

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

原料药上下游供需关系持续改善， 专利悬崖+制剂一体化有望贡献长期增量

生物医药行业 强于大市（维持）

平安证券研究所 生物医药团队

分析师：叶寅 投资咨询资格编号:S1060514100001 邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

倪亦道 投资咨询资格编号:S1060518070001 邮箱：NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

韩盟盟 投资咨询资格编号:S1060519060002 邮箱：HANMENG MENG005@PINGAN.COM.CN

裴晓鹏 投资咨询资格编号:S1060523090002 邮箱：PEIXIAOPENG719@PINGAN.COM.CN

何敏秀 投资咨询资格编号:S1060524030001 邮箱：HEMINXIU894@PINGAN.COM.CN

研究助理：张若映 一般证券从业资格编号:S1060122080061 邮箱：ZHANGRUOYI135@PINGAN.COM.CN

臧文清 一般证券从业资格编号:S1060123050058 邮箱：ZANGWENQING222@PINGAN.COM.CN

2024年08月04日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

周观点

行业观点

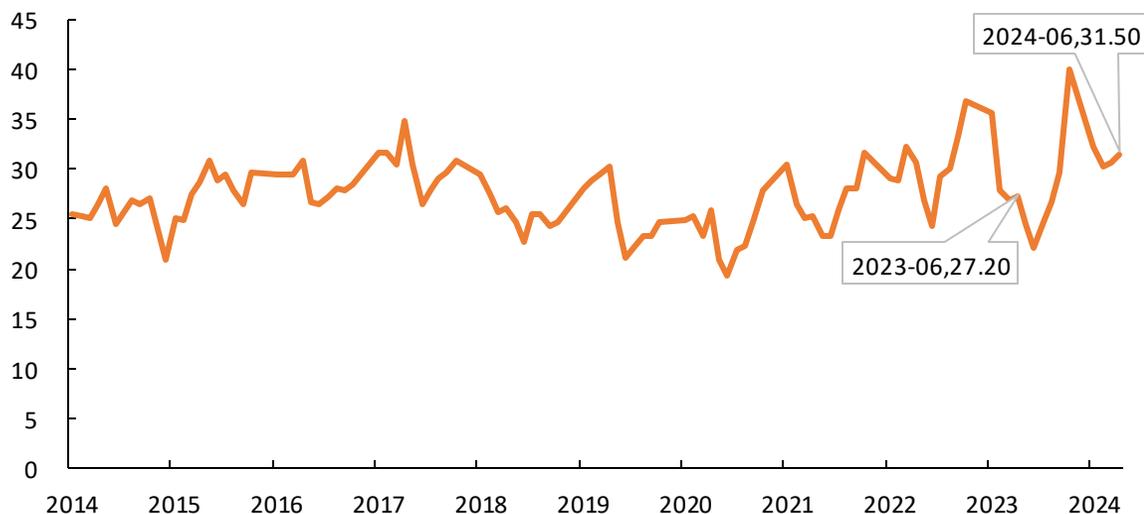
原料药上下游供需关系持续改善，专利悬崖+制剂一体化有望贡献长期增量

短期：我国原料药产量同比持续走高，价格边际好转趋势初现。

量：伴随过去两三年全球原料药去库存，印度新增产能等因素导致原料药板块2023年业绩承压，伴随下游制剂厂家去库周期基本结束，原研药专利悬崖密集到来，以及我国在中间体和原料药行业的成本和产业链等优势，原料药板块有望迎来发展窗口期。根据国家统计局的数据，2023年12月，我国化学药品原药产量高达40.10万吨，同比增加3.2万吨，并创2014年以来历史新高，体现下游制剂厂商对原料药的旺盛需求，2024年6月，我国化学药品原药产量为31.50万吨，同比增加4.3万吨，原料药产量同比增长趋势持续。

价：根据国家统计局数据，2023年1-6月我国化学药品原料药制造PPI当月数值同比从99.6快速下滑至94.4，而2024年1-6月从94.7增长至95.9，我国原料药价格边际好转趋势初现，虽然整体价格水平仍低于2014年以来历史平均，但伴随下游采购需求的逐步增加，原料药价格进一步修复空间有望打开。

2014.3-2024.6我国化学药品原药产量(万吨)



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

2014.1-2024.6我国化学药品原料药制造PPI当月同比变化情况（上年同月=100）

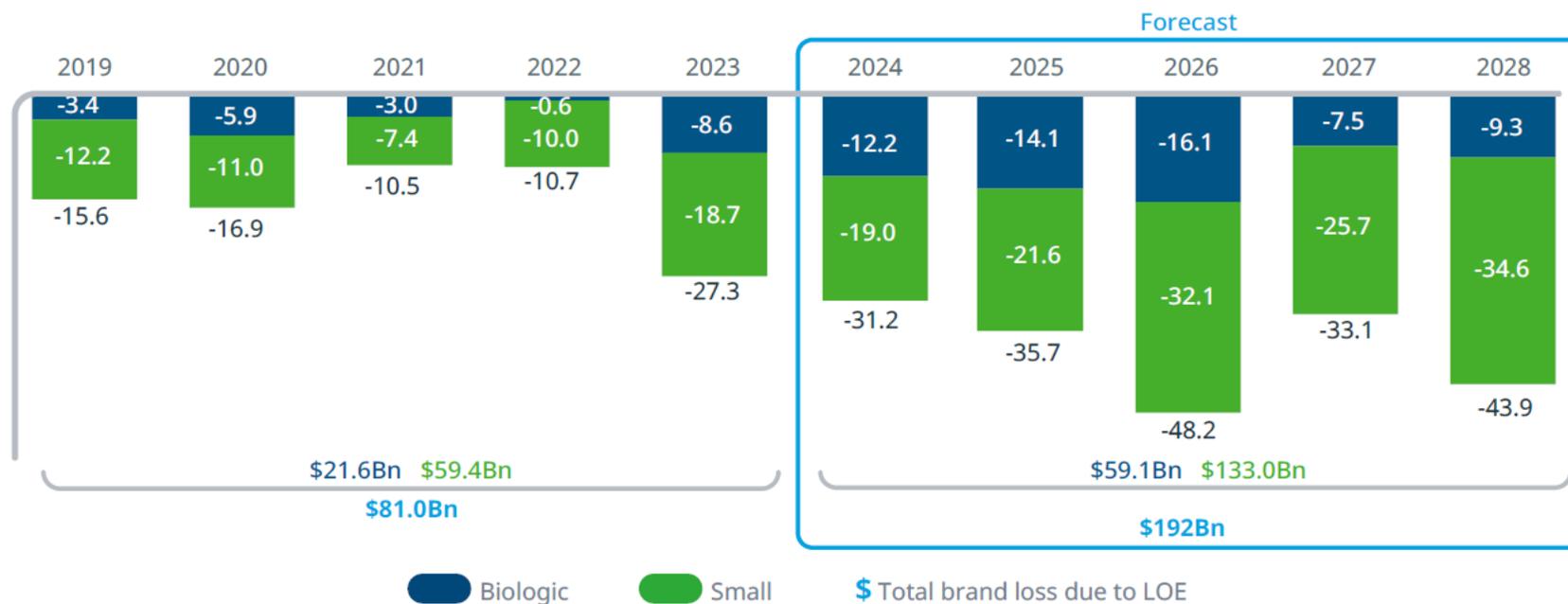


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

周观点

中长期：原研专利悬崖密集到来，新品特色原料药空间广阔。根据IQVIA数据，2024-2028年，全球面临专利悬崖而损失的药品销售额约1920亿美元，相比2019-2023年的810亿美元，损失大幅增加。其中小分子药物损失约为1330亿美元，平均每年约266亿美元，为仿制药企业带来替代机会。从全球范围来看，支付能力普遍受制约，价格更低的仿制药替代原研是大势所趋。仿制药制剂占比提升，带动仿制药特色原料药用量提升。同时，药品价格下降对提升相关品种的市场渗透率作用明显，进一步带动原料药需求量提升。

