



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 产业经济专题

产业经济

2024年2月6日

回顾中美十年医药翘楚（系列一）

德邦产业经济组

证券分析师

姓名：李浩

资格编号：S0120522110002

邮箱：lihao3@tebon.com.cn





目录 CONTENTS

01 第一部分：中美整体医药指数产业回顾

- ▶ 1.1 中美医药指数概述
- ▶ 1.2 医药产业要素
- ▶ 1.3 美国医药产业框架
- ▶ 1.4 美国医药产业政策
- ▶ 1.5 美国人口老龄化情况

02 第二部分：中美医药个股涨幅回顾

- ▶ 2.1 十年美股医药牛股回顾
- ▶ 2.2 十年A股医药牛股回顾

03 第三部分：美国典型医药公司回顾

- ▶ 3. 礼来

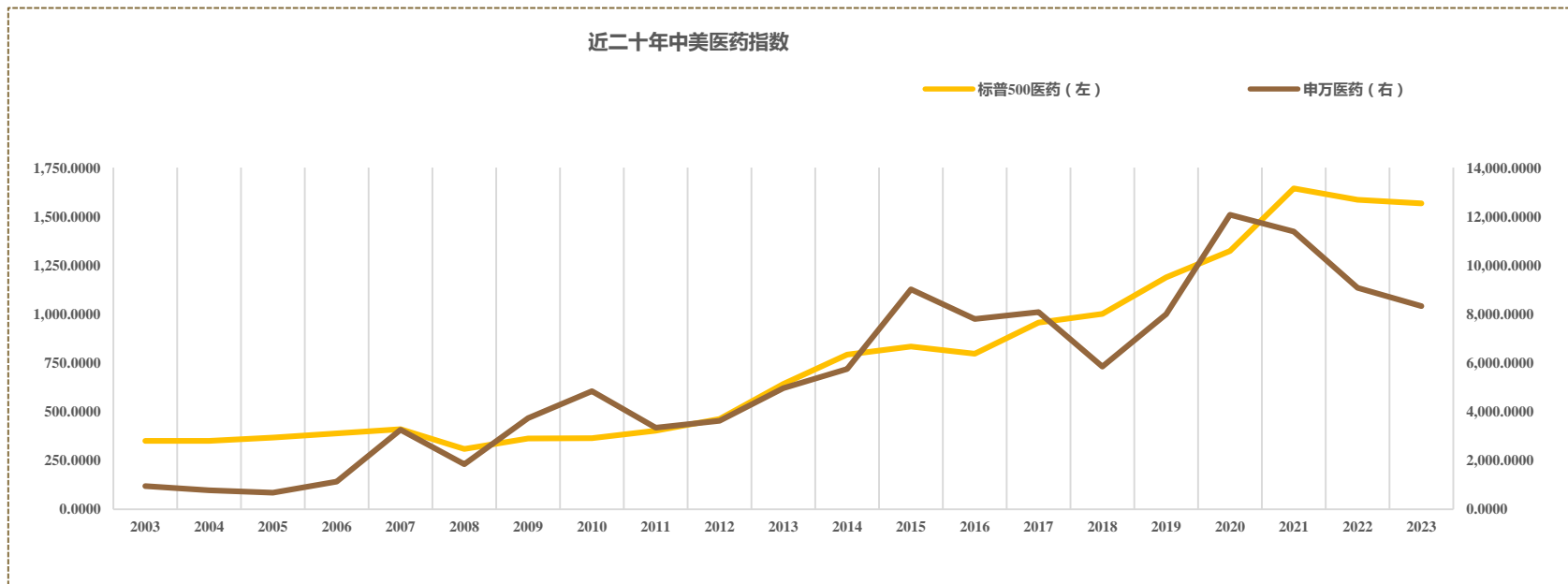
01

中美整体医药指数产业回顾

1、中美整体医药指数产业回顾

1.1 中美医药指数概述

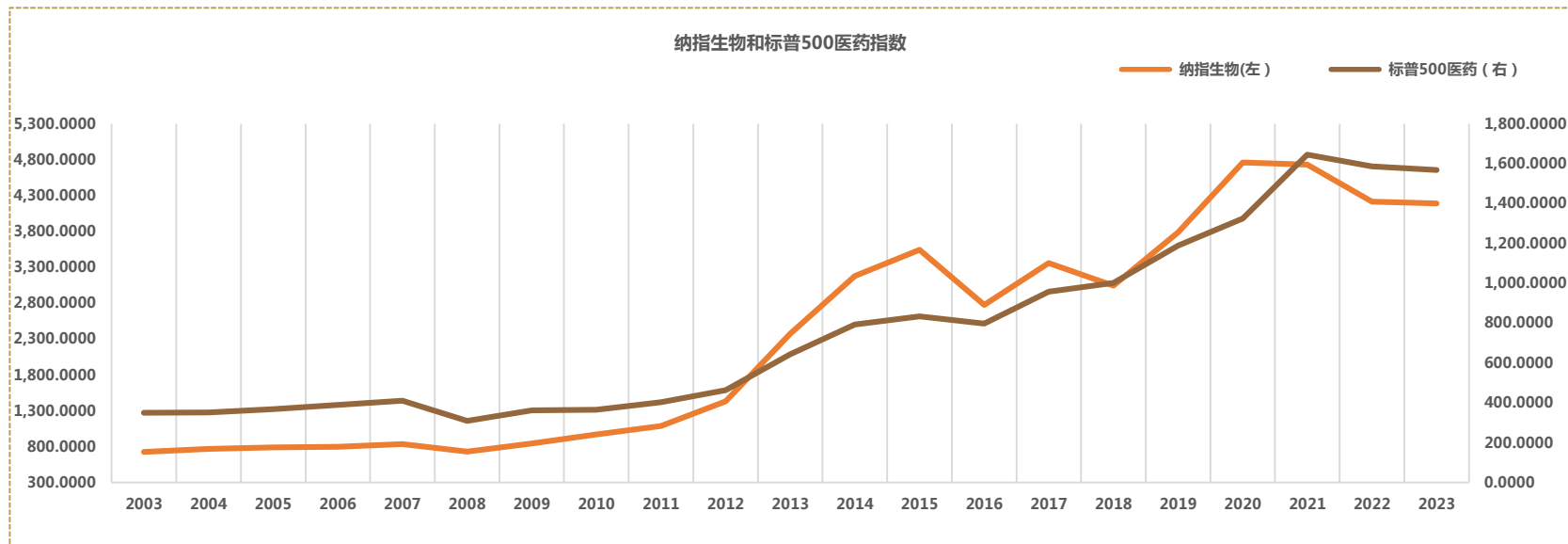
- 回顾近二十年的中美两国医药行业总体走势我们可以发现，在过去二十年中国和美国的医药股票市场整体保持向上的走势。虽然两国市场在长期来看均呈现上涨趋势，但实际上，相较于美国的医药行情，中国的医药行情波动相对较大，在上涨过程中多次出现较大的波动，而美国医药指数则相对较为稳定。



