

医药生物

报告日期：2022年08月20日

百奥赛图即将上市，如何看早期平台的模式弹性？

——医药行业周报 20220820

投资要点

□ 本周热点：百奥赛图即将上市，如何看早期平台的模式弹性？

2022年9月1日，模式动物龙头百奥赛图即将在H股上市，招股价格25.22港元，预计募资金额约4.71亿港元。此次上市所筹资金拟用于为公司核心产品的进一步临床研发提供资金、根据公司的千鼠万抗计划为抗体药物发现及开发提供资金及公司其他管线产品的临床前及临床开发。

百奥赛图成立于2009年，以模式动物起家，基于三大基因编辑技术平台，通过抗原免疫RenMab小鼠获得全人源抗体，减少抗体免疫原性的发生，后续用其做体内药效验证，获得药效更佳的候选抗人抗体，节省大量的抗体改造和反复验证的时间和成本，同时提高药物研发的成功率。

2022年国内基因修饰动物模型三大龙头已陆续上市，但从商业模式上来看，三家公司当前的收入结构及未来的发展方向均有所不同。从募资用途来看，百奥赛图未来将倾向于持续发展千鼠万抗计划及持续推进临床管线的发展，逐渐成为CRO业务创造稳定现金流+创新药业务创造成长弹性的复合公司；而南模生物持续发展药效服务平台建设，继续巩固产品+服务一体化模式动物CRO的龙头地位；已经在模式动物种类上占有绝对优势的药康生物将继续投资丰富小鼠品类及服务能力，通过品种的广泛覆盖和创新型产品建立新药研发数据库。

自2020年我们分析早期药物筛选平台的IP属性带来更大话语权时，我们持续强调早期技术平台强大的业务可拓展性有望为公司带来更丰富的业绩兑现空间。我们认为，商业模式的可拓展性同时体现了三家模式动物龙头公司上，我们看好公司优势技术平台为公司未来市场空间创造的较大弹性，建议持续关注。

□ 表现复盘：持续跑输沪深300，医药商业估值回升

本周医药板块下跌3.44%，跑输沪深300指数2.49个百分点，在所有行业中排名倒数第1位。成交额上看，医药行业本周成交额为2503亿元，占全部A股总成交额比例为4.8%，较上周环比下降0.8pct，明显低于2018年以来的中枢水平（8.3%）。从估值看，截至2022年8月19日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为24.6倍，环比下降0.8。医药行业相对沪深300的估值溢价率为115%，较上周环比下降5.9pct，低于四年来中枢水平（174%）。

据Wind中信医药分类看，本周除中药饮片（0.6%）略有上涨外，其余板块全线下跌。其中，其中医疗服务（-4.8%）、生物医药（-4.5%）、化学原料药（-3.6%）、化学制剂（-3.4%）跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周仅医药商业（1.0%）略有上涨，医疗服务（-5.9%）、CXO（-5.1%）、生物药（-4.7%）、科研服务（-4.4%）跌幅较大。具体看个股表现：医药商业板块中益丰药房（+4.4%）、一心堂（+7.6%）涨幅较高；生物药板块的长春高新（-15.7%）、通策医疗（-16.3%）因集采原因跌幅明显；API及制剂出口板块华海药业（-8.9%）、奥翔药业（-8.2%）跌幅较大；CXO板块的港股维亚生物（-11.3%）及方达控股（-11.4%）跌幅较为明显。

□ 2022年医药中期策略：价值重构，产业拐点

国内医药产业升级过程中，2022-2024年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新药械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会（排名不分先后）。

研发：CXO、科学工具等；推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、方达控股、百诚医药等；

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

相关报告

1 《美国医保药品降价，赛多利

斯拓重组蛋白——投融资周报

20220815》 2022.08.15

2 《电生理是否是下个优质赛

道？——医药行业周报

20220813》 2022.08.14

3 《博腾海外产能落地，安进

37亿收购——投融资周报

20220808》 2022.08.08

量产：API、制药装备、试剂、耗材等领域；推荐健友股份、普洛药业、仙琚制药、普利制药、华海药业、天宇股份、森松国际、东富龙、泰坦科技、阿拉丁、键凯科技、药石科技、纳微科技、诺唯赞、拱东医疗、海尔生物、泰林生物、等；

创新：国际化能力的器械、药品公司；推荐迈瑞医疗、微创医疗、南微医学、心脉医疗，关注佰仁医疗、百济神州、信达生物、君实生物、康方生物等；

其他：消费、疫苗、医疗服务、创新配套产业公司；推荐万泰生物、智飞生物、康希诺、济川药业、康缘药业，关注爱尔眼科、片仔癀等。

□ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1：盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS				PE			评级
		8 月 19 日	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
CXO										
603259.SH	药明康德	90.4	1.72	2.88	3.21	52	31	28	买入	
300347.SZ	泰格医药	103.5	3.29	3.92	4.61	31	26	22	买入	
002821.SZ	凯莱英	171.8	2.89	10.12	10.55	59	22	22	买入	
300759.SZ	康龙化成	71.7	1.39	2.73	3.54	51	42	31	买入	
300363.SZ	博腾股份	61.7	0.96	2.31	3.26	64	27	19	买入	
603456.SH	九洲药业	41.4	0.76	1.06	1.47	54	39	28	买入	
603127.SH	昭衍新药	80.1	1.04	2.04	2.60	77	45	36	买入	
1521.HK	方达控股	2.40	0.01	0.02	0.03	35	23	14	买入	
300725.SZ	药石科技	79.3	2.44	2.68	2.32	33	42	31	买入	
688202.SH	美迪西	340.2	3.25	7.90	12.02	105	43	28	增持	
1873.HK	维亚生物	1.9	0.15	0.23	0.44	10	8	4	买入	
688238.SH	和元生物	26.6	0.11	0.17	0.22	242	156	121	增持	
301096.SZ	百诚医药	83.5	1.03	1.85	2.77	81	45	30	增持	
原料药及制剂出口										
603707.SH	健友股份	18.0	0.66	1.08	1.44	28	22	16	买入	
000739.SZ	普洛药业	18.4	0.81	0.78	1.03	53	24	18	买入	
300630.SZ	普利制药	28.1	0.95	1.30	1.78	29	22	16	增持	
600521.SH	华海药业	20.0	0.33	0.47	0.61	61	40	31	增持	
300702.SZ	天宇股份	26.2	0.59	1.15	1.45	45	23	18	增持	
002332.SZ	仙琚制药	9.0	0.62	0.76	0.93	14	12	10	增持	
603229.SH	奥翔药业	30.1	0.36	0.63	0.86	83	48	35	增持	
688166.SH	博瑞医药	22.8	0.60	0.73	0.96	38	31	24	增持	
603520.SH	司太立	21.4	0.94	2.02	2.67	23	11	8	增持	
688076.SH	诺泰生物	23.4	0.54	0.64	0.78	43	40	30	增持	
605116.SH	奥锐特	23.1	0.42	0.51	0.62	55	46	37	增持	
002099.SZ	海翔药业	6.8	0.06	0.20	0.27	116	34	25	增持	
制药上游										
688105.SH	诺唯赞	67.8	1.70	2.39	2.72	40	28	25	增持	
688690.SH	纳微科技	77.0	0.47	0.74	1.12	165	105	69	增持	

688179.SH	阿拉丁	44.3	0.63	1.39	1.87	70	32	24	增持
688133.SH	泰坦科技	139.0	1.88	2.64	3.80	74	53	37	增持
688356.SH	键凯科技	208.1	2.92	4.00	5.33	71	52	39	增持
605369.SH	拱东医疗	131.9	2.76	3.56	4.56	48	37	29	增持
300171.SZ	东富龙	27.8	1.30	1.65	2.06	21	18	14	增持
2155.HK	森松国际	10.8	0.36	0.50	0.64	25	22	17	增持
300358.SZ	楚天科技	16.9	0.98	1.15	1.42	17	15	12	增持
300813.SZ	泰林生物	36.9	0.76	3.09	4.04	48	12	9	买入
688139.SH	海尔生物	74.9	2.67	1.87	2.61	28	40	29	增持
688046.SH	药康生物	32.8	0.30	0.44	0.61	108	75	54	增持

创新药

600196.SH	复星医药	42.6	1.77	2.14	2.47	24	19	16	买入
2171.HK	科济药业	18.2	(8.32)	(0.91)	(1.11)	-	-	-	增持

医疗器械

300760.SZ	迈瑞医疗	289.5	6.58	8.03	9.71	47.4	36	30	买入
300639.SZ	凯普生物	20.5	1.94	3.83	4.38	11	5	5	买入
688289.SH	圣湘生物	28.2	3.81	5.92	6.18	7	5	5	增持
603108.SH	润达医疗	10.4	0.66	0.75	0.95	16	15	11	买入
688575.SH	亚辉龙	20.1	0.36	1.37	1.56	56	10	9	增持
688029.SH	南微医学	85.3	2.43	2.67	3.78	49	32	23	增持
688301.SH	奕瑞科技	496.0	6.67	7.95	11.01	74	62	45	增持
688677.SH	海泰新光	90.2	1.35	1.88	2.50	67	48	36	增持
0853.HK	微创医疗	17.5	(0.15)	(0.08)	(0.02)	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	30.3	(0.61)	(0.86)	(0.79)	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	145.7	4.39	5.92	7.85	33	26	20	增持
688580.SH	伟思医疗	59.3	2.59	3.29	4.13	23	18	14	增持
688626.SH	翔宇医疗	29.0	1.01	0.82	1.09	23	35	27	增持

疫苗

688185.SH	康希诺	157.1	7.74	1.48	2.63	-	106	60	增持
603392.SH	万泰生物	133.1	2.23	6.37	7.89	60	21	17	增持
300122.SZ	智飞生物	93.1	6.38	4.42	4.77	15	21	20	增持
300601.SZ	康泰生物	35.2	1.13	1.93	2.38	31	29	24	增持

医药商业及新基建

603883.SH	老百姓	32.3	1.15	1.88	2.10	28	24	20	增持
603939.SH	益丰药房	50.2	0.98	1.23	1.57	41	32	25	增持
603233.SH	大参林	30.7	1.00	1.29	1.66	37	24	19	增持
605186.SH	健麾信息	35.9	0.86	1.69	2.16	41	21	17	增持

医疗服务、中药

600566.SH	济川药业	24.5	1.94	2.31	2.51	13	11	10	增持
600557.SH	康缘药业	13.4	0.54	0.68	0.86	28	19	15	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所；

注：除维亚生物、方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB，除方达控股、微创医疗 EPS 为百万美元外，其余为百万人民币。

正文目录

1 本周热点：百奥赛图即将上市，如何看早期平台的模式弹性？	5
2 行情复盘：持续跑输沪深 300，医药商业估值回升	7
3 本周行情回顾	8
3.1 医药行业行情：涨跌幅行业垫底，成交额达 2022 年度最低	8
3.2 医药子行业：除中药饮片外，板块全线下跌	10
3.3 陆港通&港股通：资金流入环比下降，医药商业景气回升	11
3.4 限售解禁&股权质押情况追踪	13
4 风险提示	14

图表目录

图 1： 公司“千鼠万抗”平台计划主要流程	5
图 2： 百奥赛图管线	6
图 3： 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	8
图 4： 2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	8
图 5： 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅）	9
图 6： 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	9
图 7： 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	10
图 8： 本周医药子板块涨跌幅（中信）	11
图 9： 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）	11
图 10： 2010 年以来医药子行业估值变化情况	11
图 11： 2017-2022.8.19 医药北上金额及占总北上资金比例	12
图 12： 2017-2022.8.19 医药股北上资金布局子行业	12
图 13： 2022.8.15-8.19 陆港通医药持股市值变动前后 5 名（亿元）	12
图 14： 2022.8.15-8.19 陆港通医药持股市值前 10 名（亿元）	12
图 15： 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股市值变动前后 5 名（亿元）	13
图 16： 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股市值前 10 名（亿元）	13
图 17： 2022.8.15-8.19 陆港通医药持股占比前 10（亿元）	13
图 18： 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股占比前 10（亿元）	13
表 1： 盈利预测与估值	2
表 2： 三家已上市及即将上市模式动物龙头公司情况汇总	7
表 3： 2022 年 8 月 8 日至 2022 年 9 月 2 日医药公司解禁限售股情况	13
表 4： 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	14

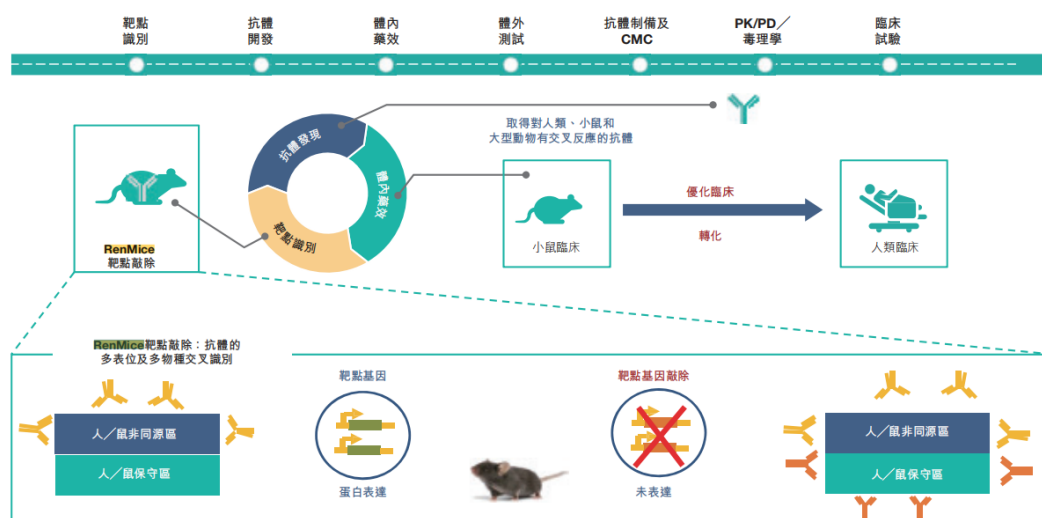
1 本周热点：百奥赛图即将上市，如何看早期平台的模式弹性？

2022 年 9 月 1 日，模式动物龙头百奥赛图即将在 H 股上市，招股价格 25.22 港元，预计招股总数 2176 万股，募资金额约 4.71 亿港元。此次上市所筹资金约 70%拟用于为公司核心产品的进一步临床研发提供资金；约 15%拟用于根据公司的千鼠万抗计划为抗体药物发现及开发提供资金；约 10%拟用于公司其他管线产品的临床前及临床开发；约 5%将用作营运资金及其他一般公司用途。

百奥赛图是一家成立于 2009 年的生物制药及临床前研究服务创收公司，公司以模式动物起家，基于底层技术驱动的三大基因编辑技术平台，通过抗原免疫 RenMab 小鼠获得全人源抗体，减少抗体免疫原性的发生，后续用百奥赛图系列靶点人源化小鼠做体内药效验证，获得药效更佳的候选抗人抗体，节省大量的抗体改造和反复验证的时间和成本，同时提高药物研发的成功率。

2020 年 3 月份，公司启动“千鼠万抗”计划，以独特方式快速连续筛选超过 1,000 种潜在抗体药物靶点（其中大部分尚未在临床试验发现），从而大幅促进新型治疗性抗体候选药物的发现和开发过程。截至 IPO，公司已根据千鼠万抗计划敲除 980 多个靶点，其中 280 多个靶点进入抗体免疫阶段，40 多个靶点进入分子筛选阶段。未来有望每年能够完成 200 至 300 个潜在靶点的抗体分子筛选。

图1：公司“千鼠万抗”平台计划主要流程



资料来源：Wind，浙商证券研究所

百奥赛图已经借助领先的模式动物平台逐渐转型为 CRO+Biotech 复合公司，公司的主营业务包括三个部分，（1）抗体创新药的研发；（2）创新性动物模型出售；（3）基于公司自主研发模式动物的药理药效等 CRO 服务。

其中新药部分聚焦肿瘤、自身免疫、代谢及抗感染等多个疾病领域，充分利用独特的创新药物开发优势，目前拥有 YH003 及 YH001 两种核心产品以及 10 余个其他管线候选产品，包含单克隆抗体、双特异性抗体、ADC 药物等在内的十多个在研产品。目前已建立 12 项候选药物组成的精选抗体药物产品管线，其中 2 个产品在国际多中心(MRCT)临床试验 II 期，2 个在临床试验 I 期。

图2: 百奥赛图管线

候選藥物	靶點	聯合用藥	適應症	臨床前	IND	I期	II期	III期	預期里程碑	權益	
臨床階段候選藥物	★ YH003	CD40	PD-1	黑色素瘤 (二線)	國際MRCT				2022年第四季度 完成入組病人	全球	
			PD-1	胰腺導管腺癌 (一線及二線)	國際MRCT				2022年第四季度 完成入組病人		
			單藥 療法	實體瘤	中國				2022年第二季度 完成入組病人		
			PD-1+ YH001	實體瘤	國際MRCT				2023年第一季度 完成入組病人		
			PD-1	黏膜型 黑色素瘤 (一線)	中國				2022年第三季度 開始入組病人		
	★ YH001	CTLA-4	PD-1	非小細胞 肺癌(NSCLC) (一線)	國際MRCT				2023年第一季度 完成入組病人	全球	
			PD-1	肝細胞癌 (HCC) (二線)	國際MRCT				2023年第一季度 完成入組病人		
			單藥 療法	實體瘤	中國				2022年第二季度 完成隨訪		
			PD-L1	肉瘤 (一線)	國際MRCT				2022年第三季度 開始入組病人		
	YH002	OX40	單藥 療法	實體瘤	澳大利亞				2022年第三季度 完成I期試驗	全球	
單藥 療法			實體瘤	中國				視澳大利亞 臨床結果啟動			
YH001			實體瘤	中國／澳大利亞				2023年第一季度 完成入組病人			
YH004	4-1BB	PD-1	復發性或 難治性非霍奇金 淋巴瘤	澳大利亞				2023年第四季度 完成入組病人	全球		
		PD-1	實體瘤	澳大利亞				2023年第四季度 完成入組病人			
YH005- ADC	Claudin18.2- ADC		實體瘤	澳大利亞							
臨床前候選藥物	YH008	PD-1/CD40 (雙抗)		實體瘤	CMC						全球
	YH006	CTLA-4/ OX40 (雙抗)		實體瘤	CMC						全球
	YH009	RSV		預防／治療 RSV感染	CMC						全球
	YH010	PD-L1/IL12		實體瘤	藥物發現						全球
	YH011	PD-L1／ 細胞因子		實體瘤	藥物發現						
	YH012	TROP2/HER2 雙抗 ADC		實體瘤	CMC						全球
	YH013	MET/EGFR 雙抗 ADC		實體瘤	CMC						全球

