

国都证券研究所晨报 20230614

【财经新闻】

- 退市机制常态化，“博弈资金”回归理性
- 促消费新政叠加“6·18”大促，消费“热”了、产业链“活”了

【行业动态与公司要闻】

- 共享“一带一路”发展机遇，中国新能源汽车“走俏”东南亚
- 以终为始，创新药产业从跟跑到出线步步为“赢”

【国都策略视点】

- 策略观点：下调政策利率，释放政策边际调整信号

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3233.67	0.15
沪深300	3864.91	0.53
深证成指	10955.96	0.76
中小综指	11772.52	0.82
恒生指数	19521.42	0.60
恒生中国企业指数	6618.29	0.50
恒生沪深港通AH		
股溢价	139.24	0.30
标普500	4369.01	0.69
纳斯达克指数	13573.32	0.83
MSCI新兴市场	1013.25	1.01

资料来源：wind、Iifind

昨日A股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	计算机	8183.63	3.25
2	传媒	7677.94	2.55
3	电子	5273.32	1.76
4	汽车	3386.46	0.84
5	通信	2711.73	0.61

资料来源：wind、Iifind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	69.28	2.88
纽约期金	1956.90	-0.76
伦敦期铜	8441.00	1.85
伦敦期铝	2222.00	0.17

研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 退市机制常态化，“博弈资金”回归理性

【上海证券报】在退市机制常态化的背景下，“博弈资金”逐渐回归理性，A股市场上一度盛行的“退市股”炒作今年以来几近绝迹。

6月13日，顺利退、和佳退和银河退3只股票正式进入退市整理期，预计最后交易日为2023年7月5日。截至收盘，顺利退暴跌78.26%，和佳退和银河退的跌幅分别为69.09%、46%。

6月12日，两只正式进入退市整理期的股票同样出现暴跌。其中，新文退收报0.24元，跌幅高达73.33%；奇信退收报0.48元，跌幅高达70.73%。

根据相关规定，进入退市整理期的公司，首日交易无涨跌幅限制，其后每日涨跌幅限制为10%（科创板为20%），退市整理期为15个交易日。

今年以来，A股退市公司名单持续更新。6月12日晚间，*ST文化、*ST易尚和*ST光一被深交所决定终止公司股票上市，上述3家公司均为财务类退市，将自今年6月20日起进入退市整理期。当日晚间，另有*ST天润、*ST弘高、*ST海投宣布股票存在被终止上市的风险，均因触发面值规则濒临退市。

自2020年底交易所发布一系列退市新规以来，A股市场退市节奏不断加快。在全面注册制背景下，资本市场优胜劣汰的常态化退市机制进一步加速推进。数据统计显示，1999年至2019年的20年间，仅有60多家公司被强制退市。从2020年开始，A股市场被强制退市的公司逐年增加，2020年为16家，2021年为17家，2022年为42家。截至6月13日，2023年已经有10家上市公司完成退市程序。结合Choice数据、上市公司公告不完全统计，年内或有43家左右的上市公司被强制退市。

退出渠道多元化是近年来退市机制加速推进的另一大特征。2021年是退市新规实施第一年，当年强制退市公司17家，其中10家为财务类退市，7家为交易类退市。2022年，强制退市公司数量达42家，其中39家触及财务类退市指标，占比超九成。2023年以来，交易类退市、财务类退市等案例不断涌现，其中*ST泽达、*ST紫晶作为触发重大违法强制退市标准的案例，一度成为市场关注的焦点。

中国证监会此前表示，良性循环的资本市场需要有进有出、优胜劣汰。常态化退市机制的形成，有助于持续检验与监督企业的经营与发展，最终在A股市场形成优胜劣汰的氛围，推动上市公司整体质量提升，促进中国资本市场的长期稳定健康发展，实现资本市场的资源优化配置功能，更好服务实体经济。

回顾2020年以来退市股的市场表现，可以看到退市机制常态化后投资者心态逐渐回归理性。此前，市场一度出现部分“面值退市股”在股价尚有一线希望回到1元以上时，股价走势或上演“地天板”，或连续涨停。市场人士分析认为，以往收盘价连续低于面值的退市股退市前夕仍会有资金炒作，这主要是由于部分资金对公司或大股东存在“保壳”幻想。但进入今年以来，这一类资金炒作行为几近绝迹。

中金公司认为，A股市场强化退市制度有助于保证股市合理供给，并助力提高A股的回报率。常态化退市机制的加速推进，也在一定程度上提升投资者的风险意识，减少投资者“炒小”“炒差”行为，促使投资者关注基本面优质、行业发展前景较好的公司，培养长期投资、价值投资理念。

