

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

经济政策提振信心，消费医疗估值修复可期

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

王钰畅 投资咨询资格编号:S1060524090001 邮箱：WANGYUCHANG804@PINGAN.COM.CN

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

2024年09月29日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

周观点

行业观点

经济政策提振信心，消费医疗估值修复可期

9月24日，国新办会议宣布包括降低存款准备金率、降低房贷利率等一系列货币政策，9月26日，政治局会议对当前经济形势强调加大财政政策调节力度，提振资本市场信心，本周沪深300指数涨幅达15.7%，在经济修复预期下，我们认为消费医疗板块估值处于低位，估值修复弹性大，具备阶段性机会，建议关注眼科、口腔、体检等医疗服务赛道及其上游医疗器械；中药消费品；医美等。

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) 国内经皮给药企业，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企业之一，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**：制剂出口企业，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。
- **绿叶制药**：公司成熟产品（力扑素、血脂康、思瑞康、欧开）稳定增长，2023-2024年获批上市的新产品有望贡献增量（百拓维、帕利哌酮、罗替高汀等），2024年7月帕利哌酮在美获批上市，预计2025年起逐步贡献收入。公司在费用端持续把控，2024-2026年持续降低有息负债体量。从产品销售、费用控制等基本层面公司向上改善，2024年有望迎来好转。

重点关注公司



► **博腾股份**：海外投融资环境出现复苏，业内企业新增订单普遍加速。公司目前处于订单与产能规模错配状态，叠加新兴业务投入，整体业绩受损。上半年公司新兴业务团队得到精简，订单增加有望显著改善利润率。

► **微电生理**：心脏电生理领域国产企业公司，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）。

► **爱康医疗**：骨科关节领域企业企业，充分受益于老龄化趋势长期有望保持稳健增长。关节续约后，公司产品终端价有所提升，代理商利润改善，有利于不断提升份额；上半年关节行业手术量逐步恢复，公司上半年基本完成目标；进入下半年公司手术量边际持续改善，下半年有望保持快速增长趋势；全年来看指引完成度较高，对应估值位置较低，具备一定性价比。

► **诺诚健华**：公司是核心品种奥布替尼作为国内获批MZL的BTK抑制剂，2024上半年高速放量，围绕血液瘤、自免、实体瘤领域全方位布局，在手现金充沛稳步推进在研管线。

► **百济神州**：公司自研药物泽布替尼（百悦泽）在血液肿瘤领域的领导地位进一步巩固，公司作为在中国生物科技公司中全球临床布局和运营的领导者，与国际领先的制药公司建立战略合作，通过对外授权的方式推进自主研发产品在全球范围内的开发及商业化2024上半年泽布替尼全球销售额80.2亿元，同比增长122.0%，在CLL新增患者的市场份额继续提升。



周观点

行业要闻荟萃

1) BMS新机制复方毒蕈碱类药物Cobenfy获FDA批准上市，用于治疗精神分裂症；2) 强生EGFR/c-Met皮下注射双抗获FDA批准二线治疗非小细胞肺癌；3) 赛诺菲慢阻肺病靶向治疗药物度普利尤单抗在中国获批；4) 康哲药业芦可替尼乳膏在国内申报上市，用于治疗白癜风。

行情回顾

上周医药板块上涨15.28%，同期沪深300指数上涨15.70%，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第14位。上周H股医药板块上涨12.69%，同期恒生综指上涨13.12%，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第6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(元)	EPS				P/E				评级
			2024-9-27	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	
诺诚健华	688428.SH	11.65	-0.37	-0.34	-0.31	-0.22	-31.5	-34.3	-37.6	-53.0	推荐
苑东生物	688513.SH	36.71	1.89	1.64	2.06	2.58	19.4	22.4	17.8	14.2	推荐
健友股份	603707.SH	13.56	-0.12	0.54	0.71	0.93	-113.0	25.1	19.1	14.6	推荐
微电生理	688351.SH	19.29	0.01	0.05	0.19	0.37	1594.2	385.8	101.5	52.1	推荐
九典制药	300705.SZ	21.71	1.07	1.04	1.39	1.82	20.3	20.9	15.6	11.9	推荐
博腾股份	300363.SZ	14.02	0.49	-0.34	0.10	0.57	28.6	-41.2	140.2	24.6	推荐
百济神州*	688235.SH	159.75	-4.95	-2.87	-0.38	1.01	-32.3	-55.6	-415.9	157.5	暂未评级
方盛制药*	603998.SH	10.93	0.42	0.56	0.69	0.84	26.0	19.5	15.9	12.9	暂未评级
奥锐特*	605116.SH	22.27	0.71	0.98	1.28	1.66	31.4	22.8	17.3	13.4	暂未评级
爱康医疗*	1789.HK	4.25	0.16	0.24	0.31	0.39	26.6	18.0	13.8	10.8	暂未评级
绿叶制药*	2186.HK	2.97	0.14	0.22	0.31	0.41	20.8	13.8	9.4	7.3	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. BMS新机制复方毒蕈碱类药物Cobenfy获FDA批准上市，用于治疗精神分裂症

