

医药生物

报告日期：2023 年 03 月 11 日

CXO：卖方市场 or 买方市场？

——医药生物行业周报 20230311

投资要点

□ 本周思考：CXO：现在处于卖方市场还是买方市场？

数据：CXO Capex 加速，产能进入释放期。从历史数据看，2020 年开始大部分本土 CXO 龙头企业 Capex 均有加速迹象，2022 年基本进入产能释放期。2021 年底开始本土 CDMO 龙头企业药明康德、凯莱英、博腾股份陆续承接了较大体量的 CDMO“大订单”（参考各公司公告和财报披露数据），这也带来了 2022 年三家公司收入增速爆发式增长，使得投资者担心 CDMO 企业 2023 年开始可能面临产能利用率“大幅下降”，带来本土 CDMO 从卖方市场（高增速，高定价权）快速转变为“买方市场”（低增速，低定价权）。但是我们认为 2023-2025 年 CXO 行业尤其是 CDMO 仍处于“卖方市场”。

1）外包率仍有望持续提升，产业转移仍在持续：我们认为中国本土 CXO 企业成本优势（科学家红利、更低薪酬）和经营效率优势不被欧美 CXO 企业逆转背景下，中国本土 CXO 企业全球市占率持续提升的趋势基本不会发生变化。我们认为 2011-2022 年中国本土 CXO 企业收入维持高增长：一方面来自于全球药企外包率持续提升，另一方面来自于中国本土科学家红利+经营效率优势下产业加速向国内转移。2011-2022 年药明康德的收入增长趋势能够大致反映本土 CXO 在全球药企外包率持续提升，叠加中国本土 CXO 科学家红利驱动下全球话语权不断提升的趋势。综上我们认为 CXO 产业向中国转移的趋势应该还是能延续。

2）小分子 CDMO：前端+后端 CDMO 共振驱动龙头高增长延续。药明康德 CDMO 业务 2019-2021 年收入 YOY 逐年加速（分别为 38.65%/40.78%/49.94%）。核心驱动一方面来自于前端项目数量和收入持续高增长，另一方面来自于商业化项目数量快速爆发，并不断放量。我们认为 2018-2022 年 FDA 新批准的 178 个小分子创新药物仍处于快速放量期，这也有极大概率驱动本土小分子 CDMO 龙头企业因大订单在 2022 年投放的产能，在 2023-2025 年的产能利用率迅速爬坡甚至 2023 年达到满产状态，卖方市场仍然占据主导。

综合以上分析我们认为：CXO 行业尤其是小分子 CDMO 行业仍是典型的卖方市场。从更长维度看，伴随着小分子创新药持续放量，CDMO 企业仍有可能进入新一轮的产能扩张期（药明康德在 2023 年 JPM 大会提到 2023-2024 年资本开支维持 90-100 亿人民币）。我们持续看好本土 CXO 龙头企业主业在 2023-2025 年延续高增长趋势。估值处于历史低位背景下，再次强调 CXO 板块龙头企业中长期布局价值，维持重点推荐。

□ 表现复盘：全年涨幅继续收窄，生物药和科研服务领涨

涨跌幅：本周医药板块下跌 1.43%，跑赢沪深 300 指数 2.53 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3。成交额：医药行业本周成交额为 2919 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 7.0%，较前一周环比下降 0.5pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。估值：截至 2023 年 3 月 10 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.3 倍，环比降低 0.4。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 137%，较前一周环比提升 4.5pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。沪港通&深港通持股截至 2023 年 3 月 10 日，陆港通医药行业投资 1890 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.1%，医药北上资金环比减少 39 亿元。细分板块中，各自板块均有不同程度净流出，其中，医疗服务、化学制药净流出最多。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周子板块全部下跌，其中化学制剂（-2.6%）、化学原料药（-1.9%）、医疗服务（-1.9%）、医药流通（-1.7%）下跌最多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周除生物药（+0.7%）、科研服务（+0.6%）和医疗器械（+0.2%）略有上涨外，创新药（-5.6%）、API 及制剂出口（-2.1%）两

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师：郭双喜

执业证书号：S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《医保结余新高，改革进入深水區——2022 年医疗保障事业发展统计快报点评》 2023.03.11
- 2 《2 月波动延续，昆翎收购 CRO——投融资周报 20230305》 2023.03.05
- 3 《由限制清单引发的创新思考——医药生物行业周报 20230304》 2023.03.04

大板块跌幅超过 2%。具体公司看，生物药板块百克生物（+10.2%）、万泰生物（+2.7%），拉动生物药板块有所上涨。科研服务板块莱伯泰科（+9.0%）、楚天科技（+8.6%）领涨。创新药板块科济药业（-15.2%）、再鼎医药（-11.6%）和康方生物（-10.4%）跌幅较大，同和药业（-6.5%）、司太立（-3.5%）、美诺华（-3.5%）拖累 API 及制剂出口板块。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），以 2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

□ 2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①疫情周期：防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②政策周期：控费政策持续优化带来合理量价预期；③产品周期：创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫情、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

