

创新出海2.0成果卓著

——创新药行业复盘

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：肖婧舒

0755-81982826

xiaojingshu@guosen.com.cn

S0980525070001

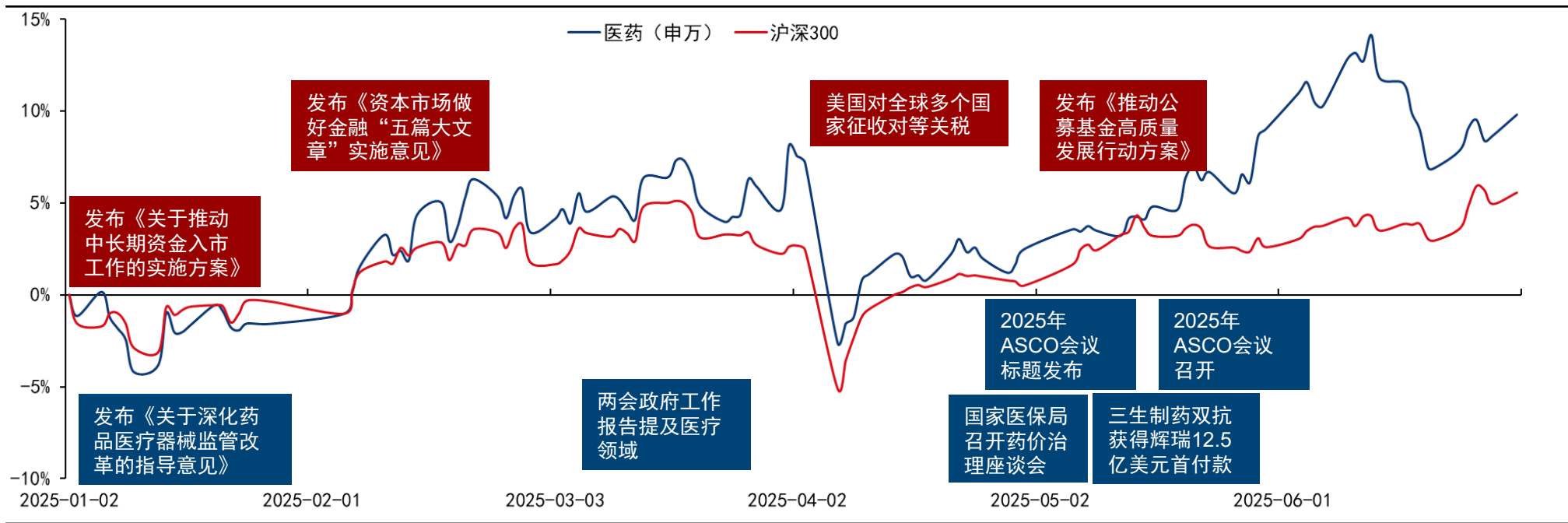
- **25H1创新药板块回顾。**医药板块在上半年股价表现出色，受益于持续不断的BD出海落地、优秀的临床数据读出以及政策端的支持，创新药板块领涨。创新药板块处于销售快速放量期，随着一系列重磅品种获批上市并被纳入医保，在国内的产品销售迎来快速增长；同时，百济神州、和黄医药等公司的产品在海外成功实现商业化，也成为了营收的一大增量。另一方面，对外授权收入也成为了创新药公司的重要收入来源。
- **创新出海2.0成果卓著。**国产创新药已经进入差异化、高质量创新阶段。优秀的临床前/临床数据是支持创新药出海，展现全球竞争力的基础。国产创新药越来越多的在ASCO、ESMO、WCLC等全球顶尖的学术会议中展示临床数据，不断验证着全球BIC的潜力。并且，越来越多的国产创新药进入全球3期临床。
- **中国创新药在全球市场占据更为重要的地位。**从对外授权交易看，中国创新药资产占MNC BD交易的数量和金额的比例均有快速提升，创新药涉及的领域也从肿瘤逐步扩展至自免及代谢等慢病领域。上半年，以三生制药与辉瑞的合作为代表，国产创新药公司完成了一系列对外授权交易。
- **国内市场：支付端持续优化。**近两年的医保谈判及续约降价趋于温和，大部分创新药进入医保后实现了以价换量，销售快速放量；在各地对创新药政策的支持下，新上市的重磅产品有望快速实现国内商业化价值。今年目录调整中增设了商保创新药目录，与基本医保目录同步申报，有望为创新药提供新的增量。
- **投资建议：**关注拥有差异化创新能力，产品具备全球商业化潜力的创新药公司：科伦博泰生物、康方生物、信达生物、三生制药、康诺亚、泽璟制药等。

- [01] 25H1创新药板块回顾**
- [02] 创新出海2.0成果卓著
- [03] 国内市场：支付端持续优化

1.1 行情回顾：A股医药板块25年上半年表现出色

- 2025年1月，发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》、《关于深化药品医疗器械监管改革的指导意见》，大盘和医药板块逐步回暖。
- 2月起，发布《资本市场做好金融“五篇大文章”实施意见》、DeepSeek热度高引发大盘上涨；医药板块因持续不断的BD出海落地开始上涨。
- 3月起，两会政府工作报告提及到医疗领域，医药板块持续上涨。
- 4月初，美国对全球多个国家征收对等关税，大盘和医药板块出现短期回调；4月下旬国家医保局召开药价治理座谈会、2025年ASCO会议标题发布，医药板块逐步恢复。
- 5月初，发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，大盘继续上涨；5月中下旬，三生制药与辉瑞达成首付款12.5亿美元的重磅交易、2025年ASCO会议正式召开医药板块大幅度上涨。

图：A股医药板块2025年上半年整体走势

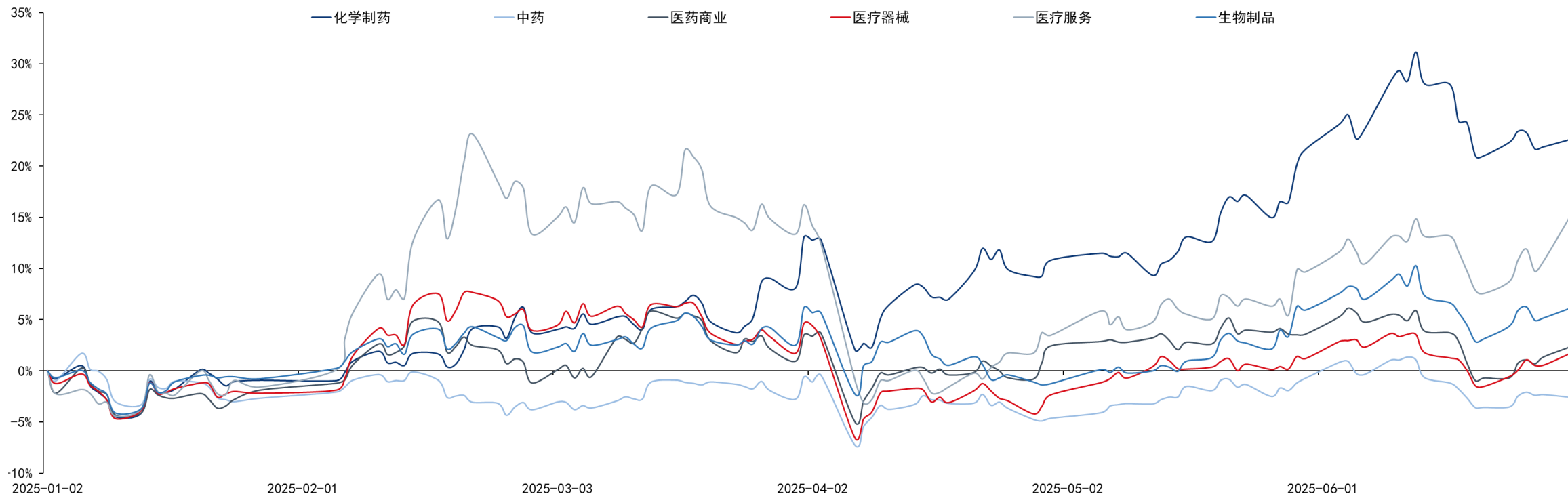


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30

1.1 行情回顾：A股医药二级行业走势向好

- 2025年上半年，医药行业整体持续上涨，各二级子行业表现良好，其中化学制药板块涨幅最大。
- 化学制药板块涨幅最大，得益于创新药的BD合作、各大国际会议上的临床数据读出等事件催化，中国创新得到验证，获得全球药企的认可；医疗服务板块涨幅第二，因市场需求恢复，AI应用逐步落地，推动板块上涨；生物制品板块上涨由于创新产品获批上市，支付端逐步改善；医药商业板块小幅上涨由于行业整顿接近尾声，药品流通规范度提高；医疗器械板块的创新品种仍有需求，板块仍具备增长潜力；中药板块2025年上半年出现小幅下跌。

图：A股医药二级行业2025年上半年整体走势

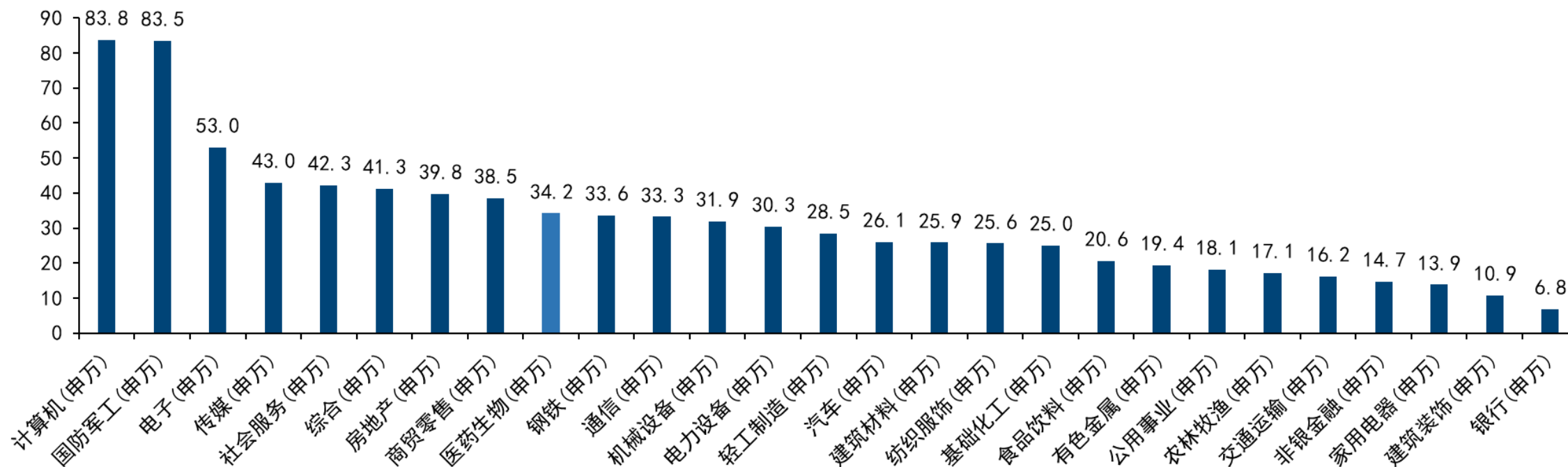


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30

1.1 行情回顾：医药生物板块估值处于历史中位

■ 2025年上半年，全部A股（申万A股指数）市盈率（TTM）19.14x，医药生物市盈率（TTM）34.2x，处于近5年历史估值的69.8%分位数。

图：申万一级行业市盈率情况（TTM）



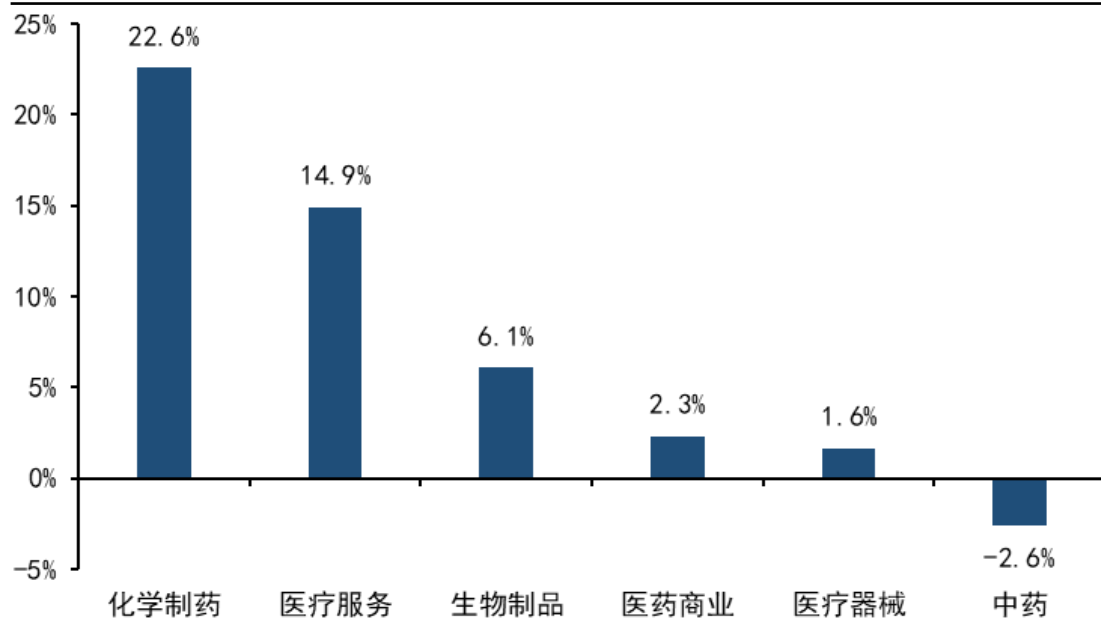
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30

1.1 行情回顾：子版块估值处于历史中位

■ 2025年上半年，医药行业整体持续上涨，各子行业表现良好：

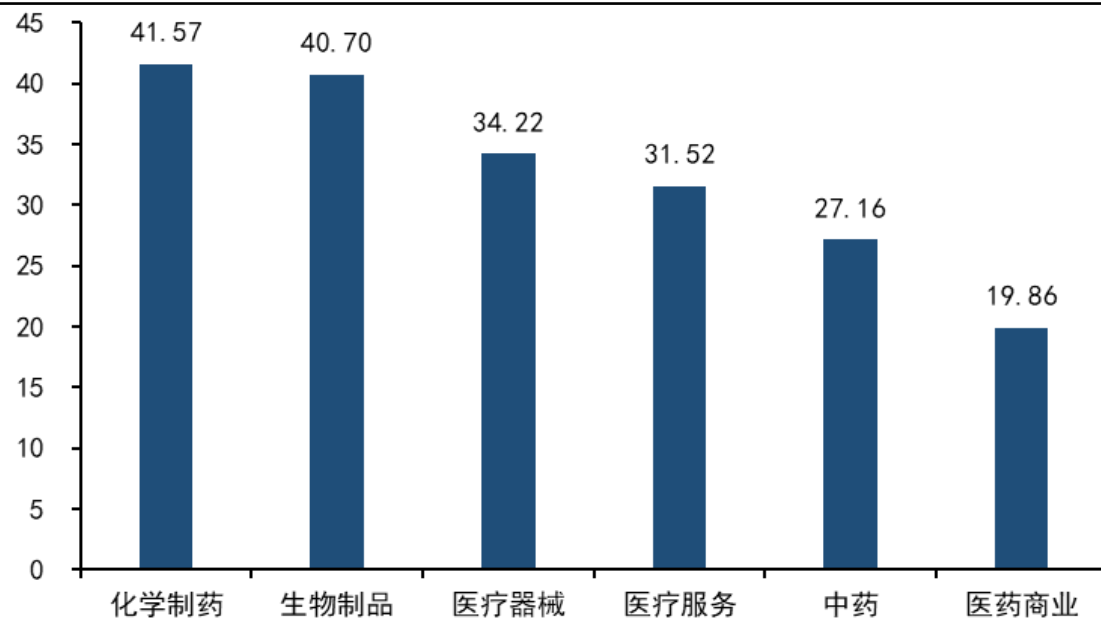
- ✓ 化学制药：上半年涨幅22.6%，PE（TTM）为41.57，处于近5年历史估值的79.13%分位数；
- ✓ 医疗服务：上半年涨幅14.9%，PE（TTM）为31.52，处于近5年历史估值的34.45%分位数；
- ✓ 生物制品：上半年涨幅6.1%，PE（TTM）为40.70，处于近5年历史估值的75.00%分位数；
- ✓ 医药商业：上半年涨幅2.3%，PE（TTM）为19.86，处于近5年历史估值的78.42%分位数；
- ✓ 医疗器械：上半年涨幅1.6%，PE（TTM）为34.22，处于近5年历史估值的86.22%分位数；
- ✓ 中药：上半年跌幅2.6%，PE（TTM）为27.16，处于近5年历史估值的46.62%分位数。

