

2024 年 08 月 04 日

看好 (维持)

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

林海霖

S1350524050002

linhailin@huayuanstock.com

板块表现:



相关研究

全球 CGM 延续快增趋势，关注国产企业出海机会 ——医药行业周报（24/7/29-24/8/2）

投资要点:

- **本周医药市场表现分析:** 本周沪深 300 小幅调整 (-0.7%)，医药板块表现较好(3.21%)，其中周三单日放量大涨 4.66%。政策层面，上海近日出台了《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》，对于创新药械提出全方位支持。标的涨幅方面，香雪制药、睿智医药、舒泰神等表现亮眼，CXO、医疗服务等底部资产表现相对较好。短期建议关注：**1) 超跌反弹:** 医药指数呈现底部企稳迹象，超跌资产和个股有望迎来阶段反弹；**2) 创新药械:** 产业趋势较为确定，我们持续看好，优质创新药个股有望取得相对收益。**3) 近期补跌的优质白马:** 部分前期表现较好的个股近期出现一定程度补跌，建议积极关注。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅:** 本周医药指数上涨 3.21%，上涨个股数量 437 家，下跌个股数量 55 家。本周，医疗服务 (7.7%)、化学原料药 (5.9%) 及化学制剂 (4.4%) 相对表现较好，医疗器械 (0.6%)、医药商业 (0.9%) 及中药 (1.6%) 相对表现较差；年初以来，化学原料药 (-9.6%)、化学制剂 (-13.1%) 和中药 (-14.1%) 相对表现较好，医疗服务 (-33.6%)、生物制品 (-29.7%) 及医药商业 (-21.8%) 相对表现较差。
- **全球 CGM 市场更新: 24H1 全球 CGM 快速增长趋势，2024 年双寡头收入有望突破 100 亿美元。** 2023 年全球 CGM 市场双寡头德康、雅培的 CGM 业务全球合计实现收入近 90 亿美元,同比增长 25% 左右，相比 2022 年有所加速，主要系 2022 年日本扩大 CGM 报销范围之后，2023 年美国、法国相继将 CGM 保险覆盖人群扩展至 2 型使用基础剂量胰岛素的糖尿病患者。24H1 德康及雅培 CGM 业务合计实现收入 50.3 亿美元，同比增长近 20%，延续了 2023 年的快速增长趋势。在美国、法国、日本扩大 CGM 医保覆盖人群的情况下，我们预计 2024 年德康和雅培 CGM 销售规模仍然能保持较快增长，合计销售规模有望突破 100 亿美元。目前，国内已有三诺生物、鱼跃医疗、硅基仿生、微泰医疗等企业陆续推出国产 CGM，其中，以三诺生物为代表的产品正在陆续进入欧洲市场，三诺生物正在美国开展临床，即将掘金全球百亿级美元市场。
- **投资观点及建议关注标的:** 年初以来医药指数下跌超 20%，估值处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置，近期医药指数已呈现底部企稳迹象。展望下半年，我们判断医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：**1) 创新药械:** 建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等；**2) 出海:** 建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等；**3) 老龄化及院外消费:** 建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等；**4) 高壁垒行业:** 建议关注麻药 (人福医药、恩华药业、国药股份等)、血制品 (派林生物、天坛生物、博雅生物等)；**5) 国产替代:** 建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。**6) 小而美标的:** 建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。
- **本周投资组合:** 三诺生物、百洋医药、派林生物、九典制药、鱼跃医疗。
- **本月投资组合:** 昆药集团、和黄医药、三诺生物、派林生物、美好医疗。
- **风险提示:** 行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

目录

1. 全球 CGM 市场：24H1 双寡头延续 2023 年快速增长趋势 4
2. 行业观点：医药指数呈底部企稳迹象，下半年结构性行情值得期待 5

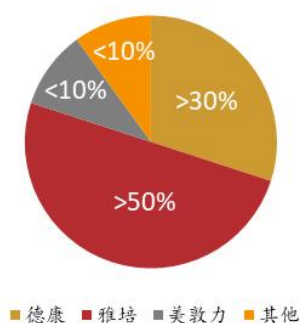
图表目录

图 1：全球 CGM 竞争格局	4
图 2：德康和雅培 CGM 销售规模及增速	4
图 3：德康医疗分季度收入情况	4
图 4：雅培 CGM 业务分季度收入情况	4
图 5：德康及雅培 CGM 业务合计收入及增速	5
图 6：年初至今医药指数表现	7
图 7：申万各板块年初至今涨跌幅情况	7
图 8：申万医药各细分板块年初至今表现	8
图 9：年初至今医药子板块涨跌幅情况	8
图 10：本周医药子板块表现情况	8
图 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）	9
图 12：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）	9
图 13：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）	10
图 14：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）	10
表 1：本周申万医药行业涨幅 Top10	6
表 2：本周申万医药行业跌幅 Top10	6

1. 全球 CGM 市场：24H1 双寡头延续 2023 年快速增长趋势

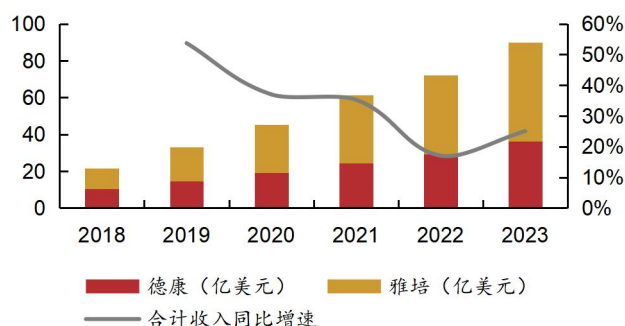
全球 CGM 格局集中，2023 年增长提速。全球 CGM 市场的主要参与者包括德康、雅培及美敦力，合计市占率超 90%，其中德康和雅培处于绝对双寡头地位，市场竞争格局十分集中。根据德康雅培的 CGM 收入情况来看，近年市场保持较快增长，2023 年德康雅培 CGM 业务全球合计实现收入 90 亿美元，同比增长 25%，相比 2022 年有所加速。主要是由于继 2022 年日本扩大 CGM 报销范围之后，2023 年美国、法国相继将 CGM 保险覆盖人群扩展至 2 型使用基础剂量胰岛素的糖尿病患者。

图 1：全球 CGM 竞争格局



资料来源：灼识报告，华源证券研究
注：统计时间截止 2021 年 9 月 28 日

图 2：德康和雅培 CGM 销售规模及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

2024 年全球 CGM 龙头经营情况更新：

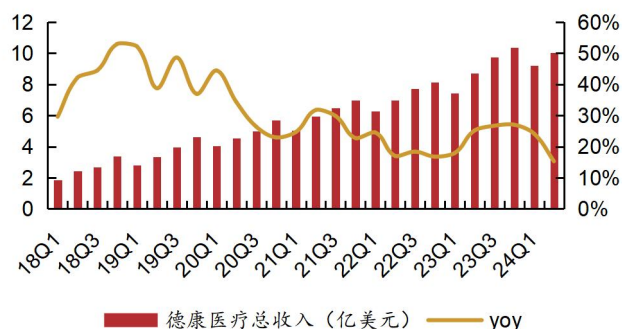
德康医疗：24H1 实现收入 19.3 亿美元，同比增长 19.3%，单 Q2 实现收入 10 亿美元，同比增长 15.3%。

雅培：24H1 CGM 业务实现约 31 亿美元收入，同比增长 20.3%，增长趋势良好；24Q2 单季度 CGM 业务实现收入约 16 亿美元，同比增长 18.4%，单季度收入持续创新高。

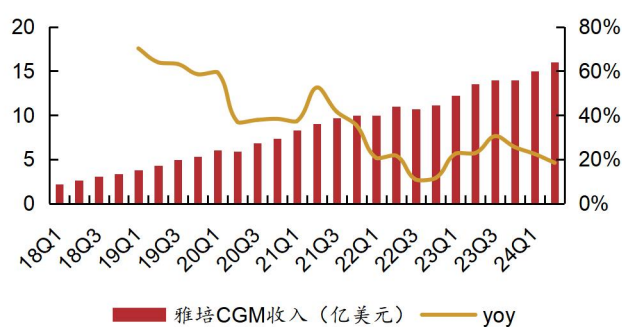
24H1 全球 CGM 龙头企业德康及雅培相关业务合计实现收入 50.3 亿美元，同比增长 20%，延续了 2023 年的高速增长趋势。在美国、法国、日本扩大 CGM 医保覆盖人群的情况下，我们预计 2024 年全年全球 CGM 市场仍然能保持较快增长。

图 3：德康医疗分季度收入情况

图 4：雅培 CGM 业务分季度收入情况

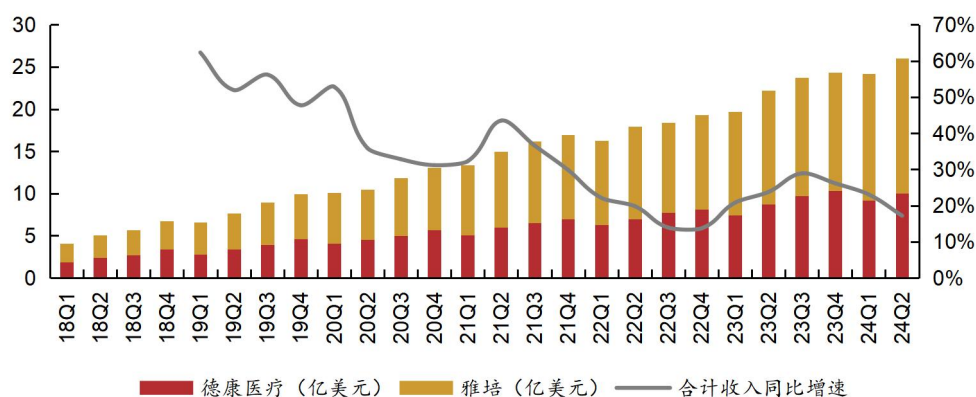


资料来源：公司公告，华源证券研究



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 5：德康及雅培 CGM 业务合计收入及增速



资料来源：各公司公告，华源证券研究

目前，国内已有三诺生物、鱼跃医疗、硅基仿生、微泰医疗等企业陆续推出国产 CGM，其中，以三诺生物为代表的产品正在陆续进入欧洲市场，三诺生物正在美国开展临床，即将掘金全球百亿级美元市场。

2. 行业观点：医药指数呈底部企稳迹象，下半年结构性行情值得期待

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为 3.21%、0.22%和-20.79%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 3.94%、0.79%和-19.43%；

个股情况：本周上涨个股数量 437 家，下跌个股数量 55 家，涨幅居前为香雪制药（+73.25%）、河化股份（+47.62%）、*ST 吉药（+39.46%）、睿智医药（+29.38%）和舒泰神（+29.12%），跌幅居前为一品红（-14.83%）、老百姓（-11.25%）、博瑞医药-U（-10.76%）、贵州三力（-8.18%）和太极集团（-6.55%）。

本周涨跌幅排名分析：本周主线表现较为分散，整体分化较大。

表 1：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	300147.SZ	香雪制药	37.7	73.25%	40.39%	10.68%
2	000953.SZ	河化股份	14.8	47.62%	21.02%	-26.33%
3	300108.SZ	*ST 吉药	13.7	39.46%	20.59%	-36.92%
4	300149.SZ	睿智医药	25.1	29.38%	21.55%	-34.38%
5	300204.SZ	舒泰神	35.2	29.12%	23.08%	-27.56%
6	000908.SZ	*ST 景峰	19.5	29.12%	10.45%	-31.48%
7	301075.SZ	多瑞医药	15.7	29.12%	22.88%	-25.80%
8	002742.SZ	ST 三圣	11.7	29.12%	10.16%	-19.82%
9	600721.SH	百花医药	27.4	29.12%	5.14%	-7.49%
10	000518.SZ	四环生物	24.1	29.12%	20.62%	-29.52%
11	801150.SI	医药生物(申万)		3.21%	0.22%	-20.79%
12	000300.SH	沪深 300		-0.73%	-0.57%	-1.36%

