

医药行业2月策略报告：

多因素驱动医药牛市，创新药、消费医疗等迎来板块性机遇

证券分析师：朱国广

执业证书编号：S0600520070004

联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

2023年2月9日

◆ 2022年创新药医保谈判结束，医保进入比率及降价幅度符合市场预期，创新药有望迎来持续板块大机遇。对2023年充满信心、结构化医药牛市或将开启，三大因素支撑其牛市：其一疫情结束，门诊量及手术量陆续恢复将是必然，2月份数据很可能得到验证。每年医保支出每年稳定14%以上增长，最终医药板块上市公司业绩成长性、稳定性将是资金首选；其二经历了过去两年下跌医药板块估值较低、处于近十年低位，公募基金配置比例仍处于低配状态；其三中药政策及医保、药审政策多点持续回暖。另外从医药板块投资特点上看，前期为投资复苏预期、后续需要复苏预期验证，从复苏预期到EPS验证阶段。

◆ 1月份创新药板块迎来大幅反弹，后续创新药行情是否延续？我们认为，2021年6月创新药公司估值处于顶部位置时Biotech公司的估值水平为峰值销售额8-10倍，且当时的早期管线也会纳入估值测算，当前位置的创新药公司PS为4倍，且基本只测算确定性较强管线的价值，行业估值方式是保守的，距离历史顶部位置还很远。但当前位置可能到了部分投资人的估值兑现点，加上货币政策的边际变化，短期内可能会产生波动。但创新药的关注度以及资金热度，以及创新创造更大市场空间的行业属性不变，且降息周期迟早会来，留给创新药行情演绎的时间可以很长，我们认为行情依旧会延续。

◆ 具体配置思路

- 中药领域：方盛制药、济川药业、康缘药业等；
- 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
- 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；
- 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗，建议关注可孚医疗等；
- 科研服务领域：诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药等；
- 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；
- 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
- 医美领域：爱美客、华东医药等；
- 生长激素领域：长春高新，建议关注安科生物等；
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物，建议关注万泰生物等；
- 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；
- 血制品领域：博雅生物等；

◆ **【重点推荐组合】** 和黄医药、恒瑞医药、诺禾致源、爱尔眼科、科美诊断、康缘药业、方盛制药，建议关注康宁杰瑞制药

◆ 风险提示：市场推广不及预期；新产品研发不及预期；市场竞争加剧；新冠疫情反复影响海内外业务拓展等。



■ 一、医药板块具备较高性价比

■ 二、多因素驱动，创新药迎来板块性机遇

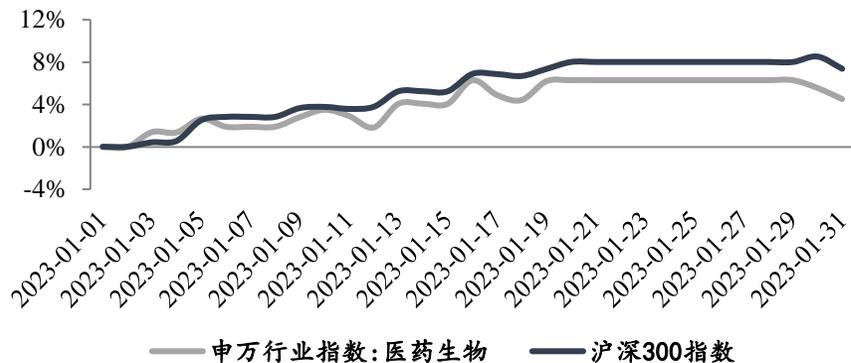
■ 三、2月行业投资策略及标的

■ 四、风险提示

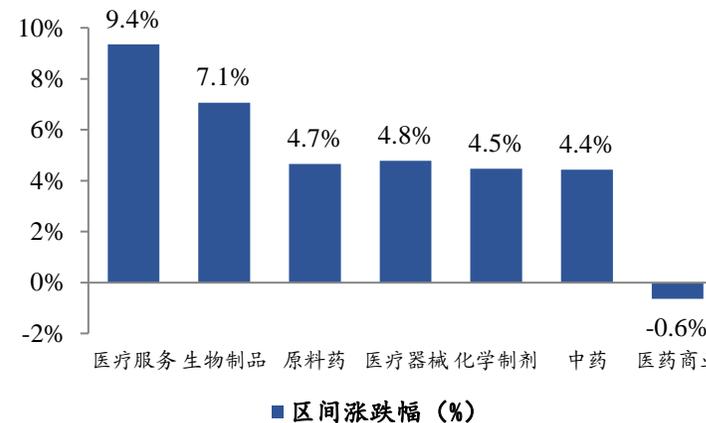
一、医药板块具备较高性价比

1.1 医药二级市场表现 (2023/1/1-2023/1/31)

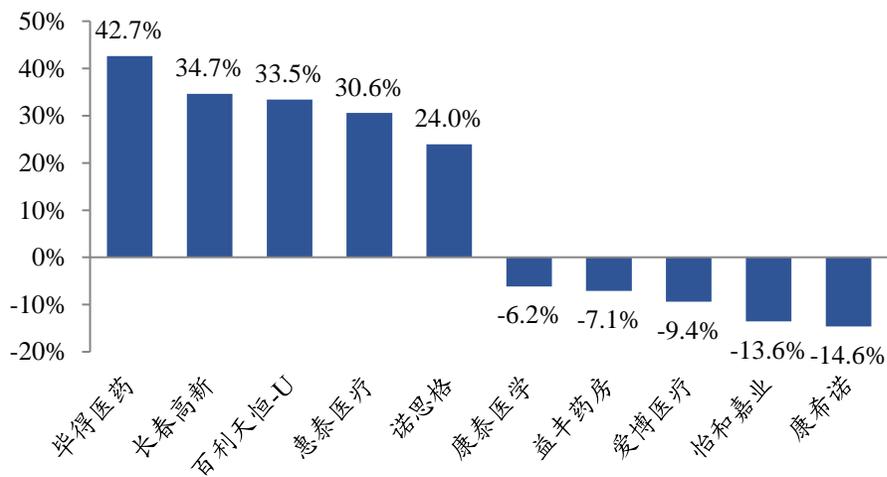
2023年1月医药指数相对沪深300走势



2022年10月医药子行业二级市场涨跌幅



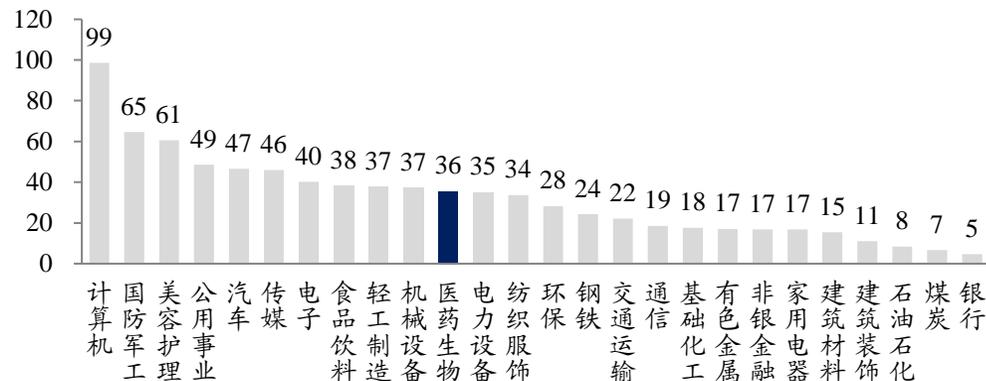
2023年1月医药个股涨跌幅排名



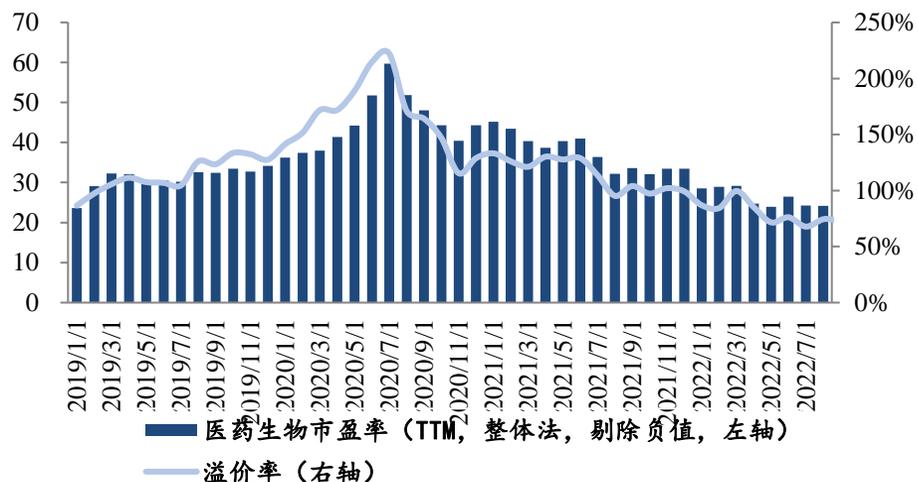
- 2023年1月1日至1月31日，申万医药生物指数上升4.5%，低于沪深300指数2.9个百分点。
- 2023年1月各医药子行业中，中药、化学制剂、生物制品、医疗器械、医疗服务、原料药板块均有不同幅度上涨，仅医药商业板块下跌。
- 2023年1月份医药个股中涨幅最大的分别为毕得医药 (+43%)、长春高新 (+35%)、百利天恒-U (+34%)，跌幅最大的分别为爱博医疗 (-9%)、怡和嘉业 (-14%)、康希诺 (-15%)。

1.2 医药行业市盈率和溢价率

申万一级行业市盈率比较 (TTM整体法) (截至2023.1.31)



申万医药市盈率与A股溢价率 (截至2023.1.31)



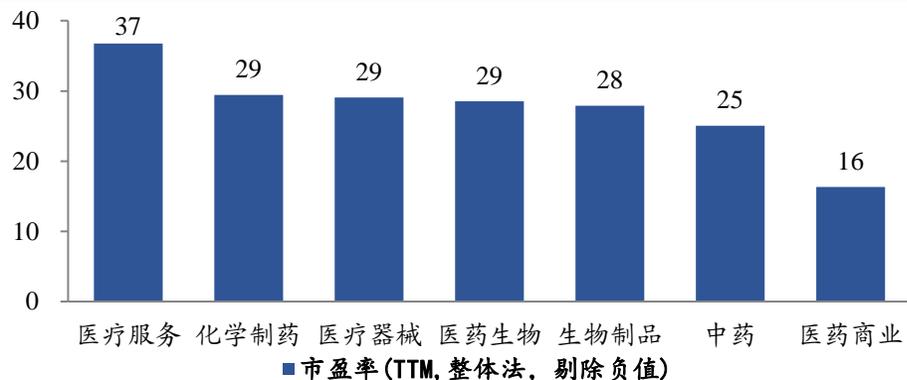
申万医药市盈率历史变化趋势



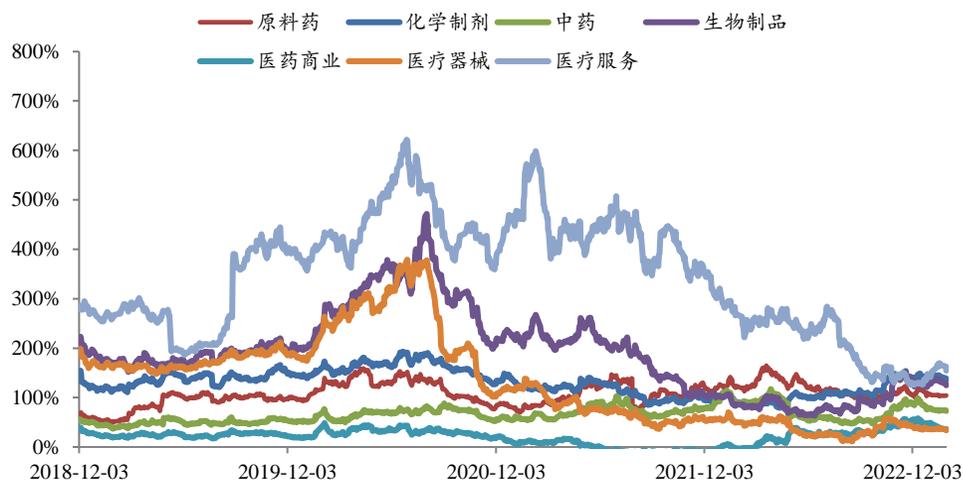
- 横向看：医药行业PE (TTM) 为36倍，在申万一级行业中排名第10。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE最高73倍，最低21倍，平均值约37倍，目前医药行业PE历史分位数为9.2%，低于历史平均估值。
- 2023年1月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为84%，溢价率有所下降。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

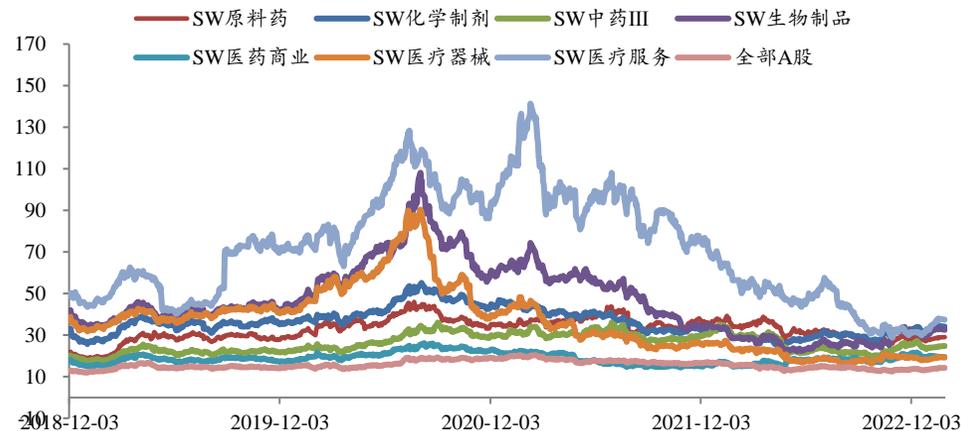
申万医药子行业市盈率比较 (截至2023.1.31)



申万医药子行业相对A股的溢价率



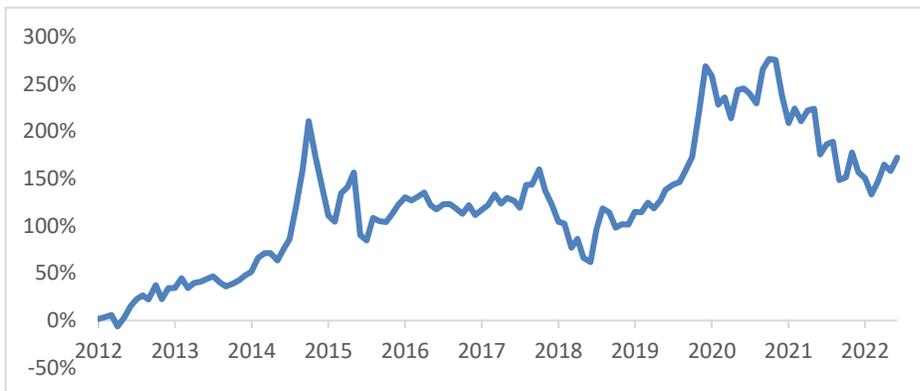
申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



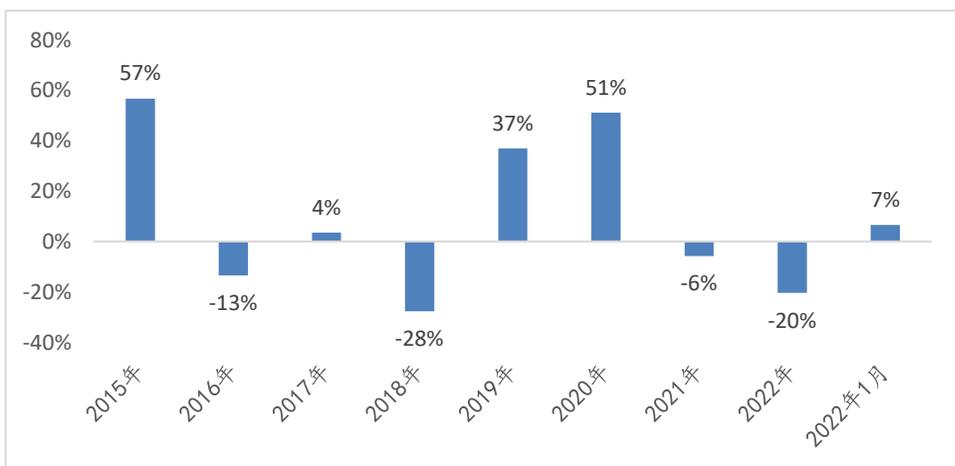
- 横向看, 截至2023年1月31日, 医药各子板块的市盈率 (TTM) 中, 医疗服务 (37倍)、化学制剂 (29倍)、医疗器械 (29倍) 的市盈率较高; 生物制品 (28倍)、中药 (25倍) 和医疗商业 (16倍) 的市盈率较低。
- 纵向看, 各子板块的估值水平均出现升高, 相对全部A股的溢价率变化趋势出现分化。

1.4 医药行业月涨幅和年涨幅

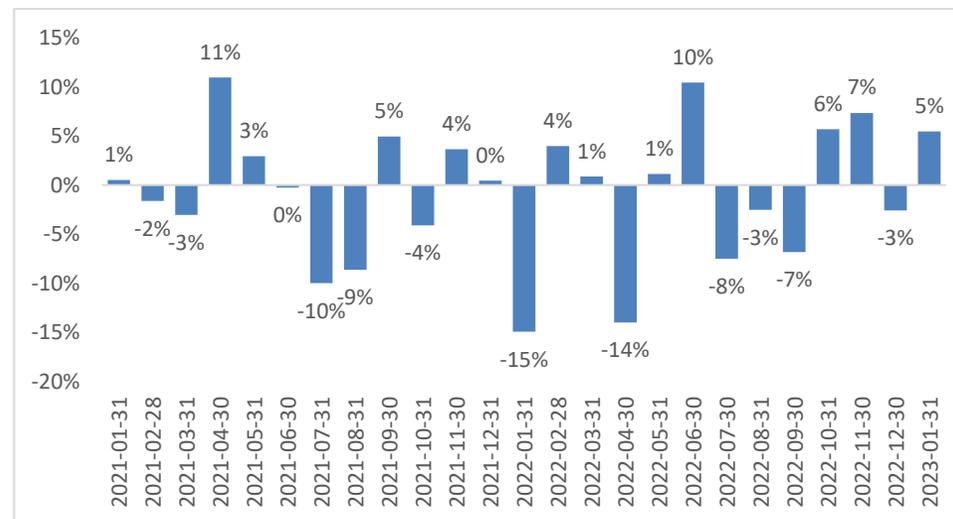
申万医药指数历史走势



申万医药指数年涨跌幅



申万医药指数月涨跌幅

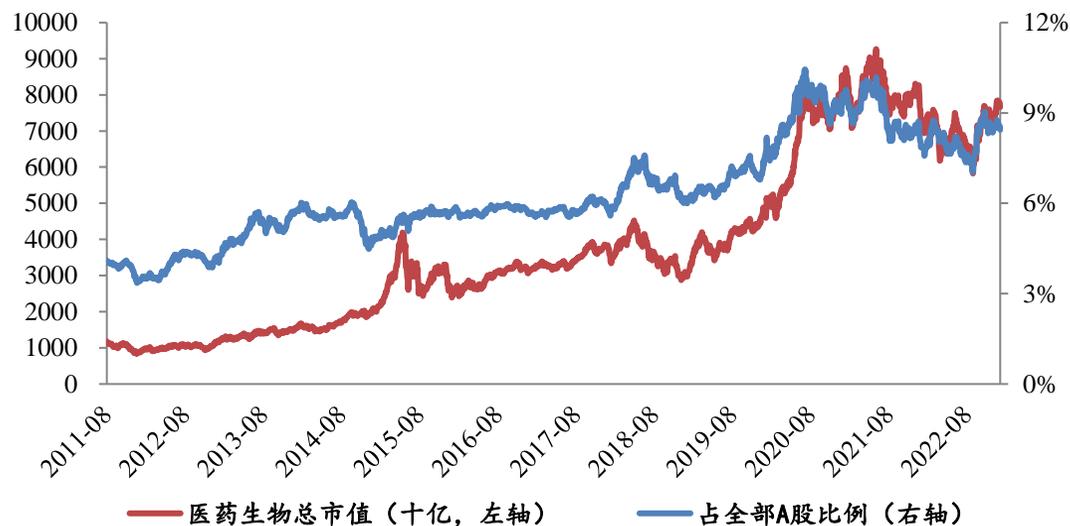


- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021年以及2022年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为6%和20%，2023年1月有所回升，涨幅为7%。
- 分月度看，2022年以来申万医药指数波动频繁，2022年12月申万医药指数下降3%，2023年1月申万医药指数上升5%。

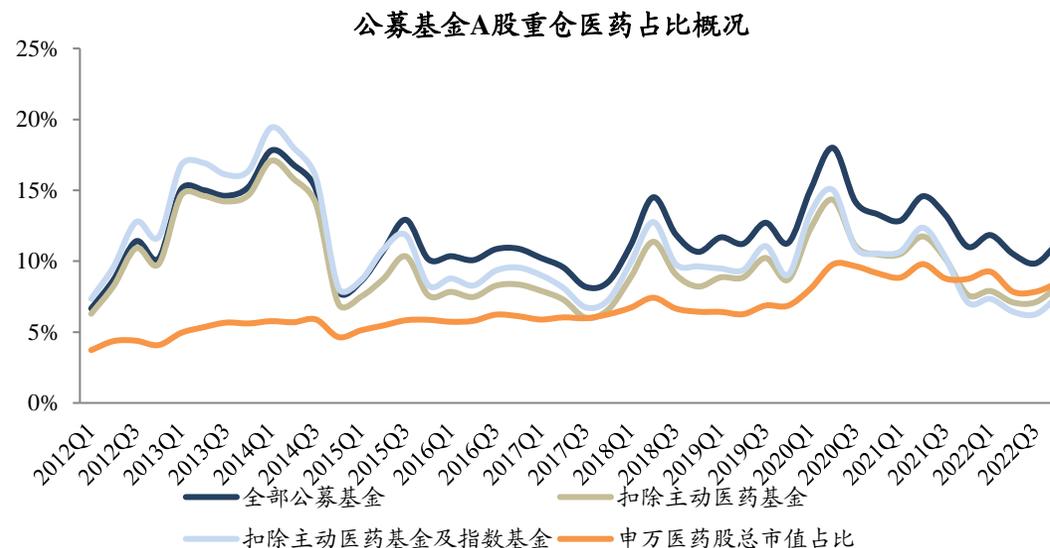
1.5 医药行业占A股市值比重略有回升，公募基金持仓比重环比增加

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2023年1月31日，医药行业总市值约7.4万亿元，占全部A股的市值从2011年的4.03%提升至8.5%，相比2022年Q3的7.8%有所回升。
- 2022年四季度公募基金重仓医药行业的比例为11.3%，环比增加1.4pp，剔除主动医药基金占比8.20%，环比增加1.11pp；再剔除指数基金占比7.49%，环比增加1.24pp；仍远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



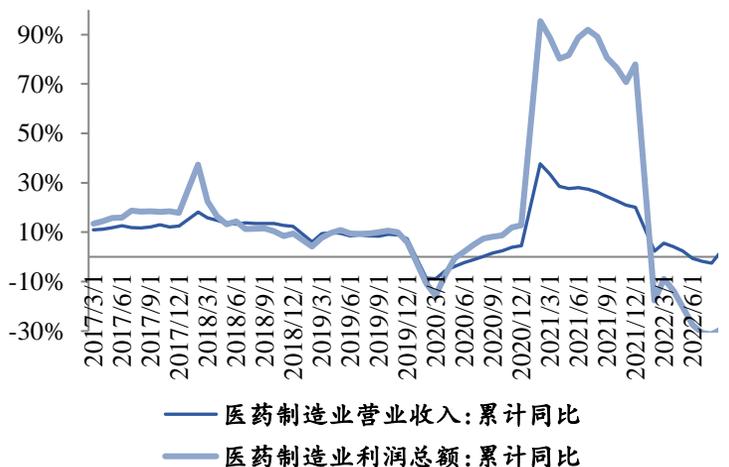
公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置



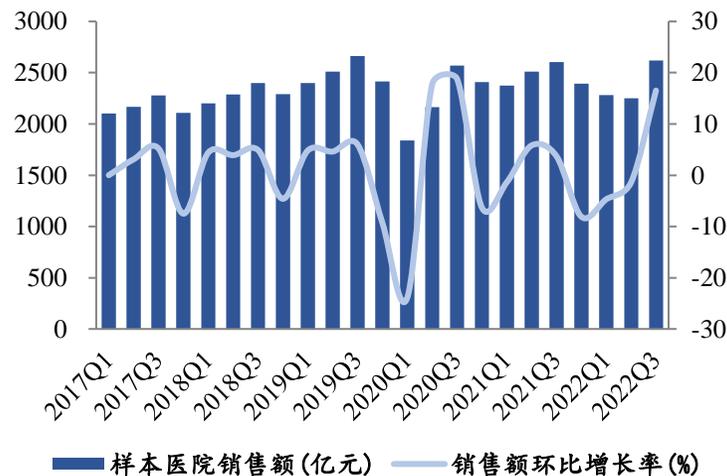
1.6 医药制造业数据2022年明显回落

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：2022年1-12月我国医药制造业累计实现营业收入和利润总额分别为2.9万亿元（同比下降1.6%），4289亿元（同比下降31.8%），可以看到医药制造业营业收入增速有所放缓，利润总额增速下降则更为明显。
- 根据中康开思医药数据库：2022年Q3样本医院及零售药店销售额增速均有所恢复，2022Q3，样本医院药品销售环比增速为16.5%，样本零售药店销售环比增速为1.0%。
- 我们认为：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行和疫情的影响，行业格局变化在即。医药工业收入增速整体承压，但结构上分化愈加明显，创新药产业链、医疗器械、生物制品等或成行业主要增长动力。

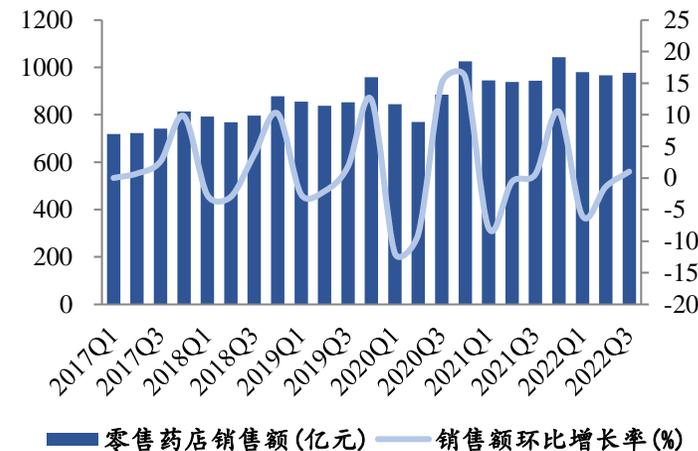
我国医药制造业营业收入累计同比增速 (%)



我国样本医院销售额及环比增长率



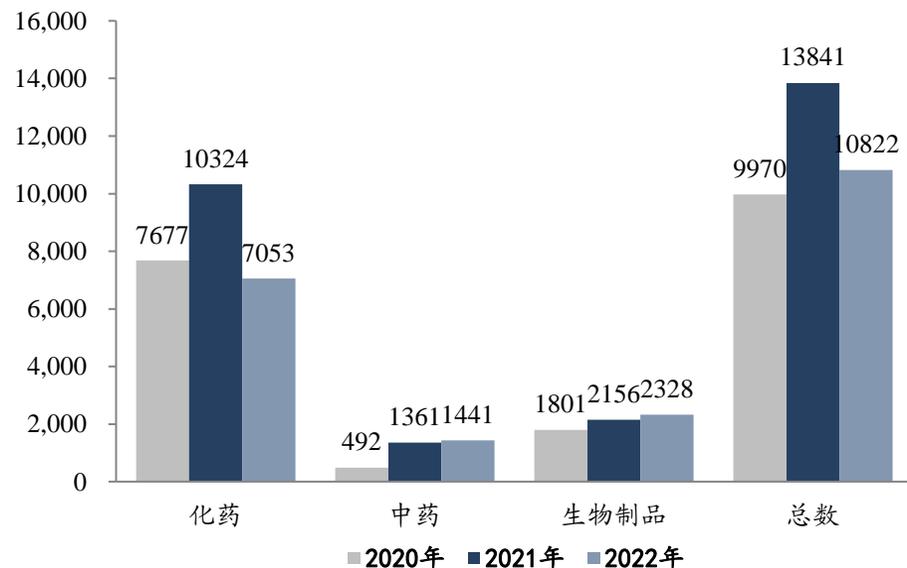
我国样本零售药店销售额及环比增长率



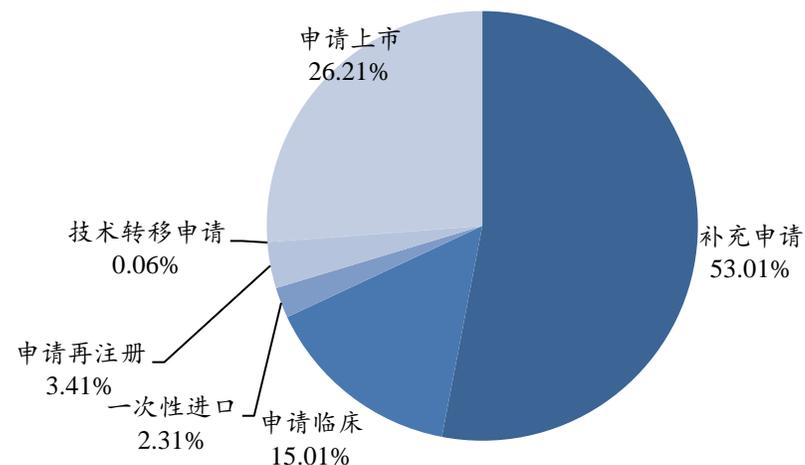
1.7 2021年至2023年1月药物审评情况(CDE)

- 2021年全年CDE审评中心受理11569个受理号，其中化药受理8174个，中药1371个，生物制品2922个。2021年受理数量相比于2020年有所增加，总量增加1257个，其中化药受理相比于2020年增加了267个，生物制品大幅增加了1054个。2022年1月至2023年1月CDE共承办10822个，其中化药受理7053个，中药1441个，生物制品2328个。
- 2022年1月至2023年1月各类申报类型为：补充申请为主，占比53%，其次是申请上市，占比为26%，申请临床占比15%。

2020年至2023年1月CDE申报受理情况 (个)



2022年1月至2023年1月CDE申报受理情况占比



1.7 2022年1-12月药物审评情况(CDE)

2022年1-12月NMPA批准的创新药及生物制品

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
来特莫韦	默沙东	2022/1/05	用于异基因造血干细胞移植 (HSCT) 的巨细胞病毒 (CMV) 血清反应阳性的成人受者[R+], 预防CMV再激活和疾病。
淫羊藿素软胶囊	坤诺基	2022/1/10	用于不适合或患者拒绝接受标准治疗, 且既往未接受过全身系统性治疗的、不可切除的肝细胞癌, 患者外周血复合标志物满足以下检测指标的至少两项: AFP \geq 400 ng/mL; TNF- α <2.5 pg/mL; IFN- γ \geq 7.0 pg/mL。
罗普司亭	协和发酵麒麟株式会社	2022/1/11	用于原发免疫性血小板减少症 (ITP)
罗特西普	新基	2022/1/26	用于治疗需要定期输注红细胞 (RBC) 的成人 β -地中海贫血患者
奥木替韦单抗	华北制药	2022/1/26	用于狂犬病毒暴露患者的被动免疫
四价流感病毒裂解疫苗	国光生技	2022/2/09	保护三岁以上的儿童和成人免受流感病毒的侵害。接种疫苗后, 免疫系统会在两到三周内产生足够的抗体来保护人体, 免受常见流感病毒(A型H1N1, A型H3N2, B型山形株, B型维多利亚株) 的侵害。而此疫苗保护能力可持续6到12个月。
艾伏尼布	基石药业	2022/2/09	用于治疗携带易感IDH1突变的成人复发性或难治性急性髓系白血病 (R/R AML)
SIR-Spheres Y-90树脂微球	远大医药	2022/2/09	用于治疗结直肠癌肝转移
奈玛特韦+利托那韦	辉瑞	2022/2/11	用于治疗成人伴有进展为重症高风险因素的轻至中度新型冠状病毒肺炎(COVID-19)患者
乌帕替尼	艾伯维	2022/2/24	用于适合系统性治疗的成人和12岁及12岁以上青少年中重度特应性皮炎患者
重组新型冠状病毒蛋白疫苗 (CHO细胞)	智飞龙科马生物	2022/3/01	用于预防新型冠状病毒感染所致的疾病 (COVID-19)
伊奈利珠单抗	阿斯利康	2022/3/11	用于治疗重症肌无力和IgG4相关疾病
依马利尤单抗	苏庇医药	2022/3/11	用于治疗难治性、复发性或进展性疾病或对常规HLH疗法不耐受的原发性噬血细胞性淋巴组织细胞增多症 (HLH) 成人和儿童 (新生儿及以上) 患者。
雷莫西尤单抗	礼来	2022/3/18	晚期胃或胃食管结合部腺癌二线治疗
度维利塞	石药集团	2022/3/18	用于治疗既往至少经过两次系统治疗的复发或难治性滤泡性淋巴瘤 (FL)
斯鲁利单抗	复宏汉霖	2022/3/24	单药治疗经标准治疗失败后、不可切除、转移性高度微卫星不稳定型 (MSI-H) 实体瘤, 是在国内上市的第13款PD-1/PD-L1类药物。
重组人乳头瘤病毒二价 (16/18型)疫苗(酵母)	泽润生物	2022/3/24	用于预防由HPV16、18型感染引发的宫颈癌及癌前病变等疾病。

1.7 2022年1-12月药物审评情况(CDE)

2022年1-12月NMPA批准的创新药及生物制品

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
布格替尼	武田	2022/3/24	ALK阳性晚期非小细胞肺癌
佩米替尼	信达生物	2022/4/06	用于既往至少接受过一种系统性治疗, 且经检测确认存在有FGFR2融合或重排的晚期、转移性或不可手术切除的胆管癌成人患者。
阿布昔替尼	辉瑞	2022/4/11	用于对其他系统治疗(如激素或生物制剂) 应答不佳或不适宜上述治疗的难治性、中重度特应性皮炎成人患者。
替戈拉生	罗欣药业	2022/4/13	用于治疗反流性食管炎(Reflux Esophagitis, 简称RE)。
拉罗替尼	拜耳	2022/4/13	用于治疗携带神经生长酪氨酸受体激酶(NTRK) 融合基因的实体瘤成人和儿童患者。
盐酸丙卡巴肼胶囊	兆科药业/Leadiant GmbH	2022/4/21	晚期霍奇金淋巴瘤
洛拉替尼	辉瑞 基石药业	2022/4/29	用于既往接受过一种或多种间变性淋巴瘤激酶(ALK) 酪氨酸激酶抑制剂(TKI) 治疗的ALK阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC) 患者
欧米加-3-酸乙酯	雅培	2022/5/07	高甘油三酯血症
维立西呱	拜耳	2022/5/19	用于近期心力衰竭失代偿经静脉治疗后病情稳定的射血分数降低(射血分数<45%) 的症状性慢性心力衰竭成人患者, 以降低发生心力衰竭住院或需要急诊静脉利尿剂治疗的风险。
戈沙妥珠单抗	Immunomedics	2022/6/07	用于治疗接受过至少2线既往治疗的转移性三阴性乳腺癌成人患者
瑞维鲁胺	恒瑞医药	2022/6/29	用于治疗高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌(mHSPC) 患者
卡度尼利单抗	康方生物	2022/6/29	用于治疗复发或转移性宫颈癌(R/M CC)
非奈利酮	拜耳	2022/6/29	用于与2型糖尿病相关的慢性肾脏病成人患者(肾小球滤过率估计值[eGFR]在25至75 mL/min/1.73 m ² , 伴白蛋白尿)
曲拉西利	G1 Therapeutics/先声药业	2022/7/13	在接受含铂类药物联合依托泊苷方案的广泛期小细胞肺癌(ES-SCLC) 患者中预防性使用曲拉西利(Trilaciclib), 以降低化疗引起的骨髓抑制的发生率。
普特利单抗	乐普生物	2022/7/22	用于既往接受一线及以上系统治疗失败的高度微卫星不稳定型(MSI-H) 或错配修复缺陷型(dMMR) 的晚期实体瘤患者的治疗

1.7 2022年1-12月药物审评情况(CDE)

2022年1-12月NMPA批准的创新药及生物制品

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
恩曲替尼	罗氏制药	2022/8/12	ROS1阳性的非小细胞肺癌
甲苯磺酸多纳非尼	泽璟生物	2022/8/12	分化型甲状腺瘤
哌柏西利	辉瑞	2022/8/12	HR阳性乳腺癌
重组人干扰素 γ	凯茂生物	2022/8/18	类风湿性关节炎; 慢性肉芽肿病; 肝纤维化
恩格列净	勃林格殷格翰	2022/8/30	心力衰竭
利珀妥单抗	神州细胞	2022/8/30	弥漫性大B细胞淋巴瘤
重组人乳头瘤病毒九价(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(酿酒酵母)	默沙东	2022/8/30	HPV感染
达格列净	阿斯利康/百时美施贵宝	2022/9/02	慢性肾病; 心力衰竭; 终末期肾病
利伐沙班	拜耳	2022/9/02	缺血性卒中; 外周动脉疾病; 心肌梗塞
奥马珠单抗	诺华	2022/9/02	过敏性哮喘
重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)	康希诺	2022/9/04	新型冠状病毒感染
奥拉帕利	阿斯利康	2022/9/19	晚期卵巢癌
特瑞普利单抗	君实生物	2022/9/19	非鳞状非小细胞肺癌
广金钱草总黄酮	人福医药	2022/9/19	输尿管结石
普特利单抗	乐普生物	2022/9/29	黑素瘤
多格列艾汀片	上海迪赛诺	2022/10/9	2型糖尿病
注射用左亚叶酸钠	海纳制药	2022/10/9	化疗辅助用药
兰索拉唑碳酸氢钠胶囊1	四环制药	2022/10/9	中和胃酸
艾司奥美拉唑镁碳酸氢钠胶囊	海悦药业	2022/10/9	胃食管反流病
环泊酚注射液	海思科	2022/10/14	麻醉
妥布霉素吸入溶液	健康元	2022/10/14	抗生素
ACY W 135群脑膜炎球菌多糖疫苗	北生研	2022/10/9	脑膜炎球菌多糖疫苗
瑞基奥仑赛注射液	药明巨诺	2022/10/9	胰岛素注射液
门冬胰岛素注射液	东阳光	2022/10/14	滤泡性淋巴瘤

1.7 2022年1-12月药物审评情况(CDE)

2022年1-12月NMPA批准的创新药及生物制品

药品通用名	企业名称	批准日期	适应症
枸橼酸托法替布片	辉瑞投资有限公司	2022-10-14	银屑病关节炎
莫格利珠单抗注射液	协和麒麟	2022-10-14	蕈样肉芽肿
多替拉韦利匹韦林片	葛兰素史克	2022-10-21	HIV感染
枸橼酸托法替布缓释片	辉瑞	2022-10-21	银屑病关节炎
斯鲁利单抗注射液	复宏汉霖	2022-10-31	非小细胞肺癌
盐酸托鲁地文拉法辛缓释片	绿叶制药	2022-11-03	抑郁症
林普利塞片	上海瓊黎药业	2022-11-09	滤泡性淋巴瘤
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	2022-11-21	非小细胞肺癌
SCTV01C注射液	神州细胞工程有限公司	2022-12-04	新型冠状病毒感染
鼻喷新冠肺炎疫苗(流感病毒载体)	万泰生物	2022-12-04	新型冠状病毒感染
重组新型冠状病毒疫苗(Sf9细胞)	四川大学华西医院	2022-12-04	新型冠状病毒感染
新冠疫苗SCB-2019 (CpG1018/铝佐剂)	四川三叶草生物制药有限公司	2022-12-05	新型冠状病毒感染
佩索利单抗注射液	勃林格殷格翰	2022-12-16	泛发性脓疱型银屑病
拉考沙胺片	UCB	2022-12-22	
莫诺拉韦胶囊	默沙东	2022-12-30	新型冠状病毒感染

重点推荐2022Q1-Q3和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			市值	PE
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		2023
华大智造	688114.SH	4442	4542	5173	2157	637	763	478	75
和元生物	688238.SH	368	657	896	81	123	169	113	92
奥浦迈	688293.SH	356	556	790	114	180	254	98	55
药康生物	688046.SH	564	799	1130	178	252	359	119	47
凯莱英	002821.SZ	10456	11031	12752	3136	2612	2987	614	24
纳微科技	688690.SH	711	1068	1567	286	409	611	233	57
皓元医药	688131.SH	1370	1997	2781	221	368	540	136	37
海泰新光	688677.SH	483	658	859	179	245	329	100	41
美诺华	603538.SH	1828	2405	3010	296	420	559	60	14
新产业	300832.SZ	3226	4141	5233	1285	1692	2134	450	27
迈瑞医疗	300760.SZ	30563	36681	44018	9692	11674	14040	4013	34
诺禾致源	688315.SH	2089	2757	3585	198	305	420	136	45
科美诊断	688468.SH	477	647	890	145	221	315	52	23
威高骨科	688161.SH	2503	3077	3771	815	968	1156	258	27
康泰生物	300601.SZ	4812	6926	9086	1467	2164	2913	418	19
方盛制药	603998.SH	1874	1880	2556	289	163	236	39	24
济川药业	600566.SH	8534	9672	10771	2088	2334	2597	271	12
万邦德	002082.SZ	1901	2441	3121	203	291	408	58	20
诺唯赞	688105.SH	2936	2516	2672	940	800	893	240	30
爱博医疗	688050.SH	625	884	1248	242	340	475	238	70

重点推荐2022Q1-Q3和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			市值	PE
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		2023
药明康德	603259.SH	39133	45081	56126	8633	9826	12401	2779	28
康龙化成	300759.SZ	10448	13877	18045	1785	2658	3747	867	33
惠泰医疗	688617.SH	1210	1683	2295	312	420	569	238	57
南微医学	688029.SH	2196	2791	3495	339	435	569	174	40
海尔生物	688139.SH	3016	3814	4832	620	810	1052	228	28
百普赛斯	301080.SZ	493	667	867	220	308	405	98	32
天宇股份	300702.SZ	3247	3922	4701	456	656	809	88	13
昊海生科	688366.SH	2125	2647	3153	282	380	506	180	47
欧普康视	300595.SZ	1602	2044	2588	676	841	1040	339	40
药石科技	300725.SZ	1644	2255	3056	340	487	678	168	35
金域医学	603882.SH	15707	14057	14409	3059	2264	2433	411	18
上海医药	601607.SH	235511	265754	296224	5696	6406	7231	704	11
百诚医药	301096.SZ	641	999	1385	192	292	404	79	27
润达医疗	603108.SH	10264	12731	15643	423	572	708	68	12
佐力药业	300181.SZ	1898	2572	3220	260	375	507	81	22
信立泰	002294.SZ	3605	4332	5381	685	823	1022	402	49
海思科	002653.SZ	2973	3592	4389	346	395	614	254	64
华东医药	000963.SZ	37890	41646	45682	2608	3140	3934	840	27
泰格医药	300347.SZ	7036	8665	10675	3417	4043	4691	1030	25
恩华药业	002262.SZ	4304	5123	6328	904	1101	1380	241	22

重点推荐2022Q1-Q3和全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

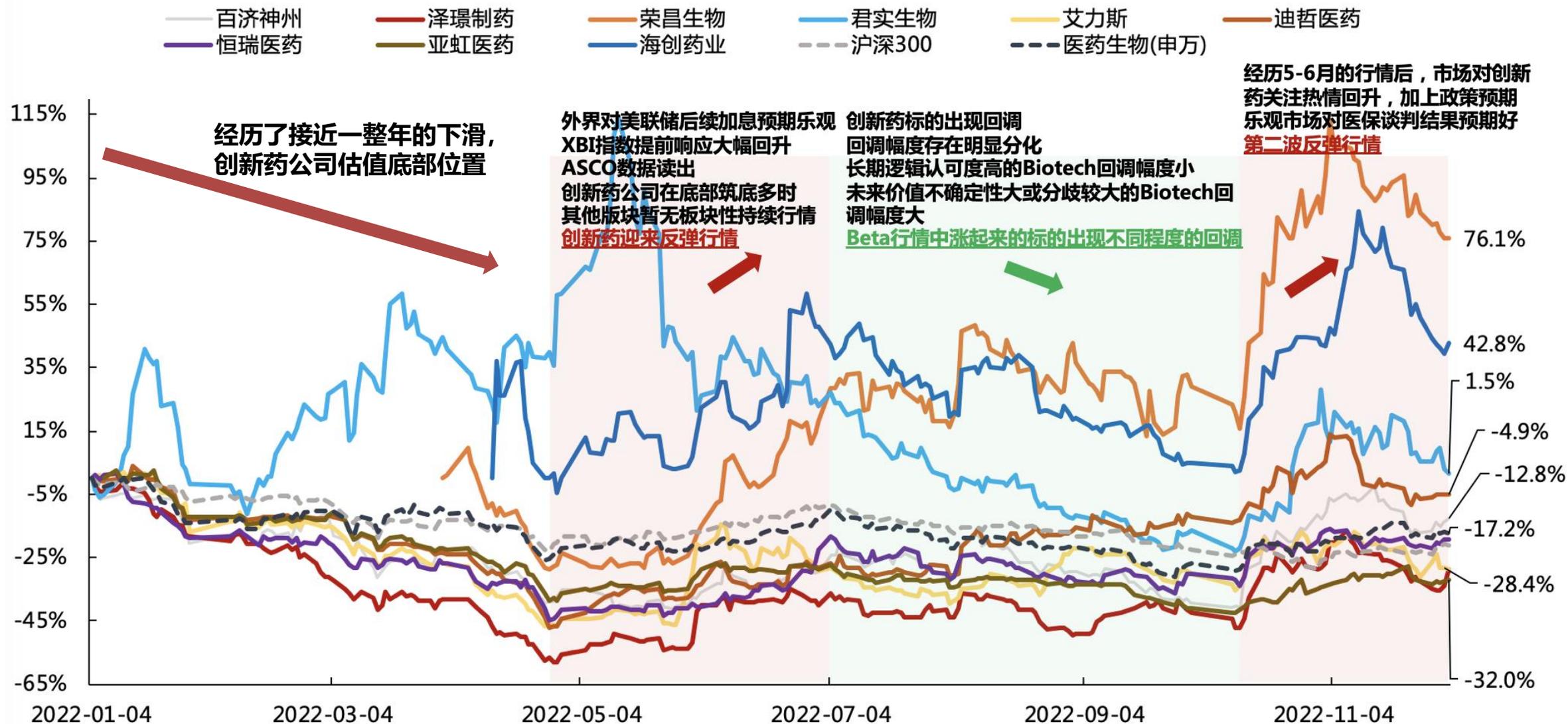
股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			市值	PE
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		2023
片仔癀	600436.SH	9319	10877	12700	2845	3417	4015	1877	55
贝达药业	300558.SZ	3035	4282	5790	547	796	1034	251	32
鱼跃医疗	002223.SZ	7375	8597	9992	1491	1751	2081	309	18
信邦制药	002390.SZ	6896	7660	8502	318	437	578	98	22
恒瑞医药	600276.SH	22099	25792	30101	4308	5004	5900	2720	54
普洛药业	000739.SZ	10225	11735	13549	978	1269	1570	280	22
通策医疗	600763.SH	2864	3535	4364	613	741	964	526	71
爱尔眼科	300015.SZ	17273	21340	26144	2790	3634	4670	2429	67
我武生物	300357.SZ	931	1159	1468	401	505	648	294	58
长春高新	000661.SZ	12656	15883	19727	4337	5400	6707	822	15
九洲药业	603456.SH	5506	7206	9232	968	1258	1644	400	32
博雅生物	300294.SZ	2812	3129	3631	459	527	688	181	34
东诚药业	002675.SZ	3969	4316	4808	416	526	657	155	29
理邦仪器	300206.SZ	1993	2405	2893	350	456	587	72	16
海普瑞	002399.SZ	8087	9634	11290	1006	1264	1538	202	16
三诺生物	300298.SZ	2677	3211	3878	446	480	570	198	41
正海生物	300653.SZ	475	667	909	212	295	400	86	29
博腾股份	300363.SZ	7315	8407	10350	2092	1508	1774	267	18
康德莱	603987.SH	3304	3790	4546	391	490	603	67	14
华海药业	600521.SH	8597	10876	13628	1031	1307	1622	321	25

重点推荐2022Q1-Q3和全年业绩高增速的个股

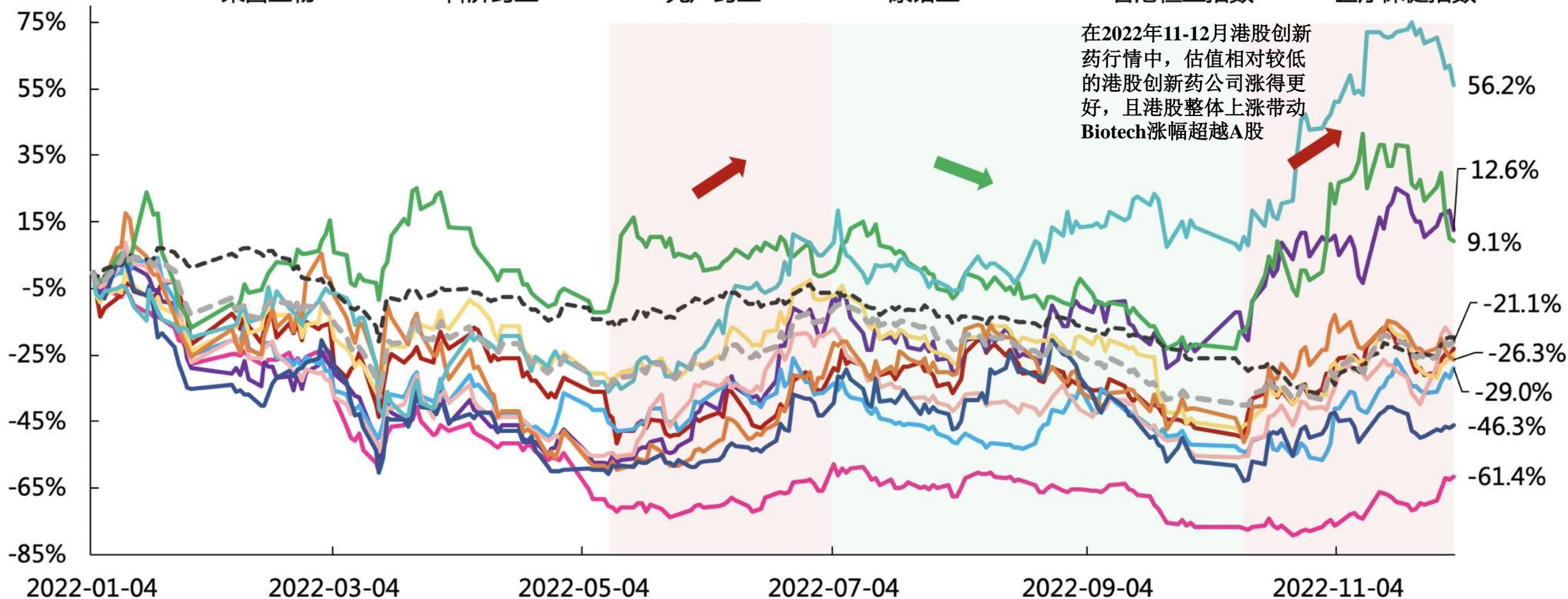
2022-2024年重点公司业绩预测

股票名称	股票代码	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			市值	PE
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		2023
康缘药业	600557.SH	4374	5604	7033	400	515	644	130	25
科伦药业	002422.SZ	19010	21636	24202	1634	2069	2104	386	19
美年健康	002044.SZ	10514	11871	13288	385	487	607	259	53
大博医疗	002901.SZ	2485.00	3104.00	3880.00	837.00	1028.00	1246.00	156	15
兴齐眼药	300573.SZ	1508	2067	2785	343	529	721	140	27
安图生物	603658.SH	4824	6006	7448	1246	1614	2019	391	24
盈康生命	300143.SZ	1288	1543	1818	160	246	300	75	30
昭衍新药	603127.SH	2391	3119	3921	923	1142	1372	343	30

二、多因素驱动，创新药迎来板块性机遇



— 和黄医药 — 百济神州 — 康方生物 — 康宁杰瑞 - - - 亚盛医药 — 诺诚健华
— 荣昌生物 — 科济药业 — 先声药业 — 康诺亚 - - - 香港恒生指数 - - - 医疗保健指数



从对历史的创新药走势分析，创新药投资Beta比Alpha机会多，Beta行情对创新药及其产业链股价的带动作用是非常强劲和迅猛的，是创新药投资的冲锋号角。投融资数据、加息周期美元流动性、国际局势中美关系、疫情、国内审评审批以及医保政策等对国内创新药产业链的Beta行情具有显著的影响。

创新药Beta来自：

- 货币政策，流动性的边际（/预期）变化
- 投融资环境的变化
- 创新技术的进步和发展，特别是重大疾病领域大单品的诞生（既是Alpha也是Beta）
- 监管政策及支付（/医保）政策边际变化

创新药Alpha：

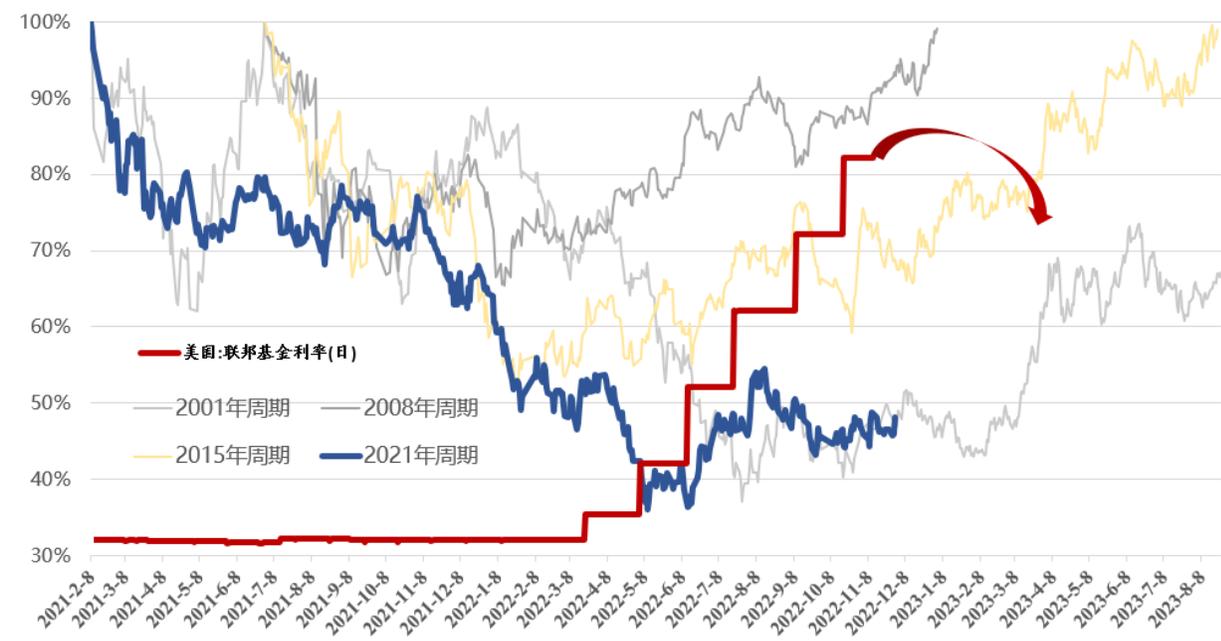
- 公司的创新力及管线内部重大难治疾病领域的突破性疗效进展。
- 产品商业化的突破，例如金额重大且质量高的权益授权，核心产品放量持续超预期

Biotec的独立行情机会相对少：

- **需要公司有重大变动，特别是重大品种临床/商业确定性兑现的预期**（例如III期数据的读出，海外授权），但即便如此在整个大环境不好的情况下，这种公司本身Alpha带来的行情也是短暂的，行情会出现在利好兑现前，利好兑现后会立马回调，资金不愿意等待漫长的估值消化过程。
- **公司存在主题性机会**，例如2021年底-2022年初的君实生物，在新冠疫情影响下，独立于其他Biotech逆势上涨。更早一些的科济药业，在2021年8月-9月其他Biotech已经开始下行行情时，科济依托CGT概念高热度作为CAR-T龙头有一波很强的Alpha行情。

➤ 美联储高强度加息或将渐入尾声，明年流动性恢复预期强

美国劳工部的数据显示，10月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨7.7%，弱于市场预期的8%；10月美国生产者价格指数（PPI）同比上涨8%，也弱于市场预期的8.3%，美国通胀数据超预期放缓，同比增速创9个月新低。高通胀的放缓信号减轻了美联储激进加息的压力，给了后续放缓加息节奏的余地，高强度的加息或将逐渐步入尾声，帮助美元流动性和二级市场的恢复。

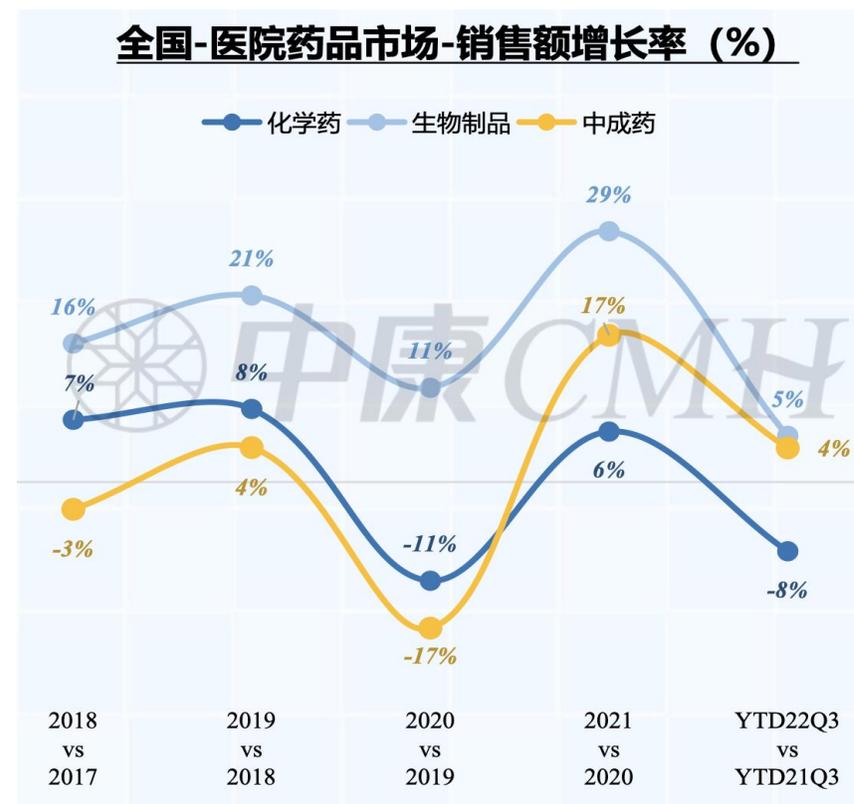


创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

疫情逐渐降低，Biotech公司临床和销售存在逐渐恢复的预期

受疫情管控影响，一线三甲医院的患者显著减少，患者下沉，对创新药的进院和销售造成很大的挑战，此外由于疫情管控患者无法保证定期入院，对临床试验的入组和推进进度都有比较大的影响，随着国内疫情管控逐渐放松，对Biotech的临床管线推进和销售都是明显的边际利好。

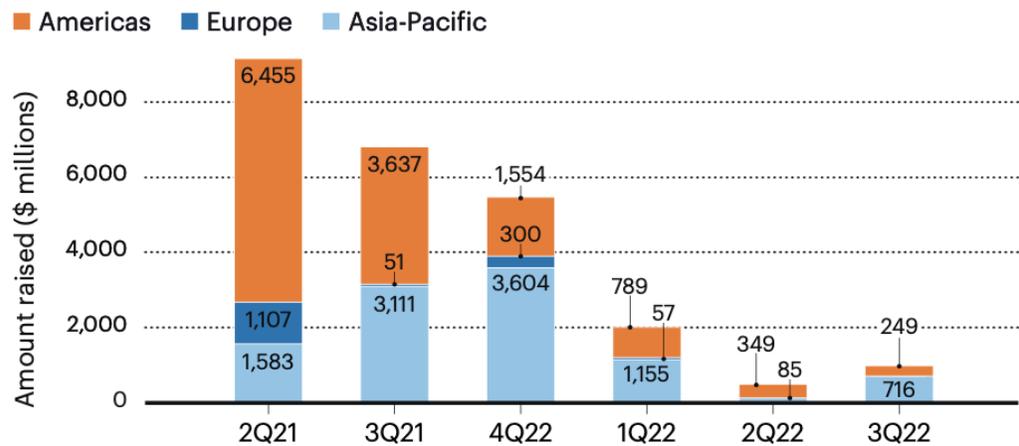
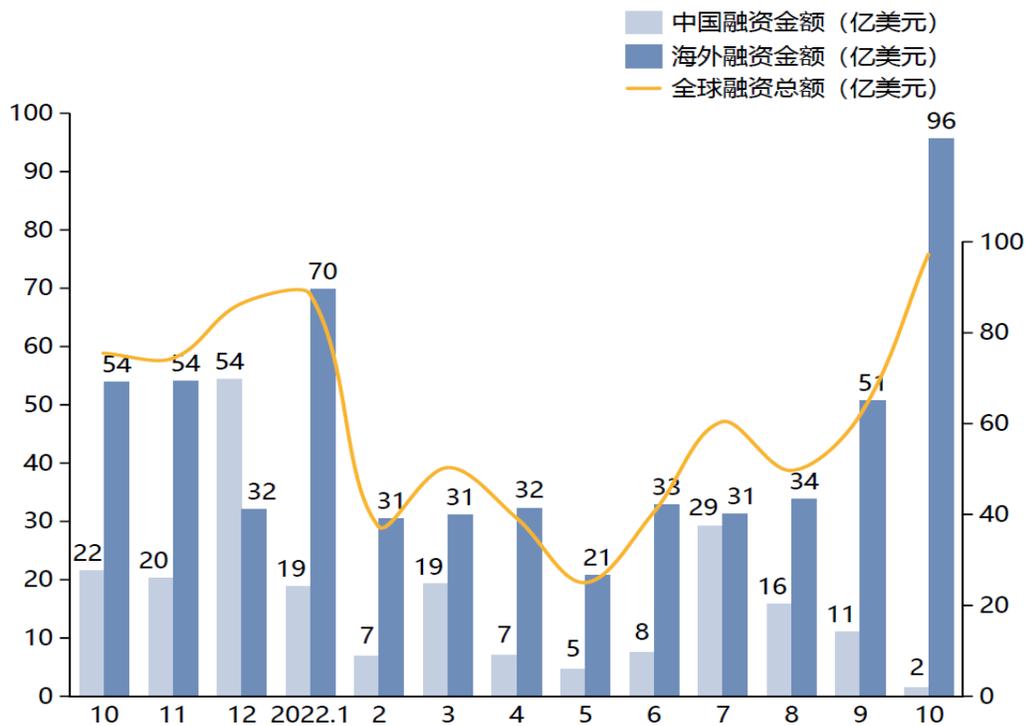
2022年前三季度药品销售额下滑，第四季度在防控放开后的疫情高峰期的影响下影响会更严重 疫情影响下，化学药和生物制品销售额增速下滑明显



创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

全球创新药投融资筑底已久，海外反弹趋势初显，国内或将紧随其后

根据医药魔方统计的全球以及全国创新药领域融资金额和数量，数据显示2022年以来特别是上半年，创新药领域投融资金额和事件数量明显下滑，但从2022年Q3开始有明显的回升。2022年Q3全球创新药领域投融资事件317起，环比增长41.5%，同比下降20.2%；2022年Q3全球投融资金额172亿美元，环比增长62.3%，同比下降35.8%，同比降幅从9月不断缩小。相比全球来看，国内创新药投融资金额和数量均处于下滑状态，8月、9月、10月投融资金额持续下滑。已经跌至低点，我们预计在海外创新药投融资回暖以及货币政策的缓和，国内也大概率能够在明年迎来变化。



Number of IPOs

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Asia-Pacific	15	14	13	9	2	6
Europe	13	3	8	4	0	1
Americas	26	27	19	8	2	5

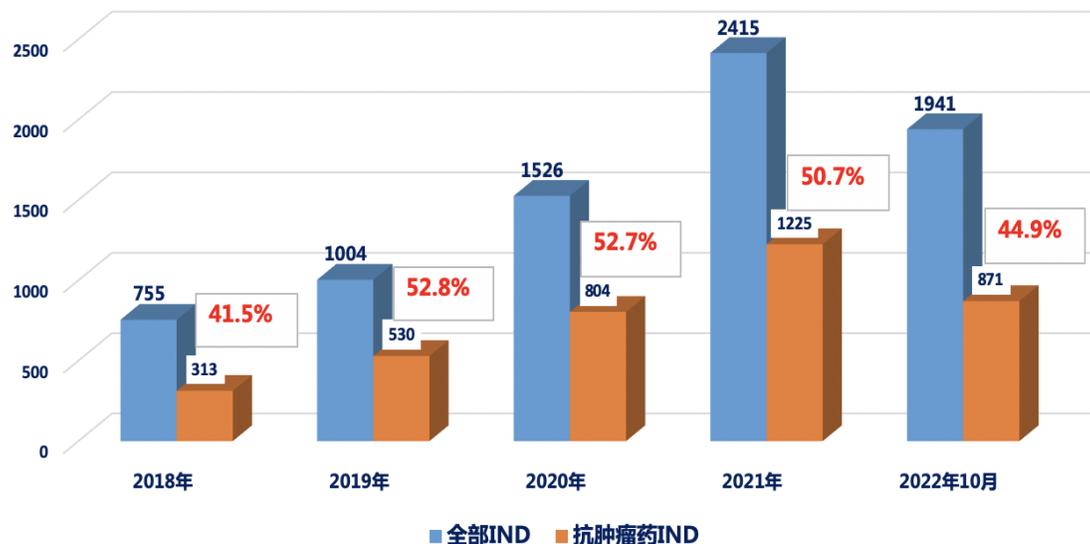
创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

➤ CDE 严格的审评审批政策下，国内创新药内卷或将迎来转机

PD1大幅降价事件以来，投资人对于国内创新药市场空间的怀疑也是导致创新药公司大跌的原因，PD1降价的根本原因是，同类产品批得太多，彼此内卷。CDE也很快意识到这个问题，从2021年7月提出“以临床价值为导向的抗肿瘤研发指导原则”，2022年8月提出“以患者为中性的临床试验设计指导原则”增加同质化药物的研发难度，倒逼药企往未满足临床需求发展。

1. PD1这样不正常的竞争格局和早期监管政策的不成熟相关：我国新药审批政策发展起步晚，比美国落后30年时间，PD1研发热潮未能控制进入临床的药物数量，导致当前PD1残酷的竞争局面，影响了投资人对我国创新药发展的信心。
2. CDE监管规则该严的严：优化创新药竞争格局，通过统计今年以来CDE收到的IND申报数量，可以看出国内创新药临床的申请数量以及开展的抗肿瘤药物的临床试验数量在经历了前几年的快速增多后趋于稳定。以目前CDE严格的审评原则，很难再出现PD1这样地狱级别的竞争格局。
3. CDE监管规则该快的快：加快创新好药上市，罕见病药、临床稀缺药物的审批审评速度将加快，发布单臂试验指导原则，单臂临床的批准将更专业化。

2018.1-2022.10 IND注册申报情况



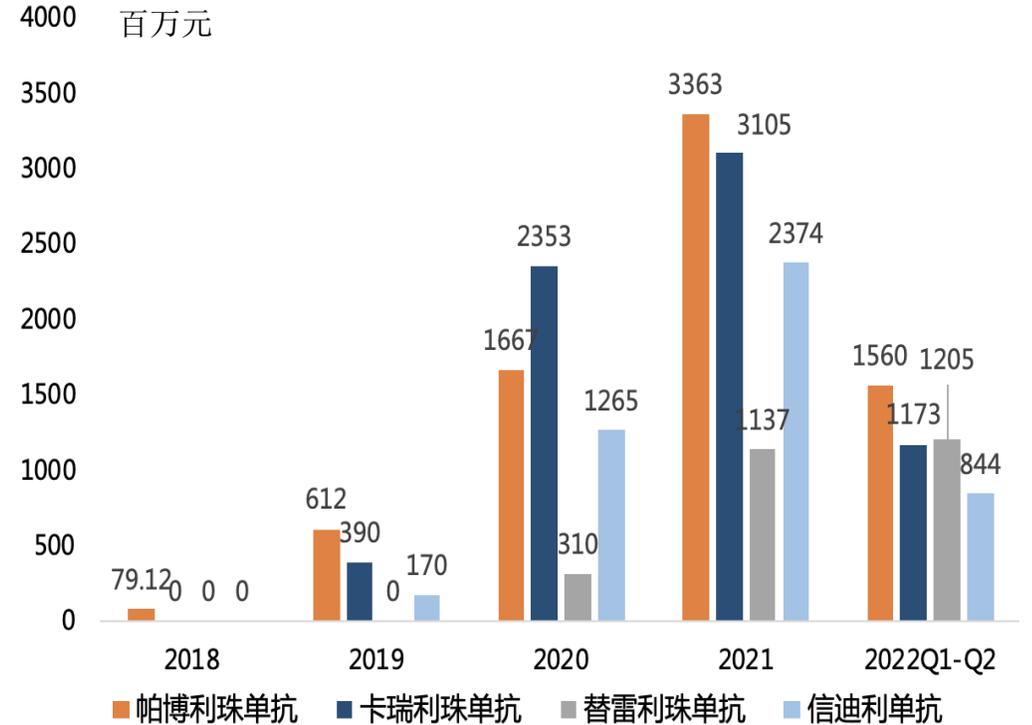
2018.1-2022.10 全球开展抗肿瘤药物临床试验



创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

- **医保愿意给稀缺创新药更高溢价，支付方式也不仅限于医保**
- ✓ PD1的大幅降价本身对国产创新药的长期推广发展存在利好，**PD1降价大大增加其市场渗透率，改善医患对中国创新药低质量的偏见，帮助年轻的国产创新药企快速建立起自己的品牌黏性；带动与之Combo创新药的销售，且这种带动作用在后续管线不断上市后显得更加明显**
- ✓ 医保局愿意为真正的创新好药买单，医保谈判价屡超预期：去年荣昌的维迪西妥单抗医保谈判后的年费为25万，高于市场预期，医保给了国产第一个ADC药物更高的溢价，2022年医保谈判最被投资人关注的品种是康方生物的PD1/CTLA4双抗 AK104，这个产品在今天的医保药物经济学的测算中，是以贝伐珠单抗作为对照药物，贝伐珠单抗的年治疗费用平均在13-15万左右，原研药约20万年费，因此我们推测医保局愿意为AK104支付的价格是远远超过PD1的，只是处于商业策略的考虑今年康方不一定会选择进医保。总体来看如果创新药确实针对未满足临床需求，具备新技术的加成，可以谈出一个合理的价格。
- ✓ 另一角度看，我们统计了几家PD1的在样本医院+零售药店的销售额，纯自费的帕博利珠单抗K药，已经超越了其他几个国产的PD1，成为最大的自费创新药产品，**医保也不一定是创新药唯一的支付方**。此外PD1降价风波后，创新药企也会逐渐意识到依靠恶性降价竞争来获得更大的市场，这条路是走不通的，最后损害的还是企业自己的利益。

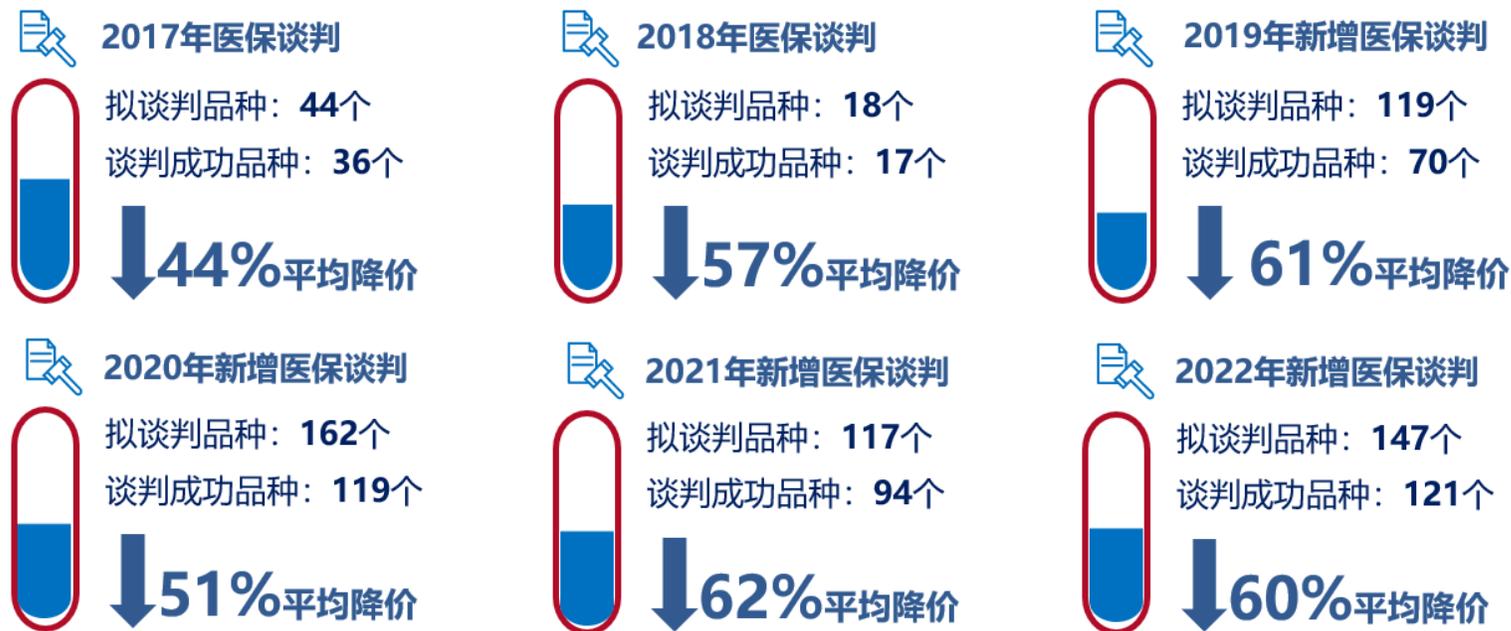
样本医院及零售药店销售额



创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

- **2022年医保谈判结果温和，医保局对优质创新药的支付态度积极**
- ✓ **医保谈判成功率进一步提高，价格降幅稳定。**2022年医保谈判共有147个目录外药品参与谈判和竞价，其中121个药品谈判或竞价成功，总体成功率高达82.3%，创历史新高。2022年通过医保谈判和竞价新准入的药品，价格平均降幅60.1%，与往年基本持平。
- ✓ **优质创新品种谈判价格超预期。**信达生物/亚盛医药的奥雷巴替尼打破了中国伴T315I突变耐药慢粒患者长期面临无药可医的困境，此次谈判后价格为17.5万/年，此价格与谈判前赠药后价格差别不大，价格超预期；豪森药业的聚乙二醇洛塞那肽注射液、甲磺酸氟马替尼片等降幅在10%以内，略超预期；贝达药业的甲磺酸氟马替尼片新增适应症后降幅仅25%；信达生物的信迪利单抗今年新增两大适应症，价格降幅依然在5%左右的很好降幅；此外，先声药业的先必新、和黄医药的赛沃替尼、荣昌生物的维迪西妥单抗、艾力斯的甲磺酸伏美替尼等价格均符合预期。

历年医保谈判品种及价格降幅

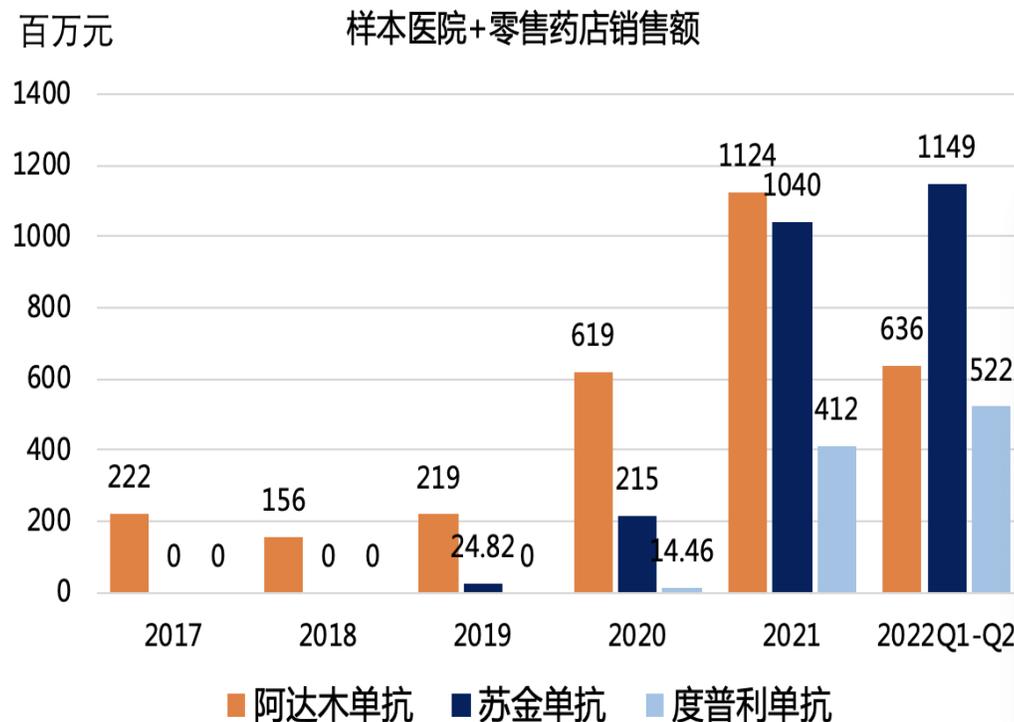


创新药及其产业链筑底已久，多因素利好驱动上涨

➤ 继肿瘤免疫后，其他潜在大品种产品初现雏形

PD1带动了一批创新药公司的腾飞，大品种对创新药企业价值的提升作用是不言而喻的。除了PD1之外，还有一些具备消费属性的创新药品种已经显现出大品种的潜力，这些适应症的患者人群庞大，且患者年轻没有丧失劳动能力，支付意愿比较强：

- ✓ **GLP1减重产品**：诺和诺德的长效GLP1司美格鲁肽，信达生物的GLP1/GCGR双激动剂这些都有望在减重领域成长为大品种。
- ✓ **针对皮肤科难治性慢性疾病领域的创新药**：从样本医院+零售药店的销售额看，在有疫情封控的影响下，针对银屑病的苏金单抗以及针对患者人群更为庞大的特应性皮炎的度普利单抗，2022年内上半年的销售额已经超过去年全年。上市短短3年时间的苏金单抗，2022年销售额有望达到40亿人民币，且依然维持较高的增速。特应性皮炎患者是银屑病的10倍不止，患者大多为未成年人，或35岁以下年轻人，患者瘙痒严重，用药需求和市场也是很庞大的。此外斑秃和雄脱，也是困扰中国人面子问题的又一重要方面，雄脱现有药物缺陷明显，整个领域缺货，关注相关药物研发。
- ✓ **非酒精性脂肪肝病**：我国上亿脂肪肝患者，只能通过改善生活方式的方法治疗，对已经出现的早期肝纤维化也无药可治，海外药企THRβ激动剂的成功打开了NASH治疗的大门，迎接一个全新而异常庞大的疾病治疗市场。
- ✓ **阿尔兹海默症**：勃健和礼来的产品为阿尔兹海默症药物的研发带来了新的希望，这个领域的药企将收获极大的关注
- ✓ **更具靶向性的化疗药物——生物导弹ADC药物**：靶点和新治疗机制的发现依靠基础科学的发展，国内Biotech公司相比海外没有优势，但多抗以及ADC技术属于技术的改进，这种依靠组合研发方式做出更强大产品的研发模式，是勤奋的中国Biotech公司更擅长的事情，并且已经通过很多临床数据初步证明了产品的有效性



不同阶段创新药公司关注点不同

在此之前的Biotech必须要考虑生存问题，做最新的技术提高创新能力是生存必须条件

在此之后的企业需要考虑如何不断扩大壁垒，做到强者恒强

看产品创新力

需要看到未来盈利节点和盈利模式



第一个洗牌阶段为是否能成功，融资上市

第二个洗牌阶段：
不能及时融资或产品无法授权出去产生收益的公司会逐渐由于现金流枯竭而死去或者某些较为有潜力的公司被收购

分化阶段：
1. 部分公司本身商业化团队搭建起来，营业收入迅速增加，加上管线产品大量上市，后续研发投入持续增加，管线在成长，向Pharma发展
2. 没能建立商业壁垒，以授权合作的形式获得收入，拓展管线，向成熟BioTech发展

产品收入
研发投入
商业化投入
规模大到影响研发效率
BD眼光，收购优质资产
商业能力已成为护城河

分析融资/商业授权能力
警惕商业化泡沫（销售靠人数堆）

- 刚上市阶段，融资多，现金很充裕
- 主要为研发投入
- 但由于产品暂未广泛开展临床研发投入较小

- 现金较充裕
- 主要为研发投入，开始着手搭建商业化团队，有部分商业化投入
- 产品的临床逐渐获批开展，核心产品进入注册临床，研发费用增长较快，无营业收入

- 现金流紧张
- 主要为研发投入，商业化投入，少量收入
- 多个产品进入后期临床研发费用迅速增长，部分产品进入商业化，销售费用激增，但产品上市不久，营业收入少

- 现金流平稳
- 主要为研发投入，商业化投入，大量收入
- 研发费用稳定增长，大量产品已进入商业化，销售费用激增，但核心产品已放量，多个产品在销售，营业收入迅速增加

- 现金流健康
- 主要为研发投入，商业化投入，稳定的大量收入
- 研发费用趋于稳定，大量产品已进入商业化，销售费用趋于稳定，多个产品已放量，营业收入稳步增加

国内Biotech公司的现金流情况

公司名称	2021年现金、银行存款、可交易金融资产(亿人民币)	2022H1现金、银行存款、可交易金融资产(亿人民币)	2021年来自产品销售(亿人民币)	2022年H1来自产品销售(亿人民币)	2021年年报研发费用(亿人民币)	2022H1研发费用(亿人民币)	2022H1现金/(2022H1研发费用*2)	2021年年报研发费用/营业收入	2022H1研发费用/营业收入	2021年年报销售费用(亿人民币)	2021年年报管理费用(亿人民币)	2022H1销售费用(亿人民币)	2022H1管理费用(亿人民币)
诺诚健华	59.29	65.19	2.42	2.17	7.22	2.74	11.92	69.38%	111.20%	2.98	1.41	1.860540	0.785190
和铂医药	13.62	14.51	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	6.96	5.61	1.29	—	—	2.64	—	0.004564	1.029462
亚盛医药	17.44	16.99	0.05	0.79	7.66	3.41	2.49	2746.30%	356.51%	0.48	1.44	0.713360	0.823490
康方生物	26.42	27.10	2.12	2.97	11.23	5.95	2.28	497.72%	372.12%	1.79	2.44	1.495010	0.927410
康宁杰瑞	19.85	17.09	0.12	0.54	4.81	2.16	3.95	329.65%	288.53%	0.77	—	0.148200	0.440970
康诺亚	35.24	34.22	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	3.58	1.64	10.43	—	—	0.92	—	0.025370	0.450000
科济药业	30.07	27.40	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	5.02	3.16	4.33	—	—	1.26	—	—	0.629810
和黄医药	65.76	55.45	6.57	6.11	19.44	12.20	2.27	83.98%	89.95%	8.26	—	5.351805	—
翰森	147.02	169.78	97.08	40.36	17.97	7.40	11.47	18.09%	16.70%	34.28	9.43	16.83	2.92
和誉	25.46	24.97	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	2.26	1.59	7.85	—	—	1.25	—	—	0.56
歌礼	24.95	24.84	0.71	0.52	2.13	2.10	5.91	277.04%	552.63%	0.21	0.30	0.10463	0.18
信达生物	90.22	83.18	40.01	20.41	24.78	10.78	3.86	58.04%	48.13%	27.28	8.84	13.98	4.08
百济神州	284.42	382.55	33.36	37.98	94.85	50.16	3.81	124.06%	115.36%	64.36	—	28.19	12.58
药明巨诺	18.34	15.50	0.31	0.66	4.14	1.96	3.95	1345.88%	296.97%	1.71	2.02	0.84	0.91
君实生物	35.07	34.07	4.85	2.98	20.69	10.62	1.60	51.40%	112.26%	7.35	6.42	3.07	2.91
亚虹医药	26.13	28.92	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	1.91	0.93	15.54	—	—	0.04	0.60	0.05	0.34
天境生物	35.94	39.22	尚未开始商业化销售	尚未开始商业化销售	12.77	4.50	4.36	—	—	9.48	—	1.9623	—
中国生物制药	105.69	156.75	270.40	150.60	36.78	21.90	3.58	13.69%	14.41%	105.18	21.85	57.52	—
恒瑞	131.20	185.02	258.99	102.28	59.43	21.84	4.24	22.94%	21.35%	93.84	28.60	32.67	9.77
石药	90.60	143.69	278.18	146.45	34.32	18.84	3.81	12.32%	12.07%	104.43	10.10	54.10	5.65
先声制药	25.93	28.24	45.92	24.36	14.17	6.52	2.17	28.34%	24.15%	20.37	3.80	10.29	1.88
泽璟	10.84	10.91	1.47	1.04	5.09	2.55	2.14	267.39%	242.86%	1.40	0.78	0.91	0.42
艾力斯	22.40	20.38	2.36	3.00	2.23	0.89	11.46	42.07%	29.61%	2.69	0.98	1.72	0.43
神州细胞	3.49	4.99	0.60	3.76	7.33	3.43	0.73	545.43%	104.26%	1.21	1.28	0.97	0.61
加科思	15.27	14.67	尚未开始商业化产品销售	尚未开始商业化产品销售	2.81	1.77	4.15	—	—	0.45	—	0.23	—
云顶新耀	26.40	19.56	尚未开始商业化产品销售	尚未开始商业化产品销售	6.13	3.46	2.83	—	—	1.98	2.43	1.48	1.19
德琪医药	13.14	21.50	0.29	0.54	4.05	1.79	5.99	1408.21%	332.22%	0.68	1.69	0.90	0.86
圣诺医药	14.12	11.39	尚未开始商业化产品销售	尚未开始商业化产品销售	2.72	2.15	2.64	—	—	6.88	—	0.69	—
贝达药业	7.92	7.29	22.058	12.36	5.66	3.17	1.15	25.20%	25.30%	8.15	3.27	4.40	3.09
荣昌生物	18.63	32.12	1.31	约3.3	7.11	4.50	3.57	49.86%	128.57%	2.63	2.20	1.50	1.04

目前创新药行情已经演绎到什么程度了？

2021年6月创新药公司估值处于顶部位置时Biotech公司的估值水平为峰值销售额8-10倍，且当时的早期管线也会纳入估值测算，当前位置的创新药公司PS为4倍，且基本只测算确定性较强管线的价值，行业估值方式是保守的，距离历史顶部位置还很远。但当前位置可能到了部分投资人的估值兑现点，加上货币政策的边际变化，短期内可能会产生波动。但创新药的关注度以及资金热度，以及创新创造更大市场空间的行业属性不变，且降息周期迟早会来，留给创新药行情演绎的时间可以很长，我们认为行情依旧会延续。

Alpha尚未调整到位，估值空间大的公司：

- 1) **康宁杰瑞制药**：一线III期胰腺癌数据，联合阿昔替尼一线非小数据（如果数据好海外权益有望授权给辉瑞，并和K药开展头对头），JSKN003 I期澳洲数据，KN026 胃癌和结直肠癌数据。
- 2) **和黄医药**：唑喹替尼的三四线结直肠癌适应症预计将会在2022年底或者2023年初在美国、欧洲、日本三地申报上市；2023年下半年有2个注册性临床数据的读出分别为唑喹替尼联合PD1治疗子宫内膜癌，以及Syk小分子抑制剂治疗二线免疫性血小板减少适应症的数据读出。
- 3) **亚虹医药**：二季度首个非肌层浸润膀胱癌口服药物读出数据，三季度治疗高级别宫颈癌前病变的光动力疗法读出III期数据，光动力疗法对女性生育能力的保护作用，有望在未来赢得更好的医保支付。

质地好Beta行情的公司：

- 1) **诺诚健华**：2023年下半年有望读出海外MS II期临床数据验证BTK在自免上的成药性。
- 2) **信达生物**：2022年收入基数低，23年疫情放开后收入预期增速高。23年将会有4个品种以及一个大适应症获批上市（RET, PI3K, BCMA CAR-T, PCSK9获批上市，PD1联合贝伐珠，TKI治疗失败后的非小适应症获批上市）。GLP1 减重的III期临床入组已经结束，2023年年底或者24年上半年读出III期数据，2023年年中读出II期临床高剂量组9mg组数据。
- 3) **康方生物**：2023年下半年AK104 一线胃癌III临床数据可能会读出，AK112的TKI耐药的III期临床数据读出。一些列II期临床数据的更新。
- 4) **百济神州**：2023年1月20日百济泽布替尼CLL适应症的POUFA 日期，可能在此时间点前后获批；PD1 替雷利珠单抗的二线食管鳞癌适应症海外获批可能有新的进展。
- 5) **荣昌生物**：2023上半年读出IgA肾炎的海外II期临床数据；泰它西普存在明年授权的可能性。
- 6) **康诺亚**：2023年初的ASCO-GI会议上会公布Claudin18.2 ADC的剂量爬坡数据，该产品也具备海外授权的预期，时间节点不确定。此外2023年年中康诺亚核心产品CM310 的特应性皮炎以及慢性鼻窦炎伴鼻窦息肉的临床数据会先后读出，并且申报上市。在突破性疗法的加持下审批会提速。

三、2月行业投资策略及标的

◆ 2022年创新药医保谈判结束，医保进入比率及降价幅度符合市场预期，创新药有望迎来持续板块大机遇。对2023年充满信心、结构化医药牛市或将开启，三大因素支撑其牛市：其一疫情结束，门诊量及手术量陆续恢复将是必然，2月份数据很可能得到验证。每年医保支出每年稳定14%以上增长，最终医药板块上市公司业绩成长性、稳定性将是资金首选；其二经历了过去两年下跌医药板块估值较低、处于近十年低位，公募基金配置比例仍处于低配状态；其三中药政策及医保、药审政策多点持续回暖。另外从医药板块投资特点上看，前期为投资复苏预期、后续需要复苏预期验证，从复苏预期到EPS验证阶段。

◆ 1月份创新药板块迎来大幅反弹，后续创新药行情是否延续？我们认为，2021年6月创新药公司估值处于顶部位置时Biotech公司的估值水平为峰值销售额8-10倍，且当时的早期管线也会纳入估值测算，当前位置的创新药公司PS为4倍，且基本只测算确定性较强管线的价值，行业估值方式是保守的，距离历史顶部位置还很远。但当前位置可能到了部分投资人的估值兑现点，加上货币政策的边际变化，短期内可能会产生波动。但创新药的关注度以及资金热度，以及创新创造更大市场空间的行业属性不变，且降息周期迟早会来，留给创新药行情演绎的时间可以很长，我们认为行情依旧会延续。

◆ 具体配置思路

- 中药领域：方盛制药、济川药业、康缘药业等；
- 创新药领域：和黄医药、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、亚虹医药等；
- 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；
- 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗，建议关注可孚医疗等；
- 科研服务领域：诺禾致源、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药等；
- 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；
- 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；
- 医美领域：爱美客、华东医药等；
- 生长激素领域：长春高新，建议关注安科生物等；
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物，建议关注万泰生物等；
- 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；
- 血制品领域：博雅生物等；

◆ **【重点推荐组合】** 和黄医药、恒瑞医药、诺禾致源、爱尔眼科、科美诊断、康缘药业、方盛制药，建议关注康宁杰瑞制药

◆ 风险提示：市场推广不及预期；新产品研发不及预期；市场竞争加剧；新冠疫情反复影响海内外业务拓展等。

■ 康宁杰瑞制药：深耕双抗领域，核心产品进入收获之年

- **技术平台加固护城河，双抗平台彰显价值：**公司是国内少数拥有异二聚体双抗技术平台的企业之一，能够解决双链错配的行业难题。同时公司还拥有糖基偶联双抗ADC平台等专有生物制剂平台。雄厚的科研实力助力公司管线布局，核心产品包括：KN046（PD-L1/CTLA4双抗）、KN026（HER2双抗）、KN035（皮下注射PD-L1单抗）。
- **核心产品进入关键临床，2023年迎来里程碑进展：**KN046多项注册临床研究进展顺利：一线治疗晚期胰腺癌的III期数据有望2023年Q3读出并报产，将为胰腺癌治疗带来新希望；一线鳞状非小细胞肺癌III期OS数据读出，申报NDA；046联合阿希替尼一线NSCLC的II期临床数据读出。HER2双抗KN026单药治疗晚期HER2表达胃癌II期临床结果和结直肠癌数据读出，JSKN003（HER2双抗ADC）的I期数据。
- **KN035差异化优势显著，商业化迅速推进：**KN035作为全球首个皮下注射的PD-L1单抗，用于治疗MSI-H/dMMR晚期实体瘤。纳入2022年CSCO指南。在用药安全性、患者依从性、适应症差异化等方面均有较大优势，在PD（L）1单抗“内卷”竞争中仍然拥有差异化价值。2022年上半年贡献利润约0.54亿元，预计2022年全年贡献利润1.4亿元左右。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险

■ 和黄医药：厚积薄发，以差异化产品优势面向全球市场

- **专注于创新药研发逾20年，自主研发13个抗肿瘤创新分子：**公司在小分子药物领域深耕多年，聚焦抗肿瘤治疗领域。目前已有3款核心产品国内上市。1款产品（呋喹替尼）已向美国FDA递交了上市申请。共计超过40项临床研究正在全球范围内进行。
- **三款商业化产品销售不断放量，肿瘤业务收入预计符合预期：**2022年上半年，公司肿瘤/免疫业务综合收入达到0.9亿美元，同比增长113%。今年全年的肿瘤业务收入目标为1.6-1.9亿美元，有望达成预期。在手现金资源充沛，截至2022年上半年，现金资源8.26亿美金，23年还会收到武田制药的首付款4亿美金，进一步扩充了现金流。
- **呋喹替尼海外授权落地，赛沃替尼成功进入医保：**和黄医药与武田制药（Takeda）达成独家许可协议，武田在海外负责推进呋喹替尼的开发、商业化和生产。协议涉及首付款4亿美元+7.3亿美元的潜在未来里程碑付款，总额可高达11.3亿美元，并外加特许权使用费。武田作为全球化的Biopharma，拥有一流的肿瘤药物开发和商业化能力。有望最大化开发呋喹海外的商业化潜力。赛沃替尼成功纳入医保目录，将提高患者的可负担性和可及性，有利于加速放量。
- **海内外管线持续推进，23年催化剂看点不断：**呋喹替尼针对三线以上结直肠癌适应症将在美国、欧洲和日本完成上市申请。下半年针对二线胃癌和联用PD1针对子宫内膜癌的注册性临床数据有望读出。Syk抑制剂治疗2线免疫性血小板减少症和PI3K抑制剂针对的三线滤泡淋巴瘤的数据有望读出。
- **盈利预测：**我们预计2022~2024年公司国内肿瘤业务收入为12.28、17.15和28.86亿元人民币，2027年达到销售峰值为63亿元人民币。合理目标市值：在仅考虑国内销售额的情况下，呋喹替尼20亿销售额，赛沃替尼30亿，索凡替尼10亿，60亿销售峰值，3倍PS，贡献180亿元市值。海外赛沃替尼和呋喹替尼的利润预计为10亿和7亿元，15倍PE，总计海外销售利润折现后贡献市值为131亿元。另外有上海和黄药业这一优质资产，营收稳定，每年至少贡献利润5亿元，价值至少75亿元。因此，2023年**公司目标市值为386亿元人民币**，依然处于历史底部位置，维持“**买入**”评级。
- **风险提示：**创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争恶化风险

■ 恒瑞医药：黎明将至，“创新+国际化”引领新征程

- **投资逻辑：**2019-2022年，公司受到集采、疫情多重影响，业绩、估值受挫。我们认为，恒瑞医药的研发、销售能力依旧强大，龙头位置稳固。随着“集采出清+创新兑现+国际突破”，公司将进入新的稳定增长阶段，国际化打造第二增长曲线，实现业绩和估值共振。
- **集采利空释放，预计22Q4-23Q2迎接业绩拐点。**1) 仿制药利空即将出清，自2018年以来，第1-7批集采中选22个品种，价格平均降幅74.5%。其中，第三、五批集采品种对应销售额分别为19、44亿元。整体来看，10+亿元品种多数已被纳入集采，仿制药利空有望于2023年消化，并逐渐企稳回升；2) “集采+疫情”双重影响，业绩底已铸，2021Q4、2022Q1、2022Q2收入分别为57.07、54.79、47.50亿元，归母净利润分别为3.23、12.37、8.82亿元，为近10个季度最低水平。3) 历经2021年的构架合并、人员优化，公司管理、销售费用率下降，运营效率、人均销售单产提高。子公司Luzsana、瑞石生物探索对外合作研发，研发投入资本化，缓解业绩压力。
- **2025年，有望形成25+创新药矩阵，收入体量超250亿元。**截至2022年9月，公司已经上市创新药达12个，NDA阶段的创新药达6个，III期阶段的创新药超10个，增长动力强劲。1) 12个创新药已上市，其中卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、阿帕替尼等5个创新药2021年H1贡献52亿收入，瑞玛唑仑、海曲泊帕乙醇胺、氟唑帕利等6个创新药尚待兑现；2) 6个创新药处于NDA阶段，瑞格列汀、普那布林、SHR-1316 (PDL1) 等，呼之欲出；3) 10+创新药处于3期阶段，SHR1701 (PD-L1/TGF- β)、SHR-0302 (JAK1)、SHR-A1811 (HER2-ADC) 等，带动收入结构优化。4) 国际化方面，创新药重点推进11条管线，双艾HCC、ARi mHSPC、TPO CIT适应症快速推进，有望打造第二增长曲线。
- **创新药结构机会明显，龙头有望享转型红利。**1) 国产创新药存在结构性机会，中国药品终端销售额超过2万亿。国产创新药获批65个，假设每个创新药销售额为10亿元，终端市场仅650亿元；2) 根据RDPAC数据，发达国家创新药市场占比超50%。医保基金腾笼换鸟，带量采购节约费用超2.6千亿元，仿制药的医保基金占比逐渐降低；3) 假设，随着医保支付比例逐渐增加，国产创新药市场占比达35%，对应终端市场为7千亿元，仍有近10x增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司2022-24年归母净利润43/50/59亿元，当前市值对应2022-24年PE为62/54/46倍。由于：1) 公司为行业龙头，内生增长动力强劲；2) 集采负面影响缓解，创新逐渐兑现，迎接业绩拐点；3) 持续推进国际化，有望迎来质变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**带量采购风险，竞争恶化风险，研发失败风险，新冠疫情风险

■ 诺禾致源：全球科研测序龙头企业，疫情后有望重回高增长

- **全球基因测序受益于下游高增长和海外外包率提升，公司作为全球龙头显著受益。** 基因测序作为生命科学领域底层技术，广泛应用于科研、临床、消费。受益于下游科研和制药企业的高增长，以及海外外包率的快速提升（中国高校端外包率接近100%，海外仅20%），近年来全球行业增速大约18%，2021年市场规模约180亿美元，行业持续高景气。诺禾致源作为全球科研龙头，国内市占率约25-30%，全球市占率5%，依托品牌和规模优势将显著受益。
- **短期来看，疫情防控放宽，业绩有望重回高增长。** 公司2015-2019年业绩曾保持高速增长，营收与归母净利润CAGR分别为49.2%/46.1%，由于下游科研端客户占比超六成，因而新冠疫情爆发以来公司业绩受扰动较大。当前，国内外防疫逐步取消，下游需求有望回补，公司业绩重回高增长。
- **长期来看，产能扩张+海外布局打开成长空间。** 公司自研Falcon自动化系统降本增效成果显著，降低人工成本70%，缩短交付周期60%。按照公司定增规划，公司未来4-5年测序能力将提升到当前的5倍，布局国内的华南、西南，海外的欧盟、英国、美国、东南亚等，支撑5倍以上收入体量。随着实验室逐步进入稳态以及海外占比的提升，公司规模效应体现，净利润率有望提升到15%左右，对应15亿以上利润，潜在市值空间约400-500亿元。
- **盈利预测与投资评级：** 公司为全球科研测序龙头，我们预计2022-2024年营收分别为20.89/27.57/35.85亿元，归母净利润分别为1.98/3.05/4.20亿元，当前股价对应估值分别为67/44/32倍。考虑到公司海外市场发展乐观，经营持续向好，业绩有较大增长空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 新冠疫情反复；海外外包率提升不及预期；对核心供应商依赖程度较高；测序价格下降风险等。

■ 爱尔眼科：大专科赛道的强护城河龙头，新十年高质量发展

- 1) 我国是全球眼病患者最多的国家，预计至2025年近视人群数量超6亿、白内障患者人数接近1.5亿。我们估计2020-2030年行业整体规模复合增速约15%，行业空间持续扩容。爱尔眼科是眼科医疗服务赛道上的龙头企业，以总收入计算的市占率约10%，公司龙头地位持续巩固。
- 2) 公司“中心城市医院-省会医院-地级医院-县级医院”分级连锁模式实现上下级医院的分工配合与互相协助，并向基层渗透，同城医院网络加深布局，解决中国眼科医疗资源分布不均的痛点，实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。公司体外产业基金孵化医院资产，扩张并购稳步推进，公司体内外在全球范围内累计网点达700余家，覆盖中国、欧美以及东南亚，具备全球影响力。
- 3) 长期看，爱尔眼科是大专科赛道的强护城河公司，业绩增长持续性与抗风险能力强，新十年开启高质量发展。从业务增长角度，公司在国内最早开始进行业务结构战略转型，近年来消费眼科业务收入占比稳步提升，2022H1屈光和视光业务收入占比合计约64%。品牌强化与术式升级将继续推动近视屈光手术量价齐升，视光业务有望在OK镜渗透率提升、离焦镜加大普及等推动下保持高增长，屈光、视光等高成长业务也将推动公司业绩稳步快增长。从医院增长角度，拆分公司历次并购医院的数据可见，上市公司体内存量医院是最主要的盈利贡献，新老院利润率同步持续提升，协同驱动业绩稳健较快增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 27.90/36.34/46.70亿元，对应当前市值的估值分别为 83/64/49倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**医院扩张或不及预期；疫情反复；医疗纠纷等。

■ 科美诊断：第四代光激发光优势明确，小而美企业业绩放量在即

- **第四代光激发光优势明确，小而美公司业绩放量在即：**公司主要产品为基于光激化学发光的LiCA系列和基于酶促免疫的CC系列诊断试剂及仪器；其中LiCA系列为主打产品，已上市LiCA500/800/Smart等多款仪器，覆盖各类医院。公司在传染病等优势领域的基础上，依托光激方法学对小分子检测高精度的优势，加速产品线拓展，目前已有66项产品注册证，基本覆盖高频检测项目。随着公司LiCA系列完成对CC系列的替换，入院设备持续放量，我们认为公司业绩将进入快车道，预计2022-2024年净利润CAGR近50%。
- **发光检测空间大，公司有望实现真正进口替代：**我国发光市场规模有望在2025年达634亿元，2019-2025年CAGR为19.2%，仍保持快速增长。目前我国76%的市场被罗雅贝西等外资占据，随着DRG/DIP等控费政策推进，检验科将回归优质且高性价比的检测项目。而公司作为第四代发光技术企业，在小分子和传染病领域一流的检测精度、高效的均相检测、低成本等多优势，帮助医疗机构降本增效，将在进口替代浪潮中占到先机，实现对跨国巨头真正的替代。
- **第四代发光技术，纳米高分子微球+均相反应，检测质量高速度快：**公司自主研发的光激化学发光LiCA平台为第四代化学发光，对比传统发光方法学，采用独创的纳米级微球，反应迅速且充分，在检测精度、灵敏度、特异性等方面具备独特优势，尤其是在激素等小分子检测领域。且光激发光为均相检测，无需清洗过程，避免了结合状态标记物被洗脱而造成检测误差，且检测速度更快，通量高，无需清洗液等耗材，成本更低。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年总营收分别为4.77/6.47/8.90亿元，同比增速分别1%/36%/38%；归母净利润分别为1.45/2.21/3.15亿元，同比增速分别2%/53%/42%，2022-2024年PE估值分别为36/24/17倍；基于公司1) LiCA平台装机加速，2) DRGs等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

■ 康缘药业：中药创新药引领者，产品梯队丰富

- **中药创新药引领者，强研发支出打造丰富的产品梯队与在研产品：**公司是我国中药创新药引领者，多年来研发投入不断加强，22年前三季度研发费用率达14%（18年为8%），近5年始终高于同类公司。目前拥有203个批件，43个中药独家品种；47个18版基药品种，其中独家品种为6个。截至22年底，公司有23款中药新药处于申请临床及以上阶段，三期临床3个，二期临床12个；同时公司注重研发成果转化，21-22年间已有3个中药新药获批（共19个），领先于同类上市公司。
- **基药品种驱动业绩新增长，新版目录有望纳入2-3个新品种：**公司依托“基药986”使用原则，持续释放基药品种发展潜能，七大基药为代表的口服品种销售额2021年已占到公司总收入的56.61%，助力公司销售结构改善。其中金振口服液在纳入基药目录后持续快速放量，2022年前三季度增速接近70%，销售额即将突破10亿元，在儿科中成药领域已占据稳固地位。考虑到我国儿科用药短缺现状，未来金振口服液销售额有望突破20亿元；杏贝止咳颗粒等其余产品目前基数较小，但增长迅猛，未来有望成长为5亿级。此外，新版基药目录调整在即，参照历史情况，我们认为新版基药目录有望新纳入公司2-3个独家品种，进一步拓宽公司独家基药产品群。
- **中药注射剂型行业触底反弹，大单品二萜内酯、热毒宁业绩修复明显：**中药注射剂样本医院销售额21年降幅已收窄至1.6%（20年降幅为29%），此外中药注射剂在疫情中得到认可、丹红解除限制等均表明中药注射剂行业已触底反弹。公司大单品二萜内酯21年销量突破1000万支，基本抹平医保续约降价的缺口，考虑到二萜内酯有效成分、临床认可度高等优势，未来销售额有望突破20亿元；热毒宁同样止住下滑，22年前三季度院端恢复明显，并在以往薄弱西北地区快速放量，对标喜炎平销售情况，热毒宁销售额未来有望重回10亿元。
- **销售体系改革不断深化，助力公司将产品优势转化为业绩成果：**公司自2021年以来持续进行营销体系改革，1)由各主管组建销售团队，实行医院主管负责制；2)淘汰末尾人员，2021年销售人员人均创收大幅提高至126万元（+74%）；3)医院主管团队内部区分口服和注射剂；4)发布股权激励计划，激发团队积极性。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司的产品储备丰富，且临床效果认可度高，同时营销改革不断深化下有望将公司的研发优势转化为销售成果，我们预计公司2023-2024年间归母净利润为4/5.15/6.44亿元，对应当前股价PE分别为32/25/20倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**重大政策变更风险，市场竞争加剧风险，研发进展不及预期风险等。

■ 方盛制药：战略聚焦中药创新，“338”产品矩阵使公司快速增长

- **公司聚焦主业，剥离非核心业务带来较高的投资收益，同时2023年对公司利润端的影响大幅减少。**2022年，公司转让佰骏医疗36.8%的股权，Q3确认投资收益1.8亿元。佰骏医疗22年全年亏损0.8亿元，影响归母净利润-0.27亿元，剔除佰骏对公司利润的影响，2022年公司扣非归母净利润为1.24-1.37亿元。自2022年Q4，佰骏医疗不再纳入合并报表范围内，2023年对公司利润端的拖累大幅降低。
- **二十大报告指出中医药创新传承发展，药审中心及医保局等支持其发展，中成药需求持续增长。**2020年4月、2021年12月国家药监局、医保局分别发布《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》、《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，支持创新中药审批及医保支付。2021年中药创新药审批制度改革初显成效，2019-2021年获批的17款创新中药，方盛制药占2款。中成药在2018版基药目录中的占比提升至39.12%，较2009版提升6pct，各级医院基本药物使用金额、使用频度占比均有所上升。中成药作为基药目录的重要成分，有望借此加速放量。
- **打造“338”大品种，销售收入有望突破50亿。**公司通过对政策影响和行业变化趋势进行研判，进一步聚焦专业品类领域，战略提出打造单品“338工程”的产品集群目标。“338工程”即5-10年内，助力打造3个10亿元大产品、3个5亿元大产品和8个超亿元产品，按照该口径计算，5-10年后，仅大品种的销售额可达到53亿，较2021年15.67亿元的收入体量有较大提升。公司“338”产品矩阵优异，制药板块业绩稳步增长。2022年，小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏（蜜炼）/露等产品的销售收入同比增长均超过170%；化药方面，依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长140%以上。公司挖掘市场潜能，调校营销方式，已逐步建立起从产品开发、上市以及上市后市场营销的系统方法，后续有望借助基药、医保及集采政策，加快产品上量速度实现快速增长。剥离非主业资产导致2023年表观增速慢，我们预计2023年中医药工业收入增长20%以上，2024年核心产品进入医保谈判及基药后有望35%以上增长；剔除投资收益，未来三年归母利润复合增速超45%增长，成为中药板块稀缺标的。
- **盈利预测与估值：**我们预计2022-2024年营业收入为15.67/18.74/18.80亿元，归母净利润为2.89/1.63/2.36亿元，2022年归母净利润的大幅提升系转让佰骏医疗股权所得投资收益，剔除后公司扣非归母净利润预计为1.0/1.6/2.3亿元，对应当前市值的PE为39/24/16倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期风险等。

五、风险提示

- ◆ **市场推广不及预期：**生命科学服务行业长期为国外巨头垄断，品牌壁垒高，国内企业进行品牌建设需要时间，存在市场推广不及预期的风险；
- ◆ **新产品研发不及预期：**生命科学服务行业多学科交叉，高技术壁垒，国内企业新产品研发可能存在瓶颈或新产品品质与进口品牌存在较大差距；
- ◆ **市场竞争加剧：**赛道高景气，一级市场融资活跃，虽然国内企业现在主要在抢占进口份额，但在低附加值的产品上面临竞争加剧的风险；
- ◆ **新冠疫情反复影响海内外业务拓展：**新冠疫情在全球范围内还未得到有效控制，疫情反复将一定程度影响公司海内外业务的拓展。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园