

医药生物

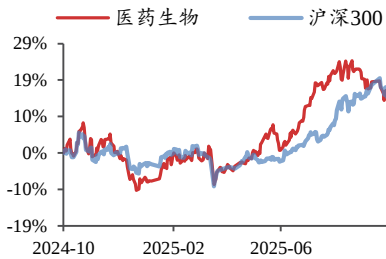
2025 年 10 月 19 日

MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《体内 CAR-T 交易迭起，关注国内投资机会——行业周报》-2025.10.12

《关注基药目录调整，首推方盛制药——行业周报》-2025.9.28

《减重赛道全球前沿进展跟踪（三）：新风口之小核酸药物有望破局千亿美金市场——行业点评报告》-2025.9.25

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

余克清（分析师）

yukeqing@kysec.cn

证书编号：S0790525010002

汪晋（分析师）

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790525060003

● MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态

近期，辉瑞和阿斯利康先后和特朗普政府就 MFN（最惠国）定价达成一致，整体大超预期。具体来看，以辉瑞为例，公司与特朗普政府就已上市药品定价、新上市药品定价、药品直销、关税等 4 个方面达成一致。我们进一步分析后，认为这 4 个方面都存在超预期的点。（1）对于目前在美国已上市的药品，仅对 Medicaid 渠道的药品进行 MFN 定价。而 Medicaid 渠道的收入占比非常低，仅 4.5%。（2）对于新上市药品进行 MFN 定价方面，公司可能通过提升其他发达国家的定价以保证在美国的定价。（3）公司加入药品直销平台 TrumpRx.gov，药品范围包括公司大部分的 primary care 药品和部分指定的 specialty medicines。最高降幅 85%，平均降幅 50%，预计 DTC 价格接近于药品的 net price。（4）在未来 3 年内，即便辉瑞的产品正在接受《贸易扩展法》第 232 条调查，也不会被征收关税，只要在美国进一步加大制造投资。

对于第（2）点，提升其他发达国家的定价水平，以保证在美国的定价水平，不是空穴来风。9 月 22 日，BMS 公告在英国上市 KarXT（精分大品种）时的 list price 将与美国相同。9 月 29 日，艾伯维公告在英国上市 Elahere（ADC 大品种）时的 list price 将与美国一致，以充分反应创新的价值。所以，如果 MFN 定价往类似的方向演绎，那么创新药的全球销售峰值（包括中国对外授权的创新药）应该相较于现在的预测显著提升。

● 10 月第 3 周医药生物下跌 2.48%，线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现上行趋势。2025 年 10 月第 3 周银行、煤炭等行业涨幅靠前，电子、传媒等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌 2.48%，跑输沪深 300 指数 0.26pct，在 31 个子行业中排名第 16 位。2025 年 10 月第 3 周大部分板块处于下跌态势，本周线下药店板块涨幅最大，上涨 0.59%；中药板块上涨 0.38%，体外诊断板块下跌 0.43%，医院板块下跌 1.46%，医药流通板块下跌 1.5%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌 6.46%，医疗设备板块下跌 5.37%，其他生物制品板块下跌 3.6%，疫苗板块下跌 3.29%，原料药板块下跌 2.29%。

● 医药金股组合推荐

月度组合推荐：三生制药、信达生物、石药集团、泽璟制药、方盛制药、前沿生物、普洛药业、药明康德、药明生物、百普赛斯、阿拉丁。

周度组合推荐：科伦博泰、热景生物、阳光诺和、上海谊众、药康生物、奥浦迈、诺诚健华、康诺亚-B。

● **风险提示：**政策推进不及预期，产品销售不及预期，行业竞争加剧。

目 录

1、MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态	3
2、10 月第 3 周医药生物下跌 2.48%，线下药店板块涨幅最大	3
2.1、板块行情：医药生物下跌 2.48%，跑输沪深 300 指数 0.26pct.....	3
2.2、子板块行情：线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大	4
3、风险提示	6

图表目录

图 1：10 月医药生物指数下跌 2.30%（单位：%）	3
图 2：10 月第 3 周医药生物下跌 2.48%（单位：%）	4
图 3：本周线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大	4
表 1：10 月以来中药板块和线下药店板块涨幅领先	4
表 2：子板块中个股涨跌幅（%）前 5	5

1、MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态

近期，辉瑞和阿斯利康先后和特朗普政府就 MFN（最惠国）定价达成一致，整体大超预期。具体来看，以辉瑞为例，公司与特朗普政府就已上市药品定价、新上市药品定价、药品直销、关税等 4 个方面达成一致。我们进一步分析后，认为这 4 个方面都存在超预期的点。（1）对于目前在美国已上市的药品，仅对 Medicaid 渠道的药品进行 MFN 定价。而 Medicaid 渠道的收入占比非常低，仅 4.5%。（2）对于新上市药品进行 MFN 定价方面，公司可能通过提升其他发达国家的定价以保证在美国的定价。（3）公司加入药品直销平台 TrumpRx.gov，药品范围包括公司大部分的 primary care 药品和部分指定的 specialty medicines。最高降幅 85%，平均降幅 50%，预计 DTC 价格接近于药品的 net price。（4）在未来 3 年内，即便辉瑞的产品正在接受《贸易扩展法》第 232 条调查，也不会被征收关税，只要在美国进一步加大制造投资。

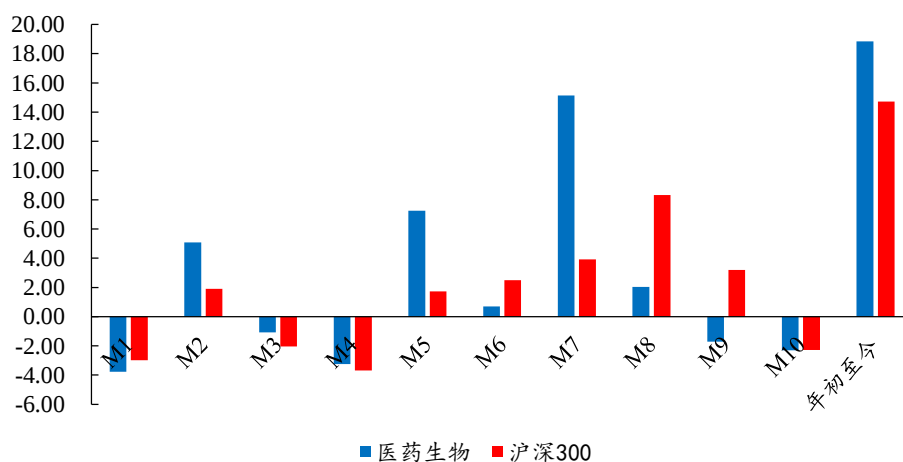
对于第（2）点，提升其他发达国家的定价水平，以保证在美国的定价水平，不是空穴来风。9 月 22 日，BMS 公告在英国上市 KarXT（精分大品种）时的 list price 将与美国相同。9 月 29 日，艾伯维公告在英国上市 Elahere（ADC 大品种）时的 list price 将与美国一致，以充分反应创新的价值。所以，如果 MFN 定价往类似的方向演绎，那么创新药的全球销售峰值（包括中国对外授权的创新药）应该相较于现在的预测显著提升。

2、10 月第 3 周医药生物下跌 2.48%，线下药店板块涨幅最大

2.1、板块行情：医药生物下跌 2.48%，跑输沪深 300 指数 0.26pct

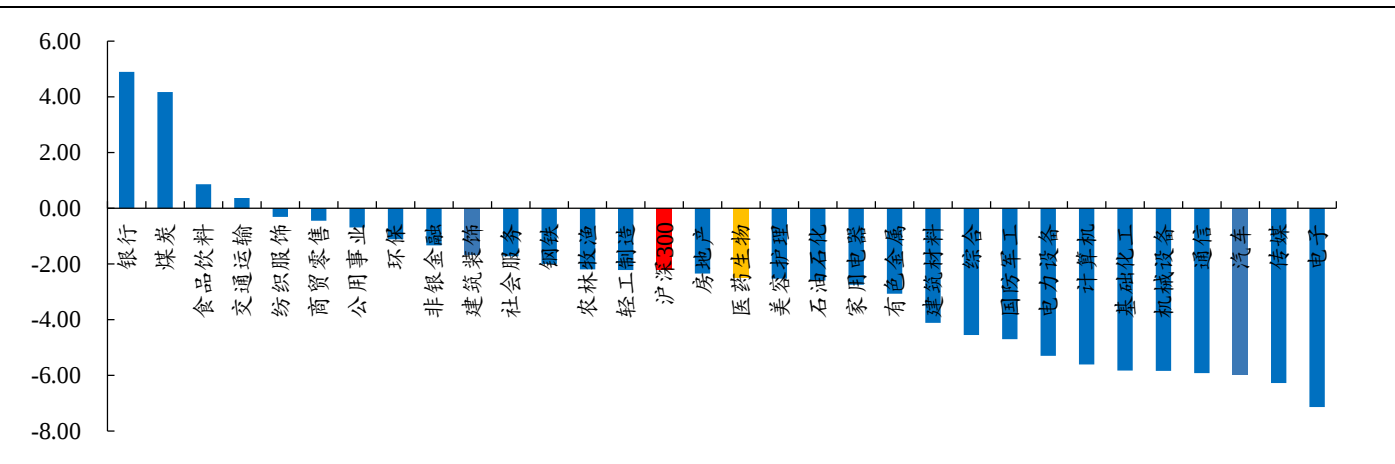
从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现上行趋势。2025 年 10 月第 3 周银行、煤炭等行业涨幅靠前，电子、传媒等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌 2.48%，跑输沪深 300 指数 0.26pct，在 31 个子行业中排名第 16 位。

图1：10 月医药生物指数下跌 2.30%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至 2025.10.17）

图2：10月第3周医药生物下跌2.48%（单位：%）

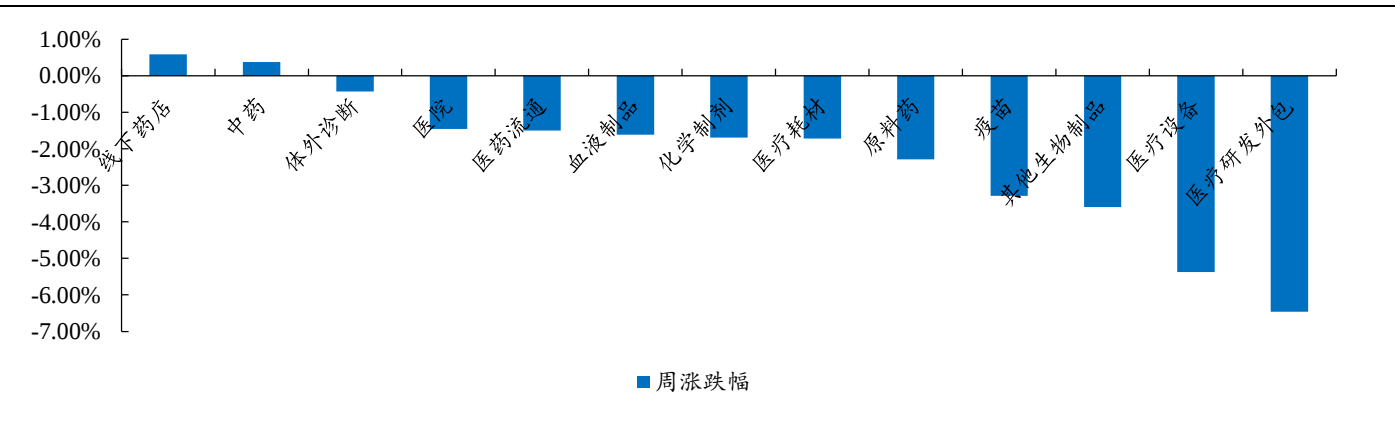


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2025.10.13-2025.10.17 为 10 月第 3 周）

2.2、子板块行情：线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大

2025 年 10 月第 3 周大部分板块处于下跌态势，本周线下药店板块涨幅最大，上涨 0.59%；中药板块上涨 0.38%，体外诊断板块下跌 0.43%，医院板块下跌 1.46%，医药流通板块下跌 1.5%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌 6.46%，医疗设备板块下跌 5.37%，其他生物制品板块下跌 3.6%，疫苗板块下跌 3.29%，原料药板块下跌 2.29%。

图3：本周线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：10月以来中药板块和线下药店板块涨幅领先

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	年初至今	预测 PE (2025)	预测 PEG (2025)
中药	-4.94%	-1.15%	0.35%	-2.77%	4.39%	-1.86%	6.71%	0.51%	-5.25%	1.65%	-2.37%	18.78	1.56
化学制药	-2.91%	4.68%	1.78%	1.61%	11.31%	0.77%	18.59%	1.00%	-2.66%	-2.41%	38.02%	20.90	2.09
原料药	-2.92%	7.53%	-1.31%	-0.93%	10.83%	0.50%	20.66%	-4.07%	-10.30%	-2.68%	21.47%	24.70	2.29
化学制剂	-2.90%	4.12%	2.40%	2.10%	11.40%	0.83%	18.20%	1.96%	-1.29%	-2.37%	41.20%	19.30	2.05
医药商业	-4.18%	0.72%	0.11%	0.25%	2.75%	-1.23%	5.65%	-2.84%	-3.36%	-0.41%	0.17%	15.47	1.13
医药流通	-3.92%	0.33%	-2.04%	-4.25%	3.89%	-0.82%	8.18%	-2.10%	-4.04%	-0.82%	-1.37%	11.19	1.48

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	年初至今	预测 PE (2025)	预测 PEG (2025)
线下药店	-4.84%	1.71%	5.60%	11.12%	0.33%	-2.13%	-0.06%	-4.59%	-1.70%	0.58%	4.08%	15.50	0.66
医疗器械	-4.29%	6.26%	-4.00%	-5.49%	4.82%	0.44%	9.47%	5.30%	-0.20%	-1.83%	12.02%	26.13	2.06
医疗设备	-5.34%	10.49%	-6.81%	-3.05%	5.76%	-2.33%	6.04%	5.58%	1.89%	-3.87%	11.27%	30.79	1.92
医疗耗材	-1.97%	-0.11%	-1.14%	-6.78%	3.15%	3.96%	13.31%	7.32%	-0.62%	0.07%	17.07%	25.87	1.48
体外诊断	-5.23%	6.26%	-1.64%	-8.83%	4.98%	1.83%	11.53%	1.96%	-4.02%	-0.03%	6.62%	22.96	4.93
生物制品	-3.21%	2.64%	-1.80%	-5.27%	7.42%	0.13%	13.52%	2.30%	-1.69%	-3.18%	15.37%	23.70	1.04
血液制品	-1.58%	-3.50%	0.09%	-3.67%	1.08%	1.07%	1.89%	-2.27%	-4.86%	-0.43%	-7.40%	19.04	2.10
疫苗	-6.59%	3.66%	-4.86%	-9.52%	4.92%	-0.60%	12.58%	0.99%	-6.34%	-2.07%	-4.33%	37.46	0.71
其他生物制品	-1.32%	4.49%	-0.35%	-2.99%	11.37%	0.25%	18.11%	4.45%	1.80%	-4.49%	39.69%	25.99	1.00
医疗服务	-3.90%	15.16%	-3.78%	-9.92%	5.71%	4.77%	27.75%	2.81%	1.81%	-5.57%	40.36%	36.15	1.02
医院	-6.10%	15.06%	-7.53%	-6.32%	0.47%	2.27%	4.74%	6.06%	-6.93%	0.30%	2.99%	31.24	2.17
医疗研发外包	-2.34%	11.74%	-0.74%	-11.56%	8.34%	6.63%	41.03%	1.54%	6.00%	-7.63%	62.85%	41.35	1.13