□ 风险提示

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1: 盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2023/3/10	2021	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
CXO									
603259.SH	药明康德	80.2	1.72	2.98	3.21	27	27	25	买入
300347.SZ	泰格医药	110.0	3.29	3.07	3.78	36	36	29	买入
002821.SZ	凯莱英	137.1	2.89	8.98	7.22	16	15	19	买入
300759.SZ	康龙化成	57.2	1.39	1.14	1.82	43	50	31	买入
300363.SZ	博腾股份	42.0	0.96	3.51	2.47	13	12	17	买入
603456.SH	九洲药业	37.9	0.70	1.08	1.49	38	35	25	买入
603127.SH	昭衍新药	56.9	1.04	1.75	2.15	32	33	26	买入
1521.HK	方达控股	2.26	0.01	0.02	0.03	26	22	13	买入
300725.SZ	药石科技	79.3	2.44	1.77	2.60	54	45	30	买入
688202.SH	美迪西	170.1	3.24	5.50	8.59	41	31	20	增持
688238.SH	和元生物	20.2	0.11	0.16	0.21	243	126	96	增持
301096.SZ	百诚医药	66.4	1.03	1.85	2.77	37	36	24	增持
原料药及仿制药									
603707.SH	健友股份	17.0	0.66	0.96	1.18	24	22	17	买入
000739.SZ	普洛药业	22.6	0.81	0.84	1.06	27	29	22	买入
300630.SZ	普利制药	26.4	0.95	1.32	1.71	24	20	15	增持
300702.SZ	天宇股份	24.6	0.59	0.18	0.45	229	137	55	增持
688513.SH	苑东生物	55.4	1.94	2.19	2.45	27	25	23	增持
002332.SZ	仙琚制药	13.0	0.62	0.71	0.71	17	18	18	买入
603229.SH	奥翔药业	24.6	0.34	0.56	0.70	49	44	35	增持
688166.SH	博瑞医药	23.7	0.58	0.65	0.75	39	36	32	增持
603520.SH	司太立	20.5	0.94	2.02	2.67	57	10	8	增持
688076.SH	诺泰生物	34.6	0.54	0.64	0.78	57	59	44	增持
605116.SH	奥锐特	26.2	0.42	0.55	0.67	48	50	41	增持
002099.SZ	海翔药业	7.3	0.06	0.19	0.25	52	36	27	增持
605507.SH	国邦医药	24.7	1.26	1.67	2.06	15	15	12	增持
002422.SZ	科伦药业	27.2	0.75	1.14	1.22	24	24	22	增持
000915.SZ	华特达因	39.9	1.62	2.35	2.97	18	17	13	增持
000963.SZ	华东医药	46.2	1.31	1.46	1.72	34	32	27	买入
制药上游									
688105.SH	诺唯赞	50.8	1.70	2.17	2.29	31	23	22	增持
688690.SH	纳微科技	53.1	0.47	0.74	1.04	78	72	51	增持
688179.SH	阿拉丁	40.7	0.63	0.78	1.08	60	52	38	增持
688133.SH	泰坦科技	136.3	1.71	2.36	3.67	91	58	37	增持
688356.SH	键凯科技	172.1	2.92	3.04	4.16	57	57	41	买入
605369.SH	拱东医疗	96.1	2.76	3.56	4.56	29	27	21	增持
300171.SZ	东富龙	26.7	1.10	1.59	1.98	23	20	16	增持
2155.HK	森松国际	9.0	0.33	0.56	0.72	16	16	12	买入
300358.SZ	楚天科技	17.4	0.98	1.21	1.41	16	14	12	增持
300813.SZ	泰林生物	41.8	0.76	1.08	1.48	51	39	28	买入
688139.SH	海尔生物	74.1	2.66	1.87	2.60	39	40	29	增持
688046.SH	药康生物	26.1	0.30	0.44	0.61	65	60	43	增持

688073.SH	毕得医药	131.4	1.50	2.25	3.04	58	58	43	增持
688137.SH	近岸蛋白	75.8	2.12	1.87	2.28	58	41	33	增持
创新药									
600196.SH	复星医药	32.4	1.77	1.68	2.22	24	15	13	买入
2171.HK	科济药业	14.3	-8.28	-1.43	-1.88	-	-	-	增持
300558.SZ	贝达药业	53.9	0.92	0.39	1.13	162	138	48	买入
688180.SH	君实生物	51.8	-0.73	-2.29	-0.15	-	-	-	买入
医疗器械									
300760.SZ	迈瑞医疗	309.8	6.60	8.07	9.77	40	38	32	买入
300639.SZ	凯普生物	17.3	1.94	3.83	4.38	4	5	4	买入
688289.SH	圣湘生物	23.3	3.81	3.48	3.08	7	7	8	增持
603108.SH	润达医疗	15.0	0.66	0.68	0.94	24	22	16	买入
688575.SH	亚辉龙	19.7	0.36	1.91	0.81	11	9	9	增持
688029.SH	南微医学	82.0	1.73	1.81	2.48	47	45	33	增持
688301.SH	奕瑞科技	423.0	6.66	9.75	12.79	48	43	33	增持
688677.SH	海泰新光	110.9	1.35	2.08	2.80	53	53	40	增持
0853.HK	微创医疗	20.5	-0.15	-0.17	-0.11	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	27.2	-0.61	-0.86	-0.79	-	-	-	增持
688351.SH	微电生理	24.8	-0.03	0.02	0.03	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	190.6	4.39	5.65	7.40	38	34	26	增持
688580.SH	伟思医疗	61.7	2.59	1.86	2.84	45	33	22	增持
688626.SH	翔宇医疗	39.0	1.26	1.03	1.32	51	38	30	增持
688212.SH	澳华内镜	69.4	0.43	0.44	0.65	451	158	107	增持
688315.SH	诺禾致源	31.9	0.56	0.48	0.65	72	66	49	增持
002223.SZ	鱼跃医疗	32.1	1.48	1.45	1.73	25	22	19	增持
688114.SH	华大智造	98.0	1.17	4.85	0.76	20	20	129	增持
疫苗									
688185.SH	康希诺	124.5	7.74	-1.01	0.94	-34	-	132	增持
603392.SH	万泰生物	129.6	2.23	6.37	7.89	25	20	16	增持
300122.SZ	智飞生物	89.5	6.38	4.42	4.77	19	20	19	增持
300601.SZ	康泰生物	34.1	1.13	1.93	2.38	89	18	14	增持
300841.SZ	康华生物	97.7	6.16	6.25	9.07	18	16	11	增持
医药商业及新基建									
603883.SH	老百姓	37.3	1.14	1.33	1.61	29	28	23	增持
603939.SH	益丰药房	56.4	1.23	1.54	1.93	40	37	29	增持
603233.SH	大参林	36.6	0.83	1.14	1.48	39	32	25	增持
605186.SH	健麾信息	28.9	0.86	1.25	1.71	31	23	17	增持
医疗服务、中药									
600566.SH	济川药业	28.9	1.86	2.35	2.75	12	12	11	增持
600557.SH	康缘药业	26.9	0.55	0.75	0.98	36	36	27	增持
600285.SH	羚锐制药	15.3	0.64	0.77	0.93	20	20	16	增持

资料来源：Wind，以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测，浙商证券研究所；

注：除方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB，除方达控股、微创医疗 EPS 单位为美元外，其余为人民币。

正文目录

1 CXO：现在处于卖方市场还是买方市场？	7
2 行情复盘：全年涨幅继续收窄，生物药和科研服务领涨	10
2.1 医药行业行情：继续调整，全年涨幅持续收窄	11
2.2 医药子行业：生物药和科研服务领涨，估值均有回落	12
2.3 陆港通&港股通：各板块延续净流出趋势	13
2.4 限售解禁&股权质押情况追踪	15
3 风险提示	16

