

2024年11月10日

上调和黄医药吠喹峰值，持续看好创新药出海

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（24/11/04-24/11/08）

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：**11月4日至11月8日，沪深300指数上涨5.5%；医药生物(申万)指数上涨6.43%。年初至今医药跌幅仍超6%，具备补涨机会，建议关注：1) 关注25年有望反转的板块：医疗设备板块如开立医疗、澳华内镜、联影医疗、普门科技、迈瑞医疗等，中药板块如昆药集团、太极集团、同仁堂等；2) 细分领域的优质龙头：建议关注鱼跃医疗、人福医药、华润三九等；3) 低估值、快速增长个股：市场流通性较Q3显著好转，低估值个股有望迎来估值修复如百洋医药、普门科技、九典制药、方盛制药等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨(6.43%)。本周上涨个股数量468家，下跌个股数量24家，涨幅居前为浩欧博(+148.84%)、无锡晶海(+39.29%)、海南海药(+35.79%)、博迅生物(+34.78%)和梓潼宫(+32.39%)，跌幅居前为惠泰医疗(-10.13%)、双成药业(-8.50%)、康为世纪(-8.12%)、ST景峰(-7.85%)和复旦复华(-7.57%)。
- **上调和黄医药吠喹销售峰值，持续看好创新药出海。**1) 吠喹替尼24年前三季度海外销售2.03亿美元，放量势头迅猛。截至2024Q3，吠喹在美国4L+市场份额29%，3L市场份额仅10%，我们认为美国市场还有非常大的可渗透空间。后续海外临床或将在肠癌领域，通过联用方案，积极探索前线，夯实后线。我们预计，海外(美国+欧洲+日本)销售峰值有望超15亿美元。2) 近些年，随着国内各药企研发投入不断投入，国产创新药进入蓬勃收获期，但与此同时，研发同质化问题也在逐渐显现，竞争日趋激烈，叠加医保谈判下的生存倒逼，越来越多的医药企业开始布局海外市场。建议关注：恒瑞医药、和黄医药、康方生物、康诺亚、科伦博泰、迪哲医药等。
- **投资观点及建议关注标的：**年初以来医药指数下跌6.07%，位于申万行业倒数第二。展望四季度和2025年，医药基本面有望逐步企稳回升，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2025年有望迎来反转的板块，如医疗设备和中药。建议关注：1) 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、万孚生物、健友股份、科兴制药等；2) 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；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：**百洋医药、九典制药、鱼跃医疗、和黄医药、康诺亚；
- **十一月投资组合：**和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、普门科技、百洋医药、福瑞股份、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. 上调和黄医药吠喹峰值，持续看好创新药出海.....	4
1.1. 吠喹替尼海外可渗透空间较大，上调销售峰值预期.....	4
1.2. 国产新药海外进展积极，持续看好创新药出海.....	5
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，布局超跌和反转板块.....	8
3. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: NCCN 指南已将呋喹替尼纳入三线推荐方案	4
图表 2: 结直肠癌三线标准治疗药物临床数据比较 (非头对头)	5
图表 3: 呋喹替尼海外销售额 (百万美元)	5
图表 4: 瑞戈非尼和 TAS-102 全球销售额 (百万美元)	5
图表 5: 部分已在美国上市/NDA 的国产原研新药	6
图表 6: 泽布替尼全球收入 (百万美元)	7
图表 7: 部分处于全球 3 期临床的国产原研新药	7
图表 8: 本周申万医药行业涨幅 Top10	8
图表 9: 本周申万医药行业跌幅 Top10	8
图表 10: 年初至今医药指数表现	9
图表 11: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	9
图表 12: 申万医药各细分板块年初至今表现	10
图表 13: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	10
图表 14: 本周医药子板块表现情况	10
图表 15: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)	11
图表 16: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)	11
图表 17: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)	12
图表 18: 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)	12

