

强于大市

医药生物行业 2022 年中期投资策略

估值再平衡逐步结束

估值再平衡逐步结束，情绪修复随时出现。不破不立，逻辑上“破”的阶段已经逐步完成，但“立”的阶段目前还相对模糊，因此当前我们更倾向于首先看反弹，暂时不确认是否会反转。

支撑评级的要点

- **估值再平衡逐步结束，情绪修复随时出现。**我们将 2022 年医药板块定位为再平衡的阶段，这个过程痛苦而有必要。我们在 2022 年度策略报告《泡沫挤压下的再平衡》、2 季度策略报告《泡沫释放，行业在再平衡中趋向稳定》中明确提出：医药创新投资进入相对理性的新阶段。泡沫被挤压之后医药板块更健康，未来进入再平衡阶段。再平衡之后行业呈现相对稳态，板块较难获得大幅的估值扩张，但细分板块和个股机会层出不穷。从 2021 年 7 月以来，医药板块已经调整 11 个月，板块下跌幅度达到 40%，从时间和空间上来看，本轮调整逐步接近结束状态。估值上来看，A 股医药板块估值 PE 24 倍（TTM），接近近 10 年以来的估值最低点（近 10 年以来最低点为 2019 年 1 月 4 日，23.57 倍）。剔除科创板，医药板块估值已经低于 2019 年 1 月的历史最低值。而港股医药股 PE 更是低至 14 倍，考虑到港股还有大量的 18-a 公司，传统医药企的估值还会更低，例如：康哲药业 7 倍，白云山 7 倍，中国中药 8 倍，丽珠医药 10 倍，石药集团 13 倍，威高股份 13 倍。以目前的估值水平，板块情绪修复随时出现。不破不立，逻辑上“破”的阶段已经逐步完成，但“立”的阶段目前还相对模糊，医保等压制行业增速的因素长期存在。因此当前我们更倾向于首先看反弹，暂时不确认是否会反转，尤其是在 2019-2021 年间逻辑充分演绎的板块在 1-2 年内很难再回到前期高点。
- **关于几个问题的论述：1、怎么看待医保体系的未来？**未来医保基金的压力会越来越大，集采、国谈、DRG/DIP 等手段长期存在。医保进入全面精细化管理时代是常态，在医保无法大幅扩容的前提下，商业健康险必须发展。受制于信息孤岛问题，商业健康险的险种设计等发展缓慢，虽然未来将成为我国医保体系的重要组成部分，但现阶段能发挥的作用相对有限。2、**怎么看待创新药与中国企业的出海？**中国国内的支付体系难以支撑世界级原创性药品的产生，中国国内可行的商业逻辑是改良式创新：快速跟进全球领先，快速进医保，高性价比竞争。国内市场超额收益的获取难度比之过去 10 年要难上不少。产品出海方面：当前直接申报 FDA 上市短期内仍有不小的难度（但仍有成功案例如传奇生物等），license-out、里程碑付费等相对比较初级的出海模式仍然很重要，高端仿制药（注射剂等）出海也是一条走得通的路子。而医疗器械的创新相对来说风险较低，投入回报率较高，中国有望出现世界级医疗器械企业。CDMO 行业能较好的发挥中国人力成本较低，服务意识好，完备的产业化基础优势，也能够产生世界级的企业。尽管在中国的创新性创新进行得较为困难，但全社会投资回报率都在下降，再加上创新药械一二二级市场退出通道的完善，可以确定的是仍然将有大量社会资本将源源不断的投入到医药创新中。
- **后疫情时代行业逻辑逐步回归常态。**疫情背景下，IVD 行业、新冠药物及原料药产业链、疫苗等相关抗疫产业获得明显的超额收益（但资金主导的力量更为明显）。随着疫情的逐步控制和防疫政策的不断优化，医药行业投资逻辑逐步恢复正常，未来看好的方向：低估值综合性药企、新型疫苗&技术、创新药&医疗器械，CRMO 行业、中药等。

重点推荐

- 迈瑞医疗、华东医药、健友股份、海正药业、普洛药业、沃森生物、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、诺唯赞。此外，重点关注：荣昌生物、君实生物、康华生物、迪安诊断、丽珠集团。

评级面临的主要风险

- 市场流动性风险、医药政策风险、新冠疫情不确定性风险及防疫政策变化风险、人民币汇率变化对出口型企业的影响、国际关系风险、个股风险（产品研发失败等）。

相关研究报告

《生物医药行业 2022 年二季度策略》20220316

《医药生物行业 2022 年度策略》20211206

《医药行业 2021 年度策略》2020.11.30

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

目录

新冠疫情逐步好转，疫苗药物双管齐下.....	6
CXO 行业：高景气增长持续，投资进入精挑细选时期.....	13
疫苗板块：估值维持低位，重磅品种值得关注.....	17
原料药板块：负增长因素有所缓解，预期未来增速加快.....	20
创新药板块：研发热度高涨，竞争激烈化，创新药企角逐海外.....	25
医疗器械板块：估值十年来历史低位，把握创新驱动进口替代&出海逻辑——精选龙头个股.....	31
估值分析.....	41
投资建议.....	51
风险提示.....	52

图表目录

图表 1. 部分国家每日新增新冠感染数（7 日滚动平均）	6
图表 2. 部分国家新冠在院人数（每百万人，每日）	7
图表 3. 部分国家新冠 ICU 人数（每百万人，每日）	7
图表 4. 部分国家新增新冠死亡数量（每百万人，7 日滚动平均）	8
图表 5. 不同情景下中国疫情模拟结果	9
图表 6. 新加坡新冠死亡病例、ICU 病例年龄分布情况	10
图表 7. 中国已批准的新冠疫苗产品	11
图表 8. 中国部分在研新冠疫苗产品	11
图表 9. 全球部分已进入临床阶段的新冠小分子药物管线	12
图表 10. 2020-2021 主要 CXO 公司 2022Q1 业绩情况（单位：百万人民币）	13
图表 11. 2022Q1 主要 CXO 公司存货与合同负债情况（单位：百万人民币）	14
图表 12. 2020-2021 主要 CXO 公司人员情况	14
图表 13. 2022Q1 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况（单位：百万人民币） ..	15
图表 14. CXO 估值分析	16
图表 15. 2017Q1-2022Q1 疫苗板块市盈率变化	17
图表 16. 2012-2021 年疫苗板块收入总和及增长率	18
图表 17. 2012-2021 年疫苗板块净利润总和及增长率	18
图表 18. 国内部分在研 HPV 疫苗管线	19
图表 19. 2020 年中国 10-44 岁各年龄组男女人口（万人）	19
图表 20. 2017-2022Q1 年 API 板块营收/净利润	20
图表 21. 2017-2022Q1 年 API 板块毛利率、净利率、ROE	20
图表 22. 原料药板块 2012-2022 年市盈率（TTM）	20
图表 23. API 板块部分企业业绩情况	21
图表 24. 2017-2022Q1 年 API 板块研发支出	21
图表 25. 2017-2022Q1 年 API 板块固定资产及在建工程	21
图表 26. 全球在研新冠小分子药物梳理	22
图表 27. Paxlovid 产业链环节部分相关企业	23
图表 28. 盐野义 S-217622 合成路径	23
图表 29. 瑞德西韦（RDV）向 VV116 改造	24
图表 30. 历年创新药受理情况	25
图表 31. 2020-2021 年各类别注册申请按时限审结情况	25
图表 32. 2010-2020 年创新药各阶段经历的时长	26
图表 33. 药物品种前十位靶点及适应症领域分布	26

图表 34. 临床登记数量的前十位靶点及试验分期.....	26
图表 35. 临床试验获批后启动时间.....	27
图表 36. 历次国家医保谈判对比.....	27
图表 37. 新药获批到进入医保平均用时.....	28
图表 38. 国内进入临床阶段的 CAR-T 产品.....	29
图表 39. 今年获 FDA 批准上市新药.....	30
图表 40. 医疗设备复盘.....	32
图表 41. 体外诊断复盘.....	33
图表 42. 医疗耗材复盘.....	34
图表 43. 诊断服务复盘.....	35
图表 44. 2012-2022Q1 医疗器械各季度营业收入及增速.....	36
图表 45. 2012-2022Q1 医疗器械各季度扣非归母净利润及增速.....	36
图表 46. 2012-2022Q1 医疗设备各季度营业收入及增速.....	36
图表 47. 2012-2022Q1 医疗设备各季度扣非归母净利润及增速.....	36
图表 48. 2012-2022Q1 体外诊断各季度营业收入及增速.....	36
图表 49. 2012-2022Q1 体外诊断各季度扣非归母净利润及增速.....	36
图表 50. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度营业收入及增速.....	37
图表 51. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度归母净利润及增速.....	37
图表 52. 2012-2022Q1 诊断服务各季度营业收入及增速.....	37
图表 53. 2012-2022Q1 诊断服务各季度归母净利润及增速.....	37
图表 54. 2012-2022Q1 医疗器械各季度净利率及毛利率.....	37
图表 55. 2012-2022Q1 医疗器械各季度期间费用率.....	37
图表 56. 2012-2022Q1 医疗设备各季度净利率及毛利率.....	38
图表 57. 2012-2022Q1 医疗设备各季度期间费用率.....	38
图表 58. 2012-2022Q1 体外诊断各季度净利率及毛利率.....	38
图表 59. 2012-2022Q1 体外诊断各季度期间费用率.....	38
图表 60. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度净利率及毛利率.....	38
图表 61. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度期间费用率.....	38
图表 62. 2012-2022Q1 诊断服务各季度净利率及毛利率.....	38
图表 63. 2012-2022Q1 诊断服务各季度期间费用率.....	38
图表 65. SW 医药生物板块及各板市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）.....	41
图表 67. 2019.01.04，2022.02.11，2022.06.02 三个时点生物医药细分板块及全部 A 股（剔除金融及医药生物板块）估值对比.....	42
图表 68. SW 医药生物板块相对全部 A 股（剔除金融及生物医药板块）溢价率（历史 TTM，整体法，剔除负值）.....	43

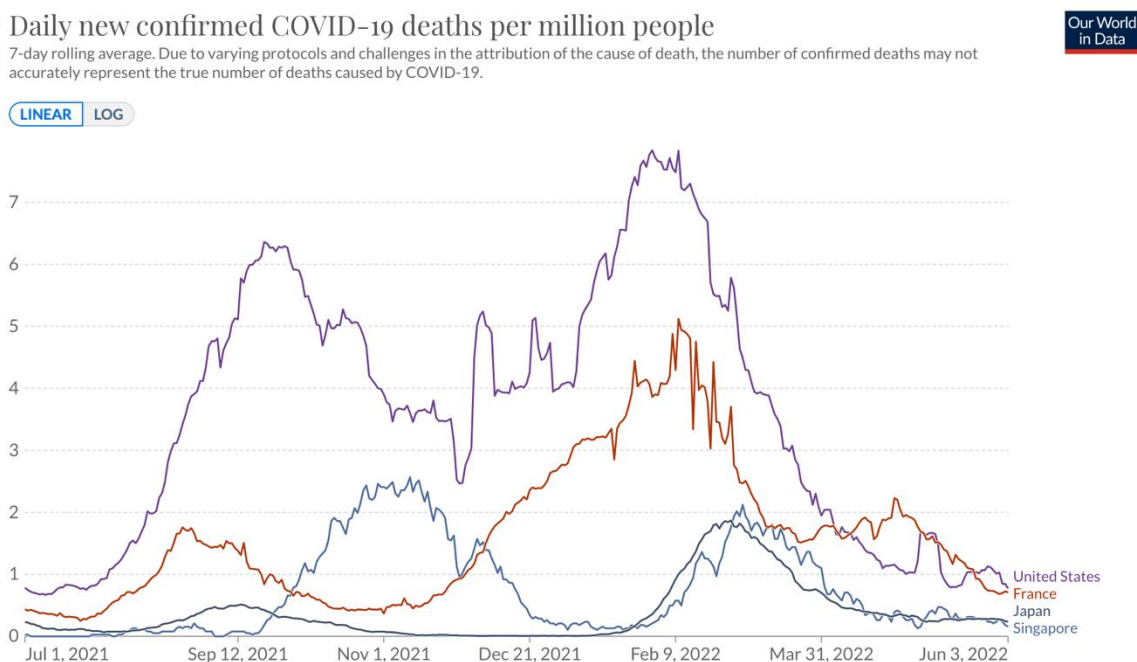
图表 69. 2012-2022.06 A 股、港股、美股医药生物板块 PE 比较 (TTM, 整体法, 剔除负值)	43
图表 70. 2019.06-2022.06 年医药板块市盈率变化	44
图表 71. 2019.06-2022.06 A 股、美股、港股医药板块市盈率变化	45
图表 72. A 股及港股医药生物板块公司估值对比	45
续图表 72. A 股及港股医药生物板块公司估值对比	46
续图表 72. A 股及港股医药生物板块公司估值对比	47
续图表 72. A 股及港股医药生物板块公司估值对比	48
图表 73. 全市场基金持医药生物行业占全行业净值比/%	48
图表 74. 全市场基金股票市场标准行业配置比例/%	48
图表 75. 基金 (包括基金管理公司和社保基金) 所持各细分申万医药生物二级行业市值占其全行业所持市值比例/%	49
图表 76. 基金 (包括基金管理公司和社保基金) 和 QFII 持仓占医药生物板块流通 A 股比例/%	49
图表 77. 北上资金持有 A 股市场 Top40 公司情况	50
图表 78. 报告中提及上市公司估值表	50

新冠疫情逐步好转，疫苗药物双管齐下

Omicron 袭击造成大量感染及死亡

自 2021 年末新型变异株 Omicron 出现以来，Omicron 在不到一个季度的时间内席卷全球，并代替 Delta 成为最主流的病毒株型。2021 年 12 月-2022 年 2 月，全球大部分国家已经经历 Omicron 带来的新一轮冲击，新的流行峰带来了新增感染、重症、住院、ICU、死亡案例数的高峰。其中美国、英国、法国的高峰出现在 2022 年 1 月份，日本、德国、新加坡的高峰出现在 2022 年 2 月份，每日新增感染数的流行峰在持续 1-3 个月后逐步下降，基本回到 2021 年平均水平。

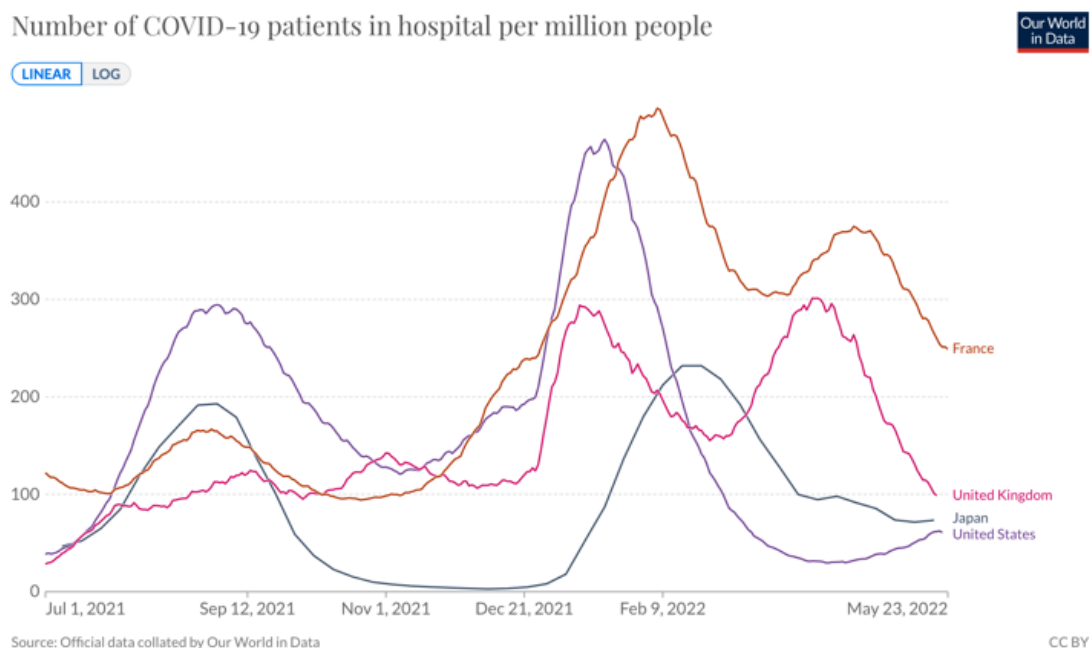
图表 1. 部分国家每日新增新冠感染数（7 日滚动平均）



资料来源：WHO，中银证券

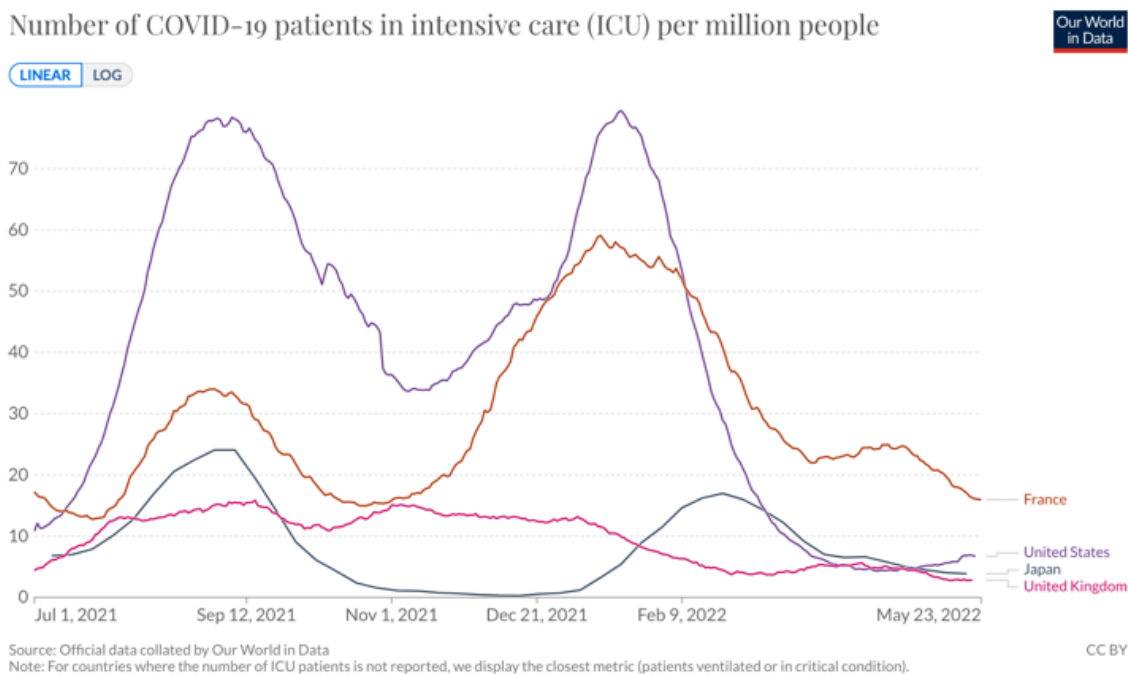
相较于此前的新冠病毒野生型和变异株，Omicron 传染性得到了极大的提升。同时由于变异位点众多，获得了较强的免疫突破、免疫逃逸能力，使得所有一代新冠疫苗的感染保护率出现明显的下降。两重因素叠加，使 Omicron 在袭击初期导致了感染人数急剧上升。所幸 Omicron 的毒性明显下降，具体体现在重症率、病死率（重症或死亡/感染数）明显下降。然而，由于感染人数基数庞大，Omicron 仍旧造成了重症和死亡案例绝对数量的高峰，在短期内对各国的医疗系统造成了密集的冲击，导致暂时性的医疗资源耗竭，部分发达国家甚至也出现了医疗系统的击穿。

图表 2. 部分国家新冠在院人数（每百万人，每日）



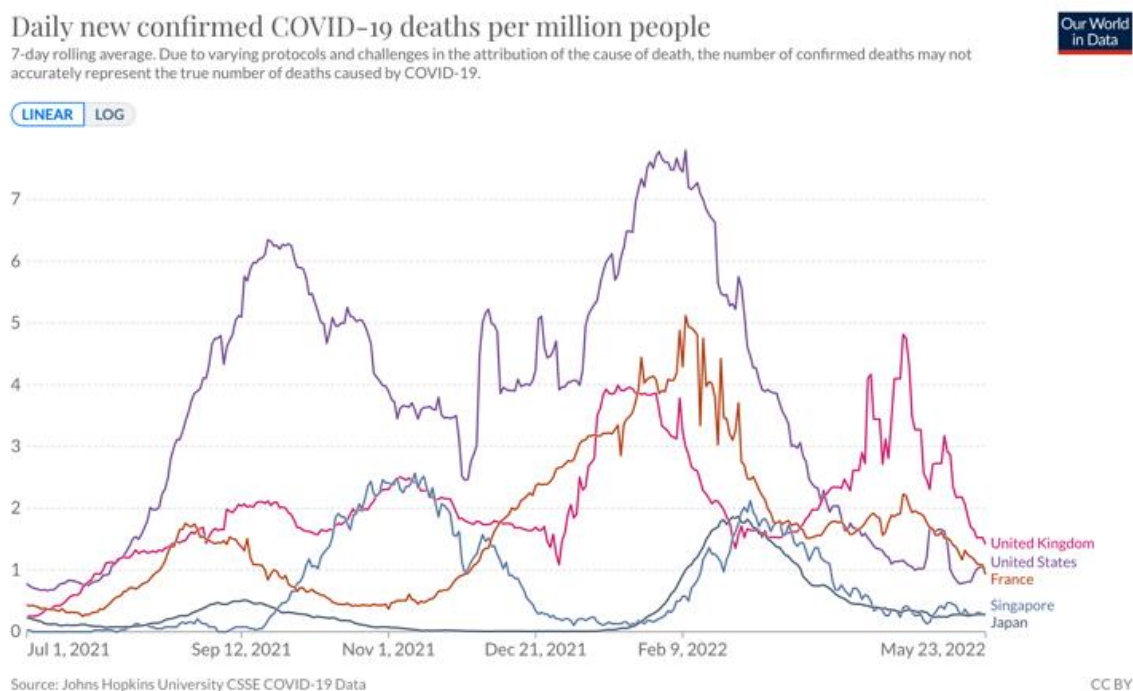
资料来源：Johns Hopkins University, OWID, 中银证券

图表 3. 部分国家新冠 ICU 人数（每百万人，每日）



资料来源：Johns Hopkins University, OWID, 中银证券

图表 4. 部分国家新增新冠死亡数量（每百万人，7 日滚动平均）



资料来源：Johns Hopkins University, OWID, 中银证券

国内疫情逐渐平复，常态化管理+加强针+夏季到来，疫情进入平稳期

2021 年冬季以来，国内多地出现新冠疫情的零散爆发，其背后可能有多重原因：

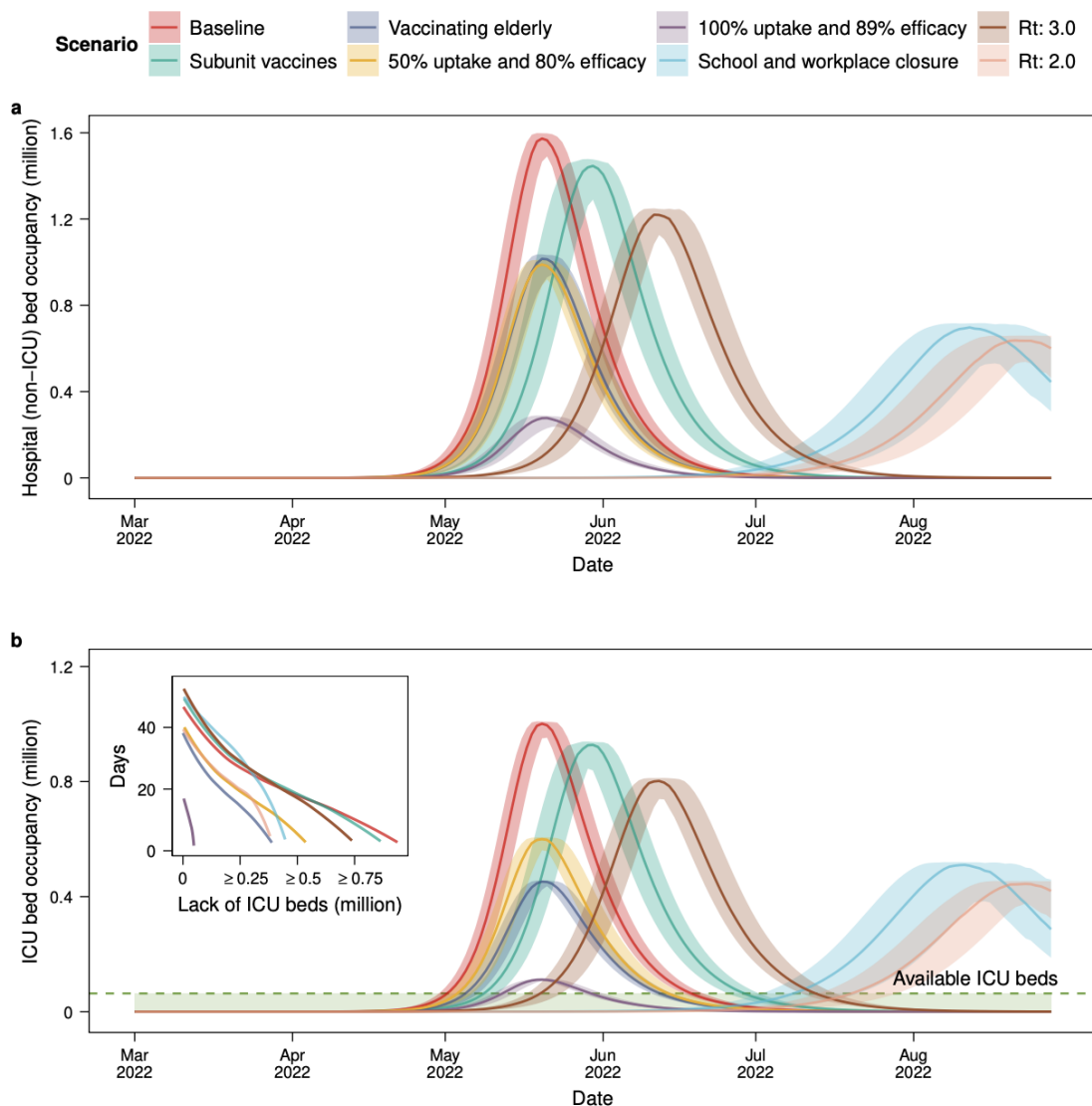
1. 海外出现 Omicron 毒株，传染性显著提升，免疫逃逸能力显著增强，导致境外输入压力陡增。境外输入压力不再局限于入境人员，还可能来自于国际货物，导致防控难度提升。
2. 国内新冠疫苗主要免疫程序保护有效期接近结束，加强针尚未广泛推广，导致出现疫苗保护的断档期。
3. 冬季到来，进一步延长了病毒体外留存时间。

面对 Omicron，挑战在于短期内密集爆发的医疗需求

从已经经历 Omicron 袭击的国家的经验来看，在经历短期的冲击后，感染数、住院数、ICU 占用数量、死亡数都将较为快速地回落。因此，面对 Omicron，最大的挑战时点便是在疫情爆发初期，感染数、住院数、ICU 占用数量、死亡数开始急剧上升的时段。这一时段，医疗系统、医疗资源承受压力最重，也最容易出现击穿。一旦发生医疗资源的耗竭，原本易于治愈的患者得不到相应的医疗资源，将会导致重症数量和死亡数量迅速提升。

Nature Medicine 于 2022 年 5 月 10 日以 Accelerated Article Preview 的形式刊登了余宏杰教授团队的一篇研究论文（注意：该论文尚未正式发表，后续可能会有变动，但已得到 Nature 杂志接受）。该研究通过 SLIR 模型（susceptible-latent-infectious-removed-susceptible model）对 Omicron 在不同情境下袭击中国造成的影响进行了模拟。模拟结果显示，在没有抗病毒药物和非药物干预（Non-pharmaceutical intervention, NPI，包括行政手段等）的条件下，Omicron 将在全国层面造成约 157 万呼吸道疾病的住院床位需求，作为对照，中国现有的呼吸道疾病住院床位约 310 万张。同时将造成严重的 ICU 床位枯竭，疫情将造成 100 万的 ICU 床位需求，15.6 倍于现有的床位数（约 64000 张）。ICU 床位的短缺将持续约 44 天。

图表 5.不同情景下中国疫情模拟结果



资料来源: Nature, 中银证券

疫苗有效保护老年群体

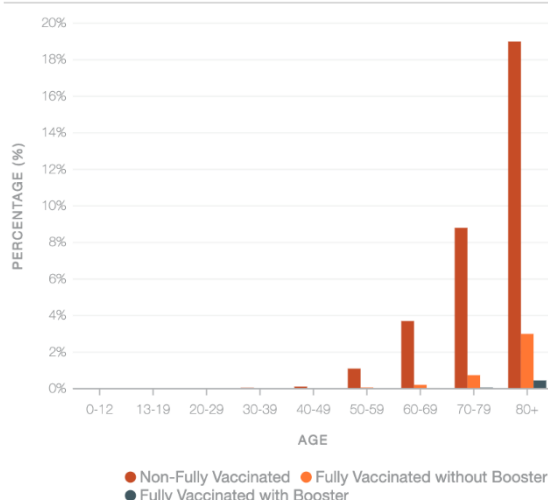
多个国家的数据显示,在老年群体中,接种新冠疫苗的人群的死亡率明显低于未接种的人群,完成加强针接种的人群死亡率则有进一步的降低。以新加坡卫生部统计的 2021 年 5 月 1 日-2022 年 2 月 14 日之间的数据为例:

- 在 80 岁及以上年龄组中,没有接种或没有完整完成基础免疫程序的人群死亡比率是完成完整接种的人群死亡率的 6.3 倍,是完成加强针接种人群的 42.2 倍。
- 在 70-79 岁年龄组中,没有接种或没有完整完成基础免疫程序的人群死亡比率是完成完整接种的人群死亡率的 11.9 倍,是完成加强针接种人群的 146.6 倍。

由以上数据可以看出,老年群体接种加强针可以非常有效地降低因新冠导致的死亡风险。同时,这一趋势也同样适用于 ICU 的案例情况。

图表 6. 新加坡新冠死亡病例、ICU 病例年龄分布情况

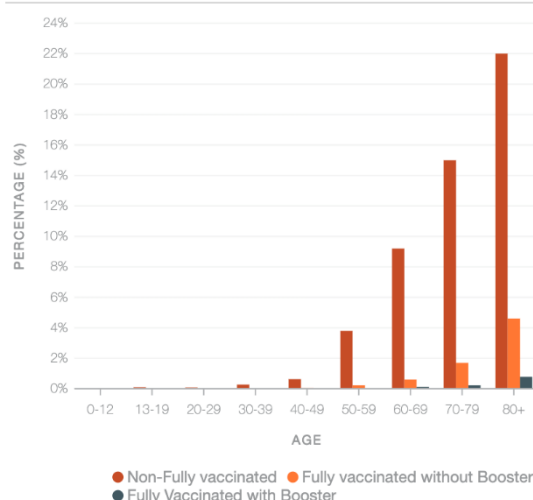
Proportion (%) of cases who died, by age and vaccination status



SOURCE: DATA.GOV.SG

1 May 2021 to 14 Feb 2022

Proportion (%) of cases ever in ICU care or died, by age and vaccination status



SOURCE: DATA.GOV.SG

1 May 2021 to 14 Feb 2022

资料来源：新加坡卫生部 Ministry of Health，中银证券

此前香港的数据也与此相似。因此，积极推广新冠疫苗常规接种和加强针在老年群体中的接种，将有望降低重症人群数量和因新冠而死亡的患者数量。

中国疫苗接种率较高，但仍有空间

自疫情爆发以来，中国一直是抗疫的优等生。新冠疫苗接种推进迅速，接种率在全球居于领先地位。不过在个别方面仍有进步潜力，中国绝大多数人群接种的仍旧是较为传统的灭活疫苗，灭活疫苗的有效性普遍逊于新技术平台，例如 mRNA 技术平台和病毒载体技术平台。二是中国老年群体的疫苗接种率和加强针接种率仍有提高空间。三是在主要免疫程序完成后，未能及时抓住时间窗口进行加强针的接种，对未来的变异株准备不足。

截至 2022 年 5 月 29 日，中国 31 个省和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠疫苗 33.79 亿剂次。截至 2022 年 5 月 26 日，新冠疫苗接种率 91.47%，全程接种完成率 89.07%；60 岁以上老年群体的接种率约 86.94%，全程接种完成率约 82.42%。若假设全程接种率已接近饱和（覆盖所有可接种人群），则目前加强针接种剂次距离需求饱和仍有约 4 亿剂次的缺口。

此外，由于 Omicron 变异位点多，免疫逃逸能力强，因此技术较为传统的灭活疫苗效力下降明显。而海外发达国家使用最为广泛的是 mRNA 疫苗和病毒载体疫苗。这两种新型疫苗技术平台普遍具有更强的免疫刺激能力，能够同时激活更强的体液免疫和细胞免疫，有效性更高，同时可选取特定片段作为表达靶点，应对变异株的效果更好。

中国目前已有的新冠疫苗以灭活疫苗为主，但已有其他技术路线疫苗获得使用或正在临床研究阶段，为未来国内的疫苗发展奠定基础，摸索前路。

图表 7. 中国已批准的新冠疫苗产品

上市/EUA 时间	疫苗代号	研发厂商	技术路线
2020.12.31	BBIBP-CorV	国药中生/北京所	灭活
2021.02.05	CoronaVac	科兴中维	灭活
2021.02.24	BBIBP-CorV	国药中生/武汉所	灭活
2021.02.25	Ad5-nCoV	康希诺	腺病毒载体
2021.03.10	ZF2001	智飞生物	重组蛋白
2021.05.14	KCONVAC	康泰生物	灭活

资料来源：WHO，各公司官网，中银证券

图表 8. 中国部分在研新冠疫苗产品

进度	研发厂商	技术路线
临床 III 期	沃森生物	mRNA
临床 III 期	华西医院/威斯克	重组蛋白
临床 III 期	三叶草	重组蛋白
临床 III 期	丽珠集团	重组蛋白
临床 III 期	万泰生物	病毒载体
临床 III 期	艾棣维欣	DNA
临床 II/III 期	瑞科生物	重组蛋白
临床 II 期	复星医药/BioNTech	mRNA

资料来源：WHO，各公司官网，中银证券

新冠疫情进入下半场，国产新冠药物呼之欲出

由于 Omicron 传染性极强、毒性减弱，预防感染的防疫策略逐渐吃力。因此，在此基础上，新冠特效口服药的需求确定性强。

如上文所述，Omicron 变异株带来的挑战主要在于短期内感染、重症、死亡的密集型爆发导致医疗系统和资源出现暂时性耗竭。因此，新冠特效口服药的价值逐渐显现。新冠特效口服药能够有效降低病情进展的风险，同时为医院等医疗系统节约资源，使社会的医疗资源能够更有效率地分配给真正需要的人群。

图表 9. 全球部分已进入临床阶段的新冠小分子药物管线

进度	药品名	研发厂商	技术路线
2020.07.04 EMA 获批	Remdesivir	Gilead	RdRp
2020.10.23 FDA 获批			
2020.05 PMDA 获批			
2021.11.04 英国获批	Molnupiravir	Merck / Ridgeback	RdRp
2021.12.23 美国获批			
2021.12.22 美国获批			
2021.12.31 英国获批	Paxlovid	Pfizer 辉瑞	Mpro / 3CL
2022.02.11 中国获批			
2021.12.31 乌兹别克斯坦获批	VV116	君实生物/旺山旺水	RdRp
2022.05.24 与 Paxlovid 头对头临床 III 期到达终点			
临床 III 期			
日本临床 IIb/III 期	Ensitrelvir	盐野义	Mpro / 3CL
2022.03.25 与日本达成基本协议			
临床 III 期	阿兹夫定	真实生物	RdRp
2021.07.16 巴拉圭获批			
临床 III 期	普克鲁胺	开拓药业	AR
2021.12.11 中国临床 I 期桥接			
临床 I 期尾声	SIM0417	先声药业	3CL
临床研究获批	RAY1216	众生药业	3CL
临床前研究完成	SHEN26	科兴制药	RdRp

资料来源：FDA，英国政府官网，各公司公告、官网，中银证券

注：此表格中“获批”表示：获得正式上市许可、附条件上市许可、EUA 其中一种或多种。

国内进展最快的是君实生物的 VV116、真实生物的阿兹夫定、开拓药业的普克鲁胺。其中君实生物 VV116 在与辉瑞 Paxlovid 头对头单盲实验中表现优秀，展现了非劣效乃至优效的结果。

相较于进口特效药，国产药物技术上自主可控，价格商议空间更大，产能不受限，专利不受限。若有效性和安全性得到确认，将给防疫带来更大的灵活性和选择权。

CXO 行业：高景气增长持续，投资进入精挑细选时期

全球生物医药研发投入预期将持续稳定增长，而医药研发外包的趋势也预期将会持续。全球药物开发的一个重要趋势是较小的公司正在开发更大比例的新分子，由于资金的可用性增加以及对专业药物的关注度增加使患者群体更加明确，对大型制药销售和分销网络的需求有所降低。这些小型生物医药越来越多地自行将其分子从临床试验到商业化，而不是在开发初期将其出售给大公司，他们对于研发外包的需求将持续。

2022Q1 行业内公司保持高景气度增长，2022Q1 期末存货水平与合同负债水平也与 2021 年同期相比有显著的增长，预期行业在 2022 年仍然将表现出高景气度增长。全球在 2022 年抗击新冠疫情仍然需要大量的疫苗和特效药供给，抗疫相关订单在 2022 年仍将助力 CXO 企业业绩增长。

疫情相关订单预期在 2022 年为 CXO 行业带来阶段性峰值，2023 年后 CXO 行业将需要面临高基数下的增长压力，行业面临分化。企业需要通过技术和服务能力的优势获取更大份额的市场，而能力较差的公司则会面临增速下降的问题，CXO 行业投资将进入精挑细选时期。目前全球 CDMO 市场及中国 CRO 安评领域市场集中度仍然较低，存在较大整合空间。同时，全球生物药研发热度带来相应的生物药 CDMO 服务的较大需求，而生物药 CDMO 产能仍然相对短缺，且产能掌握在少数龙头公司手中。中国生物药及细胞与基因研发热度带来相应 CDMO 需求，中国 CDMO 企业积极在相应新兴领域进行布局。拥有技术与核心竞争力的龙头公司有望在化学小分子业务方面承接更多订单与更复杂的业务，并在生物大分子等新兴业务方面业绩有所增长。行业内竞争力较低的公司会面临整体增速降低的问题。投资预期将进入“精挑细选”时期，需要挑选拥有核心竞争力的 CXO 企业进行投资。

CXO 行业公司 2022 年一季度业绩持续高景气增长

图表 10. 2020-2021 主要 CXO 公司 2022Q1 业绩情况（单位：百万人民币）

		营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		2022Q1	2021Q1	变动(%)	2022Q1	2021Q1	变动(%)	2022Q1	2021Q1	变动(%)
药明康德	603259	8,474	4,950	71	1,643	1,500	10	1,714	830	107
凯莱英	002821	2,062	777	165	499	154	224	486	129	276
博腾股份	300363	1,443	543	166	382	88	334	381	75	406
康龙化成	300759	2,103	1,489	41	249	246	1	311	237	31
昭衍新药	603127	271	201	35	125	93	34	132	79	67
美迪西	688202	356	215	66	77	45	71	75	43	72
泰格医药	300347	1,818	902	102	518	455	14	378	229	65

资料来源：万得，中银证券

CXO 行业公司在 2022 年一季度业绩均表现出高景气度增长，部分公司受到非经常性损益的影响归母净利润端增速较低，但是扣非归母净利润仍然表现出优秀增长。

凯莱英 2022 年一季度实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 165%，实现归母净利润 5.0 亿元同比增长 224%。其中小分子业务营业收入同比增长 166%，新兴业务营业收入同比增长 157%。公司 2022 年一季度毛利率为 45%，同比提高 2.38 个百分点，为公司产能充分利用所致。博腾股份 2022 年一季度实现营业收入 14.4 亿元，同比增长 166%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比提高 334%。

药明康德 2022 年一季度实现营业收入 84.7 亿元，在高基数基础上仍然实现 71% 的同比增长，归母净利润为 16.4 亿元，同比增长 10%，受到了非经常性损益的负面影响。公司扣非归母净利润同比增速仍然高达 107%，达到 17.1 亿元。

康龙化成 2022 年一季度实现营业收入 21.0 亿元，同比增长 41%。公司归母净利润为 2.49 亿元，受到非经常性损益的负面影响归母净利润同比增速为 1%，扣非归母净利润达到 3.1 亿元，同比增长 31%。

昭衍新药 2022 年一季度实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 35%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 34%，实现扣非归母净利润 1.3 亿元，同比增长 66.65%。公司 2022 年一季度管理费用为 0.6 亿元，同比降低 5%，管理费用率同比降低 9.8 个百分点。

图表 11. 2022Q1 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 百万人民币)

		存货			合同负债		
		2022Q1	2021Q1	同比变动 (%)	2022Q1	2021Q1	同比变动 (%)
药明康德	603259	6,415	3,085	108	3,296	1,635	102
凯莱英	002821	1,708	800	113	145	141	3
博腾股份	300363	981	465	111	50	41	23
康龙化成	300759	789	319	147	746	551	35
昭衍新药	603127	866	520	67	1,255	689	82
美迪西	688202	139	43	225	129	62	109
泰格医药	300347	8	5	45	836	623	34

资料来源: 万得, 中银证券

2022 年一季度末行业内 CXO 公司存货均实现较大幅的同比提高。药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成与美迪西 2022 年一季度末存货同比增长均超过 100%。药明康德、昭衍新药与美迪西 2022 年一季度末的合同负债也表现出较高的同比增长。

药明康德 2022 年一季度末存货高达 64.2 亿元, 同比增长 108%, 合同负债高达 33.0 亿元, 同比增幅高达 102%。

凯莱英持续为客户的一款小分子化学创新药物提供 CDMO 服务, 2022 年 2 月凯莱英公告公司全资子公司吉林凯莱英与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》, 合同金额折合人民币约 35.42 亿元, 供货时间为 2022 年。

昭衍新药 2022 年一季度末存货达到 8.7 亿元, 同比增长 67%, 合同负债高达 12.6 亿元, 同比增幅高达 82%。2022 年第一季度公司新签订单超过 10 亿元, 同比增长超 65%, 截止 2022 年一季度期在手订单金额超 36 亿元人民币。

CXO 行业产能建设持续推进

CXO 行业在 2021 年工厂、实验室、设施的建设持续推进, 人员团队也在建设也在持续进行。CXO 行业的产能在 2021 年持续提升, 并预期在 2022 年在产能建设方面持续投入, 服务能力将不断提升。

图表 12. 2020-2021 主要 CXO 公司人员情况

		2020		2021	
		2020	2021H1	2021	员工人数同比变动(%)
药明康德	603259	26411	28542	34912	32
凯莱英	002821	5477	5600	7126	30
博腾股份	300363	2635	3054	3782	44
康龙化成	300759	11000	12776	14923	36
昭衍新药	603127	1500	1600	2100	40
美迪西	688202	1642	1970	2440	49
泰格医药	300347	6032	7208	8326	38

资料来源: 万得, 中银证券

CXO 公司在 2021 年团队持续建设, 截至 2021 年团队人数和 2020 年年末相比均有较大幅的同比提升, 同比增长超过 30%。美迪西员工人数在 2021 年年末和上年相比增长了高达 49%, 员工人数达到 2440。

图表 13. 2022Q1 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况（单位：百万人民币）

		固定资产		同比变动	在建工程	
		2021Q1	2022Q1	(%)	2021Q1	2022Q1
药明康德	603259	5,890	9,038	53%	3,543	6,749
凯莱英	002821	1,601	2,614	63%	673	1,093
博腾股份	300363	1,372	1,748	27%	225	485
康龙化成	300759	2,882	4,691	63%	1,084	1,136
昭衍新药	603127	448	512	14%	52	159
美迪西	688202	351	438	25%	49	114
泰格医药	300347	317	434	37%	55	258

资料来源：万得，中银证券

CXO 公司在 2022 年积极推进产能建设，药明康德、凯莱英与康龙化成截至 2022 年 Q1 期末的固定资产与 2021 年 Q1 相比同比增长超过 50%。药明康德截至 2022 年 Q1 期末固定资产达到 90.4 亿人民币，同比增长 53%，在建工程为 67.5 亿元。凯莱英截至 2022 年 Q1 期末到 26.1 亿人民币，同比增长 63%，截至 2022 年 Q1 期末在建工程高达 10.9 亿元，产能预期在未来进一步得到提升。2022 年 2 月，公司敦化生产基地完成一栋新厂房的交付工作，预计新增批次产能近 500m³，天津生产基地又一 API 厂房启动生产，预计新增批次产能 160m³，2022 年底公司小分子传统批次反应釜产能计划较 2021 年年底增长 46%。

估值经过泡沫挤压进入合理估值区间

CXO 行业内公司经过泡沫挤压估值进入再平衡时期，根据截至 2022 年 6 月 1 日股价与盈利预期 CXO 行业内主要公司基于 2022 年盈利预期的预期市盈率在 40 倍左右。

若行业内主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率为 20%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速在 20% 左右，2022 年预期 PEG 在 1.9 左右。若行业内主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率为 30%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速在 28% 左右，2022 年预期 PEG 在 1.5 左右。若行业内公司主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率可达到 40%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速可达到 35% 左右，2022 年预期 PEG 可达到 1.1 左右。

图表 14.CXO 估值分析

2023-2025 CAGR =20%							
	2022E EPS	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	33.62	3.96	4.75	0.20	1.72
凯莱英	8.07	9.19	31.79	11.03	13.23	0.18	1.77
博腾股份	2.31	2.61	29.52	3.13	3.76	0.18	1.68
康龙化成	2.52	3.15	47.29	3.78	4.54	0.22	2.18
昭衍新药	1.92	2.42	53.26	2.90	3.48	0.22	2.42
美迪西	7.78	11.94	46.00	14.33	17.19	0.30	1.52
泰格医药	3.83	4.62	22.18	5.55	6.66	0.20	1.10
2023-2025 CAGR =30%							
	2022E EPS	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	33.62	4.29	5.58	0.26	1.29
凯莱英	8.07	9.19	31.79	11.95	15.53	0.24	1.30
博腾股份	2.31	2.61	29.52	3.39	4.41	0.24	1.23
康龙化成	2.52	3.15	47.29	4.10	5.33	0.28	1.67
昭衍新药	1.92	2.42	53.26	3.15	4.09	0.29	1.86
美迪西	7.78	11.94	46.00	15.52	20.18	0.37	1.23
泰格医药	3.83	4.62	22.18	6.01	7.81	0.27	0.83
2023-2025 CAGR =40%							
	2022E EPS	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	33.62	4.62	6.47	0.33	1.03
凯莱英	8.07	9.19	31.79	12.87	18.01	0.31	1.04
博腾股份	2.31	2.61	29.52	3.65	5.11	0.30	0.98
康龙化成	2.52	3.15	47.29	4.42	6.18	0.35	1.36
昭衍新药	1.92	2.42	53.26	3.39	4.74	0.35	1.51
美迪西	7.78	11.94	46.00	16.72	23.40	0.44	1.04
泰格医药	3.83	4.62	22.18	6.47	9.06	0.33	0.67

