	2	13000	676	-93%	10	107.5万个	-
	续约	《国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后持续采购文件》	2022.11	全国	2023.1	3	676	774	+45%	14	186.5万个	-

# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 24H2集采续约展望：福建省牵头的27省心脏电生理联盟续采购细则将逐步推出

□ 2022年8月26日，福建医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购方案（征求意见稿）》。10月14日，电生理类医用耗材27省联盟细则公布，27省市（除北京、上海、天津、四川、湖北）电生理类集采涉及4类产品，分2个竞价单元，采购周期2年。

- 集采降价温和带动行业渗透率提升，国产品牌进院进一步加速
- 集采品种基本上覆盖了全部电生理介入手术中所用到的耗材，分为组套、单件、配套三种模式，更为合理，由于国产企业普遍在异/星形诊断导管、压力感应治疗导管上有所欠缺，组套方式基本上为进口垄断，占据市场份额更大的外资企业成为集采主力军，而国产企业可以参与单件、配套等模式来提升份额。
- 集采平均降幅49.35%
- 23H1福建省牵头的27个省份开始陆续落地执行
- 预计24H2将会有电生理续采细则逐步推出，具体规则及价格调整存在不确定性。参照以往续约结果，规则更简单温和，平均价格均有提升。国产品牌在2年的时间里，产品线逐步齐全，预计有能力应对集采变化，维持市场份额。

福建电生理集采细则——房颤市场

序号	品类名称	竞价单元	最高有效申报价（元）	
1	房间隔穿刺针	\	3400	
2	电生理导管鞘（房间隔穿刺鞘）	固定弯	1600	
		可调弯	9500	
3	线形诊断导管	2极标测	固定弯 1100	
		4极标测（含5-9极）	固定弯	2400
			可调弯	4200
		10极标测（含10-19极）	固定弯	3500
可调弯	5300			
4	环形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	电定位	8300	
		磁定位	8300	
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水	9000
			冷盐水	18000
		磁定位	非冷盐水	15000
			冷盐水	20000
6	磁定位异/星形诊断导管（不符合参与组套采购模式的产品，可参与本组申报）	/	25000	

# 高值耗材：集采全面升级，降幅规则趋于温和

## 高值耗材：业绩分化，反腐政策仍有影响

- **心脑血管高值耗材：手术量恢复带来板块销量增长，集采续标/落地后，企业实现以价换量。** 23年板块收入115.9亿元(-13.5%)，归母净利润24.3亿元(-10.1%)。因乐普医疗存在药品、医疗服务及健康管理业务，且去年同期存在新冠业务高基数，剔除乐普医疗。因冠昊生物其他业务较多，考虑到板块增速的准确性，同样予以剔除。剔除乐普医疗和冠昊生物后，板块23年实现营收32.1亿元(+33.2%)，实现归母净利润11.4亿元(+40.9%)。板块24Q1实现营收8.9亿元(+27.1%)，实现归母净利润3.3亿元(+39.1%)。业绩实现快速增长。心脑血管高耗领域建议关注：**赛诺医疗、惠泰医疗、心脉医疗。**
- **眼科：渗透率低，需求旺盛，有望成为消费器械核心赛道。** 23年板块实现收入53.4亿元(+26.1%)，归母净利润13.9亿元(+33.7%)。24Q1板块实现收入14.2亿元(+18.2%)，归母净利润3.9亿元(+18.2%)，主要系2022低基数影响，带动表观增速高。眼科相关标的：**欧普康视、爱博医疗、昊海生科。**
- **骨科高值耗材：23Q2脊柱国采执行，企业对应业务业绩承压；关节集采执行满一年，营收恢复快速增长。** 23年板块实现收入43亿元(-12.8%)，归母净利润5.3亿元(-51.3%)。24Q1板块实现收入10.7亿元(-2.3%)，归母净利润1.7亿元(-24.5%)，整体符合预期。23年同比下滑主要系骨科脊柱国采影响，各厂家出厂价有所下降，同时部分厂家进行了渠道库存补差价。目前骨科三大领域已经全面执行集采。骨科建议关注：**爱康医疗、春立医疗。**
- **肾科：行业需求稳定，设备、耗材增速企业分化较大。** 此次分析的样本个股仅包含健帆生物从属肾科，列支在其他高值耗材子类中。肾科建议关注：**山外山、三鑫医疗、健帆生物。**

高值耗材领域2023和24Q1板块财务数据

领域	细分	收入(亿元)		收入增速		归母净利润(亿元)		利润增速		毛利率		净利率	
		23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1
高值耗材	心脑血管	115.9	29.0	-13.5%	-10.7%	24.3	8.3	-10.1%	-3.4%	67.8%	69.8%	21.0%	28.6%
	眼科	53.4	14.2	26.1%	18.2%	13.9	3.9	33.7%	18.2%	72.9%	72.0%	26.0%	27.7%
	骨科	43.0	10.7	-12.8%	-2.3%	5.2	1.7	-51.3%	-24.5%	69.6%	67.3%	12.2%	16.1%
	其他高值耗材	50.0	15.1	-2.6%	17.3%	11.6	4.8	-19.9%	32.2%	72.1%	74.1%	23.2%	31.7%
	合计	262.4	69.1	-5.3%	1.0%	55.0	18.7	-12.2%	5.2%	70.0%	70.8%	21.0%	27.1%

# 低值耗材：新冠相关产品同期基数大，库存仍有承压

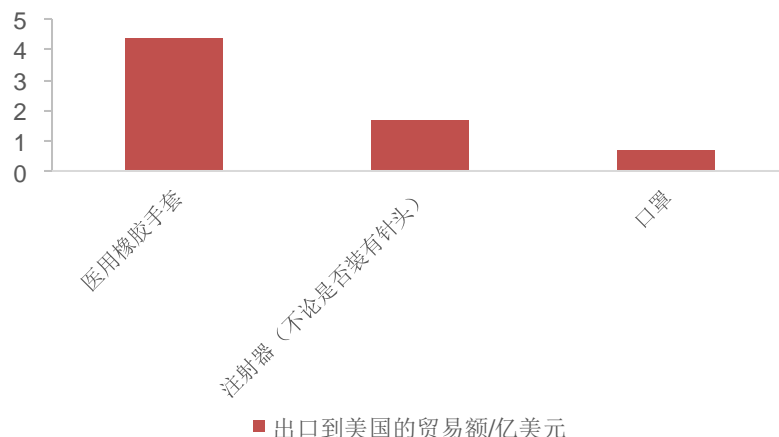
## 美国将对医用低值耗材加征关税，低耗企业部分产品预计出海将受挑战

- 2024年5月14日，美国白宫宣布将对来自中国的价值180亿美元的商品提高关税，以保护美国工人和企业。加征关税的中国商品覆盖多个行业，包括钢铝、半导体、电动汽车、电池、港口起重机和**低值耗材**。
- **此次加征关税涉及到的医疗产品均为一次性低值耗材**：注射器和针头的关税税率将从0%增加到50%。对于部分个人防护装备（PPE），包括防护面罩（带呼吸阀）和口罩，关税税率将从0~7.5%增加到25%。橡胶医用和手术手套的关税将在2026年从7.5%增加到25%。美国对于国产低值耗材公司的关注度逐步上升。本次针对低耗的关税提高是美国方面认为此项举措可以保护美国工人和美国公司免受中国不公平贸易行为的影响。
- **涉及市场累计约7亿美元**。根据中国海关数据显示，2023年中国医用橡胶手套对美国的出口贸易额为4.42亿美元；注射器（不论是否装有针头）出口到美国的贸易额为1.68亿美元；口罩出口到美国的贸易额为0.74亿美元。
- **加征关税涉及企业包括：注射器行业龙头**采纳股份、康德莱、五洲医疗；**口罩生产企业**奥美医疗、振德医疗等；**手套行业龙头**英科医疗、蓝帆医疗、中红医疗。

### 医疗耗材领域加征关税产品

产品	加征时间	加征幅度
注射器和针头	2024年	0%→50%
个人防护装备	2024年	0~7.5%→25%
医用橡胶手套	2026年	7.5%→25%

### 加征关税涉及产品出口到美国贸易额



# 低值耗材：新冠相关产品同期基数大，库存仍有承压

## 低值耗材：新冠相关产品同期基数大，仍有库存承压

- **低值耗材**：大部分企业业绩下滑主要系新冠产品高基数以及下游客户清理渠道库存所致，部分企业如山东药玻实现增长主要系市场需求回暖、出口恢复常态，模制瓶、棕色瓶等主导产品销量较好增长，其次集采推动中硼硅产品销量高增。其中**注射穿刺类**：新冠基数影响表观业绩，海外库存消化仍需时间。**药用玻璃瓶**：受益集采，中硼硅产品持续放量。**医用敷料/医用导管**：新冠产品基数较大，常规业务平稳增长。
- 低值耗材领域建议关注：**英科医疗、山东药玻、振德医疗。**

2023-24Q1低值耗材子板块财务数据

领域	细分	收入(亿元)		收入增速		归母净利润(亿元)		利润增速		毛利率		净利率	
		23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1	23A	24Q1
低值耗材	注射穿刺类	51.8	12.2	-11.3%	-5.8%	4.3	1.4	-28.2%	-21.3%	33.7%	33.4%	9.9%	12.5%
	药用玻璃瓶	58.8	15.1	+18%	+3.5%	8.2	2.4	+19.5%	+34.7%	26.2%	29.1%	13.9%	16%
	医用材料及敷料	68.8	17.1	-33.5%	-19.1%	3.1	1.7	-71.6%	-39%	32%	32.2%	4.6%	9.9%
	其他	2.3	0.6	+18.2%	+28.6%	0.4	0.1	+13.9%	+91.2%	82.0%	81.3%	17.7%	26.1%
	合计	181.8	45.1	-14.9%	-8.5%	16.0	5.6	-33.7%	-11.8%	31.2%	32.1%	8.8%	12.5%



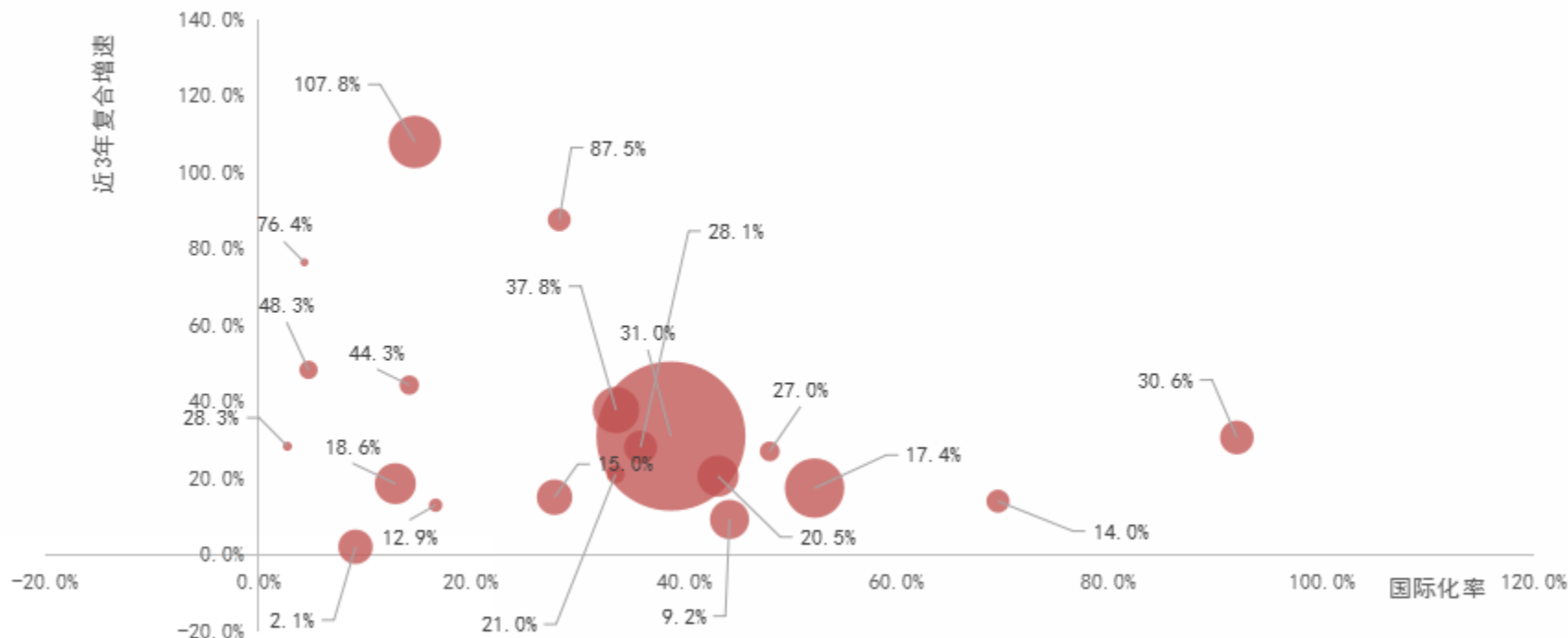
# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向一：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

□ 国产器械的性价比逐渐得到全球认可，有望开启出海浪潮。近年来国产器械龙头不断推行国际化战略，目前国际化率普遍在30~40%，从增速看，近三年复合增速平均在50%左右（部分公司有疫情增量）。

### 主要A股器械公司国际化水平分析（海外收入体量、占比、近3年复合增速）

气泡大小表述2023年海外收入体量，标签为（公司，近3年海外收入复合增速）

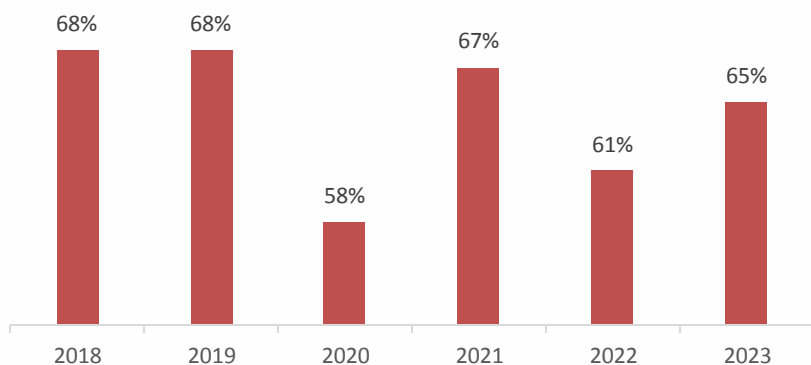


# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

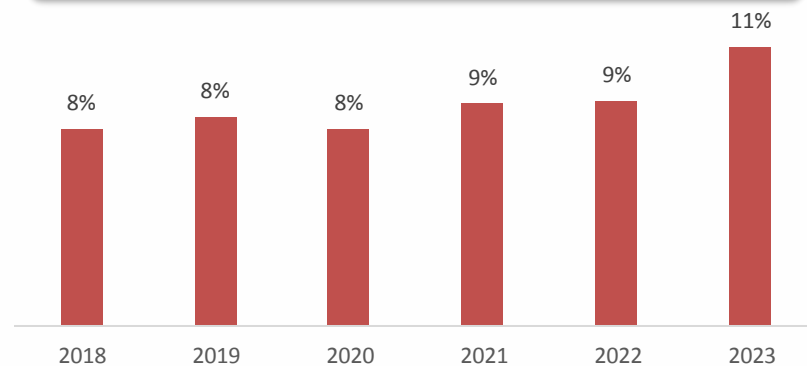
## 器械投资方向一：国际化已成为国内器械公司重要战略方向之一

- **相关标的：** IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、万孚生物、九安医疗）、CGM（九安医疗，三诺生物）、低值耗材（英科医疗、山东药玻、振德医疗）、家用呼吸机（怡和嘉业、美好医疗、鱼跃医疗）、NASH检测（福瑞股份）、设备（迈瑞医疗、祥生医疗、联影医疗、理邦仪器）

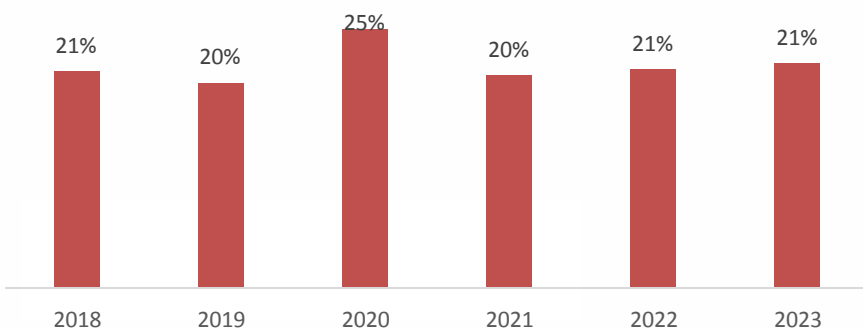
### 低值耗材上市公司出海收入占比情况



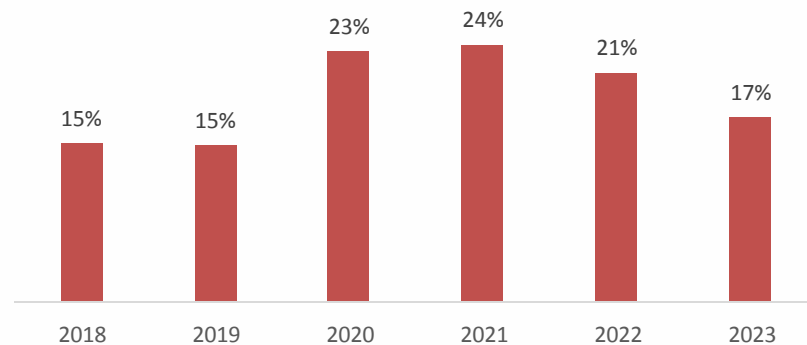
### 高值耗材上市公司出海收入占比情况



### 设备上市公司出海收入占比情况



### IVD上市公司出海收入占比情况

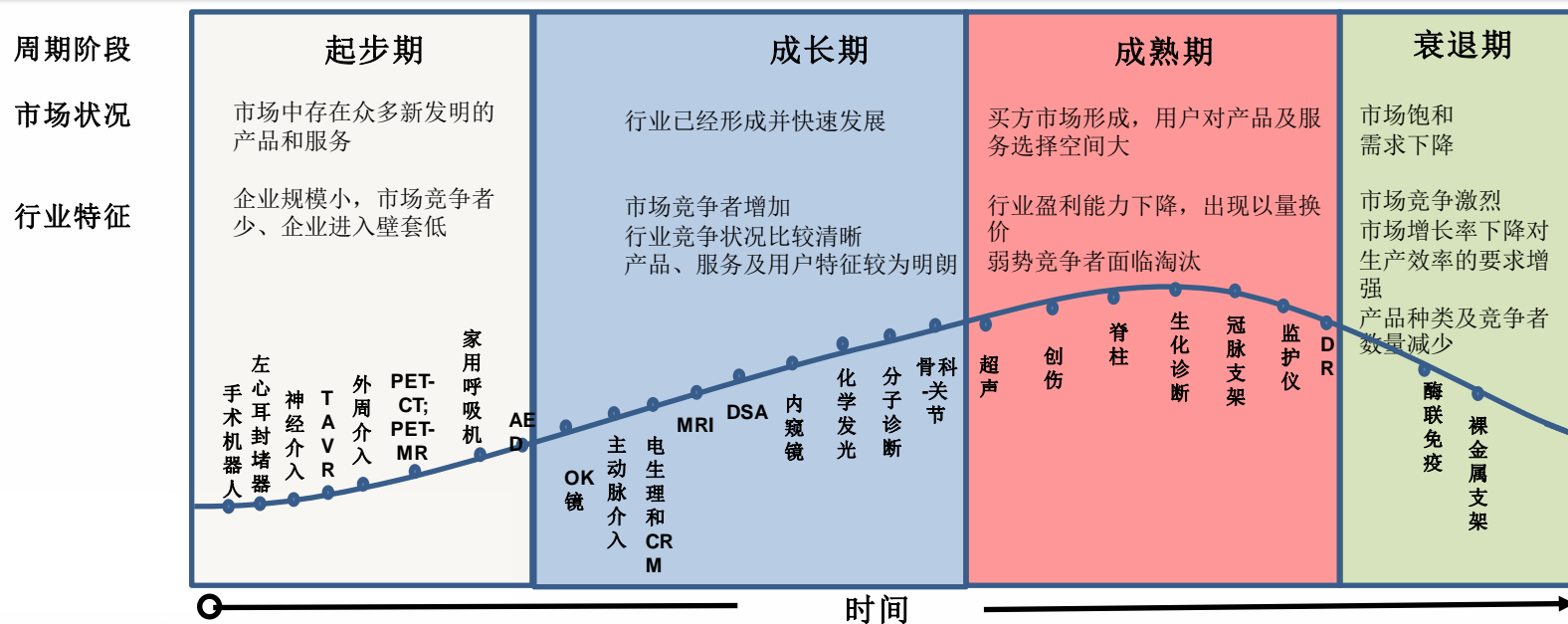


# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向二：反腐、集采后刚需领域复苏

□ **反腐、集采政策淡化，关注刚需领域复苏后的增量空间。** 医疗反腐趋于缓和，整体器械设备入院进度逐渐回归，择期手术有望复苏。目前有兜底的集采有望逐渐形成市场共识，市场对集采逐渐脱敏，后续销量有提升空间的赛道会逐渐得到关注，即不在依靠“医保免疫”，而是在新价格体系下具体去分析量增长的潜力。渗透率低往往代表术式不成熟，行业处于发展初期或成长期，创新属性较强，包括神经介入、电生理、高端人工晶体、TAVR。国产化率低往往代表技术壁垒较高，未来进口替代空间巨大，代表领域包括神经介入、电生理、人工晶体、外周介入、起搏器、化学发光。且随着疫情防控的放开，疫后门诊、手术恢复也将利好耗材赛道。

### 医疗器械产品的成长周期

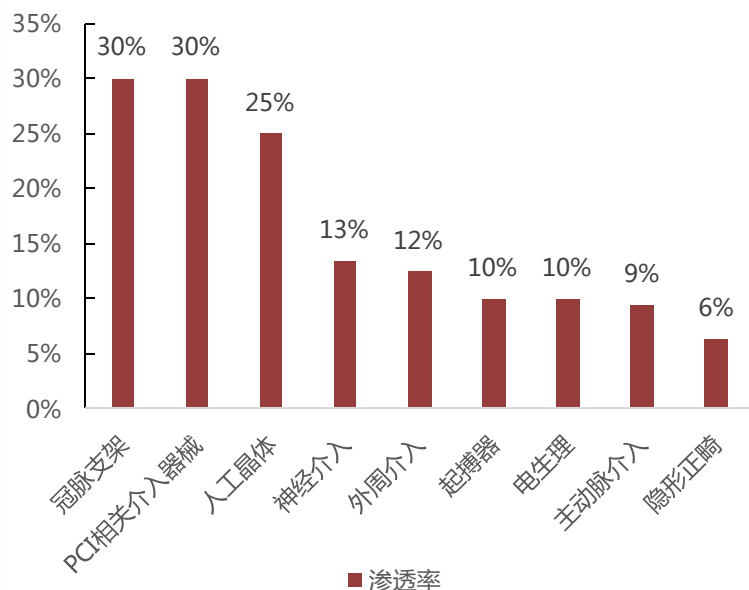


# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向二：反腐、集采后刚需领域复苏

□ **相关标的包括**：骨科（爱康医疗、春立医疗）、IVD（新产业、普门科技、迈瑞医疗、安图生物、圣湘生物）、主动脉及外周介入（心脉医疗、先瑞达），电生理（微电生理、惠泰医疗）、TAVR、人工晶体、内镜耗材。

部分高值耗材和IVD领域渗透率和国产化率（2022年）



# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

- **医疗器械十四五规划更加强调供应链自主可控。**国内器械行业“大而不强、价值链低”的问题如何破局？工信部发布《“十四五”医疗装备产业发展规划》，提出了2025年医疗装备产业发展的总体目标和2035年的远景目标，并为保证目标实现提出了“7556”的推进思路，即围绕7个重点领域、部署5项重点任务、实施5个专项行动、采取6项保障措施。《规划》重点强调产业高端化升级、供应链安全稳定、核心技术补短板、跨界融合、创新产品推广运用等方面的顶层设计。到2025年的目标为：医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升，主流医疗装备基本实现有效供给，高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升，初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力，到2035年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平。我们认为本次规划为贸易战、疫情后的首次五年规划，将对国产医疗器械全产业链自主可控产生深远影响。
- **产业基础攻关行动将引领基础材料、核心元器件、关键零部件、基础工艺等瓶颈短板的补齐。**未来高端影像设备、手术机器人、内窥镜、测序仪、呼吸机等高端设备有望实现突破上游供应链的国产化。
- **相关标的：**1) 高端影像（联影医疗、迈瑞医疗）；2) 神经介入（赛诺医疗、归创通桥）；3) 手术机器人（微创机器人）；4) 内窥镜（澳华内镜、开立医疗、海泰新光）；5) 基因测序（华大智造）。

## 《“十四五”医疗装备产业发展规划》关注供应链

——全产业链优化升级。医疗装备亟需基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板基本补齐，初步建成创新力强、附加值高、安全可靠的产业链供应链。

### 专栏1 产业基础攻关行动

**攻关先进基础材料。**着力攻关体外膜肺氧合机（ECMO）用中空纤维膜，血液净化设备用透析膜；高精度高表面质量钛、镍钛、钛铌、钽基金属丝、棒、管材等；电子计算机断层扫描（CT）用弥散强化无氧铜、钼钛钨合金，CT球管用真空高温轴承、大容量旋转靶盘等；正电子发射计算机断层扫描（PET）用高导热率电路板材料、CT/PET探测器用闪烁体、防护装备用高效过滤材料；可吸收降解材料、高风险造影导丝、大动脉血管支架、腔道支架、冠脉支架、骨科植入材料、心脏瓣膜材料、无铅压电材料等，推动一批基础材料达到国际先进水平。

**攻关核心元器件。**开发医用X射线探测器模拟芯片、模数转换芯片，可穿戴设备系统级芯片，医用AI芯片等；医用高精度电流传感器、高温高精度温度传感器、高精高压电压传感器、高精度磁场传感器、3D视觉系统中高速光学元件；可穿戴设备用柔性心电图（ECG）/脑电图（EEG）/肌电图（EMG）/血糖及压力传感器；柔性连接器、生物识别色谱传感器等。

**攻关关键零部件。**攻关呼吸机用比例阀；透析设备用真空泵、微型电磁阀，经鼻高流量氧疗仪用微型比例阀；大功率CT球管、高分辨率X射线光子计数探测器；磁共振高场强磁体、低温线圈、多核谱仪；先进彩超探头；放疗用栅控三级电子枪、高功率磁控管、高功率多注速调管、高变比固态调制器，六维治疗床等；医疗机器人用减速机、精密电机、光学镜头；实时荧光定量聚合酶链反应（PCR）检测系统用光电倍增管；导光率内窥镜光纤、高分辨率柔性光纤传像束等。

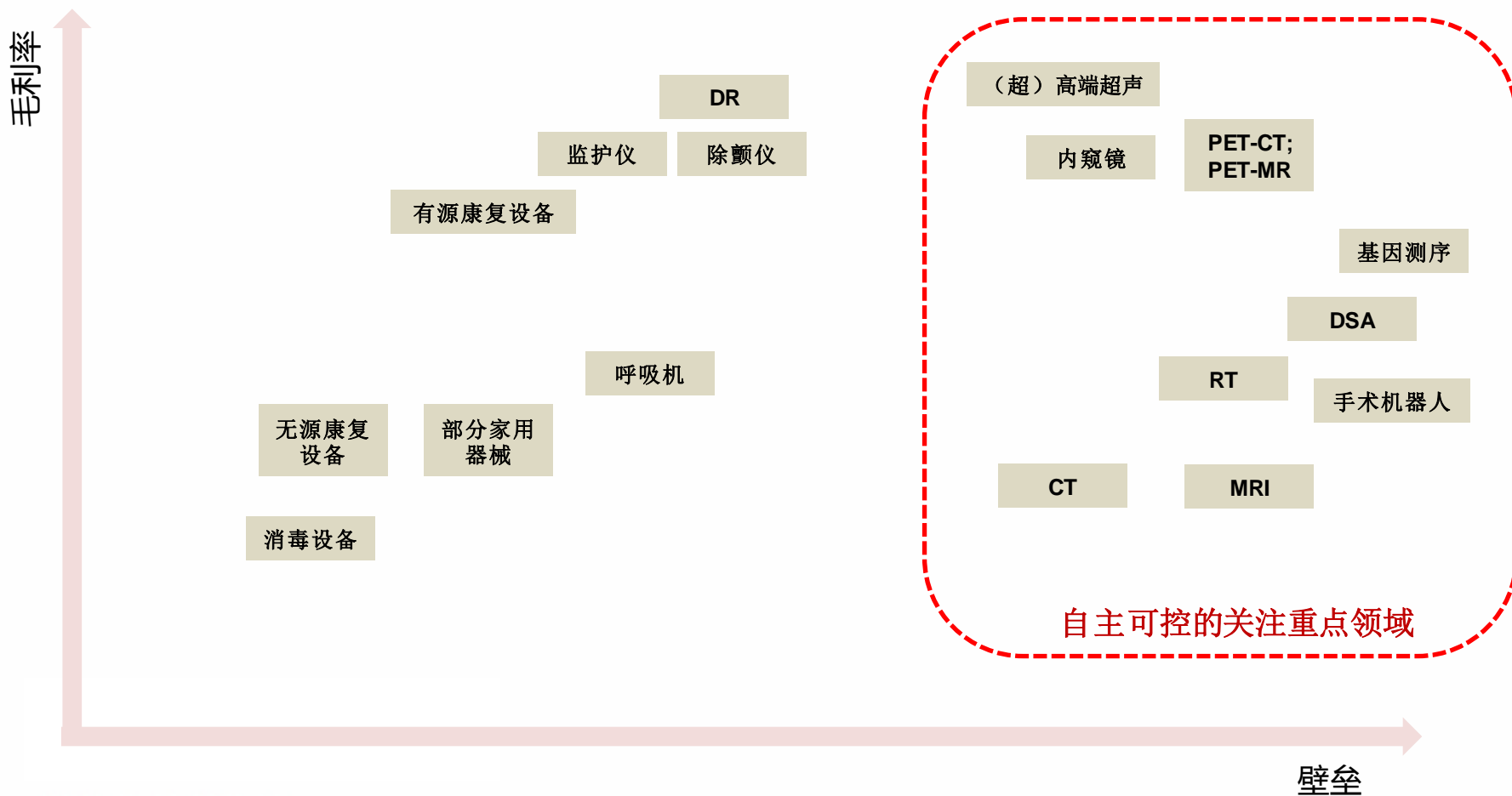
**攻关诊断检验装备配套件。**加强诊断检验装备配套试剂研制，提高产品灵敏度、精密度、长期稳定性、批量生产可控性，确保诊断检验装备持续改进、迭代发展。

**攻关基础工艺。**改进优化先进基础材料、关键零部件以及整机产品制造工艺，强化质量安全管控，提升产品性能、可靠性、稳定性和批量生产能力。

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

### 国产医疗设备所处位置



# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

### 影像设备的保有量、国产化率、关键参数和零部件

	DSA	CT	US	MRI	PET-CT
2020年国内存量台数预计（台）	6500	30000	220000	12000	854
2020年国内每百万人保有量预计（台）	4.6	21.4	157.1	8.6	0.61
发达国家平均每百万人保有量（台）	33	65	600	43	5.8
2020年渗透率与发达国家比值	14%	33%	26%	20%	11%
2020年销量预计（台）	1129	5757	50000	1898	100
2020年综合出厂单价（万元）	350	300	20	470	1320
2020年市场规模（亿元）	39.5	172.7	99.2	89.2	13.2
2020年国产化率——销量角度	10%	45%	35%	30%	40%
国产龙头（份额）	万东（3.5%）、 东软（2.3%）	联影（23.7%）、 东软（11.6%）、 安科（8.3%）	迈瑞（19.4%）、 开立（4.2%）、 祥生	联影（24%）、 万东（4%）、 东软（0.7%）	联影（26.4%）、 东软（5%）
参数比较	DQE、探测器材料、 空间分辨率、阳极 热容量、最大功率	单圈扫描层数、 阳极热容量、 探测器材料和技术 路线等	通道数、分辨率	磁体场强大小、 射频线圈通道数 量、梯度场强度和 切换率	晶体材料、 环数、光电 转换方式
核心零部件	探测器、高压发生 器、X射线管	CT球管、探测 器、高压发生 器	探头	磁体、梯度、射 频	探测器晶体 和光电转换 器

# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## 器械投资方向三：中长期看好自主可控/创新器械

□ 2024H1共有23款创新医疗器械获批上市。截止2024H1，NMPA已批准23款创新医疗器械上市，辅助诊断、导航定位等软件系统和电生理产品占据较大比重。

### 2024H1获批上市创新医疗器械

上市产品	企业	获批日期	适应症
胃转流支架系统	糖吉医疗	2024/1/17	该产品隔离食糜与肠道的接触，在转流期间作为一种辅助生活方式管理体重的产品，用于生活方式调整无效、无创治疗及药物治疗效果不佳的相关肥胖症患者。
IFI44L基因甲基化检测试剂盒	赛尔生物	2024/2/5	用于系统性红斑狼疮的辅助诊断
颅内动脉瘤CT造影图像辅助检测软件	深睿博联	2024/2/29	用于头颈动脉CT血管造影图像的显示、处理、测量和分析，对颅内3mm及以上动脉瘤进行辅助检测。
支气管镜操作控制系统用无源器械和附件	直观医疗	2024/3/8	支气管导航定位
支气管导航操作控制系统	德诺电生理	2024/3/8	
支气管导航光纤定位导管引导器	Intuitive Surgical	2024/3/20	
支气管导航光纤定位导管	Intuitive Surgical	2024/3/20	
支气管导航操作控制系统	Intuitive Surgical	2024/3/20	
一次性使用心脏脉冲电场消融导管	Intuitive Surgical	2024/3/20	有选择性地仅对需要治疗病灶部位的心肌细胞产生不可逆的电穿孔损伤，从而达到治疗房颤的目的。
组合血糖仪	精策医疗	2024/4	2型糖尿病患者日常自我血糖监测
寡糖链检测试剂盒（荧光毛细管电泳法）	先思达生物	2024/4	用于临床上乙肝肝硬化患者原发性肝癌的辅助诊断
体外心室辅助设备	心擎医疗	2024/4/26	用于心脏术后患者临时体外机械循环辅助。
体外心室辅助泵头及管路	心擎医疗	2024/4/26	
一次性使用多极肾动脉射频消融导管	美敦力	2024/4/30	利用电流热效应使肾动脉血管周围交感神经失活，阻断交感神经的兴奋传导，达到降低患者血压的目的
肾动脉射频消融仪	美敦力	2024/4/30	
双通道可充电植入式脑深部电刺激脉冲发生器套件	品驰医疗	2024/5/23	用于对药物不能有效控制某些症状的晚期左旋多巴反应性帕金森病患者进行联合治疗
双通道植入式脑深部电刺激脉冲发生器套件	品驰医疗	2024/5/23	
植入式脑深部电刺激电极导线套件	品驰医疗	2024/5/23	
植入式脑深部电刺激延伸导线套件	品驰医疗	2024/5/23	
肺动脉取栓支架系统	腾复医疗	2024/5/31	用于有下述情况之一的急性高危肺栓塞或伴临床恶化的中危肺栓塞的经导管血栓清除治疗：有肺动脉主干或主要分支血栓，并存在高出血风险或溶栓禁忌的患者；有肺动脉主干或主要分支血栓，并经溶栓或积极的内科治疗无效的患者。
经颈静脉肝内门静脉穿刺器械	爱霖医疗	2024/5/31	用于经颈静脉肝内门静脉穿刺，进行门静脉的肝内分流手术，以降低门静脉压。
一次性使用射频房间隔穿刺针	诺生医疗	2024/6/7	用于计划接受经房间隔穿刺路径进行心内科介入治疗的患者，通过从右心房行房间隔穿刺至左心房并建立二者之间的通路，辅助后续的介入治疗器械顺利进入左心房。
眼底病变眼底图像辅助诊断软件	志远慧图	2024/6/18	辅助医生实施多种眼底疾病综合检查



# 医疗器械：云程万里，坚定看好“三个方向+一个主题”

## AIGC主要赋能医疗影像与CDSS病种质控，系统性提升器械性能水平

- ❑ **Meta AI 发布并开源图像分割基础大模型SAM，促进机器视觉通用基础大模型研究。** Meta 在23年4月5日发布了机器视觉领域首个用于图像分割的通用大模型 Segment Anything Model (SAM) 及其训练数据集 Segment Anything 1-Billion (SA-1B)，并将其开源于 GitHub。该模型的推出旨在促进机器视觉通用基础大模型的进一步研究，为图像分割领域的研究和应用提供更加完备的解决方案。通过更加广泛地应用和改进 SAM 模型，将有助于推动图像分割技术在自动驾驶、医学影像分析、智能安防等领域的应用
- ❑ **核心发展方向一：AI影像中疾病筛查及辅助诊断类应用最为广泛。** AI医疗影像产品广泛应用于医技科室，包括超声影像、放射影像和病理影像等领域。AI医疗影像辅助诊疗软件集成了CV技术和深度学习，嵌入至医技科室的医疗器械设备中，以实现各种功能
  - 帮助医生快速出具诊断结论和治疗方案
  - 冠脉和头颈类应用的市场前景较好，肺结节和肺炎类应用的市场覆盖率相对较高。
  - 乳腺和肝脏的应用目前仍处于研发阶段，商业化进程正在推进
  - 数据采集与结构化优势突出，图像标注更易标准化
  - 不同科室对AI影像产品的需求存在差异点
  - 相关上市公司：安必平、迪安诊断、祥生医疗、联影医疗、鹰瞳科技-B、美年健康、万东医疗等
- ❑ **核心发展方向二：CDSS协助医生跨越单病种知识局限，二级医院需求空间大。** CDSS（临床决策支持系统）是一种计算机应用系统，主要通过运用相关的临床知识、患者基本信息以及病情信息，帮助医生加强医疗决策与行动，从而不断提高医疗诊断治疗的服务质量。
  - 由于临床医师专业领域往往局限于单病种研究，且基层医生的误诊与漏诊率较高，CDSS的设计目的是为了帮助医生跨越单病种知识限制、规范医师诊疗行为、把控医疗质量、避免医疗差错以及减少不必要的医疗费用支出。
  - 根据知识库的形成方式，CDSS分为基于知识库和非基于知识库两类。
  - 由于临床质控水平有待提高，三乙医院和二甲医院具备充足的购买预算，成为CDSS产品的主要采购力量；优质医生资源短缺和信息化进程缓慢，基层医疗机构对CDSS产品有很强的内在需求。
  - AIGC将大幅提升效率：在临床人机交互使用中，AIGC将能够辅助 workflow。基于底层算法和需求生成的文本、图片、等多媒体将辅助CDSS中的知识搜索、辅助问诊、病症解读、单病种质控等多种临床应用。
  - 相关上市公司：金域医学、医渡科技、久远银海、润达医疗、朗玛信息等

### AI 影像主要功能实现图谱



### CDSS系统构建流程



## 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **24Q1受高基数影响，后续业绩增速有望回升。**分季度来看，7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023年Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为56/56/60/59亿元，分别同比增长25.3%/13%/19.6%/4.2%，经调整归母净利润分别为13/11/13/14亿元，分别同比增长23.5%/7.9%/26.1%/23.3%。2024年Q1板块业绩小幅下降，主要系23Q1基数较高。随着业绩基数相对回落，预计板块业绩增速有望回升。结合上市公司利润表及院内销售数据，我们认为院外需求正成为当前板块业绩驱动力。
- **静丙需求旺盛，院内外价差显著。**我们认为2024年静丙需求将保持高位。从陕西省来看，24年6月多家企业静丙的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约100-200元，从江苏省徐州市来看，24年6月院外价较院内高出约200元以上。我们估计目前多地的静丙院外价格普遍在700-800元以上（2.5g规格），凸显静丙当前市场需求旺盛。
- **京津冀3+N集采已于十省执行，价格整体稳定板块盈利能力未受冲击。**京津冀3+N集采纳入人白、纤原、八因子三个血制品品种，24H1已有十个省份落地执行。多数企业人白、八因子集采地区中标价未下降，我们认为京津冀集采不会冲击血制品板块的盈利能力。个别企业的个别品种终端价格略降，预计对相关企业的净利润的影响幅度较小。
- **十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长。**根据博雅生物，2023年我国采浆12000余吨，同比增速约19%，从头部公司来看，22H2-23H2采浆显著提速。随着多家公司新浆站持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。
- **建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。**建议关注1）上海莱士（002252.SZ）；2）卫光生物（002880）；3）华兰生物（002007）；4）天坛生物（600161）；5）博雅生物（300294）；6）派林生物（000403）等。
- **风险提示：**行业浆量增长不及预期，产品销售推广不及预期，研发进度不及预期。

# 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **24Q1受高基数影响，后续业绩增速有望回升。**分季度来看，7家血制品公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023年Q1/Q2/Q3/Q4的收入总额分别为56/56/60/59亿元，分别同比增长25.3%/13%/19.6%/4.2%，经调整归母净利润分别为13/11/13/14亿元，分别同比增长23.5%/7.9%/26.1%/23.3%。Q2单季度业绩增速低点，预计主要系投浆量增长有限，三四季度逐步恢复。2024年Q1板块业绩小幅下降，主要系23Q1基数较高。随着业绩基数相对回落，预计2024年业绩增速有望回升。
- **2023年以来血制品板块净利率持续高位。**7家公司（剔除华兰生物疫苗业务）2023年销售毛利率为47.3%，同比-0.5pp，预计毛利率下降主要系部分样本公司的非血制业务毛利率下降、相关产品产品销售结构变化。板块费用率18.1%，同比下降2.6pp，预计系收入较快增长摊薄费用所致。经调整归母净利率22.2%，同比提升4.5%。2023年全年血制品需求旺盛，生产企业议价权边际提升。

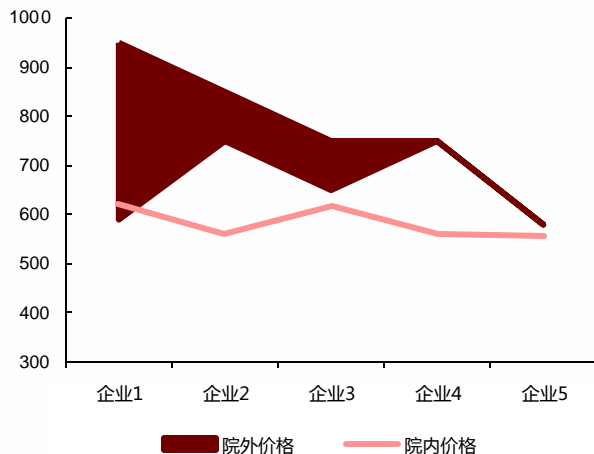
血制品板块2023Q1-2024Q1业绩概览（剔除华兰疫苗业务）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
收入（亿元）	56	56	60	59	54
yoy	25.3%	13.0%	19.6%	4.2%	-3.8%
毛利率	46.1%	47.6%	47.6%	48.0%	49.3%
扣非归母净利润（亿元）	14	12	14	6	14
yoy	25.1%	11.8%	24.7%	-35.6%	0.0%
经调整归母净利*（亿元）	13	11	13	14	13
yoy	23.5%	7.9%	26.1%	23.3%	-0.3%
经调整净利率	23.8%	19.5%	22.3%	23.3%	24.6%

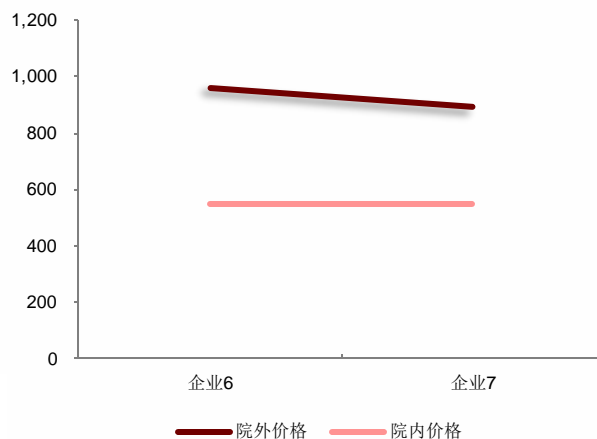
## 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **静丙院外终端价显著高于院内中标价。**从陕西省来看，多家企业静丙的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约100-200元，从江苏省徐州市来看，院外价较院内高出约200元以上。
- **院内外价差凸显静丙需求旺盛。**受医保控费等因素影响，血制品院内中标价缺乏弹性，而院外零售价对市场需求的反应更加敏感。目前多地的静丙院外价格普遍在700-800元以上（2.5g规格），凸显静丙市场需求旺盛。

