

# 策略对话行业

证券研究报告

2019年03月03日

## 科创类企业如何估值？对 A 股有何影响？——电子、医药篇

创业板旨在为高科技企业提供融资渠道，支持成长行业的发展，是丰富和完善 A 股市场结构的一项创新制度。当前正在酝酿的科创板也是资本市场为了孵化科技型成长型企业并试点注册制等改革的一项创新尝试。回顾创业板的设立过程，自 2007 年 6 月创业板框架初定，2008 年 3 月《管理办法》（征求意见稿）发布，最终于 2009 年 10 月 30 日正式上市。这一部分，我们主要分析创业板正式推出前后对市场的影响，在科创板推出前后对 A 股市场的影响，可能也有类似的规律。

- 1、科创板成立在即，7 问 7 答半导体企业核心问题——电子潘暕、陈俊杰团队
- 2、科创板成立在即，8 问 8 答生物医药类核心公司——医药郑薇团队

**风险提示：**拟上市公司业绩不及预期，后续科创板推进进度不及预期，贸易战生变等。

### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**陈俊杰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070009  
chenjunjie@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《投资策略：策略-中小创 2018 年年报快报有哪些增量信息？——兼论如何寻找景气向好的公司》 2019-03-02
- 2 《投资策略：策略&行业-扬帆出海，科创立国》 2019-03-02
- 3 《投资策略：策略-上周股市流动性评级为 B-除了万亿成交，资金面还有哪些特点？-一周资金面及市场情绪监控（0218-0222）》 2019-02-26



## 内容目录

1. 创业板推出前后的市场影响——策略刘晨明、李如娟团队.....	3
1.1. 示范效应：中小板指和中证 500 表现好于上证综指和沪深 300 .....	3
1.2. 分流效应：上证综指和沪深 300 换手率下滑，中小板和中证 500 换手率反而提高 .....	4
1.3. 风格效应：消费和成长表现好于周期和金融.....	5
2. 科创板成立在即，7 问 7 答半导体企业核心问题——电子潘暕、陈俊杰团队.....	7
3. 科创板成立在即，8 问 8 答生物医药类核心公司——医药郑薇团队.....	9

## 图表目录

图 1：创业板开设时间表.....	3
图 2：首批创业板上市的 28 家公司，平均 PE 为 56.7 倍.....	4
图 3：创业板上市前后 3 个月指数表现.....	4
图 4：创业板上市前后 3 个月指数比值走势.....	4
图 5：创业板上市前后 3 个月指数换手率表现.....	5
图 6：创业板上市前后 3 个月指数换手率比值走势.....	5
图 7：创业板上市后，消费和成长表现好于周期和金融.....	5
图 8：创业板上市后，成长板块表现更活跃.....	6
图 9：创新药研发历程.....	9
图 10：新药研发临床各阶段平均成功率.....	10
图 11：相对估值法因子改变提升短期估值.....	11
图 12：规范市场制药企业估值金字塔.....	12
图 13：我国主要创新药企业估值与海外对比（市值单位：亿美元）.....	12
图 14：新药估值主要考虑因素（简略版）.....	13
图 15：绝对估值法因子改变提升中长期估值.....	13
图 16：创新药企业估值是企业综合能力的体现.....	14
表 1：新药研发项目常用的 5 中估值方法.....	10
表 2：新产品项目不同阶段的税后贴现率.....	11

## 1. 创业板推出前后的市场影响——策略刘晨明、李如娟团队

创业板旨在为高科技企业提供融资渠道，支持成长行业的发展，是丰富和完善 A 股市场结构的一项创新制度。当前正在酝酿的科创板也是资本市场为了孵化科技型成长型企业并试点注册制等改革的一项创新尝试。回顾创业板的设立过程，自 2007 年 6 月创业板框架初定，2008 年 3 月《管理办法》(征求意见稿)发布，最终于 2009 年 10 月 30 日正式上市。这一部分，我们主要分析创业板正式推出前后对市场的影响，在科创板推出前后对 A 股市场的影响，可能也有类似的规律。

**创业板推出前后对市场主要有三个效应：**

**(1) 示范效应：**创业板首发市盈率较高，对小市值占主导的中小板指和中证 500 有一定示范作用；创业板上市后，中小板指和中证 500 的指数涨幅，相比主板指数均有提高。

**(2) 分流效应：**创业板上市后，带动了中小股票活跃度，表现为中小板指和中证 500 换手率提高；但对主板资金存在分流效应，表现为上证综指与沪深 300 换手率略有下滑。

**(3) 风格效应：**创业板上市后，消费和成长（TMT、军工、医药、食品饮料等）表现好于周期和金融，并且成长板块换手率大幅提高。

科创板将重点支持高新技术产业和战略性新兴产业，理论上，科创板上市企业也会有较高的科技属性与估值水平，我们预计，科创板推出前后，对 A 股市场的影响也可能表现出：示范效应、分流效应与风格效应。

