

创新进化，质量提升

—药品行业 2022&2023Q1 上市公司业绩点评

相关研究：

- 《回调至年初低点，6月初ASCO会议有望触发行情企稳》 2023.05.15
- 《指数弱势，重视投资转向创新产业链药品开发变化》 2023.04.25

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	1.9	0.2	7.5
绝对收益	-1.4	-6.0	4.7

注：相对收益与沪深300相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 创新药：商业化产品多样化，海外授权交易活跃

2022年Biotech实现营业收入325亿元，同比增长3.11%，剔除授权交易因素，收入同比增长37%，25家公司产品收入规模超过1亿元。创新药商业化产品从PD-1单一靶点扩散至多个靶点，多种前沿疗法，PD-1市场仍然维持高速增长，BTK靶点、双抗及ADC产品呈现快速增长。研发费用增速有所放缓，Top25家公司研发投入590亿元，同比增长7.7%，占比达到80%，占比持续提升。临床疗效出色创新产品商业化取得优异业绩，产业转型升级高质量发展之路步入正轨。

□ 化学制药：收入增速自2022Q4最低点呈现逐季回升态势

2022年化学制药实现营收4003亿元，同比增长2.4%，归母净利润288亿元，同比下滑7%，扣非归母净利润236亿元，同比增长14.8%。2023Q1收入同比增长6%，归母净利润同比增长12%。收入增速自2022Q4最低点呈现逐季回升态势，受益于销售费用率下降，利润端增速快于收入增速。毛利率呈现触底回升趋势，2023Q1毛利率51.08%，环比上升0.5pct，结束了持续下降趋势。16家典型研发型公司研发费用合计286亿元，同比增长5.1%，增速有所放缓。

□ 生物药：胰岛素集采效应显现，消费类药品业绩恢复低于预期

2022年胰岛素两家龙头公司收入合计45亿元，同比下降35%，归母净利润11亿元，同比下降59%。产品集采降价导致毛利率出现较大幅度下降，2022年毛利率77.2%，同比下降8.7pct，销售费用率下降不明显导致利润端下滑幅度加剧。2023Q1收入下降有所收窄，利润端下滑呈现持续恶化，2023Q1收入同比下降22.4%，归母净利润同比下降68%。消费类药品2023Q1业绩恢复低于预期，收入同比下降4.1%，归母净利润同比下降21%。

□ 特色原料药：受益于上游化工产品价格回落，毛利率上升

2022年特色原料药实现营收435亿元，同比增长13.9%，归母净利润47亿元，同比增长23%。经营性净现金流43亿元，经营性净现金流/净利润为0.91，盈利质量相对良好。一季度疫情订单减少，收入及利润增速有所回落，收入同比增长9.9%，归母净利润增长7%。受益于上游化工产品价格回落，毛利率上升，2023Q1毛利率37.8%，环比上升2.2pct，同时销售及管理费用下降，净利率环比上升1.3pct，达到12.1%。

□ 投资建议

十三五期间国内创新药产业初步建设完成了相对完善的政策、人才、资本的创新生态系统，制度根本性变革和系统的成功建设带动生产要素快速集合，产业结构得以重塑。进入十四五，产业运行至创新生态系统升级，创新质量提升，国际体系融合阶段，创新主体竞争格局也从草莽时代地混沌走向

分化。在当前资本遇冷背景下，综合竞争力更加凸显，部分龙头企业已走向逐鹿全球市场之路，建议逢低长线布局一线创新药公司及边际变化类公司。

我们跟踪药品制造业全产业链各环节细分行业变化，结合估值水平，推荐前沿科技创新、Pharma 转型创新和消费类药品三条投资主线。

1、前沿科技创新主线：投资逻辑需把握生物科技运行周期，后免疫时代，我们看好 1 到 N 的平台型技术平台，长期看好 ADC 及双抗两大技术平台。

2、Pharma 转型创新：看好存量业务市占率提升保障持续稳定现金流业务，创新差异化竞争策略个股。

3、消费类药品恢复主线：短期关注疫情恢复，长期看渗透率提升。

中长期维度来看，行业迎来转型升级历史机遇，短期受到外部宏观环境及情绪的影响出现一定波动，长期我们对行业维持增持评级。

□ 风险提示

1、创新药临床推进低于预期，产品及技术授权交易取消风险及技术迭代风险。

2、医药相关政策收紧风险。

3、国际注册及商业化低于预期风险

4、地缘摩擦及中美生物技术争端风险。

正文目录

1 高基数效应显现，23Q1 利润端下滑幅度收窄.....	3
2 创新药：商业化产品多样化，海外授权交易活跃.....	8
2.1 Biotech 商业化产品从单一靶点扩围至多个靶点.....	8
2.2 海外授权交易大幅攀升推动国产创新药国际化.....	13
3 化学制药：收入及利润增速回升.....	14
4 生物药：集采效应显现，消费类药品 Q1 恢复低于预期.....	16
4.1 胰岛素集采效应显现，收入及利润大幅下滑.....	17
4.2 消费类药品业绩恢复低于预期.....	18
5 原料药：上游化工产品价格回落，毛利率上升.....	19
6 投资建议.....	22
7 风险提示.....	22

图表目录

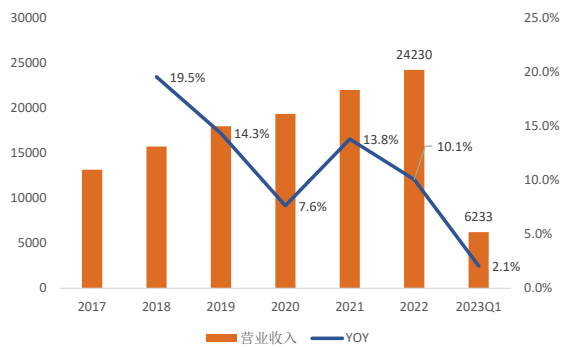
图 1 2017-2023Q1 医药生物收入及增速（亿元）.....	3
图 2 2017-2023Q1 医药生物利润及增速（亿元）.....	3
图 3 2017-2023Q1 医药生物扣非净利润（亿元）.....	3
图 4 2017-2023Q1 医药生物经营性现金流（亿元）.....	3
图 5 2022-2023Q1 医药生物季度收入及增速（亿元）.....	4
图 6 2022-2023Q1 医药生物季度净利润及增速（亿元）.....	4
图 7 2022-2023Q1 医药公司收入增速分布.....	4
图 8 2022-2023Q1 医药公司扣非净利润增速分布.....	4
图 9 2017-2023Q1 医药生物毛利率及净利率.....	5
图 10 2017-2023Q1 医药生物费用率.....	5
图 11 2022-2023Q1 医药生物单季度毛利率及净利率.....	5
图 12 2022-2023Q1 医药生物单季度费用率.....	5
图 13 2017-2023Q1 医药生物行业研发费用及增速（亿元）.....	6
图 14 2022-2023Q1 医药生物三级行业成长性对比.....	7
图 15 2023Q1 医药生物三级行业单季度毛利率变化.....	7
图 16 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率.....	7
图 17 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率.....	8
图 18 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率.....	8
图 19 2018-2022 Biotech 营业收入及增速（亿元）.....	8
图 20 2018-2022 Biotech 收入大于 1 亿公司数量.....	8
图 21 2021-2022 核心 Biotech 公司主要产品收入及增速（亿元）.....	9
图 22 2022 Biotech 公司销售人数数量同比增长 27%.....	10
图 23 2020-2022 Biotech 销售费用（亿元）.....	10
图 24 2021-2022 Biotech 创新药销售费用率.....	10
图 25 2019-2022 创新药公司研发费用（亿元）.....	11
图 26 2018-2022 龙头公司研发投入及占比（亿元）.....	11

图 27 2019-2022 创新药研发投入持续加大 (亿元)	11
图 28 2019-2022 创新药公司 Top25 研发投入 (亿元)	11
图 29 特殊审批通道三期临床项目	12
图 30 2022 主要 Biotech 公司现金储备情况 (亿元)	13
图 31 2016-2023 创新药授权交易首付款总额	14
图 32 2016-2023 创新药授权交易总额	14
图 33 2011-2022 中国药企 License-out 情况	14
图 34 2022 国产大额海外 License-out 项目	14
图 35 2017-2023Q1 化学制药收入及增速 (亿元)	15
图 36 2021-2023Q1 化学制药季度收入及增速 (亿元)	15
图 37 2017-2023Q1 化学制药扣非净利润 (亿元)	15
图 38 2021-2023Q1 化学制药季度净利润 (亿元)	15
图 39 2017-2023Q1 化学制药毛利率及净利率	15
图 40 2021-2023Q1 化学制药费用率	15
图 41 2019-2022 化学制药研发费用 (亿元)	16
图 42 2023Q1 化学制药上市公司收入增速分布	16
图 43 2023Q1 化学制药上市公司净利润增速分布	16
图 44 2017-2023Q1 生物药收入及增速 (亿元)	17
图 45 2017-2023Q1 生物药净利润及增速 (亿元)	17
图 46 2017-2023Q1 生物药毛利率及净利率	17
图 47 2017-2023Q1 生物药费用率	17
图 48 2017-2023Q1 胰岛素收入及增速 (亿元)	18
图 49 2017-2023Q1 胰岛素净利润及增速 (亿元)	18
图 50 2017-2023Q1 胰岛素毛利率及净利率	18
图 51 2017-2023Q1 胰岛素费用率	18
图 52 2017-2023Q1 消费类药品收入及增速 (亿元)	19
图 53 2017-2023Q1 消费类药品净利润及增速 (亿元)	19
图 54 2017-2023Q1 消费类药品毛利率及净利率	19
图 55 2017-2023Q1 消费类药品费用率	19
图 56 2017-2023Q1 特色原料药收入及增速 (亿元)	20
图 57 2017-2023Q1 特色原料药利润及增速 (亿元)	20
图 58 2017-2023Q1 特色原料药毛利率和净利率	20
图 59 2017-2023Q1 特色原料药费用率	20
图 60 2012-2023 化工产品价格指数	20
图 61 2012-2023 化工价格指数与原料药毛利率	20
图 62 2016-2022 原料药海外收入 (亿元)	21
图 63 2022 特色原料药 CDMO 业务收入 (亿元)	21
图 64 2017-2023Q1 大宗原料药收入及增速 (亿元)	21
图 65 2017-2023Q1 大宗原料药利润及增速 (亿元)	21
图 66 2017-2023Q1 大宗原料药毛利率及净利率	22
图 67 2017-2023Q1 大宗原料药费用率	22