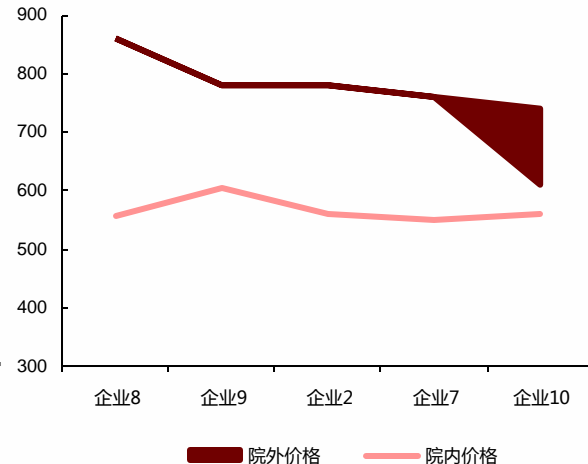
### 陕西省静丙(2.5g规格)院内院外价格对比



### 深圳市静丙(2.5g规格)院内院外价格对比



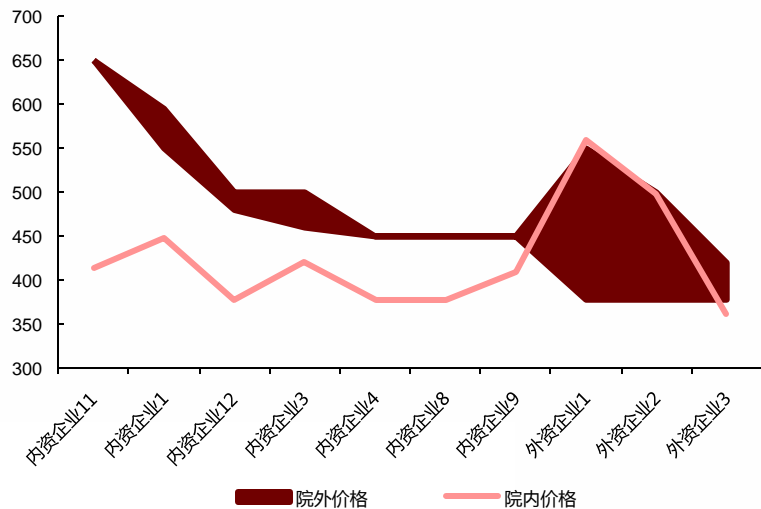
### 徐州市静丙(2.5g规格)院内院外价格对比



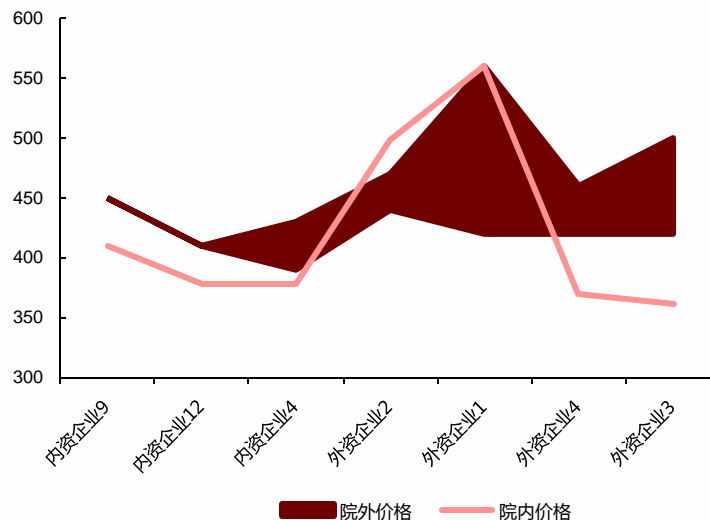
## 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **人白院内外价差小于静丙，存在厂商、地域差异。**从陕西省来看，多家国产企业人白的药店零售价格（院外）相较院内省中标价高约数十到百元左右，从江苏省徐州市来看，国产企业人白的院内外价差在数十元左右。整体来看，人白的院内外价差较静丙更小。

### 陕西省人白(10g规格)院内院外价格对比



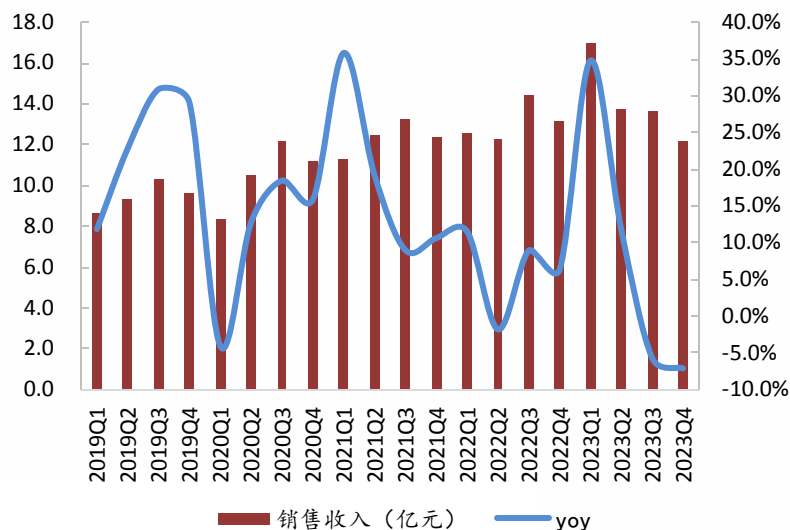
### 徐州市人白(10g规格)院内院外价格对比



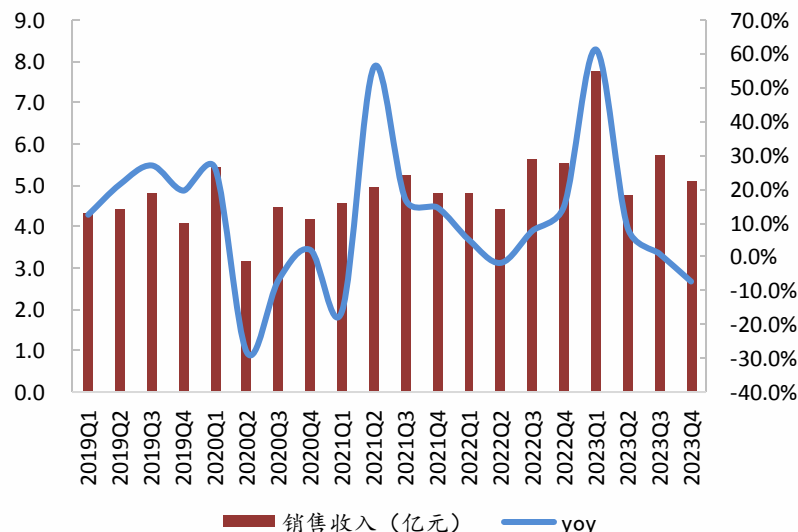
## 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

- **2023年人白、静丙终端需求增长前高后低。** 2023年一季度，相关重症治疗拉动血制品需求快速上升。样本医院人血白蛋白2023Q1销售额17亿元，同比增长35%，静丙销售额7.8亿元，同比增长超60%。2023年下半年，人白静丙终端需求增速转负。样本医院人血白蛋白23Q3/Q4销售额13.6/12.2亿元，同比下降6%/7%，同期静丙销售额5.7/5.1亿元，同比增长1%/-7%。
- **结合上市公司利润表及院内销售数据，我们认为院外需求正成为当前板块业绩驱动力。**

### 样本医院人白销售额



### 样本医院静丙销售额

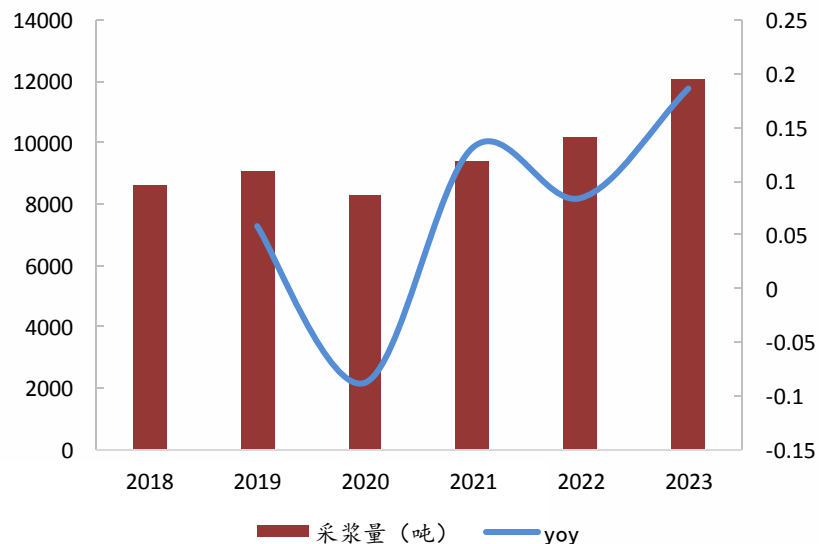


# 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

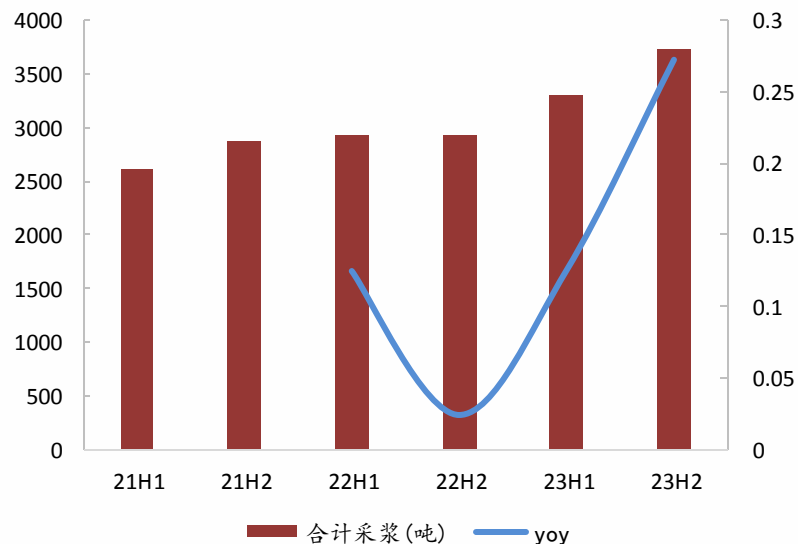
## 2023年血制品行业采浆提速

- **2023年采浆增长提速。**根据博雅生物，2023年我国采浆12000余吨，同比增速约19%，2023年采浆增长显著提速。
- **从样本公司来看，22H2-23H2采浆亦呈现显著提速趋势。**我们选取了5家血制品企业作为样本，预计上述公司23H2采浆量合计同比增速超过25%，较2022年下半年显著提升。

### 我国历年整体采浆量



### 样本血制品企业采浆量



# 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

## 十四五新设浆站逐步投采，行业浆量快速增长

- 随着多家公司新浆站近年持续落地，我们预计未来三年行业采浆将保持较快增速。

### 上市公司浆站数量

集团	在营浆站数量 (含分站)	获批浆站数量 (含分站)
天坛生物	58 +22	82 +20
上海莱士	39	41 +3
华兰生物	25 +5	25 +7
派林生物	28 +6	38
博晖创新	14 +2	24
博雅生物	13 +1	14 +2
卫光生物	8 +1	8 +1



# 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

政策：京津冀3+N集采已于十省执行，多数企业产品未降价。

- 京津冀3+N集采纳入人白、八因子、纤原。2023年9月北京市医保局宣布针对三个血制品种展开带量联动采购，2024年1月集采中标价格公布。
- 多数企业的人白、八因子在集采地区中标价未明显下降，个别企业的品种在少数省份略有降价。
- 根据医药魔方，目前执行集采价格的省份有北京、天津、河北、贵州、陕西、山西、辽宁、四川、广西、吉林等。

京津冀联盟3+N集采部分血制品中标价格

集团名称	企业名称	规格	京津冀集采中标价（元）	2020-2023年对应省份地方中标价格（元）
人白				
上海莱士	上海莱士血液制品股份有限公司	10g	412	412-635
上海莱士	同路生物制药有限公司	10g	378	378
派林生物	广东双林生物制药有限公司	5g	217.4	217-220
派林生物	哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司	10g	410	410-412
华兰生物	华兰生物工程股份有限公司	10g	378	377-378
华兰生物	华兰生物工程重庆有限公司	10g	377	/
天坛生物	成都蓉生药业有限责任公司	10g	390	390-420
天坛生物	国药集团兰州生物制药有限公司	10g	440	440-445
博雅生物	华润博雅生物制药集团股份有限公司	12.5g	575	575
纤原				
上海莱士	上海莱士血液制品股份有限公司	0.5g	650	650-885
派林生物	哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司	0.5g	875	875-903
华兰生物	华兰生物工程股份有限公司	0.5g	578	578-880
博雅生物	华润博雅生物制药集团股份有限公司	0.5g	699	699-878
八因子				
上海莱士	上海莱士血液制品股份有限公司	200IU	391	391-430
上海莱士	同路生物制药有限公司	200IU	396	396
派林生物	广东双林生物制药有限公司	200IU	411	395-420
华兰生物	华兰生物工程股份有限公司	200IU	388	388-393
博雅生物	华润博雅生物制药集团股份有限公司	200IU	389	389-420
天坛生物	成都蓉生药业有限责任公司	200IU	380	380-396
天坛生物	国药集团上海血液制品有限公司	200IU	396	396

## 血制品板块：静丙需求高位，血浆增长确定性强

### 政策：河南省集采破免降价超30%，预计对血制品行业格局影响较小

- 2023年5月31日，河南等十九省组成省际联盟，针对24种药品展开集采，其中包括一个血制品品种——破伤风人免疫球蛋白。
- 2023年10月9日，河南医保局公布此次集采正式中标价格。我们根据药智网历史中标价数据测算，此次集采各企业破免产品降幅普遍在30%-40%之间。考虑到破免市场在血制品行业整体占比较低，我们认为此次集采对行业目前格局影响较小。

#### 河南省联盟破免中标价格

企业	中标规格	中标价格（元/支）	最近3年历史最低中标价	降价幅度
广东双林生物制药有限公司	2.5ml:250IU	165	280	41.1%
成都蓉生药业有限责任公司	2.5ml:250IU	170	260	34.6%
华兰生物工程重庆有限公司	2.5ml:250IU	173.6	260	33.2%
华兰生物工程股份有限公司	2.5ml:250IU	173.6	295	41.2%
同路生物制药有限公司	2.5ml:250IU	188.8	280	32.6%
四川远大蜀阳药业有限责任公司	2.5ml:250IU	195	298	34.6%
哈尔滨派斯菲科生物制药有限公司	2.5ml:250IU	212.8	298	28.6%

# 血制品：供给端恢复，产业整合加速

**投资建议：建议关注增长预期明确，具备估值业绩性价比个股。**

**投资建议：**建议关注1) 上海莱士 ( 002252.SZ )；2) 卫光生物 ( 002880 )；3) 华兰生物 ( 002007 )；4) 天坛生物 ( 600161 )；5) 博雅生物 ( 300294 )；6) 派林生物 ( 000403 )等。

血制品个股吨浆业绩与吨浆市值

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
<b>天坛生物(600161.SH)</b>							
营业收入 (百万元)	2931	3282	3446	4112	4261	5180	5972
吨浆收入 (万元)	209	209	202	240	236	255	247
净利润 (百万元)	736	894	943	1,069	1,205	1,509	1,757
吨浆净利润 (万元)	53	57	55	62	67	74	73
年末/最新市值 (亿元)	185	292	523	398	391	510	475
吨浆市值 (万元)	1787	2517	4144	3135	2921	3386	2658
<b>上海莱士(002252.SZ)</b>							
自营业务营收 (百万元)	1804	2585	2762	3332	3771	4317	4875
吨浆收入 (万元)	164	215	227	268	279	292	304
自营业务净利润 (百万元)	749	797	906	1,095	1,357	1,582	1,677
吨浆净利润 (万元)	68	66	74	88	100	107	104
年末/最新市值-对应自营业务 (亿元)	398	369	499	446	394	492	462
吨浆市值 (万元)	3622	3063	4097	3587	2918	3330	2877
<b>华兰生物(002007.SZ)</b>							
营业收入 (百万元)	2408	2644	2591	2598	2679	2937	3512
吨浆收入 (万元)	224	271	254	258	258	262	262
归母净利润 (百万元)	916	988	927	834	730	843	1,050
吨浆净利润 (万元)	85	101	91	83	70	75	78
年末/最新市值 (亿元)	155	343	621	382	160	168	210
吨浆市值 (万元)	1589	3368	6145	3669	1430	1251	1391
<b>派林生物(000403.SZ)</b>							
营业收入 (百万元)	860	916	1050	1972	2405	2329	3075
吨浆收入 (万元)	229	232	223	250	276	268	280
归母净利润 (百万元)	80	160	186	391	587	612	745
吨浆净利润 (万元)	21	41	40	50	67	70	68
年末/最新市值 (亿元)	69	88	187	205	167	200	199
吨浆市值 (万元)	1830	2229	3980	2608	1910	2295	1810
<b>博雅生物(300294.SZ)</b>							
营业收入 (百万元)	875	988	893	1232	1315	1452	1607
吨浆收入 (万元)	262	274	234	304	306	321	321
归母净利润 (百万元)	469	426	260	345	498	542	566
吨浆净利润 (万元)	141	118	68	85	116	120	113
年末/最新市值 (亿元)	117	135	145	196	184	170	177
吨浆市值 (万元)	3342	3638	3721	4672	4199	3637	3318
<b>卫光生物(002880.SZ)</b>							
营业收入 (百万元)	688	821	905	907	668	1048	1282
吨浆收入 (万元)	187	211	223	208	209	213	233
归母净利润 (百万元)	157	171	190	205	117	218	270
吨浆净利润 (万元)	43	44	47	47	37	44	49
年末/最新市值 (亿元)	43	56	78	73	72	80	64
吨浆市值 (万元)	1183	1449	1921	1672	2260	1623	1167

## 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

- **政策端：集采如期推进，院外价格管控趋严。** 1) **院内端：集采政策如期推进**，首批中成药集采2年到期时间为6月30日，湖北省发布《关于做好部分集中带量采购品种续签和接续工作的通知》。此前湖北省组织两次中成药集采，从品种上来看主要涉及到非独家品种，降价幅度温和。广东省及北京市针对中成药独家品种则规则更友好，降价幅度更小，独家品种仍然具有抗集采风险。2) **院外端：四同五同价格整治，品牌中药影响较小。** 国家医保局印发了《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》，我们认为品牌中药的渠道价格体系管控严格，并且终端需求粘性强，四同五同价格整治对品牌中药影响较小。对于一些价格虚高的非品牌中药将会进一步出清，行业有望实现集中度提升。
- **业绩端：中药走出高基数影响，提价对冲成本压力。** 1) **收入端**：2022年四季度以及2023年一季度中药板块在感冒发烧相关用药的带动下，呈现快速增长，随着24年一季度业绩落地，一季度58家样本公司中药行业收入953.5亿元，同比下滑0.8%，但环比增长12%，呈现底部向上良好发展态势。我们认为2024年中药板块，在基数压力相对比较大的一季度业绩风险释放后，预计2024年中药板块的业绩增速有望逐季度改善。2) **毛利端**：受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步降价，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解，牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力，从中药CPI指数来看，中药CPI指数持续领先全国CPI指数。
- **看好中药三大方向**：1) **品牌中药提价放量**。品牌OTC具有强品牌，提价具有较强的客户基础和品牌基础，能够持续不断释放业绩。在成本端推动以及部分企业改革的推动下，未来有望持续提价。2) **国企混改释放红利，高股息具备防御属性**。中药行业国企混改以及公司治理改善加速推进，高股息资产在市场调整期的投资性价比较高，具有“防御性”的类固收特征。建议从两个维度“高股息+高增长”、“高股息+央国企”关注优质标的。3) **基药目录调整带来中药发展新机会**。新一轮基药目录即将启动，部分中药品种有望获益于此次基药目录调整实现院内放量。
- **相关标的**：1、OTC主线：太极集团、华润三九、达仁堂、云南白药、马应龙、佐力药业、健民集团、东阿阿胶、济川药业、寿仙谷等；2、中药创新药主线：以岭药业、康缘药业等；3、中药饮片/配方颗粒主线关注华润三九、柳药股份、中国中药等。

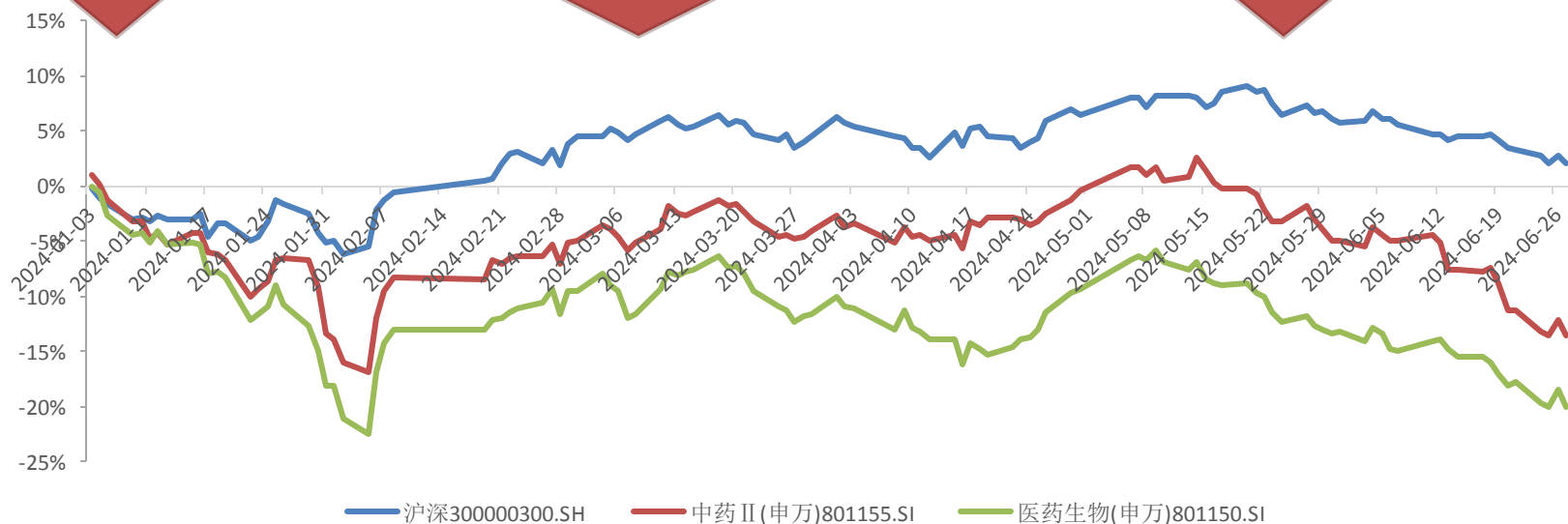
# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 1 中药板块历史及年初至今复盘

□ 中药板块近一年持续跑赢申万医药和沪深300。年初至今中药板块累计跌幅-14%，相对于医药生物指数的超额收益为6%，相对于沪深300的超额收益为-16%。

### 中药板块近一年历史回顾（2024.1.1-2024.6.28）

- 12月26日，医保局正式发布《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》，开启四同价格整治序幕
- 1月江中药业、东阿阿胶推出股权激励，利好中药国改企业
- 1月29日，国家药典委发布第六批31个中药配方颗粒国家标准；
- 2月国务院办公厅发布《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》利好中药行业发展
- 2月5日，国家药监局综合司公开征求《中药标准管理专门规定》（征求意见稿）
- 2月5日，药审中心起草了《濒危动物类中药材人工制成品研究技术指导原则（征求意见稿）》
- 3月《政府工作报告》发布，指出促进中医药传承创新。
- 一季报密集发布，佐力药业东阿阿胶等中药企业业绩超预期
- 4月15日，湖北省发布《关于做好部分集中带量采购品种续签和接续工作的通知》
- 5月29日，国家医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》
- 6月13日，国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 2 业绩：走出高基数影响，收入拐点降至

- ◆ **走出高基数影响，收入拐点降至。** 2022年四季度以及2023年一季度中药板块在感冒发烧相关用药的带动下，呈现快速增长，22Q4-23Q2行业增速分别达到13.5%、15.4%和13.8%，形成较高基数压力。从盈利能力上看，由于高毛利产品占比提升，23年Q1毛利率水平也曾达到46.1%的峰值水平。随着24年一季度业绩落地，一季度58家样本公司中药行业收入953.5亿元，同比下滑0.8%，但环比增长12%，呈现底部向上良好发展态势。我们认为2024年中药板块，在基数压力相对比较大的一季度业绩风险释放后，预计2024年中药板块的业绩增速有望逐季度改善。尤其在23年三季度，医药板块面临反腐压力，院内端用药量大幅下降，因此我们预期2024年三季度的业绩增速能有不错的业绩表现。
- ◆ **成本上涨影响短期毛利，高毛利产品占比回归正常。** 尽管行业受到部分中药材涨价影响，成本造成一定压力，但是中药企业本身由于其消费品属性较强，对下游具有较强的议价能力，2023年上半年以来已经有片仔癀、佛慈制药等公司公告受到原材料价格上涨压力涨价，部分具有强品牌力的上市公司也透露有涨价计划，我们认为中药消费品具有较强的品牌实力，消费者品牌粘性较强，因此行业整体毛利率在提价的因素下，仍然有上涨的空间。

### 中药板块22Q4-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营收	883.8	961.2	887.0	794.8	851.6	953.5
同比增速	13.5%	15.4%	13.8%	0.5%	-3.6%	-0.8%
归母净利润	41.6	136.9	108.3	87.8	41.2	126.3
同比增速	-32.3%	52.9%	32.7%	10.5%	-0.9%	-7.7%

### 中药板块22Q4-24Q1盈利能力指标概览

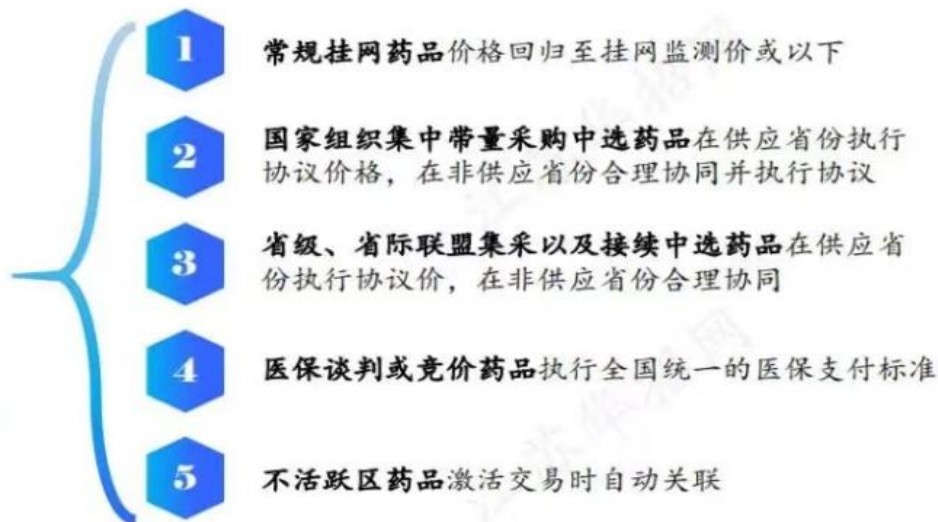
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	44.1%	46.1%	44.1%	43.5%	43.3%	43.6%
净利率	44.1%	46.1%	44.1%	43.5%	43.3%	43.6%
销售费用率	24.6%	22.5%	23.2%	22.5%	25.2%	20.7%
管理费用率	6.2%	4.6%	4.9%	5.6%	6.6%	4.6%
财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
研发费用率	3.5%	2.0%	2.4%	2.7%	4.0%	2.2%

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 3 政策：集采如期推进，院外价格管控趋严

□ **四同五同价格整治，品牌中药影响较小。** 国家医保局印发了《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》，通过汇总全国各省份集中采购平台挂网销售药品的价格数据，重点对“四同药品”，即通用名、剂型、规格、厂家均相同的药品，统计了分布集中、有活跃交易的价格水平，作为监测结果推送给各省份医保局以及当地的药品集中采购机构。我们认为品牌中药的渠道价格体系管控严格，并且终端需求粘性强，四同五同价格整治对品牌中药影响较小。与此同时对于一些价格虚高的非品牌中药将会进一步出清，行业有望实现集中度提升。

在统计全国现有挂网药品**监测价**的基础上，以**省为单位**对本地区挂网药品价格**分类**采取**协同治理**措施，指导**医药企业主动调整**针对部分地区的不公平高价、歧视性高价，原挂网价格符合协同治理要求的继续**从低执行**，并配合有关部门做好供应保障。



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 3 政策：集采如期推进，院外价格管控趋严

时间	事件	内容	影响
2023.12.26	医保局发布《促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡》	聚焦“四同药品”（同通用名、厂牌、剂型、规格）对照全国现有挂网药品价格统计行程的监测价进行全面梳理排查，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	对院内端价格不同的产品造成较大影响，药企会调整各省挂网价格达到价格趋同
2024.4.9	江苏省医保局发布《关于推进阳光挂网药品价格治理工作通知》	申报价格不高于以已挂网同通用名产品数最多剂型规格中对应挂网产品中的最低价为基础，根据差价系数计算的价格	“三同”价格治理，取消同规格，按照差价比价计算，江苏省目前针对“三同”比价仅限于院内
2024.5.29	医保局发布《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》	要求以当日同城即时配送价格作为锚点，比对省级集采平台挂网价、集采中选价、定点零售药店药价	消除线上低价吸引客流的现象，确保线上线下价格一致，部分药企受到定价策略压力后，会选择提高线上平台价格，以达到“多端价格统一”
2024.6.13	国家医保局发布新闻《陕西医保上线“药品比价”功能》；	国家医保局发布消息，陕西医保上线“药品比价”功能，自药品比价功能上线以来，预计将使参保人员的购药成本下降10%-15%。	推动药品价格透明，药店端自主定价能力削弱，药店会将压力转移给品牌力较弱的上游药企



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 3 政策：集采如期推进，院外价格管控趋严

□ **院内端：集采政策如期推进，独家品种仍然具有抗集采风险。**2024年4月15日，湖北省发布《关于做好部分集中带量采购品种续签和接续工作的通知》，首批中成药集采2年到期时间为6月30日，此次续签关注品种变化以及续签价格变化。此前湖北省组织两次中成药集采，从品种上来看主要涉及到非独家品种，降价幅度温和。广东省及北京市针对中成药独家品种则规则更友好，降价幅度更小。

### 各省市中药集采情况回顾

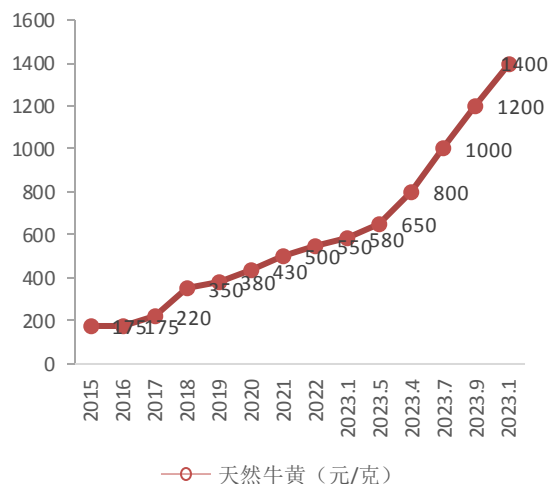
	湖北	广东	北京	山东	全国（湖北第二批）	上海
启动时间	2021.9	2021.12	2022.7	2022.8	2022.9	2023.8
结果公布时间	2021.12	2022.3	2022.10	2022.11	2023.6	
中选情况	46个品种，111个品规	53个品种，361个品规	59个品种	40个品种，141个品规	15个类别，30个品种，68个品规	
报量情况	76个品种，208个申报品规	58个品种，673个申报品规	84个品种	67个品种，333个申报品规	16个类别，42个品种，95个现场申报品规	42个品种，116个产品
平均降幅	42%	56%	23%	44.3%	49.4%	
涉及省份	湖北、河北、山西、内蒙古、辽宁、福建、江西、河南、海南、重庆、四川、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团共19省	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海共6省	北京	山东省	湖北、北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、广东、广西壮族自治区、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏自治区、陕西、甘肃、青海、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、新疆生产建设兵团共30个省市自治区	上海

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

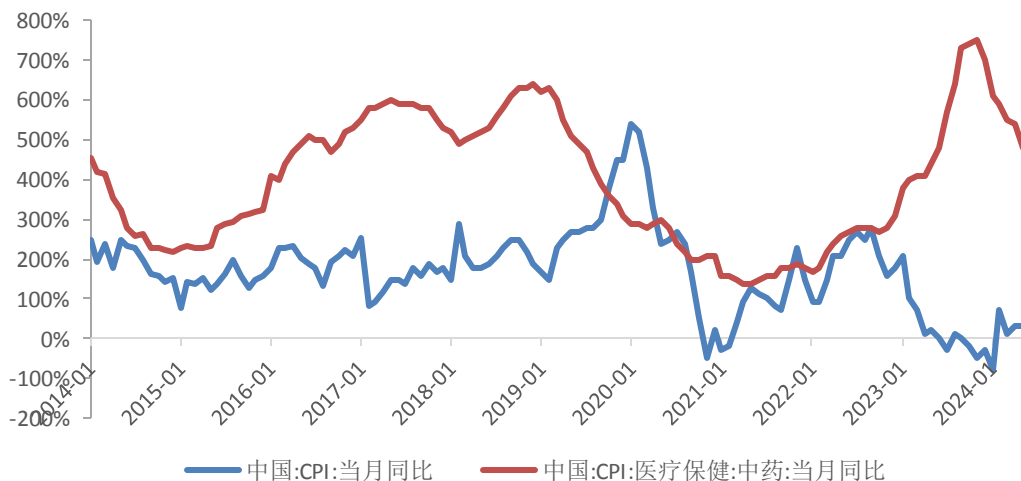
## 4 中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

□ **原材料成本上涨，推动品牌中药持续提价。** 稀缺名贵中药材长期的供不应求导致价格呈现上涨趋势，随着中药抗疫带来需求量增加，中药材整体价格实现上涨。品牌中药具有较强的客户粘性，部分名贵中药的消费者对于价格相对表现不敏感。品牌中药的提价可以进一步转移成本压力，从中药CPI指数来看，中药CPI指数持续领先全国CPI指数。

### 天然牛黄价格变动



### 全国CPI及中药CPI走势

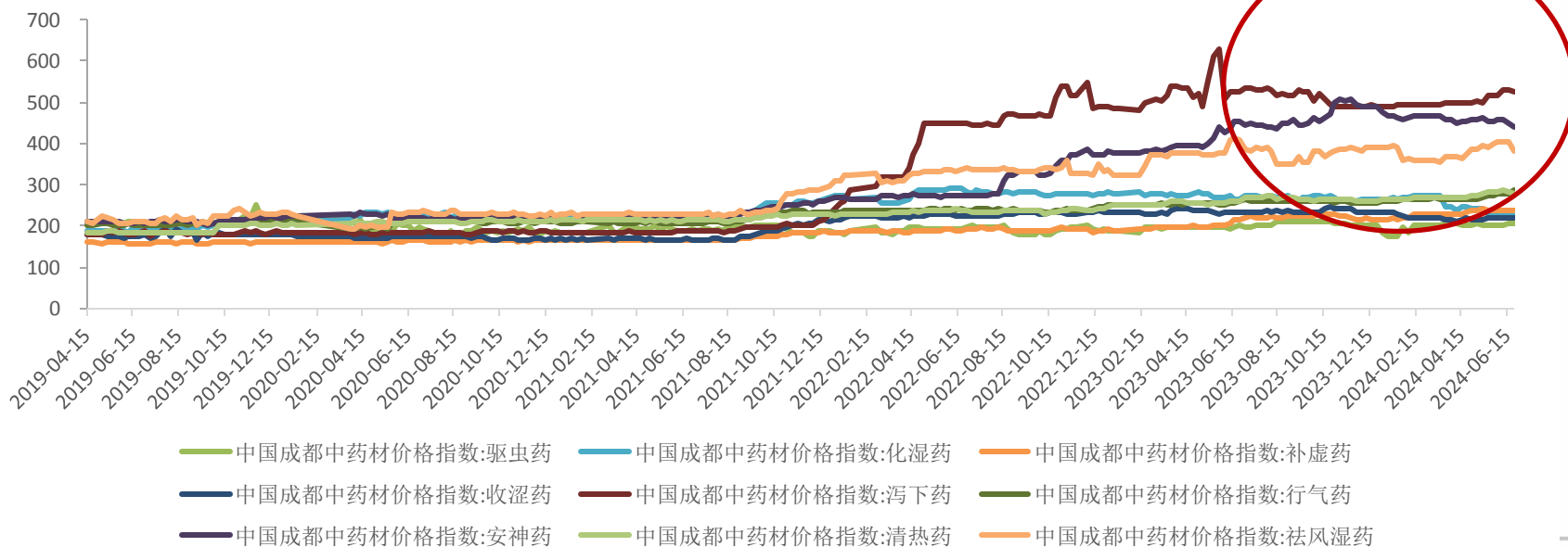


# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 4 中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

- **中药材价格逐步回落，成本压力影响较低。** 受到2022年底疫情需求带来上游中药材需求量激增，进而导致部分中药材价格出现大幅上涨。我们认为中药材价格上涨趋势可控，并且已经出现部分药材回落现象。中药企业对于需求量较大的大宗药材，将投入中药材生产基地建设保障供应，以平滑成本的波动。随着部分新增药材逐步进入收获期，药材持续高位的现象也将逐步得到缓解。
- 2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》，拟定可以将从不存在疯牛病疫情禁令国家（地区）进口、已获检疫准入并经海关检疫以及口岸药品检验机构检验合格的牛黄用于中成药生产。牛黄进口使用试点或将有望缓解国内牛黄需求压力，降低下游原材料成本压力。

成都中药材价格指数



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 4 中药消费品：提价趋势明显，成本逐步下降

□ 多元提价策略，保障毛利率持续稳定。 1) 直接提价：对于产品供不应求的中药消费品，直接提高出厂价和终端价格，由于库存较低，其价格的传导相对较快，例如片仔癀； 2) 精品战略：在原有的消费者群体里面不断深挖高收入群体的消费者，例如精品的安宫牛黄丸； 3) 开辟直营渠道：直营渠道省去中间经销商环节，直接提升公司整体利润率水平。

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
片仔癀	片仔癀（锭剂）	590元/粒(终端)	2020年1月	11.30%
	片仔癀（锭剂）	760元/粒（终端）	2023年5月	28.8%
同仁堂	安宫牛黄丸	860元/粒（终端）	2021年12月	10.26%
	同仁牛黄清心丸	880元/盒（终端）	2022年1月	12.82%
		765元/盒（批发含税）		12.83%
		676元/盒（批发无税）		12.67%
	跌打丸OTC	20元/盒（终端）	2022年1月	45%
		17.4元/盒（批发含税）		45%
		15.4元/盒（批发无税）		45.01%
	牛黄清胃丸	19.8元/瓶（终端）	2022年1月	65%
		17.2元/瓶（批发含税）		65.38%
		15.22元/瓶（批发无税）		65.43%
壮骨药酒323ml	450元/瓶（终端）	2022年1月	25%	
	346.02元/瓶（批发无税）		24.92%	
壮骨药酒600ml	780元/瓶（终端）	2022年1月	30%	
	600元/瓶（批发无税）		29.88%	
同仁乌鸡白凤丸OTC	80元/盒（终端）	2022年1月	15.94%	
	61.59元/盒（批发无税）		15.99%	
局方至宝丸	898元/丸（终端）	2022年1月	12.53%	
	4680元/盒（批发含税） 4141.59元/盒（批发无税）		12.42% 12.42%	
东阿阿胶	阿胶浆		2018.1	5.00%
广誉远	安宫	双天然铁盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 5880元/盒（定价）	2022年3月	14.0%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*2盒） 3360元/盒（定价）	2022年3月	6.3%
	安宫	双天然木盒（3g/丸*1丸/盒*6盒） 10080元/盒（定价）	2022年3月	6.3%

公司	产品	价格	最近一次提价	提价幅度
云南白药	云南白药散剂	出厂价提价	2022年1月	13.5%
健民集团	龙牡壮骨颗粒	30袋	2020年底	超100%
		60袋	2020年底	超50%
马应龙	马应龙痔疮膏（10g）		2021年	提价
太极集团	藿香正气口服液	10元/盒（5支装）	2021年12月	12%
	太极急支糖浆	28-45元/瓶	2020年底	从8.5-15元/瓶提价到28-45元/瓶
	通天口服液	5.5-7元/支	2020年底	从2.8元/支提价到5.5-7元/支
	鼻窦炎口服液	4.5元/支	2020年底	出厂提价20%-30% 终端提价2-3倍
九芝堂	六味地黄丸	48元/盒（520丸/盒）	2021年1月	10%
	安宫牛黄丸（天然牛黄）（1丸/盒）	598元/丸	2021年1月	12%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（2丸/盒）	598元/盒	2021年1月	20%
	安宫牛黄丸（体培牛黄）（1丸/盒）	398元/盒	2021年1月	25%
	牛黄解毒丸	15元/盒（3g*10丸/盒）	2021年1月	超30%
	逍遥丸	29.9元/盒（360丸/盒）	2021年1月	超25%
	上清丸	18元/盒（9g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	通宣理肺丸	18元/盒（6g*10丸/盒）	2021年1月	超25%
	银翘解毒丸	16.9元/盒（10丸/盒）	2021年1月	超25%

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 5 新一轮基药目录调整即将启动

- **2018版基药目录已经执行近6年，2024年有望发布新版基药目录。**基药发展历史较长，我国已经发布5版基药目录。2018年10月25日国家卫健委公布《国家基本药物目录（2018年版）》，也是到目前为止最新的一版基药目录，于2018年11月1日起在全国正式实行。2018版基药目录共包括685个品种，其中西药417种、中成药268种。整体来看，进入基药目录的药品数量在不断增加，中成药占比持续提升。
- **进入基药有助于放量，独家品种更加受益。**2019年，国务院办公厅发文部署短缺药保供稳价工作，其中提到政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。18版基药目录新增品种的2017-2021年公立医院销售额CAGR平均值为32%，超过100%有10大品种。整体来看，政策有助于中药独家基药品种进院和放量，建议重点关注和跟踪。
- **2024年基药目录前瞻，重点关注“创新型中成药+公共卫生防治用药+儿童用药”。**新版基药目录将延续2018年基药目录的“中西药并重”的工作方针，鼓励创新型中成药发展。以临床价值为导向，在国家基本药物目录管理中注重加强公共卫生防治用药的内容，将国家和各省防治方案中成药品种纳入国家基本药物目录。新版基药目录首次将儿童药品目录单独列出，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，2024年国家基本药物包括化学药品和生物制品目录、中药目录和儿童药品目录等。

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
贵州三力	开喉剑喷雾剂（儿童）	呼吸系统	清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、牙龈肿痛	是	否	是	否
	开喉剑喷雾剂（成人）	呼吸系统	开喉剑喷雾剂，中医清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口疮见以上证候者	是	否	是	否
	芪胶升白胶囊	气血双补剂	血益气。用于气血亏损所引起的头昏眼花，气短乏力，自汗盗汗	是	OTC甲	是	否
	妇科再造丸	妇科	养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久、痛经、带下	是	OTC甲	是	否
盘龙药业	盘龙七片	骨科	活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎，腰肌劳损，骨折及软组织损伤	是	否	是	否
方盛制药	藤黄健骨片	骨科	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	否	是	全国
	小儿荆杏止咳颗粒	呼吸系统	疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳。用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰、痰黄，咽部红肿等症	是	否	是	否
济川药业	小儿豉翘清热颗粒	呼吸系统	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄	是	否	是	否
	川穹清脑颗粒	神经系统	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛	是	否	是	否
	健胃消食口服液	消化系统	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗝腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者	是	否	是	否
康缘药业	大株红景天片/胶囊	心血管系统	活血化瘀，通脉止痛，用于冠心病，心绞痛属于心血瘀阻证，症见胸痛，胸闷，心慌，气短等	是	否	是	否
	天舒胶囊	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	是	是	否
	天舒片	神经系统	活血平肝，通络止痛。用于瘀血阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁、舌质暗或有瘀斑；血管神经性头痛、紧张性头痛、高血压头痛见上述证候者	是	否	是	否
	通塞脉片/胶囊	血液和造血器官	活血通络、益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死（缺血性中风中经络）恢复期气虚血瘀证，症状表现为半身不遂、偏身麻木、口眼歪斜、言语不利、肌体感觉减退或消失等；用于血栓性脉管炎（脱疽）的毒热证。	是	否	是	否
	九味熄风颗粒	治风剂	九味熄风颗粒可以用于轻中度小儿多发性抽动症属中医肾阴亏损，肝风内动证者	否	否	是	否

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
羚锐制药	培元通脑胶囊	心血管	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细	是	否	是	否
	丹鹿通督片	补肾活血剂	活血通督，益肾通络。用于腰椎管狭窄症(如黄韧带增厚、椎体退行性改变、陈旧性椎间盘突出)属瘀阻督脉型所致的间歇性跛行，腰腿疼痛，活动受限，下肢酸胀疼痛，舌质暗或有瘀斑等	是	否	是	否
达仁堂	通脉养心丸	心血管	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等	是	否	是	否
	胃肠安丸	消化道及代谢	芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的作用。可用于治疗消化不良，肠炎、痢疾等	是	否	是	否
	清肺消炎丸	呼吸系统	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸肋胀痛，吐痰黄稠；上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者	是	OTC甲	是	否
	痹祺胶囊	骨科	益气养血，祛风除湿，活血止痛。用于气血不足，风湿瘀阻，肌肉关节酸痛，关节肿大，僵硬变形或肌肉萎缩，气短乏力；风湿、类风湿性关节炎，腰肌劳损，软组织损伤属上述证候者	是	否	是	否
	舒脑欣滴丸	神经系统	理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等	是	OTC甲	是	否
以岭药业	莲花清咳片	呼吸系统	治疗急性气管-支气管炎中医辨证属痰热壅肺证者	是	否	是	否
	夏苈芪胶囊	泌尿系统	主要用于良性前列腺增生症	是	否	是	否
	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	健脾益肾，化解毒。适用于不宜手术的脾肾两虚，瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效，减轻对白细胞，肝功能，血红蛋白的毒性作用，改善患者生存质量，改善脘腹胀满，纳呆食少，神疲乏力，腰膝酸软，溲赤便溏，疼痛	是	否	是	否
	益肾养心安神片	神经系统	益肾、养心、安神。用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等，舌淡红苔薄白，脉沉细或细弱。	是	否	是	否
康恩贝	麝香通心滴丸	心血管	芳香益气通脉，活血化痰止痛。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛，中医辨证气虚血瘀证，症见胸痛胸闷，心悸气短，神倦乏力。	是	否	是	否
	汉防己甲素片	骨骼系统药物	用于风湿痛、关节痛、神经痛。与小剂量放射合并用于肺癌；亦用于单纯硅肺I、II、III期及各期煤硅肺	否	否	是	否

