



医疗行业 2022 年展望：关注“创 新力+性价比+确定性”三大维度

- **2021 年跑赢大盘，高估值逐渐消化：**过去 10 年中，医药卫生板块仅有 2011 和 2018 两年跑输大盘，2021 年医药卫生板块延续了多数年份跑赢大盘的趋势。截至 2021 年 11 月 26 日，MSCI 中国医药卫生指数下跌 9%，虽大幅跑赢大盘（vs MSCI 中国指数跌幅 16%），但绝对表现欠佳。回调后，目前 MSCI 医药卫生板块前瞻 PE 位于过去 3 年均值 +0.6 个标准差水平。年内医药卫生板块中表现最好的为生物科技和 CXO，分别上涨 16%和 12%，表现最差的板块为互联网医疗和药械零售，分别下跌 59%和 27%。
- **2022 年展望：**行业基本面维持乐观增长，在估值仍处于合理区间的前提下，我们继续看好 2022 年医药板块走势，特别是在市场缺乏新热点时，医药股有望重新得到资金青睐，但我们认为 2022 年各子板块间走势或将持续分化。我们对各主要子板块的偏好程度排序如下：
 - **生物科技：**生物科技板块处于医药创新的最前沿，2022 年将继续受益于政策红利。建议关注管线资产市场空间大、短期催化剂丰富和海外进展快的公司，如荣昌生物、云顶新耀、康方生物等。
 - **CXO：**目前龙头企业在交付效率、质量和技术水平上均有优势，而 CDE 对 me-too 产品的监管收紧可能进一步促成行业整合。2022 年，我们看好海外收入占比高、国内外份额逐渐扩大、业绩确定性强并有超预期可能的龙头 CXO，如药明生物、药明康德和康龙化成。
 - **医疗器械：**集采短期对部分细分医疗器械赛道造成冲击，但长期来看行业集中度将提升，利好大型器械厂，此外国产品牌受集采影响整体更大，有望促进进口替代发生。看好进口替代和出口潜力大、增长确定性强，或创新管线强大的医疗器械公司，如迈瑞医疗。
 - **医疗服务：**明年板块将继续在疫情好转、政策扶持下复苏，但不同专科标的可能会继续分化。看好业绩稳健、专科技术壁垒强、连锁扩张潜力大的民营医院连锁品牌，如爱尔眼科和海吉亚医疗。
 - **互联网医疗：**近期监管收紧对平台型互联网医院业务带来挑战。医药电商细分板块增长确定性相对比较高，持续占领线下药店份额，近期建议关注医药电商中的龙头，如阿里健康和京东健康。
 - **制药：**行业估值整体已处于低位，但集采对短期业绩的影响不一。建议关注创新管线强大、性价比高、近期集采影响较小且后续集采风险可控的制药企业的个股，如中国生物制药和石药集团。
 - **药械批发：**明年板块盈利水平将继续受集采降价压制，且由于去年疫情后业绩复苏到高基数，今年下半年增速普遍放缓。建议在行业估值低位、整合加剧时关注行业中的龙头，如国药控股。
 - **药械零售：**行业集中度提升、处方药外流趋势不改，强者恒强逻辑依旧成立。短期关注政策变化、零售药店和医药电商间竞争和互补。
- **首选标的荣昌生物和药明生物。**我们的首选标的是荣昌生物(9995.HK)和药明生物(2269.HK)。荣昌生物的两款上市新药将继续放量，且有多个监管和临床催化剂；药明生物业绩持续高速增长、长期确定性强。
- **投资风险：**国内外关键政策转变；疫情波动；板块轮动致资本外流。

胡泽宇 CFA

医疗分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2021 年 12 月 01 日

年初至今行业指数表现



截至 2021 年 11 月 26 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《[医疗行业 2021 年中期展望：](#)

[站在高位的回顾和思考](#)》(2021-06-04)

《[生物科技系列报告\(一\)：ADC 抗体偶联药物](#)》(2020-12-19)

《[互联网医疗行业：决胜时刻到来](#)》(2020-10-13)

《[CRO 行业恢复高速增长，长期看好](#)》(2020-07-24)



扫码关注浦银国际研究

目录

2022 年医药板块配置策略：关注“创新力+性价比+确定性”三大维度	4
回顾 2021：板块先扬后抑，细分行业分化严重.....	4
展望 2022：疫情或将反复、板块分化或将继续，但创新是永恒主题.....	6
2022 年细分板块配置策略	11
生物科技：坚定看好真正的创新者.....	12
CXO：高景气度+政策环境变局利好龙头企业.....	17
医疗器械：集采阴霾未散，关注创新程度高、进口替代和出海能力强的器械企业.....	20
医疗服务：行业复苏大趋势不变，密切关注疫情走势.....	22
互联网医疗：长期看好但短期缺乏确定催化剂，政策风险带来挑战.....	24
制药：关注管线研发进展顺利和集采影响较小的标的.....	27
药械批发：估值处于低位，关注龙头公司.....	30
药械零售：关注龙头中门店扩张更快，规模效应更大的个股.....	32
2021 年回顾：跑赢大盘，但绝对收益欠佳	34
医疗行业覆盖公司	37

图表目录

图表 1: 中国新冠确诊病例数	5
图表 2: 2021 年医保谈判结果	7
图表 3: 尼拉帕利: 纳入医保后, 样本医院销售额明显提速	9
图表 4: 信迪利单抗: 纳入医保后, 样本医院销售额明显提速	9
图表 5: PDB 样本医院药品销售金额	10
图表 6: 浦银国际 2022 年医药细分板块配置策略	11
图表 7: 已向 FDA 提交 NDA/BLA 的国产创新药	13
图表 8: 2020 年至今国产创新药 out-licensing 金额 (首付款+里程碑最高付款) 超过 5 亿美金的项目	14
图表 9: 中国 AI+医疗总融资金额与事件数, 2012-2020	15
图表 10: 中国 AI+医疗融资规模按轮次分布, 2020 vs. 2019	15
图表 11: 港股生物科技企业估值表	16
图表 12: CXO 上市企业 3Q21 收入、毛利、营业利润、净利润同比增速	17
图表 13: 全球新药研发支出	19
图表 14: 中国新药研发支出	19
图表 15: 港股 CXO 企业估值表	19
图表 16: 港股医疗器械企业估值表	21
图表 17: 中国卫生机构就诊人次稳步回升	22
图表 18: 中国卫生机构出院人次稳步回升	22
图表 19: 港股医疗服务企业估值表	23
图表 20: 中国网上药店药品销售规模持续增长, 2020 年同比增长 70%	24
图表 21: 中国网上药店 (药品+非药品) 销售份额不断提升, 2020 年达到 22.2%	24
图表 22: 在线零售药房市场规模	25
图表 23: 药品院内市场规模	25
图表 24: 在线问诊市场规模	26
图表 25: 在线问诊占总问诊量比例	26
图表 26: 港股互联网医疗企业估值表	26
图表 27: 历次集采中选产品平均降价幅度	28
图表 28: 全国性带量采购	28
图表 29: 港股制药企业估值表	29
图表 30: 药械批发行业 PE band	30
图表 31: 国药集团、上海医药的收入增速在疫情下先升后降	30
图表 32: 港股药械批发企业估值表	31
图表 33: 我国零售药房数量及连锁率	32
图表 34: 2019 年中美药店连锁率对比	32
图表 35: 药械零售企业估值表	33
图表 36: MSCI 中国医药指数 vs MSCI 中国指数 (2021 YTD)	34
图表 37: 2011-2021 年 MSCI 中国医药指数与 MSCI 中国指数涨幅对比	34
图表 38: MSCI 医药卫生板块前瞻市盈率 (P/E)	35
图表 39: 2021 年 YTD 医药卫生子版块表现: 生物科技涨幅最高, 互联网跌幅最大	36
图表 40: SPDBI 医疗行业覆盖公司	39

2022 年医药板块配置策略：关注“创新力+性价比+确定性”三大维度

2021 年消化估值，2022 年继续看好。从整个板块来看，医药板块今年的关键词为“政策+疫情+消化估值”，特别是近期受到短期监管不确定性带来的情绪波动、年初“抱团”带来的过热情绪逐渐回归理性、板块轮动，医药板块整体估值有所回落。但是，医疗行业增长空间广、确定性高的特性已获市场一致认可，也是未来十年医药股有望走出长牛的核心逻辑。目前，行业基本面维持乐观增长，估值仍处于合理区间，在此前提下，我们继续看好 2022 年医药板块走势，特别是在市场缺乏新热点时，医药股有望重新得到资金青睐。

● 回顾 2021：板块先扬后抑，细分行业分化严重

政策上药耗集采及医保谈判依旧为市场关注重点。年内第四批和第五批集采相继在全国落地（第四批于 2021 年 4-5 月，第五批于 2021 年 9-10 月），第六批集采（胰岛素专项）于 11 月开标，整体降价幅度相较前五批有所缓和。市场整体虽对集采逐渐脱敏，但不同公司受集采影响差异较大，恒瑞医药及翰森制药由于重磅品种在第五批集采中价格降幅较大及部分重磅品种落选，股价因此大幅回撤。

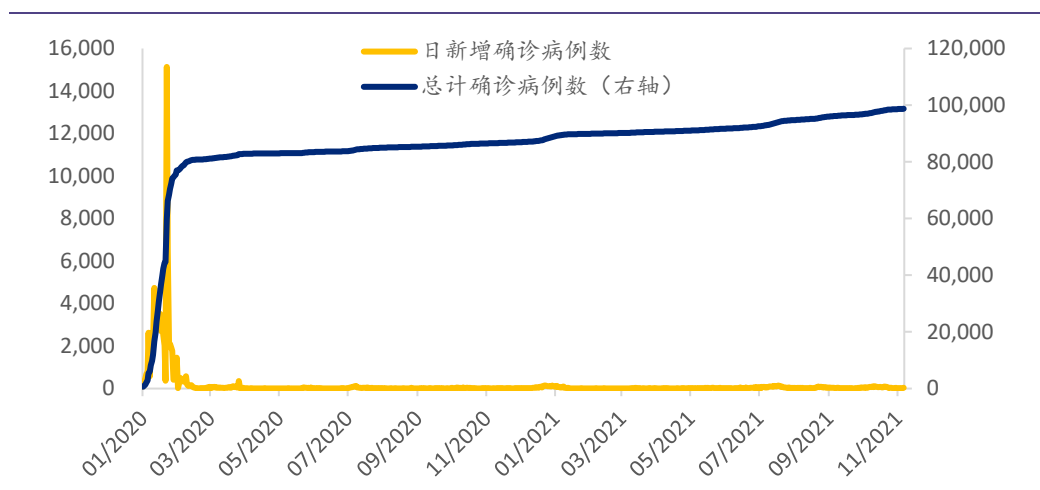
医用耗材国家集采已进行两轮，第一轮冠脉支架集采已于 2021 年 1 月落地，而第二轮人工关节集采已于 2021 年 9 月开标，预计将于明年 3 月左右在全国各地落地。地方层面多地于年内试点医用设备集中采购，如 2021 年 7 月 28 日，深圳市财政局发布《2021 年度市属公立医疗卫生机构八类医疗设备批量采购项目竞争性谈判采购审批前公示》，拟代 22 家市属医疗卫生机构，统一采购 MRI、CT 等八类医疗设备；安徽省医保局则于 2021 年 7 月发布了全省乙类大型医用设备集中采购通知，器械板块投资情绪部分受国采降价幅度及各地器械集采范围及推进影响，部分医疗器械细分板块龙头股价年内下滑。目前国采仍以高值耗材为主，且后续有望拓展到脊柱类、骨科创伤类等细分赛道，预计医用设备集中采购短期仍以地方试点为主，2022 年国采层面扩围至医用设备的可能性不大。

今年 3 月，新一批医保谈判目录正式执行，除信迪利单抗以外，其他三款国产 PD-1 均纳入医保。此外同时纳入医保的主要产品还有再鼎医药的尼拉帕利、百济神州的赞布替尼、翰森制药的阿美替尼和氟马替尼等。这些产品大多在今年取得了销量和销售额的快速增长，比如尼拉帕利于今年二季度和三季度的销售额分别同比增长和 212%和 231%。我们预期短期内随着市场渗透率和医院渠道覆盖率的提升以及新适应症的获批，放量仍将继续。12 月 3 日，2021 年度医保谈判结果出炉，荣昌生物、恒瑞医药、诺诚健华、和黄

医药等公司都有新产品纳入，一些原本医保覆盖的产品也获新适应症纳入（见图表 2）。

疫情动向影响新冠概念股和整体医药板块走势。2020 年新冠疫情暴发后，中国医药板块出现了比较大的波动（见图表 38）。从 2020 年初至 2021 年上半年，医药板块整体估值在疫情驱动下不断上行，以至出现了一定程度的过热情绪；从 2021 年下半年开始，情绪回落、估值逐渐回归理性，但也存在一些公司和子版块被错杀的情况。2021 年国内疫情总体可控，但部分地区的局部反复以及 Delta 等变种病毒的出现依旧增加了板块的不确定性。10-11 月，默沙东和辉瑞相继公布其新冠口服小分子药物的优异临床数据，随后默沙东的 molnupiravir 也在英国获批。这些都造成了整个中国医药板块的情绪波动，尤其是新冠产业链中的子版块，包括药物开发者（中和抗体和小分子口服药）、新冠疫苗、CXO 和新冠检测等版块。市场对后续全球疫情的展望和相关公司的盈利预期也随之不断变化。

图表 1: 中国新冠确诊病例数



资料来源: Our World in Data、浦银国际

板块中枢下移，部分公司超跌严重。MSCI 医药卫生板块 PE 由年初 53x 下降至 44x，目前较过去 3 年历史均值+0.5 个标准差，相较年内高点 69x PE 已有较大幅度的回落（见图表 38）。年内板块中枢整体下移主要由于：1）整体市场情绪波动；2）医药卫生板块估值在 2019-2020 年间持续提升后已处于较高水平；3）对海内外政策、监管信号变化的过分担忧；4）板块轮动对医药板块形成抽水效应。虽然目前估值水平依旧高于历史平均，但考虑到国内政策变革、生物技术进步和疫情带来的行业结构性升级和未来整体盈利确定性的提升，2022 年估值仍有修复空间。各个医药板块中，生物科技板块年初至今表现最佳，整体录得 16.0% 的涨幅，而互联网医疗板块受政策监管趋严、业绩波动、疫情后情绪回落等影响，整体下跌 59.3%（见图表 39）。

● 展望 2022：疫情或将反复、板块分化或将继续，但创新是永恒主题

1. 子板块表现或将持续分化，更看好创新属性更强的细分板块

2021 年医药板块跑赢大盘(MSCI 中国医药指数:下跌 9% vs MSCI 中国指数:下跌 16%)，但在下半年，医药板块出现较大程度回落。在行业长期基本面基本不变的情况下，下半年的回落，更多是市场投资情绪的短期回落、叠加板块轮动所致。医药子板块间表现差异大，除去受政策影响较大的板块，整体而言，科技创新属性更强的细分板块(CXO、生物科技)涨幅更优，消费属性更强的细分板块(互联网医疗、药物零售)则相对落后，我们认为，板块间表现分化的特征将在 2022 年持续。

2. 板块估值将继续趋于合理，产品创新和盈利增长驱动高性价比公司估值修复

过去几年，医药板块估值整体处于扩张阶段，好赛道中的龙头均可获得较好收益，且由于市场认可医药成长空间巨大的底层逻辑，板块估值整体处于扩张阶段。进入 2021 年下半年，市场对医药公司的估值开始趋于理性，一些被过度追捧、存在估值泡沫的公司出现大幅回调；但也有一些产品管线强大、业务扎实、业绩增速强劲的公司受市场情绪影响出现超跌，如一些生物科技和医疗器械公司，我们认为进入 2022 年，这些公司的真实价值将被市场重新认识。

站在目前时点，我们认为选股既要坚持看好真正强大的创新力，也应该同时关注估值和业务本身的性价比。我们认为，目前医药板块整体估值处于合理水平(较 3 年历史均值高 0.5 个标准差)，预计 2022E 估值中枢将不会大幅度偏离目前估值水平。此外，板块间估值差异大，部分板块已经明显低于历史均值，建议选择细分板块时，可优先关注。

3. 创新药、疫苗/疫情相关药物开发者和 CXO 在不断变化的政策和疫情环境中确定性更大

政策变动仍是中国医药行业主旋律。政府机构是审评审批和采购的重要参与者，其一举一动，都影响着整个行业的未来走向。

- 药品审批方面，我们认为，药监局和药品审评中心在坚持为创新药审批提供便利的同时，也会更加重视新药研发中的临床价值评估，力求鼓励真正有创新意义的研发、减少药企在 me-too 类产品上的投入。
- 药品采购方面，我们认为市场对政策风险已有预期，但后续政策的具体

方向、力度及落地时点仍难以预测。在经历了五轮国家层面化学仿制药集采之后，我们预计 2022 年及未来的集采重心将逐渐转向胰岛素、中成药、生物类似药和更多器械耗材品类，省市级集采频率也会加速；但相比之前的“一刀切”，集采规则可能会在长期内更加合理和完善，对行业和具体公司的影响也会趋于缓和。

- 对创新药而言，医保覆盖和医保支付价格，是支撑其放量速度和长期市场潜力的重要因素。2021 年度医保目录谈判于 11 月 9-11 日举行，谈判结果于 12 月 3 日正式出炉，共有 7 款非专利药直接进入医保、67 款新产品谈判调入。三款国产 PD-1（信达、君实、百济）获新适应症覆盖，其中信达和百济有大适应症（如非小细胞肺癌和肝癌）纳入；而恒瑞的鼻咽癌新适应症未纳入，明年仍将执行原有合约。其他谈判成功的重点产品包括：荣昌生物的泰它西普（新增）维迪西妥单抗（新增）、再鼎医药的尼拉帕利（新适应症）、百济神州的泽布替尼（新适应症）和帕米帕利、诺诚健华的奥布替尼（新增）、石药集团的两性霉素 B（新增）、恒瑞医药的氟唑帕利（新增）和瑞马唑仑（新增）等、中国生物制药的安罗替尼（新适应症）等。

图表 2: 2021 年医保谈判结果

公司	药品	适应症	NMPA 批准时间	2021 年医保谈判结果
荣昌生物	泰它西普	系统性红斑狼疮	2021 年 3 月	新产品纳入
	维迪西妥单抗	HER2 过度表达胃癌	2021 年 6 月	新产品纳入
再鼎医药	尼拉帕利	铂敏感的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌在含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗	2019 年 12 月	继续覆盖
		晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌一线含铂化疗后的维持治疗	2020 年 9 月	新适应症纳入
信达生物	信迪利单抗	三线及以上复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	2018 年 12 月	继续覆盖
		一线 EGFR 阴性/ALK 阴性的晚期或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌（+培美曲塞、铂类化疗）	2021 年 2 月	新适应症纳入
		一线不可手术切除的晚期或复发性鳞状细胞非小细胞肺癌（+吉西他滨、铂类化疗）	2021 年 6 月	新适应症纳入
		一线不可切除或转移性肝细胞癌的（+贝伐珠单抗）	2021 年 6 月	新适应症纳入
百济神州	帕米帕利	三线及以上 BRCA 突变的复发性晚期卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	2021 年 5 月	新产品纳入
	贝林妥欧单抗	复发或难治性前体 B 细胞急性淋巴细胞白血病	2020 年 12 月	未纳入
	替雷利珠单抗	三线及以上复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	2019 年 12 月	继续覆盖
		PD-L1 高表达的含铂化疗失败（包括新辅助或辅助化疗 12 个月内进展）的局晚期或转移性尿路上皮癌	2020 年 4 月	继续覆盖
		一线不可手术切除的局晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌（+紫杉醇、卡铂）	2021 年 1 月	新适应症纳入
		一线 EGFR 阴性/ALK 阴性、不可手术切除的局晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（+培美曲塞、铂类化疗）	2021 年 6 月	新适应症纳入
		二线及以上肝细胞癌	2021 年 6 月	新适应症纳入
	泽布替尼	二线及以上套细胞淋巴瘤（MCL）	2020 年 6 月	继续覆盖
		二线及以上慢性淋巴细胞白血病（CLL）/小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）	2020 年 6 月	继续覆盖
		二线及以上华氏巨球蛋白血症（WM）	2021 年 6 月	新适应症纳入

(接下页...)

