2021年医药行业4月策略报告：

Q1业绩高成长是股价核心催化剂

证券分析师 ：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2021年4月5日

核心观点

三月医药指数走势前低后高，三月下旬医疗服务、CXO及医美等为代表的医药高景气、高成长标的在市场相对低迷的背景下反弹较为强烈。四月进入2020年年报和2021年一季报密集发布期，业绩增长是本月的投资焦点，也是股价的最大催化剂。因此，我们四月核心策略就是寻找一季报以及全年高增长的标的。

细分板块来看：1）CXO：行业高景气叠加中国企业能力日渐突出，预计药明康德、泰格医药、凯莱英等公司2021Q1业绩增速均维持在约50%水平，全年30-40%增长，如九洲药业、昭衍新药、药石科技、博腾股份等公司有望实现更快增长；2）医疗服务：疫情消退后就诊不再受限制，医疗服务消费需求得到快速释放，预计爱尔眼科、通策医疗2021Q1业绩增速相比于2019Q1增速在50%-60%左右。3）生长激素：2020年新患入组受疫情影响较大，随着疫情对新患入组的影响基本消除，预计长春高新一季度业绩增速实现高速增长；4）疫苗：刚需品种，HPV、四联苗等核心品种市场需要旺盛，新冠疫苗开始兑现业绩，预计智飞生物、康泰生物、万泰生物业绩2020Q1均有望实现快速增长；5）医疗器械：2020Q1受疫情影响，设备类公司订单旺盛业绩增长较快，我们预计迈瑞2021Q1业绩增速在25%左右，IVD类公司2020Q1略受疫情影响，我们预计2021Q1业绩有望恢复到高增长水平。

■ **具体配置思路**

- 创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、九洲药业等；
- BIOTECH类创新药：康方生物、信达生物、亚盛医药等；
- 原料药领域：普洛药业、司太立、美诺华等；
- 疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 医疗服务领域：通策医疗、爱尔眼科、信邦制药等；
- 药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；
- 医美领域：爱美客、华熙生物等；
- 医疗器械领域：肿瘤早筛，诺辉健康等；眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗；IVD：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、心通医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

➢ 【投资组合】**恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、智飞生物、九洲药业、信邦制药、美诺华。**

➢ 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

目录

一、医药3月行情回顾

二、二级市场创新药的投资策略分析

三、三个维度寻找特色原料药投资机会

四、2021年4月医药行业投资策略及标的

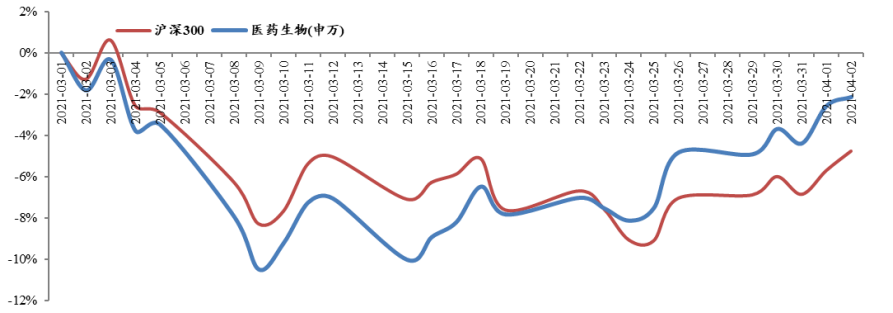
五、风险提示

一、3月行情回顾

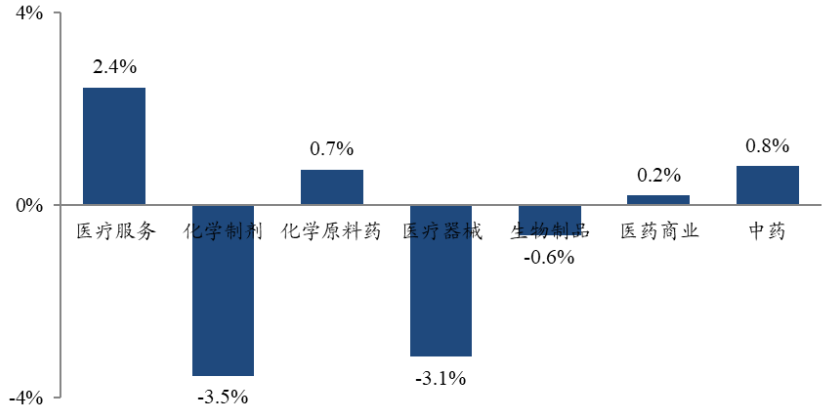
医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现（截至2021/4/2）

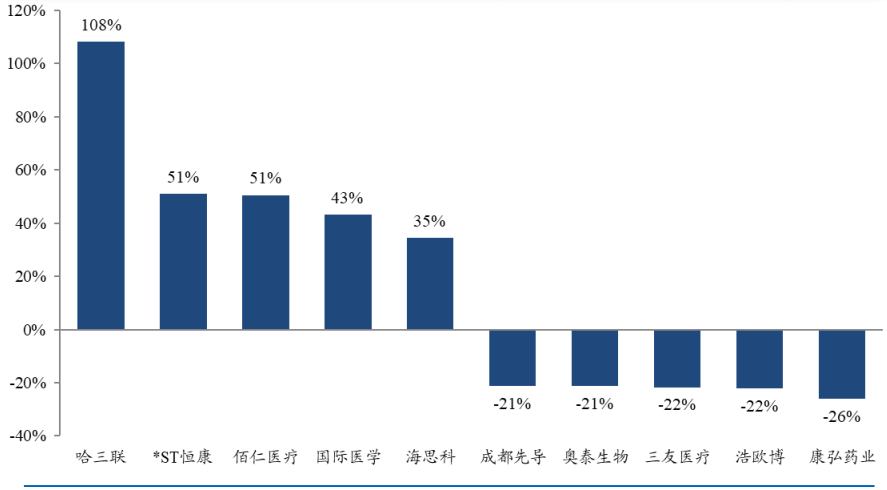
2021年3月医药指数相对沪深300走势



2021年3月医药子行业二级市场涨跌幅



2021年3月医药个股涨跌幅排名

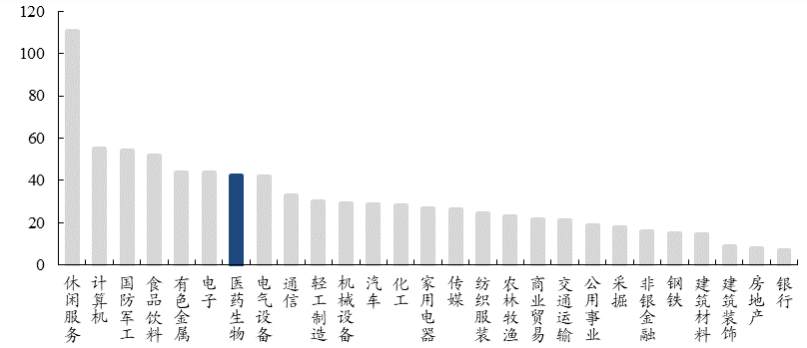


- 2021年3月1日至4月2日，申万医药指数下跌2.15%，跑赢沪深300指数2.6个百分点。
- 2021年3月份，医疗服务涨幅最大为2.4%，其次为中药（0.8%）和化学原料药（0.7%）；化学制剂板块跌幅最大为-3.5%。
- 3月份医药上市公司中涨幅最大分别为哈三联（+108%）、*ST恒康（+51%）、佰仁医疗（+51%），跌幅最大分别为康弘药业（-26%）、浩欧博（-22%）、三友医疗（-22%）。

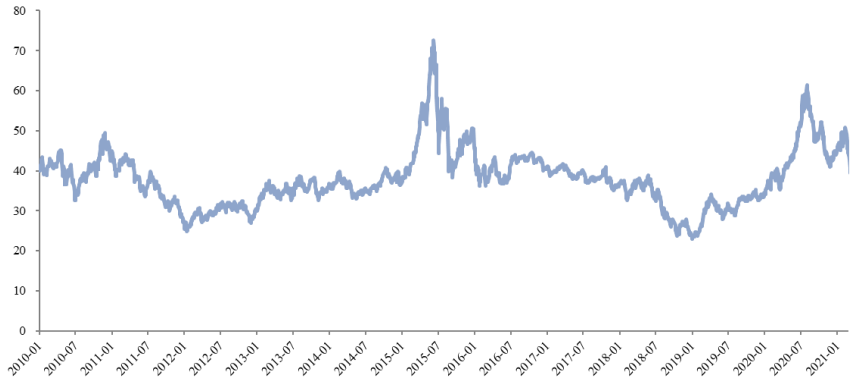
数据来源：Wind，东吴证券研究所。注：3月指2021年3月1日至2021年4月2日期间

1.2 医药行业市盈率和溢价率

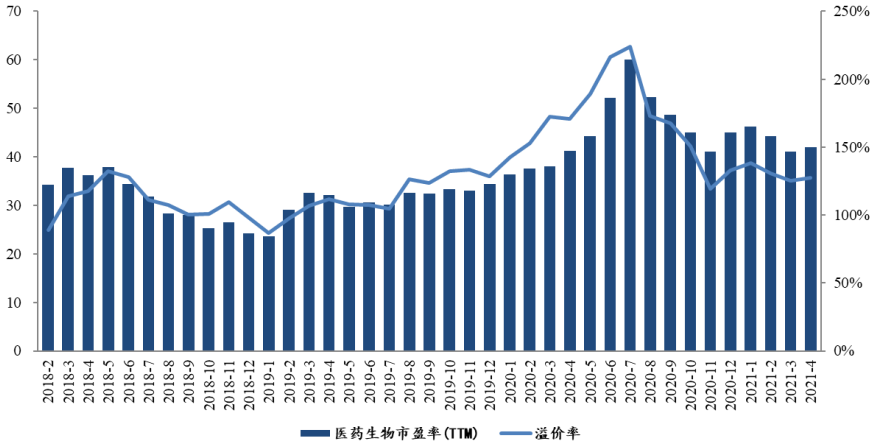
申万一级行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药市盈率历史变化趋势



申万医药市盈率与A股溢价率

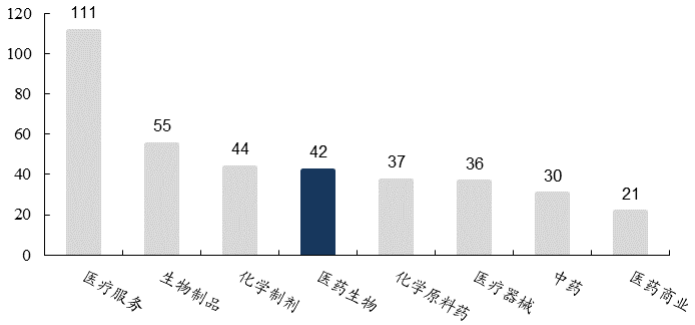


- 横向看：医药行业PE（TTM）为42倍，在申万一级行业中排名第7。
- 纵向看：过去10年医药行业PE最高73倍，最低23倍，平均值38倍，目前医药行业PE高于历史平均估值。
- 医药行业相对于全部A股估值溢价率为127%，2021年3月份表现为溢价率略有反弹。

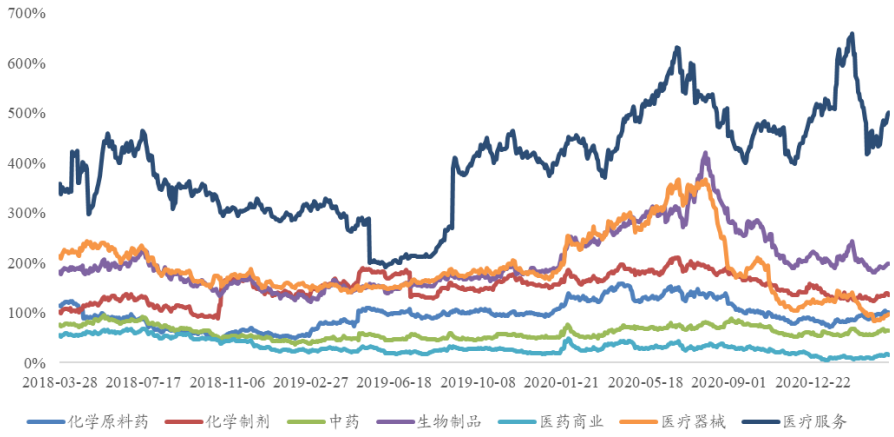
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

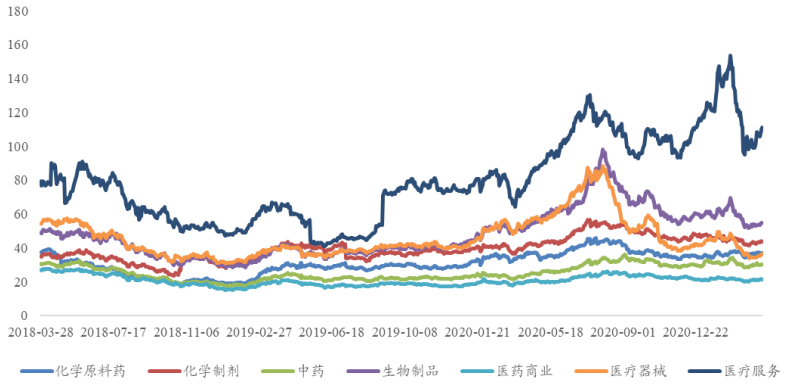
申万医药子行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药子行业相对A股的溢价率



申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



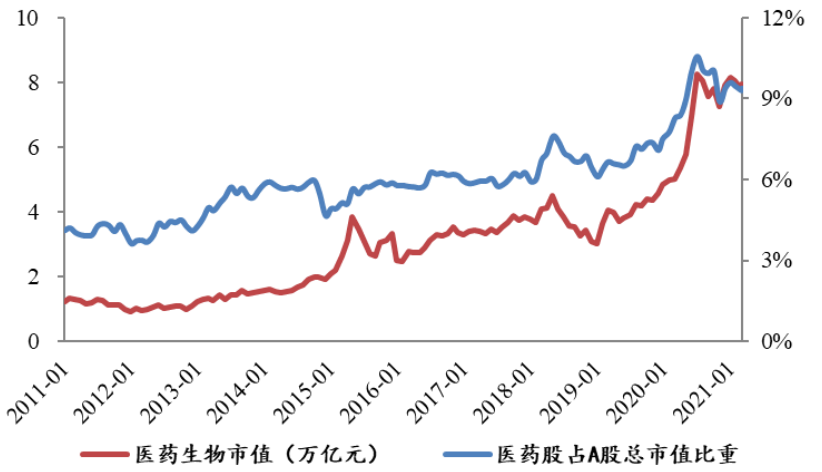
- 横向看，截至2021年4月2日，医药各子板块的市盈率中，医疗服务（111倍）、生物制品（55倍）和化学制剂（44倍）的市盈率最高，医疗器械（36倍）、中药（30倍）和医药商业（21倍）的市盈率最低。
- 纵向看，2021年3月医药板块股价回暖，各子板块的市盈率及相对全部A股的溢价率开始回弹。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4 医药行业占A股市值比重提升，公募基金持仓比重回落

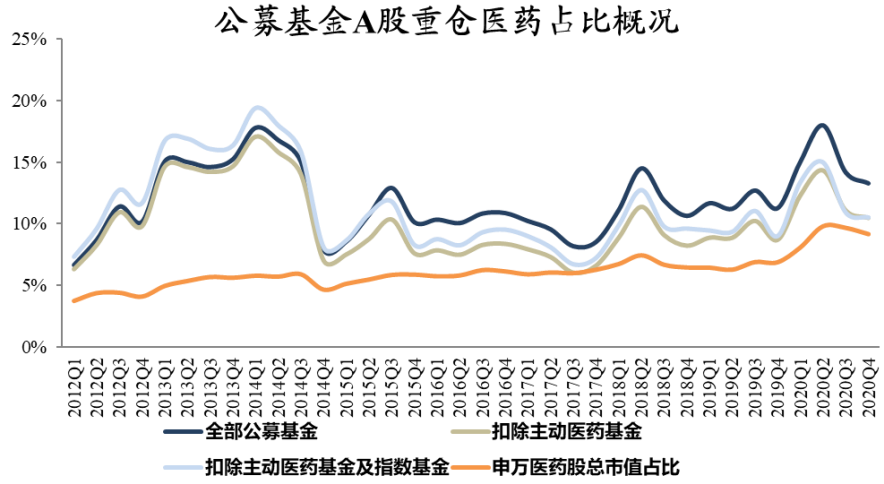
- 医药行业明显调整，市值出现回落，截至2021年4月2日，医药行业持仓总市值约7.96万亿，占全部A股的市值从2011年的4.1%提升至9.4%；
- 2020年四季度公募基金重仓医药行业的比例为13.3%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为10.5%，环比显著降低，远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募基金A股重仓医药行业比重提升

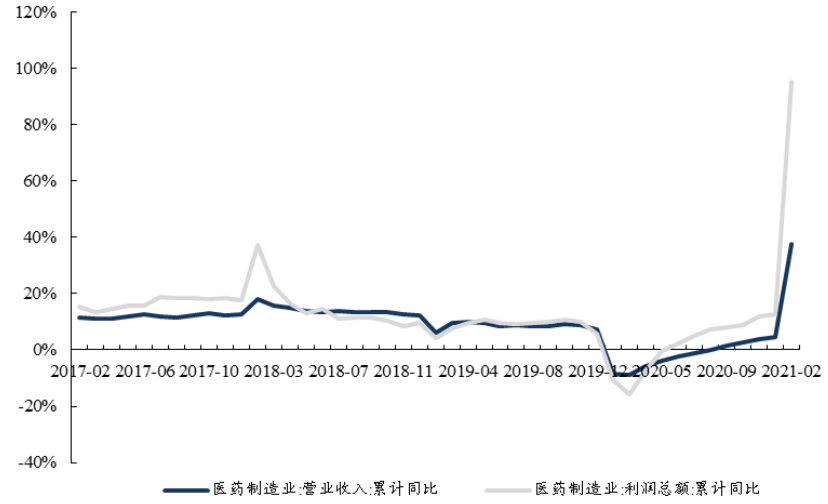


数据来源：Wind，东吴证券研究所

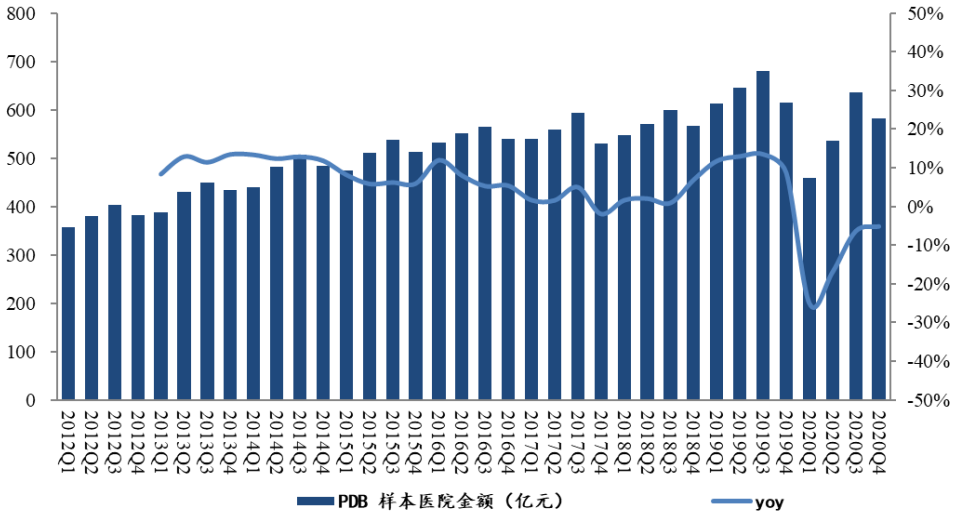
1.5 医药制造业数据2021年大幅提速

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：截至到2021年2月，累计实现营业收入4182.5亿元，较去年同期相比增长37.7%，实现利润总额804.5亿元，较去年同期相比增长95.4%，较2020年大幅提速，表明医药制造业已从疫情影响中走出，实现高增长。
- PDB样本医院药品数据：2020年受疫情影响，医院客流量显著下降，2020Q1样本医院药品销售增速为-25.0%。随着疫情好转， 2020Q2样本医院药品销售增速收窄为-17.0%，2020Q3、Q4继续收窄为-6.42%、-5.17%。

医药工业上市公司收入及利润累计同比增速



样本医院销售增速情况（按季度）



数据来源：Wind，PDB，东吴证券研究所

1.6 2020Q1-3中国医药行业各细分领域表现

- 2020Q1：收入增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、医疗器械、创新药产业链。
- 2020Q2：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店。
- 2020Q3：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、药店、生物药。

2020Q1、2020Q2及2020Q3医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2020Q1		2020Q2		2020Q3	
	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy
上市公司合计	-5.6%	-7.3%	6.5%	42.9%	14.3%	51.6%
化药制剂	-9.4%	-5.1%	-4.3%	6.2%	4.8%	-3.1%
化药原料药	-4.4%	8.1%	11.1%	30.5%	6.2%	9.8%
中药	-7%	-14.8%	-5.8%	-12.7%	0.2%	26.6%
其中：品牌中药	-3.3%	-10.1%	-2.4%	-10%	10.9%	40%
其中：口服中药	-8%	-17.8	-9.2%	-18.5%	-5.4%	35.8%
其中：注射中药	-8.6%	-13.9	2.9%	0.6%	6.7%	-13.8%
生物药	-6.2%	-8.3%	15.7%	25.8%	24.2%	41.6%
其中：血制品	3.6%	0.0%	-3.1%	-10.3%	15.9%	-1.4%
其中：疫苗	4.7%	-16.5%	58.1%	60.8%	68.9%	103.3%
其中：其他生物药	-15.6%	-7.5%	-0.5%	19.7%	4.8%	31.3%
医疗器械	11%	20.3%	88%	194.7%	84.7%	210.7%
其中：IVD	8.5%	25.1%	116.9%	285.9%	99.8%	256.9%
其中：耗材	-12.4%	-18.2%	13.1%	14.8%	22.6%	33.2%
其中：其他医疗器械	15.8%	27.6%	87.5%	198.5%	88.1%	235.1%
创新药产业链	15.8%	13.5%	33.1%	135.8%	35.2%	30.2%
其中：CMO	11.7%	16.9%	40.5%	58.9%	33.9%	60.5%
其中：CRO	17.0%	12.5%	30.8%	156.7%	35.7%	22.4%
医药流通	-7.0%	-9.3%	1.0%	12.8%	11.7%	27.3%
药店	23.3%	30.9%	25.1%	40.8%	26.2%	41.8%
医疗服务	-31.1%	-276.6%	-2.8%	15.7%	25.1%	26.8%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、二级市场创新药的投资策略分析

中国药政改革，加快注册准入

临床试验质量	➢ 2015.7 药物临床试验数据现场核查，检查了临床研究的质量，包括合规性、完整性、可塑性等。
加快审评审批	➢ 2015.8 国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》（国发〔2015〕44号），加快审批审评消除了注册积压，待审评的药品注册申请由高峰时的22000件降至6000件。
加速了进口药国内上市	➢ 2017.3 NMPA发布关于调整进口药品注册管理有关事项的决定，对国内药品企业形成震动。允许在中国境内外同步开展I期临床试验；开展国际多中心药物临床试验申请进口的，可以直接提出进口上市注册申请；取消了应该获得境外制药厂商所在生产国家或地区上市许可的要求。
临床试验质量	➢ 2017.6 加入ICH，国际创新药在中国上市的时间差将逐渐消失，中国企业也可以同步进行国际注册。意味着中国医药产业将置身于全球格局中参与竞争，特别是Me-too为主要研发方向的企业面临非常大的挑战。
创新作为药品和器械开发主旨	➢ 2017.10 国务院印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（厅字〔2017〕42号），开启临床试验机构备案制，加快临床急需药械审评审批，支持罕见病治疗药械研发，以此降低研发成本，降低新药上市价格，更好实现药品的可及性，同时接受境外临床试验数据（以往国外获得注册获批才会在我国获批上市）。
加速创新药国内申报上市	➢ 2017.12 NMPA发布《临床急需药品有条件批准上市的技术指南》，从技术角度第一次提出以什么样适应范围、基本条件、技术标准来要求有条件上市的药品。
加速了进口药国内上市	➢ 2018.5 NMPA发布《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》，进一步落实药品优先审评审批工作机制，对危及生命尚无有效治疗手段或罕见病，无人种差异，可用境外数据直接在中国上市。

中国药政改革，加快注册准入（续）

加速了创新药临床试验进度	➢ 2018.7 NMPA发布《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》，实现药物临床试验审评审批制度由审批制到60日默示许可制的转变
实现了海外数据的国内桥接	➢ 2018.7 NMPA发布《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》，对于外推国外的临床试验数据、判断药品种族差异、减少重复试验、缩短新药审批时间有重要意义。
加速了新药国内上市进度	➢ 2019.5 NMPA发布《真实世界证据支持药物研发的基本考虑》 与传统临床试验提供的证据互为补充，提高药物研发的科学性和效率。对于罕见病治疗药物和修订适应症或联合用药等可以使用真是世界证据获批
提升临床试验设计的灵活性	➢ 2020.5 NMPA发布《药物临床试验适应性设计指导原则》（意见征求稿），可以根据试验期间累积的数据对方案进行修改，以修正初始设计的偏差，从而显著增加了试验的成功率 。
明确单臂肿瘤新药的监管沟通细则	➢ 2020.6 NMPA发布《单臂试验支持注册的抗肿瘤创新药进入关键试验前临床方面沟通交流技术指导原则》，明确了向监管部门申请肿瘤新药单臂试验的关键事项。
指导和规范抗肿瘤药物的临床设计	➢ 2020.7 NMPA发布《抗肿瘤药联合治疗临床试验技术指导原则》、《抗肿瘤药物临床试验统计学设计指导原则》、《药物临床试验非劣效设计指导原则》，规范抗肿瘤药的联合用药原则，并对抗肿瘤药物临床试验统计学设计和非劣效设计的理解与合理应用给出建议。
对突破性治疗和优先审评审批资格做出规定	➢ 2020.7 NMPA发布《药品上市优先审评审批工作程序》、《突破性治疗药物审评工作程序》，对附条件批准和纳入突破性治疗的药物等六种情况规定了优先审评的申请方式，也对突破性治疗的申请资格做出规定。

美国药政改革和专利保护使得商业化加速

- 可以看到自20世纪90年代美国新的药审政策推出之后，从Bench到Bedside时间显著缩短，伴随着政策改革更多创新型的临床试验设计和肿瘤精准医疗蓬勃发展，药物MOA的验证效率明显提高，靶向药物的上市时间越来越短，从8-10年缩短到2-4年。自2015年我国药政改革后，美国经历的新药上市加速的过程也将在我国重现，唯一不同的是我国的医保支付体系决定了我们的创新是考虑药物可及性后的创新，创新溢价更多来自海外。

靶向药物创新靶点发现历程

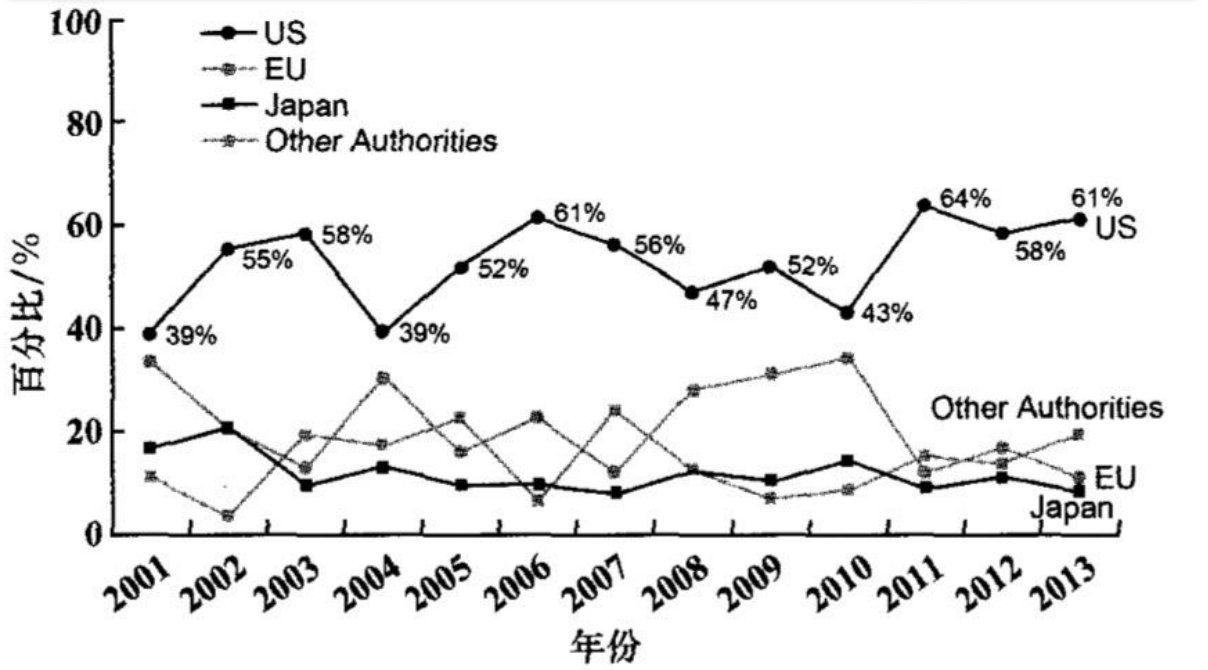
	实验室验证（Bench）	疾病	药物	靶向治疗获批（Bedside）	Bench到Bedside时间
Bcr-Abl	1960	慢性髓性白血病	伊马替尼 达沙替尼 尼罗替尼	2001	41年
EGFR	1978	非小细胞肺癌	吉非替尼 厄洛替尼	2004	26年
HER2	1984	转移性乳腺癌	赫赛汀	1998	14年
KIT	1998	胃肠间质瘤	伊马替尼	2002	4年
BRAF	2002	黑色素瘤	Vemurafenib	2010	8年
ALK	2007	非小细胞肺癌	克唑替尼	2010	3年
EGFR	2013	非小细胞肺癌	奥希替尼	2015	2.7年

资料来源： Cancer Research，东吴证券研究所

美国药政改革后创新的价值落地效果显著

- 90年代美国药审政策的变革，完备的专利保护和审批政策，直接使得新药审批时间缩短、商业化加速，已成为全球许多创新药首选在美国上市的主要原因。对2001-2013年期间美国、欧洲、日本和其他国家全球率先批准的新药百分比进行比较，美国 FDA 率先批准上市的新药远远超过其他所有国家率先批准上市的新药总和。

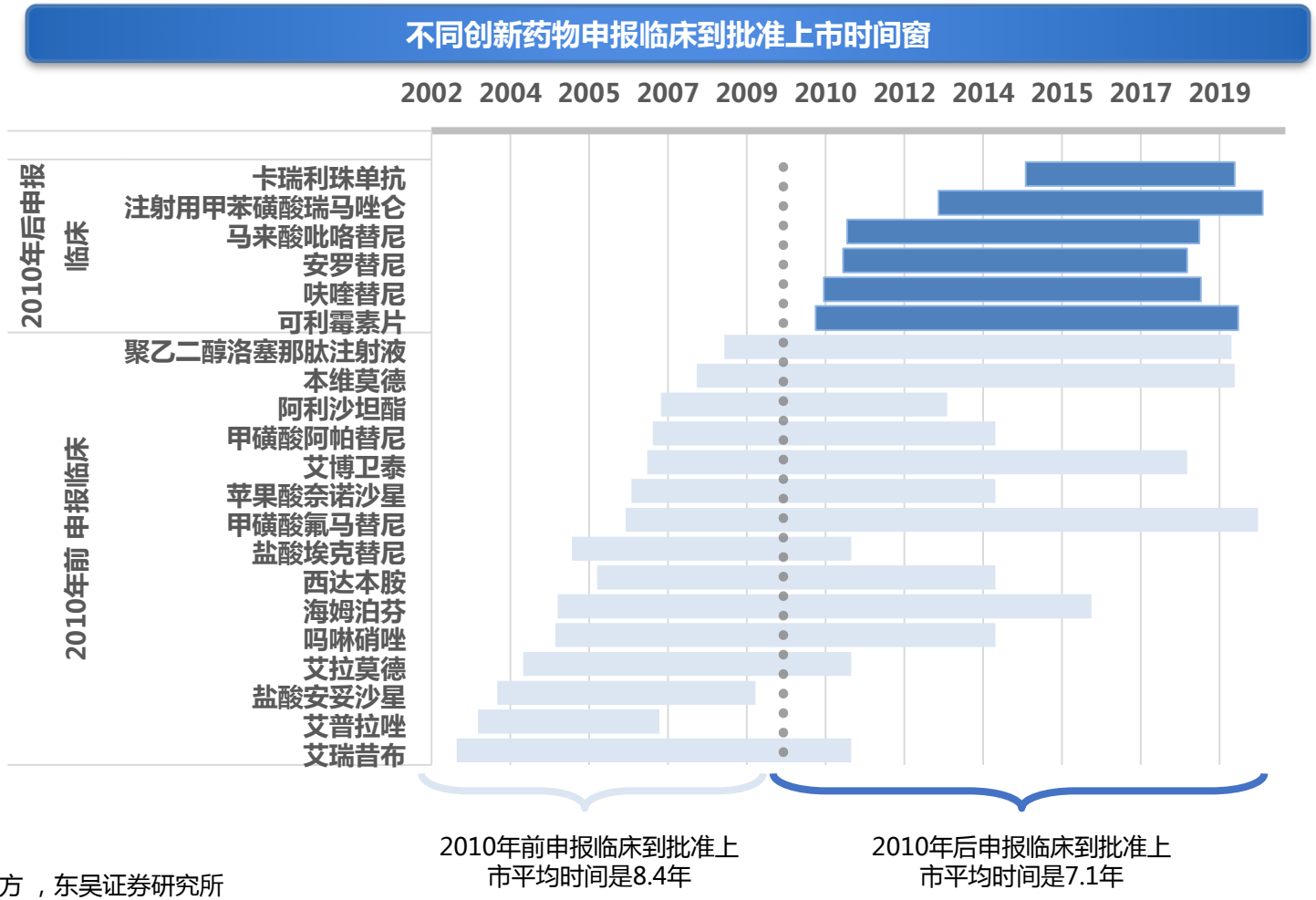
2001-2013年美国、欧洲、日本和其他国家全球率先批准的新药百分比



资料来源：《美国FDA加快新药审评策略以及对我国的启示》，东吴证券研究所

中国创新药临床开发及商业化不断加速

- 对比近20年内本土药企研发的一类创新药的上市时间（从IND申报受理至获批上市，不含license-in的品种，虽然阿帕替尼也是 license-in 的品种但是在2005年老药政体系下引入），总体的平均上市时间为8.0年，2010年前申报受理的品种平均上市时间为8.4年，2010年之后的平均上市时间为7.1年，尤其卡瑞丽珠单抗的上市时间短于4.5年、奥布替尼上市时间短于3年。



资料来源：医药魔方 ，东吴证券研究所

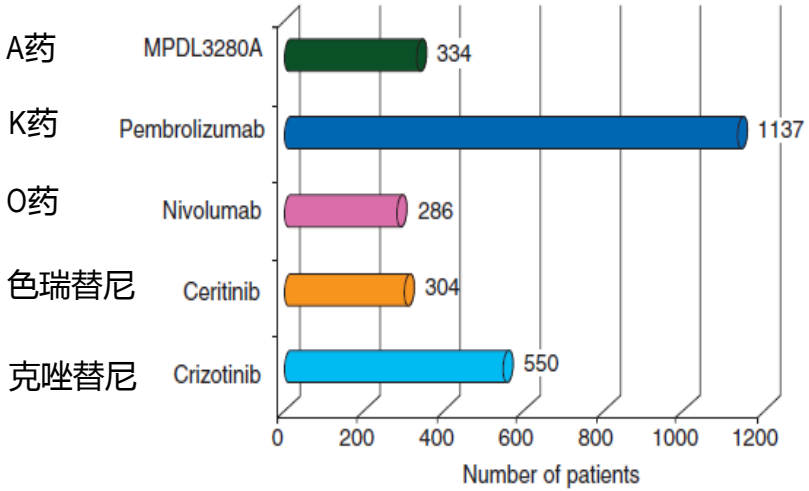
临床试验分期逐渐模糊、方案设计出现较大改变

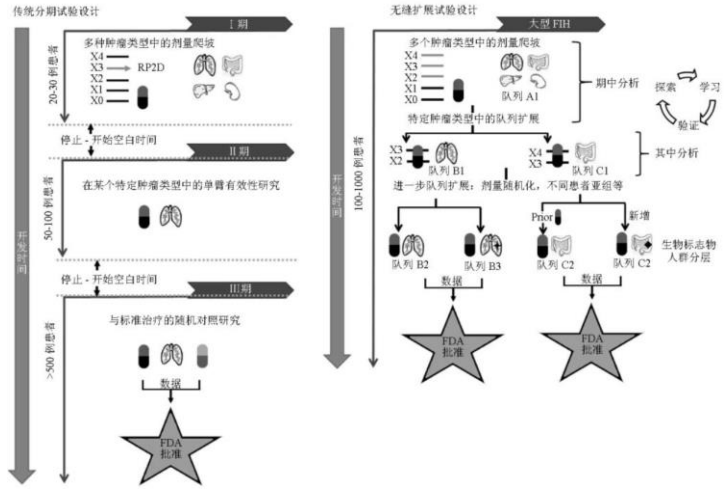
- 创新药传统开发路径：临床 Ⅰ 期 20-50例受试者，一般是几个月-1年，寻找DLT（主要评价安全性及合适剂量），成功率70%；Ⅱ 期一百-几百人受试者，一般几个月-2年，目的是评价有效性，成功率33%；Ⅲ 期几百-上千人受试者，目的是确证有效性及安全性，成功率25%-30%。

- 新型临床试验方案的Ⅰ期设计与传统的Ⅰ期试验完全不同，传统Ⅰ期主要观察安全/毒性、观察药代动力学特征、推荐合适的给药剂量和给药方案。新型试验设计把选择合适受试者、建模和仿真（如不同人群的药代动力学模型）、生物标志物都融入到了 Ⅰ 期，给药方案不再局限于单次或多次给药，也存在可扩展队列（过程中动态分析对试验进行方案调整和队列扩展，如Ⅰ/Ⅱ期无缝设计）。

- 20世纪90年代美国新的药审政策落地以来，对于临床样本量的大小和临床方案的设计，逐渐不再是以老标准和统计学方法审批（尤其是抗肿瘤药物），更多考虑风险获益比及结果的统计学显著性，随之临床分期界限逐渐模糊。

部分创新药一期临床试验样本量及适应性临床试验设计方案对比





资料来源： Marc R. Theoret et al. Clin Cancer Res 2015;21:4545-4551; S. Postel-Vinay & J.-C. Soria 2015, Ann Oncol ，东吴证券研究所

对Biotech公司估值的理解

- rNPV：未来现金流的预判存在诸多不确定，如药品价格、竞争格局、新技术的出现、市占率、渗透率等等、医生教育状况、患者支付能力等。
- PS（峰值）=市值/晚期管线产品上市后销售峰值
- PE（远期）=市值/（晚期管线产品商业化后净利润-研发、行政开支）
- 从美国Biotech公司案例可以看到，其**股价走势由里程碑事件驱动**（如临床试验数据、FDA授予的特殊资格认定或获批上市），而且股价一般会提前反映该品种的未来市场空间，PS一般在5左右或更高（按销售峰值计算）。从投资角度，这些可能成功的创新药，对于传统大药企的意义是提供持续的业绩增长，但对于Biotech公司靠1-2个重磅产品可以实现业绩的大幅增长和企业的快速成长，因此Biotech公司用传统的估值标准并不合适。
- **头部的Biotech参照海外情况可以给予更高的PS（6-7）。**2015年我国药政改革后，新药上市处于一个加速期，创新药达到销售峰值的时间以及生命周期内现金流都较之前前移，且大量未被满足的临床刚需加速释放。随着未满足的临床需求逐渐被新药解决，尤其新药成为标准疗法后，将出现“关门效应”，后来者面临 III 期头对头的临床挑战，先行者也会获得更大的市场份额。

创新药NPV估值模型与销售峰值对应市值关系

单位：亿元

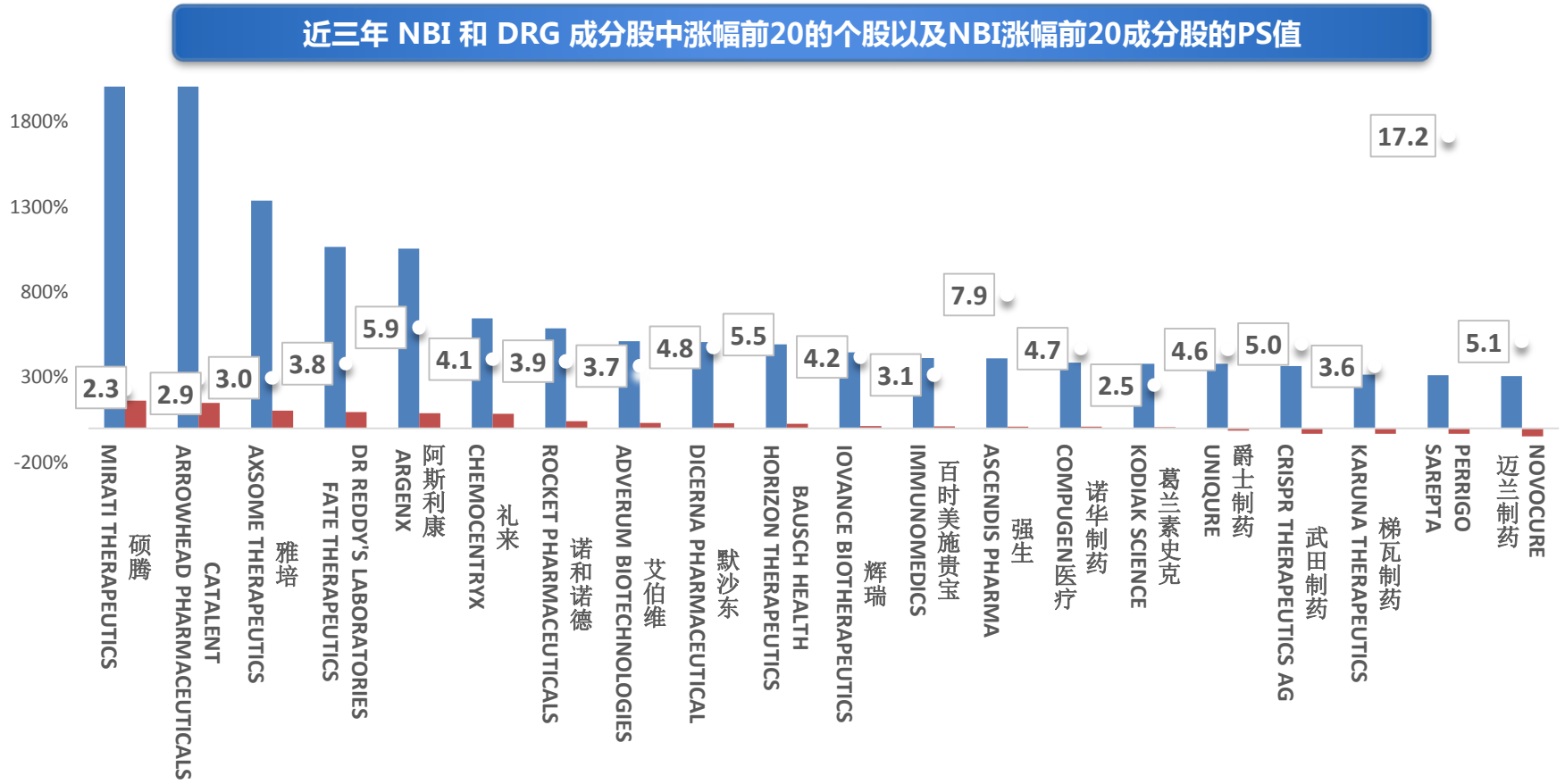
- **销售达峰时间为7年；专利保护期为20年；企业综合税率为15%；达峰后每年的稳定增速为5%；**
- **初始营业利润率为20%，第4年达到稳定的营业利润率水平50%；**
- **现金流折现率为10%**

Peak Sales	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
2020年上市的NPV	28.98	57.95	86.93	115.91	144.88	173.86	202.84	231.81	260.79	289.70
2021年上市的NPV	26.35	52.68	79.03	105.37	131.71	158.05	184.40	210.74	237.08	263.36
2022年上市的NPV	21.77	43.54	65.31	87.08	108.85	130.62	152.40	174.16	195.94	217.66

资料来源：各公司年报，东吴证券研究所整理

美国Biotech公司的PS（峰值）=5左右

- 对比纳斯达克生物技术指数（NBI）和标普药企行业指数（DRG）中过去三年（截止2020年8月）涨幅前20的成分股，NBI 中涨幅前20的成分股核心产品（包括已上市和临床晚期的在研产品）的销售峰值预测值，并以2020年8月中旬的市值计算得到下图中的PS值，平均 PS 值为4.89。



资料来源：Wind，东吴证券研究所

纳斯达克近3年、5年前50涨幅创新药公司

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

近3年涨跌幅排名

代码	全名	成立日期	上市日期	市值（亿美元）	涨幅（%）
ARWR.O	ARROWHEAD PHARMACEUTICALS	1989	1993-06-16	82.68	2064.67
FATE.O	FATE THERAPEUTICS	2007	2013-10-01	78.28	1368.41
KOD.O	KODIAK SCIENCES	2009	2018-10-04	64.45	1169.78
AXSM.O	AXSOME THERAPEUTICS	2012	2015-11-19	25.16	1102.86
CCXI.O	CHEMOCENTRYX	1997	2012-02-08	46.95	1040.17
MRTX.O	MIRATI THERAPEUTICS	1995	2013-07-15	101.02	1000.93
HGEN.O	HUMANIGEN	2000	2013-01-31	10.67	823.73
VCEL.O	VERICEL	1989	1997-02-04	21.93	785.87
KRYS.O	KRYSTAL BIOTECH	2015	2017-09-20	15.55	649.90
NK.O	NANTKWEST	2002	2015-07-28	35.30	624.05
ZLAB.O	再鼎医药	2013	2017-09-20	125.77	594.87
XENE.O	XENON PHARMACEUTICALS	1996	2014-11-05	6.54	561.24
GLSI.O	GREENWICH LIFESCIENCES	2006	2020-09-25	3.77	526.60
KRTX.O	KARUNA THERAPEUTICS	2009	2019-06-28	33.50	524.18
HZNP.O	HORIZON THERAPEUTICS	2010	2011-07-28	200.65	522.67
EPIX.O	ESSA PHARMA	2009	2015-07-09	9.15	517.65
CRMD.O	CORMEDIX	2006	2010-05-13	4.82	497.61
CRSP.O	CRISPR THERAPEUTICS AG	2013	2016-10-19	94.81	435.31
TGTX.O	TG THERAPEUTICS	1993	2005-10-07	59.19	433.78
RCKT.O	ROCKET PHARMACEUTICALS	1999	2015-02-18	33.26	432.38
ARGX.O	ARGENX	2008	2017-05-18	166.11	423.73
ARVN.O	ARVINAS	2013	2018-09-27	37.24	387.85
BTAI.O	BIOXCEL THERAPEUTICS	2017	2018-03-08	13.06	386.04
XBIT.O	XBIOTECH	2005	2015-04-15	5.56	382.23
BEAM.O	BEAM THERAPEUTICS	2017	2020-02-06	51.67	375.36
IMAB.O	天境生物	2016	2020-01-17	42.59	373.52
IOVA.O	IOVANCE BIOTHERAPEUTICS	2007	2015-02-26	54.82	366.25
DNLI.O	DENALI THERAPEUTICS	2013	2017-12-08	86.10	359.08
VIR.O	VIR BIOTECHNOLOGY	2016	2019-10-11	79.78	346.72
AFMD.O	AFFIMED	2014	2014-09-12	5.95	336.15
RETA.O	REATA PHARMACEUTICALS	2002	2016-05-26	44.16	331.71
TPTX.O	TURNING POINT THERAPEUTICS	2013	2019-04-17	56.80	307.99
ALLK.O	ALLAKOS	2012	2018-07-19	63.62	287.78
ASND.O	ASCENDIS PHARMA AS	2006	2015-01-28	80.91	286.84
SWTX.O	SPRINGWORKS THERAPEUTICS	2017	2019-09-13	41.96	280.25
ADVM.O	ADVERUM BIOTECHNOLOGIES	2006	2014-07-31	12.51	266.57
IGMS.O	IGM BIOSCIENCES	1993	2019-09-18	26.84	259.79
SRRK.O	SCHOLAR ROCK	2012	2018-05-24	18.20	249.03
PTCT.O	PTC THERAPEUTICS	1998	2013-06-20	38.96	242.33
SESN.O	SESEN BIO	2008	2014-02-06	3.52	235.39
PAND.O	PANDION THERAPEUTICS	2018	2020-07-17	17.77	232.60
BGNE.O	百济神州	2018	2016-02-03	290.59	227.47
KROS.O	KEROS THERAPEUTICS	2015	2020-04-08	14.92	226.05
BIVI.O	BIOVIE	2013	2020-09-18	4.47	221.32
XLRN.O	ACCELERON PHARMA	2003	2013-09-19	82.44	220.83
BHVN.N	BIOHAVEN PHARMACEUTICAL	2013	2017-05-04	50.94	214.97
NTLA.O	INTELLIA THERAPEUTICS	2014	2016-05-06	38.44	214.57
AUPH.O	AURINIA PHARMACEUTICALS	2009	2000-02-25	15.72	209.05
RARE.O	ULTRAGENYX PHARMACEUTICAL	2010	2014-01-31	94.76	205.17
RLMD.O	RELMADA THERAPEUTICS	2007	2019-10-10	5.41	204.23

近5年涨跌幅排名

代码	全名	成立日期	上市日期	市值（亿美元）	涨幅（%）
FATE.O	FATE THERAPEUTICS	2007	2013-10-01	78.28	2562.31
VCEL.O	VERICEL	1989	1997-02-04	21.93	1771.32
SIGA.O	SIGA TECHNOLOGIES	1995	1997-09-09	4.89	1404.76
ARGX.O	ARGENX	2008	2017-05-18	166.11	1337.74
ARWR.O	ARROWHEAD PHARMACEUTIC	1989	1993-06-16	82.68	1195.28
KOD.O	KODIAK SCIENCES	2009	2018-10-04	64.45	1169.78
BGNE.O	百济神州	2018	2016-02-03	290.59	1029.94
MDGL.O	MADRIGAL PHARMACEUTICAL	2011	2007-02-06	20.64	883.67
RETA.O	REATA PHARMACEUTICALS	2002	2016-05-26	44.16	835.42
CRSP.O	CRISPR THERAPEUTICS AG	2013	2016-10-19	94.81	792.05
ASND.O	ASCENDIS PHARMA AS	2006	2015-01-28	80.91	745.91
CCXI.O	CHEMOCENTRYX	1997	2012-02-08	46.95	737.53
KRYS.O	KRYSTAL BIOTECH	2015	2017-09-20	15.55	641.45
AXSM.O	AXSOME THERAPEUTICS	2012	2015-11-19	25.16	626.65
MRTX.O	MIRATI THERAPEUTICS	1995	2013-07-15	101.02	535.82
GLSI.O	GREENWICH LIFESCIENCES	2006	2020-09-25	3.77	526.60
KRTX.O	KARUNA THERAPEUTICS	2009	2019-06-28	33.50	524.18
AUPH.O	AURINIA PHARMACEUTICALS	2009	2000-02-25	15.72	466.80
ZLAB.O	再鼎医药	2013	2017-09-20	125.77	428.18
ARVN.O	ARVINAS	2013	2018-09-27	37.24	387.85
BTAI.O	BIOXCEL THERAPEUTICS	2017	2018-03-08	13.06	386.04
BHVN.N	BIOHAVEN PHARMACEUTICAL	2013	2017-05-04	50.94	385.60
IOVA.O	IOVANCE BIOTHERAPEUTICS	2007	2015-02-26	54.82	383.16
BEAM.O	BEAM THERAPEUTICS	2017	2020-02-06	51.67	375.36
IMAB.O	天境生物	2016	2020-01-17	42.59	373.52
VIR.O	VIR BIOTECHNOLOGY	2016	2019-10-11	79.78	346.72
ARNA.O	阿里纳制药	1997	2000-07-28	46.73	322.89
HZNP.O	HORIZON THERAPEUTICS	2010	2011-07-28	200.65	319.52
TPTX.O	TURNING POINT THERAPEUTI	2013	2019-04-17	56.80	307.99
ALLK.O	ALLAKOS	2012	2018-07-19	63.62	287.78
SWTX.O	SPRINGWORKS THERAPEUTIC	2017	2019-09-13	41.96	280.25
BPMC.O	BLUEPRINT MEDICINES	2008	2015-04-30	56.93	272.89
TGTX.O	TG THERAPEUTICS	1993	2005-10-07	59.19	266.89
IGMS.O	IGM BIOSCIENCES	1993	2019-09-18	26.84	259.79
AMRN.O	阿玛琳	1989	1993-04-01	26.21	256.61
SRRK.O	SCHOLAR ROCK	2012	2018-05-24	18.20	249.03
APLS.O	APELLIS PHARMACEUTICALS	2009	2017-11-09	36.48	243.34
XNCR.O	XENCOR	1997	2013-12-03	28.31	237.00
SGEN.O	SEAGEN	1997	2001-03-07	273.76	236.70
DNLI.O	DENALI THERAPEUTICS	2013	2017-12-08	86.10	234.73
KURA.O	KURA ONCOLOGY	2007	2015-11-05	18.13	233.33
PAND.O	PANDION THERAPEUTICS	2018	2020-07-17	17.77	232.60
KROS.O	KEROS THERAPEUTICS	2015	2020-04-08	14.92	226.05
BIVI.O	BIOVIE	2013	2020-09-18	4.47	221.32
RLMD.O	RELMADA THERAPEUTICS	2007	2019-10-10	5.41	204.23
VINCU.O	LIFESCI ACQUISITION	2018	2020-03-06	1.58	201.46
DMAC.O	DIAMEDICA THERAPEUTICS	2000	2018-12-07	0.42	195.81
XLRN.O	ACCELERON PHARMA	2003	2013-09-19	82.44	179.25
NTLA.O	INTELLIA THERAPEUTICS	2014	2016-05-06	38.44	173.57
AMTI.O	APPLIED MOLECULAR TRANSF	2016	2020-06-05	17.05	171.80

资料来源：Wind，东吴证券研究所

纳斯达克近10年、20年前50涨幅创新药公司

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

近10年涨跌幅排名

代码	全名	成立日期	上市日期	市值（亿美元）	涨幅（%）
ACAD.O	阿卡迪亚	1993	2004-05-27	78.38	3980.83
MRTX.O	MIRATI THERAPEUTICS	1995	2013-07-15	101.02	2749.93
ALNY.O	阿里拉姆制药	2003	2004-05-27	173.28	1402.03
ARGX.O	ARGENX	2008	2017-05-18	166.11	1337.74
NBIX.O	神经分泌生物科学	1992	1996-05-23	102.88	1333.38
FATE.O	FATE THERAPEUTICS	2007	2013-10-01	78.28	1255.29
KOD.O	KODIAK SCIENCES	2009	2018-10-04	64.45	1169.78
BGNE.O	百济神州	2018	2016-02-03	290.59	1029.94
PCRX.O	PACIRA BIOSCIENCES	2006	2011-02-03	31.93	947.01
SGEN.O	SEAGEN	1997	2001-03-07	273.76	910.77
HZNP.O	HORIZON THERAPEUTICS	2010	2011-07-28	200.65	893.55
RETA.O	REATA PHARMACEUTICALS	2002	2016-05-26	44.16	835.42
CRSP.O	CRISPR THERAPEUTICS AG	2013	2016-10-19	94.81	792.05
ARWR.O	ARROWHEAD PHARMACEUTICAL	1989	1993-06-16	82.68	790.35
JAZZ.O	爵士制药	2005	2007-06-01	94.65	753.86
ASND.O	ASCENDIS PHARMA AS	2006	2015-01-28	80.91	723.00
AXSM.O	AXSOME THERAPEUTICS	2012	2015-11-19	25.16	670.71
KRYS.O	KRYSTAL BIOTECH	2015	2017-09-20	15.55	641.45
XLRN.O	ACCELERON PHARMA	2003	2013-09-19	82.44	581.14
GLSI.O	GREENWICH LIFESCIENCES	2006	2020-09-25	3.77	526.60
KRTX.O	KARUNA THERAPEUTICS	2009	2019-06-28	33.50	524.18
CCXI.O	CHEMOCENTRYX	1997	2012-02-08	46.95	516.73
VRTX.O	福泰制药(VERTEX)	1989	1991-07-04	552.55	506.77
XNCR.O	XENCOR	1997	2013-12-03	28.31	490.77
HALO.O	奥洛兹美医疗	1998	2004-11-01	61.17	471.34
INSM.O	INSMED	1999	2000-06-01	36.44	467.06
ZLAB.O	再鼎医药	2013	2017-09-20	125.77	428.18
BPMC.O	BLUEPRINT MEDICINES	2008	2015-04-30	56.93	420.51
IONS.O	IONIS PHARMACEUTICALS	1989	1991-04-17	73.81	417.79
SUPN.O	SUPERNUS PHARMACEUTICALS	2005	2012-05-01	14.16	400.37
ARVN.O	ARVINAS	2013	2018-09-27	37.24	387.85
BTAI.O	BIOXCEL THERAPEUTICS	2017	2018-03-08	13.06	386.04
BHVN.N	BIOHAVEN PHARMACEUTICAL	2013	2017-05-04	50.94	385.60
BEAM.O	BEAM THERAPEUTICS	2017	2020-02-06	51.67	375.36
INCY.O	因塞特医疗	1991	1993-11-04	172.93	375.00
IMAB.O	天境生物	2016	2020-01-17	42.59	373.52
ARNA.O	阿里纳制药	1997	2000-07-28	46.73	367.15
VIR.O	VIR BIOTECHNOLOGY	2016	2019-10-11	79.78	346.72
IOVA.O	IOVANCE BIOTHERAPEUTICS	2007	2015-02-26	54.82	321.47
TPTX.O	TURNING POINT THERAPEUTICS	2013	2019-04-17	56.80	307.99
CPRX.O	CATALYST PHARMACEUTICALS	2006	2006-11-08	4.03	292.93
ALLK.O	ALLAKOS	2012	2018-07-19	63.62	287.78
SWTX.O	SPRINGWORKS THERAPEUTICS	2017	2019-09-13	41.96	280.25
IGMS.O	IGM BIOSCIENCES	1993	2019-09-18	26.84	259.79
KURA.O	KURA ONCOLOGY	2007	2015-11-05	18.13	257.14
SRRK.O	SCHOLAR ROCK	2012	2018-05-24	18.20	249.03
EGRX.O	EAGLE PHARMACEUTICALS	2007	2014-02-12	5.80	246.84
PTCT.O	PTC THERAPEUTICS	1998	2013-06-20	38.96	246.27
APLS.O	APELLIS PHARMACEUTICALS	2009	2017-11-09	36.48	243.97
RARE.O	ULTRAGENYX PHARMACEUTICAL	2010	2014-01-31	94.76	235.01

近20年涨跌幅排名

代码	全名	成立日期	上市日期	市值（亿美元）	涨幅（%）
ORMP.O	ORAMED PHARMACEUTICALS	2002	2004-03-09	2.38	4800.50
MRTX.O	MIRATI THERAPEUTICS	1995	2013-07-15	101.02	2749.93
ALNY.O	阿里拉姆制药	2003	2004-05-27	173.28	2364.23
SGEN.O	SEAGEN	1997	2001-03-07	273.76	1731.64
HALO.O	奥洛兹美医疗	1998	2004-11-01	61.17	1516.07
ARGX.O	ARGENX	2008	2017-05-18	166.11	1337.74
FATE.O	FATE THERAPEUTICS	2007	2013-10-01	78.28	1255.29
KOD.O	KODIAK SCIENCES	2009	2018-10-04	64.45	1169.78
BCLI.O	BRAINSTORM CELL THERAPEUTICS	2000	2003-05-09	1.45	1102.96
BGNE.O	百济神州	2018	2016-02-03	290.59	1029.94
PCRX.O	PACIRA BIOSCIENCES	2006	2011-02-03	31.93	947.01
HZNP.O	HORIZON THERAPEUTICS	2010	2011-07-28	200.65	893.55
JAZZ.O	爵士制药	2005	2007-06-01	94.65	847.77
RETA.O	REATA PHARMACEUTICALS	2002	2016-05-26	44.16	835.42
CRSP.O	CRISPR THERAPEUTICS AG	2013	2016-10-19	94.81	792.05
IONS.O	IONIS PHARMACEUTICALS	1989	1991-04-17	73.81	738.40
ASND.O	ASCENDIS PHARMA AS	2006	2015-01-28	80.91	723.00
AXSM.O	AXSOME THERAPEUTICS	2012	2015-11-19	25.16	670.71
KRYS.O	KRYSTAL BIOTECH	2015	2017-09-20	15.55	641.45
ACAD.O	阿卡迪亚	1993	2004-05-27	78.38	630.90
XLRN.O	ACCELERON PHARMA	2003	2013-09-19	82.44	581.14
BMRN.O	拜玛林制药	1996	1999-07-23	140.56	558.98
GLSI.O	GREENWICH LIFESCIENCES	2006	2020-09-25	3.77	526.60
KRTX.O	KARUNA THERAPEUTICS	2009	2019-06-28	33.50	524.18
CCXI.O	CHEMOCENTRYX	1997	2012-02-08	46.95	516.73
VRTX.O	福泰制药(VERTEX)	1989	1991-07-04	552.55	507.29
XNCR.O	XENCOR	1997	2013-12-03	28.31	490.77
ZLAB.O	再鼎医药	2013	2017-09-20	125.77	428.18
BPMC.O	BLUEPRINT MEDICINES	2008	2015-04-30	56.93	420.51
SUPN.O	SUPERNUS PHARMACEUTICALS	2005	2012-05-01	14.16	400.37
ARVN.O	ARVINAS	2013	2018-09-27	37.24	387.85
BTAI.O	BIOXCEL THERAPEUTICS	2017	2018-03-08	13.06	386.04
BHVN.N	BIOHAVEN PHARMACEUTICAL	2013	2017-05-04	50.94	385.60
BEAM.O	BEAM THERAPEUTICS	2017	2020-02-06	51.67	375.36
IMAB.O	天境生物	2016	2020-01-17	42.59	373.52
VIR.O	VIR BIOTECHNOLOGY	2016	2019-10-11	79.78	346.72
NBIX.O	神经分泌生物科学	1992	1996-05-23	102.88	342.46
IOVA.O	IOVANCE BIOTHERAPEUTICS	2007	2015-02-26	54.82	321.47
TPTX.O	TURNING POINT THERAPEUTICS	2013	2019-04-17	56.80	307.99
SIGA.O	SIGA TECHNOLOGIES	1995	1997-09-09	4.89	288.92
ALLK.O	ALLAKOS	2012	2018-07-19	63.62	287.78
SWTX.O	SPRINGWORKS THERAPEUTICS	2017	2019-09-13	41.96	280.25
UTHR.O	联合治疗	1996	1999-06-17	74.47	263.43
IGMS.O	IGM BIOSCIENCES	1993	2019-09-18	26.84	259.79
KURA.O	KURA ONCOLOGY	2007	2015-11-05	18.13	257.14
SRRK.O	SCHOLAR ROCK	2012	2018-05-24	18.20	249.03
EGRX.O	EAGLE PHARMACEUTICALS	2007	2014-02-12	5.80	246.84
PTCT.O	PTC THERAPEUTICS	1998	2013-06-20	38.96	246.27
APLS.O	APELLIS PHARMACEUTICALS	2009	2017-11-09	36.48	243.34
RARE.O	ULTRAGENYX PHARMACEUTICAL	2010	2014-01-31	94.76	235.01

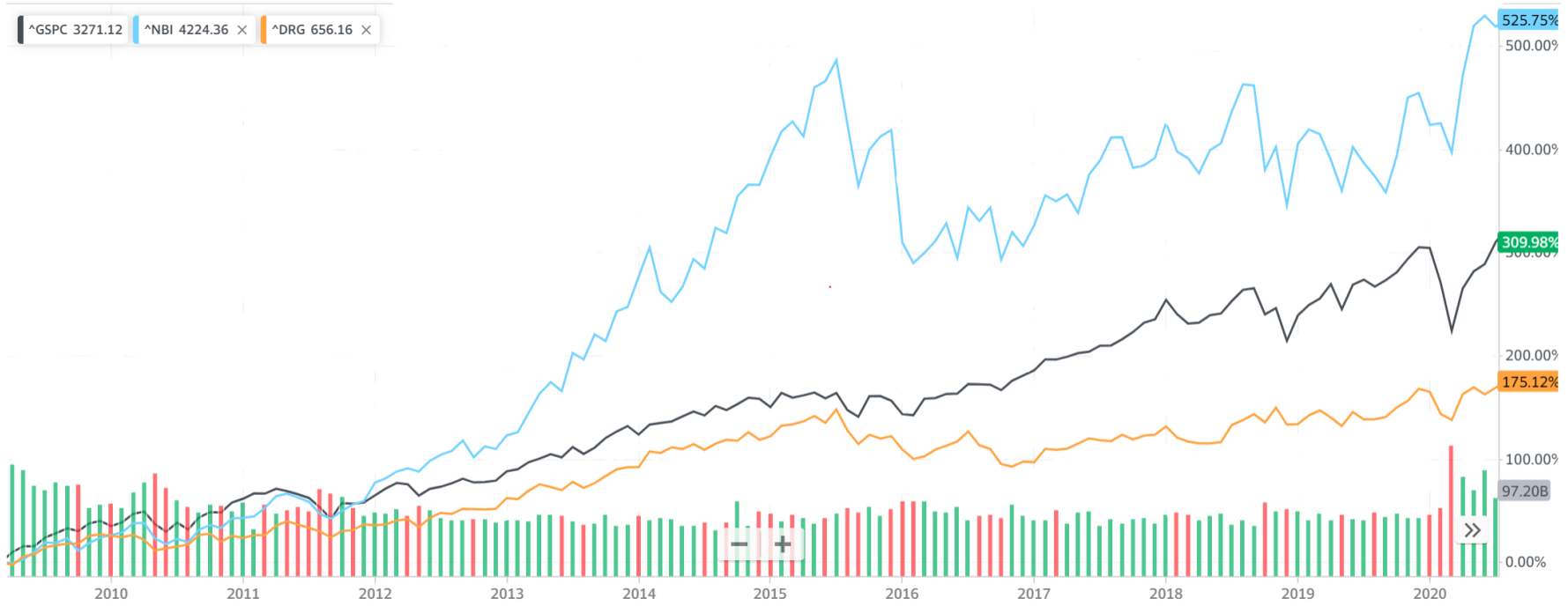
资料来源：Wind，东吴证券研究所

标的选择方法——先新后大

- 美国生物医药股中，涨幅最大的是大市值公司还是小的Biotech呢？——中国不一定会先出现日本武田制药，但是可能先出现基因泰克类的创新公司，即先新后大。对应二级市场，则炒新不炒旧。

- 纳斯达克生物技术指数（NBI）包含了170家公司，针对的是中小型创新型生物技术公司，而标普药企行业指数（DRG）包含的176家公司主要是传统型在研管线较多的大型药企。根据近10年上述两个指数的走势可以发现，中小型生物技术公司的走势较强，原因是这些公司所拥有的技术代表未来的产业趋势。

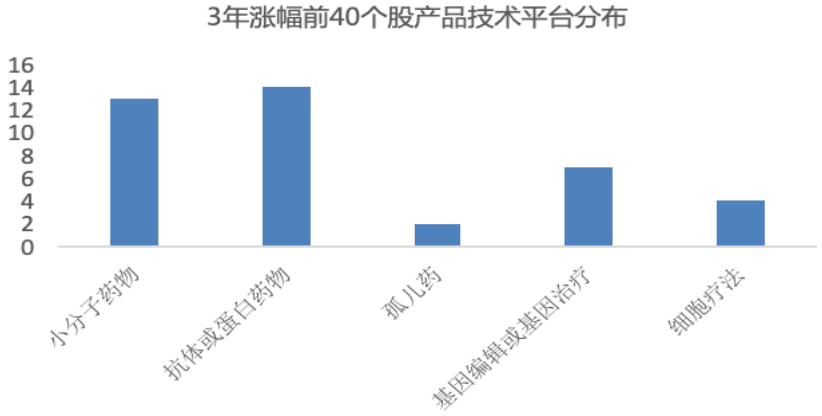
2010-2019年美国纳斯达克生物技术指数（NBI）与标普药企行业指数（DRG）的走势对比

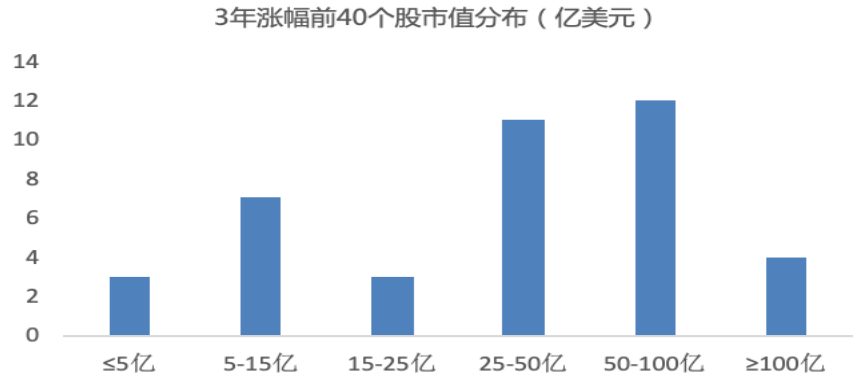


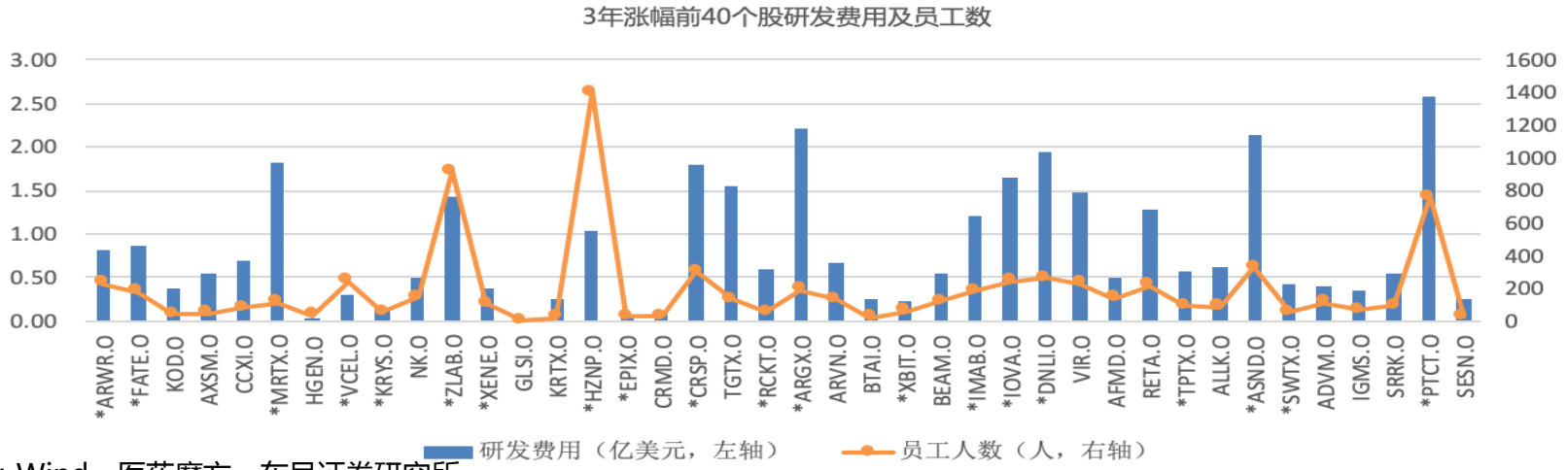
资料来源：Wind，东吴证券研究所

近三年涨幅前40公司特点：历史没有新鲜事

- 近三年涨幅前40的Biotech，平均成立周期13年，中位成立年份为2009年，85%的公司高管具备Big pharma从业背景或科学家背景。平均员工数189人、平均研发费用0.83亿美元（2019年数据）。市值区间以25~100亿为主。
- 涨幅前40的个股，主要是聚焦抗体或蛋白药物、小分子药物或基因编辑/基因治疗类公司，且大部分公司的产品都已经进入II或临床晚期。





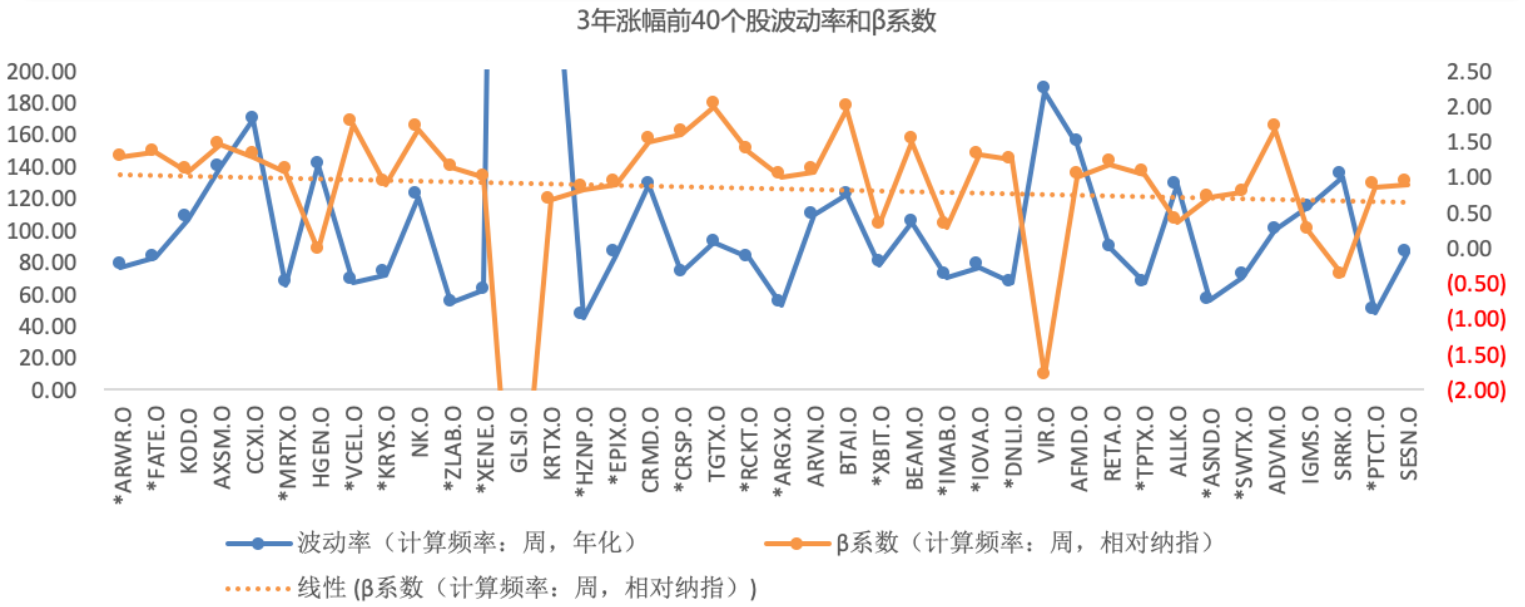


资料来源：Wind，医药魔方，东吴证券研究所

涨幅前40公司引申结论：方向、阶段、信仰

- β系数：去掉一个异常值，39支个股的平均β系数为0.98，即基本**吻合纳指的走势。**
- 剔除一个异常值，寻找波动率在**80~85以内**的个股，符合条件的有20支，占比51.28%，个股的波动性比较大。
- 结论：
  - 技术驱动，科技更迭。——“方向”
  - 产业分工有序，Biotech完成机制发现和概念验证， Big pharma完成临床开发和商业化。——“阶段”
  - Biotech股价波动性较大。——“信仰”

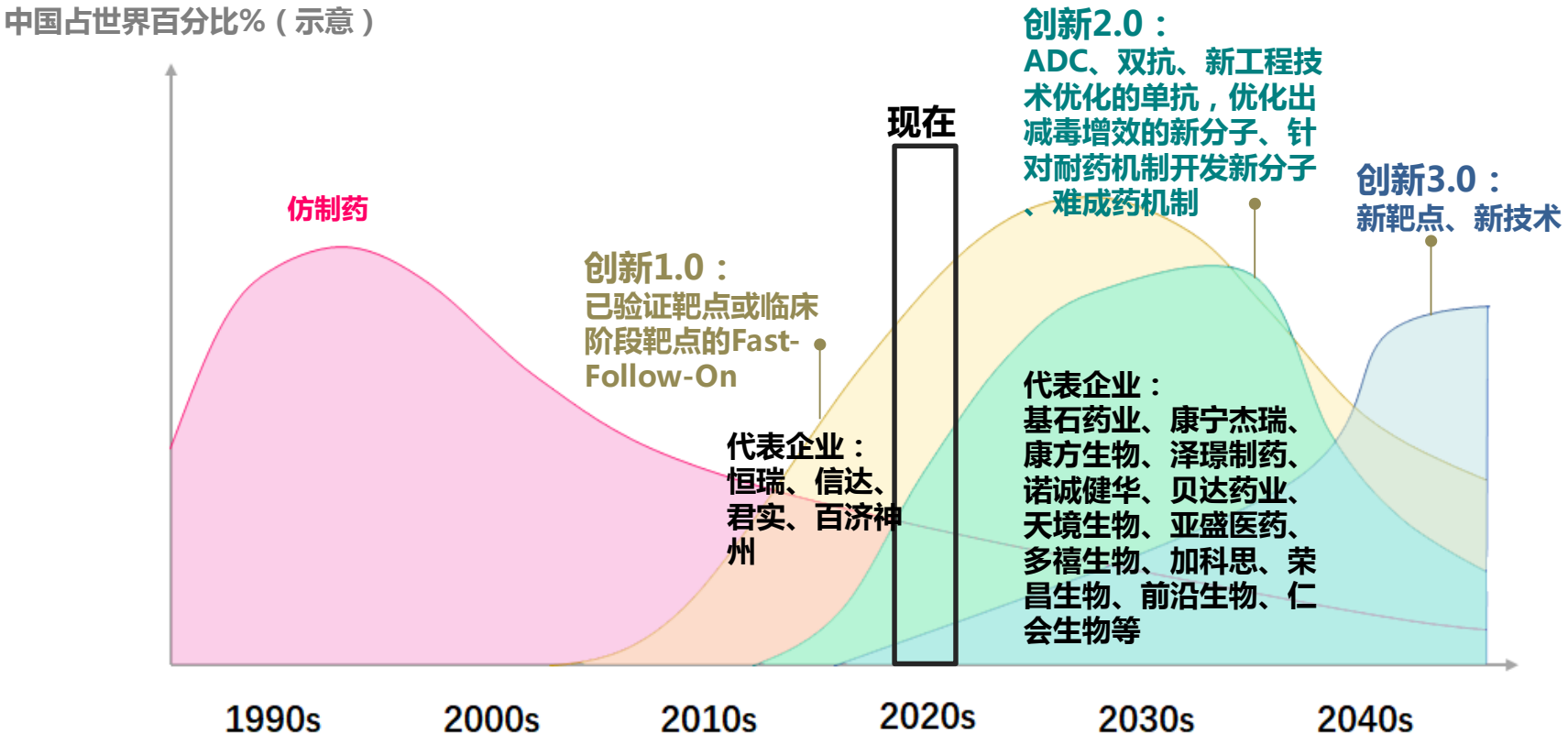
近三年纳斯达克涨幅前40Biotech公司的波动率与β系数(数据截止2021年2月)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

创新药的价值来自哪里

创新药公司价值曲线



资料来源： 波士顿咨询《中国医药创新之路》，东吴证券研究所

创新药开发&投资策略

- **优质Biotech公司产品开发路径：**

① 快速审批单臂临床试验实现注册上市；——临床团队执行效率

② 针对大适应症的突破；——靶点和适应症的选择

③ 产业布局正确；——即实现管线内的联用及对某疾病不同阶段治疗方案的持续布局

④ 具备国际化的潜力。——全球首创&靶点新颖性&开发速度

- **对于Biotech公司投资的误区**：

① 估值不是最核心的决策因素，品种的首创性和开发路径是最先考虑的；

② 无需关注Biotech公司的商业化能力，产业分工决定了靶点的领先性和概念验证才是胜出的关键；

③ 投资Biotech公司没有一次买到量的，只关注到β属性是片面的，Biotech公司的股价走势是典型的催化剂驱动型（临床数据、BD合作、产品NDA/BLA），具有弹性大且波动性大的特点，从纳斯达克近3年涨幅前40的Biotech公司看，波动率较大的占比近一半，因此只有Biotech产品发展到一定阶段、产生一致预期股价才会产生质的飞跃；

④ 投资创新药无需过分关注国内创新药价格，从长期看Fast-Follow的品种始终处于降价通道，价格的对冲因素是适应症范围和商业化能力，首创或领先的创新药品种更多要关注国际市场的交易对价。

结论：重点推荐三大标的，恒瑞医药、信达生物、亚盛医药；建议关注：贝达药业、康方生物、百济神州、君实生物、荣昌生物、加科思、基石药业。

创新药已覆盖标的（深度报告）：恒瑞医药、信达生物、亚盛医药、康宁杰瑞、诺诚健华、万泰生物、亿帆医药

创新药深度报告集锦

创新药已覆盖标的（深度报告）：恒瑞医药、信达生物、亚盛医药、康宁杰瑞、诺诚健华、万泰生物、亿帆医药

东吴医药团队已发布创新药公司深度报告

报告发布时间	公司名称	股票代码	报告题目
2020.12.30	恒瑞医药	600276	恒瑞医药：全球视野下的创新工匠
2021.01.05	信达生物	1801.HK	创新药管线布局前瞻，肿瘤免疫疗法行业龙头
2021.01.21	亚盛医药	6855.HK	精于蛋白-蛋白相互作用的小分子雕饰家
2021.02.23	康宁杰瑞	9966.HK	行业领先的双特异性抗体平台领跑者
2021.02.23	诺诚健华	9969.HK	不断进击的创新药新贵，构筑BTK抑制剂新格局
2020.12.05	万泰生物	603392	止于至善的基因工程技术领跑者
2020.11.10	亿帆医药	002019	创新药迎来收获期，制剂等主业稳健增长

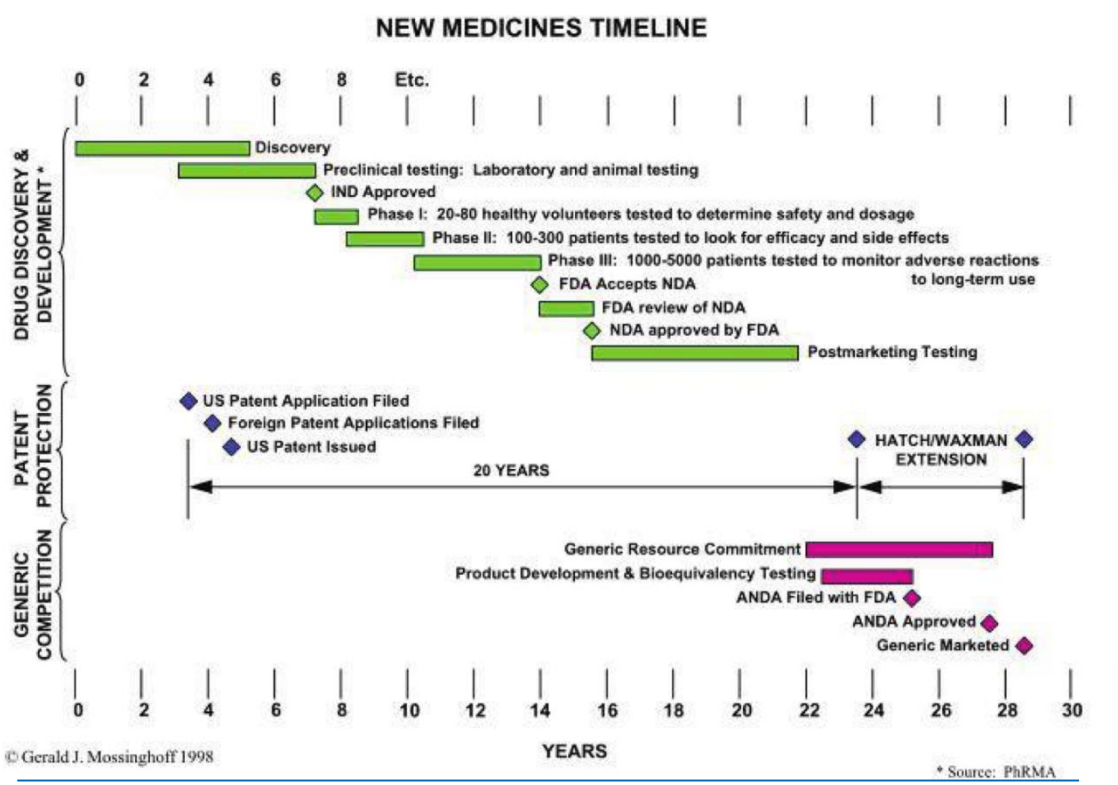
资料来源： 东吴证券研究所整理

三、三个维度寻找特色原料药投资机会

维度一：丰富管线，下游产品生命周期揭示原料药企成长性

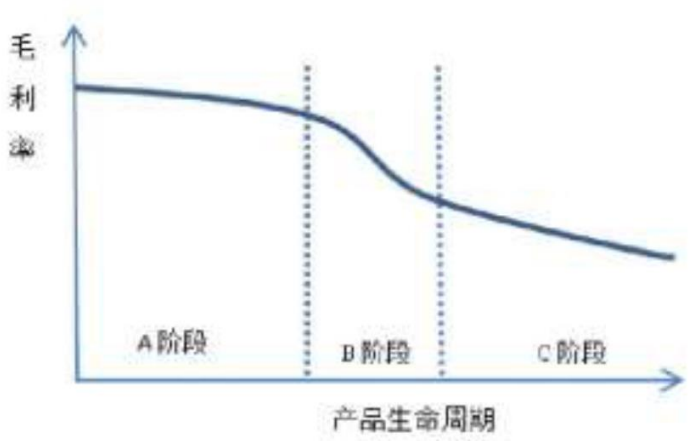
- **特色原料药放量情况主要取决于下游仿制药生命周期，放量的关键节点是专利期后的前几年。**专利期过期后的3-5年，仿制药能够快速放量（行业增速10%-50%）带动原料药需求高增，然后进入缓慢增长期（行业增速5-10%）。而对于刚过专利期过期节点的难仿药，特色原料药厂商不仅能获得竞争环境相对宽松的竞争格局，而且能够依靠产业链议价权获得较高的产品定价权。

药物生命周期



资料来源：PhRMA，东吴证券研究所

不同类型原料药毛利率情况



资料来源：美诺华招股书、东吴证券研究所

维度一：丰富管线，下游产品生命周期揭示原料药企成长性

- **我们认为原料药生命周期可以分为以下四个阶段，具体品类方面：**
- 注册导入期：处于专利药专利悬崖期，主要包括列汀类、列净类、沙班类等。
- 快速放量期：处于专利到期后3-5年，这类原料药主要包括碘造影剂、芬净类、玻尿酸、部分培南类、替格瑞洛等
- 缓慢增长期：处于专利到期后5-10年，主要包括沙坦类、激素类、部分精神类药物、肝素等原料药。
- 平台期和衰退期：处于专利到期后10年以上，主要包括普利类、恩替卡韦、头孢类药物等。下游需求相对固定，行业增速主要依靠价格上涨带动。

处于导入期和快速放量期的主要仿制药品种及原料药供应厂商

生命周期	类型	主要产品	主要适应症	原研	全球销售规模（美元）	国内仿制药厂商	国内原料药厂商
导入期	DPP4抑制剂	西格列汀	II型糖尿病	默沙东	约40亿	正大天晴、东阳光等	美诺华（待验证）
		维格列汀		诺华	约12亿	北京泰德、南京圣和、齐鲁制药等	美诺华、奥翔药业（研发）、天宇股份
		沙格列汀		阿斯利康	约7亿	江苏奥赛康、正大天晴等	
	SGLT-2抑制剂	恩格列净	II型糖尿病	勃林格英格翰	约34亿	豪森、科伦药业等	
		卡格列净	II型糖尿病、糖尿病肾病	强生	约7亿	豪森、正大天晴等	天宇股份（待验证）
		达格列净	II型糖尿病、慢性心衰	阿斯利康	约3亿		美诺华（待验证）、奥翔药业（待验证）
	口服抗凝药，Xa因子抑制剂	利伐沙班	静脉血栓	拜耳	69亿，其中强生美国区销售23亿	正大天晴、石药欧意、扬子江等	美诺华（待验证）、天宇股份
		阿哌沙班		BMS/辉瑞	121亿	豪森、正大天晴、科伦药业等	奥翔药业、天宇（待验证）、美诺华（研发）
快速放量期（10%-50%）	碘造影剂	碘海醇	X线造影	GE	约12亿	扬子江、北陆药业等	司太立、昂利康、北陆药业等
		碘克沙醇		GE	约6亿	扬子江、恒瑞等	司太立
		碘帕醇		博莱克信谊	约7亿	北陆药业	司太立
	棘白菌素类抗真菌抗生素	卡泊芬净	抗真菌感染	默沙东	约5亿（国内18亿人民币）	恒瑞、正大天晴等	博瑞医药
		米卡芬净		安斯泰来	约3亿（国内6亿人民币）	海正药业、豪森等	博瑞医药
		阿尼芬净		辉瑞	约1亿	海正药业	博瑞医药
缓慢增长及衰退期原料药							
缓慢增长期（5%-10%）						沙坦类、他汀类、激素类、卡马西平、肝素等	
平台和缓慢衰退期(<5%)						普利类、恩替卡韦、头孢侧链、大宗原料药	

资料来源：药智网，药物在线，各公司年报，各公司官网，东吴证券研究所整理

- **因此，对原料药供应商而言，加强研发投入不断丰富自身产品管线是获得成长性的关键因素。**以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，向处于快速放量期的品种延伸，尤其在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。

美诺华研发及待验证品种

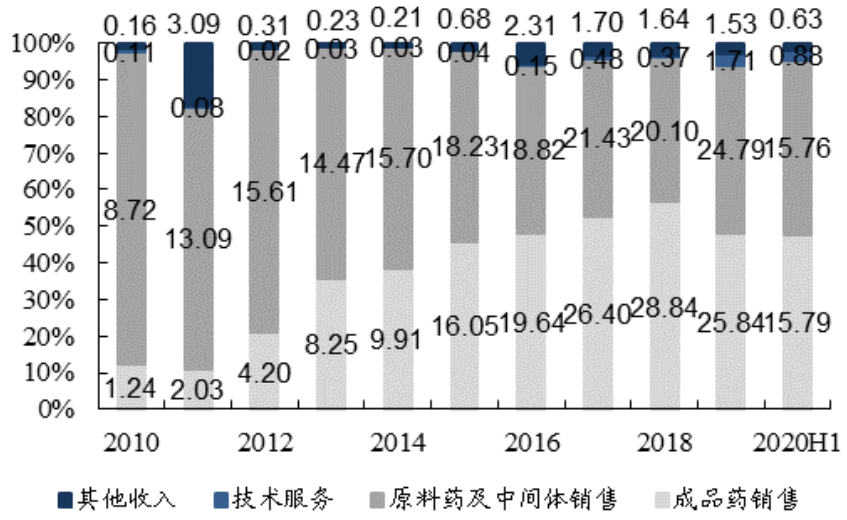
原料药	治疗领域	状态	规格	文件
培哚普利精氨酸盐	降血压和心力衰竭	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
埃索美拉唑钠	消化道	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
达比加群酯甲磺酸盐	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替格瑞洛	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
利伐沙班	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
阿哌沙班	抗凝血	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
沙芬酰胺	帕金森	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
阿格列汀苯甲酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
西他列汀磷酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
达格列净	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦酯富马酸盐	抗病毒	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦艾拉酚胺	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
维帕他韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
索菲布韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
盐酸厄洛替尼	抗肿瘤	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
索拉菲尼	抗肿瘤	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
雷西纳德	降尿酸	待验证	In house (ICH)	EDMF plan

资料来源：美诺华官网，东吴证券研究所

维度二： 纵向拓展，制剂一体化及权益分成打开增长空间

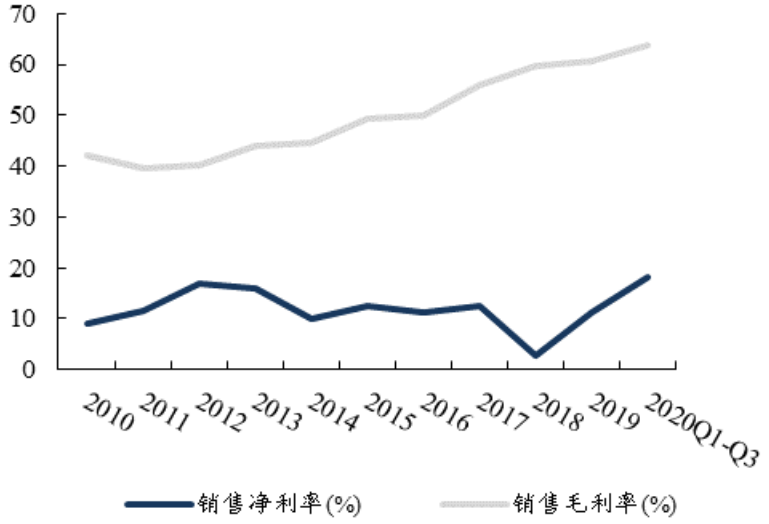
- 如前所述，在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向。而对于原料药企业，一致性评价与带量采购政策大幅降低了原料药企业销售端门槛，缩减企业销售费用，放大原料药企业生产端优势。“赢者通吃”的游戏规则引导具有生产优势的原料药企业向下游制剂延伸，以量换价，抢占市场份额。
- 以华海药业为例，公司缬沙坦片、氯沙坦钾片、厄贝沙坦片、盐酸帕罗西汀片等制剂上市，销售规模占总收入的比由2010年的12%提升至2020H1的48%，产品结构改善带动公司盈利能力不断攀升，毛利率与净利率分别由2010年的42%和9%提升至2020Q1-Q3的64%和18%，带动公司业绩持续向好。

华海药业制剂收入占比持续提升



资料来源：wind，东吴证券研究所

华海药业毛利率与净利率不断攀升

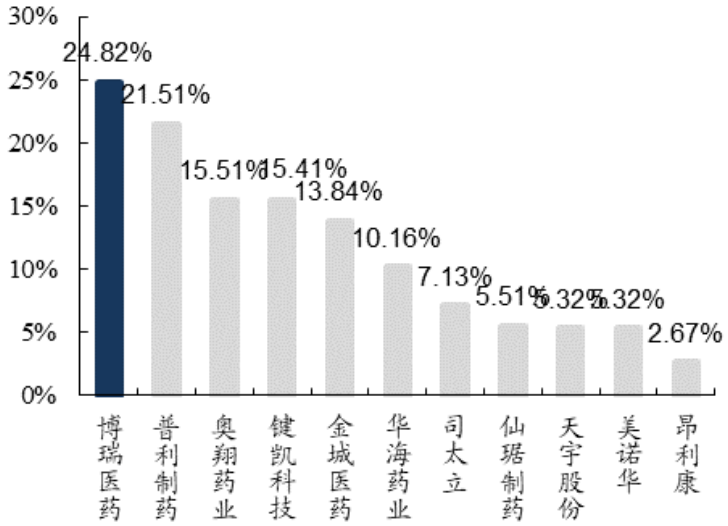


资料来源：wind，东吴证券研究所

维度二： 纵向拓展，制剂一体化及权益分成打开增长空间

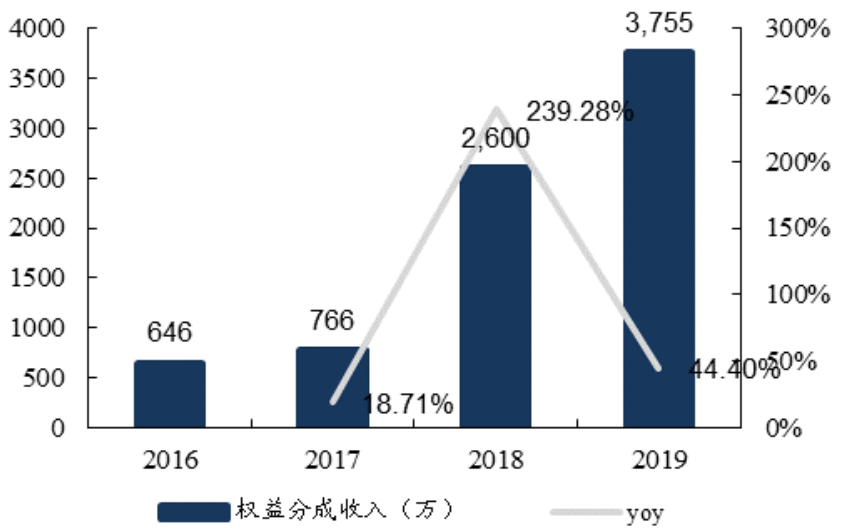
- **此外，部分原料药企业通过纵向拓展，还可参与下游制剂销售分成，增厚业绩。**
- 如博瑞医药2019年研发投入达1.25亿，占总收入的比达24.82%，为行业内最高，是典型原料药制剂一体化的创新驱动公司。公司依靠发酵半合成、多手性、靶向高分子偶联和非生物大分子技术平台建立了技术优势，与下游药企分享卡泊芬净、米卡芬净和吡美莫司等药物的销售收入。2019年博瑞医药实现权益分成收入3755万，近三年复合增速达80%，体现了公司极强的产业链话语权。

博瑞医药研发投入占营收的比行业居前(2019年)



资料来源：wind，东吴证券研究所

博瑞医药权益分成收入

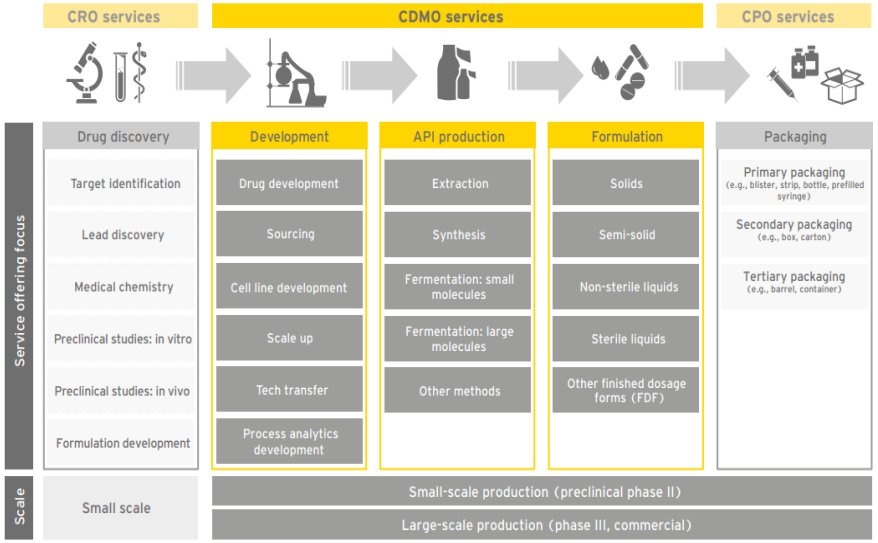


资料来源：wind，东吴证券研究所

维度三： 转型CDMO，技术平台驱动业绩增长

- 从产业链来看，CMO/CDMO上游为精细化工行业，下游客户是医药公司，与特色原料药行业产业链极为相似，特色原料药企业向CMO/CDMO拓展具有一定的天然优势。但同时，由于CDMO企业主要承接上游研发服务需求，属于平台型服务模式，对企业研发与技术能力有一定要求。
- 我国CDMO行业正处于高速发展阶段，据Frost & Sullivan测算，2018年我国CDMO市场规模约为24亿美元，2014-2018年CAGR为19.8%，而2018-2023年市场规模复合增速预计将提至28.9%。我们认为有能力向CMO/CDMO拓展的原料药企业成长空间将进一步打开。

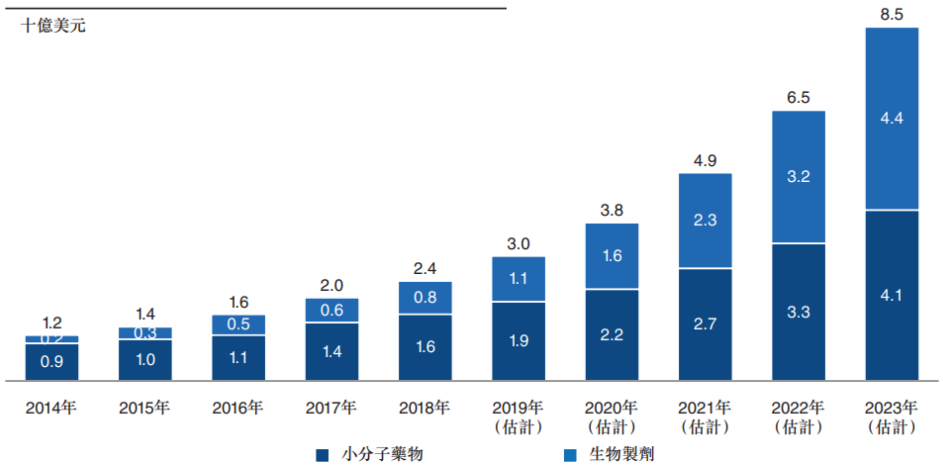
CDMO价值链传递



资料来源：Ernst & Young，东吴证券研究所

中国CDMO市场规模及增长率

複合年增長率	小分子藥物	生物製劑	總計
2014年至2018年	14.1%	38.9%	19.8%
2018年至2023年（估計）	20.8%	41.0%	28.9%



资料来源：Frost & Sullivan，康龙化成招股书，东吴证券研究所

维度三： 转型CDMO，技术平台驱动业绩增长

- 目前，原料药企业向CDMO转型的成功案例是九洲药业。公司通过重点打造“瑞博”品牌，逐渐建立手性催化、连续化反应与氟化学三大技术平台，不断提升自身研发能力，并通过收购苏州诺华工厂承接重磅专利药品种API供应，深度绑定诺华。2020H1，公司实现CDMO业务收入4.36亿元，同比增长136.16%，CDMO业务实现跨越式发展。对比九洲药业与其他CDMO公司，公司在研发、生产能力方面均已不落后，正逐步从原料药公司向CDMO顶尖梯队靠拢。

九洲药业与可比公司CDMO业务关键指标对比

	九洲药业	凯莱英	合全药业（2018）	博腾股份
CDMO业务收入（亿元）	20.17(CDMO 7.57)	24.6	27.06	15.51
毛利率	34.84%(CDMO 42.61%)	45.50%	41.45%	37.84%
净利率	11.75%	22.51%	22.09%	11.58%
研发能力				
研发人员数量	496	1838	1508	393
研发人员占比	16.54%	47.86%	40.36%	18.92%
研发投入（万元）	9450（API：3026+CDMO：6424）	19252	14841	12255
研发投入占总收入的比例	4.69%（API：2.99%+CDMO：8.49%）	7.83%	5.48%	7.90%
生产能力				
订单数量	378	549	693	384
其中：商业化订单数量	11	24	16	49
FDA历史审查（Drug Quality Assurance）结果	九洲：3次VAI，1次OAI 苏州诺华工厂：3次NAI	5次NAI，4次VAI	3次NAI，1次VAI	2次VAI
产能	-	反应釜体积>2300m3	-	1186m3
14-19年营收/固定资产回归系数	0.57	2.01	1.13	0.43

资料来源：公司公告，FDA，东吴证券研究所。注：除合全药业为2018年数据外，其他公司为2019年

原料药板块观点重申和推荐标的

➢ **2021年战略性看好原料药板块的行业性机会**

- **政策利好：**政策免疫或利好，原料药是医药产业中国际化最强的子产业，大部分原料药公司收入来自海外，不受制于国内医保控费，相反集采弱化了产业链中销售的作用，原料药公司可以借助集采向制剂延伸产业链并大幅提高收入，是集采政策的受益者。
- **制造崛起：**原料药本质上是制造业，中国在成本、技术、客户响应等方面具备全球竞争优势。国内具备能够低成本生产出满足美国FDA、欧盟CE认证的医药产业“芯片”的原料药，新冠疫情对全球产业链压力测试、凸显国内原料药产业地位。原料药近年来竞争格局良好，因此产品盈利稳定性较强。2020年部分原料药公司完成再融资，为未来2-3年高增长提供产能，需求稳步向上的前提下产能增加保障了业绩持续较快增长。
- **估值优势：**截止2021年4月1日，原料药板块PE（TTM）为36倍，低于近十年历史估值均值40倍及中位数36倍，处于48%的历史估值分位点。且特色原料药企业近年来复合净利润增速高，估值增速性价比高。

➢ **选股思路：**

- **下游制剂产品处于生命周期**：特色原料药放量的关键节点是专利期后的前几年。选取处于产品导入期和快速放量期的沙班、芬净、碘造影剂、列汀类等。
- **纵向是否具备进入下游制剂快速做大收入的能力**：对于原料药企业，一致性评价与带量采购政策大幅降低了原料药企业销售端门槛，具备成本优势的原料药企业进入制剂领域可以大幅提高收入。
- **横向是否可以进入专利原料药（CDMO）提高自身的盈利水平**：发展CDMO业务极大提高了企业的收入与盈利质量。

➢ **投资建议：**1）平台型公司：推荐华海药业，关注普洛药业；2）原料药制剂一体化：推荐博瑞医药，关注司太立；3）转型CDMO领域：推荐九洲药业、美诺华，关注奥翔药业；4）特色细分领域：关注天宇股份。

➢ 风险提示：1）汇率波动风险；2）受到监管及环保处罚的风险；3）产能扩张过快出现供大于求的风险。

四、2021年4月医药行业投资策略及标的

核心观点

三月医药指数走势前低后高，三月下旬医疗服务、CXO及医美等为代表的医药高景气、高成长标的在市场相对低迷的背景下反弹较为强烈。四月进入2020年年报和2021年一季报密集发布期，业绩增长是本月的投资焦点，也是股价的最大催化剂。因此，我们四月核心策略就是寻找一季报以及全年高增长的标的。

细分板块来看：1）CXO：行业高景气叠加中国企业能力日渐突出，预计药明康德、泰格医药、凯莱英等公司2021Q1业绩增速均维持在约50%水平，全年30-40%增长，如九洲药业、昭衍新药、药石科技、博腾股份等公司有望实现更快增长；2）医疗服务：疫情消退后就诊不再受限制，医疗服务消费需求得到快速释放，预计爱尔眼科、通策医疗2021Q1业绩增速相比于2019Q1增速在50%-60%左右。3）生长激素：2020年新患入组受疫情影响较大，随着疫情对新患入组的影响基本消除，预计长春高新一季度业绩增速实现高速增长；4）疫苗：刚需品种，HPV、四联苗等核心品种市场需要旺盛，新冠疫苗开始兑现业绩，预计智飞生物、康泰生物、万泰生物业绩2020Q1均有望实现快速增长；5）医疗器械：2020Q1受疫情影响，设备类公司订单旺盛业绩增长较快，我们预计迈瑞2021Q1业绩增速在25%左右，IVD类公司2020Q1略受疫情影响，我们预计2021Q1业绩有望恢复到高增长水平。

■ **具体配置思路**

- 创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、九洲药业等；
- BIOTECH类创新药：康方生物、信达生物、亚盛医药等；
- 原料药领域：普洛药业、司太立、美诺华等；
- 疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 医疗服务领域：通策医疗、爱尔眼科、信邦制药等；
- 药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；
- 医美领域：爱美客、华熙生物等；
- 医疗器械领域：肿瘤早筛，诺辉健康等；眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗；IVD：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、心通医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

➢ 【投资组合】**恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、智飞生物、九洲药业、信邦制药、美诺华。**

➢ 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

推荐标的：智飞生物

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- 自产和代理品种市场空间巨大。1）三联苗和结核防治产品线均为10亿利润量级重磅产品。结核预防产品线：为全球首创，结核病防治市场空间巨大，微卡疫苗+EC有望成为重磅品种，预计2025年净利润达到15亿元。AC-Hib三联苗：预计2025年净利润达到10亿元；2）短期内HPV和五价轮状疫苗等代理品种将驱动公司业绩爆发。公司销售能力为国内疫苗企业中最强，覆盖接种点网络最广，国内HPV疫苗渗透率目前依然较低，国产HPV上市短期内对公司影响较小，预计未来3年代理HPV仍供不应求，预计2021年峰值净利润36亿元；五价轮状疫苗：目前正快速放量，预计2023年利润峰值5亿元。
- 研发管线进度不断推进，2020年将迎来众多催化剂。公司管线中有多个重磅产品：1）新冠疫苗三期临床稳步推进中；2）15价肺炎疫苗：已经进入三期临床，该产品目前为国内最高价，预计为10亿净利润量级产品；3）人二倍体狂犬疫苗：预计2021报产，利润峰值有望超过5亿元；4）四价流感疫苗：预计2021年有望报产；5）四价流脑结合疫苗：预计2021年进入三期临床；6）四家诺如病毒疫苗：临床准备中，全球独家产品；7）组分百白破：临床准备中；
- 长期看好公司发展趋势。公司为国内研发能力与销售能力兼备的疫苗龙头之一，目前正处于代理产品在国内爆发增长以及重磅自研产品即将进入兑现期的关键时间节点，同时在目前疫苗行业集中度提升趋势已基本确定的大背景下，无论是短中期还是长期，坚定看好公司会不断做大做强，成为国内疫苗行业崛起的领军者和最大受益者之一。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021、2022年归母净利润分别为42.8、56.1亿元，当前市值对应PE为68、52倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败的风险；市场竞争加剧的风险。

推荐标的：长春高新

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- 生长激素：国内儿童市场空间巨大，拓展成人市场后有望进一步扩大，核心子公司金赛为国内生长激素龙头，优先享受行业成长红利。生长激素儿童市场有五大特点：1）矮小为统计学概念，潜在患者数量多；2）生长激素为替代治疗，矮小症最好、最安全治疗手段；3）类似慢病用药，患者粘性高；4）院内首诊院外拿药，不受医保控费影响；5）剂型持续升级，类同消费升级。2019年国内儿童市场规模60亿元左右，考虑目前用药渗透率后市场仍有数倍成长空间，若再考虑成人市场（参考国际市场），未来空间将进一步扩大。
- 自研+引进，在研产品管线有多个重磅产品，中长期成长态势明确。1、重组蛋白：重组促卵泡素，辅助生殖用，预计为10亿量级重磅产品；2、疫苗：a）鼻喷流感疫苗：已上市，新冠疫情下2021年显著贡献业绩；b）带状疱疹疫苗：临床三期，国内进度最快，为国家急缺疫苗，重磅产品；c）投资新型疫苗研发平台，布局肺炎结合疫苗；d）与俄罗斯FORT相互许可麻腮风和水痘疫苗，可布局麻腮风水痘四联苗；3、单抗及生物类似物：a）投资冰岛安沃泰克生物类似物研发平台，7个生物类似物在研；b）与美国Amesino合作共同开发双特异性抗体平台，该领域未来市场空间巨大；c）与珠海泰诺麦博生物合作开发全人源化抗狂犬病毒单克隆抗体；d）自研重磅产品金妥昔单抗和金纳单抗，临床稳步推进；4、新型制剂：a）引进5%利多卡因透皮贴片等；b）布局口服剂型，生长激素从注射向口服升级；c）开发长效微球平台，布局下一代长效剂型。

盈利预测与投资建议

- 暂不上调业绩预期，我们预计2021-2022年业绩为41.1/52.9亿元，当前市值对应PE分别为45/35倍，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素放量不及预期的风险。

推荐标的：药明康德

投资逻辑

- **业绩持续高增长，各业务板块齐头并进。**公司2020年实现营收165.35 亿元，同比增长28.46%，核心业绩指标经调整的non-IFRS归母净利润35.65亿元，同比增长 48.1%。分业务看，2020年中国区实验室业务实现收入85.46亿元（+32.02%），安评业务快速发展，同比增长74%，灵活的商业模式下药物发现FFS收入同比增长超35%；CDMO业务实现收入52.82亿元（+40.78%），截止2020年末拥有小分子项目超1300个（其中575个为新增，35个为外部II/III期引入），服务于全球14%的临床阶段小分子创新药。项目漏斗中III期临床阶段项目45个，商业化项目28个；美国区实验室业务实现收入15.17亿元（-2.96%），截止年末拥有36个细胞和基因治疗项目（12个为II/III期），预计21年将有2-3个项目包括自体和异体细胞疗法产品进入BLA阶段；CRO业务受疫情影响实现收入11.69亿元（+9.98%），逐季边际向好，CDS与SMO业务领涨，在手订单分别同比增长48%与41%。
- **中国CXO龙头，全球稀有的一体化端到端新药研发平台标杆。**小分子药物发现领域是公司传统优势领域，Hits、DEL（截止2020年化合物分子约900亿个）等平台对下游进行有效导流，药物分析与测试平台WIND整合API合成、制剂开发、药效等环节，加速客户新药研发流程，2020年签约100个服务项目；CDMO 领域，合全药业订单充足配合产能扩张，新增常州基地产能在高活性原料药、寡核苷酸和多肽等领域大幅提高公司能力，高增趋势清晰可见；临床CRO方面公司加快布局，截至2020年末SMO与CDS团队分别扩充至3300余人和约800人，未来发展潜力大。公司逐步强化人才、技术、管理、客户等全方位竞争优势，长尾客户战略下2020年新增客户1300+，活跃客户4200+，前十大客户保留率100%，有效赋能全球药企及Biotech公司，未来龙头地位稳固。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为36.8、48.8、63.9亿元，当前市值对应PE为98、74、56倍，经调整non-IFRS未来三年有望实现33%复合增长，维持“买入”评级。

风险提示：研发收益低于预期，产能扩张不及预期等。

推荐标的：迈瑞医疗

投资逻辑

- 迈瑞医疗作为全球TOP35医疗器械公司，近10年研发投入营收比例超过10%，累计投入达75亿元，公司在多个领域保持了国内领先地位，三大产品线均处于国内龙头地位，其中监护、彩超等产品在全球范围内有较强竞争力，近年来通过持续的研发投入实现了产品高端化突破，2020H1研发投入9亿元，同比增长28%，研发投入力度进一步加大，三大领域的高端产品持续突破，并积极开拓微创外科等新领域，中长期发展基础越发牢固。另一方面，从2008年开始开启了多元化和国际化步伐，目前公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。
- 生命信息与支持业务高速增长，IVD和医学影像逐步恢复：新冠疫情带来国内外市场对监护仪、呼吸机和输注泵的需求量大增，拉动生命信息与支持业务整体大幅增长，预计前三季度收入增速在50%左右；尽管国际市场常规试剂业务因疫情影响下滑，但是新冠抗体试剂收入大幅增长，加上国内常规试剂业务逐步恢复，预计前三季度体外诊断业务收入增速在10%左右；医学影像业务方面，国内销售基本恢复正常，预计前三季度医学影像业务增速在5%左右。
- 疫情提升公司品牌竞争力，高基数下未来增长可期：国内市场方面，疫情使得顶级医院对公司产品有了更深的认知，缩短了公司市场推广周期，促使公司产品加快了进口替代的步伐；国际市场方面，公司在此次疫情引发的应急采购中大量拓展了海外高端客户群，迅速提升了公司的品牌影响力，并且将带动生命信息与支持业务和体外诊断业务、医学影像业务协同发展。我们认为，此次疫情将进一步提升公司在国内外市场的品牌竞争力，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

盈利预测与投资建议

- 预计2020-2022年归母净利润为65.66亿元/80.97亿元/97.75亿元，当前市值对应PE为75倍/61倍/51倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品销量或低于预期的风险，汇兑损益超预期的风险等。

推荐标的：恒瑞医药

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- 重点关注：多款重磅产品卡瑞利珠单抗、氟唑帕利、吡咯替尼、阿帕替尼、硫培非格司亭等获批、且陆续进医保，进入放量收获期，未来3年公司业绩增长有望提速；公司国际化战略加码，PD-L1/TGF-β、URAT、JAK1、AR、CDK4/6、PCSK9、BTK等靶点均申报FDA临床，且研发进展处于全国领先；业绩有保障，股权激励要求：2020年、2021年、2022年公司净利润增长率分别不低于20%、42%、67%。
- 公司重磅产品卡瑞利珠单抗产品进入医保目录，销售峰值有望成为200亿以上大品种。1）公司卡瑞利珠单抗顺利进入国家医保，覆盖四个适应症：一线非鳞非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌和二线经典性霍奇金淋巴瘤，其中前三个适应症是本次医保谈判中唯一进入医保支付的癌种； 2）依靠六大核心逻辑：获批适应症广、适应症拓展快、医保准入加快进院速度、患者自费负担低、商业化团队重塑、治疗线数前移，预计2021年卡瑞利珠单抗将获得销售收入90亿元。无须过分担心其未来价格，BIOTECH类公司PD1国内可能上市数量越来越多，但它们获得大适应症能力差。我们认为到2025年整个PD-(L)1的市场规模将达到620亿，其中卡瑞利珠单抗市场将占比34.8%，销售额超过200亿。
- PARP和CDK4/6抑制剂等核心产品，望成为新一轮重磅产品。1）氟唑帕利和SHR6390将成为首个本土自主研发的PARP（已获批）和CDK4/6抑制剂；2）氟唑帕利四大适应症两大逻辑，看好卵巢癌（“增量+存量”逻辑）和未来胰腺癌（临床需求逻辑）市场，预计销售峰值在30~50亿；3）2020年CSCO指南对于CDK4/6抑制剂的临床使用方案做出调整，CDK4/6进入一线治疗，适用人群进一步扩大；4）2021年海曲波帕乙醇胺、磷酸瑞格列汀、脯氨酸恒格列净、法米替尼等作为优先审评、特殊审批或重大专项上市等快速审批，有望成为新的催化剂。
- 公司强化国际化战略，国际化战略布局加快。1）2020年10余款项目申报临床，为公司后续业绩成长注入持续动力；2）URAT、JAK1、AR、CDK4/6、PCSK9、BTK、PD-L1/TGF-β 等均是目前重要创新药靶点，且研发进展处于全国领先地位；3）吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、盐酸右美托咪定等多款产品均已实现国际化，多款产品已在海外布局临床试验。4）内生性适应症拓展+外延式创新输出，公司研发战略布局凸显。

盈利预测与投资建议

- 我们预计2020-2022年归母净利润为62.90亿元/80.83亿元/105.58亿元，当前市值对应PE为78倍/61倍/47倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期。

推荐标的：九洲药业

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- CDMO业务跨越式成长，预计未来三年复合增速超50%。公司收购苏州诺华工厂后，承接诺华三大小重磅小分子药物的定制生产业务，根据诺华20年年报，诺欣妥、瑞博西尼、尼罗替尼和伊马替尼放量情况良好，20年全年分别实现收入25.0（+45%）、6.9（+43%）、19.6（+4%）和11.9（-6%）亿美元。其中诺欣妥Q4销售7.2亿美元，较Q3环比提速13.3%，同时其针对HFpEF（占全球心衰患者类型的50%）的用药已于21年Q1获批，成为首个针对该适应症的药物，放量有望继续超预期。九洲药业未来API供给占比加大，CDMO业务收入及盈利能力不断提升。
- 订单需求配合产能扩张，研发能力逐步加强，公司未来有望跻身CDMO第一梯队。当前公司大客户（诺华、罗氏、贝达等）商业化订单拓展良好，浙江瑞博反应釜>450，总反应体积2500立方米，苏州瑞博产能逐步释放。同时1月26日晚，公司公告将出资1亿元在浙江临海市设立瑞博（台州）有限公司，进一步扩展产能。在“M”供给充足的基础上，公司通过建立杭州研发中心等方式提升“D”能力，CDMO业务长期有望跻身第一梯队。
- 1月27日，公司公告20年业绩预告，实现归母净利润3.69-4.04亿元，同比增长55%-70%，扣非后归母净利润同比增长40%-55%，非经常性损益主要为政府补贴及远期结售汇较上年同期增长4000万元左右。21年公司原料药业务稳健增长，瑞科复产后Q4有望扭亏为盈。我们看好公司未来CDMO跨越式成长带动的规模效应，盈利能力有望不断增强，预计公司21年业绩持续高增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021、2022年归母净利润分别为6.0、7.9亿元，当前市值对应PE为55、42倍，维持“买入”评级。

风险提示：承接的主要商业化品种放量不及预期；行业政策变化；原料药价格波动等。

推荐标的：信邦制药

投资逻辑

- **董事长成为实控人，公司治理结构理顺，业务发展聚集医疗服务：**公司非公开发行A股股票方案于2021年2月24日批通过，本次定增完成后，董事长安怀略及其一致行动人的持股比例合计上升至25.05%，成为公司实际控制人。同时公司已于2020年剥离中肽生化相关资产，公司股权与治理结构理顺，聚焦医疗服务，进入发展新阶段。
- **公司旗下医院资产优质，医疗服务内生增长与盈利提升可期：**公司旗下7家医院，2020年医疗服务板块在疫情影响下实现收入19.68亿元(+1.27%)，其中肿瘤医院收入10.53亿元(+6.09%)；白云医院收入5.25亿元(+1.04%)。肿瘤医院下半年净利率7.5%，全年净利率4.1%，仍具较大提升空间。肿瘤医院为贵州省实力超前且唯一的三甲专科肿瘤医院，最强品牌聚集省内优质资源；白云医院与乌当医院依托贵州医科大，教学与科研并长将利于打造品牌声誉；7家医院在首席专家制、专科联盟等推动下协同发展。同时在集团精细化管理、医药流通业务协同下，近期可看现有医院内生增长与盈利提升，远期可看医院品牌打造与外延扩张，公司医疗服务板块有望持续稳健增长。
- **医药流通保持龙头地位，医药工业整体稳健发展。**医药流通具备深耕本土优势，收入结构持续优化。2020年实现收入48.55亿元(-13.97%)；减去内部抵消后实现收入32.53亿元（-15.34%）；收入下滑主要由于疫情及终端药店退出行业等影响。但等级医院开户数量增加了30余户，高毛利的专业耗材、器械品种销售占比稳步提升至16.94%（+4.91pp），毛利率提高至12.73%（+0.6pp）。2020年医药工业板块实现收入5.74亿元（-31.22%），中药饮片收入1.85亿元（约+52%)；中成药收入3.38亿元(约+18%)，我们预计医药工业板块整体保持稳健发展。

盈利预测与投资建议

- 预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.80/3.60/4.49亿元，对应当前市值的PE分别为56X/44X/35X，维持“买入”评级。

风险提示：医院单床收入提升不达预期；医药行业政策变化风险；医疗事故风险。

推荐标的：美诺华

投资逻辑

- **超2000吨产能扩张21年起密集落地，新品种获批及产能爬坡推动API较快增长：**截止到20年底，公司现有原料药产能1720吨，19个商业化的API 2019年销量占全球市场的16%。公司在建产能合计达到2050吨，将在2021年开始逐步释放，瞄准维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、伏诺拉生等市场大、增长快、竞争者企业少的产品，此外还有 28 个品种处于技术储备中。新建工厂经过2-3年的磨合期，产能利用率提升将为公司原料药扩张提供充足保障。重要新品种的获批叠加翻倍以上的产能爬坡，预计公司API未来三年将实现近30%的收入增长。
- **原料药制剂一体化成果初显， CMO/CDMO 业务有望提供爆发点：**公司围绕“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”打造原料药制剂一体化战略，20年底培哚普利叔丁胺片和普瑞巴林胶囊的上市充分证明公司能力，同时第四次集采上述两个品种中标，我们预计21年将带来2亿收入增量。公司待审批的8个制剂品种19年合计市场规模约为160亿元，有望依靠高确定性的KRKA欧洲销售产品国内转报及自主研发管线落地迅速打开巨大的国内仿制药市场空间，预计制剂业务未来三年复合增速超50%。CDMO业务一方面内生增长拓展客户，另一方面依托服贸基金开展外延式扩张，预计21-22年复合增速超80%。。
- 同时2021年3月25日晚，美诺华公告出售持有的浙江晖石药业13.5%的股权，受让方为药石科技，交易总价1.35亿元，全部交易对价以现金方式支付。此次出售将优化公司投资结构，提升盈利能力，助力业务发展。浙江晖石主要从事小分子CDMO业务，2020年营业收入2.9亿元，净利润1289万元 ，此次出售后公司21年预计增加投资收益8513万元，所得1.35亿元款项将用于补充流动资金，对财务和经营产生积极影响。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021-2022年归母净利润为2.40亿元/3.46亿元，当前51亿市值对应PE为21倍/15倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单获取不及预期；扩产进度不及预期；原料药价格波动风险等。

六、风险提示

风险提示

- 集采降价超预期风险：

仿制药/械集采影响导致企业为获得市场份额采取超预期降价策略，引起市场销售不及预期；

- 医改政策执行进度低于预期风险：

医改政策由于执行进度不及预期（如医保执行后创新药进院速度不及预期）导致产品销售不及预期等；

- 行业竞争加剧风险：

由于科学进步和创新技术的迭代导致技术壁垒降低，行业赛道竞争加剧，导致产品销售不及预期；

- 境内外疫情反复风险：

新冠疫情控制不及预期或常态化管理不及预期，导致境内外疫情反复，影响疫苗等创新药物的销售；

- 医疗事故风险

某些医疗产品在临床使用过程中具有发生医疗事故的风险，该风险可能会影响到产品销售等。

免责声明

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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

东吴证券 财富家园