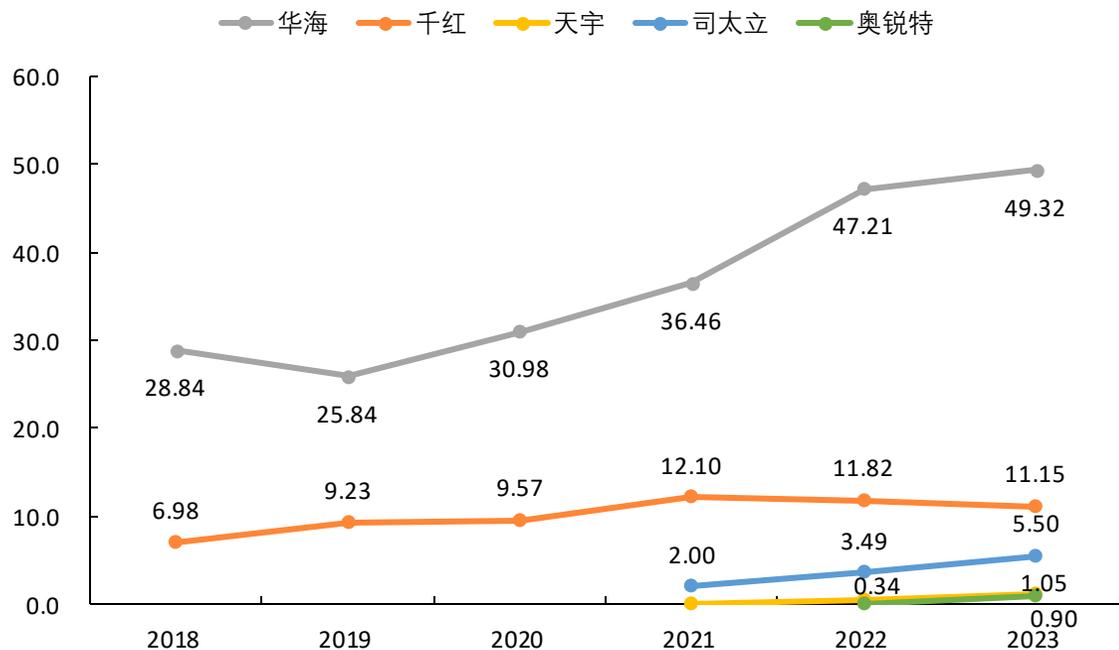
2024E-2028E全球面临专利悬崖风险的药品销售额（十亿美元）



周观点

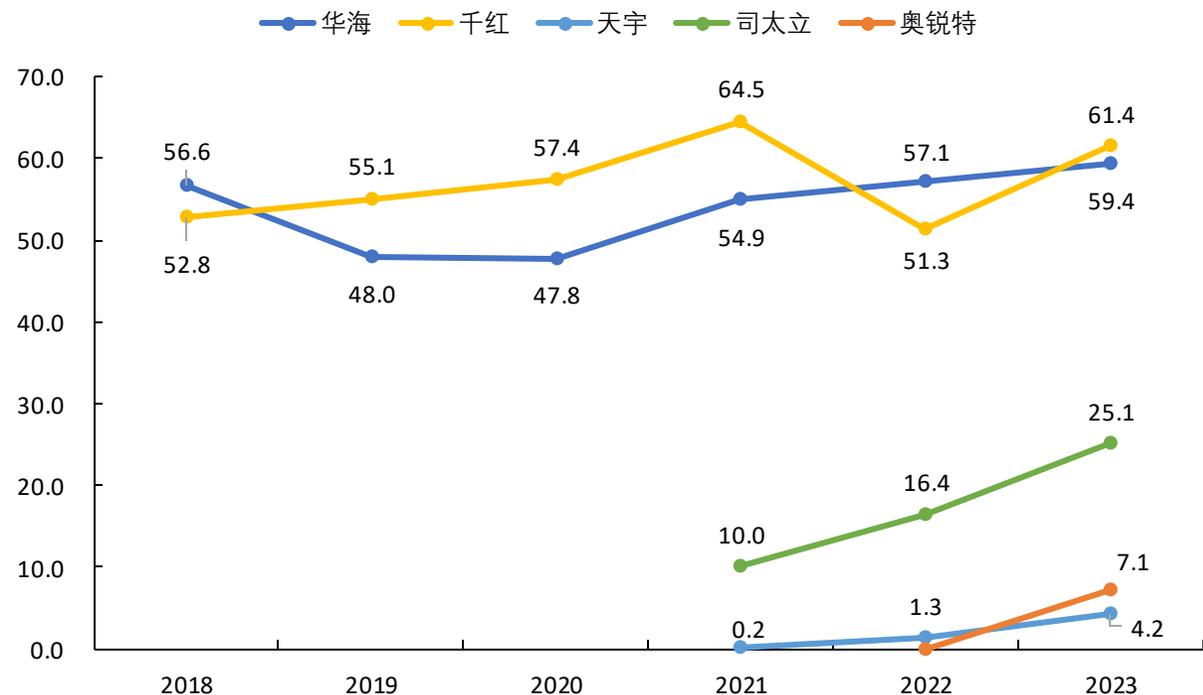
中长期：原料药+制剂一体化具备优势，打造企业第二增长曲线。具备原料药制剂一体化实力的企业，制剂产品毛利率具备优势，同时基于优势原料药开拓相关制剂市场，打造公司第二增长曲线。2018-2023年，华海药业、千红制药、司太立、天宇股份、奥锐特等代表性企业，其制剂业务营收及占比均逐年增加，2023年制剂营收分别为49.32、11.15、5.50、1.05、0.90亿元，制剂业务占比分别为59.4%、61.4%、25.1%、4.2%、7.1%，其中司太立和奥锐特近两三年来占比提升最为显著，原料药制剂一体化潜力强劲。

2018-2023年部分核心企业制剂业务营收（亿元）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

2018-2023年部分核心企业制剂业务营收占比（%）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所



