

医药生物

牛市医药不会缺席，坚持创新、复苏和政策三主线

投资要点：

行情回顾：本周（2024年9月23日-9月27日）中信医药指数上涨15.4%，跑输沪深300指数0.3pct，在中信一级行业分类中排名第12位；2024年初至今中信医药生物板块指数下跌15.0%，跑输沪深300指数22.9pct，在中信行业分类中排名第29位。本周涨幅前五的个股为双成药业（+61.11%）、睿智医药（+42.06%）、爱美容（+41.99%）、爱尔眼科（+36.14%）、智飞生物（+34.33%）。

看好中国创新药长期高质量发展，出海和仿转创 Pharma 仍是主线。面临老龄化，中国患者需求始终存在，如果中国创新药自身没有高质量发展，进口药品定价会更高。而国产创新药获批上市参与市场竞争后，同类进口药参与国谈会大幅降价，大大增加了患者的可及性，从解决内需来看，意义重大。回顾2015年以来医药行业政策，中国发展具有临床价值的创新药的产业政策非常清晰。我们认为其本质是“腾笼换鸟”、鼓励创新。与2019年比较，仿制药集采节约的金额60%腾给了国谈创新药。从创新药发展阶段来看，中国在CAR-T、双抗、ADC技术迭代方向均具全球竞争力，双抗处于全球领先地位。除了对外授权交易所获得的短期收益，重磅创新产品或新适应症获批上市后销售放量，部分国内Biotech创新药企正在走向盈亏平衡。而传统Pharma企业建立在传统仿制药业务基础上的销售体系成为商业化场景下的巨大优势，大多数公司均展现出了较强的韧性，创新药收入在总收入中的占比逐年提高。建议关注：创新出海龙头、创新药第二增长曲线Pharma、基本面向好但超跌相关标的。

本周市场复盘及中短期投资思考：本周A股医药本周在多重政策利好下，AH两市均实现大涨，医药板块A股上涨15.4%，跑输沪深300指数0.3pct；H股上涨12.7%，较恒生指数跑输0.3pct。从24日的指导文件到26日的政治局会议，经济预期和流动性预期明显转向，市场和医药板块大涨，医药板块作为总市值占比7%同时年初以来跌幅前三的大行业，兼具消费+科技属性，我们认为医药行业不会缺席本轮大行情，当前环境可继续加大医药配置，重点看好创新+复苏+政策三大主线。1) **创新主线**：创新药械为产业周期最为明确，我们“寻增量”策略的核心方向，收入和利润正逐步体现，25年多个企业有望盈利。看好有出海竞争力的创新biopharma、有创新第二增长曲线的Pharma及创新药配套产业链CXO；2) **复苏主线**：消费刺激经济复苏，结合医疗反腐扰动阶段性结束，预计消费医疗和院外中药可以期待，院内药品Q3同比预计继续向上，医疗设备Q4招投标数据值得期待；3) **政策主线**：国家政策导向明确支持高分红企业，鼓励优质公司并购整合，结合国企改革，破净公司的市值管理，同时降息环境下红利股性价比提升，可以重点关注国改&重组&红利。

中长期配置思路：根据医药-供给、人口-需求、医保-支付、医疗-结构的分析框架，我们在《医药新常态，路在何方？——调存量、寻增量、抓变量》报告中提出在行业进入新常态的大背景下，调存量（老龄化+进口替代）、寻增量（出海+大品种+仿转创）和抓变量（国企改革）或成为中长期医药投资关键词。详细方向及标的见后文。

本周建议关注组合：恒瑞医药、药明康德、新诺威、长春高新、康方生物、金斯瑞生物科技。

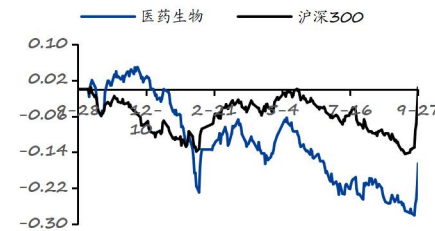
十月建议关注组合：恒瑞医药、药明康德、新诺威、长春高新、康方生物、普瑞眼科。

风险提示

行业需求不及预期；公司业绩不及预期；市场竞争加剧风险。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师：陈铁林(S0210524080007)

ctl30598@hfzq.com.cn

联系人：杨风雨(S0210124070004)

相关报告

- 1、医保推动价值购买，继续重视真实创新主线！——2024.09.22
- 2、GLP-1产业链篇：产业链率先获益，布局产能拥抱趋势——2024.09.17
- 3、延迟退休将显著增厚医保收入，继续重视创新主线——2024.09.17



正文目录

1 医药中期投资策略及建议关注组合上周表现	3
1.1 医药中期投资策略：医药可以逐步加大配置，半年报后或有超额收益	3
1.2 建议关注组合上周表现	4
2 看多中国创新药高质量发展，出海和仿转创 Pharma 仍是主线	5
2.1 中国老龄化患者数量庞大，发展创新药对解决内需意义重大	5
2.2 “腾笼换鸟”趋势明显，创新药立足国内市场大有可为	6
2.3 创新出海+内需旺盛，建议关注创新技术出海龙头和仿转创 Pharma	8
3 医药板块周行情回顾及热点跟踪（2024.9.23-9.27）	10
3.1 A 股医药板块本周行情	10
3.2 下周医药板块新股事件及已上市新股行情跟踪	14
3.3 港股医药本周行情	14
4 风险提示	15

图表目录

图表 1: 上周建议关注组合收益率	4
图表 2: 2015-2050 年 65 岁及以上人群数量及比例	5
图表 3: 2018 年不同年龄段人群双周就诊率	5
图表 4: 中国肿瘤 5 年生存率与发达国家仍有差距	5
图表 5: 部分晚期癌症患者 5 年生存率变化	5
图表 6: 第三代 EGFR2018-2023 年国谈降幅	6
图表 7: 重组人凝血八因子价格趋势	6
图表 8: 腾笼换鸟，提高标准，政策支持，高价值创新药进入黄金发展期	6
图表 9: 国家集采药品金额与用量变化	7
图表 10: 国谈药品金额与用量变化	7
图表 11: 国家集采药品和国谈药品金额变化	7
图表 12: 中国、美国、全球创新药销售额占比	8
图表 13: 中国创新药药品销售金额占比	8
图表 14: 百济神州泽布替尼销售额（百万美元）	8
图表 15: 传奇生物西达基奥仑赛销售额（百万美元）	8
图表 16: 中国双抗研发处于全球领先地位，PD（L）-1 双抗进度超越美国	9
图表 17: 管线数据读出，商业化快速放量，头部 Biopharma 将迎来扭亏为盈	9
图表 18: 代表性仿转创 harma 企业创新药收入占比	10
图表 19: 仿转创 Pharma 有更加健全的研发、生产和销售体系	10
图表 20: 本周中信医药板块与沪深 300 指数行情	11
图表 21: 2024 年初至今中信医药板块与沪深 300 行情	11
图表 22: 本周中信行业分类指数涨跌幅排名	11
图表 23: 本周中信医药子板块涨跌幅情况	11
图表 24: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	12
图表 25: 中信医药子板块估值情况（2024 年 9 月 27 日，整体 TTM 法，剔除负值）	12
图表 26: 近 20 个交易日中信医药板块成交额情况（亿元，%）	13
图表 27: 中信医药板块涨跌幅 Top10（2024.9.23-2024.9.27）	13
图表 28: 本周大宗交易成交额前十（2024.9.23-2024.9.27）	14
图表 29: 近半年医药板块新股情况	14
图表 30: 本周恒生医疗保健指数与恒生指数行情	14
图表 31: 2024 年初至今恒生医疗保健指数与恒生指数行情	14
图表 32: 恒生医疗保健涨跌幅 Top10（2024.9.23-2024.9.27）	15