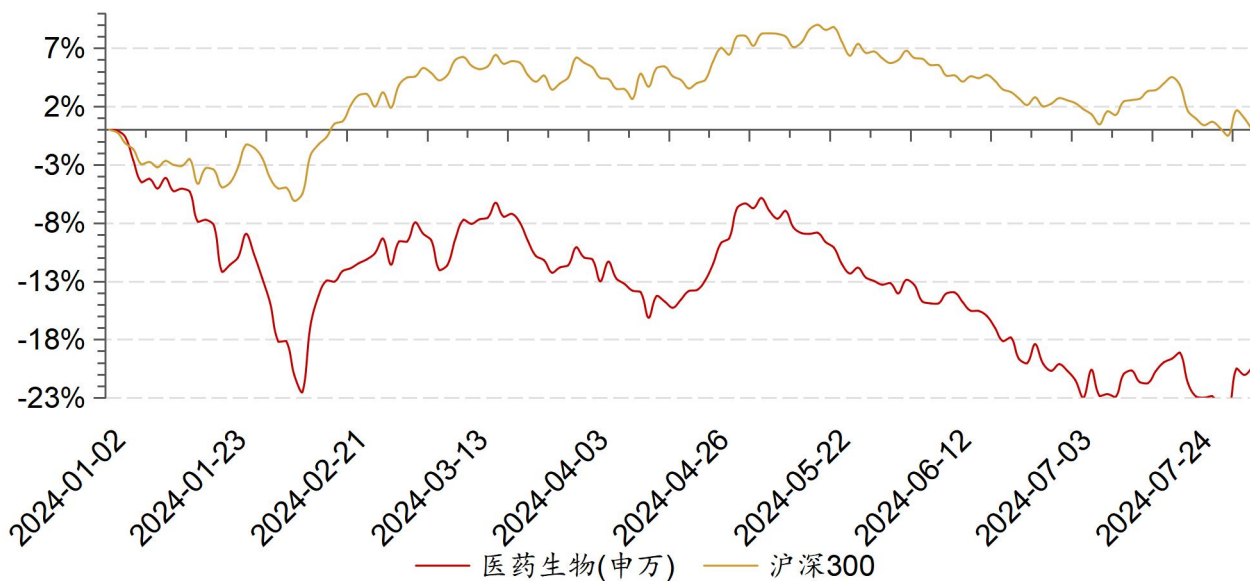
资料来源：Wind，华源证券研究

表 2：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	300723.SZ	一品红	72.5	-14.83%	0.31%	-45.96%
2	603883.SH	老百姓	103.2	-11.25%	-2.30%	-39.47%
3	688166.SH	博瑞医药	111.1	-10.76%	-2.84%	-24.65%
4	603439.SH	贵州三力	47.9	-8.18%	-0.76%	-37.22%
5	600129.SH	太极集团	135.0	-6.55%	-4.38%	-47.39%
6	600557.SH	康缘药业	82.7	-6.20%	-1.86%	-29.21%
7	002223.SZ	鱼跃医疗	353.9	-6.14%	-5.11%	4.18%
8	600422.SH	昆药集团	112.7	-5.70%	0.20%	-27.62%
9	000915.SZ	华特达因	63.1	-4.57%	-6.47%	-1.50%
10	000078.SZ	海王生物	67.4	-3.92%	-0.41%	-21.97%
11	801150.SI	医药生物(申万)		3.21%	0.22%	0.00%
12	000300.SH	沪深 300		-0.73%	-0.57%	0.00%

