

【医药生物行业 2022 年度策略】

核心五问揆情度理，先进制造+创新升级大处落墨



张金洋 分析师 执业证书编号：S0680519010001  
胡偌碧 分析师 执业证书编号：S0680519010003  
杨春雨 分析师 执业证书编号：S0680520080004  
殷一凡 分析师 执业证书编号：S0680520080007

缪牧一 分析师 执业证书编号：S0680519010004  
祁瑞 分析师 执业证书编号：S0680519060003  
应沁心 分析师 执业证书编号：S0680521090001  
杨芳 研究助理

# 核心结论

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

大热板块的抽水效应、医药政策预期的混沌引发过分担忧、市场环境加剧悲观情绪，“内忧外患”下全年医药板块呈现波动发展。究其本质，今年医药是对前期过高估值的消化。

从新兴4+X细分领域走势来看，医药制造升级表现强势。在国内外政策局势变革期，政策扰动小并有长期逻辑支撑的领域更受投资者青睐，例如生物医药上游、制剂国际化、创新产业链CRO以及CDMO&CMO板块等。最后，落实到个股上来看，总结2021年医药涨幅TOP30标的，医药涨幅榜前30中四大关键词“CXO、生物医药上游、中小市值，新冠”（2015年以来比较独特的一年）。

## 二、复盘展望，缘何过去医药牛&未来会继续牛吗？

**复盘：**过去5年，资本市场供给侧大繁荣、新龙头新高景气领域涌现、定价资金集中入市、市场配置高度集中化等因素造就医药牛基因。

**展望：**人口结构跳跃式进入老龄化，老龄化将带来刚需医药扩容、健康消费升级加剧消费医药渗透率提升，医药行业长期比较优势明显。

## 三、思辨当下，医药的市场层面因素近况如何？

1) 非医药主动型基金低配，医药交易量进入到低迷状态；2) “内忧外患”下波动发展，“核心资产”估值得到结构性初步消化；3) 持仓集中度结构性初步下降，龙头白马估值下调。4) 新冠疫情相关细分领域新冠周期获益得到较大程度消化；

## 四、展望2022，影响医药行业的五个关键问题猜想？

1) **疫情：**会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？疫苗构筑新冠疫情防控首条防线，新冠病毒变异突围，疫情或将趋于常态化；2) **政策：**集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？预计未来情绪演绎会持续弱化，但同时政策对相关板块运行发展的实在影响仍需关注，持续寻找头部集中与政策免疫。3) **制药：**中国创新是否到了国际化拐点？十年磨一剑，国内企业创新国际化大拐点已经到来。4) **CDMO&API：**新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发？新冠小分子治疗药有望给CDMO板块带来持续增量弹性。5) **医疗服务：**政策会不会对民营医疗服务有转向压制？政策鼓励社会化办医的态度没有改变，但阶段性的政策扰动难以避免。

## 五、投资2022，哪些细分？哪些个股？

“4+X”景气各不同，基于赛道逻辑的自下而上甄选个股，在“制造升级”&“创新升级”中广泛筛选，在“消费升级”中严选，在有逻辑的二三线中下功夫，自下而上的基于赛道筛选个股。2022建议布局制造升级（新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化）、科技升级（创新平台、创新新技术CGT、创新国际化biotech license out）、消费升级（品牌中药、康复、疫苗）。具体如下：凯莱英、博腾股份、九洲药业、司太立、东富龙、楚天科技、聚光科技、健友股份、普利制药、泰林生物、恒瑞医药、君实生物、贝达药业、健民集团、片仔癀、三星医疗、智飞生物。（排名不分先后）

**风险提示：**1) 控费政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

- 本质是估值消化诉求，表现是新能源及顺周期板块抽水叠加政策预期混沌加剧
- 医药制造升级成为重点方向，医药涨幅榜前30中四大关键词“CXO、生物医药上游、中小市值，新冠”

## 二、复盘展望，缘何过去医药牛&未来会继续牛吗？

- 过去：资本市场供给侧繁荣+定价资金集中入市+龙马配置高度集中造就医药牛基因
- 展望：人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

## 三、思辨当下，医药的市场层面因素近况如何？

- 交易量&持仓进入低迷状态、“核心资产”估值得到结构性初步消化、持仓集中度结构性初步下降

## 四、展望2022，影响医药行业的五个关键问题猜想？

- 疫情：会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？
- 政策：集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？
- 制药：中国创新是否到了国际化拐点？
- CDMO&API：新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发？
- 医疗服务：政策会不会对民营医疗服务有转向压制？

## 五、投资2022，哪些细分？哪些个股？

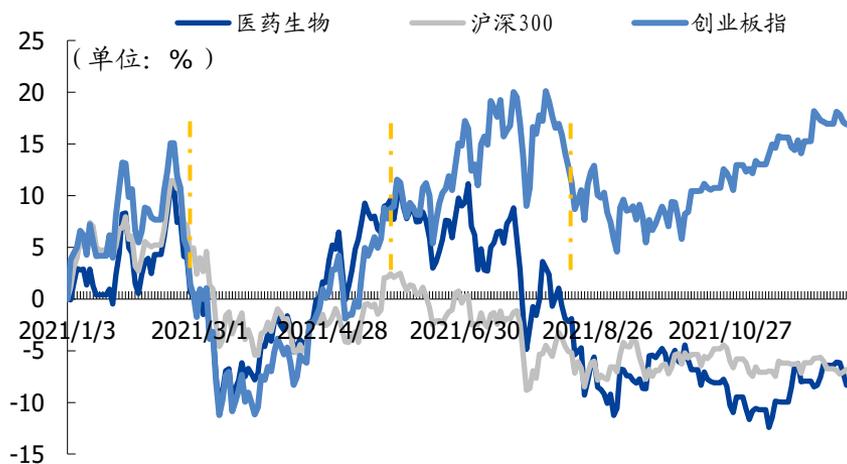
- 制造升级（新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化）
- 科技升级（创新平台、创新新技术CGT、创新国际化）
- 消费升级（品牌中药、康复、疫苗）

# 回首2021：医药指数几经波动，本质是估值消化诉求

大热板块的抽水效应、医药政策引发担忧、市场环境加剧情绪，“内忧外患”下全年医药板块呈现波动发展。究其本质，今年医药是对前期过高估值的消化。

- 1月：整体以震荡为主，全月医药、沪深300、创业板指数走势趋于一致。
- 2月：春节行情，节前指数高度一致，持续向上，节后开始分化回调，医药小幅跑赢创业，跑输沪深300。
- 3月：市场整体出现回调，抱团明显松动；调整后医药表现出优势，明显跑赢创业板，逐步超越沪深300。
- 4月：全球疫情风险再次引发担忧，医药行业比较优势显现，明显跑赢创业板和沪深300。
- 5月：1季报行情后医药出现短暂回调，随后医美、疫苗产业链（疫苗、药机、包材、合作等）、制剂、康复养老概念、中药、三胎概念等热点不断，赚钱效应明显。
- 6月：康复医疗政策催化、细胞治疗商业化落地拉动反弹，医药跑输创业板，跑赢沪深300。
- 7月：前期CDE指导原则引发风险情绪释放，后期教育“双减”文件牵累医药被杀跌，跑输创业板并逐步跑输沪深300。
- 8月：板块间跷跷板效应、新能源、顺周期等大热板块持续抽水，跑输沪深300和创业板指。
- 9月：“内忧”（支付端变革政策边界混沌超预期担忧）“外患”（板块抽水效应）缓解，出现反弹，跑赢沪深300和创业板。
- 10月：罗氏新冠药临床失败、消费税、龙头业绩等负向因素接连冲击医药行业情绪，跑输创业板和沪深300。
- 11月：医药情绪逐渐缓和，指数震荡继续收窄筑底，CXO受益新冠药物订单以及医药底部反弹指数收红。

图表1：年初至今医药生物、沪深300、创业板指走势图



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：医药行业估值溢价率（申万医药行业vs. 全部A股-剔除银行）



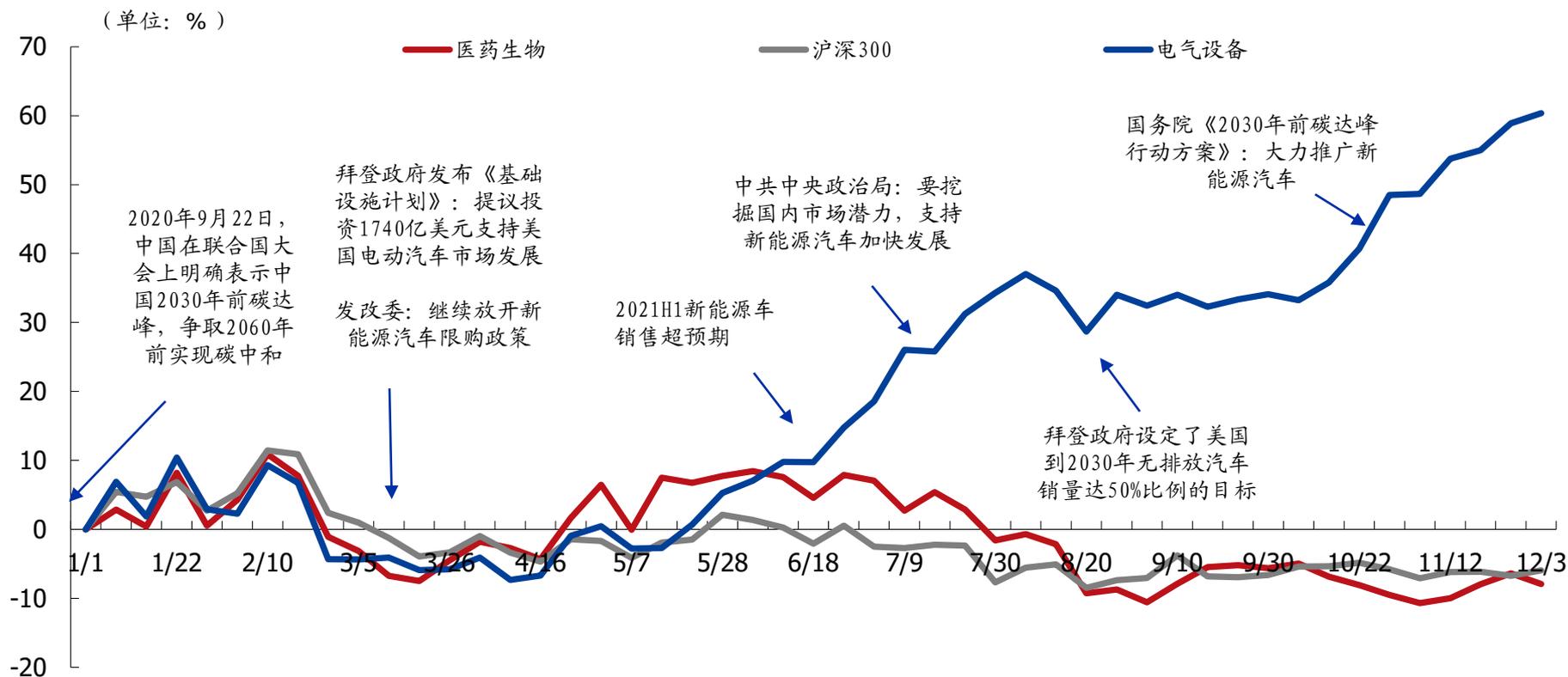
资料来源：wind，国盛证券研究所

## 回首2021：新能源及顺周期板块的抽水是今年医药纠结的表观原因之一

过去几年主线赛道龙头公司持续估值扩张，2021年医药迎来估值消化的一年，究其本质我们认为有两方面的原因，一方面集中在新能源等板块对医药的持续抽水效应，另一方面主要是医药自身政策的混沌加剧带来的影响，“内忧外患”造成了医药指数2021年的震荡估值消化。

➢ 复盘2021年，新能源板块走势强劲，尤其在进入6月份开始逐渐加速，政策催化、需求超预期、国内占比快速提升等各类利好持续刺激，而医药逐渐表现疲软，被持续抽水，震荡筑底。

图表3：复盘年初至今医药和新能源板块涨跌幅走势图



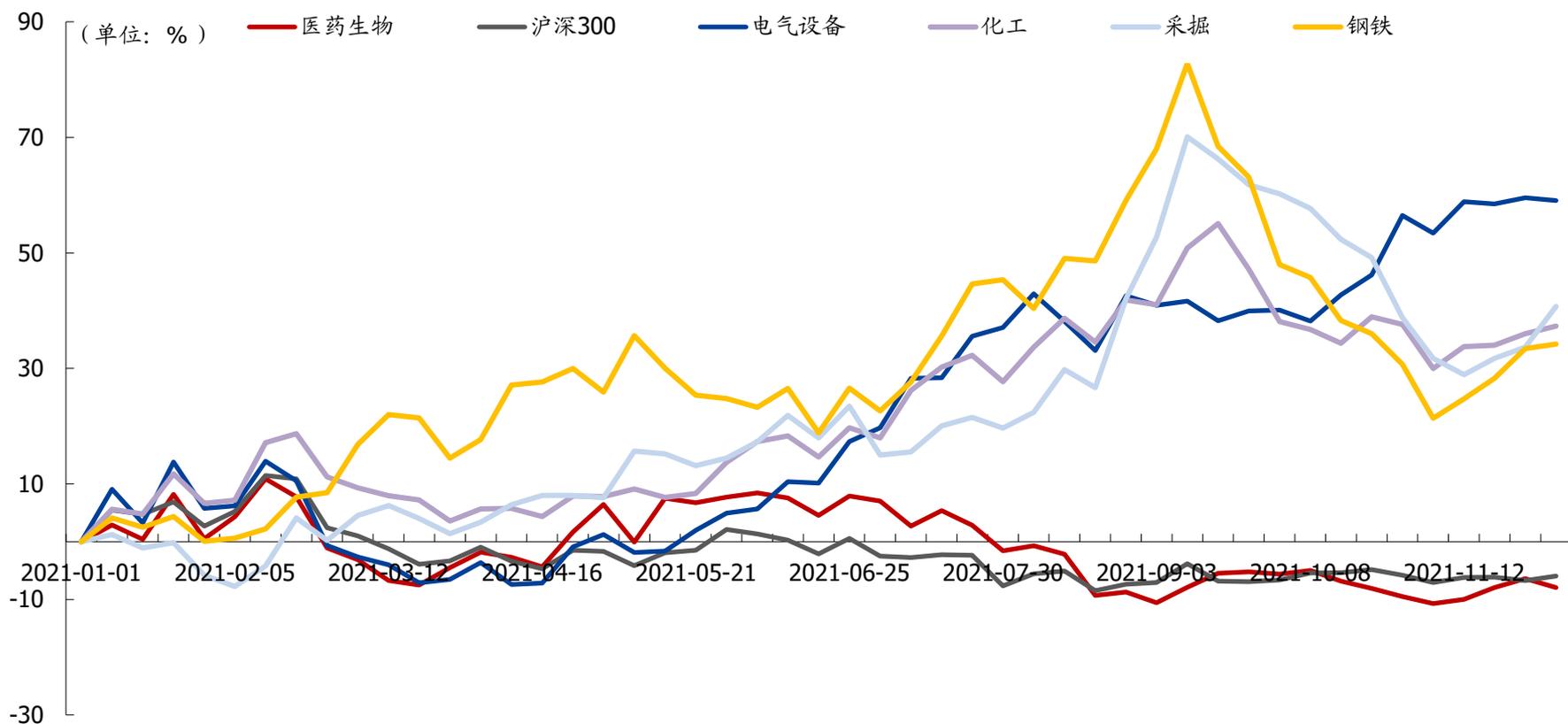
资料来源：wind，国盛证券研究所

# 回首2021：新能源及顺周期板块的抽水是今年医药纠结的表现原因之一

2021年顺周期强势表现，医药板块被抽水明显。

- 顺周期本身估值低，在年末时点，具有一定的避险属性。
- 美联储宽松货币政策的预期加强，全球经济复苏的预期与通胀预期提升。
- 逐步控制疫情后，各国需求回升，预期中美两国逐步步入主动补库存阶段，大宗商品类的顺周期有望迎来景气度的持续回升。

图表4：复盘年初至今顺周期板块走势图



# 回首2021：政策预期的混沌加剧是今年医药纠结的表观原因之二

- **政策预期混沌加剧&过分预期引发了医药指数纠结震荡。**过去几年，集中采购主要集中在药品和高值耗材领域，但今年各地集采的试点，将集采逐渐扩散到了IVD领域、中成药、生物制品、以及医保外领域（每个地方其实都有自身的原因）。影响比较大的几个政策文件：1）深圳八类医疗设备采购（引发了对龙头迈瑞的过度担忧）；2）宁波种植牙集采乃至四川省种植牙集采（引发了对消费类整体的担忧）；3）安徽省IVD集采；4）广东省将生长激素纳入集采（自费类担忧）；5）山东的流感疫苗带量采购。
- **医药短期估值消化，但不改中长期刚需属性及比较优势。**医药的政策混沌叠加抽水效应对板块形成了强烈冲击，但医药板块的刚需属性、相较于其他行业的成长确定性是不变的，在老龄化进程持续带来的刚需医药扩容和健康消费升级渗透率不断提升的情况下，我们对医药板块中长期走势保持乐观。

图表5：年初至今影响较大的医药政策文件一览

## 广东联盟双氯芬酸等153个药品集团带量采购文件 (征求意见稿)

### 2021年市级医疗设备批量集中采购委托服务

#### 项目需求书

#### 一、项目背景

为进一步推进我市医疗设备批量集中采购改革，在总结过往医疗设备批量集中采购改革工作经验的基础上，结合今年的工作实际情况，根据《深圳市财政局关于2021年度市本级医疗设备批量集中采购有关事项的复函》（深财购函〔2021〕356号）的有关意见，我委于2021年3月10日发布《市卫生健康委关于做好2021年度委属医疗卫生机构医疗设备批量集中采购有关事项的通知》，对我委所属22家公立医疗卫生机构2021年的八类医疗设备的采购活动进行批量集中采购，纳入本次批量集采范围的八类医疗设备具体有：MRI、CT、DR、超声、呼吸机、麻醉机、腹腔镜和监护仪。

#### 安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告

信息来源：安徽省药品集中采购中心 发布时间：2021/6/19 浏览次数：3939

PDL202104

根据省纪委监委有关要求，为进一步加强公立医疗机构临床检验试剂管理，整治购销领域违法违规行，净化流通环境和行业生态，引导价格回归合理水平，依据《安徽省公立医疗机构临床检验试剂网上集中交易实施方案》（皖卫药〔2017〕55号）规定，省医药联合采购办公室代表全省公立医疗机构组织开展临床检验试剂集中带量采购谈判议价，由省医药集中采购服务中心具体实施。现就有关事项公告如下：

#### 一、采购范围

（一）采购产品范围。将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争充分的临床检验试剂纳入采购范围。具体如下：

1. 肿瘤相关抗原测定：癌胚抗原(CEA)测定(化学发光法)、甲胎蛋白(AFP)测定(化学发光法)、鳞状细胞癌相关抗原(SCC)测定(化学发光法)、总前列腺特异性抗原(TPSA)测定(化学发光法)、游离前列腺特异性抗原(FPSA)测定(化学发光法)、复合前列腺特异性抗原(CPSA)测定、糖链抗原CA72-4测定(化学发光法)、糖链抗原CA19-9测定(化学发光法)、糖链抗原CA15-3测定(化学发光法)、糖链抗原CA125测定(化学发光法)；

2. 感染性疾病实验检测：乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒表面抗体(抗HBs)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒e抗原(HBeAg)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒e抗体(Anti-HBe)测定(化学发光法)、乙型肝炎病毒核心抗体(Anti-HBc)测定(化学发光法)；

3. 心肌病实验诊断：B型钠尿肽(BNP)测定、N端-B型钠尿肽前体(NT-ProBNP)测定；

中心

### 四川省医药机构医用耗材集中采购实施方案

为进一步规范医用耗材(含体外诊断试剂,下同)集中采购工作,依据《四川省人民政府办公厅关于进一步完善药品和医用耗材集中采购制度的指导意见》(川办发〔2020〕62号)、《四川省医疗保障局等九部门关于印发〈四川省治理高值医用耗材改革实施方案〉的通知》(川医保发〔2020〕5号)等文件精神,结合我省实际,制定本实施方案。

#### 一、总体要求

坚持以省级集中带量采购为主导的医用耗材网上集中采购方向,实施医用耗材分类采购管理,通过平台管理、综合监控,降低医用耗材虚高价格。

#### 二、实施范围

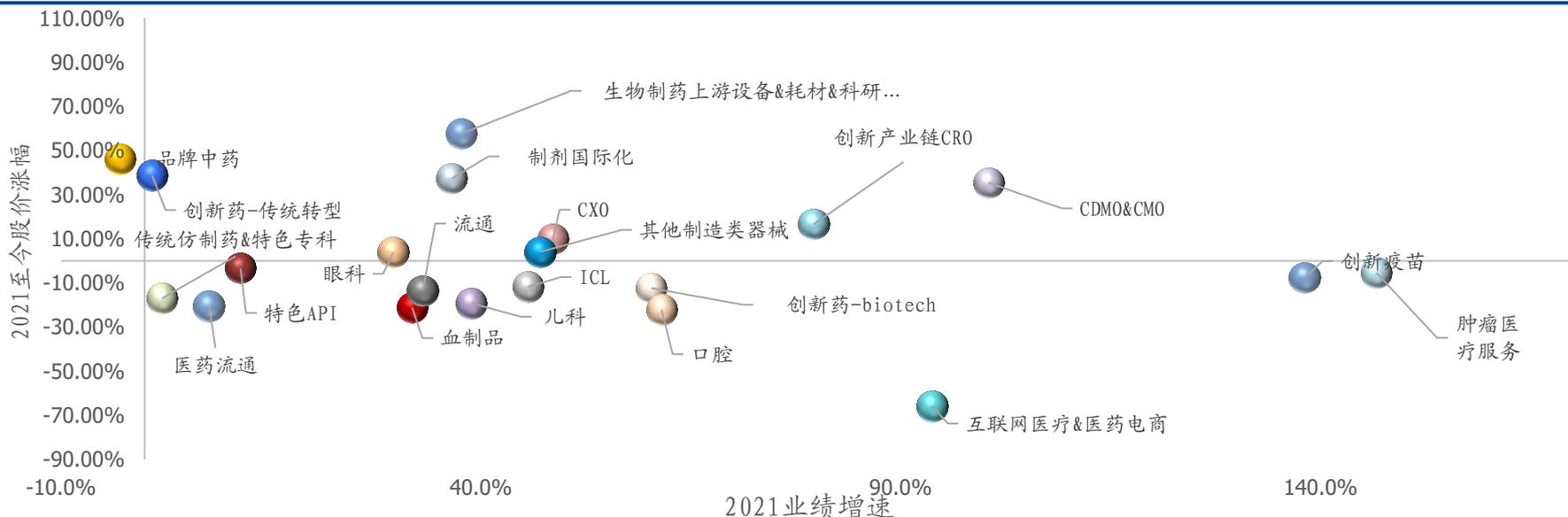
全省公立医疗卫生机构(含参与我省集中采购的军队医疗卫

资料来源：深圳市卫健委，四川省药械集采平台，安徽省医保局，广东省药品交易中心，国盛证券研究所

# 回首2021：医药4+X方向下医药制造升级是今年最重点方向

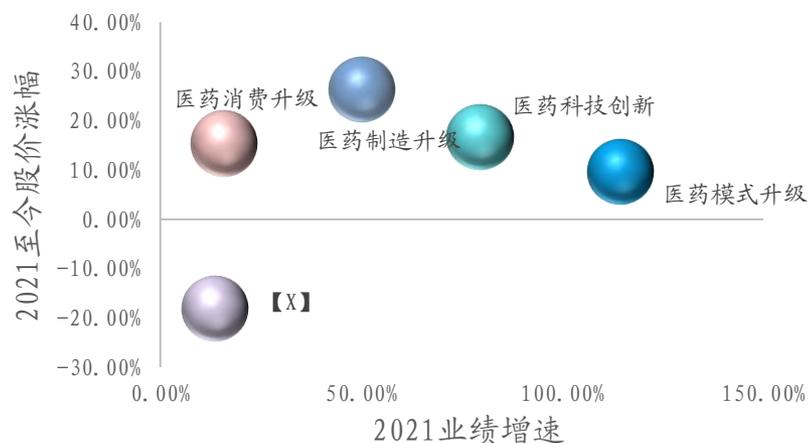
- 医药制造升级成为资本重点青睐方向。制造升级中主要是CDMO/CMO的带动，整体增速强劲，同时由于部分标的新冠小分子的加成，表现尤为突出。制造升级中优质医疗器械公司也成为拉动因素。医药消费升级和模式升级表现一般主要是政策压制、疫情反复复苏不及预期。医药科技创新需要整体市场的偏好，在美股中概和港股18A整体调整的扰动下表现一般，2021年明显侧重于制造升级。
- 4+X细分领域表现高度分化，股价走势与业绩并非完全相关。部分业绩快速增长领域出现下跌，例如新冠相关的创新疫苗是更多受疫情周期扰动，医疗服务中的肿瘤领域等收到政策扰动。在国内外政策局势变革期，政策扰动小并有长期逻辑支撑的领域更受投资者青睐，例如生物医药上游、注射剂国际化、创新产业链CRO以及CDMO&CMO板块等。

图表7：2021年医药4+X细分领域分化图（2021.1.1至2021.12.2）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：2021年医药4+X分化图（2021.1.1至2021.12.2）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 回首2021：医药涨幅榜前30中四大关键词“CXO、生物医药上游、中小市值，新冠”

## 个股角度，涨幅Top 30个股走势

- 新冠相关表现突出。**30家公司中，新冠相关的公司超过1/3，且部分CXO优质标的同样受益新冠小分子订单。另外，部分小市值的标的受益新冠弹性，表现突出。
- CXO、生物制药上游等领域多点开花。**相比2020年疫情相关标的唱独角戏，2021年涨幅前30更加分散在不同子领域。CXO和生物制药上游（制药装备、科研服务等）表现突出，其他如中药和基因治疗等也有部分表现亮眼。优质赛道依然是涨幅居前个股的主要出处。
- 中小市值公司表现亮眼。**涨幅前30中市值超过1000亿的仅有3家，500亿-1000亿的也仅有2家，其中期末市值200亿以下17家。中小市值表现更为亮眼，核心原因是流动性相对充沛、叠加核心资产连续3年拔估值后市场风格切换，因此二三线标的今年表现的尤为突出。

图表8：A股医药板块涨幅前30标的情况（2021.1.1-2021.12.2）

公司代码	公司名称	涨跌幅	市值/亿元	相关逻辑
688356.SH	键凯科技	252%	232	国内稀缺的医用PEG材料龙头
688202.SH	美迪西	246%	336	CXO优质标的
688198.SH	佰仁医疗	229%	246	优质植介入器械标的
688301.SH	奕瑞科技	213%	388	优质医药制造标的
300171.SZ	东富龙	209%	312	疫苗产业链、优质制药装备标的
688068.SH	热景生物	195%	71	新冠检测概念标的
301089.SZ	拓新药业	194%	107	新冠小分子概念标的
605369.SH	拱东医疗	180%	127	优质生命科学上游标的
300363.SZ	博腾股份	159%	514	CXO优质标的
002219.SZ	*ST恒康	152%	81	民营医院概念+资产重组
600976.SH	健民集团	145%	90	业绩高增长中药标的
600055.SH	万东医疗	145%	123	优质医药制造标的
300358.SZ	楚天科技	134%	139	疫苗产业链、优质制药装备标的
601567.SH	三星医疗	133%	210	优质医疗服务标的
002432.SZ	九安医疗	128%	94	新冠检测概念标的
301060.SZ	兰卫医学	126%	150	新冠检测概念标的
600771.SH	广誉远	125%	147	医药消费+资产重组概念
300204.SZ	舒泰神	122%	85	新冠药物研发标的
600587.SH	新华医疗	114%	108	疫苗产业链、优质制药装备标的
603127.SH	昭衍新药	113%	506	CXO优质标的
600436.SH	片仔癀	104%	2,794	医药消费优质标的
430047.BJ	诺思兰德	101%	47	基因治疗优质标的
002198.SZ	嘉应制药	100%	39	中药概念股
300142.SZ	沃森生物	99%	1,048	优质疫苗标的
000739.SZ	普洛药业	87%	460	CXO优质标的
688315.SH	诺禾致源	81%	184	优质科研服务标的
603392.SH	万泰生物	73%	1,467	优质疫苗标的
002932.SZ	明德生物	73%	76	新冠检测概念标的
603456.SH	九洲药业	72%	487	CXO优质标的
688677.SH	海泰新光	71%	79	优质医药制造标的

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

- 本质是估值消化诉求，表观是新能源及顺周期板块抽水叠加政策预期混沌加剧
- 医药制造升级成为重点方向，细分领域多点开花，中小市值公司备受青睐

## 二、复盘展望，缘何过去医药牛&未来会继续牛吗？

- 过去：资本市场供给侧繁荣+定价资金集中入市+龙马配置高度集中造就医药牛基因
- 展望：人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

## 三、思辨当下，医药的市场层面因素近况如何？

- 交易量&持仓进入低迷状态、“核心资产”估值得到结构性初步消化、持仓集中度结构性初步下降

## 四、展望2022，影响医药行业的五个关键问题猜想？

- 疫情：会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？
- 政策：集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？
- 制药：中国创新是否到了国际化拐点？
- CDMO&API：新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发？
- 医疗服务：政策会不会对民营医疗服务有转向压制？

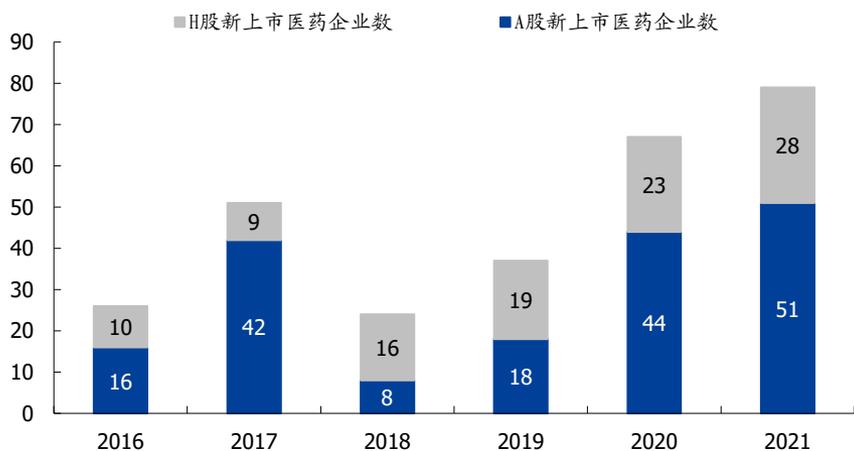
## 五、投资2022，哪些细分？哪些个股？

- 制造升级（新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化）
- 科技升级（创新平台、创新新技术CGT、创新国际化）
- 消费升级（品牌中药、康复、疫苗）

# 复盘：过去5年医药牛基因——资本市场供给侧大繁荣，新龙头新高景气领域涌现

- 过去5年，随着A股注册制推行，科创板、北交所开放，以及港股上市制度改革等措施，医药企业上市速度明显加快，整体规模迅速扩容。2019-2021年（截止11月底），分别有37家，67家，79家医药企业在A/H股上市，截止目前，A/H股已经有近600家上市医药企业。
- 医药上市公司扩容带来新兴赛道繁荣，背后是三重升级共振。近5年，医药新细分领域呈现百花齐放，CXO、医美、眼科消费品、疫苗、医疗专科连锁、互联网医疗、科研试剂&服务均已成为规模化板块。背后是近5年医药“创新升级”、“消费升级”、“制造升级”三重逻辑共振。
- 高景气新龙头持续涌现。目前医药市值排名前列的公司中，迈瑞医疗、药明康德、药明生物均是近几年上市。其他千亿市值以上的百济神州（Biotech）、京东健康（互联网医疗）、万泰生物（疫苗）、康龙化成（CRO）、凯莱英（CDMO）、爱美客（医美）也都成为各自细分领域龙头，相比5年前，变化可谓翻天覆地。

图表10：近年A股与港股新上市医药企业数量



资料来源：Wind，国盛证券研究所（2021年截至12月2日）

图表9：2016年以来上市的医药公司市值A股Top10&港股Top5

市场	排序	名称	上市日期	当前市值	上市至今涨幅（含首日）
A股	1	迈瑞医疗	2018-10-16	4,199	620%
A股	2	药明康德	2018-05-08	4,185	1459%
A股	3	万泰生物	2020-04-29	1,447	3716%
A股	4	康龙化成	2019-01-28	1,384	2189%
A股	5	凯莱英	2016-11-18	1,194	3149%
A股	6	爱美客	2020-09-28	1,155	716%
A股	7	康泰生物	2017-02-07	776	5102%
A股	8	华熙生物	2019-11-06	760	233%
A股	9	康希诺-U	2020-08-13	638	23%
A股	10	昭衍新药	2017-08-25	522	4160%
H股	1	药明生物	2017-06-13	4,352	1393%
H股	2	百济神州	2018-08-08	2,606	99%
H股	3	京东健康	2020-12-08	2,012	-11%
H股	4	时代天使	2021-06-16	585	101%
H股	5	微创机器人-B	2021-11-02	483	17%

资料来源：Wind，国盛证券研究所（市值为亿元/亿港元，截至12月2日）

图表11：近年部分新兴医药赛道情况

新兴赛道	代表性新上市企业	平均市值	上市至今平均涨幅
CXO	药明康德，康龙化成，凯莱英，昭衍新药，美迪西，药石科技，皓元医药	925	1809%
眼科消费品	兴齐眼药，欧普康视，昊海生科，爱博医疗，欧康维视	225	1115%
疫苗	万泰生物，康希诺，康泰生物，百克生物，康华生物，欧林生物，三叶草生物	413	1047%
互联网医疗	平安好医生，京东健康，阿里健康	1096	371%
科研试剂&服务	泰坦科技，阿拉丁，纳微科技，诺禾致源，义翘神州，百普赛斯，诺唯赞	212	337%
医美	爱美客，华熙生物，昊海生科	714	332%
医疗专科连锁	海吉亚，朝聚眼科，希玛眼科，锦欣生殖	190	87%

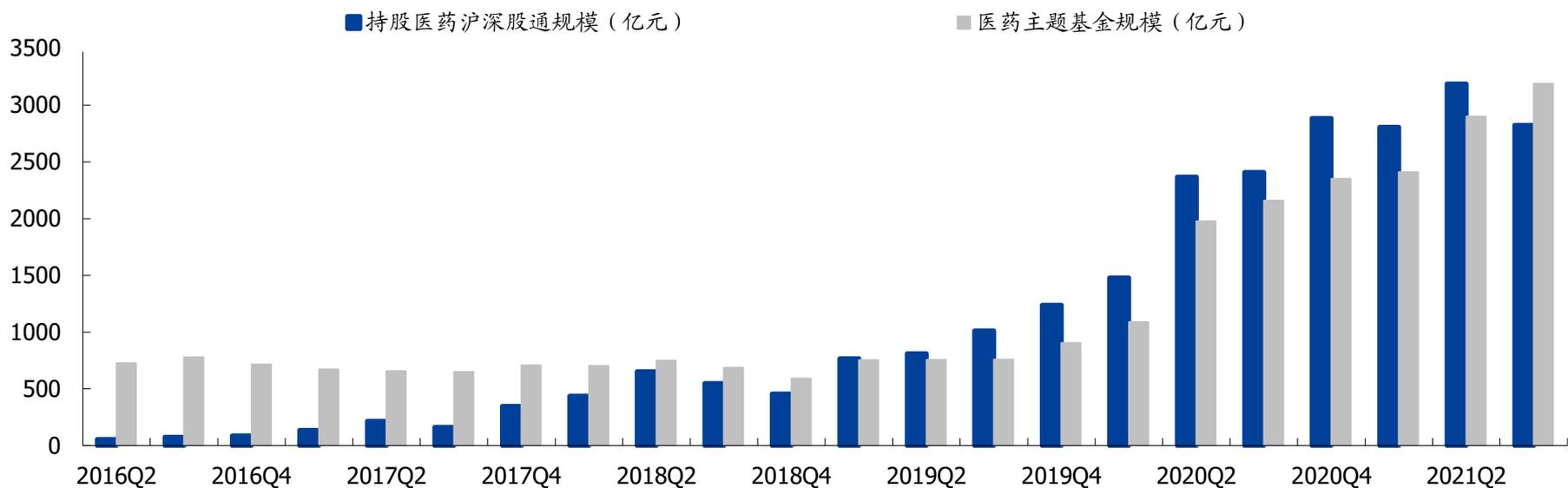
资料来源：Wind，国盛证券研究所（市值为亿元，截至12月2日，11涨跌幅含IPO首日涨跌）

## 复盘：过去5年医药牛基因——定价资金集中入市

回顾2018-2020年医药核心资产估值大幅重塑的过程，本质原因之一是定价资金的集中入市，机构化的长线资金成就了医药核心资产的长期配置牛：

- **外资入市：**外资是典型的具备定价权的长线资金，而医药板块的长期高景气以及高确定性使其受到外资青睐。外资从2016年起就开始加配医药，随着2018年中国金融市场的进一步开放，外资进一步扩大对医药板块的配置，外资的定价方式对医药板块开始产生了深远的影响。自从教育“双减”文件出现之后，外资对A股医药板块的加配节奏开始放缓。
- **医药主题基金：**居民资产权益化以及外资配置医药的规模扩大带来的财富效应导致医药主题基金水涨船高。由于居民资产权益化的趋势持续，2018-2021年期间公募基金的规模持续扩大，同时由于外资集中配置医药板块带来了核心资产的强财富效应，医药主题基金成为各个基金的明星产品，规模从2018年底的591亿扩大到2021年Q3的3188亿元。同时，由于医药主题基金基本都是各个基金公司的明星产品，其真实的撬动效应远远大于其规模。

图表12：医药主题基金与沪深股通持股医药规模变化（2016Q2-2021Q3）

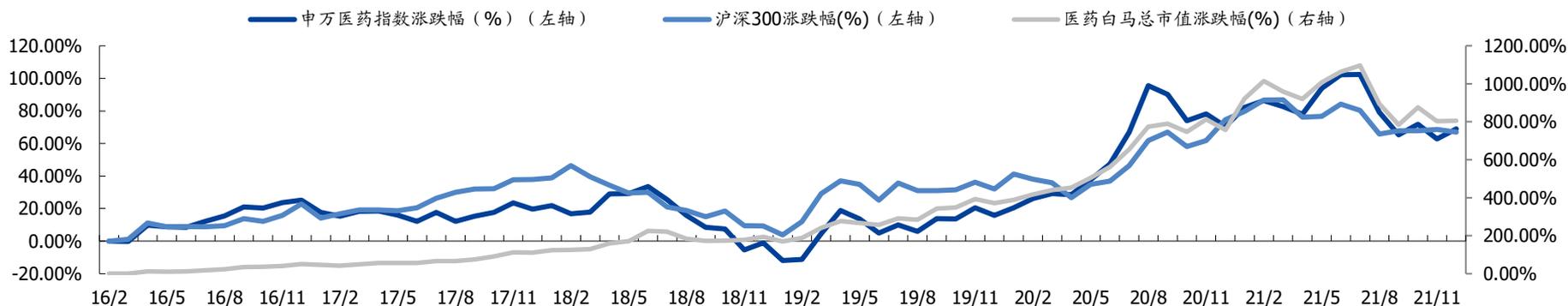


资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 复盘：过去5年医药牛基因——市场配置高度集中化，龙马牛高景气牛带动指数牛

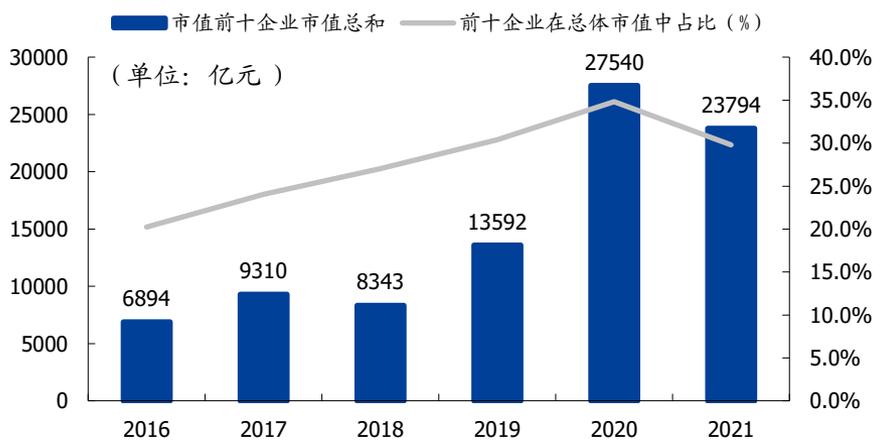
- 过去5年，医药板块中市值前10企业规模及占比持续提升；2020年底，市值前10企业占比已达35%，前30企业占比达53%。
- 公募基金抱团现象在2020年底达到极致，持有恒瑞、迈瑞、药明、高新的基金数均超过400家，多个公司公募持仓总占比超过10%，而更多的三四线企业严重缺乏关注度。
- 配置集中化带动医药白马持续走强，30个医药白马总市值在21年高点时相较16年初涨幅达10倍，同时拉动了医药指数翻倍。

图表13: 医药指数涨跌幅VS沪深300涨跌幅VS医药白马走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (医药白马选择2020年底公募基金持仓数量最多的30个医药个股作为样本, 市值涨幅包含期间新上市个股因素)

图表14: A股医药市值前十企业市值及占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (2021年截至12月2日)

图表15: 2020年底公募基金持仓数最多的15个医药企业情况

名称	总市值	持有公募基金数	公募基金持股总市值	持股市值占比
恒瑞医药	5942.7	756	415.19	6.99%
迈瑞医疗	5178.8	550	485.76	9.38%
药明康德	3289.4	466	393.62	11.97%
长春高新	1816.8	455	325.63	17.92%
爱尔眼科	3086.6	268	268.28	8.69%
智飞生物	2366.6	256	163.50	6.91%
泰格医药	1410.1	180	152.78	10.83%
金域医学	588.7	150	42.04	7.14%
通策医疗	886.6	136	156.43	17.64%
凯莱英	725.5	107	106.55	14.69%
康泰生物	1194.1	101	120.92	10.13%
华海药业	491.8	81	48.08	9.78%
云南白药	1451.1	67	13.20	0.91%
人福医药	523.1	63	28.99	5.54%
片仔癀	1613.9	62	24.47	1.52%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (市值为亿元, 选取20201231数据)

# 展望：医药未来牛基因——人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

中国已经跳跃式进入老龄化社会，而未来的老龄化形式将更加严峻：

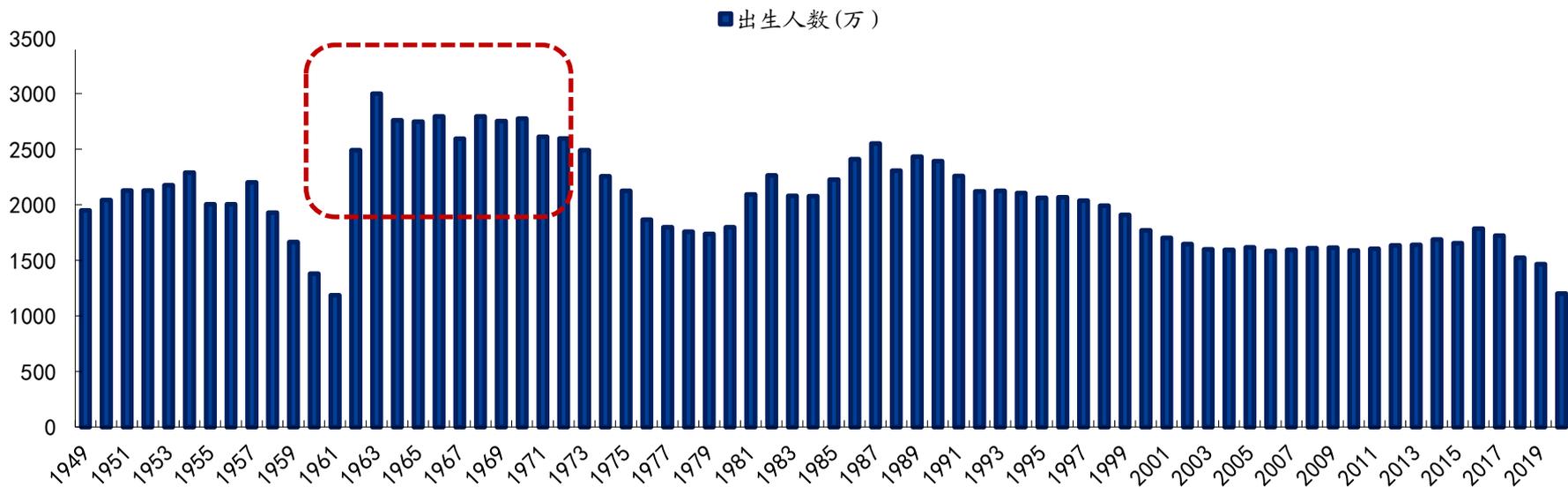
- **我国已经进入深度老龄化社会：**第七次人口普查显示我国60岁以上人口占比达18.70%，已越过深度老龄化（14%）红线，向超老龄化社会（20%）发展。
- **建国以来的第一波婴儿潮即将步入60岁，未来老龄化形式将更加严峻：**建国以来我国共经历了两次婴儿潮，分别是：三年自然灾害后（1962-1971）以及改革开放后（1982-1992），而第一波婴儿潮将从2022年开始逐步进入60岁。

图表16：第七次人口普查国内居民年龄构成及变化

年龄构成	占比	较六人普变化
0—14岁人口及（占比），万人	25338（17.95%）	占比+1.35百分点
15—59岁人口及（占比），万人	89438（63.35%）	占比-6.79百分点
60岁以上人口及（占比），万人	26402（18.70%）	占比+5.44百分点
65岁以上人口及（占比），万人	19064（13.50%）	

资料来源：统计局，国盛证券研究所

图表17：中国建国后历年出生人数



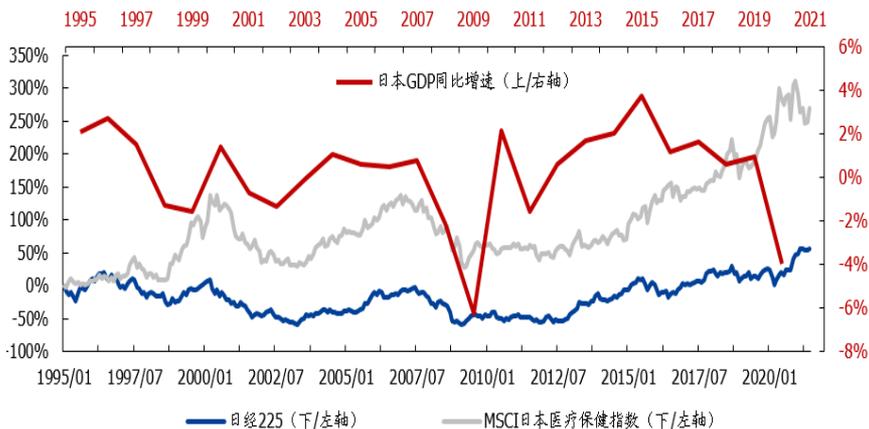
资料来源：统计局，国盛证券研究所

# 展望：医药未来牛基因——人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

从日本的经验来看，经济降速、老龄化持续加剧下，医药行业具有确定性的比较优势：

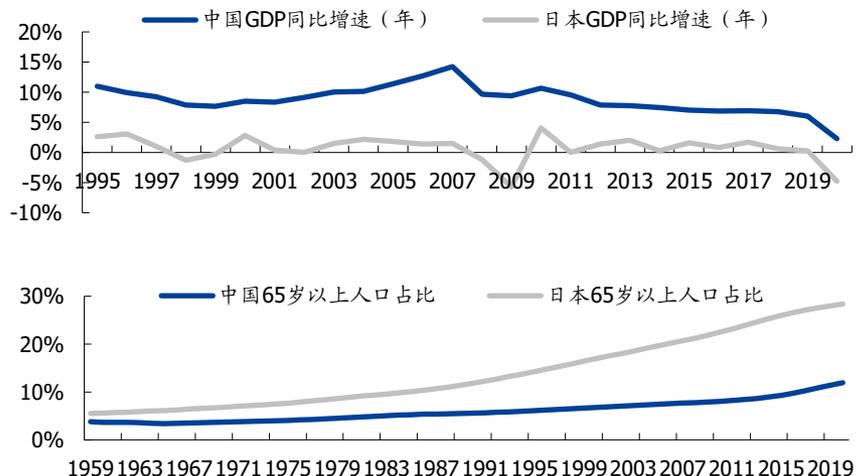
- 日本股市30年回顾，医药具备显著超额收益：对标日本，从上世纪90年代开始，GDP增速趋势下滑明显，人口老龄化持续加剧，在整体股市表现平平的情况下，其医药板块跑出显著超额收益；着眼中国，GDP增速同样趋势下滑，老龄化人口逐步逼近日本上世纪90年代，与日本曾经走过的路极为相似。
- 我们认为，从中长期来看，医药在老龄化趋势下具备最强的增量属性比较优势，逻辑周期够长且确定性够强（老龄化加剧刚需医药扩容、健康消费升级加剧消费医药渗透率提升），未来消费医药类配置资金会从中长期维度强化配置医药，导致医药整体水位提升，中长期值得乐观。

图表18：日本GDP增速、日经225指数与日本医疗保健指数走势图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表19：GDP同比增速对比、老龄化人口占比对比（中国vs日本）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

- 本质是估值消化诉求,表现是新能源及顺周期板块抽水叠加政策预期混沌加剧
- 科技创新和制造升级成为重点方向,中小市值公司备受青睐

## 二、复盘展望,缘何过去医药牛&未来会继续牛吗?

- 过去: 资本市场供给侧繁荣+定价资金集中入市+龙马配置高度集中造就医药牛基因
- 展望: 人口结构跳跃式进入老龄化,医药行业长期比较优势明显

## 三、思辨当下,医药的市场层面因素近况如何?

- 交易量&持仓进入低迷状态、“核心资产”估值得到结构性初步消化、持仓集中度结构性初步下降

## 四、展望2022,影响医药行业的五个关键问题猜想?

- 疫情: 会不会有新变种? 新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情?
- 政策: 集采全面蔓延,是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真?
- 制药: 中国创新是否到了国际化拐点?
- CDMO&API: 新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发?
- 医疗服务: 政策会不会对民营医疗服务有转向压制?

## 五、投资2022,哪些细分?哪些个股?

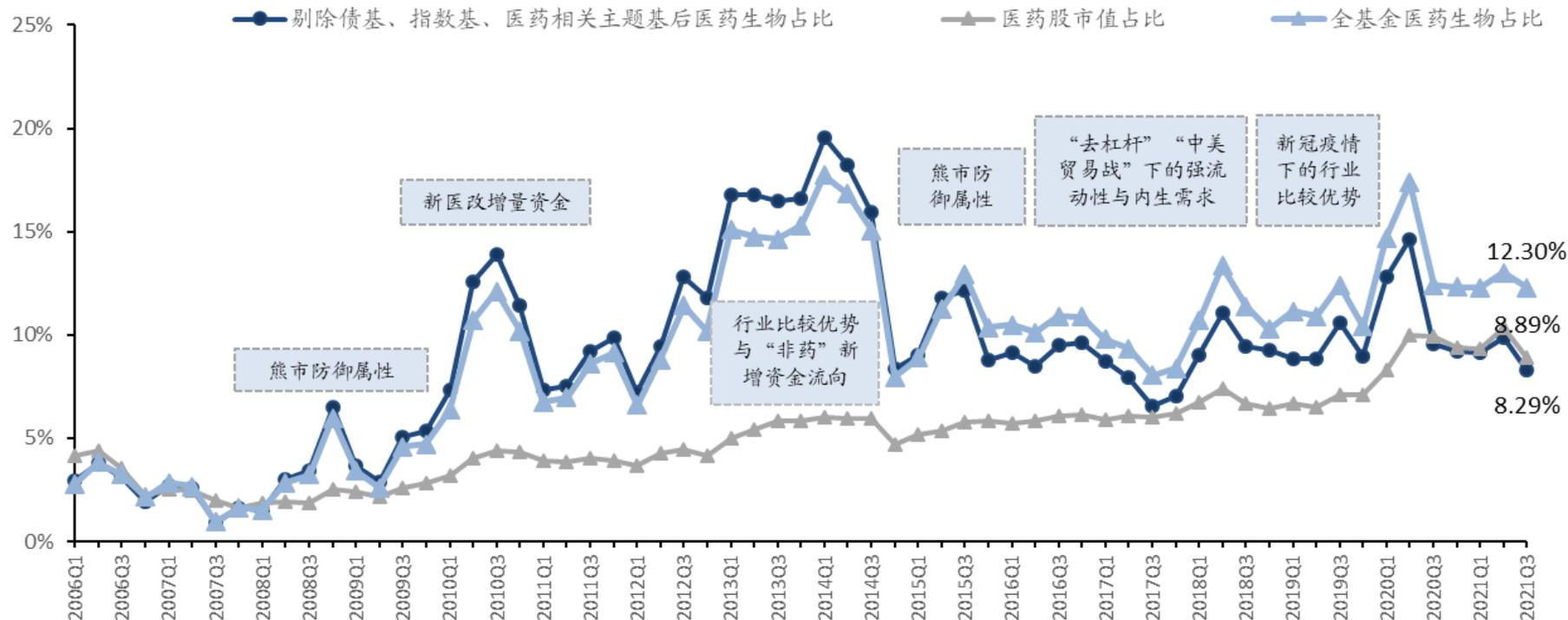
- 制造升级(新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化)
- 科技升级(创新平台、创新新技术CGT、创新国际化)
- 消费升级(品牌中药、康复、疫苗)

## 非医药主动型基金低配，创2018年后新低

2021Q3公募基金重仓医药持仓来看，全基金的医药仓位持续超配，但剔除医药主题基金、指基与债基后，非医药主动型基金连续5个季度低配。尤其是在2021Q2低配幅度快速扩大至0.49个百分点后，2021Q3低配幅度进一步扩大至0.60个百分点，创造了2018年后新低。

医药悲观情绪正在渐入底部的趋势，低配之后有望看到潜在机会。一方面，自2021Q2之后，非医药主动型基金的医药仓位开始明显低配（医药情绪明显悲观），另一方面2021Q3低配幅度并未快速扩大，一定程度上反映了医药悲观情绪正在渐入底部的趋势，当前时点不可忽视医药低配的同时，也可以看到医药低配之后潜在的机会。

图表20：公募基金重仓医药持仓变化趋势图（2006-2021Q3）

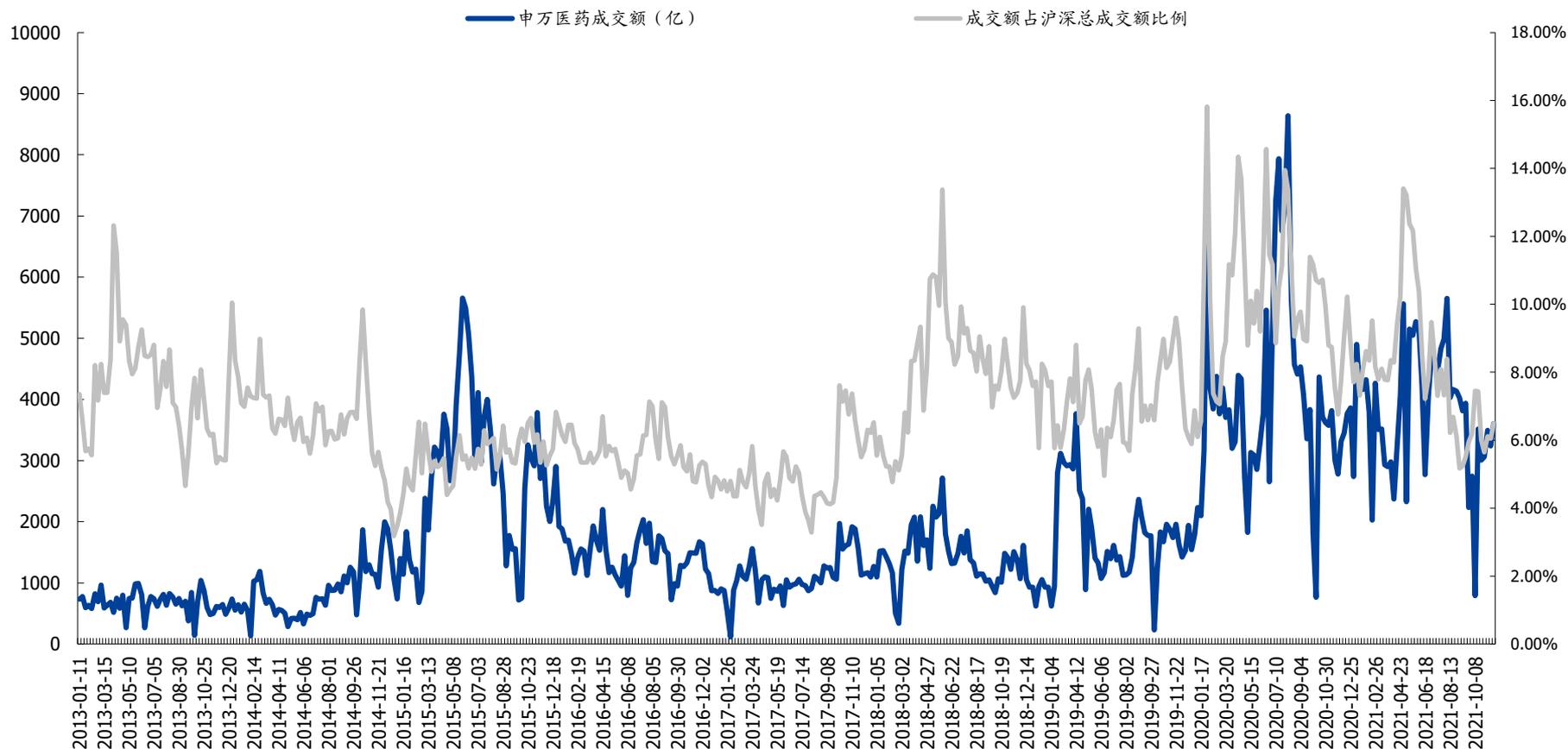


资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 医药交易量进入到低迷状态

医药交易量进入到低迷状态：医药8月至今交易额占比几乎都在7%以下，在较长一段时间交易额均维持在低位。

图表21：2013年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



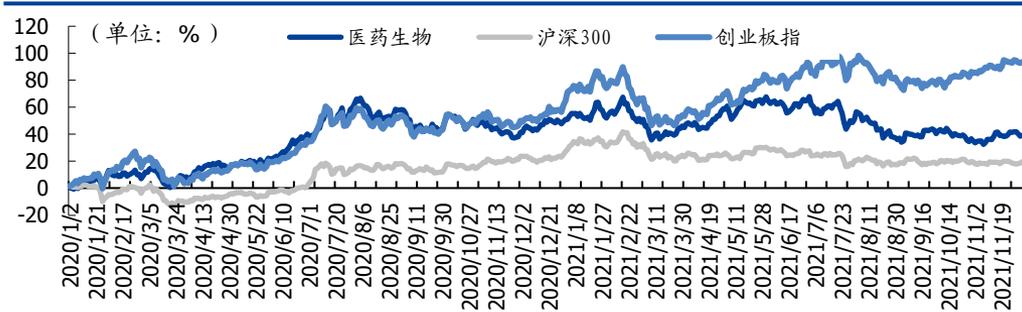
资料来源：Wind，国盛证券研究所

# “内忧外患”下波动发展，“核心资产”估值得到结构性初步消化

今年7月至今，医药板块指数行情主要受两大因素影响：1) 外患：新能源及顺周期等大热板块的牛市吸水效应；2) 内忧：医药政策变化催生的内部担忧情绪。加之市场环境变化发酵，“内忧外患”下，下半年医药板块呈现波动发展。

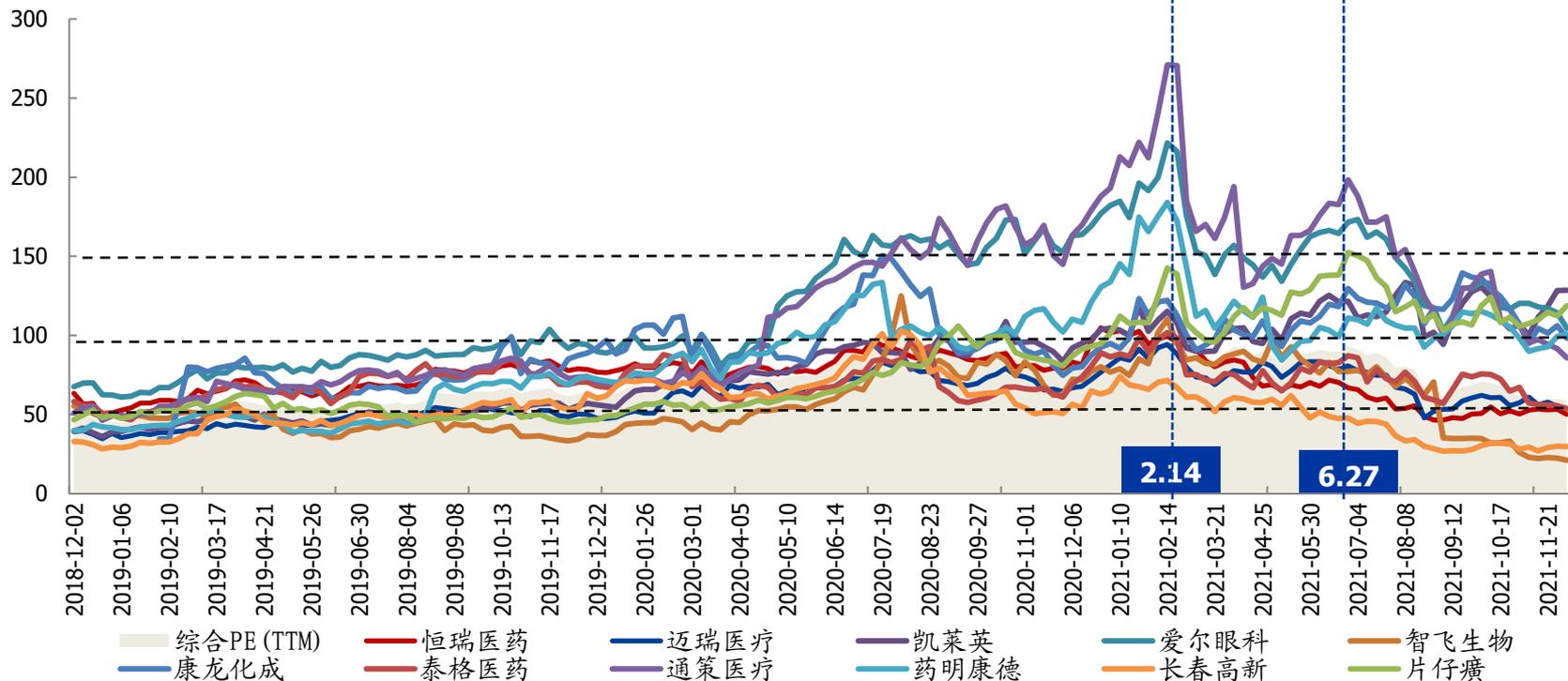
分析10家医药板块代表性公司三年来PE走势，自2020年4月开始快速爬升，并在经历2021年初的巅峰高开后，于下半年逐渐趋于平稳。究其本质，今年医药板块实现了结构性估值的初步消化。

图表22：2020年初至今医药生物、沪深300、创业板指走势图



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表23：2018年12月以来医药板块代表性公司PE走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 持仓集中度结构性初步下降，龙头白马估值中枢下移

- ▶ **头部标的公募重仓医药持有基金数减少明显，持仓集中度结构性初步下降：**从2021Q3公募基金重仓标的来看，以迈瑞医疗、恒瑞医药、爱尔眼科为代表的龙头标的持有基金数出现明显减少。相较于中部次热标的，大市值龙头白马结构分化演绎更加明显，迈瑞医疗、长春高新、恒瑞医药、智飞生物重仓持股市值占比出现下降，机构持仓高度集中的格局开始发生改变。
- ▶ **伴随仓位调整，龙头白马估值中枢下移：**伴随大市值龙头白马结构分化演绎的同时，头部标的在Q3出现估值中枢下移。重仓标的的中市值千亿以上标的单季度估值中枢平均下移幅度高达14.6%，市值千亿以下标的单季度平均下移幅度仅为0.11%，头部标的的市盈率更是出现连续下挫趋势，结构性分化现象明显，重仓标的估值进入阶段性调整。

图表24：2021年公募基金重仓医药持有基金数及市值占比变化情况

代码	名称	2021Q3市值 (亿元)	21Q3-21Q2 持有基金数 变动(支)	21Q2-21Q1 持有基金数 变动(支)	21Q1-20Q4 持有基金数 变动(支)	21Q3-21Q2 重仓持股市值/公 司总市值的变动	21Q2-21Q1 重仓持股市值/公 司总市值的变动
300760.SZ	迈瑞医疗	4,686	92	79	26	1.4%	1.6%
603259.SH	药明康德	4,512	15	356	102	2.7%	5.7%
600276.SH	恒瑞医药	3,213	137	79	-63	0.2%	-1.9%
300015.SZ	爱尔眼科	2,887	43	-172	322	0.0%	4.1%
300122.SZ	智飞生物	2,544	39	151	-51	0.7%	2.2%
600436.SH	片仔癀	2,282	1	0	-6	0.6%	0.0%
300759.SZ	康龙化成	1,711	29	45	31	0.7%	1.3%
300347.SZ	泰格医药	1,518	69	35	198	4.0%	3.3%
603392.SH	万泰生物	1,348	28	9	40	0.2%	0.6%
600196.SH	复星医药	1,340	43	14	30	1.1%	0.0%
300896.SZ	爱美客	1,283	41	61	-22	0.1%	1.5%
000661.SZ	长春高新	1,112	96	56	-23	3.1%	5.1%
002821.SZ	凯莱英	1,091	17	-30	448	0.0%	2.1%
300142.SZ	沃森生物	999	58	24	51	1.1%	3.0%
600763.SH	通策医疗	968	16	31	-17	0.5%	2.6%
300601.SZ	康泰生物	757	58	14	-31	2.7%	0.6%
300595.SZ	欧普康视	695	5	16	49	0.4%	3.4%
002001.SZ	新和成	693	6	10	-7	0.2%	1.2%
603127.SH	昭衍新药	599	34	25	76	2.2%	0.4%
300363.SZ	博腾股份	518	29	63	13	5.2%	0.5%
300003.SZ	乐普医疗	484	4	11	6	0.6%	0.7%
603882.SH	金域医学	475	56	0	-8	5.9%	5.9%
300529.SZ	健帆生物	472	23	16	16	3.7%	2.3%
688202.SH	美迪西	462	22	46	16	8.8%	4.6%
603456.SH	九州药业	459	21	28	14	4.6%	0.8%
000739.SZ	普洛药业	450	10	21	52	1.1%	1.5%
603707.SH	健友股份	438	20	-1	6	2.4%	1.7%
300725.SZ	药石科技	409	86	19	104	6.1%	4.4%
688276.SH	百克生物	405	39	5	-	0.8%	-
300558.SZ	贝达药业	389	5	35	-34	0.2%	2.4%
688029.SH	南微医学	344	18	26	11	0.5%	1.6%
688301.SH	奕瑞科技	304	19	3	1	2.7%	-
600521.SH	华海药业	264	-3	-13	-34	0%	2.1%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表25：2021年公募基金重仓医药涨跌幅情况

代码	名称	2021Q3 市值 (亿元)	Q3涨跌幅(%)	Q2涨跌幅(%)	Q1涨跌幅(%)	Q3-Q2平均PE	Q2-Q1平均PE
300760.SZ	迈瑞医疗	4,686	9.71	20.89	-6.31	15	-4.02
603259.SH	药明康德	4,512	1.42	34.31	4.07	0.47	-37.77
600276.SH	恒瑞医药	3,213	26.10	-11.22	-17.38	51	-18.99
300015.SZ	爱尔眼科	2,887	24.77	55.60	-20.88	61	-24.87
300122.SZ	智飞生物	2,544	14.61	8.26	16.62	98	-1.29
600436.SH	片仔癀	2,282	5.64	56.55	7.27	0.91	7.61
300759.SZ	康龙化成	1,711	-6.73	44.97	24.49	95	0.11
300347.SZ	泰格医药	1,518	2.98	28.99	-7.12	30	-9.99
603392.SH	万泰生物	1,348	14.35	49.68	20.38	92	-41.38
600196.SH	复星医药	1,340	27.07	81.28	-26.30	42	4.04
300896.SZ	爱美客	1,283	24.85	91.48	13.75	71	-8.90
000661.SZ	长春高新	1,112	29.03	-14.38	0.85	87	-9.02
002821.SZ	凯莱英	1,091	19.86	28.99	-3.43	84	4.17
300142.SZ	沃森生物	999	2.40	36.63	17.19	75	-41.08
600763.SH	通策医疗	968	26.52	64.07	-9.41	96	-39.15
300601.SZ	康泰生物	757	25.88	8.78	-21.50	78	-21.72
300595.SZ	欧普康视	695	21.14	61.05	10.05	07	-20.16
002001.SZ	新和成	693	2.35	-8.38	13.51	37	-2.31
603127.SH	昭衍新药	599	20.56	26.03	41.40	38	-19.26
300363.SZ	博腾股份	518	13.24	59.65	44.61	47	16.92
300003.SZ	乐普医疗	484	16.47	10.40	7.84	54	0.55
603882.SH	金域医学	475	35.90	26.04	-0.84	74	-16.59
300529.SZ	健帆生物	472	22.19	14.42	12.06	23	-5.35
688202.SH	美迪西	462	43.37	68.84	96.13	33	12.58
603456.SH	九州药业	459	13.92	27.07	6.79	65	-1.08
000739.SZ	普洛药业	450	29.86	4.16	22.21	33	0.75
603707.SH	健友股份	438	12.53	4.38	13.86	19	3.02
300725.SZ	药石科技	409	28.80	33.83	11.91	57	-11.10
688276.SH	百克生物	405	3.31	-11.75	0.00	84	108.48
300558.SZ	贝达药业	389	13.52	2.27	-1.13	92	-17.90
688029.SH	南微医学	344	17.19	68.84	0.54	63	18.73
688301.SH	奕瑞科技	304	50.04	63.00	0.05	24	9.26
600521.SH	华海药业	264	5.37	-18.01	-23.96	38	-10.19

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 新冠疫情相关细分领域新冠周期获益得到较大程度消化

新冠疫情不断演变，医药板块经历了2020年前半段强劲上抬、波动中发展到2021年下半年逐步趋于理性。扣除各子领域自身成长因素，疫情对医药的加持已基本缓解：

- **新冠疫苗股**：2021年5月前，几次主要变异株的产生均拉升了相关个股表现。但下半年疫情伴生价值被极大消散。
- **核酸检测股**：Alpha/Delta出现节点2021.1/2021.5行情均有显著提升，8月开始部分归位后发展平稳。
- **防疫物资股**：部分个股（英科医疗、振德医疗）在2020年表现强势。随着产能整体提升，供需格局变化，2021年下半年整体表现趋于稳定。

图表27：疫苗个股新冠周期行情



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表26：核酸检测个股新冠周期行情



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表28：防疫物资个股新冠周期行情



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

- 本质是估值消化诉求, 表现是新能源及顺周期板块抽水叠加政策预期混沌加剧
- 医药制造升级成为重点方向, 细分领域多点开花, 中小市值公司备受青睐

## 二、复盘展望，缘何过去医药牛&未来会继续牛吗？

- 过去：资本市场供给侧繁荣+定价资金集中入市+龙马配置高度集中造就医药牛基因
- 展望：人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

## 三、思辨当下，医药的市场层面因素近况如何？

- 交易量&持仓进入低迷状态、“核心资产”估值得到结构性初步消化、持仓集中度结构性初步下降

## 四、展望2022，影响医药行业的五个关键问题猜想？

- 疫情：会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？
- 政策：集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？
- 制药：中国创新是否到了国际化拐点？
- CDMO&API：新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发？
- 医疗服务：政策会不会对民营医疗服务有转向压制？

## 五、投资2022，哪些细分？哪些个股？

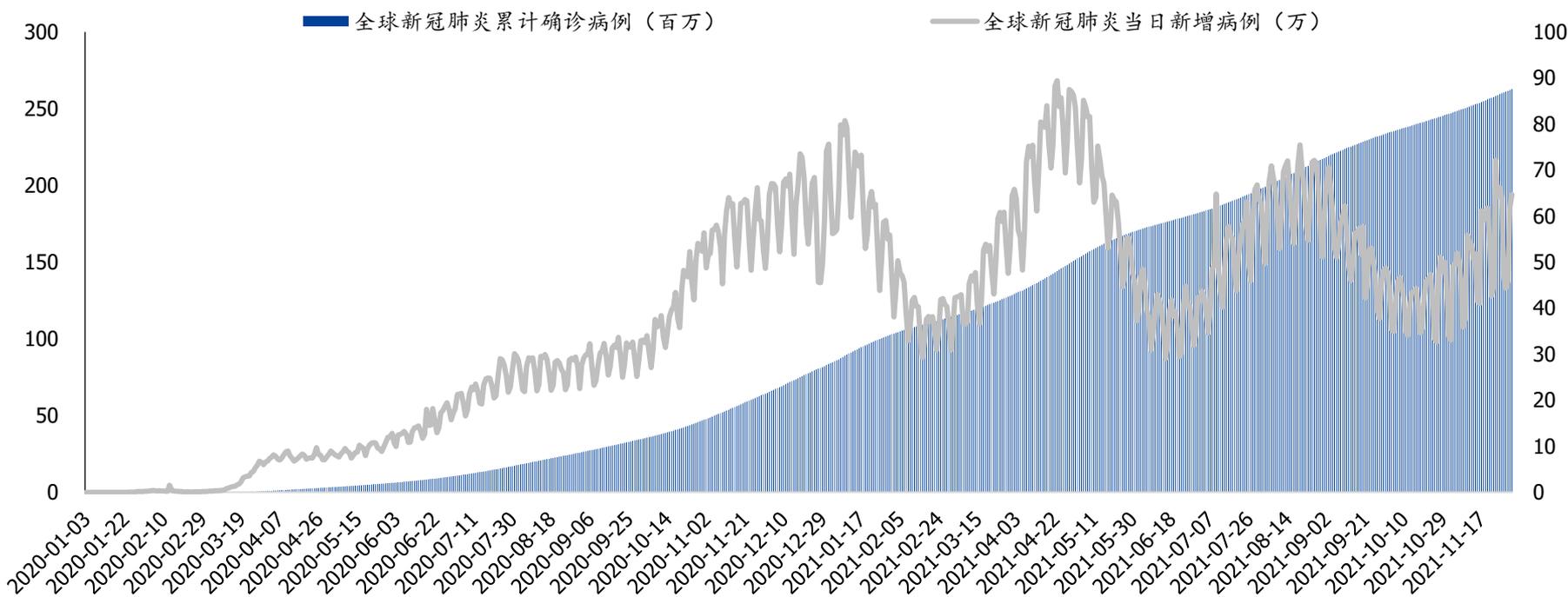
- 制造升级（新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化）
- 科技升级（创新平台、创新新技术CGT、创新国际化）
- 消费升级（品牌中药、康复、疫苗）

# 1. 疫情：会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？

截至2021年11月30日，全球新冠肺炎累计确诊2.62亿例，单日新增病例数波动于数十万例级别。基于新冠防控疫苗&小分子特效药的发展、突变株衍生下疫情的持续演变，我们认为：

- 新冠疫苗对原始毒株具有较高保护力，普及接种有利于疫情防控；
- 不断衍生的变异株持续冲击疫苗保护效力，增加新冠疫情的不确定性；
- 各国间互联互通无法完全断绝，传播力强、可实现免疫逃逸变异株将导致全球疫情波动和反复；
- 各国疫苗接种率存在差异，短板国家为病毒突变提供温床，在一定程度上决定全球疫情的发展节奏；
- 小分子特效药问世或可实现新冠“流感化”，但无法逆转病毒的持续传播和快速变异；
- 未来在世界范围内，新冠疫情或将趋于常态化发展。

图表29：全球新冠肺炎疫情更新

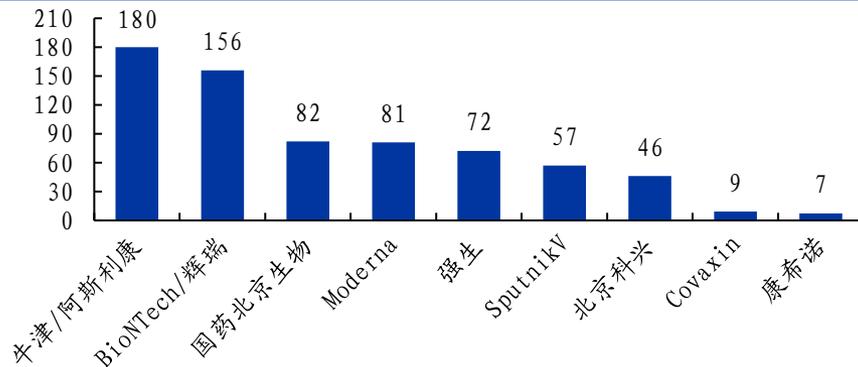


# 疫苗构筑新冠疫情防控首条防线

截至2021年11月30日，已有24款疫苗在全球范围内不同国家和地区实现获批上市或紧急使用授权，覆盖灭活疫苗、重组蛋白疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸疫苗等不同技术路线。已实现广泛使用的新冠疫苗产品来自美国、中国、印度、俄罗斯等国家。

- 就覆盖地域，牛津/阿斯利康腺病毒载体疫苗AZD1222应用最广，已在180个国家获得使用；
- 就接种人数，我国科兴生物灭活疫苗CoronaVac使用最多，累计已超过18亿剂。

图表30: 授权使用疫苗覆盖国家/地区数



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

图表31: 部分已获批/授权紧急使用的新冠疫苗

疫苗名称	类型	研发机构	授权/批准时间	保护力
BNT162b2/Comirnaty	mRNA疫苗	BioNTech/辉瑞	2020.12/2021.8	91%
Ad26_COV2.S/JNJ-78436735	非复制型腺病毒载体疫苗	强生	2021.2/2021.11	64-72%
mRNA 1273/Spikevax	mRNA疫苗	Moderna/NIAID	2020.12	93.2-98.2%
AZD1222/Vaxzevria/ChAdOx1 nCoV-19	非复制型腺病毒载体疫苗	牛津大学/阿斯利康	2020.12	74-100%
Covishield (牛津/AZ配方)	非复制型腺病毒载体疫苗	印度血清研究所	2021.1	74-100%
Sputnik V	非复制型腺病毒载体疫苗	Gamaleya Research Institute	2020.8	91.6%
Covaxin	灭活疫苗	印度医学研究委员会/美国国立病毒学研究所/Bharat Biotech	2021.1	77.8%
ZyCoV-D	DNA疫苗	Zydus Cadila	2021.8	66.6%
ZF2001/RBD Dimer/Zifivax	重组蛋白亚单位疫苗	智飞生物/中国医学科学院	2021.3	81.76%
Covilo	灭活疫苗	国药北京生物	2020.12	78.1%
Covilo	灭活疫苗	国药中生武汉	2021.2	72.8%
CoronaVac	灭活疫苗	北京科兴	2021.2	50.65-83.35%
Ad5 nCoV/Convidecia	非复制型腺病毒载体疫苗	康希诺/军科院	2021.2	63.7%
KCONVAC	灭活疫苗	康泰生物	2021.5	-

资料来源: WHO, ClinicalTrials.gov, 各公司公告, 国盛证券研究所

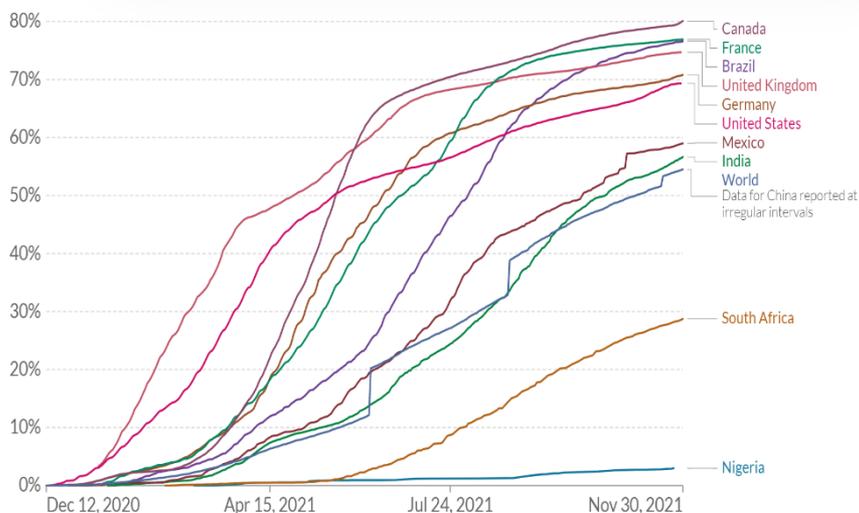
# 疫苗构筑新冠疫情防控首条防线

截至2021年11月30日，全球新冠疫苗接种人数共42.91亿，占总人口比重为54.5%，完全接种人数达34.3亿；全球总计接种新冠疫苗80.3亿剂，单日接种人数为3261万。

对比各国接种人数及每日新增确诊患者数，疫苗的普及接种有利于疫情防控：

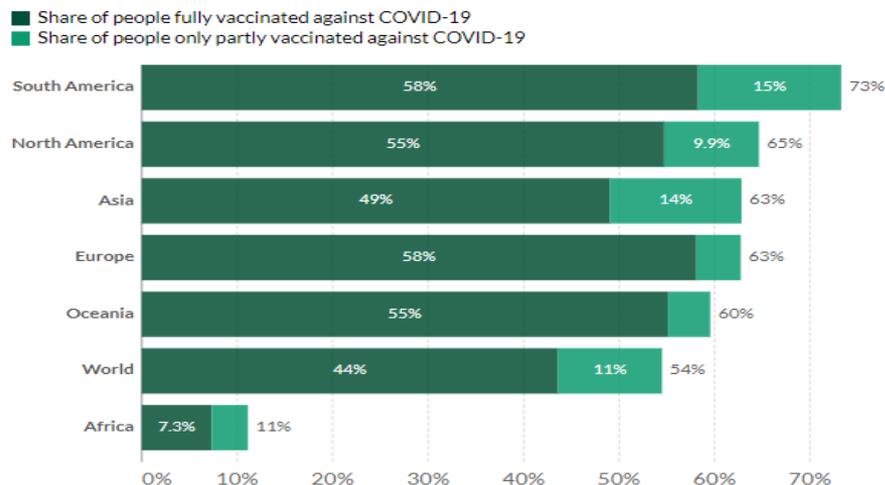
- 2020年底美国疫苗覆盖人数仅200多万，单日新增确诊患者数突破25万；疫苗接种计划实施至2021.5时，接种率达45.8%，境内疫情趋于平稳，单日新增低于5万例；
- 2021.4印度单剂疫苗接种率仅为8%，Delta毒株出现后印度单日确诊新患数峰值接近40万，疫情进一步向全球范围爆发式蔓延；此后加强针接种普及，2021.10起全球每日新增患者数实现下降。

图表33: 部分国家及地区新冠疫苗接种率 (截至2021年11月30日)



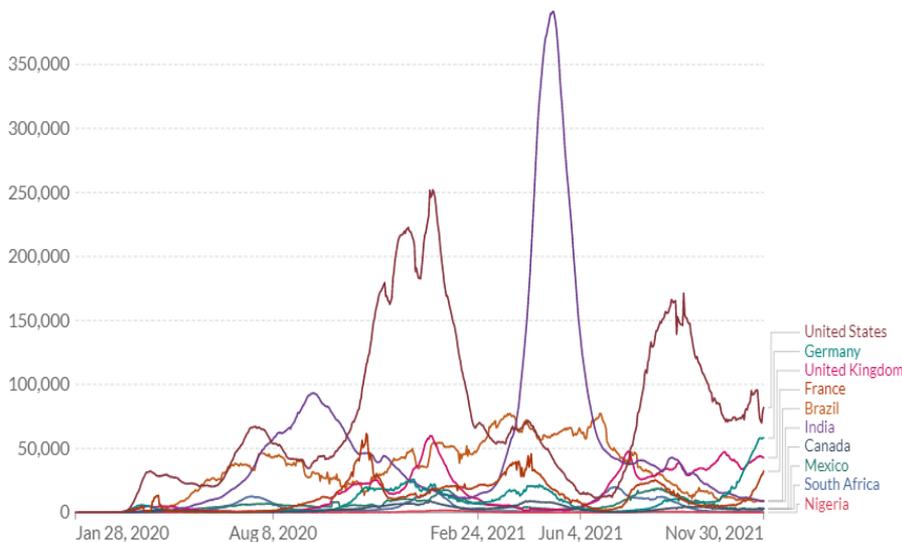
资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

图表32: 各大洲新冠疫苗接种率 (2021年11月30日数据)



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

图表34: 部分国家及地区每日新增确诊患者数 (截至2021年11月30日)



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

# 新冠病毒变异突围，疫情或将趋于常态化

新冠疫苗的持续研发、接种普及对疫情防控产生了积极作用，但不断衍生的变异株持续冲击疫苗保护效力，仍将造成疫情反复波动。

根据变异株危险性的差别，WHO将其分为两大类：令人担忧的变异株VOC (variant of concern) 和值得关注的变异株VOI (variant of interest)。

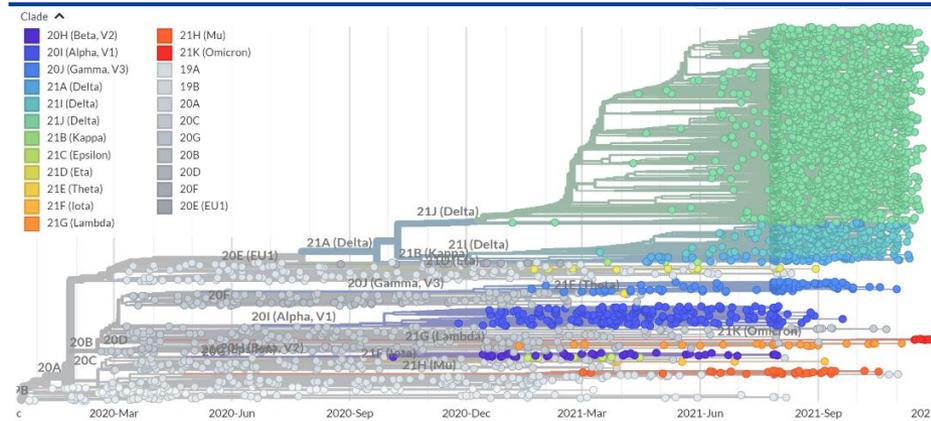
VOC的主要特点包括：传播力增强或流行特点出现有害变化；致病力增强或临床表现趋重；公共卫生、社会干预措施或现有诊断、疫苗、治疗方法的有效性降低。曾引发全球大范围流行的Alpha、Delta均属此列。2021年11月，南非再次报告新VOC变种Omicron，引发全球关注。

图表36: 新冠病毒主流突变株概况

变异株名称	Pango命名	首次发现地	首个样本时间	变异位点	分类
Alpha	B. 1. 1. 7	英国	2020. 9	69del; 70del; 144del; (E484K*); (S494P*); N501Y; A570D; D614G; P681H; T716I; S982A; D1118H (K1191N*)	VOC
Beta	B. 1. 351	南非	2020. 5	D80A; D215G; 241del; 242del; 243del; K417N; E484K; N501Y; D614G; A701V	VOC
Gamma	P. 1	巴西	2020. 11	L18F; T20N; P26S; D138Y; R190S; K417T; E484K; N501Y; D614G; H655Y; T1027I	VOC
Delta	B. 1. 617. 2	印度	2020. 10	T19R; (G142D*); 156del; 157del; R158G; L452R; T478K; D614G; P681R; D950N	VOC
Epsilon	B. 1. 427/B. 1. 429	美国	2020. 5	L452R; D614G; B. 1. 429: S13I; W152C; L452R; D614G	VOI
Zeta	P. 2	巴西	2020. 4	L18F; T20N; P26S; F157L; E484K; D614G; S929I; V1176F	VOI
Eta	B. 1. 525	多国	2020. 12	Q52R; A67; E484K; D614G; Q677H等	VOI
Theta	P. 3	菲律宾	2021. 1	141-143 del; E484K; N501Y; P681H	VOI
Iota	B. 1. 526	美国	2020. 11	E484K; S477N	VOI
Kappa	B. 1. 617. 1	印度	2020. 10	(T95I); G142D; E154K; L452R; E484Q; D614G; P681R和Q1071H	VOI
Lambda	C. 37	秘鲁	2020. 8	G75V; T76I; del247/253; L452Q; F490S; D614G和T859N	VOI
Omicron	B. 1. 1. 529	南非	2021. 11	69del; 70del; 144del; Y145D; T95I; A67V; K417N; S477N; T478K; E484A; N501Y; D614G; H655Y; P681H等	VOC

资料来源: NICD, 国盛证券研究所

图表35: 新冠突变株数量 (2019年12月至2021年11月)



资料来源: Nextstrain, 国盛证券研究所

# 新冠病毒变异突围，疫情或将趋于常态化

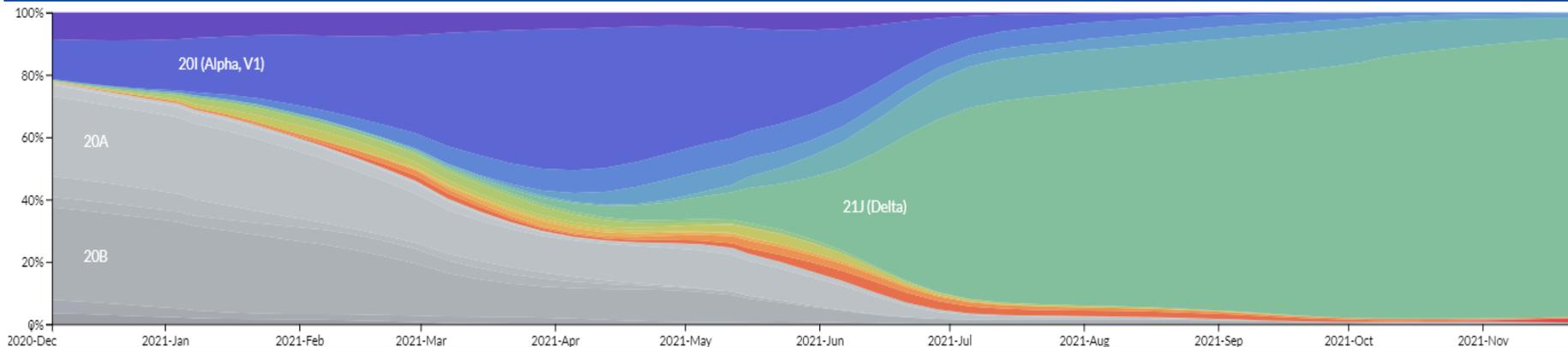
由于目前世界各国间的互联互通无法避免，传播力强、可实现免疫逃逸的变异株一旦出现，势必引起全球范围的广泛流动，任何国家都无法在疫情浪潮中独善其身。

- Alpha: 2020.12席卷英国，2021.4已扩散至全球并成为主导变异株，感染占比42%;
- Delta: 导致印度疫情大爆发，2021.6迅速扩散至全球80多个国家，巅峰占比89%。

因此，疫苗接种率较低的国家在一定程度上决定了全球疫情的发展节奏。目前非洲疫苗接种率仅为11%，大量无保护人群为病毒的繁殖和变异提供了温床。2021年11月末，南非通报超级变异株Omicron，迅速传播至中国香港、比利时、以色列、博茨瓦纳、纳米比亚等国。

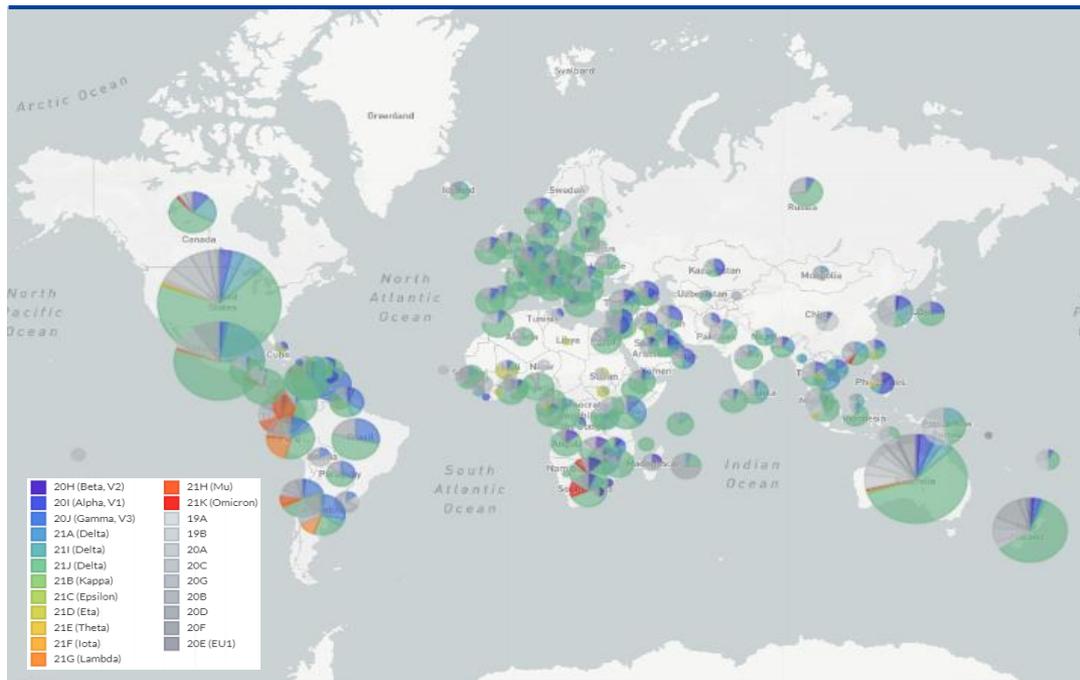
小分子特效药问世或可实现新冠“流感化”，但无法逆转病毒的持续传播和快速变异。未来在世界范围内，新冠疫情或将趋于常态化发展。

图表38: 新冠病毒主流突变株占比



资料来源: Nextstrain, 国盛证券研究所

图表37: 新冠各突变株全球流行情况



资料来源: Nextstrain, 国盛证券研究所

## 2. 政策：集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？

- **从整体思路来看，医药大政方针已定：**由药监局主导的供给侧改革（龙头和次龙头更加稀缺）与医保局主导的支付端变革（政策免疫的更加稀缺）的顶层设计早已明确。随着市场对医药政策本源目的认知的提升，预计未来情绪演绎会持续弱化，但政策对相关板块运行发展的实在影响仍需关注，持续寻找头部集中与政策免疫。
- **从时间维度来看，政策持续优化完善：**回顾2021年，集中采购已从过去的药品、高值耗材领域逐步扩散至IVD、中成药以及部分医保外领域。影响比较大的几个政策文件：1) 安徽省IVD集采；2) 宁波种植牙集采以及四川省牵头开展的省际联盟种植牙集采；3) 广东省将生长激素纳入集采；4) 中成药集采；5) 胰岛素集采等。放眼2022年，已有领域试点范围或将进一步扩大，同时或有新领域增加。

图表39：集中采购范围逐步扩大

### IVD

- 《安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购谈判议价公告》（2021.8.19）

### 种植牙

- 《关于征求<关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案>意见的通知》（2021.8.24）
- 《关于开展部分口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》（2021.11.17）

### 胰岛素

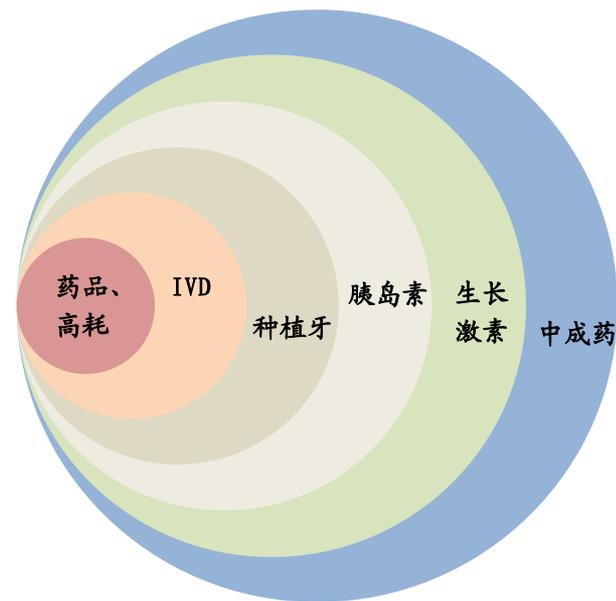
- 《关于第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单的公示》（2021/9/10）
- 《关于公布全国药品集中采购（胰岛素专项）中选结果的通知》（2021/11/30）

### 生长激素

- 《广东联盟双氯芬酸等153个药品集团带量采购文件（征求意见稿）》（2021.9.30）

### 中成药

- 《中成药省际联盟集中带量采购公告》（2021/11/19）



资料来源：各部委官网，国盛证券研究所

### 3. 制药：中国创新是否到了国际化拐点？

十年磨一剑，创新国际化大拐点已经到来！

近十年来，国内生物医药技术长期成长、累积、厚积薄发，丰厚扎实的研究积淀逐渐开始换得世界顶尖药企的认可以及可持续发展的国际化研发实力。一方面，国内药企在创新国际化的道路上，海外申请上市与产品海外授权双路并行，前者基于优异临床数据打响国内药企的国际名声，后者利用世界顶尖药企的影响力快速产品变现。另一方面，国际化项目从热门PD-1单抗出海到多前沿靶点ADC、双抗类型交易，适应症从抗肿瘤延伸到自身免疫、心血管乃至新冠等治疗领域。这无不说明了在国内政策影响导致的市场空间压缩背景之下，研发实力强劲的国内药企已开始在海外市场乘风破浪，立足全球与顶尖药企共舞，积极参与国际化竞争并挣得海外高价值市场空间，这将是未来所呈现的创新药企演化逻辑：

- **拳头产品海外申报，多款产品进入上市受理阶段：**百济神州泽布替尼成功登陆美国市场，打响国药出海第一枪。目前，索凡替尼、特瑞普利单抗、普纳布林、信迪利单抗、派安普利单抗均已提交并处于递交与受理状态，众多产品海外上市在即。
- **国内临床数据认可度提升，海外临床持续推进：**国内药品申请海外上市数据多为中外数据结合，中国临床数据开始受到FDA认可，有利于未来国内产品推进国际化；国内药企积极推进海外临床，以恒瑞医药、君实生物、百济神州为首的国内创新药龙头企业在海外展开多项三期临床，为产品国际化奠定坚实基础。
- **创新药海外授权量价齐升，license-out持续吸纳海外市场：**作为创新国际化重要手段，中国创新药项目license-out数量与项目交易金额逐年攀升，这既说明了基于单个产品的国际认可，更是中外药企双方在长远合作方面意愿的表达，迪西妥单抗（26亿美元）、雷利珠单抗（22亿美元）接连刷新交易记录，国内创新药海外授权驶入全球高价值赛道。
- **新冠疫情演变催化不断，国内药企把握时机，中国创新登上世界舞台：**疫情持续不断衍生市场增量，拥有高质量研发水平的国内药企在此冲击下获得进入全球市场机会。以开拓药业与腾盛博药为代表的中国创新药企，面对疫情反应迅速，在新冠全球大流行背景下彰显了不输海外药企的研发效率与质量。

结合信达、百济、君实PD-1出海、恩沙替尼国际化、国内新冠治疗研发等事件，可以看到：

- （1）海外市场空间潜力大，研发升级催化市场扩容，国药出海机会不可小觑；
- （2）国内创新药企研发水平不断提升，高研发效率孕生高性价比国际化产品，国药海外竞争力可观；
- （3）医药市场全球化联结越发紧密，疫情冲击背景为国内药企创新国际化提供机遇。

# 海外临床开展如火如荼，创新国际化已箭在弦上

海外临床是国药申请海外上市的重要支撑，国内创新药企积极开展全球临床，为产品国际化做好充分准备。以恒瑞医药、君实生物、百济神州为首的国内创新药企近年在海外开展临床如火如荼，主要集中在热门靶点（PD-1、PARP、BTK等）以及抗肿瘤治疗领域。当前进入海外三期临床的多为各药企的重磅创新品种，开展适应症广泛、疗法丰富，产品海外上市蓄势待发。

图表40: 国内上市医药公司海外创新药管线海外三期临床开展情况（部分）

公司	治疗领域	药物名称	药物类型	靶点	单药/联用	适应症	参与国家
恒瑞医药	抗肿瘤	卡瑞利珠单抗	大分子	PD-1	联合（阿帕替尼）	1L晚期肝细胞癌	美国/欧洲/亚太（含中国）
					联合（法米替尼）	晚期非小细胞癌	美国/欧洲/亚太（含中国）
					单药	晚期非小细胞肺腺癌	美国/欧洲/亚太（含中国）
	自身免疫	SHR0302	小分子	JAK1	联合（阿比特龙）	前列腺癌	美国/中国
					联合（ADT）	前列腺癌（mHSPC）	欧洲/美国
					单药	溃疡性结肠炎	美国/欧洲/中国
中国生物制药	抗肿瘤	安罗替尼	大分子	PD-1	单药	中重度特应性皮炎	加拿大/中国
					单药	1L转移性肾细胞癌	国际多中心
君实生物	抗肿瘤	特瑞普利单抗	大分子	PD-1	单药	2L尿路上皮癌	国际多中心
					联合（仑伐替尼）	1L肝细胞癌	国际多中心
百济神州	抗肿瘤	泽布替尼	小分子	BTK	联合（贝伐珠单抗）	1L肝细胞癌	国际多中心
					单药	1L尿路上皮癌	国际多中心
					单药或联合（Venetoclax）	CLL/SLL	国际多中心
					单药	MZL	国际多中心
					联合（替雷利珠单抗）	B细胞淋巴瘤	国际多中心
		替雷利珠单抗	大分子	PD-1	联合（利妥昔单抗）	MCL	国际多中心
					单药	2L非小细胞肺癌	国际多中心
					单药	1L肝细胞癌	国际多中心
					单药	2L食管鳞状细胞癌	国际多中心
					单药	1L胃癌	国际多中心
帕米帕利	小分子	PARP	PARP	单药	1L食管鳞状细胞癌	国际多中心	
				单药	3L非小细胞肺癌	国际多中心	
				单药	1L铂敏感复发胃癌维持治疗	国际多中心	
				单药	1L食管癌	国际多中心	
				联合（紫杉醇和顺铂/氟尿嘧啶和顺铂）	1L食管癌	国际多中心	
信达生物	抗肿瘤	信迪利单抗	大分子	PD-1	联合（紫杉醇和顺铂/氟尿嘧啶和顺铂）	1L食管癌	国际多中心
	自身免疫	TBI-377	小分子	JAK1	单药	移植物抗宿主疾病	美国
贝达药业	抗肿瘤	恩沙替尼	小分子	ALK	单药	1L非小细胞肺癌	美国
开拓药业	其他	普克鲁胺	小分子	AR	单药	COVID-19（非住院病人）	美国/全球
					单药	COVID-19（住院病人）	美国/中国/全球
					单药	COVID-19（非住院病人）	中国/巴西/全球
腾盛博药	其他	BRII-196/BRII-198	大分子	中和抗体	联合疗法	COVID-19	全球
海普瑞	感染	AR301	大分子	-	单药	金黄色葡萄球菌肺炎	国际多中心
	心血管	RYX-208	小分子	BD2	单药	II型糖尿病并发症	国际多中心
天士力	心血管	复方丹参滴丸	中药	-	复方中药	慢性稳定性心绞痛	美国
基石药业	抗肿瘤	CS1003	大分子	PD-1/VEGFR2	联合（乐伐替尼）	1L晚期肝细胞癌	国际多中心
亿帆医药	自身免疫	F-627	大分子	GM-CSF	单药	嗜中性粒细胞减少症	国际多中心
和黄医药	抗肿瘤	吡咯替尼	小分子	VEGFR1/2/3	单药	治疗转移性结肠癌	美国
天境生物	其他	TJ003234	大分子	GM-CSF	单药	COVID-19伴发细胞因子释放综合征	美国
万春医药	抗肿瘤	普那布林	小分子	GEF-H1	单药	非小细胞肺癌	美国/俄罗斯/乌克兰

资料来源：各公司公告，ClinicalTrials，国盛证券研究所（国际多中心为未披露具体实验国家信息海外临床或多地海外临床）

# 国内药企海外授权量价齐升，国产创新药license-out持续

2020年以来，中国创新药项目license-out数量与项目交易金额并驾齐升，充分说明国内创新药国际化大拐点已经到来。License-out海外授权是创新药国际化的重要途径，项目授权合作既说明了基于单个产品的国际认可，更是中外药企双方在长远合作方面意愿的表达。一方面，项目交易总数明显增长；另一方面，国药出海单价屡创新高；除此之外，Biotech已经开始成为重磅订单供应主力军。2021年，荣昌生物维迪西妥单抗（26亿美元）、百济神州替雷利珠单抗（22亿美元）接连刷新了国内创新药license-out单项目交易金额纪录。国内创新药企自2014年以来的改革创新，经过多年积累沉淀，终于逐渐成熟，厚积薄发，开始进入收获期。

图表42：国内药企海外license-out项目汇总

日期	授权方	引进方	品种名称	靶点	药物类型	适应症	日期	授权方	引进方	品种名称	靶点	药物类型	适应症
2021/11	基石药业	伊亚生物	JMKX1899	KRAS	小分子	肿瘤	2020/06	信达生物	罗氏	多个双抗和细胞治疗产品	无	双抗	肿瘤
2021/11	绿叶制药	替邦瑞士	利斯的明多日透皮贴剂	-	小分子	阿尔茨海默病	2020/05	加科思	Abbvie	JAB-3068; JAB-3312	SHP2; KRAS/MAPK/SHP2	小分子	精神类
2021/10	上海医药	HUYABI0	SPH6162	-	小分子	肿瘤	2020/05	绿叶制药	Alvogen	富马酸喹硫平其缓释片	-	小分子	精神类
2021/09	华东医药	Daewon	TTP273	GLP-1	小分子	2型糖尿病	2020/05	百济神州	Medison	泽布替尼	BTk	小分子	肿瘤
2021/09	金斯瑞生物	AskGene	免疫检查点单抗	-	单抗	肿瘤	2020/05	绿叶制药	Moksha8	富马酸喹硫平其缓释片	-	小分子	精神类
2021/09	绿叶制药	Esteve Pharmaceuticals	利斯的明多日透皮贴剂	-	小分子	阿尔茨海默病	2020/04	恒瑞医药	Crystal Genomics	卡瑞利珠单抗	PD-1	单抗	肿瘤
2021/09	百奥泰	Sandoz AG	贝伐珠单抗	VEGF	单抗	肿瘤	2020/04	金斯瑞生物	Eutilex	多个CAR-T项目	-	大分子	肿瘤
2021/08	百奥泰	Hikm	乌司奴单抗	IL-12/IL-23	单抗	银屑病、克罗恩病	2020/03	迈博药业	Sorrento	ACE抗体	-	单抗	COVID-19
2021/08	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	Claudin 18.2	单抗	胰腺癌、胃癌	2020/02	贝达药业	EyePoint Pharmaceuticals	Vorolanib (C M082)	VEGFR/PDGFR	小分子	眼科
2021/08	赛诺生物	Seagen	维迪西妥单抗	HER2	ADC	胃癌	2020/01	信达生物	Coherus	贝伐珠单抗	VEGFA/VEGFR-1	单抗	肿瘤
2021/07	诺诚健华	Biogen	奥布替尼	BTk	小分子	MS	2019/12	康宁杰瑞/恩路通	Tracon	KN035	PD-L1	单抗	肿瘤
2021/06	艾力斯	ArriVent	伏美替尼	EGFR	小分子	非小细胞肺癌	2019/11	金斯瑞生物	ABL Bio	多个单抗和SMAB双抗技术	-	单抗	肿瘤
2021/04	百奥泰	Biogen	BAT1806	IL-6R	单抗	RA	2019/09	复宏汉霖	Kalbe Genexine	HLX10	PD-1	单抗	肿瘤
2021/04	索元生物	Rumpus Therapeutics	DB102	PKCβ/P13K/AKT	小分子	vEDS、肿瘤	2019/01	百奥泰	Cipla Limited	BAT1706	VEGF	单抗	肿瘤
2021/03	科伦药业	Ellipses	A400	RET	小分子	肿瘤	2019/01	亚盛医药	UNITY Biotechnology	UBX1967	Bcl-2	小分子	抗衰老
2021/03	海思科	FL2021-001, Inc.	YK2抑制剂	TYK2	小分子	银屑病、狼疮和炎症性肠炎	2018/12	成都先导	田边三菱制药	DNA编码化合物库技术平台	多个	/	-
2021/02	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗注射液	PD-1	单抗	肿瘤	2018/11	天境生物	Tracon	TJ05	CD73	单抗	肿瘤
2021/02	中国生物制药	Graviton	TD101	ROCK2	小分子	IPF	2018/08	科伦博泰生物	和铂医药	A167	PD-L1	单抗	肿瘤
2021/02	绿叶制药	Towa Pharmaceutical	利斯的明多日透皮贴剂	-	小分子	阿尔茨海默病	2018/07	天境生物	ABL Bio	TJ-CD4B	CD137	双抗	肿瘤
2021/01	信达生物	PT Etana Biotechnologies	贝伐珠单抗	VEGF	单抗	肿瘤	2018/01	恒瑞医药	Arcutis	SHR-0302	JAK1	小分子	免疫系统疾病
2021/01	百济神州	诺华	替雷利珠单抗	PD-1	单抗	肿瘤	2018/01	恒瑞医药	TG Therapeutics	SHR-1459; SHR-1266	BTk	小分子	肿瘤
2020/12	和铂医药	Abbvie	HBM9022 (ABBV-47D11)	-	中和抗体	COVID-19	2017/12	南京传奇	西安杨森	LCAR-B38M	BCMA	大分子	肿瘤
2020/11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	EGRF/4-1BB	双抗	肿瘤	2017/08	誉衡药业	Acrus	GLS-010	PD-1	单抗	肿瘤
2020/11	恒瑞医药	韩国东亚	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	单抗	肿瘤	2017/08	科伦博泰生物	Pieris	肿瘤免疫治疗单抗	-	单抗	肿瘤
2020/10	基石药业	EQRx	CS1001; CS1003	PD-L1; PD-1	单抗	肿瘤	2017/08	成都先导	利奥制药	DNA编码化合物库技术平台	多个	/	-
2020/10	复星医药	礼来	FCN-338	Bcl-2	小分子	肿瘤	2016/01	正大天晴	强生	TLR7激动剂	TLR7	小分子	病毒性肝炎
2020/09	天境生物	Abbvie	lemzoparlimab (TJ04)	CD47	单抗	肿瘤	2015/12	康方生物	默沙东	AK-107	CTLA-4	单抗	肿瘤
2020/09	恒瑞医药	HLB Life Science	马来酸吐咯替尼片	EGFR/HER2/HER4	小分子	肿瘤	2015/10	信达生物	礼来	三个双特异性肿瘤治疗抗体	PD-1	单抗	肿瘤
2020/08	华领医药	Bayer	dorzagliatin	GKA	小分子	糖尿病	2015/09	恒瑞医药	Incyte	SHR-1210	PD-1	单抗	肿瘤
2020/08	和铂医药	Kiadis Pharma	单抗抗体与K-NK-ID101细胞	-	单抗	COVID-19	2015/03	信达生物	礼来	肿瘤免疫治疗单抗	PD-1	单抗	肿瘤
2020/08	药捷安康	LG Chem Ltd	TT-01025	SSAO/VAP-1	小分子	NASH	2015/03	百济神州	默克雪兰诺	BGB-290	PARP	小分子	肿瘤
2020/08	信达生物	礼来	信迪利单抗	PD-1	单抗	肿瘤	2014/02	百济神州	默克雪兰诺	BGB-283	RAF	小分子	肿瘤
2020/07	豪森药业	EQRx	阿美替尼	EGFR-TK1	小分子	肿瘤	2013/10	和记黄埔医药	礼来	VEGFR	VEGFR	小分子	肿瘤
2020/06	天演药业	迈三曼制药	SAFEbody抗体平台	-	/	肿瘤	2011/12	和记黄埔医药	阿斯利康	沃利替尼	c-Met	小分子	肿瘤
							2007/03	微芯生物	HUYA	西达本胺	HDAC	小分子	肿瘤

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所（截至2021.11.30）

图表41：国内药企创新药license out交易Top10（按交易总额/亿美元）

日期	转让方	受让方	交易项目	首付款	交易总额
2021/8/9	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	2	26
2021/1/12	百济神州	诺华	替雷利珠单抗	6.5	22
2020/9/4	天境生物	Abbvie	lemzoparlimab	1.8	19.2
2017/7/6	百济神州	Celgene	替雷利珠单抗	2.63	13.93
2020/10/27	基石药业	EQRx	CS1001、CS1003	1.5	13
2021/2/1	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	1.5	11.1
2015/10/12	信达生物	礼来	3个肿瘤免疫治疗双特异性抗体	未披露	10
2021/7/13	诺诚健华	Biogen	奥布替尼	1.25	9.37
2017/8/17	誉衡药业	Arcus	赛帕利单抗	0.18	8.16
2021/6/30	艾力斯	ArriVent	伏美替尼	0.4	8.05

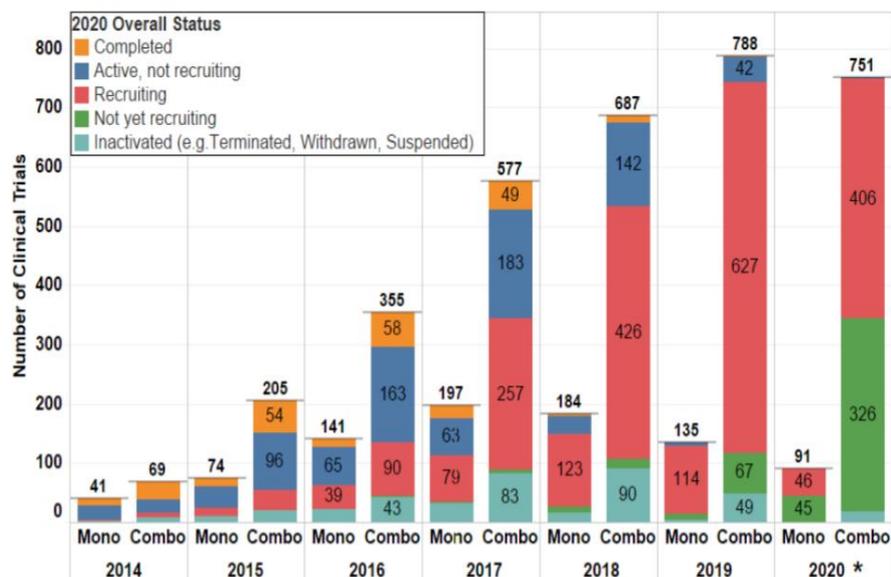
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

# 国际化代表：国产PD-1走向国门，信达、百济、君实演绎出海逻辑

信迪利单抗10亿美元拉开PD-1出海大幕，百济神州22亿美元刷新license-out记录，特瑞普利单抗11.1亿美元稳步推进国际化进程。国内PD-1逐个受到海外大药企青睐，同时多个PD-1项目FDA上市进入受理阶段，充分说明了国药在全球市场潜力巨大。

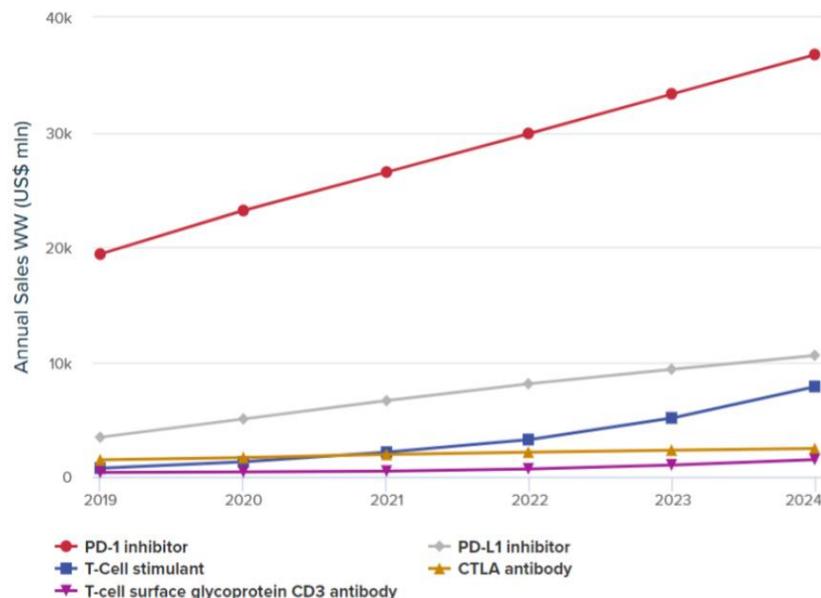
- **Combo疗法需求量巨大，带动整体市场扩容：**近年来，以免疫疗法为代表的组合疗法在全球临床实验中持续增加。在2020年新启动PD-(L)1临床中，联合疗法项目超过700个，同期单药疗法仅90个。联合疗法大趋势下，即使是在海外市场目前呈现由两大PD-1 (Keytruda和Opdivo) 占领的局面，海外市场对于PD-(L)1的需求量仍应声上涨。
- **海外市场空间仍待挖掘，出海机会值得期待：**根据EvaluatePharma预测，2024年全球PD-1药品市场总规模将达到360亿美元。目前海外共有6款PD-(L)1产品上市，2020年整体市场规模为290亿美元，随着联合疗法研究深入，仍有可观市场空间尚待挖掘。从海外药企的选择上来看，诺华与百济神州基于替雷利珠单抗的合作充分也说明了国产PD-1凭借过硬质量具备了成为海外大药企优选的基础。在整体市场扩容大背景下，未来所面临的出海机会值得期待。

图表43: 2014-2020年PD-(L)1药物单聊与组合疗法临床试验数量



资料来源: Nature, 国盛证券研究所

图表44: 各类IO疗法市场规模预测



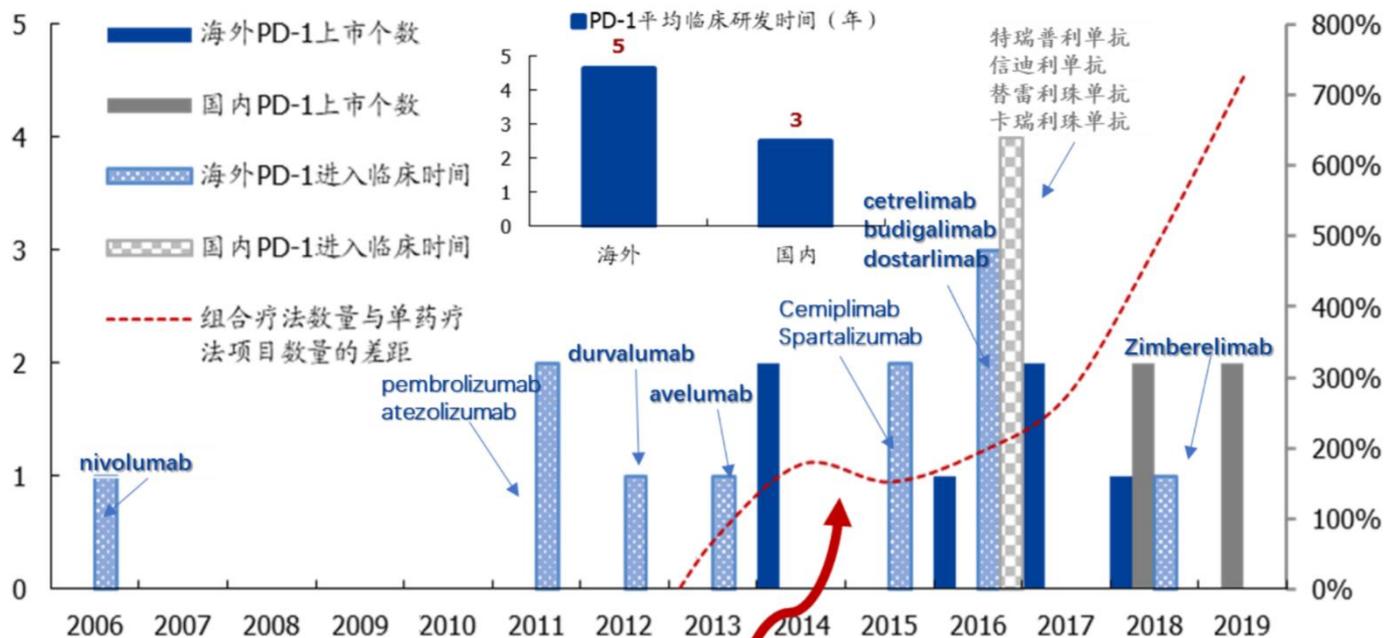
资料来源: Evaluate, 国盛证券研究所

# 国际化代表：国产PD-1走出国门，信达、百济、君实演绎出海逻辑

信迪利单抗10亿美元拉开PD-1出海大幕，百济神州22亿美元刷新license-out记录，特瑞普利单抗11.1亿元稳步推进国际化进程。国内PD-1逐个受到海外大药企青睐，同时多个PD-1项目FDA上市进入受理阶段，充分说明了国药在全球市场潜力巨大。

➤ **研发效率不断提升，创新硬实力为出海提供稳固动力：**目前海外PD-(L)1平均研发时间为5年，其中占据海外市场主导地位的默沙东与BMS分别用了8年和3年的时间。随着PD-(L)1市场竞争逐渐白热化，投入数年自研产品能创造的超额利润将逐渐受到压缩，自研PD-1产品不再是一个最优选择。而中国PD-1药物研发平均时间为3年，相比国外，效率优势明显。海外药企直接引入中国高性价比PD-1药物推进联合疗法可以节省临床时间，进而抢占市场先机。这一趋势下，具有突出研发效率优势的企业将在“出口战役”获得更多机会。

图表45：海内外已上市PD-(L)1产品研发情况比较



2015年开始，各类combo疗法项目数量开始大幅增长，与mono疗法拉开距离，到2017年mono疗法的项目数量开始持续下滑，combo热度自此进一步与mono拉开距离

# 国际化代表：扎实临床实力推进恩沙替尼国际化计划

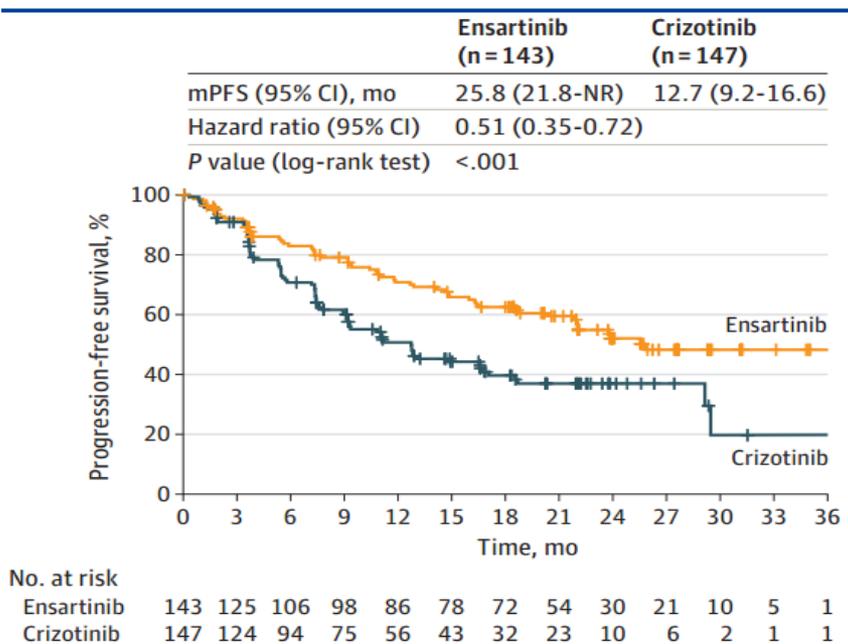
2021年9月2日，恩沙替尼全球开放多中心随机对照三期试验eXalt3研究数据首次公开发布结果，证实了中国智造ALK-TKI恩沙替尼成功超越进口同类药，成为ALK阳性NSCLC患者全新的治疗选择，作为国产创新药种子选手以坚实临床实力证明其出海能力。

实验设计：eXalt3研究是一项全球开放多中心随机对照III期一线临床研究。实验组为恩沙替尼225mg QD方案，直至疾病进展；对照组为克唑替尼250mg BID方案，直至疾病进展，两组之间不允许交叉。

## 中期分析：

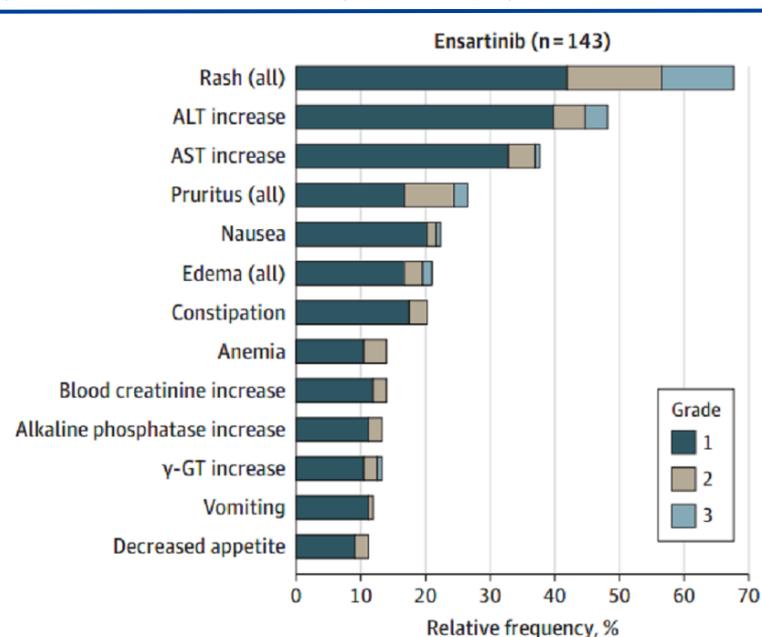
- **恩沙替尼展现优于克唑替尼疗效数据：**在ITT人群中，恩沙替尼的中位无进展生存期（mPFS）为**25.8个月**，克唑替尼的中位无进展生存期（mPFS）为**12.7个月**；HR为0.51（95%CI为0.35-0.72；P<0.001）。在改良的ITT人群（中心确诊的ALK+NSCLC患者）中，12个月时脑转移发生率恩沙替尼组为**4.2%**，对照组克唑替尼组为**23.9%**，HR为0.32（95%CI为0.16-0.63；P=.001）。
- **恩沙替尼具有良好的耐受性：**常见不良反应为一过性皮疹，相比较内脏及血液毒性，具有易发现易处理的特点。

图表46：eXalt3全球三期试验中期分析恩沙替尼疗效数据



资料来源：JAMA Oncology, 国盛证券研究所

图表47：eXalt3全球三期试验中期分析恩沙替尼安全性数据



资料来源：JAMA Oncology, 国盛证券研究所

# 国际化代表：新冠背景下开拓药业、腾盛博药国际化彰显中国速度

新型冠状病毒在世界范围大流行持续，给人类健康造成了极大威胁。开拓药业普克鲁胺（AR拮抗剂）与腾盛博药BRII-196/198（中和抗体）代表了国内药企在面对疫情带来的市场增量时，在强大研发实力支撑下，把握机遇冲击国际市场。

**开拓药业-普克鲁胺（AR拮抗剂）：**普克鲁胺从2020年9月起相继开启了3项国际临床试验，结果显示，该药物对男女轻中症非住院患者的保护率为92%，并将重症患者死亡风险降低78%。目前，普克鲁胺已在乌拉圭获得紧急使用授权（EUA），正在美国、巴西、南非、阿根廷、马来西亚、菲律宾等国家开展治疗轻中症新冠患者的III期全球多中心临床试验，同时也在美国、中国、菲律宾、巴西等国家进行治疗住院新冠患者的III期全球多中心临床试验，并于今年10月1日在美国的临床中心完成了首例患者入组及给药，该临床试验结果预计2022年上半年披露。

**腾盛博药-BRII-196/198（中和抗体）：**2021年10月9日，腾盛博药宣布向美国FDA提交其在研新冠中和抗体联合疗法BRII-196/BRII-198的EUA申请，用于临床进展为重度疾病高风险的 COVID-19 门诊患者的治疗。基于美国国立卫生研究院（NIH）支持的ACTIV-2 3期临床试验积极结果。结果显示与安慰剂相比，BRII-196/BRII-198联合疗法使临床进展为重度疾病高风险的 COVID-19门诊患者，其住院和死亡风险降低78%。这是继再生元、礼来、Vir Bio之后第四家向FDA递交新冠中和抗体EUA申请的中和抗体，也是最早进入3期临床、由中国本土企业开发的新冠中和抗体之一。目前，该疗法正在全球多个中心开展3期临床试验，试验已揭盲，给药组在治疗28天后实现零死亡，对照组8例死亡。

开拓药业与腾盛博药作为中国新生Biotech代表，面对疫情反应迅速，在新冠全球大流行背景下彰显了不输海外药企的研发效率与质量。中国药企已充分具备进入国际市场博弈的能力，国际化大幕即将拉开，国药出海将趁机而上，势在必行。

图表48：开拓药业与腾盛博药新冠治疗药物临床进展

		适应症	国家/地区	临床前	IND备案 (已提交)(已受理)	I期	II期	III期	NDA
<b>普克鲁胺 (GT0918)</b>	第二代AR拮抗剂	COVID-19 (非住院病人)	美国和全球		2021年4月24日完成首例患者入组				
		COVID-19 (住院病人)	美国、中国和全球		2021年10月1日完成首例患者入组				
		COVID-19 (非住院病人)	中国、巴西和全球		2021年6月11日巴西获批开展				
Indication	Program	Preclinical	IND Approval	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Regulatory Authority	Brii Rights	Licensing Partners/Internally Discovered
COVID-19	BRII-196 <sup>(1)</sup>						FDA/NMPA	Global	
	BRII-198 <sup>(1)</sup>						FDA/NMPA	Global	

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

## 4. CDMO&API: 新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发?

新冠小分子治疗药有望给CDMO板块带来持续增量弹性。从各个产品的临床进度推测，今年底至明年，将有数款新冠小分子治疗药上市销售，CDMO企业可能会前置1-2个季度体现业绩增量。加上新冠或将常态化预期，新冠小分子治疗性用药的CDMO的增量有望持续，这个是CDMO板块除了原有逻辑之外的增量逻辑，预计在未来半年到一年会持续演绎。

中国CDMO在新冠小分子治疗药中获取市场份额的优势明显：

- 外部动荡，国内环境优势明显：海外疫情不断反复，国内情况较为稳定，为企业提供良好生产环境；
- 国内CDMO企业紧跟疫情演化方向，积极布局：在全球产能稀缺的情况下，国内企业反应迅速，积极关注、承接海外龙头药企特效产品；
- 国内CDMO企业自身创新、供应能力提升：国内头部CDMO企业在医药创新、制剂供应链方面不断突破，持续提高业务水平，具备承接项目硬实力。
- 国内创新药企业新冠小分子治疗药研发加速推进：除了海外大药企订单，国产新冠小分子治疗药推进也十分迅速，考虑到药物上市之后需求量较大，国产药物对于CDMO企业的增量预计也较为可观。

图表49: 新冠主要获批&III期小分子治疗药物概况

药品	公司	靶点/激励	剂型	当前最快进度
瑞德西韦	吉利德	靶向RNA依赖的RNA聚合酶 (RdRp)	注射剂	已获批
Molnupiravir	默克	核苷类似物前药	口服	已获批 (英国)
巴瑞替尼	礼来	AAK1激酶, 调控内吞阻断病毒感染细胞	片剂	EUA
Paxlovid	辉瑞	主蛋白酶抑制剂	口服	提交EUA
阿兹夫定	真实生物	RdRp	口服	III期
普克鲁胺	开拓药业	AR (雄激素受体) 拮抗剂	口服	III期
AT-527	Atea	嘌呤核苷酸前药	口服	III期

资料来源: 公司公告, CDE, FDA, 国盛证券研究所

## 4. CDMO&API: 新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发?

国内CDMO企业承接新冠相关小分子订单，获得业绩高增长趋势得到明显体现。凯莱英继11月16日签订超4.8亿美元供货合同后，11月28日再获27.20亿元重磅订单。博腾股份也在11月30日公告，过去12个月累计收到相关产品订单2.17亿美元。订单收入均超过了最近一个会计年度营收的50%，我们认为，还有许多CDMO企业也均有不少新冠相关小分子订单暂未公告，新冠大订单带来的业绩爆发有望在明年持续。新冠相关大订单的签订体现了我国在小分子CDMO领域的统治地位，未来CDMO行业会持续快速发展。

**产业链分工趋势初现，新冠相关大订单有望加速API企业转型CMO，迎来业绩高增长。**随着国内CDMO企业快速发展，考虑到产能、性价比等因素，不少CDMO企业开始把前端附加值较低的合成步骤外包给CMO企业。API企业转型CMO，承接这部分订单的趋势初现。新冠大订单的出现，可能会加速CDMO企业的前端外包趋势，使得转型CMO的API企业迎来业绩高增长。

图表50: 凯莱英与博腾股份相关公告

### 凯莱英医药集团（天津）股份有限公司 关于签订日常经营重大合同的公告

本公司及全体董事会成员保证公告内容真实、准确和完整，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

#### 特别提示:

- 1、合同生效条件为合同双方签字盖章即生效，目前合同已生效。
- 2、合同履行过程中受客户新药审批进展、需求变化、市场环境不确定性以及不可预计或不可抗力等因素的影响，有可能存在部分合同无法全部履行的风险。敬请投资者注意投资风险。
- 3、若合同顺利履行，考虑交货时间跨年度的影响，预计将对公司本年度财务状况和经营成果产生积极的影响，具体影响数以年度审计报告为准。
- 4、该合同累计金额占公司上一年度经审计主营业务收入已达到50%以上，根据日常经营重大合同的信息披露相关规则，公司须履行相应信息披露义务。

#### 一、合同签署概况

凯莱英医药集团（天津）股份有限公司（以下简称“公司”）持续为美国某大型制药公司（以下简称“客户”）的一款小分子化学创新药物提供合同定制研发生产（CDMO）服务过程中，近日公司全资子公司Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，截至该合同签订日，该产品的CDMO服务累计合同金额为48,094万美元，新的供货合同经双方签字盖章后已正式生效。

### 凯莱英医药集团（天津）股份有限公司 关于签订日常经营重大合同的公告

本公司及全体董事会成员保证公告内容真实、准确和完整，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

#### 特别提示:

- 1、合同生效条件为合同双方签字盖章即生效，目前合同已生效。
- 2、合同履行过程中受客户新药审批进展、需求变化、市场环境不确定性以及不可预计或不可抗力等因素的影响，有可能存在部分合同无法全部履行的风险。敬请投资者注意投资风险。
- 3、若本合同顺利履行，交货时间为2022年度，预计将对公司2022年度财务状况和经营成果产生积极的影响，具体影响数以审计报告为准。
- 4、根据日常经营重大合同的信息披露相关规则，已按照规定履行相关信息披露义务，不再纳入累计计算范围，公司仅须履行本次合同相应信息披露义务。

#### 一、合同签署概况

凯莱英医药集团（天津）股份有限公司（以下简称“公司”）持续为某制药公司（以下简称“客户”）的一款小分子化学创新药物提供合同定制研发生产（CDMO）服务过程中，近日公司全资子公司吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约27.20亿元，新的供货合同经双方签字盖章后已正式生效。

### 重庆博腾制药科技股份有限公司 关于收到重大订单的公告

公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

#### 特别提示:

- 1、订单自公司收到之日起生效，目前订单已生效。
- 2、订单执行过程中受客户新药审批进展、需求变化、市场环境不确定性以及不可预计或不可抗力等因素的影响，可能存在部分订单无法全部履行的风险。敬请广大投资者谨慎决策，注意防范投资风险。
- 3、若订单顺利交付，考虑交货时间跨年度的影响，预计将对公司2021年度及2022年度财务状况和经营成果产生积极影响，具体收入情况将根据订单执行情况以及企业会计准则、公司会计政策等相关规定确认。

#### 一、订单概况

近日，重庆博腾制药科技股份有限公司（以下简称“公司”）收到美国某大型制药公司（以下简称“客户”）的新一批《采购订单》，该等订单为客户某小分子创新药相关的合同定制研发生产（CDMO）服务订单。截至订单送达日，公司过去连续十二个月内累计收到相关产品的订单金额合计2.17亿美元，超过公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%。

## 5. 医疗服务：政策会不会对民营医疗服务有转向压制？

自从教育“双减”文件落地之后，市场对于民营医疗服务政策风险的担忧就一直没有停止过，那么展望2022年，政策到底会不会对民营医疗服务有转向的压制？

- 从宏观层面去理解，政策鼓励社会化办医的态度没有改变。回顾2021年所有对于民营医院以及社会化办医定位的政策，与过去的文件没有发生变化，依然是持鼓励的态度。展望2022年，市场所担心的政策彻底转向压制的概率极小。
- 从微观层面来看，阶段性的政策扰动难以避免。由于我国医改已经进入深水区，“医疗”作为医保、医药、医疗“三医联动”改革的最后一环，难免在2022年受到政策的阶段性扰动，当然政策扰动并不意味着全是利空。1) 医疗服务价格改革将在2022年持续：此前《深化医疗服务价格改革试点方案》中提出将遴选5个试点城市开展试点，这5个试点城市的方案将至关重要。当然，底层逻辑是一样的，“目标导向的价格项目管理机制”与“可持续的价格管控总量调节机制”。2) 各地集采试点仍将继续，难免对部分医疗服务标的的部分项目有所影响。

图表51: 2021年关于民营医疗定位的相关政策

时间	部委	文件	主要内容
11/22	国家卫健委	《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	鼓励社会办医疗机构、诊所（含中医诊所）以自愿为原则加入医联体。具备条件的社会办医疗机构也可以牵头组建医联体。
10/21	国家卫健委	《康复医疗服务试点工作方案》	支持社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心。
8/4	国家人社部	《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》	社会办医卫生专业技术人员在职称申报、评审方面与公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制。
6/17	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务的通知》	积极支持社会办医发展。社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
6/16	国家卫健委	《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》	支持和引导社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心

资料来源：各部委，国盛证券研究所

## 一、回首2021，多年牛市后震荡消化估值的一年

- 本质是估值消化诉求，表观是新能源及顺周期板块抽水叠加政策预期混沌加剧
- 医药制造升级成为重点方向，细分领域多点开花，中小市值公司备受青睐

## 二、复盘展望，缘何过去医药牛&未来会继续牛吗？

- 过去：资本市场供给侧繁荣+定价资金集中入市+龙马配置高度集中造就医药牛基因
- 展望：人口结构跳跃式进入老龄化，医药行业长期比较优势明显

## 三、思辨当下，医药的市场层面因素近况如何？

- 交易量&持仓进入低迷状态，“核心资产”估值得到结构性初步消化、持仓集中度结构性初步下降

## 四、展望2022，影响医药行业的五个关键问题猜想？

- 疫情：会不会有新变种？新冠疫苗和特效药能否根本缓解疫情？
- 政策：集采全面蔓延，是更稀缺的政策免疫or正确认知返璞归真？
- 制药：中国创新是否到了国际化拐点？
- CDMO&API：新冠小分子会不会让中国供应链全面爆发？
- 医疗服务：政策会不会对民营医疗服务有转向压制？

## 五、投资2022，哪些细分？哪些个股？

- 制造升级（新冠CDMO&CMO&API、生物医药上游、注射剂国际化）
- 科技升级（创新平台、创新新技术CGT、创新国际化）
- 消费升级（品牌中药、康复、疫苗）

# 投资2022：“4+X”景气各不同，基于赛道逻辑的自下而上甄选个股

回顾2021：透视三季报业绩增长，医药已进入板块景气度明显分化阶段。

- 相对2019同期看复合增速，“科技创新”与“制造升级”方向持续高景气，其中“创新疫苗、ICL、制造类器械”（新冠疫苗与检测等直接受益疫情）和“CRO、CDMO&CMO、生物制药上游”（疫情影响国内外订单加速与海外供应链转移）板块增长亮眼。
- 相对2020同期看同比增速，“创新疫苗、CRO、CDMO&CMO”高基数下高增长再加速，“ICL、生物制药上游、制造类器械”高基数下增长降速但仍保持高水平，“医疗消费升级”方向整体实现低基数下的恢复性增长。

图表52：医药“4+X”2021年三季报收入业绩表现

医药“4+X”分类	营业收入		营业收入		归母净利润		归母净利润		扣非净利润		扣非净利润	
	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3	同比增长	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3	复合增速	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3	同比增长	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3	复合增速	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3	同比增长	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3	复合增速
<b>1. 医药科技创新</b>		<b>13.9%</b>		<b>11.0%</b>		<b>28.3%</b>		<b>63.0%</b>		<b>29.8%</b>		<b>54.5%</b>
1.1. 创新药技术平台升级		-5.4%		-2.9%		-8.7%		30.1%		-20.2%		16.6%
1.2. 创新药国际化升级		14.5%		6.1%		-59.3%				-59.5%		
1.3. 创新类器械		27.5%		24.3%		21.6%		28.8%		33.3%		33.1%
1.4. 创新疫苗		85.3%		71.3%		171.6%		110.5%		180.8%		108.9%
1.5. 创新产业链CRO		41.4%		35.8%		43.2%		56.1%		76.1%		46.0%
<b>2. 医药制造升级</b>		<b>25.1%</b>		<b>33.3%</b>		<b>31.7%</b>		<b>65.9%</b>		<b>30.4%</b>		<b>65.8%</b>
2.1. 制剂国际化（尤其是注射剂国际化）		9.0%		14.9%		4.9%		25.1%		-8.3%		17.0%
2.2. CDMO&CMO		30.2%		26.3%		55.1%		55.6%		56.2%		49.9%
2.3. 特色API		12.0%		13.8%		-10.7%		8.3%		-1.8%		12.9%
2.4. 生物制药上游设备&耗材&科研服务		23.5%		27.5%		40.4%		63.2%		37.9%		60.3%
2.5. 其他制造类器械（进口替代&国际化）		32.1%		57.8%		35.1%		94.5%		34.6%		100.0%
<b>3. 医药消费升级</b>		<b>17.2%</b>		<b>8.7%</b>		<b>8.9%</b>		<b>9.9%</b>		<b>25.4%</b>		<b>15.9%</b>
3.1. 品牌中药		22.1%		11.7%		-4.9%		2.5%		25.8%		14.3%
3.2. 儿科		29.4%		21.4%		38.1%		48.6%		40.7%		48.4%
3.3. 眼科		32.1%		19.4%		41.1%		28.3%		38.8%		31.2%
3.4. 口腔		3.9%		5.8%		12.5%		14.7%		14.5%		15.5%
3.5. 医美		3.1%		-2.8%		-11.9%		-5.4%		-12.1%		-5.6%
3.6. 康复		-7.0%		2.4%		-8.7%		-8.8%		20.0%		-9.9%
3.7. 肿瘤		9.4%		-1.9%		87.3%		13.9%		92.1%		13.5%
3.8. 辅助生殖												
3.9. 综合医疗服务		90.5%		74.8%								
<b>4. 医药模式升级</b>		<b>35.0%</b>		<b>33.2%</b>		<b>48.6%</b>		<b>108.1%</b>		<b>47.0%</b>		<b>109.2%</b>
4.1. 互联网医疗&医药电商												
4.2. ICL		35.0%		33.2%		48.6%		108.1%		47.0%		109.2%
<b>X</b>		<b>14.1%</b>		<b>9.4%</b>		<b>16.0%</b>		<b>15.6%</b>		<b>13.4%</b>		<b>12.8%</b>
X.1. 药店		15.8%		18.8%		9.1%		19.4%		7.5%		18.5%
X.2. 传统仿制药&特色专科		7.2%		2.6%		15.0%		10.9%		9.7%		9.2%
X.3. 血制品		13.1%		9.7%		24.6%		9.5%		22.1%		9.7%
X.4. 医药流通		14.8%		7.9%		18.1%		20.0%		17.9%		14.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 投资2022：“4+X”景气各不同，基于赛道逻辑的自下而上甄选个股

展望2022：基于赛道逻辑，自下而上地甄选个股。

- 中长期来看，医药在老龄化趋势下具备最强的增量属性比较优势（老龄化加剧刚需医药扩容、健康消费升级加剧消费医药渗透率提升），未来资金强化配置医药确定性强，但同时已经进入赛道包括个股的极度分化阶段。
- 展望2022年，在新冠或将继续常态化、集采政策继续蔓延化但认知已比较充分、结构性持仓&估值初步消化、4+X基本面继续大分化的前提下，我们建议，规避政策，在“制造升级”&“创新升级”中广泛筛选，在“消费升级”中严选，在有逻辑的二三线中下功夫，自下而上的基于赛道筛选个股。

图表53：医药“4+X”2021年三季度报收入业绩表现

医药“4+X”分类	营业收入		归母净利润		扣非净利润	
	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3 同比增速	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3 复合增速	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3 同比增速	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3 复合增速	2021Q1-Q3/2020Q1-Q3 同比增速	2021Q1-Q3/2019Q1-Q3 复合增速
<b>1. 医药科技创新</b>	<b>13.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>28.3%</b>	<b>63.0%</b>	<b>29.8%</b>	<b>54.5%</b>
1.1. 创新药技术平台升级	-5.4%	-2.9%	-8.7%	30.1%	-20.2%	16.6%
1.2. 创新药国际化升级	14.5%	6.1%	-59.3%		-59.5%	
1.3. 创新类器械	27.5%	24.3%	21.6%	28.8%	33.3%	33.1%
1.4. 创新疫苗	85.3%	71.3%	171.6%	110.5%	180.8%	108.9%
1.5. 创新产业链CRO	41.4%	35.8%	43.2%	56.1%	76.1%	46.0%
<b>2. 医药制造升级</b>	<b>25.1%</b>	<b>33.3%</b>	<b>31.7%</b>	<b>65.9%</b>	<b>30.4%</b>	<b>65.8%</b>
2.1. 制剂国际化（尤其是注射剂国际化）	9.0%	14.9%	4.9%	25.1%	-8.3%	17.0%
2.2. CDMO&CMO	30.2%	26.3%	55.1%	55.6%	56.2%	49.9%
2.3. 特色API	12.0%	13.8%	-10.7%	8.3%	-1.8%	12.9%
2.4. 生物制药上游设备&耗材&科研服务	23.5%	27.5%	40.4%	63.2%	37.9%	60.3%
2.5. 其他制造类器械（进口替代&国际化）	32.1%	57.8%	35.1%	94.5%	34.6%	100.0%
<b>3. 医药消费升级</b>	<b>17.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>25.4%</b>	<b>15.9%</b>
3.1. 品牌中药	22.1%	11.7%	-4.9%	2.5%	25.8%	14.3%
3.2. 儿科	29.4%	21.4%	38.1%	48.6%	40.7%	48.4%
3.3. 眼科	32.1%	19.4%	41.1%	28.3%	38.8%	31.2%
3.4. 口腔	3.9%	5.8%	12.5%	14.7%	14.5%	15.5%
3.5. 医美	3.1%	-2.8%	-11.9%	-5.4%	-12.1%	-5.6%
3.6. 康复	-7.0%	2.4%	-8.7%	-8.8%	20.0%	-9.9%
3.7. 肿瘤	9.4%	-1.9%	87.3%	13.9%	92.1%	13.5%
3.8. 辅助生殖						
3.9. 综合医疗服务	90.5%	74.8%				
<b>4. 医药模式升级</b>	<b>35.0%</b>	<b>33.2%</b>	<b>48.6%</b>	<b>108.1%</b>	<b>47.0%</b>	<b>109.2%</b>
4.1. 互联网医疗&医药电商						
4.2. ICL	35.0%	33.2%	48.6%	108.1%	47.0%	109.2%
<b>X</b>	<b>14.1%</b>	<b>9.4%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.8%</b>
X.1. 药店	15.8%	18.8%	9.1%	19.4%	7.5%	18.5%
X.2. 传统仿制药&特色专科	7.2%	2.6%	15.0%	10.9%	9.7%	9.2%
X.3. 血制品	13.1%	9.7%	24.6%	9.5%	22.1%	9.7%
X.4. 医药流通	14.8%	7.9%	18.1%	20.0%	17.9%	14.5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 制造升级之CXO: 新冠大订单有望带来CDMO板块持续增量弹性, 加速API企业转型CMO

## ► 板块推荐核心逻辑:

新冠小分子治疗药有望带来持续增量弹性, 新冠大订单有望加速API企业转型CMO, 迎来业绩高增长。从各个产品的临床进度推测, 今年底至明年, 将有数款新冠小分子治疗药上市销售, 中国CDMO在新冠小分子治疗药中获取市场份额的优势明显。新冠大订单的出现, 可能会加速CDMO企业的前端外包趋势, 使得转型CMO的API企业迎来业绩高增长。重点推荐凯莱英、博腾股份、九洲药业。

## ► 未来一年变化推演:

► **业绩逻辑:** 在新冠或将常态化演绎之下, 新冠小分子治疗药在未来几年预计能持续放量, 给承接订单的CDMO企业及转型CMO的API企业带来的业绩增量是有望持续的, 并且在2022年是确定性的业绩高增长, 这个是CDMO板块除了原有逻辑之外的增量逻辑, 预计在未来一年会持续演绎。如凯莱英已签订4.8亿美金+27.2亿人民币的重磅订单, 博腾股份已签订的订单体量也已达到2.17亿美元, 我们认为还有许多CDMO企业也均有不少新冠小分子订单暂未公告。

► **估值逻辑:** 在明年CDMO企业业绩持续高增长的前提下, 目前已签订大订单的标的估值相对已经不贵。还有不少估值相对较低的转型CMO的API企业, 有望在新冠大订单的加持下, 体现出估值性价比。

► **升级逻辑:** 新冠大订单有望加速我国CDMO企业切入国际大药企供应链, 进一步提升国内CDMO企业在国际上的影响力和知名度。新冠大订单的出现也有望加速CDMO企业的前端外包趋势, 使得转型CMO的API企业迎来快速成长。同时, 大订单带来充沛现金流, 推动各家CXO企业逐步拓展能力圈, 进一步增强竞争力。如博腾股份布局基因细胞治疗CDMO, 九洲药业布局多肽CDMO等, 均有望在差异化赛道具备先发优势。

图表54: 相关CDMO&CMO&API企业估值一览表 (截止2021年11月30日)

证券代码	证券简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 2021E (亿元)	归母净利润 2022E (亿元)	净利润增速 2021E	净利润增速 2022E	2022PE
603259.SH	药明康德	4,256	43.3	59.8	46.3%	38.0%	71
002821.SZ	凯莱英	1,255	10.0	18.9	38.2%	89.6%	66
300363.SZ	博腾股份	545	4.9	8.9	51.1%	81.1%	61
603456.SH	九洲药业	499	6.3	8.6	64.2%	37.5%	58
000739.SZ	普洛药业	487	10.6	13.7	29.7%	29.4%	36
688076.SH	诺泰生物	111	1.6	2.2	26.9%	38.4%	51
300702.SZ	天宇股份	149	3.6	5.8	-46.0%	62.1%	26
603229.SH	奥翔药业	119	1.6	2.2	79.6%	37.8%	55
603538.SH	美诺华	56	2.2	3.0	32.7%	34.2%	19

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (备注: 药明康德、凯莱英、博腾股份、九洲药业为国盛证券预测数据, 其他为wind一致性预测)

# 制造升级之CXO: 新冠大订单有望带来CDMO板块持续增量弹性, 加速API企业转型CMO

## CXO标的1: 凯莱英

- **个股看点:** 看三年, 凯莱英作为国内CDMO技术领导者, 业绩有望持续高速增长。国内CDMO头部公司中, 凯莱英技术能力非常强, 订单附加值高, 盈利能力强, 体现其与客户深度绑定以及帮助客户解决问题的能力。我们预计未来三年凯莱英细分龙头的优势将进一步体现, 复合业绩增速有望维持在30%-35%。看五年, 夯实小分子, 进军大分子, 国内CRO+CDMO一体化发展, 方向正确叠加靠谱的管理层和强大的执行力, 凯莱英有望跻身全球CDMO第一梯队。
- **预期差&催化剂:** 1) 大药企客户信任度增高带来的订单数量和质量的提升; 2) 生物技术公司订单增多; 3) 国内客户持续拓展。
- **风险提示:** 客户需求变化风险; 市场环境不确定性风险; 汇率波动风险

## CXO标的2: 博腾股份

- **个股看点:** 可以预见逐步成为国内领先的CRO+CDMO一体化服务公司。看三年, 公司有望持续快速增长(我们预计收入复合增速30%+, 随着产能释放和盈利能力提升, 利润增长快于收入增长, 利润复合增速40%+)。看五年维度, 公司基因和细胞治疗CDMO有望开花结果, 如果基因细胞治疗CDMO进展顺利, 则有望比肩药明生物, 市值空间更大。
- **预期差&催化剂:** 1) 公司订单落地、产能释放; 2) 基因和细胞治疗CDMO进展顺利。
- **风险提示:** 商业化订单波动风险; 大客户和核心产品占比增加的风险

## CXO标的3: 九洲药业

- **个股看点:** 公司是极具吸引力的高性价比CDMO标的, 业绩高确定性高增长。1) **高性价比:** 对应明年50几倍, 在CDMO板块里面估值相对较低, 还有估值上升的空间; 2) **高增速:** 我们预计公司2021年业绩增速60%+, 2022年有望实现35-40%增速, 还有超预期的可能性; 3) **高确定性:** 诺华三大品种持续放量, 并有望承接其他药企新增商业化订单, 以及其他临床后期订单有望上市商业化贡献增量, 助力公司持续的业绩增长。
- **预期差&催化剂:** 1) 公司和诺华的合作是长期战略性质的定制化服务合作, 不仅是商业化生产, 还有临床期的业务合作; 2) 除了诺华之外, 公司与罗氏、吉列德、硕腾、Teva等国际大药企及国内贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等知名新药研创公司达成战略合作, 漏斗型管线形成, 逐步走向成熟期; 3) 多肽CDMO、小核酸CDMO、制剂CDMO等业务逐步推进, 产业链盈利能力增强。
- **风险提示:** 原料药价格波动风险; 诺华的产品放量不及预期风险; 公司新项目推进不及预期风险

图表55: 凯莱英、博腾股份、九洲药业盈利预测(截止2021年11月30日)

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PB	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
凯莱英	1255	66	38.2%	89.6%	15.9%	9.98	18.92	21.93	38.7%	99.6%	15.2%	43.70	87.21	100.47
博腾股份	545	61	51.1%	81.1%	20.4%	4.90	8.88	10.69	35.1%	73.6%	22.1%	27.98	48.57	59.31
九洲药业	499	58	64.2%	37.5%	31.7%	6.25	8.59	11.31	36.5%	30.6%	26.8%	36.13	47.18	59.84

# 制造升级之API: 明年边际改善明显, 有望迎来戴维斯双击

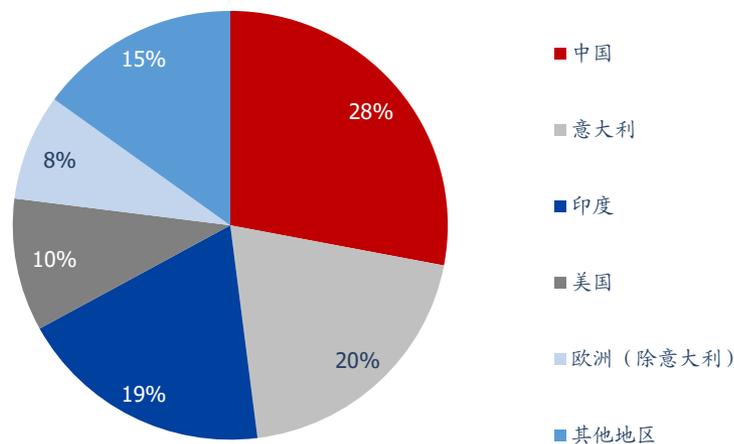
## ► 板块推荐核心逻辑:

中国成为全球高端制造工厂趋势明确, 原料药行业中长期逻辑理顺, 估值性价比较高。中国具有成本、人才、技术等多方面优势, 有望承接更多来自欧美的订单转移, 成为世界高端制造工厂。原料药行业经过一轮产能出清, 规范性提高、集中度提升, 叠加近年来产业政策红利、欧美产能转移等因素拉动, 中长期逻辑理顺。此外, 众多原料药企业不断进行自身升级(提升壁垒、开拓国际化规范市场、制剂一体化、转型CMO/CDMO), 叠加原料药行业的业绩估值较有性价比, 因此市场关注度提升。重点推荐司太立, 重点关注博瑞医药、仙琚制药等。

