

国金证券

掘金 · 中报业绩总结

医药创新+先进制造再出发，下半年反弹在即

分析师：王班

执业编号：S1130520110002

DATE：2022.09.01

核心逻辑

- **医药板块大的方向：创新、制造和消费。**目前医药行业整体处于历史估值底部、基金低配位置，继续重点看好医药优质资产，中长期看核心驱动是国产替代&产业升级+国际竞争力的创新与医药高端制造。
- **整体回顾：**1H22整个医药板块营收与利润向上增长态势确定，而疫情相关IVD与疫苗增速居高，创新药业绩普遍探底。研发投入持续加大，研发热情不减，逐渐进入收获期。医改持续深化，医保结余，下半年政策持续边际回暖预期。
- **创新药：**看好差异化创新、原创创新和创新出海。建议重点关注业绩稳健增长、创新转型的头部企业和高壁垒、快速成长的新星公司，疫后恢复、集采负面影响减弱、新产品放量、资本回暖，创新再起航。
- **CXO板块：**看好平台型龙头企业，CRO细分方向（昭衍新药等），CDMO细分方向（九洲药业等）。三季度内外部不确定性因素逐渐落地，看好9月黄金买点，看好四季度三季报催化估值切换。
- **看好医药先进制造包括API和医药上游供应链：**产业升级+国产替代驱动。低估值策略，API板块重点是产业升级（CDMO）和产业延展（原料药制剂一体化）。上游供应链主要是装备设备、科学仪器、上游耗材和原辅料包材。

投资建议

- 建议重点关注创新药、CXO、API、医药上游供应链（装备设备、科学仪器、原辅料包材和上游耗材）等医药创新和医药先进制造方向下的重点细分领域投资机遇。
- 建议重点关注：恒瑞医药、荣昌生物、信达生物，药明康德、康龙化成、药明生物、凯莱英，泰格医药、美迪西、九洲药业，诺唯赞、聚光科技、森松国际等。

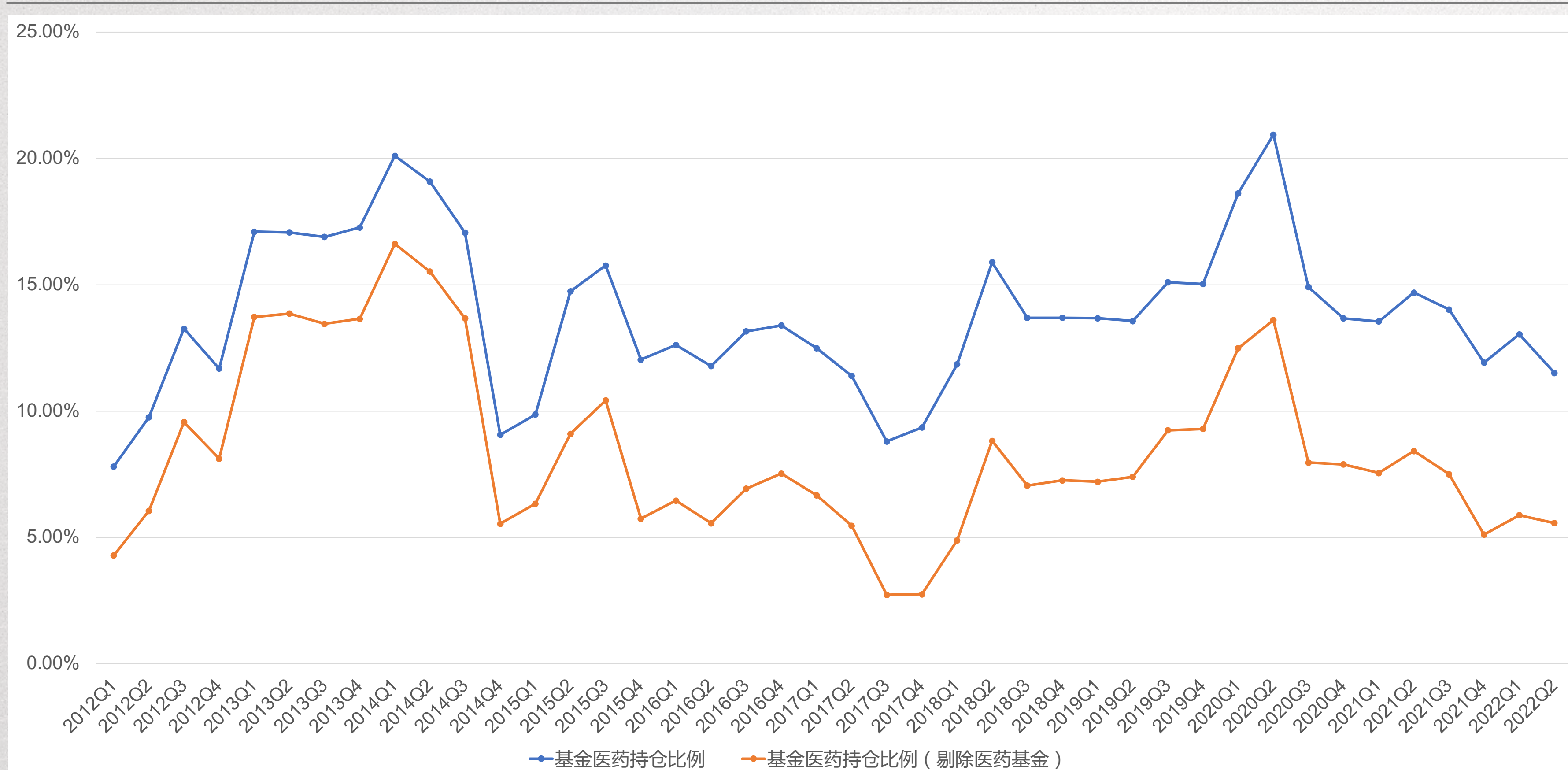
风险提示

- 新药研发风险、安全生产风险、疫情风险、监管风险、环保风险等

医药持仓历史低位，看好底部反转

- 医药行业持仓约11.51%，位居重仓行业第三。2022Q2持仓比例环比下降1.53 pct（2022Q1持仓比例为13.04%）。此外，剔除医药基金后，2022Q2基金医药持仓比例5.57%，较2022Q1下滑0.31 pct。