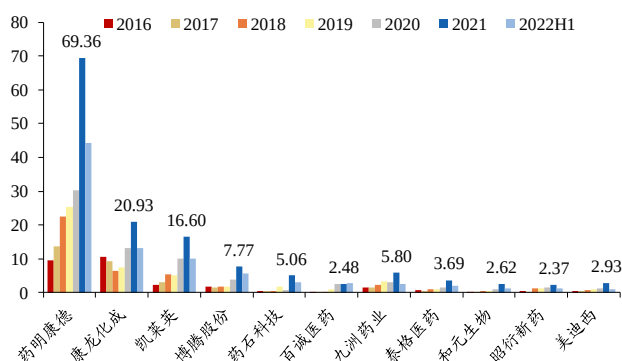
图表目录

图 1: CXO 企业 2016-2022H1 Capex 仍在加速	7
图 2: 2022 年大订单为本土 CDMO 收入带来爆发式增长	7
图 3: CRO 外包率仍在不断提升	8
图 4: 2011-2022 年药明康德收入及增速 (单位: 亿元)	8
图 5: 2018-2021 年合全药业 CDMO 项目数量拆分 (个)	8
图 6: 2011-2021 年凯莱英收入及增速趋势	8
图 7: FDA 批准新分子实体和新生物制品数据	9
图 8: 本周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 9: 2023 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 10: 本周各大行业涨跌幅 (上: 本周涨幅; 下: 2023 年至今涨幅)	11
图 11: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	12
图 12: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	12
图 13: 本周医药子板块涨跌幅 (中信)	13
图 14: 本周医药子板块涨跌幅 (浙商医药)	13
图 15: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	13
图 16: 2017-2023.3.10 医药北上金额及占总北上资金比例	14
图 17: 2017-2023.3.10 医药股北上资金布局子行业	14
图 18: 2023.3.6-3.10 陆港通医药持股市值变动前后 5 名	14
图 19: 2023.3.10 陆港通医药股持股市值前 10 名	14
图 20: 2023.3.6-3.10 港股通医药股持股市值变动前后 5 名	14
图 21: 2023.3.10 港股通医药股持股市值前 10 名	14
图 22: 2023.3.10 陆港通医药股持股占比前 10 名	15
图 23: 2023.3.10 港股通医药股持股占比前 10 名	15
 表 1: 盈利预测与估值	 3
表 2: 2023 年 3 月 6 日至 2023 年 4 月 2 日医药公司解禁限售股情况	15
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	16

1 CXO：现在处于卖方市场还是买方市场？

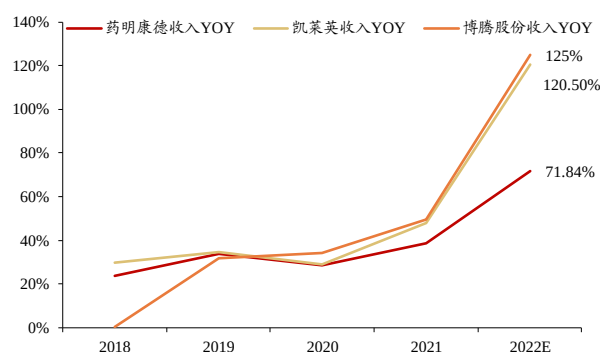
数据：CXO Capex 加速，产能进入释放期。从历史数据看，2020 年开始大部分本土 CXO 龙头企业 Capex 均有加速迹象，2022 年基本进入产能释放期。2021 年底开始本土 CDMO 龙头企业药明康德、凯莱英、博腾股份陆续承接了较大体量的 CDMO “大订单”（参考各公司公告和财报披露数据），这也带来了 2022 年三家公司收入增速爆发式增长，使得投资者对 2023 年表观收入/利润增速显著降速的担心。

图1：CXO 企业 2016-2022H1 Capex 仍在加速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022 年大订单为本土 CDMO 收入带来爆发式增长



资料来源：Wind，公司公告（凯莱英和博腾股份 2022 年收入 YOY 取业绩预告公告平均值），浙商证券研究所

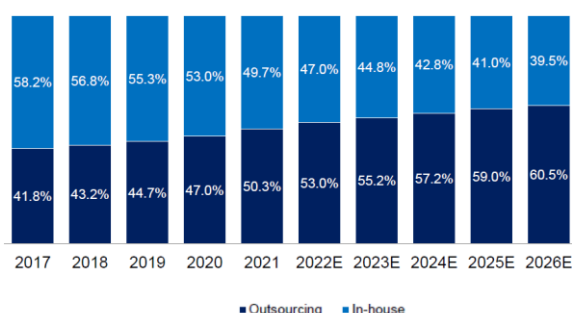
更多的担心来自于 CDMO 企业 2022 年承接大订单的产能在 2023 年可能面临产能利用率“大幅下降”，带来本土 CDMO 从卖方市场（高增速，高定价权）快速转变为“买方市场”（低增速、低定价权）。但是我们认为 2023-2025 年 CXO 行业尤其是 CDMO 仍处于“卖方市场”。具体分析如下：

1) 外包率仍有望持续提升，产业转移仍在持续：我们认为中国本土 CXO 企业成本优势（科学家红利、更低薪酬）和经营效率优势不被欧美 CXO 企业逆转背景下，中国本土 CXO 企业全球市占率持续提升的趋势基本不会发生变化。我们认为 2011-2022 年中国本土 CXO 企业收入维持高增长一方面来自于全球药企外包率持续提升，另一方面来自于中国本土科学家红利+经营效率优势下产业加速向国内转移。

以 CXO 龙头药明康德为例：在主要依赖内生（为完善公司一体化服务能力，部分业务进行并购，但是主要还是依赖原有业务内生高增长再加上新并购业务整合完成后内生高增长）情况下，5 年维度公司收入增速不断加速，2011-2015 年年收入复合增速仅有 17%，2016-2020 年加速至 28%，根据我们预测 2021-2025 年收入增速有望进一步加速至 30%-35%（详细数据和逻辑参考我们《药明康德：从产能趋势看成长空间 20220924》和《药明康德重点推荐：一体化 CXO 龙头，业绩望超预期 20230111》中阐述）。作为本土收入体量最大的 CXO 龙头企业，我们认为药明康德的收入增长趋势能够大致反映本土 CXO 在全球药企外包率持续提升叠加中国本土 CXO 科学家红利驱动下全球话语权不断提升的趋势。综上我们认为 CXO 产业向中国转移的趋势应该还是能延续。

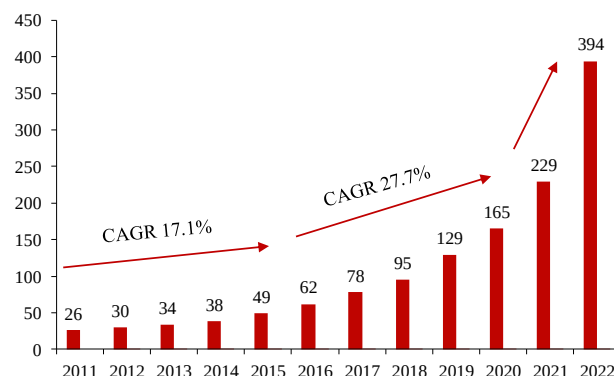
图3: CRO 外包率仍在不断提升

US CRO outsourcing rate, 2017-2026E



资料来源: Frost &Sullivan, 浙商证券研究所

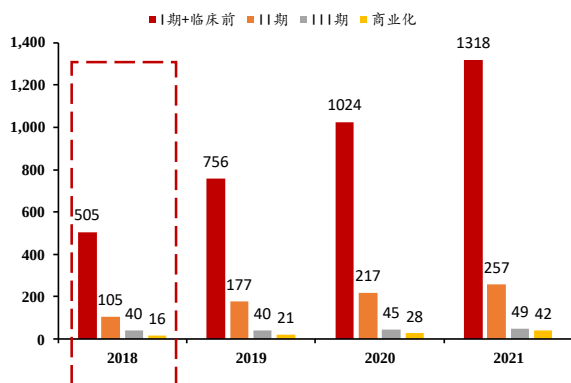
图4: 2011-2022 年药明康德收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

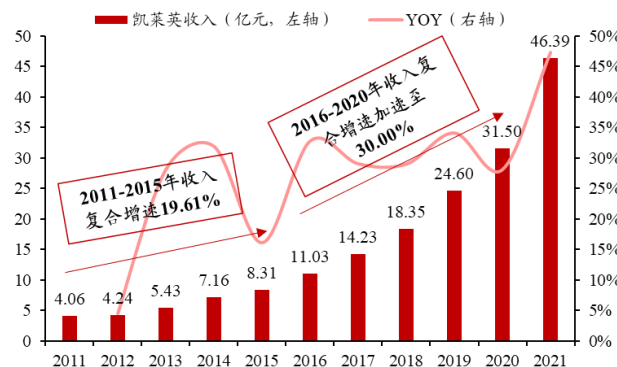
2) 小分子 CDMO: 前端+后端 CDMO 共振驱动龙头高增长延续。正如我们《药明康德: 从产能趋势看成长空间 20220924》中分析: 药明康德 2011-2015 年 CDMO 业务收入复合增速 28%, 2016-2020 年在收入基数更高情况下, 复合增速加速至 34%, 尤其是 2019-2021 年 CDMO 收入 YOY 逐年加速 (分别为 38.65%/40.78%/49.94%)。核心驱动一方面来着于前端项目数量和收入持续高增长, 另一方面来自于商业化项目数量快速爆发, 并不断放量。《凯莱英: 四论业绩确定性加速趋势和长期天花板打开 20210726》报告中也阐述了我们认为小分子 CDMO 龙头企业凯莱英也有望进入商业化项目兑现期, 从而驱动收入延续高增长趋势, 叠加新兴业务快速成长, 2021-2025 年收入复合增速有望进一步加速 (参考《凯莱英: 从产能变化看凯莱英成长空间 20221227》分析)。

图5: 2018-2021 年合全药业 CDMO 项目数量拆分 (个)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

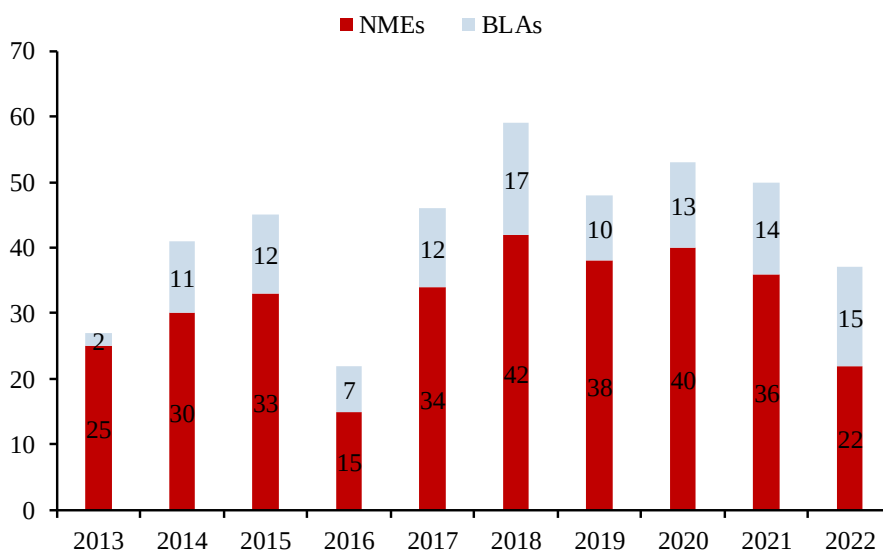
图6: 2011-2021 年凯莱英收入及增速趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2018-2022 年 FDA 批准 178 个小分子创新药, 支撑本土 CDMO 龙头企业持续高增长。再参考 FDA 批准的创新药项目数量趋势, 我们认为 2018-2022 年新获批的 178 个小分子创新药物仍处于快速放量期, 这也有极大概率驱动本土小分子 CDMO 龙头企业因大订单在 2022 年投放的产能, 在 2023-2025 年的产能利用率迅速爬坡甚至 2023 年达到满产状态, 卖方市场仍然占据主导。

图7: FDA 批准新分子实体和新生物制品数据



资料来源: FDA, Nature, 浙商证券研究所

综合以上分析我们认为: CXO 行业尤其是小分子 CDMO 行业仍是典型的卖方市场。从更长维度看, 伴随着小分子创新药持续放量, CDMO 企业仍有可能进入新一轮的产能扩张期 (药明康德在 2023 年 JPM 大会提到 2023-2024 年资本开支维持 90-100 亿人民币)。我们持续看好本土 CXO 龙头企业主业在 2023-2025 年延续高增长趋势。估值处于历史低位背景下, 再次强调 CXO 板块龙头企业中长期布局价值, 维持重点推荐。

2 行情复盘：全年涨幅继续收窄，生物药和科研服务领涨

涨跌幅：本周医药板块下跌 1.43%，跑赢沪深 300 指数 2.53 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3。**成交额：**医药行业本周成交额为 2919 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 7.0%，较前一周环比下降 0.5pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。**估值：**截至 2023 年 3 月 10 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 26.3 倍，环比降低 0.4。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 137%，较前一周环比提升 4.5pct，低于四年来中枢水平（174.0%）。**沪港通&深港通持股**截至 2023 年 3 月 10 日，陆港通医药行业投资 1890 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.1%，医药北上资金环比减少 39 亿元。细分板块中，各自板块均有不同程度净流出，其中，医疗服务、化学制药净流出最多。

细分板块涨跌幅分析：根据 Wind 中信医药分类看，本周子板块全部下跌，其中化学制剂（-2.6%）、化学原料药（-1.9%）、医疗服务（-1.9%）、医药流通（-1.7%）下跌最多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周除生物药（+0.7%）、科研服务（+0.6%）和医疗器械（+0.2%）略有上涨外，创新药（-5.6%）、API 及制剂出口（-2.1%）两大板块跌幅超过 2%。具体公司看，生物药板块百克生物（+10.2%）、万泰生物（+2.7%），拉动生物药板块有所上涨。科研服务板块莱伯泰科（+9.0%）、楚天科技（+8.6%）领涨。创新药板块科济药业（-15.2%）、再鼎医药（-11.6%）和康方生物（-10.4%）跌幅较大，同和药业（-6.5%）、司太立（-3.5%）、美诺华（-3.5%）拖累 API 及制剂出口板块。

整体来看，医药估值和持仓仍处于历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），以 2023 年度医药策略周期论角度，疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段，可能成为未来投资主线。**我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。**

2023 年医药年度策略：拥抱新周期

疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡，把握 2023 年医药新周期主线。

推荐方向：疫后主线（防疫产品/药店/医疗服务/疫苗）、创新药械及配套产业链（CXO/原料药）等；

逻辑支撑：①**疫情周期：**防控措施持续优化带来诊疗量恢复；②**政策周期：**控费政策持续优化带来合理量价预期；③**产品周期：**创新药械产品持续迭代满足未及需求的量。

2023 年行业边际变化：后疫、集采时代“量”的修复。疫情防控持续优化，新冠疫苗、新冠特效药、贴息等医疗新基建放量；卫健委、医保局等配套中医药传承创新的政策持续推进，联盟集采促进放量；仿制药集采、脊柱等高耗集采、续标政策规则延续科学、合理化；

疫后主线：济川药业、康缘药业、大参林、老百姓、益丰药房、智飞生物、康希诺，关注眼科等医疗服务；

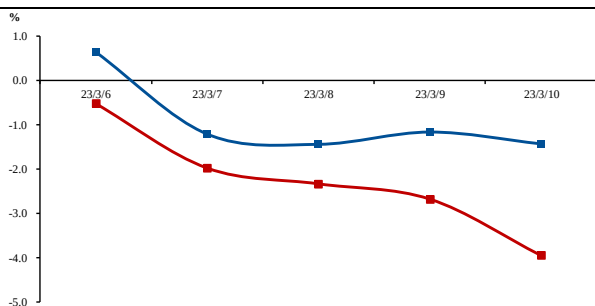
配套产业链：药明康德、凯莱英、泰格医药、百诚医药、九洲药业、康龙化成、诺唯赞、键凯科技、健友股份等；

创新药械：迈瑞医疗、澳华内镜、海泰新光、心脉医疗、奕瑞科技、复星医药、贝达药业、科济药业、君实生物等。

2.1 医药行业行情：继续调整，全年涨幅持续收窄

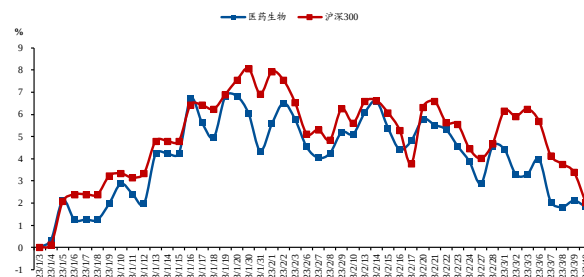
本周医药板块下跌 1.43%，跑赢沪深 300 指数 2.53 个百分点，在所有行业中涨幅排名第 3。

图8：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



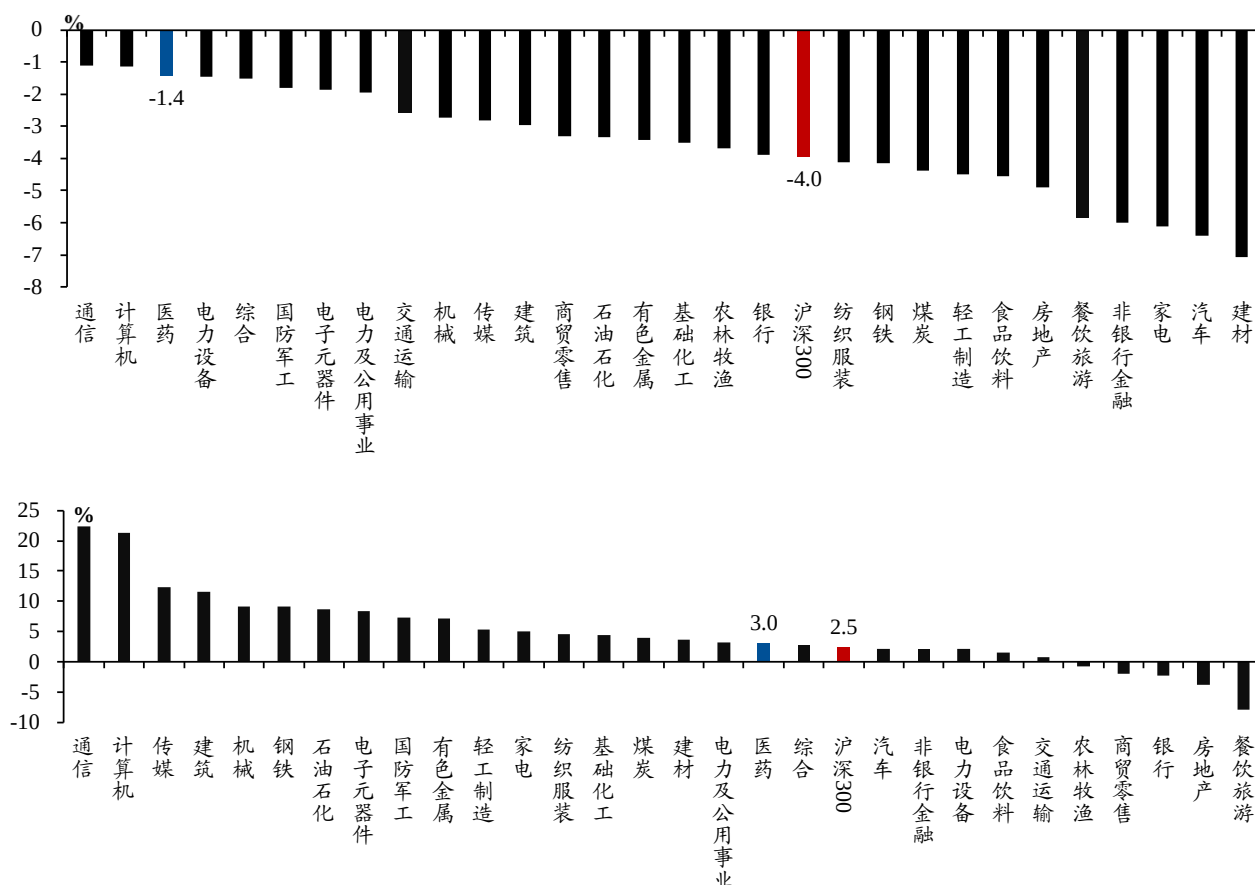
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2023 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