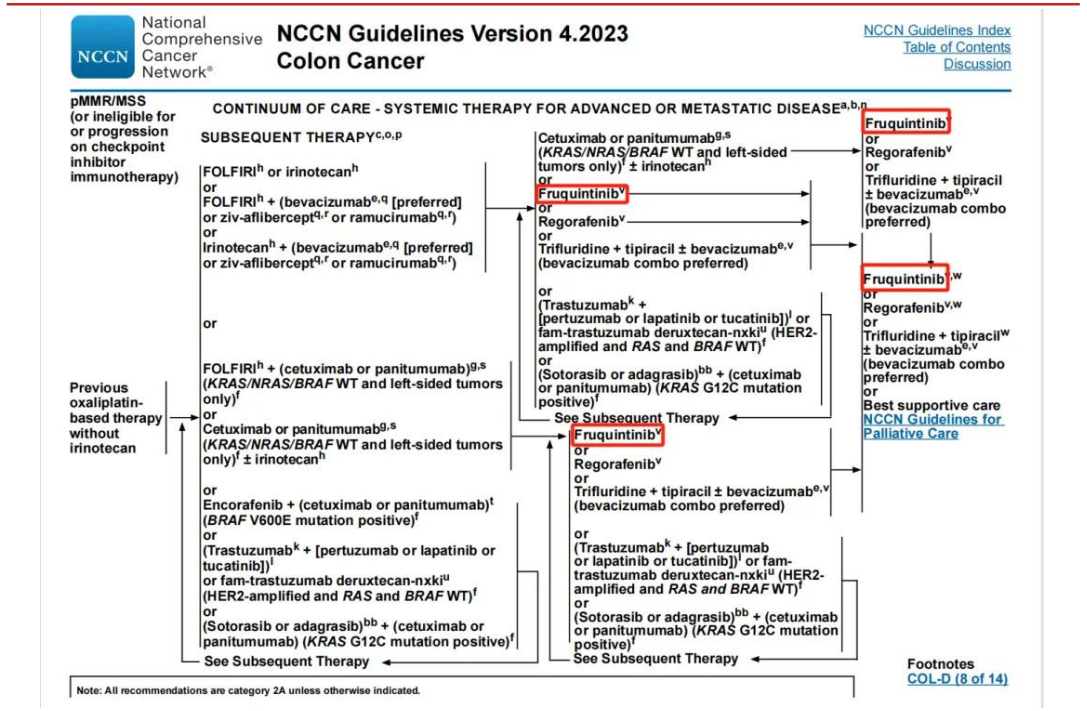
1. 上调和黄医药呋喹替尼，持续看好创新药出海

1.1. 呋喹替尼海外可渗透空间较大，上调销售峰值预期

呋喹替尼已在美/欧/日相继获批，海外伙伴武田在消化领域具备优势。截至 2024 年 10 月，呋喹替尼单药治疗结直肠癌适应症，已在中国、美国、欧洲、日本主流医药市场获批上市。呋喹替尼的海外权益于 2023 年 1 月授权武田制药，首付款高达 4 亿美元以及高双位数销售分成。消化领域一直是武田的传统强项，也是全球该领域产品管线最为齐全的制药公司之一，契合呋喹替尼海外战略。

海外后线结直肠癌患者众多，凭借出色临床数据，美国上市仅一周后获纳入 NCCN 指南。根据 IARC 数据，2022 年全球结直肠癌新增病例超 190 万例。2020 年美国三线结直肠癌发生率约 2.2 万人，欧洲五国三线结直肠癌发生率约 3.4 万人，日本三线结直肠癌发生率约 2.1 万人。美国上市仅一周后获纳入 NCCN 指南。2023 年 11 月 16 日，NCCN 指南已将呋喹替尼纳入三线推荐方案，而对于一线治疗时已通知接受过奥沙利铂及伊立替康的患者，更将呋喹替尼推荐为二线方案。

图表 1：NCCN 指南已将呋喹替尼纳入三线推荐方案



资料来源：NCCN 指南，华源证券研究所

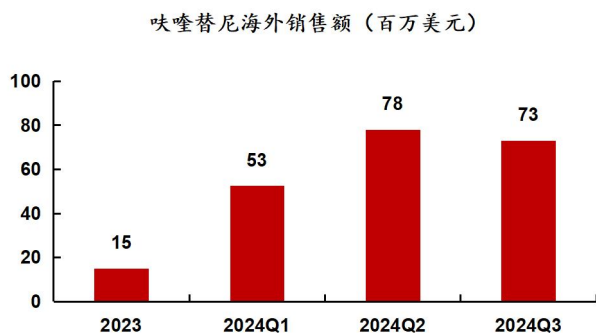
竞争格局较好，疗效/安全性潜在最优，销售放量超市场预期，上调海外销售预期至超 15 亿美元。根据美国 NCCN 指南，呋喹替尼、瑞戈非尼、以及 TAS-102 作为后线治疗推荐。横向非头对头对比，呋喹替尼在疗效和安全性具备较大优势。

图表 2：结直肠癌三线标准治疗药物临床数据比较（非头对头）

药物	呋喹替尼	瑞戈非尼	TAS-102
企业	Eli Lilly, Takeda, 和黄医药	Bayer, Amgen	Servier, Taiho
靶点	VEGFR1/2/3	FGFR/VEGFR/c-Kit 等多靶点	核苷类似物, TYMP
上市时间	2018-09-04(CN), 2023-11-08(US)	2012-09-27(US), 2017-03-22(CN)	2015-09-22(US), 2019-08-29(CN)
临床试验	FRESCO-2	CORRECT	RECOURSE
入组人数	691	760	800
患者基线	中位治疗线数 4 线, 502 名 (73%) 接受过 3 线以上的治疗。52% 经过 TAS-102 治疗, 39% 经过瑞戈非尼治疗	约 49% 患者接受过 ≥4 线治疗	约 60% 患者接受过 ≥4 线治疗
用药方案	呋喹替尼 vs 安慰剂	瑞戈非尼 vs 安慰剂	TAS-102 vs 安慰剂
mOS (月)	7.4 vs 4.8; HR=0.66	6.4 vs 5.0; HR=0.77	7.1 vs 5.3; HR=0.68
mPFS (月)	3.7 vs 1.8; HR=0.32	1.9 vs 1.7; HR=0.49	2.0 vs 1.7; HR=0.48
DCR (月)	55.5% vs 16.1%	41.0% vs 14.9%	44.0% vs 16.3%
≥3 级不良事件	63% vs 50%	54% vs 14%	69% vs 52%

资料来源：和黄医药公告，《Fruquintinib versus placebo in patients with refractory metastatic colorectal cancer (FRESCO-2)》Arvind Dasari et al., 《Regorafenib monotherapy for previously treated metastatic colorectal cancer (CORRECT)》Axel Grothey et al., 《Randomized Trial of TAS-102 for Refractory Metastatic Colorectal Cancer》Robert J. Mayer et al., 华源证券研究所

