

医药

资金现跷跷板效应，持续关注创新药催化（附 PD-(L)1/VEGF 专题研究）（2025. 08. 25-2025. 08. 31）

■ 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

<<微芯生物：产品放量实现盈利，创新管线潜力巨大>>—2025-08-30

报告摘要

● 本周观点

本周，我们梳理了 PD-(L)1/VEGF 作用机制、在研产品以及催化剂。

关注 PD-(L)1/VEGF 赛道，2025H2 数据催化密集。IO 联用 VEGF 抑制剂的机制已充分阐述，但 IO+VEGF 联用 III 期临床喜忧参半。AK112 头对头战胜 K 药，PD-(L)1/VEGF 双抗全球关注度大幅提升。康方生物 AK112 目前 13 项 III 期临床同步推进，BioNtech/BMS/普米斯、辉瑞/三生制药通过 BD 合作，均已进入注册临床阶段。君实生物、华奥泰、神州细胞、荣昌生物、宜明昂科等 PD-(L)1/VEGF 双抗处于 II 期临床。下半年，PD-(L)1/VEGF 赛道迎来多项数据催化。康方生物 AK112 国际多中心临床 HARMONi 研究（EGFR TKI 耐药 NSCLC）将于 2025 WCLC 数据读出，中国临床 HARMONi-6 研究（1L 肺鳞癌）将于 2025 ESMO 数据读出。三生制药的 SSGJ-707 将于 2025 ESMO 更新结直肠癌 2 期数据。第二梯队的 PD-(L)1/VEGF 双抗 25H2 有望一线肺癌数据读出。

● 投资建议

本周医药板块下跌 0.65%，跑输沪深 300 指数 3.37pct。板块内部来看，子板块中医药外包、创新药、医疗设备表现相对较好，药用包装和设备、药店、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，尤其是阶段性布局 AI 医疗及创新药的投资策略：

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求。②2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量分别同比增长 12.8%/14.9%/1.3%；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。建议关注：1）持续向制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特（605116）、普

<<Q2 收入增速稳健，利润快速增长>>—2025-08-30

<<太平洋医药日报（20250829）：D3 Bio 创新疗法 D3S-001 获 FDA 授予突破性疗法认定>>—2025-08-29

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

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：2025 年 3 月议息会中 FOMC 声明较预期更加鸽派，点阵图显示预测 2025 年降息 2 次共 50bp、26 年预测降息 2 次共 50bp、27 年降息 1 次，流动性有望逐步宽裕。2) 在持续缩量以及赚钱效应减弱的市场环境下，具备市场定价权的资金的风险偏好及配置思路发生变换，从此前机器人、AI 等热门概念板块切换到医药等低估值板块。基本面：1) 海外投融资回暖+国内创新药大涨，有望带动本土投融资好转。根据动脉网数据，2024 年，全球医疗健康领域融资额为 582 亿美元，同比增长 1%，已逐步企稳回暖；此外，国内创新药指数持续上涨，二级市场的好转有望带动一级投融资回暖。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) 海外业务持续复苏的生命科学上游企业，如皓元医药(688131)；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。

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）关注 PD-(L)1/VEGF 赛道，2025H2 数据催化密集	5
（二）投资建议	8
（三）行业表现	10
（四）公司动态	10
（五）行业动态	12
二、 医药生物行业市场表现	13
（一）医药生物行业表现比较	13
（二）医药生物行业估值跟踪	15
三、 风险提示	17

图表目录

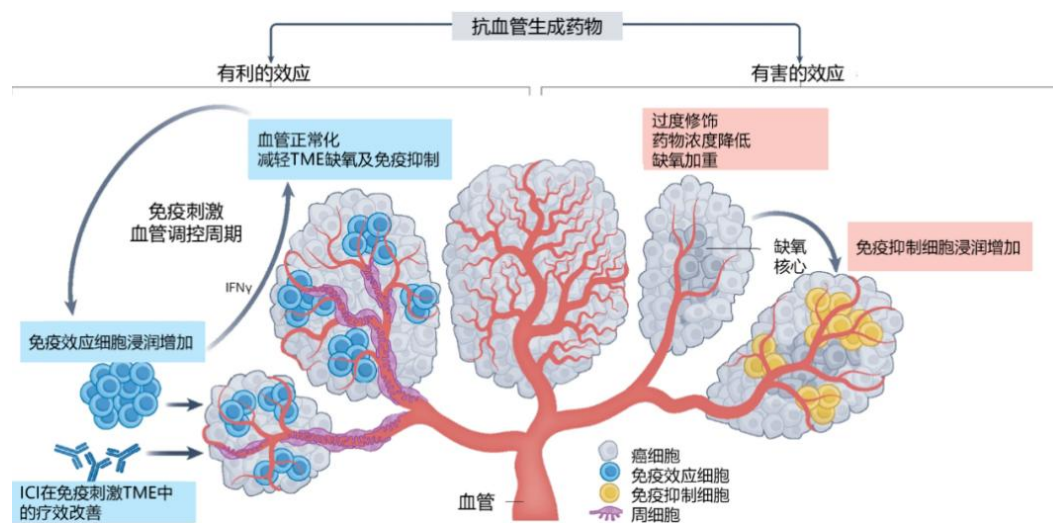
图表 1: VEGF 和 IO 联用的作用机制	5
图表 2: 帕博利珠单抗联合仑伐替尼的 LEAP 系列研究	6
图表 3: 主要在研 PD-(L)1/VEGF 双抗	7
图表 4: 主要在研 PD-(L)1/VEGF 结构	7
图表 5: 主要在研 PD-(L)1/VEGF 产品催化剂	8
图表 6: 一级行业周涨跌幅 (%)	14
图表 7: 医药生物二级行业周涨跌幅 (%)	14
图表 8: 医药生物行业个股周涨跌幅前十	15
图表 9: 医药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 10: 原料药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 11: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 12: 医药商业行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 13: 医疗器械行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 14: 医疗服务行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 15: 生物制品行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17
图表 16: 中药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17

一、行业观点及投资建议

（一）关注 PD-(L) 1/VEGF 赛道，2025H2 数据催化密集

IO 联用 VEGF 抑制剂的机制已充分阐述。VEGFR（血管内皮生长因子受体）是一类重要的跨膜酪氨酸激酶受体，在血管生成、细胞增殖和迁移等生理过程中发挥关键作用，其异常激活与多种疾病尤其是癌症的发生发展密切相关，是肿瘤治疗重要靶点之一。抗 VEGF 药物类型包括：1) 单克隆抗体，如贝伐珠单抗。2) 小分子酪氨酸激酶抑制剂（TKI），如舒尼替尼、阿西替尼、仑伐替尼等。ICI+抗血管生成治疗具有两面性：1) 可以阻断 VEGF 的多种免疫抑制作用，并诱导多种不同的血管调节作用以刺激免疫系统，比如血管正常化可增加肿瘤内的血液灌注和流量，抑制内皮细胞对 T 细胞的促凋亡作用等。2) VEGF 阻断也可能引起抑制抗肿瘤免疫的变化，例如肿瘤缺氧增加，以及联合使用的免疫检查点抑制剂在肿瘤内的进入减少。

图表1：VEGF 和 IO 联用的作用机制



资料来源：PubMed，太平洋证券整理

IO+VEGF 联用 III 期临床喜忧参半。IO+VEGF 组合在肝癌、肾细胞癌的 3 期研究中取得成功。仑伐替尼+帕博利珠单抗的可乐组合在多个 3 期研究中失利：LEAP-001、LEAP-002、LEAP-003、LEAP-006、LEAP-007、LEAP-008、LEAP-010、LEAP-011、LEAP-015，LEAP-017 研究皆失利，LAEP-012 治疗非转移性肝细胞癌（uHCC）适应症成功。

图表2：帕博利珠单抗联合仑伐替尼的 LEAP 系列研究

LEAP-001 NCT03884101 1L Endometrial carcinoma Phase 3 720 participants Active comparator Randomized International Estimated study completion date April 10, 2023 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Paclitaxel + Carboplatin Endpoints: PFS 31 mo OS 45 mo	LEAP-005 NCT03797326 ≥2L TNBC, ovarian cancer, gastric cancer, CRC, GBM, biliary tract cancer Phase 2 600 participants Single arm Open label International Estimated study completion date February 24, 2024 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Endpoints: ORR by investigator 60 mo ORR by RECIST 60 mo AI & 65 mo Discontinuation due to AI & 65 mo	LEAP-009 NCT04428151 ≥2L HNSCC Phase 2 400 participants Active comparators Randomized Open label International Estimated study completion date August 16, 2024 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: SOC chemotherapy Arm 3: Lenvatinib Endpoints: ORR per RECIST 1.1 by RECIST 48 mo
LEAP-002 NCT03713593 1L Hepatocellular carcinoma Phase 3 750 participants Active comparator Randomized International Estimated study completion date May 13, 2022 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Lenvatinib + Placebo Endpoints: PFS 44 mo OS 44 mo	LEAP-006 NCT03829319 1L Non-squamous NSCLC Phase 3 776 participants Placebo controlled Randomized International Estimated study completion date June 21, 2024 Arm 1: Pembrolizumab + Placebo Arm 2: Pembrolizumab + Lenvatinib Endpoints: Part 1: ORR 36.3-wk AI & 27 mo Part 2: PFS 24 mo OS 60 mo	LEAP-010 NCT04199104 1L HNSCC Phase 3 500 participants Placebo controlled Randomized International Estimated study completion date April 13, 2024 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Pembrolizumab + Placebo Endpoints: ORR 24 mo PFS 30 mo OS 44 mo
LEAP-003 NCT03820986 1L Melanoma Phase 3 600 participants Placebo controlled Randomized International Estimated study completion date April 6, 2024 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Pembrolizumab + Placebo Endpoints: PFS 24 mo OS 24 mo	LEAP-007 NCT03829332 1L NSCLC Phase 3 620 participants Active controlled Randomized International Estimated study completion date March 8, 2024 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Pembrolizumab + Placebo Endpoints: PFS 24 mo OS 60 mo	LEAP-011 NCT03898180 1L Urothelial carcinoma Phase 3 694 participants Active controlled Randomized International Estimated study completion date December 30, 2022 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Pembrolizumab + Placebo Endpoints: PFS 40 mo OS 40 mo
LEAP-004 NCT03776136 ≥2L Melanoma Phase 2 100 participants Single arm Open label International Estimated study completion date June 15, 2021 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Endpoints: ORR 36 mo	LEAP-008 NCT03976375 ≥2L NSCLC Phase 3 405 participants Active comparators Randomized Open-label International Estimated study completion date February 23, 2026 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab Arm 2: Docetaxel Arm 3: Lenvatinib Endpoints: PFS 36 mo OS 48 mo	LEAP-012 NCT04246177 1L Hepatocellular carcinoma Phase 3 950 participants Active controlled Randomized International Estimated study completion date December 31, 2029 Arm 1: Lenvatinib + Pembrolizumab + TACE Arm 2: Placebo + TACE Endpoints: PFS 60 mo OS 60 mo

资料来源：PubMed，太平洋证券整理

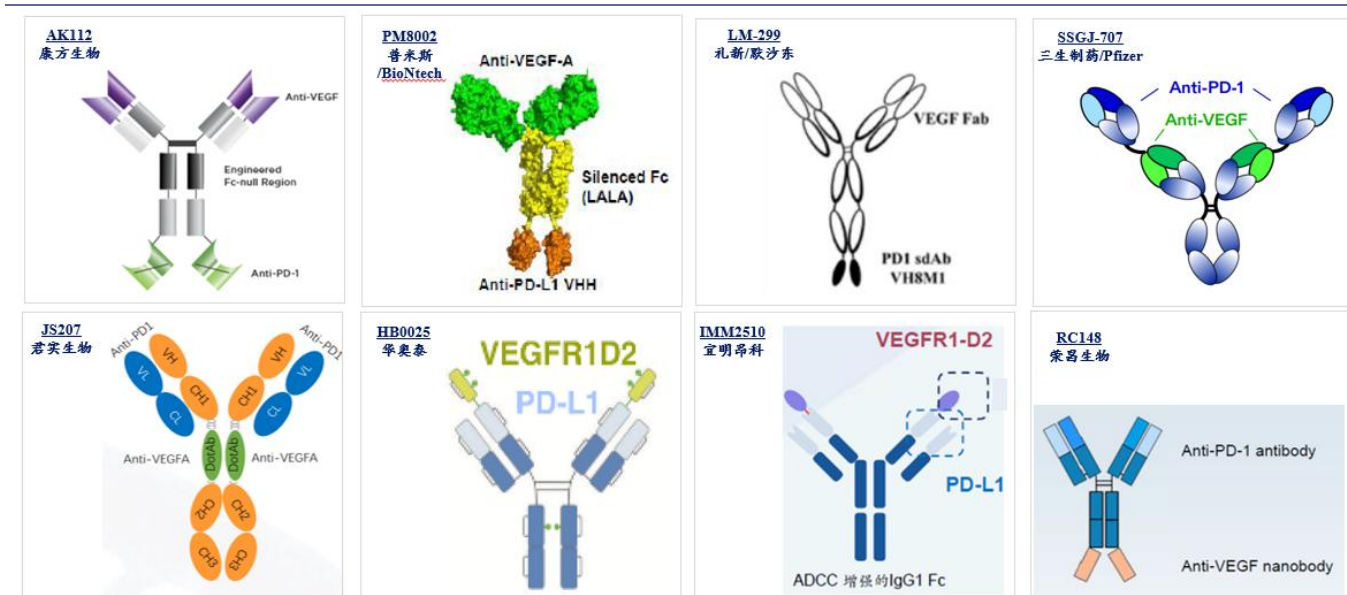
AK112 头对头战胜 K 药，PD-(L)1/VEGF 双抗成为全球关注热点。2024 年 5 月，PD-1/VEGF 双抗 AK112 头对头对比 K 药一线治疗 PD-L1 阳（PD-L1 TPS≥1%）NSCLC 三期 HARMONi-2 研究主要终点 PFS 获得强阳性结果，9 月 WCLC 大会显示：AK112 组的 mPFS 较 K 药组翻倍，mPFS 分别为 11.14 个月和 5.82 个月（HR=0.51）。AK112 成为全球首个且唯一在单药头对头 III 期研究中证明疗效显著优于 K 药的药物。AK112 的成功带动 PD-(L)1/VEGF 成为研发热点，全球关注度大幅提升，MNC 通过 BD 快速布局该赛道，其中 BioNtech/BMS/普米斯、辉瑞/三生制药通过 BD 合作，均已进入注册临床阶段。君实生物、华奥泰、神州细胞、荣昌生物、宜明昂科等 PD-(L)1/VEGF 双抗处于 II 期临床，25H2 有望早期数据读出。

图表3：主要在研 PD-(L) 1/VEGF 双抗

作用机制	药物	企业	研发阶段	BD 交易对象	交易时所处临床阶段	交易时主要公开数据	交易时间	首付款 (亿美元)	总金额 (亿美元)	权益地区
PD-1/VEGF	AK112	康方生物	上市	Summit	Ph3	后线实体瘤, 1L/2L NSCLC	2022年12月	5	50	大中华以外
PD-L1/VEGF	PM8002	普米斯	Ph3	BioNTech (LI)	Ph2	后线实体瘤, 1L TNBC, 2L ES-SCLC	2023年11月	0.55	10.55	大中华以外
				BioNTech (收购)	Ph3	1L/2L NSCLC, 1L TNBC	2024年11月	8	9.5	全球
				BMS	Ph3	肺癌、乳腺癌等	2025年6月	15	111	全球
PD-1/VEGF	SSGJ-707	三生制药	Ph3	辉瑞	Ph3	后线实体瘤, 1L/2L NSCLC, 1L/3L CRC	2025年5月	12.5	60.5	中国大陆以外
							2025年7月*	1.5		中国大陆
PD-1/VEGF	JS207	君实生物	Ph2	-	-	-	-	-	-	-
PD-L1/VEGF	HB0025	华奥泰	Ph2	-	-	-	-	-	-	-
PD-1/VEGF	SCTB14	神州细胞	Ph2	-	-	-	-	-	-	-
PD-1/VEGF	RC148	荣昌生物	Ph2	-	-	-	-	-	-	-
PD-L1/VEGF	IMM2510	宜明昂科	Ph2	Instil Bio	Ph1	-	2024年8月	0.5	20	大中华以外
PD-1/VEGF	MHB039A	明慧医药	Ph1/2	-	-	-	-	-	-	-
PD-1/VEGF	LM-299	礼新医药	Ph1/2	默沙东	Ph1	-	2024年12月	5.88	32.88	全球
PD-1/VEGF	AI-081	昂科免疫	Ph1/2	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

图表4：主要在研 PD-(L) 1/VEGF 结构



资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

PD-(L)1/VEGF 赛道在 25H2 迎来多项数据催化。康方生物 AK112 在多项一线肺癌 III 期头对头击败 PD-1，13 项 III 期临床同步推进，国际多中心临床 HARMONI 研究（EGFR TKI 耐药 NSCLC）将于 2025 WCLC 数据读出，中国临床 HARMONI-6 研究（1L 肺鳞癌）将于 2025 ESMO

数据读出。三生制药的 SSGJ-707 将于 2025 ESMO 更新结直肠癌 2 期数据。第二梯队的 PD-(L)1/VEGF 双抗处于 II 期临床，25H2 有望一线肺癌早期数据读出。

图表5：主要在研 PD-(L)1/VEGF 产品催化剂

公司	产品	靶点	临床阶段	催化剂	预计时间节点
康方生物	AK112	PD-1/VEGF	上市	国际多中心研究HARMONI（EGFR TKI耐药 NSCLC）数据读出	2025 WCLC
				HARMONI-6（1L 肺鳞癌，AK112+化疗 vs 替雷利珠单抗+化疗）数据读出	2025 ESMO
				美国BLA提交（EGFR TKI耐药NSCLC）	25H2-26H1
三生制药	SSGJ-707	PD-1/VEGF	Ph3	辉瑞启动海外3期临床	25H2-26H1
				更新结直肠癌2期数据	2025 ESMO
普米斯	PM8002/BNT327	PD-L1/VEGF	Ph3	临床数据读出	25H2-26H1
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	Ph2	临床数据读出	25H2
华奥泰	HB0025	PD-L1/VEGF	Ph2	联合化疗一线肺癌2期数据读出	2025 ESMO
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	Ph2	临床数据读出	25H2-26H1
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	Ph2	临床数据读出	25H2-26H1
宜明昂科	IMM2510	PD-L1/VEGF	Ph2	临床数据读出	25H2

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

（二）投资建议

本周医药板块下跌 0.65%，跑输沪深 300 指数 3.37pct。板块内部来看，子板块中医药外包、创新药、医疗设备表现相对较好，药用包装和设备、药店、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，尤其是阶段性布局 AI 医疗及创新药的投资策略：

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求。②2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量分别同比增长 12.8%/14.9%/1.3%；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。建议关注：1）持续向制剂、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：2025 年 3 月议息会中 FOMC 声明较预期更加鸽派，点阵图显示预测 2025 年降息 2 次共 50bp、26 年预测降息 2 次共 50bp、27 年降息 1 次，流动性有望逐步宽裕。2）在持续缩量以及赚钱效应减弱的市场环境下，具备市场定价权的资金的风险偏好及配置思路发生变换，从此前机器人、AI 等热门概念板块切换到医药等低估值板块。基本面：1）海外投融资回暖+国内创新药大涨，有望带动本土投融资好转。根据动脉网数据，2024 年，全球医疗健康领域融资额为 582 亿美元，同比增长 1%，已逐步企稳回暖；此外，国内创新药指数持续上涨，二级市场的好转有望带动一级投融资回暖。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）海外业务持续复苏的生命科学上游企业，如皓元医药(688131)；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。

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 0.65%，跑输沪深 300 指数 3.37pct。医药生物行业二级子行业中，医药外包(+4.77%)、创新药(+3.64%)、医疗设备(-0.37%)表现居前，药用包装和设备(-3.54%)、药店(-3.33%)、疫苗(-3.20%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为天臣医疗(+31.04%)、艾力斯-U(+25.62%)、迈威生物-U(+22.39%)；周跌幅榜前 3 位为阿拉丁(-14.44%)、立方制药(-13.93%)、悦康药业(-11.90%)。

估值方面，截至 8 月 29 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 31.38 倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 28.14%。

(四) 公司动态

凯莱英 (002821)：8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 31.88 亿元，同比增长 18.20%，归母净利润为 6.17 亿元，同比增长 23.71%，扣非后归母净利润为 5.66 亿元，同比增长 26.29%。

华海药业 (600521)：8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 45.16 亿元，同比下降 11.93%，归母净利润为 4.09 亿元，同比下降 45.30%，扣非后归母净利润为 3.63 亿元，同比下降 52.48%。

浙江医药 (600216)：8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 43.23 亿元，同比下降 1.87%，归母净利润为 6.73 亿元，同比增长 113.52%，扣非后归母净利润为 6.65 亿元，同比增长 110.10%。

通化东宝 (600867)：8 月 25 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 13.73 元，同比增长 85.60%，归母净利润为 2.18 亿元，同比扭亏为盈，扣非后归母净利润为 2.21 亿元，同比扭亏为盈。

爱尔眼科 (300015)：8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 115.07 亿元，同比增长 9.12%，归母净利润为 20.51 亿元，同比增长 0.05%，扣非后归母净利润为 20.40 亿元，同比增长 14.30%。

京新药业 (002020)：8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 20.17 亿元，同比下降 6.20%，归母净利润为 3.88 亿元，同比下降 3.54%，扣非后归母净利润为 3.60 亿元，同比增长 7.78%。

昭衍新药（603127）：8月26日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入6.69亿元，同比下降21.28%，归母净利润为0.61亿元，同比扭亏为盈，扣非后归母净利润为0.23亿元，同比扭亏为盈。

百诚医药（301096）：8月26日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入3.32元，同比下降36.70%，归母净利润为0.03亿元，同比下降97.69%，扣非后归母净利润为-0.12亿元，同比转亏。

兴齐眼药（300573）：8月27日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入11.63亿元，同比增长30.38%，归母净利润为3.35亿元，同比增长97.75%，扣非后归母净利润为3.31亿元，同比增长96.30%。

诺思格（301333）：8月27日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入3.80亿元，同比增长0.18%，归母净利润为0.61亿元，同比增长4.45%，扣非后归母净利润为0.51亿元，同比增长9.52%。

迈瑞医疗（300706）：8月27日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入167.43亿元，同比下降18.45%，归母净利润为50.69亿元，同比下降32.96%，扣非后归母净利润为49.49亿元，同比下降32.94%。

众生药业（002317）：8月27日，公司发布公告，子公司众生睿创自主研发的一类创新多肽药物RAY1225注射液，于近日分别完成SHINING-2和SHINING-3两项降糖III期临床试验的首例参与者入组和给药。

同和药业（300636）：8月28日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入4.27亿元，同比增长11.88%，归母净利润为0.58亿元，同比下降15.91%，扣非后归母净利润为0.54亿元，同比下降20.50%。

普蕊斯（301257）：8月28日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入3.90亿元，同比下降1.08%，归母净利润为0.54亿元，同比下降1.40%，扣非后归母净利润为0.39亿元，同比下降20.35%。

阳光诺和（688621）：8月28日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入5.90亿元，同比增长4.87%，归母净利润为1.30亿元，同比下降12.61%，扣非后归母净利润为1.20亿元，同比下降16.29%。

华海药业（600521）：8月28日，公司发布公告，子公司普霖斯通向美国FDA申报的盐酸双环胺片的新药简略申请（ANDA）已获得批准，此次获批标志着公司具备了在美国市场销售该药的资格，有利于提升公司市场竞争力。

云南白药（000538）：8月29日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入212.57亿元，同比增长3.92%，归母净利润为36.33亿元，同比增长13.93%，扣非后归母净利润为34.61亿元，同比增长10.40%。

吉贝尔（301257）：8月29日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入4.55亿元，同比增长4.90%，归母净利润为1.49亿元，同比增长22.38%，扣非后归母净利润为1.07亿元，同比下降10.64%。

圣湘生物（688289）：8月29日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入8.69亿元，同比增长21.15%，归母净利润为1.63亿元，同比增长3.84%，扣非后归母净利润为1.36亿元，同比增长12.19%。

一心堂（002727）：8月29日，公司发布2025年半年报，2025年上半年公司实现营业收入89.14亿元，同比下降4.20%，归母净利润为2.50亿元，同比下降11.44%，扣非后归母净利润为2.43亿元，同比下降18.41%。

（五）行业动态

【Rhythm 创新疗法 Setmelanotide 获得 FDA 优先审评资格】

近日，Rhythm 宣布，美国 FDA 已受理其药品 Setmelanotide 的补充新药申请（sNDA），用于治疗继发性下丘脑性肥胖，并授予优先审评资格。Setmelanotide 是一种黑皮质素-4 受体（MC4R）激动剂，此前已获 FDA 与 EMA 批准，用于治疗由 Bardet-Biedl 综合征及 POMC、PCSK1 或 LEPR 基因缺陷导致的肥胖。本次扩展适应症申请主要基于关键临床 3 期试验 TRANSCEND 的积极结果，数据显示：Setmelanotide 治疗组患者在 52 周时平均身体质量指数（BMI）较基线下降 16.5%，而安慰剂组则上升 3.3%，两组间差异具有高度统计学意义（ $p < 0.0001$ ）。（来源：Rhythm，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，Protagonist 宣布，公司与武田（Takeda）共同开发的在研药物 Rusfertide 获美国 FDA 授予突破性疗法认定，用于治疗真性红细胞增多症（PV）患者。Rusfertide 是一种潜在“first-in-class”的在研天然激素铁调素的多肽模拟物，已获美国 FDA 的孤儿药资格和快速通道资格，公司预计将在今年第四季度提交新药申请（NDA）。此次突破性疗法认定主要基于 3 期 VERIFY 研究的积极数据，结果显示：Rusfertide 联合当前标准治疗在高危和低危 PV 患者中使临床缓解率较安慰剂联合当前标准治疗组患者翻倍（76.9%对比 32.9%），显著降低需放血治疗的患者比例。（来源：Protagonist，太平洋证券研究院）

【Gilead 长效 HIV 疗法 Lenacapavir 在欧盟获批上市】

近日，吉利德(Gilead)宣布，欧盟委员会(EC)已批准其 HIV-1 衣壳抑制剂 Yeytuo(Lenacapavir)上市，作为暴露前预防(PrEP)疗法，以降低高风险成年人和青少年（体重至少 35 公斤）因性传播而感染 HIV-1 的风险。Lenacapavir 是一种“first-in-class”长效艾滋病毒衣壳抑制剂，可以干扰艾滋病毒衣壳蛋白的组装和拆卸，在病毒生命周期的多个阶段发挥作用，数据显示：每年两次皮下注射 Lenacapavir 组的 2134 名参与者中无一人感染 HIV，实现了 HIV 感染的 100%预防效果，且在预防 HIV 感染方面优于每日口服 Truvada 治疗组。（来源：Gilead，太平洋证券研究院）

【Genmab 在研 ADC 新药 Rina-S 获美国 FDA 突破性疗法认定】

近日，Genmab 宣布，美国 FDA 已授予其在研抗体偶联药物(ADC)Rinatabart Sesutecan(Rina-S)突破性疗法认定，用于治疗在含铂方案及 PD-（L）1 治疗后仍出现复发或进展的子宫内膜癌（EC）成年患者，该决定主要基于 1/2 期 RAINFOL-01 研究的数据。Rina-S（PRO1184）是一种潜在 BIC 的叶酸受体 α (FR α) 靶向 ADC。目前该药仍在 RAINFOL-01 试验中作为单药用于晚期 EC 患者的研究，公司计划在后续开展的 3 期临床试验中进一步评估其疗效与安全性。（来源：Genmab，太平洋证券研究院）

【D3 Bio 创新疗法 D3S-001 获 FDA 授予突破性疗法认定】

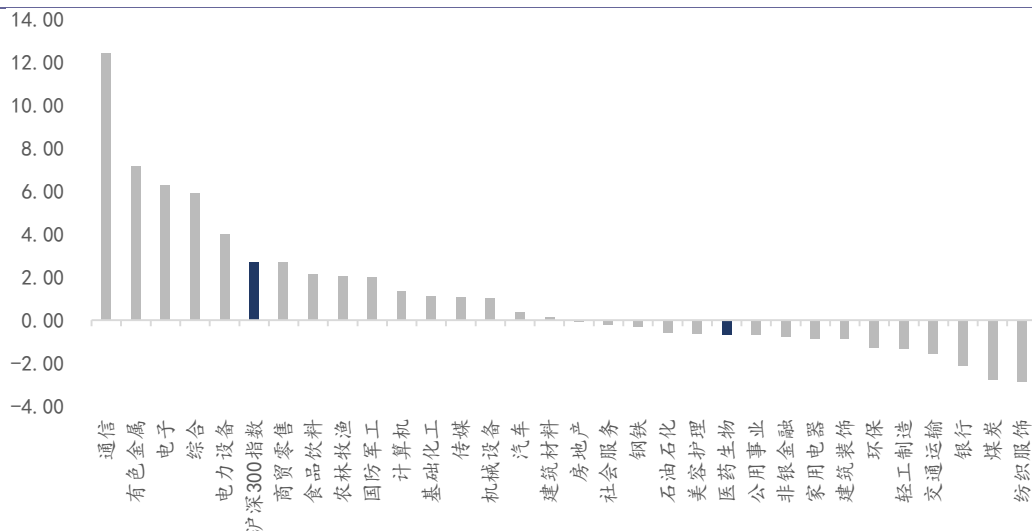
近日，D3 Bio 宣布，美国 FDA 已授予公司新一代 KRAS G12C 抑制剂 D3S-001 突破性疗法认定，用于治疗既往接受过化疗和免疫治疗、但未接受过 KRAS G12C 抑制剂治疗的 KRAS G12C 突变局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。D3S-001 是一种新一代 KRAS G12C 抑制剂，具有快速且完全抑制 KRAS G12C 靶点的能力，此次认定是基于一项正在开展的 1/2 期研究（NCT05410145）的临床数据，数据显示：D3S-001 展现出显著且持久的抗肿瘤疗效，并具有良好的安全性和耐受性。（来源：D3 Bio，太平洋证券研究院）

二、医药生物行业市场表现

（一）医药生物行业表现比较

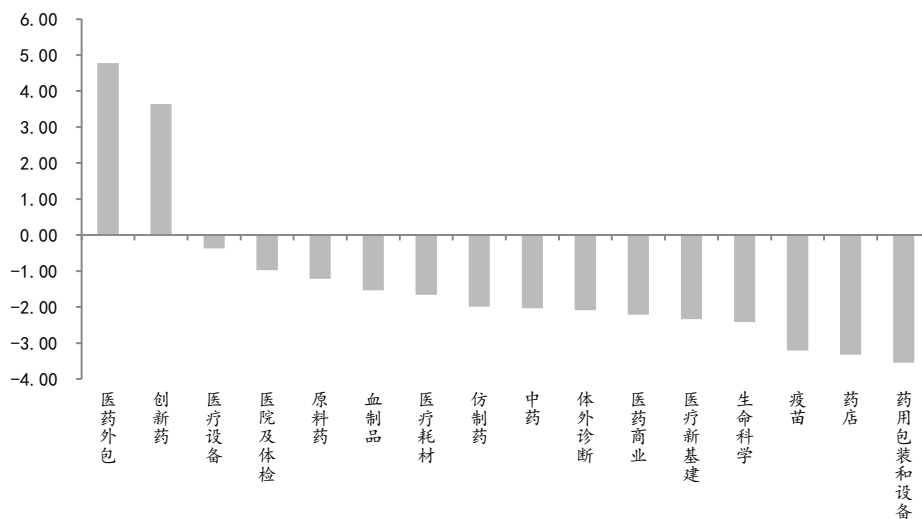
本周医药板块下跌 0.65%，跑输沪深 300 指数 3.37pct。医药生物行业二级子行业中，医药外包(+4.77%)、创新药(+3.64%)、医疗设备(-0.37%)表现居前，药用包装和设备(-3.54%)、药店(-3.33%)、疫苗(-3.20%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为天臣医疗(+31.04%)、艾力斯-U(+25.62%)、迈威生物-U(+22.39%)；周跌幅榜前 3 位为阿拉丁(-14.44%)、立方制药(-13.93%)、悦康药业(-11.90%)。

图表6：一级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：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8：医药生物行业个股周涨跌幅前十

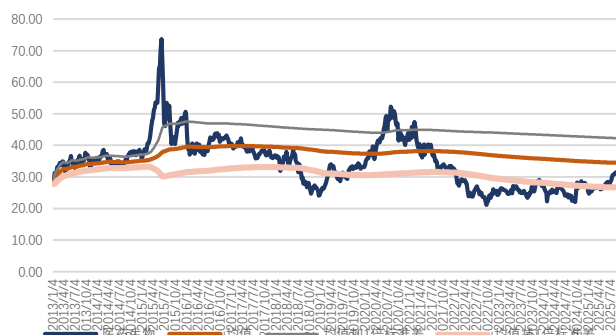
涨幅前十			跌幅前十		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
688013. SH	天臣医疗	31.04%	688179. SH	阿拉丁	-14.44%
688578. SH	艾力斯-U	25.62%	003020. SZ	立方制药	-13.93%
688062. SH	迈威生物-U	22.39%	688658. SH	悦康药业	-11.90%
300642. SZ	透景生命	18.91%	300841. SZ	康华生物	-11.14%
688131. SH	皓元医药	16.36%	603367. SH	辰欣药业	-11.10%
688331. SH	荣昌生物	15.14%	300289. SZ	利德曼	-10.54%
300357. SZ	我武生物	14.79%	688016. SH	心脉医疗	-10.34%
688222. SH	成都先导	13.82%	688277. SH	天智航-U	-10.34%
301257. SZ	普蕊斯	13.06%	688656. SH	浩欧博	-10.25%
688235. SH	百济神州-U	12.44%	688319. SH	欧林生物	-10.22%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）医药生物行业估值跟踪

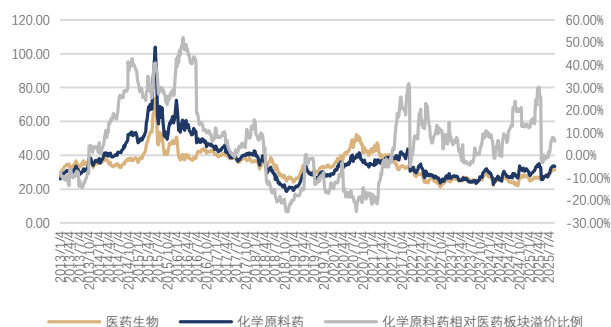
估值方面，截至 8 月 29 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 31.38 倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 28.14%。

图表9：医药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



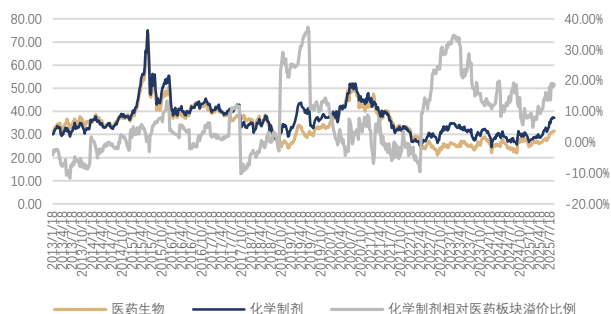
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：原料药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



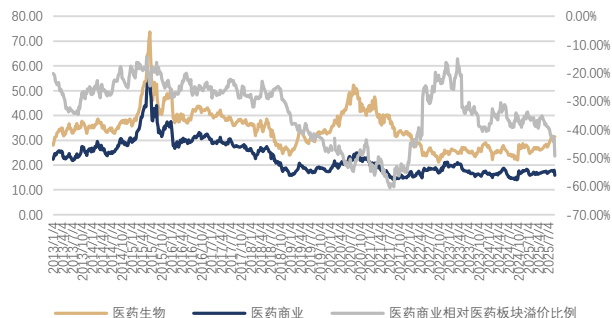
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：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12：医药商业行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



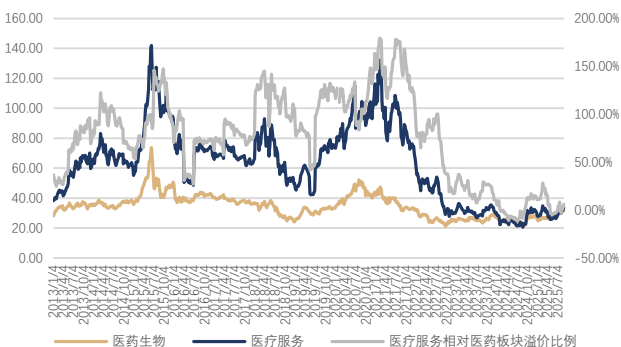
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表13：医疗器械行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



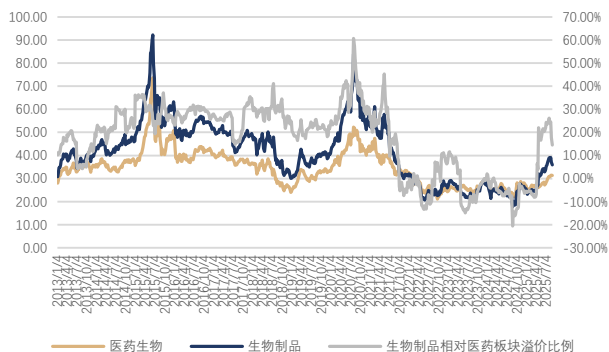
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表14：医疗服务行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



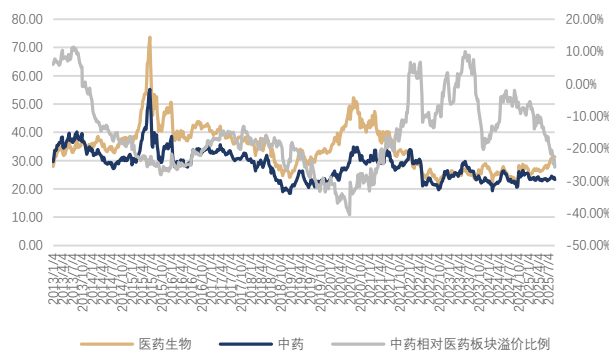
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表15：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16：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 2025/08/30
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
688180	君实生物	买入	-1.3	-0.68	-0.02	0.57	-34.61	-66.16	-	78.93	44.99
									2249.50		
02552	华领医药-B	买入	-0.24	-0.32	-0.15	0.08	-14.29	-10.72	-22.87	42.88	3.43
605116	奥锐特	买入	0.89	1.14	1.46	1.78	26.07	20.35	15.89	13.03	23.20
300636	同和药业	买入	0.25	0.31	0.38	0.47	35.16	28.35	23.13	18.70	8.79
688621	阳光诺和	买入	1.58	2.08	2.47	3.02	46.54	35.36	29.77	24.35	73.54
301230	泓博医药	买入	0.12	0.43	0.62	1.00	315.75	88.12	61.11	37.89	37.89
601089	福元医药	买入	1.04	1.12	1.29	1.46	23.48	21.80	18.93	16.73	24.42
01530	三生制药	买入	0.87	0.96	1.14	1.34	33.52	30.38	25.58	21.76	29.16
002020	京新药业	买入	0.83	0.95	1.06	1.18	22.72	19.85	17.79	15.98	18.86
300966	共同药业	增持	-0.24	-0.27	0.13	0.46	-91.88	-81.67	169.62	47.93	22.05
002019	亿帆医药	买入	0.32	0.49	0.66	0.83	47.91	31.29	23.23	18.47	15.33
688428	诺诚健华	买入	-0.26	-0.16	-0.14	-0.02	-110.38	-179.38	-205.00	-	28.70
										1435.00	
301333	诺思格	买入	1.47	1.55	1.69	1.88	36.05	34.19	31.36	28.19	52.99
603229	奥翔药业	买入	0.25	0.33	0.38	0.48	44.72	33.88	29.42	23.29	11.18
002422	科伦药业	买入	1.86	2.17	2.53	2.89	19.60	16.80	14.41	12.62	36.46
605507	国邦医药	买入	1.4	1.71	2.04	2.35	16.78	13.74	11.51	10.00	23.49
02105	来凯医药-B	买入	-0.62	0.70	0.70	0.70	-26.37	23.36	23.36	23.36	16.35
688506	百利天恒	买入	9.25	-1.33	-3.32	-2.13	36.16	-251.50	-100.75	-157.04	334.50
688382	益方生物	买入	-0.42	-0.40	-0.42	-0.43	-91.67	-96.25	-91.67	-89.53	38.50
688131	皓元医药	买入	0.96	1.45	1.88	2.44	71.33	47.23	36.43	28.07	68.48
000739	普洛药业	买入	0.89	0.93	1.07	1.30	17.87	17.10	14.86	12.23	15.90
01801	信达生物	买入	-0.06	0.38	0.80	1.87	-	254.87	121.06	51.79	96.85
							1614.17				
01167	加科思-B	买入	-0.2	-0.31	-0.27	-0.26	-40.55	-26.16	-30.04	-31.19	8.11

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。