周观点



投资策略

站在当前时点，我们认为行业机会主要来自三个维度，即“内看复苏，外看出海，远看创新”。

“内看复苏”是从时间维度上来说的，国内市场主要的看点是院内市场复苏，因为去年的基数是前高后低，再加上医疗反腐的常态化边际影响弱化，所以国内的院内市场是复苏状态，从业绩角度看，行业整体下半年增速提升。

“外看出海”是从地理空间维度上来说的。海外市场相比国内具有更大的行业空间，而在欧美日等发达国家，当地市场往往还伴随着更高的价格体系、更优的竞争格局等优点。越来越多国内优质医药企业在内外部因素的驱使下加强海外市场布局，其海外开拓能力将变得更加重要。

“远看创新”是从产业空间维度上来说的。全球医药创新迎来新的大适应症时代，最近1-2年，在传统的肿瘤与自免等大病种之外，医药产业相继在减重、阿尔兹海默症、核医学等领域取得关键突破，行业蛋糕有望随之快速做大。国内医药创新支持政策陆续出台，叠加美债利率下行预期，创新产业链有望迎来估值修复。

建议围绕“复苏”、“出海”、“创新”三条主线进行布局。

- **“复苏”主线：**重点围绕景气度边际转暖的赛道的优质公司进行布局，建议关注司太立、昆药集团、华润三九、迈瑞医疗、开立医疗、微电生理、澳华内镜、爱康医疗、惠泰医疗、固生堂等。
- **“出海”主线：**掘金海外市场大有可为，建议关注新产业、科兴制药、奥浦迈、药康生物、百奥赛图、健友股份、苑东生物等。
- **“创新”主线：**围绕创新，布局“空间大”“格局好”的品类，如阿尔兹海默、核医学、自身免疫病、高端透皮贴剂等细分领域投资机会，建议关注东诚药业、九典制药、一品红、康辰药业、中国生物制药、和黄医药、云顶新耀、千红制药、凯因科技、昭衍新药、泰格医药等。

重点关注公司



➤ **九典制药**：1) 国内经皮给药龙头，新型外用贴剂布局丰富，格局好，市场大。酮洛芬凝胶贴膏进入医保目录快速放量。2) 积极布局OTC和线上渠道，进一步提前单品天花板和盈利能力。3) 业绩未来3年有望保持CAGR在30%以上。

➤ **苑东生物**：1) 精麻产品集采+大单品贡献公司短期业绩增量；2) 麻醉镇痛创新管线持续催化公司中期业绩。公司氨酚羟考酮和吗啡纳曲酮缓释片有望于2024年申报上市；3) 精麻赛道制剂出口助力公司中长期发展。公司阿片解毒剂纳美芬注射液已于2023年获FDA批准上市，迈出制剂出海关键一步。

➤ **方盛制药**：公司是国内中药创新药龙头之一，管线持续丰富，新品放量带动业绩保持较快增长。同时，有望充分受益于基药目录调整。23年下半年受反腐影响业绩基数较低，24Q3开始业绩增速有望上一个台阶。

➤ **健友股份**：制剂出口龙头，海外制剂保持高速放量，国内制剂集采落地。肝素原料药业务减值计提充分，有望触底反弹。

➤ **奥锐特**：1) 制剂板块：地屈孕酮核心大单品持续贡献增量，地屈孕酮复方制剂有望接续增长；2) 原料药板块：甾体原料药稳健，口服司美格鲁肽开始放量。

重点关注公司



► **海泰新光**：公司是硬式内窥镜行业龙头厂商，光学积淀深厚，从零部件领域全面进军整机系统。零部件业务中海外大客户库存周期已到底部，新品推广顺利，发货节奏进入上升期；自有品牌2023年三条业务线全面完成注册，国药新光、中国史赛克、自有渠道有望在2024年迎来快速发展元年，带来新的增长动力；此外以深厚的光学技术为切入点，布局和拓展光学业务产品线，随着需求恢复公司有望持续受益。

► **微电生理**：心脏电生理领域国产龙头公司，国产首家全面布局射频、冷冻、脉冲三种消融方式的公司，并在三维手术量上优势显著，累计超过4万台，积累了大量临床反馈，为后续高端产品放量奠定基础。电生理行业国产化率不足20%、国产替代空间广阔，公司率先获批高密度标测导管、压力感知射频导管、冷冻消融导管等高端产品，填补国产空白，有望全面进军房颤等核心市场，引领国产替代。公司2024年一季度以来手术量趋势良好，集采影响逐步减弱、高端产品开始放量，公司迎来发展拐点。微创集团负面因素对其影响有限；电生理行业高增长优势继续兑现；估值有空间（远期折现&比对迈瑞收购惠泰的定价）。

► **迈瑞医疗**：医疗器械龙头，生命信息与支持、体外诊断与超声三大板块共同支持公司发展。随医疗设备以旧换新政策推进，临床设备购买需求有望在下半年逐步释放。叠加医疗反腐常态化，公司业绩有望逐季提升。

