

医药行业3月策略报告：

# 医药成长+复苏两手抓，看好中药、科研服务等子行业

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3月2日

年初以来医药板块涨幅约4.5%，其中中药及化药领涨，我们认为医药板块坚持两个选股思路，即成长与复苏，中药、创新药及药店等成长赛道，临床CRO、消费医疗、科研服务等复苏赛道。前者为一季报甚至2023年均预计有较高增长，后者需要到2、3月份持续验证。科研服务类高校疫情期间影响巨大，复苏弹性极大，建议3月份重点关注。

◆需求端：①2015-2021年政府属研究机构与高校经费稳健增长，CAGR分别为10%，14%；根据2022H1高校经费预算，预计2022年同比仍有10%以上增长；②规模以上工业企业研发投入2015-2021年CAGR14%，申万生物医药成分股2022前三季度研发费用同比增长19%；③因此科研服务需求端基本盘没有问题，需求端问题主要为投融资下滑导致的biotech资金不足，根据2022年11月-2023年1月生物医药投融资数据，我们对于融资回暖持乐观态度。同时国内科研服务行业仍处于国产替代的加速期，赛道长牛逻辑未改。

◆催化剂：疫情以来高校防疫管控严格，科研服务企业入校推销难度增加，同时实验室科研活动持续受疫情扰动。当前疫情过峰，2022Q4科研活动受阻严重，学生毕业、论文发表压力大，下游需求有望于2023年Q1-Q2回补。

◆建议关注高校科研业务占比较高或Q1有超预期可能的标的：推荐诺禾致源、泰坦科技等；随着biotech投融资回暖，有望于Q2之后业绩修复的标的：百普赛斯、药康生物、奥浦迈、纳微科技、南模生物等；其他超跌标的：华大智造、海尔生物、康为世纪、阿拉丁等。

◆**中药行业利好政策频发，着重强调中药服务体系建设和医保支付倾斜政策的落地。**方案是十四五政策的延伸，激励中药行业稳定快速发展，龙头企业直接受益；此外建议重点关注一季报超预期的中药创新药企业。

## ◆具体配置思路

- 科研服务及CXO领域：诺禾致源、泰坦科技、金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、泰格医药、诺思格等；
- 中药领域：康缘药业、方盛制药、佐力药业、济川药业等；
- 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、科美诊断等；
- 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；
- 眼科服务：爱尔眼科、普瑞眼科，建议关注华夏眼科等；
- 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，我武生物等；
- 血制品领域：博雅生物等；

◆【重点推荐组合】诺禾致源、方盛制药、康缘药业、佐力药业、科美诊断、新产业、普洛药业、恒瑞医药，建议关注康宁杰瑞制药、百济神州。

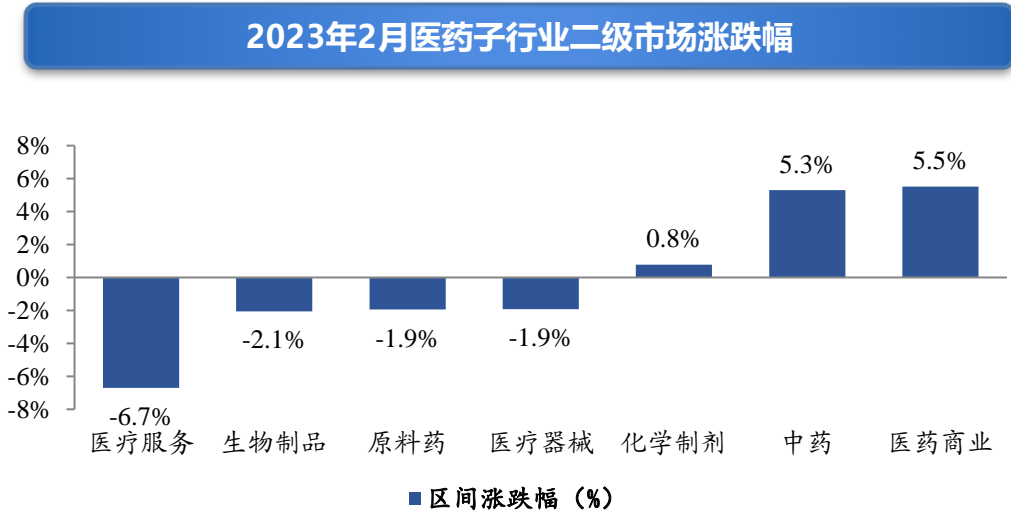
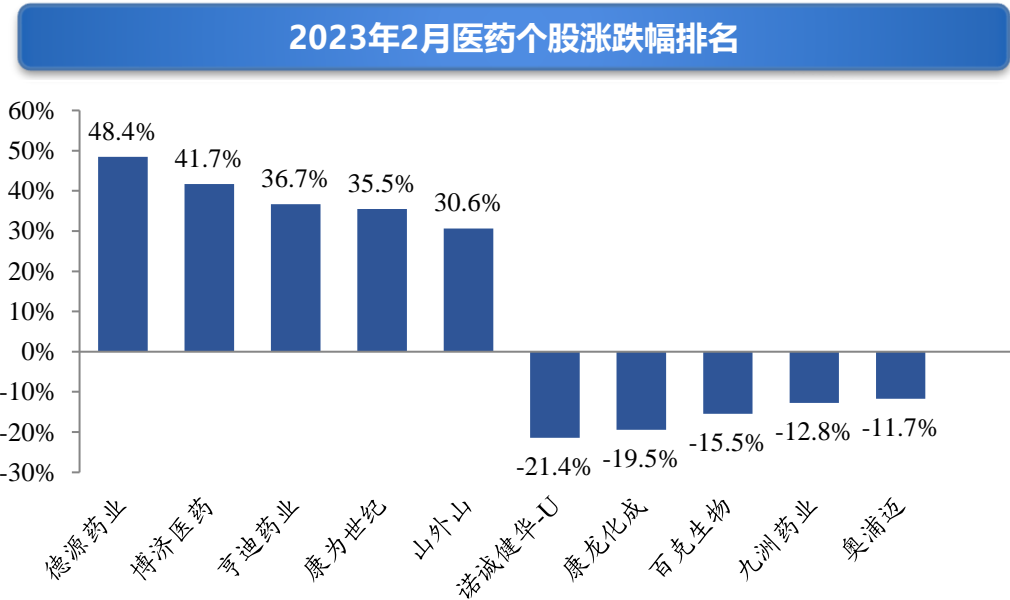
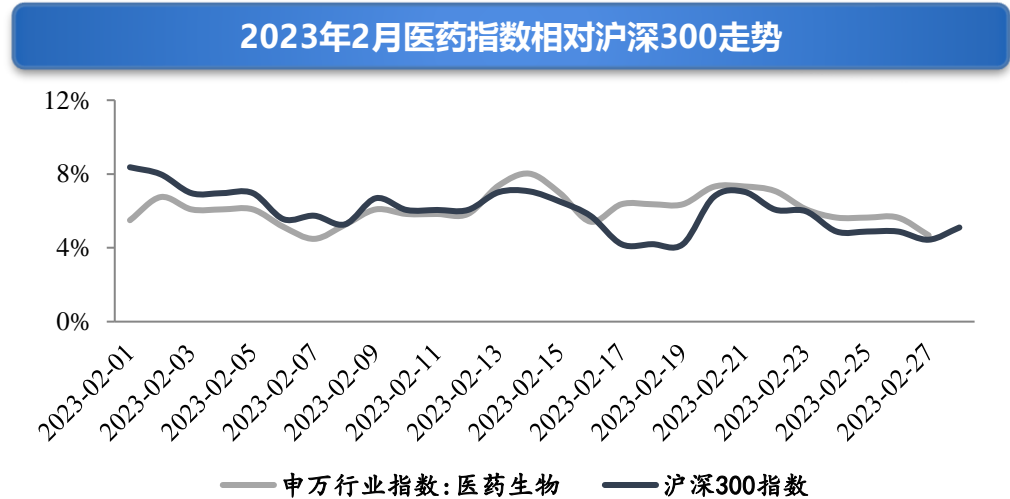
◆风险提示：市场推广不及预期；新产品研发不及预期；市场竞争加剧；新冠疫情反复影响海内外业务拓展等。



- **一、医药板块具备较高性价比**
- **二、科研复苏确定性强，赛道长牛逻辑未改**
- **三、3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

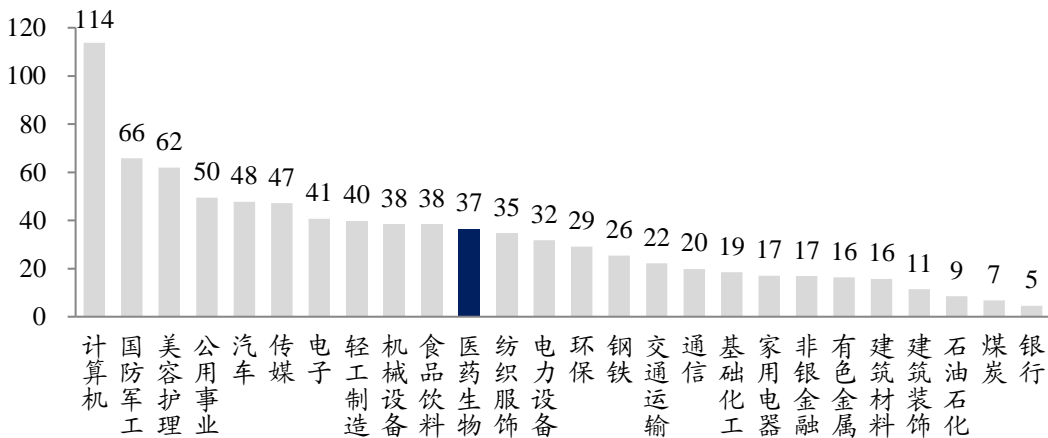
## 1.1 医药二级市场表现 (2023/2/1-2023/2/28)



