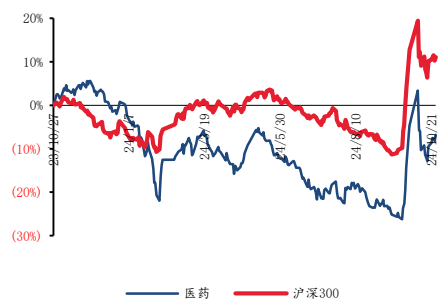


医药生物

低估板块全面反弹，中远期业绩指引调整值得关注（附多抗研究专题） (2024.10.21-2024.10.25)

■ 走势比较



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

君实生物	买入
华领医药-B	买入
奥锐特	买入
同和药业	买入
阳光诺和	买入
泓博医药	买入
福元医药	买入
三生制药	买入
京新药业	买入
共同药业	增持
亿帆医药	买入
诺诚健华	买入
泰格医药	买入
诺思格	买入
奥翔药业	买入
科伦药业	买入
国邦医药	买入
皓元医药	买入

相关研究报告

<<Q3 业绩符合预期，营销改革成果持续显现>>--2024-10-25

<<Q3 收入环比持续增长，研发保持高投入>>--2024-10-25

<<Q3 收入及利润环比略有下滑，业绩基本符合市场预期>>--2024-10-25

报告摘要

● 本周观点

我们本周梳理了多抗产品的作用机理和在研产品。全球多抗研发处于早期探索阶段，其中百利天恒布局多款产品。三特异性抗体可靶向 CD3、TAA、共刺激分子，促进 T 细胞的有效激活。四特异性抗体可同时靶向 CD3、TAA、共刺激分子、免疫抑制分子，进一步提高抗肿瘤效果。TCR/CD3 触发需要共刺激信号才能实现最佳的 T 细胞活化和增殖，与此同时，活化的 T 细胞会表达免疫检查点受体，以调节免疫反应的持续时间和幅度。多特异性抗体在靶向共刺激信号同时，通过阻断 T 细胞负调节因子 (CTLA-4、PD-1 等)，解除 T 细胞抑制，间接激活 T 细胞，有望进一步提高抗肿瘤效果。但由于存在两个抗 CD3 结合结构域，具有一定的细胞因子风暴风险 (CRS)，以及非特异性激活。全球多特异性抗体研发均处于早期探索阶段。赛诺菲的三抗 SAR442257 (CD38 /CD3 /CD28) 和 SAR443216 (HER2/CD3/CD28) 处于全球第一梯队，但目前已终止了开发。四特异性抗体方面，基于自建多特体抗体开发平台 GNC，百利天恒已开发 4 款进入临床阶段的 FIC 分子。

● 投资建议

本周医药板块上涨 3.11%，跑赢沪深 300 指数 2.32pct。板块内部来看，子板块中医疗新基建、医药外包和生命科学表现相对较好，创新药、疫苗、医院及体检则跌幅靠前。我们建议重视医药板块受市场定价权资金变化所带来的增量影响，尤其是阶段性布局前期超跌反弹个股的投资策略：

创新药——短期关注国谈，中长期看好“差异化+出海预期”标的。2024 年医保目录现场谈判于 10 月 27 日开始，预计最终结果将在 11 月公布。今年国谈的专家评审通过率较低，显示支付方对于真创新药的要求在不断提升。推荐关注卡度尼利、依沃西单抗、布地奈德肠溶胶囊、CART 等品种。近期受益于美联储的进一步降息预期，创新药板块情绪回暖，前期的超跌有所修复，市场风险偏好逐步回升。我们认为数据催化和 BD 预期 (Licence-out、共同开发、NewCo) 将重新成为创新药的主线，推荐关注来凯医药 (LAE-102 的减重 1 期读出和 BD 预期)、华领医药-B (二代 GKA 的美国 1 期读出和 BD 预期)、诺诚健华 (11 月 14 日研发日临近)、百利天恒 (SABCS 乳腺癌数据更新)。

原料药——①2023-2026 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元，相较 2019-2022 年总额增长 54%，多个重磅产品专利将持续到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨，同比增长 2.2%，其中 Q1 为 86.4 吨，同比下降 7.0%，Q2 为 92.4 万吨，同比增长 12.8%；2024 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元，同比增长 6.78%，其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元，分别同比增长 3.35%、10.41%；进口量为

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

19.07万吨，同比大幅增长14.53%，其中Q1/Q2分别为9.14万吨、9.93万吨，分别同比增长7.21%、22.18%，进口额及进口量均达到过去4年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，我们判断2024年Q3-Q4原料药板块需求端有望逐步回暖，迎来β行情。建议关注：1) 2024年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、奥翔药业(603229)等；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)等；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药(605507)等；4) 具备减肥药等主题投资属性的个股，如奥锐特(605116)等。

CXO——资金面：1) 美联储降息周期正式开启+中国经济刺激计划陆续出台，A股资产性价比凸显：24年9月美联储降息50bp，全球美元资产再平衡进程正式开启；9月中国经济刺激计划同期出台，中国经济增速预期边际改善（多家内外资投行对24-25年中国实际GDP增速指引上调0.2-0.5pct）；中国资产性价比凸显，MSCI中国市场指数PE仅为13.62倍，而MSCI新兴市场（剔除中国）指数PE为17.59倍。2) 具备市场定价权的增量资金逐渐发生转移，由原先偏好高股息、风格保守的险资逐渐转变为以外资、ETF为主的资金，对医药等高成长行业更加友好。基本面：随着中美降息周期开启，未来医药投融资有望持续回暖（24H1全球Biotech融资同比增长63%），从而带动CXO需求的逐步改善（截至24H1，药明康德在手订单为431亿元，剔除新冠大订单后同比增长33.2%）。

行业层面我们建议关注：1) 美联储利率政策的变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 创新药全产业链支持政策细则的出台。公司层面我们建议关注：1) 生物安全法案短期落地受阻+外资回流再次拥抱核心资产，药明系基本面和估值迎来双利好；2) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床CRO，如泰格医药* (300347)、阳光诺和(688621)、诺思格(301333)；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC以及AI等概念公司，如：泓博医药(301230)、皓元医药* (688131)。

仿制药——政策端随着集采政策持续优化，药品采购周期从首批的1年到目前接近4年，平均单品种入围企业由首批1家到第九批约6家。同时集采续约整体呈现竞争格局优化，降价要求温和的趋势，集采的边际影响有望不断减弱。短期来看，Q4有望迎来院内诊疗需求提升，驱动相关企业业绩增长，带来估值提升。中长期来看，板块内部分化趋势明显，在集采后周期和四同等政策推出的背景下，仿制药企业有望迎来加速行业整合，具有产品集群优势及销售能力较强、拥有原料药制剂产业链一体化的公司优势将不断显现。同时创新能力强、具有核心竞争力的企业也将持续受益，相关企业有望实现估值重塑。建议关注：1) 拥有产业链优势，院内+院外有望持续放量的公司，如：福元医药(601089)、京新药业(002020)等；2) 创新药管线进入兑现阶段有望带来估值重塑，同时拥有海外商业化前景的公司，如：亿帆医药(002019)、三生制药(1530.HK)、科伦药业(002422)等。

● 风险提示

全球供给侧约束缓解不及预期；美联储政策超预期；一级市场投融资

不及预期；医药政策推进不及预期；医药反腐超预期风险；原材料价格上涨风险；创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；安全性生产风险。

目录

一、 行业观点及投资建议	6
(一) 多抗研发处于早期探索阶段，百利天恒布局多款产品	6
(二) 投资建议	9
(三) 行业表现	11
(四) 公司动态	11
(五) 行业动态	13
二、 医药生物行业市场表现	14
(一) 医药生物行业表现比较	14
(二) 医药生物行业估值跟踪	16
三、 风险提示	18

图表目录

图表 1: 赛诺菲三抗 SAR442257 (CD38 × CD3 × CD28) 的作用机制.....	6
图表 2: 全球主要在研多抗产品.....	7
图表 3: 四特异性抗体与单抗和双特异性抗体的比较.....	8
图表 4: GNC 多抗的作用机制.....	9
图表 5: GNC-038 的分子结构.....	9
图表 6: 一级行业周涨跌幅 (%).....	15
图表 7: 医药生物二级行业周涨跌幅 (%).....	15
图表 8: 医药生物行业个股周涨跌幅前十.....	16
图表 9: 医药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	16
图表 10: 原料药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	16
图表 11: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	17
图表 12: 医药商业行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	17
图表 13: 医疗器械行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	17
图表 14: 医疗服务行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	17
图表 15: 生物制品行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	18
图表 16: 中药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值).....	18

一、行业观点及投资建议

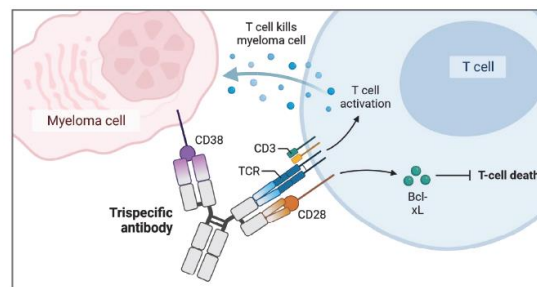
（一）多抗研发处于早期探索阶段，百利天恒布局多款产品

1) 多特异性抗体研发处于早期探索阶段

双特异性抗体（bsAb）可以同时结合两个不同的表位或抗原，从而实现具有协同效应的多种机制功能。双特异性抗体（bispecific antibody, bsAb）为可同时特异性结合 2 个抗原或抗原表位的抗体分子，通过效应位点和靶点位点发挥其功能特性。效应位点起到连接募集效应细胞、药物分子或病毒的作用；靶点位点可以靶向到分子或细胞等。bsAb 在体内可以通过不同作用机制，以组合或专性方式发挥作用，能够介导超越天然单抗的治疗效果，例如通过向癌细胞招募免疫效应细胞或用单个分子靶向不同的信号传导途径。

三特异性抗体可靶向 CD3、TAA、共刺激分子，促进 T 细胞的有效激活。完全激活 T 细胞至少需要两个信号，第一个信号由 T 细胞受体（TCR）和抗原呈递细胞（APC）通过组织相容性复合物（MHC）呈递的肽连接，可利用链接 CD3 和 TAA 的 TCE 技术手段实现。第二个信号需要 T 细胞表面表达的共刺激分子（如 CD28、41-BB 等）与 APC 表达的配体结合，从而实现有效免疫反应所需的持续 T 细胞激活、增殖和分化。赛诺菲的 SAR442257（CD38 × CD3 × CD28）设计思路，即 CD3 和 CD28 的结合提供了有效的 T 细胞刺激，而抗 CD38 结构域将 T 细胞引导至骨髓瘤细胞以及某些淋巴瘤和白血病细胞。此外，4-1BB（CD137）也是 T 细胞反应中关键共刺激分子，在 T 细胞上表达并支持增殖、存活和效应功能。4-1BB 信号还可以激活 NK 细胞和树突状细胞，从而间接促进细胞毒性 T 细胞功能。全身施用的 4-1BB 单抗进行 T 细胞共刺激通常伴随显著毒性，尤其是肝毒性。目前 4-1BB 激动药物被设计至少有一个额外的结合位点，以引导 T 细胞到达肿瘤或 TME。

图表1：赛诺菲三抗 SAR442257（CD38 × CD3 × CD28）的作用机制



资料来源：2023 ASH，太平洋证券整理

四特异性抗体可同时靶向 CD3、TAA、共刺激分子、免疫抑制分子，进一步提高抗肿瘤效果。

TCR/CD3 触发需要共刺激信号才能实现最佳的 T 细胞活化和增殖，与此同时，活化的 T 细胞会表达免疫检查点受体，以调节免疫反应的持续时间和幅度。多特异性抗体在靶向共刺激信号同时，通过阻断 T 细胞负调节因子（CTLA-4、PD-1 等），解除 T 细胞抑制，间接激活 T 细胞，有望进一步提高抗肿瘤效果。但由于存在两个抗 CD3 结合结构域，具有一定的细胞因子风暴风险(CRS)，以及非特异性激活。

全球多特异性抗体研发均处于早期探索阶段。赛诺菲的 SAR442257 (CD38 × CD3 × CD28) 是全球处于第一梯度的三抗，其中，一项用于 r/r MM 和 r/r NHL 的 1 期临床已于 2024 年 3 月完成患者入组。但是根据赛诺菲的公告，SAR442257 和另一款三抗 SAR443216 (HER2/CD3/CD28) 也终止了开发，2024ESMO 数据显示，SAR443216 安全性和有效性十分不佳。四特异性抗体方面，全球仅百利天恒的 4 款产品进入临床阶段。

图表2：全球主要在研多抗产品

产品	公司	靶点	适应症	阶段
SAR442257	Sanofi	CD38/CD3/CD28	MM, NHL	Ph1终止
SAR443216	Sanofi	HER2/CD3/CD28	HER2+ solid tumors	Ph1终止
SAR443579	Sanofi	CD123/CD16/NKp46	AML, MDS	Ph2
CB307	Crescendo Biologics	PSMA/CD137/HSA	PSMA+ tumors	Ph1
HPN217	Harpoon Therapeutics	BCMA/HSA/CD3	MM	Ph1/2
HPN328	Harpoon Therapeutics	DLL3/HSA/CD3	SCLC	Ph1/2
HPN424	Harpoon Therapeutics	PSMA/HSA/CD3	Prostate cancer	Ph1/2
HPN536	Harpoon Therapeutics	MSLN/HSA/CD3	MSLN+ tumors	Ph1/2
MPO317	Molecular Partners	CD40/FAP/HSA	晚期实体瘤	Ph1
MPO310	Molecular Partners	CD137/FAP/HSA	晚期实体瘤	Ph1
GTB-3550	GT Biopharma	CD16/IL-15/CD33	AML	Ph1/2终止
DF1001	Dragonfly Therapeutic	HER2/CD16/NKG2D	HER2+ solid tumors	Ph1/2
GB263T	Genor Biopharma	EGFR/cMET/cMET*	NSCLC	Ph1/2
NM21-1480	Numab Therapeutics	PD-L1/CD137/HSA	NSCLC	Ph1/2
TAK-186	Takeda	EGFR/CD3/HSA	CCR, NSCLC, SCCHN	Ph1/2
IBI3003	信达生物	GPRC5D/BCMA/CD3	多发性骨髓瘤	Ph1
GNC-035	百利天恒	CD3/CD137/PD-L1/ROR1	实体瘤和血液瘤	Ph1
GNC-038	百利天恒	CD3/CD137/PD-L1/CD19	血液瘤	Ph1
GNC-039	百利天恒	CD3/CD137/PD-L1/EGFRvIII	胶质母瘤等	Ph1
GNC-077	百利天恒		实体瘤	Ph1

资料来源：Clinical Trials，太平洋证券整理

2) 百利天恒自建多抗平台，已有 4 款 FIC 分子进入临床阶段

百利天恒自建多特异性抗体开发平台 GNC。GNC (Guidance Navigation & Control, 制导、导航 & 控制) 平台是百利天恒独立开发的、具有完全自主知识产权的多特异性抗体开发平台，用于开发具有对称/不对称结构的、可同时靶向多种不同抗原的多特异性抗体。基于该平台所研制出的多特异性 GNC 抗体分子，可以通过多个肿瘤/免疫相关蛋白结构域间的协调作用，全面、系统、深度

地激活肿瘤患者的免疫系统，完成对肿瘤细胞的「制导」、「导航」和「控制」过程，最终实现针对肿瘤的靶向性、激发型免疫攻击。GNC 四特异性抗体分子在药理活性、表达量、可改造性、技术壁垒等方面，具有较明显的差异。

图表3：四特异性抗体与单抗和双特异性抗体的比较

下表載列不同結構設計的雙特異性抗體與多特異性抗體的比較。

分類	雙特異性抗體 (BsAb)		多特異性抗體 (MsAb)
	含Fc區 IgG樣	不含Fc區的非IgG樣	
代表性平台	KiH, CrossMAB; Orthogonal Fab IgG; SEBA	BiTE; Nanobody; DART	GNC; Contorsbody; ProTECT; CODV-Ig
優點	<p>CMC:</p> <ul style="list-style-type: none"> 溶解性好 穩定性高 <p>療效:</p> <ul style="list-style-type: none"> 半衰期較長 通過Fc介導的ADCC、CDC和ADCP效應發揮更大的治療潛力 	<p>CMC:</p> <ul style="list-style-type: none"> 成本較低 產量高 <p>療效:</p> <ul style="list-style-type: none"> 缺乏Fc片段，僅通過抗原結合發揮治療作用，免疫原性較低 滲透性較高，在實體腫瘤治療潛力巨大 	<ul style="list-style-type: none"> 靶向免疫治療和逃逸抑制的協同作用 同時阻斷/激活下游兩種不同的免疫信號通路，增強細胞殺傷毒性 降低脫靶毒性
缺點	<ul style="list-style-type: none"> 滲透性差 生產複雜 免疫原性較高 	<ul style="list-style-type: none"> 半衰期短 需要頻繁輸藥 患者依從性差 	<ul style="list-style-type: none"> 生產複雜 成本較高 產量較低
代表藥物	Catumaxomab®	Blinctyo®	目前無獲批藥物

資料來源：《信號轉導和靶向治療》(Signal Transduction And Targeted Therapy)·灼識諮詢

資料來源：百利天恒港股上市申請書，太平洋證券整理

基于多特体抗体开发平台 GNC，百利天恒已开发 4 款进入临床阶段的 FIC 分子。截至目前，百利天恒已开发 4 款进入临床阶段的四特异性 T 细胞衔接器，其中 GNC-038 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × CD19) 及 GNC-035 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × ROR1) 进入 1b/2 期，而 GNC-039 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × EGFRvIII) 进入 1b 期，这是全球首批进入临床阶段的三种四抗。此外，百利天恒 2024 年 6 月就新的一款多抗 GNC-077 向中国药监局提交 IND，并于 2024 年 9 月获得 IND 批准。

GNC-038 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × CD19) 主要针对血液瘤。 GNC-038 的四特异性使其能够同时作用于四个不同的靶点，以调节对癌细胞的多种免疫反应：靶向 CD3 促进 T 细胞的活化，靶向 4-1BB 增强 T 细胞的增殖和存活，靶向 PD-L1 能解除免疫抑制的束缚，靶向 CD19 针对 B 细胞恶性肿瘤。截至目前，GNC-038 已开展了 1 个 Ia/Ib 期和 4 个 Ib/II 期临床研究，覆盖了急性淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤等血液系统肿瘤。

GNC-035 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × ROR1) 主要用于血液瘤和实体瘤。 受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1) 在肿瘤生长、转移、耐药性及抑制细胞凋亡方面发挥作用，在各种实体瘤和淋巴瘤中观察到高表达，GNC-035 靶向 ROR1 使其有望用于血液肿瘤及实体瘤领域。目前，GNC-035 就各种 ROR1+实体瘤及血液恶性肿瘤患者作为单一药物正在接受临床试验评估。

GNC-039 (CD3 × 4-1BB × PD-L1 × EGFRvIII) 在脑胶质瘤中有明确的有效性信号。 EGFRvIII 是癌症中最常见的 EGFR 突变体，在胶质母细胞瘤、卵巢癌、乳腺癌及 NSCLC 等实体瘤中高度

表达，正常组织中不表达。GNC-039 靶向 EGFRvIII，不损伤正常细胞，减少脱靶效应，有望成为治疗各种表达 EGFRvIII 的癌症的重要药物。目前正在中国开展 GNC-039 治疗实体瘤的 I 期临床试验，2021 年 4 月启动，预计于 2024 年完成。已有脑胶质瘤的 Ia/Ib 期临床研究表明，GNC-039 在脑胶质瘤中有明确的有效性信号，且安全性良好。

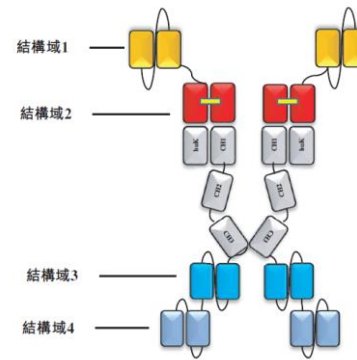
GNC-077 是百利天恒依靠全球领先的创新 GNC 平台自主研发的一种创新的多抗分子，其分子结构包括靶向 T 细胞 CD3 和 T 细胞免疫检查点的抗体结构域，以及靶向肿瘤抗原的抗体结构域。GNC-077 可有效诱导 T 细胞的活化、分化及增殖，并介导活化的 T 细胞特异性靶向杀伤肿瘤抗原阳性的肿瘤细胞。在体内研究中，GNC-077 已在多种实体瘤中显示出强大的抗肿瘤疗效。

图表4：GNC 多抗的作用机制



资料来源：百利天恒港股上市申请书，太平洋证券整理

图表5：GNC-038 的分子结构



资料来源：百利天恒港股招股书，太平洋证券整理

(二) 投资建议

本周医药板块上涨 3.11%，跑赢沪深 300 指数 2.32pct。板块内部来看，子板块中医疗新基建、医药外包和生命科学表现相对较好，创新药、疫苗、医院及体检则跌幅靠前。我们建议重视医药板块受市场定价权资金变化所带来的增量影响，尤其是阶段性布局前期超跌反弹个股的投资策略：

创新药——短期关注国谈，中长期看好“差异化+出海预期”标的。2024 年医保目录现场谈判于 10 月 27 日开始，预计最终结果将在 11 月公布。今年国谈的专家评审通过率较低，显示支付方对于真创新药的要求在不断提升。推荐关注卡度尼利、依沃西单抗、布地奈德肠溶胶囊、CART 等品种。近期受益于美联储的进一步降息预期，创新药板块情绪回暖，前期的超跌有所修复，市场风险偏好逐步回升。我们认为数据催化和 BD 预期（Licence-out、共同开发、NewCo）将重新成为创新药的主线，推荐关注来凯医药（LAE-102 的减重 1 期读出和 BD 预期）、华领医药-B（二代 GKA

的美国 1 期读出和 BD 预期)、诺诚健华 (11 月 14 日研发日临近)、百利天恒 (SABCS 乳腺癌数据更新)。

原料药——①2023-2026 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元，相较 2019-2022 年总额增长 54%，多个重磅产品专利将陆续到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨，同比增长 2.2%，其中 Q1 为 86.4 万吨，同比下降 7.0%，Q2 为 92.4 万吨，同比增长 12.8%；2024 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元，同比增长 6.78%，其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元，分别同比增长 3.35%、10.41%；进口量为 19.07 万吨，同比大幅增长 14.53%，其中 Q1/Q2 分别为 9.14 万吨、9.93 万吨，分别同比增长 7.21%、22.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，我们判断 2024 年 Q3-Q4 原料药板块需求端有望逐步回暖，迎来 β 行情。建议关注：1) 2024 年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特 (605116)、奥翔药业 (603229) 等；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业 (300636)、共同药业 (300966) 等；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药 (605507) 等；4) 具备减肥药等主题投资属性的个股，如奥锐特 (605116) 等。

CXO——资金面：1) 美联储降息周期正式开启+中国经济刺激计划陆续出台，A 股资产性价比凸显：24 年 9 月美联储降息 50bp，全球美元资产再平衡进程正式开启；9 月中国经济刺激计划同期出台，中国经济增速预期边际改善 (多家内外资投行对 24-25 年中国实际 GDP 增速指引上调 0.2-0.5pct)；中国资产性价比凸显，MSCI 中国市场指数 PE 仅为 13.62 倍，而 MSCI 新兴市场 (剔除中国) 指数 PE 为 17.59 倍。2) 具备市场定价权的增量资金逐渐发生转移，由原先偏好高股息、风格保守的险资逐渐转变为以外资、ETF 为主的资金，对医药等高成长行业更加友好。基本面：随着中美降息周期开启，未来医药投融资有望持续回暖 (24H1 全球 Biotech 融资同比增长 63%)，从而带动 CXO 需求的逐步改善 (截至 24H1，药明康德在手订单为 431 亿元，剔除新冠大订单后同比增长 33.2%)。行业层面我们建议关注：1) 美联储利率政策的变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 创新药全产业链支持政策细则的出台。公司层面我们建议关注：1) 生物安全法案短期落地受阻+外资回流再次拥抱核心资产，药明系基本面和估值迎来双利好；2) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如泰格医药* (300347)、阳光诺和 (688621)、诺思格 (301333)；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC 以及 AI 等概念公司，如：泓博医药 (301230)、皓元医药* (688131)。

仿制药——政策端随着集采政策持续优化，药品采购周期从首批的1年到目前接近4年，平均单品种入围企业由首批1家到第九批约6家。同时集采续约整体呈现竞争格局优化，降价要求温和的趋势，集采的边际影响有望不断减弱。短期来看，Q4有望迎来院内诊疗需求提升，驱动相关企业业绩增长，带来估值提升。中长期来看，板块内部分化趋势明显，在集采后周期和四同等政策推出的背景下，仿制药企业有望迎来加速行业整合，具有产品集群优势及销售能力较强、拥有原料药制剂产业链一体化的公司优势将不断显现。同时创新能力强、具有核心竞争力的企业也将持续受益，相关企业有望实现估值重塑。建议关注：1) 拥有产业链优势，院内+院外有望持续放量的公司，如：福元医药（601089）、京新药业（002020）等；2) 创新药管线进入兑现阶段有望带来估值重塑，同时拥有海外商业化前景的公司，如：亿帆医药（002019）、三生制药（1530.HK）、科伦药业（002422）等。

（标*表示未深度覆盖）

（三）行业表现

本周医药板块上涨3.11%，跑赢沪深300指数2.32pct。医药生物行业二级子行业中，医疗新基建(+16.80%)、医药外包(+7.87%)、生命科学(+6.99%)表现居前，创新药(-1.98%)、疫苗(0.43%)、医院及体检(0.43%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前3位分别为科源制药(+107.35%)、常山药业(+32.07%)、奥浦迈(+30.42%)；周跌幅榜前3位为诺泰生物(-17.72%)、信立泰(-10.79%)、奥赛康(-5.94%)。

估值方面，截至10月25日收盘，以TTM整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为27.33倍。医药生物相对于整体A股剔除金融行业的溢价率为37.11%。

（四）公司动态

华海药业（600521）：10月21日，公司发布公告，近日收到国家药品监督管理局核准签发的阿加曲班注射液的《药品注册证书》，经审查，本品符合药品注册的有关要求，批准注册。

恩华药业（002262）：10月21日，公司发布公告，近日收到国家药品监督管理局核准签发的氯硝西泮注射液的《药品注册证书》，经审查，本品符合药品注册的有关要求，批准注册。

川宁生物（301301）：10月21日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入44.56亿元，同比增长24.43%，归母净利润为10.76亿元，同比增长68.07%，扣非归母净利润为10.75亿元，同比增长68.15%。

信立泰（002294）：10月21日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入30.01亿元，

同比增长 22.18%，归母净利润为 5.10 亿元，同比增长 6.70%，扣非归母净利润为 4.97 亿元，同比增长 14.94%。

太极集团（600129）：10 月 22 日，公司发布公告，子公司西南药业近日收到国家药品监督管理局核准签发的盐酸羟考酮缓释片的《药品注册证书》，经审查，本品符合药品注册的有关要求，批准注册。

汇宇制药（688553）：10 月 22 日，公司发布公告，近日收到国家药品监督管理局核准签发的乙酰半胱氨酸注射液的《药品注册证书》，经审查，本品符合药品注册的有关要求，批准注册。

诺泰生物（688076）：10 月 22 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 12.52 亿元，同比增长 76.51%，归母净利润为 3.50 亿元，同比增长 281.90%，扣非归母净利润为 3.55 亿元，同比增长 301.43%。

义翘神州（301047）：10 月 22 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 4.65 亿元，同比下降 2.33%，归母净利润为 0.99 亿元，同比下降 51.60%，扣非归母净利润为 0.36 亿元，同比下降 74.04%。

同和药业（300636）：10 月 23 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 5.70 亿元，同比增长 1.84%，归母净利润为 0.96 亿元，同比增长 21.72%，扣非归母净利润为 0.93 亿元，同比增长 29.91%。

丽珠集团（000513）：10 月 23 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 90.82 亿元，同比下降 5.94%，归母净利润为 16.73 亿元，同比增长 4.44%，扣非归母净利润为 16.31 亿元，同比增长 3.51%。

我武生物（300357）：10 月 23 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 7.30 亿元，同比增长 8.38%，归母净利润为 2.72 亿元，同比增长 0.78%，扣非归母净利润 2.64 亿元，同比增长 0.31%。

金凯生科（301509）：10 月 23 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 3.87 亿元，同比下降 33.93%，归母净利润为 0.39 亿元，同比下降 73.13%，扣非归母净利润为 0.25 亿元，同比下降 82.84%。

万邦医药（301520）：10 月 24 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 2.93 亿元，同比增长 21.88%，归母净利润为 0.78 亿元，同比增长 0.63%，扣非归母净利润为 0.56 亿元，同比下降 21.08%。

博腾股份（300363）：10 月 24 日，公司发布公告，2024 年前三季度实现营业收入 21.25 亿元，同比下降 30.02%，归母净利润为 -2.06 亿元，同比下降 145.68%，扣非归母净利润为 -2.14 亿

元，同比下降 149.58%。

福元医药（601089）：10月24日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 25.47 亿元，同比增长 3.42%，归母净利润为 4.01 亿元，同比增长 5.59%，扣非归母净利润 3.80 亿元，同比增长 3.29%。

万泰生物（603392）：10月24日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 19.48 亿元，同比下降 60.79%，归母净利润为 2.67 亿元，同比下降 85.25%，扣非归母净利润为 0.41 亿元，同比下降 97.55%。

九洲药业（603456）：10月24日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 39.65 亿元，同比下降 13.36%，归母净利润为 6.31 亿元，同比下降 34.74%，扣非归母净利润为 6.18 亿元，同比下降 35.04%。

博济医药（300404）：10月25日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 5.56 亿元，同比增长 55.01%，归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 87.89%，扣非归母净利润为 0.35 亿元，同比增长 155.65%。

成都先导（688222）：10月25日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 2.98 亿元，同比增长 21.38%，归母净利润为 0.30 亿元，同比增长 64.71%，扣非归母净利润为 0.17 亿元，同比增长 6831.94%。

江中药业（600750）：10月25日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 29.72 亿元，同比下降 8.19%，归母净利润为 6.34 亿元，同比增长 7.09%，扣非归母净利润 6.16 亿元，同比增长 9.52%。

百洋医药（301015）：10月25日，公司发布公告，2024年前三季度实现营业收入 61.44 亿元，同比增长 2.65%，归母净利润为 6.41 亿元，同比增长 17.42%，扣非归母净利润为 6.10 亿元，同比增长 26.22%。

（五）行业动态

【强生 PARP 抑制剂组合在华获批上市】

10月21日，强生宣布，公司研发的尼拉帕利阿比特龙片的新药上市申请已获得中国国家药品监督管理局（NMPA）正式批准，用于联合泼尼松或泼尼松龙用于治疗携带胚系和/或体系 BRCA 基因突变的转移性去势抵抗性前列腺癌成人患者（mCRPC）。尼拉帕利（niraparib）是一种每日一次的口服 PARP1/2 抑制剂，阿比特龙是一种雄性激素合成抑制剂，两者组合能够靶向 mCRPC 患者的雄激素受体轴和 BRCA1/2 突变。（来源：强生，太平洋证券研究院）

【安斯泰来 Vyloy 获 FDA 批准上市】

近日，安斯泰来（Astellas Pharma）宣布，美国 FDA 已批准其靶向 Claudin18. 2（CLDN18. 2）抗体 Vyloy（Zolbetuximab）与含氟嘧啶和铂类的化疗方案联合，用于局部晚期不可切除或转移性、HER2 阴性的胃癌或胃食管结合部（GEJ）腺癌成人患者的一线治疗，该药是美国 FDA 批准的首个 CLDN18. 2 靶向疗法。（来源：安斯泰来，太平洋证券研究院）

【大冢制药 Sibeprenlimab 三期临床结果积极】

10 月 23 日，大冢制药（Otsuka Pharmaceutical）宣布其在研单抗 Sibeprenlimab 用于治疗免疫球蛋白 A（IgA）肾病成人患者 3 期临床试验 VISIONARY 的积极中期数据。Sibeprenlimab 是一种在研人源化单克隆抗体，它能阻断细胞因子 A 增殖诱导配体（APRIL）的作用，美国 FDA 在此前授予该药突破性疗法认定（BTD）用于治疗 IgA 肾病。（来源：大冢制药，太平洋证券研究院）

【第一三共吡昔替尼在华拟纳入优先审评】

10 月 24 日，CDE 官网公示，第一三共（Daiichi Sankyo）申报的盐酸吡昔替尼胶囊（PLX3397）拟纳入优先审评，适用于治疗伴有重度病变或功能受限且无法通过手术改善的症状性腱鞘巨细胞瘤（TGCT）成年患者。吡昔替尼是一款 CSF1R 小分子抑制剂，此前已于 2019 年 8 月获得美国 FDA 批准上市，治疗症状性腱鞘巨细胞瘤成人患者。（来源：CDE，太平洋证券研究院）

【赛诺菲纳米双抗 1 类新药首次在华申报临床】

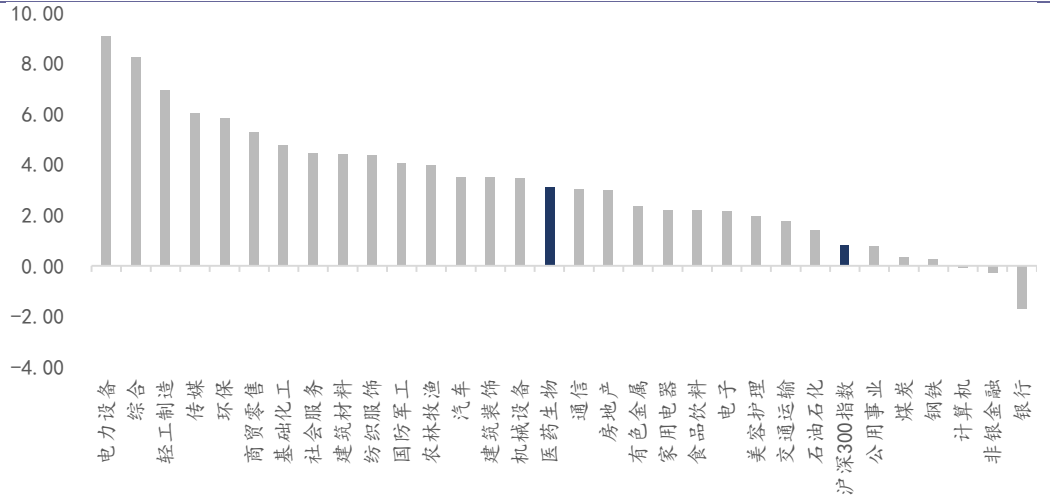
近日，CDE 官网公示，赛诺菲（Sanofi）申报的 1 类新药 SAR442970 注射液临床试验申请获得受理。SAR442970 是一款靶向 TNF α 和 OX40L 的双特异性纳米抗体（VHH），目前正在国际范围内处于 2 期临床阶段，本次是该产品首次在中国申报 IND。（来源：CDE，太平洋证券研究院）

二、医药生物行业市场表现

（一）医药生物行业表现比较

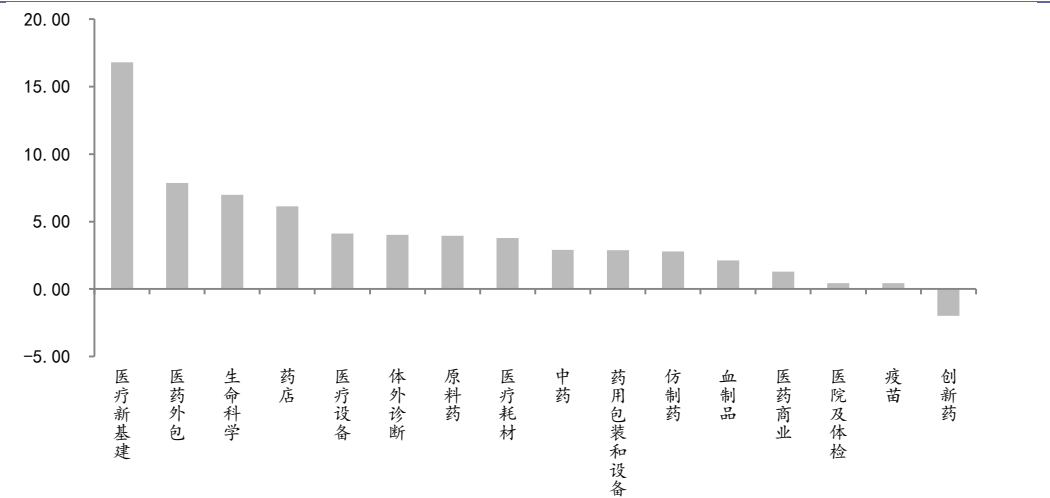
本周医药板块上涨 3. 11%，跑赢沪深 300 指数 2. 32pct。医药生物行业二级子行业中，医疗新基建（+16. 80%）、医药外包（+7. 87%）、生命科学（+6. 99%）表现居前，创新药（-1. 98%）、疫苗（0. 43%）、医院及体检（0. 43%）表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为科源制药（+107. 35%）、常山药业（+32. 07%）、奥浦迈（+30. 42%）；周跌幅榜前 3 位为诺泰生物（-17. 72%）、信立泰（-10. 79%）、奥赛康（-5. 94%）。

图表6：一级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：医药生物二级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：医药生物行业个股周涨跌幅前十

涨幅前十			跌幅前十		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
301281.SZ	科源制药	107.35%	688076.SH	诺泰生物	-17.72%
300255.SZ	常山药业	32.07%	002294.SZ	信立泰	-10.79%
688293.SH	奥浦迈	30.42%	002755.SZ	奥赛康	-5.94%
301333.SZ	诺思格	25.76%	601567.SH	三星医疗	-5.57%
000908.SZ	景峰医药	25.51%	603707.SH	健友股份	-5.45%
300497.SZ	富祥药业	24.85%	002653.SZ	海思科	-5.30%
000566.SZ	海南海药	24.57%	688658.SH	悦康药业	-5.13%
600624.SH	复旦复华	24.29%	688266.SH	泽璟制药-U	-4.96%
300363.SZ	博腾股份	22.60%	600276.SH	恒瑞医药	-4.91%
000503.SZ	国新健康	21.80%	300765.SZ	新诺威	-4.84%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）医药生物行业估值跟踪

估值方面，截至10月25日收盘，以TTM整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为27.33倍。医药生物相对于整体A股剔除金融行业的溢价率为37.11%。

图表9：医药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



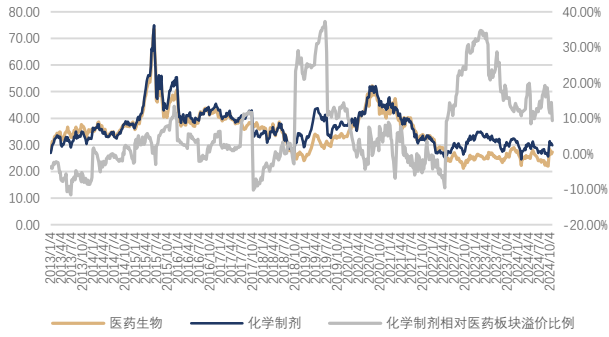
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：原料药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：化学制剂行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：医药商业行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表13：医疗器械行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



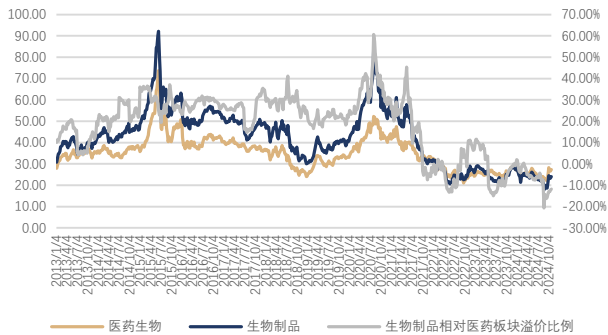
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表14：医疗服务行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表15：生物制品行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

图表16：中药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

三、 风险提示

全球供给侧约束缓解不及预期；美联储政策超预期；一级市场投融资不及预期；医药政策推进不及预期；医药反腐超预期风险；原材料价格上涨风险；创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；安全性生产风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/10/27
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
688180	君实生物	买入	-2.32	-1.08	0.01	1.03	-18.06	-22.68	2449.00	23.78	32.27
02552	华领医药-B	买入	-0.20	-0.15	0.01	0.13	-8.98	-7.93	119.00	9.15	1.75
605116	奥锐特	买入	0.71	0.96	1.25	1.63	36.24	24.62	18.94	14.57	22.89
300636	同和药业	买入	0.25	0.33	0.52	0.68	42.08	27.14	17.09	13.01	8.85
688621	阳光诺和	买入	1.65	2.09	2.62	3.27	42.28	15.03	12.00	9.60	45.65
301230	泓博医药	买入	0.35	0.24	0.35	0.53	102.42	80.89	55.66	37.37	25.88
601089	福元医药	买入	1.02	1.08	1.23	1.37	16.93	15.34	13.44	12.08	16.24
01530	三生制药	买入	0.64	0.82	0.92	1.03	10.80	6.88	6.13	5.48	6.25
002020	京新药业	买入	0.72	0.86	0.95	1.09	17.70	14.97	13.56	11.82	12.51
300966	共同药业	增持	0.20	-0.23	0.47	0.76	115.10	-85.30	39.63	24.42	19.62
002019	亿帆医药	买入	-0.45	0.45	0.59	0.75	-32.88	26.77	20.47	16.16	12.16
688428	诺诚健华	买入	-0.36	-0.41	-0.39	-0.34	-37.44	-32.88	-34.56	-39.65	13.48
300347	泰格医药	买入	2.32	1.97	2.41	2.88	23.68	35.98	29.38	24.65	71.06
301333	诺思格	买入	1.69	1.44	2.03	2.41	38.09	27.02	19.18	16.14	62.63
603229	奥翔药业	买入	0.43	0.38	0.46	0.61	21.02	23.79	19.65	14.82	9.04
002422	科伦药业	买入	1.64	1.81	2.06	2.39	17.73	17.32	15.25	13.16	32.65
605507	国邦医药	买入	1.10	1.49	1.80	2.16	16.02	13.75	11.39	9.50	20.42
688131	皓元医药	买入	0.85	0.79	1.18	1.70	61.43	52.43	35.52	24.83	38.37
02105	来凯医药-B	买入	-0.95	-0.82	-0.87	-0.91	-9.85	-11.41	-10.76	-10.29	9.36
688506	百利天恒	买入	-1.95	9.97	0.38	-3.46	-96.52	18.88	459.32	-54.40	188.22

资料来源：携宁，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。