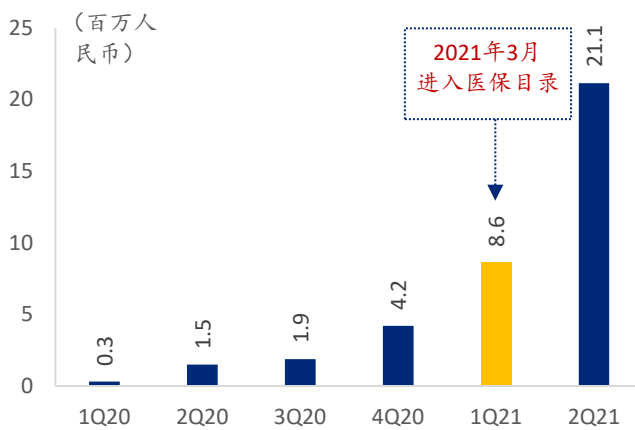
(...接上页)

公司	药品	适应症	NMPA 批准时间	2021 年医保谈判结果
君实生物	特瑞普利单抗	既往接受全身系统治疗失败的不可切除或转移性黑色素瘤	2018 年 12 月	继续覆盖
		三线及以上复发/转移性鼻咽癌患者	2021 年 2 月	新适应症纳入
		含铂化疗失败（包括新辅助或辅助化疗 12 个月内进展）的局晚期或转移性尿路上皮癌	2021 年 5 月	新适应症纳入
和黄医药	索凡替尼	无法手术切除的局晚期或转移性、进展期非功能性、分化良好（G1/G2）的非胰腺来源的神经内分泌瘤	2020 年 12 月	新产品纳入
	赛沃替尼	MET 外显子 14 跳跃突变的非小细胞肺癌患者	2020 年 6 月	未纳入
	呋喹替尼	三线转移性结直肠癌	2018 年 9 月	续约成功
诺诚健华	奥布替尼	二线及以上慢性淋巴细胞白血病(CLL)/小淋巴细胞淋巴瘤(SLL)	2020 年 12 月	新产品纳入
		二线及以上复发/难治性套细胞淋巴瘤(MCL)	2020 年 12 月	
基石药业	普拉替尼	既往接受过含铂化疗的 RET 融合阳性的局晚期或转移性非小细胞肺癌	2021 年 3 月	未纳入
	阿伐替尼	PDGFRA 外显子 18 突变型胃肠道间质瘤	2021 年 3 月	未纳入
艾力斯医药	伏美替尼	EGFR TKI 治疗失败、EGFR T790M 突变阳性的局晚期或转移性非小细胞性肺癌	2021 年 3 月	新产品纳入
中国生物制药	安罗替尼	三线及以上局晚期或转移性非小细胞肺癌	2018 年 5 月	继续覆盖
		腺泡状软组织肉瘤、透明细胞肉瘤以及含蒽环类化疗失败的其他晚期软组织肉瘤	2019 年 7 月	继续覆盖
		三线及以上小细胞肺癌	2019 年 9 月	继续覆盖
		具有临床症状或明确疾病进展的、不可切除的局晚期或转移性甲状腺髓样癌	2021 年 2 月	新适应症纳入
恒瑞医药	氟唑帕利	三线及以上 BRCA 突变的铂敏感复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	2020 年 12 月	新产品纳入
		铂敏感的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌的维持治疗	2021 年 6 月	
	瑞马唑仑	胃镜、结肠镜检查的镇静	2019 年 12 月	新产品纳入
	海曲泊帕乙醇胺	血小板减少症/再生障碍性贫血	2021 年 6 月	新产品纳入
	硫培非格司亭	前次化疗曾发生重度中性粒细胞减少合并发热	2018 年 5 月	续约成功
	卡瑞利珠单抗	三线及以上复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	2019 年 5 月	无需谈判
		二线晚期肝细胞癌	2020 年 3 月	无需谈判
		一线 EGFR 阴性/ALK 阴性的不可手术切除的局晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌（+培美曲塞、卡铂）	2020 年 6 月	无需谈判
		二线局晚期或转移性食管鳞癌	2020 年 6 月	无需谈判
		三线及以上晚期鼻咽癌	2021 年 4 月	未纳入
阿帕替尼	一线局部复发或转移性鼻咽癌（+吉西他滨、顺铂）	2021 年 6 月	未纳入	
	三线及以上晚期胃腺癌或胃-食管结合部腺癌	2014 年 12 月	继续覆盖	
	二线及以上晚期肝细胞癌	2021 年 1 月	新适应症纳入	
吡咯替尼	二线 HER2 阳性的复发或转移性乳腺癌	2018 年 8 月	续约成功	
石药集团	注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物	深部真菌感染	2021 年 4 月	新产品纳入
翰森制药	艾米替诺福韦	慢性乙型肝炎	2021 年 6 月	新产品纳入

资料来源：国家医保局、浦银国际

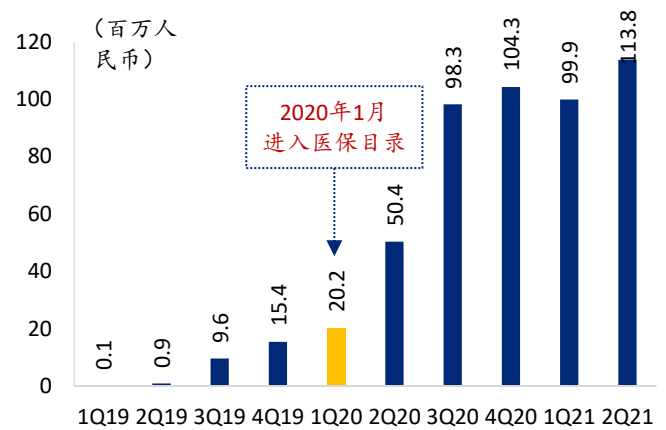
在过往的医保谈判中，绝大多数新纳入和获新适应症覆盖的产品都取得了非常明显的放量和销售额增长。据公开数据显示，2017-19年经过谈判进入医保目录的药物，其2020年销售额相比于纳入前一年分别增长了128%、337%和39%。在一些竞争相对缓和的领域，如HER2 ADC、PARP抑制剂等，降价幅度应该会相对可控，新产品进院后的销量增长可以弥补降价。我们预期医保谈判结果对未来1-2年创新药的竞争、定价格局和销售情况将产生巨大影响。建议重点关注如荣昌生物(9995.HK)，在医保覆盖和大规模进院销售的助力下，公司于2021年上市的两款重磅新药将于2022年迎来可观的放量。

图表 3: 尼拉帕利: 纳入医保后, 样本医院销售额明显提速



资料来源: PDB、浦银国际

图表 4: 信迪利单抗: 纳入医保后, 样本医院销售额明显提速

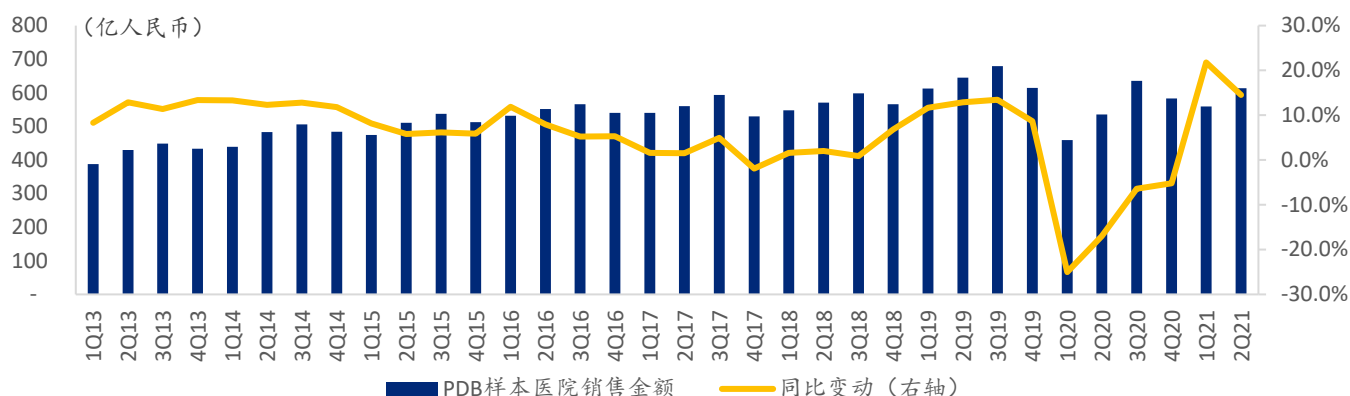


资料来源: PDB、浦银国际

综上，我们建议投资者在2022年选择投资标的时考虑：1) 负面政策风险已充分消化或政策免疫的板块和公司，其后续政策风险更低，确定性更高；2) 在本次医保谈判中以合理价格纳入重磅新产品/新适应症的公司。

后疫情时代国内处方药销售稳步恢复；持续关注疫情受益股。我国药品销售整体仍处于稳健增长期，2013-19 PDB 样本医院销售额 CAGR 7.0%。除2020年因疫情影响导致同比出现下滑外，其余年份均同比上升；今年上半年也实现了报复性反弹，同比增速为17.9%。一方面人口老龄化、慢性病人口增加、人均医疗支出伴随人均收入增加、医保护围导致用药需求不断扩大；另一方面创新药持续获批、纳入医保目录，原来因缺少有效药物而被抑制的真实用药需求逐渐显现，我们依然看好后疫情时代药品销售的增长态势。

图表 5: PDB 样本医院药品销售金额



资料来源: PDB、浦银国际

Omicron 给全球疫情带来不小变数, 但对中国医药板块基本面影响可能比较有限。 Omicron 目前在非洲南部和全球各地快速扩散, 截至 2021 年 11 月 29 日, 中国香港、英国、加拿大、澳大利亚均报道出现了 Omicron 确诊病例。与 Delta 相比, Omicron 在关键结构域 S 蛋白上存在更多的突变位点, 有可能导致更强的传染力和免疫逃逸能力, 使现有药物和疫苗的效力减弱。但是, 基于中国政府对疫情强有力的管控措施, 我们认为由 Omicron 或其他毒株导致国内出现大范围、暴发性疫情的可能性比较小, 对大多数医药企业的国内业务的影响也比较有限。在目前海外疫情没有出现彻底结束征兆、Omicron 给疫情带来巨大不确定性的情况下, 我们建议跟踪现有国产疫苗、中和抗体和小分子药物对 Omicron 的作用效力、以及未来针对 Omicron 开发的新疫苗和药物。详情可参阅我们的报告: [《Omicron 变异株来袭: 全球疫情添新变数》](#)。

需要指出的是, 虽然全国性大规模疫情已不太可能再发生, 但是我们认为偶发性小规模疫情反复有可能会在相当长一段时间内不断出现, 也是 2022 年影响资金情绪的重要不确定因素之一。

优选“确定性+科技创新+性价比”更高的板块和个股。 基于我们对医药行业 2022 年“板块间分化”和“估值持平, 盈利驱动”的判断, 我们认为 2022 年医药配置需抓住“确定性+科技创新+性价比”三个特征, 细分板块上, 我们更看好生物科技和 CXO 两个板块 (见 [图表 6](#))。

2022 年细分板块配置策略

2022 年我们对医药行业各个细分子板块的偏好排序如下:生物科技>CXO>医疗器械和耗材>医疗服务>互联网医疗>制药>药械批发>药械零售。

图表 6: 浦银国际 2022 年医药细分板块配置策略

板块	2022 年投资策略	长期核心增长逻辑	主要风险	建议关注
生物科技 (见第 12 页)	好有管线资产市场和竞争格局良好、强大自主研发能力、商业化和后期产品较多的公司; 2021 年超跌严重的个股可能会迎来估值修复	1. 国内药企研发实力提升 2. 医保目录持续扩容 3. 新平台、新技术未来或颠覆创新药研发 4. 海外潜在市场空间巨大	1. 热门靶点药物竞争日趋激烈 2. 国内新药审批趋严; 海外开发尚存不确定性 3. 创新药价格受医保控费政策和竞争挤压	荣昌生物 云顶新耀 康方生物 诺诚健华
CXO 行业 (见第 17 页)	更看好海外收入占比高、国内外份额逐渐扩大、业绩稳定并有超预期可能的 CXO	1. 我国创新药研发仍处于早期阶段, 研发投入有持续增长的潜力 2. 相较于药企内部研发, CXO 在成本和效率上有优势 3. 中国 CRO 相对国外 CRO 有成本和人才优势。	1. CDE 新药审批趋严, 不利于二三线 CXO 公司 2. 行业竞争恶化, 对价格和利润率产生压力 3. 医保控费、集采等对药企现金流造成影响, 药企研发投入降低	药明生物 药明康德 康龙化成
医疗器械和耗材 (见第 20 页)	看好创新程度高、进口替代和出海能力强的医疗器械企业	1. 国内药械比仍有提升空间 2. 医疗新基建, 刺激后疫情时代各级医院医疗设备需求增加 3. 进口替代 4. 国产器械出海, 高性价比	1. 疫情后抗疫物资需求下降 2. 器械集采速度及价格降幅均高于预期	迈瑞医疗
医疗服务 (见第 20 页)	看好民营连锁医院业绩比较稳健、中长期成长逻辑清晰确定性高、连锁扩张潜力大的民营专科医院连锁品牌。	1. 综合与专科医院需求充足, 政策支持社会办医宗旨不变 2. “价”上, 医疗服务价格有向上空间 3. 民营医疗服务与公立医院错位竞争	1. 疫情反复, 影响非紧急就医需求 2. 医疗服务价格上升受限 3. 政策风险, 类似教育行业“双减”政策是否会延伸到医疗服务领域以降低居民就医成本	爱尔眼科 海吉亚
互联网医疗 (见第 23 页)	优先选择近期政策风险更低、增长确定性相对较高的医药电商龙头。	1. 处方药外流 2. 医药电商仍有渗透空间 3. 线上购药及问诊长期接入医保的可能性较大 4. 目前仍有较多政策限制, 后续有望逐渐放开	1. 政策风险, 如近期对互联网问诊中 AI 的规定, 以及后续是否会出台针对医药电商和问诊的进一步规定 2. 线上问诊未能持续吸引医生和患者上线	阿里健康 京东健康
制药行业 (见第 24 页)	可关注创新程度高、催化剂密集及集采影响较小的制药企业, 优选性价比(增长潜力/估值)更高的个股。	1. 人口老龄化、慢性病人口增加、人均医疗开支增加、医保扩围、进口药物替代 2. 海外拓展	1. 集采进度及降价幅度超出预期 2. 药物审批趋严	中国生物制药 石药集团
药械批发 (见第 29 页)	关注龙头中业绩更稳健的个股。	1. 批发企业具有垫资属性, 短期不可替代。 2. 行业集中度逐步提升, 中小型批发企业逐渐出局。 3. 上下游延伸或提供新盈利增长点。	1. 融资成本提升 2. 行业集中度提升速度慢于预期 3. 未能发现新的业务增长点	国药控股 上海医药
药械零售 (见第 31 页)	关注龙头中门店扩张更快, 规模效应更大的个股。	1. 行业集中度和连锁化率逐步提升。 2. 处方药外流 3. 短期医保支付和时效性有优势, 长期通过服务与线上购药形成差异化。	1. 集中度提升速度慢于预期 2. 处方药外流进度慢于预期 3. 互联网医疗接入医保支付进度加快	益丰药房 老百姓 一心堂 大参林

资料来源: 浦银国际

● 生物科技：坚定看好真正的创新者

2022年，生物科技板块中，我们看好有管线资产市场和竞争格局良好、强大自主研发能力、商业化和后期产品较多的公司；2021年超跌严重的个股可能会迎来估值修复。

生物科技板块作为医药创新最前沿，预计未来较长时间内将获得市场重点关注。2022年，我们继续看好自主研发能力强大、专注于解决庞大而未被满足的临床需求、关键管线资产竞争格局良好的平台型生物科技企业。而后期产品数量较多的公司在管线开发、生产和商业化上的风险低于早期公司和资产，中短期内股价催化剂也较为丰富，可以给予一定的估值溢价。值得注意的是，生物科技是2021年下半年下跌比较严重的医药板块之一，这其中固然有之前估值过热的公司回归合理水平，但也有不少公司被市场情绪错杀、2022年有望实现估值修复。基于此逻辑，我们**2022年生物科技领域的首选标的为荣昌生物，主要看好其泰它西普和维迪西妥单抗的持续放量以及多个重要临床试验的数据读出；同时建议投资者关注康方生物、云顶新耀、诺诚健华等管线扎实、在2021年被市场错杀且在2022年有丰富催化剂的公司。**

国内政策将持续支持创新药研发、同时引导行业健康发展；重点关注医保谈判结果。近几年政策（仿制药集采、医保目录扩容、创新药审评整体加速等）明显向创新药倾斜，我们也预期未来政策将保持这一基本走向。但在本土生物医药企业享受了多年 fast-follow 策略带来的红利之后，me-too 产品在近两年也逐渐面临医保谈判价格压力、CDE 审批条件趋紧等政策风险。我们认为专注于 first-in-class/me-better 产品开发、并有一定过往研发成就的公司终将成为行业中的长期领头羊，预计 2022 年也将继续受到市场偏爱。此外，最新一轮医保谈判结果已于今年 12 月公布，入选药物将于 2022 年 1 月期正式进入医保目录；而根据过往经验，成功纳入医保的药物将进入大量医院渠道销售，极大提升销量和销售额。

2022年将成为中国创新药出海的关键一年。2019年，百济神州的赞布替尼成为第一个FDA批准的国产创新药，此后信达生物、君实生物、康方生物、传奇生物、和黄医药等公司提交了各自创新药的BLA/NDA，2022年FDA将会对这些申请做出审批决定。除了信达生物的信迪利单抗能否基于中国三期数据获批尚存一些不确定性之外，其他申请基本是有新作用机制和突破性疗效（和黄的索凡替尼和传奇的BCMA CAR-T）、或PD-1抗体治疗新适应症（康方和君实的PD-1提交三线鼻咽癌，目前美国并没有PD-1获批该适应症），我们认为获批的概率相对比较高。如果能成功获批，不仅对公司本身是极大的利好，对整个行业也进一步指明了创新药出海的可行路径。但是我们也想指出，相比中国药监局，FDA的新药审评制度和标准更加成熟、对产品临床数据的要求往往也越高，只有真正脱颖而出的产品和靶点能获其青睐。

图表 7: 已向 FDA 提交 NDA/BLA 的国产创新药

药企	创新药	类型	申报适应症	提交日期	获批日期
百济神州	泽布替尼	小分子 BTK 抑制剂	<ul style="list-style-type: none"> ● 治疗既往接受过至少一项疗法的套细胞淋巴瘤成年患者 ● 治疗华氏巨球蛋白血症 ● 治疗既往接受过至少一种抗 CD20 疗法的复发/难治边缘带淋巴瘤 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019 年 8 月 (加速审批) ● 2021 年 2 月 ● 2021 年 5 月 (加速审批) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019.11 ● 2021.9 ● 2021.9
传奇生物	Cilta-cel	CAR-T	治疗成人复发和/或难治性多发性骨髓瘤	2020 年 12 月	预计 2022 年 2 月 28 日出具审评意见
和黄医药	索凡替尼	小分子药	治疗胰腺和非胰腺神经内分泌瘤	2020 年 12 月	预计 2022 年 4 月 30 日出具审评意见
信达生物/罗氏	信迪利单抗	PD-1 单抗	一线治疗非鳞状非小细胞肺癌	2021 年 3 月	预计 2022 年 3 月出具审评意见
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1 单抗	治疗复发或转移性鼻咽癌	2021 年 3 月	预计 2022 年 4 月出具审评意见
亿帆医药	F-627	融合蛋白	预防及治疗肿瘤患者在化疗过程中引起的嗜中性粒细胞减少症	2021 年 3 月	预计 2022 年 3 月 30 日出具审评意见
万春医药	普那布林	小分子药	重度中性粒细胞减少症	2021 年 4 月	预计 2021 年 11 月 30 日出具审评意见
康方生物/中国生物制药	派安普利单抗	PD-1 单抗	三线治疗转移性鼻咽癌	2021 年 5 月	NA

资料来源: 各公司公告、浦银国际

中国药企正处于从 license-in 海外创新药资产向 license-out 自主研发成果进化的关键时间点。随着近年来国产新药不断在临床中取得积极进展、进入商业化销售, 国外药企也开始对这些产品的巨大海外价值产生兴趣、并重金引入其海外开发和商业化权益, license-out 项目也开始进入井喷期: 据我们统计, 2020 年以来共有 11 个超过五亿美元的海外 license-out 项目, 而此前每年最多出现 1-2 个。进入 2022 年, 我们认为仍有很多重磅资产有 out-licensing 潜力, 比如康方生物和康宁杰瑞的多款双抗资产、诺诚健华奥布替尼的其他适应症、康诺亚的自免管线等。在国内定价环境受政策制约较大的背景下, 拥有自主知识产权的国产创新药能在海外获得更好的定价、医保覆盖和市场空间。

图表 8: 2020 年至今国产创新药 out-licensing 金额（首付款+里程碑最高付款）超过 5 亿美金的项目

序号	时间	转让方	受让方	交易项目	疾病领域	总额（亿美元）
1	2021.8	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	肿瘤	26.0
2	2021.1	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	肿瘤	22.0
3	2020.9	天境生物	Abbvie	Lemzoparlimab	肿瘤	29.4
4	2020.10	基石药业	EQRx	CS-1003、舒格利单抗	肿瘤	13.0
5	2021.2	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗、JS006、JS018-1 (后两款 Coherus 可选择是否引进)	肿瘤	11.1
6	2020.8	信达生物	Eli Lilly	信迪利单抗	肿瘤	10.3
7	2021.7	诺诚健华	Biogen	奥布替尼（只包括多发性硬化症）	自免	9.4
8	2020.6	加科思	Abbvie	JAB-3068、JAB-3312	肿瘤	8.6
9	2021.6	艾力斯	ArriVent	伏美替尼	肿瘤	8.1
10	2020.11	复宏汉霖	Binacea	HLX35	肿瘤	7.7
11	2020.4	合一生技 中天生技	Leo Pharma	FB-825	免疫	5.7