■ 促消费新政叠加“6·18”大促，消费“热”了、产业链“活”了

【上海证券报】当绿色智能家电促消费新政遇上“6·18”大促，家电消费市场将被激发出怎样的化学反应？

“补贴政策能够有效拉动线下消费，直接惠及消费者，同时对上下游产业也具备良好的带动效应。”苏宁易购家电业务负责人日前给记者算了一笔账，在绿色智能补贴促进下，多地苏宁易购门店绿色智能家电销售占比将提升15%至30%，可带动线下家电消费市场规模快速增长和提档升级。

促消费，政府补贴叠加平台让利见效

6月9日，商务部、国家发展改革委、工业和信息化部、市场监管总局发布《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》（下称《通知》），要求统筹组织绿色智能家电消费促进活动、深入开展家电以旧换新、并扎实推进绿色智能家电下乡等工作。截至目前，山西、山东、上海、北京等地均已出台家电补贴等促消费政策。在“6·18”大促的带动下，政府补贴叠加平台让利的双重促消费效应已初见成效。

以上海为例，消费者在苏宁易购门店购买符合上海绿色智能家电消费补贴标准的商品，可享受开票金额让利10%、最高1000元的一次性政府补贴。活动以来，上海市政府家电补贴已经使用约1.3亿元额度，其中苏宁易购使用约8200万元额度，占比超60%，带来销售转化超9亿元。

同样的场景也出现在北京、南京等地。自6月8日起，南京消费者至苏宁易购门店购买绿色节能家电、新型智能家电产品，门店活动折后至高再享政府补贴8%立减优惠。记者从南京苏宁了解到，南京市家电消费补贴首日，南京苏宁易购门店客流大幅增加，相比往常大促客流量增幅达700%以上，家电“一站式消费”订单量同比增长620%，万元以上家电销售同比增长505%。另据北京苏宁易购有关负责人透露，消费券发放带动门店绿色家电销售同比增长80%。“消费者通过苏宁易购平台领取‘京彩·绿色’消费券已带动绿色节能家电销售超5亿元。”

与此同时，京东、小米等参与企业推出以旧换新等活动，针对暑期需求大的空调、冰箱等指定品类商品享受最高800元的“焕新”优惠。此外，京东针对家电家居品类，推出了以旧换新至高补贴20%的活动力度，还提供免费上门、免费拆旧、免费搬运的“三免”服务。来自京东的数据显示，2022年，参与家电以旧换新活动的用户同比提升超200%；2023年一季度，以旧换新订单规模同比扩大2.7倍，消费券对于大件家电和高端家电的销售有明显拉动效果。

唯品会相关负责人告诉记者，未来平台将不断完善评价标准，为消费者推荐更多绿色友好的商品，同时推动更大范围的绿色低碳生活方式转型。绿色、低碳、环保、可持续类型的商品的消费潜力预计将得到更大释放。

忙排产，消费“升温”盘活产业链上游

“我们发现，智能与节能在消费场景的连接正变得更加紧密。”南京苏宁易家新街口店店长毛雷表示，家电的绿色节能在于整个使用环节，比如，采用家电智能互联设计后，外出时在手机上选择离家模式，就避免了忘关空调等情况，从而更好实现节能减排。“6·18”期间，南京苏宁易家新街口店，家电智能互联体验区人气上涨。新体验触发新的消费冲动，同时进一步深化了平台与家电企业的合作。

今年“6·18”期间，苏宁与美的、海尔、海信、创维、博世、西门子等家电品牌签订千万台合作大单。而《通知》明确提出：支持家电企业围绕“家场景”，在步行街、商圈、一刻钟便民生活圈开设绿色智能家电体验店，鼓励开展新店首秀新品首发等活动，不断提升消费体验。从“6·18”目前的销售情况来看，节能环保型的家电更加受到消费者追捧，特别是暑期升温带来的“清凉消费”需求持续火爆。

奥维云网线上监测数据显示，“6·18”第一周，空调在去年同期低基数及局部地区高温天气加持下，订单规模增长了90.2%。今年京东“6·18”预售开启4小时，2匹挂式空调的预售订单金额同比增长超5倍。

唯品会数据显示，截至6月11日，新一级能效的空调销量同比增长85%，在“6·18”大促狂秒栏目中，海尔Leader新一级能效变频空调销量相较日常增长20倍以上。

“6·18”期间，苏宁易购线下节能热水器销量同比增长62%，智能空调销售同比增长125%。净水器、洗碗机、洗地机等智能家电“快速起量”，订单同比增长分别达66%、181%和135%。

从消费侧向生产侧上游传导，更多积极信号正持续显现。随着入夏高温天气的日益增多，不少空调制造企业开始加大排产力度。奥维云网排产数据显示，6月空调企业排产量为1778万台，同比增长38.6%。其中，出口排产601万台，同比增长29.9%；内销排产1177万台，同比增长37.7%。

【行业动态与公司要闻】

■ 共享“一带一路”发展机遇，中国新能源汽车“走俏”东南亚

【上海证券报】作为“中国制造”的新名片，中国新能源车企近年来加速“出海”，在“一带一路”沿线国家和地区收获了越来越多的本地用户和年轻粉丝。

在600多年前郑和船队抵达的爪哇岛，上汽通用五菱从无到有，2年建成印度尼西亚最大中资造车厂，这里生产的五菱电动车已走进印度尼西亚的千家万户，成为当地年轻人追捧的新能源车型，市占率遥遥领先。在湄南河畔的曼谷，长城汽车在当地生产的哈弗混动新能源车成为“水灯节”期间情侣们试驾和热议的时尚新车，超过本田成为细分市场销量第一。在新加坡，4月新车销售数据显示，比亚迪荣获当月纯电销冠，领跑新加坡纯电动新能源车市场。

“新能源汽车出口已经成为我国外贸‘新三样’之一。五菱的产品已经在印度尼西亚等多个市场后来居上，中国新能源汽车产业链完备、供应链稳定，自主品牌‘出海’之时，可以充分发挥我国新能源产业的比较优势。”上汽通用五菱公司党委书记、副总经理姚佐平说。

上海证券报记者采访获悉，近期，多家A股上市公司旗下的新能源汽车品牌在印度尼西亚、泰国、新加坡等东南亚国家市场位列销量榜首，并在当地掀起了一股热潮。沿着海上丝绸之路的航线，中国新能源汽车生产企业不仅开拓新的市场，成为中国品牌全球化的缩影，同时还输出产业链优质产能，拉动当地经济和就业，惠及所在国民众。

中国新能源车成东南亚“香饽饽”

随着中国新能源车技术的崛起，“一带一路”沿线国家和地区（尤其是东南亚国家）正涌动一股“中国车热潮”，以越来越多年轻人为代表的当地主流用户，被中国新能源车的品质所吸引。

日前在印度尼西亚互联网平台，一位当地五菱车主直播测试他刚提的五菱电动车的视频，吸引了众多网友的关注，这位车主兴奋地开着自己刚贴了车膜的五菱电动车在爪哇岛的夜色中兜风，满电 300 公里，实际跑了 363 公里（动能回收状态下），他对眼前的新车甚是喜爱。不过，他和网友也感慨车价格有点高，2.95 亿印尼卢比换算成人民币约 13.5 万元，这一价格能在当地可以买一辆性价比颇好的燃油轿车。

随着中国新能源车技术的崛起，“一带一路”沿线国家和地区（尤其是东南亚国家）正涌动一股“中国车热潮”，以越来越多年轻人为代表的当地主流用户，被中国新能源车的品质所吸引，改变了以往购置日系车、韩系车的消费习惯。

自 2022 年 8 月上市至今，上汽通用五菱生产的 Air ev（晴空）新能源汽车在印度尼西亚累计销量超过 9000 辆，细分市场占有率达到 78%。值得一提的是，五菱 Air ev 在印度尼西亚首发售价超过 2 亿印尼卢比，在当地属于奢侈品，需要缴纳奢侈品销售税。“中国新车的定价符合产品本身的设计理念及丰富科技配置。”当地一位博主感叹，现在印度尼西亚几乎所有短视频汽车博主都买了五菱 Air ev。

在泰国曼谷繁华的商业中心暹罗广场，全球首个集成长城汽车（GWM）光储充一体化超级充电站迎来一批批长城电动车的泰国用户。据长城汽车东盟区域品牌负责人张震介绍，长城汽车 2021 年 2 月才在泰国完成品牌发布。“虽然非常‘年轻’，但已经成为泰国消费者心中当之无愧的新能源车首选品牌。”

据统计，长城汽车 2022 年在泰国的销量突破 1 万辆，同比增长超过 310%。其中，定位小型 EV（纯电动车）的欧拉好猫销量突破 4000 辆，在泰国的 EV 新车注册量中占 39%，位居第一。如今，长城汽车在泰国的电动车市场份额已经超过 45%。同时，长城社交账号也成为泰国首个拥有百万粉丝的汽车品牌账号。“长城汽车 App 的使用体验感非常好。”泰国知名车评人 Spin 说。

另据比亚迪品牌及公关处总经理李云飞介绍，由于新加坡政府通过高额拥车证费用来控制新车增量，比亚迪 ATTO 3 在（缴纳）税费和拥车证费用之后，在当地最低价格近 90 万元人民币。但即便如此，2023 年 4 月，比亚迪 ATTO 3 仍然在新加坡市场获得纯电动车销冠。

中国新能源汽车近期还频频现身东南亚多个重要场合。2022 年 11 月，在印度尼西亚巴厘岛召开的“G20 峰会”上，上汽通用五菱作为官方用车合作伙伴，提供 300 辆五菱 Air ev 亮相会场，成为一道醒目的风景线。在泰国举办的 2022 年亚太经合组织工商领导人峰会上，也多次出现长城汽车旗下哈弗 H6 HEV 的身影。

扎根当地制造实现多赢

五菱印尼工厂、长城泰国罗勇新工厂……近年来，中国新能源车企将制造扎根当地，降低成本，实现了本土化生产，并为当地创造就业岗位。

中国新能源汽车在东南亚国家热销并非偶然。近年来，中国新能源车企将制造扎根当地，降低成本，实现了本土化生产。

印度尼西亚是个人口大国，也被业内认为是具有巨大潜力的汽车市场。作为开拓者，上汽通用五菱 2015 年投资 7 亿美元在印度尼西亚芝加朗建厂。上汽集团董事长陈虹说，该工厂包含制造、供应和销售等环节的完整产业链，旨在响应“一带一路”倡议，为当地创造就业岗位，也努力为当地民众提供更多优质的汽车产品和服务。

此前在一家美国汽车公司工作多年的印度尼西亚员工潘睿君，在 2015 年 11 月加入上汽通用五菱印尼公司，彼时公司还处在工厂起步建设阶段，建厂时的艰辛他至今历历在目。“当时正赶上雨季，泥泞潮湿，有好几个月没法施工，建设方挖的一个 5 米深的坑，转眼就成了一个巨大的蓄水池。建厂时间很紧，大家都非常辛苦。”潘睿君回忆说。

经过跨国团队的奋斗，2017 年，五菱印尼工厂迎来了首辆新车下线的高光时刻。“在那一刻，忘记了所有的艰难和担忧，我们迎来了一个新的里程碑。”潘睿君感叹。

五菱印尼工厂占地 60 万平方米，包括主机厂和供应商园区，具备 15 万辆年产能。值得注意的是，针对当地市场，五菱车型生产环节进行了一系列本地化改造。

目前，五菱印尼工厂共计生产 8 款车型，凭借本地化生产等优势，在日本汽车品牌市占率此前超过 95% 的印度尼西亚市场，五菱赢得了立足之地，2022 年，五菱印尼销售突破 3 万辆，同比上升 17%。截至目前，累计销售整车超过 10 万辆。

据统计，五菱印尼工厂目前已累计投入超过 10 亿美元，员工人数约 1100 人，其中 95% 以上为当地员工。据潘睿君介绍，公司特别关注员工的福利和发展，具有强烈的“家”理念。另外，五菱印尼公司除了支持本地的企业经营，还向周边社区提供企业社会责任活动。

2020 年 2 月，长城汽车宣布收购通用汽车泰国罗勇府制造工厂，经过智能化改造于 2021 年投产，长城罗勇新工厂可实现混动、插电式混动和纯电动三种新能源车型与传统燃油车型共线生产，年产能达 8 万辆，所产新车 60% 在泰国本地销售。工厂不仅

为泰国当地创造超过 1000 个就业岗位，还与当地电力能源机构合作，建设的充电站覆盖超过 50% 的泰国公共充电网络。

带领“产业链伙伴”共谋发展

整车厂建成后，新能源产业链企业紧随其后，进而促成完整生态落地。涵盖汽车钢材、钣金、后桥、塑料件、空调以及电池等主要零部件，五菱印尼的新能源产业集群逐渐完善。

继中国新能源整车企业这只“头雁”先飞后，产业链企业紧随其后，进而促成完整生态在有关国家的落地，谋求更高质量的发展。

上汽集团日前宣布，旗下企业上汽通用五菱和印度尼西亚海洋与投资统筹部正式签署新能源汽车新项目投资谅解备忘录，将积极扩大在印度尼西亚投资，向当地市场导入更多新能源车型，推动共建“一带一路”高质量发展。

上汽集团有关人士介绍，为更好实现溢出效应，把上下游产业链带动到海外，五菱印尼公司正加快带领全产业链“走出去”的步伐。目前，已有 17 家国内供应商落地印度尼西亚零部件园区，涵盖了汽车钢材、钣金、后桥、塑料件、空调等主要零部件。五菱印尼的新能源产业集群逐渐完善。其中，作为国内动力电池龙头企业之一，国轩高科也响应共同“出海”号召，作为五菱新能源产业集群的重要成员来到印度尼西亚。

与此同时，五菱印尼也积极推动供应链本地化，已经发展了 48 家本地供应商，促进当地就业及经济发展，仅五菱工业园区创造的就业人数就超过 3000 人。

再看泰国，自罗勇工厂投产后，长城汽车不仅在曼谷建设了海外首家用户体验中心，还打通线上线下信息和体验环节，推出上门服务。在全产业链生态构建方面，通过 G-Charge 超级充电站、快速充电设施，长城构建了覆盖 70% 泰国充电站的生态补能服务。

长城汽车泰国公司总经理 Narong Sritalayon 日前透露，除设立研发中心，公司将在泰国投资建立新电池包组装厂，长城旗下蜂巢能源将在泰国生产电池组。此外，长城汽车还将寻求在当地采购更多零部件。

比亚迪有关人士近日确认，比亚迪希望继续扩大越南富寿省制造与投资规模，并承诺进一步改进技术，实现可持续发展。比亚迪董事长王传福 5 月初表示，比亚迪将使用最佳技术扩展到电动汽车制造和组装领域，服务越南市场并出口到东南亚地区。

■ 以终为始，创新药产业从跟跑到出线步步为“赢”

【上海证券报】医疗保障在北京昌平的百济神州创新药研发中试生产基地，上海证券报记者看到，一个规划占地 1.57 万平方米的园区正拔地而起。未来，这里将汇集“靶向蛋白降解技术平台”“双特异性抗体开发技术平台”“抗体耦连技术平台”等一批前沿技术平台，大力度加强“全球首创”药物开发。

离百济神州创新药研发中试生产基地建设项目不远，诺诚健华抗肿瘤创新药物生产基地项目一期、SINOVAC 科兴高精尖成果转化基地项目、扬子江北京创新中心项目、生命谷（国际）生物工程创新中心项目等，也在如火如荼地建设中。

站在这片创新药“蓬勃生长”的热土上，回顾过去 10 年生物医药行业的起起伏伏，周期轮转，让人感慨系之。在“冰”与“火”的淬炼与重生中，“制药人”初心仍在，理想如故。

“百创新药 济世惠民”

“我们要为中国人民做最好的抗癌药，我们中国人要为世界人民做最好的抗癌药。”百济神州联合创始人、科学顾问委员会主席王晓东说。

记者了解到，百济神州最早建立的实验室就位于北京昌平，所以这里的科学家们也经常互相调侃说：We are the Champions（谐音“我们都是‘昌平人’”）。目前，这一百济神州最早建立的研发中心还在不断扩建中。

百济神州从一家“小而美”的创新药企，迅速发展为业务布局广泛的全球性创新药企，业务已遍布全球五大洲，拥有约 40 个办事处、员工超过 9400 人。

2022 年，百济神州在成为全球性“Big Pharma（大型制药公司）”的道路上迈出关键一步。公司全球产品销售收入从 40.9 亿元激增至 84.8 亿元，同比增长 107.3%，创下新高，公司因此成为国内创新药企中的“领头羊”。

而这背后，是百济神州自主研发创新药百悦泽和百泽安商业化的巨大成功。

据介绍，百济神州首个商业化产品百悦泽（泽布替尼胶囊）2019 年 11 月获美国 FDA 批准，实现了国内创新药出海“零的突破”。2022 年，百悦泽已在全球超过 65 个市场获批，3 项适应症进入国家医保目录，实现总销售额 38.29 亿元，同比增长 172.33%。

另一款核心产品百泽安（替雷利珠单抗），虽然仅是国内第 7 款上市的 PD-1/PD-L1 抗体药物，但其商业化成长路径充分演绎了“后发先至”。今年 5 月 23 日，百泽安获国家药监局批准其第 11 项适应症。此前，该药已有 9 项适应症纳入国家医保目录，是获批纳入国家医保药品目录适应症数量最多的 PD-1 抑制剂。2022 年，百泽安销售额达 28.59 亿元，同比增长 74%，在国内同

类产品中增速最快，一举超越多款更早上市同类竞品。

商业化的成功，离不开成熟的、全球化的团队。百济神州团队的日常，便是跨时区、跨市场的忙碌工作，为各地医生与研究者提供专业的学术支持。

随着产品商业化的推进，百济神州的财务状况也迎来了拐点。2023年一季度，公司实现收入30.66亿元，其中产品销售收入28.08亿元，同比增长68%。百悦泽全球销售额从去年同期的6.63亿元强劲增长至14.4亿元，增长超过一倍。

而百济神州财务数据的变化，也折射出目前国内创新药的突破口——有竞争力的高价值创新药、成熟的商业化团队，加之医保放量与海外布局，都为企业成长打开更大空间。

全球赛道上的科创身影

中国正在逐渐成为全球医药创新的源头，成为全球制药产业的重要参与者。

“我国过去主要聚焦在仿制药。近10年来，尤其是2015年以后，药监部门密集出台有力举措，为医药创新产业的发展带来了改革红利。”百济神州总裁、首席运营官兼中国区总经理吴晓滨对记者说，“药品审评审批制度改革的不断推进，释放着监管部门荡涤痼疾的坚定决心，树立起发力创新的鲜明导向，重塑了新药研发生态，不仅让患者更快用上新药好药，更极大提高了患者用药的可及性与可负担性。”

吴晓滨介绍说，单从创新药的技术平台来看，中国的创新药已经从10年前的仿制药为主的阶段，5年前的“me-too”为主的阶段，跨越到如今小分子、大分子、单抗/多抗、细胞与基因疗法、核酸药物、ADC、AI等技术平台百花齐放的阶段。

近两年来，更多高质量的创新药快速涌现。2022年，科伦博泰与默沙东达成9个ADC项目的合作，总金额超过100亿美元；恒瑞医药研发的阿帕替尼，成为全球首个被证实晚期胃癌标准化治疗失败后安全有效的小分子靶向药物；传奇生物的CAR-T疗法西达基奥仑赛获得美国FDA批准，在最前沿的CGT领域做到了和全球一线公司同步……

2023年1—5月，映恩生物、信诺维、康诺亚/乐普生物、启德医药、百力司康等公司陆续基于ADC项目结交全球合作伙伴，累计订单总额已逾70亿美元。这些都从侧面说明中国正在逐渐成为全球医药创新的源头，成为全球制药产业的重要参与者。

“参与度”还体现在工作时长上。一天24小时中，总有不同时区的百济人醒着、工作着、思考着。吴晓滨告诉记者，跨境、跨时区的会议随着公司业务的扩大而持续增加，百济每位高管都可能时时变身为“守夜人”。不仅是百济神州，越来越多的创新药人正成为“时间的朋友”，这也逐渐成为创新药产业发展过程中一种“甜蜜的负担”。

勇敢者的步步为“赢”

国内创新药企业研发管线越来越多，“跟不上”的困局正在被打破。

经过长达13年的积累，目前，百济神州拥有约50款临床阶段候选药物和商业化阶段产品。财报显示，百济神州的多款药物已处于临床研究阶段。另外，公司还在全球范围内进行广泛的临床开发，包括BCL-2抑制剂、TIGIT抗体、OX40抗体、BTK CDAC、HPK1抑制剂、LAG-3抗体等。预计2024年起，公司每年将有10款以上的新分子被推入临床阶段。

诺诚健华也在不断“增厚”管线，在血液瘤、实体瘤、自身免疫领域深度布局。据悉，公司两款实体瘤创新药已进入关键注册研究，具有Best-in-Class（同类最佳）潜力，此外公司也在继续推进多个潜在First-in-Class（同类首创）创新药。

“未来3到5年，我们还将推出3到5款创新药上市。”诺诚健华董事长崔霁松表示，公司将继续瞄准国际前沿，依托技术平台进行差异化创新，在全球市场深度构建核心竞争力。同时，充足的现金将保证公司长足发展，不断提升创新实力和竞争优势。

荣昌生物则主要在自身免疫疾病、肿瘤和眼科三大治疗领域布局，其中肿瘤领域主要围绕ADC药物展开。从数量上看，荣昌生物目前共有44条在研管线，II期和III期管线总占比接近60%。

君实生物在肿瘤、自身免疫、抗感染、代谢疾病和神经系统五大治疗领域布局，目前共有53条管线在研。

由传统药企转型的恒瑞医药在抗肿瘤、代谢性疾病、风湿免疫、心血管疾病、抗感染等治疗领域均有布局，多元化特点十分明显。公司123条在研管线中，I期和II期管线总占比接近70%，另有31条III期管线。

从多样性来看，虽然国内创新药企业的技术平台和靶点与全球第一研发梯队相比，还处于跟随阶段。但以往纯粹做Fast-Follow（快速跟随）所导致的“跟不上”的困局，正在被逐步打破。

让创新药对老百姓可及、可负担

让创新药对老百姓可及、可负担，不再受制于人，这也是世界上创新医药产业的发展路径之一。

然而，“First-in-Class”从源头创新到实现最终的商业落地，其难度有目共睹。对于国内更多的中小型创新药企，或转型中的传统药企来说，路在何方？

“我们要看到国际上排名前十的创新药中，有半数以上并不是First-in-Class。在满足人民生命健康需求的过程中，不仅是原始创新，迅速、迭代式的创新也非常重要。”在吴晓滨看来，迭代式的创新是目前国内创新药产业的一大特点。

吴晓滨指出，基于未被满足的临床需求，每一种剂型都可以是一种新药——或提高有效性，或提高安全性，或提高依从性，这就具备了一款新药的独特价值。只要能够解决临床用药的痛点，就能得到医师和患者的欢迎。“行业要把迭代创新做好，让创新药对老百姓可及、可负担，不再受制于人，这也是世界上创新医药产业的发展路径之一。”

创新药的可及、可负担，同样依赖于医保目录的持续调整。除了百悦泽、百泽安，再鼎医药的尼拉帕利、艾力斯医药的伏美替尼、诺诚健华的奥布替尼等创新药在进入医保后都有不俗表现。

“对于医药创新产业而言，创新发展就是高质量发展。实现医药创新的可持续发展，对于持续保障患者的治疗需求至关重要。医药企业能否持续投入研发、不断推出创新药物，很大程度上影响了患者未来用药的可及性与可负担性。国家医保谈判也努力在患者用药的可及性和可负担性，与创新药企的可持续发展之间找到一个平衡。”吴晓滨告诉记者，上市新药纳入医保目录的等待时间，从过去的平均5年缩短至不到2年，超过80%的新药现在能够在上市两年内纳入医保，相当一部分药品实现了当年获批、当年纳入医保目录，有的新药上市仅半年就被纳入医保目录。

“疾病没有国界，药没有国界，制药人的努力也没有国界。我们的药要能够惠及全球的百姓，以终为始，让患者生命得到改善，疾病得到治疗。”吴晓滨认为，生物制药公司要想做大、做强，国际化是一条必经之路。药物开发要以最早布局国际市场为原则，而不是想到上市的时候才考虑国际化。除了走向主流的欧美医药市场，服务发展中国家的患者也是生物制药企业应该承担的责任。

如今，越来越多的创新药企开始踏足欧洲市场、东南亚市场。以百济神州、药明康德、金斯瑞、科兴生物、君实生物、信达生物等为代表的头部企业，积极向欧美市场拓展，并布局非洲、中东、东南亚等市场。

为全球百姓带来好药、新药，是他们创业的初心，也是他们矢志不渝的坚持。

【国都策略视点】

■ 下调政策利率，释放政策边际调整信号

1、下调政策利率，释放政策边际调整信号。昨日央行同步下调公开市场逆回购操作（OMO）中标利率、常备借贷便利利率（SLF）各期限利率 10bp，下调后 7 天期的 OMO、SLF 利率依次为 1.9%（历史数据新低）、2.9%。而根据前几次利率下调的操作节奏，预计本月 MLF、LPR 利率大概率同步下调，预计 1 年期 MLF 操作利率等幅下调 10bp 至 2.65%，1 年、5 年期 LPR 利率（当前各为 3.65%、4.30%）非对称下调；从扭转当前居民购房意愿偏低、提前还贷意愿上升这一缩表压力来看，预计 5 年期 LPR 利率降幅或在 10bp 之上。

当前人民币兑美元汇率承压贬值之际，此次政策利率下调时点略超预期；同时，结合近日央行行长易纲上海调研时提出要“加强逆周期调节”，而此前 23Q1 央行货币政策执行报告“侧重跨周期调节”，释放政策边际调整信号；此次政策利率与信号的边际调整，均表明当前以价格调控型为主的货币政策倾向宽松。

2、稳增长压力显现，政策组合拳有望陆续落地。受疫后初期积压需求与订单生产的集中释放，23Q1 经济恢复好于预期，4 月底高层有关宏观形势研判与定调后，市场对于总量扩张政策预期降温。然而，4 月以来制造业 PMI、PPI 连续走弱，新增社融信贷不及预期，工业、投资与消费增速低于预期，表明疫后经济恢复转入内生动力偏弱的第二阶段：居民消费以服务消费回补为主、大件商品消费持续偏弱，居民缩表行为再现；房地产销售边际转弱、房企投资意愿与信心持续偏低，房地产投资仍低迷，持续拖累上下游行业；工业通缩持续，工业企业盈利承压，企业去库存压力持续，工业产能利用率降至阶段低位，工业供给端增速同步下行，加剧经济放缓压力。此外，5 月出口贸易同比降幅-7.5%超预期，下半年欧美经济进一步放缓下出口贸易压力或持续。

以上房地产偏弱、居民耐用品消费不振、工业去库存及出口贸易下行等四大压力的叠加共振之下，稳增长压力显现。而提振企业投资、居民消费信心与能力为经济稳增长之关键，此次下调政策利率及随后 MLF、LPR 商业银行负债、资产两端利率的大概率下调，有望降低企业、居民贷款成本，提高投资实际回报率，从而提振企业、居民两大主体扩张信用，实现“宽货币-宽信用-稳增长”的传导效果。

为疏通宽货币向宽信用效果的传导机制与效果（此前宽货币政策向宽信用传导不畅），预计在下调政策利率、贷款利率的同时，需要房地产行政调控政策的进一步优化、财税政策的协助激励、产业政策的鼓励支持等政策组合拳共同发力，以提振企业投资、居民消费的意愿与信心；如一线城市房地产政策的进一步优化调整、新能源汽车为首的消费财税激励政策、政策性金融机构加大对智能绿色产业、数字基建、民生环保等领域结构性信贷支持等。

3、近中期来看，稳经济效果有待“PPI 企稳好转—企业盈利回升—居民收入预期改善”。如上所述，近两个月的经济放缓压力，主要源自企业、居民的信用扩张能力与意愿降低所致，体现为民间资本投资增速持续回落至 1% 以下、房企投资低迷态势难以扭转、房地产销售回暖短暂、居民消费恢复以回补服务消费而大件商品消费偏弱等。

以上宽货币政策下的企业、居民信用扩张动力偏弱的原因？从市场主体投资与消费的理性决策来看，决定企业扩大还是缩小投资，主要取决于投入资本回报率（ROIC）与融资成本差值，决定居民购房意愿高低，主要取决于房价涨幅与房贷利率差值以及未来还贷能力预期或收入预期。

企业端来看，22Q2 起企业的 ROIC 持续回落，全部非金融 A 股的 22 年 ROIC 为 4.60%，低于 21 年的 4.68%；而 23Q1 进一步下降至 1.19%，低于 21、22 一季度的 1.30%。对比来看，企业一般贷款平均利率虽然自 18 年底以来持续累计下降 166bp 至 23Q1 的 4.53%（历史数据新低），已高于全部非金融 A 股近四个季度 ROIC 值 4.48%。当前企业的 ROIC 低于贷款成本来看，为企业投资意愿偏低的本质原因。

居民端来看，21 年下半年起，全国百城住宅价格指数同比涨幅自+4% 附近持续回落至 22 年 9 月的+0.15%，而 22 年底至今，住宅价格指数同比已转为横盘小幅下跌-0.1% 附近。房价同比转负预期走弱之下，虽然房贷利率已自 18 年底连续下调四年有余共 161bp 至历史新低 4.14%，但房价涨幅-房贷利率达-4.2% 附近，创历史第三低谷，仅次于 2014 年中至 15 年中、2012 年初至 2013 年初阶段。

综上所述，近中期企业、居民信用扩张能力或意愿的提升，在降低贷款成本的同时，更需要提升企业的 ROIC、居民对于房价上涨预期及其还贷能力收入预期的改善。5 月国内 PPI 同比跌幅已扩大至-4.6%，预计 6 月仍处于磨底阶段，7、8 月 PPI 同比跌幅有望逐步收窄至-3%、-2% 附近，9-12 月 PPI 有望进一步收窄至-1.5% 附近；综合判断，下半年工业企业盈利有望逐步回升，企业盈利回升，则企业投资活动有望扩张，企业招聘有望回暖，职工收入相应提升，从而改善当前企业与居民信用扩张低迷的现状，最终实现经济稳增长效果。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND, 国都证券）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上