呋喹替尼 24 年前三季度海外销售 2.03 亿美元，放量势头迅猛。截至 2024Q3，呋喹在美国 4L+ 市场份额 29%，3L 市场份额仅 10%，我们认为美国市场还有非常大的可渗透空间。后续海外临床或将在肠癌领域，通过联用方案，积极探索前线，夯实后线。我们预计，海外（美国+欧洲+日本）销售峰值有望超 15 亿美元。

图表 3：呋喹替尼海外销售额（百万美元）


资料来源：武田制药官网，华源证券研究所

图表 4：瑞戈非尼和 TAS-102 全球销售额（百万美元）


资料来源：医药魔方，各公司财报，华源证券研究所

1.2. 国产新药海外进展积极，持续看好创新药出海

近些年，随着国内各药企研发投入不断投入，国产创新药进入蓬勃收获期。但与此同时，研发同质化问题也在逐渐显现，竞争日趋激烈，叠加医保谈判下的生存倒逼，越来越多的医药企业开始布局海外市场，由于海外定价高、空间广，具备真创新价值的国产新药在海外有望获得广阔的发展空间和丰厚回报。

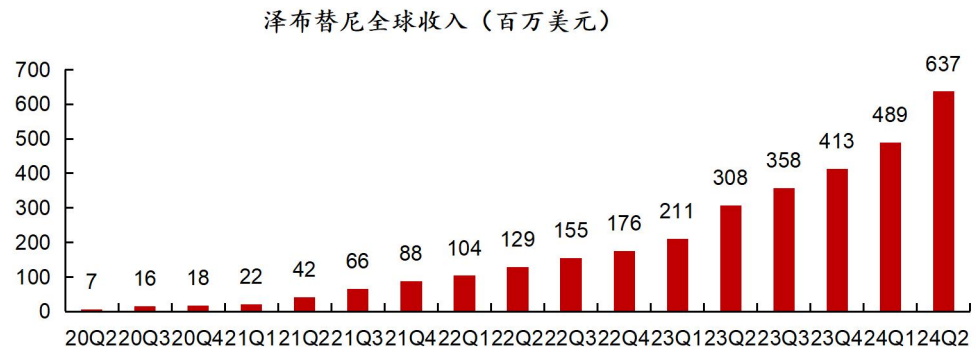
根据医药魔方数据库，目前已有多款国产原研新药在美国获批上市，得益于优异的临床数据支撑，如百济神州的泽布替尼、传奇生物的西达基奥仑赛以及和黄医药的呋喹替尼等，均在海外取得积极销售成绩。此外，多款国产原研新药的上市申请已获 FDA 受理，恒瑞医药的 PD-1 卡瑞利珠单抗于 2024 年 10 月在美国重新递交 BLA 获 FDA 受理，联合阿帕替尼治疗一线肝细胞癌，PDUFA 日期为 2025 年 3 月 23 日。迪哲医药的舒沃替尼已于 2024 年 11 月向 FDA 递交 NDA，用于 EGFR exon20ins NSCLC。

图表 5：部分已在美国上市/NDA 的国产原研新药

药品名称	类别一	类别二	靶点	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
呋喹替尼	创新药	化药	VEGFR1/2/3	Takeda;和黄医药(原研)	结直肠癌	批准上市	2018-04-03	批准上市	2023-11-08
特瑞普利单抗	创新药	生物	PD1	Coherus BioSciences;君实生物(原研)	鼻咽癌	批准上市	2018-12-17	批准上市	2023-10-27
本维莫德	创新药	化药	AhR	天济医药(原研);Merck & Co.	斑块状银屑病;特应性皮炎	批准上市	2019-04-18	批准上市	2022-05-23
泽布替尼	创新药	化药	BTK	百济神州(原研)	慢性淋巴细胞白血病;小淋巴细胞性淋巴瘤等	批准上市	2020-06-02	批准上市	2019-11-14
替雷利珠单抗	创新药	生物	PD1	百济神州(原研)	食管鳞状细胞癌;胃癌	批准上市	2019-12-26	批准上市	2024-03-13
西达基奥仑赛	创新药	生物	BCMA	传奇生物(原研);Johnson & Johnson	多发性骨髓瘤	批准上市	2024-08-20	批准上市	2022-02-28
艾贝格司亭α	创新药	生物	G-CSF	正大天晴;亿一生物(原研)	化疗引起的中性粒细胞减少症	批准上市	2023-05-06	批准上市	2023-11-16
曲妥珠单抗	类似药	生物	HER2	Accord;Fresenius;复宏汉霖(原研)	参考原研	批准上市	2020-08-12	批准上市	2024-04-25
阿达木单抗	类似药	生物	TNF-α	复宏汉霖(原研)	参考原研	批准上市	2020-12-02	批准上市	2024-09-06
贝伐珠单抗	类似药	生物	VEGF-A	百奥泰(原研);Cipla;Sandoz;Biom m	参考原研	批准上市	2021-11-17	批准上市	2023-12-06
托珠单抗	类似药	生物	IL-6R	百奥泰(原研);Biogen	参考原研	批准上市	2023-01-16	批准上市	2023-09-29
利拉鲁肽	类似药	生物	GLP-1R	Hikma;翰宇药业(原研)	参考原研	申请上市	2014-12-18	批准上市	2024-06-21
瑞欣妥	微创新	化药	5-HT2A;D2	绿叶制药(原研)	精神分裂症;I型双相情感障碍	批准上市	2021-01-12	批准上市	2023-01-13
LY03010	微创新	化药	5-HT2A;D2	绿叶制药(原研)	精神分裂症;双相情感障碍	批准上市	2024-06-04	批准上市	2024-07-26
卡瑞利珠单抗	创新药	生物	PD1	Elevar Therapeutics;恒瑞医药(原研)	肝细胞癌	批准上市	2019-04-30	申请上市	2024-10-15
恩莎替尼	创新药	化药	c-Met;ROS1;ALK	贝达药业(原研);Xcovery(原研)	非小细胞肺癌	批准上市	2020-11-17	申请上市	2024-03-12
舒沃替尼	创新药	化药	EGFR exon 20	迪哲医药(原研)	非小细胞肺癌	批准上市	2023-08-22	申请上市	2024-11-08