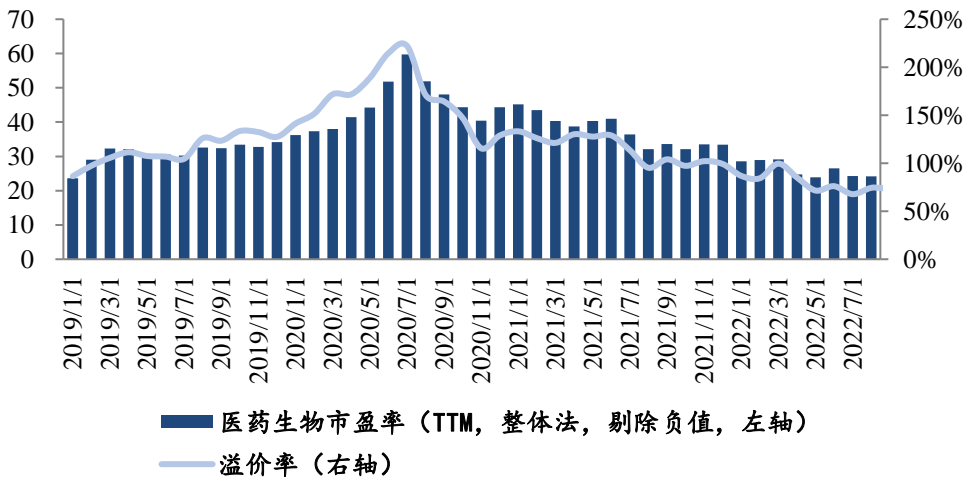
- 2023年2月1日至2月28日，申万医药生物指数上升6.8%，高于沪深300指数1.7个百分点。
- 2023年2月各医药子行业中，化学制剂、中药、医药商业板块均有不同幅度上涨，医疗服务、生物制品、原料药、医疗器械板块均有下跌。
- 2023年2月份医药个股中涨幅最大的分别为德源药业 (+48%)、博济医药 (+42%)、亨迪药业 (+37%)，跌幅最大的分别为诺诚健华 (-21%)、康龙化成 (-20%)、百克生物 (-16%)。

## 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2023.2.28)



申万医药市盈率与A股溢价率 (截至2023.2.28)



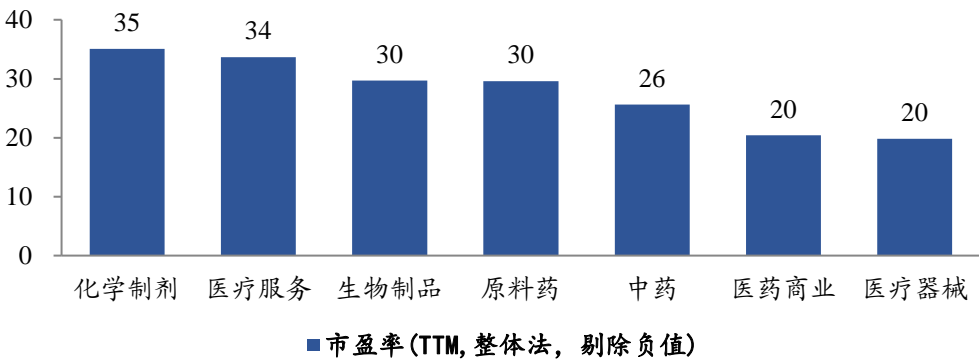
申万医药市盈率历史变化趋势



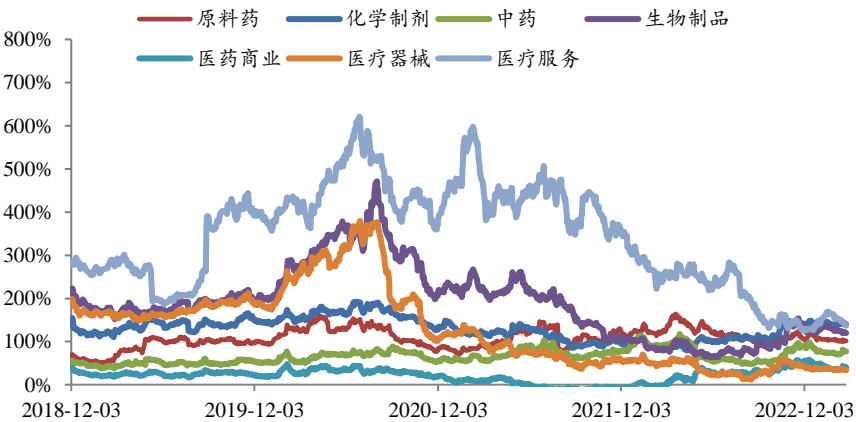
- 横向看：医药行业PE (TTM) 为37倍，在申万一级行业中排名第11。
- 纵向看：2010年初至今，医药行业PE最高73倍，最低21倍，平均值约37倍，目前医药行业PE历史分位数为9.6%。
- 2023年2月，医药行业相对于全部A股估值溢价率为84%，溢价率有所下降。

## 1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

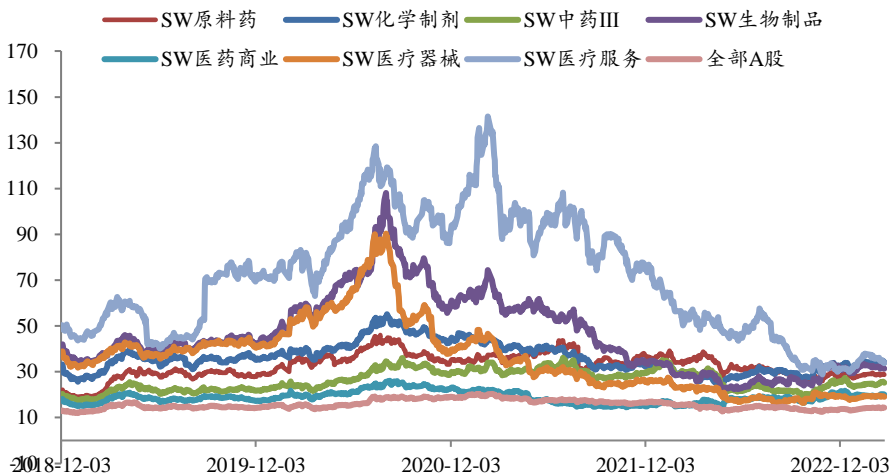
申万医药子行业市盈率比较 (截至2023.2.28)



申万医药子行业相对A股的溢价率

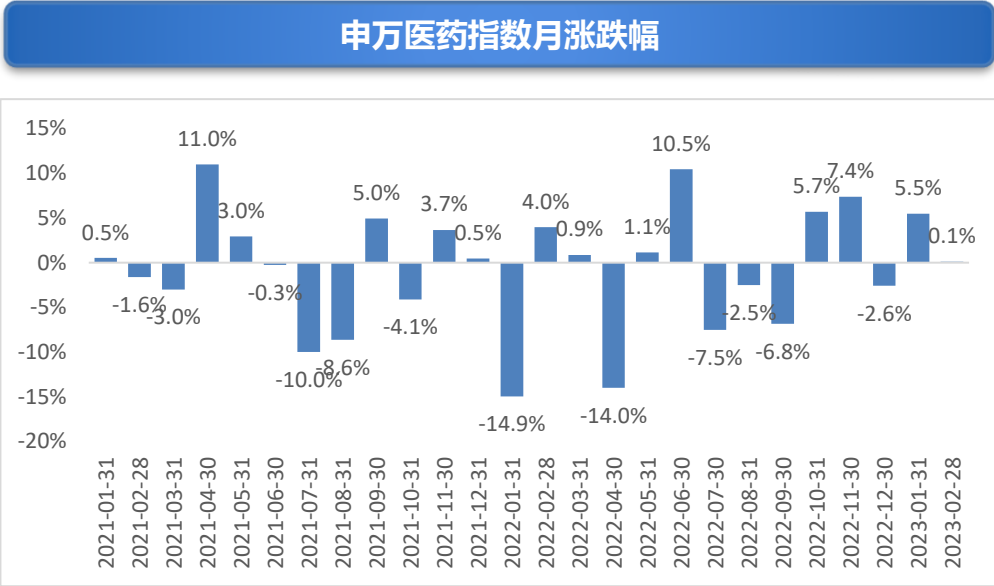


申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



- 横向看，截至2023年2月28日，医药各子板块的市盈率（TTM）中，化学制剂（35倍）、医疗服务（34倍）、生物制品（30倍）、原料药（30倍）的市盈率较高；中药（26倍）、医药商业（20倍）和医疗器械（20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



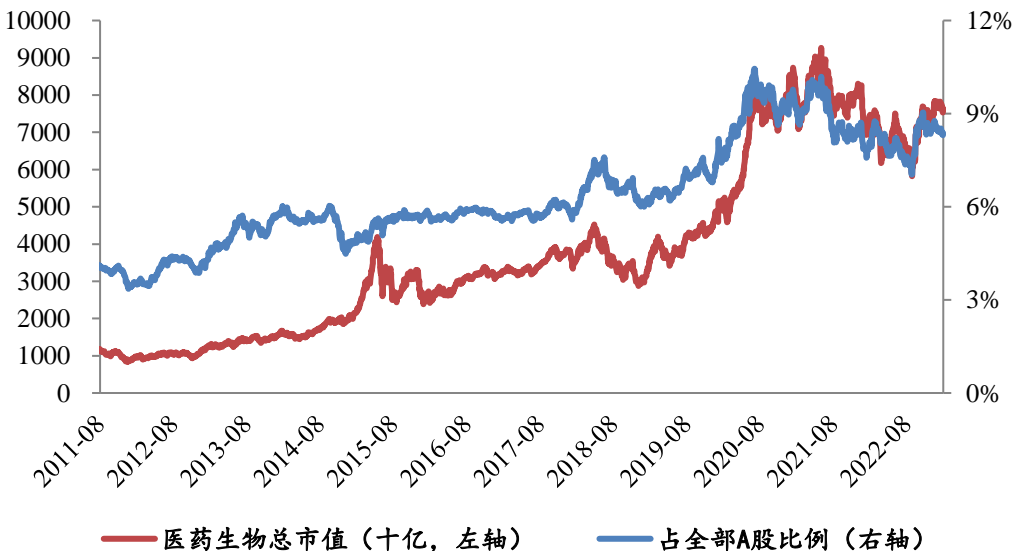
- 纵向看，医药行业经历了2019和2020两年牛市后，2021年以及2022年医药指数涨跌幅均为负值，跌幅分别为5.7%和20.3%，2023年1-2月有所回升，涨幅为5.5%。
- 分月度看，2022年以来申万医药指数波动频繁，2022年12月申万医药指数下降2.6%，2023年1月申万医药指数上升5.5%，2023年2月申万医药指数上升0.1%。



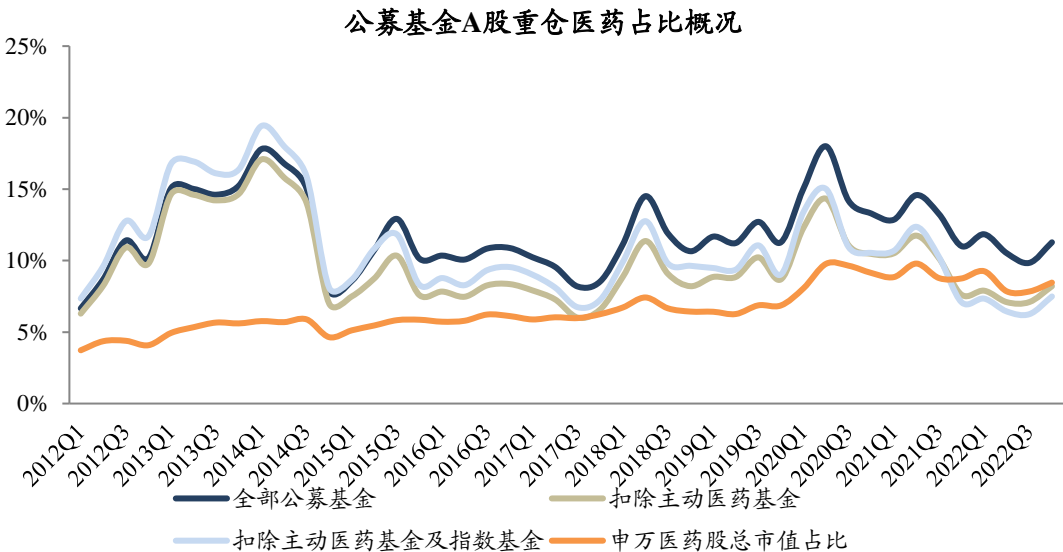
## 1.5 医药行业占A股市值比重略有回升，公募基金持仓比重环比增加

- 医药行业明显调整，市值相比高位出现回落，截至2023年2月28日，医药行业总市值约7.6万亿元，占全部A股的市值从2011年的4.03%提升至8.4%，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



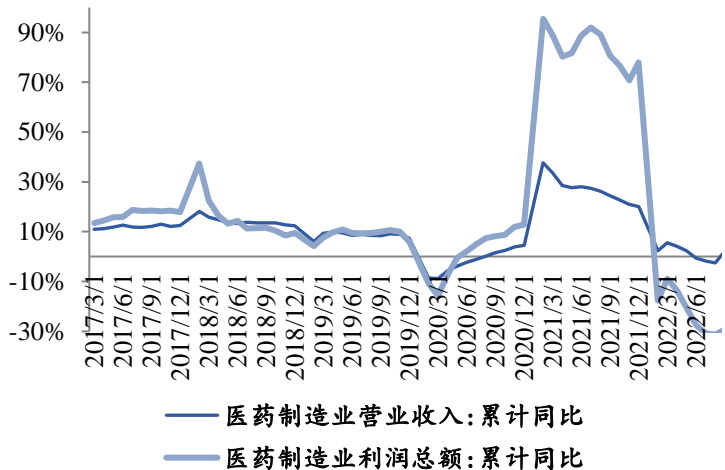
公募基金A股重仓医药行业比重仍处于较低位置



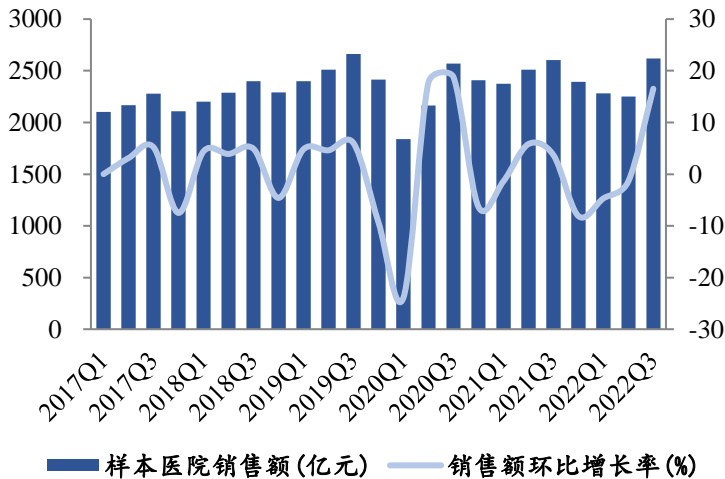
## 1.6 医药制造业数据2022年明显回落

- 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由于我国疫情反复，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%，同比增长0.6%；样本零售药店销售环比增速为1.0%，同比增长3.4%。
- 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。

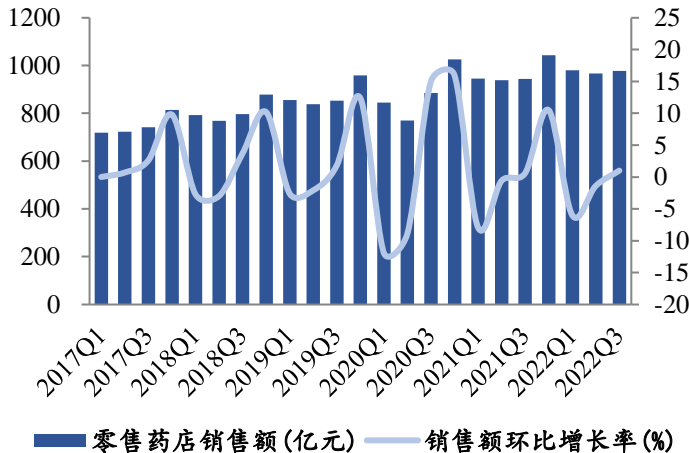
我国医药制造业营业收入累计同比增速（%）



我国样本医院销售额及环比增长率

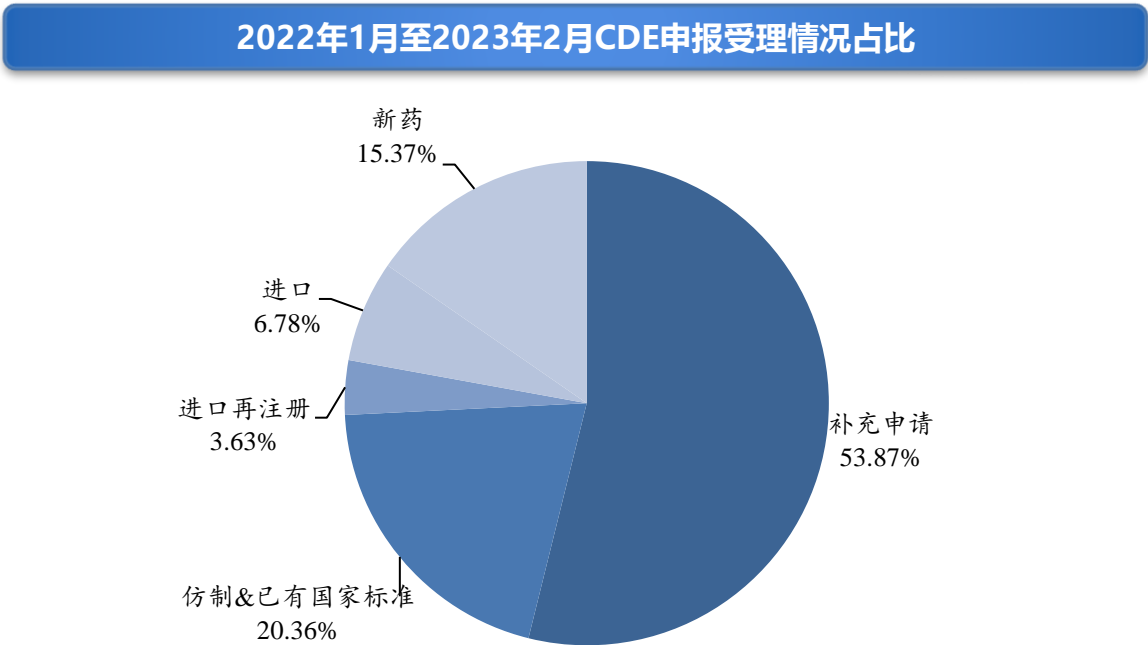
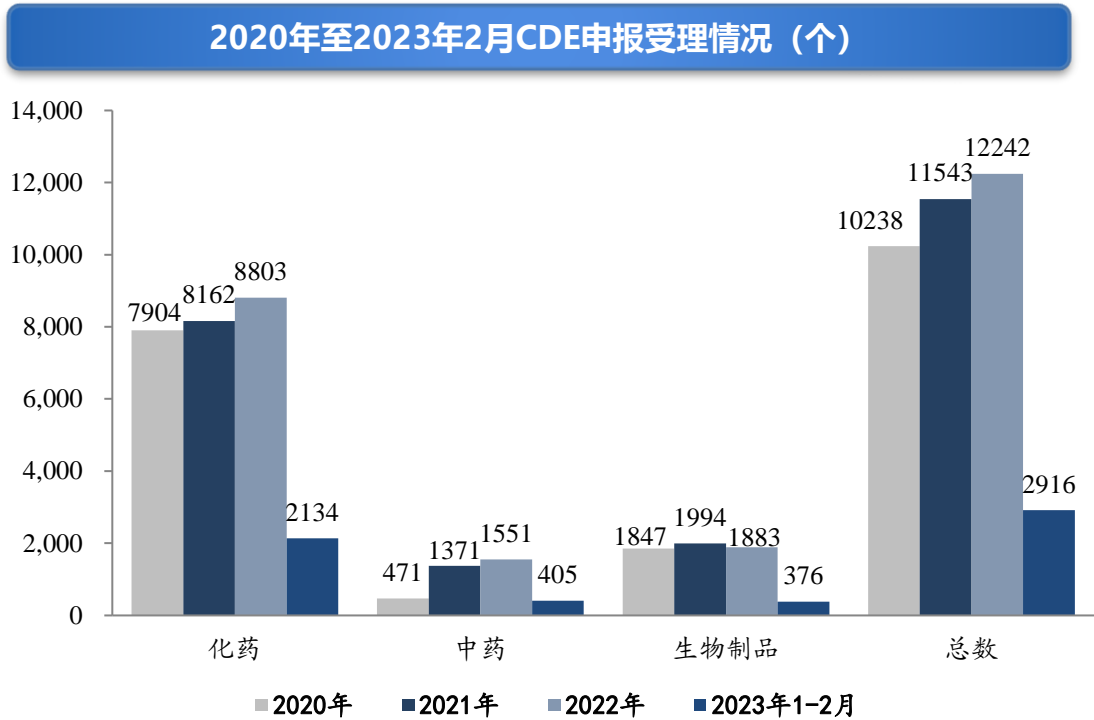


我国样本零售药店销售额及环比增长率



## 1.7 2021年至2023年2月药物审评情况(CDE)

- 2021年全年CDE审评中心受理11543个受理号，其中化药受理8162个，中药1371个，生物制品1994个。2022年受理数量相比于2021年有所增加，总量增加699个，其中化药受理相比于2020年增加了641个，中药增加了180个，生物制品减少111个。2023年1月至2月CDE共受理2916个，其中化药受理2134个，中药405个，生物制品376个。
- 2022年1月至2023年2月各类申报类型为：补充申请为主，占比53.87%，其次是仿制和已有国家标准，占比20.36%，新药占比15.37%。



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≥400 ng/mL；TNF-α<2.5 pg/mL；IFN-γ≥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
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。

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	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	用于治疗携带神经营养酪氨酸受体激酶（NTRK）融合基因的实体瘤成人 and 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 m2，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
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	分化型甲状腺癌
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（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



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
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
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	癫痫
莫诺拉韦胶囊	默沙东	2022-12-30	新型冠状病毒感染

1.7 2023年1-2月药物审评情况(CDE)

2023年1-2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
艾诺米替片	艾迪药业	2023-01-04	HIV-1感染
甘精胰岛素利司那肽注射液	赛诺菲	2023-01-12	成人2型糖尿病
维博妥珠单抗	罗氏制药	2023-01-13	大B细胞淋巴瘤
氢溴酸氘瑞米德韦片	上海旺实生物医药科技有限公司	2023-01-29	新型冠状病毒感染
先诺特韦片/利托那韦片	先声药业	2023-01-29	新型冠状病毒感染
奥扎莫德胶囊	百时美施贵宝	2023-02-02	复发型多发性硬化
托法替步缓释片	辉瑞	2023-02-09	类风湿关节炎；溃疡性结肠炎；强直性脊柱炎
盐酸凯普拉生	柯菲平医药	2023-02-15	十二指肠溃疡；反流性食管炎
安必速	吉利德	2023-02-20	侵袭性真菌病
尼替西农胶囊	苏庇医药	2023-02-20	遗传性酪氨酸血症
利马前列素片	中国生物制药	2023-02-20	腰椎管狭窄症
德曲妥珠单抗	阿斯利康和第一三共	2023-02-24	乳腺癌

## 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
华大智造	688114.SH	4442	4542	5173	2157	637	763	8%	-41%	424	67	56
和元生物	688238.SH	368	657	896	81	123	169	56%	44%	102	83	60
奥浦迈	688293.SH	356	556	790	114	180	254	49%	49%	93	52	37
药康生物	688046.SH	564	799	1130	178	252	359	42%	42%	115	46	32
凯莱英	002821.SZ	10456	11031	12752	3136	2612	2987	10%	-2%	532	20	18
纳微科技	688690.SH	711	1068	1567	286	409	611	48%	46%	222	54	36
皓元医药	688131.SH	1370	1997	2781	221	368	540	42%	56%	128	35	24
海泰新光	688677.SH	483	658	859	179	245	329	33%	36%	91	38	28
美诺华	603538.SH	1828	2405	3010	296	420	559	28%	37%	57	14	10
新产业	300832.SZ	3226	4141	5233	1285	1692	2134	27%	29%	467	28	22
迈瑞医疗	300760.SZ	30563	36681	44018	9692	11674	14040	20%	20%	3837	33	27
诺禾致源	688315.SH	2089	2757	3585	198	305	420	31%	46%	125	41	30
科美诊断	688468.SH	477	647	890	145	221	315	37%	47%	53	24	17
威高骨科	688161.SH	2503	3077	3771	815	968	1156	23%	19%	251	26	22
康泰生物	300601.SZ	4812	6926	9086	1467	2164	2913	37%	41%	386	18	13
方盛制药	603998.SH	1874	1880	2556	289	163	236	17%	-10%	47	29	20
济川药业	600566.SH	8534	9672	10771	2088	2334	2597	12%	12%	275	12	11
万邦德	002082.SZ	1901	2441	3121	203	291	408	28%	42%	56	19	14
诺唯赞	688105.SH	2936	2516	2672	940	800	893	-5%	-3%	219	27	25
爱博医疗	688050.SH	625	884	1248	242	340	475	41%	40%	221	65	47
药明康德	603259.SH	39133	45081	56126	8633	9826	12401	20%	20%	2481	25	20
康龙化成	300759.SZ	10448	13877	18045	1785	2658	3747	31%	45%	722	27	19
惠泰医疗	688617.SH	1210	1683	2295	312	420	569	38%	35%	235	56	41



# 医药行业回顾表现

## 重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
南微医学	688029.SH	2196	2791	3495	339	435	569	26%	30%	155	36	27
海尔生物	688139.SH	3016	3814	4832	620	810	1052	27%	30%	225	28	21
百普赛斯	301080.SZ	493	667	867	220	308	405	33%	36%	95	31	23
天宇股份	300702.SZ	3247	3922	4701	456	656	809	20%	33%	89	14	11
昊海生科	688366.SH	2125	2647	3153	282	380	506	22%	34%	177	46	35
欧普康视	300595.SZ	1602	2044	2588	676	841	1040	27%	24%	307	37	30
药石科技	300725.SZ	1644	2255	3056	340	487	678	36%	41%	150	31	22
金域医学	603882.SH	15707	14057	14409	3059	2264	2433	-4%	-11%	385	17	16
上海医药	601607.SH	235511	265754	296224	5696	6406	7231	12%	13%	731	11	10
百诚医药	301096.SZ	641	999	1385	192	292	404	47%	45%	74	25	18
润达医疗	603108.SH	10264	12731	15643	423	572	708	23%	29%	71	12	10
佐力药业	300181.SZ	1898	2572	3220	260	375	507	30%	40%	87	23	17
信立泰	002294.SZ	3605	4332	5381	685	823	1022	22%	22%	400	49	39
海思科	002653.SZ	2973	3592	4389	346	395	614	22%	33%	282	71	46
华东医药	000963.SZ	37890	41646	45682	2608	3140	3934	10%	23%	828	26	21
泰格医药	300347.SZ	7036	8665	10675	3417	4043	4691	23%	17%	994	25	21
恩华药业	002262.SZ	4304	5123	6328	904	1101	1380	21%	24%	263	24	19
片仔癀	600436.SH	9319	10877	12700	2845	3417	4015	17%	19%	1898	56	47
贝达药业	300558.SZ	3035	4282	5790	547	796	1034	38%	37%	242	30	23
鱼跃医疗	002223.SZ	7375	8597	9992	1491	1751	2081	16%	18%	317	18	15
信邦制药	002390.SZ	6896	7660	8502	318	437	578	11%	35%	98	22	17
恒瑞医药	600276.SH	22099	25792	30101	4308	5004	5900	17%	17%	2792	56	47
普洛药业	000739.SZ	10225	11735	13549	978	1269	1570	15%	27%	279	22	18
通策医疗	600763.SH	2864	3535	4364	613	741	964	23%	25%	461	62	48
爱尔眼科	300015.SZ	17273	21340	26144	2790	3634	4670	23%	29%	2222	61	48
我武生物	300357.SZ	931	1159	1468	401	505	648	26%	27%	276	55	43

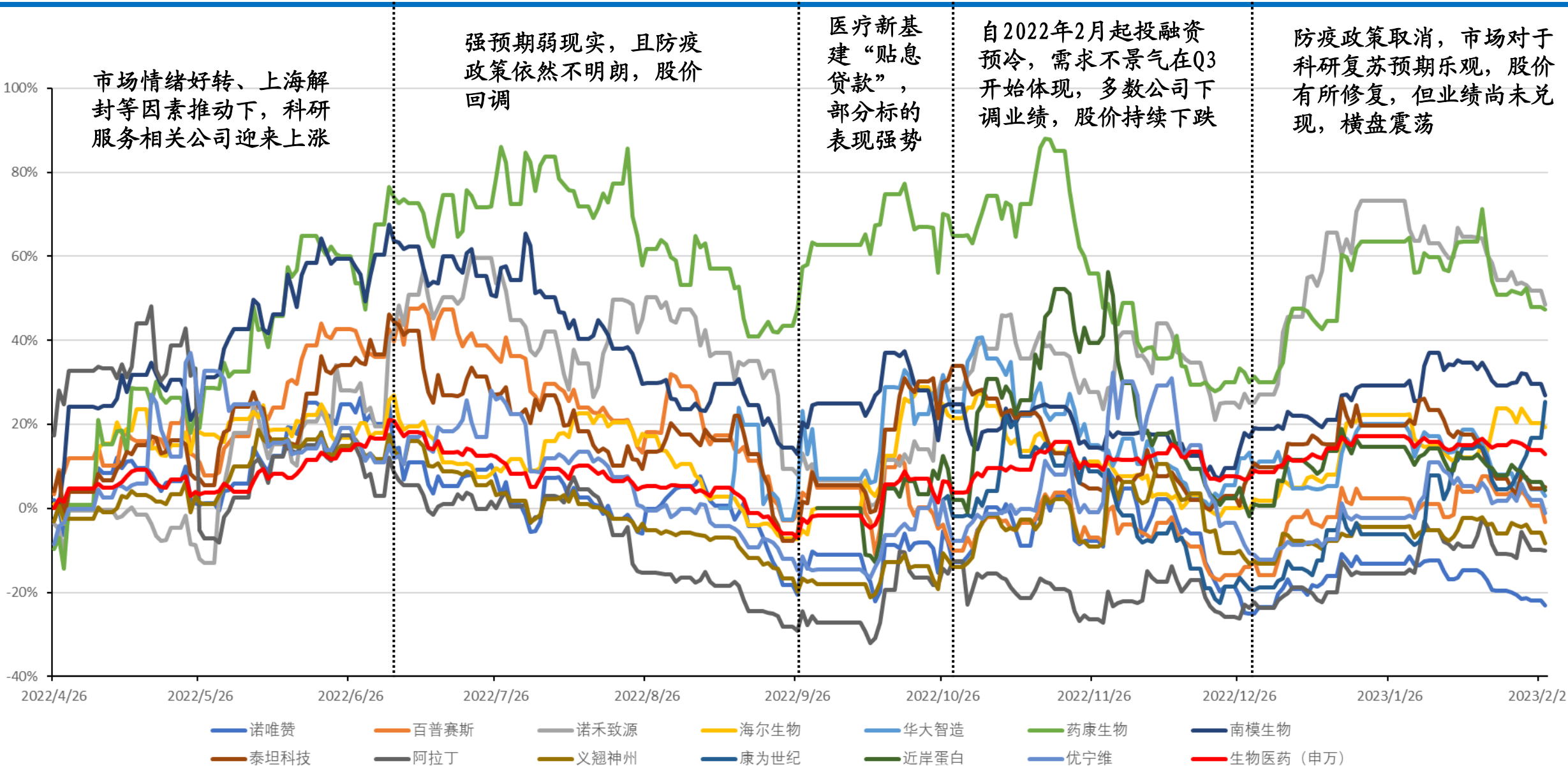
重点推荐全年业绩高增速的个股

2022-2024年重点公司业绩预测

		营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			2022-2024 CAGR增速		市值（亿元）	PE	
股票名称	股票代码	2022	2023	2024	2022	2023	2024	营业收入			2023	2024
长春高新	000661.SZ	12656	15883	19727	4337	5400	6707	25%	24%	795	15	12
九洲药业	603456.SH	5506	7206	9232	968	1258	1644	29%	30%	352	28	21
博雅生物	300294.SZ	2812	3129	3631	459	527	688	14%	22%	176	33	26
东诚药业	002675.SZ	3969	4316	4808	416	526	657	10%	26%	149	28	23
理邦仪器	300206.SZ	1993	2405	2893	350	456	587	20%	30%	75	16	13
海普瑞	002399.SZ	8087	9634	11290	1006	1264	1538	18%	24%	204	16	13
三诺生物	300298.SZ	2677	3211	3878	446	480	570	20%	13%	194	40	34
博腾股份	300363.SZ	7315	8407	10350	2092	1508	1774	19%	-8%	241	16	14
康德莱	603987.SH	3304	3790	4546	391	490	603	17%	24%	67	14	11
华海药业	600521.SH	8597	10876	13628	1031	1307	1622	26%	25%	309	24	19
康缘药业	600557.SH	5477	6818	8341	552	689	848	23%	24%	152	22	18
科伦药业	002422.SZ	19010	21636	24202	1634	2069	2104	13%	13%	420	20	20
兴齐眼药	300573.SZ	1508	2067	2785	343	529	721	36%	45%	113	21	16
安图生物	603658.SH	4824	6006	7448	1246	1614	2019	24%	27%	383	24	19
盈康生命	300143.SZ	1288	1543	1818	160	246	300	19%	37%	71	29	24
昭衍新药	603127.SH	2391	3119	3921	923	1142	1372	28%	22%	312	27	23
大参林	603233.SH	20547	24727	29650	1091	1307	1569	20%	20%	361	28	23
益丰药房	603939.SH	18914	23161	27982	1084	1373	1669	22%	24%	428	31	26
老百姓	603883.SH	19162	23149	27526	781	965	1206	20%	24%	231	24	19
三星医疗	601567.SH	10,111	11,161	12,933	948	1,198	1,468	13%	24%	195	16	13
海吉亚医疗	6078.HK	3,269	4,034	5,073	520	771	992	25%	38%	335	43	34
固生堂	2273.HK	1,718	2,251	2,929	192	272	374	31%	40%	116	43	31

## 二、科研复苏确定性强，赛道长牛逻辑未改

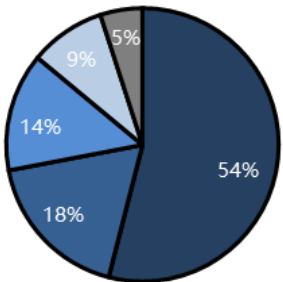
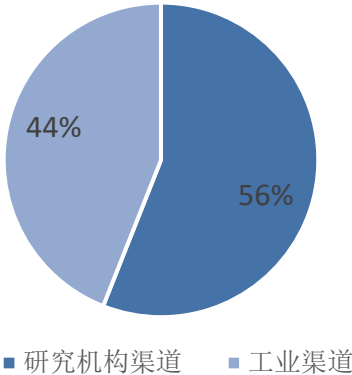
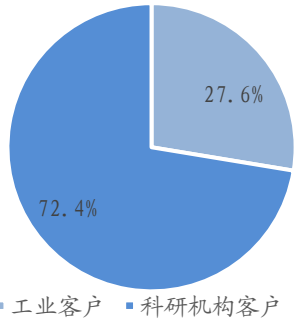
# A股科研服务行情复盘



# 需求遇冷，问题出在哪

➤ 科研服务涵盖了从基础研究到成果转化全流程，面对高校实验室、医学研究中心、科研院所和药品研发企业等客户，应用领域丰富，是从基础研究到成果转化不可或缺的一部分。从生物试剂、模式动物、基因测序等细分领域下游客户结构来看，科研客户市场仍占据较大份额。因此我们认为可以从科研与工业需求端来跟踪行业需求变化与景气度。

	科研试剂	模式生物	设备与耗材	测序与建库
主要产品/服务	<ul style="list-style-type: none"> <li>化学试剂：合成试剂、合成砌块、色谱试剂等</li> <li>生物试剂：分子试剂、重组蛋白、抗体等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基因修饰动物模型：大鼠、小鼠、斑马鱼等</li> <li>相关技术服务：模型繁育、药效评价及表型分析等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备：工艺技术和整体工程解决方案</li> <li>耗材：培养基、填料、实验室耗材等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品：检测试剂盒等</li> <li>服务：基于基因测序技术服务的全套解决方案、建库测序平台服务等</li> </ul>
客户类型	<ul style="list-style-type: none"> <li>高等院校、科研院所、拥有研发需求的企业、质量监督及检验检测部门等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>科研院所、高等院校、医药研发企业、综合性医院等科研机构</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高校院所、制药企业、食品企业等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高校、研究性医院等科研机构，药企、育种公司等工业客户</li> </ul>
应用场景	<ul style="list-style-type: none"> <li>生命科学研究、医学研究、新药研发、食品安全检测、农业科学研究等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基因功能研究</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>制药、新药研发、医疗诊断、分析诊断等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基础科研、新药研发等</li> <li>基因检测等</li> </ul>
相关标的	<ul style="list-style-type: none"> <li>化学试剂：阿拉丁、泰坦科技等</li> <li>生物试剂：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、康为世纪等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>南模生物、集萃药康、百奥赛图等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>设备：东富龙、楚天科技、森松国际、海尔生物等</li> <li>耗材：奥浦迈、纳微科技、洁特生物、拱东医疗等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>华大基因、诺禾致源、贝瑞基因等</li> </ul>

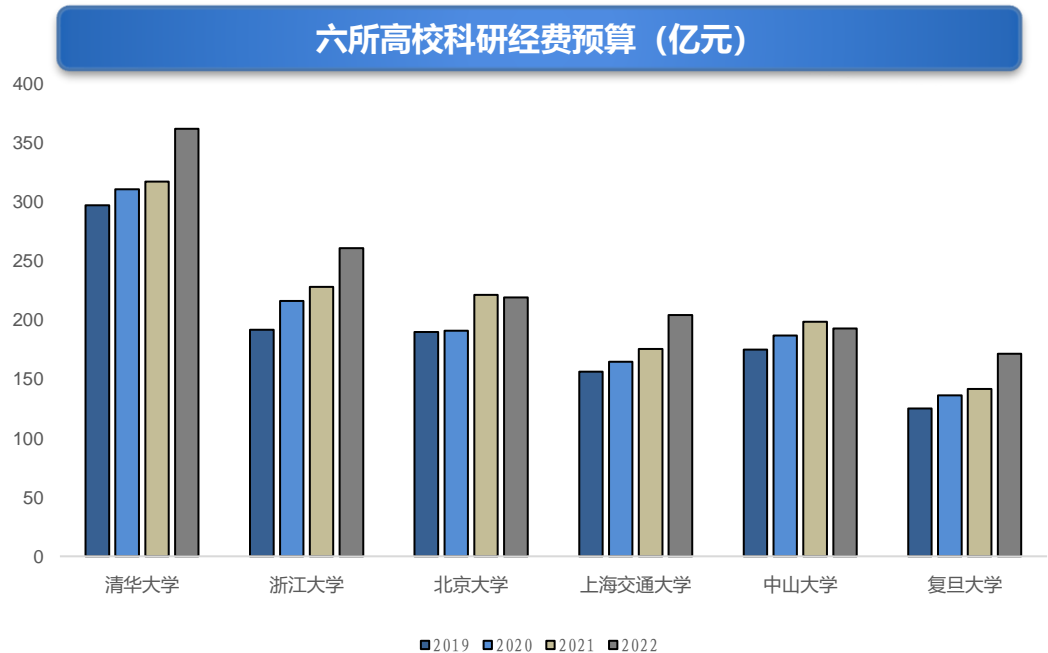
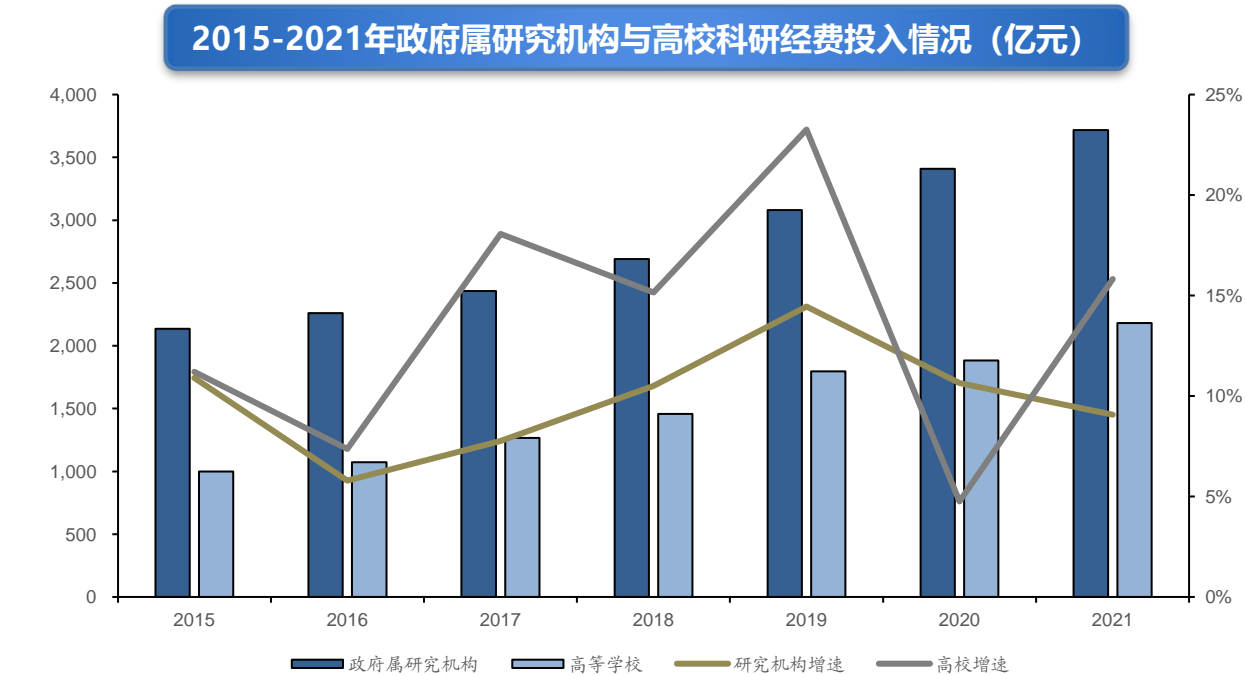


■ 学术研究 ■ 临床研究 ■ 医院诊所 ■ 制药和生物技术 ■ 其他

资料来源：诺唯赞、药康生物、诺禾致源招股说明书，东吴证券研究所

# 科研端需求仍保持稳健增长, 且长期可持续

- 科研端：** 根据全国科技经费投入统计公报，2021年政府属研究机构经费投入3717.9亿元，同比增长9.1%，2015-2021年CAGR9.7%；高校经费投入2180.5亿元，同比增长15.8%，2015-2021年CAGR13.9%。目前尚未有2022年权威数据公布，但是我们认为：①从2022年年中公布的高校科研经费预算情况来看，经费预算排行榜常年靠前的几所高校2022年经费预计仍有较高增长；②自2019年新冠疫情爆发以来，国家对于生物医药领域病毒相关研究投入加大。当前所看到的数据为高校科研经费总盘子，但从国家战略层面来说，我们认为生物医药领域科研经费的增速有望超过经费总盘子增速。
- 因此我们认为从科研端来讲，科研服务需求端不会有所下滑，且将长期保持稳健增长。



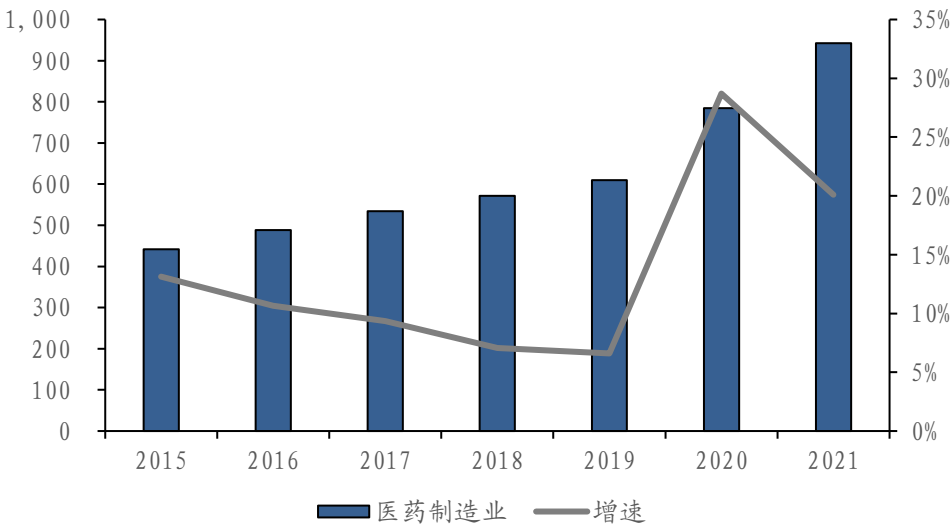
资料来源：全国科技经费投入统计公报，教育部，东吴证券研究所



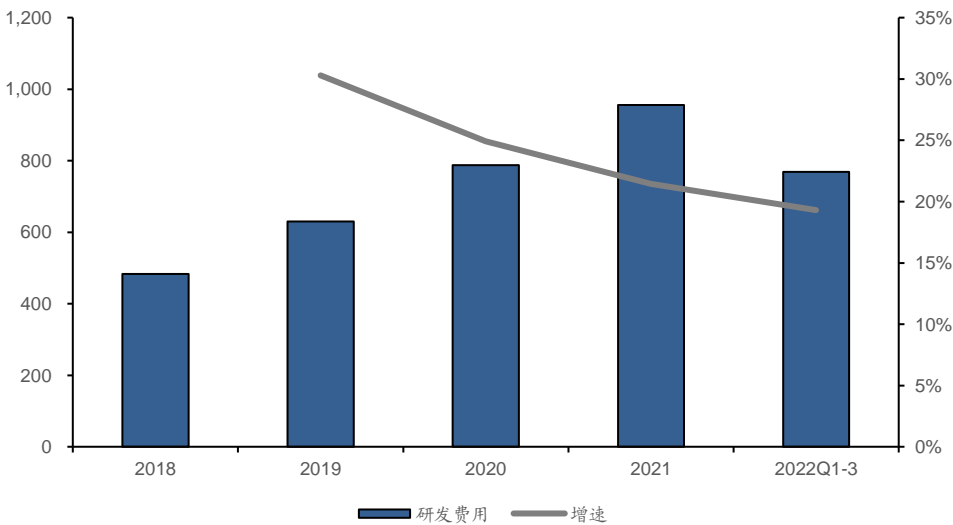
# 规模以上工业企业情况相对乐观

- 工业端：** 根据全国科技经费投入统计公报，2021年全国规模以上生物医药企业研发投入942.4亿元，同比增长20.1%，2015-2021年CAGR为13.5%。目前尚未有2022年权威数据公布，我们拉取申万生物医药成分股2022年前三季度研发费用，发现相较2021年同比增长19.3%，增速逐步放缓我们认为固然有疫情对于管线推进不确定性的影响，但更多是高基数影响。
- 因此我们认为在经济环境不景气的情况下，生物医药规模以上工业企业对于科研服务的需求所受影响较小。**

2015-2021年全国规模以上生物医药企业研发投入情况（亿元）



申万生物医药成分股研发费用（亿元）

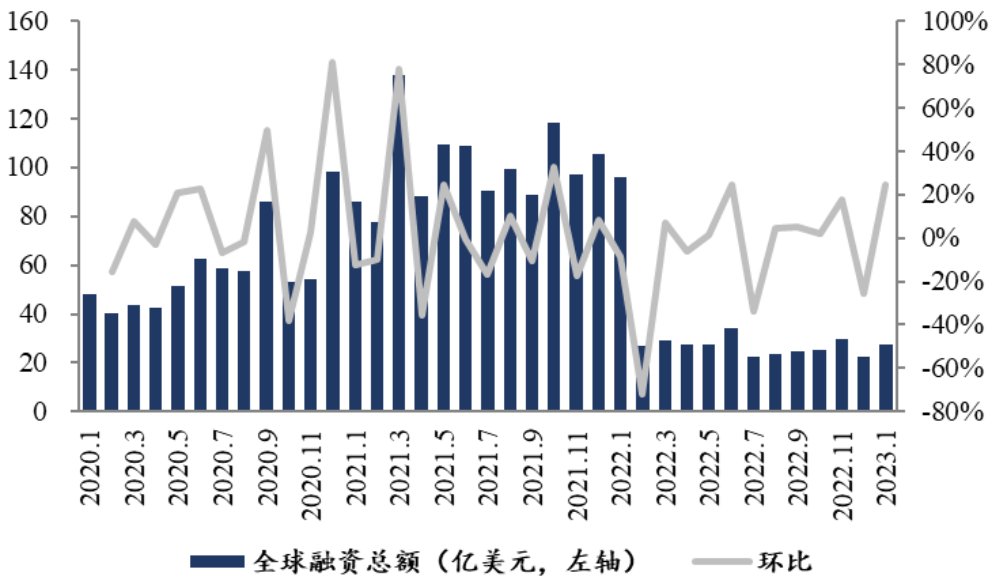


资料来源：全国科技经费投入统计公报，Wind，东吴证券研究所

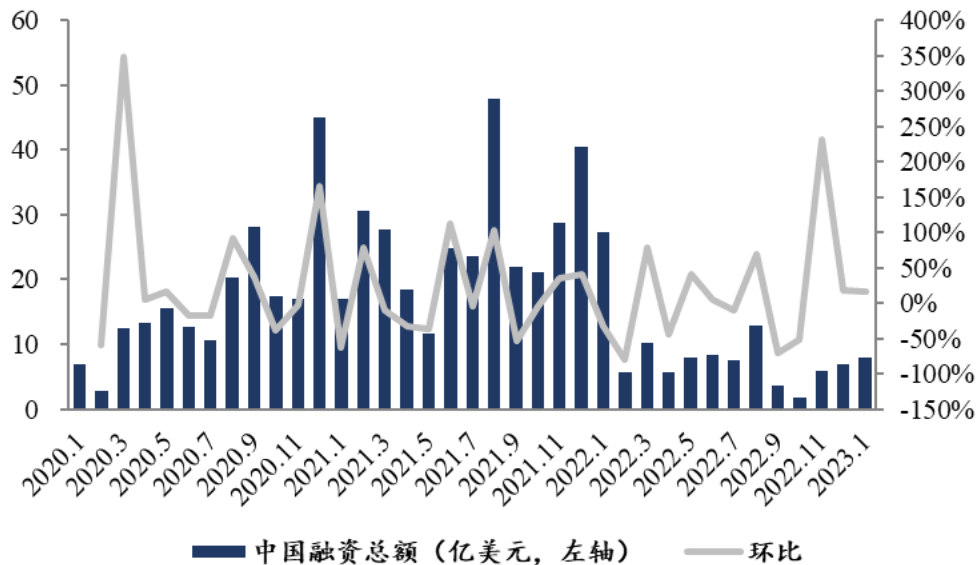
# 问题根源：融资环境变差导致Biotech资金链受阻

- 科研端与规模以上工业企业端并不是Q3以来因需求端受影响而使得科研服务公司业绩下修的主要因素，我们认为主要原因为
  - ①自2022年2月俄乌冲突、美联储加息等因素影响下，全球医疗健康产业融资额急剧减少，中国还叠加新冠疫情影响。融资环境变差使得部分规模较小的biotech公司资金链断裂，管线研发与推进受到较大影响，进而对于科研服务相关产品需求有所下滑；
  - ②上海Q2疫情使得部分药企管线进度受阻；同时看不清的防疫形势也进一步使得投融资相对谨慎。
- 我们认为因素②仅为短期影响，且当前防疫政策取消，情绪持续向好；因素①目前来看11月起融资数据已有所回暖，直至2023年1月仍每月环比提升（1月国内融资总额约为8亿美元，环比上升约16%），需持续跟踪，我们持乐观态度，推测融资数据对于科研服务需求端影响的传导周期约为1-2个季度。

全球医疗健康产业近两年分月度融资额及环比



中国医疗健康产业近两年分月度融资额及环比



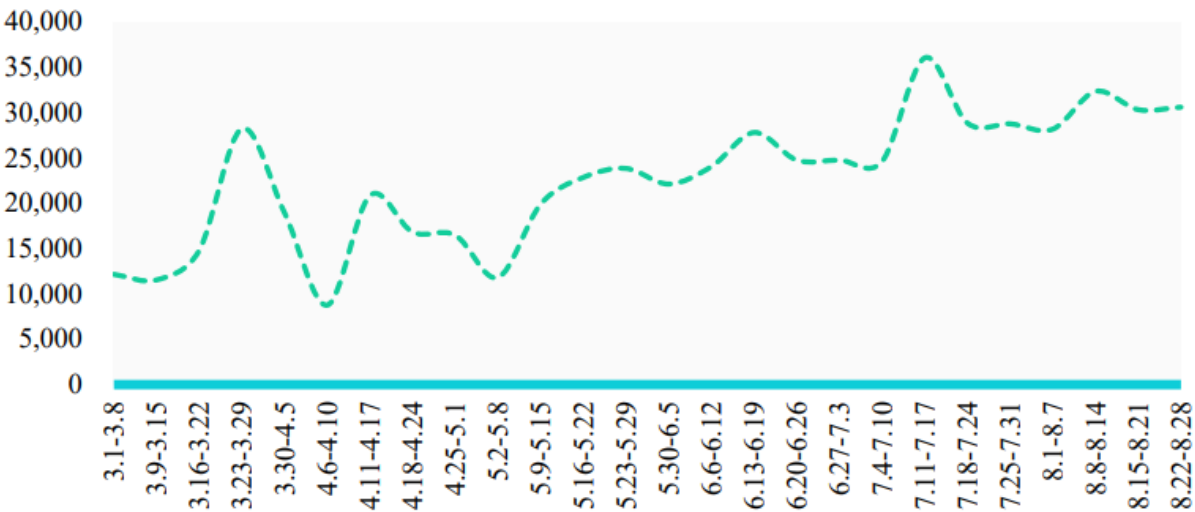


# 高校端科研服务恢复速度有望超预期，建议关注相关业务占比较高标的

我们于2022年12月在市场率先提出高校科研需求有望在疫情放开后较快恢复，当前节点也验证了此逻辑的正确性：

- **三年疫情对高校科研业务的影响：**①反复封控、学生提前放假、整体转运等对学校的教学科研任务及课题推进进程有持续影响，需求源头受阻；②本土企业相较外资的一大优势即为销售与服务能力，严格的防疫措施使得销售人员无法接触客户。
- **看好科研端需求复苏，工业端有望紧随其后：**2022年Q4为疫情封控最严格时期，且12月迎来校内感染高潮，科研活动也是受损最严重的季度。毕业、论文发表的压力和刚需推动学生追赶进度，持续带动科研服务相关需求，而且科研经费充足有保障。从2020年疫情稳定后诺禾致源取样量数据变化也可验证高校科研恢复后带来的业绩增量，而且基于当前调研结果，我们对科研端复苏较为有信心。工业端来看，投融资月度数据环比持续提升，我们认为客户结构中biotech占比较高的标的有望在Q2、Q3迎来业绩拐点。
- **投资建议：**建议关注①高校科研业务占比较高或Q1有超预期可能的标的：推荐诺禾致源、泰坦科技等；②随着biotech投融资回暖，有望于Q2之后业绩开始修复的标的：百普赛斯、药康生物、奥浦迈、纳微科技、南模生物等；③其他超跌标的：华大智造、海尔生物、康为世纪、阿拉丁等。

2020年3-8月诺禾致源国内样本收取数量



部分标的科研端业务占比

	高校科研业务占比
诺禾致源	接近70%（含医院）
药康生物	50%左右
南模生物	50%左右
优宁维	40%
诺唯赞	35%+
阿拉丁	30%+
康为世纪	30%+
海尔生物	20%左右
泰坦科技	15%左右

资料来源：诺禾致源招股书，东吴证券内部测算，东吴证券研究所

# 国产替代+产品出海双轮驱动，赛道长牛逻辑不变

我们认为需求遇冷只是阶段性表现，科研服务赛道长期逻辑未曾改变：

- **国内市场：**看当前科研服务各细分赛道，仍处于市场空间迅速扩容、国产替代率较低的阶段，大部分细分赛道增速超过20%，国产替代率不足30%。国内企业相对于进口品牌在供应链安全、服务能力、产品价格等方面具备优势，且产品质量不断接近国际先进水平，我们看好国内企业市占率持续提升。
- **海外市场：**部分企业已具备全球市场竞争力，例如百普赛斯海外业务占比超过60%，诺禾致源海外业务占比超过40%，同时药康生物、南模生物、奥浦迈、诺唯赞等亦在持续开拓海外市场。我们看好业务持续拓展，出海能力强的标的。

		2020年全球市场规模 (亿美元)	全球增速 (2020- 2024)	2020年中国市场规模 (亿元)	中国增速 (2020- 2024)	国产化率 (2019)	代表性公司
生物试剂	分子类	188	6.95%	80	11.6%	29% (2020)	诺唯赞、康为世纪等
	重组蛋白			20-30	17.4%	15%-30%	义翘神州、百普赛斯、金斯瑞、优宁维等
	抗体类			31	9.6%	10%	
	细胞类			31	~10%	~15%	义翘神州、奥浦迈等
模式生物		160	9.0%	32	31.6%	~30%	集萃药康、南模生物、百奥赛图等
测序建库	测序服务	149	20.4% (2016-2020)	118	29.5%	较高	诺禾致源、华大基因等
	测序仪及耗材	37	27.2%	44	26.3%	25.2%	华大智造等
实验室耗材	填料	22.7	7.2%	34	15%-20%	5%-10%	纳微科技等
	培养基	55	9.5%	25	25%-30%	~15%	奥浦迈等
	一次性耗材	121	4.3%	100	14.6%	5%-10%	洁特生物、拱东医疗等

资料来源：各公司招股书，东吴证券研究所

### 三、3月行业投资策略及标的

## ■ 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。
- **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，未来三年归母净利润复合增速超45%增长，成为中药板块稀缺标的。
- **中药创新药研发能力位居行业前列，政策东风下有望带来增长弹性。**2021年12月、2023年2月医保局、国家药监局分别发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，《中药注册管理专门规定》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。2023年中旬，公司的中药创新药诺丽通颗粒有望获批上市。同时，公司创新药储备丰富，中长期来看仍具备较大的成长空间。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。
- **盈利预测与估值：**我们预计2022-2024年营业收入为18.74/18.80/25.56亿元，归母净利润预计为2.89/1.63/2.36亿元，扣除投资收益后归母净利润预计1.00/1.63/2.36亿元，对应当前市值的PE为47X/29X/20X。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。

## ■ 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，大单品二帖内酯、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。公司大单品二帖内酯21年销量突破1000万支，基本抹平医保续约降价的缺口，考虑到二帖内酯有效成分、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（同比增加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2023-2025年间归母净利润为5.52/6.89/8.48亿元，对应当前股价PE分别为27/22/18倍，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。



## ■ 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拥有一流的检测精度、高效的均相检测、低成本等多种优势，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。

## ■ 新产业：国产发光龙头，国内疫后复苏明确，海外维持高增速

- **短期疫后恢复预期明确：**2022年四季度受到放开政策的影响，院端诊疗量出现大幅下滑。随着春节感染高峰的过去，从2月中旬开始，院端门诊需求出现明显恢复，全年增量需求有望恢复此前正常状态，直接利好IVD企业，尤其是在疫情中受损的免疫检测。公司作为发光龙头之一，业绩有望率先恢复。此外，公司海外业务加速铺设，2022年预期设备铺设达1600台。目前在做海外经销体系升级，做子公司（22年完成4个，在建5个），长期看保持30%+增速。
- **发光设备加速铺设，客户结构不断优化：**公司2022前三季度化学发光仪器装机量为4778台（+35.5%），其中X8国内外的装机量达到559台（+28.2%），X8和X3累计装机分别达到1645和2085台。公司国内市场客户数达到8457家（+14.3%），其中三级医院1329家，三甲医院覆盖率提升3.59pct至53.97%。随着公司三级医院覆盖率的不断提升和X8、X6等中大型设备的加速铺设，有望带动单机产出的持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润为12.85/16.92/21.34亿元，对应2022-2024年PE估值为36/28/22X；公司海内外业绩均保持强劲动能，短期看集采暂无扩面风险且集采试点未影响出厂价，看好公司长期成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外销售不及预期；竞争激烈导致价格下降；带量采购等政策风险。

## ■ 普洛药业：原料药龙头，制剂一体化优势明显，CDMO业绩高速增长

- **原料药+CDMO+制剂协同发展，公司进入快速成长期。**公司“原料药+制剂”一体化优势明显，CDMO业务厚积薄发，公司业绩快速增长，2017-2021年归母净利润年复合增长率为38.9%。未来公司持续推进“做精原料药、做强CDMO、做优制剂”的长期发展战略，进入产能和业务的快速成长期，持续优化业务结构。
- **国内原料药龙头，业务基本盘稳定，盈利能力有望提升。**在环保政策收紧以及全球原料药产能向中国转移的大趋势下，公司作为老牌原料药企业优势凸显，壁垒提升，竞争对手减少。2021年公司原料药业务实现营收65.5亿元，同比增加10.4%。短期看，上游原材料价格触顶开始下滑，2023年盈利能力有望逐季度修复，且兽药和抗生素需求有望在疫情后快速恢复；长期看，公司产品储备丰富，作为龙头有望受益于行业价值回归红利。
- **加速CDMO的研发和产能建设，差异化布局兽药CDMO业务。**公司2017年成立CDMO事业部后，业务不断从中间体向原料药推进，订单大幅增加，2021年公司CDMO业务营收13.94亿，同比增长32.1%，报价项目和运行项目同比增加50%和62%，其中商业化订单同比增加61%。另外，公司差异化布局兽药CDMO领域，通过深度绑定国际巨头硕腾和默沙东，逐步打开海外兽药CDMO市场，实现差异化竞争，目前已有7个商业化兽药API品种。随着产品阶段和客户培育陆续落地，CDMO业务将是公司业绩的核心驱动力之一，为业绩贡献新增长点。
- **借助一体化优势+集采协同，制剂业务快速打开空间。**公司持续优化产品结构，剔除部分低毛利品种，提质效果明显。制剂板块短期受到乌苯美斯移出医保的影响，但随着左氧氟沙星片、左乙拉西坦片等品种标内放量，业务在2022年恢复高增长。长期看，后续新增品种带来业绩增量，多管线布局的制剂板块有望稳定增长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年归母净利润分别为9.78、12.69、15.70亿元，2022-2024年P/E估值分别为29X、22X、18X，基于公司1) 原料药需求恢复在即，成本逐季度下降；2) 兽药CDMO深度绑定硕腾和默沙东，快速放量；3) 制剂业务借助一体化优势快速抢占市场；维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；CDMO业务不及预期；汇兑损益风险。



## ■ 康宁杰瑞制药：深耕双抗领域，核心产品进入收获之年

- **PDL1/CTLA4双抗（KN046）**：核心适应症是一线胰腺癌，一线非小细胞肺癌，均已经进入III期临床，此外还有肝癌、食管鳞癌等适应症正在II期临床中。
- **HER2双抗（KN026）**：核心适应症是HER2+ 乳腺癌和胃癌，是潜在可以替代曲妥珠单抗的产品，拥有广阔市场空间，在一线HER2+乳腺癌的治疗中展现出良好的安全性和有效性，PFS长达25个月，比标准疗法的16个月长得多，该药物目前授权给了石药，石药负责临床和商业化，减轻康宁的临床费用压力。
- **上市产品PDL1单抗（KN035）**，目前由先声负责推广，2022年销售额5-6亿，预计2023年销售额8-10亿，该产品康宁分成24%左右的利润。
- **康宁除了在双抗平台上有很深的造诣，在ADC技术上也有丰富布局**：I期HER2双抗ADC，在早期临床试验中展现出极好的安全性和成药性，有望超越DS8201成为最佳的HER2 ADC，此外康宁后续管线中有iADC, HER3 ADC等多款潜力产品，今年会陆续有全新靶点的产品进入临床。
- **2023年催化剂**：
  - 公司在2023年上半年ADC将读出临床I期剂量爬坡数据，可初步确定HER2双抗ADC药物的成药性；
  - 公司2023年Q2读出核心产品一线非小细胞肺癌III期注册性临床数据并申报上市；Q3有望读出一线胰腺癌III期注册性数据并申报上市；
  - 核心产品KN026的一线HER2+ 乳腺癌III期，以及一线胃癌III期，二线胃癌II期临床相继在三季度之后开始入组患者；
  - 2023年公司有望公布KN046联合辉瑞阿昔替尼治疗晚期非小细胞肺癌的数据，若有较好的数据读出有望授权给辉瑞；
  - 2023年康宁还会有多项成熟II期数据的读出。
- **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

## ■ 信达生物：创新药龙头之一，“自研+合作”模式构筑多领域产品组合

- **2022年低基数的水平下，2023年有望实现业绩恢复：**2022年全年总收入预计在45亿人民币，增速约10%，2023年随着销售人员的调整基本完成，疫情影响退去，PD1基本没有降价的基础上新增加了1个大适应症获批等利好下，2023年收入有望达到比较好的增长。
- **减肥市场百亿蓝海，双靶点激动剂疗效突出：**IBI362（GLP-1R/GCGR）双激动剂在II期临床试验中展现出良好安全性、耐受性和较好的减重疗效。Ph2研究中，与安慰剂相比，6mg剂量组，治疗24周平均减重12.6%。考虑到减重市场的消费属性，及庞大的意愿人群，信达的GLP1有望成为大品种。
- **资金状况健康，2025年左右有望实现盈利：**截至2022年8月，预计在手现金总额约折合15亿美金。2022年上半年研发费用11.7亿元，销售费用14.0亿元，比去年小幅增长。信达在手现金数额较为健康，足够维持公司至少4年运营。
- **2023年催化剂：**
  - IBI362有望23年年底公布减肥的III期临床数据
  - 信迪利单抗+贝伐珠+化疗在2023H1用于治疗经EGFR-TKI治疗失败的EGFR突变阳性非鳞状NSCLC国内获批上市
  - 奥雷巴替尼在23年年中用于治疗一代和二代TKIs耐药和/或不耐受的CML慢性期（CP）患者的国内新适应症上市
  - IBI-306（托莱西单抗注射液，PCSK9）预计在23年下半年针对原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常适应症国内获批上市
  - IBI-326（BCMA CART）预计23年下半年针对复发难治多发性骨髓瘤国内获批上市
  - IBI-376（Parsaclisib，PI3K）预计23年年底针对MZL和FL国内获批上市
- **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：恒瑞医药1Q23预计收入52亿元（-4%），主要系“疫情+集采”影响；2023全年目标+20%。**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，中枢有望维持15-20%，国际化突破带来质变。
- **2025年，有望形成25+创新药矩阵，收入体量超230亿元，峰值超过400亿元，支撑未来23-24年增长中枢在15-20%。**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，海曲泊帕乙醇胺、达尔西利、瑞玛唑仑等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。
- **集采利空释放，预计4Q22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。8批集采仅左布比卡因纳入，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。
- **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%。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65/56/47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：**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。

## ■ 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年归母净利润分别为1.98/3.05/4.2亿元，当前股价对应估值分别为63/41/30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。

## 四、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