图：A股医药行业子版块2025年上半年涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30

图：A股医药行业子版块2025年上半年市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30

1.1 行情回顾：医药A/H涨跌幅前十标的统计



表：医药涨幅前十股票

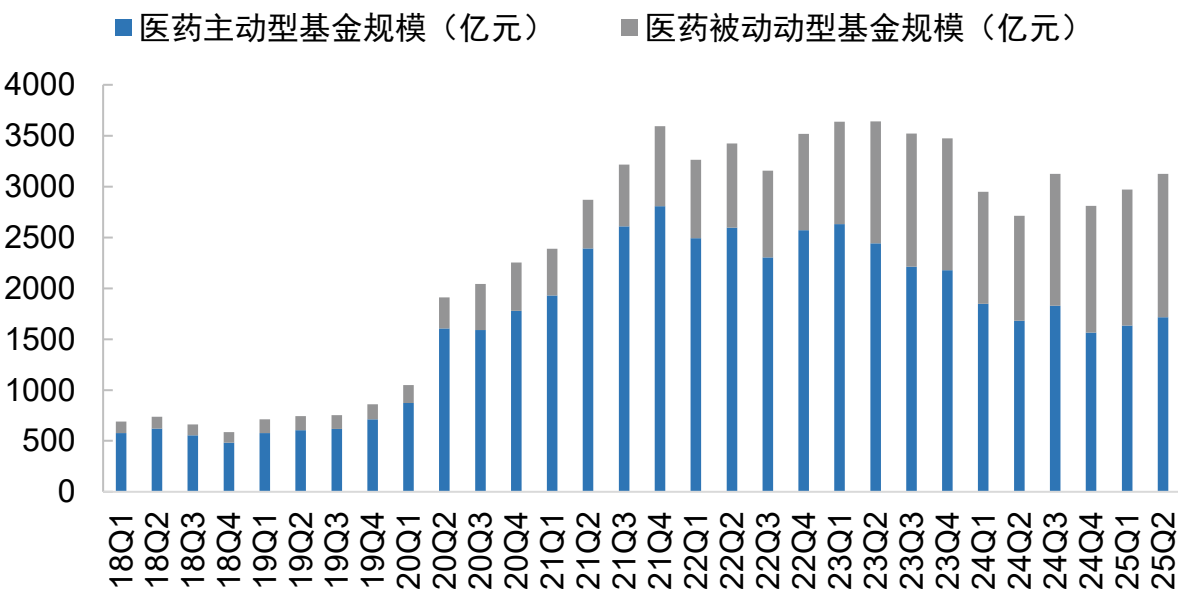
	代码	简称	年初至今涨跌幅	预计上涨原因
A股	300204.SZ	舒泰神	420%	STSA-1002针对急性呼吸窘迫综合征适应症临床数据读出，安全性和有效性良好
	002365.SZ	永安药业	238%	核心产品牛磺酸市占率高，约80%销往海外，生产线产能逐步落地
	300723.SZ	一品红	200%	AR882痛风药进入全球临床3期研究阶段，即将实现商业化兑现
	002940.SZ	昂利康	184%	公司进行创新转型，仿制药产品进入收获期，创新药产品研发进展顺利
	688336.SH	三生国健	161%	公司IL1β单抗的上市申请获得CDE受理，为国内进度第二的同类产品
	688382.SH	益方生物-U	151%	TYK2抑制剂D-2570开展多个适应症临床研究，具备BIC的潜力
	301263.SZ	泰恩康	138%	CKBA针对白癜风适应症的2期临床数据即将读出，有效性安全性良好，NKBA分子布局阿尔兹海默症、抗衰老等适应症领域
	300255.SZ	常山药业	134%	公司GLP-1周制剂艾本那肽单药和联用的3期临床数据均展示出良好的降糖效果和安全性
	688068.SH	热景生物	125%	SGC001心梗抗体药物有望填补临床空白，临床数据即将读出
H股	688331.SH	荣昌生物	111%	泰它西普治疗重症肌无力适应症在国内获批上市，是全球首个双靶点治疗重症肌无力的分子，全球多中心3期临床研究仍在推进，有利于拓展海外市场
	9995.HK	荣昌生物	304%	泰它西普治疗重症肌无力适应症在国内获批上市，是全球首个双靶点治疗重症肌无力的分子，全球多中心3期临床研究仍在推进，有利于拓展海外市场
	1530.HK	三生制药	296%	PD-1/VEGF双抗707管线与辉瑞达成BD合作，首付款12.5亿美元，成功实现出海，临床有效性数据良好
	2171.HK	科济药业-B	146%	自体CAR-T产品CT041治疗2L+胃癌在国内提交上市申请，并在国际会议中读出良好的临床数据，异体CAR-T项目进展顺利，临床数据良好
	9969.HK	诺诚健华	130%	公司核心产品奥布替尼销售持续放量，坦昔妥单抗获批上市，在2025年欧洲血液学协会年会读出多条管线的临床数据
	2696.HK	复宏汉霖	125%	PD-L1 ADC管线HLX43在2025年ASCO会议中读出良好的临床数据，并在NSCLC中开展多中心2期临床研究
	1801.HK	信达生物	121%	首款国产GLP-1/GCG药物玛仕度肽获批上市用于减重适应症，IBI363在2025年ASCO会议中读出良好的安全性和有效性数据
	0512.HK	远大医药	98%	核药产品Y90提前获得FDA批准用于HCC适应症，脓毒血症创新药STC3141临床2期研究达到终点，疗效和安全性良好
	6990.HK	科伦博泰生物-B	95%	TROP2 ADC产品sac-TMT在国内获批用于治疗3线TNBC和3线EGFRm的NSCLC，2025年ASCO会议中读出多项临床数据
	6127.HK	昭衍新药	95%	公司CX0业务受创新药板块带动需求端逐步复苏，国内实验动物猴子具备涨价的预期
	1877.HK	君实生物	85%	公司PD-1/VEGF双抗JS207安全性良好，具备BD的潜力

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-6-30；剔除ST股；剔除50亿市值以下股票；相关公司仅作为列示，不代表投资建议

1.2 公募基金医药持仓分析

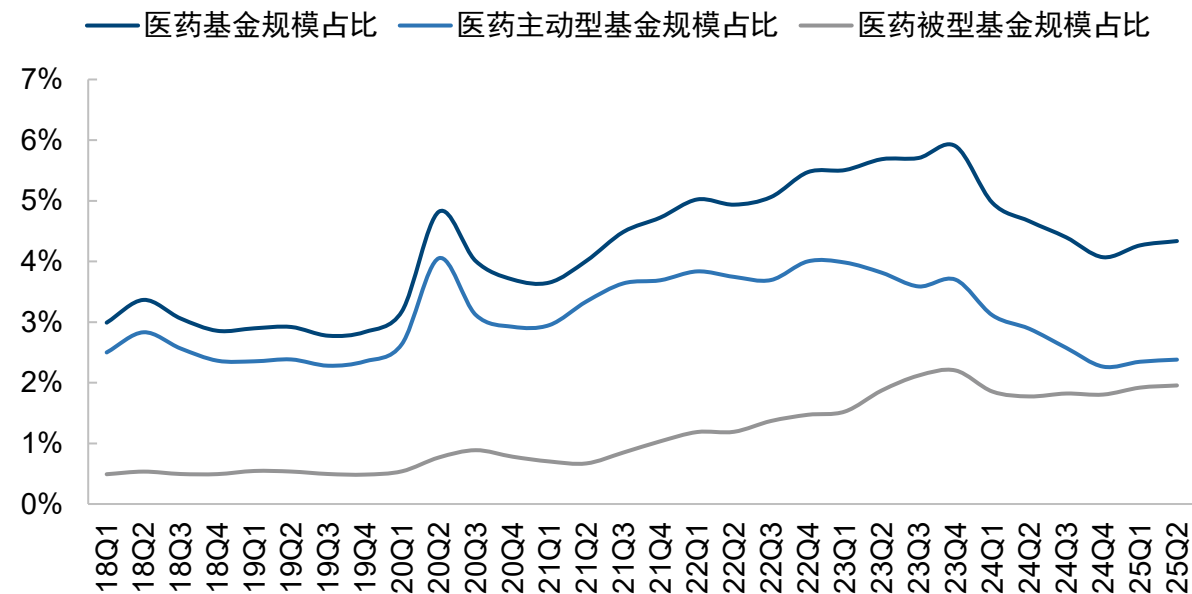
- 截至25Q2，医药基金资产净值规模达到3123亿元，占全部基金样本规模比例为4.3%，其中被动型基金规模1409亿元，规模占比2.4%，主动型基金规模1716亿元，规模占比2.0%。

图：医药基金资产净值规模情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药基金资产净值规模占比情况

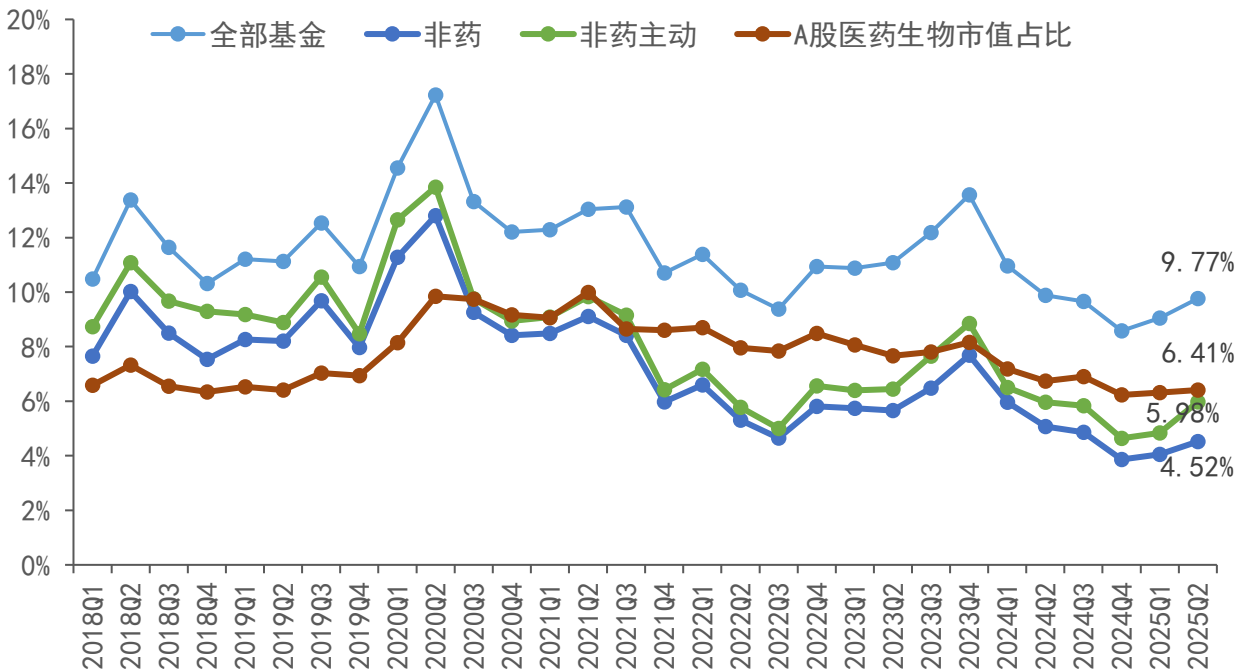


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：全基金样本为股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金

1.2 公募基金医药持仓分析

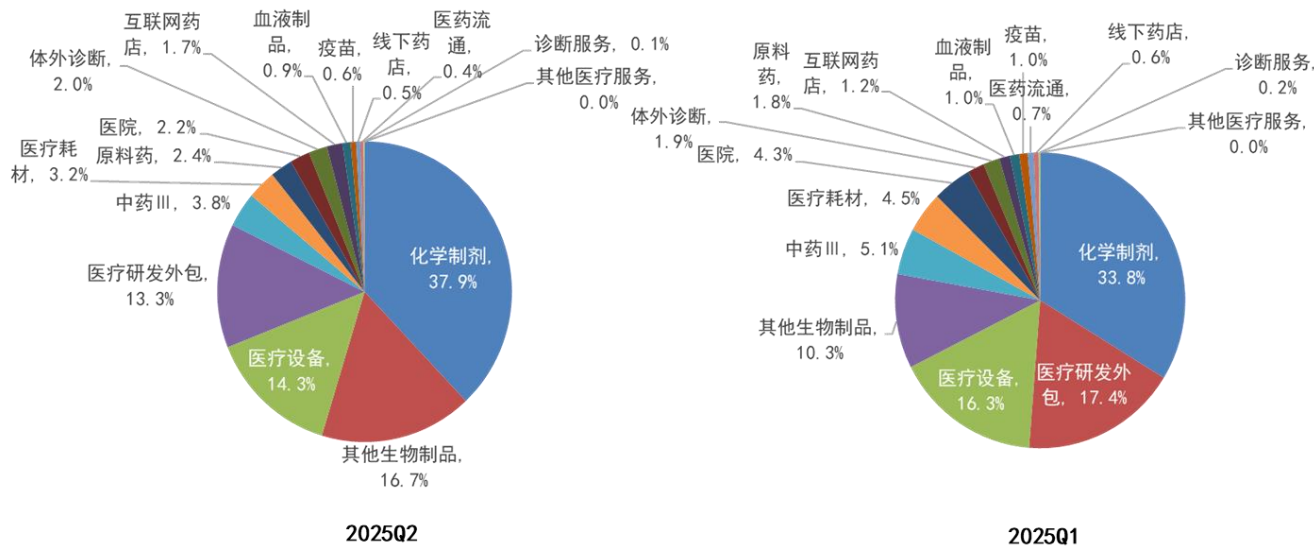
- 全部公募基金、医药基金及非药基金，医药持仓环比均有所提升：25Q2全部基金医药持仓占比为9.77%，环比+0.72pp；其中医药基金持仓占比为96.86%，环比+0.66pp；非药基金持仓占比为4.52%，环比+0.47pp；非药主动型基金持仓占比为5.98%，环比+1.14pp。
- 从医药持仓结构来看，25Q2持仓占比最大的子板块为化学制剂、其他生物制品；较25Q1持仓占比增加最多的子板块为其他生物制品、化学制剂，持仓占比下降最多的子板块为医疗研发外包、医院。