图 1：创业板开设时间表

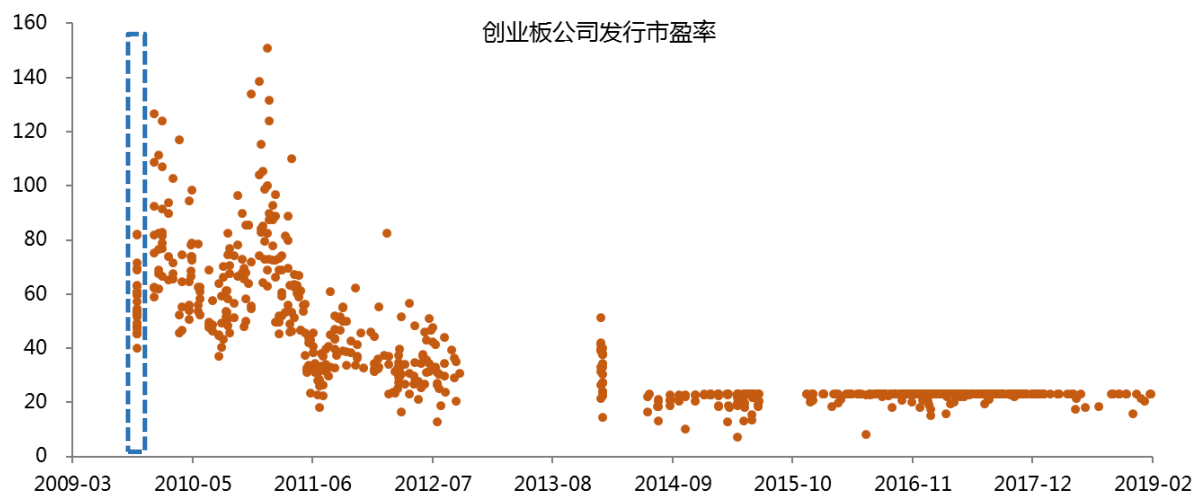
时间	事件
2009 年 3 月 31 日	证监会正式发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》
2009 年 7 月 1 日	证监会正式发布《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》
2009 年 9 月 13 日	证监会宣布，于 9 月 17 日召开首次创业板发审会，首批 7 家企业上会
2009 年 10 月 23 日	创业板举行开板启动仪式，首批上市的 28 家创业板公司
2009 年 10 月 30 日	创业板正式上市

资料来源：证监会网站，天风证券研究所

### 1.1. 示范效应：中小板指和中证 500 表现好于上证综指和沪深 300

创业板首日发行市盈率高于主板、中小板，低于中证 500。2009 年 10 月 30 日，首批创业板上市的 28 家公司，平均 PE 为 56.7 倍；同日，上证综指、沪深 300、中证 500 和中小板指的 PE 分别为 28.0、26.4、78.3 和 39.4 倍。

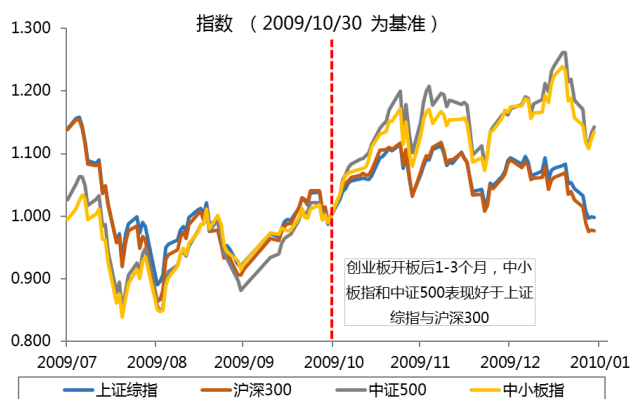
图 2：首批创业板上市的 28 家公司，平均 PE 为 56.7 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

创业板上市前后，中小板指和中证 500 表现均好于上证综指和沪深 300。说明创业板较高的估值对市值同样较小的中小板指和中证 500 有一定示范作用，特别是在创业板上市 2 个月之后，中小板指和中证 500 较主板指数的超额收益表现尤为明显。

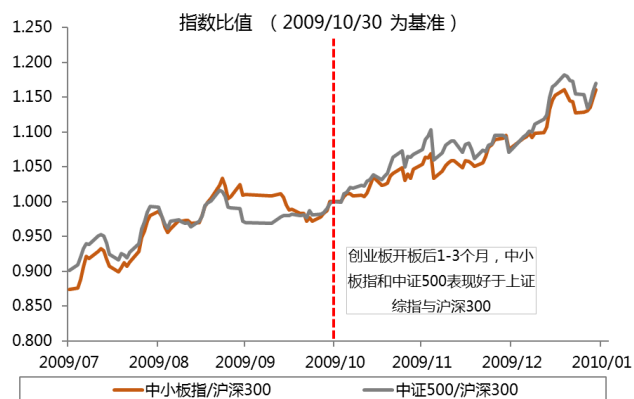
图 3：创业板上市前后 3 个月指数表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

图 4：创业板上市前后 3 个月指数比值走势



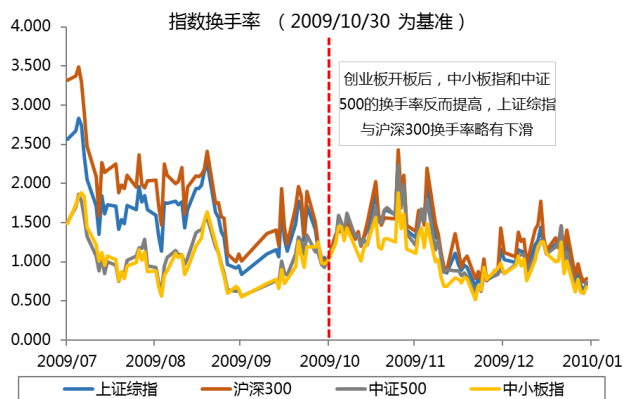
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

## 1.2. 分流效应：上证综指和沪深 300 换手率下滑，中小板和中证 500 换手率反而提高

创业板上市后，中小板指和中证 500 的换手率反而有所提高，但上证综指与沪深 300 换手率略有下滑。说明，创业板开板后带动了中小股票的行情和活跃度，但对主板资金存在一定的分流效应。

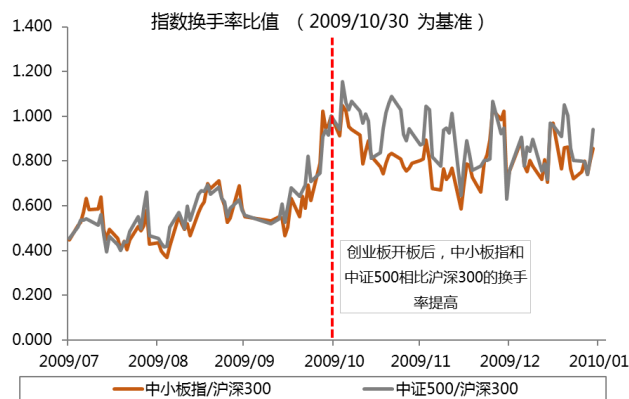
图 5：创业板上市前后 3 个月指数换手率表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

图 6：创业板上市前后 3 个月指数换手率比值走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

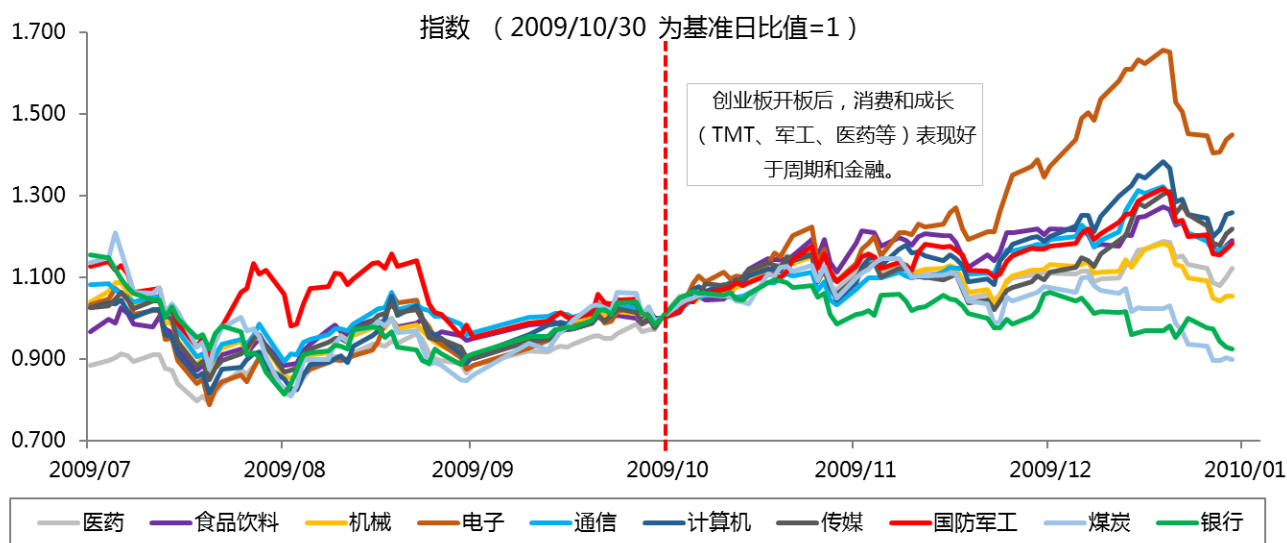
### 1.3. 风格效应：消费和成长表现好于周期和金融

由于创业板公司中，医药和 TMT 行业权重占比最高，对市场风格有引导作用。

从行业涨跌角度看：创业板上市后，消费和成长（TMT、军工、医药、食品饮料等）表现大幅好于周期和金融。

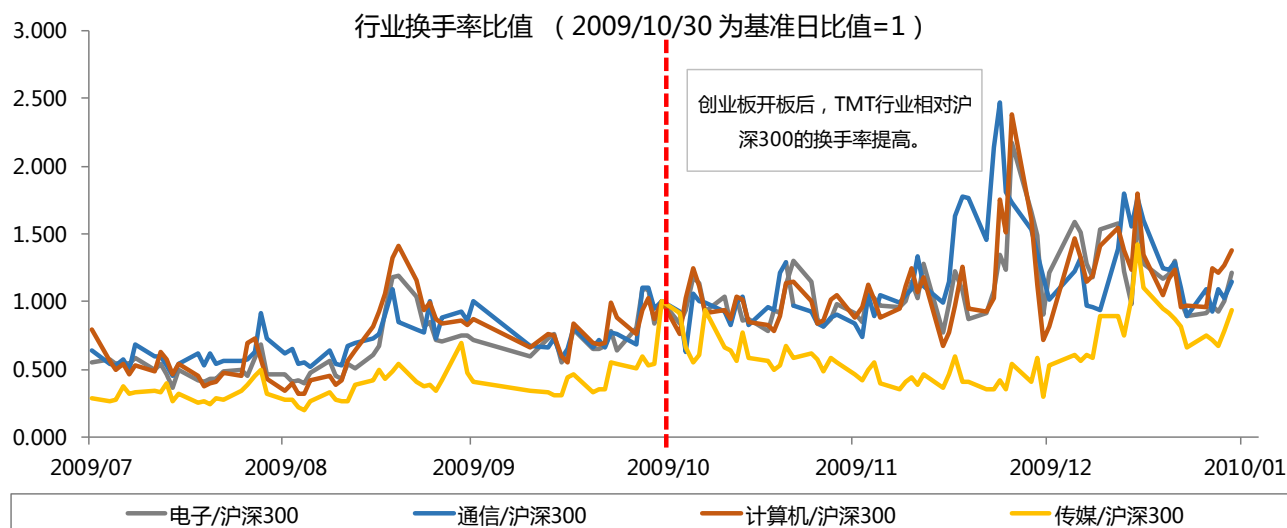
从行业换手率角度看：创业板上市后，成长板块表现更活跃，TMT 相对沪深 300 的换手率提高。

图 7：创业板上市后，消费和成长表现好于周期和金融



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

图 8：创业板上市后，成长板块表现更活跃



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：指数或指数比值已标准化，基准日=1.0

## 2. 科创板成立在即, 7 问 7 答半导体企业核心问题——电子潘暕、陈俊杰团队

### Q1: 会有哪些半导体公司上科创板?

我们认为具有潜力登陆科创板的半导体公司, 有三种情况: 1 具备科创板申报条件的半导体行业未上市公司; 2 在海外上市的半导体公司在科创板增发上市。3 已上市科技公司分拆其半导体业务部门在科创板上市。