1、中美整体医药指数产业回顾

1.1 中美医药指数概述

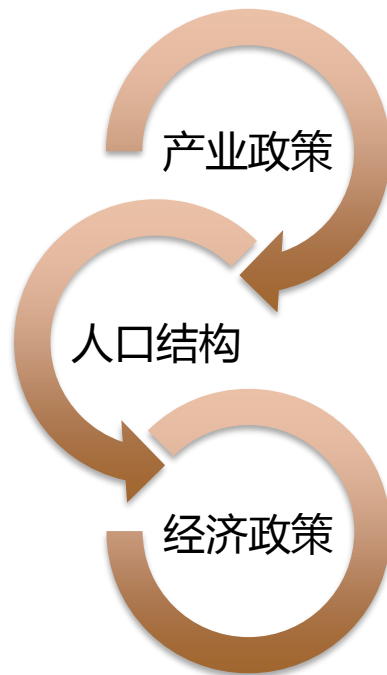
- 回顾近二十年的美国总体医药和美国生物制药板块的长期走势后，我们可以发现美国的总体医药行情与美国生物医药行情有着高度相关性。同时观察得出，**生物制药**的涨幅与总的**医药板块**的涨幅具有高度同步性。这说明了近些年生物制药的发展迅速。



1、中美整体医药指数产业回顾

1.2 医药产业要素

- 纵观过去十年，美股医药行业的发展与持续性的创新研发是密不可分的，而美股医药行业的表现是受到多方面影响的，其中较为主要的因素便是宏观层面的因素，包括了**产业政策**、**人口结构**和**经济环境**三种要素。



1、中美整体医药指数产业回顾

1.3 美国医药产业框架

- 美国医药行业的发展是依赖于其独特的**产业结构**的。根据2018年《中国卫生事业管理》中的文章显示：美国最主要的医药研究机构**NIH**，每年投入研究经费只占据了美国医药研发总支出的不到**10%**，约**70亿美元**。然而就是在这种条件下，美国在近**30年**一直保持着医药行业特别是生物医药产业研发生产的世界领先地位。
- 之所以会出现这种情况，是要归功于其完善的产业结构的。其产业结构是较为复杂且完善的，包含了研发、新药许可、销售、支付、专利保护、监管等六部分，极大地促进了美国医药行业的发展。



1、中美整体医药指数产业回顾

1.4 美国医药产业政策

政策类型	相关内容
生命科学研发资金支持政策	<ul style="list-style-type: none">• NIH是美国主要负责资助医学领域研究的机构。由于强调基础性研究和严格的筛选制度，NIH的研究优先顺序和资助决策对新药创制带来显著影响。NIH资助的很多项目最终导致新药发现，并作为药物研发基础转移给制药公司或生物技术公司实现了产业化和商业化。
专利保护政策	<ul style="list-style-type: none">• Bayh - Dole Act规定大学、小企业或非营利性机构有权为得到NIH资助的研究成果申请专利，并将其转让给制药企业。极大提高了美国医药创新的积极性。• the Hatch - Waxman Act)。该法案延长了一些新药的专利保护期并简化了专利到期后仿制药的许可手续。这激励了新药的研发，又兼顾了非专利药的上市，一定程度上降低了药价。
新药许可政策	<ul style="list-style-type: none">• 如果有充分科学数据证明生物制剂与已被FDA批准的生物制品高度相似，且不能与已批准生物药品有任何临床安全和有效性上的不同，则可认为其是生物仿制药，FDA将简化认定为生物仿制药的审批程序。FDA这一系列法案促进了生物仿制药的上市和药品价格的下降。
药品定价政策	<ul style="list-style-type: none">• 药品价格管制宽松。
药品费用补偿政策	<ul style="list-style-type: none">• 美国实施了平价医疗法案(Affordable Care Act, ACA)，增加了医疗保险覆盖面。• SPAPs，为符合年龄和收入条件的公民提供部分药品支付。• 医疗保健计划(Medicare Part D)，儿童健康保险计划(CHIP)也在得到不断延展。
药品监管政策	<ul style="list-style-type: none">• FDA负责药品监管还对药物研发的初始阶段提出要示，如要求提供新药创制的基本原理，文件，实验，研发所得结果等资料，这主要基于其认为药品最终的质量依赖于药品早期研发阶段奠定的基础。

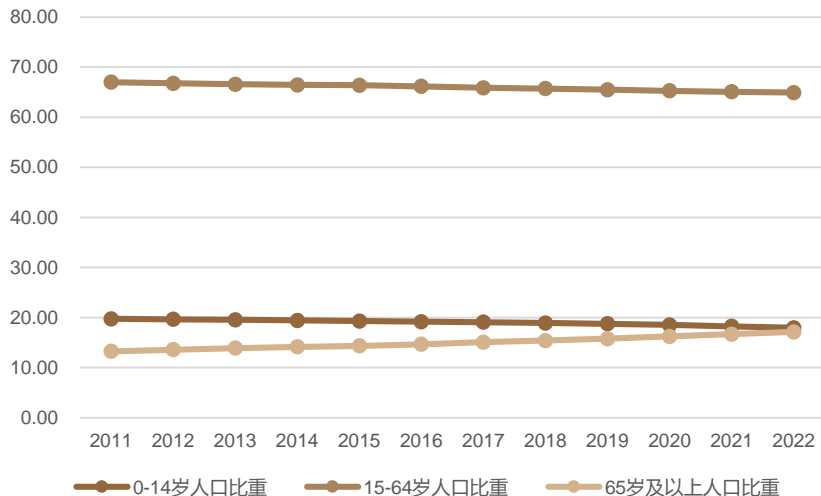
1、中美整体医药指数产业回顾

1.5 美国人口老龄化情况

■ 美国人口老龄化情况

- ▶ 美国新生儿出生率不断下降，人口结构逐渐趋向于老龄化。老龄人口比率的不断增高，意味着美国医药市场上对于药物特别是慢性病药物的需求不断增多，会带来医疗支出的增加，为整个医药板块带来持续增长的动力。

美国人口结构

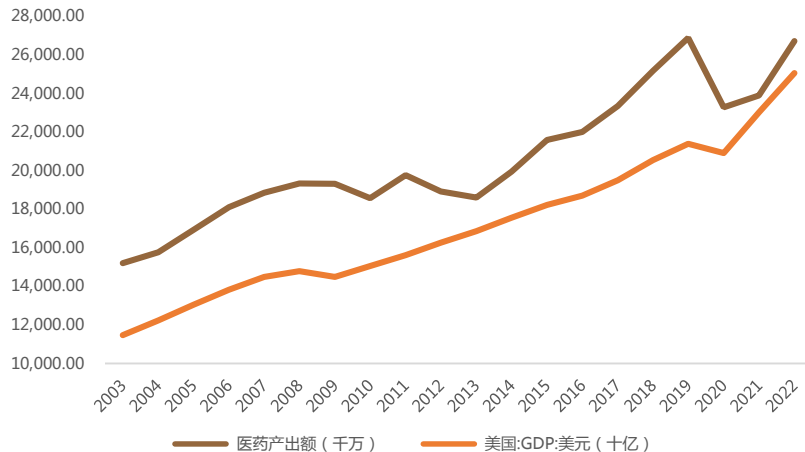


■ GDP持续增加

- ▶ 医药产出额与美国GDP之间有较强的关联性，在疫情以前医药产出额始终保持快速增长。疫情期间受停工停产影响，产出额骤降，随着疫情逐渐恢复，目前的医药产出也回到疫情以前的水平。

美国GDP增速情况

单位：美元





02

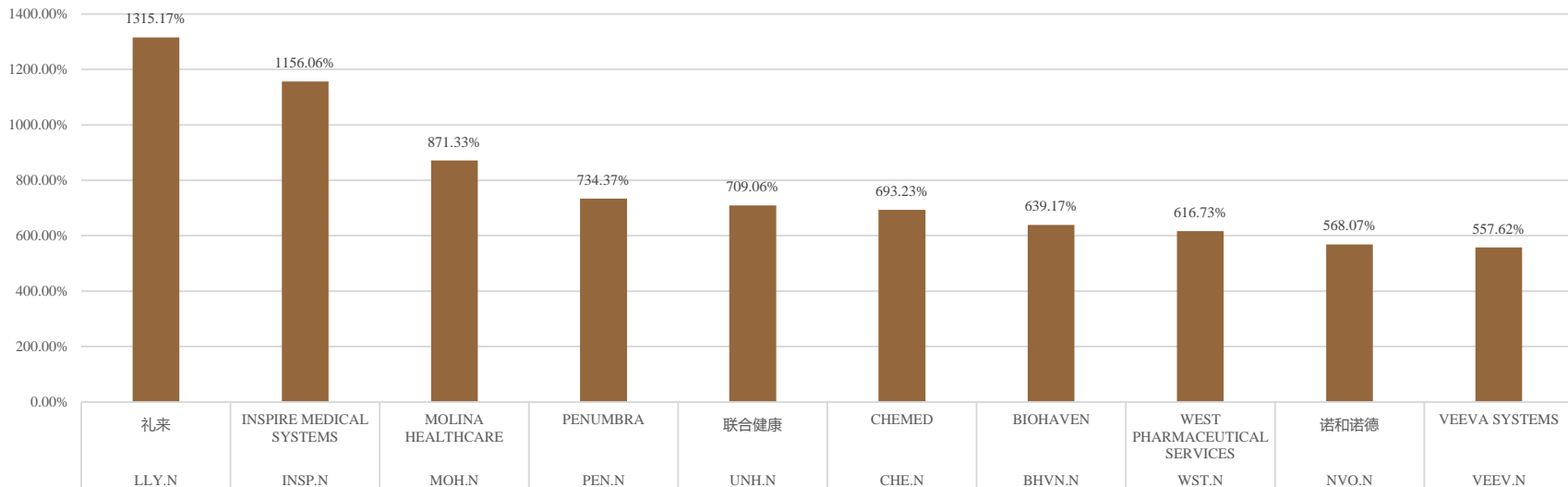
中美医药个股涨幅回顾

2、中美医药个股涨幅回顾

2.1 十年美股医药牛股

- ▶ 统计交易日期为2014年1月21日至2024年1月21日，十年区间**美股医疗板块涨幅前十名**的股票。涨势最高的是**礼来**，**区间涨幅13倍**，礼来主营药品研发及制造与销售，研发领域包括内分泌、神经科学、肿瘤学、心血管和皮肤病等；第二、三名为医疗设备与服务行业的新型企业：INSPIRE MEDICAL SYSTEMS
- ▶ 、MOLINAHEALTHCARE，主营业务分别为：INSPIRE MEDICAL SYSTEMS 专注于阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）患者的微创解决方案的开发和商业化、MOLINAHEALTHCARE的业务主要为低收入家庭和个人提供专注于医疗补助相关解决方案的医疗保健计划。

美国十年牛股涨幅



2、中美医药个股涨幅回顾

2.1 十年美股医药牛股

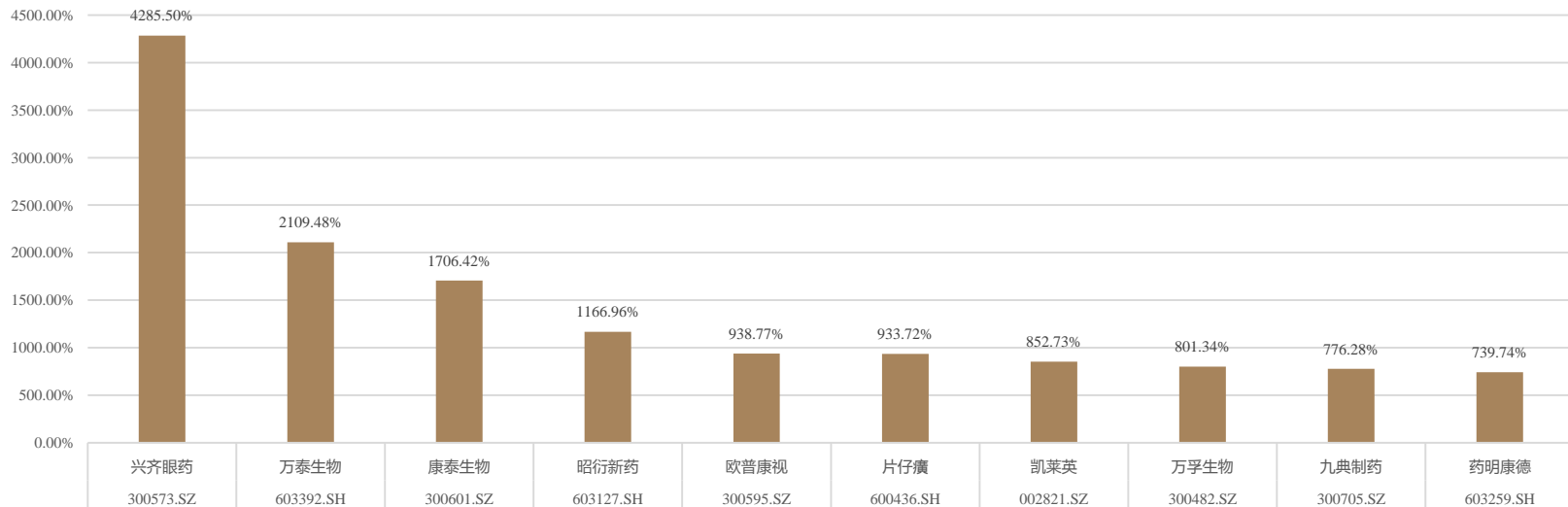
证券代码	证券简称	区间涨跌幅%↓	市值(亿美元)	所属Wind行业名称 [行业级别]三级行业	所属Wind行业名称 [行业级别]四级行业
LLY.N	礼来(ELI LILLY)	1315.17%	5,967.16	制药	西药
INSP.N	INSPIRE MEDICAL SYSTEMS	1156.06%	59.33	医疗保健设备与用品	医疗保健设备
MOH.N	MOLINA HEALTHCARE	871.33%	213.09	医疗保健提供商与服务	管理型保健护理
PEN.N	PENUMBRA	734.37%	96.61	医疗保健设备与用品	医疗保健设备
UNH.N	联合健康集团 (UNITEDHEALTH)	709.06%	4,657.55	医疗保健提供商与服务	管理型保健护理
CHE.N	CHEMED	693.23%	89.53	医疗保健提供商与服务	保健护理服务
BHVN.N	BIOHAVEN	639.17%	35.58	制药	西药
WST.N	WEST PHARMACEUTICAL SERVICES	616.73%	253.59	医疗保健设备与用品	医疗保健用品
NVO.N	诺和诺德	568.07%	4,877.38	制药	西药
VEEV.N	VEEVA SYSTEMS	557.62%	333.54	医疗保健技术III	医疗保健技术

2、中美医药个股涨幅回顾

2.2 十年A股牛股涨幅

- 统计交易日期为2014年1月21日至2024年1月21日，十年区间A股医疗板块涨幅前十名的股票（剔除北交所及港股）。涨势最高的是**兴齐眼药**，区间涨幅**40倍**，主营业务为**眼科药物研发、生产及销售**的医药公司；第二、三名分别为生物科技、医疗保健行业的新型企业：**万泰生物**、**康泰新药**。此外，涨势较好的股票也大多分布在疫苗和的医疗服务行业，或可说明中国医药行业具有较强的**需求驱动效应**。

中国十年牛股涨幅



2、中美医药个股涨幅回顾

2.2 十年A股牛股涨幅

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 [单位]%↓	总市值(亿元)	所属Wind行业名称 [行业级别]三级行业	所属Wind行业名称 [行业级别]四级行业	主营产品类型
300573.SZ	兴齐眼药	4285.5%	192.89	制药	西药	原料药
603392.SH	万泰生物	2109.48%	852.36	生物科技III	生物科技	生物诊断试剂、疫苗、诊断治疗设备
300601.SZ	康泰生物	1706.42%	268.28	生物科技III	生物科技	生物诊断试剂
603127.SH	昭衍新药	1166.96%	153.80	生命科学工具和服务III	生命科学工具和服务	医药中间体、专业咨询服务
300595.SZ	欧普康视	938.77%	177.55	医疗保健设备与用品	医疗保健用品	专用设备与零部件
600436.SH	片仔癀	933.72%	1,335.14	制药	中药	动物类中药制剂、解热镇痛制剂、糖类、植物类中药制剂
002821.SZ	凯莱英	852.73%	371.36	制药	西药	医药中间体、专业咨询服务
300482.SZ	万孚生物	801.34%	130.24	生物科技III	生物科技	电子测试和测量仪器、生物诊断试剂
300705.SZ	九典制药	776.28%	108.48	制药	西药	敷素及调节内分泌功能类制剂、原料药、植物提取物
603259.SH	药明康德	739.74%	2,211.84	生命科学工具和服务III	生命科学工具和服务	专业咨询服务



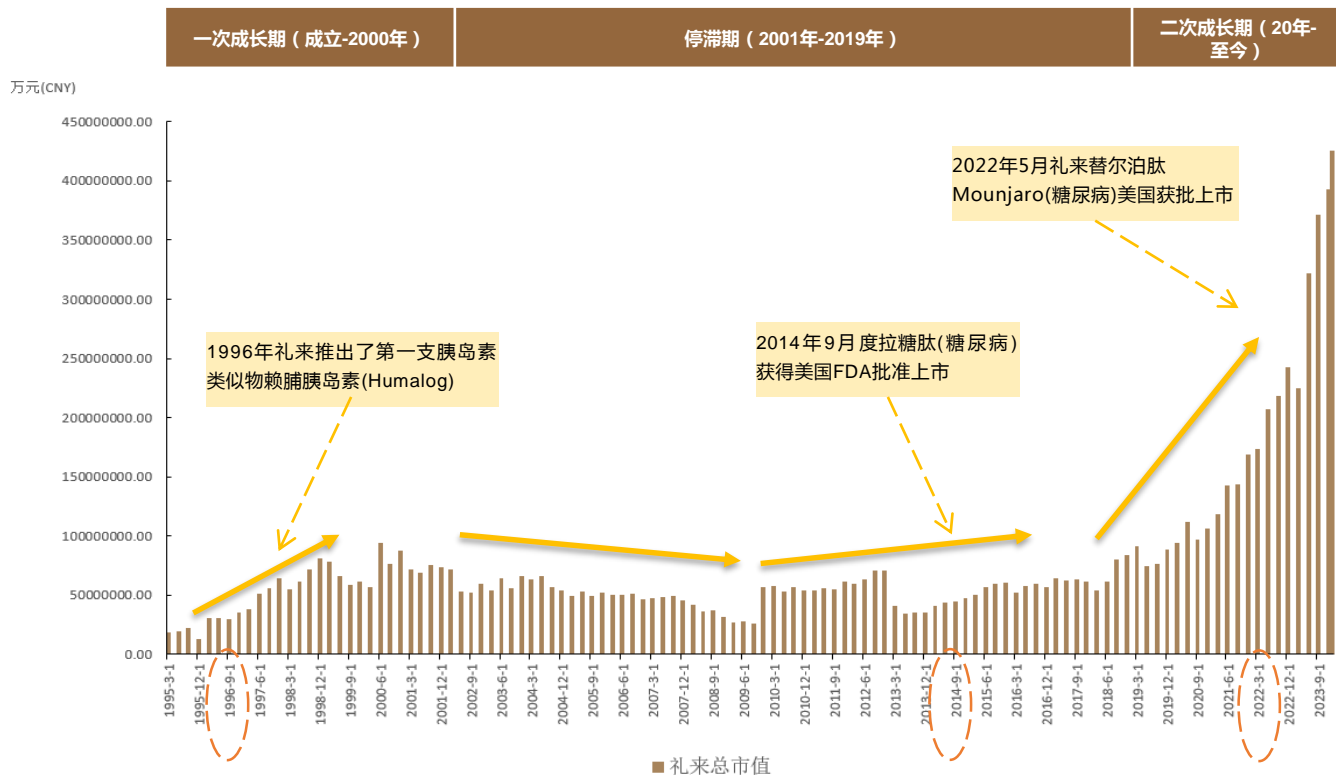
03

美国典型医药公司回顾

3.礼来：立足市场需求，持续研发创新

发展历程：百年发展精准定位市场需求，持续拓展疫病领域。

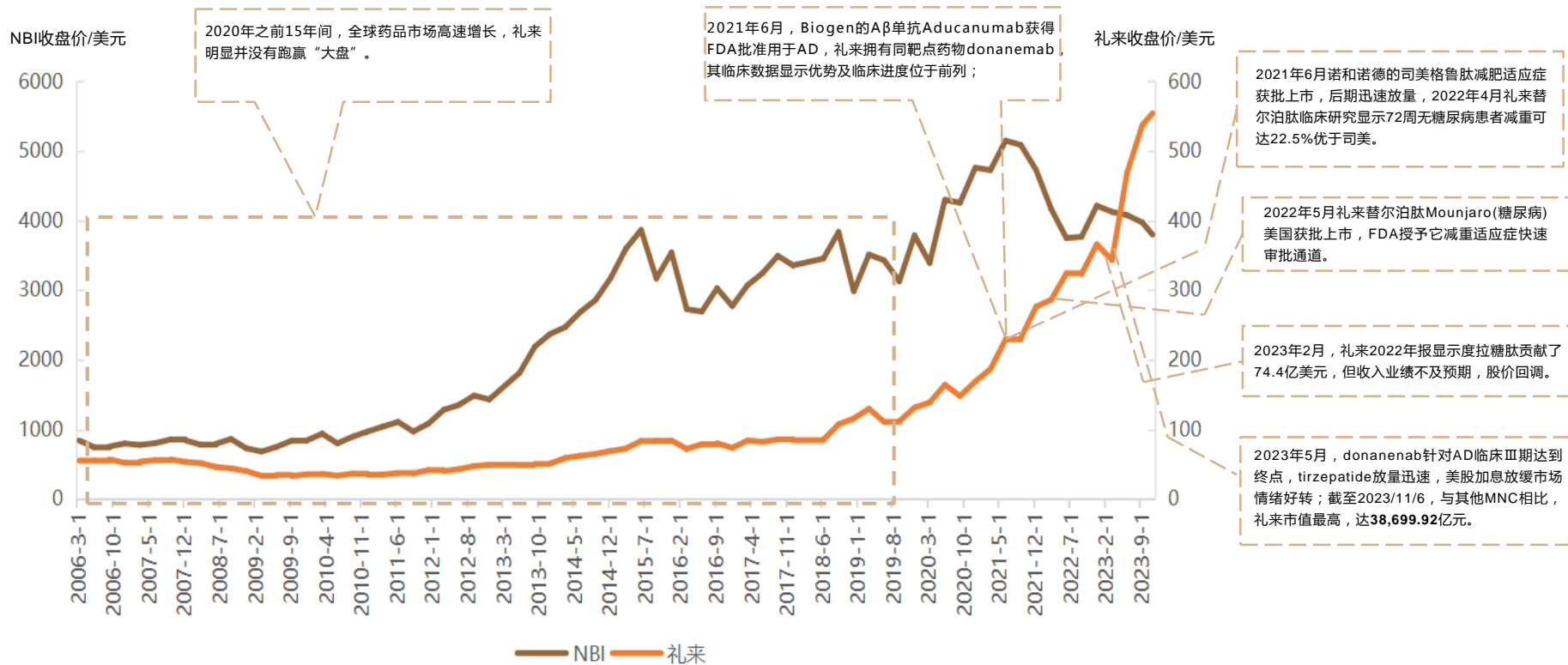
礼来历年总市值变化 (1993-2024) (截至2024/1/20)



3.礼来：立足市场需求，持续研发创新

两款重磅药物donanemab和tirzepatide的商业化预期催化，礼来股价及估值迅速攀升。

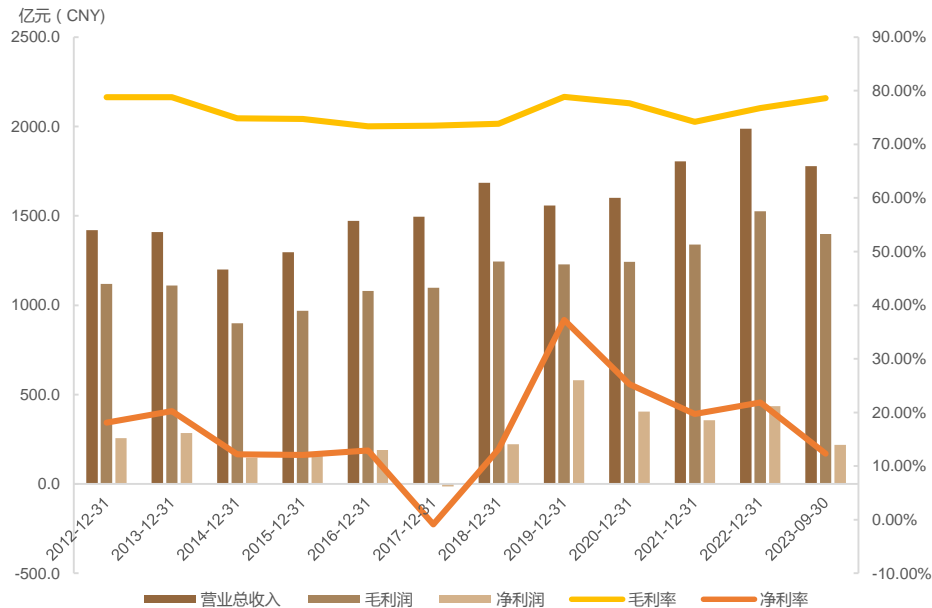
礼来和NBI收盘价对比 (单位:USD)



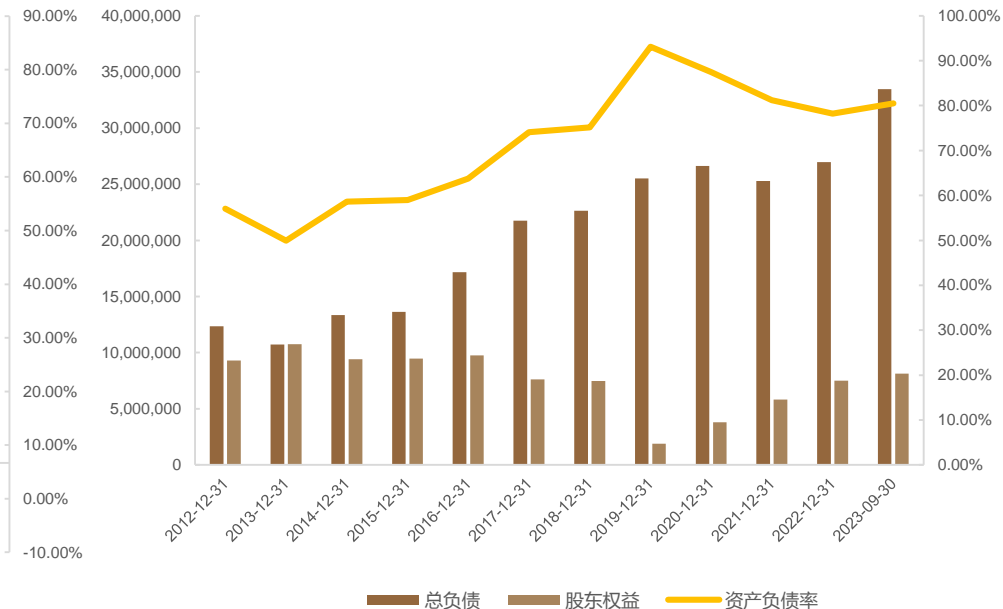
3.礼来：立足市场需求，持续研发创新

财务数据

礼来2012-3Q23收入和利润数据（2005-2022）



礼来2012-3Q23资本结构变化

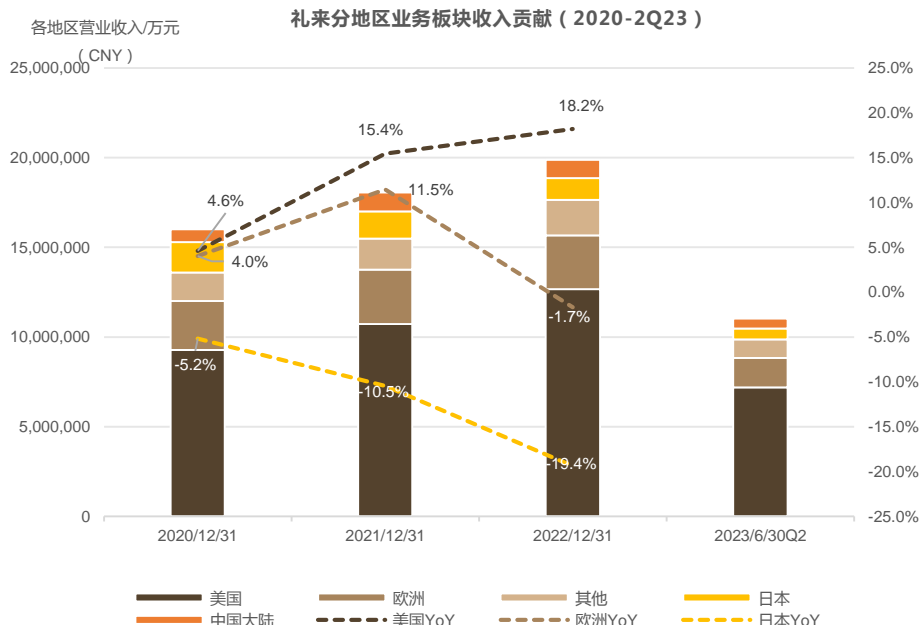
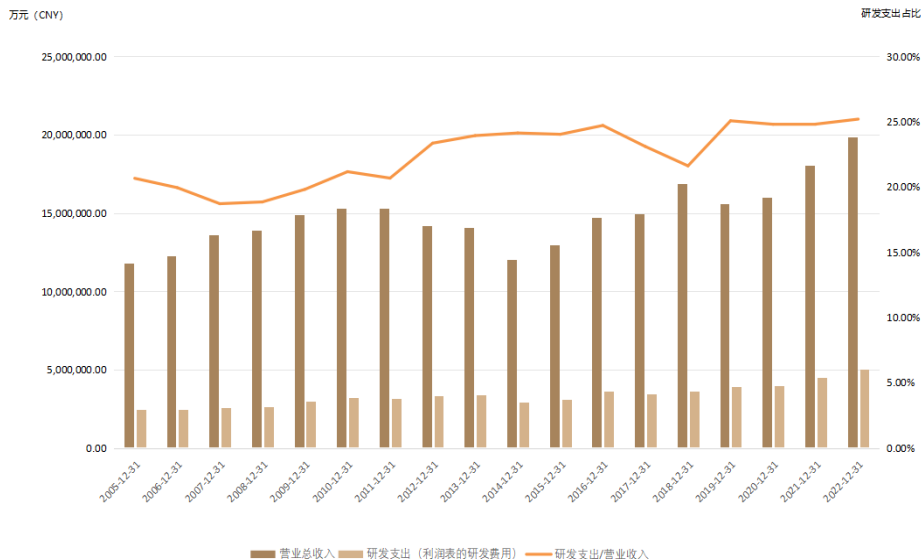


3. 礼来：立足市场需求，持续研发创新

业务特点：一心研发专注创新药，研发投入持续提升；业务范围不断拓宽覆盖全球，美国地区贡献主要增长。

- 礼来重视药物研发，研发投入近年内稳步上涨，研发费率从2007年的**18.7%**涨至2022年的**25.2%**，与其他MNC相比，2022年研发费率居于榜首。
- 礼来业务覆盖了全球的主要市场，美国市场的营业额最高，2023年上半年销售额达**7,202,388万元**；中国大陆市场在总体上占比不高，但潜力巨大，且礼来也十分看重，均在年报中单独披露。

礼来收入和研发投入数据（2005-2022）
（注：下图中的研发支出为利润表中的研发费用）



3.礼来：业务广泛覆盖疾病领域，各板块持续均衡发展



业务板块：覆盖神经、代谢、肿瘤、内分泌等多疾病领域，代谢疫病业务板块贡献主要收入。

- 礼来代谢疾病领域2014年起营业收入连年稳定增长，该板块收入主要来自于周制剂GLP-1R激活剂度拉糖肽Trulicity，据最新数据显示，2023Q3度拉糖肽销售额为**16.74亿美元**，为礼来营收最高药品，同比下降**-9.5%**。

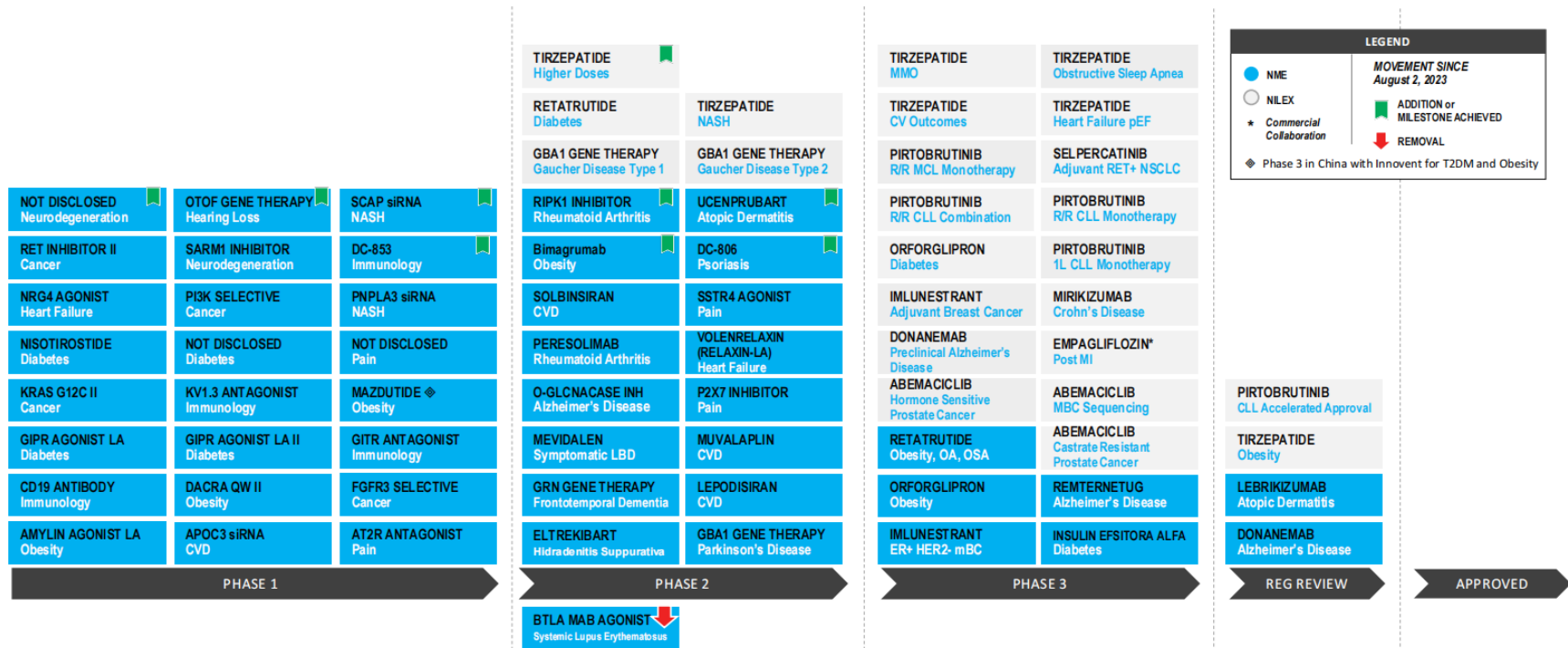
礼来2023Q3重要收入贡献产品

商品名	药品中文名	主要适应症	2023Q3收入(亿美元)	YoY
Trulicity	度拉糖肽	2型糖尿病	16.74	-9.5%
Verzenio	玻玛西林	晚期乳腺癌	10.40	68.3%
Jardiance	恩格列净	II型糖尿病、收缩性心力衰竭	7.01	22.3%
Taltz	艾克斯单抗	银屑病、强直	7.44	9.4%
Humalog	重组赖脯胰岛素	糖尿病	3.95	-11.6%

3.礼来：业务广泛覆盖疾病领域，各板块持续均衡发展

管线概览

■ 礼来临床管线图 (截至2023年10月30日)



风险提示

- 1、宏观风险加大
- 2、医药市场需求急速变化
- 3、新药研发不及预期



信息披露

分析师简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅	股票 投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上
		增持	相对强于市场表现5%~20%
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动
		减持	相对弱于市场表现5%以下
2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准	行业 投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下

免责声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改

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



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电话：+862168761616 传真：+862168767880

400-8888-128