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2022 年国内基因修饰动物模型三大龙头已陆续上市,但从商业模式上来看,三家公司当前的收入结构及未来的发展方向均有所不同。三家公司中,除百奥赛图由于研发费用投入导致亏损约 5.45 亿外,南模生物和集萃药康均已实现盈利。从募资金额用途来看,百奥赛图未来将倾向于持续发展千鼠万抗计划及持续推进临床管线的发展,逐渐成为 CRO 业务创造稳定现金流+创新药业务创造成长弹性的复合公司;而南模生物持续发展药效服务平台建设,继续巩固产品+服务一体化模式动物 CRO 的龙头地位;已经在模式动物种类上占有绝对优势的药康生物将继续投资丰富小鼠品类及服务能力,通过品种的广泛覆盖和创新型产品建立新药研发数据库。

表2: 三家已上市及即将上市模式动物龙头公司情况汇总

公司	百奥赛图	南模生物	药康生物
优势平台	全人抗体小鼠平台	优吉鼠平台	无菌鼠平台/斑点鼠计划
子公司布局	上海、江苏、美国	广东、上海、美国、北京	广东、上海、江苏、美国、北京
募资用途	千鼠万抗计划、临床管线推进、临床前管线研发	基于基因修饰动物模型的药效平台建设、基因修饰模型资源库建设、人源化抗体小鼠模型研发项目	模式动物小鼠研发繁育一体化基地、真实世界动物模型研发及转化平台
2021 年营收 (百万)	354.56	275.27	393.79
2019-2021 收入 CAGR	44%	33%	43%
2021 年净利润 (百万)	-545.58	60.86	124.93
2021 年毛利率	69.79%	60.86%	74.33%
2021 年研发投入占比	157%	17.42%	14.02%
标准化模型占比	30.34%	34.69%	64.33%
定制化模型占比		13.93%	14.40%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

自 2020 年, 我们分析早期药物筛选平台的 IP 属性带来更大话语权时, 我们持续强调, 药物筛选的基础技术平台强大的业务可拓展性有望为公司带来更丰富的业绩兑现空间。在持续跟踪的两年中, 我们看到成都先导持续开发创新药研发管线、维亚生物产业链从 CRO 逐渐延伸至 CDMO, 药石科技借助分子砌块的成本优势及客户粘性, 逐渐向下游产业链拓展创新药筛选及 API-制剂一体化业务。我们认为, 商业模式的可拓展性同时体现了三家模式动物龙头公司上, 我们看好公司优势技术平台为公司未来市场空间创造的较大弹性, 建议持续关注。

2 行情复盘: 持续跑输沪深 300, 医药商业估值回升

本周医药板块下跌 3.44%, 跑输沪深 300 指数 2.49 个百分点, 在所有行业中排名倒数第 1 位。成交额上看, 医药行业本周成交额为 2503 亿元, 占全部 A 股总成交额比例为 4.8%, 较上周环比下降 0.8pct, 明显低于 2018 年以来的中枢水平 (8.3%)。从估值看, 截至 2022 年 8 月 19 日, 医药板块整体估值 (历史 TTM, 整体法, 剔除负值) 为 24.6 倍, 环比下降 0.8。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 115%, 较上周环比下降 5.9 pct, 低于四年来中枢水平 (174%)。

据 Wind 中信医药分类看, 本周除中药饮片 (0.6%) 略有上涨外, 其余板块全线下跌。其中, 其中医疗服务 (-4.8%)、生物医药 (-4.5%)、化学原料药 (-3.6%)、化学制剂 (-3.4%) 跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看, 本周仅医药商业 (1.0%) 略有上涨, 医疗服务 (-5.9%)、CXO (-5.1%)、生物药 (-4.7%)、科研服务 (-4.4%) 跌幅较大。具体看个股表现: 医药商业板块中益丰药房 (+4.4%)、一心堂 (+7.6%) 涨幅较高; 生物药板块的长春高新 (-15.7%)、通策医疗 (-16.3%) 因集采原因跌幅明显; API 及制剂出口板块华海药业 (-8.9%)、奥翔药业 (-8.2%) 跌幅较大; CXO 板块的港股维亚生物 (-11.3%) 及方达控股 (-11.4%) 跌幅较为明显。

整体来看, 医药持续调整, 估值和持仓均创历史低点, 投资者在底部震荡中待医药板块催化, 我们认为在医改持续深化的背景下, 医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持

续鼓励（创新药、创新器械），体现了在政策改革的震荡深化的特点，在这种背景下，代表医药产业景气的方向（创新、差异化），依然是医药投资主线，我们坚持推荐的医药创新升级配套产业链的投资价值持续凸显。另外，我们再次强调医药 CXO 本身在医药板块的成长稀缺性，这种稀缺性来自国内需求的多层次性、供给的稀缺性等长期景气逻辑，叠加估值仍处于历史底部，我们持续看好 CXO 板块的投资机会。

国内医药产业升级过程中，2022-2024 年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新药械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会（排名不分先后）。

研发：CXO、科学工具等；推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、方达控股、百诚医药等；

量产：API、制药装备、试剂、耗材等领域；推荐健友股份、普洛药业、仙琚制药、普利制药、华海药业、天宇股份、森松国际、东富龙、泰坦科技、阿拉丁、键凯科技、药石科技、纳微科技、诺唯赞、拱东医疗、海尔生物、泰林生物、楚天科技、奕瑞科技、海泰新光等；

创新：国际化能力的器械、药品公司；推荐迈瑞医疗、微创医疗、南微医学、心脉医疗，关注佰仁医疗、百济神州、信达生物、君实生物、康方生物等；

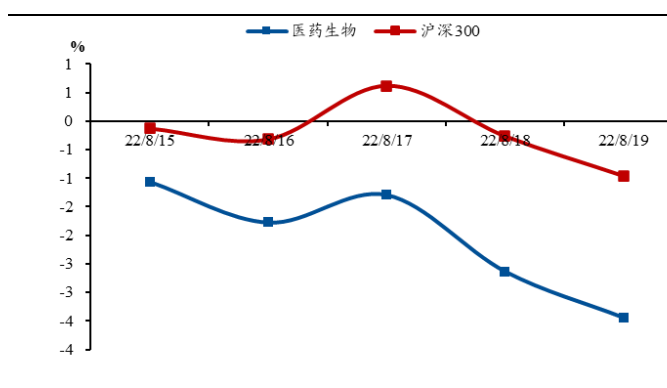
其他：消费、疫苗、医疗服务、创新配套产业公司；推荐万泰生物、智飞生物、康希诺、济川药业、康缘药业，关注爱尔眼科、片仔癀等。

3 本周行情回顾

3.1 医药行业行情：涨跌幅行业垫底，成交额达 2022 年度最低

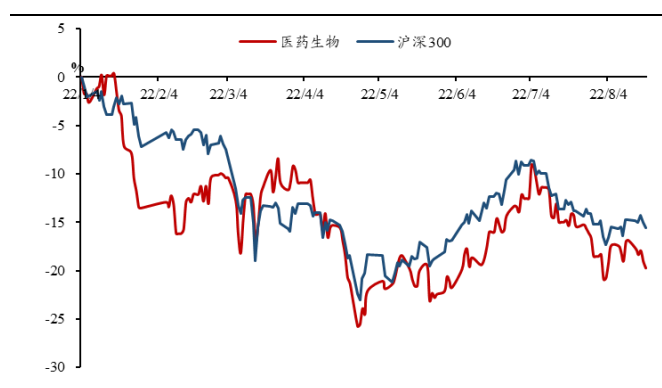
本周医药板块下跌 3.44%，跑输沪深 300 指数 2.49 个百分点，在所有行业中排名倒数第 1 位。

图3：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



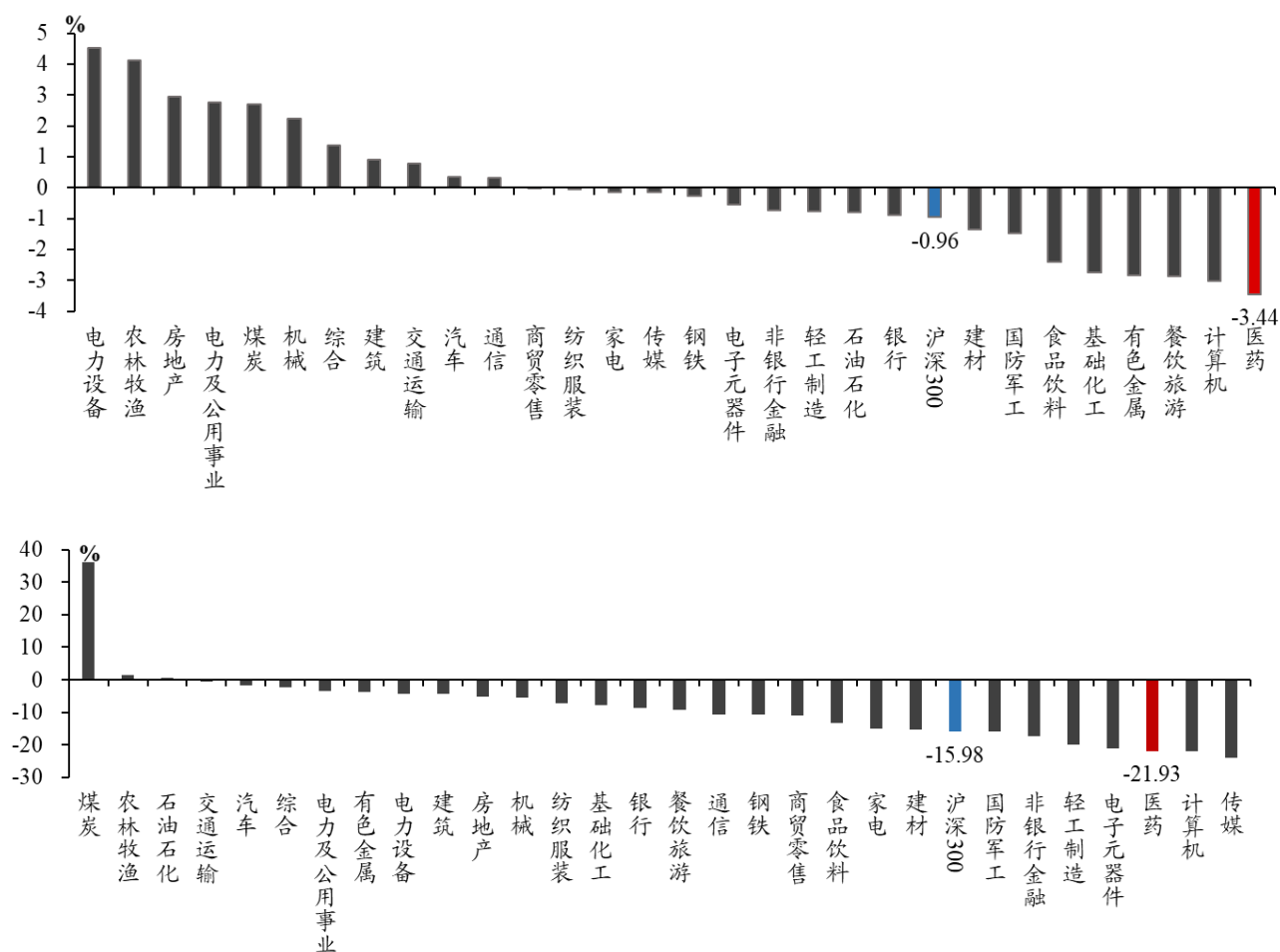
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

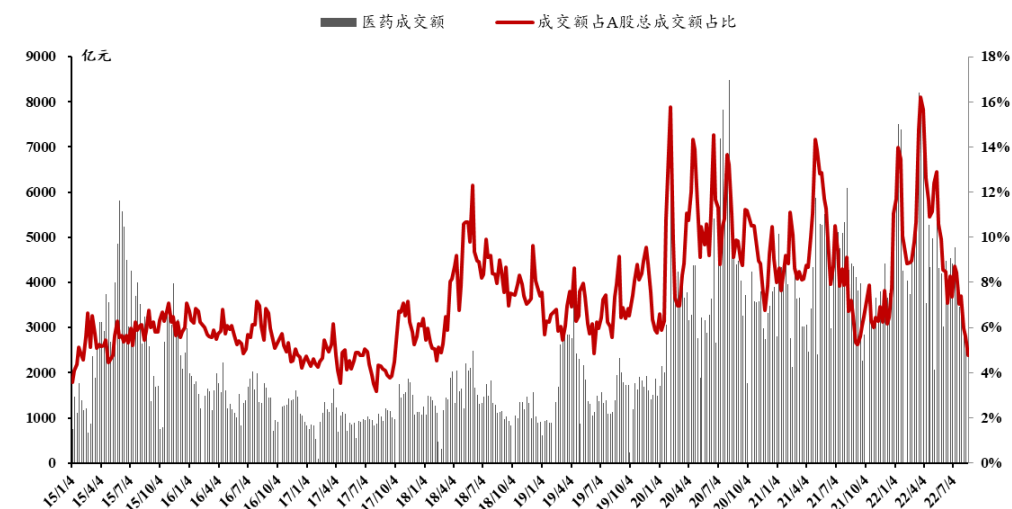
图5：本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额环比下跌。成交额上看，医药行业本周成交额为 2503 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 4.8%，较上周环比下降 0.8pct，明显低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。

图6：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

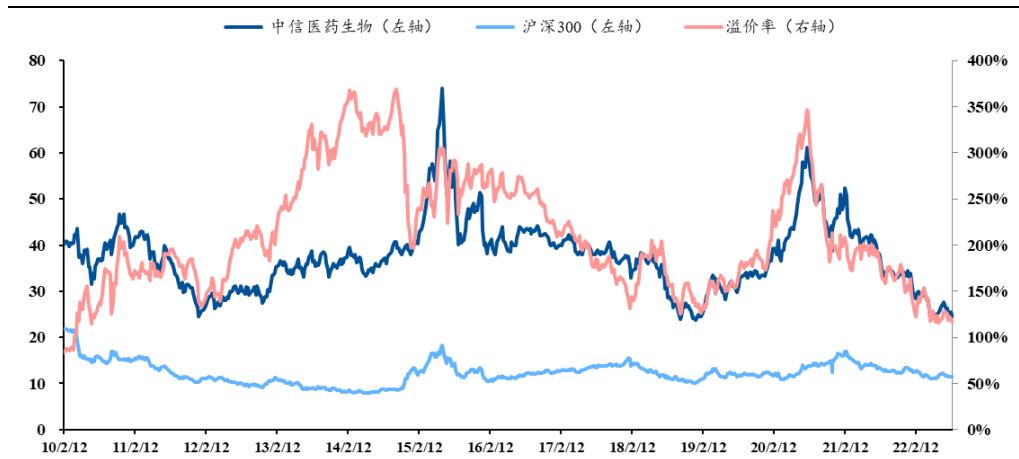


资料来源：Wind，浙商证券研究所

估值全线下跌，持续低于历史中枢。截至 2022 年 8 月 19 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 24.6 倍，环比下降 0.8。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 115%，较上周环比下降 5.9 pct，低于四年来中枢水平（174%）。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速。从时间维度上，医改已进入明显的深水区，就整体行业发展方向而言，**在国内医药产业升级过程中，2022-2024 年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新药械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会。**

图7：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

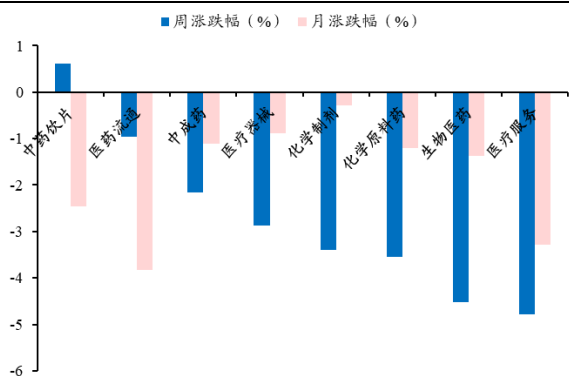
3.2 医药子行业：除中药饮片外，板块全线下跌

据 Wind 中信医药分类看，本周除中药饮片（0.6%）略有上涨外，其余板块全线下跌。其中，其中医疗服务（-4.8%）、生物医药（-4.5%）、化学原料药（-3.6%）、化学制剂（-3.4%）跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周仅医药商业（1.0%）略有上涨，医疗服务（-5.9%）、CXO（-5.1%）、生物药（-4.7%）、科研服务（-4.4%）跌幅较大。具体看个股表现：医药商业板块中益丰药房（+4.4%）、一心堂（+7.6%）涨幅较高；生物药板块的长春高新（-15.7%）、通策医疗（-16.3%）因集采原因跌幅明显；API 及制剂出口板块华海药业（-8.9%）、奥翔药业（-8.2%）跌幅较大；CXO 板块的港股维亚生物（-11.3%）及方达控股（-11.4%）跌幅较为明显。

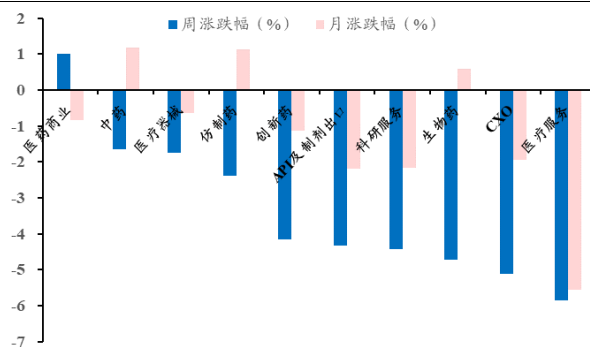
整体来看，医药持续调整，估值和持仓均创历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），体现了在政策改革的震荡深化的特点，在这种背景下，代表医药产业景气的方向（创新、差异化），依然是医药投资主线，我们坚持推荐的医药创新升级配套产业链的投资价值持续凸显。另外，我们再次强调医药 CXO 本身在医药板块的成长稀缺性，这种稀缺性来自国内需求的多层次性、供给的稀缺性等长期景气逻辑，叠加估值仍处于历史底部，我们持续看好 CXO 板块的投资机会。

图8: 本周医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

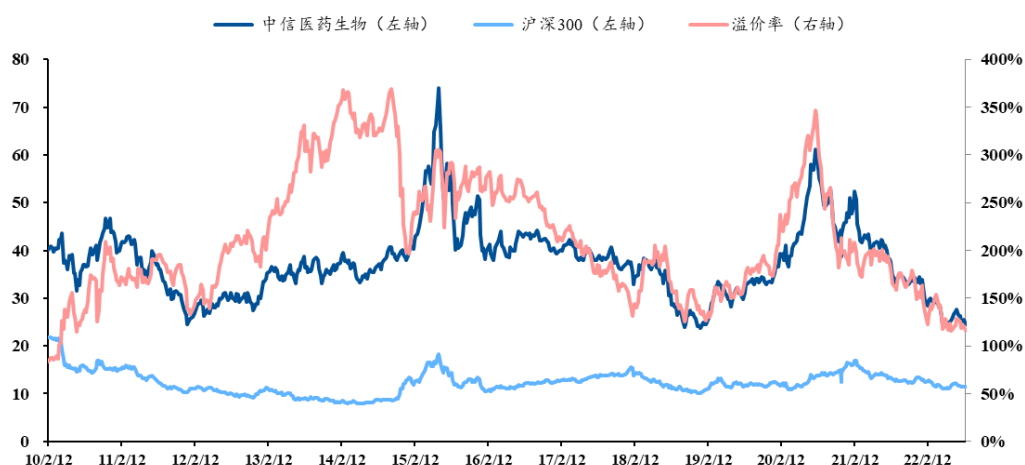
图9: 本周医药子板块涨跌幅(浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所(以上为浙商医药重点公司汇总)

估值: 本周除中药饮片(+0.00)估值基本没有变动外,其余板块均有不同程度下跌。其中,医疗服务(-2.70)、化学原料药(-1.18)、化学制剂(-0.91)、医药流通(-0.59)、生物医药(-0.79)、医疗器械(-0.77)、中成药(-0.48)、医药流通(-0.20)。目前估值排名前三的板块为医疗服务、化学原料药和化学制剂,市盈率分别为40倍、32倍、29倍。

图10: 2010年以来医药子行业估值变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为,从长期来看很多标的基本面优质、长期逻辑充分,此前较高的估值在当前剧烈调整中易落入合理区间,带来投资机遇。回调下建议积极布局。我们仍然建议重点关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块,具体而言,包括:

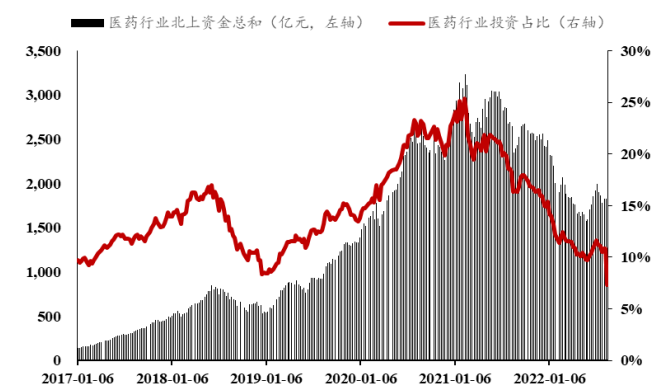
- 1、谈判降价背景下把握中国市场,且拥有全球视野和布局的创新药械企业;
- 2、通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业;
- 3、订单加速,行业景气背景下优势不断强化的生产&研发外包企业;
- 4、产品升级、国产替代突破的科研服务上游公司。

3.3 陆港通&港股通: 资金流入环比下降, 医药商业景气回升

截至2022年8月19日,陆港通医药行业投资1240亿元,医药持股占陆港通总资金的7.3%,医药北上资金环比下降587.17亿元。细分板块中,医疗商业、中药等板块净流入相

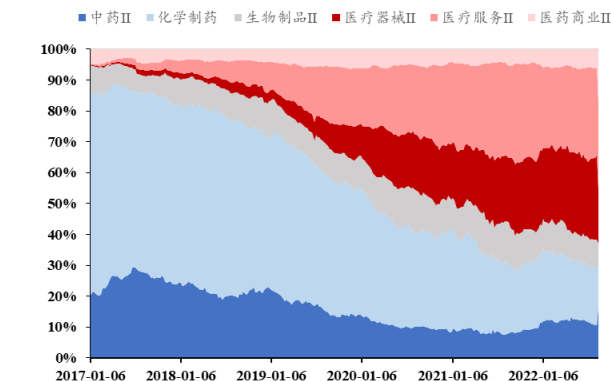
对较多。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，我们关注到 2021Q3 以来医药行业子板块估值切换明显，相对低估值板块医药商业、中药等获得较高关注，在集采常态化、抗疫常态化下，我们建议关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图11： 2017-2022.8.19 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

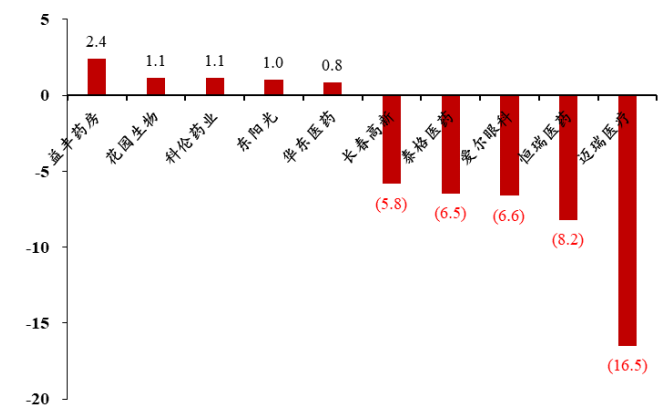
图12： 2017-2022.8.19 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

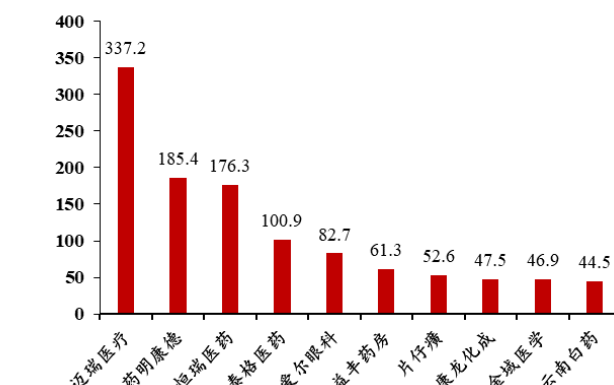
具体持仓标的上，2022 年 8 月 15 日至 8 月 19 日陆港通医药标的市值增长前 5 名分别为益丰药房、花园生物、科伦药业、东阳光及华东医药，市值下降前 5 名分别为迈瑞医疗、恒瑞医药、爱尔眼科、泰格医药及长春高新。港股通医药标的市值增长前 5 名分别为中国中药、锦欣生殖、东阳光药、爱康医疗及华润医药，市值下降前 5 名分别为药明生物、微创医疗、金斯瑞生物科技、药明康德及石药集团。

图13： 2022.8.15-8.19 陆港通医药持股市值变动前后 5 名（亿元）



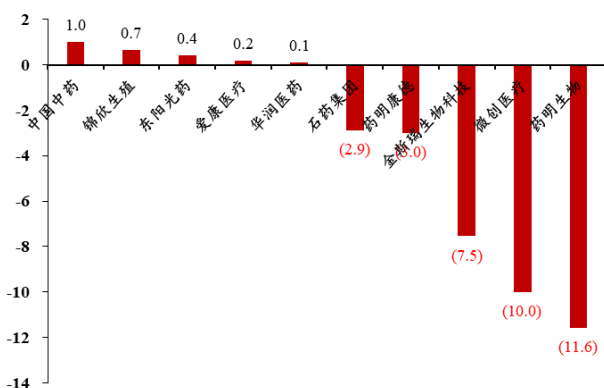
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 2022.8.15-8.19 陆港通医药股持股市值前 10 名（亿元）



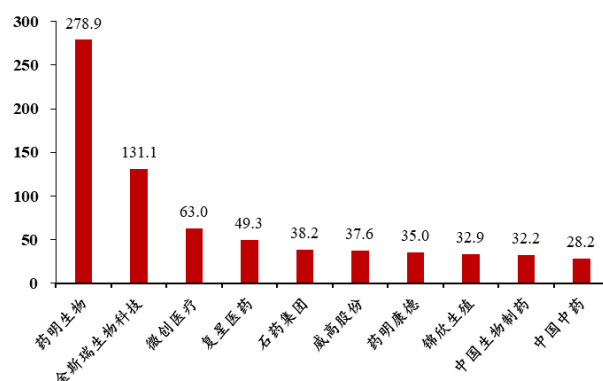
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15: 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股市值变动前后 5 名 (亿元)



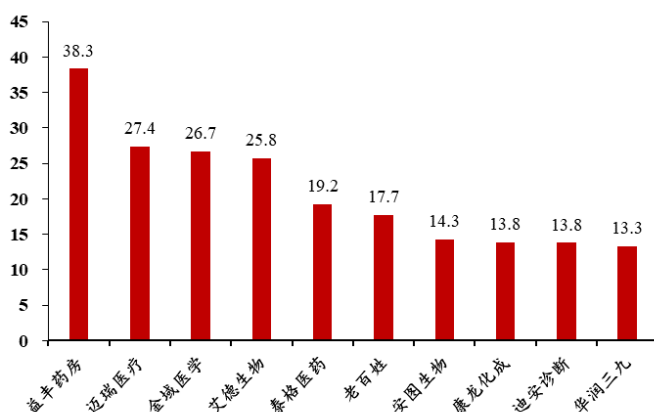
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股市值前 10 名 (亿元)



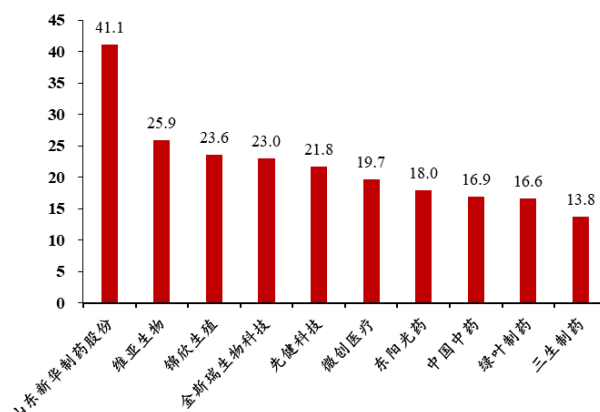
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2022.8.15-8.19 陆港通医药股持股占比前 10 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2022.8.15-8.19 港股通医药股持股占比前 10 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2022 年 8 月 8 日至 2022 年 9 月 2 日, 共有 18 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中国邦医药、义翘神州等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。在股权质押方面, 益佰制药、九州通等公司第一大股东股权质押比例有所上升, 塞力斯、特一药业等公司第一大股东股权质押比例有所下降。

表3: 2022 年 8 月 8 日至 2022 年 9 月 2 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值(万元)	解禁股本占流 通 A 股比例	解禁收益率 (%)
688338.SH	赛科希德	2022-08-08	81.65	2,744.19	2%	-33.25
603456.SH	九洲药业	2022-08-10	46.44	1,942.12	0%	
688273.SH	C 麦澜德	2022-08-11	2,235.74	98,528.95	100%	9.38
603883.SH	老百姓	2022-08-11	5,190.62	172,068.94	9%	0.01
603351.SH	威尔药业	2022-08-12	192.47	4,138.06	1%	
000766.SZ	通化金马	2022-08-12	930.00	4,501.20	1%	-26.33
688321.SH	微芯生物	2022-08-12	15,762.77	440,411.73	38%	

603368.SH	柳药集团	2022-08-15	75.83	1,244.35	0%	
688185.SH	康希诺	2022-08-15	49.60	8,283.20	1%	-20.37
603087.SH	甘李药业	2022-08-15	335.98	13,882.62	1%	
301047.SZ	义翘神州	2022-08-16	2,616.34	303,626.37	45%	
300246.SZ	宝莱特	2022-08-18	2,872.34	46,359.57	21%	-13.07
301207.SZ	华兰疫苗	2022-08-18	220.27	11,905.38	6%	-4.98
300463.SZ	迈克生物	2022-08-19	5,600.00	108,304.00	12%	-29.47
688393.SH	安必平	2022-08-22	116.70	2,836.98	2%	-20.45
301130.SZ	西点药业	2022-08-23	104.14	3,997.06	5%	70.20
688356.SH	键凯科技	2022-08-26	75.00	17,178.00	2%	456.19
688513.SH	苑东生物	2022-09-02	120.36	6,944.77	1%	30.07

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表4: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
益佰制药	18.97	0.00	0.00
九州通	4.95	0.00	16.05
塞力斯	-13.89	100.00	0.00
特一药业	-7.97	-79.23	0.00

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>