



守得云开见月明

--2024年医药行业投资策略

中泰国际研究部
施佳丽 (Scarlett Shi)
2024年1月18日

- 2023年医药行业受年初疫情及三季度反腐行动升级等影响，恒生医疗保健指数表现不佳。
- 目前医疗行业学术会议陆续恢复召开，新版医保目录继续支持优质创新药。
- 创新药板块建议关注肿瘤及糖尿病、减肥、非酒精性脂肪肝炎（Nash）等慢病管理药物。
- 政府将通过创新药优先审评等政策鼓励中医药发展。
- 创新药板块重点推荐信达生物（1801 HK）、石药集团（1093 HK）、中生制药（1177 HK）、翰森制药（3692 HK）等龙头企业。中成药板块重点推荐神威药业（2877 HK）。



2023年医药行业表现回顾

政府继续支持创新药发展

未来创新药领域重点研究方向

政府继续支持中医药

重点公司介绍

2023年回顾

- 恒生医疗保健指数2023年总共下跌24.52%，跑输恒生指数10.7个百分点。
- 分板块看，生物科技、医疗服务、CXO等板块跑输恒生指数。
- 恒生医疗保健指数跑输的主因包括：1) 年初疫情影响医疗机构运作；2) 宏观环境导致生物医药企业融资变难；3) 三季度医疗反腐行动升级。

图表.医药行业各板块2023年表现

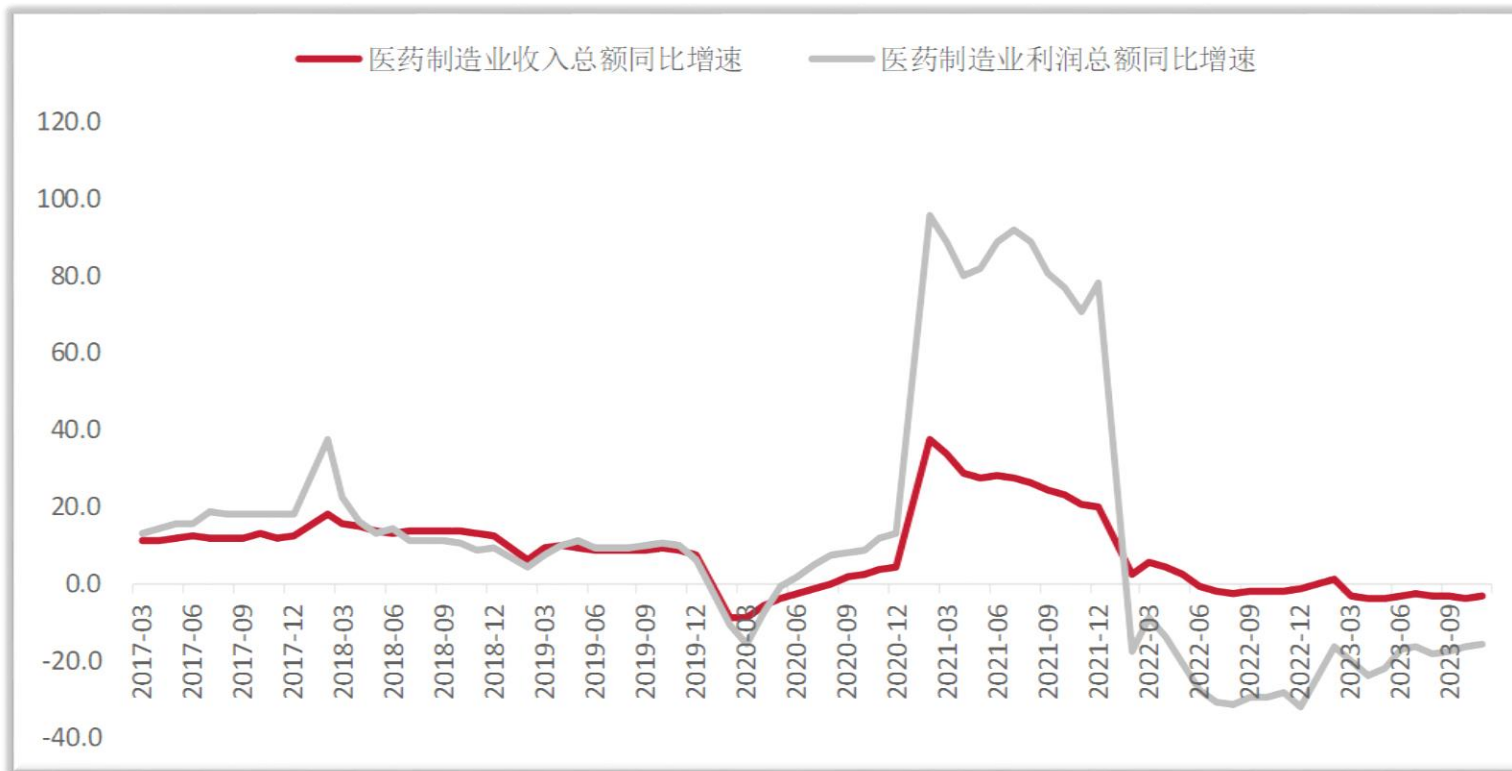
	2023年涨跌幅	Vs恒生指数 (%)
西药	(11.8)	2.0
生物科技	(21.4)	(7.6)
医药分销	(3.8)	10.1
医疗服务	(41.0)	(27.2)
医疗器械	(37.2)	(23.3)
中成药	5.5	19.3
CXO	(38.2)	(24.4)

来源：彭博，中泰国际研究部^以上为恒生医疗保健指数成分股表现

来源：中泰国际研究部

- 2022年3月后医药制造业收入与利润增速均转负，疫情、融资环境、反腐行动等对医药企业影响很大。

图表.医药行业收入与利润总额同比增速（单位：%）



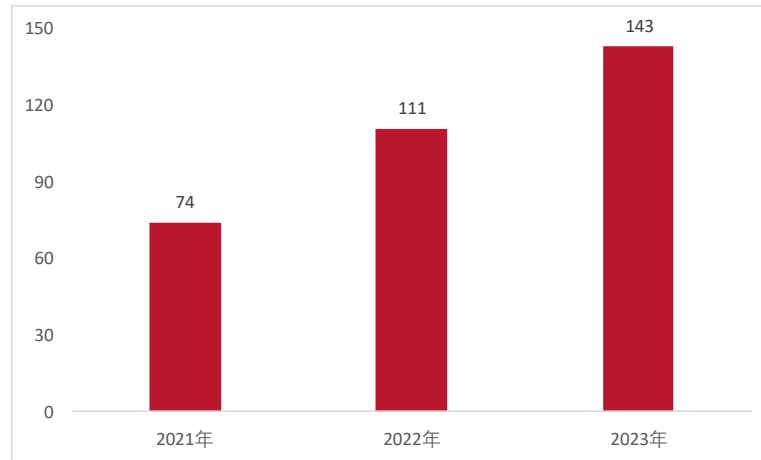
来源：Wind，中泰国际研究部

政策导向

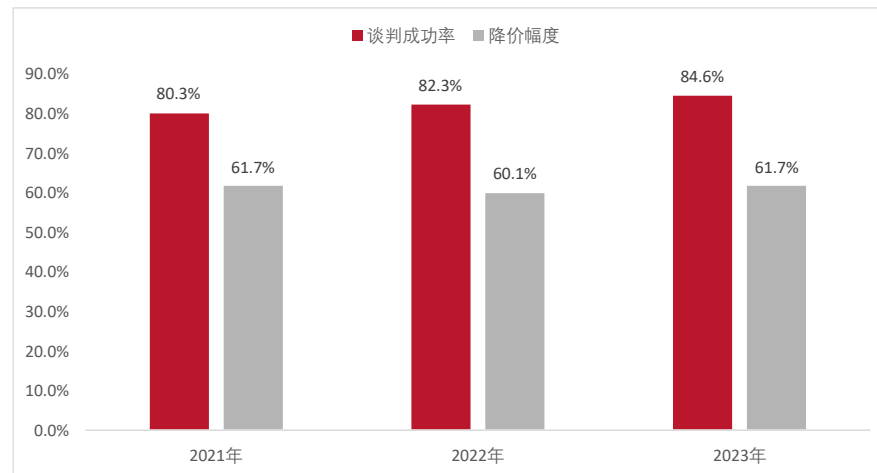
- 医保谈判成功率与降幅保持稳定：参加2023年底医保价格谈判或竞价的143个产品中，121个谈判成功，成功率为84.6%。谈判成功的产品平均降价61.7%，谈判的成功率与降价幅度与2022年基本相若。
- 国家医保局继续支持创新药发展：在医保目录新增产品中，5年内上市的新产品占比从2019年的32%增加到2023年的97.6%。2023年参加价格谈判的创新药中92%谈判成功，而且当年上市的产品中57个产品纳入医保，价格降幅较整体水平低4.4个百分点。
- 国家医保局在支付范围内最大限度支持独家产品：符合简易续约条件的100个药品中70%为原价续约，其余30%产品平均降价幅度仅6.7%。

来源：国家医保局，中泰国际研究部

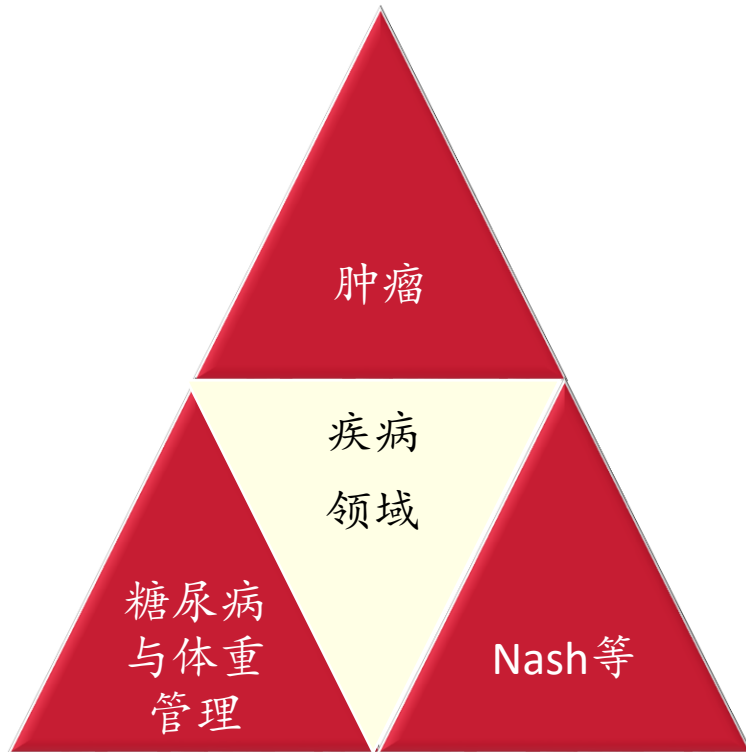
图表.国家医保目录新增产品数量（单位：个）



图表.医保谈判成功率与平均价格降幅



来源：中国政府网，中泰国际研究部

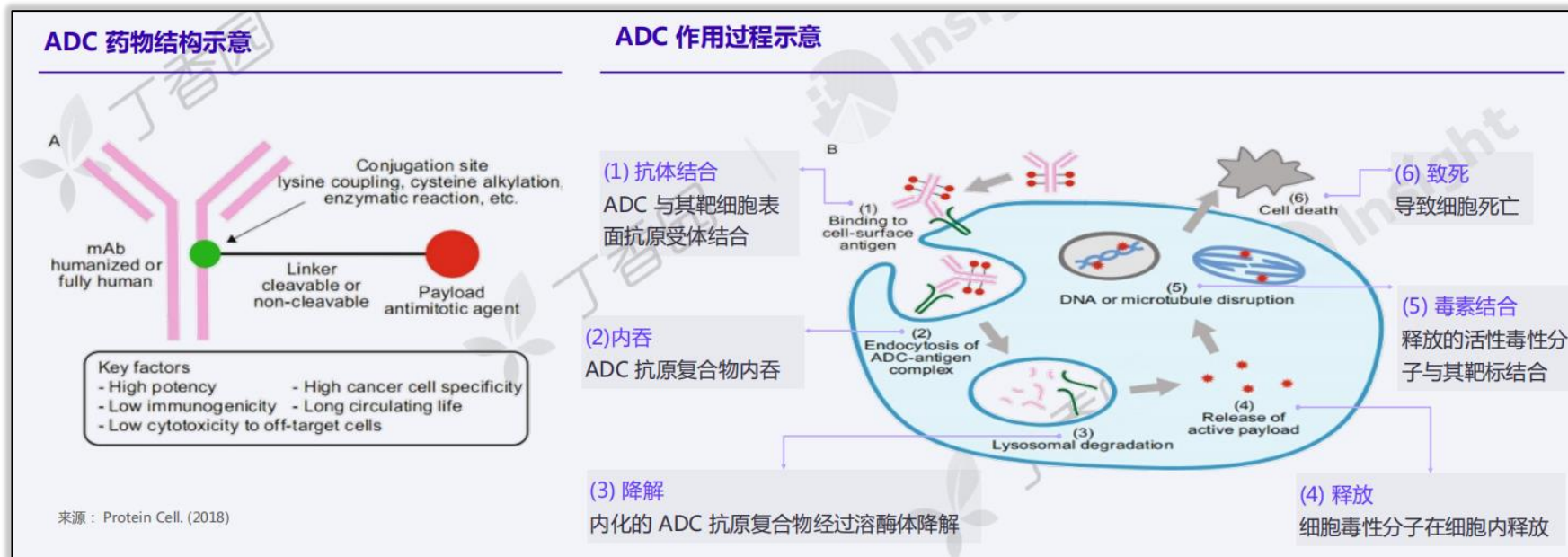


- 肿瘤治疗刚性需求不会改变，除近年持续推荐的PD-1/PD-L1抑制剂，未来还可关注抗体偶联物（ADC）等新兴赛道。
- 从目前情况看，减重与糖尿病药物需求将增加。
- 随着老龄化与超重患者的增加，非酒精性脂肪肝炎（Nash）等治疗需求可能增加，可能成为新兴赛道。

肿瘤药领域：抗体偶联物（ADC）可能成为新兴赛道

- 抗体偶联药物（Antibody Drug Conjugate, ADC），是通过连接子（Linker）将单抗（Antibody）和毒性药物小分子（Payload）偶联而成,被称为肿瘤治疗领域的“生物导弹”。由于ADC兼具单抗类药物（Antibody）的标靶性和毒性药物小分子（Payload）的强杀伤力，因此有望成为肿瘤药领域市场关注的新赛道。

图表.ADC药物结构及作用过程



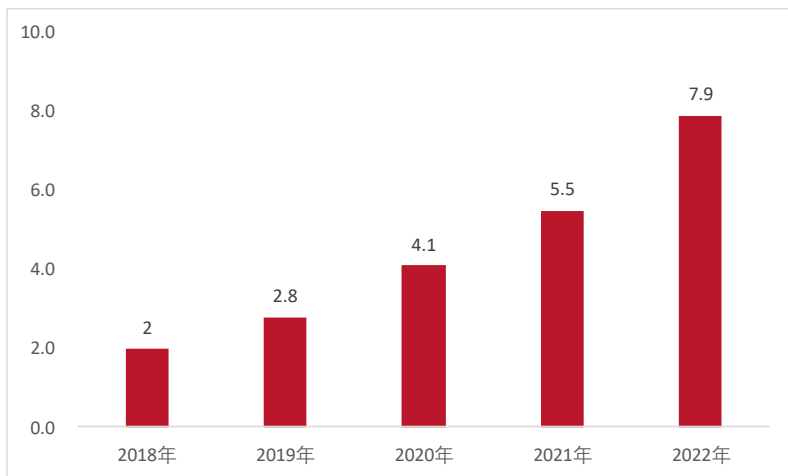
来源：丁香园，中泰国际研究部

- 抗体的选择：抗体的选择是ADC设计的起点，连接子与偶联技术是决定药物稳定性及毒性副作用的关键因素，细胞毒性药物。抗体选择方面，第二代与第三代药物由于在抗体方面使用人源单抗。人源化抗体拥有免疫原性低、亲和力高和半衰期长的特点，因此不容易产生抗药性，而且疗效与稳定性均较好。
- 连接子技术：近年上市的优质第二代与第三代药物通常使用了稳定性较强的可裂解连接子。可裂解连接子能在肿瘤细胞内快速分解并释放细胞毒性载荷，而且近年的新产品中可裂解连接子的稳定性已明显改善。优质新产品的连接子亲水性也有所改进，因此药物起效较快。
- 偶联方式逐渐采用定点偶联：传统ADC药物主要采取随机偶联，因此稳定性较差，但第三代新产品已从传统的随机偶联转变为定点偶联，定点偶联技术能让抗体和小分子药物定点定量偶联，均一性与稳定性较高。
- 细胞毒性载荷的杀伤力：细胞毒性载荷是ADCs的“弹头”或“有效载荷”。近年的新产品普遍使用亲水性较强的高效细胞毒性药物，而且亲水性也有所改进，因此杀伤力较强而且比较容易吸收。

分类	主要性能
第一代 代表： Mylotarg	抗体：使用较容易产生抗药性的鼠源单抗 连接子：不可裂解 靶点：靶点抗原癌细胞低表达 偶联方式：随机偶联（赖氨酸偶联），脱靶毒性高，均一性差 细胞毒性化合物：药效弱
第二代 代表： : Kadacyla	抗体：使用不容易产生抗药性的人源单抗 连接子：不可裂解或可裂解 靶点：靶点抗原高表达 偶联方式：随机偶联(还原性半胱氨酸偶联)，脱靶毒性高，均一性差 细胞毒性化合物：药效较强
第三代ADC 代表药： Enhertu	抗体：使用不容易产生抗药性的人源单抗 连接子：不可裂解或可裂解 靶点：靶点抗原高表达 偶联方式：定点偶联，均一性好 细胞毒性化合物：药效较强

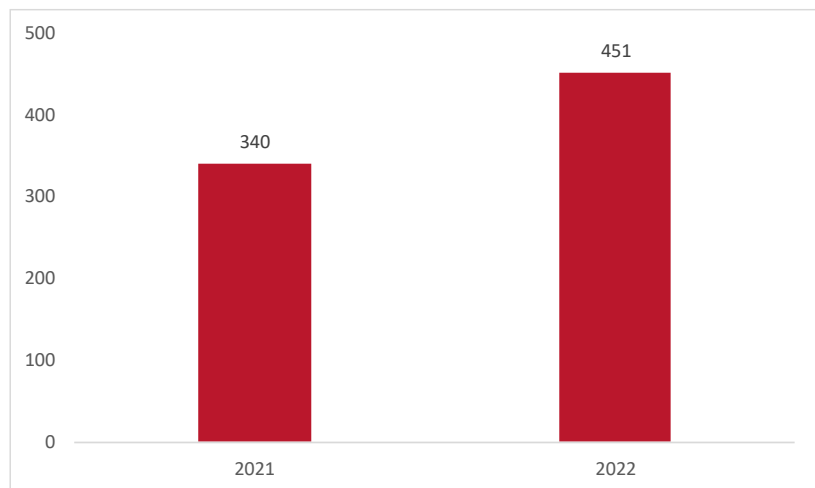
来源：丁香园，泰格医药（3347 HK），中泰国际研究部

图表.全球ADC市场规模 (单位: 十亿美元)



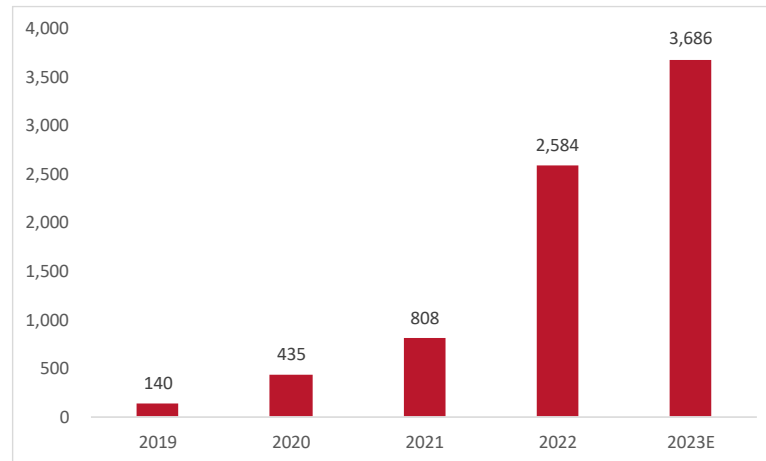
来源: Frost&Sullivan, 中泰国际研究部

图表.Padcev销售额 (单位: 百万英镑)



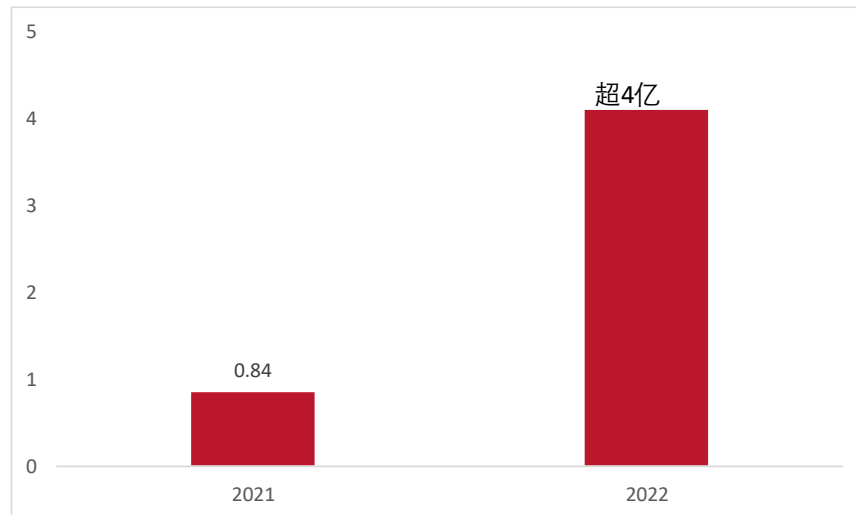
来源: Seagen, 中泰国际研究部

图表. Enhertu销售额 (单位: 亿日元)



来源: 第一三共 (4568 JP), 中泰国际研究部

图表.爱地希销售额 (单位: 亿人民币)

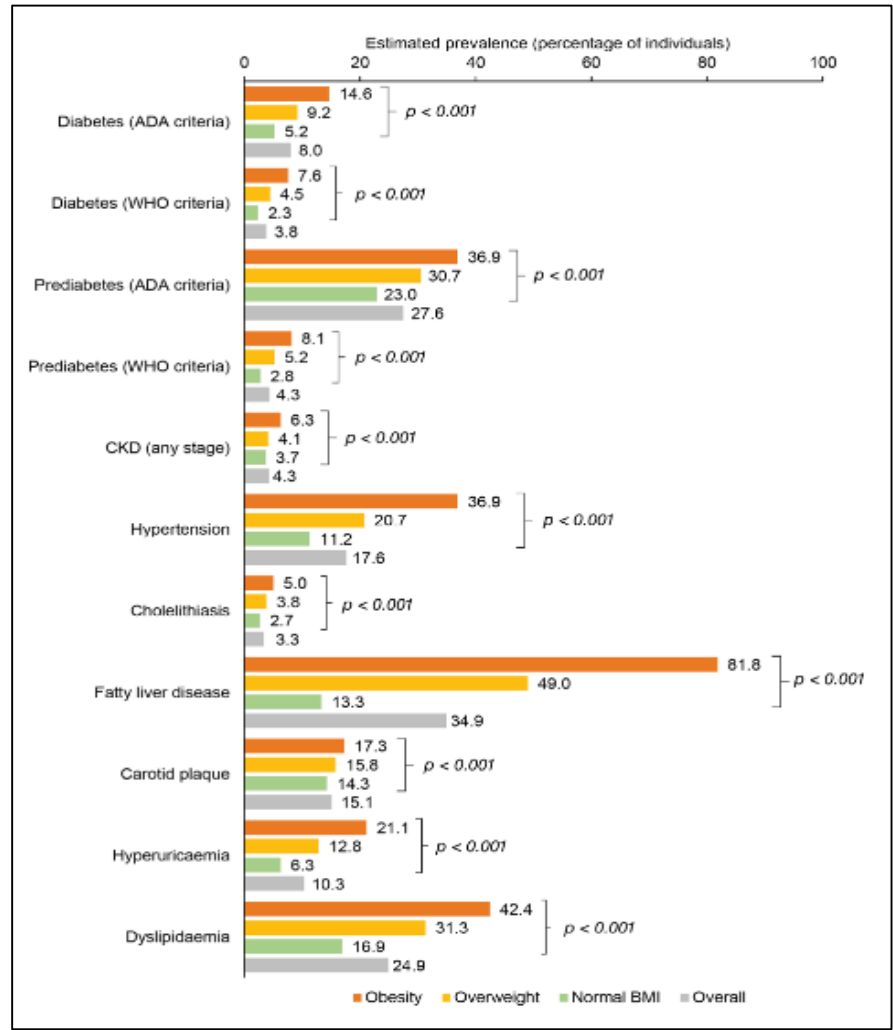


来源: 荣昌生物 (9995 HK), 中泰国际研究部

图表.中国老龄化情况与肥胖副作用

- 人口老龄化：根据中国民政部报告，国内60岁以上老年人口持续增加，老龄化比例从2012年的14.3%增加到19.8%。
- 超重和肥胖可能引发多种并发症：通常包括前驱糖尿病、血脂异常和高血压和脂肪性肝病等，使用中国人的BMI分级，超重者（BMI为24.0-27.0）的前驱糖尿病分别为30.7%和36.9%，血脂异常分别为31.3%和42.4%，高血压分别为20.7%和36.9%。超重与肥胖患者（BMI超27.0）的脂肪肝并发症分别为49.0%为81.8%。

图表.超重与肥胖患者主要并发症患病率



来源：国家疾控中心，中泰国际研究部

来源：国家疾控中心，中泰国际研究部

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/916152040051010035>