

医药生物

报告日期：2023年04月09日

CXO&创新药：扰动触底，回升可期

——医药生物周跟踪 20230409

投资要点

□ 创新药&CXO：压制因素望逐渐消除，重点推荐！

事件：本周创新药和CXO板块大幅上涨，引起市场对创新药和CXO板块较多关注，以及对板块投资趋势性确定性的关心。我们认为创新药板块尤其是CXO板块经历了长达2年的调整之后，目前性价比极其突出，压制估值的多个因素在逐步触底，我们也再次强调CXO和创新药板块中长期投资机会。

1) 创新药：国内监管和医保底价渐清晰，FDA审查在即。微观层面：FDA现场检查在即，2023年多款本土创新药国际化有望突破。我们认为压制创新药板块的核心因素主要包括：①本土创新药国际化空间迟迟未完全打开。但是，2023年开始伴随着国内疫情得有很好的控制之后，FDA来国内进行现场检查的预期望不断加强。②医保降价&监管趋严。医保谈判常态化，创新药价格降幅超预期担忧，压制本土创新药行业空间。这也导致2020-2022年创新药行业迎来大幅调整。但是，我们强调在2020-2022年创新药行业估值大幅消化后，2022年初医保谈判简易续约持续落实背景下，创新药行业的定价策略已经逐步清晰，创新药行业有望迎来严监管下高质量向上发展拐点。正文中我们也讨论了宏观因素对创新药行情影响，我们预计美债利率短期波动下行催化了本周创新药大涨行情。我们建议重点关注美债十年期利率波动趋势。

2) CXO：压制因素望逐渐触底，情绪望修复。我们认为压制CXO板块估值的主要因素包括：①投融资下滑，对CXO板块高景气度以及业绩高增长可持续性的担心。②贸易冲突下，对CXO投资逻辑担忧。展望2023年，我们认为以上宏观和微观层面压制CXO板块估值的因素均有显著改善，市场情绪有望触底。首先，我们认为“硅谷银行”事件后，美联储加息强度以及周期的边际有望逐渐清晰，这也有望促使一级市场投融资和药企研发投入的趋势逐渐回暖，进一步驱动市场对CXO订单及业绩高增长可持续性的信心逐渐加强，估值向上修复。基于2022H2全球生物医药投融资较低基数，叠加下半年加息预期逐渐清晰化，我们看好2023H2全球生物医药投融资同比降幅大幅收窄甚至有所增长。其次，我们认为对于CXO订单及业绩可持续性的担心的情绪也在逐渐好转。2023年3月20日药明康德披露2022年业绩以及对2023年展望后，CXO板块迎来大涨，市场对于CXO板块业绩高增长可持续性的担心情绪得到缓解。作为本土CXO龙头药明康德，其主业在收入高基数下仍保持强劲的增长势头，侧面反映了CXO板块景气仍在延续。再参考2023年宏观因素压制逐渐清晰化，我们看好CXO板块2023年行情。

看好情绪好转下CXO板块估值向上修复空间。宏观层面看，与创新药板块投资逻辑类似，美国十年期国债收益率下行也可能在提升创新药行业估值的同时，对CXO行业带来一定的估值扩张，我们也强调持续跟踪美债利率趋势变化。微观层面，我们强调重点关注CXO板块订单以及业绩是否延续高增长，我们此前多篇报告（《药明康德：从产能趋势看成长空间 20220924》、《凯莱英：从产能变化看凯莱英成长空间 20221227》、《20230102周报：CXO领涨，重视底部机会》）分析认为CXO板块业绩延续高增长确定性，在历史低位估值下，重点推荐板块配置价值。

□ 表现复盘：创新药/生物药板块领涨，成交额回暖

涨跌幅：本周医药板块上涨2.92%，跑赢沪深300指数1.14个百分点，在所有行业中涨幅排名第8。**成交额：**医药行业本周成交额为3087亿元，占全部A股总成交额比例为6.4%，较前一周环比持平，低于2018年以来的中枢水平（8.3%）。**估值：**截至2023年4月7日，医药板块整体估值（历史TTM，整体

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建
执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：郭双喜
执业证书号：S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《中药：国企改革三部曲和六要素》 2023.04.04
- 2 《中药表现强势，集采结果出炉》 2023.04.02
- 3 《中药，破局——医药行业2023年4月月报》 2023.04.01

法，剔除负值）为 26.5 倍，环比提升 0.89pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 129%，较前一周环比上升 2.6pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪股通&深港通持股：截至 2023 年 4 月 6 日，陆港通医药行业投资 1941 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.2%，医药北上资金环比减少 12 亿元。细分板块中，中药板块和生物制品板块净流入最多，医疗器械和医疗服务板块净流出最多。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周除医药流通板块下跌外，其他板块均有上涨，其中生物医药（+4.2%）、化学制剂（+3.8%）、化学原料药（+3.6%）、医疗服务（+3.3%）、中成药（+2.7%）等板块领涨。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周创新药（+9.4%）、生物药（+6.4%）、仿制药（+4.5%）、科研服务（+3.9%）、中药（+2.9%）、CXO（+2.9%）、医疗器械（+2.3%）上涨较多；仅医药商业下跌（-1.6%）。具体公司看，诺诚健华（+19.8%）、百济神州（+18.2%）、贝达药业（+15.8%）、荣昌生物（+15.6%）大幅上涨拉动创新药板块领涨。生物药板块康希诺大幅上涨 18.4%，百克生物（+9.5%）领涨板块。仿制药板块苑东生物（+11.4%）、现代制药（+9.8%）、京新药业（+8.3%）涨幅较佳拉动仿制药板块明显上涨。CXO 板块表现同样靓丽：凯莱英（+8.0%）、康龙化成（+7.1%）、泰格医药（+6.4%）、昭衍新药（+6.2%）。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，中药、疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。**我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。**

□ 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫情、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

□ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS		PE		评级
		2023/4/9	2022E	2023E	2022E	2023E	
CXO							
603259.SH	药明康德	83.8	2.98	3.25	28	26	买入
300347.SZ	泰格医药	101.8	3.07	2.84	33	36	买入
002821.SZ	凯莱英	144.0	8.93	6.39	16	23	买入
300759.SZ	康龙化成	52.5	1.15	1.85	46	28	买入
300363.SZ	博腾股份	38.7	3.51	1.25	11	31	买入
603456.SH	九洲药业	34.3	1.08	1.49	32	23	买入
603127.SH	昭衍新药	55.6	1.75	2.15	32	26	买入
1521.HK	方达控股	2.25	0.02	0.03	22	13	买入
300725.SZ	药石科技	73.0	1.77	2.60	41	28	买入
688202.SH	美迪西	163.3	5.50	8.59	30	19	增持
688238.SH	和元生物	21.4	0.16	0.21	133	102	增持
301096.SZ	百诚医药	65.8	1.85	2.56	36	26	增持
原料药及仿制药							
603707.SH	健友股份	16.9	0.96	1.18	22	17	买入
000739.SZ	普洛药业	21.7	0.84	1.06	28	21	买入
300630.SZ	普利制药	28.4	1.32	1.71	21	17	增持
300702.SZ	天宇股份	24.2	0.18	0.45	134	54	增持
688513.SH	苑东生物	59.2	2.19	2.45	27	24	增持
002332.SZ	仙琚制药	13.8	0.71	0.77	19	18	买入
603229.SH	奥翔药业	22.6	0.56	0.70	40	32	增持
688166.SH	博瑞医药	23.4	0.65	0.75	36	31	增持
603520.SH	司太立	18.9	2.02	2.67	9	7	增持
688076.SH	诺泰生物	31.1	0.64	0.78	53	40	增持
605116.SH	奥锐特	27.7	0.55	0.67	53	43	增持
002099.SZ	海翔药业	7.2	0.19	0.25	36	26	增持
605507.SH	国邦医药	24.5	1.67	2.06	15	12	增持
002422.SZ	科伦药业	28.8	1.14	1.22	25	24	增持
000915.SZ	华特达因	36.7	2.35	2.97	16	12	增持
000963.SZ	华东医药	47.2	1.46	1.72	32	27	买入
制药上游							
688105.SH	诺唯赞	42.9	2.17	2.29	20	19	增持
688690.SH	纳微科技	51.0	0.74	1.04	69	49	增持
688179.SH	阿拉丁	39.4	0.78	1.08	50	36	增持
688133.SH	泰坦科技	122.6	2.36	3.67	52	33	增持
688356.SH	键凯科技	151.4	3.10	4.05	49	37	买入
605369.SH	拱东医疗	69.3	3.56	4.56	19	15	增持
300171.SZ	东富龙	26.7	1.59	1.98	20	16	增持
2155.HK	森松国际	9.0	0.56	0.72	16	12	买入
300358.SZ	楚天科技	17.7	1.21	1.41	15	13	增持
300813.SZ	泰林生物	45.2	0.96	1.21	47	37	买入
688139.SH	海尔生物	69.9	1.89	2.51	37	28	增持
688046.SH	药康生物	25.4	0.44	0.61	58	41	增持

688073.SH	毕得医药	148.0	2.25	3.04	66	49	增持
688137.SH	近岸蛋白	70.8	1.87	2.28	38	31	增持
创新药							
600196.SH	复星医药	34.0	1.68	2.04	15	13	买入
2171.HK	科济药业	13.3	-1.56	-1.42	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	68.0	0.39	1.13	174	60	买入
688180.SH	君实生物	52.2	-2.42	-0.66	-	-	买入
医疗器械							
300760.SZ	迈瑞医疗	309.0	8.07	9.77	38	32	买入
300639.SZ	凯普生物	17.4	3.83	4.38	5	4	买入
688289.SH	圣湘生物	24.2	3.48	3.08	7	8	增持
603108.SH	润达医疗	13.9	0.68	0.94	20	15	买入
688575.SH	亚辉龙	19.0	1.91	0.81	9	8	增持
688029.SH	南微医学	83.2	1.81	2.48	46	34	增持
688301.SH	奕瑞科技	361.6	8.82	11.64	41	31	增持
688677.SH	海泰新光	102.3	2.08	2.80	49	37	增持
0853.HK	微创医疗	18.9	-0.24	-0.14	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	28.0	-1.19	-0.78	-	-	增持
688351.SH	微电生理	22.6	0.02	0.03	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	185.0	5.65	7.40	33	25	增持
688580.SH	伟思医疗	70.0	1.86	2.84	38	25	增持
688626.SH	翔宇医疗	42.6	1.03	1.32	41	32	增持
688212.SH	澳华内镜	65.4	0.44	0.65	149	101	增持
688315.SH	诺禾致源	30.9	0.48	0.65	64	48	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	31.0	1.45	1.73	21	18	增持
2172.HK	微创脑科学	15.3	-0.04	0.24	-	64	增持
688114.SH	华大智造	95.0	4.85	0.76	20	125	增持
疫苗							
688185.SH	康希诺	116.8	-1.01	0.94	-	124	增持
603392.SH	万泰生物	119.2	6.37	7.89	19	15	增持
300122.SZ	智飞生物	83.0	4.71	5.72	18	15	增持
300601.SZ	康泰生物	33.8	1.93	2.38	17	14	增持
300841.SZ	康华生物	96.7	6.25	9.07	15	11	增持
医药商业及新基建							
603883.SH	老百姓	35.7	1.33	1.61	27	22	增持
603939.SH	益丰药房	56.1	1.54	1.93	36	29	增持
603233.SH	大参林	37.5	1.14	1.48	33	25	增持
605186.SH	健麾信息	40.9	1.25	1.71	33	24	增持
医疗服务、中药							
600566.SH	济川药业	30.7	2.35	2.75	13	11	增持
600557.SH	康缘药业	31.5	0.75	0.98	42	32	增持
600285.SH	羚锐制药	16.4	0.77	0.93	21	18	增持
600572.SH	康恩贝	6.4	0.13	0.26	49	25	增持

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测;

注: 除方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB, 除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元外, 其余为人民币。药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、百诚医药、方达控股、普洛药业、华特达因、健凯科技、泰林生物、海尔生物、复星医药、科济药业、君实生物、

奕瑞科技、微创医疗、微创机器人、微电生理、心脉医疗、微创脑科学、康希诺、万泰生物、智飞生物、康华生物、济川药业、康缘药业的 2022 年 EPS 和 PE 为实际值，其他为预测值。

正文目录

1 创新药&CXO：压制因素望逐渐消除，重点推荐！	8
1.1 创新药：国内监管和医保底价渐清晰，FDA 审查在即	8
1.2 CXO：压制因素望逐渐触底，情绪望修复	9
2 行情复盘：创新药、生物药等多板块大涨	10
2.1 医药行业行情：涨幅显著	11
2.2 医药子行业：创新药、生物药等大幅领涨	13
2.3 陆港通&港股通：港股休市导致北上资金略减少，中药和生物制品受追捧	14
2.4 限售解禁&股权质押情况追踪	15
3 风险提示	16

