

2025年09月29日

## 超配

## 证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

## 证券分析师

赖菲虹 S0630525050001

lfhong@longone.com.cn



## 相关研究

1. 医保调整，集采优化，持续看好药械板块投资机会——医药生物行业周报（2025/09/15-2025/09/19）

## 增肌减脂或成GLP-1赛道竞争新方向

——医药生物行业周报（2025/09/22-2025/09/26）

## 投资要点：

## ➤ 市场表现：

上周（09月22日-09月26日）医药生物板块整体下跌2.20%，在申万31个行业中排第25位，跑输沪深300指数3.27个百分点。当前医药生物板块PE估值为30.71倍，处于历史中位水平，相对于沪深300的估值溢价为131%。子板块均下跌，子板块跌幅后三的为医疗器械(申万)、生物制品(申万)、中药II(申万)，跌幅分别为1.02%、1.18%、1.95%。个股方面，上周上涨的个股为81只（占比17.09%），下跌的个股387只（占比81.65%），涨幅前五的个股分别为向日葵（57.86%）、奥浦迈（23.89%）、信立泰（15.81%）、华兰股份（15.08%）、\*ST苏吴（14.13%）。

## ➤ 行业要闻：

2025年9月29日，来凯医药发布公告，宣布LAE102针对治疗肥胖症在中国进行的I期多剂量递增研究（「MAD研究」）取得积极初步结果。MAD研究是一项随机、双盲、安慰剂对照研究，旨在评估皮下给药的LAE102在超重/肥胖受试者中的安全性、耐受性、药代动力学和药效学特征。该MAD研究入组了平均身体质量指数（BMI）为29.4 kg/m<sup>2</sup>的超重/肥胖受试者，包含3个剂量递增皮下注射组（分别为2 mg/kg、4 mg/kg和6 mg/kg剂量组，每周皮下给药一次，持续4周）。初步结果展现出令人鼓舞的增肌减脂趋势。在第5周时，LAE102 6mg/kg剂量组的受试者平均瘦体重较基线增加了1.7%，同时平均脂肪质量也减少了2.2%。经安慰剂对照组调整后，平均瘦体重增加达4.6%，而平均脂肪质量则减少了3.6%。（信息来源：公司公告）

## ➤ 投资建议：

本周生物医药板块表现较弱，跑输大盘指数。来凯医药发布公告，宣布LAE102针对治疗肥胖症的临床I期试验取得初步积极结果，初步结果展现出令人鼓舞的增肌减脂趋势。该项进展揭示了GLP-1减重药赛道正从追求单一减重指标向综合考BMI改善、副作用管理、给药便利性和长期体重维持等多个维度演进。单纯的体重下降数字已不足以定义成功的减重药，保留甚至增加瘦体重已成为下一代减重疗法的重要目标，联合疗法、肌肉保护、剂型创新和机制拓展将成为未来的核心竞争领域。面对由诺和诺德和礼来主导的全球减重市场，国内药企差异化策略寻求突破的尝试初见成效，歌礼制药的减重不减肌候选药物ASC47聚焦通过剂型创新提升了患者的依从性，信达生物的玛仕度肽作为全球首个申报上市的GCG/GLP-1双受体激动剂已在国内上市，关注持续创新并聚焦解决真正临床痛点的GLP-1赛道参与者。建议关注创新药链、器械设备、医疗服务等细分板块及个股的投资机会。

个股推荐组合：特宝生物、荣昌生物、贝达药业、开立医疗、华厦眼科；

个股关注组合：科伦药业、干红制药、益丰药房、百普赛斯、羚锐制药。

➤ 风险提示：行业政策风险；公司业绩不及预期风险；研发进展不及预期风险；药械产品安全事件风险等。

## 正文目录

|               |   |
|---------------|---|
| 1. 市场表现 ..... | 4 |
| 2. 行业要闻 ..... | 7 |
| 3. 投资建议 ..... | 8 |
| 4. 风险提示 ..... | 8 |

