

摩根士丹利基金视窗

2023年12月18日 第28期（总第28期）

市场洞察：中央经济工作会议强调高质量发展，美联储货币政策定调转向

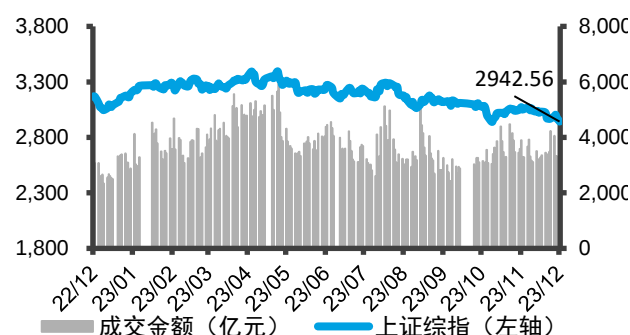
上周 A 股市场延续下行趋势，多数指数跌幅趋缓，但创业板指、科创 50 指数跌幅有所加大。具体指数看，上证指数下跌 0.91%，沪深 300 指数下跌 1.70%，万得全 A 指数下跌 0.96%；从行业表现看，传媒、商贸零售、纺织服装、煤炭等行业涨幅居前，食品饮料、电新、有色金属、钢铁等行业表现靠后。市场风格偏小盘成长。两市日均成交额为 8023 亿元，较前一周略有下降。

中央经济工作会议整体的政策基调偏稳，更加重视高质量发展，并将科技引领现代化产业体系建设作为首要任务。考虑到会议之前投资者预期的降低，边际上对 A 股的影响不大；但北向资金流出重新加大可能意味着部分海外机构预期不足。总体看，今年以来科技领域的政策非常积极，明年有望在众多领域看到积极政策所释放出来的效果，如政策细则的落地、订单的转化、投资力度的加大等。

上周央行还公布了 11 月的金融数据，总量基本符合预期，但信贷略低于预期，此前央行表示信贷要平稳投放，避免 1 季度过度集中，市场预期年内信贷投放将加大，但可能是需求不足，盲目加大投放会带来空转风险。11 月的工业增加值增速、社零增速等数据偏正面，尽管存在低基数因素，但仍能看到部分领域的供需是向好的。今年 A 股市场对国

图表 1

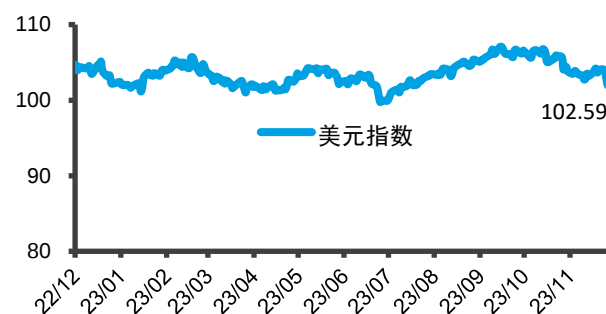
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.12.15。

图表 2

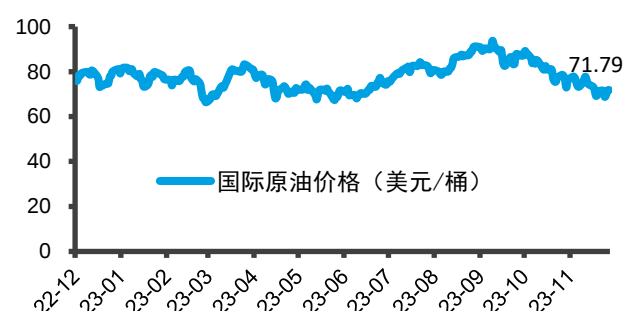
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.12.15。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.12.15。

内经济的反映比较反复，年初对经济的过度乐观逐步演变为当前对经济的过度悲观。今年以来投资者对经济中长期问题讨论较多，问题暴露也较为充分，定价则可能更为充分。后续一旦数据再次出现企稳回升，市场的正面反馈也有可能是超预期的。

海外因素仍然偏向积极，美联储货币政策定调可能已经转向，开始讨论降息的问题，从最新的点阵图指引看，明年将有 3 次降息，而 CME 观察显示市场定价更为积极，尽管可能会过度乐观，但大趋势已定。

