

行业及产业

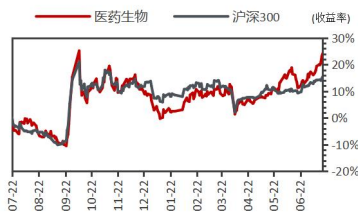
医药生物

创新药主线强势回归, 关注 BigPharma 管线价值重估

——医药行业周报

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势:



资料来源: 聚源数据, 爱建证券研究所

相关研究

《医药行业周报 20250713: 中报业绩超预期, 关注 CXO 和科研服务》2025-07-14

《医药行业周报 20250706: 商保目录将于年内落地, 创新药产业出海获得政策支持》2025-07-07

《医药行业周报 20250629: 关注 BD 出海催化和商保支付增量》2025-06-30

《医药行业周报 20250622: 回调不改创新药产业趋势, 聚焦核心赛道和产业催化》2025-06-24

《医药行业周报 20250615: ADA 2025 蓄势待发, 关注减肥药赛道》2025-06-17

投资要点:

- **医药板块跑赢沪深 300, 创新药再度强势回归。**本周 (7/14~7/20) 市场整体稳步向上, 沪深 300 指数+1.09%, 通信 (+7.56%)、医药生物 (+4.00%)、汽车 (+3.28%) 板块涨幅排名领先, 传媒 (-2.24%)、房地产 (-2.17%) 板块涨幅靠后。医药板块本周+4.00%, 排名 2/31, 跑赢沪深 300 指数, 创新药再度强势回归。本周恒生生物科技指数+12.69%、万得创新药概念指数+8.24%, A/H 创新药相关资产估值水平全面提升。
- **创新药主线强势回归、关注 BigPharma 管线价值重估。**本周创新药出海主线强势回归, 我们看好的 PD-1 双抗、ADC 出海核心赛道均有亮眼表现。中小市值创新药在小核酸、AI 医疗和其他新概念的催化下表现活跃, 同时, 传统大药企也迎来了管线价值重估带来的估值提升。一方面, 第十一批国家药品集采启动, 医保局以“稳临床、保质量、防围标、反内卷”为原则, 重申“新药不集采”、不再锚定“最低价”, 仿制药集采对于传统药企的业绩影响基本出清; 另一方面, 国内 BigPharma 的创新转型基本完成, 相比于 Biotech 在临床资源、商业化能力和现金流稳定性方面具有明显优势, 在当前市场环境下, 有望迎来管线价值重估带来的估值提升, 关注恒瑞医药、中国生物制药等。
- **中国生物制药: 5 亿美元收购礼新医药, 关注后续催化。**7 月 15 日, 中国生物制药 (1177.HK) 重磅官宣, 将以约 5 亿美元的净代价完成礼新医药 100% 股权的收购。收购完成后, 礼新医药将成为中国生物制药全资子公司。礼新医药主要研发和管理团队, 将连同其备受关注的双抗、ADC 等技术平台一起加入中国生物制药, 推动公司的全面创新和国际化业务再加速。关注公司基本面改善和后续催化。1) 创新产品进入密接收获期, 收入占比快速提升, 收入增速企稳。2) 投资收益和分红增厚利润, 分红水平有望提高, 吸引更多 Long-only 资金和保险资金等长期投资者配置增加; 3) 下半年催化剂: 9 月底欧洲呼吸大会 ERS, 计划读出 PDE3/4 的 2 期研究数据; ESMO 大会计划读出 HER2 双抗 ADC 的 HER2+BC 研究数据、CDK2/4/6 研究数据; 目标争取在三季度有至少一项 License-out 交易落地。
- **配置思路: 核心赛道+产业催化。**1) ADC、PD-1 双抗等赛道具有 BD 出海潜力的管线和公司。ADC 潜在出海方面关注迈威生物、乐普生物、复宏汉霖、石药集团/新诺威, PD-1 双抗潜在出海方面关注神州细胞、宜明昂科/Instil Bio (TIL.O)、君实生物、荣昌生物、中国生物制药等; 2) 下半年有望纳入港股通的 18A 公司, 关注映恩生物等。3) 关注中报业绩: 主要关注高景气 CXO 龙头 (药明联合、药明康德、凯莱英) 和医疗器械 (瑞迈特) 等。
- **投资建议:** 创新药板块热度不减、结构性行情显现, 我们看好中国创新药出海的产业趋势, 继续维持全年医药科技牛市的判断, 重点跟踪 ADC、双抗等核心优势赛道, 跟踪产业催化和 BD 进展; 重点关注药明联合、映恩生物-B、康方生物、迈威生物-U、宜明昂科-B、科伦博泰生物-B; 同时, 我们积极寻找中报业绩高增长个股, 看好高景气 CXO、器械出海、脑机接口、AI+医疗等投资机会。
- **风险提示:** 新产品研发进展不及预期, 竞争环境加剧, 产品销售情况不及预期, 地缘政治风险等。

证券分析师

张智聪

S0820525020002

021-32229888-25524

zhangzhicong@ajzq.com

目录

1. 周观点	4
1.1 行情回顾	4
1.2 配置思路	5
2. 中国生物制药：5 亿美元收购礼新医药，关注后续催化	6
3. 产业动态	8
3.1 第十一批药品集采正式启动，再次明确“新药不集采”	8
3.2 禾元生物“植物源重组人血清白蛋白”获批上市	9
3.3 Enhertu：治疗一线 HER2 阳性乳腺癌获得 BTD 认定	9
4. 风险提示	10

图表目录

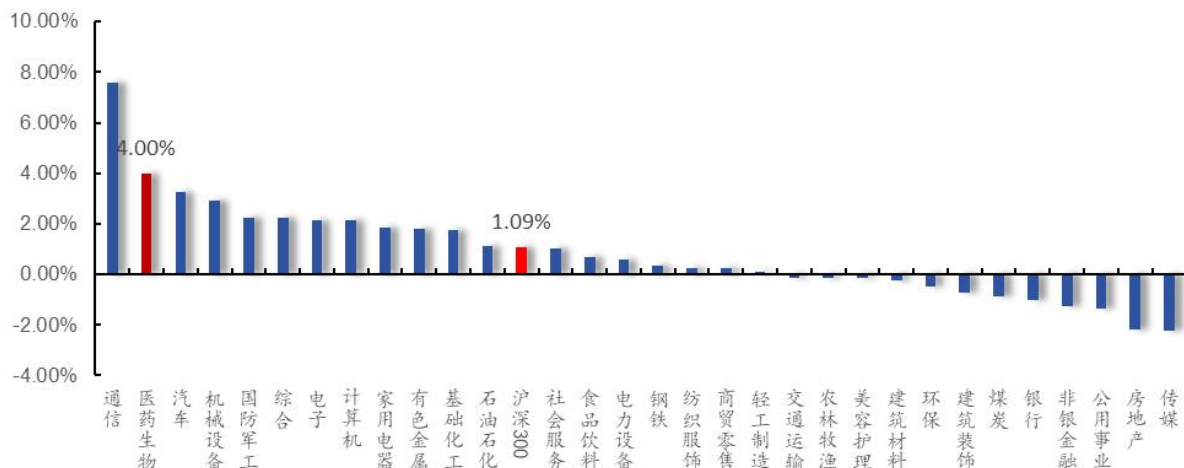
图表 1：医药板块跑赢市场，板块排名 2/31.....	4
图表 2：创新药再度领涨，仅线下药店回调.....	4
图表 3：医药本周个股涨幅前十.....	5
图表 4：医药本周个股跌幅前十.....	5
图表 5：礼新医药的临床项目管线.....	7
图表 6：中国生物制药创新产品收入占比快速攀升.....	8

1. 周观点

1.1 行情回顾

医药板块跑赢沪深 300，创新药再度强势回归。本周（7/14~7/20）市场整体稳步向上，沪深 300 指数+1.09%，通信（+7.56%）、医药生物（+4.00%）、汽车（+3.28%）板块涨幅排名领先，传媒（-2.24%）、房地产（-2.17%）板块涨幅靠后。医药板块本周+4.00%，排名 2/31，跑赢沪深 300 指数，创新药再度强势回归。本周恒生生物科技指数+12.69%、万得创新药概念指数+8.24%，A/H 创新药相关资产估值水平全面提升，中小市值创新药在小核酸、AI 医疗等新主题催化下迎风起舞，前期市场主线 PD-1 双抗、ADC 出海也有亮眼表现，传统仿制药大药企也因创新管线重估迎来估值提升。

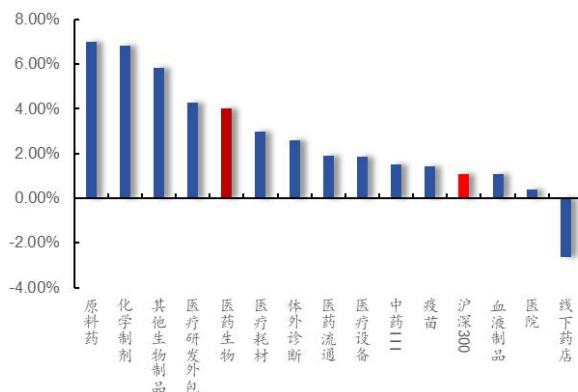
图表 1：医药板块跑赢市场，板块排名 2/31



资料来源：Wind，爱建证券研究所

创新药再度领涨，仅线下药店回调。本周医药各细分板块中，原料药（+7.01%）、化学制剂（+6.83%）、其他生物制品（+5.85%）、CXO（+4.25%）均跑赢 SW 医药指数，仅线下药店（-1.29%）单一板块回调。

图表 2：创新药再度领涨，仅线下药店回调

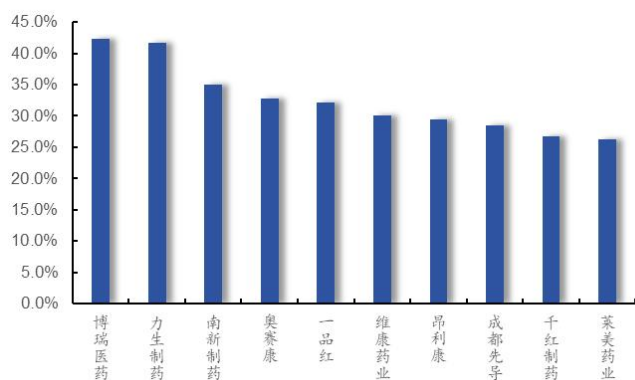


资料来源：Wind，爱建证券研究所

本周医药板块个股涨幅前十：博瑞医药（+42.35%）、力生制药（+41.68%）、南新制药（+34.95%）、奥赛康（+32.77%）、一品红（+32.13%）、维康药业（+30.11%）、昂利康（+29.50%）、成都先导（+28.55%）、千红制药（+26.67%）、莱美药业（+26.18%）。

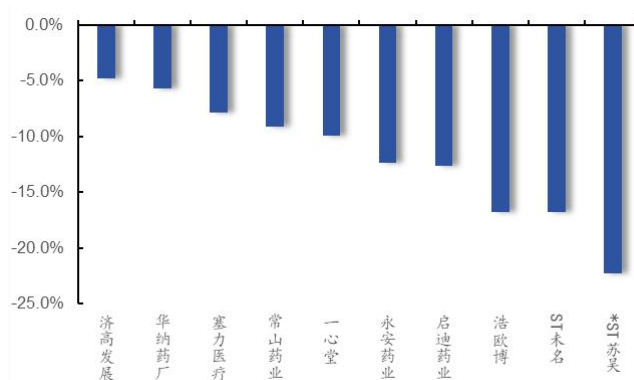
本周医药板块个股跌幅前十：*ST 苏吴（-22.31%）、ST 未名（-16.82%）、浩欧博（-16.76%）、启迪药业（-12.37%）、永安药业（-12.37%）、一心堂（-9.93%）、常山药业（-9.18%）、塞力医疗（-7.89%）、华纳药厂（-5.74%）、济高发展（-4.82%）。

图表 3：医药本周个股涨幅前十



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：医药本周个股跌幅前十



资料来源：Wind，爱建证券研究所

1.2 配置思路

创新药主线强势回归、关注 BigPharma 管线价值重估。本周创新药出海主线强势回归，我们看好的 PD-1 双抗、ADC 出海核心赛道均有亮眼表现。中小市值创新药在小核酸、AI 医疗和其他新概念的催化下表现活跃，同时，传统大药企也迎来了管线价值重估带来的估值提升。一方面，第十一批国家药品集采启动，医保局以“稳临床、保质量、防围标、反内卷”为原则，重申“新药不集采”、不再锚定“最低价”，仿制药集采对于传统药企的业绩影响基本出清；另一方面，国内 BigPharma 的创新转型基本完成，相比于 Biotech 在临床资源、商业化能力和现金流稳定性方面具有明显优势，在当前市场环境下，有望迎来管线价值重估带来的估值提升，关注恒瑞医药、中国生物制药等。

此外，我们认为坚定看好核心优势赛道以及近期有确定性产业催化的方向：

1) ADC、PD-1 双抗等赛道具有 BD 出海潜力的管线和公司。ADC 潜在出海方面关注迈威生物、乐普生物、复宏汉霖、石药集团/新诺威，PD-1 双抗潜在出海方面关注神州细胞、宜明昂科/Instil Bio (TIL.O)、君实生物、荣昌生物、中国生物制药等；**2) 下半年有望纳入港股通的 18A 公司，**关注映恩生物等。**3) 关注中报业绩：**主要关注高景气 CXO 龙头（药明合联、药明康德、凯莱英）和医疗器械（瑞迈特）等。

从长期维度来看，抓住国内市场的“硬科技”和布局“强刚需”。在外部环境具有较高不确定性的背景下，我们更加看好布局“硬科技”和“强刚需”两方面的确定性投资机会。

硬科技：1) 创新药：医药行业最具成长性和确定性的投资机会，国家全产业链扶持医药创新，2025 年商保增量资金有望为解决支付端核心矛盾带来边际改善，中国的创新药产业的研发能力已经获得海外 MNC 的高度认可，BD、NewCo 等新模式有望在海外市场兑现中国创新的价值，重点关注 ADC、双抗、TCE、自免等前沿领域的创新进展；**2) 创新器械、高端设备的自主可控：**国家药监局发布支持高端创新器械创新发展的新措施，加快高端设备、创新器械的国产化进程，国内设备采购招标未来将逐步复苏，在测序仪（华大智造）、科学仪器（聚光科技）、高端影像设备（联影医疗、奕瑞科技）、脑机接口、人工智能 AI+ 等领域未来均有机会通过技术突破，成为全球头部供应商。

强刚需：1) 生命科学服务上游：跟随中国医药创新产业升级，国内企业有望快速抢占市场份额，如科研试剂（泰坦科技、皓元医药）、培养基（奥浦迈）、试验耗材（诺唯赞）等；**2) 血制品：**国内需求稳定增长，但供给端瓶颈显著，市场长期处于紧平衡状态，国央企积极参与民企国改，行业集中度提升。

2. 中国生物制药:5 亿美元收购礼新医药, 关注后续催化

7 月 15 日，中国生物制药（1177.HK）重磅官宣，将以约 5 亿美元的净代价完成礼新医药 100% 股权的收购。收购完成后，礼新医药将成为中国生物制药全资子公司。礼新医药主要研发和管理团队，将连同其备受关注的双抗、ADC 等技术平台一起加入中国生物制药，推动公司的全面创新和国际化业务再加速。

LM-299 与默沙东达成开发合作，成为全球 PD-1 双抗核心玩家。2024 年 11 月，礼新医药与默沙东 MSD 就 LM-299（PD-1/VEGF 双抗）的全球开发、生产和商业化权益达成独家许可协议。根据协议条款，礼新医药将获得 5.88 亿美元的首付款，基于 LM-299 多项适应症的技术转让、开发、获批和商业化进展，礼新还将获得最高 27 亿美元的里程碑付款。目前双方正在推进技术转移，根据交易合同约定，完成技术转移后，礼新将收到 3 亿美元的里程碑付款，预计将在 2025 年内完成。

差异化双抗+ADC 技术平台，肿瘤创新如虎添翼。礼新医药聚焦全球首创（First-in-class）和同类最优（Best-in-class）潜力的创新生物药研发，已建成全球领先的抗体发现和 ADC 技术平台，包括肿瘤微环境特异性抗体开发平台（LM-TME）、针对难成药靶点的抗体开发平台（LM-Abs）、新一代抗体偶联药物平台（LM-ADC）以及免疫细胞衔接器平台（LM-TCE）。目前，重磅产品 LM-299（PD-1/VEGF 双抗）、LM-305（GPC5D ADC）、LM-108（CCR8 单抗）、LM-302（Claudin 18.2 ADC）等 8 项资产正在开展临床，还有约 20 个项目处在临床前研究阶段。这是一次强强联合的收购，礼新医药核心团队成员将继续留任，进一步开发具备国际竞争力的分子，而中国生物制药也将充分发挥在临床、

生产、商业化等领域的优势，加速其创新资产转化。

图表 5：礼新医药的临床项目管线

项目代号	作用机理	适应症	IND	Phase I	Phase II	Phase III	权益
LM-302	Claudin18.2 ADC	3L+ 胃癌/胃食道结合处癌					全球可授权
LM-302	Claudin18.2 ADC	1L+ 胃癌/胃食道结合处癌					全球可授权
LM-302	Claudin18.2 ADC	胰腺癌					全球可授权
LM-108	CCR8 单抗	MSI-h 实体瘤					大中华区以外可授权
LM-108	CCR8 单抗	2L-胃癌					大中华区以外可授权
LM-101	SIRPα 单抗	实体瘤及血液瘤					全球可授权
LM-305	GPRC5D ADC	多发性骨髓瘤					全球已转让-阿斯利康
LM-24C5	CEACAM5 双抗	实体瘤					全球可授权
LM-299	PD-1/VEGF双抗	实体瘤					全球已转让-默沙东
LM-168	下一代CTLA4单抗（肿瘤特异性）	实体瘤					全球可授权
LM-2417	NaPi2b双抗	卵巢癌、肺癌					全球可授权

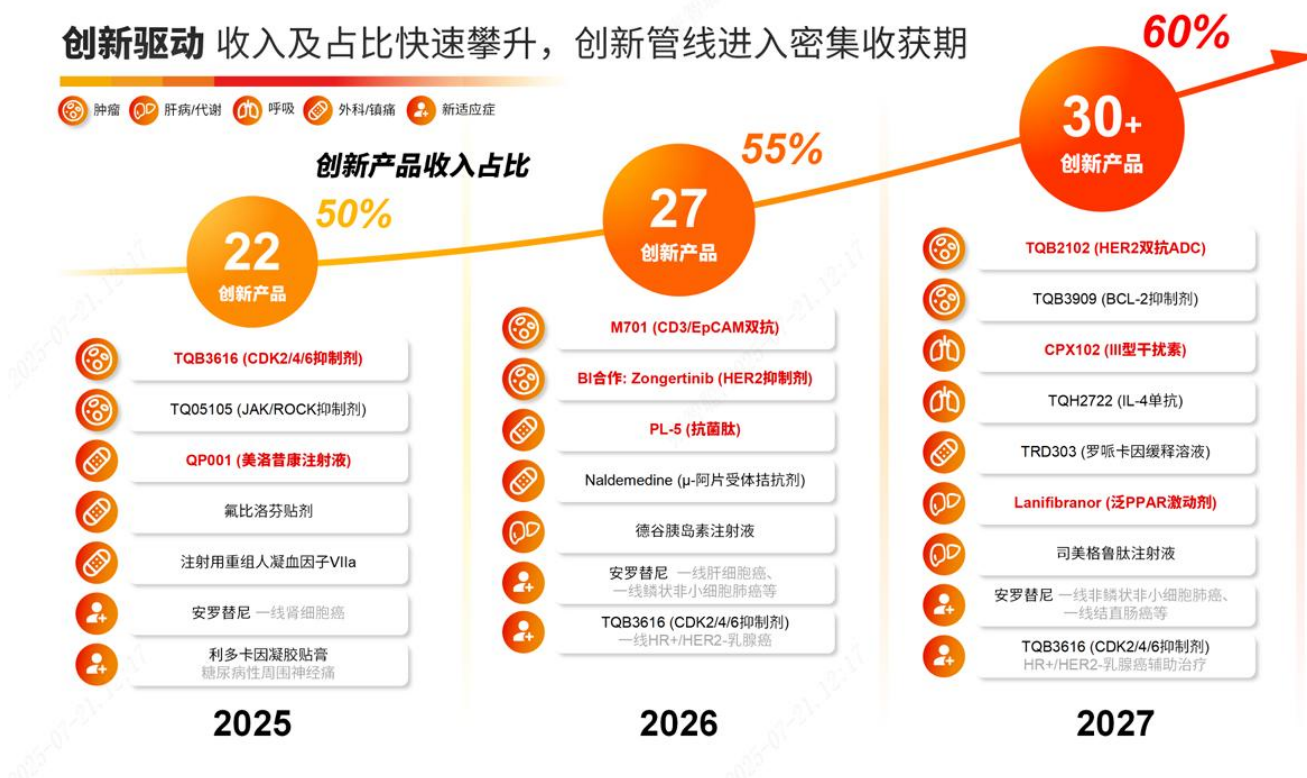
资料来源：礼新医药公司官网，爱建证券研究所

差异化双抗+ADC 技术平台，肿瘤创新如虎添翼。礼新医药聚焦全球首创（First-in-class）和同类最优（Best-in-class）潜力的创新生物药研发，已建成全球领先的抗体发现和 ADC 技术平台，包括肿瘤微环境特异性抗体开发平台（LM-TME）、针对难成药靶点的抗体开发平台（LM-Abs）、新一代抗体偶联药物平台（LM-ADC）以及免疫细胞衔接器平台（LM-TCE）。目前，重磅产品 LM-299（PD-1/VEGF 双抗）、LM-305（GPRC5D ADC）、LM-108（CCR8 单抗）、LM-302（Claudin 18.2 ADC）等 8 项资产正在开展临床，还有约 20 个项目处在临床前研究阶段。这是一次强强联合的收购，礼新医药核心团队成员将继续留任，进一步开发具备国际竞争力的分子，而中国生物制药也将充分发挥在临床、生产、商业化等领域的优势，加速其创新资产转化。

关注中国生物制药基本面改善和后续催化。1) **创新产品进入密接收获期，收入占比快速提升，收入增速企稳。**公司从 2017 年启动创新转型，通过自主研发、投资并购、外部合作等多种方式打造创新管线，安罗替尼、贝莫苏拜单抗、格索雷塞等多款 1 类新药获批上市，2024 年创新产品收入 120.6 亿，同比增长 21.9%，创新产品收入占比 41.8%。2025 年，预计公司创新产品将达到 22 个，收入占比超过 50%，未来几年创新管线进入密集收获期，带动公司整体收入保持双位数增长。2) 投资收益和分红增厚利润，分红水平有望提高。映恩生物（间接持有 333.33 万股）的投资收益以及科兴生物（SVA.O）的特殊现金分红有望

显著增厚公司利润，公司分红水平可能继续提高，2024 财年公司股息率 2.19%，未来可能提升至 3%，吸引更多 Long-only 资金和保险资金等长期投资者配置增加；3）下半年催化剂：9 月底欧洲呼吸大会 ERS，计划读出 PDE3/4 的 2 期研究数据；ESMO 大会计划读出 HER2 双抗 ADC 的 HER2+BC 研究数据、CDK2/4/6 研究数据；目标争取在三季度有至少一项 License-out 交易落地。

图表 6：中国生物制药创新产品收入占比快速攀升



资料来源：中国生物制药官网，爱建证券研究所

3. 产业动态

3.1 第十一批药品集采正式启动，再次明确“新药不集采”

7 月 15 日，国家组织药品联合采购办公室发布了《关于开展第十一批国家组织药品集中采购相关药品信息填报工作的通知》，标志着第十一批药品集采正式启动。国家医保局当日召开媒体通气会，介绍下一步优化集采的措施考虑，并公布了拟纳入第十一批集采的 55 个品种。

国家医保局相关负责人表示，按照“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则，第十一批国家组织药品带量采购已完成拟采购品种遴选，即将开展医疗机构报量工作。

今年政府工作报告首次提到“优化药品集采政策”，6 月国务院常务会研究优化药品和耗材集采有关举措，此批集采即是对相关工作要求的落实。“新药不

集采、集采非新药。”

3.2 禾元生物“植物源重组人血清白蛋白”获批上市

7 月 18 日，NMPA 官网显示，禾元生物申报的植物源重组人血清白蛋白（HY1001）获批上市，用于肝硬化低白蛋白血症（ $\leq 30\text{g/L}$ ）的治疗。目前临床使用的人血清白蛋白药物均来自人类血浆的分离提取，存在资源短缺和病原体传播的风险。2020 年国内人血清白蛋白治疗药物市场规模已高达 258 亿元，且进口依赖严重，进口产品长期占据 60% 以上的市场，人血清白蛋白仍存在较大供需缺口。

HY1001 是禾元生物首个研发的重磅产品，利用水稻胚乳细胞表达，经提取、纯化的重组人血清白蛋白产品，成功解决了重组人血清白蛋白的纯度、规模化和成本问题，更实现了从源头上杜绝病毒传播的风险，确保了血液制品的安全性。HY1001 的获批，标志着禾元生物在全球首创的植物重组蛋白质药物领域取得了显著进展，有望解决我国人血清白蛋白长期依赖进口的局面。

2024 年 9 月，贝达药业和禾元生物就 HY1001 签署药品区域经销协议。贝达药业获得在约定区域内独家经销 HY1001 的权利。

3.3 Enhertu：治疗一线 HER2 阳性乳腺癌获得 BTM 认定

2025 年 7 月 17 日，第一三共/阿斯利康宣布，其共同开发的 HER2 ADC 药物 Enhertu，与帕妥珠单抗联用治疗一线不可切除或转移性 HER2 阳性乳腺癌成年患者，获得美国 FDA 的突破性疗法认定（BTM），这也是 Enhertu 获得的第 9 项 FDA 突破性治疗认定。

本次 BTM 认定是基于 DESTINY-Breast09 研究的三期临床结果，2025 年 ASCO 会议期间，第一三共/阿斯利康宣布公布了该项临床试验结果。主要终点无进展生存期 mPFS 显著改善，T-DXd+P 治疗组的 mPFS 为 40.7 个月，而对照组（THP 方案）的 mPFS 为 26.9 个月，风险比 HR 为 0.56（ $p < 0.00001$ ）。PFS 获益在所有亚组中均保持一致，包括新发或复发、激素受体 HR 的状态以及 PIK3CA 突变状态。在数据截止时，总生存期 OS 尚未成熟（成熟度为 16%），但中期 OS 数据显示，Enhertu 联合帕妥珠单抗组的趋势优于 THP 组。Enhertu 联合帕妥珠单抗的安全性已知的单药治疗安全性一致，未发现新的安全问题。

这是十多年来首次在 HER2 阳性转移性乳腺癌一线治疗中显示出改善结果的试验。Enhertu 联合帕妥珠单抗的 mPFS 超过 3 年，显示出其作为一线治疗方案的潜力。

4. 风险提示

新产品研发进展不及预期，竞争环境加剧，产品销售情况不及预期，地缘政治风险等。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。