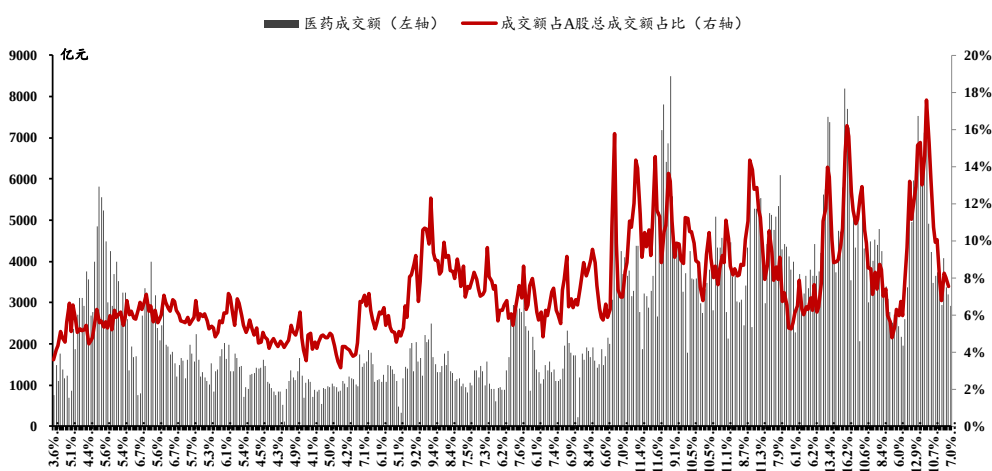
图10：本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2023 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额连续 3 周持续下降。医药行业本周成交额为 2919 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 7.0%，较前一周环比下降 0.5pct，低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。

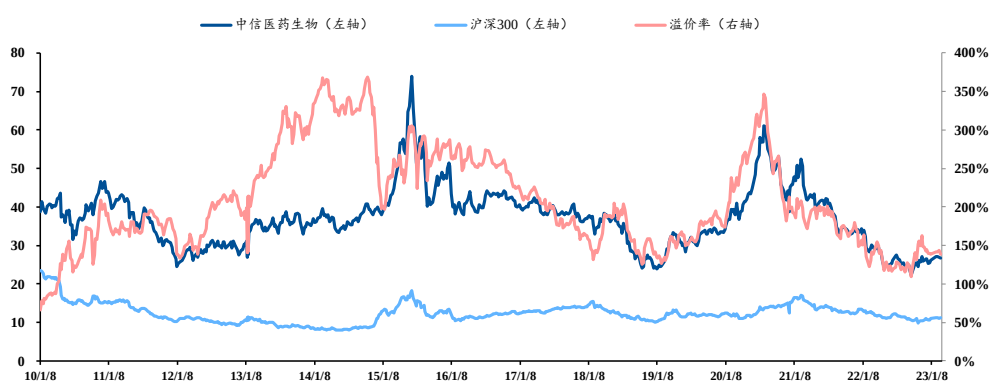
图11: 2015年以来医药行业成交额及其占A股市场总成交额比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

估值略有下降。截至2023年3月10日,医药板块整体估值(历史TTM,整体法,剔除负值)为26.3倍,环比降低0.4。医药行业相对沪深300的估值溢价率为137%,较前一周环比提升4.5pct,低于四年来中枢水平(174.0%)。

图12: 2010年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 医药子行业: 生物药和科研服务领涨, 估值均有回落

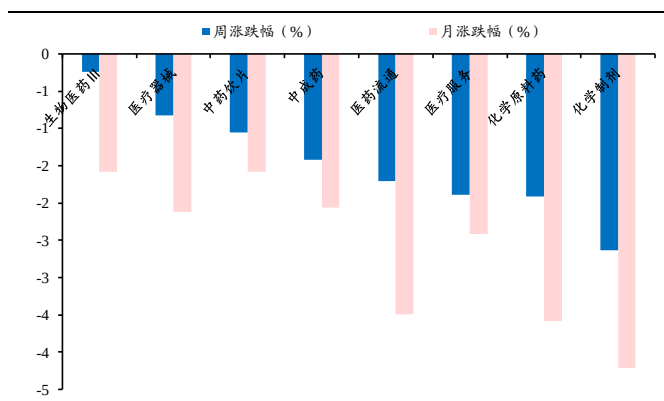
根据Wind中信医药分类看,本周子板块全部下跌,其中化学制剂(-2.6%)、化学原料药(-1.9%)、医疗服务(-1.9%)、医药流通(-1.7%)下跌最多。

根据浙商医药重点公司分类板块来看,本周除生物药(+0.7%)、科研服务(+0.6%)和医疗器械(+0.2%)略有上涨外,创新药(-5.6%)、API及制剂出口(-2.1%)两大板块跌幅超过2%。具体公司看,生物药板块百克生物(+10.2%)、万泰生物(+2.7%),拉动生物药板块有所上涨。科研服务板块莱伯泰科(+9.0%)、楚天科技(+8.6%)领涨。创新药板块科济药业(-15.2%)、再鼎医药(-11.6%)和康方生物(-10.4%)跌幅较大,同和药业(-6.5%)、司太立(-3.5%)、美诺华(-3.5%)拖累API及制剂出口板块。

整体来看,医药估值和持仓仍处于历史低点,投资者在底部震荡中待医药板块催化,我们认为在医改持续深化的背景下,医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励(创新药、创新器械),以2023年度医药策略周期论角度,疫后主线、配套产业链、创新药械处于疫情复苏、政策周期消化、企业经营周期过渡的多周期共振阶段,可能成为未来投资主线。

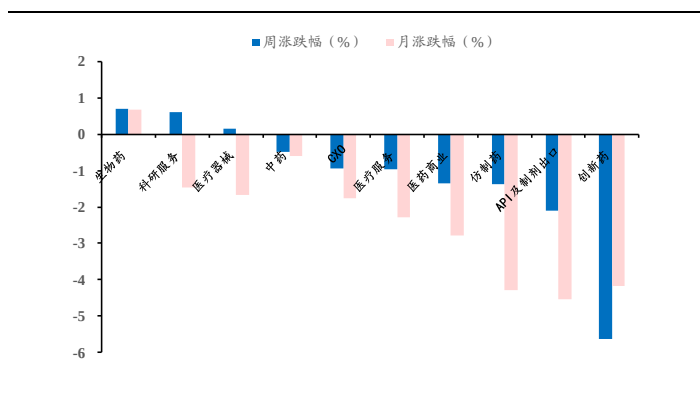
我们推荐预期底部、经营周期弹性体现的中药、先进制造产业链、创新产业链以及医疗硬科技方向。

图13：本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

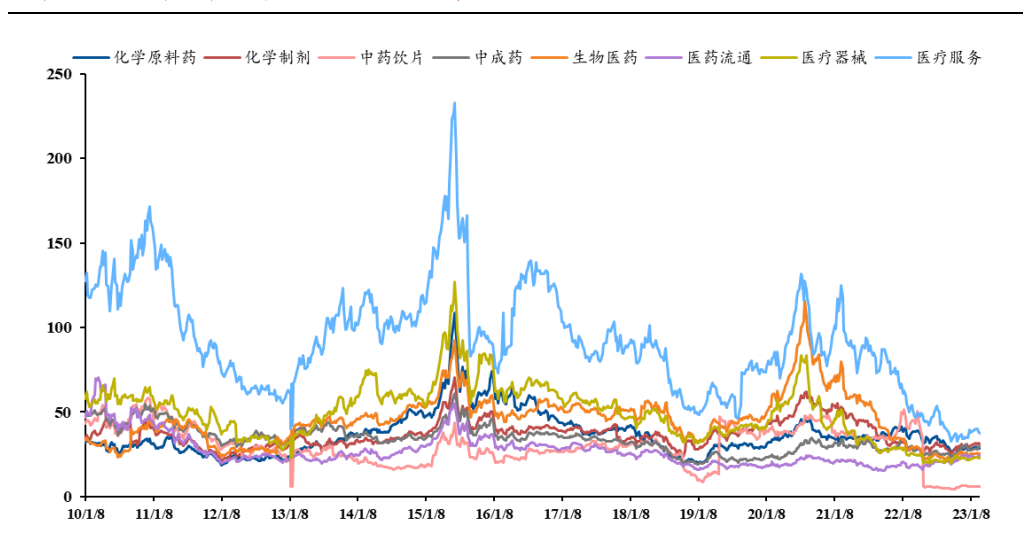
图14：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

估值：全部子板块均有下降。据 Wind 中信医药分类，本周医药子板块估值全部调整，其中化学制剂（-0.77）、化学原料药（-0.73）、中成药（-0.61）估值下降最多。截至 2023 年 3 月 10 日，估值排名前三的板块分别为医疗服务、化学制剂和中成药，市盈率分别为 37 倍、31 倍、29 倍。

图15：2010 年以来医药子行业估值变化情况

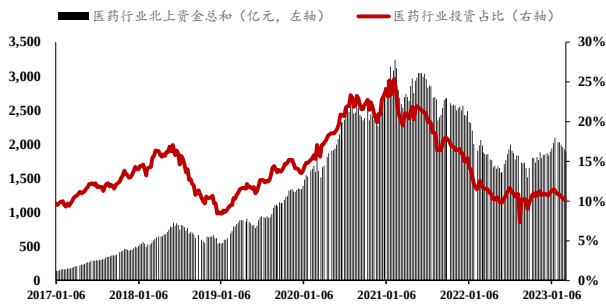


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 陆港通&港股通：各板块延续净流出趋势

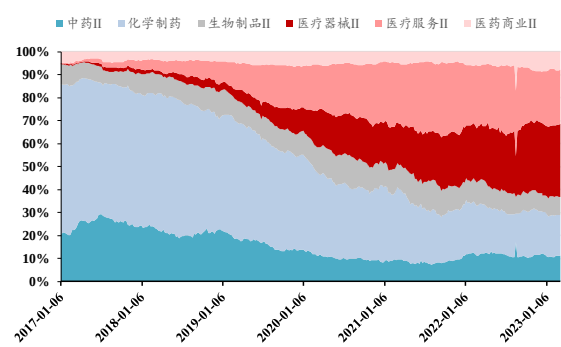
截至 2023 年 3 月 10 日，陆港通医药行业投资 1890 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.1%，医药北上资金环比减少 39 亿元。细分板块中，各自板块均有不同程度净流出，其中，医疗服务、化学制药净流出最多。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，我们建议更着眼于国内医药先进制造的底层逻辑，关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图16: 2017-2023.3.10 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

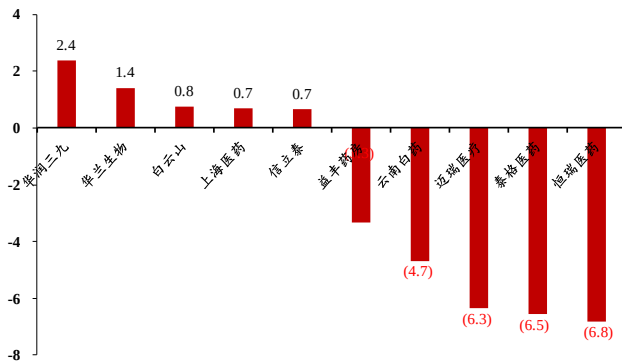
图17: 2017-2023.3.10 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

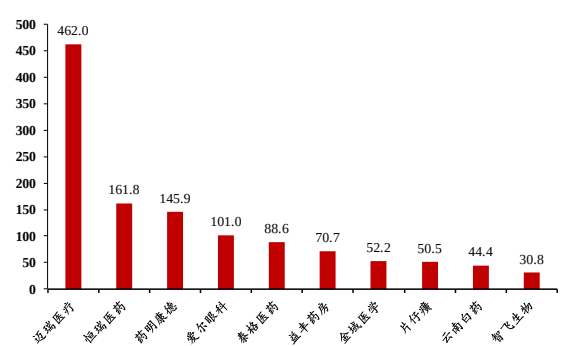
具体持仓标的上, 2023年3月6日至3月10日陆股通医药标的市值增长前5名分别为华润三九、华兰生物、白云山、上海医药、信立泰, 市值下降前5名分别为恒瑞医药、泰格医药、迈瑞医疗、云南白药、益丰药房。港股通医药标的市值增长前5名分别为华润医疗、国药控股、华润医药、上海医药和同仁堂国药, 市值下降前5名分别为药明生物、金斯瑞生物科技、锦欣生殖、石药集团和微创医疗。

图18: 2023.3.6-3.10 陆股通医药持股市值变动前后5名



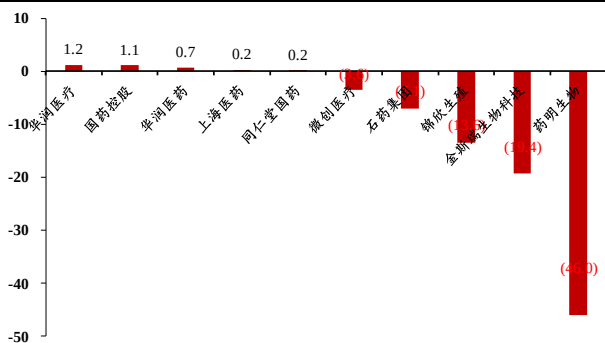
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2023.3.10 陆股通医药持股市值前10名



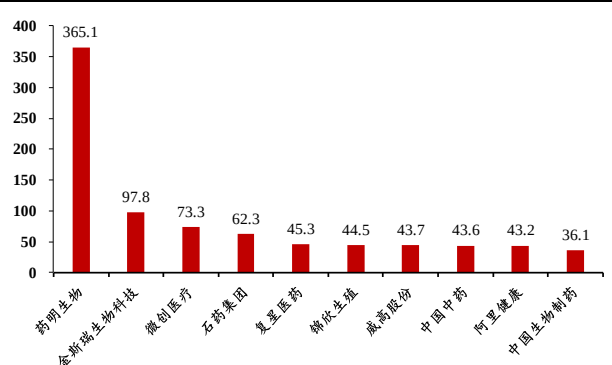
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2023.3.6-3.10 港股通医药持股市值变动前后5名



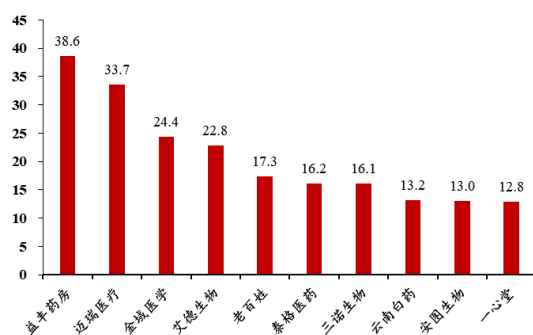
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2023.3.10 港股通医药持股市值前10名



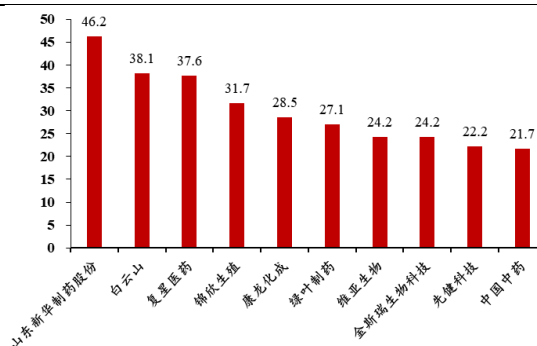
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 2023.3.10 陆股通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2023.3.10 港股通医药股持股占比前 10 名



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2023 年 3 月 6 日至 2023 年 4 月 2 日, 共有 24 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中仙乐健康、仁度生物、泰恩康等公司涉及解禁股份占总股本比例较高。在股权质押方面, 方盛制药等第一大股东股权质押比例有所上升, 翰宇药业、广生堂和通化东宝等第一大股东股权质押比例有所下降。

表2: 2023 年 3 月 6 日至 2023 年 4 月 2 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁股本占总股本 比例 (%)	解禁市值(万元)	解禁收益率 (%)
835892.BJ	中科美菱	2023-03-06	323.88	3.35	3,698.71	
603259.SH	药明康德	2023-03-07	4.18	0.00	339.51	
688114.SH	华大智造	2023-03-09	182.26	0.44	17,965.19	13.06
688321.SH	微芯生物	2023-03-09	39.60	0.10	1,096.92	
688163.SH	赛伦生物	2023-03-13	1,697.20	15.68	40,647.94	
603259.SH	药明康德	2023-03-17	12.44	0.00	997.61	
603566.SH	普莱柯	2023-03-17	2,974.11	8.43	87,319.80	2.73
688221.SH	前沿生物-U	2023-03-21	1,481.87	3.96	20,597.93	2.89
688428.SH	诺诚健华-U	2023-03-21	1,215.25	0.69	14,157.71	5.62
301103.SZ	何氏眼科	2023-03-22	4,344.01	27.49	144,351.56	
688238.SH	和元生物	2023-03-22	15,087.78	30.59	304,018.72	52.31
688197.SH	首药控股-U	2023-03-23	1,495.27	10.05	61,545.23	
002821.SZ	凯莱英	2023-03-24	286.75	0.78	39,324.62	
688189.SH	南新制药	2023-03-27	5,600.00	28.57	96,600.00	
300791.SZ	仙乐健康	2023-03-27	10,886.40	60.31	407,477.95	
688606.SH	奥泰生物	2023-03-27	44.89	0.83	4,679.43	-22.01
688137.SH	近岸蛋白	2023-03-29	71.48	1.02	5,420.87	-28.58
301263.SZ	泰恩康	2023-03-29	7,355.87	31.12	277,978.37	89.61
301258.SZ	富士莱	2023-03-29	1,033.00	11.27	44,739.23	
688329.SH	艾隆科技	2023-03-29	96.50	1.25	3,742.27	130.70
002252.SZ	上海莱士	2023-03-30	176,616.58	26.20	1,102,087.46	-16.08
688193.SH	仁度生物	2023-03-30	2,121.63	53.04	134,765.94	-12.57
688331.SH	荣昌生物	2023-03-31	11,670.48	21.44	844,942.77	50.83
688626.SH	翔宇医疗	2023-03-31	160.00	1.00	6,240.00	35.32

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
方盛制药	3.9	0.0	0.0
东阳光	0.0	-4.6	0.0
海思科	0.0	-1.6	0.0
通化东宝	-0.2	0.0	0.0
广生堂	-5.7	0.0	0.0
翰宇药业	-7.5	-15.3	0.0

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>