

医药生物

报告日期：2022年08月28日

怎么看待 CXO 市占率和景气度？

——医药行业周报 20220828

投资要点

□ 本周热点：怎么看待 CXO 市占率空间和景气度？

2021年下半年以来投资者最关心 CXO 行业景气度是不是已经不再，担心本土 CXO 公司“较高的市占率”情况下，进一步提升压力大，进而认为 CXO 板块高订单和业绩景气度面临结束。但是我们通过数据分析发现：本土 CXO 企业只是短期突破了海外 CXO 龙头（比如 Lonza 小分子 CDMO 业务）的市占率天花板，但是在国内人力成本优势、独特商业模式（药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等一体化全产业链平台布局）以及交付效率不被颠覆背景下，未来 CXO 市占率仍有较大提升空间。

通过测算：本土 9 家 CXO 龙头 2021 年海外市占率数据仅为 9.13%。我们认为仍然处于较低市占率位置，未来 CXO 头部企业市占率有望持续提升、全球医药研发和生产外包率也有望持续提升，这些因素会继续驱动本土 CXO 龙头企业订单和业绩增速保持在较高的增速水平。

我们通过分析认为：1) 独特商业模式助力本土 CXO 龙头持续突破市占率天花板；2) 第二增长曲线逐步凸显，为本土 CXO 企业业绩高增长持续性提供动力。基于以上逻辑分析，我们认为：本土 CXO 企业仍处于市占率不断突破，新业务不断兑现的景气度向上突破期，看好本土 CXO 企业逐步进入全球 CXO 龙头队列。看好 2021-2025 年药明康德、凯莱英等本土 CXO 龙头进入新的复合增速加速阶段。

□ 表现复盘：成交回暖，估值历史最低位

本周医药板块下跌 1.24%，跑输沪深 300 指数 0.19 个百分点，在所有行业中排名第 16 位。成交额上看，医药行业本周成交额为 2702 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 5.3%，较上周环比提升 0.6pct，明显低于 2018 年以来的中枢水平

（8.3%）。从估值看，截至 2022 年 8 月 26 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 24.5 倍，环比下降 0.1。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 118%，较上周环比提升 2.5 pct，低于四年来中枢水平（174%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周除化学原料药（上涨 1.5%）和医药流通（上涨 0.7%）略有上涨外，其余板块全线下跌。其中，其中化学制剂（-2.8%）、中药饮片（-2.7%）、生物医药（-2.2%）、医疗器械（-1.6%）跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周仅医药商业（0.8%）略有上涨，API 及制剂出口（-2.9%）、医疗器械（-3.0%）、科研服务（-3.4%）跌幅较大。具体看个股表现：医药商业板块中九州通（+4.6%）、益丰药房（+3.9%）涨幅较高；医疗器械板块的开立医疗（-8%）、艾德生物（-6.4%）跌幅明显；API 及制剂出口板块博瑞医药（-11.1%）、司太立（-5.8%）、同和药业（-5.2%）跌幅较大；科研服务板块阿拉丁（-9.5%）及和信仪器（-9.0%）跌幅较为明显。

□ 2022 年医药中期策略：价值重构，产业拐点

国内医药产业升级过程中，2022-2024 年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新药械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会（排名不分先后）。

研发：CXO、科学工具等；推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、方达控股、百诚医药等；

量产：API、制药装备、试剂、耗材等领域；推荐健友股份、普洛药业、仙琚制药、普利制药、天宇股份、森松国际、东富龙、泰坦科技、阿拉丁、键凯科技、药石科技、纳微科技、诺唯赞、拱东医疗、海尔生物、泰林生物等；

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

分析师：郭双喜

执业证书号：S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

相关报告

1 《博腾生物获融，华东医药拓

ADC——投融资周报

20220822》 2022.08.22

2 《百奥赛图即将上市，如何看

早期平台的模式弹性？——医药

行业周报 20220820》

2022.08.21

3 《美国医保药品降价，赛多利

斯拓重组蛋白——投融资周报

20220815》 2022.08.15

创新：国际化能力的器械、药品公司；推荐迈瑞医疗、微创医疗、南微医学、心脉医疗，关注佰仁医疗、百济神州、信达生物、君实生物、康方生物等；

其他：消费、疫苗、医疗服务、创新配套产业公司；推荐万泰生物、智飞生物、康希诺、济川药业、康缘药业，关注爱尔眼科、片仔癀等。

❑ **风险提示**

行业政策变动；疫情结束不及预期；研发进展不及预期。

表1：盈利预测与估值

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		8月26日	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
CXO									
603259.SH	药明康德	89.6	1.72	2.88	3.21	52	31	27	买入
300347.SZ	泰格医药	104.9	3.29	3.88	4.49	32	27	23	买入
002821.SZ	凯莱英	171.2	2.89	7.52	7.65	59	22	22	买入
300759.SZ	康龙化成	68.5	1.39	2.73	3.54	49	40	30	买入
300363.SZ	博腾股份	59.9	0.96	3.52	2.51	62	17	24	买入
603456.SH	九洲药业	40.2	0.76	1.06	1.47	53	38	27	买入
603127.SH	昭衍新药	80.0	1.04	2.04	2.60	77	45	36	买入
1521.HK	方达控股	2.52	0.01	0.02	0.03	36	24	15	买入
300725.SZ	药石科技	82.0	2.44	2.68	2.32	34	43	32	买入
688202.SH	美迪西	324.9	3.25	5.50	8.59	100	59	38	增持
1873.HK	维亚生物	1.9	0.15	0.23	0.44	10	8	4	买入
688238.SH	和元生物	25.9	0.11	0.17	0.22	235	152	118	增持
301096.SZ	百诚医药	79.2	1.03	1.85	2.77	77	43	29	增持
原料药及制剂出口									
603707.SH	健友股份	17.6	0.66	1.08	1.44	27	21	16	买入
000739.SZ	普洛药业	17.9	0.81	0.78	1.03	53	23	17	买入
300630.SZ	普利制药	27.1	0.95	1.30	1.78	28	21	15	增持
300702.SZ	天宇股份	25.6	0.59	1.15	1.45	43	22	18	增持
002332.SZ	仙琚制药	9.3	0.62	0.76	0.93	15	12	10	增持
603229.SH	奥翔药业	28.6	0.36	0.63	0.86	79	45	33	增持
688166.SH	博瑞医药	20.3	0.60	0.65	0.75	34	31	27	增持
603520.SH	司太立	20.1	0.94	2.02	2.67	21	10	8	增持
688076.SH	诺泰生物	22.0	0.54	0.64	0.78	41	37	28	增持
605116.SH	奥锐特	23.6	0.42	0.51	0.62	56	47	38	增持
002099.SZ	海翔药业	7.1	0.06	0.20	0.27	120	35	26	增持
制药上游									
688105.SH	诺唯赞	69.4	1.70	2.39	2.72	41	29	26	增持
688690.SH	纳微科技	78.9	0.47	0.74	1.12	169	107	71	增持
688179.SH	阿拉丁	40.1	0.63	0.78	1.08	63	51	37	增持
688133.SH	泰坦科技	143.0	1.88	2.59	4.03	76	55	35	增持