► **泰格医药**：订单价格与业绩估计见底+创新药政策持续兑现预期。

► **固生堂**：中医连锁的头部品牌，公司线下诊所通过标准化管理带来高质量扩张，线上问诊与患者管理结合，提升患者服务体验，打破医生的地域限制。强大的获医能力与充足的医师资源构建公司的核心护城河，保障公司扩张并引流患者。公司不断获医，未来成长确定性高。



周观点

行业要闻荟萃

1) 卫材阿尔兹海默病新药仑卡奈单抗2024上半年收入约6000万美元；2) 上海市出台《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》；3) 全球首款TCR-T细胞疗法获批上市；4) 礼来tirzepatide 3期试验结果积极，有望治疗心衰。

行情回顾

上周医药板块上涨3.21%，同期沪深300指数下跌0.73%，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第4位。上周H股港股医药板块上涨0.56%，同期恒生综指下跌0.35%，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第1位。

风险提示

1) **政策风险**：医保控费、药品降价等政策对行业负面影响较大；2) **研发风险**：医药研发投入大、难度高，存在研发失败或进度慢的可能；3) **公司风险**：公司经营情况不达预期。

关注标的

股票名称	股票代码	股票价格	EPS					P/E				评级
			2024-8-2	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
固生堂	2273.HK	31.33	1.03	1.45	1.95	2.60	30.4	21.6	16.1	12.1	强烈推荐	
苑东生物	688513.SH	32.01	1.89	2.41	3.03	3.80	16.9	13.3	10.6	8.4	推荐	
健友股份	603707.SH	12.45	-0.12	0.54	0.71	0.93	-103.8	23.1	17.5	13.4	推荐	
泰格医药	300347.SZ	54.88	2.34	2.60	3.20	4.02	23.5	21.1	17.2	13.7	推荐	
微电生理	688351.SH	22.03	0.01	0.06	0.18	0.32	1820.7	367.2	122.4	68.8	推荐	
迈瑞医疗	300760.SZ	260.35	9.56	11.57	13.93	16.77	27.2	22.5	18.7	15.5	推荐	
九典制药	300705.SZ	23.81	1.07	1.46	1.96	2.57	22.3	16.3	12.1	9.3	推荐	
海泰新光*	688677.SH	32.24	1.20	1.74	2.28	2.89	26.9	18.5	14.2	11.2	暂未评级	
方盛制药*	603998.SH	10.90	0.42	0.56	0.67	0.83	26.0	19.6	16.2	13.1	暂未评级	
奥锐特*	605116.SH	24.70	0.71	0.97	1.27	1.63	34.8	25.5	19.4	15.2	暂未评级	

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：*为暂未评级的公司，盈利预测采用wind一致预期

行业要闻荟萃

1. 卫材阿尔兹海默病新药仑卡奈单抗2024上半年收入约6000万美元

8月2日，卫材公布了2024财年Q1（4-6月）财报，总收入1890亿日元（按1USD=152.91JPY汇率计算，约12.36亿美元），同比下降4%，其中中国业绩为302亿日元（约1.97亿美元）。

点评：卫材用于治疗阿尔茨海默病的Aβ靶向治疗药物仑卡奈单抗在过去三个月内实现增长，销售额为63亿日元（约0.41亿美元），其中美国市场收入43亿日元（约0.28亿美元），占比最大。仑卡奈单抗在2024上半年共计收入91亿日元（约0.60亿美元）。卫材预测仑卡奈单抗在2024财年的全球收入将达到565亿日元（约3.7亿美元）。仑卡奈单抗自2023年起已陆续在美国、日本和我国获批，卫材预计中国可能成为仅次于美国的第二大市场。

7月31日，仑卡奈单抗的最新III期ClarityAD研究结果在阿尔茨海默病协会国际会议（AAIC）上公布：对比安慰剂，仑卡奈单抗治疗3年的患者临床痴呆评定量表（CDR-SB）评分减少了0.95，显示出对早期AD患者的持续临床获益。在无tau蛋白或低tau蛋白水平的早期AD患者中，经三年仑卡奈单抗治疗，51%（21/41）患者的CDR-SB评分显示出较基线水平的改善。

2. 上海市出台《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》

7月30日，上海市人民政府办公厅出台关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见。本意见自2024年8月1日起实施，有效期至2029年7月31日。2024年6月1日至7月31日期间，相关涉及资金支持的政策措施参照本意见执行。

点评：该意见大力提升创新策源能力，包括1) 持续加大创新药研发支持力度。对由我市注册申请人开展国内I期、II期、III期临床试验并实现产出的1类新药，按照规定对不同阶段择优给予不超过研发投入的40%，最高分别1000万元、2000万元、3000万元支持；对其中仅需完成早期临床试验、确证性临床试验的细胞与基因治疗1类新药，按照规定择优给予最高分别1500万元、3000万元支持。每个单位每年累计支持金额最高1亿元。2) 持续加大创新医疗器械开发支持力度。对进入国家和我市创新医疗器械特别审查程序的产品，按照规定给予最高300万元支持；以上产品首次取得注册证并落地生产的，按照规定再给予不超过研发投入的40%，最高800万元支持。每个单位每年累计支持金额最高3000万元。

行业要闻荟萃

3.全球首款TCR-T细胞疗法获批上市

8月1日，Adaptimmune Therapeutics宣布其TCR-T治疗药物Tecelra获FDA批准上市，用于二线治疗既往接受过化疗治疗的不可切除或转移性滑膜肉瘤成人患者，这些患者的肿瘤表达黑色素瘤协同抗原4（MAGEA4），Tecelra是全球首款获批上市的实体瘤T细胞疗法药物，也是全球首款获批上市的TCR-T细胞疗法。

点评：滑膜肉瘤约占所有软组织肉瘤的5%-10%。转移性滑膜肉瘤患者的5年生存率约为20%。此次批准主要是基于II期SPEARHEAD-1研究数据。该研究是一项单臂开放标签临床试验，纳入了52例接受过中位三线治疗的滑膜肉瘤患者（n=44）和黏液样/圆细胞型脂肪肉瘤患者（n=8）。结果显示，中位随访32.6个月时，滑膜肉瘤患者的ORR达到了39%（17/44），中位缓解持续时间（DOR）为11.6个月，中位总生存期（OS）尚未达到，中位无进展生存期（PFS）为3.8个月。

4.礼来tirzepatide3期试验结果积极，有望治疗心衰

8月2日，礼来公布SUMMIT临床3期试验的积极顶线结果。试验达成主要终点，与安慰剂相比，其重磅药物tirzepatide可将肥胖射血分数保留型心力衰竭（HFpEF）患者发生心衰相关事件的风险降低了38%。

点评：Tirzepatide是一款葡萄糖依赖性促胰岛素多肽（GIP）和胰高血糖素样肽-1（GLP-1）受体双重激动剂，可同时激活GLP-1受体和GIP受体介导的信号通路。

与安慰剂相比，Tirzepatide在两个主要终点方面均表现出统计学上显著的改善，即降低发生心力衰竭事件风险（包含心力衰竭紧急就诊或住院、强化口服利尿剂治疗或心血管死亡）降低了38%（HR=0.62），以及通过堪萨斯城心肌病问卷（KCCQ）临床总结评分（CSS）衡量，显示患者的心力衰竭症状和身体限制获得改善。



