

医药破局新业态之CSO

——行业深度报告

行业评级：看好

2024年3月26日

分析师

邮箱

电话

证书编号

孙建

sunjian@stocke.com.cn

13641894103

S1230520080006

分析师

邮箱

电话

证书编号

王帅

wangshuai1@stocke.com.cn

13548094491

S1230523060003

1. CSO：产业趋势下的新业态

- 我们认为，医药逐渐进入供给侧改革新阶段（总量控制、需求量增、结构调整、新质生产力）。
- 新的产业趋势包括：①医药分离，处方外流，药品渠道调整；②集中度提升，行为规范化驱动的产业分工再精细化；③Biotech逐渐进入收获期，专业化商业推广能力需求的高涨；④老龄化趋势严峻，支付端压力凸显带来的降本控费。
- 这些趋势都催生了Biotech/MNC/传统药企对CSO的需求，也促使专业CSO/流通公司/传统药企进一步盘活已经证明了的销售能力及渠道优势。

2. 什么是CSO？谁是CSO的主要客户？

- CSO是创新产业链不断细化的必然产物。CSO通过与厂家签订相应推广协议，向其提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等服务。其本质与其余CXO相同，是为药企降本增效。
- CSO的主要客户包括：①Biotech：逐渐成为新药管线的中坚力量，部分企业自建团队销售不及预期，商业化或转向与CSO/药企合作。②MNC：受集采/中国市场环境的影响，MNC倾向于解散部分成熟管线销售团队，外包降本增效。③传统药企：医药分离，销售格局变化，CSO是更高效的选择。

3. CSO业态发展阶段

- 我们认为CSO的发展总共分为四个阶段，从最初做进口原研代理，进入到逐渐与MNC/药企建立合作关系，到与药企合作粘度增强，打造产品矩阵，拓展合作模式，最终走向自主IP，自主研发的创新兑现期。
- 当前主要的CSO行业参与者包括：①传统药企拓展：懂药，有丰富的专业科室营销经验；②流通公司拓展：渠道丰富，与药企有长期合作关系；③专业CSO：专业领域的品牌营销能力，尤其是在院外市场具有较强竞争力。

4. 核心财务指标比较

- **成长性**：2019-2021年，CSO占比高的公司在政策推动下显示出了更强的成长性，未来主要看内部品种的逐渐成熟放量及新BD落地。**盈利能力**：康哲药业净利率最高，净利率水平近40%，且稳步提升。我们认为盈利能力与产品IP归属、产品发展阶段及CSO对产品的赋能相关。未来CSO业务随着产品结构的逐渐成熟、自有IP产品比例增加，盈利能力有望不断提升。
- **人均创利**：CSO发展阶段的重要指标。人均创利提升是CSO推广能力逐渐成熟，边际效应显现的标志。CSO相关标的中，2022年，上海先锋控股（68.6万）>国药股份（63.8万）>康哲药业（57.7万）。

5. 核心标的

- **康哲药业——覆盖多个专科领域，加速向创新药企转型的国际化CSO龙头。**①公司CSO覆盖心脑血管、消化、眼科、皮肤、医美等多个专科疾病领域，多个产品为独家。②投资+合作+自主开发三模式推动创新转型，创新药2023年迎收获期。
- **百洋医药——已经证明了自身品牌打造能力，逐渐聚焦品牌运营业务的CSO公司。**①OTC：品牌营销能力已经通过迪巧/海露得到验证；②OTX处方药：进入BD品种扩增期，与安斯泰来、罗氏等建立长期稳定合作关系，放量曲线明确。③新特药械：内部孵化迎来收获期，25年核药有望上市。
- **上海医药——进口药品的总代理品种行业第一，驱动新成长**①进口总代：2022年成功引入20+个进口总代品种。2023年12月15日，和赛诺菲中国签署战略合作协议，加强合作。②疫苗：2023年12月1日，辉瑞中国与上药科园贸易正式达成疫苗产品合作，上药科园贸易将在中国大陆地区独家进口、分销和推广辉瑞13价肺炎球菌多糖结合疫苗。
- **九州通：院外商业龙头，CSO成为第二成长曲线。**2022年末，药品总代品规数达1025个，其中销量过亿品规14个，包括国内药企的集采中标产品，以及MNC产品。公司已形成较为成熟的总代品牌推广业务模式，包括集采原研落标产品院外代理、集采中标产品院外代理、品牌产品连锁营销、品牌产品院外代理、独家产品院外代理五大模式。
- **济川药业：CSO已成为传统中药公司成长新动能。**股权激励计划包含2022-2024年公司每年引进品种不少于4个的目标，CSO或成为公司新的成长曲线。公司过往主要BD品种包括与天境生物合作的TJ101生长激素、恒翼生物合作的PDE4抑制剂和蛋白酶抑制剂、征祥医药合作的流感领域品种。

- **华东医药：传统药企商业化渠道再放大。**2021年与武田就已上市全球创新产品尼欣那/2023年1月与科济药业就BCMA CAR-T细胞产品在中国区域的商业化权益达成合作。2023年11月，与重庆誉颜签署股权投资&重组肉毒产品独家经销协议。

6. 投资建议

基于对当前宏观环境及医改持续深化方向的判断，我们认为CSO板块是当前医药破局重要的新业态，其经营趋势变化或将支撑业态内标的成长性及盈利能力超市场预期。我们建议关注：

- ①**已经证明了自身品牌营销能力，拥有成熟的销售渠道及可复制的营销方法的专业CSO：**百洋医药、康哲药业等；
- ②**央企背景、院内基础好、优势科室经验丰富的流通龙头以及院外市场渠道及商业经验丰富的流通龙头：**国药股份、上海医药、九州通等；
- ③**已经用自身单品证明了销售能力，更懂药，团队稳定的传统药企：**华东医药、济川药业等。

表：CSO主要标的估值（对应2024年3月25日收盘价）

代码	重点公司	现价（元/港元）	EPS（元/股）		PE	
		2024/3/25	2023E	2024E	2023E	2024E
600511.SH	国药股份	31.25	2.75	3.08	11.38	10.15
601607.SH	上海医药	17.10	1.37	1.60	12.48	10.69
000963.SZ	华东医药	31.17	1.65	2.00	18.89	15.59
600998.SH	九州通	7.86	0.62	0.72	12.70	10.92
600566.SH	济川药业	35.76	2.66	2.95	13.44	12.12
301015.SZ	百洋医药	33.44	1.23	1.67	27.19	20.02
0867.HK	康哲药业	12.36	1.36	1.47	9.07	8.41

风险提示

- 行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险；
- 核心产品销售波动风险；
- 新品牌拓展不及预期风险。

目录

CONTENTS

01 产业趋势新业态

02 CSO

03 核心财务指标及核心标的

04 投资建议

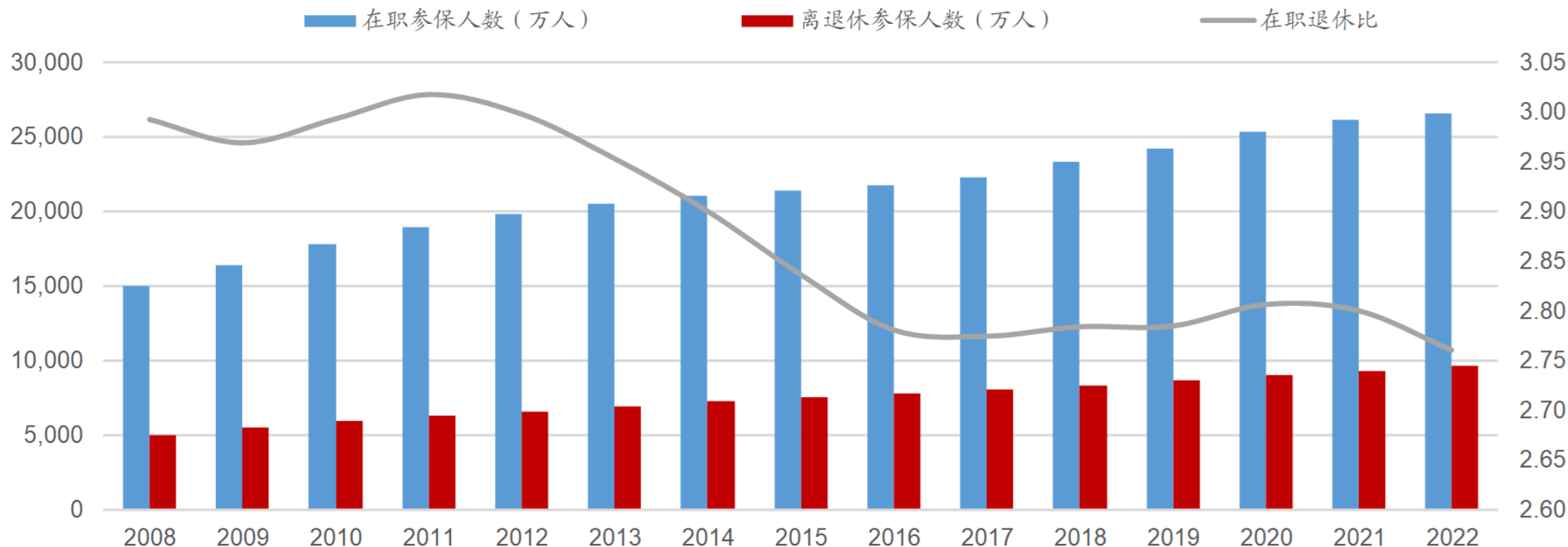
05 风险提示

01

产业趋势
新业态

- 我们认为，2024年医药宏观层面，医改持续深化，尤其是在医疗环节的规范化成为改革重点。**医药行业在老龄化带来的支付压力和需求增下或进入供给侧改革新阶段（总量控制、需求量增、结构调整、新质生产力）**。在这样的产业政策背景，符合产业趋势的新业态将成为重要的投资机遇，自身的经营趋势变化或将支撑其持续性超市场预期。

图：2008-2022基本医疗保险缴纳情况



- **产业趋势包括：**①医药分离，处方外流，药品渠道调整；②集中度提升，行为规范化驱动的产业分工再精细化；③Biotech逐渐进入收获期，专业化商业推广能力需求的高涨。④老龄化趋势严峻，支付端压力凸显带来的降本控费。
- **这些趋势都催生了Biotech/MNC/传统药企对CSO的需求，也促使专业CSO/流通公司/传统药企利用自身优势盘活已经证明了的销售能力及渠道优势。**

表：推动CSO发展的相关政策

政策名称	主要影响
《药品价格谈判机制试点工作方案》	降低医药销售价格，压缩了生产厂商的盈利空间，促使医药生产厂商更专注于研发并通过选择专业的品牌运营商降低销售渠道投入以及销售团队费用。
《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)的通知》	压缩公立医疗机构流通环节推行两票制，改变交易结构。流通和推广功能分开，一级商业负责药品配送业务，二级商业则变成CSO公司，直接与厂家签订推广服务协议，承担品种推广业务。
《国务院关于废止《中华人民共和国营业税暂行条例》和修改《中华人民共和国增值税暂行条例》的决定(草案)》	虚开发票与刑事责任挂钩，CSO出现以解决工业高开问题。
《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	取消药品加成，破除以药补医机制，渠道逐渐向院外流转，提升了零售渠道对品牌运营的需求。
《国务院办公厅关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	在保障药品质量和供应的同时大幅降价，未中标药品从医院渠道流向零售渠道，促使药企销售渠道的重塑。
《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》	有助于鼓励真正创新药物形成合理的市场价格机制，政策给予最大限度支持。促进药企费用向研发端倾斜。

02

CSO

- CSO是创新产业链不断细化的必然产物。像CRO/CDMO一样，CSO（销售服务外包）是创新药产业链不断发展过程中必然分化的一环。CSO 通过与厂家签订相应推广协议，向其提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等服务。通过品牌运营专业化服务赋能新产品销售，是创新药产业链逐渐成熟，专业化分工需求走向后端下行业新需求，其本质与其余CXO相同，是为药企降本增效。

图：CSO的主要职能

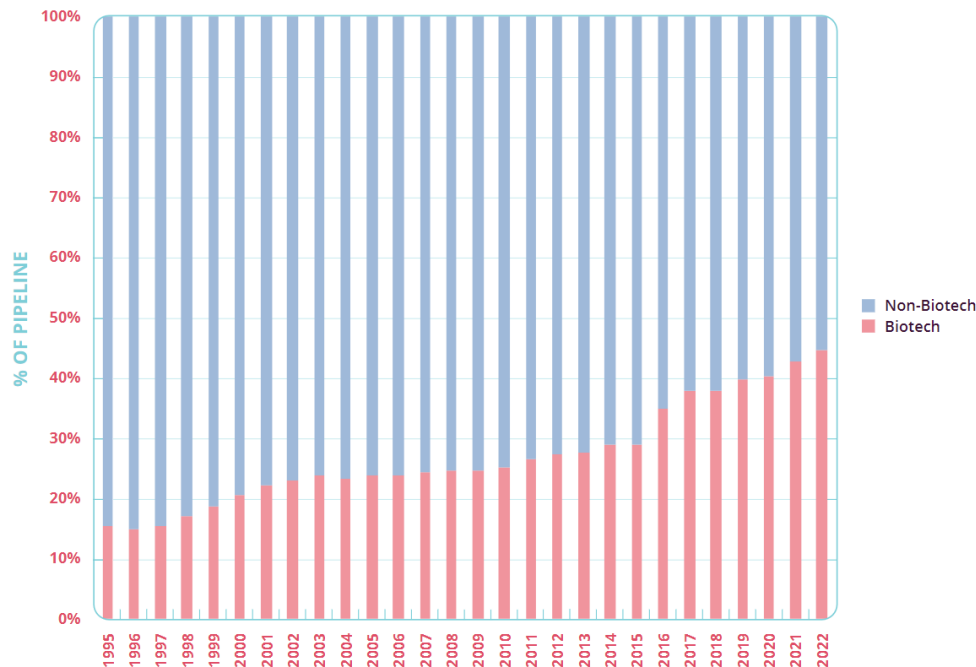


表：与传统药品总代的差别，具有一定的稀缺性

	底价代理（总代）	CSO
业务关系	经销关系	区域买断
产品权益	产品所有权	产品所有权
核心价值	快速完成产品市场覆盖、达成企业市场目标	通过挖掘产品价值等综合服务提高产品竞争力，达成企业市场目标
推广服务	少量推广服务	专业市场推广服务

- **Biotech：逐渐成为新药管线的中坚力量，商业化或向专业CSO寻求合作。**从全球新药研发管线统计来看，Biotech贡献已超40%，成为重要的增长中坚力量。且本土商业化biotech公司在近年来正在集中进入到商业化阶段。我们发现，对于已有产品上市的A/H股Biotech公司而言大多数目前仍然倾向于自建销售团队，但也有部分选择没有自己的销售团队，选择与CSO/大药企合作，优势互补。我们认为未来Pharma/Biotech/CSO的角色定位可能逐渐分化。

图：1995-2022年Biotech研发管线占比（%）



表：国内上市Biotech商业化情况梳理（截至2024.3.22）

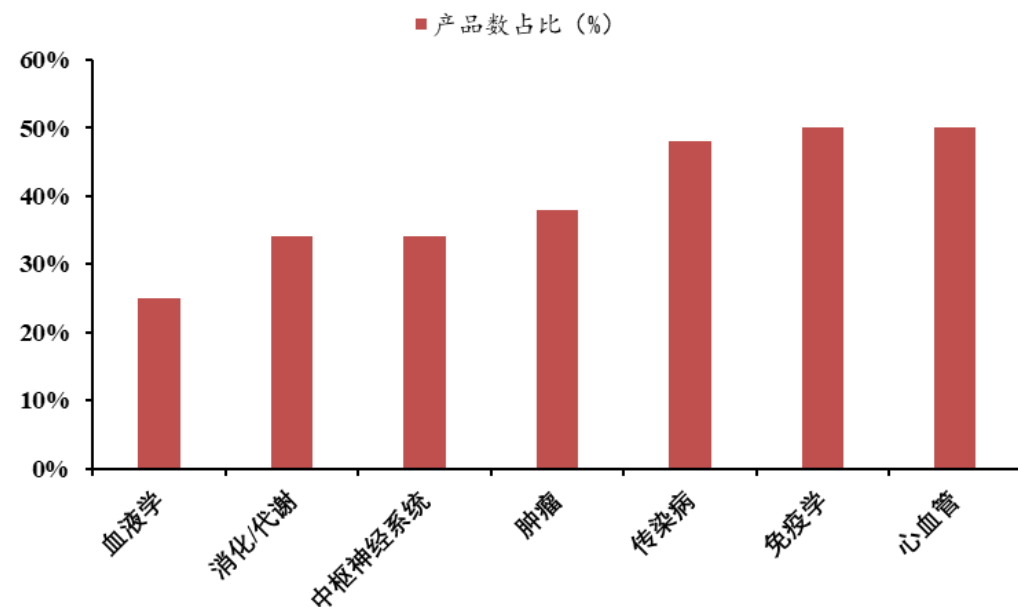
公司	市场	市值 (亿元)	商业化元年	主要疾病领域	核心商业化产品	主要合作伙伴
百济神州	A/H股	1,787	2019	肿瘤	泽布替尼、替雷利珠单抗等	Novartis、Amgen、BMS
信达生物	H股	520	2019	肿瘤/慢病	信迪利单抗等	Lilly、Sanofi、亚盛医药
贝达药业	A股	182	2011	肿瘤	埃克替尼、恩沙替尼、贝福替尼等	益方生物、天广实
再鼎医药	H股	215	2019	肿瘤/自免	爱普盾、尼拉帕利、艾加莫德等	Argenx、NovoCure
复宏汉霖	H股	17	2019	肿瘤	斯鲁利单抗、曲妥珠单抗等	复星医药、Accord
基石药业	H股	33	2021	肿瘤	舒格利单抗、普拉替尼等	Blueprint、Pfizer
君实生物	A/H股	250	2019	肿瘤	特瑞普利单抗等	Coherus、旺山旺水
和黄医药	H股	175	2018	肿瘤	咪喹替尼、赛沃替尼等	AZ、武田
百奥泰	A股	152	2020	肿瘤/自免	贝伐珠单抗、托珠单抗等	Sandoz、Biogen、百济神州
三生国健	A股	146	2005	自免	益赛普等	
康方生物	H股	314	2021	肿瘤/自免	卡度尼利、派安普利单抗	Summit、正大天晴
荣昌生物	A/H股	297	2021	肿瘤/自免	泰它西普、维迪西妥单抗	Seagen
艾力斯	A股	210	2021	肿瘤	伏美替尼	ArriVerrt
迪哲医药	A股	177	2023	肿瘤	舒沃替尼	
泽璟制药	A股	136	2021	肿瘤/血液/自免	多纳非尼	
诺诚健华	A/H股	127	2021	肿瘤/自免	奥布替尼	Incyte、康诺亚
康宁杰瑞制药	H股	125	2021	肿瘤	恩沃利单抗	思路迪/先声药业、石药集团
益方生物	A股	61	2023	肿瘤	贝福替尼	贝达药业、正大天晴
乐普生物	H股	245	2022	肿瘤	普特利单抗	康诺亚
亚盛医药	H股	58	2022	肿瘤	奥雷巴替尼	信达生物

- **Biotech：销售费用高，部分销售不及预期。**我们发现Biotech商业化经验相对缺乏，销售推广成本较高，平均销售费用率显著高于 Big pharma 和 CSO，盈利能力被大幅缩减，同时销售结果不达预期概率相对较高。在截止2019年的过去15年中，美国上市产品的销售额平均峰值约为8亿美元，只有五分之一的新药在美国的销售峰值达到10亿美元，而一半的新药甚至没有达到2.5亿美元。就治疗领域而言，传染病，免疫学和心血管疾病等领域的销售推广难度或更大。**我们认为新药商业化的高投入和药企降本增效诉求间的矛盾，成为CSO发展的底层逻辑。**

表：2022年部分 Biotech/Pharma/CSO 销售效率对比

类型	公司	销售人员数量	销售费用占比	销售人员人均创收(万元)	销售人员人均费用(万元)
Pharma	恒瑞医药	10,392	35%	204.73	70.71
	复星医药	7,194	21%	610.95	127.48
	石药集团	10,000	33%	310.32	103.37
	中国生物制药	14,107	36%	204.82	73.43
Biotech	百济神州	3,812	63%	250.96	157.32
	荣昌生物	1,167	57%	66.16	37.76
	微芯生物	401	46%	132.15	61.24
	君实生物	989	49%	146.97	72.37
	复宏汉霖	278	2%	1156.11	25.30
CSO	百洋医药	2,047	15%	366.86	54.80
	康哲药业	4,300	30%	212.80	63.29
	兴科蓉医药	231	5%	986.28	50.66

图：新药上市后 1-3 年内市场不如预期的产品占比



- **MNC**：伴随着医药市场的国际化，海外跨国药企由于对中国的市场，尤其是院外市场需求了解不足，出于对药品研发趋势判断风险的考虑，更愿意付出一定成本把专业的产品推广及销售工作交给专业的公司去完成，而自身专注于药品的研发与生产。此外，部分海外药企的部分品种逐渐进入成熟期或受到集采等影响成长空间有限，降本增效，产品销售外包成为新的模式。

表：前八批国采MNC的中标情况

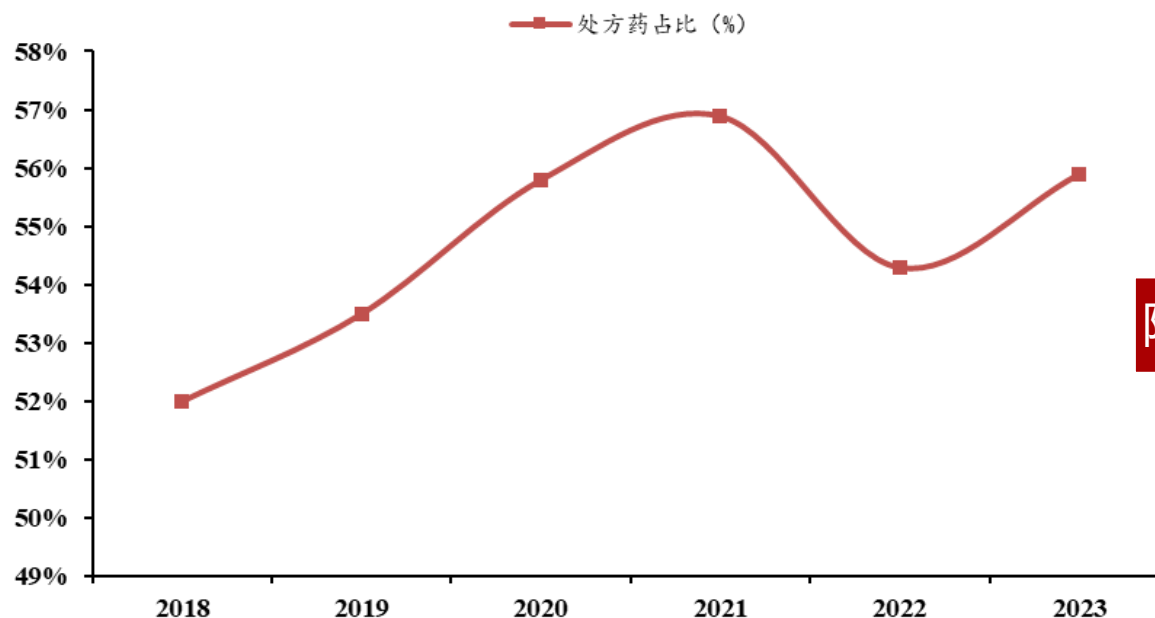
前八批国采情况									
批次	4+7 试点	4+7 扩围	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	第七批	第八批
时间	2018.12	2019.09	2020.01	2020.08	2021.02	2021.06	2021.11	2022.07	2023.03
中选品种	25	25	32	55	45	57	42	60	39
跨国药企	参与企业（家）	2	7	3	3	5	11	4	6
	中选药品（个）	2	9	4	3	5	12	23	6
中国药企	参与企业（家）	12	30	59	103	95	112	7	159
	中选药品（个）	24	55	95	188	153	237	19	321
平均降限度		-52%	-59%	-53%	-53%	-52%	-56%	-48%	-48%

表：MNC与CSO的合作梳理

CSO	合作公司	合作起始时间	合作产品
翰晖制药	诺华	2018	慢阻肺吸入制剂产品系列
上海医药	赛诺菲	2023.11	/
	辉瑞	2023.12	13价肺炎球菌多糖结合疫苗（沛儿13®）
	罗氏	2021.3	肿瘤药
	武田	2017.8	消化领域药物
	默沙东	2018.10	肿瘤药
百洋医药	安斯泰来	2019.3	泌尿系统药物
	阿斯利康	2022.11	消化领域经典药物洛赛克（奥美拉唑肠溶片）
	诺华	2023.2	肿瘤药
	吉利德	2023.8	/

- **传统药企：销售格局变化，CSO是更高效的选择。**传统医药生产企业的销售团队通常以面向大城市的大医院市场为主。但集采、处方外流、医疗行为合规化等政策的逐渐出台，导致销售格局逐渐变化，倒逼药企衡量管线风险性价比、拓展院外市场发展。而院外销售渠道和经验难以充分发挥。无论是下沉覆盖三四线城市市场、药品商业化精细化还是零售端转型等需求，传统药企在政策及市场格局的变革下都给CSO行业的发展提供了动力。

图：2018-2023零售药店处方药销售占比（%）



图：后集采时代院内外市场的销售突破点



- 我们认为CSO的发展总共分为四个阶段，从最初做进口原研代理，进入到逐渐与MNC/药企建立合作关系，到与药企合作粘度增强，打造产品矩阵，拓展合作模式，最终走向自主IP，自主研发的创新兑现期。

图：CSO业态发展四阶段



药企拓展

- 罗欣药业与安翰科技/未知君在优势消化领域的合作；
- 智飞生物独家经销GSK疱疹疫苗；
- 三生生物与阿斯利康百泌达/礼来优泌林在内分泌领域的合作；
- **优势：懂药，有丰富的专业科室营销经验。**

流通企业拓展

- 国药控股与阿斯利康的倍他洛克/勃林格殷格翰的美卡素/西安杨森的数个OTC产品
- 上海医药与拜耳OTC产品的销售权/赛诺菲的多款产品进行推广合作。
- 九州通与正大天晴、东阳光、宜昌人福、阿斯利康、拜耳、日本卫材、武田等合作
- **优势：渠道丰富，与药企有长期合作关系。**

专业CSO

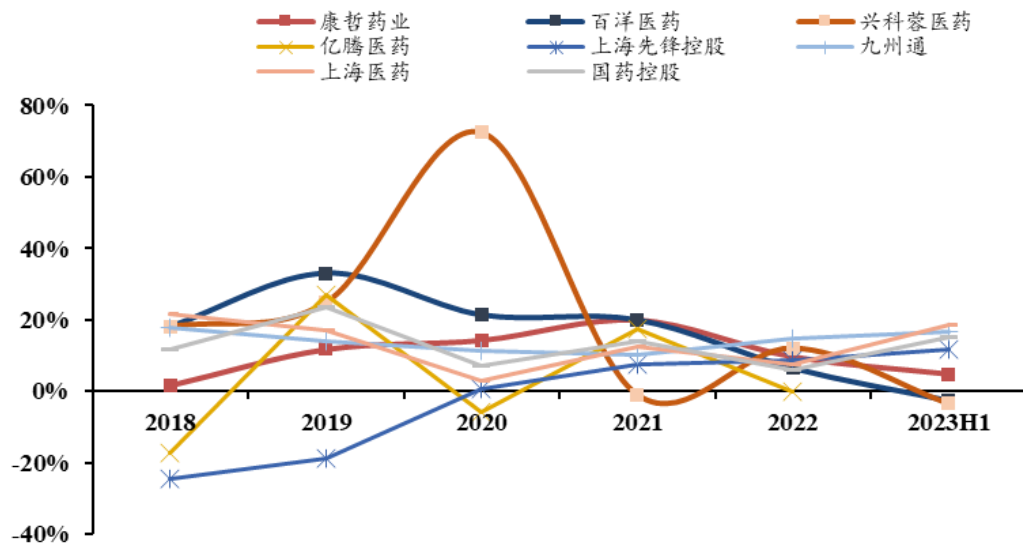
- 院外品牌打造——百洋医药
- 院内市场开拓——康哲药业
- 血制品——四川兴科蓉药业
- 器械——中国先锋医药
- **优势：专业领域的品牌营销能力，尤其是在院外市场具有较强竞争力。**

03

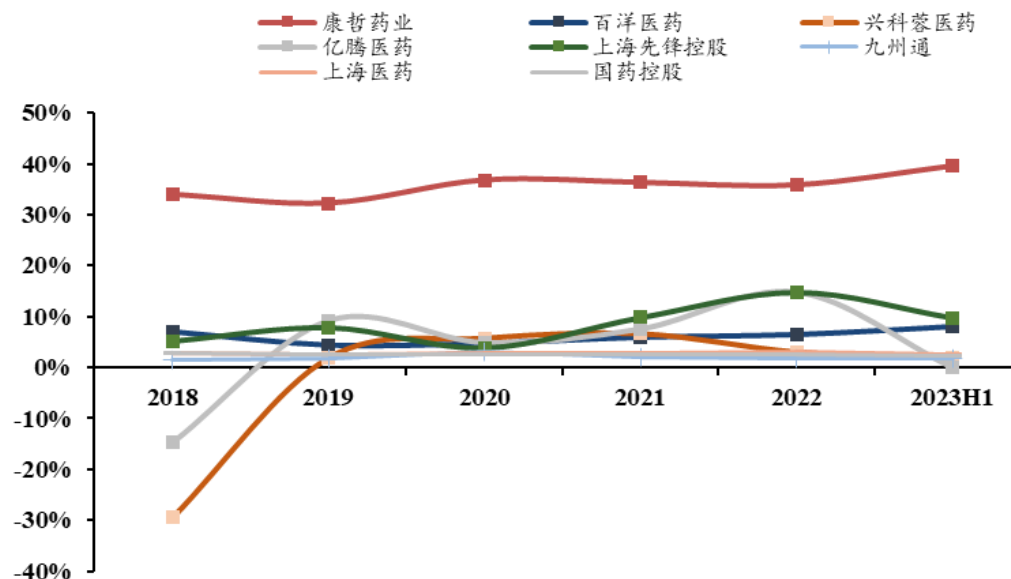
建议关注

- **成长性：**与传统流通业务比较，CSO占比高的公司在19-21年显示出了更强的成长性。未来收入的增长主要是靠内部营销品种的逐渐成熟放量及新BD落地。
- **盈利能力：**康哲药业净利率最高，净利率水平近40%，且稳步提升。我们认为盈利能力与产品IP归属、产品发展阶段及CSO对产品的赋能相关，未来CSO随着产品结构的逐渐成熟、自有IP产品比例的增加盈利能力有望不断提升。

图：主要CSO标的2018-2023H1年收入同比增长率

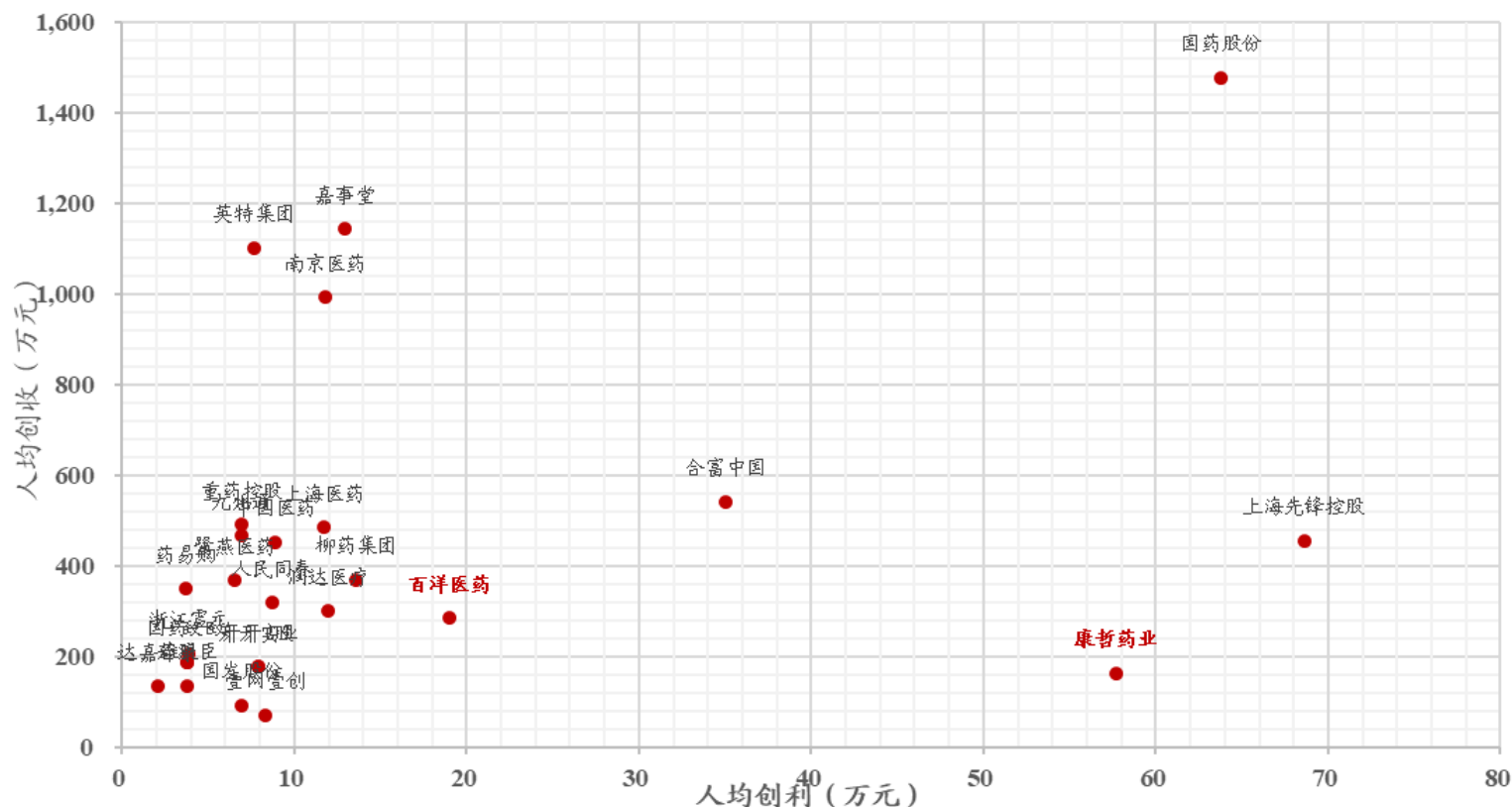


图：主要CSO2018-2023H1年净利率变化



- 我们认为人均创利是CSO发展阶段的重要指标。人均创利提升是CSO逐渐推广能力成熟，边际效应显现的标志。CSO标的中，上海先锋控股2022年人均创利68.6万，与公司主要专注于器械领域相关，其次为国药股份与公司精麻类产品利润率较高相关，第三为康哲药业，显示了CSO对创新专利药的较强赋能。

图：医药流通与 CSO 人均创收/创利对比（2022 年数据）

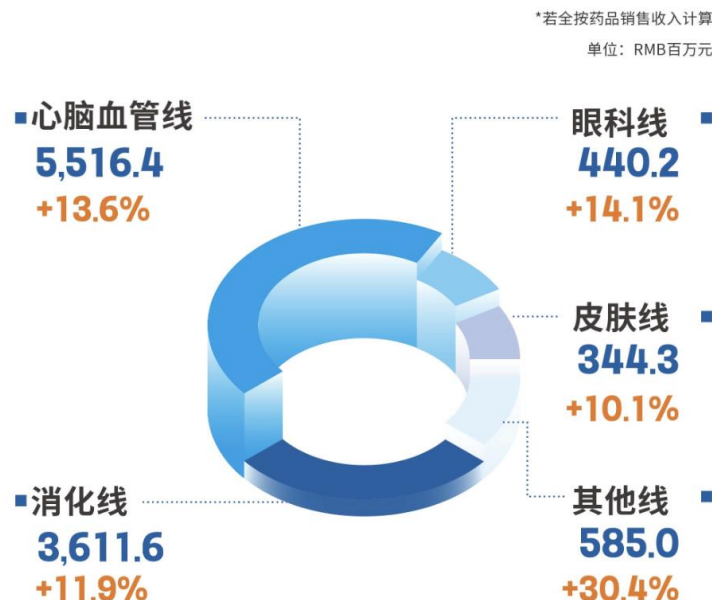


- **核心逻辑：**覆盖多个专科领域，加速向创新药企转型的国际化CSO龙头。
- **业务拆分：**2022年公司实现营收91.5亿元，同比增长9.73%。公司营收管线主要分为心脑血管、消化、眼科和皮肤四个部分。若全按药品销售收入计算，各个管线营收占比分别稳定在53%、34%、4%和3%左右。
- **CSO：**①公司覆盖心脑血管、消化、眼科、皮肤、医美等多个专科疾病领域，多个产品为独家。②院内部分产品有集采的风险。③投资+合作+自主开发三模式推动创新转型，创新药2023年迎收获期。

图：创新研究、生产、制剂 CDMO、商业化一体平台

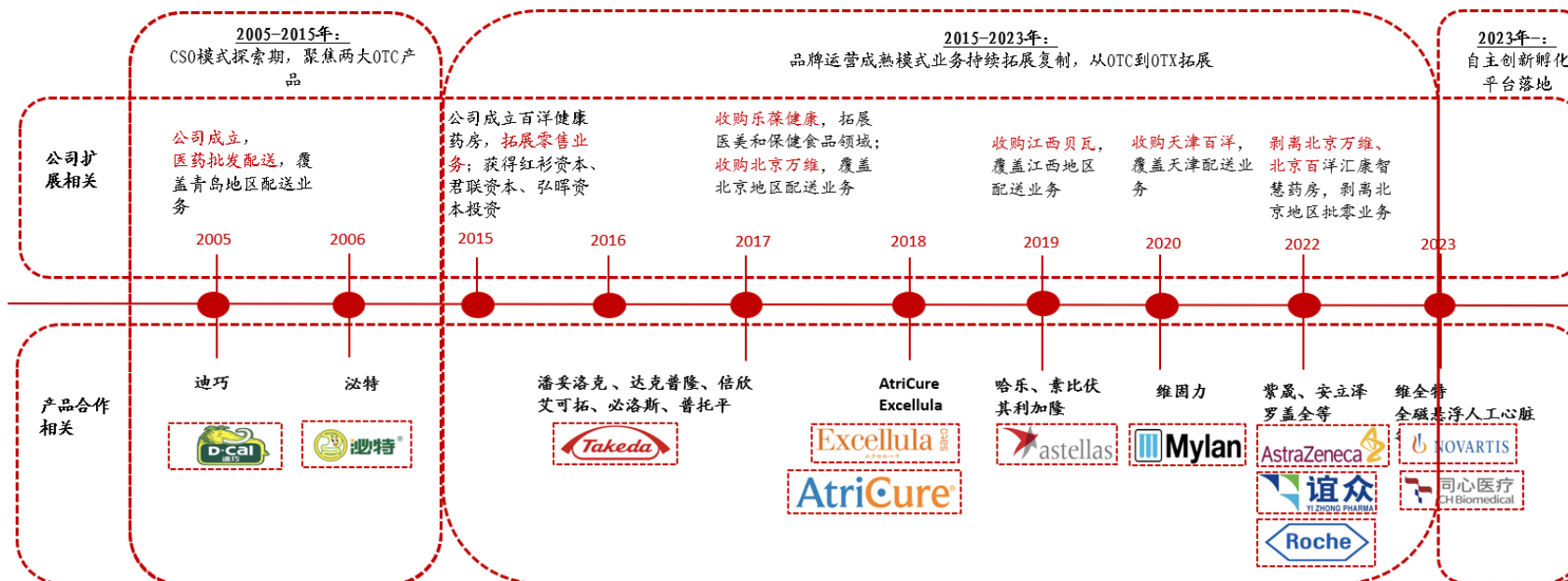
开放式的商业化平台	医美：康哲美丽	眼科：康哲维盛	东南亚：康联达健康
- 覆盖>5万家医院及医疗机构，>20万家终端零售药店 - 专业推广团队>4300人 - 强势领域：心脑血管、消化、中枢神经、皮肤科、眼科	- 致力于成为中国最专业的皮肤健康管理公司 - 团队规模>600人 - 商业化体系：>20000位皮肤科专家，覆盖约10000家医院及医疗机构	- 专注眼科药械产品 - 团队规模>300人 - 商业化体系：>17000位眼科专家，覆盖约9000家医院及医疗机构	- 东南亚本土核心管理团队 - 以先发优势，分阶段建立以「产品引进、开发、生产、制剂CDMO、销售推广」为一体的系统化、平台化业务运营架构 - 打造欧美、日本、中国药企进军东南亚市场的“桥头堡”

图：2022年公司收入按产品拆分及增速



- **核心逻辑**：已经证明了自身品牌打造能力，逐渐聚焦品牌运营业务的CSO公司，是受益于医药产业供给侧改革下的稀缺标的。
- **业务拆分**：2023Q1-Q3 公司品牌运营业务板块实现营业收入30.9亿元，同比增加16.8%，占总营收的56.2%；公司批发配送业务实现营业收入21.1亿元，同比下降18.2%，占总营收的38.4%；零售业务及其他业务板块实现营业收入2.9亿元，同比上升0.5%。
- **CSO**：①OTC：已经通过迪巧/海露得到验证；②OTX处方药：进入BD品种扩增期，与安斯泰来、罗氏等建立长期稳定合作关系，放量曲线明确。③ 新特药械：内部孵化迎来收获期，25年核药有望上市。

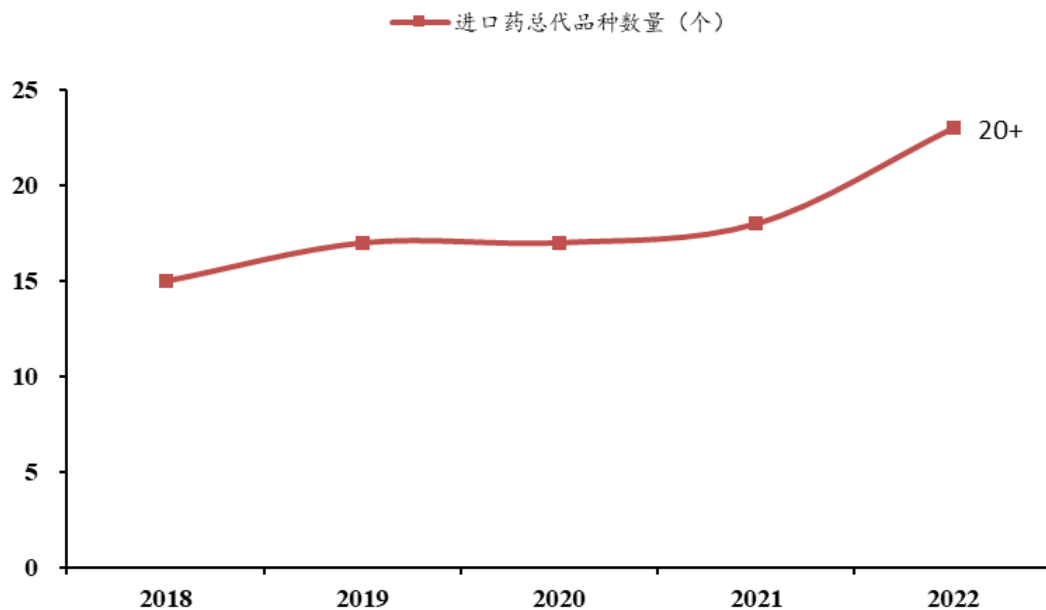
图：百洋医药发展历程



3.3 上海医药：创新与商业化能力突出的医药工商结合龙头

- **核心逻辑：**创新医药商业模式驱动新成长，医药工业布局进入兑现期
- **业务拆分：**2022年分销收入2057亿元（yoy+7.9%），占比85%；零售收入83亿元（yoy+6.4%），占比4%；工业收入268亿元（yoy+6.6%），占比11%；
- **CSO：**①进口药品：2022年，全年成功引入20+个进口总代品种。2023H1创新药分销业务收入同比增长24%。2023年12月15日，上药控股和赛诺菲中国宣布正式签署战略合作协议，在重点疾病领域进行全渠道、全国范围内的广泛和深入合作。②疫苗CSO:2022年收入约44亿元，23H1同比增长 15.7%。2023年12月1日，辉瑞中国与上药科园贸易正式达成疫苗产品合作，上药科园贸易将在中国大陆地区独家进口、分销和推广辉瑞13价肺炎球菌多糖结合疫苗。③医美产品：2023年8月，上药康德乐与仁会生物就其自主研发减重药贝那鲁肽达成全方位销售合作协议。

图：2018-2022年上海医药进口药总代品种数量变化



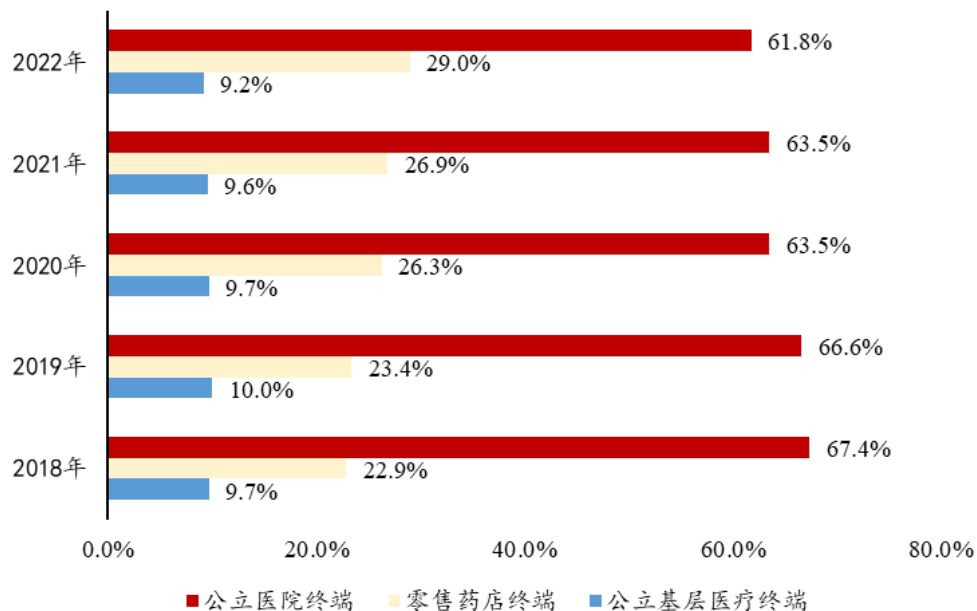
表：赛诺菲中国市场主要经营产品

疾病领域	商品名	药品名	集采批次	中标情况
心血管领域	克赛	依诺肝素钠注射液	第八批集采产品	丢标
	诺维乐	碳酸司维拉姆		
神经领域	德巴金	丙戊酸钠注射用浓溶液	第八批集采产品	丢标
罕见病领域	奥巴捷	特立氟胺片	/	/
肿瘤领域	乐沙定	奥沙利铂注射剂	第五批集采产品	中标
	泰索帝	多西他赛注射液	第五批集采产品	丢标

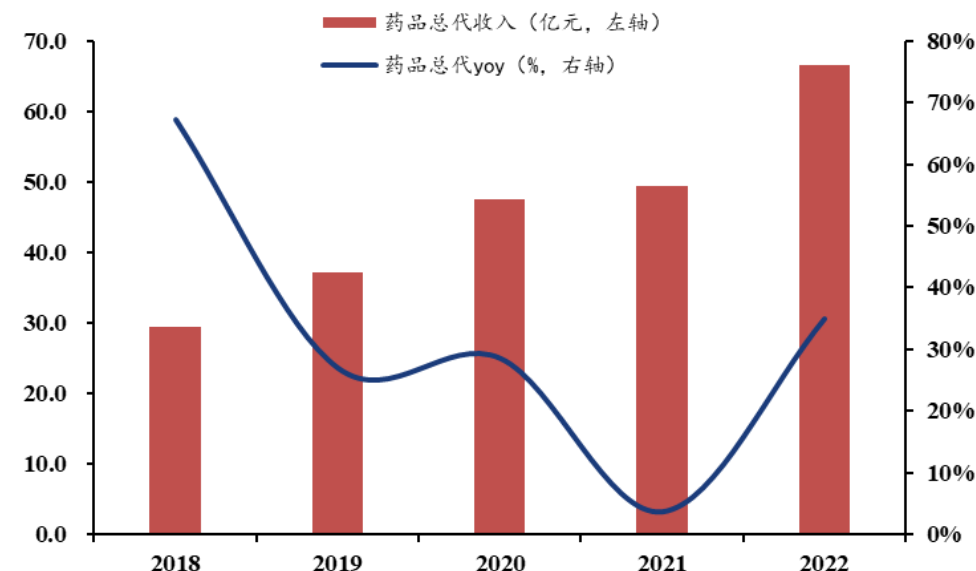
3.4 九州通：院外龙头，CSO催生第二成长曲线

- **核心逻辑：**院外医药商业龙头，CSO业务成为第二成长曲线。
- **业务拆分：**2022年公司药品总代品牌推广业务实现销售收入66.51亿元（+34.90%）；医疗器械总代品牌推广业务实现销售收入67.63亿（-16%），医药工业及OEM 24.1亿（+23%）；零售业务25.4亿元（+38%）。
- **CSO：**截止2022年末，公司药品总代品规数达1025个，其中销量过亿品规14个，包括浙江华海、浙江京新、正大天晴、东阳光、宜昌人福等厂家的集采中标产品，以及阿斯利康、拜耳、日本卫材、武田等外资企业的产品。公司已形成较为成熟的总代品牌推广业务模式，包括集采原研落标产品院外代理、集采中标产品院外代理、品牌产品连锁营销、品牌产品院外代理、独家产品院外代理五大模式。

图：2018-2022年三大终端市场份额变化



图：2018-2022年九州通进口药总代收入变化



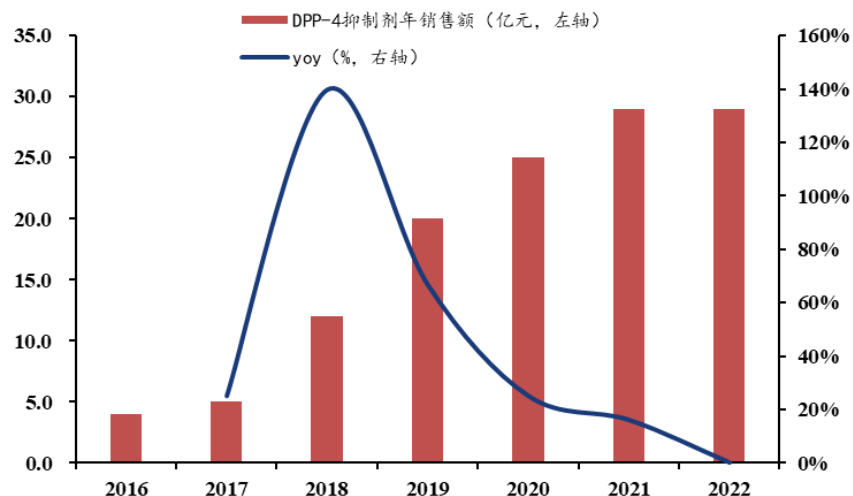
- **核心逻辑：CSO已成为公司成长新动能**
- **业务拆分：**2022年公司营业收入89.96亿（+17.90%），其中儿科类产品24.25亿元（+42.6%），清热解毒类实现收入 28.72 亿元（+18.6%）；消化类实现收入 17.68 亿元（-2.0%）
- **CSO:**2022年8月公司推出股权激励计划，在解禁目标中明确提到2022-2024年公司每年引进品种不少于4个的目标,CSO或成为公司新的成长曲线。公司过往主要BD品种包括与天境生物合作的TJ101生长激素、以及与恒翼生物合作的 PDE4 抑制剂和蛋白酶抑制剂，2023年8月公告与征祥医药合作的流感领域品种也与公司强势销售渠道相契合。

表：济川药业BD一览

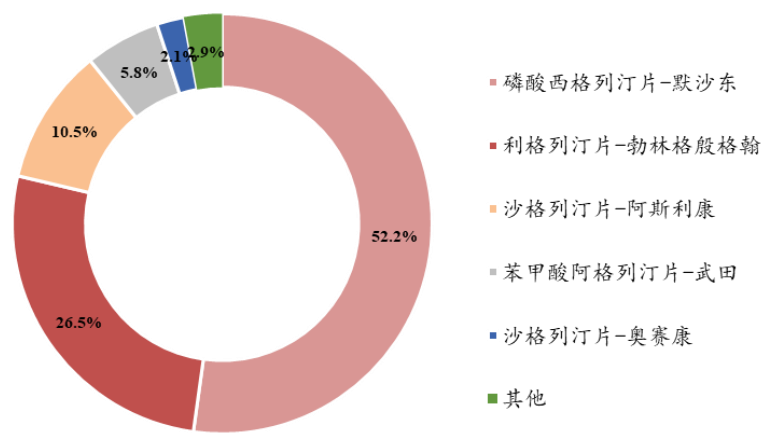
时间	合作对象	品种	适应症	交易情况
2021.11	天境生物	伊坦生长激素(TJ101)	儿童生长激素缺乏症	获得天境生物长效重组人生长激素伊坦生长激素在中国市场的开发、生产及商业化的独家许可，向其支付2.24亿元(不含税)的首付款以及不超过17.92亿元(不含税)的开发及销售里程碑付款以及一定比例的IP授权提成。
2022.11	恒翼生物	PDE4抑制剂医药产品	银屑病、特异性皮炎、慢性阻塞性肺	首付款不超过1.8亿人民币，开发里程碑付款将不超过1212.5万美元，销售里程碑将不超过2000万美元，并与恒翼生物按照同等比例共同承担后续的研发费用，同时按照同等比例享受销售利润。
2022.11	恒翼生物	蛋白酶抑制剂医药产品	术后肠梗阻	
2023.8	征祥医药	聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂口服制剂	治疗或预防流感	济川有限向征祥医药支付不超过1.2亿元(含税)的推广权益对价，并拟以自有资金6,000万元向征祥医药进行股权投资

- **核心逻辑：传统药企借产业东风的商业化渠道再放大。**
- **业务拆分：**22年公司收入377亿(+9.1%)，其中医药工业中美华东收入112亿（含CSO业务）（+11%），医药商业全年收入255.5亿（+10.5%）；医美业务22年收入19.15亿。
- **CSO：**2021年公司与武田就已上市全球创新产品尼欣那®（苯甲酸阿格列汀片）在中国区域的商业化权益达成战略合作，2023年1月公司与科济药业就其BCMA CAR-T细胞产品泽沃基奥仑赛注射液（即CT053）达成在中国大陆地区的商业化合作。2023年11月，与重庆誉颜签署股权投资&产品独家经销协议，重组肉毒进一步完善公司肉毒管线布局

图：2016-2022年DPP-4抑制剂销售规模



图：2022年Q1DPP-4抑制剂药物市场格局



图：CT053临床数据

	中国IITs ¹	中国I/II期 (LUMMICAR-1) ²	北美1b/2期 (LUMMICAR-2) ³
样本量	24	14	27
患者人群	41.7% EMD 50% 高危	14.3% EMD 50% 高危	/
既往治疗	5 (2-11)	6 (3-7)	/
ORR	87.5%	100%	96.3%
CR/sCR	79.2%	78.6%	/
中位随访时间	17.4个月	13.6个月	/
mDOR/mPFS	21.8/18.8个月	未达到	未达到
≥3级 CRS	0	0	0
≥3级神经毒性	1/24 (4.2%)	0	1/27 (3.7%)
治疗相关死亡	0	0	0

04

投资建议

■ 我们基于对当前宏观环境及医改持续深化方向的判断，认为CSO板块是当前医药破局重要的新业态。在行业格局重塑中符合产业趋势的新业态的建立及头部公司的投资机会非常值得重视。我们认为其经营趋势变化或将支撑业态内标的成长性及盈利能力超市场预期。我们建议关注：

①**已经证明了自身品牌营销能力，拥有成熟的销售渠道及可复制的营销方法的专业CSO：**百洋医药、康哲药业等；

②**具有较强的央企背景、进院渠道基础好、优势科室经验丰富的流通龙头以及院外市场渠道及经验丰富的流通龙头：**国药股份、上海医药、九州通等；

③**已经用自身单品证明了销售能力，更懂药，团队稳定的传统药企：**华东医药、济川药业等。

表：CSO主要标的估值（对应2024年3月25日收盘价）

代码	重点公司	现价（元）	EPS（元/股）		PE	
		2024/3/25	2023E	2024E	2023E	2024E
600511.SH	国药股份	31.25	2.75	3.08	11.38	10.15
601607.SH	上海医药	17.10	1.37	1.60	12.48	10.69
000963.SZ	华东医药	31.17	1.65	2.00	18.89	15.59
600998.SH	九州通	7.86	0.62	0.72	12.70	10.92
600566.SH	济川药业	35.76	2.66	2.95	13.44	12.12
301015.SZ	百洋医药	33.44	1.23	1.67	27.19	20.02
0867.HK	康哲药业	12.36	1.36	1.47	9.07	8.41

- **行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险：**深化医改背景下医药细分行业出清加速，上下游客户的经营波动或存在对中游公司产生较大短期影响风险；
- **核心产品销售波动风险：**部分公司当前核心产品占比依然较高，其细分消费市场波动或给公司整体业绩带来较大影响；
- **新品牌拓展不及预期风险：**公司在部分品牌产品、部分领域方面仍无推广经验，或存在定位偏移、营销低效等风险

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买 入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增 持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中 性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减 持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>