防疫政策调整后，关注复苏与创新主线
——医药生物行业2022年12月投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：陈益凌
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：张超
0755-81982940
zhangchao4@guosen.com.cn
S0980522080001

报告摘要：防疫政策调整后，关注复苏与创新主线

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **医药行业：11月全行业普涨，医药行业涨幅靠后。**医药行业在2022年11月份上涨7.37%，跑输沪深300指数2.45%，在全行业普涨的环境下涨幅靠后。分子板块看，中药板块上涨14.7%，医药商业板块上涨13.9%，生物制品板块上涨8.4%；化学制药板块、医疗服务板块和医疗器械板块分别上涨6.1%、5.5%、1.5%。
- **防疫政策调整后，关注复苏与创新主线。**当前政策端边际转好，市场逐渐转向疫后复苏阶段，我们建议关注消费医疗主线，包括疫情相关的中药行业，以及眼科产业链、辅助生殖等医疗服务行业。从中长期维度上，我们持续看好创新药和创新器械板块，近期的集采和创新药医保谈判等政策边际向好，国内支付端的压力缓解；我们预计创新药械的出海价值也将进一步得到验证。
- **license-out交易活跃，创新药出海值得期待。**近期，康方生物达成了最高可达50亿美元的对外授权协议，创造了国产创新药对外授权金额的新纪录；下半年以来，创新药license-out的交易也逐渐活跃。一批具备差异化特点和全球化潜力的创新药产品纷纷在海外的学术会议上发布临床数据。我们认为，国产创新药中越来越多的地出现了全球首创或者同类最佳的分子，在分子设计、适应症选择和临床数据上，也有更多的差异化，这些差异化的创新药分子将是下一波出海浪潮的主力，我们也看好后续将有更多的国产创新药分子可以在全球市场上实现价值。
- **保持乐观，看好医药行业的配置价值。**在防疫政策的优化和调整后，疫情对于医药行业的影响将边际减弱。当前时点建议关注消费医疗主线，中长期持续看好创新药械板块。12月投资组合为A股：恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、爱博医疗、药明康德、联影医疗、华大智造、心脉医疗、惠泰医疗；H股：康方生物、康诺亚、锦欣生殖、先瑞达医疗。
- **风险提示：**疫情冲击的风险、研发进度不及预期的风险、监管政策调整的风险、医保降价超预期的风险、商业化进度不及预期的风险

2022年12月策略组合个股估值一览

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：国信医药2022年12月策略组合

	代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
					21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
A股组合	600276	恒瑞医药	39.83	2,541	0.71	0.68	0.78	0.93	56.1	58.7	51.0	42.7	12.8%	6.2	买入
	300760	迈瑞医疗	324.60	3,936	6.59	7.99	9.67	11.64	49.3	40.6	33.6	27.9	29.7%	1.9	买入
	300015	爱尔眼科	27.10	1,945	0.43	0.40	0.53	0.68	62.5	67.8	51.1	39.9	20.5%	2.1	买入
	688050	爱博医疗	209.00	220	1.63	2.35	3.26	4.40	128.2	88.9	64.1	47.5	10.2%	2.3	增持
	603259	药明康德	78.00	2309	1.72	2.93	3.38	4.30	45.3	26.6	23.1	18.1	14.4	0.7	买入
	688271	联影医疗	185.50	1529	1.96	2.16	2.79	3.51	94.6	85.9	66.5	52.8	32.8%	4.0	增持
	688114	华大智造	110.25	457	1.30	5.07	1.72	2.20	84.8	21.7	64.1	50.1	12.9%	1.1	增持
	688016	心脉医疗	147.55	106	4.39	5.89	7.91	10.34	42.1	31.3	23.3	17.9	23.1%	0.9	增持
	688617	惠泰医疗	285.00	190	3.12	4.63	6.76	8.29	91.3	61.6	42.2	34.4	18.6%	1.6	买入
港股组合	2162.HK	康诺亚-B	50.55	141	-13.90	-1.11	-1.90	-1.75	-	-	-	-	-	-	买入
	9926.HK	康方生物-B	33.50	282	-1.28	-1.04	-0.20	0.19	-	-	-	-	-	-	买入
	1951.HK	锦欣生殖	6.05	152	0.14	0.17	0.22	0.28	40.0	32.6	24.3	19.5	4.0%	1.2	买入
	6669.HK	先瑞达医疗-B	11.14	35	-0.32	0.19	0.33	0.47	-	58.6	33.8	23.7	-	0.8	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测。注：港股股价、市值单位为港元。

医药宏观数据

- **生产端：**2022年1-10月规模以上工业增加值同比增长4.0%，其中医药制造业工业增加值累计同比下降3.8%，1-10月累计营业收入23,247亿元（-2.1%），累计利润总额3,496.3.8亿元（-29.3%）。

- **需求端：**2022年1-10月的社零总额36.06万亿元（+0.6%），其中10月社会消费品零售总额3.49万亿元（-0.6%）。1-10月限额以上中西药品类零售总额5242亿元（+9.3%）。

- **支付端：**2022年1-9月职工医保支出、居民医保支出分别同比增长0.4%与下降2.0%。

表：医药生产端和需求端宏观数据

类别	期间	指标	单位	累计金额	累计同比（%）
医药制造业	1-10月	工业增加值	亿元	-	-3.8%
	1-10月	营业收入	亿元	23,247	-2.1%
		利润总额	亿元	3,496	-29.3%
社会零售总额	1-10月	总计	亿元	360,575	0.6%
		限额以上中西药品类	亿元	5,242	9.3%
消费与收入	1-9月（季度数据）	人均可支配收入	元	27,650	5.3%
		人均消费支出	元	17,878	3.5%
		人均医疗保健支出	元	1,596	2.5%
医保基金	1-9月	职工医保支出	亿元	10,727	0.4%
		居民医保支出	亿元	6,559	-2.0%

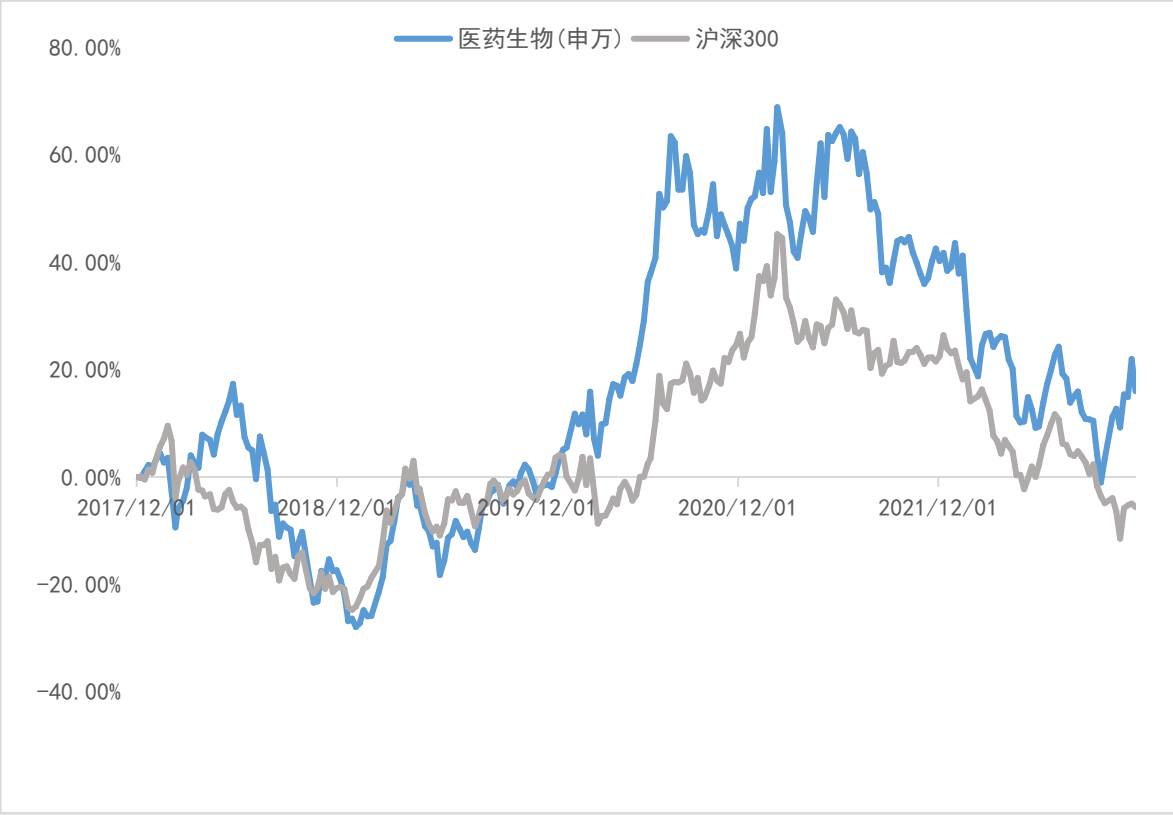
资料来源：国家统计局、国家医保局；国信证券经济研究所整理

11月医药板块上涨7.37%

国信证券 GUOSEN SECURITIES

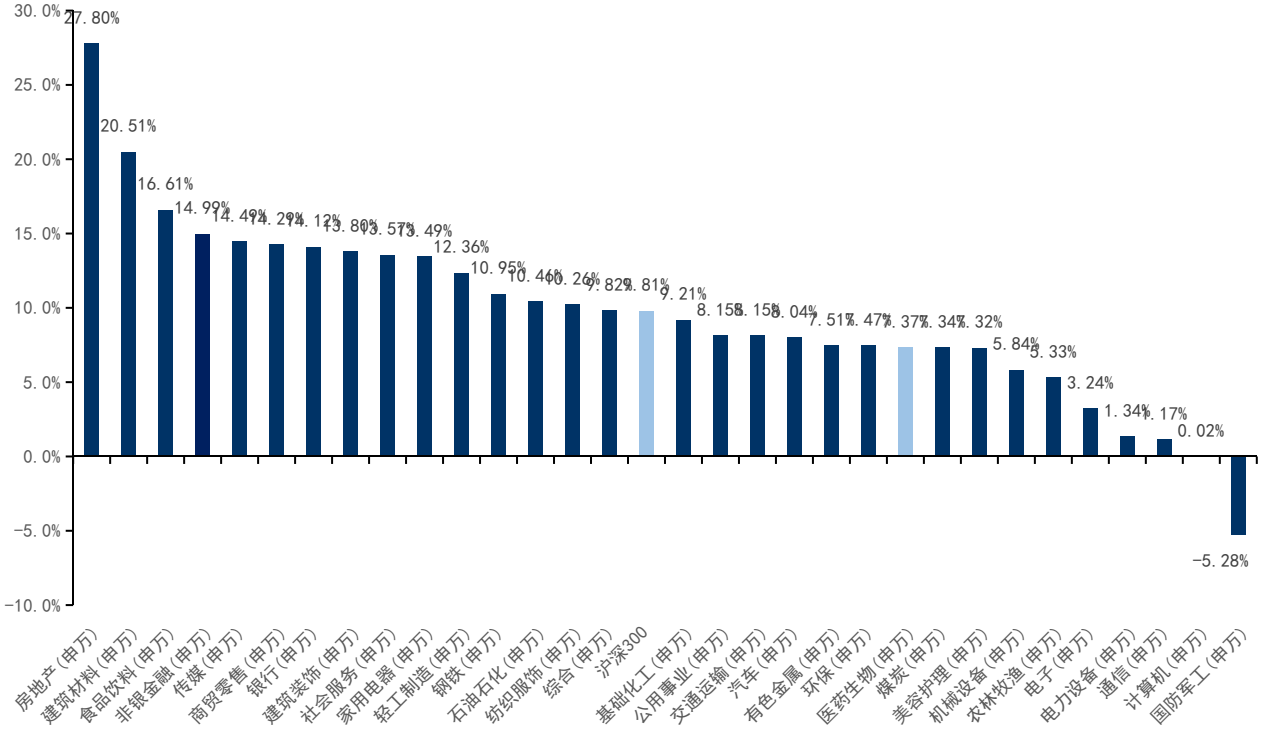
■ 医药行业在11月份整体上涨7.37%，跑输沪深300指数2.45%，在全行业普涨的环境下涨幅靠后。

图：医药生物板块近5年整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

图：申万一级行业2022年11月份涨跌幅



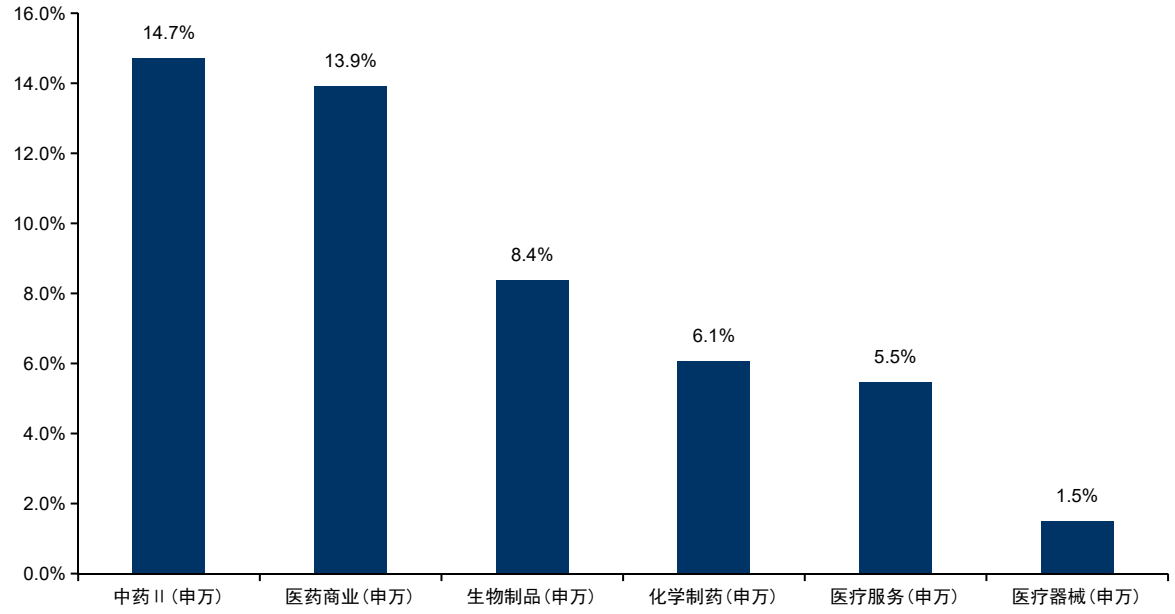
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

子板块：中药及医药商业涨幅较大

国信证券 GUOSEN SECURITIES

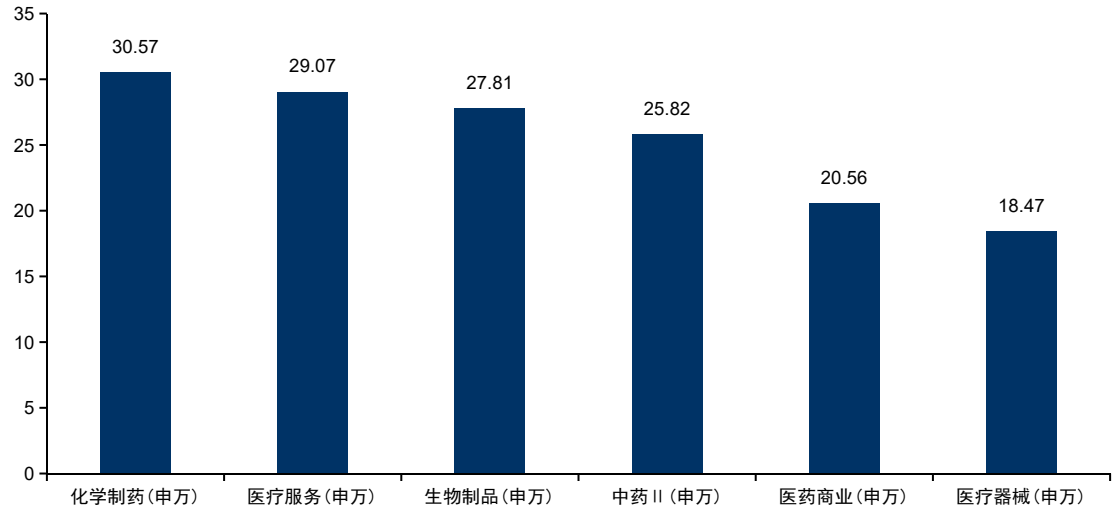
- 分子板块看，受疫情防控影响，相关板块关注度较高，其中中药上涨14.7%，医药商业上涨13.9%，生物制品上涨8.4%；化学制药和医疗服务分别上涨6.1%、5.5%。医疗器械板块相较9-10月，资金面出现板块轮动。

图：医药生物（申万）各子板块11月涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

图：医药生物（申万）各子板块PE（TTM，剔除负值）

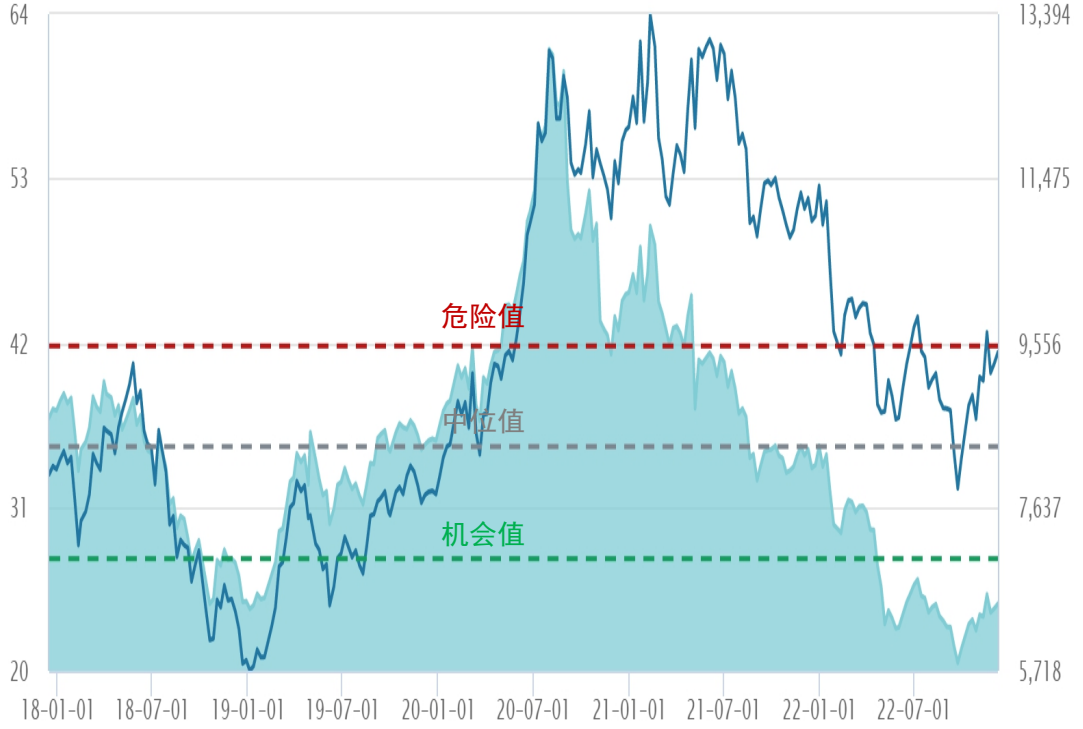


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

医药生物行业估值处于历史分位点10%

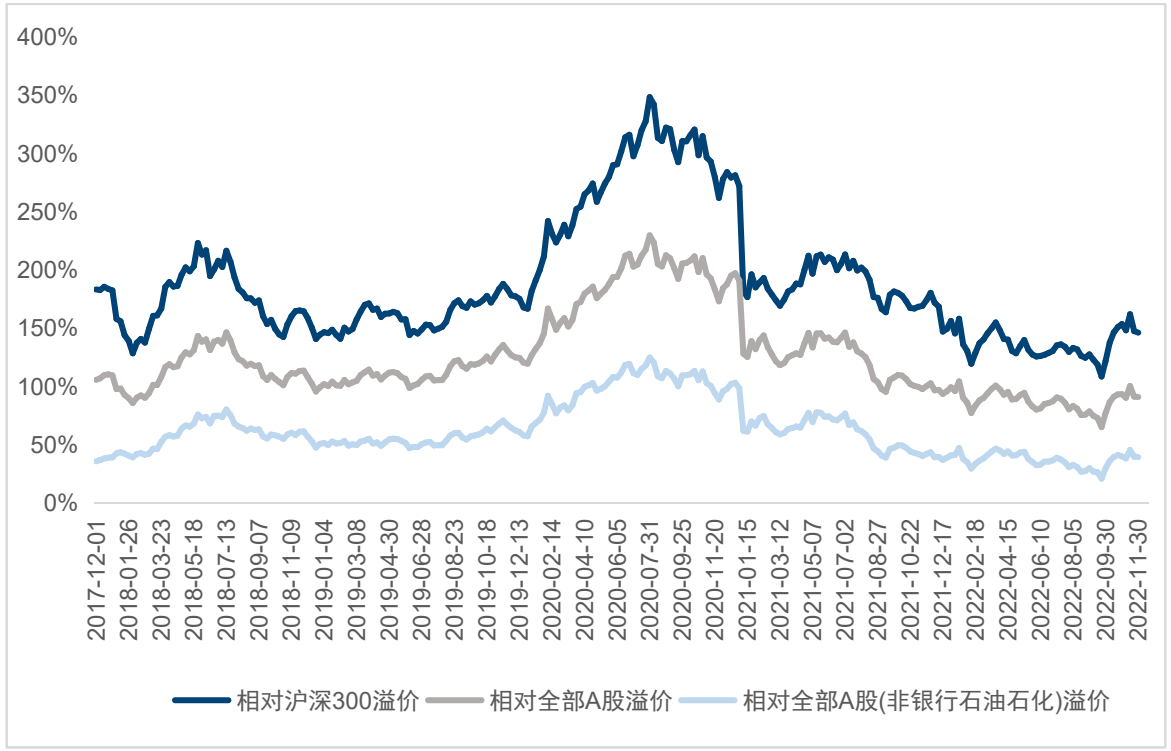
- 医药生物（申万）的整体估值水平已充分回调，当前PE（TTM）为24X，处于近5年历史分位点10%。
- 医药板块相对沪深300以及万得全A的溢价率水平也仍在历史5年低位。

图：医药生物（申万）行业近5年PE（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

图：医药生物（申万）行业近5年估值溢价率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；截至2022-11-30

目录

01 医药行业近期动态

02 新冠疫情追踪

03 细分板块观点

04 近期重点报告回顾

四款新冠疫苗获得紧急使用授权用于序贯加强免疫

2022年12月5日，国内共有四款新冠疫苗被纳入紧急使用，包括万泰生物、香港大学、厦门大学合作研发的减毒流感载体鼻喷新冠疫苗dNS1-RBD、神州细胞自主研发的二价重组蛋白疫苗SCTV01C（Alpha/Beta）、威斯克生物、四川大学华西医院合作研发的重组新冠疫苗（Sf9细胞）威克欣以及三叶草生物和Dynavax合作研发的新冠重组蛋白疫苗SCB-2019（CpG1018/铝佐剂）等，用于完成基础免疫三个月以上成人进行序贯加强免疫。

- **dNS1-RBD：**采用双重减毒的季节性流感病毒(CA4-DelNS1，NS1/神经氨酸酶1)载体内插入新冠病毒保护性抗原的RBD基因序列设计，全球多中心Ph3临床数据显示，鼻喷新冠疫苗对住院及以上新冠病例保护效力为100%，在符合方案集中，针对无免疫史人群，免疫后3个月内VE=55%；针对有免疫史人群，加强免疫后6个月内VE=82%；60岁以上人群保护效力不弱于18-59岁人群
- **SCTV01C：**Alpha和Beta的重组S蛋白胞外结构域（S-ECD）三聚体+角鲨烯基水包油乳液新型佐剂，SCTV01C序贯加强免疫后28天，针对BA.1和BA.5变异株中和抗体GMT分别达到1262和2203，较基线分别提升19.37x和15.89x，较灭活苗加强水平分别提升5.8x和6.8x
- **威克欣：**采用杆状病毒转染SF9细胞系表达重组S1-RBD（319-545），前端加gp67信号肽（昆虫杆状病毒表面糖蛋白，可提高表达量）设计，添加铝佐剂（氢氧化铝），2-8℃冷藏可长期储存
- **SCB-2019：**重组spike蛋白+Trimer-Tag融合蛋白+CpG 1018/铝佐剂（Dynavax提供），全球Ph2/3注册临床SPECTRA研究数据显示，SCB-2019对Delta变异株引起的新冠肺炎VE=79%，对Gamma变异株VE=92%、Mu变异株VE=59%，对任何毒株引发的任何严重程度的总体VE=67%；同源/异源加强后对Omicron子毒株具有高水平中和能力，2剂灭活+1剂SCB-2019序贯加强后14天针对BA.5中和抗体滴度达到240（较灭活同源加强提升~5x）

国信医药观点：2022年共有3次共计8款新冠疫苗获批用于序贯加强免疫，分别为2月康希诺克威莎（肌注）和智飞生物智克威得/ZF2001、9月康希诺克威莎（吸入）和丽珠集团丽康V-01以及本次获批的4款产品，各产品在给药方式（吸入/鼻喷/肌肉注射）、病毒载体选择（腺病毒/减毒流感病毒）、抗原设计（S三聚体/RBD二聚体/佐剂抗原一体化融合蛋白）、表达体系（CHO细胞/Sf9昆虫细胞）、佐剂使用（CpG1018/角鲨烯基水包油乳液新型佐剂）、毒株版本（原始株/Alpha&Beta二价）等多个维度各具特色，有望进一步强化国内“免疫屏障”；同时，仍有多款新技术路径或迭代新冠候选疫苗处于临床后期阶段，后续管线值得期待。

国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **科学精准划分风险区域。**按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。不得采取各种形式的临时封控。
- **进一步优化核酸检测。**不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。根据防疫工作需要，可开展抗原检测。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。
- **优化调整隔离方式。**感染者要科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。居家隔离期间加强健康监测，隔离第6、7天连续2次核酸检测Ct值≥35解除隔离，病情加重的及时转定点医院治疗。具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离，也可自愿选择集中隔离，第5天核酸检测阴性后解除隔离。
- **落实高风险区“快封快解”。**连续5天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
- **保障群众基本购药需求。**各地药店要正常运营，不得随意关停。不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。
- **加快推进老年人新冠病毒疫苗接种。**各地要坚持应接尽接原则，聚焦提高60-79岁人群接种率、加快提升80岁及以上人群接种率，作出专项安排。通过设立老年人绿色通道、临时接种点、流动接种车等措施，优化接种服务。要逐级开展接种禁忌判定的培训，指导医务人员科学判定接种禁忌。细化科普宣传，发动全社会力量参与动员老年人接种，各地可采取激励措施，调动老年人接种疫苗的积极性。
- **加强重点人群健康情况摸底及分类管理。**发挥基层医疗卫生机构“网底”和家庭医生健康“守门人”的作用，摸清辖区内患有心脑血管疾病、慢阻肺、糖尿病、慢性肾病、肿瘤、免疫功能缺陷等疾病的老年人及其新冠病毒疫苗接种情况，推进实施分级分类管理。
- **保障社会正常运转和基本医疗服务。**非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理，相关人员做好个人防护、疫苗接种和健康监测，保障正常医疗服务和基本生活物资、水电气暖等供给，尽力维护正常生产工作秩序，及时解决群众提出的急难愁盼问题，切实满足疫情处置期间群众基本生活需求。
- **强化涉疫安全保障。**严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门，确保群众看病就医、紧急避险等外出渠道通畅。推动建立社区与专门医疗机构的对接机制，为独居老人、未成年人、孕产妇、残疾人、慢性病患者等提供就医便利。强化对封控人员、患者和一线工作人员等的关心关爱和心理疏导。
- **进一步优化学校疫情防控工作。**各地各校要坚决落实科学精准防控要求，没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育场馆、图书馆等要正常开放。有疫情的学校要精准划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。

多地优化调整防疫措施

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **北京**

- 自2022年12月7日起，对进返京人员不再执行查验核酸检测阴性证明和健康码等防控措施，抵京后不再执行落地三天三检
- 对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。按照规定，进入网吧、酒吧、棋牌室、KTV、剧本杀、桑拿洗浴等密闭场所，须扫码并查验48小时核酸阴性证明，上述有关场所工作人员须从其规定一并执行
- 落实高风险区快封快检，高风险区划定后社区第一时间告知居民隔离管控时间，高风险区人员隔离第五天进行采样，检测结果为阴性后及时解封。出现续发病例的只管控住户，得延长其他人员管控时间
- 各铁路客运车站，取消对进京旅客和京津冀通勒人员查验“北京健康宝”绿码和48小时核酸检测阴性证明。取消购票环节进返京限制，各次途经、终到北京列车，恢复办理到京延长补票业务。

■ **上海**

- 自2022年12月8日零时起，优化调整密切接触者隔离管理方式：对符合居家隔离条件的密切接触者，由“5天集中隔离医学观察+3天居家隔离医学观察”调整为“5天居家隔离医学观察”，也可自愿选择集中隔离；对目前正在集中隔离的密切接触者，符合居家隔离条件的，可“点对点”闭环返回居住地，实施后续居家隔离医学观察；在本市不具备居家隔离医学观察条件的，实施集中隔离医学观察
- 优化调整来沪返沪人员防控措施：取消来沪返沪人员抵沪前需通过随申办“来沪返沪人员服务”小程序填报相关信息、抵沪后及时向所在居村委和单位（或所住宾馆）报告的要求，来沪返沪人员抵沪后不再实施 “落地检”“三天三检”和“第5天进行1次核酸检测”；未开展“落地检”“三天三检”的，不再对其“随申码”赋黄码；来沪返沪人员抵沪不满5天者，其 “随申码”“场所码”等展示界面不再显示“来沪返沪不满5天”的标记提示，不再限制其进入相关公共场所。

■ **广州**

- 自2022年12月7日起，严格落实将高风险区精准划定至楼栋、单元、楼层和住户的要求：不再采取临时封控措施：对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检：除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码：来（返）人员不再开展“落地检”和“三天三检”；具备居家隔离条件的密切接触者、无症状感染者和轻型病例一般居家隔离，也可选择集中隔离；密切接触者隔离期由原“5+3”缩短至5天
- 广州地铁线网及有轨电车进站时无需扫车站场所码及查验健康码。

目录

01 医药行业近期动态

02 新冠疫情追踪

03 细分板块观点

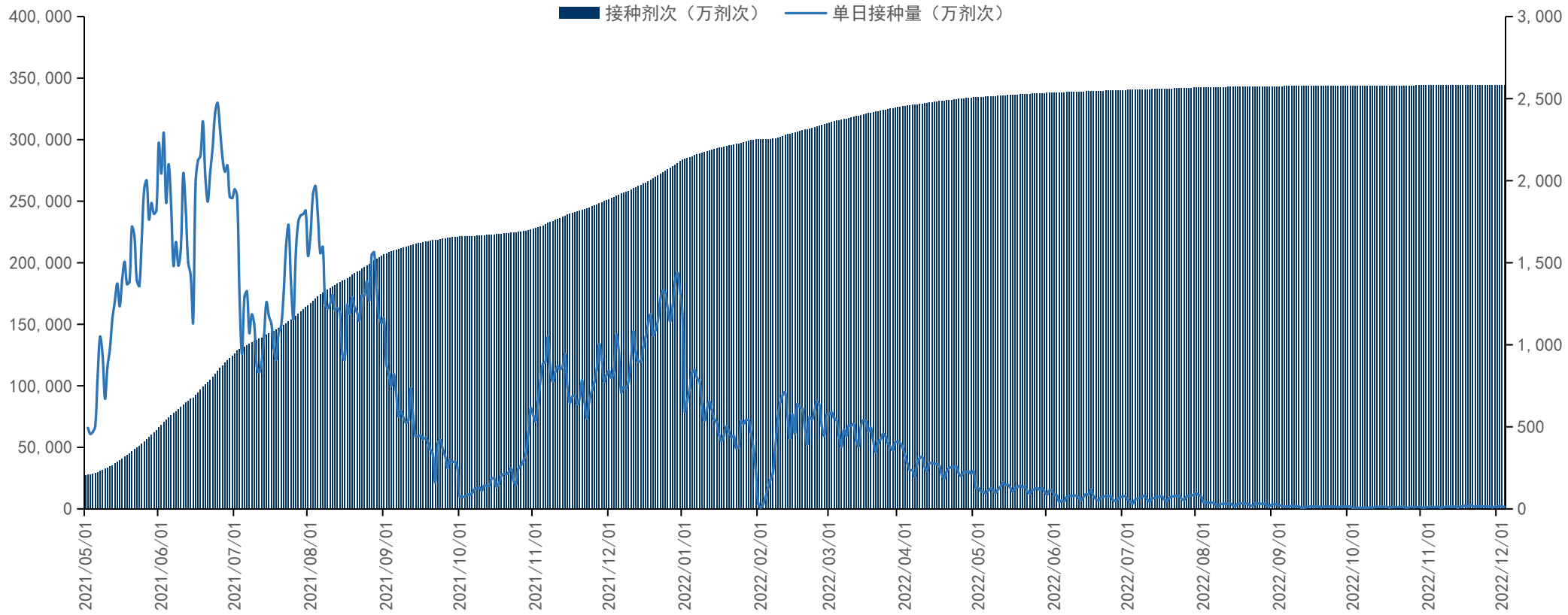
04 近期重点报告回顾

国内新冠疫苗接种：总接种数超34亿剂次，老年人加强针覆盖待提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 截至2022年11月28日，全国累计报告接种新冠病毒疫苗34亿4345.1万剂次，接种总人数达13亿463.1万（覆盖率92.54%），已完成全程接种的12亿7283万人（覆盖率90.28%）；完成加强免疫接种8亿1117.6万人，其中包括序贯加强免疫接种的4722.7万人。60岁以上老年人接种的覆盖人数为2亿3940万人（覆盖率90.68%），完成全程接种2亿2816.5万人（覆盖率86.42%），完成加强免疫接种1亿8151.1万人（覆盖率68.7%），其中80岁以上老年接种的覆盖人数为2742.6万（覆盖率76.6%），完成全程接种2356.3万人（覆盖率65.8%），完成加强免疫接种1445.6万人（覆盖率40.4%）。

图：中国新冠疫苗接种情况



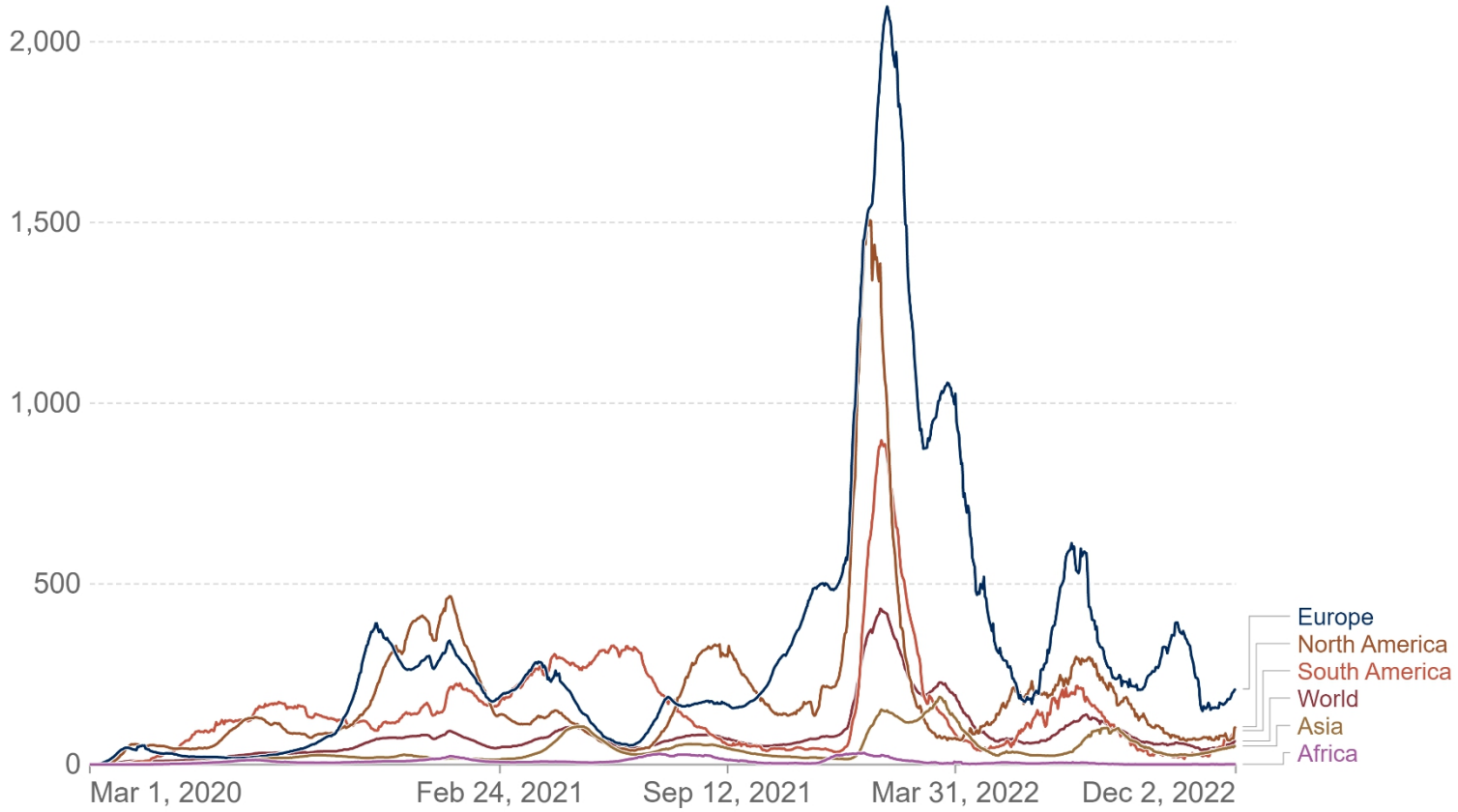
资料来源：卫健委，国信证券经济研究所整理

日增病例数反弹，新变异株占比继续提升

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 全球新增确诊病例数约为50万例/天（7日平均），较11月初低位（~35万例/天）有所反弹。BA.4、BA.5、BA.2.75、BQ.1和XBB占比分别达到5%/45%/7%/32%/9%（10月底占比分别为9%/64%/5%/13%/5%），BA.5仍为全球主要流行株，BQ.1和XBB等新型变异株占比持续提升。亚洲地区日均确诊病例数由10月中旬约13万例/天，增长至目前接近25万例/天，进入秋冬季后呈现一定的反弹趋势，其中日本、韩国分别由10月初低点的2~3万例/天快速增长至5/11万例/天。

图：全球新冠疫情每日确诊人数（每7日平均）



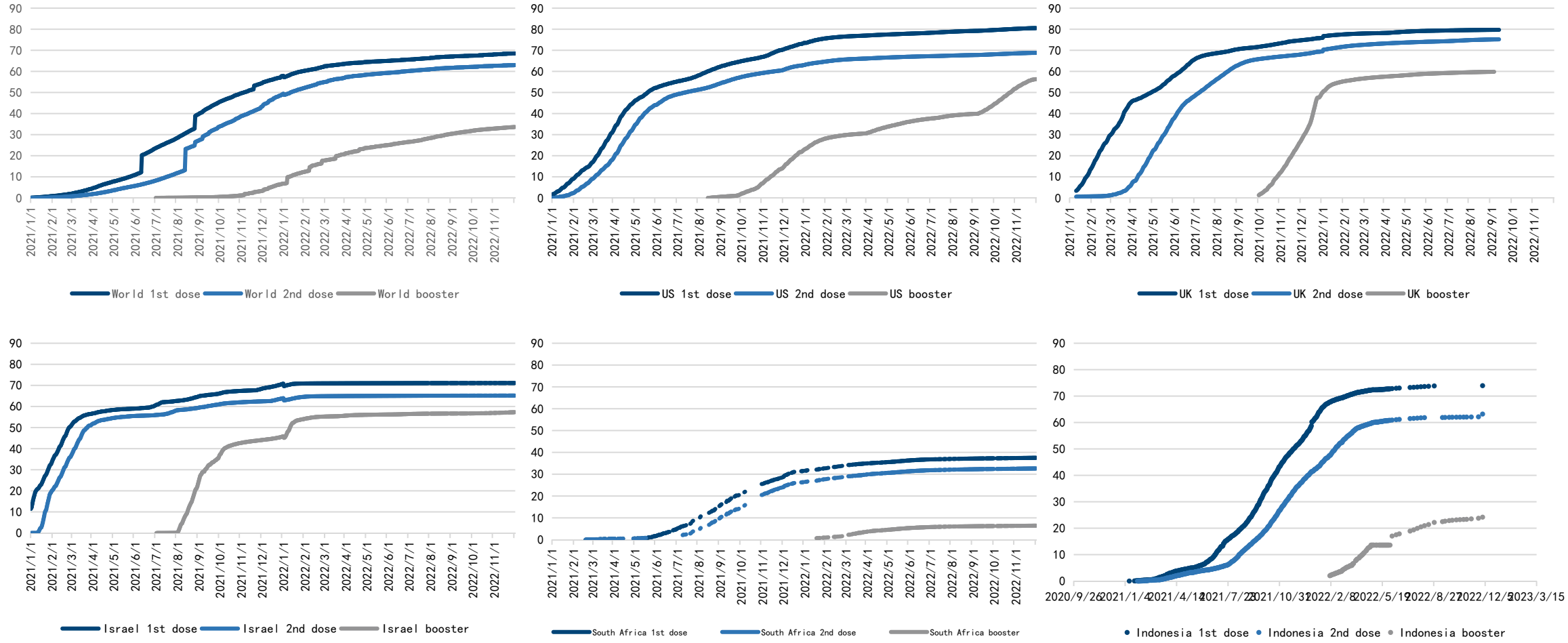
资料来源：Our World in Data、国信证券经济研究所整理

全球新冠疫苗接种：基础/加强免疫接种均放缓

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 全球新冠疫苗分发量超130.1亿剂次，近期每日新冠疫苗分发量约240万剂次，接种至少1针/完成基础免疫/完成加强免疫覆盖率分别达到68.49%/63.00%/33.63%（10月末为68.05%/62.57%/32.51%），全球整体基础/加强免疫覆盖率增长在进入2022年后逐步放缓（月增0.5%~1%），同时疫苗分发仍存在地区间不平衡，低收入国家目前一针接种率仅24.6%，提升空间巨大。

图：全球部分国家或地区新冠疫苗1针/基础免疫/加强免疫覆盖率数据（单位：剂次/百人）



资料来源：Our World in Data，国信证券经济研究所整理

目录

01 医药行业近期动态

02 新冠疫情追踪

03 细分板块观点

04 近期重点报告回顾

创新药：license-out再现大单，差异化创新出海可期

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **康方生物签下50亿美元license-out协议，多款国产创新药将在ASH年会上读出数据。**近期，康方生物与Summit Therapeutics达成协议，将AK112的海外（部分地区）权益授出，获得5亿美元的首付款和最高45亿美元的里程碑付款，创造了国产创新药对外授权金额的新纪录。AK112作为潜在的全球首创的PD1xVEGF双抗，海外的价值将进一步得到体现。另外，在即将举行的美国血液学会（ASH）年会上，包括百济神州的泽布替尼、诺诚健华的奥布替尼、天境生物的来佐利单抗、德琪医药的塞利尼索、复星凯特的阿基仑赛等国产创新药均有壁报或口头报告入选。我们认为，国产创新药中越来越多地出现了全球首创或者同类最佳的分子，在分子设计、适应症选择和临床数据上，也有更多的差异化，这些差异化的创新药分子将是下一波出海浪潮的主力，我们也看好后续将有更多的国产创新药分子可以在全球市场上实现价值。

表：创新药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600276	恒瑞医药	39.83	2,541	0.71	0.68	0.78	0.93	56.1	58.7	51.0	42.7	12.8%	6.2	买入
1177.HK	中国生物制药	4.58	862	0.78	0.19	0.20	0.23	5.3	21.3	20.0	17.4	60.4%	-0.6	买入
600196	复星医药	37.10	916	1.77	1.84	2.33	2.76	19.4	18.6	14.7	12.5	8.6%	1.2	买入
2162.HK	康诺亚-B	50.55	141	-13.90	-1.11	-1.90	-1.75	-	-	-	-	-	-	买入
9926.HK	康方生物-B	33.50	282	-1.28	-1.04	-0.20	0.19	-	-	-	-	-	-	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元。

生物制品：关注新冠疫苗加强针推广和在研管线进展

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **疫苗：**11月11日，优化疫情防控二十条措施提出“有序推进新冠病毒疫苗接种。制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。加快开展具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发，依法依规推进审批”；11月29日，国务院联防联控机制发布《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》，要求加快提升80岁以上人群接种率，继续提高60~79岁人群接种率。参考发达国家加强针政策推进历程，大体沿着“老年人/高危人群→成人→儿童及青少年”三类人群逐步推进，国内各年龄组人群接种率仍有上升空间。多款国产新冠疫苗取得临床/审批进展，包括康希诺腺病毒载体疫苗吸入剂型、万泰生物鼻喷新冠疫苗，丽珠医药、神州细胞和威斯克生物等三款重组蛋白疫苗相继获批用于成人序贯加强免疫，多款基于Omicron突变位点设计的mRNA新冠疫苗处于临床阶段，建议关注新冠疫苗加强针推广和在研管线进展。
- **血制品：**前三季度血制品行业的业绩平稳增长，行业的增长仍由采浆驱动，头部企业纷纷兑现新建浆站预期，有望在未来2~3年内贡献业绩增长的增量。随着新冠感染数量的增加，血制品在防疫上的使用对于销售有一定的促进作用。

表：生物制品重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300122	智飞生物	90.46	1447	6.38	4.61	5.28	5.70	20	19.6	17.1	15.9	57.8	2.68	买入
300601	康泰生物	162.81	1475	3.33	4.84	5.79	6.70	67	33.6	28.1	24.3	45.3	2.94	买入
600161	天坛生物	22.17	365	0.46	0.51	0.59	0.73	48.1	43.8	37.3	30.6	12.0%	2.7	买入
002007	华兰生物	20.46	373	0.71	0.84	0.99	1.14	28.7	24.2	20.6	17.9	15.1%	1.4	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

CXO及原料药：整体回暖

- **CXO行情回顾：康龙化成领涨。**2022年11月01日至11月30日，除药石科技（-9.23%）、成都先导（-6.47%）、凯莱英（-6.31%）、美迪西（-4.64%）、阳光诺和（-2.73%）、博腾股份（-2.04%）、皓元医药（-1.95%）有所回调外，CXO板块主要标的回暖，其中，康龙化成（23.31%）、博济医药（12.27%）、睿智医药（12.05%）、诺泰生物（11.64%）、九洲药业（11.49%）、泰格医药（6.30%）、圣诺生物（5.09%）、药明康德（2.09%）涨幅居前。
- **原料药行情回顾：板块整体上涨7.0%，跑输医药生物板块整体（+7.4%）。**2022年11月01日至11月30日，原料药板块整体上涨。其中，新华制药（27.02%）、亿帆医药（16.91%）、富祥药业（13.77%）、共同药业（13.66%）、美诺华（13.26%）、九洲药业（11.49%）、浙江医药（10.58%）、新和成（9.93%）、奥锐特（9.64%）涨幅领先；药石科技（-9.23%）、凯莱英（-6.31%）、赛托生物（-6.15%）、海普瑞（-3.65%）、同和药业（-2.76%）、博腾股份（-2.04%）、普洛药业（-1.06%）、奥翔药业（-0.76%）有不同程度下跌。

表：CXO及原料药板块重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300347	泰格医药	88.60	773	3.29	3.35	4.10	5.10	26.9	26.5	21.6	17.4	16.8	1.7	买入
603259	药明康德	78.00	2309	1.72	2.93	3.38	4.30	45.3	26.6	23.1	18.1	14.4	0.7	买入
300759	康龙化成	64.12	764	1.39	1.59	2.18	2.96	46.0	40.4	29.4	21.7	17.5	1.4	买入
300725	药石科技	79.88	159	2.44	1.78	2.51	3.45	32.8	44.8	31.8	23.1	22.5	3.6	买入
300363	博腾股份	41.76	228	0.96	3.48	2.83	3.26	43.5	12.0	14.8	12.8	14.2	0.2	无评级
603456	九洲药业	39.60	330	0.76	1.12	1.50	2.00	52.1	35.5	26.3	19.8	16.6	0.9	无评级
2269.HK	药明生物	50.15	2116	0.80	1.13	1.54	2.08	62.5	44.5	32.5	24.2	12.8	1.2	买入
000739	普洛药业	20.60	243	0.81	0.85	1.05	1.33	25.4	24.2	19.6	15.5	20.2	1.4	买入
603538	美诺华	28.01	60	0.67	1.57	1.98	2.53	41.9	17.9	14.2	11.1	8.6	0.3	无评级

资料来源：Wind一致预期，国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元。

中药：疫情防控政策优化，11月涨幅明显

- **中药板块行情回顾：11月涨幅明显。**2022年11月01日至11月30日，中药板块涨幅明显。具体到个股方面，特一药业（163.25%）、（）、众生药业（76.64%）、太龙药业（50.54%）、以岭药业（47.31%）、ST康美（46.99%）、康缘药业（35.77%）、贵州三力（33.76%）、香雪制药（33.40%）、葫芦娃（27.35%）涨幅领先，红日药业（-6.21%）、华森制药（-5.94%）、健民集团（-5.53%）、新天药业（-3.48%）、羚锐制药（-3.26%）、康惠制药（-2.57%）、盘龙药业（-1.11%）有所回调。
- **新冠疫情重塑对中医药的认知。**习近平总书记指出：“中西医结合、中西药并用，是这次疫情防控的一大特点，也是中医药传承精华、守正创新的生动实践。”以天津为例，在2022年年初与奥密克戎毒株的对抗中，天津坚持“中西医并重、中西医结合、中西药并用”，中医药早期、深度介入治疗康复一体化全过程，中药预防全覆盖，每个阶段都发挥了自己的特点和优势；同时中医专家团队与西医专家密切合作，打造出具有本土特色的疫情救治体系。
- **中医药治疗被纳入多版《新冠诊疗方案》，中医药重要作用持续显现。**从2020年01月23日国家卫生健康委办公厅、国家中医药管理局办公室发布《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第三版）》开始，中医治疗连续被纳入多版《新冠诊疗方案》，在疫情防控中发挥了巨大的作用。3月15日，国家卫健委网站公布关于印发新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版），中医药的作用和地位持续显现。

中药：疫情防控政策优化，11月涨幅明显

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》中的中医方案

阶段	阶段细分	临床表现	治疗	涉及上市公司
医学观察期		乏力伴胃肠不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）	太极集团、葵花药业、桂林三金等
		乏力伴发热	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）	以岭药业等
临床治疗期（确诊病例）	轻型、普通 型、重型患者		清肺排毒汤、清肺排毒颗粒	片仔癀（清肺排毒颗粒）
	轻型	寒湿郁肺证	寒湿疫方	
		湿热蕴肺证	饮片处方、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、针灸治疗	以岭药业等
	普通型	湿毒郁肺证	宣肺败毒方、宣肺败毒颗粒	步长制药等
		寒湿阻肺证	饮片处方（苍术 15g、陈皮 10g、厚朴 10g、藿香 10g、草果 6g、生麻黄 6g、羌活 10g、生姜 10g、槟榔 10g）	
		疫毒夹燥证	宣肺润燥解毒方、金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、针灸	步长制药（宣肺败毒颗粒）、以岭药业等
	重型	疫毒闭肺证	化湿败毒方、化湿败毒颗粒	中国中药等
		气营两燔证	饮片处方、喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、针灸	红日药业、康缘药业（热毒宁注射液）、上海凯宝、大理药业等
	危重型	内闭外脱证	饮片处方、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液	红日药业、康缘药业、华润三九、上海凯宝、大理药业等
	恢复期	肺脾气虚证	饮片处方	
		气阴两虚证	饮片处方、针灸	

资料来源：《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》，国信证券经济研究所整理

表：中药重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
002603	以岭药业	44.90	750	0.80	0.93	1.07	1.20	55.8	48.3	42.0	37.5	14.9	3.4	买入
0570.HK	中国中药	3.89	196	0.38	0.19	0.32	0.43	9.2	18.8	11.0	8.2	10.2	4.9	买入
000999	华润三九	59.22	585	2.07	2.40	2.78	3.21	28.6	24.7	21.3	18.4	14.1	1.6	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测；注：港股股价、市值单位为港元；中国中药盈利预测调整

医疗服务：根据疫后复苏节奏和复苏弹性布局优质龙头

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **疫情防控政策不断优化，根据疫后复苏节奏和复苏弹性布局优质龙头。**在新冠疫情防控二十条和新十条发布后，有助于人员异地流动和正常经营活动的恢复。预计疫情的影响趋于常态化，医疗服务相关的需求预计将先由较刚性的严肃医疗如肿瘤、妇产/生殖、心血管疾病等逐步向消费医疗如眼科、口腔等扩散。医疗服务的供给可能短期因院感或部分医护人员的社会面感染受到扰动。此外，复苏弹性与此前医疗服务机构所在区域受疫情影响严重程度有较大关系。

- **医疗服务子行业重点公司：**

✓ **爱尔眼科：**11月29日公告拟收购西安爱尔、泉州爱尔等26家医院部分股权，该26家医院在经过几年的培育先后实现盈利，2021年总营收6.43亿元，合计亏损1413万；2022年前9个月，总营收6.11亿元，净利润合计约4687万，呈现出良好的增长趋势。此26家医院除西安、郑州外，均为基层医疗机构，分布在全国18个省份，更广泛的地域及下沉的市场将更好满足基层眼病患者的需求。11月中，立足于为老年人提供全程视力解决方案的“屈光性白内障手术示范中心”落户暨南大学附属东莞爱尔眼科医院。

✓ **通策医疗：**杭州口腔医院集团积极响应并落实种植牙集采相关政策，已于11月1日推出新的种植牙定价系统，三款惠民种植套餐分别为每颗3970元（国产利多齿）、4999元（韩国奥齿泰）和6999元（德国BEGO）。杭口下属49家分院同步上线，种植价格整体下调20%左右。

✓ **锦欣生殖：**近期多个地方政府发布鼓励生育和支持辅助生殖的政策：1）浙江杭州市：“西湖益联保”将辅助生育的部分项目纳入2023年度定向补助责任，定向补助项目包括胚胎培养和胚胎移植两项，将获得最高3000元的报销；2）湖北荆门市：对夫妻双方中至少一方为荆门户籍、女方年满35周岁、未曾生育过子女、确需实施辅助生殖技术的家庭，按每户累计不超过1万元的标准给予辅助生育补助金；3）湖北房县：对女方年满35周岁、确需实施辅助生殖技术生育孩子的家庭，成功怀孕分娩的每户给予4万元的补助。锦欣的疫后复苏弹性较大，需求偏刚性，业绩反弹拐点临近。

✓ **海吉亚医疗：**11月11日，无锡海吉亚医院项目（一期）开工仪式举行，项目总投资15亿元，占地81亩，总建筑面积约16.4万平方米，其中一期总建筑面积7.6万平方米。医院内设床位约2000张，具备“高端健康体检”“康复医学理疗”“临床医学研究”等特色功能。

表：医疗服务重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	
300015	爱尔眼科	27.10	1,945	0.43	0.40	0.53	0.68	62.5	67.8	51.1	39.9	20.5%	2.1	买入
600763	通策医疗	126.51	406	2.19	2.07	2.62	3.36	57.8	61.0	48.2	37.7	24.4%	4.0	无评级
1951.HK	锦欣生殖	6.05	152	0.14	0.17	0.22	0.28	40.0	32.6	24.3	19.5	4.0%	1.2	买入
6078.HK	海吉亚医疗	48.85	301	0.72	0.94	1.26	1.63	60.9	46.5	34.5	26.7	9.9%	0.8	无评级
2273.HK	固生堂	42.25	97	-2.20	0.84	1.18	1.62	-17.1	45.1	31.9	23.2	-32.7%	2.2	无评级
2219.HK	朝聚眼科	3.30	23	0.23	0.30	0.39	0.47	12.9	9.8	7.6	6.2	7.7%	0.4	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测； 注：港股股价、市值单位为港元。
注：通策医疗、海吉亚医疗、固生堂、朝聚眼科均为wind一致预测

医疗器械：关注平台型、进口替代潜力大和具备出海能力的龙头公司

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 医疗器械子行业重点公司：

✓ **迈瑞医疗：**为应对新冠疫情防控需求，国家卫健委要求新冠定点救治医院ICU病床要达到床位总数10%的比例，并且要求其他三级医院综合ICU床位总数要达到4%的比例，同时按床位总数4%的比例改造可转换ICU床位。ICU每床配置设备包括监护仪、呼吸机、输注泵、吊塔，病区酌情配置除颤仪、便携超声、移动DR等，每床贡献收入较为可观，公司在该领域市占率较高，将明显受益于相关采购建设需求。此外，卫健委也有提出将方舱医院升级改造成亚定点医院，并按其床位10%的比例来改造监护床位，同样将带来相应设备采购需求。

✓ **爱博医疗：**公司致力于成为国内眼科医疗领域的创新型领军企业，主要产品覆盖眼科手术和视光两大高成长领域。公司已搭建成熟技术平台，创新研发管线丰富。中长期发展目标是开发眼科全系列医疗产品，成为眼科器械的平台型公司。近期公司旗下的三类医疗器械OK镜除蛋白产品作为国内首款产品获批。在厦门国际眼镜展中和国家眼镜玻璃搪瓷制品质量检验检测中心签署战略合作协议，共同推进中国眼视光行业标准化工作高质量发展，并在会议中首次展示旗下视光业务产品线：普诺瞳（OK镜、离焦镜）、锐柏镜片、澜柏隐形眼镜、奥克拉（隐形眼镜及护理产品）。

✓ **联影医疗：**公司是中国影像设备龙头，产品线覆盖磁共振成像系统(MR）、X射线计算机断层扫描系统（CT）、X射线成像系统（XR）、分子影像系统（MI）、医用直线加速器系统（RT）、生命科学仪器等。成立仅十年余，公司已向市场推出超过80款产品。公司自主研发出多款中国及全球首款设备，在国内新增市场中MR\CT\MI\移动床边X光机（DR）市占率第一。

✓ **华大智造：**华大智造是中国基因测序仪龙头公司，拥有高技术壁垒和强研发能力，随着关键专利诉讼获得突破，全球业务拓展显著加快。目前已形成基因测序仪业务和实验室自动化业务两大板块，并围绕全方位生命数字化布局了如远程超声机器人等新兴领域产品。

表：医疗器械重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 22/11/30	总市值 亿元/港元	EPS				PE				ROE 21A	PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
688271	联影医疗	185.50	1,529	1.96	2.16	2.79	3.51	3.4	85.9	66.5	52.8	28.1%	4.0	增持
300760	迈瑞医疗	324.60	3,936	6.59	7.99	9.67	11.64	49.3	40.6	33.6	27.9	29.7%	1.9	买入
688050	爱博医疗	209.00	220	1.63	2.35	3.26	4.40	128.2	88.9	64.1	47.5	10.2%	2.3	增持
688617	惠泰医疗	285.00	190	3.19	4.62	6.33	8.22	89.3	61.7	45.0	34.7	11.7%	1.7	买入
688016	心脉医疗	184.60	133	4.39	5.61	7.31	9.52	42.1	32.9	25.3	19.4	21.1%	1.1	增持
300832	新产业	49.16	386	1.24	1.60	2.06	2.62	39.6	30.8	23.9	18.7	17.4%	1.1	无评级
603658	安图生物	60.79	356	1.66	2.12	2.74	3.47	36.6	28.6	22.2	17.5	13.4%	1.0	无评级
300639	凯普生物	20.08	88	2.91	4.34	2.65	2.62	3.4	4.6	7.6	7.7	26.7%	-	买入
300463	迈克生物	19.15	117	1.73	1.53	1.75	2.02	11.1	12.5	11.0	9.5	22.3%	1.4	买入
002223	鱼跃医疗	36.76	369	1.49	1.48	1.75	2.07	24.7	24.8	21.0	17.7	17.9%	2.1	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：迈克生物、鱼跃医疗、新产业、安图生物为Wind一致预期

港股：估值具备吸引力，继续关注具备国际化创新能力的标的

- **康诺亚：**公司的核心产品CM310（IL4Ra单抗）已经完成了AD和CRSwNP两大适应症的2期临床，均有优秀的数据读出，体现出同类最佳的潜力。CM310已经启动了成人中重度AD适应症的3期注册性临床，有望于2022年完成入组，2023年提交BLA，成为首个获批上市的国产IL4Ra单抗。公司在研管线的分子均具备差异化设计和BIC潜力，并且临床推进速度在同靶点中处于领先地位。21年底公司在手现金及现金等价物超35亿元，可以充分支持公司的研发推进和综合发展。
- **康方生物：**公司基于自有平台快速推进创新分子的研发，拥有丰富的潜在同类首创/同类最佳分子，几大核心资产均进入收获期：卡度尼利（PD-1xCTLA-4）已经获批上市，有望进入年底的医保谈判；AK112（PD-1xVEGF）迅速推进肺癌的注册性临床；派安普利单抗（PD-1）已在中国获批上市并在美国提交BLA，有望凭借合作伙伴强大的销售能力快速实现商业化。
- **三生制药：**2021年三生制药实现营收63.82亿元（+14.2%），归母净利润16.51亿元（+97.6%），正常化归母净利润17.27亿元（+48.1%），业绩表现亮眼。生物制药领域稳健增长，毛发健康领域快速增长，CDMO业务成立晟国平台，产能释放在即。公司盈利能力强，现金流充沛，估值具备吸引力，毛发健康及CDMO业务值得期待。
- **先瑞达医疗：**血管介入领先者，药物涂层球囊技术领先、技术壁垒高。膝下药物球囊全球领先。2021全年营收3.04亿元（+56.6%），毛利润2.66亿元（+62.4%），毛利率87.5%，调整后的净利润为0.42亿元人民币（+140.4%），亏损7907.7万元，集团现金及现金等价物为11.37亿元人民币。公司通过高分子材料及金属材料数据库，布局上游产业链，深度优化适用于不同血管的产品，构筑高性能球囊导管、通路类导管技术壁垒。掌握高分子挤出工艺，提高公司研发效率同时增强产品竞争力。
- **现代牙科：**2022年Q1-3实现营收20.96亿港币（-4.4%），单Q3实现营收6.68亿港币（-6.2%），受到欧元和澳元贬值影响明显。其中，单Q3来自大中华区的收入为1.83亿港币，在疫情扰动下维持同比持平。欧洲区Q1-3实现自然增长4%，但受欧元兑港币贬值影响较大。作为全球义齿龙头，行业地位稳固，具备精细化生产能力和规模优势，新拓展的隐形矫正业务打开公司第二增长曲线。

表：港股重点公司盈利预测及估值表

股票代码	公司	股价 2022/11/30	总市值 亿港币	EPS 21A	EPS 22E	EPS 23E	EPS 24E	PE 21A	PE 22E	PE 23E	PE 24E	ROE 21A	PEG 22E	投资评级
2162.HK	康诺亚-B	50.55	141	-13.90	-1.11	-1.90	-1.75	-3.3	-40.7	-23.8	-25.8	0.0%	0.8	买入
9926.HK	康方生物-B	33.50	282	-1.28	-1.04	-0.20	0.19	-23.4	-28.8	-149.7	157.6	-36.5%	0.2	买入
1530.HK	三生制药	8.25	201	0.68	0.72	0.81	0.92	10.9	10.2	9.1	8.0	14.1%	1.0	买入
3600.HK	现代牙科	1.86	18	0.38	0.38	0.44	0.51	4.4	4.3	3.8	3.3	15.4%	0.4	买入
6669.HK	先瑞达医疗-B	11.14	35	-0.32	0.19	0.33	0.47	-	47.0	27.2	19.0	-	0.8	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测。注：港股股价、市值单位为港元。

目录

01 医药行业近期动态

02 新冠疫情追踪

03 细分板块观点

04 近期重点报告回顾

锦欣生殖：以辅助生殖为核心，打造生育全周期服务

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **辅助生殖是高景气、高壁垒赛道**

✓ 国内的不孕发病率已从2007年的12%升至2020年的18%，以育龄妇女数量计算当前不孕夫妇达到近5000万对。2018年国内不到60万对不孕夫妇接受了辅助生殖服务，行业渗透率仅7%，远低于美国同期的30%。辅助生殖技术主要分为人工授精和试管婴儿（IVF）两大类，其中IVF技术的使用更广泛， 是目前治疗不孕不育症最为有效的手段之一。2021年7月，中共中央和国务院发布了《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，预计未来配套支持措施将陆续出台。辅助生殖行业受严格规管，需要满足大量的高门槛要求才能获得许可证，在辅助生殖机构数量和市场份额等维度上，公立医院均占据主导地位。自2021年以来，多省的卫健委已发布十四五辅助生殖技术应用规划，新增牌照将向资源匮乏地区倾斜，不断提高技术认知度和可及性。

■ **锦欣生殖为民营辅助生殖龙头公司**

✓ 锦欣生殖的成立可追溯至2003年，经过多年发展和扩张，公司旗下的医疗机构已遍布国内成都、深圳、香港、武汉、昆明等地以及海外的美国和老挝，全球化连锁运营平台进一步完善，2021年共完成2.7万个周期，为国内最大的民营辅助生殖集团，公司的成功率及单位医生产出均高于行业平均，公司管理层具有深厚医疗背景和丰富行业经验。2016-2019年随着成都、深圳医院就诊量提升以及HRC并表，公司营收从3.46亿快速增长至16.48亿元，净利润从1.04亿元增长至4.21亿元。受新冠疫情影响， 2020年公司收入利润有所下滑，自2020H2起快速恢复，2022年上半年实现营收11.38亿元（+32.5%），归母净利润1.9亿元（+22.2%），辅助生殖业务受到成都和深圳的新冠疫情影响较为显著。

■ **核心竞争力突出，打造以辅助生殖为核心的生育全周期服务**

✓ 国内牌照落地符合预期，未来将持续加大国内的拓展，借助公司的成熟运营管理经验赋能医疗机构，提升当地市场占有率。海外将以美国和东南亚为两大发展支点，美国HRC有深厚的口碑积淀和强大的技术实力，未来通过自建或并购加强美国的扩张。公司的核心竞争力在于长期积累的良好业内口碑及灵活的上市公司平台，通过医生合伙人制度或股权激励方式吸引资深大牌医生，有效提升获客、获医及扩张能力。并购后通过“改扩建+VIP业务+周边科室拓展”贡献内生增长动力，2021年以30亿并购三甲妇产医院锦欣妇儿后将构建以辅助生殖为核心的生育全周期服务模式。

■ **投资建议：维持买入评级**

✓ 考虑今年成都/深圳疫情及后续疫情的不确定性，下调盈利预测，预计2022-24年归母纯利为3.61/5.09/6.29亿元（原为4.17/5.59/6.96亿），同比增速6.2%/40.8%/23.7%。公司是辅助生殖医疗服务的龙头，国内打造以辅助生殖为核心的生育全周期服务产业链，同时加快拓展新区域；美国HRC力争5年成为全美最大的辅助生殖集团。疫情复苏下业务反弹拐点临近，看好高壁垒的辅助生殖赛道及公司的成长性，综合绝对估值和相对估值，公司的合理股价为6.81-7.86港币，维持“买入”评级。

荣昌生物：核心产品商业化持续推进，差异化布局全球研发管线

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **两大核心产品销售持续增长。**荣昌生物2022年前三季度实现营收5.70亿元（+397%），单三季度营收2.19亿元（+162%）；营收大幅增长因泰它西普和维迪西妥单抗进入医保之后销售持续放量。另外，营收的增长也来源于Seagen的技术服务收入增加。前三季度公司净亏损6.88亿元，与上年同期持平；单三季度亏损1.99亿元（上年同期亏损2.44亿元）。

- **研发投入维持增长，在手现金充沛。**荣昌生物前三季度的研发费用为6.63亿元（+26.3%），随着泰它西普和维迪西妥单抗海外临床的开启，以及后续适应症研发的推进，预计研发费用会有持续的增加。前三季度销售费用为2.78亿元（+116%），销售费用率为48.7%，控制在合理水平。截至三季度末的在手现金（含交易性金融资产）约25亿元，在手现金充沛。

- **维迪西妥单抗有望拓展医保适应症。**维迪西妥单抗的尿路上皮癌适应症在今年初获批，有望在2022年底通过谈判纳入医保。作为差异化设计的HER2-ADC，维迪西妥单抗在尿路上皮癌中的临床数据优秀，有望在纳入医保之后，快速提升渗透率。

- **风险提示：**研发进度不及预期、商业化不及预期

- **投资建议：首次覆盖，给予 “增持”评级**

- 荣昌生物是国产ADC药物的领军企业，拥有差异化和全球化的研发管线。两大核心产品进入医保后销售持续增长，并且在海外的临床以及后续适应症的开发均顺利推进。我们预计泰它西普和维迪西妥单抗未来的销售放量将是支持公司营收端快速增长的核心驱动力，预计2022-2024年的营收分别为8.12/14.28/21.27亿元，同比增长-43.1%/75.9%/48.9%，归母净利润分别为-8.54/-6.30/-3.91亿元。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为89.91~97.73元，相对当前股价有14%~24%的上涨空间；首次覆盖，给予“增持”评级。

康方生物：AK112达成对外授权协议，全球化开发迈出坚实一步

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **事项：**12月6日晚，康方生物公告披露，将AK112在美国、加拿大、欧洲及日本的开发及商业化权益授权给Summit Therapeutics，康方生物将获得5亿美元的首付款以及最高50亿美元的总交易金额；另外，康方生物还将获得AK112未来销售净额的低双位数百分比提成。

- **国信医药观点：**

- **1）交易金额刷新中国创新药对外合作纪录，Summit将负责海外临床开发。**康方生物以5亿美元首付款、45亿美元里程碑款以及低双位数销售提成的条款将AK112在美国、加拿大、欧洲和日本的权益授予Summit，创造了中国创新药license-out的最大金额纪录。根据协议，Summit将承担许可地区后续的临床开发以及监管事项的所有费用支出。

- **2）Summit管理团队履历优秀，将进行融资以支付款项。**Summit的CEO和最大股东Mr. Bob Duggan在生物制药领域有多年的投资和经营经验，曾坚定投资并主导了伊布替尼的开发以及后续的合作，并最终促成了艾伯维对于伊布替尼210亿美元的收购。Co-CEO Dr. Maky Zanganeh和其他管理团队成员均为医药行业的资深专家。Summit将通过配股融资5亿美元，CEO与co-CEO均将参与认购，并向他们发行票据融资5.2亿美元，用以支付首付款以及后续费用。

- **3）对外合作将加速AK112的海外开发，**所得款项可支持公司商业化与研发推进。康方生物的AK112是潜在的全球首创PD1xVEGF双抗，此次合作达成后，也将成为Summit的核心管线。据Summit官网显示，AK112预计将在明年2季度开启首个海外适应症非小细胞肺癌的临床开发。公司获得的5亿美元首付款也将显著增厚现金储备，极大地支持卡度尼利的商业化以及后续创新管线的开发。

- **投资建议：AK112达成对外授权协议，全球化开发迈出坚实一步，维持“买入”评级。**康方生物的AK112目前正在开展与K药头对头的3期临床试验，有望成为全球首创的PD1xVEGF双抗。此次对外合作是AK112海外开发的第一步，作为Summit的唯一临床阶段的管线，我们期待AK112后续取得快速的临床进展。我们维持对于公司营收的预测，预计2022-2024年营收为10.83/20.45/31.57亿元，归母净利润为-8.75/-1.70/1.61亿元，维持“买入”评级。

国信证券医药行业近期研究报告一览

国信证券 GUOSEN SECURITIES

报告日期	报告标题	报告栏目	报告类型
2022-11-30	锦欣生殖（01951.HK）-以辅助生殖为核心，打造生育全周期服务	公司研究	海外公司深度报告
2022-11-28	医药生物周报（22年第48周）-基药目录有望迎来调整，儿童药将单列目录	行业研究	行业周报
2022-11-17	红日药业（300026.SZ）-2022年三季报点评-国标颁布偏缓，配方颗粒承压	公司研究	财报点评
2022-11-14	医药行业周报（22年第46周）-新冠防控政策优化，关注防控品类及创新药械配置机遇	行业研究	行业周报
2022-11-13	荣昌生物（688331.SH）-核心产品商业化持续推进，差异化布局全球研发管线	公司研究	财报点评
2022-11-08	疫苗行业月度专题&10月数据跟踪：海外疫苗龙头三季报总结	行业研究	行业专题
2022-11-08	医药行业2022年11月投资策略暨三季报总结：推荐创新药械与自主可控两大主线	行业研究	行业投资策略
2022-11-06	医药生物周报（22年第45周）-辉瑞公布二价新冠疫苗临床数据，关注国内新冠防治相关领域	行业研究	行业周报
2022-11-02	楚天科技（300358.SZ）--2022年三季报点评-单三季度营收同比增长25.81%，逐步迈入平台化发展	公司研究	财报点评
2022-11-02	东富龙（300171.SZ）--2022年三季报点评-单三季度营收同比增长29.6%，持续推进国际化&多元化布局	公司研究	财报点评
2022-11-02	拱东医疗（605369.SH）--2022年三季报点评-单三季度营收同比增长40.63%，国际化步伐加速	公司研究	财报点评
2022-11-02	华润三九（000999.SZ）--2022年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长38.12%，感冒药恢复良好	公司研究	财报点评
2022-11-02	华大智造（688114.SH）—单三季度营收同比增长约5%，全球业务拓展有望加速	公司研究	财报点评
2022-11-01	联影医疗（688271.SH）-2022年三季报点评：营收同比增长6.66%，研发兑现与海外增长双向前进	公司研究	财报点评
2022-11-30	锦欣生殖（01951.HK）-以辅助生殖为核心，打造生育全周期服务	公司研究	海外公司深度报告
2022-11-28	医药生物周报（22年第48周）-基药目录有望迎来调整，儿童药将单列目录	行业研究	行业周报
2022-11-17	红日药业（300026.SZ）-2022年三季报点评-国标颁布偏缓，配方颗粒承压	公司研究	财报点评
2022-11-14	医药行业周报（22年第46周）-新冠防控政策优化，关注防控品类及创新药械配置机遇	行业研究	行业周报
2022-11-13	荣昌生物（688331.SH）-核心产品商业化持续推进，差异化布局全球研发管线	公司研究	财报点评
2022-11-08	疫苗行业月度专题&10月数据跟踪：海外疫苗龙头三季报总结	行业研究	行业专题
2022-11-08	医药行业2022年11月投资策略暨三季报总结：推荐创新药械与自主可控两大主线	行业研究	行业投资策略

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032