9月26日，FDA官网显示，百时美施贵宝（BMS）的精神分裂症新药Cobenfy(KarXT) 获批上市。这是数十年来首个获FDA批准用于治疗精神分裂症的新作用机制药物。

点评：传统的抗精神病药物常常通过阻断多巴胺受体来减轻症状，但是长时间使用可能会带来显著的副作用，且约30%的患者对此类药物无效。Cobenfy是一款复方口服的毒蕈碱类抗精神病药物，由咕诺美林（xanomeline）和曲司氯铵（trospium）组成，其中咕诺美林是M1和M4两种亚型的毒蕈碱乙酰胆碱受体（M-AC激动剂，而曲司氯铵则是M-AChR的拮抗剂。今年4月，BMS公布了KarXT一项III期EMERGENT-4研究的最新中期分析结果。结果显示，据阳性和阴性症状评估量表（PANSS）评分，超过75%的患者的精神分裂症状改善超过30%，与基线（98.4分）相比平均减少33.3分。此外，受试者的临床整体印象-严重程度（CGI-S）评分与基线（5.2分）相比平均改善了1.7分，从基线时的"明显不适"转变为一年后的"中度不适"或"轻度不适"。在长期试验中，KarXT通常耐受性良好，副作用特征与先前的KarXT治疗精神分裂症的临床数据一致。

2. 强生EGFR/c-Met皮下注射双抗获FDA批准二线治疗非小细胞肺癌

9月25日，CDE网站显示，强生的EGFR/c-Met双抗埃万妥注射液（皮下注射）已递交上市申请并获受理。埃万妥注射液通过同时靶向EGFR和c-Met两个不同的分子，阻断它们介导的信号传导，从而抑制肿瘤细胞的生长和扩散。此外，埃万妥还具有免疫细胞定向活性，能够引导免疫细胞更有效地攻击肿瘤细胞。

点评：临床试验数据显示，皮下注射埃万妥中位给药时间缩短至4.8分钟，而静脉注射版埃万妥的中位给药时间则需要5小时。此外，与静脉输液相比，皮下注射埃万妥组出现用药相关反应（ARR）率和静脉血栓栓塞事件（VTE）的患者也较少。试验结果表明，埃万妥在治疗特定类型的非小细胞肺癌患者中具有显著的疗效，尤其是在与现有标准治疗相比时。此外，埃万妥的安全性与各个组分的已知安全性一致，表明其具有较好的耐受性。随着这些积极结果，埃万妥有望为非小细胞肺癌患者提供更多的治疗选择。

行业要闻荟萃



3. 赛诺菲慢阻肺病靶向治疗药物度普利尤单抗在中国获批。

9月27日，赛诺菲宣布，度普利尤单抗注射液在国内获批新适应症，用于治疗嗜酸性粒细胞升高且控制不佳的慢性阻塞性肺疾病成人患者。点评：度普利尤单抗（Dupilumab, Dupixent）是赛诺菲与再生元合作开发的一款人源化单抗，通过结合IL-4Ra，可同时阻断IL-4和IL-13信号通路，从而阻断Th2型炎症通路，减轻Th2型炎症的病理性反应，治疗Th2型炎症相关疾病。以往慢阻肺病的治疗方案以吸入支气管舒张剂和抗炎药物为主，可改善患者的疾病症状、减缓疾病进程，但仍有部分患者容易面临难以预防急性加重、局部免疫功能低下、未来感染风险增加等问题，甚至在接受三联疗法后仍会出现中度或重度急性加重的情况。此次获批是基于两项里程碑式的Ⅲ期临床试验结果，显示达必妥®（每两周一次）显著降低急性加重，改善了肺功能。在疗效方面与安慰剂联合最佳标准吸入治疗（三联治疗，如果存在ICS禁忌则允许使用二联支气管舒张剂）相比，达必妥®组治疗52周，慢阻肺病中重度急性加重年化率分别降低了30%和34%。



4. 康哲药业芦可替尼乳膏在国内申报上市，用于治疗白癜风

9月24日，康哲药业宣布磷酸芦可替尼乳膏在国内获批新适应症，用于治疗白癜风。该药物是JAK1/JAK2选择性抑制剂芦可替尼的创新乳膏制剂，由Incyte公司研发。芦可替尼乳膏能通过抑制JAK1和JAK2蛋白，从而减轻炎症和皮肤症状。

点评：白癜风是一种慢性自身免疫性疾病，其特征是皮肤色素脱失，其发病原因为产生色素的细胞即黑素细胞的缺失。据估算，中国白癜风患者约1,400万。白癜风患者中约85%为非节段型白癜风。外用皮质类固醇（TCS）及钙调神经磷酸酶抑制剂（CI）均为非节段型白癜风的标签外用药，然而，这些现有外用药物疗法有长期用药的不良反应或疗效有限的临床痛点。芦可替尼乳膏在中国真实世界研究中取得了积极结果。治疗组主要疗效指标第24周达到F-VASI75的患者比例为49.5%，显著高于目标值14.1%（ $P < 0.0001$ ），研究达到了主要终点，证明该药能够有效治疗非节段型白癜风患者，缩小皮损面积，恢复肤色。所有的次要疗效指标均显示出与主要疗效指标一致的获益趋势，且治疗时间越长，患者的白癜风治疗效果持续改善。不良反应的严重程度大部分均为1级或2级，未发生导致停药或退出的不良事件（AE），未发生研究药物相关的严重不良事件（SAE）。



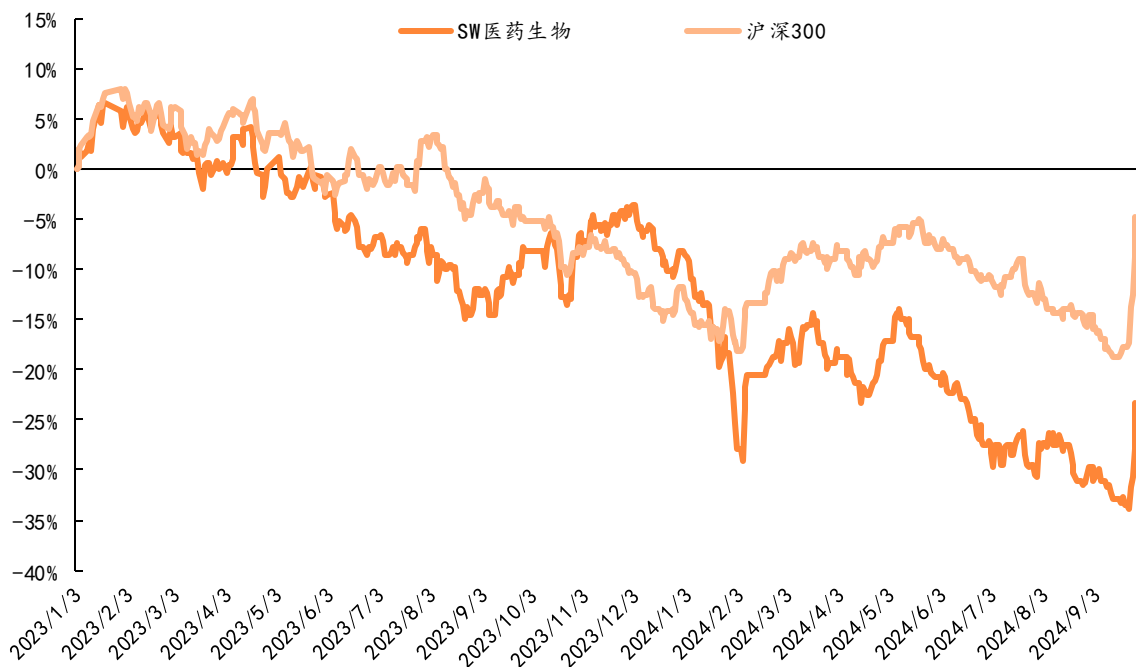
涨跌幅数据

本周回顾

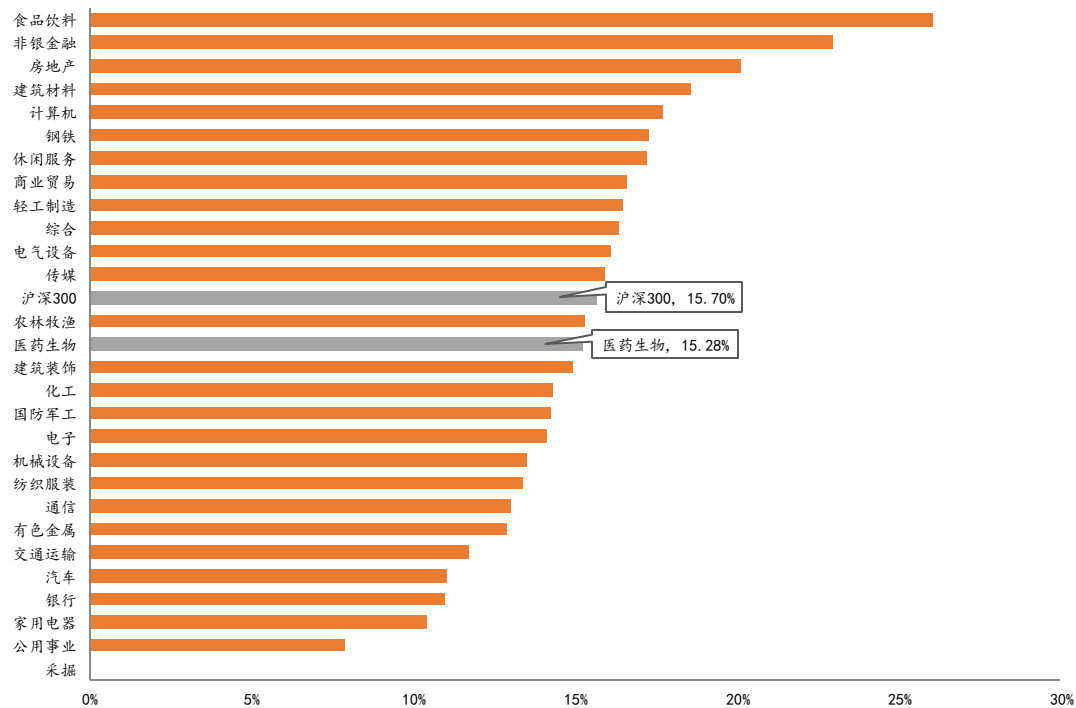


上周医药板块上涨15.28%，同期沪深300指数上涨15.70%；申万一级行业中27个板块上涨，0个板块下跌，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第14位。

医药行业2023年初至今市场表现



全市场各行业上周涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所



涨跌幅数据

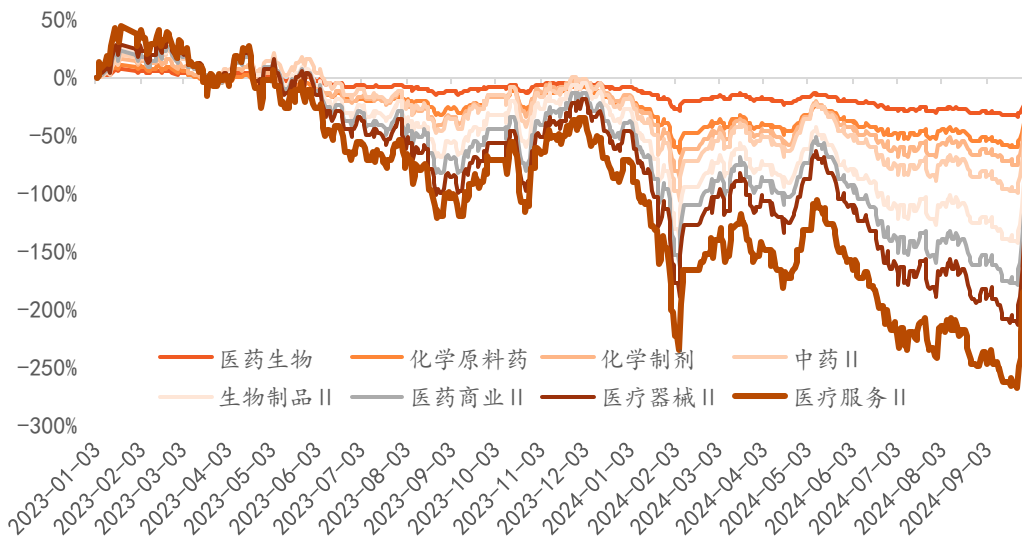
本周回顾



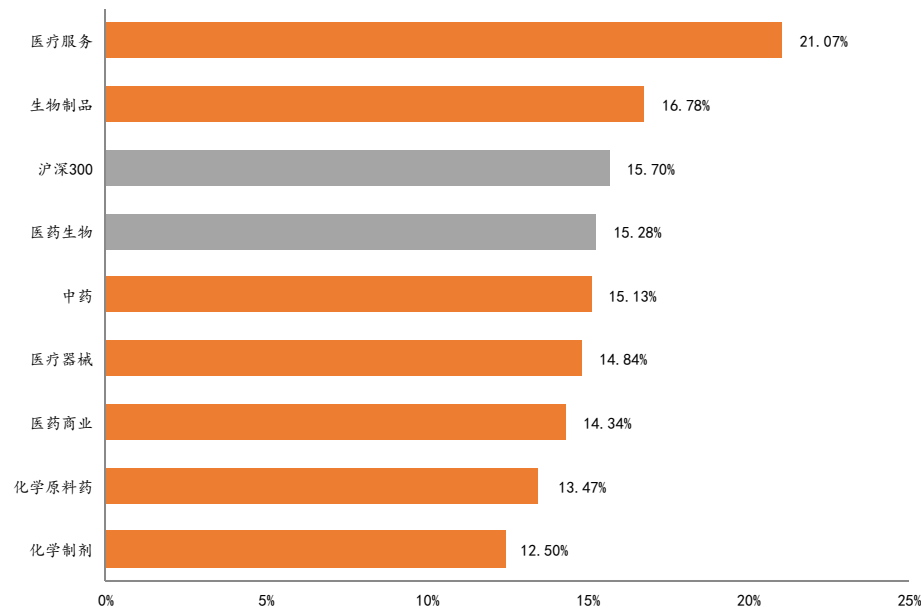
医药子行业中，所有板块都上涨。其中涨幅最大的是医疗服务，涨幅21.07%，跌幅最大的是化学制剂，跌幅为12.50%。

截止2024年9月27日，医药板块估值为25.38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33.69%，低于历史均值53.46%。

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：双成药业（+61.11%）、睿智医药（+42.06%）、爱尔眼科（+36.14%）。

跌幅TOP3：*ST景峰（-13.49%）、圣诺生物（-4.07%）、海南海药（-0.76%）。

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	002693.SZ	双成药业	61.11	1	000908.SZ	*ST景峰	-13.49
2	300149.SZ	睿智医药	42.06	2	688117.SH	圣诺生物	-4.07
3	300015.SZ	爱尔眼科	36.14	3	000566.SZ	海南海药	-0.76
4	300122.SZ	智飞生物	34.33	4	002433.SZ	*ST太安	0.00
5	301239.SZ	普瑞眼科	33.42	5	002435.SZ	ST长康	0.00
6	300244.SZ	迪安诊断	33.04	6	688399.SH	硕世生物	0.83
7	300573.SZ	兴齐眼药	32.93	7	688302.SH	海创药业	1.05
8	688331.SH	荣昌生物	32.59	8	300030.SZ	阳普医疗	1.29
9	688212.SH	澳华内镜	29.09	9	002294.SZ	信立泰	1.36
10	600739.SH	辽宁成大	28.73	10	688428.SH	诺诚健华	2.82
11	300595.SZ	欧普康视	27.95	11	002653.SZ	海思科	2.88
12	688301.SH	奕瑞科技	27.94	12	688617.SH	惠泰医疗	3.00
13	600721.SH	百花医药	27.24	13	688506.SH	百利天恒	3.23
14	300601.SZ	康泰生物	27.16	14	688278.SH	特宝生物	3.89
15	300630.SZ	普利制药	27.09	15	688575.SH	亚辉龙	3.90



港股医药板块行情回顾



上周医药板块上涨12.69%，同期恒生综指上涨13.12%。WIND一级行业中所有板块上涨，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第6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18.66%，香港医疗保健设备与用品（887174.WI）涨幅最小，涨幅9.37%。截止2024年9月27日，医药板块估值为14.25倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部H股的估值溢价率为41.53%，低于历史均值135.70%。

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。