



医药行业行业研究

买入（维持评级）
行业年度报告
证券研究报告

医药组

分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003）
gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：方程嫣（执业 S1130525110002）
fangchengyan@gjzq.com.cn

分析师：姜铸轩（执业 S1130525070015）
jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

分析师：唐玉青（执业 S1130525080003）
tangyuqing@gjzq.com.cn

分析师：马居东（执业 S1130525070004）
majudong@gjzq.com.cn

联系人：刘创
liuchuang@gjzq.com.cn

创新药产业链 2026 年度策略：从本土崛起到全球价值链的重构者

投资逻辑：

研发能力突破，全球竞争力凸显。2025 年全球医药投融资触底复苏，前 11 个月总额达 1921 亿美元，海内外市场同步改善，且呈现传统赛道稳健流入、ADC、双抗等新兴赛道加码的特征。全球及中国生物医药 BD 合作持续升温，交易数量与金额双升，中国创新药出海进入多品类攻坚阶段，License-out 交易成为跨国交易主线。同时，中国创新药研发能力凸显，IND、NDA 数量及获批上市品种持续增长，在 ADC、细胞疗法等多个赛道在研数量全球领先，FIC 分子数量跃居全球第二，中美原研药上市时间差距大幅缩短，国内创新药已步入全面收获时代。

内外共振，把握优质赛道与出海主线。全球传统重磅畅销药增长放缓，跨国药企面临专利悬崖压力，亟需补充管线。在此背景下，中国创新药在多个赛道展现替代潜力：PD-1 双抗凭优异疗效有望迭代现有单抗，ADC 药物在泛瘤种领域迭代化疗潜力显著，小核酸药物以独特机制成为热门赛道。同时，特应性皮炎、银屑病、COPD 等治疗领域创新药齐头并进，GLP-1 类药物研发与商业化加速。国内企业密集布局并通过 BD 合作落地出海，成为全球药企核心合作标的。

多方政策持续支持，产业趋势向上。2025 年以来，医药行业政策持续优化，集采边际影响减弱并转向质量导向。第十一批集采新增反内卷措施，通过设置锚点价、复活机制等保障中选率与合理价差，同时提高质量与市场规模门槛。生物类似药集采有望 2026 年启动，预计降幅温和。此外，多部门推出全链条支持政策，优化创新药审评审批、招采准入与支付环节，医保基金向创新药倾斜，商保目录扩容补位，形成多元支付体系，为创新药快速放量与产业高质量发展保驾护航。

成果已显：创新药企逐步进入收获期。Biotech 期间费用率持续优化，盈亏平衡点渐进。本土企业持续创新，2026 年 Biotech 密集催化。

制药供应链：景气度上行持续，新技术方向带动产业扩容。2025 年以来，AI 制药技术热度攀升、全球创新药景气度延续，再叠加国内生物医药投融资触底回升，行业市场关注度持续走高，基本面复苏趋势愈发明确。展望 2026 年，CXO 行业投资可把握两大核心主线：1) 优先布局行业龙头：龙头企业凭借技术壁垒、产能规模及客户资源优势，将在行业复苏周期中占据更大的市场份额，业绩增长具备更强确定性；2) 聚焦海外业务占比高的标的：海外市场需求稳定性更强，且商业化订单红利持续释放，高海外业务占比的企业可有效对冲部分国内市场的的不确定性，实现稳健增长。同时，随着国内生物医药投融资回暖的红利逐步传导，国内各 CRO 细分板块企业也有望陆续迎来业绩拐点，具备长期配置价值。

投资建议

制药板块：恒瑞医药、百济神州、翰森制药、信达生物、康方生物、中国生物制药、石药集团、科伦博泰、三生制药、映恩生物、康诺亚、甘李药业、特宝生物；**CXO 受益标的：**药明合联、康龙化成。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、临床试验进展不及预期风险、产品上市审评进展不及预期风险。



内容目录

一、研发能力突破，全球竞争力凸显	5
（一）产业趋势向上，创新药处于陡峭上升期	5
（二）十年磨剑，中国创新药步入全面收获时代	6
（三）出海扬帆，中国企业在全球出海交易中的占比提升	9
二、内外共振，把握优质赛道与出海主线	12
（一）中长期看，MNC 正面临严峻的创新分子专利悬崖压力	12
（二）泛肿瘤疗法市场潜力巨大，中国分子领军下双抗与 ADC 展现升级路径	13
（三）商业爆发前夕，小核酸药物上市加速、市场空间广阔	14
（四）慢病赛道：新型技术路径持续拓展，国产企业前沿布局	16
（五）GLP-1：海外龙头商业化及研发催化密集，关注国产管线差异化优势	20
三、多方政策持续支持，产业趋势向上	24
（一）集采边际影响减弱，从价格导向转为质量导向	24
（二）多方政策支持，医保对创新药支持力度加大，新商保目录有望带来新增量	27
四、成果已显：创新药企逐步进入收获期	29
五、制药供应链：景气度上行持续，新技术方向带动产业扩容	31
（一）融资环境改善，国内外 CXO 行业景气度传导效应显现	31
（二）新技术变革引领行业机遇，带动 CXO 需求扩容	33
（三）地缘政治短期扰动不改长期 CXO 的核心竞争力	34
（四）原料药：供给趋于稳定，未来盈利能力有望持续提升	34
（五）生命科学服务：景气度传导带动利润端改善	36
六、风险提示	37

图表目录

图表 1：全球医药投融资经历 2024 年的较低水平，正在 2025 年逐步复苏	5
图表 2：医药投融资配置正呈现“传统赛道稳健流入 + 新兴赛道增量加码”的鲜明特征	6
图表 3：IND 批准数量：国产新药主导，占比持续提升	6
图表 4：临床研究开展数量：国产新药主导，占比持续提升	6
图表 5：NDA 数量：国产新药数量快速增长	7
图表 6：新药获批上市数量：国产新药数量快速增长	7
图表 7：中国药企领先赛道：ADC、双抗/多抗、细胞疗法等	7
图表 8：新兴技术领域具诸多优势，有望引领用药迭代	8



图表 9: 中国 FIC 分子数量已快速增长至全球第二	8
图表 10: 中美原研药品上市时间差距明显缩短	9
图表 11: 国产 FIC 新药大部分仍处临床阶段, 上市新药 FIC 占比提升空间巨大	9
图表 12: License out 交易数量已超过 License in, 成为交易主线	9
图表 13: 中国资产已占据全球新药交易的半壁江山	9
图表 14: License out 交易首付款持续攀升	10
图表 15: License out 交易总金额规模持续攀升	10
图表 16: 全球生物医药领域 BD 合作持续升温	10
图表 17: 中国创新药企紧抓全球化机遇扬帆出海, BD 合作实现突破性增长	11
图表 18: 2025 年中国创新药企 TOP20 的 BD 交易	11
图表 19: 全球重磅畅销药逐步步入产品生命周期中后期, 增长动能呈现放缓态势。	12
图表 20: MNC 专利悬崖打开中国创新分子窗口期	13
图表 21: 依沃西通过头对头研究展现替代 PD-1 单抗潜力	13
图表 22: 近年来二代 I0 PD-(L)1 双抗 BD 频现, 赛道交易火热	13
图表 23: SKB264 展现替代化疗潜力	14
图表 24: 相较于小分子及抗体药物, 小核酸的核心优势在于较低的给药频次	14
图表 25: 相较于其他制药技术, 小核酸正逐步进入快速发展阶段、赛道有望迎重大突破	15
图表 26: 全球小核酸 BD 及收购交易快速增长, MNC 加速布局	15
图表 27: 多数小核酸大额交易落地时间点集中在近些年	16
图表 28: 综合来看, JAK1/IL-4R 抑制剂针对中重度 AD 改善皮损/瘙痒效果优异	17
图表 29: 已上市的靶向治疗特应性皮炎药品市场潜力巨大 (亿美元)	17
图表 30: 双抗有望迭代现有生物制剂疗法, 多家企业有所布局	18
图表 31: PROTAC 和新一代小分子 (TYK2 等) 有望入局, 满足口服细分市场的需求	18
图表 32: 生物制剂持续迭代, 古塞奇尤单抗 (IL-23) 为现阶段更新一代生物制剂	19
图表 33: 氟可来昔替尼长期疗效优于乌司奴单抗	19
图表 34: PDE3/4 吸入剂商业化潜力大, 恩司芬群 1% 市占率对应 12 亿美金销售	20
图表 35: PDE3/4 吸入剂领域中生/海思科/恒瑞紧密 follow, 重磅 BD 有望接续落地	20
图表 36: 替尔泊肽 25Q3 单季度销售超 100 亿美元, 环比增长强劲, 26 年有望持续高增	21
图表 37: 口服司美/orsforglipron 疗效接近司美注射剂型, 26H1 将获批上市引领剂型升级	21
图表 38: retatrutide 研发覆盖多个代谢相关慢病, 多个 3 期临床 26 年陆续读出数据	22
图表 39: 辉瑞 GLP-1/amylin 月制剂 (单药及联用) 将于 26 年推进至 2/3 期	22
图表 40: 主流靶点组合 GLP1/GIP/GCGR 国内密集跟进, 多款药物具备显著差异化优势	23
图表 41: 口服药物疗效上限亟待突破, 关注国内企业弯道超车机会	23
图表 42: 联邦制药&诺和诺德就 UBT251 达成 20 亿美金 BD, 26 年将启动海外 1/2 期临床	24
图表 43: 诚益、恒瑞、翰森、石药、复星等公司小分子 GLP-1 陆续完成对外授权	24



