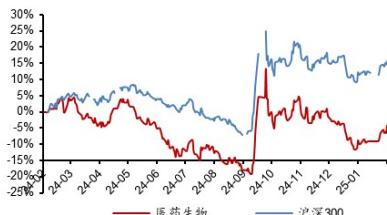


创新板块接力 AI 破局

行业评级：增持

报告日期：2024-02-23



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

联系人：刘洪飞

执业证书号：S0010123080001

邮箱：liuhongfei@hazq.com

主要观点：

■ 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.88%，跑赢沪深 300 指数 0.87 个百分点，跑赢上证综指 0.91 个百分点，行业涨跌幅排名第 9。2月 21 日（本周五），医药生物行业 PE (TTM, 剔除负值) 为 26X，位于 2012 年以来“均值-1X 标准差”和“均值-2X 标准差”之间，较 2 月 14 日 PE 上涨 0.4，比 2012 年以来均值 (33X) 低 8 个单位。本周，13 个医药 III 级子行业中，8 个子行业上涨，5 个子行业下跌。其中，医疗研发外包为涨幅最大的子行业，上涨 11.3%；线下药店为跌幅最大的子行业，下跌 3.06%。2 月 21 日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE (TTM) 为 43X。

■ 本周个股表现：A 股超五成个股上涨

本周 477 支 A 股医药生物个股中，240 支上涨，占比 50.31%。

本周涨幅前十的医药股为：安必平 (+48.91%)、迈威生物 (+21.69%)、国际医学 (+20.07%)、翔宇医疗 (+16.64%)、诺思格 (+16.55%)、毕得医药 (+16%)、三生国健 (+15.89%)、能特科技 (+15.87%)、天智航 (+15.78%)、科美诊断 (+15.66%)。

本周跌幅前十的医药股为：双成药业 (-9.85%)、华人健康 (-9.23%)、海泰新光 (-8.61%)、葫芦娃 (-8.5%)、*ST 龙津 (-7.14%)、东阿阿胶 (-6.76%)、华润三九 (-6.56%)、马应龙 (-6.42%)、香雪制药 (-6.09%)、健友股份 (-5.95%)。

本周港股 104 支个股中，87 支上涨，占比 83.65%。

■ 周观点：创新板块接力 AI 破局

本周申万医药指数继续领跑沪深 300 指数。AI、创新药、创新器械等个股涨幅较大。领涨的个股和创新（AI、创新药、创新器械、脑机接口等）不同程度相关；而领跌个股则中药板块个股较多。创新药板块 21 号（周五）涨幅较大。

医药本周创新板块接力 AI 医疗，继续保持高人气。我们继续重申 2025 年的思路策略，同时 AI 进展带动医药的应用落地也需要重点关注。我们前面策略报告和周报就提到“2024 年第十批集采落地、器械化学发光集采落地、医保谈判持续推进、丙类医药目录呼之欲出，政策端给医药板块带来的压制在钝化，但市场在短期内找不到医药反

相关报告

1. 行业周报：持续看好医药的配置价值 2024-02-27
2. 行业周报：看好具备成长和估值相得益彰的医药标的 2024-03-04
3. 行业周报：医药本周回调较大，需要关注“中药+创新落地的品类” 2024-03-11
4. 行业周报：医药板块处于底部位置，建议加大对医药的配置 2024-07-01
5. 行业周报：AI 破局医药板块 2025-02-16

转的动力，虽如此，医药板块的底部是相对明确的”。本周医药板块持续爆发，也印证了之前的思路，我们认为医药板块还处于底部的位置。接下来，我们认为在医药板块，创新的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI 医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。

2024 年 Q4 基金持仓医药进一步下降，而 2025 年医药板块在底部位置，持仓的增加都会引发医药的新一波行情。创新板块接力 AI 医疗在医药板块引发的热度，我们认为会进一步引发市场对医药板块的理解，我们继续关注以下几个方面（注：标*公司已经覆盖）：

(1) 医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*等；惠泰医疗*、迈普医学*等；泽璟制药*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*等，同时关注新诺威、恒瑞医药、康方生物、信达制药；

(2) 医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药 otc (同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等)、家用器械(可孚医疗*、三诺生物*、鱼跃医疗等)；

(3) 出海 (海外业务占比相对较高)：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、怡和嘉业*、科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业；

