

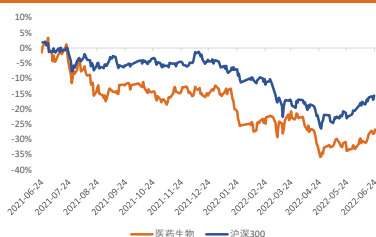
估值回归，布局创新升级+高端制造

相关研究：

1. 《第七批集采推进至注射剂大品种，流感数据异动》 2022.6.21
2. 《把握ASCO研发趋势，关注生物科技磨底建仓机会》 2022.6.14

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-0.3	-10.3	-12.1
绝对收益	10.7	-5.0	-26.8

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ Biotech 创新升级：业绩兑现，国际化破局在即

创新升级，套利创新红利结束，投资逻辑逐步与成熟市场接轨，BIC 产品才能获得估值，由产品线预期驱动转向产品商业化驱动，国际化突破成最大预期。

□ Pharma 转型创新：现金流充裕，差异化创新

医药生物产业旧势力近三年处于最痛苦转型期，一方面受到政策影响巨大，存量盘遭受断崖式压缩，同时受到新势力冲击，板块经历泥沙俱下行情，三年沉淀，存量盘悲观预期已充分兑现，当前差异化创新产品管线逐步接力，在流动性收紧背景下，我们认为具备现金流蓄水池，产品线格局竞争良好的公司具备较高的性价比投资机会。

□ 高端制造：产业升级，产业链价值重估

在医药生物产业结构升级大背景下，需求端拉动上游供应链向先进制造业转型。在医疗控费政策及碳中和经济背景下，上游相关产业在全产业链中话语权大幅提升，同时向全球产业链高附加值端延伸，全球市占率有望提升。在上游产业链步入高质量发展阶段，产业链价值迎来重估投资机会。

□ 投资建议

疫情周期扰动下，医药生物指数自高点最大回撤达到 38%，为十年维度第三次大回撤，当前估值水平回归至 2018 年最悲观时刻，此轮回撤是对疫情行情充分消化。当期位置无论从回撤幅度还是估值水平在全市场一级行业中都具备明显优势。在医药生物产业全面升级趋势下，我们跟踪药品制造业全产业链各环节相关行业变化，建议关注前沿科技创新、Pharma 转型创新、底层工艺创新三条投资主线。

1、前沿科技创新主线：前沿技术平台价值，建议关注布局 ADC、双抗及 mRNA 三大技术平台公司潜在投资机会。

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

3、底层工艺创新主线：TOB 端隐形冠军，建议关注生物药产业链上游高端分析仪器、试剂及耗材等细分领域个股机会。

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

□ 风险提示

- 1、创新药临床研发低于预期，医药采购政策持续高压。
- 2、国际注册及商业化低于预期。

正文目录

1 估值回归，相对价值凸显	4
1.1 十年维度第三次最大回撤，估值回归 19 年最悲观时刻	4
1.2 医药生物行业收入增速恢复向上趋势	7
1.3 机构持仓比例降至历史相对低位	11
2 Biotech 创新升级：业绩兑现，国际化破局在即	13
2.1 Biotech 业绩兑现，国际化破局在即	13
2.2 ADC 技术平台收获拐点来临	17
3 Pharma 转型创新：现金流充裕，差异化创新	20
3.1 集采影响边际减弱，下行周期现金流创新更具持续性	20
3.2 新冠口服药红利催生新增量	23
4 高端制造：产业升级，产业链价值重估	26
4.1 科研领域消费品，长坡利基市场	26
4.2 原料药：先进制造转型，产业链价值重塑	30
5 投资建议	33
6 风险提示	33

图表目录

图 1 2012-2022.6 申万医药生物指数三次最大回撤幅度对比	4
图 2 2022.1-2022.6 申万一级行业涨跌幅	5
图 3 2022.1-2022.6 申万医药生物三级行业涨跌幅	5
图 4 2022.1-2022.6 海外医药生物指数涨跌幅	5
图 5 2021.6-2022.6 三地生物科技回撤对比	5
图 6 2012-2022.5 医药生物指数涨跌幅归因分析	6
图 7 2016-2022.6 医药生物指数 PE TTM	6
图 8 2016-2022.6 医药生物指数 PB	6
图 9 医药生物三级行业 PE	7
图 10 医药生物三级行业 PB	7
图 11 2016-2022Q1 医药生物行业收入及增速	7
图 12 2016-2022Q1 医药生物行业利润及增速	7
图 13 2016-2022Q1 医药生物行业扣非净利润	8
图 14 2016-2022Q1 医药生物行业经营性现金流	8
图 15 2016-2022Q1 医药生物毛利率及净利率	8
图 16 2016-2022Q1 医药生物行业费用率	8
图 17 2016-2022Q1 医药生物行业研发费用及增速	8
图 18 2021-2022Q1 医药生物单季度收入增速	9
图 19 2021-2022Q1 医药生物单季度净利润增速	9
图 20 2021-2022Q1 医药生物单季度盈利能力	9
图 21 2021-2022Q1 医药生物单季度费用率	9
图 22 2021-2022Q1 医药生物三级行业成长性对比	10

图 23 2015-2022Q1 公募基金医药生物配置比例	11
图 24 2022Q1 公募基金持仓变动 TOP10	11
图 25 2022Q1 公募基金持仓市值 Top10	11
图 26 2022.1-2022.5 北向资金医药配置变动	12
图 27 2022.6.6 北向资金行业配置情况	12
图 28 2022.5-2022.6 北向资金持仓变动 TOP10	12
图 29 2021.5-2022.6 南下资金持仓变动 TOP10	12
图 30 2022.6 北向资金持股市值 TOP10	12
图 31 2022.6 南下资金持股市值 Top10	12
图 32 2018-2021 Biotech 营业收入及增速	13
图 33 2018-2021 Biotech 收入大于 1 亿公司数量	13
图 34 2018-2021 Biotech 公司收入（亿元）	13
图 35 2018-2021 Biotech 公司归母净利润（亿元）	13
图 36 2018-2021 创新药投入持续加大（亿元）	14
图 37 2018-2021 龙头创新药公司研发投入大幅提升	14
图 38 2018-2021 Biotech 公司销售人数数量（人）	14
图 39 2018-2021 Biotech 销售费用（亿元）	15
图 40 2018-2021 Biotech 创新药销售费用率	15
图 41 2021 创新药公司现金储备情况（亿元）	15
图 42 2022.1-2022.5 国内创新药公司 FDA 申报情况	16
图 43 历年国内入选 ASCO 口头报告研究数（个）	16
图 44 2022 ASCO 国内双抗产品披露临床数据	16
图 45 Destiny-Breast04 mPFS 翻倍	17
图 46 Destiny-Breast04 mOS 提高 6.4 个月	17
图 47 2022.1-2022.5 国内 ADC 技术平台 License out 交易	18
图 48 国内药企 ADC 临床三期产品管线	19
图 49 2022 ASCO 国内企业 ADC 产品披露临床数据对比	19
图 50 2016-2022Q1 化学制药收入增速	20
图 51 2016-2022Q1 化学制药净利润增速	20
图 52 2016-2022Q1 化学制药盈利能力	21
图 53 2016-2022Q1 化学制药费用率	21
图 54 2022Q1 化学制药上市公司收入增速分布	21
图 55 2022Q1 化学制药上市公司净利润增速分布	21
图 56 22Q1 净利润增速大于 50% 公司	21
图 57 22Q1 净利润增速 20-50% 公司	21
图 58 22Q1 净利润增速 0-20% 公司	21
图 59 2016-2022Q1 化学制药研发费用（亿元）	22
图 60 2021 Pharma 经营性现金流 TOP20	22
图 61 口服小分子新冠药物是疫情终结重要手段	23
图 62 新冠口服药物获批及研发居前管线情况	24
图 63 2021-2022E 新冠小分子药物销售金额（亿元）	24
图 64 2022.4-6 美国 P、L 药销量（万人份/周）	25
图 65 2022.1-6.19 美国 P、L 药销量（万人份/月）	25
图 66 CDMO 签订新冠小分子订单情况	25

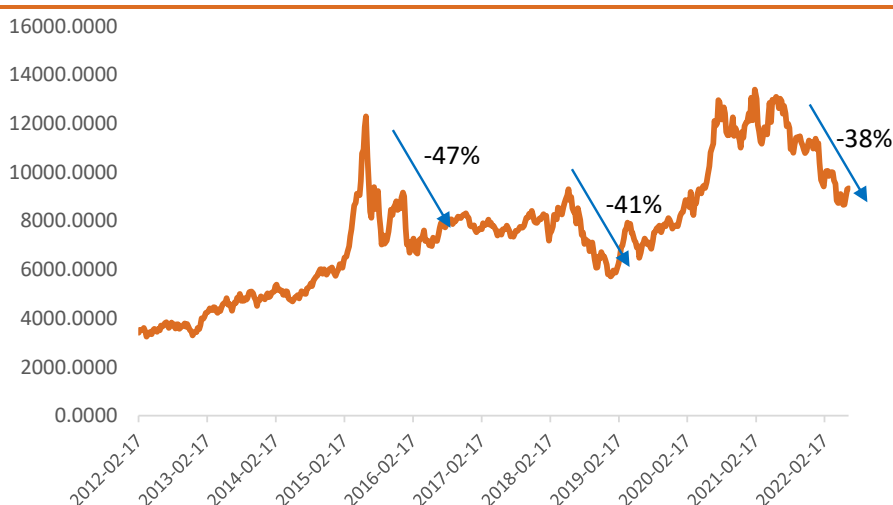
图 67 国内 8 家企业获得 MPP 协议生产	25
图 68 27 家公司获得 Molnupiravir 全球协议生产授权	25
图 69 35 家公司获得 Paxlovid 全球协议生产授权	25
图 70 2012-2026E 全球医药公司研发投入 (\$bn)	26
图 71 1982-2020 Phrma 会员企业研发投入	26
图 72 2022.6 全球科学服务龙头公司市值 (亿美元)	27
图 73 2006-至今赛默飞市值年化增长 26%	27
图 74 2015-2024E 中国药物开发支出增速	27
图 75 2020 全球科学服务市场规模 (亿美元)	28
图 76 2021 全球科学服务龙头公司收入 (亿美元)	28
图 77 中国生物科研试剂市场规模 (亿元)	28
图 78 中国生物科研试剂市场分类 (亿元)	28
图 79 中国重组蛋白试剂市场竞争格局	29
图 80 国内科研服务试剂及耗材相关公司 (亿元, %)	29
图 81 2016-2022Q1 特色原料药收入及增速	30
图 82 2016-2022Q1 特色原料药利润及增速	30
图 83 2016-2022Q1 特色原料药盈利能力	30
图 84 2016-2022Q1 特色原料药费用率	30
图 85 2022.1-2022.5 化工产品价格指数	31
图 86 2015 以来美元兑人民币汇率	31
图 87 2021Q3 至今泛酸钙价格走势 (元/千克, 日)	31
图 88 2006-至今解热镇痛价格走势 (元/千克, 月)	31
图 89 2015-2021 原料药细分领域海外业务比重	32
图 90 2021 特色原料药 CDMO 新业态收入 (亿元)	32
表 1 2021 医药生物三级行业核心财务指标 (亿元)	10

1 估值回归，相对价值凸显

1.1 十年维度第三次最大回撤，估值回归 19 年最悲观时刻

疫情周期扰动下，医药生物指数正经历十年维度第三次最大回撤行情：2020-2022 医药生物板块演绎了爆炸式的疫情需求主题行情，投资主线紧紧围绕疫情展开。2021 年 6 月进入疫情后周期，开启了疫情回调行情，至今最大回撤幅度已经达到 38%，从十年维度来看，最大回撤已经趋近于史上 41-47% 的最大跌幅。

图 1 2012-2022.6 申万医药生物指数三次最大回撤幅度对比

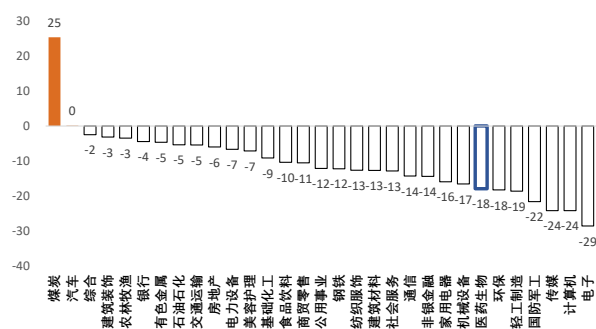


资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

从横向行业对比来看，年初至今医药生物行业下跌 21%，位列申万一级行业跌幅榜 11 位，医药生物三级行业，13 个三级行业均呈现下跌，医疗耗材、生物药及线下药店跌幅居前，跌幅超过 30%。海外市场也出现了大幅下跌，恒生医疗保健及纳斯达克生物技术分别下跌 36%、24%。2021 年 6 月起，医药生物板块开启了后疫情回调行情，恒生生物科技最大回撤，达到 62%，A 股生物科技及纳斯达克跌幅回撤分别为 40%、30%。

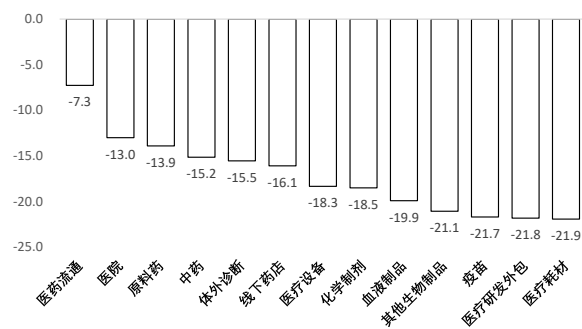
从纵向绝对跌幅及横向相对跌幅及来看，当前位置已无须继续悲观：当前位置已经回归至疫情启动位置，我们认为疫情带来估值泡沫已充分消化。

图 2 2022.1-2022.6 申万一级行业涨跌幅



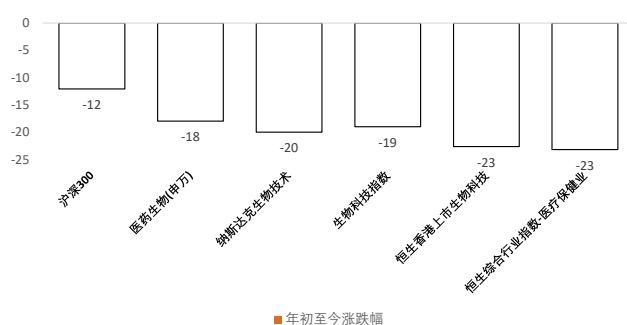
资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

图 3 2022.1-2022.6 申万医药生物三级行业涨跌幅



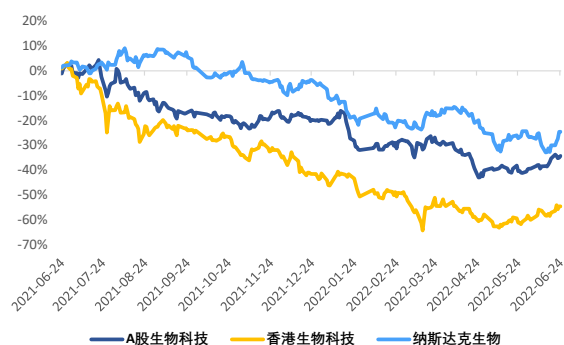
资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

图 4 2022.1-2022.6 海外医药生物指数涨跌幅



资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

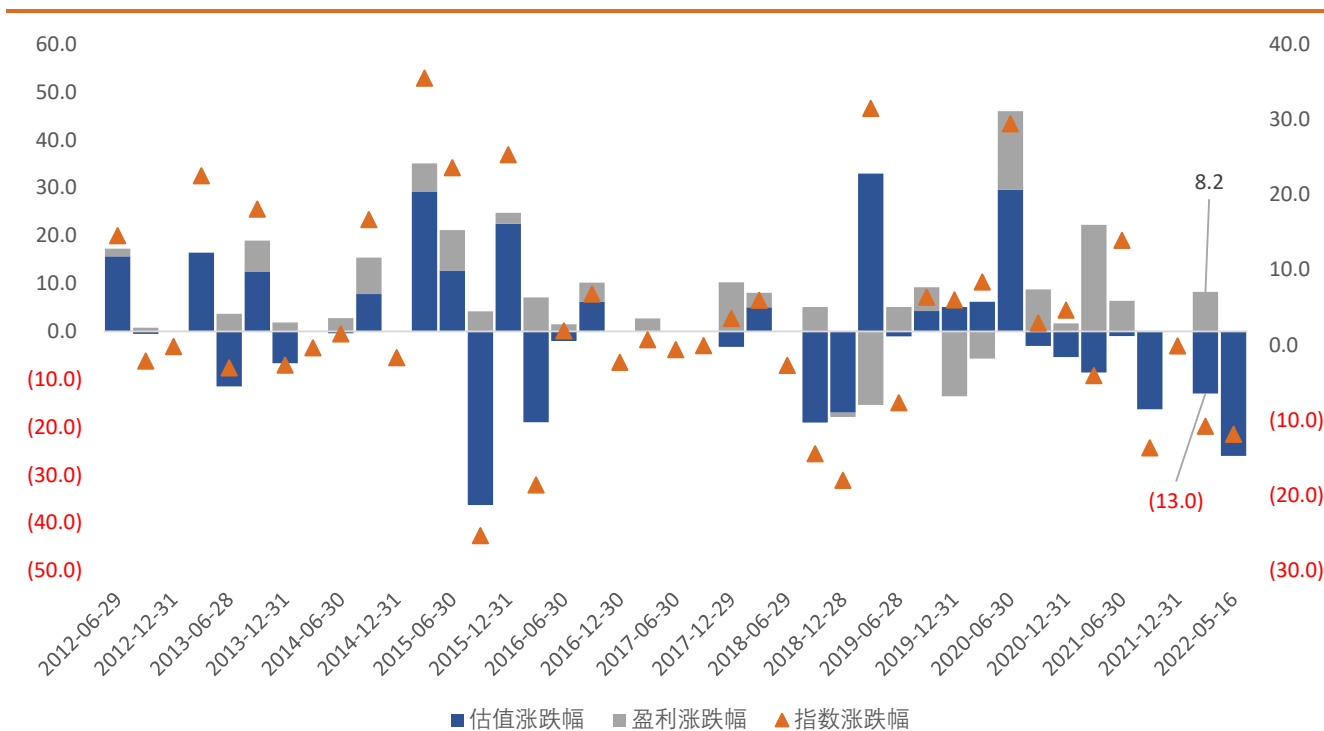
图 5 2021.6-2022.6 三地生物科技回撤对比



资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

2022 年以来医药生物指数下跌归因分析：下跌主要来自于估值回落，从 2022Q1 指数涨跌幅归因来看估值下跌 13%，EPS 上涨 8.2%。

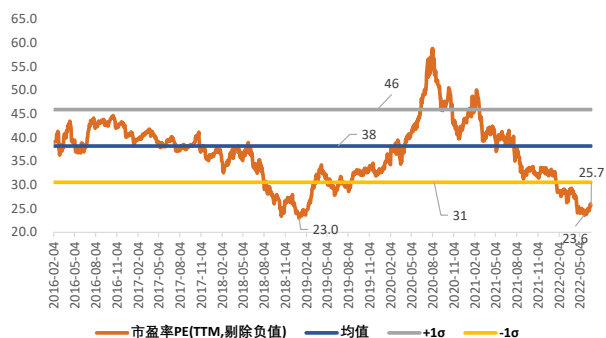
图 6 2012-2022.5 医药生物指数涨跌幅归因分析



资料来源：Wind，湘财证券研究所

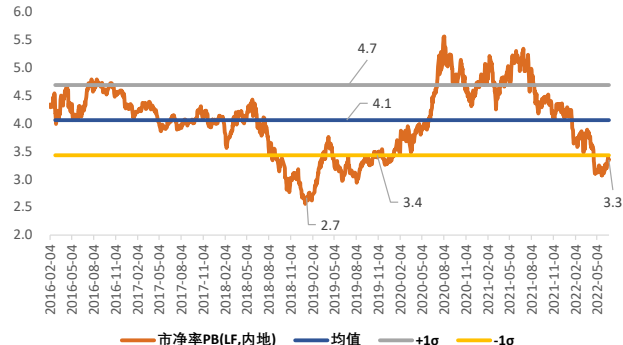
当前估值回归至 2018 年最悲观时刻, 相对价值凸显: 6 月 23 日 PE-TTM (剔除负值) 为 25.7X, 此轮调整估值最低到 23.6X, 位于近 6 年最低估值水平, PE 分位数处于所有一级行业最低。PB 3.3X, 跌破近六年估值均值 1 倍标准差下限, PB 分位数 5.2%, 位列所有一级行业相对低值第 8 位。三级行业方面, 11 个三级子行业 PB 分位数位于 50 分位以下。

图 7 2016-2022.6 医药生物指数 PE TTM



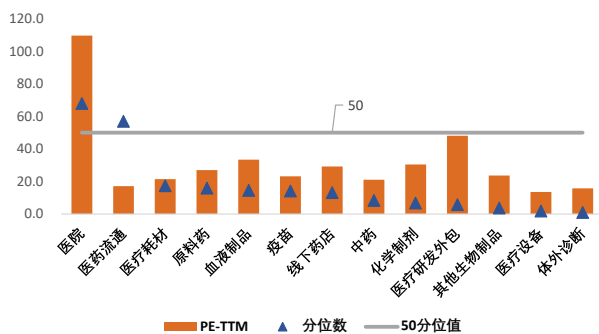
资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

图 8 2016-2022.6 医药生物指数 PB



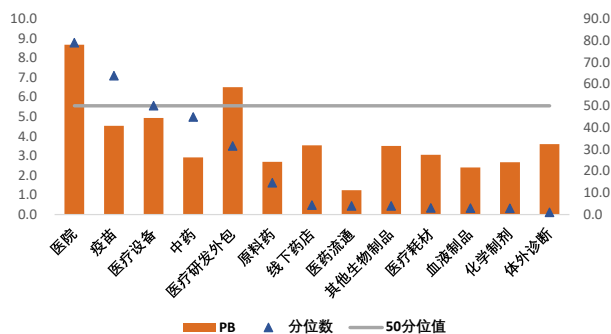
资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

图 9 医药生物三级行业 PE



资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

图 10 医药生物三级行业 PB



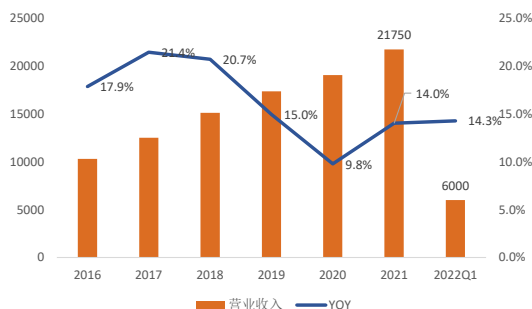
资料来源：Wind，湘财证券研究所，数据截止至 2022.6.23

1.2 医药生物行业收入增速恢复向上趋势

医药生物行业收入增速恢复向上趋势,利润受益费用下降增速快于收入增速:2021 年医药生物板块(统计数据剔除 ST、次新及不可比公司共计 390 家)上市公司合计实现营业收入 2.17 万亿元,同比增长 14%,环比上升 4.2pct,归母净利润 2128 亿元,同比增长 21%,扣非归母净利润 1813 亿元,同比增长 23%,利润增速快于收入增速,经营性净现金流 2503 亿元,同比增长 12.2%,经营性净现金流/收入为 1.18,盈利质量良好。毛利率 35%,维持相对平稳,受益于销售费用率持续下降,净利率稳步提升,2021 年净利率上升至 9.8%。

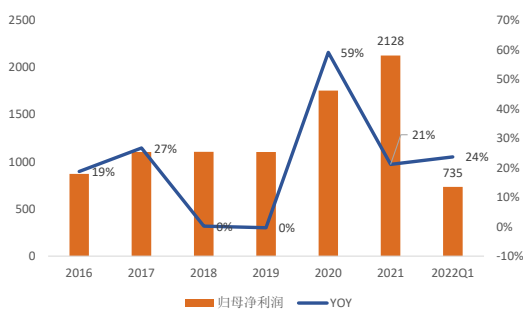
研发费用连续三年保持 20%以上的高增长,研发高投入助力行业实现可持续高质量发展:2021A 研发费用合计达到 779 亿元,同比增长 26%,研发费用率 3.6%,同比提升 0.3pct。

图 11 2016-2022Q1 医药生物行业收入及增速



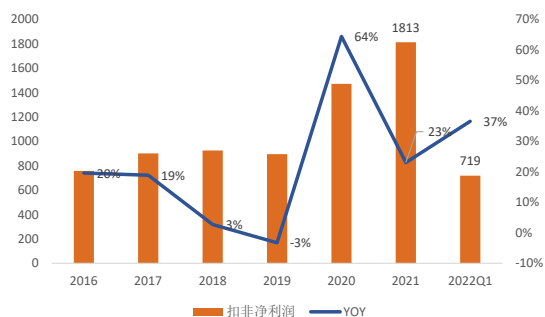
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 12 2016-2022Q1 医药生物行业利润及增速



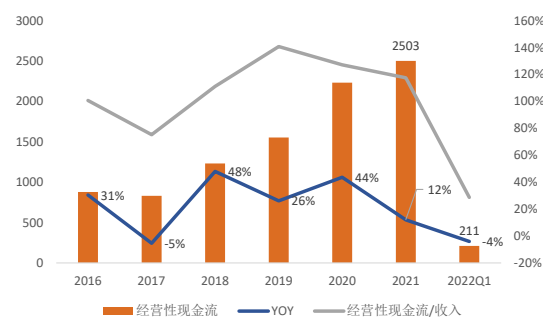
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 2016-2022Q1 医药生物行业扣非净利润



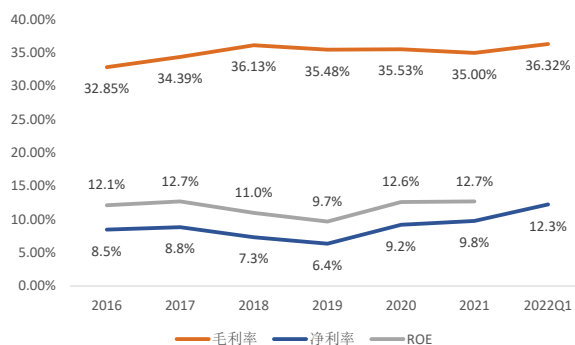
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 14 2016-2022Q1 医药生物行业经营性现金流



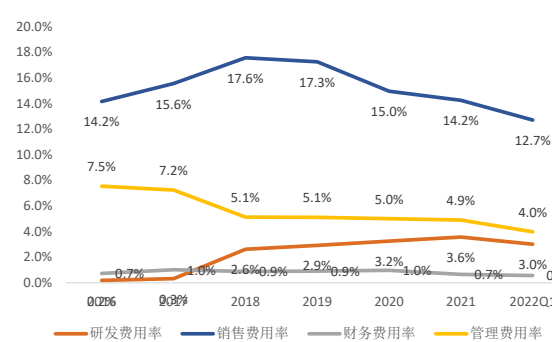
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 15 2016-2022Q1 医药生物毛利率及净利率



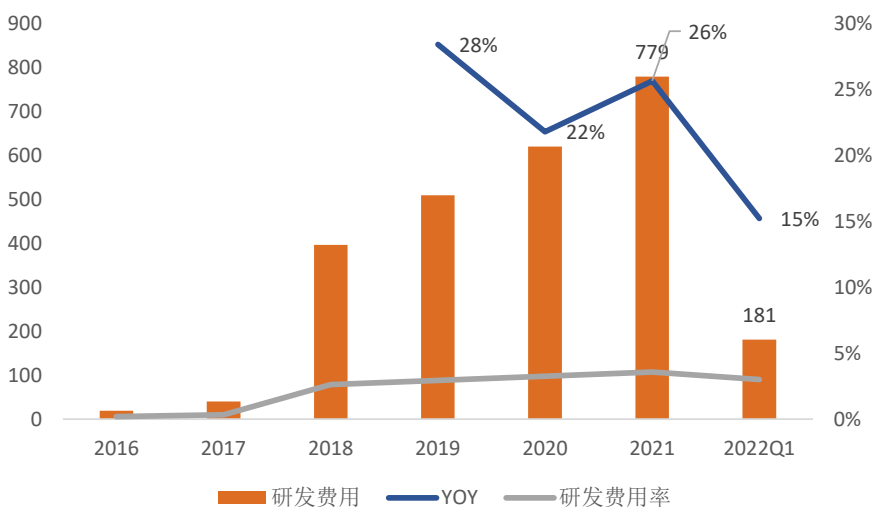
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 16 2016-2022Q1 医药生物行业费用率



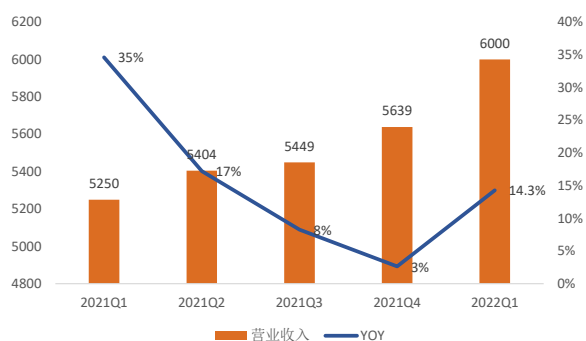
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 17 2016-2022Q1 医药生物行业研发费用及增速

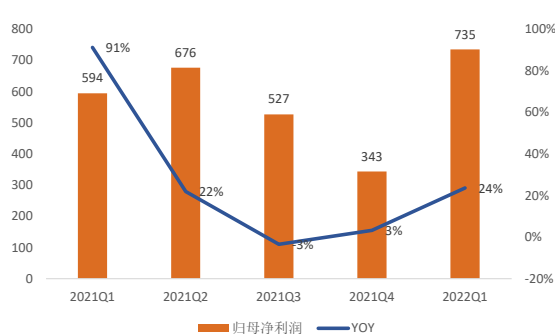


资料来源：Wind，湘财证券研究所

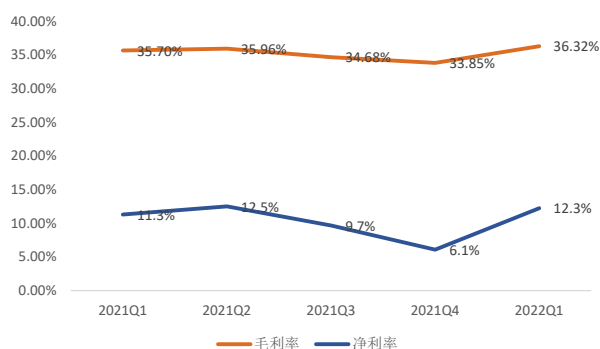
单季度方面,受到新冠检测拉动及常规医疗需求逐步恢复下,行业收入增速触底至低单位数后快速回升,净利率水平上升:2022Q1 实现营业收入 6031 亿元,同比增长 14.1%,环比提升 11.3pct,归母净利润 736 亿元,同比增长 24%,扣非归母净利润 720 亿元,同比增长 36.2%。毛利率、净利率均呈现上升趋势,净利率达到 12.3%,环比上升 6.2pct。

图 18 2021-2022Q1 医药生物单季度收入增速


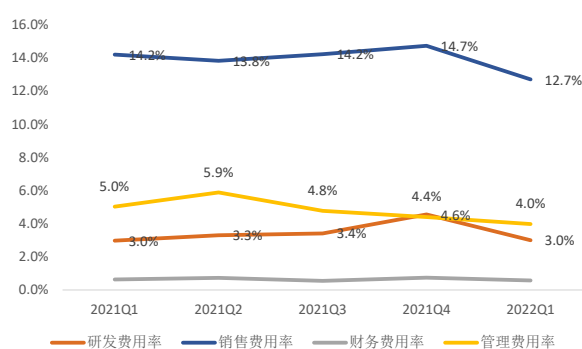
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 19 2021-2022Q1 医药生物单季度净利润增速


资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 20 2021-2022Q1 医药生物单季度盈利能力


资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 21 2021-2022Q1 医药生物单季度费用率


资料来源: Wind, 湘财证券研究所

三级行业方面,景气度存在较大差异,疫情受益行业如疫苗、生物药、CXO、体外诊断、ICL 归母净利润增速均录得 40%以上高增长。医院、线下药店等疫情受损行业,业绩有所下滑。研发费用率方面,生物药、体外诊断、化学制药、医疗设备为高研发投入行业,研发费用率超过 7%。

分季度,2022Q1 奥密克戎新冠疫情推动业绩高增长,体外诊断、ICL、CXO 及疫苗扣非净利润录得 60%以上高增长,医疗设备 4.5 倍的高增长主要来自于九安医疗抗原试剂盒业绩爆发导致,剔除九安,医疗设备扣非净利润同比增长 7%,医院、医疗耗材及生物药业绩出现较大幅度下滑。

表 1 2021 医药生物三级行业核心财务指标 (亿元)

指标	收入	YOY	净利润	YOY	研发费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
疫苗	659	54.2%	181	95.1%	4.9%	9.1%	3.1%	0.8%
生物药	434	25.2%	82	92.0%	16.7%	30.2%	10.8%	-0.7%
CXO	564	39.6%	141	51.0%	5.0%	2.9%	10.6%	0.0%
体外诊断	867	42.6%	287	51.0%	7.1%	14.7%	4.9%	0.4%
ICL	357	31.1%	40	44.1%	3.1%	10.1%	7.3%	1.5%
化学制剂	3984	8.7%	363	23.6%	7.5%	26.9%	7.4%	1.1%
医疗设备	726	14.6%	158	18.6%	8.5%	13.9%	6.0%	-0.2%
中药	3270	8.8%	301	6.8%	2.7%	24.5%	5.5%	0.2%
医药流通	8083	11.4%	158	3.2%	0.3%	4.5%	2.1%	0.8%
血液制品	184	17.0%	43	2.0%	3.6%	12.9%	7.4%	-1.0%
原料药	888	17.9%	114	-1.0%	5.4%	7.3%	7.2%	1.5%
线下药店	743	14.3%	37	-1.1%	0.1%	24.2%	4.1%	0.8%
医疗耗材	816	6.4%	210	-6.7%	5.2%	11.3%	6.4%	0.4%
医院	327	27.1%	18	-31.1%	1.2%	11.7%	12.1%	2.1%

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

备注: 统计数据剔除 ST、上市时间小于 6 个月次新及不可比公司, 合计 390 家上市公司

图 22 2021-2022Q1 医药生物三级行业成长性对比

	收入				净利润				扣非净利润			
	2022Q1	2021Q1	2021A	2020A	2022Q1	2021Q1	2021A	2020A	2022Q1	2021Q1	2021A	2020A
医疗设备	142%	36%	15%	32%	384%	59%	19%	59%	456%	61%	13%	87%
体外诊断	79%	183%	43%	82%	84%	358%	51%	241%	95%	442%	54%	267%
ICL	49%	99%	31%	24%	78%	1085%	44%	139%	89%	1202%	46%	170%
CXO	67%	63%	40%	33%	25%	226%	51%	83%	81%	147%	48%	51%
疫苗	49%	43%	54%	23%	49%	100%	95%	80%	69%	88%	152%	42%
血液制品	28%	5%	17%	12%	13%	20%	2%	29%	14%	18%	2%	31%
医药流通	7%	32%	11%	9%	22%	56%	3%	23%	11%	24%	2%	16%
原料药	12%	25%	18%	9%	10%	28%	-1%	29%	10%	30%	2%	99%
中药	1%	20%	9%	-2%	0%	19%	7%	14%	6%	31%	15%	12%
化学制剂	5%	17%	9%	-3%	-11%	22%	24%	29%	2%	24%	14%	27%
线下药店	17%	13%	14%	26%	-2%	24%	-1%	40%	2%	27%	-3%	37%
生物药	2%	44%	25%	-9%	-2%	143%	92%	-14%	-22%	114%	93%	-31%
医疗耗材	-30%	161%	6%	82%	72%	448%	-7%	205%	-73%	479%	-12%	240%
医院	8%	120%	27%	7%	-356%	-109%	-31%	-321%	-204%	-111%	98%	-188%

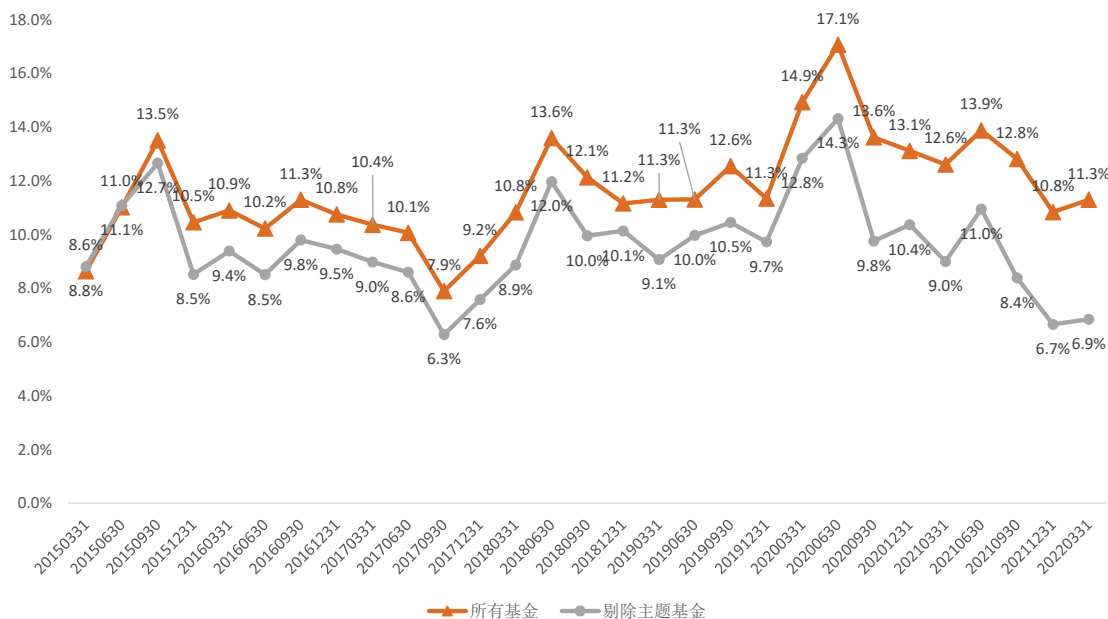
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

备注: 统计数据剔除 St、上市小于 6 个月次新及不可比公司, 合计 390 家上市公司

1.3 机构持仓比例降至历史相对低位

机构持仓比例降至历史相对低位:2022Q1 全市场公募基金医药配置比例为 11.3%，环比上升 0.5PP；剔除医药主题基金后的持仓比例为 6.9%，环比上升 0.2PP。一季度医药配置有所上升，但持仓比例回落至 2019 年低位区间。剔除医药主题基金后，全行业基金对医药生物板块配置大幅下降，持仓比例已降至近四年低位。

图 23 2015-2022Q1 公募基金医药生物配置比例



资料来源：Wind，天软，湘财证券研究所

图 24 2022Q1 公募基金持仓变动 TOP10

增持				减持			
排名	股票代码	股票名称	增持金额 (亿元)	排名	股票代码	股票名称	减持金额 (亿元)
1	603259.SH	药明康德	99.5	1	000661.SZ	长春高新	(31.0)
2	300122.SZ	智飞生物	84.0	2	600276.SH	恒瑞医药	(24.1)
3	300760.SZ	迈瑞医疗	29.0	3	600529.SH	山东药玻	(21.7)
4	600085.SH	同仁堂	27.7	4	600436.SH	片仔癀	(19.9)
5	300142.SZ	沃森生物	25.9	5	603456.SH	九洲药业	(15.8)
6	000999.SZ	华润三九	21.2	6	603882.SH	金域医学	(13.4)
7	002001.SZ	新和成	20.8	7	300482.SZ	万孚生物	(12.5)
8	688180.SH	君实生物-U	19.4	8	002821.SZ	凯莱英	(12.2)
9	002603.SZ	以岭药业	14.8	9	002727.SZ	一心堂	(11.9)
10	603520.SH	司太立	14.7	10	300595.SZ	欧普康视	(11.5)

资料来源：Wind，湘财证券研究所

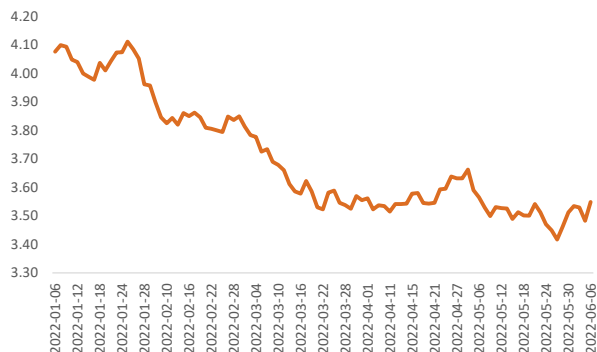
图 25 2022Q1 公募基金持仓市值 TOP10

排名	股票代码	股票名称	持仓市值 (亿元)	持有基 金数	流通股占比 (%)
1	603259.SH	药明康德	715.2	857	25
2	300760.SZ	迈瑞医疗	441.0	539	12
3	300122.SZ	智飞生物	263.7	523	21
4	002821.SZ	凯莱英	206.6	242	24
5	300015.SZ	爱尔眼科	164.0	159	12
6	300363.SZ	博腾股份	153.3	196	34
7	300347.SZ	泰格医药	145.4	201	24
8	300759.SZ	康龙化成	95.4	100	12
9	300142.SZ	沃森生物	79.6	112	9
10	600436.SH	片仔癀	74.7	65	4

资料来源：Wind，湘财证券研究所

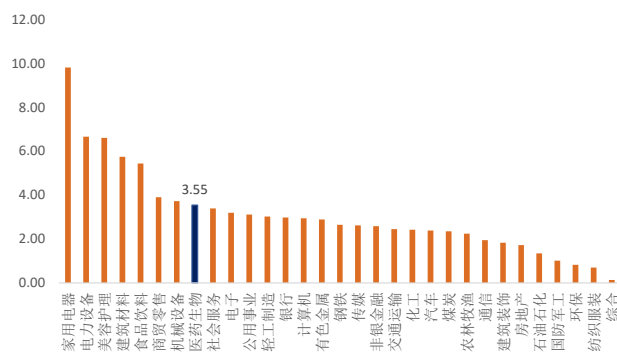
北向资金医药生物持仓比例也在持续下降：2022 年 1 月最高持仓比例 4.11%下降至当前 3.55%，下降 0.56PP，配置比例位列一级行业第 8 位。

图 26 2022.1-2022.5 北向资金医药配置变动



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 27 2022.6.6 北向资金行业配置情况



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 28 2022.5-2022.6 北向资金持仓变动 TOP10

净买入				净卖出			
排名	股票代码	股票名称	净买入额 (亿元)	排名	股票代码	股票名称	净卖出额 (亿元)
1	300760.SZ	迈瑞医疗	7.88	1	002603.SZ	以岭药业	(8.06)
2	300685.SZ	艾德生物	7.52	2	300595.SZ	欧普康视	(5.27)
3	603259.SH	药明康德	6.44	3	002007.SZ	华兰生物	(4.59)
4	300601.SZ	康泰生物	6.33	4	600276.SH	恒瑞医药	(4.56)
5	688298.SH	东方生物	5.30	5	603658.SH	安图生物	(3.48)
6	688180.SH	君实生物-U	4.79	6	000538.SZ	云南白药	(2.76)
7	300347.SZ	泰格医药	2.71	7	603392.SH	万泰生物	(2.64)
8	300832.SZ	新产业	2.66	8	002821.SZ	凯莱英	(2.48)
9	688139.SH	海尔生物	2.14	9	601607.SH	上海医药	(2.34)
10	600332.SH	白云山	2.03	10	300244.SZ	迪安诊断	(1.94)

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 29 2021.5-2022.6 南下资金持仓变动 TOP10

净买入				净卖出			
排名	股票代码	股票名称	净买入额 (亿港元)	排名	股票代码	股票名称	净卖出额 (亿港元)
1	2269.HK	药明生物	22.62	1	1066.HK	威高股份	(2.68)
2	1801.HK	信达生物	7.84	2	2196.HK	复星医药	(1.10)
3	6078.HK	海吉亚医疗	3.85	3	1833.HK	平安好医生	(0.80)
4	1877.HK	君实生物	3.77	4	1873.HK	维亚生物	(0.56)
5	6185.HK	康希诺生物	2.58	5	0570.HK	中国中药	(0.52)
6	6699.HK	时代天使	2.36	6	1530.HK	三生制药	(0.44)
7	2359.HK	药明康德	2.32	7	1099.HK	国药控股	(0.38)
8	6821.HK	凯莱英	2.02	8	3613.HK	同仁堂国药	(0.35)
9	9939.HK	开拓药业-B	1.86	9	9997.HK	康基医疗	(0.21)
10	1548.HK	金斯瑞生物科技	1.83	10	6996.HK	德琪医药-B	(0.21)

