

## 当一家老牌药企被市场抛弃

继前一天“断崖式”跌停后，4月26日，恒瑞医药(600276.SH)继续收跌6.6%。

恒瑞一路下跌，伴随着生物医药股的持续下行。2021年年初以来，A股生物医药板块跌超37%，恒瑞跌近68%，市值蒸发4千亿元。

曾经的六千亿大白马，一步步从“药茅”地位跌落，过去一代医药人的信仰，仿佛成为“行业冥灯”。

恒瑞换帅、裁员、整合、回购股票、花大价钱从万春引入BD产品，但对于打动市场均无于事。高瓴、葛兰陆续“出逃”后，恒瑞其余为数不多的坚定持有者开始感叹：“但凡像XXX一样，有一款拿得出手的创新药就好了”。

市场只认“药”。恒瑞急需一款真正的创新药，来证明自己成为Biopharma的潜力。

曾经靠一款VP16(依托泊苷)打出漂亮的“翻身仗”，让连云港制药厂一举成为抗癌药“老大”的恒瑞医药，不会不明白这个道理。

但这谈何容易？无论是几年前红极一时的PD-(L)1，还是当下的前沿疗法CAR-T，进或不进医保，国内市场都没有太多“甜头”可尝。这意味着，恒瑞最长的长板——国内进院销售能力，用武之地大大减弱，再难言突出优势。

一个不愿为创新买单的市场，也很难具备真正的创新能力和吸引力。即便一款真

正的FIC/BIC新药，由本土研发，也一定在摇篮里便瞄准了海外市场。

本土药企，到海外怎么做？百济神州曾经很“刚”，首款出海的泽布替尼选择自己开拓市场。但到第二款产品替雷利珠单抗，便选择了更现实的途径，将海外市场商业化权益卖给已有成熟销售网络的MNC诺华。

传奇生物的CAR-T有底气与蓝鸟“叫板”，但也一早便与强生旗下杨森公司联手，海外权益也在跨国巨头。

恒瑞账上钱很多，但用来“买药”，却不一定花得出去。

去年8月，一代“药王”孙飘扬重新执掌，可恒瑞已无以容错。

支付端，大刀阔斧的收缩性改革，没有给恒瑞容错的空间；资本端，被互联网造富潮和疫情医药热“宠坏”的投资者们，也没有给恒瑞转身的空间。

钱都去了哪？

一级市场，2022年一季度以来生物医药投资仍然火热。据媒体统计，2022年Q1，国内医疗健康领域共发生56起早期(种子轮/天使轮、A轮)投融资事件，融资总额超35亿元。而2021年全年，领域内共发生59起早期投融资事件，融资总额25亿元。

仅Q1一个季度，一级市场投在早期项目上的钱，就超出去年全年10个亿。

但热钱涌向的，是生物医药中细分的CGT(细胞与基因治疗)、合成生物学等领

域，新一代技术浪潮下，资本催生了士泽生物、血霖生物等Pre-A轮“亿元户”，而A轮前已融资千万级别的，亦是常态。

“明星企业”们已然站上风口，可支付端出口难寻，谁来“接盘”，如何退出，尚不清晰。

粗略统计港股上市Biotech(截止2021年年底)公司业绩和财务情况，部分企业账上现金不足以支撑两年的三项费用(研发费用、销售费用、行政费用)支出，内可能面临现金流紧张问题。

商业化前景不明朗的前提下，这些Biotech仍需依赖外部输血维持生计。

回到恒瑞。

当一家老牌制药公司被市场抛弃，不仅仅是数字的蒸发，背后还有成千上万医药人被裁员，其所代表的同一辈传统药企的命运不知何向，以及国内制药企业发展传承的断代。

辉瑞历史173年，以青霉素发家，因“伟哥”成名，如今靠新冠疫苗、口服药重回巅峰，无论疾病领域，产品创新满足临床需求便是“王道”。

阿斯利康前身阿斯特拉成立于1913年，与化工企业捷利康合并发展而来，在多次并购中不断扩大，抵御危机终能延续。

其能成为百年企业，追求创新的意义不言而喻。而创新，极度依赖市场的土壤。

BioNtech坐冷板凳四十年，终在疫情期间将mRNA技术转化为新冠疫苗，也收获百



亿美金市值。毕井泉说：“创新药九死一生，高风险应有高回报。”

“如果承担高风险，不能有相应的高回报，就不会有人愿意从事新的生物医药研发。对这种高失败率的产业，应该允许企业一旦成功了，能有高额盈利，这样才会有人愿意坐冷板凳搞研发，才会激发人们创新的积极性，才会有创新型国家建设。如果没有一个好的价格机制，生物医药的专利保护和数据保护，也就没有了意义。”

没有为创新买单的机制，谁都能做时间的朋友。收市后，一位医药行业资深人士告诉笔者，“尾盘买入1000股恒瑞，永不卖出，权当中国创新药的烧纸钱。”

话很悲壮，但它代表了一代医药人不愿看到，一家老牌头部药企，就这样被市场抛弃。

## 风电巨头的艰难时刻



作为新能源发电的重要一环，风电企业正遭遇困境。

金风科技(002202.SZ)是国内的风电整机制造龙头企业，市场份额常年保持国内第一。但金风科技目前正面临着营收下降、市场份额下降、市值连续下滑的困境。

金风科技2021年年报显示，去年营收505.7亿元，同比下降10.12%；归属母公司净利润人民币34.57亿元，同比增长16.65%。近日，金风科技董事会秘书办人士告诉记者，去年由于补贴退坡，陆上风机的销售收入普遍下降。去年，金风科技风机销售的总容量为10683.22MW，同比下降17.39%。

相比之下，在海上风电有更多布局的明阳智能(601615.SH)，在营收增长方面状况相对较好。其年报显示，去年实现营收271.58亿元，同比增长20.93%；归属于母公司股东的净利润31.01亿元，同比增长125.69%。

国家能源局数据显示，2021年全国风电新增并网容量47.57GW，同比下降33.63%；占当年全国新增发电装机容量容量的26.98%，占比较2020年下降11个百分点。

装机量下滑之外，去年以来风电行业进入价格战的困局，在资本市场上也普遍不被看好。

行业龙头面临困境

上述金风科技人士对记者表示，去年营收下降主要是因为陆上风机的销售收入下降。这也是去年行业整体的现象，自从2021年开始，陆上风机的补贴结束了。国家能源局数据显示：2021年陆上风电新增并网容量30.67GW，同比下降55.30%。

早在去年9月份，明阳智能一位内部人士曾告诉记者，由于2021年起陆上补贴退坡，2020年国内经历了一波“抢装潮”，透支了部分2021年的市场需求。2020年陆上风电新增并网容量达到了68.6GW，创下历史

新高。

然而，金风科技营收下降除了补贴退坡因素以外，还有来自同行业的激烈竞争。陆上风电补贴退坡以，风电行业频频传出“价格战”，甚至出现“把风机卖出豆腐价”的传闻。

金风科技年报介绍，机型为3S/4S(功率在3MW或者4MW左右)的风机销售台数从2020年的388台上升到2021年的1090台。但据记者统计，其平均销售单价却从4108元/KW下降到了2938元/KW。

据东吴证券分析师周尔双和黄瑞连3月发布的研究报告，2020年以来风机投标价格呈现明显的下降趋势。截止2021年9月，3S风机投标均价为2410元/kW，同比下降25.85%；4S风机投标均价为2326，同比下降26.46%。

今年年初以来，风机价格下降的趋势还在继续。4月7日，国际能源网信息显示，国家能源集团旗下国电电力山西新能源开发有限公司的两个风电项目公布了风力发电机组采购中标候选人，规模共计160MW。公示结果显示，金风科技、远景能源有限公司(以下简称“远景能源”)、国电联合动力技术有限公司中标，中标单价在1698元/kW到2015元/kW之间。其中，金风科技的中标单价为1700.85元/kW，远景能源的中标单价为1698元/kW。

根据金风科技的年报，2021年该公司国内新增装机容量达到11.38GW，市场份额占比20%，排名国内第一。不过在2018年，金风科技的市场份额曾达到30%。

面对营业收入和市场份额的下降，金风科技在资本市场上也面临着困境。2021年11月5日，金风科技的市值一度达到885亿元。但此之后其股价一路下跌。截止4月21日收盘，金风科技股价报11.26元，市值缩

水到476亿元。

伴随股价下跌还有大股东的减持。去年11月以来，金风科技频频公告持股5%以上的大股东减持。4月15日金风科技公告称，公司第一大股东(和谐健康保险股份有限公司-万能产品)计划合计减持其持有的公司总股本约6%的股份。

明阳智能也在资本市场面临同样问题。2021年11月5日，明阳智能的市值一度达到757亿元。截止4月21日收盘，明阳智能股价报21.43元，市值缩水到448亿元。

风机技术调整中  
面对困境，风电企业正在风机技术上进行调整。

风电机组的主要技术差异体现在传动链上，即如何利用风力带动风机内部发电机的转动。一般情况下，风轮转速都比较低，达不到发电机发电所需要的转速，因此需要齿轮箱进行增速。这被称之为“双馈”技术，也是应用最为广泛的一种风机技术。金风科技年报介绍，公司长期以来采用的主要是“直驱永磁”技术，不需要齿轮箱。

由于减少传动损耗，直驱技术在发电效率上更有优势，但成本相对更高，体积更庞大。近年兴起的半直驱技术则兼顾了直驱与双馈的优点，半直驱技术也需要用到永磁发电机。2021年，金风科技在半直驱产品的销售上实现了突破，销售了19台MSPM(中速永磁机型，半直驱技术里的一类)，2020年则没有这款机型的销售记录。

金风科技人士告诉记者，中速永磁机型的传动链里面会用到齿轮提速，也结合了直驱永磁的很多技术特点。金风科技在十多年前就开始研发中速永磁的技术，不过只是在小批量项目内运行。

相比之下，明阳智能一直以来都把研发生产的重心放在半直驱技术上。据明阳智能年报介绍，公司的风力发电机组采用超紧凑半直驱技术路线，结合了直驱与双馈两种技术路线的优点，传动链由两级传动齿轮箱和中速永磁发电机构成。

明阳智能称，这一技术路线通过使用两级传动齿轮箱来适当提高永磁发电机的转速，与传统的技术路线相比具有体积小、重量轻、稳定性高等特点。此外，通过采用超紧凑传动链技术，风机载荷受力传递路径较短，可以有效减轻齿轮箱、发电机承受的载荷，大幅提升机组运行的可靠性，进而有效降低综合度电成本。

除了传动链技术，风电机型在功率和直径大小方面也在进行着调整。金风科技人士介绍，一般风机具体机型的命名中就包含了功率和直径这两个关键参数。比如，金风科技生产的GW165-4.0代表着该款机型的功率为4MW，风机直径为165米。而GW3S/

4S则代表了功率约为3MW或者4MW的一大类机型。

金风科技年报介绍，该公司GW6S/8S机组、GW3S/4S机组销售量明显增加，分别同比增加305.01%和210.27%。而功率较小的2S以及1MW机型销量则大幅下降，分别下降了61.6%以及80.06%。

金风科技表示，近年来风电机组大型化趋势日益明显。风机大型化在提升单机发电量的同时，有效降低了风力发电成本。2018年至2020年，中国年新增装机的风电机组平均功率从2.2MW提升至2.7MW，功率提升23%。同时期，中国年新增装机中4MW及以上机型占比从6%提升至10%以上。

明阳智能则在年报中宣称，该公司在去年推出了“全球最大的陆上风电机组”MySE7.0-200，以及“全球最大海上风电机组”MySE16.0-242。

加码海上风电  
除调整技术，海上风电也成为被看好的一个调整方向。

金风科技人士告诉记者，虽然去年陆上风电有所下滑，不过海上风电仍然在增长。尽管今年海上风电来自中央财政的补贴也停止了，但一些地方政府仍然在继续补贴海上风电，比如广东等沿海省份。

2021年是海上风电的“抢装”年。根据国家能源局的数据，去年海上风电新增并网容量16.9GW，同比上升452.29%。截止2021年底，国内海上风电累计并网容量为26.39GW。也就是说，去年海上风电的装机容量甚至超过了2020年底以前的累计装机容量。

更重视海上风电的明阳智能在去年的营收上得到了相对更好的回报。明阳智能去年风电机组销售一共达到6.03GW，同比增长6.5%。其中，海上风电出货量占到2.89GW，同比增长220%。

周尔双和黄瑞在研报中表示，相比陆上风电，海上风电有更多的优势。比如，海上风速普遍较大，风机的利用率更高，单机容量也更大。而且，我国海上风电更靠近沿海用电终端，便于能源消纳。

不过，海上风电在技术方面也更有挑战性。据明阳智能介绍，海上地理条件和陆上不同，使得海上风机的安装和运行条件更加严苛，对于机组的技术和产品可靠性的要求更高。我国海上风资源条件复杂，在长江以南海域，大部分地区平均风速较低，同时又有台风威胁。因此，为应对海上的苛刻条件，明阳智能开发出满足不同要求的机型。

金风科技认为，目前我国海上风电发展正由近海浅海向深远海推进，漂浮式海上风电技术是“未来深远海海上风电开发的主要技术”。