

# 阿尔茨海默病新药上市 赛道会否再次被点燃?

证券时报记者 陈丽湘

近日,国家药品监督管理局官网显示,卫材药业递交的阿尔茨海默病(简称AD)I类新药仑卡奈单抗注射液上市申请获批。这意味着中国成为继美国和日本之后,第三个批准仑卡奈单抗上市的国家。

阿尔茨海默病新药市场广阔,是龙头医药公司攻城略地的赛道,此前曾一度受资本市场追捧。仑卡奈单抗获批上市并定价每年约18万元的消息,引起业内广泛关注,或会再次点燃该赛道,提振AD医药研发及诊断市场。

## 攻克新药“死亡谷”

近日,阿尔茨海默病创新治疗药物仑卡奈单抗获国家药品监督管理局批准正式进入中国,用于治疗由阿尔茨海默病引起的轻度认知障碍和阿尔茨海默病轻度痴呆。该药是全球首个针对AD病因的突破性靶向药物。

之所以仑卡奈单抗成功上市会在医药界引发较大关注,是由于AD发病机制复杂且临床试验审核程序非常严苛,因此AD新药研发有着业界公认99.6%的最高失败率,被称为药物研发的“死亡谷”,攻克难度极大。

目前用于治疗AD的药物基本上只能改善疾病的症状,而不能有效延缓疾病进程。而仑卡奈单抗作为AD新药,是通过直接干预阿尔茨海默病致病元凶的方式达到治疗效果——既可选择性地与可溶性Aβ聚合物(原纤维)结合,也可以与Aβ斑块的主要成分不溶性的Aβ聚合物(纤维)结合,从

而清除大脑中的Aβ原纤维和Aβ斑块。该药公开发表的临床数据表现突出,为临床医生打开“对因治疗”的全新思路。

据卫材药业官微,仑卡奈单抗是全球首个目前唯一完全获批的能通过这一作用机制延缓疾病进展、降低认知和功能衰退速度的疗法。继2023年7月在美国获得完全批准、同年9月在日本获得批准后,中国是第三个批准仑卡奈单抗上市的国家。

## 500亿元单药市场

仑卡奈单抗的全球开发和监管提交由卫材药业主导,产品由卫材药业和渤健药业共同商业化和推广,卫材药业拥有最终决策权。卫材药业官网显示,其在华企业隶属于卫材株式会社。后者是一家以研究开发医药产品为主的跨国公司,总部设在日本东京,中国区总部位于上海,重点研究领域包括神经科学、肿瘤(特药)、消化肝病等。

事实上,2023年10月,仑卡奈单抗已提前通过海南省药品监督管理局审核,落地海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区。根据博鳌乐城先行区中心药房公众号数据,海南乐城上市的仑卡奈单抗规格为200mg/2ml,价格为3328元/瓶。而最新国内定价为2508元/瓶,降幅超过三成。

仑卡奈单抗说明书的推荐剂量为10mg/kg,每两周使用一次。如果按此计算,一位60kg的患者年均治疗费用约为18万元,比此前的定价减少约8万元。最新定价大致与美国市场定价相同。在美国市场,仑卡奈单抗一年疗程

的治疗费用为2.65万美元,约合18.1万元人民币,具体花费会根据患者体重的不同浮动。

目前,全球阿尔茨海默病患者超3000万人。据国家卫健委,2022年我国60岁及以上人口约有1000万名阿尔茨海默病患者,占世界总病例数的1/4。近年来,阿尔茨海默病在我国呈年轻化趋势,临床最年轻患者不超过40岁。

根据卫材药业预测,如果按照每年2.65万美元的AD治疗费用测算,到2030年仑卡奈单抗将形成约70亿美元(大约500亿元人民币)的全球销售额。有机构预测,2024年仑卡奈单抗的中国区销售额约为2.24亿元,销售峰值约为30.73亿元。

中国市场的AD药物广阔市场前景已经被验证过。

2019年,国家药品监督管理局有条件地批准上海绿谷制药的甘露特钠胶囊上市,用于治疗轻度至中度AD症,目前该药已经纳入医保。除此之外,目前国内可治疗阿尔茨海默病的药还包括美金刚、多奈哌齐、卡巴拉汀、加兰他敏、石杉碱甲等5个药物。米内网数据显示,2020年重点省市公立医院终端抗痴呆药的销售规模就已经超过了4亿元。

## 赛道或快速升温

由于AD药物需长期服用,患者数量庞大,如果参考卫材药业的产品定价18万元/年,该领域的药物市场空间巨大,有机构预测市场规模或达千亿美元。而目前市场新药获批数量较少,仑卡奈单抗的成功获批及上市,或将吸引

更多药企布局该领域。有机构分析师认为,当前AD治疗市场整体处于蓝海市场,有望将机会传导至药物研发和诊断双领域。

方正证券认为,国内布局AD赛道的药企较少,属于相对高需求、低竞争的蓝海赛道,看好药物研发和诊断产业链将迎来广阔机遇。鉴于阿尔茨海默病有着庞大的市场需求,被药物研发界视为“皇冠上的明珠”。

事实上,AD作为新药攻克的热门赛道,是龙头医药公司“兵家必争”之地。据药物临床试验登记与信息公示平台数据,全国共有阿尔茨海默病药物相关临床试验91项。截至目前,国内布局该病的新药研发上市公司包括先声药业、恒瑞医药、海正药业、通化金马等。

2021年,先声药业与Vivoryon达成超5亿美元的合作,引进了针对具有神经毒性的淀粉样蛋白N3pE(pGlu-Aβeta)阿尔茨海默病治疗药物的权益,成为国内最早引入AD创新药管线的企业。

目前在研药物中,恒瑞医药的SHR-1707注射液研发进展最受关注,该药有望成为国内首款自研抗Aβ单抗,目前该研究已经完成了首例患者入组及给药。通化金马布局的是一款新的乙酰胆碱酯酶抑制剂,该药用于治疗轻中度AD。

千亿美元的市场规模,一有研发端的风吹草动就会掀起资本市场的狂欢。2023年9月份,通化金马发布公告称,胆碱酯酶抑制剂“琥珀八氢吡啶片”III期临床试验达到主要临床试验终点,试验呈阳性结果。该消息发布后,通化金马的股价在13个交易日内收获8个涨停板。

# 从开市客开业爆火说开去

证券时报记者 池北源

深圳开市客(Costco)开业,购物者排队长队成一景。热门商品被抢购,在商品早就不稀缺的当下,这一幕显得很罕见。这说明即使在消费不景气的环境下,只要有好的渠道背书,只要有好的商品和价格,依然能刺激消费者掏腰包,优化供给在刺激需求方面可以发挥出独特力量。

深圳开市客持续了此前热度,从2019年在上海,到后来在江苏、浙江地区开业,都出现消费者排队数小时情况。2022年开市客上海市2家门店总营收30亿元,平均每家门店销售额高达15亿元,单店日销超400万元。现在在我国线下门店持续萎缩,很多超市关门歇业,商超类上市公司业绩持续下滑。业内人士认为在电商冲击下,线下实体店优势不在,消费者行为已经改变,很少有人再到超市购物。

但是为何开市客可以做到“开一家火一家”,消费者好像不在乎舟车劳顿,不考虑交通成本,不在意电商购物的便利性,而回归到以前的消费场景中?

这说明开市客可以提供其他线下超市难以比拟的供给能力。开市客采用的会员制,商品毛利率很低,赚取会员费,这并不新鲜,上世纪90年代就已进入中国,但一度沉寂下去。开市客将这个模式发扬光大,靠的是能在商品低毛利率下还有很好的盈利能力。

从财报来看,开市客的商品毛利率基本都在10%左右。据说开市客有一条不成文的规定,一旦商品的毛利率超过14%,必须要经过CEO和董事会批准,就是为了维持低价。开市客的定位不是为了服务商家,而是帮助消费者挑选货品。

很多时候,供给甚至能创造需求,比如消费者餐桌日益丰盛,消费种类和金额都在增加,对比若干年前,坚果类、乳品类、牛羊肉等成为日常消费品,都做了消费总盘子,背后是很多行业在兴起。

电视、电脑、手机等行业都是从无到有,都是供给创造了消费。手机尤为典型,功能日益丰富,从硬件到软件,兴起了一个行业巨头。

开市客大大减少了商品品类,对一些选择困难症患者这一点颇为重要。一个简单的商品,为了让消费者实现分级定位,非要推出多个类型,将商品复杂化,避免在价格上短兵相接,增加了消费者挑选难度。

那些在开市客排队的消费者,是将信任票投给了开市客。商家顺着开市客这个通道,能大量出货,就有机会拉动上游产业链。

有一种看法是,在一家渠道购买了商品,就放弃了在其他渠道购买,总量并不会发生变化。其实不然,电商崛起后,并不是单纯抢走了线下购买力,消费者购物的总量在快速增加。消费在形形色色的刺激下,总量也在快速增加。

好的商品,良好的服务,会刺激消费者的购物欲望。例如,一位影院从业人士告诉记者,当年在《战狼2》上映时间,他们欢欣鼓舞,因为观众看得很投入,知道这个电影一定会大卖,电影院的收入就能提高。电影院是渠道,电影就是触达消费者的商品,商品品质能决定消费者的消费欲望,消费者有钱也不会为低品质电影买单。

很多时候,供给甚至能创造需求,比如消费者餐桌日益丰盛,消费种类和金额都在增加,对比若干年前,坚果类、乳品类、牛羊肉等成为日常消费品,都做了消费总盘子,背后是很多行业在兴起。

电视、电脑、手机等行业都是从无到有,都是供给创造了消费。手机尤为典型,功能日益丰富,从硬件到软件,兴起了一个行业巨头。



# 管仲大智慧对做好投资的启示



陈嘉禾

在中华民族长达几千年的历史中,对于如何让国家富强,我们的先辈们积累了大量的智慧。而这些智慧,应用到今天的投资行业中,也一样可以给我们带来大量启发。

今天,我们从一段古文说起,看看历史上的治国之道,如何帮助今天的投资者,让自己的“财务王国”变得更加富强。

## 管仲的轻与重

在春秋时代,齐桓公被列为春秋五霸之首,《史记》记载他做到了“九合诸侯,一匡天下”。但是齐桓公本人并不能干,据说他好吃又好玩,还不喜欢干活。齐桓公唯一做对的事,就是把国家大政都交给了管仲。

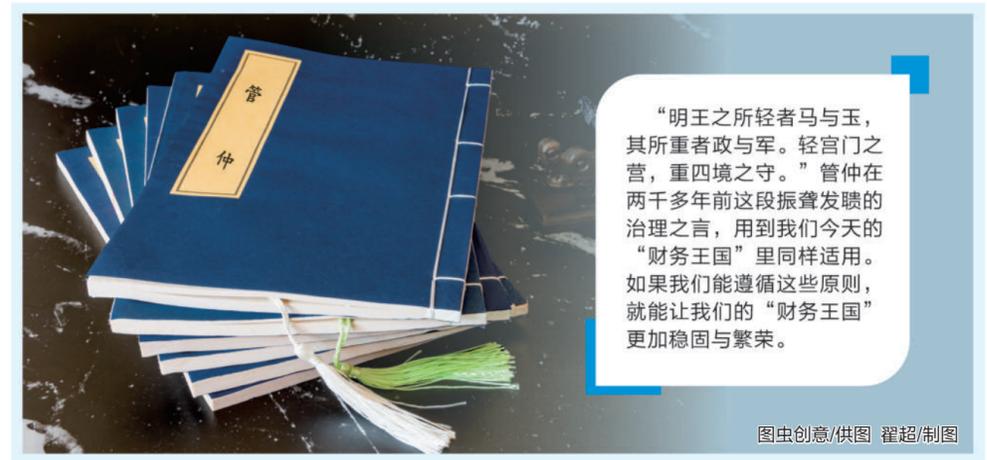
那么,管仲是怎么治国的呢?在《管子》一书的《霸言》篇中,管仲指出了真正英明的君主,在施政时的所轻、所重:“夫明王之所轻者马与玉,其所重者政与军。若失主不然,轻予人政,而重予人马。轻予人军,而重与人玉。重宫门之营,而轻四境之守,所以削也。”

这段话的意思就是说,英明的君主不会看重宝马、豪车这些奢侈品,但是特别看重政权与军权。而糟糕的君主则不然,随便就把政权委派别人去管理,但是特别看重宝马、豪车;随便就把军队委派给别人,但是对美玉这些宝物则牢牢守住;对自己居住的宫殿非常上心,对家边境的守卫却掉以轻心。

读完这段话,看看我们今天对待投资的态度,我们真的做到了管仲所说的“贤明君主”了吗?

## “财务王国”里的轻与重

对于今天的投资者来说,我们就好像自己这个“财务王国”里唯一的“君主”,管理着工资收入、资产投资、财务开销、生活享受等各项财务工作。那么,我们在管理自己的“财务王国”时,有多少时候做到了“所轻者马与玉,其



“明王之所轻者马与玉,其所重者政与军。轻宫门之营,重四境之守。”管仲在两千多年前这段振聋发聩的治理之言,用到我们今天的“财务王国”里同样适用。如果我们能遵循这些原则,就能让我们的“财务王国”更加稳固与繁荣。

图虫创意/供图 翟超/制图

人所重者政与军?”

当我们在研究新一代智能手机的时候,我们会花很多精力,比较其中各个硬件的参数:有几个摄像头?摄像头是什么品牌的?内存有多大?处理器多少?屏幕参数怎样?手感如何?机身材质是用什么制造的?甚至在很多时候,我们不满足于研究这些枯燥的参数,还会跑到实体店去亲手体验一番。

但是,一部智能手机对于个人投资者的“财务王国”来说,相对动辄上百万元的房子、几十万元的基金来说,并不算太多,对于机构投资者则更是九牛一毛。同时,不同智能手机给我们生活带来的区别,则更加微小:用iPhone 13,工作效率比用iPhone 14低多少?

反之,当我们在买股票、买基金、买房子的时候,做出决策的投资金额远比一部智能手机大得多,而不同的股票、基金带来的回报率区别,更是远大于iPhone 13和iPhone 14之间的区别。但是,又有多少投资者在买入股票和基金的时候,像研究手机那样去仔细研究参数呢?有多少人把历年的财务报表都看了一遍,甚至去公司实地体验,就像我们去实体店亲手看手机那样?

## 选择管理者至关重要

再看管仲所说,“失主轻予人政,而重予人马。轻予人军,而重与人玉”。糟糕的君主,对于把政治和军队交给别

人非常随意,而对把宝马、美玉这样的宝物交给别人则非常上心。

在今天的“财务王国”里,许多“君主”做的事情也很类似。比如,许多投资者在2020年基金热潮中,跟风以大量资金投入基金,等于就是管仲所说的“予人政、予人军”,把自己的“财务王国”的政权军权,交给基金经理去管理。

在把财务管理权力交出去的时候,有没有认真审查管理的人呢?他们是忠诚可靠,还是投机取巧?是勤劳尽责,还是敷衍了事?我想许多投资者也许没有仔细研究,轻易就把自己财富的管理权交了出去。

反之,如果实际损失了一点身边的小财富,相信许多人会投入巨大的精力把财富追回。车停在路边被划了,那就要努力找到肇事者;行李箱给航空公司摔坏了,要投诉争取赔偿;衣服在洗衣店被洗坏了,也要投诉制止,让洗衣店赔偿。

当然,不是说这些保护财富的行为不对。但是,正像管仲所说:“轻予人政,而重予人马。轻予人军,而重与人玉。”

## 投资的“宫殿”与“边防”

再看管仲的另一句话:“失主重宫门之营,而轻四境之守,其所以削也。”糟糕的君主,看重自己王宫附近的建设,却对国家边境的守卫不闻不问,这就是国家削弱的原因。

我们今天读完了这段话,也许都会

说讲得没错哦,是要看重边境的守卫,不要造豪华的宫殿。但是,事情真有那么简单吗?

现在,假如我们是管仲口中的“君主”,到边境视察一圈,路上来回至少得一个月,舟车劳顿不说,住宿条件也差。你选择住在宫殿,还是去边境视察?

面对这个问题,让我们不着急回答,先来看看在对待今天的“财务王国”时,许多人是怎么做的?

对于今天的“财务王国”来说,“君王”所居住的“宫殿”天天所能切身感受到的,是什么呢?是自己账户上跳动的市值,只要打开股票账户,我们就能看到市值的波动,就好像古代君王推开窗子就能看到宫殿的建设一般。而什么是今天“财务王国”的“边防”呢?是我们“财务王国”所拥有的资产价值有多少。越多的真实资产价值,越强的实际盈利能力,才是越强悍的守卫力量。

看完了这样的对照,我们再想想看,平时我们有多少时候更看重“宫门之营”,更看重眼前的市值,而忘记了“四境之守”,忘记衡量我们“财务王国”统治的真实资产有多少呢?

“明王之所轻者马与玉,其所重者政与军。轻宫门之营,重四境之守。”管仲在两千多年前这段振聋发聩的治理之言,用到我们今天的“财务王国”里同样适用。如果我们能遵循这些原则,就能让我们的“财务王国”更加稳固与繁荣。

(作者系九鼎青泉科技首席投资官)

# 如何看待中国神华市值 超过宁德时代?



桂浩明

前些年宁德时代作为国内最大的锂电池生产企业,在市场上新能源热潮推动下,股价持续飙升,成为创业板中市值最大的公司,并推动创业板指数强势上涨。日前,宁德时代市值被长期表现较为低调的中国神华超过,引起市场关注。

股票涨跌跌跌很平常,随着市场热点切换,股票市值排行发生变化,不值得大惊小怪。宁德时代是新能源代表性企业,中国神华则是传统产业中的优势企业,它们两者市值排名的变化,既是两家上市公司股价此起彼伏的结果,也是市场投资偏好变化的写照。

宁德时代是国内动力电池的头部企业,其股价也正是在这样的光环下不断创出新高。但就在市场一致认为新能源革命还将不断推进的时候,宁德时代股价却开始持续下跌。有观点认为,随着宁德时代产量不断增加,它已经实现了从科技企业向制造企业的过渡,而这两类企业在市场上的估值显然是不同的。

但宁德时代在研发上的投入并不少,其科技含量不低,因此其股价的下跌,应该也包含了投资者对于市场竞争格局不确定以及公司流通股股权结构合理性的担忧。换言之,就是公司成长遇到瓶颈。因此宁德时代股价的下跌,有其内在的必然性。在有效解决这些问题之前,其股价难以有好的表现。

中国神华作为传统的煤炭生产企业,具有独特的资源优势,经济效益一直比较突出,其盈利长期都超过宁德时代。之前宁德时代估值之所以能够大幅领先于中国神华,其中最大的原因在于宁德时代作为新兴产业的代表性公司,投资者看中的是它的科技属性,以及科技在转化为生产力时给企业带来的成长性。

投资者是按照对新经济的估值模型来给宁德时代定价,对中国神华则更多是将其视为一个成熟产业中的“现金奶牛”。在市场上存在较高风险偏好,并且更多着眼于所投资标的题材的先进性与概念的新颖性,而不是企业的稳定红利回报时,宁德时代自然会受到追捧,股价因此飙升,市值随之大增。

现在在宁德时代的新能源题材已经被市场所熟悉,锂电产业也不再神秘,而更大的变化是证券市场持续调整,股票跌多涨少,投资者纷纷降低预期,采取相对保守的策略。具有高息特征的中国神华受到了追求稳健收益投资者的青睐,而处于行业波动风口浪尖的宁德时代则因为具有较高的风险,难以支撑其高估值,市值最终被中国神华超越。

这个案例看似个别,但其实也反映了市场投资心态的变化,越来越多的投资者厌恶情绪增加,开始选择防御性的投资策略。

证券市场上投资者在个股以及板块选择上的趋同性,是形成市场热点的基础,同时也是市场氛围的一种表现。时下中国神华市值超过宁德时代,客观上反映了当今投资者对两个不同行业中代表性企业在认知上的变化,更是揭示了股市调整数年后总体氛围的改变。

中国神华市值超过宁德时代,投资者不但可以观察到当前股市的某些特征,更能够引出很多深入的思考,这对于研究如何振兴股市,发挥股市在经济建设中的作用,还是有很大意义的。

(本文仅代表作者个人观点)