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 30 2022.6 北向资金持股市值 TOP10

排名	股票代码	股票名称	持股市值 (亿港元)	占总股本比例
1	2269.HK	药明生物	249.2	4.3
2	1548.HK	金斯瑞生物科技	104.1	10.5
3	6078.HK	海吉亚医疗	87.4	11.4
4	1801.HK	信达生物	77.0	9.3
5	0853.HK	微创医疗	58.3	6.6
6	2196.HK	复星医药	56.7	26.1
7	1093.HK	石药集团	41.6	2.7
8	2359.HK	药明康德	34.7	5.1
9	1951.HK	锦欣生殖	33.4	13.1
10	1066.HK	威高股份	33.0	3.5

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 31 2022.6 南下资金持股市值 TOP10

排名	股票代码	股票名称	持股市值 (亿港元)	占总股本比例
1	2269.HK	药明生物	249.2	4.3
2	1548.HK	金斯瑞生物科技	104.1	10.5
3	6078.HK	海吉亚医疗	87.4	11.4
4	1801.HK	信达生物	77.0	9.3
5	0853.HK	微创医疗	58.3	6.6
6	2196.HK	复星医药	56.7	26.1
7	1093.HK	石药集团	41.6	2.7
8	2359.HK	药明康德	34.7	5.1
9	1951.HK	锦欣生殖	33.4	13.1
10	1066.HK	威高股份	33.0	3.5

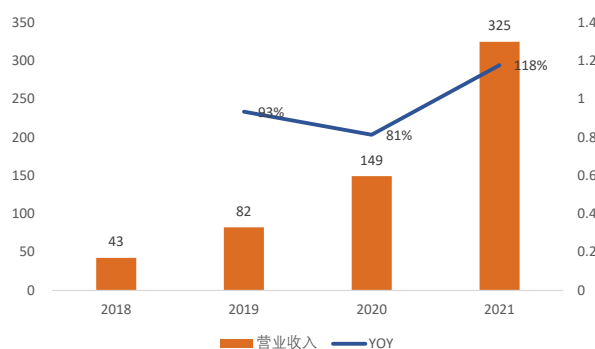
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2 Biotech 创新升级：业绩兑现，国际化破局在际

2.1 Biotech 业绩兑现，国际化破局在际

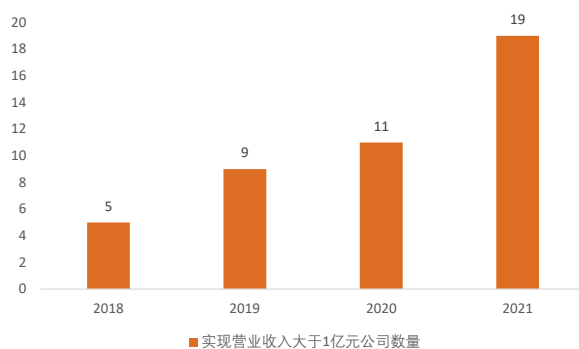
Biotech 业绩兑现,创新药商业化节奏加快: 2021 年 Biotech (统计 A、H 及中概股三地市场 Biotech 上市公司共 64 家,) 实现营业收入 325 亿元, 同比增速 118%, 环比增速提升 37pct, 商业化节奏持续加快。实现商业化公司数量方面, 2021 年共有 19 家公司实现产品商业化, 较 2018 年翻了 3.8 倍。Biotech 公司百花齐放, 呈现头部聚集趋势: 2021 年第一梯队四家公司百济神州、康希诺生物、信达生物及君实生物营业收入合计实现 202 亿元, 占 Biotech 行业比例为 62%, 头部企业彰显明显优势。净利润方面, 2021 年有 6 家公司实现扭亏, 15 家公司亏损收窄, 20 家公司亏损扩大。

图 32 2018-2021 Biotech 营业收入及增速



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 33 2018-2021 Biotech 收入大于 1 亿公司数量



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 34 2018-2021 Biotech 公司收入 (亿元)

	2018	2019	2020	2021
百济神州-U	13	30	21	76
康希诺生物-B	0	0	0	43
信达生物	0	10	38	43
君实生物-U	0	8	16	40
和黄医药	15	14	15	23
贝达药业	12	16	19	22
复宏汉霖	0	1	6	17
荣昌生物	0	0	0	14
诺诚健华-B	0	0	0	10
再鼎医药-SB	0	1	3	9
百奥泰	0	0	2	8
艾力斯-U	0	0	0	5
微芯生物	1	2	3	4
康方生物-B	0	1	0	2
泽璟制药-U	0	0	0	2
康宁杰瑞制药-B	0	0	0	1
神州细胞-U	0	0	0	1
康诺亚-B	0	0	0	1
天境生物	1	0	15	1
基石药业-B	0	0	10	0

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

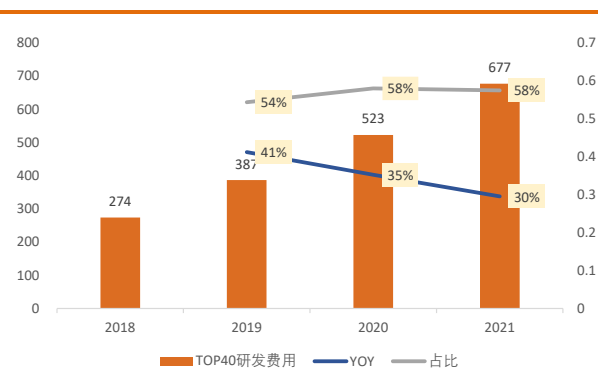
图 35 2018-2021 Biotech 公司归母净利润 (亿元)

	2019	2020	2021	2019	2020	2021
	扭亏及亏损收窄			亏损扩大		
康希诺生物-B	(2)	(4)	19	(0)	(1)	(1)
贝达药业	2	6	4	(0)	(0)	(1)
荣昌生物	(4)	(7)	3	(1)	(1)	(2)
百奥泰	(10)	(5)	1	(2)	(2)	(3)
微芯生物	0	0	0	(1)	(2)	(3)
艾力斯-U	(4)	(3)	0	(5)	(3)	(5)
基石药业-B	(23)	(12)	0	(1)	(2)	(5)
诺诚健华-B	(21)	(5)	(1)	(4)	(6)	(7)
欧康维视生物-B	(13)	(23)	(3)	(2)	(3)	(7)
海创药业-U	(1)	(5)	(3)	(9)	(6)	(8)
华领医药-B	(4)	(4)	(3)	(15)	(7)	(8)
永泰生物-B	(1)	(4)	(4)	(2)	(5)	(8)
康宁杰瑞制药-B	(8)	(4)	(4)	(8)	(7)	(9)
德琪医药-B	(3)	(29)	(7)	(2)	(8)	(13)
药明巨诺-B	(6)	(17)	(7)	(15)	5	(23)
君实生物-U	(7)	(17)	(7)	(17)	(10)	(1)
嘉和生物-B	(5)	(30)	(9)	(2)	(8)	(10)
复宏汉霖	(9)	(10)	(10)	(5)	(12)	(10)
云顶新耀-B	(2)	(5)	(10)	(3)	(11)	(10)
康方生物-B	(3)	(12)	(11)	(0)	(9)	(10)
百济神州-U	(10)	(11)	(10)			
万春医药						
天演药业						
和典医药						
前沿生物-U						
金斯瑞生物科技						
泽璟制药-U						
亘喜生物						
迪哲医药-U						
再鼎医药-SB						
迈威生物-U						
亚盛医药-B						
开拓药业-B						
神州细胞-U						
康乃德						
天境生物						
信达生物						
康诺亚-B						
腾盛博药-B						
科济药业-B						
三叶草生物-B						

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

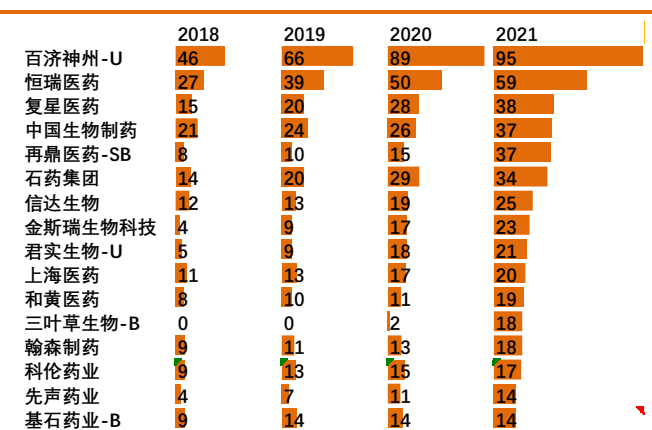
研发门槛大幅提升，头部企业优势凸显：2021 年 TOP40 研发费用达到 677 亿元人民币，同比增速 30%，占全行业研发费用比为 58%（全行业研发费用统计覆盖 A、H 及中概股医药上市公司）。研发投入持续高增长，连续三年维持在 30% 以上，研发投入望头部企业集中趋势明显，TOP40 家企业研发投入占全行业投入占比接近 6 成，TOP10 研发投入占比达到 33%。

图 36 2018-2021 创新药投入持续加大（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

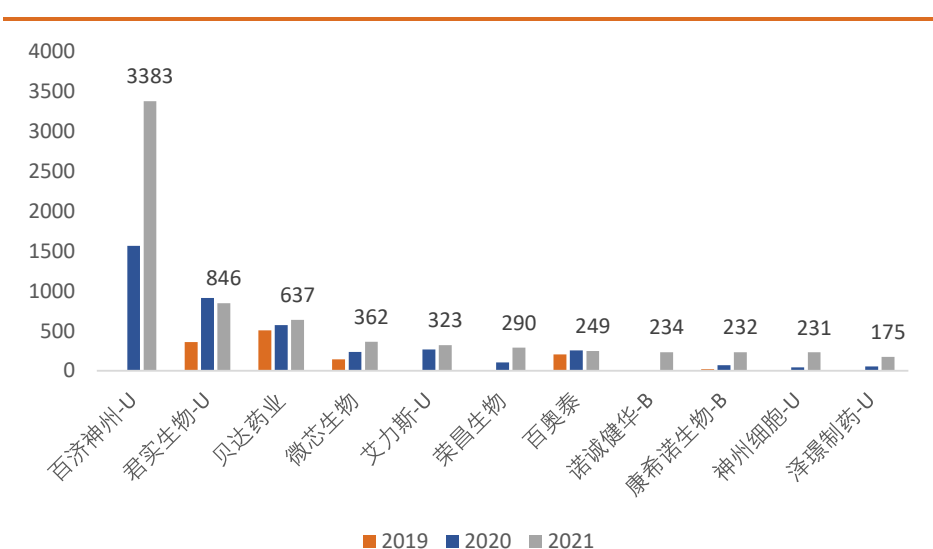
图 37 2018-2021 龙头创新药公司研发投入大幅提升



资料来源：Wind，湘财证券研究所 单位：亿元

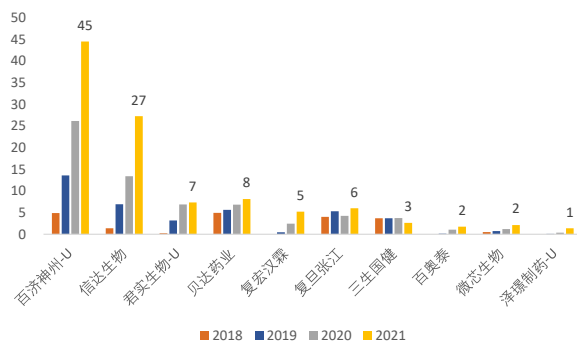
头部 Biotech 企业向 Biopharma 转型，打造专业销售团队：2021 年百济神州销售人员快速扩充至 3383 人，君实生物、贝达药业、微芯生物及艾力斯销售人员均超过 300 人。销售费用方面，百济、信达销售费用超过 27 亿元。

图 38 2018-2021 Biotech 公司销售人员数量（人）



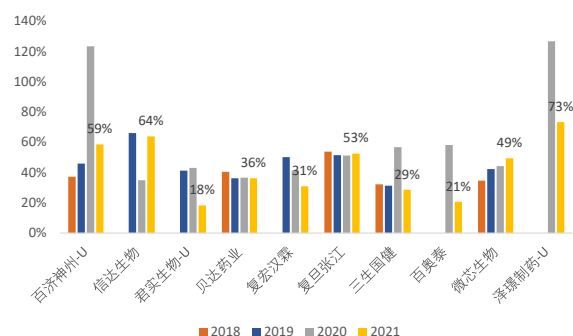
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 39 2018-2021 Biotech 销售费用（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 40 2018-2021 Biotech 创新药销售费用率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

Biotech 现金储备充裕：2022Q1Biotech 融资大幅降温，导致市场情绪悲观，我们梳理 Biotech 及 Pharma 在手现金情况，统计 41 家 Biotech 公司，2020-2021 年在手现金分别为 782 亿、1072 亿，同比增速分别为 144%、32%，流动性良好时期 Biotech 做了充分地现金储备，短期无须过度悲观。Pharma 公司现金及经营性现金非常充裕，无资金压力。流动性对 Biotech 冲击悲观预期已经充分兑现：从在手现金/市值这个指标来看，有 8 家公司现金/市值超过 50%，4 家公司超过 100%。

图 41 2021 创新药公司现金储备情况（亿元）

	在手现金	现金/市值	资产负债率		在手现金	现金/市值	资产负债率
康乃德	17	566%	6%	百济神州-U	272	29%	28%
嘉和生物-B	22	157%	13%	恒瑞医药	187	10%	9%
天演药业	11	120%	17%	复星医药	145	14%	48%
亘喜生物	18	113%	11%	中国生物制药	143	22%	38%
药明巨诺-B	18	78%	10%	丽珠集团	93	34%	36%
腾盛博药-B	29	57%	8%	翰森制药	91	13%	26%
云顶新耀-B	26	57%	11%	石药集团	91	11%	23%
天境生物	35	54%	19%	金斯瑞生物科技	75	21%	51%
基石药业-B	24	46%	0%	康希诺生物-B	73	28%	28%
三生制药	47	41%	24%	再鼎医药-SB	61	28%	14%
德琪医药-B	14	37%	6%	四环医药	58	63%	37%
康诺亚-B	16	31%	7%	人福医药	56	21%	55%
艾力斯-U	22	29%	5%	绿叶制药	51	70%	60%
百济神州-U	272	29%	28%	三生制药	47	41%	24%
康希诺生物-B	73	28%	28%	康哲药业	44	19%	19%
再鼎医药-SB	61	28%	14%	华东医药	40	7%	37%
诺诚健华-B	36	27%	24%	诺诚健华-B	36	27%	24%
前沿生物-U	15	26%	28%	天境生物	35	54%	19%
三生国健	24	26%	7%	君实生物-U	35	4%	25%
海创药业-U	9	25%	20%	联邦制药	33	57%	43%
康弘药业	31	24%	12%	信立泰	33	11%	13%
迪哲医药-U	21	21%	10%	科伦药业	33	13%	55%
和黄医药	24	19%	24%	康弘药业	31	24%	12%
欧康维视生物-B	11	19%	7%	腾盛博药-B	29	57%	8%
康哲药业	44	19%	19%	康方生物-B	26	30%	32%
百奥泰	15	18%	20%	云顶新耀-B	26	57%	11%
泽璟制药-U	12	17%	28%	和黄医药	24	19%	24%
复旦张江	12	16%	21%	基石药业-B	24	46%	0%
开拓药业-B	9	14%	20%	三生国健	24	26%	7%
翰森制药	91	13%	26%	远大医药	23	17%	36%