## ► 未来一年变化推演:

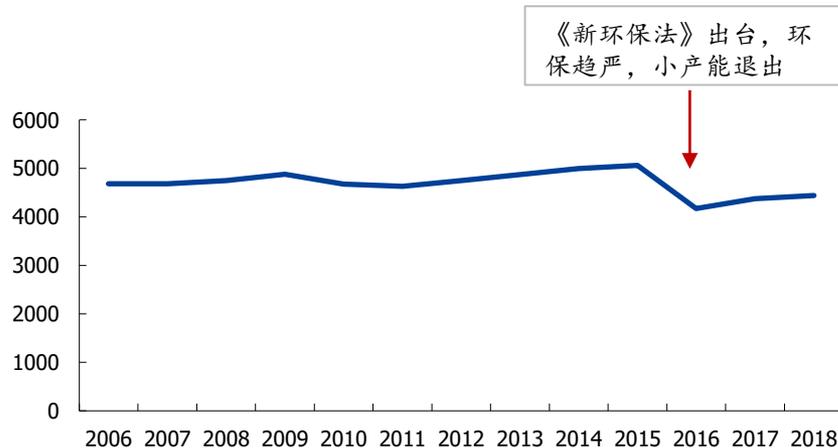
- **业绩逻辑:** 今年原料药行业受到疫情影响、汇率影响、上游涨价、环保督察、限电限产等多方面影响, 业绩处于低点, 目前许多原料药企业已逐步开始上调API价格, 将上游涨价因素传导到下游, 叠加其他影响因素减轻, 因此明年能看到原料药企业业绩的边际改善。
- **估值逻辑:** 原料药企业目前在医药子板块中整体估值偏低, 但产业趋势向上, 业绩也有边际改善, 有望带来估值提升。尤其是壁垒相对来说较高、有一定核心竞争力、有变化的原料药企业有望迎来戴维斯双击。
- **升级逻辑:** 当下特色原料药行业正在经历产业变革, 企业也在制定合适的战略并不断提升自身能力, 主要有三个方向: 发展高壁垒特色原料药+攻入国际化规范市场, 带来毛利弹性, 打开市场空间; 升级制剂一体化, 产业链向下游制剂延伸, 盈利性提升; 转型CMO/CDMO, 获得研发与生产外包收益, 盈利性提升。

图表56: 中国已经成为全球最主要的API生产基地(全球原料药产能分布)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表57: 原料药及制剂企业数量变化(单位: 家)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

# 制造升级之API: 明年边际改善明显, 有望迎来戴维斯双击

## 原料药标的: 司太立

- **个股看点:** 公司是国内造影剂绝对龙头, 难得的优质造影剂仿制药企, 成功进军制剂领域, 未来随着原料药产能逐步落地+制剂快速放量, 业绩有望出现高速增长, 明年业绩有望实现45%增长, 对应估值28倍, 性价比较高。
- **造影剂市场需求快速增长, API寡头垄断, 国内司太立一家独大。** 发达国家人均收入高、医疗设施先进, 加上“重诊断”的观念深入人心, 因此是目前造影剂的主要消费区域。以中国为代表的新型市场, 随着国民经济腾飞, 医疗条件逐渐改善, 居民诊断需求的不断提高, 对造影剂设备的使用也处于显著上升阶段。制剂端仿制药替代空间大+造影显像设备保有量快速提升, 有望带动需求端快速增长。原料药端市场仍以原研为主, 仿制企业较少, 行业集中度较高, 呈现寡头垄断格局, 国内呈现司太立一家独大格局。
- **今年公司原料药发货受到影响, 预计明年能有明显边际改善。** 今年受到疫情影响、汇率影响、环保督察等多方面影响, 原料药发货及公司业绩受到影响, 预计明年公司碘造影剂发货量能有较大上升, 明年能看到明显边际改善。
- **制剂集采有望在明年实现放量, 上海制剂工厂有望扭亏。** 明年是公司制剂集采中标后完整放量的第一年, 使得上海制剂工厂产生规模效应, 有望实现扭亏。
- **国际化战略逐步明确落地, 未来可期。** 拥有海神的爱尔兰IMAX子公司, 有利于向规范市场销售进程加速, 进一步提升毛利空间。公司国际化战略逐步明确落地, 后续有望快速实现国际化拓展。
- **预期差&催化剂:** 1) 碘造影剂原料药发货量增加、市场占比提升; 2) 制剂在集采后开始放量; 3) 国际化战略推进, 与其他药企合作加深。
- **风险提示:** 原料药安全生产风险; 原料药价格波动风险; 制剂销售不及预期风险; 新品种研发失败风险; 行业政策风险

图表58: 司太立盈利预测 (截止2021年11月30日)

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
司太立	152	28	54.8%	45.3%	34.3%	3.69	5.37	7.21	45.5%	38.3%	26.0%	19.89	27.50	34.65

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 盈利预测取自wind一致预期。

# 制造升级之生物医药上游：持续高景气，进口替代+国际化打开成长空间

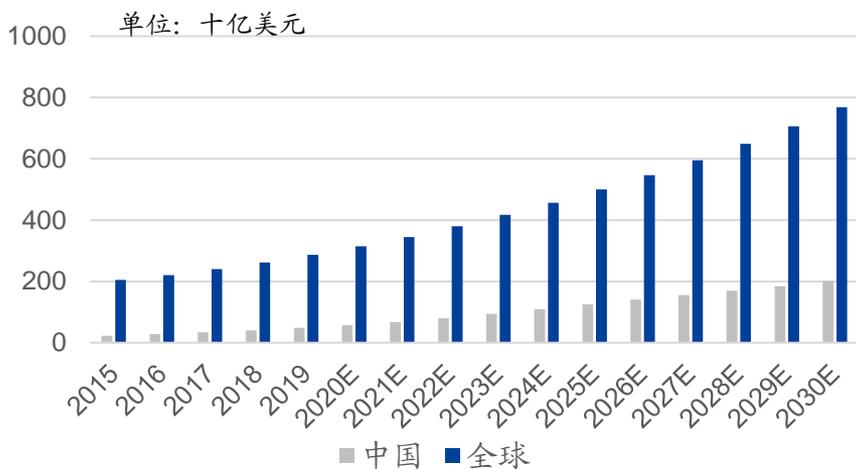
## 板块推荐核心逻辑：

- **景气度持续提升：**生物大分子企业加速扩建产能，工业上游设备及耗材需求旺盛；海内外政府和企业加大对于科技创新的投入，科研支出高速增长将驱动科研板块快速发展。
- **国产替代空间广阔：**生物医药上游设备、试剂、耗材种类繁多，技术壁垒较高，进口企业占据较大市场份额，国产企业凭借性价比优势和本地化服务逐步突破，加速推进进口替代。
- **国际化战略加速：**以新冠疫情为契机，国产企业加速出海，进一步打开成长天花板。
- **重点推荐：**东富龙、楚天科技、聚光科技。

## 未来一年变化推演

- **景气度逻辑：**预计明年将有诸多生物医药上游企业登陆资本市场，推动板块关注度提升。
- **业绩逻辑：**新冠疫情为生物制药上游企业进口替代和国际化打开突破口，品牌知名度提升推动进入海内外客户供应链，有望亦带动其它产品线销售，持续释放业绩增量。
- **估值逻辑：**国产耗材布局不断完善，产品加速落地，预计未来一年耗材销售有望实现较大突破，耗材占比提升是行业估值重塑的关键，估值有望提升。

图表59：2015-2023E全球及中国生物药市场规模



资料来源：Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

图表60：耗材领域布局 (东富龙V.S.楚天科技)

耗材类别	东富龙	楚天科技
一次性袋子	已上市销售	试产阶段
一次性生物反应器	研发中	研发中
填料	已收购“千纯生物”，处于客户试用阶段	拟自主研发膜材及微球材料，处于研发阶段
培养基	已上市销售，丰富产品线阶段	无
滤器	参股赛普科技	无

资料来源：Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

# 制造升级之生物医药上游：持续高景气，进口替代+国际化打开成长空间

## 生物医药上游标的1：东富龙

- **个股看点：**1) 生物大分子设备及基因细胞治疗设备新兴业务加速迈入收获期；2) 耗材布局如期推进，一次性袋子（储液袋、配液袋、转运袋等）已实现规模销售，通过“自研+并购”加速完善“袋子+填料+培养基+滤器”四大耗材布局；3) 国际化加速，以新冠疫苗装备及耗材为突破口，切入诸多海外知名药企，同时带动其它常规制药装备及耗材销售，海外市场大有可为。
- **预期差&催化剂：**1) 耗材布局加速落地、产能扩充进度超预期；2) 国内：生物大分子等新兴业务客户拓展顺利，订单放量加速；3) 海外：产品品牌影响力提升，赋能多产品线销售。
- **风险提示：**耗材销售拓展不及预期；海外业务拓展不及预期；产能扩建不及预期

## 生物医药上游标的2：楚天科技

- **个股看点：**1) 深耕药机行业近二十载，在后道制药装备领域已积累深厚的自动化及智能化制造优势，实现进口替代；2) 积极布局前道原液端，成立楚天SUT，一次性耗材计划明年一季度完成产品验证；3) 收购德国固体制剂设备龙头企业Romaco，赋能先进制造同时打开国际化布局，预计国际化将提速。
- **预期差&催化剂：**1) 耗材布局加速落地；2) 借助新冠疫苗相关设备出口及Romaco推动国际化布局加快。
- **风险提示：**耗材研发落地进度不及预期；海外业务布局不及预期

## 生物医药上游标的3：聚光科技

- **个股看点：**公司是国内高端科研仪器尤其质谱领域龙头，多款高端质谱产品达到国内唯一国际同类先进水平，国内质谱依赖进口国产替代空间巨大，在海外技术设备出口限制与国内政策强支持的背景下，质谱龙头优先获益进入快速增长期。此外公司掌握核心质谱技术并不断扩大新的应用领域，为后续成长提供驱动力，打开成长天花板。
- **预期差&催化剂：**1) 业务重心回归科研仪器步入正轨；2) 质谱国产替代加速公司成长。
- **风险提示：**新产品研发进度不及预期；质谱应用拓展不及预期

图表61：东富龙、楚天科技、聚光科技盈利预测（截止2021年12月03日）

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
东富龙	312	33	69.3%	21.2%	25.8%	7.85	9.51	11.97	55.2%	25.2%	25.6%	42.02	52.62	66.08
楚天科技	139	24	143.2%	20.3%	19.5%	4.88	5.87	7.01	33.5%	21.2%	16.7%	47.75	57.88	67.57
聚光科技	115	32	-69.2%	142.9%	44.4%	1.50	3.66	5.29	1.37%	22.67%	18.46%	41.57	51.00	60.41

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：楚天科技、聚光科技盈利预测取自wind一致预期

# 制造升级之注射剂国际化：海外产业布局逐渐成型，业绩持续兑现，首推普利健友

## ► 板块发展趋势&核心逻辑：

壁垒高+估值合理+国内增量。注射剂国际化是中国优质中型市值制药公司成长壮大的一条非常好的路径。注射剂国际化将市场扩展至海外，受政策扰动少；随着近年来注射剂ANDA的加速获批和产能的扩张，在产业端逐渐形成规模，伴随而来的是业绩的逐步兑现，同时估值也有可能扩张，重点推荐普利制药、健友股份。

(1) 壁垒高：注射剂cGMP壁垒+扩产周期5-6年。由于严格管制从每年市场短缺品种看注射剂占比极大。

(2) 良好的竞争格局：FDA一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势。

(3) 美国注射剂药品价格相比国内优势明显：市场化定价。

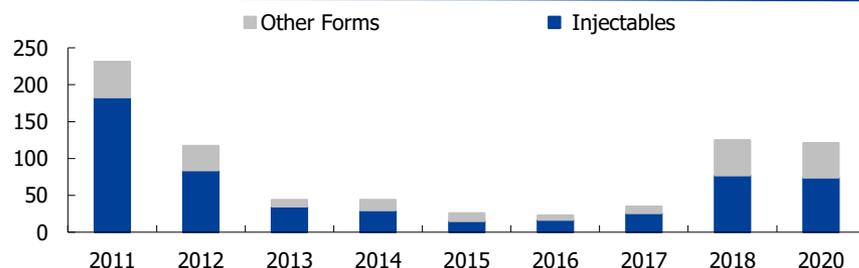
## ► 未来一年变化推演：

► 产业逻辑进一步理顺，从ANDA获批到业绩兑现。从未来一年的维度来看，健友股份和普利制药注射剂ANDA有望加速获批，同时注射剂产能进一步释放，提升业绩增长确定性。

► 受益于国内注射剂一致性评价。今年6月，国家第五轮集采结果公布，设计多个注射剂品种。第五轮集采有200多家企业参与，是五批集采中企业参与积极性最高的一次。第五轮集采涉及多个注射剂品种，国内注射剂格局将发生较大变化。后续我们预计集采或将常态化，已通过FDA认证的注射剂企业后续有望持续受益于一致性评价快速拓展市场份额。

► 估值在医药板块内具备性价比。健友股份2022年预计14.8亿利润（32%增速），PE 34X；普利制药预计2022年7.5亿利润（39%增速），PE 30X。考虑到未来三年复合30%的增速水平以及下半年估值切换，估值合理且性价比极高。

图表62: FDA统计历年药品短缺品种数量 (2011-2020)



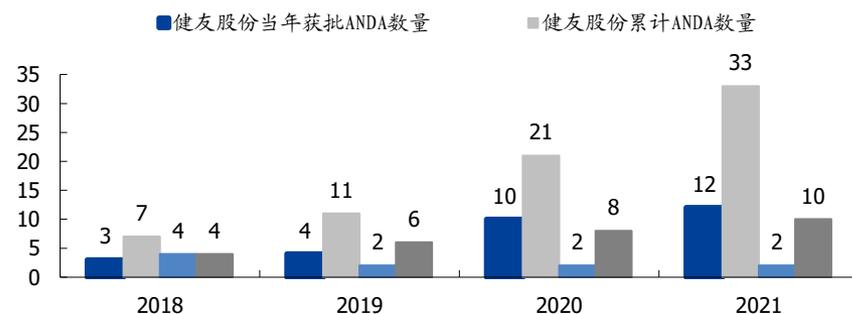
资料来源: FDA, 国盛证券研究所

图表63: 美国市场部分抗肿瘤注射剂仿制药价格对比

中文名称	美国规格	美国市场最低价 (\$/vial)	国内规格	中国生产企业	国内中标价 (¥/支)	美中价格比
盐酸柔红霉素	20mg/4ml	\$114.69	20mg	翰晖制药	¥24.00	3197%
三氧化二砷	10mg/10ml	\$419.88	10mg	北京双鹭	¥133.45	2105%
奥沙利铂	50 mg	\$91.15	50mg	齐鲁制药	¥38.39	1588%
亚叶酸钙	100 mg	\$23.95	0.1g	江苏恒瑞	¥16.80	954%
培美曲塞二钠	500 mg	\$3,416.95	0.5g	四川汇宇	¥2,777	823%
醋酸亮丙瑞林	3.75 mg	\$1,284.70	3.75 mg	上海丽珠	¥1,303	660%

资料来源: FDA, WebMD, 国盛证券研究所

图表64: 健友股份、普利制药近年注射剂ANDA获批数量 (截止2021.06.04)



资料来源: FDA, 国盛证券研究所

# 制造升级之注射剂国际化：海外产业布局逐渐成型，业绩持续兑现，首推普利健友

## 注射剂国际化标的1：健友股份

- **个股看点：**1) 注射剂国际化为政策免疫高成长赛道，健友是国内龙一，进入爆发期，未来几年注射剂国际化部分业绩有望维持50%高速增长。健友股份2020年已进入注射剂国际化业务爆发元年（33个美国注射剂ANDA，数量国内第一，后续每年10个以上ANDA获批）。在注射剂研发、生产及美国市场落地的全产业链业务构架下注射剂国际化业务将迎来业绩的持续爆发，海外注射剂维持50%高速增长。2) 肝素原料业务资源品属性凸显，健友股份受益于战略粗品库存，未来将在肝素原料和低分子肝素制剂端持续发力。3) 2022年预计14.8 亿利润，30%以上增长，对应2022年不到35X估值，未来三年复合业绩增速30%+确定性高，估值增速性价比极高。
- **预期差&催化剂：**1) 新ANDA的获批持续获批带来的注射剂制剂出口业绩高速增长。2) 国内注射剂集采中标，国内增量逻辑印证。3) 肝素原料订单价格变化、海外疫情的恢复情况和对肝素制剂的需求变化。
- **风险提示：**注射剂海外获批不及预期；肝素原料药销售不及预期；医保控费压力持续加大；测算可能与实际存在误差

## 注射剂国际化标的2：普利制药

- **个股看点：**1) 海外国内业务均进入兑现期，业绩有望持续高增长。公司海外业务产能瓶颈已经基本解决，未来将随着ANDA不断获批，持续贡献增量利润。2) 国内的注射剂一致性评价持续推进，公司新获批品种将不断通过集采放量，贡献增量利润（阿奇霉素后续进入集采后，公司再无存量品种会受到集采影响，未来集采给公司带来的就是纯增量逻辑）。
- **预期差&催化剂：**1) 海外ANDA持续获批。2) 公司伏立康唑、万古霉素等品种去年完成产能转移，产能瓶颈解决后贡献一定增量，同时地氯雷他地片在德国获批也有一定增量。3) 国内注射剂集采中标，国内增量逻辑印证。左乙拉西坦、比伐芦定等新获批的注射剂品种集采中标，贡献纯增量；地氯雷他定片剂虽是存量品种，但集采中标后保持了较好的同比增长。公司已经从过去依赖于单一品种增长的情况逐步蜕变到增长多元化的状态，抗风险能力明显增强。
- **风险提示：**疫情影响持续发酵；医保控费政策超预期；临床进展不及预期

图表65：健友股份、普利制药盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
健友股份	496	34	36.3%	34.5%	31.7%	11.0	14.8	19.5	35.5%	31.90%	29.2%	39.5	52.1	67.3
普利制药	223	30	36.8%	35.1%	34.8%	5.6	7.5	10.2	30.6%	38.5%	36.0%	15.5	21.5	29.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所（截止2021年12月3日）

# 创新升级之基因细胞治疗：创新发展的大趋势，重视基建期CDMO及设备

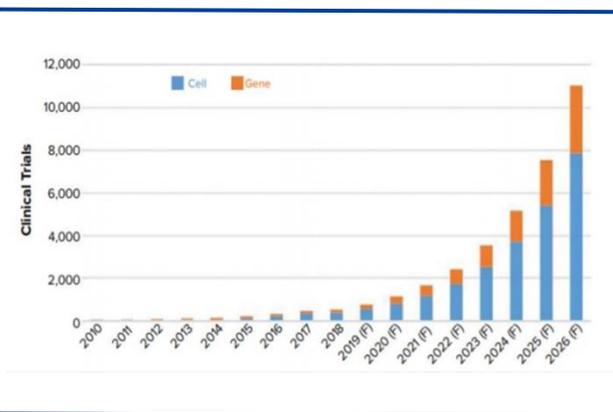
## ► 行业发展趋势&核心逻辑:

细胞基因治疗是未来创新疗法&精准治疗的潜力方向，从全球研发管线布局来看，全球基因细胞治疗在研药物数也在快速增长。生产工艺从全球研发管线布局来看，全球基因细胞治疗在研药物数也在快速增长。根据Pharmaprojects发布的《Pharma R&D Annual Review 2020》，预计2020年基因治疗在研管线1273个，比2019年增加409个；2020年细胞治疗在研管线491个，比2019年增加215个。当前，已经进入临床阶段的基因细胞治疗项目有超过1000个。预计到2026年，细胞治疗研发管线预测增长至近8000例。其中II期临床的管线数量超过一半，随着临床的持续推进、药物持续获批和放量，未来基因细胞治疗的市场规模有望快速增长。根据Coherent Market Insights的估测，全球基因细胞治疗市场将从2017年的60亿美元增长至2026年的350亿美元，年均复合增长率达22%。

## ► 未来一年变化推演:

- **基因细胞疗法临床持续推进:** 从来未来一年的维度看，除了海外的进展，我国有更多的基因细胞治疗的管线会进到临床中后期并持续有数据披露，如科济生物的CAR-T，诺思兰德的基因疗法等。
- **海外基因细胞疗法投资并购活跃:** 预计后续在基因细胞治疗领域一级市场投资并购会持续活跃，也会有很多海外大药企拓展基因细胞疗法的管线，验证大趋势。

图表66: 全球基因和细胞治疗临床管线持续增长



资料来源: BioPharm International, 国盛证券研究所

图表67: 大型药企主要基因治疗相关并购、合作项目

日期	出资方/合作方	被收购方/合作方	交易类型	交易金额	主要领域
2016.8	辉瑞	bamboo	并购	6.45亿美元	神经系统疾病
2016.9	艾尔建	retrosense	并购	6000万美元	眼科疾病
2017.8	吉利德	kite	并购	110亿美元	car-t
2018.1	新基	juno	并购	90亿美元	car-t
2018.1	强生	宾夕法尼亚大学	合作	-	阿尔兹海默症
2018.2	艾伯维	vayager	合作	-	阿尔兹海默症
2018.4	诺华	avexis	并购	87亿美元	神经系统疾病
2018.5	罗氏	4d molecular	合作	-	眼科疾病

资料来源: 各公司年报&公告, 国盛证券研究所

# 创新升级之基因细胞治疗：创新发展的大趋势，重视基建期CDMO及设备

基因细胞治疗生产过程复杂，重视基建期CDMO和设备：

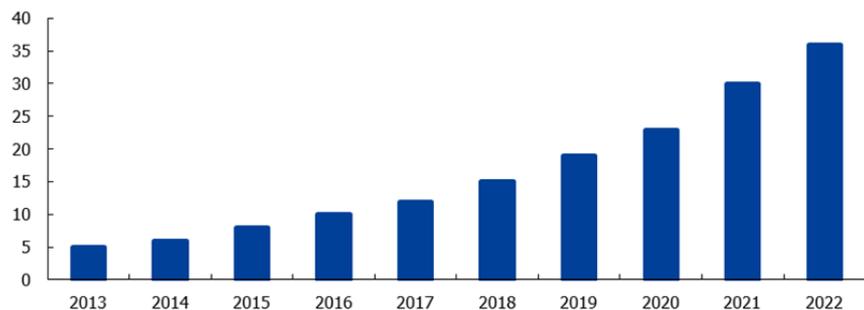
- **细胞治疗：生物制造工艺复杂、质控标准不统一、成本高为其产业化的主要技术壁垒。**与传统的生产线布局和大药厂的商业模式不同，细胞治疗作为个性化的治疗，其CAR-T细胞的生物制造工艺是其产业瓶颈，**自动化和标准化处理将是该过程的高壁垒技术。**尤其是自体CAR-T，其一个批次仅能用于单一患者的自身治疗，从T细胞的分离转导激活到灌封质检运输，再到最后回输给病人需要10-30天不等。未来的通用型CAR-T（同种异体CAR-T）疗法所使用的T细胞来自于健康的第三方供体，将更容易实现工艺标准化、有望通过一个批次的生产治疗更多患者、降低治疗成本。
- **基因疗法：病毒载体是目前主流技术，生产技术壁垒高。**目前临床上基因治疗递送载体以病毒为主，使用较多的是AAV、慢病毒和腺病毒。由于生产工艺流程复杂，病毒生产具有较高的技术壁垒，也是制约产业化的关键。除了病毒之外，病毒载体的生产也是目前基因治疗商业化的一个瓶颈。在公司从小规模试验转向大规模研究，最后进行大规模商化的过程中，基因治疗的载体供应成为了一个至关重要的问题。**基因细胞治疗企业以biotech为主，外包意愿强烈。**目前全球的基因细胞治疗管线主要在biotech型公司中，生产方面存在多方壁垒限制，因而外包意愿强烈。因基因疗法投入较大，近年来国际大型制药公司多通过并购或合作方式进军基因治疗领域。产能挑战催生了大量服务于基因疗法的CDMO企业，欧美国家较为领先，65%临床阶段的基因疗法选择外包（与传统生物制剂的35%相比）。

产品端：核心企业包括诺思兰德、科济药业、药明巨诺等。

CDMO端：基因细胞治疗CDMO重点关注药明康德、金斯瑞、博腾股份、和元生物，重点推荐博腾股份。

设备端：进口装备耗材价格高昂，国产厂商积极全面布局，逐步打开进口替代空间。CDMO和biotech企业产能建设高峰即将来临，国产装备耗材蓄势正发。建议关注泰林生物。

图表68：全球基因细胞治疗CDMO市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表69：细胞疗法设备及耗材竞争格局

耗材、设备	国内公司
磁珠	纳微科技、海狸生物、金斯瑞
培养基	多宁生物、健顺生物、艾米能斯
离心机	腾鹰机械、德高、英泰
转染试剂	太阳马公司、天为时代
电转染系统	壹达科技
细胞因子、试剂盒	义翘神州、诺唯赞、百普赛斯、菲鹏生物
二氧化碳培养箱、摇床、细胞工厂	东富龙、泰林生物、新华医疗
一次性塑料耗材	浩特生物、硕华生命、耐思生物、阿拉丁、乐纯生物
超净工作台、隔离器	东富龙、楚天科技、泰林生物
生物反应器、细胞工作站	东富龙、泰林生物、森松国际
自动化封闭式细胞处理系统	博雅、百泰克
分装机	东富龙、楚天科技
流式细胞仪、光学显微镜、酶标仪	迈瑞、库贝尔、雷杜
程序降温仪、液氮转运罐、冰箱	东富龙、海尔生物、澳柯玛、中科美菱

资料来源：各公司官网，公司公告，国盛证券研究所

# 创新升级之基因细胞治疗：创新发展的大趋势，重视基建期CDMO及设备

## 基因细胞治疗标的1：博腾股份

- **个股看点：**可以预见逐步成为国内领先的CRO+CDMO一体化服务公司。看三年，公司有望持续快速增长（我们预计收入复合增速30%+，随着产能释放和盈利能力提升，利润增长快于收入增长，利润复合增速40%+）。看五年维度，公司基因和细胞治疗CDMO有望开花结果，如果基因细胞治疗CDMO进展顺利，则有望比肩药明生物，市值空间更大。
- **预期差&催化剂：**1) 公司订单落地、产能释放；2) 基因和细胞治疗CDMO进展顺利。
- **风险提示：**商业化订单波动风险；大客户和核心产品占比增加的风险

## 基因细胞治疗标的2：泰林生物

- **个股看点：**国产隔离器领先企业，有望受益于CGT行业加速发展。1) 基于隔离器技术的多年深耕，开发出了细胞工作站与蜂巢培养系统。公司于2017年研发细胞免疫治疗工作站等产品，2019年交付首台多功能干细胞工作站；2) 募集资金进一步扩大细胞装备耗材产能。2021年1月，公司变更募投项目，同时进行可转债募资共30亿元投资细胞治疗产业化装备制造基地项目产品设计细胞工作站、培养系统、检测培养系统等，预计2024年投产。
- **预期差&催化剂：**1) 产品研发推进顺利；2) 客户开拓、订单落地、产能扩建顺利。
- **风险提示：**募投项目进展不及预期；产品研发及销售进度不及预期；产能扩建不及预期

图表70：博腾股份、泰林生物盈利预测（截止2021年12月3日）

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
博腾股份	514	58	51.1%	81.1%	20.4%	4.90	8.88	10.69	35.1%	73.6%	22.1%	27.98	48.57	59.31
泰林生物	42	38	44.7%	57.1%	31.8%	0.70	1.10	1.45	54.8%	50.0%	40.0%	3.10	4.65	6.51

资料来源：Wind，国盛证券研究所；注：泰林生物盈利预测取自wind一致预期。

# 创新升级之创新药：精选创新时代来临，看技术平台升级及国际化

## ► 行业发展趋势&核心逻辑:

国内创新药产业飞速发展，第一波浪潮后未来分化会不断加剧。未来创新药发展将在曲折中前进，分化加剧，从“低价值”创新将向“高价值”创新转变。政策是一把双刃剑，医保谈判加速创新药放量的同时，医保控费导致对于同质化创新的支付会趋紧。此外，海外原研上市加速、进医保加速，也加剧了国内创新药竞争，第二波创新药浪潮对企业能力要求更高，能够脱颖而出的企业依然是稀缺的。

创新药的投资应重点关注竞争格局和壁垒重视技术平台的升级。单抗和biosimilar的竞争趋于白热化，同质化产品的竞争中，企业的效率和综合实力显得更加重要。创新药的投资应重点关注竞争格局和壁垒，小分子研发难度较高，竞争格局好于单抗&biosimilar，且空间不弱于大分子。有自己技术平台（双抗、ADC、小核酸等）的企业有望在后续脱颖而出。

我国创新药已经迎来国际化拐点。自2017年中国加入ICH之后，中国制药企业与FDA的互动日益频繁，孤儿药、快速通道、突破性疗法等认证数量明显增多，尤其在2019年之后国内药企开始进入FDA申报NDA高峰期。

## ► 未来一年变化推演:

► 我国药企国际化逐步兑现：从来未来一年的维度看，信达生物的信迪利单抗、君实生物的特瑞普利单抗、百济神州的替雷利珠单抗、腾盛博药的中和抗体、开拓药业普克鲁胺等均有望实现海外上市。

► 技术平台升级带来的我国创新品种有望持续license out：License-out海外授权是创新药国际化的重要途径，项目授权合作既说明了基于单个产品的国际认可，更是中外药企双方在长远合作方面意愿的表达。一方面，项目交易数量有望持续增多；另一方面，出海单价有望持续创新高。

图表71: 部分创新药企业技术平台布局

	恒瑞医药	石药集团	百济神州	信达生物	君实生物	金斯瑞	科济药业	荣昌生物
双抗	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
ADC	✓	✓	✓	✓	✓			✓
细胞因子	✓		✓	✓	✓			✓
细胞疗法	✓		✓	✓		✓	✓	
mRNA	✓	✓	✓		✓			
siRNA		✓						
基因疗法	✓				✓			
PROTAC	✓	✓	✓					

# 创新升级之创新药：精选创新时代来临，看技术平台升级及国际化

**国产创新药第一波浪潮（从无到有催生泡沫）：**经过前期漫长的积累，2017年10月国办发文鼓励创新的顶层设计及配套政策激发了国产创新第一波浪潮。政策环境和资本市场环境双重催化，IND、NDA品种数量大大增加，一级市场涌现了一批明星biotech企业，也出现了泡沫化的趋势。而从今年开始，第一波浪潮催生的产品相继创新，从预期到销售兑现期，泛泛创新的企业会产生分化。

**第二波浪潮（从关注数量到关注质量）：**在第一波泡沫消退后，市场会更关注创新的质量。差异化的竞争策略、高壁垒的技术创新企业在未来3-5年会持续脱颖而出。

**第三波浪潮（从国内新到全球新）**

图表72：国产创新药发展历史级未来预期



# 创新升级之创新药：技术平台升级及国际化推荐恒瑞医药、君实生物、贝达药业

## 创新药标的1：恒瑞医药

- **个股看点：**2021年以来，恒瑞医药在转型关键期（从国内创新向国际化转型）遭遇了最大一批品种的集采（第五批8个涉及集采的品种销售额44.3亿元，占比销售15.9%），同时在销售队伍调整的过程中也出现了品种销售不及预期的情况，因而也导致了股价的大幅度调整。但恒瑞依然是国内创新系统性布局、整体体系最扎实的公司。恒瑞的研发实力有目共睹，发展战略清晰可行，后续恒瑞逐步走出集采影响，创新新技术平台及国际化有望持续兑现。
- **预期差&催化剂：**1) 创新药持续获批，目前NDA和即将NDA阶段有瑞格列汀（DPP-IV）、恒格列净（SGLT-2）、SHR6390（CDK4/6）、林普利司片（PI3K $\delta$ ）、SHR-1316（PD-L1）、SHR8008胶囊（抗真菌）、SHR8058滴眼液，未来一年陆续获批；2) BD方面持续引进新品种；3) 新技术平台海外临床数据陆续披露。
- **风险提示：**国际化进度低于预期；创新药研发失败风险

## 创新药标的2：君实生物

- **个股看点：**1) 众多First-in-class级别的临床前分子储备，为创新发展持续赋能；2) 临床研发能力突出，多个大型关键临床同步推进并高效产出；3) 国际化进度领先，JS016率先在美国实现商业化、针对突变株中和效力优异，带来持续性收入；君实是少有的具备源头创新能力的biotech，在研发能力和国际化进度方面存在较大预期差，有望持续超预期兑现。
- **预期差&催化剂：**1) 特瑞普利单抗2022开始适应症井喷，肺癌、肝癌、食管癌、乳腺癌等大适应症逐步覆盖，兼有辅助、新辅助领域独家适应症；2) 国际化发展加速，PD-1在美PDUFA日期2022年4月；3) BTLA等一系列全球首创分子迅速推进；4) 新冠大分子、小分子多重机理的广泛布局。
- **风险提示：**研发失败的风险；产品降价的风险

## 创新药标的3：贝达药业

- **个股看点：**公司是A股稀缺的创新药标的，从一到多开始新征程，国际化兑现在即。埃克替尼持续贡献稳定现金流，术后辅助适应症纳入医保有望延长埃克替尼放量周期；恩沙替尼新进医保有望快速放量；MIL60已获批，CM082、D0316、PD-1&CTLA-4等研发进度持续推进；MCLA-129（EGFR/c-Met双抗）、BPI-16350（CDK4/6）已进入I期，BPI-421286（KRAS G12C）已获批IND，后续丰富前沿管线推进临床。研发团队具备海外研发经验+过硬的研发实力，销售团队实力强劲。股权激励制定2025年80亿销售目标，体现公司强劲信心。
- **预期差&催化剂：**1) 恩沙替尼海外一线临床公布&licence-out deal落地；2) 埃克替尼术后辅助&恩沙替尼进入医保之后放量；3) 后续管线持续推进。
- **风险提示：**产品放量低于预期；创新药研发推进低于预期；创新药研发失败风险等

图表73：恒瑞医药、君实生物、贝达药业盈利预测（截止2021年12月3日）

上市公司	最新市值 (亿元)	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 增速 2023E	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	净利润 2023E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 增速 2023E	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)	营收 2023E (亿元)
恒瑞医药	3148	48	-10.9%	16.3%	18.8%	56.4	65.6	77.9	-4.5%	12.2%	19.6%	264.9	297.3	355.5
君实生物	518	-	亏损	亏损	亏损	(0.7)	(1.7)	(1.2)	160.0%	-18.4%	24.1%	41.5	33.8	42.0
贝达药业	334	61	-30.4%	29.4%	32.2%	4.2	5.5	7.2	22.2%	28.2%	30.4%	22.9	29.3	38.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 消费升级之品牌中药：消费升级继续，重视经营提速的品牌中药消费龙头

## ► 行业核心逻辑：

- **核心竞争优势持续创造价值。** 中药消费品的百年品牌、国家保密配方/保护品种等优势使得企业在市场竞争中处于极其有利位置，边际上的任何改革和环境改善都可能造就发展加速。
- **健康消费升级加速带来旺盛需求。** 我国2008-2020年我国高净值人群（资产1000万以上）数量从28万以近20% CAGR 增加至262万，高净值人群消费对健康消费的重视排行前三，其中选择率最高的细分品类为传统滋补品或中药材。
- **品牌中药公司目标人群巨大，渗透率较低，成长空间广阔：**肝病、心脑血管疾病、补益类产品，衍生日化化妆品目标人群都是数亿级，目前品牌中药企业产品渗透率仍处于较低水平，独特的竞争优势使其成长空间广阔。
- **政策支持带来有利外部环境。** 2016年以来中共中央、国务院先后发布《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》、《中医药法》、《关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》等重磅文件，行业发展有望加速，行业结构优化之下优秀的品牌中药企业可能拿到更多市场份额。

## ► 未来一年变化推演

**行业复苏、开启大浪淘沙：**新冠疫情成为中药行业发展契机，后续中药的价值有望被社会重新认知，消费者对于中药认可度可能提升，政策友好度和媒体环境预计将改善；行业有望复苏，但大概率会是优胜略汰，大浪淘沙的局面。重点推荐**健民集团、片仔癀**，关注**同仁堂、马应龙、羚锐制药、东阿阿胶**。

图表74：近年部分中医药相关政策

时间	文件	发布部门	核心要点
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	国务院	中医药产业成为国民经济重要支柱
2016年8月	《中医药发展“十三五”规划》	国家中医药管理局	中医药的广覆盖
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	中医药发展上升为国家战略
2017年1月	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020）》	国家中医药局、国家发改委	推动中医药标准化、出海
2017年10月	《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》	中共中央、国务院	支持中药传承和创新，优化审批
2017年12月	《中医药法》正式实施	国务院	法治角度为中医药提供保护
2018年6月	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	国家药监局	经典名方免报药效学研究及临床试验资料
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	推动中医药发展纲领性文件
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	加快中医药发展具体措施
2021年5月	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、国家中医药局等7部门	推动中医药出海

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表75：中国高净值人群情意往来礼物选择排行

品类	细分	选择率
烟酒茶 Tobacco, alcohol, tea		93%
现金类 Cash		93%
<b>健康产品 Healthcare products</b>		90%
	<b>传统滋补品或中药材 Traditional health supplements and TCM</b>	72%
	现代保健品 Modern healthcare products	59%
	健康设备及产品 Healthcare equipments and products	56%
	体检 Health checkup	35%

资料来源：国务院、新华网、国家药监局，国盛证券研究所

# 消费升级之品牌中药：迎来转机，看好健民集团、片仔癀

## 品牌中药标的1：健民集团

- **个股看点：**1) 自有业务产品升级，提价增效模式走通，儿科大品种龙牡壮骨颗粒焕发第二春，至少有望做到10亿+级别的产品，带动儿科产品持续放量。自有业务预计21-23年实现净利润 2.0, 2.7, 3.5 亿元，同比+292%, 35%, 29%。2) 天然牛黄全球供需失衡，缺口不断扩大，公司联营企业健民大鹏（持股33.54%）独家的体外培育牛黄将成唯一可行解决方案，有望量价齐升。健民大鹏2020年收入4.82亿、净利润2.90亿，净利率60.15%，2011-2020净利润实现CAGR 41%。3) 单看表观估值，我们预计公司22年有望实现36%增长，PE仅约20X，性价比极高，分部看自有业务和健民大鹏估值，存在明显低估。
- **预期差&催化剂：**1) 牛黄下游大产品安宫牛黄丸、片仔癀等大产品持续放量带动牛黄价格上涨，2016-2021年公斤单价已由不到20万涨至50万以上，体培牛黄价格水涨船高，单价已涨至15万左右，后续提价预期强烈。2) 健民大鹏2021-2023年预计实现3.9, 5.3, 6.9亿元，归母部分为1.3, 1.8, 2.3亿元，对标可比公司，健民集团股权价值在117亿元左右，叠加主业价值（给20X PE），合理市值171亿元，上涨空间明显。
- **风险提示：**增长过度依赖核心大单品；健民大鹏药业增速放缓；OTC市价竞争加剧；原材料价格上涨导致毛利降低

## 品牌中药标的2：片仔癀

- **个股看点：**1) 片仔癀核心药品量价齐升逻辑未变。20Q1提价，叠加20Q3控货，公司实现了终端价格体系控制权增强，目前限量供应（原价590元，每人每月4粒），价格稳步提升，21Q1-Q3量的增长恢复到30%以上。2) **渠道建设效果显现，直销比例增加增厚利润**。公司片仔癀体验馆数量已超过330家，有效带动全系列产品销售；21年7月新开线上直销渠道后，21Q3销售占比就接近30%，带动核心药品净利率向60%靠拢。
- **预期差&催化剂：**1) 公司定价权极强，在同仁堂安宫牛黄丸近期提价情况下，同样采用牛黄和麝香作为主要原料的片仔癀有可能提价去对冲原材料价格上涨影响。2) 公司已加快推动化妆品子公司单独上市，后续发展有望加速。3) 公司潜在新的大品种，如安宫牛黄丸2021年已逐步放量，品类扩增为公司提供新的增长点。
- **风险提示：**片仔癀收入增速下滑；原材料价格上涨导致产品毛利率下降

图表76：健民集团、片仔癀盈利预测（数据截至2021年12月3日）

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
健民集团	90.4	28	21	119.2%	36.1%	1.48	3.24	4.41	32.0%	19.5%	24.56	32.43	38.77
片仔癀	2793.8	130	102	28.7%	26.7%	16.72	21.51	27.26	21.1%	19.3%	65.11	78.82	94.05

资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 消费升级之康复：行业迎双重拐点，看好三星医疗

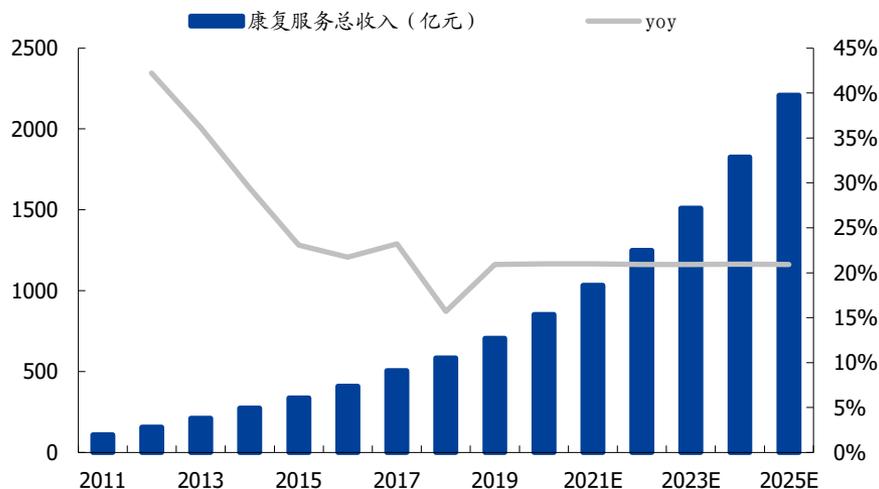
## ► 板块推荐核心逻辑：

康复赛道已经面临产业拐点和政策拐点，千亿市场有望快速增长。在当前老龄化背景下，以第七次人口普查数据为核心的康复行业“产业拐点”已经到来，2020年我国65岁及以上人口1.9亿，占13.5%。相应的，以《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》为核心的“政策拐点”随之出现，从顶层设计角度强调了发展康复医学的重要性与紧迫性，康复与养老成为下一阶段的重点民生话题，千亿级别的市场有望快速增长。

## ► 未来一年变化推演：

政策不断支持鼓励康复医疗。康复赛道在各个层面都是政策鼓励的，今年除了顶层设计文件和全国试点方案以外，还有各地零散的提价，从明年一年的维度来看，医疗服务价格改革试点必将继续推进，而康复项目在各地提价的过程中，有望让市场进一步认可其赛道景气度。

图表77：康复行业市场规模及增速



资料来源：毕马威，国盛证券研究所

图表78：2021年落地的两大康复政策

文件	主要内容
《关于印发加快推进康复医疗工作发展意见的通知》	提出到2022年，逐步建立一支数量合理、素质优良的康复医疗专业队伍，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人；到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。
《国家卫生健康委办公厅关于开展康复医疗试点工作的通知》	确定北京市、天津市、河北省、上海市、江苏省、浙江省等15个省份作为康复医疗服务试点地区，试点时间为2022年1月到12月。明确提出要增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量。支持社会力量举办规模化、连锁化的康复医疗中心等，增加康复医院和康复医疗中心的数量。

资料来源：国务院，卫健委，国盛证券研究所

# 消费升级之康复：行业迎双重拐点，看好三星医疗

## 康复医疗标的：三星医疗

### ➤ 个股看点：

- **公司是重症康复龙头，连锁化模式已经完全跑通。**有别于普通康复与功能性康复，公司承接的患者以刚做完手术、刚从ICU里出来的神经外科患者为主，具备明显的刚需属性。经过公司康复治疗的患者，2/3能回归正常生活，1/3能回归工作与学习，具备明显效果。目前公司体内8家医院，体外并购基金27家医院，标准化的连锁模式、异地扩张能力、从体内孵化到注入体内的闭环都得到证实。
- **股权激励超高解锁条件，康复业务有望快速发展。**公司近期发布了股权激励，解锁条件之一是对上市公司层面每年新增的项目医院数要求不低于10家（自建+并购），相当于框定了未来上市公司层面医疗业务发展的底线。

### ➤ 预期差&催化剂：

- **公司新一轮收购启动有望进一步提高市场认可。**公司目前体外并购基金有27家康复医院，且上市公司层面有每年不低于10家新增项目医院的考核要求，后续新一轮收购的启动有望进一步让市场认可公司的重症康复业务。

- **风险提示：**康复医院拓展不及预期

图表79：三星医疗盈利预测

上市公司	最新市值 (亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润 增速 2021E	净利润 增速 2022E	净利润 2020A (亿元)	净利润 2021E (亿元)	净利润 2022E (亿元)	营收 增速 2021E	营收 增速 2022E	营收 2020A (亿元)	营收 2021E (亿元)	营收 2022E (亿元)
三星医疗	209	26	22	-16.0%	19.6%	9.56	8.04	9.61	13.1%	23.0%	70.92	80.20	98.68

资料来源：Wind，国盛证券研究所（三星医疗为Wind一致预期，截止2021年12月3日）

# 消费升级之疫苗：大产品大时代继续，新冠疫苗后周期下关注海外订单释放情况

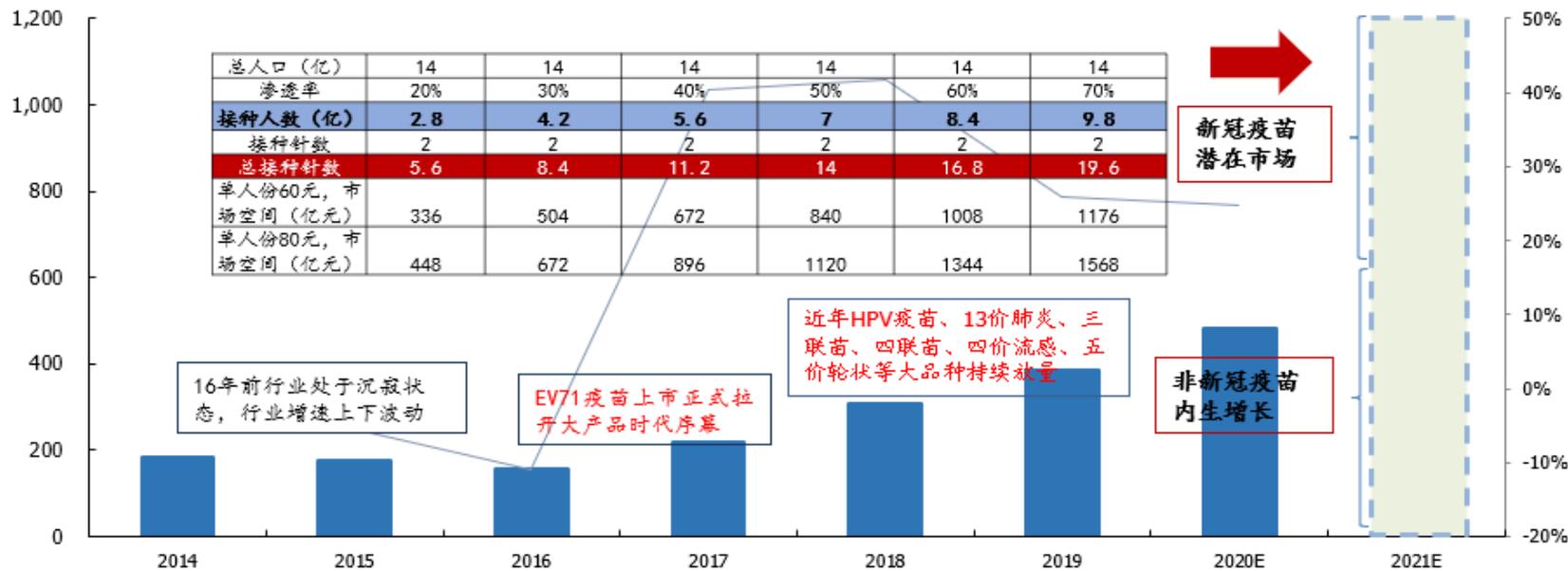
## ► 板块高景气推荐逻辑：

板块高景气度发展，疫苗产品放量快等特性，决定了相关企业业绩的也将保持快速增长。三重逻辑“大产品大时代（重磅产品驱动）+监管趋严下兼并重组趋势（集中化趋势，龙头受益）+疫情催化期权（疾控投入未来逐渐加大，部分品种接种率提升）”将驱动板块维持高景气。我们认为当前板块处在非常好的发展趋势当中，同时结合国内的人口红利，国内有望诞生一批大市值的疫苗企业。

## ► 未来一年变化推演：

- **产品放量逻辑以及研发进展逻辑。** 关注预防性微卡的放量情况（智飞生物）、13价肺炎疫苗放量情况（康泰生物、沃森生物）、HPV疫苗的放量情况（智飞生物、万泰生物）、部分重磅品种的研发情况（百克-带状疱疹、欧林-金葡菌疫苗）、新冠疫苗的海外订单以及部分研发进展。
- **新冠疫苗后周期下海外订单释放情况以及部分企业研发进展逻辑。** 21年行业整体在新冠疫苗接种后规模陡增，后续加强针接种将进一步扩大，但考虑到国内新冠疫苗接种的量价情况，我们认为后续海外订单的情况将更值得关注（智飞生物、康希诺、康泰生物）。另外部分处于研发阶段的新冠产品进度也值得重点关注（沃森生物、复星医药等）。

图表80：国内疫苗产值测算（亿元）及新冠疫苗国内市场测算情况



# 消费升级之疫苗：大产品大时代继续，新冠疫苗后周期下关注海外订单释放情况

## 核心首推，智飞生物：

- **个股看点：**公司业绩高速增长估值性价比高（不考虑新冠，22年同比增长33%，PEG等于1），同时新冠疫苗潜在大市场增量（关注海外订单释放情况），另外公司研发管线估值重塑逻辑（预防性微卡已获批，23价肺炎、二倍体狂犬、四价流感、冻干三联苗处于III期，有望近期申报生产，15价肺炎处于临床III期，有望22年申报生产，另有多个重磅产品I、II期已形成梯队）。
- **预期差&催化剂：**1) 微卡的潜在市场空间；2) 产品的申报进度；3) 新冠的海外增量

## 重点关注：欧林生物

- **个股看点：**公司目前市值较小，在国内潜在疫苗大市场中，股价具备较大潜力，公司研发管线中集中了金葡菌疫苗和三联苗产品，同时公司产品破伤风疫苗近年快速放量，有望持续贡献业绩。
- **预期差&催化剂：**1) 金葡菌疫苗临床进展；2) 三联苗申报进展；3) 破伤风疫苗放量有望放量超预期

## 重点关注：百克生物：

- **个股看点：**公司核心产品包括水痘疫苗、鼻喷流感疫苗，同时22年狂犬疫苗也有望贡献新业绩增量，公司管线中带状疱疹疫苗处于临床揭盲中。
- **预期差&催化剂：**1) 水痘/鼻喷流感/狂犬放量情况有望超预期；2) 带状疱疹临床进展
- **疫苗企业风险提示：**产品放量不及预期，研发管线进度不及预期，行业负面事件扰动

**其他建议重点关注：**康泰生物、康希诺、沃森生物、康华生物、万泰生物。

图表81：疫苗企业盈利预测(数据截至12月02日)

上市公司	最新市值(亿元)	2021 PE	2022 PE	净利润增速2021E	净利润增速2022E	净利润2020A(亿元)	净利润2021E(亿元)	净利润2022E(亿元)	营收增速2021E	营收增速2022E	营收2020A(亿元)	营收2021E(亿元)	营收2022E(亿元)
智飞生物	1,968	41.9	31.6	42.40%	32.50%	33.01	47.01	62.29	39.40%	28.60%	151.9	211.79	272.29
康希诺	1,400	31.2	16.2	-	92.59%	-3.97	44.82	86.32	32779.00%	114.00%	0.25	81.84	174.95
康泰生物	776	67.0	39.7	70.40%	69.06%	6.79	11.57	19.56	18.90%	13.30%	112.08	133.24	150.97
万泰生物	1,447	96.6	71.4	121.27%	35.25%	6.77	14.98	20.26	68.82%	35.53%	23.54	45.33	62.67
沃森生物	1,025	66.0	49.6	54.74%	33.05%	10.03	15.52	20.65	74.58%	34.38%	29.39	51.31	68.95
康华生物	146	20.6	15.1	36%	37%	4.08	7.07	9.63	54.90%	33.40%	10.39	16.09	21.47
欧林生物	123	95.1	41.6	257%	129%	0.36	1.29	2.95	102.80%	43.10%	3.2	6.49	9.29
百克生物	318	63.8	44.1	19%	44.78%	4.18	4.98	7.21	22.91%	39.90%	14.41	17.71	24.79

资料来源：Wind，国盛证券研究所（康泰生物、万泰生物、沃森生物、百克生物为wind一致性预期，智飞生物和康泰生物不包含新冠预测）

### 风险提示:

- **控费政策持续超预期:** 由于医保基金的压力, 可能会有持续的控费政策发布
- **行业增速不及预期:** 部分板块及产品竞争格局恶化, 以及负向政策的扰动, 导致增速不及预期

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。



Thank You