资料来源：各公司公告、浦银国际

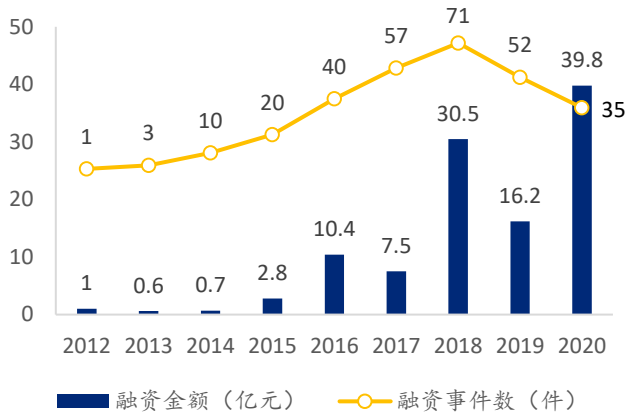
全球疫情反复给中国药企带来机遇和挑战。Omicron 变异株出现和快速传播给全球疫情带来了巨大的不确定性。现有药物和疫苗对 Omicron 效果尚不明，药企积极备战中。小分子新冠药物主要作用于 RNA 病毒复制过程或病毒与受体的结合过程，或同样可对 Omicron 产生效果。而对于现有基于 S 蛋白的疫苗、中和抗体管线的药企而言，Omicron 的潜在免疫逃逸能力可能会有更大影响，因针对 Omicron 研发、III 期临床试验和产能建设所需时间更多。根据历史经验，mRNA 疫苗在开发速度上可能会有一定优势。我们建议投资者关注开拓药业注即将公布的普克鲁胺三期数据公布、后续国产 mRNA 疫苗的开发进度（康希诺生物、沃森生物等）。

多种新一代硬科技崭露头角。当前生物科技领域的热门研发方向包括抗体药（包括双抗）、融合蛋白、小分子靶向类药物、抗体/小分子偶联药物（ADC/SMDC）、CAR-T/TCR-T 等。

然而，随着热门靶点和技术竞争白热化、产品同质化、局限性开始显现，国内大药企和初创型生物科技公司正在积极布局有望彻底根治肿瘤和慢性病的新药物、新靶点和新技术平台，例如：1) 拥有新型分子结构、临床特性改进的抗体/蛋白类药物；2) 有更大治疗潜力的新型免疫检查点（如 TIGIT、LAG-3）和难成药靶点（如 SHP2、RAS、c-Myc）；2) 可以极大提高靶点成药性和现有靶点治疗潜力的 PROTAC 技术；3) 应用领域广阔的多肽类药物和 mRNA 技术；4) 代表高度精准化、个体化医疗的单细胞测序、细胞和基因治疗等。我们预计，未来 1-2 年将会有更多基于这些技术开发的国产候选药物进入临床研究。

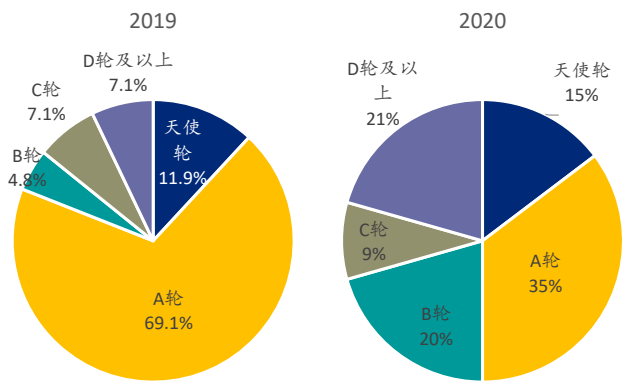
此外，人工智能在创新药研发上极具应用前景，从药物发现、临床前研究、临床试验，到审批上市各环节都有不同的应用场景，AI在靶点发现、药理评估、制剂研发、临床试验招募、试验优化、生产等全产业链环节均有应用价值，未来有颠覆整个药物研发产业，大大缩减新药研发时间的价值。目前国内生物医药企业对AI的应用场景仍较局限，主要还是集中在医学影像方面，在药物研发上的探索方面，欧美地区进度更超前。但国内科技巨头和生物科技企业已纷纷布局，“人工智能+生物科技”投资市场非常活跃，国内随着数据不断积累以及商业模式的不断构建，AI未来或大大加快新药研发速度，有利于生物科技企业整体发展。

图表 9: 中国 AI+医疗总融资金额与事件数, 2012-2020



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

图表 10: 中国 AI+医疗融资规模按轮次分布, 2020 vs. 2019



资料来源：艾瑞咨询、浦银国际

图表 11: 港股生物科技企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月滚动远 期市销率		市销率			收入同比变动		
						现值	3 年均 值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6160 HK	百济神州	210.8	255,914	(9.5)	34.3	25.5	26.6	26.5	25.4	17.5	300.6	4.3	45.6
1801 HK	信达生物	73.5	107,317	(3.3)	(10.4)	13.8	21.9	20.7	13.3	10.0	10.4	55.6	33.4
1877 HK	君实生物	45.7	59,916	12.2	(19.6)	16.1	20.0	13.8	16.4	12.9	123.9	-15.9	26.8
6185 HK	康希诺生物 股份公司	153.3	57,568	(29.4)	(13.1)	4.1	21.2	7.2	4.0	3.6	35,426.3	81.3	9.9
9688 HK	再鼎医药	592.5	57,122	(27.4)	(42.7)	24.9	68.7	49.1	23.6	11.0	204.6	107.9	114.1
9995 HK	荣昌生物	105.1	51,482	3.8	10.6	31.6	102.3	51.7	30.4	16.2	NA	70.2	87.0
9926 HK	康方生物	48.2	39,382	5.2	26.8	26.1	53.3	79.7	24.4	11.6	NA	226.6	110.8
2137 HK	腾盛博药	43.9	31,581	50.4	NA	7.5	5.6	73.9	6.8	7.4	NA	983.4	-8.1
9969 HK	诺诚健华	20.6	30,893	7.7	52.8	45.8	87.1	24.8	50.3	16.5	74,794.1	-50.7	204.3
2171 HK	科济药业	41.1	23,290	(0.2)	NA	NA	NA	NA	NA	78.1	NA	NA	NA
9939 HK	开拓药业	57.3	22,209	40.4	447.8	NA	159.5	NA	1.2	3.0	NA	NA	-61.2
2696 HK	复宏汉霖	33.5	18,180	27.2	(28.8)	5.5	16.1	9.8	5.2	3.7	158.9	86.8	40.7
9966 HK	康宁杰瑞生 物制药	19.1	17,912	9.1	17.6	47.8	NA	101.4	45.3	20.1	NA	124.0	125.6
2162 HK	康诺亚	50.3	14,057	23.8	NA	81.0	178.3	164.6	76.8	NA	NA	114.3	NA
6606 HK	诺辉健康	29.7	12,763	(5.1)	NA	28.2	69.1	58.9	26.8	11.5	NA	120.3	132.5
2616 HK	基石药业	10.6	12,543	12.7	5.0	10.9	65.9	37.9	10.1	5.1	-73.9	274.4	97.9
1167 HK	加科思	16.1	12,436	(15.2)	13.8	26.2	31.5	38.0	25.4	44.3	-44.9	50.0	-42.8
1952 HK	云顶新耀	39.7	11,829	(17.8)	(41.4)	58.0	NA	NA	52.6	8.7	NA	3,050.4	501.7
1477 HK	欧康维视生 物	17.9	11,622	1.7	(33.6)	38.7	120.9	117.5	36.2	13.7	519.0	224.9	164.0
6855 HK	亚盛医药	32.8	8,655	9.9	(14.8)	31.2	NA	52.9	29.9	5.4	977.5	77.0	452.2
6996 HK	德琪医药	12.3	8,238	17.1	(28.2)	53.2	176.8	675.1	48.5	14.7	NA	1,293.3	229.8
2142 HK	和铂医药	9.8	7,510	51.2	(7.4)	17.8	54.4	74.3	16.4	12.7	-8.1	352.2	29.8
6978 HK	永泰生物	14.4	7,410	(11.8)	29.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	10.5	7,391	(8.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2126 HK	药明巨诺	13.1	5,311	(9.8)	(50.4)	14.4	36.9	38.1	13.5	4.2	NA	183.1	219.5
2552 HK	华领医药	4.1	4,305	(1.7)	(29.5)	14.7	23.9	NA	13.3	4.4	NA	NA	199.6
6998 HK	嘉和生物	8.6	4,298	(18.5)	(57.2)	29.7	39.5	92.8	27.7	10.7	267.3	234.8	158.8
2181 HK	迈博药业	1.0	4,248	(8.8)	(1.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	6.3	3,405	(7.9)	NA	74.3	102.2	NA	67.1	11.4	NA	NA	489.1
1672 HK	歌礼制药	3.0	3,274	7.2	3.8	23.0	11.6	33.9	22.2	15.3	125.9	52.9	44.8
3681 HK	中国抗体	3.1	3,119	10.3	(32.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	4.2	2,502	(2.1)	(5.7)	6.7	8.5	18.0	6.3	3.0	406.9	187.7	105.1
市值加权平均					16.0	22.3	41.8	40.0	21.8	14.1			

E=Bloomberg 一致预期; 资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2021 年 11 月 26 日

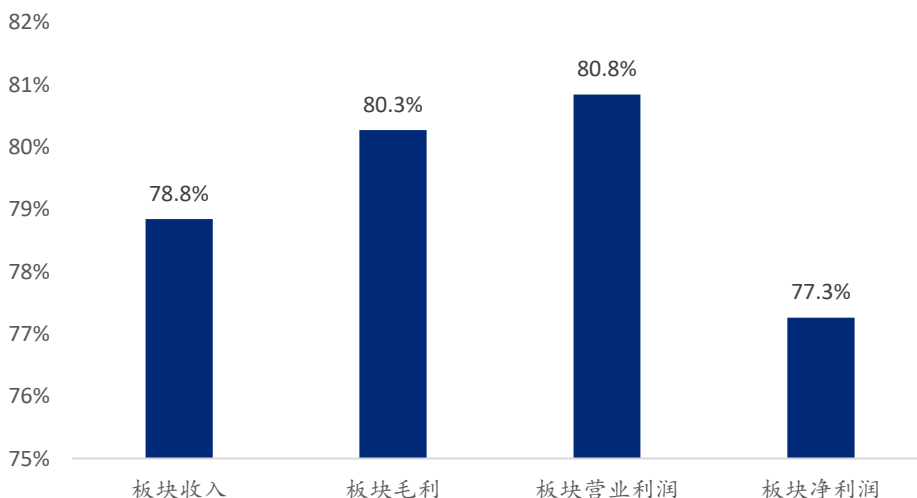
● CXO：高景气度+政策环境变局利好龙头企业

展望 2022 年，CXO 赛道我们更看好海外收入占比高、国内外份额逐渐扩大、业绩稳定并有超预期可能的 CXO。

目前 CXO 行业龙头在交付效率、项目质量和技术水平上均有优势，而二三线 CXO 则更多需要通过价格与龙头进行竞争。但我们认为，规模优势下龙头 CXO 有更灵活的调价空间，只是在目前订单充足的大环境下，他们无需通过降价获取订单，且有空间上调定价，以获取更大收益；二三线 CXO 单靠价格，难以对龙头 CXO 产生实质威胁。进入 2022 年，CDE 将不断收紧临床审批要求、约束 me-too 类药物开发，旨在以药物临床价值指导审批工作，由此带来的行业整合将加速，资源和订单将进一步向头部 CXO 企业聚集。因而 2022 年我们更看好龙头 CXO 表现。此外，2021 年以来海外业务从疫情影响中继续复苏，和国内创新药定价环境的不确定性，在中短期内将利好海外收入占比较大的 CXO，如药明生物、药明康德和康龙化成。2022 年，我们 CXO 行业的首选标的为药明生物，考虑到：1) 领先行业的技术和服务能力；2) 产能和订单量持续稳健增长，“赢得分子”策略下后续成长路径愈发清晰；3) 较高的短期和中长期业绩确定性；4) 目前 2022E PEG 为 1.9x，相较可比公司性价比高。

行业维持高景气度，中短期增长确定性高。从 CXO 企业 3Q21 业绩表现来看，行业整体继续维持较高的收入和盈利增速，且目前行业整体订单需求充足，增速瓶颈更多来自企业自身供给限制和产能投放速度。部分龙头企业新产能可在投产后短时间达到较高利用率。从在手订单金额和数量看，2022 年 CXO 行业将继续维持较高景气度、增长确定性依旧较高。

图表 12: CXO 上市企业 3Q21 收入、毛利、营业利润、净利润同比增速



注：采用 Wind CRO 分类
资料来源：Wind，浦银国际

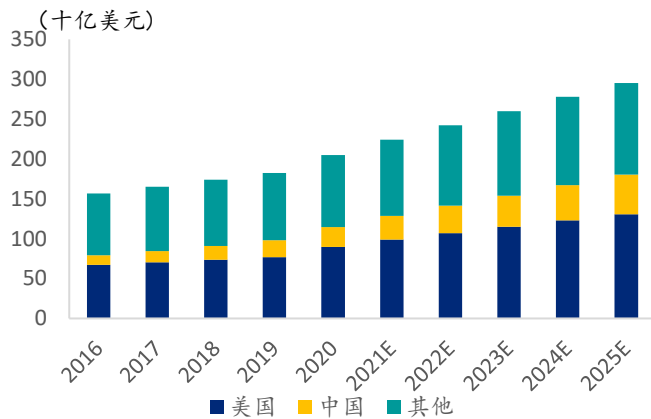
肿瘤药研发新政利好龙头，市场对政策风险已有预期。2021年11月CDE发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，相较7月份发布的征求意见稿在大方向上未发生变化，要求当适应症有最佳支持治疗（BSC）时，应优选BSC作为对照，而非安慰剂，相较2012年5月发布的《抗肿瘤药物临床试验技术指导原则》中可采用BSC或安慰剂作为对照的要求更为严格，目的为推动真正的药物创新以提高药物疗效和安全性，而非意义较小的同质化创新。7月《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则（征求意见稿）》出台后，市场认为新标准将降低me-too药物立项数量，从而对CXO订单产生影响，受此影响CXO板块股价7至8月出现回调。一方面我们认为新标准的影响更多是带来行业的分化，而非整体的利空，技术先进和科研实力较强的CXO龙头将收益，而科研实力较弱的CXO由于低质量创新的订单将可能逐步减少而受到负面冲击，另一方面，经过政策公布后的股价回调，我们认为市场对该政策的风险已有预期，后续敏感度或将边际降低。

核心增长逻辑不变，龙头CXO适合作为核心资产长期持有。CXO核心增长逻辑大概率在5-10年维度上维持，主要由于：

- 我国药企还处在由仿制药为主，向仿创结合过渡的阶段，药物研发支出仍处于高速增长阶段，根据医药魔方，2019-24E CAGR达18%（全球：5%，弗若斯特沙利文）。我们认为2022年和长期的政策导向将继续利好创新药，部分是希望通过降低仿制药利润从而引导更多资金用于创新药研发上，目前传统制药企业和生物科技企业均有较大动力进行新药研发费用投入；
- 受集采、医保谈判等政策的直接影响相对较小。2022年政策变化仍是医药市场不变的主题、并会继续影响创新药和仿制药企业，但CXO作为药企研发和生产服务的提供商，受集采和医保谈判降价的影响相对间接，且目前全行业订单旺盛，暂未出现CXO服务降价的信号，相对于直接受到集采和医保谈判影响的药企来说，集采和医保降价对CXO的负面影响较小。
- CXO相较于药企自行研发在效率和成本上有一定优势。以药物研发最耗时，且成本最高的临床环节为例，使用CXO会比药厂自主展开所需时间缩短20-30%。此外设备和厂房（特别是临床、商业化生产设施）需要较大的前期投资及较长的建设和监管检查周期，以生物制剂商业化生产为例，一般需要在计划上市日期前3-5年便开始建设厂房，而通过委聘CXO，药企可节省庞大的前期投资并加快新药上市进度；

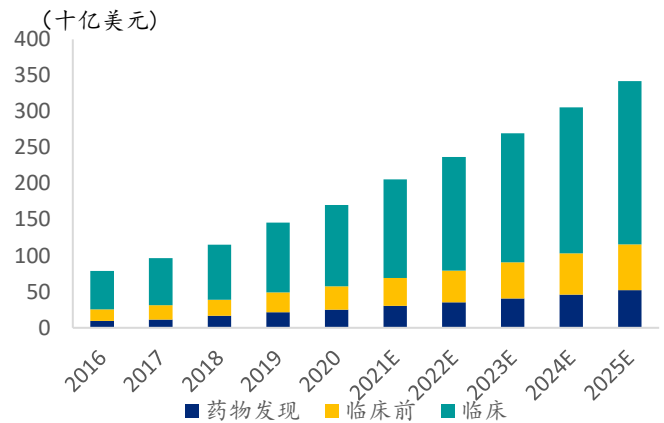
中国CXO相对国外CXO有成本和人才优势。中国有工程师红利以及有较大的患者群体可较迅速地进行临床试验，成本和费用上相较国外CXO有优势，未来全球CXO产业链有望逐步向中国转移，中国CXO占全球订单的比例也将逐步上升。

图表 13: 全球新药研发支出



E= Frost & Sullivan 预测; 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 14: 中国新药研发支出



E= Frost & Sullivan 预测; 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

股价回调后, 估值已具备一定吸引力。目前行业 12 个月滚动远期市盈率约 67.7x, 已低于过去 3 年历史均值 72.9x。我们认为市场已较充分意识到 CXO 行业增长潜力及底层增长逻辑, 在整体大盘情绪稳定的情况下估值区间大幅下移的可能性不高, 建议投资者长线布局, 享受行业长期盈利增长红利。

图表 15: 港股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率			市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
2359 HK	药明康德	167.2	502,396	(0.7)	32.2	68.8	61.7	85.9	67.3	50.8	50.7	27.6	32.7	
2269 HK	药明生物	103.4	438,972	(13.8)	0.6	83.3	95.2	115.3	80.9	56.6	79.3	42.4	42.9	
3759 HK	康龙化成	162.0	174,904	(2.1)	23.7	54.1	60.1	72.9	52.6	39.0	22.9	38.5	35.0	
3347 HK	泰格医药	129.4	144,853	(14.1)	(27.9)	42.6	67.8	50.2	41.9	35.2	NA	19.7	19.1	
6127 HK	昭衍新药	96.1	61,438	(6.2)	NA	49.5	58.4	65.1	48.3	36.7	21.9	34.7	31.6	
1521 HK	方达控股	4.4	8,944	(8.0)	2.3	34.1	41.7	50.8	32.9	24.3	8.7	54.5	35.3	
市值加权平均						12.4	67.7	72.9	88.8	66.0	48.6			

E=Bloomberg 一致预期; 资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2021 年 11 月 26 日

● 医疗器械：集采阴霾未散，关注创新程度高、进口替代和出海能力强的器械企业

2022年，医疗器械行业中，我们看好创新程度高、进口替代和出海能力强的医疗器械企业。

短期来看，集采对医疗器械行业确实造成较大冲击，但长期来看，有利于行业集中度提升，利好大型器械厂商。此外，国际品牌受集采影响整体来说更大，有望促进进口替代发生。

从短期投资维度看，我们认为可优选创新程度高、进口替代和出海能力强的医疗器械企业：无论是国家层面的医用耗材集采还是各地正在试点的医用设备集中采购，主要均为针对技术相对已经成熟，医生可较好的在临床中使用不同品牌的品类，由于产品差异化程度较小，因此器械厂商必须参与集采争取市场份额。而对于创新程度较高的器械企业，由于其产品存在差异化，可替代产品较少而临床需求稳定，因此面对集采可采取相对更灵活的应对和定价策略，其受集采风险更低。此外，支持国产医疗器械采购为政府鼓励的政策方向，部分品类难以实现主因性能上与进口产品存在距离，医生难以通过国产器械达到目标疗效，但对于具备进口替代实力以及在海外市场竞争力的产品，一方面国内享受进口替代的政策红利，另一方面可在海外获取增量，减少国内业务暴露的政策风险，增长确定性高，可关注医疗器械龙头迈瑞医疗。

我国医疗器械行业发展核心逻辑清晰，未来有望在多个细分医疗器械赛道诞生一众世界龙头：

- **增长空间大，距离触及行业天花板尚远。**根据《中国医疗器械蓝皮书》，2020年我国医疗器械市场规模约7721亿人民币，2016-20 CAGR近20%，行业整体仍维持较高增速（vs 全球2016-20 CAGR约6%）。但已具一定规模的行业体量以及较高增速也引起部分投资者对于行业还有多少增长空间以及后续增速是否会开始下滑的担忧。但我们认为医疗器械市场规模与人均医疗器械支出仍较低，行业远未到达天花板。从规模上看，医疗器械市场规模仅为美国的63%，考虑到我国更大的人口基数，我国医疗器械市场规模仍有巨大增长空间。从人均医疗器械支出看，2020年我国人均医疗器械支出约551元人民币（约80美元），仅为美国的1/15，距离触及天花板尚远。
- **医疗新基建：**新冠疫情反映出我国医疗体系短板，尤其是高端医疗设备的不足。此前国家领导人在考察新冠肺炎防控工作时指出“要加快补齐我国高端医疗装备短板，实现高端医疗装备自主可控”。自疫情以来，国家也持续加大医疗基础设施建设的投入，尤其是呼吸重症、ICU等相关

科室，以便更好地应对重大突发公共卫生事件。医疗新基建有望进一步刺激我国整体器械需求。

- **进口替代：**国家工信部发布的《中国制造 2025》中提到，县级医院国产中高端医疗器械占有率 2025 年达到 70%，国产核心部件国内市场占有率达到 80%。支持国产医疗器械替代进口产品的政策红利持续释放，公立医院设备采购偏向国产化，且控费大环境下器械的性价比日益重要，对于性能相似的产品，国产器械相对进口器械有价格上的优势。且医疗器械细分赛道众多，随着国产器械性能可满足临床需求，且相对国际品牌有价格优势，未来仍有较充裕的进口替代空间。
- **国产器械出海，主打高性价比：**器械出海能否成功，关键在于性能和价格，欧美发达国家对于价格的敏感度相对更低，但对性能要求较高，目前，仅有迈瑞等龙头厂商的部分产品有进入欧美市场的实力。短期来看，欧美市场或仅仅是国产龙头器械企业可争取的市场，其余大部分国产医疗器械企业更可重点发挥价格优势，尤其是“一带一路”周边国家，普遍对医疗器械有较大未满足的需求，医疗欠发达国家的器械需求，同样值得长期关注。

图表 16：港股医疗器械企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百 万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率		市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
853 HK	微创医疗	34.1	61,984	(10.3)	(18.8)	NA	241.6	NA	NA	NA	12.5	34.0	43.8
2252 HK	微创机器人	62.0	59,433	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1066 HK	威高股份	10.9	49,474	(19.0)	(37.6)	13.9	19.9	16.3	13.7	11.8	19.2	19.1	16.2
1302 HK	先健科技	4.0	18,381	3.7	(10.8)	31.6	38.7	38.3	31.0	25.0	492.5	23.5	23.8
2500 HK	启明医疗	38.8	17,111	8.5	(50.9)	223.1	218.4	NA	166.5	46.5	30.3	161.0	258.1
2160 HK	心通医疗	5.0	12,017	(10.9)	NA	NA	NA	NA	NA	204.9	71.3	61.4	190.9
9996 HK	沛嘉医疗	17.8	11,914	(8.4)	(37.0)	NA	NA	NA	NA	NA	88.6	16.5	70.7
3309 HK	希玛眼科	7.5	8,601	(7.8)	30.5	NA	41.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1789 HK	爱康医疗	7.0	7,754	(17.1)	(48.4)	20.8	32.4	26.7	20.3	16.0	-23.9	31.5	26.8
1858 HK	春立医疗	18.9	6,523	(0.6)	(13.9)	14.0	20.2	15.8	13.8	10.5	19.5	14.3	31.3
1696 HK	复锐医疗	13.1	6,116	(5.7)	296.4	NA	4.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3600 HK	现代牙科	6.1	5,837	(3.2)	316.5	10.3	14.4	12.9	10.1	8.4	NA	27.5	21.1
6609 HK	心玮医疗	86.2	3,348	(10.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2170 HK	贝康医疗	9.5	2,590	(17.1)	NA	43.0	109.2	NA	38.2	12.7	99.4	800.0	200.5
2216 HK	肇博医疗	10.2	5,372	(6.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	22.0	21.9
1358 HK	普华和顺	1.1	1,726	(14.1)	61.3	NA	5.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均					(3.5)	19.8	77.5	6.8	16.2	16.4			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2021 年 11 月 26 日

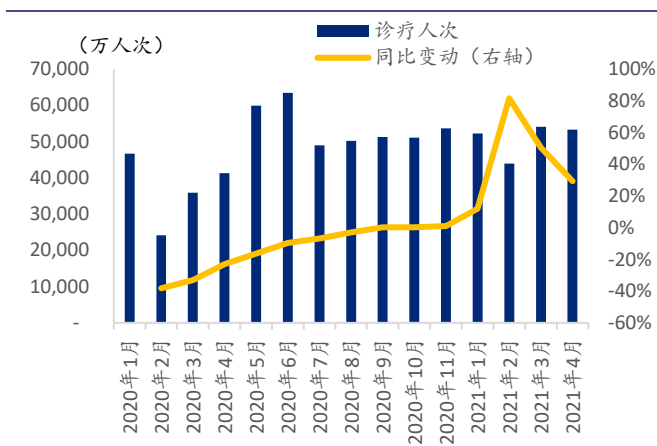
● 医疗服务：行业复苏大趋势不变，密切关注疫情走势

展望 2022 年，我们认为医疗服务行业将继续在整体疫情好转、政策扶持下复苏，但不同专科的医院标的可能会继续分化，且仍需提防地区性疫情反复。其中，我们看好民营连锁医院业绩比较稳健、中长期成长逻辑清晰确定性高、连锁扩张潜力大的民营专科医院连锁品牌。

我们认为，复杂专科具有技术壁垒，长期而言，更容易建立起护城河，刚需属性更明显，抵抗政策风险能力更强，定价往往也更为灵活。个股选择上，建议从过往业绩稳健程度以及连锁扩张潜力维度出发，选择竞争力更优、性价比高的个股，如爱尔眼科、海吉亚医疗。

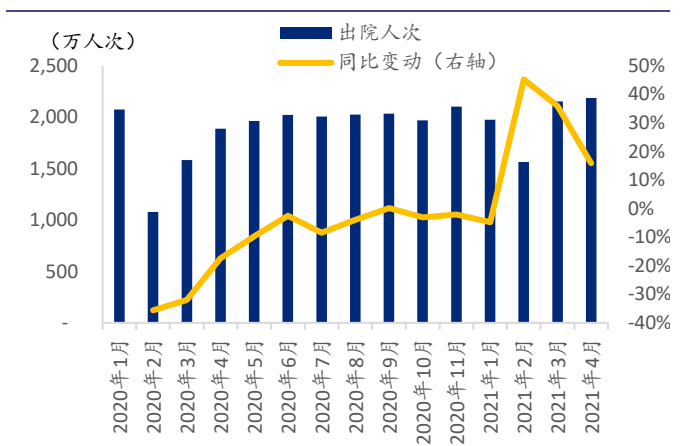
民营专科医院需求充足，但仍需关注国内疫情变化。面对未来潜在的大量医疗需求，医疗服务的核心矛盾是供给不足，民营医疗服务是缓解医疗供需矛盾的重要主体，且民营医院定位为公立医院的补充、从供给上解决“看病难”的问题，政策层面上持鼓励态度。随着国内疫情逐渐好转，医疗机构就诊人次和出院人数也开始稳步回升。但是进入秋冬之后，国内出现了多次地区性疫情反复、医院由于接受疫情协查封闭停诊的情况，新变异毒株 Omicron 的出现也增加了不确定性。虽然我们认为再次出现全国性大规模疫情反复的可能性很小，但地区性反复仍可能在一定程度上影响当地医院的就诊量和服务能力。

图表 17: 中国卫生机构就诊人次稳步回升



资料来源：国家卫健委、浦银国际

图表 18: 中国卫生机构出院人次稳步回升



资料来源：国家卫健委、浦银国际

政府支持社会办医基调不变。2021 年教育“双减”文件出台后，市场对于民营医疗受到政策变动风险的担忧加深，但医药及医疗的改革早已开始，药品和耗材的集采便是改革的重要环节。从近期发布的行业政策文件来看，鼓励社会办医的基调没有发生任何变化。例如，2021 年 5 月，国务院发布了《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务的通知》，其中明确提及“积极支持社会办医发展”“社会办医疗机构可牵头组建或参

加县域医共体和城市医疗集团”。我们认为，2022年国家的政策基调仍将保持不变，继续支持民营资本办医、解决目前医疗市场供需结构失衡的问题。

短期内医疗服务价格仍有上行空间。根据多地公布的医疗服务价格调增方案，目前调整的总原则为“有升有降”，但从实际调整结果看，价格上调的项目数量和幅度均更大。以云南省2021年5月发布的省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案为例，调整项目数共1300项，平均价格调增幅度28.25%。其中调增项目1113项，平均增幅36.4%；调减项目187项，平均降幅20.1%。前期国家所推行的药品、器械带量采购节省了大量医保资金，为后续医疗服务价格合理调整提供了空间，我们认为，后续医疗服务仍有上调空间。

民营医疗服务与公立医院错位竞争。从目前的政策趋势看，2021年9月医疗服务价格调整试点方案的出台进一步确保了公立医院的公益属性。未来，公立医院的公益属性将继续增强，而民营的收费价格则主要进行市场化调节。民营医院将能够在特需VIP服务、个性化诊疗上有更大的灵活性，能够与公立医院差异化定位和错位竞争，部分消解了对于政策控费的担忧。专科连锁中的优质赛道长期前景不变，成长逻辑仍然成立。

图表 19：港股医疗服务企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百 万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期 市盈率		市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6078 HK	海吉亚医疗	66.9	41,344	(4.2)	37.1	57.7	68.5	81.2	55.9	40.5	77.6	45.2	38.1
1951 HK	锦欣生殖	11.5	28,787	(7.6)	(27.3)	41.5	47.6	60.3	40.2	31.5	54.6	50.0	27.8
9997 HK	康基医疗	9.3	11,605	3.2	(38.2)	18.9	31.0	22.4	18.5	15.8	31.5	20.6	17.1
2666 HK	环球医疗	5.5	10,328	(9.2)	(5.7)	3.9	4.7	4.3	3.9	3.4	9.1	10.5	14.7
1515 HK	华润医疗	5.0	6,522	(10.2)	(24.5)	11.1	13.9	12.3	11.0	9.9	29.2	11.9	10.7
1931 HK	华检医疗	3.3	4,424	10.1	53.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3886 HK	康健国际医疗	0.5	3,500	(19.8)	(32.4)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2393 HK	巨星医疗控股	1.2	2,891	19.2	3.3	11.4	8.7	12.7	11.3	8.5	132.0	12.5	33.3
2120 HK	康宁医院	27.8	2,074	(8.3)	(2.6)	17.3	17.2	20.3	17.0	14.6	16.2	19.6	16.4
1526 HK	瑞慈医疗	1.1	1,702	(5.3)	30.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3869 HK	弘和仁爱医疗	10.1	1,390	0.6	(8.7)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3689 HK	康华医疗	2.9	970	12.8	(9.4)	NA	7.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
722 HK	联合医务	0.8	636	-	(31.7)	NA	NA	NA	NA	NA	-41.0	NA	NA
1518 HK	新世纪医疗	1.0	485	(5.7)	(51.7)	NA	23.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1419 HK	盈健医疗	1.2	455	-	100.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均					2.1	34.0	40.8	47.5	33.0	24.9			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至2021年11月26日

● 互联网医疗：长期看好但短期缺乏确定催化剂，政策

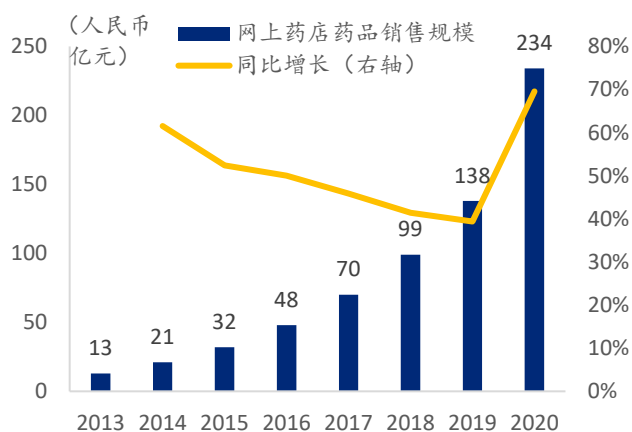
风险带来挑战

2022 年配置策略：优先选择近期政策风险更低、增长确定性相对较高的医药电商龙头。

2021 年板块走势较弱，我们认为主要由于后疫情时代板块情绪降温、对线上问诊的监管趋严所导致。2022 年，政策、监管和处方外流节奏仍将是影响互联网医疗板块走势的重要影响因素。我们认为政策和监管不确定性仍然比较大，或对互联网医疗基本面和投资情绪产生负面影响，个股选择上建议关注增长确定性相对比较高的医药电商龙头，如阿里健康和京东健康。

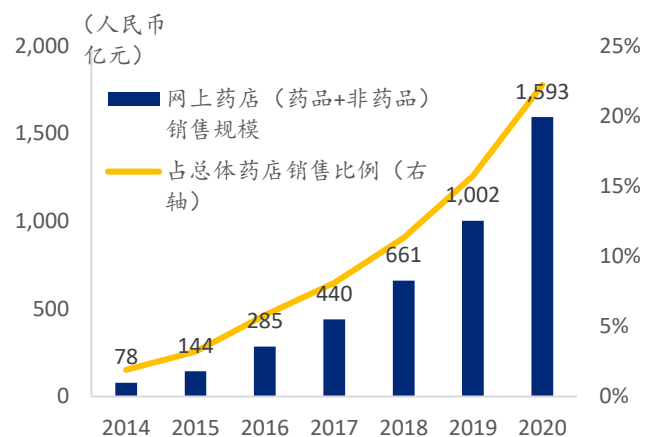
处方药外流大趋势下，医药电商积极抢占线下药店份额。自 2020 年疫情暴发以来，医药电商关注度迅速提升，在《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》等政策的助力下，在线药品和非药品销售规模持续快速增长，于 2020 年达到 1,593 亿元，占总体药店销售规模的 22.2%，相比 2019 年提升 6.5pcts。阿里、京东等互联网企业快速发展。2022 年我们继续看好医药电商的较高增速，京东健康和阿里健康等以医药电商为主的互联网医疗企业，将持续受益于用户网购药品接受度的提升以及处方药外流的利好。

图表 20: 中国网上药店药品销售规模持续增长，2020 年同比增长 70%



资料来源：米内网、浦银国际

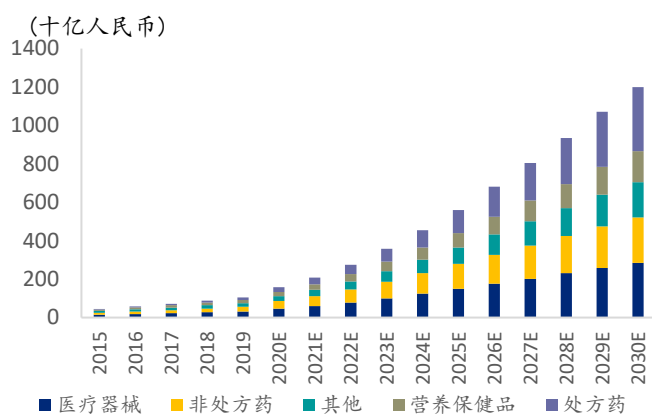
图表 21: 中国网上药店（药品+非药品）销售份额不断提升，2020 年达到 22.2%



资料来源：米内网、浦银国际

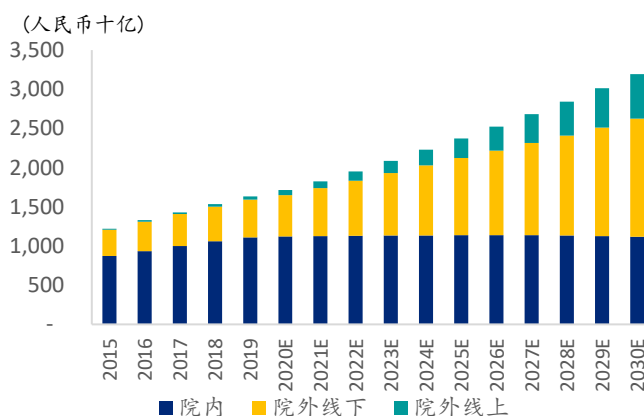
2022 年投资医药电商应重点关注《药品网络销售监督管理办法》的落地进度和处方外流节奏及相关信息平台建设。随着新《药品管理法》和《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》的相继落地实施，网售处方药已经在确保合规监管的前提下，离全面开闸越来越近，但目前条件也比较苛刻，比如必须确保电子处方来源真实可靠、必须按照有关要求对处方调剂审核等。而且，真正全方面监管行业的《药品网络销售监督管理办法》在经过多年探讨和征求意见后依旧迟迟没有落地；2021 年 9 月最新一版送审稿征求意见结束，我们预计最快明年正式施行。因此，处方药外流更多是一个长期逻辑，短期则需要关注外流节奏以及相关基础设施和系统建设进展。

图表 22: 在线零售药房市场规模



E=Frost & Sullivan 预测 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 23: 药品院内市场规模



E=Frost & Sullivan 预测 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

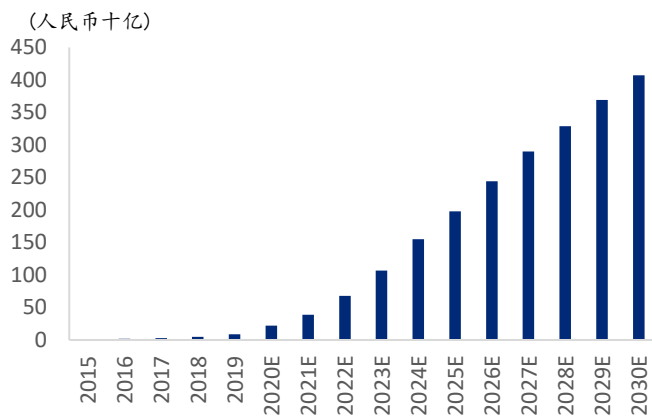
网上首诊短期政策风险仍比较大，节奏或较市场预期慢。国家卫健委于 2021 年 2 月曾表示，正在研究互联网医疗首诊事项，但我们认为，线上首诊较难保证监管机构要求的高安全性，患者需自备可穿戴设备、传感设备、高清摄像等多类设备才有可能替代医生当面诊断，硬件端要求较高。短期我们预计更可行的路径为对部分诊断较为简单的病种开放首诊，而对于病症较为复杂的病种仍要求线下进行首诊，首诊完全松绑或仍需较长时间。

此外，国家卫健委于 2021 年 10 月发布《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》，对线上问诊的病历信息管理、实体医疗机构线上线下业务一体化质控等方面作了具体规定，可能会增加平台型互联网医疗公司的运营成本。

《细则》同时还规定 AI 不得替代医师接诊。目前网上问诊平台多以 AI 进行导诊，患者端主要作用在于将患者导向合适的科室和医生，医生端主要作用在辅助医生诊断，并非由 AI 进行诊断病症及开具药物，是否属于限制范围仍无明确共识，但大趋势为监管机构将逐渐明确和规范监管，未来或有类似的监管细则陆续出台对行业实操进行规范。

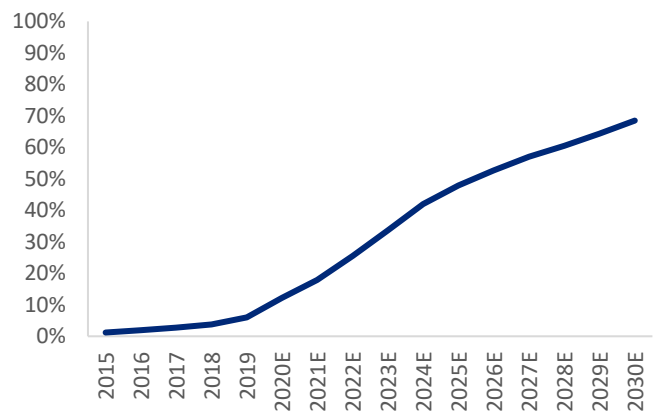
线上问诊综合成本低和体验优，但保证问诊质量和吸引优秀医生上线是未来关键。我国医疗资源分布严重不均，根据卫健委官方数据，2020年我国占医院数量8%的三级医院承担了54%门诊量，导致了就诊难、体验差。而线上问诊目前主要的价值，就体现在对这两个痛点的解决上。疫情中，线上问诊平台迅速地完成部分患者教育与习惯养成，但我们认为，便利性和就诊体验并非问诊的最主要评分项，患者最关心的终究是病是否治愈。保证问诊质量应是行业核心关注点，而目前问诊质量很大一部分由医生水平决定。加入线上问诊平台的医生多是出于薪酬和工作压力考虑，然而，目前互联网医疗平台的自有医生在职称评选上仍有难度，这对医生的吸纳造成一定障碍，且暂无满意的解决方案，后续可关注问诊平台是否能持续吸引优秀医生上线。

图表 24: 在线问诊市场规模



E=Frost & Sullivan 预测 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 25: 在线问诊占总问诊量比例



E=Frost & Sullivan 预测 资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

线上购药及问诊接入医保可期，但时间表不确定性较大。目前线上购药及问诊接入医保支付仅在部分省市（如广东、安徽等）的部分医院进行试点，由于医保实行属地化管理，且各地医保基金结余金额差别较大，因此各地进展不一。但从2019年起，政府多次发文均提及线上问诊及购药接入医保支付系统。若后续医保支付能接入，则将大幅度提高患者线上购药和问诊意愿，将是互联网医疗行业发展重大利好，但2022年是否能落地不确定性仍较大。

图表 26: 港股互联网医疗企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期市销率			收入同比变动					
						现值	3年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
6618 HK	京东健康	68.7	28,076	(7.3)	(54.2)	4.5	8.6	6.2	4.4	3.2	49.0	41.2	38.5	
241 HK	阿里健康	7.4	12,820	(32.5)	(67.6)	3.0	8.9	3.7	2.7	2.0	41.7	38.6	35.3	
1833 HK	平安好医生	30.4	4,473	(38.9)	(67.7)	3.0	8.4	3.7	3.0	2.3	12.4	24.9	26.6	
市值加权平均						(59.3)	3.9	8.7	5.3	3.8	2.8			

E=Bloomberg 一致预期; 资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至2021年11月26日

● 制药：关注管线研发进展顺利和集采影响较小的标的

2022年，我们认为，制药板块中，可关注创新程度高、催化剂密集及集采影响较小的制药企业，优选性价比（增长潜力/估值）更高的个股。

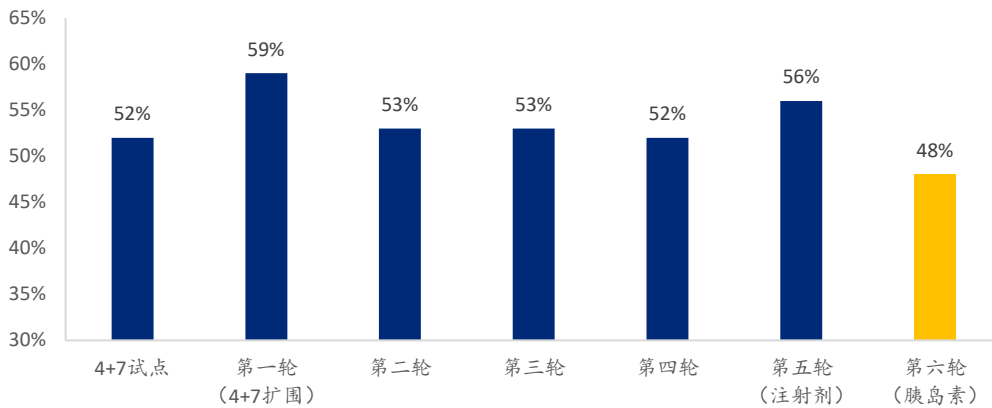
制药板块估值整体已处于低位，但各企业受第4-5轮集采影响不一，且已有大品种是否已全部纳入集采的进度也有差异。因此短期我们建议关注集采影响，在集采影响较小，或集采风险可被新药增量充分对冲的药企中，选择估值已较历史均值回落至较低位置的药企，建议关注中国生物制药（1177.HK）和石药集团（1093.HK）。

短期内集采对有大品种纳入的公司仍有明显负面影响。虽然传统制药企业积极布局创新药关键，但其仿制药业务占比依旧较大。我们认为，部分有大品种纳入集采的制药公司仍将受到较明显的短期业绩冲击。在第五轮集采纳入的62个仿制药品种中，有一半为注射剂，包括多种临床使用广泛、销售额大的产品，这对恒瑞、翰森在内的大药企均造成了一定的冲击。该轮集采于今年9-10月份起陆续在各省市落地，故对今年业绩的影响将较为有限，但将于2022年的收入和利润上全面体现。对于中国生物制药和石药集团，本轮集采对关键产品影响相对较小且有新产品中标，有利于他们快速抢占跨国药企的市场份额。

后续集采范围将逐渐扩大，但规则可能趋于合理化。2021年9月29日，国务院下发《“十四五”全民医疗保障规划》，明确了未来五年全国医保的多项重点工作。《规划》指出，到2025年，国家和省级集采品种将达到500个（截至第五轮，国家层面集采中标品种数量共计218个，即未来5年内可能有282个品种在国家和省级层面进行集采）。从第六轮开始，医保局将对一些非传统仿制药进行集采，比如第六轮中的胰岛素、以及之后可能进行全国集采的中成药制剂和生物类似药。因此，一些原本市场认为集采免疫的公司和产品可能也会受到冲击。

第六轮集采于2021年11月26日开标。本轮集采为胰岛素专项集采，涉及11个胰岛素品种，涵盖二代（人胰岛素）、三代（胰岛素类似物）和速效、基础、预混等各个主要品类。中标结果显示平均降价幅度为48%，略大于原先市场预期但低于前五轮。事实上，本轮集采规则相比前五轮也更加宽松，比如对不同产品进行合理分组，而此前化学仿制药和支架集采中更简单粗暴的分组都导致了更激烈的竞争。最终每组都有5-8个产品中标，11个参与竞标厂家都有中选产品。我们预计，在结果正式执行后，国内主要胰岛素生产商（如甘李制药、联邦制药和通化东宝）能在一些三代胰岛素品类中获得跨国药企的份额。

图表 27: 历次集采中选产品平均降价幅度



资料来源: 中国政府网, 浦银国际

但是我们也关注到, 经过五轮国家层面和多轮省市层面集采后, 药品集采已常态化、地域化、理性化, 且各级政府也开始考虑为企业保留部分合理的利润空间。长期来看, 随着制药公司创新转型、仿制药销售占比下滑以及重心逐渐转向难仿首仿药, 集采将对制药公司的影响将持续下降。

图表 28: 全国性带量采购

	第一轮 (4+7 扩围)	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮
公布采购文件	2019 年 9 月	2019 年 12 月	2020 年 7 月	2021 年 1 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月
公布中选结果	2019 年 9 月	2020 年 1 月	2020 年 8 月	2021 年 2 月	2021 年 6 月	2021 年 11 月 (预计)
开始执行时间	2019 年 12 月- 2020 年 1 月	2020 年 4 月	2020 年 11 月	2021 年 4-5 月	2021 年 9-10 月	待定
参与机构	公立医疗机构、部分军队及社会办医疗机构		公立医疗机构、军队医疗机构, 鼓励医保定点社会办医疗机构和医保定点零售店参与			
采购品种及数量	25 (化学仿制药)	33 (化学仿制药)	56 (化学仿制药)	45 (化学仿制药)	62 (化学仿制药, 注射剂为主)	11 (六类胰岛素)
中标品种数量	25	32	55	45	61	11
平均降价幅度	59%	53%	53%	52%	56%	11
各品种最多入围企业数量	3 家	6 家	8 家	10 家	10 家	7 家
采购量 (占首年约定采购量计算基数比例)	中选企业数: 1 家 50% 2 家 60% 3 家 70%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	1 家 50% 2 家 60% 3 家 70% 4 家及以上 80%	根据医疗机构报量 和实际竞标结果确定
采购周期	1-2 家: 1-2 年 3 家: 2-3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	1 家: 1 年 2-3 家: 2 年 4 家及以上: 3 年	2 年

资料来源: 国家联合采购办公室、上海阳光医药采购网、中国政府网、浦银国际

增长确定性高，未来我国将有望产生世界级制药企业。从需求端看，我国制药行业，无论是在国内还是国外市场，均有较高的增长空间以及确定性，也是我们认为制药行业值得长期布局的底层逻辑：

- **国内市场：**中国制药板块长期受益于人口老龄化、慢性病人口增加、人均医疗开支增加、医保护围、进口药物替代等高确定性增长逻辑，国内需求稳健增长，且远未饱和。目前，国内药企还处于创新转型起步阶段，后续研发实力提升有望获取海外市场份额，有望出现世界级的全球制药龙头；
- **国际市场：**药物为标准化程度极高的商品，具有竞争力的药物（可以是价格、创新程度、性价比等）不但可获得国内市场，经过监管要求的临床和申请后，可以较低的成本进入国际市场。目前，中国药企的销售主场仍为国内市场，虽然龙头药企已在海外布局多年，但由于出海产品多为竞争较激烈，且相对成熟的仿制药，因此效果不佳。随着真正具有差异的创新药不断涌现，传统制药企业国际化也将加速。

国内药企销售网络难以短期建成，具有护城河。销售网络是保证药企及其产品能成功的重要因素。在国内药品销售市场，在两款药效和安全性相近的情况下，即便是失去了先发优势，拥有强大销售网络的产品往往能明显跑出。销售网络同样是制药企业的护城河之一，一方面体现在其建立难以在短时间内完成，销售队伍需要一定规模且资源丰富的优秀销售人员，数量有限而各家药企均在争夺；另一方面则体现在医生需要通过销售网络对产品足够熟悉和信赖，才会进行用药，两方面均需较多的资本和时间投入。

图表 29：港股制药企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率		市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
2196 HK	复星医药	39.4	151,297	2.3	6.2	15.0	17.5	18.1	14.7	12.5	24.3	23.4	17.2
1177 HK	中国生物制药	5.6	105,879	(3.1)	(25.1)	11.8	29.3	8.6	12.3	12.3	222.9	-30.1	0.3
3692 HK	翰森制药	16.9	100,325	(8.8)	(54.9)	23.2	43.9	27.1	22.9	18.9	20.1	18.1	21.0
1093 HK	石药集团	8.3	99,382	(3.8)	4.7	12.9	18.0	14.4	12.7	10.9	14.8	13.4	16.5
2096 HK	先声药业	9.4	24,575	14.6	4.5	21.3	15.2	26.6	20.8	17.1	151.6	27.8	21.7
1530 HK	三生制药	6.6	16,748	(11.3)	(6.1)	8.8	14.2	9.7	8.7	7.6	69.3	12.0	13.9
460 HK	四环医药	1.6	15,502	(5.2)	100.0	9.7	11.0	13.2	9.5	6.3	104.9	39.2	49.3
2186 HK	绿叶制药	3.7	13,245	(1.6)	3.6	9.7	9.6	12.0	9.5	9.0	15.0	26.7	5.6
2005 HK	石四药集团	3.8	11,314	(1.6)	(14.8)	9.8	13.3	13.3	9.5	7.6	40.2	39.6	25.1
3933 HK	联邦制药	5.3	9,717	3.7	(4.0)	7.0	10.0	7.2	7.0	6.7	6.2	2.8	4.5
1763 HK	中国同辐	24.5	7,821	8.4	(9.1)	15.4	14.5	18.5	15.2	12.8	61.0	21.9	18.6
6600 HK	赛生药业	9.4	6,391	(16.1)	NA	5.7	8.7	5.8	5.7	5.7	NA	2.3	0.7
1558 HK	东阳光药	5.7	5,007	40.1	(35.6)	16.5	8.9	NA	14.6	7.9	-107.0	577.6	84.4
950 HK	李氏大药厂	3.5	2,031	(9.2)	(26.6)	9.0	11.0	10.5	8.8	7.6	13.1	18.2	16.7
市值加权平均					(10.0)	15.0	23.4	16.5	14.8	12.8			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2021 年 11 月 26 日

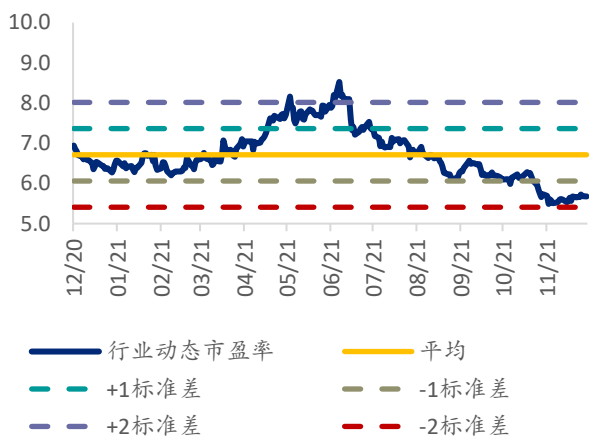
● 药械批发：估值处于低位，关注龙头公司

2022 年配置策略：关注药械批发板块中业绩更稳健的龙头公司。

药械批发板块由于整体增速不高，且盈利水平受集采降价压制，市场关注度低于其他医药板块，目前该板块估值处于历史低位。从年初至 2021 年 11 月 26 日，主要药械批发公司表现较为平淡——国药控股（1099.HK）-2.4%，上海医药（2607.HK）+4.8%，华润医药（3320.HK）-14.6%。随着疫情逐渐稳定、行业药品销售恢复（见 [图表 5: PDB 样本医院药品销售金额](#)），药械批发龙头企业实现了业绩复苏、行业集中度持续提升，但今年三季度由于去年高基数，收入增速有所放缓。

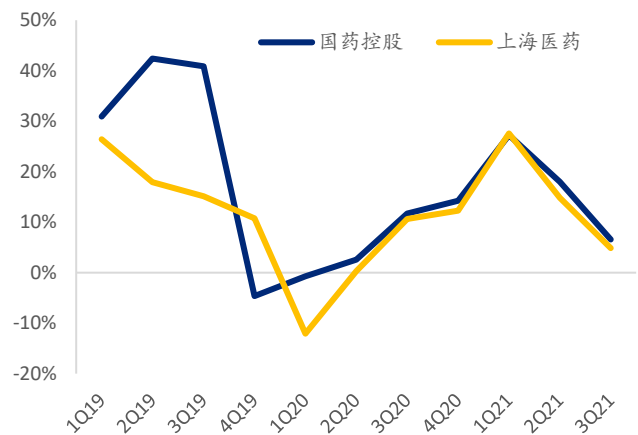
2022 年，药械批发行业将继续面临集采政策压力、新冠疫情的不确定性、以及医药电商和第三方物流的竞争，行业集中度可能将进一步提升。我们对板块看法相对谨慎，但短期垫资属性仍无新行业进入者可替代，建议在行业集中度提升且估值明显低于历史均值时，关注业绩更稳健的龙头公司，如国药控股（1099.HK）和上海医药（2607.HK）。

图表 30: 药械批发行业 PE band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31: 国药集团、上海医药的收入增速在疫情下先升后降



资料来源：公司财报、浦银国际

政策压力下行业集中度将继续提升，中小型批发企业逐渐出局。近年来受到两票制、集采政策下药械售价下滑等因素影响，药械批发企业的调拨业务受到较大冲击，中小型批发企业逐渐出局或被收购整合。其中 2021 年就进行了三轮全国性集采，注射剂和胰岛素开始进入集采范围。2022 年，我们预计国家和省市医保局仍将大力开展后续集采，两票制的升级版一票制也将继续推行，进一步加剧行业压力。长期来看，中大型流通批发企业通过规模和成本优势仍可获得合理盈利，而中小型批发企业生存空间则大大压缩，后续行业集中度有望继续提高，利好龙头股。

批发企业具有垫资属性，短期不可替代。药械批发公司的批发销售职能将会面对来自医药电商的竞争、运输职能会面对第三方物流供应商的竞争，但垫资功能目前暂无可替代，医药电商和第三方物流均不具备垫资属性。药品生产企业通过流通批发企业加快回款，而流通企业负责承担医院付款周期长带来的资金压力。由于医保基金收支压力巨大，医疗机构付款周期长，虽然集采下医保局要求药企按期回款，从实际情况来看，回款虽在改善，但账期仍较长，药械批发企业的垫资属性短期不可替代，长期则部分取决于“医保基金与药企直接结算”等政策影响。

上下游延伸或提供新盈利增长点。目前大型医药流通企业多通过向上下游的延伸寻找新的盈利增长点，希望实现“研-产-销”的全产业布局。特别是向下游药械零售的布局，相对向上游药物生产和研发的技术壁垒低。大型药械批发企业通过自建与收购实现零售药店网络的快速扩张。

图表 32：港股药械批发企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币 百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12个月滚动远 期市盈率		市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3年均 值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1099 HK	国药控股	18.4	57,420	(3.4)	(2.4)	5.3	8.6	5.8	5.3	4.8	-0.4	10.8	10.8
2607 HK	上海医药	14.3	56,272	(0.7)	4.8	6.0	7.5	6.4	6.0	5.5	15.9	7.2	8.2
874 HK	白云山	19.1	54,709	(4.5)	0.4	6.9	9.9	7.1	6.8	6.7	22.3	4.3	1.4
867 HK	康哲药业	13.3	32,674	(8.0)	53.1	8.0	8.9	8.9	7.9	7.2	10.4	11.7	10.1
3320 HK	华润医药	3.4	21,361	(11.0)	(14.6)	5.1	8.8	5.5	5.1	5.1	2.7	8.1	0.6
市值加权平均						7.1	6.3	6.7	6.2	5.8			

E=Bloomberg 一致预期； 资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2021 年 11 月 26 日

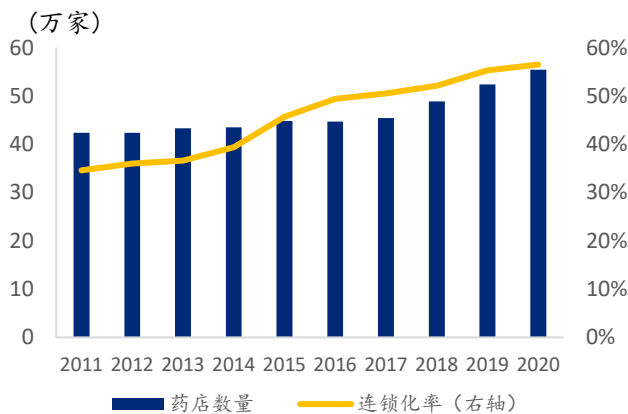
● 药械零售：关注龙头中门店扩张更快，规模效应更大的个股

2022 年配置策略：关注龙头中门店扩张更快，规模效应更大的个股。

2022 年行业集中度提升、处方药外流趋势不改，“强者恒强”逻辑依旧成立。短期关注政策变化、零售药店和医药电商间的竞争和互补。龙头药店渠道与规模优势明显，门店扩张更快、规模效应更大药店的来客数增加有望抵消集采导致的毛利率下降，更具投资吸引力。建议关注益丰药房、大参林、一心堂和老百姓。

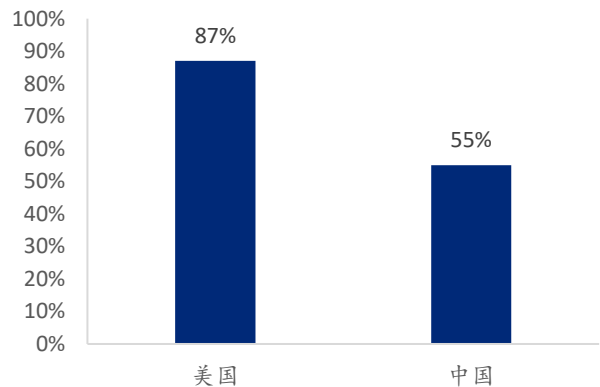
行业集中度和连锁化率逐步提升。随着政策上集采常态化、药店分类分级管理、医保账户改革、打击医保骗保及整治执业药师“挂证”等政策相继执行，一方面药品流通行业的利润受到挤压，缺乏规模、成本和议价优势的中小型非连锁药店逐步出局；另一方面更为严格的监管政策，如执业药师“挂证”清查等，也将部分不规范的中小型药店淘汰，推动行业集中度以及连锁率提升。2020 年我国药店连锁化率约 56%，同美国等发达国家相比，我国药店连锁化率提升空间仍较大，美国药店连锁化率 2019 年约 87%。

图表 33：我国零售药房数量及连锁率



资料来源：《药品监督管理统计年度报告》、浦银国际

图表 34：2019 年中美药店连锁率对比



资料来源：《药品监督管理统计年度报告》、益丰大药房年报、浦银国际

处方药外流趋势不改。各大药房为抓住处方外流的市场机会均积极布局 DTP 药房以及院边药店，其中院边店由于距离医院更近带来更高的便利性和信任度，也一般是患者的首选。根据前瞻产业研究院的数据，目前在处方药的销售渠道中，医院、零售药店、第三终端的渠道占比分别为 72%、12%、16%，零售药店的渠道占比最小。而以邻国日本为例，其医药分离程度高，药店渠道占处方药销售高达 52%，而该比例在美国高达 65%。若以此作为参照，我们认为至少 50% 的处方药销售将通过院外渠道进行，将为院外市场带来可观增量。

短期医保支付和时效性有优势，长期通过服务与线上购药形成差异化。相较于线上药店，我们认为，线下零售药店的核心差异化竞争力在于时效性+服务+医保支付，线下药店主要满足应急性药品需求，而线上药店更多满足计划性药品需求，两者需求有所错位，短期并不一定形成此消彼长的竞争态势。我国药物零售随着开店数的增加规模仍有扩大空间，线上线下共同侵蚀的，更多是原来中小型线下药店的市场份额。

图表 35：药械零售企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去1个 月股价变 动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12个月滚动远期市 盈率		市盈率			EPS 同比变动		
						现值	3年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603939 CH	益丰药房	47.3	33,983	(6.5)	(31.9)	28.3	41.8	35.6	27.7	21.6	18.6	28.8	28.1
603233 CH	大参林	36.0	28,413	(14.3)	(44.9)	20.2	33.5	25.1	19.8	15.7	6.0	26.7	26.3
002727 CH	一心堂	35.7	21,254	9.7	7.0	-	20.7	21.1	17.1	14.0	22.3	23.5	22.3
603883 CH	老百姓	44.5	18,166	(6.2)	(29.3)	19.9	30.9	24.4	19.6	16.0	18.4	24.6	22.3
市值加权平均					(26.9)	22.3	33.1	27.7	21.8	17.4			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2021 年 11 月 26 日

2021 年回顾：跑赢大盘，但绝对收益欠佳

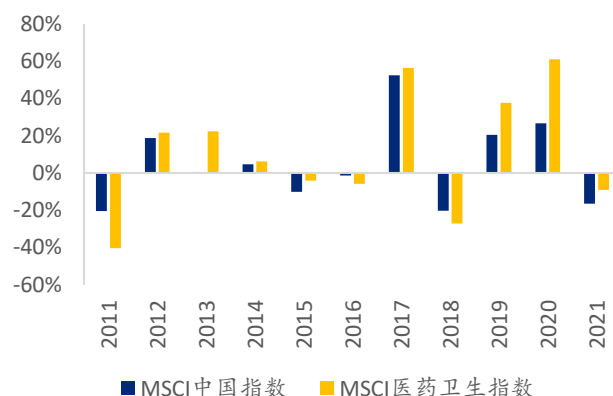
2021 医药板块表现：截至 2021 年 11 月 26 日，MSCI 中国医药卫生指数下跌 9%，虽大幅跑赢大盘（vs MSCI 中国指数跌幅 16%），但绝对表现欠佳。从时间节点上看（见 [图表 36](#)），1-3 月初医药板块走势基本与大盘同步，以 2 月中为分界点呈现先上后下的走势。板块回调后，3 月中-6 月受国内外疫情反复和年报及一季报增长亮眼影响，医药板块出现快速拉升，拉开了与大盘走势的差距，并于 6 月末到达年中高点。7 月起，板块走势再次与大盘走势再次趋同，走出下跌趋势。过去 10 年中，医药卫生板块仅有 2011 和 2018 两年跑输大盘（见 [图表 37](#)），2021 年医药卫生板块延续了多数年份跑赢大盘的趋势。

图表 36: MSCI 中国医药指数 vs MSCI 中国指数 (2021 YTD)



注：数据截至 2021 年 11 月 26 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37: 2011-2021 年 MSCI 中国医药指数与 MSCI 中国指数涨幅对比

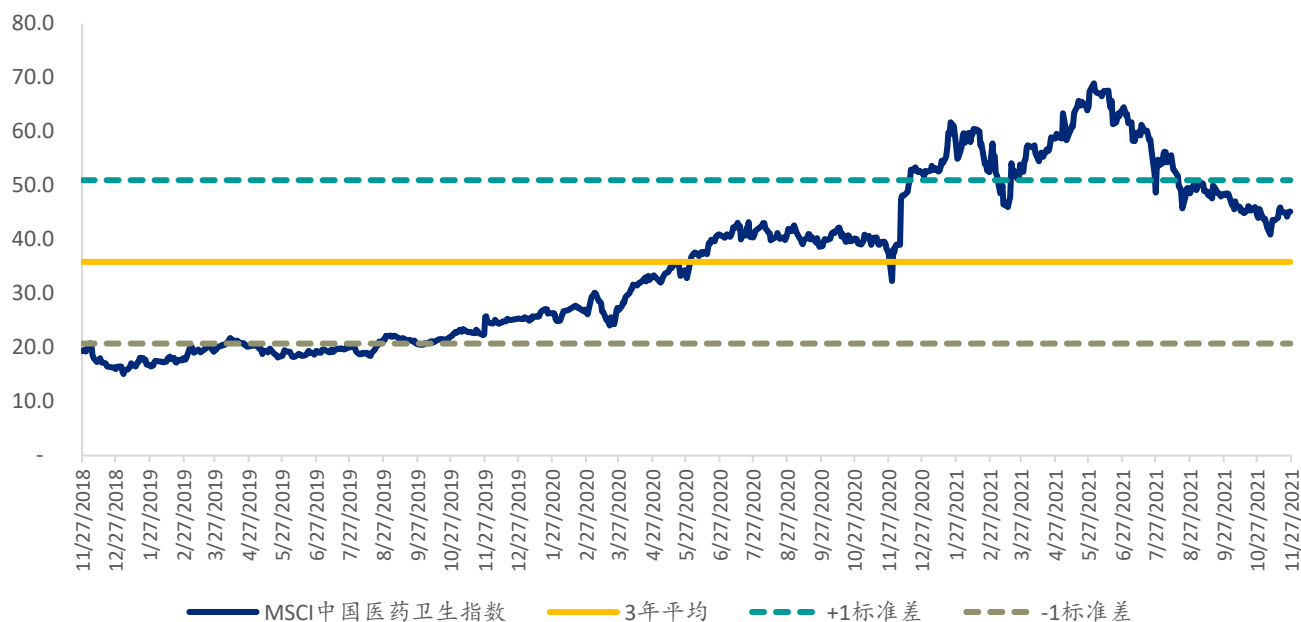


注：数据截至 2021 年 11 月 26 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

板块估值已较年内高点大幅回落。MSCI 医药卫生板块 PE 目前较过去 3 年历史均值+0.6 个标准差，对应 44x PE（12 个月前瞻市盈率），整体估值水平已较年内高点 69x PE 已有较大幅度的回落。

我们认为年内板块中枢整体下移主要由于：1) 整体市场情绪波动；2) 医药卫生板块估值在 2019-2020 年间持续提升后已处于较高水平；3) 对海内外政策、监管信号变化的过分担忧；4) 周期股、科技股等热点板块对医药板块形成抽水效应。目前板块估值已回复至历史均值附近，估值下行风险已较年中高点大幅降低。

图表 38: MSCI 医药卫生板块前瞻市盈率 (P/E)

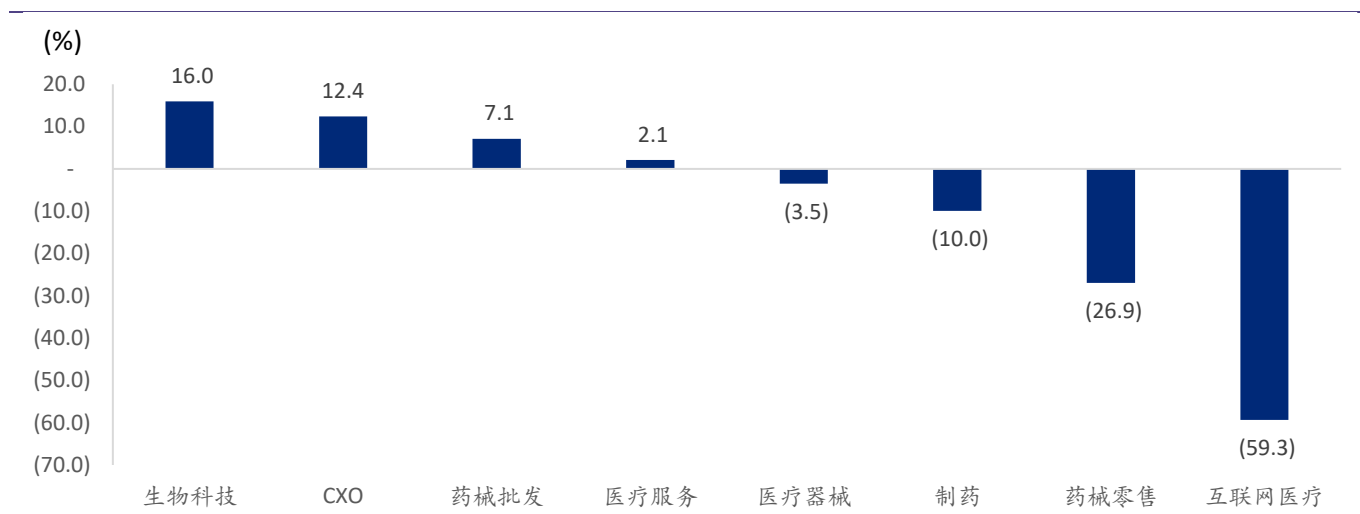


*采用 Bloomberg Blended Forward 12m P/E

资料来源: Bloomberg、浦银国际

板块间表现差异大, CXO 表现最优。港股的医药卫生细分板块中,表现最好的板块为 CXO 和生物科技。CXO 主要受益于基本面稳健增长,以及订单需求的持续旺盛,生物科技板块则受益于管线的持续推进、创新产品 BD 进展、自研药物出海等有利因素。表现最差的板块为互联网医疗和制药。互联网医疗表现不佳一方面由于互联网医疗在 2019-2020 年中涨幅较大,今年估值上出现了回调,另一方面由于后疫情时代行业监管逐渐规范,有利政策出台速度放缓影响了行业整体增长预期。化学制药则继续受制于市场对第五轮集采的担忧,特别是作为行业风向标的龙头恒瑞年内业绩增速放缓、创新药放量不及预期,进一步调低了市场对 2022 年制药板块业绩增速的预期。

图表 39: 2021 年 YTD 医药卫生子版块表现: 生物科技涨幅最高, 互联网跌幅最大



注: 数据截至 2021 年 11 月 26 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

医疗行业覆盖公司

荣昌生物 (9995.HK)：“买入”评级，目标价 145.0 港元

新上市核心产品泰爱®及爱地希®快速放量两款核心药物已成功通过谈判纳入医保目录，将于 2022 年 1 月 1 日起正式执行。此外，公司年内宣布将维迪西妥单抗 licensed-out 给 Seagen，印证了该产品的创新性及竞争力，近期可为公司带来可观现金流。重申买入评级，目标价 145.0 港元。

药明生物 (2269.HK)：“买入”评级，目标价至 155.0 港元

药明生物 1H21 业绩亮眼，归母净利润同比增长 150.3%至 18.4 亿人民币，较此前公布的盈喜预估增速不低于 135%更为优异。经调整归母净利润同比增长 163.0%至 17.7 亿人民币。公司综合项目数量与未完成订单金额维持高速增长，我们对公司未来 3 年营业收入与利润增速均维持乐观，未来利润率有望随着项目往临床后期推进、里程碑付款和潜在 Royalties 而提升。我们选取 104 倍 2022E PE 作为目标估值倍数，该估值倍数与公司过去两年 12 个月滚动远期市盈率持平，重申买入评级。

药明康德 (603259.CH/2359.HK)：港股和 A 股“买入”评级，港股目标价 240.0 港元，A 股目标价 210 人民币

3Q21 公司业绩符合市场预期，归母净利润/扣非归母净利/经调整 Non-IFRS 净利同比增长 36.2%/87.3%/37.8%至 8.9 亿/9.8 亿/13.6 亿人民币，业绩延续强劲增长势头。公司订单需求强劲，未来三年产能将有较大幅度提升，预计 4Q21 起资本开支将加速投入。药明康德 A 股目标价 210 人民币，对应 2022E/23E 年 95x 和 75xPE。港股目标价 240 港元对应 2022E/23E 年 91x 和 71xPE，作为行业龙头相较行业平均估值享有溢价，均维持“买入”评级。

康龙化成 (300759.CH/3759.HK)：港股和 A 股“买入”评级，港股目标价 202.6 港元，A 股目标价 208.5 人民币

公司 3Q21 业绩表现符合市场预期，营业收入同比增长 44.8%至 20.2 亿人民币，归母净利润/扣非归母净利润/经调整 non-IFRS 归母净利润同比增长 53.3%/42.6%/20.2%至 4.8 亿/3.5 亿/4.0 亿人民币。公司四大核心业务板块均维持高速增长，实验室服务板块表现亮眼。我们给予康龙化成港股目标估值倍数 68.0x 2022E PE，较公司港股上市以来 12 个月滚动远期 PE 高 1 个标准差，维持港股目标价 202.6 港币；给予康龙化成 A 股目标 2022E PE 84.0x，维持 A 股目标价 208.5 元人民币。A 股目标价较港股目标价有 24%溢价，与公司港股上市以来公司 A/H 股溢价水平相近，我们认为该溢价水平合理。

云顶新耀 (1952.HK)：“买入”评级，目标价 93.3 港元

公司于 3Q21 引进 mRNA 新冠疫苗项目，并与信诺维及中抗制药签订合作协议，云顶新耀获得用于治疗肾脏疾病的创新型 BTK 抑制剂 XNW1011（或称 SN1011）。年内落地的二项 BD 项目，兑现年内 BD 计划。此外公司还与加拿大 AbCellera 达成研发合作协议，将针对多达 10 种靶点进行研究。公司管线稳步拓宽，我们维持买入评级，目标价调 93.3 港元。

东曜药业 (1875.HK)：“买入”评级，目标价 9.5 港元

公司两款产品（替莫唑胺胶囊、醋酸甲地孕酮混悬液）均于 2021 年 5 月获 NMPA 批准上市。公司 2 款核心产品朴欣汀® (TAB008) 和 TAA013 均按预期推进。生物类似药贝伐珠单抗朴欣汀® (TAB008) 上市申请已于去年 9 月获 NMPA 受理将于年内获批上市。抗 HER2 ADC 产品 TAA013 已于 2020 年 7 月完成 III 期首例受试者入组，目前入组速度如期进行，已在全国启动 70 多家临床研究中心，公司维持 2023 年获批上市判断。我们维持买入评级和目标价 9.5 港元。

再鼎医药 (9688.HK)：持有评级，目标价 1,354 港元

再鼎 3Q21 产品净收入 4310 万美元 (+193% YoY)，其中则乐 2,810 万美元、爱普盾 1,070 万美元、擎乐 430 万美元。净亏损扩大至 9640 万美元，主要由于拓展商业运营相关支出增加。药物管线上，公司近期从 Blueprint 引入 BLU-945（目前进行 I/II 期临床）和 BLU-701（Blueprint 预计年内启动 I/II 期临床）两款 EGFR 抑制剂，并从 Karuna 引入 1 款中枢神经系统药物 KarXT（目前由 Karuna 进行临床 III 期）。近期可重点关注里程碑事项包括：1) 年底前可能提交 Margetuximab 治疗 HER2 阳性转移性乳腺癌的新药上市申请（NDA）；2) 则乐卵巢癌一线维持治疗卵巢癌医保成功纳入带来的后续放量；3) 纽再乐治疗社区获得性细菌性肺炎（CABP）及急性细菌性皮肤及皮肤结构感染（ABSSSI）有望获中国药监局批准上市；4) 近期将在中国提交爱普盾治疗恶性胸膜间皮瘤的上市许可申请（MAA）。我们维持持有评级和目标价 1,354 港元，目标价基于 rNPV 模型得出。

兆科眼科 (6622.HK)：“买入”评级，目标价 25.2 港元

公司 1H21 经调整净亏损由去年同期亏损 4,286 万人民币同比扩大 188%（或 8,040 万人民币）至亏损 1.2 亿人民币，主要由于研发费用同比增长 224%（或 8,535 万人民币）至 1.2 亿人民币。公司核心产品环孢素 A 眼凝胶 III 期到达主要终点，各项临床均按计划推进。我们维持买入评级及目标价 25.2 港元。

平安健康 (1833.HK)：“买入”评级，目标价 40.7 港元

近期《互联网诊疗监管细则（征求意见稿）》的出台导致市场对公司网上问诊业务的政策风险担忧加剧，股价也因此回落。站在目前时点，我们建议投资者不应过于悲观。业务层面，公司由此前的战略 1.0 阶段（以建设互联网医疗模式、场景和流量为主要目标）升级至战略 2.0 阶段（聚焦深化医疗健康服务，重视用户体验质量），短期业务转型升级虽压制收入增速并带来费用投入增加，但有望对目前行业中 C 端用户费意愿低、医疗服务多样性不足的痛点提出针对性解决方案，打开业务后续增长空间。维持买入评级，目标价 40.7 港元。

阿里健康 (241.HK)：持有评级，目标价 21.0 港元

公司 1H FY22 业绩不及预期，收入同比增长 30.7%至 93.6 亿人民币（vs 市场预期全年增速 44%），期内亏损 2.3 亿人民币，去年同期盈利 2.8 亿人民币。亏损主要由于：1) 投入一系列创新业务（如医鹿 APP、本地医疗、健康险等）；2) 在药品仓储物流等方面的技术研发持续投入；3) 加大在天猫医药平台和阿里健康大药房品牌心智建设投入；及 4) 自营业务利润降低，主因提升在线 B2C 药品销售市占率、加速处方药业务布局并增加相应市场投放。我们维持持有评级，目标价 21.0 港元。

图表 40：SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK	药明康德	167.2	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH	药明康德	139.7	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK	康龙化成	162.0	买入	202.6	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
300759 CH	康龙化成	190.2	买入	208.5	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
2269 HK	药明生物	103.4	买入	155.0	2021 年 8 月 24 日	CRO/CDMO
241 HK	阿里健康	7.4	持有	21.0	2021 年 6 月 1 日	互联网医疗
1833 HK	平安健康	30.4	买入	40.7	2021 年 11 月 17 日	互联网医疗
1875 HK	东曜药业	4.2	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	39.7	买入	93.3	2021 年 9 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	105.1	买入	145.0	2021 年 8 月 27 日	生物科技
9688 HK	再鼎医药	592.5	持有	1354.0	2021 年 4 月 14 日	生物科技
6622 HK	兆科眼科	6.3	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 11 月 26 日收盘价

● 荣昌生物 (9995.HK) (145.0 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	1,500	3,380	4,173
销售成本	0	0	-25	-49	-132
毛利	0	0	1,475	3,331	4,041
销售及分销开支	-1	-24	-225	-500	-609
行政开支	-68	-218	-225	-248	-272
研发成本	-352	-466	-780	-608	-743
经营利润	-421	-708	245	1,975	2,417
其他收入及收益	38	75	60	51	63
金融资产减值亏损	0	-0	-0	0	0
其他开支	-4	-36	-30	-68	-83
财务成本	-44	-29	-3	-3	-3
除税前亏损	-430	-698	272	1,956	2,394
所得税开支	0	0	-41	-293	-359
净利润	-430	-698	231	1,662	2,034

资产负债表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	460	803	1,262	1,380	1,505
使用权资产	11	138	173	147	126
其他无形资产	2	5	11	9	8
按公允价值计入全面收益投资	11	13	13	13	13
其他非流动资产	67	182	150	158	165
非流动资产	552	1,140	1,609	1,707	1,817
存货	31	66	132	199	298
应收票据	1	0	5	5	5
预付款项、其他应收款	30	102	256	269	282
已抵押存款	41	40	113	118	124
现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640
流动资产	138	2,977	2,836	4,359	6,349
贸易应付款项及应付票	68	63	138	145	152
其他应付款项及应计费	721	211	250	195	245
计息银行借款	60	108	50	51	52
租赁负债	2	43	60	66	73
递延收入	7	6	6	6	6
流动负债	857	431	504	463	528
租赁负债	4	47	70	70	70
递延收入	61	45	45	45	45
非流动负债	64	92	115	115	115
股本&实收资本	169	490	490	490	490
储备	-401	3,105	3,336	4,998	7,033
权益	-232	3,595	3,826	5,488	7,523

现金流量表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-430	-698	231	1,662	2,034
物业、厂房及设备折旧	40	49	140	153	167
使用权资产折旧	2	28	35	30	26
其他无形资产摊销	1	1	2	2	1
存货增加	-2	-35	-66	-66	-99
预付款项及其他资产减少	-11	-74	-154	-13	-13
其他应付款项增加	23	29	38	-55	50
其他	94	40	73	2	3
经营活动现金净额	-283	-660	301	1,716	2,169
购买物业、厂房及设备项目	-65	-443	-600	-270	-292
购买土地使用权项目	0	-35	-78	-5	-5
其他	-30	-0	0	0	0
投资活动现金净额	-95	-479	-678	-275	-297
银行借款净增加	146	168	-58	1	1
其他	261	3,736	-3	-3	-3
融资活动现金净额	407	3,904	-61	-2	-2
现金及现金等价物增加	29	2,765	-438	1,439	1,871
年初现金及现金等价物	5	35	2,769	2,330	3,769
外汇汇率变动	0	-31	0	0	0
年末现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-1.2	-1.4	0.5	3.4	4.2
每股净资产	NA	7.5	7.8	11.2	15.4
每股经营现金流	NA	-1.4	0.6	3.5	4.4
每股销售	NA	0.0	3.1	6.9	8.5
估值 (倍)					
P/B	NA	12	11	8	6
P/S	NA	NA	29	13	10
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	98.3%	98.6%	96.8%
经营利润率	NA	NA	16.3%	58.4%	57.9%
净利润率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	NA	125.3%	23.5%
经营利润增长率	NA	NA	NA	706.1%	22.4%
净利润增长率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
资产收益率指标					
净资产收益率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
资产回报率	-62.4%	-16.9%	5.2%	27.4%	24.9%
投资资本回报率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
偿债能力指标					
资产负债率	133.7%	12.7%	13.9%	9.5%	7.9%
流动比率(x)	0.2	6.9	5.6	9.4	12.0
速动比率(x)	0.1	6.7	5.4	9.0	11.5
现金比率(x)	0.3	0.9	0.8	0.9	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明生物 (2269.HK) (155.0 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,984	5,612	9,719	14,543	20,523
营业成本	-2,325	-3,079	-4,665	-6,966	-9,831
毛利润	1,659	2,533	5,054	7,577	10,693
销售费用	-77	-94	-157	-224	-302
管理费用	-367	-511	-875	-1,236	-1,665
研发费用	-260	-304	-389	-676	-1,026
经营利润	955	1,623	3,634	5,440	7,699
其他收入	180	220	292	346	488
其他收益/损失	22	283	680	873	1,231
财务成本	-20	-43	-113	-137	-140
其他费用	-10	-118	-194	-201	-205
税前利润	1,127	1,966	4,298	6,321	9,074
所得税	-116	-273	-645	-948	-1,361
税后利润	1,010	1,693	3,654	5,373	7,713
少数股东损益	-3	4	73	107	154
归母净利润	1,014	1,689	3,580	5,266	7,559

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,205	7,096	10,056	9,794	13,137
应收账款	1,737	3,242	5,279	7,471	10,522
存货	399	1,084	1,216	2,219	2,629
其它流动资产	1,330	2,783	4,453	4,511	4,575
流动资产合计	9,672	14,204	21,004	23,995	30,862
固定资产	6,338	11,996	19,317	24,224	25,853
无形资产	416	392	612	815	1,002
其他非流动资产	1,176	2,371	5,110	5,110	5,110
非流动资产合计	7,930	14,759	25,039	30,149	31,965
资产总计	17,602	28,964	46,043	54,143	62,827
短期借款	506	767	1,304	1,317	1,330
应付账款	1,844	2,729	2,895	5,502	6,348
关联方借款	336	665	1,197	1,197	1,197
其它流动负债	185	338	548	548	548
流动负债合计	2,871	4,498	5,945	8,565	9,424
长期借款	1,395	1,838	2,132	2,238	2,350
其它长期负债	440	1,728	2,600	2,600	2,600
非流动负债合计	1,835	3,566	4,732	4,838	4,950
负债总计	4,706	8,064	10,676	13,403	14,374
股本&储备	12,784	20,564	34,959	40,225	47,783
母公司拥有人应占权益	12,784	20,564	34,959	40,225	47,783
少数股东权益	112	335	408	515	670
负债和权益合计	17,602	28,964	46,043	54,143	62,827

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前溢利	1,127	1,966	4,298	6,321	9,074
物业、厂房及设备折旧	173	237	679	1,093	1,371
摊销	52	67	30	47	63
存货增加	-94	-705	-132	-1,002	-410
贸易及其他应收项增加	-644	-1,418	-2,037	-2,192	-3,051
贸易及其他应付项增加	580	747	167	2,607	846
其他营运资本变动	-58	1,009	-2,795	-58	-64
其他	73	-21	-532	-811	-1,221
经营现金流	1,208	1,881	-322	6,005	6,608
购买物业、厂房及设备	-3,211	-6,025	-8,000	-6,000	-3,000
购买无形资产	-1,191	0	-250	-250	-250
其他	-1,282	-1,192	0	0	0
投资现金流	-4,494	-7,216	-8,250	-6,250	-3,250
银行借款净额	1,910	870	831	120	125
股权募资	3,534	5,585	10,814	0	0
其他	-31	110	-113	-137	-140
融资现金流	5,413	6,566	11,532	-17	-15
现金净流量	2,127	1,231	2,961	-262	3,343

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
摊薄每股收益	0.8	0.4	0.8	1.2	1.8
每股净资产	13.2	6.9	10.9	12.8	14.8
每股营收	27	61	37	25.5	18
每股经营现金流	1.0	0.5	-0.1	1.4	1.6
估值 (倍)					
P/E	113.4	215.4	102.0	69.4	48.3
P/B	6.5	12.5	7.9	6.7	5.8
P/S	3.2	1.4	2.3	3.4	4.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.6%	45.1%	52.0%	52.1%	52.1%
经营利润率	24.0%	28.9%	37.4%	37.4%	37.5%
归母净利润率	25.4%	30.1%	36.8%	36.2%	36.8%
净资产收益率	9.8%	10.1%	12.9%	14.0%	17.2%
总资产收益率	7.5%	7.3%	9.7%	10.7%	13.2%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	57.2%	40.9%	73.2%	49.6%	41.1%
经营利润增长率	65.1%	70.0%	123.8%	49.7%	41.5%
归母净利润增长率	60.8%	66.6%	112.0%	47.1%	43.5%
偿债能力指标					
负债/权益比	10.8%	9.0%	7.5%	6.6%	5.9%
流动比率	3.4	3.2	3.5	2.8	3.3
现金比率	2.2	1.6	1.7	1.1	1.4
经营效率指标					
应收账款周转天数	128.5	161.9	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	200.6	271.0	220.0	220.0	220.0
存货周转天数	49.2	87.9	90.0	90.0	90.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明康德 (603259.CH/2359.HK) (210.0 人民币/240.0

港元, 买入/买入)

财务报表分析与预测 - 药明康德 (H股)

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,872	16,535	22,280	28,583	35,887
营业成本	-7,866	-10,280	-13,848	-17,657	-22,113
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
销售费用	-439	-588	-811	-1,012	-1,270
销售费用率	3%	4%	4%	4%	4%
管理费用	-1,509	-1,870	-2,543	-3,234	-4,025
管理费用率	12%	11%	11%	11%	11%
营业利润	2,468	3,104	3,942	5,279	6,721
财务费用	-128	-196	-281	-306	-332
财务费用率	9%	2%	21%	19%	17%
其他收入	249	326	446	572	718
其他收益/损失	-189	239	706	906	1,138
资产减值损失	-43	-13	-22	-29	-36
税前净利润	2,337	3,369	4,768	6,393	8,173
所得税	-426	-383	-868	-1,164	-1,488
有效所得税率%	18%	11%	18%	18%	18%
税后收入	1,911	2,986	3,900	5,229	6,685
少数股东损益	-57	-26	-89	-114	-144
归母净利润	1,855	2,960	3,811	5,115	6,541

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,223	10,228	4,907	3,111	7,691
应收款项	3,556	4,338	6,264	7,180	9,503
存货	1,208	1,934	1,648	2,919	2,801
其它流动资产	2,676	6,560	6,560	6,560	6,560
流动资产合计	12,663	23,059	19,379	19,769	26,554
固定资产	7,666	10,137	14,861	20,063	22,934
商誉	1,362	1,392	2,358	3,025	3,798
可供出售金融资产	4,009	6,717	6,717	6,717	6,717
其他非流动资产	3,539	4,986	8,182	8,721	7,560
非流动资产合计	16,576	23,232	32,117	38,525	41,008
资产总计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562
短期借款	1,810	1,230	1,497	1,764	2,031
应付账款	3,393	4,550	6,246	7,424	9,574
其他应付账款	25	24	24	24	24
其它流动负债	1,407	2,116	1,748	2,187	2,696
流动负债合计	6,634	7,920	9,514	11,398	14,325
长期借款	762	0	0	0	0
其它长期负债	4,433	5,652	5,652	5,652	5,652
非流动负债合计	5,195	5,652	5,652	5,652	5,652
负债总计	11,829	13,572	15,167	17,051	19,977
股本	1,651	2,442	2,442	2,442	2,442
储备	15,661	30,052	33,752	38,781	45,266
母公司拥有人应占权益	17,312	32,494	36,194	41,223	47,707
少数股东权益	97	225	136	21	-122
负债和所有者权益合计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	0	-350	55	-1,009	-54
经营现金流	2,529	-566	3,497	4,545	6,996
购买物业、厂房及设备	-2,269	-2,976	-4,723	-5,202	-2,871
收购	-2,122	-4,185	-4,162	-1,206	388
投资现金流	-4,588	-14,132	-8,886	-6,408	-2,483
债权募资	4,927	1,000	1,000	1,000	1,000
股权募资	31	0	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资现金流	1,558	19,703	67	67	67
现金净流量	-501	5,005	-5,321	-1,796	4,580

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.13	1.27	1.63	2.19	2.81
每股净资产	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	1.55	-0.35	2.13	2.77	4.27
每股股利	0.34	0.23	0.31	0.41	0.53
估值 (倍)					
P/E	122.6	109.1	84.8	63.2	49.4
P/B	13.1	7.0	6.3	5.5	4.8
P/S	17.6	13.7	10.2	7.9	6.3
EV/EBITDA	66.0	48.3	31.5	24.9	23.0
盈利能力比率					
毛利率	38.9%	37.8%	37.8%	38.2%	38.4%
净利润率	14.4%	17.9%	17.1%	17.9%	18.2%
净资产收益率	10.6%	11.9%	11.1%	13.2%	14.7%
资产回报率	7.1%	7.8%	7.8%	9.3%	10.4%
投资资本回报率	11.4%	10.8%	9.0%	10.6%	11.8%
盈利增长					
营业收入增长率	33.9%	28.5%	34.7%	28.3%	25.6%
EBIT 增长率	19.2%	18.8%	17.7%	18.5%	18.7%
净利润增长率	-18.0%	59.6%	28.7%	34.2%	27.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.40	0.29	0.29	0.29	0.30
流动比率	1.91	2.91	2.04	1.73	1.85
速动比率	1.73	2.67	1.86	1.48	1.66
现金比率	0.79	1.29	0.52	0.27	0.54
经营效率指标					
应收帐款周转天数	86	88	87	86	85
应付帐款周转天数	139	141	142	141	140
存货周转天数	47	47	47	47	47
总资产周转率	0.50	0.44	0.46	0.52	0.57
固定资产周转率	1.88	1.86	1.78	1.64	1.67

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 康龙化成 (300759.CH/3759.HK) (208.5 人民币/202.6

港元, 买入/买入)

财务报表分析与预测 - 康龙化成 (3759. HK)

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,757	5,134	7,330	10,023	13,189
营业成本	-2,425	-3,217	-4,596	-6,241	-8,138
毛利	1,332	1,916	2,735	3,782	5,051
销售费用	-73	-93	-139	-190	-251
管理费用	-526	-685	-865	-1,153	-1,477
研发费用	-63	-105	-147	-190	-237
营业利润	669	1,033	1,584	2,248	3,086
财务费用	-82	-24	-45	-76	-76
其他收入和收益	70	493	279	381	501
其他费用	-12	-144	-198	-271	-356
资产减值损失	-5	-15	0	1	1
分占联营公司亏损	-7	-25	-14	-19	-26
税前净利润	633	1,319	1,606	2,263	3,130
所得税	-102	-172	-241	-340	-469
税后利润	531	1,147	1,365	1,924	2,660
少数股东损益	-17	-25	-41	-48	-53
归母净利润	547	1,172	1,406	1,972	2,713

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前利润	633	1,319	1,606	2,263	3,130
物业、厂房及设备折旧	307	349	450	597	703
使用权资产折旧	62	78	88	103	87
存货增加/(减少)	-27	-120	-70	-58	-94
贸易及其他应收款增加	-253	-104	-658	-402	-857
贸易及其他应付款项增加	10	278	84	117	131
其他	207	-151	-20	-106	-215
经营现金流	939	1,649	1,480	2,515	2,883
购买物业、厂房及设备	-205	-1,308	-1,700	-1,500	-1,300
收购	-694	-1,083	0	0	0
其他	-146	-399	-756	0	0
投资现金流	-1,045	-2,790	-2,456	-1,500	-1,300
计息负债变动	-563	-47	530	2	2
股权募资	5,093	6	0	0	0
其他	-284	-239	3,618	0	0
融资现金流	4,246	-280	4,148	2	2
现金净流量	4,139	-1,421	3,172	1,017	1,585

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,442	2,935	6,107	7,124	8,710
应收款项	857	1,077	1,735	2,137	2,994
存货	97	129	199	256	350
其它流动资产	548	1,400	1,560	1,720	1,904
流动资产合计	5,944	5,540	9,600	11,237	13,958
固定资产	2,973	3,841	5,091	5,994	6,591
使用权资产	18	7	20	20	21
商誉	203	1,166	1,805	1,805	1,805
其他非流动资产	796	1,354	1,731	1,630	1,540
非流动资产合计	3,991	6,368	8,647	9,449	9,957
资产总计	9,935	11,909	18,247	20,686	23,915
短期借款	301	386	416	417	419
应付账款	118	191	276	393	524
其他应付账款	487	819	1,011	1,342	1,709
其它流动负债	364	585	965	1,013	1,064
流动负债合计	1,270	1,982	2,668	3,165	3,715
长期借款	544	395	895	896	896
其它长期负债	284	598	4,268	4,285	4,303
非流动负债合计	827	993	5,163	5,181	5,200
负债总计	2,097	2,975	7,831	8,346	8,915
股本	722	749	749	749	749
储备	7,045	8,121	9,527	11,499	14,213
母公司持有人应估权益	7,767	8,870	10,276	12,248	14,961
少数股东权益	71	63	140	92	39
负债和所有者权益合计	9,935	11,909	18,247	20,686	23,915

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	1.5	1.8	2.5	3.4
每股净资产	11.8	11.2	12.9	15.4	18.8
每股营收	5.7	6.5	9.2	12.6	16.6
每股经营现金流	1.4	2.1	1.9	3.2	3.6
估值 (倍)					
P/E	163.0	91.1	76.2	54.4	39.5
P/B	11.5	12.1	10.4	8.8	7.2
P/S	23.7	20.8	14.6	10.7	8.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.4%	37.3%	37.3%	37.7%	38.3%
归母净利率	14.6%	22.8%	19.2%	19.7%	20.6%
净资产收益率	10.9%	14.1%	14.7%	17.5%	19.9%
总资产收益率	7.2%	10.5%	9.1%	9.9%	11.9%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	29.2%	36.6%	42.8%	36.7%	31.6%
营业利润增长率	51.7%	54.4%	53.3%	41.9%	37.2%
归母净利润增长率	57.6%	114.3%	19.9%	40.3%	37.6%
偿债能力指标					
计息负债/权益	10.9%	8.8%	12.8%	10.7%	8.8%
流动比率	468.2%	279.6%	359.8%	355.0%	375.7%
现金比率	349.9%	148.1%	228.9%	225.1%	234.4%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	71.0	68.7	70.0	70.5	71.0
应付帐款周转天数	17.0	17.6	18.6	19.6	20.6
存货周转天数	12.6	12.8	13.0	13.3	13.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

● 云顶新耀 (1952.HK) (93.3 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 云顶新耀

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	10,576	120,868	629,196
营业成本	0	0	-1,058	-12,087	-62,920
一般及行政开支	-53,851	-277,833	-311,173	-357,849	-411,526
研发开支、分销及销售开支	-150,888	-410,657	-925,865	-970,174	-684,089
其他收入	29,253	1,084	1,084	1,084	1,084
其他亏损	-626	-1,051	-1,051	-1,051	-1,051
经营亏损	-176,112	-688,457	-1,227,487	-1,219,208	-529,306
财务成本净额	-1,947	-31,725	-46,618	-68,502	-100,659
向投资者发行的金融工具公允价值变动	-36,453	-4,937,983	0	0	0
除税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
基本及摊薄EPS (元)	-41	-66	-4	-4	-2

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业及设备	7,725	11,411	12,798	14,074	15,248
使用权资产	38,352	110,563	112,635	114,603	116,473
无形资产	1,663,449	2,006,056	2,051,056	2,096,056	2,141,056
投资	293,000	845,697	845,697	845,697	845,697
其他非流动资产	3,261	7,045	7,045	7,045	7,045
非流动资产合计	2,005,787	2,980,772	3,029,231	3,077,475	3,125,519
应收关联方款项	18,616	0	0	0	0
预付款项及其他流动资产	6,476	15,287	15,287	15,287	15,287
现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222	1,185,920
流动资产合计	131,153	4,496,409	3,487,349	1,853,509	1,201,207
总资产	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,930,984	4,326,726
向投资者发行的金融工具	2,463,933	20,880	20,880	20,880	20,880
租赁负债	30,216	58,878	58,878	58,878	58,878
其他非流动负债	0	369,438	369,438	369,438	369,438
非流动负债合计	2,494,149	449,196	449,196	449,196	449,196
向投资者发行的金融工具	395,318	0	0	0	0
租赁负债	10,543	19,015	19,015	19,015	19,015
贸易及其他应付款项	80,779	167,459	480,962	183,077	208,783
应付关联方款项	17,233	440	440	440	440
流动负债合计	503,873	186,914	500,417	202,532	228,238
总负债	2,998,022	636,110	949,613	651,728	677,434
股本	17	198	198	198	198
储备	443,649	13,392,531	13,392,531	13,392,531	13,392,531
累计亏损	-1,257,851	-6,916,016	-8,190,121	-9,477,831	-10,107,795
累计其他全面亏损	-46,897	364,358	364,358	364,358	364,358
亏损中的总权益	-861,082	6,841,071	5,566,966	4,279,256	3,649,292
权益及负债总额	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,930,984	4,326,726

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币千元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除所得税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,287,710	-629,965
物业及设备折旧	2797	818	1,113	1,224	1,326
使用权资产折旧	7,207	2,318	5,928	6,032	6,130
金融工具公允价值变动	36,453	-552,697	0	0	0
贸易及其他应付款项	26,471	0	0	0	0
经营活动净现金	-88,657	-5,753,569	-953,560	-1,578,340	-596,803
购买物业及设备	-7,083	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
就与天境生物的合作协议预付款项	-52,533	0	0	0	0
购买无形资产	-86,191	-53,000	-53,000	-53,000	-53,000
投资活动净现金	-47,365	-55,500	-55,500	-55,500	-55,500
租赁负债的本金部分	-8,302	37,134	0	0	0
股票发行及其他	70,298	656,714	0	0	0
融资活动净现金	61,996	693,848	0	0	0
汇率变动对现金及等价物的影响	-3,416	0	0	0	0
现金及现金等价物减少净额	-77,442	4,375,061	-1,009,060	-1,633,840	-652,303
年初/期初现金及现金等价物	183,503	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222
期末现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,838,222	1,185,920

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-41	-66	-4	-4	-2
每股净资产	-165	80	19	14	12
每股经营现金流	-17	-67	-3	-5	-2
每股销售	0	0	0	0	2
估值 (倍)					
P/B	-0.38	0.79	3.36	4.37	5.13
P/S	NA	NA	1,769	155	30
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	-12047%	-1065%	-100%
净资产收益率	NA	-83%	-23%	-30%	-17%
资产回报率	-10%	-76%	-20%	-26%	-15%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	NA	1043%	421%
经营效率指标					
应付账款周转天数	128	128	128	128	128
偿债能力指标					
资产负债率	71%	1175%	686%	757%	639%
流动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.2	5.3
速动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.2	5.3
现金比率(x)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0

● 东曜药业 (1875.HK) (9.5 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 东曜药业

利润表

(人民币千元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	45,308	22,491	143,909	352,622	772,067
收益成本	-11,316	-6,961	-21,586	-88,155	-177,575
研发开支	-191,078	-235,196	-156,429	-156,429	-50,000
销售开支	-31,544	-25,953	-25,904	-24,684	-77,207
一般及行政开支	-95,091	-46,855	-43,173	-35,262	-46,324
其他收益/(亏损)-净额	14,117	3,802	0	0	0
经营亏损	-269,604	-288,672	-103,182	48,092	420,961
财务收入	1,680	1,880	1,396	1,396	1,396
财务成本	-2,291	-1,706	-3,340	-3,674	-4,041
财务收入/(成本)-净额	-611	174	-1,944	-2,278	-2,645
向投资者发行的金融工具之公允价值变动	-29,085	0	0	0	0
除所得税前亏损	-299,300	-288,498	-105,126	45,815	418,316
所得税开支	0	0	0	-6,872	-62,747
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
基本EPS (人民币)	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63

资产负债表

(人民币千元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	300,230	290,367	549,041	696,608	833,846
物业、厂房及设备之预付款项	9,244	416	416	416	416
使用权资产	28,435	20,639	19,908	19,235	18,616
无形资产	2,391	3,229	3,425	3,585	3,714
按公允价值计入其他全面收入的金 融资产	7,991	8,076	8,076	8,076	8,076
其他非流动资产	54,708	69,229	69,229	69,229	69,229
非流动资产	402,999	391,956	650,096	797,149	933,897
存货	15,250	8,114	33,285	5,359	72,482
贸易应收款项及其他应收款项	14,406	5,851	17,805	11,177	52,280
预付款项	10,938	8,827	21,586	52,893	115,810
合约资产	2,450	902	902	902	902
按公允价值计入损益的金融资产	32,139	0	0	0	0
现金及现金等价物	539,180	225,533	130,608	57,519	53,441
流动资产	614,363	249,227	204,187	127,850	294,916
总资产	1,017,362	641,183	854,282	925,000	1,228,813
股本	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438
其他储备	36,925	49,503	49,503	49,503	49,503
累计亏损	-1,053,086	-1,341,584	-1,446,710	-1,407,767	-1,052,199
权益	858,277	582,357	477,231	516,174	871,742
向投资者发行的金融工具 借款	0	0	200,000	250,000	250,000
租赁负债	12,299	6,083	6,083	6,083	6,083
非流动负债	12,299	6,083	206,083	256,083	256,083
借款	60,000	0	100,000	100,000	100,000
应计费用及其他应付款项	81,418	42,316	60,541	42,316	-9,439
合约负债	2,593	9,104	9,104	9,104	9,104
租赁负债	2,775	1,323	1,323	1,323	1,323
流动负债	146,786	52,743	170,968	152,743	100,988
总负债	159,085	58,826	377,051	408,826	357,071

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币千元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
折旧及摊销	27,351	26,815	43,860	54,946	65,252
金融工具的公允价值变动	29,085	0	0	0	0
营运资金变动:	-32,495	-13,241	-31,659	-14,979	-222,898
存货	-12,145	7,136	-25,171	27,926	-67,123
贸易应收款项及其他应收款项	-4,712	8,555	-11,954	6,628	-41,103
预付款项及其他非流动资产	-16,698	2,111	-12,759	-31,307	-62,917
合约资产	-390	1,548	0	0	0
经营活动所用现金净额	-250,805	-275,098	-90,981	81,188	200,568
购置物业、厂房及设备	-29,104	-41,000	-301,000	-201,000	-201,000
购置无形资产	-1,054	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
物业、厂房及设备预付款项	-7,182	8,828	0	0	0
投资按公允价值计入损益的金融资产	-131,800	32,054	0	0	0
投资活动所用现金净额	-51,102	-1,118	-302,000	-202,000	-202,000
银行借款所得款项	60,000	-60,000	300,000	50,000	0
租赁负债付款	-1,583	-7,668	0	0	0
融资活动所得现金净额	583,022	-37,605	300,000	50,000	0
现金及现金等价物增加净额	280,591	-313,647	-94,925	-73,090	-4,077
年初现金及现金等价物	256,751	539,180	225,533	130,608	57,519
年末现金及现金等价物	539,180	225,533	130,608	57,519	53,441

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63
每股收益	0.13	0.04	0.25	0.62	1.36
每股净资产	2.55	1.03	0.84	0.91	1.54
每股经营现金流	-0.75	-0.49	-0.16	0.14	0.35
估值 (倍)					
P/B	1.4	3.4	4.1	3.8	2.3
P/S	25.9	87.9	13.7	5.6	2.6
盈利能力指标					
毛利率	75%	69%	85%	75%	77%
净利润率	-661%	-1283%	-73%	11%	46%
净资产收益率	-35%	-50%	-22%	8%	41%
资产回报率	-29%	-45%	-12%	4%	29%
投资资本回报率	-33%	-50%	-14%	5%	34%
同比变动					
营业收入	16%	-50%	540%	145%	119%
经营效率指标					
存货周转天数	296	613	350	80	80
应收账款周转天数	97	164	30	15	15
应付账款周转天数	144	96	120	120	120
偿债能力指标					
资产负债率	16%	9%	44%	44%	29%
流动比率(x)	4.2	4.7	1.2	0.8	2.9
速动比率(x)	4.1	4.6	1.0	0.8	2.2
现金比率(x)	0.9	0.9	0.6	0.4	0.2

● 再鼎医药 (9688.HK) (1354 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 再鼎医药

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	12,985	48,958	181,790	333,534	566,242
销售成本	-3,749	-16,736	-54,537	-100,060	-169,873
研发	-142,221	-222,711	-267,253	-293,979	-293,979
销售、一般及行政	-70,211	-111,312	-90,895	-133,414	-169,873
经营亏损	-203,196	-301,801	-230,895	-193,918	-67,482
利息收入	8,232	5,120	8,646	12,969	19,454
利息开支	-293	-181	-228	-228	-228
其他收入(开支), 净额	938	29,076	-1,351	-20,279	-34,428
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-752	-1,119	-909	-1,668	-2,831
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515

千美元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
折旧及摊销开支	3,766	2,635	3,416	3,575	3,717
分占权益法投资亏损	752	1,119	909	1,668	2,831
经营资产及负债变动	-23,283	52,649	-29,206	-9,507	-45,879
经营活动所用现金净额	-191,011	-782,295	-249,617	-207,388	-124,845
购买物业及设备	-6,035	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
购买土地使用权	-7,836	0	0	0	0
购买无形资产	-1,371	0	0	0	0
其他	350	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-14,892	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
短期借贷所得款项净额	2,901	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款项	216,200	1,158,924	0	200,000	0
其他	201	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	219,302	1,158,924	0	200,000	0
期末现金及受限现金	76,442	442,626	188,009	175,620	45,775
受限现金	510	510	510	510	510
现金、现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265

资产负债表

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265
短期投资	200,000	744,676	744,676	744,676	744,676
应收账款	3,791	5,165	14,757	21,795	40,259
存货	6,005	13,144	46,623	63,033	123,129
预付款项及其他流动资产	6,736	10,935	10,935	10,935	10,935
流动资产总额	292,464	1,216,036	1,004,489	1,015,548	964,264
非流动受限现金	510	743	743	743	743
物业及设备, 净额	21,353	29,162	30,746	32,171	33,454
经营租赁使用权资产	15,071	17,701	17,701	17,701	17,701
土地使用权	7,655	7,908	7,908	7,908	7,908
无形资产, 净额	1,148	1,532	1,532	1,532	1,532
长期押金	377	862	862	862	862
可收回增值税	13,737	22,141	22,141	22,141	22,141
非流动资产总额	62,689	81,602	82,277	82,035	80,486
资产总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751
短期借贷	6,450	0	0	0	0
应付账款	22,660	62,641	76,506	90,446	123,129
流动经营租赁负债	4,351	5,206	5,206	5,206	5,206
其他流动负债	13,174	30,196	30,196	30,196	30,196
流动负债	46,635	98,043	111,908	125,848	158,531
递延收入	2,881	16,858	16,858	16,858	16,858
非流动经营租赁负债	10,977	13,392	13,392	13,392	13,392
非流动负债总额	13,858	30,250	30,250	30,250	30,250
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	4	5	5	5	5
额外实缴资本	734,734	1,897,467	1,897,467	2,097,467	2,097,467
累计亏损	-444,698	-713,603	-938,340	-1,141,464	-1,226,978
累计其他综合收益	4,620	-14,524	-14,524	-14,524	-14,524
股东权益总额	294,660	1,169,345	944,608	941,484	855,970
负债及权益总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (美元)					
每股亏损	-3.03	-3.46	-2.89	-2.62	-1.10
每股净资产	4.58	15.06	12.16	12.12	11.02
每股经营现金流	-2.97	-10.07	-3.21	-2.67	-1.61
每股销售	0.20	0.63	2.34	4.29	7.29
估值 (倍)					
P/B	17	5	6	6	7
P/S	377	121	32	18	10
盈利能力指标					
毛利率	71%	66%	70%	70%	70%
归母净利润率	-1502%	-549%	-124%	-61%	-15%
净资产收益率	-71%	-37%	-21%	-22%	-10%
资产回报率	-59%	-33%	-19%	-19%	-8%
盈利增长					
营业收入增长率	9966%	277%	271%	83%	83%
经营效率指标					
存货周转天数	293	209	200	200	200
应收票据周转天数	55	33	20	20	20
应付账款周转天数	2,925	930	466	305	229
偿债能力指标					
资产负债率	17%	10%	13%	14%	18%
流动比率(x)	6.3	12.4	9.0	8.1	6.1
速动比率(x)	6.0	12.2	8.7	7.8	5.8
现金比率(x)	1.6	4.5	1.7	1.4	0.3

● 兆科眼科 (6622.HK) (25.2 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 兆科眼科

利润表					
(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	0	6,362	55,486
同比变动	NA	NA	NA	NA	772%
销售成本	0	0	0	-636	-5,549
毛利	0	0	0	5,726	49,938
毛利率	NA	NA	0%	90%	90%
其他收入	2,953	68,462	75,308	82,839	91,123
其他收益/(亏损)净额	1,070	-5,487	-6,036	-6,639	-7,303
研发开支	-93,407	-81,779	-269,871	-296,858	-326,544
一般及行政费用	-6,311	-35,002	-38,502	-42,352	-46,588
销售及分销开支	0	-1,542	-1,696	-1,866	-2,985
财务成本	-26,382	-671,633	-501,770	-1,770	-1,770
除税前亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
税前利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
所得税	0	0	0	0	0
年内亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润	NA	NA	NA	-4101%	-440%

现金流量表					
(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
折旧	14,525	17,787	18,853	19,984	21,183
无形资产摊销	2,044	2,066	1,956	1,928	1,901
财务成本	26,382	671,633	501,770	1,770	1,770
其他应收款项及预付款项增加	-5,414	-3,434	-1,815	-1,996	-2,196
应收一间关联公司款项增加	0	-13,051	0	0	0
其他应付款项及应计费用增加	10,653	26,561	3,873	4,260	4,686
应付同系附属公司款项增加/(减少)	24,017	-29,225	0	0	0
应付一间关联公司款项增加	0	186	0	0	0
递延收入减少	-43	-44	0	0	0
其他	-5,299	-48,923	0	0	0
经营活动所用现金净额	-55,212	-103,425	-217,929	-234,974	-216,784
已抵押存款增加	0	-11,732	0	0	0
原到期日超过三个月的定期存款增加	-82,540	-770,378	0	0	0
购买物业、厂房及设备的预付款项增加	-6,719	-41,066	0	0	0
购买物业、厂房及设备的付款	-18,622	-25,294	-27,162	-28,792	-30,519
购买无形资产的付款	0	-109,595	0	0	0
其他	2,891	2,582	0	0	0
投资活动所用现金净额	-104,990	-955,483	-27,162	-28,792	-30,519
上市开支付款	0	-1,371	-111,020	0	0
银行贷款所得款项	0	10,000	0	0	0
发行普通股所得款项	10,578	0	1,715,648	0	0
发行可转换可赎回优先股所得款项净额	340,583	970,113	0	0	0
已付租金的本金部分	-2,986	-3,400	0	0	0
已付租金的利息部分	-1,583	-1,458	-1,376	-1,376	-1,376
应付一名股东款项减少	-43,706	0	0	0	0
其他	0	-197	-394	-394	-394
融资活动所得现金净额	302,886	973,687	1,602,858	-1,770	-1,770
现金及现金等价物增加/(减少)净额	142,684	-85,221	1,357,767	-265,536	-249,074
年初现金及现金等价物	7,217	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327
外汇汇率变动影响	4,868	-4,452	0	0	0
年末现金及现金等价物	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327	908,254

资产负债表					
(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	130,630	138,458	146,767	155,574	164,910
无形资产	36,901	138,691	136,735	134,807	132,906
购买物业、厂房及设备预付款	7,076	35,814	35,814	35,814	35,814
非流动资产	174,607	312,963	319,316	326,195	333,630
其他应收款项及预付款项	13,502	18,146	19,961	21,957	24,152
应收一名股东款项	127,615	0	0	0	0
应收一间关联公司款项	0	13,051	13,051	13,051	13,051
已抵押银行结余	0	11,083	11,083	11,083	11,083
原到期日超过三个月的定期存款	83,721	806,247	806,247	806,247	806,247
现金及现金等价物	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327	908,254
流动资产	379,607	913,623	2,273,204	2,009,665	1,762,787
其他应付款项及应计费用	16,514	38,731	42,604	46,865	51,551
应付同系附属公司款项	162,618	0	0	0	0
应付一间关联公司款项	0	186	186	186	186
银行贷款	0	10,000	10,000	10,000	10,000
租赁负债	4,702	4,749	4,749	4,749	4,749
流动负债	183,834	53,666	57,539	61,800	66,486
租赁负债	26,089	22,778	22,778	22,778	22,778
递延收入	138	94	94	94	94
可转换可赎回优先股	369,685	1,896,016	0	0	0
非流动负债	395,912	1,918,888	22,872	22,872	22,872
股本	0	0	1	1	1
储备	-25,532	-745,968	2,512,108	2,251,187	2,007,058
权益	-25,532	-745,968	2,512,109	2,251,188	2,007,059

财务和估值比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	NA	NA	-2.8	-0.5	-0.5
每股销售额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
每股收益	0	0	0	0	0
同比变动					
收入	NA	NA	NA	NA	772%
除税前利润	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润	NA	NA	NA	NA	NA
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	NA
费用与利润率					
毛利率	NA	NA	0%	90%	90%
税前利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
归母净利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
回报率					
平均股本回报率	NA	NA	-84%	-11%	-11%
平均资产回报率	-22%	-82%	-39%	-11%	-11%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.1	17.0	39.5	32.5	26.5
速动比率 (x)	0.9	1.6	25.1	19.1	14.0
现金比率 (x)	0.8	1.2	24.7	18.7	13.7
负债/权益 (%)	NA	NA	0%	0%	0%
估值					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA
市销率 (x)	NA	NA	NA	440.0	50.5
市净率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

● 平安健康 (1833.HK) (40.7 港元, 买入)

财务报表分析与预测 - 平安健康

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,065	6,866	7,252	8,488	10,378
营业成本	(3,894)	(5,002)	(5,254)	(6,098)	(7,202)
毛利润	1,171	1,864	1,999	2,390	3,176
毛利率	23%	27%	28%	28%	31%
销售费用	(1,207)	(1,587)	(2,103)	(1,910)	(2,231)
管理费用	(1,075)	(1,017)	(1,595)	(1,613)	(1,661)
折旧及摊销	(146)	(170)	(107)	(131)	(138)
经营利润	(1,111)	(739)	(1,700)	(1,132)	(716)
经营利润率	-22%	-11%	-23%	-13%	-7%
其他收益	109	(385)	(73)	(68)	(62)
其他收入	42	205	145	170	208
财务费用	253	100	158	58	31
分占联营公司亏损	(27)	(122)	(15)	(8)	(10)
税前利润	(734)	(941)	(1,484)	(980)	(550)
所得税	(13)	(7)	(15)	(10)	5
净利润	(747)	(949)	(1,498)	(990)	(544)
少数股东权益	(13)	(0)	(15)	(10)	(5)
归母净利润	(734)	(948)	(1,483)	(980)	(539)

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
年内亏损	(747)	(949)	(1,498)	(990)	(544)
折旧和摊销	146	170	107	131	138
财务费用-净值	(253)	(174)	(158)	(58)	(31)
贸易及其他应收款项增加/(减少)	(341)	(688)	199	(1,026)	18
贸易及其他应付款项增加	681	(29)	165	736	83
其他	9	567	(117)	(15)	(15)
经营活动所得现金流量净额	(504)	(1,102)	(1,304)	(1,222)	(352)
购买物业、厂房及设备	(133)	(73)	(100)	(104)	(107)
购买按公允价值计入损益的金融资产	(5,246)	(7,674)	(1,974)	0	0
三个月以上定期存款付款	(500)	(300)	(1,735)	(51)	(52)
其他	10,356	5,550	22	8	(19)
投资活动所用现金流量净额	4,477	(2,497)	(3,787)	(147)	(178)
发行股份所得款项	0	6,869	-	-	-
银行贷款及其他	9	53	89	7	8
融资活动所得现金流量净额	9	6,922	89	7	8
现金及现金等价物增加/(减少)净额	3,981	3,323	(5,001)	(1,361)	(523)
期初的现金及现金等价物	926	4,965	7,920	2,919	1,558
外币汇率变动影响净额	58	(368)	0	0	0
期末的现金及现金等价物	4,965	7,920	2,919	1,558	1,035

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4,965	7,920	2,919	1,558	1,035
存货	75	160	70	197	118
应收款项	649	1,058	809	1,609	1,519
合同资产	141	102	153	168	185
预付款项、其他应收款项及其他资产	223	439	580	679	830
以摊余成本计量的金融资产	575	2,010	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产	1,849	3,566	5,540	5,540	5,540
其他流动资产	0	0	80	88	97
流动资产总额	8,478	15,256	10,152	9,840	9,324
商誉	967	970	970	970	970
物业、厂房及设备	186	166	178	189	200
使用权资产	94	115	212	220	226
其他无形资产	106	102	106	110	112
于联营及合营公司的投资	510	451	437	428	418
预付款项及其他应收款项	7	77	77	77	77
以摊余成本计量的金融资产	1,516	571	2,597	2,597	2,597
按公允价值计入损益的金融资产	16	16	16	16	16
定期存款	500	838	2,572	2,624	2,676
非流动资产总值	3,901	3,307	7,166	7,231	7,293
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款和其他应付款项	1,777	1,863	1,735	2,441	2,492
合同负债	837	730	1,022	1,052	1,084
租赁负债	51	75	97	99	101
流动负债总额	2,665	2,668	2,855	3,593	3,677
租赁负债	44	39	106	111	116
应付账款和其他应付款项	0	0	0	0	0
非流动负债总额	44	39	106	111	116
股本	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	13,519	20,652	20,652	20,652	20,652
累计亏损	(3,870)	(4,819)	(6,302)	(7,282)	(7,821)
少数股东权益	21	23	8	(2)	(7)
权益总额	9,669	15,856	14,358	13,368	12,823

主要财务比率

	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益 (基本)	(0.7)	(0.9)	(1.4)	(0.9)	(0.5)
每股收益 (摊薄)	(0.7)	(0.9)	(1.4)	(0.9)	(0.5)
每股净资产	9.0	15.4	12.5	11.7	11.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	na	na	na	na	na
P/B	2.8	1.6	2.0	2.2	2.3
P/S	5.0	3.8	3.8	3.4	2.8
股息率 (%)	na	na	na	na	na
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.1	27.2	27.6	28.2	30.6
归母净利润率	(14.5)	(13.8)	(20.5)	(11.5)	(5.2)
净资产收益率	(7.4)	(7.4)	(9.8)	(7.1)	(4.1)
资产回报率	(5.9)	(6.1)	(8.3)	(5.7)	(3.2)
投资资本回报率	(7.9)	(10.5)	(12.0)	(6.6)	(3.5)
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	51.8	35.5	5.6	17.0	22.3
经营利润增长率	(15.9)	(33.4)	129.9	(33.4)	(36.8)
归母净利润增长率	19.5	(29.2)	(56.4)	NA	(45.0)
偿债能力指标					
资产负债率	22	15	17	22	23
流动比率	318	572	356	274	254
速动比率	315	566	353	268	250
现金比率	186	297	102	43	28
经营效率指标					
应收帐款周转天数	39	45	47	52	55
应付帐款周转天数	153	133	125	125	125
存货周转天数	5	9	8	8	8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 阿里健康 (241.HK) (21 港元, 持有)

财务报表分析与预测 - 阿里健康

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	9,596	15,518	23,927	34,572	46,575
收入成本	(7,365)	(11,901)	(18,304)	(26,448)	(35,630)
毛利	2,231	3,617	5,623	8,124	10,945
履约	(1,098)	(1,619)	(2,632)	(3,803)	(5,030)
销售及市场推广开支	(723)	(1,222)	(1,795)	(2,420)	(3,027)
行政开支	(220)	(294)	(431)	(588)	(745)
产品开发开支	(253)	(424)	(598)	(864)	(1,164)
其他收入及收益	161	406	718	864	932
其他开支	(34)	(22)	0	0	0
经营利润	65	442	885	1,314	1,910
财务费用	(22)	(2)	(2)	(3)	(4)
合资公司	(13)	(12)	(24)	(15)	(20)
联营公司	(21)	(27)	(48)	(35)	(47)
除税前利润 (亏损)	9	401	812	1,261	1,839
所得税开支	(25)	(59)	(134)	(208)	(303)
本年度净利润 (亏损)	(16)	343	678	1,053	1,535
- 归属于非控股权益	(9)	(6)	(12)	(18)	(26)
- 归属于母公司拥有人	(7)	349	689	1,071	1,562

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	9	401	812	1,261	1,839
非经营性现金流	(44)	41	74	(150)	(195)
非现金支出	343	40	9	11	11
营运资金变动	230	245	(2,368)	2,012	(2,556)
其他	45	283	(136)	(10)	(44)
经营现金流	584	1,009	(1,609)	3,123	(944)
购买物业、厂房及设备	(8)	(10)	(10)	(10)	(10)
出售物业、厂房及设备	0	0	0	0	0
购置无形资产	(6)	0	0	0	0
购买金融资产	1,357	0	0	0	0
业务收购	(21)	0	0	0	0
注资联营公司	0	0	0	0	0
其他	23	(4,951)	0	2	2
投资现金流	1,345	(4,961)	(10)	(8)	(8)
发行新股	2,001	10,000	0	0	0
购回股份	(18)	0	0	0	0
银行贷款及其他借贷 / (还款)	(1,700)	(32)	22	23	24
其他	46	(1,046)	0	0	0
融资现金流	329	8,922	22	23	24
现金净流量	2,258	4,970	(1,597)	3,138	(928)

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
存货	1,217	1,469	2,343	2,005	3,852
应收账款及应收票据	325	314	1,391	1,072	2,246
预付账款、其他应收款项及其他资产	413	770	1,066	1,586	1,987
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	0	0	0	0	0
受限现金	60	11	11	11	11
抵押存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	2,595	11,637	10,040	13,178	12,249
流动资产总额	5,013	14,200	14,850	17,852	20,345
物业及设备	13	13	16	17	18
投资物业	11	0	0	0	0
使用权资产	59	39	37	35	33
其他无形资产	4	3	3	3	3
商誉	55	55	55	55	55
于合资公司之投资	111	99	75	60	40
于联营公司之投资	1,946	2,174	2,126	2,092	2,045
长期应收款项	22	10	69	7	95
指定为以公允价值计量且其变动计入其他全面收益之权益投资	173	163	163	163	163
以公允价值计量且其变动计入损益之金融资产	463	984	984	984	984
受限现金	0	0	0	0	0
长期存款	0	0	0	0	0
非流动资产总额	2,857	3,539	3,528	3,415	3,436
计息借贷	0	0	0	0	0
租赁负债	32	20	40	40	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0
应付账款及应付票据	1,866	2,552	1,661	3,411	3,422
其他应付款项及应付费用	513	588	1,418	1,481	2,424
递延收入	0	0	0	0	0
合约负债	171	191	191	191	191
预收账款	0	0	0	0	0
客户垫款	0	0	0	0	0
应付税项	28	50	50	50	50
流动负债总额	2,610	3,401	3,359	5,173	6,127
计息银行贷款	0	0	0	0	0
租赁负债	38	17	20	43	67
递延税项负债	20	39	39	39	39
递延收益	0	0	0	0	0
非流动负债总额	58	57	59	82	106
股本	106	119	119	119	119
库存股份	(13)	(22)	(22)	(22)	(22)
储备	5,176	14,205	14,895	15,966	17,528
非控股权益	(67)	(20)	(32)	(50)	(77)
权益总额	5,203	14,282	14,959	16,013	17,548

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	(0.1)	2.6	5.1	7.9	11.6
每股净资产	0.4	1.1	1.1	1.2	1.3
每股经营现金流	0.0	0.1	(0.1)	0.2	(0.1)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (x)					
P/E	NA	2	1	1	1
P/B	14	6	6	5	5
P/S	8	5	3	2	2
股息率 (%)	0	0	0	0	0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23	23	24	24	24
净利润率	(0)	2	3	3	3
净资产收益率	(0)	4	5	7	9
资产回报率	(0)	3	4	5	7
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	88	62	54	44	35
营业利润增长率	NA	579	100	48	45
净利润增长率	83	NA	98	55	46
归母净利润增长率	92	NA	98	55	46
偿债能力指标 (%)					
资产负债率	33.9	19.5	18.6	24.7	26.2
流动比率	192.1	417.5	442.0	345.1	332.1
速动比率	143.1	374.0	372.0	306.1	269.0
现金比率	99.4	342.2	298.9	254.8	199.9
经营效率指标					
应收账款周转天数	14	8	14	13	13
应付账款周转天数	69	68	42	35	35
存货周转天数	45	41	38	30	30
总资产周转率	1	1	1	2	2
固定资产周转率	877	1,174	1,624	2,079	2,664

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例（香港法例第 571 章）中第一类（证券交易）及第四类（就证券提供意见）受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局（FINRA）分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法（经修订）（「FSMA」）第 21 条所界定之认可人士发布，而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者（按照金融服务及市场法的涵义），即（i）按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年（金融推广）命令（「命令」）第 19(5) 条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或（ii）属于命令第 49(2) (a) 至 (d) 条范围之高净值实体或（iii）其他可能合法与之沟通的人士（所有该等人士统称为「有关人士」）。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（兆科眼科 6622.HK 及贝康医疗 2170.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