资料来源：Wind，湘财证券研究所

出海战略趋势已成，国际化注册仍需积累经验：2022.1-2022.5 据不完全统计有 7 个项目获得 FDA 孤儿药及快速通道资格，2 个项目获批临床，国内企业纷纷布局产品出海战略。国际化产品注册元年遭遇挫折：2022 年为国内企业海外产品注册元年，信达生物、和黄医药及君实生物成为第一批试水人，因 FDA 针对 Biotech 国内临床数据认可度态度前后摇摆导致上市申报一折钵或进行流程变更，但这仍然为后续产品海外注册积累了珍贵的经验。君实生物特瑞普利单抗需进行一项质控流程变更，公司预计 2022 年仲夏之前重新提交该 BLA，后续上市申报仍有预期。

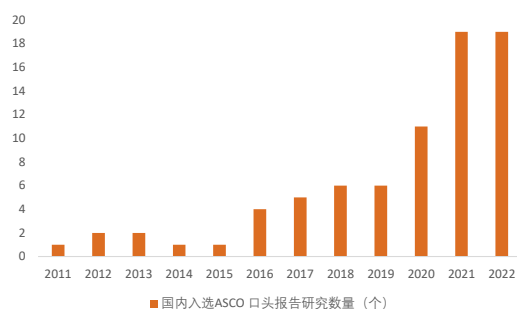
图 42 2022.1-2022.5 国内创新药公司 FDA 申报情况

公司	项目	申报机构FDA	回复
斯丹赛生物	GCC19CART	快速通道资格	
康诺亚	CMG901, Claudin 18.2 胃癌及食管腺癌	快速通道资格	
道明生物	FLK4 抑制剂 CFI-400945 治疗急性骨髓性白血病	快速通道资格	
亚盛药业	MDM2-p53 抑制剂 APG-115	儿童罕见病	
博生吉	TAA06, B7-H3 的嵌合抗原受体 CAR-T	孤儿药资格	
复宏汉霖	PD-1 抑制剂斯普利单抗，用于治疗小细胞肺癌	孤儿药资格	
君实生物	特瑞普利单抗	第五个孤儿药资格	
海思科	HSK29116: PROTAC 药物	获批临床	
百凯生物	TROP-2 靶向 ADC 新药 BIO-106 一期临床	获批临床	
君实生物	特瑞普利单抗治疗鼻咽癌	申报上市	要求进行一项质控流程变更, 2022 年仲夏之前重新提交该 BLA
和黄医药	索凡替尼治疗晚期内分泌瘤	申报上市	因缺乏美国患者人群数据被拒
信达生物	信迪利单抗治疗一线非鳞非小细胞肺癌	申报上市	因缺乏美国患者人群数据被拒

资料来源：Wind，湘财证券研究所

前沿研究开始活跃于全球国际会议舞台：十年研发学术影响三次跃迁，由几个跃升至接近 20 个，研究能力得到迅速提升，2022 ASCO 有 19 项国内研究入选口头报告。研究领域在 ADC、双抗、新兴靶点 LAG-3、BTLA 及 CD73 等均展示了出色的临床数据。

图 43 历年国内入选 ASCO 口头报告研究数（个）



资料来源：ASCO，湘财证券研究所

图 44 2022 ASCO 国内双抗产品披露临床数据

	康宁杰瑞	康方生物	齐鲁制药	恒瑞医药	恒瑞医药	普米斯生物
登记号	NCT04542837	NCT04868708	NCT05171790	NCT04282070	NCT04624217	hCTR200003382
摘要号	4115	106	5535	6024	e1 6264	2512
药名	KN046	AK104	QL1706	SHR-1701	SHR-1701	PM8001
靶点	PD-1/CTLA-4	PD-1/CTLA-4	PD-1/CTLA-4	PD-1/TGF-β	PD-1/TGF-β	PD-1/TGF-β
联合用药	仑伐替尼	标准化疗	无	无	化疗	无
瘤种	BCLC B/C HcC	宫颈癌	宫颈癌	RM-NPC	胰腺癌	晚期实体瘤
阶段	2	1b	1b	1b	1b/2	1/2a
样本量	55	25	53	54	56	108
既往治疗线数	0	≥1	≥1	Arm1: 既往化疗	0	≥1
mPFS (月)	9.3	未到达	4.2	Arm1: 5.3		
mOS (月)	未到达	未到达	未到达	未到达		
ORR	51.90%	15mg/kg+化疗:	28%	Arm1: 33.3%	33.90%	10.40%
DCR	86.50%		55%	Arm1: 53.3%	75%	53.70%
CR		15mg/kg+化疗:	2%			
PR		15mg/kg+化疗:	26%			
AE	98.20%	95.60%	75%		100%	61.10%
AE>=3级	27.30%	51.10%	17%	18.50%	44.60%	

资料来源：ASCO，药研网，湘财证券研究所

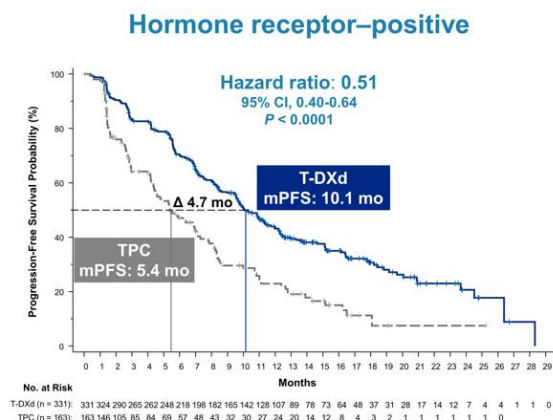
2.2 ADC 技术平台收获拐点来临

ADC 药物技术平台经历百年沉淀，在抗体、Linker、Payload 及连接技术不断迭代更新推动 ADC 药物治疗窗口大幅扩大，适应症从血液癌拓展至实体瘤，乳腺癌治疗方案由末线推进至新辅助治疗，市场空间不断被打开，2019-2020 年新产品密集获批上市，行业步入收获拐点。

ADC 药物 Enhertu 重新定义乳腺癌，针对于 HER2 低表达取得里程碑式新突破：2022 年 6 月 5 日，第一三共/阿斯利康的 HER2-ADC 药物 Enhertu 在 2022 年 ASCO 大会上发布 Destiny-Breast04 III 期试验结果达到终点。Destiny-Breast04 研究是乳腺癌领域唯一入选全体大会环节的重要研究。主要针对于临床无有效治疗方案的 HER2 低表达乳腺癌患者。

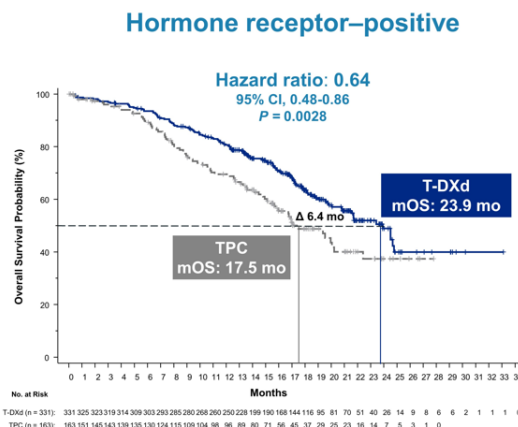
Destiny-Breast04 是一项随机、多中心、开放标签、活性对照 III 期研究，探索相比对照组（研究者选择化疗方案），DS-8201 用于经内分泌治疗进展且 HER-2 低表达（IHC 1+ 或 IHC 2+ISH-）不可切或转移性乳腺癌的疗效和安全性，主要终点为 BICR 评估的 PFS（HR+人群），次要终点为 OS（HR+人群或全部人群）、研究者评估的 PFS、ORR 和 DoR。HR 阳性人群中，相比对照组，DS-8201 组 mPFS 数值上翻倍为 10.1m（vs 5.4m），降低 49% 死亡或进展风险（HR=0.51，95%CI, 0.4-0.64； $p<0.0001$ ）；各亚组获益与整体人群一致；DS-8201 组，IHC1+ 和 IHC 2+ mPFS 分别为 10.3 个月和 10.1 个月；经 CDK4/6 抑制剂或未经 CDK4/6 抑制剂人群 mPFS 分别为 10 个月和 11.7 个月。相比对照组，DS-8201 组 mOS 提高 6.4 个月（23.9 vs 17.5），降低 36% 死亡风险（ $p=0.003$ ）。DS-8201 组 ORR 翻三倍（52.6% vs 16.3%）。

图 45 Destiny-Breast04 mPFS 翻倍



资料来源：ASCO，湘财证券研究所

图 46 Destiny-Breast04 mOS 提高 6.4 个月



资料来源：ASCO，湘财证券研究所

国内 ADC 技术平台频现 License Out 大额交易：继荣昌生物之后，2022 年礼新医药、科伦博泰两家国产 ADC 相继完成超过 10 亿美元海外授权交易，且交易对手为默沙东等大厂，验证了国内企业研发能力。ADC 技术平台是我们科技前沿投资主线中非常看好的技术平台之一，是继 PD-1 平台后另一个平台型、覆盖多病种的重磅赛道。

图 47 2022.1-2022.5 国内 ADC 技术平台 License out 交易

出投方	引入方	项目	交易金额	所属领域
礼新医药	Turning Point	Claudin 18.2 ADC LM-302	超过10亿美元 (0.25+1.95+商业化里程碑)	ADC
科伦博泰	默沙东	ADC项目	4700万美元首付+13.63亿美元里程碑+销售提升	ADC
和铂医药	阿斯利康	临床前项目双抗HBM7022，靶点Claudin18.2及 CD3	2500万美元+ 3.25 亿美元里程碑付款+ HBM7022 销售额的特许权使用费	双抗
普瑞金生物	欧洲CellPoint	PRG-1801 CAR-T授权协议	2000万欧元首付+阶段里程碑+超过10%销售提成	CART
博奥信	Pyxis Oncology	抗Siglec-15抗体BSI-060T	1000 万美元的首付款+ 2.2亿美元的里程碑付款+两位数比例的销售特许权使用费	单抗
劲方医药	美国 SELLAS 生命科学	高选择性 CDK9 抑制剂 GFH009	1000 万美元首付+1.4 亿美元开发及销售里程碑付款+梯度特许权使用费	小分子
济民可信	ORION	镇痛新药JMKX000623	1500万欧元+8%-15%的商业化提成	小分子

资料来源：公司公告、公开资料，湘财证券研究所

ADC 药物赛道具备长期持续投资价值，在联合用药大趋势背景下，ADC 技术平台的价值将更加凸显，从技术成熟度来看，ADC 技术平台可能是继免疫疗法之后又一个泛病种治疗的技术平台，潜在市场规模不亚于免疫疗法，也是各个大厂必争的技术平台之一。国内 ADC 市场刚刚起步，但以荣昌生物为代表的国内药企在这个领域已经取得优异成绩，在个别瘤种上走在了全球前列并成功走向国际市场。我们认为随着行业技术不断成熟、产品密集获批，行业正迎来行业收获拐点。个股选择上，建议积极关注龙头公司荣昌生物、传统公司转型临床数据即将落地如华东医药、科伦药业及浙江医药（新码生物）等公司。

图 48 国内药企 ADC 临床三期产品管线

药品成分	研发机构	中国内地最高状态	靶点	中国内地适应症在研状态	中国内地最高状态时间
维迪西妥单抗	荣昌生物, Seagen	批准上市	HER2 Tubulin	批准上市: 尿路上皮癌, 胃癌, 胃食管交界处腺癌 临床III期: HER2低表达乳腺癌, 膀胱尿路上皮癌 临床II/III期: HER2阳性乳腺癌 临床II期: 宫颈癌, 卵巢上皮癌, 输卵管癌, 子宫内膜癌, 黑色素瘤, 妇科肿瘤, 腹膜癌, 胆道癌, 肌层浸润性膀胱癌 临床I/II期: 非小细胞肺癌 临床I期: 实体瘤	2021-06-08
戈沙妥珠单抗	吉利德制药, 云顶新耀, BSP Pharmaceuticals, Seagen, Immunomedics	申请上市	TROP2 TOP1	申请上市: 三阴性乳腺癌 临床III期: 尿路上皮癌, HR阳性、HER2阴性乳腺癌 临床II期: 食管鳞癌, 胃癌, 宫颈癌, 胃癌 批准临床: 实体瘤	2021-05-18
ARX788	浙江医药, Ambrx, 新码生物	临床III期	HER2	临床III期: 胃食管交界处腺癌, 胃癌 临床II/III期: HER2阳性乳腺癌 临床II期: 胃食管交界处癌, HER2低表达乳腺癌, HER2阳性乳腺癌脑转移 临床I/II期: 实体瘤	2021-07-12
KSI-301	Kodiak Sciences, Lifecore Biomedical LLC, 缔脉生物	临床III期	VEGF	临床III期: 糖尿病黄斑水肿, 视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿 批准临床: 视网膜静脉阻塞	2021-10-22
Mirvetuximab soravtansine	ImmunoGen, 华东医药, Viridian Therapeutics	临床III期	FRα Tubulin	临床III期: 输卵管癌, 腹膜癌, 卵巢上皮癌 临床I期: 子宫内膜癌, 实体瘤	2019-12-17
Loncastuximab tesirine	瓴路药业, ADC Therapeutics, Overland ADCT Biopharma, 田边三菱制药	临床III期	CD19	临床III期: 弥漫性大B细胞淋巴瘤 批准临床: 滤泡性淋巴瘤	2022-02-08
莫奥珠单抗	Sesen Bio, Hikma Pharmaceuticals, 齐鲁制药集团有限公司, Viventia Bio, Eczacibasi	临床III期	EPCAM	临床III期: 非肌层浸润性膀胱癌	2021-03-30
BAT8001	百奥泰	临床III期	HER2	临床III期: HER2阳性乳腺癌 临床I/II期: 实体瘤	2018-02-22
TAA013	东曜药业	临床III期	HER2	临床III期: HER2阳性乳腺癌	2020-06-03
SKB264	科伦药业, Klus Pharma	临床II期	TROP2	临床II期: 非小细胞肺癌 临床I/II期: 小细胞肺癌, 胃癌, 卵巢上皮癌, 乳腺癌, 尿路上皮癌, 实体瘤 批准临床: 三阴性乳腺癌	2022-04-24

资料来源: Insight, 湘财证券研究所

图 49 2022 ASCO 国内企业 ADC 产品披露临床数据对比

	荣昌生物	乐普生物	乐普生物	科伦药业
登记号	NCT04264936	NCT04073602	NCT03809013	NCT04839510
摘要号	4518	4519	4520	4570
药名	维迪西妥单抗	维迪西妥单抗	MRG002	MRG002
靶点	HER2	HER2	HER2	HER2
联合用药	特瑞普利单抗	无	无	无
癌种	尿路上皮癌	HER2+尿路上皮癌	HER2+尿路上皮癌	HER2+尿路上皮癌
临床阶段	1b/2	2	2	2
样本量	41	19	107	56
既往治疗线数	61%的患者未接受系统性治疗	>=1	>=1	>=1
mPFS (月)	9.2	5.5	5.9	5.5
mOS (月)	未到达	16.4	14.2	未到达
ORR	Total: 76.7% 既往未经治疗: 82.4%; HER2 IHC (2+ or 3+) & PD-L1 (+): 100%; HER2(2+ or 3+) & PD-L1 (-): 92.3%; HER2(0 or 1+) & PD-L1 (+): 50%; HER2 (0 or 1+) & PD-L1 (-): 50%	26.30%	Total: 50.5%; 既往接受 PD- (L1): 55.6%	34.70%
DCR	96.70%	94.70%	82.20%	75.50%
CR	10%			9%
PR				17
SD				20
PD				12
AE				
AE>=3级		10.50%		34.50%

资料来源: 2022 ASCO, 药研网, 湘财证券研究所

3 Pharma 转型创新：现金流充裕，差异化创新

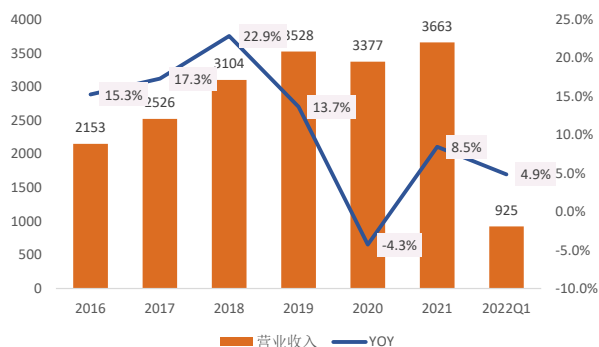
3.1 集采影响边际减弱，下行周期现金流创新更具持续性

医药生物产业旧势力近三年处于最痛苦转型期，一方面受到政策影响巨大，存量盘遭受断崖式压缩，同时受到新势力冲击。板块经历泥沙俱下行情，三年沉淀，存量盘悲观预期已充分消化，差异化创新产品管线逐步接力，在流动性收紧背景下，我们认为具备现金流蓄水池，产品线格局竞争良好的公司已经具备较高的性价比投资机会。

集采影响收入端增速，费用下降带动利润率提升：2021 年化学制药板块（统计 84 家上市公司）实现营收 3663 亿元，同比增长 8.5%，归母净利润 328 亿元，同比增长 27%，得益于销售费用下降，利润端增速快于收入增速，经营性净现金流 412 亿元，同比增长 5%，经营性净现金流/收入为 1.26，盈利质量良好。毛利率 51.08%，自 2019 年集采环境下呈现缓慢下降趋势，环比下降 2.61pct，销售费用率持续下降，2021 年 27.3%，环比下降 1.6pct。

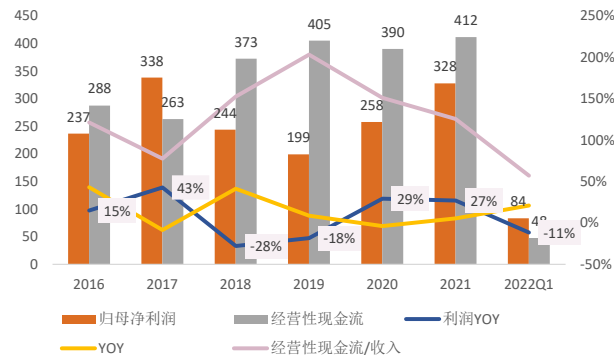
受到疫情反复影响，一季度增长放缓：2022Q1 实现营业收入 925 亿元，同比增长 4.9%，归母净利润 84 亿元，同比下降 11%。毛利率 51.08%，环比下降 1pct，净利率 9%，保持平稳。销售费用率下降至 25.1%，环比下降 2.2pct。

图 50 2016-2022Q1 化学制药收入增速



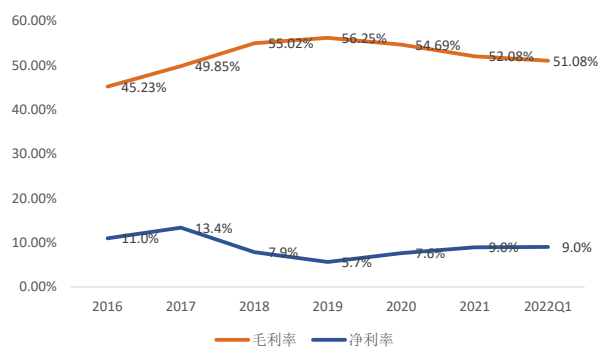
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 51 2016-2022Q1 化学制药净利润增速



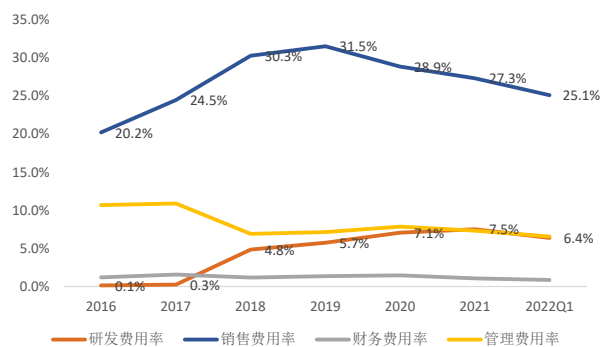
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 52 2016-2022Q1 化学制药盈利能力



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

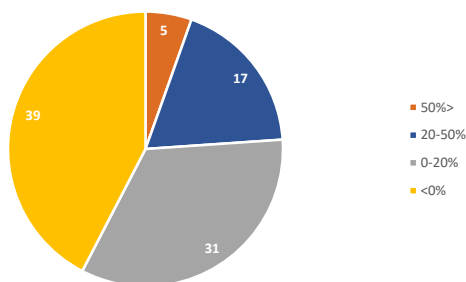
图 53 2016-2022Q1 化学制药费用率



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

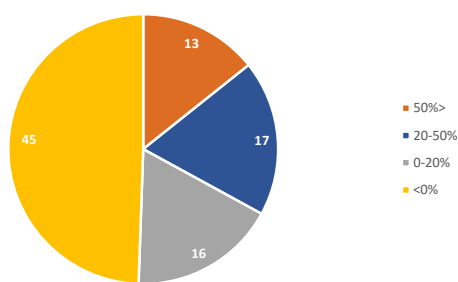
化学制药是受到政策影响最为显著的板块, 板块上市公司业绩分化明显, 2022Q1 实现盈利的企业占比为 50.5%, 低于行业 89.2% 高盈利比例, 收入端保持 20% 以上增长的企业占比仅为 24%, 利润端 20% 企业占比为 33%。

图 54 2022Q1 化学制药上市公司收入增速分布



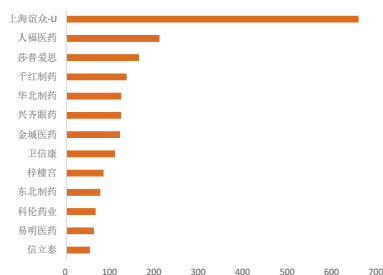
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 55 2022Q1 化学制药上市公司净利润增速分布



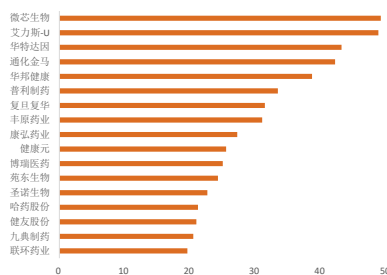
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 56 22Q1 净利润增速大于 50% 公司



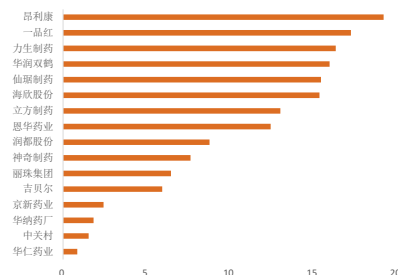
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 57 22Q1 净利润增速 20-50% 公司



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

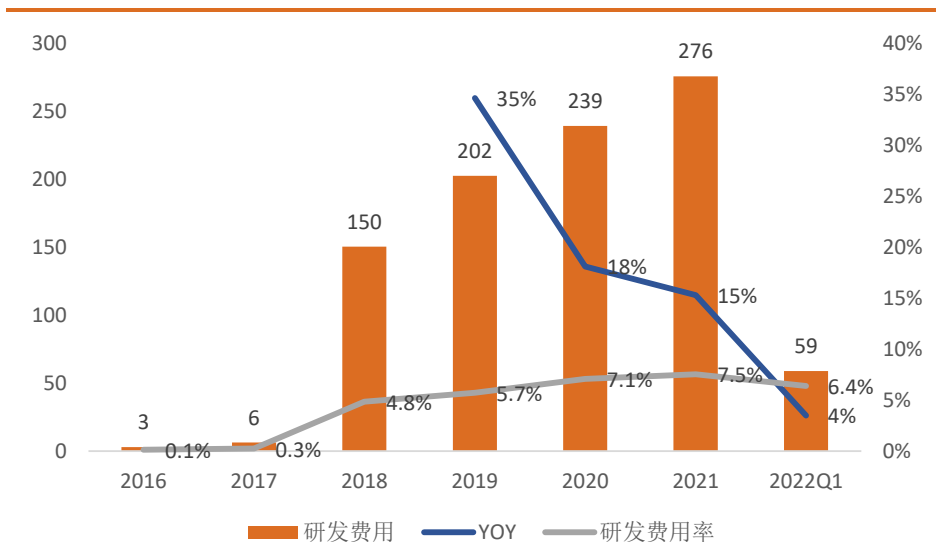
图 58 22Q1 净利润增速 0-20% 公司



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

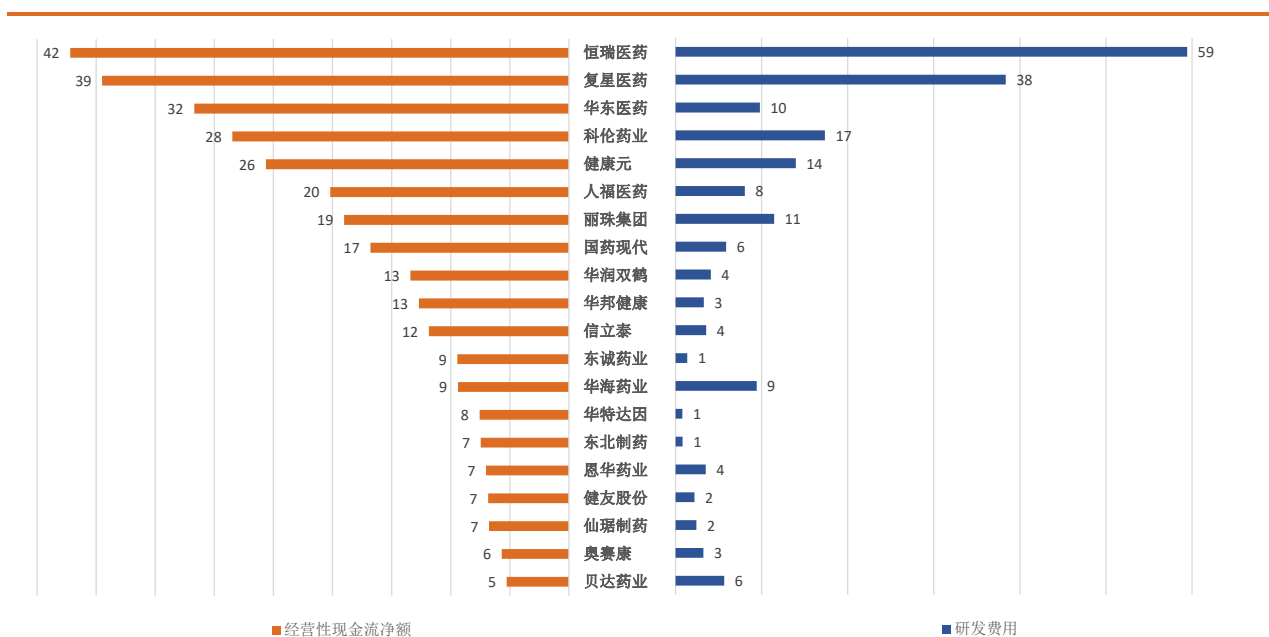
存量企业转型创新，研发投入保持持续增长：2021 研发费用合计达到 276 亿元，同比增长 15%，研发费用率 7.5%，同比提升 0.4pct。化学制药行业面临快速转型阶段，仿制药红利结束，又面临 Biotech 挑战，当前环境下，唯一不断丰富产品管线，才能保持竞争力。

图 59 2016-2022Q1 化学制药研发费用（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 60 2021 Pharma 经营性现金流 TOP20

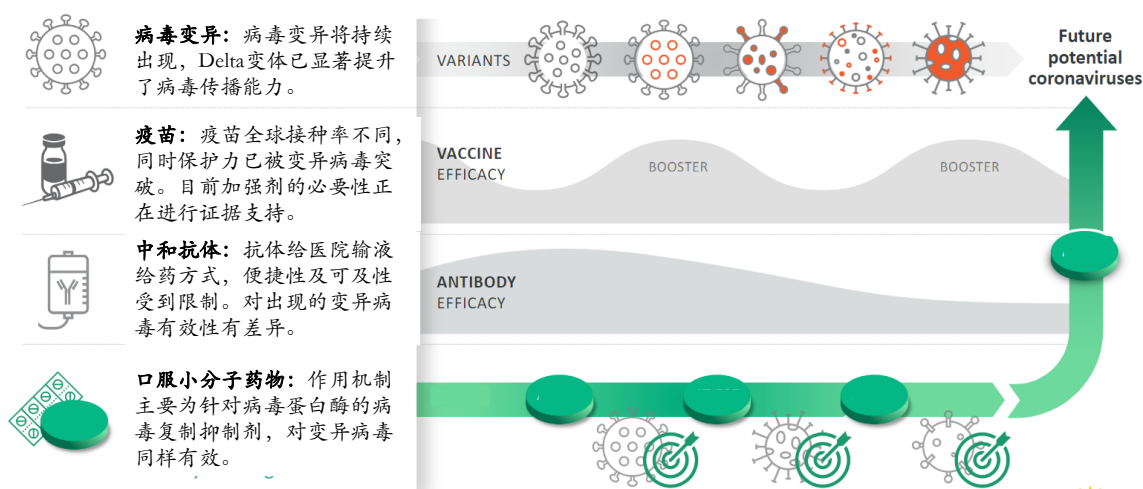


资料来源：Wind，湘财证券研究所

3.2 新冠口服药红利催生新增量

疫苗大范围接种后疫情得到有效控制,但在变异病毒出现后,疫苗及抗体的治疗方案均会受到变异病毒的挑战,口服小分子药物较疫苗、中和抗体药物具备明显优势,首先从作用机制来看理论上也会对所有变异病毒同样有效。其次口服小分子药物的给药途径非常便捷,没有产能瓶颈,生产成本相对较低廉。

图 61 口服小分子新冠药物是疫情终结重要手段



资料来源: Atea Pharmaceuticals, 湘财证券研究所

海外两款新冠口服药已获批上市, 国产研发正快速推进: 目前在海外默沙东、辉瑞的产品已经率先获批上市, 盐野义的产品也已经提交 NDA, 最快在 6 月下旬审议。Veru 的产品在重症死亡率降低适应症获得成功, 已提交 EUA。国产口服药方面, 君实生物、开拓药业及真实生物等企业都在快速推进。

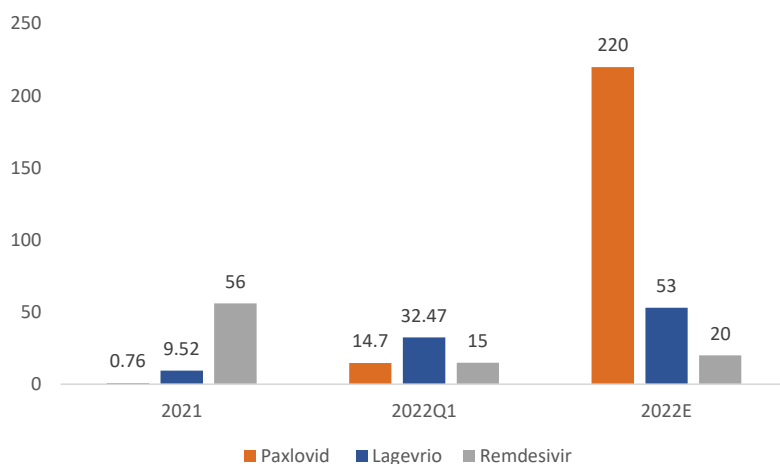
图 62 新冠口服药物获批及研发居前管线情况

药物	公司	靶点	适应症	海外进展	国内进展	疗效
Molnupiravir	默沙东	RdRp抑制剂	高风险轻症	已获批(英国,美国,日本)	/	重症风险降低比例30%
Paxlovid	辉瑞	3CLpro	高风险轻症 暴露后预防	已获批(美国,欧洲) 2022.4.29的 2/3 期临床失败	220211 中国获批	重症风险降低比例89%
Ensitelvir	盐野义制药	3CLpro	轻中症	IIb, 已提交, 2022.6月下旬审议	/	显著降低病毒滴度
Sabizabulin	Veru	微管蛋白抑制剂	重度住院	III 期,2022.6.7提交EUA	/	重症死亡率降低 55%
VV116	君实生物	RdRp抑制剂	轻中症	已获批乌兹别克斯坦EUA 2021.12.30 巴拉圭 EUA	2022.5.23 与paxlovid头对头三期达到终点	
普克鲁胺	开拓药业	雄激素受体拮抗剂	轻中症	2022.01 波黑萨拉热窝 EUA		
				2022.03 加纳 授权使用		
				2022.03.31 利比里亚 EUA		
阿兹夫定	真实生物	RdRp抑制剂	轻中症	俄罗斯、巴西报批	三期结束	
ASC09F	歌礼制药	HIV-1/ 3CLpro			临床III期	
SIM0417	先声药业	3CL抑制剂			2022.6.14 II期首例给药	
RAY1216	众生药业	3CLpro			临床I期	
FB2001	前沿生物	3CLpro			临床I期	
CN-2021	安诺康生物	3CLpro			临床前	
EB2-7	青岛大学	3CLpro			临床前	
SPN-X	诺泰生物、	3CLpro			临床前	
MRX-18	盟科药业	3CLpro			临床前	
VV993	君实生物	3CLpro			临床前	
3CL蛋白酶抑制剂	广生堂	3CLpro			临床前	
EDDC-2214	云顶新耀	3CLpro			临床前	

资料来源: Insight, 湘财证券研究所

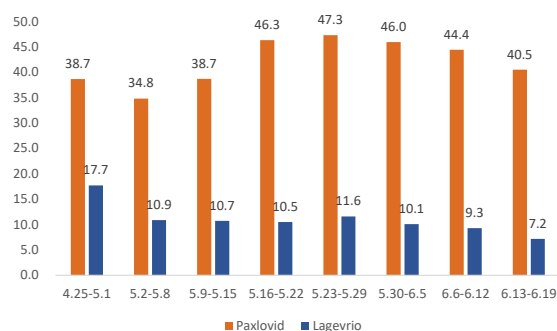
2022Q1 最新获批两款新冠小分子药物销售均有大幅增长: 受产能限制, Paxlovid 一季度销售额略低于预期。据 ASPR 数据显示, 5 月份 Paxlovid 销量已经大幅上升至 205.8 万人份, 较 4 月份上升 194%。周度数据来看, Paxlovid 在 40 万人份以上, 较 Lagevrio 10 万人份优势明显。6.13-6.19 周度数据显示, Paxlovid 市占率达到 80%。

产能方面, 2022 年 Paxlovid 产能达到 1.2 亿疗程, Lagevrio 产能在 3000 万疗程。业绩指引, 2022 年 Paxlovid 销售额为 220 亿美元, Lagevrio 在 50-55 亿美元。

图 63 2021-2022E 新冠小分子药物销售金额 (亿元)


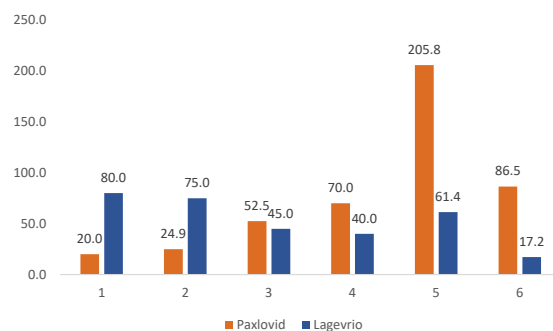
资料来源: 默沙东、辉瑞及吉利德公司官网, 湘财证券研究所

图 64 2022.4-6 美国 P、L 药销量（万人份/周）



资料来源：ASPR，湘财证券研究所

图 65 2022.1-6.19 美国 P、L 药销量（万人份/月）



资料来源：ASPR，湘财证券研究所

国内医药高端制造充分受益于新冠口服药物红利：新冠口服药红利最受益的是制造工艺先进的头部 CDMO 企业。根据各公司披露数据，凯莱英累计签订订单总额高达 93.6 亿元，博腾股份累计订单约 57 亿元。红利同时带动产业链上游，国内有 8 家企业获得两款产品的 MPP 协议生产授权。

图 66 CDMO 签订新冠小分子订单情况

	凯莱英	博腾股份	药名康德
新冠订单金额	4.8亿美元 27.2亿元 35.4亿元	2.2亿美元 6.8亿美元	/
新冠收入（亿元）	2021 2022Q1	~3 ~9	5.8 15.1

资料来源：各公司公告，湘财证券研究所

图 67 国内 8 家企业获得 MPP 协议生产

Paxlovid	Molnupiravir	类别
普洛药业	博瑞医药	原料药/制剂
华海药业	龙泽制药	原料药/制剂
复星医药	复星医药	原料药/制剂
上海迪赛诺	上海迪赛诺	原料药/制剂
九洲药业	朗华制药	原料药

资料来源：MPP，湘财证券研究所

图 68 27 家公司获得 Molnupiravir 全球协议生产授权



资料来源：MPP，湘财证券研究所

图 69 35 家公司获得 Paxlovid 全球协议生产授权



资料来源：MPP，湘财证券研究所

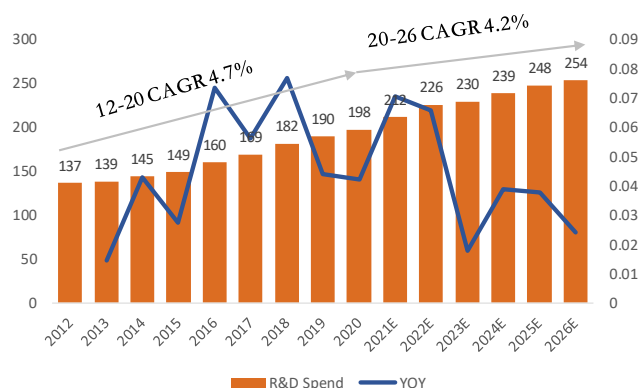
4 高端制造：产业升级，产业链价值重估

在医药生物产业结构升级大背景下，需求端拉动上游供应链向先进制造业转型。在医疗控费政策及碳中和经济背景下，上游相关产业在全产业链中话语权大幅提升，同时向全球产业链高附加值端延伸，全球市占率有望提升。在上游产业链步入高质量发展阶段，产业链价值有望迎来重估。

4.1 科研领域消费品，长坡利基市场

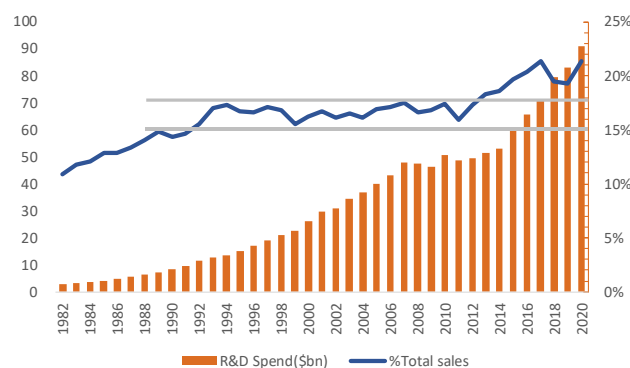
科学服务产业链受益于研发投入提升，属于需求端稳定，市场规模庞大，政策免疫的长坡赛道：全球生物医药研发投入长期保持稳定增长，从研发费用率来看，近几年研发费用率快速上升，打破了自 80 年代以来 15% 左右的中枢区间，也说明了产业正在孕育 80 年代抗体技术之后的新一轮的技术革命。

图 70 2012-2026E 全球医药公司研发投入 (\$BN)



资料来源：Evaluate Pharm，湘财证券研究所

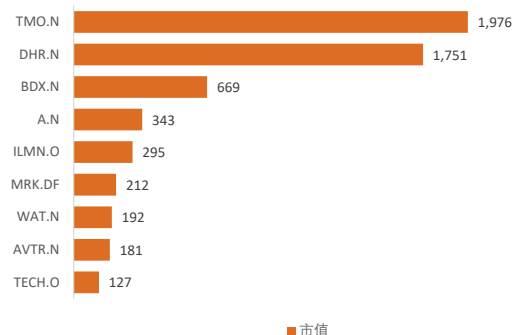
图 71 1982-2020 PHRMA 会员企业研发投入



资料来源：PhRMA 2021 年报，湘财证券研究所

诞生大市值公司的长坡赛道，享受高估值溢价：受益于下游企业研发投入长期稳定需求，科学服务赛道是仅次于药品及医疗器械赛道，能诞生多个大市值公司的赛道，龙头公司赛默飞、丹纳赫市值均超过 1700 亿美元，位列生物医药板块 TOP10，且两家市销率分别为 4.9X、5.9X，高于医药公司 3-4X 市销率区间。

图 72 2022.6 全球科学服务龙头公司市值 (亿美元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

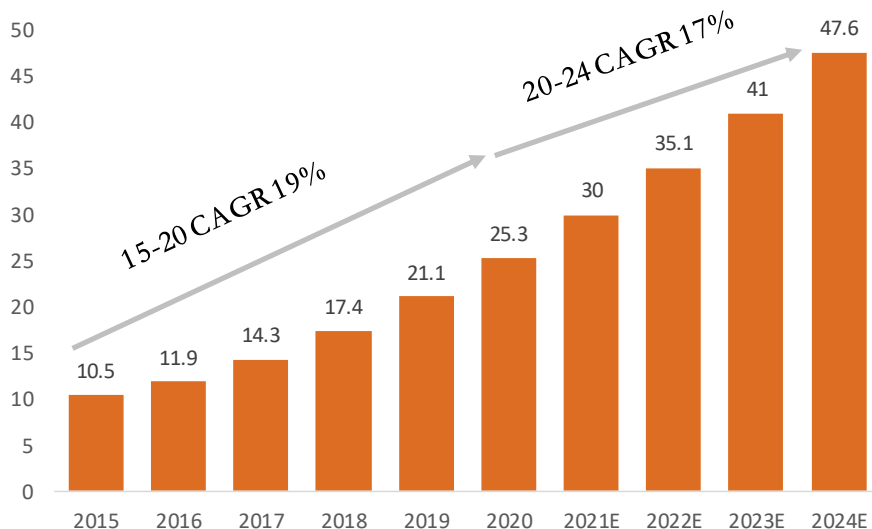
图 73 2006-至今赛默飞市值年化增长 26%



资料来源: Wind, 湘财证券研究所, 数据截止至 2022.6.17

中国“十四五”进入创新驱动发展, 全面塑造发展新优势阶段, 研发投入将进入继续维持高增长阶段, 据沙利文数据, 2020-2024 中国药物开发支出增速将在 17%, 我们认为科学服务产业将受益于中国这轮创新驱动周期。

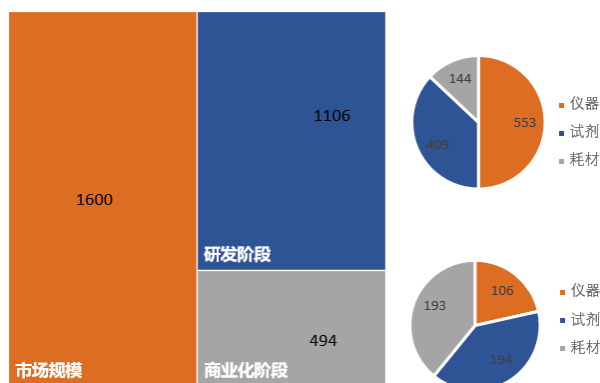
图 74 2015-2024E 中国药物开发支出增速



资料来源: 沙利文, 湘财证券研究所

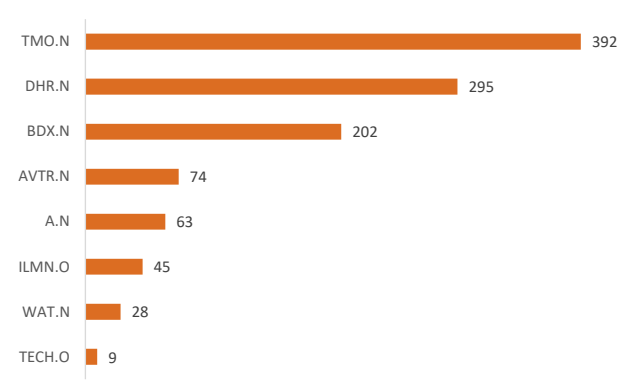
科学服务产业链服务于制药企业及科研单位, 主要包括实验分析仪器/试剂/耗材三大细分领域。根据赛默飞及德国默克两家龙头公司预计, 2020 年全球科学服务行业市场规模预计 1600 亿美元, 未来仍有望保持中单位数稳定增长。赛默飞 2021 年收入为 392 亿美金, 市占率约 15%。

图 75 2020 全球科学服务市场规模（亿美元）



资料来源：赛默飞等投资者交流测算，湘财证券研究所

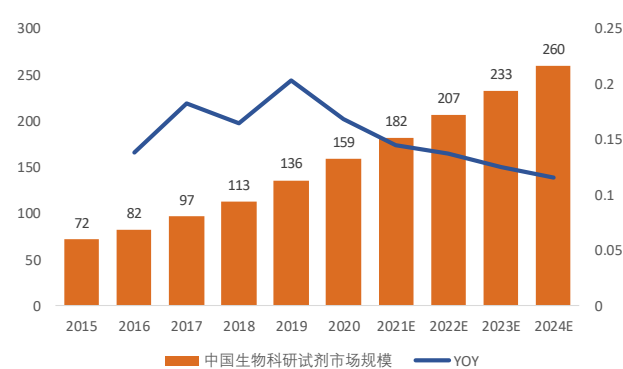
图 76 2021 全球科学服务龙头公司收入（亿美元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

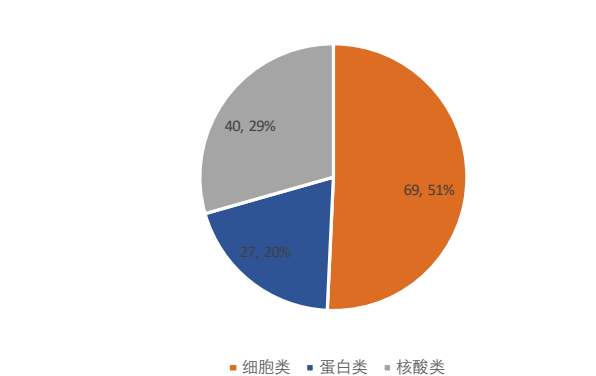
中国生物科研试剂市场规模于 2015 年达到 72 亿人民币，并以 17.1% 的年复合增长率增长至 2019 年的 136 亿人民币，增速高于同期全球生物科研试剂市场。这一投入预计于 2024 年达到 260 亿人民币的规模，期间年复合增长率为 13.8%。中国生物科研试剂可分为细胞类，蛋白类和核酸类三种，2019 年，细胞类、蛋白类及核酸类生物科研试剂市场占中国生物科研试剂总体市场分别为 51%、20% 和 29%。

图 77 中国生物科研试剂市场规模（亿元）



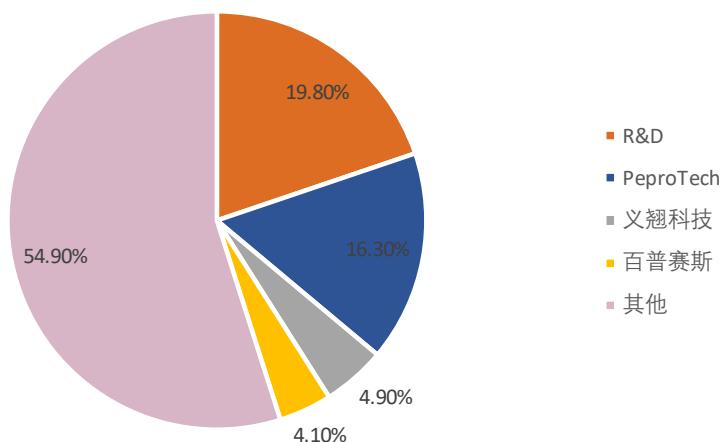
资料来源：义翘神州招股书，湘财证券研究所

图 78 中国生物科研试剂市场分类（亿元）



资料来源：义翘神州招股书，湘财证券研究所

我国在生命科学和生物医药领域的研发投入逐年快速增长，对生物试剂和技术服务的需求快速增长。但由于国内企业发展起步晚，技术相对落后，国内市场长期以来对进口生物试剂的依赖度较高，存在因贸易争端导致价格上升和断供的风险。随着国内企业研发投入不断加大、技术水平不断提升，国产生物试剂市场占有率具有较大的提升空间。

图 79 中国重组蛋白试剂市场竞争格局


资料来源：义翘神州招股书，湘财证券研究所

国内科研试剂及耗材产业链主要海外以进口品牌为主，国内企业体量较少，平台型品牌公司尚未形成，企业发展空间弹性巨大。建议积极关注供应链卡脖子领域投资机会，比如 IVD 检测试剂上游酶原材料，生物药产业链上游反应器、一次性生物用膜、基因治疗耗材等领域国产化产业机会。

图 80 国内科研服务试剂及耗材相关公司（亿元，%）

公司代码	公司简称	行业	市值	PS	收入	毛利率	ROE	归母净利润YOY		
								22Q1	21Q4	21Q3
688105.SH	诺唯赞	生物试剂	335	14	19	81	25	28	-41	4
688690.SH	纳微科技	实验耗材	317	61	4	84	24	176	119	221
301047.SZ	义翘神州	生物试剂	170	25	10	94	18	-66	-57	-73
301080.SZ	百普赛斯	生物试剂	132	31	4	93	13	32	39	39
688356.SH	键凯科技	生物试剂	127	31	4	85	18	45	13	118
605369.SH	拱东医疗	实验耗材	120	9	12	44	24	20	-12	8
688133.SH	泰坦科技	化学试剂	114	5	22	21	10	26	11	33
300151.SZ	昌红科技	实验耗材	82	7	11	29	10	14	-10	-12
688179.SH	阿拉丁	化学试剂	77	24	3	62	11	55	14	-24
688026.SH	洁特生物	实验耗材	64	7	9	42	19	-15	305	203

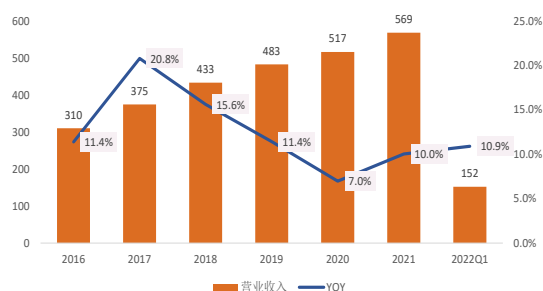
资料来源：Wind，湘财证券研究所

4.2 原料药：先进制造转型，产业链价值重塑

收入增速加快，成本上升侵蚀利润：2021 年特色原料药板块（统计 20 家上市公司）实现营收 569 亿元，同比增长 10%，环比提升 3pct，归母净利润 43 亿元，同比下降 28%。经营性净现金流 42 亿元，同比下降 45%，经营性净现金流/收入为 0.98，盈利质量相对良好。毛利率及净利率双降，毛利率、净利率分别为 33.73%、7.6%，环比分别下降 4.21pct、4pct。销售费用有所控制，2021 年销售费用率为 8%，环比下降 0.9pct。研发费用率及管理费用率保持平稳，分别为 5%、8.7%。

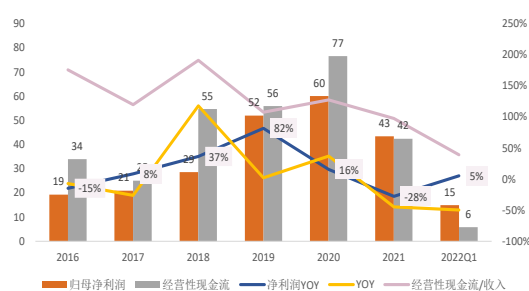
一季度收入持续回升，利润端触底反弹：2022Q1 实现营业收入 152 亿元，同比增长 10.9%，归母净利润 15 亿元，同比增长 5%。毛利率 32.72%，环比下降 1.1pct，毛利率下降趋势趋缓，受益于销售及管理费用下降，净利率回升，净利率 9.8%，环比上升 2.2pct。销售费用率及管理费用率分别下降至 7.1%、7.4%，环比分别下降 1.9pct、1.3pct。

图 81 2016-2022Q1 特色原料药收入及增速



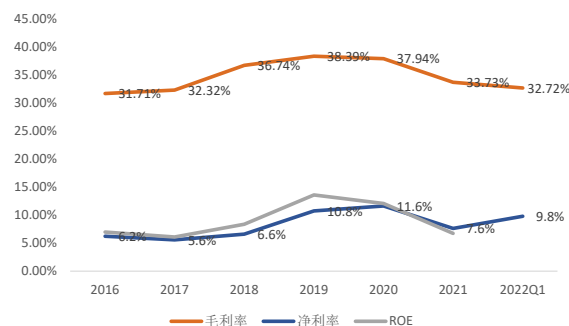
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 82 2016-2022Q1 特色原料药利润及增速



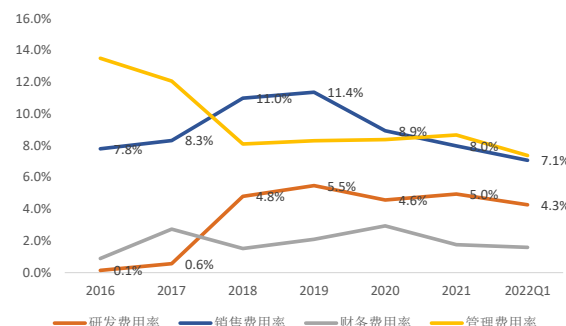
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 83 2016-2022Q1 特色原料药盈利能力



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 84 2016-2022Q1 特色原料药费用率



资料来源：Wind，湘财证券研究所

成本及汇率压力边际改善：二季度成本上涨趋缓，2022.1-2022.5.18 中国化工产品价格指数上涨 24.7%，大幅上涨主要集中在一季度，一季度上涨幅度 11.7%，二季度至今上涨幅度为 3.8%，上涨幅度明显趋缓。

短期来看，成本及汇率压力边际改善，部分原料药价格持续坚挺，成本持续传导，建议积极关注弹性较大品种投资机会。

图 85 2022.1-2022.5 化工产品价格指数



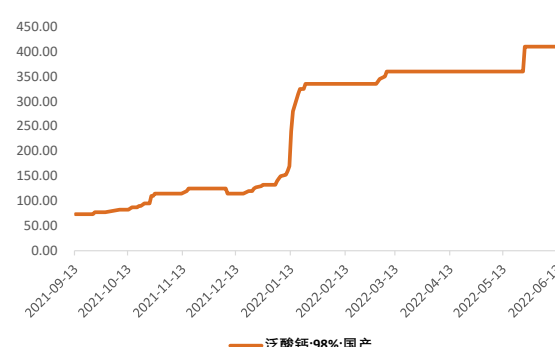
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 86 2015 以来美元兑人民币汇率



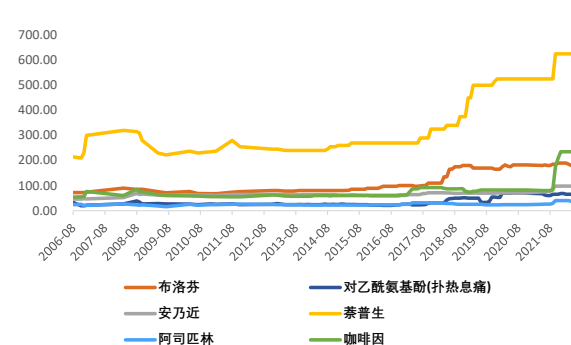
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 87 2021Q3 至今泛酸钙价格走势(元/千克, 日)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 88 2006-至今解热镇痛价格走势(元/千克, 月)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

政策推动原料药产业高质量发展，要求原料药产业坚持创新驱动，强化系统观念，补齐技术装备短板，加快绿色低碳转型，推动布局优化调整，培育国际竞争新优势，构建原料药产业新发展格局，夯实医药供应保障基础。

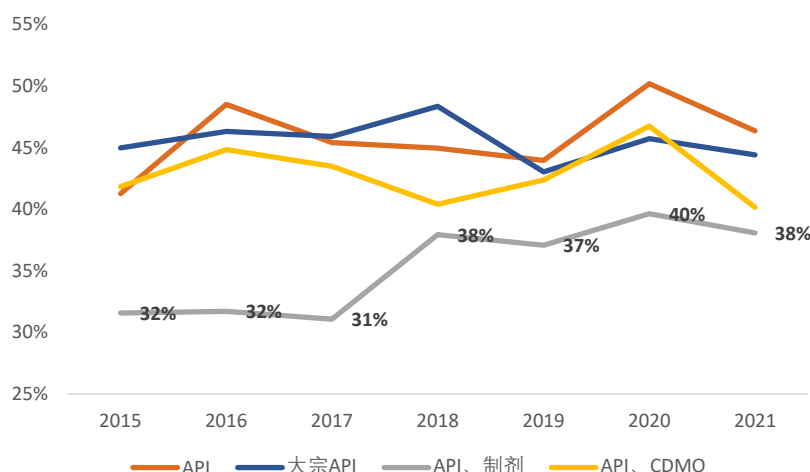
先进制造转型，产业链价值重塑：1、核心创新工艺技术平台有望价值重估：传统生产过程效率及成本有望通过现代化工艺合成生物技术、连续流微反应、连续结晶和晶型控制等先进技术得以大幅改善。2、高端设备及专用耗材有望迎来新一轮发展机遇：高端设备如核酸反应仪及专用耗材如高端膜材料产业链自主配套水平会有提高。在低碳绿色环保要求下，低碳技术设备及智能

化设备将会有新一轮资本投入。

国际市占率提升及 CDMO 新业态：原料药行业是中国医药产业链中少有的产业链在中国，而需求是面向全球的细分行业，全球市占率达到 20%，国内原料药供应链经历住了疫情考验，国际竞争力显著增强。

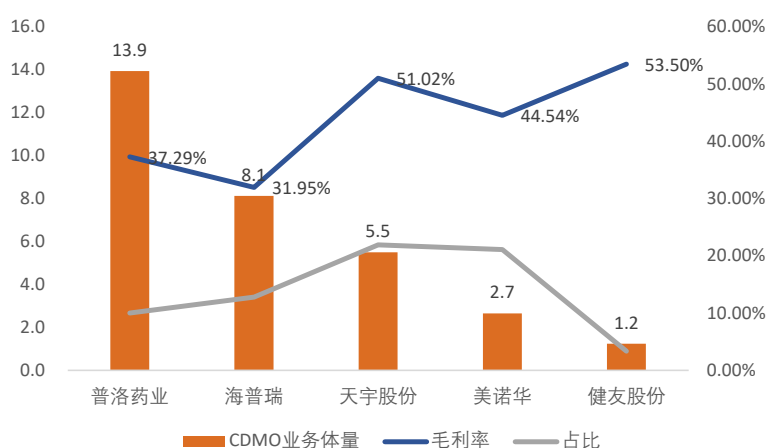
原料药企业依托自身完善的 EHS、GMP 体系和制造优势，向 CDMO 业务的拓展普遍取得了积极的成果。

图 89 2015-2021 原料药细分领域海外业务比重



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 90 2021 特色原料药 CDMO 新业态收入（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

5 投资建议

疫情周期扰动下，医药生物指数自高点最大回撤达到 38%，为十年维度第三次大回撤，当前估值水平回归至 2018 年最悲观时刻，此轮回撤是对疫情行情充分消化。当期位置无论从回撤幅度还是估值水平在全市场一级行业中都具备明显优势。在医药生物产业全面升级趋势下，我们跟踪药品制造业全产业链各环节相关行业变化，建议关注前沿科技创新、Pharma 转型创新、底层工艺创新三条投资主线。

- 1、前沿科技创新主线：前沿技术平台价值，建议关注布局 ADC、双抗及 mRNA 三大技术平台公司潜在投资机会。
- 2、Pharma 转型创新：看好存量业务市占率提升保障持续稳定现金流业务，创新差异化竞争策略个股。
- 3、底层工艺创新主线：TO B 端隐形冠军，建议关注生物药产业链上游高端分析仪器、试剂及耗材等细分领域个股机会。

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

6 风险提示

- 1、创新药临床研发失败，医药采购政策持续高压。
- 2、国际注册及商业化低于预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

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

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

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

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

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

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

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。