(4) 大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股*、环球医疗、华润三九*、国药控股等标的；

(5) 相对新的技术方向落地 (AI、脑机接口、机器人、干细胞等)。

■ 本周细分行业点评：

2025 年初以来，业内积极消息频传，国家医保局召开医保部门“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会，首次公开多项开创性支持方案及举措，有助于创新药在既往医保控费环境下的“破局”。

■ 本周新发报告

公司深度凯莱英：《小分子重回稳健增长，新兴业务精彩纷呈》；公司深度艾力斯：《艾弗沙开花结果，走出去引进来巩固产品生态》。

■ 风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

正文目录

1 本周行情回顾：板块上涨	5
2 本周个股表现：A股超五成个股上涨	6
2.1 A股个股表现：超五个成个股上涨	6
2.2 港股个股表现：超八成个股上涨	8
3 周观点：创新板块接力 AI 破局	9
4 本周细分行业点评：支付端转暖，港股医药乘胜追击，创新药春天正来时	10
5 本周新发报告	11
5.1 公司深度凯莱英（002821）：《小分子重回稳健增长，新兴业务精彩纷呈》	11
5.2 公司深度艾力斯（688578）：艾弗沙开花结果，走出去引进来巩固产品生态	12
风险提示	13

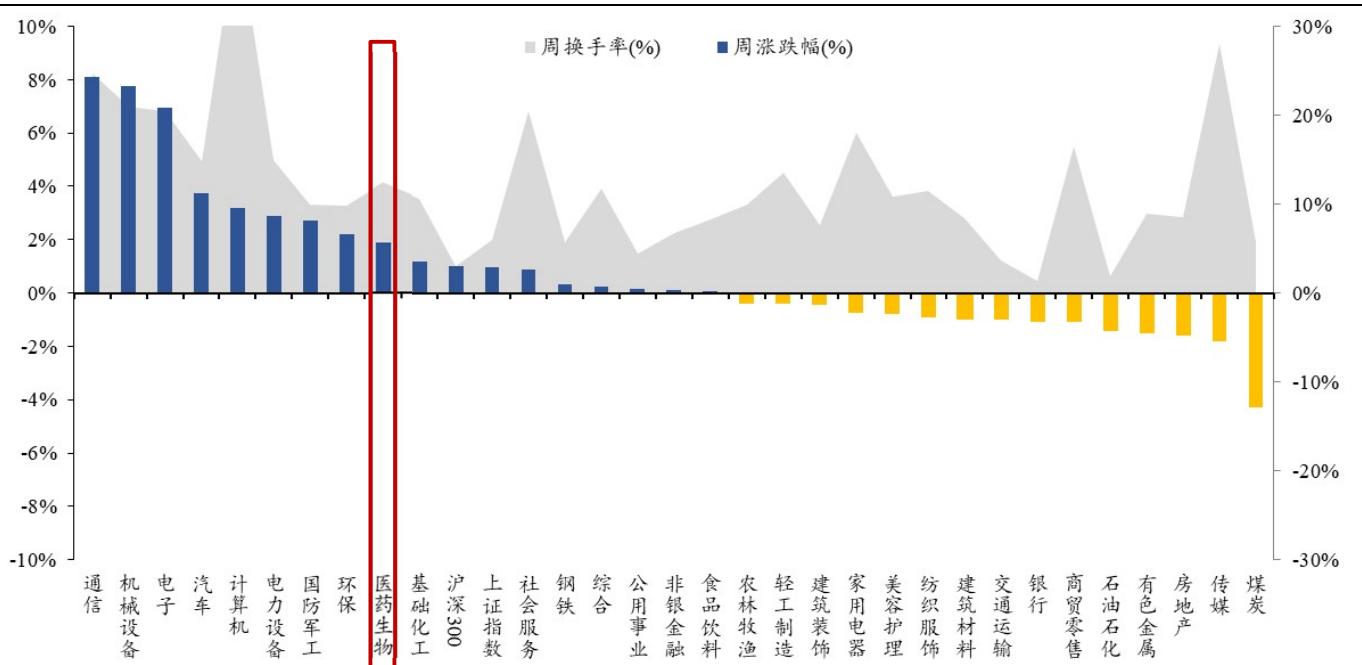
图表目录

图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现 (本周) -----	5
图表 2 A 股医药生物行业估值表现 (截至 2 月 21 日 (本周五)) -----	5
图表 3 A 股医药子行业涨跌及估值表现 (本周) -----	6
图表 4 A 股医药股涨幅前十 (本周) -----	6
图表 5 A 股医药股跌幅前十 (本周) -----	7
图表 6 A 股医药股成交额前十 (本周) -----	7
图表 7 港股医药股涨幅前十 (本周) -----	8
图表 8 港股医药股跌幅前十 (本周) -----	8
图表 9 港股医药股成交额前十 (本周) -----	9

1 本周行情回顾：板块上涨

本周医药生物指数上涨 1.88%，跑赢沪深 300 指数 0.87 个百分点，跑赢上证综指 0.91 个百分点，行业涨跌幅排名第 9。

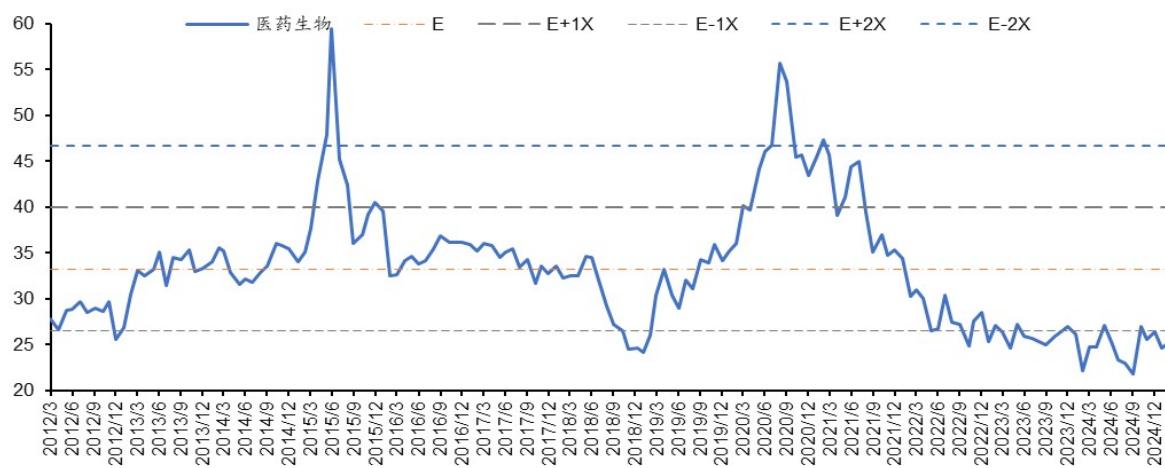
图表 1 本周 A 股医药生物行业涨跌表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万一级行业数据。

2月21日（本周五），医药生物行业PE（TTM，剔除负值）为26X，位于2012年以来“均值-1X标准差”和“均值-2X标准差”之间，较2月14日PE上涨0.4，比2012年以来均值（33X）低8个单位。

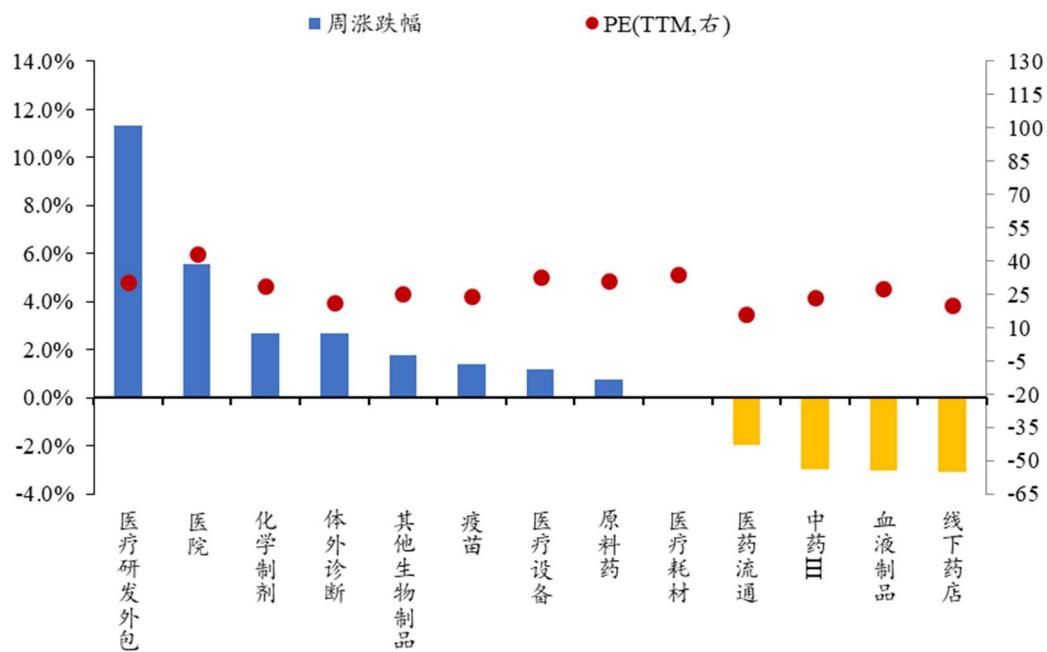
图表 2 A 股医药生物行业估值表现（截至 2 月 21 日（本周五））



资料来源：ifind，华安证券研究所

本周，13个医药III级子行业中，8个子行业上涨，5个子行业下跌。其中，医疗研发外包为涨幅最大的子行业，上涨11.3%；线下药店为跌幅最大的子行业，下跌3.06%。2月21日（本周五）估值最高的子行业为医院，PE(TTM)为43X。

图表3 A股医药子行业涨跌及估值表现（本周）



资料来源：ifind，华安证券研究所。说明：图示数据为申万三级行业数据。

2 本周个股表现：A股超五成个股上涨

2.1 A股个股表现：超五个成个股上涨

下文选取的A股出自A股分类：申银万国行业类-医药生物。

本周477支A股医药生物个股中，240支上涨，占比50.31%。

本周涨幅前十的医药股为：安必平、迈威生物、国际医学、翔宇医疗、诺思格、毕得医药、三生国健、能特科技、天智航、科美诊断。

图表4 A股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	688393.SH	安必平	23.18	35.67	38.12	48.91
2	688062.SH	迈威生物	40.32	78.92	19.75	21.69
3	000516.SZ	国际医学	99.30	146.02	6.46	20.07
4	688626.SH	翔宇医疗	20.23	62.37	38.98	16.64
5	301333.SZ	诺思格	23.22	59.32	61.42	16.55
6	688073.SH	毕得医药	23.16	55.28	60.83	16.00
7	688336.SH	三生国健	24.34	161.91	26.25	15.89

8	002102.SZ	能特科技	57.85	82.66	3.14	15.87
9	688277.SH	天智航	49.50	65.30	14.53	15.78
10	688468.SH	科美诊断	22.28	33.77	8.42	15.66

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的医药股为：双成药业、华人健康、海泰新光、葫芦娃、*ST龙津、东阿阿胶、华润三九、马应龙、香雪制药、健友股份。

图表5 A股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	002693.SZ	双成药业	32.34	63.78	15.38	-9.85
2	301408.SZ	华人健康	15.46	49.16	12.29	-9.23
3	688677.SH	海泰新光	27.74	43.66	36.20	-8.61
4	605199.SH	葫芦娃	16.69	67.66	16.91	-8.50
5	002750.SZ	*ST龙津	2.51	5.73	1.43	-7.14
6	000423.SZ	东阿阿胶	239.79	360.56	55.99	-6.76
7	000999.SZ	华润三九	194.04	534.40	41.61	-6.56
8	600993.SH	马应龙	65.68	101.86	23.63	-6.42
9	300147.SZ	香雪制药	50.96	66.33	10.03	-6.09
10	603707.SH	健友股份	69.57	219.56	13.59	-5.95

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的医药股为：美年健康、药明康德、恒瑞医药、迪安诊断、润达医疗、爱尔眼科、华大基因、迈瑞医疗、金域医学、康龙化成。

图表6 A股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	002044.SZ	美年健康	203.80	283.78	7.25	202.68
2	603259.SH	药明康德	1491.45	1975.68	68.41	192.22
3	600276.SH	恒瑞医药	1877.16	3079.78	48.28	143.88
4	300244.SZ	迪安诊断	84.55	117.50	18.80	114.54
5	603108.SH	润达医疗	88.87	126.34	20.93	91.97
6	300015.SZ	爱尔眼科	594.98	1300.19	13.94	82.69
7	300676.SZ	华大基因	146.67	270.66	65.09	76.73

8	300760.SZ	迈瑞医疗	1331.31	3125.92	257.82	74.81
9	603882.SH	金域医学	119.67	181.60	39.20	68.61
10	300759.SZ	康龙化成	338.80	521.54	29.33	60.94

资料来源：ifind，华安证券研究所

2.2 港股个股表现：超八成个股上涨

下文选取的港股出自港股分类：申银万国港股行业类-医药生物。

本周港股 104 支个股中，87 支上涨，占比 83.65%。

本周涨幅前十的港股医药股为：德琪医药-B、腾盛博药-B、药明巨诺-B、梅斯健康、来凯医药-B、三叶草生物-B、和铂医药-B、永泰生物-B、加科思-B、昭衍新药。

图表 7 港股医药股涨幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	6996.HK	德琪医药-B	12.84	12.84	2.05	83.04
2	2137.HK	腾盛博药-B	10.66	10.66	1.58	41.07
3	2126.HK	药明巨诺-B	9.23	9.23	2.41	40.94
4	2415.HK	梅斯健康	7.56	7.56	1.35	40.63
5	2105.HK	来凯医药-B	47.60	47.60	12.66	39.89
6	2197.HK	三叶草生物-B	4.01	4.01	0.34	37.86
7	2142.HK	和铂医药-B	38.68	38.68	5.48	36.32
8	6978.HK	永泰生物-B	17.03	17.03	3.59	35.47
9	1167.HK	加科思-B	14.38	14.38	1.97	32.21
10	6127.HK	昭衍新药	14.86	93.57	13.54	30.95

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周跌幅前十的港股医药股为：科笛-B、高视医疗、方达控股、叮当健康、业聚医疗、四环医药、希玛医疗、丽珠医药、同仁堂国药、中国中药。

图表 8 港股医药股跌幅前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周涨跌幅（%）
1	2487.HK	科笛-B	15.43	15.43	5.23	-12.40
2	2407.HK	高视医疗	12.35	12.35	9.06	-5.03
3	1521.HK	方达控股	26.84	26.84	1.43	-4.03
4	9886.HK	叮当健康	6.81	6.81	0.56	-1.75
5	6929.HK	业聚医疗	26.95	26.95	3.53	-1.67

6	0460.HK	四环医药	52.48	52.48	0.61	-1.61
7	3309.HK	希玛医疗	23.62	23.62	2.04	-1.45
8	1513.HK	丽珠医药	73.33	217.65	25.90	-1.33
9	3613.HK	同仁堂国药	63.53	63.53	8.23	-1.20
10	0570.HK	中国中药	91.94	91.94	1.98	-1.00

资料来源：ifind，华安证券研究所

本周成交额前十的港股医药股为：阿里健康、药明生物、京东健康、平安好医生、康方生物、药明康德、医渡科技、信达生物、百济神州、石药集团。

图表9 港股医药股成交额前十（本周）

序号	代码	公司名称	自由流通市值（亿元）	总市值（亿元）	收盘价（元）	周成交额（亿元）
1	0241.HK	阿里健康	896.23	896.23	6.04	202.24
2	2269.HK	药明生物	984.65	984.65	26.00	92.84
3	6618.HK	京东健康	1084.28	1084.28	36.75	74.03
4	1833.HK	平安好医生	185.55	185.55	9.31	41.58
5	9926.HK	康方生物	570.67	570.67	68.95	40.74
6	2359.HK	药明康德	249.85	1864.11	70.00	34.57
7	2158.HK	医渡科技	80.58	80.58	8.23	32.09
8	1801.HK	信达生物	629.91	629.91	41.70	30.82
9	6160.HK	百济神州	1862.83	2031.52	158.80	25.45
10	1093.HK	石药集团	533.29	533.29	5.01	24.81

资料来源：ifind，华安证券研究所

3 周观点：创新板块接力AI破局

本周申万医药指数继续领跑沪深300指数。AI、创新药、创新器械等个股涨幅较大。领涨的个股和创新（AI、创新药、创新器械、脑机接口等）不同程度相关；而领跌个股则中药板块个股较多。创新药板块21号（周五）涨幅较大。

医药本周创新板块接力AI医疗，持续保持高人气。我们继续重申2025年的思路策略，同时AI进展带动医药的应用落地也需要重点关注。我们前面策略报告和周报就提到“2024年第十批集采落地、器械化学发光集采落地、医保谈判持续推进、丙类医药目录呼之欲出，政策端给医药板块带来的压制在钝化，但市场在短期内找不到医药反转的动力，虽如此，医药板块的底部是相对明确的”。本周医药板块持续爆发，也印证了之前的思路，我们认为医药板块还处于底部的位置。接下来，我们认为在医药板块，创新的硬科技依旧会是市场的主要方向之一，创新板块包括创新药、创新器械、AI医疗等，也包括新技术的脑机接口、机器人和干细胞等细分的方向。

2024年Q4基金持仓医药进一步下降，而2025年医药板块在底部位置，持仓的增加都会引发医药的新一波行情。创新板块接力AI医疗在医药板块引发的热度，我们认为会进一步引发市场对医药板块的理解，我们继续关注以下几个方面（注：标*公司已经覆盖）：

（1）医疗硬科技：硬设备/硬耗材/创新药，迈瑞医疗*、联影医疗*、开立医疗*、华大智造*、亚辉龙*等；惠泰医疗*、迈普医学*等；泽璟制药*、科伦药业*、绿叶制药*、艾迪药业*等，同时关注新诺威、恒瑞医药、康方生物、信达制药；

（2）医疗消费：眼科、口腔、体检、医美等，爱尔眼科*、通策医疗*、美年健康*、固生堂*、普瑞眼科等、中药otc（同仁堂*、云南白药*、华润三九*、东阿阿胶*、马应龙、贵州三力*等）、家用器械（可孚医疗*、三诺生物*、鱼跃医疗等）；

（3）出海（海外业务占比相对较高）：迈瑞医疗*、新产业*、美好医疗*、怡和嘉业*、科兴制药*、亿帆医药*、君实生物*、康哲药业*等；关注安杰思、南微医学、九安医疗、凯莱英*、康龙化成、药康生物*、甘李药业；

（4）大国央企医药企业做大做强：天士力*、中国医药、重药控股*、环球医疗、华润三九*、国药控股等标的；

（5）相对新的技术方向落地（AI、脑机接口、机器人、干细胞等）。

4 本周细分行业点评：支付端转暖，港股医药乘胜追击，创新药春天正来时

2025年初以来，业内积极消息频传，国家医保局召开医保部门“保障人民健康 赋能经济发展”主题新闻发布会，首次公开多项开创性支持方案及举措，有助于创新药在既往医保控费环境下的“破局”。

● 2025年医保目录将开设创新药专门“丙类目录”

国家医保局有关负责人表示，2025年内将发布第一版医保丙类目录。丙类目录作为基本医保药品目录的补充，聚焦因超出“保基本”功能定位暂时无法纳入医保目录但创新程度很高、具有显著临床应用价值、患者获益显著的药品。国家医保局将采取多种激励措施，积极引导支持惠民型商业健康保险产品将丙类目录药品纳入产品责任保障范围。同时，也将打通丙类目录与基本医保目录间的通道，做好衔接。

● 医保商保一站式结算，支付问题新出口

国家医保局日前在部署2025年医保工作时明确，今年医保部门将探索在“数据共享”“个账支付”“费用结算”等方面，与投资真金白银支持创新药械的商保公司进行更高水平合作。2023年，我国商业健康险保费收入突破9000亿元，据国家金融监督管理总局数据，截至2024年10月，我国商业健康险保费收入规模达8738.62亿元，较去年同期增长达8.45%，健康险即将成为一个规模达万亿元的市场。

● 医保基金腾挪，创新药支付空间巨大

2024年，全国共追回医保基金275亿元。2018年以来，国家组织药品带量采购累计节省医保基金4400亿元左右，其中用于谈判药使用超3600亿元，即集采省下来的钱80%用于创新药，集采充分发挥了减负担、腾空间、促改革的动能转换作用。

看好创新药行业，关注临床真获益及真创新的品种，关注并购及出海标的（注：标*公司已经覆盖）：

1) 1到n医保腾挪助力创新药放量，疾病需求导向，医保支付提供新药研发回报出口，国产创新药空间仍大：

肿瘤免疫领域：康方生物（两款双抗首进医保），艾力斯*（一线肺癌三代EGFR及海外预期）；

慢病专科领域：艾迪药业*（HIV 产品组合），绿叶制药*（CNS 综合产品），特宝生物*（慢乙肝长效干扰素），华领医药*（华堂宁一代+二代出海），罗欣药业（消化慢病替戈拉生），信立泰*（心血管综合产品）；

0 到 1 国产新药自研能力，近年不乏全球 FIC 药物，具有出海预期：迪哲医药（JAK-STAT, EGFR exon20ins），亚盛医药（BCR-ABL、BCL2），亚虹医药（1702），泽璟制药*（CD3/DLL3/DLL3 等多抗药物），博安生物（CD228 ADC、CD25）

2) 全球对国产新药的认可，BD 出海持续兑现：

- 高支付国家路径：亿帆医药*、和黄医药；
- 大额 BD：和铂医药、科伦博泰*、百利天恒、康方生物、恒瑞医药；
- 新兴市场：科兴制药*、康哲药业*、汇宇制药。

5 本周新发报告

5.1 公司深度凯莱英（002821）：《小分子重回稳健增长，新兴业务精彩纷呈》

我们 2023 年 2 月 14 日发布公司深度凯莱英（002821）：《小分子重回稳健增长，新兴业务精彩纷呈》，核心观点如下：

临床 CDMO 领先企业，全流程一体化布局完善

公司是 CDMO 领域领先企业，公司以小分子业务起家，基于多年技术积累，积极开拓新兴业务领域。公司提供小分子药物全生命周期外包服务，核心业务聚焦在等级高、量级大的产品阶段，法规监管要求严的领域。为全球超 1100 家客户提供了药品全生命周期的一站式服务，与众多全球制药巨头形成了较强的合作粘性，逐步构建起创新药一体化服务生态圈。

行业供需逐步改善，医药创新动能蓄势聚力

全球生物医药行业需求向上，CDMO 供需结构趋向平衡。近两年行业需求仍有待修复，产能相对过剩，供需矛盾依旧存在，从周期角度看仍处于拐点待向上阶段。展望 2025 年及后续几年，1) 需求端随着全球步入降息周期，有望逐步复苏；2) 供给端因部分头部企业放缓扩产进程，中小企业部分关停，产能持续去化，行业整体趋向动态平衡发展。小分子依旧占据重要位置，多肽、寡核苷酸、ADC 等新兴方向蓬勃发展。近年来，CGT、ADC、RNA 等创新生物疗法层出不穷，增长迅速。但从构成看，小分子仍占据半壁江山，2023 年占比 54.86%。多肽、寡核苷酸等热度提升，加速发展，1H24 中 VC 交易除小分子领域外，热点领域多集中于抗体/蛋白、CGT、多肽、寡核苷酸等。

小分子业务稳中提质，新兴业务再起航

小分子业务稳中向好，步入商业化项目收获期。2024 年 6 月公司宣布取得前辉瑞英国 Sandwich Site 的 API Pilot Plant 及 R&D Laboratory，完成公司首个欧洲研发生产基地布局，进一步提升了 CDMO 业务的全球供应能力。结合在手订单情况公司预计 2024 年小分子 PPQ 项目达 28 个，后续将有更多项目进入商业化阶段，将推动小分子业务更为稳定增长。随着公司对海外设施的整合梳理，以及行业需求端的逐步回暖，整体有望维持稳健增长。

新兴业务多板块需求旺盛，开启增长新阶段。1) 多肽业务：公司加快多肽商业化产能建设，截至年底预计公司多肽固相合成总产能超 20000L，同时已获得多个跨国制药公司的临床中后期项目订单，并与国内重要客户签订 GLP-1 多肽商业化订单。

2025 年起有望快速增长。2) 寡核苷酸业务：截至 1H24 公司已承接 29 项新项目同比增长 70.6%。寡核苷酸行业整体需求旺盛，后续有望持续保持高速增长态势。3) ADC 业务：在生物药 CDMO 百余个在手项目中，ADC 项目占比超过 50%。此外还有制剂业务、临床 CRO 等业务在稳步推进中，新技术输出和合成生物学板块也在实现突破。

投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 58.86 亿元、67.61 亿元、78.07 亿元（同比-24.8%/+14.9%/15.5%）；实现归母净利润 9.17 亿元、11.63 亿元、12.81 亿元（同比-59.6%/+26.8%/+10.1%）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、回款不及预期风险、汇兑损益风险、地缘政治风险、客户需求恢复不及预期风险等。

5.2 公司深度艾力斯（688578）：艾弗沙开花结果，走出去引进来巩固产品生态

我们 2023 年 2 月 20 日发布公司深度艾力斯（688578）：《艾弗沙开花结果，走出去引进来巩固产品生态》，核心观点如下：

伏美替尼商业化快速放量，公司经营业绩实现大幅增长

公司核心产品艾弗沙®（甲磺酸伏美替尼片），自 2021 年获批上市以来取得了显著的成果。销售方面，伏美替尼凭借成功的医保准入和公司出色的商业化能力，实现了快速放量。2023 年公司营收达到 20.18 亿元，同比增长 155.14%，2024 年前三季度营收已达到 25.33 亿元，同比增长 87.97%。临床优势上，伏美替尼作为第三代 EGFR-TKI，具有“脑转强效、疗效优异、安全性佳、治疗窗宽”的特点，其一线治疗显著延长中位 PFS 至 20.8 个月，且对脑转移病灶表现出色。在研临床方面，伏美替尼在 EGFR 20 外显子插入突变、PACC 或 L861Q 等罕见突变以及辅助治疗领域开展多项临床试验，其中 EGFR 20 外显子插入突变的全球 III 期确证性临床研究被 CDE 纳入突破性治疗品种名单，目前正在顺利推进。

引进来：加强肺癌领域布局，发挥商业化营销核心竞争力

公司在肺癌领域积极开展业内合作，围绕伏美替尼展开多维度布局。联用疗法方面，公司先后与和誉医药、应世生物、荣昌生物合作开展伏美替尼联合用药临床试验。产品引进方面，艾力斯与和誉医药达成新一代 EGFR-TKI (ABK3376) 的授权许可协议，强化在 NSCLC 领域的生态；与基石药业合作获得 RET 抑制剂普吉华®的商业化推广权，积极发挥公司营销核心竞争力；与加科思药业合作，获得 KRAS G12C 抑制剂戈来雷塞和 SHP2 抑制剂 JAB-3312 的独占许可，扩大对 NSCLC 不同基因突变类型的覆盖，持续巩固其在肺癌领域的竞争优势。

走出去：Newco 助力全球化发展，海外临床开发进展顺利

艾力斯通过伏美替尼 Newco 出海开启了全球化发展的新征程。2021 年 6 月，公司与 ArriVent 达成海外独家授权合作协议，ArriVent 获得伏美替尼在海外（除中国大陆及港澳台地区）的开发及商业化权利，公司获得 4,000 万美元首付款及高达 7.65 亿美元的里程碑付款和销售提成。此后，伏美替尼的海外注册临床研究稳步推进，首个海外临床研究已于 2023 年启动，且伏美替尼 EGFR 20 外显子插入突变的全球 III 期临床研究获得 FDA 突破性疗法认定。随着伏美替尼出海的顺利推进以及在研管线的不断丰富，艾力斯正逐步向专注肺癌领域、具备综合能力的创新药企迈进。

投资建议

预计公司 2024~2026 年收入分别为 35.50/45.20/53.08 亿元，分别同比增长 75.9%/27.3%/17.4%，归母净利润分别为 13.58/17.00/19.69 亿元，分别同比增长 110.8%/25.2%/15.9%，对应估值为 23X/18X/16X。看好公司肺癌领域优势，伏美替尼海外进展。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新药研发的风险：创新药研发周期长、投入大，药物研发具有较高的不确定性，有失败的风险；

准入不及预期风险：公司产品参加医保谈判等环节可能面临进度不及预期的风险；

销售浮动风险：市场竞争及未来上市新药可能对产品销售造成一定影响，导致销售不及预期；

行业政策风险：随着医保控费逐渐深化，国家带量采购政策的全面实施，一系列政策趋势或将影响药品招标价格。

风险提示

政策风险，竞争风险，股价异常波动风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所副所长、医药首席分析师；中山大学本科、香港中文大学硕士；曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

联系人：刘洪飞，研究助理，主要负责医疗器械行业研究，华中科技大学本科、中国人民大学硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。