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

百济泽布替尼 2024H1 销售额突破 80 亿元，欧美市场贡献超 80%。2024 上半年，泽布替尼全球销售额总计 80.18 亿元，同比增长 122%，在血液肿瘤领域进一步巩固领导地位。从细分地区来看，2024 年上半年，泽布替尼美国销售额总计 59.03 亿元，同比增长 134.4%，其中超过 60%的季度环比需求增长来自于在 CLL 适应症中使用的扩大，同时该产品在 CLL 新增患者的市场份额继续提升。欧洲销售额达 10.57 亿元，同比增长 231.6%，主要得益于所有地区市场份额的扩大，包括德国、意大利、西班牙、法国和英国。

图表 6：泽布替尼全球收入（百万美元）


资料来源：百济神州官网，华源证券研究所

目前多款国产重磅原研新药处于全球注册临床阶段，多数作为 FIC/BIC 品种，海外销售空间较大。如康方生物/Summit 的 AK112、科伦博泰/默沙东的 SKB264 以及和黄医药的赛沃替尼等。

图表 7：部分处于全球 3 期临床的国产原研新药

药品名称	类别一	类别二	靶点	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
泰它西普	创新药	生物	TAC1	荣昌生物(原研)	系统性红斑狼疮;重症肌无力等	批准上市	2021-03-09	III 期临床	2022-04-01
维迪西妥单抗	创新药	生物	HER2	Seagen(Pfizer);荣昌生物(原研)	尿路上皮癌等	批准上市	2021-06-08	III 期临床	2023-06-22
赛沃替尼	创新药	化药	c-Met	AstraZeneca;和黄医药(原研)	非小细胞肺癌	批准上市	2021-06-22	III 期临床	2017-03-27
奥雷巴替尼	创新药	化药	Bcr-Abl T315l;	Takeda;亚盛医药	慢性髓系白血病等	批准上市	2021-11-24	III 期临床	2024-05-21
依沃西单抗	创新药	生物	VEGF-A; PD1	Summit;康方生物(原研)	非小细胞肺癌	批准上市	2024-05-21	III 期临床	2023-06-12
芦康沙妥珠单抗	创新药	生物	TROP2	Merck&Co.;科伦博泰(原研)	三阴性乳腺癌;非小细胞肺癌;胃癌等	申请上市	2023-12-09	III 期临床	2023-10-10
sonrotoclax	创新药	化药	Bcl-2	百济神州(原研)	慢性淋巴细胞白血病等	III 期临床	2023-10-10	III 期临床	2023-10-10
tifcemalimab	创新药	生物	BTLA	君实生物(原研)	小细胞肺癌等	III 期临床	2023-10-13	III 期临床	2023-10-13
lisaftoclax	创新药	化药	Bcl-2	亚盛医药(原研)	慢性淋巴细胞白血病;骨髓增生异常综合征等	III 期临床	2024-03-20	III 期临床	2024-10-15
CMG901	创新药	生物	CLDN18.2	康诺亚;AstraZeneca;乐普生物	胃癌	III 期临床	2024-03-07	III 期临床	2024-03-07

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，布局超跌和反转板块

本周、本月、年初至今医药指数涨跌幅分别为 6.43%、5.77%和-6.07%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 0.92%、0.29%和-25.68%。

个股情况：本周上涨个股数量 468 家，下跌个股数量 24 家，涨幅居前为浩欧博（+148.84%）、无锡晶海（+39.29%）、海南海药（+35.79%）、博迅生物（+34.78%）和梓橦宫（+32.39%），跌幅居前为惠泰医疗（-10.13%）、双成药业（-8.50%）、康为世纪（-8.12%）、ST 景峰（-7.85%）和复旦复华（-7.57%）。

图表 8：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	688656.SH	浩欧博	72.4	148.84%	198.60%	236.04%
2	836547.BJ	无锡晶海	20.8	39.29%	29.66%	6.46%
3	000566.SZ	海南海药	83.7	35.79%	22.16%	42.70%
4	836504.BJ	博迅生物	10.5	34.78%	26.83%	31.19%
5	832566.BJ	梓橦宫	19.3	32.39%	28.27%	46.16%
6	301239.SZ	普瑞眼科	73.7	30.37%	26.20%	-42.07%
7	600518.SH	康美药业	356.3	29.80%	29.15%	38.17%
8	000518.SZ	四环生物	35.0	29.77%	23.19%	2.41%
9	300006.SZ	莱美药业	53.9	29.44%	23.19%	37.10%
10	830946.BJ	森萱医药	53.1	28.91%	18.59%	27.65%
11	801150.SI	医药生物(申万)		6.43%	5.77%	-6.07%
12	000300.SH	沪深 300		5.50%	5.47%	19.61%

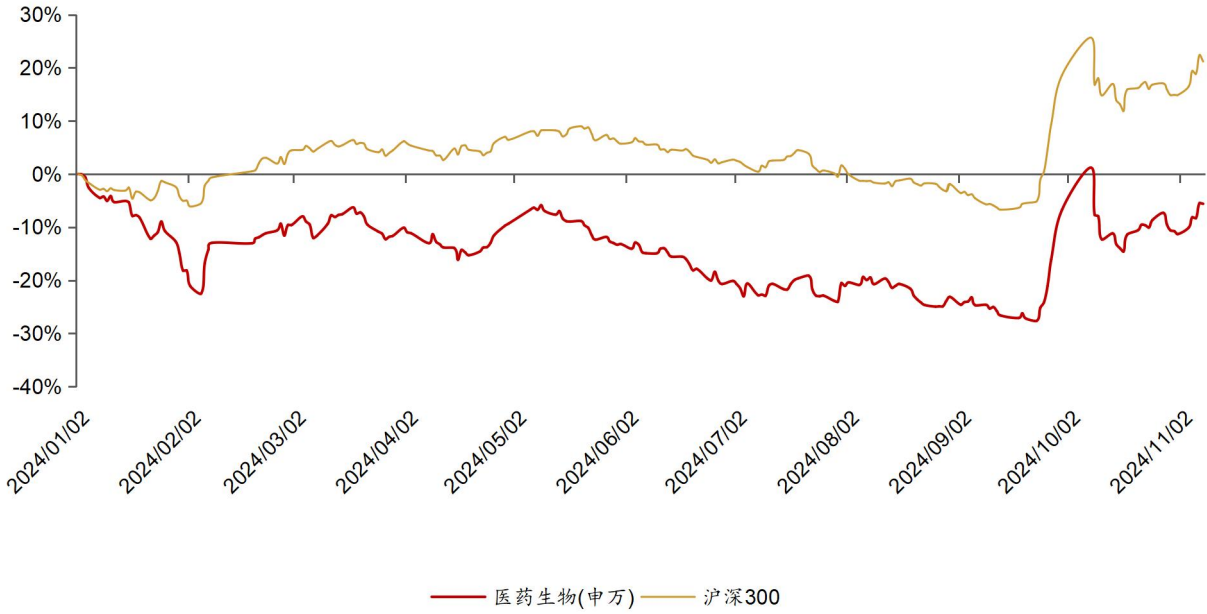
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：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	688617.SH	惠泰医疗	330.2	-10.13%	-8.75%	26.88%
2	002693.SZ	双成药业	127.6	-8.50%	-17.66%	309.85%
3	688426.SH	康为世纪	28.3	-8.12%	-10.32%	-17.77%
4	000908.SZ	*ST 景峰	42.3	-7.85%	-3.22%	48.46%
5	600624.SH	复旦复华	40.1	-7.57%	-16.76%	2.63%
6	002653.SZ	海思科	387.4	-5.26%	-1.00%	51.06%
7	688331.SH	荣昌生物	157.1	-5.00%	12.23%	-43.36%
8	000504.SZ	南华生物	34.3	-3.71%	0.39%	-10.43%
9	688606.SH	奥泰生物	54.5	-3.40%	-3.51%	5.47%
10	603122.SH	合富中国	30.8	-2.64%	-3.37%	-2.87%
11	801150.SI	医药生物(申万)		6.43%	5.77%	-6.07%
12	000300.SH	沪深 300		5.50%	5.47%	19.61%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：年初至今医药指数表现



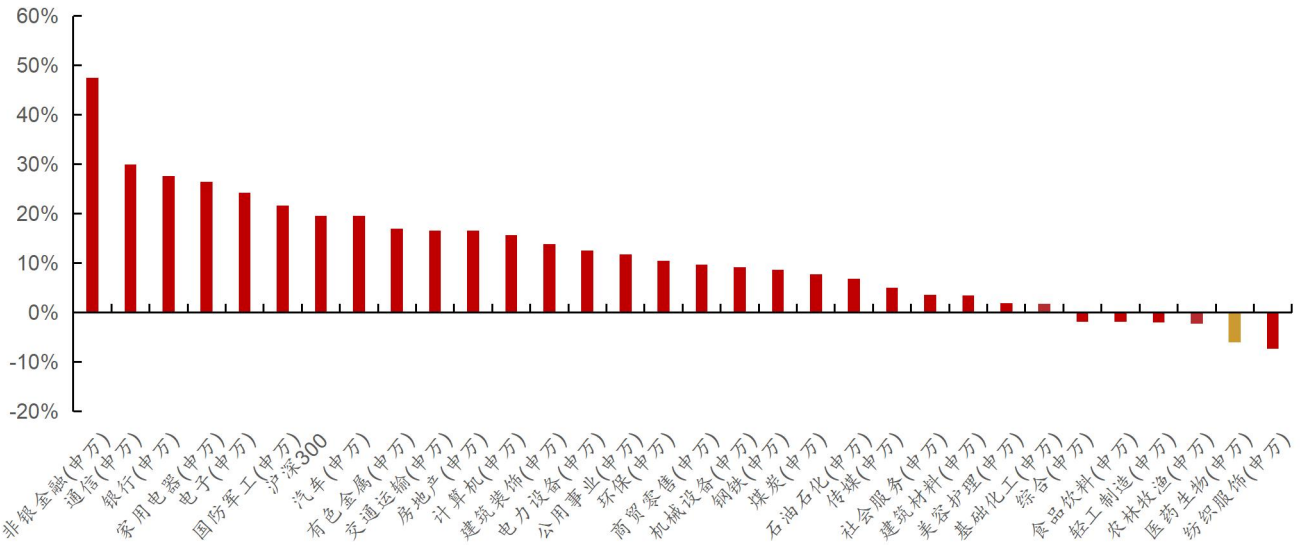
资料来源：Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务 (+10.1%)、中药 (+7.4%)、医疗器械 (+6.4%)、化学原料药 (+6.1%)、生物制品 (+5.7%)、医药商业 (+4.7%)、化学制剂 (+4.5%)。

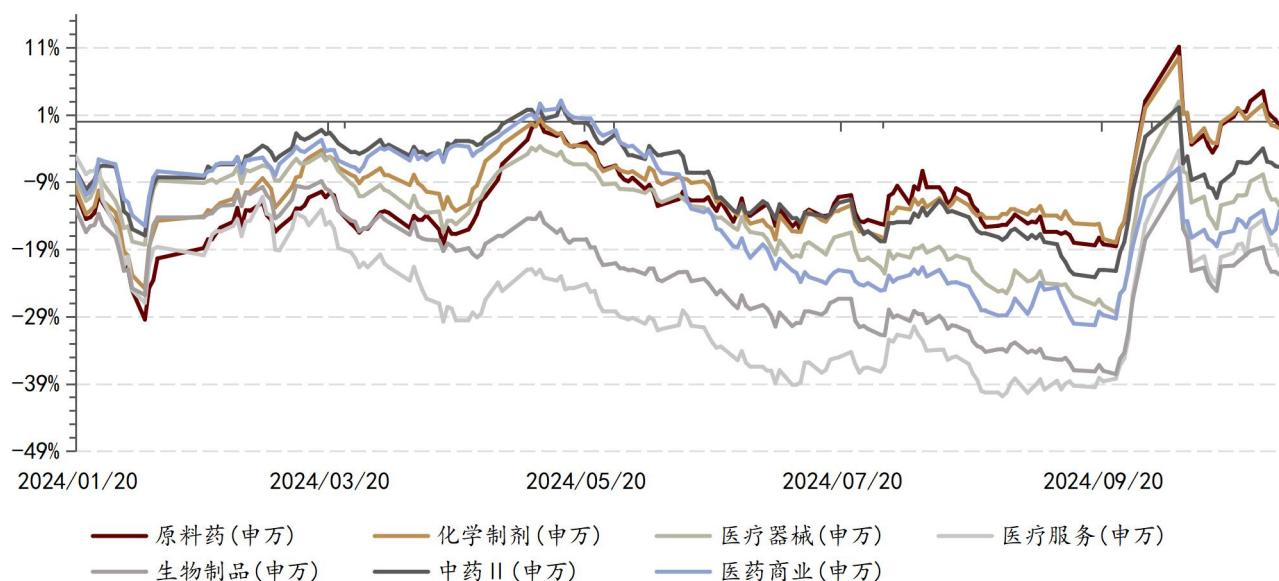
年初以来，化学原料药 (+5.1%)、化学制剂 (+3.1%) 和中药 (+1.2%) 涨幅靠前，生物制品 (-19.4%)、医疗服务 (-14.4%) 及医药商业 (-7.4%) 相对跌幅较大。

图表 11：申万各板块年初至今涨跌幅情况



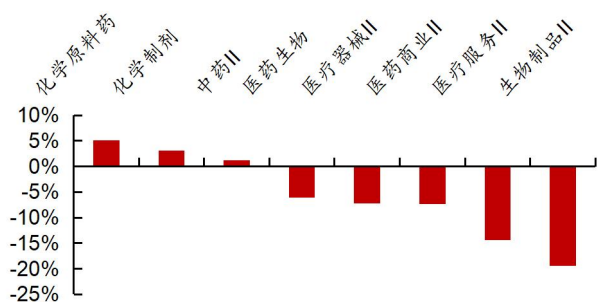
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 12: 申万医药各细分板块年初至今表现



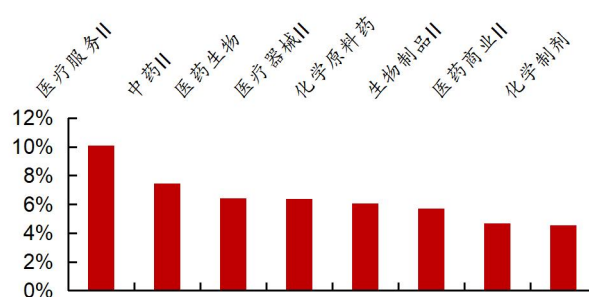
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 13: 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

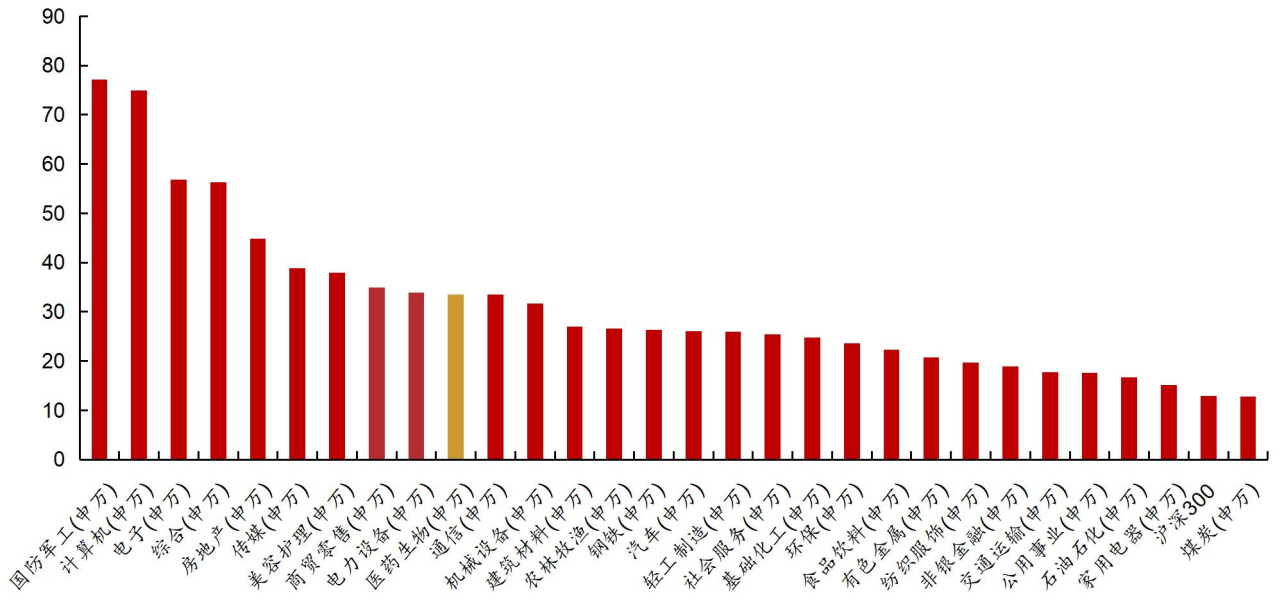
图表 14: 本周医药子板块表现情况



资料来源: Wind, 华源证券研究所

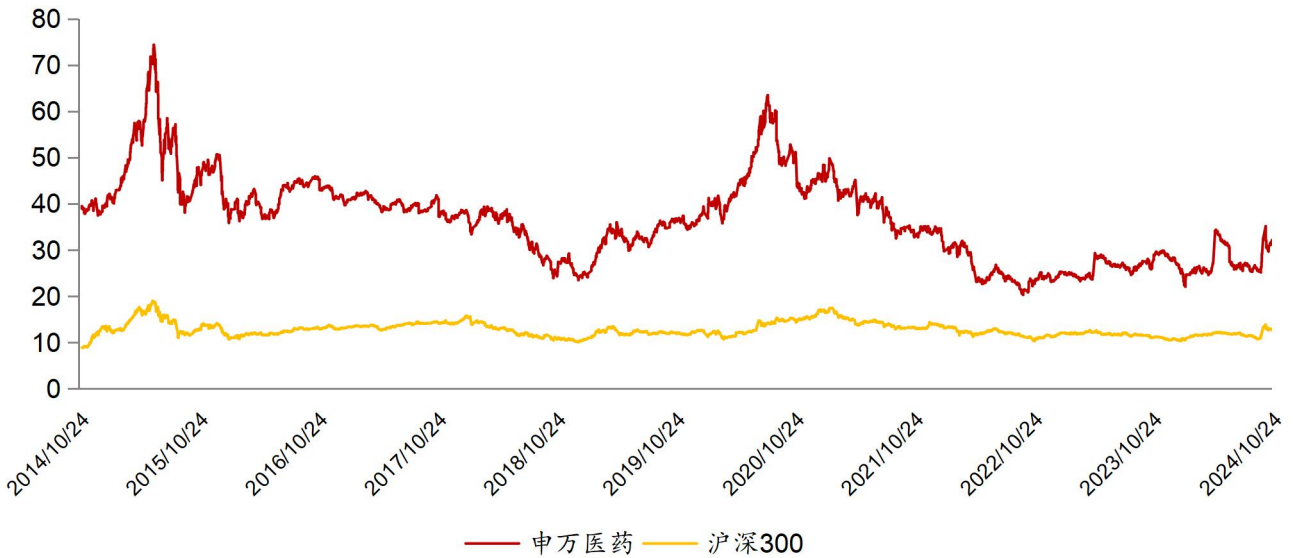
板块估值: 截至 2024 年 11 月 08 日, 申万医药板块整体 PE 估值为 33.6X, 在申万一级分类中排第 10, 从 PE 绝对值来看, 目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况, 目前化药制剂、化学原料药和医疗服务等板块估值相对较高, 医药器械和医药商业估值相对较低。