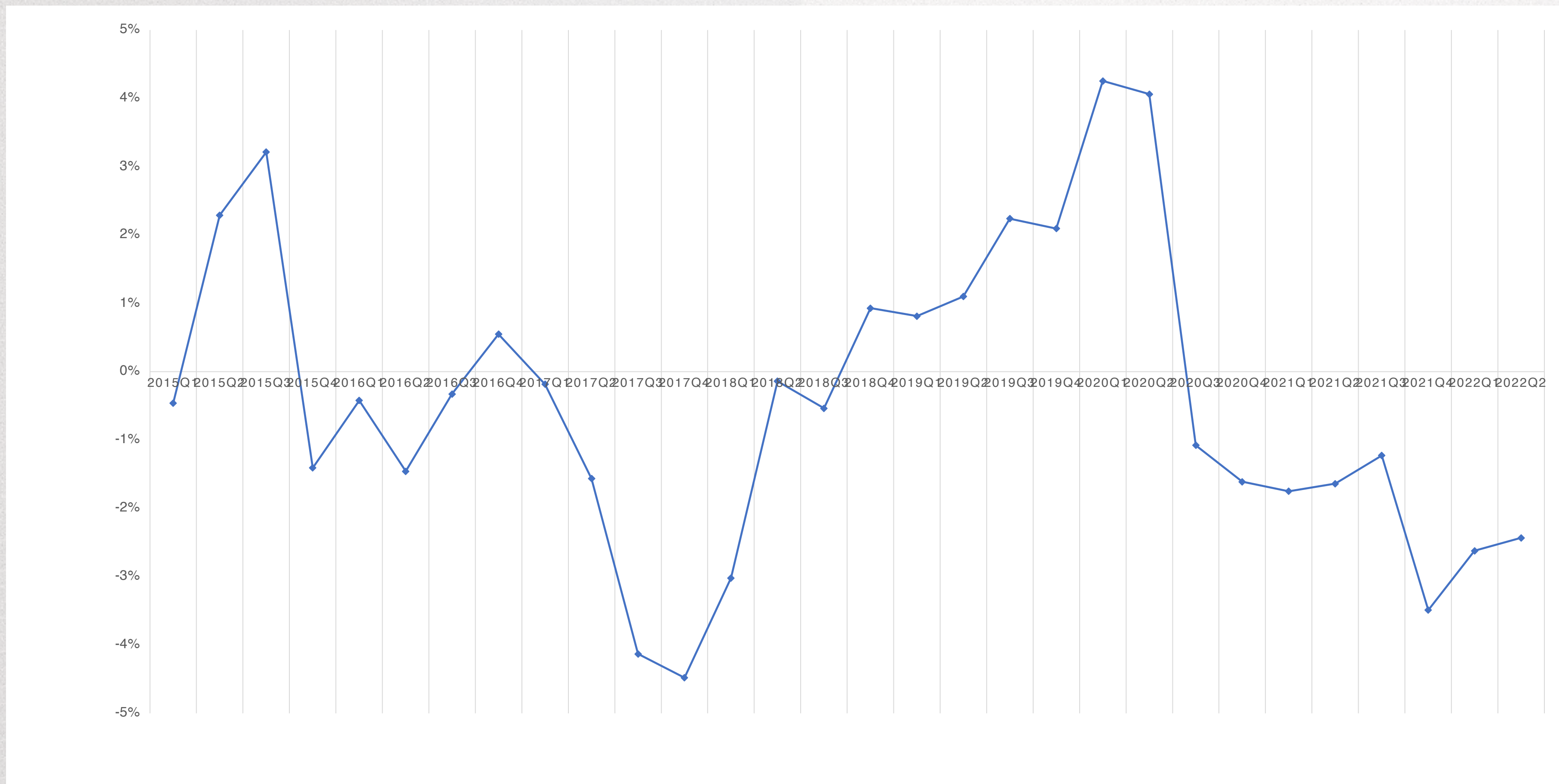
图：2012Q1-2022Q2基金医药持仓比例分析



医药持仓历史低位，看好底部反转

- 医药基金超配比例呈现环比恢复趋势，单仍处于历史低分位水平。

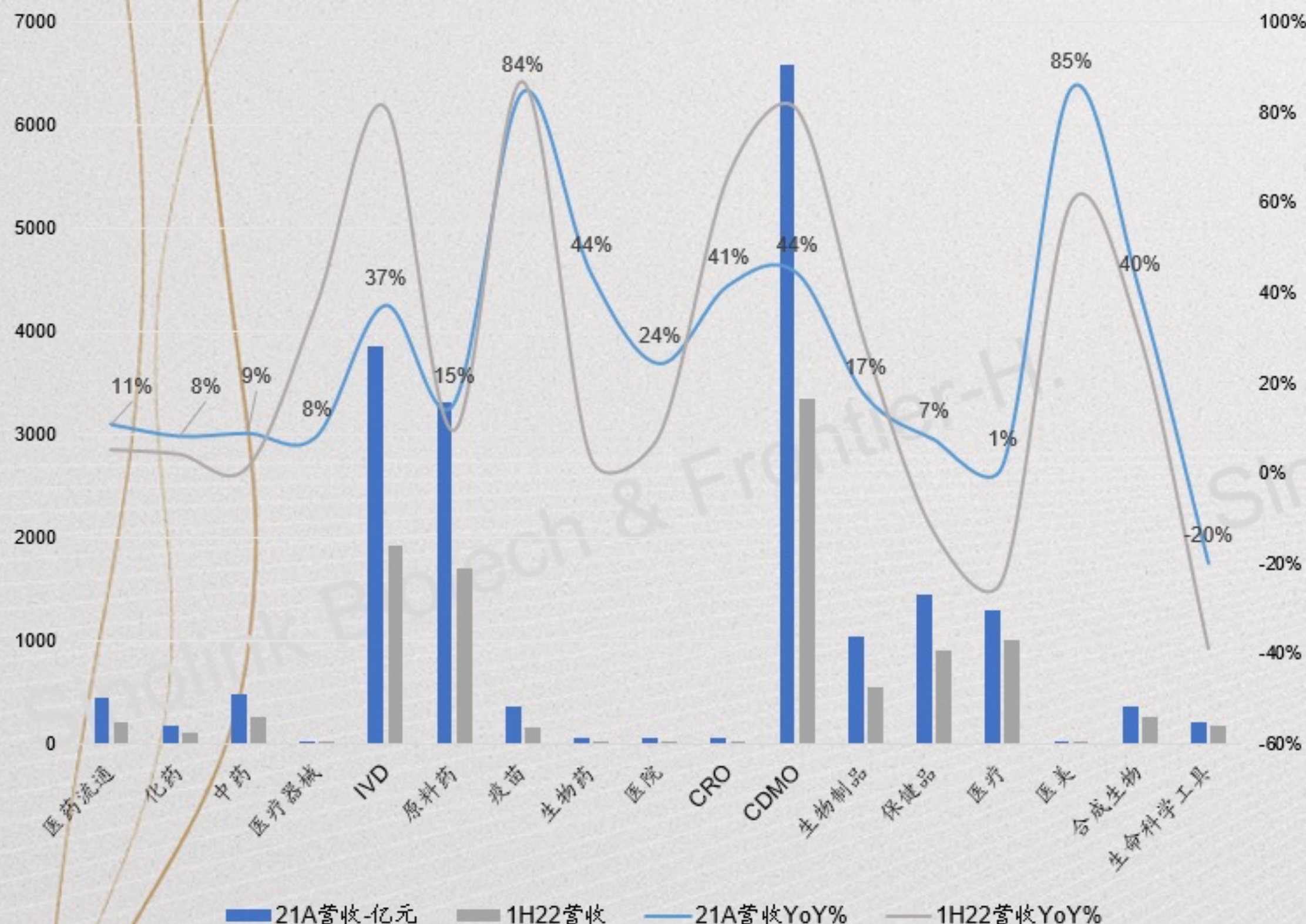
图：2022Q2基金医药超配比例分析



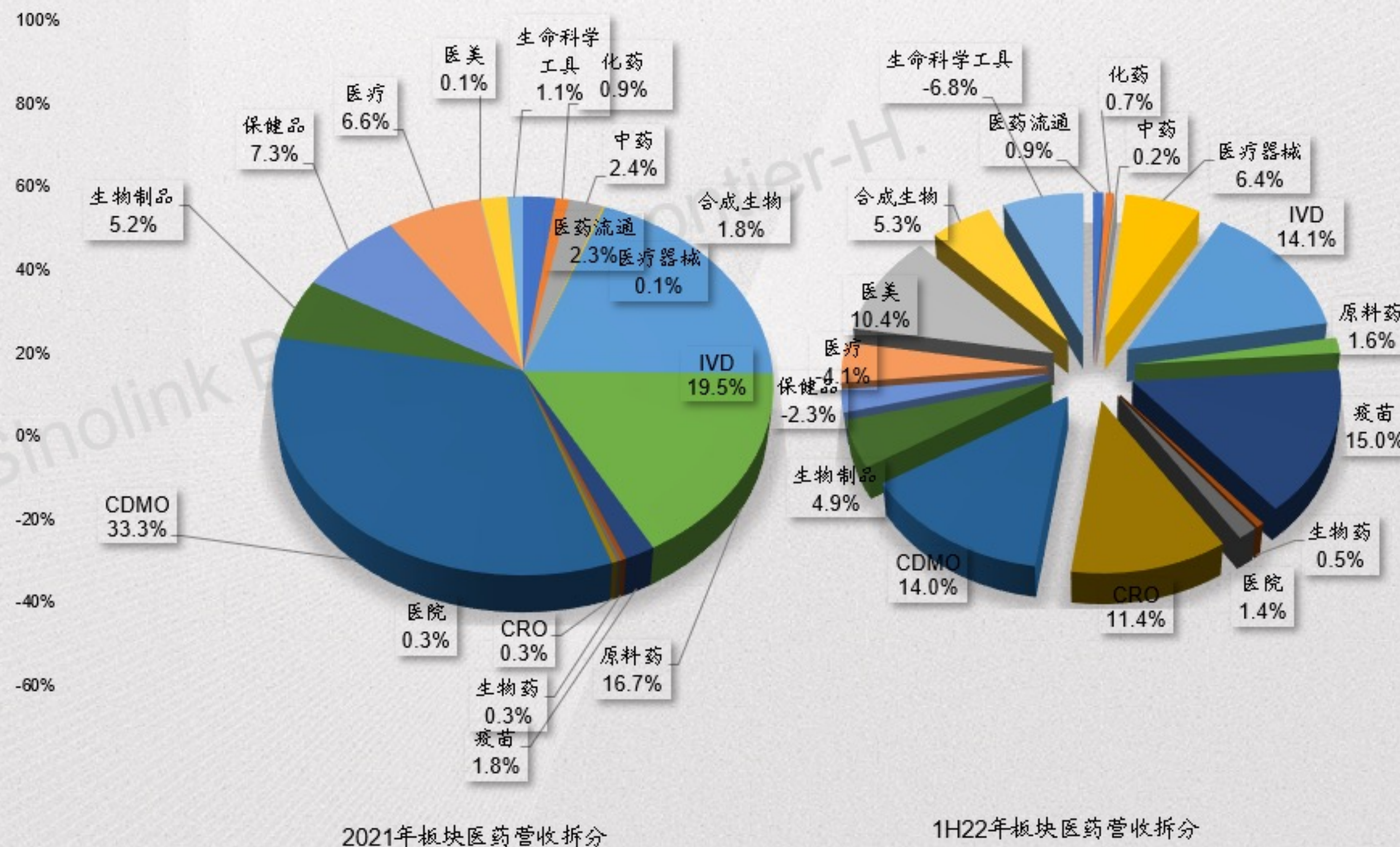
医药行业整体趋势向上

■ A股医药行业营收向上态势确定，1H22疫情相关IVD及疫苗收入增速最高

A股404家医药个股-分板块营收分析

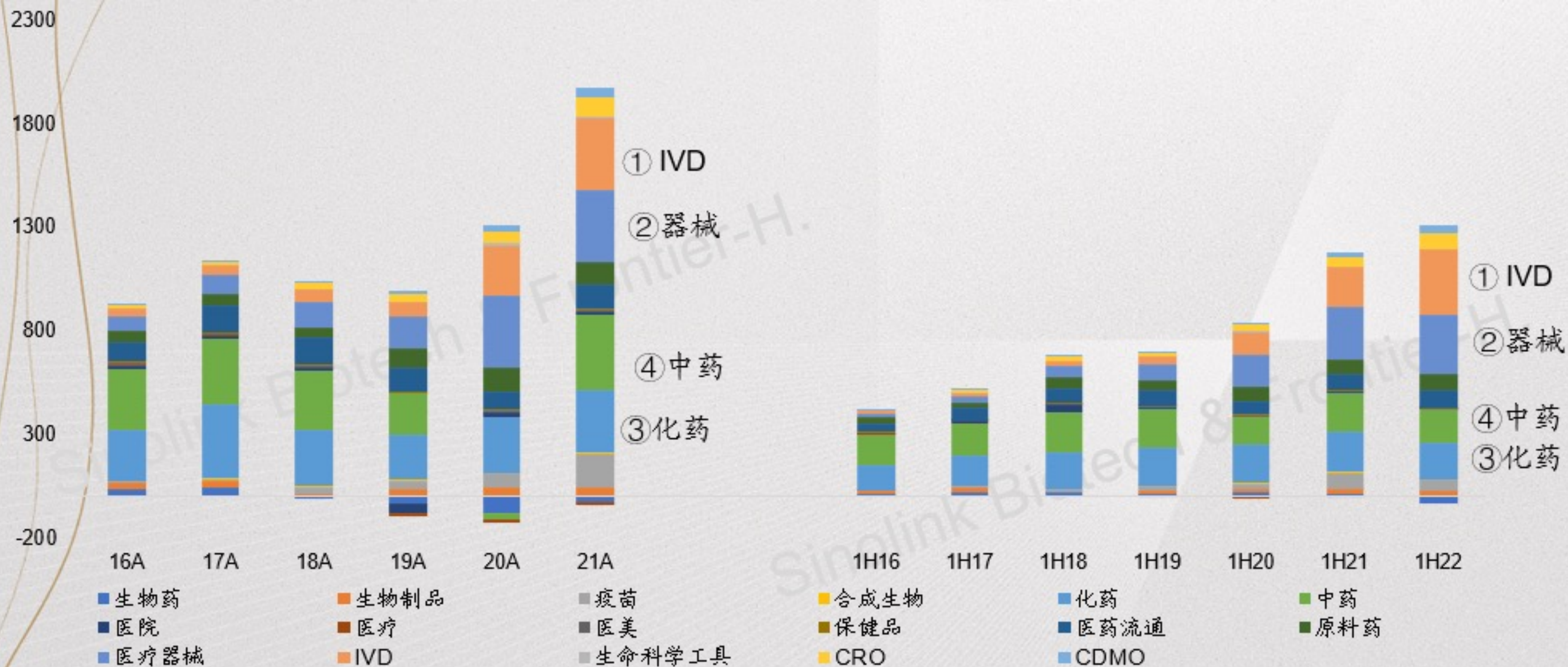


A股404家医药个股-分板块营收占比



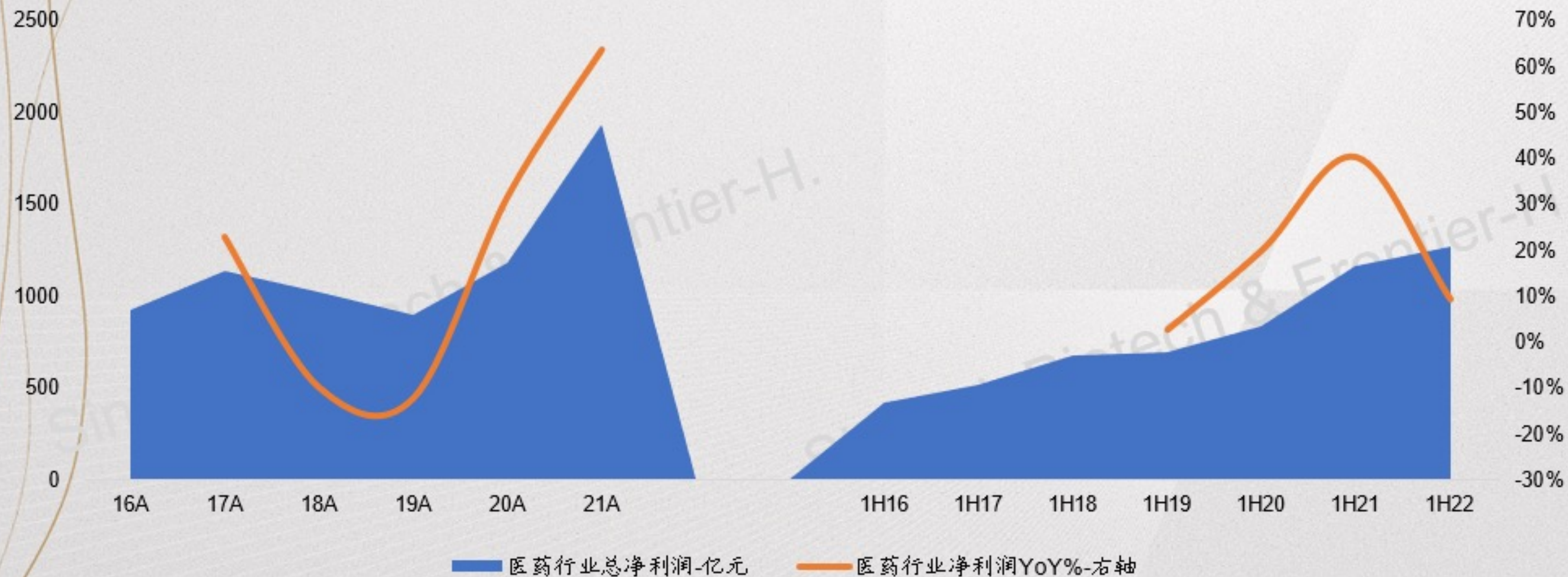
医药行业整体利润向上趋势不变

近7年医药行业细分板块净利润分布-亿元



整体趋势向上，多因素1H22业绩底

近7年医药行业整体净利润上行确定,1H22短期受挫



政策全景：协同推进“三医”联动改革

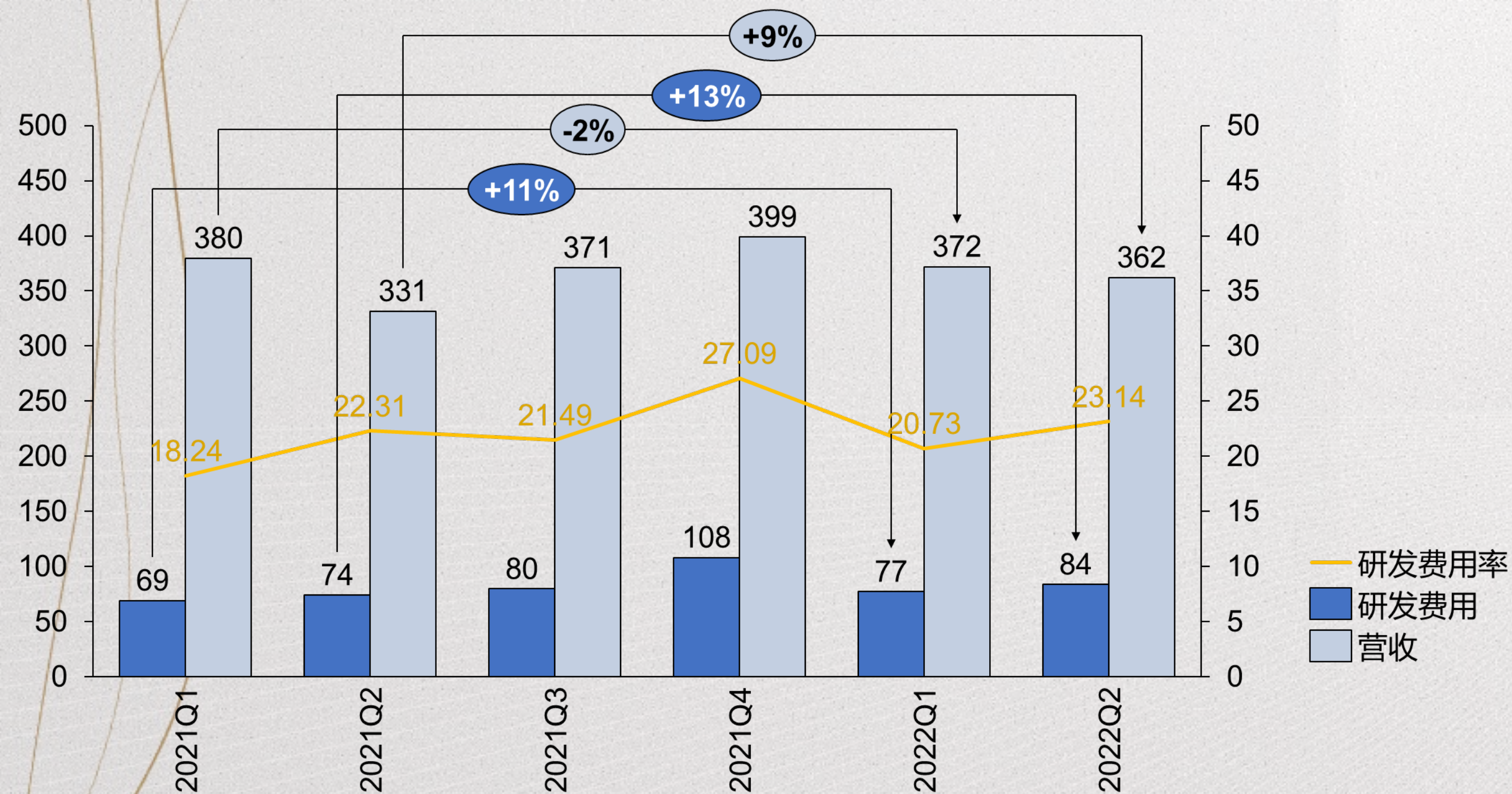
■ 医改持续深化，医保结余，看好下半年医药政策持续回暖，关注医药谈判进展及相关投资机遇。



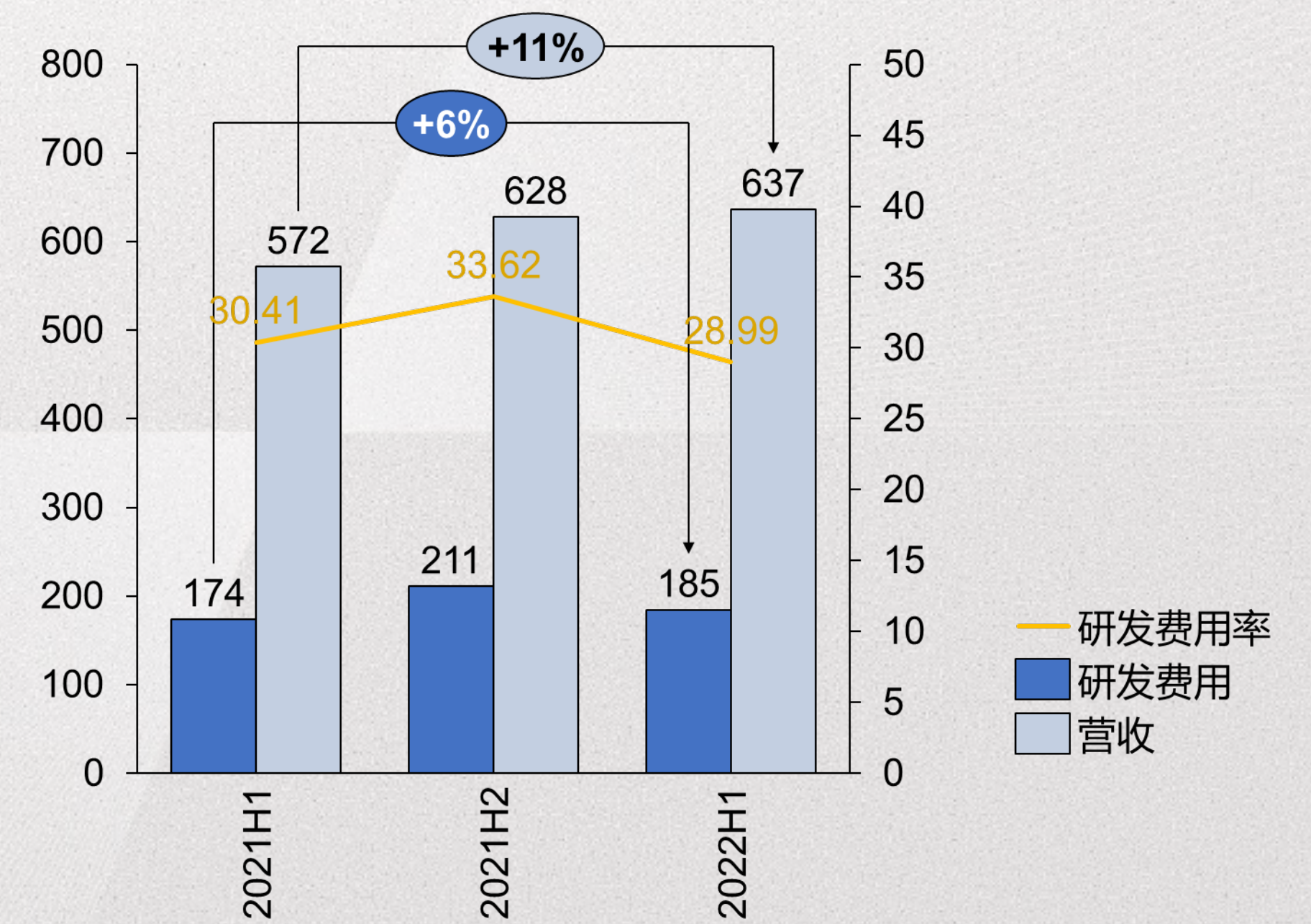
创新药企研发投入持续上升

- 创新药企研发投入持续上升。2018年至2021年，A股33家重点创新药公司研发总费用从2018年的151亿元持续增长到2021年的331亿元，研发费用率从2018年的14.78%持续上升到2021年的22.35%。