结合市场估值水平、明年的业绩变化趋势以及中短期的经济数据，A 股市场具备较高的性价比。我们预计未来成长风格继续占优，坚定看好符合科技自立自强以及真正受益于 AI 产业高速发展的科技板块、景气度保持在较高水平且政策持续加码的高端制造板块以及业绩增速稳步抬升的医药等板块。

专栏——研究员手记：

浅析减重产业链的发展机遇

全球肥胖症及糖尿病问题日益突出，胰高血糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA）已成为当前治疗肥胖等主流选择，增长空间较大，司美格鲁肽展现出比传统减肥药更优的疗效、安全性和给药频次，使得 GLP-1RA 一跃成为减肥药赛道最热门的靶点，掀起了全球新一轮的减肥药物研发热潮，研发趋势已经从单靶点发展至双靶点、多靶点、口服等，减重数据不断刷新记录。GLP-1 受体激动剂除能改善血糖控制，降低体重外，具有多重潜在获益。在降低不良心血管事件发生率、阿尔兹海默症、NASH、戒酒等领域也有较大的应用潜力，国内公司在创新药、类似物方面均积极布局，长期有望分享国内市场，产业链相关环节都有望随着终端应用的打开不断增长，存在较好的全产业链挖掘机会。

由于胰高血糖素样肽-1 受体激动剂（GLP-1RA）可观的应用空间，根据辉瑞公司报告预计 2030 年 GLP-1 在 2 型糖尿病和肥胖领域的全球（美国）市场规模可达 900 亿美元。其中 2 型糖尿病药物市场约占 350-400 亿美元，减肥药物市场约占 500-550 亿美元，其中口服剂型预计占比 30%，达到 270 亿美金。中国市场有望达数百亿元：1) 糖尿病患者 1 亿多，就诊率 30%，假设长期看就诊渗透率 20%，年费用假设降至 4000 元，市场规模有望达到 240 亿。2) 肥胖患者 2 亿多，渗透率约 5%，年费用约 2000 元（考虑用药时长 1-2 个月），预期可达 200 亿规模。合计即可达约 440 亿元。

多肽生产产业链可以分为上游的细分试剂领域，中游的多肽原料药，下游的制剂生产研发企业等。整个产业链会因为终端需求的提升而扩大。

全产业链需求增加带来增长空间和弹性：

1) CDMO 享受较大需求增量：诺和诺德司美的发酵及半合成属于交叉工程，且偏向生物方面，供

供应链切割较难，外包率低，国内企业基本未打入 CDMO 产业链；礼来替尔泊肽全化学合成，国内打入 CDMO 供应链。假设按照约 3%-5% 计算 CDMO 供应值，假设 700 亿美元（诺和 200-300 亿除开），对应释放的 CDMO 空间约为 21-35 亿美元，中值贡献约 200 亿元，基本能填上 2021-2023 年新冠峰值的体量。或成为未来几年 CDMO 产业增长的最强驱动力。

2) 合成缩合试剂：假设约 1% 终端市值占比，1000 亿美元 GLP-1 市场，对应约 1 亿美元终端市场，加上其他化学分子试剂使用，预计多肽合成试剂全球约 30-50 亿元级别。

3) 原料药弹性有限：① 利拉鲁肽 2022 年降糖及减肥合计销售 32 亿美元，其中降糖已进入下坡路，仿制药预计 2024 年上市，全球看，产品周期下坡路，假设到 2030 年维持 30 亿（原研+仿制药），按照原料药约 5-10% 占比算，市场空间约 1.5-3 亿美元。

② 司美目前原研由于是发酵及半合成，国内化学合成无法进入供应链，海外专利兑现预计至少 2031 年，国内虽然华东在与诺和诺德专利挑战，但国内化学法审评未通，研发路径尚不清晰；总的来说短期主要是试验批、临床批次为主，较难估计销售。

4) 制剂百花齐放、竞争激烈，国内最快上市预期到 2025 年：国内约 440 亿假设（240 亿糖尿病+200 亿减肥），诺和诺德中国市场 2022 年 GLP-1 销售额 37.37 亿丹麦克朗（39.03 亿人民币），同比增长 88%。Ozempic 的中国收入为 21.96 亿丹麦克朗（约 22.93 亿元）。2022 年，诺和诺德在中国 GLP-1 的市场份额为 64.4%。国内相关企业预计最快

在 2025 上市，国内药企后续也有望分享百亿市场的空间。（注：本文中提及的上市公司仅供举例，不应被视为任何投资建议或投资决策的一部分。）

（专栏作者：研究管理部 潘海洋）

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人于股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>