

证券研究报告

24Q3原料药业绩亮眼，部分板块或临近拐点

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11月11日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

周观点

行业观点

24Q3原料药业绩亮眼，部分板块或临近拐点

医药行业整体亮点不多，局部仍有亮点。按照SW行业分类，剔除不可比公司后，2024年Q1-3医药板块实现营收17263亿元，同比下降0.43%，实现归母净利润1422亿元，同比下降9.47%。2024Q1-3板块业绩平淡的主要原因是医保控费和集采政策的持续扰动，拖累中药、生物制品（胰岛素等）、药店等板块，而医疗合规收紧及设备更新节奏推迟导致医疗器械等板块业绩放量延后。

2024年分季度来看，医药板块整体呈现收入稳定、利润下滑的态势。从2024年分季度来看，Q1-Q3分别实现收入5906亿元、5749亿元、5608亿元，分别同比增长-0.13%、-1.65%、0.54%，Q1-Q3分别实现归母净利润502亿元、506亿元、413亿元，同比增长-9.17%、-7.22%、-12.41%，整体呈现收入稳定、利润下滑的态势，其中疫苗、其他生物制品、CXO、药店板块的利润表现显著弱于收入表现。

板块内部结构分化持续，原料药业绩亮眼，化学制剂、CXO、医疗设备或已临近拐点。细分赛道中，原料药板块在维生素涨价推动下，Q3表现出利润弹性。其他取得正增长的板块有化学制剂、血制品、医疗耗材，而CXO板块则出现降幅逐季收窄的趋势，医疗设备板块迎来招标恢复以及2023Q4低基数因素也有望迎来拐点。

具体请参见《平安证券医药行业2024年三季报综述：原料药业绩亮眼，部分板块或临近拐点》。

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) 中国生物制药KRASG12C抑制剂格索雷塞国内获批上市；
- 2) 阿斯利康TSLP单抗治疗慢性鼻窦炎伴鼻息肉III期研究达主要终点；
- 3) 迪哲医药治疗EGFR exon20ins NSCLC舒沃哲向FDA递交上市申请；
- 4) 诺和诺德司美格鲁肽前三季度收入206亿美元。

行情回顾

上周医药板块上涨6.43%，同期沪深300指数上涨5.50%，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2.93%，同期恒生综指上涨1.80%，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第3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 |
|-------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|------|
| | | 2024-11-8 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 诺诚健华 | 688428.SH | 13.27 | -0.37 | -0.34 | -0.31 | -0.22 | -35.9 | -39.0 | -42.8 | -60.3 | 推荐 |
| 苑东生物 | 688513.SH | 36.19 | 1.89 | 1.64 | 2.06 | 2.58 | 19.1 | 22.1 | 17.6 | 14.0 | 推荐 |
| 健友股份 | 603707.SH | 15.43 | -0.12 | 0.54 | 0.71 | 0.93 | -128.6 | 28.6 | 21.7 | 16.6 | 推荐 |
| 微电生理 | 688351.SH | 21.38 | 0.01 | 0.11 | 0.20 | 0.36 | 1766.9 | 194.4 | 106.9 | 59.4 | 推荐 |
| 九典制药 | 300705.SZ | 24.70 | 1.07 | 1.13 | 1.48 | 1.86 | 23.1 | 21.9 | 16.7 | 13.3 | 推荐 |
| 博腾股份 | 300363.SZ | 20.46 | 0.49 | -0.41 | 0.25 | 0.75 | 41.8 | -49.9 | 81.8 | 27.3 | 推荐 |
| 百济神州* | 688235.SH | 181.34 | -4.95 | -2.79 | -0.23 | 1.36 | -36.6 | -65.1 | -777.9 | 133.3 | 暂未评级 |
| 方盛制药* | 603998.SH | 12.35 | 0.42 | 0.59 | 0.69 | 0.85 | 29.4 | 20.8 | 17.8 | 14.6 | 暂未评级 |
| 奥锐特* | 605116.SH | 22.80 | 0.71 | 0.96 | 1.25 | 1.61 | 32.1 | 23.8 | 18.2 | 14.1 | 暂未评级 |
| 爱康医疗* | 1789.HK | 4.82 | 0.16 | 0.24 | 0.31 | 0.39 | 30.1 | 20.3 | 15.5 | 12.3 | 暂未评级 |
| 绿叶制药* | 2186.HK | 2.62 | 0.14 | 0.22 | 0.30 | 0.39 | 18.3 | 12.1 | 8.8 | 6.7 | 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. 中国生物制药KRASG12C抑制剂格索雷塞国内获批上市

11月8日，国家药监局官网显示，益方生物与正大天晴合作开发的格索雷塞片获批上市，用于治疗至少接受过一种系统性治疗的KRASG12C突变型的晚期非小细胞肺癌（NSCLC）患者。该产品为继信达生物/劲方医药的氟泽雷塞后国产第2款KRASG12C抑制剂。

点评：格索雷塞通过共价结合不可逆地抑制KRASG12C，使之处于无活性GDP结合状态。一项单臂、多中心I/II期研究结果显示，格索雷塞在携带KRASG12C突变的非小细胞肺癌患者中具有良好的安全性和抗肿瘤活性。目前，该产品正在开展针对KRASG12C突变的非小细胞肺癌、结直肠癌等多种癌症的临床试验。2023年8月，正大天晴与益方生物达成关于格索雷塞的合作协议，获得该药物在中国大陆地区的独占性开发、注册、生产和商业化权益。正大天晴将向益方生物支付最高不超过人民币5.5亿元的首付款（2.6亿）及里程碑付款（2.9亿），并按年净销售额支付分层特许权使用费。



2. 阿斯利康TSLP单抗治疗慢性鼻窦炎伴鼻息肉III期研究达主要终点

11月8日，阿斯利康宣布Tezspire（tezepelumab）针对慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）患者的III期WAYPOINT研究达到了共同主要终点。

点评：Tezspire是阿斯利康与安进共同开发的一款first-in-class单克隆抗体，可抑制胸腺基质淋巴细胞生成素（TSLP）。TSLP是一种关键的上皮细胞因子，位于多种炎症级联反应的上游，与哮喘、CRSwNP、慢性阻塞性肺疾病（COPD）、嗜酸性食管炎（EoE）等疾病相关。Tezspire可阻断TSLP，从而避免免疫细胞释放促炎细胞因子，起到治疗相关疾病的效果。临床结果显示，Tezspire治疗组显示出具有统计学意义和临床意义的鼻息肉减小和鼻塞症状减轻。该药目前已在美国获批用于治疗重度哮喘，目前中国地区正在开展III期临床研究。除了CRSwNP，Tezspire还被开发用于其他潜在适应症，包括COPD和EoE。

行业要闻荟萃

3.迪哲医药治疗EGFR exon20ins NSCLC舒沃哲向FDA递交上市申请

11月8日，迪哲医药宣布，公司已于近日向FDA递交舒沃哲®（通用名：舒沃替尼片）的新药上市申请，用于既往经含铂化疗治疗时或治疗后出现疾病进展，并且经FDA批准的试剂盒检测确认，存在表皮生长因子受体20号外显子插入突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的成人患者。

点评：舒沃哲®是迪哲医药自主研发的新型肺癌靶向药，于去年8月通过优先审评在中国获批上市，已成为EGFR exon20ins NSCLC二线/后线唯一标准治疗方案。凭借优异的疗效和安全性数据，舒沃哲此前已获FDA授予全线治疗EGFR exon20ins NSCLC的“突破性疗法认定”，享有包括FDA专家全程密切指导与支持等一系列加快药物开发的政策。此次新药上市申请，是基于一项评估舒沃哲®针对经治EGFR exon20ins NSCLC患者疗效和安全性的国际多中心注册临床研究。

4.诺和诺德司美格鲁肽前三季度收入206亿美元

11月6日，诺和诺德公布2024Q3业绩，前三季度总收入298.50亿美元，同比增长23%。其中，前三季度GLP-1类糖尿病药物的销售额155.95亿美元（+25%）；肥胖症药物销售额63.78亿美元（+44%）。诺和诺德中国区业绩在前三季度达20.67亿美元（+7%），其中GLP-1药物贡献8.32亿美元（+19%）。

点评：一直以来，司美格鲁肽与替尔泊肽的双雄对决颇受业界关注。前三季度中，降糖用司美格鲁肽注射液Ozempic、口服司美格鲁肽片Rybelsus、减肥用司美格鲁肽注射液Wegovy三款产品合计销售205.90亿美元。而Mounjaro（替尔泊肽，2型糖尿病）和Zepbound（替尔泊肽，减重）在前三季度合计销售110亿美元，与司美格鲁肽还有一段差距。司美格鲁肽的快速放量离不开适应症拓展的因素。中国区销售方面，今年1月司美格鲁肽片Rybelsus已在中国获批上市，目前在中国销售0.22亿美元（+64%）；今年6月，司美格鲁肽也获得了NMPA批准扩展减肥适应症；8月，司美格鲁肽在华申报慢性肾病新适应症；9月，长效生长激素帕西生长素也在华申报上市。毫无疑问，未来诺和诺德的中国区业绩将有更多增长动力。



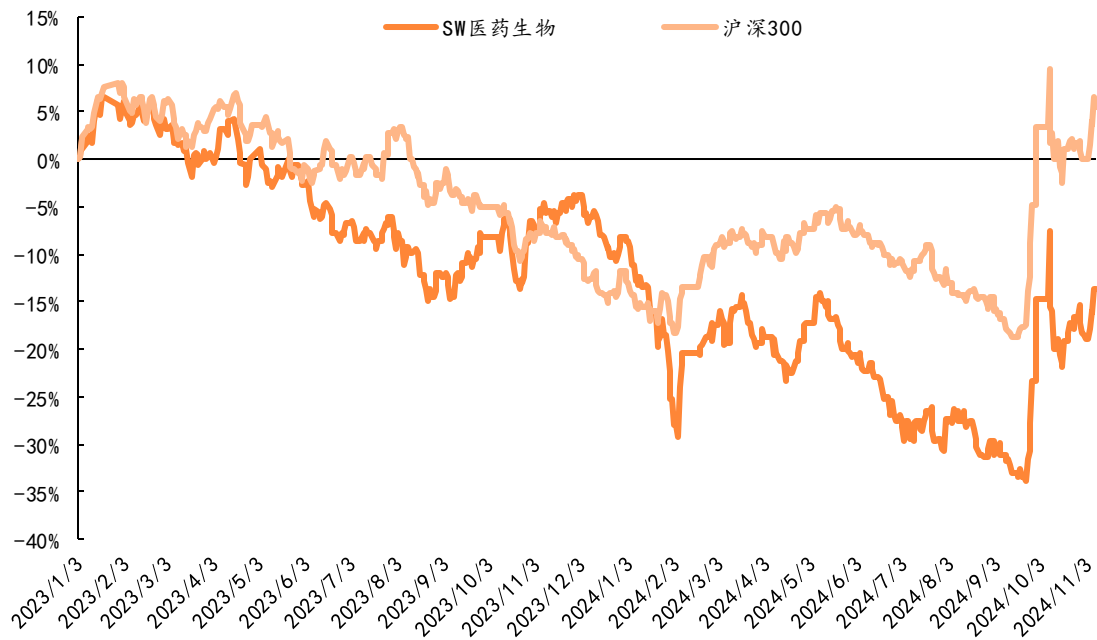
涨跌幅数据

本周回顾

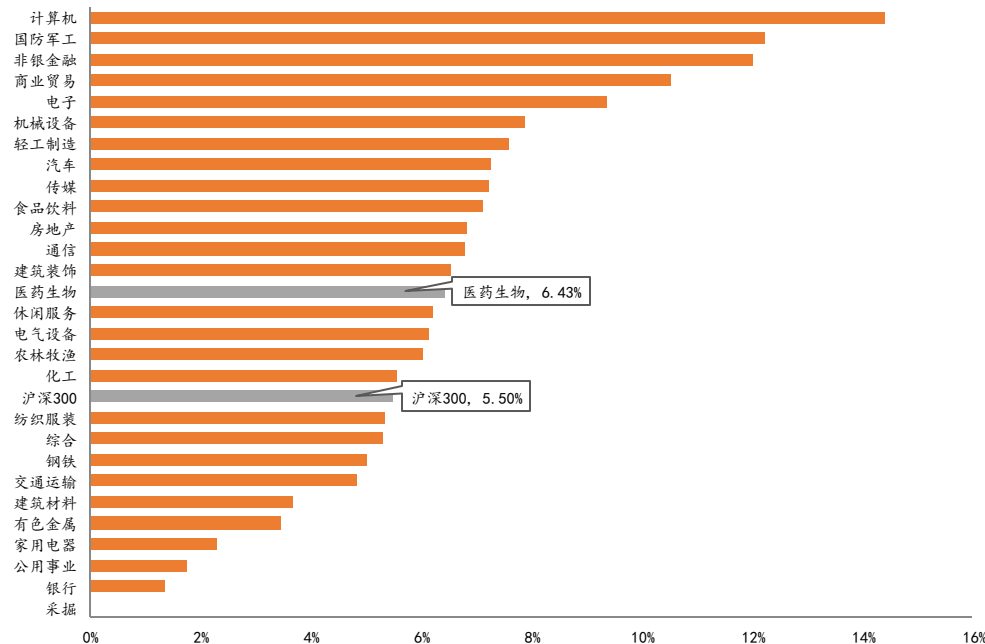


上周医药板块上涨6.43%，同期沪深300指数上涨5.50%；申万一级行业中27个板块上涨，0个板块下跌，医药行业在28个行业中涨跌幅排名第14位。

医药行业2023年初至今市场表现



全市场各行业上周涨跌幅





涨跌幅数据

本周回顾



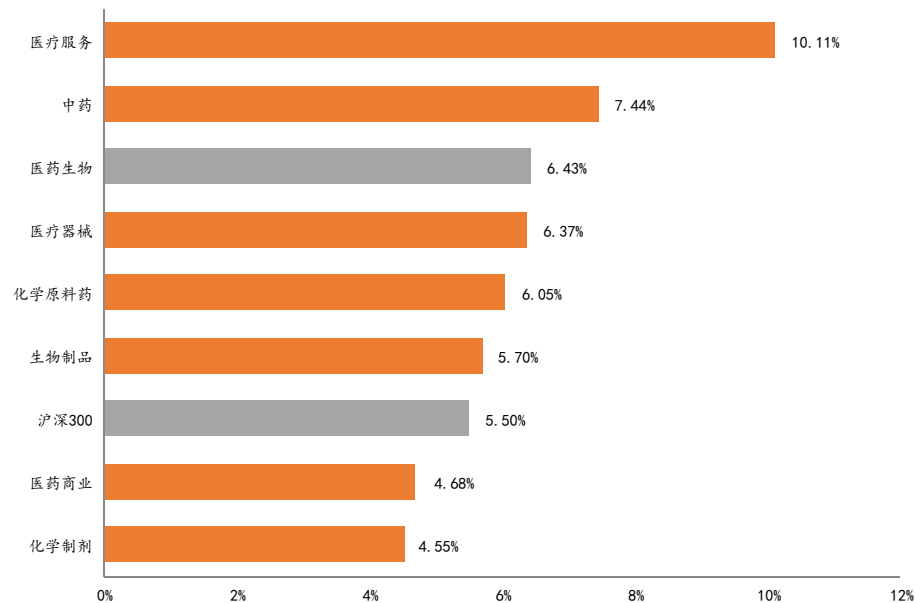
医药子行业中，所有板块都上涨。其中涨幅最大的是医疗服务，涨幅10.11%，涨幅最小的是化学制剂，涨幅为4.55%。

截止2024年11月8日，医药板块估值为28.72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32.70%，低于历史均值53.42%。

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：浩欧博（+148.84%）、*ST东洋（+36.93%）、海南海药（+35.79%）。

跌幅TOP3：惠泰医疗（-10.13%）、双成药业（-8.50%）、康为世纪（-8.12%）。

| 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 | 688656.SH | 浩欧博 | 148.84 | 1 | 688617.SH | 惠泰医疗 | -10.13 |
| 2 | 002086.SZ | *ST东洋 | 36.93 | 2 | 002693.SZ | 双成药业 | -8.50 |
| 3 | 000566.SZ | 海南海药 | 35.79 | 3 | 688426.SH | 康为世纪 | -8.12 |
| 4 | 301239.SZ | 普瑞眼科 | 30.37 | 4 | 000908.SZ | *ST景峰 | -7.85 |
| 5 | 600518.SH | ST康美 | 29.80 | 5 | 600624.SH | 复旦复华 | -7.57 |
| 6 | 000518.SZ | 四环生物 | 29.77 | 6 | 002653.SZ | 海思科 | -5.26 |
| 7 | 300006.SZ | 莱美药业 | 29.44 | 7 | 688331.SH | 荣昌生物 | -5.00 |
| 8 | 603963.SH | *ST大药 | 27.50 | 8 | 000504.SZ | 南华生物 | -3.71 |
| 9 | 002750.SZ | *ST龙津 | 27.10 | 9 | 688606.SH | 奥泰生物 | -3.40 |
| 10 | 688108.SH | 赛诺医疗 | 23.24 | 10 | 603122.SH | 合富中国 | -2.64 |
| 11 | 002826.SZ | 易明医药 | 23.24 | 11 | 688192.SH | 迪哲医药 | -2.62 |
| 12 | 301293.SZ | 三博脑科 | 22.52 | 12 | 000915.SZ | 华特达因 | -2.44 |
| 13 | 603669.SH | 灵康药业 | 20.92 | 13 | 600671.SH | *ST目药 | -2.24 |
| 14 | 002219.SZ | 新里程 | 20.33 | 14 | 603168.SH | 莎普爱思 | -1.19 |
| 15 | 600513.SH | 联环药业 | 20.13 | 15 | 301015.SZ | 百洋医药 | -1.15 |



港股医药板块行情回顾



上周医药板块上涨2.93%，同期恒生综指上涨1.80%。WIND一级行业中8个板块上涨，3个板块下跌，医药行业在11个行业中涨跌幅排名第3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8.06%，香港医疗保健设备与用品（887174.WI）涨幅最小，涨幅0.63%。截止2024年11月8日，医药板块估值为14.12倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部H股的估值溢价率为43.44%，低于历史均值136.37%。

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:

此报告旨在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。