A股重点创新药公司研发费用



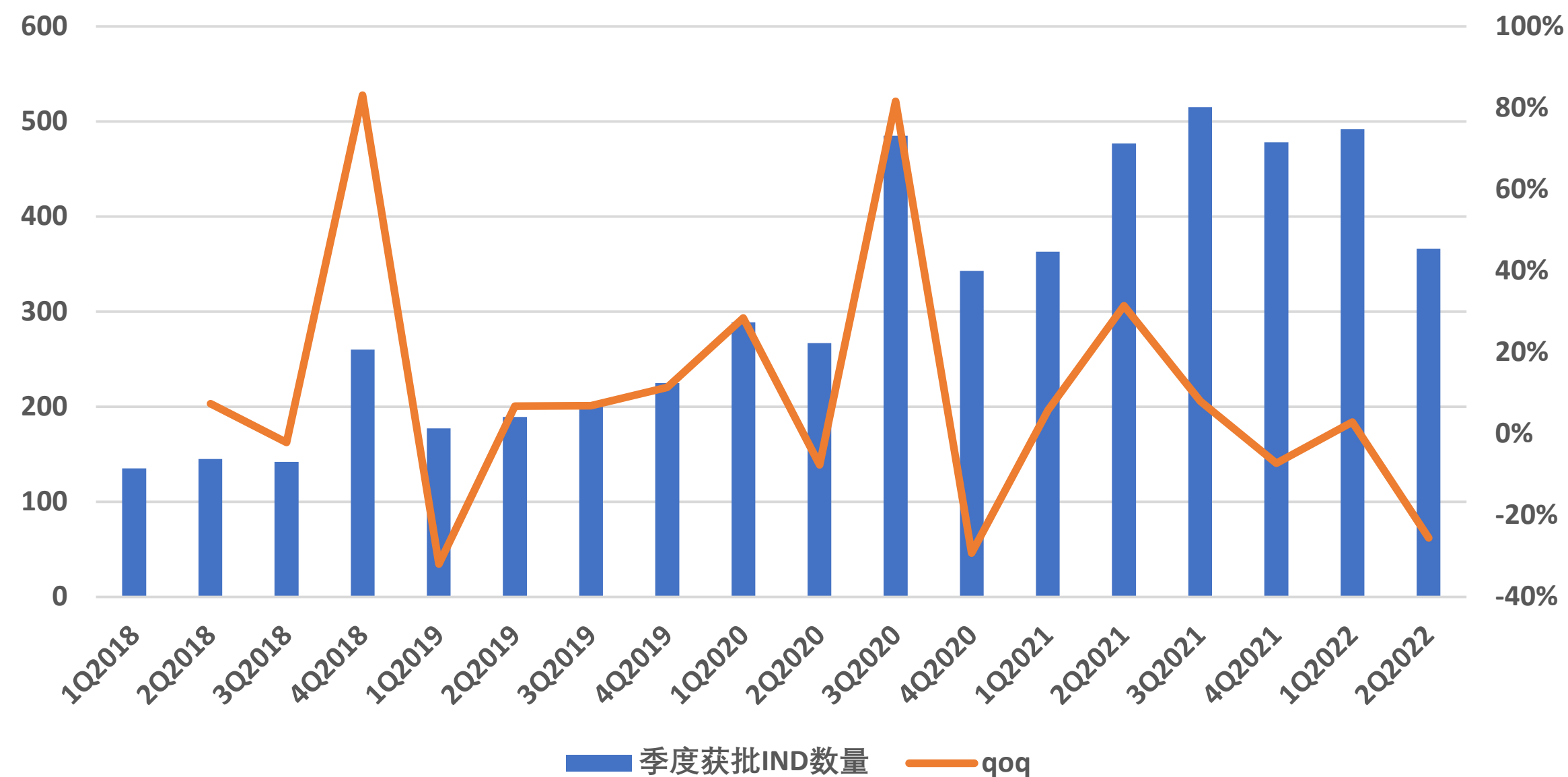
H股重点创新药公司研发费用



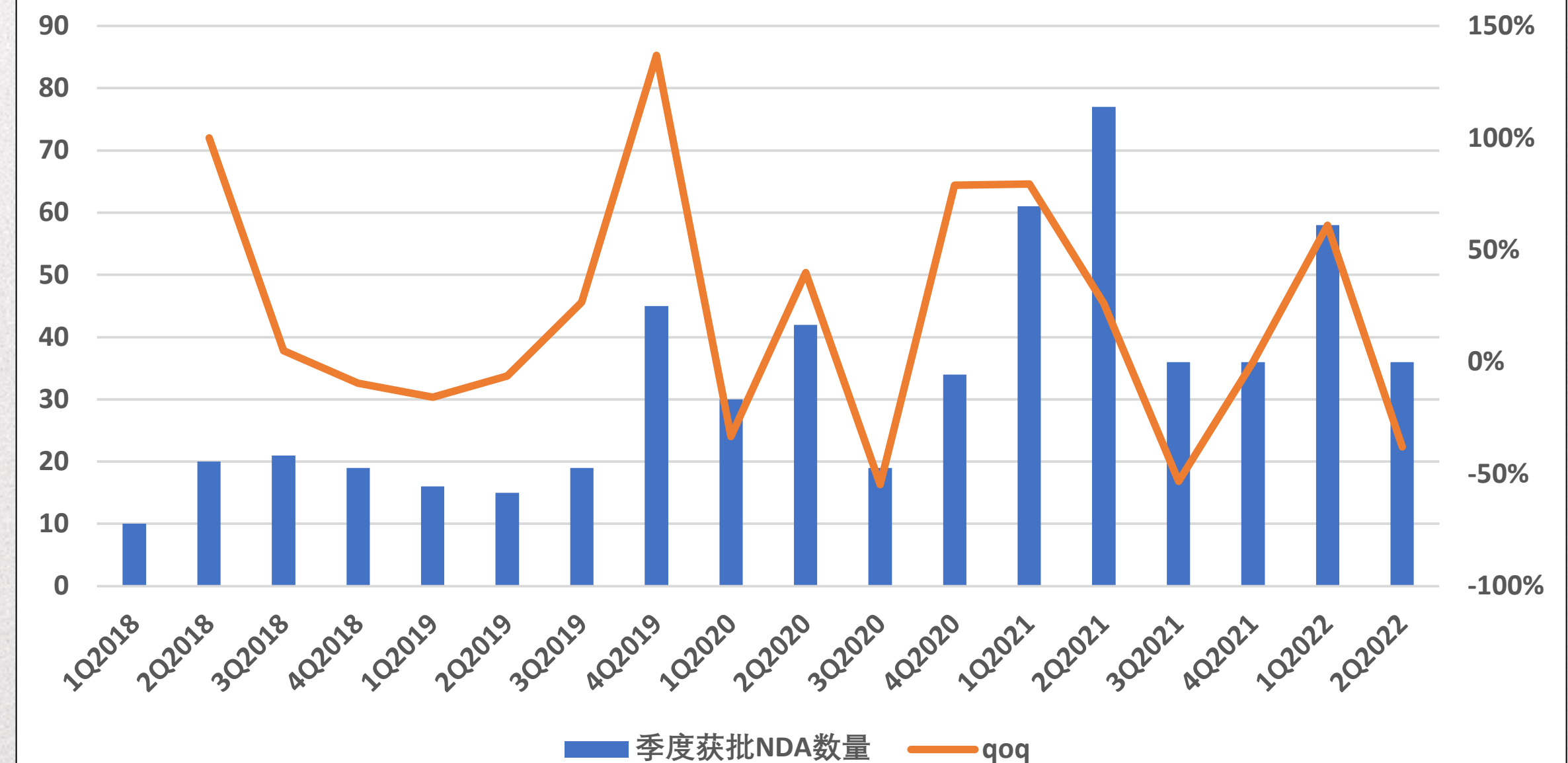
二季度疫情影响，研发热情不减

- 疫情二季度IND/NDA数量下滑，预计下半年将迎来回升
- 2022年一季度获批的创新药IND和NDA批件数量保持在历史较高水平，但是二季度受疫情影响，IND批件数量和NDA批件数量均有所下滑。我们认为，随着三四季度国内疫情缓解，预计创新药的IND和NDA获批数量将迎来回升。

各季度获批IND数量

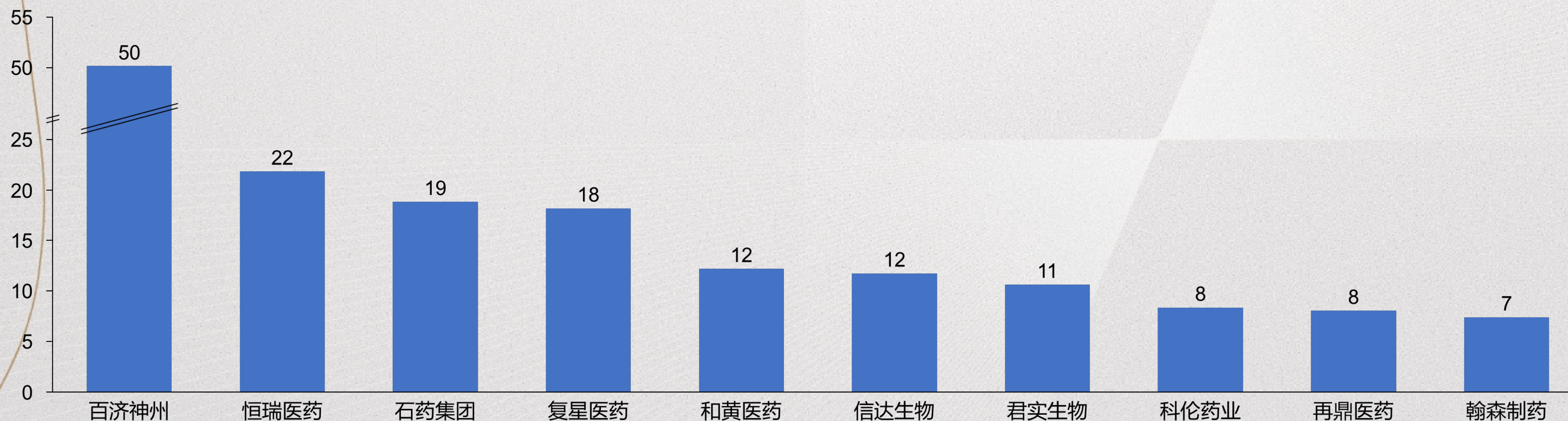


各季度获批NDA数量



研发投入ranking：逐渐进入收获期

- 百济神州创新药销售持续放量，2022年二季度产品销售收入同比增长120%；恒瑞医药获批上市创新药达到11款，今年将有3款创新药进入医保谈判；石药集团RANKL单抗等多款产品处于NDA阶段，并布局新冠mRNA疫苗领域；复星医药上半年制药板块新产品收入占比超过25%，CAR-T疗法累计治疗超过200名患者；信达生物与赛诺菲达成合作引进高潜力肿瘤药，并获得300万欧元股票认购；君实生物2021年新冠收入过20亿，新冠小分子VV116与VV993蓄势待发；科伦药业自研建立ADC技术平台，与MSD达成两项授权共获6500万美元首付款；翰森制药2022上半年创新药收入同比增长85%，收入占比超过50%。
- 我们认为，无论是通过创新药获批上市及放量，还是通过管线中创新药的对外授权合作，国内创新药企业已逐步进入到收获周期。



逐渐进入收获期，医保谈判可期

- 上半年获批14个国产新药，下半年医保谈判可期
- 2022年上半年共有40个创新药首次获得上市批准，其中包括14个国产创新药。康方药业的卡度尼利单抗是首个国产双抗产品，恒瑞医药的瑞维鲁胺是首个国产AR抑制剂，罗欣药业的替戈拉生是首个国产P-CAB抑制剂。上半年获批的创新药均符合今年下半年医保谈判的申报资格，建议密切关注今年医保谈判及明年放量预期。

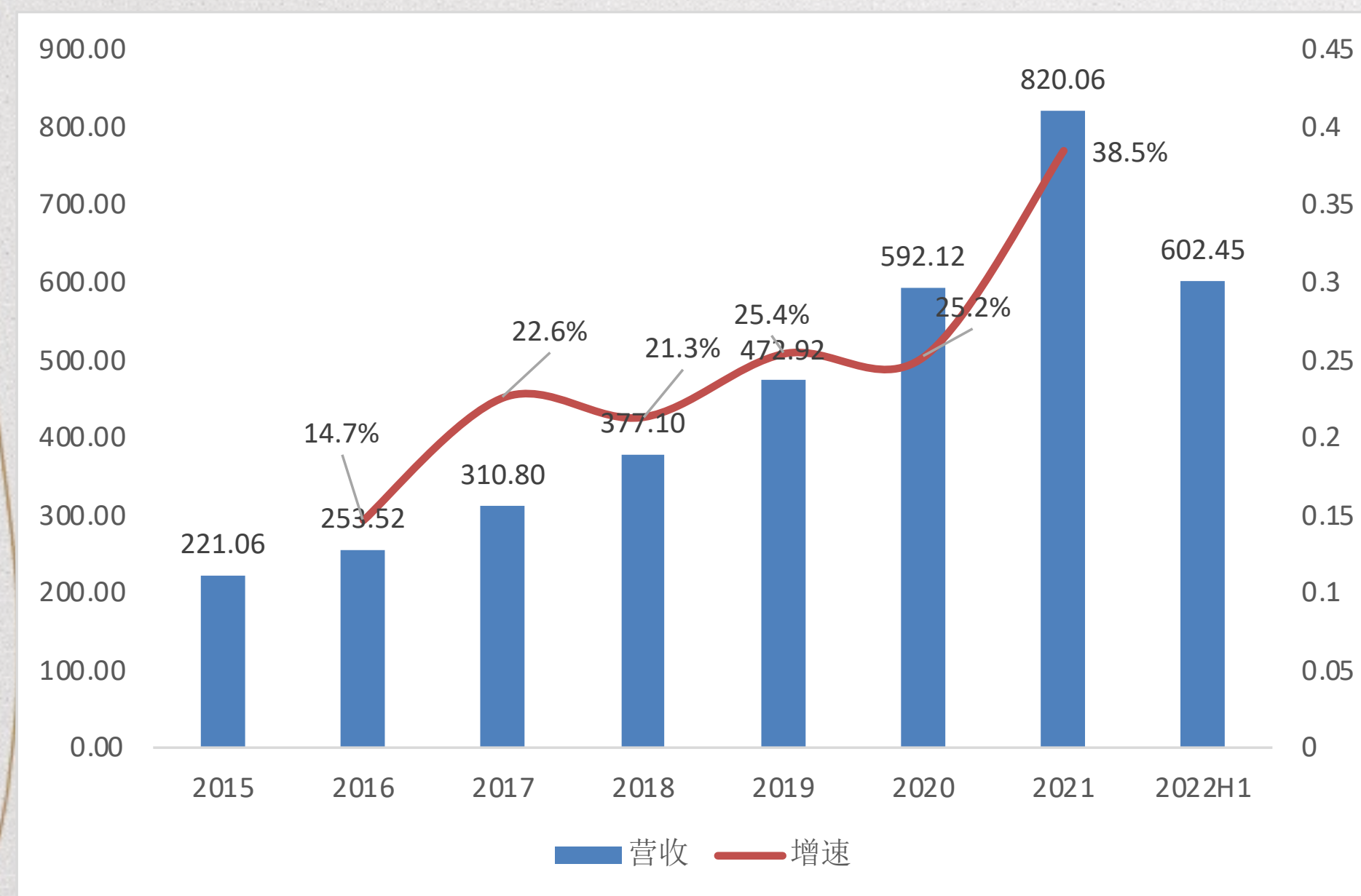
公司	产品	类别	首次获批时间
拜耳	非奈利酮	化药	2022-06-30
恒瑞医药	瑞维鲁胺	化药	2022-06-30
康方药业	卡度尼利单抗	生物药	2022-06-29
拜耳	硫酸拉罗替尼	化药	2022-06-24
Astellas	硫酸艾沙康唑	化药	2022-06-20
云顶新耀/吉利德	戈沙妥珠单抗	生物药	2022-06-10
百特医疗	碳酸氢钠血滤置换液	化药	2022-05-20
默沙东	维立西呱	化药	2022-05-19
默沙东	来特莫韦	化药	2022-05-13
参天制药	0.1%环孢素滴眼液-NOVA22007	化药	2022-04-29
国药集团	无水乙醇	化药	2022-04-27
南京海纳	左亚叶酸	化药	2022-04-27
辉瑞制药	洛拉替尼	化药	2022-04-27
凯西制药	倍氯米松+福莫特罗+格隆溴铵	化药	2022-04-12
施维雅制药	伊立替康脂质体	化药	2022-04-12
罗欣药业	替戈拉生	化药	2022-04-08
辉瑞制药	阿布昔替尼	化药	2022-04-08
拜耳	拉罗替尼	化药	2022-04-08
Incyte Corporation	培美替尼	化药	2022-03-29
正大天晴	氯醋甲胆碱	化药	2022-03-22

公司	产品	类别	首次获批时间
复宏汉霖	斯鲁利单抗	生物药	2022-03-22
武田	布格替尼	化药	2022-03-22
Secura Bio	度恩西布	化药	2022-03-16
礼来制药	雷莫芦单抗	生物药	2022-03-16
科伦药业	曲格列汀	化药	2022-03-08
Viela Bio	伊奈利珠单抗	生物药	2022-03-08
INO Therapeutics LLC	一氧化氮	化药	2022-03-08
苏庇医药	依帕伐单抗	生物药	2022-03-08
香港普乐药业	利多卡因无针粉末注射剂-Zingo	化药	2022-03-01
艾伯维	乌帕替尼	化药	2022-02-18
辉瑞制药	奈玛特韦+利托那韦	生物药	2022-02-11
济川药业	硫酸钠+硫酸钾+硫酸镁	化药	2022-01-30
齐鲁制药	他达拉非口溶膜	化药	2022-01-30
施维雅制药	艾伏尼布	化药	2022-01-30
Sirtex Medical	钇[90Y]-树脂微球	化药	2022-01-30
华北制药	奥木替韦单抗	生物药	2022-01-25
新基医药	罗特西普	生物药	2022-01-25
北京韩美	氨氯地平+氯沙坦	化药	2022-01-18
石药集团	米托蒽醌脂质体-HE-071	化药	2022-01-07
协和麒麟	罗米司亭	生物药	2022-01-07

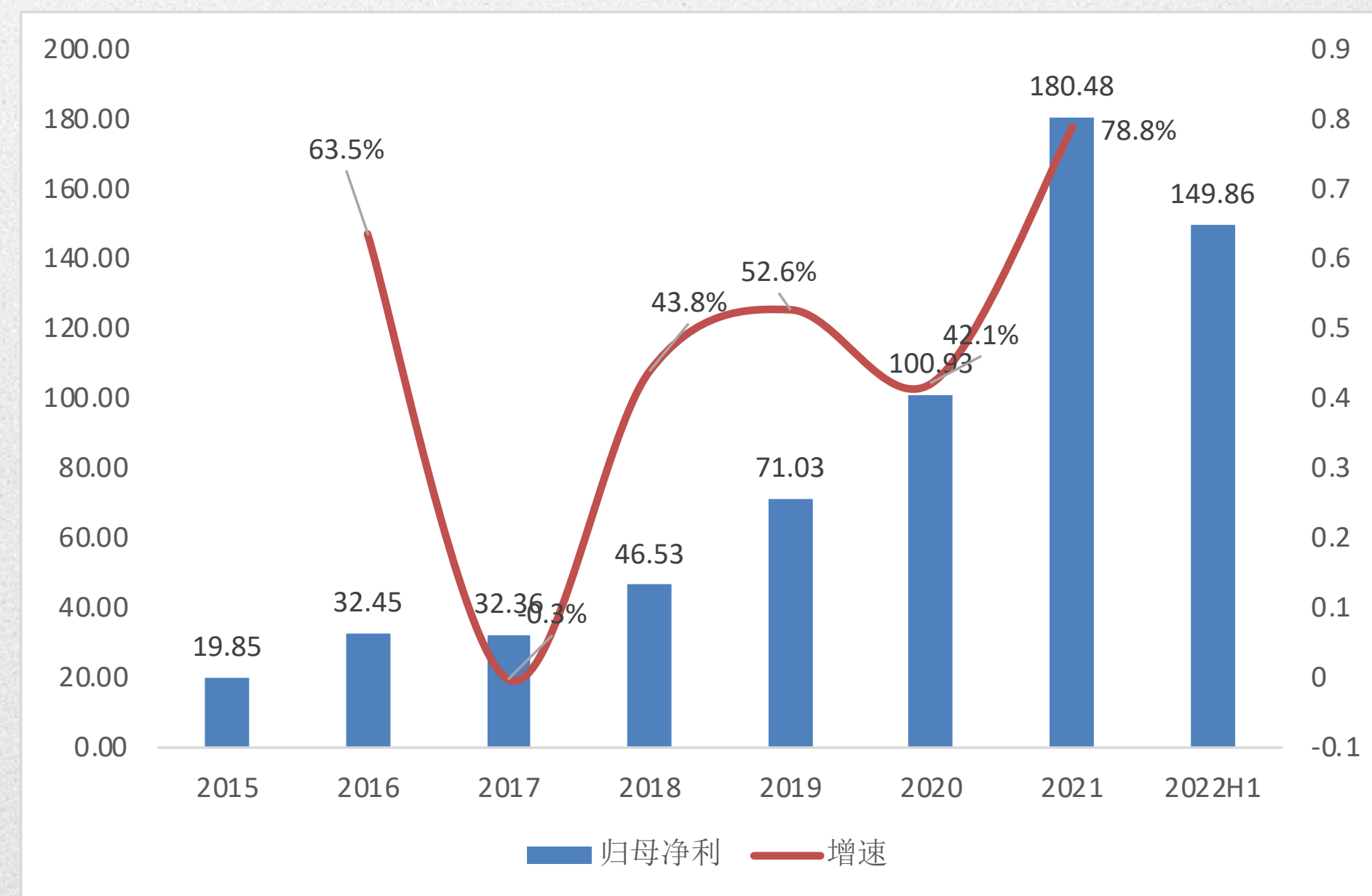
CXO板块：景气度高、加速成长

- CXO板块业绩确定性强，收入及利润端双双高增长
- 看好后市三季报业绩催化带来的估值持续修复

CXO营业收入，2015-2022H1



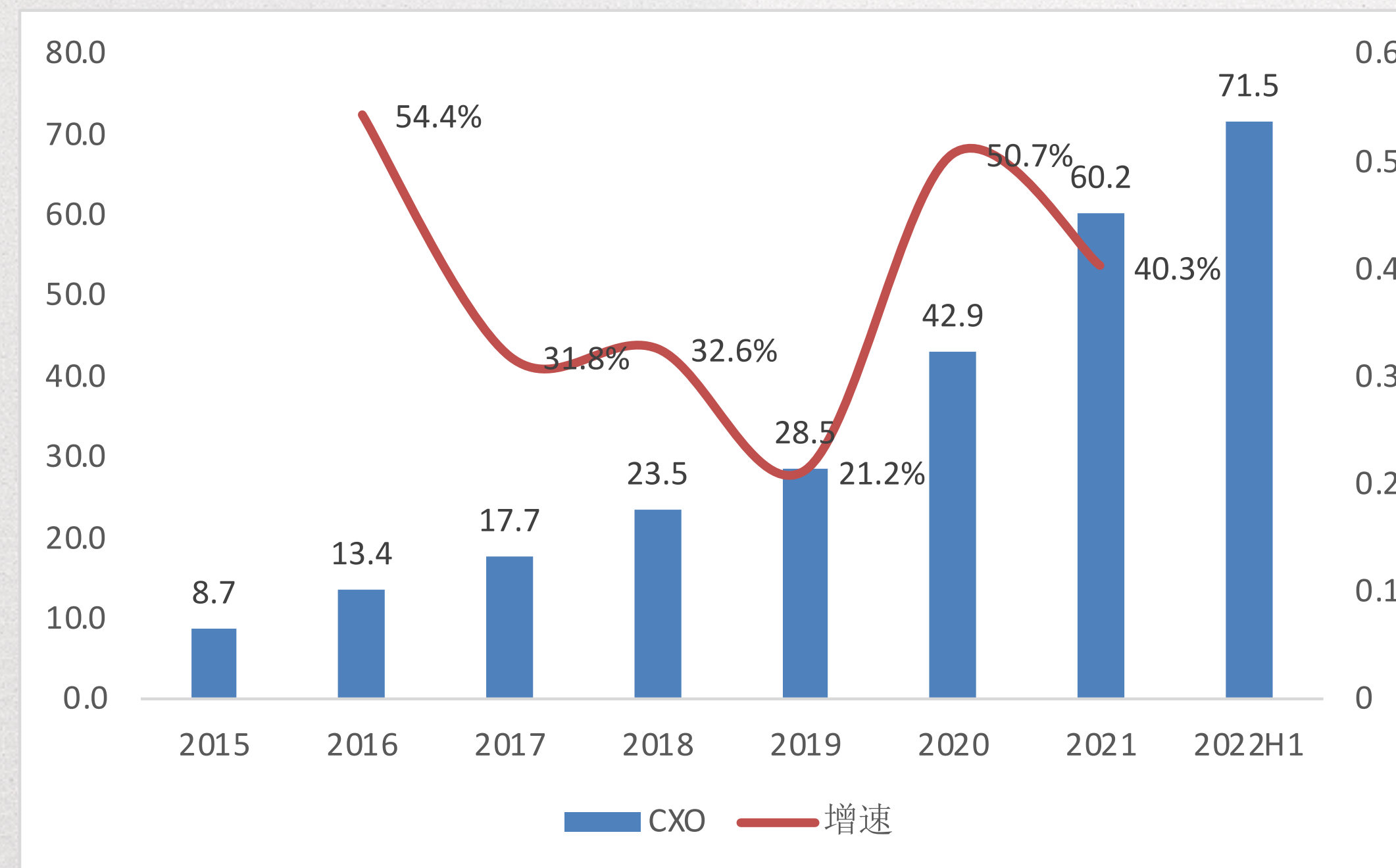
CXO板块归母净利润，2015-2022H1



CXO板块：新签及在手订单丰富

- 合同负债及预收账款不断攀升，先行指标预示行业高景气度。合同负债和预收账款作为CXO企业订单的先行指标，一定程度上可以反应新签及在手订单的景气度。CXO企业预收账款及合同负债保持高速增长，从2015年的8.7亿元快速增长至2021年的60.2亿元，2022上半年为71.5亿元，保持迅速增长的态势，一定程度上预示了未来行业高景气度。

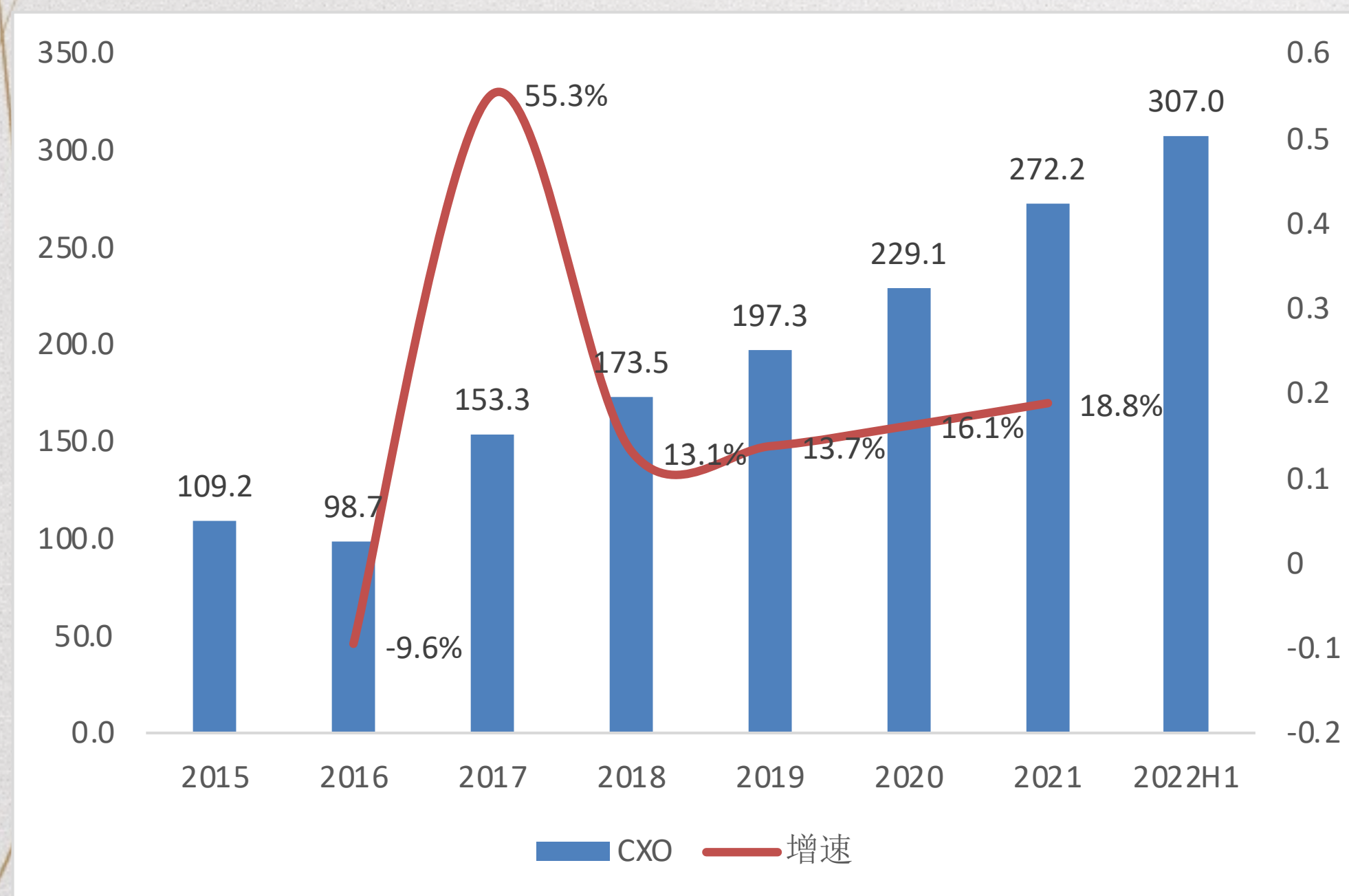
CXO板块预收账款及合同负债，2015-2022H1



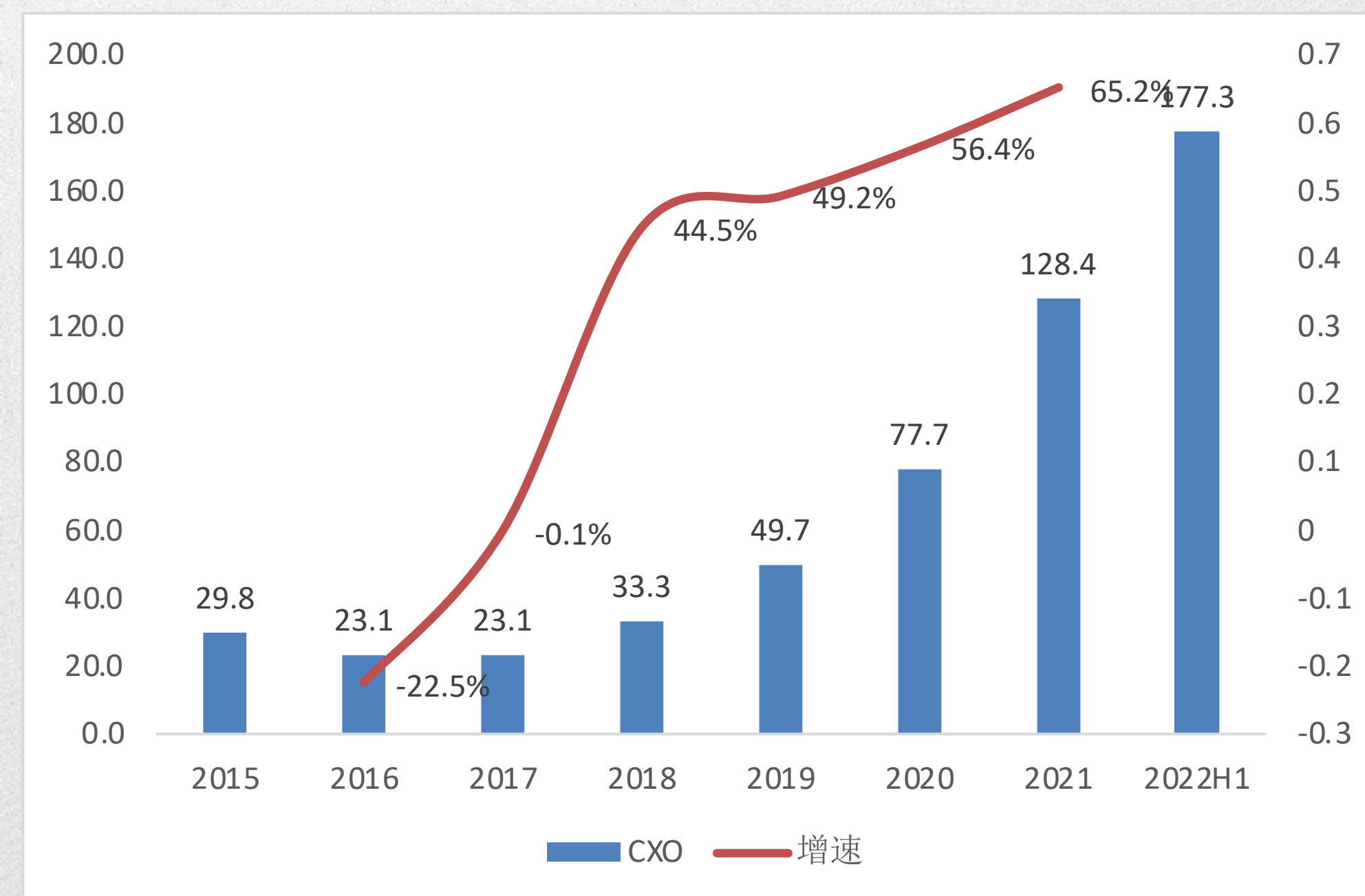
CXO板块：产能持续扩张

- 固定资产及在建工程不断增加，产能建设不断加大。CXO板块的固定资产从2015年的109.2亿元快速增长到2021年的272.2亿元，2022上半年为307亿元。此外，CXO板块的在建工程也在快速增长，从2015年的29.8亿元快速增长到2021年为128.4亿元，2022上半年为177.3亿元，整体产能建设不断加大，为新签及在手订单的高效交付打下基础。