图表目录

图 1: 2022H2 全球生物医药投融资绝对值较低, 2023H1 有同比大幅收窄可能性.....	9
图 2: 本周医药板块(中信分类)和沪深 300 走势.....	11
图 3: 2023 年以来医药板块(中信分类)和沪深 300 走势.....	11
图 4: 本周各大行业涨跌幅(上: 本周涨幅; 下: 2023 年至今涨幅).....	12
图 5: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	12
图 6: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	13
图 7: 本周医药子板块涨跌幅(中信).....	13
图 8: 本周医药子板块涨跌幅(浙商医药).....	13
图 9: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	14
图 10: 2017-2023.4.6 医药北上金额及占总北上资金比例.....	14
图 11: 2017-2023.4.6 医药股北上资金布局子行业.....	14
图 12: 2023.4.3-4.6 陆港通医药持股市值变动前后 5 名.....	15
图 13: 2023.4.6 陆港通医药持股市值前 10 名.....	15
图 14: 2023.4.3-4.6 港股通医药持股市值变动前后 5 名.....	15
图 15: 2023.4.6 港股通医药持股市值前 10 名.....	15
图 16: 2023.4.6 陆港通医药持股占比前 10 名.....	15
图 17: 2023.4.6 港股通医药持股占比前 10 名.....	15
表 1: 盈利预测与估值.....	3
表 2: 2023 年 3 月 27 日至 2023 年 4 月 23 日医药公司解禁限售股情况.....	16
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	16

1 创新药&CXO：压制因素望逐渐消除，重点推荐！

事件：本周创新药和 CXO 板块大幅上涨，引起市场对创新药和 CXO 板块较多关注，以及对板块投资趋势性确定性的关心。我们认为创新药板块尤其是 CXO 板块经历了长达 2 年的调整之后，目前性价比极其突出，压制估值的多个因素在逐步触底，我们也再次强调 CXO 和创新药板块中长线投资机会。

1.1 创新药：国内监管和医保底价渐清晰，FDA 审查在即

微观层面：FDA 现场核查在即，2023 年多款本土创新药国际化有望突破。我们认为压制创新药板块的核心因素主要包括：

1) **本土创新药国际化空间迟迟未完全打开。**2023 年初仅有百济神州的泽布替尼和传奇生物的 BCMA CAR-T 实现真正意义的美国上市。而信达生物的信迪利单抗和黄医药的索凡替尼均收到了 FDA 对于补充额外临床试验的要求。再叠加疫情影响导致 FDA 无法对本土创新药现场核查，这也让投资者对于本土创新药长期发展空间打开存在疑虑。

但是，2023 年开始伴随着国内疫情得有很好的控制之后，FDA 来国内进行现场核查的预期不断加强。君实生物官网披露的 2022 年年报业绩 ppt 中也提到了里程碑中希望 2023 年 FDA 完成特瑞普利单抗审核，特瑞普利单抗海外北美地区商业化合作伙伴 Coherus 也在官网透露：“FDA 已通知公司 2023Q2 对中国特瑞普利单抗生产工厂进行必要检查的计划日期，此次检查之前受到与疫情相关旅行限制的阻碍”。这也意味着本土创新药国际化有望在 2023 年加速突破，先前因疫情导致现场核查受阻的产品及工厂，比如百济神州的替雷利珠单抗车间、提供海外创新药 CDMO 服务的药明生物工厂等均有望陆续接受 FDA 现场核查。

2) **医保降价&监管趋严。**2020 年开始医保谈判压价&监管趋严下，创新药行业成长空间被压制。2021 年《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》发布，引发市场对 me-too 类药物未来空间的担忧。医保谈判常态化，创新药价格降幅超预期担忧，压制本土创新药行业空间。这也导致 2020-2022 年创新药行业迎来大幅调整。**医保定价&监管思路逐渐清晰，看好创新药行业进入良性发展循环。**但是，我们强调在 2020-2022 年创新药行业估值大幅消化后，2022 年初医保谈判简易续约持续落实背景下，创新药行业的定价策略已经逐步清晰，创新药行业有望迎来严监管下高质量向上发展拐点。

宏观层面：我们预计美债利率短期波动下行催化了本周创新药大涨行情。按照 DCF 模型，无风险利率 Rf 一般选取十年期国债收益率作为重要参考。同样的作为美股创新药公司参考的是美国十年期国债收益率，因此如果美国十年期国债收益率下行，会导致 WACC 绝对值下降，进一步导致创新药企业/行业估值扩张。2023 年 3 月 22 日以来美国十年期国债收益率持续下行，驱动 XBI 指数有触底回升趋势。这一点预计也催化了本周创新药行业大涨。也基于以上分析，我们建议重点关注美债十年期利率波动趋势。

投资建议：

【创新化】：看好 CAR-T、双抗、ADC 等新技术赛道突围企业。CAR-T：重点推荐科济药业（实体瘤 CAR-T 龙头）、复星医药；双抗：关注康方生物、康宁杰瑞制药；ADC：关注荣昌生物、恒瑞医药、科伦药业等。

【业绩高成长】：经历前期商业化品种积累和销售铺垫后，2023 年起业绩有望加速/拐点龙头企业，重点推荐贝达药业、君实生物等，关注荣昌生物、信达生物、百济神州、恒瑞医药、诺诚健华、微芯生物、泽璟制药、艾力斯等。