### Q2: 怎么对科创板半导体公司进行估值?

海外对于半导体公司的估值一般采用 asset approach (主要包括成本重置法) /market approach (主要为相对估值法) /income approach (主要为绝对估值法) 三种方法。考虑到半导体行业在国内处于初始阶段, 很多企业还处于先期投资或者产品研发阶段, 用海外绝对的对标估值方式并不合适。我们认为, 可以分以下几种情况讨论: 1 晶圆制造类的重资产企业, 因为企业还处于产能建设和爬坡期, 产能利用率不足, 折旧摊销成本也较高, 建议采用 PB 或者 EV/EBIDTA 两种相对估值法; 2 轻资产的芯片设计类企业, 有些公司还处于早期研发阶段, 尚未形成稳定的利润来源, 因此要综合考虑企业所处行业的竞争地位, 产品的市场前景等, 建议采用 EV/Sale 或者 EV/EBIDTA 法。3 上游半导体设备/材料类企业, 这些企业面临的是国内广阔的下游晶圆线建设带来的市场, 未来的销售收入可能出现快速增长, 但利润有可能会因为研发摊销等而短期释放不出来, 建议采用 PS 法。

### Q3: 科创板上市的半导体公司对现有已上市的半导体企业造成怎样的影响?

科创板是为科技型和创新型公司发行上市而设立的板块, 在半导体方面, 吸引的都是具有国内最“硬科技”的企业。随着半导体行业最近这些年在国内的发展, 有一批优质的半导体企业在这两年迅速崛起。资金会“聪明”的选择主板和科创板上最优质的公司, 一定程度上会形成分流。对于已上主板的半导体公司来说, 最优质的公司会以此为参照提升估值, 而一般的企业会逐步边缘化。主板优质的龙头公司估值能享受“高估值扩张”, 而不具备核心竞争力的公司将逐渐估值回归。

### Q4: 拟上科创板的半导体公司未来成长性如何?

我们认为国内半导体公司的成长逻辑在于创新和国产替代。在创新方面, 国内拥有一批优质的公司, 在人工智能/三代化合物等领域具备了一定的竞争力; 国产替代方面, 根据中国产业信息数据, 我国每年所进口的半导体金额超 2000 亿美金, 而国产自主率仅 14%, 存在的可替代空间非常巨大。因此, 我们认为真正具有硬核竞争力的半导体公司, 未来成长性非常快。

### Q5: 半导体行业目前阶段的景气度情况和对国内企业的影响?

全球半导体行业目前正处于库存修正的底部调整阶段, 我们预期还将持续 1-2 个季度。国内的半导体企业(以设计-制造-封测及 IDM 为主)也会因下游需求影响而在短期业绩有所弱化。

我们预期 2019 年整体半导体行业成长性较弱, 同比 2018 年增速放缓至转负。但我们也认为半导体行业长期成长动能依旧非常显著, 5G/AI/汽车是明显的增长拉动, 预计 2020 年又将成为半导体行业成长性凸显的年份。

同时我们也需要提醒投资者注意的是, 虽然行业整体处于调整阶段, 但国内细分领域还是不乏亮点。比如中国晶圆线的逆周期投资带来国内上游设备型企业(北方华创)在今年继续维持高增, 8 寸晶圆线的相关产品(闻泰科技)也继续维持健康的供需关系而具备成长性, 智能手机里的屏下指纹(汇顶科技)也带来相关企业的快速成长。

### Q6: 哪些方向下的半导体企业值得重点关注? 目前主板有哪些公司涉及?

半导体行业发展受下游应用领域拉动而发展，半导体行业未来发展的大趋势一定是应用端的创新和发展。我们认为，“数据”将成为第三次半导体成长的推动。数据具有产生/传输/处理/存储四大环节。和这四大方向相关的半导体产品都具有硅含量提升的逻辑。在生产端，我们建议关注**传感器类芯片**（CIS 等，**韦尔股份**），传输端有 5G/UWB 等新兴技术的加持，建议关注**射频前端**（GaN/PA 等，**三安光电/环旭电子/长电科技**）/**模拟前端**（AD/DA 转化芯片/电源管理芯片，**圣邦股份**）；处理环节建议关注**FPGA**（**上海复旦/紫光国微**）以及**边缘处理端的异构计算芯片**（**北京君正/富瀚微/全志科技**）；存储端建议关注**新型存储器**（MRAM 等，**兆易创新**）的发展。

**Q7：科创板潜在的半导体公司所在的领域和方向，在主板有无业务对标的公司？**

我们认为，半导体设备方面，有**北方华创/长川科技**；设计公司有**国科微/圣邦股份/北京君正/兆易创新**；化合物半导体方面有**三安光电**；IDM 公司有**闻泰科技**；另外，在港股上市的上**海复旦**，拟在 A 股增发，值得关注。

总结而言，我们认为科创板的建立，在行业范围内，需符合国家战略，掌握核心技术，半导体是新一代信息技术中的关键环节。科创板的建立会给半导体企业带来全方位的战略支持。我们从行业发展/估值/优质企业等角度阐述了科创板赋能半导体企业，建议投资者关注标的：**北方华创/闻泰科技/圣邦股份/兆易创新/长电科技/韦尔股份/北京君正（A 股）；上海复旦/中芯国际/华虹半导体（港股）**



### 3. 科创板成立在即，8问8答生物医药类核心公司——医药郑薇团队

#### Q1：会有哪些领域生物医药公司上科创板？

科创板的出台将重点支持生物医药高科技企业，对企业盈利并未做要求，而重视内在的研发和创新能力。我们认为，科创板将为研发型生物科技类企业创造良好的资本环境，解决其生存问题，使其能够无旁骛继续投入研发创新。从而加速驱动产业以创新为核心竞争力，而非过去的先生存再发展。此外，其将加速行业分工，使得企业可以聚焦创新，或者聚焦商业化。

生物医药细分很多，我们认为具有潜力登上科创板的公司，可能聚焦于如下领域：1.创新药产业链，比如尚未盈利的，在临床一二期的具有前景的 1.1 类新药，同时一些创新药产业链公司，比如 CRO/CDMO 等；2.创新医疗器械，比如一些创新型的设备、医疗高值耗材、新生物材料；3.基因检测类企业，比如肿瘤检测服务企业、基因大数据公司；4.医疗信息化、人工智能、互联网医疗等新医疗经济模式。

#### Q2：研究科创板医药公司，投资者最大的挑战是什么？

科创板医疗公司，最大挑战是风险性极高，对于投资者专业度要求很高。

新药的研发要经历化合物筛选、临床前试验、临床试验、注册申报等过程，其研发难度极其巨大，5000-10000 个候选化合物才能有一个药物最终上市，一个创新药研发周期耗时长达 10 年，平均每个创新药的研发费用达到数十亿美金，所以创新药的研发往往需要巨大的资金投入和强大的研发实力作为支撑。

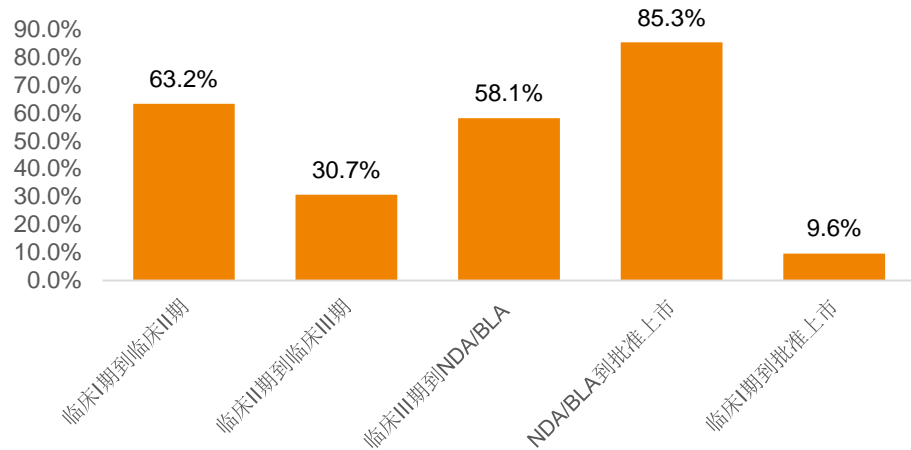
图 9：创新药研发历程



资料来源：Drug discovery，天风证券研究所

根据《Clinical Development Success Rates 2006-2015》报告对不同阶段新药研发成功率统计，临床 I 期的成功率在 63.2%，而 II 期临床成功率低到 30.7%，可见在临床研发阶段中 II 期极为重要。从临床 I 期到最后通过批准上市的总成功率仅为 9.6%，10 个进入临床的药物，仅有 1 个能最终上市。

图 10: 新药研发临床各阶段平均成功率



资料来源: Drug discovery, 天风证券研究所

因此在积极面对新的投资机会的时候, 也需要更为理性和专业的判断。科创板的公司要面对的不仅仅是国内的竞争对手, 更多是和全球直面竞争, 因此机遇挑战并存。

### Q3: 怎么对科创板医药公司进行估值?

在新药项目估值方面, 国外的成熟市场已经有一套相对完备的评估体系, 而中国在这一领域才起步不久。目前在美国生物制药界及金融机构用于新药研发项目的评估方法很多, 主要是基于成本的分析法(Cost-based method)、基于市场的分析法(Market-based method)、预期收益分析法(Revenue-based method)、现金流折现法(Discount-Cash-Flow method)和实物期权模型(real option)五大类。其中预期收益分析法和现金流折现法(DCF)应用较为广泛。

表 1: 新药研发项目常用的 5 中估值方法

序号	估值方法	优点	缺点	应用范围	
1	成本分析法	通过计算研发项目已经发生的成本来确定研发项目的价值, 通过的计算方法是成本+收益	使用简易	研发者机会成本容易被忽视; 估值过程中未考虑项目未来预期收益、市场条件、寿命及继续研发过程中的风险因素; 估值方法建立假设“项目可被复制”对许多新药研发项目不适用	适用于非常早期的新药研发项目, 市场前景及商业应用不清楚的基础研究成果
2	市场分析法	参考在市场中已经发生的技术交易中对类似研发项目的评估值, 作为对待分析的研发项目的价值进行评估的基础	使用简易	未考虑研发项目的独特性	适用于非常早期的新药研发项目, 市场前景及商业应用不清楚的基础研究成果, 以及对相对成熟研发项目价值的初步判断, 技术成果的许可证交易(如许可费用、里程碑费用及提成费比例确定)
3	预期收益分析法	通过预测研发项目的最终产品在未来可能产生的现金流并将其折算到现值, 以此衡量新药研发项目价值	在项目估值实践中应用广泛	方法在使用过程中较为复杂	通过合适的方法选择, 适用范围广

4	现金流折现法 (DCF)	作为预期收益分析方法的一种, 应用简单, 被广泛认可	应用简单, 被广泛认可	未充分考虑项目的技术风险, 忽略了管理层在药物研发过程中的灵活性	通过合适的折现率选择及风险修正, 可适用于所有阶段的研发项目
5	实物期权法	将新药研发活动看成一系列可以依据研发项目的阶段性结果进行选择的过程, 并赋予这种选择权价值, 研发项目的价值=项目的NPV+期权价值	进行投资决策时可有规律规避风险	理论复杂, 计算繁琐, 缺乏针对特定行业的模型体系, 局限较大	现阶段应用范围较为局限, 未来可能适用于所有阶段的研发项目

资料来源:《新药研发项目价值评估的财务分析方法》, 天风证券研究所

在现金流折现法中, 第一步是预测新药研发项目未来可能产生的现金流, 第二步是选择合适的折现率, 折现率不仅包含了投资资本的时间价值, 而且也包含着研发项目的风险因素。新药研发的不同阶段所产生的风险不同, 越是处于早期的研发项目风险越高, 为此针对新药研发项目所处的研发阶段的不同, 在折现率的选择上应充分反映其相应的风险因素。

表 2: 新产品项目不同阶段的税后贴现率

	新药发 现阶段	临床前 阶段	I 期临床	II 期临床	III 期临 床	NDA	新药上 市期	市场扩 张期	市场成 熟期
税后贴现率经验值(%)	80	60	50	40	25	22.5	15-17.5	10-12.5	7.5

资料来源: Valuation of life science companies, 天风证券研究所

对于处于早期的新药研发项目, 在其商业应用及市场前景并不明朗的情况下, 成本分析法及市场分析法是两种很常用的财务分析模型; 基于预期收益的估值法有坚实的理论基础, 在实践中的应用也极其广泛, 但该方法却忽略了新药研发这种长周期、高风险、高投入项目中选择权的价值, 而实物期权模型则是一种解决这些缺陷的理想方法。

#### Q4: 生物医药类具体估值方式, 如何选择?

可以根据所在赛道, 所做产品, 具体分析, 大类可分为绝对估值和相对估值。

很长一段时间以来, 国内投资者对医药制造类企业的估值是从 PE 以及短期业绩的确定性来判断一家企业的估值, 通常给予的基线是 PEG, 即  $PEG = PE / (Growth \times 100)$ , 通常认为  $PEG = 1$  代表公司阶段性估值合理, 需要说明的是, 大多数医药企业被认为具有相对稳定的年化增速, 所以通常以当年或者预期第二年的业绩增速来算 PEG。诚然, 对于我国医药制造类企业, 由于仿制药企业众多, 品种重复率较高, 自上而下看整个医药行业总体保持稳定增长, 制药企业被更多的看做成长性制造业的公司来给予估值。然而在当下, 我们认为, 随着整个创新药领域步入行业拐点, 制药企业中具有前瞻意识、布局领先的龙头企业已经从产品布局的角度做了充分的准备, 借鉴规范市场药企的估值体系显得尤为必要。

图 11: 相对估值法因子改变提升短期估值

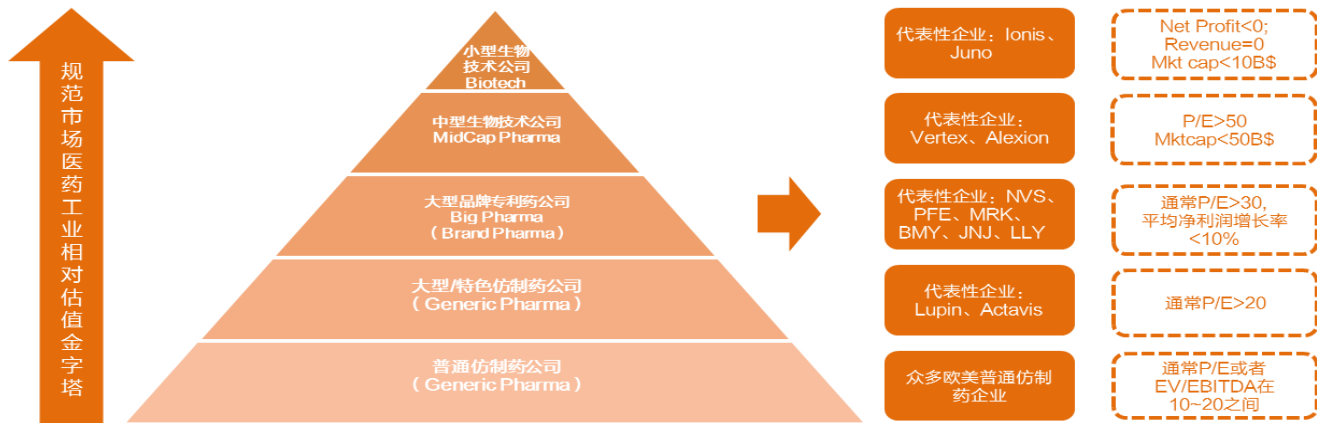
$$PEG = \frac{PE_{TTM} \uparrow}{CAGR_{Net Profit} \uparrow \times 100}$$

趋势确立, 预期拉长: 由短期 1 年的利润增速预期到 3-5 年的利润增速预期  
拐点确立, 增速向上: 国内市场快速放量+规范化市场上市, 二阶导为正

资料来源: 天风证券研究所整理

以美国为例，我们可以把制药企业分为五个层次，分别是：以新药研发为主业、尚未有销售收入和盈利的小型生物技术公司；以新药研发为主，已经有重磅产品上市实现收入，但尚未盈利或者盈利能力较弱并处在高速增长阶段的中型生物技术公司；在研产品众多，产品结构以品牌专利药为主体、盈利能力较为稳定的大型制药企业；以特色仿制药为主体或者拥有大量仿制药产品的大型仿制药企业；以及品种相对较少，市场格局稳定的普通仿制药企业。我们分别对五类企业的 PE 倍数做了统计。

图 12：规范市场制药企业估值金字塔



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

通过以上的统计我们可以发现，在成熟的规范化市场上市的创新药企业，由于新药一旦获得 FDA/EMA 批准后，将坐享庞大的规范市场空间，即使在市值接近 500 亿美金的高位，仍然享有 50 倍乃至 100 倍以上的动态估值，相比我国的部分创新药企业估值和市值比较，我们可以看到规范市场的巨大成长空间；同时，基于国内快速增长的市场容量以及用药结构调整的契机，国内顶尖的创新药企业若未来有望打开规范市场的大门，估值水平应逐步向规范市场的创新药公司看齐。

图 13：我国主要创新药企业估值与海外对比（市值单位：亿美元）

公司名称	PE (TTM)	市值 (美元)
辉瑞	21.59	2407.26
诺华	16.75	2112.41
默克	33.88	2107.57
恒瑞医药	65.28	396.09
百济神州 (BGNE)	-	90.21
康弘药业	38.91	40.36
君实生物	-	25.57
贝达药业	108.21	25.39

资料来源：Bloomberg，Wind，天风证券研究所

注：截至 2019 年 3 月 1 日，美元兑人民币汇率以 1:6.70 计算

从绝对估值法的角度，新药研发型企业的每一个在研品种的估值都应基于产品本身未来预计现金流的贴现，影响药品估值的核心变量主要包括上市成功率、上市周期、上市后专利期内每一期销售额以及达峰时间，以及专利期后销售额残值、各期净利润率、永续增长率等等因素，我们初步列出如下估值框架。

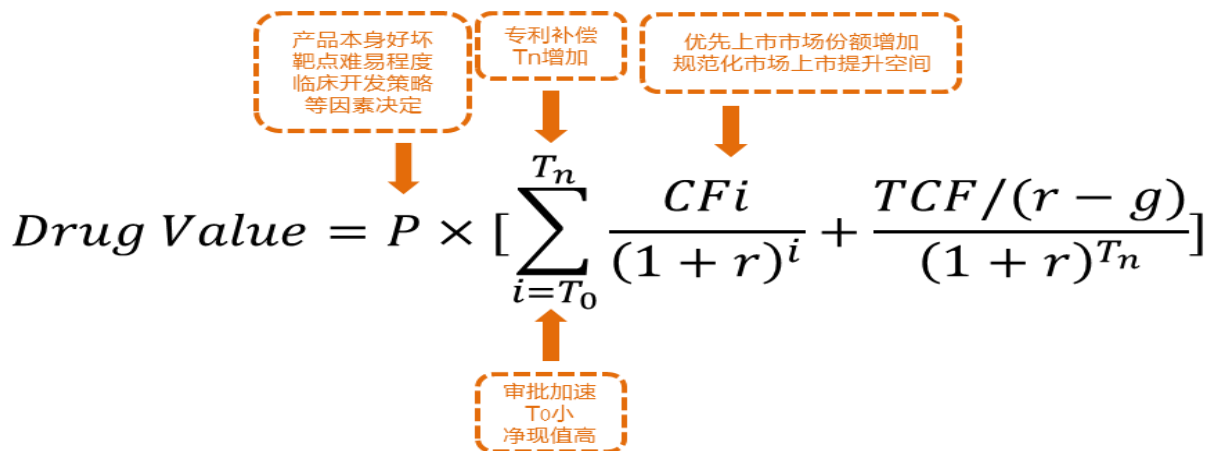
图 14：新药估值主要考虑因素（简略版）

销售 额三 阶段 假 设	第一阶段：上市前	第二阶段：专利保护阶段			第三阶段：专利期后
	<p>通过新药研发的决策二叉树模型计算各期概率和现金流</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>临床前：机理研究、靶点选择、成药性、体外实验和动物模型药效学评估，PKPD的评估</li> <li>临床成功率：依据临床前数据、药物和历史数据评估</li> <li>预计上市时间<math>T_0</math>：根据适应症、临床方案设计的临床入组要求和入组难度、临床周期以及特殊审评情况予以估计</li> <li>考虑各个阶段项目转让的价值</li> </ul>	<p>创新药价值实现的主要阶段</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>专利保护期：化合物/组合物/晶型，多适应症开发、专利延长挑战的影响</li> <li>每期销售金额：适应症人群X市场渗透率X年化的用药金额</li> </ul>	<p>适应症人群</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 适应症人群的种类、基数、发病率</li> <li>✓ 存量病人和新增病人进行区分</li> <li>✓ 支付能力</li> <li>✓ 伴随诊断条件下的人群选择</li> <li>✓ 多适应症的批准</li> <li>✓ 各个国家和地区发病率的差异</li> </ul>	<p>市场渗透率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 药物替代，包括替代已上市药物、竞品研发进展以及未来被新机理药物替代的可能</li> <li>✓ 同靶点/适应症品种的上市时间先后、效果优劣</li> <li>✓ 进入临床标准治疗方案和1/2/3线用药的时间</li> <li>✓ 复方药物、长效药物、新适应症等药品再开发</li> <li>✓ 医保、（招标）、营销</li> </ul>	<p>单人年用药金额</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 定价：考虑药物种类</li> <li>➢ First in class：药物经济学定价</li> <li>➢ me-too/better：参照同类</li> <li>➢ 孤儿药：特殊定价政策</li> <li>✓ 用药时间：考虑疾病性质</li> <li>➢ 慢性病：日用药金额*年用药天数</li> <li>➢ 非慢性病：日用药金额*单疗程天数*平均疗程数</li> <li>➢ 抗肿瘤药：生存期估算，部分可按慢性病算</li> </ul>

资料来源：天风证券研究所整理

根据现金流贴现模型，我们得到影响药品估值的核心一级变量，主要包括：上市成功率、上市时间、专利期到期时间以及各期现金流。在当前药政改革如火如荼和行业拐点的时阶段，我们认为这次四个核心以及变量都将受到影响：好的产品能够通过 II 期临床数据以及小规模临床试验通过亮眼的临床表现获得优先上市的机会，提升临床试验成功率的同时将更快速的上市；政策方面整体审批流程优化和加速将提升创新药的销售专利独占期时间，专利补偿将进一步延长有价值的创新药的获利周期，而未来创新药在规范化市场上市将打开新的市场空间。

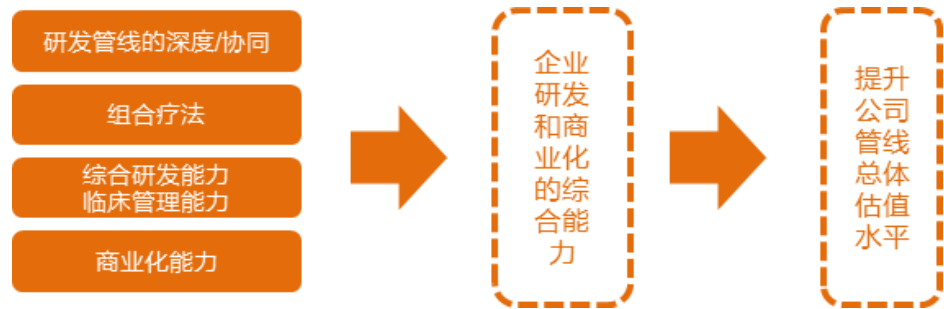
图 15：绝对估值法因子改变提升中长期估值



资料来源：天风证券研究所整理

上面我们对创新药产品估值进行了分析，但我们认为，在当下国内创新药以 me-too/me-better 为主的新药研发模式，对一家创新药企业的估值不应是简单的创新药管线贴现值机械的叠加，而应当就企业所有相关研发管线的产品纵深、本身的研发体系化能力、临床资源的整合能力、市场化商业化能力进行综合的权衡。我们认为，从研发管线组合的角度，研发管线本身的深度和在研产品之间的协同效应将使得研发管线整体的估值大于单个产品简单测算的综合，通过组合疗法、商业化阶段的科室协同效应将大大提升相关在研产品未来的市场空间，而企业在临床端的综合管理和设计能力、与临床机构的深度合作等等因素将使得产品更快的上市放量，这是在创新药领域或者相关科室有积累的大型制药企业的优势；而对于中小型研发型企业来说，如果需要在竞争激烈的新药研发领域立足，需要有符合临床需求的强大的产品创新能力、独特的技术实现平台等等与大型制药企业相对不同的发展路径，才有望在激烈的市场竞争环境中获取生存空间。

图 16：创新药企业估值是企业综合能力的体现



资料来源：天风证券研究所整理

#### Q5：科创板上市的生物医药公司对于产业的影响如何：

医药产业内在的核心是研发创新，创新的高风险需要特殊的资本（市场）进行匹配。由于医疗产品的特殊性，使得它的研发周期久、研发投入大、失败风险高，一个新药的研发可能需要数十年时间，数十亿的投入，才可能闯过重重临床关卡，上市销售。然而之前的十年，没有任何的现金流的收入，在目前主板对于盈利水平的硬性要求下，使得很多生而创新的公司，无法高效融资，过度依赖外部投资，容易受到经济大周期的影响，创新之路崎岖坎坷。而科创板平台，对医药公司盈利不做要求，强调的是公司的创新和技术能力，而估值体系与现有体系不同，能够将创新产品进行 DCF 现金流的估值，给了硬核科技创新的土壤，为创新型的生物科技类公司创造了良好的资本环境。科创板的开放，旨在以硬科技为核心竞争力，为我国医药创新的最基本层-广泛的小而美生物科技类企业创造良好的资本发展条件，这将是生物创新公司的新纪元。

1. 我们认为科创板的开放，将有力促进医药创新的金字塔底部—创新型生物科技小公司的发展，进而促进整个医药产业的发展。
2. 推动医疗新经济模式的发展，对于现有传统行业的冲击和变化，比如人工智能在医疗领域的应用、医疗信息大数据的应用、互联网医疗的蓬勃发展；
3. 加速行业分工，驱动产业以创新为核心竞争力；使得工业企业可以聚焦创新，促使医药产业各环节趋于专业化分工。
4. 通过推动生物科技类创新企业发展进而推动 CRO/CDMO 等产业的发展。

#### Q6：科创板上市的生物医药公司对于现存的 A 股医药公司的影响？

由于 A 股对于盈利的要求，使得很多创新型企业无法上市融资，A 股创新型标的相对稀缺，估值也存在争议。我们认为科创板的开放对于现存的 A 股公司影响如下：

1. 创新类公司的稀缺的降低，投资者有了更多的选择，估值会重新分化洗牌
  2. 作为估值锚点，重构尚未盈利的产品估值体系，进而重构整个创新药/器械估值体系
- 除了科创板本身需要重点关注，我们认为由于科创板的上市，可能带来对于 A 股投资的主题投资机会。

#### Q7：科创板生物医药公司对于 A 股投资的影响

除了科创板本身需要重点关注，我们认为由于科创板的上市，可能带来对于 A 股投资的主题投资机会。

1. A 股创新型企业的非上市产品，可以 DCF 贴现的模式估值重构；同时若相关 A 股公司控或者参股公司分拆上市，有望重构 A 股公司整体估值。
2. 关注研发投入占比较大的企业，研发投入将是创新的基础；
3. CRO/CDMO 行业有望受益，利好相关公司；

建议关注标的：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、艾德生物等。

**Q8：创新型企业的融资活跃，将利好哪些存量板块：**

行业政策+科创板，CRO 及 CDMO 等外包行业有望显著受益：我们认为医药在政策设计方面已经为外包型行业创造了有利的条件，而科创板的推出将为研发驱动型的生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。建议关注药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英等外包型企业。

政策上，顶层设计鼓励创新和高端仿制，为外包型行业带来了良好的发展机遇，创新的兴起令外包型企业有更多的机会涉足到企业研发的全流程环节：包括分子筛选建模、安评、工艺改进、临床 CRO 等；一致性评价的推进也为 CRO 企业创造了丰厚的订单基础。“4+7”带量采购后，仿制药盈利承压，将倒逼企业战略转型，外包型价值体现更为明显。医保局集采及后续控费是大趋势，未来药价承压下产品力是核心，医药企业更多的回归研发本质，催生更多外包型业务需求，CRO 行业受益；同时仿制药企业有更多控制成本需求，上游 CDMO 行业议价能力提升。

**科创板将为研发型生物科技类企业创造良好的资本环境，外包型企业有望受益。**科创板将重点支持生物医药高科技企业，对企业盈利并未做要求，而重视内在的研发和创新能力。我们认为这将为小而美的生物科技类企业创造良好的融资条件，进一步推进生物科技类企业研发创新、不断积累技术能力的进程。而早期的生物科技公司往往由于条件限制倾向于和外包型 CRO/CDMO 企业进行深度绑定，以降低成本并提升效率，因而科创板的推出将显著利好 CRO、CDMO 等外包型行业。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com