

关注行业变革，聚焦核心资产

2021下半年港股医药行业投资策略

证券分析师：周文远 A0230518110003 zhouwy@swsresearch.com

联系人：嵇肖潇 A0230121010002 jixx@swsresearch.com

2021.6.25



放眼十四五 共话新征程

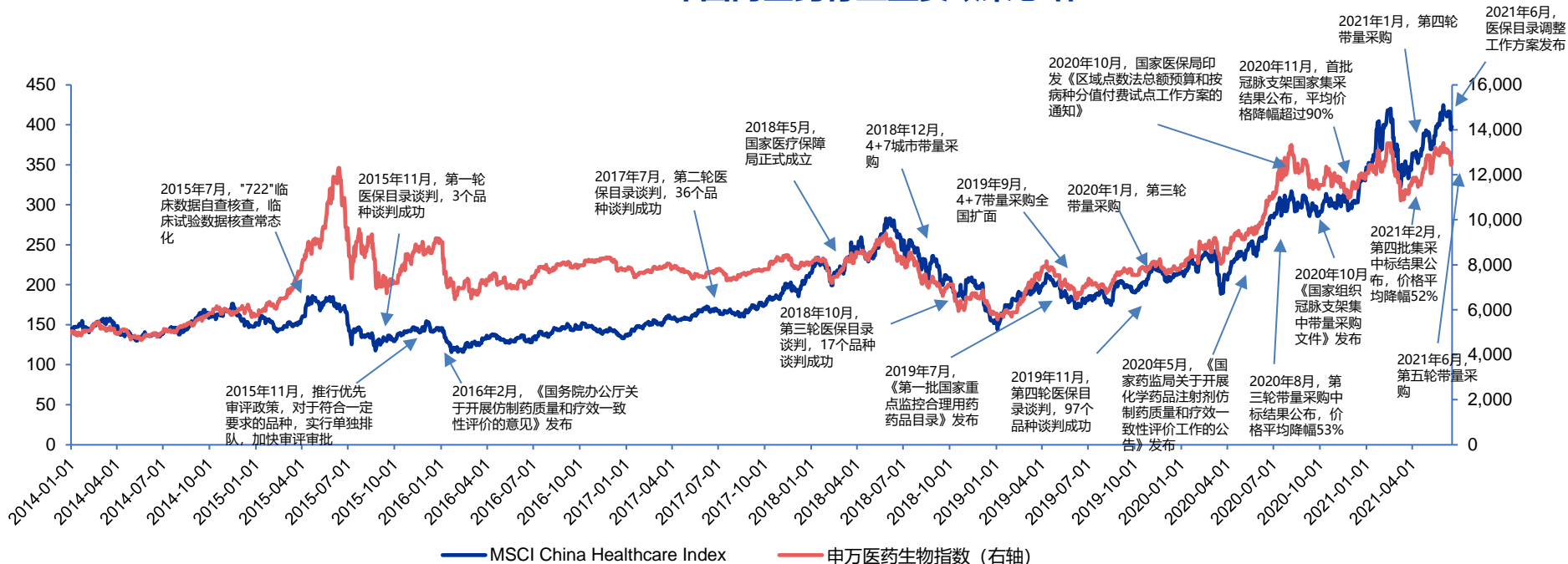
Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会

SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- 由于医保基金支付压力增加，国内医药行业政策频出，包括仿制药一致性评价、带量采购、医保目录动态调整、辅助用药目录等，推动行业进入新周期。
- 2021年，医改政策持续落地，药品和高值耗材带量采购范围不断扩大，创新研发能力成为企业的核心护城河。医保控费背景下，我们看好具备创新研发能力的龙头药企及生物科技公司、高研发壁垒的创新医疗器械公司，以及特色民营医疗服务机构。

2014-2021年国内医药行业主要政策总结



资料来源: 彭博, Wind, 申万宏源研究

重点公司盈利预测与估值

子领域	公司名称	代码	总市值 (亿港元)	评级	EPS			PE			PB			2021年初至今 涨跌幅
					21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
生物药	CDMO 药明生物*	02269 HK	5,576	未评级	0.60	0.85	1.27	183.9	129.0	86.4	17.9	14.0	11.5	29%
	百济神州*	06160 HK	2,299	未评级	-5.89	-6.07	-2.62	-	-	-	6.3	7.0	6.9	22%
	信达生物*	01801 HK	1,261	未评级	-0.84	-0.15	0.52	-	-	138.7	11.4	11.1	10.3	5%
	君实生物*	01877 HK	827	未评级	0.36	0.10	1.36	163.6	608.5	43.0	7.5	8.0	7.2	24%
	荣昌生物-B*	09995 HK	627	未评级	-1.36	-1.16	0.36	-	-	299.0	13.8	16.2	12.3	35%
	康方生物-B	09926 HK	505	买入	-0.59	-0.51	0.50	-	-	170.4	14.0	16.8	15.0	63%
	诺诚健华-B*	09969 HK	361	未评级	-0.38	-0.25	0.13	-	-	158.7	8.0	8.9	7.7	79%
	亚盛医药-B	06855 HK	108	买入	-4.30	-4.14	-3.75	-	-	-	9.3	17.0	12.9	11%
化学制药	翰森制药	03692 HK	1,922	增持	0.49	0.60	0.72	47.4	39.0	30.6	8.0	6.8	6.0	-13%
	中国生物制药	01177 HK	1,458	增持	0.22	0.23	0.24	23.8	23.1	21.0	5.3	4.5	3.8	4%
	石药集团	01093 HK	1,391	增持	0.42	0.48	0.57	21.1	18.2	15.2	4.4	3.7	3.1	48%
	三生制药	01530 HK	280	增持	0.39	0.42	0.46	17.1	15.3	14.3	1.9	1.7	1.5	56%
	石四药集团	02005 HK	148	增持	0.38	0.46	0.52	12.3	10.3	9.0	2.3	2.0	1.7	12%
医疗服务	海吉亚医疗*	06078 HK	590	未评级	0.66	0.96	1.31	120.1	82.3	60.3	10.6	9.4	8.2	95%
	锦欣生殖	01951 HK	461	增持	0.18	0.23	0.28	90.3	65.0	51.9	4.8	4.7	4.4	16%
医疗器械	微创医疗*	00853 HK	1,208	未评级	-0.53	-0.24	-0.01	-	-	-	13.3	13.2	15.1	59%
	启明医疗-B	02500 HK	302	买入	-0.08	0.19	0.70	861.3	113.0	45.9	5.9	5.5	3.6	-13%
	康基医疗*	09997 HK	149	未评级	0.33	0.40	0.49	29.9	24.7	20.2	-	-	-	-21%
医药商业	国药控股*	01099 HK	704	未评级	2.56	2.90	3.58	7.3	6.5	5.2	0.9	0.8	0.7	24%

资料来源: 彭博, 申万宏源研究, 注: 数据更新于2021/6/24, *标公司的EPS数据来自于彭博一致预期。

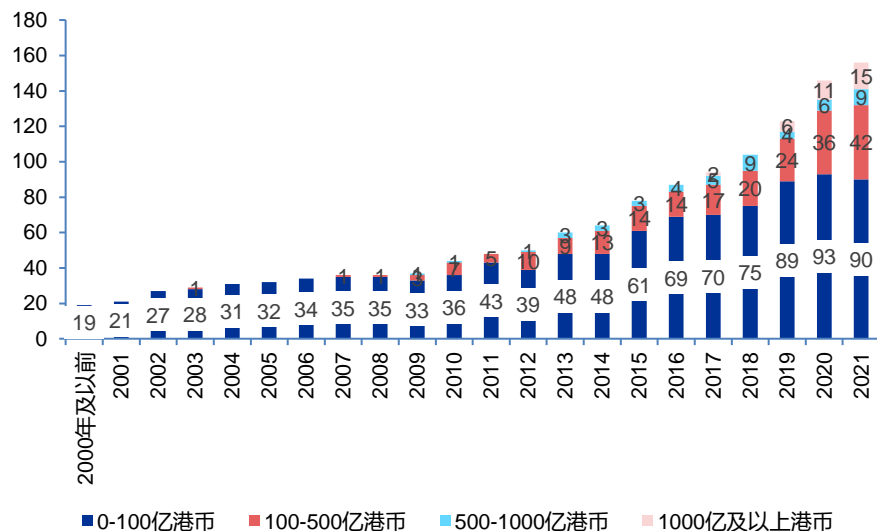
主要内容

1. 行业总结和复盘
2. 关注行业变革，聚焦核心资产
3. 港股医药行业重点标的

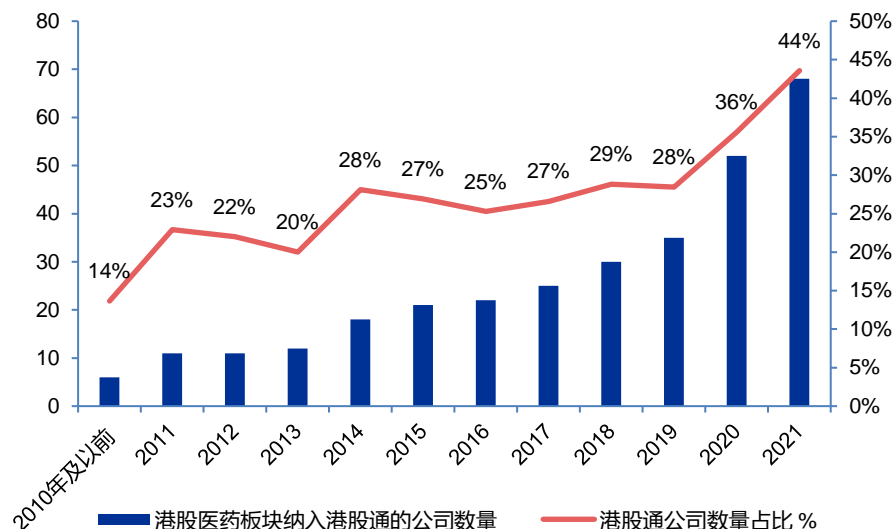
1.1 港股医药市场欣欣向荣

- **生物科技公司和千亿市值公司数量快速增长：**得益于医药行业的快速发展和港交所的政策支持，港股医药板块上市公司数量呈现指数级增长。尤其是2018年4月港交所上市新规18A发布以来，登陆港交所的未盈利生物科技公司数量已达33家。此外，大市值龙头企业数量也在同步增加，目前已有16家公司市值在千亿港币以上。
- **港股通占比提升：**2021年港股医药板块纳入港股通的公司数量达到67家，占港股医药板块公司总数的40%以上。

2000年至今港股医药上市公司数量



2010年至今港股医药公司纳入港股通的数量和占比



资料来源: Wind, 申万宏源研究, 注: 按照当年年底的总市值划分

资料来源: 彭博, 申万宏源研究

1.2 CDMO板块成为市值占比最大的子版块

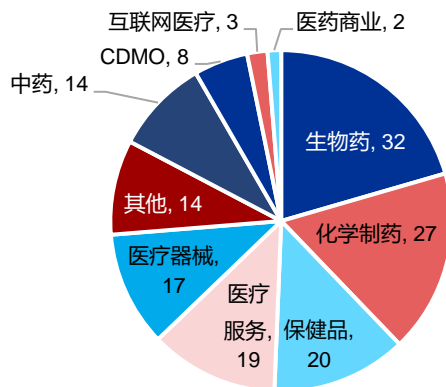
- **CDMO为市值占比最大的子版块：**受益于港交所的18A上市新规，上市公司数量最多的子版块为生物药，其次为化学制药和保健品。从市值来看，市值占比最高的子版块为CDMO、生物药和化学制药。
- **港股医药板块前十大市值公司：**十家中有四家为CDMO，进一步凸显出CDMO板块作为行业“卖水人”受到市场的青睐。

港股医药板块前十大市值公司（截至2021/6/18）

代码	公司	子行业	港股市值 (亿港元)
02269 HK	药明生物	CDMO	5,576
02359 HK	药明康德	CDMO	4,871
06618 HK	京东健康	互联网医疗	3,423
00241 HK	阿里健康	互联网医疗	2,339
06160 HK	百济神州	生物药	2,299
03692 HK	翰森制药	化学制药	1,922
03759 HK	康龙化成	CDMO	1,563
01177 HK	中国生物制药	化学制药	1,458
03347 HK	泰格医药	CDMO	1,440
02196 HK	复星医药	化学制药	1,415

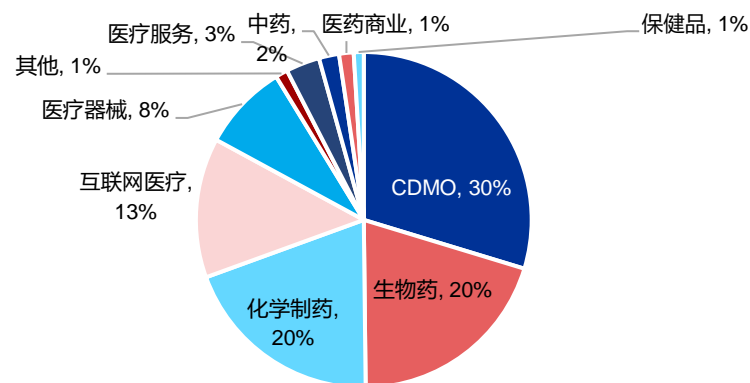
资料来源: Wind, 申万宏源研究

港股医药公司数量分布（按子行业分类）



资料来源: Wind, 申万宏源研究

港股医药公司市值分布（按子行业分类）

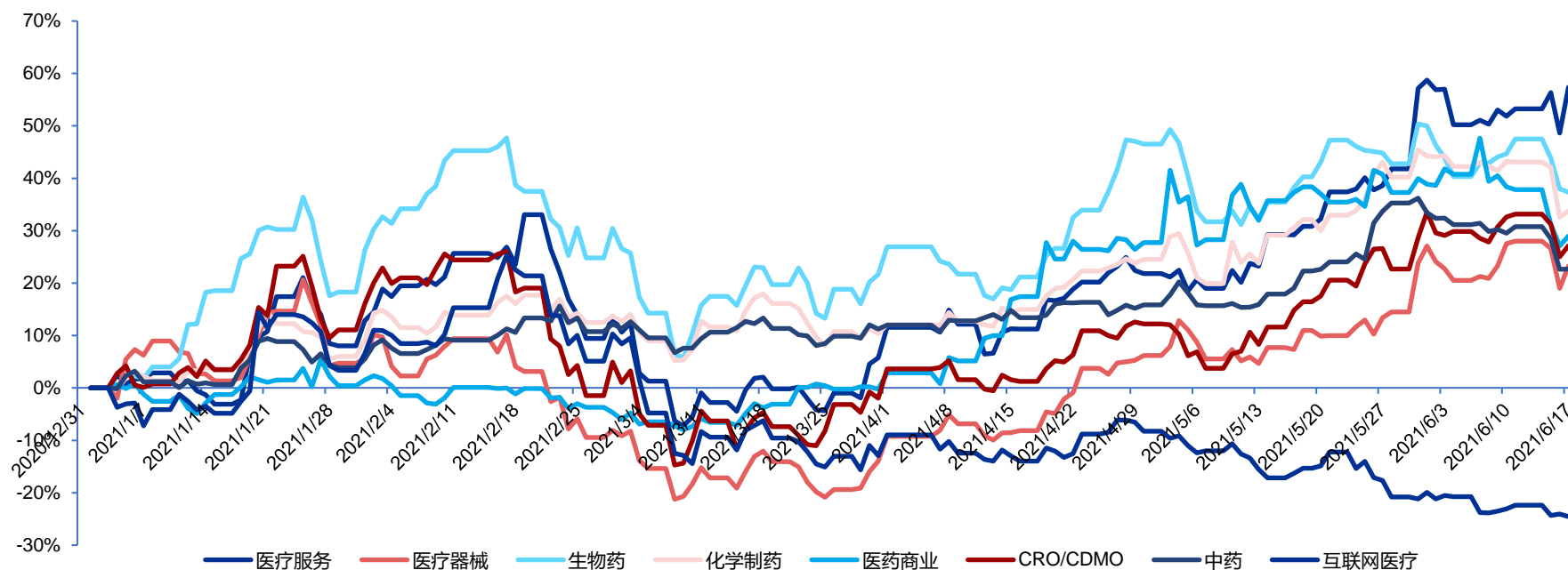


资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.3 医疗服务成为2021年至今股价表现最好的子版块

- **港股医药子板块的累计回报率：**各子版块均在2021年2-3月经历大幅回调，此后股价有所恢复。受益于疫情后的医院业务恢复，医疗服务板块股价表现最为强劲。此外，生物药和化药板块也均实现30%以上的累计回报。相对而言，互联网医疗板块股价表现有所回落。

2021年初至今港股医药细分板块累计回报率



注：2021年初至今的各板块的累计回报按照2021/6/17的收盘价相对2020/12/31收盘价的累计涨幅，并以总市值为权重加权平均来计算。

资料来源: Wind, 申万宏源研究

1.4 港股医药 vs A股医药

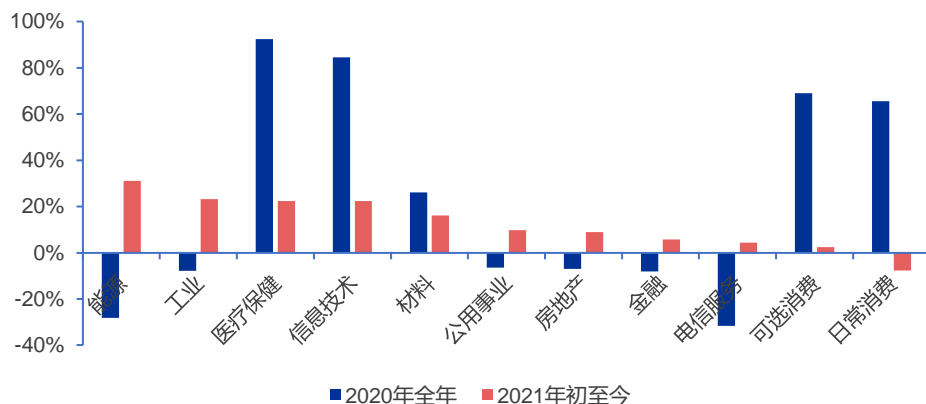
- 板块表现：**按照wind行业分类，2021年初至今港股医疗保健板块累计涨幅超过22%，位列全行业第三。2020年全年涨幅约92%，位列全行业第一。
- 估值比较：**港股医药公司中位数估值为21年24倍PE，22年20倍PE。A股医药公司平均估值为21年30倍PE，22年25倍PE。

港股和A股医药估值比较

	PE			PB			PS		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
港股医药	23.6	19.9	18.3	3.9	3.6	3.2	10.2	5.9	5.2
A股医药	30.3	25.3	20.8	4.4	3.8	3.3	5.7	4.8	4.1
海外医药	25.9	22.5	20.3	4.3	3.9	3.5	5.0	4.6	4.2

资料来源: 彭博, 申万宏源研究

港股各板块股价表现比较 (2020年vs2021年初至今)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

A+H上市的医药公司A股溢价率

代码	公司	A股溢价率(%)
01349 HK	复旦张江	325%
00719 HK	山东新华制药股份	151%
06185 HK	康希诺生物-B	141%
06826 HK	昊海生物科技	140%
09989 HK	海普瑞	82%
00874 HK	白云山	64%
01513 HK	丽珠医药	59%
02607 HK	上海医药	52%
01877 HK	君实生物	44%
03347 HK	泰格医药	42%
02196 HK	复星医药	36%
06127 HK	昭衍新药	35%
03759 HK	康龙化成	24%
02359 HK	药明康德	4%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