图：医药生物持仓情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药生物细分子板块持仓占比变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 公募基金医药持仓分析

- 持有基金数最多的TOP3医药股：恒瑞医药(563家)、药明康德(381家)、信达生物(298家)；持有市值最大的TOP3医药股：恒瑞医药(321亿元)、药明康德(248亿元)、迈瑞医疗(227亿元)。

表：持有基金家数TOP20个股

简称	25Q2较25Q1持有基金数变动值	25Q2持有基金家数	25Q1持有基金家数
恒瑞医药	35	563	528
药明康德	5	381	376
信达生物	165	298	133
迈瑞医疗	-35	278	313
三生制药	149	209	60
百济神州-U	-15	191	206
泽璟制药-U	16	185	169
科伦药业	16	155	139
益方生物-U	84	129	45
联影医疗	7	115	108
惠泰医疗	6	110	104
石药集团	92	110	18
康方生物	37	110	73
百利天恒	36	108	72
百济神州	15	105	90
科伦博泰生物-B	13	98	85
人福医药	-23	98	121
泰格医药	18	95	77
信立泰	41	78	37
热景生物	28	75	47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：持有市值TOP20个股

简称	25Q2较25Q1持股总市值变动(亿元)	25Q2持股总市值(亿元)	25Q1持股总市值(亿元)
恒瑞医药	-2.5	320.9	323.5
药明康德	-28.6	247.9	276.4
迈瑞医疗	-29.1	227.4	256.5
信达生物	105.2	155.3	50.1
联影医疗	20.8	118.9	98.1
科伦药业	10.7	98.4	87.7
百济神州-U	-0.2	89.4	89.6
三生制药	71.9	85.2	13.3
泽璟制药-U	-3.4	70.9	74.3
百利天恒	27.4	69.8	42.4
康方生物	27.0	60.7	33.8
泰格医药	-8.7	56.7	65.3
科伦博泰生物-B	13.1	56.5	43.4
惠泰医疗	-3.5	54.4	57.9
信立泰	37.2	52.5	15.3
新诺威	20.0	49.8	29.8
京东健康	30.9	47.1	16.3
百济神州	9.6	46.9	37.3
爱尔眼科	-49.1	40.3	89.4
海思科	4.4	39.0	34.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 公募基金医药持仓分析

- 加仓TOP5医药股：益方生物-U、三生制药、热景生物、诺思兰德、澳华内镜；减仓TOP5医药股：康为世纪、微电生理、爱博医疗、康龙化成、康诺亚-B。（根据基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度）

表：加仓TOP10个股

简称	持股占流通股比(25Q2-25Q1,pp)	25Q2持股占流通股比(%)	所属行业
益方生物-U	14.69	22.63	化学制剂
三生制药	11.43	16.46	其他生物制品
热景生物	10.13	22.46	体外诊断
诺思兰德	8.53	12.27	其他生物制品
澳华内镜	6.18	9.18	医疗设备
信达生物	6.06	13.14	其他生物制品
麦澜德	5.94	6.01	医疗设备
信立泰	5.77	9.96	化学制剂
毕得医药	5.67	6.69	医疗研发外包
悦康药业	5.66	9.74	化学制剂

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：根据25Q2较25Q1基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度

表：减仓TOP10个股

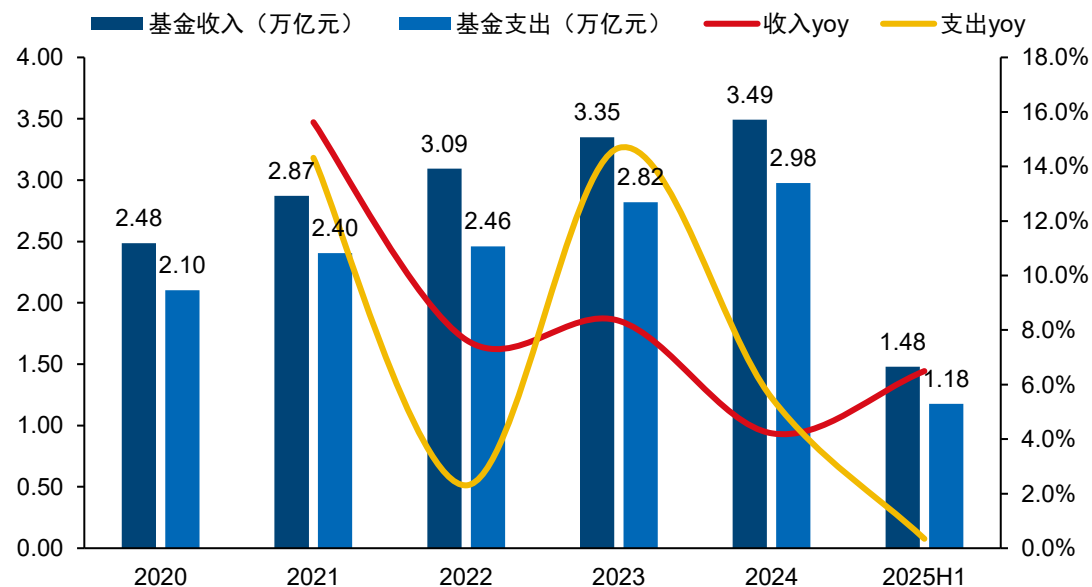
简称	持股占流通股比(25Q2-25Q1,pp)	25Q2持股占流通股比(%)	所属行业
康为世纪	-12.24	2.80	体外诊断
微电生理	-10.53	1.34	医疗耗材
爱博医疗	-9.04	5.83	医疗耗材
康龙化成	-5.68	9.54	医疗研发外包
康诺亚-B	-5.30	4.06	其他生物制品
迈威生物-U	-4.53	2.97	化学制剂
三诺生物	-4.50	8.66	医疗设备
爱尔眼科	-4.41	4.07	医院
智翔金泰-U	-4.17	3.16	其他生物制品
东阿阿胶	-4.17	7.42	中药Ⅲ

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：根据25Q2较25Q1基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度

1.3 中观数据：医保收入增速反超支出，统筹账户结存占比提升

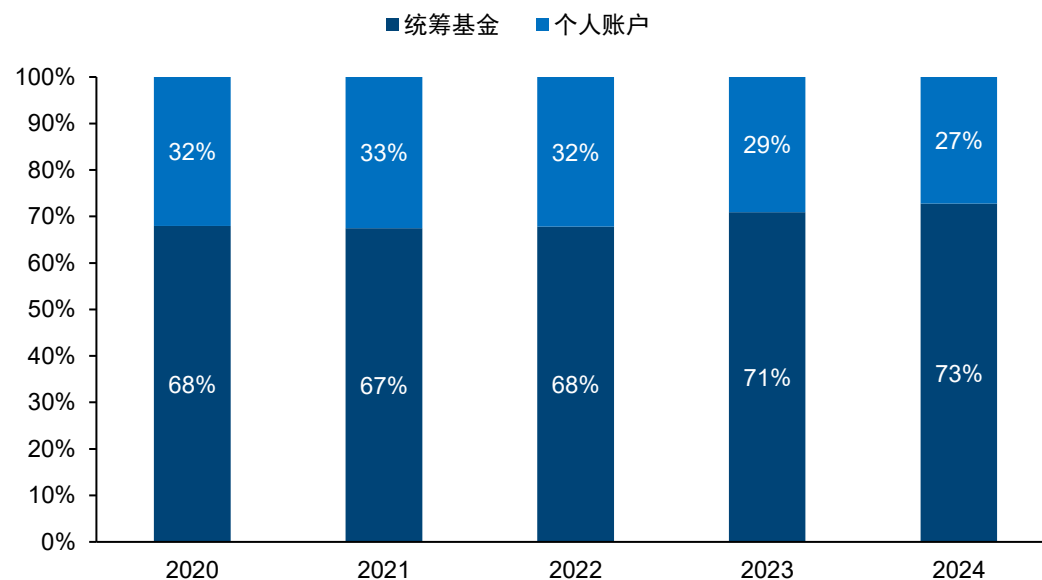
- **医保基金收入增速在2025年上半年超过支出增幅。**根据国家医保局统计，2025年前6个月，基本医保基金收入增速反超支出，2025年1-6月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入1.48万亿元，同比增长6.5%，总支出1.18亿元，同比增长0.3%。扭转了自2023年以来基金支出增速快于收入增速的情况。医保局坚持“以收定支、收支平衡、略有结余”原则，面临人口老龄化带来的巨大压力，医保基金未来有望继续坚持“开源节流”，药械集采和医保谈判常态化开展，医疗服务价格改革进一步推进，DRG/DIP付费方式全面落地，保障医保基金的平稳运行和收支平衡。
- **医保基金累计结存中，统筹基金占比有所提升。**在2024年医保基金累计结存中，统筹基金累计结存占比为73%，个人账户累计结存占比27%，统筹基金占比自2021年起呈现不断提升趋势。

图：基本医疗保险收支情况（2020-2025H1）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

图：医保基金累计结存（2020-2024）

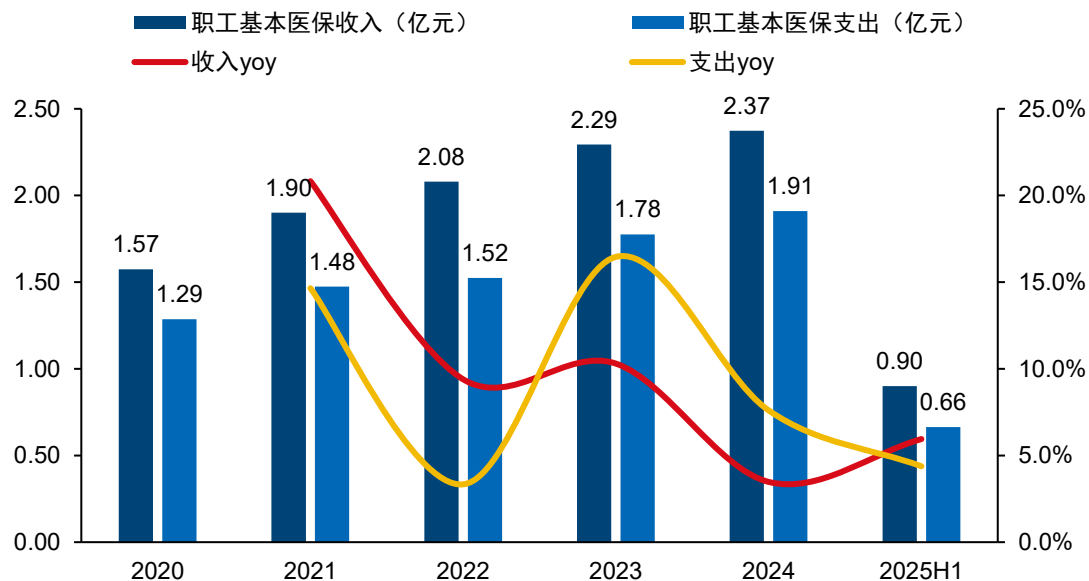


资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

1.3 中观数据：城乡居民基本医保支出增速下滑较为显著

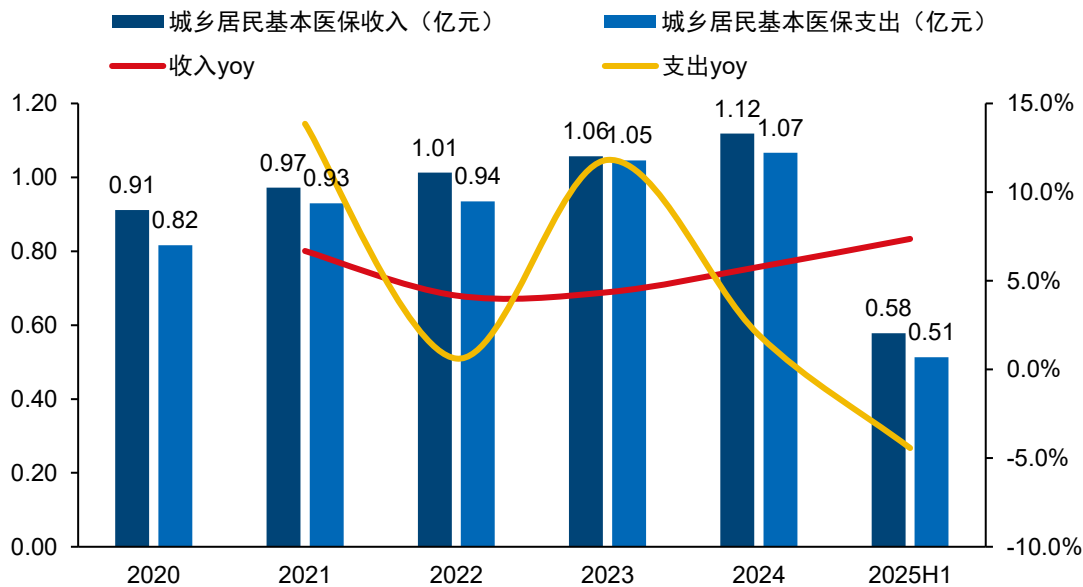
- **职工医保收入增速放缓，收支情况整体稳定。**职工医保收入近年来收入增速连年放缓，由2021年的20.8%下滑至2024年的3.5%，预计短期内就业结构、整体经济环境等因素依然会对职工医保收入增长造成影响。职工医保支出端也受到控费政策等影响，增速出现明显下滑，2025年前6个月支出增速下降至4.4%。职工基本医保收支基本稳定，整体结存情况较为宽松，截至2024年末，职工医保基金统筹基金和个人账户累计结存分别为3.04/1.45万亿元（同比增加15.6%/3.7%）。
- **城乡居民基本医保收入增速较为稳定，2025年前6个月支出出现同比下滑。**城乡居民医保收入近些年始终维持中个位数增长，但由于公共卫生事件期间支出端出现较大幅度波动，2021及2023年支出的同比增速分别达到了13.9%/11.8%，2024年起支出增速显著放缓。截至2024年末，城乡居民基本医保累计结存8183.02亿元，同比增加6.8%。2025年前6个月城乡居民医保支出同比下滑4.4%。

图：职工基本医疗保险收支情况（2020-2025H1）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

图：城乡居民基本医疗保险收支情况（2020-2025H1）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