图表 44: 前十一批次累计集采接近 500 余品种	25
图表 45: 集采降价幅度整体相对平稳（平均降幅）	25
图表 46: 第十一批集采总体实现“稳临床、保质量、反内卷、防围标”的目标	26
图表 47: 安徽集采文件中涉及 8 款生物药，其中 7 款竞争企业数 ≥ 5 家，仅 1 款获批企业超过 10 家	26
图表 48: 此前省级联盟集采中，利妥昔单抗降价幅度温和，依那西普因上市较早且竞争格局充分降幅相对较高，但总体低于化药平均降幅	27
图表 49: 近两年多维度政策持续助力，全链条支持创新药蓬勃发展	27
图表 50: 医保政策倾斜，友好的支付端有望助力创新药快速放量	28
图表 51: 多元化医疗保障体系加速建设中，商保新增量未来可期	28
图表 52: 22 家代表性 Biotech 累计营收 2019-2024 年 CAGR 超 50%，2025H1 增速近 30%，仍处于快速放量期（亿元）	29
图表 53: Biotech 研发、销售费用率持续优化	29
图表 54: 部分 Biotech 近两年逐步扭亏，2025H1 百济神州、信达生物等多家公司首次扭亏（亿元）	30
图表 55: 未来 2-3 年内多家 Biotech 有望实现扭亏为盈	30
图表 56: 本土企业持续创新，2026 年 Biotech 密集催化	31
图表 57: 海外 CXO 公司 2025 年收入情况和业绩指引	31
图表 58: CXO 公司 2025 年订单情况	32
图表 59: CXO 公司财务指标	33
图表 60: 药明康德各项业务同比增速情况（%）	33
图表 61: 药明生物不同领域项目增长情况	33
图表 62: 原料药代表公司资本开支情况（单位：亿元）	34
图表 63: 原料药代表公司固定资产情况（单位：亿元）	35
图表 64: 化学药品原料药制造 PPI（当月同比）	36
图表 65: 生物制药产业链上游财务指标	36



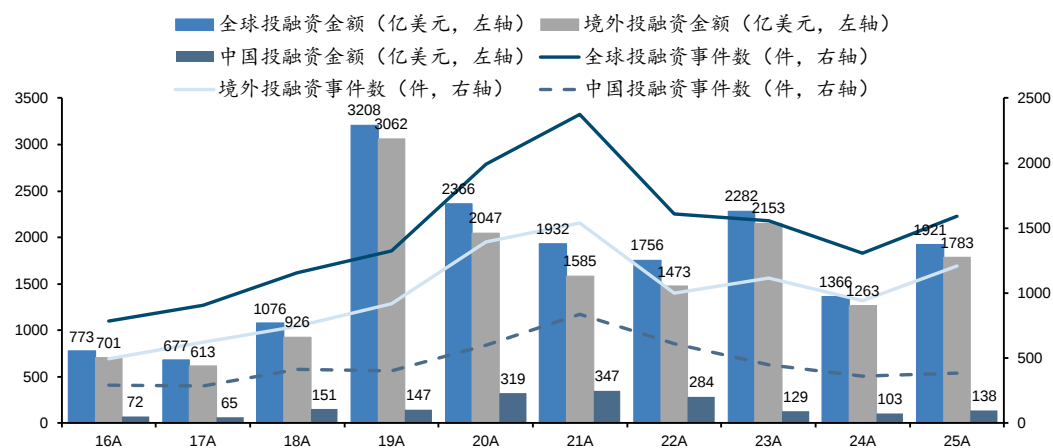
一、研发能力突破，全球竞争力凸显

（一）产业趋势向上，创新药处于陡峭上升期

2025 年全球医药投融资迎来边际复苏拐点。复盘 2016 年以来的行业投融资周期，2019-2020 年凭借全球公共卫生事件催化与美国降息周期的流动性支撑，成为全球医药投融资的阶段峰值。2021 年后行业进入调整期，投融资规模逐步回落，而 2025 年前 11 个月市场呈现明确复苏信号——全球医药领域投融资总额达 1921 亿美元，其中境外市场贡献 1783 亿美元，中国市场录得 138 亿美元，海内外市场同步改善。

国内维度看，2025 年创新药企港股上市通道持续畅通，多家企业顺利登陆资本市场，后备上市梯队亦保持充足供给。展望后市，随着美联储降息预期持续升温，全球流动性环境将进一步宽松，预计 2026 年国内外医药投融资将延续回升态势，港股创新药上市热潮有望持续发酵。这一趋势将为国内创新药企提供充足的资金支持，有效加速核心管线研发进程，并带动创新药上下游产业链(从靶点发现、CRO/CDMO 服务到生产制造)的整体活跃度提升，为行业长期发展注入强劲动力。

图表1：全球医药投融资经历 2024 年的较低水平，正在 2025 年逐步复苏

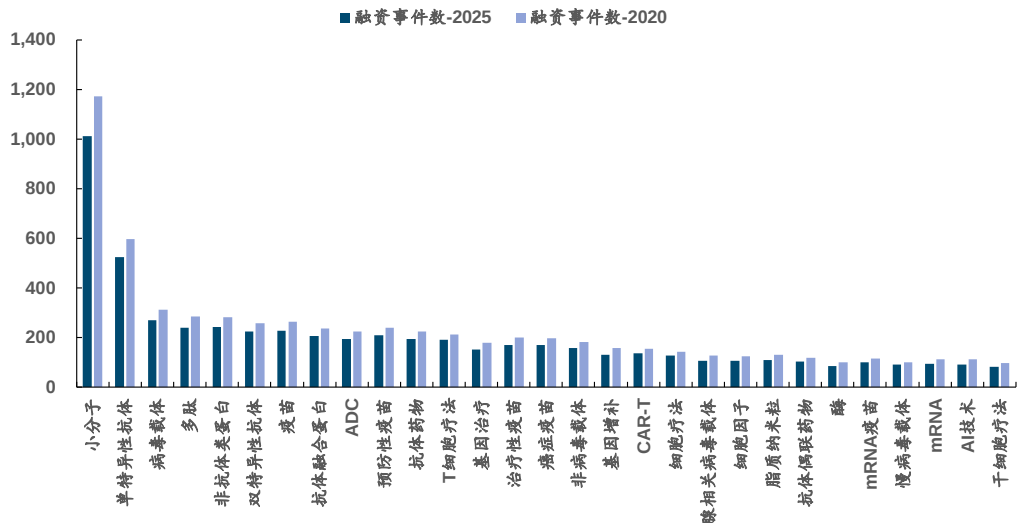


来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 12 月 7 日

- 从投融资结构拆解来看，医药领域投融资配置正呈现“传统赛道稳健流入 + 新兴赛道增量加码”的鲜明特征：小分子药物、单抗类药物等成熟领域仍持续吸引资金聚焦，而 ADC 药物、双抗药物、CAR-T 细胞疗法、多肽药物等新兴赛道，凭借技术突破与临床价值兑现，在海内外投融资中的占比正逐步攀升。
- 投融资流向是行业景气度的“前瞻信号”与细分赛道的“成长发令枪”，其向新兴领域的倾斜，印证了市场对技术创新与临床需求匹配度的高度认可。基于此，我们坚定看好 2026 年 ADC、双抗、CAR-T、多肽等细分赛道的投资行情，相关领域有望凭借资金加持与技术迭代，成为医药板块的核心增长引擎。



图表2：医药投融资配置正呈现“传统赛道稳健流入 + 新兴赛道增量加码”的鲜明特征

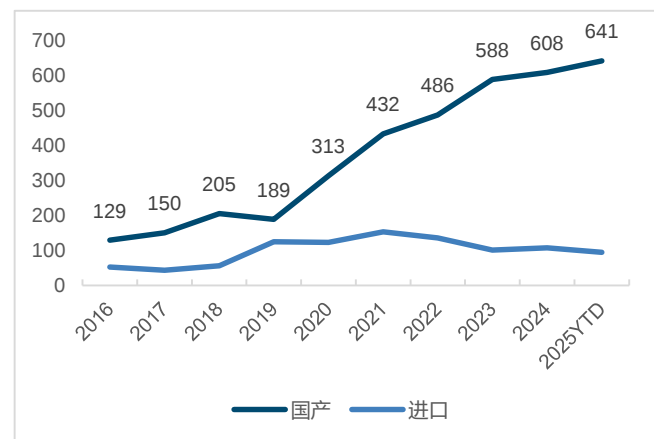


来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2025年12月7日

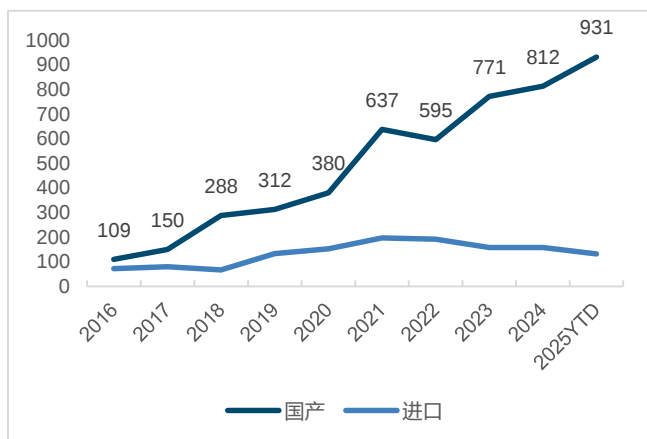
（二）十年磨剑，中国创新药步入全面收获时代

十年磨剑，中国创新药步入全面收获时代。自2015年药政改革以来，中国创新药行业迎来高速发展，已进入全面收获时代：2025年，在国内市场，本土创新药的IND占比已达87.1%，临床开设数量占比已达87.7%；2016年至2025年，本土新药的每年NDA数量由5款提升至64款、每年批准上市数量占比由4款提升至70款（其中2025年接近翻倍增长）；国产创新药获批数量为：2016-2019年合计31款，2020-2022年合计73款，2022年至今合计147款。