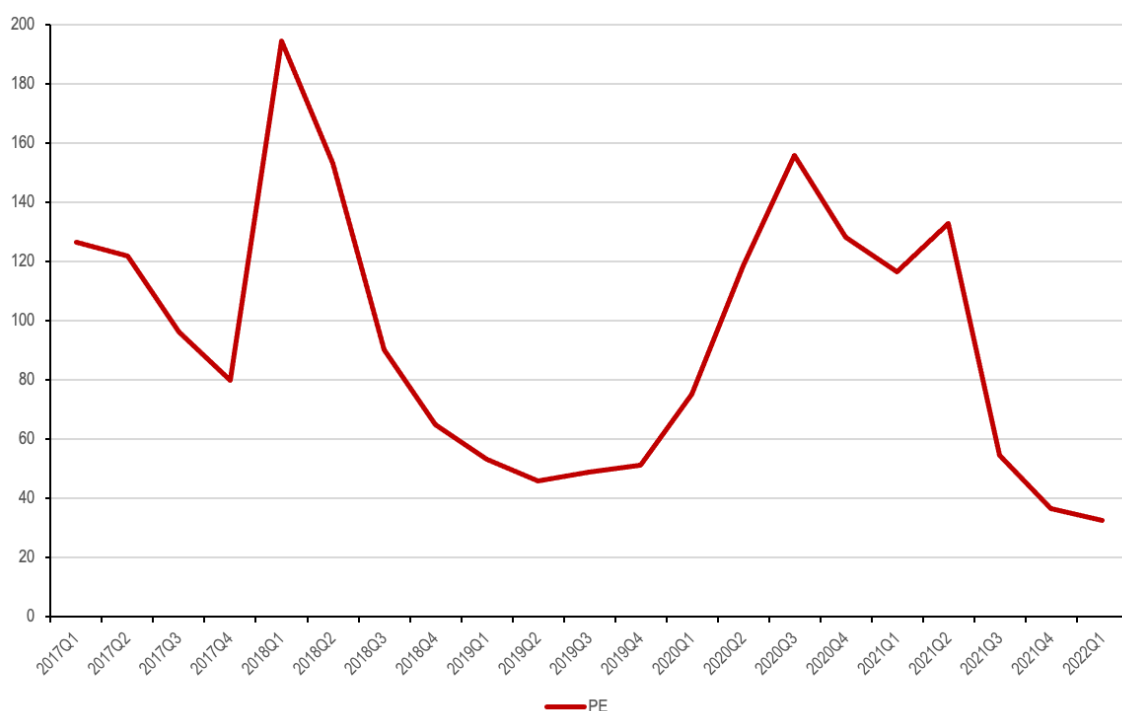
资料来源：万得，中银证券（市盈率股价为截至 2022 年 6 月 1 日股价，凯莱英，药明康德，博腾股份，康龙化成，昭衍新药盈利预期来源于中银证券预测，其余盈利预期来源于万得一致预期。）

疫苗板块：估值维持低位，重磅品种值得关注

新冠疫情左右疫苗板块估值

新冠疫情自 2020 年初爆发，疫苗是抵抗病毒的最有力的武器之一。由于新冠疫苗市场潜力较大，因此，疫苗板块承载着高预期，估值水涨船高。从 2020 年一季度开始，疫苗板块的市盈率快速提升，从疫情前的约 50 倍，至 2020 年三季度达到区域性高点约 156 倍，随后维持在 100 倍以上。2021 年三季度，国内新冠疫苗主要免疫程序接种已基本完成，预期兑现导致市盈率出现剧烈下坠，跌至 55 倍左右。随后，疫苗板块估值继续下探，至 2022 年一季度，市盈率下降至 32 倍左右，已是近 5 年来的最低点。

图表 15. 2017Q1-2022Q1 疫苗板块市盈率变化



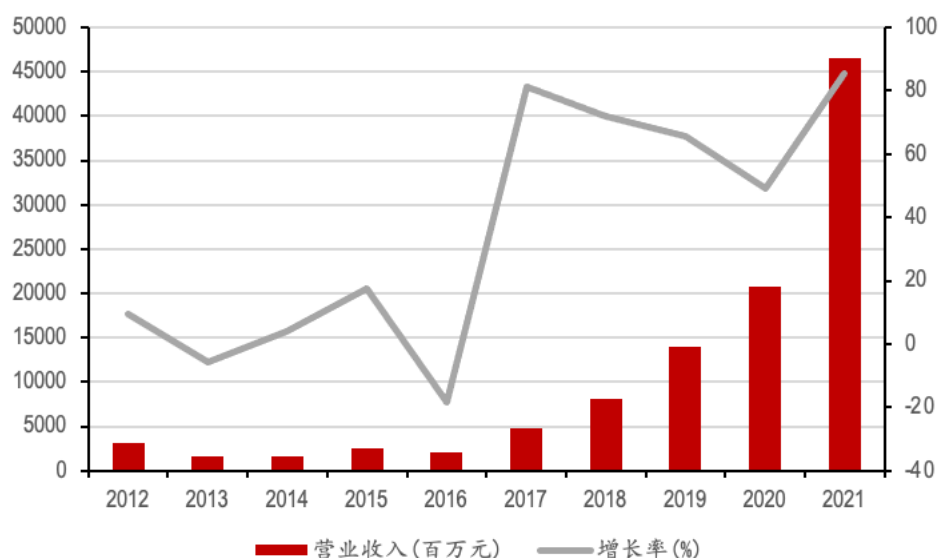
资料来源：万得，中银证券

后新冠疫苗时代，关注其他重磅品种

新冠疫情已进入第三年，国内新冠疫苗接种已趋向于饱和，加强针仍有部分市场留存。根据国家卫健委公共交流平台“健康中国”数据，截至 2022 年 5 月 29 日，中国 31 个省和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠疫苗 33.79 亿剂次。截至 2022 年 5 月 26 日，新冠疫苗接种率 91.47%，全程接种完成率 89.07%

新冠在 2020-2021 年给疫苗板块带来了可观的增量业绩。2021 年，疫苗板块收入规模达到，465.9 亿元，同比大幅增加 85.64%；净利润总和 152.5 亿元，同比增加 144.24%。

图表 16. 2012-2021 年疫苗板块收入总和及增长率



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2012-2021 年疫苗板块净利润总和及增长率



资料来源：万得，中银证券

随着新冠疫苗需求接近满足，同时变异毒株毒性减弱，新冠疫苗带来的业绩预计无法长期持续。疫苗板块中我们认为应继续关注其他重磅产品或具有较大市场潜力的细分赛道，例如宫颈癌疫苗（HPV）等。同时，我们认为应长期关注新兴疫苗技术平台，因为技术革命有可能带来研发效率和疫苗效力的跨越式发展。例如新冠疫情中，BioNTech 和 Moderna 的 mRNA 疫苗展现了非常明显的保护效果和竞争性优势，同时 mRNA 技术平台展现的研发速度也非常可观。

HPV 疫苗长期供不应求，竞争激烈

宫颈癌疫苗能够有效降低宫颈癌的发生概率。由于供应较少，长期处于紧缺的状态。

2020 年，WHO 提出《加速消除宫颈癌全球战略》，希望在 2030 年之前 90% 的女性在 15 岁之前能够完成 HPV 疫苗接种。国内多个省市已表达普及 HPV 疫苗的意愿，部分省市已开始为适龄女性免费接种 HPV 疫苗。中华预防医学会妇女保健分会主任委员、中国疾控中心慢性病首席专家王临虹表示，目前我国适龄女性（9-14 岁）HPV 疫苗接种率不足 1%。厦门、成都、无锡、深圳等共计 44 个城市已陆续启动初中女学生 HPV 疫苗的免费接种计划。

目前国内已获批的 HPV 疫苗包括：默沙东的 HPV9（16-26 岁女性），默沙东的 HPV4（20-45 岁女性），GSK 的 HPV2（9-45 岁女性），万泰生物的 HPV2（9-45 岁女性），沃森生物的 HPV2（9-30 岁女性）。

同时，国内仍有大量 HPV 疫苗研发管线正在推进中。其中瑞科生物进展较快，公司预计将在 2025 年申报上市。

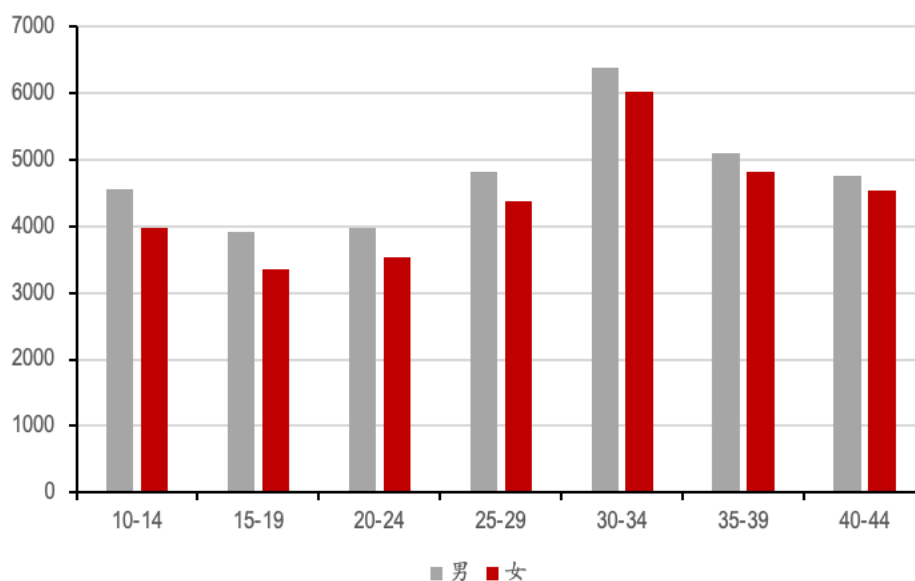
图表 18. 国内部分在研 HPV 疫苗管线

HPV9	瑞科生物	临床 III 期
HPV9	康乐卫士	临床 III 期
HPV9	博唯生物	临床 III 期
HPV9	万泰生物	临床 III 期
HPV9	沃森生物	临床 I 期
HPV4	北京所/成都所	临床 III 期

资料来源：各公司公告，中银证券

大部分 HPV 疫苗的适龄范围在 9-45 岁之间。参照全国第七次人口普查数据和 2020 年国家统计局《2020 年中国统计年鉴》，2020 年，中国 10-44 岁女性约 3.06 亿人。目前小年龄段的渗透率较低，未来将可能是 HPV 疫苗增量需求的主要来源。

图表 19. 2020 年中国 10-44 岁各年龄组男女人口（万人）



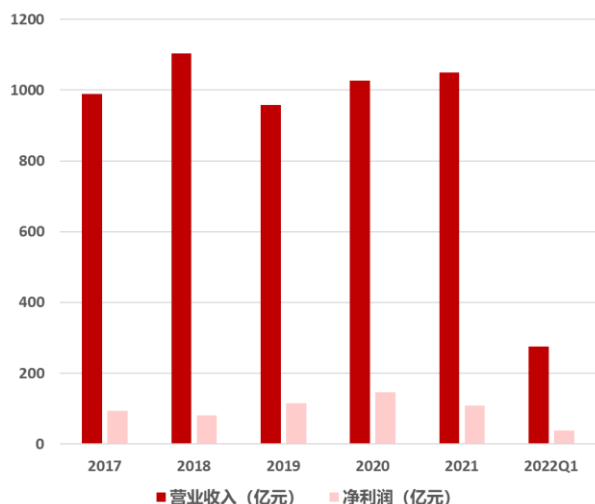
资料来源：人口普查数据，中国统计年鉴，中银证券

原料药板块：负增长因素有所缓解，预期未来增速加快

2021 年行业承压明显，业绩有所波动

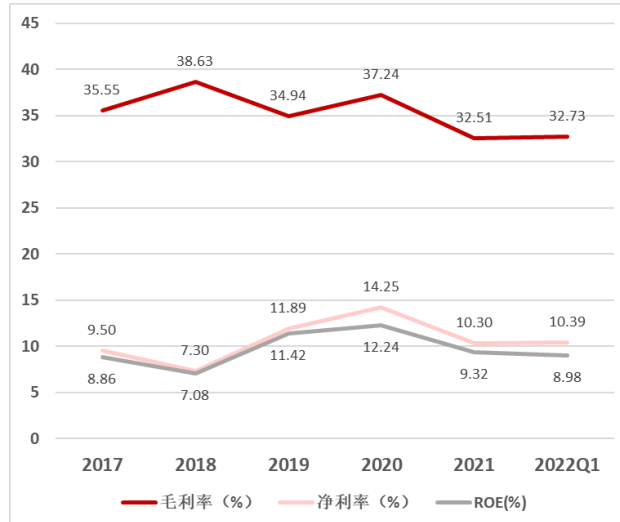
2021 年原料药行业收入依然呈现增长势头，全年实现营业收入 1050.59 亿元，同比增长 2.39%。由于 2021 年人民币升值，API 出口业务利润受到直接干扰，同时上游原材料价格明显上涨导致成本上升，板块毛利率、净利率和 ROE 有所下滑，原料药板块部分企业出现了阶段性业绩波动，行业整体承压相对明显，但由于 API 企业相继增资扩产和积极转型，持续加强创新研发投入，行业景气度仍旧良好。截至 2022 年 6 月 4 日，SW 原料药板块 PE (TTM、整体法) 为 30.78 倍，处于 2019-2022 年之间相对中低位，基本与 2021 年中持平。

图表 20. 2017-2022Q1 年 API 板块营收/净利润



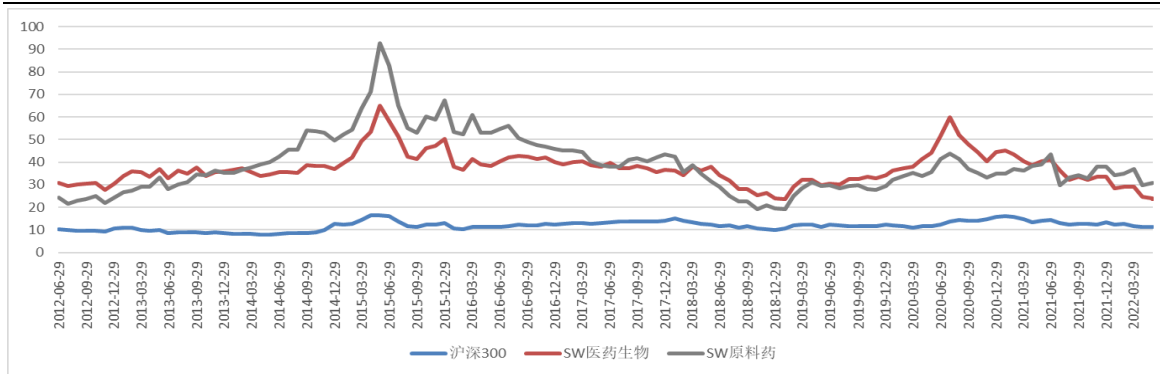
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2017-2022Q1 年 API 板块毛利率、净利率、ROE



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 原料药板块 2012-2022 年市盈率 (TTM)



资料来源：万得，中银证券

2021 年行业承压明显的前提下，API 板块中有多个企业的业绩增速仍然较快，奥翔药业、司太立、健友股份、浙江医药、凯莱英、九洲药业、博瑞医药等企业的 2021 年归母净利润依旧有较为可观的增幅，但由于受到疫情反复、汇率波动、上游原材料涨价、去库存、研发投入增加等因素影响，2021 年整体原料药行业仍存在经营波动。2022 年随着负增长因素逐渐减弱，原材料价格有所回落、去库存影响减弱、人民币贬值明显，有望实现板块业绩复苏。

图表 23.API 板块部分企业业绩情况

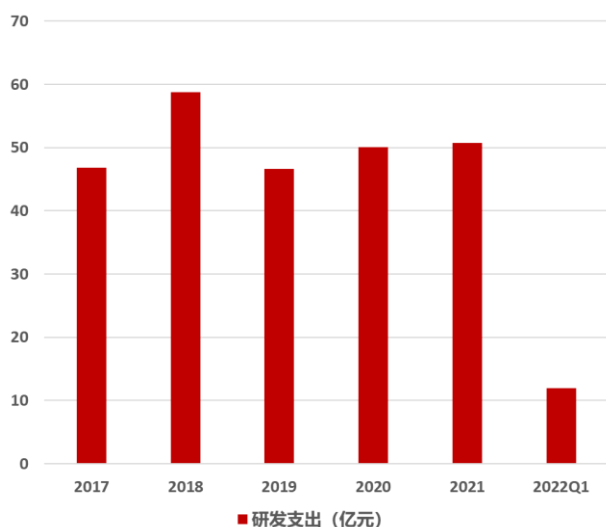
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021 营收 (亿元)	2021 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)	2022Q1 营收 (亿元)	2022Q1 归母净利润 (亿元)	同比增速 (%)
603229.SH	奥翔药业	133.42	5.70	1.46	68.05	2.05	0.71	61.18
600521.SH	华海药业	279.85	66.44	4.88	(47.57)	17.73	1.38	(46.02)
000739.SZ	普洛药业	243.25	89.43	9.56	17.00	21.01	1.52	(29.96)
603520.SH	司太立	108.27	20.00	3.24	35.62	5.17	0.80	24.27
603538.SH	美诺华	60.86	12.58	1.43	(8.62)	5.00	1.15	128.94
300702.SZ	天宇股份	127.22	25.45	2.05	(69.32)	7.50	0.85	(36.52)
600267.SH	海正药业	161.58	121.36	4.87	(16.71)	29.77	1.35	7.48
002001.SZ	新和成	649.09	147.98	43.24	21.34	43.08	12.03	5.18
603707.SH	健友股份	338.63	36.87	10.59	31.41	11.77	3.30	20.96
600216.SH	浙江医药	124.60	91.29	10.45	45.71	21.84	2.61	(2.37)
002821.SZ	凯莱英	636.99	46.39	10.69	48.08	20.62	4.99	223.59
002675.SZ	东诚药业	93.14	39.12	1.52	(63.72)	8.80	0.55	(17.90)
002019.SZ	亿帆医药	156.48	44.09	2.78	(71.25)	9.06	1.21	(8.30)
603456.SH	九洲药业	365.46	40.63	6.34	66.56	13.74	2.08	120.13
688166.SH	博瑞医药	93.81	10.52	2.44	43.60	2.48	0.61	25.00
300630.SZ	普利制药	118.59	15.09	4.17	2.25	3.68	1.62	33.44
300497.SZ	富祥药业	72.49	14.30	0.49	(84.71)	4.02	0.28	(62.39)

资料来源：万得，公司公告，中银证券

API 企业强化研发、增资扩产，进入业务收获期

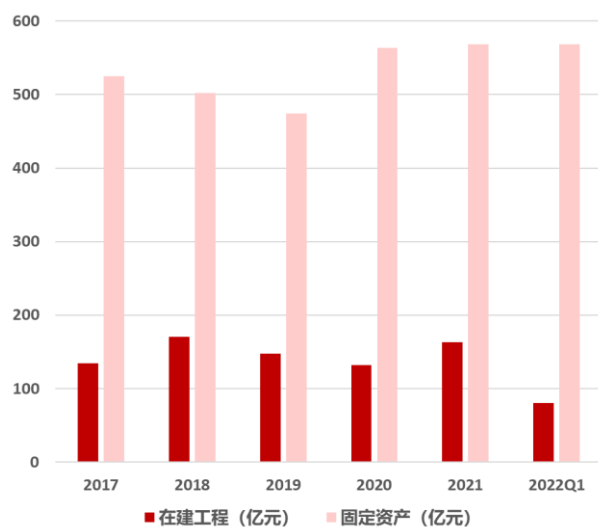
原料药企业相继加快制剂一体化进程，提高新产品和高附加值产品的比重，不断加大研发投入和扩充研发团队，以及扩大产能建设，展现了对行业未来前景的信心。2021 年原料药板块固定资产同比增加 9.22%，研发费用率达到 7.92%，新产品和新产能陆续落地后，行业有望实现业绩较快增长。此外，原料药企业陆续拓展新品种、战略布局 CDMO 领域，尤其 CRO/CDMO 板块近年来投资热情不断高涨，以普洛药业、九洲药业为代表的原料药企业陆续通过业务升级努力实现从周期性行业向成长性行业的转型。

图表 24. 2017-2022Q1 年 API 板块研发支出



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2017-2022Q1 年 API 板块固定资产及在建工程



资料来源：万得，中银证券

新冠口服药产业链提供 API 行业新发展机会

国内外新冠疫情持续反复，小分子特效药逐渐显露出较大商业开发价值，全球有研发进展的新冠病毒治疗药物已有百余种，新冠产业链持续壮大为原料药企业提供了发展机遇，截至 2022 年 6 月 4 日，Clinical Trials 登记收录的全球新冠相关临床试验已超过 8000 个，大多数分布在欧洲和北美洲。对比注射用大分子中和抗体，小分子药物具有给药方便、依从性好、储存运输要求低、成本和价格低廉、引发耐药突变概率小等优点，相关产业链中间环节一般涉及到制剂、原料药和多个中间体环节，可供应相应产品的企业或将得到业务增长机会。

图表 26.全球在研新冠小分子药物梳理

药品名	研发厂商	剂型	进度	靶点
Remdesivir	吉利德	注射剂	EMA、FDA、PMDA 获批	RdRp
Olumiant	礼来	口服药	FDA 获批 EUA PMDA 获批	JAK1/JAK2
Molnupiravir	默克	口服药	FDA 获批 EUA MHRA、PMDA 获批	SARS-CoV-2 S Mpro
Paxlovid	辉瑞	口服药	FDA、EMA、PMDA、NMPA 获批	3CL
S-217622	盐野义	口服药	临床 II/III 期	3CL
EDP-235	Enanta	口服药	临床 I 期	3CL
AT-527	罗氏	口服药	临床 III 期	RdRp
STSA-1005	舒泰神	注射剂	临床 I 期	GM-CSF
STSA-1002	舒泰神	注射剂	临床 I 期	C5a
布西拉明	Revive	口服药	临床 III 期	免疫调节剂
马赛替尼	AB Science	口服药	临床 II 期	c-Kit; 3CL;PDGFR; CSF-1R;Lyn
VV116	君实生物	口服药	国内临床 III 期	RdRp
VV993	君实生物	口服药	临床前研究阶段	3CL
阿兹夫定	真实生物	注射剂	国际多中心临床 III 期	RdRp
普克鲁胺	开拓药业	口服药	临床 III 期	AR
FB2001	前沿生物	注射剂	临床 I 期	3CL
ASC11	歌礼制药	口服药	临床前研究阶段	3CL
ASC10	歌礼制药	口服药	临床前研究阶段	3CL
SHEN26	科兴制药	口服药	临床前研究阶段	RdRp
SIM0417	先声医药	口服药	临床 I 期	3CL
RAY003	众生药业	口服药	临床前研究阶段	3CL
EDDC-2214	云顶新耀	口服药	临床前研究阶段	3CL

资料来源: Insight, 各公司公告, 中银证券

辉瑞 Paxlovid 临床疗效较为显著，全球订单量持续增加。Paxlovid 于 2021 年 12 月 22 日获得 FDA 的 EUA，用于 12 岁以上的轻度至中度新冠患者的临床治疗，目前已经在全球 50 多个国家和地区获得授权或批准。根据 2022 年 4 月 14 日发布的 II/III 期临床试验结果，Paxlovid 能使出现临床症状后 3 天内用药的新冠患者的住院风险或死亡率降低 89%，临床症状出现后 5 天内用药的新冠患者住院风险或死亡率降低 88%，与安慰剂组相比病毒载量降低了 10 倍，体外数据显示 Paxlovid 对 Omicron 变异毒株也有效。2022 年 1 月美国总统拜登宣布，辉瑞公司完成第一批产品交付后，美国政府预计将在 6 月加倍订购 Paxlovid，新订单将使药物库存量从 1000 万份倍增至 2000 万份，并且拜登政府已宣布允许所有药店订购辉瑞 Paxlovid，即数以万计的药店将能够订购该药，目前美国大约有 20,000 个此类站点。

