

# 疫后重归长逻辑

## 医药行业2021年下半年投资策略

证券分析师：陈烨远 A0230521050001

研究支持：余玉君 A0230120070001，仰佳佳 A0230120080005，凌静怡 A0230120060001，王道 A0230121050002，陈烨远 A0230521050001

联系人：陈烨远

2021.6.22



放眼十四五 共话新征程

Eyeing the 14<sup>th</sup> 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

# 主要内容

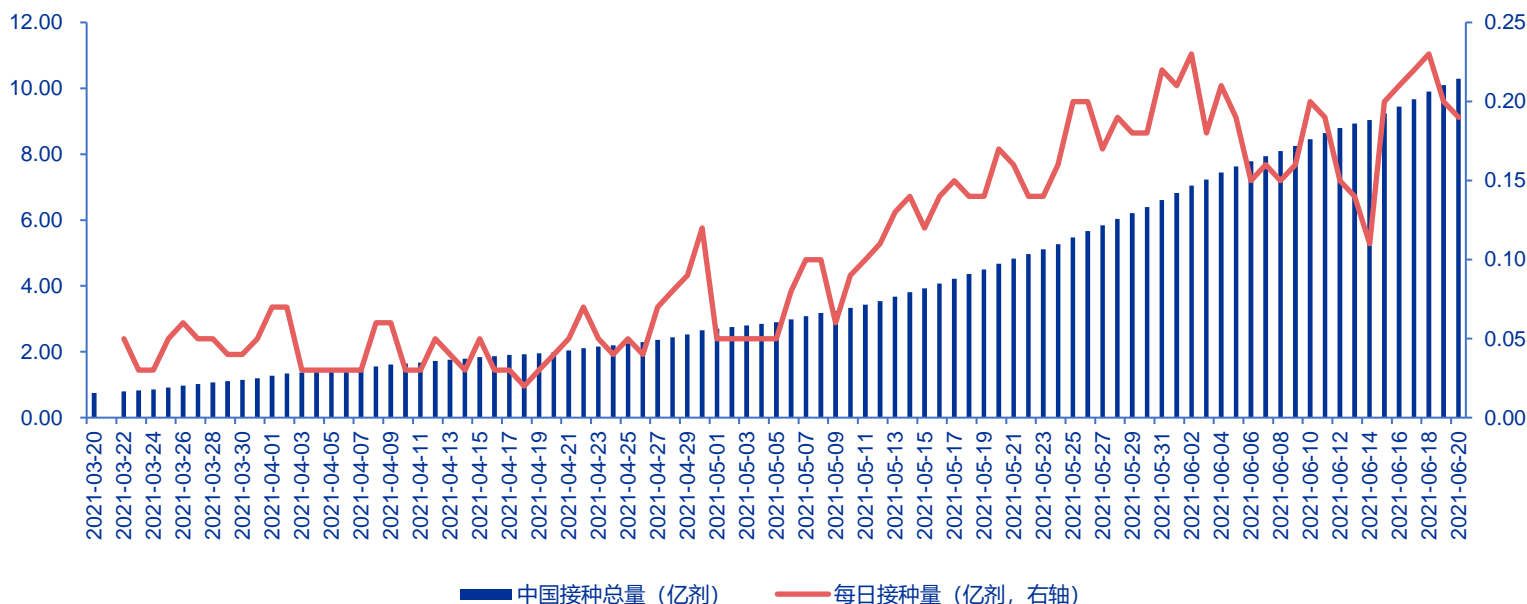
---

1. 全球疫情现状及疫苗接种进度
2. 国内医药行业政策新趋势
3. 疫情后医药板块回归行业长逻辑：消费升级+技术升级（产业革命）
4. 推荐标的：长春高新、药明康德、康希诺、恒瑞医药、博瑞医药

## 1.1 全球新冠疫苗接种进度

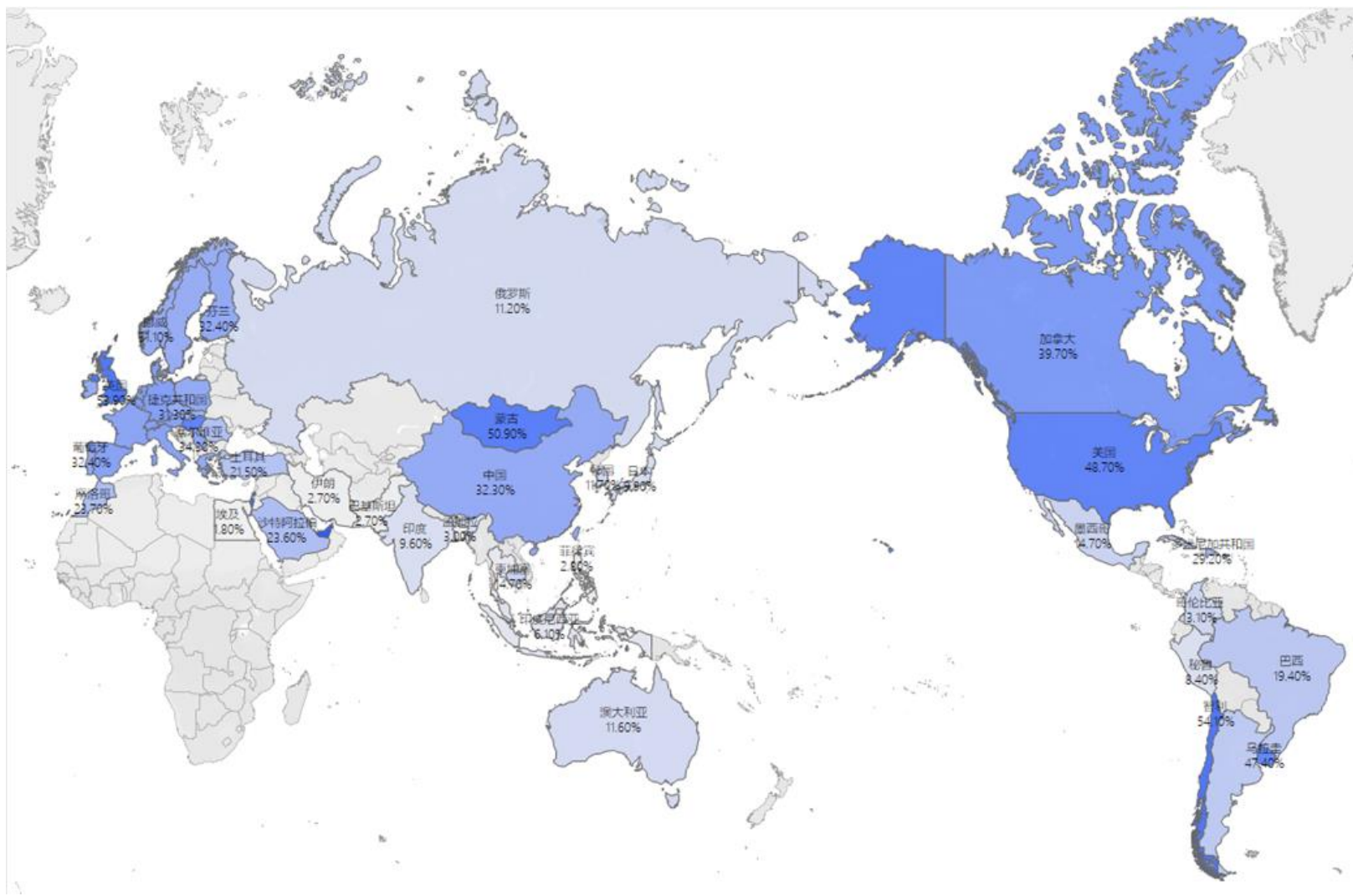
- 根据彭博数据：截止至6月19日，全球新冠疫苗累计接种超过26亿剂。中国截止6月20日的接种总量已超过10亿剂，约可覆盖30%的人口完成疫苗接种流程。总体来看，美国、欧盟等西方国家接种完成度较亚洲国家普遍更高，个别国家如以色列、智利等国接种覆盖率也相对较高。而全球主要经济体中如印度、日本等国接种情况仍相对较慢，截止至6月7日估算的完全接种率仍不足10%。

图1：我国累计接种突破10亿剂次



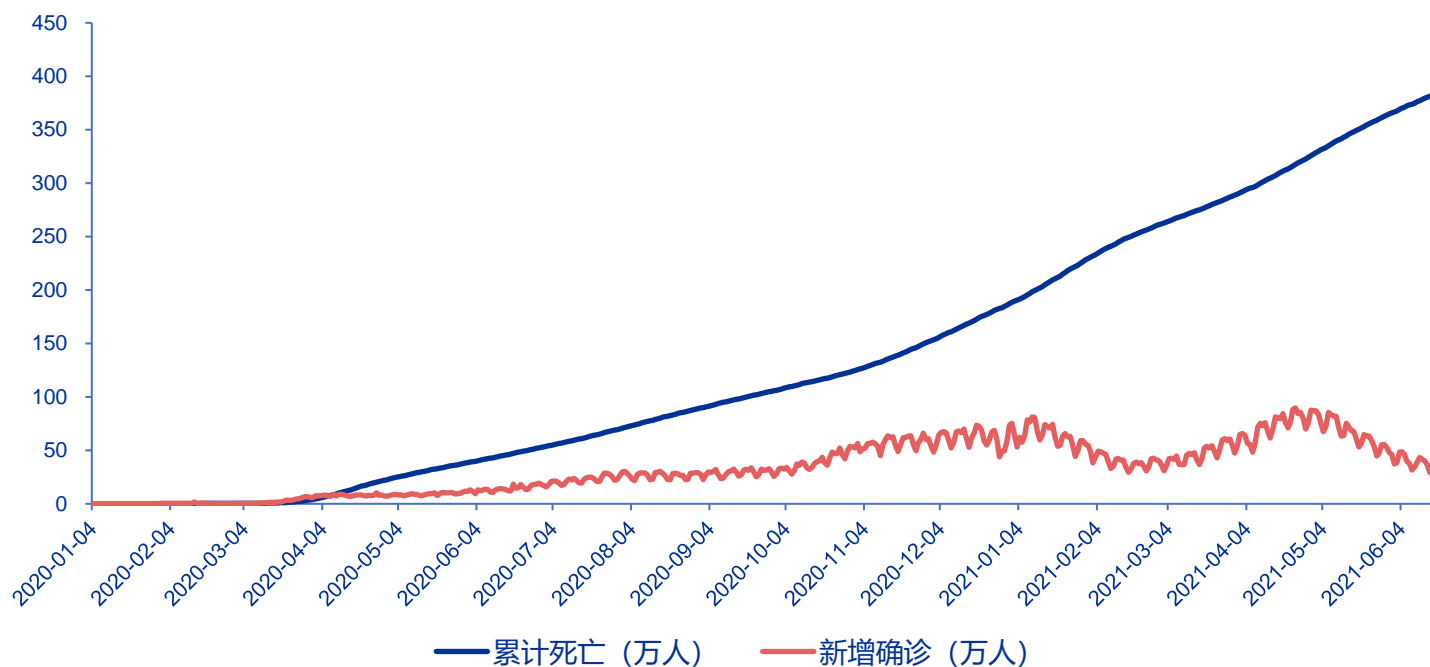
# 1.1 全球新冠疫苗接种进度

图2：我国新冠疫苗接种进度在亚洲国家中居于前列



## 1.2 全球新冠疫情患者趋势

图3：全球日新增及累计死亡人数（万人）



## 1.3 全球新冠疫苗产能情况

- 我国大陆已有7款新冠疫苗获批紧急使用，涵盖灭活病毒（5款）、腺病毒载体（1款）和重组蛋白（1款）。预计21年海内外产能分别能覆盖33亿和51亿人口。

表1：2021与2022年国内外新冠预计产能情况

公司	技术路线	研发进展	21年产能 (亿剂次)	21年对应人数 (亿人)	22年产能 (亿剂次)	22年对应人数 (亿人)
武汉所	灭活	已获阿联酋、埃及、中国等EUA/CMA	30	15	50	25
北京所	灭活	已获阿联酋、埃及、中国等EUA/CMA				
北京所	重组亚单位	已获阿联酋、埃及、中国等EUA/CMA	/	/	2	1
科兴生物	灭活	已获巴西、印尼、中国等EUA/CMA	20	10	30	15
康希诺	腺病毒载体	已获墨西哥、巴基斯坦、中国等EUA/CMA	2	2	4	4
BioNTech&复星	mRNA	已获英国、巴林、美国等EUA/CMA	1	0.5	10	5
AstraZeneca&康泰	腺病毒载体	已获英国、欧盟、WHO等EUA/CMA	4	2	/	/
智飞生物	重组亚单位	已获乌兹别克斯坦和国内EUA	6	2	10	3
康泰生物	灭活	已获国内EUA	3	1.5	6	3
中国医科院	灭活	已获国内EUA	/	/	/	/
合计			66	33	112	56
University of Oxford/AstraZeneca	腺病毒载体	已获英国、欧盟、WHO等EUA/CMA	20	10	30	15
Moderna	mRNA	已获得美国、加拿大、欧盟等EUA/CMA	10	5	30	15
BioNTech/Pfizer	mRNA	已获英国、巴林、美国等EUA/CMA	13	15	30	15
GRIEM and Binnopharm	腺病毒载体	已获俄罗斯、阿根廷、玻利维亚等EUA/CMA	5	2.5	/	/
J&J (Ad26 SARS-CoV-2)	腺病毒载体	已获FDA的EUA	10	10	30	30
Novavax	重组亚单位	III	10	5	20	10
BBV152	灭活	已获印度EUA	7	3.5	7	3.5
合计			75	51	147	89

# 1.4 新冠疫情新挑战——突变株

表2：疫苗有效率汇总

公司	Original(Wild)	英国突变(B117)	南非突变(B1351)	巴西突变 (P1)	印度突变(B1617)
国药中生	79.34% (北京所) 72.51% (武汉所)				
科兴中维	91.3% (土耳其) 65.3% (印尼) 50.4% (巴西) 平均67%	Neutralization-1.84 folds			Neutralization-1.95 folds
康泰生物					
印度巴拉特生物	80.60%				
Novavax	89%	85.60%	49-60%		
智飞生物					
三叶草					
Astra Zeneca	81.50%	70.40%	10.40%		
J&J	72%	72.00%	57-64%	68%	
Sputnik-V	91.60%	Effective in lab studies	Neutralization-75%		
康希诺	74.8% 重症100% (多国65.7%, 重症90.98%)				
Pfizer	95% 6个月随访91.3%	Neutralization-2 folds	Neutralization-6.5 folds	Neutralization-6.7 folds	70%-75%
	94.5% 6个月随访超过90%	Neutralization-1.8 folds	Neutralization-8.5 folds	Neutralization-4.5 folds	



# 主要内容

---

1. 全球疫情现状及疫苗接种进度
2. 国内医药行业政策新趋势
3. 疫情后医药板块回归行业长逻辑：消费升级+技术升级（产业革命）
4. 推荐标的：长春高新、药明康德、康希诺、恒瑞医药、博瑞医药



## 2.1 DRGs与DIP将于年内在试点城市全面运行

- 2019年10月，国家医保局发布了《**国家医疗保障DRGs分组与付费技术规范**》和《**国家医疗保障DRGs (CHS-DRGs) 分组方案**》，提出在2019年医保局完成顶层设计，2020年全国试点城市模拟运行，2021年DRGs实际运用。
- 2020年10月19日，国家医保局印发《**区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案**》，明确以地级市统筹区为单位开展试点工作，用1-2年的时间将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式，到2021年年底，全部试点地区进入实际付费阶段。
- 2020年11月20日，国家医保局发布《**关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范**和**DIP病种目录库（1.0版）的通知**》。确定了DIP付费全面试点正式开始。
- **2021年6月7日，医保局医药服务管理司司长表示，2021年内30个DRGs试点城市、71个DIP试点城市将开展实际付费。目前，全国30个城市开展DRG付费试点已全部进入模拟运行；71个城市启动DIP付费试点也已全部完成预分组工作。**

## 2.1 DRGs与DIP将于年内在试点城市全面运行

- 虽然DRGs和DIP在适用范围与改革目标保持高度的一致性，均是通过在定点医疗机构的医保付费端进行改革提升医保基金使用效率，但是在分组依据和原理、具体费用的计算方法上存在一定差别。

表3：DRGs和DIP对比

	DRGs	DIP
公布时间	2019年5月	2020年11月
试点城市数量	30个	71个
覆盖省份数量	29个	27个
准备时间	2年	1年
覆盖医疗机构	每地至少3家以上	辖区内医疗机构全覆盖
分组依据	临床路径	临床数据
分组目的	覆盖所有编码	覆盖所有住院病例
分组层级	三层（MDC、ADRG、ADRGs）	四层（三级、二级、一级、主索引）
最细组别的变异系数（CV）	<0.7	平均值<0.6

## 2.2 集采常态化——关注化学仿制药第五批集采动态

- 2021年1月28日，国务院办公厅公布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》。提出完善以市场为主导的药品价格形成机制，发挥医保基金战略性购买作用，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，健全政府组织、联盟采购、平台操作的工作机制。
- 2021年5月8日，上海阳光采购网发布《关于开展第五批国家组织药品集中采购相关药品信息收集工作的通知》。将从5月10日起，联合采购办公室开展第五批国家组织药品集中采购相关信息申报工作。根据公布的《药品申报范围》，此次集采共涉及60个药品202个品规。6月23日报价并于当天公布中标情况。

图4：4+7以来集采中标情况

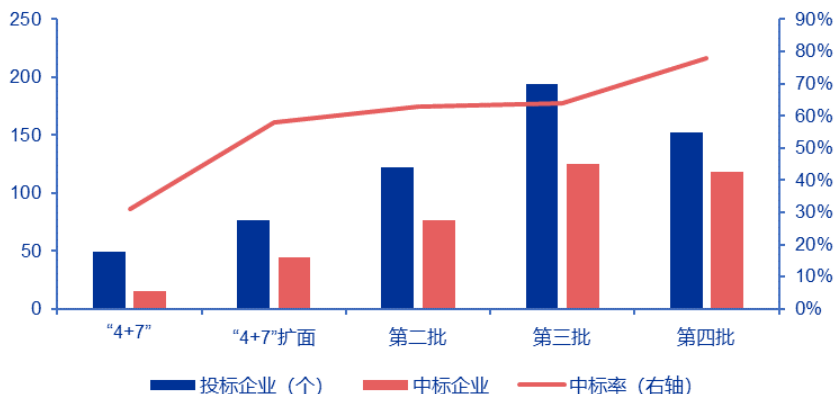
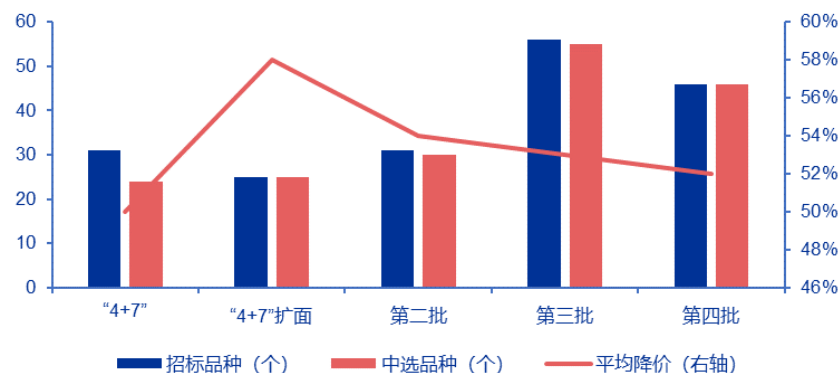


图5：4+7以来集采降价情况



## 2.3 生物药、高值耗材集采

- 2021年1月29日国务院政策例行吹风会上，国家医保局副局长陈金甫表示：**生物类似药纳入集采是毫无疑问的**。2月18日，CDE发布《生物类似药相似性评价和适应症外推技术指导原则》。
- 2021年5月19日，《广东省医疗保障局关于共同开展省级药品和耗材超声刀头联盟采购工作的函》流出，广东医保局将牵头山西、福建、江西、河南、湖北、湖南、广西、海南、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆建设兵团加入组建区域集团采购联盟，共同开展省级药品、耗材超声刀头带量采购工作，**目录所涉及的281个药品中包括重组人生长激素**。
- 2020年11月20日，国家医保局下发《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》，文件显示第二批医用耗材清单主要包括的类别有人工髋关节、人工膝关节、骨科材料、除颤器、封堵器和吻合器。
- 2021年6月4日，国家医保局等八部门印发《**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**》，明确品种、企业、医疗机构的采购覆盖范围。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。

# 主要内容

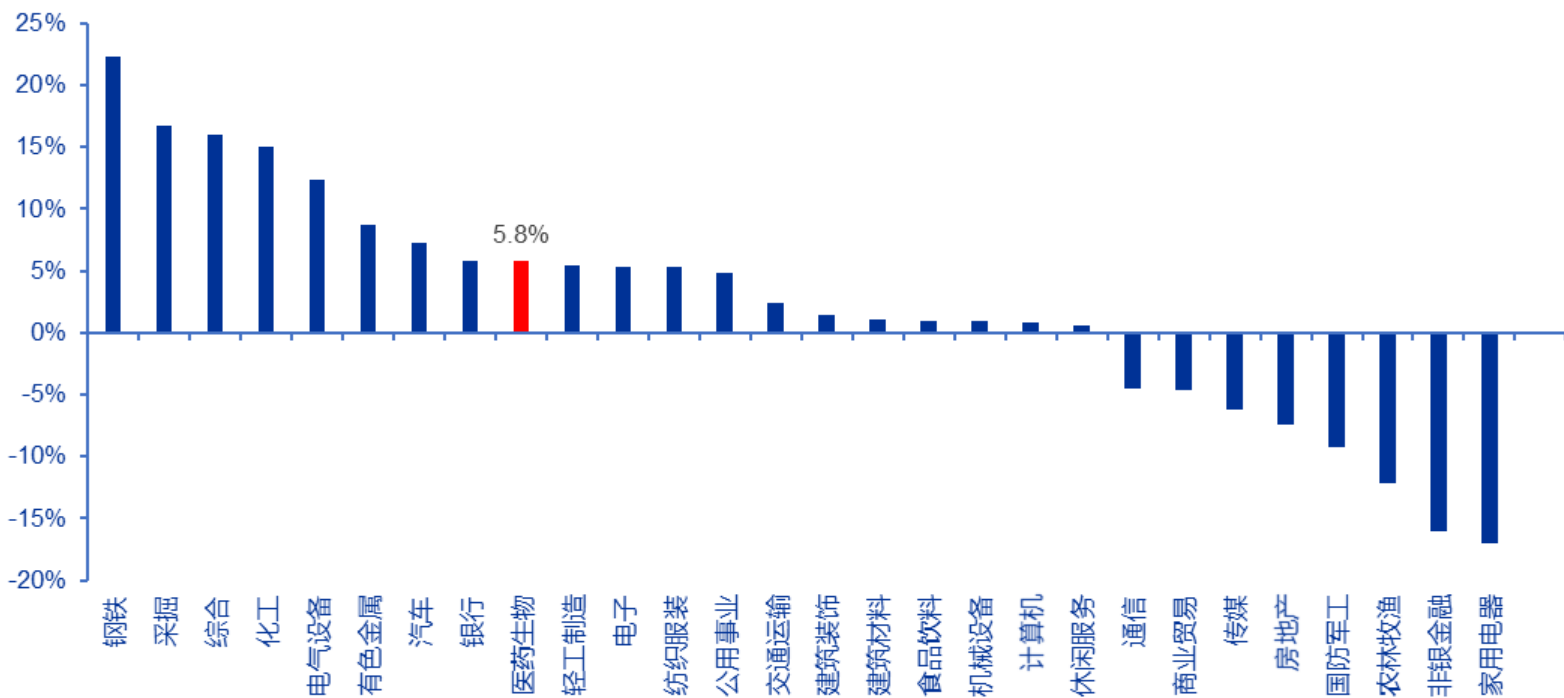
---

1. 全球疫情现状及疫苗接种进度
2. 国内医药行业政策新趋势
3. 疫情后医药板块回归行业长逻辑：消费升级+技术升级（产业革命）
4. 推荐标的：长春高新、药明康德、康希诺、恒瑞医药、博瑞医药

### 3.1 医药板块上半年整体表现（截至6月18日）

年初至今（6月18日），申万医药生物指数上涨5.8%，在28年行业中排名第9。

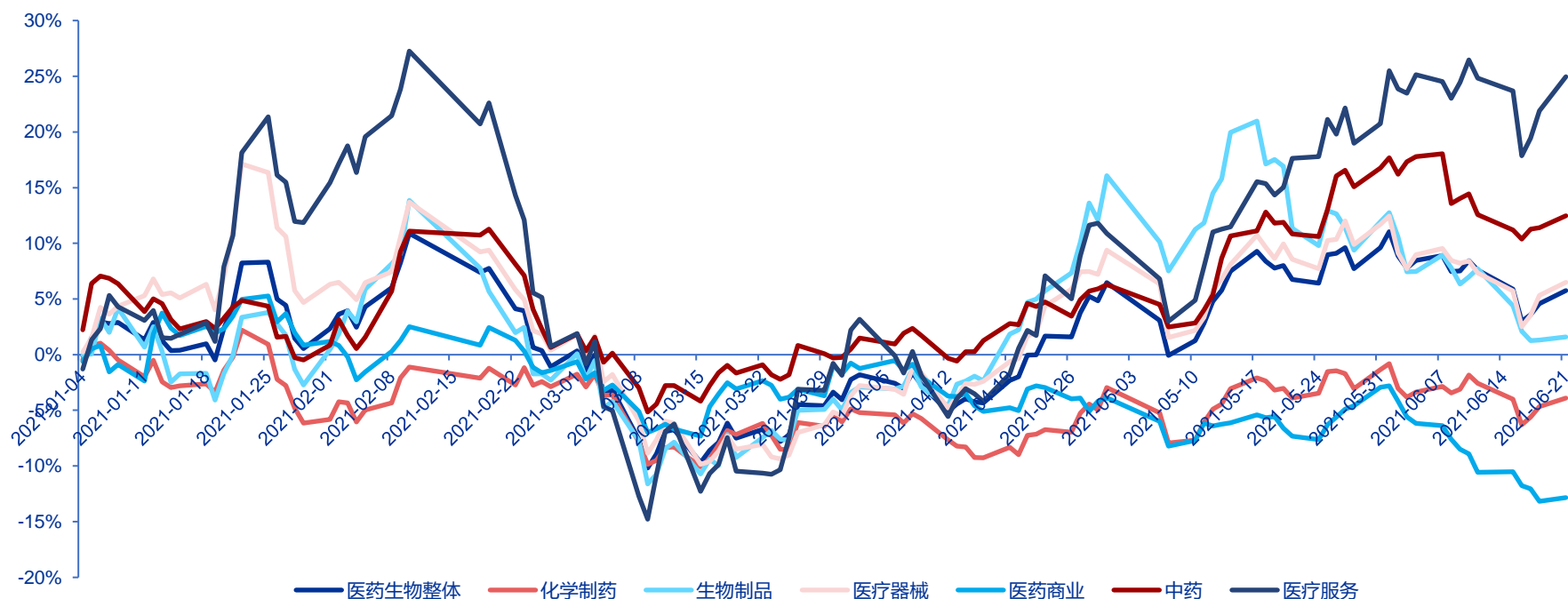
图6：申万一级行业今年涨跌幅



## 3.2 医药各子板块上半年表现

分子版块看：年初至今涨幅最好的是医疗服务（25.0%），其次是中药（12.5%）和医疗器械（6.5%）。

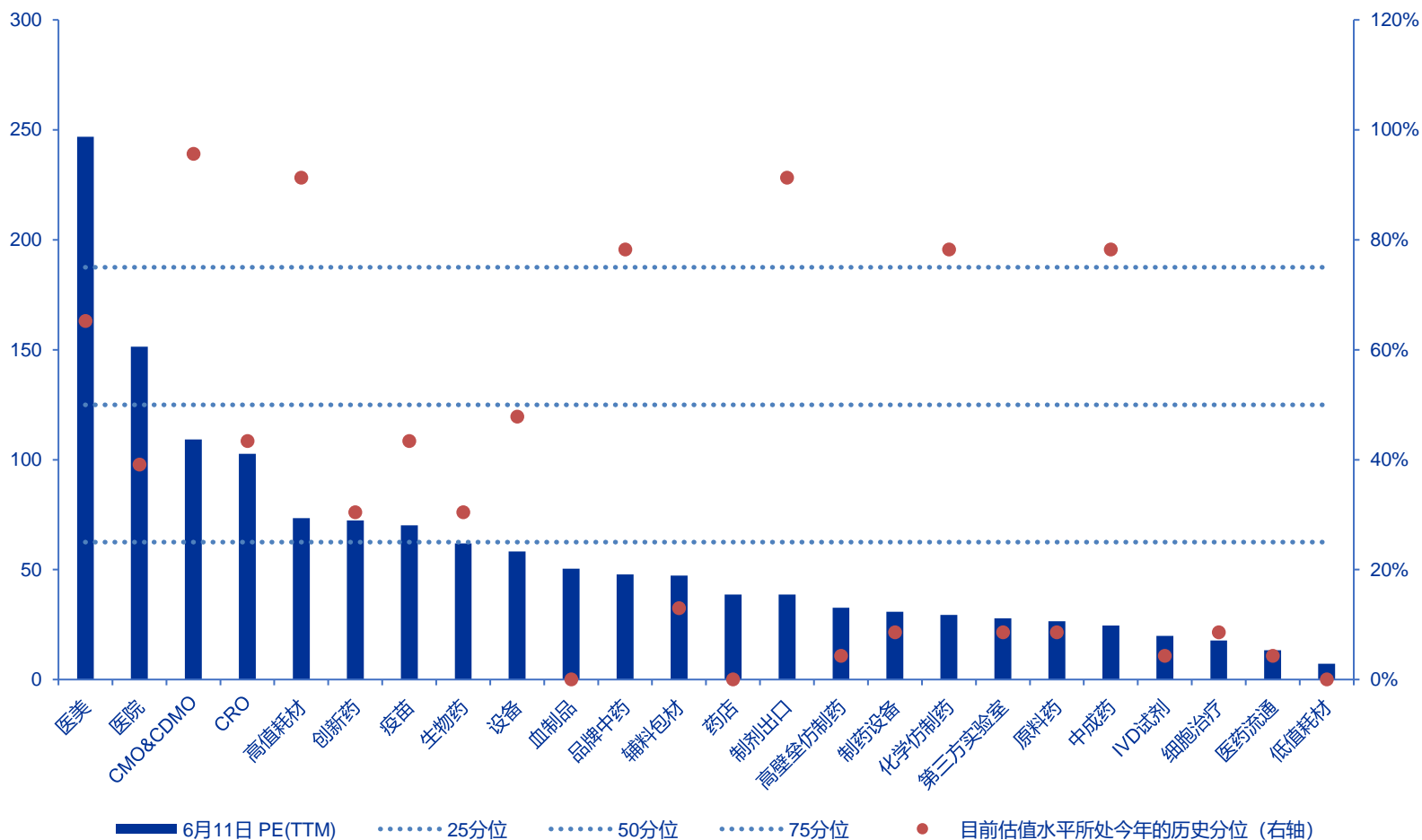
图7：医药板块今年走势





### 3.3 医药板块目前估值水平

图8：医药子板块估值情况



## 3.4 投资策略：回归长逻辑

- 从国内疫情态势、疫苗接种进度、海内外疫苗公司产能布局，以及各个子板块上半年走势等角度看，医药板块正步入疫情后期、趋向常态化的阶段。**因此我们判断，2020年初以来的新冠行情以及疫情驱动的板块短期分化将被医药行业更长维度投资逻辑替代，即“技术升级（产业革命）+消费升级”。**
- **消费升级方面，重点关注较少受到控费影响的领域：**（1）**民营医院**（如爱尔眼科、通策医疗、大东方）和（2）**消费属性产品**（如长春高新、我武生物、爱博医疗、康泰生物）。
- **技术升级和产业革命方面，可以从三个角度挑选长期具备成长前景的领域：**（1）**产业链分工细化，如CRO板块**（药明康德、泰格医药、昭衍新药、皓元医药）；（2）**核心技术领域国产替代**（迈瑞医疗、纳微科技、佰仁医疗）；（3）**真创新兴起**（恒瑞医药、君实生物、贝达药业、康希诺生物）；（4）**制剂国际化**（博瑞医药、健友股份、普利制药、司太立）

# 主要内容

---

1. 全球疫情现状及疫苗接种进度
2. 国内医药行业政策新趋势
3. 疫情后医药板块回归行业长逻辑：消费升级+技术升级（产业革命）
4. 推荐标的：长春高新、药明康德、康希诺、恒瑞医药、博瑞医药

## 4.1 长春高新：集采无需过度恐慌，公司核心逻辑不变

- 区域集采无需过度恐慌，生长激素消费属性强，金赛最全剂型布局，长春高新核心逻辑不变：生长激素不依赖于医保支付（大部分自费）、独特的商业渠道模式不依赖于进院销售、行业景气度随着医生、家长治疗意识及支付能力的提升而提升，产品竞争力以依赖注射体验和患者管理能力，金赛是市场目前唯一一家拥有卡式瓶+隐针注射笔的公司，家长愿意为孩子良好注射体验支付更高费用，行业以及公司核心逻辑不变，水针的价格就不会发生大调整。
- 重申公司长期核心逻辑：1、矮小症治疗渗透率数倍的提升空间；2、成人抗衰老领域巨大的市场前景；3、长效占比提升、用药时长提升带来的客单价的提升

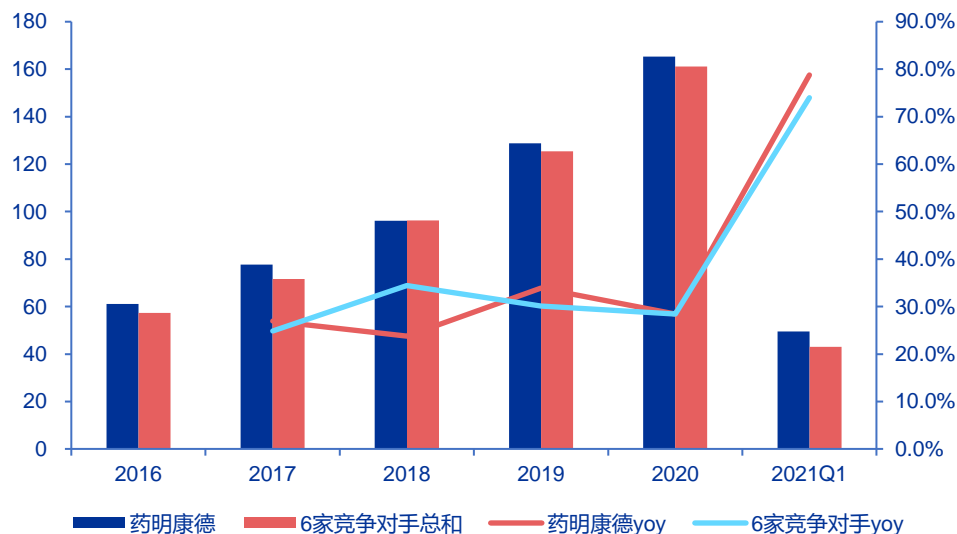
表4：国内各厂家生长激素剂型、规格以及价格情况

国内主流厂家	商品名	国内上市时间	剂型	包装	注射频率	单IU价格 (元)	对应注射装置
金赛（国产）	赛增	1998年	粉剂	西林瓶	每天	17	一次性注射器
	赛增	2005年	短效水剂	预灌封	每天	54	一次性预灌封注射器
	赛增	2014年	短效水剂	卡式瓶	每天	38.08	隐针电子注射笔
	金赛增	2014年	长效水剂	西林瓶	每周	104.35	一次性注射器
安科（国产）	安苏萌	1999年	粉剂	西林瓶	每天	16.87	一次性注射器
	安苏萌	2019年	短效水剂	预灌封	每天	48.93	一次性预灌封注射器
海济（国产）	海之元	2005年	粉剂	西林瓶	每天	16.79	一次性注射器
联合塞尔（进口）	珍怡	2000年	粉剂	西林瓶	每天	18.61	一次性注射器
诺和诺德（进口）	诺泽	2018年	短效水剂	卡式瓶	每天	39.03	机械注射笔
健豪宁		2009年	粉针	西林瓶	每天		一次性注射器
LG（进口）	尤得盼	2017年	粉针	西林瓶	每天	64.88	一次性注射器

## 4.2 药明康德：综合一体化CXO龙头

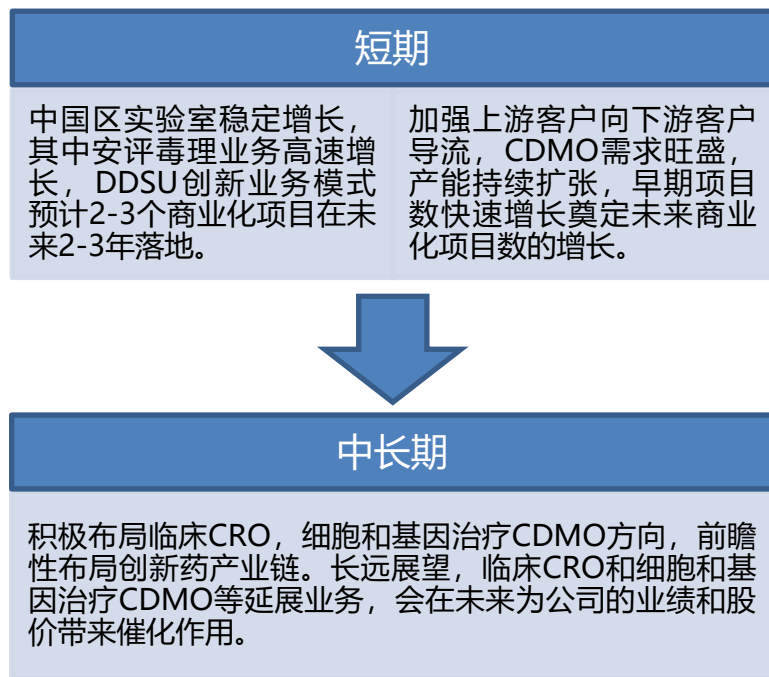
- **内生强劲，一体化服务平台优势明显：**公司前瞻性打造一体化CXO服务平台，持续拓展业务范围。公司的核心竞争力是平台型公司未来潜在的业务延展性，紧跟创新药产业发展，创新药产业链的扩张是公司未来的核心增长动力，也是公司长期增长的基础。
- 药明康德不仅体量高于6家主要竞争对手的收入，而且增速也快于他们，一体化龙头优势尽显。

图9：药明康德及国内6家主要竞争对手收入情况（亿元）



注：国内6家主要竞争对手：康龙化成，泰格医药，凯莱英，博腾股份，睿智医药，昭衍新药

图10：药明康德短中长逻辑



## 4.2 药明康德：综合一体化CXO龙头

- **公司在多个细分领域也有优势：实验室服务：**药明康德收入体量是康龙化成2倍多，增速在持续地不断加速；**CDMO服务：**药明康德CDMO收入体量是凯莱英1.5倍多，而且增速也高于凯莱英，呈现加速趋势；**临床CRO：**虽然收入体量和泰格医药有所差距，但是增速一直超过泰格，差距在不断缩短，2020年由于疫情的原因增速下滑，预计未来几年恢复高速增长。

图11：实验室服务：药明康德VS康龙化成（百万元）

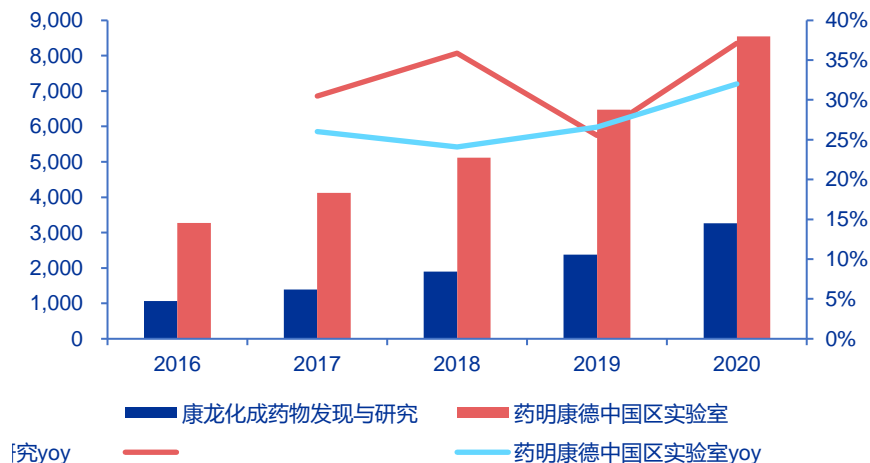


图12：CDMO服务：药明康德VS凯莱英（百万元）

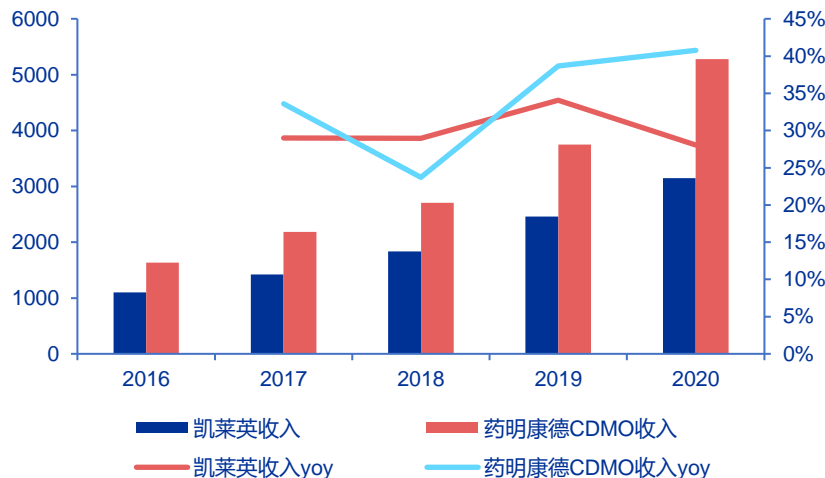
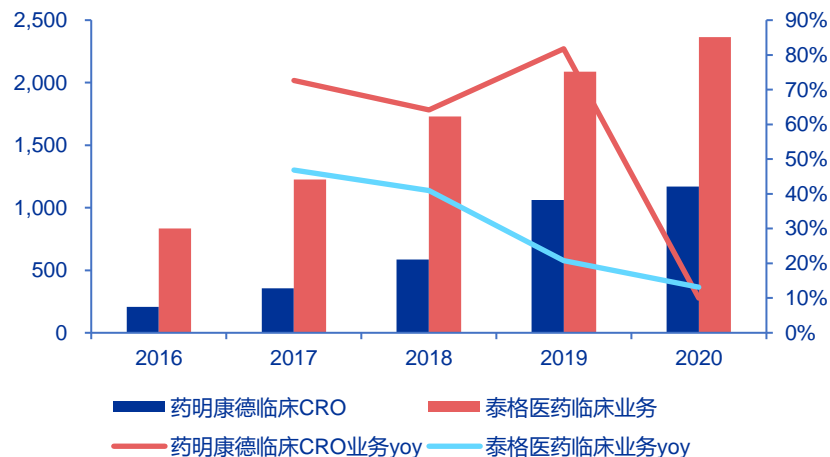


图13：临床CRO服务：药明康德VS泰格医药（百万元）



## 4.3 康希诺：“新”疫苗时代领军企业

- 康希诺作为国内创新疫苗的新秀，拥有多糖蛋白结合技术、蛋白结构设计和重组技术、腺病毒载体疫苗技术和制剂技术四大技术平台，致力于研发全球创新及国内首创疫苗。
- 根据管线中疫苗产品审评审批进度，我们预期公司二价及四价结合脑膜炎疫苗有望在2021年获批上市，13价肺炎疫苗有望在2023年报产。

表5：康希诺研发管线

疫苗产品	临床申请	临床批准	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	新药申请	获批上市
重组新型冠状病毒疫苗（腺病毒载体）							2020/6/29
MCV2（AC群脑膜炎结合疫苗）			2017/12/15		2018/10/8	2019/2/26	2021年
MCV4（ACWY135群脑膜炎结合疫苗）	2013/12/17		2017/12/15		2018/10/8	2019/11/22	2021年
婴幼儿用DTcP（组分百白破）	2015/4/8	2018/1/17	2020/4/28	2021年		2023年	
DTcP加强疫苗（组分百白破加强针）	2016/10/20	2018/3/12	2020/4/28	2021年		2022年	
PBPV（通用型肺炎球菌结合疫苗）	2017/3/29	2018/10/29	2019/9/6开始		2023年		
PCV13i（13价肺炎结合疫苗）	2019/1/28	2019/1/28	2020/5/18		2021/4/13	2023年	
结核病加强疫苗			加拿大1b期	2021年			



## 4.3.1 mRNA技术将是疫苗未来发展新方向

- 此次新冠疫情的紧迫性加速了mRNA技术在人用疫苗上的应用，也加速了在mRNA疫苗领域的技术创新。

表6：2021年全球基于mRNA的新冠疫苗管线（临床阶段）

公司机构	疫苗名称	I 期	II 期	III 期	上市
BioNTech/Pfizer	BNT162b2				
Moderna	mRNA-1273				
	mRNA-1273.351				
	mRNA-1283				
CureVac	CVnCov				
Arcturus Tx	ARCT-021				
苏州艾博	ARCov				
Sanofi/Translate Bio	MRT5500				
Imperial College London	LNP-nCoVsaRNA				
GSK	CoV2 SAM				
Providence Tx	PTX-COVID19-B				
Dalichi Sankyo	DS-5670a				
Chulalongkorn Univ	ChulaCov19				
斯微生物	SW0123				
丽凡达生物	LVRNA009				

## 4.3.1 mRNA技术将是疫苗未来发展新方向

- mRNA技术理论上可以满足所有遗传信息的要求，以编码和表达各种蛋白质，因此mRNA技术的潜在应用场景极其广阔，建议关注国内拥有mRNA技术平台的公司。

表7：国内外部分mRNA公司

	moderna	curevac	biontech	斯微生物	丽凡达生物	艾博生物
成立时间	2010年	2000年	2008年	2016年	2017年	2019年
技术平台	修饰性 mRNA+LNP递送平台	序列优化mRNA, 引进LNP递送平台	脂质体递送平台	体外转录 mRNA+LPP递送平台	体外转录 mRNA+LNP递送平台	体外转录 mRNA+LNP递送平台
新冠疫苗	mRNA1273	CVnCoV	BNT162			ARCoV
新冠疫苗目前进展	已上市，中期有效性94.5%	临床III期	已上市，中期有效性95%	临床 I 期	临床 I 期	临床II期
公司产品管线	23条mRNA研发管线，15个进入临床，目前最完整的药物平台	10条mRNA研发管线，5个进入临床	20多个研发项目，9个已进入临床	9条mRNA研发管线，新冠疫苗在临床阶段	11条mRNA研发管线，新冠疫苗在临床阶段	多个研发项目，新冠疫苗在临床阶段
重点布局领域	传染病疫苗/癌症疫苗/癌症免疫/局部再生/蛋白补充/全身细胞内治疗	癌症疫苗/传染病疫苗/罕见病	个体化癌症疫苗	传染病预防/肿瘤免疫学	传染病疫苗/肿瘤/蛋白补充/美容	传染病疫苗/肿瘤免疫/双抗/罕见病

## 4.4 恒瑞医药：被低估的创新力

表8：恒瑞ASCO 5项ORAL，中国企业中数量最多

试验方案	靶点	适应症	阶段	汇报形式
卡瑞利珠单抗+吉西他滨+顺铂 vs 安慰剂+吉西他滨+顺铂	PD1+化疗	一线治疗复发/转移性鼻咽癌 (r/m NPC) 患者	III	oral
法米替尼+卡瑞利珠单抗+白蛋白紫杉醇	PD-1+VEGFR+化疗	初治免疫调节型 (IM 亚型) 不可切除的局部晚期或转移性 TNBC	II	oral
阿帕替尼 vs 安慰剂	VEGFR	2L 肝细胞癌	III	oral
Dalpiciclib+氟维司群 vs 安慰剂+氟维司群	CDK4/6	经治的HR+/HER2-乳腺癌	III	
卡瑞利珠单抗+化疗 vs 安慰剂+化疗	PD-1+化疗	一线治疗的局部晚期或转移性食管鳞状细胞癌 (ESCC)	III	oral
SHR-1701	PD-L1/TGF-β	EGFR+ NSCLC, 70.4% 既往接受了≥2L 全身治疗	I	oral
		实体瘤 (67.3%接受了≥2 线的既往全身治疗)	I	poster
SHR9146+卡瑞利珠单抗	IDO+PD1	实体瘤	I	poster
SHR9146+卡瑞利珠单抗+阿帕	IDO+PD1	实体瘤	I	poster
SHR6390+吡咯+来曲唑	CDK4/6+HER2	一线或二线治疗的 HR+/HER2+ MBC 患者 (其中6人在晚期接受过全身治疗, 其中10人曾接受过曲妥珠单抗治疗)	Ib	poster
SHR6390+吡咯	CDK4/6+HER2	难治性晚期 HER2 阳性胃癌或实体瘤 (19例患者 (胃癌14例, 结直肠癌3例, 其他实体瘤2例))	研究者发起	poster
				poster
				poster
卡瑞利珠单抗+白紫+顺铂	PD-1+化疗	可切除局部晚期食管鳞状细胞癌新辅助	II	poster
卡瑞利珠单抗+法米替尼	PD-1+VEGFR	RCC肾细胞癌 (65.8% 的患者曾接受≥1 种 VEGFR 抑制剂治疗)	II	poster
		亚组: 未治疗 RCC		
		亚组: 之前治疗过的 RCC		
		UC (所有患者在接受含铂化疗后均出现进展或复发)		
卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	PD-1+VEGFR	亚组: 膀胱癌	II	poster
		亚组: 上尿路尿路上皮癌		
		肝癌亚组: 一线治疗队列		
		肝癌亚组: 二线治疗队列		poster
	PD-1	肝癌	真实世界研究	publication only
卡瑞利珠单抗+GEMOX	PD-1+化疗	胆道癌一线	探索性临床	poster

## 4.4 恒瑞医药：创新药国际化元年开启

- 公司PD-1联合阿帕替尼治疗肝癌一线有望在年底向FDA申报上市，有望2022年获批并成为美国第一个上市的一线治疗肝癌的PD-1单抗，公司创新药国际化也正式开启。公司目前共有22个项目在海外开展临床，其中5个III期临床项目。公司同时加快海外研发和商业化团队建设。

表9：恒瑞进入II期或III期阶段的临床项目

产品	靶点	进度	适应症	区域
SHR-1314	IL-17A	I/II期	银屑病	美国
SHR-0302	JAK1	III期	12岁以上中度至重度特应性皮炎	中国和加拿大
		II期	克罗恩病	美国
		II期	斑秃	全球
		II期完成	溃疡性结肠炎	美国
SHR-1210+阿帕替尼	PD-1 +VEGFR	III期入组完成	肝癌一线	美国、EU、APAC
SHR-1210+法米替尼		II期获批	晚期实体瘤	美国、中国
SHR3680	AR	III期入组完成	高瘤负荷转移性激素敏感性前列腺癌（mHSPC）	中国、波兰、捷克、保加利亚
吡咯替尼	HER2	III期	HER2+非小细胞肺癌	美国、EU、APAC
氟唑帕利	PAPR	III期获批	一线治疗转移性去势抵抗性前列腺癌	美国、EU、APAC

## 4.5 博瑞医药：持续高成长，制剂板块发力在即

- 公司处于快速发展期，专注高难仿原料药和制剂在全球市场的研发、生产和销售，公司以高难仿原料药起家，从2020年开始有制剂产品贡献收入，2021年开始加速高难仿制剂布局，海外销售独创与合作伙伴销售分成模式，有望在2023年和2024年将有一批高难仿制剂集中上市销售，公司业绩将进入爆发式增长。

表10：博瑞未来制剂大品种稳态销售测算（国外市场为分成收入，分回来的都是利润）

重磅品种	预计上市时间	上市区域	稳态销售峰值 (亿元)	中国规模 (亿元)	对应市场销售额 (亿美金)
羧基麦芽糖铁注射液	2024	中国	10	0	
	2023	欧洲	6.11		5亿欧元
蔗糖铁注射液	2024	中国	10		
	2024	美国	4.33		4.3亿美金
	2023	中国	5	0	
甲磺酸艾日布林注射液	2023	美国	0.94		1.4亿美金
	2023	日本	0.52		0.86亿美金
吸入用布地奈德混悬液	2023-2024	中国	5.4	90	
沙美特罗替卡松粉吸入剂	2023-2024	中国	1.1	11	
奥司他韦胶囊	2021	中国	0.75	18	
奥司他韦干混悬	2021	中国	1.75	42	
地屈孕酮片	2023	中国	5	10	
卡前列素氨丁三醇注射液	2022	中国	0.9	6	
总计（国外）			11.91		
总计（国内）			39.90		

备注：国内销售额根据pdb样本医院进行放大估算

## 4.5 博瑞医药：持续高成长，制剂板块发力在即

表11：博瑞医药未来2年贡献增长的产品情况

	2020年	2021年	2022年
海外	恩替卡韦片/美国	米卡芬净/美国&日本	艾日布林/欧美&日本
	吡美莫司/美国	阿加曲班/日本	依维莫司/美国&日本
	阿尼芬净/欧洲	米卡芬净/韩国	曲贝替定/欧美
	米卡芬净/欧洲&韩国	阿尼芬净/韩国	多杀菌素/欧美
	卡泊芬净/韩国	非达米星/美国	尼麦角林/欧洲
	泊沙康唑/美国	依维莫司/美国	
国内	恩替卡韦片	奥司他韦胶囊	阿加曲班注射液
	米卡芬净注射液	奥司他韦干混悬剂	注射用伏立康唑
	磺达肝癸钠注射液	吡美莫司	舒更葡萄糖钠
	埃索美拉唑钠注射剂	磷丙替诺福韦	泊沙康唑混悬液
	卡泊芬净注射剂		依维莫司片

## 4.5 博瑞医药：进军PDC研发蓝海

### ■ 长期战略是成为全球领先的创新型高端化学制药公司，创新是公司的长期发展战略，公司通过内生+外延的方式，加速创新药管线的扩充和技术平台的搭建。

- 依托手性药物技术平台，拆分出高活性单体抗肿瘤药BR61501。2016年转让给贝洛医药，博瑞共获得3000万的里程碑款，并保留上市后权益。基于 ADC 药物类似的概念，原创设计了靶向高分子偶联。BGC0222已获批开展临床试验，已签订6000万的技术转让合同并保留上市分成，BGC0228 、BGC0705和BGC0902目前处于临床前研究阶段。

**表12：博瑞自研创新药管线**

名称	研发阶段	适应症	制剂产品的应用前景
BGC0222	获批临床	食管癌，大肠癌，胰腺癌，肝癌等消化道实体瘤	<p>目前 ADC 类药物已有 4 个品种获得 FDA 批准，且更多的候选药物已处于各期临床前研究阶段，但该领域仍面临诸多待优化之处。譬如结合位点不可控，易脱落；靶向抗体分子量太大不易脱落，不易穿透肿瘤细胞等。公司开发的高分子靶向偶联药物，以高分子靶头取代抗体，通过肽链结合传统细胞毒药物形成新的化合物，实现了精准连接不脱落，分子量比 ADC 药物更小，从而能够顺利渗透肿瘤细胞，进入肿瘤组织内释放药物细胞，达到杀死肿瘤的目的。同时，试验证明 公司开发的高分子靶向偶联药物能穿透血脑屏障，打开脑胶质瘤和肿瘤脑转移的治疗窗口。</p>
BGC0228	临床前	乳腺癌，胰腺癌等实体瘤	
BGC0705	临床前	肿瘤靶向的小分子免疫激动剂，改变肿瘤的微环境，激活肿瘤抗原递呈细胞，激发免疫细胞转向自然杀伤细胞和T细胞的活力	
BGC0902	临床前	肿瘤靶向作用的PEG偶联蛋白，激发免疫细胞转化未自然杀伤细胞和T细胞，促进PD-1的作用	



## 4.6 策略总结：“消费升级+产业革命”的行业长逻辑

图14：在内卷的市场中寻找蓝海

消费升级-民营 医疗机构	爱尔眼科	通策医疗	大东方	
消费升级-消费 属性医药产品	长春高新	我武生物	爱博医疗	康泰生物
产业革命-产业 链分工细化， CXO崛起	药明康德	泰格医药	昭衍新药	皓元医药
产业革命-核心 技术领域国产替 代	迈瑞医疗	纳微科技	佰仁医疗	
产业革命-真创 新兴起	恒瑞医药	君实生物	贝达药业	康希诺生物
产业革命-制剂 国际化	博瑞医药	健友股份	普利制药	司太立

- **新冠疫情风险：**新冠疫情尚有不不确定性，若疫情反复将会导致板块内再度出现表现分化，当前处于疫情复苏阶段的公司复苏将会放缓；
- **政策风险：**下半年政策风险点在于药品和耗材集采降价超预期，医院服务价格和医生薪酬福利的改革，以及DRGs和DIP可能导致的住院和检测费用减少；
- **研发风险：**创新药和医疗器械公司均面临研发失败风险。尤其是从仿创向源头创新的公司，未来将面临更多研发失败风险。
- **产业链转移风险：**当前国内生产和研发成本在全球范围仍具备竞争力，但未来随着人力成本上升，医药行业产业链的部分环节有可能向海外转移。

表13：重点公司估值表

证券代码	证券简称	2021/6/21		预测EPS(元)				PE		
		收盘价(元)	总市值 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600276.SH	恒瑞医药	69.51	4447	0.99	1.42	1.79	2.24	49	39	31
300760.SZ	迈瑞医疗	449.92	5470	5.48	6.67	8.26	9.89	67	54	45
300015.SZ	爱尔眼科	82.85	3454	0.41	0.57	0.78	1.01	145	106	82
000661.SZ	长春高新	385.00	1558	7.53	9.78	12.89	15.64	39	30	25
603259.SH	药明康德	146.00	4268	1.00	1.37	1.81	2.43	106	81	60
300601.SZ	康泰生物	137.19	942	0.99	1.75	3.06	-	78	45	-
300122.SZ	智飞生物	181.45	2903	2.06	3.28	3.27	4.21	55	55	43
688185.SH	康希诺-U	686.06	1180	(1.60)	4.28	23.69	49.27	160	29	14
603520.SH	司太立	77.00	189	0.97	1.73	2.52	3.48	45	31	22
603707.SH	健友股份	40.98	383	0.86	1.16	1.53	2.06	35	27	20
300357.SZ	我武生物	64.78	339	0.53	0.70	0.90	1.16	93	72	56
688050.SH	爱博医疗	331.70	349	0.92	1.44	1.95	2.55	230	170	130
688166.SH	博瑞医药	44.79	184	0.41	0.65	0.99	1.45	69	45	31
300630.SZ	普利制药	51.00	223	0.93	1.28	1.76	2.32	40	29	22
600327.SH	大东方	8.03	71	0.36	-	-	-	-	-	-
300347.SZ	泰格医药	192.60	1612	2.01	2.23	2.69	3.23	86	72	60
603127.SH	昭衍新药	186.04	480	1.16	1.60	2.08	2.72	116	89	68
688131.SH	皓元医药	361.66	269	1.73	2.63	3.81	5.48	138	95	66
688690.SH	纳微科技	-	-	0.18	0.31	0.48	0.74	-	-	-
688198.SH	佰仁医疗	194.40	187	0.59	0.67	1.21	1.69	291	160	115
688180.SH	君实生物-U	81.51	670	(1.91)	0.45	0.13	0.18	179	628	463
300558.SZ	贝达药业	102.99	427	1.46	1.14	1.56	2.04	90	66	50

## 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。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 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

## 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)

陈烨远  
chenyy@swsresearch.com