CXO板块固定资产（净值），2015-2022H1



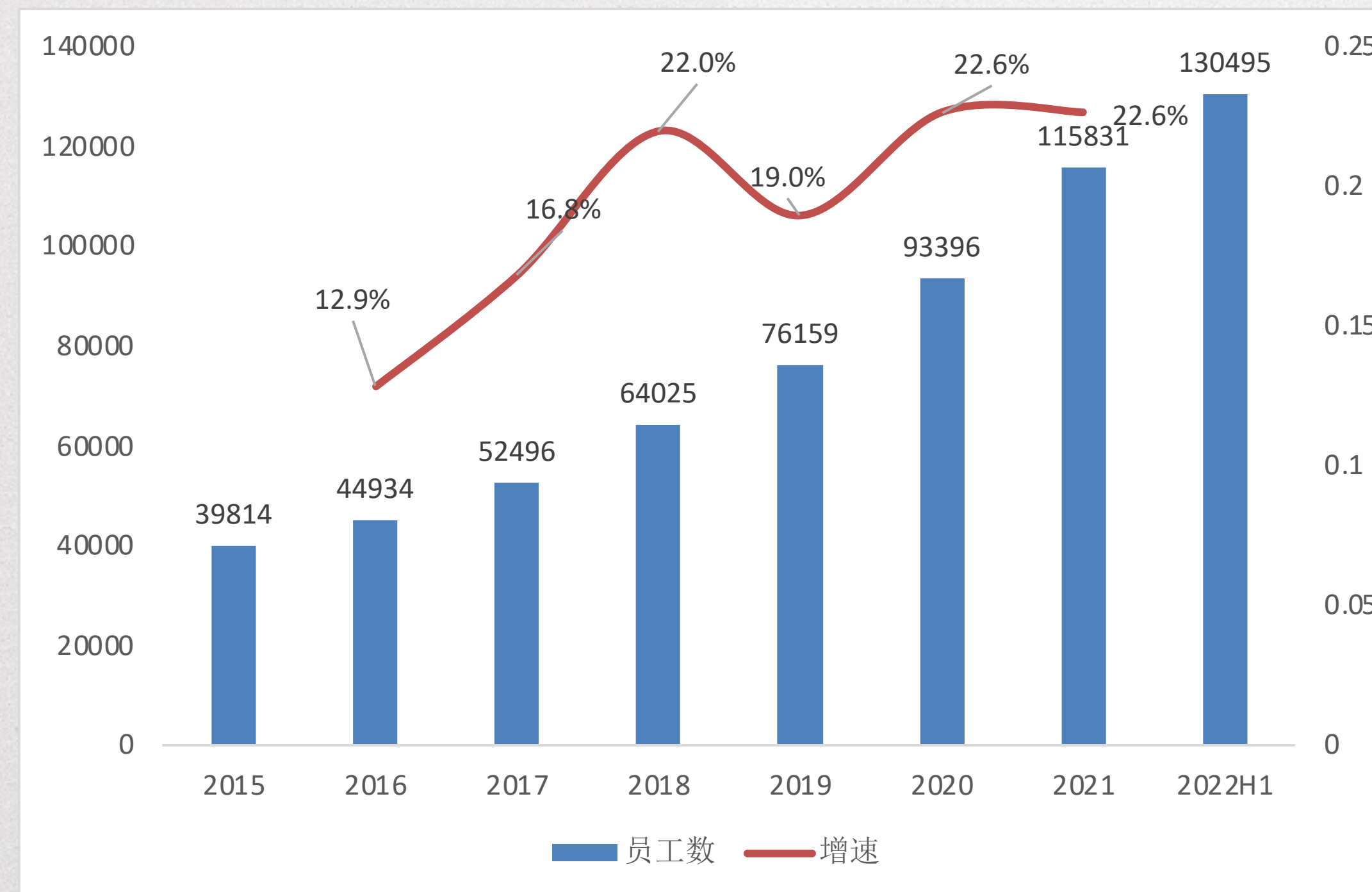
CXO板块在建工程，2015-2022H1



CXO板块：人员招募快速增长

- 持续加大招聘力度，员工数量持续增长：CXO企业加大招聘力度，员工总数持续增加。除产能建设外，CXO企业也在加大人员招聘力度，从而保证订单的高效交付。近年来，CXO板块的员工总数不断攀升，从2015年的39814人快速增长到2021年的115831人，2022上半年为130495人，员工总数的不断上涨有利于保证订单的高效交付，从而为业绩的高增长奠定基础。

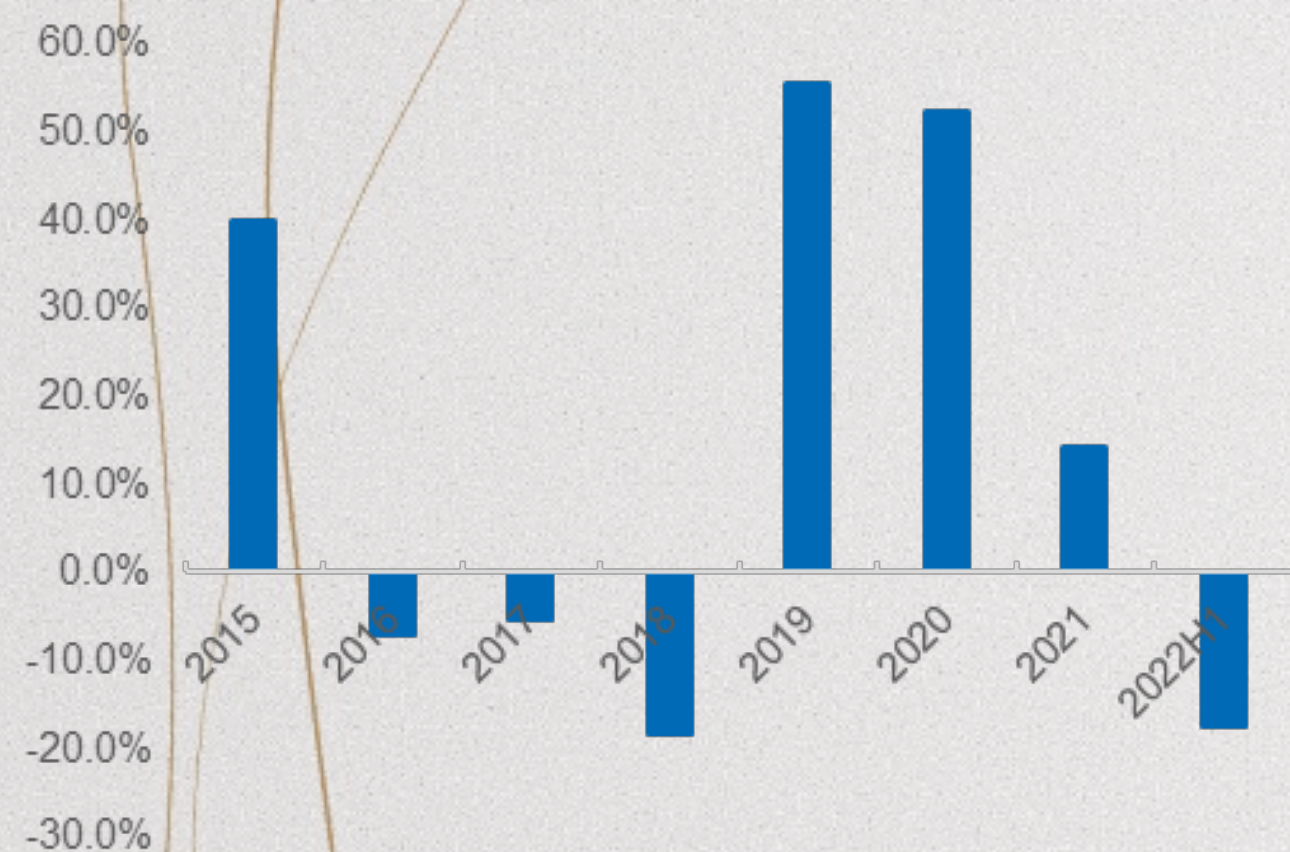
CXO板块员工总数，2015-2022H1



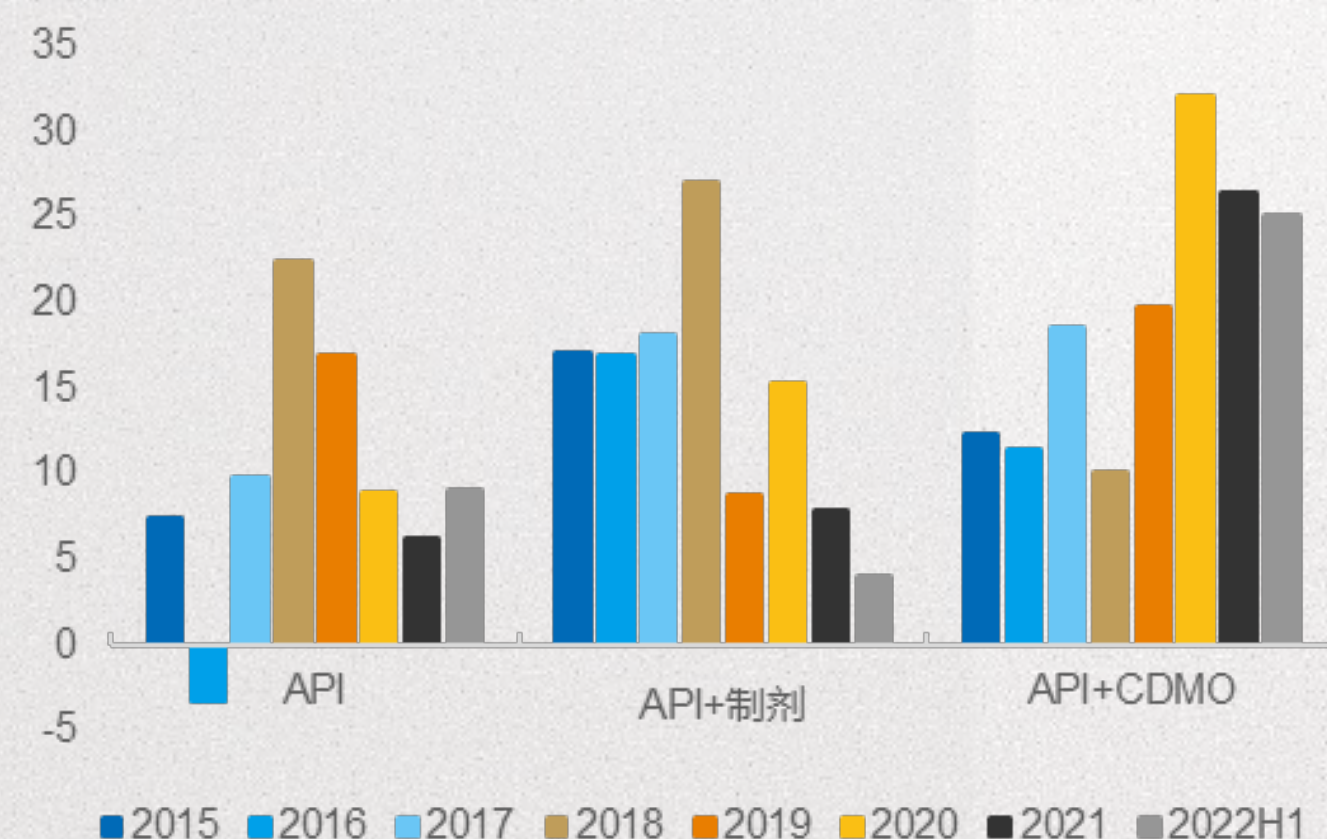
原料药板块：看好低基数边际改善

- 原料药板块受制于全球原材料成本上升，原料药相关业务业绩承压，估值处于历史较低位置。看好下半年低基数、边际改善。
- 核心驱动：持续的产业升级和产业延展。

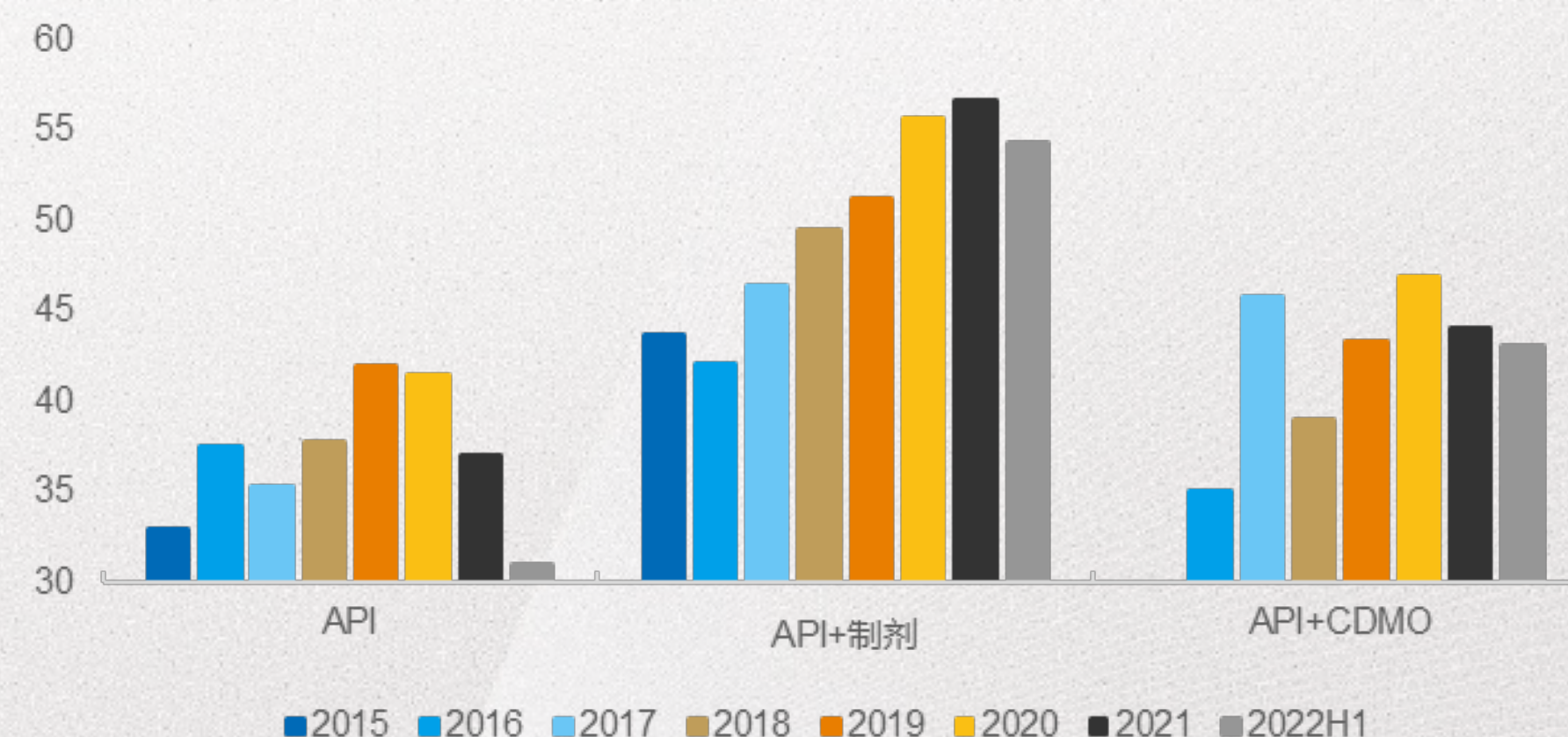
2015-2022H1原料药板块市值加权涨跌幅



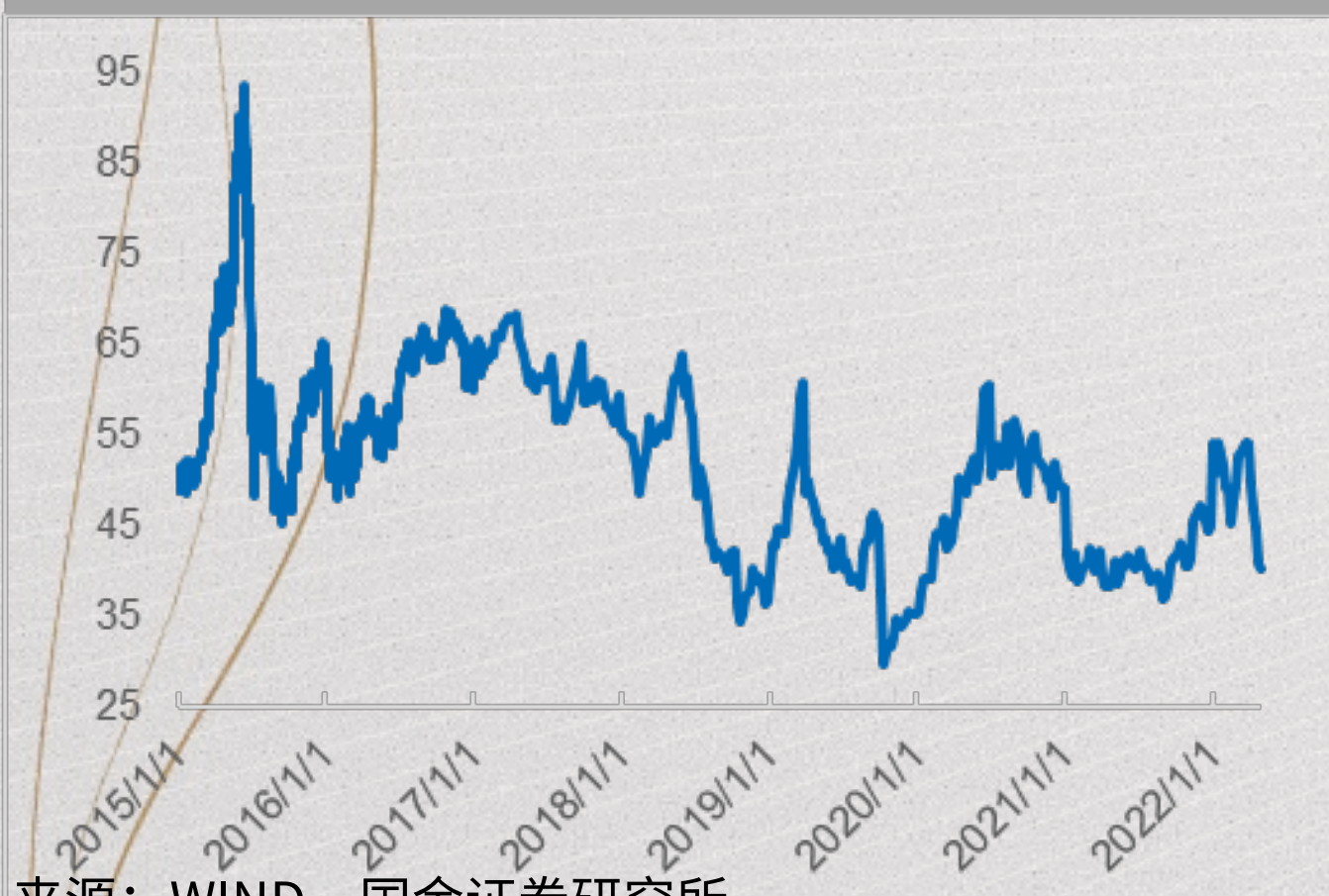
15-22H1原料药板块营收YOY中位数/%



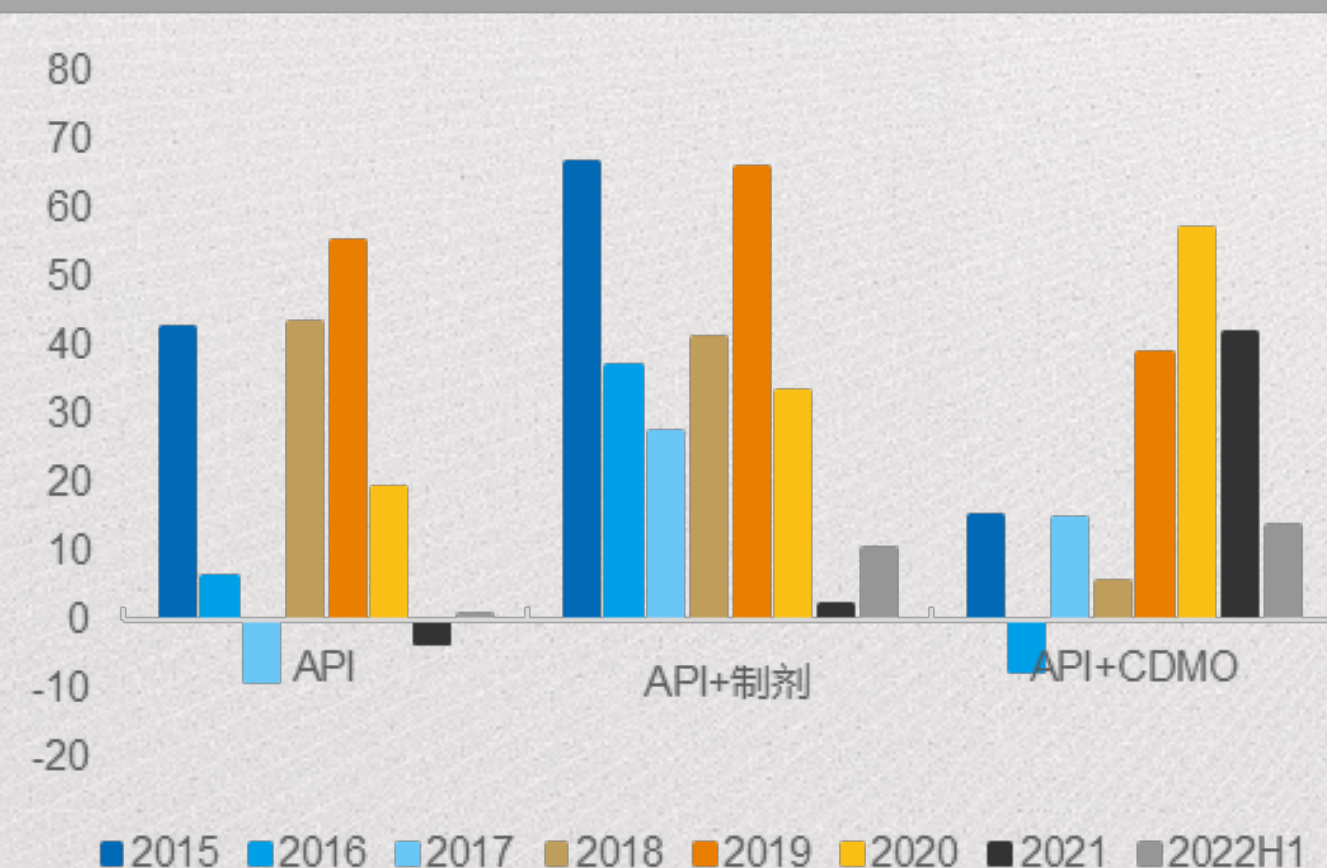
15-22H1原料药板块毛利率/%



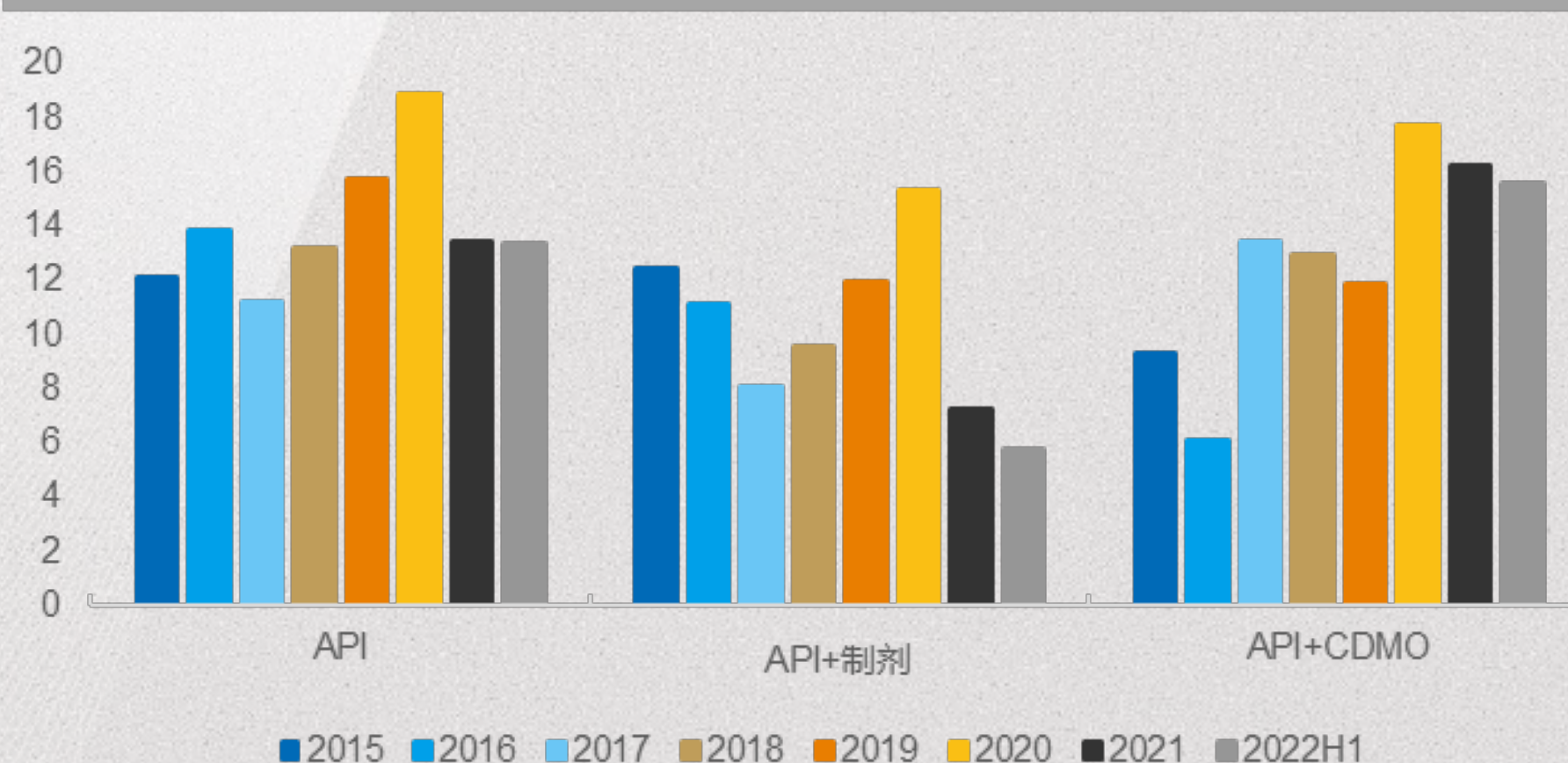
15-22H1原料药板块市值加权平均PE (TTM)



15-22H1原料药板块归母净利润YOY中位数/%

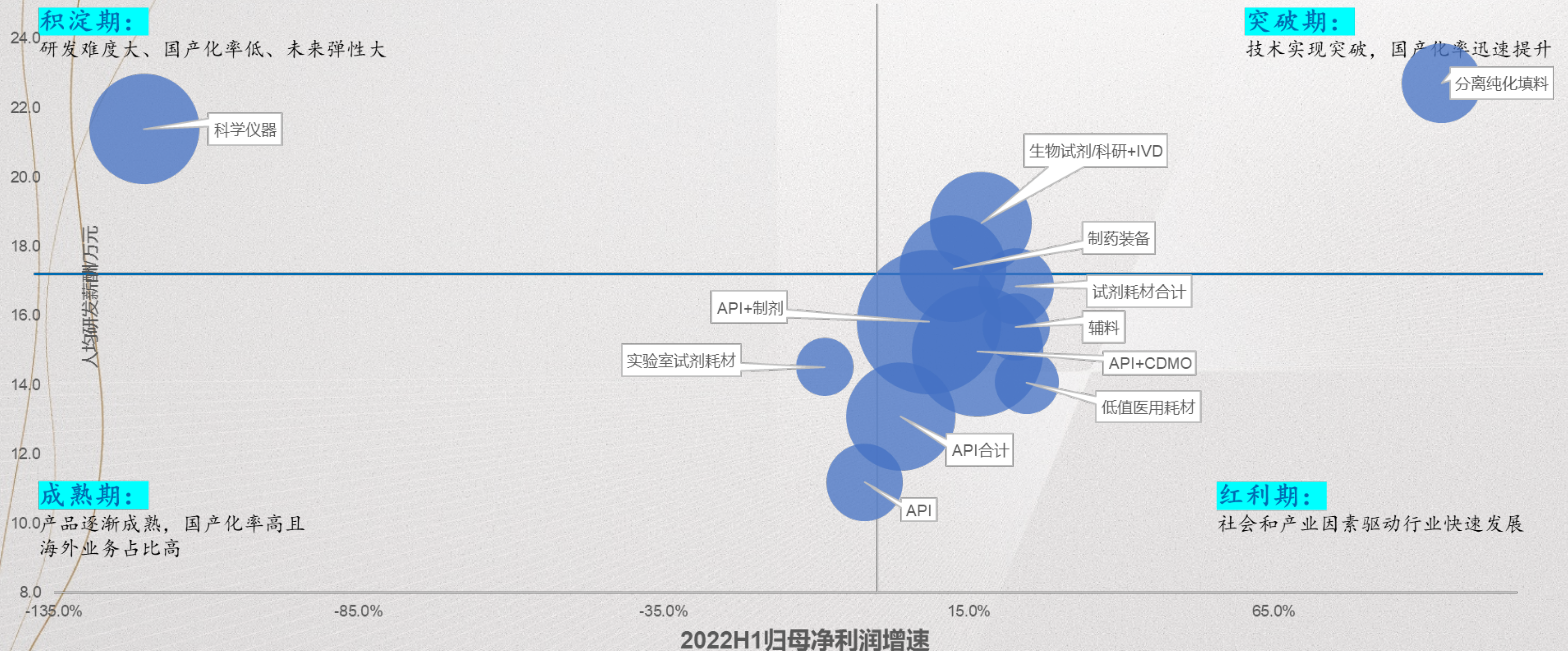


15-22H1原料药板块归母净利润净利率/%



上游供应链整体一览

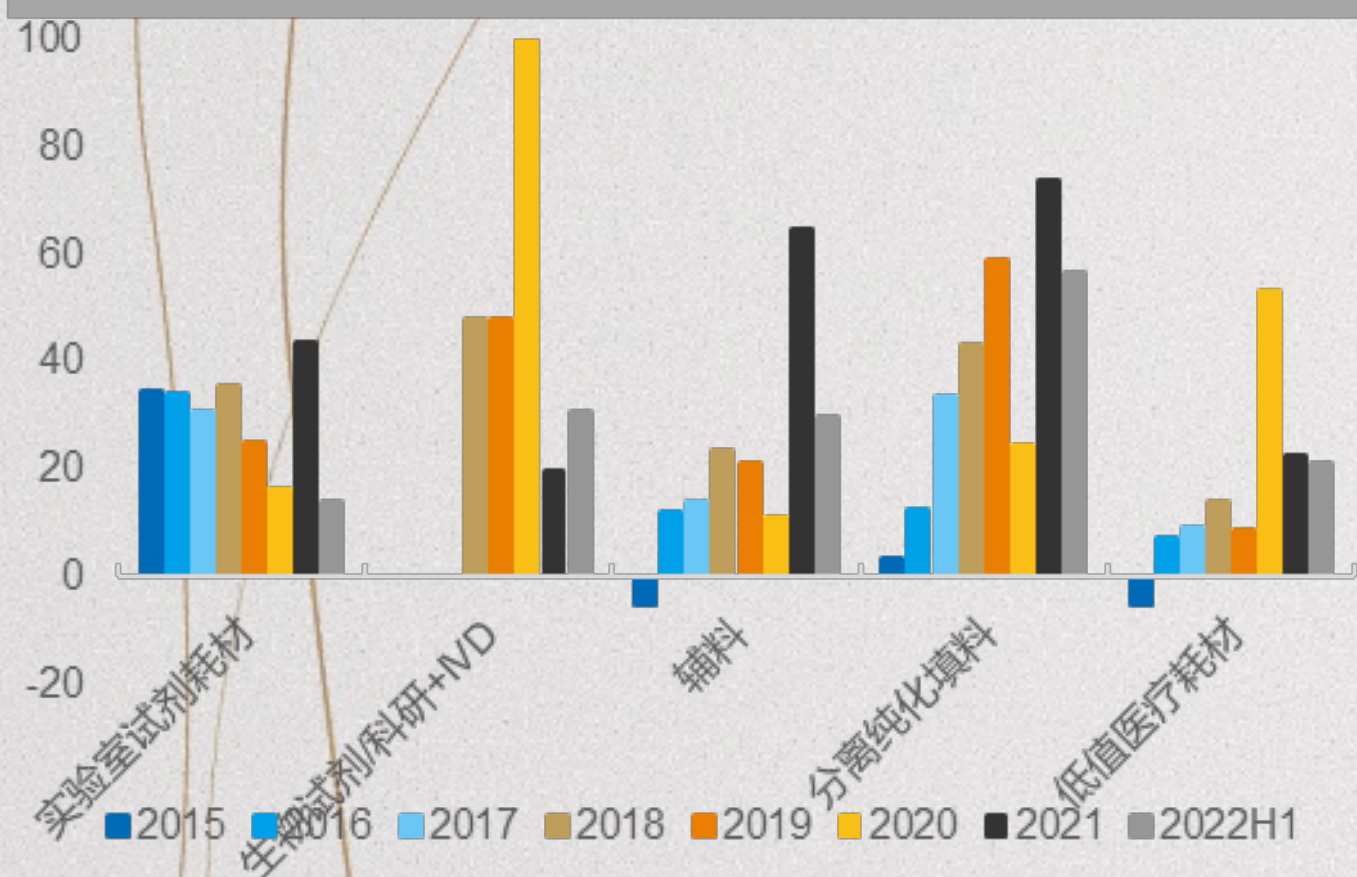
- 医药上游供应链：后疫情时代红利期与成熟期相互收敛，科学仪器仍在沉淀期蓄势待发，突破期产业成长性依然显著，坚定看好耕耘国产替代深水区的优秀企业（图形大小代表平均研发费用金额）