随着各国订单增加并且 MPP 落地，预期 Paxlovid 的全球市场规模较大。根据辉瑞发布的 2022 年第一季度报告，Paxlovid 第一季度收入达 14.7 亿美元，并且已完成生产 600 万人份，预计全年计划产量达到 1.2 亿人份，其中 3000 万人份在上半年生产，剩余 9000 万人份在下半年生产。此外辉瑞还将在 2021-2022 年陆续向中低收入国家提供至少 20 亿剂药物，预期 2022 年 Paxlovid 营业额将达到 220 亿美元。目前辉瑞已收到来自美国、英国、德国、日本、法国、中国等多国订单。此外，目前辉瑞 MPP 已落地，与全球 35 家药企签订协议，其中包括 5 家中国企业，分别为华海药业、普洛药业、迪赛诺医药、九洲药业、复星医药，从 2022 年 4 月开始向 95 个中低收入国家提供奈玛特韦原料药及中间体，可覆盖全球约 53% 的人口，中高收入国家规范市场叠加这部分面向中低收入国家的逐渐放量，预计今年相关原料药和中间体市场规模将持续加大，能够满足其重要中间体如卡龙酸酐、氮杂双环、SM1、SM2 产能要求的企业或将从中获益。

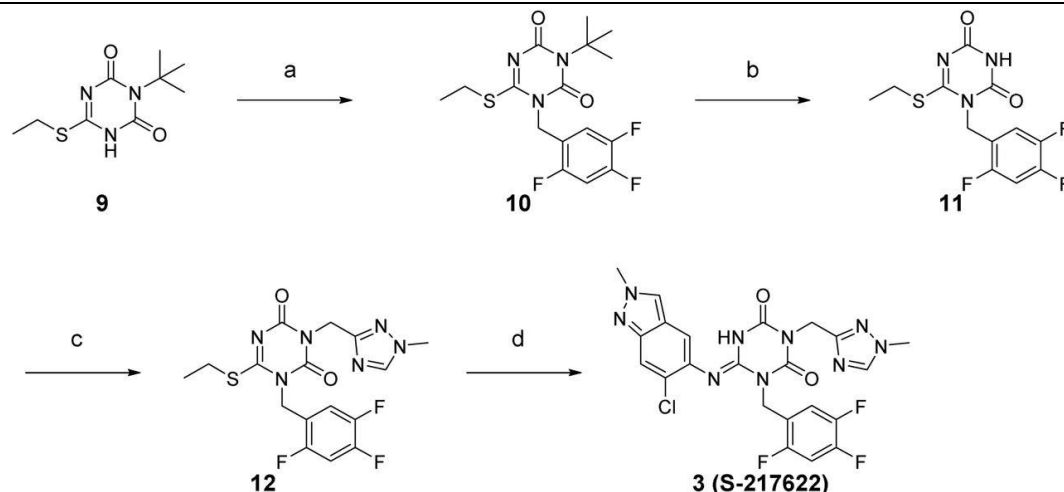
图表 27. Paxlovid 产业链环节部分相关企业

产业链环节	组分	企业
中间体	溴乙腈	飞凯材料
	二氧化铂	凯立新材
	异戊烯醇	新和成
	菊酸	扬农化工
	卡龙酸酐	雅本化学、圣泉集团、尖峰集团、
	氮杂双环	新和成、雅本化学、尖峰集团、圣泉集团
	SMI	美诺华、奥锐特
	SMII	海辰药业、美诺华
成分	奈玛特韦、利托那韦	迪赛诺、华海药业、普洛药业、复星医药、九洲药业、森萱医药、歌礼制药
制剂	Paxlovid	华海药业、普洛药业、迪赛诺医药、复星医药

资料来源：各公司官网、公司公告、公开投资者交流会，中银证券

Ensitrelvir (S-217622) 是由日本盐野义研发的治疗轻中度新冠患者的新冠口服药物，作用机制与辉瑞 Paxlovid 相似，但可以实现单药口服而不必配合利托那韦联用，相关副作用有望得到明显缓解，II 期临床试验结果显示 S-217622 可显著降低病毒滴度及 mRNA，目前 III 期临床正在进行中，现已进入获批前的最后阶段。S-217622 合成产业链中，3,4,5-三氟溴苄是主要原料之一，合成技术涉及氟精细化工，工艺难度大，行业壁垒高，且氟化工对设备腐蚀严重，对设备、工艺、安全的要求很高，因此国内氟化工龙头企业或将迎来业务量上涨。此外，国内 CDMO 企业在行业内深耕多年，具备较强的海外业务拓展能力，有望从中获益。

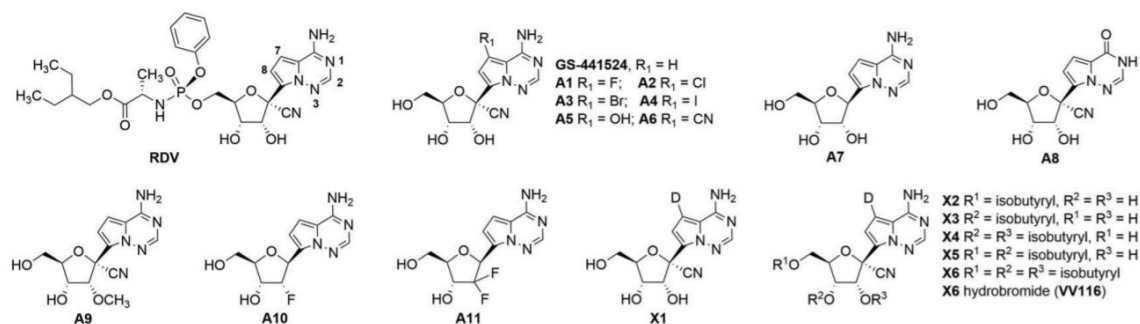
图表 28. 盐野义 S-217622 合成路径



资料来源：bioRxiv，中银证券

国内新冠口服药物进展较快的是君实生物的VV116、真实生物的阿兹夫定、开拓药业的普克鲁胺。君实生物VV116研发进度领先，临床前研究显示VV116在体内外都表现出较为显著的抗新冠病毒作用，对新冠病毒原始株和变异株（Alpha、Beta、Delta和Omicron）均可表现出抗病毒活性，同时具有较高的口服生物利用度和良好的化学稳定性。近日VV116与辉瑞Paxlovid头对头对比试验已经达到临床终点，申请上市获批在望。VV116的合成路径较辉瑞Paxlovid更短，合成过程涉及到重要中间体49-1和起始物料52-5和43-1，其中43-1为碘化物不够稳定而上游的68-8更为稳定，且与瑞德西韦共线，因此市场目前对52-5和68-8尤为关注，此外后续合成过程涉及的氘代反应中需要使用价值量较高的钨催化剂，因此生产重金属钨的龙头企业也逐渐受到市场关注。

图表 29.瑞德西韦（RDV）向VV116改造



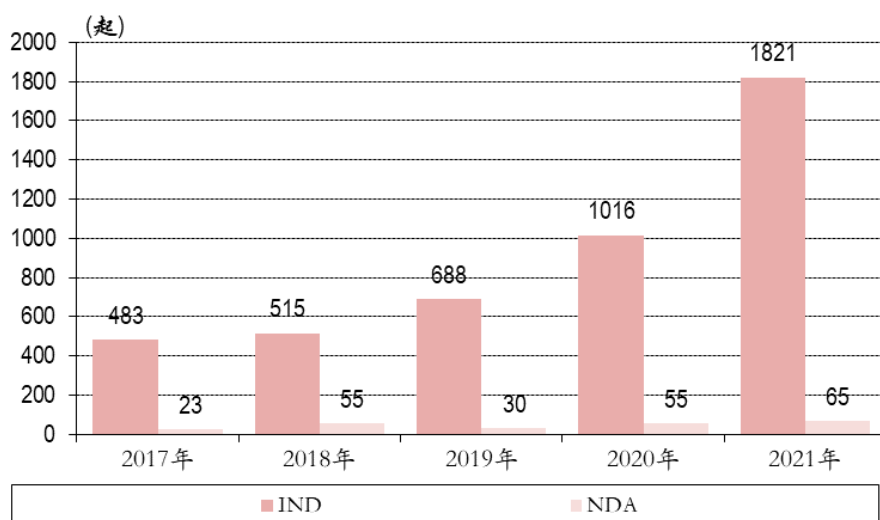
资料来源：Nature，中银证券

创新药板块：研发热度高涨，竞争激烈化，创新药企角逐海外

创新药研发热度高，审批加速，但整体竞争局面待改善

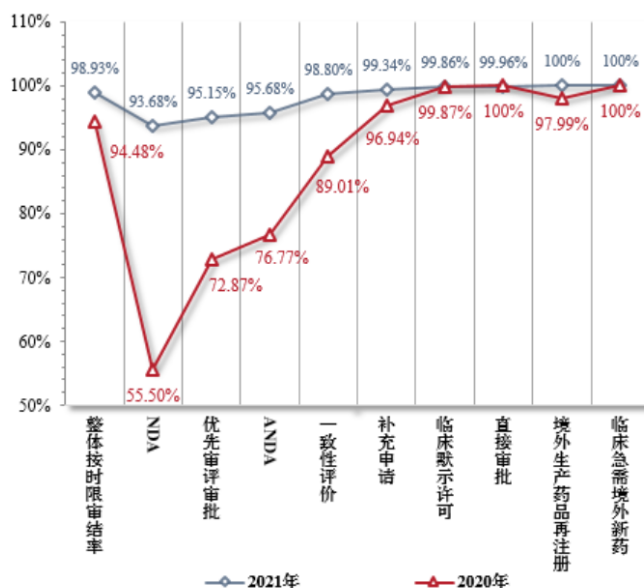
近些年国产创新药研发热情高涨，数量不断增多。根据国家药监局在 2022 年 6 月 1 日发布的《2021 年度药品审评报告》，2021 年审评通过了 47 个创新药，再创历史新高。受理创新药注册申请达到 1886 件（涉及 998 个品种），同比增长 76.10%，其中创新药 IND 受理量达到 1821 件（涉及 953 个品种），创新药 NDA 受理量达到 65 件（涉及 45 个品种）。在审评速度上，药监局相比于去年也有了显著提高，全年整体按时限审结率达到 98.93%。

图表 30.历年创新药受理情况



资料来源：NMPA，中银证券

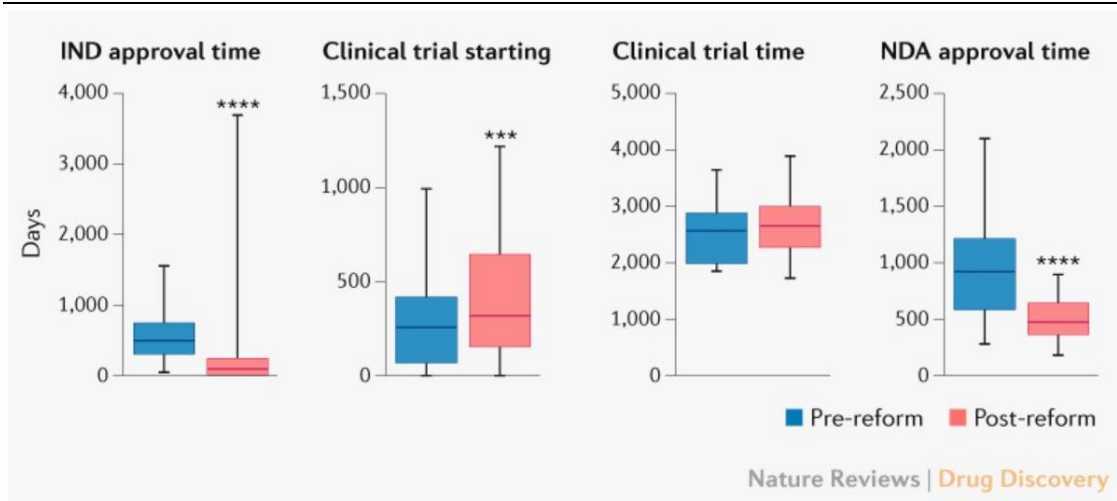
图表 31.2020-2021 年各类别注册申请按时限审结情况



资料来源：NMPA，中银证券

尽管 IND 和 NDA 批准的速度变快了,但临床试验的速度没有变快。NMPA 今年 5 月发表在 Nature Reviews Drug Discovery 的文章显示,在 2015 年监管改革前后,IND 审批时间比改革前缩短了 414 天(501 天缩短至 87 天),NDA 审批阶段缩短了 441 天(924 天缩短至 483 天)。2018 年 7 月,NMPA 将启动药物临床试验的审批程序调整为默示许可制度,改革前后临床试验阶段的时间差并不明显(2572 天增加到 2688 天),IND 批准后首个参与者参与试验的时间也有不明显增加(269 天增加到 328 天)。

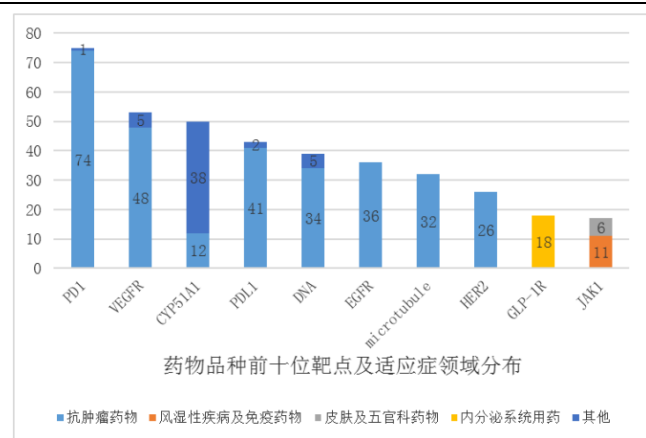
图表 32.2010-2020 年创新药各阶段经历的时长



资料来源: Nature Reviews, 中银证券

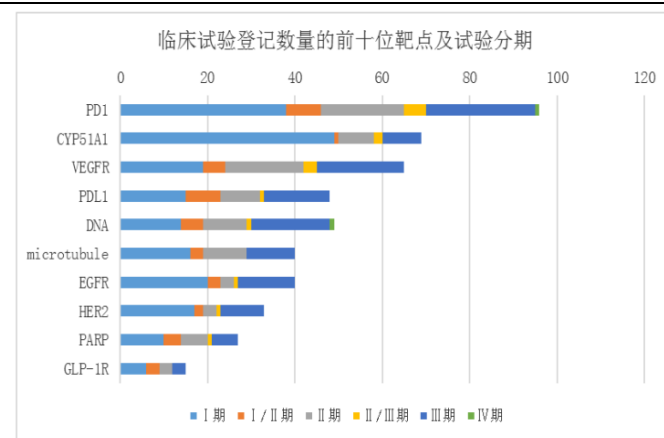
此前国家药监局于去年 11 月发布了《中国新药注册临床试验现状年度报告(2020 年)》,根据其内容,生物药靶点同质化集中在 PD-1、VEGFR、PD-L1 等,细胞治疗仍以 CD19 靶点为主;适应症主要集中在抗肿瘤和抗感染等领域。虽然 2020 年整体临床登记增长 9.1%,且 78% 由国内申办者发起,本土创新药企业整体实力增长,但仍然存在同质化严重、热门赛道“扎堆”的情况,一定程度上造成了资源的浪费和竞争的白热化。

图表 33. 药物品种前十位靶点及适应症领域分布



资料来源:中国新药注册临床试验现状年度报告(2020 年),中银证券

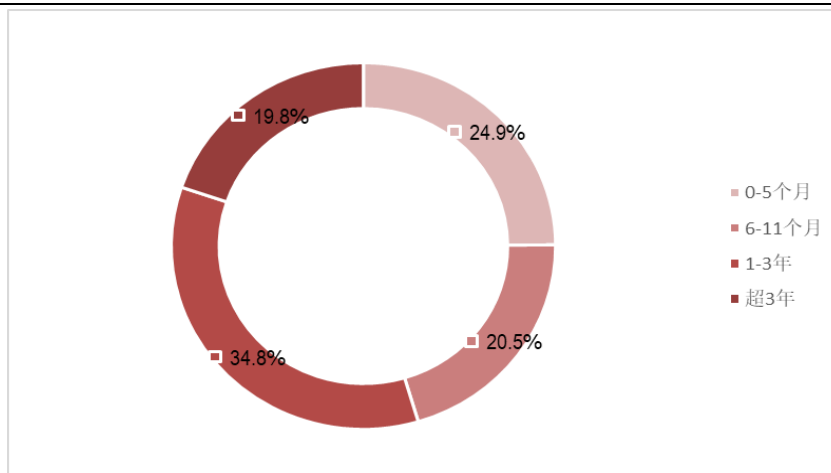
图表 34. 临床登记数量的前十位靶点及试验分期



资料来源:中国新药注册临床试验现状年度报告(2020 年),中银证券

同时,根据临床试验效率分析,临床试验获批后 1 年内启动招募的不足一半,大多数临床试验仍以早期研发为主,也一定程度上印证了当前行业格局的竞争情况。

图表 35. 临床试验获批后启动时间



资料来源：中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年），中银证券

在受试者人群分析中，针对少数群体如老年人和儿童等的临床试验，仅占全年试验登记总量的 1.4%。对于罕见病，儿童病缺乏关注度不足。在目前的发展阶段，资源暂时的不合理运用，一些领域的过度竞争，难以避免。我们相信随着时间推移和管理研发水平的进一步推进，这种情况会得到改善。

医保控费叠加竞争因素，驱动创新药药企角逐海外

医保谈判作为我国对新药重要的控费手段，自 2015 年来，以每年一次的频率运行至今。2021 年，117 种纳入谈判范围的药品有 94 种药品谈判成功，入选率高达 80.34%。一些新型药物也被纳入新版医保目录，比如荣昌生物的我国首个国产 HER2 ADC 药物。谈判新增药品平均降幅达到 61.71%，最大降幅达到 93.97%，降价幅度再创历史新高。产品的利润空间被不断压缩。

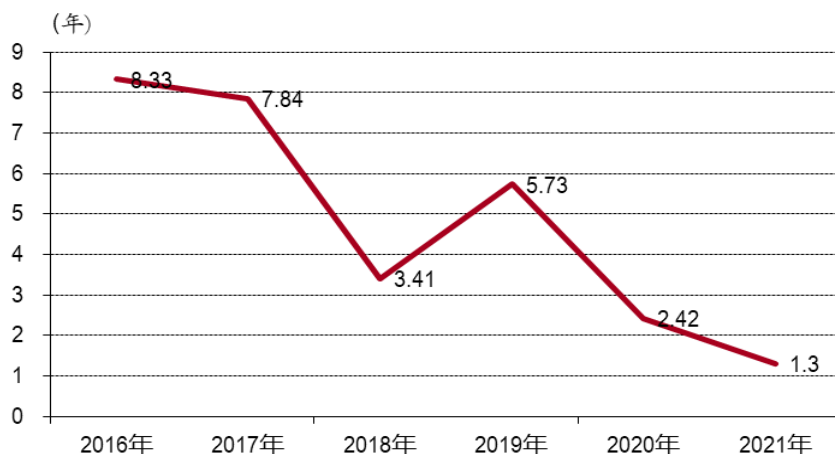
图表 36. 历次国家医保谈判对比

目录发布日期	组织单位	进入谈判药品数	谈判成功药品数	平均降价幅度(%)
2015.05	原卫生计生委	5	3	(58)
2017.07	原人社部	44	36	(44)
2018.10	国家医保局	18	17	(56.7)
2019.11	国家医保局	目录外：119	70	(60.70)
		目录内：31	27	(26.40)
2020.12	国家医保局	162	目录外：96	(50.64)
			目录内：16	
2021.12	国家医保局	117	直接调入：23	未披露
			目录外：67	(61.71)
			目录内：27	未披露

资料来源：GBIHealth，中银证券

越来越多的新药把纳入医保占领市场作为重要的产品商业化战略。纵观医保谈判，从新药上市到纳入医保的时间间隔呈现出越来越短的趋势，且新药覆盖的比重逐渐增大。2021 年新增获批的药品，从获批到纳入医保的平均时间间隔为 1.3 年。其中泰它西普、维迪西妥单抗、帕米帕利、伏美替尼等 21 个药品作为去年刚刚获批的新药，依旧选择了同年进入医保，采取“以价换量”的策略。

图表 37. 新药获批到进入医保平均用时



资料来源：GBIHealth，中银证券

国内热门靶点竞争激烈，创新药争相进入医保，利润空间及生存空间被压缩，很大程度上推动着中国创新药企业开始把目光转向海外市场。“出海”的成功不仅能给药企带来更大的增长空间，同时也向市场证实自身的研发实力，也能给药企带来更多的话语权。以美国市场为例，美国整体市场对创新药的接受度较高，而且在定价方面空间更大。按同规格 100mg/10ml 的规格看，BMS 公司的 PD-1 单抗 Opdivo 在美国的价格为 3043 美元（约 2.03 万元），在中国售价则为 9260 元。Kite 公司的 CD19 CAR-T 药物 Yescarta 在美国的售价为 37.3 万美元（约 248 万元），进入中国后，由复星凯特进行申报上市和生产，商品名为奕凯达，售价为 120 万元。且这两款药物均未纳入医保，如果纳入医保，平均降价幅度达 60%，例如君实生物的 PD-1 单抗特瑞普利 240mg/6ml 规格从上市的 7200 元下降到 2100 元，可推测中美两地的药品价格空间存在较大差异。

通过长期的摸索，中国药企目前采用的主要出海模式可以分为自主出海、借“船”出海和联手出海。

- 1) 自主出海模式是中国药企凭借自己的能力在海外开展临床试验，然后提交上市申报流程，自行负责商业化销售等。这方面的案例就是百济神州研发的 BTK 抑制剂泽布替尼。2019 年 11 月泽布替尼获得 FDA 批准，用于治疗套细胞淋巴瘤患者，成为第一个 FDA 批准上市的全国产自主研发的抗癌新药。据 2021 年财报显示，泽布替尼 2021 年全球销售额达到 2.18 亿美元，美国市场贡献了 1.16 亿美元的销售。在 2022 年 4 月完成的和伊布替尼的头对头的对比实验中，泽布替尼展示了更良好的客观缓解率。Abbvie 和强生 2021 年财报显示伊布替尼全球销售额达到了 97.7 亿美元，是全球销售额前十的药物。
- 2) 借“船”出海指的是目前中国药企采取最多的 license-out 模式，通过把产品的海外权益卖给海外企业获得付款。然后海外企业继续开展产品的研发、申报以及销售等工作。去年 8 月，荣昌生物自主研发的 HER2 ADC 药物维迪西妥单抗授权给美国 Seagen 公司海外的临床开发和商业化权益，付款额包括 2 亿美元的首付款和高达 26 亿美元的潜在总付款。去年 12 月，百济神州与诺华公司完成协议，共同开发、生产和商业化在研的 TIGIT 抑制剂 ociperlimab，百济神州获得诺华公司的 3 亿美元首付款和高达 29 亿元的潜在总付款。
- 3) 联手出海指的是中国药企和海外药企联合开发，共同分担成本和收益，相比于借“船”出海，合作更加全面和深层次。传奇生物和强生旗下的杨森公司就是其中一个例子，其 BCMA CAR-T 产品西达基奥仑赛因其在多发性骨髓瘤适应症上优异的临床数据获得杨森关注，于 2017 年 12 月签订合作协议。于 2022 年 3 月获得美国 FDA 批准，成为国内首款成功“出海”的 CAR-T 产品，也是全球第 2 款获批的 BCMA CAR-T 治疗。根据协议，传奇生物获得大中华区 70% 的分摊，大中华区以外的全球市场 50% 的分摊。

CAR-T 行业朝阳若现，竞争集中在 CD19 和 BCMA

国内 CAR-T 行业呈现快速发展的趋势，首款和第二款 CAR-T 药物阿基仑赛注射液和瑞基奥仑赛注射液在 2021 年相继获 NMPA 批准上市，在今年 6 月 2 日，信达生物的 BCMA CAR-T 伊基仑赛上市申请由 NMPA 正式受理。在市场表现方面，3 月 24 日药明巨诺财报显示，在仅上市 3 个月的情况下，瑞基奥仑赛注射液 2021 年的收入达到 3080 万元，成功验证了 CAR-T 的市场潜力。此外，还有前面所提到的传奇生物的 CAR-T 产品在国际市场上的优异表现。CAR-T 因其独特的作用机制以及优秀的临床试验数据吸引了众多目光，国内参与竞争的企业已达 20 多家，多数集中在 CD19 以及 BCMA 靶点上。

图表 38. 国内进入临床阶段的 CAR-T 产品

成分词	企业名称	当前进度	进展时间	靶点
Tisagenlecleucel	诺华制药	III 期临床	2020-06-15	CD19
CD19 靶向 CAR-T-恒润达生	恒润达生物	II 期临床	2018-08-19	CD19
CT032	科济药业	II 期临床	2019-06-13	CD19
IM19	先声药业	II 期临床	2020-06-30	CD19
CNCT19	合源生物	II 期临床	2020-10-14	CD19
CT120	驯鹿医疗	II 期临床	2021-09-15	CD19,CD22
GC007G	亘喜生物	II 期临床	2021-12-05	CD19
pCAR-19B	精准生物	II 期临床	2022-01-26	CD19
MBC19	银河生物	I 期临床	2019-03-14	CD19
BZ019	上海细胞治疗	I 期临床	2019-08-23	CD19
CD19 靶向 CAR-T-华道生物	华道生物	I 期临床	2019-12-02	CD19
IL-6 沉默的 CD19 靶向 CAR-T-优卡迪	优卡迪生物	I 期临床	2021-02-09	CD19
CAR-T-19-永泰生物	永泰瑞科生物	I 期临床	2021-03-31	CD19
GC019F	亘喜生物	I 期临床	2021-11-15	CD19
CD19/CD22 靶向 CAR-T-恒润达生	恒润达生物	I 期临床	2022-01-21	CD19,CD22
ICT19G1	斯丹赛生物	批准临床	2019-02-22	CD19
PCAR-019	博生吉安科	批准临床	2019-12-06	CD19
Senl_B19	森朗生物	批准临床	2021-05-19	CD19
GB5005	吉倍生物	批准临床	2021-07-02	CD19
Brexucabtagene autoleucel	复星凯特	批准临床	2022-03-01	CD19
CTA101	北恒生物	批准临床	2022-03-17	CD19,CD22
伊基仑赛	信达生物	上市受理	2022-06-02	BCMA
西达基奥仑赛	传奇生物	II 期临床	2018-08-13	BCMA
CT053	科济药业	II 期临床	2019-06-06	BCMA
BCMA 靶向 CAR-T-恒润达生	恒润达生物	I 期临床	2019-06-13	BCMA
PRG1801	普瑞金生物	I 期临床	2020-09-24	BCMA
C-4-29	精准生物	I 期临床	2021-03-29	BCMA,CD70
JWCAR129	药明巨诺	批准临床	2021-09-26	BCMA
C-CAR088	西比曼生物	批准临床	2022-01-13	BCMA
CT041	科济药业	II 期临床	2020-10-09	CLDN-18.2

资料来源: insight 数据库, 中银证券

15 款新药今年获 FDA 批准，JAK 靶点值得关注

FDA 方面，今年新批了 15 款新药，其中 2 款为 JAK 抑制剂 Pacritinib 和 Abrocitinib，用于治疗骨髓纤维化和皮炎。JAKs 是一类细胞内酪氨酸激酶家族，与免疫调节、细胞增殖、分化、凋亡及肿瘤的发生发展密切相关，因其广泛的适应症，成为目前最热门的靶点之一。尤其在自身免疫病方面，JAK 抑制剂乌帕替尼在和修美乐（TNF α 抑制剂，Abbvie 公司 2021 年年报显示年销售额达到 207 亿美元）治疗强直性脊柱炎的头对头实验中，以及和度普利尤单抗（IL-4，IL-13 抑制剂）在治疗特异性皮炎领域的头对头实验中，获得了优效结果，有成为下一代“药王”的潜质。

在过去的十年里，全球已经有数十款 JAK 抑制剂获批上市。根据 Incyte 公司和辉瑞公司 2021 年年报，芦可替尼、托法替布等重磅产品在 2021 年的销售额达到 37.30 亿美元，24.55 亿美元。不过近期一些调查报告显示，一些 JAK 抑制剂的不良反应及疾病风险增加，对于后续 JAK 抑制剂如何发展，我们保持持续关注。国内已布局 JAK 靶点的公司包括：先声药业、正大天晴，恒瑞医药、科伦药业和海正药业。

图表 39.今年获 FDA 批准上市新药

药品名	有效成分	类型	批准日期	适应症
Vtama	tapinarof	芳香烃受体调节剂	5/23/2022	斑块状银屑病
Mounjaro	tirzepatide	GIP&GLP-1 受体双重激动剂	5/13/2022	改善糖尿病患者的血糖控制
Voquezna	vonoprazan, amoxicillin, and clarithromycin	钾离子竞争性酸阻滞剂	5/3/2022	治疗幽门螺杆菌感染
Camzyos	mavacamten	心肌球蛋白选择性的别构可逆性抑制剂	4/28/2022	治疗梗阻性肥厚型心肌病
Vivjoa	oteseconazole	唑类抗真菌药物	4/26/2022	治疗复发性外阴阴道念珠菌病
Pluvicto	lutetium (177Lu) vipivotide tetraxetan	PSMA 靶向放射性配体疗法	3/23/2022	前列腺特异性膜抗原阳性转移性去势抵抗性前列腺癌
Opdualag	nivolumab and relatlimab-rmbw	LAG-3 抑制剂	3/18/2022	不可切除或转移性黑色素瘤
Ztalmy	ganaxolone	GABAA 受体阳性变构调节剂	3/18/2022	细胞周期蛋白依赖性激酶样 5 缺乏症的癫痫发作
Vonjo	pacritinib	JAK 抑制剂	2/28/2022	低血小板成人的中度或高危原发性或继发性骨髓纤维化
Pyrukynd	mitapivat	口服 PKR 变构激活剂	2/17/2022	丙酮酸激酶缺乏引起的溶血性贫血
Enjaymo	sutimlimab-jome	经典补体途径中 C1 靶向单抗	2/4/2022	冷凝集素病
Vabysmo	faricimab-svoa	VEGF-A, Ang-2 双抗	1/28/2022	wetAMD 和糖尿病性黄斑水肿
Kimmtrak	tebentafusp-tebn	TCR-T 疗法 (T 细胞受体 CD3 双抗)	1/25/2022	不可切除或转移性葡萄膜黑色素瘤
Cibinqo	abrocitinib	JAK1 抑制剂	1/14/2022	难治性中度至重度特应性皮炎
Quviviq	daridorexant	双重食欲素受体拮抗剂	1/7/2022	失眠

资料来源：FDA，中银证券

医疗器械板块：估值十年来历史低位，把握创新驱动进口替代 &出海逻辑——精选龙头个股

1、医疗器械板块复盘

2022 年年初以来至 6 月 2 日，医疗器械板块股价整体下行 24.38%，其中医疗设备下行 28.92%，体外诊断下行 18.57%，医疗耗材下行 26.85%，诊断服务下行 19.88%。

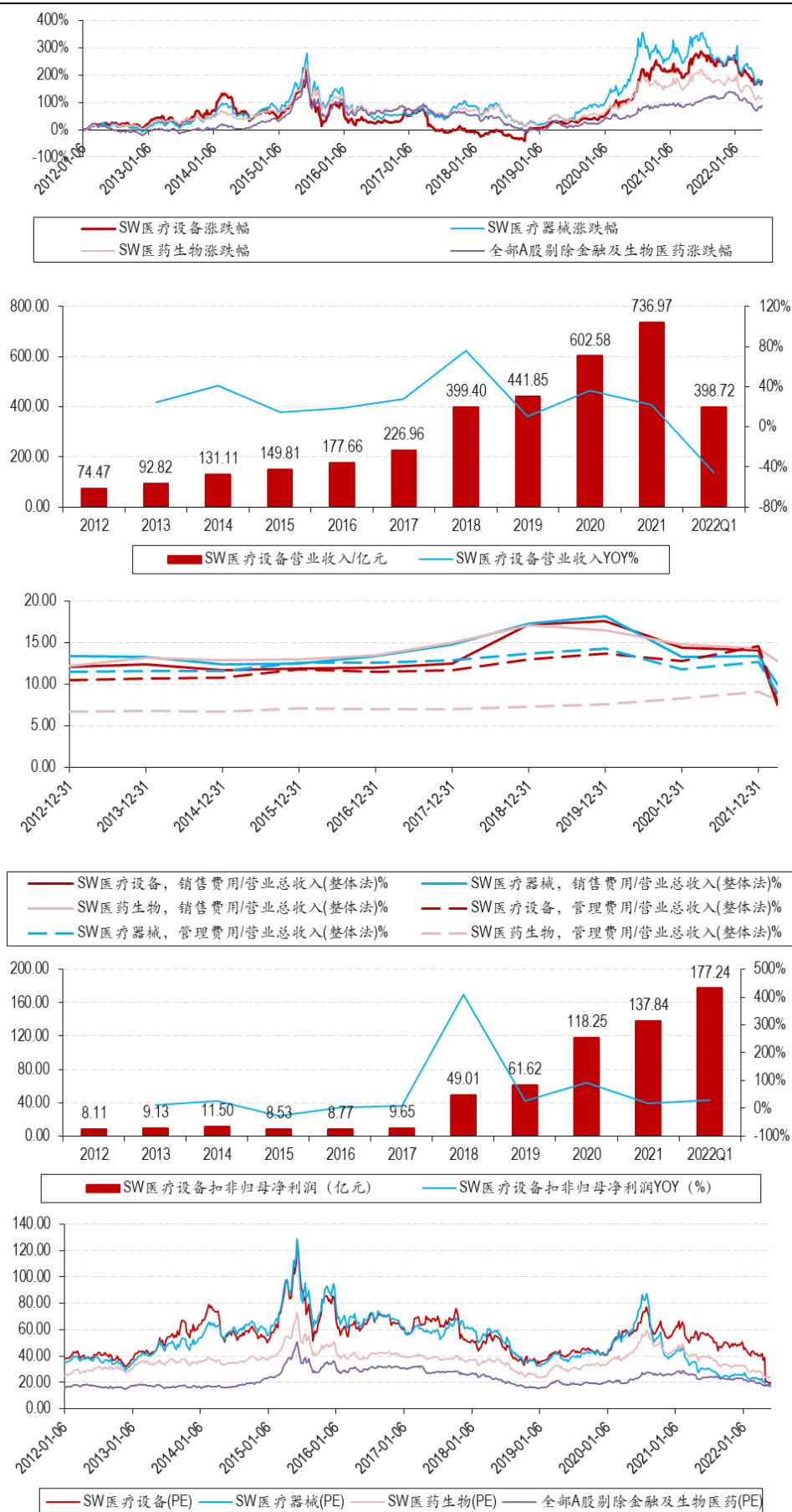
复盘经营业绩从营业收入方面来看，2018-2021 年医疗设备的营业收入逐年增长，新冠疫情爆发以来，医疗器械设备收入增长加速，2021 年板块营收达为 736.97 亿元，同比增长 22%，2022 年 Q1 营业收入达 398.72 亿元；体外诊断板块收入增长也快速提升，2021 年板块营收达为 944.29 亿元，同比增长 68%，2022 年 Q1 营业收入达 433.56 亿元；医疗耗材板块 2021 年板块营收达为 826.98 亿元，同比增长 23%，2022 年 Q1 营业收入为 180.24 亿元；诊断服务板块 2021 年板块营收达为 356.64 亿元，同比增长 37%，2022 年 Q1 营业收入为 118.96 亿元。

扣非归母净利润方面，自新冠疫情爆发以来医疗器械板的扣非归母净利润呈现较大幅度增长，2022 年 Q1 医疗设备、体外诊断板块和诊断服务板块的扣非归母净利润继续呈现高增长，其中医疗设备板块扣非归母净利润达到 177.24 亿元，超过过往整年数额（主要系部分新冠检测试剂相关企业净利润呈现爆发式增长）。2022 年 Q1，体外诊断板块扣非归母净利润达到 169.73 亿元，超过 2020 年及以前的整年数额，占 2021 年数额的 57.44%。诊断服务板块扣非归母净利润为 17.96 亿元，占 2021 年整年的 48.82%。2022 年 Q1 医疗耗材板块的扣非归母净利润为 26.40 亿元，占 2021 年整年的 13.74%。

期间费用率方面，2022Q1 医疗设备、体外诊断板块和诊断服务板块销售费用率和管理费用率有所下降。其中医疗设备板块的销售费用率为 7.48%，管理费用率为 7.92%；体外诊断板块的销售费用率为 11.44%，管理费用率为 8.13%；诊断服务板块的销售费用率为 9.06%，管理费用率为 8.73%。2022 年 Q1 医疗耗材板块的销售费用率和管理费用率略有提升，销售费用率 12.10%，管理费用率 13.30%。

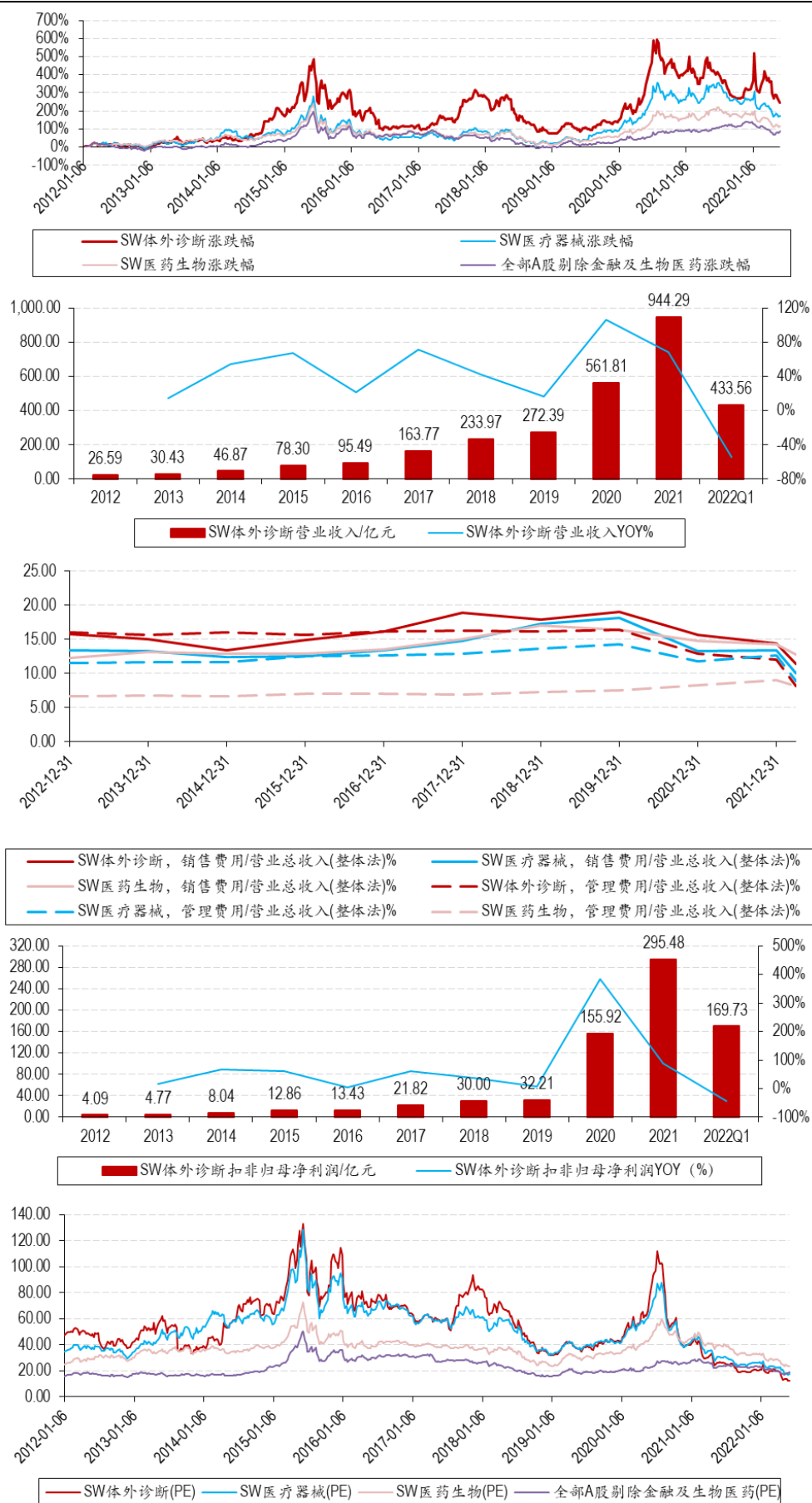
市盈率（PE，TTM 整体法）方面。至 2022 年 6 月 2 日医疗器械板块 PE 为 17.28 倍，2019 年最低 32.43 倍，目前较 2019 年最低点下行 46.71%，较年初以来下行 22.31%。具体来看，至 2022 年 6 月 2 日，医疗设备板块 PE 为 19.84 倍，2019 年最低 34.37 倍，目前较 2019 年最低点下行 42.27%，较年初以来下行 50.79%。体外诊断板块 PE 为 12.34 倍，2019 年最低 31.67 倍，目前较 2019 年最低点下行 61.04%，较年初以来下行 33.33%。医疗耗材板块 PE 为 25.15 倍，2019 年最低 30.31 倍，目前较 2019 年最低点下行 17.03%，较年初以来下行 54.14%。诊断服务板块 PE 为 15.02 倍，2019 年最低 25.65 倍，目前较 2019 年最低点下行 41.45%，较年初以来下行 17.63%。

图表 40. 医疗设备复盘



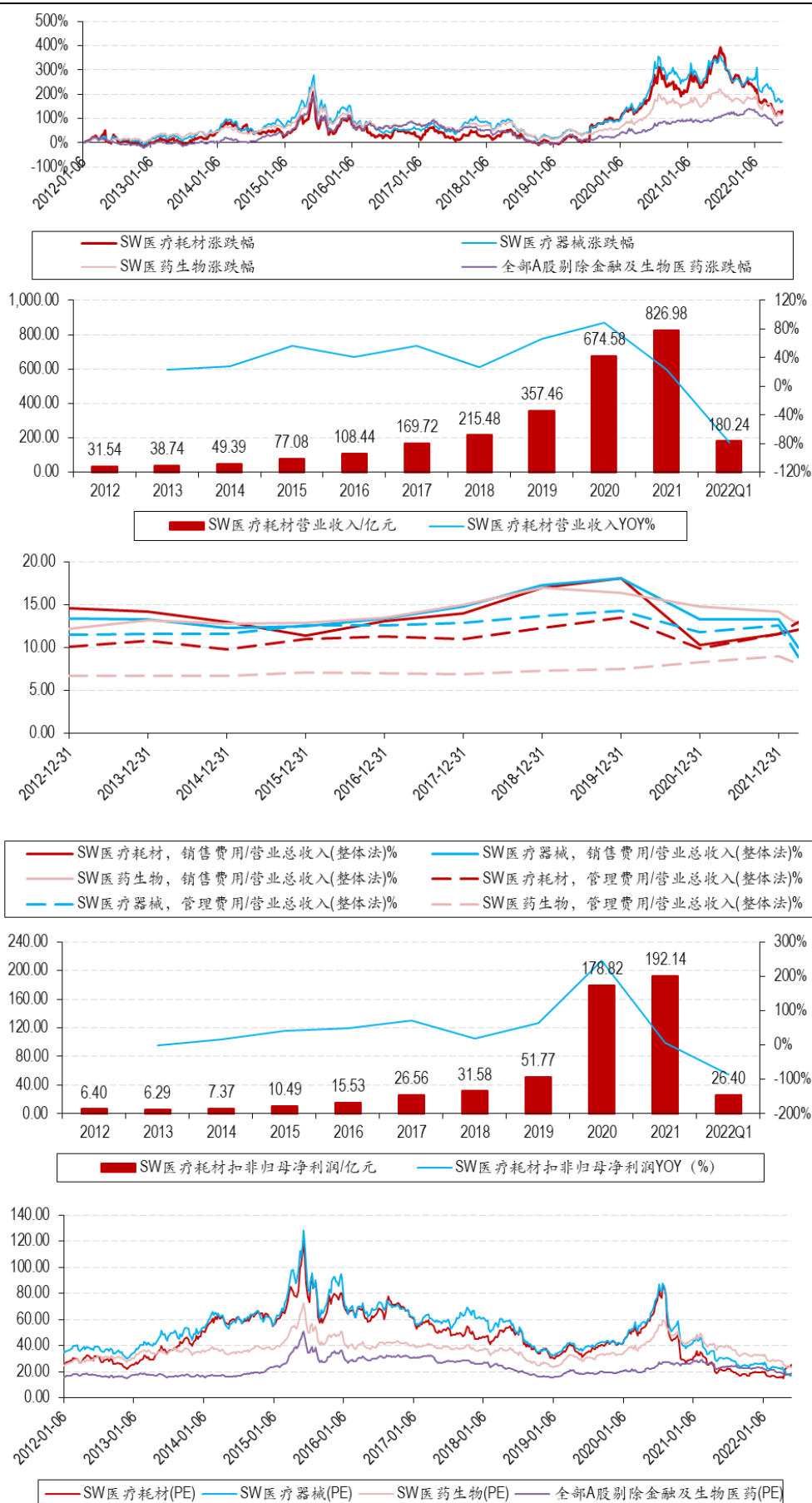
资料来源: 万得, 中银证券

图表 41. 体外诊断复盘



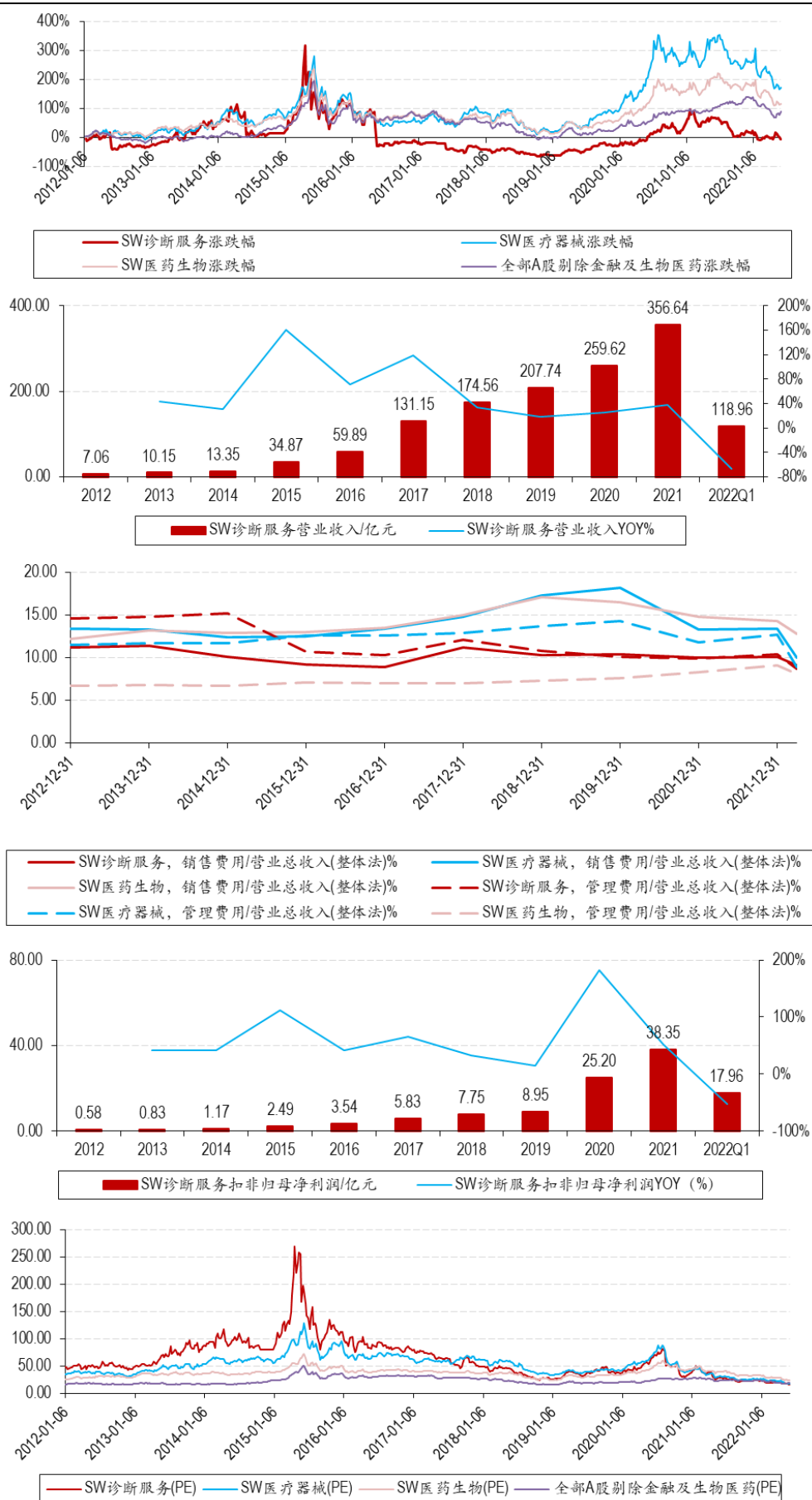
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 医疗耗材复盘



资料来源：万得，中银证券

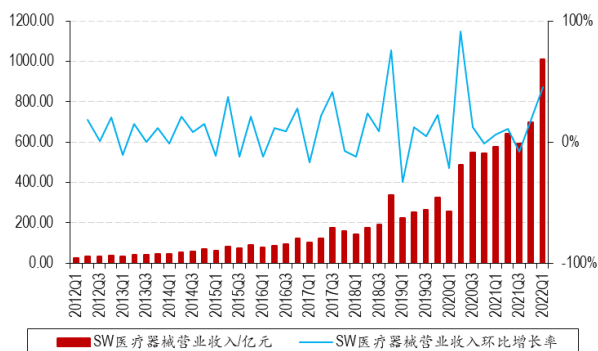
图表 43. 诊断服务复盘



资料来源：万得，中银证券

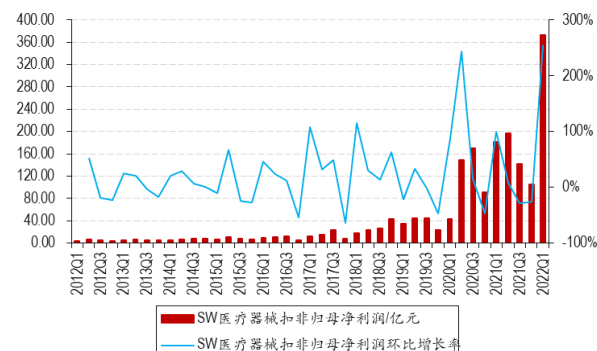
分季度来看。营业收入方面，2022 年 Q1 营业收入达 1012.52 亿元，环比增长 45.14%，其中，医疗设备板块，2022 年 Q1 营业收入为 398.72 亿元，环比增长 97.65%。体外诊断板块，2022 年 Q1 营业收入为 433.56 亿元，环比增长 46.59%。医疗耗材板块，2022 年 Q1 营业收入为 180.24 亿元，环比下降 9.93%。诊断服务板块，2022 年 Q1 营业收入为 118.96 亿元，环比增长 23.14%。归母净利润方面，2022 年 Q1 医疗器械板块归母净利润达到 373.37 亿元，环比增长 254.09%。其中，医疗设备板块 2022 年 Q1 归母净利润达到 177.24 亿元，环比增长 544.41%。体外诊断板块 2022 年 Q1 归母净利润达到 169.73 亿元，环比增长 118.82%。医疗耗材板块 2022 年 Q1 归母净利润为 26.40 亿元。诊断服务板块 2022 年 Q1 归母净利润达到 17.96 亿元，环比增长 231.30%。

图表 44. 2012-2022Q1 医疗器械各季度营业收入及增速



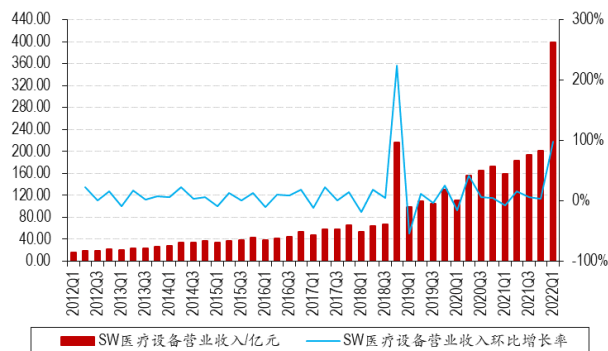
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2012-2022Q1 医疗器械各季度扣非归母净利润及增速



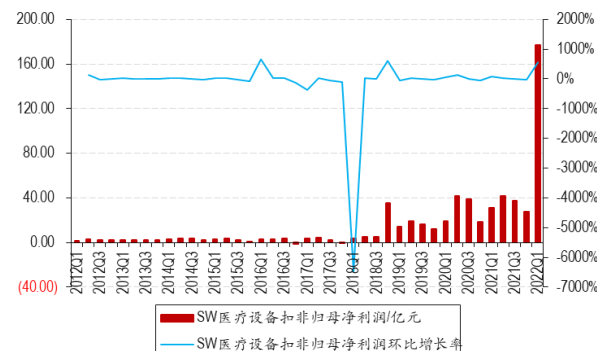
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 2012-2022Q1 医疗设备各季度营业收入及增速



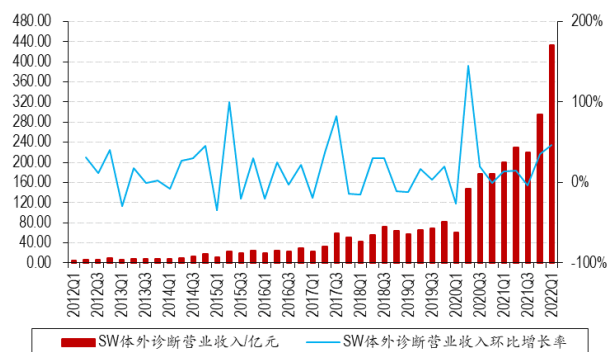
资料来源：万得，中银证券

图表 47. 2012-2022Q1 医疗设备各季度扣非归母净利润及增速



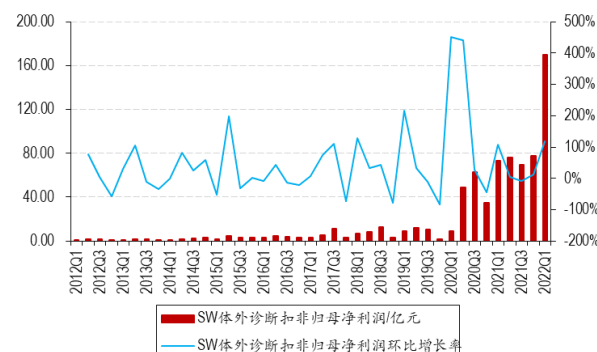
资料来源：万得，中银证券

图表 48. 2012-2022Q1 体外诊断各季度营业收入及增速



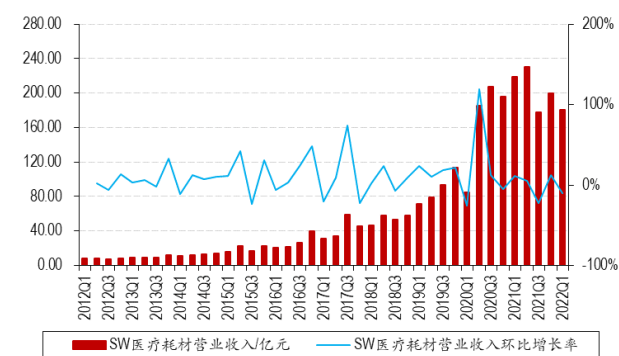
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 2012-2022Q1 体外诊断各季度扣非归母净利润及增速



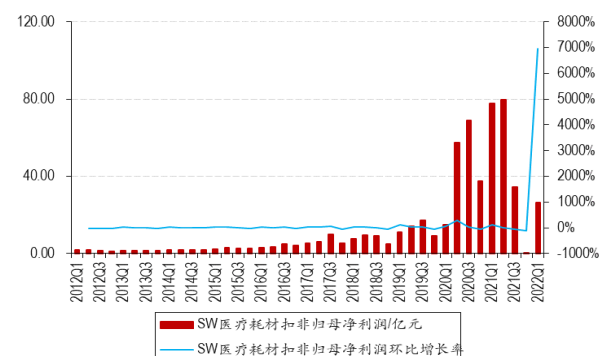
资料来源：万得，中银证券

图表 50. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度营业收入及增速



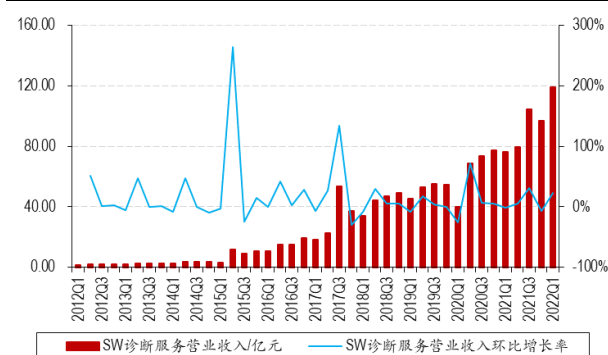
资料来源：万得，中银证券

图表 51. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度归母净利润及增速



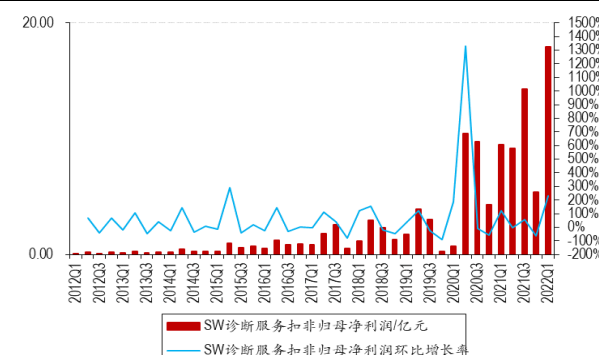
资料来源：万得，中银证券

图表 52. 2012-2022Q1 诊断服务各季度营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 53. 2012-2022Q1 诊断服务各季度归母净利润及增速

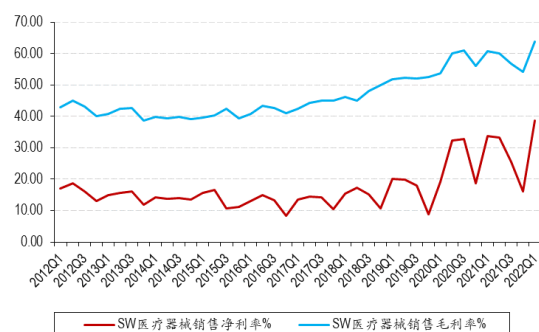


资料来源：万得，中银证券

分季度来看利润率情况。2022 年 Q1 除医疗耗材毛利率之外医疗器械板块及其细分方向销售毛利率和净利率均呈现增长。医疗器械板块 2022 年 Q1 销售毛利率为 63.82%，销售净利率 38.63%。其中 2022 年 Q1 医疗设备板块的销售毛利率为 68.00%，销售净利率为 47.15%；体外诊断板块的销售毛利率为 67.87%，销售净利率为 40.11%；医疗耗材板块的销售毛利率为 44.81%，销售净利率为 16.22%；2022 年 Q1 诊断服务板块的销售毛利率为 41.64%，销售净利率为 17.96%。

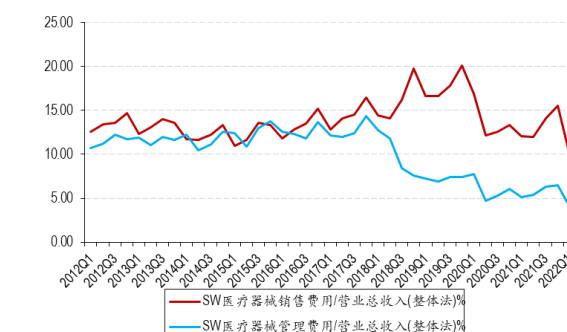
分季度来看期间费用率情况。2019 年 Q4 以来，医疗器械板块各季度的期间费用率大体呈现下行趋势。2022 年 Q1 医疗器械板块销售费用率为 10.00%，管理费用率为 4.06%。其中，医疗设备板块的销售费用率为 7.48%，管理费用率为 3.63%。体外诊断板块的销售费用率为 11.44%，管理费用率为 3.10%。医疗耗材板块的销售费用率为 12.10%，管理费用率为 7.33%。诊断服务板块的销售费用率为 9.06%，管理费用率为 3.10%

图表 54. 2012-2022Q1 医疗器械各季度净利率及毛利率



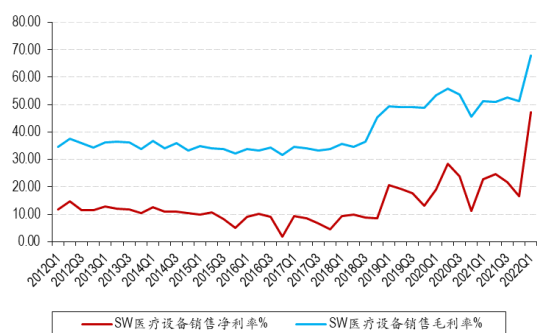
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 2012-2022Q1 医疗器械各季度期间费用率



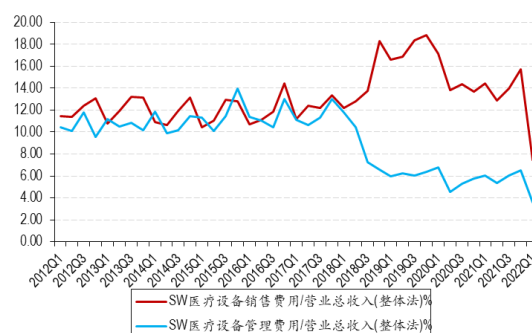
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 2012-2022Q1 医疗设备各季度净利率及毛利率



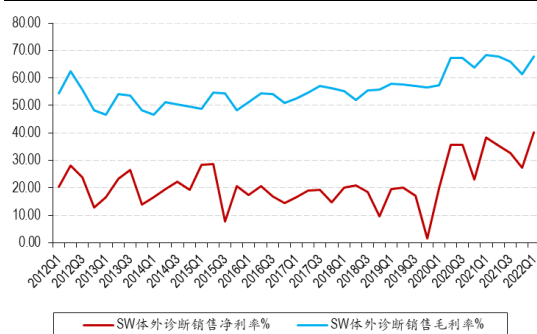
资料来源：万得，中银证券

图表 57. 2012-2022Q1 医疗设备各季度期间费用率



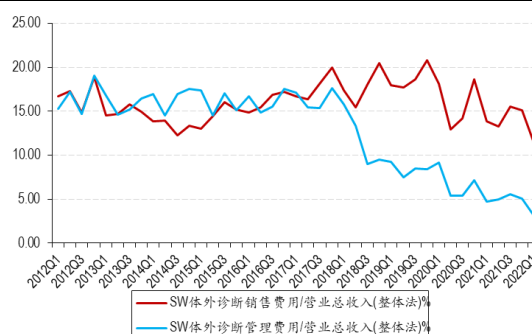
资料来源：万得，中银证券

图表 58. 2012-2022Q1 体外诊断各季度净利率及毛利率



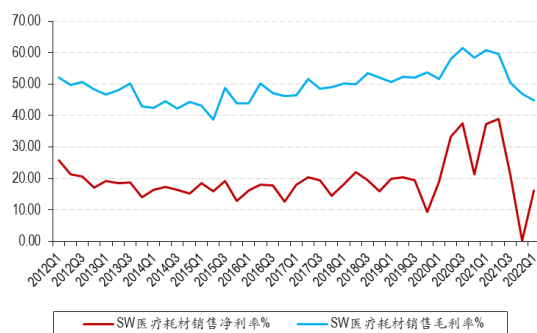
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 2012-2022Q1 体外诊断各季度期间费用率



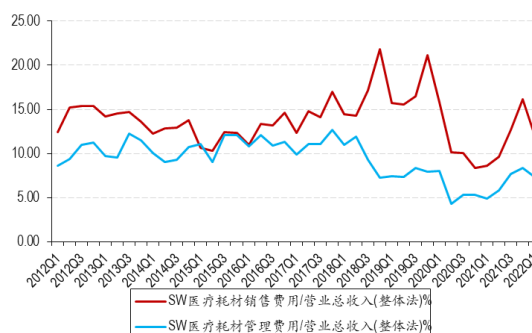
资料来源：万得，中银证券

图表 60. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度净利率及毛利率



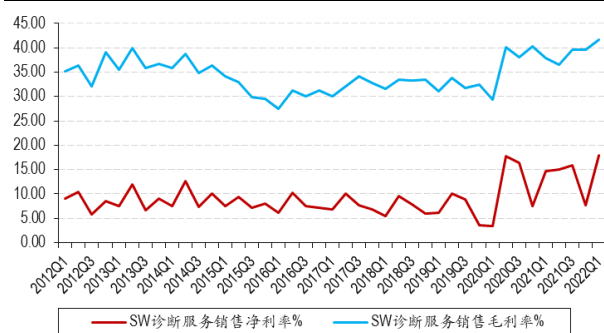
资料来源：万得，中银证券

图表 61. 2012-2022Q1 医疗耗材各季度期间费用率



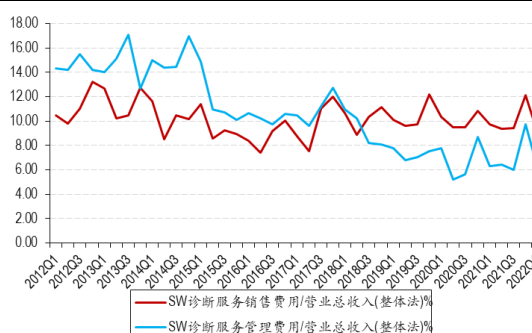
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2012-2022Q1 诊断服务各季度净利率及毛利率



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 2012-2022Q1 诊断服务各季度期间费用率



资料来源：万得，中银证券

2、投资建议

新冠疫情对医疗器械板块影响深远。一方面是医疗器械板块过往业绩因受到新冠相关业务影响整体呈现较大幅度增长，收入和净利润双升，销售毛利率及净利率也呈现大体上升趋势，同时销售费用率和管理费用率近年来大体也呈现下降趋势。另一方面，医疗器械板块相关优质公司趁新冠疫情契机进一步拓展自己经营业务，打造市场声誉，进一步抢占市场份额，甚至在海外市场树立良好口碑并进一步开拓海外市场，这为我国医疗器械优质企业走出国门走向世界奠定一定的基础。具体来看，新冠疫情对医疗耗材、体外诊断和诊断服务影响更大，甚至可以说疫情对医疗器械个别板块来说是一次大变革，以体外诊断细分板块为例，因新冠疫情期间部分企业获得大量现金流，同时在海内外形成一定声誉，未来这些企业现金流的使用方向值得关注，也正因此体外诊断板块目前竞争更加激烈，大浪淘沙竞争格局有望重构。

从估值角度来看，医疗器械板块已经达到近十年估值最低点。至 2022 年 6 月 2 日医疗器械板块 PE 为 17.28 倍，2019 年最低 32.43 倍，目前较 2019 年最低点下行 46.71%，较年初以来下行 22.31%。具体来看，至 2022 年 6 月 2 日，医疗设备板块 PE 为 19.84 倍，2019 年最低 34.37 倍，目前较 2019 年最低点下行 42.27%，较年初以来下行 50.79%。体外诊断板块 PE 为 12.34 倍，2019 年最低 31.67 倍，目前较 2019 年最低点下行 61.04%，较年初以来下行 33.33%。医疗耗材板块 PE 为 25.15 倍，2019 年最低 30.31 倍，目前较 2019 年最低点下行 17.03%，较年初以来下行 54.14%。诊断服务板块 PE 为 15.02 倍，2019 年最低 25.65 倍，目前较 2019 年最低点下行 41.45%，较年初以来下行 17.63%。

站在现在时点如何布局医疗器械板块。目前医疗器械板块还存在新冠疫情影响这一不确定性，个别细分领域存在后疫情时代格局重构的可能性，同时医疗器械板块还处在我国医保控费、集采的大趋势下。基于以上主要因素我们认为医疗器械的布局应精选个股，主要有以下几点考虑：

1、策驱动驱动创新，创新驱动国产替代&创新驱动扬帆出海，建议把握我国国产产品替代率低的领域、或者我国产品在全球市场形成一定影响力的领域——精选细分行业龙头（医疗设备、体外诊断）。

图表 64. 中国医疗器械国产替代率

分类	具体项目	替代率(%)
医疗设备	监护仪	70
	灯床塔	50-60
	输液泵	50-60
	除颤仪	45
	麻醉机	30-35
	呼吸机	30-35
	DR	44
	超声	30
	MRI	20
	CT	17
	PET-CT	10
	硬镜	5-10
IVD	软镜	5
	生化诊断	60-70
	血球	40-50
	分子诊断	40
	POCT	35
高值医用耗材	化学发光	20-25
	瓣膜	80
	主动脉支架	30-40
	电生理	10
	角膜塑形镜	24
	人工晶体	20
	创伤	70
	脊柱	40
	关节	30
	神经外科	不足 20
	口腔科	10
	超声刀	0-10

资料来源：中国医疗器械蓝皮书，仲量联行研究部（2022.04），中银证券

- 2、新冠疫情相关的基础建设在后疫情时代的处置及使用值得关注，如新冠疫情期间建设的大规模 PCR 实验室。同时建议关注体外诊断领域的特检领域（诊断服务）。
- 3、把握规模化、平台化、医药研发产业链上的大趋势，把握医药研发上游产业链环节。生物医药研发蓬勃发展，其相关上游产业链备受关注，这个环节既有进口替代逻辑又有相对良性行业竞争格局，建议关注该领域龙头企业（医疗耗材、医疗设备）。
- 4、建议关注 AI 创新驱动的新兴领域，技术升级、增值服务、器械智能化、智慧化（医疗设备）。
- 5、部分一季度业绩欠佳，中报业绩有望迎来拐点的企业。

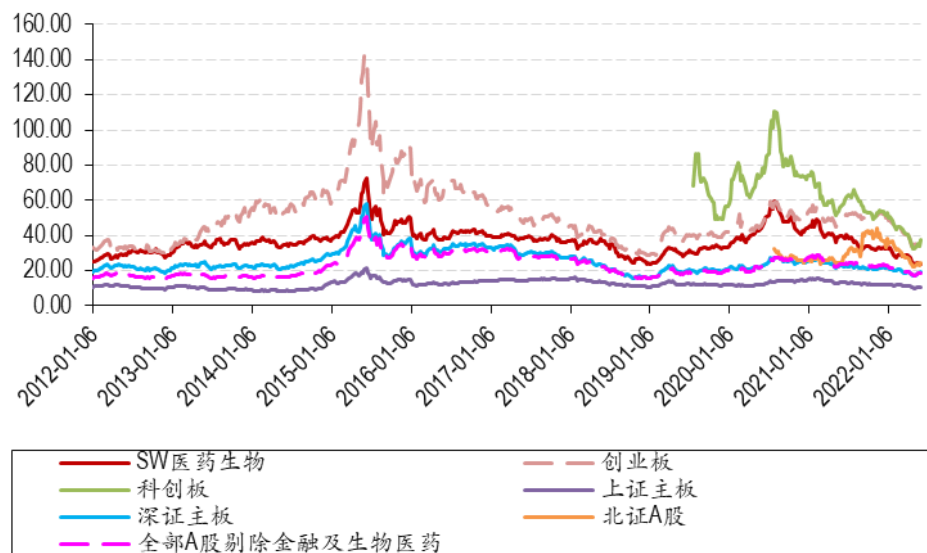
估值分析

1、估值比较

纵向来看，板块内部出现估值分化：2019 年年初医药板块 PE 为 23.51 倍，为近十年来历史最低水平；经过 2020-2021 年的估值上涨与回落。进入 2022 年以来，医药板块估值继续下行，截止 2022 年 6 月 2 日，医药生物板块市盈率 PE (TTM) 为 23.64 倍，相较于 2019 年最低点上行 0.55%，相较于 2022 年年初下行 14.43%，相对于 2019 年最低点医药生物板块估值略有上行主要是因为板块内部估值出现了分化。医疗服务市盈率 PE (TTM) 为 44.84 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 44.54 倍，相较于 2019 年最低点上行 0.69%，相较于年初以来下行 10.65%。原料药市盈率 PE (TTM) 为 30.78 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 19.06 倍，相较于 2019 年最低点上行 61.52%，相较于年初以来下行 7.28%。化学制剂市盈率 PE (TTM) 为 27.85 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 26.70 倍，相较于 2019 年最低点上行 4.31%，相较于年初以来下行 3.98%。生物制品市盈率 PE (TTM) 为 23.03 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 34.52 倍，相较于 2019 年最低点下行 33.27%，相较于年初以来下行 17.95%。中药市盈率 PE (TTM) 为 21.57 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 17.64 倍，相较于 2019 年最低点上行 22.28%，相较于年初以来下行 25.60%。医药商业市盈率 PE (TTM) 为 17.82 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 15.28 倍，相较于 2019 年最低点上行 16.62%，相较于年初以来上行 18.23%。医疗器械市盈率 PE (TTM) 为 17.28 倍，2019 年最低点市盈率 PE (TTM) 为 32.43 倍，相较于 2019 年最低点下行 46.71%，相较于年初以来下行 22.31%。值得注意的是医疗器械板块和生物制品板块均逼近近十年来 PE 估值最低位。

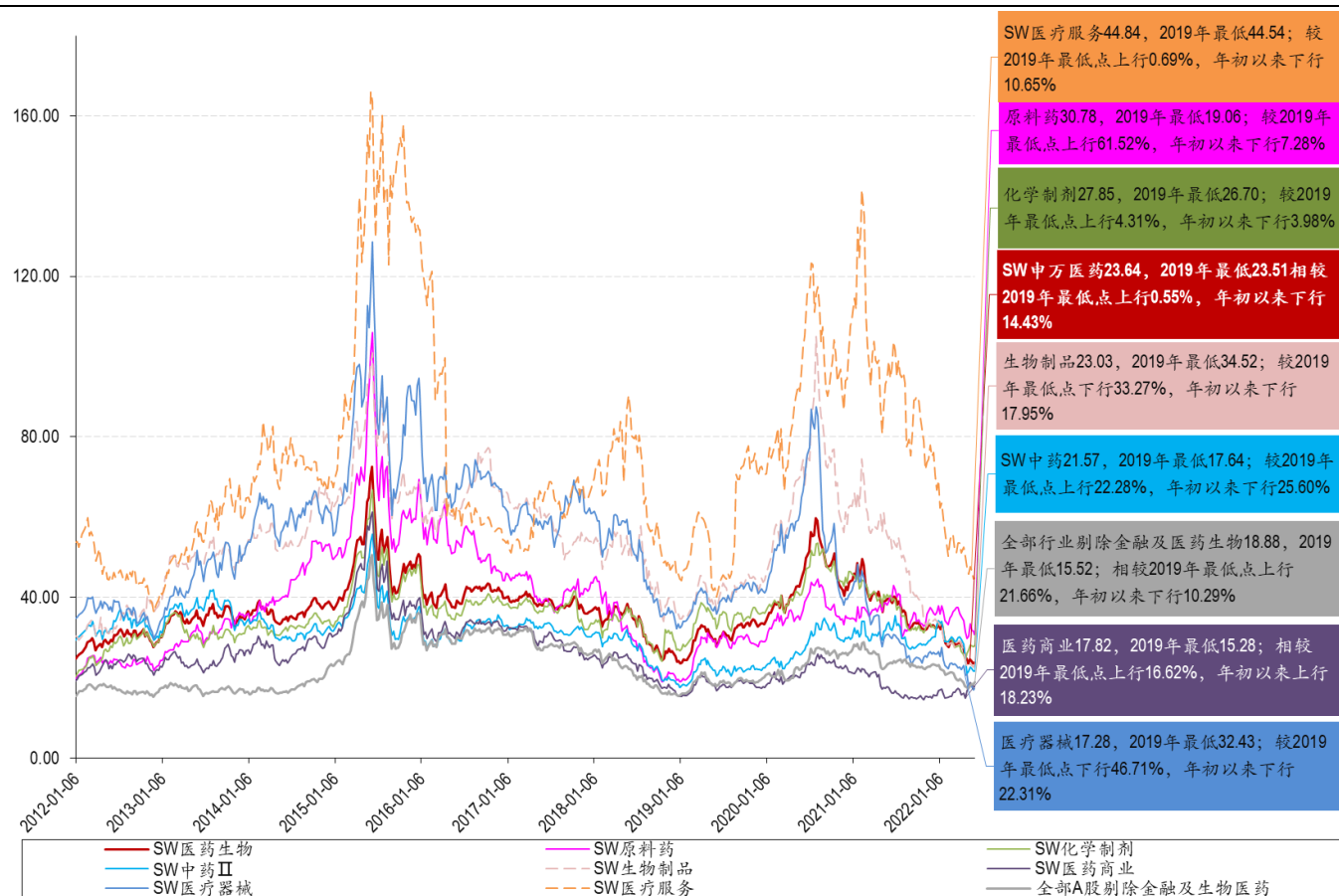
截止 2022 年 6 月 2 日，医药板块相比全部 A 股（剔除金融及生物医药）溢价率仅为 25.24%，接近历史最低水平。

图表 65. SW 医药生物板块及各板市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：万得，中银证券

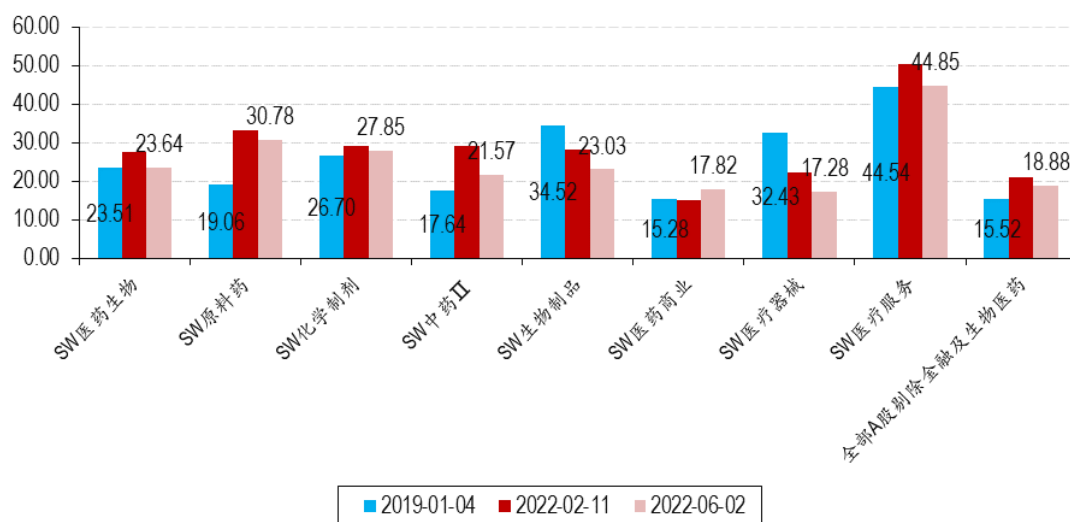
图表 66.2012-2022.06 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较 (TTM 整体法, 剔除负值)



资料来源: 万得, 中银证券

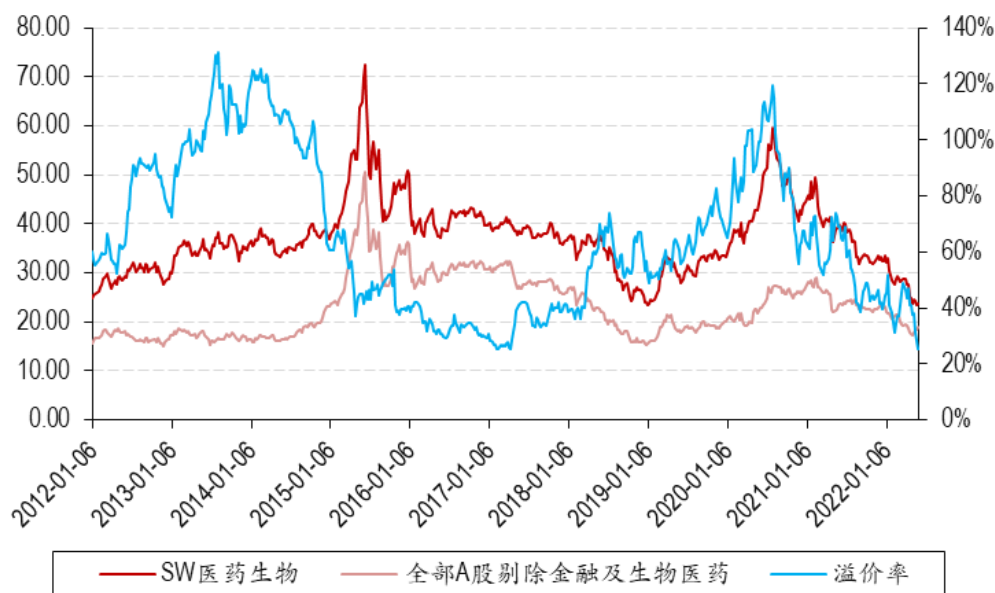
注: 2019年1月初生物医药板块估值为近年来低点, 这里取2019年1月4日数据作为基准点同现在估值做了对比分析。同时也取2022年2月11日数据做了年初以来对比分析。

图表 67. 2019.01.04, 2022.02.11, 2022.06.02 三个时点生物医药细分板块及全部 A 股 (剔除金融及医药生物板块) 估值对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 68. SW 医药生物板块相对全部 A 股（剔除金融及生物医药板块）溢价率（历史 TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：万得，中银证券

目前 A 股和港股医药板块估值下行剧烈，美股估值也呈现下行趋势。港股已达到 2013 年以来历史最低位，A 股目前也逼近历史最低位。截止 2022 年 6 月 2 日，A 股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 23.64 倍、美股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 20.13 倍、港股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 14.29 倍。

图表 69. 2012-2022.06 A 股、港股、美股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：万得，中银证券

2、估值收缩：部分细分板块估值已达历史最低

2019-2020 年，在领涨板块 CRMO、原料药、医疗服务、品牌中药等板块的带领下，申万医药生物指数取得 117% 的涨幅（区间最高涨幅高达 136%），取得明显的相对收益，区间估值一度达到历史极大值。2019.06-2020.06 医药板块估值扩张了 55.44%，其中生物制品估值扩张了 87.6%，医疗器械估值扩张了 81.1%，医疗服务（含 CRMO）估值扩张了 141.76%。

2021 年下半年开始，医药板块进入调整时期，估值进入收缩调整期。2022 年 6 月相对于 2021 年 6 月以来医药生物板块中除了医药流通和医疗耗材，估值全都出现了较大程度的调整，医疗器械、生物制品等细分板块更是达到了历史估值最低水平。

图表 70.2019.06-2022.06 年医药板块市盈率变化

板块	市盈率 (TTM,整体 法) 2019-06-04	市盈率(TTM,整 体法) 2020-06-01	市盈率(TTM,整 体法) 2021-06-01	市盈率(TTM, 整体法) 2022-06-02	2019.06-2020.06 两年间估值扩 张程度(%)	2020.06-2021.06 两年间估值扩 张程度(%)	2021.06-2022.06 两年间估值扩 张程度(%)	2019.06-2022.06 三年间估值扩 张程度(%)
SW 医药生物	28.97	45.03	40.86	23.64	55.44	(9.25)	(42.14)	(18.39)
SW 化学制药	32.41	39.97	40.77	28.56	23.31	2.01	(29.95)	(11.88)
SW 原料药	28.46	36.23	39.44	30.78	27.32	8.86	(21.95)	8.18
SW 化学制剂	34.10	41.32	41.34	27.85	21.15	0.06	(32.63)	(18.33)
SW 中药 II	21.13	26.34	33.76	21.57	24.64	28.19	(36.13)	2.05
SW 生物制品	38.77	72.73	57.50	23.03	87.60	(20.94)	(59.94)	(40.58)
SW 血液制品	34.72	63.31	50.36	31.44	82.36	(20.45)	(37.57)	(9.44)
SW 疫苗	41.70	88.37	66.84	20.20	111.91	(24.36)	(69.78)	(51.55)
SW 医药商业	17.52	21.46	18.11	17.82	22.45	(15.61)	(1.59)	1.69
SW 医药流通	14.33	15.64	12.95	15.35	9.14	(17.20)	18.50	7.09
SW 线下药店	37.67	50.14	41.26	27.79	33.10	(17.71)	(32.64)	(26.22)
SW 医疗器械	36.70	66.46	31.98	17.28	81.11	(51.88)	(45.97)	(52.91)
SW 医疗设备	40.34	60.17	59.32	19.84	49.16	(1.42)	(66.55)	(50.81)
SW 医疗耗材	32.74	63.05	22.64	25.15	92.56	(64.09)	11.08	(23.20)
SW 体外诊断	35.85	79.80	27.35	12.34	122.61	(65.72)	(54.89)	(65.58)
SW 医疗服务	41.09	99.34	99.44	44.85	141.76	0.10	(54.90)	9.14
SW 诊断服务	32.13	59.90	28.80	15.02	86.44%	(51.92)	(47.86)	(53.26)
SW 医疗研发外包	46.12	95.24	101.86	46.77	106.53%	6.95	(54.08)	1.43

资料来源：万得、中银证券

注：市盈率估值采用 TTM 整体法，剔除负值

横向全球比较，近三年以来港股医药板块和 A 股医药板块联动较为明显，而港股调整出清更加彻底。

横向来看：2022 年 6 月相对于 2021 年 6 月以来 A 股、港股、美股医药生物板块估值均出现了较大程度的调整。其中港股估值收缩最为明显，收缩幅度达到 61.49%，美股估值收缩幅度相对缓和。从 2019.06-2022.06 这段时间来看，三个市场医药板块估值收缩较为相当，其中 A 股估值收缩相对较大，三年来收缩 14.81%。

图表 71.2019.06-2022.06A 股、美股、港股医药板块市盈率变化

板块	市盈率(TTM, 整体法) 2019-06-04	市盈率(TTM, 整体法) 2020-06-01	市盈率(TTM, 整体法) [交易日期] 2021-06-01	市盈率(TTM, 整体法) 2022-06-02	2019.06-2020.06 两年间估值扩 张程度(%)	2020.06-2021.06 两年间估值扩 张程度(%)	2021.06-2022.06 两年间估值扩 张程度(%)	2019.06-2022.06 三年间估值扩 张程度(%)
[A 股]WIND 医疗保健	28.84	45.69	42.98	24.57	58.43	(5.93)	(42.83)	(14.81)
[HK]WIND 医疗保健	15.40	25.90	37.11	14.29	68.12	43.29	(61.49)	(7.23)
[美股]WIND 医疗保健	22.21	24.51	26.03	20.13	10.34	6.20	(22.67)	(9.38)

资料来源：万得、中银证券

注：市盈率估值采用 TTM 整体法，剔除负值

图表 72.A 股及港股医药生物板块公司估值对比

A 股									港股		
		市盈率			市盈率			市盈率			市盈率
证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)
化学制药											
000153.SZ	丰原药业	20.52	002262.SZ	恩华药业	16.01	600488.SH	天药股份	101.61	0460.HK	四环医药	21.24
600851.SH	海欣股份	61.63	002294.SZ	信立泰	46.04	600513.SH	联环药业	24.51	0512.HK	远大医药	6.15
									山东新华制药		
000597.SZ	东北制药	55.83	002332.SZ	仙琚制药	14.52	600521.SH	华海药业	75.20	0719.HK	股份	9.13
000623.SZ	吉林敖东	11.60	002365.SZ	永安药业	23.22	600613.SH	神奇制药	42.55	0867.HK	康哲药业	7.63
000739.SZ	普洛药业	27.13	002393.SZ	力生制药	29.59	600664.SH	哈药股份	19.20	0950.HK	李氏大药厂	0.56
000756.SZ	新华制药	56.31	603669.SH	灵康药业	85.38	600276.SH	恒瑞医药	44.78	1093.HK	石药集团	13.90
000766.SZ	通化金马	126.20	002422.SZ	科伦药业	20.47	600789.SH	鲁抗医药	71.36	1177.HK	中国生物制药	4.58
000788.SZ	北大医药	144.45	002437.SZ	誉衡药业	223.13	600812.SH	华北制药	125.79	1349.HK	复旦张江	12.50
000915.SZ	华特达因	23.30	002550.SZ	千红制药	26.80	000513.SZ	丽珠集团	16.79	1513.HK	丽珠医药	10.73
000952.SZ	广济药业	24.94	002653.SZ	海思科	198.03	603079.SH	圣达生物	29.95	2005.HK	石四药集团	13.38
000963.SZ	华东医药	29.93	002675.SZ	东诚药业	67.64	603168.SH	莎普爱思	48.98	2096.HK	先声药业	13.28
002001.SZ	新和成	14.56	002755.SZ	奥赛康	38.47	600196.SH	复星医药	25.40	2196.HK	复星医药	15.57
002004.SZ	华邦健康	15.16	002773.SZ	康弘药业	27.28	603351.SH	威尔药业	28.52	3320.HK	华润医药	7.22
002019.SZ	亿帆医药	58.38	002793.SZ	罗欣药业	36.68	603367.SH	辰欣药业	16.46	3692.HK	翰森制药	24.31
002020.SZ	京新药业	13.00	002826.SZ	易明医药	40.67	603520.SH	司太立	32.79	3933.HK	联邦制药	5.44
002099.SZ	海翔药业	88.92	002923.SZ	润都股份	31.08	603538.SH	美诺华	29.34	6600.HK	赛生药业	4.87
002102.SZ	ST冠福	55.52	002940.SZ	昂利康	29.66	002399.SZ	海普瑞	73.71	9989.HK	海普瑞	22.46
002262.SZ	恩华药业	16.01	003020.SZ	立方制药	20.27	603676.SH	卫信康	35.24			
002294.SZ	信立泰	46.04	300016.SZ	北陆药业	31.43	603707.SH	健友股份	30.25			
002332.SZ	仙琚制药	14.52	300110.SZ	华仁药业	32.85	603811.SH	诚意药业	19.83			
002365.SZ	永安药业	23.22	300158.SZ	振东制药	2.63	605116.SH	奥锐特	50.09			
002393.SZ	力生制药	29.59	300233.SZ	金城医药	69.69	605177.SH	东亚药业	38.35			
002399.SZ	海普瑞	73.71	300255.SZ	常山药业	29.63	605507.SH	国邦医药	18.20			
002422.SZ	科伦药业	20.47	300401.SZ	花园生物	14.41	688091.SH	上海谊众-U	569.35			
002437.SZ	誉衡药业	223.13	300434.SZ	金石亚药	67.51	688117.SH	圣诺生物	37.48			
002550.SZ	千红制药	26.80	300452.SZ	山河药辅	31.54	688131.SH	皓元医药	57.23			
002653.SZ	海思科	198.03	300558.SZ	贝达药业	59.96	688166.SH	博瑞医药	35.30			
002675.SZ	东诚药业	67.64	300573.SZ	兴齐眼药	50.86	688321.SH	微芯生物	362.21			
002755.SZ	奥赛康	38.47	300583.SZ	赛托生物	42.06	688356.SH	键凯科技	59.18			
002773.SZ	康弘药业	27.28	300584.SZ	海辰药业	12.97	688505.SH	复旦张江	48.11			
002793.SZ	罗欣药业	36.68	300630.SZ	普利制药	25.89	688513.SH	苑东生物	25.85			
002826.SZ	易明医药	40.67	300636.SZ	同和药业	61.16	688553.SH	汇宇制药-W	22.96			
002923.SZ	润都股份	31.08	300702.SZ	天宇股份	82.99	688566.SH	吉贝尔	28.37			
002940.SZ	昂利康	29.66	300705.SZ	九典制药	26.59	688578.SH	艾力斯-U	261.65			
003020.SZ	立方制药	20.27	300723.SZ	一品红	25.15	688658.SH	悦康药业	15.10			
300016.SZ	北陆药业	31.43	300765.SZ	新诺威	21.34	688690.SH	纳微科技	123.75			

资料来源：万得、中银证券。注：数据截止于 2022.06.02

续图表 72.A 股及港股医药生物板块公司估值对比

A 股									港股		
		市盈率			市盈率			市盈率			市盈率
证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)
化学制药											
300110.SZ	华仁 药业	32.85	300966.SZ	共同 药业	45.43	688799.SH	华纳 药厂	17.73			
300158.SZ	振东 制药	2.63	301075.SZ	多瑞 医药	37.97	830946.BJ	森萱 医药	30.09			
300233.SZ	金城 医药	69.69	301089.SZ	拓新 药业	241.04	832566.BJ	梓潼 宫	12.52			
300255.SZ	常山 药业	29.63	301111.SZ	粤万 年青	66.13	832735.BJ	德源 药业	13.12			
300401.SZ	花园 生物	14.41	301130.SZ	西点 药业	69.75	900904.SH	神奇 B 股	31.91			
300434.SZ	金石 亚药	67.51	301211.SZ	亨迪 药业	44.89	900917.SH	海欣 B 股	17.90			
300452.SZ	山河 药辅	31.54	301258.SZ	富士 莱	29.16	600812.SH	华北 制药	125.79			
300558.SZ	贝达 药业	59.96	301263.SZ	泰恩 康	33.98	600851.SH	海欣 股份	61.63			
300573.SZ	兴齐 眼药	50.86	600062.SH	华润 双鹤	26.23	603079.SH	圣达 生物	29.95			
300583.SZ	赛托 生物	42.06	600079.SH	人福 医药	13.31	603168.SH	莎普 爱思	48.98			
300584.SZ	海辰 药业	12.97	600196.SH	复星 医药	25.40	603229.SH	奥翔 药业	80.90			
300630.SZ	普利 制药	25.89	600216.SH	浙江 医药	11.98	603351.SH	威尔 药业	28.52			
300636.SZ	同和 药业	61.16	600267.SH	海正 药业	33.35	603367.SH	辰欣 药业	16.46			
300702.SZ	天宇 股份	82.99	600276.SH	恒瑞 医药	44.78	603520.SH	司太 立	32.79			
300705.SZ	九典 制药	26.59	600380.SH	健康 元	16.04	603538.SH	美诺 华	29.34			
300723.SZ	一品 红	25.15	600385.SH	*ST 金泰	102.47	603669.SH	灵康 药业	85.38			
300765.SZ	新诺 威	21.34	600420.SH	国药 现代	21.74	301263.SZ	泰恩 康	33.98			
300966.SZ	共同 药业	45.43	600488.SH	天药 股份	101.61	600062.SH	华润 双鹤	26.23			
301075.SZ	多瑞 医药	37.97	600513.SH	联环 药业	24.51	600079.SH	人福 医药	13.31			
301089.SZ	拓新 药业	241.04	600521.SH	华海 药业	75.20	603229.SH	奥翔 药业	80.90			
301111.SZ	粤万 年青	66.13	600613.SH	神奇 制药	42.55	600216.SH	浙江 医药	11.98			
301130.SZ	西点 药业	69.75	600664.SH	哈药 股份	19.20	600267.SH	海正 药业	33.35			
301211.SZ	亨迪 药业	44.89	600673.SH	东阳 光	19.16	600673.SH	东阳 光	19.16			
301258.SZ	富士 莱	29.16	600789.SH	鲁抗 医药	71.36	600380.SH	健康 元	16.04			
600420.SH	国药 现代	21.74	600385.SH	*ST 金泰	102.47						
中药											
000423.SZ	东阿 阿胶	41.96	002317.SZ	众生 药业	41.21	300026.SZ	红日 药业	22.60	0570.HK	中国 中药	8.73
000538.SZ	云南 白药	33.80	002349.SZ	精华 制药	68.61	300039.SZ	上海 凯宝	46.38	0874.HK	白云 山	7.48
000590.SZ	启迪 药业	69.63	002390.SZ	信邦 制药	35.94	300181.SZ	佐力 药业	24.45	1666.HK	同仁 堂科技	12.20
000650.SZ	仁和 药业	12.36	002412.SZ	汉森 制药	21.10	300519.SZ	新光 药业	21.74	1681.HK	康臣 药业	4.58
000790.SZ	华神 科技	41.94	002424.SZ	贵州 百灵	80.76	300878.SZ	维康 药业	33.59	2877.HK	神威 药业	7.14
000919.SZ	金陵 药业	30.00	002566.SZ	益盛 药业	26.45	600085.SH	同仁 堂	47.23	3613.HK	同仁 堂国药	14.30
000989.SZ	九芝 堂	25.92	002603.SZ	以岭 药业	31.27	600211.SH	西藏 药业	40.73			
000999.SZ	华润 三九	18.42	002644.SZ	佛慈 制药	53.77	600252.SH	中恒 集团	47.47			
002107.SZ	沃华 医药	24.22	002728.SZ	特一 药业	22.06	600285.SH	羚锐 制药	17.36			
002118.SZ	紫鑫 药业	-3.67	002737.SZ	葵花 药业	13.74	600329.SH	达仁 堂	22.53			
002166.SZ	莱茵 生物	36.13	002864.SZ	盘龙 药业	31.57	600332.SH	白云 山	12.72			
002275.SZ	桂林 三金	19.96	002873.SZ	新天 药业	23.08	600351.SH	亚宝 药业	24.24			
002287.SZ	奇正 藏药	18.50	002907.SZ	华森 制药	57.75	600422.SH	昆药 集团	20.39			
600436.SH	片仔 癀	71.78	600566.SH	济川 药业	11.47	603858.SH	步长 制药	17.02			
600479.SH	千金 药业	13.77	600572.SH	康恩 贝	5.53	603896.SH	寿仙 谷	34.12			
600518.SH	ST 康 美	4.16	600594.SH	益佰 制药	18.44	603998.SH	方盛 制药	33.09			
600535.SH	天士 力	10.40	600750.SH	江中 药业	15.66	605199.SH	葫芦 娃	82.62			
600557.SH	康缘 药业	21.89	600976.SH	健民 集团	19.64	833266.BJ	生物 谷	11.67			
603439.SH	贵州 三力	33.42	600993.SH	马应 龙	18.64	836433.BJ	大唐 药业	17.91			
603567.SH	珍宝 岛	32.75	603139.SH	康惠 制药	44.41						

资料来源：万得，中银证券。注：数据截止于 2022.06.02

续图表 72.A 股及港股医药生物板块公司估值对比

A 股									港股		
		市盈率			市盈率			市盈率			市盈率
证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)	证券代码	证券简称	PE(TTM)
生物制品											
000403.SZ	派林生物	33.41	300357.SZ	我武生物	66.13	688136.SH	科兴制药	69.84	0775.HK	长江生命科技	36.60
000534.SZ	万泽股份	70.31	300485.SZ	赛升药业	12.06	688163.SH	赛伦生物	36.74	1530.HK	三生制药	6.96
000661.SZ	长春高新	17.23	300601.SZ	康泰生物	28.65	688177.SH	百奥泰	99.62	2269.HK	药明生物	57.87
002007.SZ	华兰生物	26.37	300683.SZ	海特生物	195.87	688331.SH	荣昌生物	104.72	9995.HK	荣昌生物-B	48.25
002038.SZ	双鹭药业	25.23	300841.SZ	康华生物	15.00	688276.SH	百克生物	84.74			
002252.SZ	上海莱士	26.70	301166.SZ	优宁维	50.95	688278.SH	特宝生物	48.53			
002581.SZ	未名医药	45.22	301207.SZ	华兰疫苗	29.08	688319.SH	欧林生物	106.94			
002880.SZ	卫光生物	27.46	600161.SH	天坛生物	42.11	688185.SH	康希诺	21.13			
300009.SZ	安科生物	57.42	600682.SH	南京新百	12.24	688336.SH	三生国健	185.00			
300122.SZ	智飞生物	12.41	600739.SH	辽宁成大	11.16	688670.SH	金迪克	41.30			
300142.SZ	沃森生物	173.99	600867.SH	通化东宝	11.39	688687.SH	凯因科技	26.28			
300239.SZ	东宝生物	74.23	603087.SH	甘李药业	17.43	688739.SH	成大生物	26.94			
300294.SZ	博雅生物	46.69	603590.SH	康辰药业	32.56	837344.BJ	三元基因	52.00			
医药商业											
600767.SH	*ST 运盛	173.27	200028.SZ	一致 B	4.71	000028.SZ	国药一致	9.85	1099.HK	国药控股	6.11
000078.SZ	海王生物	140.33	600829.SH	人民同泰	12.15	300937.SZ	药易购	195.87	2192.HK	医脉通	123.42
000411.SZ	英特集团	17.90	301015.SZ	百洋医药	25.53	601607.SH	上海医药	15.49	2607.HK	上海医药	8.87
000705.SZ	浙江震元	36.89	301017.SZ	漱玉平民	55.77	600998.SH	九州通	10.40			
000950.SZ	重药控股	8.20	301126.SZ	达嘉维康	51.08	600833.SH	第一医药	46.01			
002462.SZ	嘉事堂	11.32	600056.SH	中国医药	31.53	603122.SH	合富中国	64.08			
002589.SZ	瑞康医药	66.06	600272.SH	开开实业	76.19	603233.SH	大参林	30.93			
002727.SZ	一心堂	15.37	600511.SH	国药股份	11.54	603368.SH	柳药集团	9.92			
002758.SZ	浙农股份	10.32	600538.SH	国发股份	192.41	603883.SH	老百姓	26.32			
002788.SZ	鹭燕医药	9.83	600713.SH	南京医药	11.55	603939.SH	益丰药房	36.38			
605266.SH	健之佳	17.15	900943.SH	开开 B 股	26.07						
医疗器械											
002022.SZ	*ST 科华	10.80	300298.SZ	三诺生物	90.65	688161.SH	威高骨科	26.61	688389.SH	威高股份	13.38
002030.SZ	达安基因	5.92	300314.SZ	戴维医疗	42.61	688016.SH	心脉医疗	40.93	1302.HK	先健科技	30.68
002223.SZ	鱼跃医疗	16.22	300326.SZ	凯利泰	29.38	300753.SZ	爱朋医疗	73.19	1789.HK	爱康医疗	46.98
002432.SZ	九安医疗	1.90	300358.SZ	楚天科技	16.93	002901.SZ	大博医疗	22.40	1858.HK	春立医疗	8.85
002551.SZ	尚荣医疗	207.23	300396.SZ	迪瑞医疗	19.67	688366.SH	昊海生科	48.87	6826.HK	昊海生物科技	15.02
002817.SZ	黄山胶囊	31.97	300406.SZ	九强生物	25.07	301235.SZ	华康医疗	46.16	9997.HK	康基医疗	14.91
300685.SZ	艾德生物	47.06	300439.SZ	美康生物	26.20	300869.SZ	康泰医学	34.16			
002932.SZ	明德生物	4.00	300453.SZ	三鑫医疗	22.15	300942.SZ	易瑞生物	33.35			
002950.SZ	奥美医疗	16.35	300463.SZ	迈克生物	13.81	300981.SZ	中红医疗	7.69			
300003.SZ	乐普医疗	20.63	300482.SZ	万孚生物	12.55	300676.SZ	华大基因	21.38			
300049.SZ	福瑞股份	37.44	300529.SZ	健帆生物	29.33	301087.SZ	可孚医疗	21.69			
300171.SZ	东富龙	22.57	300595.SZ	欧普康视	69.09	301093.SZ	华兰股份	22.20			
300206.SZ	理邦仪器	35.03	300633.SZ	开立医疗	42.63	301097.SZ	天益医疗	38.92			
300238.SZ	冠昊生物	44.47	300639.SZ	凯普生物	7.76	301122.SZ	采纳股份	45.66			
300246.SZ	宝莱特	48.46	300642.SZ	透景生命	24.63	300677.SZ	英科医疗	3.96			
300289.SZ	利德曼	119.16	300653.SZ	正海生物	41.74	600055.SH	万东医疗	89.28			
688029.SH	南微医学	47.32	688289.SH	圣湘生物	8.51	600529.SH	山东药玻	25.46			
688050.SH	爱博医疗	106.57	688298.SH	东方生物	3.51	600587.SH	新华医疗	14.94			
688067.SH	爱威科技	47.98	688301.SH	奕瑞科技	55.43	600645.SH	中源协和	59.24			
688068.SH	热景生物	3.35	688314.SH	康拓医疗	31.06	603222.SH	济民医疗	29.02			
688075.SH	安旭生物	2.95	688317.SH	之江生物	10.64	603301.SH	振德医疗	17.53			
688085.SH	三友医疗	22.20	688338.SH	赛科希德	27.90	603309.SH	维力医疗	33.96			
688105.SH	诺唯赞	37.53	688358.SH	祥生医疗	24.22	603387.SH	基蛋生物	12.41			
688139.SH	海尔生物	44.14	301033.SZ	迈普医学	55.89	603392.SH	万泰生物	36.85			
300760.SZ	迈瑞医疗	43.85	688389.SH	普门科技	32.95	603658.SH	安图生物	23.82			
688193.SH	仁度生物	35.49	688393.SH	安必平	28.68	603976.SH	正川股份	31.10			

资料来源：万得，中银证券。注：数据截止于 2022.06.02

续图表 72.A 股及港股医药生物板块公司估值对比

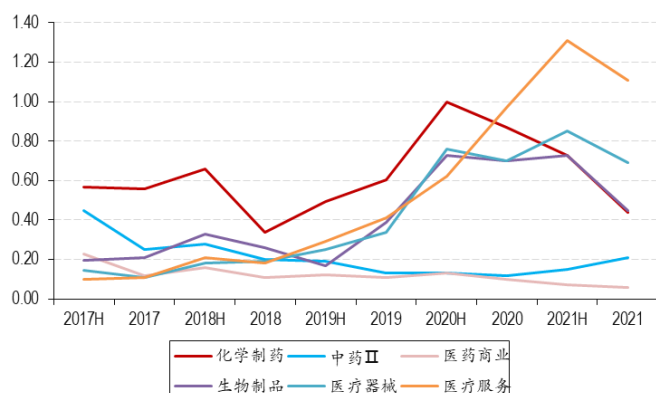
A 股									港股		
证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)
688198.SH	佰仁医疗	295.18	688399.SH	硕世生物	4.96	603987.SH	康德莱	24.20			
688212.SH	澳华内镜	115.98	688468.SH	科美诊断	33.84	605369.SH	拱东医疗	38.30			
688217.SH	睿昂基因	76.65	688575.SH	亚辉龙	17.81	688013.SH	天臣医疗	42.81			
688236.SH	春立医疗	21.27	688580.SH	伟思医疗	21.96	300832.SZ	新产业	29.54			
688677.SH	海泰新光	55.68	688606.SH	奥泰生物	4.22	688626.SH	翔宇医疗	29.50			
688767.SH	博拓生物	6.51	688607.SH	康众医疗	30.24	688656.SH	浩欧博	28.55			
832278.BJ	鹿得医疗	28.36	688613.SH	奥精医疗	34.88						
872925.BJ	锦好医疗	35.86	688617.SH	惠泰医疗	60.85						
医疗服务											
002044.SZ	美年健康	352.72						113.19	1515.HK	华润医疗	10.93
688315.SH	诺禾致源	43.75	301201.SZ	诚达药业	61.52	688238.SH	和元生物	167.56	1521.HK	方达控股	38.84
688222.SH	成都先导		301257.SZ	普蕊斯	54.41	688265.SH	南模生物	71.71	1873.HK	维亚生物	13.42
300244.SZ	迪安诊断	11.77	600721.SH	百花村	49.23	600763.SH	通策医疗	64.74	1951.HK	锦欣生殖	35.81
						603259.SH	药明康德	52.71	2359.HK	药明康德	43.50
300363.SZ	博腾股份	45.45	603108.SH	润达医疗	16.38	835670.BJ	数字人	82.58	2666.HK	环球医疗	4.28
300404.SZ	博济医药	68.07				301103.SZ	何氏眼科	59.79	3309.HK	希玛眼科	255.48
300725.SZ	药石科技	33.95				300347.SZ	泰格医药	25.24	3347.HK	泰格医药	17.76
688621.SH	阳光诺和	61.87	603456.SH	九洲药业	50.28	300759.SZ	康龙化成	56.88	3759.HK	康龙化成	36.40
301047.SZ	义翘神州	31.55	603882.SH	金域医学	13.91				3886.HK	康健国际医疗	150.43
301060.SZ	兰卫医学	42.11	688046.SH	药康生物	72.65	300015.SZ	爱尔眼科	81.00	6078.HK	海吉亚医疗	50.77
301080.SZ	百普赛斯	60.31	688076.SH	诺泰生物	55.72	603127.SH	昭衍新药	66.20	6127.HK	昭衍新药	32.63
301096.SZ	百诚医药	52.53	688202.SH	美迪西	70.70	002821.SZ	凯莱英	47.95	6821.HK	凯莱英	23.20

资料来源：万得，中银证券。注：数据截止于 2022.06.02

机构持仓情况

全市场来看，截止 2021 年年底全市场基金股票市场标准行业配置比例及全市场基金持医药生物行业占全行业净值比均有所降低。2022 年以来数据暂未统计。

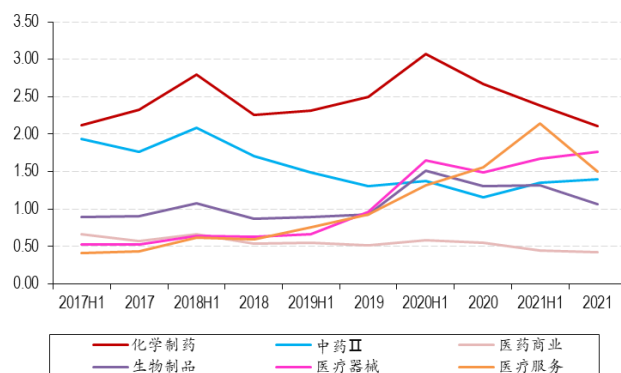
图表 73. 全市场基金持医药生物行业占全行业净值比/%



资料来源：万得，中银证券

注：数据来自万得基金专题统计，股票组合行业分布统计（第三方汇总）

图表 74. 全市场基金股票市场标准行业配置比例/%

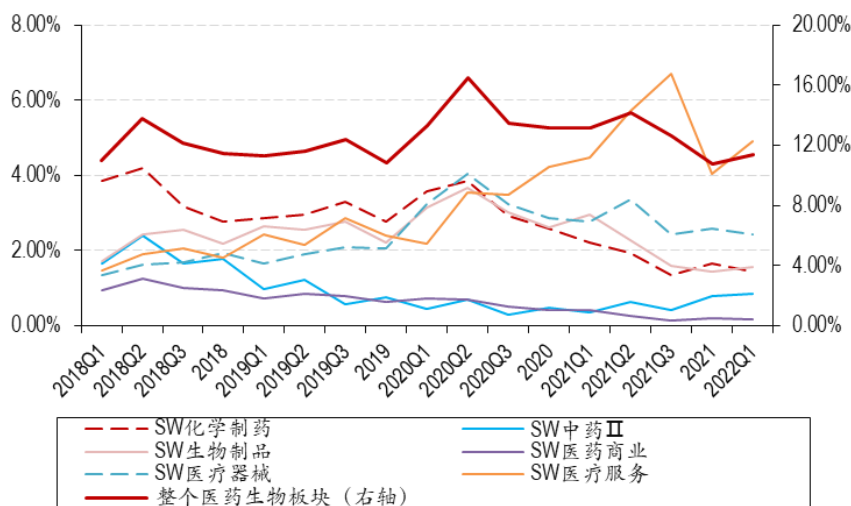


资料来源：万得，中银证券

注：数据来自万得基金专题统计，股票组合行业分布统计（第三方汇总）

2022Q1 以来基金（包括基金管理公司和社保基金）所持各细分申万医药生物二级行业市值占其全行业所持市值比例略有上升。

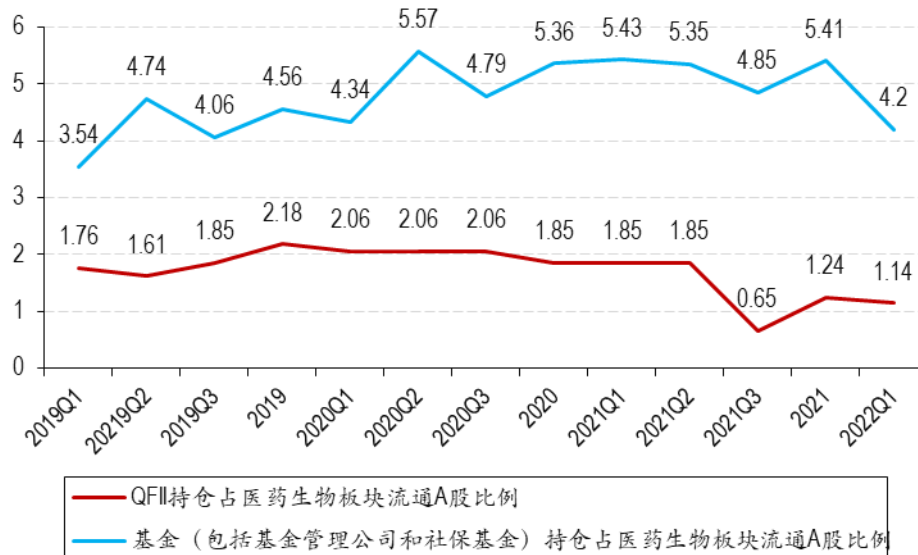
图表 75.基金（包括基金管理公司和社保基金）所持各细分申万医药生物二级行业市值占其全行业所持市值比例/%



资料来源：万得，中银证券

注：数据来自万得——内地股票市场专题统计机构持股汇总（按行业），所算得比例为基金（包括基金管理公司和社保基金）所持各细分申万医药生物二级行业市值占其全行业所持市值比例%。计算方法为某一时点基金所持对应细分板块市值/该时点全行业市值

图表 76.基金（包括基金管理公司和社保基金）和 QFII 持仓占医药生物板块流通 A 股比例/%



资料来源：万得，中银证券

北上资金成为重要影响因素

此外沪港通、深港通开通之后，外资进入 A 股的渠道更加通畅，外资成为近年来重要的边际力量。从沪深港通的持股情况来看，外资偏向买入基本面较好的价值蓝筹股。随着 A 股在 MSCI 指数的权重加大，中国资本市场的进一步扩大开放，外资进入 A 股是一个长期持续的过程，A 股的投资风格也将持续的向全球发达资本市场靠拢。

图表 77. 北上资金持有 A 股市场 Top40 公司情况

沪股通持股				深股通持股			
证券代码	证券简称	占流通 A 股 (%) (公布)	占流通 A 股 (%) (计算)	证券代码	证券简称	占全部 A 股 (%) (公布)	占流通 A 股 (%) (计算)
603939.SH	益丰药房	16.01	16.02	300347.SZ	泰格医药	12.85	17.09
603882.SH	金城医学	15.23	15.24	300685.SZ	艾德生物	15.18	15.21
688139.SH	海尔生物	14.69	14.70	300244.SZ	迪安诊断	10.40	13.34
600529.SH	山东药玻	13.94	13.95	000538.SZ	云南白药	4.91	10.40
688298.SH	东方生物	9.98	9.98	000423.SZ	东阿阿胶	9.52	9.53
603883.SH	老百姓	8.65	8.66	300760.SZ	迈瑞医疗	8.21	8.22
600276.SH	恒瑞医药	7.65	7.65	300601.SZ	康泰生物	5.97	7.79
603259.SH	药明康德	7.02	7.02	300298.SZ	三诺生物	6.27	7.78
600380.SH	健康元	5.96	5.97	300206.SZ	理邦仪器	4.50	7.69
603392.SH	万泰生物	5.39	5.40	300149.SZ	睿智医药	5.73	6.35
603658.SH	安图生物	5.21	5.22	300759.SZ	康龙化成	6.01	6.32
600332.SH	白云山	4.38	4.39	300003.SZ	乐普医疗	5.26	6.18
688363.SH	华熙生物	3.83	3.83	000999.SZ	华润三九	5.46	5.52
600285.SH	羚锐制药	3.47	3.47	300896.SZ	爱美客	2.15	5.29
600511.SH	国药股份	3.40	3.40	002821.SZ	凯莱英	4.95	5.19
688180.SH	君实生物-U	3.33	3.34	300529.SZ	健帆生物	2.93	4.62
600436.SH	片仔癀	2.97	2.98	300015.SZ	爱尔眼科	3.64	4.43
601607.SH	上海医药	2.89	2.90	300832.SZ	新产业	1.59	4.43
600763.SH	通策医疗	2.75	2.76	300122.SZ	智飞生物	2.45	4.25
688185.SH	康希诺	2.74	2.75	300463.SZ	迈克生物	2.76	4.23

资料来源：万得，中银证券

注：数据截止于 2022 年 6 月 1 日

图表 78. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	2021A	2022E	每股收益 (元/股)	市盈率(x)	最新每股净资产 (元/股)
2821	药明康德	买入	102.62	2,989	1.75	2.78	58.64	36.91	51.12
603259	凯莱英	买入	271.79	694	4.4	8.07	61.77	33.68	13.66
300363	博腾股份	买入	76.71	417	0.97	2.31	79.08	33.15	8.06
300759	康龙化成	买入	132.84	1,002	2.1	2.52	63.26	52.71	12.60
603127	昭衍新药	买入	117.79	415	1.51	1.92	78.01	61.35	19.03
688202	美迪西	未有评级	276.89	241	4.55	5.56	60.85	49.82	16.20
300347	泰格医药	未有评级	95.70	802	3.31	3.83	28.91	24.99	21.10

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日为 6 月 9 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

估值再平衡逐步结束，情绪修复随时可能出现。我们将 2022 年医药板块定位为再平衡的阶段，这个过程痛苦而有必要。我们在 2022 年度策略报告《泡沫挤压下的再平衡》、二季度策略报告《泡沫释放，行业在再平衡中趋向稳定》中明确提出：医药创新投资进入相对理性的新阶段。泡沫被挤压之后医药板块更健康，未来进入再平衡阶段。再平衡之后行业呈现相对稳态，板块较难获得大幅的估值扩张，但细分板块和个股机会层出不穷。不破不立，逻辑上“破”的阶段已经逐步完成，但“立”的阶段目前还相对模糊，医保等压制行业增速的因素长期存在。因此当前我们更倾向于首先看反弹，暂时不确认是否会反转，尤其是在 2019-2021 年间逻辑充分演绎的板块在 1-2 年内很难再回到前期高点。后疫情时代行业逻辑逐步回归常态。随着疫情的逐步控制和防疫政策的不断优化，医药行业投资逻辑逐步恢复正常，未来看好的方向：低估值综合性药企、新型疫苗&技术、创新药&医疗器械，CRMO 行业、中药等。

重点推荐：迈瑞医疗、华东医药、健友股份、海正药业、普洛药业、沃森生物、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、诺唯赞。

建议重点关注：荣昌生物、君实生物、康华生物、迪安诊断、丽珠集团。

风险提示

医药政策风险：集采政策的全面铺开对相关制药企业和医疗器械企业的业绩影响较大，新产品的获批和推广也需时时关注政策变动。

新冠疫情不确定性风险及防疫政策变化风险：国内外疫情状况复杂多变，新冠产业链的需求量或将发生变化，产品的生产和运输过程也有可能受到较大影响。

市场流动性风险。

人民币汇率变化对出口型企业的影响：目前较多药企已经进军海外市场，业务包括提供研究服务、药物海外市场销售、药物技术授权等等，海外收入是公司收入的重要组成部分，人民币汇率变化会对该项收入产生直接影响。

国际关系风险：医药生物行业存在较多的国际合作交流、产品引进及海外授权，国际关系的变化对这些活动产生影响。

个股风险（产品研发失败等）：较多创新药企业有许多管线仍处于临床前研究阶段和临床阶段，存在研发失败，临床数据不理想等情况影响产品上市，进而影响企业营收。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371