图表 15: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)



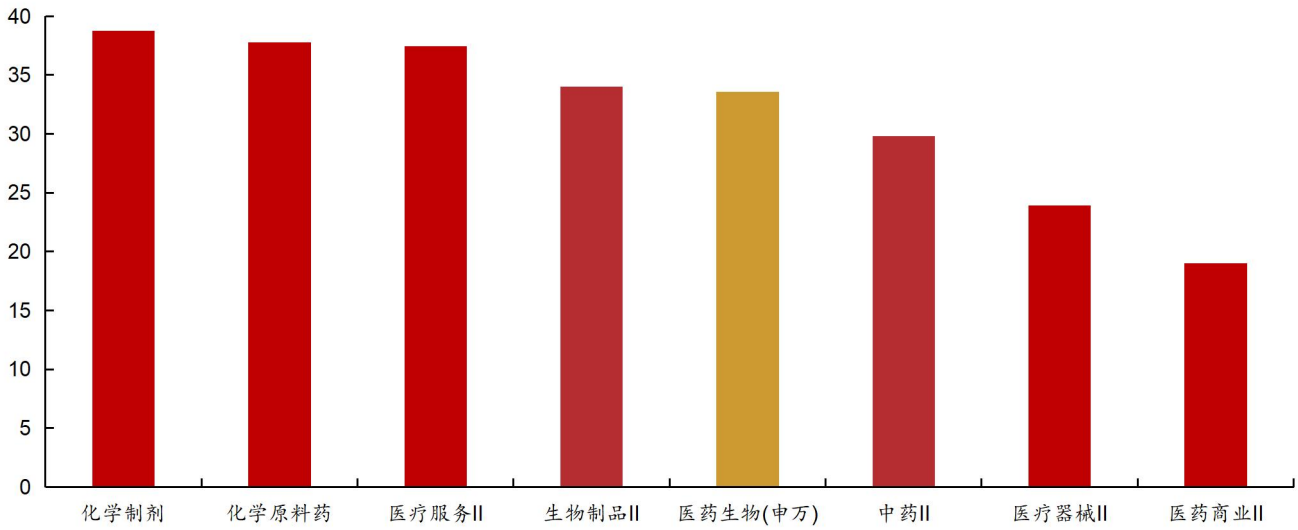
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)



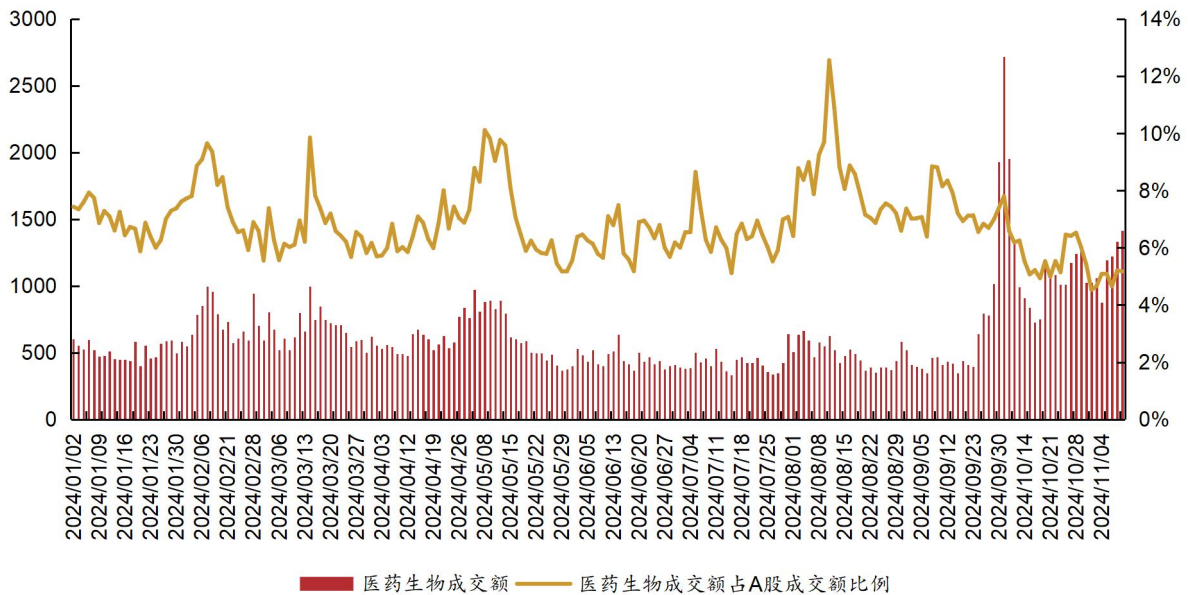
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 17: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2024 年 11 月 08 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 18: 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 34X 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二, 24Q4 企稳反弹的预期强烈。

展望四季度以及 2025 年，我们判断宏观政策有望持续发力，随着医药基本面逐步企稳回升，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，关注反转板块机会如医疗设备和中药，建议关注以下方向：

1) 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、万孚生物、健友股份、科兴制药等。

2) 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。

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：百洋医药、九典制药、鱼跃医疗、和黄医药、康诺亚。

十一月投资组合：和黄医药、康诺亚、鱼跃医疗、三诺生物、普门科技、百洋医药、福瑞股份、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。