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：子板块中个股涨跌幅（%）前5

	原料药	化学制剂	中药	生物制品	医药商业
涨幅前5	1 宏源药业 12.75	亚太药业 36.68	贵州百灵 13.91	三生国健 12.68	大参林 4.67
	2 圣达生物 4.60	多瑞医药 28.84	万邦德 13.55	华兰疫苗 11.56	塞力医疗 3.96
	3 永安药业 2.02	广生堂 26.12	达仁堂 5.34	赛升药业 9.15	重药控股 1.35
	4 能特科技 1.84	向日葵 22.87	维康药业 4.89	海特生物 8.09	益丰药房 0.78
	5 黄山胶囊 1.59	舒泰神 20.22	以岭药业 4.44	荣昌生物 5.42	达嘉维康 0.53
跌幅前5	1 博瑞医药 (9.43)	贝达药业 (16.98)	天目药业 (3.92)	欧林生物 (11.03)	浙江震元 (5.09)
	2 新和成 (5.81)	金城医药 (11.84)	太龙药业 (3.44)	长春高新 (11.03)	润达医疗 (4.50)
	3 天宇股份 (5.04)	华纳药厂 (10.13)	吉林敖东 (2.88)	奥浦迈 (9.56)	国发股份 (3.76)
	4 九洲药业 (5.04)	*ST 赛隆 (9.35)	步长制药 (2.51)	百普赛斯 (8.47)	柳药集团 (3.39)
	5 司太立 (4.96)	吉贝尔 (7.33)	启迪药业 (2.43)	科兴制药 (6.52)	中国医药 (3.19)
	医疗研发外包	医疗服务	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
涨幅前5	1 诚达药业 3.87	新里程 3.54	海泰新光 6.22	振德医疗 20.32	透景生命 22.95
	2 百诚医药 1.02	创新医疗 2.74	瑞迈特 2.73	英科医疗 10.69	热景生物 12.52
	3 南模生物 (0.68)	*ST 生物 1.12	华康洁净 2.62	春立医疗 6.84	浩欧博 7.21
	4 阳光诺和 (1.78)	ST 中珠 0.54	海尔生物 0.21	佰仁医疗 3.47	明德生物 2.51
	5 睿智医药 (2.43)	美年健康 (0.39)	爱朋医疗 (0.63)	可孚医疗 2.86	九安医疗 2.22
跌幅前5	1 毕得医药 (10.07)	诺禾致源 (7.54)	山外山 (8.47)	华兰股份 (15.68)	博拓生物 (6.81)
	2 ST 诺泰 (9.95)	迪安诊断 (6.56)	伟思医疗 (8.23)	南微医学 (11.83)	普门科技 (6.78)
	3 康龙化成 (9.22)	盈康生命 (6.45)	联影医疗 (7.92)	大博医疗 (11.44)	圣湘生物 (5.61)
	4 药明康德 (7.75)	华大基因 (6.24)	澳华内镜 (6.93)	奥精医疗 (11.08)	迪瑞医疗 (4.96)
	5 凯莱英 (7.22)	通策医疗 (6.11)	迈瑞医疗 (6.82)	安杰思 (9.86)	新产业 (4.84)

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策推进不及预期，产品销售不及预期，行业竞争加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn