



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

创新药趋势向上无惧关税，四季度静待 BD

投资逻辑

9 月 25 日，美国总统特朗普在社交媒体发言，拟针对品牌药及专利药加征 100% 药品关税，除非正在美国建造制造工厂，再次引发市场对国产创新药出海的担忧。我们认为中国创新药出海多以 BD 方式，本质是 IP 交易和服务贸易，不同于货物贸易。此外创新药毛利率较高，即使自产自销，加征关税实际影响有限。近期创新药板块行情有所震荡，主要由于 7-8 月缺乏权威学术会议召开，相关数据公布及交易交流契机减少，导致整体 BD 事件有所下滑。我们分析历年来全球 BD 事件，重磅 BD 交易落地集中在年底。随着 10 月起 ESMO 会议等一系列权威学术会议召开，BD 事件值得期待。继续看好中国创新药全球竞争力提升，自身经营改善以及 BD 合作密集落地的产业趋势。

药品板块：9 月 25 日，美国总统特朗普在社交媒体宣布，自 10 月 1 日起，拟针对品牌药及专利药加征 100% 药品关税，除非相关公司在美国建立制药厂。我们认为：①当前国内创新药出口外销美国的品种较少、外贸敞口小，部分企业已在美国有相应产能，即使相关政策落地，预计对我国创新药企影响有限。②近年来国内创新药多数采用 BD 方式出海，其本质是 IP 的交易，并不涉及具体药品的制造出口。预计对我国创新药潜在影响不大，持续看好创新药穿越关税周期。

生物制品：2025 年 9 月 23 日，浩博医药宣布其反义寡核苷酸药物 AHB-137 已顺利完成两项 II 期临床试验的患者入组。AHB-137 是一款非偶联型反义寡核苷酸（ASO），2a 期临床研究显示第 12 周 300 mg 组 62%（20/32）的受试者和 225 mg 组 43%（10/23）的受试者实现了 HBsAg 清除。此前已有多款小核酸药物联合干扰素用于治疗慢性乙肝的临床试验陆续展开，联合治疗将是解决乙肝问题的关键技术路径，建议持续关注领域内研发进展。

医疗器械：国内创新研发推广加速，行业利润率有望企稳回升。先健科技 G-Branch 胸腹主支架临床结果发表，在安全性、有效性方面均达到国际领先水平，有望很快在国内市场实现获批上市。乐普医美业务与美团正式达成战略合作，有望推动童颜针、水光针等系列新产品放量。

中药：天士力普佑克新适应症是一种高发病率、高复发率、高致残率及高死亡率的疾病，目前国内获批急性缺血性脑卒中的溶栓治疗适应症的药品有限，新适应症获批有望为公司未来带来重要增量。

医疗服务及消费医疗：2025 年 9 月 26 日，爱博医疗焦深延长型人工晶状体通过创新医疗器械特别审查程序获批上市。焦深延长型人工晶状体属于高端屈光性人工晶状体。新品上市使术式选择多样化，为医生与患者提供新的选项。同时此次获批有望加快其他眼科企业的研发步伐，促进眼科产业发展。

投资建议

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。医疗器械板块目前在政策端利好频现，医疗设备招标同比恢复趋势显著，叠加各设备厂商渠道库存压力，同时头部企业份额持续提升，下半年有望迎来确定性较强的业绩拐点。建议关注创新研发管线丰富、海外市场拓展较快的头部医疗器械公司。

重点标的

信达生物、康方生物、科伦博泰、恒瑞医药、诺诚健华、华东医药、特宝生物、益丰药房、太极集团、迈瑞医疗、长春高新、三诺生物等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

创新药趋势向上不惧关税，四季度静待 BD	4
药品板块：美国潜在药品关税对我国创新药影响小，坚定看好创新药企穿越关税周期.....	6
新药上市及跨国交易数量维持高水平，看好医药板块全年维持高景气.....	6
创新药受关税潜在影响较小，坚定看好创新药企穿越关税周期.....	9
生物制品：浩博医药 AHB-137 完成 II 期入组，关注小核酸+干扰素治疗乙肝策略.....	11
医疗器械：国内创新研发推广加速，行业利润率有望企稳回升.....	13
先健科技 G-Branch 胸腹主支架临床结果发表.....	13
乐普医美业务与美国正式达成战略合作.....	13
中药：天士力普佑克新适应症获批，关注中药公司新药进展.....	14
医疗服务及消费医疗：新品陆续上市，促进行业发展.....	15
爱博医疗：焦深延长型人工晶状体上市，产品矩阵持续优化.....	15
金域医学：免疫荧光 ANA AI 智能体上线，提升检验科智能化水平.....	15
AI 医疗：大模型发布推动行业进入创新密集期.....	15
投资建议.....	16
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）	4
图表 2：9 月 22 日~9 月 26 日各申万一级行业表现（%）	4
图表 3：9 月 22 日~9 月 26 日医药生物申万三级细分涨跌幅（%）	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十	5
图表 5：本周医药板块景气度	6
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势（2025/09/22-2025/09/26）	6
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势（2025/09/22-2025/09/26）	7
图表 10：本周美股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）	7
图表 11：8-9 月国内创新药获批上市情况（截至 2025/09/26）	8
图表 12：8-9 月国内创新药申报上市情况（截至 2025/09/26）	8
图表 13：8-9 月创新药跨国交易情况（截至 2025/09/26）	9
图表 14：2024 年我国西成药（包括创新药）呈现逆差状态，进口额远高于出口额.....	10
图表 15：2024 年我国对美出口的西药中仅 18%为西成药.....	10
图表 16：2024 年我国西药制剂出口市场多元化程度高，对美出口仅 16.55%.....	11



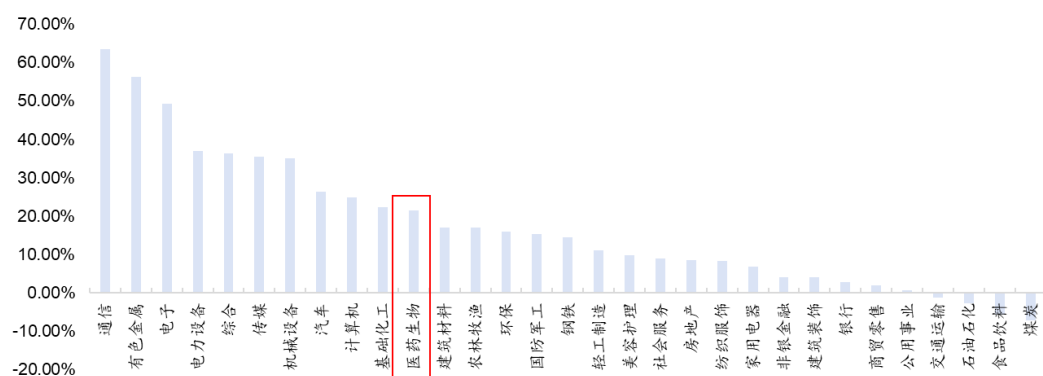
图表 17: 近年来我国以 BD 出海的创新药产品越来越多, 首付款金额也逐渐增加.....	11
图表 18: AHB-137 300mg 组在治疗 12 周后实现了 62% 的表面抗原清除.....	12
图表 19: 多款乙肝小核酸药物开展联用长效干扰素的临床试验.....	12
图表 20: 先健科技多分支胸腹主动脉成品化分支支架系统 G-Branch.....	13
图表 21: 目前国内获批急性缺血性脑卒中的溶栓治疗适应症的药品.....	15
图表 22: AI 医疗相关标的年初至今区间涨跌.....	15
图表 23: AI 医疗相关标的 9.22~9.26 区间涨跌.....	15



创新药趋势向上不惧关税，四季度静待 BD

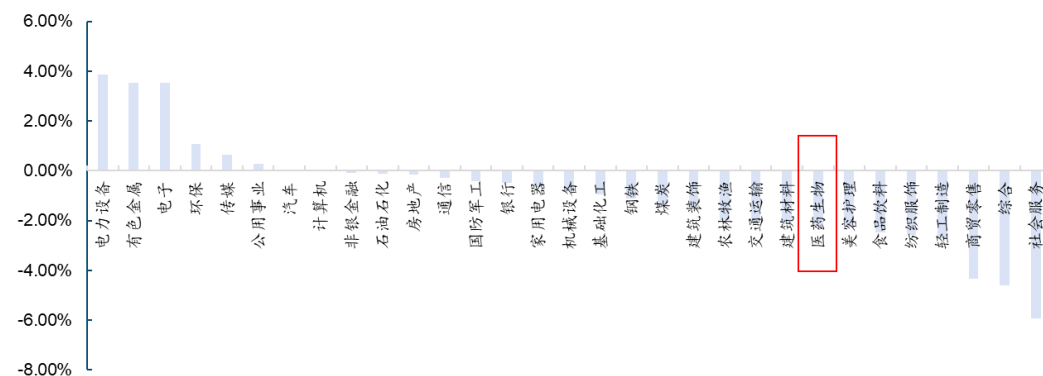
9月25日，美国总统特朗普在社交媒体发言，拟针对品牌药及专利药加征100%药品关税，除非正在美国建造制造工厂，再次引发市场对国产创新药出海的担忧。我们认为中国创新药出海多以BD方式，本质是IP交易和服务贸易，不同于货物贸易。此外创新药毛利率较高，即使自产自销，加征关税实际影响有限。近期创新药板块行情有所震荡，主要由于7-8月缺乏权威学术会议召开，相关数据公布及交易交流契机减少，导致整体BD事件有所下滑。我们分析历年来全球BD事件，重磅BD交易落地集中在年底。随着10月起ESMO会议等一系列权威学术会议召开，BD事件值得期待。继续看好中国创新药全球竞争力提升，自身经营改善以及BD合作密集落地的产业趋势。

图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所

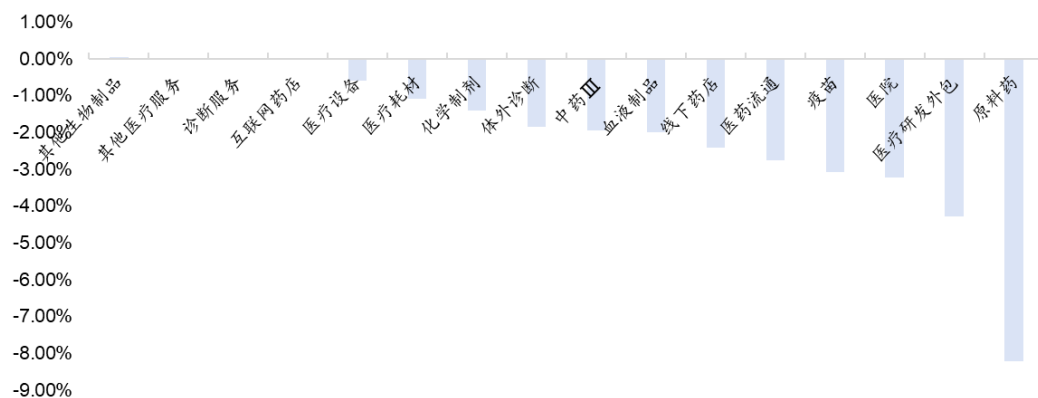
图表2：9月22日~9月26日各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 9月22日~9月26日医药生物申万三级细分涨跌幅(%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	向日葵	57.86%
2	奥浦迈	23.89%
3	信立泰	15.81%
4	华兰股份	15.08%
5	江苏吴中	14.13%
6	方盛制药	12.06%
7	甘李药业	10.07%
8	毕得医药	9.98%
9	祥生医疗	9.74%
10	锦好医疗	8.23%
487	西藏药业	-11.10%
488	五洲医疗	-12.44%
489	翰宇药业	-13.17%
490	阳光诺和	-13.38%
491	众生药业	-13.97%
492	皓宸医疗	-16.46%
493	康乐卫士	-16.84%
494	复旦复华	-18.52%
495	济民健康	-19.65%
496	博瑞医药	-38.36%

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表5：本周医药板块景气度

细分赛道	景气度指标
创新药	加速向上
仿制药	底部企稳
原料药	下行趋缓
生物制品	底部企稳
医疗器械	拐点向上
药房	拐点向上
中药	底部企稳
医疗服务与消费	稳健向上

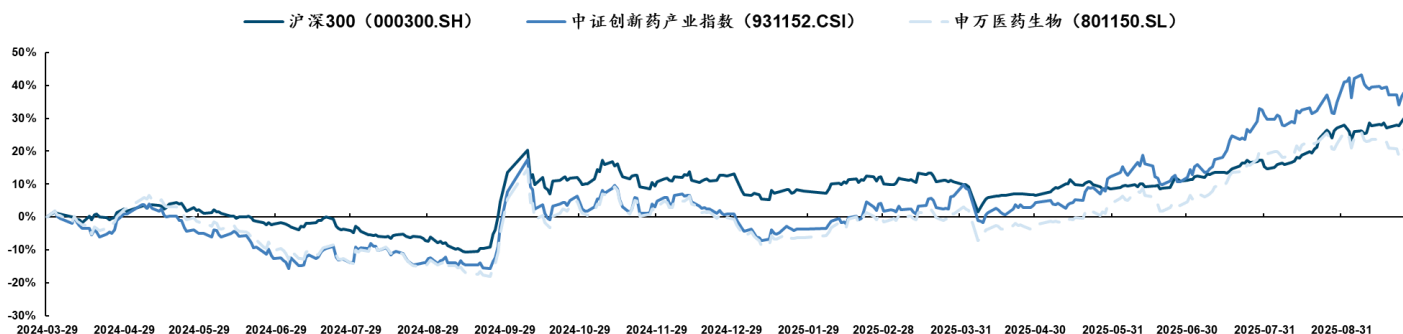
来源：国金证券研究所

药品板块：美国潜在药品关税对我国创新药影响小，坚定看好创新药企穿越关税周期

新药上市及跨国交易数量维持高水平，看好医药板块全年维持高景气

本周 A 股创新药整体景气度加速向上，其中中证创新药产业指数本周下跌 2.1%，而申万医药生物指数本周下跌 2.10%。

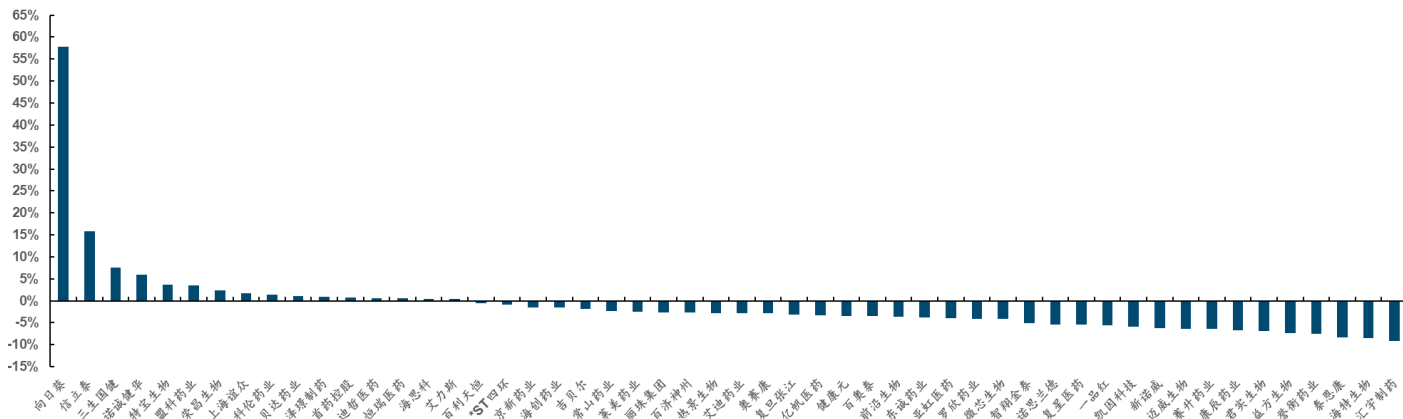
图表6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）



来源：iFind，国金证券研究所

- 我们精选的 A 股创新药板块的 52 家上市公司，共计 16 家上涨，36 家下跌，平均涨跌幅-1.0%。其中涨跌幅前三分别为向日葵（+57.9%）、信立泰（+15.8%）、三生国健（+7.6%），涨跌幅后三分别为汇宇制药（-9.2%）、海特生物（-8.4%）、泰恩康（-8.3%）。

图表7：本周 A 股部分个股股价走势（2025/09/22-2025/09/26）



来源：iFind，国金证券研究所

本周 H 股创新药整体景气度维持高水平，恒生医疗保健指数本周小幅下跌 3.96%，其中恒



生创新药指数小幅下跌 4.41%。

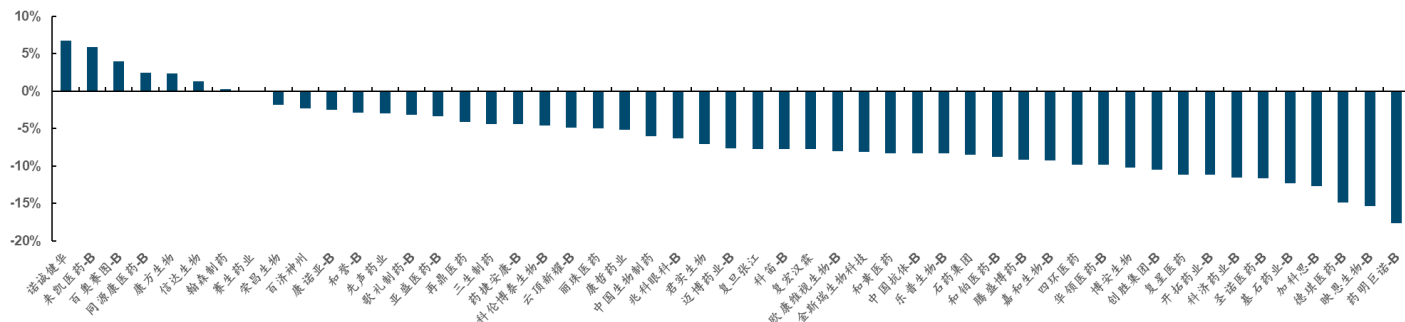
图表8：本周 H 股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）



来源：iFind，国金证券研究所

■ 我们精选的 H 股创新药板块的 51 家上市公司，共计 7 家上涨，43 家下跌，平均涨跌幅-6.0%。其中涨跌幅前三分别为诺诚健华（+6.8%）、来凯医药-B（+5.8%）、百奥赛图-B（+4.0%），涨跌幅后三分别为药明巨诺-B（-17.7%）、映恩生物-B（-15.4%）、德琪医药-B（-14.9%）。

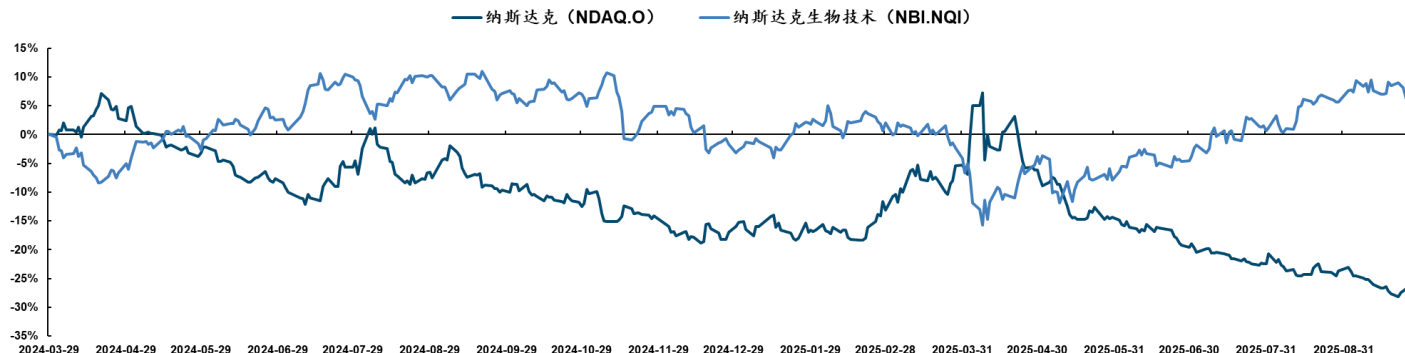
图表9：本周 H 股部分个股股价走势（2025/09/22-2025/09/26）



来源：iFind，国金证券研究所

本周美股创新药整体维持较高景气度，其中纳斯达克生物技术指数本周小幅下滑 2.57%。

图表10：本周美股创新药整体股价走势（2025/09/22-2025/09/26）



来源：iFind，国金证券研究所

2025/08/01-2025/09/26 期间，共计 6 款新药获 CDE 批准上市，其中 3 款为国产药物，3 款进口药物。同时，共有 17 款创新药申报 NDA，其中 11 款为国产药物，6 款为进口药物。同时，共 20 个创新药相关跨国交易，涵盖授权/许可、合作、期权等不同形式。



图表11: 8-9月国内创新药获批上市情况 (截至 2025/09/26)

通用名	靶点	厂家	适应症 (按项目) 国内状态	国产/进口	获批日期	注册分类 (CDE)
地罗阿克	ALK, ROS1	轩竹生物	非小细胞肺癌	国产	2025/8/19	1
六价轮状病毒减毒活疫苗	Rotavirus	武汉生物制品研究所	轮状病毒感染	国产	2025/8/19	1
泽美妥司他	EZH2	恒瑞医药	外周T细胞淋巴瘤	国产	2025/8/26	1
宗艾替尼	HER2-Ex20Ins	BI	NSCLC	进口	2025/8/26	1
非苏拉生	H+/K+ ATPase	大冢制药	反流性食管炎	进口	2025/9/02	1
替利珠单抗	CD3	赛诺菲	1型糖尿病	进口	2025/9/02	2.2

来源: insight, 国金证券研究所

图表12: 8-9月国内创新药申报上市情况 (截至 2025/09/26)

通用名	厂家	靶点	CDE 承办时间	受理号适应症	注册分类	国产/进口
玛瓊诺沙韦片	安帝康生物	PA	2025-08-02	甲/乙型流感病毒感染	1	国产
塞普替尼片	Lilly	RET	2025-08-15	实体瘤	5.1	进口
NH600001乳状注射液	恩华药业	GABR	2025-08-20	结肠镜/胃镜检查镇静	1	国产
齐瑞索韦肠溶胶囊	爱科百发生物	RSV F protein	2025-08-20	呼吸道合胞病毒感染	1	国产
利福特尼唑胶囊	丹诺医药	DdRp	2025-08-22	幽门螺杆菌感染	1	国产
HRS9531	恒瑞医药	GLP1R,GIPR	2025-09-02	肥胖	1	国产
斯贝利单抗注射液	大冢制药	APRIL	2025-09-02	IgA肾病	1	进口
玛瓊诺沙韦颗粒	先声药业	PA	2025-09-02	甲/乙型流感病毒感染	1	国产
盐酸醋克利定滴眼液	Graphite Bio	CHRM	2025-09-09	老视	5.1	进口
Insulin efsitora alfa 注射液	Lilly	INSR	2025-09-11	Insulin efsitora alfa 注射液	1	进口
安尼妥单抗注射液	石药集团/康宁杰瑞	HER2	2025-09-12	胃癌	1	国产
Gadoquatrane注射液	拜耳医药	-	2025-09-16	核磁共振成像	1	进口
甲苯磺酸艾贝司他片	无锡药明康德	HDAC	2025-09-17	滤泡性淋巴瘤	1	国产
泰卡西单抗注射液	信立泰	PCSK9	2025-09-19	高胆固醇血症、混合型高脂血症	1	国产
富马酸仑博替尼胶囊	科伦博泰	RET	2025-09-22	非小细胞肺癌	1	国产
SHR7280片	恒瑞医药	GNRHR	2025-09-23	辅助生殖防止早发排卵	1	国产
地法米司特软膏	大冢制药	PDE4	2025-09-25	特应性皮炎	5.1	进口

来源: insight, 国金证券研究所


图表13：8-9月创新药跨国交易情况（截至 2025/09/26）

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二	交易金额
CTM012/13	WT1/CD3/4-1BB CD3	2025/8/1	乐普生物	Excalipoint Cayman	授权/许可	License out	首付款0.1亿美元，里程碑付款8.48亿美元，个位数销售分成
普乐司兰钠	APOC3	2025/8/1	维亚臻生物	赛诺菲	转让/收购	License out	首付款1.3亿美元，里程碑付款2.65亿美元
卡利拉嗪	DRD2/3、HTR1/2A	2025/8/8	吉瑞大药厂	京新药业	授权/许可	License in	里程碑付款0.62百万美元；相应的销售分成
XH-S004	DPP-1	2025/8/11	复星医药	Expedition Therapeutics	授权/许可	License out	首付款：17百万美元，里程碑付款：628百万美元，按约定百分比和期限
AJ001/3/4/7/peptide-docetaxel conjugate	VEGFR2、Integrin α vβ3	2025/8/12	安吉生物	Amphastar Pharmaceuticals	授权/许可	License out	首付款：6百万美元；里程碑付款：267百万美元；特许权使用费：5%
RC28-E	VEGF、FGF2	2025/8/19	荣昌生物	参天制药	授权/许可	License out	首付款：34.97百万美元，里程碑付款：146.17百万美元，高个位数至双位数的梯度销售分成
玛砾洛沙韦	PA	2025/8/21	征祥医药	Cigalah Medpharm Trading LLC	授权/许可	License out	-
塔拉安单抗	DLL3/CCD3	2025/8/26	百济神州	Royalty Pharma	授权/许可	License out	首付款：885百万美元 里程碑付款：0.65百万美元
XH-S003	CFB	2025/8/27	复星医药	Sitala Bio	授权/许可	License out	首付款：25百万美元 里程碑付款：645百万美元
YH017	-	2025/8/28	百奥赛图	未披露	授权/许可	License out	个位数净销售额分成
YH016	-	2025/8/28	百奥赛图	未披露	授权/许可	License out	个位数净销售额分成
KY-Q301	c-Met*EGFR	2025/8/29	科森药业	Radiance Biopharma	授权/许可	License out	首付款15百万美元，里程碑付款1150百万美元，年度净销售额获得递进式销售分成
STAGR320	-	2025/9/3	Stallergenes Greer	优锐医药	授权/许可	License in	-
Valiloxylate	GABBR	2025/9/3	凯瑞康宁	Avadel	授权/许可	License out	首付款20百万美元。里程碑付款30百万美元，Avadel has also agreed to pay XWPharma up to an aggregate of \$155
BW-00112	ANGPTL3	2025/9/3	船望制药	诺华制药	授权/许可	License out	首付款160百万美元；里程碑付款5200百万美元。商业销售的分级特许权使用费
HRS-1893	Myosin	2025/9/5	恒瑞医药	Braveheart Bio	授权/许可	License out	首付款65百万美元；里程碑付款1023百万美元，大中华区以外相应的销售提成
尘螨变应原舌下片/尘螨变应原	-	2025/9/17	丹麦爱尔开-阿贝优	金赛药业	授权/许可	License in	首付款38.25百万美元；里程碑付款168.59百万美元
2MW7141	-	2025/9/17	迈威生物	Kalexo Bio, Inc.	授权/许可	License out	首付款12百万美元；里程碑付款1000百万美元；特许权使用费阶梯式的特许权使用费
IBI324	ANGPT2、VEGFA	2025/9/18	信达生物	Ollin Biosciences	授权/许可	License out	-
瑞康曲妥珠单抗	HER2	2025/9/24	恒瑞医药	格兰马克有限公司	授权/许可	License out	首付款：18百万美元 里程碑付款：1093百万美元 其他交易额：相应的销售提成

来源：insight，国金证券研究所

创新药受关税潜在影响较小，坚定看好创新药企穿越关税周期

9月25日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”宣布，自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税，涉及专利及品牌药品。特朗普称：“自2025年10月1日起，我们将对所有品牌或专利药品征收100%关税，除非相关公司在美国建立制药厂。”

我们认为：

- ① 当前国内创新药出口外销美国的品种较少、且外贸敞口小，且部分企业已在美国有相应产能，即使相关政策落地，预计对我国创新药企影响有限。
- 2024年我国西成药（包含创新药）呈现逆差状态、且规模大。根据中国海关统计数据显示，2024年我国医药保健品中西药类顺差14.6亿美元，主要系西药原料药顺差321.8亿美元，西成药（西药制剂）逆差158.8亿美元，生化药逆差148.4亿美元。而西成药和生化药则主要呈现逆差态势。2024年我国西成药全球出口额约为69.5亿美元、而进口额约为228.3亿美元。因此我国西成药整体对外贸易敞口小、而归集到我国创新药的外贸敞口将更小，因此我们预计后续我国创新药赛道受美国关税政策潜在波动所带来的影响较小。



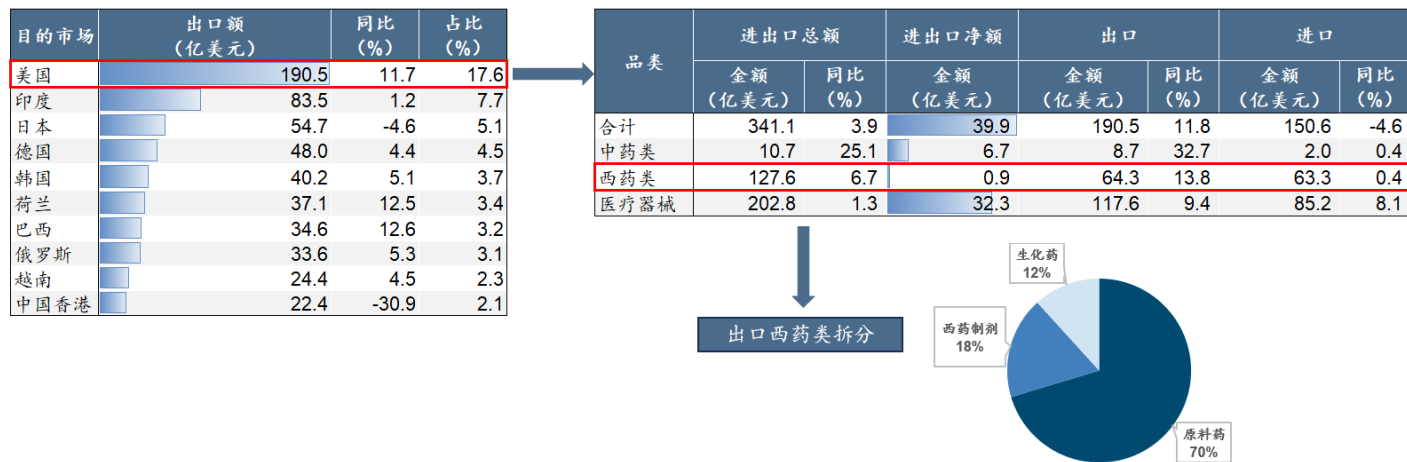
图表14：2024 年我国西成药（包括创新药）呈现逆差状态，进口额远高于出口额

2024年中国医药保健品进出口分类统计							
名称	进出口总额 (亿美元)	进出口净额 (亿美元)	出口额 (亿美元)	进口额 (亿美元)	进出口同比 (%)	出口同比 (%)	进口同比 (%)
医药保健品合计	1993.8	165.5	1079.7	914.1	2.1	5.9	-2.0
一、中药类	83.7	21.5	52.6	31.1	0.4	-3.3	7.4
1.1 提取类	37.4	22.8	30.1	7.3	-5.3	-7.7	6.5
1.2 中成药	8.6	-0.7	4.0	4.7	12.9	16.9	9.7
1.3 中药材及饮片	18.4	5.5	12.0	6.5	-5.0	-9.1	3.8
1.4 保健品	19.3	-6.2	6.6	12.7	13.4	21.0	9.9
二、西药类	1064.5	14.6	539.6	525.0	2.5	5.7	-0.6
2.1 西药原料药	538.1	321.8	429.9	108.2	5.6	5.1	7.9
2.2 西成药	297.8	-158.8	69.5	228.3	-3.5	10.0	-7.0
2.3 生化药	228.7	-148.4	40.2	188.5	3.5	4.6	3.3
三、医疗器械类	845.5	129.5	487.5	358.0	1.9	7.3	-4.7
3.1 医用敷料	45.4	35.1	40.3	5.2	0.3	0.8	-3.2
3.2 一次性耗材	145.2	65.1	105.2	40.0	9.5	13.9	-0.7
3.3 医药诊断与治疗	503.0	-57.9	222.6	280.4	-0.8	6.9	-6.1
3.4 保健康复用品	116.4	80.1	98.3	18.1	4.6	4.3	6.2
3.5 口腔设备与材料	35.5	7.0	21.3	14.3	5.1	9.1	-0.3

来源：中国医药保健品进出口商会，国金证券研究所

- 按照地域拆分，虽然美国是我国医药产品出口第一大目的地、但西成药出口占比低。据中国海关数据显示，2024 年我国对美出口医药产品价值 190.5 亿美元，其中西药类为 64.3 亿美元，约占 1/3，其中仅有 18%的药品为西成药（约 11.5 亿美元），最终归集到创新药对美出口敞口将更小。

图表15：2024 年我国对美出口的西药中仅 18%为西成药

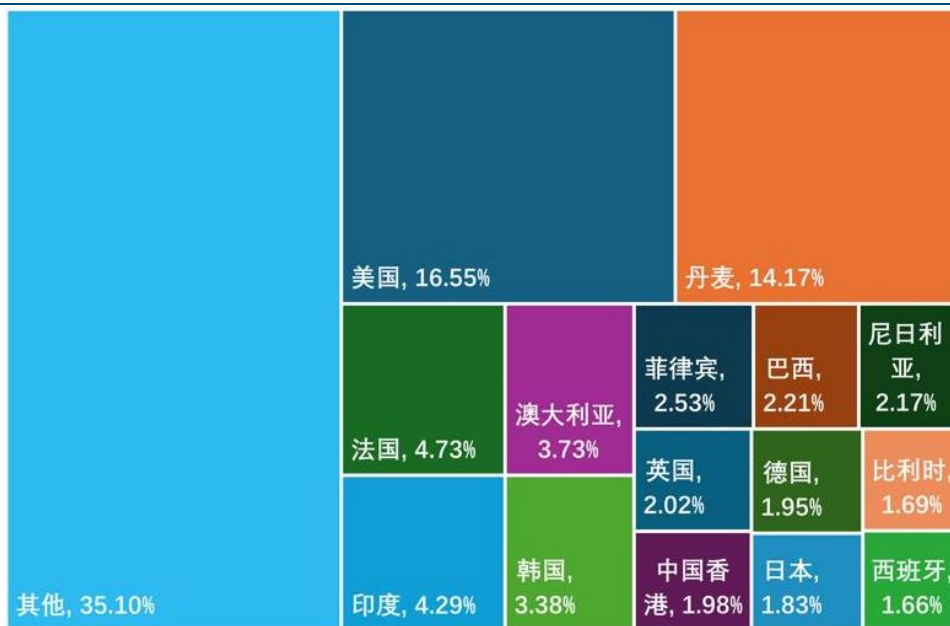


来源：中国医药保健品进出口商会，中国医药创新促进会，国金证券研究所

- 我国西药制剂除了整体外贸敞口小、为逆差之外，我国西药制剂对外贸易的地域结构多元化程度高。据中国海关数据显示，2024 年我国西药制剂出口到美国的占比仅为 16.55%，第二顺位的是向丹麦出口、占比约为 14.17%。总体来说，我国西成药的对外多元化程度高，在一定程度上也将很大程度稀释美国潜在的关税影响。