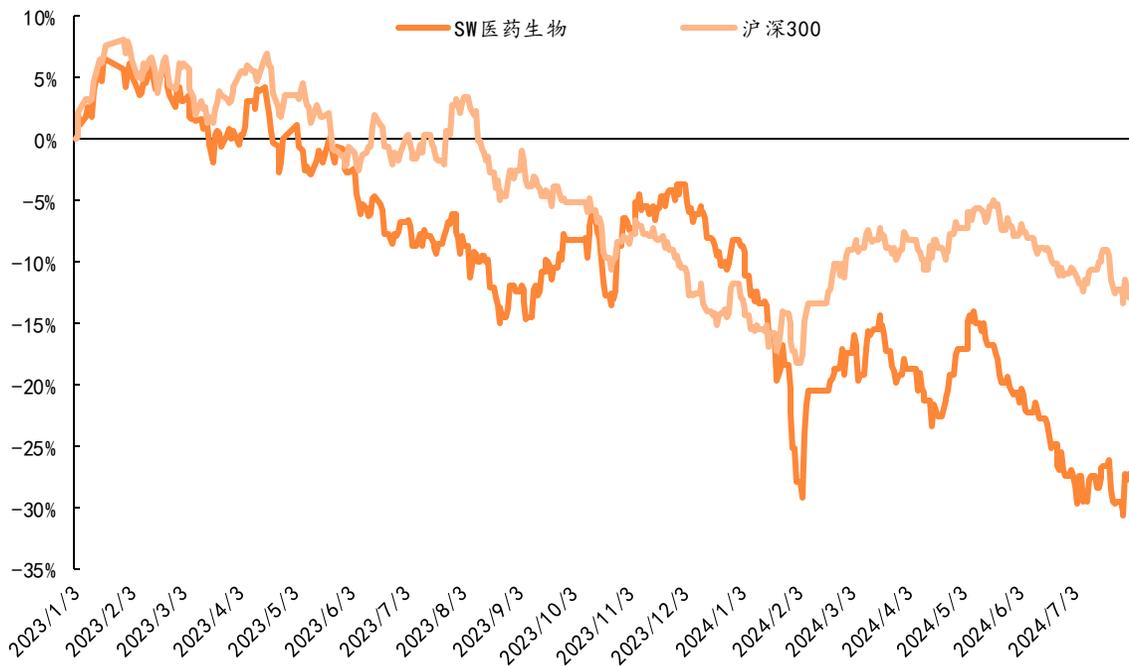
涨跌幅数据

本周回顾

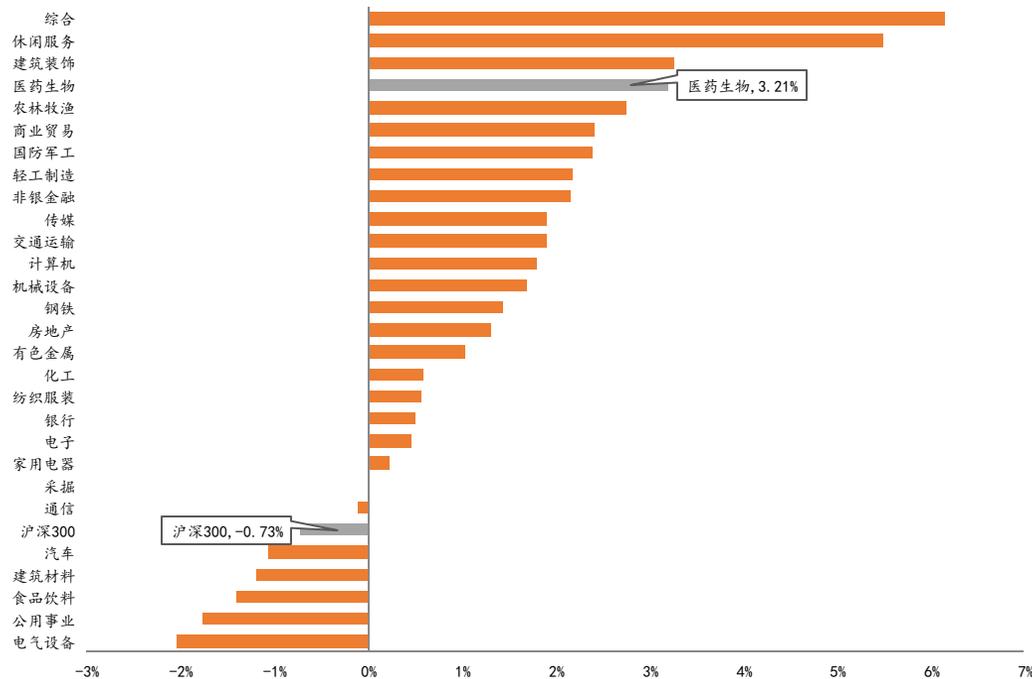


上周医药板块上涨3.21%，同期沪深300指数下跌0.73%，申万一级行业中21个板块上涨，6个板块下跌，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第4位。

医药行业2023年初至今市场表现



全市场各行业上周涨跌幅





涨跌幅数据

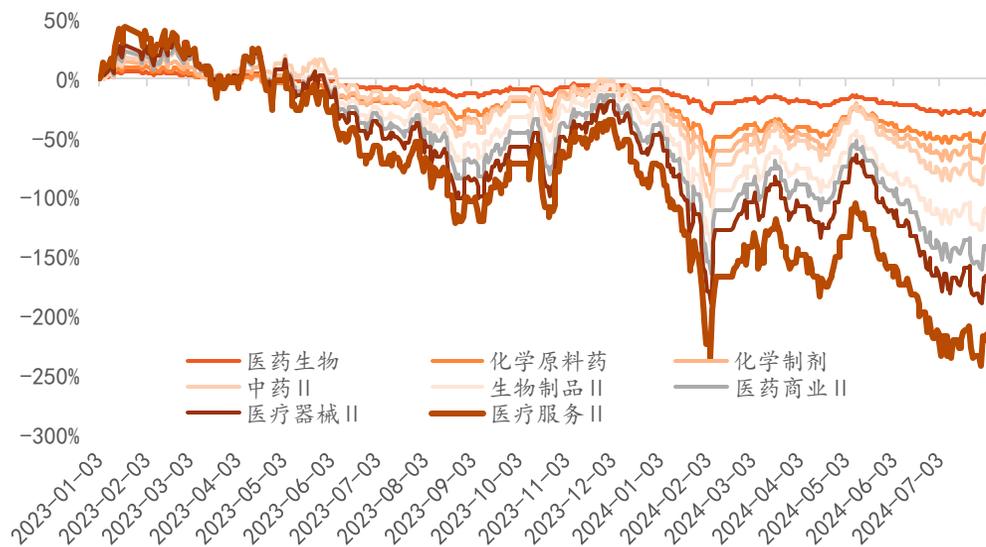
本周回顾



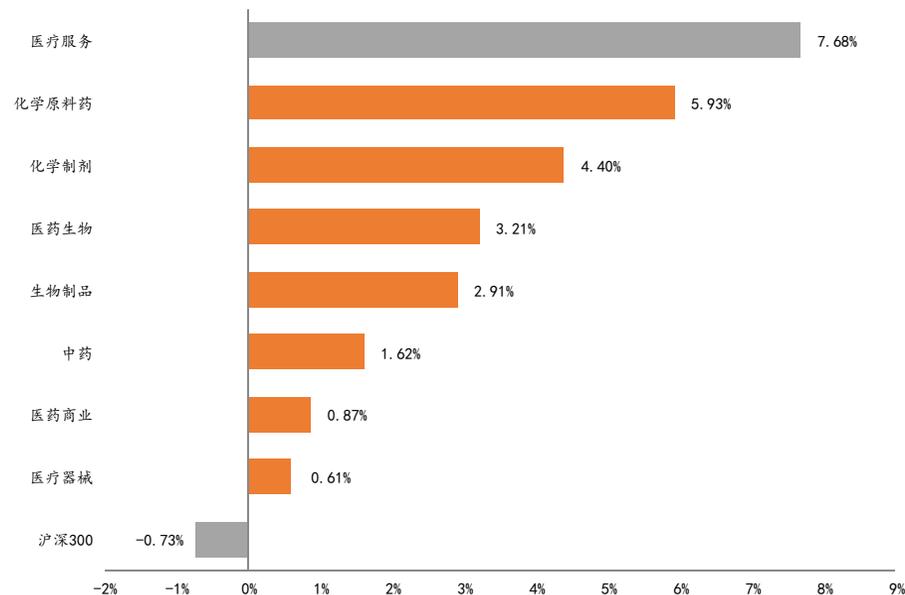
医药子行业中，所有板块都上涨。其中涨幅最大的是医疗服务，涨幅7.68%，涨幅最小的是医疗器械，涨幅为0.61%。

截止2024年8月2日，医药板块估值为24.14倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部A股（剔除金融）的估值溢价率为34.09%，低于历史均值53.64%。

医药板块各子行业2023年初至今市场表现



医药板块各子行业上周涨跌幅





上周医药行业涨跌幅靠前个股

本周回顾

上周医药生物A股标的中：

涨幅TOP3：香雪制药（+73.25%）、吉药控股（+39.46%）、量子生物（+29.38%）。

跌幅TOP3：一品红（-14.83%）、老百姓（-11.25%）、博瑞医药（-10.76%）。

表现最好的15支股票				表现最差的15支股票			
序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%	序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%
1	300147.SZ	香雪制药	73.25	1	300723.SZ	一品红	-14.83
2	300108.SZ	吉药控股	39.46	2	603883.SH	老百姓	-11.25
3	300149.SZ	量子生物	29.38	3	688166.SH	博瑞医药	-10.76
4	300204.SZ	舒泰神	29.12	4	600129.SH	太极集团	-6.55
5	000908.SZ	景峰医药	28.32	5	600557.SH	康缘药业	-6.20
6	600721.SH	*ST百花	25.83	6	002223.SZ	鱼跃医疗	-6.14
7	000518.SZ	四环生物	25.81	7	600422.SH	昆药集团	-5.70
8	300583.SZ	赛托生物	24.94	8	000915.SZ	山大华特	-4.57
9	002898.SZ	赛隆药业	23.14	9	000078.SZ	海王生物	-3.92
10	300381.SZ	溢多利	22.97	10	603309.SH	维力医疗	-3.10
11	300630.SZ	普利制药	21.35	11	300760.SZ	迈瑞医疗	-2.84
12	603716.SH	塞力医疗	20.85	12	300633.SZ	开立医疗	-2.52
13	600851.SH	海欣股份	19.44	13	688029.SH	南微医学	-2.49
14	600216.SH	浙江医药	19.39	14	000028.SZ	国药一致	-2.46
15	600789.SH	鲁抗医药	18.45	15	000538.SZ	云南白药	-2.45



港股医药板块行情回顾



上周H股港股医药板块上涨0.56%，同期恒生综指下跌0.35%。WIND一级行业中7个板块上涨，4个板块下跌，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第1位。医药子行业中，香港生命科学工具和服务(887179.WI)涨幅最大，涨幅10.70%，香港制药(887178.WI)跌幅最大，跌幅0.21%。截止2024年8月2日，医药板块估值为12.25倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部H股的估值溢价率为37.88%，低于历史均值137.80%。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。