【核心产品即将商业化突破】：重点关注首药控股、益方生物、海创药业、迪哲医药等。

风险提示：实控人进一步减持风险、新产能释放不及预期风险、业绩低预期风险、竞争风险、贸易冲突风险、汇兑风险。

1.2 CXO：压制因素望逐渐触底，情绪望修复

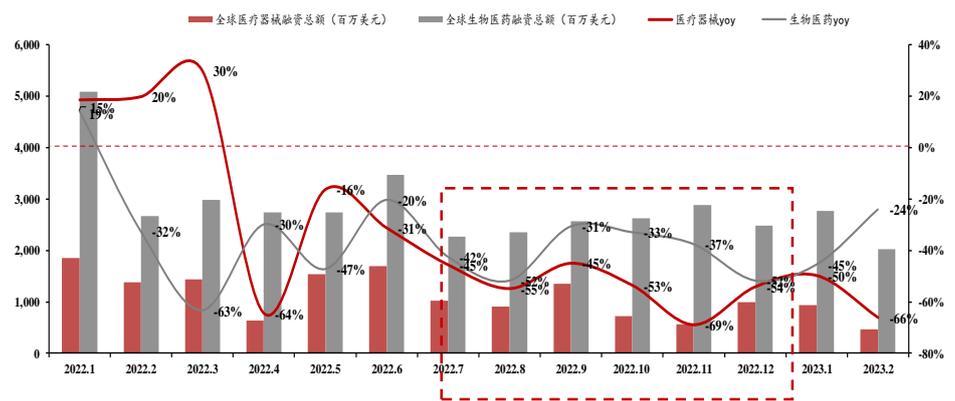
我们认为压制 CXO 板块估值的主要因素包括：

1) **投融资下滑，对 CXO 板块高景气度以及业绩高增长可持续性的担心。**2021 年底以来，全球生物医药投融资出现大幅下滑，这也导致市场对于 CXO 订单高增长可持续性产生较强的担忧，CXO 板块也迎来了较大幅度的调整。同时 2022 年受到美联储加息影响，市场对药企研发投入增长可持续性以及一级市场投融资回暖更加担忧，以上因素一直压制 CXO 板块估值。

2) **贸易冲突下，对 CXO 投资逻辑担忧。**2022 年 2 月 7 日，美国商务部将 33 家中国公司列入“未证实名单”，其中包括药明生物无锡及上海子公司，同时关于有可能被列入美国实体清单的担忧以及美国制造业回流的担忧成为压制 CXO 板块估值另一个核心因素。我们认为 2022 年 10 月份药明生物从美国 UVL 移出也短期缓解了市场对于贸易冲突事件进一步发酵的担忧。

展望 2023 年，我们认为以上宏观和微观层面压制 CXO 板块估值的因素均有显著改善，市场情绪有望触底。首先，美联储加息强度和幅度边际望清晰。我们认为“硅谷银行”事件后，美联储加息强度以及周期的边际有望逐渐清晰，这也有望促使一级市场投融资和药企研发投入的趋势逐渐回暖，进一步驱动市场对 CXO 订单及业绩高增长可持续性的信心逐渐加强，估值进一步向上修复。基于 2022H2 全球生物医药投融资较低基数，叠加下半年加息预期逐渐清晰化，我们看好 2023H2 全球生物医药投融资同比降幅大幅收窄甚至有所增长。

图1： 2022H2 全球生物医药投融资绝对值较低，2023H1 有同比大幅收窄可能性



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

其次，我们认为对于 CXO 订单及业绩可持续性的担心的情绪也在逐渐好转。3 月 20 日药明康德披露 2022 年业绩以及对 2023 年展望后，CXO 板块迎来大涨，市场对于 CXO 板块业绩高增长可持续性的担心情绪得到缓解。根据我们拆分药明康德 2023 年主营业务收入 YOY 在 30%左右，小分子 CDMO 收入望快于化学业务（参考药明康德 2022 年报业绩点评）。意味着作为本土 CXO 龙头，其主业在收入高基数下仍保持强劲的增长势头，侧面反

映了 CXO 板块高景气度仍在延续。再参考 2023 年宏观因素压制逐渐清晰化，我们看好 CXO 板块 2023 年行情。

看好情绪好转下 CXO 板块估值向上修复空间。从宏观层面看，与创新药板块投资逻辑类似，美国十年期国债收益率下行也可能在提升创新药行业估值的同时，对下游客户 CXO 行业带来一定的估值扩张，我们也强调关注美债利率趋势。从微观层面，我们强调重点关注 CXO 板块订单以及业绩趋势是否延续高增长，从我们先前多篇报告（《药明康德：从产能趋势看成长空间 20220924》、《凯莱英：从产能变化看凯莱英成长空间 20221227》、《20230102 周报：CXO 领涨，重视底部机会》）分析看，我们仍认为 CXO 板块业绩延续高增长确定性较强，在历史低位估值下，重点推荐板块配置价值。

投资建议：我们看好细分领域龙头，即使投融资短期有波动，但是细分龙头议价权仍然优势明显，强者恒强格局短中期不会被打破。

【一体化龙头】：重点推荐药明康德、康龙化成、美迪西、方达控股等，关注药明生物，泓博医药；

【小分子 CDMO 龙头】：重点推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份等；

【临床 CRO 龙头】：重点推荐泰格医药，建议关注诺思格、普蕊斯等；

【临床前 CRO 龙头】：重点推荐药明康德、昭衍新药、美迪西，关注泓博医药；

【分子砌块】：重点推荐药石科技、毕得医药、阿拉丁、泰坦科技，关注皓元医药；

风险提示：实控人进一步减持风险、新产能释放不及预期风险、业绩低预期风险、竞争风险、贸易冲突风险、汇兑风险。

2 行情复盘：创新药、生物药等多板块大涨

涨跌幅：本周医药板块上涨 2.92%，跑赢沪深 300 指数 1.14 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 8。**成交额：**医药行业本周成交额为 3087 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.4%，较前一周环比持平，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。**估值：**截至 2023 年 4 月 7 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.5 倍，环比提升 0.89pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 129%，较前一周环比上升 2.6pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。**沪港通&深港通持股：**截至 2023 年 4 月 6 日，陆港通医药行业投资 1941 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.2%，医药北上资金环比减少 12 亿元。细分板块中，中药板块和生物制品板块净流入最多，医疗器械和医疗服务板块净流出最多。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周除医药流通板块下跌外，其他板块均有上涨，其中生物医药（+4.2%）、化学制剂（+3.8%）、化学原料药（+3.6%）、医疗服务（+3.3%）、中成药（+2.7%）等板块领涨。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周创新药（+9.4%）、生物药（+6.4%）、仿制药（+4.5%）、科研服务（+3.9%）、中药（+2.9%）、CXO（+2.9%）、医疗器械（+2.3%）上涨较多；仅医药商业下跌（-1.6%）。具体公司看，诺诚健华（+19.8%）、百济神州（+18.2%）、贝达药业（+15.8%）、荣昌生物（+15.6%）大幅上涨拉动创新药板块领涨。生物药板块康希诺大幅上涨 18.4%，百克生物（+9.5%）领涨板块。仿制药板块苑东生物（+11.4%）、现代制药（+9.8%）、京新药业（+8.3%）涨幅较佳拉动仿制药板块明显上涨。CXO 板块表现同样靓丽：凯莱英（+8.0%）、康龙化成（+7.1%）、泰格医药（+6.4%）、昭衍新药（+6.2%）。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），2023 年度医药策略周期论角度，中药、疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