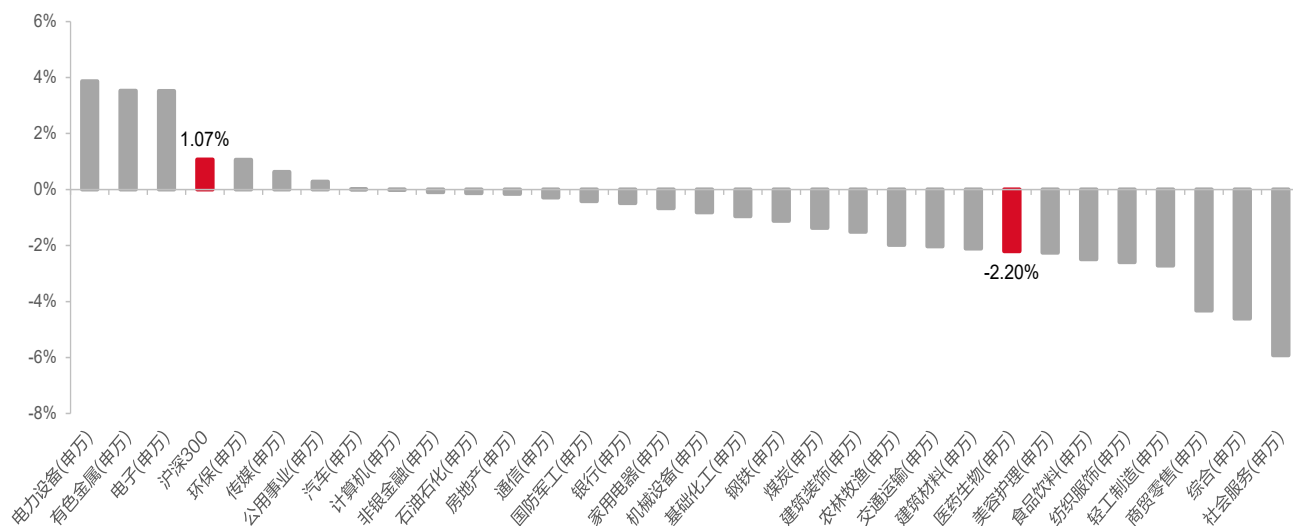
## 图表目录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图 1 上周申万一级行业指数涨跌幅 .....               | 4 |
| 图 2 上周医药生物子板块涨跌幅 .....                | 4 |
| 图 3 年初至今申万一级行业指数涨跌幅 .....             | 5 |
| 图 4 年初至今医药生物子板块涨跌幅 .....              | 5 |
| 图 5 医药生物板块估值水平及相对估值溢价（TTM，剔除负值） ..... | 6 |
| 图 6 申万一级行业 PE 估值（TTM，剔除负值） .....      | 6 |
| 图 7 医药生物子板块 PE 估值（TTM，剔除负值） .....     | 7 |
| 表 1 医药生物板块上周个股涨跌幅情况 .....             | 7 |

## 1. 市场表现

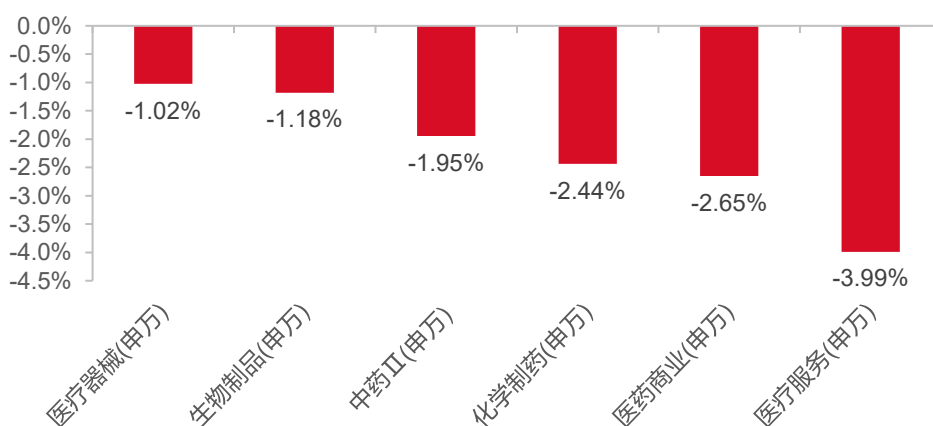
上周(09月22日-09月26日)医药生物板块整体下跌2.20%，在申万31个行业中排第25位，跑输沪深300指数3.27个百分点。子板块均下跌，跌幅后三的为医疗器械(申万)、生物制品(申万)、中药II(申万)，跌幅分别为1.02%、1.18%、1.95%。

图1 上周申万一级行业指数涨跌幅



资料来源: Wind, 东海证券研究所

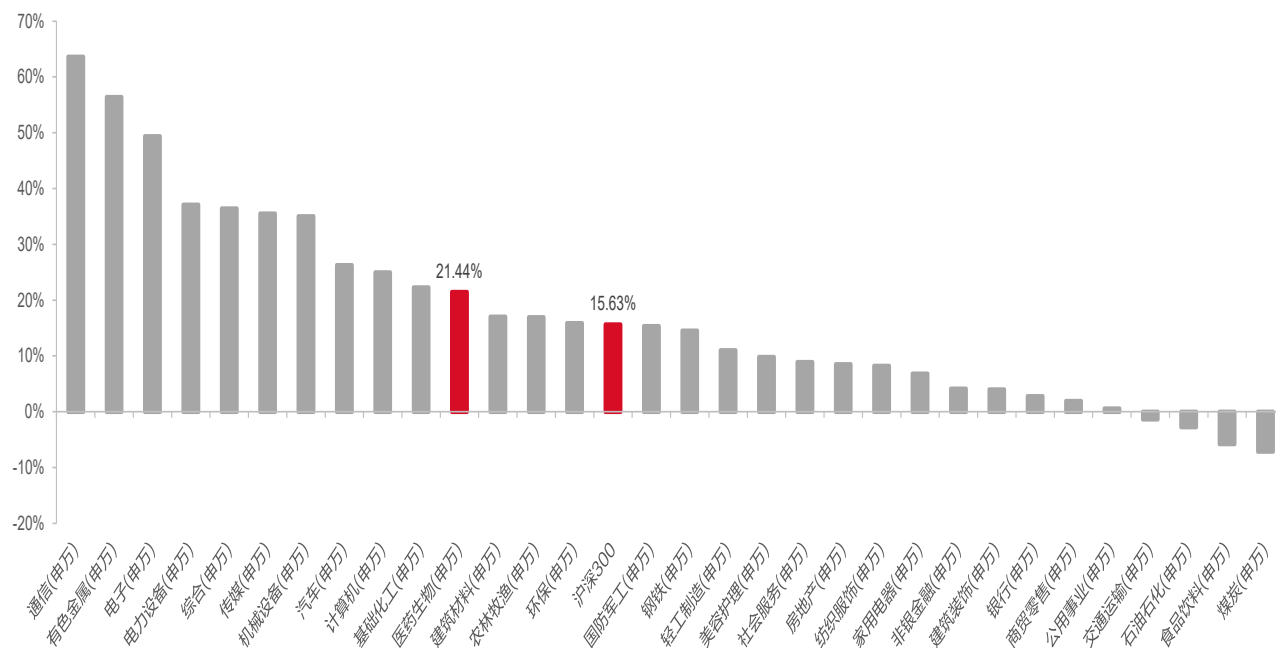
图2 上周医药生物子板块涨跌幅



资料来源: Wind, 东海证券研究所

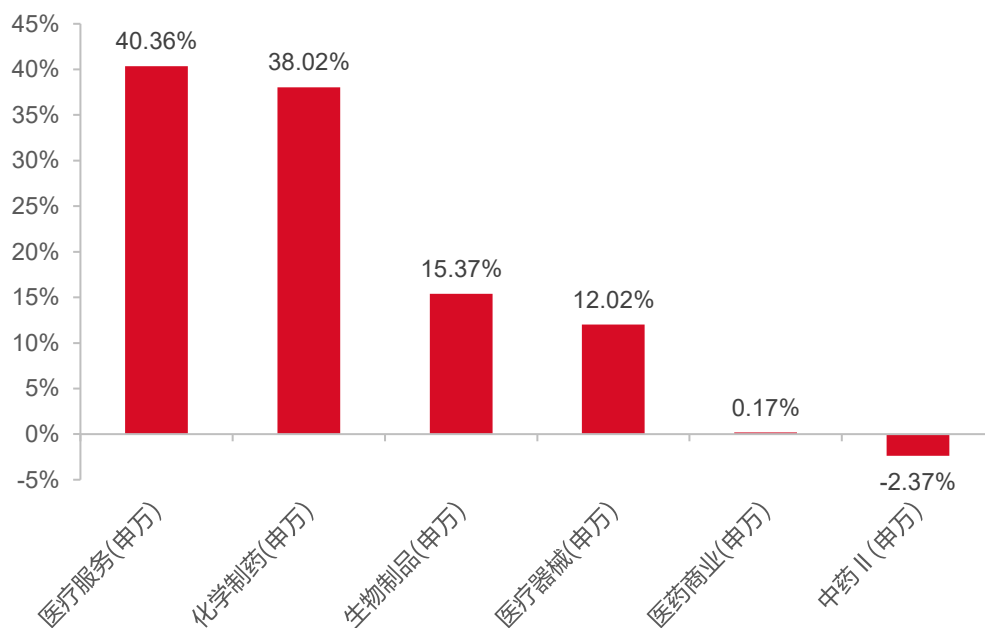
年初至今, 医药生物板块整体上涨21.44%, 在申万31个行业中排名第11位, 跑赢沪深300指数5.81个百分点。子板块中医疗服务(申万)、化学制药(申万)、生物制品(申万)、医疗器械(申万)、医药商业(申万)、实现上涨, 涨幅分别为40.36%、38.02%、15.37%、12.02%、0.17%。

图3 年初至今申万一级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，东海证券研究所

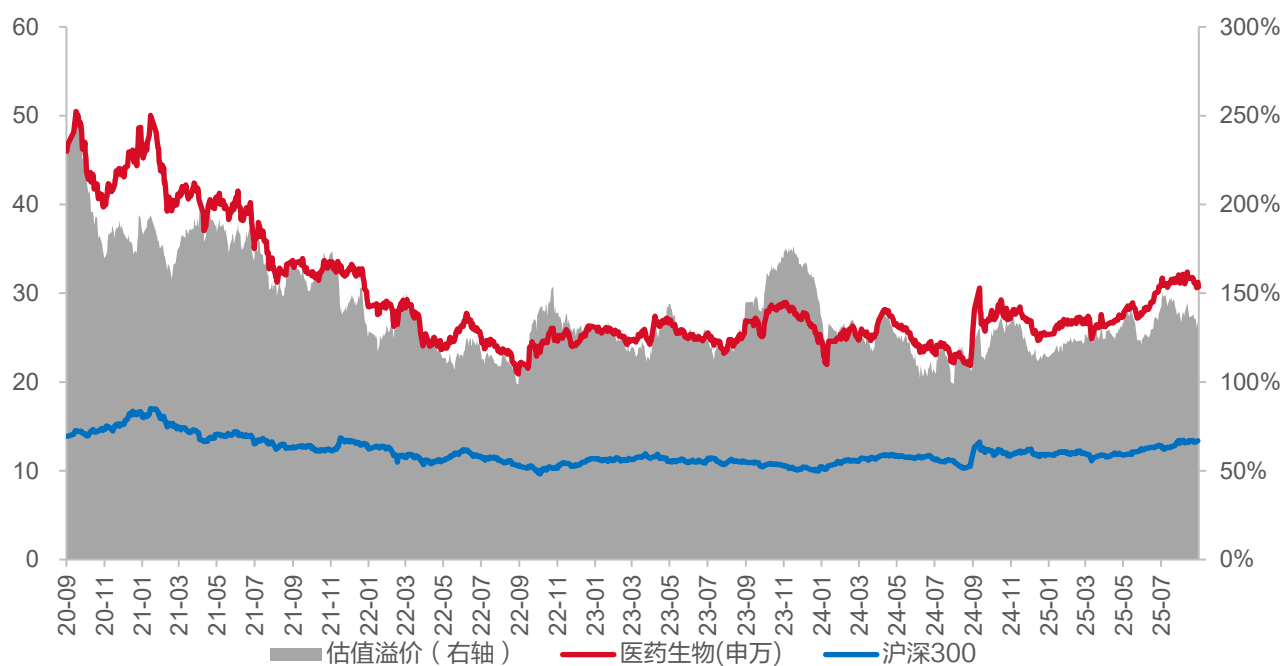
图4 年初至今医药生物子板块涨跌幅



资料来源：Wind，东海证券研究所

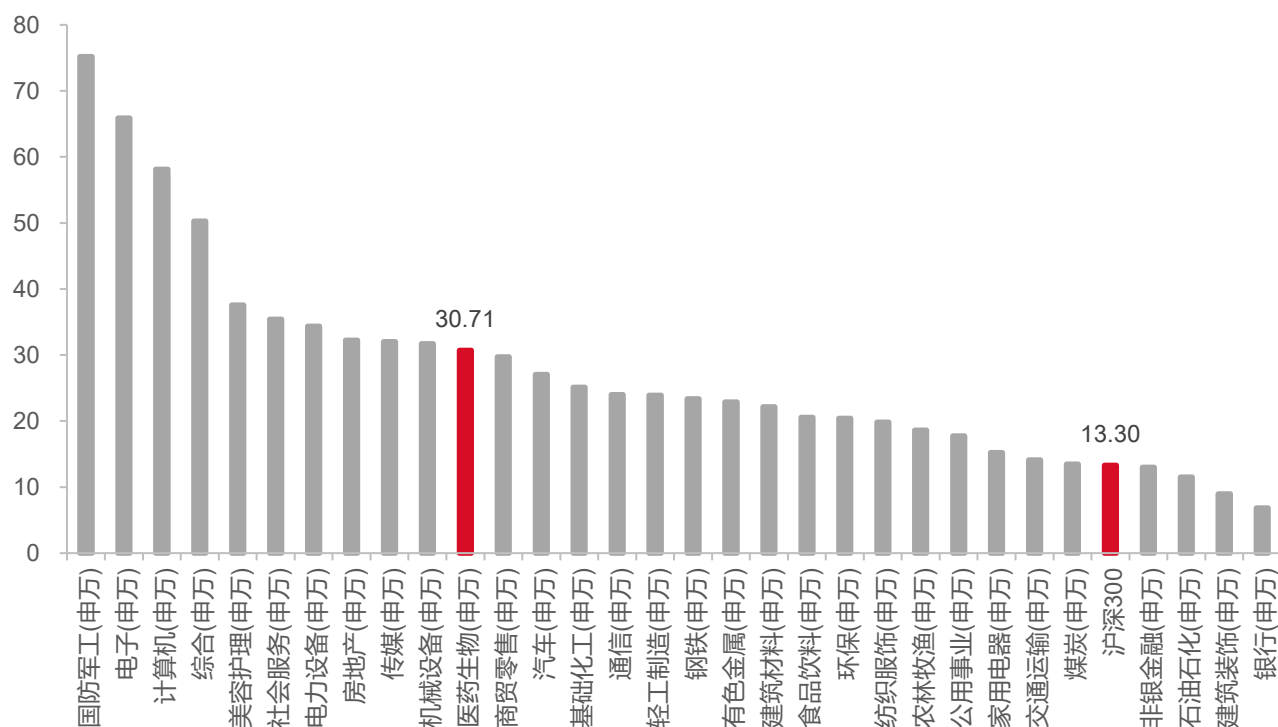
截至 2025 年 09 月 26 日，医药生物板块 PE 估值为 30.71 倍，相对于沪深 300 的估值溢价为 131%。医疗器械(申万)、化学制药(申万)、生物制品(申万)、医疗服务(申万)、中药 II(申万)、医药商业(申万)的 PE 估值分别为 36.17 倍、35.82 倍、35.69 倍、33.00 倍、22.03 倍、15.55 倍。

图5 医药生物板块估值水平及相对估值溢价（TTM，剔除负值）



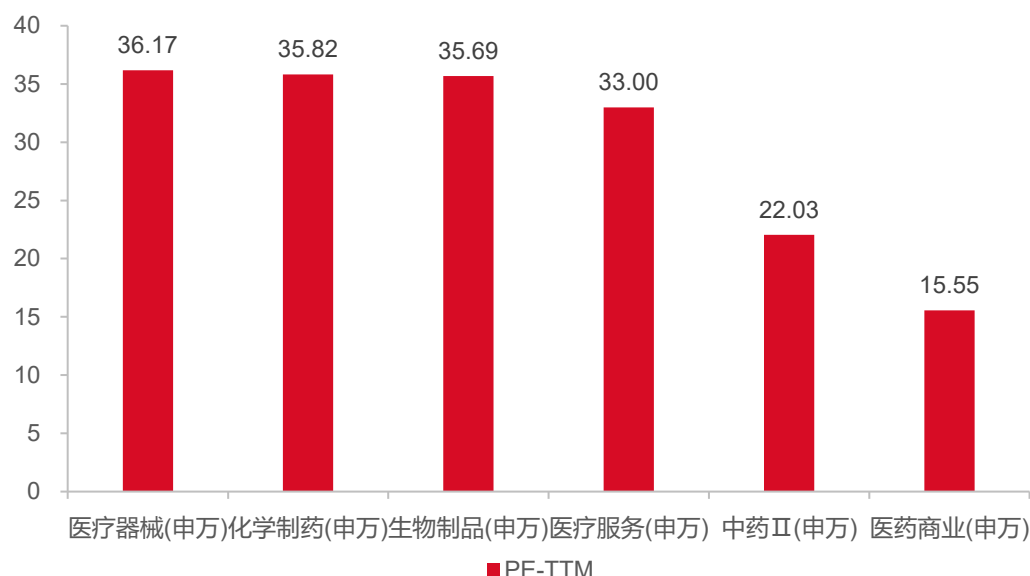
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 申万一级行业 PE 估值（TTM，剔除负值）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 医药生物子板块 PE 估值 (TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

个股方面,上周上涨的个股为 81 只(占比 17.09%),下跌的个股 387 只(占比 81.65%)。涨幅前五的个股分别为向日葵(57.86%)、奥浦迈(23.89%)、信立泰(15.81%)、华兰股份(15.08%)、\*ST 苏吴(14.13%);跌幅前五的个股分别为博瑞医药(-38.36%)、济民健康(-19.65%)、ST 复华(-18.52%)、众生药业(-13.97%)、阳光诺和(-13.38%)。

表1 医药生物板块上周个股涨跌幅情况

| 周涨跌幅前十    |        |        |        | 周涨跌幅后十    |       |         |        |
|-----------|--------|--------|--------|-----------|-------|---------|--------|
| 证券代码      | 公司名称   | 涨跌幅    | 所属申万三级 | 证券代码      | 公司名称  | 涨跌幅     | 所属申万三级 |
| 300111.SZ | 向日葵    | 57.86% | 化学制剂   | 688166.SH | 博瑞医药  | -38.36% | 原料药    |
| 688293.SH | 奥浦迈    | 23.89% | 其他生物制品 | 603222.SH | 济民健康  | -19.65% | 医疗耗材   |
| 002294.SZ | 信立泰    | 15.81% | 化学制剂   | 600624.SH | ST 复华 | -18.52% | 化学制剂   |
| 301093.SZ | 华兰股份   | 15.08% | 医疗耗材   | 002317.SZ | 众生药业  | -13.97% | 中药 III |
| 600200.SH | *ST 苏吴 | 14.13% | 化学制剂   | 688621.SH | 阳光诺和  | -13.38% | 医疗研发外包 |
| 603998.SH | 方盛制药   | 12.06% | 中药 III | 300199.SZ | 翰宇药业  | -13.17% | 化学制剂   |
| 603087.SH | 甘李药业   | 10.07% | 其他生物制品 | 301234.SZ | 五洲医疗  | -12.44% | 医疗耗材   |
| 688073.SH | 毕得医药   | 9.98%  | 医疗研发外包 | 600211.SH | 西藏药业  | -11.10% | 其他生物制品 |
| 688358.SH | 祥生医疗   | 9.74%  | 医疗设备   | 603716.SH | 塞力医疗  | -10.78% | 医药流通   |
| 300326.SZ | ST 凯利  | 8.09%  | 医疗耗材   | 300158.SZ | 振东制药  | -10.73% | 中药 III |

资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.行业要闻

2025 年 9 月 29 日,来凯医药发布公告,宣布 LAE102 针对治疗肥胖症在中国进行的 I 期多剂量递增研究(「MAD 研究」)取得积极初步结果。MAD 研究是一项随机、双盲、安慰剂对照研究,旨在评估皮下给药的 LAE102 在超重/肥胖受试者中的安全性、耐受性、药代动力学和药效学特征。该 MAD 研究入组了平均身体质量指数(BMI)为 29.4 kg/m<sup>2</sup> 的超重/肥胖受试者,包含 3 个剂量递增皮下注射组(分别为 2 mg/kg、4 mg/kg 和 6 mg/kg 剂量组,每周皮下给药一次,持续 4 周)。初步结果展现出令人鼓舞的增肌减脂趋势。在第

5 周时，LAE1026mg/kg 剂量组的受试者平均瘦体重较基线增加了 1.7%，同时平均脂肪质量也减少了 2.2%。经安慰剂对照组调整后，平均瘦体重增加达 4.6%，而平均脂肪质量则减少了 3.6%。

与先前 LAE102 的 I 期单次剂量递增研究（SAD）结果一致，本次 MAD 研究显示良好的耐受性和安全性，未发生严重不良事件。大多数治疗期间出现的不良事件为轻度（1 级）实验室检查异常。没有报告任何腹泻、肌肉痉挛或痤疮病例。安全性结果与已知的安全性评估相符，未观察到新的安全信号。

（信息来源：公司公告）

### 3.投资建议

本周生物医药板块表现较弱，跑输大盘指数。来凯医药发布公告，宣布 LAE102 针对治疗肥胖症的临床 I 期试验取得初步积极结果，初步结果展现出令人鼓舞的增肌减脂趋势。该项进展揭示了 GLP-1 减重药赛道正从追求单一减重指标向综合考 BMI 改善、副作用管理、给药便利性和长期体重维持等多个维度演进。单纯的体重下降数字已不足以定义成功的减重药，保留甚至增加瘦体重已成为下一代减重疗法的重要目标，联合疗法、肌肉保护、剂型创新和机制拓展将成为未来的核心竞争领域。面对由诺和诺德和礼来主导的全球减重市场，国内药企差异化策略寻求突破的尝试初见成效，歌礼制药的减重不减肌候选药物 ASC47 聚焦通过剂型创新提升了患者的依从性，信达生物的玛仕度肽作为全球首个申报上市的 GCG/GLP-1 双受体激动剂已在国内上市，关注持续创新并聚焦解决真正临床痛点的 GLP-1 赛道参与者。建议关注创新药链、器械设备、医疗服务等细分板块及个股的投资机会。

个股推荐组合：特宝生物、荣昌生物、贝达药业、开立医疗、华厦眼科；

个股关注组合：科伦药业、干红制药、益丰药房、百普赛斯、羚锐制药。

### 4.风险提示

行业政策风险：医药生物行业政策推进具有不确定性，集采等政策的执行力度对行业整体影响较大。

公司业绩不及预期风险：医药生物上市公司可能存在业绩不及预期，外延并购整合进展不及预期，产品研发进展不及预期等风险。

研发进展不及预期风险：新药研发需要大量资金、人力和时间的投入，并且具有高风险，若相关产品研发进展不及预期，将会对相关企业投资价值产生不利影响。

药械产品安全事件风险：医药生物行业突发事件如药械产品安全事故等可能造成市场动荡，对板块整体可能产生较大影响。



## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089