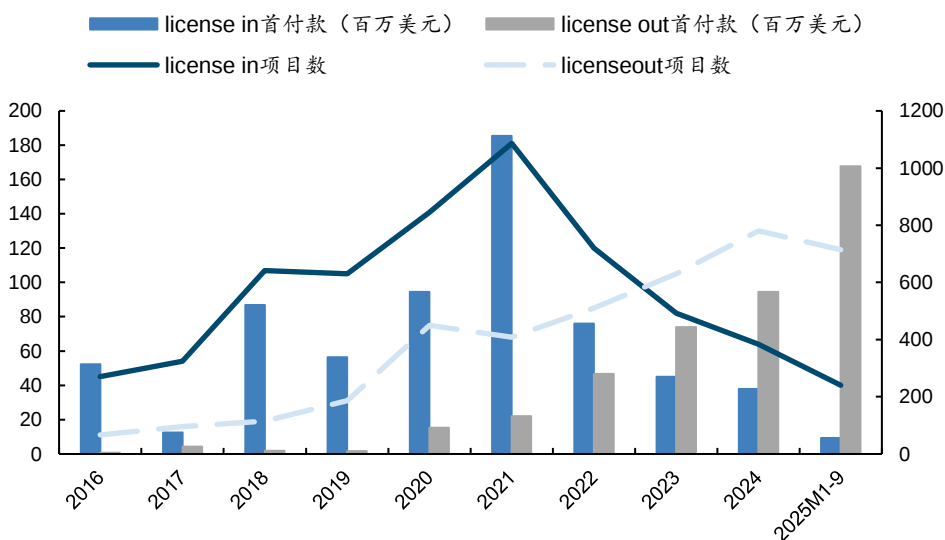
图表16：2024 年我国西药制剂出口市场多元化程度高，对美出口仅 16.55%



来源：中国医药保健品进出口商会，国金证券研究所

- ② 近年来国内创新药多数采用 BD 方式出海，其本质是 IP 的交易，并不涉及具体药品的制造出口。
- 我国创新药多以 BD 方式出海。我国创新药发展迅速，但从中国海关贸易数据来看，西成药对外出口的量少、风险敞口小的底层逻辑在于：与海外成熟（或已上市）的创新药及其体系相比，我国创新药目前发展正处于成长爆发期、新分子开发不断涌现，为了尽早兑现创新分子价值、分担研发的成本风险，国内创新药企更多选择 BD 方式将分子海外权益授出，而 BD 本质是 IP 的交易而非制造端“有形产品”的转移。

图表17：近年来我国以 BD 出海的创新药产品越来越多，首付款金额也逐渐增加



来源：insight，国金证券研究所

生物制品：浩博医药 AHB-137 完成 II 期入组，关注小核酸+干扰素治疗乙肝策略

2025 年 9 月 23 日，浩博医药宣布其反义寡核苷酸药物 AHB-137 已顺利完成两项 II 期临床试验的患者入组：

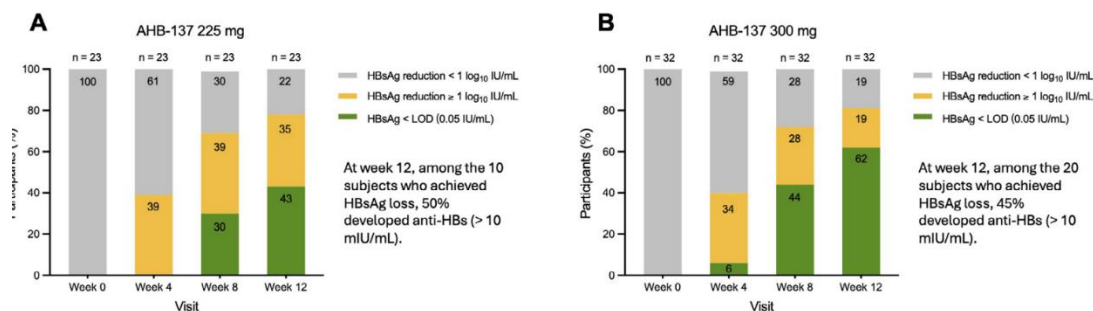
- ✚ AB-10-8007 (NCT07069569) 是一项随机、开放标签、多中心的临床 II 期研究，公司收到 CDE 核准签发的《药物临床试验批准通知书》，同意公司开展旨在评估 AHB-137



注射液联合乙型肝炎疫苗或聚乙二醇干扰素 α -2b (Peg-IFN) 在正在接受核苷(酸)类似物(NA)治疗的 HBeAg 阴性慢性乙型肝炎(CHB)受试者中的有效性和安全性。

AB-10-8008 (NCT06829329) 是一项随机、多中心的临床 II 期研究,旨在评估 AHB-137 注射液在初治慢性乙型肝炎(CHB)患者中的有效性和安全性。此研究则旨在探索将 AHB-137 治疗方案拓展至更广泛的患者群体。

图表18: AHB-137 300mg 组在治疗 12 周后实现了 62% 的表面抗原清除



来源: AASLD 2024, 国金证券研究所

AHB-137 是一款非偶联型反义寡核苷酸(ASO), 2a 期临床研究显示: 对于基线 HBsAg > 100 至 3000 IU/mL (含) 且接受稳定核苷(酸)类似物(NA)治疗的 HBeAg 阴性 CHB 患者, 接受每周皮下注射 300 毫克或 225 毫克 AHB-137, 并在第 4 天和第 11 天接受两次负荷剂量; 在第 12 周, 300 mg 组 62% (20/32) 的受试者和 225 mg 组 43% (10/23) 的受试者实现了 HBsAg 清除。

除浩博医药 AHB-137 外, 此前已有多款小核酸药物联合干扰素用于治疗慢性乙肝的临床试验陆续展开。

图表19: 多款乙肝小核酸药物开展联用长效干扰素的临床试验

公司	试验标题	药物	临床阶段	临床编号
GSK	一项 IIb 期多中心、随机、开放标签研究, 旨在评估 GSK3228836 序贯聚乙二醇干扰素 α 2a 治疗慢性乙型肝炎病毒感染患者的疗效和安全性	GSK3228836、聚乙二醇干扰素、NA	II 期	NCT04676724
腾盛博药/VIR Biotechnology	一项多中心、随机、开放标签的 2 期临床试验, 旨在评估 BR11-835 (VIR-2218) 联合聚乙二醇干扰素 α (PEG-IFN α) 治疗慢性乙型肝炎病毒 (HBV) 感染的疗效和安全性	聚乙二醇干扰素 α 、BR11-835	II 期	NCT05970289
VIR Biotechnology	一项平台研究, 旨在评估在研疗法对慢性乙型肝炎感染患者的疗效和安全性	VIR-3434、TDF、VIR-2218、聚乙二醇干扰素 α	I/II 期	NCT05612581
VIR Biotechnology	一项 2 期临床试验, 旨在评估含 VIR-2218、VIR-3434 和/或 PEG-IFN α 方案对慢性乙型肝炎病毒感染者的安全性、耐受性和疗效	VIR-2218、VIR-3434、聚乙二醇干扰素 α	II 期	NCT04856085
腾盛博药/VIR Biotechnology	一项多中心、随机、开放标签的 2 期临床试验, 旨在评估 BR11-835 (VIR-2218) 和 BR11-179 (VBI-2601) 的安全性和疗效慢性乙型肝炎病毒 (HBV) 感染的联合疗法	BR11-835 (VIR-2218)、BR11-179 (VBI-2601)、干扰素- α	II 期	NCT04749368
VIR Biotechnology/Alnyl am Pharmaceuticals	一项 1/2 期临床试验, 评估 VIR-2218 单独使用或与聚乙二醇干扰素 α -2a 联合使用的安全性、耐受性、药代动力学和抗病毒活性	VIR-2218、聚乙二醇干扰素- α 2a	II 期	NCT04412863
船望制药	BW-20507 注射液联合聚乙二醇干扰素 α 在慢性乙型肝炎病毒感染患者中的 II 期临床研究	BW-20507, Y 型聚乙二醇化重组干扰素 α -2b	II 期	CTR20253050

来源: insight, 国金证券研究所

实现慢乙肝临床治愈较难依靠单一路径, 无论是通过清除感染细胞或整合细胞, 还是在不清除细胞的前提下破坏病毒相关组件, 均需在降低现有病毒负荷的同时控制再感染。现阶段, siRNA、ASO 等新药物已进入临床联合应用阶段, 与干扰素或其他靶向病毒或免疫环节的药物协同探索, 未来慢乙肝临床治愈的关键在于联合用药的策略优化, 联合治疗将是解决乙肝问题的关键技术路径, 建议持续关注领域内研发进展。



医疗器械：国内创新研发推广加速，行业利润率有望企稳回升

先健科技 G-Branch 胸腹主动脉支架临床结果发表

9月23日，先健科技公布其由中国人民解放军总医院第一医学中心血管外科郭伟教授团队与先健公司联合研发的，全球首款新型混合多分支胸腹主动脉成品化分支支架系统——G-Branch 的一年临床随访结果，正式发表于国际权威期刊 International Journal of Surgery (Int J Surg)。

Int J Surg 作为国际公认的 SCI 核心收录期刊，位列 Q1 分区，影响因子高达 10.1，在全球外科领域具有重要学术影响力。

G-Branch 新型混合多分支支架系统的中国上市前临床研究（GUARANTEE）为一项前瞻、多中心、单组目标值研究，由解放军总医院第一医学中心郭伟教授担任主要研究者（PI），于全国 14 家中心累计入组 73 例胸腹主动脉瘤（TAAA）患者，随访时间覆盖术后 30 天、6 个月、12 个月及 2-5 年，旨在充分评估该全球首创产品用于重建内脏区分支的安全性及有效性。

GUARANTEE 试验结果显示分支动脉重建成功率高达 99.7%，技术成功率高达 95.9%，12 个月分支血管通畅率高达 96.7%（累积通畅率），总生存率高达 98.6%，术后 30 天主要不良事件（MAE）发生率低至 5.5%。试验结果表明，G-Branch 在安全性、有效性方面均达到国际领先水平。

图表20：先健科技多分支胸腹主动脉成品化分支支架系统 G-Branch



来源：先健科技微信公众号，国金证券研究所

胸腹主动脉瘤（TAAA）是主动脉领域最具挑战性的疾病之一。传统开放手术死亡率高达 20% 以上，而国际上现有的“成品化分支支架”虽有突破，却受制于解剖适应证有限、并发症风险偏高等问题。

预计 G-Branch 胸腹主动脉支架有望很快在国内市场实现获批上市，成为公司主动脉创新产品矩阵中的中要增长支撑。

乐普医美业务与美国正式达成战略合作

9月22日，乐普医疗公告与汉海信息技术（上海）有限公司签署《战略合作协议》，拟本着平等互利、优势互补的原则，结成长期、全面的战略合作伙伴关系，实现资源共享、共同发



展。本次合作将为公司医美板块销售新增线上合作渠道，与现有线下销售渠道（经销商、核心 KA）形成互补，构建全渠道销售网络。

汉海信息技术（上海）有限公司是美团在上海的核心主体公司，是美团网及大众点评网的合法经营者，拥有完整的平台自主经营权益。美团的使命是“帮大家吃得更好，生活更好”，公司聚焦“零售+科技”战略，运营美团、大众点评、美团外卖、美团买菜、美团打车等 App，服务涵盖吃住行游购娱等 200 多个品类，覆盖全国 2800 多个县市区旗。

战略合作协议的主要内容包括：

1. 经公司授权后，汉海信息将拥有对公司医美板块旗下品牌进行市场推广与运营的权力。
2. 汉海信息是公司悦雅颜、芙洛拉授权产品在中国大陆地区的发行经销商，汉海信息将提供包含线上和线下资源在内的运营方案。
3. 双方就悦雅颜、芙洛拉产品的全链条营销进行深度协同，包括营销策略和政策的制定、产品的销售和市场活动的执行、售后运营等，共同维护品牌利益。
4. 双方本次合作授权产品是悦雅颜、芙洛拉品牌系列产品，后期基于双方一致同意，可合作公司旗下的其它产品。
5. 汉海信息充分利用其线上、线下资源优势，为公司提供全面的营销方案，助力推广悦雅颜、芙洛拉产品。

悦雅颜、芙洛拉分别为公司新上市的童颜针、水光针系列新产品，此次战略合作协议有望推动公司新产品实现快速销售放量，未来公司其他医美新产品逐步上市后也有望达成新的合作协议。

中药：天士力普佑克新适应症获批，关注中药公司新药进展

2025 年 9 月 22 日，天士力发布公告，其拥有自主知识产权的生物创新药注射用重组人尿激酶原（普佑克）新增适应症，用于急性缺血性脑卒中的溶栓治疗。普佑克是“十一五”规划期间国家“重大新药创制”科技重大专项支持下获批的 1 类生物创新药（急性 ST 段抬高型心肌梗死适应症），本次急性缺血性脑卒中适应症是该药在国内获批的第二个适应症。

急性缺血性脑卒中（AIS）是最常见的卒中类型，是一种高发病率、高复发率、高致残率及高死亡率的疾病。根据《中国急性缺血性卒中诊治指南 2023》，急性缺血性卒中占我国新发卒中的 69.6%~72.8%。急性期的时间划分尚不统一，一般指发病后 2 周内，轻型 1 周内，重型 1 个月内。最新数据显示，我国急性缺血性卒中患者住院期间（中位住院时间 11 d）病死率为 0.5%，并发症发生率为 12.8%。病后 3 个月的病死率为 1.5%~3.2%，1 年病死率为 3.4%~6.0%。病后 3 个月致残率为 14.6%~23.1%，1 年致残率为 13.9%~14.2%。病后 3 个月卒中复发率为 6.5%，1 年卒中复发率为 10.3%。

AIS 的病理机制主要是由于脑血管阻塞导致局部缺血缺氧，静脉溶栓治疗是实现血管再通的重要方法，通过药物溶解血液中的凝块，恢复大脑的血液供应，从而减轻脑组织的损伤。根据 Insight 数据，目前国内获批急性缺血性脑卒中的溶栓治疗适应症的药品有限，成分包括阿替普酶、替奈普酶、瑞替普酶以及尿激酶等。

注射用重组人尿激酶原（普佑克）是天士力自主研发的新一代特异性溶栓药物，它能优先激活纤维蛋白表面的纤溶酶原，仅作用于闭塞性血栓，而对止血性血栓无溶解作用，使其具有更高的选择性、更低的出血风险；同时，该产品无需称重、固定剂量的给药方式也增加了临床用药的便利性。注射用重组人尿激酶原（普佑克）III 期临床结果表明，对于发病 4.5 小时内的 AIS 患者，静脉给予重组人尿激酶原疗效非劣于对照组，且显著降低了颅内出血风险。



