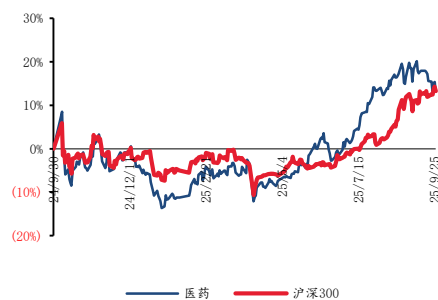


医药

板块缩量下跌，三季报即将进入披露期（2025.09.22-2025.09.28）

■ 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
诺思格	买入
奥翔药业	买入
科伦药业	买入
国邦医药	买入
来凯医药-B	买入
百利天恒	买入
益方生物	买入
皓元医药	买入
普洛药业	买入
信达生物	买入
加科思-B	买入

相关研究报告

<<太平洋医药日报(20250925): 诺华 CD20 单抗 Kesimpta 临床结果积极,

报告摘要

● 本周观点

本周，我们梳理了 CXO 板块的半年报情况。

收入保持稳定增长，利润同比快速提升。2025 年上半年，CXO 板块实现营业收入 470.96 亿元，同比增长 13.25%，实现归母净利 117.43 亿元，同比增长 61.19%，收入保持稳定增长，利润端同比快速增长，主要与 CXO 行业逐步复苏、运行效率提升、降本增效有关；2025 年第二季度，CXO 板块实现营业收入 247.50 亿，同比增长 13.95%，实现归母净利 66.74 亿元，同比增长 52.26%，收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升，板块业绩已企稳并逐步向好，回暖趋势明确。

2025H1 人均单产提升，固定资产周转率小幅增长。2025 年上半年人效同比提升，其中人均创收为 41.11 万元，同比增长 12.62%，人均创利为 11.40 万元，同比增长 52.41%，主要原因是行业复苏以及运营效率提升，收入、利润端的增速快于员工总数的增速；2025 年上半年，固定资产周转率为 1.00 次，同比增长 7.03%，主要原因是行业逐步复苏以及运营效率提升，短期内收入增速快于固定资产增速。

需求企稳订单回升，产能建设节奏放缓。需求端：2025 年上半年合同负债和预收账款分别为 75.49 亿元，同比增长 3.71%，行业需求基本企稳，订单略有回升。供给端：产能建设小幅增长，员工总数略有增加，2025 年上半年固定资产为 472.74 亿元，同比增长 5.81%，在建工程为 158.10 亿元，同比增长 7.69%；此外，截至 2025H1，板块员工总数为 94606 人，同比增加 2.50%。

● 投资建议

本周医药板块下跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 3.27pct。板块内部来看，子板块中生命科学、医疗设备、医疗耗材表现相对较好，医药外包、原料药、疫苗则表现居后。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，尤其是布局创新药及相关产业链标的的投资策略：

创新药——流动性和风险偏好提升，数据和 BD 催化有望成为全年主线。在港股流动性和风险偏好双重提升的背景下，创新药 biotech 的催化剂事件的关注度大幅提升。考虑到创新药 biotech 的 IPO 集中在 2019-2021 年，目前正处于其核心管线已充分验证、但第二梯队管线正在/即将读出概念验证（IPO 时处于临床前或 IND 阶段，3-4 年后出 POC 数据）的窗口期。我们认为国内企业的双抗 ADC、TYK2 抑制剂、GKA 激动剂、泛 KRAS 抑制剂管线处于全球领先状态，推荐关注信达生物（1801.HK）、百利天恒（688506）、诺诚健华（688428）、益方生物（688382）、华领医药（2552.HK）、加科思（1167.HK）。

原料药——①2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，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，专利悬崖有望带来原料药增量需

用于治疗 RMS>>--2025-09-26

<<太平洋医药日报（20250924）：
lonis 创新疗法 Zilganersen 临床结
果积极>>--2025-09-26

<<太平洋医药日报（20250923）：罗氏
口服小分子 Giredestrant 三期临床
成功>>--2025-09-24

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

求。②2025 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 193.50 万吨，同比增长 8.2%，Q1/Q2 产量分别同比增长 8.9%/7.6%；2025 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.52 亿美元，同比下滑 1.97%，进口量为 21.28 万吨，同比快速增长 11.59%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 19.75%/4.08%，进口量达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，去库存阶段已经结束，原料药行业需求端边际改善明显，但部分产品价格仍旧承压。建议关注：1）持续创新转型，向创新制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特（605116）、普洛药业（000739）、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。

CXO——资金面：1）美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：根据 CME 美联储观察，2025 年 9 月美联储降息 25 个基点的概率为 90%，50 个基点的概率为 10%，2025 年 10 月累计降息 25 个基点的概率为 20.7%，累计降息 50 个基点的概率为 71.6%，累计降息 75 个基点的概率为 7.7%，未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。基本面：1）A+H 股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。国内 A+H 股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；2）海外需求改善，订单逐步回暖，从而带动 CXO 需求和业绩的改善。

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）医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

公司层面，我们建议关注：1）国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如阳光诺和（688621）、诺思格（301333）；2）海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）、毕得医药（688073）；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）等，4）新签订单超预期的公司，如：普蕊斯（301257）。

仿制药——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；3）MAH 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）。

● 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	5
(一) CXO 板块半年报总结	5
(二) 投资建议	14
(三) 行业表现	15
(四) 公司动态	15
(五) 行业动态	17
二、 医药生物行业市场表现	19
(一) 医药生物行业表现比较	19
(二) 医药生物行业估值跟踪	20
三、 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2018 年-2025H1 营业收入及增速	5
图表 2: 2018Q2-2025Q2 营业收入及增速	6
图表 3: 2018 年-2025H1 归母净利及增速	6
图表 4: 2018Q2-2025Q2 归母净利及增速	7
图表 5: 2018 年-2025H1 毛利率	7
图表 6: 2018 年-2025H1 净利率	8
图表 7: 2018 年-2025H1 各项费用率	9
图表 8: 2018 年-2025H1 人均创收 (万元)	9
图表 9: 2018 年-2025H1 人均创利 (万元)	10
图表 10: 2018 年-2025H1 固定资产周转率 (次)	11
图表 11: 2018-2025Q1 预收账款及合同负债 (亿元)	12
图表 12: 2018 年-2025H1 固定资产净值 (亿元)	12
图表 13: 2018 年-2025H1 在建工程 (亿元)	13
图表 14: 2020H1 -2025H1 员工数	13
图表 15: 一级行业周涨跌幅 (%)	19
图表 16: 医药生物二级行业周涨跌幅 (%)	20
图表 17: 医药生物行业个股周涨跌幅前十	20
图表 18: 医药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	21
图表 19: 原料药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	21
图表 20: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	21
图表 21: 医药商业行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	21
图表 22: 医疗器械行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	22
图表 23: 医疗服务行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	22
图表 24: 生物制品行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	22
图表 25: 中药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	22

一、行业观点及投资建议

（一）CXO 板块半年报总结

2025H1 业绩企稳回升，未来回暖趋势明确。我们从 A 股 CXO 板块中选取了 23 家具备代表性的上市公司进行研究，具体为药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、博腾股份、九洲药业、药石科技、皓元医药、毕得医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、诺思格、普蕊斯、益诺思、博济医药、成都先导、睿智医药、诺泰生物以及和元生物。2025 年上半年，CXO 板块实现营业收入 470.96 亿元，同比增长 13.25%，实现归母净利 11.743 亿元，同比增长 61.19%，25 年上半年收入保持稳定增长，利润端同比快速增长，主要与 CXO 行业逐步复苏、运行效率提升、降本增效有关；2025 年第二季度，CXO 板块实现营业收入 247.50 亿，同比增长 13.95%，实现归母净利 66.74 亿元，同比增长 52.26%，收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升，板块业绩已企稳并逐步向好，回暖趋势明确。

图表1：2018 年-2025H1 营业收入及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2018Q2-2025Q2 营业收入及增速



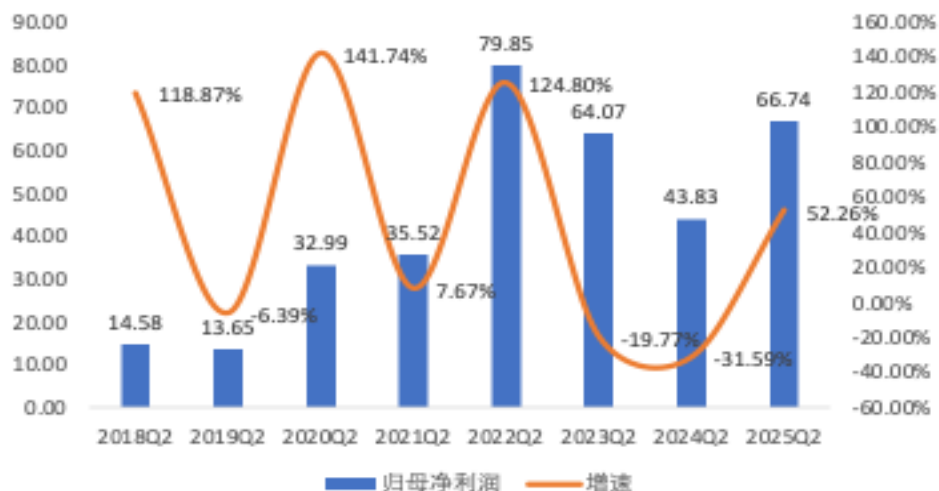
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2018年-2025H1 归母净利润及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2018Q2-2025Q2 归母净利润及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

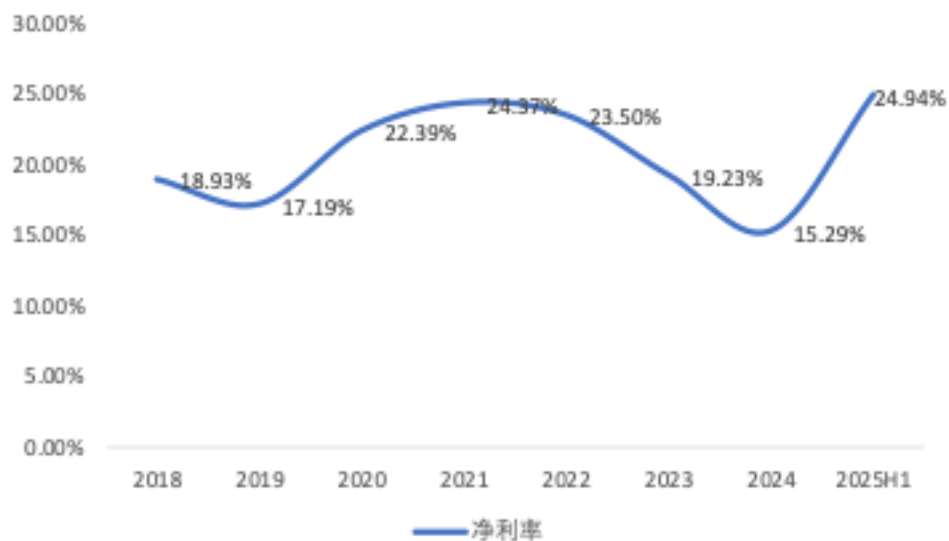
2024 年毛利率、净利率基本触底，2025H1 逐步企稳回升。CXO 板块的盈利能力在不断下滑后触底回升，2018 年到 2023 年期间 CXO 板块的毛利率基本维持在 40%左右，净利率基本维持在 20%左右，2024 年毛利率和净利率分别为 38.17%、15.29%，毛利率、净利率基本触底，2025 年上半年毛利率和净利率分别为 40.06%、24.94%，毛利率和净利率均出现明显修复，主要原因是：1) 行业需求逐步复苏，2) 行业整体实行精细化管理，运营效率不断提升。

图表5：2018 年-2025H1 毛利率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

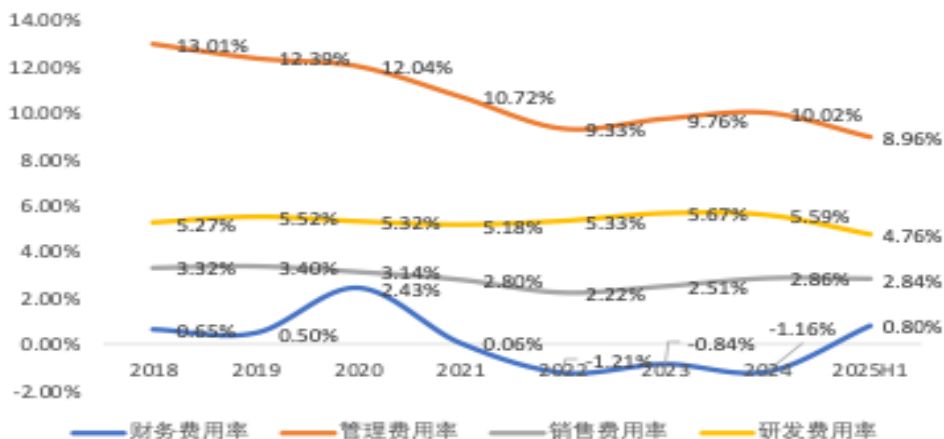
图表6：2018 年-2025H1 净利率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

2025H1 管理、销售、研发费用率下降，财务费用率同比提升。2025 年上半年，CXO 板块管理费用率、销售费用率、研发费用率均有所下降，2025 年上半年管理费用率为 8.96%，较去年同期减少 1.19 个百分点，销售费用率为 2.84%，较去年同期减少 0.07 个百分点，研发费用率为 4.76%，较去年同期减少 1.24 个百分点；财务费用率有所提升，2025 年上半年为 0.80%，较去年同期增加 2.84 个百分点。

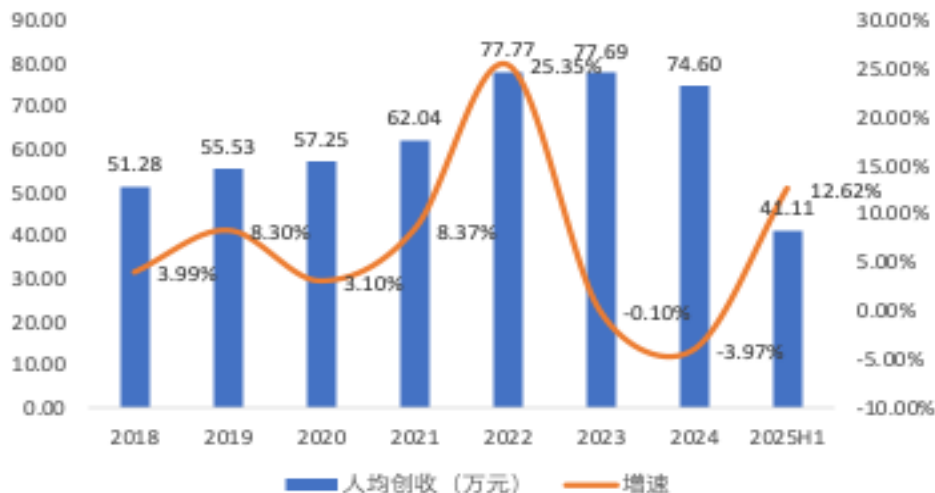
图表7：2018年-2025H1 各项费用率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

2025H1 人均单产提升，固定资产周转率小幅增长。2025 年上半年人效同比提升，其中人均创收为 41.11 万元，同比增长 12.62%，人均创利为 11.40 万元，同比增长 52.41%，主要原因是行业复苏以及运营效率提升，收入、利润端的增速快于员工总数的增速；2025 年上半年，固定资产周转率为 1.00 次，同比增长 7.03%，主要原因是行业逐步复苏以及运营效率提升，短期内收入增速快于于固定资产增速。

图表8：2018年-2025H1 人均创收（万元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，2025年上半年人均创收的统计口径为已披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯，其余数据均为全行业的23家CXO企业）

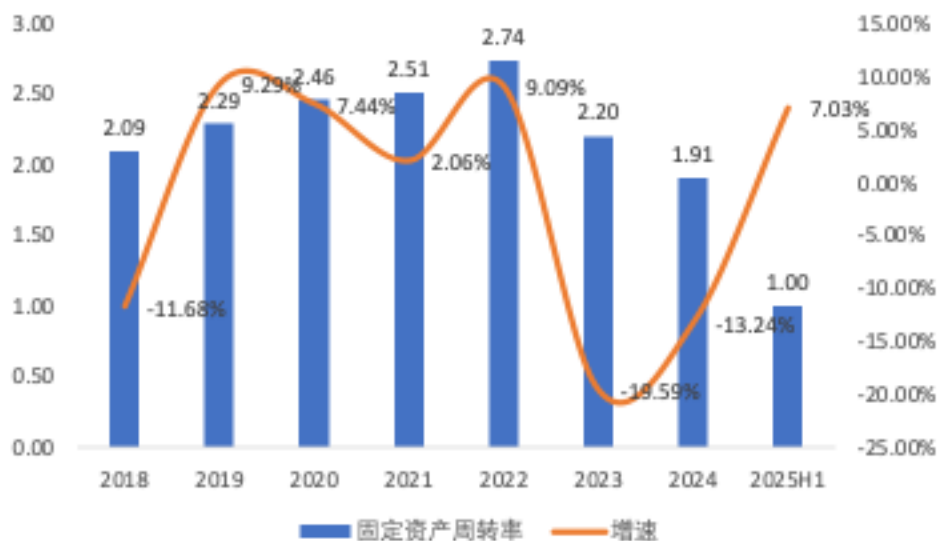
图表9：2018年-2025H1 人均创利（万元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，2025年上半年人均创利的统计口径为已披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯，其余数据均为全行业的23家CXO企业）

图表10：2018年-2025H1 固定资产周转率（次）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

行业需求企稳，订单略有回升。合同负债和预收账款作为 CXO 企业业绩的先行指标，一定程度上可以反应新签及在手订单的情况。2018 年至 2022 年期间，CXO 企业预收账款及合同负债保持高速增长，从 2018 年的 22.29 亿元快速增长至 2022 年的 77.93 亿元，CAGR 为 36.74%，整体保持迅速增长的态势；该指标随后出现一定程度的下降，2023 年为 66.84 亿元，同比下降 14.24%，随后略有回升，2024 年和 2025 年上半年分别为 68.91、75.49 亿元，同比增长 3.10%、3.71%，整体看行业需求基本企稳，订单略有回升。

图表11：2018-2025Q1 预收账款及合同负债（亿元）



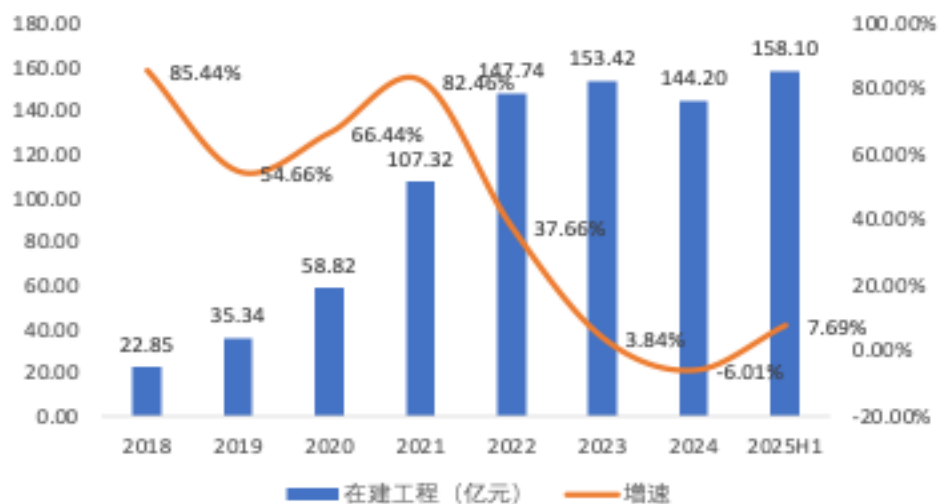
产能建设小幅增长，员工总数略有增加。CX0 板块的固定资产和在建工程小幅增长，2025 年上半年固定资产为 472.74 亿元，同比增长 5.81%，在建工程为 158.10 亿元，同比增长 7.69%。此外，员工总数略有增加，2025 年上半年员工总数为 94606 人，同比增加 2.50%。

图表12：2018 年-2025H1 固定资产净值（亿元）



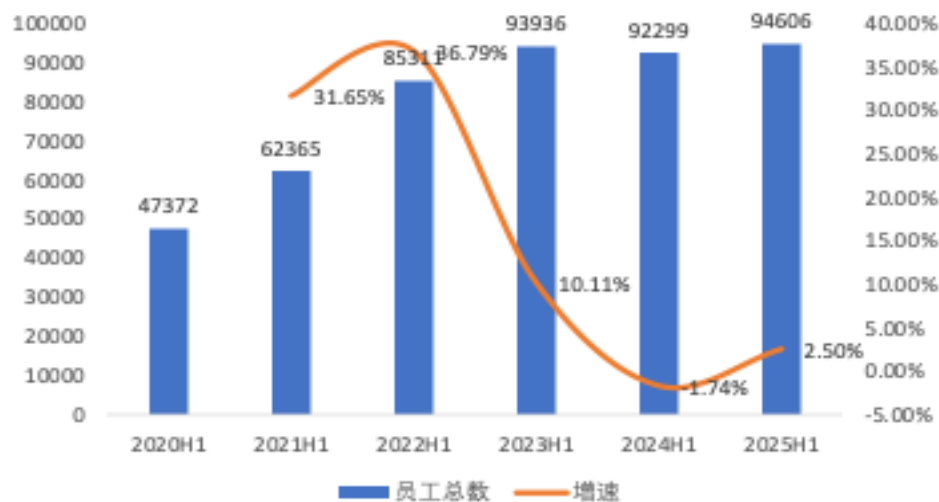
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表13：2018年-2025H1 在建工程（亿元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表14：2020H1 -2025H1 员工数



资料来源：iFind，太平洋证券整理

（注：由于部分企业半年报未披露员工总数，员工总数的统计口径为披露该数据的11家CXO企业，具体为：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、美迪西、皓元医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、普蕊斯）

（二）投资建议

本周医药板块下跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 3.27pct。板块内部来看，子板块中生命科学、医疗设备、医疗耗材表现相对较好，医药外包、原料药、疫苗则表现居后。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，尤其是布局创新药及相关产业链标的的投资策略：

创新药——流动性和风险偏好提升，数据和 BD 催化有望成为全年主线。在港股流动性和风险偏好双重提升的背景下，创新药 biotech 的催化剂事件的关注度大幅提升。考虑到创新药 biotech 的 IPO 集中在 2019-2021 年，目前正处于其核心管线已充分验证、但第二梯队管线正在/即将读出概念验证（IPO 时处于临床前或 IND 阶段，3-4 年后出 POC 数据）的窗口期。我们认为国内企业的双抗 ADC、TYK2 抑制剂、GSK 激动剂、泛 KRAS 抑制剂管线处于全球领先状态，推荐关注信达生物（1801.HK）、百利天恒（688506）、诺诚健华（688428）、益方生物（688382）、华领医药（2552.HK）、加科思（1167.HK）。

原料药——①2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，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，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2025 年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 193.50 万吨，同比增长 8.2%，Q1/Q2 产量分别同比增长 8.9%/7.6%；2025 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.52 亿美元，同比下滑 1.97%，进口量为 21.28 万吨，同比快速增长 11.59%，其中 Q1/Q2 分别同比增长 19.75%/4.08%，进口量达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，去库存阶段已经结束，原料药行业需求端边际改善明显，但部分产品价格仍旧承压。建议关注：1）持续创新转型，向创新制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特（605116）、普洛药业（000739）、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。

CXO——资金面：1）美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：根据 CME 美联储观察，2025 年 9 月美联储降息 25 个基点的概率为 90%，50 个基点的概率为 10%，2025 年 10 月累计降息 25 个基点的概率为 20.7%，累计降息 50 个基点的概率为 71.6%，累计降息 75 个基点的概率为 7.7%，未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。基本面：1）A+H 股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。国内 A+H 股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；2）海外需求改善，订

单逐步回暖，从而带动 CXO 需求和业绩的改善。

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) 医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

公司层面，我们建议关注：1) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如阳光诺和（688621）、诺思格（301333）；2) 海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）、毕得医药（688073）；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）等，4) 新签订单超预期的公司，如：普蕊斯（301257）。

仿制药——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；3) MAH 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）。

（三）行业表现

本周医药板块下跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 3.27pct。医药生物行业二级子行业中，生命科学（+1.35%）、医疗设备（-0.46%）、医疗耗材（-0.65%）表现居前，医药外包（-3.73%）、原料药（-3.62%）、疫苗（-3.26%）表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为奥浦迈（+23.89%）、信立泰（+15.81%）、华兰股份（+15.08%）；周跌幅榜前 3 位为博瑞医药（-38.36%）、济民医疗（-19.65%）、复旦复华（-18.52%）。

估值方面，截至 9 月 26 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 30.72 倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 26.13%。

（四）公司动态

悦康药业（688658）：9 月 22 日，公司发布公告，子公司悦康科创于近日获得美国 FDA 关于同意 YKYY013 注射液用于治疗慢性乙型肝炎病毒感染进行临床试验的函告（IND 编号：177486），同意本品开展临床试验。

何氏眼科（301103）：9 月 22 日，公司发布公告，公司将对 240 人实施股权激励计划，拟授予的限制性股票数量为 637.00 万股，约占总股本的 4.03%，授予价格为 13 元/股，共分为 3 期归

属，比例为 30%、30%、40%，业绩考核目标为：2025-2027 年公司营业收入不低于 11、12、13 亿元或者净利润不低于 1500、4000、8000 万元。

智翔金泰（688443）：9 月 22 日，公司发布公告，公司与康哲药业签订独家合作协议，西藏康哲将获得唯康度塔单抗、斯乐韦米单抗在中国大陆的独家商业化权，RXILIENT 将获得除中国大陆之外的亚太地区及中东、北非的独家许可权，公司将获得首付款、里程碑付款约 2.6、2.5 亿元。

海思科（002653）：9 月 22 日，公司发布公告，子公司沈阳海思科于近日收到国家药品监督管理局核准签发的《药品补充申请批准通知书》，环泊酚注射液获得批准用于儿童/青少年全身麻醉诱导和维持的用法用量。

万孚生物（300482）：9 月 23 日，公司发布公告，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司股份，拟回购金额为 3000-6000 万元，回购价格不超过 34.66 元/股，预计回购股份的数量约为 86.56-173.11 万股，约占总股本的 0.18%-0.37%，回购用途为股权激励或员工持股计划。

科伦药业（002422）：9 月 23 日，公司发布公告，子公司科伦博泰开发的转染过程中重排（RET）小分子激酶抑制剂项目 A400 的一项 NDA 已获 CDE 受理，用于治疗 RET 融合阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌成人患者。

恒瑞医药（600276）：9 月 23 日，公司发布公告，子公司成都盛迪医药有限公司收到国家药监局核准签发关于 HRS-3095 片的《药物临床试验批准通知书》，将于近期开展适应症为用于慢性自发性荨麻疹（CSU）的临床试验。

甘李药业（603087）：9 月 23 日，公司发布公告，公司与 FZ 以及 BLOMM 就巴西 PDP 项目签订了《技术转移与供应协议》。同时，公司与 BLOMM 签订了《供应框架协议》，总金额预计不低于人民币 300,000.00 万元（含税）。

康泰生物（300601）：9 月 24 日，公司发布公告，公司研发的三价流感病毒裂解疫苗上市许可申请近日获得国家药品监督管理局出具的《受理通知书》，若该产品顺利获批上市，将进一步丰富公司产品布局。

复星医药（600196）：9 月 24 日，公司发布公告，子公司复星凯瑞的布瑞基奥仑赛注射液的药品注册申请获国家药品监督管理局受理，本次申报适应症为用于治疗复发或难治性前体 B 细胞急性淋巴细胞白血病（ALL）成人患者。

恒瑞医药（600276）：9 月 24 日，公司发布公告，公司将 1 类创新药瑞康曲妥珠单抗（SHR-A1811）在部分国家地区的开发及商业化权利有偿许可给 Glenmark，首付款为 1800 万美元，里程碑付款高达 10.93 亿美元。

浩欧博（688656）：9月24日，公司发布公告，公司独家将 Immunotek 公司旗下 Oraltek(欧脱克)系列脱敏药品引进中国市场，开展欧脱克系列脱敏药品的国内销售和注册，此外子公司上海浩欧博与 Immunotek 联合申报的脱敏药 MM09 舌下喷雾剂 III 期临床试验成功完成首批受试者入组给药。

百利天恒（688506）：9月25日，公司发布公告，公司自主研发的唯一进入 III 期临床阶段的 iza-bren (EGFR×HER3 双抗 ADC) 用于既往经含铂化疗及 PD-1/PD-L1 抑制剂治疗失败的不可手术切除的局部晚期或转移性尿路上皮癌患者已被 CDE 纳入突破性治疗品种名单。

翰宇药业（300199）：9月25日，公司发布公告，公司拟对不超过 35 名特定投资者发行股票，募集资金总额不超过 9.68 亿元，拟用于投资多肽药物产线及绿色智能化等项目以及补充流动资金。

阳光诺和（688621）：9月25日，公司发布公告，公司拟通过发行股份及可转换公司债券方式，购买利度、朗颐投资等 38 名朗研生命全体股东持有的朗研生命 100%股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，朗研生命 100%股权的交易作价为 12 亿元，公司拟发行股份数量为 17,621,126 股，占发行后总股本的 13.59%，发行价格为 34.05 元/股，拟发行的可转债数量为 600 万张，初始转股价格为 34.05 元/股，预计发行股份募集配套资金总额不超过 86,487.21 万元。

博瑞医药（688166）：9月26日，公司发布公告，宣布计划发行 H 股并赴香港联合交易所有限公司主板上市，本次 H 股发行将采用香港公开发售与国际配售相结合的方式，募集资金在扣除相关费用后，将主要用于支持在研产品管线的研发、扩大生产能力、进行战略性投资与收购、补充营运资金及一般企业用途等。

康希诺（688185）：9月26日，公司发布公告，披露 2025 年 A 股限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予 258 万股限制性股票，约占 2025 年 A 股激励计划草案公告时公司股本总额的 1.04%。其中首次授予 206.55 万股，首次授予的激励对象人数共计 87 人，授予价格(含预留)为 41.20 元/股。

莎普爱思（603168）：9月26日，公司发布公告，股东上海景兴实业投资有限公司因资金需求，计划自 2025 年 10 月 10 日至 2026 年 1 月 9 日，通过集中竞价交易方式减持不超过 376 万股，占公司总股本的 1%；同时通过大宗交易方式减持不超过 752 万股，占公司总股本的 2%；合计不超过 1128 万股，占公司总股本的 3%。

（五）行业动态

【再生元 Garetosmab 三期临床成功，用于治疗 FOP】

近日，再生元宣布，公司在研疗法 Garetosmab 用于治疗成人进行性骨化性纤维发育不良(FOP)的 3 期 OPTIMA 研究达到主要终点，研究结果显示：在 56 周时达到主要终点，新生 HO 病灶减少 $\geq 90\%$ 。两种给药剂量(3 mg/kg 与 10 mg/kg)相较安慰剂分别将新生 HO 病灶数量降低 94%与 90%，且新生 HO 病灶总体体积降低超过 99%。Garetosmab 是一款靶向 Activin A 的单克隆抗体，后者被认为是 FOP 患者形成 HO 病灶的关键蛋白，公司计划于 2025 年年底前向美国 FDA 提交相关监管申请。(来源：再生元，太平洋证券研究院)

【Protagonist 创新疗法 Rusfertide 获 FDA 授予突破性疗法】

近日，罗氏宣布，公司口服小分子 Giredestrant 在 3 期临床研究 evERA 中取得积极结果，数据显示：与标准内分泌治疗联合依维莫司相比，该组合在意向治疗(ITT)人群及 ESR1 突变人群两个共同主要终点上均显著并具有临床意义地改善了无进展生存期(PFS)。Giredestrant 为一款口服、在研、潜在 BIC 的下一代 SERD，且具有完全拮抗作用。(来源：罗氏，太平洋证券研究院)

【Ionis 创新疗法 Zilganersen 临床结果积极】

近日，Ionis 宣布，公司反义寡核苷酸疗法 Zilganersen (ION373)在儿童与成人亚历山大病(AxD)患者中开展的关键性研究取得积极的主要结果，数据显示：接受治疗的患者在第 61 周，在主要终点 10 米步行测试(10MWT)评估的步行速度上指标稳定(平均差异 33.3%， $p=0.0412$)，表现出统计学显著性且具临床意义。Zilganersen 旨在阻止由于 GFAP 基因中的致病变异而积累的过量 GFAP 蛋白，从而减缓或稳定 AxD 患者的疾病进展，该药是在 AxD 患者中显示出改变疾病进程影响的首款在研疗法，公司计划于 2026 年第一季度向美国 FDA 提交 NDA。(来源：Ionis，太平洋证券研究院)

【诺华 CD20 单抗 Kesimpta 临床结果积极，用于治疗 RMS】

近日，诺华(Novartis)宣布，公司单抗 Kesimpta (Ofatumumab)在复发性多发性硬化(RMS)研究中取得积极数据，结果显示：在初治 RMS 患者中，使用一线 Kesimpta 治疗可维持高效长达 7 年。Kesimpta 是一款靶向 CD20 的全人源化单抗，通过与 B 细胞表面的 CD20 结合，达到从血液循环中清除 B 细胞的效果，该药是首个可通过自动注射笔让患者在家中每月自我注射一次的 B 细胞靶向疗法，为患者对疾病的管理提供了便利。(来源：诺华，太平洋证券研究院)

【礼来终止 Bimagrumab 联用试验】

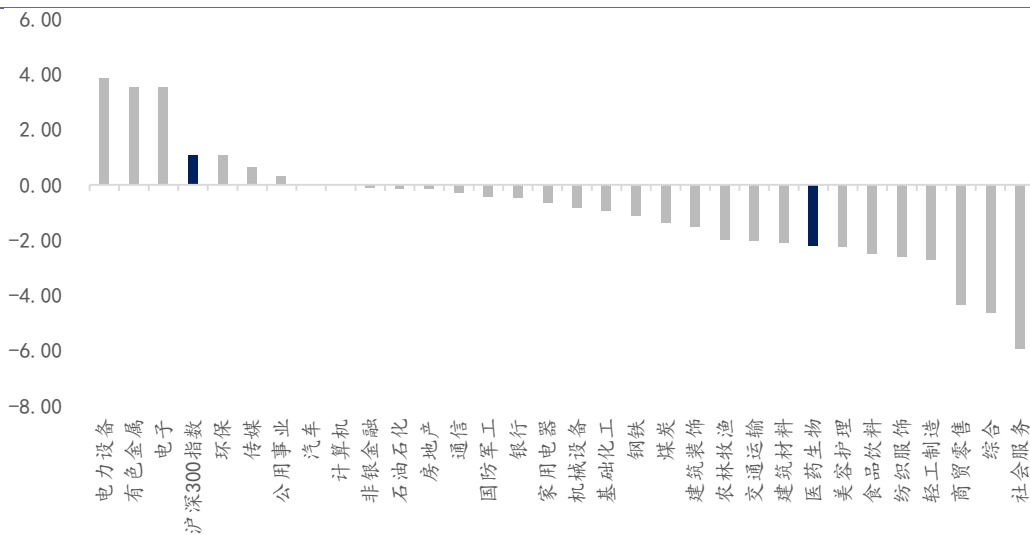
9 月 25 日，礼来决定终止其一项旨在改善减重效果的 IIb 期临床试验。这项试验旨在评估其在研抗体 bimagrumab 与重磅减重药 Zepbound (替尔泊肽)联用治疗肥胖症的潜力。根据联邦临床试验数据库的信息，此次终止是出于“战略性商业原因”。(来源：礼来，太平洋证券研究院)

二、医药生物行业市场表现

（一）医药生物行业表现比较

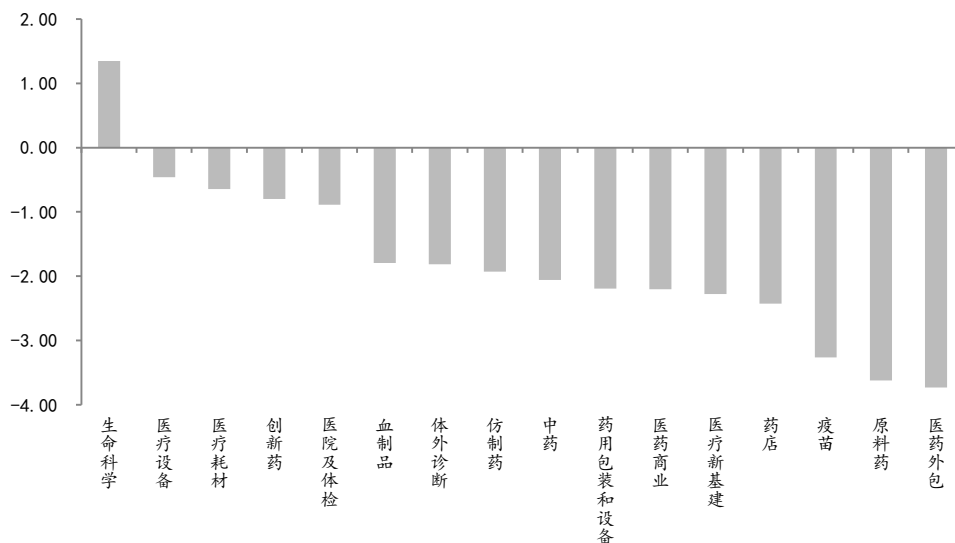
本周医药板块下跌 2.20%，跑输沪深 300 指数 3.27pct。医药生物行业二级子行业中，生命科学(+1.35%)、医疗设备(-0.46%)、医疗耗材(-0.65%)表现居前，医药外包(-3.73%)、原料药(-3.62%)、疫苗(-3.26%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为奥浦迈(+23.89%)、信立泰(+15.81%)、华兰股份(+15.08%)；周跌幅榜前 3 位为博瑞医药(-38.36%)、济民医疗(-19.65%)、复旦复华(-18.52%)。

图表15：一级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表16：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17：医药生物行业个股周涨跌幅前十

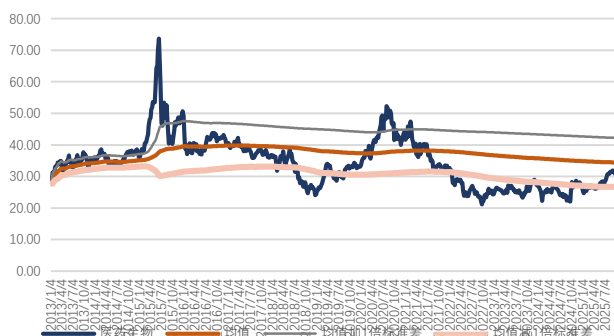
涨幅前十			跌幅前十		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
688293. SH	奥浦迈	23.89%	688166. SH	博瑞医药	-38.36%
002294. SZ	信立泰	15.81%	603222. SH	济民医疗	-19.65%
301093. SZ	华兰股份	15.08%	600624. SH	复旦复华	-18.52%
600200. SH	江苏吴中	14.13%	002317. SZ	众生药业	-13.97%
603087. SH	甘李药业	10.07%	688621. SH	阳光诺和	-13.38%
688073. SH	毕得医药	9.98%	300199. SZ	翰宇药业	-13.17%
688358. SH	祥生医疗	9.74%	301234. SZ	五洲医疗	-12.44%
300326. SZ	凯利泰	8.09%	600211. SH	西藏药业	-11.10%
688336. SH	三生国健	7.63%	300158. SZ	振东制药	-10.73%
688131. SH	皓元医药	7.36%	002099. SZ	海翔药业	-10.73%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）医药生物行业估值跟踪

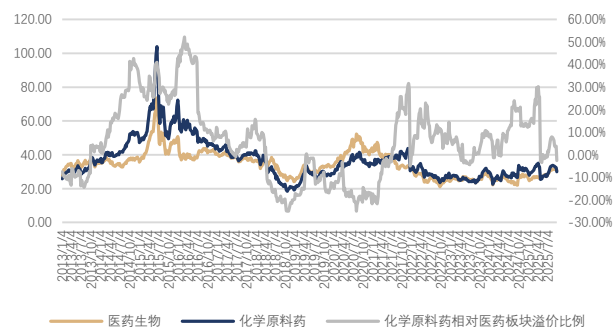
估值方面，截至9月26日收盘，以TTM整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为30.72倍。医药生物相对于整体A股剔除金融行业的溢价率为26.13%。

图表18：医药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



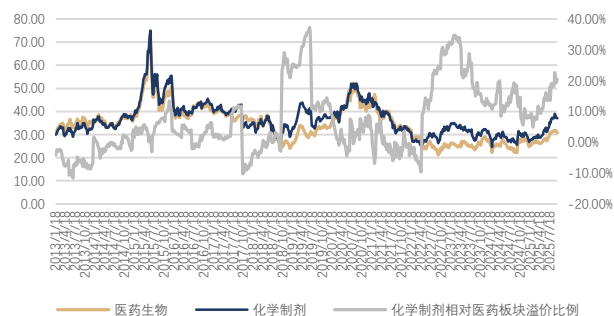
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表19：原料药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



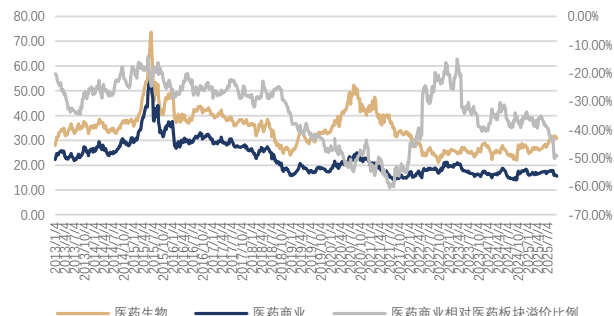
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表20：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21：医药商业行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



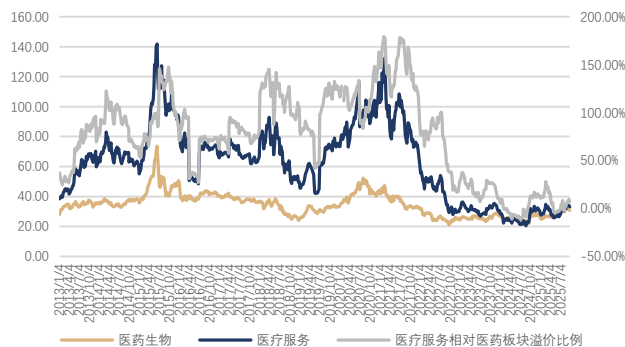
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表22：医疗器械行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



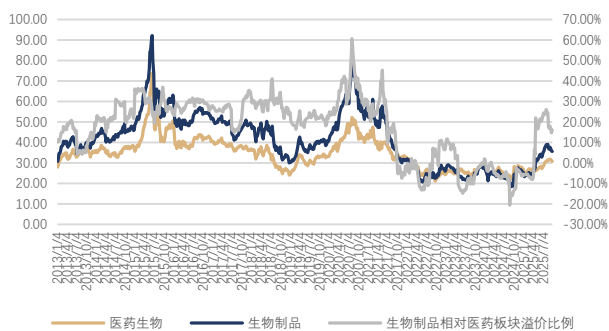
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表23：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24：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25：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 2025/09/28
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
688180	君实生物	买入	-1.30	-0.68	-0.02	0.57	-31.54	-60.29	-2050.0	71.93	41.00
02552	华领医药-B	买入	-0.24	-0.32	-0.15	0.08	-16.04	-12.03	-25.67	48.13	3.85
605116	奥锐特	买入	0.89	1.14	1.46	1.78	25.09	19.59	15.29	12.54	22.33
300636	同和药业	买入	0.25	0.31	0.38	0.47	33.92	27.35	22.32	18.04	8.48
688621	阳光诺和	买入	1.58	2.08	2.47	3.02	42.19	32.05	26.99	22.07	66.66
301230	泓博医药	买入	0.12	0.43	0.62	1.00	284.92	79.51	55.15	34.19	34.19
601089	福元医药	买入	1.04	1.12	1.29	1.46	21.10	19.59	17.01	15.03	21.94
01530	三生制药	买入	0.87	0.96	1.14	1.34	33.43	30.29	25.51	21.70	29.08
002020	京新药业	买入	0.83	0.95	1.06	1.18	24.07	21.03	18.85	16.93	19.98
300966	共同药业	增持	-0.24	-0.27	0.13	0.46	-89.08	-79.19	164.46	46.48	21.38
002019	亿帆医药	买入	0.32	0.49	0.66	0.83	42.97	28.06	20.83	16.57	13.75
688428	诺诚健华	买入	-0.26	-0.16	-0.14	-0.02	-107.31	-174.38	-199.29	-1395.0	27.90
301333	诺思格	买入	1.47	1.55	1.69	1.88	36.37	34.49	31.63	28.44	53.46
603229	奥翔药业	买入	0.25	0.33	0.38	0.48	40.24	30.48	26.47	20.96	10.06
002422	科伦药业	买入	1.86	2.17	2.53	2.89	19.84	17.00	14.58	12.77	36.90
605507	国邦医药	买入	1.40	1.71	2.04	2.35	15.94	13.05	10.94	9.49	22.31
02105	来凯医药-B	买入	-0.62	0.70	0.70	0.70	-24.00	21.26	21.26	21.26	14.88
688506	百利天恒	买入	9.25	-1.33	-3.32	-2.13	40.31	-280.38	-112.32	-175.07	372.90
688382	益方生物	买入	-0.42	-0.40	-0.42	-0.43	-74.88	-78.63	-74.88	-73.14	31.45
688131	皓元医药	买入	0.96	1.45	1.88	2.44	82.52	54.63	42.14	32.47	79.22
000739	普洛药业	买入	0.89	0.93	1.07	1.30	18.51	17.71	15.39	12.67	16.47
01801	信达生物	买入	-0.06	0.38	0.80	1.87	-	245.39	116.56	49.87	93.25
01167	加科思-B	买入	-0.20	-0.31	-0.27	-0.26	1554.17	-29.81	-34.22	-35.54	9.24

资料来源：携宁，太平洋证券整理

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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研究人员的个人观点。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。