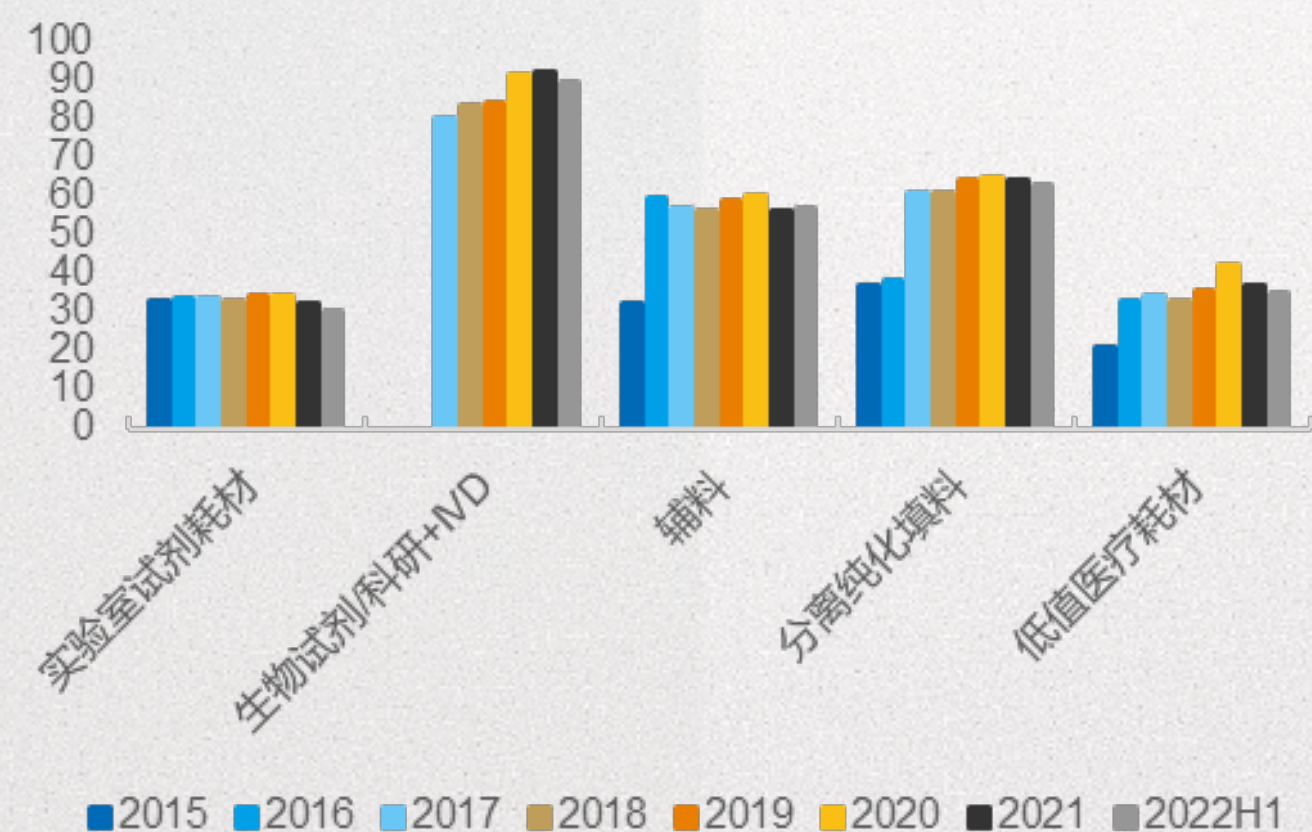
上游耗材快速增长

■ 突破期色谱填料企业持续较快增长，ROE不断提升；低值耗材企业归母净利润触底反弹；生物试剂企业非新冠业务持续高增长

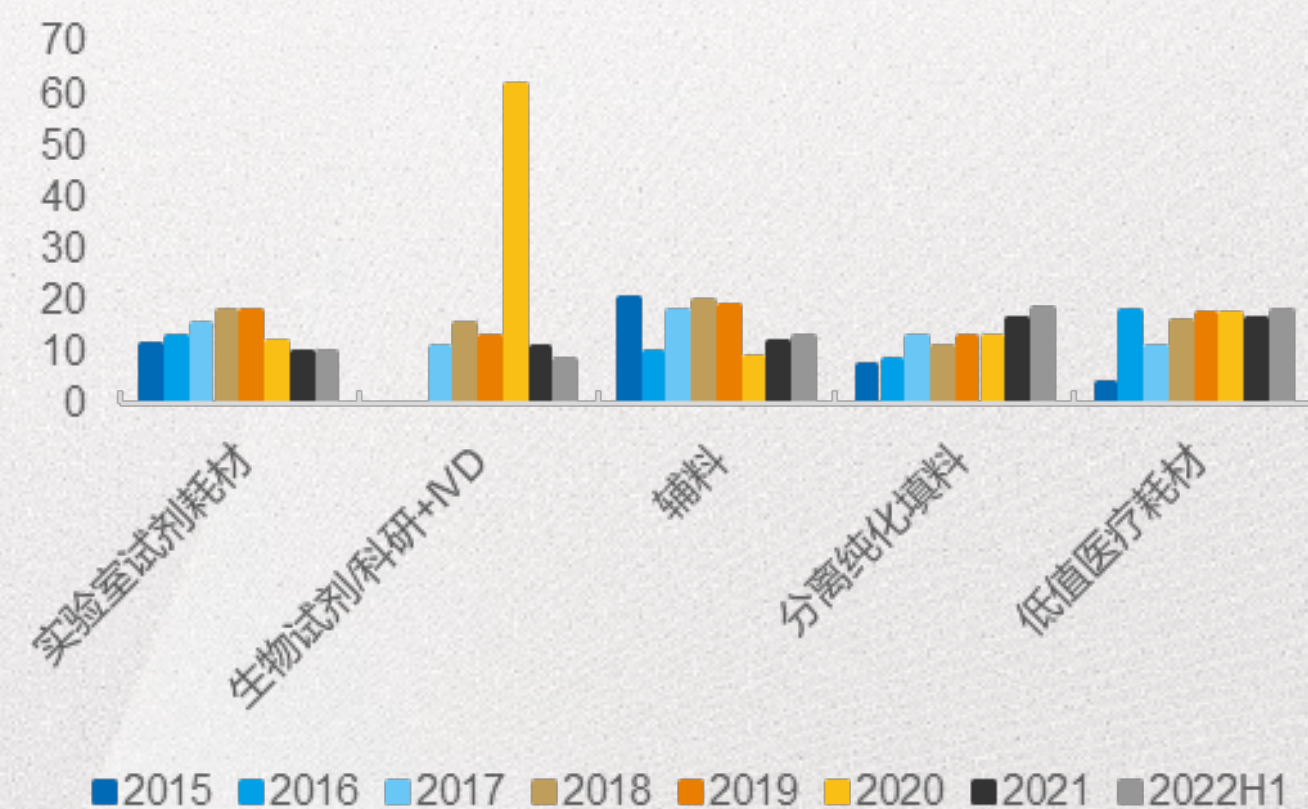
15-22H1试剂耗材中位数营收YOY/%



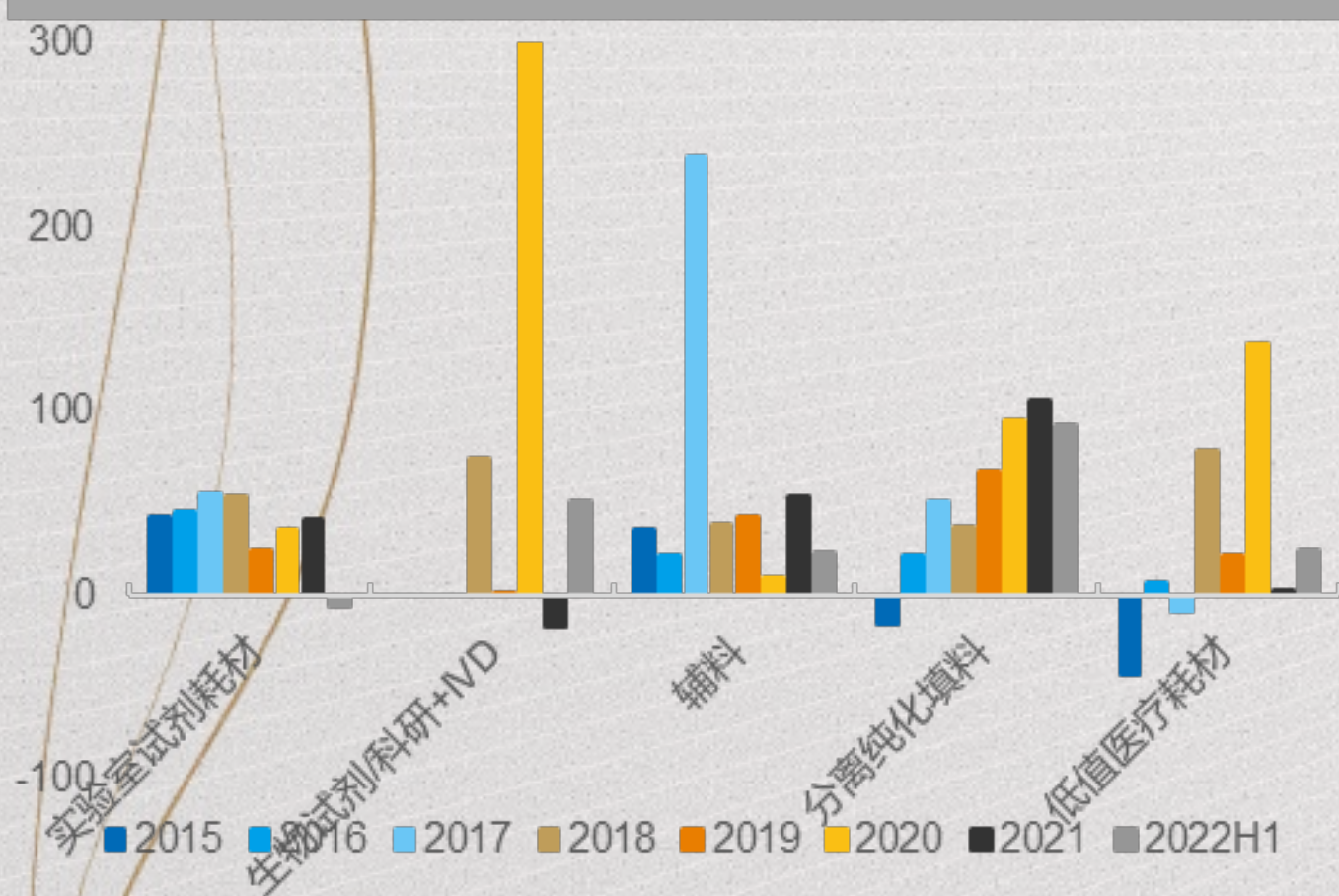
15-22H1试剂耗材板块毛利率中位数/%



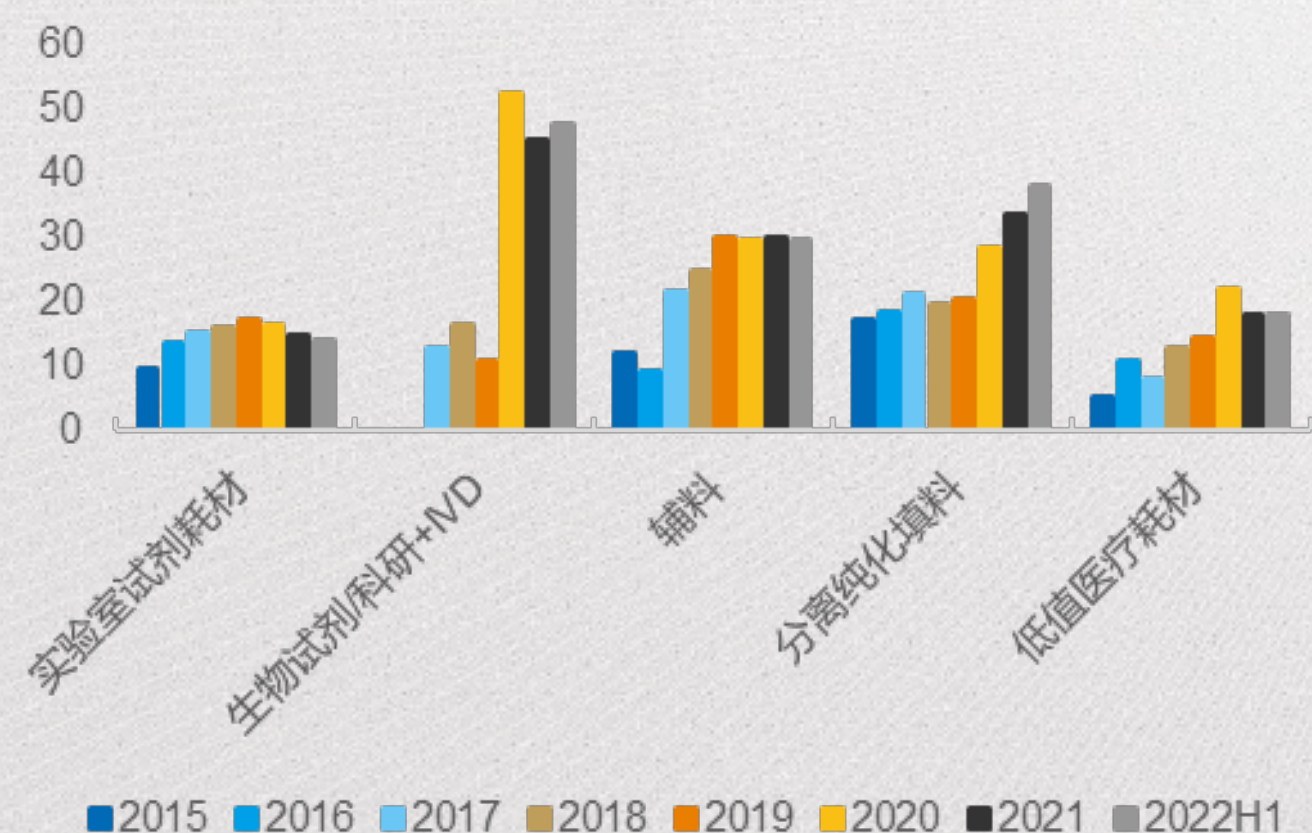
15-22H1试剂耗材板块ROE (TTM) 中位数/%



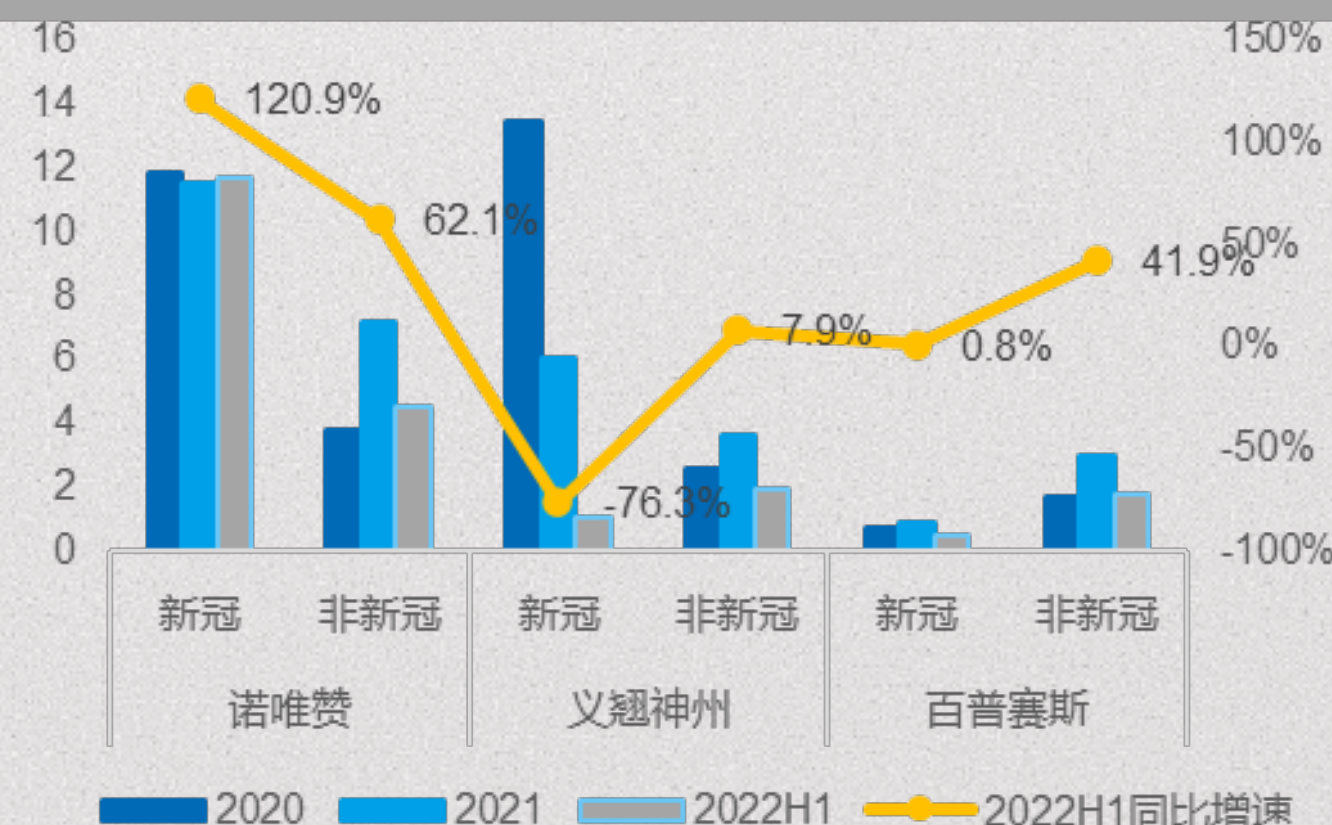
15-22H1试剂耗材中位数归母净利润YOY/%



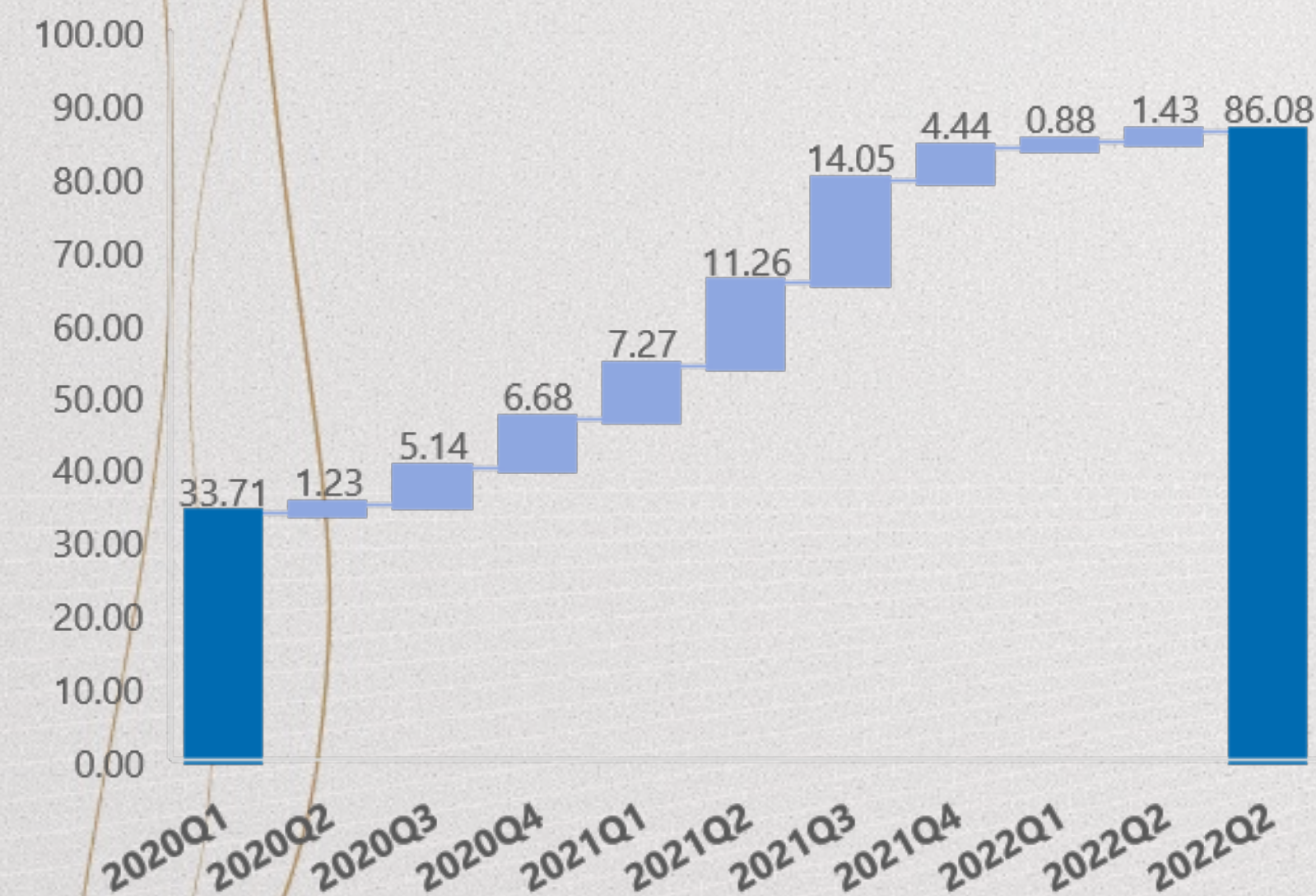
15-22H1试剂耗材板块净利率中位数/%



2020-2022H1年新冠及非新冠营收贡献 (亿元)



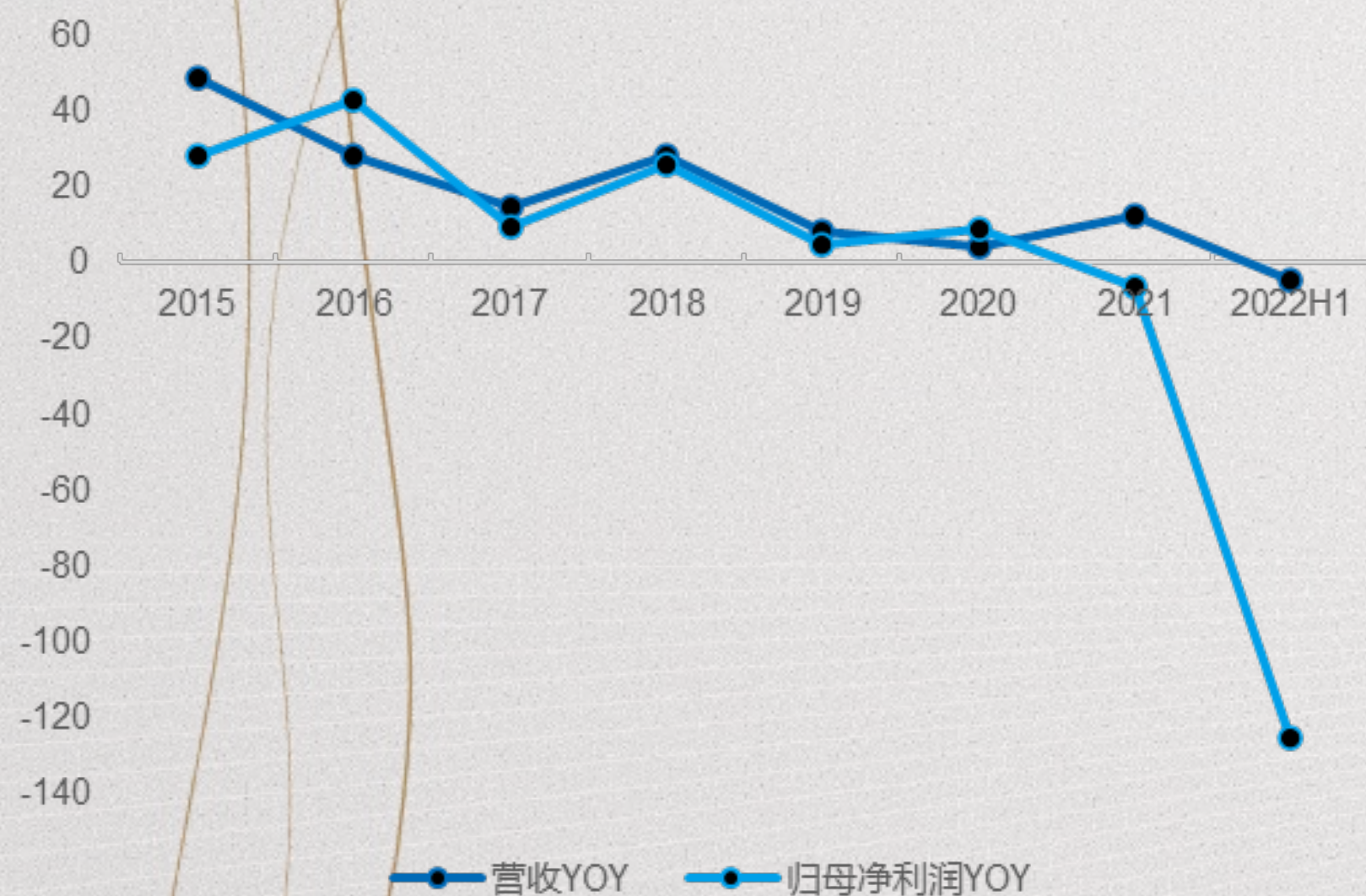
- ### 样本公司合同负债变化

[illegible]

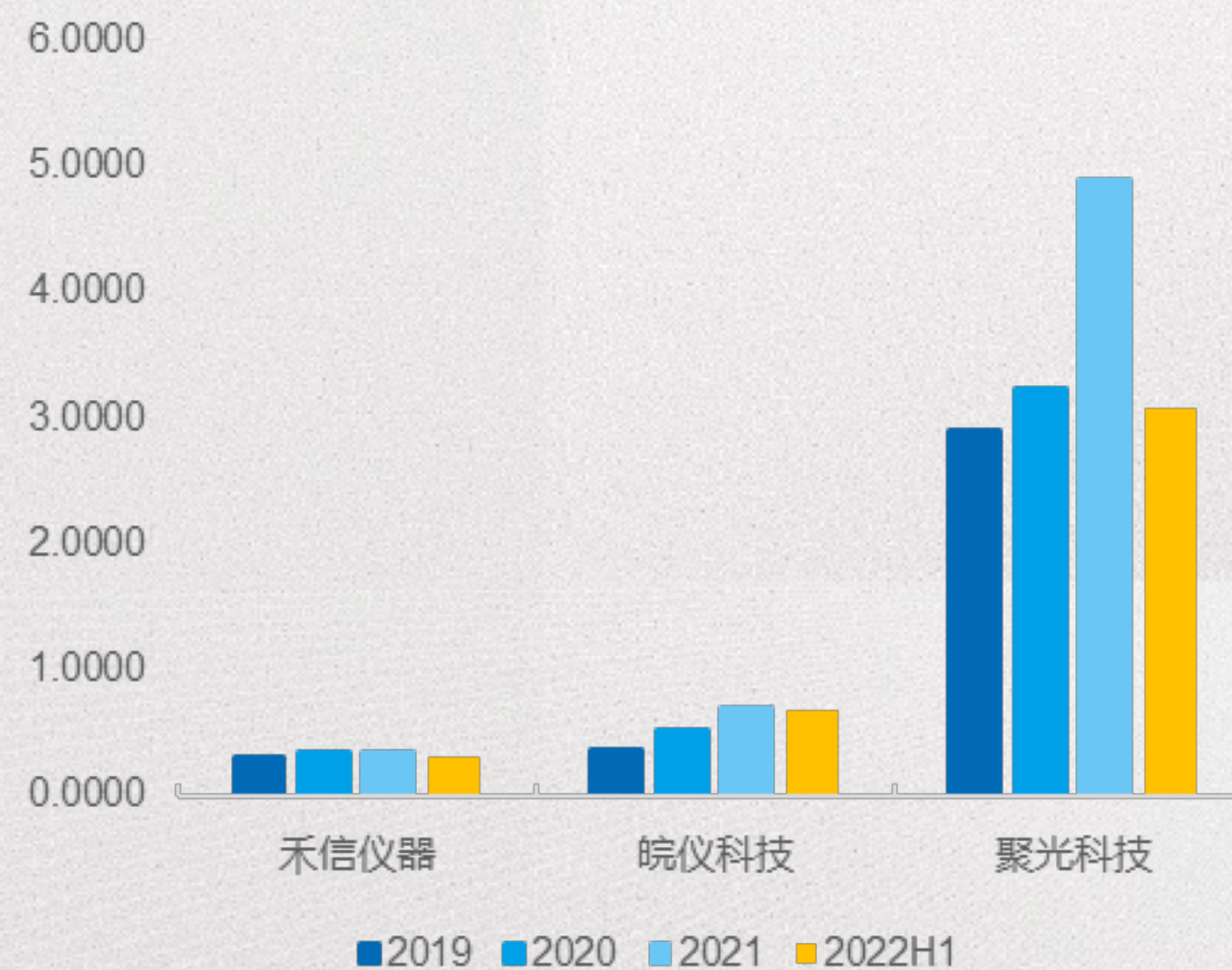
上游科学仪器研发加大，拐点渐现

■ 科学仪器板块研发投入持续加大，等待业绩拐点

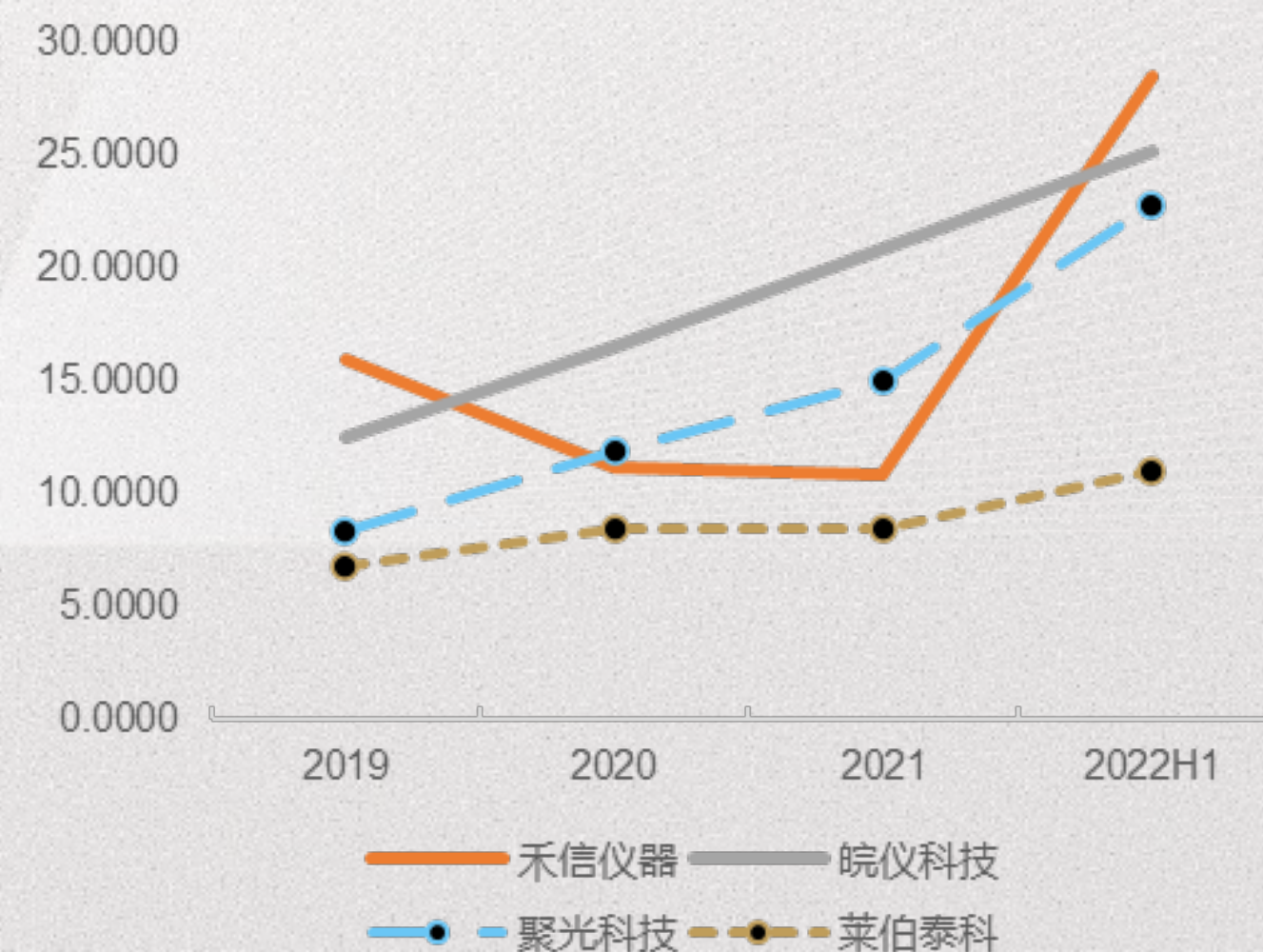
15-22H1科学仪器营收及归母净利润YOY中位数/%



19-22H1科学仪器企业研发费用投入（亿元）



19-22H1科学仪器企业研发费用率/%



风险提示

- **研发进度不及预期风险。** 医药研发高风险高投入，因此存在一定研发进度不及预期或失败的风险。
- **新冠疫情反复风险。** 若新冠疫情反复，则会对新药研发及生产一定负面影响，整体进度会有所拖后。
- **监管风险。** 医药行业受到强监管和政策影响，因此存在一定监管风向。
- **新药上市审批进度不及预期风险。** 药物上市审批的进度受到政策、临床数据等多方面因素影响，因此存在一定上市审批进度不及预期的风险。
- **市场竞争加剧风险。** CXO领域关注度逐渐升高，更多的玩家进入该领域，因此存在一定市场竞争加剧的风险。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。