图表21：目前国内获批急性缺血性脑卒中的溶栓治疗适应症的药物

药品名称	商品名	国产/进口	成分词	靶点	规格	企业名称	批准日期
注射用重组人尿激酶原	普佑克	国产	重组人尿激酶原-B1101	PLG	5mg (50万 IU) / 支	天士力	2025/9/16
注射用替奈普酶	美通立 Metalyse	进口	替奈普酶	PLG , Fibrin	25mg (5000 U) / 瓶	勃林格殷格翰制药	2025/5/13
注射用重组人组织型纤溶酶原激活剂	瑞通立	国产	瑞替普酶	PLG	18mg/10ml / 支	华润昂德生物	2024/12/17
注射用重组人TNK组织型纤溶酶原激活剂	明复乐	国产	替奈普酶	PLG , Fibrin	1.0×10 ⁷ IU/16mg / 支	石药集团	2024/1/30
注射用阿替普酶	爱通立 Actilyse	进口	阿替普酶	PLG , Fibrin	20mg / 支	勃林格殷格翰制药	2019/11/29
注射用阿替普酶	爱通立 Actilyse	进口	阿替普酶	PLG , Fibrin	50mg / 支	勃林格殷格翰制药	2019/11/29

来源：Insight，国金证券研究所

医疗服务及消费医疗：新品陆续上市，促进行业发展

爱博医疗：焦深延长型人工晶状体上市，产品矩阵持续优化

2025 年 9 月 26 日，公司焦深延长型人工晶状体通过创新医疗器械特别审查程序获批上市。焦深延长型人工晶状体属于高端屈光性人工晶状体，适用于成年人白内障摘除手术后无晶状体眼的视力矫正，通过扩展焦深改善中视力以降低对眼镜的依赖程度。

新品上市使术式选择多样化，为医生与患者提供新的选项。同时此次获批有望加快其他眼科企业的研发步伐，促进眼科产业发展。

金域医学：免疫荧光 ANA AI 智能体上线，提升检验科智能化水平

2025 年 9 月 24 日，公司免疫荧光 ANA AI 智能体上线。传统 ANA 检测流程长期需要手工操作，导致实验室检测效率大打折扣。免疫荧光 ANA AI 智能体可实现 ANA 智能检测，实现加样、制片、阅片等环节全流程智能化升级，达到加样自动化、制片自动化、阅片智能化、结果标准化、数据溯源化。录入效率提升 90%，结果判读准确率超 97%，可满足各级医疗机构医学实验室抗核抗体检测需求。

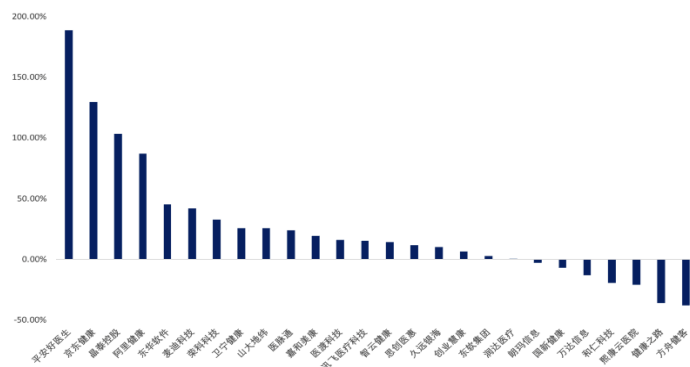
智能体升级大幅提升检测数量，满足不同级别医院和检测机构的需求，推动检测服务效率化，提升整体就诊体验。判读正确率较高，减少误诊、漏诊情况，有助于早期疾病识别，推动患者及时就诊。

AI 医疗：大模型发布推动行业进入创新密集期

涨跌幅复盘：年初至今，AI 医疗（辅助决策）方向 26 家标的共计 19 家上涨，7 家下跌，平均涨幅 25.45%。涨幅前三分别为平安好医生（+188.39%）、京东健康（+129.54%）、晶泰控股（+103.34%）。

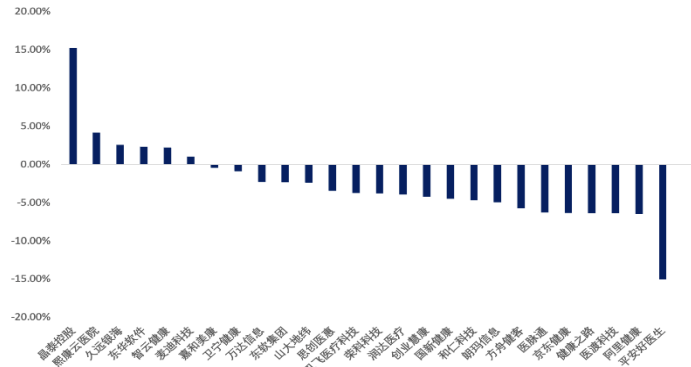
本周 AI 医疗（辅助决策）方向 26 家标的共计 6 家上涨，20 家下跌，平均下跌 2.55%。涨幅前三名分别为晶泰控股（+15.26%）、熙康云医院（+4.21%）、久远银海（+2.60%）。

图表22：AI 医疗相关标的年初至今区间涨跌



来源：同花顺 ifind、国金证券研究所

图表23：AI 医疗相关标的 9.22~9.26 区间涨跌



来源：同花顺 ifind、国金证券研究所



周度新闻更新：

海外：2025 年 9 月 26 日，谷歌推出 Gemini Robotics 1.5 与 Gemini Robotics-ER 1.5。ER 1.5 能通过自然语言理解复杂需求，原生调用谷歌搜索获取外部信息，制定多步骤计划并估算任务成功率，更支持“思考预算”自定义以平衡延迟与精度。在开发者生态上，ER 1.5 已通过 Gemini API 开放给全球开发者，Robotics 1.5 向选定合作伙伴赋能，加速技术规模化应用。

模型展现出的高危环境检修、太空作业等延伸场景的潜力，对实体智能体的技术演进、场景落地与安全部署给出了兼具深度与前瞻性的指引。

国内：2025 年 9 月 23 日，腾讯云上线 DeepSeek-V3.1-Terminus 版本，企业和开发者可以通过腾讯云直接调用新版模型的 API 接口，获得稳定优质的服务。DeepSeek-V3.1-Terminus 新版本在保持模型原有能力的基础上作了进一步优化：语言一致性方面，缓解了中英文混杂、偶发异常字符等情况。Agent 能力方面进一步优化了 Code Agent 与 Search Agent 的表现。为了提供更优质的 DeepSeek 模型服务，腾讯云在推理加速层面不断优化，通过深挖内核和架构延展，以及 PD 分离、NIXL 传输技术，在精度几乎无损的前提下，实现服务时延的大幅降低，以及吞吐能力的大幅提升。

改进后，1) AI 分析知识库中的代码文件时，会提供更准确的理解和建议；2) 资料检索时，AI 能更快地整合实时数据与历史知识库，推行 AI 识别智能化更进一步。

投资建议

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。医疗器械板块目前在政策端利好频现，医疗设备招标同比恢复趋势显著，叠加各设备厂商渠道库存压力，同时头部企业份额持续提升，下半年有望迎来确定性较强的业绩拐点。建议关注创新研发管线丰富、海外市场拓展较快的头部医疗器械公司。

风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究