资料来源：Wind，华源证券研究

图 6：年初至今医药指数表现



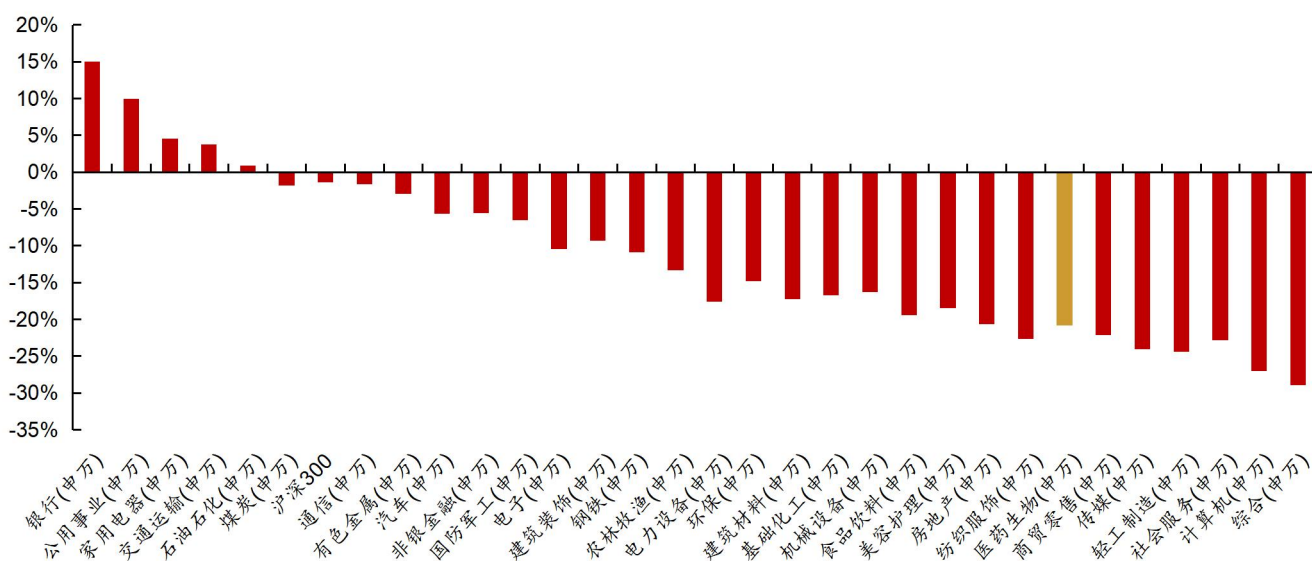
资料来源：Wind，华源证券研究

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务（7.7%）、化学原料药（5.9%）及化学制剂（4.4%）相对表现较好，医疗器械（0.6%）、医药商业（0.9%）及中药（1.6%）相对表现较差；

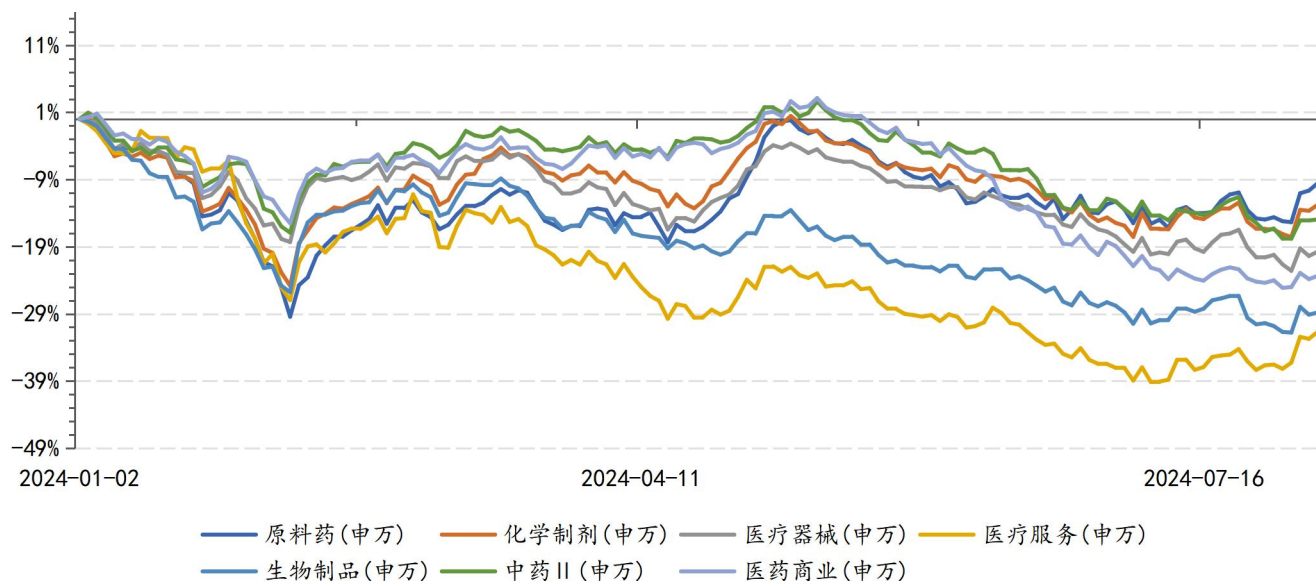
年初以来，化学原料药（-9.6%）、化学制剂（-13.1%）和中药（-14.1%）相对表现较好，医疗服务（-33.6%）、生物制品（-29.7%）及医药商业（-21.8%）相对表现较差。

图 7：申万各板块年初至今涨跌幅情况



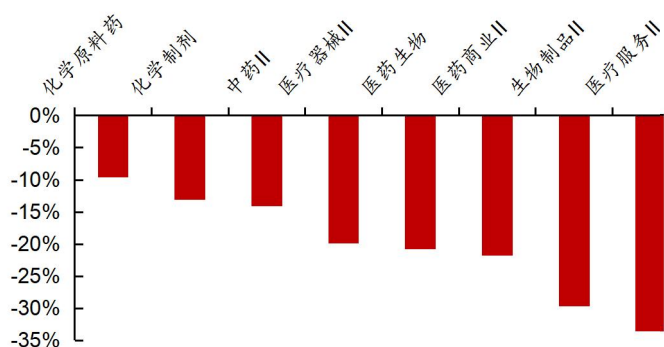
资料来源：Wind，华源证券研究

图 8：申万医药各细分板块年初至今表现



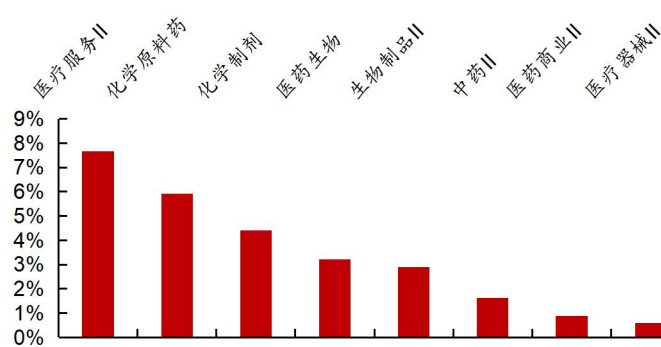
资料来源：Wind，华源证券研究

图 9：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究

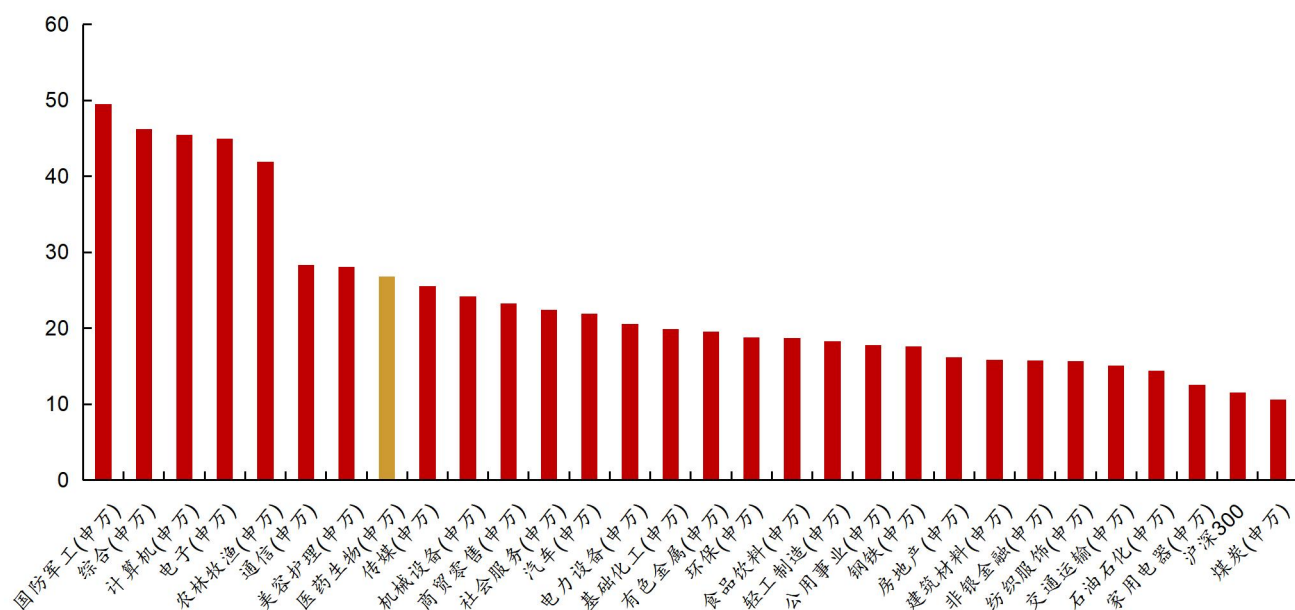
图 10：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究

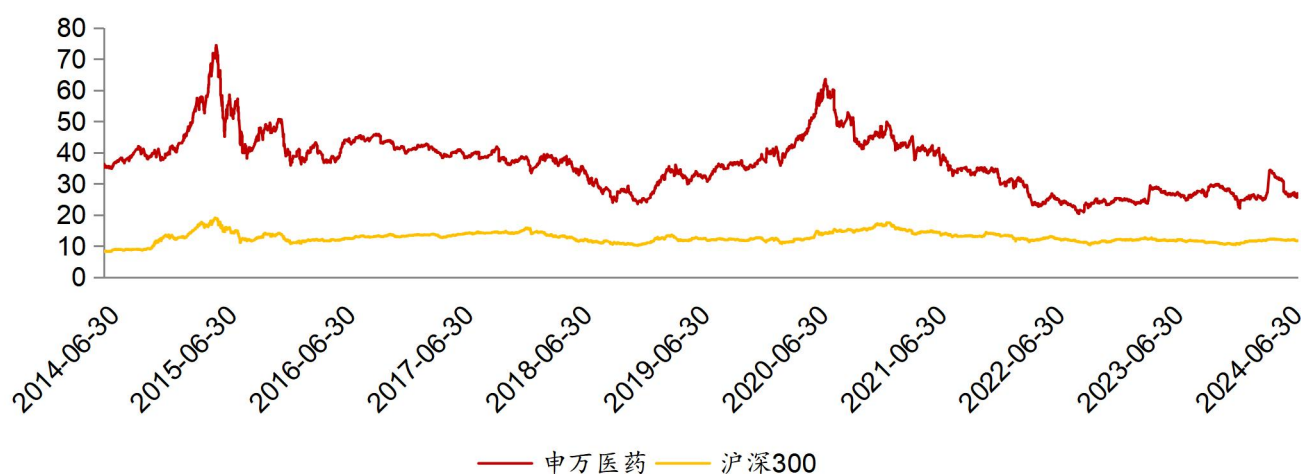
板块估值：截至 2024 年 8 月 2 日，申万医药板块整体 PE 估值为 26.82X，在申万一级分类中排第 8，从 PE 绝对值来看，目前医药估值到了历史相对底部位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、化学原料药和医疗器械等板块估值相对较高，医疗服务和医药商业估值相对较低。

图 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）



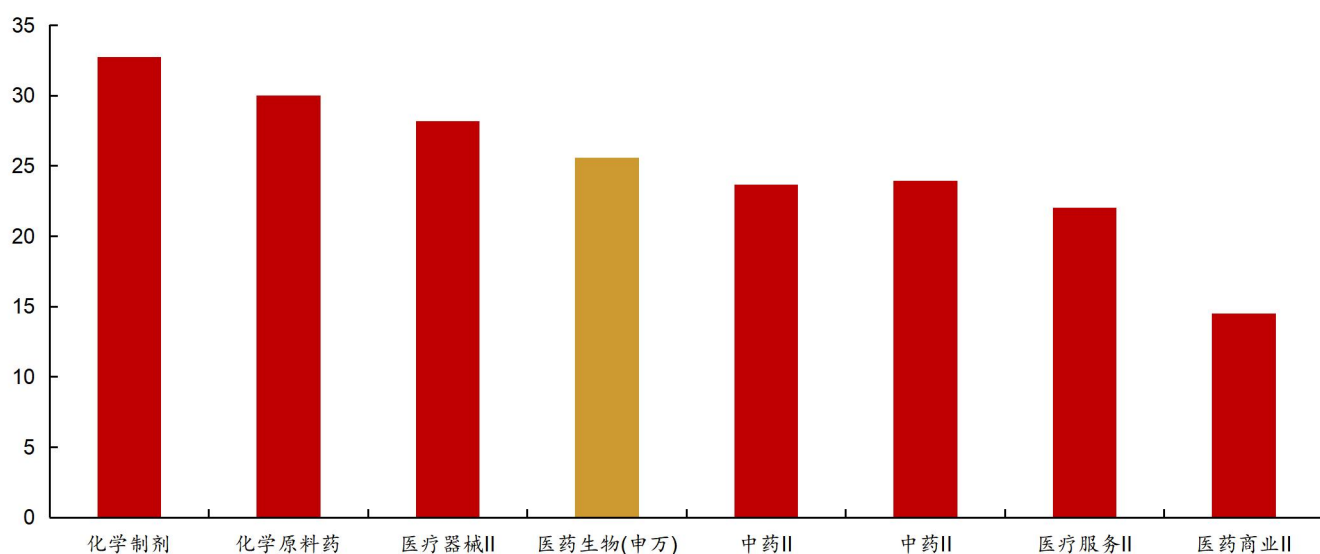
资料来源：Wind，华源证券研究

图 12：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）



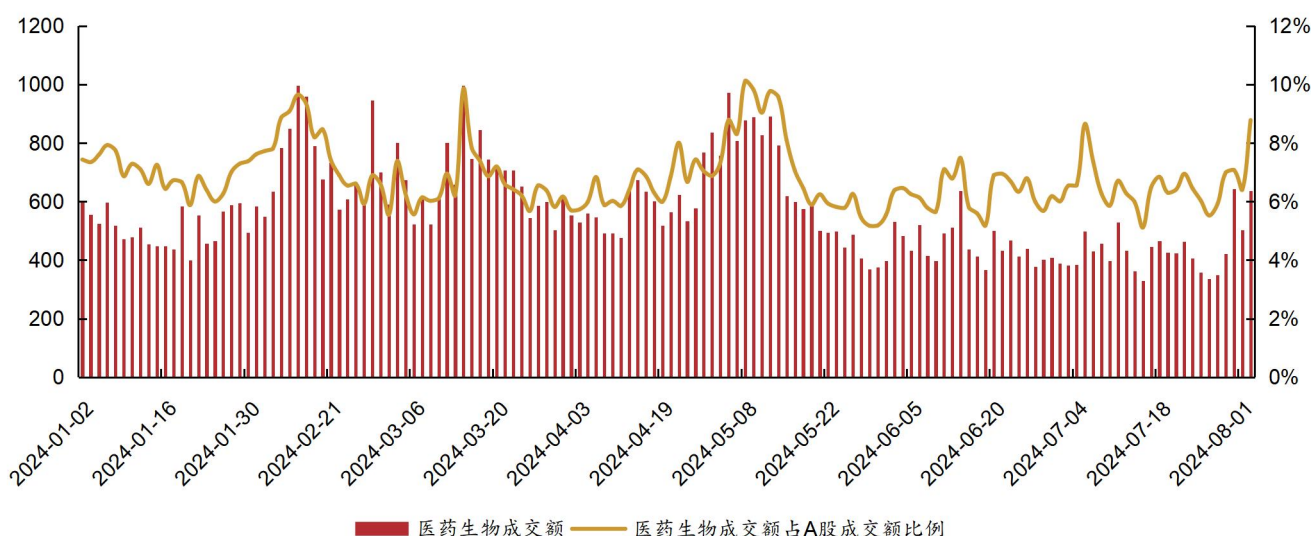
资料来源：Wind，华源证券研究

图 13：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2024 年 8 月 2 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 14：年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）



资料来源：Wind，华源证券研究

投资观点：医药指数在连续跌了 3 年后，2024 年以来又再次下跌超 20%，主要系医药政策再次出现超预期利空，医药行业整顿持续进行，药品“四同”政策加速推进，院内 DRG/DIP 进一步推广。但是，医药行业亦不乏一些正面利好政策，如国务院层面明确对创新药全产业链鼓励，当前位置，我们认为医药指数已经较为充分的消化了今年的医药政策，医药估值处于历史低位，基金持仓预计亦处于历史相对较低位置，近期医药呈现底部企稳迹象，我们对医药后市表现持相对乐观态度。展望下半年，我们判断医药基本面有望逐步企稳回升，业绩有望逐季度边际好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。当前位置适合战略性布局，建议关注以下方向：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、康诺亚、泽璟制药、信立泰、海思科、赛诺医疗等。

2) 出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、三诺生物、美好医疗、福瑞股份、新产业、万孚生物、健友股份、科兴制药等。

3) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长。院外消费受政策影响相对较小，建议关注鱼跃医疗、九典制药、可孚医疗、昆药集团、华润三九、太极集团、羚锐制药等。

4) 高壁垒行业：麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（人福医药、恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

5) 国产替代：国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

6) 小而美标的：由于近期医药市场相对悲观，部分高增长的公司估值短期受到一定压制，但随着业绩的持续兑现以及医药情绪的好转，我们预计这类政策的估值有望得到修复，建议关注百洋医药、普门科技、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合：三诺生物、百洋医药、派林生物、九典制药、鱼跃医疗。

本月投资组合：昆药集团、和黄医药、三诺生物、派林生物、美好医疗。

风险提示：

行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数