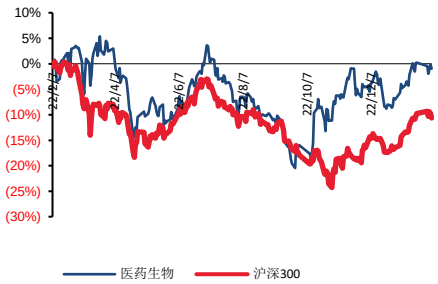
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2023-02-05
行业周报
看好/维持
医药

医药

疫情影响趋缓，关注需求边际改善带来的估值反弹

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

本周我们讨论键凯科技自研品种伊立替康获准进入 III 期临床。

键凯科技于近期披露注射用聚乙二醇伊立替康（JK1201I）用于治疗小细胞肺癌 II 期临床试验进展的公告，“JK1201I 单次联合多次给药在小细胞肺癌患者中的安全性、耐受性及初步有效性研究”，已于近日获得药审中心同意：开展 III 期临床试验。

聚乙二醇技术的应用价值再度得到验证。聚乙二醇伊立替康是一种长效高分子偶联药物，能够抑制 Topo-I 的活性，1994 年 FDA 批准的第一代 Topo-I 抑制剂表现出初始峰浓度高、半衰期短等特点，伴有高毒性和低药效，与第一代 Topo-I 抑制剂相比，聚乙二醇伊立替康能够有选择性地针对肿瘤组织的渗漏血管缓慢释放持续药性，并透过抑制 Topo-I 的活性来减少肿瘤细胞分裂。JK1201I 在 2021 年第四季度进入临床 II 期，在当下时点获准进入临床 III 期，再次证明 JK1201I 有较理想的有效性及安全性，使临床研究能够较快速地向前推进。

伊立替康有抗癌广谱性，JK1201I 潜在远期市场空间较大。Topo-I 在许多实体瘤中过度表达，包括结直肠癌、卵巢癌、乳腺癌、神经胶质瘤以及小细胞和非小细胞肺癌，因此伊立替康可用于治疗多种肿瘤，对公司品种 JK1201I 较有参考意义的第一款伊立替康脂质体 Onivyde 在 2015 年获批用于治疗胰腺癌后销售额快速爬坡，在 2021 年的全球销售额高达 1.27 亿欧元。

公司通过伊立替康顺利向药用聚乙二醇产业链下游延伸，自研能力得到背书。公司为国内药用聚乙二醇龙头，近年来积极向产业链下游拓展，自主开发了多项聚乙二醇修饰药物及 III 类医疗器械等产品，伊立替康作为目前研发进展最快的公司自研药物，其临床研究的快速推进为公司的药械自研能力背书，公司的聚乙二醇医药应用创新平台前景可期。

行情回顾：本周医药板块有所回调，在所有板块中排名末游。本周（1 月 30 日-2 月 3 日）生物医药板块下跌 0.98%，跑输沪深 300 指数 0.03pct，跑输创业板指数 0.75pct，在 30 个中信一级行业中排名末游。本周各个中信医药子板块除中药饮片、化学原料药和化学制剂板块外均下跌，其中医疗服务和医药流通板块下跌幅度较大，分别下跌

相关研究报告：

《自研品种伊立替康获准进入 III 期临床，顺利向产业链下游延伸》--2023/01/30

《医药板块持续回升，关注疫后诊疗修复带来的投资机会》--2023/01/29

《短期到长期海外色谱填料业务空间广阔，为国内厂商新增长点》--2023/01/14

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL：shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL：tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

2.83%和 2.38%。

投资建议：

近期观点：经过调整医药板块估值仍处于底部区间，疫情稳定后边际改善和部分政策预期向好的刺激呈现良好的反弹势头，从基本面出发，考虑到估值与业绩增速匹配性，我们建议短期继续建议关注边际改善带来估值反弹。

1、快速增长，业绩持续向好，估值处于合理区间。

1） 生命相关上游：键凯科技（PEG 衍生物）、诺唯赞（分子酶）、百普赛斯（重组蛋白试剂）。

2）业绩估值双重修复逻辑的医疗服务板块：爱尔眼科、通策医疗。

2、 下行风险有限，静待基本面催化。

1） 血制品板块（龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开），相关标的：华兰生物、派林生物、天坛生物和博雅生物；

2） 药店板块（益丰药房，一心堂、老百姓、大参林）、迈瑞医疗（短期政策扰动不改长期发展逻辑）；

3） 国内舌下脱敏龙头我武生物；

4） 国内药用玻璃龙头企业山东药玻；

5）口腔耗材：正海生物（活性生物骨已获批）

中长期观点：关注变化中的不变，寻找相对确定性的机会

集采影响的持续扩大，投资层面的机会则在于：集采得以成立的基础是“多家企业供应相互可替代的品种，产能理论上是可以无限供应”。企业得以维持住产品价格和利润空间基础是竞争格局，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力，这个是不变的。

2022 开始启动 DRG/DIP 改革。 DRGs 作为一种支付手段，核心作用是通过精细化医保管理，在提升诊疗效率与质量和保障医保的可持续上取得平衡，不能主动适应游戏规则的医院将被淘汰，投资层面的机会则在于：优秀的民营医疗机构长期以来更关注成本管控，经营效率更高，更具具备竞争优势。

产业发展不变的大趋势是：国内医药产业制造升级，竞争力不断提升，在全球生产价值链中向上游迁移。

上游原材料竞争力凸显：

1）生物“芯”-生命科学支持产业链：国产企业快速发展试剂质量达到国际领先水平，竞争力不断提升，通过全球比较优势进入到海外市场，国内则受益于国产替代逻辑，具备高成长性、发展潜力大。

2）IVD 原料和耗材：新冠疫情打开全球 IVD 原料和耗材生产供应链向

国内转移窗口。

国际化进程加快：伴随着中国企业关键技术的突破，不仅促使国内市场的国产化率正在加速，并且有部分优质企业已经具备和国际巨头一竞高下的实力。

1、医药产业制造升级，竞争力不断提升：

上游：生命科学支持产业链， IVD 原料和耗材，相关标的：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、纳微科技、奥浦迈、近岸蛋白；

高端医疗器械：内窥镜和测序仪，相关标的：迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗、澳华内镜、南微医学；华大智造；

医疗器械国际化布局，相关标的：迈瑞医疗；

其他：键凯科技、山东药玻。

2、关注供给格局：血制品，相关标的：天坛生物、博雅生物和派林生物；**脱敏制剂，**相关标的：我武生物。

3、差异化竞争的民营医疗服务板块。眼科，爱尔眼科；牙科，通策医疗；肿瘤治疗服务。

4、药店板块。相关标的：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

5、老龄化与消费升级。

二类疫苗，相关标的：智飞生物、万泰生物和百克生物；

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

目录

一、键凯科技自研品种伊立替康获准进入 III 期临床，顺利向产业链下游延伸 6
二、行业观点及投资建议：关注疫后诊疗修复带来的投资机会 7
三、板块行情 10
（一）本周板块行情回顾：医药板块有所回调，静待疫后复苏 10
1、本周生物医药板块走势：受大盘影响，医药板块有所回落 10
2、医药板块整体估值有所回落，溢价率下降 10
（二）沪港通资金持仓变化：医药北向资金有所下降 11

图表目录

图表 1：本周中信医药指数走势 7
图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅 7
图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅 10
图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率 11
图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况 11
图表 6：北上资金陆港通持股市值情况（亿元） 12
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元） 12
图表 8：南下资金港股通持股市值情况（亿港币） 12
图表 9：南下资金港股通本周持股市值变化（亿港币） 12

一、键凯科技自研品种伊立替康获准进入III期临床，顺利向产业链下游延伸

键凯科技于近期披露注射用聚乙二醇伊立替康（JK12011）用于治疗小细胞肺癌II期临床试验进展的公告，“JK12011单次联合多次给药在小细胞肺癌患者中的安全性、耐受性及初步有效性研究”，已于近日获得药审中心同意：开展 III 期临床试验。

聚乙二醇技术的应用价值再度得到验证。

聚乙二醇伊立替康是一种长效高分子偶联药物，能够抑制Topo-I的活性，1994年FDA批准的第一代Topo-I抑制剂表现出初始峰浓度高、半衰期短等特点，伴有高毒性和低药效，与第一代Topo-I抑制剂相比，聚乙二醇伊立替康能够有选择性地针对肿瘤组织的渗漏血管缓慢释放持续药性，并透过抑制Topo-I的活性来减少肿瘤细胞分裂。JK12011在2021年第四季度进入临床II期，在当下时点获准进入临床III期，再次证明JK12011有较理想的有效性及安全性，使临床研究能够较快速地向前推进。

伊立替康有抗癌广谱性，JK12011潜在远期市场空间较大。

Topo-I在许多实体瘤中过度表达，包括结直肠癌、卵巢癌、乳腺癌、神经胶质瘤以及小细胞和非小细胞肺癌，因此伊立替康可用于治疗多种肿瘤，对公司品种JK12011较有参考意义的第一款伊立替康脂质体Onivyde在2015年获批用于治疗胰腺癌后销售额快速爬坡，在2021年的全球销售额高达1.27亿欧元。

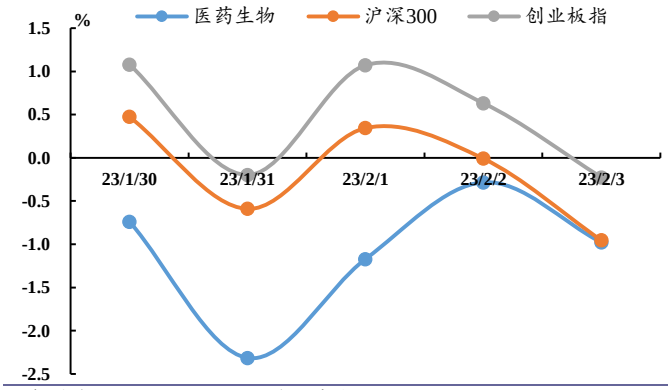
公司通过伊立替康顺利向药用聚乙二醇产业链下游延伸，自研能力得到背书。

公司为国内药用聚乙二醇龙头，近年来积极向产业链下游拓展，自主开发了多项聚乙二醇修饰药物及III类医疗器械等产品，伊立替康作为目前研发进展最快的公司自研药物，其临床研究的快速推进为公司的药械自研能力背书，公司的聚乙二醇医药应用创新平台前景可期。

二、行业观点及投资建议：关注疫后诊疗修复带来的投资机会

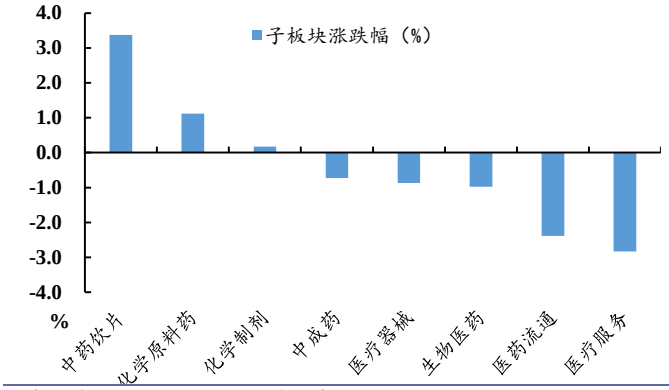
行情回顾：本周医药板块有所回调，在所有板块中排名末游。本周（1月30日-2月3日）生物医药板块下跌0.98%，跑输沪深300指数0.03pct，跑输创业板指数0.75pct，在30个中信一级行业中排名末游。本周各个中信医药子板块除中药饮片、化学原料药和化学制剂板块外均下跌，其中医疗服务和医药流通板块下跌幅度较大，分别下跌2.83%和2.38%。

图表 1：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：经过调整医药板块估值仍处于底部区间，疫情稳定后边际改善和部分政策预期向好的刺激呈现良好的反弹势头，从基本面出发，考虑到估值与业绩增速匹配性，我们建议短期继续建议关注边际改善带来估值反弹：

1、快速增长，业绩持续向好，估值处于合理区间。

1） 生命相关上游：键凯科技（PEG衍生物）、诺唯赞（分子酶）、百普赛斯（重组蛋白试剂）。

2）业绩估值双重修复逻辑的医疗服务板块：爱尔眼科、通策医疗。

2、 下行风险有限，静待基本面催化。

1） 血制品板块（龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开），相关标的：华兰生物、派林生物、天坛生物和博雅生物；

2） 药店板块（益丰药房，一心堂、老百姓、大参林）、迈瑞医疗（短期政策扰动

不改长期发展逻辑）；

3） 国内舌下脱敏龙头我武生物；

4） 国内药用玻璃龙头企业山东药玻；

中长期观点：关注变化中的不变，寻找相对确定性的机会

集采影响的持续扩大，投资层面的机会则在于：集采得以成立的基础是“多家企业供应相互可替代的品种，产能理论上是可以无限供应”。企业得以维持住产品价格和利润空间基础是竞争格局，动态的优良竞争格局则在于持续开发产品和产品迭代的能力，这个是不变的。

2022开始启动DRG/DIP改革。 DRGs作为一种支付手段，核心作用是通过精细化医保管理，在提升诊疗效率与质量和保障医保的可持续上取得平衡，不能主动适应游戏规则的医院将被淘汰，投资层面的机会则在于：优秀的民营医疗机构长期以来更关注成本管控，经营效率更高，更具具备竞争优势。

产业发展不变的大趋势是：国内医药产业制造升级，竞争力不断提升，在全球生产价值链中向上游迁移。

上游原材料竞争力凸显：

1）生物“芯”-生命科学支持产业链：国产企业快速发展试剂质量达到国际领先水平，竞争力不断提升，通过全球比较优势进入到海外市场，国内则受益于国产替代逻辑，具备高成长性、发展潜力大。

2）IVD原料和耗材：新冠疫情打开全球IVD原料和耗材生产供应链向国内转移窗口。

国际化进程加快：伴随着中国企业关键技术的突破，不仅促使国内市场的国产化率正在加速，并且有部分优质企业已经具备和国际巨头一竞高下的实力。

1、医药产业制造升级，竞争力不断提升：

上游：生命科学支持产业链， IVD原料和耗材，相关标的：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、纳微科技、奥浦迈、近岸蛋白；

高端医疗器械：内窥镜和测序仪，相关标的：迈瑞医疗、海泰新光、开立医疗、澳华内镜、南微医学；华大智造；

医疗器械国际化布局，相关标的：迈瑞医疗、新产业；

其他：键凯科技、山东药玻。

2、关注供给格局：血制品，相关标的：天坛生物、博雅生物和派林生物；**脱敏制剂，**相关标的：我武生物。

3、差异化竞争的民营医疗服务板块。眼科，爱尔眼科；牙科，通策医疗。

4、药店板块。相关标的：益丰药房、大参林、老百姓和一心堂。

5、老龄化与消费升级。

二类疫苗，相关标的：智飞生物、万泰生物和百克生物；

三、板块行情

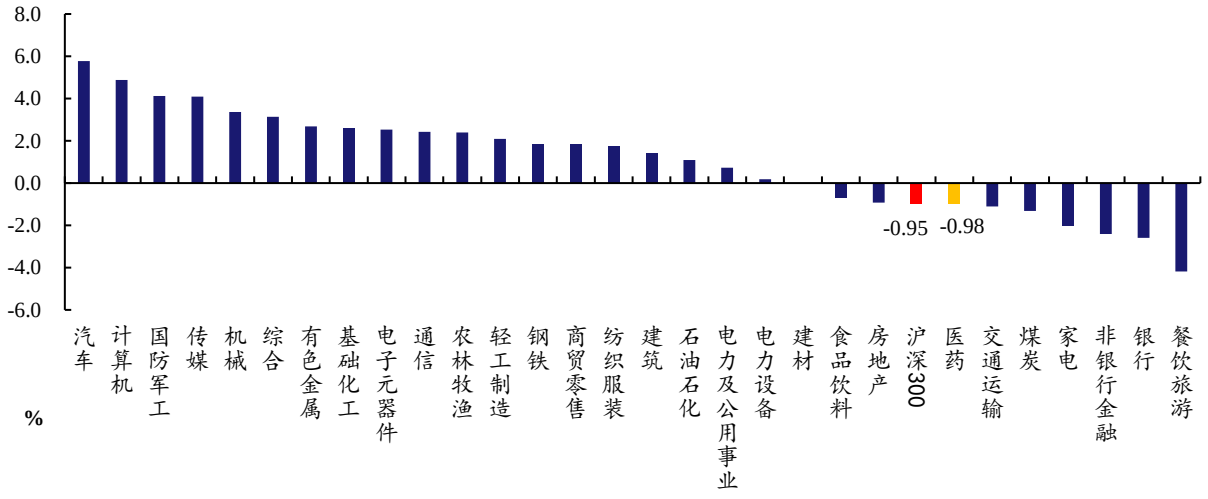
（一）本周板块行情回顾：医药板块有所回调，静待疫后复苏

1、本周生物医药板块走势：受大盘影响，医药板块有所回落

行情回顾：本周医药板块有所回调，在所有板块中排名末游。本周（1月30日-2月3日）生物医药板块下跌0.98%，跑输沪深300指数0.03pct，跑输创业板指数0.75pct，在30个中信一级行业中排名末游。本周各个中信医药子板块除中药饮片、化学原料药和化学制剂板块外均下跌，其中医疗服务和医药流通板块下跌幅度较大，分别下跌2.83%和2.38%。

个股涨跌幅方面，本周跌幅较大的为医疗服务和医药流通板块，其中医疗服务板块主要为美迪西（-10.27%）、康龙化成（-9.65%）和国际医学（-7.81%）；医药流通板块主要为健之佳（-10.20%）、大参林（-6.52%）和老百姓（-6.42%）。

图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

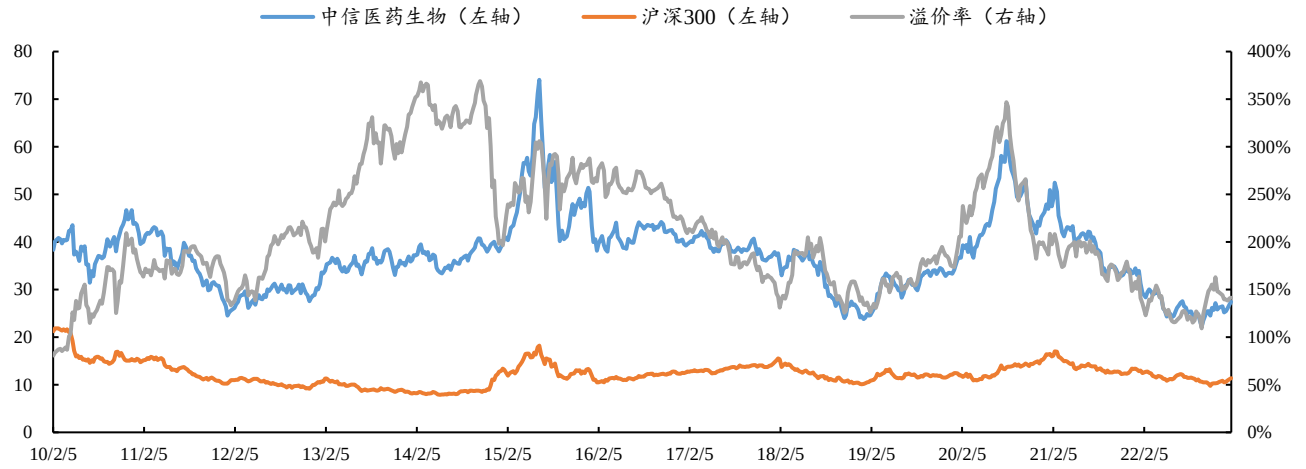
2、医药板块整体估值有所回落，溢价率下降

医药板块整体估值有所回落，溢价率下降。截止2023年2月3日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为27.16，比上周下降了0.29。医药行业相对沪深300的估值溢价率为141.10%，环比下降了0.45个百分点。医药相对沪深300的估值溢价

率仍处于较低水平。

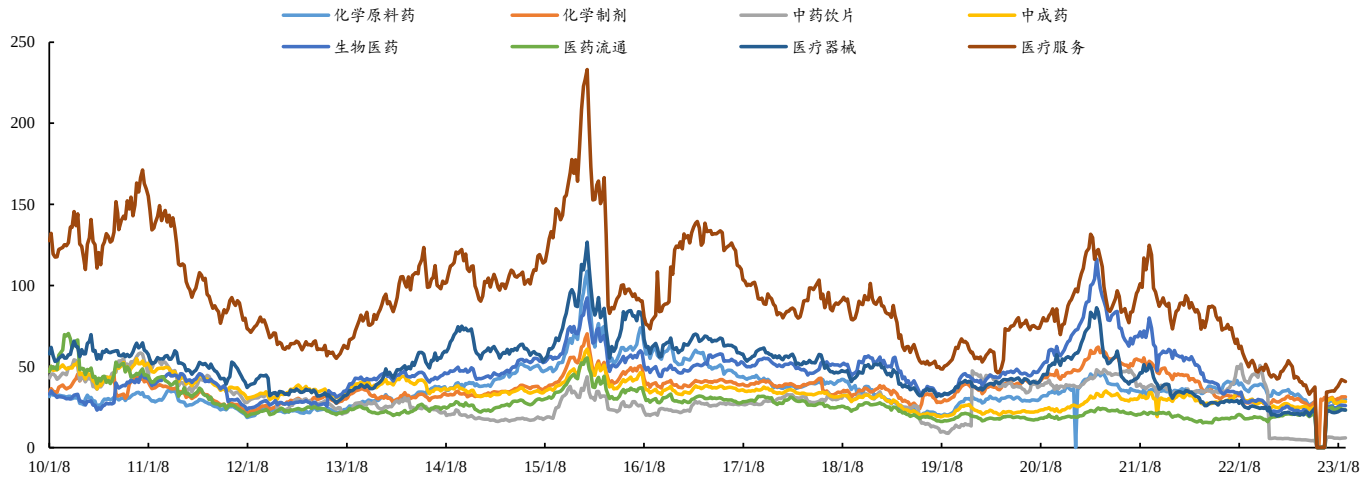
本周医药子板块估值整体下降。子行业市盈率方面，医疗服务、化学制剂和化学原料药板块居于前三位。本周医药子板块估值有升有降，医疗服务和医药流通下降幅度较大，分别为-3.04%和-2.28%，中药饮片估值上升较多，为3.16%。

图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

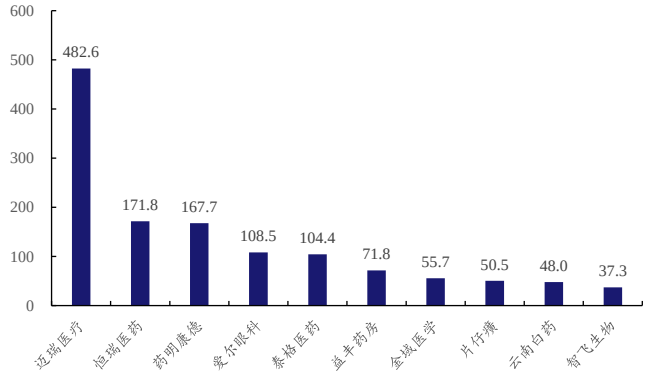
（二）沪港通资金持仓变化：医药北向资金有所下降

北上资金：A股医药股整体，截至2023年2月3日，陆港通医药行业投资2144.83亿

元，相对2023/1/20环比减少64.58亿元；医药持股占陆港通总资金的11.46%，占比环比下降0.56pct。子板块方面，本周医疗器械（32.75%）、化学制药（18.58%）和生物制品（8.57%）占比有所上升，中药（9.74%）、医疗服务（23.37%）和医药商业（6.99%）占比下降。

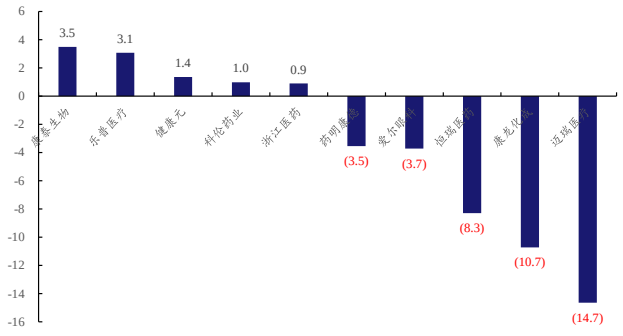
个股方面，A股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为康泰生物、乐普医疗和健康元；净减持金额前三为迈瑞医疗、康龙化成和恒瑞医药。

图表 6：北上资金陆港通持股市值情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

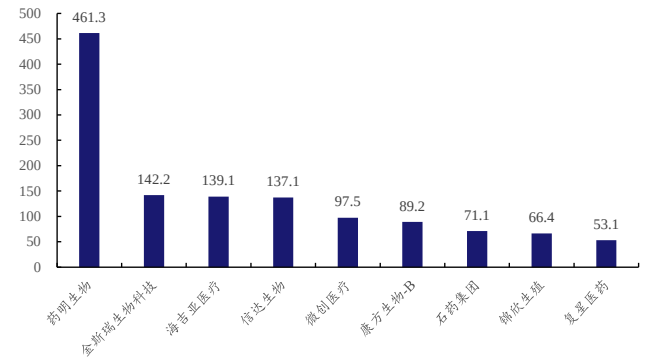
图表 7：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

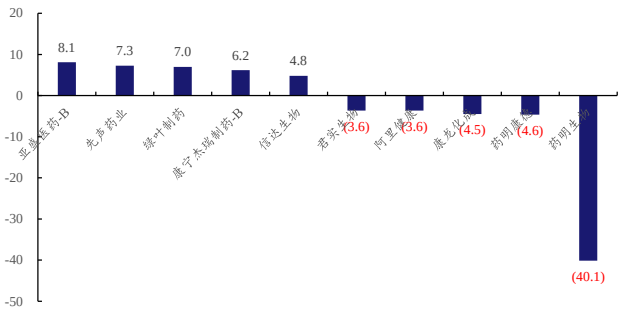
南下资金：H股医药股持股市值前五为药明生物、金斯瑞生物科技、海吉亚医疗、信达生物和微创医疗。净增持金额前三为亚盛医药-B、先声药业和绿叶制药；净减持金额前三为药明生物、药明康德和康龙化成。

图表 8：南下资金港股通持股市值情况（亿港币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：南下资金港股通本周持股市值变化（亿港币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

表1： 重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	23/02/03
300122	智飞生物	买入	6.4	4.6	5.9	7.2	61	21	17	14	97.60
300601	康泰生物	买入	1.8	0.3	1.6	2.1	102	112	24	18	38.46
600161	天坛生物	买入	0.6	0.5	0.6	0.7	62	44	38	31	23.29
002007	华兰生物	买入	0.7	0.9	1.0	1.2	33	26	22	19	22.44
002727	一心堂	买入	1.5	1.7	2.0	2.4	27	19	15	13	30.92
603233	大参林	买入	1.0	1.1	1.4	1.7	29	34	27	22	36.99
300760	迈瑞医疗	买入	6.6	8.0	9.7	11.8	70	41	33	28	325.52
300832	新产业	买入	1.2	1.6	2.1	2.6	37	38	29	23	60.06
603882	金域医学	买入	4.8	6.1	5.2	5.6	34	14	17	15	87.07
000661	长春高新	买入	9.3	11.8	14.8	18.3	36	17	13	11	199.45
300357	我武生物	买入	0.6	0.8	1.0	1.2	101	72	57	45	55.11
600529	山东药玻	买入	1.0	1.1	1.3	1.6	45	28	22	19	29.13
300653	正海生物	买入	1.4	1.2	1.5	1.9	68	43	33	26	50.02
688105	诺唯赞	买入	1.7	2.3	2.3	2.7	52	26	26	22	60.88
301080	百普赛斯	买入	2.2	2.8	3.8	5.2	144	44	33	24	123.18
300015	爱尔眼科	买入	0.4	0.4	0.5	0.7	137	83	63	49	33.15
600763	通策医疗	买入	2.2	2.1	2.7	3.4	134	78	61	48	162.97
603939	益丰药房	买入	1.2	1.5	1.9	2.4	49	37	30	24	56.78
603883	老百姓	买入	1.6	1.4	1.7	2.1	31	28	23	19	38.45
605266	健之佳	买入	4.3	3.4	4.1	5.1	20	24	19	15	78.98
688356	键凯科技	买入	2.9	3.8	5.1	6.7	236	48	37	28	185.80
000403	派林生物	买入	0.5	0.8	1.0	1.2	113	31	25	21	24.47
300294	博雅生物	买入	0.7	1.0	1.1	1.4	75	37	33	26	35.91
301047	义翘神州	买入	10.6	3.2	3.4	4.1	21	34	32	27	108.93
688690	纳微科技	买入	0.5	0.7	1.0	1.5	446	81	56	39	58.69
688293	奥浦迈	买入	1.0	1.3	2.2	3.1	0	92	56	39	122.98
688137	近岸蛋白	买入	2.8	2.0	2.8	3.6	0	42	30	24	86.30
688677	海泰新光	买入	1.4	2.0	2.7	3.5	83	59	44	33	117.09
300633	开立医疗	买入	0.6	0.8	1.1	1.4	-278	63	48	37	52.30
688212	澳华内镜	买入	0.4	0.3	0.7	1.1	267	215	112	68	74.11
688029	南微医学	买入	2.4	2.0	2.7	3.5	113	47	34	26	92.79
688114	华大智造	买入	1.3	5.2	1.6	2.1	0	23	72	56	117.26
688276	百克生物	买入	0.6	0.8	1.4	2.0	68	77	46	32	63.34
603392	万泰生物	买入	3.3	5.2	6.8	8.1	195	25	20	16	132.39

资料来源：Wind，太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。