1 医药中期投资策略及建议关注组合上周表现

1.1 医药中期投资策略：医药可以逐步加大配置，半年报后或有超额收益

24 年关键政策：1) 2024Q3 医药同比增速好转；2) DRG/DIP 全面推广，医疗机构将更加重视性价比；3) 期待基药调整；4) 国资委对国企经营效率及市值管理考核加强，国企改革或有进展；5) 全链条鼓励创新，国家和各地将陆续落地；

估值及筹码：1) 历史估值中下区间，有比较优势；2) Q2 基金大幅减配，筹码较好；

中长期重点方向及标的

我们在《医药新常态，路在何方？——调存量、寻增量、抓变量》报告中，根据医药-供给，人口-需求、医保-支付、医疗-结构的分析框架提出在行业进入新常态的大背景下，调存量（老龄化+进口替代）、寻增量（出海+大品种+仿转创）和抓变量（国企改革）或成为中长期医药投资关键词。

——**调存量：老龄化下 60 岁以上人群 23-50 年 CAGR 增长最高+医保支出压力下追求性价比，促进进口替代，建议关注；**

1) 老龄化-ToC 优先，关注格局：

-药物-疼痛（羚锐/九典）、麻药（人福/恩华/苑东）、心血管（西藏药业）

-器械-鱼跃/可孚/乐心/美好/怡和/三诺）等；

2) 进口替代-关注技术与竞争格局：

-设备（联影医疗/开立医疗/澳华内镜）

-耗材（电生理/神经介入/外周介入等）

——**寻增量：出海（创新崛起，更大市场）+大品种（商业化价值高，拉动效应明显）+仿转创 Pharma（主业企稳/创新转型/商业化有保障），建议关注：**

1) 出海-全球竞争力：

-药（百济神州/信达生物/康方生物/科伦博泰/百利天恒/和黄医药/金斯瑞生物科技等）

-械（三诺生物/福瑞股份/三友医疗/时代天使/英科医疗/九安生物/东方生物等）；

2) 大品种-空间大/放量快/盈利强：

-减肥药（制剂-信达生物/恒瑞医药/博瑞医药/众生药业，产业链-诺泰生物/圣诺生物/奥瑞特/美好医疗）

-中药（悦康药业）

-生物制品（特宝生物/凯因科技）



3) 仿转创 Pharma-第二增长曲线:

-A 股 (恒瑞医药/科伦药业/新诺威/复星医药/海思科/亿帆医药/康弘药业/信立泰/奥赛康) 等

-港股 (中国生物制药/翰森制药/远大医药/三生药业/康哲药业) 等

——抓变量: 国央企亦为医药中坚力量, 国资委新要求下或有效率提升及产业整合, 建议关注:

-国药系: 国药现代/太极集团/天坛生物/国药一致/国药股份/九强生物;

-华润系: 博雅生物/华润三九/昆药集团/江中药业/东阿阿胶/天士力/迪瑞医疗;

-通用系: 中国医药/重药控股;

-地方国资: 上海医药/马应龙/新华医疗/山东药玻等;

1.2 建议关注组合上周表现

上周周度重点组合: 算数平均后跑输医药指数 8.2 个点, 跑输大盘指数 8.5 个点。

上月月度重点组合: 算术平均后跑输医药指数 5.2 个点, 跑输大盘指数 5.5 个点。

图表 1: 上周建议关注组合收益率

分类	代码	公司	最新收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	上周涨跌幅 (%)
周度组合	600276.SH	恒瑞医药	48.68	3105.3	14.0
	9926.HK	康方生物	21.65	1,285.1	6.4
	0867.HK	康哲药业	67.40	583.6	2.9
	1801.HK	信达生物	46.60	760.1	9.4
	688117.SH	圣诺生物	8.35	203.7	6.8
	300298.SZ	三诺生物	12.90	274.6	3.9
算数平均涨跌幅					7.2
月度组合	600276.SH	恒瑞医药	48.68	3105.3	14.0
	9926.HK	康方生物	67.40	583.6	2.9
	300765.SZ	新诺威	28.00	393.3	23.7
	301363.SZ	美好医疗	30.13	122.5	11.4
	688076.SH	诺泰生物	60.94	133.9	13.4
	688117.SH	圣诺生物	26.86	30.1	-4.1
算数平均涨跌幅					10.2
生物医药 (中信)					15.4
周度组合相对医药指数收益率					-8.2
月度组合相对医药指数收益率					-5.2
沪深 300					15.7
周度组合相对大盘收益率					-8.5
月度组合相对大盘收益率					-5.5

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

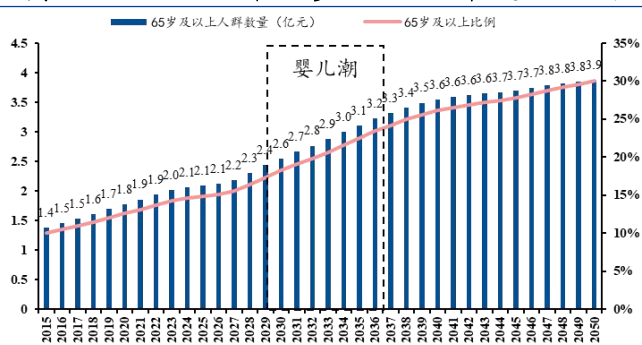
2 看多中国创新药高质量发展，出海和仿转创 Pharma 仍是主线

2.1 中国老龄化患者数量庞大，发展创新药对解决内需意义重大

伴随着国内出生人口和死亡人口持续下降，人均预期寿命持续提高等因素，国内人口老龄化程度将日益加剧。根据国家卫健委预测，2035 年 60 岁以上人群占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段。2050 年老年人口规模和比重将达到峰值。

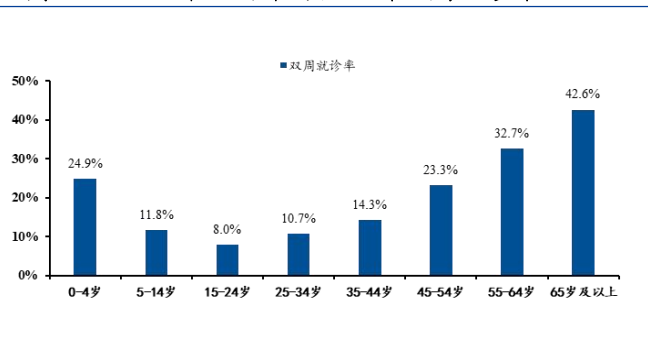
老年人口治疗需求显著高于其他年龄段。根据卫健委数据，2018 年国内 65 岁及以上人群双周就诊率为 42.6%，显著高于其他年龄段人口。

图表 2: 2015-2050 年 65 岁及以上人群数量及比例



数据来源: World Bank, 华福证券研究所

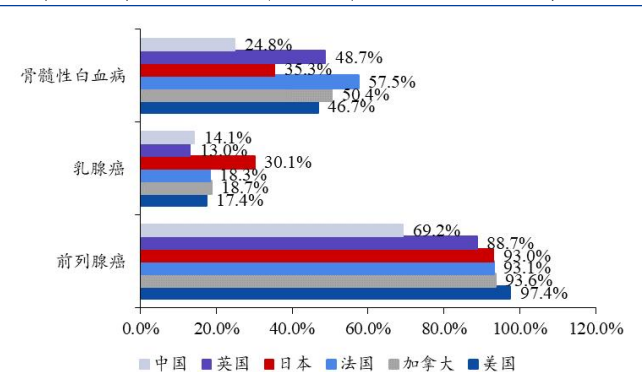
图表 3: 2018 年不同年龄段人群双周就诊率



数据来源: 国家卫健委, 华福证券研究所

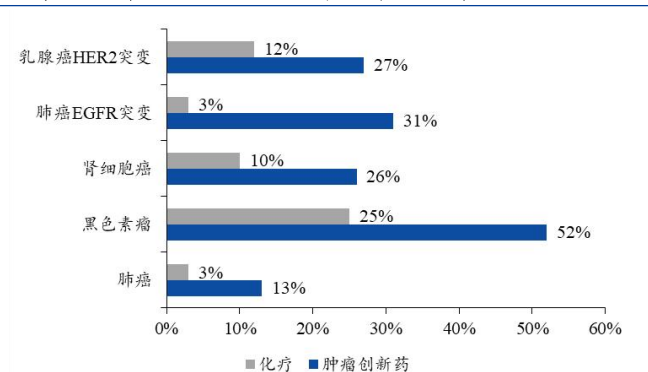
2018 年一项基于覆盖全球 71 个国家的 332 个患者注册数据库的 CONCORD-3 研究显示，我国多个高发癌种如前列腺癌、肝癌等患者的 5 年生存率仍低于英、美、日等发达国家。创新药能够降低疾病负担，延长患者寿命，提高生活质量，显著提升患者预后，解决未满足医疗需求，带来长期获益。以肿瘤患者为例，研究显示，相较于传统化疗药品，靶向等肿瘤创新药可大幅提升患者生存率。《健康中国 2030 规划纲要》中提到，“到 2030 年，总体癌症五年生存率较 2015 年提高 15%”。

图表 4: 中国肿瘤 5 年生存率与发达国家仍有差距



数据来源: RDPAC, IQVIA RWS, 《带量采购中选价格是否适用于医保谈判中创新药价格测算》, 华福证券研究所

图表 5: 部分晚期癌症患者 5 年生存率变化

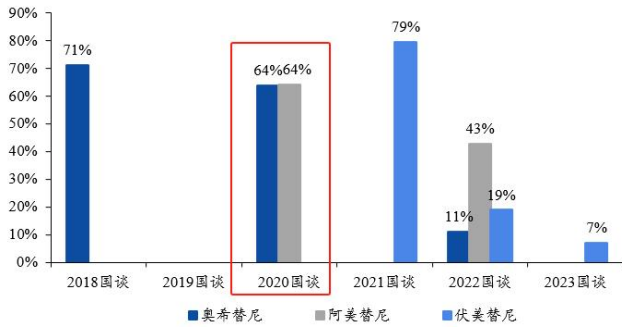


数据来源: RDPAC, IQVIA RWS, 《带量采购中选价格是否适用于医保谈判中创新药价格测算》, 华福证券研究所



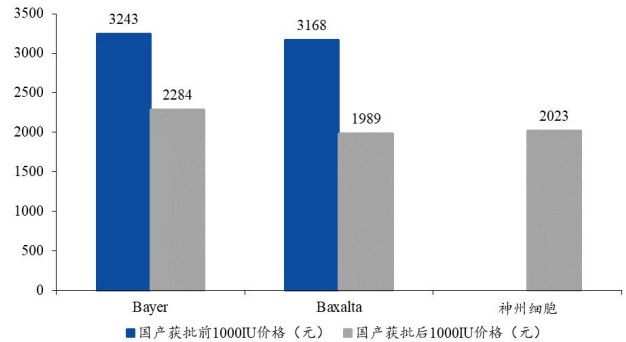
近几年来，随着国产创新药获批上市参与市场竞争，进口药参与国谈均大幅降价。在2020年国家医保谈判，阿美替尼打破了奥希替尼在第三代EGFR市场的垄断，使得奥希替尼在2018年降价71%后，2020年再次降价64%，大大增加了肺癌患者的可及性。我们认为，面临老龄化，中国患者需求始终存在，如果中国创新药自身没有高质量发展，那高价的药品始终有外国控制，定价也会更贵。中国创新药做世界一流的药物，从解决内需来看，意义重大。

图表 6: 第三代 EGFR 2018-2023 年国谈降幅



数据来源：医药魔方，华福证券研究所

图表 7: 重组人凝血八因子价格趋势



数据来源：药融云，华福证券研究所（中标价格）

2.2 “腾笼换鸟”趋势明显，创新药立足国内市场大有可为

良好的政策环境是医药产业创新发展的关键，回顾 2015 年以来医药行业政策，中国发展具有临床价值的创新药的产业政策非常清晰。

图表 8: 腾笼换鸟，提高标准，政策支持，高价值创新药进入黄金发展期

	2015	2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023	2024
战略定位	国务院发布《中国制造2025》首次将生物医药产业提升到支柱性产业的高度						二十大报告提出“深化医药卫生体制改革，促进医保、医药、医疗协同发展治理”		《政府工作报告》提出“加快发展新质生产力”，并强调“创新药”是新质生产力的重要组成部分
供给端	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	《药品上市许可持有人制度试点方案》	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品器械创新的意见》 《临床急需药品有条件批准上市的技术指南》	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	《药物临床试验设计指导原则》 《药品注册管理办法》修订设立了4个快速通道	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》 《专利法》修正，专利权期限补偿制度旨在弥补新药上市审评审批所占用的时间	《药物临床试验方案审评工作规范（征求意见稿）》多项细分疾病领域技术指导原则出台	《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》 《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》	《全链条支持创新药发展实施方案》指出统筹用好价格管理、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
需求端	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7号）		医保局成立，“三医联动”开始 关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通告			共针对117个药品进行了国谈，成功94个，总体成功率80.34%。	医保目录调整工作中首次对外公开“简易续约”模式	新药从获批上市到进入目录的时间从5年缩短到1年多，80%的创新药能够在上市后两年内进入医保药品目录	国家医保局《关于建立上市化学药品首仿价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿 DRG/DIP付费2.0版分组方案提出对创新药特例单议，原则上不超过5%
	清理积压	完善流程			提高标准		提高效率		
	腾笼换鸟	控费力度高、药品入院难			医保覆盖效率提升		加快医保准入、放开定价		