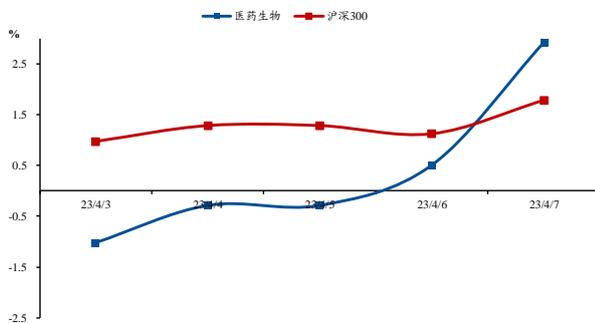
配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

2.1 医药行业行情：涨幅显著

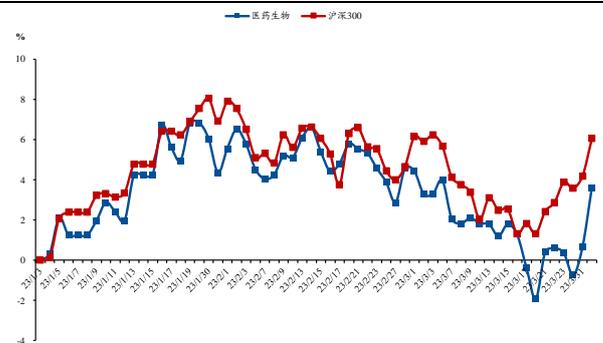
本周医药板块上涨 2.92%，跑赢沪深 300 指数 1.14 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 8。

图2： 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



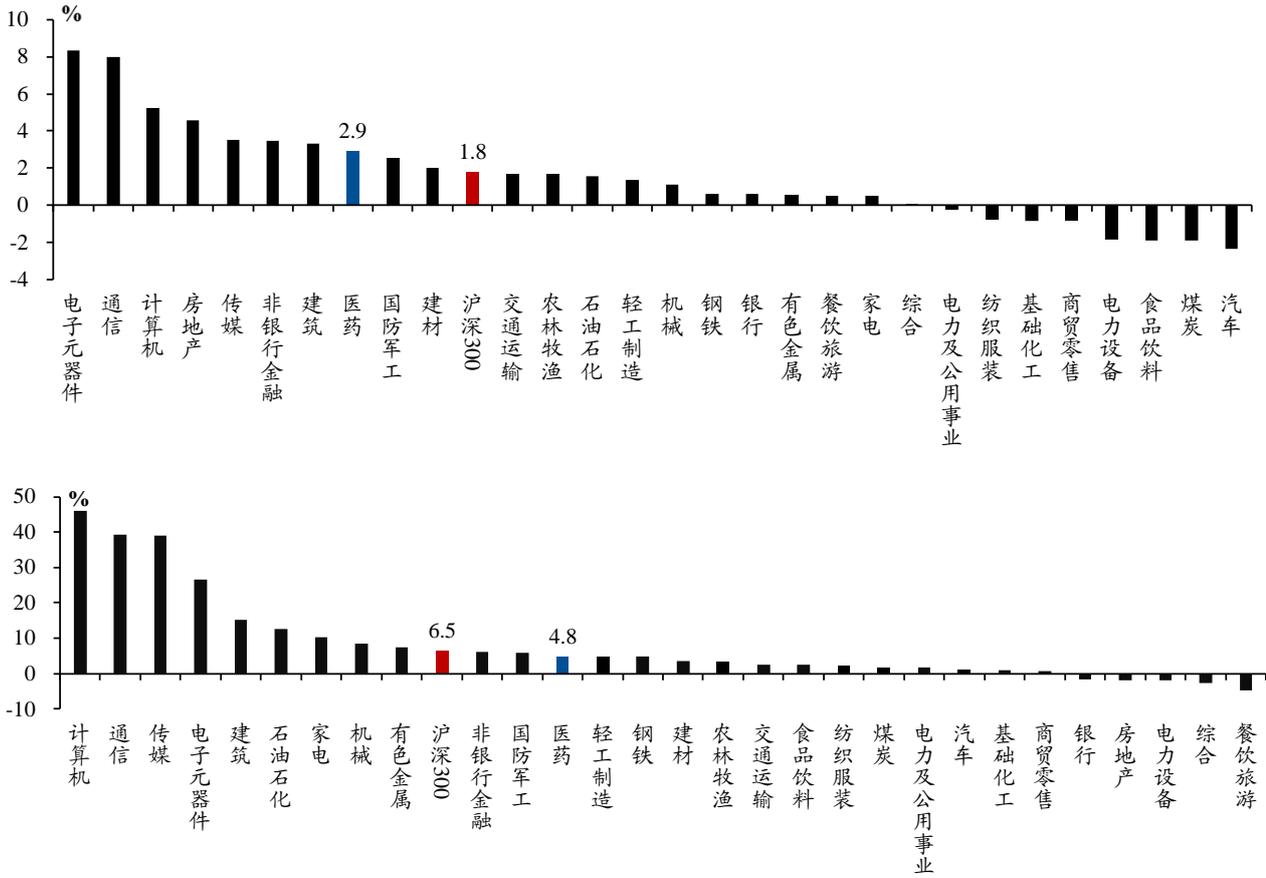
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

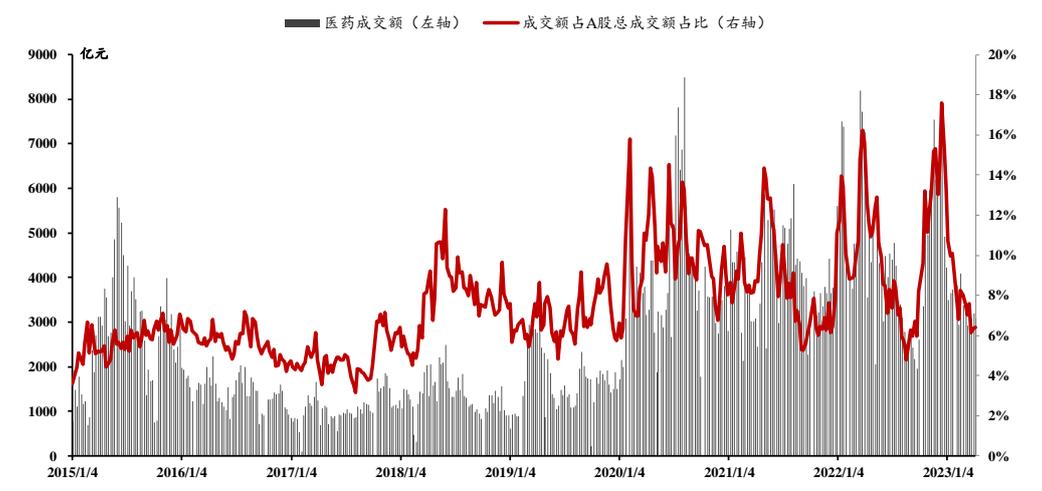
图4： 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2023年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额略有下降。医药行业本周成交额为 3087 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 6.4%，较前一周环比持平，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。

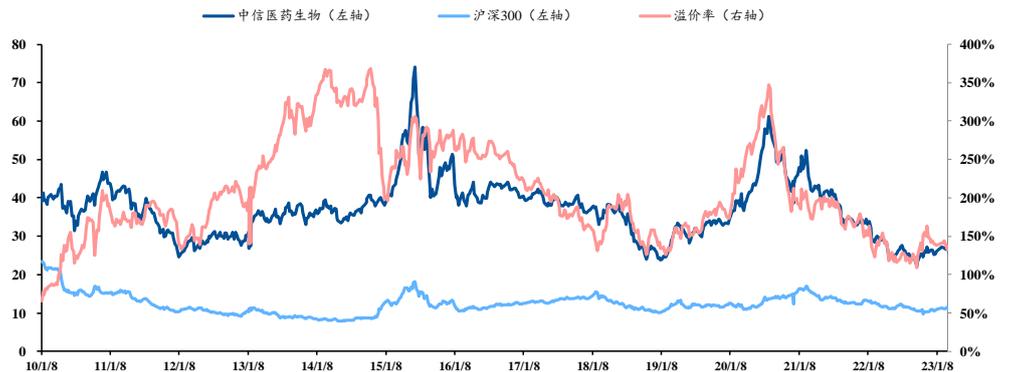
图5： 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值环比有提升。截至 2023 年 4 月 7 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.5 倍，环比提升 0.89pct。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 129%，较前一周环比上升 2.6pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。

图6: 2010年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

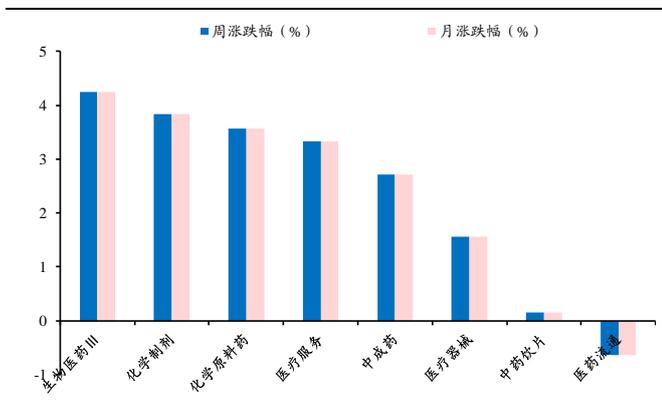
2.2 医药子行业: 创新药、生物药等大幅领涨

根据 Wind 中信医药分类看, 本周除医药流通板块下跌外, 其他板块均有上涨, 其中生物医药 (+4.2%)、化学制剂 (+3.8%)、化学原料药 (+3.6%)、医疗服务 (+3.3%)、中成药 (+2.7%) 等板块领涨。

根据浙商医药重点公司分类板块来看, 本周创新药 (+9.4%)、生物药 (+6.4%)、仿制药 (+4.5%)、科研服务 (+3.9%)、中药 (+2.9%)、CXO (+2.9%)、医疗器械 (+2.3%) 上涨较多; 仅医药商业下跌 (-1.6%)。具体公司看, 诺诚健华 (+19.8%)、百济神州 (+18.2%)、贝达药业 (+15.8%)、荣昌生物 (+15.6%) 大幅上涨拉动创新药板块领涨。生物药板块康希诺大幅上涨 18.4%, 百克生物 (+9.5%) 领涨板块。仿制药板块苑东生物 (+11.4%)、现代制药 (+9.8%)、京新药业 (+8.3%) 涨幅较佳拉动仿制药板块明显上涨。CXO 板块表现同样靓丽: 凯莱英 (+8.0%)、康龙化成 (+7.1%)、泰格医药 (+6.4%)、昭衍新药 (+6.2%)。

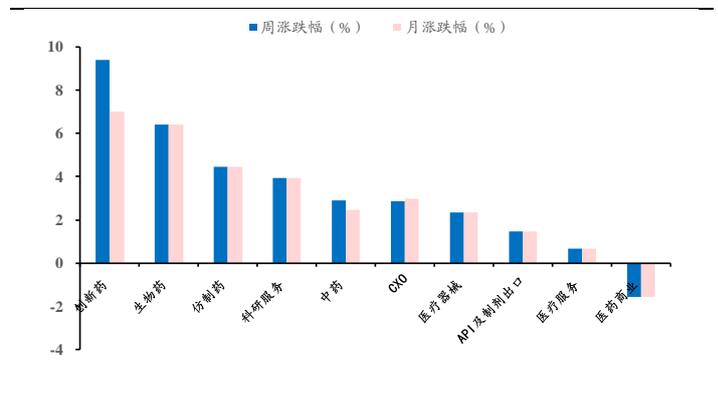
整体来看, 医药估值和持仓仍处于历史低点, 投资者在底部震荡中待医药板块催化, 我们认为在医改持续深化的背景下, 医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励 (创新药、创新器械), 2023 年度医药策略周期论角度, 中药、疫后主线、配套产业链、创新器械处于疫情后复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段, 可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