1.3 中观数据：财政卫生健康支出同比提升

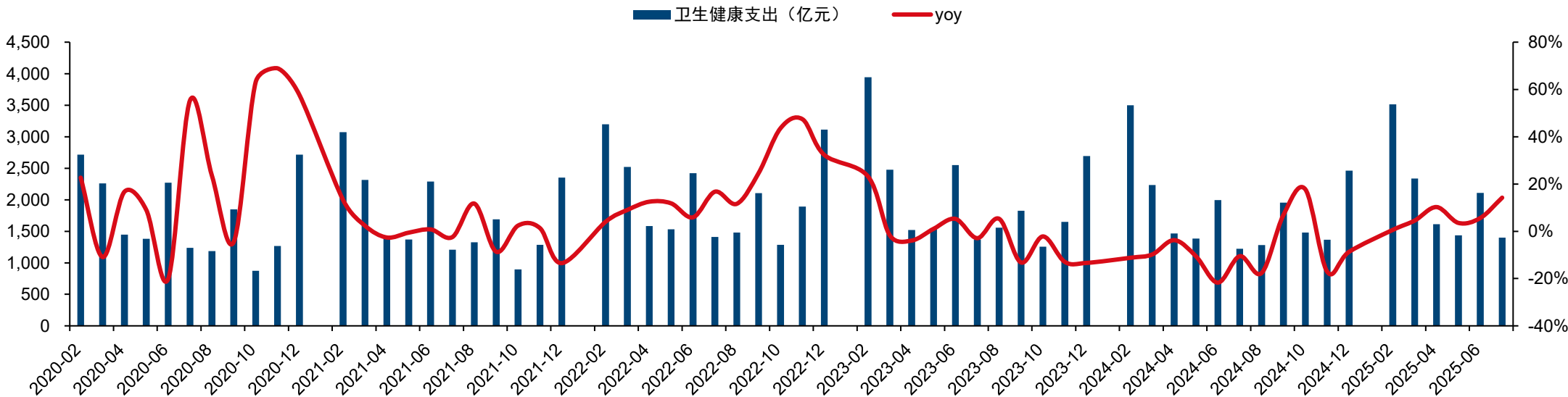
- **2025年1-7月全国财政卫生健康支出同比提升。**2024年1-7月，全国累计实现卫生健康支出12402亿元，同比增长5.3%；
- **2024年11-12月卫生健康支出同比下滑，2025年同比转正。**逐月来看，2024年11、12月每月卫生健康支出均同比有所下滑，2025年2月份以来开始同比增长。2025年全年卫生健康支出预算为21372亿元，比2024年决算数提升5%。2025前7个月累计实现支出占全年预算数的58.0%。

表：全国财政卫生健康支出预决算情况（2020-2025，单位：亿元）

	预算	决算	预算完成度
2021	18659	19143	102.6%
2022	20964	22537	107.5%
2023	24211	22393	92.5%
2024	22836	20348	89.1%
2025	21372	12402（1-7月）	58.0%

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：全国财政卫生健康支出情况（亿元，2020年2月-2025年7月）

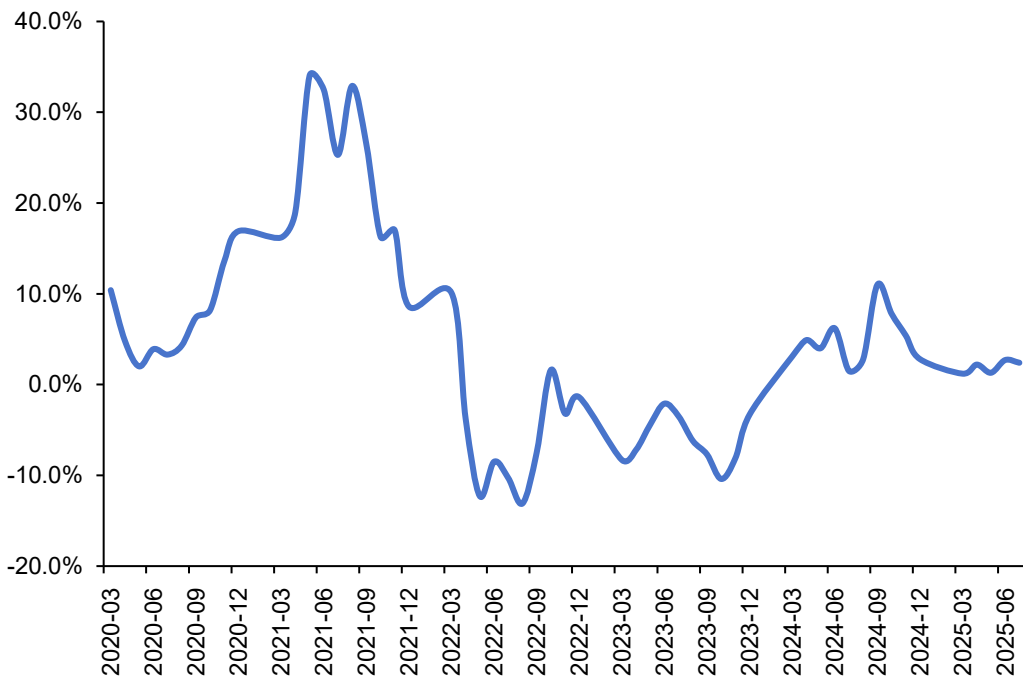


资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理 注：财政部每年1-3月份以季报形式披露财政支出，1-2月份为合并数据

1.3 中观数据：医药制造业工业增加值同比微增

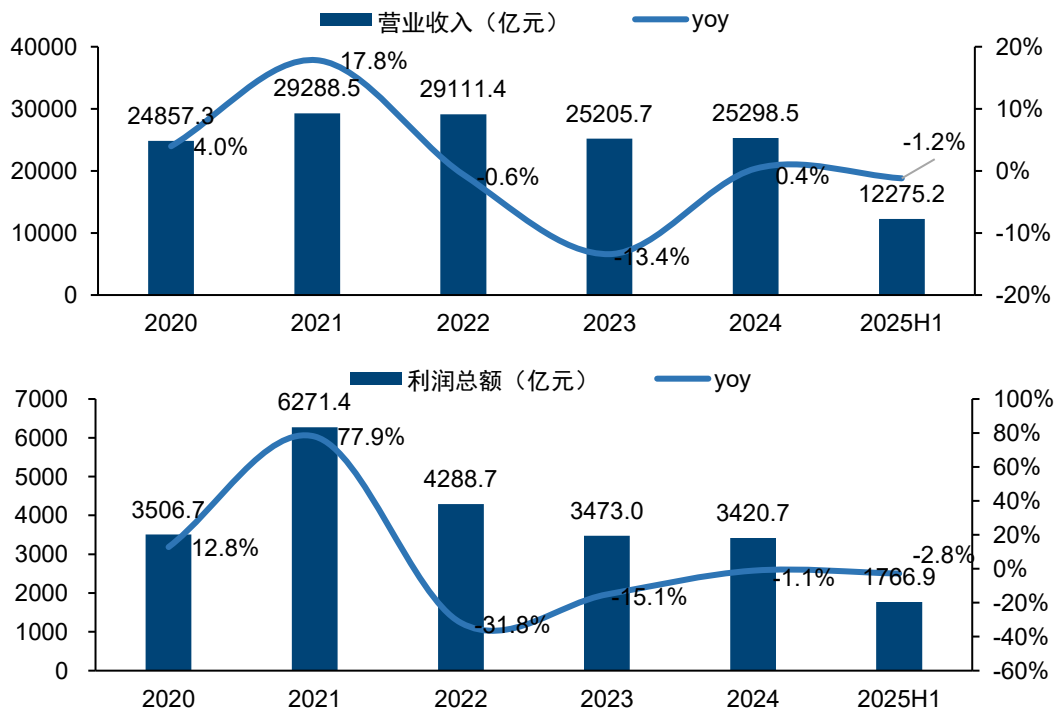
- 我国医药制造业工业增加值2025年以来保持低个位数同比增长。受到宏观环境、行业规范化整顿、集采及DRGS/DIP等因素影响，我国医药制造业依然处于低增长阶段，2025年1-7月份工业增加值同比增长1.4%。
- 2025年1-6月医药制造业营收与利润均出现同比下滑。根据国家统计局数据，2025年1-6月医药制造业营业收入12275.2亿元，同比减少1.2%；利润总额1766.9亿元，同比减少2.8%。

图：医药制造业工业增加值同比变动情况（2020年3月-2025年7月）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：医药制造业营业收入与利润总额情况（2020年-2025H1）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 业绩回顾：2024年医药行业营收基本同比持平，利润端显著承压

■ A股医药行业2024年及2025Q1业绩

概况：2024年生物医药行业A股上市公司实现营业收入25804.3亿元，同比下降0.5%；归母净利润1718.4亿元，同比下降14.8%。分板块来看，各板块业绩出现较显著的分化，创新药板块营收同比大幅提升，疫苗、ICL板块同比下滑较多；中药、CXO、生命科学上游、药店及IVD在利润端均承受较大压力。25Q1 A股医药行业上市公司实现营业收入6370.4亿元，同比下降4.0%；归母净利润560.5亿元，同比下降8.8%，创新药板块（剔除大额授权收入后）仍有快速增长，疫苗、ICL、IVD表现持续低迷，CXO板块业绩出现回暖。

表：2024年及2025Q1生物医药各子行业收入与利润情况汇总（单位：亿元）

	2024收入	yoy	2024归母净利润	yoy	25Q1收入	yoy	25Q1归母净利润	yoy
全行业	25804.3	-0.5%	1718.43	-14.8%	6370.4	-4.0%	560.5	-8.8%
创新药	544.5	56.4%	-66.7	-	137.6	-9.7%	-14.1	-172.8%
仿创结合	3332.9	1.9%	345.9	-0.6%	820.9	-2.3%	107.4	2.9%
中药	3458.7	-4.2%	307.8	-18.6%	912.2	-7.4%	123.7	-3.9%
疫苗	520.6	-39.0%	34.1	-70.7%	73.6	-56.3%	1.1	-94.3%
血制品	250.3	-2.1%	62.4	15.2%	55.3	1.7%	13.9	-17.0%
原料药	867.2	3.2%	57.4	-14.3%	212.1	-3.9%	24.9	13.9%
生命科学上游	122.6	6.4%	7.8	-28.9%	29.3	4.0%	2.3	15.4%
ICL	281.8	-9.4%	-17.5	-	55.7	-18.3%	-0.8	-253.4%
CXO	865.9	-5.3%	130.2	-26.2%	213.8	11.4%	48.8	72.2%
医疗器械	2395.0	1.4%	327.6	-16.5%	560.8	-4.0%	92.7	-10.2%
医疗设备	1092.4	-1.1%	176.8	-17.5%	253.4	-4.6%	45.4	-13.2%
医疗耗材	880.8	8.4%	100.5	19.2%	214.6	1.8%	31.1	1.9%
IVD	426.5	-5.2%	48.5	-48.2%	94.4	-13.8%	16.4	-19.8%
医疗服务	585.4	1.2%	44.5	-13.2%	142.4	4.9%	11.5	18.2%
医药流通	9017.4	0.3%	126.0	-6.6%	2298.1	-1.0%	41.9	-2.5%
药店	1162.2	4.9%	33.2	-31.0%	296.1	-0.2%	14.5	-4.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 业绩回顾：创新药板块

- 创新药板块A股上市公司2024年实现营业收入544.5亿元（+56.4%），归母净利润-66.7亿元，毛利率为86.0%（+2.1pp），ROE（平均）-5.0%（-7.2pp）。25Q1实现营业收入137.6亿元（-9.7%），归母净利润-15.1亿元；一季度营收同比下滑主要因为上年同期百利天恒因对外授权收入导致营收基数较高。
- 创新药板块处于产品快速放量期，随着一系列重磅品种获批上市并被纳入医保，在国内的产品销售迎来快速增长；同时，百济神州、和黄医药等公司的产品在海外成功实现商业化，也成为了营收的一大增量。另一方面，对外授权收入也成为了创新药公司的重要收入来源，2024年中国公司对外授权的收入持续增长，并且在25Q1也完成了密集的license-out交易。
- 随着营收端的快速增长，以及公司对销售费用、研发费用等的合理控制，信达生物、和黄医药等较早实现商业化销售的创新药公司已经实现了盈利，板块整体的亏损也实现了大幅缩窄。

表：创新药板块业绩情况（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024A	2025Q1
营业收入	229.2	348.3	544.5	137.6
营业收入yoy	-1.9%	52.0%	56.4%	-9.7%
营业成本	43.8	56.2	76.1	20.2
毛利率	80.9%	83.9%	86.0%	85.3%
销售费用	122.6	150.8	184.1	47.2
费用率	53.5%	43.3%	33.8%	34.3%
管理费用	59.1	67.1	75.4	18.3
费用率	25.8%	19.3%	13.9%	13.3%
研发费用	228.4	260.8	270.0	63.7
费用率	99.7%	74.9%	49.6%	46.3%
财务费用	13.9	-0.1	-1.3	0.2
费用率	6.1%	0.0%	-0.2%	0.1%
净利润	-232.4	-163.0	-69.0	-13.3
净利率	-101.4%	-46.8%	-12.7%	-9.7%
归母净利润	-229.7	-159.6	-66.7	-14.1
归母净利润yoy	63.6%	-30.5%	-58.2%	-172.8%
扣非归母净利润	-201.6	-152.1	-62.6	-16.4
扣非归母净利润yoy	38.9%	-24.6%	-58.8%	-37.4%
经营性现金流	-148.5	-154.0	-7.2	-3.8
ROE	-18.0%	-12.2%	-5.0%	-4.4%
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
资产负债率	28.1%	34.7%	39.8%	40.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 业绩回顾：仿创结合板块

- 仿创结合板块A股上市公司2024年实现营业收入3332.9亿元（+1.9%），归母净利润345.9亿元（-0.6%），毛利率为55.8%（+0.3pp），ROE（平均）5.4%（-0.3pp）。25Q1实现营业收入820.9亿元（-2.3%），归母净利润107.4亿元（+2.9%）。
- 仿创结合板块的公司增长的动力也大多来自创新药业务，大药企中，恒瑞医药的创新药销售占比已超过50%，且呈现出不断增加的趋势。仿制药业务受到第十批集采以及部分地方集采的影响，存在一定压力。

表：仿创结合板块业绩情况（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024A	2025Q1
营业收入	3,165.2	3,270.0	3,332.9	820.9
营业收入yoy	2.8%	3.3%	1.9%	-2.3%
营业成本	1,421.8	1,455.4	1,472.9	362.3
毛利率	55.1%	55.5%	55.8%	55.9%
销售费用	848.8	816.9	795.1	190.0
费用率	26.8%	25.0%	23.9%	23.1%
管理费用	226.8	247.6	258.6	61.6
费用率	7.2%	7.6%	7.8%	7.5%
研发费用	274.6	295.4	307.8	70.7
费用率	8.7%	9.0%	9.2%	8.6%
财务费用	7.1	7.4	8.3	2.8
费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
净利润	343.0	379.6	383.0	119.0
净利率	10.8%	11.6%	11.5%	14.5%
归母净利润	317.6	348.2	345.9	107.4
归母净利润yoy	-8.0%	9.6%	-0.6%	2.9%
扣非归母净利润	326.2	347.9	347.2	105.6
扣非归母净利润yoy	-2.6%	6.7%	-0.2%	186.5%
经营性现金流	416.6	547.4	526.7	74.0
ROE	5.5%	5.7%	5.4%	6.6%
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
资产负债率	37.2%	34.4%	33.9%	33.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 25H1创新药板块回顾
- [02] **创新出海2.0成果卓著**
- [03] 国内市场：支付端持续优化

■ 创新药出海1.0（2019-2021年），主要为同质化、跟随式创新，分为三个阶段：

- **2015-2019年，是中国创新药集体出海的第一阶段：**多个项目的合作方启动注册临床试验，鲜有成功案例。代表性成功案例为2017年底，传奇生物与强生进行全球合作开发BCMA CAR-T，后续出色的中国、美国临床试验数据支持潜在同类最优（BIC）的临床价值，这是中国创新药在细胞治疗浪潮下取得的跨越式进展，也拉开了中国创新药集体出海的浪潮。
- **2020-2021年，是创新药出海的高潮期：**2020-2021年来，对外授权或合作开发的交易案例迅速增多，涵盖了小分子、单抗、双抗、ADC、CAR-T等药物形态，说明中国本土创新药不断获得全球认可。
- **2022年初以来，创新药出海阶段性受阻：**以PD-1为代表的本土创新药，在FDA的审批中屡屡受挫，MRCT或成为必要选择；同时受到资本市场景气度的影响，对外授权案例相对较少，金额也普遍偏小，创新药板块整体回调。
- ✓ **结论：创新药出海1.0（2019-2021年）的逻辑存在内在缺陷，随着外部环境变化，也被现实证明并不适用于当前市场；国产me-too/fast-follow创新药，虽然多数能够在国内成功获批并商业化，但在国外都有对标的FIC产品，无法满足规范市场（欧美日）的未满足医疗需求（unmet medical needs），缺乏临床价值、也缺乏商业化价值。**

■ 创新药出海2.0（2022年底起至今），国产创新药进入差异化、高质量创新阶段：

- **授权出海：**2022Q4起，以康方生物AK112及科伦博泰SKB264等一揽子ADC资产对外授权为代表性事件，创下本土创新药对外授权的总交易额历史记录，重新掀起国产创新药出海浪潮。
- **海外商业化：**2023年起，海外商业化逐步验证，多款国产创新药在美国及其他国家和地区获批上市，凭借优秀的临床数据，针对全球未被满足的临床需求，这些创新药上市之后取得了快速的商业化放量。百济神州的泽布替尼成为首个“重磅炸弹”的国产创新药。
- **海外注册性临床及并购：**2023年以来，部分国产创新药成为MNC的重点临床管线，部分国内biotech被海外企业收购。一批国产创新药在海外开启注册性临床。

2.1 临床进展：数据展示BIC潜力，全球临床快速推进

- 优秀的临床前/临床数据是支持创新药出海，展现全球竞争力的基础。百济神州的泽布替尼在全球多中心3期临床中头对头战胜伊布替尼后，成为全球BTK市场中的有力争夺者。康方生物的依沃西在头对头PD1单抗的3期临床中取得了显著的PFS优效，并且在EGFRm NSCLC 2L的患者中取得了头对头标准治疗的OS优效，有望取代K药，成为新一代肿瘤免疫治疗的基石药物。处在早期研发阶段的产品中，信达生物的IBI363（PD1xIL2双抗）也展现出了卓越的有效性和安全性优势。临床数据的读出，不断验证着国产创新药成为全球BIC药物的潜力。
- 国产创新药越来越多的在ASCO、ESMO、WCLC等全球顶尖的学术会议中展示临床数据。今年的ASCO有多个具有同类首创/同类最佳潜力的国产创新药分子有数据读出，包括：信达生物的PD1xIL2双抗IBI363、科伦博泰的TROP2 ADC SKB264、百利天恒的EGFRxHER3双抗ADC BL-B01D1、三生制药的PD1xVEGF双抗707、泽璟制药的DLL3xCD3三抗ZG006、再鼎医药的DLL ADC ZL-1301、复宏汉霖的PD-L1 ADC HLX43和映恩生物的DB-1311等。
- 国产创新药持续推进全球注册性临床。科伦博泰的sac-TMT已由合作伙伴默沙东开启14项全球3期临床，预计2026年有全球3期临床的数据读出。百利天恒的BL-B01D1也由合作伙伴BMS开启了针对TNBC等适应症的全球3期临床。百济神州的Sonrotoclax、和黄医药的赛沃替尼、诺诚健华的奥布替尼等也已进入全球3期临床阶段。

2.1 临床进展：ASCO 2025国产创新药临床数据

表：2025年ASCO会议国产创新药数据梳理（1）

公司	产品	靶点	适应症	方案	阶段	人数	ORR	DCR	mDOR (mo)	mPFS (mo)	mOS (mo)
信达生物	IBI363	PD1xIL2双抗	sqNSCLC 后线 (3 mpk)	单药	ph1	30	43.3%/ 36.7%	90.0%	NR (n=11)	9.3 (n=31)	NC (n=31)
			sqNSCLC 后线 (1/1.5 mpk)			27	25.9%/ 25.9%	66.7%	10.2 (n=7)	5.5 (n=28)	15.3 (n=28)
			nsqNSCLC 后线 (3 mpk)			25	28.0%/ 24.0%	76.0%		5.6	NC
			nsqNSCLC 后线 (0.6/1/1.5 mpk)			29	17.2%/ 13.8%	62.1%		2.7 (n=30)	17.5 (n=30)
信达生物	IBI363	PD1xIL2双抗	MSS/pMMR mCRC 后线	单药	ph1	63	12.7%		7.5		16.1
			MSS/pMMR mCRC 后线	+贝伐珠单抗		73	21.9%/ 15.1%	61.6%	NR	4.7	NR
			MSS/pMMR mCRC 后线 无肝转移	+贝伐珠单抗		32	37.5%/ 31.3%	81.3%	9.6	7.4	
信达生物	IBI363	PD1xIL2双抗	肢端/粘膜型MLN 后线	单药	ph1/2	87	26.4%/ 18.4%	64.4%			
				≥1 mpk		74	28.4%	68.9%			
				1 mpk Q2W		30			14.0	5.7	
信达生物	IBI343	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 1+2+3+≥60% vs CLDN18.2 1+2+3+<60% PDAC 后线	单药	ph1	44 vs 12	22.7% vs 0%	81.8%		5.4 vs 1.4	9.1 vs 6.2 (2L: 12.1; 3L: 9.1)
科伦博泰	sac-TMT	TROP2 ADC	EGFRm NSCLC 3L	单药 vs 多西他赛	ph2	91 vs 46	45.1% vs 15.6%			6.9 vs 2.8	NR vs NR
科伦博泰	sac-TMT	TROP2 ADC	nsqNSCLC 1L	+A167	ph2	81	59.3%	91.4%	16.5	15.0	
			PD-L1<1%			34	47.1%	91.2%	12.2	12.4	
			PD-L1≥1%			47	68.1%	91.5%	22	17.8	
			PD-L1≥50%			27	77.8%	96.3%	22	17.8	
科伦博泰	sac-TMT	TROP2 ADC	mTNBC 1L	单药	ph2	41	70.7%/ 63.4%	92.7%	12.2	13.4	
			PD-L1 CPS<10			32	71.9%/ 62.5%	93.8%	10.2	13.1	
正大天晴	贝莫苏拜单抗	PD-L1单抗	sqNSCLC 1L	贝莫苏拜+化疗序贯安罗替尼维持 vs 替雷利珠+化疗序贯安慰剂维持	ph3	565	71.9% vs 65.1%		9.69 vs 8.34	10.12 vs 7.79	HR=0.64
百济神州	BG-68501	CDK2i	HR+/HER2- BC 末线	±氟维司群	FIH	37	5.4%	45.9%			
百利天恒	BL-B01D1	EGFRxHER3双抗 ADC	SCLC 后线	2.5mg/kg单药	ph1	52	59.6%/ 48.1%	80.8%	4.9	4.1	12.2
			SCLC 2L			22	77.3%/ 72.7%	90.9%	4.9	6.2	15.0
科济药业	CT041	Claudin18.2 CAR-T	G/GEJC (ITT)	单药 vs TPC	ph2	104 vs 52				3.25 vs 1.77	7.92 vs 5.49
			G/GEJC (mITT)			88 vs 48				HR=0.366	HR=0.693
			G/GEJC	单药 (含TPC转组) vs TPC		108 vs 28				4.37 vs 1.84	8.61 vs 5.49
										HR=0.304	HR=0.601
											9.17 vs 3.98
											HR=0.288

数据来源：ASCO 2025，国信证券经济研究所整理 注：加粗的为cORR数据

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.1 临床进展：ASCO 2025国产创新药临床数据

表：2025年ASCO会议国产创新药数据梳理（2）

公司	产品	靶点	适应症	方案	阶段	人数	ORR	DCR	mDOR (mo)	mPFS (mo)	mOS (mo)
三生制药	707	PD1xVEGF双抗	nsqNSCLC 1L sqNSCLC 1L PD-L1 TPS 1-49% PD-L1 TPS ≥50% NSCLC（至少2次肿评）	5mg/kg单药	ph2	31	32%/32%	86%			
				10mg/kg单药		34	67.6%/64.7%	97%			
				20mg/kg单药		12	55%/36.4%	91%			
				30mg/kg单药		6	25%/25%	75%			
				10mg/kg单药		22	64%	96%			
				10mg/kg单药		12	75%	100%			
				10mg/kg单药		21	62%	95%			
				10mg/kg单药		13	77%	100%			
泽璟制药	ZG006	DLL3xCD3三抗	SCLC 3L+ 低中表达DLL3	10mg/kg单药	ph2	24	62.5%	70.8%			
				30mg/kg单药		24	58.3%	66.7%			
				单药		21	71.4%				
				单药		22	40.9%	68.2%	NR		
泽璟制药	ZG005	PD1xTIGIT双抗	CC 1L	+化疗±贝伐珠 (10mg/kg)	ph1/2	26	65.4%	96.2%			
				+化疗±贝伐珠 (20mg/kg)		28	82.1%	96.4%			
				25-100mg单药		30	50%				
迪哲医药	DZD8586	BTK/LYN双靶点抑制剂	r/r CLL/SLL	50mg QD	ph1/2	14	64.3%				
				单药			52.2%				
				单药			46.2%				
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	ES-SCLC 后线	单药	ph1	33	67%	97%			
复宏汉霖	HLX-43	PD-L1 ADC	实体瘤	单药	ph1	19	36.8%	73.7%	7.2	4.2	8.9
			NSCLC 后线	2mg/kg		21	38.1%/33.3%	81.0%	NR	5.4	NR
迈威生物	9MW2821	Nectin-4 ADC	Ia/mUC 1L	+特瑞普利单抗	ph1b/2	52	87.5%/80.0%	92.5%	NR	NR	-
恒瑞医药	SHR-1826	c-MET ADC	实体瘤	单药（整体）	ph1	58	39.7%	94.8%			
				2mg/kg		2	0%	100.0%			
				4mg/kg		24	37.5%	95.8%			
				5mg/kg		31	41.9%	100.0%			
				6mg/kg		1	93.5%	100.0%			

数据来源：ASCO 2025，国信证券经济研究所整理 注：加粗的为cORR数据

2.1 临床进展：ASCO 2025国产创新药临床数据

表：2025年ASCO会议国产创新药数据梳理（3）

公司	产品	靶点	适应症	方案	阶段	人数	ORR	DCR	mDOR (mo)	mPFS (mo)	nOS (mo)
映恩生物	DB-1310	HER3 ADC	实体瘤	单药（整体）	ph1/2a	123	30.9%/20.3%	83.7%	6.28	5.49	14.42
				1.5mg/kg		3	0%	100.0%			
				3mg/kg		10	10.0%	80.0%			
				4.5mg/kg		25	32.0%	92.0%			
				5mg/kg		53	24.5%	79.2%			
				5.5mg/kg		16	37.5%	68.8%			
				6mg/kg		3	0%	66.7%			
				单药（整体）		46	43.5%/28.3%	91.3%	5.80	7.03	18.89
				1.5mg/kg		0	-	-			
				3mg/kg		7	14.3%	85.7%			
				4.5mg/kg		9	44.4%	100.0%			
				5mg/kg		16	37.5%/37.5%	87.5%	14	8.28	NR
				5.5mg/kg		12	66.7%/33.3%	91.7%	11	4.11	NR
映恩生物	DB-1311 /BNT324	B7H3 ADC	CRPC	单药	ph1/2	52	42.3%/30.8%	90.4%	NE	NE	
				6 mg/kg		24	41.7%/29.2%	91.7%	NE	NE	
				9 mg/kg		28	42.9%/32.1%	89.3%	NE	NE	
			EGFRm METamp NSCLC 2L			106 vs 105	58% vs 34%	89% vs 67%	8.4 vs 3.2	8.2 vs 4.5	HR=0.34
			1/2代 EGFR TKI经治			69 vs 68				9.8 vs 5.4	HR=0.34
			3代 EGFR TKI经治	赛沃替尼+奥希替尼 vs 铂化疗+培美曲塞		37 vs 37				6.9 vs 3.0	HR=0.32
			脑转移			38 vs 39				6.9 vs 4.7	HR=0.40
			无脑转移			68 vs 66				9.6 vs 4.2	HR=0.30
			EGFRm METamp NSCLC	赛沃替尼±奥希替尼		48 vs 25	58% vs 16%		11.8 vs 4.5	8.3 vs 3.6	HR=0.27
			基线脑转移			14 vs 4	43% vs 25%(颅内)		NR vs 6.9(颅内)		
和黄医药	赛沃替尼	MET	脑转移		ph3	37 vs 37				6.9 vs 4.7	HR=0.40
						38 vs 39					
						68 vs 66				9.6 vs 4.2	HR=0.30
						48 vs 25	58% vs 16%		11.8 vs 4.5	8.3 vs 3.6	HR=0.27
						14 vs 4	43% vs 25%(颅内)		NR vs 6.9(颅内)		

数据来源：ASCO 2025，国信证券经济研究所整理 注：加粗的为cORR数据

2.1 临床进展：国产创新药推进全球3期临床

■ 2023年至今，以ADC、双抗为主的新靶点、新机制国产创新药纷纷开启全球多中心注册性临床。科伦博泰/默沙东的sac-TMT自23Q4以来接连开启14个3期MRCT，适应症覆盖肺癌、乳腺癌、胃癌等。百利天恒与BMS就双抗ADC BL-B01D1展开了全球合作，也于2025年启动全球多中心的3期临床。一些授权出海的肿瘤免疫药物、ADC药物具备广谱的抗肿瘤活性，可在多适应症中实现全球的商业化潜力。

表：sac-TMT已经启动的MRCT

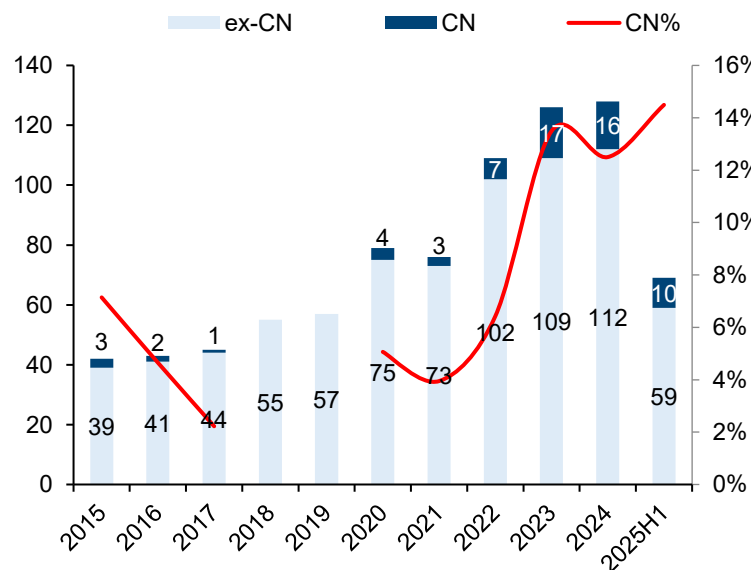
试验代号	适应症	治疗方案	对照	入组人数	NCT	首例患者入组	预计数据读出	主要临床终点
MK-2870-004	EGFRm NSCLC 3L	单药	多西他赛	556	NCT06074588	2023/11/12	2027/05/10	PFS、OS
MK-2870-007	NSCLC 1L (PD-L1 TPS≥50%)	+K药	K药	614	NCT06170788	2023/12/15	2028/01/25	OS
MK-2870-009	EGFRm NSCLC 2L	单药	含铂双药化疗	520	NCT06305754	2024/06/03	2028/09/12	PFS、OS
MK-2870-019	NSCLC新辅助治疗	+K药	K药	780	NCT06312137	2024/04/03	2034/02/21	DFS
MK-2870-023	sqNSCLC 1L维持治疗	+K药	K药	851	NCT06422143	2024/07/02	2029/01/12	OS
MK-2870-010	HR+/HER2- BC 2/3L	±K药	TPC	1200	NCT06312176	2024/04/14	2027/07/11	PFS
MK-2870-012	TNBC辅助治疗	+K药	TPC	1530	NCT06393374	2024/05/24	2030/12/16	iDFS
MK-2870-015	GC/GEJ 3L+	单药	TPC	450	NCT06356311	2024/05/03	2027/01/04	OS
MK-2870-020	CC 2L	单药	TPC	686	NCT06459180	2024/07/24	2028/10/23	OS
MK-2870-005	子宫内膜癌	单药	化疗	710	NCT06132958	2023/12/06	2028/01/10	PFS、OS
MK-2870-022	铂敏感OC 2L维持治疗	±贝伐珠	贝伐珠单抗	770	NCT06824467	2025/03/05	2030/04/09	PFS
MK-2870-011	TNBC 1L (PD-L1 CPS <10)	±K药	TPC	1000	NCT06841354	2025/03/25	2030/05/18	PFS、OS
MK-2870-032	TNBC新辅助	+K药+化疗	K药+化疗	2400	NCT06966700	2025/06/30	2033/03/23	pCR、EFS
MK-2870-033	pMMR EC 1L维持	±K药	K药	1123	NCT06952504	2025/05/22	2032/05/24	PFS、OS

资料来源：Insight、国信证券经济研究所整理 注：TPC (treatment of physician' s choice) 研究者选择治疗。

2.2 对外授权：中国资产交易占比提升，疾病领域更为全面

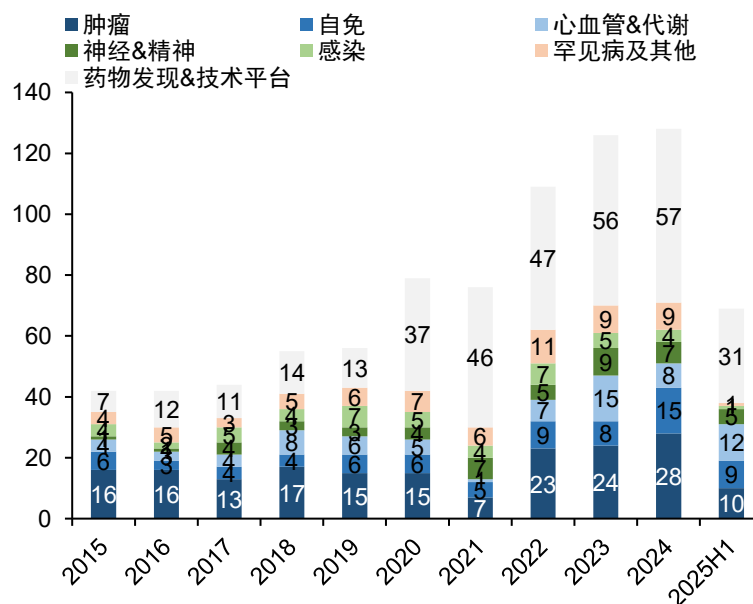
- 我们统计了近10年包括礼来、强生在内的16家跨国制药企业创新药资产交易，从交易数量来看，中国创新药资产占MNC药企交易案例的比例由2020~2021年的~5%快速提升至2025H1的~15%水平；
- 从相关创新药资产涉及的治疗领域来看，非中国创新药交易中药物发现和/或技术平台类合作占比近50%，在披露了具体分子及治疗领域的交易中，肿瘤占比相对较高，自免、心血管&代谢等相关交易数量也较为稳定；2020~2023年中国实现出海的创新药资产仍以肿瘤领域为主，2024年至今逐步扩展至自免及代谢等慢病领域。

图：MNC药企创新药资产交易案例数（单位：个）



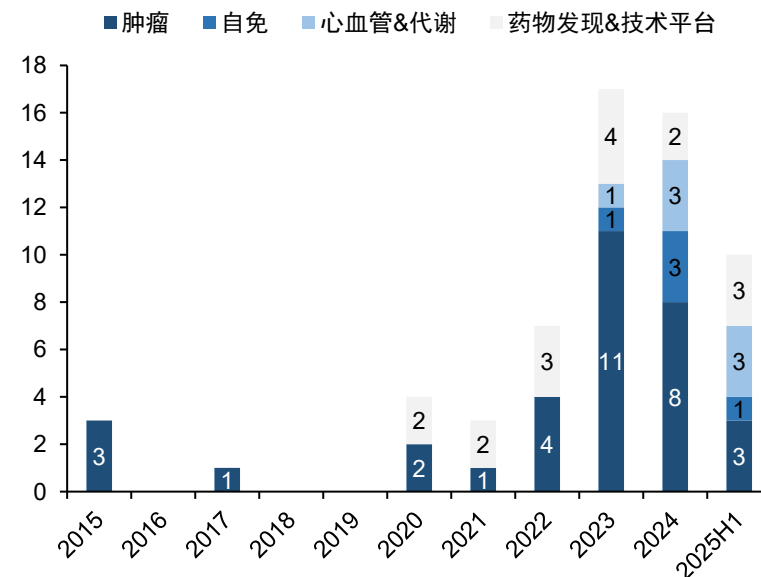
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的非中国来源创新药交易数量



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的中国来源创新药交易数量

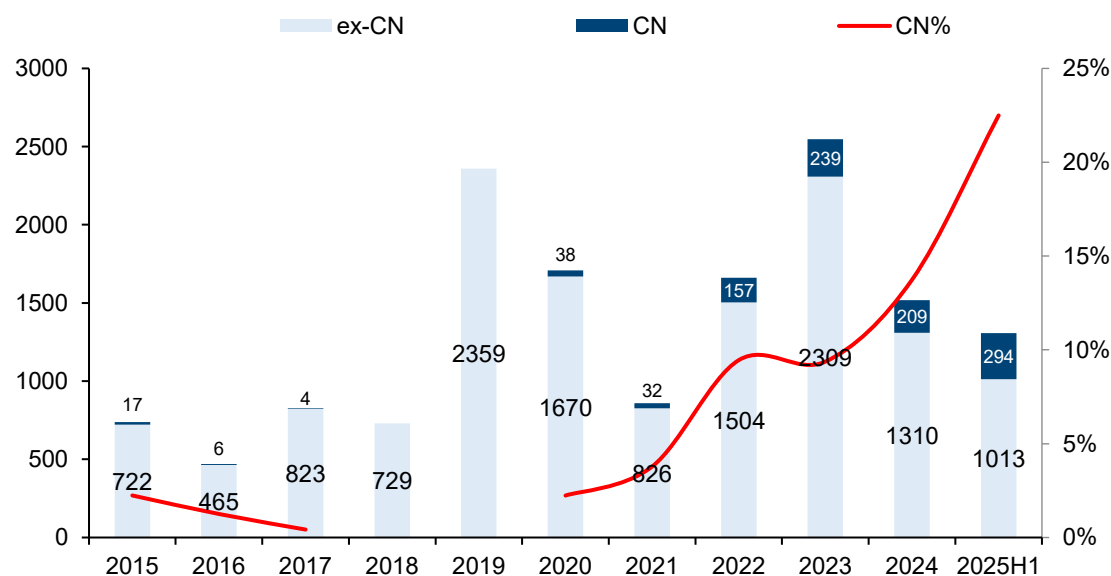


资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.2 对外授权：中国创新药资产交易总金额占比已超过20%

- 2025H1，MNC药企创新药交易中中国资产交易总金额达到294亿美元，占比~22%，主要由三生制药/Pfizer（61.5亿美元）、石药集团/AstraZeneca（53.3亿美元）、和铂医药/AstraZeneca（45.75亿美元）、元思生肽/AstraZeneca（34亿美元）等交易贡献；首付款金额23亿美元，占比~5%，主要由三生制药/Pfizer（12.5亿美元）交易贡献。

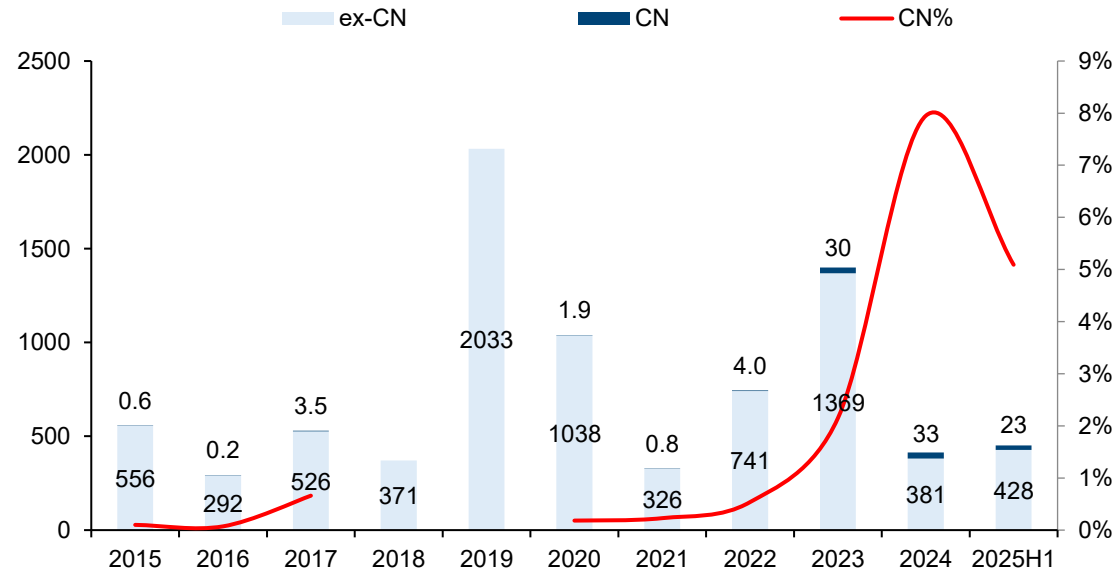
图：MNC药企创新药资产交易总金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：MNC药企创新药资产交易首付款金额（单位：亿美元）

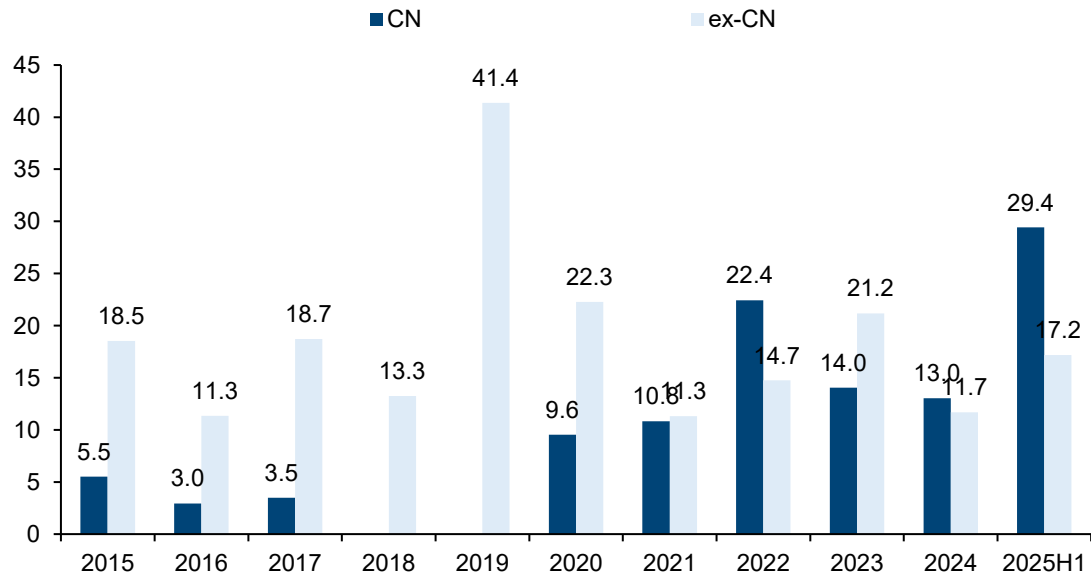


资料来源：insight，国信证券经济研究所整理 注：全现金支付的M&A金额亦按照首付款统计

2.2 对外授权：MNC药企大额并购降温

- 2023年，MNC药企创新药交易总额超过50亿美元的项目共计9个，其中M&A项目6个，包括Pfizer以430亿美元收购Seagen（ADC），BMS以140亿美元收购Karuna（CNS），Merck以108亿美元收购Prometheus（TL1A），Abbvie以101亿美元收购ImmunoGen（ADC），Abbvie以87亿美元收购Cerevel（CNS），Roche以72.5亿美元收购Telavant 75%股权（TL1A）。
- 2024年，MNC药企大额并购降温，当年仅Vertex以49亿美元收购Alpine（IgAN）。
- 2025H1，交易总额超过50亿美元的项目共计6个，其中M&A项目2个，包括JNJ以146亿美元收购IntraCellular（CNS）及Sanofi以91亿美元收购Blueprint（自免）。

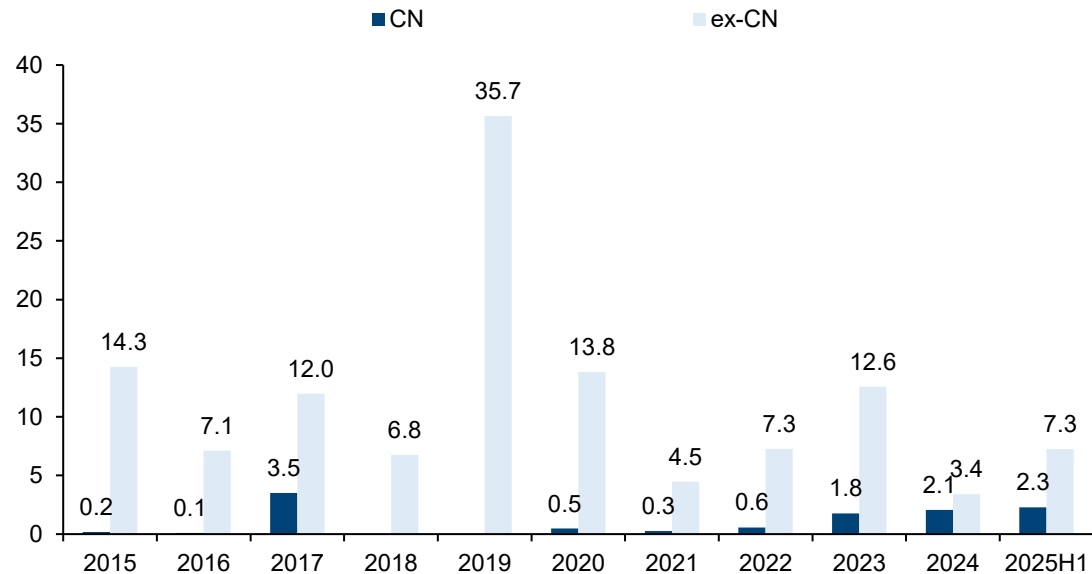
图：MNC药企创新药资产交易平均金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：MNC药企创新药资产交易平均首付款金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.2 对外授权：2025年上半年主要对外授权交易

表：2025年上半年主要对外授权交易（1）

本土企业	时间	项目或产品	权益范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
信达生物	2025. 01	IBI3009（DLL3 ADC）	全球	罗氏	首付款8000万美元，里程碑10亿美金，销售提成	ph1	ph1
映恩生物	2025. 01	DB-1418（EGFR×HER3双抗ADC）	全球（除大中华区）	Avenzo	首付款5000万美元，里程碑11.5亿美金，销售分成	-	ph2
和铂医药/科伦博泰	2025. 01	HBM9378/SKB378（TSLP单抗）	全球（除大中华区及部分亚洲国家）	Windward	首付款4500万美元，里程碑9.25亿美金，销售分成，Windward母公司获股权	ph1	-
先为达	2025. 01	XW004以及两个临床前Amylin RA资产	全球（除大中华区）	Verdiva	首付款7000万美元，里程碑24亿美金，销售分成	ph2	-
康诺亚	2025. 01	CM313（CD38单抗）	全球（除大中华区）	Timberlyne	首付款3000万美元，里程碑3.375亿美金，销售分成，Timberlyne股权	ph2	-
天广实	2025. 01	CLYM116（APRIL单抗）	全球（除大中华区）	Climb	首付款900万美元，开发里程碑5175万美金，销售里程碑8.32亿美金，销售分成	临床前	-
先声药业	2025. 01	SIM0500（GPRC5D-BCMA-CD3三抗）	全球	艾伯维	首付款+里程碑10.55亿美金	ph1	ph1
诺诚健华/康诺亚	2025. 01	ICP-B02/CM355（CD20×CD3双抗）	仅保留肿瘤领域的亚洲权益	Prolium	首付款1750万美金，里程碑5.025亿美金，销售分成，Prolium股权	ph2	-
乐普生物	2025. 01	MRG007	全球（除大中华区）	ArriVent	首付款4700万美金，里程碑11.6亿美金，销售分成	ph1/2	-
石药集团	2025. 02	SYS6005（ROR1 ADC）	部分欧美国家	Radiance	首付款1500万美元，开发里程碑1.5亿美金，销售里程碑10.75亿美金，销售分成	ph1	IND
元思生肽	2025. 03	大环肽药物研发平台	全球	阿斯利康	首付款7500万美金，里程碑34亿美金，销售分成	-	-
和铂医药	2025. 03	Harbour Mice技术平台及两个临床前项目	全球	阿斯利康	首付款1.75亿美金，里程碑44亿美金，销售分成，阿斯利康认购9.15%股权	-	-

资料来源：Insight，各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：1）蓝色底纹为首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易，2）相关公司仅为列示，不代表投资建议

2.2 对外授权：2025年上半年主要对外授权交易

表：2025年上半年主要对外授权交易（2）

本土企业	时间	项目或产品	权益范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
联邦制药	2025. 03	UBT251（GLP1/GIP/GCPR三重激动剂）	全球（除大中华区）	诺和诺德	首付款2亿美金，里程碑18亿美金，销售分成	ph2	-
恒瑞医药	2025. 03	HRS-5346（Lp(a)抑制剂）	全球（除大中华区）	默沙东	首付款2亿美金，里程碑17.7亿美金，销售分成	ph2	-
和誉	2025. 04	匹米替尼（CSF-1R抑制剂）	全球	默克	行权费8500万美金	NDA	ph3
恒瑞医药	2025. 04	SHR7280（GnRH受体抑制剂）	中国	德国默克	首付款1500万欧元，里程碑，销售提成	ph3	-
三生制药	2025. 05	707（PD-1/VEGF双抗）	全球（除中国大陆）	辉瑞	首付款12.50亿美金，里程碑48亿美金，销售分成	ph3	IND
石药集团	2025. 05	伊立替康脂质体注射液	美国	Cipla	首付款1500万美金，里程碑2500万美金，销售里程碑10.25亿美金，销售分成	ph3	NDA
石药集团	2025. 06	AI引擎双轮驱动的高效药物发现平台	-	阿斯利康	首付款1.1亿美金，里程碑16.2亿美金，潜在销售里程碑36亿美金，销售分成	-	-
荣昌生物	2025. 06	泰它西普（APRIL/BAFF）	全球（除大中华区）	Vor Biopharma	首付款4500万美金，里程碑41.05亿美金，认购股权8000万美金，销售分成	获批上市	ph3
智翔金泰	2025. 06	GR1803（BCMA/CD3双抗）	全球（除大中华区）	Cullinan	首付款2000万美金，里程碑6.92亿美金，销售分成	ph2	-
和铂医药	2025. 06	HBM7020（BCMA/CD3 TCE）	全球（除大中华区）	大塚制药	首付款4700万美金，里程碑6.23亿美金，销售分成	ph1	-
迈威生物	2025. 06	9MW3811（IL-11单抗）	全球（除大中华区）	Calico Life Sciece	首付款2500万美金，里程碑5.71亿美金，销售分成	ph1	ph1
晶泰科技	2025. 06	AI+机器人药物发现平台	-	DovoTree	首付款1亿美金，里程碑10亿美金，销售分成	-	-
泽璟制药	2025. 06	重组人促甲状腺素（TSHR）	中国大陆	德国默克	首付款5000万人民币，里程碑2亿人民币	NDA	-

资料来源：Insight，各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：1）蓝色底纹为首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易，2）相关公司仅为列示，不代表投资建议

2.3 重点领域：肿瘤开启IO+ADC的2.0时代

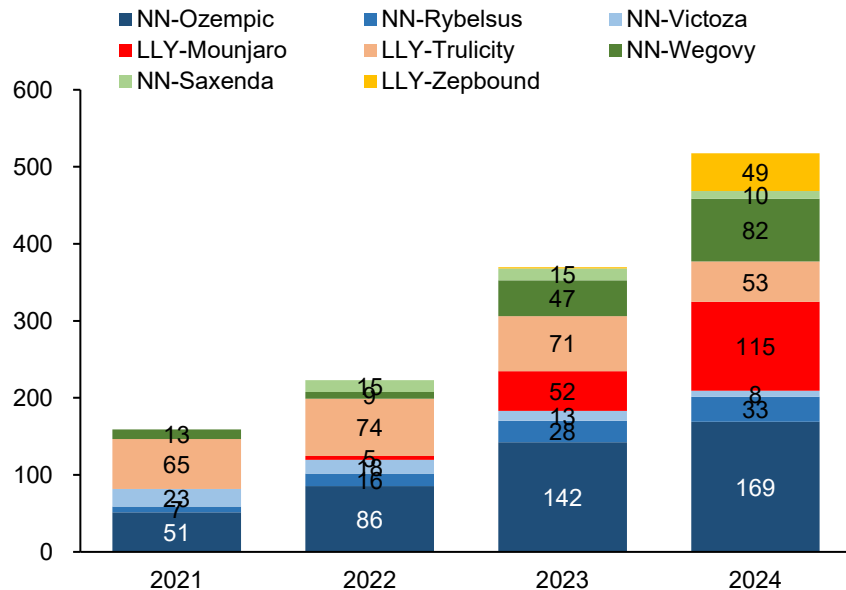
	Merck	BMS	AZ	Roche	Pfizer	JnJ	Abbvie	GSK	Regeneron
PD (L) 1 单抗	Keytruda PD-1单抗	Opdivo PD-1单抗	Durvalumab PD-L1单抗	Atezolizumab PD-L1单抗	Sasanlimab PD-1单抗	Sasanlimab PD-1单抗	Budigalimab PD-1单抗	Dostarlimab PD-1单抗	Cemiplimab PD-1单抗
PD (L) 1 双抗	LM-299 PD-1xVEGF	PM8002/BNT327 PD-L1xVEGF	Rilvegostomig PD-1xTIGIT	R0-7284755 PD-1xIL2v	SSGJ-707 PD-1xVEGF				REGN-10597 PD-1xIL2RA
			Volrustomig PD-1xCTLA4						
			Sabestomig PD-1xTIM3						
ADC	SKB264/MK2870 TROP2 ADC	BL-B01D1 EGFRxHER3 ADC	Dato-DXd TROP2 ADC	YL211 C-MET ADC	PADCEV Nectin-4 ADC		ELAHERE FR α ADC	HS-20093 B7-H3 ADC	
	HER3-DXd HER3 ADC	LM-302 CLDN18.2 ADC	T-DXd HER2 ADC	IBI3009 DLL3 ADC	TIVDAK TF ADC		ABBV-399 C-MET ADC	HS-20089 B7-H4 ADC	
	DS7300/MK2400 B7-H3 ADC		AZD0901 CLDN18.2 ADC		SGN B6A IB6 ADC		ABBV-400 C-MET ADC		
	DS6000/MK5909 CDH6 ADC		AZD9592 EGFRxMET ADC		SGN PDL1V PD-L1 ADC				
	SKB410/MK3120 Nectin-4 ADC		AZD8205 B7-H4 ADC						
									

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

2.3 重点领域：减重——海外药企密集布局，关注差异化分子出海机会

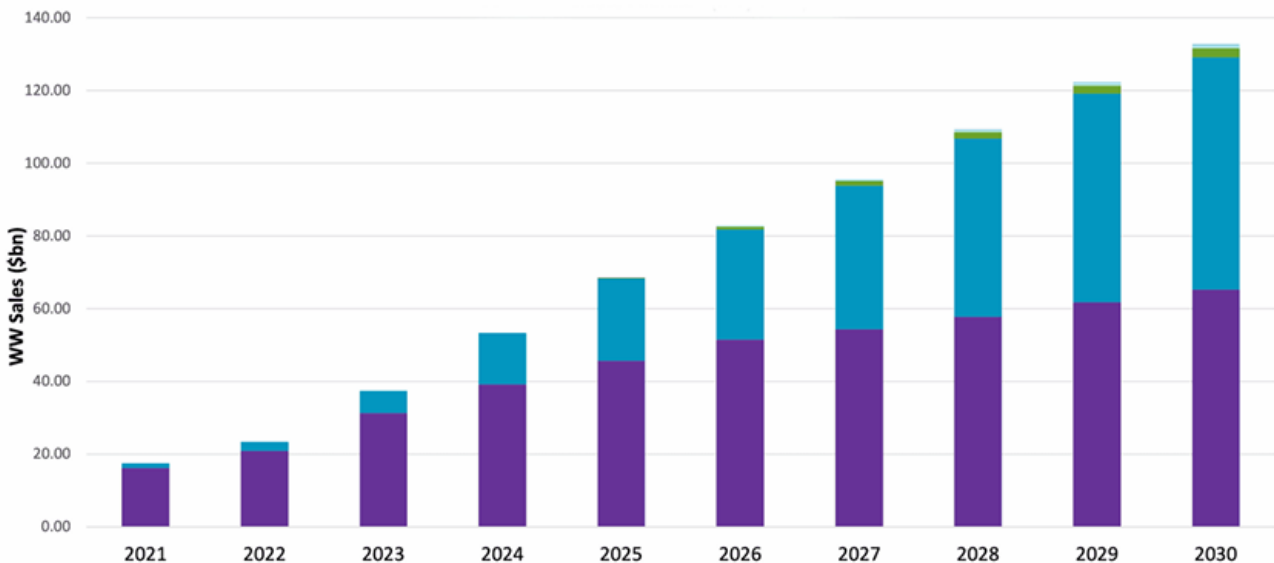
- **GLP-1RA药物市场空间广阔，减重产品需求旺盛。**2024年全球GLP-1RA药物合计实现销售518亿美元（+40%），其中Semaglutide + Tirzepatide实现销售448亿美元（+66%），Liraglutide及Dulaglutide等上一代产品销售70亿美元（-30%）；以适应症划分，降糖产品合计销售377亿美元（+23%），减重产品合计销售141亿美元（+121%）。根据Evaluate Pharma预测，GLP-1RA药物2030年销售额预计将达到1300亿美元，降糖（按2030年达到600亿美元计算，2024~2030 CAGR= ~8%）及减重（2024~2030 CAGR= ~27%）需求各贡献约一半，其中减重产品需求旺盛。
- **海外药企密集布局下一代减重产品，多个国产品种实现授权出海。**礼来小分子口服GLP-1 Orforglipron减重Ph3临床预计25Q3读出、三靶激动剂Retatrutide预计25Q4数据读出，与来凯医药合作推进LAE102美国Ph1临床；诺和诺德GLP-1/Amylin复方品种CagriSema Ph3临床68周减重达到-22.7%、GLP-1R/Amylin双靶Ph1b/2a数据读出，以2亿美元首付款+18亿美元里程碑付款获得联邦制药三靶激动剂UBT251海外市场权益；Amgen每月一次给药的MariTide减重Ph3临床启动；Merck及阿斯利康分别从中国引进口服小分子GLP-1管线；Abbvie与丹麦企业Gubra达成合作，共同开发长效Amylin类似物；Roche 31亿美元收购Carmot获得其GLP-1R/GIPR双靶激动剂及小分子口服GLP-1RA，53亿美元与Zealand达成合作共同开发其Amylin类似物。
- **投资建议：**国内减重药物在长效化、口服、多靶点联用及减脂不减肌等方面具备差异化优势，关注潜在出海机会。

图：GLP-1RA药物全球销售数据（单位：亿美元）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：GLP-1RA药物销售额预测（单位：十亿美元）



资料来源：Evaluate Pharma，国信证券经济研究所整理 注：销售额主要由降糖（紫色）及减重（蓝色）需求贡献，2028年后还包括部分MASH、慢性肾病及慢性心衰需求

2.3 重点领域：减重——海外药企密集布局，关注差异化分子出海机会

表：海外药企下一代减重药物管线布局

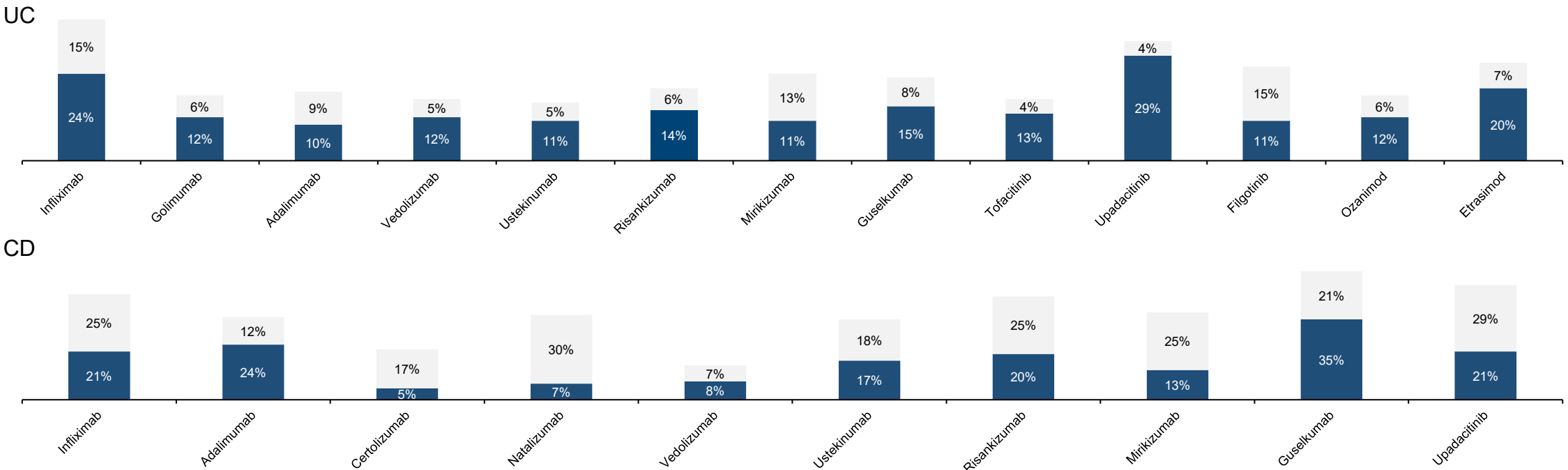
	Eli Lilly	Novo Nordisk	Roche	AstraZeneca	Abbvie	Pfizer	Merck	BI	Amgen	Regeneron
超长效									MariTide (Q4W Ph3)	
口服	Orforglipron (Ph3 25Q3读出)	Semaglutide (T2D上市, 25mg obesity NDA) GLP-1R/GIPR/GCGR 口服小分子	CT-996 (Carmot, Ph2预计 2025启动)	AZD5004 (诚益生物, Ph2b启动)		Danuglipron (GLP-1R Ph1终止) 口服小分子GIPR (Ph2)	HS-10535 (翰森制药引进, 临床前)			
GLP-1R/GIPR	Tirzepatide (上市)	NN0519-0130 (Ph2)	CT-388 (Ph2, 未来计划与 Amylin联用)							HS-20094 (8000万美元首付款 +19.3亿美元里程碑从翰森制药引进)
GLP-1R/GCGR	Mazdutide (信达生物合作开发, 中国NDA)			AZD9550 (联用AZD6234, Ph2启动)				Survodutide (Zealand引进, Ph3)		
GLP-1R/GIPR/ GCGR	Retatrutide (Ph3 25H2读出)	Tri-agonist (Ph1进行中) UBT251 (20亿美元对价收购自联邦制药)					MK-6024 (韩美制药引进, 主推MASH)			
AMYR	LY3541105 (DACRA, Ph1) LY3841136 (LAARA, Ph1)	Cagrilintide (Ph3 planning) amylin 355 及 amylin 1213 (Ph1进行中)	Petrelintide (Zealand引进, Ph2b)	AZD6234 (联用AZD9550, Ph2启动)	GUBamy (Gubra合作开发, Ph1)					
GLP-1R/AMYR		CagriSema (Ph3完成) Amycretin (Ph1b/2a完成)								
ActR II	Bimagrumab (联用Sema, Ph2) LAE102 (礼来合作推进美国 Ph1临床)			ActRIIA/B临床前分子 (SixPeaks Bio开发, AZ提供8000万美元首付款, 获得其提交IND时优先选择权)						
Myostatin/ Activin A			GYM 329 (latent-MSTN抗体, Q4W+GLP-1RA Ph2预计 2025启动)							Trevogrumab Garetosmab (联用Sema, Ph2进行中)
其他靶点	Azelaprag (BioAge合作开发, Ph2终止)									

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3 重点领域：IBD——存在未满足需求，关注新靶点、新机制

- **IBD治疗领域存在未满足的需求。**美国及欧洲5国适用于生物制剂治疗的中重度患者人群总计~230万人（CD/UC分别~100/~130万人），患者人群体量对标AD/特应性皮炎（~280万人）及PsO/银屑病（~240万人）；IBD具有复发-缓解交替特点，患者常出现黏膜损伤、肠腔狭窄、瘘管、肛周病变等并发症，最终仍有相当比例患者需接受手术干预，疾病负担沉重；现有IBD治疗药物存在未满足需求，起效慢、缓解深度有限，且对部分人群无效，部分患者存在抗药性或副作用耐受性差等问题；IBD治疗目标由“临床缓解”逐步提升至“内镜/组织学愈合”，进一步要求治疗方案实现更深层次的炎症控制。
- **全球IBD药物市场规模超200亿美元。**根据Evaluate Pharma，2022年全球IBD市场空间规模~230亿美元，预计2028年将达到~280亿美元；一线生物制剂中TNFi及Ustekinumab已专利到期，Risankizumab IBD适应症销售快速增长，Guselkumab UC/CD适应症获批有望贡献销售增量，Vedolizumab 2024年UC/CD适应症合计贡献~60亿美元，预计将于2030年前专利到期。

图：已上市及在研UC/CD治疗药物诱导期临床缓解数据对比（最优剂量组）



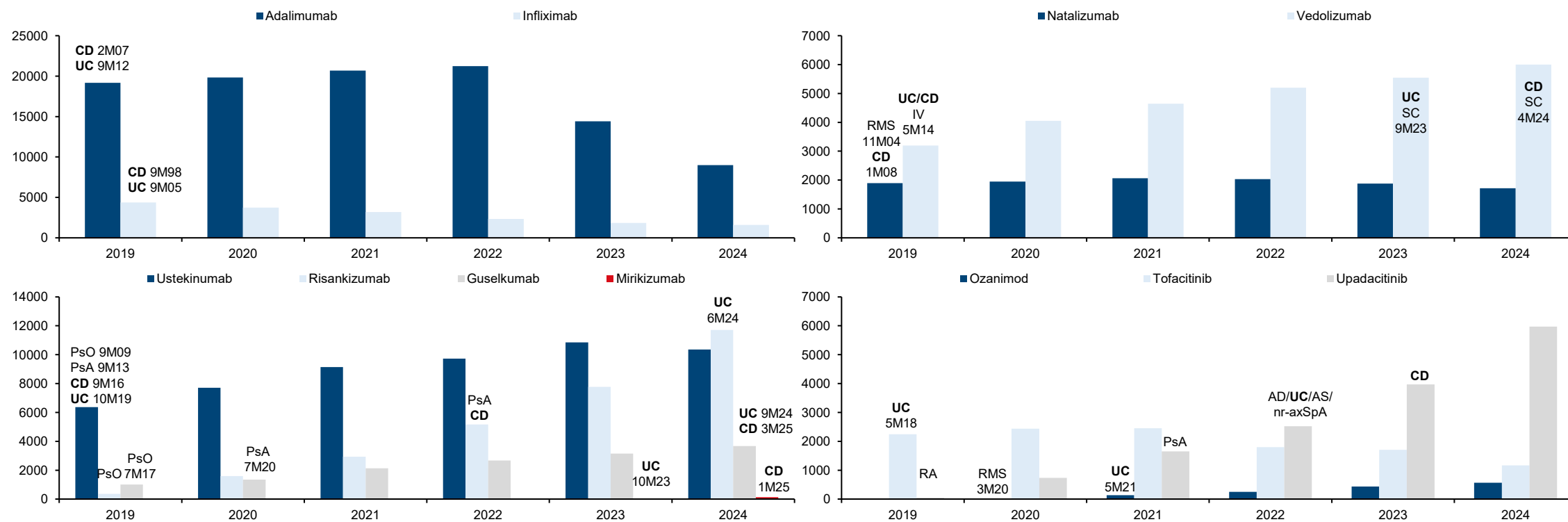
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：浅色为安慰剂组数据，深色为安慰剂调整后药物组数据

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3 重点领域：IBD——存在未满足需求，关注新靶点、新机制

- **MNC药企密集布局新靶点、新机制。**TL1A是IBD治疗领域最热门的在研靶点之一，聚焦炎症+纤维化双通路，Merck、Roche、Sanofi及Abbvie等巨头通过收购或合作方式布局，其中Tulisokibart、Afimkibart及Duvakitug等管线已经/即将启动Ph3注册研究；TYK2兼顾Th1和Th17通路，第一代产品Deucravacitinib在PsO取得成功，但折戟IBD适应症，第二代TYK2如Zasocitinib、D-2570等在PsO适应症临床数据更优，目前正在推进IBD适应症临床研究，有望填补“高效、安全、可长期使用”的口服药物生态位空缺；基于IL-23、TL1A的多靶点/联用方案也是重要的探索方向，近一年达成多个BD合作，其中Sanofi以1.25亿美元首付款+17.2亿美元里程碑付款对价获得Earendil Labs两款临床前双抗，Abbvie以1.5亿美元首付款+15.6亿美元里程碑付款对价获得明济生物临床前TL1A抗体并计划与Risankizumab、Lutikizumab等联用。

图：主要IBD治疗药物全球销售额及适应症获批时间点（单位：百万美元）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：各适应症均为FDA批准时间点

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3 重点领域：IBD——存在未满足需求，关注新靶点、新机制

表：海外药企IBD治疗领域布局

	JNJ	Abbvie	Eli Lilly	Takeda	Sanofi	Merck	Roche	Pfizer	BMS	Gilead
TNF-α	Golimumab (UC) Infliximab (UC/CD)	Adalimumab (UC/CD)								
IL-23	Ustekinumab (UC/CD) Guselkumab (UC/CD iv/sc) Icotrokinra (IL-23R, Ph2 oral)	Risankizumab (UC/CD) IL-23Ri pipetide (preclinical, 2亿美元收购Nimble)	Mirikizumab (UC/CD)							
Integrin		ABBV-382 (α4β7抗体, Ph2 CD)	MORF-057 (α4β7小分子, Ph2 oral UC)	Vedolizumab (UC/CD)						GS-1427 (α4β7小分子, Ph2 oral UC)
S1PR	Ponesimod (S1PR1, Ph1)							Etrasimod (UC)	Ozanimod (UC)	
JAK		Upadacitinib (JAK1, UC/CD)		Zasocitinib (TYK2, Ph2 UC/CD)				Tofacitinib (pan-JAK, CD)	Filgotinib (JAK1, UC EU/JP)	
TL1A					Duvakitug (计划2025年启动Ph3, UC/CD)	Tulisokibart (Ph3, UC/CD)	Afimkibart (Ph3, UC/CD)			
Others		Lutikizumab (IL-1α/1β, Ph2 UC/CD)								
Multi-MoAs	JNJ-4804 (Golimumab+Guselkumab, Ph2b UC/CD)	ABBV-382+Risankuzumab (Ph2 CD)	Eltrekibart + Mirikizumab (Ph2 UC)	Vedolizumab + Upadacitinib (Ph4 UC/CD)	HXN-1003 (TL1A x α4β7, 临床前) HXN-1002 (TL1A x IL-23, 临床前)		PF-07261271 (TL1Axp40, Roche/Pfizer, Ph2预计25H1启动)			

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- [01] 25H1创新药板块回顾
- [02] 创新出海2.0成果卓著
- [03] 国内市场：支付端持续优化

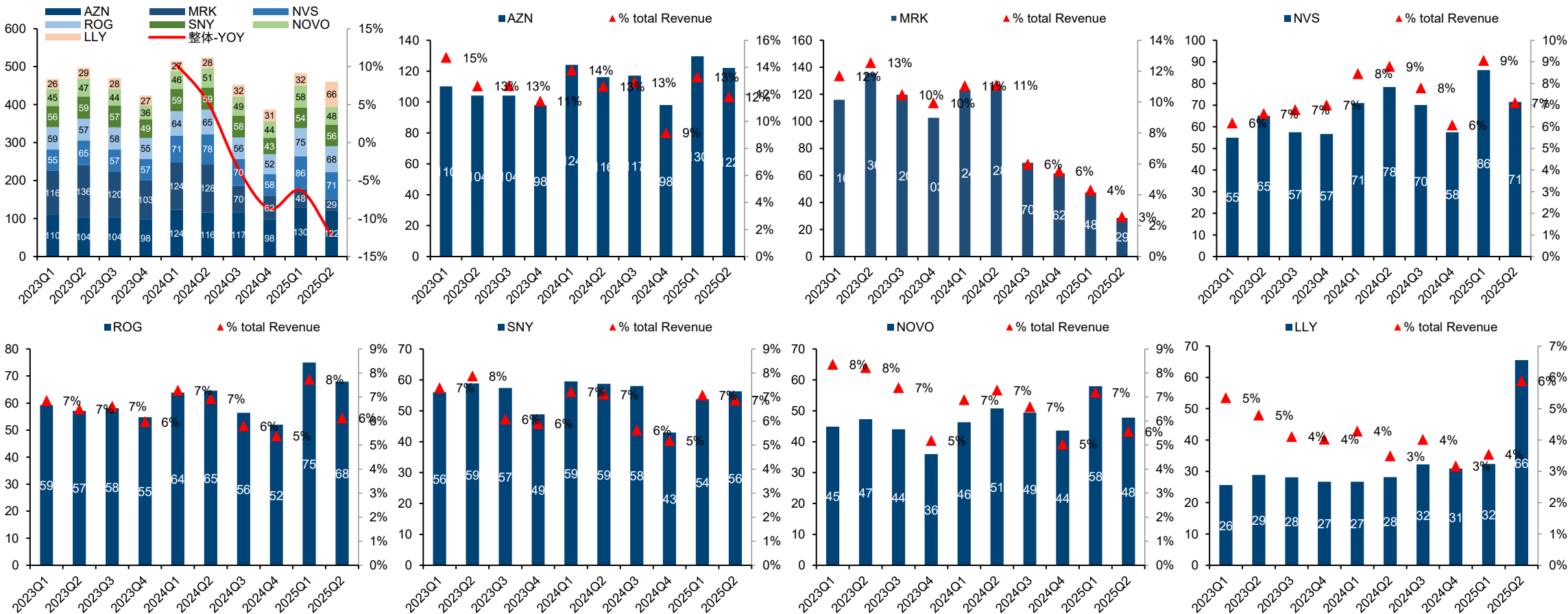
3.1 国内市场：医保&商保支持创新药销售

- **医保局公布创新药初审目录，商保有望提供新增量。**8月，国家医保局发布通过初步形式审查的药品名单；今年目录调整中增设了商保创新药目录，与基本医保目录同步申报。医保局共收到基本医保目录申报信息718份，涉及药品通用名633个，534个通过形式审查；其中目录外申报信息472份，涉及药品通用名393个，通过初审的通用名310个，较2024年249个通过形式审查明显增加。国家医保局共收到商保创新药目录申报信息141份，涉及药品通用名141个，经初步审核，121个药品通用名通过形式审查。有些药品同时申报了基本医保目录和商保创新药目录。通过初审之后，药品还需经过复审、专家评审、谈判/竞价成功才能最终纳入目录。
- **目前创新药收入占院内药品收入的比例在10%左右，考虑到国产优质创新药在临床上的性价比，随着国家全链条鼓励创新药政策落地，即使不考虑出海和对进口产品的替代，仅考虑其在国产药品中份额的提升，预计国产创新药在院内药品的占比还会持续快速提升，创新药未来将在很长时间内都是成长性最好的细分板块。**
- **多款重磅药物有望通过谈判纳入医保。**近两年的医保谈判及续约降价趋于温和，大部分创新药进入医保后实现了以价换量，销售快速放量；在各地对创新药政策的支持下，新上市的重磅产品有望快速实现国内商业化价值。参加2025年医保谈判的国产创新药包括康诺亚的司普奇拜单抗、恒瑞医药的夫那奇珠单抗、信达生物的替妥尤单抗、海创药业的氛恩扎鲁胺等。

3.1 国内市场：MNC中国区域销售大多表现平稳

■ 共有7家海外药企披露了其在中国区域的具体销售数据，2025Q2销售额合计483亿元（同比-12%）；其中，Merck由于停止HPV疫苗向中国发货，25Q2国内销售仅29亿元（同比-77%），剔除Merck后合计销售431亿元（同比+9%），其中Lilly受益于Tirzepatide在国内放量，单季度营收达到~66亿元（同比+133%），其余5家企业25Q2国内销售相对平稳。

图：海外大型制药企业中国区域季度销售数据（单位：亿人民币）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- **临床数据不及预期的风险：**创新药的市场竞争力很大程度上依赖于产品的临床数据，如果临床数据不及预期，将会导致相对竞品的竞争力下降、市场份额不及预期的风险。
- **商业化不及预期的风险：**创新药商业化是验证产品的方式，商业化情况受到临床数据、竞争格局、商业化能力等多方面因素影响，面临不及预期的风险。
- **监管政策调整的风险：**国家近期出台多个政策支持创新药的研发，鼓励创新药行业加速发展。随着行业发展，仍面临政策变化带来的风险。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032