1 高基数效应显现，23Q1 利润端下滑幅度收窄

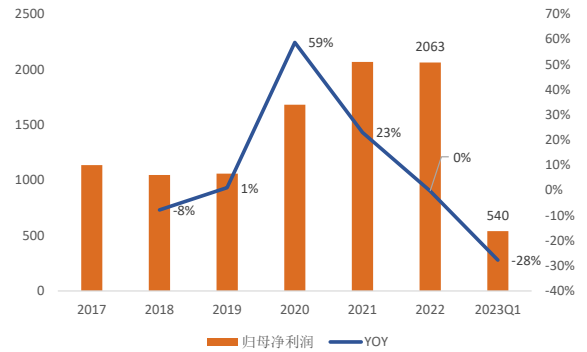
2022Q4 高基数效应显现，2022 利润端有所下滑：2022 年医药生物板块（剔除 ST、次新及不可比公司，统计数据共计 406 家公司）上市公司实现营业收入合计 2.42 万亿元，同比增长 10.1%，环比下降 3.7 pct，归母净利润 2063 亿元，同比下降 0.2%，扣非归母净利润 1883 亿元，同比增长 8.4%。经营性净现金流 2850 亿元，同比增长 13%，经营性净现金流/净利润为 1.38，盈利质量良好。2022 年盈利企业数量 331 家，占比 81.5%。

图 1 2017-2023Q1 医药生物收入及增速（亿元）



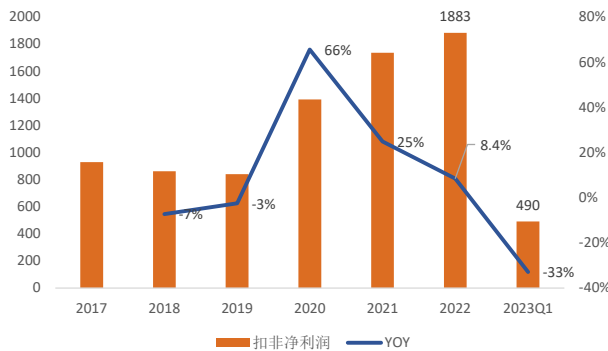
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 2017-2023Q1 医药生物利润及增速（亿元）



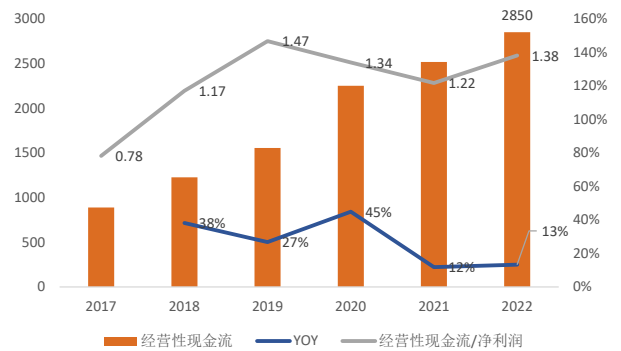
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 3 2017-2023Q1 医药生物扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 4 2017-2023Q1 医药生物经营性现金流（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

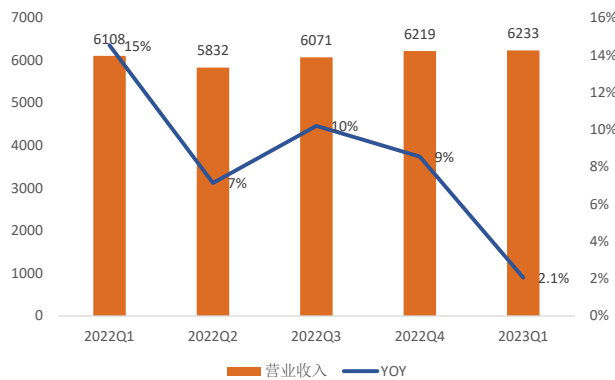
单季度来看，2022Q4 疫情褪去效应在利润端有所体现，2023Q1 收入褪去效应更加突出，而利润端下滑有所收窄：2022Q4 及 2023Q1 上市公司实现营业收入分别为 6219 亿元、6233 亿元，同比增速分别为 9%、2.1%，23Q1 增速环比下降 7 pct，实现归母净利润分别为 179 亿、540 亿元，同比下降 39%、28%，下滑幅度收窄 11 pct。23Q1 盈利企业数量上升至 352 家，占比提高至

86.7%。

增速分布方面，2022 年收入正增长公司数量为 278 家，占比 68.5%，其中增速大于 50% 以上公司数量为 29 家，占比 7%，增速位于 20%-50% 公司数量为 77 家，占比 19%。2022 年扣非归母净利润正增长公司数量为 238 家，占比 59%，其中增速大于 50% 以上公司数量为 88 家，占比 22%，增速位于 20%-50% 公司数量为 65 家，占比 16%。

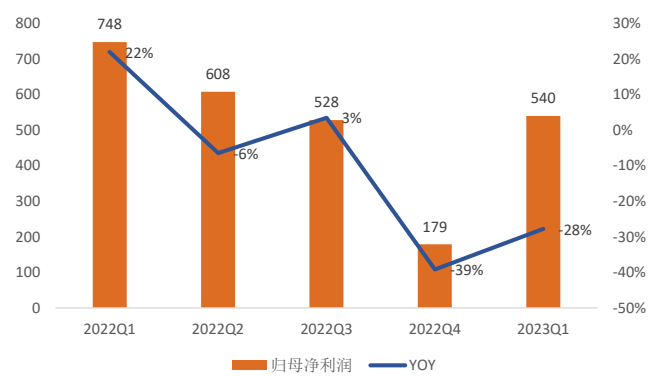
2023Q1 收入增长分化加剧，收入增速大于 20% 和下滑的占比均有所上升，收入增速 20% 以上占比达到 34%，环比上升 8pct，下滑占比 35%，环比上升 3pct。利润端增速恢复趋势良好，利润增速 20% 以上占比 44%，环比上升 6pct，下滑占比 38%，环比下降 3pct。

图 5 2022-2023Q1 医药生物季度收入及增速 (亿元)



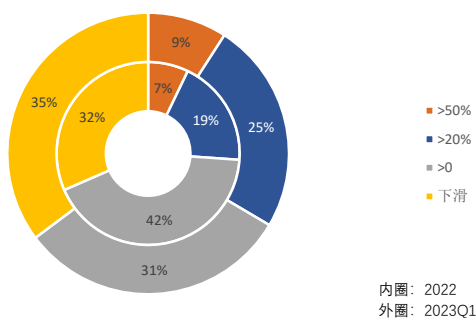
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 6 2022-2023Q1 医药生物季度净利润及增速 (亿元)



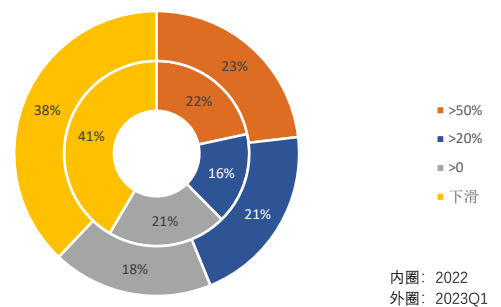
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 7 2022-2023Q1 医药公司收入增速分布



资料来源：Wind，湘财证券研究所

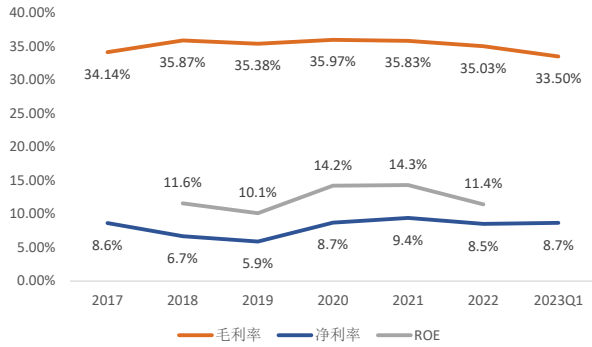
图 8 2022-2023Q1 医药公司扣非净利润增速分布



资料来源：Wind，湘财证券研究所

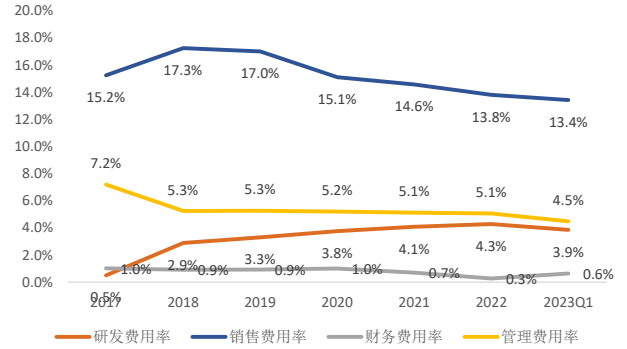
毛利率有所下降，得益于销售费用率下降，净利率维持平稳：2023Q1 毛利率 33.5%，同比下降 4.9pct，环比下降 0.45pct。净利率 8.7%，较 2022 年 8.5% 维持平稳。销售费用率 13.4%，呈现持续下降态势。

图 9 2017-2023Q1 医药生物毛利率及净利率



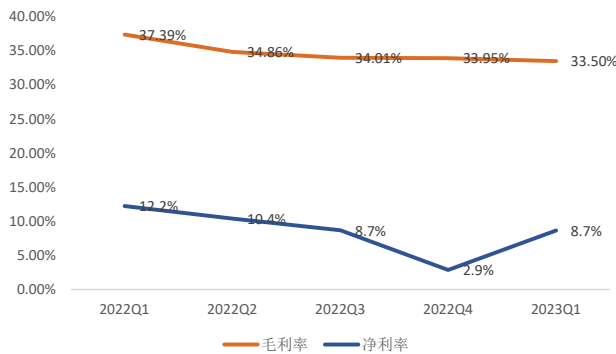
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 10 2017-2023Q1 医药生物费用率



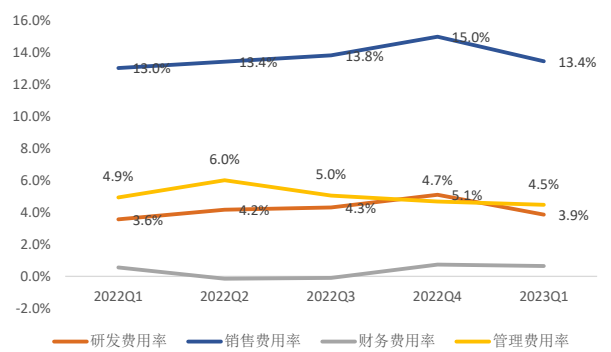
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 11 2022-2023Q1 医药生物单季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

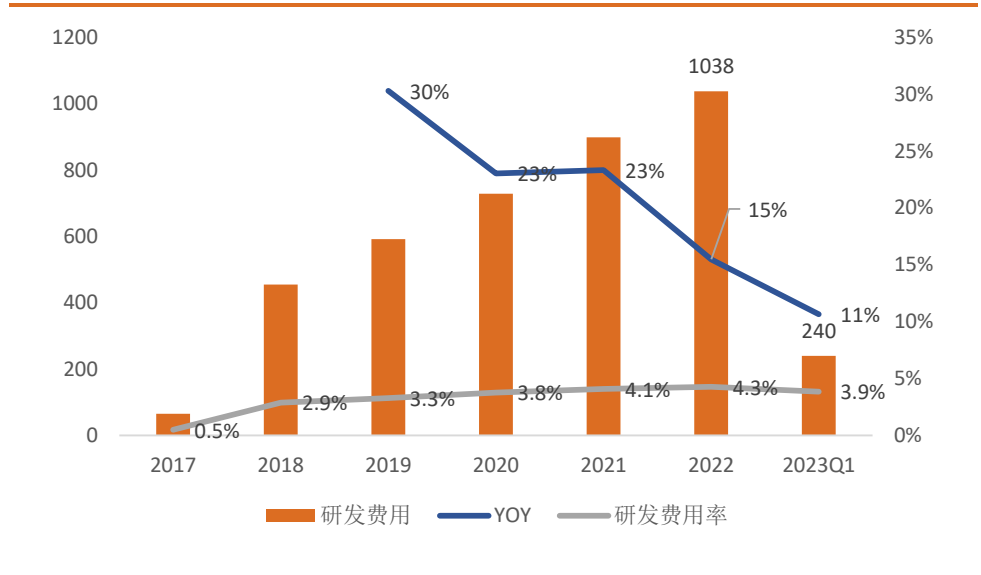
图 12 2022-2023Q1 医药生物单季度费用率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

研发费用增速有所回落，研发费用率维持稳步提升：2022 研发费用合计达到 1038 亿元，同比增长 15%，增速有所回落。研发费用率维持稳步提升，研发费用率 4.3%，同比提升 0.2pct。

图 13 2017-2023Q1 医药生物行业研发费用及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

22Q4 起疫情因素导致三级行业增速呈现鲜明跷跷板效应: 以医疗耗材、IVD、疫苗等为代表的疫情受益品种大幅下滑, 以医院、血液制品、线下药店、医疗设备等常规医疗及医疗服务呈现恢复增长, 2023Q1 收入增速均超过 20%, 利润端增速也达到 30% 以上。

图 14 2022-2023Q1 医药生物三级行业成长性对比

	收入增速		扣非归母净利润增速		销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率	
	2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1	2022Q4	2023Q1
医院	-15%	29%	201%	扭亏	12.5%	10.4%	12.6%	10.6%	1.3%	1.0%	2.6%	1.9%
血液制品	11%	27%	117%	28%	11.3%	7.6%	6.2%	5.4%	4.0%	3.1%	-1.2%	-1.1%
线下药店	49%	26%	181%	31%	19.8%	22.3%	2.7%	3.1%	0.2%	0.1%	0.9%	0.7%
医疗设备	17%	24%	14%	41%	17.4%	13.8%	5.1%	5.2%	10.2%	8.7%	0.3%	-0.1%
中药	12%	15%	82%	30%	25.3%	23.1%	4.8%	4.1%	3.5%	2.0%	0.1%	0.1%
医院流通	7%	14%	-76%	17%	5.1%	4.3%	1.8%	1.7%	0.5%	0.3%	0.9%	0.8%
CXO	45%	10%	51%	7%	2.3%	2.4%	8.2%	8.4%	5.9%	5.7%	1.2%	1.2%
化学制药	3%	6%	-152%	13%	25.9%	23.7%	7.0%	6.8%	9.5%	7.1%	1.4%	1.1%
原料药	3%	6%	90%	-19%	6.9%	7.2%	6.4%	6.1%	6.5%	5.3%	0.9%	1.1%
疫苗	-9%	2%	-45%	-6%	15.6%	12.6%	3.2%	2.7%	10.0%	5.5%	0.6%	0.6%
生物药	4%	-6%	-42%	-36%	29.9%	27.3%	8.7%	9.4%	12.4%	10.8%	-1.0%	-1.0%
医疗耗材	-5%	-6%	-407%	-21%	16.4%	13.9%	7.8%	7.7%	7.5%	6.3%	0.8%	0.6%
IVD	10%	-79%	-87%	-93%	14.5%	16.0%	5.1%	11.1%	7.6%	11.1%	-0.1%	-0.8%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

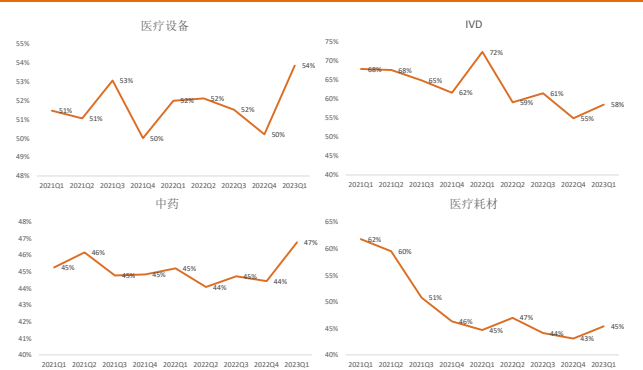
单季度毛利率方面，2023Q1 医疗设备、中药、CXO 及医院毛利率同比及环比均有所上升，原料药、线下药店、化学制药及生物药毛利率呈现恢复式上升。

图 15 2023Q1 医药生物三级行业单季度毛利率变化

	2021Q1	2022Q4	2023Q1	同比	环比
医疗设备	51%	50%	54%	2.8%	3.6%
IVD	68%	55%	58%	-9.1%	3.6%
中药	45%	44%	47%	0.6%	2.3%
医疗耗材	62%	43%	45%	-14.1%	2.3%
原料药	40%	33%	35%	-4.3%	1.9%
CXO	40%	40%	42%	0.8%	1.6%
医院	32%	35%	36%	0.2%	1.5%
线下药店	36%	34%	35%	-2.3%	1.5%
化学制药	55%	50%	51%	-2.1%	1.0%
生物药	85%	79%	80%	-3.0%	1.0%
医院流通	11%	11%	10%	-1.3%	-0.8%
血液制品	54%	50%	48%	-4.5%	-1.8%
疫苗	44%	49%	46%	-13.7%	-2.6%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 16 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率



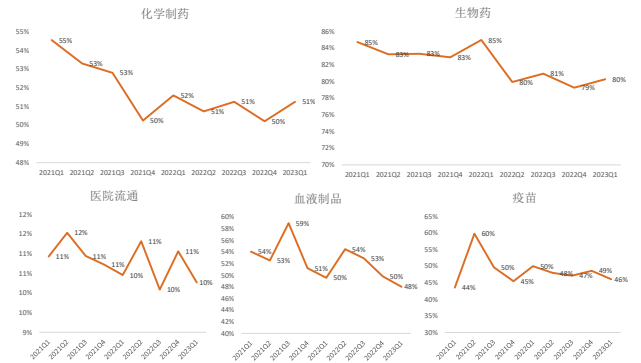
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 17 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 18 2021-2023Q1 医药三级行业单季度毛利率



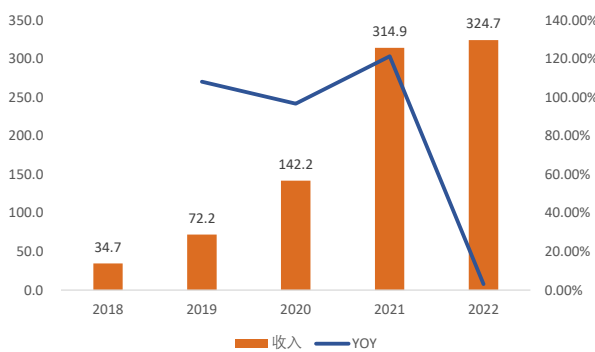
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

2 创新药: 商业化产品多样化, 海外授权交易活跃

2.1 Biotech 商业化产品从单一靶点扩围至多个靶点

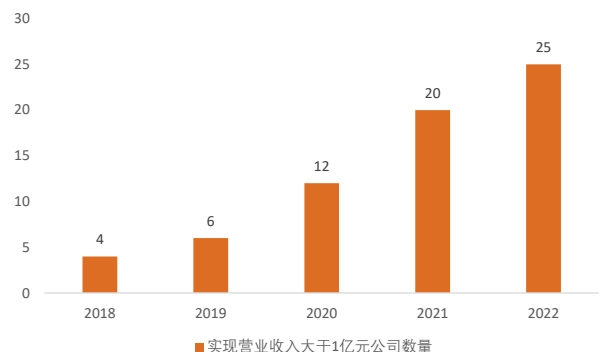
剔除授权交易因素, Biotech 产品商业化收入保持快速增长: 2022 年 Biotech (统计 A、H 及中概股三地市场 Biotech 上市公司市值大于 10 亿元共 42 家) 实现营业收入 325 亿元, 同比增速 3.11%, 疫情及授权交易因素导致 22 年收入增速放缓, 剔除授权交易因素, 2022 年实现收入 305 亿元, 同比增长 37%, 25 家公司实现产品收入规模超过 1 亿元。

图 19 2018-2022 Biotech 营业收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 20 2018-2022 Biotech 收入大于 1 亿公司数量



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

创新药商业化产品从 PD-1 单一靶点扩散至多个靶点, 多种前沿疗法: PD-1 市场仍然维持高速增长, 从披露的 4 款产品来看, 除达伯舒出现下滑外, 其余几款产品均维持 70% 以上高增长, 其中百泽安近 20 亿体量下增长仍维持在 75%。

BTK 靶点两款产品呈现快速增长，百悦泽得益于美国市场拓展，收入体量攀升至 38 亿元，增速 171%，宜诺凯体量也上升至 5.7 亿元，增速 165%。前沿治疗领域方面双抗及 ADC 产品也呈现快速增长，双抗产品开坦尼上市首个年度收入达到 5.5 亿元。重组八因子上市首年收入突破 10.2 亿元。临床疗效出色创新产品商业化取得优异业绩，产业转型升级高质量发展之路步入正轨。

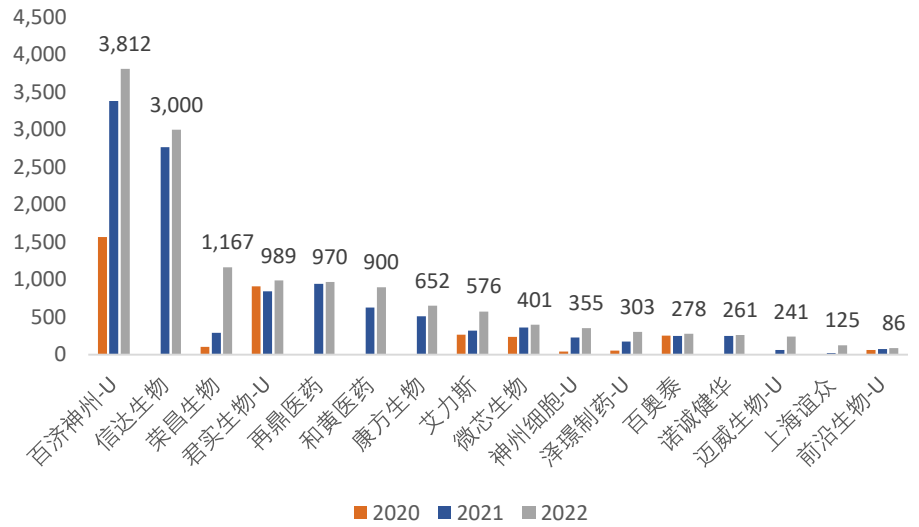
图 21 2021-2022 核心 Biotech 公司主要产品收入及增速 (亿元)

公司	商品名	通用名	2021	2022	YOY	靶点
百济神州	百悦泽	泽布替尼	14.0	38.0	171%	BTK
	百泽安	替雷利珠单抗	16.0	28.0	75%	PD-1
信达生物	达伯舒	信迪利单抗	28.4	19.9	-30%	PD-1
和黄医药	爱优特	呋喹替尼	3.6	4.8	31%	VEGFR
	苏泰达	索凡替尼	0.8	2.2	178%	VEGFR1/2/3, FGFR
	沃瑞沙	赛沃替尼	0.8	1.5	97%	MET
君实生物-U	拓益	特瑞普利单抗		7.4	79%	PD-1
	君迈康	阿达木单抗				
再鼎医药	则乐	尼拉帕利	6.4	9.9	55%	PARP
	爱普盾	电场治疗	2.6	3.2	22%	
	攀乐	瑞派替尼	1.0	0.8	29%	TKI
荣昌生物	泰爱	泰它西普		4.0		APRIL,BAFF
	爱地希	维迪西妥单抗		3.3		HER2
诺诚健华-B	宜诺凯	奥布替尼	2.2	5.7	165%	BTK
康方生物-B	安尼可	派安普利单抗	1.0	2.9	196%	PD-1
	开坦尼	卡度尼利单抗		5.5		PD-1/CTLA-4
亚盛医药	耐立克	奥雷巴替尼		1.8		TKI
艾立斯	艾弗沙	伏美替尼	5.3	7.9	49.22%	EGFR
神州细胞	安佳因	重组八因子		10.2		/

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

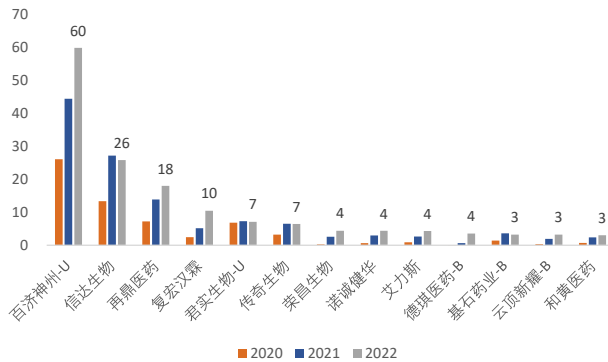
2022 年 Biotech 销售队伍持续扩张,同比增长 27%:2022 年 16 家 Biotech 销售人员数量合计 1.4 万人,同比增长 27%,其中荣昌生物、百济神州、和黄医药、艾力斯和信达生物销售队伍扩张在 200 人以上。头部 Biotech 公司销售费用投入体量及增速有所分化,百济神州销售费用保持高速增长,信达、君实等公司投入力度放缓。

图 22 2022 Biotech 公司销售人数数量同比增长 27%



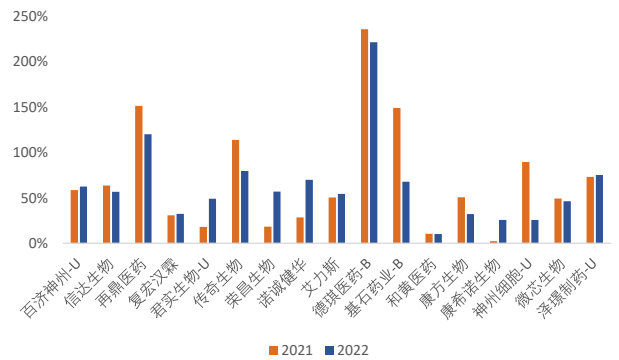
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 23 2020-2022 Biotech 销售费用（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

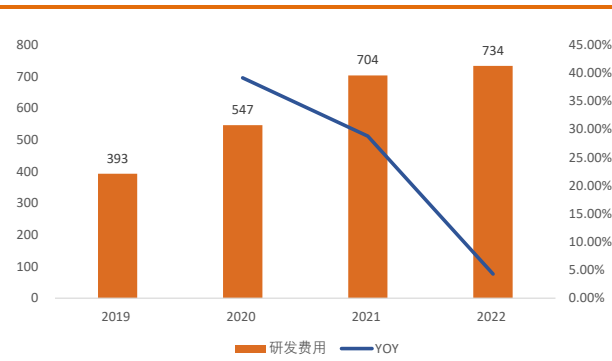
图 24 2021-2022 Biotech 创新药销售费用率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

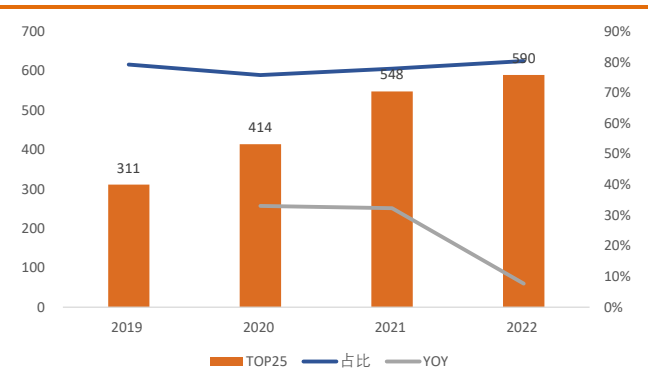
2022 年创新药研发费用增速有所放缓：统计 A、H 及中概股 Biotech 上市公司共计 58 家，2022 年研发费用 734 亿元，同比增长 4.3%，增速有所回落。TOP25 家公司研发投入 590 亿元，同比增长 7.7%，占比达到 80%，占比持续提升。

图 25 2019-2022 创新药公司研发费用 (亿元)



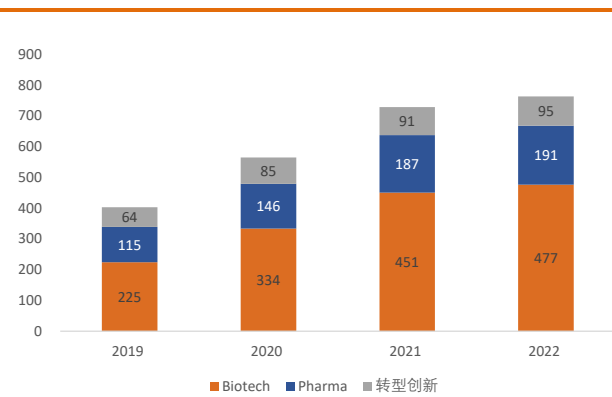
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 26 2018-2022 龙头公司研发投入及占比 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 27 2019-2022 创新药研发投入持续加大 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 28 2019-2022 创新药公司 Top25 研发投入 (亿元)

公司	市值	2019	2020	2021	2022
百济神州-U	1717	66	89	95	112
恒瑞医药	3134	39	50	59	49
复星医药	772	20	28	38	43
中国生物制药	663	24	26	37	43
石药集团	799	20	29	34	40
信达生物	526	18	19	25	29
和黄医药	158	10	11	19	27
君实生物-U	431	9	16	21	24
传奇生物	837	11	15	20	23
再鼎医药	219	10	15	17	20
科伦药业	470	13	15	17	18
先声药业	202	7	11	14	17
翰森制药	665	11	18	18	17
三叶草生物-B	16	0	2	15	15
丽珠集团	310	7	9	11	14
复宏汉霖	61	5	8	10	14
康方生物	284	3	8	11	13
华东医药	731	11	9	10	10
荣昌生物	298	4	5	7	10
人福医药	427	5	8	8	10
和铂医药-B	12	3	4	7	9
天境生物	18	8	10	12	9
神州细胞-U	280	5	6	7	9
开拓药业-B	17	2	3	8	8
云顶新耀-B	35	2	4	6	8

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 29 特殊审批通道三期临床项目

	靶点	成分类别	公司	当前进度/进展时间	特殊审评通道
SHR-1209	PCSK9	单抗	恒瑞医药	2021-04-13	特殊审批
SHR0410	KOR	化药	恒瑞医药	2021-04-19	特殊审批
SHR-1701	PD-L1,TGFB	抗体类融合蛋白	恒瑞医药	2021-04-22	特殊审批
瑞康曲妥珠单抗	HER2	ADC	恒瑞医药	2022-06-16	突破性治疗,特殊审批
SHR7280	GNRHR	化药	恒瑞医药	2022-06-16	特殊审批
长效胰岛素-INS068	INSR	多肽	恒瑞医药	2023-01-17	特殊审批
复瑞替尼	ALK,ROS1	化药	复星	2021-12-01	重大专项,特殊审批
FCN-437c	CDK4,CDK6	化药	复星	2021-12-15	特殊审批
Brexucabtagene autoleucel	CD19	CAR-T	复星	2022-06-29	拟纳入突破性治疗
伊匹木单抗-IBI310	CTLA4	单抗	信达生物	2020-02-21	突破性治疗
GFH925	KRAS G12C	化药	信达生物	2022-09-14	突破性治疗
伏拉瑞韦	NS3,NS4A	化药	东阳光药业	2019-06-05	优先审评,特殊审批
荣格列净	SGLT2	化药	东阳光药业	2020-08-28	特殊审批
Nofazinlimab	PD-1	单抗	基石药业	2019-12-18	特殊审批
ARX788	HER2	ADC	浙江医药	2020-06-30	特殊审批,突破性治疗
Erfonriliab	CTLA4,PD-L1	双抗	康宁杰瑞	2020-07-27	特殊审批
SPH3127	REN	化药	上海医药	2021-03-10	重大专项,特殊审批
索乐匹尼布	SYK	化药	和记黄埔	2021-07-12	特殊审批,突破性治疗
吡罗西尼	CDK4,CDK6	化药	四环制药	2021-09-24	特殊审批
福瑞他恩	AR	化药	开拓药业	2021-11-24	特殊审批
依沃西单抗	PD-1,VEGFA	双抗	康方生物	2021-11-26	突破性治疗
XZP-3621	ALK,ROS1	化药	轩竹医药	2021-12-21	特殊审批
TQB3616	CDK4,CDK6	化药	正大天晴	2022-01-07	特殊审批
CM310	IL4R	单抗	康诺亚	2022-02-28	突破性治疗
Taragarestrant	ER	化药	益方生物	2022-03-11	特殊审批
Sacituzumab tirumotecan	TROP2	ADC	科伦博泰	2022-04-25	突破性治疗
BPI-16350	CDK4,CDK6	化药	贝达药业	2022-05-30	特殊审批
WX-081		化药	辰欣药业	2022-06-01	特殊审批
MRG003	EGFR	ADC	乐普生物/美雅珂	2022-12-23	突破性治疗
Pimicotinib	CSF1R	化药	和普生物	2022-12-30	突破性治疗
RC28-E	VEGF,FGF2	抗体类融合蛋白	荣昌制药	2023-01-12	特殊审批

资料来源: Insight, 湘财证券研究所

备注: 数据截止至 2023.5

在手现金储备充裕, 65% Biotech 公司现金储备在 3 年以上: 我们统计经营性现金流净额尚未转正 37 家 Biotech 公司, 以在手现金与经营性现金流净额绝对值作为衡量现金消耗时间, 共有 24 家公司现金储备在 3 年以上, 占比达到 65%, 其中 3 家公司现金储备超过 10 年, 13 家公司现金储备低于 3 年, 其中 5 家公司现金储备低于 2 年, 占比 14%。

图 30 2022 主要 Biotech 公司现金储备情况 (亿元)

	现金及现金等价物	研发+销售费用	经营性现金流净额	现金消耗时间 (年)	现金/市值
诺诚健华	90.1	10.8	(5.7)	15.9	63%
硕迪生物	37.5	2.5	(3.2)	11.7	57%
加科思-B	33.6	4.5	(2.9)	11.5	68%
康诺亚-B	31.8	5.1	(4.0)	7.9	22%
联拓生物	45.5	4.2	(6.9)	6.6	214%
欧康维视生物-B	12.9	3.7	(2.0)	6.4	26%
腾盛博药-B	30.0	4.7	(5.0)	6.0	120%
乐普生物-B	25.0	5.3	(4.8)	5.2	30%
海创药业-U	15.7	2.5	(3.1)	5.0	22%
基石药业-B	28.8	9.2	(6.1)	4.7	85%
康方生物	56.9	15.9	(12.4)	4.6	20%
圣诺医药-B	28.0	4.7	(6.2)	4.5	71%
康宁杰瑞制药-B	13.5	4.7	(3.0)	4.5	17%
信达生物	82.7	56.0	(19.2)	4.3	16%
和铂医药-B	29.9	9.4	(7.0)	4.3	247%
前沿生物-U	12.4	3.3	(2.9)	4.3	27%
迈威生物-U	25.5	8.4	(7.2)	3.5	27%
科济药业-B	22.7	6.8	(6.4)	3.5	39%
百济神州-U	267.9	171.5	(78.0)	3.4	16%
传奇生物	47.7	29.9	(14.0)	3.4	6%
君实生物-U	60.3	31.0	(17.8)	3.4	14%
康希诺生物	59.4	10.4	(18.9)	3.1	41%
德琪医药-B	17.8	8.4	(5.7)	3.1	129%
天境生物	34.4	9.0	(11.0)	3.1	186%
泽璟制药-U	10.5	7.3	(3.7)	2.8	7%
再鼎医药	70.8	19.9	(25.6)	2.8	32%
药明巨诺-B	13.8	6.0	(5.4)	2.6	119%
和黄医药	43.9	30.0	(18.7)	2.3	28%
迪哲医药-U	14.2	6.9	(6.0)	2.3	8%
神州细胞-U	9.7	11.5	(4.3)	2.3	3%
亚盛医药-B	14.8	9.0	(6.5)	2.3	30%
华领医药-B	4.9	1.4	(2.3)	2.1	22%
百奥泰	8.0	7.6	(4.1)	1.9	7%
荣昌生物	21.9	14.2	(12.6)	1.7	7%
云顶新耀-B	16.5	11.4	(11.6)	1.4	47%
三叶草生物-B	16.2	14.7	(16.9)	1.0	102%
开拓药业-B	8.7	8.3	(9.6)	0.9	52%

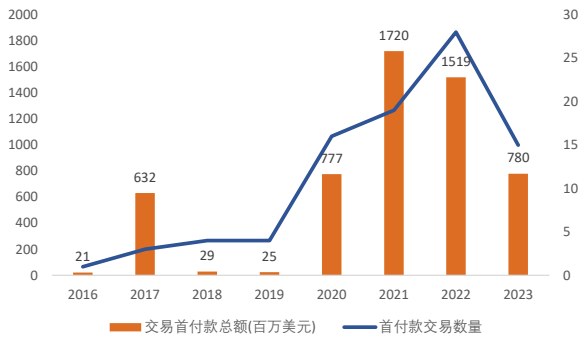
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

备注: 康方生物在手现金计入授权 Summit 首付款 5 亿美元

2.2 海外授权交易大幅攀升推动国产创新药国际化

2020 和 2022 为中国创新药企业海外 License-out 里程碑式两个节点, 2020 可以看做是海外授权交易元年, 2011 年以来国内药企零星落地海外 License-out 交易, 交易项目数量及成交金额都偏低, 2020 年交易数量呈现爆发式上升, 项目数达到 23 个。2022 年海外授权完成质的飞跃, 单个项目交易总金额达到 50 亿美元, 再次刷新国产创新药海外授权记录, 首付款金额也高达 5 亿美元, 中国创新药出海战略初见成效。

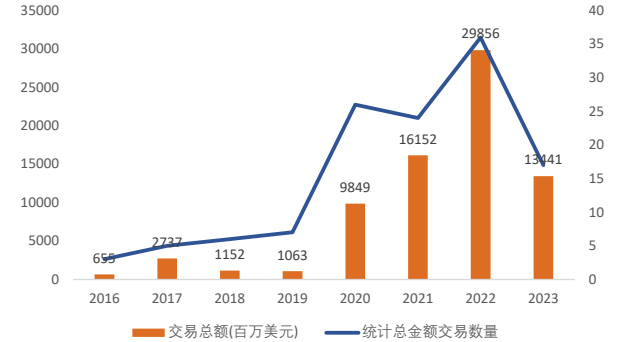
图 31 2016-2023 创新药授权交易首付款总额



资料来源：Insight，湘财证券研究所

备注：数据截止至 2023.5

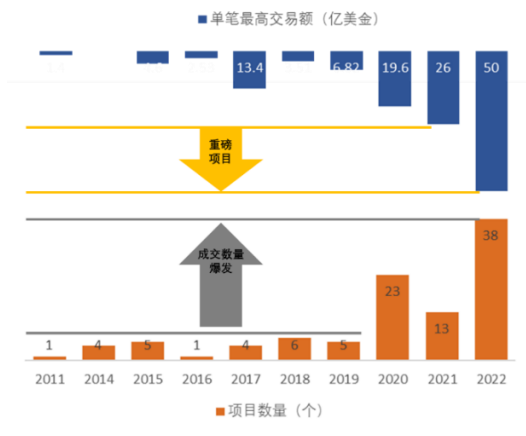
图 32 2016-2023 创新药授权交易总额



资料来源：Insight，湘财证券研究所

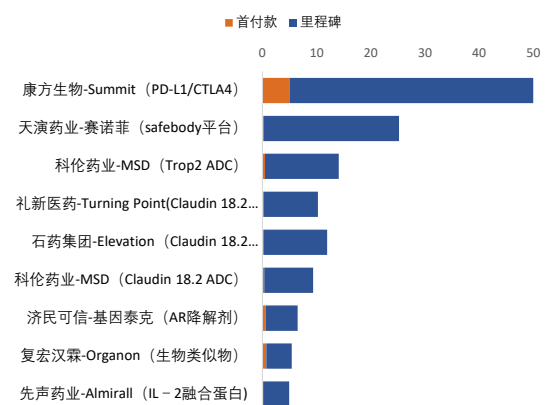
备注：数据截止至 2023.5

图 33 2011-2022 中国药企 License-out 情况



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

图 34 2022 国产大额海外 License-out 项目



资料来源：公开资料，湘财证券研究所

3 化学制药：收入及利润增速回升

收入增速自 2022Q4 最低点呈现逐季回升态势：2022 年化学制药板块（统计 93 家上市公司）实现营收 4003 亿元，同比增长 2.4%，归母净利润 288 亿元，同比下滑 7%，扣非归母净利润 236 亿元，同比增长 14.8%。2023Q1 实现营业收入 1046 亿元，同比增长 6%，归母净利润 98 亿元，同比增长 12%。自 2022Q4 最低点收入增速呈现逐季回升态势。利润端增速快于收入增速，主要受益于销售费用率下降。2023Q1 毛利率 51.08%，环比上升 0.5pct，毛利率下降趋势触底企稳。净利率 9.4%，环比上升 2.2pct。

费用率方面，2022 销售费用率为 25.3%，同比下降 2.1pct，销售费用持续

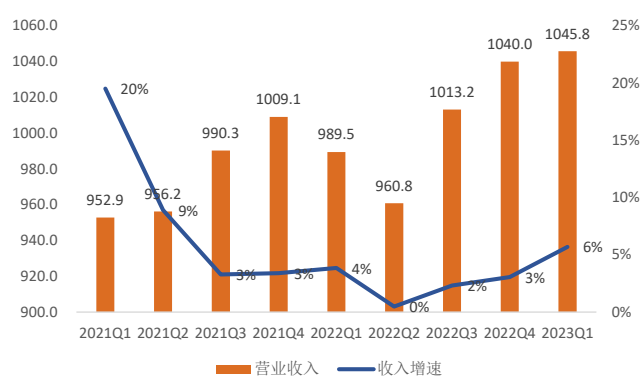
下降，研发费用率 7.9%，同比上升 0.1pct，研发投入保持平稳。2022 年 16 家典型研发型公司研发费用合计 286 亿元，同比增长 5.1%，增速有所放缓。

图 35 2017-2023Q1 化学制药收入及增速 (亿元)



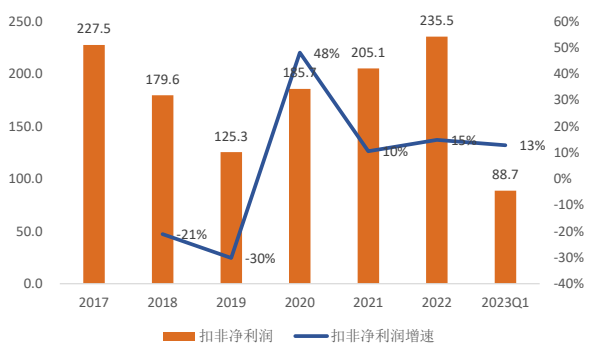
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 36 2021-2023Q1 化学制药季度收入及增速 (亿元)



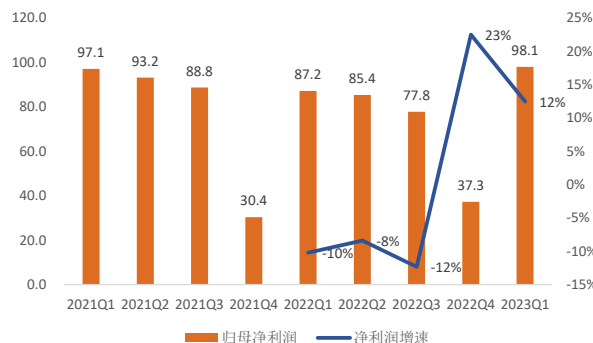
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 37 2017-2023Q1 化学制药扣非净利润 (亿元)



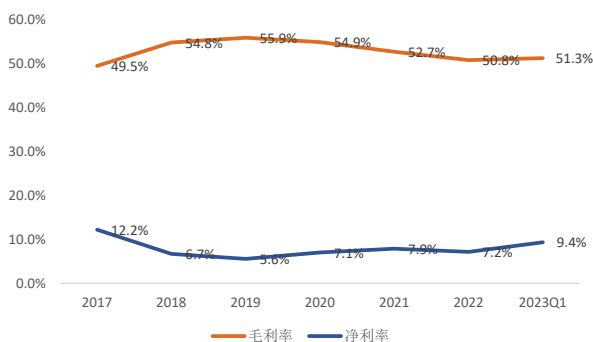
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 38 2021-2023Q1 化学制药季度净利润 (亿元)



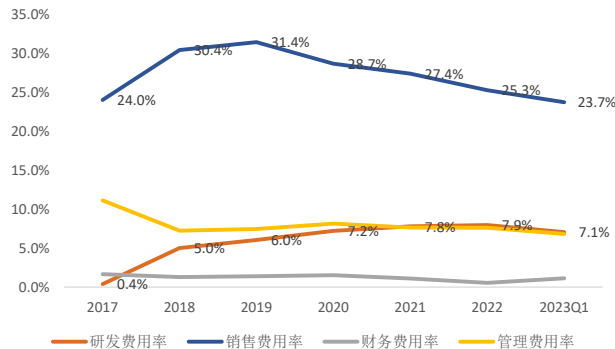
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 39 2017-2023Q1 化学制药毛利率及净利率



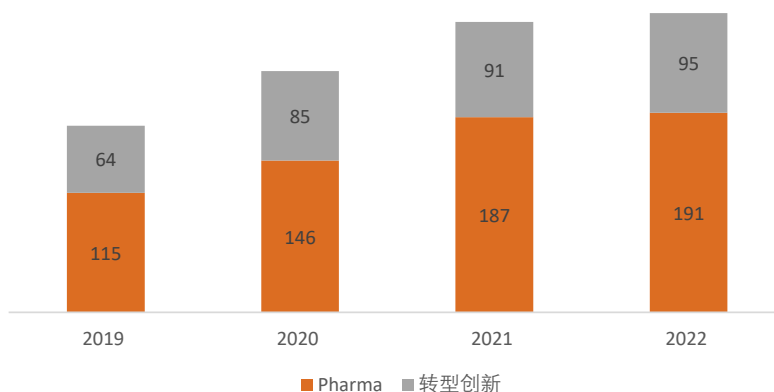
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 40 2021-2023Q1 化学制药费用率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

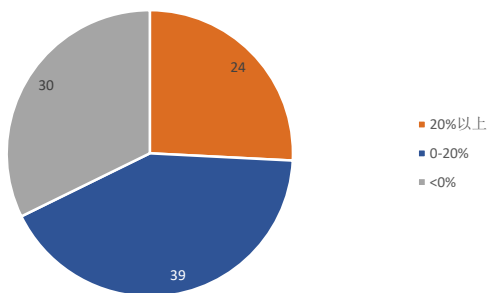
图 41 2019-2022 化学制药研发费用（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

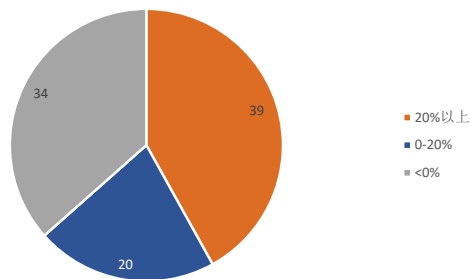
化学制药是受到政策影响最为显著的板块，板块上市公司业绩分化明显，2023Q1 实现盈利的企业占比为 84%，略低于行业整体比例，收入端保持 20% 以上增长的企业占比仅为 26%，低于行业整体水平，利润端 20% 企业占比为 42%，接近行业整体比例。

图 42 2023Q1 化学制药上市公司收入增速分布



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 43 2023Q1 化学制药上市公司净利润增速分布



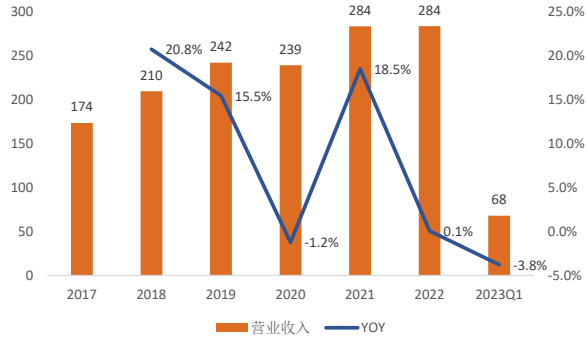
资料来源：Wind，湘财证券研究所

4 生物药：集采效应显现，消费类药品 Q1 恢复低于预期

2022 年生物药板块（统计 15 家上市公司，剔除 biotech，主要为传统型生物药企业）实现营收 284 亿元，同比增长 0.1%，归母净利润 73 亿元，同比下降 15%，经营性净现金流 67 亿元，经营性净现金流/净利润为 0.92，现金流有所下降。毛利率 81.3%，净利率 25.9%，毛利率与净利率保持相对平稳。

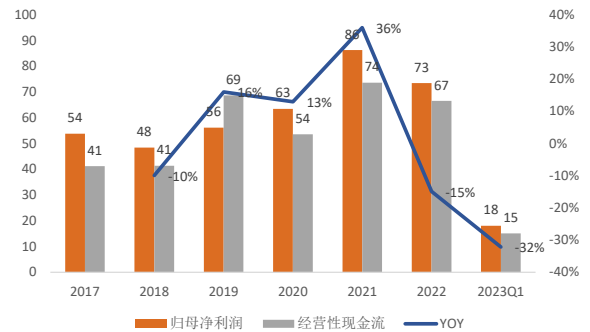
2023Q1 实现营业收入 68 亿元，同比下降 3.8%，归母净利润 15 亿元，同比下降 32%。毛利率 80.3%，净利率 26.5%。

图 44 2017-2023Q1 生物药收入及增速 (亿元)



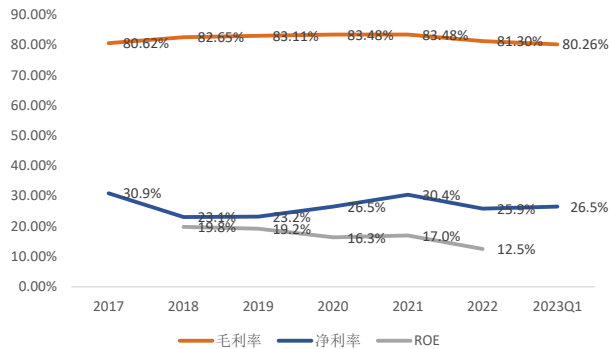
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 45 2017-2023Q1 生物药净利润及增速 (亿元)



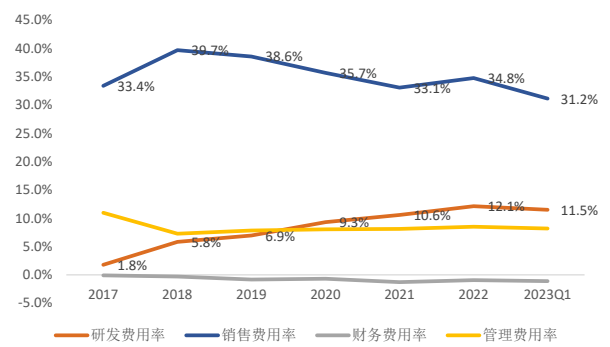
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 46 2017-2023Q1 生物药毛利率及净利率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 47 2017-2023Q1 生物药费用率



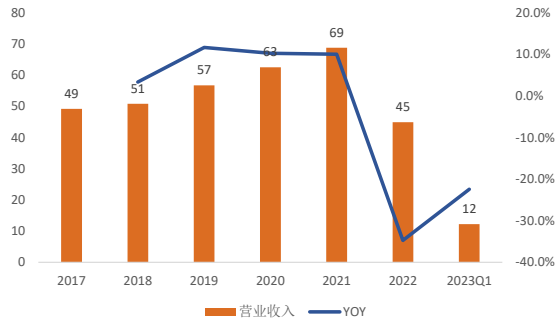
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

4.1 胰岛素集采效应显现，收入及利润大幅下滑

2022 年两家龙头公司通化东宝和甘李药业收入合计 45 亿元，同比下降 35%，归母净利润 11 亿元，同比下降 59%。集采产品降价导致毛利率出现较大幅度下降，2022 年毛利率 77.2%，同比下降 8.7pct，销售费用率下降不明显导致利润端下滑幅度加剧。

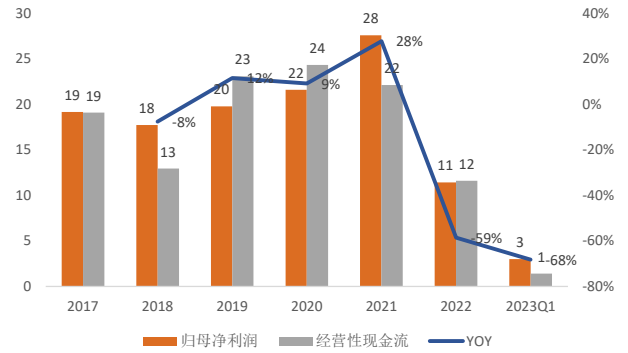
2023Q1 收入下降有所收窄，利润端下滑呈现持续恶化：2023Q1 实现收入 12 亿元，同比下降 22.4%，归母净利润 3 亿元，同比下降 68%。

图 48 2017-2023Q1 胰岛素收入及增速 (亿元)



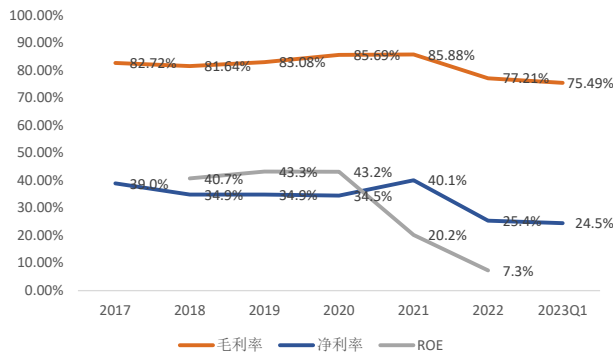
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 49 2017-2023Q1 胰岛素净利润及增速 (亿元)



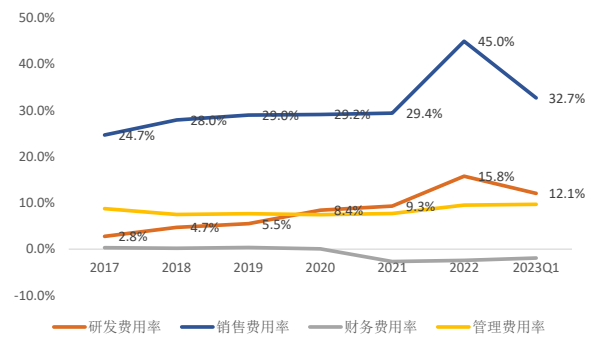
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 50 2017-2023Q1 胰岛素毛利率及净利率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 51 2017-2023Q1 胰岛素费用率



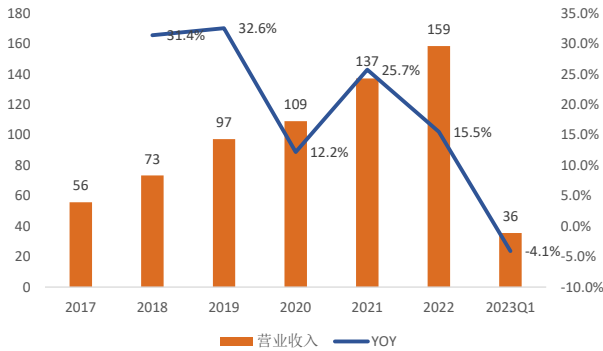
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

4.2 消费类药品业绩恢复低于预期

2022 年消费类药品(统计 3 家上市公司)收入 159 亿元,同比增长 15.5%,归母净利润 52 亿元,同比增长 21%。

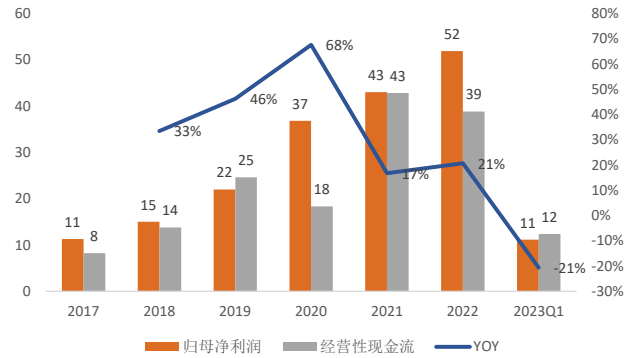
2023Q1 业绩恢复低于预期,收入 36 亿元,同比下降 4.1%,归母净利润 11 亿元,同比下降 21%。

图 52 2017-2023Q1 消费类药品收入及增速 (亿元)



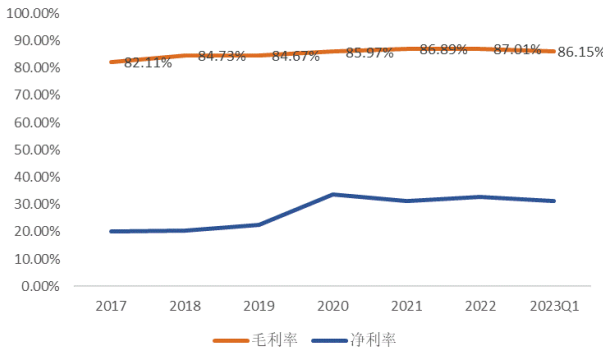
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 53 2017-2023Q1 消费类药品净利润及增速(亿元)



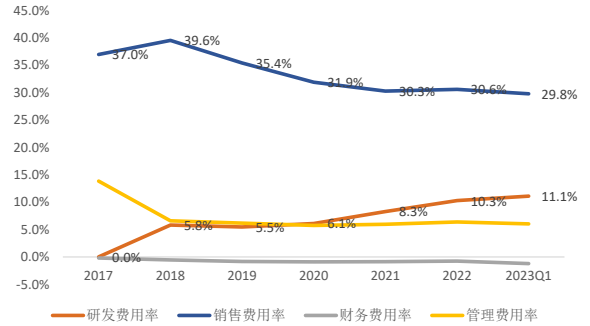
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 54 2017-2023Q1 消费类药品毛利率及净利率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 55 2017-2023Q1 消费类药品费用率



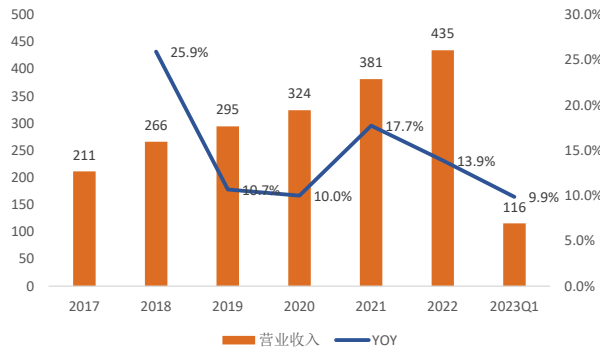
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

5 原料药: 上游化工产品价格回落, 毛利率上升

一季度疫情订单减少, 收入及利润增速有所回落: 2022 年特色原料药板块 (统计 14 家上市公司) 实现营收 435 亿元, 同比增长 13.9%, 同比下降 3.8 pct, 归母净利润 47 亿元, 同比增长 23%。经营性净现金流 43 亿元, 经营性净现金流/净利润为 0.91, 盈利质量相对良好。一季度疫情订单减少, 收入及利润增速有所回落, 2023Q1 实现营业收入 1116 亿元, 同比增长 9.9%, 归母净利润 14 亿元, 同比增长 7%。

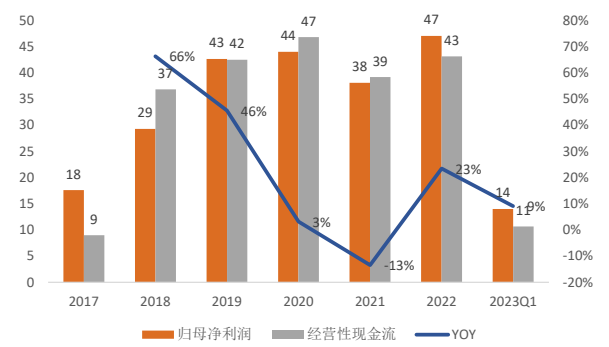
受益于上游化工产品价格回落, 毛利率上升: 2023Q1 毛利率 37.8%, 环比上升 2.2 pct, 受益于销售及管理费用下降, 净利率回升, 净利率 12.1%, 环比上升 1.3pct。销售费用率及管理费用率分别下降至 7.9%、6.6%, 环比分别下降 1pct、0.8pct。

图 56 2017-2023Q1 特色原料药收入及增速 (亿元)



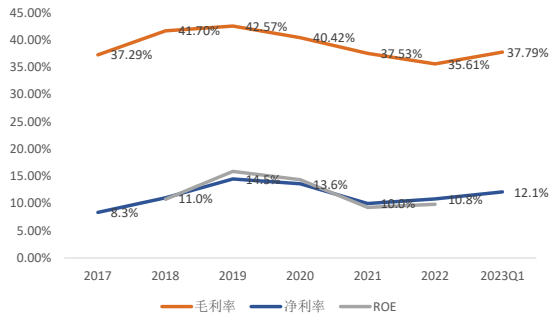
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 57 2017-2023Q1 特色原料药利润及增速 (亿元)



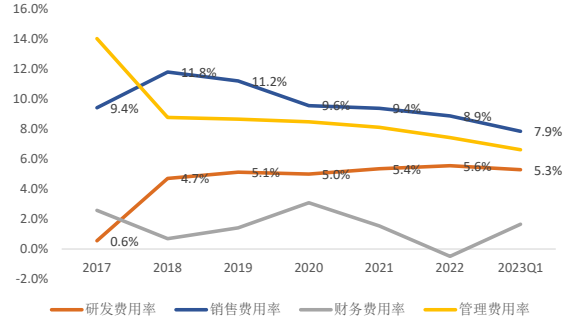
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 58 2017-2023Q1 特色原料药毛利率和净利率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

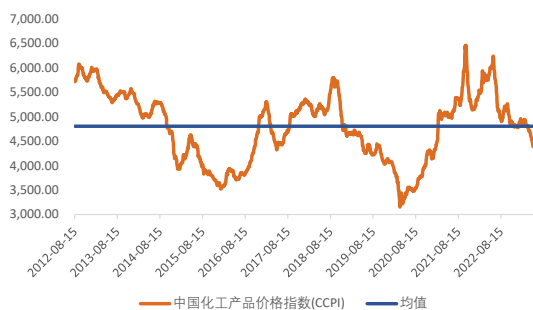
图 59 2017-2023Q1 特色原料药费用率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

上游化工价格回落: 2022Q1 化工产品价格指数持续回落, 2023Q1 指数同比下降 16.9%, 截止至 5.23 日, 价格指数环比继续下降 9.4%, 成本持续下降利润端有望改善。

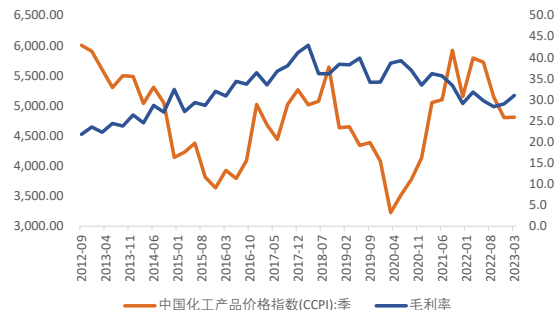
图 60 2012-2023 化工产品价格指数



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

备注: 数据截止至 2023.5.24

图 61 2012-2023 化工价格指数与原料药毛利率

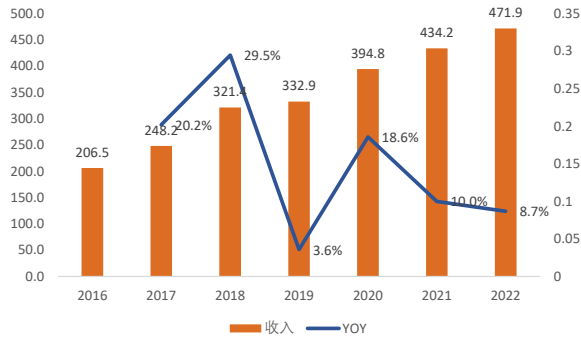


资料来源: Wind, 湘财证券研究所

备注: 数据截止至 2023 一季度

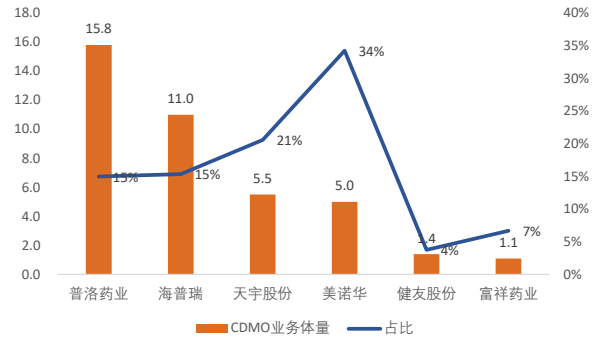
海外收入增速保持平稳:2022年33家原料药公司海外收入合计472亿元,同比增长8.7%,增速有所回落。新业态延展方面,多家公司CDMO业务占比提升至10%以上,美诺华、天宇股份占比超过20%。

图 62 2016-2022 原料药海外收入 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

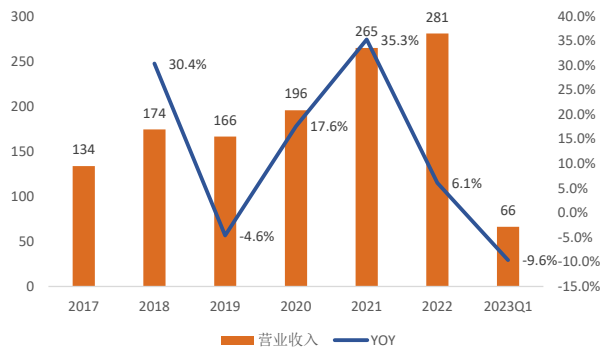
图 63 2022 特色原料药 CDMO 业务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

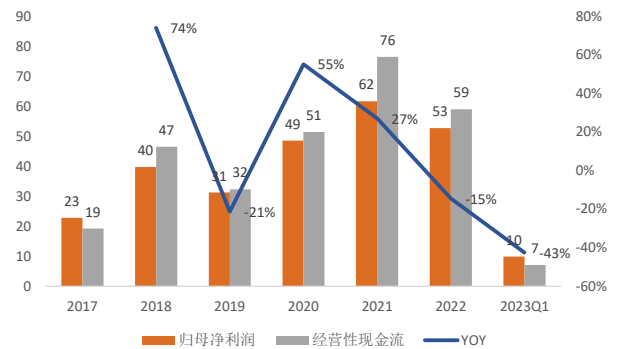
供应链恢复大宗原料药产品价格下降导致收入及利润回落: 2022年大宗原料药板块(统计4家上市公司)实现营收281亿元,同比增长6.1%,归母净利润53亿元,同比下降15%。经营性净现金流59亿元,经营性净现金流/收入为1.11,盈利质量良好。2023Q1实现营业收入66亿元,同比下降9.6%,归母净利润10亿元,同比下降43%。2023Q1毛利率为35.3%,环比下降3pct,销售费用率6.8%,环比上升1.1pct,净利率为15%,环比下降3.8pct。

图 64 2017-2023Q1 大宗原料药收入及增速 (亿元)



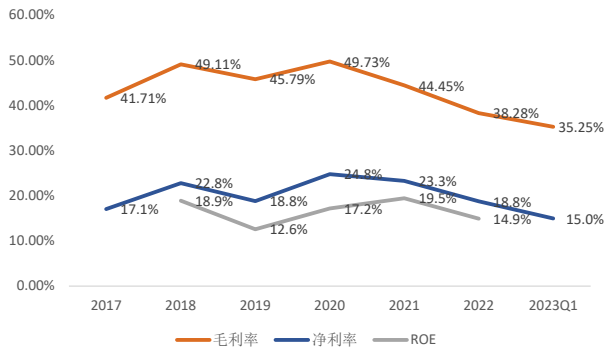
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 65 2017-2023Q1 大宗原料药利润及增速 (亿元)



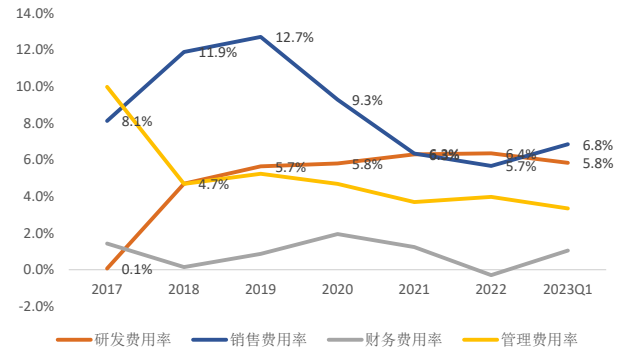
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 66 2017-2023Q1 大宗原料药毛利率及净利率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 67 2017-2023Q1 大宗原料药费用率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

6 投资建议

十三五期间国内创新药产业初步建设完成了相对完善的政策、人才、资本的创新生态系统，制度根本性变革和系统的成功建设带动生产要素快速集合，产业结构得以重塑。进入十四五，产业运行至创新生态系统升级，创新质量提升，国际体系融合阶段，创新主体竞争格局也从草莽时代的混沌走向分化。在当前资本遇冷背景下，综合竞争力更加凸显，部分龙头企业已走向逐鹿全球市场之路，建议逢低长线布局一线创新药公司及有边际变化类公司。

我们跟踪药品制造业全产业链各环节细分行业变化，结合估值水平，推荐前沿科技创新、Pharma 转型创新和消费类药品三条投资主线。

1、前沿科技创新主线：投资逻辑需把握生物科技运行周期，后免疫时代，我们看好 1 到 N 的平台型技术平台，长期看好 ADC 及双抗两大技术平台。

2、Pharma 转型创新：看好存量业务市占率提升保障持续稳定现金流业务，创新差异化竞争策略个股。

3、消费类药品恢复主线：短期关注疫情恢复，长期看渗透率提升。

中长期维度来看，行业迎来转型升级历史机遇，短期受到外部宏观环境及情绪的影响出现一定波动，长期我们对行业维持增持评级。

7 风险提示

1、创新药临床推进低于预期，产品及技术授权交易取消风险及技术迭代风险。

2、医药相关政策收紧风险。

- 3、国际注册及商业化低于预期风险。
- 4、地缘摩擦及中美生物技术争端风险。

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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% 以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。