数据来源：NMPA, CDE, 医药魔方, 国家医保局, 国务院, 各政府网, 人民日报, 新华网, 人民网, 北京知识产权司法保护研究会, 华福证券研究所

国家集采药品的采购总金额从 2019 年的 3486.6 亿元降至 2023 年的 1862.2 亿元，且逐年降低。用量则从 681.3 亿片/支增加至 814.6 亿片/支，且逐年增长。国采仿制药实现了“费降量增”，很好地实现了以价换量的政策目标。



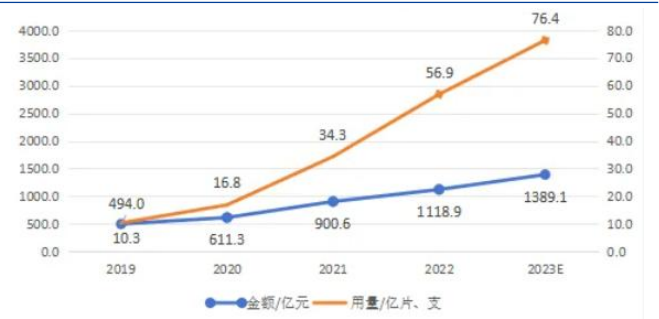
把 2017-2022 年间谈判成功的创新药品累加，分年度统计采购总金额和总用量。发现金额逐年增长，从 2019 年的 494 亿元升至 2023 年的 1389.1 亿元，增加了 2.8 倍。用量增长更为迅猛，从 10.3 亿片/支增加至 76.4 亿片/支，增加了 7.4 倍。国谈创新药实现了“费量双增”，很大程度提高了专利药在国内的可及性和可负担性。

图表 9: 国家集采药品金额与用量变化



数据来源: IMS、彭博、wind, 中国医疗保险, 华福证券研究所

图表 10: 国谈药品金额与用量变化



数据来源: IMS、彭博、wind, 中国医疗保险, 华福证券研究所

把国采仿制药和国谈创新药这五年来历年采购金额放在一张图上，可以看到明显的“腾笼换鸟”效应。与 2019 年比较，目前集采仿制药每年可节约 1600 亿元左右，国谈创新药则每年增加 900 亿元左右，仿制药集采节约的金额 60%腾给了国谈创新药。特别是在全国医疗机构采购总金额并未大幅增长的情况下，这样的费用置换和结构调整实属难得。

图表 11: 国家集采药品和国谈药品金额变化

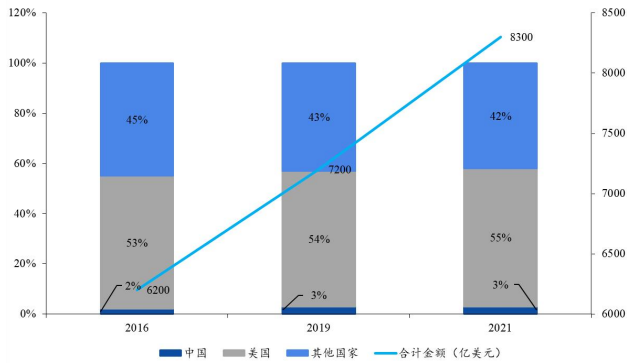


数据来源: IMS、彭博、wind, 中国医疗保险, 华福证券研究所

中国创新药占比与欧美日发达国家仍存在巨大差异。发达国家处方药品市场中仿制药用量占比 80%-90%，金额只占 10%-20%；创新专利药用量占比仅为 10%-20%，但金额占比高达 80%-90%。这样的用药结构既稳固了大部分国民的用药基本盘，又极大鼓励了医药企业的创新动力。我国仿制药用量占比 80%，但金额占比高达 80%；创新专利药用量占比不足 5%，金额占比不到 10%。

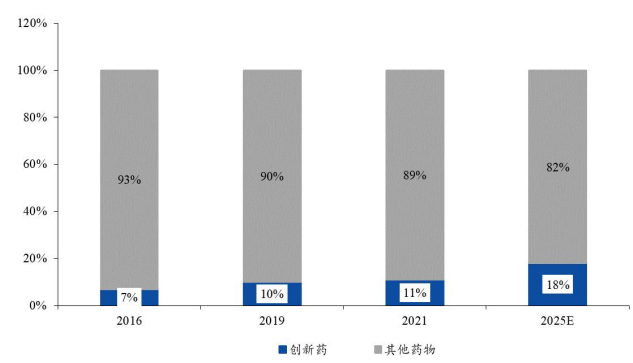
目前，国家组织药品集采力度不减，医保谈判常态开展，有力促进了群众用药结构改善和医药产业升级。我们认为，只要继续坚持集采和谈判两项医保政策，国内药品处方市场定会实现“腾笼换鸟”，有望接近国际发达国家一致的用药水平。

图表 12: 中国、美国、全球创新药销售额占比



数据来源: EvaluatePharma, 案头分析, BCG, 华福证券研究所

图表 13: 中国创新药药品销售金额占比



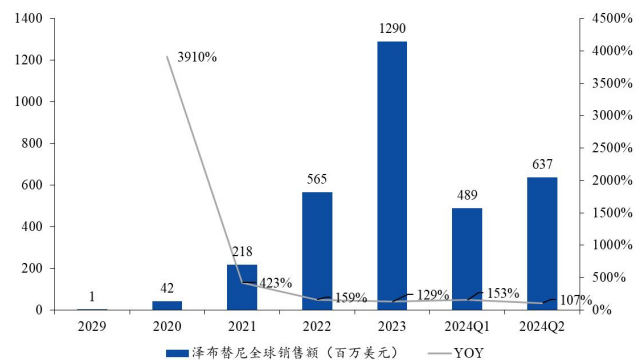
数据来源: EvaluatePharma, 案头分析, BCG, 华福证券研究所

2.3 创新出海+内需旺盛, 建议关注创新技术出海龙头和仿转创 Pharma

过去几年, 中国创新药产业诞生了像泽布替尼 (BTK 抑制剂)、西达基奥仑赛 (BCMA CAR-T) 这类走向全球、赢得国际认可的优质新药, 中国已经成为全球创新药行业版图的重要拼图

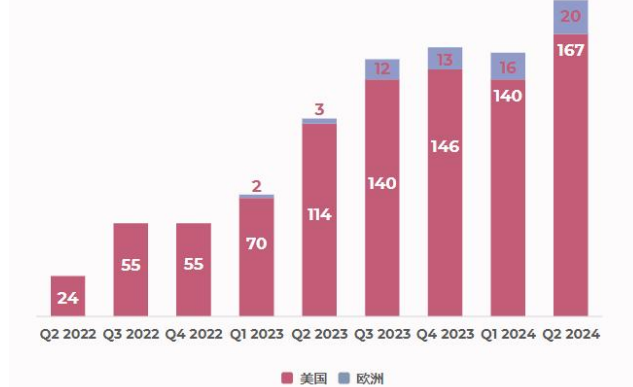
2023 年全年, 泽布替尼全球销售额突破十亿美元里程碑, 达 13 亿美元, 同比增长 129%, 正式跻身“重磅炸弹”药物行列。2024 年上半年, 泽布替尼全球销售金额总计超过 11 亿美元, 同比增速高达 122.0%。2024 年上半年, 西达基奥仑赛销售额 3.43 亿美元 (约 24.4 亿元), +81.5%, 强生预测今年西达基奥仑赛销售额有望成为第二款中国“10 亿美元分子”。

图表 14: 百济神州泽布替尼销售额 (百万美元)



数据来源: 医药魔方, 百济神州官网, 华福证券研究所

图表 15: 传奇生物西达基奥仑赛销售额 (百万美元)

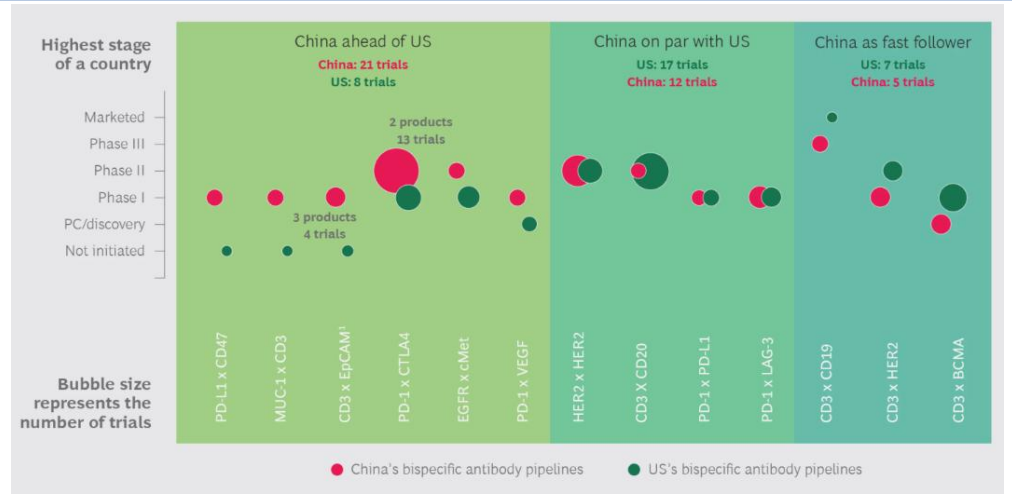


数据来源: 金斯瑞生物科技官网, 2024 中期业绩推介, 华福证券研究所

CAR-T、双抗、ADC 等技术是创新药迭代方向, 中国已经在这些领域崭露头角, 在双抗领域处于全球领先地位, 目前已经通 license out 证明了自身价值, 中国医药产业的崛起及全球影响力可以预见并且也应该被看到。根据 BCG 数据, 中国目前正在探索的 13 种组合的双抗中, 有 10 种处于后期阶段或与世界水平相当。中国 在双抗领域方面的创新不仅限于新的靶标组合, 还包括对双抗成功至关重要的平台技术。在中国开发双抗的 biotech 中, 有 12 家拥有原创技术, 可以改善双抗的功能、稳定性和安全性。



图表 16: 中国双抗研发处于全球领先地位, PD (L) -1 双抗进度超越美国



数据来源: EvaluatePharma, BCG, 华福证券研究所

目前已有康方生物、百利天恒等通过产品全球权益的转让首次实现扭亏为盈,这反映了海外 MNC 对国产创新药的认可。除了对外授权交易所获得的短期收益,重磅创新产品或新适应症获批上市后销售放量。2024 年中报显示,部分国内 Biotech 创新药企正在走向盈亏平衡。

图表 17: 管线数据读出, 商业化快速放量, 头部 Biopharma 将迎来扭亏为盈

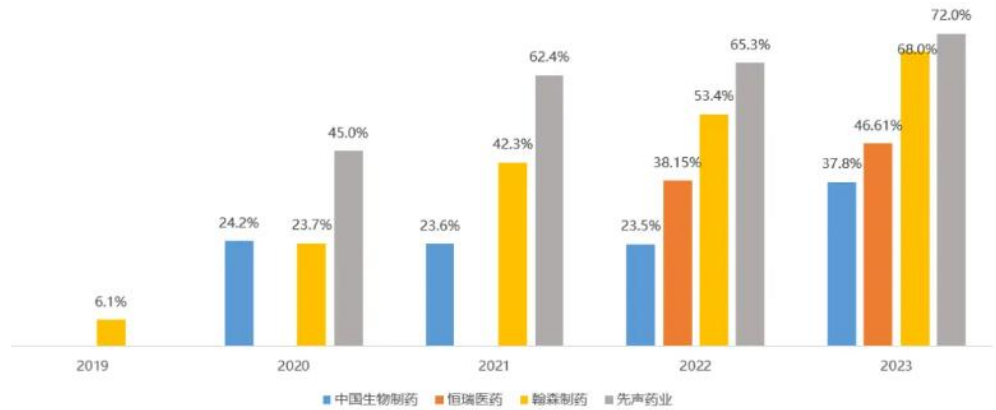
公司简称	证券代码	总市值(亿元)	已海外上市/授权创新药	2023年营收	2023年营收增速	2023研发费用	2023销售费用	2024H1净利润	距离最高点跌幅	年初至今
百济神州-U	688235.SH	1,669	泽布替尼、替雷利珠单抗	158	82.13%	128.1	73.0	-43.7	-53.7%	14.9%
信达生物	1801.HK	760		51	36.2%	22.3	31.0	-12.8	-83.1%	9.0%
百利天恒-U	688506.SH	654	BL-B01D1 (双抗ADC)	6	-20.11%	7.5	2.5	42.1	-37.6%	16.6%
康方生物	9926.HK	584	AK112 (双抗)	44	442.2%	12.5	8.9	-7.4	-19.1%	45.3%
科伦博泰生物-B	6990.HK	394	SKB264 (ADC)	15	91.6%	10.3	0.2	-1.8	-38.4%	71.6%
新诺威	300765.SZ	393		26	-4.75%	0.5	2.1	3.8	-51.5%	-7.5%
金斯瑞生物科技	1548.HK	275	西达基奥仑赛 (CAR-T)	51	33.9%	30.7	1.7	-12.6	-82.9%	-35.0%
和黄医药	0013.HK	263	咪唑替尼、赛沃替尼	55	96.5%	21.4	0.5	-3.0	-86.8%	5.2%
神州细胞	688520.SH	161		17	84.46%	11.5	4.4	-1.3	-70.1%	-32.8%
荣昌生物	688331.SH	134	RC48 (ADC)	10	40.26%	13.1	7.8	-15.9	-76.6%	-51.0%
亚盛医药-B	6855.HK	127	奥雷巴替尼	3	6.2%	7.1	2.0	-3.6	-80.8%	47.3%
云顶新耀-B	1952.HK	84		1	884.46%	5.4	2.3	-10.5	-94.3%	23.2%
微芯生物	688321.SH	73	西达本胺 (HDAC)	5	-1.18%	2.7	2.8	-1.1	-90.0%	-18.5%

数据来源: wind, 各公司公告, 医药魔方, 华福证券研究所

Big Pharma 企业建立在传统仿制药业务基础上的销售体系成为商业化场景下的巨大优势,能够持续兑现上市创新药的商业价值。从业绩收入上看,大多数公司均展现出了较强的韧性,并在创新药布局上开始保持持续高增长收入,创新药收入在几家仿转创 Pharma 企业总收入中的占比逐年提高。恒瑞医药 2022 年创新药销售收入达到 81.16 亿元,占到其总收入的 38.15%,2023 年新药收入同比增长 22.1%,占到总收入的 46.6% (106.37 亿元)。



图表 18: 代表性仿转创 harma 企业创新药收入占比



数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所 备注: 1) 中国生物制药 2023 年创新药收入占比代表的是创新药和生物类似药收入之和占总收入比例; 2) 翰森制药 2023 年新药收入包括销售收入和 License out 产品收入

在新上市产品的助力以及既往上市产品的放量带动下, 其能做出创新药、能卖药, 有更加健全的生产和销售体系, 这是国内仿转创 Pharma 的能力证明, 也是核心优势。与 Biotech 走在技术的前端、小而美同时具有高风险特性相比, BigPharma 则更像是一条在海上航行的巨轮, 在面对新药研发的不确定性时拥有更强的抗风险能力。

图表 19: 仿转创 Pharma 有更加健全的研发、生产和销售体系

公司简称	证券代码	总市值(亿元)	已上市创新药数量	2023年营收	2023年营收增速	2023研发费用	2023销售费用	2023销售费用率	距离最高点跌幅	年初至今
恒瑞医药	600276.SH	3,105	17	221	7.2%	49.5	75.8	33.5%	-72.2%	8.2%
翰森制药	3692.HK	1,285	6	95	7.7%	21.0	35.3	34.9%	-79.5%	39.9%
中国生物制药	1177.HK	695	11	290	-8.7%	44.0	91.9	34.9%	-78.3%	8.8%
石药集团	1093.HK	664	7	314	2.2%	48.3	91.4	28.8%	-63.3%	-20.5%
复星医药	600196.SH	604	16	430	-5.8%	38.2	97.1	23.5%	-77.2%	1.6%
华东医药	000963.SZ	569	1	400	7.7%	12.7	66.5	16.5%	-50.0%	-19.4%
科伦药业	002422.SZ	475	1	204	13.3%	19.4	44.5	21.0%	-25.7%	4.6%
海思科	002653.SZ	374	4	33	10.9%	5.2	12.0	36.3%	-74.7%	46.7%
信立泰	002294.SZ	358	3	33	-3.3%	4.1	10.2	30.6%	-62.9%	0.1%
健康元	600380.SH	205	7	166	-3.0%	16.6	44.3	27.0%	-75.7%	-10.5%
康哲药业	0867.HK	204	1个NDA	94	-12.4%	2.0	25.1	31.3%	-68.6%	-37.6%
先声药业	2096.HK	164	5	70	4.3%	15.6	23.6	35.5%	-65.6%	-0.6%
三生制药	1530.HK	155	3	76	14.1%	7.9	30.1	38.4%	-79.6%	-11.4%

数据来源: wind, 康哲药业官网, 医药魔方, 华福证券研究所

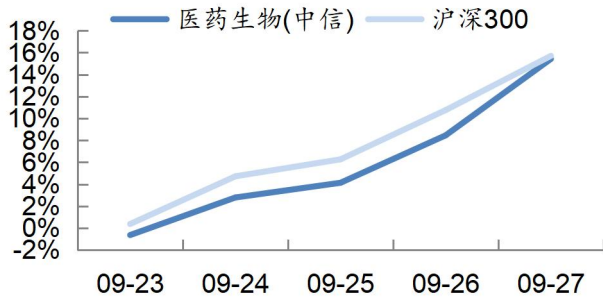
3 医药板块周行情回顾及热点跟踪 (2024.9.23-9.27)

3.1 A 股医药板块本周行情

医药板块表现: 本周 (2024 年 9 月 23 日-9 月 27 日) 中信医药指数上涨 15.4%, 跑输沪深 300 指数 0.3pct, 在中信一级行业分类中排名第 12 位; 2024 年初至今中信医药生物板块指数下跌 15.0%, 跑输沪深 300 指数 22.9pct, 在中信行业分类中排名第 29 位。

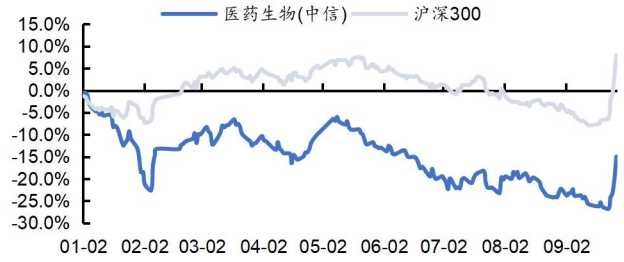


图表 20: 本周中信医药板块与沪深 300 指数行情



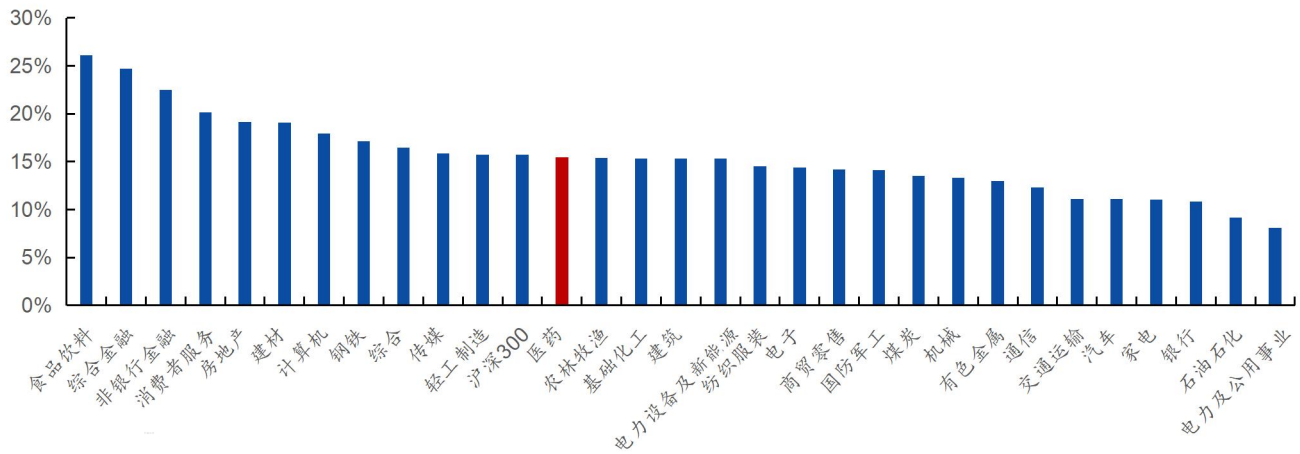
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 21: 2024 年初至今中信医药板块与沪深 300 行情



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

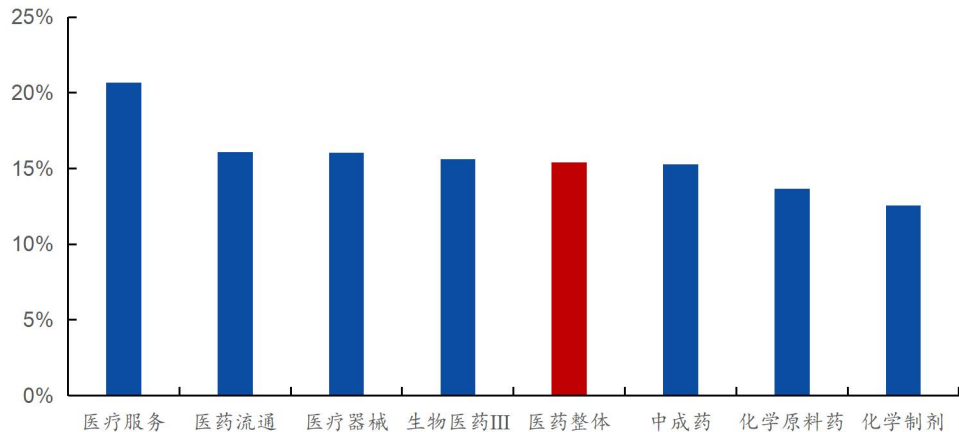
图表 22: 本周中信行业分类指数涨跌幅排名



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

医药子板块 (中信) 表现: 医疗服务+20.69%、医药流通+16.09%、医疗器械+16.04%、生物医药III+ 15.62%、中成药+ 15.30%、化学原料药+ 13.69%、化学制剂+12.57%。

图表 23: 本周中信医药子板块涨跌幅情况

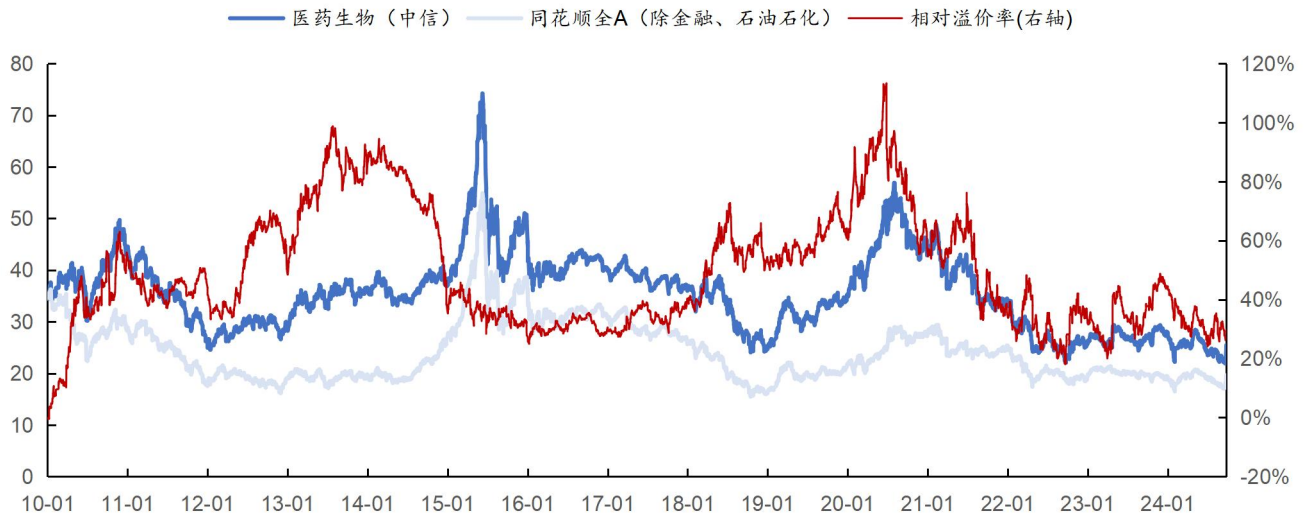


数据来源: iFinD, 华福证券研究所



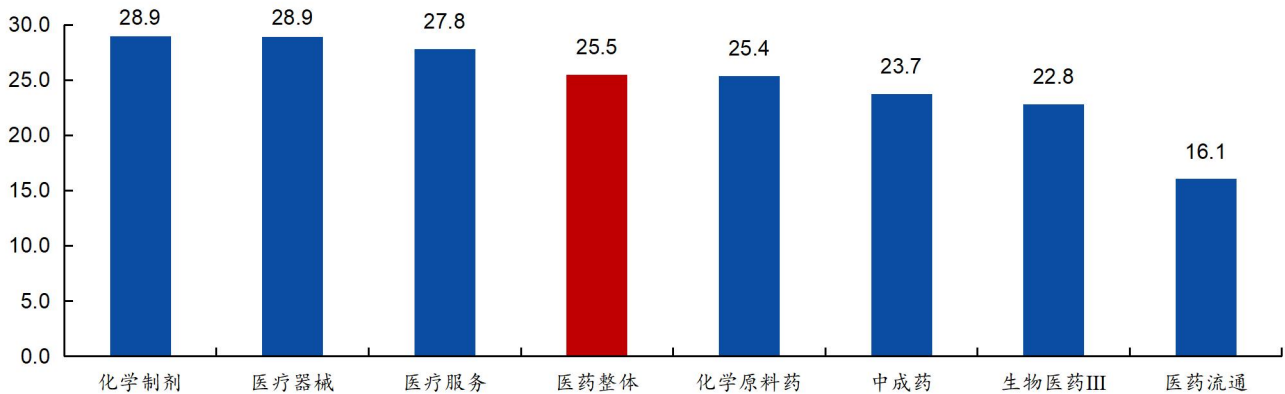
医药行业估值情况：截至 2024 年 9 月 27 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.50，环比上升 3.42。医药行业相对同花顺全 A（除金融、石油石化）的估值溢价率为 29.91%，环比上升 2.04pct。医药相对同花顺全 A（除金融、石油石化）的估值溢价率仍处于历史中枢的较低水平。

图表 24：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 25：中信医药子板块估值情况（2024 年 9 月 27 日，整体 TTM 法，剔除负值）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

医药行业成交额情况：本周（2024 年 9 月 23 日-9 月 27 日）中信医药板块合计成交额为 3693.8 亿元，占 A 股整体成交额的 7.0%，医药板块成交额较上个交易周期（9.18-9.20）增加 204.9%。2024 年初至今中信医药板块合计成交额为 101256.4 亿元，占 A 股整体成交额的 7.1%。

图表 26: 近 20 个交易日中信医药板块成交额情况 (亿元, %)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

本周个股情况: 本周统计中信医药板块共 473 支个股, 其中 468 支上涨, 3 支下跌, 2 支持平, 本周涨幅前五的个股为: 双成药业 (+61.11%)、睿智医药 (+42.06%)、爱美客 (+41.99%)、爱尔眼科 (+36.14%)、智飞生物 (+34.33%)。

图表 27: 中信医药板块涨跌幅 Top10 (2024.9.23-2024.9.27)

排序	代码	名称	市值 (亿元)	涨幅 TOP10	排序	代码	名称	市值 (亿元)	跌幅 TOP10
1	002693.SZ	双成药业	61.7	61.11%	1	000908.SZ	景峰医药	31.6	-13.5%
2	300149.SZ	睿智医药	30.4	42.06%	2	688117.SH	圣诺生物	30.1	-4.1%
3	300896.SZ	爱美客	593.8	41.99%	3	000566.SZ	海南海药	51.0	-0.8%
4	300015.SZ	爱尔眼科	1236.8	36.14%	4	002433.SZ	*ST 太安	2.1	0.0%
5	300122.SZ	智飞生物	666.0	34.33%	5	002435.SZ	长江健康	4.6	0.0%
6	301239.SZ	普瑞眼科	58.3	33.42%	6	688399.SH	硕世生物	47.2	0.8%
7	300244.SZ	迪安诊断	74.5	33.04%	7	688302.SH	海创药业	30.4	1.1%
8	300573.SZ	兴齐眼药	157.8	32.93%	8	300030.SZ	阳普医疗	17.0	1.3%
9	688331.SH	荣昌生物	134.4	32.59%	9	002294.SZ	信立泰	358.1	1.4%
10	688363.SH	华熙生物	288.2	31.03%	10	300622.SZ	博士眼镜	43.2	1.7%

数据来源: iFinD, 华福证券研究所
注: 复权方式为前复权

本周医药生物行业中共有 16 家公司发生大宗交易, 成交总金额为 3.1 亿元。大宗交易成交前五名为广济药业、三友医疗、国邦医药、博腾股份、诺禾致源。



图表 28: 本周大宗交易成交额前十 (2024.9.23-2024.9.27)

证券代码	公司名称	区间成交额 (亿元)	市值 (亿元)
000952.SZ	广济药业	0.74	19.1
688085.SH	三友医疗	0.52	43.0
605507.SH	国邦医药	0.47	106.7
300363.SZ	博腾股份	0.29	76.5
688315.SH	诺禾致源	0.17	47.4
688389.SH	普门科技	0.16	63.6
002793.SZ	罗欣药业	0.10	44.5
300239.SZ	东宝生物	0.08	28.3
688198.SH	佰仁医疗	0.04	137.6
688575.SH	亚辉龙	0.04	108.3

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

3.2 下周医药板块新股事件及已上市新股行情跟踪

下周无新股上市。

图表 29: 近半年医药板块新股情况

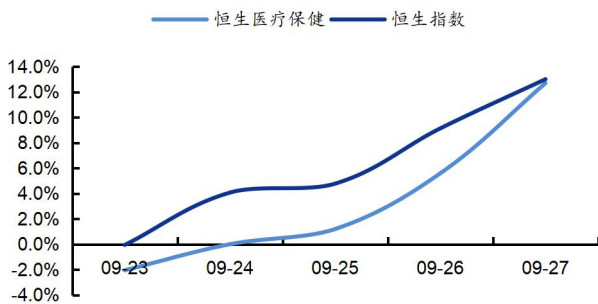
证券代码	公司	上市日期	最新市值 (亿元)	最新 PE (TTM)	上市首日涨跌幅	上市至今涨跌幅
603207.SH	小方制药	2024-08-26	38.3	18.7	167%	-28%
301580.SZ	爱迪特	2024-06-26	41.5	25.8	87%	-35%
2898.HK	盛禾生物-B	2024/5/24	8.1	-6.9	8%	-64%
2509.HK	荃信生物-B	2024-03-20	53.4	-11.5	24%	-2%

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

3.3 港股医药本周行情

港股医药行情: 本周(2024年9月23日-9月27日)恒生医疗保健指数上涨12.7%, 较恒生指数跑输0.3pct; **2024年初至今**恒生医疗保健指数下跌11.1%, 较恒生指数跑输32.2pct。

图表 30: 本周恒生医疗保健指数与恒生指数行情



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 31: 2024年初至今恒生医疗保健指数与恒生指数行情



数据来源: iFinD, 华福证券研究所



港股个股行情看，本周（2024年9月23日-9月27日）恒生医疗保健的210支个股中，152支上涨，39支下跌，19支持平，本周涨幅前五的个股为：荣昌生物-B（+44.2%）、润迈德-B（+43.2%）、科济药业-B（+39.9%）、锦欣生殖（+34.9%）、石四药集团（+34.3%）。

图表 32：恒生医疗保健涨跌幅 Top10（2024.9.23-2024.9.27）

排序	代码	名称	市值(亿元)	涨幅 top10	排序	代码	名称	市值(亿元)	跌幅 top10
1	9995.HK	荣昌生物-B	134.36	44.2%	1	2120.HK	康宁医院	7.89	-20.7%
2	2297.HK	润迈德-B	2.09	43.2%	2	1889.HK	三爱健康集团	0.28	-17.1%
3	2171.HK	科济药业-B	22.04	39.9%	3	8603.HK	亮睛控股	3.89	-16.9%
4	1951.HK	锦欣生殖	77.78	34.9%	4	1011.HK	泰凌医药	0.52	-11.6%
5	2005.HK	石四药集团	108.48	34.3%	5	8176.HK	超人智能	1.25	-10.2%
6	6078.HK	海吉亚医疗	117.51	33.6%	6	6978.HK	永泰生物-B	11.87	-9.9%
7	2170.HK	贝康医疗-B	4.29	32.8%	7	8143.HK	金威医疗	0.53	-9.5%
8	1672.HK	歌礼制药-B	9.95	31.9%	8	1419.HK	盈健医疗	2.67	-9.3%
9	0241.HK	阿里健康	597.42	31.2%	9	0858.HK	精优药业	0.71	-8.3%
10	1833.HK	平安好医生	129.85	29.7%	10	0932.HK	顺腾国际控股	1.01	-7.7%

数据来源：iFinD，华福证券研究所

4 风险提示

1、行业需求不及预期：医药产业链的需求依赖从研发到生产各环节的投入，创新药/疫苗等研发过程中，存在研发失败、进度不及预期、上市后放量不及预期、价格下降等诸多风险，任何一个环节的失败或进度落后均对产业链相关环节的需求产生波动，可能存在需求不及预期的情况。

2、公司业绩不及预期：实体经济的经营受到经济环境、政策环境、公司管理层经营能力、需求波动等各方面因素的影响，上市公司业绩可能出现不及预期的情况。

3、市场竞争加剧风险：我国生物医药产业链经过多年的发展，在各方面均实现了一定程度的国产替代，国内企业的竞争力逐步增强，同时也可能在某一些领域，存在竞争加剧的风险。



分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn