

2024 年 12 月 22 日

国产 CGM 出海可期，重点推荐三诺生物

——医药行业周报（24/12/16-24/12/20）

投资评级：看好（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- 本周医药市场表现分析：**12月16日至12月20日，沪深300指数下跌0.14%；医药生物(申万)指数下跌2.13%。本周医药表现整体承压，受海外降息市场情绪影响，港股创新药回调相对较多，但部分中药标的如昆药集团表现突出，展望后市，在医保局2025年推进健全多层次医疗保障体系，强化医保战略购买，有望赋能医药产业创新发展，探索创新药的多元支付机制，看好医药板块有望企稳回升。建议关注：1) 2025年有望板块反转和边际向上的中药标的，包括昆药集团、太极集团、同仁堂、马应龙、盘龙药业等；2) 细分领域有望提估值的个股：建议关注九典制药、人福医药、普门科技、百洋医药、鱼跃医疗等；3) 医药最为明确的方向创新药，建议关注信立泰、恒瑞医药、海思科、迪哲药业、泽璟制药、翰森制药、科伦博泰、康方生物等。
- 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数下跌(-2.13%)。本周上涨个股数量68家，下跌个股数量423家，涨幅居前为爱朋医疗(+24.63%)、翰宇药业(+22.62%)、创新医疗(+20.17%)、乐心医疗(+16.35%)和科兴制药(+15.03%)，跌幅居前为灵康药业(-25.15%)、普利制药(-22.20%)、德展健康(-20.56%)、嘉应制药(-19.20%)和*ST吉药(-13.43%)。
- 欧洲合作落地、美国申报获FDA受理，重点推荐三诺生物。**我们通过梳理CGM龙头德康及雅培的产品放量节奏与获批/获得医保覆盖的关系，发现美国CGM一般会在获批1年之内被纳入医保，且在获批和获得医保覆盖后相关收入均有不同程度的加速。目前三诺已经跟欧洲经销商签约，参照CGM全球龙头的商业化放量轨迹，在强势经销商加持下，预计三诺欧洲收入将在2025年开始提速，同时美国申报获FDA受理，预计25H2获批，掘金百亿美金大单品市场可期。
- 投资观点及建议关注标的：**年初以来医药指数下跌10.62%，位于申万行业倒数第一。近期医药边际改善信号显著，商业健康险有望显著加速，支付能力提升空间可期，看好2025年医药否极泰来，坚持“创新+出海+老龄化”主线，关注医药低估值修复机会。建议关注：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、三友医疗、科兴制药等；3) 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。4) 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；5) 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)；6) 小而美标的：建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、麦澜德、方盛制药、立方制药等。
- 本周投资组合：**昆药集团、三诺生物、鱼跃医疗、信立泰、科兴制药；
- 十二月投资组合：**九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰、三诺生物、普门科技、百洋医药、开立医疗、人福医药。
- 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。

内容目录

1. 欧洲合作落地、美国申报获 FDA 受理，重点推荐三诺生物	4
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会	6
3. 风险提示	12

图表目录

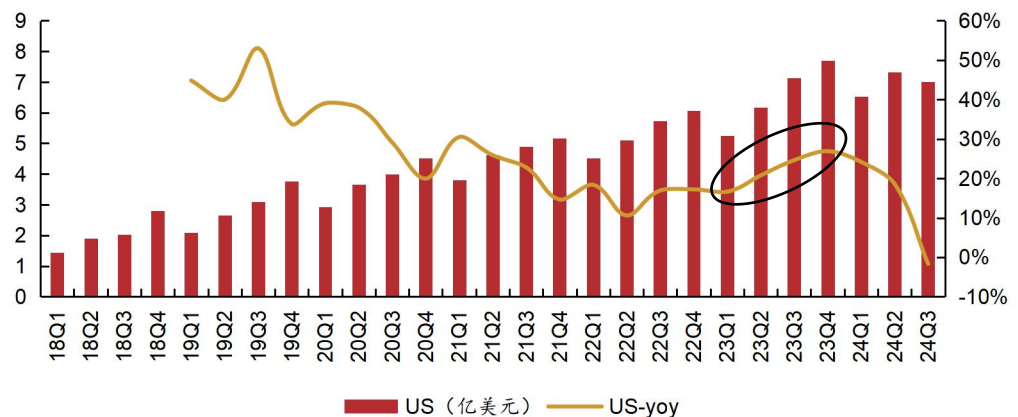
图表 1: 德康医疗美国分季度收入情况	4
图表 2: 雅培糖尿病管理业务美国季度销售情况	5
图表 3: 雅培糖尿病管理业务除美国之外季度销售情况	5
图表 4: 本周申万医药行业涨幅 Top10	6
图表 5: 本周申万医药行业跌幅 Top10	6
图表 6: 年初至今医药指数表现	7
图表 7: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	7
图表 8: 申万医药各细分板块年初至今表现	8
图表 9: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	8
图表 10: 本周医药子板块表现情况	8
图表 11: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 12 月 20 日, 整体 TTM 法)	9
图表 12: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 12 月 20 日, 整体 TTM 法)	9
图表 13: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 12 月 20 日, 整体 TTM 法)	10
图表 14: 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)	10

1. 欧洲合作落地、美国申报获 FDA 受理，重点推荐三诺生物

我们通过梳理 CGM 龙头德康及雅培的产品放量节奏与获批/获得医保覆盖的关系，发现美国 CGM 一般会在获批 1 年之内被纳入医保，且在获批和获得医保覆盖后相关收入均有不同程度的加速。目前三诺已经跟欧洲经销商签约，参照 CGM 全球龙头的商业化放量轨迹，在强势经销商加持下，预计三诺欧洲收入将在 2025 年开始提速，同时美国申报获 FDA 受理，预计 25H2 获批，掘金百亿美金大单品市场可期。

德康医疗：从德康 G6 及 G7 商业化节奏来看，一般在获批之后 1 年以内会被纳入医保，并且 G7 从获批到进入医保的时间差远小于 G6。G6 于 2018Q4 获得 Medicare 覆盖，当季度收入环比大幅提升。G7 于 22Q4 获得 FDA 批准上市，23Q1 获得医保覆盖，同时叠加 23Q2 CGM 的医保覆盖范围扩大的影响，23Q2 德康的美国销售收入开始明显加速，22Q4-23Q4 单季度收入同比增速分别为 17.2%、16.6%、20.7%、24.6%、26.9%。

图表 1：德康医疗美国分季度收入情况

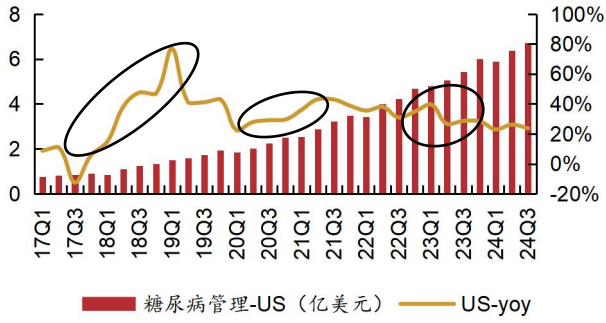


资料来源：公司公告，华源证券研究所

雅培-美国：2017Q3 雅培的 Libre 获得 FDA 批准上市，2018Q1 被医保覆盖，而后糖尿病管理业务收入开始大幅加速，17Q3-19Q1 收入同比增速分别为-12.5%、5.7%、14.7%、38.3%、47.6%、46.7%、76.7%。2020Q2 雅培的 Libre 2 获得 FDA 批准上市，2020Q3 被医保覆盖，而后收入同样呈现加速趋势，20Q2-21Q2 收入同比增速分别为 27.8%、29.1%、29.5%、36.0%、43.1%。2022Q2 Libre 3 美国获批以及 2023Q2 Libre 3 获得医保覆盖后，22Q2-23Q4 收入同比增速分别为 38.1%、31.0%、34.9%、39.7%、26.6%、28.6%、28.4%，维持高增。

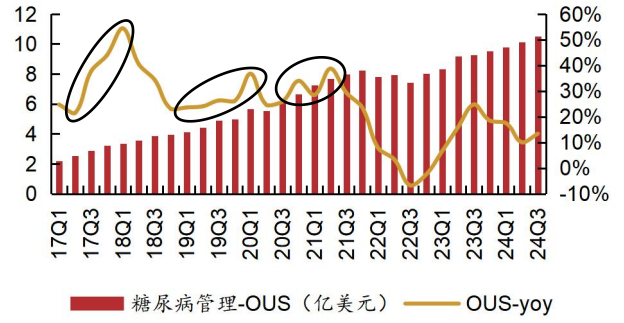
雅培-除美国之外：Libre 2 和 Libre 3 分别于 2018Q4 及 2020Q3 获得 CE 标志后，糖尿病管理业务收入呈现小幅加速，18Q4-20Q1 收入同比增速分别为 23.1%、23.6%、24.0%、26.3%、26.1%、36.7%，20Q3-21Q2 收入同比增速分别为 25.9%、33.9%、28.4%、38.7%。同时可以看到，2017Q2-Q3 Libre 在相继获得法国、英国、日本报销后，收入也开始提速，17Q2-18Q1 收入同比增速分别为 21.4%、37.6%、43.9%、54.4%。

图表 2：雅培糖尿病管理业务美国季度销售情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：雅培糖尿病管理业务除美国之外季度销售情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：OUS 为除美国之外

2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为-2.13%、-1.47%和-10.62%，相对沪深300指数的超额收益分别为-1.99%、-1.76%和-25.10%。

个股情况：本周上涨个股数量 68 家，下跌个股数量 424 家，涨幅居前为爱朋医疗 (+24.63%)、翰宇药业 (+22.62%)、创新医疗 (+20.17%)、乐心医疗 (+16.35%) 和科兴制药 (+15.03%)，跌幅居前为灵康药业 (-25.15%)、普利制药 (-22.20%)、德展健康 (-20.56%)、嘉应制药 (-19.20%) 和*ST 吉药 (-13.43%)。

图表 4：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	300753.SZ	爱朋医疗	27.4	24.63%	48.09%	27.08%
2	300199.SZ	翰宇药业	138.8	22.62%	31.55%	15.76%
3	002173.SZ	创新医疗	48.6	20.17%	23.96%	26.09%
4	300562.SZ	乐心医疗	36.5	16.35%	14.30%	51.30%
5	688136.SH	科兴制药	41.1	15.03%	19.71%	1.68%
6	600272.SH	开开实业	33.4	14.76%	53.99%	64.15%
7	688426.SH	康为世纪	28.3	11.94%	17.98%	-17.74%
8	688217.SH	睿昂基因	12.7	9.28%	8.81%	-36.47%
9	000950.SZ	重药控股	113.0	8.64%	14.14%	33.51%
10	600645.SH	中源协和	100.7	7.70%	8.79%	6.22%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.13%	-1.47%	-10.62%
12	000300.SH	沪深 300		-0.14%	0.28%	14.47%

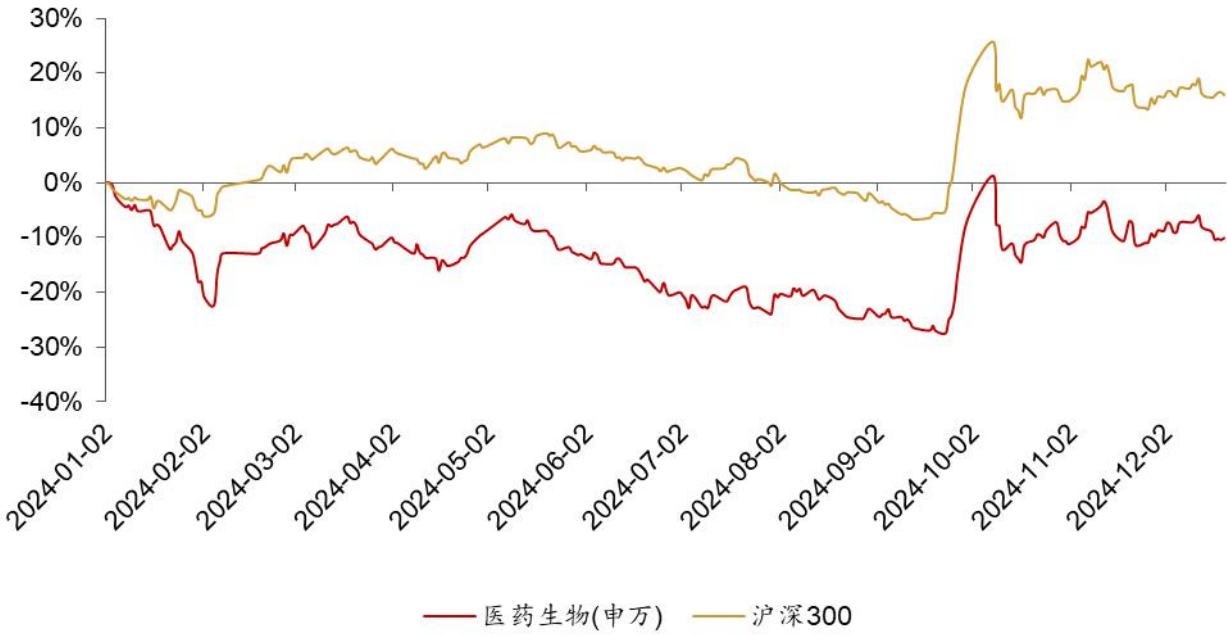
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：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	603669.SH	灵康药业	45.9	-25.15%	4.77%	15.19%
2	300630.SZ	普利制药	31.7	-22.20%	-34.73%	-69.01%
3	000813.SZ	德展健康	79.5	-20.56%	15.05%	12.23%
4	002198.SZ	嘉应制药	36.7	-19.20%	-8.82%	0.16%
5	300108.SZ	*ST 吉药	12.5	-13.43%	-17.98%	-42.46%
6	600851.SH	海欣股份	58.3	-12.68%	5.48%	-3.58%
7	600829.SH	人民同泰	47.5	-12.12%	11.58%	7.41%
8	832735.BJ	德源药业	26.9	-10.80%	-3.18%	8.73%
9	600833.SH	第一医药	32.6	-10.47%	9.10%	23.09%
10	600774.SH	汉商集团	24.0	-10.18%	0.50%	-17.65%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.13%	-1.47%	-10.62%
12	000300.SH	沪深 300		-0.14%	0.28%	14.47%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：年初至今医药指数表现



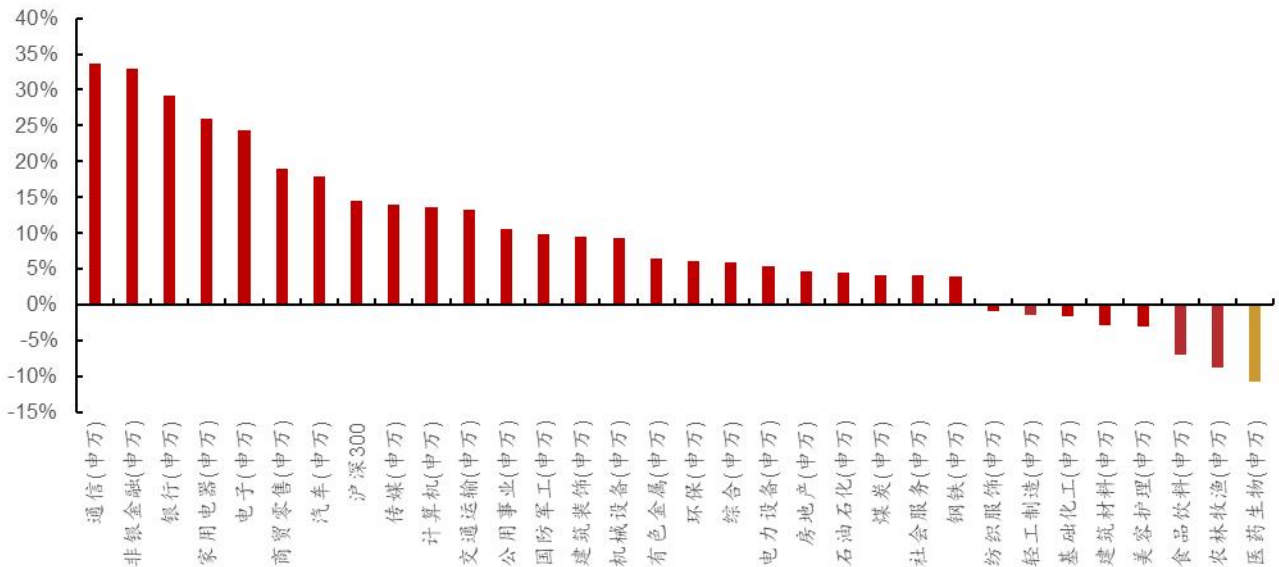
资料来源：Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学原料药（-3.7%）、医疗器械（-2.7%）、化学制剂（-2.6%）、医疗服务（-2.3%）、医药商业（-1.8%）、生物制品（-1.6%）及中药（-0.6%）。

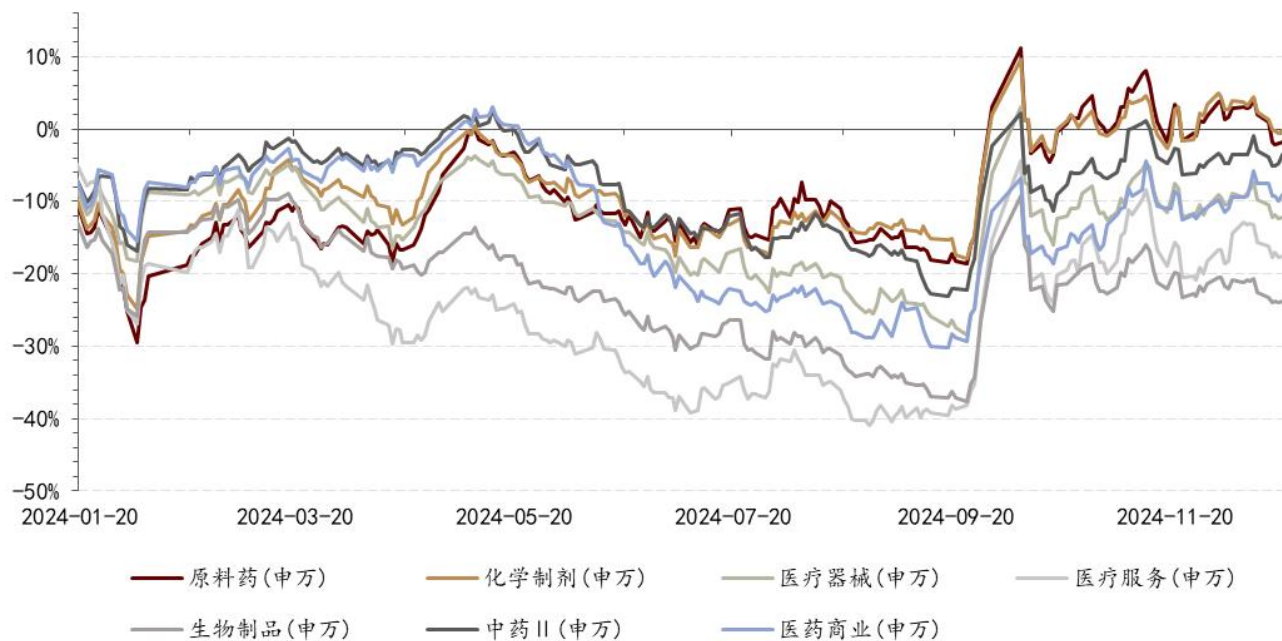
年初以来，化学制剂（-0.6%）、化学原料药（-1.9%）和中药（-2.5%）涨跌幅排名靠前，生物制品（-24.7%）、医疗服务（-19.8%）及医疗器械（-12.4%）相对跌幅较大。

图表 7：申万各板块年初至今涨跌幅情况



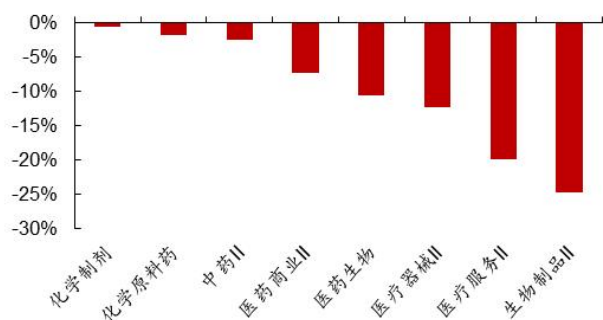
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 8：申万医药各细分板块年初至今表现



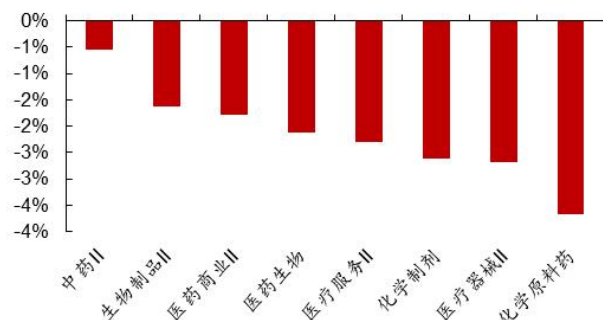
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

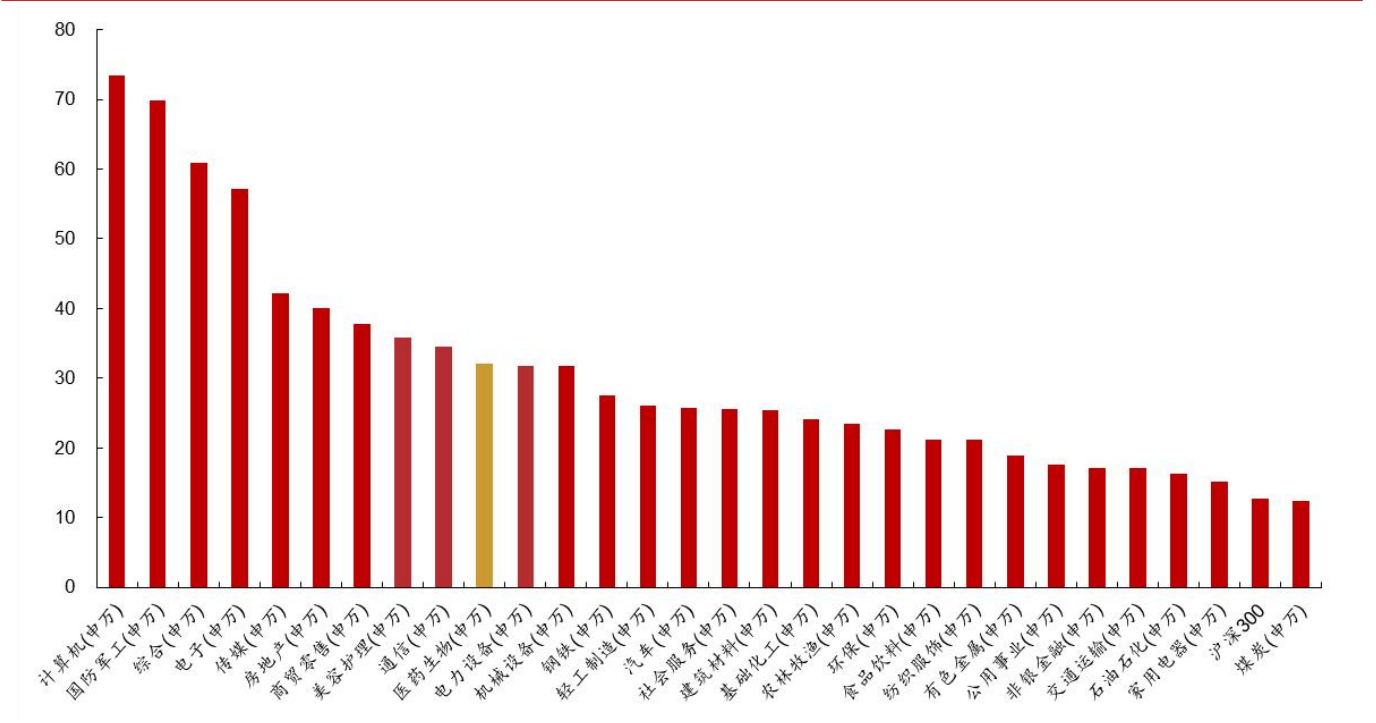
图表 10：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

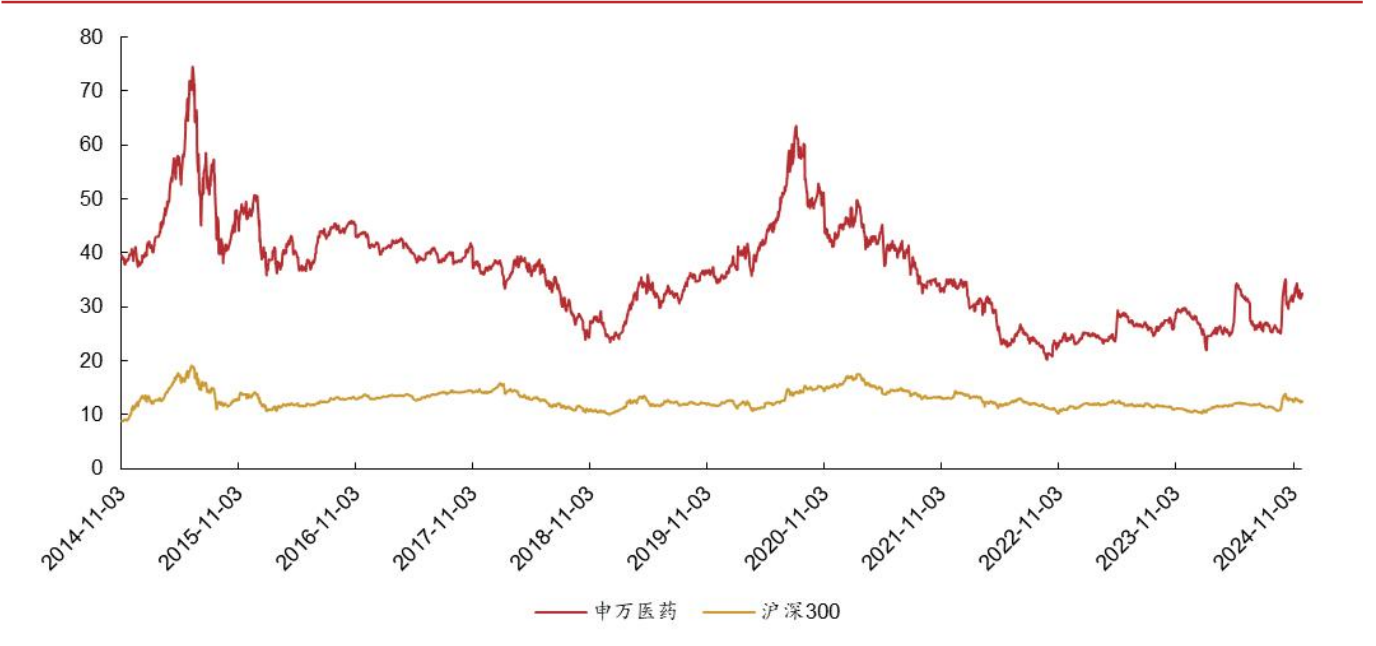
板块估值：截至 2024 年 12 月 20 日，申万医药板块整体 PE 估值为 32.8X，在申万一级分类中排第 10，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、化学原料药和医疗服务等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2024 年 12 月 20 日，整体 TTM 法）

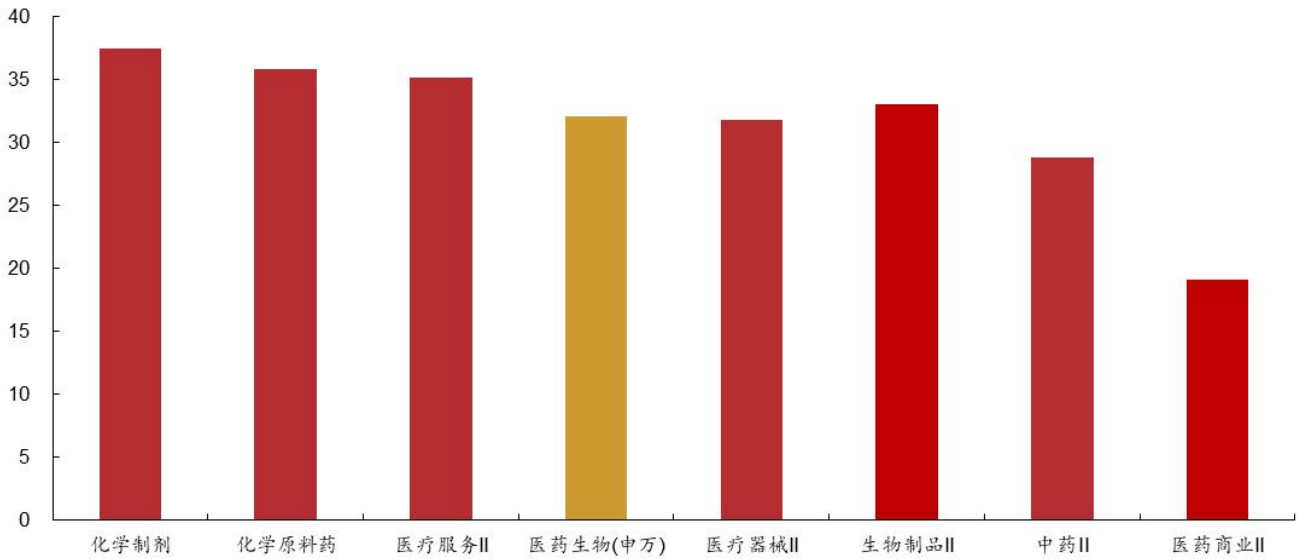


资料来源：Wind，华源证券研究所

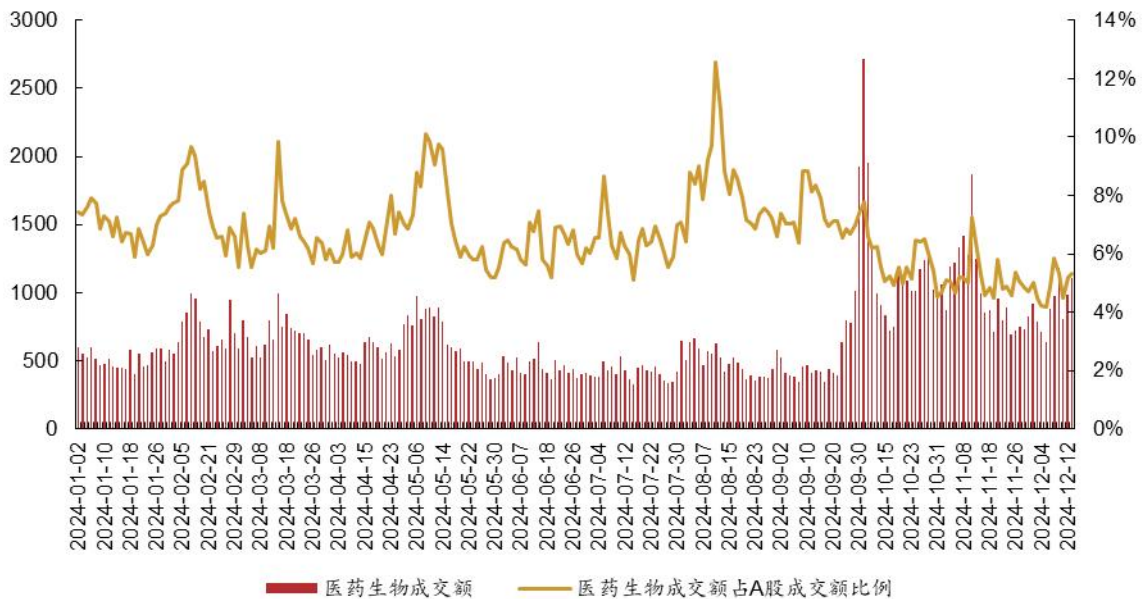
图表 12：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2024 年 12 月 20 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 12 月 20 日, 整体 TTM 法)


资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)


资料来源: Wind, 华源证券研究所

投资观点: 医药指数在连续跌了 3 年后, 2024 年又进一步下跌, 主要系医药政策再次出现利空, 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, 以及地方如安徽等中成药集采政策影响。但是, 医药行业亦不乏一些积极的利好政策, 如国务院层面明确对创新药全产业链鼓励。目前医药板块整体 PE 估值为 33X 左右, 处于历史较低位置, 截止 9 月 30 日, 公募基金医药持仓较 6 月 30 日进一步降低。我们认为医药指数已经较为充分的消化了今年以来的医药政策变化, 年初至今跌幅位列申万所有行业第一, 24Q4 企稳反弹的预期强烈。

近期，医保局、卫健委均有积极政策推出，医药边际改善信号显著，尤其近期商业医疗保险加速发展信号积极，多元化支付体系有望加速完善，我们看好 2025 年医药否极泰来，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，坚持“创新+出海+老龄化”主线，关注医药低估值修复机会，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。其中，重点关注港股 pharma 的估值修复机会。

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、三友医疗、科兴制药等。

3) 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。

4) 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，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。

5) 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）。

6) 小而美标的：随着市场情绪显著好转，部分前期估值受到压制、但业绩稳健或高增长公司有望迎来估值修复，建议关注百洋医药、普门科技、九典制药、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

本周投资组合：昆药集团、三诺生物、鱼跃医疗、信立泰、科兴制药；

十二月投资组合：九典制药、昆药集团、东诚药业、翰森制药、科伦博泰、三诺生物、普门科技、百洋医药、开立医疗、人福医药。

3. 风险提示

1) 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；

2) 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；

3) 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

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。