

全球视角下，探讨科创板创新医药估值重构

投资要点

- 科创板设立带来创新医药行业发展历史机遇。1) 科创板政策导向直指科技创新，创新医药迎融资支持。**《科创板上市公司持续监管办法（试行）》政策快速落地，从内容上看以科技水平为关注核心，并重点提及生物医药行业，生物医药行业将成为科创板上市主力之一。**2) 国内创新医药初具规模，政策助推高速发展。**近年来国内医药行业逐渐从代工、仿制走向自主创新，诞生了一大批以研发为核心的医药公司，并在热点新兴领域达到世界先进水平，科创板的建立能够为医药创新领域高投入、长周期特点带来新的融资渠道，进一步助推行业快速发展。
- 国内创新医药估值体系有望重构，基于医药行业特性的现金流折现（DCF）方法将日趋重要。**大量具有高成长性、短期无盈利的创新医药企业上市将冲击市场估值体系，国内常用的估值方法如 PE 法将受到挑战甚至是失效，投资者需要构建新的估值方法来判断企业价值。创新药估值要结合其以研发管线为核心价值的特点，以 DCF 为底层方法，通过流行病学、药物市场分析确定市场规模，利用临床开发数据进行估值调整，最终得出合理估值。在本篇报告中我们总结了用于创新药估值的 5P 模型，并以君实生物的特瑞普利单抗的估值分析作为具体案例展示模型的应用。
- 借鉴海外，把握估值重构带来的投资机会。1) 海外政策变动曾带来巨大投资机会。**美国作为资本市场的领头羊，也经历过类似改革，2012 年 JOBS 法案颁布极大刺激了美国生物医药行业的发展，上市数量快速扩张，并刺激市场带来大量的投资机会，行业估值快速抬升，国内创新医药公司面临同样的发展机遇。**2) 风险与收益并存，风险管控能力将受到考验。**创新医药作为以研发成果为核心驱动力的行业，股价也必然受其重大影响，比如美国 Spark 公司公布 SPK8011 的临床结果不及预期导致股价当日下滑接近 30%，研发成果的不确定性对投资人的深度研究及风险管控能力提出更高要求。
- 投资策略与重点关注个股：建议关注 1) 综合创新药企：恒瑞医药（600276）复星医药（600196）；2) 创新药产业链：药明康德（603259）、药明生物（2269.HK）、泰格医药（300347）、药石科技（300725）；3) 生物科技公司：君实生物（1877.HK）。**
- 风险提示：行业政策变动风险、科创板落地进度不及预期的风险、创新药械研发进展不及预期的风险。**

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600276	恒瑞医药	62.76	买入	0.92	1.22	1.6	68	51	39
600196	复星医药	25.87	买入	1.03	1.18	1.37	25	21	18
603259	药明康德	80.46	买入	1.93	2.15	2.69	42	37	29
2269.HK	药明生物	75.40	买入	0.51	0.84	1.34	130	79	49
300347	泰格医药	69.78	买入	0.94	1.34	1.77	74	51	38
300725	药石科技	66.48	买入	1.21	1.75	2.46	55	36	25
1877.HK	君实生物-B	31.05	买入	-0.11	-0.62	-0.2	-	-	-

数据来源：聚源数据，西南证券，君实生物、药明生物股价以港元表示

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513110001
电话：021-58351962
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
执业证号：S1250516100001
电话：023-67909731
邮箱：ctl@swsc.com.cn

联系人：张祝源
电话：021-58351907
邮箱：zzy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	298
行业总市值(亿元)	37,788.86
流通市值(亿元)	37,085.92
行业市盈率 TTM	30.67
沪深 300 市盈率 TTM	11.7

相关研究

- 医药行业周报（5.13-5.19）：医药攻守兼备，重点配置龙头和消费（2019-05-20）
- 医药行业 2019 年 5 月投资策略：业绩为王、坚持轻药重医方向（2019-05-07）
- 医药行业 2018 年报及 2019 年一季报总结：行业分化明显，疫苗、CRO 和药店等表现抢眼（2019-05-05）

目 录

1 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显	1
1.1 政策导向明确，助力科技研发型企业发展	1
1.2 推动行业变革，创新医药的投资机会凸显	2
2 海外市场历史上的变化带来的投资机会、风险与启发	5
2.1 海外生物医药行业的发展受政策影响同样明显	5
2.2 海外创新药价值评估有四个关键指标	5
2.3 海外创新药收益与风险并存	6
3 创新医药公司对常用的 PE 估值方法提出挑战	7
3.1 海外创新药估值，PE 指标失灵	7
3.2 成本分析法重资产特性不适用于创新药企业估值	8
3.3 基于产业研究的 DCF 分析可成为创新医药估值利器	8
4 创新医药估值：DCF 分析及 5P 估值模型	10
4.1 研发管线作为估值核心要素	10
4.2 利用行业特点建立估值模型	11
5 估值具体应用——以君实生物的特瑞普利单抗为例	16
5.1 构建疾病、商业模式——估算适应症市场规模	16
5.2 建立估值模型——对产品估值	20
6 根据行业特性及中国国情对 DCF 得出的估值进行调整	21
6.1 创新医药估值需考虑特定行业因素	21
6.2 科创板创新医药估值需考虑中国特定国情因素	21
7 投资建议及推荐标的	23
7.1 恒瑞医药（600276）：收入与业绩增长加速，新周期成长趋势明显	23
7.2 复星医药（600196）：研发高投入的医疗航母，首个生物类似物上市在即	24
7.3 药明康德（603259）：创新药产业高速发展，助力 CRO/CDMO 龙头启航	25
7.4 药明生物（2269.HK）：生物药外包护城河优势明显，时代机遇浮现	26
7.5 泰格医药（300347）：受益鼓励创新和科创板的创新药指数标的	27
7.6 药石科技（300725）：业绩高速增长的小分子砌块龙头	28
7.7 君实生物-B（1877.HK）：国产 PD-1 首发上市，中国 Biotech 新星	29

图 目 录

图 1: 世界范围内 CAR-T 研发分布 (截止至 2019 年 3 月)	3
图 2: 生物技术指数与标普 500 指数趋势	6
图 3: Spark 股价趋势	6
图 4: Regeneron 历史股价分析	8
图 5: DCF 估值法主要步骤	9
图 6: 创新药研发流程	10
图 7: 新药研发临床各阶段成功率	10
图 8: 5P 估值模型	11
图 9: 5P-成功率 (Possibility of Success)	11
图 10: 5P-患者池 (Patient Pool)	11
图 11: 5P-渗透率 (Penetration)	12
图 12: 5P-定价 (Price)	12
图 13: 5P-专利 (Patent)	13
图 14: 专利悬崖曲线	13
图 15: 疾病模型	14
图 16: 商业模式	14
图 17: 销售额峰值计算模型	14
图 18: 估值模型	15
图 19: 肺癌免疫治疗群体分型	17

表 目 录

表 1: A 股科创板上市政策与创业板、新三板对比	1
表 2: 创新药相关政策	2
表 3: 国内 PD-1/PD-L1 研发进度	3
表 4: JOBS 法案前后 5 年生物科技公司上市情况对比	5
表 5: 美国上市的全球医药巨头 (13 家) 平均 PE 估值	7
表 6: 肺癌分型渗透率	17
表 7: 肺癌分型市场数据	17
表 8: 非小细胞肺癌市场规模	18
表 9: 君实 PD-1 适应症市场规模及销售额一览 (百万元)	19
表 10: 君实特瑞普利单抗估值	20
表 11: 君实生物研发管线及进度	29

1 科创板助力中国崛起，医药创新投资机会凸显

1.1 政策导向明确，助力科技研发型企业发展

A股市场从主板、创业板到新三板的发展进程一方面展现了政策面对于行业发展的引导方向，另一方面也体现着资本市场的不断变化。随着近几年国内资本市场不断扩充和发展，国内中小企业融资难的问题得到了一定缓解，但对于顺应产业升级需求诞生的大量初创科技研发类企业来说，融资成本居高不下的问题始终难以通过现有渠道解决。

- 主板、中小板、创业板的利润指标导向使得科技研发企业无法达到上市条件；
- 新三板市场流动性太弱，无法大量融资，满足不了科技研发企业大资金需求。

《科创板上市公司持续监管办法(试行)》政策的落地，明确了新的上市标准：以市值、利润、营收、研发项目多方面为审核标准，并以**科技研发为核心指标**，显示出来明确的政策导向和决心，能够为科技创新企业提供良好的融资平台和政策环境，支持科技研发型企业快速发展。

表 1：A 股科创板上市政策与创业板、新三板对比

项目	科创板	创业板	新三板
推出时间	2019 年 1 月 30 日	2009 年 10 月 23 日	2013 年年底扩容
推出主体	上交所	深交所	全国中小企业股份转让系统
板块定位	以市值、利润、营收、研发项目多方面为审核标准，并以科技研发为核心指标，显示出来明确的政策导向和决心，能够为科技创新企业提供良好的融资平台和政策环境，支持科技研发型企业快速发展。	有一定时长的运营时间，拥有稳定收益的高科技企业	中小微企业
挂牌企业财务指标	1、预计市值 10 亿+净利润 2 年为正且累计 5000 万/净利润 1 年为正且营收 1 亿： 适用于实现稳定盈利的科创企业； 2、预计市值 15 亿+营收 2 亿+研发投入 3 年不低于营收 15%： 适用于关键领域持续研发投入，突破核心技术的科技类企业； 3、市值 20 亿+营收 3 亿+净经营现金流 3 年累计不少于 1 亿：适用于暂未盈利，或者盈利水平不高，但已经产生稳定现金流企业； 4、市值 30 亿+营收 3 亿：适用于暂未达到盈利水平，但有盈利前景的企业； 5、预计市值不少于 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。 医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件；适用于产品空间大，战略意义重要的科创类企业，如生物医药类企业。	最近两年连续盈利且净利润累计不少于一千万元；最近一年盈利，且营收不低于五千万元	依法设立且存续满两年；业务明确，具有持续经营能力
挂牌企业范围	新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业	暂时无法在主板上市的创业型公司、中小企业和高科技产业企业	高科技非上市股份有限公司
投资门槛	申请权限开通前 20 个交易日，证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元，参与证券交易 24 个月以上。50 万以下的投资者，可以通过公募基金参与	开户满 2 年	500 万元
上市机制	试点注册制，合理制定科创板股票发行条件和更加全面深入精准的信息披露规则体系	审批制	备案制，挂牌前需股转系统审核

数据来源：《科创板上市公司持续监管办法(试行)》，西南证券整理

1.2 推动行业变革，创新医药的投资机会凸显

医药行业为国家战略性行业，自 2015 年以来，国家出台了一系列创新鼓励政策。激发国内涌现出一大批创新型生物医药企业，同时传统企业也加大了研发投入，谋求创新转型，国内医药产业正向创新崛起。近几年，国内医药政策快速调整，“医保目录更新”、“4+7 带量采购”、“两票制”、“一致性评价”等政策都在制度层面引导未来产业发展方向，给予了高端仿制药、创新药更大的市场空间和溢价，而科创板这样在融资层面给予创新医药行业融资支持的平台落地，必然会加速推动整个医药行业向创新、研发方向变革，带来新的投资空间和机会。

表 2：创新药相关政策

序号	单位	政策	核心内容	时间
1	卫计委、CFDA、发改委、经信委	《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）》	减少药品流通环节，降低药品费用	2017 年 1 月
2	CDFA	《关于调整进口药品注册管理有关事项的决定（征求意见稿）》	降低境外创新药进入国内市场门槛	2017 年 3 月
3	CDFA	《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告（征求意见稿）》	同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种	2017 年 6 月
4	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	加快上市审评审批，加强药品医疗器械全生命周期管理	2017 年 10 月
5	CFDA	《关于鼓励药品创新实行先审评审批的意见》	明确优先审评审批的范围、程序和工作要求	2017 年 12 月
6	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效，完善支持政策	2018 年 4 月
7	CFDA	《药品试验数据保护实施办法（暂行）》	对于创新药、罕见病和儿童专用药给与一定期限的数据保护期	2018 年 4 月
8	CFDA	《关于优化药品注册审批有关事宜的公告》	简化境外上市新药审批程序	2018 年 5 月
9	CDFA	《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》	明确境外临床数据可用于在中国的药品注册申报	2018 年 7 月
10	医保局	《4+7 城市药品集中采购文件》	对试点城市组织药品集中竞价采购，对创新药给与一定适应期	2018 年 11 月

数据来源：国务院、医保局、食药监局、卫计委等，西南证券整理

国内医药创新成果进一步确认行业红利

国内药企经过了数十年的进口模仿和产业升级，对医药多个领域的长期布局已经逐渐显现出成果，近年来涌现出一批以创新为主的小型 biotech 企业，而科创板作为首次对非盈利科研企业放开资本市场的融资平台，非常符合医药行业创新产品技术壁垒高、研发投入大、周期长和风险高等特点，对于创新医药行业发展将产生强大的助推作用：

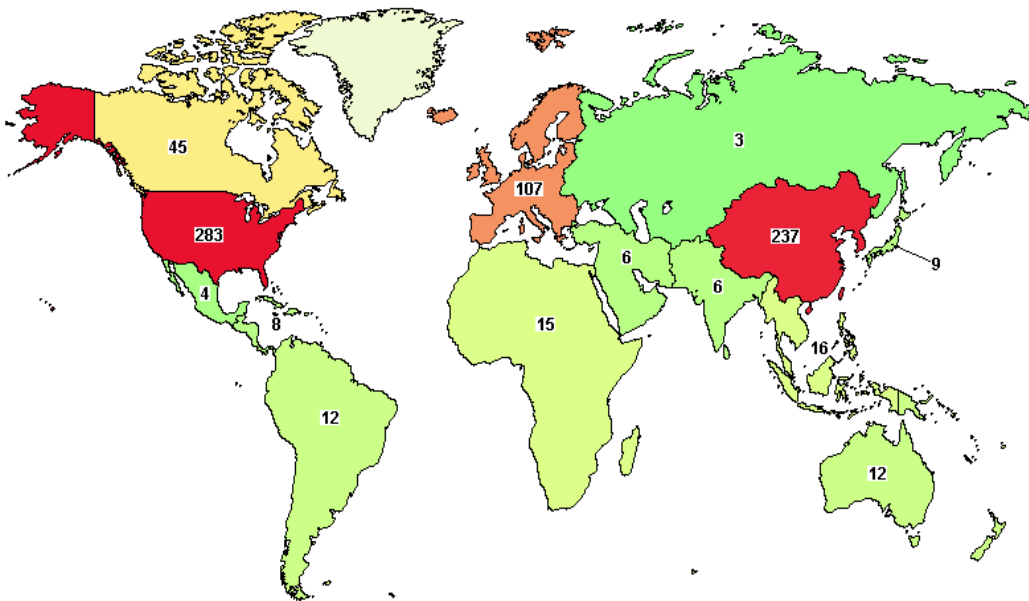
- **对产业发展：**为创新型生物医药企业提供投融资平台，可引导一、二级市场资源配置，从而加快医药产业升级，助力中国生物医药产业向创新崛起，即创新药械和创新治疗技术等细分领域将加速发展；

- **对资本市场：**生物医药创新估值与国际接轨，A股估值体系有望重塑，即创新药械和创新治疗技术企业的估值将进一步与仿制药和低端医疗器械拉开差距，医药行业或迎新一轮重大投资机会。

从产业来看，中国创新药企在新兴的领域表现非常亮眼，典型如 CAR-T 细胞疗法和肿瘤免疫疗法等。

CAR-T 细胞治疗：目前世界范围内 CAR-T 细胞治疗在研项目共 709 项，主要分布在美国、中国以及欧洲，其中中国在研 237 项，占比 33.4%，在研发规模和临床试验方面已经达到国际前列。

图 1：世界范围内 CAR-T 研发分布（截止至 2019 年 3 月）



数据来源：Clinicaltrials，西南证券整理

在免疫抗癌的热门领域 PD-1/PD-L1 方向，国内也取得了很大的进展，投入大量的研发资金，目前国内已有 2 款 PD-1/PD-L1 药物获批，2 款处于上市申请阶段，十余家企业已经进展至相关适应症临床试验 II 期以上。

表 3：国内 PD-1/PD-L1 研发进度

序号	公司名称	药品名称	药品类型	临床 II 期	临床 III 期	申报上市
1	信达生物	信迪利单抗注射液	PD-1 单抗	结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤、晚期肝细胞癌、宫颈癌、肺癌、复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤、复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	非鳞状非小细胞肺癌、晚期肝细胞癌、胃及食管交界区腺癌、晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌、食管癌	霍奇金淋巴瘤 2018.12.24 获批上市
2	君实生物	特瑞普利单抗注射液	PD-1 单抗	非小细胞肺癌、黏膜黑色素瘤、膀胱尿路上皮癌、晚期胃腺癌、鼻咽癌、头颈部鳞癌	晚期非小细胞肺癌、肝细胞癌、鼻咽癌、黑色素瘤、食管癌、三阴乳腺癌	黑色素瘤 2018.12.17 获批上市
3	恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	PD-1 单抗	肝细胞癌、霍奇金淋巴瘤、KRAS 突变非鳞非小细胞肺癌、泌尿系统肿	非小细胞肺癌、胃癌或食管交界区癌、晚期肝细胞	2018.4.23 复发或进展霍奇

序号	公司名称	药品名称	药品类型	临床II期	临床III期	申报上市
				瘤、妇科肿瘤、软组织肉瘤、非小细胞肺癌、转移性结肠癌、鼻咽癌、胃癌或胃食管交界处癌、小细胞肺癌、NK/T 细胞淋巴瘤	癌、复发或转移性鼻咽癌、晚期食管癌、鳞状非小细胞肺癌	金 淋 巴 瘤 上市申请
4	百济神州	替雷丽珠单抗注射液	PD-1 单抗	霍奇金淋巴瘤、膀胱尿路上皮癌、食管癌、胃癌、肺癌、晚期实体瘤、T/NK 细胞肿瘤、肝细胞癌、MSI-H 或 dMMR 实体瘤	鳞状非小细胞肺癌、非鳞非小细胞肺癌、胃癌、肝细胞癌、食管鳞状细胞癌、复发或转移	2018.9.6 复 发或进展霍奇 金 淋 巴 瘤 上市申请
5	康方天成	AK105	PD-1 单抗	鼻咽癌治疗、肝细胞癌、复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤	鳞状非小细胞肺癌、非鳞非小细胞肺癌	
6	誉衡药业 /药明生物	GLS-010 注射液	PD-1 单抗	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤		
7	嘉和生物	杰诺单抗	PD-1 单抗	宫颈癌、B 细胞非霍奇金淋巴瘤、腺泡状软组织肉瘤、T 细胞淋巴瘤		
8	百奥泰生物	BAT1306	PD-1 单抗	晚期肝细胞癌、EVB 相关性胃癌		
9	泰州翰中/杭州翰 思/中山康方	HX008	PD-1 单抗	晚期实体瘤、晚期胃癌、黑色素瘤		
10	正大天晴	TQB2450	PD-L1 单抗	复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	复发转移性头颈部鳞状细胞癌一线治疗	
11	康宁杰瑞	KN035	PD-L1 单抗	晚期胃或胃食管结合部腺癌、晚期结肠直肠癌、晚期实体瘤、	胆道癌	
12	康宁杰瑞	KN046	PD-L1 单抗	非小细胞肺癌		
13	四川科伦博泰 生物医药股份 有限公司	KL-A167 注射液	PD-L1 单抗	复发或难治性鼻咽癌、复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤		
14	基石药业 /拓石药业	CS1001	PD-L1 单抗	复发或难治性结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤、复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	胃腺癌或胃食管癌结合部腺癌、一线非小细胞肺癌	
15	兆科（广州）肿 瘤药物有限公司	重组全人抗 PD-L1 单克隆 抗体	PD-L1 单抗	骨肉瘤、尿路上皮癌		
16	江苏恒瑞医药股 份有限公司	SHR-1316 注射液	PD-L1 单抗		广泛期小细胞肺癌	

数据来源：CDE,各公司年报等，西南证券整理

2 海外市场历史上的变化带来的投资机会、风险与启发

2.1 海外生物医药行业的发展受政策影响同样明显

2012年4月，美国为了提高资本市场服务中小企业的能 力，颁布了 JOBS（乔布斯）法案，对认定的新兴成长企业简化 IPO 发行程序，降低发行成本和信息披露义务。5年内美国生物科技上市公司大幅增加，其中处于临床前期或一期临床试验阶段的科技公司由3家增加到48家，生物科技公司的融资能力大大加强，提升了整个行业的景气程度，也让市场对于行业的估值看法发生重大改变。

科创板落地造成的行业影响应该不弱于 JOBS 法案的颁布，并且科创板的政策更偏向于科技研发企业，政策鼓励推动大量具有独特性的创新医药企业上市，必然也会带动医药估值体系的变化。

表 4：JOBS 法案前后 5 年生物科技公司上市情况对比

	2007-2012 年	2012-2017 年
生物科技公司 IPO 数量	55	212
早期*生物科技 IPO 数量	3	48
再融资能力	生物科技公司的 IPO 市盈率低，再融资能力差。	生物科技公司通过 IPO 总共筹集 170 亿美元，并在之后的再融资中共筹集 160 亿美元。
在疑难杂症领域公司的融资能力	疑难杂症领域的生物科技公司融资难度大。	专注肿瘤研究的生物科技公司占总 IPO 的 25%，专注于糖尿病和阿尔兹海默症研究的公司融资有很大的改善。
市场情况	在金融危机之后，生物科技行业整体衰退。	在乔布斯法案下 IPO 的生物科技公司现雇用员工人数达到 27,000 人，创造了 1.11 千亿美元的市场价值。
*早期：临床前期或一期临床试验		

数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 海外创新药价值评估有四个关键指标

经过行业发展和变革，国外机构对于生物科技行业估值体系进行了调整。生物科技行业具有高风险和高回报并存的特点，临床试验结果、安全问题、监管/法律行动和并购都会导致重大的价格变动，面临比其他行业更大的风险：

- 1) 可能产生监管或法律后果；
- 2) 单一产品带来较大的风险；
- 3) 大多数公司缺乏盈利能力，需要通过融资来获得持续研发资金；
- 4) 并购可能引发企业价值的剧烈波动。

基于这些特点，海外创新药估值通常考虑以下四个关键指标：

- **管线 (Pipeline)**：候选药物是否显示了有前景的安全性和有效性数据？该公司的创新能力如何，它能否继续从其研究实验室寻找新的候选药物，或者找出能够产生回报的外部机会？

- **产品(Products):** 对于一个商业阶段的公司来说,药物的增长状况和潜在市场规模的机会是什么?增长是由销量/价格所驱动的?是否即将出现竞争对手的药物?
- **专利(Patent):** 公司有哪些专利?仿制药(或生物类似药)多久才能进入市场?
- **并购(M&A):** 该公司是否是大公司潜在的收购目标?

2.3 海外创新药收益与风险并存

自2012年4月JOBS法案颁布以来,海外生物科技行业取得了快速的发展,创造了大量的投资机会,根据2011年到当前的指数变化来看,生物科技指数的表现远远好于标普500指数。

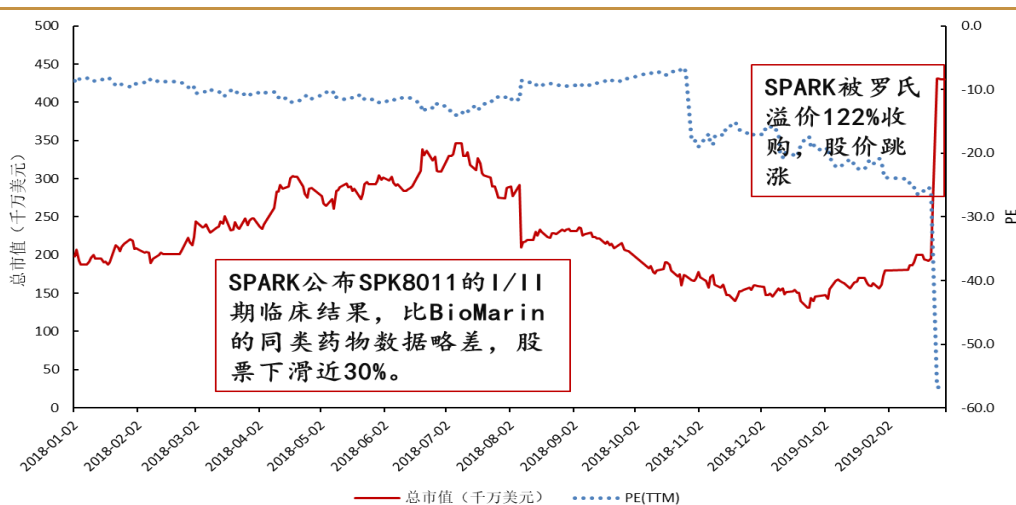
图2: 生物技术指数与标普500指数趋势



数据来源: wind, 西南证券整理

但由于创新药企业研发周期长、研发不确定性高的特点,创新药公司的价格波动也非常剧烈,在企业个体层面,剧烈波动的特点尤其突出,极易受到研发进度、并购等消息的冲击。

图3: Spark 股价趋势



数据来源: Yahoo Finance, 西南证券整理

3 创新医药公司对常用的 PE 估值方法提出挑战

市场上常用的估值法主要分为三类，绝对估值法、相对估值法以及成本分析法，都有各自的优势和缺陷，针对不同企业的估值需求可以进行合理选择，但**创新医药公司**的行业独特性使得国内常用的 PE 估值方法在估值适配度上不够高。

3.1 海外创新药估值，PE 指标失灵

相对估值法是通过构建一种可比指标来对市场上类似的公司以及历史数据进行比对估值的方法，常见的指标有 PE、PB、EV/EBITDA、PS，不同的指标有不同的侧重点，其中 PE 指标最为常用，但会存在一定的缺陷：

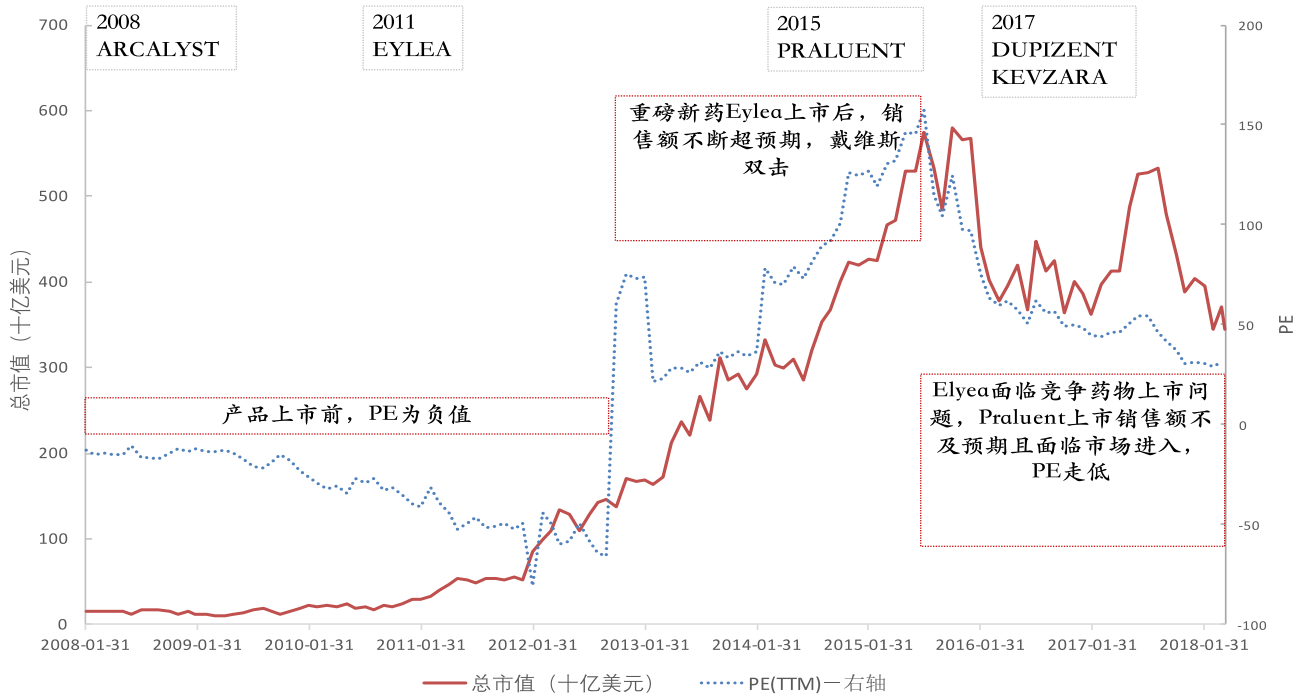
- 创新医药企业由于各自的特异性往往很难找到很相似的对标；
- 海外大药企（big pharma）处于利润稳定期，PE 普遍较低，对中国现阶段高速发展、由仿到创转型中的医药企业不具备指引性。
- 由于创新医药企业研发投入高、研发时间长、不确定性因素多的特点，易受到研发进度、并购等信息冲击的重大影响，致使 PE 指标锚定失灵。比如，Regeneron 公司在产品上市前 PE 为负值，随着上市预期与销售额超预期，股价不断上扬，PE 和股价同时上升，随着竞争药物上市对于销售额的影响，PE 又随之走低。在 PE 波动的过程中，始终存在着 EPS 滞后的现象，即股价并不随着业绩波动，PE 也随之剧烈波动，失去了 PE 锚定企业利润从而确定价值的作用，导致指标失灵。

表 5：美国上市的全球医药巨头（13 家）平均 PE 估值

序号	公司		PE		
	公司名（中文）	代码	2018A	2019E	2020E
1	强生	JNJ	24.23	20.96	19.53
2	辉瑞制药	PFE	20.77	20.54	18.77
3	默克	MRK	31.94	20.99	17.88
4	艾伯维	ABBV	20.42	10.30	9.48
5	百时美施贵宝	BMJ	17.24	14.08	13.99
6	礼来	LLY	37.93	29.05	23.97
7	诺华	NVS	16.74	16.49	15.14
8	罗氏	RHHBY	21.85	18.45	18.23
9	赛诺菲安万特	SNY	22.45	13.36	12.16
10	诺和诺德	NVO	20.44	20.21	18.04
11	葛兰素史克	GSK	40.68	14.01	13.14
12	安进	AMGN	14.85	14.32	12.93
13	吉利德科学	GILD	15.77	9.92	9.46
	平均值		23.49	17.13	15.59

数据来源：wind，西南证券整理

图 4: Regeneron 历史股价分析



数据来源: Bloomberg, 西南证券整理

3.2 成本分析法重资产特性不适用于创新药企业估值

成本分析法通过分析公司资产的市场价值来确定公司价值, 认为资产成本与其经济价值之间存在直接联系, 通常有构建成本法和重置成本法:

- 构建成本法: 收集标的公司购买或开发过程中相关的成本, 估算如果购买一模一样的公司所需要花费的费用;
- 重置成本法: 对如若获得具有等值功能的同等公司资产而需要花费的成本进行估算。

相对于创新医药公司来说, 企业价值更多的体现在研发能力及无形资产方面, 固定资产并不是最主要的因素, 甚至随着研发周期和费用的不断加大, 部分创新医药企业会采取外包研发的方式, 进一步缩减企业固定资产比例。如果对创新医药公司采取成本分析法会导致估算出的企业价值严重失真。

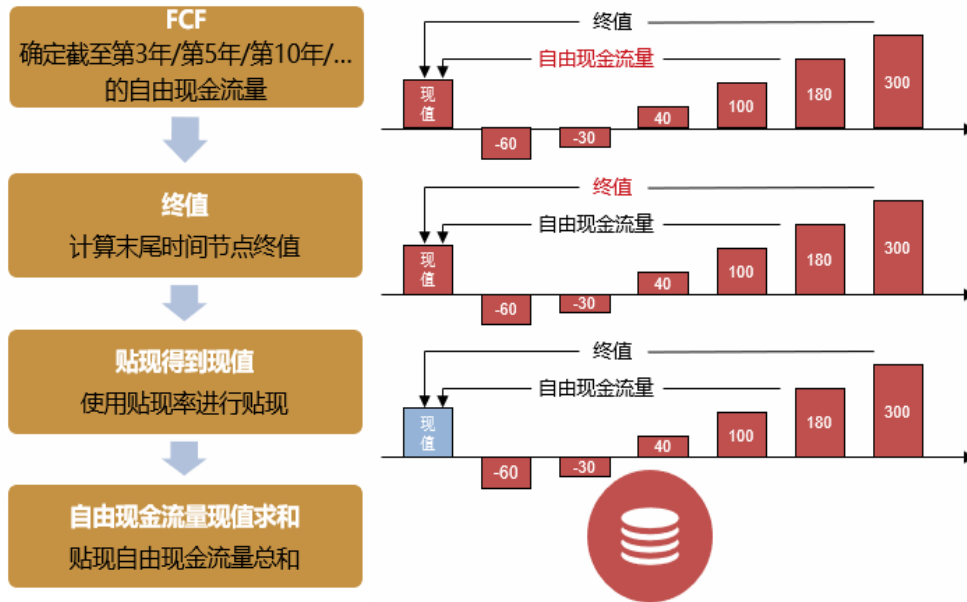
3.3 基于产业研究的 DCF 分析可成为创新医药估值利器

绝对估值法通过对一定方法测度下的企业现金流进行折现, 从而对企业进行估值, 是常用方法中预测能力较准确的方法。

贴现现金流量 (DCF) 分析是其中一种, 通过预测某业务未来的无杠杆自由现金流量, 并以公司的加权平均成本 (WACC) 将其折算为现值。但搭建 DCF 模型比较困难, 需要很多严格假设, 同时由于预测周期较长, 轻微的数据偏差往往会造成较大的估值差异。而创新

医药公司以研发能力为核心，研发过程不确定性很大，研发新药往往没有市场同类竞品进行对比，在进行现金流预测时极易出现较大偏差，需要对估值方法进行一定的调整。

图 5: DCF 估值法主要步骤



数据来源: 西南证券

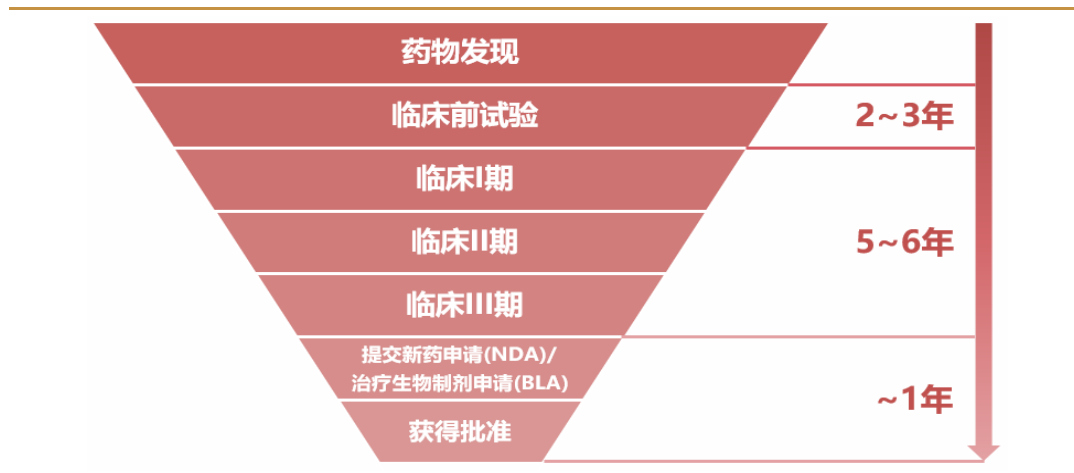
4 创新医药估值：DCF 分析及 5P 估值模型

4.1 研发管线作为估值核心要素

创新药的研发要经历药物发现、临床前试验、临床试验、提交申请、注册申报等过程，研发成本及难度极其巨大，一个创新药研发周期往往耗时长达 8 年，平均每个创新药的研发费用(包含研究失败的药物)达到 26 亿美金，根据《Clinical Development Success Rates 2006-2015》报告对不同阶段新药研发成功率统计，从临床 I 期到获得批准的成功率分别为 63.2%，30.7%，58.1%，85.3%，综合成功率仅为 9.6%，不确定性很高。

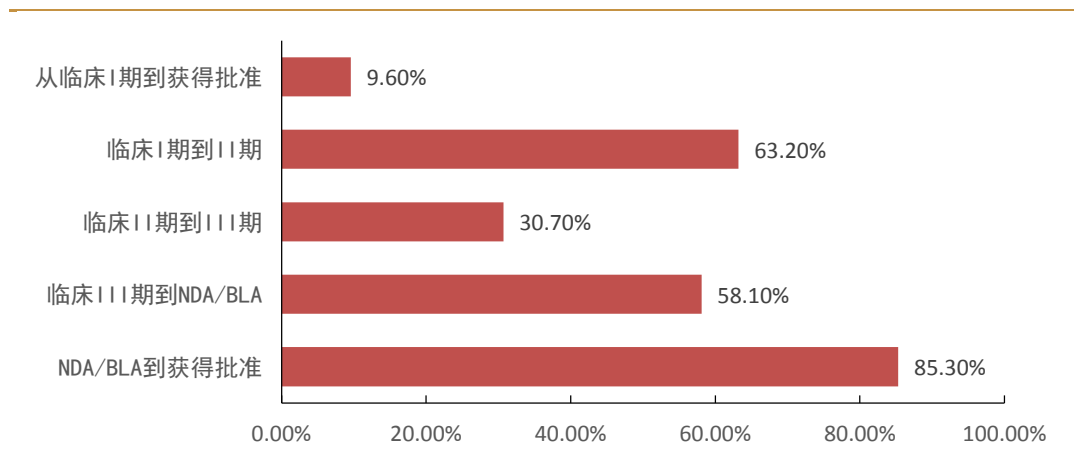
对于创新医药公司来说，研发管线的投入就是其最核心的资产，未来具有变现的能力，同时研发流程拥有固定、规范的审批路径，结合研发产品相对独立和拥有研发流程统计数据的特点，可以以此为基础对 DCF 估值法进行调整。

图 6：创新药研发流程



数据来源：西南证券

图 7：新药研发临床各阶段成功率

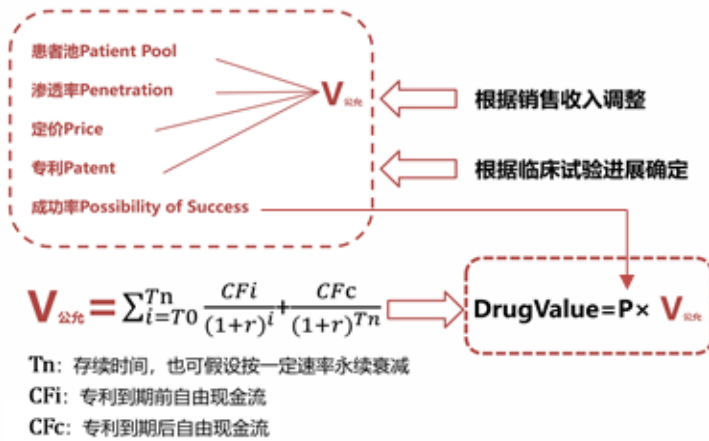


数据来源：Evaluate Pharma, 西南证券整理

4.2 利用行业特点建立估值模型

创新医药公司具有研发管线相对独立、研发流程严格清晰、客户群体具有刚性需求的特点，通过历史研发计算的统计数据能保证较高的有效性，再结合专利保护期、产品使用数量，可以建立以研发管线为核心、DCF 估值法为框架的适合创新医药公司特点的估值方法。

图 8：5P 估值模型



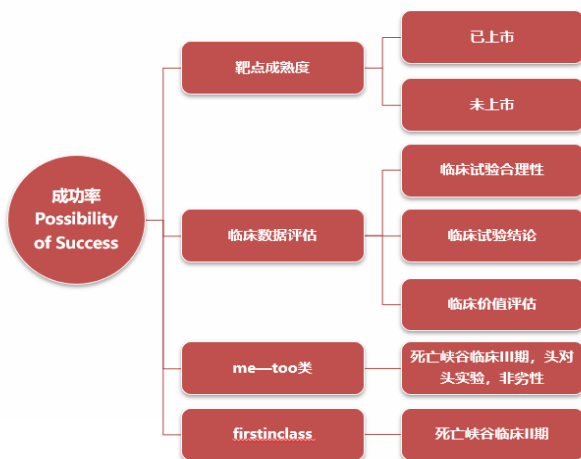
数据来源：西南证券

4.2.1 估值模型重要指标—5P

5P 是估值模型中的重要计算参数, 包括成功率 (Possibility of Success)、患者池 (Patient Pool)、渗透率 (Penetration)、定价 (Price)、专利 (Patent)。

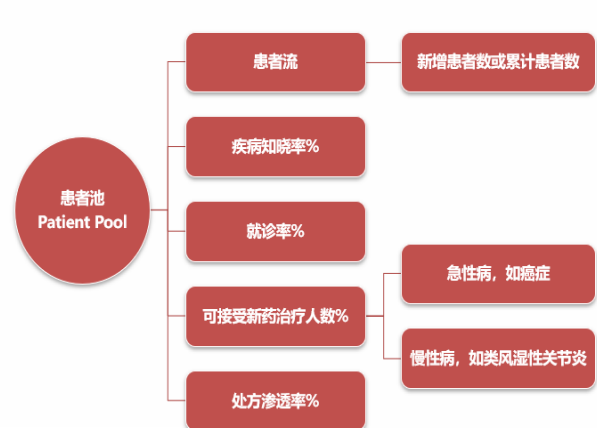
- **成功率 (Possibility of Success)** 由靶点成熟度、临床数据、药物研发难度等相关信息判定；
- **患者池 (Patient Pool)** 是潜在需求量指标, 由患者流、疾病知晓率、就诊率、可接受新药治疗人数、处方渗透率估算。

图 9：5P-成功率 (Possibility of Success)



数据来源：西南证券

图 10：5P-患者池 (Patient Pool)



数据来源：西南证券

- **渗透率 (Penetration)** 是产品需求量指标，由临床价值、竞争格局、销售能力及销售生命周期等综合判定。

图 11: 5P-渗透率 (Penetration)



数据来源: 西南证券

- **定价 (Price)** 在分析市场的基础上需要根据药物的独特性、医保等政策性因素、同类产品定价、药品疗程影响来估算。

图 12: 5P-定价 (Price)



数据来源: 西南证券

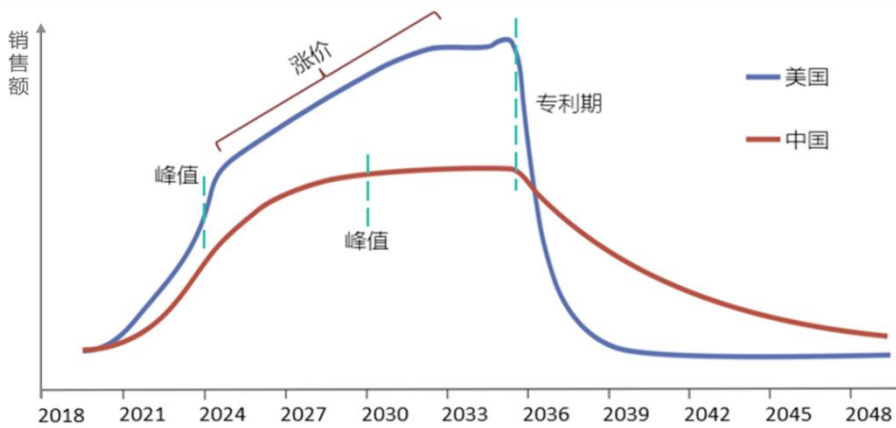
- 在模型估算时需要根据专利的期限、残值及专利悬崖曲线对相关数值进行调整。相对于海外，中国的新药专利悬崖较缓。

图 13: 5P-专利 (Patent)



数据来源: 西南证券

图 14: 专利悬崖曲线



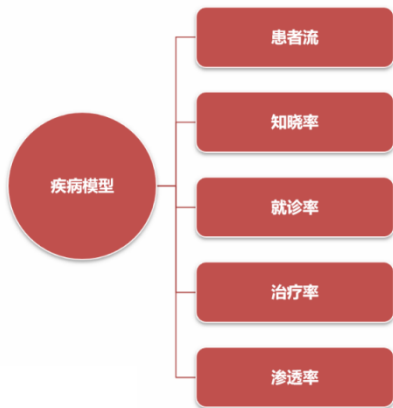
数据来源: 西南证券

4.2.2 通过 5P 指标建立模型

模型建立流程

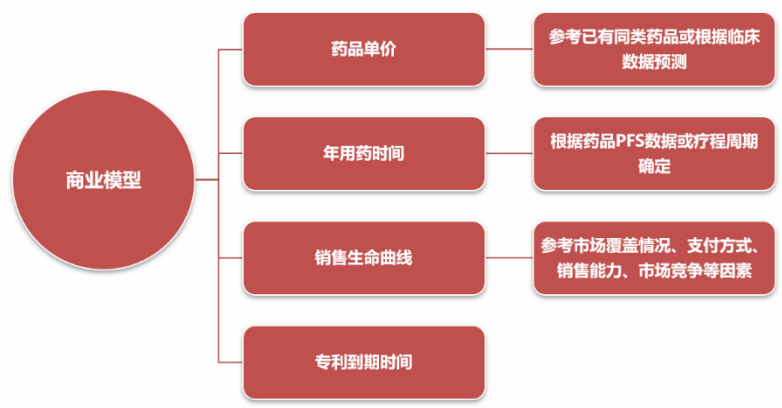
建立疾病模型与商业模型→预测销售额峰值→最终估值模型的建立。

图 15：疾病模型



数据来源：西南证券

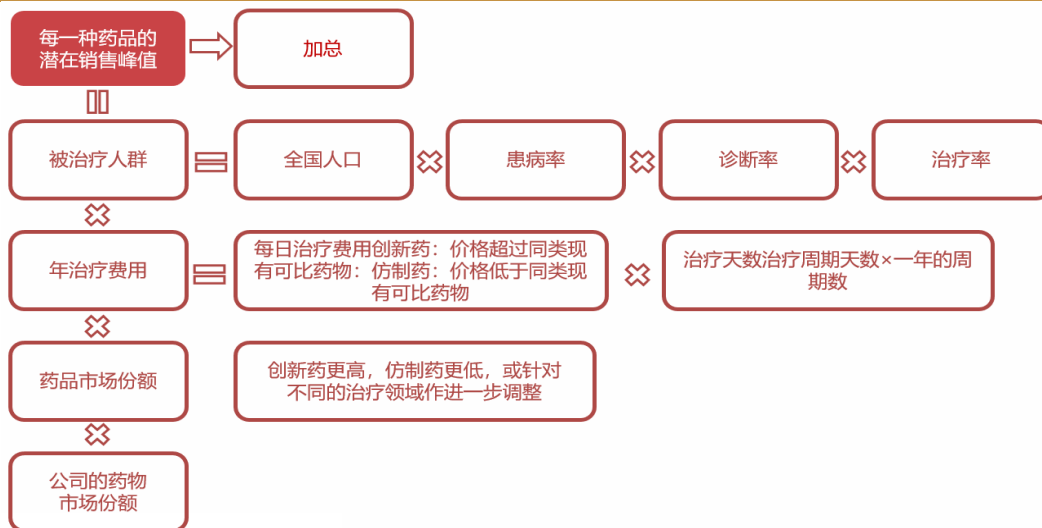
图 16：商业模型



数据来源：西南证券

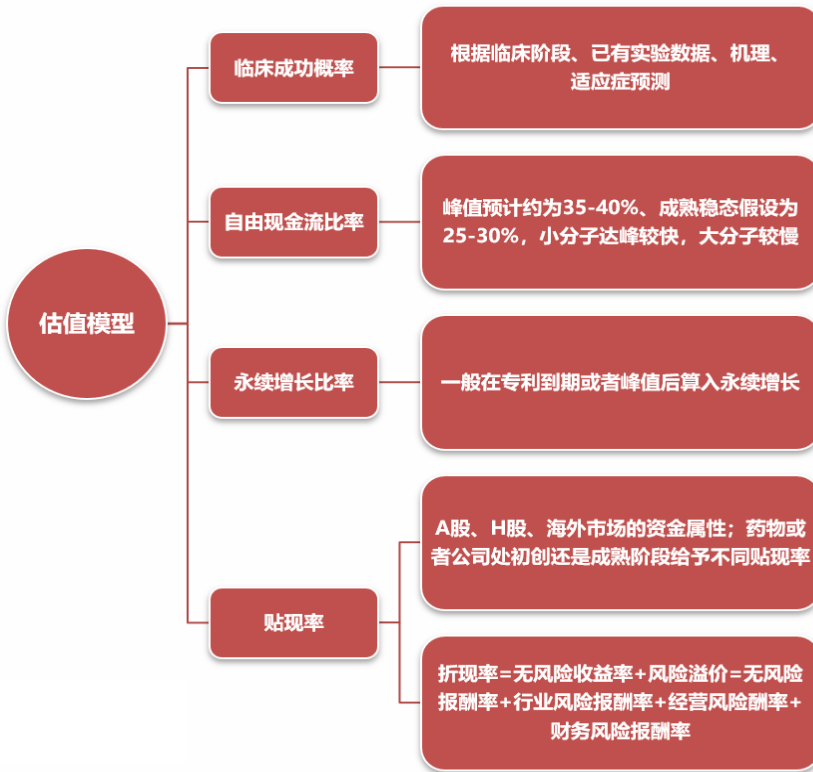
疾病模型通过流行病学及临床统计数据对潜在需求进行确定，商业模型通过市场统计数据及研发管线特征对产品的销量变化趋势及价格进行确定，最终利用这两种模型计算出估值模型中最核心的指标——销售额峰值。

图 17：销售额峰值计算模型



数据来源：西南证券

图 18：估值模型



数据来源：西南证券

5 估值具体应用——以君实生物的特瑞普利单抗为例

特瑞普利单抗于 2018 年 12 月获批上市,用于既往接受全身系统治疗失败的不可切除或转移性黑色素瘤的治疗,可通过封闭 T 淋巴细胞的 PD-1, 阻断其与肿瘤细胞表面 PD-L1 结合,解除肿瘤细胞对免疫细胞的免疫抑制,使免疫细胞重新发挥抗肿瘤细胞免疫作用而杀伤肿瘤细胞。PD-1 单抗药物具有广谱抗癌的特性,适应症比较广泛,公司目前针对非小细胞肺癌、肝癌、食管鳞癌、鼻咽癌等多个适应症进入 3 期临床研究。

5.1 构建疾病、商业模型——估算适应症市场规模

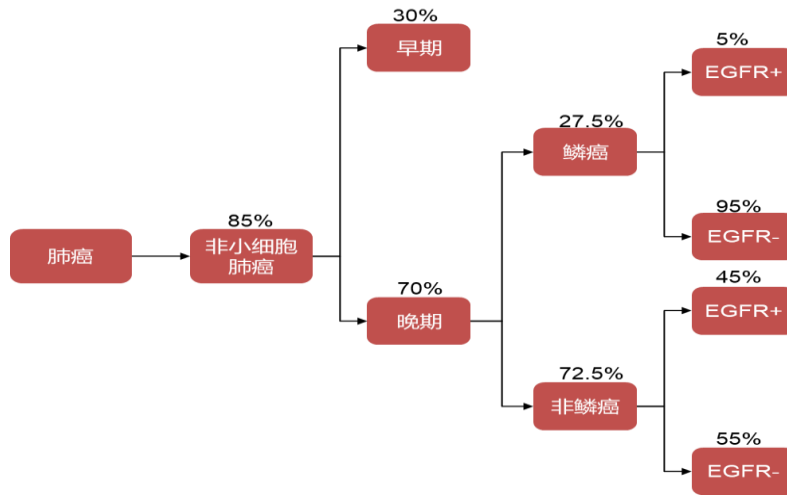
非小细胞肺癌

特瑞普利单抗注射液已批准的适应症为黑色素瘤,目前非小细胞适应症开发正处于临床 III 期阶段,由于单抗独立用药效果有限,往往采用联合用药提高效果,目前在非小细胞肺癌适应症领域通常作为晚期肺癌一、二线治疗用药。按照 5P 估值模型的流程首先需要建立疾病模型和商业模型以确定该适应症的市场规模。

疾病模型关键数据:

- 国家癌症中心 2019 年最新的癌症报告,根据全国各省登记处提交的 2015 年肿瘤登记资料,国内肺部恶性肿瘤发病人数为 73.33 万人(基本以肺癌为主),合理假设年发病人数增长率为 1%;
- 国际肺癌研究组织(IASLC)统计结果,肺癌中小细胞肺癌占比 13%—15%,非小细胞肺癌占比 85%—87%,估值中分别选取 15%和 85%比例测算;
- 我国目前非小细胞肺癌晚期患者占比 70%,鳞癌占比 27.5%,非鳞癌占比 72.5%,一线化疗转二线治疗比例为 80%;
- 参考《Journal of Thoracic Oncology (2013)》杂志 Chong-Kin Liam 等的文章,在非小细胞肺癌鳞癌分型中,EGFR 阳性患者不足 5%,估值中按照 EGFR 阳性占鳞癌分型 5%比例测算;参考辉瑞对于亚洲人群非小细胞肺癌非鳞癌 EGFR 阳性患者预测,估值中按照 EGFR 阳性占非鳞癌分型 45%比例测算;
- 目前全球临床试验显示,PD-1 对于除了 EGFR+的鳞癌的其他肺癌分型都有作用。

图 19: 肺癌免疫治疗群体分型



数据来源: CSCO, NCCN, 西南证券整理

表 6: 肺癌分型渗透率

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
一线 EGFR-鳞癌渗透率	5%	9%	14.0%	19.0%	24.0%	30.0%	36.0%	42.0%	48.0%	54.0%	60.0%	66.0%
一线 EGFR-非鳞癌渗透率	5%	9%	14.0%	19.0%	24.0%	30.0%	36.0%	42.0%	48.0%	54.0%	60.0%	66.0%
二线及以上 EGFR-的渗透率	4%	8%	13.00%	18.00%	23.00%	29.00%	35.00%	41.00%	47.00%	53.00%	59.00%	65.00%
一线 EGFR+鳞癌渗透率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
一线 EGFR+非鳞癌渗透率	1%	2%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%	12.00%	14.00%	16.00%	18.00%	20.00%	22.00%
二线及以上 EGFR+的渗透率	3%	7%	12.0%	17.0%	22.0%	28.00%	34.00%	40.00%	46.00%	52.00%	58.00%	64.00%

数据来源: CSCO, NCCN, 西南证券整理

商业模式关键数据:

根据 PD-1/PD-L1 可查找临床数据, 按照实验结果中不同分型的 PFS 作为平均治疗周期

表 7: 肺癌分型市场数据

	平均治疗周期 (月)	进口药月治疗费用 (元)	国产药月治疗费用 (元)	进口药比例
一线 EGFR-鳞癌	6.3	26000	13000	30%
一线 EGFR-非鳞癌	8.8	26000	13000	30%
二线及以上 EGFR-鳞癌	3.5	26000	13000	30%
二线及以上 EGFR-非鳞癌	4	26000	13000	30%
一线 EGFR+非鳞癌	6	26000	13000	30%
二线及以上 EGFR+鳞癌	5.6	26000	13000	30%
二线及以上 EGFR+非鳞癌	5.6	26000	13000	30%
备注		未来价格按一定比例降低		按一定比例逐年降低并保持一定市场

数据来源: 国家癌症中心, 《中华肿瘤杂志》, clinicaltrials.gov, 西南证券整理

非小细胞肺癌市场规模:

通过模型计算出相关适应症的各个疾病分形治疗领域的用药规模并进行加总:

表 8：非小细胞肺癌市场规模

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
非小细胞肺癌												
肺癌	763075	770706	778413	786197	794059	801999	810019	818120	826301	834564	842909	851339
非小细胞肺癌患者数	648614	655100	661651	668267	674950	681699	688516	695402	702356	709379	716473	723638
晚期病人数	454030	458570	463156	467787	472465	477190	481962	486781	491649	496565	501531	506546
鳞癌病人数	124858	126107	127368	128641	129928	131227	132539	133865	135203	136556	137921	139300
非鳞癌患者数	329171	332463	335788	339146	342537	345962	349422	352916	356446	360010	363610	367246
进口药的比例	30%	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
国产药的比例	70%	75%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
进口药月治疗费(元)	26000	26000	24180	22487	20913	19240	17701	16285	14982	13784	12681	11666
国产药月治疗费(元)	13000	13000	12090	11244	10457	9516	8659	7880	7171	6525	5938	5404
yoy	0	0	-7%	-7%	-7%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
一线 EGFR-非鳞癌												
一线 EGFR-非鳞癌病人数	9052	16457	25856	35441	45215	57084	69186	81524	94102	106923	119991	133310
进口药的患者数	2716	4114	5171	7088	9043	11417	13837	16305	18820	21385	23998	26662
国产药的患者数	6337	12343	20685	28353	36172	45667	55348	65219	75281	85538	95993	106648
平均治疗周期(月)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
进口药市场规模(百万)	621	941	1100	1403	1664	1933	2155	2337	2481	2594	2678	2737
国产药市场规模(百万)	725	1412	2201	2805	3328	3824	4218	4522	4750	4912	5016	5071
一线 EGFR-鳞癌												
一线 EGFR-鳞癌病人数	5931	10782	16940	23220	29624	37400	45328	53412	61653	70053	78615	87341
进口药的患者数	1779	2696	3388	4644	5925	7480	9066	10682	12331	14011	15723	17468
国产药的患者数	4152	8087	13552	18576	23699	29920	36263	42730	49322	56042	62892	69873
平均治疗周期(月)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
进口药市场规模(百万)	291	442	516	658	781	907	1011	1096	1164	1217	1256	1284
国产药市场规模(百万)	340	662	1032	1316	1561	1794	1978	2121	2228	2304	2353	2379
一线 EGFR+非鳞癌												
一线 EGFR+非鳞癌病人数	1481	2992	6044	9157	12331	15568	18869	22234	25664	29161	32725	36357
进口药的患者数	444	748	1209	1831	2466	3114	3774	4447	5133	5832	6545	7271
国产药的患者数	1037	2244	4835	7326	9865	12455	15095	17787	20531	23329	26180	29086
平均治疗周期(月)	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
进口药市场规模(百万)	69	117	175	247	309	359	401	434	461	482	498	509
国产药市场规模(百万)	81	175	351	494	619	711	784	841	883	913	933	943
二线及以上 EGFR-非鳞癌												
二线及以上 EGFR-非鳞癌病人数	5504	10649	16518	21757	26345	30901	34439	36926	38331	38619	37757	35711
进口药的患者数	1651	2662	3304	4351	5269	6180	6888	7385	7666	7724	7551	7142
国产药的患者数	3853	7987	13214	17405	21076	24721	27551	29541	30665	30895	30206	28569
平均治疗周期(月)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
进口药市场规模(百万)	172	277	320	391	441	476	488	481	459	426	383	333
国产药市场规模(百万)	200	415	639	783	882	941	954	931	880	806	717	617

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
二线及以上 EGFR-鳞癌												
二线及以上 EGFR-鳞癌病人数	3606	6977	10822	14255	17261	20246	22564	24193	25113	25302	24738	23397
进口药的患者数	1082	1744	2164	2851	3452	4049	4513	4839	5023	5060	4948	4679
国产药的患者数	2524	5233	8658	11404	13809	16197	18051	19354	20091	20242	19790	18717
平均治疗周期 (月)	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
进口药市场规模(百万)	98	159	183	224	253	273	280	276	263	244	220	191
国产药市场规模(百万)	115	238	366	449	505	539	547	534	504	462	411	354
二线及以上 EGFR+非鳞癌												
二线及以上 EGFR+非鳞癌病人数	3520	8211	13926	19510	24959	31386	37637	43705	49583	55263	60737	65999
进口药的患者数	1056	2053	2785	3902	4992	6277	7527	8741	9917	11053	12147	13200
国产药的患者数	2464	6158	11141	15608	19967	25109	30110	34964	39666	44210	48590	52799
平均治疗周期 (月)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
进口药市场规模(百万)	154	299	377	491	585	676	746	797	832	853	863	862
国产药市场规模(百万)	179	448	754	983	1169	1338	1460	1543	1593	1616	1616	1598
二线及以上 EGFR+鳞癌												
二线及以上 EGFR+鳞癌病人数	150	353	611	875	1143	1470	1803	2142	2488	2840	3200	3566
进口药的患者数	45	88	122	175	229	294	361	428	498	568	640	713
国产药的患者数	105	265	489	700	915	1176	1442	1713	1990	2272	2560	2853
平均治疗周期 (月)	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
进口药市场规模(百万)	22	51	83	110	134	158	179	195	209	219	227	233
国产药市场规模(百万)	8	19	33	44	54	63	70	76	80	83	85	86
非小细胞肺癌 PD-1 市场规模												
进口药市场规模(百万)	1428	2285	2754	3525	4166	4782	5259	5616	5870	6035	6125	6150
国产药市场规模(百万)	1648	3370	5376	6874	8118	9210	10011	10568	10918	11096	11131	11048
市场规模 (百万)	3076	5656	8131	10399	12285	13992	15271	16184	16788	17131	17256	17198

数据来源：国家癌症中心，《中华肿瘤杂志》，clinicaltrials.gov，西南证券整理

特瑞普利单抗适应症市场规模

运用同样的模型建立方法，我们可以得到君实 PD-1 所有潜在适应症市场规模：

表 9：君实 PD-1 适应症市场规模及销售额一览（百万元）

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
非小细胞肺癌(国产药市场)	1648	3370	5376	6874	8118	9210	10011	10568	10918	11096	11131	11048
市场占有率(国产)	25%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	28.00%	26.00%	24.00%	22.00%	21.00%	20.00%	19.00%
肝癌(国产药市场)	529	1234	1875	2339	2716	3072	3324	3488	3578	3608	3587	3525
市场占有率(国产)	25.0%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	28.00%	26.00%	24.00%	22.00%	21.00%	20.00%	19.00%
食管癌(国产药市场)	270	641	981	1229	1434	1631	1773	1869	1926	1950	1946	1920
市场占有率(国产)	25%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	29.00%	28.00%	27.00%	26.00%	25.00%	24.00%	23.00%
胃癌(国产药市场)	527	845	1115	1292	1436	1684	1869	2000	2085	2130	2143	2130
市场占有率(国产)	25%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	28.00%	26.00%	24.00%	22.00%	20.00%	19.00%

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
黑色素瘤（国内总市场）	144	183	203	224	241	268	287	299	306	307	304	299
市场占有率（总市场）	40%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	39.00%	38.00%	37.00%	36.00%	35.00%	34.00%	33.00%
其他适应症（国内总市场）	1465	1770	2242	2453	3019	3466	3847	4125	4402	4534	4627	4708
市场占有率（总市场）	2%	7.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
销售收入总额	830	2024	3110	3855	4509	4868	4981	4921	4740	4605	4405	4185

数据来源：西南证券

5.2 建立估值模型——对产品估值

在估值的过程中，参照同类创新药物数据，我们假设毛利率为 95%，销售、管理费用率（不含研发）35%，考虑到特瑞普利单抗已经批准上市，多个适应症已进入临床 III 期，在开发其他适应症方面有国外相关成功案例及理论支撑，研发成功率假设为 95%，加权资本成本 WACC 假设为 9.5%，永续增长假设为 -1%，最终得出君实特瑞普利单抗估值为 184 亿人民币。

表 10：君实特瑞普利单抗估值

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
销售收入总额（百万）	830	2024	3110	3855	4509	4868	4981	4921	4740	4605	4405	4185
-成本	42	101	155	193	225	243	249	246	237	230	220	209
毛利率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
-销售、管理费用（不含研发）	291	708	1088	1349	1578	1704	1743	1722	1659	1612	1542	1465
销售、管理费用率（不含研发）	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
EBIT	298	1014	1666	2113	2506	2921	2988	2953	2844	2763	2643	2511
-所得税	45	152	250	317	376	438	448	443	427	414	396	377
所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
+折旧与摊销（前期低）	1.5	4	7	12	16	20	19	18	17	18	19	20
-营运资金的净变动	207.6	298.4	271.4	186.4	163.5	89.7	28.2	-14.9	-45.2	-33.9	-49.8	-55.2
营运资金	207.6	506.0	777.4	963.8	1127.3	1217.0	1245.2	1230.3	1185.1	1151.2	1101.4	1046.1
-资本性投资（含研发投入）	200	200	200	200	200	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	-152.6	367.8	951.5	1421.7	1782.2	2413.0	2531.0	2542.7	2479.8	2400.3	2315.6	2209.3
WACC	9.5%											
永续增长率	-1%											
PV(FCFF)	-153	336	794	1083	1240	1533	1468	1347	1200	1061	934	814
预测期净现值	11656											
永续期价值	7676											
成功概率	95%											
项目价值	18366											
-净债务价值	0											
持股比例	100%											
股权价值（2019，百万元）	18366											

数据来源：西南证券

6 根据行业特性及中国国情对 DCF 得出的估值进行调整

具体在投资研究过程中，生物医药行业的特定因素以及中国的特殊国情都对最终的估值有一定程度的影响。

6.1 创新医药估值需考虑特定行业因素

6.1.1 资金消耗率

- 资金消耗率指产品研发所需支出的水平和比例。在评估风险时，将公司的资金消耗率与其手头现金和可用资金进行比较是一项重要的工作。
- 生存指数衡量手头现金和净资金消耗率之间的关系。小型公司的生存指数最小，一款药物的研发可能需要 10 年以上的时间，但是海外创新医药公司平均资金只能支持 13 个月的研发。

6.1.2 制造、营销和分销能力

- 制造，市场营销和分销能力决定了产品在投放市场后是否能够快速的达到期望的收入水平。
- 制造、营销和分销环节需要大量的资金，这是许多创业型生物科技公司所没有的。创业型生物科技公司在这些环节的布局或者与合作伙伴的合作是关键观察指标。

6.1.3 知识产权保护

- 估值需要对产品未来收入进行一些估算，而且这些收入预测通常是全球性的。然而，在全球范围内保护知识产权，或者更符合中国创新医药现状的“规避”海外 first in class 专利是非常困难并且花费不菲的。

6.1.4 产品生命周期

- **产品开发生命周期：**

产品开发生命周期非常长，可能需要 10 年以上的时间。在此周期内，不会产生任何收入。

- **产品生命周期：**

专利保护：产品上市，才仅是投资回报的开始。产品生命周期的预期长度（带来收入的阶段）直接影响其价值。尽管目前是 20 年的专利权，但是研发周期占掉了很大一部分时间，产品生命周期相对短暂，有时仅有短短几年。

新产品的竞争：如果一个疾病治疗市场被认为是前景的，那么一定会有针对该市场的开发工作，新的研发产品很可能会替代原有市场主导产品。

6.2 科创板创新医药估值需考虑中国特定国情因素

6.2.1 中国新药上市时间相对海外滞后

同一靶点新药上市时间相对于国际滞后，根源为两国新药审批管理差异，主要体现在新药标准、药品上市申请政策差异、评审机构组织管理、技术指南与标准完善程度上。

随着近些年中国医药监管部门审评审批政策的改革，国内创新医药行业处于一个变革阶段，滞后时间出现快速缩短的迹象，这会影响到估值模型中销售额放量的速度。

6.2.2 国内临床数据有效性、可靠性、查询可及性处于变革期

长期以来中国临床试验数据的相对于海外来讲较为不透明，中国临床试验数据库 ChiCTR 的数据不及 ClinicalTrials，为中国创新医药的临床进度及疗效预判带来较大的困难。

另外，2015 年 7.22 临床数据核查大量撤回现象反映了中国过去的临床数据在有效性和可靠性方面有一定的问题。7.22 事件整顿了临床研究领域，为今后的临床备案制做铺垫。同期 CDE 开始扩张，为真正好药加快审评审批创造基础。中国创新药临床数据监管在制度上逐步向欧美成熟市场靠近，临床数据质量不断提高。

6.2.3 中国创新药物现阶段以 me-too 药物为主

中国现阶段的创新药物多为 me-too 类，较全球以 First in Class (FIC) 药物为主的市场：

➢ 研发角度

1) Me-too 模式开发成本、成功率有优势。当前中国创新药整体水平落后于欧美，从仿制药走向创新药的布局是近两年才逐渐成星火燎原之势。中国创新药企业主要遵循的是 fast-follow 策略，国外药企大量的靶点研究为中国企业提供可行性的参考。在靶点被验证之后，中国药企开发相应的 me-too、me-better 和 Best in Class 药物成为一种成功率更高的策略。

2) 国内医药审核标准逐渐向欧美标准靠拢趋势明显，me-too 药物审批难度不断上升。2017 年 6 月，中国国家食品药品监督管理总局正式加入 ICH (国际人用药品注册技术协调会)，与国际标准逐步接轨趋势明确，药物审核理念从“丰富药品市场种类”导向向国外“满足实际临床需求”导向转变，意味着未来将更多的开展头对头临床试验，me-too 药物少量修饰、为创新而创新的特点将使其面临更加严峻的审批标准。

➢ 市场角度，me-too 药物上市后的市场风险大于 First in Class，市场价值优势不明显

- 1) 现有药品支付环境对 me-too 药物的态度可能会日益趋严；
- 2) me-too 药物需要在 FIC 上市与仿制药上市时间窗口内求生存。

6.2.4 医保局的成立有望促进创新药市场结构变革

美国以商业医保为主，创新药上市后可以很快进入医保；

过去中国虽然国家药品目录原则上每两年调整一次，但是实际上低于预期。国家药品目录在 2000 年发布后，仅在 2004 年、2009 年和 2017 年进行过三次修订和调整，导致上市后医保限制创新药放量。

2018年中国医保局成立，集中了支付、定价和监督三大职能，一改之前多部门管理带来的效率低下、职权模糊的弊端。一方面，提高了药物招标、医保准入效率，建立动态调整系统，将促进创新药进医保作为该改革要点，为后续创新药放量提供了基础；另一方面，医保局以控费为手段、临床价值为标准，促进临床用药结构升级，进一步压缩仿制药利润空间，激发医药企业的研发需求，带动创新药市场结构变革。

7 投资建议及推荐标的

7.1 恒瑞医药（600276）：收入与业绩增长加速，新周期成长趋势明显

公司是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推广的医药健康企业，创建于1970年，2000年在上海证券交易所上市，截至2018年底，共有全球员工20000余人，是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商，也是国家抗肿瘤药技术创新产学研联盟牵头单位，建有国家靶向药物工程技术研究中心、博士后科研工作站。

投资逻辑

- **Q1 收入增长加速明显，全年收入与业绩增长加速趋势确定。**2019Q1 实现收入与归母净利润分别为 49.7 亿、11.9 亿，同比增长 28.8%、25.6%，分别高于 2018Q1 收入与业绩同比增速 7.1、8.7 个百分点，销售分线改革与新品种获批销售是 2019Q1 收入与业绩增速加快的主要原因。2019 年预计摊销股权激励费用 2 亿元，受激励费用摊销的影响，2019Q1 归母净利润同比增速为 25.6%，低于收入增速。2018 年，公司新获批 19K、紫杉醇（白蛋白结合型）、吡咯替尼三个重磅品种，以及受新进医保品种推动作用，以非布司他、艾瑞昔布为首的慢病产品实现高速增长，是公司 2019Q1 收入高增长的主要原因。
- **持续高研发投入，进入研发收获期。**2018 年是公司创新药研发重要年份，19K、紫杉醇（白蛋白结合型）与吡咯替尼三个重磅创新药获批上市；其中，吡咯替尼凭借优异的乳腺癌临床数据成为公司首个以 II 期临床数据获批的创新药品种，未来有望获批 HER2 阳性乳腺癌的全阶段治疗适应症。2019 年，公司有望持续拥有创新药获批上市，PD-1 单抗目前已完成所有技术审评工作，有望于 2019H1 获批，成为国内首批获批的第三家国产 PD-1；瑞马唑仑处于审评审批阶段，有望于 2019Q4 获批上市。此外，PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6 抑制剂等多重磅品种临床已进入 III 期，有望于 2020 年申报上市，这些新品种的陆续获批将推动公司持续成长。
- **创新转型加速，积极防御仿制药带量采购影响。**首批“4+7”城市已试点带量采购政策，入选品种报价降幅明显，未来仿制药低价趋势不可逆，唯有创新才是出路。公司核心仿制品种均为注射剂，在一致性评价进程中要晚于固体口服制剂；我们认为，仿制药带量采购对公司影响比其他企业延迟 1-2 年，而未来 2 年公司创新药即将从数量和销售额上快速崛起，快速实现仿制向创新的战略转型，将有效抵御仿制药降价带量采购对公司收入和业绩造成的负面影响。2017-2019Q1，公司累计申报 22 个创新药品种，在研创新品种总数超过 30 个，未来每年仍将申报多个创新品种，这些品种也将加速推动公司的创新转型。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 54.1/70.9/89.6 亿元，对应 PE 分别为 51/39/31 倍，“买入”评级。

风险提示

肿瘤药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

7.2 复星医药（600196）：研发高投入的医疗航母，首个生物类似物上市在即

集团主要从事药品制造与研发、医疗服务、医疗器械与医学诊断、医药分销与零售，其中以药品制造与研发为核心，并以医疗服务为发展重点。

投资逻辑

- **单抗研发实力强劲，实现国内生物类似药零的突破。** 汉利康为公司自主研发的单克隆抗体药物，主要适用于非霍奇金淋巴瘤、类风湿关节炎的治疗。目前，在中国上市的利妥昔单抗注射液仅为上海罗氏制药有限公司的美罗华®（用于非霍奇金淋巴瘤适应症）。根据 IQVIA 最新数据，2017 年度，利妥昔单抗注射液于中国境内销售额约为人民币 17.3 亿元。基于药品的疗效、适应症发病人群、渗透率、定价及竞品上市时间等多方面的预测，我们预计汉利康销售峰值为 10 亿元以上。另外，公司在研品种曲妥珠单抗、阿达木单抗和贝伐珠单抗生物类似药进入临床 III 期，抗 VEGFR2 单抗、抗 EGFR 单抗、抗 PD-1 单抗等生物创新药进入临床阶段，公司已建成极具深度的研发管线。
- **公司并购能力强，为独特护城河。** 在欧美医药技术的革新经常发生在初创型医药公司，大型药企通过并购小药企实现了技术上弯道超车的案例并不少。在我国，复星为拥有外延发展投资能力的行业标杆。即使复星将要释放复宏汉霖的部分股权，但它的并购能力使其能在未来继续并购如复宏汉霖这样的医药公司，这是公司独特的护城河。
- **短期业绩下滑，现阶段有望迎拐点。** 受研发费用高速增长、国家限制辅助用药、利息费用增加等因素影响，目前公司业绩处于低谷期，预计接下来会随着公司单抗等新产品上市不断落地，公司业绩或改观。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 31.1/36.0/42.5 亿元，对应 PE 分别为 21/18/16 倍，“买入”评级。

风险提示

药品研发进度或低于预期的风险、外延并购整合或低于预期的风险、联合营公司业绩或持续下滑的风险。

7.3 药明康德(603259): 创新药产业高速发展, 助力 CRO/CDMO 龙头启航

药明康德依托于核心业务小分子化学药研发服务, 通过自建子公司、扩建研发生产基地、加快并购整合等方式不断深耕临床前 CRO 领域, 同时快速布局临床 CRO、CMO/CDMO 与医疗器械服务等领域, 能够提供从药物发现到临床前开发到临床试验到小分子化学药生产的贯穿整个药物研发全产业链的药物研发服务, 同时能够提供细胞与基因治疗的开发生产服务与医疗器械检测服务。

主要业务划分

公司主营业务包括 CRO、CMO/CDMO 两大板块, 中国区实验室服务、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务、小分子新药工艺开发及生产四个业务单元。

- 中国区实验室服务: 即临床前 CRO 服务, 在中国地区开展小分子化学药的发现及药物分析及测试服务, 涵盖合成化学、生物学、药物化学、分析化学、药物代谢动力学及毒理学、生物分析和检测等一系列相关业务;
- 美国区实验室服务: 在美国地区主要通过全资子公司 AppTec(药明康德美国)开展业务。AppTec(药明康德美国)在美国费城、圣保罗和亚特兰大三地均设立实验室, 主要为美国客户提供研发服务, 业务范围集中于医疗器械检测、细胞与基因治疗的开发生产服务等相关业务;
- 临床研究及其他 CRO 服务: 主要包括临床试验管理、监察及临床试验数据分析服务、临床协调及现场管理服务与其他 CRO 辅助服务;
- 小分子新药工艺研发及生产服务: 即 CMO/CDMO 业务, 主要通过控股子公司合全药业提供。合全药业拥有国内规模最大、研发实力最强的工艺研发团队之一, 能够为客户提供新药中间体、原料药及制剂从临床前期工艺开发直至商业化生产的一体化服务。

投资逻辑

- **全球领先 CRO/CDMO 服务龙头, 享受行业高速发展红利。**药明康德医药外包业务实现了全产业链覆盖, 其中临床前 CRO 及 CDMO 业务在国内排名第一、全球排名靠前, 各项业务实力和规模占据龙头地位。随着医药研发周期拉长、成本加大、成功率降低等原因, 药企将研发和生产部分外包给专业的 CRO 及 CDMO 公司、产能向中国等低成本地区转移是医药行业的大趋势, 目前国内创新药研发持续火热, 国内研发需求强劲, 我国医药外包产业将实现跨越式发展, 药明康德作为行业龙头将优先承接行业的利好。
- **创新能力及商业模式为持续发展保驾护航。**良好的制度及环境带来的正反馈不断吸引新进高端人才, 使得药明康德在硕博人员数量、比例和人均单产都位居国内前列。首创“风险共担”模式有利于提升毛利水平吸引更多客户合作, 公司核心客户为强生、辉瑞、诺华等全球排名前 20 名的跨国制药巨头, 多年的 CRO 服务为公司积累了大量的创新药研发经验, 为药明康德的持续发展奠定坚实基础。

- **投资收益持续增长，一体化平台优势凸显。**公司已投资约 50 家优质的初创期创新药企，截至 2018 年上半年，累计投资约 2.39 亿美元，并在出售的 7 家总计投入 2,800 万美元的初创公司中共实现了收益 6,160 万美元，这些企业在成长过程中将实现公允价值的不断增值，公司也将实现持续性的投资收益回报。同时，建立的“资本、研发、生产的一体化平台”，拥有优秀的创新孵化能力，使得药明康德整合全球医疗健康资源的能力，明显优于国内的竞争对手，带来的丰富的产业资源和平台优势，也为业务发展提供了充足保证，提高了产业资本的认同度及协同效应。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 25/31/39 亿元，对应 PE 为 37/29/23 倍，“买入”评级。

风险提示

投资收益波动风险，汇率波动风险，行业竞争加剧的风险，行业增速或不及预期。

7.4 药明生物 (2269.HK)：生物药外包护城河优势明显，时代机遇浮现

公司是全球领先的开放式、一体化生物制药能力和技术赋能平台，为全球生物制药公司和生物技术公司提供全方位的端到端研发服务，实现从概念到商业化生产的全过程，加速全球生物药研发进程，降低研发成本。截至 2018 年 12 月 31 日，在药明生物平台上研发的综合项目达 205 个，包括 97 个处于临床前研究阶段，94 个在临床早期（I 期，II 期）阶段，13 个在后期临床（III 期）以及 1 个在商业化生产阶段。预计到 2022 年，公司在中国、爱尔兰、新加坡、美国规划的生物制药生产基地合计产能约 22 万升，这将有力确保公司通过健全强大的全球供应链网络为客户提供符合全球质量标准的生物药。

投资逻辑

- **稳居国内生物制剂外包行业龙头，未来发展空间巨大。**2018 年中国生物制剂外包行业年增长率达 14.7%，预计 2025 年增长率将达到 21% 发展十分迅速。而药明生物在 2017 年便占有了国内 63.5% 的市场，在中国生物制剂服务市场持续占据主导地位。并且由于医药外包行业合作门槛较高，客户流失率低，因此公司整体利润预期将进一步提高。公司利用人才优势和商业创新在七年间就走到了世界前沿，并且公司布局国内的运营基地将不断提高对竞争者的壁垒，持续扩大市场份额。
- **细分行业发展迅速，国内政策利好。**1) **生物药行业：**2012 年到 2016 年间世界范围内生物制药增速达 7.7%，中国则达到 16.4%。市场的快速扩张导致了研发投入的增加，中国生物制剂研发在 2021 年预计将占据全球 46% 的市场。2) **医药外包行业：**全球生物制剂外包行业的增长率达 14.7%，在 2025 年预计将达 21%。而且全球在研药物的平均预期销售的下降将迫使制药公司更加依赖与医药外包公司合作。3) **政策利好：**国内颁布了一系列法律法规来鼓励创新药，并且对仿制药加强了监管，从长期来看生物外包将成为成为收益行业。

- **产能布局大幅扩充，接力公司上游项目。**2018年3月6日，美国FDA批准合作伙伴Ibalizumab上市，公司正式进入国际商业化CMO领域，成为中国目前唯一通过美国FDA cGMP认证的生物制药公司。公司于2018年4月起推动全球化战略布局，在爱尔兰、新加坡、美国及中国投资兴建顶尖的生产基地，公司预计2020年产能扩至约22万升，届时公司的生物药CMO产能将有望仅次于三星生物、BI和Lonza，居全球第四。2019年2月完成首个EMA（欧洲药品管理局）上市前检查，成为中国首个或双重EMA、FAD认证的公司。

盈利预测与投资建议

预计2019-2021年归母净利润分别为10.2/16.4/26.2亿元，对应PE分别为79/49/31倍，“买入”评级。

风险提示

订单增速或不及预期、生产事故、汇率风险、人才流失风险。

7.5 泰格医药（300347）：受益鼓励创新和科创板的创新药指数标的

泰格医药是国内领先的临床合同研究组织(CRO)，专注于为医药产品研发提供I-IV期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等全方位服务。公司的临床研究业务几乎包括了我国GCP中提出的全部临床试验内容，完备的服务内容可以满足绝大多数国内外制药企业的临床研究要求。

投资逻辑

- **国内创新大潮兴起，公司主营临床CRO业务具备极高的景气度。**中国创新药企业崛起的背景下，能够保证药物临床试验高效进行并确保质量的“高信任度”CRO公司势必将在快速发展的市场中拥抱更多机遇。公司新增订单与在手订单充足，2017年新增订单24.2亿，预计2018年同比增长30%以上；配套人员快速增加，2017年底员工3200人左右，2018年底预计4500人；业绩高增长确定性强。
- **受益中国加入ICH，布局全球多中心临床战略下，或打开公司国际成长空间。**2017年CFDA加入ICH后，国外新药加快了国内上市步伐，国内创新药中美双报等案例频出，公司作为国内最优秀的临床CRO企业正通过海外收购、设立海外子公司等方式，已逐步建立了13个海外办事处。一方面公司除了过去的CRC和数据统计业务，还可参与承接外企的国际众多新临床试验业务，另一方面，随着内资创新药企开展全球多中心临床，泰格极有可能携手走向全球。
- **科创板蓄势待发下，公司创新药投资价值有望凸显。**公司在给创新药研发提供服务之外，通过把握创新服务的端口优势与专业优势，开展创新药等项目的股权投资，持续获得丰厚收益。公司股权投资项目充足，18Q3可供出售金融资产为11.5亿，同比增长66%。考虑到科创板对为盈利的创新性生物药医药行业企业放宽口子，要求需要取得至少一项一类新药二期临床试验批件，我们认为公司创新药投资可带来稳定持续受益的同时有望迎来价值重估机会。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年归母净利润分别为 6.7/8.9/11.6 亿元，对应 PE 分别为 51/38/29 倍，“买入”评级。

风险提示

大临床项目进度恢复或不及预期、并购子公司业绩不达预期或造成商誉减值风险等。

7.6 药石科技（300725）：业绩高速增长的小分子砌块龙头

南京药石科技股份有限公司是药物研发领域全球领先的创新型化学产品和服务供应商。主要业务包括：药物分子砌块的设计、合成和销售；关键中间体的工艺开发、中试、商业化生产和销售；药物分子砌块的研发和工艺生产相关的技术服务。目前，公司已为全球医药企业构建了一个品类多样、结构新颖、性能高效的药物分子砌块库，通过使用、组合这些分子砌块，可以帮助新药研发企业在药物发现阶段快速获得大量候选化合物用于筛选和评估，并高效发现化合物结构和活性关系，最终确定临床候选物，从而极大地缩短新药研制的时间和经济成本。

投资逻辑

- **小分子砌块龙头，独特业务模式，有别于传统 CRO/CMO 模式。**公司业务与传统 CRO/CMO 企业相比，在业务模式、产业链所处位置、研发能力等多方面有所不同。
 - 1) 公司主动设计、生产和销售产品，传统 CRO/CMO 企业被动接受药企订单的模式，即前者为产品模式、后者为服务模式；
 - 2) 分子砌块业务处于创新药先导化合物到候选化合物最早期，下游客户既包含传统创新药企，也包含下游 CRO/CMO 药企；
 - 3) 分子砌块模式对研发能力要求更高，研发投入占收入比例约 8%，60% 以上毛利率为最好佐证。
- **与全球砌块龙头相比，具有明显成长空间。**Sigma-Aldrich 公司是全球最大的化合物与生物试剂供应商，是该领域的全球龙头，产品库拥有 25 万个产品；与 Sigma 相比，药石科技小分子砌块产品库规模仍然有很大的发展空间；公司当前砌块库规模仅有 4 万余个，未来仍将处于一个快速的增长周期，现有砌块业务空间仍然巨大，未来砌块产品库规模有望达到 25 万，甚至更大的规模。
- **公司以分子砌块为基础，协同拓展新发展模式。**公司多年砌块研发积累了丰富的药物设计与合成能力。
 - 1) 公司处于产业链最前端，有利于从分子砌块业务扩大到下游更大市场空间的 CMO 业务，2021 年国内 CMO 市场有望超过 600 亿元；公司收购上虞新产能为现有充裕订单以及后续拓展做好 CMO 产能准备；
 - 2) 公司研发能力强、利用公开信息研发分子砌块，与客户利益不冲突，与原有砌块研发业务协同作用明显。若国内 5000 家药企中的 10% 未来选择创新转型，每个企业每年购买 2 个创新药分子，按照每个分子 2000-3000 万的价格计算，国内创新药研发市场需求有望每年达到 200-300 亿。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年归母净利润分别 1.9/2.7/3.8 亿元，对应 PE 分别为 36/25/18 倍，“买入”评级。

风险提示

汇兑损益风险、高环保要求风险、砌块产品研发低于预期风险。

7.7 君实生物-B (1877.HK): 国产 PD-1 首发上市, 中国 Biotech 新星

君实生物是一家创新驱动型生物制药公司, 致力于创新药物的发现和开发, 以及在全球范围内的临床研发及商业化。利用蛋白质工程的核心平台技术, 公司已处在大分子药物的研发前沿。公司是第一家就 PD-1 单克隆抗体向 NMPA 提交 IND 申请和 NDA 的中国公司, 具备自主研发创新能力, 拥有丰富研发管线。

表 11: 君实生物研发管线及进度

疾病种类	在研产品	适应症	研发进度
肿瘤免疫疗法	JS001(PD-1)	黑色素瘤 2L	已上市
		黑色素瘤 1L	III 期
		粘膜黑色素瘤 (+阿西替尼)	II 期
		鼻咽癌	III 期
		胃癌	II 期
		食管癌 (+化疗)	III 期
		尿路上皮癌	II 期
		EGFR-非小细胞肺癌 (+化疗)	III 期
		EGFR+非小细胞肺癌 (+培美曲塞及卡铂)	II 期
		肺泡软组织肉瘤	I 期
		恶性淋巴瘤	I 期
		神经内分泌肿瘤	I 期
		肾癌	I 期
		三阴乳腺癌 (+白蛋白紫杉醇)	I 期
		乳腺癌 (+GP 方案)	I 期
		肝细胞癌	III 期
		肿瘤小分子药物	JS003(PD-L1)
	JS004(BTLA)	实体瘤	IND (FDA)
	JS006(TIGIT)	多种实体瘤	临床前
	JS007(CTLA-4)	非小细胞肺癌、黑色素瘤	临床前
	JS009(未披露)	(未披露)	临床前
	JS011(未披露)	(未披露)	临床前
	JS101 (CDK)	乳腺癌等	获 IND 批准

疾病种类	在研产品	适应症	研发进度
	JS104 (CDK)	乳腺癌	临床前
	JS105(PI3K)	乳腺癌、淋巴瘤等	临床前
代谢疾病	JS002(PCSK9)	高胆固醇血症	II 期
	JS008(未披露)	(未披露)	临床前
炎症/自身免疫	JS005(IL17A)	银屑病、类风湿性关节炎	临床前
	UBP1211(TNF- α /修美乐生物类似药)	类风湿性关节炎	III 期
	UBP1213(BLyS)	系统性红斑狼疮	I 期
神经性疾病	JS010(未披露)	(未披露)	临床前

数据来源：公司官网，药智网，西南证券整理

投资逻辑

- 公司在肿瘤免疫疗法处于领先地位，上市首家国产 PD-1 药物。公司特瑞普利单抗 (JS001, 商品名: 拓益) 是首个获批上市的国产 PD-1 单抗, 同时也是国内第一家向 NMPA 提交 IND 和 NDA 申请 PD-1 单抗的中国公司。作为我国企业独立研发、具有完全自主知识产权的肿瘤免疫治疗创新药, 用于治疗既往标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤, 同时特瑞普利单抗已开展恶性黑色素瘤等诸多晚期肿瘤适应症的共计 20 多项临床试验。PD-1/PD-L1 抗体的免疫疗法优势得天独厚, 市场潜力巨大, 预计 2030 年, 国内销售额有望达 400 亿元规模。在同类药物中率先上市的品种通常享有更大的市场份额和更好的业绩, 公司具有一定先发优势。
- 公司在自身免疫性疾病及代谢疾病治疗方面同样处领先地位。公司为国内首家就抗 PCSK9 单克隆抗体和抗 BLyS 单克隆抗体取得 NMPA 的 IND 申请批准的中国公司。JS002 是首个由中国公司研发并获得 CDA 的 IND 批准的抗 PCSK9 单克隆抗体。临床前试验数据已显示出 JS002 具备出色的降低低密度脂蛋白的活性, 目前处于临床 I/II 期。UBP1213 是抗 BLyS 单克隆抗体, 用于治疗系统性红斑狼疮和其他自身免疫性疾病, 目前处于临床 I 期。

盈利预测与投资建议

公司核心 PD-1 类药物拓益开始商业化, 国内售价不到进口价格的 1/3, 刷新了 PD-1 类肿瘤免疫药物的全球最低价, 未来几年有望结束连续亏损状态, 实现盈利。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 -4.7/-1.5/3.7 亿元, 对应 EPS 为 -0.62/-0.20/0.49 元, 对应 PE 为 -/-/56 倍, “买入”评级。

风险提示

特瑞普利单抗销售以及适应症开发不及预期的风险, 在研产品研发进度不及预期的风险, 科创板上市不及预期的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn