

2025年度策略报告——

结构性行情延续，看好医药创新和景气改善

证券分析师：周 豫	证券分析师：霍 亮	证券分析师：乔露阳
分析师登记编号：S1190523060002	分析师登记编号：S1190523070002	分析师登记编号：S1190524080001
证券分析师：张 崑	研究助理：戎晓婕	
分析师登记编号：S1190524060001	一般证券业务登记编号：S1190123070050	

报告摘要

- **2024年医药板块行情回顾：**医药板块受市场风格切换及政策等因素影响，年初至12月4日收盘，申万医药指数下跌9.12%，跑输沪深300指数25.19pct，在31个一级行业分类中位列31名。以市值加权计算，医药生物行业二级子行业中，创新药(+16.48%)、医药商业(+8.88%)、原料药(+7.47%)表现居前，药店(-32.23%)、疫苗(-22.39%)、生命科学(-19.88%)表现居后。医药板块在扣除医药基金持仓后仍处于低配：2024年Q3基金医药股持仓比例约为10.31%，扣除医药基金后持仓6.82%，整体呈下降趋势。截至2024年12月4日，医药行业整体市盈率为27.71倍，处于13%历史分位，相对于全部A股(非金融)溢价率为36.07%。
- **创新药：**流动性提升的背景下，创新药板块的景气度和市场的风险偏好性持续提升。商业化、出海、数据读出是驱动创新药企业股价的三大主要因素。我们建议：①关注创新药支付政策的边际变化，近年政策端大力支持建立多层次医疗保障体系，多次在纲领文件中强调其重要性；②关注ADC和双抗等热门领域的出海机会，以及CD3双抗、变构TYK2抑制剂、增肌减脂单抗等赛道性机会。公司层面推荐2025年商业化有望维持高增速、核心管线有关键数据读出或出海BD预期的企业，推荐标的：百利天恒(688506)、益方生物-U(688382)、诺诚健华-U(688428)、来凯医药-B(2105.HK)、华领医药-B(2552.HK)。
- **原料药：**中国原料药板块在建工程规模4年来首次下滑，印度原料药园区建设期限延后，行业供给端产能扩张放缓，同时补库新周期叠加专利悬崖有望带动需求增长，产品价格景气度有望持续提升。公司层面，我们建议关注①持续向制剂领域拓展的个股，如奥锐特(605116)、奥翔药业(603229)；②新产品业务占比高或产能扩张激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)；③估值合理且产品价格处于上涨周期的个股，如国邦医药(605507)。
- **制剂：**制剂政策变化迎行业发展良机，集采、MAH制剂及四同等政策的深化落地将实现行业产能出清，集中度提升和强者恒强的产业趋势有望持续强化。①集采政策竞争温和有序将推动A证企业，加速转向多品种高人效的经营模式；②四同及后续政策推出将抑制A证企业的品牌溢价和B证企业的差异化策略；③MAH制度的收紧将打压B证企业的生存空间。公司层面推荐在研管线丰富多批文高人效或仿创结合的头部制剂企业，推荐标的：科伦药业(002422)、亿帆医药(002019)、福元医药(601089)和京新药业(002020)。
- **CXO：**降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏，CXO有望迎来板块性机会。1) 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；②具备市场定价权的增量资金由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。2) 基本面：未来医药投融资有望持续回暖(24Q3医药投融资为1071亿元，环比增长1.2%)，从而带动CXO需求的逐步改善。公司层面，我们建议关注国内临床CRO以及AI概念股，如诺思格(301333)、阳光诺和(688621)、泓博医药(301230)。

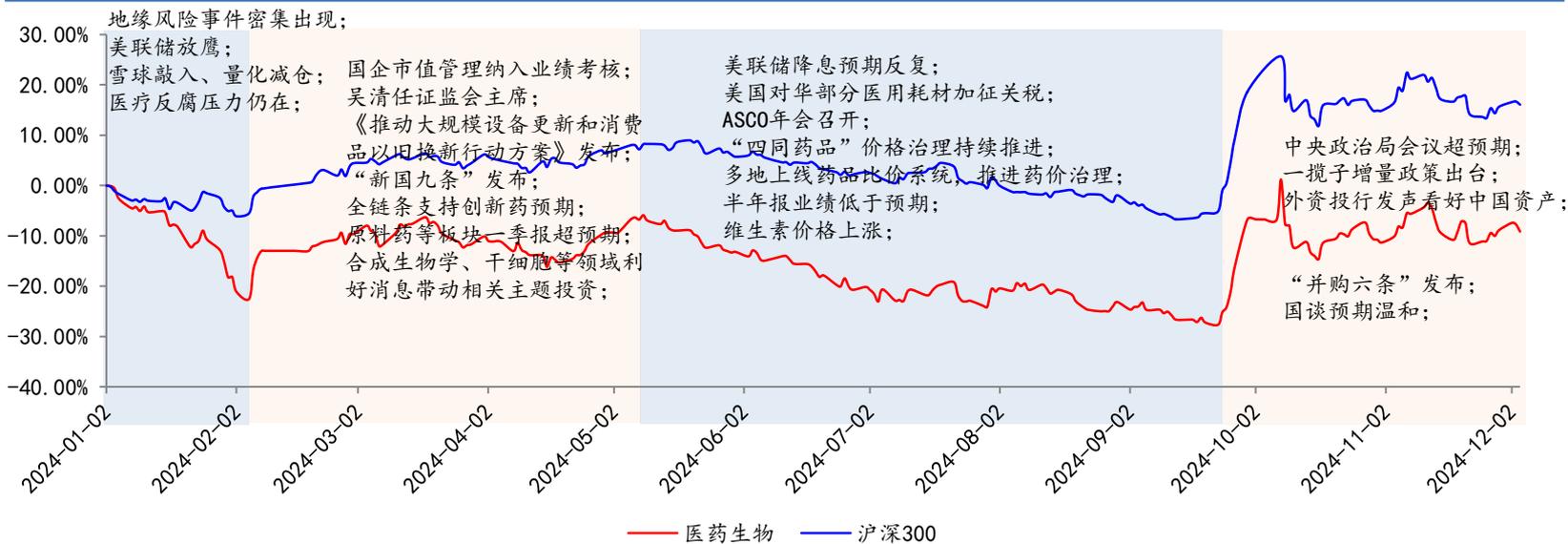
目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、CXO——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

1、行情回顾

1.1 医药板块承压，行情表现弱于大盘

图表1：年初至今医药生物（申万）指数累计涨跌幅（%）



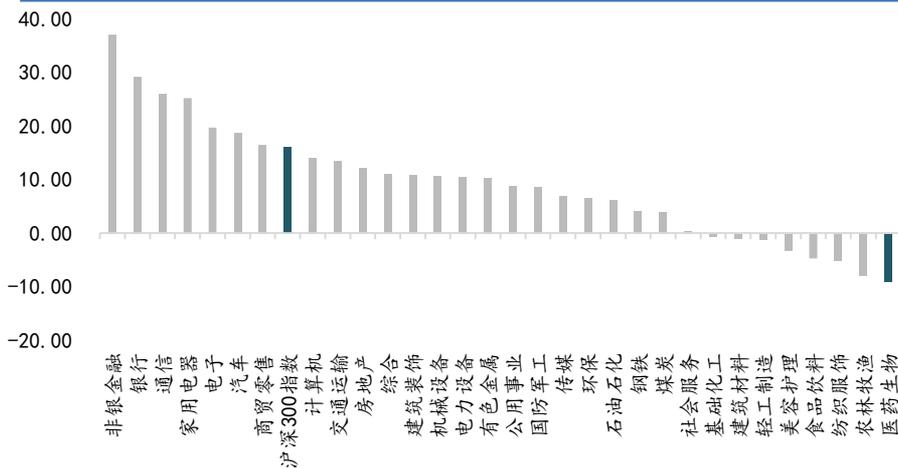
资料来源：iFinD，太平洋证券

▶ 医药板块受市场风格切换及政策等因素影响，年初至12月4日收盘，申万医药指数下跌9.12%，跑输沪深300指数25.19pct。

1、行情回顾

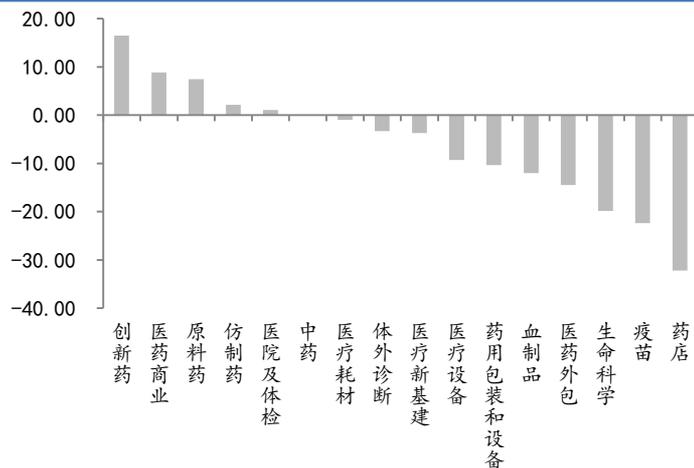
1.2 创新药板块表现居前，药店、疫苗板块表现居后

图表2：年初至今一级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：年初至今医药生物二级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

- 截至2024年12月4日，医药板块下跌9.12%，在31个一级行业分类中位列31名。
- 以市值加权计算，医药生物行业二级子行业中，创新药(+16.48%)、医药商业(+8.88%)、原料药(+7.47%)表现居前，药店(-32.23%)、疫苗(-22.39%)、生命科学(-19.88%)表现居后。
- 从涨跌幅中值来看，医药生物行业二级子行业中，医药商业(-1.09%)、仿制药(-3.45%)、中药(-8.11%)表现居前，药店(-32.43%)、疫苗(-23.21%)、生命科学(-22.57%)表现居后。

1、行情回顾

1.2 创新药板块表现居前，药店、疫苗板块表现居后

图表4：2024年医药生物行业个股涨幅前10

代码	名称	涨幅
688656.SH	浩欧博	270.53%
300147.SZ	香雪制药	131.15%
688253.SH	英诺特	75.39%
605199.SH	葫芦娃	67.99%
688506.SH	百利天恒	65.42%
601567.SH	三星医疗	60.29%
000908.SZ	景峰医药	60.18%
300181.SZ	佐力药业	58.80%
002653.SZ	海思科	57.12%
301301.SZ	川宁生物	56.66%

资料来源：iFinD，太平洋证券

图表5：2024年医药生物行业个股跌幅前10

代码	名称	涨幅
300630.SZ	普利制药	-58.76%
688276.SH	百克生物	-51.09%
300122.SZ	智飞生物	-50.44%
605266.SH	健之佳	-49.54%
688177.SH	百奥泰	-46.96%
688202.SH	美迪西	-46.55%
300396.SZ	迪瑞医疗	-45.20%
688114.SH	华大智造	-44.56%
600129.SH	太极集团	-44.47%
688670.SH	金迪克	-44.28%

资料来源：iFinD，太平洋证券

>年初至今，涨幅排名前10的多为创新药及主题概念股，其中浩欧博、香雪制药、英诺特涨幅居前；跌幅排名前10的集中在疫苗、医疗器械、药店板块，其中普利制药、百克生物、智飞生物跌幅居前。

1、行情回顾

1.3 Q4医药板块估值修复，但仍处于历史底部

图表6：SW医药生物PE及溢价率(TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源：iFinD, 太平洋证券

图表7：各子板块PE估值变化 (TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源：iFinD, 太平洋证券

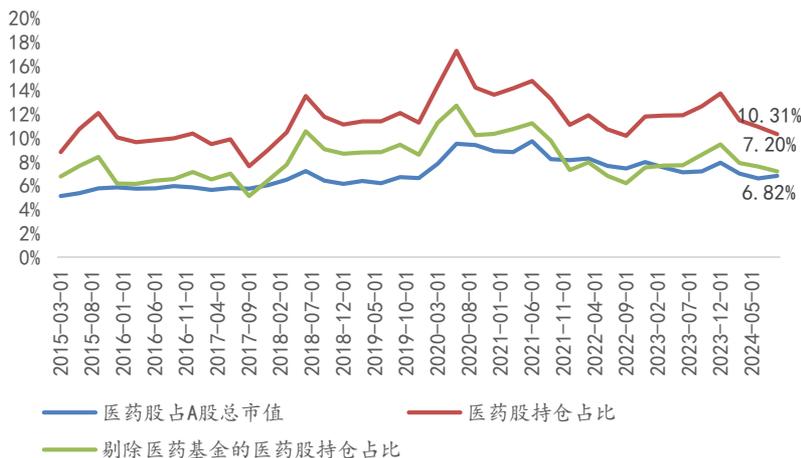
➤ **Q4医药板块估值修复，但仍处于历史底部。**截至2024年12月4日，医药行业整体市盈率为27.71倍，处于13%历史分位，相对于全部A股(非金融)溢价率为36.07%。

➤ **子版块估值存在一定分化。**化学制剂、原料药、医疗器械、医疗服务板块相较医药板块溢价率为正，而医药商业、生物制品、中药板块溢价率为负。

1、行情回顾

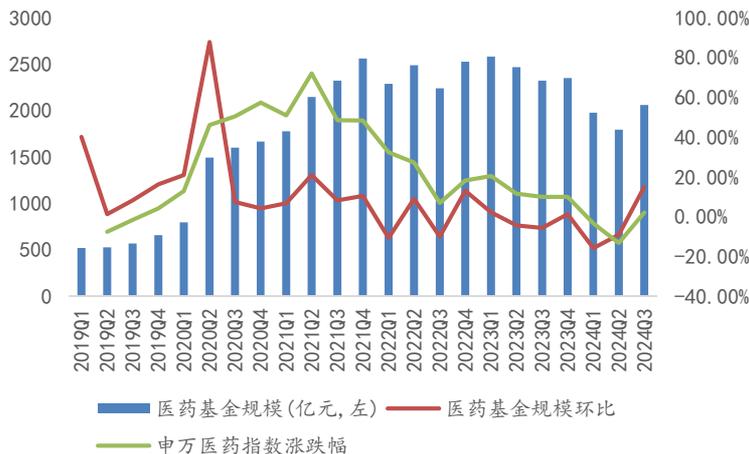
1.4 扣除医药基金, 基金医药股持仓仍处低配

图表8：2015-2024年Q3公募基金医药股持仓情况



资料来源：iFinD, 太平洋证券

图表9：2019-2024年Q3医药基金规模及医药指数涨跌幅



资料来源：iFinD, 太平洋证券

- **医药板块在扣除医药基金持仓后仍处于低配：**2024年Q3基金医药股持仓比例约为10.31%，扣除医药基金后持仓6.82%，整体呈下降趋势。
- **Q3医药基金总规模环比增长：**2024年9月底，医药类基金总规模回落至2059.79亿元，环比+14.81%。

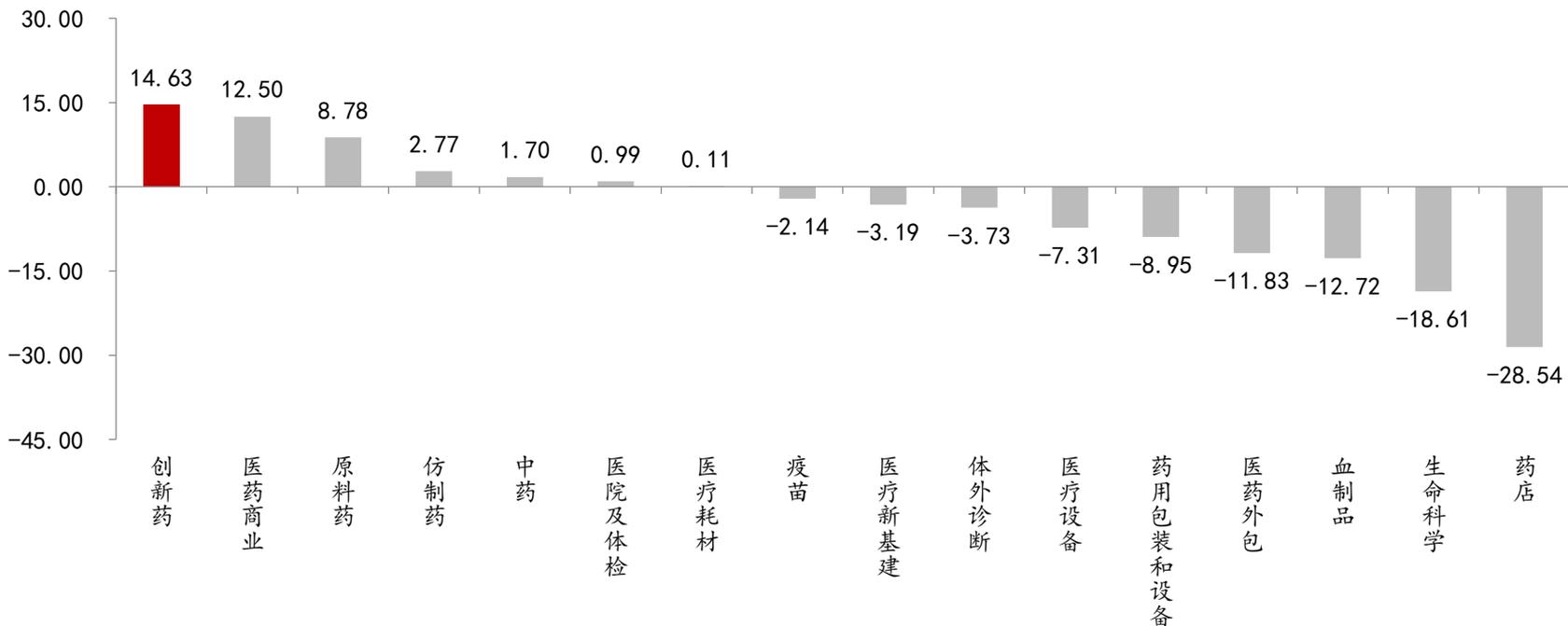
目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、CXO——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.1 创新药板块2024年行情复盘

图表10：年初至今医药生物二级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD, 太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.2 创新药2024年领涨公司和核心逻辑

- 截至2024年12月6日，涨幅排名前10的创新药企业，分别为海思科（+60.73%）、百利天恒（+59.18%）、艾力斯-U（+41.30%）、特宝生物（+36.29%）、泽璟制药-U（+28.77%）、百济神州-U（+23.92%）、诺诚健华-U（+23.13%）、贝达药业（+12.08%）、恒瑞医药（+10.05%）、赛伦生物（+4.94%）。

图表11：2024年创新药个股涨幅前十及其核心逻辑

序号	涨幅前十	涨跌幅（%）
1	海思科	60.73
2	百利天恒	59.18
3	艾力斯-U	41.30
4	特宝生物	36.29
5	泽璟制药-U	28.77
6	百济神州-U	23.92
7	诺诚健华-U	23.13
8	贝达药业	12.08
9	恒瑞医药	10.05
10	赛伦生物	4.94

- **出海：**海思科（环泊酚），百利天恒（EGFR×HER3 ADC）、贝达药业（恩沙替尼）、恒瑞医药（GLP-1产品组合）
- **商业化：**艾力斯（伏美替尼）、特宝生物（派格宾）、百济神州（泽布替尼）、诺诚健华（奥布替尼）
- **临床驱动：**泽璟制药（CD3×DLL3×DLL3三抗）

资料来源：iFind，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.3 商业化：政策鼓励建立多元支付机制，支持商业保险发展

- **建立多元化支付机制对创新药发展至关重要**，除了医保和自费，商业保险可有效降低家庭医疗负担。近年来，国家政策大力支持建立多层次医疗保障体系，多次在纲领文件中强调其重要性。此外，对于创新多元支付机制促进创新药发展，北京、上海、广州在内的一线城市均已发布相关政策。

图表12：支持建立多元支付机制促进创新药发展的相关政策

时间	文件	颁发机构	政策内容
2020年3月	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	国务院	力争到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。
2022年4月	《“十四五”国民健康规划》	国务院	“鼓励保险机构开展管理式医疗试点，建立健康管理组织，提供健康保险、健康管理、医疗服务、长期照护等服务”、“搭建高水平公立医院及其特需医疗部分与保险机构的对接平台，促进医、险定点合作”。
2023年7月	《关于印发深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务的通知》	国家卫健委、发改委等部门	发展商业医疗保险，重点覆盖基本医保不予支付的费用。
2023年7月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	上海市医保局等七部门	加强医疗医药与保险公司产业联动，推进多层次医疗保障之间的有机衔接、错位互补。
2024年6月	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	国务院	制定关于规范城市定制型商业医疗保险的指导性文件。推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围。选择部分地区开展试点，探索推进商业健康保险就医费用线上快速结算。
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	国务院	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策。
2024年4月	《北京市支持创新医药高质量发展若干举措(2024年)》	北京市医疗保障局等九部门	鼓励商业保险公司与医疗机构、医药企业合作，开发具有针对性的、覆盖创新药械和健康管理服务的商业健康保险产品。
2024年5月	《广州医保支持创新医药发展若干措施》	广州市医疗保障局	深化“穗岁康”商业补充健康保险试点，对自费药品不限病种范围、不限药品品种按规定纳入保障，对符合条件的国谈药品、创新药品在待遇水平上予以倾斜。

资料来源：中国商业健康险创新药支付白皮书（2024），政府官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.4 出海：2024年中国创新药企业对外BD交易主要集中在双抗和ADC领域

图表13：2024年中国创新药企业对外BD交易

交易时间	转让方	受让方	产品	作用机制	疾病	首付款(亿美元)	总金额(亿美元)
2024/9/30	锐格医药	罗氏	CDK抑制剂	CDK抑制剂	实体瘤	8.5	/
2024/8/9	同润生物	默沙东	CN201	CD3/CD19双抗	血液瘤、自免等	7.0	13.0
2024/11/14	礼新医药	默沙东	LM-299	PD1/VEGF双抗	实体瘤	5.9	32.9
2024/1/7	舶望制药	Novartis	4款产品	RNAi疗法	心血管疾病	1.9	41.7
2024/6/13	明济生物	AbbVie	FG-M701	TL1A单抗	自免	1.5	17.1
2024/11/13	普米斯生物	BioNTech	PM8002	PD-L1/VEGF双抗	实体瘤	1.5	8.0
2024/5/16	恒瑞医药	Kailera	HRS-4729、HRS9531、HRS-7535	GLP-1产品组合	肥胖；2型糖尿病	1.0	60.4
2024/10/7	石药集团	AstraZeneca	YS2302018	Lp(a)抑制剂	心血管疾病	1.0	20.2
2024/6/14	亚盛医药	武田制药	奥雷巴替尼	BCR-ABL抑制剂	血液瘤	1.0	13.8
2024/8/1	宜明昂科	Instil Bio	IMM2510 IMM27M	PDL1/VEGF双抗 CTLA4单抗	实体瘤	0.5	20.5
2024/1/2	宜联生物	Roche	YL211	c-Met ADC	实体瘤	0.5	10.5
2024/12/4	映恩生物	GSK	DB-1324	ADC	消化道癌症	0.3	10.1

资料来源：医药魔方，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.5 数据催化：创新药企业2024-2025年重要催化剂（一）

图表14：迈威生物、百济神州、迪哲医药主要催化剂梳理

公司标的	目标产品	靶点	适应症	当前所处临床阶段	催化事件简述	预计催化时间
迈威生物	9MW2821	Nectin4 ADC	多种实体瘤	Phase III	license out 预期	2024-2025
迈威生物	8MW0511	G-CSF	中性粒细胞减少症	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2024-2025
迈威生物	9MW0813	VEGF	wAMD和DME	Phase III	Ph2/3期数据披露	2024-2025
迈威生物	9MW1911	ST2	慢性阻塞性肺疾病 (COPD)	Phase IIa	海外同靶点产品数据读出	2025
百济神州	泽布替尼	BTK	血液瘤	上市	片剂新剂型获批上市	24Q4-25H1
百济神州	泽布替尼	BTK	r/r WM, CLL/SLL	上市	日本获批上市	24Q4-25H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	NPC、ES-SCLC NSCLC	Phase III	欧盟递交上市申请	24Q4-25H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	ESCC、GC/GEJC	NDA/BLA	FDA批准上市	24Q4-25H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	GC/GEJC、ESCC	NDA/BLA	欧盟获批上市	2025H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	ESCC	NDA/BLA	日本获批上市	2025H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	NSCLC	Phase II (不区分)	早期临床数据披露	2025H1
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1	胃肠癌	Phase II (不区分)	早期临床数据披露	2024
百济神州	泽尼达妥单抗	Her2 双抗	HER2阳性胆管癌	NDA/BLA	获批上市	2025H2
迪哲医药	舒沃替尼	ERBB EXON20INS	EGFR Exon20ins突变NSCLC	NDA/BLA	2024. 11向FDA递交上市申请	2025
迪哲医药	戈利昔替尼	JAK1	外周T细胞淋巴瘤 (PTCL)	关键注册临床	海外临床持续推进	2024-2025

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.5 数据催化：创新药企业2024-2025年重要催化剂（二）

图表15：君实生物、诺诚健华、益方生物主要催化剂梳理

公司标的	目标产品	靶点	适应症	当前所处临床阶段	催化事件简述	预计催化时间
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	多种实体瘤	上市	销售放量	2024-2025
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	NPC等	NDA/BLA	海外更多地区获批	2024-2025
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	HCC、黑色素瘤	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2025
诺诚健华	奥布替尼	BTK	CLL/SLL	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2025
诺诚健华	奥布替尼	BTK	血液瘤	上市	销售放量	2024-2025
诺诚健华	坦索妥单抗	CD19	DLBCL	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2025H1
诺诚健华	奥布替尼	BTK	PMS	Phase III	海外临床研究推进	2025
诺诚健华	奥布替尼	BTK	SLE	Phase IIb	中期数据读出	2024年底
诺诚健华	奥布替尼	BTK	ITP	Phase III	完成患者入组	2024年底或2025Q1
诺诚健华	ICP-332	TYK2 JH1	白癜风	申请临床	启动2/3期临床	2024-2025
诺诚健华	ICP-488	TYK2 JH2	银屑病	Phase II（不区分）	启动3期临床	2025
诺诚健华	ICP-723	Pan-TRK	NTRK融合阳性实体瘤	Phase II（不区分）	NMPA递交上市申请	2025Q1
益方生物	贝福替尼	EGFR	EGFRm NSCLC	上市	销售放量	2024-2025
益方生物	贝福替尼	EGFR	EGFRm NSCLC	上市	医保谈判	2024年底/2025年初
益方生物	D-1553	KRAS G12C	KRAS G12C NSCLC	上市	销售放量	2025
益方生物	D-0120	URAT1	高尿酸血症及痛风	Phase II（不区分）	海外临床数据披露	2024-2025

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.5 数据催化：创新药企业2024-2025年重要催化剂（三）

图表16：百利天恒、荣昌生物主要催化剂梳理

公司标的	目标产品	靶点	适应症	当前所处临床阶段	催化事件简述	预计催化时间
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	NSCLC等	Phase I（不区分）	海外1期临床数据读出	2025
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	NSCLC等	Phase I（不区分）	海外3期临床数据启动	2025
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	乳腺癌	Phase III	乳腺癌1b期临床数据更新	2024年12月
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	EGFR突变型 NSCLC	Phase II（不区分）	2期临床数据读出	2025 ASCO
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	NPC或ESCC	Phase III	向NMPA递交上市申请	2025
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	EGFR野生型及突变型 NSCLC	Phase III	完成3期临床患者入组	2025
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	HR+/HER2- BC、TNBC	Phase III	完成3期临床患者入组	2025
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	ES-SCLC	Phase III	完成3期临床患者入组	2025
百利天恒	BL-M07D1	HER2 ADC	HER2+ BC	Phase III	完成3期临床患者入组	2025
百利天恒	BL-M11D1	CD33 ADC	急性髓系白血病	Phase I（不区分）	1期剂量爬坡数据	2024年12月
百利天恒	SI-B001	EGFR/HER3 双抗	EGFR野生型 NSCLC	Phase III	完成3期临床患者入组	2025
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	重症肌无力(MG)	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2025
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	原发性干燥综合症(pSS)	Phase III	3期临床数据读出	2025
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	免疫球蛋白A肾病(IgAN)	Phase III	3期临床数据读出	2025
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	SLE、MG	Phase III	海外临床持续推进	2025
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	自免疾病	Phase III	license out 预期	2025
荣昌生物	维迪西妥单抗	Her2 ADC	尿路上皮癌	Phase III	3期临床数据读出	2025
荣昌生物	维迪西妥单抗	Her2 ADC	HER2+存在肝转移BC	NDA/BLA	获NMPA批准上市	2025
荣昌生物	RC28	VEGF/FCF	糖尿病黄斑水肿(DME)	Phase III	向NMPA递交上市申请	2025年年中

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.6 2025创新药展望：多款增肌减脂单抗取得重要临床进展

- 全世界患有肥胖症的总数已超过10亿，GLP-1类药物产品全球销售金额持续走高，2023司美格鲁肽全球销售212亿美元。GLP-1药物减轻的体重约40%来自瘦体重损失（包括肌肉），ActRII相关通路参与脂肪堆积和肌肉萎缩，是潜在增肌减脂靶点。
- 全球多款靶向肌肉生长抑制素-激活素II型受体（Myostatin-ActRII）通路的产品处于临床阶段，其中进度最快的是Vesanis/礼来的Bima，已经完成联合司美的2b期研究，预计25H1数据读出；再生元增肌减脂单抗2期数据25H2读出。国内进度最快的是来凯的LAE102，正在进行1期SAD研究，探索IV和SC两种给药方式，预计24年12月完成临床，25年初数据读出。

图表17：2025年全球增肌减脂领域具有多项临床进展

药物	公司	靶点	给药方式	临床阶段	临床设计	数据读出计划
Bimagrumab	Vesanis/礼来	ActRIIA/B	IV	Ph2b	士司美格鲁肽	24Q4-25H1
			SC	Ph2b	士替尔泊肽	
LAE102	来凯医药	ActRIIA	IV/SC	Ph1	单药	24Q4/25年初（SAD数据）
Trevogrumab	再生元	Myostatin	SC	Ph2	司美+Trevo±Garetosmab (Activin A, IV给药)	2025H2
Apitegraomab	Scholar Rock	Myostatin	IV	Ph2	司美/替尔泊泰±Apite	2025Q2
SRK-439	Scholar Rock	Myostatin	/	Preclinical		2025递交IND
Talditercept alfa	Biohaven	Myostatin	SC	Ph2	±GLP-1	24Q2启动2期临床
KER-065	Keros	ActRIIA/B	SC	Ph1	单药	

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.6 2025创新药展望：TYK2抑制剂在更多自免疾病上进行开发和探索

- TYK2靶向药有望实现良好疗效同时规避JAK1/2/3的相关毒性，在自免疾病具有广泛应用前景。**BMS和武田投入大量资源进行TYK2i的开发**。BMS的氟可来昔替尼是首款TYK2i，销售峰值预计40亿美金。武田以40亿美金首付款从Nimbus获得变构TYK2i产品TAK-279。国内翰森制药、益方生物、诺诚健华对TYK2靶点布局处于领先地位。

图表18：全球主要TYK2抑制剂在研管线来

公司	产品	MOA	适应症	阶段	备注
BMS	Deucravacitinib	TYK2 JH2	斑块银屑病	获批上市（日本/美国/中国/欧盟）	
			全身性脓疱型银屑病，红皮病型银屑病	获批上市（日本）	
			SLE	Ph3	2026数据读出
			干燥综合症(SjS)	Ph3	2026数据读出
	BMS-986322	TYK2	银屑病关节炎	Ph3	2024-2025数据读出
			盘状红斑狼疮(DLE)	Ph2	2024-2025数据读出
BMS-986465	TKY2	斑块银屑病	Ph2		
武田	TAK-279	TYK2 JH2	神经炎症	Ph1	
			斑块银屑病	Ph3	2026-2027获批上市
			银屑病关节炎	Ph2	
Alumis	ESK-001	TYK2 JH2	溃疡性结肠炎(UC)和克罗恩病(CD)	Ph2	2026-2027数据读出
			斑块银屑病	Ph3	2026顶线数据读出
翰森	HS-10374	TYK2 JH2	SLE	Ph2	2026顶线数据读出
			斑块银屑病	Ph2达到主要终点	
益方生物	D-2570	TYK2 JH2	银屑病关节炎	Ph2	
			斑块银屑病	Ph2达到主要临床终点	
诺诚健华	ICP-488	TYK2 JH2	斑块银屑病	Ph2达到主要临床终点	
			特异性皮炎	Ph3	
辉瑞/Roviant	Brepocitinib	TYK2/JAK1	白癜风	Ph2/3	
			皮炎	Ph3	2025H2顶线数据读出

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.6 2025创新药展望：CD3双抗有望实现实体瘤&自免双突破

- **肿瘤领域：CD3双抗的血液瘤潜力已被充分验证，2024年实体瘤实现突破。**2022年以来CD3双抗的肿瘤适应症开始集中获批，体现了T细胞衔接器（TCE）双抗对于肿瘤适应症的良好疗效，尤其是针对血液瘤。2024年以来CD3双抗在实体瘤领域开始取得巨大突破，包括安进CD3/DLL3双抗获批3L ES-SCLC，Janux的CD3/PSMA双抗治疗后线mCRPC的PSA 50高达100%。
- **自免领域：CD3在自免疾病中的潜力逐步被临床研究证实，海外药企加大投入。**2024年4月安进在Nature Medicine发表了CD3/CD19双抗Blincyto治疗难治性类风湿关节炎的初步积极数据，2024年9月强生在NEJM发表了CD3/BCMA双抗治疗多名难治性自免患者数据，其中一名SLE患者实现了症状完全缓解。基于此，GSK、默沙东等MNC也加大了该领域的投入。

图表19：全球已上市的10款CD3双抗梳理

公司	靶点	商品名	适应症	上市时间
再生元	CD3/CD20	Ordspono	弥漫性大B细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤	2024年8月
安进	CD3/DLL3	Imdeltra	广泛期小细胞肺癌	2024年5月
辉瑞	CD3/BCMA	Elrefxio	多发性骨髓瘤	2023年8月
强生	CD3/GPRC5D	Talvey	多发性骨髓瘤	2023年8月
艾伯维	CD3/CD20	Epkinly	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2023年5月
罗氏	CD3/CD20	Columvi	弥漫性大B细胞淋巴瘤	2023年3月
强生	CD3/BCMA	Tecvayli	多发性骨髓瘤	2022年8月
罗氏	CD3/CD20	Lunsumio	滤泡性淋巴瘤	2022年6月
Immunocore	CD3/gp100	Kimtrak	葡萄膜黑色素瘤	2022年1月
安进	CD3/CD19	Blincyto	急性淋巴细胞白血病	2014年12月

资料来源：各公司官网，太平洋证券

图表20：海外药企加大对CD3双抗自免赛道的投入

引进方	授权方	靶点	时间	交易条款
TRC 2024	嘉和生物	CD3/CD20	2024年8月	数千万美元预付款，4.43亿美元里程碑金额，个位数至双位数比例的销售分成
Vignette	岸迈生物	CD3/BCMA	2024年9月	6000万美元首付，5.75亿美元的里程碑，基于净销售额的收入分成
默沙东	同润生物	CD3/CD19	2024年8月	7亿美元预付现金，6亿美元的里程碑
GSK	恩沐生物	CD3/CD19/CD20	2024年10月	3亿美元预付现金，5.5亿美元的里程碑

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.7 标的推荐——百利天恒：厚积薄发的ADC和多抗龙头，掘金ADC全球市场

图表21：百利天恒核心催化剂（2024-2025）

催化剂事件	地区	预期时间	重要性
BL-B01D1 (EGFR x HER3双抗ADC)			
乳腺癌数据更新	中国	2024 SABCS	☆☆☆
联合奥希替尼用于1L EGFR突变型非小细胞肺癌2期数据读出	中国	2025 ASCO	☆☆☆
鼻咽癌3期数据读出，递交上市申请	中国	25H2	☆☆☆
食管鳞癌3期数据读出，递交上市申请	中国	25H2	☆☆☆
完成7项3期临床完成患者招募	中国	25H2	☆☆
启动胆道癌后线3期	中国	2024-2025	☆☆
启动尿路上皮癌后线3期	中国	2024-2025	☆☆
启动卵巢癌后线3期	中国	2024-2025	☆☆
海外1期临床数据读出	美国	2025	☆☆☆
启动非小细胞肺癌3期	美国	2025	☆☆☆
收到BMS 2.5亿美金近期或有付款	美国	2025-2026	☆☆☆
BL-M07D1 (HER2 ADC)			
完成2L HER2+ 乳腺癌 3期患者入组	中国	25H2	☆☆
SI-B001 (EGFR x HER3双抗)			
完成2L非基因突变非小细胞肺癌患者入组	中国	25H2	☆☆
启动H2H紫杉醇用于2L头颈部鳞癌3期	欧洲	2025	☆☆
BL-M11D1 (CD33 ADC)			
r/r AML 1期剂量爬坡数据	中国	2024ASH	☆☆☆

资料来源：太平洋证券

■ **核心投资逻辑：**1) ADC领域：BL-B01D1 (EGFR/HER3 ADC) 为全球首创双抗ADC，国内7项3期临床高效推进，并携手BMS掘金全球市场，25年启动首个海外NSCLC 3期；HER2 和CD33 ADC为潜在的同类最佳产品。2) 多抗领域，在研管线高度差异化。3) 财务状况稳健，未来两年具有多项重要催化剂。

■ **估值和投资建议（2024.09.19）：**我们预测公司2024/25/26年营业收入58.64/26.86/23.43亿元，归母净利润为39.98/1.51/-13.88亿元。DCF法和NPV法测算出目标市值为1076亿元人民币，对应股价为268元。给予“买入”评级。

■ **风险提示：**创新药研发不及预期、医药行业政策变化风险、宏观环境风险。

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.7 标的推荐——益方生物：自免、代谢产品进入收获期

- **核心投资逻辑：**1) 肿瘤管线可贡献稳定现金流：贝福替尼和格索雷塞已完成对外授权，不再占用资源的同时可贡献稳定的收入分成；2) 代谢和自免管线逐步进入数据和BD收获期：2期银屑病顶线数据提示D-2570是潜在的变构TYK2i的BIC；D-0120美国联用别嘌醇治疗难治性痛风初步数据优秀；
- **估值和投资建议（2024.12.06）：**代谢和自免领域，D-0120（URAT1）和D-2570（TYK2）具有同类最佳潜力，D-0120在中国和美国分别进行单药和联合用药针对痛风治疗的2期临床，美国难治性痛风市场巨大。D-2570银屑病2期临床展现出BIC潜力的PASI100数据，并计划启动新自免适应症的2期临床。首次覆盖，给予“买入”评级。DCF和NPV法测算目标市值为130亿元，对应股价为22.48元。
- **风险提示：**创新药研发不及预期、医药行业政策变化风险、宏观环境风险。

图表22：益方生物核心催化剂（2024-2025）

催化剂事件	地区	预期时间	重要性
贝福替尼			
1L EGFRm NSCLC医保谈判结果	中国	2024Q4-2025年初	☆☆☆
国内销售放量	中国	2024-2025	☆☆
格索雷塞（KRAS G12C）			
联合用药治疗一线NSCLC的3期临床启动	中国	2025	☆☆
国内销售放量	中国	2024-2025	☆☆
D-0502（口服SERD）			
2L HR+ BC的3期数据读出，并递交NDA	中国	2025-2026	☆☆☆
1L HR+ BC的3期临床启动	中国	2025	☆☆
D-0120（URAT1）			
痛风2期临床数据读出	中国	2025	☆☆☆
痛风3期临床启动	中国	2025	☆☆
痛风2期临床数据读出	美国	2025H1	☆☆☆
D-2570（TYK2）			
自免新适应症2期临床启动	中国	2024Q4-2025年初	☆☆

资料来源：太平洋证券

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.7 标的推荐——诺诚健华：血液瘤先发优势稳固，自免管线收获期临近

图表23：诺诚建华核心催化剂（2024-2025）

催化剂事件	地区	预期时间	重要性
奥布替尼-血液瘤			
坦昔妥单抗			
用于r/r DLBCL获批上市	中国	2025	☆☆☆
ICP-248 (BCL-2)			
AML的剂量爬坡数据读出	中国	2025	☆☆
NHL的剂量爬坡数据读出	中国	2025	☆☆
联合奥布用于1L CLL/SLL的2期数据读出	中国	2025	☆☆
奥布替尼-自免			
SPMS国际3期临床首例患者入组	全球	2025	☆☆☆
启动PPMS国际3期临床	全球	2025H1	☆☆☆
完成SLE 2b期临床患者入组和中期分析	中国	2024 年底	☆☆
完成ITP 3期临床患者入组	中国	25年Q1	☆☆
ICP-332 (TYK2 JH1)			
启动白癜风的2/3期临床	中国	24 年底或25Q1	☆☆
ICP-488 (TYK2 JH2)			
启动银屑病3期临床	中国	2025	☆☆
ICP-723 (Pan-TRK)			
NTRK融合阳性实体瘤递交NDA	中国	2025Q1	☆☆☆

资料来源：太平洋证券

- 核心投资逻辑：**1) 血液瘤领域，奥布替尼有望维持放量，坦昔妥单抗将贡献新增量；2) 自免管线全面突破，6项适应症进入临床后期；3) 2024-2025年潜在催化剂丰富，建议关注奥布替尼海外MS临床进展。
- 估值和投资建议（2024.10.14）：**我们预测公司2024/25/26年营业收入为9.60/13.76/18.77亿元，归母净利润为-7.21/-6.80/-5.96亿元；DCF和NPV模型测算目标市值为402亿元人民币，对应股价为23元。给予“买入”评级。
- 风险提示：**创新药研发不及预期、医药行业政策变化风险、宏观环境风险。

2、创新药行业“三支箭”：商业化、出海、数据催化

2.7 标的推荐——来凯医药：聚焦肿瘤和代谢领域的创新先锋

图表24：来凯医药核心催化剂（2024-2025）

■ **核心投资逻辑：**1) ActRII单抗增肌减脂市场空间广阔，LAE102有成为BIC潜力，具有极高的BD出海概率；2) AKT靶点成药性已获完全验证，LAE002乳腺癌3期积极推进，有望明年完成患者入组。3) 2025年潜在催化剂丰富。

■ **估值和投资建议（2024.08.20）：**DCF和NPV模型纳入2款核心管线（LAE002、LAE102）的中国收入和海外收入，测算目标市值为56.96亿元人民币，对应股价为15.97港元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**创新药研发不及预期、医药行业政策变化风险、宏观环境风险。

潜在催化剂	地区	预期时间	重要性
LAE102 (ActRIIA)			
1期临床试验的单次剂量递增部分(SAD)数据读出	中国	2025年1月	☆☆☆
1期临床MAD部分数据读出	中国	2025年Q3	☆☆☆
礼来Bima士司美2b期数据读出	海外	2025H1	☆☆☆
再生元revogrumab(myostatin)+司美士garetosmab(activinA)2b期数据读出	海外	2025H1	☆☆☆
LAE102 (ActRIIA)			
HR+/HER2-乳腺癌：3期临床完成患者入组	中国	2025	☆☆☆

资料来源：太平洋证券

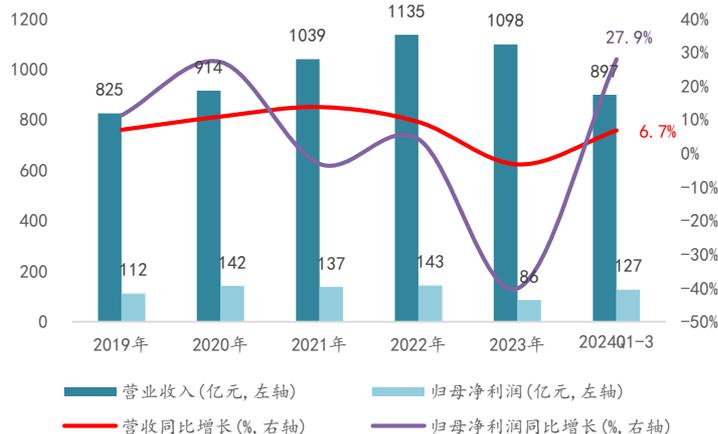
目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、CXO——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.1 2024年Q1-Q3原料药板块低基数修复，盈利能力恢复至2022年水平

图表26：原料药板块营收、归母净利润规模及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表27：原料药板块毛利率及净利率 (%)



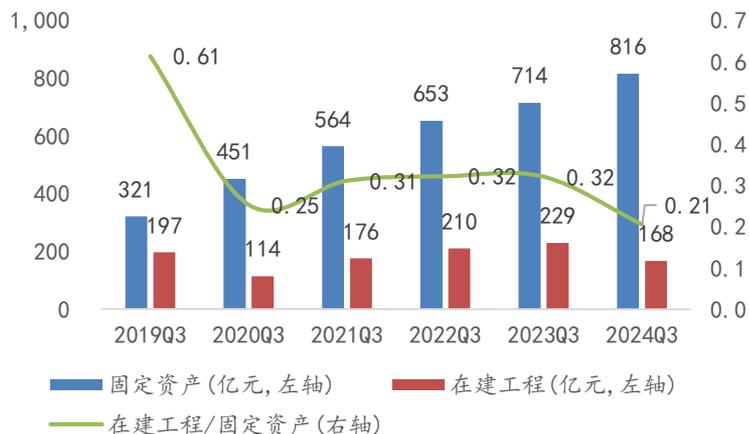
资料来源：iFinD，太平洋证券

- **2024年Q1-3走出业绩底**，2023年为板块业绩底，2024年Q1-3，随着去库存逐渐结束以及专利陆续到期的新产品开始放量，板块需求持续恢复，利润快速增长且增幅逐季度提升，Q1/Q2/Q3分别同比+5.52%/+27.80%/+58.93%。
- **2024年Q1-3盈利能力修复**，毛利率为37.28%(+0.37pct)，净利率为14.11%(+2.33pct)，主要原因：①全球下游厂商去库存逐渐结束，企业出货量逐步恢复，规模效应提升；②降本增效效果开始显现，Q1/Q2/Q3，板块期间费用率分别同比-1.48pct/+0.22pct/-2.19pct；③减值影响大幅减弱。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

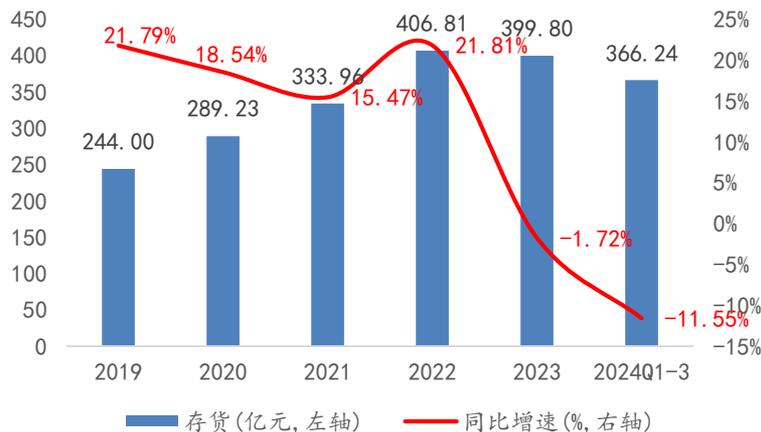
3.2 供给端：中国产能扩张放缓，印度原料药新产能释放仍需时间

图表28：原料药板块固定资产与在建工程



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表29：原料药板块存货规模及增速情况



资料来源：iFinD，太平洋证券

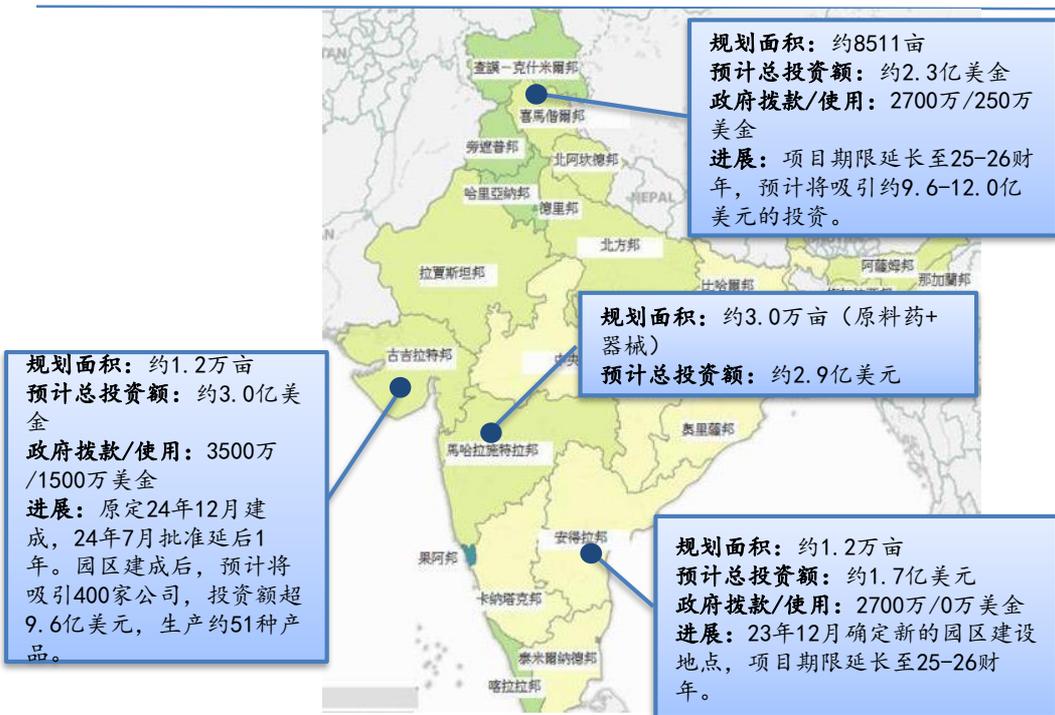
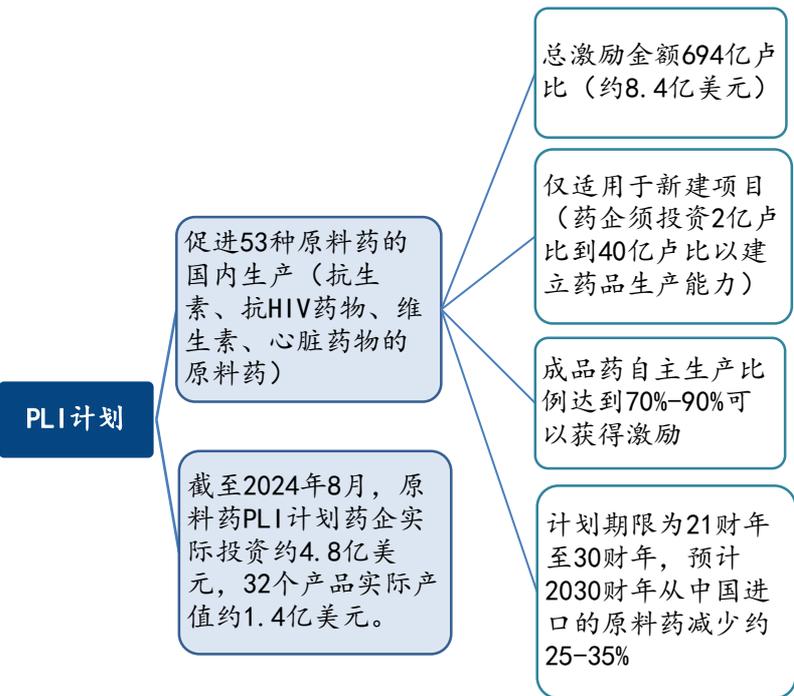
▶截至2024年三季度末，原料药板块在建工程为168亿元，是近4年首次下降，同比减少27%，同时在建工程与固定资产比值也快速降至6年来最低水平0.21，部分在建工程陆续转固，在建工程投入有所放缓，预计在大部分产品价格处于底部的背景下，2025年板块资本支出有望延续放缓趋势。

▶截至2024年三季度末，原料药板块存货水平继续下降至366.24亿元，同比减少12%。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.2 供给端：中国产能扩张放缓，印度原料药新产能释放仍需时间

图表30：印度原料药园区情况



资料来源：印度政府官网，pharmabiz，太平洋证券

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.3 需求端：“补库新周期”+“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表31：中国原料药产品出口规模及增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券

图表32：印度原料药及中间体从中国进口量情况



资料来源：DIGS，太平洋证券

- **2025年板块有望迎来全面补库周期。**2024H1，中国原料药出口额为213.40亿美元(+0.1%)，出口量为746万吨(+23.4%)，Q3在出口价格同比仍下滑的情况下，出口额达103.39亿美元，同比增长5.2%。我们认为2024Q3部分产品去库存周期接近终结，预计2025年Q1甾体激素及沙坦等原料药去库存也将结束，板块有望全面迎来补库周期。
- **印度需求旺盛，对中国的依赖程度持续加深，**2024年Q1-3，印度原料药及中间体从中国进口量为28.6万吨(+11%)，占总进口量比例达78.26%，达过去10年最高水平。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.3 需求端：“补库新周期”+“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表33：2016-2030年专利到期影响的销售额情况（十亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，太平洋证券

图表34：2023年TOP15小分子药物核心专利到期时间

通用名	2023年销售额(亿元)	核心专利到期时间	通用名	2023年销售额(亿元)	核心专利到期时间
司美格鲁肽	211.43	2026年	沙库巴曲缬沙坦	60.35	2035年
阿哌沙班	122.06	2026年	达格列净	59.63	2023年
必妥维	118.50	2033年	奥希替尼	57.99	2032年
恩格列净	107.50	2025年	替尔泊肽	51.63	2036年
trikaftra/Kaftrio	89.45	2031年	恩扎卢胺	50.67	2026年
伊布替尼	68.60	2026年	依柏西利	47.53	2023年
利伐沙班	67.91	2020年	芦可替尼	43.14	2026年
来那度胺	60.97	2017年			

资料来源：药智网，太平洋证券

➤下游制剂专利悬崖有望带来增量需求，根据Evaluate Pharma，2025-2030年，全球原研药专利到期带来的总风险敞口将达到3900亿美元，相较2019-2024年总额增长124%。

➤未来5年全球销售TOP15的小分子药物中有过半药物专利将到期。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.3 需求端：“补库新周期”+“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表35：2013-2023年美国零售端缬沙坦片原料药消耗量变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
原研DIOVAN原料药消耗量(吨)	305.58	208.89	36.41	14.38	10.98	9.68	8.22	7.40	6.02	4.94	4.51
仿制药原料药消耗量(吨)		299.31	806.95	1046.11	1197.61	946.46	497.22	576.29	754.06	862.08	965.71
仿制药原料药消耗量 同比增速(%)			169.61%	29.64%	14.48%	-20.97%	-47.47%	15.90%	30.85%	14.33%	12.02%

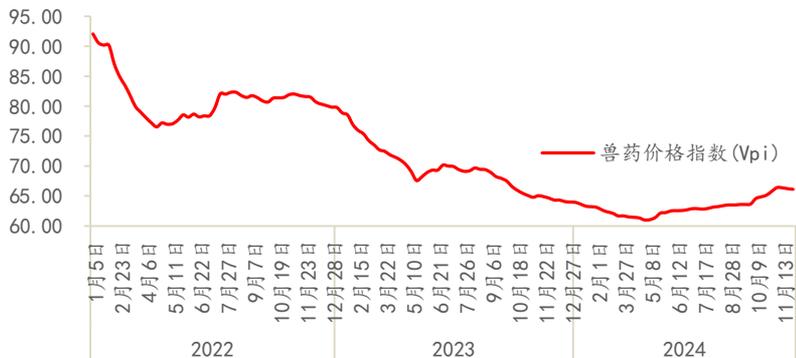
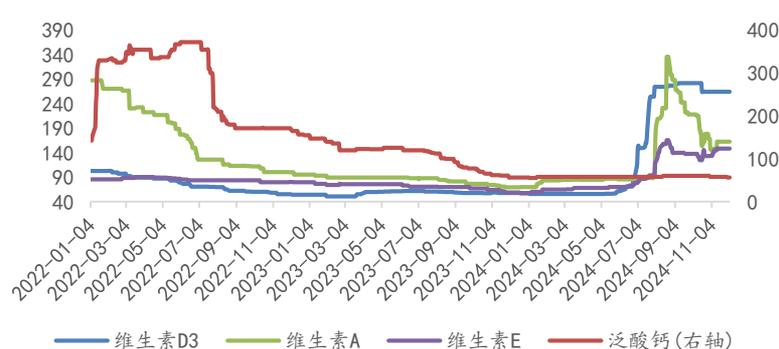
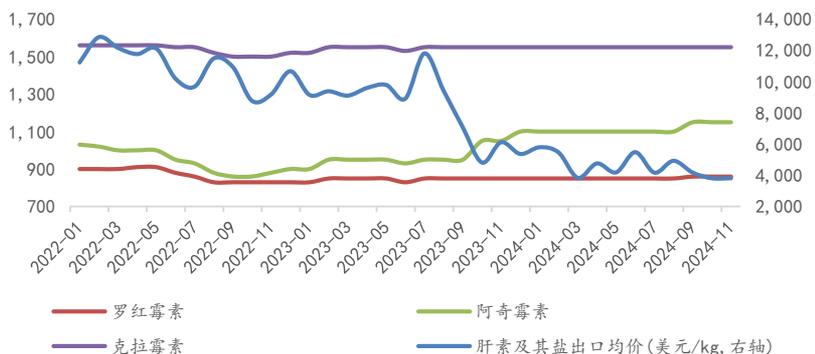
资料来源：彭博，太平洋证券

➤在原研药专利到期之后的3-4年，仿制药原料药的消耗量有望成倍增长，带来可观的增量需求。以缬沙坦片为例，DIOVAN在美国专利到期前，2013年片剂零售端原料药消耗量为305.58吨。2014年，仿制药开始陆续上市，当年原料药消耗量为299.31吨，基本与原研专利到期前持平，2015年为仿制药上市后第一个完成年度，原料药消耗量迅速扩充一倍之多，达806.95吨，随后2年达到峰值1197.61吨，相较原研专利到期前消耗量扩充近4倍。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.4 价格端：原料药产品价格景气度有望持续提升

图表36：原料药主要品种市场价格（元/kg）



资料来源：iFind，中国兽药饲料交易中心，中国医药保健品进出口商会，太平洋证券

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.4 价格端：原料药产品价格景气度有望持续提升

图表37：2024年11月原料药主要品种市场价格（元/kg）

产品品类	单位	产品名称	单价	环比	同比	8年历史分位数
维生素	元/千克	维生素A	162.86	-3%	133%	7%
	元/千克	维生素D3	265.00	0%	357%	37%
	元/千克	维生素E	148.67	12%	153%	87%
	元/千克	泛酸钙	56.50	0%	-7%	0%
	元/千克	叶酸	360.00	97%	87%	86%
	元/千克	生物素	34.00	0%	-11%	0%
抗生素	元/BOU	青霉素工业盐	150.00	0%	-6%	65%
	元/千克	硫氰酸红霉素	550.00	0%	10%	100%
	元/千克	6-APA	320.00	-9%	-9%	75%
	元/千克	7-ACA	500.00	4%	4%	75%
	元/千克	4-AA	680.00	-3%	-24%	0%
	元/千克	罗红霉素	860.00	0%	1%	86%
	元/千克	阿奇霉素	1150.00	0%	10%	100%
甾体类	元/千克	克拉霉素	1550.00	0%	0%	98%
	元/千克	地塞米松磷酸钠	9750.00	0%	0%	90%
	元/千克	氢化可的松	5600.00	0%	0%	93%
	元/千克	黄体酮	1950.00	0%	0%	0%
	元/千克	醋酸甲地孕酮	2700.00	0%	0%	7%
	万元/吨	皂素	63.00	0%	15%	88%
	万元/吨	双烯	108.00	0%	14%	100%
沙坦类	元/千克	缬沙坦USP34	710.00	0%	-1%	9%
	元/千克	厄贝沙坦USP34	630.00	0%	0%	37%
	元/千克	替米沙坦	1000.00	0%	0%	0%
普利类	元/千克	赖诺普利	2200.00	0%	-4%	0%
	元/千克	卡托普利	600.00	0%	0%	83%
	元/千克	马来酸依那普利	800.00	0%	0%	83%
肝素类	美元/千克	肝素及其盐	3806.72	-9%	-21%	10%
兽药类	元/千克	氟苯尼考	204.17	0%	-3%	5%
	元/千克	强力霉素	389.50	8%	10%	16%

资料来源：iFind，太平洋证券

➤2024年原料药产品价格走势出现分化。肝素、沙坦、泛酸钙等产品价格波动中略有下降，维生素A、维生素D3、维生素E、叶酸等产品价格出现大幅上涨，硫红、阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素等抗生素产品价格略有上涨。

➤2025年原料药产品价格景气度有望全面提升。预计随着下游去库存逐渐结束，肝素、沙坦等产品需求有望增长，价格有望维持低位稳定或略有上涨；由于硫红、阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素等抗生素产品竞争格局稳定，供需紧平衡，价格有望维持高位稳定；随着养殖业需求恢复及行业产能陆续出清，兽药产品价格将处于上涨趋势中。

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.5 投资建议：关注持续向制剂领域拓展的个股

➤ **奥锐特推荐逻辑：**①截至2024年9月底，地屈孕酮片进院7789家，预计24年销量600万盒，25年销量800-1000万盒。预计2026年起每年获批3-5个产品；②司美API产能已投产，半合成工艺具备成本优势，预计24年销量5-10kg，25年销量几十kg；③小核酸正在进行验证批生产，预计24年实现盈亏平衡，25年开始贡献利润。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为15.38/18.50/22.73亿元，归母净利润为3.91/5.08/6.60亿元，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格下降风险，汇率风险，产品研发失败风险。

➤ **奥翔药业推荐逻辑：**①制剂将迎来收获期，公司与STADA合作的第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片有望于2024年底在欧洲获批，于2025年H1在中国获批，并将于2025年开始贡献销售收入；②原料药业务有望稳健增长，研发驱动产品梯队迭代放量，新产品舒更葡糖钠、毛果芸香碱等有望实现快速增长。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为8.81/10.28/12.86亿元，归母净利润为2.79/3.43/4.30亿元，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格下降风险，汇率风险，产品研发失败风险。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,263	1,538	1,850	2,273
营业收入增长率（%）	25%	22%	20%	23%
归母净利润（百万元）	289	391	508	660
净利润增长率（%）	37%	35%	30%	30%
摊薄每股收益（元）	0.71	0.96	1.25	1.63
市盈率（PE）	30	22	17	13

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	817	881	1,028	1,286
营业收入增长率（%）	7%	8%	17%	25%
归母净利润（百万元）	254	279	343	430
净利润增长率（%）	8%	10%	23%	25%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.34	0.41	0.52
市盈率（PE）	28	26	21	17

资料来源：iFinD，太平洋证券

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.5 投资建议：关注新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股

➤ **同和药业推荐逻辑：**①预计24年规范市场销售新增1.1-1.3亿元，25年已经确定的规范市场订单超1.3亿元，新产品业务收入有望快速增长并带动盈利能力提升；②二厂区一期工程4个车间已转固，预计满产产值5亿，有效缓解新产品产能紧张问题，同时二厂区二期已开工建设，预计部分车间于25年试生产；③Q3老产品去库存已基本结束，预计销量将恢复增长，同时上游中间体价格出现回稳迹象，老产品价格有望企稳。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为8.00/10.00/12.20亿元，归母净利润为1.37/1.92/2.48亿元，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**产品价格下降风险，汇率风险，产能投放不及预

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	722	800	1000	1220
营业收入增长率(%)	0%	11%	25%	22%
归母净利润（百万元）	106	137	192	248
净利润增长率(%)	5%	29%	40%	30%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.33	0.45	0.59
市盈率（PE）	35	27	20	15

➤ **共同药业推荐逻辑：**①24年募投项目陆续转固，截至9月底固定资产规模相较年初扩大约4倍，预计华海共同一期于2025年实现规模化生产，部分产业链升级改造项目于25H1投产，助力营收快速增长；②华海共同储备了睾酮、地屈孕酮、熊去氧胆酸等14个原料药产品，预计24H2全球注册，25年部分产品开始销售。此外公司持续推进皮质激素产品、CDMO/CRO业务布局。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为5.70/10.34/14.27亿元，归母净利润为-0.27/0.54/0.88亿元，持续给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险，产能投放不及预期，产品研发失败风险。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	566	570	1,034	1,427
营业收入增长率(%)	-6%	1%	81%	38%
归母净利润（百万元）	23	-27	54	88
净利润增长率(%)	-43%	-217%	302%	62%
摊薄每股收益（元）	0.20	-0.23	0.47	0.76
市盈率（PE）	95	-104	38	25

资料来源：iFinD，太平洋证券

3、原料药：去库存全面结束，价格景气度有望持续提升

3.5 投资建议：关注估值合理且产品价格处于上涨周期的个股

- 国邦医药推荐逻辑：**①24年10月以来，兽药价格开启上涨周期，Vpi价格指数达66.23点，相较于9月底涨幅为4%，主要兽药产品价格出现不同幅度提升，其中氟苯尼考价格上涨至204元/kg，强力霉素价格上涨至389元/kg，随着下游养殖业需求恢复，及行业产能的持续出清，兽药产品价格有望于25H2快速提升。公司动保业务收入占比超30%，兽药价格提升将带来1-2亿利润增量；②医药原料药市场需求旺盛，产品价格有望维持高位稳定。24年阿齐霉素等产品供不应求，公司产品销量实现2位数增长，且产品毛利率回升至30%以上，24年有望贡献50%以上的利润。同时，硫红竞争格局好，印度中短期进入壁垒高，价格有望维持高位稳定，公司下游制剂有合理利润，预计25年抗生素原料药价格有望维持高位稳定。
- 盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为60.29/70.75/80.33亿元，归母净利润为8.00/10.00/12.00亿元，持续给予“买入”评级。
- 风险提示：**行业政策风险；市场竞争加剧风险；产品价格下滑风险；汇率风险。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,349	6,029	7,075	8,033
营业收入增长率(%)	-6%	13%	17%	14%
归母净利（百万元）	612	800	1,000	1,200
净利润增长率(%)	-33%	31%	25%	20%
摊薄每股收益（元）	1.10	1.43	1.79	2.15
市盈率（PE）	19	15	12	10

资料来源：iFinD，太平洋证券

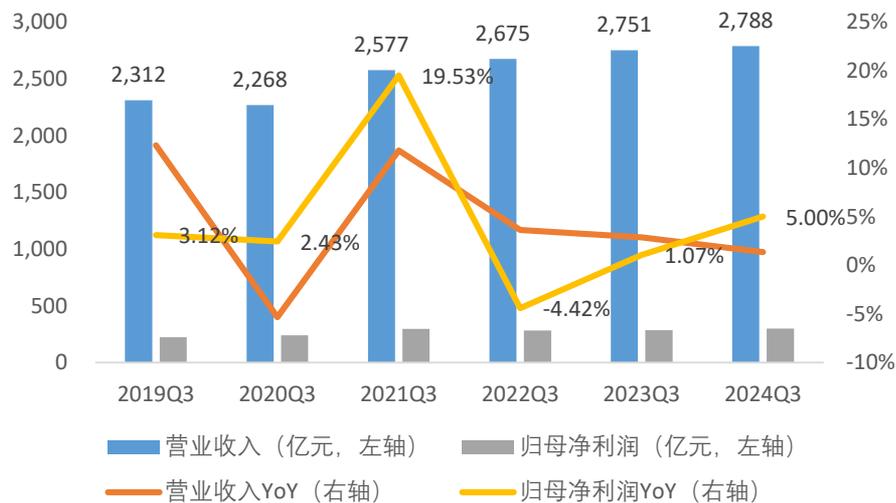
目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、CXO——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.1 2024年制剂板块复盘

图表38：2019-2024年仿制药板块前三季度营收、利润及增速



资料来源：Wind，太平洋证券

图表39：2024年仿制药板块个股涨跌幅前十（截至12月3日收盘）

序号	涨幅前十	涨跌幅	跌幅前十	涨跌幅
1	浙江医药	59.83%	普利制药	-53.27%
2	景峰医药	54.94%	一品红	-35.58%
3	常山药业	53.65%	昂利康	-32.51%
4	葫芦娃	52.11%	兴齐眼药	-32.31%
5	莱美药业	47.31%	通化金马	-27.08%
6	羚锐制药	38.32%	双鹭药业	-24.90%
7	奥赛康	36.04%	振东制药	-23.56%
8	海南海药	34.51%	长春高新	-22.54%
9	灵康药业	31.46%	苑东生物	-22.01%
10	国药现代	26.90%	赛升药业	-21.74%

资料来源：Wind，太平洋证券

- ▶ **2024年前三季度收入持续实现稳健增长，利润增速加快。**我们统计了仿制药板块的85家公司，前三季度营业收入2758亿元，同比增长1.36%（去年同期+2.86%），归母净利润301亿元，同比增长5.00%（去年同期1.07%）。
- ▶ 年初至今，**板块内涨幅较大的个股多为产品价格快速上涨或具有主题投资属性**，其中浙江医药、景峰医药和常山药业全年涨幅居前。

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.2 集采竞争将逐步实现温和有序

图表40：历次集采中标及执行情况梳理

集采批次	开标时间	执行时间	中选品种数	拟中选企业数	拟中选产品数量	单品种平均中选企业数	平均降价幅度	注射剂品种占比
第一批	2018. 11. 15	2019年2月	25	15	26	1. 0	52%	12. 00%
第一批扩围	2019. 9. 1	2019年12月	25	45	60	2. 4	59%	12. 00%
第二批	2019. 12. 29	2020年4月	32	77	100	3. 1	53%	3. 13%
第三批	2020. 7. 29	2020年10月	55	125	191	3. 5	53%	3. 64%
第四批	2021. 1. 15	2021年5月	45	118	158	3. 5	52%	17. 78%
第五批	2021. 6. 2	2021年10月	61	148	251	4. 1	56%	49. 18%
第六批（胰岛素专项）	2021. 11. 5	2022年5月	16	11	42	2. 6	48%	100. 00%
第七批	2022. 6. 20	2022年11月	60	217	327	5. 5	48%	48. 33%
第八批	2023. 3. 29	2023年7月	39	174	252	6. 5	56%	69. 23%
第九批	2023. 11. 6	2024年11月	41	205	266	6. 5	58%	48. 78%

资料来源：上海阳光采购网，太平洋证券

► **集采中选企业数量逐步增长，竞争将逐步实现温和有序。**随着单品种平均中选企业数量逐步攀升，意味着单一品种中选企业的市场也将被切割成更多区域，同时，2022年以来省市续标常态化也为后续入局企业带来新机遇。前期集采赢者全得的市场中标格局将向温和有序的多厂家多区域中标逐步过渡。

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.3 四同及后续政策落地将加速产业集中度提升

- ▶ **四同政策推动打压品牌溢价及品种单一企业生存空间。** 国家医保局年初发布《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》，明确到2024年3月底前，基本消除**通用名、厂牌、剂型、规格**均相同的药品在省际间的不公平高价、歧视性高价。
- ▶ **三同政策在注射剂领域率先落地。** 国家医疗保障局办公室于2024年8月4日发布《国家医疗保障局办公室关于规范注射剂挂网工作的通知》，通知对挂网药品价格治理目标是让注射剂价格更加透明，减少因包装数量、转换比差异形成的不公平价格问题。因为注射剂不同包装在挂网时包装数量和价格并非绝对统一的，包材价格、包装工序复杂程度等不同会导致出现不公平价格，此次通知要按最小制剂单位进行价格治理，后续注射剂以最小制剂单位进行挂网，注射剂层面将完成“**同通用名、同厂牌、同含量装量**”三同政策落地。
- ▶ 未来“**同通用名、同剂型**”的二同政策也有望推出，相信这将极大推进我国仿制药去品牌化进程，且对单一靠剂型、定价或规格差异而生存的小型药企或MAH持证人将形成一定抑制，整个行业或将向多批文、高人效的头部企业加速集中。

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.4 MAH制度的兴起与收紧

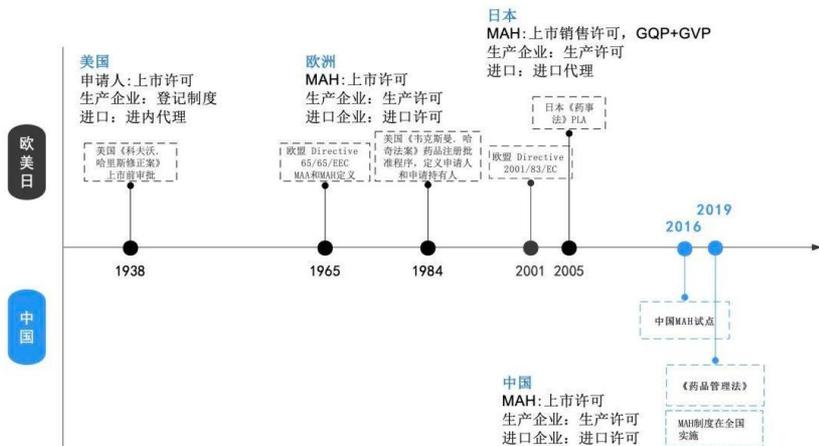
➤MAH——药品上市许可持有人（Marketing Authorization Holder），是指拥有药品技术的药品研发机构/生产企业主体/其他有资质的机构，可以申请并获得药品的上市许可批件。这种制度其实是一种将药品的生产许可与上市许可分开管理的模式，它是制药发达国家药品监管领域的通行做法，中国该项制度在2019年12月1日开始施行的修订版《药品管理法》中得到了确认，标志着其在我国的全面实施。当初国家鼓励MAH制度，初衷是为了推动医药创新，但后续出现的一千多家B证企业大部分都不具备创新药的资质和产品，只是成为批文平台。历经五年，截至2023年底，共1097家持有B证的企业，有5816个药品批件，其中661家持有B证的非空证企业有批件，平均8.8个批件/家。

➤2023年10月，**CDE132号公告**，强化委托生产企业许可、质量和监督管理。

➤2024年9-11月，**严管C证征求意见稿**流出并出台，①新批文审批期间不得转让，上市三年内不得转让；②对于临床价值低、同质化严重的药品，原则上不能委托生产。

➤2024年**第十批集采**：①多家企业委托同一家生产的，以生产企业做主体，视同一个名额；②同通用名下有B证企业参与，在总入围名额（N-3）基础上要再减X。

图表41：全球MAH制度施行情况



资料来源：德恩GMP咨询，太平洋证券

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.5 行业真正开始产能出清

图表42：2020年底和2023年底制剂企业数量对比

		生产企业数量											单位：件，家	
省份	药品生产许可证数量	原料药和制剂		生产化学药企业	生产中成药企业	生产中药企业（含饮片）	生产中成药企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	药用辅料	空心胶囊	特殊药品	其他	
		生产制剂企业	生产原料药企业											
合计	7690	446	3765	1642	3519	2160	4357	2197	28	671	262	61	224	20

		截至2023年底生产企业数量								单位：件，家	
省份	药品生产许可证数量	原料药和制剂		生产化学药企业	生产中成药企业（含饮片）	生产中成药企业	生产中成药企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	特殊药品	
		生产制剂企业	生产原料药企业								
合计	8460	5652	4979	1661	4494	4752	2418	2334	26	712	242

资料来源：CDE, 《2020年药品监督统计年报》, 《2023年药品监督统计年报》
太平洋证券

①集采政策竞争温和有序将推动A证企业，加速转向多品种高人效的经营模式；②四同及后续政策推出将抑制A证企业的品牌溢价和B证企业的差异化策略；③MAH制度的收紧将打压B证企业的生存空间。

➤ **药品生产许可A证**：A代表自行生产的药品上市许可持有人，批文拥有者和生产企业相同。从事药品生产活动，应当经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准，取得药品生产许可证。

➤ **药品生产许可B证**：B代表委托生产的药品上市许可持有人。B证企业和药品生产的企业不同，自身不从事药品生产，需要进行委托生产。上市许可持有人(MAH)也应当按照规定申请办理药品生产许可证B证。

➤ **药品生产许可证C证**：药品生产许可证C证代表接受药品批文拥有者（即药品上市许可持有人）的委托，生产该品种药品的企业。生产企业无论有没有取得A证，在接受委托生产活动时，需要取得C证。

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.6 政策推动行业集中度提升——推荐在研管线丰富多批文高人效的企业

➤ **福元医药 (601089) 推荐逻辑：**①公司产品战略为首仿快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，其也正是集采考虑的重点品种，并依托集采打开院外市场。②截至2024年6月底，公司共有仿制药制剂在研项目85个、创新药及医疗器械在研项目4个。仿制药方面预计未来公司每年将有10个以上品种获批，有望持续为公司贡献新的增量收入。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为35.01/37.80/40.83亿元，归母净利润为5.19/5.93/6.59亿元，对应当前PE为14/13/11X，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险；带量采购丢标风险；产品研发失败

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,340	3,501	3,780	4,083
营业收入增长率 (%)	3.07%	4.83%	7.96%	8.03%
归母净利 (百万元)	489	519	593	659
净利润增长率 (%)	11.36%	6.26%	14.12%	11.25%
摊薄每股收益 (元)	1.02	1.08	1.23	1.37
市盈率 (PE)	15.75	14.88	13.06	11.73

资料来源：iFind, 太平洋证券

➤ **京新药业 (002020) 推荐逻辑：**①公司通过医药电商、品牌、商销等多种方式加速拓展院外终端市场，收入占比持续提升。②公司首款创新药地达西尼胶囊于2024年3月正式实现商业发货，截至2024H1已开发医院200余家。公司在精神神经和心脑血管领域持续进行创新药研发管线布局，有望持续为公司业绩贡献增量。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为43.26/47.63/51.91亿元，同比增长8.17%/10.11%/8.98%。归母净利润为7.44/8.22/9.43亿元，同比增长20.22%/10.41%/14.76%。对应当前PE为14/13/11X，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；产品销售不及预期。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,999	4,326	4,763	5,191
营业收入增长率 (%)	5.79%	8.17%	10.11%	8.98%
归母净利 (百万元)	619	744	822	943
净利润增长率 (%)	-6.55%	20.22%	10.41%	14.76%
摊薄每股收益 (元)	0.72	0.86	0.95	1.09
市盈率 (PE)	17.86	14.95	13.54	11.80

资料来源：iFind, 太平洋证券

4、制剂：政策变化迎来行业发展良机

4.7 创新药管线兑现叠加出海预期——推荐仿创结合的头部制剂企业

➤ **科伦药业 (002422) 推荐逻辑：**①根据iFinD数据，2024年Q3硫红、6-APA、7-ACA月度环比分别提升2.5%、9.4%、0.9%。同时合成生物学有望成为新增长点，预计2024年全年有望实现11个品种商业化，持续贡献业绩增量。②科伦博泰核心管线SKB264 (TROP2 ADC)、A166 (HER2 ADC) 等预计2024-2025年国内陆续获批上市。MSD已围绕SKB264开展10项全球三期临床，海外商业化分成值得期待。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为229.67/257.57/284.56亿元，归母净利润为31.70/35.47/40.92亿元，对应当前PE为17/15/13X，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业政策风险；药品研发及上市不及预期；产品销售不及预期；竞争加剧的风险；环保风险。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,454	22,967	25,757	28,456
营业收入增长率 (%)	12.69%	7.05%	12.15%	10.48%
归母净利润 (百万元)	2,456	3,170	3,547	4,092
净利润增长率 (%)	44.03%	29.06%	11.91%	15.37%
摊薄每股收益 (元)	1.69	1.98	2.21	2.56
市盈率 (PE)	20.04	17.11	15.33	13.23

资料来源：iFinD, 太平洋证券

➤ **亿帆医药 (002019) 推荐逻辑：**①亿立舒中、美、欧已获批上市，2023年医保谈判成功，全年销售额有望超5亿元；2024海外实现发货，全球销售峰值有望达50亿。F-652潜在FIC肝病领域药物，目前中美同步推进临床试验。②公司产品业务结构优化升级，盈利能力持续修复。医药自有产品收入占比逐年提升，提升公司毛利率水平。

➤ **盈利预测与投资建议：**预测公司2024/25/26年营收为53.09/64.17/74.23亿元，归母净利润分别为5.06/6.77/8.60亿元，分别同比增长191.88%/33.77%/26.95%，对应估值为28X/21X/16X，持续给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**研发进度不及预期的风险；汇率波动风险；国际化经营

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,068	5,309	6,417	7,423
营业收入增长率 (%)	6.03%	30.51%	20.86%	15.68%
归母净利润 (百万元)	-551	506	677	860
净利润增长率 (%)	-388.19%	191.88%	33.77%	26.95%
摊薄每股收益 (元)	-0.45	0.42	0.56	0.71
市盈率 (PE)	--	28.38	21.29	16.79

资料来源：iFinD, 太平洋证券

目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、**CXO**——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.1 整体观点及涨跌幅复盘

- **整体观点：**随着中美降息周期开启、NDAA未纳入生物安全法案以及创新药产业链支持政策细则及商保政策的出台，CXO有望迎来板块性机会。
- **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：2024年9月、11月美联储降息50、25bp，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2024-2025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（24Q3医药投融资为1071亿元，环比增长1.2%），从而带动CXO需求的逐步改善。

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖,海外需求复苏

5.1 整体观点及涨跌幅复盘

► **主题、新股及小市值标的表现靠前,传统CRO\CDMO表现靠后。** 复盘2024年CXO板块的个股年涨跌幅,行情走势并无主线,主要以主题投资、新股以及小市值为主,如:诺泰生物(减肥药主题)、泓博医药(AI主题)、益诺思(24年9月新股);而传统CRO、CDMO等表现较为靠后,如:美迪西、阳光诺和、九洲药业等。

图表43: 2024年CXO板块涨跌幅(截至2024年12月6日收盘)

代码	公司	年涨跌幅	市值(亿)	代码	公司	年涨跌幅	市值(亿)
688710.SH	益诺思	52.98%	58.21	300363.SZ	博腾股份	-18.78%	107.89
300347.SZ	泰格医药	22.41%	531.40	301520.SZ	万邦医药	-20.93%	28.83
688076.SH	诺泰生物	15.61%	113.27	603127.SH	昭衍新药	-21.19%	126.23
300404.SZ	博济医药	7.29%	36.66	603259.SH	药明康德	-22.20%	1559.74
688131.SH	皓元医药	4.32%	81.31	002821.SZ	凯莱英	-24.95%	301.85
301230.SZ	泓博医药	3.59%	39.34	301257.SZ	普蕊斯	-34.74%	25.12
300759.SZ	康龙化成	3.03%	476.78	301096.SZ	百诚医药	-34.83%	46.12
300725.SZ	药石科技	-3.54%	74.88	688238.SH	和元生物	-35.04%	37.90
688222.SH	成都先导	-4.27%	57.26	603456.SH	九洲药业	-35.44%	134.73
300149.SZ	睿智医药	-7.45%	35.26	688621.SH	阳光诺和	-38.17%	48.12
301333.SZ	诺思格	-7.49%	57.27	688202.SH	美迪西	-44.09%	51.49
688073.SH	毕得医药	-13.04%	42.61				

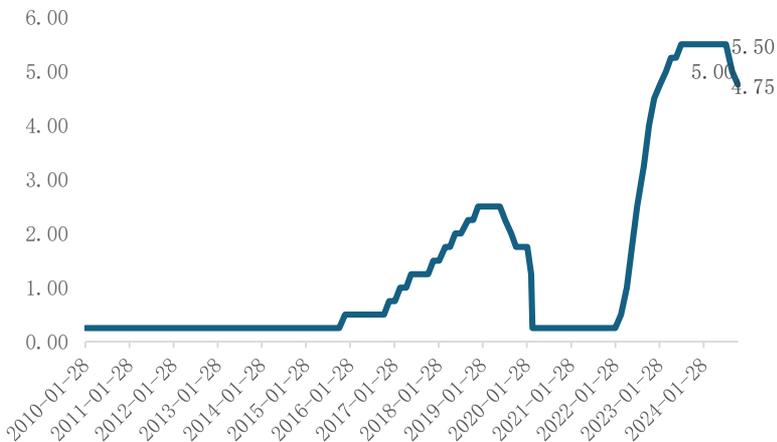
资料来源: iFinD, 太平洋证券

5、CXO: 降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.2 海外：美联储降息周期开启，海外医药投融资回暖

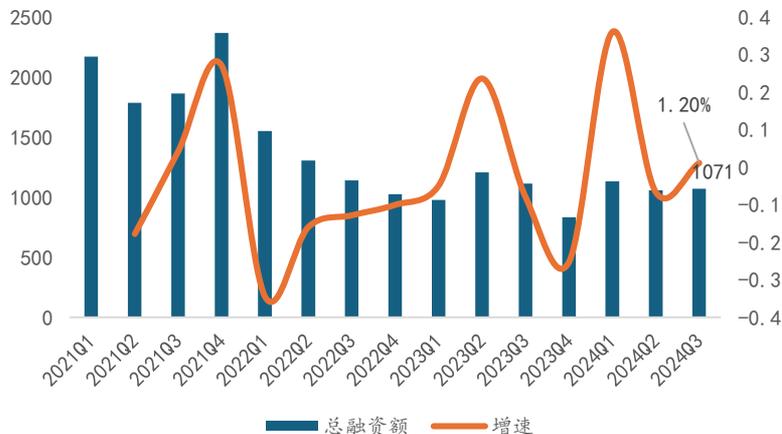
- **美联储降息周期开启。**2024年9月美联储降息50bp，2024年11月再次降息25bp，全球美元资产再平衡进程正式启动，流动性逐步宽松。
- **海外医药投融资回暖。**全球医疗健康产业融资总额从2024年以来已逐步回暖，2024Q1为1134亿元，环比增长36.12%，2024Q2、2024Q3分别为1059、1071亿元，分别环比增长-6.61%、1.2%。

图表44：2010-2024年美联储核心利率上限（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表45：全球单季度医疗健康产业融资额（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.2 海外：业绩指引向好，需求逐步复苏

► **海外CXO指引向好，海外需求复苏趋势明确。**我们梳理了8家海外各家CXO企业的业绩指引情况，其中6家企业上调或者维持了2024年全年业绩指引，2家企业下调，表现有所分化但总体向好。我们预计未来随着宏观环境及流动性的改善，投融资逐步回暖，海外需求将逐步复苏。

图表46：海外CXO三季度业绩及指引情况

证券代码	公司名称	24Q3营收增速	24Q3利润增速	此前指引（2024年）	本次指引（2024年）	调整情况
LONN	LONZA	/	/	收入增速：Flat Core EBITDA Margin：high 20s	收入增速：Flat Core EBITDA Margin：high 20s	维持
MEDP	Medpace	8.3%	36.7%	收入增速：12.7%-15.3% 利润增速：27.6%-35.4%	收入增速：10.8%-12.9% 利润增速：33.0%-37.2%	收入下调 利润上调
207940	三星生物	15.0%	6.0%	收入增速：10%-15%	收入增速：15%-20%	上调
TMO	赛默飞			经调整EPS：21.29-22.07	经调整EPS：21.35-22.07	上调
IGLR	ICON	-1.2%	-20.5%	收入增速：4.1%-5.3% 经调整EPS增速：17.3%-18.8%	收入增速：1.7%-2.2% 经调整EPS增速：8.7%-10.2%	下调
LH	Labcorp	7.4%	0.7%	收入增速：6.4%-7.5% 经调整EPS：14.3-14.9	收入增速：6.6%-7.3% 经调整EPS：14.3-14.7	维持
IQV	IQVIA	4.3%	-5.9%	收入增速：15425-15525Million 经调整EPS增速：11.1-11.3	收入：15350-15400Million 经调整EPS：11.1-11.2	下调
CRL	查尔斯河	1.6%	-5.9%	收入增速：-4.5%至-2.5% GAAP EPS：5.65-5.95	收入增速：-3%至-2% GAAP EPS：5.3-5.5	上调

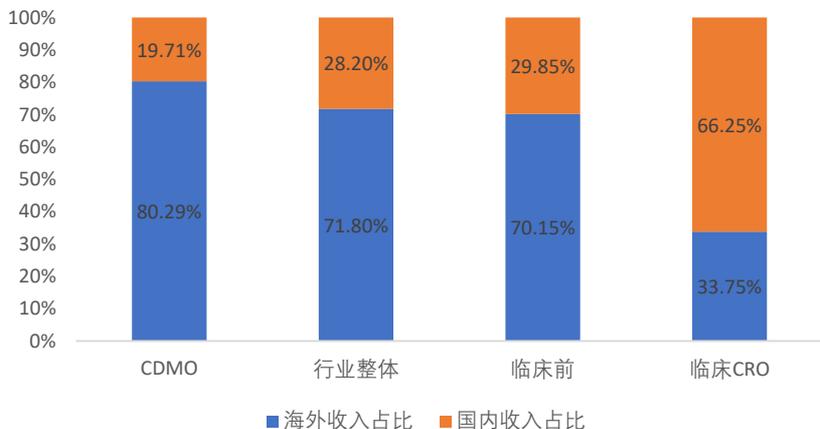
资料来源：各公司官网及公告，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

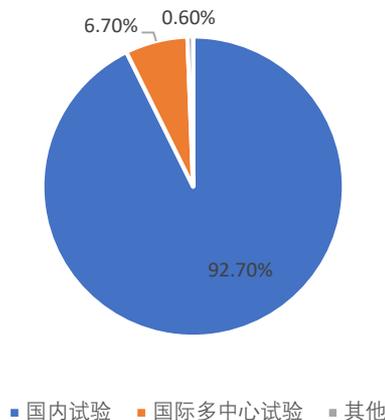
5.3 国内：临床CRO国际化空间大，政策利好创新药产业链

- ▶ CXO整体具备国际竞争优势，但临床CRO海外收入占比低。** 2023年CXO板块海外收入占比为71.80%，整体具备国际竞争优势；其中，CDMO和临床前海外收入占比分别为80.29%、70.15%；而临床CRO海外收入占比仅为33.75%，未来国际化空间大。
- ▶ 中国药物临床试验中MRCT占比较低。** 根据CDE数据，中国药物临床试验国内临床试验占比较高，2023年国内药物临床试验共有3988项，占比为92.7%，国际多中心试验有290项，占比为6.7%，其他有22项，占比为0.6%。

图表47：2023年CXO板块海外收入占比



图表48：2023年中国临床试验分布



资料来源：iFinD，太平洋证券

资料来源：CDE，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.3 国内：临床CRO国际化空间大，政策利好创新药产业链

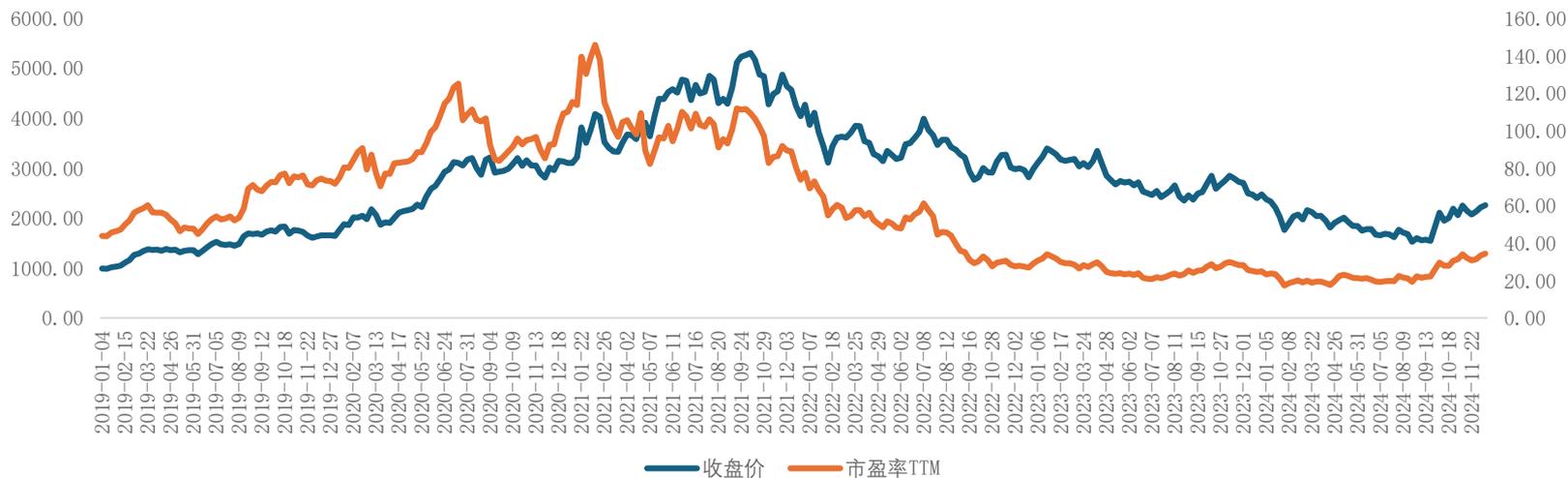
- ▶ **我国创新药定价及支付能力有限，或抑制MRCT纳入中国中心的意愿。**国内开展MRCT的占比仍处于低位，我们认为主要原因是我国创新药的定价和支付机制仍处发展当中，我国创新药的定价在全球范围内较低，从而一定程度上限制了MNC在中国开展MRCT的意愿。
- ▶ **创新药产业链和商保支持政策出台。**2024年2月，国家医疗保障局出台《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿；2024年7月，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，对创新药的定价和支付进行了明确要求：1) 定价端：将推动完善创新药价格形成机制，有望打破全球“地板价”，提升企业自主定价权；2) 支付端：将建立完善多元支付体系，进一步拓展商保等多元化的支付手段，在医保市场之外，谋求多层次支付准入空间。
- ▶ **本土临床CRO国际话语权有望日益增强。**我们认为，随着各项创新药支持政策的落地，我国创新药的定价和支付或将得到明显改善，这也将为创新药更早更快上市创造有利环境，同时也会提升MNC等创新药研发企业对我国市场的重视程度和在中国开展MRCT的整体数量。相信随着中国MRCT数量及占比的增长，我国本土临床CRO在亚太地区的产业地位和MRCT项目经验亦将不断提升。

5、CXO: 降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.4 股价及估值：CXO板块回调较多，凸显配置性价比

► **当前PE处于低位，凸显配置性价比。**截至2024年12月9日，CXO指数收于2258.28，年初至今下跌8.94%，沪深300指数收于3966.57，年初至今上涨15.61%。当前CXO指数PE为34.50倍，显著低于中位数54.08倍，处于历史分位37.29%，目前仍处于低估值区间。

图表49：CXO指数走势及估值



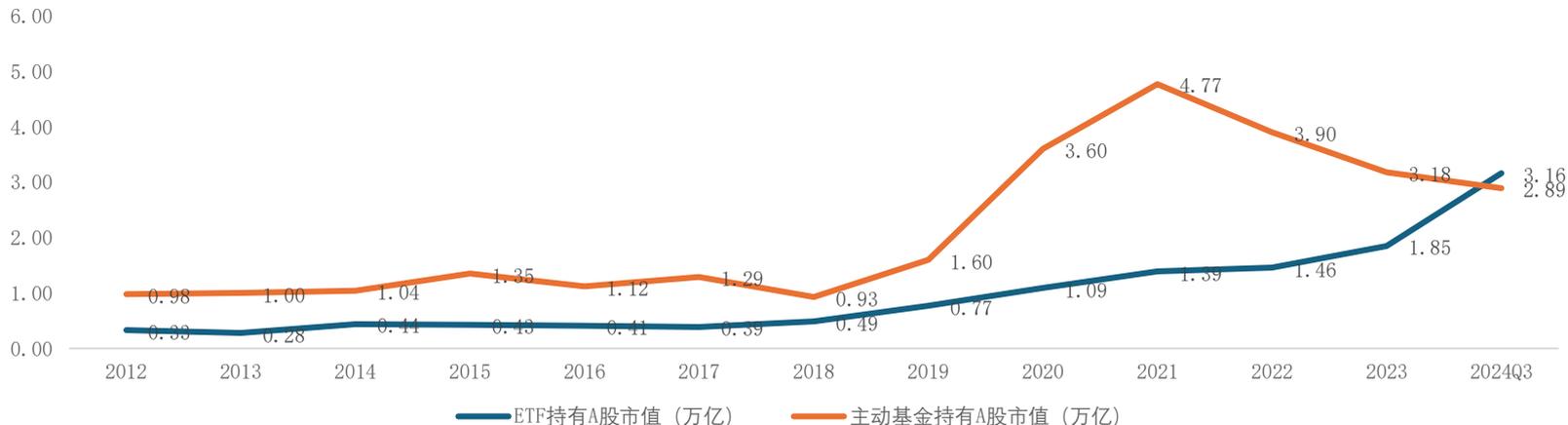
资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO: 降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.5 增量资金：ETF崛起及外资回流，市场定价权资金将发生变化

➤ **ETF崛起+外资回流, 定价权资金或有新变化。** 截止2024年三季度末，被动指数型基金持有A股市场总市值达3.16万亿，超过了同期主动权益基金2.89万亿的总市值，ETF逐渐崛起，未来将成为增量资金的主要力量。此外，随着中国经济刺激政策出台，经济基本面改善，A股资产性价比凸显，未来外资有望持续回流，市场定价权资金将从险资向对医药类资产更加友好的资金类型发生转移。

图表50：2012-2024Q3主动基金和ETF持有A股市值（万亿）



资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 投资建议及公司推荐

- 我们认为，随着中美降息周期开启、NDAA未纳入生物安全法案以及创新药产业链支持政策细则及商保政策的出台，CXO有望迎来板块性机会。
- 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以及商保政策的出台。
- 公司层面，我们建议关注：1) NDAA未纳入生物安全法案+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) 基本面环比改善的公司；3) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床CRO，如诺思格（301333）、阳光诺和（688621）；4) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC以及AI等概念公司，如：泓博医药（301230）。

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 诺思格：聚焦临床CRO领域，一站式赋能临床研发

- ▶ **投资逻辑：**1) 聚焦临床CRO领域，业务体系布局完善；2) 临床CRO市场规模不断扩容，国内格局尚未完全固化；3) 数统业务加速发展，结构优化盈利提升；4) 临床CRO国际化空间大，定价及支付端变革有望提升国际竞争力。
- ▶ **投资建议：**我们预计2024年-2026年公司营收为7.81/8.94/10.34亿元，同比增长8.31%/14.45%/15.62%；归母净利润为1.38/1.95/2.32亿元，同比增长-14.83%/40.89%/18.79%，对应当前PE为47/34/28倍，持续给予“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**新签订单不及预期、CRO行业竞争加剧、医药投融资恢复不及预期、研发支出下滑或者外包意愿减弱、新药研发失败、核心人员流失等风险。

图表51：诺思格盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	721	781	894	1,034
营业收入增长率(%)	13.15%	8.31%	14.45%	15.62%
归母净利润（百万元）	163	138	195	232
净利润增长率(%)	43.27%	-14.83%	40.89%	18.79%
摊薄每股收益（元）	2.08	1.43	2.02	2.40
市盈率（PE）	31.00	47.21	33.51	28.21

资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 阳光诺和：创新药占比持续提升，临床业务强劲增长

- ▶ **投资逻辑：**1) 业绩&订单高增长，创新药占比提升；2) 临床业务增长强劲，未来有望持续受益；3) 研发技术成果转化+权益分成逐步进入收获期。
- ▶ **投资建议：**我们预计2024年-2026年公司营收为11.96/15.23/19.33亿元，同比增长28.36%/27.29%/26.94%；归母净利润为2.34/2.93/3.67亿元，同比增长26.71%/25.32%/24.97%，对应当前PE为15/12/10倍，给予“买入”评级
- ▶ **风险提示：**仿制药业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表52：阳光诺和盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	932	1,196	1,523	1,933
营业收入增长率(%)	37.76%	28.36%	27.29%	26.94%
归母净利润（百万元）	185	234	293	367
净利润增长率(%)	18.08%	26.71%	25.32%	24.97%
摊薄每股收益（元）	1.65	2.09	2.62	3.27
市盈率（PE）	42.27	15.03	12.00	9.60

资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 泓博医药：小分子药物设计专家，AI助力新药研发

- ▶ **投资逻辑：**1) 立足小分发现业务，新签订单环比改善明显；2) 后端业务替格瑞洛为核心品种，专利到期有望快速放量；3) AI助力新药研发，公司掌握核心技术。

- ▶ **投资建议：**我们预计2024年-2026年公司营收为5.41/6.41/7.68亿元，同比增长10.44%/18.46%/19.84%；归母净利润为0.21/0.35/0.57亿元，同比增长-42.88%/62.36%/63.02%，对应当前PE为168/104/64倍，持续给予“买入”评级。

- ▶ **风险提示：**新签订单不及预期、人才流失的风险、环保及安全生产风险、订单价格下降、汇率波动等风险。

图表53：泓博医药盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	490	541	641	768
营业收入增长率(%)	2.26%	10.44%	18.46%	19.84%
归母净利润（百万元）	38	21	35	57
净利润增长率(%)	-44.00%	-42.88%	62.36%	63.02%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.15	0.25	0.41
市盈率（PE）	102.29	168.13	103.55	63.52

资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 普蕊斯：SMO行业龙头，赋能临床研发

➤ **投资逻辑：**1) 聚焦SMO领域，赋能临床研发；2) Q2新签订单环比改善，项目类型不断丰富；3) 项目类型不断丰富，客户服务能力不断提升。

➤ **投资建议：**我们预计2024年-2026年公司营收为8.39/9.35/10.66亿元，同比增长10.32%/11.55%/14.02%；归母净利润为0.95/1.12/1.41亿元，同比增长-29.53%/18.18%/25.65%，对应当前PE为25/21/17倍，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**新签订单不及预期的风险、SMO行业竞争加剧的风险、订单取消的风险、人力成本上升或人才流失的风险。

图表54：普蕊斯盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	760	839	935	1,066
营业收入增长率(%)	29.65%	10.32%	11.55%	14.02%
归母净利（百万元）	135	95	112	141
净利润增长率(%)	86.06%	-29.53%	18.18%	25.65%
摊薄每股收益（元）	2.24	1.19	1.41	1.77
市盈率（PE）	28.35	24.73	20.93	16.65

资料来源：iFinD，太平洋证券

5、CXO:降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏

5.6 百诚医药：业务多点开花，CRO新星高成长

► **投资逻辑：**1) 深耕仿制药CRO多年，新签订单稳定增长；2) 自研转化开始提速，临床业务稳健增长；3) 研发投入持续加大，创新药布局日益完善。

► **投资建议：**我们预计2024年-2026年公司营收为9.84/10.51/11.79亿元，同比增长-3.31%/6.85%/12.19%；归母净利润为1.92/2.28/2.69亿元，同比增长-29.55%/19.08%/18.02%，对应当前PE为26/22/18倍，给予“增持”评级。

► **风险提示：**仿制药CRO业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表55：百诚医药盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,017	984	1,051	1,179
营业收入增长率(%)	67.51%	-3.31%	6.85%	12.19%
归母净利（百万元）	272	192	228	269
净利润增长率(%)	40.07%	-29.55%	19.08%	18.02%
摊薄每股收益（元）	2.51	1.75	2.09	2.47
市盈率（PE）	25.94	25.61	21.50	18.22

资料来源：iFinD，太平洋证券

目录

- 1、医药板块2024年行情回顾
- 2、创新药行业“三支箭”——商业化、出海、数据催化
- 3、原料药——去库存全面结束，价格景气度有望持续提升
- 4、制剂——政策变化迎行业发展良机
- 5、CXO——降息周期开启+海外投融资回暖，海外需求复苏
- 6、风险提示

风险提示

- 美联储利率政策不及预期
- 投融资回暖不及预期
- 医药行业政策变化风险
- 市场竞争加剧风险
- 汇率波动风险
- 产能投放不及预期
- 创新药研发不及预期
- 医保政策变化风险
- 产品研发失败风险

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



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。