688356.SH	键凯科技	217.9	2.92	4.00	5.33	75	54	41	增持
605369.SH	拱东医疗	123.0	2.76	3.56	4.56	45	35	27	增持
300171.SZ	东富龙	26.1	1.30	1.65	2.06	20	17	13	增持
2155.HK	森松国际	10.9	0.36	0.50	0.64	25	22	17	增持
300358.SZ	楚天科技	16.1	0.98	1.15	1.42	16	14	11	增持
300813.SZ	泰林生物	35.4	0.76	3.09	4.04	46	12	9	买入
688139.SH	海尔生物	72.9	2.67	1.87	2.61	27	39	28	增持
688046.SH	药康生物	29.9	0.30	0.44	0.61	98	69	49	增持
创新药									
600196.SH	复星医药	40.9	1.77	2.14	2.47	23	18	16	买入
2171.HK	科济药业	20.5	(8.32)	(1.43)	(1.88)	-	-	-	增持
医疗器械									
300760.SZ	迈瑞医疗	295.1	6.58	8.03	9.71	47.4	37	30	买入
300639.SZ	凯普生物	19.8	1.94	3.83	4.38	10	5	5	买入
688289.SH	圣湘生物	27.7	3.81	5.92	6.18	7	5	4	增持
603108.SH	润达医疗	11.6	0.66	0.75	0.95	18	17	12	买入
688575.SH	亚辉龙	19.8	0.36	1.37	1.56	55	10	9	增持
688029.SH	南微医学	77.3	2.43	2.67	3.78	45	29	20	增持
688301.SH	奕瑞科技	487.0	6.67	7.95	11.01	73	61	44	增持
688677.SH	海泰新光	91.7	1.35	1.93	2.52	68	47	36	增持
0853.HK	微创医疗	18.5	(0.15)	(0.08)	(0.02)	-	-	-	增持
2252.HK	微创机器人	28.5	(0.61)	(0.86)	(0.79)	-	-	-	增持
688016.SH	心脉医疗	141.7	4.39	5.65	7.40	32	25	19	增持
688580.SH	伟思医疗	54.3	2.59	3.29	4.13	21	17	13	增持
688626.SH	翔宇医疗	28.8	1.01	0.82	1.09	23	35	26	增持
疫苗									
688185.SH	康希诺	153.8	7.74	1.48	2.63	-	104	58	增持
603392.SH	万泰生物	129.5	2.23	6.37	7.89	58	20	16	增持
300122.SZ	智飞生物	91.8	6.38	4.42	4.77	14	21	19	增持
300601.SZ	康泰生物	33.3	1.13	1.93	2.38	30	28	22	增持
医药商业及新基建									
603883.SH	老百姓	32.0	1.15	1.88	2.10	28	24	20	增持
603939.SH	益丰药房	52.1	0.98	1.23	1.57	42	34	26	增持
603233.SH	大参林	31.2	1.00	1.29	1.66	37	24	19	增持
605186.SH	健麾信息	33.6	0.86	1.69	2.16	39	20	16	增持
医疗服务、中药									
600566.SH	济川药业	23.3	1.94	2.31	2.51	12	10	9	增持
600557.SH	康缘药业	13.4	0.54	0.68	0.86	28	19	15	增持

资料来源：Wind，以上 2022-2023 年 PE 和 EPS 均为浙商证券研究所预测，浙商证券研究所；

注：除维亚生物、方达控股、微创医疗股价为 HKD 外其余为 RMB，除方达控股、微创医疗 EPS 为百万美元外，其余为百万人民币。

正文目录

1 本周热点：如何看待 CXO 市占率空间和景气度？	5
2 行情复盘：成交回暖，估值历史最低位	8
3 本周行情回顾	9
3.1 医药行业行情：成交回暖，仍有下跌	9
3.2 医药子行业：API 和流通上涨，化学制剂和中药饮片跌幅最多	11
3.3 陆港通&港股通：资金流入环比上升，医药器械流入最多	12
3.4 限售解禁&股权质押情况追踪	14
4 风险提示	15

图表目录

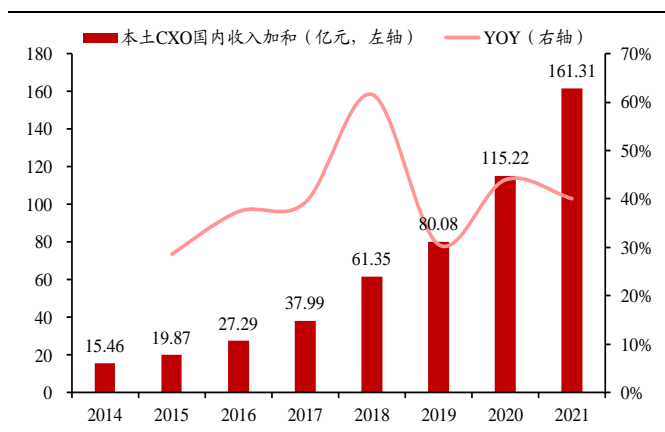
图 1: 2014-2021 年本土 CXO 国内收入加和情况	5
图 2: 2014-2021 年本土 CXO 海外收入加和情况	5
图 3: 药明康德领先的 CRDMO&CTDMO 商业模式	6
图 4: 凯莱英“双轮驱动”战略	7
图 5: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	9
图 6: 2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	9
图 7: 本周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2022 年至今涨幅）	10
图 8: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	10
图 9: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	11
图 10: 本周医药子板块涨跌幅（中信）	12
图 11: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）	12
图 12: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	12
图 13: 2017-2022.8.26 医药北上金额及占总北上资金比例	13
图 14: 2017-2022.8.26 医药股北上资金布局子行业	13
图 15: 2022.8.22-8.26 陆港通医药持股市值变动前后 5 名（亿元）	13
图 16: 2022.8.22-8.26 陆港通医药股持股市值前 10 名（亿元）	13
图 17: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股市值变动前后 5 名（亿元）	14
图 18: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股市值前 10 名（亿元）	14
图 19: 2022.8.22-8.26 陆港通医药持股占比前 10（亿元）	14
图 20: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股占比前 10（亿元）	14
表 1: 盈利预测与估值	2
表 2: 2021 年本土 9 家 CXO 龙头海外收入市占率仅为 9.13%	6
表 3: 2022 年 8 月 15 日至 2022 年 9 月 9 日医药公司解禁限售股情况	14
表 4: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动	15

1 本周热点：怎么看待 CXO 市占率空间和景气度？

2021 年下半年以来投资者最关心 CXO 行业景气度是不是已经不再，担心本土 CXO 公司“较高的市占率”情况下，进一步提升压力大，进而认为 CXO 板块高订单和业绩景气度面临结束。但是我们通过数据分析发现：本土 CXO 企业只是短期突破了海外 CXO 龙头（比如 Lonza 小分子 CDMO 业务）的市占率天花板，但是在国内人力成本优势、独特商业模式（药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等一体化全产业链平台布局）以及交付效率不被颠覆背景下，未来 CXO 市占率仍有较大提升空间。

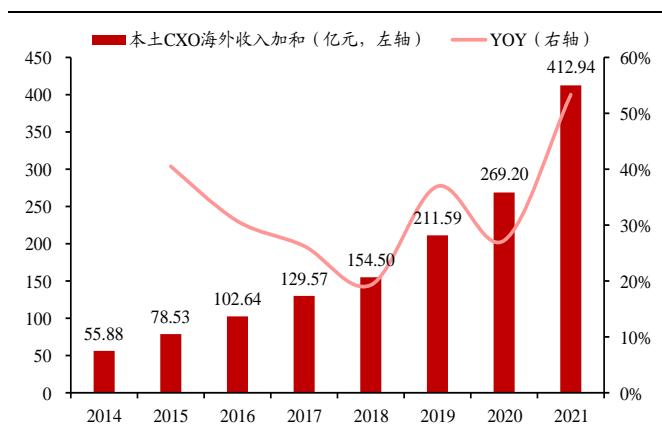
本土 CXO 全球市占率仍偏低。2021 年本土头部 9 家 CXO 龙头企业（药明康德、药明生物、康龙化成、泰格医药、凯莱英、博腾股份、药石科技、美迪西、昭衍新药）海外收入加和为 413 亿，整体收入加和 574 亿。

图1：2014-2021 年本土 CXO 国内收入加和情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2014-2021 年本土 CXO 海外收入加和情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

本土 9 家 CXO 龙头 2021 年海外市占率数据仅为 9.13%。我们分别测算临床前 CRO/临床阶段 CDMO 和商业化阶段 CMO 市场规模，然后计算本土 9 家 CXO 龙头 2021 年海外市占率数据仅为 9.13%，具体计算过程见表 2。我们认为仍然处于较低市占率位置，未来 CXO 头部企业市占率有望持续提升，全球医药研发和生产外包率也有望持续提升，这些因素会继续驱动本土 CXO 龙头企业订单和业绩增速保持在较高的增速水平。

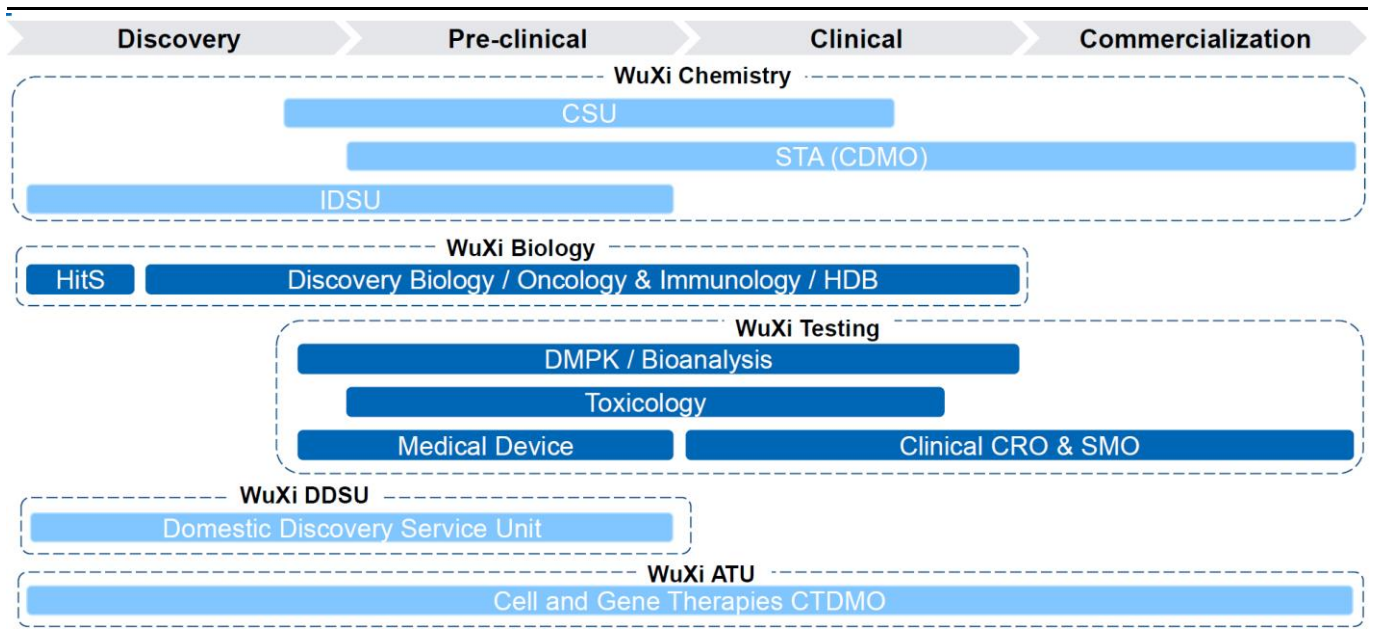
表2: 2021年本土9家CXO龙头海外收入市占率仅为9.13%

2021年海外研发投入市场（药物发现+临床前 CRO+临床阶段 CDMO）规模测算	
全球医药研发投入（亿美元）	2241
海外研发投入全球占比	85%
外包率	45%
药物发现+临床前 CRO+临床阶段 CDMO 市场规模占比	60%
药物发现+临床前 CRO+临床阶段 CDMO 市场规模（亿美元）	514
全球创新药 CMO（商业化生产）市场规模测算	
全球创新药市场销售规模（亿美元）	9616
假设生产成本占比	5%
外包率	40%
CMO 市场规模（亿美元）	192
海外 CRO+CDMO/CMO 市场总规模（亿美元）	707
2021年本土 CXO 海外收入全球市占率测算	
美元兑人民币汇率	6.4
本土 CXO 龙头企业海外收入（亿元）	413
本土 CXO 龙头海外收入占海外 CXO 市场市占率	9.13%

资料来源：Frost & Sullivan，凯莱英港股招股书，浙商证券研究所

独特商业模式助力本土 CXO 龙头持续突破市占率天花板。药明康德、康龙化成等打造一体化端到端的全产业链服务模式在全球都极具竞争力。药明康德的 CRDMO 商业模式以及打造完善的 CDMO 漏斗效应更是把药物发现、CDMO 和 CMO 业务进行深度整合，为不断突破海外 CDMO 企业的市占率天花板提供了支撑。伴随着后续越来越多的管线进入到临床后期和商业化阶段的放量期，我们预计药明康德的小分子 CDMO 业务仍有望持续突破市占率上限。

图3: 药明康德领先的 CRDMO&CTDMO 商业模式

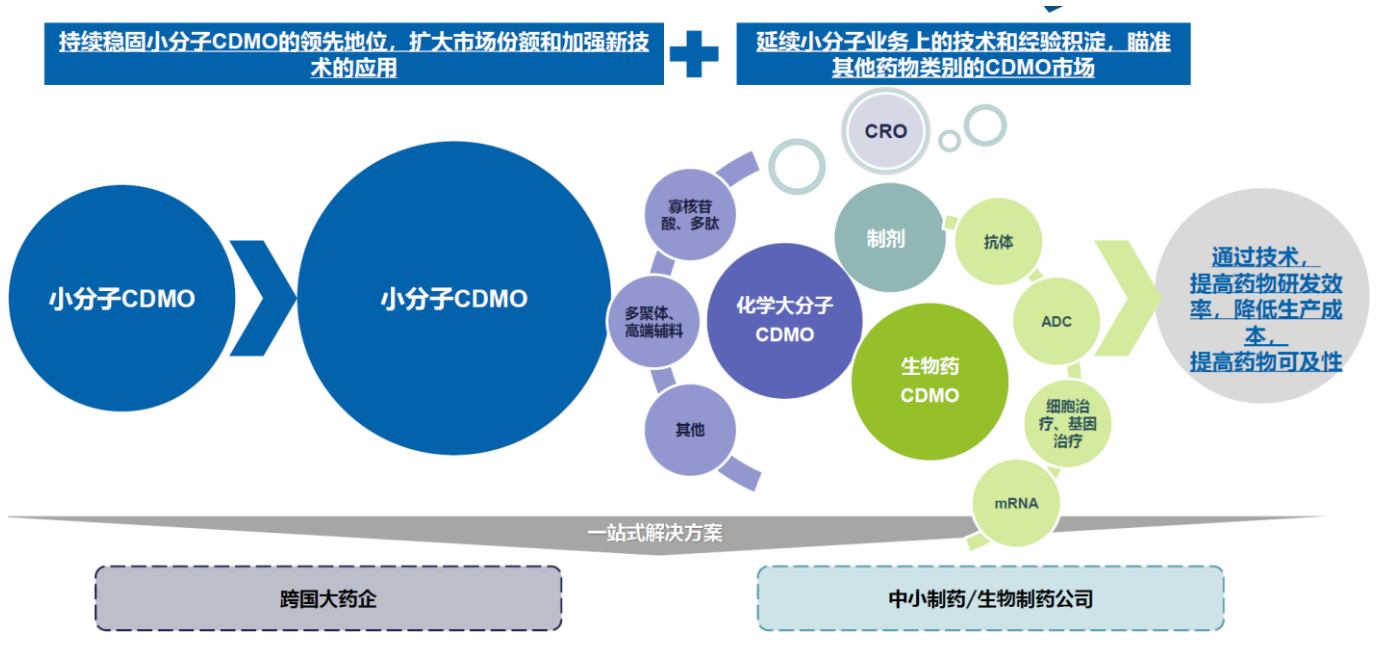


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

第二增长曲线逐步凸显，为本土 CXO 企业业绩高增长持续性提供动力。药明康德（多肽和寡核苷酸 CDMO、制剂 CDMO、CGT CDMO 等）、泰格医药（注册事务、医学翻译、药物警戒、实验室服务、数统等）、凯莱英（新兴业务中的多肽和寡核苷酸 CDMO、

临床 CRO、生物大分子 CDMO 等)、康龙化成 (CDMO、CGT 和生物药相关服务业务、生物科学等)、博腾股份 (CGT CDMO、制剂 CDMO 等), 以上 CXO 企业的新业务不断提供增长驱动, 展望 2023-2025 年有望成为 CXO 企业业绩高增长的核心驱动力。

图4: 凯莱英“双轮驱动”战略



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

基于以上逻辑分析, 我们认为: 本土 CXO 企业仍处于市占率不断突破, 新业务不断兑现的景气度向上突破期, 看好本土 CXO 企业逐步进入全球 CXO 龙头队列。看好 2021-2025 年, 药明康德和凯莱英等本土 CXO 龙头进入新的复合增速加速阶段。

2 行情复盘：成交回暖，估值历史最低位

本周医药板块下跌 1.24%，跑输沪深 300 指数 0.19 个百分点，在所有行业中排名第 16 位。成交额上看，医药行业本周成交额为 2702 亿元，占全部 A 股总成交额比例为 5.3%，较上周环比提升 0.6pct，明显低于 2018 年以来的中枢水平（8.3%）。从估值看，截至 2022 年 8 月 26 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 24.5 倍，环比下降 0.1。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 118%，较上周环比提升 2.5 pct，低于四年来中枢水平（174%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周除化学原料药（上涨 1.5%）和医药流通（上涨 0.7%）略有上涨外，其余板块全线下跌。其中，其中化学制剂（-2.8%）、中药饮片（-2.7%）、生物医药（-2.2%）、医疗器械（-1.6%）跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周仅医药商业（0.8%）略有上涨，API 及制剂出口（-2.9%）、医疗器械（-3.0%）、科研服务（-3.4%）跌幅较大。具体看个股表现：医药商业板块中九州通（+4.6%）、益丰药房（+3.9%）涨幅较高；医疗器械板块的开立医疗（-8%）、艾德生物（-6.4%）跌幅明显；API 及制剂出口板块博瑞医药（-11.1%）、司太立（-5.8%）、同和药业（-5.2%）跌幅较大；科研服务板块阿拉丁（-9.5%）及和信仪器（-9.0%）跌幅较为明显。

整体来看，医药持续调整，估值和持仓均创历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），体现了在政策改革的震荡深化的特点，在这种背景下，代表医药产业景气的方向（创新、差异化），依然是医药投资主线，我们坚持推荐的医药创新升级配套产业链的投资价值持续凸显。另外，我们再次强调医药 CXO 本身在医药板块的成长稀缺性，这种稀缺性来自国内需求的多层次性、供给的稀缺性等长期景气逻辑，叠加估值仍处于历史底部，我们持续看好 CXO 板块的投资机会。

国内医药产业升级过程中，2022-2024 年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新器械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会（排名不分先后）。

研发：CXO、科学工具等；推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、方达控股、百诚医药等；

量产：API、制药装备、试剂、耗材等领域；推荐健友股份、普洛药业、仙琚制药、普利制药、天宇股份、森松国际、东富龙、泰坦科技、阿拉丁、键凯科技、药石科技、纳微科技、诺唯赞、拱东医疗、海尔生物、泰林生物、楚天科技、奕瑞科技、海泰新光等；

创新：国际化能力的器械、药品公司；推荐迈瑞医疗、微创医疗、南微医学、心脉医疗、科济药业-B，关注佰仁医疗、百济神州、信达生物、君实生物、康方生物等；

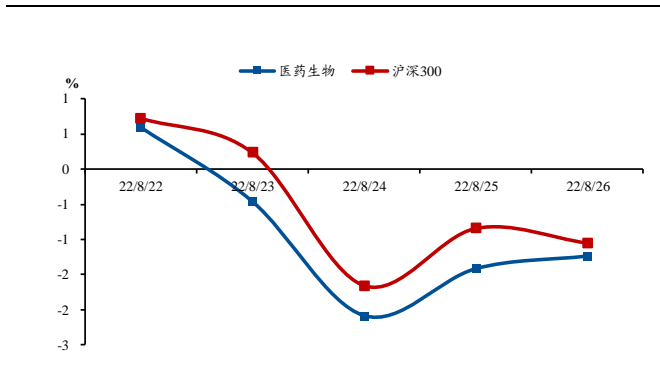
其他：消费、疫苗、医疗服务、创新配套产业公司；推荐万泰生物、智飞生物、康希诺、济川药业、康缘药业，关注爱尔眼科、片仔癀等。

3 本周行情回顾

3.1 医药行业行情：成交回暖，仍有下跌

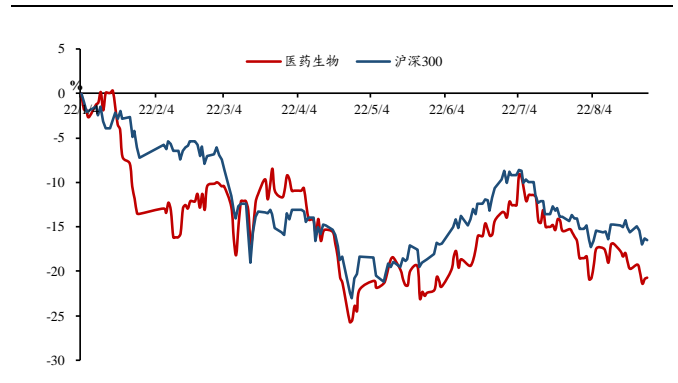
本周医药板块下跌 1.24%，跑输沪深 300 指数 0.19 个百分点，在所有行业中排名第 16 位。

图5： 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



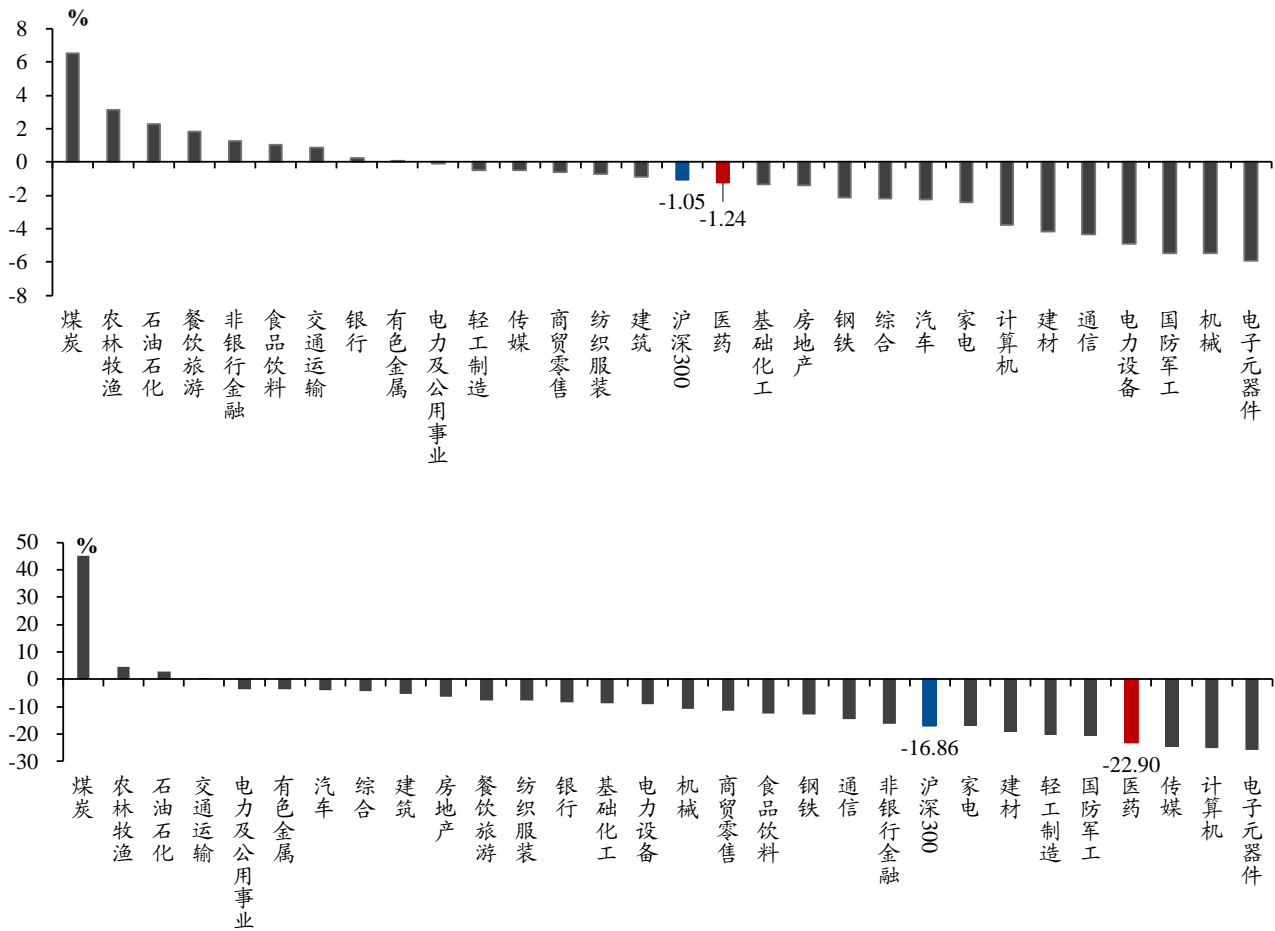
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 2022 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

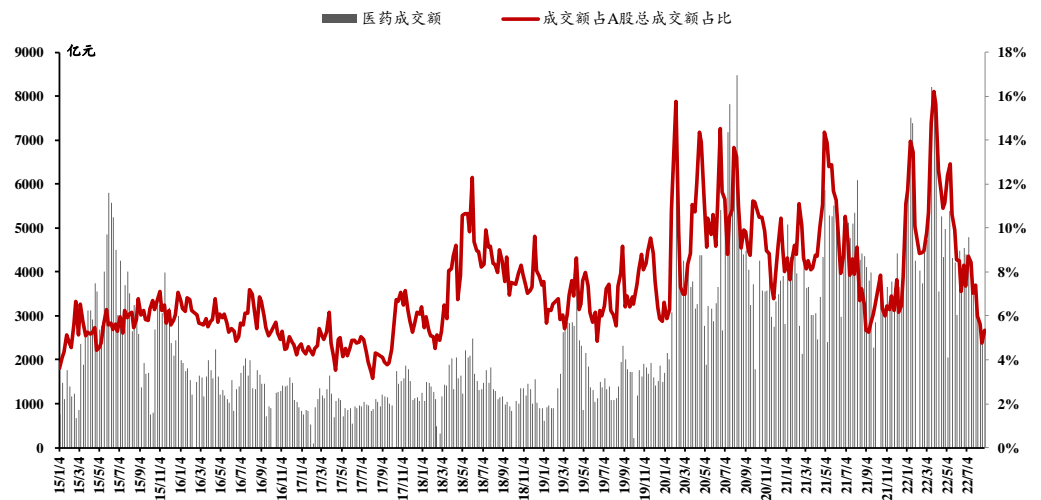
图7: 本周各大行业涨跌幅(上: 本周涨幅; 下: 2022年至今涨幅)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

成交额环比略回暖。成交额上看, 医药行业本周成交额为 2702 亿元, 占全部 A 股总成交额比例为 5.3%, 较上周环比提升 0.6pct, 明显低于 2018 年以来的中枢水平 (8.3%)。

图8: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

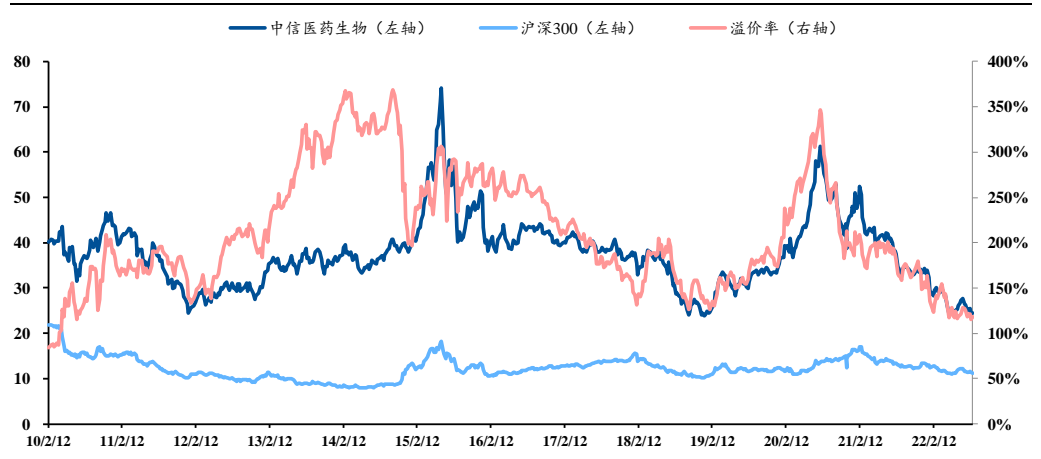


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

估值再调整，持续低于历史中枢。截至2022年8月26日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为24.5倍，环比下降0.1。医药行业相对沪深300的估值溢价率为118%，较上周环比提升2.5 pct，低于四年来中枢水平（174%）。

我们认为，基于过去3-4年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速。从时间维度上，医改已进入明显的深水区，就整体行业发展方向而言，**在国内医药产业升级过程中，2022-2024年，医药创新升级配套产业链领域迎来更加确定性的景气阶段，这些领域包含了研发（CXO、科研工具）、量产（制造、上游科学工具、装备）等，同时我们也更加关注创新药械在产品研发质量升级、商业化品种放量带来的投资机会。**

图9：2010年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

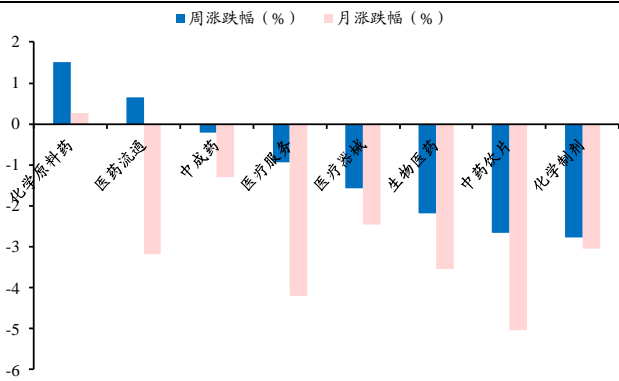
3.2 医药子行业：API和流通上涨，化学制剂和中药饮片跌幅最多

据Wind中信医药分类看，本周除化学原料药（上涨1.5%）和医药流通（上涨0.7%）略有上涨外，其余板块全线下跌。其中，其中化学制剂（-2.8%）、中药饮片（-2.7%）、生物医药（-2.2%）、医疗器械（-1.6%）跌幅明显。

根据浙商医药重点公司分类板块来看，本周仅医药商业（0.8%）略有上涨，API及制剂出口（-2.9%）、医疗器械（-3.0%）、科研服务（-3.4%）跌幅较大。具体看个股表现：医药商业板块中九州通（+4.6%）、益丰药房（+3.9%）涨幅较高；医疗器械板块的开立医疗（-8%）、艾德生物（-6.4%）跌幅明显；API及制剂出口板块博瑞医药（-11.1%）、司太立（-5.8%）、同和药业（-5.2%）跌幅较大；科研服务板块阿拉丁（-9.5%）及和信仪器（-9.0%）跌幅较为明显。

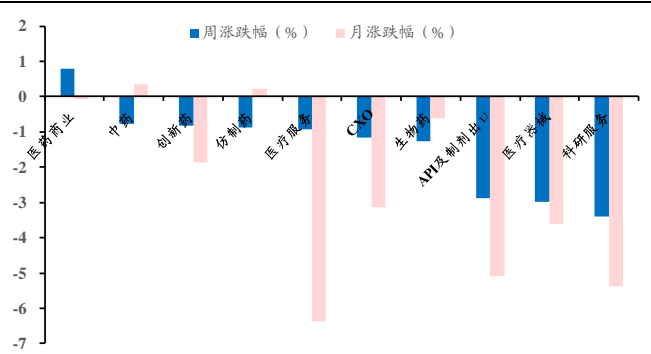
整体来看，医药持续调整，估值和持仓均创历史低点，投资者在底部震荡中待医药板块催化，我们认为在医改持续深化的背景下，医疗服务价格改革、医保支付中对创新的持续鼓励（创新药、创新器械），体现了在政策改革的震荡深化的特点，在这种背景下，代表医药产业景气的方向（创新、差异化），依然是医药投资主线，我们坚持推荐的医药创新升级配套产业链的投资价值持续凸显。另外，我们再次强调医药CXO本身在医药板块的成长稀缺性，这种稀缺性来自国内需求的多层次性、供给的稀缺性等长期景气逻辑，叠加估值仍处于历史底部，我们持续看好CXO板块的投资机会。

图10: 本周医药子板块涨跌幅(中信)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

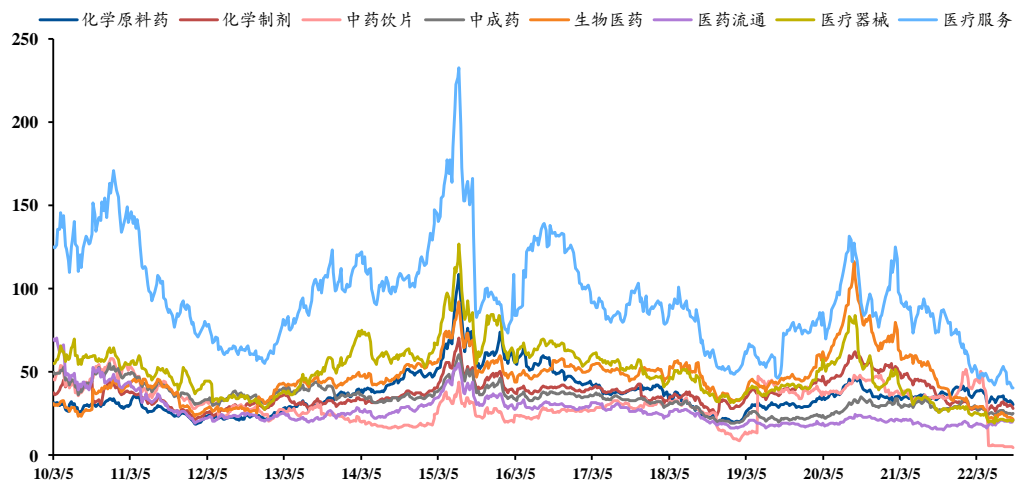
图11: 本周医药子板块涨跌幅(浙商医药)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (以上为浙商医药重点公司汇总)

估值: 本周除医药流通(+0.92)、医疗器械(+0.60)、中成药(+0.45)有所提升, 化学原料药(-1.13)、化学制剂(-1.08)和生物医药(-0.63)板块均有不同程度下跌。目前估值排名前三的板块为医疗服务、化学原料药和化学制剂, 市盈率分别为41倍、31倍、28倍。

图12: 2010年以来医药子行业估值变化情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

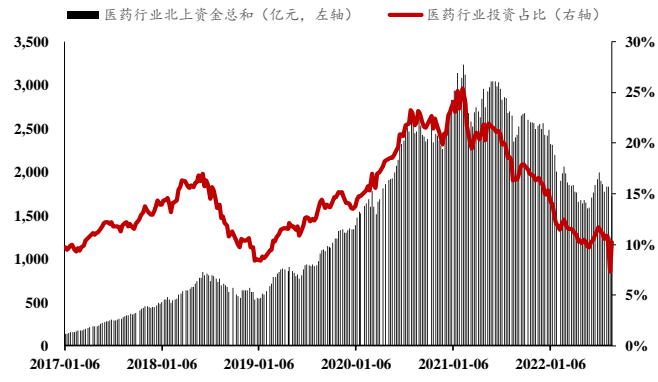
我们认为, 从长期来看很多标的基本面优质、长期逻辑充分, 此前较高的估值在当前剧烈调整中易落入合理区间, 带来投资机遇。回调下建议积极布局。我们仍然建议重点关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块, 具体而言, 包括:

- 1、谈判降价背景下把握中国市场, 且拥有全球视野和布局的**创新药械**企业;
- 2、通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的**特色原料药**企业;
- 3、订单加速, 行业景气背景下优势不断强化的**生产&研发外包**企业;
- 4、产品升级、国产替代突破的**科研服务上游**公司。

3.3 陆港通&港股通: 资金流入环比上升, 医药器械流入最多

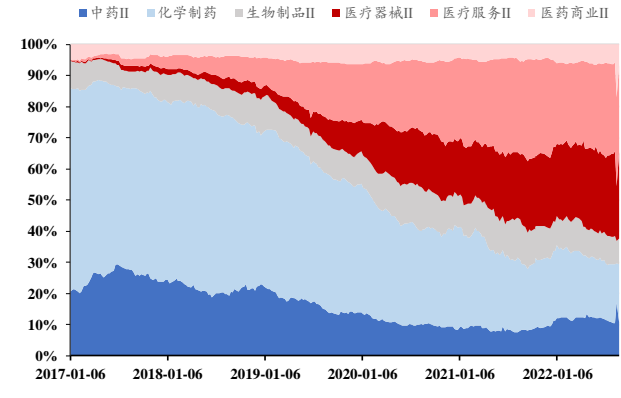
截至 2022 年 8 月 26 日，陆港通医药行业投资 1729 亿元，医药持股占陆港通总资金的 10.2%，医药北上资金环比增加 488.82 亿元。细分板块中，医疗器械、化学制药等板块净流入相对较多。我们认为，陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，在集采常态化、抗疫常态化下，我们建议关注估值性价比、国际竞争力的领域和个股。

图13: 2017-2022.8.26 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

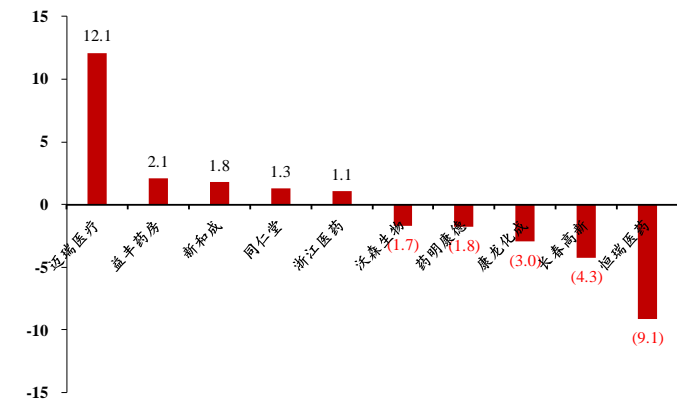
图14: 2017-2022.8.26 医药股北上资金布局子行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

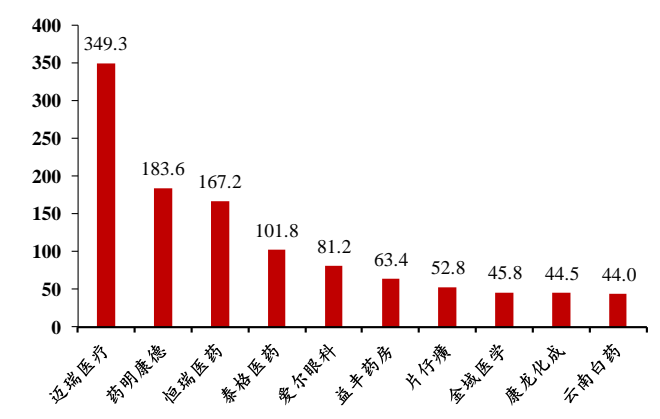
具体持仓标的上，2022 年 8 月 22 日至 8 月 26 日陆港通医药标的市值增长前 5 名分别为迈瑞医疗、益丰药房、新和成、同仁堂及浙江医药，市值下降前 5 名分别为沃森生物、药明康德、康龙化成、长春高新和恒瑞医药。港股通医药标的市值增长前 5 名分别为药明生物、微创医疗、平安好医生、威高股份和先健科技，市值下降前 5 名分别为白云山、康龙化成、复星医药、锦欣生殖和金斯瑞生物科技。

图15: 2022.8.22-8.26 陆港通医药持股市值变动前后 5 名 (亿元)



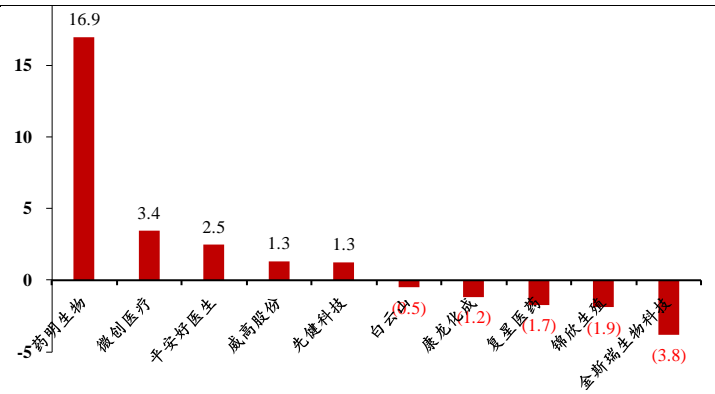
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2022.8.22-8.26 陆港通医药股持股市值前 10 名 (亿元)



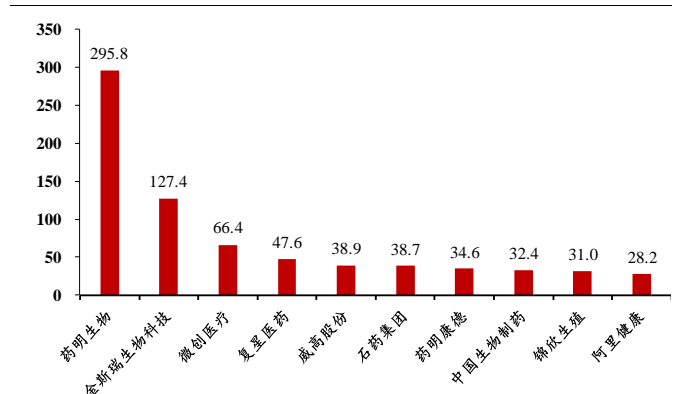
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股市值变动前后5名(亿元)



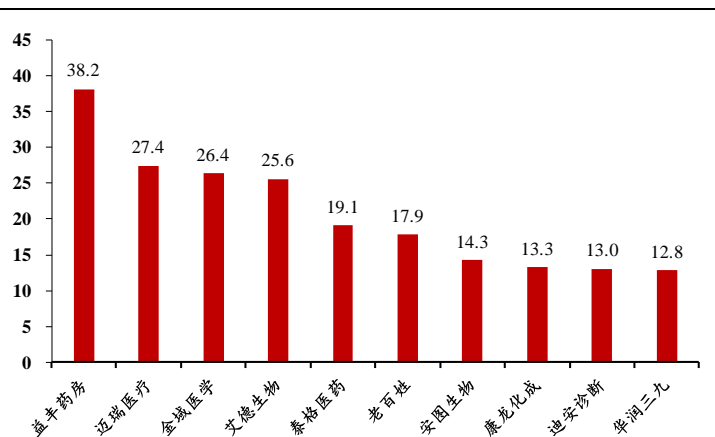
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股市值前10名(亿元)



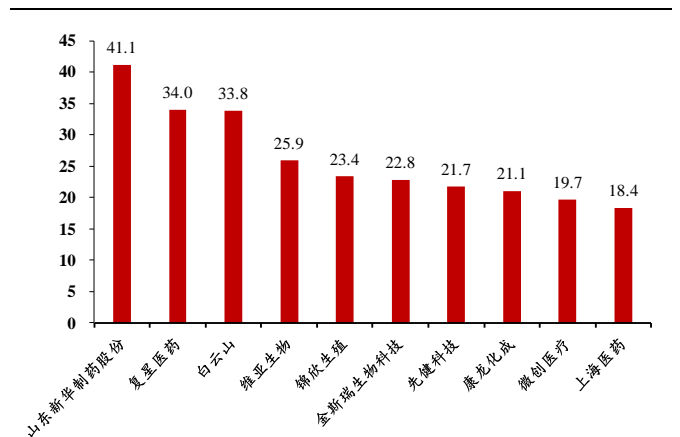
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2022.8.22-8.26 陆港通医药股持股占比前10(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2022.8.22-8.26 港股通医药股持股占比前10(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.4 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化: 关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2022年8月15日至2022年9月9日, 共有18家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁, 其中柳药集团、司太立等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。在股权质押方面, 通化金马等公司第一大股东股权质押比例有所上升, 华大基因、益佰制药等公司第一大股东股权质押比例有所下降。

表3: 2022年8月15日至2022年9月9日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁市值(万元)	解禁股本占流通A股比例(%)	解禁收益率(%)
603368.SH	柳药集团	2022-08-15	75.83	1,239.80	99.77	
603087.SH	甘李药业	2022-08-15	335.98	13,667.60	52.07	
688185.SH	康希诺	2022-08-15	49.60	8,125.97	27.00	-21.88
688203.SH	海正生材	2022-08-16	4,620.72	96,341.95	0.00	25.00
301047.SZ	义翘神州	2022-08-16	2,616.34	301,062.36	25.00	
832735.BJ	德源药业	2022-08-17	101.70	1,821.45	67.25	
301207.SZ	华兰疫苗	2022-08-18	220.27	11,619.03	8.45	-7.26

300463.SZ	迈克生物	2022-08-18	5,600.00	106,568.00	71.73	-30.60
300246.SZ	宝莱特	2022-08-18	2,872.34	47,623.40	62.74	-10.70
002932.SZ	明德生物	2022-08-19	9.66	624.98	65.27	
837344.BJ	三元基因	2022-08-19	5,225.52	84,653.48	50.33	
688271.SH	联影医疗	2022-08-22	4,725.05	856,274.32	0.00	64.93
688393.SH	安必平	2022-08-22	116.70	2,801.97	63.64	-21.43
301130.SZ	西点药业	2022-08-23	104.14	3,817.93	23.71	62.57
688247.SH	C 宣泰	2022-08-25	4,090.99	55,637.49	0.00	45.14
832566.BJ	梓潼宫	2022-08-25	3,125.29	21,689.51	57.03	
688356.SH	键凯科技	2022-08-26	75.00	16,342.50	58.93	429.14
688289.SH	圣湘生物	2022-08-29	177.60	4,917.74	59.04	-45.15
603520.SH	司太立	2022-08-31	9.35	188.02	99.79	
600079.SH	人福医药	2022-09-01	878.19	17,484.82	84.90	
688513.SH	苑东生物	2022-09-02	120.36	6,722.11	49.62	25.90
688767.SH	博拓生物	2022-09-08	1,590.40	86,612.99	21.75	57.63
688091.SH	上海谊众-U	2022-09-09	5,121.70	532,912.89	24.00	

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表4: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东质押比例变化	第二大股东质押比例变化	第三大股东质押比例变化
通化金马	42.11	0.00	0.00
药石科技	0.97	0.00	0.00
ST 康美	0.00	-100.00	100.00
信立泰	-2.46	0.00	0.00
国际医学	-3.00	0.00	0.00
华大基因	-10.50	0.00	0.00
益佰制药	-18.81	0.00	0.00

资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 风险提示

行业政策变动; 疫情结束不及预期; 研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>