主要内容

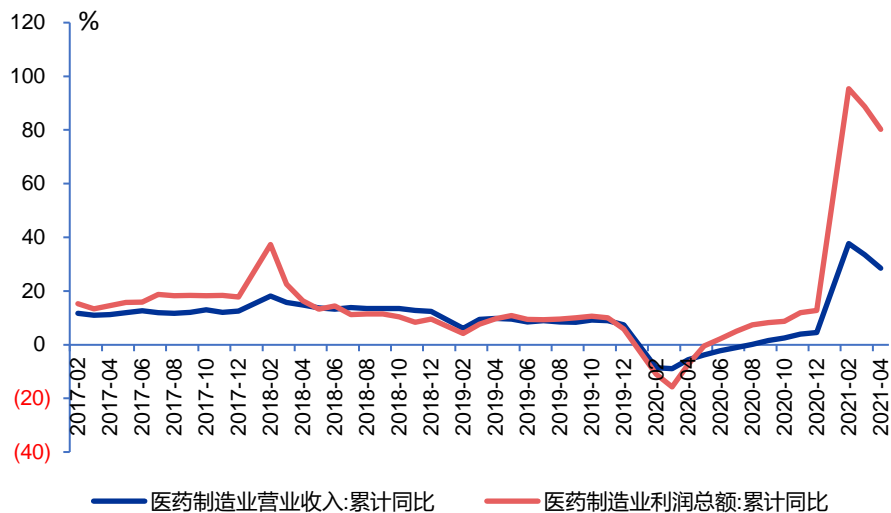
1. 行业总结和复盘
2. 关注行业变革，聚焦核心资产
3. 港股医药行业重点标的

2.1 医疗制造业收入利润和医保基金收入支出

医药制造业收入和利润：受疫情影响，2020年上半年医药制造业营业收入和利润总额均同比为负，2020年下半年至今陆续回正，并于2021年一季度录得大幅同比增长。截至2021年4月，医药制造业利润总额实现超过80%的累计同比增长。

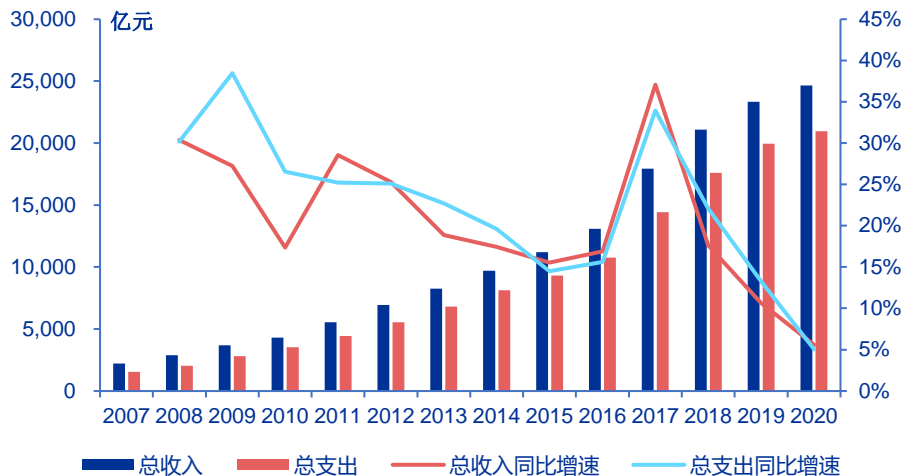
2020年医保收入增速超过支出增速：2020年以前，城镇基本医疗保险（含职工和居民）的支出增速多年超出收入增速，2020年首次实现收入增速超过支出增速。

医药制造业收入和利润增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

全国基本医疗保险基金收支情况

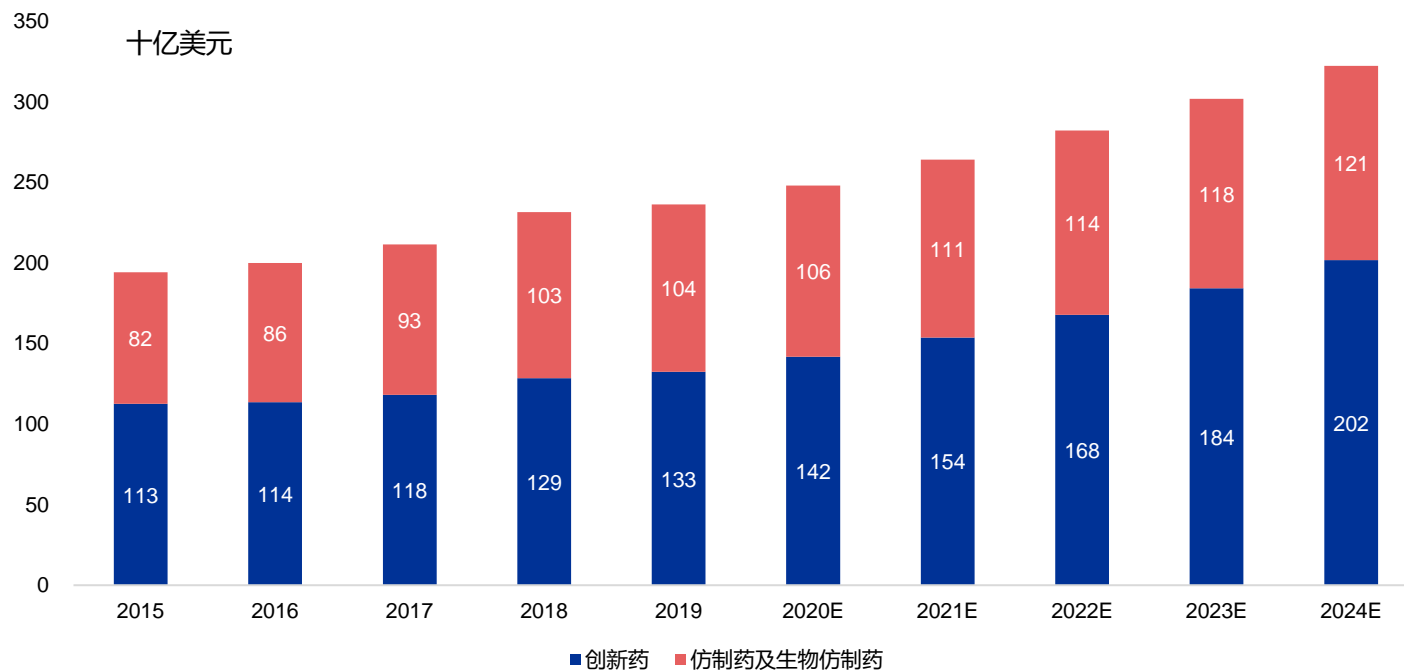


资料来源: Wind, 国家医疗保障局, 申万宏源研究

2.2 国内药品行业增速放缓，创新成为核心驱动力

- **2015-2019年国内制药市场增速逐渐放缓，未来行业增长将主要由创新药驱动。**根据Frost & Sullivan的预测，2024年国内创新药市场规模将达到2,020亿美元，五年复合增长率为9%，超过同期行业整体复合增速（约为6%）。

2015-2024年国内制药市场规模预测



资料来源: Frost & Sullivan, 申万宏源研究

2.3 审评审批制度改革，国产新药审批提速

随着国内审评审批制度的改革，国产新药获批速度提升，2019年至今已有超过30个国产创新药获批上市。

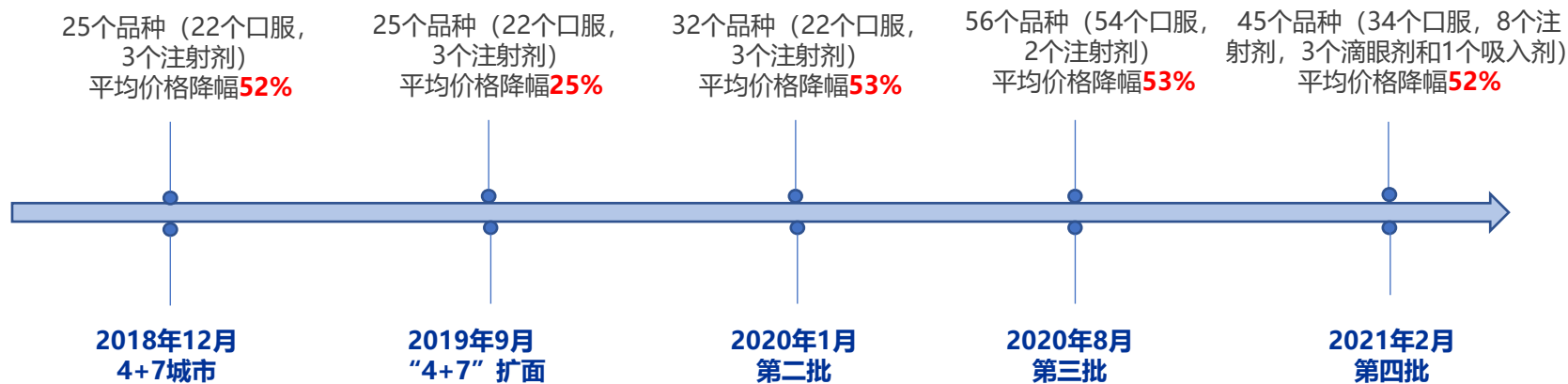
2019年至今国内药监局批准的国产创新药（截至2021/6/18）

通用名	商品名	公司	NMPA批准上市时间
甲苯磺酸多纳非尼片	泽普生/ZEPSUN	泽璟生物	2021-06-08
康替唑胺片	优喜泰	浙江华海	2021-06-01
注射用磷酸左奥硝唑酯二钠	新锐	扬子江药业	2021-05-26
注射用磷丙泊酚二钠		宜昌人福	2021-05-19
帕米帕利胶囊	百汇泽	百济神州	2021-04-30
优替德隆注射液	优替帝	成都华昊中天	2021-03-11
注射用泰它西普	泰爱	荣昌生物	2021-03-09
甲磺酸伏美替尼片	艾弗沙	艾力斯生物	2021-03-02
重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)	克威莎	康希诺生物	2021-02-25
新型冠状病毒灭活疫苗(Vero 细胞)	众爱可维	北京生物制品研究所	2020-12-30
甲磺酸阿帕替尼片	艾坦	恒瑞医药	2020-12-29
索凡替尼胶囊	苏泰达/SULANDA	和记黄埔	2020-12-29
奥布替尼片	宜诺凯	合全药业	2020-12-25
磷酸依米他韦胶囊	东卫恩	宜昌东阳光	2020-12-21
氟唑帕利胶囊	艾瑞颐	恒瑞医药	2020-12-11
环泊酚注射液	思舒宁	海思科制药	2020-12-11
盐酸恩沙替尼胶囊	贝美纳	贝达药业	2020-11-17
盐酸拉维达韦片	新力莱	歌礼药业	2020-07-29
依达拉奉右莰醇注射用浓溶液		先声药业	2020-07-29
注射用苯磺酸瑞马唑仑	锐马	宜昌人福	2020-07-16
泽布替尼胶囊	百悦泽/BRUKINSA	百济神州	2020-06-02
苯环喹溴铵鼻喷雾剂	必立汀	银谷制药	2020-03-17
甲磺酸阿美替尼片	阿美乐	江苏豪森	2020-03-17
盐酸可洛派韦胶囊	凯力唯	北京凯因	2020-02-11
甲苯磺酸尼拉帕利胶囊	则乐	再鼎医药	2019-12-26
替雷利珠单抗注射液	百泽安	百济神州	2019-12-26
注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	瑞倍宁	恒瑞医药	2019-12-26
甲磺酸氟马替尼片	豪森昕福	江苏豪森	2019-11-22
甘露特钠胶囊	九期一	绿谷制药	2019-11-02
可利霉素片	必特	上海同联	2019-06-24
本维莫德乳膏	欣比克	中昊药业	2019-05-29
注射用卡瑞利珠单抗	艾瑞卡	恒瑞医药	2019-05-29
聚乙二醇洛塞那肽注射液	孚来美	江苏豪森	2019-05-05

2.4 带量采购呈现常态化趋势

- **药品带量采购常态化**：2018年9月，李克强主持召开国务院常务会议，要求开展国家药品集中采购试点，实现药价明显降低。2018年12月，“4+7”带量采购结果公布，25个品种中选，**平均价格降幅为52%**。2019年9月，带量采购全国扩面中标结果发布，与“4+7”试点城市中选价格相比，**平均降幅25%**。2020年1月，第三批带量采购中标结果发布，**平均降幅53%**。2021年2月，第四批带量采购中标结果发布，**平均降幅52%**。
- **集采范围扩大**：从剂型来看，第四批集采品种剂型更加丰富，涉及范围更广。

历次带量采购中标结果对比



资料来源：联合采购办公室，申万宏源研究

2.5 第五批集采以注射剂为主

- 第五批集采包括58个品种，涉及领域包括抗生素、抗肿瘤、消化类、呼吸类、造影剂、肌松和局麻、精神类等，最终产品中选价格将于**6月23日**后由企业报价决定。
- 不同于前三批集采以口服制剂为主，此次集采包括**29个注射剂品种**和**3个吸入制剂**，占比达到**50%以上**。

第五批集采品种和过评企业数量（截至2021/6/18）

序号	品种	过评企业数（包括进口）	序号	品种	过评企业数（包括进口）	序号	品种	过评企业数（包括进口）
1	ω-3鱼油中/长链脂肪乳注射液	4	21	格列吡嗪口服常释剂型	4	41	文拉法辛缓释控释剂型	4
2	阿法骨化醇口服常释剂	6	22	格隆溴铵注射液	3	42	西那卡塞口服常释剂型	6
3	阿立哌唑口服常释剂型	5	23	枸橼酸氢钾钠颗粒	4	43	胸腺法新注射剂	6
4	阿奇霉素注射剂	9	24	吉西他滨注射剂	7	44	异丙嗪口服常释剂型	3
5	阿昔洛韦口服常释剂型	3	25	兰索拉唑注射剂	6	45	异丙托溴铵吸入剂	4
6	埃索美拉唑（艾司奥美拉唑）注射剂	13	26	乐卡地平口服常释剂型	3	46	脂肪乳氨基酸葡萄糖注射剂	4
7	奥洛他定口服常释剂型	3	27	利伐沙班口服常释剂	24	47	注射用盐酸苯达莫司汀	4
8	贝那普利口服常释剂型	3	28	利奈唑胺葡萄糖注射剂	5	48	紫杉醇注射剂	4
9	苯磺顺阿曲库铵注射剂	5	29	硫辛酸注射剂	6	49	左氧氟沙星氯化钠注射剂	8
10	比卡鲁胺口服常释剂型	5	30	罗哌卡因注射剂	8	50	中/长链脂肪乳（C8-24Ve）注射剂	5
11	布地奈德吸入剂	5	31	美托洛尔口服常释剂型	4	51	氯化钾缓释控释剂型	4
12	达比加群酯口服常释剂型	5	32	米格列醇口服常释剂型	3	52	地西他滨注射剂	6
13	单硝酸异山梨酯缓释控释剂型	7	33	米索前列醇口服常释剂型	4	53	奥沙利铂注射剂	4
14	碘海醇注射剂	4	34	帕洛诺司琼注射剂	8	54	莫西沙星滴眼剂	6
15	碘克沙醇注射剂	7	35	普萘洛尔口服常释剂型	4	55	贝他斯汀口服常释剂型	3
16	度他雄胺软胶囊	3	36	沙格列汀口服常释剂型	5	56	头孢唑林注射剂	4
17	氟康唑氯化钠注射剂	4	37	替硝唑口服常释剂型	3	57	多西他赛注射剂	8
18	复方异丙托溴铵吸入剂	3	38	头孢呋辛注射剂	4	58	更昔洛韦注射剂	5
19	法舒地尔注射剂	6	39	头孢曲松注射剂	11			
20	格列吡嗪缓释控释剂型	3	40	头孢他啶注射剂	14			

2.6 本轮医保谈判时间提前

- 今年6月9日，国家医保局发布《2021年国家医保药品目录调整工作方案》，2021年医保目录调整正式拉开帷幕。此次谈判较去年医保谈判有所提前，预计将在今年10-11月正式公布谈判结果。

2015-2020年医保目录谈判结果

时间	主导部门	纳入谈判品种数量	成功谈判品种数量	平均价格降幅
2015年11月	国家卫计委	3	3	59%
2017年7月	人力资源社会保障部	44	36	37%
2018年10月	国家医疗保障局	18	17	50%
2019年11月	国家医疗保障局	119个新增谈判品种 31个续约谈判品种	70 27	60.7% 26.4%
2020年12月	国家医疗保障局	162 14个已在目录内独家品种	119 14个已在目录内独家品种	51% 43%

资料来源：国家卫计委，人力资源社会保障部，国家医疗保障局，申万宏源研究

2021年至今获批的创新药（截至2021/6/18）

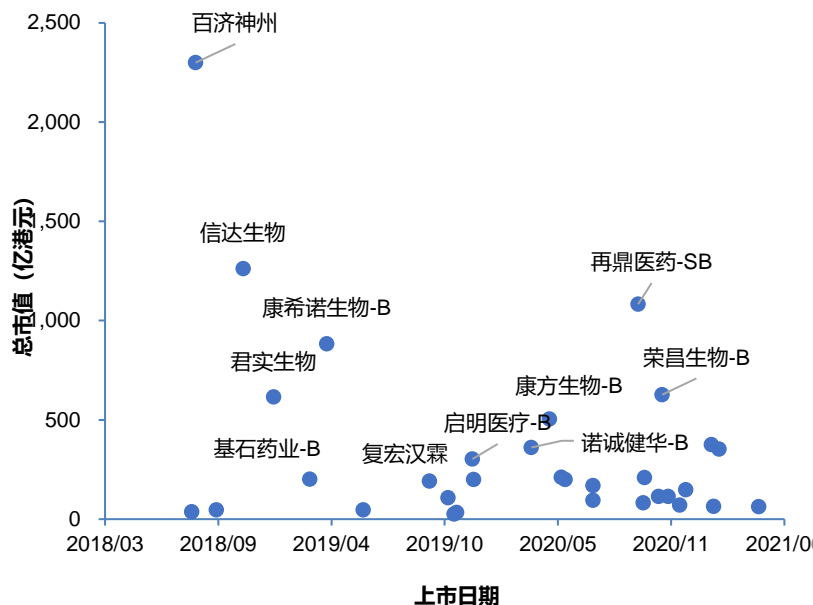
通用名	NMPA批准上市时间	公司	通用名	NMPA批准上市时间	公司
布罗索尤单抗	2021-01-05	协和发酵麒麟	艾替班特	2021-04-07	夏尔
阿齐沙坦酯	2021-01-19	武田	富马酸二甲酯	2021-04-13	比利时杨森
异麦芽糖酐铁	2021-01-30	Pharmacosmos a/s	重组人凝血因子IX-FC融合蛋白	2021-04-20	Bioverativ Therapeutics
泊沙康唑	2021-01-30	默沙东	巴洛沙韦	2021-04-27	盐野义制药
吉瑞替尼	2021-01-30	安斯泰来	维拉西酶α	2021-04-27	夏尔
达罗他胺	2021-02-02	拜耳	司美鲁肽	2021-04-27	诺和诺德
非索非那定	2021-02-10	赛诺菲	帕米帕利	2021-04-30	百济神州
艾氟替尼	2021-03-02	艾力斯	萨特利珠单抗	2021-04-30	罗氏
拉米夫定/多替拉韦	2021-03-02	ViiV医疗保健	比索洛尔/氨氯地平	2021-05-11	Egis Pharmaceutical
泰它西普	2021-03-09	荣昌生物	氨吡啶	2021-05-11	Alkermes Pharma Ireland Ltd.
脱氧埃博霉素(UTD1)	2021-03-11	成都华昊中天	磷丙泊酚	2021-05-19	宜昌人福
普拉替尼	2021-03-23	蓝图药物	茚达特罗	2021-05-19	诺华
阿伐替尼	2021-03-30	蓝图药物	左奥硝唑酯二钠	2021-05-26	扬子江
瑞派替尼	2021-03-30	Deciphera Pharmaceuticals	康泰唑胺	2021-06-01	浙江华海

资料来源：丁香园，申万宏源研究

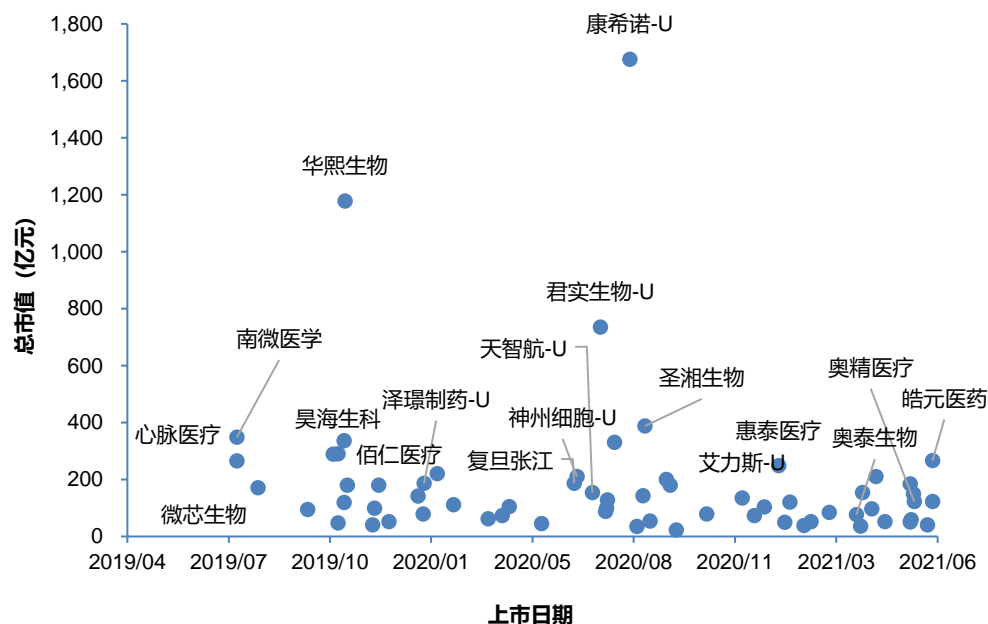
2.7 资本助力创新

- 2018年2月，港交所发布《新兴及创新产业公司上市制度》，在主板上市规则中新加入了第十八A章，允许未有收益或盈利的生物科技企业在香港主板上市。
- 2019年3月，上交所发布《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》，有条件允许生物医药领域未有盈利企业在科创板上市。

港交所已上市的biotech公司



科创板已上市的医药公司



资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截至2021/6/18。

资料来源：Wind，申万宏源研究，数据截至2021/6/18。

2.8 地方高值耗材集采范围扩大

部分地方高值耗材集中采购总结（截至2021/6/18）

省份	时间	集采品类	价格降幅
安徽	2019年8月	骨科脊柱类	53%
		人工晶体	21%
	2020年8月	骨科关节类	82%
福建		心脏起搏器	47%
		人工髋关节	35%
		人工膝关节	32%
	2020年7月	留置针	68%
		超声刀	41%
		镇痛泵	79%
		冠脉支架	51%
江苏	2019年7月	双腔起搏器	16%
	2019年7月	植入式给药装置（输液港）、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置针等	73%
	2019年8月		
	2019年9月	血管介入球囊类	74%
	2019年9月	眼科人工晶体	27%
	2019年9月	骨科人工髋关节类	47%
	2020年7月	初次置换人工膝关节	67%
	2020年7月	人工硬脑（脊）膜	69%
	2020年7月	疝修补材料	76%
	2020年8月	精密输液器等	75%
	2020年12月	吻合器	84%
河北	2021年3月	静脉滞留针	78%
	2021年3月	输液器	75%
河南	2020年10月	人工晶体、留置针	67%
	2021年6月	输液器、镇痛泵、吸氧装置、气管插管	77%
湖北	2020年8月	冠脉扩张球囊	96%
	2020年8月	一次性精密输液器	83%
	2020年8月	医用胶片	77%
辽宁	2019年9月	输液器	58%
浙江	2020年8月	冠脉扩张球囊	-
	2020年8月	人工髋关节	-
青海	2020年8月	留置针、输液器	79%
山东	2020年11月	可吸收硬脑（脊）膜补片	83%
	2020年11月	冠脉介入类快速交换球囊	92%
	2020年11月	心脏起搏器（双腔）	52%
	2020年11月	髋关节	86%
	2020年11月	一次性使用套管穿刺器	87%
山西	2020年1月	药物洗脱/涂层支架	-
辽宁	2019年9月	输液器	58%
浙江	2020年8月	冠脉扩张球囊	-
	2020年8月	人工髋关节	-

2.9 国家高值耗材集中采购推进

- 今年6月4日，国家医保局等8部门公布《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》，明确重点将**部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高**的高值医用耗材纳入采购范围。
- 2020年11月，第一批国家冠脉支架集采结果发布，共有8家企业的10款产品中标，**中标价相对2019年价格降幅超过90%**。
- 近期天津市医药采购中心官网发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》，本次集中带量采购产品为**初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节**。

第一批国家集采冠脉支架中标情况

公司	商品名	首年采购意向量（单位：个）	集采申报价格
微创	Firebird2	247,940	590
	Firekingfisher	12,176	750
乐普	GuReater	120,560	645
山东吉威	心跃（EXCROSSAL）	100,690	469
金瑞凯利	海利欧斯	53,441	755
易生科技	爱立（Tivoli）	41,865	549
万瑞飞鸿	NOYA	9,774	798
波士顿科学	Promus Premier	59,842	776
	PROMUS Element Plus	32,251	776
美敦力	Resolute Integrity	51,667	648

资料来源：天津市医药采购中心，申万宏源研究

主要内容

1. 行业总结和复盘
2. 关注行业变革，聚焦核心资产
3. 港股医药行业重点标的

3.1 康方生物-双抗药物领军者

- 康方生物是中国领先的研发驱动型生物科技公司，致力于自主研发全球首创和同类最佳疗法。公司目前拥有10种以上候选创新药物，主要针对癌症和自身免疫疾病等治疗领域，**包括7个双抗和7个单抗，包括AK104 (PD-1/CTLA-4)、AK105 (PD-1) 和AK112 (PD-1/VEGF) 等。**

康方生物部分核心管线产品

在研药物	靶点	商业化权利	单药/联合	适应症	临床前	新药试验申请	新药试验许可	Ia期	Ib期	二期	关键性试验	递交上市申请	预计获批时间
AK104	PD-1/CTLA-4	全球	单一	二线/三线宫颈癌	中国：获得国家药监局的突破性药物认证，预计在2021年下半年递交上市申请								2022
			单一	二线/三线宫颈癌	澳大利亚/新西兰/美国：获得美国FDA的快速审批通道资格和孤儿药认证								
			单一	三线鼻咽癌	中国								
			联合卡培他滨、奥沙利铂	一线胃癌或胃腺癌	中国								
			联合仑伐替尼	一线肝细胞癌	中国								
			联合化疗	一线非小细胞肺癌	中国								
			联合安罗替尼	一线非小细胞肺癌和二线/三线非小细胞肺癌 (PD-(L)1 R/R)	中国								
			联合AK119 (CD73)	晚期实体瘤	国际								
			联系AK117 (CD47)	晚期实体瘤	国际								
联合AK109 (VEGFR2)	二线胃癌	国际											
派安普利单抗 (AK105)	PD-1	全球	单一	三线复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	中国：2020年5月向国家药监局递交上市申请								2021
			单一	三线及以上鼻咽癌	美国：2021年5月递交NDA，纳入实时肿瘤审评新政 (RTOR)								
			单一	三线及以上鼻咽癌	中国：完成患者入组								
			联合化疗	一线非鳞状非小细胞肺癌	中国								
			联合安罗替尼	一线非鳞状非小细胞肺癌	中国：预计2022年向国家药监局递交上市申请								
			联合化疗	一线鳞状非小细胞肺癌	中国：完成患者入组								
			联合安罗替尼	一线肝细胞癌	中国：预计2022年下半年向国家药监局递交上市申请								
			联合安罗替尼	一线胃癌	中国								
			联合安罗替尼	错配修复缺陷 (dMMR)	中国								
			联合化疗 +/- 安罗替尼	一线鼻咽癌	中国，预计在下个季度开展二期临床试验								
			联合安罗替尼	非小细胞肺癌、小细胞肺癌、头颈部癌、甲状腺癌、间皮瘤和胰腺癌	中国								
			联合安罗替尼	食管鳞状细胞癌、泌尿上皮癌、胃癌/胃食管交界处、胆管癌、神经内分泌肿瘤 (NET)	中国								
AK112	PD-1/VEGF	全球	联合化疗	一线EGFR野生型的非小细胞肺癌或TKI治疗失败的EGFR突变非小细胞肺癌	中国								2024
			联合化疗	一线广泛期小细胞肺癌	国际								
			单一	妇科肿瘤 (复发难治性宫颈癌、复发难治性子官内膜癌、铂耐药复发卵巢癌)	中国								
			单一	晚期实体瘤	国际								
			单一	晚期实体瘤/肾细胞癌/肝癌	中国								
			联合PARP抑制剂	BRCAw铂敏感复发性卵巢癌的维持治疗	中国，预计在下个季度开展二期临床试验								
			单一	一线PD-L1阳性非小细胞肺癌	中国								
			联合化疗	一线非小细胞肺癌	中国								
			单一	晚期间皮瘤	中国								

- **AK104大适应症持续推进，有望于2H21E递交上市申请：**AK104正在开展针对一线胃癌（ORR=66.2%）、一线肝癌（ORR=56.3%）、一线非小细胞肺癌（有望于下半年的ESMO公布临床数据）的Ib/II期临床试验。此外，AK104目前正在国内开展针对二三线宫颈癌的关键性临床试验，有望在2021年下半年向NMPA递交上市申请，并有望于2022年获得批准。
- **AK105已于中美递交NDA，首个商业化产品获批在即：**AK105已于2020年5月向NMPA递交针对三线复发难治经典霍奇金淋巴瘤的上市申请，有望于2H21E获得上市批准。海外市场方面，AK105近期向美国FDA递交针对三线转移性鼻咽癌的NDA，并纳入实时肿瘤新政下审评，有望在美国快速获批上市。此外，AK105也在联合化疗或安罗替尼开展针对一线鳞状/非鳞状非小细胞肺癌、一线肝癌、一线胃癌的关键性临床试验，其中一线鳞状非小细胞肺癌有望于2H21E递交上市申请。
- **AK112于ASCO会议壁报展示优越的一期临床试验数据：**AK112在27例可评估的受试者中看到较好的抗肿瘤活性，ORR=22.2%（6/27），DCR=74.1%（20/27），尤其是在铂耐药的卵巢癌患者中ORR达到40%，展现优异的早期疗效数据。公司已经开展AK112针对一线非小细胞肺癌、一线广泛期小细胞肺癌、妇科肿瘤、卵巢癌的一系列Ib/II期临床试验，持续关注后续的数据读出。

3.1 盈利预测

- 我们预计2021-2023年收入分别达到3.8亿元、12.4亿元和34.6亿元，主要由于AK105（PD-1）和AK104（PD-1/CTLA-4）的销售放量。考虑到公司持续的研发投入，我们预计公司将持续录得净亏损，直至2023年有望实现盈亏平衡。

康方生物的销售额预测

按照成功率调整后的收入											
收入预测 (人民币百万 元)	成功率	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AK105 (PD-1)	95%	376	801	1,750	2,438	3,326	4,289	4,604	4,922	5,243	5,568
AK104 (PD-1/CTLA-4)	90%		443	1,560	3,985	5,741	6,790	7,267	7,279	6,880	6,446
AK102 (PCSK9)	90%			117	307	579	860	1,074	1,253	1,419	1,571
AK101 (IL-12/IL-23)	90%			28	87	172	282	415	569	722	890
AK112 (PD-1/VEGF)	85%			0	43	128	298	425	510	595	680
AK117 (CD47)	85%			0	43	128	298	425	510	595	680
总计		376	1,244	3,456	6,902	10,072	12,816	14,210	15,043	15,455	15,834
收入同比增速											
AK105 (PD-1)			113%	119%	39%	36%	29%	7%	7%	7%	6%
AK104 (PD-1/CTLA-4)				252%	156%	44%	18%	7%	0%	-5%	-6%
AK102 (PCSK9)					162%	89%	48%	25%	17%	13%	11%
AK101 (IL-12/IL-23)					204%	99%	64%	47%	37%	27%	23%
AK112 (PD-1/VEGF)						200%	133%	43%	20%	17%	14%
AK117 (CD47)						200%	133%	43%	20%	17%	14%
总计			237%	180%	102%	46%	27%	11%	6%	3%	2%
收入占比											
AK105 (PD-1)		100%	63%	49%	34%	32%	32%	31%	31%	33%	34%
AK104 (PD-1/CTLA-4)			37%	46%	59%	58%	54%	52%	49%	45%	41%
AK102 (PCSK9)				3%	5%	6%	7%	8%	8%	9%	10%
AK101 (IL-12/IL-23)				1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	6%
AK112 (PD-1/VEGF)					1%	1%	2%	3%	4%	4%	5%
AK117 (CD47)					1%	1%	2%	3%	4%	4%	5%
总计		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：申万宏源研究

3.2 亚盛医药-聚焦细胞凋亡疗法

- 亚盛医药是一家面向全球的创新生物科技公司，致力于开发抑制**蛋白-蛋白相互作用**的药物，以此修复细胞凋亡功能，即细胞程序性死亡的过程。公司目前已经构建包括12个创新药物的丰富在研产品线，包括**第三代 BCR-ABL抑制剂、 Bcl-2抑制剂以及靶向 IAP 和 MDM2-p53 通路的候选药物。**

亚盛医药的核心管线产品

候选药物	机制	主要适应症	单药/联合	国家	临床前	I期	II期	NDA	预计国内上市时间	预计美国上市时间	
HQP1351 奥瑞巴替尼 (耐克服尼)	BCR-ABL 突变体 (第三代BCR-ABL抑制剂)	耐药性CML	单药	中国	2020年6月向NMPA递交NDA，用于治疗伴有T315I突变的CML；2020年10月被纳入优先审评；2021年3月被NMPA纳入突破性治疗品种				21年下半年有望有条件批准上市 22年有望无条件批准上市	2023年	
			单药	美国	2020年4月获得FDA的孤儿药资格认定；获得快速通道资格						
	KIT	Ph+ALL	单药	美国							
		GIST	单药	中国							
APG-2575	Bcl-2选择性	CLL/SLL	单药及联合伊布替尼+利妥昔单抗	中国	达到临床概念验证					2023年	2024年
				美国/欧洲	2020年8月获得FDA的孤儿药资格认证；2020年11月在欧洲完成首例患者给药						
		WM	单药或联合伊布替尼/利妥昔单抗	全球	2020年7月获得FDA的孤儿药资格认证						
		AML	单药及联合高三尖杉酯碱或阿扎胞苷	全球	2021年1月获得FDA的孤儿药资格认证						
		MM	单药或联合来那度胺/地塞米松	全球	2020年10月获得FDA的孤儿药资格认证						
		T细胞幼淋巴细胞白血病	联合APG-115	全球							
		实体瘤	单药	全球							
APG-115	MDM2-p53	T细胞幼淋巴细胞白血病	单药或联合APG-2575	全球						2024年	2024年
		实体瘤（IO联用）	联合特瑞普利单抗	中国							
			联合帕博利珠单抗	澳大利亚/美国	2020年9月获得FDA的孤儿药资格认证，用于治疗胃癌						
		唾液腺癌	单药或联合铂类化疗	美国							
		AML/MDS	单药及联合阿扎胞苷/阿糖胞苷	中国 美国							
				2020年10月获得FDA的孤儿药资格认证							

资料来源：亚盛医药2020年PPT，丁香园，申万宏源研究

- **第三代BCR-ABL酪氨酸激酶抑制剂HQP1351即将进入商业化阶段。**公司已于2020年6月向国家药监局递交HQP1351的新药上市申请，有望在2H21E获得用于治疗T315I突变的耐药性CML患者的有条件上市许可。我们预计公司有望于2022年获得用于治疗三线CML患者的无条件上市许可。
- **Bcl-2抑制剂APG-2575在ASCO口头报告展示优异的首次人体临床数据。**Bcl-2抑制剂通过抑制阻止细胞凋亡的Bcl-2蛋白来修复细胞凋亡过程。目前，全球仅有一款Bcl-2抑制剂维奈托克获批上市，FDA已批准其用于治疗一线和二线CLL/SLL和一线AML，2020年销售额高达8亿美元。相比维奈托克，APG-2575在首次人体临床一期剂量爬坡试验中展现出了优异的安全性和疗效，没有发生TLS，且客观缓解率（ORR）高达80%。我们认为APG-2575已初步证实其有效性，具备成为全球最佳Bcl-2抑制剂的潜力。
- **MDM2-p53抑制剂APG-115在ASCO口头报告展示二期临床数据。**MDM2-p53抑制剂可以激活p53蛋白的肿瘤抑制作用，并具备与免疫疗法联用的潜力。目前，全球尚无获批上市的MDM2抑制剂。APG-115联合帕博利珠单抗（PD-1）已在转移性实体瘤患者，尤其是黑色素瘤患者中展现出初步疗效，ORR达到17.4%（4/23），疾病控制率（DCR）达到60.9%（14/23）。我们认为APG-115与帕博利珠单抗（Keytruda）治疗耐药/复发的非小细胞肺癌（NSCLC）或黑色素瘤患者有望达到临床概念验证。

3.2 盈利预测

- 我们预计2021-2023年公司收入有望分别达到1,000万元，2,900万元和1.67亿元，**对应2020-2023年复合增速为138%，主要受到HQP1351的销售增长驱动。**考虑到公司持续的研发投入和新产品仍处于爬坡阶段，我们预计公司将持续录得净亏损，直至2026年有望实现盈亏平衡。

亚盛医药的销售额预测

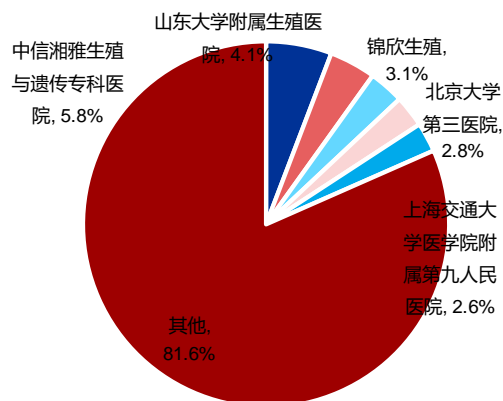
风险调整后收入预测 (百万元)	成功率	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
HQP1351																
中国		5	29	76	213	406	543	683	819	950	1,065	1,051	1,033	1,014	992	969
CML	95%	5	29	76	211	401	534	666	795	920	1,029	1,016	1,001	983	963	941
GIST	70%				2	5	9	17	24	30	36	34	33	31	29	28
美国				84	251	410	554	682	927	1,335	1,403	1,461	1,510	1,551	1,584	1,610
CML	90%			84	241	382	509	622	855	1,250	1,308	1,357	1,398	1,431	1,458	1,479
AML	85%				10	28	45	60	73	85	95	104	112	119	126	131
HQP1351销售额总计		5	29	161	464	816	1,097	1,365	1,746	2,285	2,468	2,512	2,543	2,564	2,576	2,579
APG-2575																
中国				6	17	40	77	112	152	198	240	279	315	349	362	355
CLL	75%			6	8	22	37	50	70	89	107	124	140	156	153	150
AML	70%				4	8	24	38	50	68	84	98	111	122	132	126
WM	70%				1	1	4	7	9	13	16	20	23	26	29	28
MM	50%				4	8	13	17	22	28	33	37	41	44	48	51
美国					140	277	812	1,334	1,843	2,596	2,819	3,064	3,307	3,548	3,788	4,026
CLL	65%				119	237	705	1,164	1,613	2,280	2,480	2,703	2,926	3,148	3,370	3,591
AML	60%				16	32	92	149	203	282	301	319	335	351	365	378
WM	60%				1	2	5	7	10	14	15	16	17	18	18	19
MM	45%				3	7	10	13	16	20	23	26	29	32	35	38
APG-2575销售额总计				6	156	317	889	1,446	1,995	2,793	3,059	3,343	3,622	3,897	4,149	4,380
APG-115																
中国					20	34	47	61	76	90	105	119	134	148	162	175
晚期实体瘤	30%				20	34	47	61	76	90	105	119	134	148	162	175
美国					222	338	442	535	618	691	756	812	862	904	940	971
晚期实体瘤	30%				222	338	442	535	618	691	756	812	862	904	940	971
APG-115销售额总计					242	371	489	596	693	781	860	932	995	1,052	1,102	1,146
总计		5	29	167	863	1,505	2,475	3,407	4,435	5,859	6,388	6,786	7,161	7,513	7,828	8,106

资料来源：申万宏源研究

3.3 锦欣生殖-辅助生殖领域龙头

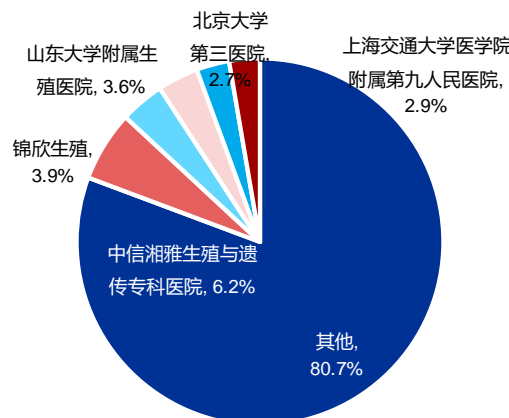
- 锦欣生殖为国内私立辅助生殖领域的龙头企业。按照IVF周期数和辅助生殖收入计算，2018年公司于国内辅助生殖市场排名第三和第二，市场份额分别为3.1%和3.9%。按照辅助生殖收入和IVF周期数计算，2018年公司为美国第二大和第五大辅助生殖供应商，市场份额分别为2.5%和1.9%。
- 国家卫健委的数据显示，近年来国内出生的试管婴儿数量超过30万，约占每年新生儿数量的2.0%，低于邻国日本的5.5%。随着不孕率的上升，以及出生缺陷和预防意识的提升，Frost & Sullivan数据显示，国内辅助生殖市场的渗透率有望从2018年7.0%提升至2023年的9.2%。

国内辅助生殖市场份额
(按照IVF周期数计算)



资料来源：锦欣生殖招股书，申万宏源研究

国内辅助生殖市场份额
(按照ARS收入计算)



资料来源：锦欣生殖招股书，申万宏源研究

3.3 收购云南昆明医院，业务范围再扩张

- 锦欣生殖于2021年6月18日宣布，通过其子公司四川锦欣生殖和子公司持有的一家投资工具，**收购云南九洲医院和昆明和万家妇产医院19.33%的股权。**
- **业务范围扩张至云南省。**云南省仅有四家民营医院拥有IVF牌照，其中包括九洲医院，以及和万家医院。九洲医院和和万家医院分别于2016年和2018年正式获得IVF牌照，2020年取卵周期数分别达到2,196个和522个。目前九洲医院和和万家医院的年产能有望在设施升级后分别增加至超过5,000个周期和3,000个周期。**公司预计这两家医院有望在未来三年内进入云南省辅助生殖市场的第一梯队。**

锦欣国内外IVF业务网络



3.4 海吉亚医疗-肿瘤放疗需求巨大

- 海吉亚医疗是最大的肿瘤医疗集团，服务网络遍布中国11省18个城市。截至2020年底，集团有10家医院和17家放疗中心。通过自建、并购和扩张，目前已经签约的放疗中心有23个。**公司预计截至2023年有望拥有18家医院和43家放疗中心。**
- 公司的主要业务模式包括医院业务、第三方放疗业务和医院托管业务。**1) 医院业务2020年收入占比88.7%，收入增速最快，预计未来有望保持30%以上的复合增速。2) 第三方放疗业务和医院托管业务收入占比分别为10.7%和0.6%，预计未来将保持稳定增长。

海吉亚的医院网络分布

海吉亚的业务模式

类别	2020年收入占比	机构数量	运营规模	盈利模式
医院	88.70%	7家民营性医院 (3家自建+4家收购)	约103万就诊人次	通过自有民营营利性医院为患者提供多种专科医疗服务，包括肿瘤科、骨科、中医、泌尿科、妇科、康复、血液透析科及急救，从中赚取收入。 1) 住院医疗服务（占医院业务收入的70%）。 2) 门诊医疗服务（占医院业务收入的30%）。
第三方放疗	10.70%	17家放疗中心	约5.8万人次使用 SRT设备接受放疗	1) 提供放疗中心咨询服务。 2) 授权使用专利立体定向放疗设备，以供放疗中心使用。 3) 提供专利立体定向放疗设备的相关维护和技术支持服务。
医院托管	0.60%	2家托管医院 (开远解化医院已终止)	约4万就诊人次	管理及经营持有举办人权益的民营非营利性医院，并从中收取管理费。根据医院托管协议，公司有权收取按托管医院收入固定百分比计算的管理费，为期40年。

资料来源：海吉亚2020年PPT，申万宏源研究

资料来源：海吉亚2020年PPT，申万宏源研究

3.4 收购苏州永鼎和广西贺济医院，深化华东华南布局

- 2021年4月25日，海吉亚公告拟以17.346亿元收购Etern Group及其主要资产苏州永鼎医院98%股权。永鼎医院是民营盈利性二级综合医院，位于江苏省苏州市吴江区。
- 2021年5月26日，海吉亚公告拟以不超过6.42亿元（2.7亿贷款，3.7亿现金）价格收购广西壮族自治区贺州广济医院99%股权。贺州广济医院是一家民营营利性三级医院，位于广西壮族自治区贺州市。

苏州永鼎医院财务数据

(百万元)	2019	2020
收入	517	492
YoY		-5%
PBT	107	87
YoY		-19%
净利润	76	61
YoY		-20%
净利润率	15%	12%
资产总值		706
资产净值		484
注册床位数		540
住院人次 (万人)		2
门诊人次 (万人)		48

资料来源：公司公告，申万宏源研究

贺州广济医院财务数据

(百万元)	2019	2020
收入	375	362
YoY		-3%
PBT	16	22
YoY		35%
净利润	13	18
调整后净利润	34	33
YoY		47%
净利润率	3%	5%
资产总值		338
资产净值		103
注册床位数		548
就诊人次 (万人)	38	33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.5 启明医疗-经导管心脏瓣膜领军者

- 启明医疗是中国领先的经导管心脏瓣膜医疗器械公司。公司产品主要聚焦经导管植入，以此替代功能不全的心脏瓣膜，包括主动脉瓣、肺动脉瓣、二尖瓣和三尖瓣。
- 2017年4月，公司的第一代TAVR产品VenusA-Valve获得国家药监局的上市批准，**成为国内首个上市的国产TAVR产品**。2020年11月，公司的第二代TAVR产品VenusA-Plus获得国家药监局的上市批准，**成为国内首个上市的可回收TAVR产品**。

启明医疗的产品管线

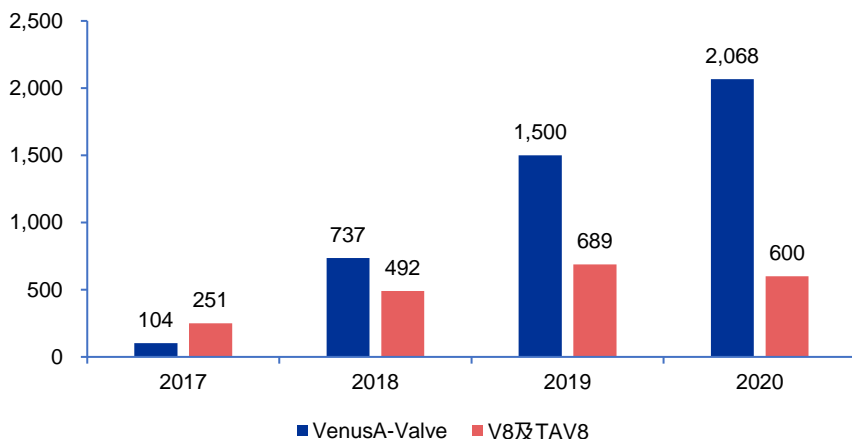
产品类别	产品姓名	产品特点	产品来源	地区	临床前	临床试验	注册
TAVR	VenusA-Valve	不可回收	自研	中国大陆 哥伦比亚、巴西、菲律宾、泰国	2017年4月获批，2017年8月正式上市 已获批		
	VenusA-Plus	可回收	自研	中国大陆 泰国	2020年11月获得国家药监局批准 已获批		
	VenusA-Pro		自研	中国大陆	研发阶段		
	Venus PowerX	干组织	自研	中国大陆	动物实验		
	Venus Vitae	球囊扩张	自研	中国大陆	动物实验		
主动脉瓣修复	Leaflex		授权	中国大陆	即将进入FIM		
				欧盟	临床试验中		
TPVR	VenusP-Valve	适用于患有或有RVOTD类似症状的患者 (右心室流出道RVOT功能障碍)	自研	中国大陆	绿色通道获批，准备注册		
				欧盟	注册审核中		
				美国	IDE准备阶段		
TMVR / TTVR	Limbus		自研	中国大陆	FIM准备中		
	TTVR valve		自研	中国大陆	动物研究阶段		
配套产品	Surgical valve		自研	中国大陆	研发阶段		
	V8/TAV8		授权	美国	获得FDA批准		
				欧盟	获得CE认证		
	TriGUARD3		授权	中国大陆	绿色通道获批，注册资料准备中		
				欧盟	获得CE认证		
				美国、阿根廷、巴西等	FDA注册审核中，阿根廷和巴西准备中		

资料来源：启明医疗2020年PPT，申万宏源研究

3.5 TAVR产品有望快速销售放量

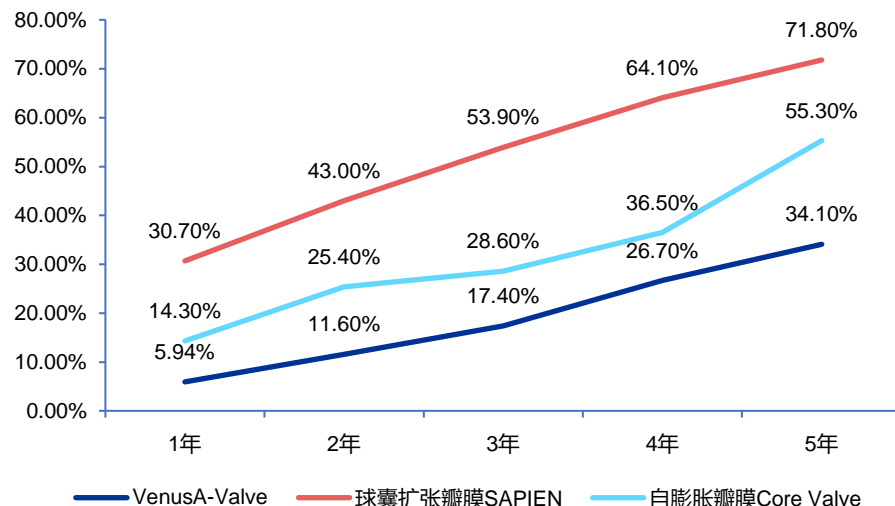
- **销量快速增长：**2020年，VenusA-Valve的销售额同比增长17.2%至2.72亿元，占到总收入的98.5%。此外，覆盖医院数量从2019年的164家增长至2020年的249家。TAVR手术量也随之增长至约2,200台，同比增长超过50%。**公司预计2021年覆盖医院数量有望增长至350家，VenusA-Valve和VenusA-Plus的销量有望达到4,000-4,500个。**
- **优越的临床随访结果：**VenusA-Valve披露五年随访临床数据，五年全因死亡率为34.1%，远远低于Sapien的71.8%和Core Valve的55.3%。

启明医疗分产品销量



资料来源：启明医疗2020年PPT，申万宏源研究

启明医疗VenusA-Valve的五年随访数据对比
(全因死亡率)

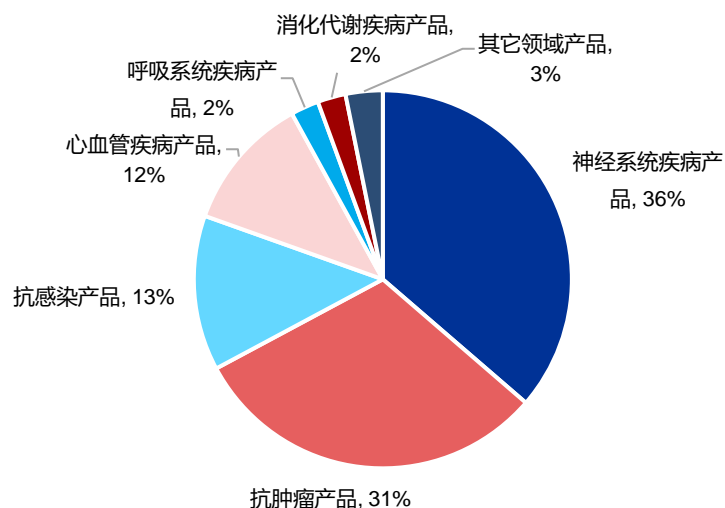


资料来源：启明医疗2020年PPT，申万宏源研究

3.6 石药集团-创新转型

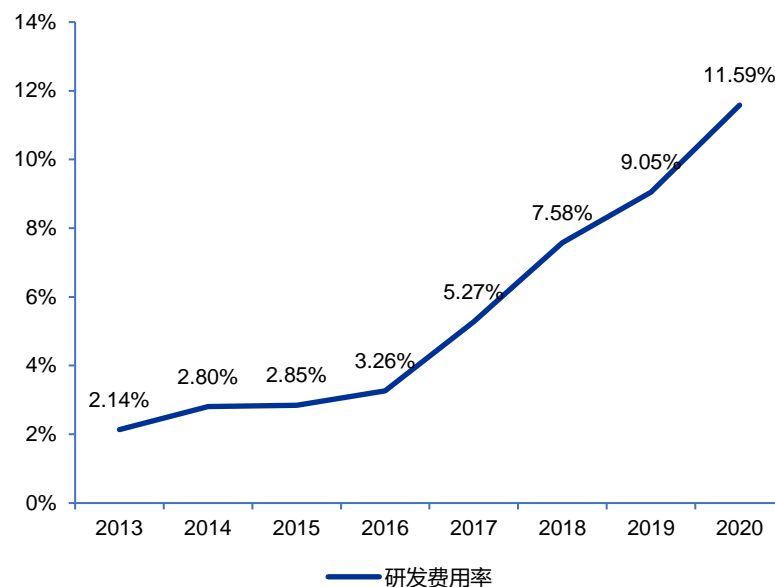
- 2020年成药销售额同比增长13.8%，达到204亿元。其中，肿瘤药的销售收入同比增长29.0%达到62.9亿元，收入占比提升至31%，主要得益于多美素、津优力和克艾力的强劲增长。
- 2020年公司研发费用达到28.9亿元，研发费用率为11.6%（2019年为9.1%）。**公司预计将在2022-2025年推出15个以上创新药，包括10个生物药和8个化药。**

2020年石药成药业务分领域构成



资料来源：石药集团2020年报，申万宏源研究

石药的研发费用率（2013-2020年）



资料来源：石药集团2020年报，申万宏源研究

3.6 BD持续落地，扩充创新药管线

- 与倍而达药业达成BPI-771胶囊（CDK 4/6抑制剂）的授权引进协议，首次认购金额为2亿元。BPI-771胶囊是用于治疗非小细胞肺癌的第三代EGFR TKI。我们预计近期公司将向国家药监局递交BPI-771针对非小细胞肺癌的上市申请，有望成为继阿斯利康的奥希替尼、翰森制药的阿美替尼、艾力斯的艾氟替尼和贝达药业的D0316（2021年3月已递交上市申请）后国内第5个三代EGFR TKI产品。
- 与康诺亚生物签订CM310（IL-4R α 单抗）的授权引进协议，用于治疗中重度哮喘和慢性阻塞性肺疾病（COPD）和其他呼吸系统疾病。该药目前正在二期临床试验中。公司将支付7,000万元的首付款，1.0亿元的开发里程碑付款，以及根据销售额支付销售里程碑和销售提成。

石药的创新药管线

临床 I 期			临床 II 期	临床 III 期/关键临床		上市申请	已上市
SYHA 1817	SYHA 1801	紫杉醇 阳离子脂质体	丁苯酞胶囊(US)	SKLB 1028	伊立替康 脂质体	BPI-7711	两性霉素B 复合物
SYHA 1803	SYHA 1807	多西他赛 白蛋白	阿莫西汀	DBPR 108	柔红霉素 阿糖胞苷 脂质体	Duvelisib	
SYHA 1815	SYHA 1813	表柔比星 脂质体	黄岑素片	丁苯酞软胶囊(血管性痴呆)	紫杉醇 纳米粒(速溶型)	米托蒽醌 脂质体	
SYHA 1402	SYHA 1805	EpCAM/ CD3*	TG103	SYHA 121-28	☆白蛋白 紫杉醇(肺癌)	两性霉素B 脂质体	
SYHX 1901	CSPCHA 115	HER2/ CD3*	CM310	JMT103	JMT101		
HER2 ADC	ALMB 0166	CD38/ CD3*	前列地尔 脂质体	SYSA 1802	奥马珠单抗		
NBL-012	ALMB 0168	CD20/ CD47					

*为友芝友开发产品 ☆为上市后临床

小分子创新药

大分子创新药

新型制剂

资料来源：石药集团2021年一季度PPT，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

周文远
zhouwy@swsresearch.com
嵇肖潇
jixx@swsresearch.com