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 基药目录调整潜在品种

上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
新天药业	宁泌泰胶囊	泌尿科	清热解毒，利湿通淋。用于湿热蕴结所致淋证，证见：小便不利，淋漓涩痛，尿血，以及下尿路感染、慢性前列腺炎见上述证候者。	是	否	是	否
	苦岑凝胶	妇科	抗菌消炎。用于宫颈糜烂，赤白带下，滴虫性阴道炎及阴道霉菌感染等妇科慢性炎症。	是	否	是	否
	夏枯草口服液	呼吸系统	清火，散结，消肿。用于火热内蕴所致的头痛、眩晕、瘰疬、癭瘤、乳痈肿痛；甲状腺肿大、淋巴结结核、乳腺增生病见上述证候者	是	否	是	否
九芝堂	疏血通注射液	神经系统	疏血通注射液，活血化瘀，通经活络。用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络急性期，症见半身不遂，口舌歪斜、语言蹇涩。	是	否	是	否
	裸花紫珠片	止血剂	消炎，解毒，收敛，止血。用于细菌感染引起的炎症，急性传染性肝炎，呼吸道及消化道出血。	是	否	是	广东
一品红	芩香清解口服液	呼吸系统	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口渴烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。	是	否	是	否
	尿清舒颗粒	泌尿系统	清热利湿，利水通淋，用于慢性前列腺炎所致小便不利，淋漓涩痛	是	否	是	否
葵花药业	补虚通淤颗粒	心血管系统	益气补虚，活血通络。用于气虚血瘀所致动脉硬化，冠心病	是	否	是	否
	康妇消炎栓	妇科	清热解毒，利湿散结，杀虫止痒	是	否	是	否
亚宝药业	儿童清咽解热口服液	呼吸系统	小儿急性咽炎(急喉痹)属脾胃实热证，症见发热，咽痛，咽部充血，或咳嗽，口渴等	是	否	是	否
华润三九	益血生胶囊	养血剂	主治脾肾两虚，精血不足所致的面色无华，眩晕气短，体倦乏力，腰膝酸软；缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血见上述证候者。	是	OTC甲	是	否
	金复康口服液	肿瘤辅助用药	用于治疗原发性非小细胞肺癌气阴两虚证不适合手术、放疗、化疗的患者，或与化疗并用，有助提高化疗效果，改善免疫功能，减轻化疗引起的白细胞下降等副作用	是	否	是	否
桂林三金	桂林西瓜霜	呼吸系统	用于风热上攻、脾胃热盛所致的乳蛾、喉痹、口糜症见咽喉肿痛、喉核肿大、口舌生疮、牙龈肿痛或出血；急、慢性咽炎扁桃体炎口腔炎口腔溃疡牙龈炎见上述证候者及轻度烫伤（表皮未破）者。	是	OTC甲	是	否
马应龙	麝香痔疮栓	消化系统	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于痔疮大肠湿热盛所致的大便出血，血色鲜红，肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	是	OTC甲	是	否



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 基药目录调整潜在品种

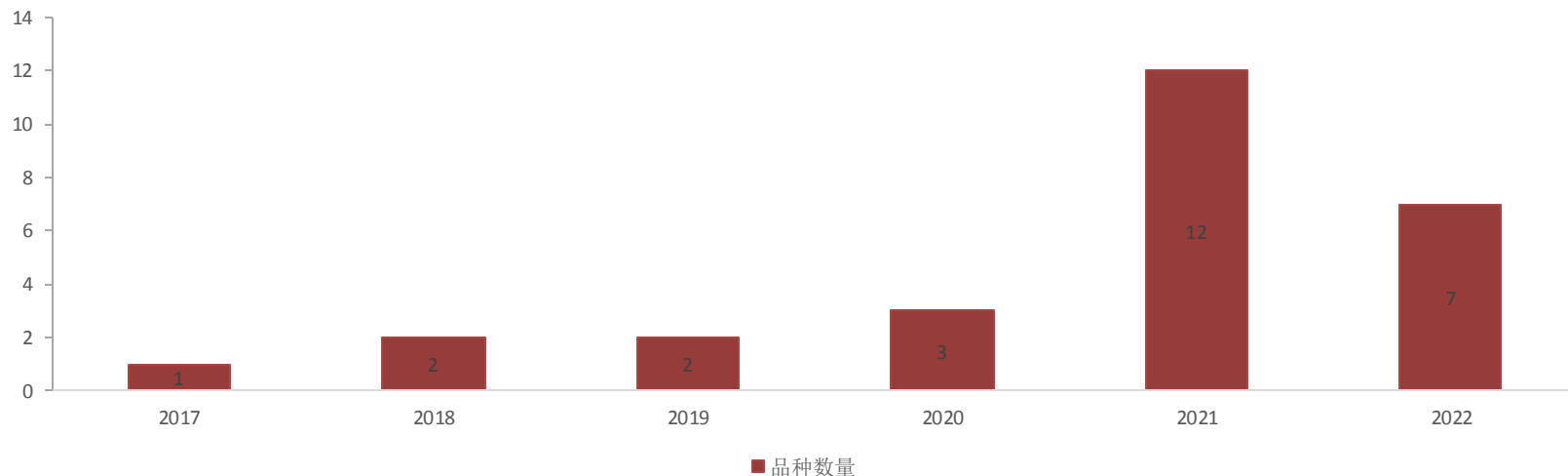
上市公司	品种	治疗类别	适应症	独家	OTC	医保	集采
太极集团	丹参口服液	心血管	活血化淤、通脉养心。用于胸痹引起的心痛，心悸，胸闷，乏力以及轻度冠心病胸闷，心绞痛等症	是	否	是	否
	急支颗粒	呼吸系统	清热化痰，宣肺止咳。用于治疗感冒后咳嗽、支气管炎咳嗽	是	OTC甲	是	否
	洛芬待因缓释片	神经系统	用于多种原因引起的中等程度疼痛的镇痛，如癌症疼痛、手术后疼痛、关节痛、神经痛、肌肉痛、偏头痛、头痛、痛经、牙痛等。	是	否	是	否
昆药集团	舒肝颗粒	肝病用药	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）	是	OTC甲	是	否
	血塞通软胶囊	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否 (两家)	否	是	上海
	血塞通片	心血管	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等	否	否	是	上海
健民集团	龙牡壮骨颗粒	儿科/骨科	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用	是	是	是	否
	七蕊胃舒胶囊	消化系统	活血化淤，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑	是	否	是	否
	拔毒生肌散	皮肤科	痈疽已溃，久不生肌，疮口下陷，常流败水	是	否	是	否
天士力	水飞蓟宾胶囊	肝病用药	用于急、慢性肝炎及脂肪肝的肝功能异常的恢复。	是	否	是	否
	注射用益气复脉	补益剂	益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证，症见胸痹心痛，心悸气短、倦怠懒言、头晕目眩、面色少华、舌淡、少苔或剥苔，脉细弱或结代；冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证，症见心悸、气短甚则气急喘促，胸闷隐痛，时作时止，倦怠乏力，面色苍白，动则汗出，舌淡少苔或薄苔，脉细弱或结代	是	否	是	否
	穿心莲内酯滴丸	呼吸系统	清热解毒，抗菌消炎。用于上呼吸道感染风热证所致的咽痛	是	OTC甲	是	否

# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 6 中药创新药：行业利好政策不断，有望加速上市

- ❑ **中药创新药研发迎来兑现阶段，创新药逐步上市。** 2021年到了药审改革后积压的第一批中药新药上市，迎来一个集中上市时期。申报药品数量来看，随着各项指导细则以及鼓励创新政策的推出,创新药获批上市的品种增加。
- ❑ **“三结合”评审制度持续推进，部分中药有望缩短上市时间。** 《基于人用经验的中药复方制剂新药药学研究技术指导原则（征求意见稿）》及《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》提出，遵循“三结合”审评证据体系，在有充分的中医药理论的前提下，人用经验可用于支持中药复方制剂新药的研发决策或注册申请，针对部分中药新药实行优先审评审批。

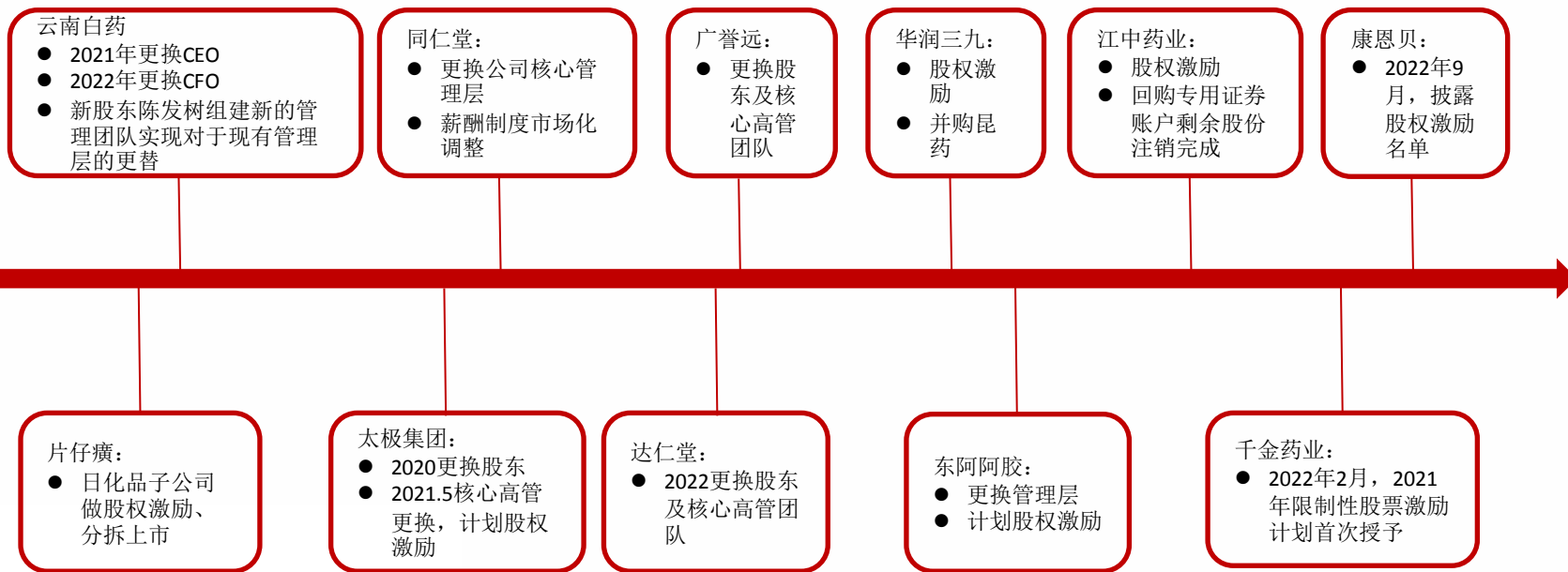
2017-2022年获批上市中药创新药数量（个）



# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

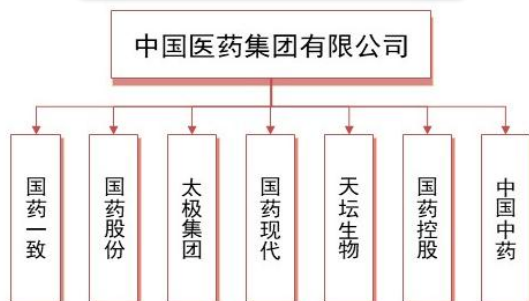
- **中药行业国企混改加速落地。** 2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。2022年，云南白药、同仁堂、广誉远、达仁堂、东阿阿胶完成管理层更换，部分中药企业完成股东更换，片仔癀、华润三九、太极集团、同仁堂、东阿阿胶、千金药业、康恩贝等多数中药企业计划或推行股权激励。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

## 中药行业国企混改历程

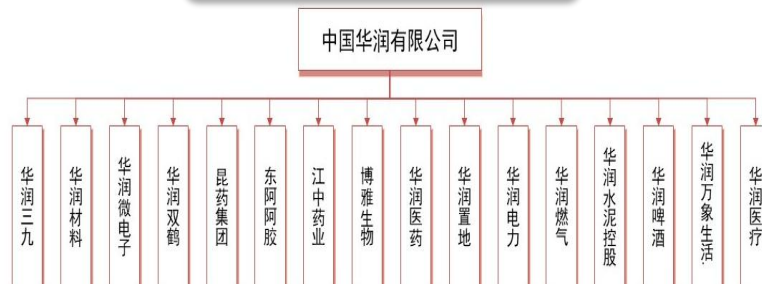


# 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

## 国药集团组织架构



## 华润集团组织架构



## 国药集团旗下7家子公司主营业务情况

企业简称	主营业务
国药一致	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	中西成药生产、销售。
国药现代	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	血液制品（人白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

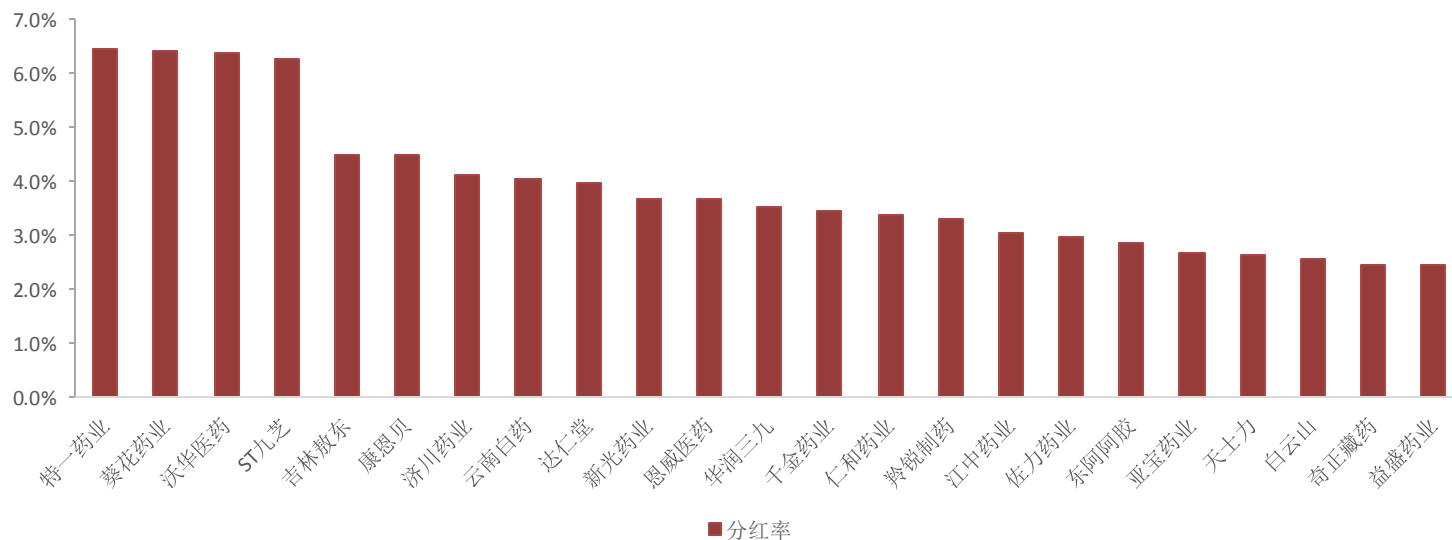
## 华润集团旗下医药板块子公司主营业务

企业简称	主营业务
华润三九	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理洫王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润双鹤	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	医药分销、药品制造、医药零售
华润医疗	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

## 中药：短期政策扰动，业绩拐点将至

- **中药板块持续高分红。** 中药企业相对现金流充足，并且部分国企背景中药企业积极响应政策，分红意愿较强，其中特一药业、葵花药业、沃华医药、九芝堂分红率达到6%以上，康恩贝、吉林敖东、济川药业、云南白药、达仁堂等公司的分红率也在3%以上。

### 2023年中药板块公司分红率



# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

## 医药分销观点：重视产业上下游延伸价值

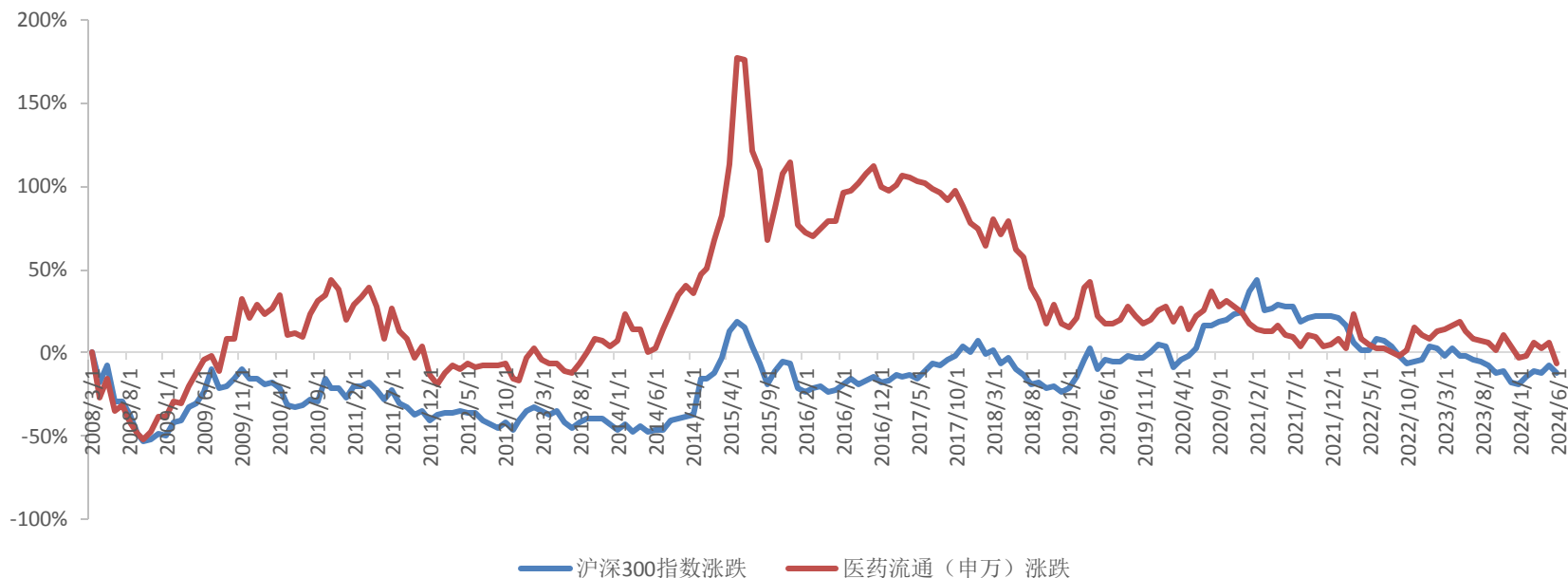
- **分销板块整体23年收入端表现好，2024Q1由于基数原因增速放缓。**2023年，17家医药分销公司实现收入8383.7亿元（+9.1%），归母净利润为149.5亿元（-6.6%），扣非归母净利润为137.7亿元（-1.1%）。板块23Q1-24Q1单季度收入分别为2159.8/2129.8/2011.8/2061.2/2180.5亿元，同比增速为16.4%/15.2%/-0.2%/5.9%/1%；归母净利润分别为41.5/45.9/34.8/27.3/41.8亿元，同比增速为21%/-19.2%/-10.8%/-8.9%/0.7%。2023年分销板块疫情后修复，业绩表现好。2024Q1分销板块由于2023Q1基数原因增速放缓。
- **长期投资主线不变：板块处于低估值，上下游产业链延伸是未来发展趋势，个股呈现结构性分化趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。建议积极把握产业结构调整的机遇，重点关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **估值处于历史低位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、重药控股（000950）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

## ◆ 复盘2023+2024H1：分销板块估值处于低位，积极把握个股机遇

- **估值处于历史低位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种继续扩大，疫后医院市场逐步恢复，也将支持流通企业的业绩仍将维持稳健增长。行业趋于集中的发展态势下，医药分销龙头企业借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，凭借规模、渠道、资金优势在市场竞争中优势凸显，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

2008年3月-2024年6月药品流通与沪深300指数涨跌幅对比



# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

- **分季度看，板块收入和利润呈现复苏趋势。** 2023年，17家医药分销公司实现收入8383.7亿元（+9.1%），归母净利润为149.5亿元（-6.6%），扣非归母净利润为137.7亿元（-1.1%）。板块23Q1-24Q1单季度收入分别为2159.8/2129.8/2011.8/2061.2/2180.5亿元，同比增速为16.4%/15.2%/-0.2%/5.9%/1%；归母净利润分别为41.5/45.9/34.8/27.3/41.8亿元，同比增速为21%/-19.2%/-10.8%/-8.9%/0.7%。2023年分销板块疫情后修复，业绩表现好。2024Q1分销板块由于2023Q1基数原因增速放缓。
- **分季度看，受政策影响，分销板块盈利能力平稳波动。** 盈利能力主要受医保控费和医疗改革等政策影响。行业整体需求仍表现强劲，随着政策影响的逐步落地消化，以及企业根据政策变化加速产业结构化调整，预期后疫情时代，业绩增速将逐步恢复。

医药分销2019-24Q1关键财务数据（累计）

	19A	20A	21A	22A	23A	24Q1
营收（亿元）	5858.91	6276.31	7081.60	7686.73	8382.73	2180.51
同比增速	18.42%	7.12%	12.83%	8.55%	9.05%	0.96%
归母净利润（亿元）	131.17	150.29	151.18	160.04	149.49	41.80
同比增速	7.73%	14.58%	0.59%	5.87%	-6.59%	0.70%
扣非归母净利润（亿元）	117.58	126.80	124.91	139.28	137.74	39.38
同比增速	17.69%	7.84%	-1.49%	11.51%	-1.11%	-0.29%
毛利率	11.55%	11.42%	10.63%	10.45%	9.97%	9.37%
四费率	8.07%	7.80%	7.53%	7.32%	6.96%	6.32%
净利率	2.64%	2.85%	2.52%	2.47%	2.12%	2.20%
扣非归母净利率	2.01%	2.02%	1.76%	1.81%	1.64%	1.81%
销售费用率	5.05%	4.83%	4.56%	4.49%	4.12%	3.74%
管理费用率	1.98%	1.95%	1.90%	1.82%	1.84%	1.69%
财务费用率	0.76%	0.70%	0.72%	0.67%	0.67%	0.60%
研发费用率	0.28%	0.32%	0.34%	0.34%	0.33%	0.29%

医药分销2021Q1-2023Q1关键财务数据（单季度）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
收入（亿元）	2159.82	2129.81	2011.84	2081.25	2180.51
同比增速	16.36%	15.17%	-0.20%	5.89%	0.96%
归母净利润（亿元）	41.51	45.94	34.75	27.29	41.80
同比增速	21.01%	-19.19%	-10.75%	-8.88%	0.70%
扣非归母净利润	39.49	40.81	32.82	24.61	39.38
同比增速	18.42%	-7.73%	-11.73%	0.40%	-0.29%
毛利率	10.00%	10.48%	9.33%	10.02%	9.37%
四费率	6.86%	6.96%	6.56%	7.47%	6.32%
净利率	1.92%	2.16%	1.73%	1.31%	1.92%
销售费用率	4.20%	4.28%	3.65%	4.33%	3.74%
管理费用率	1.68%	1.74%	1.90%	2.07%	1.69%
财务费用率	0.67%	0.64%	0.73%	0.63%	0.60%
研发费用率	0.31%	0.29%	0.28%	0.44%	0.29%



# 医药分銷：稳中求變，重視產業上下游延伸價值

## ◆ 復盤2023：高毛利工業板塊增速亮眼，分銷及零售平穩增長

- 医药流通行业公司业务分为分銷、零售、工業三大板塊，总体来看，分銷收入占比最高，毛利率较低，在6%-9%左右波动，其中器械分銷的毛利率略高于药品分銷；零售业务收入占比较低，毛利率普遍远低于四大零售连锁药店，原因是药品结构有一定差异；工業板塊收入占比较低，但是毛利占比相对较高，近年来医药流通企业强化工業板塊布局，2023年，上海医药、华润医药、九州通、柳药集团的工業板塊收入同比增速分别为-1.9%、-2.4%、7.2%、39.7%，预计未来医药流通企业将加速推进向上游业务的延伸，通过工業板塊拉起“第二增长曲线”。

### 医药流通行业：2022+2023年 上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团、重药控股板塊拆分对比

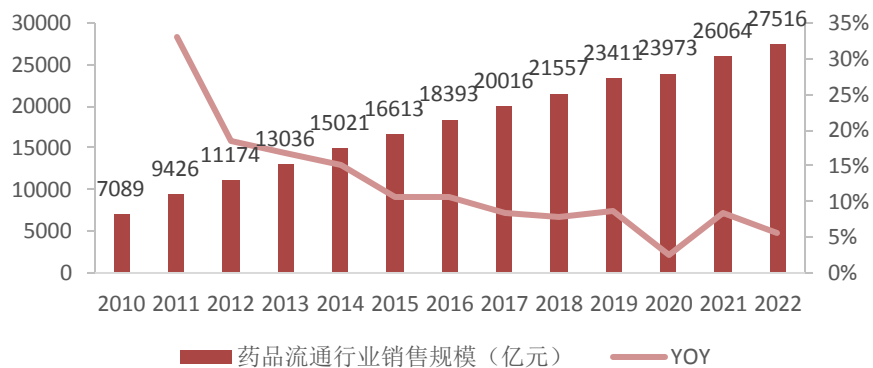
(单位: 亿元)	2022年							2023年						
	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	重药控股
总营收	2319.81	5521.77	2278.18	1404.24	734.43	190.53	678.29	2602.95	5965.7	2447.04	1501.4	754.77	208.12	801.19
YoY	7.5%	6.0%	7.3%	14.7%	7.4%	11.2%	8.5%	12.2%	8.1%	12.2%	6.9%	2.8%	9.2%	18.1%
毛利率	13.1%	8.6%	15.4%	7.8%	12.1%	11.5%	8.6%	12.0%	8.1%	15.7%	8.1%	12.0%	11.9%	7.9%
净利率	3.0%	2.6%	3.1%	1.6%	2.4%	4.0%	1.7%	2.0%	2.5%	3.2%	1.5%	2.6%	4.4%	1.0%
分銷业务	2057.3	5198.0	1832.0	1352.3	500.3	153.2	650.1	2337.6	5615.8	1958.6	1444.7	517.6	167.9	768.2
YoY	7.9%	5.5%	15.6%	14.3%	5.5%	11.0%	8.2%	13.6%	8.0%	-4.5%	6.8%	3.4%	9.6%	18.2%
营收占比	88.7%	94.1%	80.4%	96.3%	68.1%	80.4%	95.8%	89.8%	94.1%	80.0%	96.2%	68.6%	80.7%	95.9%
毛利率	6.6%	-	-	7.5%	5.8%	8.7%	8.0%	6.3%	-	-	7.5%	6.2%	7.8%	7.3%
毛利占比	44.4%	-	-	92.6%	32.5%	60.8%	89.6%	47.1%	-	-	90.0%	35.2%	53.1%	89.1%
零售业务	82.6	324.0	79.0	25.4	229.5	28.7	26.4	91.1	349.9	95.8	28.2	233.3	28.2	30.3
YoY	6.4%	13.3%	27.4%	37.9%	11.7%	5.4%	16.6%	10.3%	8.0%	8.4%	11.0%	1.6%	-1.8%	14.8%
营收占比	3.6%	5.9%	3.5%	1.8%	31.3%	15.1%	3.9%	3.5%	5.9%	3.9%	1.9%	30.9%	13.6%	3.8%
毛利率	12.6%	-	-	17.7%	24.7%	19.5%	22.1%	12.0%	-	-	17.1%	24.5%	21.0%	20.9%
毛利占比	3.4%	-	-	4.1%	63.5%	25.5%	10.0%	3.5%	-	-	4.0%	63.1%	24.0%	10.1%
工業板塊	267.6	-	359.0	23.1	-	8.0	-	262.6	-	391.9	24.8	-	11.1	-
YoY	6.6%	-	24.7%	22.6%	-	48.4%	-	-1.9%	-	-2.4%	7.2%	-	39.7%	-
营收占比	11.5%	-	15.8%	1.6%	-	4.2%	-	10.1%	-	16.0%	1.7%	-	5.4%	-
毛利率	58.6%	-	-	22.3%	-	52.2%	-	58.5%	-	-	23.8%	-	45.3%	-
毛利占比	51.4%	-	-	4.7%	-	19.0%	-	49.0%	-	-	4.9%	-	20.4%	-

# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

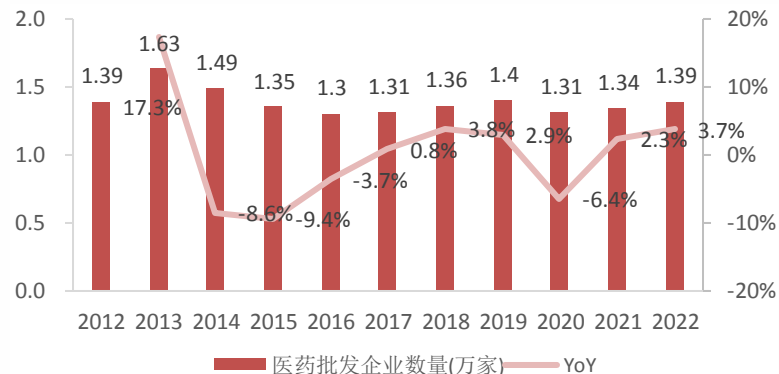
## ◆ 展望2024下半年：国企改革主线，行业集中度持续提升

- **展望2024下半年：**1) 业务转型逐步兑现。流通企业多年布局高毛利业务，如创新药、中药、零售、SPD项目等，新增业务利润占比持续提升，逐步步入收获期。2) 紧抓国企改革主线。国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，多维考核结果联动管理层薪酬，激活企业活力。
- “十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

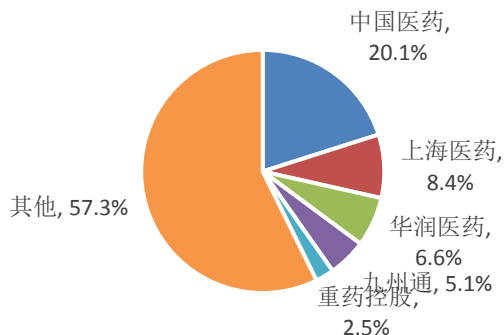
### 2010-2022年药品流通企业销售规模及增速



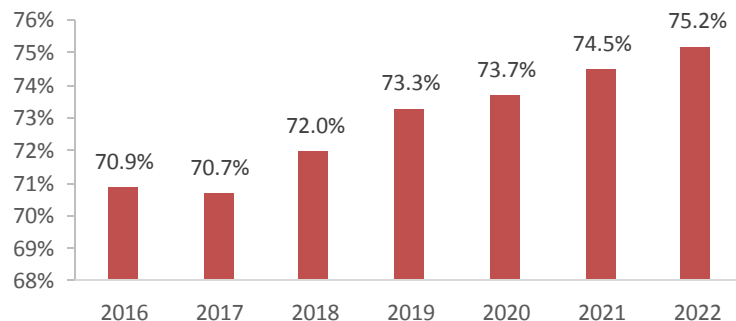
### 2012-2022年医药批发企业数量及增速



### 2022年全国医药批发企业竞争格局



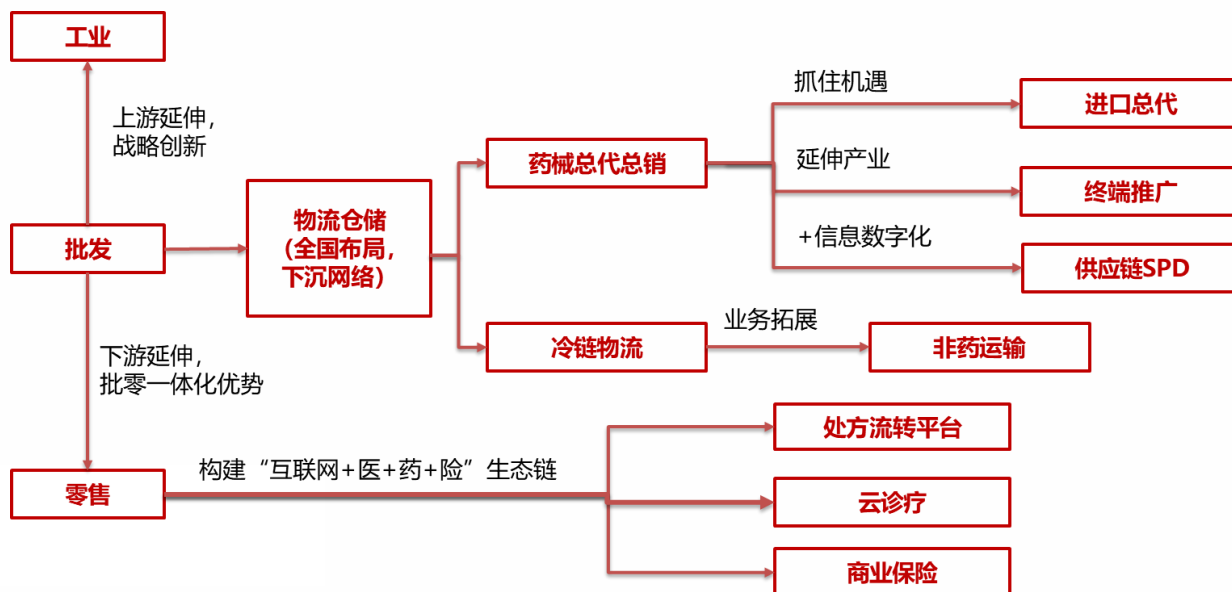
### 2016-2022年中国医药批发行行业Top100市场份额



# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

## ◆ 展望2024下半年：重视上下游产业链延伸价值，个股呈现结构性分化趋势

- **横纵向加速并购整合，上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业链布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **互联网化、数字化成为医药分销行业未来发展的引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。带量采购制度的常态化，驱动药企、流通企业更注重开发院外市场，终端覆盖能力强、配送效率高的流通企业将有更强的市场竞争力。流通企业借助数字化技术打造更全能的供应链B2B平台，构建扁平化、共享化、去中心化的新流通商业格局，助力品牌商、供应商快速直供终端，可以推动产业形成“聚合效应”，迅速提升业务规模。



# 医药分销：稳中求变，重视产业上下游延伸价值

## ◆ 展望2024下半年：积极把握产业结构调整的机会，重点关注业绩增速远超行业增速的企业

- **营销业务服务能力**：帮助医药企业进行全国或区域的产品营销推广业务，包括：采用线上或/及线下的合同营销、CSO、CSP、医药代表派驻、学术营销活动、市场准入策略、招标管理、商业保险药品营销等等。
- **供应链服务能力**：领先的自有现代医药专业化物流服务体系。最大限度地扩展物流服务范围，包括：工业物流、冷链物流、临床试验物流、院内物流、院内物流院外库、配送到患者、配送管理及数据管理、供应链信息化服务等。
- **医药IT服务能力**：先进的集团化医药管理信息系统保障能力。打造能与先进IT企业比肩的信息服务能力，包括：电子处方流转平台、药械全程追溯管理、网上药店系统、电子病历、数据分析系统、诊疗AI、供应链可视化管理以及服务于医患、厂家、政府的APP等。
- **帮助临床服务能力**：扩展辅助临床诊疗的服务能力，帮助医院和药房更好地服务于患者、医生和支付方，包括：互联网医院、第三方影像中心、检验中心、输注中心、体检中心、院内外患者管理、慢病管理平台、PBM、健康管理及教育服务平台等。

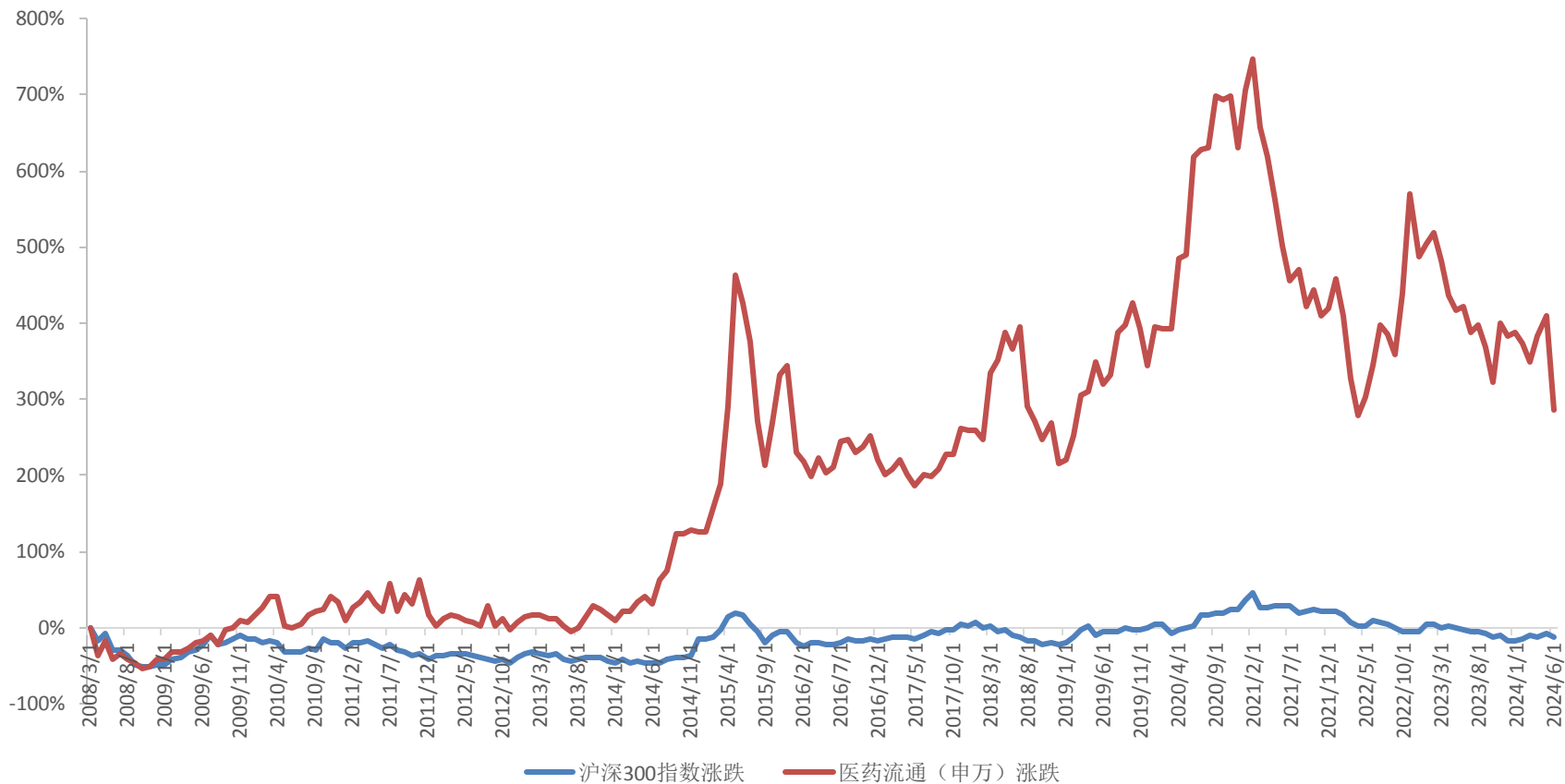
	战略转型/市场定位	方向举例	代表企业
医药 分销 企业	大型集团企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型</li> <li>• 通过服务转型，实现效率提升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 医疗服务（如：自建或并购整合医院）</li> <li>• 医疗器械</li> <li>• 第三方检验</li> <li>• 药品福利管理（PBM）</li> </ul> 
	区域企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 结合自身现状，提供差异化服务及业务</li> <li>• 深耕细分市场，建立竞争优势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SPD（药+耗材）</li> <li>• 大数据信息服务</li> <li>• 智能化供应链</li> <li>• 合约销售（CSO）</li> </ul> 
第三方 竞 业	互联网、物流公司等	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 利用企业技术、服务、资金、市场等优势、跨界发展、布局医疗大健康行业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 冷链物流</li> <li>• 电子处方平台</li> <li>• 人工智能诊断等</li> </ul> 

## 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

- **复盘2024年1-6月：业绩稳健增长，门诊统筹政策出台。** 1) 高基数下业绩稳健增长：2024Q1对应门店扩张同比增速分别为老百姓(+1.8%)、大参林(+13.5%)、益丰药房(+13.4%)、一心堂(+15%)、漱玉平民(+17.7%)、健之佳(+6.8%)，在2023Q1高基数影响下，各家药店在扩张趋势下仍能保证业绩稳健增长；2) 门诊统筹持续推进：2024年以来广州、云南省市持续推进药店门诊统筹，门诊统筹政策在国内扩面，预计24年下半年门诊统筹资质获批加速，利好龙头药房获客，有助于单店业绩增厚；3) “比价”情绪演绎导致板块下跌：5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，而后深圳、西安、陕西等多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，该程序或促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，市场情绪演绎获奖利空线下药店及其上游医药企业，预计药店板块估值在比价行动下短期内持续回调，24年下半年对应23年相应时间段基数恢复正常，表观增速环比提升，仍具有一定机会。
- **展望2024下半年：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，高基数影响减弱表观增速有望回升。** 1) 门诊统筹政策持续推进；2) 门店提速扩张；3) 2024年下半年高基数影响减弱，表观增速有望回升。5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，而后深圳、西安、陕西等多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，该程序或促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，市场情绪演绎药店板块持续下跌，我们认为行业经过估值回调现处于低位，静待行业调整后，后续门诊统筹进一步推进将重新带来机会。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。** 行业集中度持续提升，处方药加速外流，处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率增至70%。
- **投资建议：**建议关注国药一致(000028)、大参林(603233)、益丰药房(603939)、一心堂(002727)、老百姓(603883)、健之佳(605266)。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；政策变动风险；药品降价风险；疫情波动风险。

# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

## 药店板块与沪深300涨跌幅（2008.3-2024.6）



# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

## ◆ 复盘2023-2024Q1：板块季度间毛利率有所波动

- 分季度看，板块季度间毛利率有所波动。2023年，7家连锁药店公司实现收入1070.3亿元（+10.6%），归母净利润为46.9亿元（-2.9%），扣非归母净利润为46.2亿元（-1.5%）。分季度看，板块23Q1-24Q1单季度收入分别为257.9/258.9/251.5/310.9/285.8亿元，同比增长26.5%/15.7%/9.7%/-2.7%/10.8%；归母净利润分别为15.3/14.5/10.9/6.2/14.7亿元，同比增长32%/17.3%/5.6%/-55.8%/-4.4%。
- 药店板块受全国多地散发疫情的影响，以及四大类药品管控，21年业绩增速全年放缓。板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏，22Q4业绩表现亮眼，主要受疫情放开影响，发烧感冒药、抗原检测盒以及防疫物资的需求量增厚明显，23Q1疫后复苏稳健增长。由于2022Q4和2022Q1受疫情放开，居民购药需求增长影响，22Q4和23Q1为药店板块业绩高基数，导致2023Q4和2024Q1行业表现增速放缓。

### 药店板块2019-24Q1关键财务数据（累计）

	19A	20A	21A	22A	23A	24Q1
营收（亿元）	517.98	650.43	743.24	967.35	1070.29	285.77
同比增速	25.57%	25.57%	14.27%	30.15%	10.64%	10.82%
归母净利润（亿元）	26.91	37.78	37.35	48.33	46.94	14.67
同比增速	22.43%	40.35%	-1.13%	29.39%	-2.87%	-4.39%
扣非归母净利润（亿元）	26.03	35.71	34.56	46.86	46.16	14.17
同比增速	25.09%	37.19%	-3.20%	35.57%	-1.49%	-4.56%
毛利率	36.72%	35.05%	35.86%	35.08%	34.28%	34.21%
四费率	29.36%	27.02%	29.23%	27.65%	27.77%	26.95%
净利率	5.51%	6.21%	5.33%	5.41%	4.80%	5.64%
扣非归母净利率	5.02%	5.49%	4.65%	4.84%	4.31%	4.96%
销售费用率	24.73%	22.62%	24.18%	22.48%	22.89%	22.54%
管理费用率	4.32%	4.24%	4.12%	4.20%	4.05%	3.59%
财务费用率	0.30%	0.14%	0.85%	0.85%	0.71%	0.73%
研发费用率	0.01%	0.02%	0.09%	0.11%	0.12%	0.09%

### 药店板块2023Q1-2024Q1关键财务数据（单季度）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
收入（亿元）	257.88	258.94	251.53	301.93	285.77
同比增速	26.47%	15.70%	9.68%	-2.70%	10.82%
归母净利润（亿元）	15.34	14.49	10.90	6.20	14.67
同比增速	31.97%	17.29%	5.56%	-55.77%	-4.39%
扣非归母净利润	14.84	14.00	10.28	7.04	14.17
同比增速	30.61%	19.00%	2.21%	-48.54%	-4.56%
毛利率	35.04%	35.46%	34.35%	32.55%	34.21%
四费率	26.68%	27.71%	28.28%	28.32%	26.95%
净利率	5.95%	5.60%	4.34%	2.05%	5.13%
销售费用率	22.26%	23.04%	23.38%	22.91%	22.54%
管理费用率	3.64%	3.88%	3.99%	4.59%	3.59%
财务费用率	0.70%	0.71%	0.83%	0.60%	0.73%
研发费用率	0.08%	0.07%	0.08%	0.22%	0.09%

www.swsc.com.cn

数据来源：各公司公告，WIND，西南证券整理

# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

## ◆ 复盘2023年+2024Q1：

- 复盘2023：门店稳健扩张，业绩逐季复苏。** 1) 限制性因素逐步消除。21年药店板块受全国医保系统切换的影响，以及全国多地疫情反复下部分药品管控，21年业绩增速全年放缓。药店板块22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏。2) 2023年连锁药店步入“万店时代”，品类结构持续优化。大参林2023年净增4029家门店，位列行业最高；益丰药房、老百姓，2023年分别净增2982家、2791家。截至2024Q1末，6家药店门店数分别为：老百姓（14109家）、大参林（14915家）、益丰药房（13920家）、一心堂（10746家）、漱玉平民（7934家）、健之佳（5263家）。
- 复盘2024年1-5月：业绩稳健增长，门诊统筹政策出台。** 1) 高基数下业绩稳健增长：2024Q1对应门店扩张同比增速分别为老百姓（+1.8%）、大参林（+13.5%）、益丰药房（+13.4%）、一心堂（+15%）、漱玉平民（+17.7%）、健之佳（+6.8%），在2023Q1高基数影响下，各家药店在扩张趋势下仍能保证业绩稳健增长；2) 门诊统筹持续推进：2024年以来广州、云南省市持续推进药店门诊统筹，门诊统筹政策在国内扩面，预计24年下半年门诊统筹资质获批加速，利好龙头药房获客，有助于单店业绩增厚；3) “比价”情绪演绎导致板块下跌：5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，而后深圳、西安、陕西等多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，该程序或促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，市场情绪演绎获奖利空线下药店以及其上游医药企业，预计药店板块估值在比价行动下短期内持续回调，24年下半年对应23年相应时间段基数恢复正常，表观增速环比提升，仍具有一定机会。

## 药店板块（一心堂、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、漱玉平民）数据对比

	2022						2023						2024Q1					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入 (亿元)	212.5	198.9	174.3	201.8	75.4	78.2	245.3	225.9	173.8	224.4	90.8	91.9	67.5	59.7	51.0	55.4	23.1	24.4
YoY	27%	30%	20%	29%	44%	47%	15%	14%	0%	11%	21%	17%	13.5%	13.4%	15.0%	1.8%	6.8%	17.7%
归母净利润 (亿元)	10.4	12.7	10.1	7.9	3.6	2.3	11.7	14.1	5.5	9.3	4.1	1.3	4.0	4.1	2.4	3.2	0.5	0.1
YoY	31%	43%	10%	17%	21%	100%	13%	12%	-46%	18%	11%	-42%	-20%	21%	1%	10%	-32%	-84%
扣非归母净利润 (亿元)	10.1	12.3	9.9	7.4	3.6	2.2	11.4	13.6	7.3	8.4	4.0	1.3	4.0	4.0	2.5	3.1	0.5	0.1
YoY	41%	43%	10%	29%	28%	115%	14%	11%	-26%	15%	7%	-42%	-20%	24%	2%	10%	-32%	-84%
经营性现金流 (亿元)	37.6	39.2	25.0	23.1	11.9	1.5	31.7	46.2	21.2	27.3	10.2	1.4	12.3	6.5	5.2	4.2	1.0	0.8
毛利率 (%)	37.8	39.5	35.1	31.9	36.1	28.6	35.9	38.2	33.0	32.6	35.9	28.3	35.5	39.3	30.4	35.2	34.4	27.3
净利率 (%)	5.1	7.2	5.8	4.8	4.8	3.0	5.0	7.0	3.2	5.0	4.6	1.5	6.7	7.5	4.8	6.6	2.2	0.5
销售费用率 (%)	24.3	24.5	23.4	19.3	25.4	20.5	22.9	24.3	24.4	20.4	26.3	21.3	21.8	24.4	21.4	21.6	27.8	21.5
管理费用率 (%)	5.6	4.7	2.6	5.5	2.8	2.7	4.8	4.3	2.5	5.3	2.2	3.2	4.2	4.2	2.1	4.5	2.3	3.0
财务费用率 (%)	1.0	0.5	0.6	1.2	1.4	1.0	0.8	0.4	0.4	0.8	1.4	1.3	0.8	0.5	0.4	0.8	1.4	1.5
存货周转率 (%)	3.5	3.6	3.4	4.1	2.9	3.7	3.9	3.8	3.2	3.7	2.6	3.4	1.0	1.0	0.9	0.9	0.6	0.8
应收账款周转率 (%)	24.2	13.6	11.3	11.7	18.3	14.5	22.0	11.3	11.0	10.4	17.6	9.3	5.7	2.7	3.0	2.5	4.8	2.0
门店数	10045	10268	9206	10783	4055	5456	14074	13250	10255	13574	5116	7337	14915	13920	10746	14109	5263	7934
YoY (同比)	22.6%	31.5%	7.5%	29.1%	33.2%	63.3%	40.1%	29.0%	11.4%	25.9%	26.2%	34.5%	36.9%	28.1%	15.0%	25.6%	25.5%	31.3%
其中：直营门店	8038	8306	9206	7649	4055	3325	9909	10264	10255	9180	5116	4104	10305	10763	10746	9470	5263	4341
加盟店	2007	1962	0	3134	0	2131	4165	2986	0	4394	0	3233	4610	3157	0	4639	0	3593
其中：当期自建	689	1241	1009	1695	324	318	1382	1613	1381	1471	799	342	396	364	579	351	134	22
当期收购	310	545		0	718	450	750	559		331	272	445	68	166		6	14	218
当期加盟	1072	1030	0	1069	0	1382	2158	1024	0	1586	0	1102	445	171	0	285	0	360
当期搬迁	0	145	186	158	0	0	0	61	198	326	0	0	0	8	62	40	0	0
当期闭店	219	212	177	175	31	35	261	153	134	271	10	8	68	23	26	67	1	3
当期净增	1852	2459	646	2431	1011	2115	4029	2982	1049	2791	1061	1881	841	670	491	535	147	597

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，国家医保局，西南证券整理



# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

## 展望2024年下半年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

影响因素	2022年	2023年	2024H1
门店情况	门店恢复稳步扩张；新开门店盈亏平衡周期较疫前平均拉长3个月；老店同比增速逐季恢复至疫前水平6-8%；局部地区疫情影响短期关闭门店。	门店加速扩张节奏；新开门店盈亏平衡周期逐步缩短；老店同比增速稳定在6-8%波动。	门店稳健扩张，有望加快并购实现全国扩张布局；对接处方药外流成功的门店客流量、客单价有望收益提升。
经营品类	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。	调整品类结构，加大高毛产品销售比重。关注中药、保健品、非药等高毛利品类占比提升。	持续调整品类结构，聚焦高毛品种。
防疫措施	防疫措施：2022年1-10月，全国多地疫情散点多发，全国防疫监管严格，各地防疫政策略有差异，部分地区仍存在一刀切的管控现象，药店经营受到覆盖地区疫情情况以及当地防疫政策限制。2022年11月，防疫20条政策落地。2022年12月，全国多地优化疫情防控措施，多地取消核酸普检，取消公共场所48小时核酸证明，多地四类药销售取消实名登记。	2023年，防疫措施趋向精准科学化防控，各地药店要求正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物，药店加速恢复至疫前水平。短期来看，新冠新增病例攀升的趋势下，零售药店作为居民购买药品重要渠道，客流量和客单价有望迅速提升。	-
四类药	四类药逐步解禁，需要实名登记；22Q2开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。22年11月，四类药全面恢复正常销售，购买不需实名登记。	受疫情及流感影响，23H1四类药家庭库存积压，23年8月末库存见底。	用药刚需逐步释放。
医保系统切换	2022年初，全国大多数定点药店已接入新医保平台进行联网结算，消费者去药店购药基本恢复正常医保刷卡。	医保系统切换调整完毕。2023年12月31日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省内“双通道”处方流转电子化。	电子处方流转平台加速推进。
小规模纳税政策	自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。	自2023年1月1日至2023年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。	预期稳定，同比口径无影响
个人账户改革政策	2022年12月31日，《武汉市职工基本医疗保险门诊共济保障实施细则》印发，当地正式启动职工医保个人账户改革。截至22年底，全国职工个人医保账户累计结存13713亿元，占全国医保基金累计结存42640亿元的32.2%。	2023年1月起，全国各地陆续启动个人医保改革。调整方向主要包括三个方面：一是普通门诊纳入统筹基金支付范围；二是单位缴费全部划入统筹账户；三是拓宽个人账户使用范围。	个人医保账户缩减，个账结余持续消耗，预期24年影响持续。
门诊统筹政策	-	2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。23年进展：门诊统筹资质获批速度较快，截至23年9月，全国获批已有25个省份约14.14万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务，占定点药店数量的比例为29%，累计结算1.74亿人次，结算医保基金69.36亿元。由于医院到药店处方流转衔接不畅，统筹账户支付占比暂时较低。我们认为该政策的实施有望拉升药房客单价和客流量。	门诊统筹资质获批加速。预期24年地方统筹政策逐步优化，各地互联网电子处方流转平台有望加速落地，处方药有望加速外流。

# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

展望2024年下半年：门诊统筹政策有望全国推进，把握“开店”与“店效”的双重弹性

## □ 门诊统筹政策解读：

- **影响解读：**1) 门诊统筹接入对有助于拉升药房的客单价和客流量。根据老百姓二季度公开信息披露，两年以上可比店销售额增速上，统筹门店比非统筹门店增速高出8个百分点。2) 短期由于统筹账户支付占比较低，门店统筹医保开通对毛利率影响有限，毛利率保持平稳。中长期看，随着处方药加速外流，毛利率较低的处方药占比提升，预期毛利率端承压。
- **2024年下半年预期：**1) 门诊统筹资质获批加速，利好龙头药房获客，有助于单店业绩增厚。2) 预期24年各地统筹政策逐步优化，电子处方加速外流。3) 互联网医院处方有望加速外流。目前仅少部分地区接受当地互联网医院处方，未来互联网医院渠道有望贡献处方增量。

## ■ “比价”行动解读：

- **影响解读：**5月底以来，医保局发文对“五同药品”进行比价，而后深圳、西安、陕西等多地陆续上线医保比价小程序，使用者可查询到药品在药店、医院的均价以及价格区间从而实现实时比价，该程序或促使比价药品在医院以及药店间价格趋同，市场情绪演绎获奖利空线下药店以及其上游医药企业，药店板块持续下跌。
- **2024年下半年预期：**预计药店板块估值在比价行动下短期内持续回调，24年下半年对应23年相应时间段基数恢复正常，表观增速环比提升，仍具有一定机会。

# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

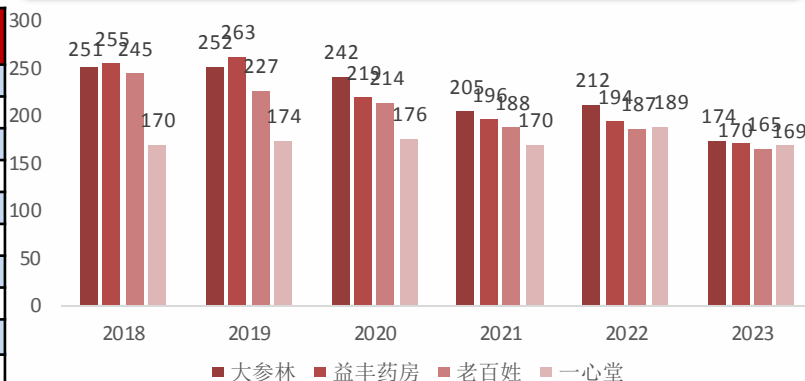
## ◆ 展望2024年下半年：门诊统筹政策落地有望在全国扩围，把握疫后“开店”与“店效”的双重弹性

长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。1) 政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。2) 处方外流加速，线上线下融合发展。门诊统筹政策、集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。

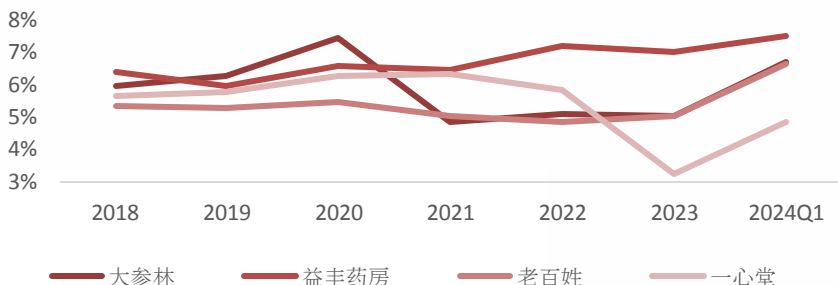
### 五大药店门店扩张情况

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
大参林	门店数量	1602	1921	2409	2985	3880	4756	6020	8193	10045	14074	14915
	YOY		19.9%	25.4%	23.9%	30.0%	22.6%	26.6%	36.1%	30.9%	40.1%	36.9%
益丰药房	门店数量	810	1065	1535	2059	3611	4752	5991	7809	10268	13250	13920
	YOY		22.7%	31.5%	44.1%	34.1%	75.4%	31.6%	26.1%	30.3%	31.5%	29%
一心堂	门店数量	2623	3494	4085	5066	5758	6266	7205	8560	9206	10255	10746
	YOY		33.2%	16.9%	24.0%	13.7%	8.8%	15.0%	18.8%	7.5%	11.4%	15%
老百姓	门店数量		1483	1838	2733	3864	5128	6533	8352	10783	13574	14109
	YOY			23.9%	48.7%	41.4%	32.7%	27.4%	27.8%	29.1%	25.9%	25.6%
健之佳	门店数量				1305	1506	1752	2130	3044	4055	5116	5263
	YOY					15.4%	16.3%	21.6%	42.9%	33.2%	26.2%	25.5%

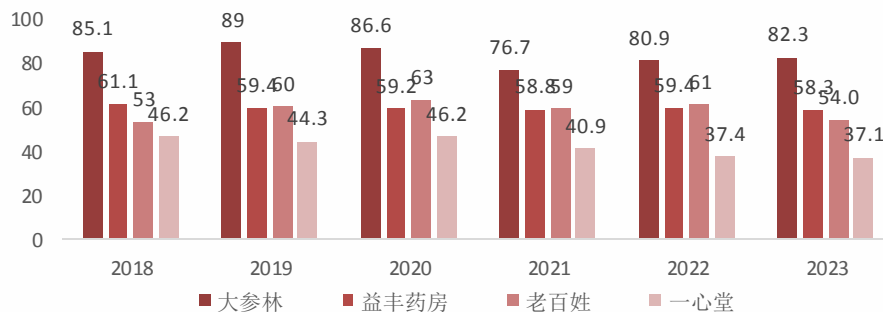
### 四大药店单店收入（万元/年）



### 2018-2024Q1四大药店净利率情况



### 四大药店日均坪效（元/m²）



# 药店：情绪演绎估值回调，建议关注下半年布局机会

## ◆ 展望2024年下半年：预期门店持续扩张，门诊统筹持续推进，表观增速环比回升

并购提高连锁率，强强并购或为未来趋势。2023年药店行业并购潮持续进行，2023年11月，大参林拟与重庆万家燕健康产业集团有限公司、柏润签订股权转让协议，收购上述两方持有的重庆万家燕大药房连锁有限公司15%股权，收购金额3000万元，交易完成后，大参林将直接持有重庆万家燕大药房连锁有限公司66%的股权。2023年12月，一心堂以2.16亿元并购7家小型连锁药店的187家门店。同月，健之佳宣布收购重庆红瑞乐邦190家药店，对价1.37亿元，收购后，健之佳在重庆地区的门店规模将超过500家。根据“十四五规划”药品零售连锁率目标为70%，中国药店连锁率有望加速提升。

历年药店重要并购标的梳理（部分）

部分省份药店排行榜前6名

序号	公司名称	成交价格 (亿元)	标的资产	财务数据 基准日	PS	PE
1	大参林	1.71	伊犁康之源51%股权	-	-	
2	大参林	1.09	晋中长药业51%股权	-	-	
3	老百姓	1.24	安徽为百姓大药房医药连锁有限公司重组后新公司80%股权	-	-	15.89
2023年均值						15.89
3	健之佳	0.71	重庆佰瑞100%资产	2022/3/31	0.86	-
4	老百姓	1.17	安徽元初药房100%股权	-	-	-
5	大参林	0.93	辽宁博大维康51%股权	-	-	-
2022年均值					0.86	
6	益丰药房	2.04	湖南九芝堂51%股权	2021/12/31	0.77	56.82
7	健之佳	20.74	河北唐人医药100%股权	2021/12/31	-	24.25
8	健之佳	0.96	普洱佰草堂100%股权	2021/10/31		15.92
9	漱玉平民	2.88	齐河泰耀100%股权	2021/8/31	1.13	21.51
10	健之佳	0.42	平果誉佳100%股权	2021/5/31	1.01	-
11	老百姓	14.28	华佗药房51%股权（已终止）	2021/4/30	1.61	22.42
12	健之佳	0.44	星云大药房100%股权	2021/2/28	0.84	-
2021年均值					1.07	28.18
13	老百姓	16.37	湖南怀仁71.96%	2020/12/31	1.62	22.75
14	老百姓	6.80	人川大药房100%股权	2020/11/30	1.55	19.13
2020年均值					1.59	20.94
15	国大药房	18.60	成大方圆100%股权	2019/12/31	0.63	28.34
16	大参林	1.27	南通市江海51%股权	2019/7/31	1.14	22.76
2019年均值					0.89	25.55
17	益丰药房	13.84	新兴药房86.31%股权	2018/6/30	1.61	24.66
18	益丰药房	1.43	上海上虹51%股权	2018/6/30	1.11	22
19	益丰药房	1.33	江苏市民53%股权	2018/6/30	1.49	12.5
2018年均值					1.40	19.72

	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6
广东省	大参林	海王星辰	东莞国药	高济医药	南北药行	中智大药房
山东省	漱玉平民	山东立建	山东燕喜堂	华新宏仁	青岛同方	仁和堂
湖南省	老百姓	益丰药房	湖南千金	怀仁药房 (老百姓收购)	养天和 大药房	湖南九芝堂 (益丰药房收购)
湖北省	天济大药房	益丰药房	湖北宜草堂	老百姓	用心人 大药房	马应龙 大药房
江西省	益丰药房	黄庆仁棧 氏大药房	洪兴大药房	江西昌盛	汇仁堂	昌盛大药房
浙江省	瑞人堂	海王星辰	浙江英特	宁波彩虹 大药房	九州大药房	震元医药
江苏省	益丰药房	全亿健康	老百姓	高济医药	百佳惠瑞丰 大药房	南京医药 国药
四川省	高济医药	全亿医药	正和祥健康	一心堂	杏林医药	德仁堂
安徽省	国胜大药房	老百姓	高济医药	丰原大药房	南京医药合 肥大药房	四方百信 大药房
云南省	一心堂	健之佳	龙马药业	国大迪升 大药房	立之康 大药房	云南白药 大药房
陕西省	怡康医药	广济堂	众友健康	老百姓	众信医药	百姓乐 大药房
河北省	神威大药房	益丰药房	河北唐人 (健之佳收购)	德医堂 大药房	高济医药	全亿健康
黑龙江省	人民同泰	大参林	鑫世一 大药房	宝丰医药	健康医药	华辰大药房
吉林省	吉林大药房	国大益和	恒爱大药房	东辽医药	星火医药	延边正道 医药

数据来源：WIND，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民公司公告，商务部，米内网，西南证券整理

## 医疗服务：2024年需寻找个股机会

- ❑ **2024Q1受高基数及消费疲软影响表现平淡。**我们共选取13家医疗服务A股样本公司，均为经营较为稳健成熟的医疗服务专科/综合医院。13家医疗服务公司2023年收入565.1亿元（+27.6%），归母净利润50.6亿元（+375.2%），扣非归母净利润49.2亿元（+268.8%）；2024Q1收入132.4亿元（+2.1%），归母净利润9.4亿元（-19.4%），扣非归母净利润8.7亿元（-10.1%）。分季度看，板块2023Q4收入143.2亿元（+38.7%），归母净利润2.1亿元（+114.2%），扣非归母净利润3.9亿元（+137.4%），Q4收入及归母净利润增长主要由于2022年Q4疫情导致低基数原因所致。
- ❑ **2024年需寻找医疗服务板块个股机会。**医疗服务板块中偏消费属性赛道有眼科、口腔、体检等，24Q1业绩表现平淡，原因有眼科赛道中部分偏消费项目如屈光手术等具备一定需求刚性，而口腔赛道受种植牙集采政策影响等，由于消费乏力等因素影响，2024年应关注具备1) 并购催化、2) 业绩反转、3) 业务结构转型等逻辑的个股标的，与此同时，眼科赛道由于其消费属性项目如屈光、视光具备一定刚需特质的原因，具备经营韧性，口腔赛道在种植牙集采影响消化后具备业绩提升空间，可持续关注2025年机会；偏刚需属性赛道在老龄化趋势持续加剧背景下需求端基本面稳健，可以关注具备1) 扩张、2) 床位利用率提升、3) 扭亏逻辑标的。
- ❑ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。
- ❑ **投资建议：**板块估值进入底部区间，建议关注爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、通策医疗、瑞尔集团、国际医学、信邦制药等。
- ❑ **风险提示：**政策对医疗服务价格调整；医疗纠纷；公司经营进展不及预期等。

# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

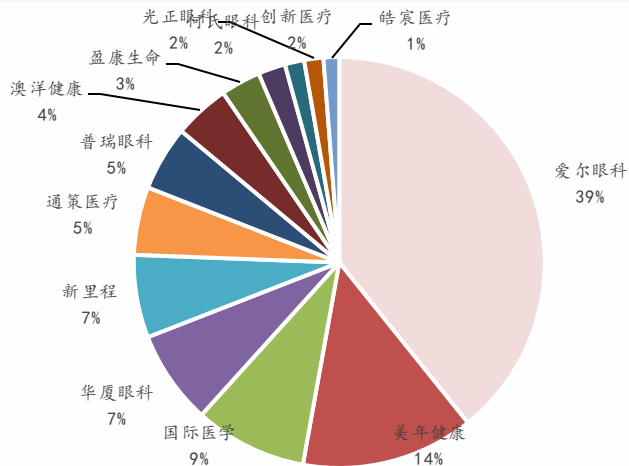
## 1 回顾：2024Q1板块业绩表现平淡

- 13家医疗服务公司2024Q1收入约为132.4亿元（+2.1%）、归母净利润总额约为9.4亿元（-19.4%）。
- 从盈利水平看，医疗服务板块受消费疲软业务结构变化影响，行业毛利率（+37.1%）同比下降0.9pp，销售费用率10.8%，持平于2023Q1；净利率7.1%，同比下降1.9pp。
- 从收入贡献看，爱尔眼科、美年健康、国际医学、华夏眼科贡献比例为39%、14%、9%、7%；
- 从净利润贡献看，爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、澳洋健康贡献比例为66%、13%、12%、2%。

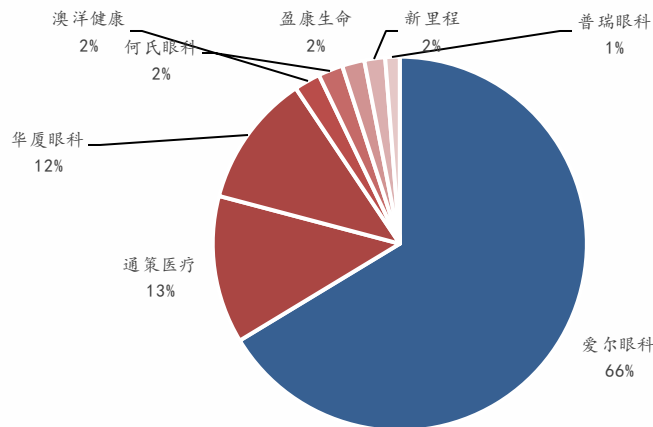
子板块24Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	2.10%	0	0	9	4
占比		0%	0%	69%	31%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-19.43%	0	0	4	9
占比		0%	0%	31%	69%

24Q1收入前十占比



24Q1归母净利润前十占比



# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

## 1 回顾：2024Q1增速放缓

- 消费医疗属性标的24Q1业绩增速放缓，严肃医疗属性标的业绩较稳定。眼科、口腔、体检等偏消费属性的赛道2023年业绩在疫后修复的趋势下，表现优于肿瘤治疗、康复、综合医院等偏严肃医疗属性标的，但2024Q1在高基数以及消费疲软的影响下，业绩增速放缓，而严肃医疗属性标的则在2024Q1业绩表现较稳定，我们认为宏观经济环境对消费属性医疗服务公司业绩有一定影响，行业机会仍需等待，其中部分个股仍存在净利率提升逻辑，而严肃医疗属性标的由于其具备刚需属性，收入端表现较平稳，利润端或受DRG等政策影响尚不明朗，整体板块机会仍需等待。

医疗服务板块（医院赛道）2023年以及2024Q1收入及利润增速

			2023		2024Q1	
			收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
偏消费属性	眼科行业	爱尔眼科	26%	33%	4%	15%
		华夏眼科	24%	30%	5%	4%
		普瑞眼科	58%	1203%	4%	-90%
		何氏眼科	24%	95%	-7%	-49%
		光正眼科	40%	112%	-8%	-139%
	口腔行业	通策医疗	5%	-9%	5%	3%
	体检行业	美年健康	26%	190%	-15%	-67%
偏基础医疗属性	肿瘤治疗	信邦制药	2%	28%	-1%	11%
		盈康生命	27%	117%	15%	-34%
	康复治疗	三星医疗	26%	101%	35%	35%
		澳洋健康	8%	423%	7%	-15%
		创新医疗	14%	53%	-1%	-38%
	综合医院	国际医学	70%	69%	11%	-40%
		新里程	14%	-80%	10%	12%

# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

## 2 眼科：预计2024年保持增长

- **内生增长：1）预计刚需属性基础疾病治疗项目收入增长。**2023年上半年数据，白内障、基础眼病等刚需类治疗项目收入由于疫后修复积压需求释放等原因呈现快速增长态势，各公司白内障项目收入增速均高于公司整体收入增速，爱尔眼科、普瑞眼科基础治疗项目收入增速也高于公司整体收入增速，**进入2024年由于基数原因，预计该项业务将保持增长但增速放缓。**
- 2）预计消费属性屈、视光项目收入持平或增长。**屈光、视光等偏消费属性项目，2023年Q2以来由于消费疲软等原因，增速放缓，目前消费疲软态势持续，预计该项业务2024年持平或增长。

### 眼科公司各业务收入 增速

爱尔眼科			
	2021年	2022年	2023年
屈光	26.90%	14.80%	17.27%
白内障	11.70%	-2.20%	55.24%
眼前段	21.30%	-8%	33.74%
眼后段	21.70%	6.10%	31.31%
视光	37.68%	11.85%	31.25%
整体增速	25.93%	7.39%	26.43%
普瑞眼科			
	2021年	2022年	2023年
屈光	29.76%	11.29%	33.52%
白内障	5.23%	-13.04%	137.96%
综合眼病	28.65%	-12.65%	78.66%
视光	34.34%	-5.83%	52.65%
整体增速	25.54%	0.91%	57.5%
华夏眼科			
	2021年	2022年	2023年
屈光	31.64%	12.07%	12.43%
白内障	15.33%	-0.69%	31.38%
整体增速	21.86%	5.51%	24.12%
何氏眼科			
	2021年	2022年	2023年
屈光	13.51%	1.52%	17.15%
白内障	2.73%	-15.30%	54.47%
视光	26.35%	1.29%	10.49%
整体增速	14.94%	-0.74%	24.07%

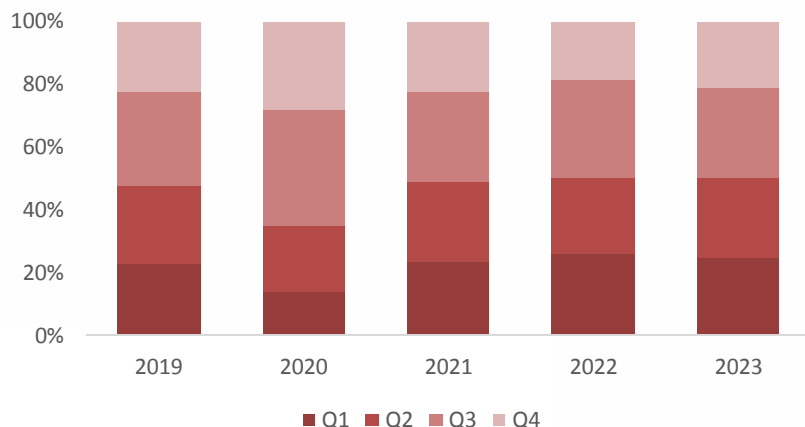


# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

## 2 眼科：预计2024年保持增长

- **外延扩张：关注有并购及扩张预期标的。** 1) **爱尔眼科**：公司2023年年初收购绍兴爱尔、舟山爱尔等14家医疗机构，9月收购海南爱尔、枣庄爱尔等19家医疗机构，该33家医疗机构将在2024年为公司贡献业绩增量，此外，5月31日爱尔眼科收购重庆眼视光,周口爱尔等52家医疗机构部分股权，预计该部分医院将在24年下半年贡献业绩增量。 2) **华夏眼科**：华夏壹号（基金）已收购四川源聚爱迪眼科医院管理有限公司51%股权，该公司控股成都爱迪眼科医院（三甲）、恩施慧宜眼科医院、微山医大眼科医院及睢宁复兴眼科医院，持续深耕眼科领域，以上储备医院或有可能在后续并入公司贡献业绩增量。 3) **普瑞眼科**：2024年新医院陆续开业，成为公司新生力量，此外，公司并购基金持续推进中，落地或可成为公司股价催化。
- **季节性机会**：眼科医疗服务1季度和3季度由于寒暑假假期，视光项目需求增加，而全国一年两次征兵周期也导致1季度和3季度成为屈光项目旺季，所以行业一、三季度为业绩旺季，具备季节性。

2019-2023年爱尔眼科各季度收入占比



2023年A股眼科上市公司收入结构数据对比

	爱尔眼科	华夏眼科	普瑞眼科	何氏眼科
屈光收入占比	36.49%	30.06%	47.69%	20.2%
视光收入占比	24.35%	25.34%	14.6%	32.67%
白内障收入占比	16.33%	24.59%	21.84%	17.3%
其他眼病收入占比	22.83%	20.01%	15.87%	29.83%

# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

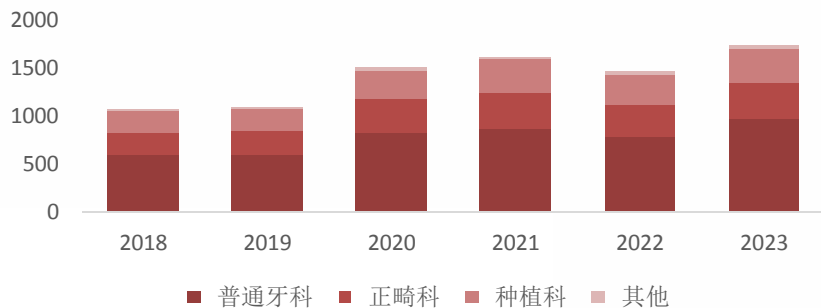
## 3 口腔：种植集采影响逐步消化，业绩受消费力影响

□ 口腔：1) 种植牙集采落地逐渐放量，预计2024年Q2种植项目出现业绩拐点。种植牙政策于2023年4月在全国逐步推进落地，2023Q1部分种植需求积压，未放量，Q1口腔类公司业绩平稳，Q2种植牙逐步放量，2023年7月以来，部分口腔医疗服务标的例如通策医疗种植牙放量加速，但由于降价因素影响（整体价格降幅在25-30%区间），2023年收入端增速仍放缓，预计至2024年Q2季度，种植牙价格基数与降价后持平，放量即为收入增长。2) 正畸项目受消费疲软趋势影响，增长放缓。

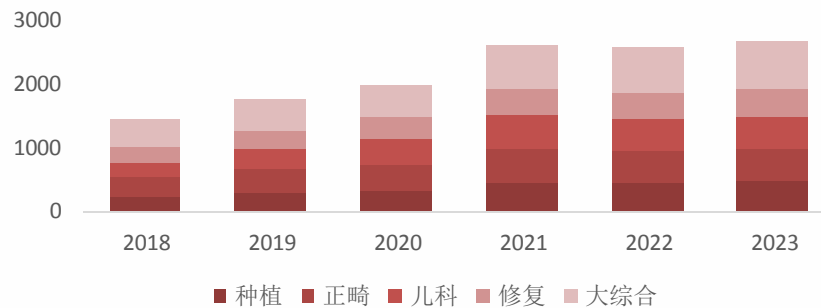
种植牙集采前后价格对比

	集采前	集采后
	患者终端价格（元）	患者终端价格（元）
种植体系统	欧美：10000-20000+ 日韩：5000-10000 国产：4000-8000	欧美：1700-1850 韩系：1000 国产：700-800
牙冠	1000-3000	300元起
手术费用	3000-5000	三级医院4500，经济发达地区可上浮最多至20%，手术费用可根据医院级别递减

瑞尔集团公司业务结构（百万元）



通策公司业务结构（百万元）

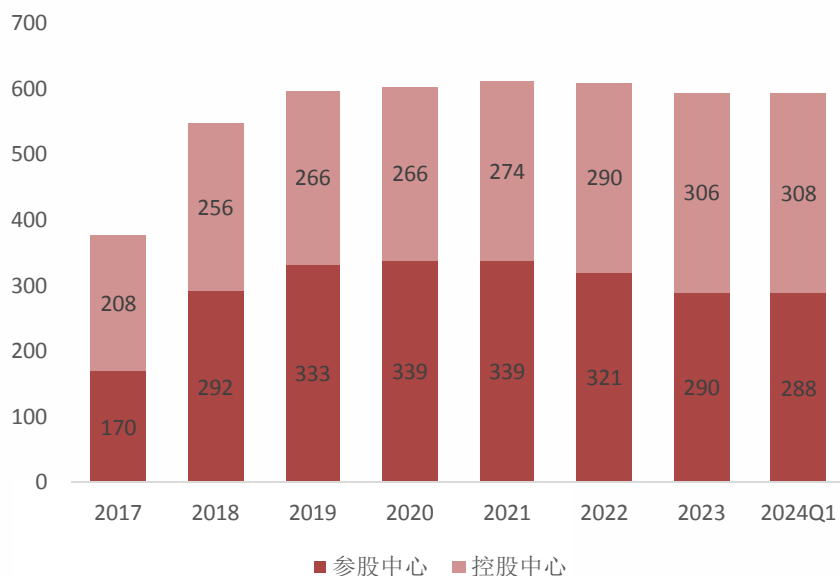


# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

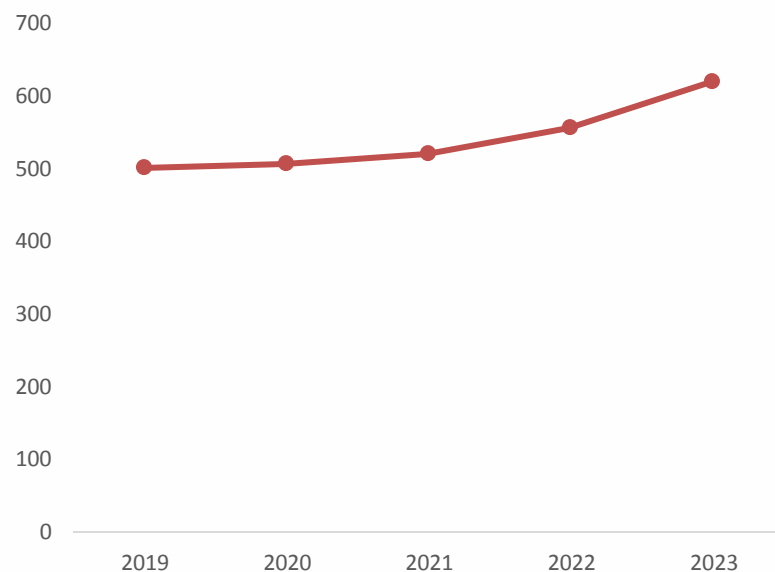
## 4 体检：赛道潜力大，公司持续良性扩张

□ **美年健康：体检需求快速恢复，公司良性扩张。**2023年公司业绩快速修复，收入端实现108.9亿元，同比增长26.4%(有基数原因)，与此同时，客单价持续上升，2023年达621元，同比提升11.2%；另一方面，公司扩张同时把控参转控标的质量，截至2024年3月31日，公司共有596家体检中心，其中控股308家，较2022年末增长18家。老龄化趋势下体检行业长坡厚雪，预计门诊量，控股门店数会持续提升。

### 2017-2024Q1美年健康体检中心扩张情况（个）



### 2019-2023美年健康平均客单价（元）

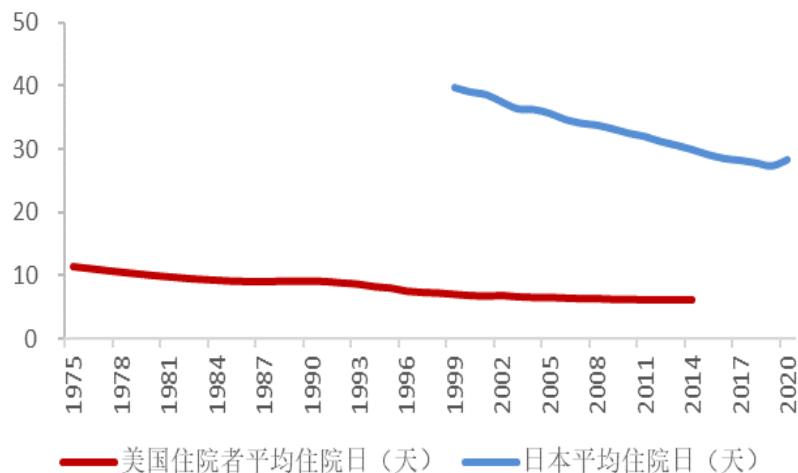


# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

## 5 偏刚需属性标的：长坡厚雪，关注标的的扩张及床位利用率提升节奏

□ **医保控费为长期方向，DRG政策逐步落地。**我国医保基金在老龄化趋势、防疫支出等多方面影响下长期承压，医保控费为长期基调，DRG付费制度推行已蓄势待发。我们认为DRG推进对于医保收入占比高、基础治疗属性强、住院类业务占比高的医疗服务赛道有影响，对于消费属性强的医疗服务赛道影响较小。对于医保支付的治疗项目，DRG虽从收入端设限，但可倒逼医疗服务机构从手术术式、医疗技术等方面进行改进，缩短病人住院时间，提高床位周转率以及使用率，达到降本增效的目的，在此大环境下，医疗服务机构中具备技术，掌握高端术式的标的可脱颖而出。

1975-2020年日美平均住院天数变化



2020-2021年1-9月浙江省各类医疗机构住院均次费用同比变化情况

地级市	所有医疗机构		
	2021年1-9月 (元)	2020年1-9月 (元)	2021年同比 (%)
杭州	14,788	15,504	-4.61
宁波	10,768	11,527	-6.58
温州	13,468	13,876	-2.94
潮州	9,232	9,487	-2.69
嘉兴	10,040	11,312	-11.24
绍兴	8,968	9,790	-8.40
金华	9,235	9,767	-5.45
衢州	8,339	9,081	-8.17
舟山	10,523	10,306	2.11
台州	9,733	9,876	-1.44
丽水	10,370	11,011	-5.82

# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

## 5 偏刚需属性标的：长坡厚雪，关注标的扩张及床位利用率提升节奏

- **国际医学（综合性）**：国际医学运营西安高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学中心医院北院区等大型综合性医疗机构，看点在于**中心医院北院区盈亏平衡以及公司床位扩张**。
- **三星医疗（综合+康复）**：公司主要从事智能配用电领域，后切入医疗服务赛道，专注康复医疗业务，目前公司医疗服务板块，2023年报告期，公司及下属公司通过收购、新设的方式对外投资了18家公司，公司合并报表范围增加了18家公司，后续将持续关注**公司医院扩张情况**。
- **新里程（综合性）**：截至2023年12月31日，公司控股3家三级医院、7家二级以上综合医院或专科医院等共计11家医院。其中瓦三医院、盱眙中医院、泗阳医院、兰考第一医院和崇州二院已初步形成区域医疗中心，赣西医院、赣西肿瘤医院等均为当地排名靠前的医疗机构。公司旗下医院目前的床位使用率已超过92%，有些医院的床位使用率甚至达到120%，公司看点在于**公司医院扩张进度**。
- **三博脑科（神经外科+综合）**：公司专注神经外科治疗，为业内翘楚，公司单床产出高，公司看点在于**医院扩张**。
- **海吉亚医疗（肿瘤治疗+综合）**：公司新增宜兴海吉亚、长安医院、重庆二期和单县二期，其中宜兴海吉亚收购后净利率快速提升，长安医院收入环比增长，单县二期床位使用率有望提升，截至2023年12月31日公司经营16家医院，公司看点在于**持续扩张及收购医院盈利能力提升**。
- **信邦制药（医疗服务业务为肿瘤治疗+综合医院）**：公司医疗服务业务专注肿瘤专科和综合医院共同发展，已拥有肿瘤医院、白云医院、乌当医院、仁怀新朝阳医院等7家医疗机构，分布在贵阳、安顺、遵义和六盘水，拥有床位数5,000余张，其中肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院、乌当医院是有较高知名度三级综合医院。公司看点在于**医疗服务板块净利率提升以及中药板块放量**。

# 医疗服务：2024年需寻找个股机会

	截至2022年12月31日	截至2023年12月31日
爱尔眼科	国内医院：215家	国内医院：256家
	国内门诊：148家	国内门诊：183家
	海外：118家	海外：131家
华夏眼科	57家医院，23家视光中心	57家医院，60家视光中心
普瑞眼科	24家医院，3家门诊	27家医院，3家门诊
何氏眼科	3家三级眼保健机构，35家二级眼保健机构，64家初级眼保健机构	公司初级、二级、三级眼保健服务机构共计121家
通策医疗	73家（总院+蒲公英医院）	84家（总院+蒲公英医院）
海吉亚	12家医院	16家医院

# CXO：地缘博弈有待落地，常规业务恢复有望重塑估值

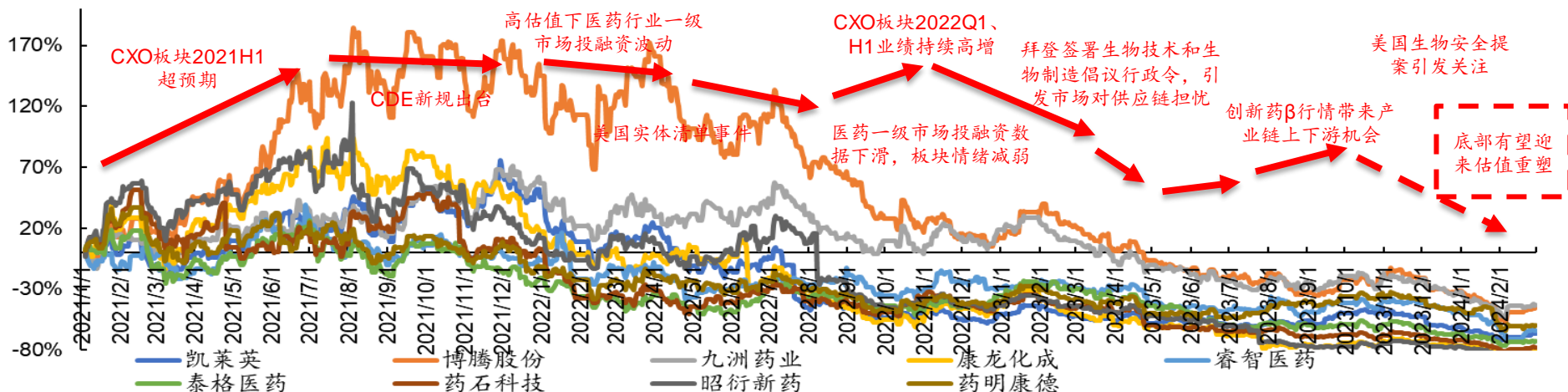
- **宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即。** 1) 基于目前经济数据，美国通胀仍处于降温过程中，生物医药一级投融资环境或将向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO新冠商业化订单已消化完全，地缘博弈有待落地；3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度仍有波动。** 预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，**1) 海外：**2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024M1-5投融资总额分别为6083.94亿元(-0.5%)、3750亿元(+42.9%)，融资事件总数为3035件(+1.6%)、1173件(-3.3%)；**2) 国内：**2023年以来国内一级投融资活动强度仍有波动，2023年、2024M1-5中国医疗健康行业领域融资总额分别为1110.5亿元(-26.3%)、284.1亿元(-32.2%)，融资事件数分别为1015件(-8.5%)、310件(-19.7%)，创新药研发景气度静待修复。2023年我国创新药新增IND数量1561个(+26.6%)、新增NDA数量257个(+61.6%)，获批数量高速增长；2024H1我国创新药新增IND数量691个(-10.7%)、新增NDA数量113个(-4.2%)，同比略有波动。
- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。** 1) 新冠大订单交付完毕，板块表观业绩明显承压；2) 在建工程、固定资产增速较2022年有所放缓；3) 合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓。CXO板块共选取20家公司，2023年收入908.9亿元(-1.6%)，其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入844亿元(+17.2%)；归母净利润约175.2亿元(-19%)，其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润151.7亿元(+0.4%)；扣非净利润总额为约165.8亿元(-13.8%)。从盈利水平看，2023年CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平(40.9%，+0.4pp)略有上升；销售费率(2.4%，+0.3pp)、财务费率(-0.8%，+0.4pp)、管理费率(9.7%，+0.4pp)、研发费率(5.6%，+0.4pp)均小幅提升，主要由CXO企业表观收入增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致。
- **未来展望：1) 短期维度：**商业化订单持续消化，CDMO表观业绩承压；海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复；**2) 中期维度：**多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航；国内企业小分子CDMO业务更为成熟，生物药CDMO仍在成长期；**3) 长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**产业链布局一体化平台型CXO企业，1) CRDMO/CTDMO一体化龙头药明康德、药明生物、药明合联；2) 具备业绩弹性的临床CRO泰格医药、康龙化成等；3) 估值性价比较高的多肽及小分子CDMO诺泰生物、凯莱英、圣诺生物、九洲药业、博腾股份等；4) 经营持续稳健的仿制药CRO百诚医药、阳光诺和等；5) 有望迎来经营拐点的药石科技、皓元医药等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

# 宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

## 1.1 宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

- ❑ **美联储加息预期见顶，医药一级投融资在宏观大背景下或将修复。**当地时间6月9日，美联储发布6月货币政策决议，联邦基金利率区间维持不变，点阵图上有近八成官员预计今年至少降息一次，预计随需求温和回落、劳动力市场逐渐趋于平衡，年内美联储或降息，后续2-3个月通胀数据走势是关键；同日美国5月CPI同比录得3.3%，低于预期和前值；13日，5月美国PPI同比录得2.2%，持平前值但低于市场预期，美国通胀仍处于降温过程中。生物医药一级投融资环境或将向好，创新药产业链将产生估值修复机会。
- ❑ **头部CXO企业新冠商业化订单基本消化，地缘博弈有待落地。**近日美国众议院一项关于建议限制美国行政机关与若干生物技术供应商订立和约的法案草案引发关注。3月6日晚，法案S.3558以11票同意：1票反对在参议院国土安全和政府事务委员会听证会获通过，但本轮投票后预计还将进行议案整理/修改后向参议院报告。2月5日、3月8日药明康德两次公告通过集中竞价交易方式回购公司A股股份，回购资金总额均为人民币10亿元。5月15日，众议院委员会投票通过H.R.8333立法草案（此前为H.R.7085拟议《生物安全法》草案），修订内容包括但不限于移除此前针对药明康德的各种指称；及增加一项不溯及既往条款，即豁免在拟议限制性条款生效前签订的现有合同。5月16日，药明康德公告重申不会对美国或任何其他国家构成国家安全风险，且未曾受到美国政府机构的任何制裁；公司既没有人类基因组学业务，现有各类业务也不涉及在美国、中国或任何其他地区收集人类基因组数据。H.R.8333草案及S.3558草案的内容需要达成一致且仍有待进一步审议并可能变更，地缘博弈仍有待落地。

### 部分CXO公司股价复盘



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

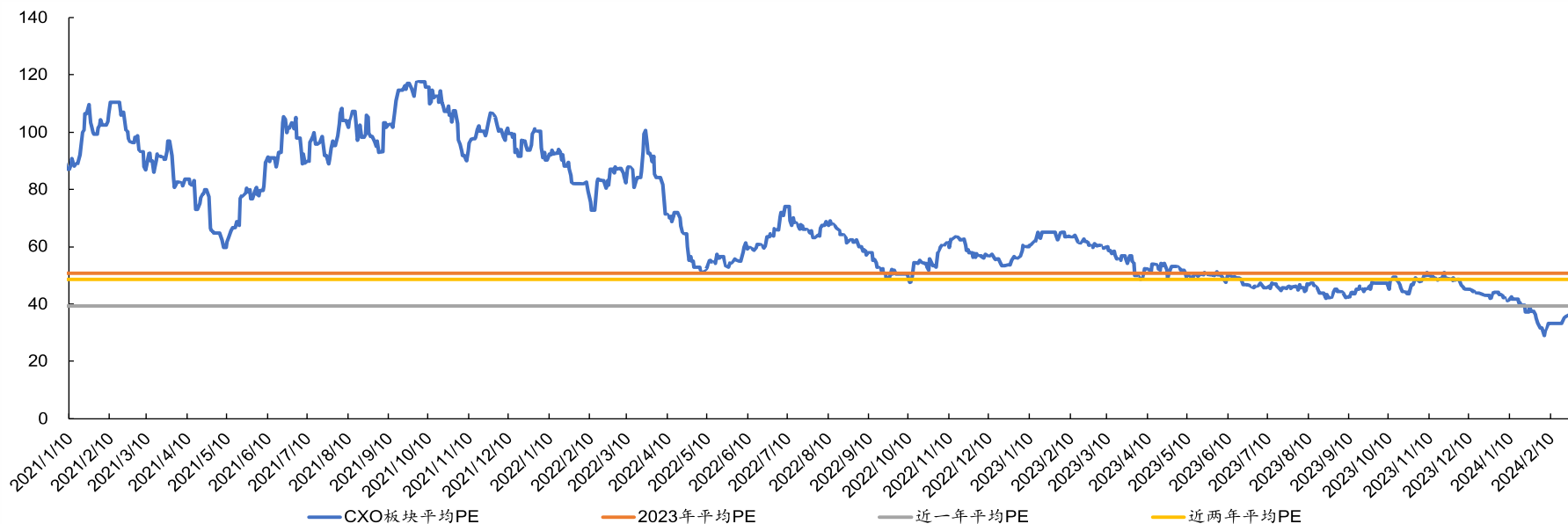


# 宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

## 1.2 宏观维度：板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化

- ❑ **CXO板块估值回落至历史底部。**2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，目前主要CXO公司PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值。
- ❑ **CXO个股估值仍处于分化。**药明康德（PE-TTM 12×）、九洲药业（PE-TTM 12×）、凯莱英（PE-TTM 11×）等公司估值均低于15X；博济医药（PE-TTM 127×）、诺泰生物（PE-TTM 104×）、泓博医药（PE-TTM 88×）等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下，经过市场调整，目前CXO个股估值处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)

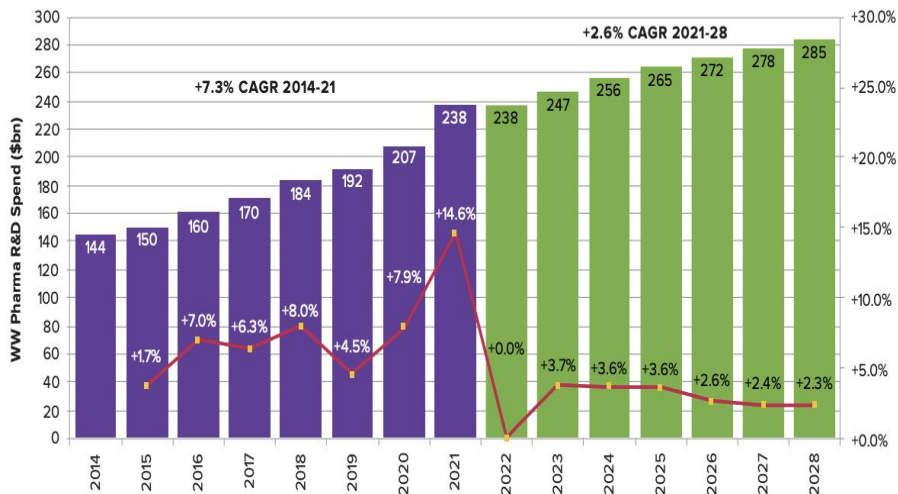


# 行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

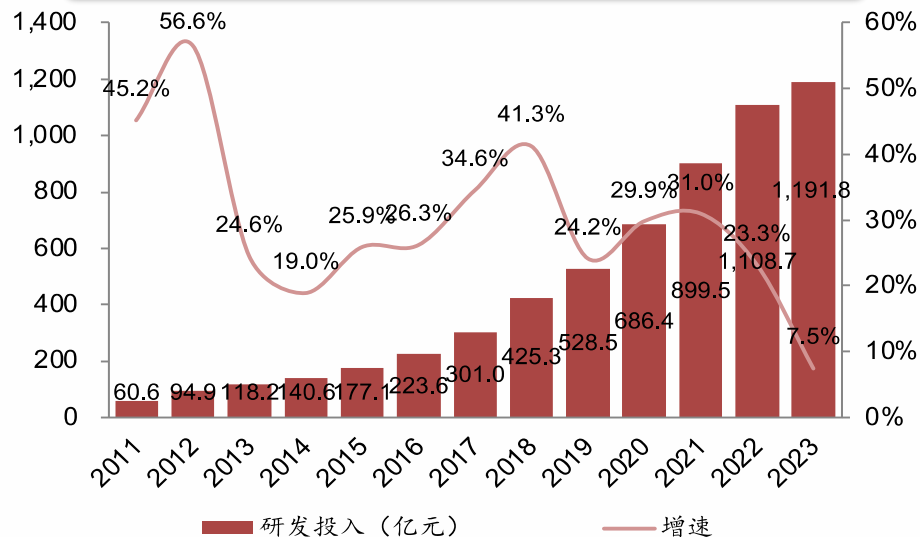
## 2.1.1 行业维度：全球医药研发投入稳步增长，CXO行业景气度仍有波动

- **全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2022-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。
- **我国医药生物企业研发开支持续高增，单季度表现仍有波动。**我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2021年研发投入额899.5亿元（+31%），此后受投融资等因素影响增速略有放缓，2023年研发投入额达1191.8亿元（+7.5%），单Q4增速（+2.5%）较Q3（-1.4%）明显提升。

### 全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



### A股医药生物上市企业研发投入

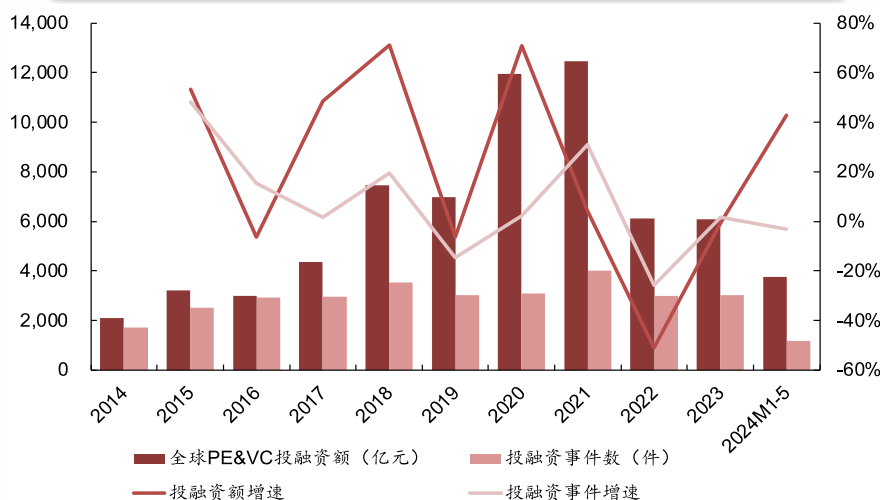


# 行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

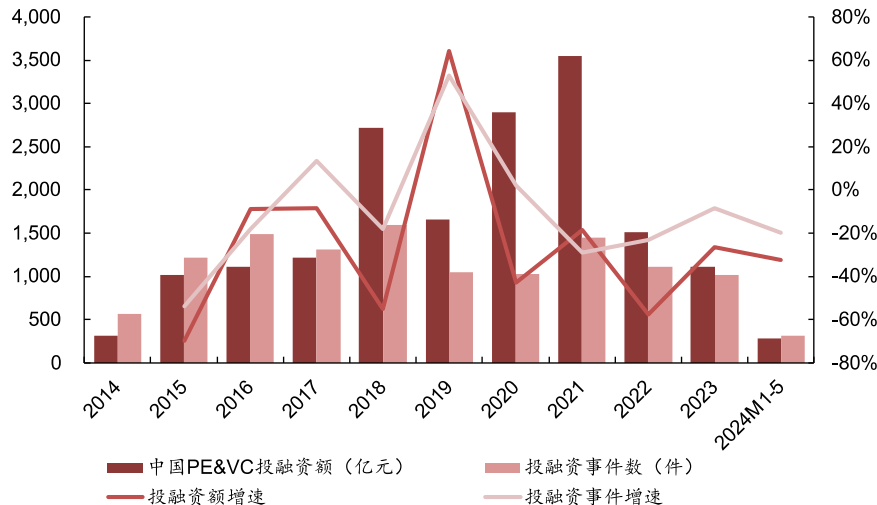
## 2.1.2 行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖、国内仍在波动

- **海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年较为平稳，2020年大幅增长，2021年保持稳健增长。2022年起全球资本市场趋于冷静，投融资事件数、总额有所下降；2022年投融资总额为6114.05亿元（-50.9%），融资事件总数为2988件（-25.8%）。2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024M1-5投融资总额分别为6083.94亿元（-0.5%）、3750亿元(+42.9%)，融资事件总数为3035件（+1.6%）、1173件（-3.3%）。
- **国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。**2022年中国医疗健康行业领域融资总额为1458.9亿元（-58.5%）、融资事件数为1109件（-24.3%），2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖；2023年以来国内一级投融资活动强度仍有波动，2023年、2024M1-5中国医疗健康行业领域融资总额分别为1110.5亿元（-26.3%）、284.1亿元（-32.2%），融资事件数分别为1015件（-8.5%）、310件（-19.7%），创新药研发景气度静待修复。

### 全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



### 中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数

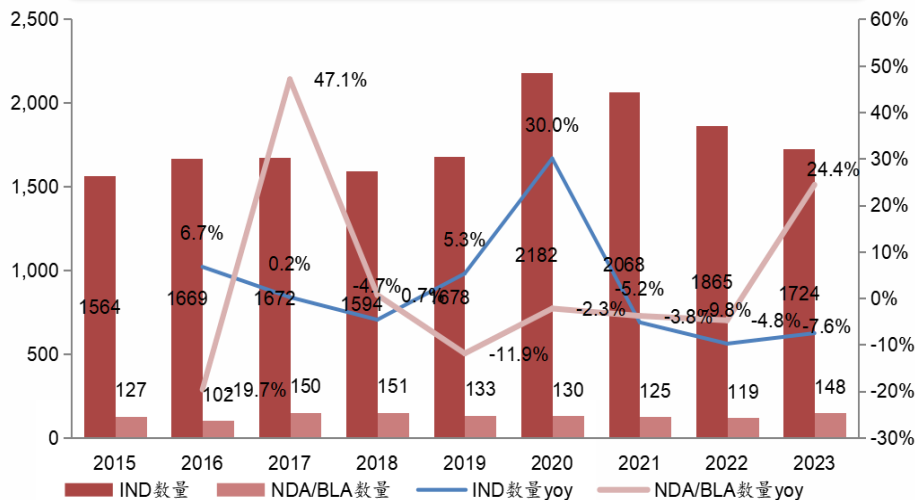


# 行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

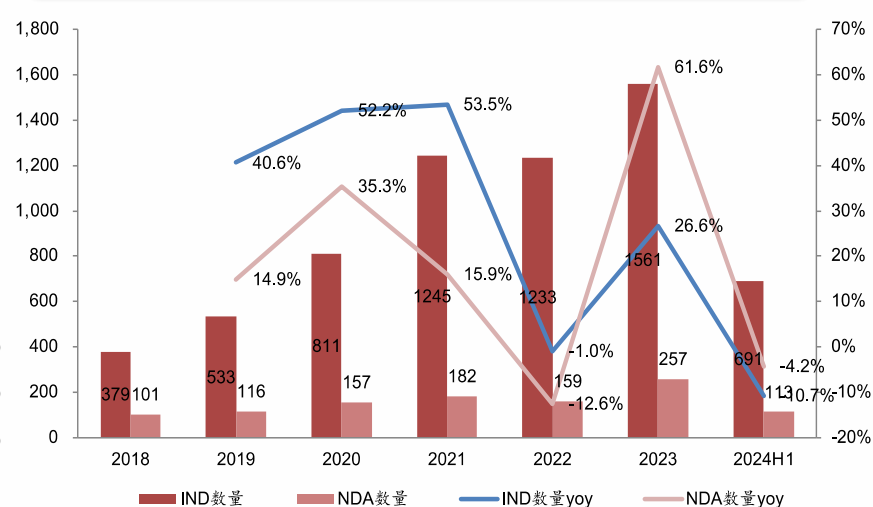
## 2.1.3 行业维度：创新药IND和NDA数量持续提升，创新需求仍将持续

- 美国创新药IND和NDA数量略有提升。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%），此后数量略有下降，2023年新增1724个，同比-7.6%。我们认为主要由药企研发投入略有放缓、部分同质化靶点临床开发收紧等因素所致；2015-2021年间美国创新药NDA/BLA数量在120~150个波动，2022年新增数量略有下降（119个，-4.8%），我们认为主要由创新药物审评机制趋于严格、疫情影响下药物审批及临床试验进度放缓等因素所致；2023年新增NDA/BLA数量148个（+24.4%），获批数量持续提升。
- 我国创新药IND和NDA数量稳健增长，创新需求仍将持续。**2019年后我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的811个增至2021年的1245个（同比+53.5%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的157个增至2021年的182个（同比+15.9%），国产生物创新药进入上市收获期。2023年我国创新药新增IND数量1561个（+26.6%）、新增NDA数量257个（+61.6%），获批数量高速增长；2024H1\*我国创新药新增IND数量691个（-10.7%）、新增NDA数量113个（-4.2%），同比略有波动。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



# 企业维度：新冠大订单交付完毕，板块表观业绩明显承压

## 2.2.1 企业维度：新冠大订单交付完毕，2023年板块表观业绩明显承压

- CXO板块共选取20家公司，2023年收入908.9亿元（-1.6%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入844亿元（+17.2%）；归母净利润约175.2亿元（-19%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润151.7亿元（+0.4%）；扣非净利润总额为约165.8亿元（-13.8%）。分季度看，板块23Q4收入为225.5亿元（-9.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比增长14.4%；归母净利润13.8亿元（-62.4%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比下滑30.7%；扣非归母净利润增速为-51.8%。2023年板块表观收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，2024年关注扣除新冠订单高基数后常规业务的恢复性增长。
- **从盈利水平看**，2023年CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平（40.9%，+0.4pp）略有上升；销售费率（2.4%，+0.3pp）、财务费率（-0.8%，+0.4pp）、管理费率（9.7%，+0.4pp）、研发费率（5.6%，+0.4pp）均有小幅提升，主要由于CXO企业表观收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率、规模效应等有望拉动板块整体盈利能力持续提升。

### CXO板块22Q1-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
单季度收入	199.5	236.5	240.1	248.0	220.4	232.8	230.2	225.5	192.1
同比增速	71.5%	71.4%	60.5%	41.6%	10.5%	-1.6%	-4.1%	-9.1%	-12.8%
归母净利润	40.1	79.9	59.6	36.7	48.4	62.7	50.4	13.8	27.9
同比增速	36.2%	125.8%	101.4%	-14.3%	20.6%	-21.5%	-15.5%	-62.4%	-42.2%
扣非归母净利润	39.5	57.9	55.7	39.4	42.6	54.2	50.0	19.0	28.2
同比增速	100.9%	103.6%	110.2%	50.0%	8.0%	-6.4%	-10.2%	-51.8%	-33.9%

### CXO板块22Q1-24Q1盈利能力指标概览

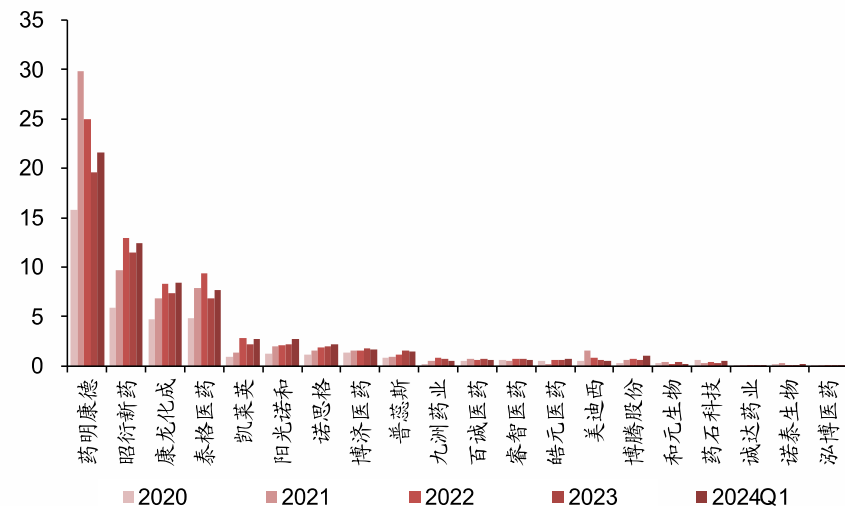
(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	39.1%	41.4%	41.3%	39.9%	41.2%	42.5%	42.4%	37.6%	36.8%
净利率	20.1%	33.8%	24.8%	14.8%	22.0%	26.9%	21.9%	6.1%	14.5%
销售费率	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%
管理费率	9.1%	8.8%	9.5%	9.7%	9.7%	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%
财务费率	0.3%	-3.3%	-2.7%	1.1%	1.1%	-4.5%	-0.8%	1.1%	-2.5%
研发费率	4.6%	4.9%	5.5%	5.8%	5.5%	5.2%	5.7%	5.9%	6.1%

# 企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

## 2.2.2 企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

- 从合同负债与预收账款来看，2023年诚达药业 (+95.7%)、和元生物 (+79%)、泓博医药 (+66.8%)、普蕊斯 (+38.1%) 等企业增速较快；从绝对值来看，2023年药明康德、昭衍新药等企业分别达到19.6亿元和11.5亿元，合同负债与预收账款稳健增长，表明下游需求仍在持续。
- CXO企业在手订单增速放缓，2023年百诚医药、阳光诺和、博济医药等仍增速较高，均超过30%；从绝对值来看，药明康德、药明生物 (205.9亿美元) 在手订单金额较高，凯莱英 (8.7亿美元)、昭衍新药 (33亿元)、阳光诺和 (25.7亿元) 等企业在手订单金额也相对较高，但较2022年增速明显放缓。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况 (亿元)



部分A股CXO企业在手订单情况

公司名称	2021	2022	2023
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	78.5亿元 (-18.8%)
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元
百诚医药	8.9亿元 (+78%)	10.1亿元 (新签, +25%)	15.9亿元, +18.9% (新签13.6亿元, +35.1%)
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)
博济医药	12.8亿元	8.4亿元 (+53%)	11.7亿元 (+31.2%)

# 短期展望：商业化订单持续消化，CDMO表观业绩承压

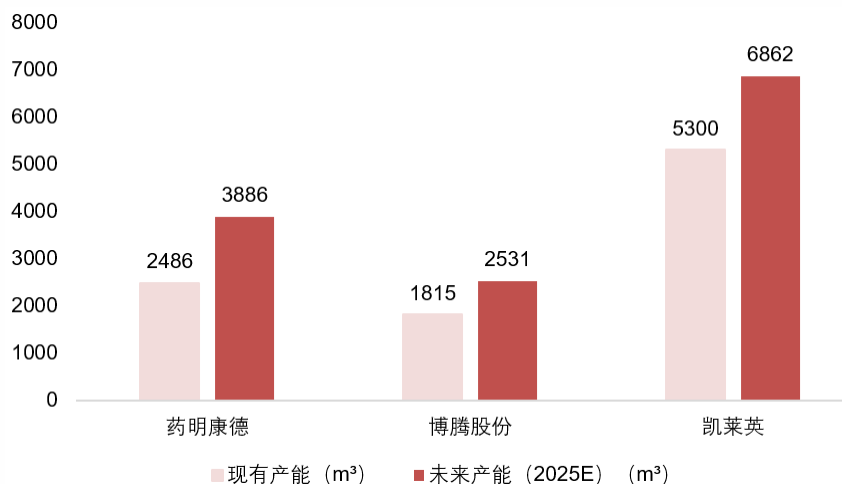
## 3.1.1 短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单带来2023年同期表观业绩高基数

□ 新冠口服小分子药物订单于2023年消化完全，2024年CDMO业务占比较高的国内企业表观业绩承压。从订单数量看，目前Paxlovid新冠商业化订单受益最充分的是小分子CDMO龙头药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月21日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元；2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表观增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年	5.8亿元	3.2亿元	12.3亿元
2022Q1	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
2022Q2	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
2022Q3	26.9亿元	~10亿元	15.96亿元
2022Q4	~30.3亿元	~9.3亿元	11.3亿元
2022年	~100亿元	~47.6亿元	59.1亿元
2023Q1	8.2亿元	~7.5亿元	7.4亿元
2023Q2	6.9亿元	~2.4亿元（0.14亿美元未交付）	12.05亿元
2023Q3	~14.7亿元	0.14亿美元	4.75亿元
2023年	29.7亿元	1.5亿美元	~25亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况



# 短期展望：海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复

## 3.1.2 短期维度：海外成熟CXO企业临床管线稳步推进，临床前CRO仍待修复

- 对比海外龙头CXO公司的订单情况，整体上2023年海外临床阶段CXO延续2022年趋势，在手订单稳健增长。各细分板块的订单趋势有所不同：1) 药物发现及临床前CRO板块：在手订单相比2022年小幅下降，由于生物制药终端市场需求转弱，下游客户会评估开支时点和水平，短期内订单量有所放缓，需求趋势正在正常化（接近新冠疫情前水平）；2) 临床CRO板块：Medpace、IQVIA在手订单稳健增长，其中 Medpace在手订单增速最快；3) CDMO板块：Samsung Biologics受Biosimilar等生物制品旺盛需求实现订单强劲增长。

海外CXO公司2023年在手订单对比（亿美元）

类型	公司	关键指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023
药物发现及临床前CRO	CRL (Discovery and Safety Assessment)	Backlog	9.0	10.0	14.0	24.0	31.5	NA
		yoy		11.0%	40.0%	71.4%	31.3%	NA
临床CRO	Syneos (Clinical Solutions)	Backlog (包括可报销费用)	75.02	82.20	102.71	105.69	92.63	NA
		yoy		9.6%	24.9%	2.9%	-12.4%	NA
		Net New Business Awards	27.48	41.83	47.42	43.73	28.42	NA
	IQVIA (R&D Solutions)	Backlog	171	190	226	248	272	297
		yoy		11.1%	18.9%	9.7%	9.7%	9.2%
	MEDPACE	Ending Backlog	10.6	12.8	15.4	20	23.4	28.1
		yoy		21.3%	20.1%	29.5%	17.1%	20.2%
		Net New Business Awards	8.99	10.94	11.75	16.10	18.30	61.5
		Net Book-to-Bill	1.28	1.27	1.27	1.41	1.25	1.23
	ICON	Backlog	77	86	97	191	207	228
		yoy		11.7%	12.8%	96.9%	8.4%	2.4%
	Labcorp (Drug Development)	Backlog	98	113	138	150	163	82.5
		yoy		15.3%	22.1%	8.7%	8.7%	4.9%
		未来12个月转化为收入	39	42	45	50	49	24.7
Net Orders		54	59	70	73	73	28.9	
Net Book-to-Bill		1.26	1.29	1.43	1.25	1.27	1.04	
生物药CDMO	Samsung Biologics	CMO Contract Amount	37	40	61	75	95	12
		yoy		8.1%	52.5%	23.0%	26.7%	NA
	药明生物	未完成订单	36.39	51.02	113.24	135.97	205.71	NA
		yoy		40.2%	122.0%	20.1%	51.3%	NA
		三年内未完成订单	8.11	7.86	14.58	28.9	36.21	NA
		yoy		-3.1%	85.5%	98.2%	25.3%	NA



# 短期展望：海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复

## 3.1.2 短期维度：海外成熟CXO企业临床管线稳步推进，临床前CRO仍待修复

- **核心业绩指引维持或收窄。**对比海外龙头CXO公司在2023年报所提出的2024全年业绩指引变化，可看出海外龙头CXO公司2024核心业绩指引分化明显。1) 药物发现及临床前CRO龙头Charles River下调并放宽对24年全年业绩指引。2) 临床CRO板块，Medpace、ICON、Labcorp对于24年全年业绩指引相比2023年有所提升，公司订单保持稳健增长；考虑了预计疫情相关收入下降的影响下，IQVIA仍然上调、放宽全年收入指引。

海外CXO公司2023年表观业绩指引对比

类型	公司	关键指标	2023业绩	2023FY 业绩指引			2024FY 业绩指引
				2023Q1报表	2023Q2报表	2023Q3报表	2023Q4报表
CRO	CRL	收入/\$M (yoy)	4129.4 (3.9%)	2.0%-4.5%	2.5%-4.5%	2.5%-3.5%	1%-4%
		GAAP EPS/\$	9.22 (-2.7%)	7.45-8.45	7.6-8.2	7.3-7.5	7.9-8.4
	Syneos (2023H1)	收入/\$M (yoy)	5393.1 (3.5%)	NA	NA	NA	NA
		GAAP Net Income/\$M (yoy)	266.5 (13.5%)	NA	NA	NA	NA
		GAAP Diluted EPS/\$ (yoy)	2.58 (15.2%)	NA	NA	NA	NA
	IQVIA	收入/\$M (yoy)	14984 (4%)	15150-15400(5.1%-6.9%)	15050-15175(4.4%-5.3%)	14885-14920 (3.3%-3.5%)	15400-15650 (3.4%-5%)
		GAAP Net Income/\$M (yoy)	1358 (24.5%)	3625-3695(8.3%-10.4%)	NA	NA	NA
		GAAP Diluted EPS/\$ (yoy)	10.2 (0.4%)	10.26-10.56 (1.0%-3.9%)	10.20-10.45 (0.4%-2.9%)	10.16-10.23 (0-0.7%)	10.95-11.25 (7.4-10.3%)
	Medpace	收入/\$M (yoy)	1885.8 (29.2%)	1745-1805 (19.5%-23.6%)	1840-1880(26.0%-28.8%)	1870-1890 (28.1%-29.5%)	2150-2200 (14%-16.7%)
		EBITD/\$M (yoy)	362.5 (17.7%)	335-355(8.7%-15.2%)	340-358(10.4%-16.2%)	353-361	400-430
		Net Income/\$M (yoy)	282.8 (15%)	250-269(1.9%-9.6%)	256 - 271(4.3% - 10.4%)	272-276 (10.8%-12.5%)	326-348 (15.3%-23.1%)
	ICON	Net Income per diluted	7.4 (1.6%)	7.81-8.40 (7.3%-15.4%)	NA	NA	NA
		收入/\$M (yoy)	8120.2 (4.9%)	7940-8340 (2.6%-7.7%)	8070-8210	NA	8400-8800(3.4%-8.4%)
	Labcorp	Adjusted EPS/\$ (yoy)	11.75 (8.9%)	12.40-13.05 (5.5%-11.1%)	12.63 - 12.91	NA	14.5-15.3(13.4%-19.6%)
		收入/\$M (yoy)	12160 (2.5%)	15.10-15.47 (1.5%-4.0%)	NA	NA	NA
Adjusted EPS/\$ (yoy)		13.56 (-18.6%)	16.25-17.75 ((18.5%)-(11.0%))	13.25-13.75	13-14	14.3-15.4	
CDMO	Lonza	Free Cash Flow /\$M	748.7 (-44.1%)	1.00-1.20((32.2%)-(18.6%))	0.85-0.95	0.8-1	1000-1150
		CER sales growth	10.9%	—	中至高个位数增长	NA	11%-13%
CDMO	Catalent	CORE EBITDA margin	0.2%	—	28%-29%	NA	32%-34%
		收入/\$M (yoy)	4263(内生-12%，恒定汇率-9%)	4625-4875	4740-4860	4225-4325 ((12.5%)-(10.5%))	NA
		Adjusted EBITDA/\$M (yoy)	266 (恒定汇率-797%)	1220-1300	1250-1300	700-750 ((45.7%)-(41.9%))	NA

# 中期展望：多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航

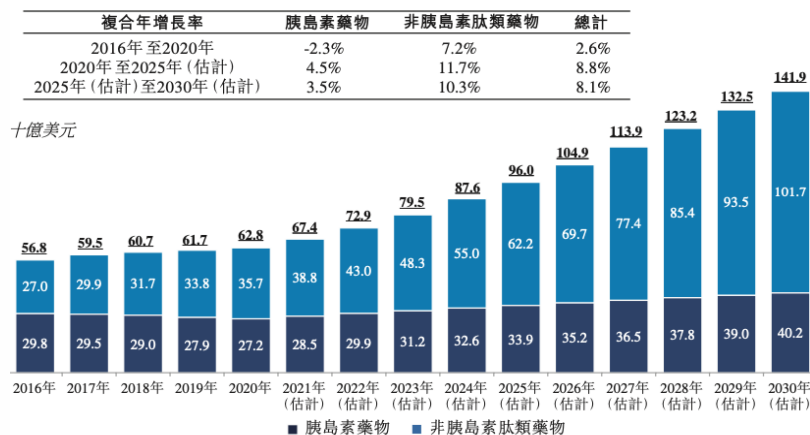
## 3.2.1 中期维度：多肽合成技术不断突破，潜在CDMO需求空间广阔

- ❑ **肽类具备优良药理特征及内在特性，是新型疗法设计的绝佳起点之一。**肽是由2-99个氨基酸通过肽键连接而成的短链，分子介于小分子与蛋白质之间，作为许多生理功能的内在信号分子，肽为密切模仿自然路径的治疗性干预提供机会，并在人体多种生理过程（包括激素、神经递质）或炎症反应中发挥主要作用。与小分子药物不同，肽类疗法因其复杂性及与蛋白质药物相似的特性，具有较高壁垒；另一方面，与生物药相比生产成本较低、产量较高，是小分子与生物药间的绝佳平衡点。
- ❑ **近年来多种多肽药物FDA获批上市，潜在CDMO需求空间广阔。**据Frost & Sullivan统计，多肽药物市场于2020年达628亿美元，预计2025年进一步增至960亿美元，2021-2025年复合增长率为8.9%；对应的全球多肽CDMO市场规模将由2020年的20亿美元增至2025年的44亿美元，2021-2025年复合增长率为17.1%。

### 不同类型药物特性比较

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量 (道尔顿)	~ 100	~ 100	<10000	>10000	~ 150000
特异性	低		中	高	
安全性	低	高	中	高	
生产难度	中低	低	中高	高	
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状旁腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	阿达木单抗

### 全球多肽药物市场规模（十亿美元）



# 中期展望：多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航

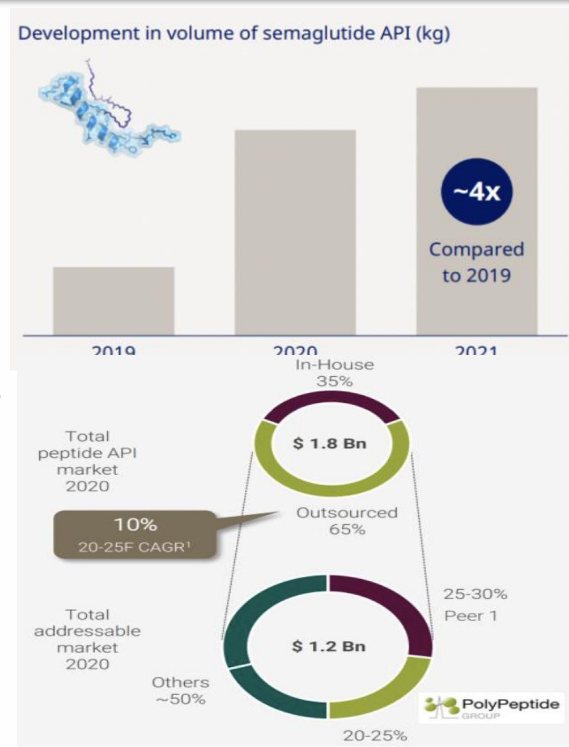
## 3.2.1 中期维度：GLP1-RA产业链有望受益

- GLP-1RA药物终端销售额快速放量带动了对应原料药及中间体需求，上游多肽合成、固相合成载体及溶剂厂商、多肽CDMO等环节有望受益。根据诺和诺德年报数据，2021年司美格鲁肽的API需求量是2019年的4倍。Polypeptide公告显示，2020年全球多肽API市场规模达18亿美元，其中近65%的份额来自于外采购入，自产比例仅有35%。我们认为，GLP-1RA产业链上游拥有合规GMP产能的多肽合成原料药厂商、固相合成载体及溶剂厂商、CDMO及仿制药供应商等产业链多个环节有望持续受益。

### 多肽药物产业链示意图



### 多肽API市场规模及外包率情况



www.swsc.com.cn

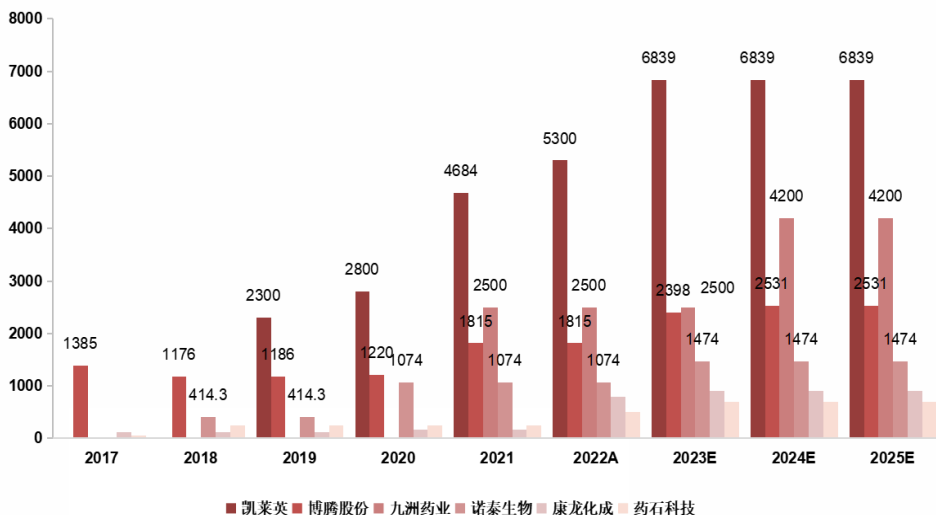
数据来源：昂博制药招股书，西南证券整理

# 中期展望：生物药CDMO仍在成长期，产能过剩担忧为时尚早

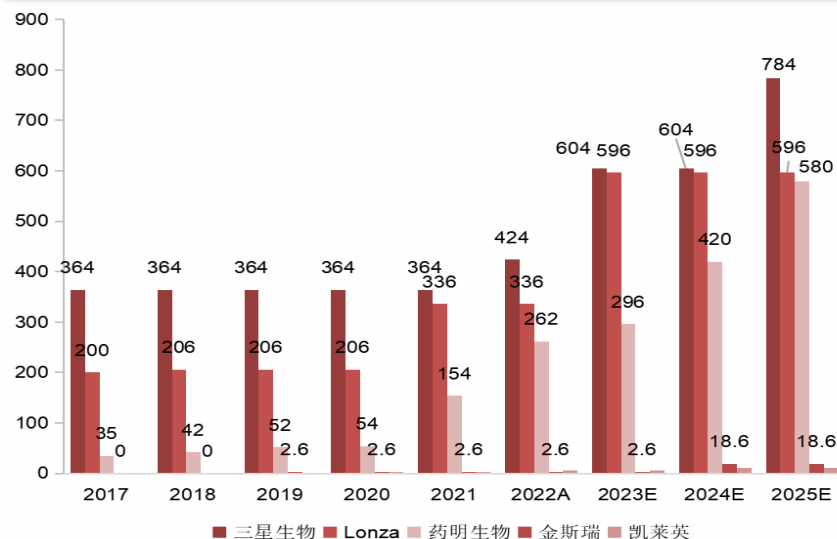
## 3.2.2 中期维度：国内企业小分子CDMO业务更为成熟，大分子CDMO仍在成长期

- **小分子CDMO业务相对成熟，国内多家企业深耕小分子CDMO。**选取6家具有较大规模产能的小分子CDMO企业，2022年合计拥有产能1.4万立方米，其中2家拥有超2000立方米产能，分别为凯莱英（5300立方米）、九洲药业（2500立方米）。药明康德WuXi TIDES新产能于2023年12月投入使用，多肽固相合成反应釜体积由原计划的20000L增加至32000L。
- **国内大分子CDMO起步较晚，产能较海外龙头企业仍有一定差距。**目前国内CXO企业中，药明生物具有较大生产规模，除药明生物外选取两家近年预计将有一定大分子CDMO产能的企业与海外两大龙头Lonza和三星生物比较，2022年全球拥有最大生物药产能的三星生物共有约42.4万升产能，Lonza共有约33.6万升产能（其中在广州拥有6000升产能），药明生物共有约26.2万升产能，金斯瑞共有约2600升产能。

### CXO企业小分子产能（立方米）



### CXO企业大分子产能（千升）



# 长期展望：AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用

## 3.3.1 未来展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- ❑ **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批六方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高（成功率~10%）。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期（平均缩短1/2~2/3）、降低研发成本（降低10%+），同时提升研发成功率（成功率~14%）和投资回报率。
- ❑ **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用。**礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

### AI助力高级药物研发过程



# 长期展望：新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力

## 3.3.2 未来展望：CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力

□ **CGT CDMO仍属新兴业务，具有较大市场潜力。**选取4家国内从事CGT CDMO业务的CXO企业并与3家海外从事CGT CDMO业务的CXO企业，从市场占有率、产业链布局、客户、项目等维度比较分析目前国内CGT CDMO业务现状。目前欧美地区CGT CDMO行业已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，多数企业处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，2020年占国内市场份额约7.7%。

全球主要CGT CDMO企业对比

公司名称	市场占有率 (2020)	产业链布局	客户构成	项目情况和执行能力
Lonza	21.1% (全球)	在美国、日本、新加坡、荷兰均布局基因和细胞治疗的基地，超过20年的GMP经验；最高达2000L悬浮培养产能	诺华、吉利德等超过160个客户	2022年新增约115个CDMO客户和约375个新的临床和商业项目。目前Lonza共为790多家CDMO客户提供服务。2022年，LONZA休斯顿(美国)公司生产的两种GCT疗法获得FDA批准，未来细胞基因治疗CDMO业务可能会成为CDMO大增量板块
Catalent	28.6% (全球)	2019年收购领先的基因治疗病毒载体开发和制造公司Paragon BioServices；2020年度收购比利时细胞和基因疗法公司MaSTherCell Global，2016至2020年基因治疗领域并购投入超过15亿美元；全球工厂超过45家	-	已经使用GPEX®系统生产了600多种不同的mAb和mAb融合体以及160多种不同的重组蛋白，其中160多项临床试验使用了GPEX®技术开发的候选治疗药物和20种产品获得商业批准/授权
Oxford BioMedica	2.8% (全球)	是诺华的CAR-T产品Kymriah生产慢病毒载体的唯一供应商。此外还与赛诺菲、GSK等制药巨头保持着合作关系，为他们提供工艺开发和生物加工等服务。目前拥有近20万平方英尺	诺华、BMS、阿斯利康等	截止2022年底，Oxford Biomedica正在为超过30个客户提供CDMO服务，工作涵盖早期和晚期的大型药品和创新的生物技术
药明康德 (无锡生基)	4.4% (2022年，全球)	2020年完成中美两地腺相关病毒(AAV)一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台建设；2021年收购英国基因治疗技术公司OXGENE，大幅增强先进病毒载体平台的能力	-	2023Q1-3为68个项目提供工艺开发、检测与生产服务，其中包括52个临床前和I期临床试验项目，9个II期临床试验项目，7个III期临床试验项目（其中2个项目处于上市申请审核阶段，2个项目处于上市申请准备阶段）
金斯瑞	3.21% (国内)	2020年成立金斯瑞蓬勃生物平台开展基因治疗CDMO业务，建设中美两地临床前所用的GMP设施及设备，目前累积拥有面积4800平方米的质粒及GMP病毒厂房	隆耀生物、香雪生命等	2022上半年新获临床前项目51个，CMC项目39个，临床阶段项目36个，IND批件9个。顺利交付第1个以自主的悬浮培养Powers™-293T为基础的细胞治疗（质粒/慢病毒CMC）项目
博腾生物	-	在苏州建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床I期GMP生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求	截至2022年6月，服务32家CDMO客户	未达2023年初预期。2023年前三季度，引入新客户44家，新项目64个，新签订单约0.58亿元，同比下降46%。第三季度签订首个细胞治疗临床项目订单，实现了博腾生物在基因细胞治疗临床项目的零突破。
和元生物	7.65% (国内)	拥有近1000平方米的基因治疗产品中试平台，近7000平方米的基因治疗产品GMP生产平台，包括质粒生产线1条、病毒载体生产线3条、CAR-T细胞生产线2条、建库生产线3条、灌装线1条	亦诺微、复诺健、康华生物、南京吉迈等超过20家CDMO客户	截至2023年6月，为多个溶瘤病毒、腺相关病毒载体药物、CAR-T药物提供CRO/CDMO服务，累计合作CDMO项目超200个

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司官网，药融云，西南证券整理

## 投资建议及风险提示

---

- **相关标的**：产业链布局一体化平台型CXO企业，1) CRDMO/CTDMO一体化龙头药明康德、药明生物、药明合联；2) 具备业绩弹性的临床CRO泰格医药、康龙化成等；3) 估值性价比较高的多肽及小分子CDMO诺泰生物、凯莱英、圣诺生物、九洲药业、博腾股份等；4) 经营持续稳健的仿制药CRO百诚医药、阳光诺和等；5) 有望迎来经营拐点的药石科技、皓元医药等。
- **风险提示**：CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

# 原料药：扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

- **宏观维度：板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点。** 2023年，全球原料药需求面临疫情后的去库存压力，激素类、抗生素类、维生素类、解热镇痛类等大宗原料药出口竞争加剧，价格持续下降；中国原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，整体表现波动明显。2024Q1我国西药产品出口额132.5亿美元（-3.9%），是带动整体出口额下降的主要因素。当前原料药价格正处于疫情期历史高位逐步回落阶段，已接近三年来的价格底部，密切关注上游成本端价格边际变化。从报价环比趋势来看\*，VD3、VE、VB1等部分维生素品种报价环比明显上涨；青霉素工业盐、肝素及其盐、泛酸钙、烟酸、赖诺普利、生物素、扑热息痛等品种报价环比下跌。展望2024H2，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。**驱动因素：1）带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升；2）全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔；3）关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会。**
- **2023年板块短期承压，2024Q1盈利能力持续改善。** 原料药板块共选取39家公司，2023年原料药板块实现收入988.8亿元（-5.6%），归母净利润84.3亿元（-36.1%），扣非归母净利润76.1亿元（-38.8%）。2023年原料药板块收入端下降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。利润端短期承压，2023年原料药板块毛利率（32%，-2pp）、净利率（8%，-5pp）下滑明显，其中管理费（6%，+0.5pp）、财务费率（0%，+0.4pp）、研发费率（6%，+0.7pp）均持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。2024Q1费用端压力持续改善，销售费率（7.0%，环比-1.4pp）、管理费（6.3%，环比-1.8pp）、财务费用率（0.2%，环比-0.3pp）、研发费率（5.8%，环比-1pp）环比持续下降。
- **未来展望：优质公司产业能力升级，三条路径打开特色原料药长期成长空间。1）“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间：**海外出口加速：2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列；国内集采放量：带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。**2）优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期：**原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性，步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。**3）基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高：**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求；博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动。高稀缺性、高壁垒的创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **相关标的：**博瑞医药、健友股份、九洲药业等。
- **风险提示：**原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

\*注：维生素产品最新报价截至2024.6.30，其余品种最新报价截至2024.5

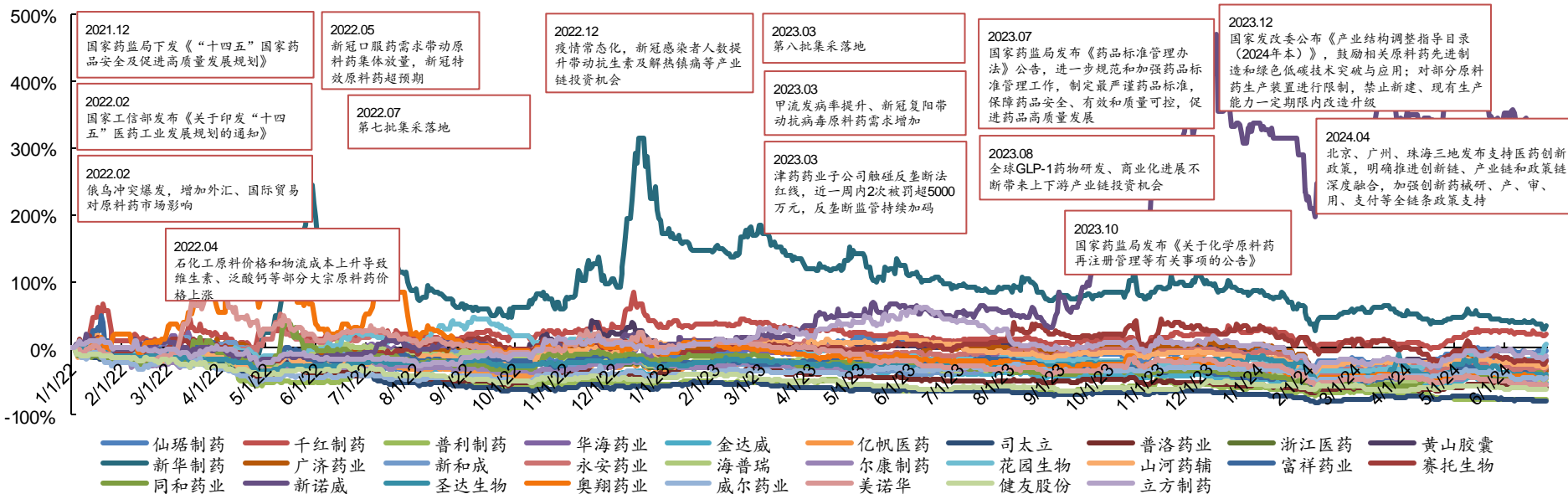


# 宏观维度：板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

## 1.1 板块扰动因素持续缓和，行业即将迎来新拐点

□ **板块扰动因素持续缓和，行业持续边际向好。**全球原料药中间体出口连续五年保持增长，2020-2022年疫情期间全球原料药尤其是大宗原料药需求显著增加，中国、欧盟、瑞士、美国、印度等原料主要供应国出口呈不同程度增长，中国原料药出口在2021年、2022年出口分别增长29.9%、21.9%；2023年，全球原料药需求面临疫情后的去库存压力，激素类、抗生素类、维生素类、解热镇痛类等大宗原料药出口竞争加剧，价格持续下降；中国原料药板块由于上游原材料涨价、防疫形势变化影响发货周期、运输成本上涨、海外客户去库存等影响，整体表现波动明显。2023年占我国医药出口市场50%的西药产品出口额510.7亿美元（-20.3%），2023年呈逐季度环比下降趋势；2024Q1我国西药产品出口额132.5亿美元（-3.9%），是带动整体出口额下降的主要因素。当前原料药价格正处于疫情期历史高位逐步回落阶段，已接近三年来的价格底部。**展望2024H2**，随着原材料价格见顶、海运成本回落、部分企业新产能加速投放等，我们认为此前对板块业绩造成的扰动因素逐步出清，特色原料药板块有望迎来新拐点。

### 原料药企业股价复盘

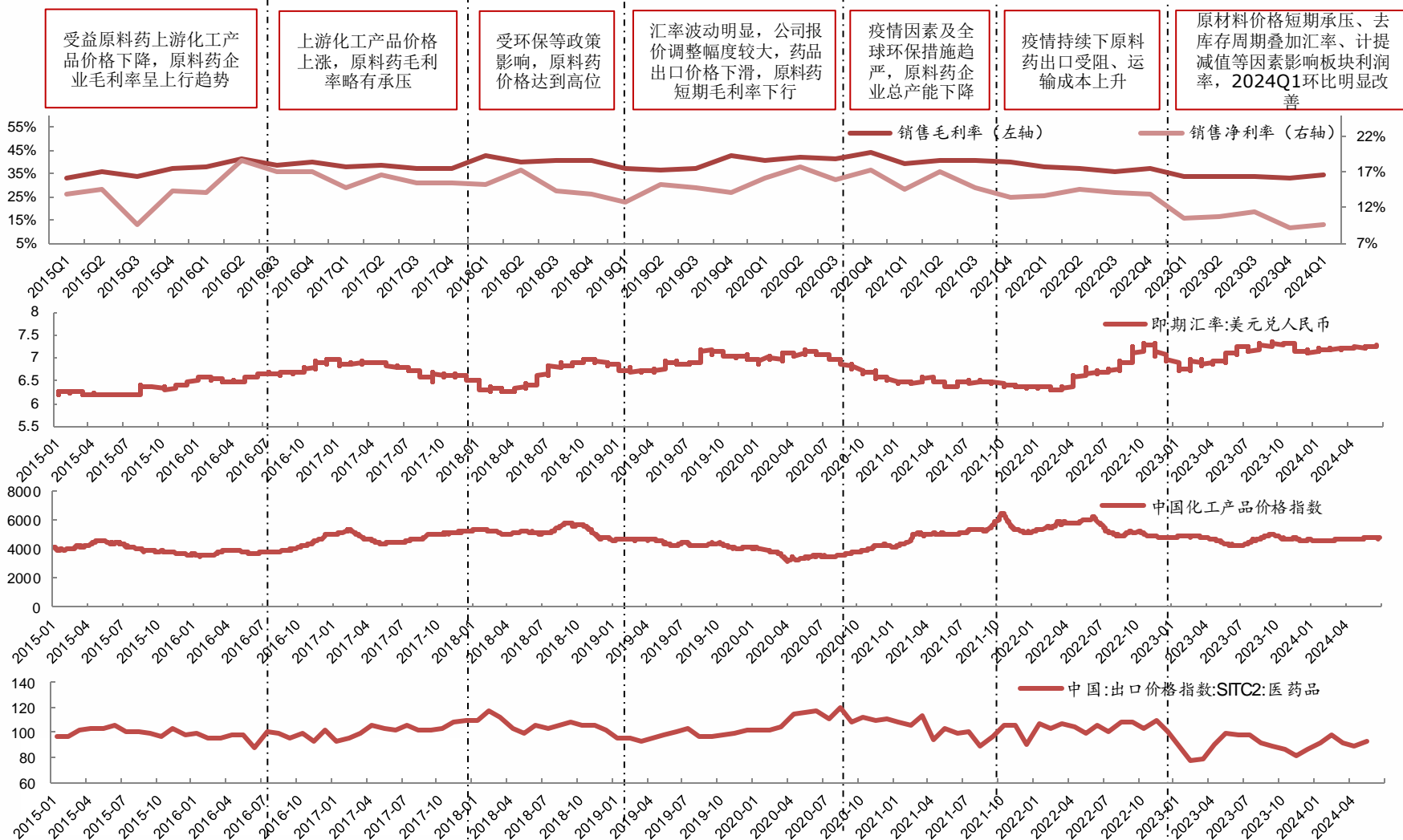


www.SWSC.COM.CN

数据来源：Wind，中国医药保健品进出口商会，西南证券整理

# 宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

## 1.2 2023年板块短期承压，2024Q1盈利能力持续改善



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

# 宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

## 1.3 关注原料药板块上游成本端边际变化

□ 原料药成本持续波动扰动短期毛利率，密切关注上游成本端价格边际变化。2024年年初以来（原料药品种报价情况截至2024.5，其中维生素类品种最新报价更新至2024.6.30），大宗原料药中部分维生素、抗生素、皂素等，特色原料药中布洛芬、厄贝沙坦等品种报价上涨；大宗原料药中生物素、6-APA、青霉素工业盐、4-AA，特色原料药中安乃近、阿司匹林、扑热息痛、咖啡因、缬沙坦、肝素等品种报价下跌。从报价环比趋势来看，VD3、VE、VB1等部分维生素品种报价环比5月明显上涨；青霉素工业盐、肝素及其盐、泛酸钙、烟酸、赖诺普利、生物素、扑热息痛等品种报价环比下跌。

原料药类别	原料药产品	最新报价(元/千克)	环比变化	同比变化	年初至今涨跌幅	历史最高价(元/千克)	历史最低价(元/千克)
维生素	维生素B1	182.5	5.8%	58.7%	25.5%	630	101
	维生素A	87.5	0.6%	0.6%	20.0%	1425	71.5
	维生素E	79	12.9%	9.0%	17.5%	260	34
	烟酸	38	-5.0%	-33.9%	6.7%	150	27.5
	维生素D3	85	41.7%	44.1%	6.2%	600	40
	维生素B6	150	0.0%	11.5%	5.3%	560	107.5
	维生素B2	104	0.0%	-18.4%	4.0%	850	82.5
	泛酸钙	53	-7.0%	-5.3%	3.6%	750	52
	叶酸	182.5	0.0%	-8.8%	1.4%	3100	150
抗生素及中间体	生物素	32	-3.0%	-22.0%	-2.9%	330	32
	7-ACA-酶法	480	0.0%	6.7%	6.7%	1000	330
	硫氧酸红霉素	550	0.0%	10.0%	5.8%	550	270
	6-APA	320	0.0%	-13.5%	-3.0%	490	135
青霉素工业盐	青霉素工业盐	110	-15.4%	-35.3%	-18.8%	212.5	47
培南类	4-AA	915	-1.1%	-33.5%	-33.9%	2600	800
激素类药	皂素	580	0.0%	16.0%	5.3%	1050	130
	地塞米松磷酸钠	45000	0.0%	361.5%	0.0%	45000	7300
解热镇痛药	布洛芬	170	0.0%	-8.1%	36.0%	240	67.5
	安乃近	97.5	0.0%	-1.5%	-0.5%	102.5	37
	阿司匹林	21	0.0%	-20.0%	-8.7%	40	16
	扑热息痛	24.5	-3.0%	-38.0%	-9.8%	70	18
	咖啡因	125	0.0%	-24.2%	-24.2%	235	52
心血管原料药	厄贝沙坦	625	0.0%	-2.3%	2.3%	1200	525
	马来酸依那普利	825	0.0%	0.0%	0.0%	900	380
	赖诺普利	2150	-4.4%	-10.4%	0.0%	8000	2250
	阿托伐他汀钙	1250	0.0%	-18.0%	0.0%	7000	1250
	缬沙坦	650	0.0%	-11.6%	-3.7%	2200	625
肝素(美元/千克)	肝素及其盐	4181.0	-12.1%	-5.7%	-17.8%	15848.9	507.1

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

\*注：维生素产品最新报价截至2024.6.30，其余品种最新报价截至2024.5

# 原料药板块2023年总结

## 1.4 2023年原料药板块收入略降，盈利能力下滑

原料药板块共选取39家公司，2023年原料药板块实现收入988.8亿元（-5.6%），归母净利润84.3亿元（-36.1%），扣非归母净利润76.1亿元（-38.8%）。分季度看，板块2023Q4实现收入238.3亿元（-13.4%），归母净利润-1.0亿元（-104.7%），扣非归母净利润-3.5亿元（-119.7%），多家公司计提大规模资产减值影响利润水平。2023年原料药板块收入端下降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。

**从盈利水平看**，利润端短期承压，2023年原料药板块毛利率（32%，-2pp）、净利率（8%，-5pp）下滑明显，其中管理费率（6%，+0.5pp）、财务费率（0%，+0.4pp）、研发费率（6%，+0.7pp）均持续提升。2023Q4利润端仍有承压，销售费率（8.4%，环比+0.8pp）、管理费率（8.1%，环比+0.6pp）、研发费率（6.8%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。2024Q1费用端压力持续改善，销售费率（7.0%，环比-1.4pp）、管理费率（6.3%，环比-1.8pp）、财务费用率（0.2%，环比-0.3pp）、研发费率（5.8%，环比-1pp）环比持续下降。

### 原料药板块22Q1-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
单季度收入	256.8	265.7	250.1	275.2	272.1	256.1	235.8	238.3	261.3
同比增速	11.2%	10.4%	10.4%	2.6%	5.9%	-3.6%	-5.7%	-13.4%	-4.0%
归母净利润	41.0	40.5	30.1	20.5	32.9	32.9	23.5	-1.0	30.0
同比增速	4.5%	-5.4%	-6.6%	12.2%	-19.7%	-18.7%	-22.0%	-104.7%	-9.0%
扣非归母净利润	37.4	38.5	29.9	17.8	30.1	31.7	21.4	-3.5	28.6
同比增速	2.9%	0.5%	-1.5%	37.7%	-20.9%	-18.7%	-28.6%	-119.7%	-4.8%

### 原料药板块22Q1-24Q1盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	37.6%	35.5%	34.0%	32.8%	35.2%	34.6%	34.5%	30.4%	34.0%
净利率	16.0%	15.2%	12.0%	7.4%	12.1%	12.8%	10.0%	-0.4%	11.5%
销售费率	7.2%	7.2%	8.0%	7.7%	7.8%	7.3%	7.6%	8.4%	7.0%
管理费率	6.1%	6.3%	7.1%	7.1%	6.3%	6.8%	7.5%	8.1%	6.3%
财务费率	1.1%	-1.9%	-1.8%	0.8%	1.2%	-2.7%	1.0%	0.5%	0.2%
研发费率	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%	5.1%	6.4%	6.6%	6.8%	5.8%

# 宏观维度：板块扰动因素持续缓和，长期前景依旧向好

## 1.4 2023年头部企业贡献近一半业绩，收入、利润贡献集中度较低

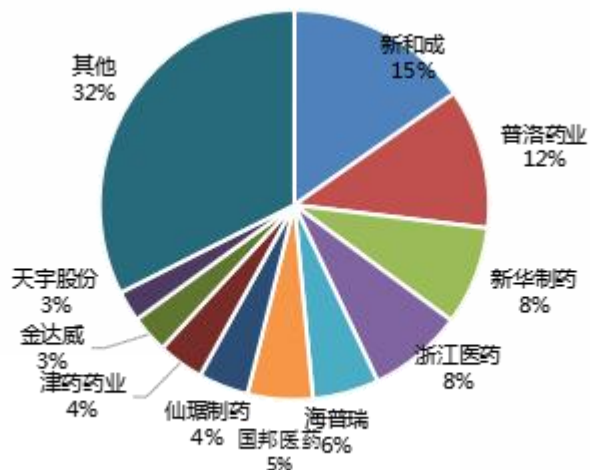
**2023年**：原料药板块实现收入988.8亿元，16家样本公司收入实现正增长，0家公司收入增速超30%、5家公司净利润增速超30%；0家公司收入增速超50%，3家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2023年新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为15%、12%、8%、8%、6%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为32%、13%、9%、7%、7%。

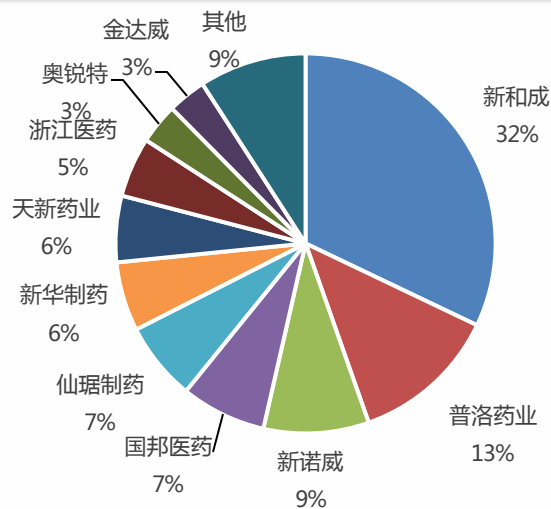
板块2023年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-5.63%	0	0	16	23
占比		0%	0%	41%	59%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-36.14%	3	5	18	21
占比		8%	13%	46%	54%

2023年板块收入占比



2023年板块归母净利润占比



# 行业维度：多重因素共同驱动，原料药行业集中度持续提升

## 2.1 多重因素共同驱动，原料药行业集中度有望持续提升

- 带量采购+一致性评价+关联审评+环保政策等多重因素共同驱动下，过剩产能逐步出清，原料药行业集中度有望持续提升。1) 带量采购大幅降低仿制药价格，快速提升药品可及性，带动原料药需求快速提升；2) 持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，原料药企业议价权不断加强；3) 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，制剂企业更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深；4) 环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不再，被迫退出市场，行业供给减少，特色原料药和大宗原料药均出现明显涨价趋势。

### 带量采购常态化全面推进

一致性评价准备

一致性评价执行

带量采购从试点到全面推广

集采常态化



# 行业维度：全球专利悬崖+国产替代加速，我国原料药发展空间广阔

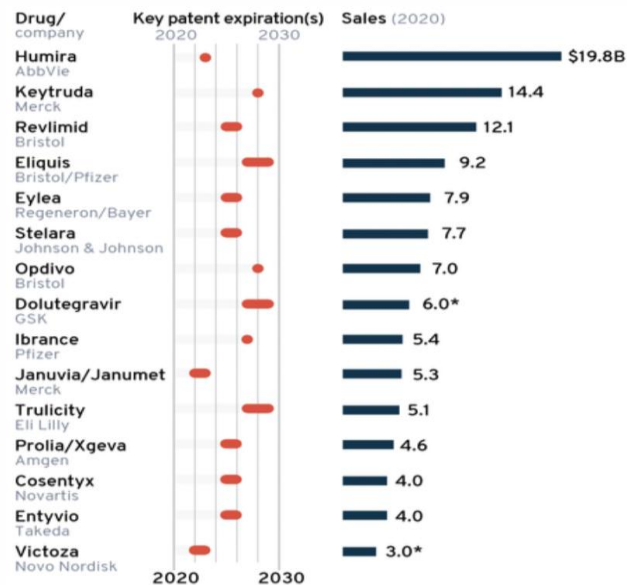
## 2.2 全球专利悬崖+国产替代加速，原料药发展空间广阔

□ 全球范围的专利药到期叠加我国仿制药国产替代持续加速，我国原料药行业发展空间广阔。据Evaluate Pharma统计，2022-2028年全球将有近3770亿美元专利药到期，预计因此损失的销售额将达1580亿美元，到期专利药市场约有41.9%将被仿制药占领。美媒Fierce Pharma统计了未来10年内专利即将到期的15款重磅炸弹药物，其中包括2020年最畅销的四款药品Humira（阿达木单抗）、Keytruda（帕博利珠单抗）、Revlimid（来那度胺）和Eliquis（阿哌沙班）。目前，中国及其他发展中国家在全球仿制药市场中份额逐步提升，且带量采购等政策推行加速了我国原料药企业的国产替代步伐，我国特色原料药市场或将持续扩容。

专利到期影响原研药物销售情况（十亿美元）



未来十年即将面临专利悬崖的重磅原研品种



# 行业维度：关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会

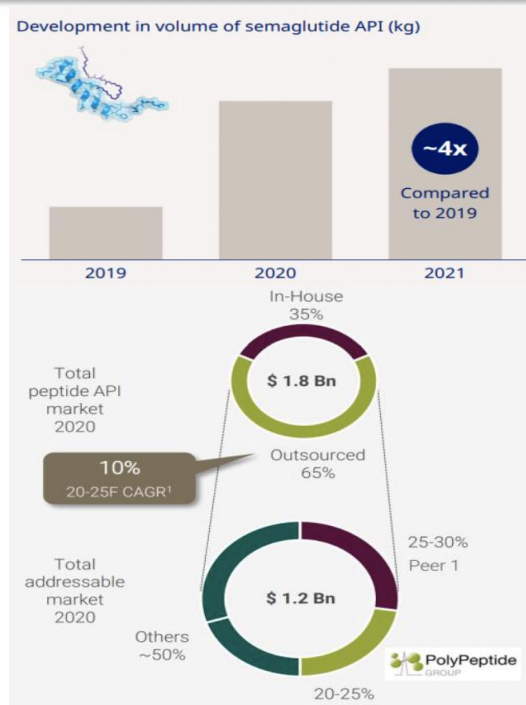
## 2.3 关注GLP-1等重磅品种商业化带来产业链相关主题投资机会

□ GLP-1RA药物终端销售额快速放量带动了对应原料药及中间体需求，上游多肽合成、固相合成载体及溶剂厂商、多肽CDMO等环节有望受益。多肽合成方法不断迭代，合成及纯化是多肽制药工艺重要组成部分。根据诺和诺德年报数据，2021年司美格鲁肽的API需求量是2019年的4倍。Polypeptide公告显示，2020年全球多肽API市场规模达18亿美元，其中近65%的份额来自于外采购入，自产比例仅有35%。我们认为，GLP-1RA等重磅商业化品种产业链上游拥有合规GMP产能的原料药生产厂商、CDMO及仿制药供应商等多个环节有望持续受益。

多肽药物产业链示意图



多肽API市场规模及外包率情况



www.swsc.com.cn

数据来源：头豹研究院，诺和诺德投资者演示材料，Polypeptide官网，西南证券整理

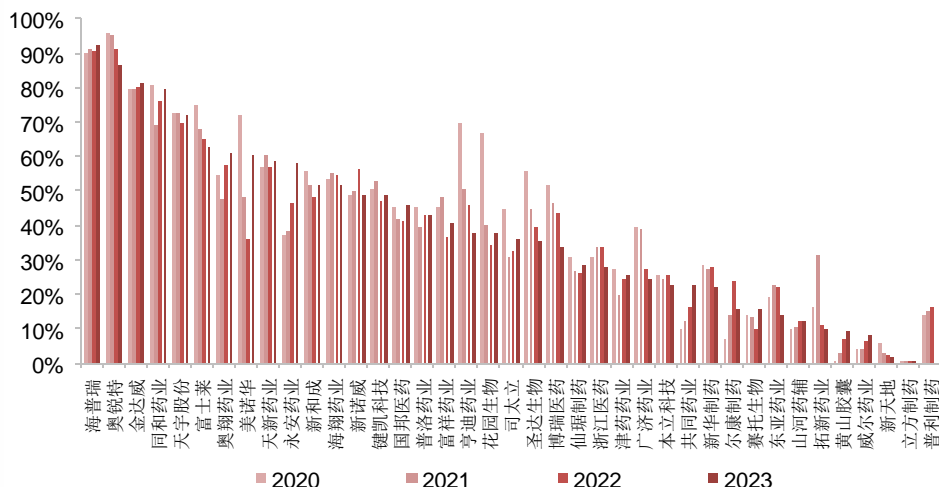


# 未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

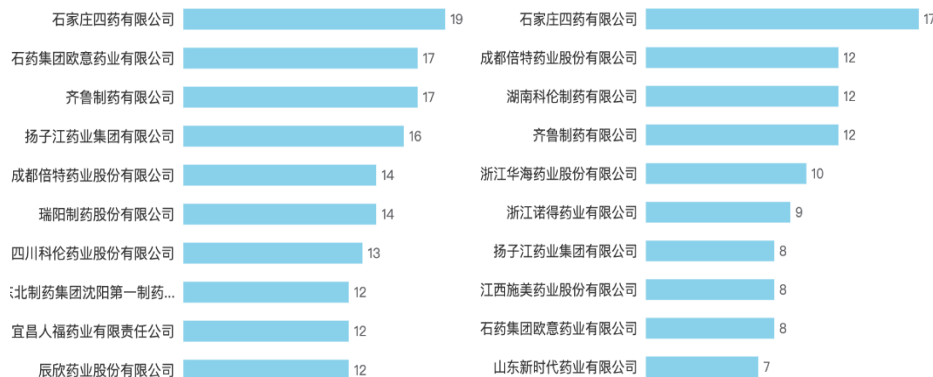
## 3.1 制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2023年海外收入28.8亿元，远超国内业务收入10.5亿元；普洛药业2023年海外收入49.2亿元（+8.1%）。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2023年公司实现国内制剂收入34.8亿元（-7.3%），截至2023年获批并通过一致性评价产品60余个、获批原料药登记号63个，快速放量有望持续。

2020-2023年部分原料药及制剂企业海外收入占比



2022、2023H1我国API及制剂公司制剂获批数量Top10 (个)

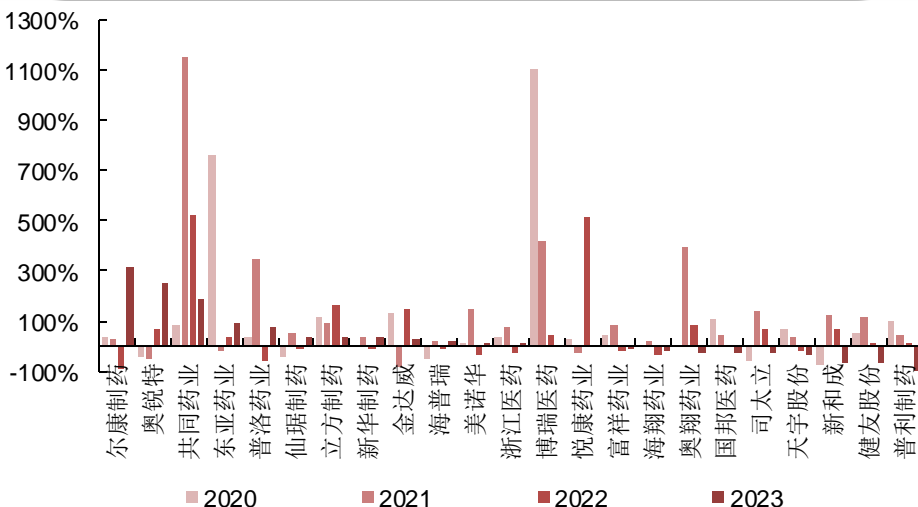


# 未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

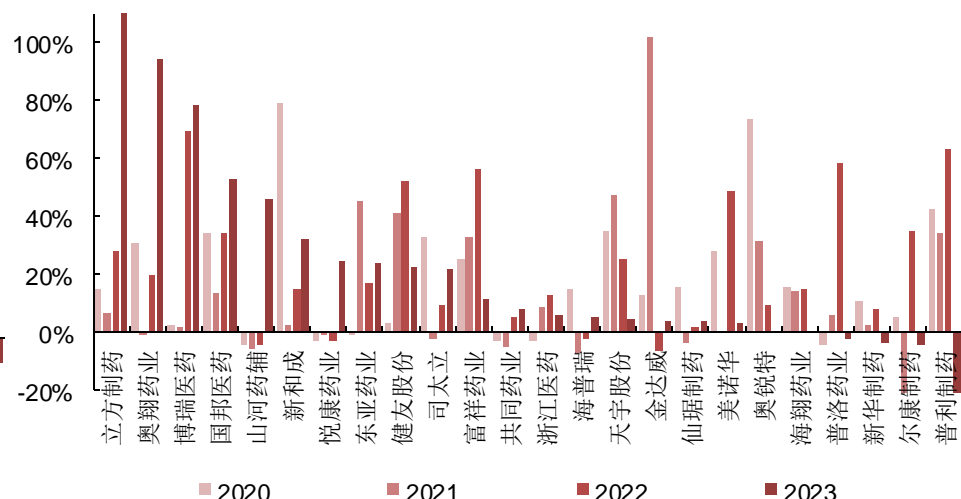
## 3.2 产业链延伸带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2023年普洛药业CDMO收入占比达17.5%，天宇股份CDMO毛利率达55%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2023年尔康制药、奥锐特、共同药业等增速较高，均保持150%以上增速；从绝对值来看，博瑞医药、新和成、共同药业2023年在建工程分别为17.4亿元、16.2亿元、11.8亿元；从固定资产来看，2023年立方制药、奥翔药业、博瑞医药、国邦医药等企业高速增长，增速均超50%；从绝对值来看，2023年新和成、浙江医药、国邦医药、新华制药、普洛药业等固定资产均超30亿元。

### 部分A股API及制剂企业在建工程增速



### 部分A股API及制剂企业固定资产增速



# 未来展望：三条路径打开特色原料药长期成长空间

## 3.3 创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品。截至2024Q1，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228处于临床I期试验阶段，已完成剂量爬坡研究，最高剂量至175mg/m<sup>2</sup>；多肽类降糖药BGM0504注射液2型糖尿病治疗及减重适应症II期临床已完成全部受试者入组，其中糖尿病适应症5mg剂量组受试者已全部出组，10mg剂量组剩一例尚未出组。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

### 东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[ <sup>18</sup> F]脱氧葡萄糖注射液 ( <sup>18</sup> F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (锝[ <sup>99m</sup> Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[ <sup>125</sup> I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[ <sup>99m</sup> Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[ <sup>14</sup> C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断幽门螺旋杆菌感染
碘[ <sup>131</sup> I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **业绩短期承压。**生命科学上游板块2023年收入79亿元（-18.3%），归母净利润6.8亿元（-57.1%），扣非归母净利润3.3亿元（-76%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.4/18.6/20.1/21.6亿元（-22.4%/-8%/-15.5%/-24.4%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9/1.5亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%/+552.9%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值，2023Q4利润端表现增速较快主要系22Q4诺唯赞计提新冠资产减值导致板块基数较低所致。2024年Q1收入18.7亿元（+1.9%），归母净利润1.2亿元（-22.1%），扣非归母净利润0.6亿元（-20.8%）。
- **海外需求相对较好，期待国内需求端复苏。**分产品来看，常规业务中，2023年百普赛斯收入5亿元（+29.3%），实现较大幅度增长，主要系海外业务快速增长带动（海外常规业务同比增速37%），义翘神州实现收入4.8亿元（+17%）。2024Q1看，百普赛斯常规业务收入1.4亿元（+16%），义翘神州1.3亿元（+16%）。常规业务增速放缓主要系国内市场终端需求相对疲软。我们认为海外市场需求相对较好，期待国内需求拐点到来。
- **国产替代大趋势仍未改变，国企项目数逐渐拓展，外延并购正当时。**目前上游试剂行业仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，随着国内企业品类持续扩充，创新投入的速度与规模持续加速，我们认为高质量、多品类的平台型企业有望持续扩大市场份额，国产替代的大趋势仍未改变。国产企业商业化项目逐渐拓展。如奥浦迈有186个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，整体相较2023年底增加16个。外延并购方面，在当前市场环境下，IPO政策的收紧和生命科学上游行业需求的疲软，许多优质企业因市场情绪等因素影响，其估值正处于相对较低水平。上市公司在此阶段有低成本扩张机会，我们认为企业可以考虑外延与现有业务存在协同效应，能够通过资源共享、市场互补或技术整合，提升整体的运营效率和市场竞争力优质标的。
- **相关标的：**百普赛斯、奥浦迈、诺唯赞、阿拉丁、纳微科技、优宁维、药康生物、南模生物、近岸蛋白、义翘神州、皓元医药、泰坦科技等。
- **风险提示：**业绩不及预期的风险；市场竞争格局恶化的风险；行业景气度下降的风险。

# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- 生命科学上游板块2023年收入79亿元（-18.3%），归母净利润6.8亿元（-57.1%），扣非归母净利润3.3亿元（-76%），分季度看，板块2023Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为18.4/18.6/20.1/21.6亿元（-22.4%/-8%/-15.5%/-24.4%），归母净利润分别为1.6/1.8/1.9/1.5亿元（-78.3%/-56.5%/-55.5%/+552.9%）。收入同比下降主要系板块新冠产品去年基数较高。利润体量下降主要各企业加大费用投，扩充品类所致，以及部分企业存在新冠产品资产减值，2023Q4利润端表现增速较快主要系22Q4诺唯赞计提新冠资产减值导致板块基数较低所致。2024年Q1收入18.7亿元（+1.9%），归母净利润1.2亿元（-22.1%），扣非归母净利润0.6亿元（-20.8%），24Q1板块收入恢复增长，利润端降幅收窄。行业复苏逐渐回暖。从盈利能力看，2023年板块毛利率为46%（-5.8pp），净利率为9%（-7.9pp），四费率为38%（+10%），板块盈利能力下降主要系部分企业新冠产品资产减值，同时各家企业加大研发投入所致。

生命科学上游板块22-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
营收	23.7	20.2	23.7	28.6	18.4	18.6	20.1	21.6	<b>18.7</b>
同比增速	22.9%	28.5%	28.8%	35.5%	-22.4%	-8.0%	-15.5%	-24.4%	<b>1.9%</b>
归母净利润	7.2	4.2	4.3	0.2	1.6	1.8	1.9	1.5	<b>1.2</b>
同比增速	-10.1%	29.9%	-7.0%	-95.5%	-78.3%	-56.5%	-55.5%	552.9%	<b>-22.1%</b>
扣非归母净利润	6.6	3.4	3.1	0.6	0.7	1.1	1.3	0.2	<b>0.6</b>
同比增速	-56.7%	-26.1%	-26.2%	-88.6%	-88.7%	-68.8%	-59.4%	-64.6%	<b>-20.8%</b>

生命科学上游板块22-24Q1盈利能力指标概览

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	57.0%	50.8%	48.1%	49.9%	46.8%	45.8%	46.2%	43.8%	<b>45.9%</b>
净利率	30.2%	20.7%	18.0%	0.8%	8.4%	9.8%	9.5%	7.1%	<b>6.4%</b>
销售费用率	9.6%	12.7%	13.7%	12.3%	15.4%	18.0%	15.9%	17.1%	17.0%
管理费用率	6.4%	8.9%	8.8%	9.1%	11.2%	10.5%	11.1%	10.4%	11.8%
财务费用率	-0.9%	-3.1%	-1.7%	-1.0%	-1.0%	-3.4%	-1.2%	-0.7%	-1.0%
研发费用率	7.4%	9.8%	11.2%	9.5%	13.2%	13.1%	12.0%	11.7%	12.9%

# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **耗材板块24Q1收入增长提速**：纳微科技、奥浦迈收入分别增长17%、17%；预计一季度奥浦迈培养基业务收入大幅增长，同比增速预计处于50%~100%区间。截至2023年末，奥浦迈覆盖客户项目170个，其中商业化项目3个，23年内新增2个，覆盖三期临床项目19个，23年内新增5个。预计商业化项目将拉动耗材类公司的收入增长。
- **制药装备板块24Q1收入端整体承压**。楚天科技、东富龙收入分别同比下降10%/22%。主要系去年同期基数较高。

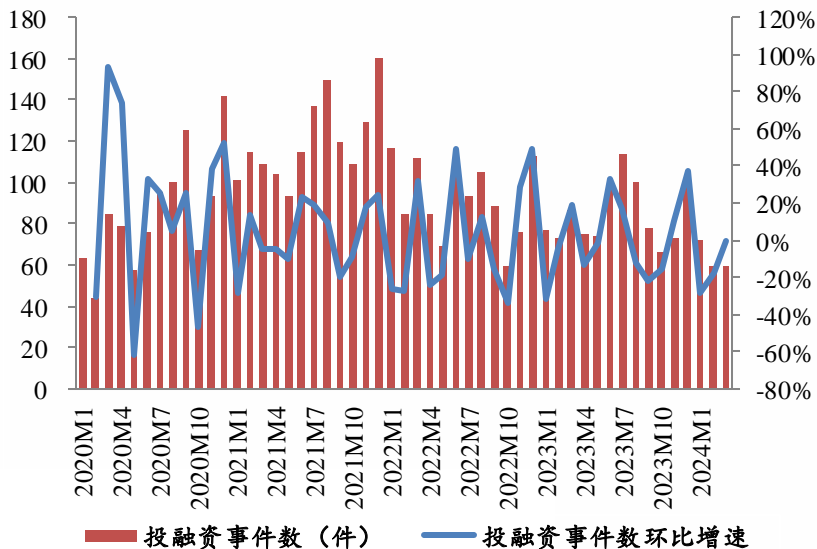
制药设备及耗材板块样本公司2024Q1经营对比

证券简称	楚天科技	东富龙	泰林生物	纳微科技	奥浦迈
收入	13.9	11.1	0.8	1.5	0.8
yoy	-10%	-22%	+1%	+17%	+17%
归母净利润	-0.2	0.6	0.06	0.2	0.2
yoy	-116%	-72%	-67%	+37%	-19%
毛利率	35%	31%	45%	79%	66%
同比	-7 pp	-8 pp	-7 pp	-2 pp	+1 pp
归母净利率	-2%	6%	7%	11%	2%
同比	-10 pp	-10 pp	-15 pp	+2 pp	-11 pp

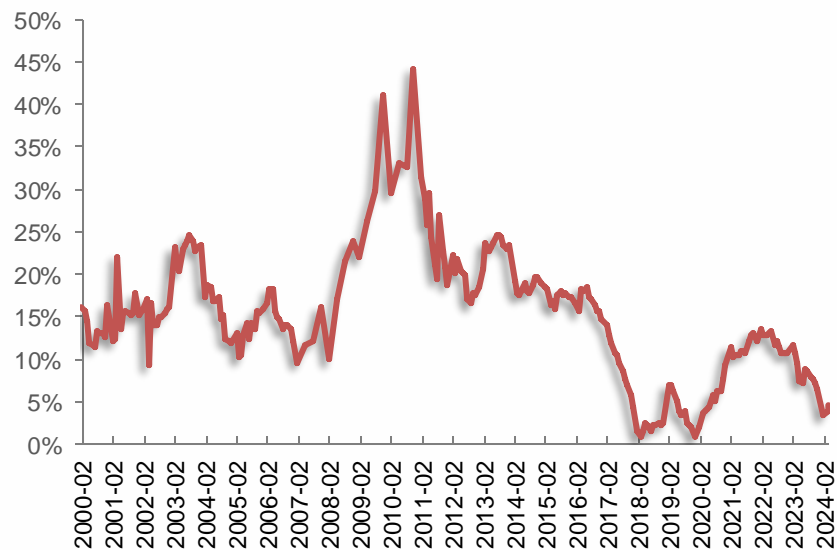
# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

- **投融资及固定资产投资低位。** 2023年恒生医疗保健指数下跌19.7%，同期申万医药指数下跌2.5%。2023年-2024年Q1一级市场投资热度持续低位，2023年一级市场融资事件共1015例，同比去年同期下降8%。2024年Q1一级市场融资事件共190例，同比下降20%。从行业固定资产投资看，2024年初医药制造业非流动资产增速已回落至5%以下，期待未来投资增速回升。

## 中国一级市场医药行业投资事件数量及环比增速



## 医药制造业非流动资产增速

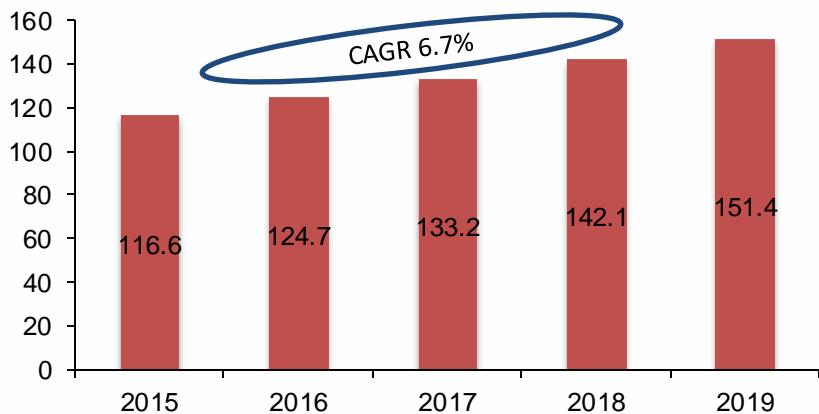


# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

## 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

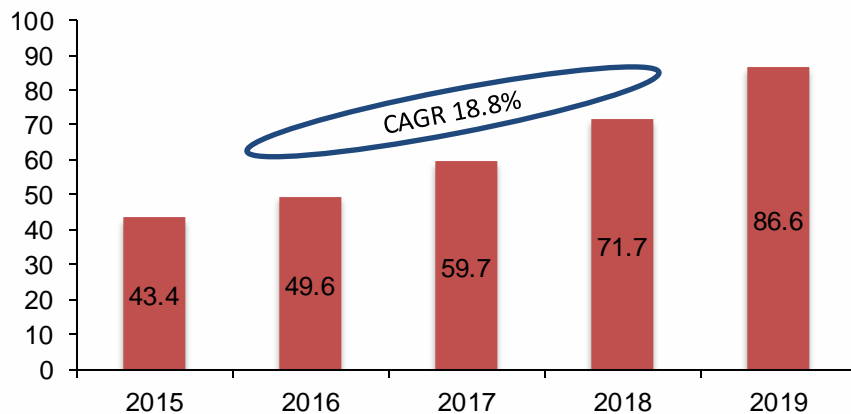
- **国内生命科学领域资金投入增速迅猛，带动生命科学试剂产业快速扩容。**医药行业作为知识密集型行业是全球各国重点竞争的产业，其中对于生命科学领域的基础研究是行业发展的根基，世界各国对于此的资金投入也处于持续增长过程当中，2019年全球生命科学领域研究资金投入为1514亿美元，预计到2025年将达到2234亿美元。其中国内此领域投资增速显著快于全球水平，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。
- **政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。**2021年CDE颁布以临床价值为导向的药物研发指导意见，强调国内医药企业的发展路径要走真创新、最创新，Big pharma为扩大规模优势势必要加强自身研发实力，中小Biotech为弯道超车也需持续研发加码。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。

### 全球生命科学领域研究资金投入



■ 全球生命科学领域研究资金投入（十亿美元）

### 中国生命科学领域研究资金投入



■ 中国生命科学领域研究资金投入（十亿人民币）

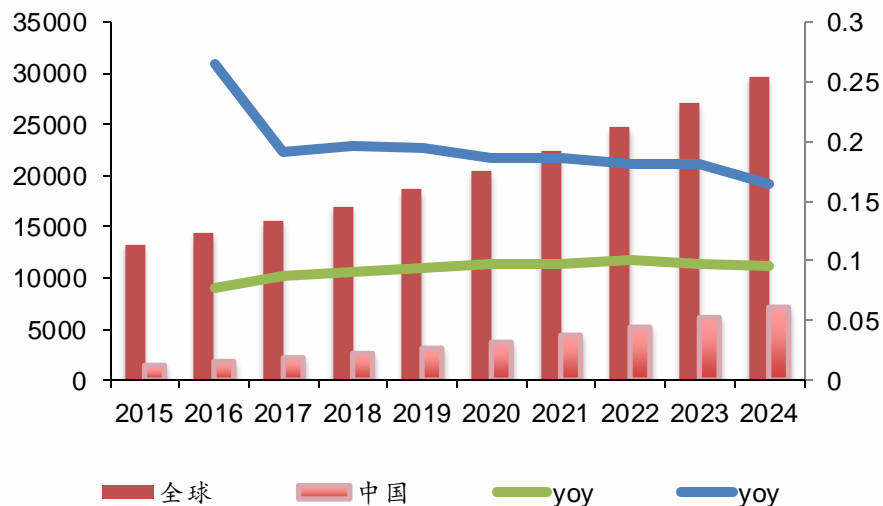


# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

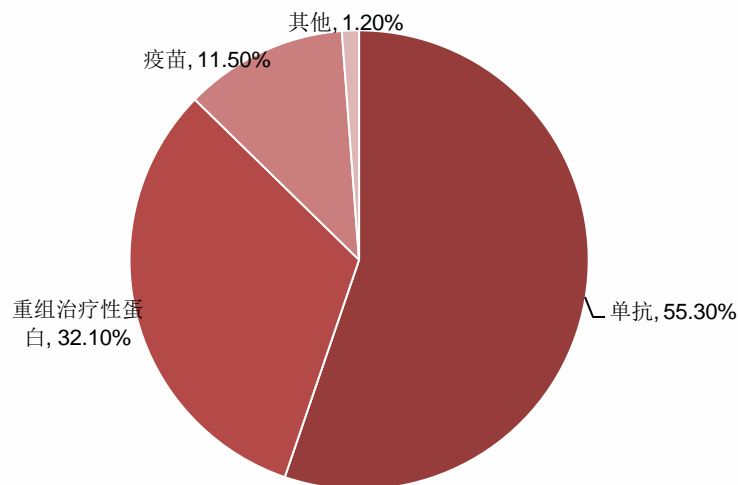
生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **生命科学试剂行业发展受益于生物药市场规模持续增长。**生命科学试剂的主要应用领域在生物药当中，其中单抗、重组蛋白以及疫苗占据了绝大部分的市场份额。未来的行业的需求增长在于新技术、新平台的研发。
- ✓ 疫苗：多联多价的升级需求以及mRNA、DNA等新技术平台的应用。
- ✓ 重组蛋白、单抗：ADC类药物、PROTAC等技术应用。
- ✓ 细胞及基因治疗等新兴领域。

国内外生物药行业市场规模（亿元）



生物药行业不同品种市场规模占比

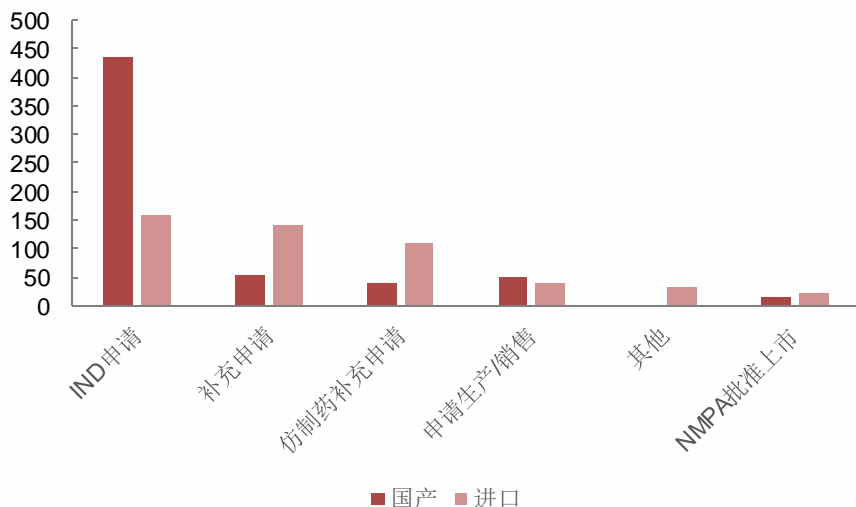


# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

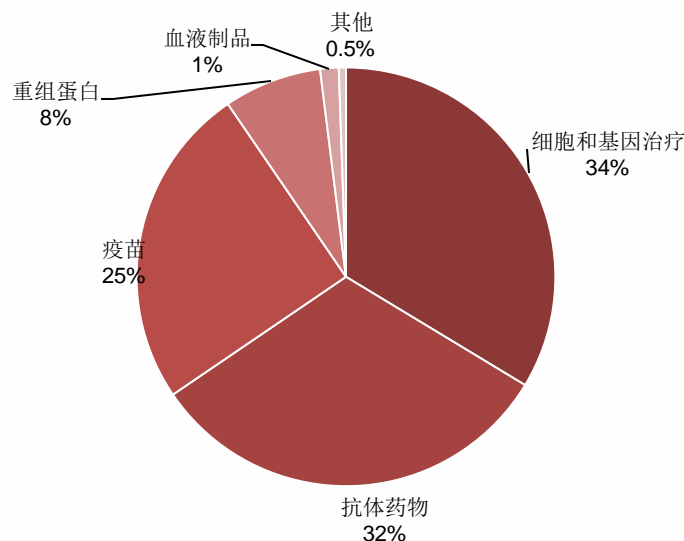
## 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **生物药市场投融资在疫情契机下持续高景气，资本市场退出机制完善。**2021年生物药领域实现融资金额455亿元，其中细胞和基因治疗领域占比最大（34%），抗体领域为145亿元（32%），疫苗领域为114亿元（25%）。以及近些年港股、科创板为未盈利生物医药企业提供退出机制。其中2021年共有23家企业上市，从细分领域来看，在重组蛋白和抗体领域各有8家及10家企业布局。
- **生物药领域药物申请试验、获批数较高。**以抗体领域为例，2021年我国CDE共受理抗体药物申请1053件（国产577件、进口476件），包括IND申请 592件、补充申请195件、仿制药补充申请147件、申请生产销售88件及其他申请31件；涉及单克隆抗体745件、双/多克隆抗体155件、抗体偶联药物72件、抗体融合蛋白74件、抗体片段6件和其他1件。

### 抗体领域受理临床试验及获批情况



### 生物药行业按类型分投融资比例

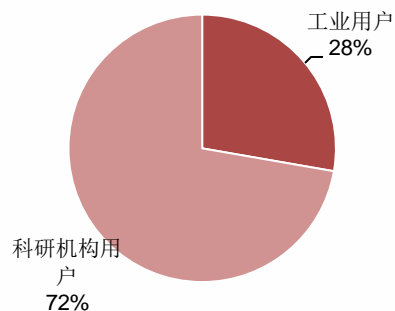


# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

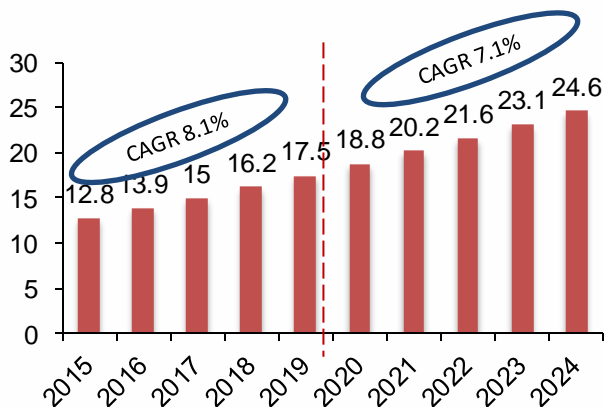
## 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **全球千亿元市场，科研用户为主。**根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。从下游客户类型来看，科研机构客户占主导地位，占比为64%。从用户的特点来看，单个工业用户的需求往往更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感；而科研用户对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。
- **中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元，2019-2024年CAGR为14.9%。**下游客户类型与全球类似，科研机构客户占比更高为72.4%，工业用户占比为27.6%。

### 中国生命科学试剂下游客户类型占比

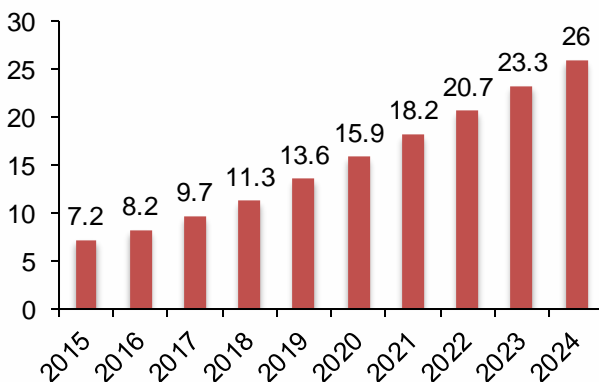


### 全球生命科学试剂市场规模（十亿美元）



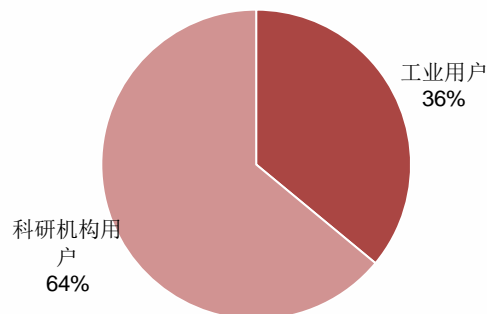
■ 全球生物科研试剂市场规模

### 中国生命科学试剂市场规模（十亿元）



■ 中国生物科研试剂市场规模

### 全球生命科学试剂下游客户类型占比



# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- 行业目前仍然以国外厂商为主，国产化率普遍在10%~30%之间，未来替代空间较大。

细分领域	市场规模 (2021)		市场规模复合增速 (19-24E)		行业壁垒	国产化率	代表公司		
	全球 (亿美元)	中国 (亿元)	全球	中国			国外	国内	
蛋白类	重组蛋白	10	12	13.6%	17.9%	较高	CR5占比50%，其中国产3家占比10%	R&D Systems、PeperoTech	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、近岸蛋白等
	抗体	29	36	5.1%	10%	较高	10%	Abcam、Merck、R&D Systems	百普赛斯、义翘神州、金斯瑞、优宁维等
核酸类	-	90	-	12.3%	较高	29%	赛默飞、凯杰、Takara、BioRad	诺唯赞、全式金、康为世纪、爱博泰克、翊圣生物等	
细胞类	46.5 (2020)	44	7.4% (2020-2028)	29% (2020-2025)	一般	23%	赛默飞、丹纳赫、默克	奥浦迈、澳斯康等	
模式动物	178	48	9.2%	24.2%	较高	20%~30%	Jackson Laboratory、维通利华 (查尔斯河) 等	南模生物、药康生物、百奥赛图	

# 生命科学产品及服务：期待国内需求端复苏，国产替代大趋势未改变

## 生命科学领域行业扩容大格局仍将持续，国产替代势在必行

- **国产企业项目数逐渐拓展。**如奥浦迈持续加强对疫苗培养基的产品类型开发，持续优化现有的CHO细胞培养基、293细胞培养基，拓宽细胞培养服务类型，包括灌流培养基和灌流细胞培养技术的开发以及偶联药物的开发和生产能力。截至2024年一季度，奥浦迈有186个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，整体相较2023年底增加16个，进一步提升了公司在该领域的竞争力。如纳微科技2023上半年色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为397家，较上年同期增加9家；应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约1.04亿元，占本年填料和介质产品收入的49.15%，较上年同期增加8.1%。新增商业化项目3个。
- **外延并购正当时。**在当前市场环境下，IPO政策的收紧和生命科学上游行业需求的疲软，许多优质企业因市场情绪等因素影响，其估值正处于相对较低水平。上市公司在此阶段有低成本扩张机会，我们认为企业可以考虑外延与现有业务存在协同效应，能够通过资源共享、市场互补或技术整合，提升整体的运营效率和市场竞争力的优质标的。如阿拉丁1.8亿元，以9.6倍PE收购源叶生物51%股权；泰坦科技3200万元投资润度生物拓展动物/微生物细胞培养仪器设备及耗材，2400万元投资迈皋仪器拓展离心机业务。

奥浦迈细胞培养基产品项目进展2024.3.31

时间	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
2022.12.31	70	19	7	14	1	111
2023.12.31	96	32	20	19	3	170
2024.3.31	105	34	22	22	3	186
变动数量	9	2	2	3	0	16

纳微科技2023H1色谱填料及层析介质新增项目

项目	研究阶段	临床I期	临床II期	临床III期	商业化	合计
抗体	112	3	6	9		130
疫苗	138		3	1		142
血液制品	2					2
酶	23					23
CGT	48	2				50
胰岛素	16	1		1	2	20
多肽/寡核苷酸	185		1	1	1	188
抗生素	24	1				25
糖类	4					4
天然产物	40					40
造影剂	6					6

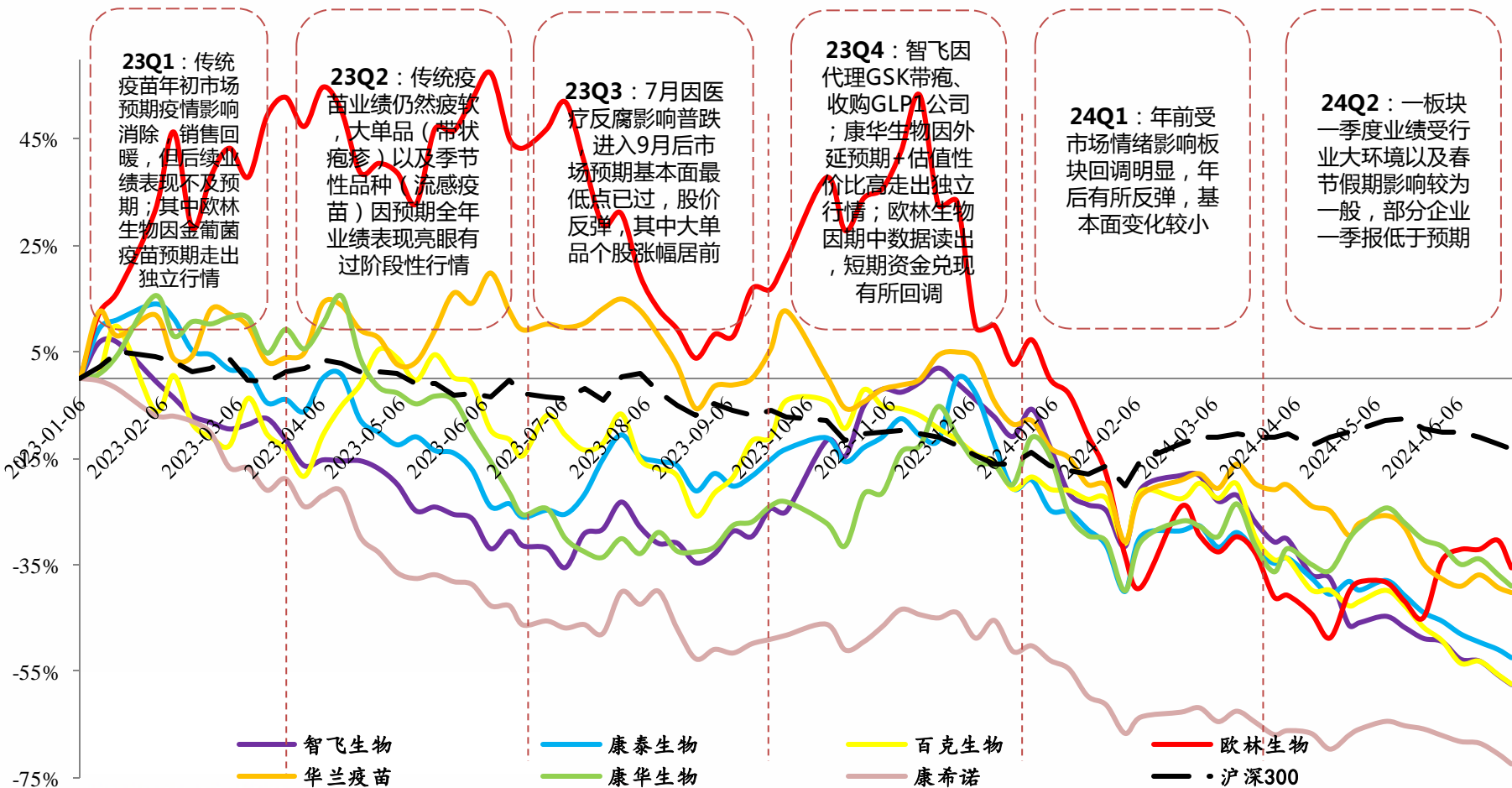
# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

- **疫苗行业股价表现主要受业绩预期变化以及管线催化影响。** 复盘影响股价上涨的关键因素：1) 业绩拐点预期：① 23Q3反腐后基数较低，24Q3可能存在拐点预期；2) 季度业绩前瞻，潜在超预期品种：①大单品如带状疱疹疫苗；②同类最优产品如MCV4疫苗；3) 重大变化预期：①欧林金葡菌三期临床数据预期。
- **24年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，新生儿疫苗接种有望反弹。** 根据民政局数据，2023年我国结婚登记对数为768万对(+12%)，自2014年以来首次实现正增长，因此我们简单线性外推预计2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，与之对应的新生儿疫苗接种数量有望迎来阶段性反弹。目前主要新生儿二类疫苗品种主要包括：肺炎疫苗、脑膜炎疫苗、乙肝疫苗、水痘疫苗等。国内主要疫苗企业包括：康泰生物、康希诺、智飞生物、百克生物等。
- **国药集团旗下产品疫苗价格下降，带动行业价格调整。** 2024H1，在国药集团带动下，部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价，我们认为降价行为对于提升疫苗接种意识有促进作用，龙头企业有望实现销量增长。
- **重磅品种有望持续放量，关注传统品种边际改善预期。** 1) 重磅品种：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将维持快速增长。2) 传统品种边际改善：狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主。因此我们认为此类较刚需品种明年基本面有望改善。
- **国内企业存在fic/me-better弯道超车可能，以做出同类优效为核心。** 我国疫苗企业对于全球创新品种的布局与海外厂商的差距缩小，如欧林生物的金葡菌疫苗、康希诺的PBPV疫苗以及mRNA疫苗布局均存在弯道超车可能。从海外研发来看，格局较成熟产品如肺炎球菌疫苗向高价次更新迭代发展，且做出非劣是成功上市的条件之一，头对头基本以已上市最新品种比较。如最新默沙东的21价肺炎三期结果对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。从国内趋势来看，国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显。但Moderna的RSV疫苗数据18个月随访数据读出，有效性低于预期，mRNA技术路线仍需更多数据验证。
- **疫苗出海抓住机遇，国际化有望加速。** 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种、13价肺炎疫苗；成大生物狂苗品种；沃森生物13肺炎疫苗等。
- **相关标的：**康希诺、康泰生物、欧林生物、百克生物、康华生物、华兰生物、金迪克、华北制药、智飞生物、万泰生物、成大生物等
- **风险提示：**产品销售不及预期；竞争格局恶化的风险；产品研发进展不及预期。

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.1 23Q1-24Q2部分疫苗企业股价复盘

- 影响股价上涨的关键因素：1) 业绩拐点预期：①23Q3反腐后基数较低，24Q3可能存在拐点预期；2) 季度业绩前瞻，潜在超预期品种：①大单品如带状疱疹疫苗；②同类最优产品如MCV4疫苗；(个股 $\alpha$ )3) 重大变化预期：①欧林金葡菌三期临床数据预期。(个股 $\alpha$ )



www.swsc.com.cn

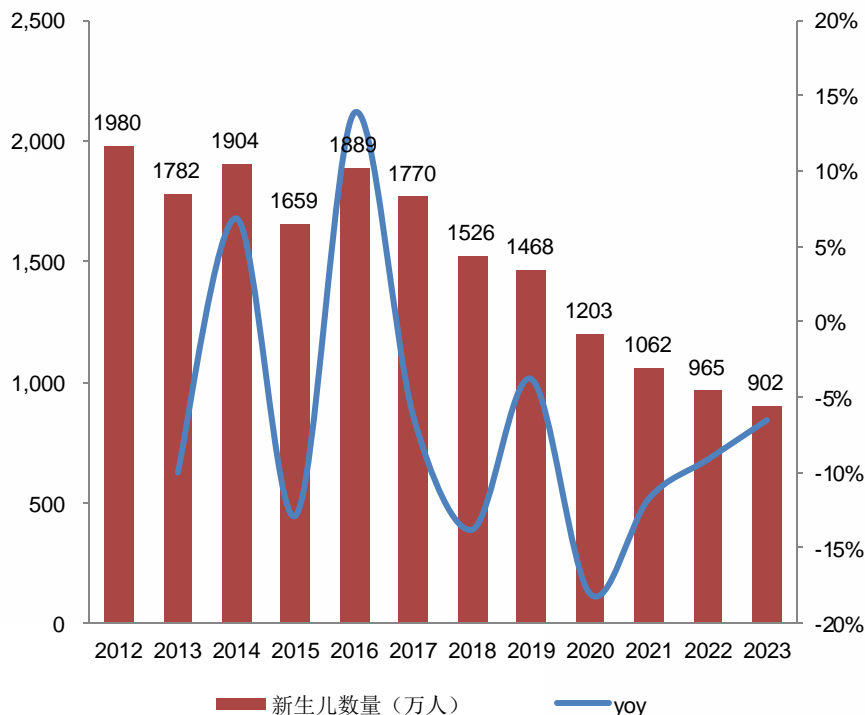
数据来源：Wind，西南证券整理

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

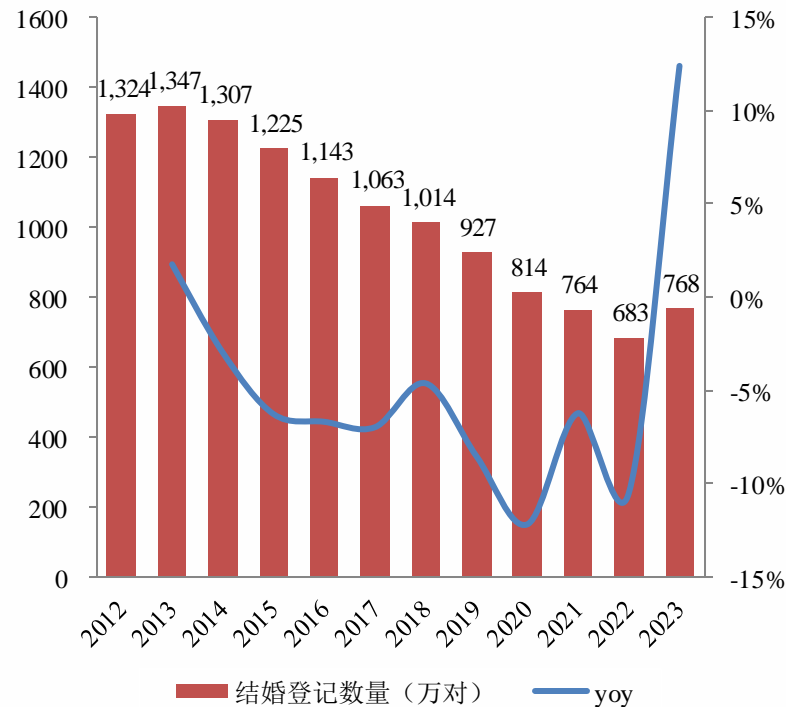
## 1.2 2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，相应新生儿疫苗接种量有望反弹

- 根据民政局数据，2023年我国结婚登记对数为768万对（+12%），自2014年以来首次实现正增长，因此我们简单线性外推预计2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，与之对应的新生儿疫苗接种数量有望迎来阶段性反弹。目前主要新生儿二类疫苗品种主要包括：肺炎疫苗、脑膜炎疫苗、乙肝疫苗、水痘疫苗等。国内主要疫苗企业包括：康泰生物、康希诺、智飞生物、百克生物等。

### 2012-2023年我国新生儿数量



### 2012-2023年我国结婚登记数量





# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.3 国药集团旗下产品部分二类苗价格下降，带动行业价格调整

- 国药集团旗下产品疫苗价格下降，带动行业价格调整。2024H1，在国药集团带动下，部分竞争格局较为充分的二类苗开始降价，我们认为降价行为对于提升疫苗接种意识有促进作用，龙头企业有望实现销量增长。

黑龙江省部分疫苗品种价格变化情况

品种	厂商	包装	剂型	规格	降价前（元）	降价后（元）	降幅
HIB疫苗	兰州所	西林瓶	液体	0.5ml/支	68	43	37%
轮状病毒疫苗	兰州所	西林瓶	液体	3.0ml/支	172	138	20%
麻腮风疫苗	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	76	53	30%
吸附破伤风疫苗	武汉所	西林	液体	0.5ml/支	178	142	20%
水痘减毒活疫苗	上海所	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	上海所	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
	长春祈健	预充	冻干	0.5ml/支	155	124	20%
	长春祈健	西林瓶	冻干	0.5ml/支	136	109	20%
流感病毒裂解疫苗	上海所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	预充型	注射剂	0.5ml/支	128	88	31%
	长春所	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	预充	液体	0.5ml/支	128	88	31%
	华兰疫苗	西林	液体	0.5ml/支	125	85	32%
	华兰疫苗	预填充	注射剂	0.25ml/支	166	128	23%

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.4 24年主要疫苗品种基本面展望——大单品有望持续放量，关注新生儿数量变化带来的边际改善

品种		公司		2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2	2024年基本面展望
成人疫苗	HPV疫苗	智飞生物	四价批签发	20	6	2	0	<p><b>HPV疫苗</b>：从批签发数据来看，四价HPV未来基本退出市场，九价HPV疫苗占比持续提升，主要系九价HPV疫苗扩龄至9-45岁，且整体HPV疫苗累计渗透率近年来提升较多，预计2024年将延续类似趋势。</p> <p><b>带状疱疹疫苗</b>：根据智飞生物与GSK采购合同数据，2024年智飞生物销量预计为GSK 2023年销量的三倍，且2025-2026年保持+100%/+50%增速。百克生物产品销售推广持续进行，预计也将维持快速增长。</p>
			yoy			-90%	-100%	
			九价批签发	21	44	24	27	
		yoy			14%	-39%		
		万泰生物	二价批签发	122	112	5	20	
			yoy			-96%	-82%	
	沃森生物		二价批签发	16	7	2	4	
		yoy			-88%	-43%		
带状疱疹疫苗	百克生物	批签发	0	10	12	11		
		GSK	批签发	0	5	13	13	
	yoy				+160%			
儿童疫苗	13价肺炎疫苗	沃森生物	批签发	8	29	4	8	<p>根据我们前述逻辑，2024年新生儿数量有望迎来阶段性反弹，相应新生儿疫苗品种有望迎来阶段性快速增长。</p>
			yoy			-50%	-72%	
		康泰生物	批签发	0	3	10	4	
			yoy				33%	
	MCV4疫苗	康希诺	批签发	4	0	0	6	
yoy					-100%			
较刚需品种	狂犬疫苗	康华生物	批签发	0	30	3	8	<p>因狂苗与破苗均涉及院内渠道接种，所以受医疗反腐影响，短期发货周期有所递延，主要消化渠道库存为主，因此我们认为此类较刚需品种明年基本面有望改善。</p>
			yoy				-73%	
	狂犬疫苗	康泰生物	批签发	0	0	0	14	
			yoy					
	破伤风疫苗	欧林生物	批签发	5	9	2	6	
			yoy			-60%	-33%	
其他复购属性品种	流感疫苗	华兰疫苗	四价流感批签发批次	0	1	0	48	<p>23年流感疫情严重，有望带动流感疫苗放量，长期看在政策+企业推广多重带动下，流感疫苗渗透率有望提升</p>
			yoy				4700%	

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.5 在研管线——短期关注重磅品种上市催化，长期看国内企业存在fic/me-better弯道超车可能

**HPV疫苗**：国产HPV疫苗普遍预计将于2025年后陆续上市。

**肺炎球菌疫苗**：康希诺13价肺炎预计24-25年上市，智飞15价肺炎预计2025年后上市；

**带状疱疹疫苗**：百克生物已于2023年初获批上市。

**金葡菌疫苗**：欧林生物预计2026年后上市

其他创新品种如RSV疫苗、诺如疫苗国内企业也在持续布局。

公司名称	技术路线	临床进展
长春长生	减毒活	三期
绿竹生物	重组蛋白	三期
迈科康生物	重组蛋白	三期
中慧元通/怡道生物	重组蛋白	三期
瑞科生物	重组蛋白	一期

公司	产品	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
万泰生物	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/17	2025年
	二价HPV	已上市	2020/05	
沃森生物	二价HPV	已上市	2022/3/24	
	九价HPV（毕赤酵母）	I期	2020/12/3	2026-2027
上海博唯	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/11/4	
	九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/6/2	2026
中生集团	四价HPV（汉逊酵母）	III期	2019/4/30	
	11价HPV（汉逊酵母）	II期	2020/7/8	
康乐卫士	三价HPV（大肠杆菌）	III期	2020/12/3	
	九价HPV（大肠埃希菌）	III期	2021/9/14	
瑞科生物	重组九价HPV（汉逊酵母）	III期	2021/7/28	2025-2026
	重组二价（16/18）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	重组二价（6/11）HPV疫苗	I期	2022/5/4	
	第二代重组四价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
诺宁生物/神州细胞	第二代重组九价HPV疫苗	临床前	2022/5/4	
	14价HPV（昆虫细胞）	II期	2021/10/29	
上海所	四价HPV（毕赤酵母）	II期	2021/9/24	

产品	公司	临床进展	最新进展日期	预计获批时间
13价肺炎球菌结合疫苗	康希诺	III期	2021/4/13	2024-2025
	兰州所	III期	2019/9/19	
	科兴中维	I期	2018/4/10	
	成都安特金	I期	2020/4/21	
	江苏坤力	I期	2021/7/27	
	艾美卫信	I期	2021/1/26	
	康泰生物	已上市	2021/10	
	沃森生物	已上市	2020/3/30	
15价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	已上市	2016国内获批	
	智飞生物	III期	2021/7/16	2025年后
23价肺炎球菌多糖疫苗	智飞生物	完成临床	2017/12/20	
	康泰生物	已上市	2014/5/9	
	科兴中维	IV期	2021/7/5	
华安科创	I期	2020/9/8		

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.5 在研管线（海外）——重磅产品以做出同类优效为核心

**肺炎球菌疫苗：**往更高价次更新迭代，做出非劣是成功上市的条件之一，且头对头基本以已上市最新品种比较。如此前默沙东的15价肺炎以及辉瑞的20价肺炎都对比辉瑞的13价肺炎绝大多数血清型非劣。默沙东的21价肺炎对比辉瑞的20价肺炎全部血清型非劣。

从国内趋势来看，兰州所13价肺炎疫苗审批未通过我们预计与数据关系较大，由此预计国内未来疫苗行业临床试验要求更加讲究同类优效产品。头部疫苗企业研发实力较强，在与同类型其他厂家竞争时优势明显。

**带状疱疹疫苗/RSV疫苗：**目前格局较好，各技术路线均有布局。

公司名称	疫苗名称	全球临床进展	国内进展	申报年龄段
默沙东	15价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
辉瑞	20价肺炎结合疫苗	已上市（2021 US）	申报临床	6周龄以上
默沙东	21价肺炎结合疫苗	III期临床	---	18岁以上
GSK	24价肺炎球菌疫苗	II期临床	---	18岁以上
Inventprise	25价肺炎结合疫苗	II期临床	---	18岁以上
Vaxcyte	24价肺炎结合疫苗	II期临床	---	18岁以上
Vaxcyte	31价肺炎结合疫苗	I/II期临床	---	18岁以上
Curevo Vaccine	灭活带状疱疹疫苗	II期临床	---	
辉瑞/BioNTech	mRNA带状疱疹疫苗	II期临床	---	50~69岁
Dynavax Technologies	重组蛋白带状疱疹疫苗	I期临床	---	50~69岁
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	申报临床	60岁以上
辉瑞	RSV疫苗（重组蛋白）	已上市	---	60岁以上
Moderna	RSV疫苗（mRNA）	申报上市	---	60岁以上
GSK	RSV疫苗（重组蛋白）	III期临床	---	18-49岁女性
艾棣维欣	RSV疫苗	II期临床	---	60岁以上

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.5 在研管线（海外）——重磅产品以做出同类优效为核心

Moderna的mRNA路线RSV疫苗18个月随访数据读出：mRNA-1345疫苗在60岁以上成人18个月随访的疫苗保护率为50.3%，数据低于市场预期，我们认为mRNA技术路线仍需进一步数据验证。

### Efficacy of mRNA-1345 Against RSV LRTD among Adults ≥ 60 Years - 18 Month Analysis

#### Study 301 - Per Protocol Set

March 2024 Analysis	Cases, n (%)		Vaccine Efficacy (%) (95% CI)
	RSV Vaccine (mRNA-1345) (N = 18,181)	Placebo (N = 18,132)	
RSV LRTD ≥ 2 symptoms	113 (0.6%)	225 (1.2%)	<b>50.3%</b> (37.5%, 60.7%)
RSV LRTD ≥ 3 symptoms	46 (0.3%)	91 (0.5%)	<b>49.9%</b> (27.8%, 65.6%)

- Vaccine protection continued over a longer period through high incidence 2022/2023 and 2023/2024 RSV seasons
- Lower bound of the confidence interval continued to exceed 20%

March 8, 2024 data cutoff

Efficacy based on incidence rates adjusted for person-time.

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

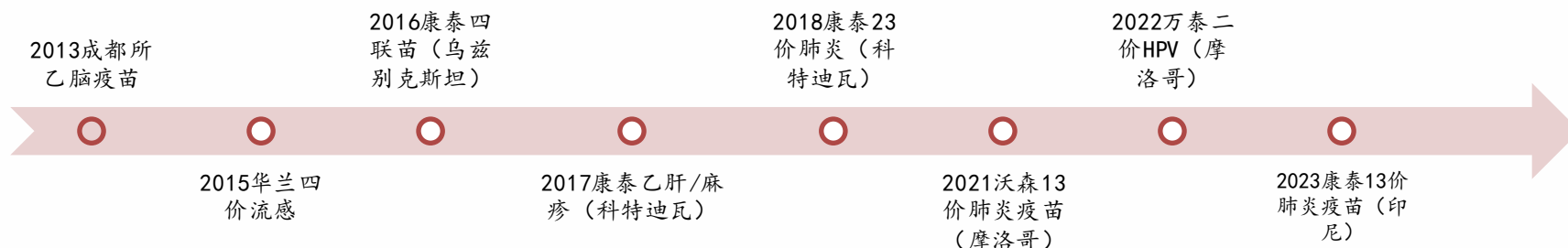
数据来源：Moderna，西南证券整理

# 疫苗：关注重磅品种放量及传统疫苗边际改善

## 1.6 疫苗出海——抓住机遇，国际化进展有望加速

### ■ 未来出海的方式：

- 1) 创新型品种license out。康希诺腺病毒新冠疫苗纳入WHO的EUL；欧林生物金葡菌疫苗有望成为全球创新品种。
- 2) 针对低收入国家，提供产能供给。如万泰生物二价HPV疫苗成功于摩洛哥上市；国产新冠灭活疫苗；康泰生物乙肝品种、13价肺炎疫苗；成大生物狂苗品种；沃森生物13肺炎疫苗等。



部分疫苗企业2019-2023年海外收入占比

公司	2019	2020	2021	2022	2023
智飞生物	0.1%	0.1%	0.8%	0.0%	0.02%
康泰生物	0.0%	0.1%	26.2%	0.0%	0%
康希诺			60.3%	8.6%	4.2%
成大生物	28.7%	26.0%	23.3%	33.9%	7.5%
万泰生物	4.7%	15.5%	7.7%	4.0%	2.75%

# 目 录

---

◆ 医药行业2024年上半年二级市场表现回顾

◆ 医药子行业2024年中期投资逻辑

◆ 医药全行业2024年中期投资策略及标的

## 核心观点

---

- **下半年，医药行情可期。** 2024年初以来（截止20230628），申万医药指数下跌21.09%，跑输沪深300指数21.98pp，年初以来行业涨跌幅排名第27。从行情来看，第一段，1月到2月初快速下跌后，随市场迎来一波反弹至3月上旬。第二段，从一季报临近4月中旬开始反弹至5月中上旬，创新药板块表现较好。目前医药估值和持仓处于历史低位。展望下半年，全链条支持创新药政策有望带动下半年行情。
- 我们看好医药板块下半年行情，重点看好低估值、出海、院内刚需三大主线。
- ✓ **方向之一**——红利板块包括高股息OTC个股；国企改革预期相关板块值得关注。
- ✓ **方向之二**——器械出海包括IVD、呼吸机及呼吸道检测产品、手套、冠脉支架等。创新药及类似物出海持续渐入佳境。
- ✓ **方向之三**——医疗反腐后，关注院内医疗刚性需求，比如血制品、骨科、麻醉药、胰岛素、IVD、电生理等领域。消费医疗属性品种，以及上游等板块中长期值得跟踪。此外，上半年减肥药和AI医疗主题投资性机会符合我们预期。



# 核心观点

---

## 2024年中期组合推荐：

- **推荐组合**：恒瑞医药（600276）、上海医药（601607）、上海莱士（002252）、亿帆医药（002019）、甘李药业（603087）、新产业（300832）、马应龙（600993）、太极集团（600129）。
- **稳健组合**：迈瑞医疗（300760）、达仁堂（600329）、华润三九（000999）、济川药业（600566）、贝达药业（300558）、华东医药（000963）、恩华药业（002262）、长春高新（000661）。
- **科创板组合**：首药控股-U（688197）、泽璟制药-U（688266）、普门科技（688389）、怡和嘉业（301367）、美好医疗（301363）、赛诺医疗（688108）、澳华内镜（688212）、山外山（688410）。
- **港股组合**：和黄医药（0013）、爱康医疗（1789）、康方生物（9926）、科伦博泰生物-B（6990）、亚盛医药（6855）、先声药业（2096）、康诺亚（2162）。

**风险提示**：医药行业政策风险超预期；业绩不及预期风险。

# 恒瑞医药（600276）：创新药收入快速增长，持续加强源头创新

## □ 投资逻辑：

2023年实现营业收入228.20亿元（+7.26%），归属于上市公司股东的净利润为43.02亿元（+10.14%），扣非后归属于上市公司股东净利润为41.41亿元（+21.46%）。2024年一季度实现营业收入59.98亿元（+9.2%），归属于上市公司股东的净利润为13.69亿元（+10.48%）扣非后归属于上市公司股东净利润为14.4亿元（+18.06%）。

**业绩和盈利能力稳步提升。**2023年公司业绩保持稳健增长，毛利率84.55%（+0.94pp）；净利率18.75%（+0.82pp），利润率稳步提升。费用率管控良好，研发费用率21.71%（-1.26pp），销售费用率33.2%（-1.34pp），管理费用率10.59%（-0.25pp）。

**创新成果持续获批，创新药收入拉动整体业绩稳健增长。**仿制药集采的影响逐步减弱，创新药收入拉动整体稳健增长。2023年公司创新药收入达106.37亿元（含税，不含对外许可收入），同比增长22.1%。第二批集采涉及产品注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、醋酸阿比特龙片因多数省份集采续约未中标及降价等因素影响，销售额同比减少7.02亿元，第七批集采涉及产品销售额同比减少9.11亿元。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润分别为49.9/60.2/72.3亿元。创新药占比不断提升，创新升级加速，创新药国际化即将迎来质变，仍然是国内创新药投资首选，维持“买入”评级。

**风险提示：**仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期、里程碑付款金额存在不确定性等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22819.78	25199.45	29038.88	33818.32
增长率	7.26%	10.43%	15.24%	16.46%
归属母公司净利润（百万元）	4302.44	4988.47	6018.35	7231.96
增长率	10.14%	15.95%	20.65%	20.17%
每股收益 EPS（元）	0.67	0.78	0.94	1.13
净资产收益率 ROE	10.43%	11.01%	11.98%	12.86%

# 上海医药（601607）：23年收入稳健增长，创新管线步入收获期

## □ 投资逻辑：

**医药商业：**加速布局商业网络覆盖，持续巩固领先地位。2023年医药商业实现收入2340.4亿元（+14%）；实现利润33.5亿元（+7.7%）。2023年公司进一步完善医药流通网络，完成湖南润吉药业并购以及正大天晴商业板块并购，填补湖南省生物制品以及苏州市、连云港市的网络空白。

**医药工业：**围绕大品种战略，持续推进中药大品种培育战略。2023年医药工业实现收入262.6亿元（-1.9%）；实现利润21.2亿元（-5%）。公司围绕大品种聚焦战略，实现全年工业销售收入过亿产品数量48个，与去年持平。覆盖心血管、消化系统、免疫代谢、全身抗感染、精神神经和抗肿瘤等领域。

**创新管线步入收获期，市场潜力巨大。**2023年公司研发投入26亿元。其中：研发费用22亿元（+4.4%）。截至2023年末，公司已有安柯瑞（重组人5型腺病毒）、凯力康（尤瑞克林）、培菲康（双歧杆菌三联活菌）3款创新药，兰索拉唑碳酸氢钠1款改良型新药上市。

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为54.4亿元、60.1亿元、66.2亿元，分别同增44.3%/10.5%/10.3%，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策波动风险；研发进展或不及预期；商誉减值风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	260295.09	290928.25	326690.03	366970.69
增长率	12.21%	11.77%	12.29%	12.33%
归属母公司净利润（百万元）	3768.00	5437.63	6006.47	6624.77
增长率	-32.92%	44.31%	10.46%	10.29%
每股收益EPS（元）	1.02	1.47	1.62	1.79
净资产收益率ROE	6.43%	8.52%	8.70%	8.86%

## 上海莱士（002252）：全年收入增长符合预期

### □ 投资逻辑：

**23Q4/24Q1 表观利润受投资收益影响。**2023公司各季度收入分别为20.6/18.4/20.3/20.3亿元(+22.4%/+14.3%/+22.7%/+25.6%)，整体收入增长符合预期。全年自营血制品收入43亿元(+15%)，预计主要系静丙、纤原等产品拉动。代理人白收入35亿元(+28%)。归母净利润分别为7.2/5.2/5.5/-0.08亿元(+31.1%/+1.4%/+1.1%/-102.9%)，23Q4计提投资亏损4.5亿元，主要系联营公司GDS与其关联方的技术转让交易影响。

**血友病创新药物获批开展临床。**公司的在研药物SR604注射液于2024年3月5日收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批准通知书》。SR604注射液系一种抑制人活化蛋白C抗凝血功能的单克隆抗体。拟用于血友病及先天性凝血因子VII缺乏症患者出血的预防治疗。目前国内外血友病常规预防治疗是每周2-3次静脉注射血源或重组凝血因子。SR604拟开展每4周一次的皮下注射预防治疗临床I期试验，用药依从性优势显著。

**盈利预测与投资建议：**预计公司2024-2026年营业收入分别为91.1亿元、103亿元、117亿元，归母净利润分别为23.6亿元、27亿元、30.3亿元。公司自营血制品业务盈利能力突出，代理进口人白提升产业地位，维持“买入”评级。

**风险提示：**采浆量不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7963.96	9109.57	10298.91	11696.51
增长率	21.27%	14.39%	13.06%	13.57%
归属母公司净利润（百万元）	1779.48	2362.41	2703.78	3034.06
增长率	-5.35%	32.76%	14.45%	12.22%
每股收益EPS（元）	0.27	0.36	0.41	0.46
净资产收益率ROE	5.99%	7.52%	8.03%	8.39%

# 亿帆医药 ( 002019 ) : Q1业绩超预期, 轻装上阵期待高增长

## □ 投资逻辑:

**减值落地轻装上阵, 迎接2024年高增长。**单季度来看, 公司2023Q4实现收入11.4亿元 (+2.7%), 实现归母净利润-7亿元, 实现扣非归母净利润-6.5亿元。23Q4利润端大幅下滑, 主要系资产减值损失大幅增加、研发费用增加、政府补助减少等因素所致。

**2024Q1业绩超预期, 自有制剂实现快速增长。**2024Q1公司实现营业收入13.3亿元 (+41.3%), 归母净利润1.5亿元 (+125.6%); 实现毛利率47.4% (-1.4pp), 净利率11% (+4.1pp), 我们判断主要由于新获批自有制剂陆续完成市场准入实现销售, 同时希罗达代理转自有驱动销售收入大幅增加, 盈利能力持续提升。

**公司未来增长逻辑未变, 加速转型步入收获期。**

**盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.7/8.0/9.9亿元, EPS分别为0.46/0.65/0.81元, 维持“买入”评级。

**风险提示:**创新产品临床及商业化进度不及预期风险; 产品竞争格局加剧风险; 仿制药品种国谈、集采降价幅度超预期风险; 海外经营风险及汇率波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4068.11	5294.38	6349.01	7498.88
增长率	6.03%	30.14%	19.92%	18.11%
归属母公司净利润 (百万元)	-551.07	566.74	795.47	991.87
增长率	-388.10%	202.84%	40.36%	24.69%
每股收益EPS (元)	-0.45	0.46	0.65	0.81
净资产收益率ROE	-10.73%	6.43%	8.62%	10.11%

# 甘李药业（603087）：业绩符合预期，接续集采中标未来盈利可期

## □ 投资逻辑：

**2023年业绩符合预期。**分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4分别实现收入5.6/6.7/6.8/7亿元，同比-19.1%/+363.9%/+68.1%/+47.8%，各个季度收入呈环比逐季上升，符合此前预期，预计四季度医疗机构为完成集采目标加大采购，收入端环比提升。公司全年毛利率73.3%，同比-3pp，毛利率略有下降，预计主要系收入结构变动。公司甘精胰岛素中标价较高，2023年非甘精产品收入占比提升。费用端，全年研发费用/销售费用/管理费用分别为5/9.5/2.2亿元，对应收入占比分别为19.2%/36.3%/8.3%，分别同比-13.6pp/-23.3pp/-6.1pp。

**集采节奏影响，2024年一季度收入短期波动。**2024年一季度收入增速放缓，主要系接续集采执行前，渠道发货节奏短期波动。费用方面，一季度销售费用、管理费用与去年同期大体持平。Q1研发费用1.3亿元（+23%），公司GZR18、GZR4等产品处于二期临床研究中，相关支出有所增加。单季度扣非净利润下降，主要系费用支出增加影响。

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.22元、2.04元、2.38元，我们看好公司胰岛素国内集采后放量+出海欧美的增长潜力，维持“持有”评级。

**风险提示：**产品价格下降风险、在研管线进展或不及市场预期、市场竞争风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2608.04	3782.73	5061.15	5912.33
增长率	52.31%	45.04%	33.80%	16.82%
归属母公司净利润（百万元）	340.07	724.01	1209.87	1414.94
增长率	177.37%	112.90%	67.11%	16.95%
每股收益 EPS（元）	0.57	1.22	2.04	2.38
净资产收益率 ROE	3.17%	6.36%	9.71%	10.38%

## 新产业（300832）：海内外双轮驱动，业绩符合预期

### □ 投资逻辑：

2023年收入39.3亿元（+29.0%），归母净利润16.5亿元（+24.5%）；2023Q4收入10.2亿元（+36.2%），归母净利润4.7亿元（+15.8%），四季度利润增速低于收入增速主要因2022Q4股权激励费用冲回，增高了约8千万元利润，造成去年同期利润基数较大。

**2023年业绩保持高速增长。**分地区来看，公司持续开拓国内和海外市场，实现海内外双高增长，2023年国内收入为26.1亿元（+25.9%），海外收入为13.2亿元（+36.4%）。分业务来看，试剂端收入为28.6亿元（+30.7%），仪器端收入为10.6亿元（+24.3%）。

**盈利水平稳中有升。**从毛利率看，2023年公司毛利率为73.2%（+2.7pp），主要因：1）高端系列和中高速仪器产品占比增加，仪器类产品毛利率提高至29.7%（+6.6pp）；2）海外产品结构优化，海外试剂端占比达58.0%（+6.9pp），海外综合毛利率同比增长9.9pp。

**盈利预测与投资建议：**预计公司2024~2026年营业收入分别50/67/89亿元，归母净利润分别为20/27/36亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**集采降价及监管政策风险；海外销售不及预期风险；竞争加剧风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3930	4970	6665	8909
增长率	28.97%	26.46%	34.11%	33.67%
归属母公司净利润（百万元）	1654	2028	2669	3622
增长率	24.53%	22.64%	31.58%	35.71%
每股收益 EPS（元）	2.10	2.58	3.40	4.61
净资产收益率 ROE	21.92%	22.62%	24.63%	27.09%

# 马应龙（600993）：百年肛肠品牌开拓边界，结构优化未来可期

## □ 投资逻辑：

**医药工业因渠道调整、渠道库存优化等影响收入同比下滑明显。**2023年公司营业收入31.4亿元（-11.2%），实现归母净利润4.4亿元（-7.4%）；单Q4实现营业收入6.9亿元（-7.6%），实现归母净利润2487万元（-60.2%），主要由于Q4医药工业调整渠道、主动优化渠道库存等影响。

**肛肠专科医院稳健经营，共建肛肠诊疗中心有望带来新增长。**截至2022年3月，马应龙旗下拥有6家直营连锁肛肠专科医院，整体规模跻身国内肛肠连锁医院前列，2023年公司持续提升直营医院经营质量，直营医院盈利能力得到改善医药商业不断探索新模式，业务结构持续优化。医药商业业务是公司传统业务，2023年持续优化业务结构，实现收入10.9亿元（-19.7%）。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年营业收入分别为32.4亿元、35亿元和38.6亿元，归母净利润分别为5.1亿元、5.9亿元和7亿元，EPS分别为1.17元、1.36元和1.62元。看好公司长期发展，建议积极关注。

**风险提示：**原材料价格或大幅波动风险，提价不及预期风险，竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3136.75	3244.75	3504.19	3859.81
增长率	-11.20%	3.44%	8.00%	10.15%
归属母公司净利润（百万元）	443.25	505.94	588.31	697.60
增长率	-7.46%	14.14%	16.28%	18.58%
每股收益EPS（元）	1.03	1.17	1.36	1.62
净资产收益率ROE	11.68%	12.15%	12.80%	13.65%



# 太极集团（600129）：中药高速增长，毛利率持续提升

## □ 投资逻辑：

**收入端：**工商业增速放缓，省外快速发展。2023年工业收入103.9亿元（+19.4%），医药商业77.3亿元（-3.3%）。具体来看，现代中药收入66亿元（+31.6%），化药收入37.8亿元（+2.7%）。

**毛利端：**大单品提价提升毛利，看好后续产品毛利持续提升。公司2023年毛利率为49%，同比提升4pp。其中工业毛利率64.7%，同比提升1.1pp，商业毛利率为9.6%，同比下降0.3pp。

**费用端：**整体费用率有所下降，研发费用持续增长。

**盈利预测与投资建议。**预计公司未来利润率将逐步改善，对应2024-2026年归母净利润为11.3亿元、16.6亿元和22.3亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15622.65	18492.23	22069.74	26569.44
增长率	11.19%	18.37%	19.35%	20.39%
归属母公司净利润（百万元）	822.12	1134.39	1656.98	2228.19
增长率	135.09%	37.98%	46.07%	34.47%
每股收益EPS（元）	1.48	2.04	2.98	4.00
净资产收益率ROE	22.79%	21.07%	23.70%	24.89%

# 迈瑞医疗 (300760)：业绩符合预期，净利率进一步提高

## □ 投资逻辑：

2023年总营收349.3亿元（+15%），归母净利润115.8亿元（+20.6%），扣非归母净利润114.3亿元（+20%）。同日，公司发布2024年一季报，2024Q1实现营收93.7亿（+12.1%）归母净利润31.6亿（+22.9%）扣非归母净利润30.4亿（+20.1%），业绩符合预期。此外，公司2023年度合计分红金额约为70.3亿元，同比增长28.9%，分红比例进一步提升至60.7%。

**持续高研发投入，产品升级不断。**23年研发费用34.3亿元，公司持续加大产品创新研发，尤其在高端领域不断突破。其中公司加速拓展“瑞智联”生态系统在院内的应用场景。基于公司在监护仪、麻醉机、呼吸机、输注泵等多产品的布局和优势，目前已经推出包括全院、重症、围术期、急诊、心脏科、普护在内的多场景解决方案。通过集成床旁所有设备数据，构建设备全息数据库，与医院已有的临床数据库互补并有机结合，助力大数据科研。化学发光预计24年将有20+项目上市，影像中的超高端彩超昆仑Resona A20重磅上市后预计也将助力影像业务条线。

**盈利预测与投资建议：**预计2024~2026年归母净利润分别为139.6、168、202.1亿元，对应EPS为11.52、13.85、16.67元，维持“买入”评级。

**风险提示：**汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	34931.90	42360.06	49904.11	59295.00
增长率	15.04%	21.26%	17.81%	18.82%
归属母公司净利润（百万元）	11582.23	13962.66	16798.37	20212.91
增长率	20.56%	20.55%	20.31%	20.33%
每股收益EPS（元）	9.55	11.52	13.85	16.67
净资产收益率ROE	34.72%	31.93%	29.11%	27.12%

# 达仁堂 (600329)：“三核九翼”夯实基础，大单品增速亮眼

## □ 投资逻辑：

**“三核九翼”强基础，深耕主品增业绩。** 报告期商业端实现营业收入37.62亿元（-11.19%），受到疫后商业模式多元化发展影响。工业端实现营业收入49.30亿元（+10.34%），其中主要主品中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，清咽滴丸实现销售额连续两年翻番，主品带动收入端增长。

**守正创新赋新能，精益生产提质量。** 公司积极拓展创新药研究，报告期内公司开展药学研究4项，药理研究21项，临床研究15项，药经1项，技改技革125项，同时提高对速效救心丸、京万红软膏、紫龙金片、益肺清化膏等大品种的二次开发，强化产品竞争力。

**积极拓展新渠道，国际市场增收益。** 公司紧跟药品传统渠道向线上和院外加速分化趋势，积极开拓电商渠道，推动牙痛停滴丸、乌鸡白凤片等产品在电商渠道曝光的曝光度，进一步提升其知名度，2023年电商业务首年销售收入突破 4000 万元。

**盈利预测：**考虑到公司未来“十四五”战略目标清晰，利润率仍然有持续提升空间，预计2024-2026年归母净利润分别为12.1、14.9和17.9亿元。

**风险提示：**费用管控不及预期、新药研发周期长、中药材成本上涨明显、产品提价不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8222.31	9031.78	9981.49	11047.12
增长率	-0.33%	9.84%	10.52%	10.68%
归属母公司净利润（百万元）	986.71	1210.48	1490.81	1789.73
增长率	14.49%	22.68%	23.16%	20.05%
每股收益EPS（元）	1.28	1.57	1.94	2.32
净资产收益率ROE	14.58%	18.24%	21.39%	24.44%

# 华润三九（000999）：全年业绩符合预期，昆药融合持续推进

## □ 投资逻辑：

2023年实现营收247.4亿元，同比增长36.8%归母净利润28.5亿元，同比增长16.5%，扣非归母净利润27.1亿元，同比增长22.2%，剔除昆药并表影响，公司营业收入稳健，符合预期。

**CHC业务高基数下实现正增长，品牌力持续强化。**CHC健康消费品业务实现营业收入117.1亿元（+2.8%），增速放缓主要由于同期较高基数及普药品种规模调整等所致。其中，1）品牌OTC业务：感冒用药需求持续旺盛，增长迅速且领导品牌地位稳固，皮肤、胃肠用药实现高质量增长；2）康慢业务：2023年保持稳定增长，理洙王牌血塞通三七软胶囊质量技术持续提升、华润圣火营销资源整合有望为品牌顶层设计落地夯实基础；3）专业品牌业务：2023年由于普药品种规模调整略有下滑，后续有望通过品牌体系构建、渠道搭建等优势重回增长；4）大健康业务：以核心人群健康需求为切入点，形成丰富产品组合。赋能全渠道经营，提升业务竞争力。圣海CMO业务新客户拓展提速，核心客户群体稳定，发展态势良好。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年EPS分别为3.29元、3.75元、4.24元，维持“买入”评级。

**风险提示：**销售不及预期风险，在研产品进度不及预期风险，提价不及预期风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24738.96	27707.78	31011.51	34560.67
增长率	36.83%	12.00%	11.92%	11.44%
归属母公司净利润（百万元）	2852.93	3252.32	3705.20	4194.73
增长率	16.50%	14.00%	13.92%	13.21%
每股收益 EPS（元）	2.89	3.29	3.75	4.24
净资产收益率 ROE	13.08%	12.24%	12.23%	12.16%

# 济川药业（600566）：2023年利润增速超预期，盈利能力持续提升

## □ 投资逻辑：

**2023年利润增速超预期，盈利能力进一步提升。**2023年业绩增速亮眼，主要是因为2023年公司的蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、黄龙止咳颗粒、健胃消食口服液等产品销售收入持续增长，同时公司销售费用、管理费用、财务费用增长得到有效控制所致。

**“院线+零售”多元渠道发力，深化学术平台搭建。**公司的目前销售终端包括医院OTC药店、基层医疗机构等。在院线端，继续加强空白地区、空白市场的开发，加强新产品的市场准入，通过持续推进高端学术课题会、产品上市后再研究、完善产品生命周期管理等加强学术引领、丰富产品循证医学证据。在零售端，建立业务导向管理体系，利用全渠道互相赋能的优势，形成网状销售格局，向新零售和数字化转型，介入消费者全生命周期管理，继续形成新的增量市场。

**BD稳步推进，打造增长新引擎。**根据2022年股权激励计划，2022-2024年考核目标之一为每年BD引进产品不少于4个。

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为30.5、34.1、38.1亿元，对应增速分别为8.1%/11.8%/11.7%，维持“买入”评级。

**风险提示：**渠道改革不及预期风险，集采降价风险，研发不及预期风险，医药行业政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9654.54	10145.44	11081.77	12304.40
增长率	7.32%	5.08%	9.23%	11.03%
归属母公司净利润（百万元）	2822.78	3050.78	3411.19	3810.41
增长率	30.04%	8.08%	11.81%	11.70%
每股收益EPS（元）	3.06	3.31	3.70	4.13
净资产收益率ROE	21.15%	18.58%	17.20%	16.12%

# 贝达药业（300558）：贝福替尼有望快速放量，创新管线稳步推进

## □ 投资逻辑：

**贝福替尼有望快速放量，恩莎替尼一线NDA获FDA受理。**2023年，赛美纳二线治疗适应症、一线治疗适应症、伏美纳获批上市，公司上市产品达到5款，其中4款产品进入国家医保目录，赛美纳二线治疗适应症和伏美纳肾癌适应症为首次纳入医保。

**战略合作成果显著，禾元生物重组人白、伏美纳眼科适应症值得期待。**伏美纳眼科适应症境外授权项目EYP1901 II期临床数据良好，新型治疗方案显示出有竞争力的治疗潜力；贝美纳一线治疗适应症上市申请已获美国FDA受理。

**早期临床稳步推进，EGFR/C-MET双抗联用贝福替尼有潜力成为EGFR阳性NSCLC一线治疗。**2023年初至今，10个候选药物/适应症IND获批。

**盈利预测与投资建议：**预计2024-2026年归母净利润分别为4.5亿元、5.8亿元、7.4亿元。公司核心产品埃克替尼保持稳健，新产品恩沙替尼贡献增量，在研管线顺利推进，贝福替尼等新药上市贡献未来业绩增量。维持“持有”评级。

**风险提示：**产品研发进展低于预期、已上市产品销售低于预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2456.20	3010.58	3704.04	4623.24
增长率	3.35%	22.57%	23.03%	24.82%
归属母公司净利润（百万元）	348.03	454.10	580.13	738.85
增长率	139.33%	30.48%	27.75%	27.36%
每股收益EPS（元）	0.83	1.09	1.39	1.77
净资产收益率ROE	6.23%	8.19%	9.61%	11.09%

# 华东医药（000963）：医美业务维持高增，创新转型持续兑现

## □ 投资逻辑：

2023年公司实现营收406.2亿元同比增长7.7%；归母净利润28.4亿元，同比增长13.6%；扣非归母净利润27.4亿元，同比增长13.6%；24Q1公司实现收入104.1亿元，同比增长2.9%；归母净利润8.6亿元，同比增长14.2%；扣非归母净利润8.4亿元，同比增长10.7%

**医美板块表现亮眼，全球拓展效果显著。**2023年公司医美板块实现营业收入24.5亿元（+27.8%），英国Sinclair子公司销售收入达1.5亿英镑（约13亿元，+14.5%），首次实现年度盈利；国内医美业务实现收入10.5亿元（+67.8%）。截至2023年，公司已有38款“无创+微创”医美领域高端产品其中24款已上市。截至2024Q1，与韩国ATGC和重庆誉颜合作引进两款肉毒素产品ATGC-110和YY001分别取得重要进展，ATGC-110上市申请已获韩国食品药品安全部（MFDS）受理，适应症为改善成年患者的中度至重度眉间纹；YY001在国内已完成III期临床受试者入组。公司医美板块国际化步伐加快，产品注册及市场拓展成效显著，为公司长期增长策略奠定坚实基础。

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.87元、2.14元和2.42元，维持“买入”评级。

**风险提示：**在研或引进创新产品临床及商业化进度不及预期风险；产品竞争格局加剧风险；仿制药品种集采降价幅度超预期风险；海外经营风险及汇率波动风险；医美行业政策风险及医疗事故风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	40623.78	44735.54	48932.01	53462.93
增长率	7.71%	10.12%	9.38%	9.26%
归属母公司净利润（百万元）	2838.86	3275.40	3751.59	4252.23
增长率	13.59%	15.38%	14.54%	13.34%
每股收益EPS（元）	1.62	1.87	2.14	2.42
净资产收益率ROE	13.19%	13.50%	13.72%	13.79%

# 恩华药业 ( 002262 ) : 麻醉新品保持快速增长, 创新研发加速推进

## □ 投资逻辑 :

**“羟瑞舒阿”保持快速增长, 利润率保持稳健。**公司高度重视市场准入、学术推广及市场医学服务支持等工作, 在多个学科投入大量临床科研基金项目, 使公司近年获批的麻醉系列产品 ( 瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮等 ) 实现了快速增长, 2023年麻醉板块实现收入27亿元 ( +24.3% ), 占营收比重由2022年的50.6%提升至53.6%。

**富马酸奥赛利定注射液 ( TRV130 ) 获批上市并成功纳入医保, 将为公司贡献业绩增量。**

**持续加大研发投入, 加快创新药物研发。**2023年投入研发经费6.14亿元, 比上年度增长了23.92%。仿制药报产10个 ( 地佐辛注射液、注射用盐酸瑞芬太尼(新增适应症)、盐酸他喷他多片、氯硝西洋注射液、氢溴酸伏硫西汀片等 )。随着这些产品的陆续获批和上市销售, 将不断巩固公司在中枢神经药物领域的国内领先地位。

**盈利预测与投资建议:**恩华药业在麻醉、神经领域构建了多维度、多层次的产品梯队和发展格局。TRV130有望为业绩持续注入动能。我们预计公司 2024-2026年归母净利润分别为12.5、15和18.1亿元, 维持“买入”评级。

**风险提示:**研发进展或不及预期、商业化进展或不及预期、带量采购政策影响。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5041.50	5953.99	6940.59	8081.74
增长率	17.28%	18.10%	16.57%	16.44%
归属母公司净利润 (百万元)	1036.92	1249.88	1503.89	1812.11
增长率	15.09%	20.54%	20.32%	20.50%
每股收益EPS (元)	1.03	1.24	1.49	1.80
净资产收益率ROE	16.13%	16.79%	17.29%	17.75%



# 长春高新（000661）：长效生长激素占比提升，在研管线持续兑现

## □ 投资逻辑：

**生长激素稳健增长。**金赛药业实现收入24.7亿元（+5%），归母净利润8.6亿元（-3%），生长激素板块稳健增长，长效生长激素占比持续提升。金赛儿科业务稳健增长，生长激素相关剂型积极响应地方集采，长效剂型收入占比持续提升。新业务战略更加清晰、聚焦。金赛药儿科综合、女性健康、成人内分泌、皮科医美等非儿科核心业务相关产品收入占金赛药业整体收入接近10%。

**带状疱疹疫苗持续放量。**百克生物实现收入2.7亿元（+50.6%），归母净利润0.61亿元（+239%），收入端同比增加较快系带状疱疹疫苗放量。根据公司最新投资者关系活动记录表，带状疱疹疫苗已经在全国30个省、自治区、直辖市完成准入。截止到2023年年底，公司带状疱疹疫苗已有效覆盖全国近三分之一接种点，预计2024年持续增加。从盈利能力来看，公司2024年Q1毛利率为89.7%（+3.84pp），主要系带状疱疹疫苗毛利率较高，销售占比提升所致。销售费用率36.98%（-2.73pp），管理费用率为13.04%（-4.74pp），研发费用率为17.37%（-1.25pp）。净利率为22.41%（+12.17pp），主要系公司新品种放量所致，规模效应显现。

**中成药业务基本保持平稳，地产板块增速较快。**

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为12.59元、13.85元、15.06元。维持“买入”评级。

**风险提示：**产品销售下滑风险，研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14566.04	16026.61	17736.32	19425.70
增长率	15.35%	10.03%	10.67%	9.52%
归属母公司净利润（百万元）	4532.48	5094.32	5602.10	6092.66
增长率	9.48%	12.40%	9.97%	8.76%
每股收益EPS（元）	11.20	12.59	13.85	15.06
净资产收益率ROE	19.08%	17.94%	16.71%	15.58%

# 首药控股-U ( 688197 ) : 三代ALK三期临床已开始入组 , RET抑制剂将于ASCO披露关键II期数据

## □ 投资逻辑 :

2023年实现营业收入0.05亿元 (+186.18%) 归母净利润-1.9亿元, 扣非归母净利润-2.0亿元。2024年一季度归母净利润-0.53亿元, 扣非归母净利润-0.56亿元。

**SY-3505关键III临床于2024年3月完成首例患者入组。**SY-3505二线适应症1/2期数据24年初发表于JTO接受2期推荐剂量的80例可评估患者的ORR为47.5%, mPFS为7.95个月仅14.8%的患者发生≥3级TRAE且无CNS AEs, 具有BIC潜力。

**SY5007关键性II临床于2023年10月完成全部受试者入组, III期临床2023年7月首例患者入组, 关键II期初步数据将于ASCO大会发布。**多款新药跻身国产第一梯队, 展现优异自主研发能力。截至2024年4月, 公司具有自主知识产权的在研管线24个, 其中12个自主研发管线。自主研发管线中, 1款处于pre-NDA沟通, 2款处于关键性II/III期临床, 1款处于II期临床3款处于I期临床。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年实现营业收入分别约为0.05、1.4、2.4亿元。考虑首药控股早研实力强劲, 临床能力不断提升, 三款新药SY-707SY-3505和SY-5007蓄势待发, 维持“买入”评级。

**风险提示:**研发或审评审批进展不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 医药行业政策风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5.23	5.23	139.19	239.10
增长率	186.18%	0.00%	2561.77%	71.78%
归属母公司净利润 (百万元)	-185.57	-220.89	-226.34	-217.43
增长率	—	—	—	—
每股收益EPS (元)	-1.25	-1.49	-1.52	-1.46
净资产收益率 ROE	-18.18%	-27.61%	-39.45%	-61.03%

# 泽璟制药-U ( 688266 ) : 商业化稳步推进 , 期待杰克替尼上市

## □ 投资逻辑 :

2023年实现营业收入3.9亿元 (+27.8%)。

**多纳非尼商业化稳步推进, 覆盖面持续扩大。**多纳非尼商业化稳步推进, 2023年实现营业收入3.9亿元 (+27.8%)。医保准入医院和双通道药房覆盖面持续扩大, 截至2023年12月31日已进入医院979家、覆盖医院1696家、覆盖药房844家, 多纳非尼片在全国的覆盖范围进一步扩大, 为后续销售持续放量奠定基础。

**重组人凝血酶获批上市, 商业化合作落地。**重组人凝血酶于2023年12月26日获得国家药监局批准上市, 用于“成人经标准外科止血技术控制出血无效或不可行, 促进手术创面渗血或毛细血管和小静脉出血的止血”。公司于2023年12月与远大生命科学集团有限公司全资子公司远大生命科学(辽宁)有限公司签署了《重组人凝血酶独家市场推广服务协议》, 已收到商业化合作首付款2.6亿。我们认为, 重组人凝血酶凭借快速止血的特点和安全性的优势, 具备广泛应用于外科止血的巨大潜力。

**盈利预测:**随着重组人凝血酶和杰克替尼的落地, 多纳非尼商业化的稳步推进公司业绩增长动力充足, 预计公司2024-2026年收入分别为8.6、12和18.7亿元。

**风险提示:**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	386.44	859.98	1199.93	1869.85
增长率	27.83%	122.54%	39.53%	55.83%
归属母公司净利润(百万元)	-278.58	-1.13	288.64	818.13
增长率	39.14%	99.59%	25650.10%	183.44%
每股收益EPS(元)	-1.05	-0.00	1.09	3.09
净资产收益率ROE	-17.06%	-0.07%	15.03%	29.88%

# 普门科技（688389）：23年利润端达成股权激励，盈利能力显著增加

## □ 投资逻辑：

**23年利润端达成股权激励，盈利能力显著增加。**分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.8/2.8/2.5/3.4亿元（+32.3%/+18.5%/+10.6%/+8.7%），单季度归母净利润分别为0.9/0.5/0.7/1.2亿元（+31.2%/+43.4%/+31.4%/+25.5%），单季度扣非归母净利润分别为0.8/0.4/0.6/1.2亿元（+29.3%/+48.2%/+23.4%/+39.7%）。**23年全年国内业务有所波动，但海外业务未见明显影响。**从盈利能力来看，23年净利润增速高于收入增速，毛利率显著提升至65.8%（+7.3pp），原因为1）产品结构优化，试剂产出占比提高，试剂毛利较高；2）新产品皮肤医美对净利润贡献较大。从费用率方面来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为17%/5.3%/14.8%/-2.8%。销售费用率23年增加2pp，主要系销售人员工资、差旅费增加以及23年开始运营电商平台相应的推广费增加所致。管理费用率+0.7pp，主要系公司规模扩大人员薪酬增加以及在建工程转固定资产相应的折旧费用增加所致。研发费用率-2.6pp，主要系评估咨询费减少所致。财务费用率+0.9pp，主要系汇率波动所致。整体来看，全年受三季度开始的医疗反腐影响收入端有所波动，但23年8月底发布的股权激励对四季度有所提振作用全年利润端符合预期，且盈利能力显著增加。

**盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润分别为4.3、5.4、6.2亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、销售推广不及预期、研发不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1145.72	1404.59	1701.10	2050.21
增长率	16.55%	22.59%	21.11%	20.52%
归属母公司净利润（百万元）	328.58	427.07	535.35	621.57
增长率	30.65%	29.97%	25.35%	16.10%
每股收益 EPS（元）	0.77	1.00	1.25	1.45
净资产收益率 ROE	18.22%	19.78%	20.52%	19.90%

# 怡和嘉业（301367）：国产呼吸机龙头，海外市场发展可期

## □ 投资逻辑：

**全球超百亿美元慢病市场，未满足需求较大。**呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，发病率与死亡率常年居高不下，其中以慢性阻塞性肺疾病（COPD）和阻塞性睡眠呼吸暂停低通气综合征（OSA）最为常见和典型。根据Frost&Sullivan数据，预计到2025年全球OSA（30-69岁）患者超11.6亿人。当前全球COPD患者数量约4.7亿人，根据我们预测，2030年全球家用呼吸机市场规模约为111.7亿美元，2023-2030年CAGR为9%。2030年国内家用呼吸机市场规模约为48亿元，2023-2030年CAGR为18%。

**龙二召回事件影响深远，市场格局重塑。**2021年起飞利浦宣布其呼吸机因存在潜在健康风险召回，至2024年1月飞利浦宣布停止其呼吸机设备在美国市场销售。由此带来的行业空缺需求巨大，行业格局重塑。我们认为此事件对于怡和嘉业拓展海外市场有积极影响意义，公司通过联合RH（3B）在美国市场抓住机遇，市场占有率快速提升。全球家用呼吸机设备市占率（销量口径）从2020年的4.5%（第四名）增长至2022年的17.7%（第二名）。

**盈利预测与投资建议：**公司作为国产呼吸机龙头，预计未来三年归母净利润复合增长率为17.4%。建议积极关注。

**风险提示：**产品销售不及预期风险；研发进度不及预期风险；汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1122.42	1311.36	1548.31	1850.11
增长率	-20.70%	16.83%	18.07%	19.49%
归属母公司净利润（百万元）	297.34	341.82	405.11	480.94
增长率	-21.81%	14.96%	18.52%	18.72%
每股收益 EPS（元）	4.65	5.34	6.33	7.51
净资产收益率 ROE	10.76%	11.22%	11.97%	12.71%

# 美好医疗 ( 301363 ) : 传统业务波动, 股权激励彰显发展信心

## □ 投资逻辑:

**传统业务略有承压, 新兴业务快速增长。**按业务来看: 1) 家用呼吸机业务系公司核心和基石业务, 2023年营业收入8.7亿元 (-18.1%), 毛利率43.0%, 主要系下游客户处于去库存阶段。2) 人工植入耳蜗发展稳健, 2023年营业收入1.1亿元 (+15.9%), 毛利率63.7%。3) 其他业务高速增长, 综合收入增速达到38.1%, 主要包括家用及消费电子组件、液态硅胶等, 反应了公司在多元化新兴赛道布局已初显成效, 为中长期发展奠定了良好的基础。

**持续加大研发投入, 毛利率逐步优化。**2023年公司销售/管理/研发和财务费用率分别为2.4%/7.6%/9.0%/-3.9%, 2023年研发投入达1.2亿元, 反映了公司在新产品研发和中长期战略业务的重点布局, 公司核心赛道的技术力和竞争力将不断增强。2023年公司总毛利率为41.2%, 同比减少1.9pp, 主要因2023年营业规模出现波动, 核心业务家用呼吸机略有承压, 而高速增长的新兴业务正处于起步阶段, 毛利率偏低, 导致综合毛利率略有下滑。

**股权激励彰显业绩发展信心。**公司发布2024年限制性股票激励计划, 考核目标值为: 以2023年为基准, 2024-2026年营业收入或归母净利润增长率分别达到25%/56.3%/95.3%。考核触发值为: 以2023年为基准, 2024-2026年营业收入或归母净利润增长率分别达到20.0%/44.0%/72.8%, 彰显公司发展信心。

**盈利预测:**预计公司2024-2026年营业收入分别为17/21/26亿元, 归母净利润分别为4/5/6亿元。

**风险提示:**海外贸易风险, 订单不及预期风险, 研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1337.59	1675.76	2098.46	2633.25
增长率	-5.49%	25.28%	25.22%	25.48%
归属母公司净利润 (百万元)	313.30	391.98	488.72	613.03
增长率	-22.08%	25.11%	24.68%	25.44%
每股收益 EPS (元)	0.77	0.96	1.20	1.51
净资产收益率 ROE	9.85%	11.10%	12.40%	13.75%

## 赛诺医疗（688108）：23年业绩符合预期，密网支架及自膨载药支架25年放量可期

### □ 投资逻辑：

2023年实现收入3.4亿元（+78%），实现归母净利润-3963万元（同比减亏1.2亿），实现扣非归母-4971万元。2024年一季度实现收入9106万元（+24.5%），归母净利润250万元，扣非归母净利润-1779万元，业绩符合预期。

**23年业绩稳步增长，费用率下降明显。** 1) 分季度看，23Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.7/0.9/0.8/1亿元（+23.8%/+72.1%/+49.8%/+266.3%），四季度收入增速加快，业绩稳健。2) 从盈利能力看，2023年毛利率为58.9%，系业务结构中冠脉占比提升所致。销售费用率为18.4%，管理费用为27.6%，研发费用为33.2%，财务费用为0.7%，费用率下降明显。

**神经介入陆续步入收获期，多款重磅产品打开成长天花板。** 公司神经介入产品在研项目涵盖了神经介入领域的缺血、出血及通路等方面。未来2款重磅产品将陆续帮助公司打开成长天花板，1) 颅内自膨药物支架：预计2024Q4上市，主要用于颅内动脉粥样硬化狭窄手术；2) 密网支架：使用新型合金材料，能够在X光下全显影，预计2025/1月获注册证，商业化未来可期。两款产品预计25年放量。

**盈利预测与投资建议：** 预计公司2024-2026年营收复合增速有望达到51.7%。考虑到公司冠脉支架入集采后放量趋势明显，以及公司神经介入多款产品步入收获期，公司业绩预计将迎来修复期。维持“买入”评级。

**风险提示：** 新产品研发失败或注册延迟风险，重要原材料供应风险，集采产品降价风险，海外市场运营风险及汇率风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	343.26	481.61	834.67	1198.44
增长率	77.99%	40.31%	73.31%	43.58%
归属母公司净利润（百万元）	-39.63	2.93	57.15	122.26
增长率	75.59%	107.39%	1852.52%	113.94%
每股营业收入（元）	0.84	1.17	2.04	2.92
净资产收益率 ROE	-5.04%	0.22%	-5.66%	11.42%

# 澳华内镜（688212）：23年业绩符合预期，中高端产品持续放量

## □ 投资逻辑：

2023年实现收入6.8亿元（+52.3%），实现归母净利润5785万元（+167%），实现扣非归母4449万元（+361.4%）。其中23Q4单季度实现收入2.5亿元（+51.7%），实现归母净利润1267万元（-3.2%），实现扣非归母722万元（+35.7%）。公司全年收入及利润高速增长，符合预期。

**23年疫后毛利率大幅反弹，中高端产品持续放量。**分季度收入看，23Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为1.3/1.6/1.4/2.5亿元（+53.8%/90.8%/+23%/+51.7%），疫后实现收入大幅提速，公司进一步加强了研发端的投入，不断对产品进行持续的打磨与升级，获得了更多的临床端认可所致。从盈利能力看，23年毛利率提升至73.8%（+4.1pp），实现大幅跃升，系产品结构中高毛利的中高端机型占比提升所致。23年中高端机型主机、镜体在三级医院装机（含中标）数量分别是96台，316根，装机（含中标）三级医院73家。从费用端看，销售费用率34.3%（+4.7pp），管理费用率13.4%（-5.5pp），研发费用率21.7%（+0pp），财务费用率-0.4%（+1pp）。销售费用率增加明显，主要系销售核心团队人员扩张，职工薪酬、修理费及差旅费增长较多所致。

**盈利预测与评级：**预计2024-2026年归母净利润分别为1.3、1.8、2.8亿元对应EPS为0.96、1.37、2.1元。给予“买入评级”。

**风险提示：**研发失败风险、AQ300销售或不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	678.08	1005.63	1445.48	2083.16
增长率	52.29%	48.30%	43.74%	44.12%
归属母公司净利润（百万元）	57.85	128.44	183.72	281.59
增长率	166.42%	122.00%	43.04%	53.27%
每股收益EPS（元）	0.43	0.96	1.37	2.10
净资产收益率ROE	4.36%	8.62%	11.10%	14.81%



# 山外山（688410）：设备市占率提升，海外市场快速拓展

## □ 投资逻辑：

**设备市占率快速提升，看好耗材逐步放量增长。**公司2023年收入快速增长主要系公司血液净化设备在国内外医院的认可度逐年提升，近几年国家出台了国产替代系列政策，由于市场环境的影响，国家层面加强各地医院重症监护室的建设，同时公司不断加大经销力度，经销覆盖范围不断扩大，血液净化设备业务增长较快，2023年公司血液净化设备收入5.28亿元，同比增加118.48%，2023年公司CRRT在国内各品牌销售额中占比22.92%，排名第一，血透血滤机销售额和数量占有率排名第四，占比12.01%。

**研发创新能力强，毛利率提升明显。**继续加大自主创新投入，2023年研发投入3803万元，同比增长42.6%。报告期内公司获得发明专利7项，实用新型专利15项，外观设计专利2项，软件著作权12项，其他11项，获得三类医疗器械注册1项，研发费用0.37亿元，同比增长62.86%。

**国内市场优势明显，国际市场布局加快。**公司积极参加德国、巴西、俄罗斯、印度等国家的多项国际大型医疗展会和海外国家肾病年会，加大海外市场宣传力度，并且扩大海外销售团队，在印度和非洲等市场潜力较大的新兴国家区域增加了海外销售。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司设备海内外市场持续快速增长，以及耗材快速放量，预计2024-2026年公司利润分别为2.5亿元、3.5亿元和4.6亿元，建议保持关注。

**风险提示：**新品研发失败、设备市场竞争激烈、部分核心原材料进口采购等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	690.11	958.63	1414.86	1765.33
增长率	80.65%	38.91%	47.59%	24.77%
归属母公司净利润（百万元）	194.50	246.46	349.56	459.70
增长率	228.34%	26.72%	41.83%	31.51%
每股收益 EPS（元）	0.90	1.14	1.62	2.13
净资产收益率 ROE	11.34%	13.34%	16.84%	19.44%

# 和黄医药（0013）：业绩符合预期，期待赛沃替尼美国NDA

## □ 投资逻辑：

2023年总收入达8.4亿美元（+97%），肿瘤/免疫业务综合收入5.3亿美元（+223%）。味喹替尼市场销售额达1.07亿美元（+22%），索凡替尼市场销售额4390万美元（+43%），赛沃替尼市场销售额4610万美元（+19%）。业绩符合预期，肿瘤/免疫业务综合收入的2024年全年指引为3至4亿美元，主要得益于已上市的肿瘤产品30%至50%的目标收入增长。

**味喹替尼有望于2024年获EMA和PMDA批准上市，胃癌、子宫内膜癌等适应症持续推进。**味喹替尼于2023年11月9日获FDA批准上市，2023年7个星期销售额达1510万美元。味喹替尼有望于2024年年中完成治疗经治转移性结直肠癌的EMA上市许可申请审评，有望于2024年年底完成治疗经治转移性结直肠癌的PMDA新药上市申请审评。味喹替尼二线胃癌适应症监管审评中，预计于2024年初向国家药监局提交用于二线治疗子宫内膜癌的注册申请，预计于2024年底公布肾透明细胞癌II/III期注册研究的顶线结果。

**赛沃替尼有望于2024年底与FDA沟通新药上市申请。**赛沃替尼预计于2024年初提交一线及二线治疗ME14跳跃突变非小细胞肺癌的中国上市申请。

**索乐匹尼布有望年中在美国/欧洲启动一项用于治疗免疫性血小板减少症的剂量探索研究。**

**盈利预测与投资建议。**随着多款创新药的逐步落地和全球市场的放量，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为6.6、8、9.6亿美元，维持“买入”评级

**风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	838.00	655.01	796.69	960.81
增长率	96.52%	-21.84%	21.63%	20.60%
归属母公司净利润（百万美元）	100.78	-154.84	65.79	105.56
增长率	127.93%	-253.64%	142.49%	60.45%
每股收益 EPS（美元）	0.12	-0.18	0.08	0.12
净资产收益率 ROE	13.80%	-26.89%	10.27%	14.17%

# 爱康医疗（1789）：业绩短期承压，看好24年重整旗鼓

## □ 投资逻辑：

2023年实现营业收入10.9亿元（+3.8%）实现归母净利润1.8亿元（-11.1%），实现扣非归母净利润1.8亿元（-6.6%）。受医疗反腐影响，医院手术量下滑导致公司业绩短期承压。公司2023年收入端增速减慢主要系2023年7月国家反腐政策出台，关节类高值耗材医院手术量有所下降所致。利润端下滑主要系公司研发以及市场开拓投入增加所致。从盈利能力上看，公司2023年毛利率为61.7%（+1.2pp），净利率为16.6%（-2.9pp）净利率有所下降主要系公司研发投入加大。

**关节业务整体平稳，脊柱业务增加较快。**分产品来看，公司2023年髌关节产品实现收入5.9亿元（-10%），受医疗反腐影响较大。膝关节产品实现收入3.1亿元（+17%），膝关节实现增长主要系单髁产品的增长对冲了初次置换膝关节产品的下滑。脊柱及创伤产品实现收入1.2亿元（+105%），主要系22年脊柱国采公司为若干特定理贝尔品牌计提了未来销售价格折价准备2000万元所造成的基数较低，以及3D打印新产品的带动。定制产品及服务实现收入0.5亿元（+6%），基本保持平稳增长。

**海外增长仍然强劲，研发投入持续拓展。**公司2023年实现海外收入2.3亿元（+37%），其中英国JRI实现收入0.55亿元（+29%），其他海外地区实现收入1.7亿元（+40%），其中东南亚市场增长超过50%。2023年公司共获得18个CDE批准的新三类医疗器械注册证，包括3D打印髌膝关节假体、3D打印二代椎间融合器，其在3D打印骨小梁基础上添加了活性物质，具有特殊的微纳结构实现了由生物惰性向生物活性的升级。以及3D打印匹配式长段骨和胸腰椎假体以及髌关节手术机器人等。

**盈利预测：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.5/3.2/4亿元。

**风险提示：**产品销售不及预期、行业政策超预期等风险。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	1052.05	1093.86	1437.50	1858.00	2313.46
增长率	38.17%	3.97%	31.42%	29.25%	24.51%
归属母公司净利润(百万元人民币)	204.77	182.10	251.48	320.94	404.38
增长率	121.09%	-11.07%	38.10%	27.62%	26.00%
每股收益 EPS	0.18	0.16	0.22	0.29	0.36
净资产收益率	9.13%	7.61%	9.36%	10.47%	11.42%

# 康方生物（9926）：业绩符合预期，期待依沃西单抗上市

## □ 投资逻辑：

2023年度综合收入45.3亿元（+440%），产品市场销售额达16.3亿元，其中卡度尼利单抗销售额达13.6亿元（+149%）。业绩符合预期。

**卡度尼利2023年销售额达13.6亿元，一线宫颈癌及一线胃癌适应症临床进展顺利。**凭借优异的临床价值，卡度尼利单抗覆盖患者数量持续增加，2023年销售额达13.6亿元。卡度尼利一线宫颈癌及一线胃癌适应症临床进展顺利。2023年11月，卡度尼利联合含铂化疗联合或不联合贝伐珠单抗一线治疗宫颈癌的III期临床试验（AK104-303）在期中分析中达到无进展生存期（PFS）主要终点。2024年1月，卡度尼利联合化疗一线治疗G/GEJ腺癌的新适应症上市申请（sNDA）获得NMPA受理。

**依沃西国内上市在即，海外进展顺利。**公司就AK112于2022年12月与SummitTherapeutics Inc. 签订合作许可协议，并于2023年第一季度收到总计等值于5亿美元的首付款，大幅充盈在手现金。

**非肿瘤板块进入收获期，剑指自免大市场。**伊努西单抗（AK102，PCSK9）的新药上市申请于2023年6月获得CDE受理，用于治疗原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症和杂合子型家族性高胆固醇血症（HeFH）。依若奇单抗（AK101IL-12/IL-23）的新药上市申请已于2023年8月获得CDE受理，用于治疗中重度斑块状银屑病。古莫奇单抗治疗中重度斑块状银屑病的III期临床试验于2023年8月完成入组，并于12月达到全部疗效终点。

**盈利预测：**随着公司研发的逐步聚焦，管线的逐步落地，公司业绩长期增长动力充足。预计公司2024-2026年收入分别为26.2、49和66.4亿元。

**风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4526.25	2619.48	4901.50	6638.20
增长率	440.35%	-42.13%	87.12%	35.43%
归属母公司净利润（百万元）	2028.30	-355.53	1410.72	2890.28
增长率	273.60%	-117.53%	496.80%	104.88%
每股收益 EPS（元）	2.41	-0.42	1.68	3.44
净资产收益率 ROE	43.23%	-8.20%	24.54%	33.46%

# 科伦博泰生物-B ( 6990 ) : AACR大会发布两项数据 , 胃癌全球三期临床可期

## □ 投资逻辑 :

**肺癌试验OS结果亮眼 , 胃癌临床数据首次公布。**公司此次发布两项芦康沙妥珠单抗 ( 前称SKB264 ) 2期临床数据 : 1 ) 既往接受过治疗的晚期非小细胞肺癌 ( NSCLC ) 患者的2期研究的最新疗效和安全性结果 , 该项数据系2023年ASCO大会上披露数据的进一步更新。截至数据截止日期 , 22例EGFR突变患者的mDoR为8.7个月 , mPFS为11.5个月 , mOS为22.7个月。在21例EGFR野生型患者中 , mDoR为9.6个月 , mPFS为5.3个月 , mOS为14.1个月。2 ) 既往接受过治疗的晚期胃癌或食管胃交界部癌症患者的2期研究的初步疗效和安全性结果。截至数据截止日期 , 在41例有疗效 评估的患者中 , ORR为22.0%DCR为80.5%。2L和3L+ 患者的ORR分别为27.3%和15.8%。mDoR为7.5 个月。在随访时间较长的3L+患者 ( 24例患者 , 其中 54.2%既往接受过至少4线治疗 ) 中 , PFS为3.7个月 , mOS为7.6个月。

**3L+ 胃癌全球3期临床可期。**根据公告内容 , 公司目前正在计划开展一项芦康沙妥珠单抗单药治疗对比标准治疗化疗用于3L+胃癌或食管胃交界部腺癌患者的全球3期研究。此前公司已与合作伙伴默沙东开启多项肺癌适应症的全球三期临床预计胃癌三期临床开启后 , 公司将收到默沙东支付的里程碑付款 , 相关临床布局有望进一步扩大芦康沙妥珠单抗的全球市场空间。

**盈利预测与评级 :**预计公司2024-2026年营业收入分别为11.4、15.6、24.4亿元。公司核心产品上市可期 , 海外巨头药企合作护航出海 , 维持“买入”评级。

**风险提示 :**研发进展或不及预期 , 市场竞争风险 , 医保控费力度超出预期风险。

指标年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	1540.5	1143.8	1556.2	2437.7
增长率	91.6%	-25.8%	36.1%	56.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-574.1	-338.9	-407.5	-305.4
增长率	6.8%	41.0%	-20.2%	25.1%
每股收益 EPS	-2.62	-1.55	-1.86	-1.39
净资产收益率	-24.65%	-17.03%	-25.74%	-23.90%

## 亚盛医药（6855）：三箭齐发，海外进展顺利

- **亚盛医药三箭齐发，耐立克授权、收到股权投资并计划赴美上市。**6月14日，亚盛医药与武田就第三代BCR-ABL抑制剂奥雷巴替尼全球许可签署独家选择权协议。将奥雷巴替尼除中国和其他一些地区之外的全球权利在全球范围内进行许可，亚盛医药在协议签署后将收到1亿美元的选择权付款，并有资格获得最高约12亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款，以及基于年度销售额提成的双位数比例特许权使用费。
- **奥雷巴替尼在ponatinib或asciminib耐药患者中疗效显著，海外峰值有望突破十亿美金。**奥雷巴替尼在既往接受过重度TKI治疗（包括Ponatinib和Asciminib）的CML-CP患者中，60.8%患者获得完全细胞遗传学反应（CCyR），42.4%的患者获得主要分子学反应（MMR），尤其是在既往ponatinib治疗失败的患者中，57.7%获得CCyR；36.7%获得MMR。
- **APG-2575国际化进程提速，多项适应症进入III期临床。**APG-2575是全球第二款、国内首款看到明确疗效、并进入关键注册临床阶段的Bcl-2抑制剂。2023年8月，APG-2575获美国FDA批准开展一项全球注册III期临床研究，用于治疗既往接受治疗的慢性淋巴细胞白血病（CLL）/小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）患者，是APG-2575国际化进程的一项重大里程碑。APG-2575获CDE临床试验许可，开展其联合布鲁顿酪氨酸激酶（BTK）抑制剂阿可替尼对比免疫化疗的全球注册III期临床研究，用于一线治疗初治CLL/SLL患者。
- **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为10.7、6.2和11.8亿元。
- **风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	221.98	1070.25	620.49	1180.34
增长率	5.85%	382.13%	-42.02%	90.23%
归属母公司净利润（百万元）	-925.64	-121.92	-560.18	-102.77
增长率	-4.84%	86.83%	-359.46%	81.65%
每股收益 EPS（元）	-2.94	-0.39	-1.78	-0.33
净资产收益率 ROE	-1532.08%	198.23%	90.11%	14.19%

# 先声药业（2096）：复苏在即，迎来产品密集落地期

## □ 投资逻辑：

**创新药占比持续提升，肿瘤、自免领域收入持续攀升。**2023年，公司创新药收入47.6亿元（+15.2%），占总收入的72%。其中神经系统领域收入19.7亿元（-13.1%），占总收入的29.8%；肿瘤领域收入15.8亿元（+10.2%），占总收入的23.9%；自免领域收入14.2亿元（+10.5%），占总收入的21.4%；其他领域收入约16.5亿元（+22.3%），占总收入的24.9%。

**创新药产品临床进展顺利，长期增长动力强劲。**公司已有六款创新药产品进入商业化阶段。先必新舌下片于2023年6月NDA获NMPA受理，未来有望满足脑卒中发病后第一时间给药和院外给药领域的临床需求。恩立妥（CMAB009）结直肠癌有望于2024H2获批上市。苏维西塔单抗联合化疗用于含铂化疗治疗失败的复发型卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌于2024年3月向NMPA递交上市申请并获受理。ADC189有望2024递交NDA。

**创新研发管线高效推进，引进乐德奇拜单抗。**先必新脑出血适应症获NMPA开展II期临床试验，已入组超80例受试者；达利雷生三期临床研究于2024年3月完成全部患者入组，有望2024H2递交NDA；2023年公司与康乃德就乐德奇拜单抗订立独家许可与合作协议，获得在大中华地区开发、生产和商业化乐德奇拜单抗所有适应症的独家权利。

**盈利预测与投资建议：**先声药业研发及商业化实力强劲，即将迎来产品密集落地期，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为75.6、86和97.8亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6607.81	7560.65	8604.17	9782.86
增长率	4.57%	14.42%	13.80%	13.70%
归属母公司净利润（百万元）	714.76	974.65	1283.80	1689.53
增长率	-23.37%	36.36%	31.72%	31.60%
每股收益EPS（元）	0.27	0.37	0.49	0.65
净资产收益率ROE	9.90%	11.57%	12.83%	13.97%
--	--	--	--	--

## 康诺亚（2162）：司普奇拜单抗递交NDA，商业化在即

- **CM310成人中重度特应性皮炎成功NDA，CRSwNP适应症有望2024年NDA。**公司于2023年推进并完成了一项评价司普奇拜单抗(CM310)在成人中重度特应性皮炎受试者中的有效性和安全性的随机、双盲、安慰剂对照III期临床研究，并于2023年底递交了CM310治疗成人中重度特应性皮炎的药品上市许可申请。2023年12月，CM310的上市申请获国家药监局受理，并纳入优先审评审批程序；CM310治疗CRSwNP适应症的注册性临床于2023年12月完成数据揭盲及统计分析，预计将于2024年申报NDA。
- **CMG901在末线胃癌适应症上表现出了良好的安全性和耐受性，展现BIC的潜力。**CMG901为Claudin 18.2 FIC药物，2023年成功授权阿斯利康，获得6300万美元的首付款，以及最多11.25亿美元的额外潜在付款。CMG901在末线胃癌适应症上表现出了良好的安全性和耐受性，在ASCO Plenary Series上发布了CMG901治疗晚期胃癌/胃食管结合部腺癌(G/GEJ)的I期临床研究最新数据。
- **多款潜力品种临床进展顺利，有望于2024年读出数据。**CM338为MASP2单抗FIC药物，预计2024年读出II期结果。CM313为CD38抗体，CM313总体安全性良好，治疗复发/难治性多发性骨髓瘤患者在 $\geq 2.0$  mg/kg剂量水平下显示出初步有效性。
- **盈利预测：**随着CM310和CMG901的逐步落地，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1、6和21.7亿元。
- **风险提示：**研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	354.10	100.25	600.02	2169.81
增长率	253.87%	-71.69%	498.52%	261.62%
归属母公司净利润（百万元）	-359.36	-889.15	-437.67	870.13
增长率	-16.63%	-147.43%	50.78%	298.81%
每股收益 EPS（元）	-1.28	-3.18	-1.56	3.11
净资产收益率 ROE	-12.03%	-42.40%	-26.37%	34.40%



# 医药全行业2024年投资策略及标的

## 弹性组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			PE（倍）			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
弹性组合	600276.SH	恒瑞医药	2601	43.02	49.88	60.18	10%	16%	21%	60.47	52.15	43.23	买入
	002252.SZ	上海莱士	509	17.79	23.62	27.03	-5%	33%	14%	28.61	21.55	18.83	买入
	601607.SH	上海医药	634	37.68	54.38	60.06	-33%	44%	10%	16.82	11.66	10.56	买入
	002019.SZ	亿帆医药	147	-5.51	5.67	7.95	-388%	203%	40%	—	25.88	18.46	买入
	603087.SH	甘李药业	272	3.40	7.24	12.10	177%	113%	67%	79.94	37.54	22.46	持有
	300832.SZ	新产业	477	16.54	20.28	26.69	25%	23%	32%	28.86	23.54	17.88	买入
	600993.SH	马应龙	114	4.43	5.06	5.88	-7%	14%	16%	25.68	22.48	19.35	买入
	600129.SH	太极集团	155	8.22	11.34	16.57	135%	38%	46%	18.80	13.62	9.33	买入

# 医药全行业2024年投资策略及标的

## 稳健组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			PE（倍）			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
稳健组合	300760.SZ	迈瑞医疗	3365	115.82	139.62	167.98	21%	21%	20%	29.05	24.10	20.03	买入
	600329.SH	达仁堂	224	9.86	121.04	149.08	14%	23%	21%	22.73	1.85	1.50	-
	000999.SZ	华润三九	538	28.53	32.52	37.05	17%	14%	14%	18.87	16.55	14.53	买入
	600566.SH	济川药业	298	28.23	30.51	34.11	30%	8%	12%	10.56	9.77	8.74	买入
	300558.SZ	贝达药业	130	3.48	4.54	5.80	139%	30%	28%	37.50	28.74	22.50	持有
	000963.SZ	华东医药	485	28.39	32.75	37.52	14%	15%	15%	17.10	14.82	12.94	买入
	002262.SZ	恩华药业	225	10.37	12.50	15.04	15%	21%	20%	21.69	17.99	14.95	买入
	000661.SZ	长春高新	370	45.32	50.94	56.02	9%	12%	10%	8.16	7.26	6.60	买入

# 医药全行业2024年投资策略及标的

## 科创板组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速			PE (倍)			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
科创板组合	17.SH	首药控股-U	58	-1.86	-2.21	-2.26	—	—	—	—	—	—	买入
	16.SH	泽璟制药-U	145	-2.78	-0.01	2.89	39%	100%	25650%	—	—	50.00	-
	19.SH	普门科技	67	3.29	4.27	5.35	31%	30%	25%	20.47	15.77	12.59	买入
	10.SH	怡和嘉业	54	2.97	3.42	4.05	-22%	15%	19%	18.21	15.28	13.36	-
	13.SZ	美好医疗	117	3.13	3.92	4.89	-22%	25%	25%	37.30	29.78	23.88	-
	18.SH	赛诺医疗	36	-0.39	0.03	0.57	76%	107%	1853%	—	1226.11	62.38	买入
	12.SH	澳华内镜	59	0.57	1.28	1.83	166%	122%	43%	102.73	45.75	32.00	买入
	10.SH	山外山	39	1.95	2.46	3.50	2%	27%	42%	20.25	16.05	11.28	-

# 医药全行业2024年投资策略及标的

## 港股组合推荐公司盈利预测与评级

	代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			PE（倍）			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
港股组合	0013.HK	和黄医药	261	1.01	-1.55	0.66	128%	-254%	142%	258.95	—	396.67	买入
	1789.HK	爱康医疗	50	1.82	2.51	3.21	-11%	38%	28%	27.69	20.08	15.70	-
	9926.HK	康方生物	334	20.28	-3.56	14.11	274%	-118%	497%	16.46	—	23.66	-
	6990.HK	科伦博泰生物-B	334	-5.74	-3.39	-4.08	7%	41%	-20%	—	—	—	买入
	6991.HK	亚盛医药-B	88	-9.26	-1.22	-5.60	-5%	87%	-359%	—	—	—	-
	2096.HK	先声药业	144	7.15	9.75	12.84	-23%	36%	32%	20.17	14.79	11.23	买入
	2162.HK	康诺亚-B	88	-3.59	-8.89	-4.37	-17%	-147%	51%	—	—	—	-



**【医药团队】**

**首席分析师：杜向阳**

**执业证号：S1250520030002**

**电话：021-68416017**

**邮箱：duxy@swsc.com.cn**

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lntyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lZR@swsc.com.cn