图7: 本周医药子板块涨跌幅 (中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

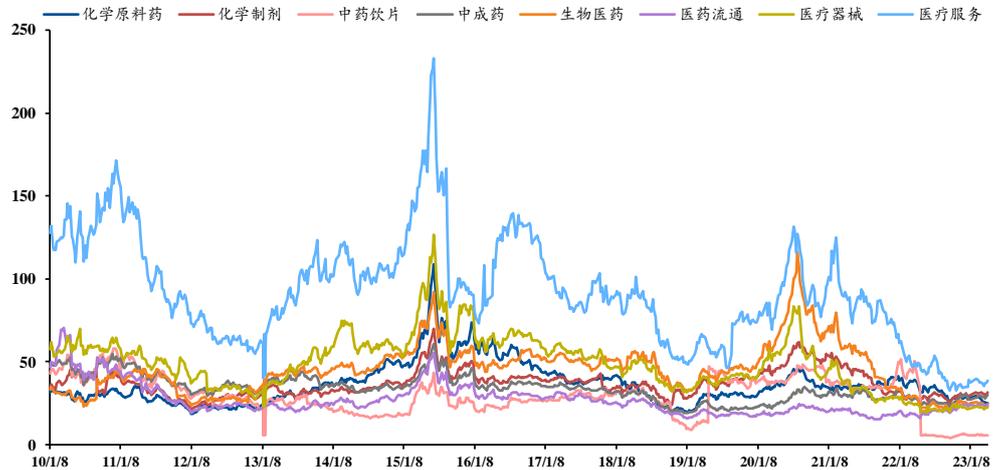
图8: 本周医药子板块涨跌幅 (浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (以上为浙商医药重点公司汇总)

估值：化学制剂&医疗服务估值回升。据 Wind 中信医药分类，本周医药子板块估值化学制剂 (+1.31)、医疗服务 (+1.00)、生物医药 (+0.86)、中成药 (+0.77)，仅医药流通 (-0.19) 估值有所回落。截至 2023 年 4 月 7 日，估值排名前三的板块仍为医疗服务、化学制剂和中成药，市盈率分别为 38 倍、32 倍、30 倍。

图9： 2010 年以来医药子行业估值变化情况

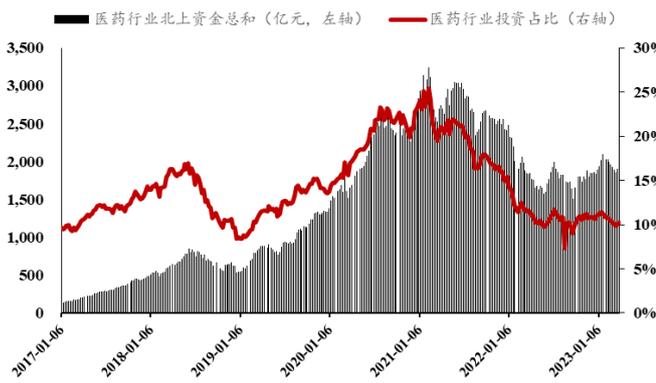


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 陆港通&港股通：港股休市导致北上资金略减少，中药和生物制品受追捧

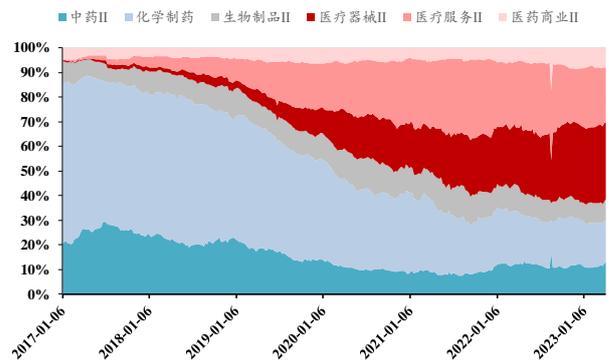
截至 2023 年 4 月 6 日，陆港通医药行业投资 1941 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.2%，医药北上资金环比减少 12 亿元。细分板块中，中药板块和生物制品板块净流入最多，医疗器械和医疗服务板块净流出最多。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，我们建议更着眼于国内医药先进制造的底层逻辑，关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图10： 2017-2023.4.6 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

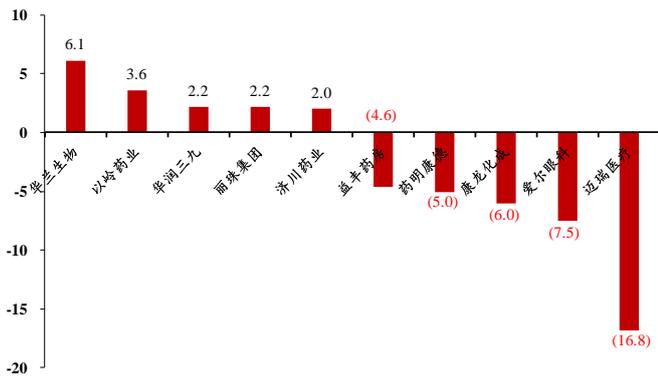
图11： 2017-2023.4.6 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

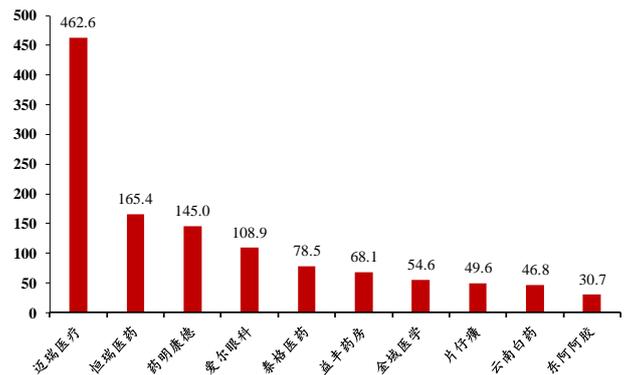
具体持仓标的上，2023 年 4 月 3 日至 4 月 6 日陆港通医药标的市值增长前 5 名分别为华兰生物、以岭药业、华润三九、丽珠集团、济川药业，市值下降前 5 名分别为迈瑞医疗、爱尔眼科、康龙化成、药明康德、益丰药房。港股通医药标的市值增长前 5 名分别为威高股份、复星医药、阿里健康、国药控股、锦欣生殖，市值下降前 5 名分别为药明生物、金斯瑞生物科技、微创医疗、平安好医生和中国生物制药。

图12: 2023.4.3-4.6 陆港通医药持股市值变动前后5名



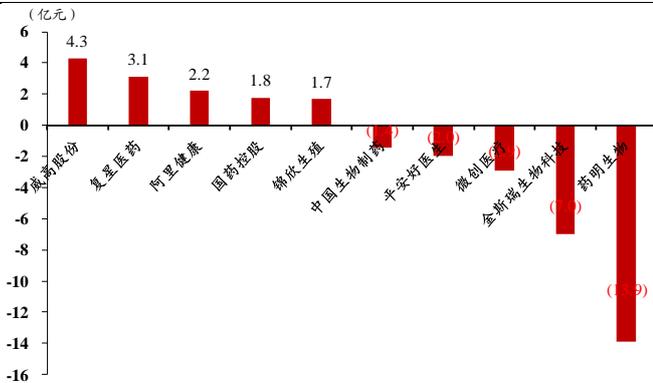
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2023.4.6 陆港通医药持股市值前10名



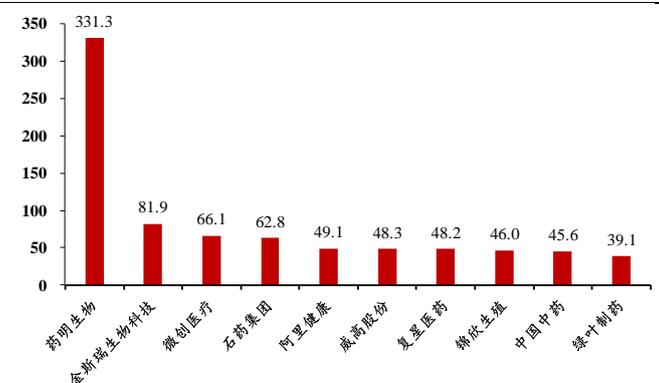
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2023.4.3-4.6 港股通医药持股市值变动前后5名



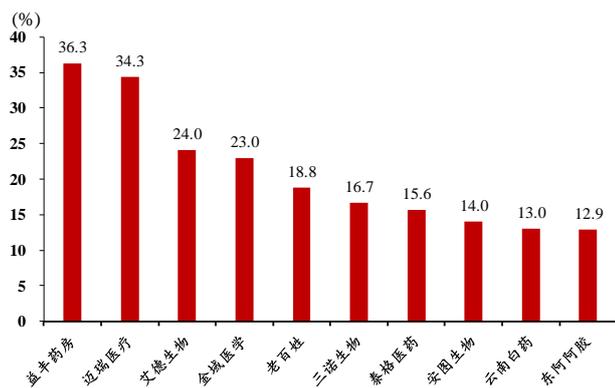
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2023.4.6 港股通医药持股市值前10名



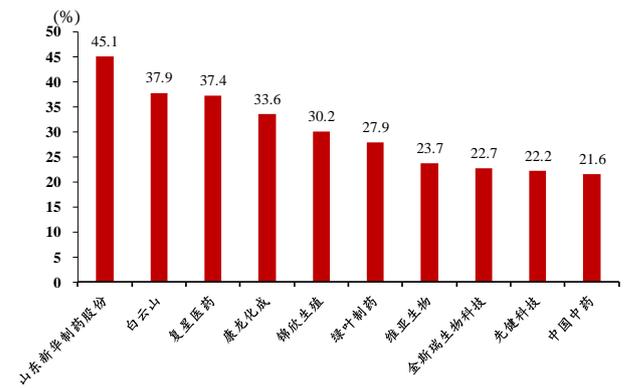
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2023.4.6 陆港通医药持股占比前10名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2023.4.6 港股通医药持股占比前10名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2023年3月27日至2023年4月23日, 共有25家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中仙乐健康、三友医疗、仁度生物等公司涉及解禁股份占总股本比例较高。在股权质押方面, 羚锐制药、金域医学、九芝堂等第一大股东股权质押比例有所上升, 塞力斯、双林生物、誉衡药业等第一大股东股权质押比例有所下降。

表2: 2023年3月27日至2023年4月23日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁股本占总股本 比例(%)	解禁市值(万元)	解禁收益率 (%)
688189.SH	南新制药	2023-03-27	5,600.00	28.57	87,528.00	
688606.SH	奥泰生物	2023-03-27	44.89	0.83	4,726.56	-21.22
300791.SZ	仙乐健康	2023-03-27	10,886.40	60.31	379,608.77	
301263.SZ	泰恩康	2023-03-29	7,355.87	31.12	234,946.52	60.26
301258.SZ	富士莱	2023-03-29	1,033.00	11.27	42,735.21	
688137.SH	近岸蛋白	2023-03-29	71.48	1.02	4,814.02	-36.58
688193.SH	仁度生物	2023-03-30	2,121.63	53.04	113,273.83	-26.51
688626.SH	翔宇医疗	2023-03-31	160.00	1.00	6,534.40	41.71
688331.SH	荣昌生物	2023-03-31	11,670.48	21.44	687,974.81	22.81
002252.SZ	上海莱士	2023-03-31	176,616.58	26.20	1,135,644.61	-13.52
301281.SZ	C 科源	2023-04-04	1,835.08	23.72	71,109.46	-12.29
688329.SH	艾隆科技	2023-04-06	96.50	1.25	3,674.72	126.53
301097.SZ	天益医疗	2023-04-07	361.05	6.12	22,172.24	
688085.SH	三友医疗	2023-04-10	13,280.96	58.80	389,264.94	
002793.SZ	罗欣药业	2023-04-10	44,731.49	41.13	325,197.93	19.25
688468.SH	科美诊断	2023-04-10	205.00	0.51	2,691.65	83.64
001367.SZ	N 海森	2023-04-10	1,665.84	24.50		
688073.SH	毕得医药	2023-04-11	60.82	0.94	9,001.80	68.18
301363.SZ	美好医疗	2023-04-12	247.17	0.61	9,783.10	29.09
688315.SH	诺禾致源	2023-04-13	201.00	0.50	6,210.90	142.16
000952.SZ	广济药业	2023-04-13	3,753.91	10.61	28,792.49	-2.02
300015.SZ	爱尔眼科	2023-04-14	13,346.75	1.86	406,275.02	14.91
688222.SH	成都先导	2023-04-17	12,052.81	30.08	249,372.66	
300683.SZ	海特生物	2023-04-17	125.00	0.95	4,833.75	20.84
835892.BJ	中科美菱	2023-04-18	483.65	5.00	5,073.54	-34.44

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
羚锐制药	6.9	0.0	0.0
金城医学	4.1	0.0	0.0
九芝堂	0.4	0.0	0.0
司太立	0.0	18.3	0.0
贵州百灵	-10.9	0.0	0.0
乐心医疗	-13.5	0.0	0.0
塞力斯	-47.9	0.0	0.0
双林生物	-92.6	0.0	0.0
誉衡药业	-94.80	0.00	-100.00

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>