图表3：IND批准数量：国产新药主导，占比持续提升



图表4：临床研究开展数量：国产新药主导，占比持续提升



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2025年12月14日

来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2025年12月14日



图表5: NDA 数量: 国产新药数量快速增长



图表6: 新药获批上市数量: 国产新药数量快速增长

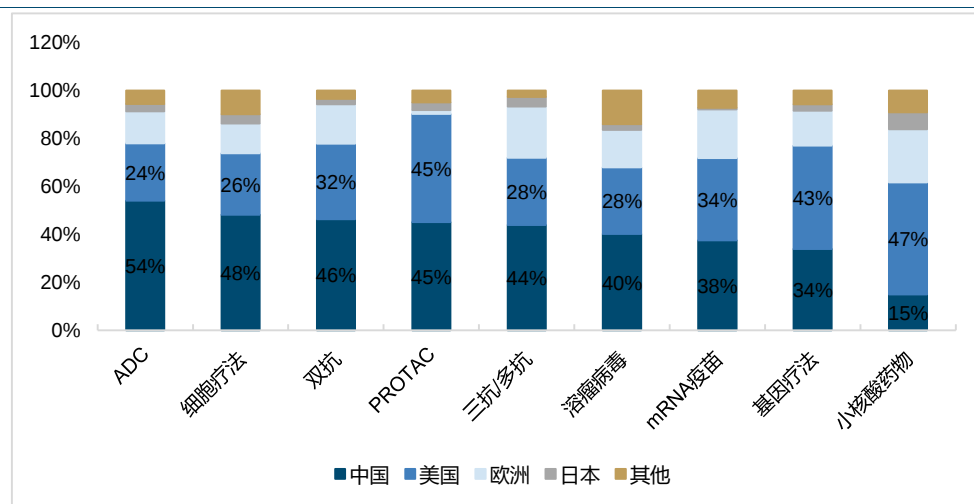


来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 14 日

来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 14 日

赛道择优, 中国创新药在多个领域具备技术优势。历经多年发展, 中国创新药已在多个领域具备局部技术优势。新兴领域中, 中国企业新药在研数量已占据全球第一的赛道包括: ADC 占比 54%、细胞疗法占比 48%、双抗占比 46%、PROTAC 占比 45%、多抗占比 44%、溶瘤病毒占比 40%等; 中国企业在研数量仍具有上升空间的赛道包括: mRNA 疫苗 (占比 38%)、基因疗法 (占比 34%)、小核酸药物 (占比 15%) 等。

图表7: 中国药企领先赛道: ADC、双抗/多抗、细胞疗法等



来源: 医药魔方, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 14 日



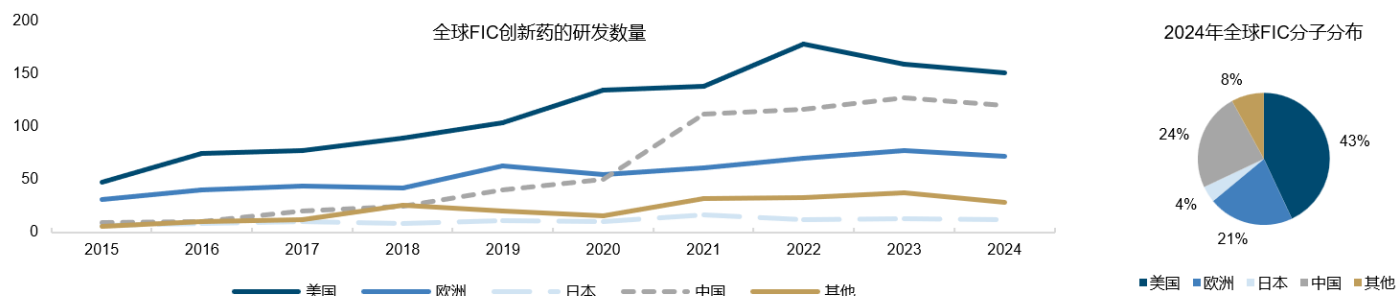
图表8：新兴技术领域具诸多优势，有望引领用药迭代

	细胞疗法	基因疗法	ADC	双/多抗	放射性药物	核酸药物	PROTAC
靶点范围拓展	直接以细胞作为治疗药物	在基因层面干预	可作用于非酶活性靶点			直接作用于RNA	靶向“不可成药”靶点
靶向性突破	可迁移到肿瘤部位	特定载体具有独特的组织倾向	凭借抗体实现特异性疗效提升	精确识别并结合癌细胞表面的特定抗原	相较放疗更加精准	通过靶向配体实现特定组织递送	
疗效提升	在血液瘤中可实现深度缓解和长期无病生存	一次性修复基因缺陷	疗效提升	疗效提升	疗效提升		持续降解靶蛋白
克服耐药	克服既往药品耐药	永久纠正耐药突变	克服既往药品耐药	克服既往药品耐药	克服既往药品耐药		可降解突变蛋白
安全性改善			精确递送，减少全身暴露	增强结合特异性，减少对非靶细胞的结合	精确递送，减少全身暴露		
依从性优化	一次性或长期有效	一次性或长期有效				长期有效	

来源：医药魔方，国金证券研究所

源头创新能力持续加强，中国企业已从过去的长期 Me-too/Me-better 研发全面转向 First-in-Class/Best-in-Class。2015-2024 年，中国企业临床阶段开发的 FIC 创新药数量从 9 款（全球占比 9%）增长至 120 款（全球占比 31%），占比已超过 30%，仅次于美国，位居全球第二；同时，中美原研药品上市时间差距明显缩短，全新赛道分子在美国和中国首次获批上市的时间差已由过去的 10 年左右缩短至 1 年以内，Fast-follow 时间窗收窄，行业的跟随学习阶段已接近尾声，企业逐渐在各自具备优势的领域寻求进一步 FIC/BIC 突破。

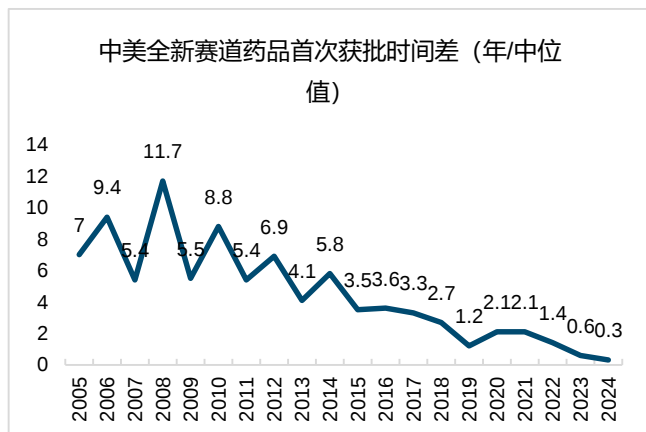
图表9：中国 FIC 分子数量已快速增长至全球第二



来源：医药魔方，国金证券研究所 注：FIC/ First-in-Class：同类首创；BIC/Best-in-Class：同类最优

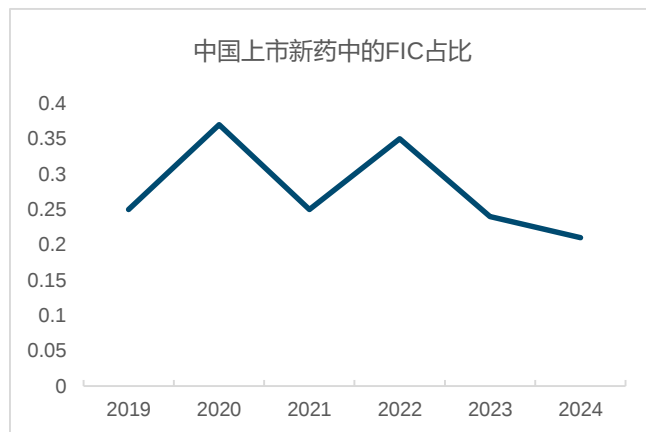


图表10：中美原研药品上市时间差距明显缩短



来源：医药魔方，国金证券研究所

图表11：国产FIC新药大部分仍处临床阶段，上市新药FIC占比提升空间巨大

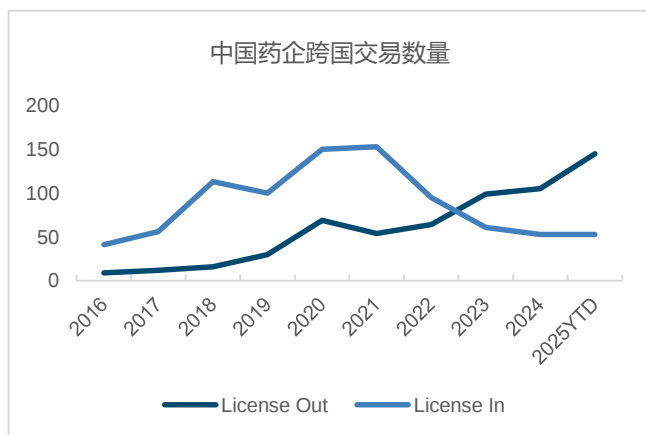


来源：医药魔方，国金证券研究所

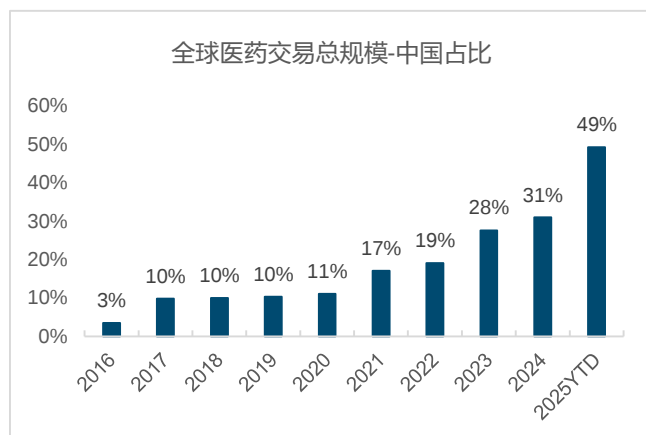
(三) 出海扬帆，中国企业在全球出海交易中的占比提升

扬帆出海，中国创新药已迎来 License out 浪潮。多重优势加持下，近年来密集吸引海外药企，达成多项合作，迎来 License out 出海浪潮：(1) 从“引进来”到“走出去”：交易数量持续攀升，于 2023 年开始 License out 交易数量超过 License in，成为跨国交易主线；(2) 真金白银落地，全球优质资产逻辑已获验证：交易首付款与交易金额屡创新高，在全球交易中的占比持续攀升。

图表12：License out 交易数量已超过 License in，成为交易主线



图表13：中国资产已占据全球新药交易的半壁江山

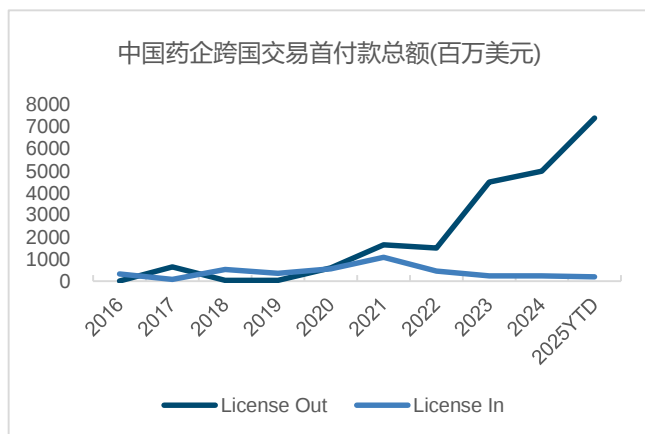


来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 12 月 14 日

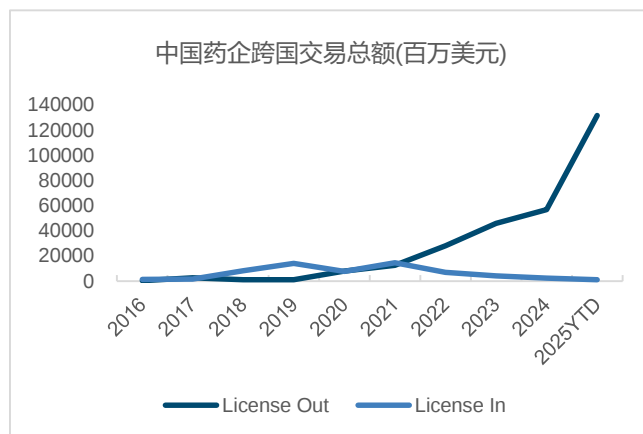
来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 12 月 14 日



图表14: License out 交易首付款持续攀升



图表15: License out 交易总金额规模持续攀升

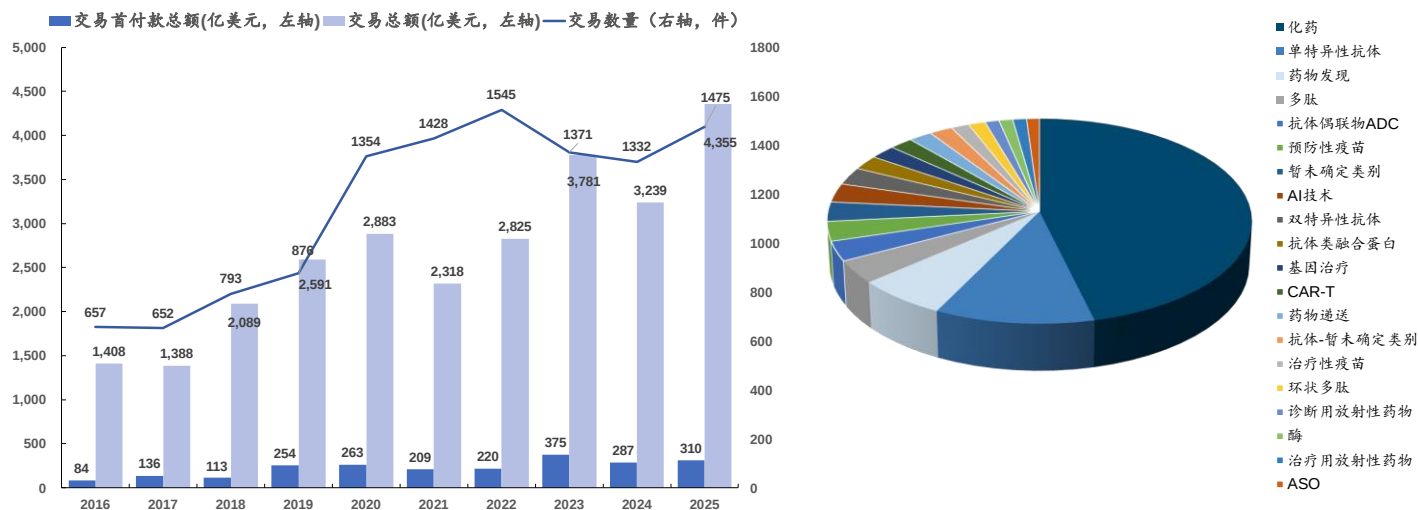


来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 14 日

来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 14 日

全球生物医药领域 BD 合作持续升温, 交易活跃度与金额规模实现双升。2025 年前 11 个月, 全球生物医药 BD 合作事件数已达 1475 起, 不仅大幅超越 2024 年全年总量, 更彰显出行业合作的强劲动能; 交易层面表现同样亮眼, 披露总额高达 4355 亿元, 披露首付款规模达 310 亿元, 两项核心指标均提前突破 2024 年全年水平, 凸显 BD 交易的价值密度与资本认可度。在此背景下, BD 合作已稳步成长为创新药企投融资体系之外, 获取资金支持、加速研发与商业化进程的核心渠道, 成为驱动行业发展的关键动力之一。

图表16: 全球生物医药领域 BD 合作持续升温

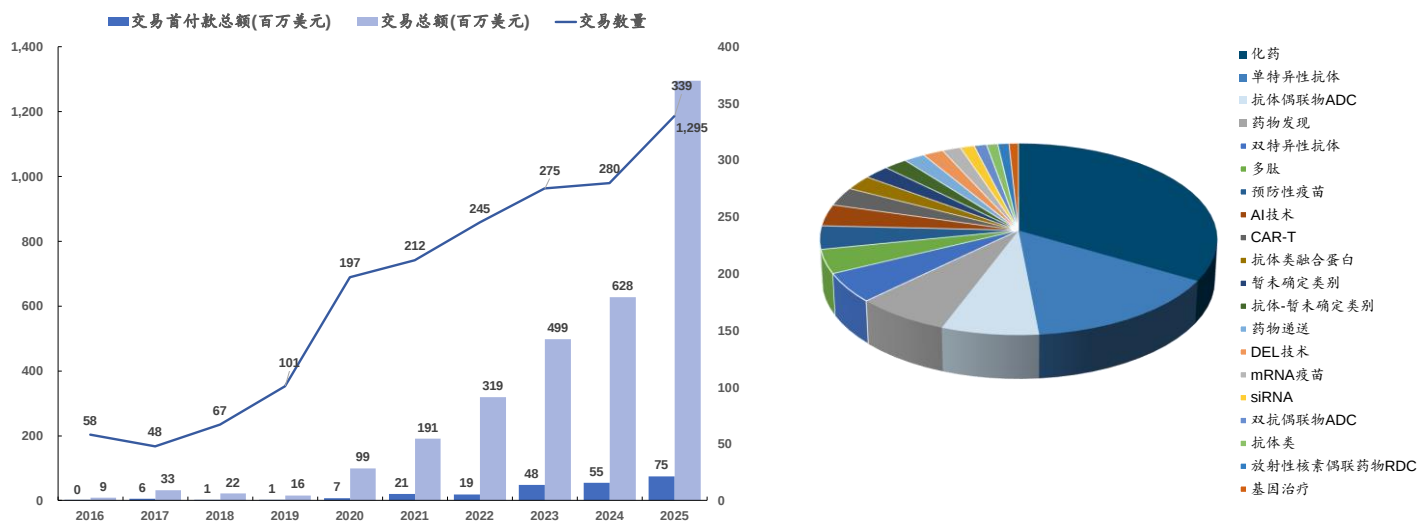


来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 7 日

中国创新药企紧抓全球化机遇扬帆出海, BD 合作实现突破性增长。2025 年前 11 个月, 国内创新药企 BD 合作事件数达 339 起, 交易规模呈现爆发式增长——披露交易总额高达 1295 亿美元, 较 2024 年全年实现翻倍; 披露首付款规模达 75 亿美元, 彰显海外市场对中国创新药价值的高度认可。BD 合作的持续火热, 不仅印证了中国创新药企的研发实力与国际化竞争力, 更有效提振了市场信心, 带动相关企业股价稳步攀升, 成为行业估值修复与增长的核心驱动力之一。



图表17：中国创新药企紧抓全球化机遇扬帆出海，BD合作实现突破性增长



来源：insight，国金证券研究所注：数据截至2025年12月7日

中国创新药出海进入“多品类攻坚”新阶段，资产多元化特征愈发凸显。通过梳理2025年中国创新药出海交易TOP20案例可见，中国创新药的出海版图已突破传统小分子、单抗药物的单一格局，形成覆盖双抗、siRNA、多肽等前沿生物药，以及AI药物研发技术、in-vivo CAR-T等创新疗法的多元化矩阵。这一变化不仅体现中国药企在多技术路线的研发积淀与突破，更反映出海外市场对中国创新药从“单点认可”向“全品类接纳”的转变，为出海赛道打开更广阔成长空间。

图表18：2025年中国创新药企TOP20的BD交易

交易时间	转让方	受让方	项目名称	成分/技术类别	交易金额
2025-01-24	启光德健	AIMEDBIO/Biohaven	GQ1011/创新生物偶联核心平台	抗体偶联物ADC，药物发现	交易总额：13000百万美元
2025-07-27	恒瑞医药	GSK	含HRS-9821在内的11款药物	化药，药物发现	首付款：500百万美元，里程碑付款：12000百万美元，其他交易额：tiered royalties on global product net sales
2025-10-22	信达生物	Takeda	IBI363, IBI3001, IBI343	双抗/ADC	首付款：1200百万美元，里程碑付款：10200百万美元，其他交易额：销售分成
2025-05-20	三生制药	Pfizer	SSGJ-707	双抗	首付款：1250百万美元，里程碑付款：4800百万美元，特许权使用费：两位数百分比的梯度销售分成，其他交易额：100百万美元
2025-06-23	晶泰科技	DoveTree	多款处于临床前阶段分子	药物发现	首付款：100百万美元，里程碑付款：5890百万美元，特许权使用费：基于产品年度净销售额的潜在个位数百分点的特许权使用费
2025-09-03	翰森制药	Novartis	siRNA 候选药物	siRNA	首付款：160百万美元，里程碑付款：5200百万美元，特许权使用费：商业销售的分级特许权使用费
2025-06-13	石药集团	AZ	AI平台	化药，AI技术，药物发现	首付款：110百万美元，里程碑付款：5220百万美元，特许权使用费：基于有关产品年净销售额的潜在个位数销售提成
2025-03-21	和铂医药	AZ	Harbour Mice® 全人源抗体技术平台等	药物发现/多特异性抗体	首付款：175百万美元，里程碑付款：4400百万美元，特许权使用费：基于未来产品净销售额
2025-06-26	荣昌生物	Vor	泰它西普	融合蛋白	交易总额：4230百万美元，首付款：45百万美元，里程碑付款：4105百万美元，特许权使用费：高个位数至双位数销售提成，其他交易额：80百万美元
2025-03-21	星元科技	AZ	Synova™	药物发现，环状多肽	交易总额：3475百万美元，首付款：75百万美元，其他交易额：根据全球销售额支付分级特许权使用费
2025-01-10	先为达生物	Verdiva	once-weekly oral GLP-1 receptor agonist/once-weekly oral amylin agonist/subcutaneous amylin agonist	多肽	首付款：70百万美元，里程碑付款：2400百万美元，特许权使用费：产品商业化后的分层销售额提成
2025-07-30	石药集团	Madrigal	SYH2086	化药	交易总额：2075百万美元，首付款：120百万美元，里程碑付款：1955百万美元，特许权使用费：基于SYH2086年度净销售额的高达双位数销售提成
2025-06-02	翰森制药	Regeneron	HS-20094	多肽	首付款：80百万美元，里程碑付款：1930百万美元，特许权使用费：Future potential royalties for global net sales outside of the designated territories would be in the low double digits
2025-03-24	联邦制药	Novo	UBT251	多肽	首付款：200百万美元，里程碑付款：1800百万美元
2025-10-09	诺诚健华	zenas	奥布替尼/口服IL-17A/AF抑制剂/口服TYK2抑制剂	化药	交易总额：2000百万美元，首付款：100百万美元，特许权使用费：最高达百分之十几的分级特许权使用费
2025-03-25	恒瑞医药	MSD	HRS-5346	化药	首付款：200百万美元，里程碑付款：1770百万美元，特许权使用费：若HRS-5346获批可获得基于其净销售额的特许权使用费
2025-10-16	普瑞金	Kite Pharma	体内原位编辑疗法	in vivo CAR	首付款：120百万美元，里程碑付款：1520百万美元，特许权使用费：基于未来产品净销售额的销售分成
2025-05-30	信诺维医药	Astellas	XNW27011	ADC	首付款：130百万美元，里程碑付款：1340百万美元，特许权使用费：XNW27011获批上市后，信诺维还将获得该产品净销售额的特许权使用费，其他交易额：70百万美元
2025-10-17	翰森制药	Roche	HS-20110	ADC	首付款：80百万美元，里程碑付款：1450百万美元，特许权使用费：未来潜在产品销售的分级特许权使用费
2025-07-22	科舜药业	ERIGEN LLC	KQ-2003	CAR-T	里程碑付款：1335百万美元，特许权使用费：基于KQ-2003在授权区域的净销售额，获得最高8亿美元的 sales 分成

来源：insight，国金证券研究所注：数据截至2025年12月7日

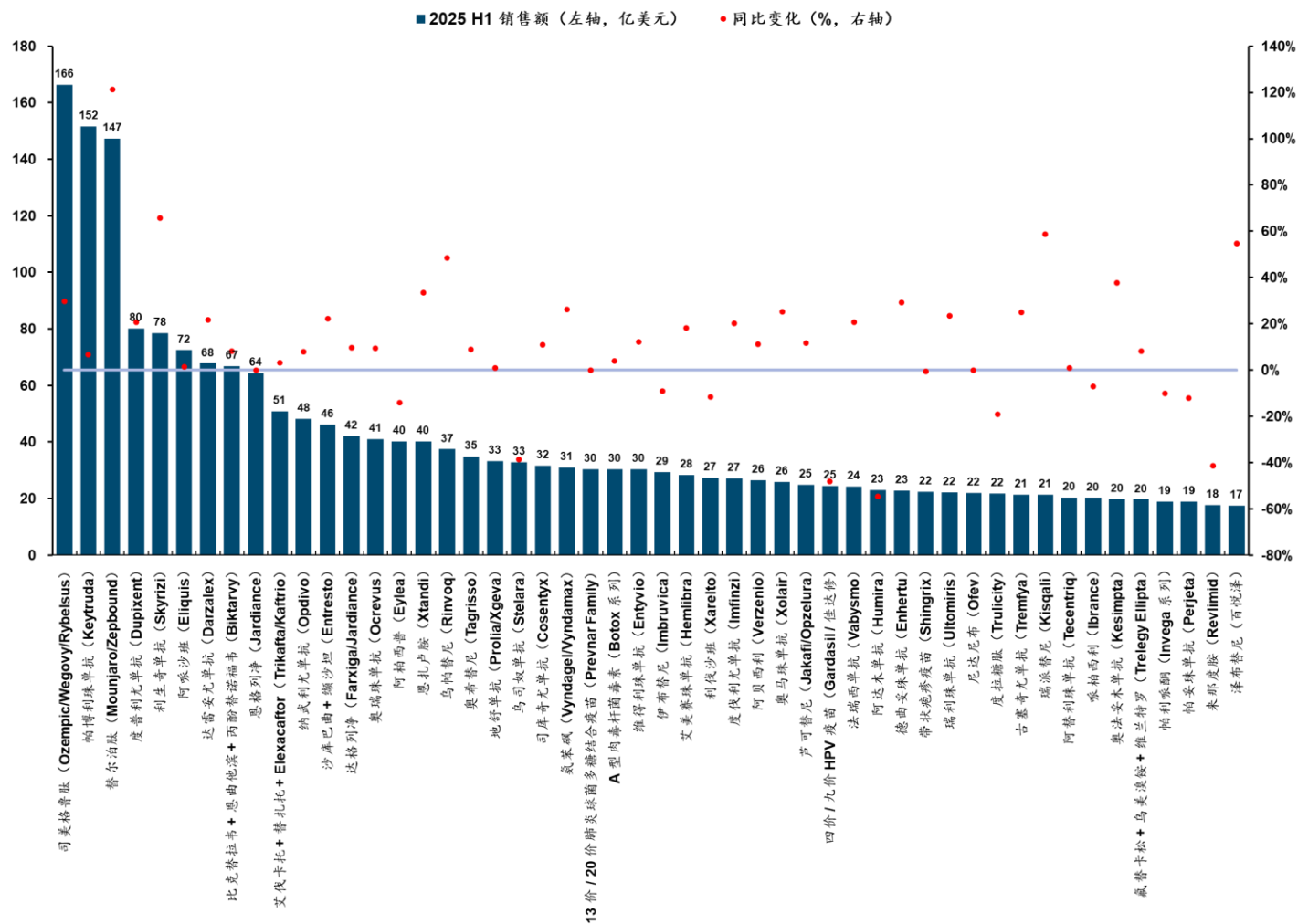


二、内外共振，把握优质赛道与出海主线

（一）中长期看，MNC 正面临严峻的创新分子专利悬崖压力

困局：全球重磅畅销药逐步步入产品生命周期中后期，增长动能呈现放缓态势。结合 2025 年上半年销售额 TOP50 药物数据梳理可见，多款传统畅销药同比增速不及预期，这一现象已对全球大型跨国药企（MNC）的核心营收增长形成显著拖累。具体来看，全球销售额 TOP10 药物中，仅替尔泊肽、利生奇珠两款产品实现超 50% 的同比高速增长，其余核心品种增长乏力。在此背景下，寻找具备长期增长潜力的下一代核心产品，成为全球 MNC 维持营收增长、巩固市场地位的关键战略方向。

图表19：全球重磅畅销药逐步步入产品生命周期中后期，增长动能呈现放缓态势。

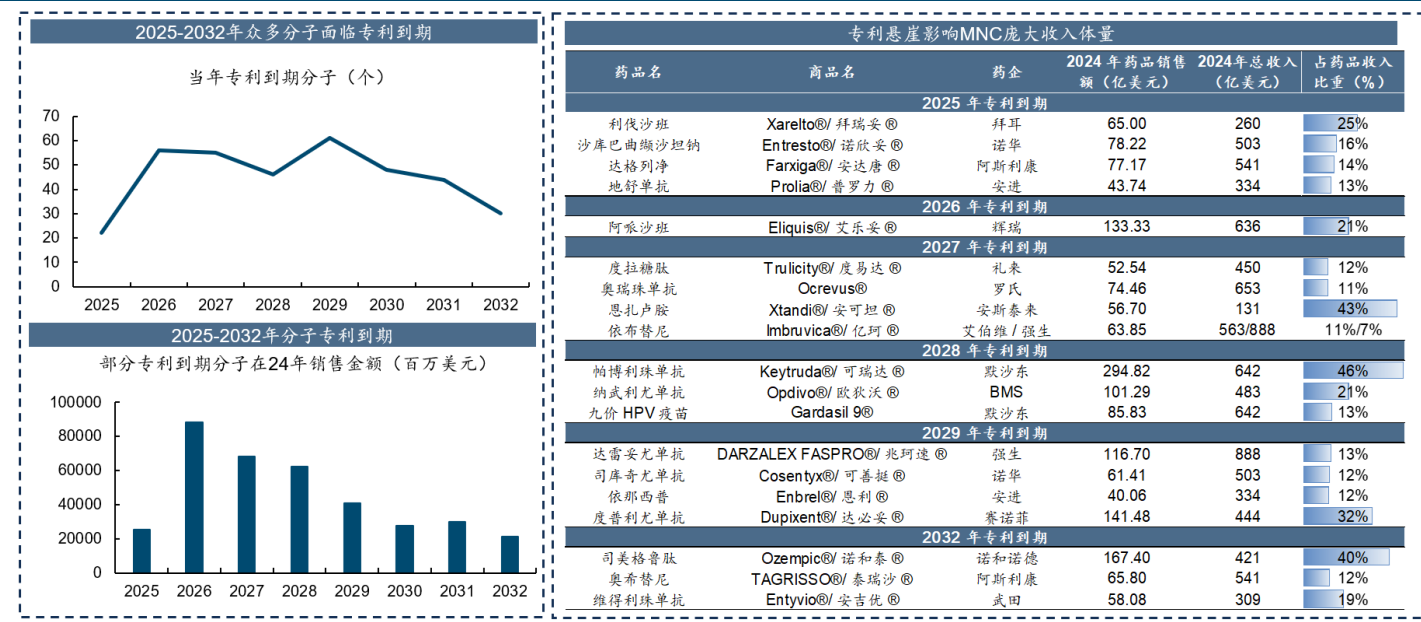


来源：insight，国金证券研究所

从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。如数据所示，2026 年起，MNC 旗下核心创新分子的专利到期数量将进入加速攀升通道，对应的累计销售规模也将快速放大，专利到期带来的市场份额流失与营收下滑风险持续凸显。在此背景下，通过 BD 合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为 MNC 抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计 2026 年全球 MNC 的 BD 布局热情将持续高位延续。



图表20: MNC 专利悬崖打开中国创新分子窗口期



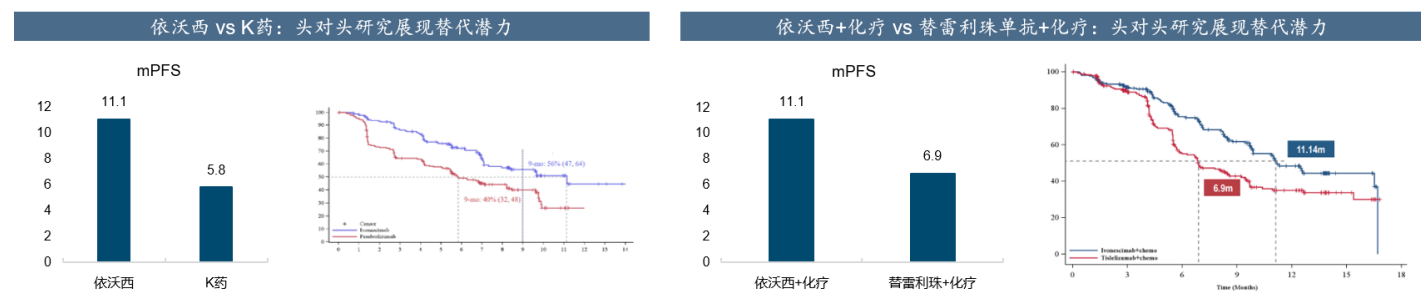
来源: 药时代, insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 6 月 30 日, 上述分子以美国专利是否到期为判断依据

(二) 泛肿瘤疗法市场潜力巨大, 中国分子领军下双抗与 ADC 展现升级路径

帕博利珠单抗 (K 药) 已获批超过 40 项适应症, 覆盖多类肿瘤治疗, 其 2024 年销售额高达 294.82 亿美元, 同比增长 17.88%, 位居全球药物销售榜首。以 K 药为代表的 PD-1/PD-L1 单抗凭借广泛的肿瘤治疗谱、优异的安全性及疗效, 已成为新一代抗肿瘤的基石疗法。随着 ADC、双抗等新技术平台陆续步入收获期, 未来临床疗法迭代有望带来巨大的市场空间:

- **PD-1 plus 双抗: 迭代 K 药潜力可期, 重磅炸弹潜力逐步浮现。**双抗具有更强的特异性、靶向性, 降低脱靶毒性和耐药性, 有望迭代 PD-(L)1 单抗的巨大市场。依沃西、IBI363 均已展现出优异疗效数据, 潜力初步获验。

图表21: 依沃西通过头对头研究展现替代 PD-1 单抗潜力



来源: Insight, 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 近年来二代 10 PD-(L)1 双抗 BD 频现, 赛道交易火热

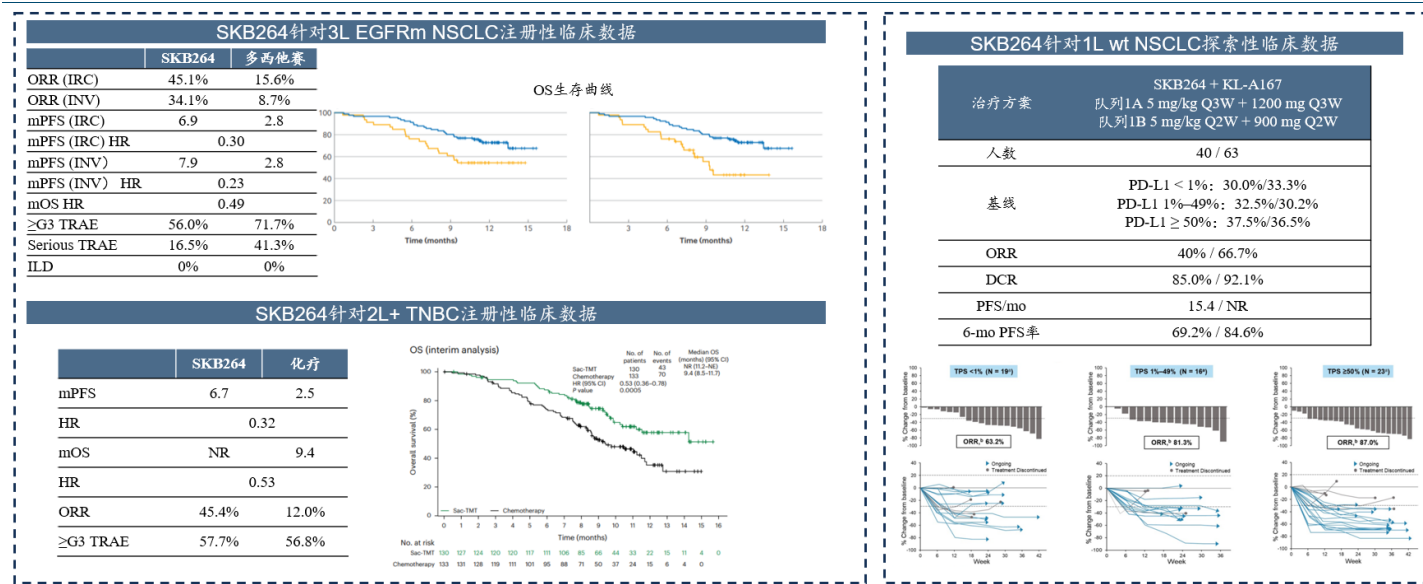
转让方	受让方	交易方式	交易标的	交易时间	靶点机制	交易金额	权益地区
信达生物	武田	BD	IBI363	2025/10/22	PD-1/L-2	12亿美元首付款, 合计最高102亿美元潜在里程碑付款, 在美国市场双方将采用利润损失共担模式	大中华区以外区域权益
BioNTech	BMS	BD	PM8002	2025/6/2	PD-L1/VEGF	15亿美元的首付款, 20亿美元非或有周年付款, 潜在76亿美元里程碑付款。BioNTech与BMS按50:50比例分担开发和制造成本, 后期平分全球收益	全球权益
普米斯	BioNTech	收购	企业	2024/11/13	-	首付款8亿美元, 潜在1.5亿美元里程碑付款	全球权益
三生制药	Pfizer	BD	SSGJ-707	2025/5/20	PD-1/VEGF	首付款0.55亿美元, 潜在10亿美元里程碑付款	大中华区以外区域权益
礼新医药	MSD	BD	LM-299	2024/11/14	PD-1/VEGF	12.5亿美元首付款, 潜在48亿美元里程碑付款, 海外销售额的两位数百分比的销售分成, 1亿美元的普通股认购	除中国内地以外全球区域权益
康方生物	Summit	BD	AK-112	2024/6/3	PD-1/VEGF	5.88亿美元首付款, 潜在的27亿美元的里程碑付款	全球权益
宣明药科	Instil Bio	BD	珀维拉英普α+泰泽苏单抗	2024/8/1	PD-L1/VEGF+CTLA4	5亿美元首付款, 潜在50亿美元里程碑付款, 海外净销售额的低两位数百分比的销售分成	美国、加拿大、欧洲和日本区域的权益
						0.5亿美元首付款, 潜在20亿美元里程碑付款, 海外地区净销售额的个位数至低双位数的销售分成	大中华区以外区域权益



来源: Insight, 国金证券研究所

- **ADC: 进军泛瘤种市场, 化疗迭代潜力巨大。**泛瘤种的治疗范式给予 ADC 药物广泛的临床应用场景, 全面迭代化疗后有望带来巨大市场潜力。以 TROP2 ADC SKB264 为例, 其针对 NSCLC、BC 的多个亚型均展示出优异的治疗潜力, 提示了 ADC 全面引领临床化疗迭代的可能性。

图表23: SKB264 展现替代化疗潜力



来源: ASCO, Insight, 国金证券研究所

(三) 商业爆发前夕, 小核酸药物上市加速、市场空间广阔

核酸药物 (NADs) 凭借独特作用机制, 较传统小分子药物与抗体药物形成显著竞争优势。相较于传统小分子化学药及重组蛋白类药物, 核酸药物 (尤其是寡核苷酸药物) 具备治疗效率高、靶向特异性强、药物毒性低、应用场景广等核心亮点。其以致病基因为直接作用靶点的特性, 更打破了传统药物的治疗边界, 有望为当前缺乏有效疗法的严重遗传性疾病, 提供开创性治疗方案与治愈可能, 成为生物医药领域极具潜力的创新赛道。

图表24: 相较于小分子及抗体药物, 小核酸的核心优势在于较低的给药频次

特性	小分子	抗体	寡核苷酸治疗	
			ASO	siRNA
分子量	大约200-500 Da	大约150000 Da	6000-10000 Da	12000-13300 Da
制造方式	化学合成	基于哺乳动物细胞的生物加工	化学合成	化学合成
理化性质	清晰明确	复杂/异质性	清晰明确	清晰明确
作用部位	细胞内外	细胞外	细胞内外	细胞内外
选择效力	通常选择性较低但有效	选择性高且有效	高选择性且有效	高选择性且有效
细胞内递送	一般较好	不常见	通过内吞且效果优异	有限且需要封装或偶联
给药途径	主要是口服	主要是静脉、皮下和肌肉注射(i.m.); 无法口服	一般静脉(i.v.)、皮下(s.c.)、鞘内(IT)、玻璃体内注射(IVT), 无法口服	一般静脉、皮下、玻璃体内注射, 无法口服
给药频次	每日	低频, 周度至月度	低频, 周度至月度	低频, 周度至季度甚至半年度
生物利用度 (BA)	一般较好	适合静脉、肌肉注射; 50-100%	适合皮下注射; 50-100%	/
Tmax (静脉/皮下注射)	/	1-8天	0.25-5h	/
分布量 (V _d)	一般较高, 分布于器官与组织	较低, 通常仅限于血浆或细胞外液	高; 广泛分布于肾脏和肝脏	广泛分布至肾脏和肝脏
代谢情况	主要通过细胞色素 (P450) (CYP) 和 II 相酶	分解代谢为肽或氨基酸	通过核酸酶生成更短的寡核苷酸 (ONs)	主要通过尿液排除
排泄	主要通过胆汁和尿液排出	有限	由于分布到组织, 血浆CL快速; 从组织中缓慢清除	相较于ASO更快的清除
清除率 (CL)	按线性清除	较慢	时间长, 两周到半年	比ASO短, 最多几天
半衰期 (T _{1/2})	时间短, 通常几个小时到一天	时间长, 几天到一周	有免疫原性, PK和PD的风险很高	有免疫原性, PK和PD的风险很低
免疫原性	无	有免疫原性, PK和PD的风险很高	长	长
药效学 (PD)	一般很短	不常见	通过与CYP、转运蛋白和PPB相互作用, 风险非常低	低
药物间相互作用 (DDI)	高	不常见	低	低
脱靶毒性	高	不常见	低	低

来源: Clinical and Translational Science, 国金证券研究所

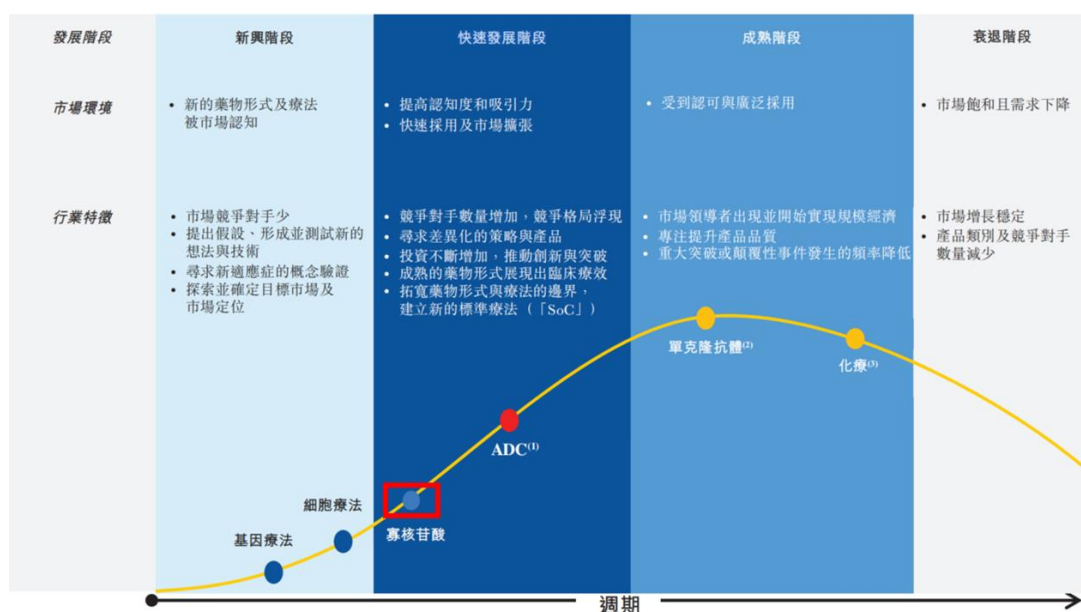
注: Tmax: time to reach the maximum plasma concentration, 达到最大血浆浓度时间。

小核酸药物处于产品生命周期的快速发展阶段, 相关产品上市与产业化落地有望加速。伴随着小核酸: 1) 技术成熟度显著提升; 2) 重磅单品潜力凸显; 3) 适应症逐渐从罕见病向慢性病领域拓展、进一步市场空间被打开, 小核酸药物逐渐从“产品周期的新兴阶段向



快速发展阶段转化”。其核心特征为：全球小核酸药物从概念到临床的加速转化，同时伴随重磅品种商业化成果逐步兑现。因此，小核酸行业有望迎来重大投资机会。

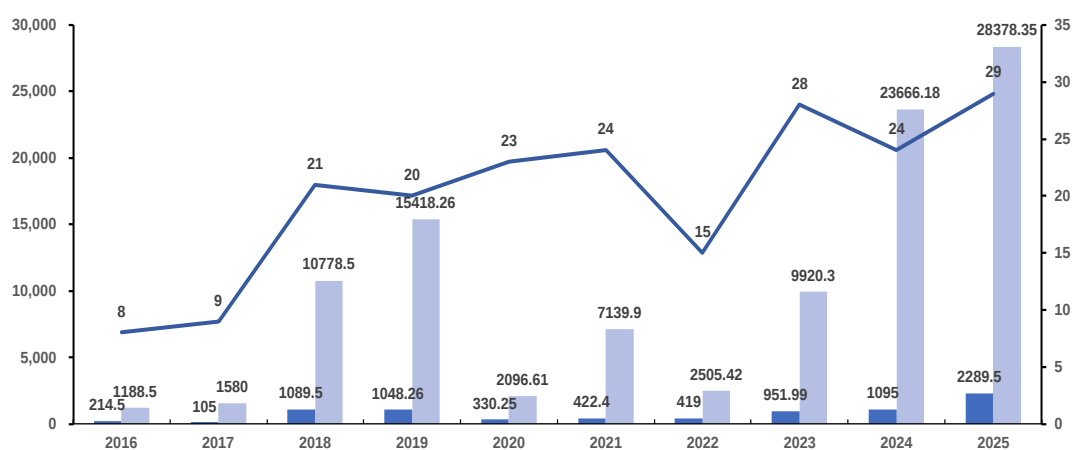
图表25：相较于其他制药技术，小核酸正逐步进入快速发展阶段、赛道有望迎重大突破



来源：映恩生物招股说明书，国金证券研究所

由大型跨国药企背书，小核酸赛道开发价值日益凸显。除了 Sanofi、Novartis 这两家大型跨国药企的前瞻布局，目前辉瑞（Pfizer）、礼来（Lilly）、默沙东（MSD）、诺和诺德（Novo）、武田（Takeda）等 MNC 近些年也都通过外部合作的方式加码小核酸赛道。下图展示了，2025 年至今涉及小核酸技术，全球发生了 29 起 BD 合作，达到历史新高。从 TOP20 交易的结构来看，大型跨国药企成为主要买家，且下单时间多集中在近些年。

图表26：全球小核酸 BD 及收购交易快速增长，MNC 加速布局



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 12 月 13 日



图表27：多数小核酸大额交易落地时间点集中在近些年

交易时间	转让方	受让方	交易类型	项目	类型	机制	交易金额
2025-10-26	Avidity Biosciences	诺华制药	转让/收购	Delpacibart braxdosiran, Delpacibart zotadirsen, Delpacibart etedesiran, AOC 1045	企业, 药品, 技术/平台	ASO, 抗体寡核苷酸偶联AOC, siRNA, 药物递送	交易总额: 12000百万美元
2024-11-26	Arrowhead Pharmaceuticals	Sarepta Therapeutics	授权/许可	ARO-DM1, ARO-MMP7, ARO-DUX4, ARO-ATXN2, ARO-HTT, ARO-ATXN1, ARO-ATXN3	药品	siRNA	首付款: 825百万美元, 里程碑付款: 300百万美元, 特许权使用费: 10000百万美元, 其他交易额: 250百万美元
2019-11-24	The Medicines Company	诺华制药	转让/收购	英克司兰钠	企业, 药品	siRNA	交易总额: 9700百万美元
2025-09-03	上海船望制药有限公司	诺华制药	授权/许可, 合作, 期权	BW-00112	药品	siRNA	首付款: 160百万美元, 里程碑付款: 5200百万美元, 特许权使用费: 商业销售的分级特许权使用费
2024-01-07	上海船望制药有限公司	诺华制药	授权/许可, 期权	BW-00163, BW-02(船望制药), BW-05	药品	siRNA	交易总额: 4165百万美元, 首付款: 185百万美元
2018-10-04	Arrowhead Pharmaceuticals	强生制药	授权/许可, 期权, 投资	Daplusiran+Tomligisiran-JNJ3989, JNJ-75220795, ARO-JNJ2, ARO-JNJ3	药品	siRNA	首付款: 175百万美元, 里程碑付款: 3500百万美元, 其他交易额: 75百万美元
2023-07-28	Ionis Pharmaceuticals	阿斯利康制药	授权/许可	Eplontersen	药品	ASO	首付款: 20百万美元, 里程碑付款: 3600百万美元, 特许权使用费: low double-digit to mid-20s percentage
2021-12-07	Ionis Pharmaceuticals	阿斯利康制药	授权/许可	Eplontersen	药品	ASO	首付款: 200百万美元, 里程碑付款: 3385百万美元, 特许权使用费: low double-digit to mid-20s percentage
2024-04-23	WAVE Life Sciences	葛兰素史克制药	合作	HSD-1930	技术/平台, 药品	药物发现, siRNA	交易总额: 3300百万美元, 里程碑付款: 12百万美元
2023-07-24	Alnylam Pharmaceuticals	罗氏制药	合作, 授权/许可	Zilebesiran	药品	siRNA	交易总额: 2800百万美元, 首付款: 310百万美元
2014-04-24	Nogra Pharma	新基医药	授权/许可	Mongersen	药品	ASO	首付款: 710百万美元, 里程碑付款: 815百万美元, 特许权使用费: 1050百万美元
2025-09-02	Arrowhead Pharmaceuticals	诺华制药	授权/许可	ARO-SNCA	药品, 技术/平台	siRNA, 其他RNAi, 药物发现	首付款: 200百万美元, 里程碑付款: 2000百万美元, 特许权使用费: royalties on commercial sales
2018-02-20	WAVE Life Sciences	武田药品工业株式会社	合作, 授权/许可, 投资, 期权	WVE 120101, WVE 120102, WVE-3972-01, WVE C092, WVE-003, WVE004, SCA3 (ATXN3)	药品	ASO	首付款: 110百万美元, 里程碑付款: 2000百万美元, 其他交易额: 60百万美元
2024-01-03	苏州瑞博生物技术股份有限公司	勃林格殷格翰制药	合作	SR111, SR112	药品	siRNA	交易总额: 2000百万美元
2018-03-14	Ionis Pharmaceuticals	Akcea Therapeutics	合作	Inotersen, Eplontersen	药品	ASO	交易总额: 1700百万美元, 首付款: 150百万美元, 里程碑付款: 90百万美元, 其他交易额: 200百万美元
2025-04-30	Regulus Therapeutics	诺华制药	转让/收购	Farabursen	药品, 企业	ASO	交易总额: 1700百万美元, 首付款: 800百万美元, 里程碑付款: 900百万美元
2019-10-31	Dicerna Pharmaceuticals	罗氏制药	授权/许可	Xalnesiran	药品	siRNA	首付款: 200百万美元, 里程碑付款: 1470百万美元
2010-03-31	Ionis Pharmaceuticals	葛兰素史克制药	期权	Inotersen, Sefaxersen	药品	ASO	首付款: 35百万美元, 里程碑付款: 1620百万美元
2019-10-07	Akcea Therapeutics	辉瑞制药	授权/许可, 投资	Vupanorsen	药品	ASO	首付款: 250百万美元, 里程碑付款: 1300百万美元
2021-10-15	Silence Therapeutics	翰森药业	合作, 期权	-	药品	siRNA	首付款: 16百万美元, 里程碑付款: 1300百万美元, 特许权使用费: 10%-15%

来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 12 月 13 日

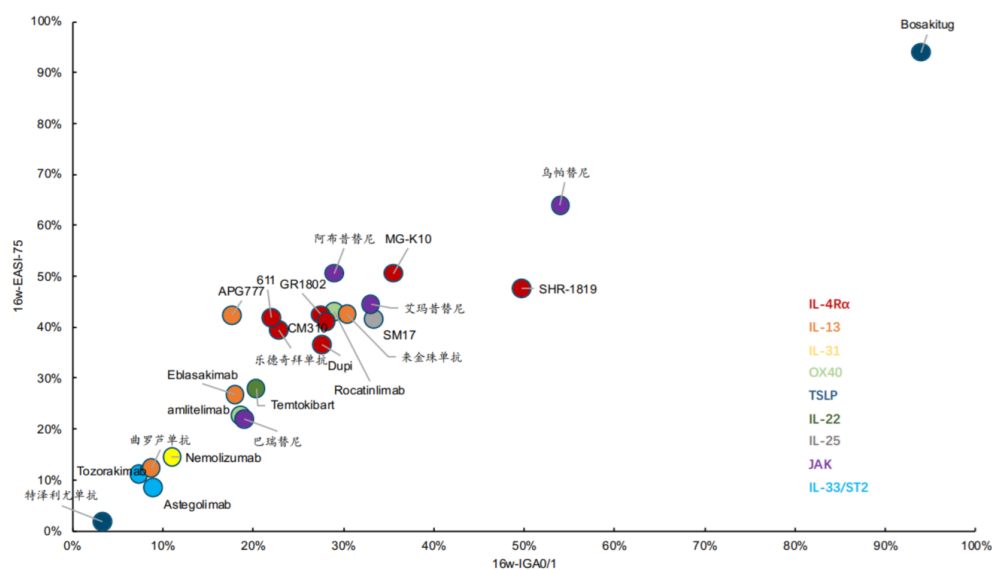
(四) 慢病赛道新型技术路径持续拓展，国产企业前沿布局

► 特应性皮炎：生物制剂/小分子创新药物齐头并进，国产企业前沿布局

在特应性皮炎（AD）治疗领域，不同机制药物的表现与市场格局正快速迭代：从疗效看，JAK/IL-4R 等抑制剂对中重度 AD 的皮损/瘙痒改善存在差异，部分药物在两项核心指标（EASI-75、IGA0/1）上的表现更突出。已上市的靶向药市场规模持续扩容，以度普利尤单抗为代表的药物 2024 年市场规模预计达 141 亿美元，乌帕替尼也同步增长至 60 亿美元，显示 AD 治疗的市场潜力巨大。同时，双靶点抑制剂正成为新方向，艾伯维、赛诺菲、辉瑞等企业均布局了 IL1A/IL1B、IL13/TLSP 等双靶点药物，多数已推进至临床 I/II 期，部分将在未来 1 年内读出关键数据，有望替代现有生物制剂。此外，PROTAC、新一代小分子（如 TYK2）也在布局口服细分市场，多款药物处于临床前或早期临床阶段，将进一步丰富 AD 的治疗选择。

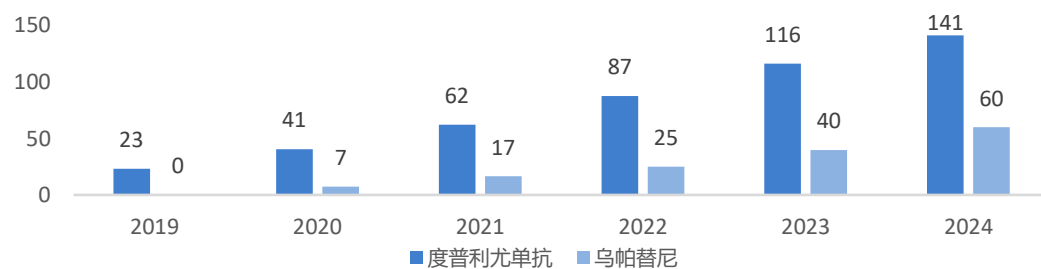


图表28：综合来看，JAK1/IL-4R 抑制剂针对中重度 AD 改善皮损/瘙痒效果优异



来源：insight, pubmed, 国金证券研究所

图表29：已上市的靶向治疗特应性皮炎药品市场潜力巨大（亿美元）



来源：insight, 国金证券研究所



图表30：双抗有望迭代现有生物制剂疗法，多家企业有所布局

药品成分	靶点	研发机构	AD全球最高状态	AD中国最高状态	未来1年数据读出预期
Lutikizumab	IL1A IL1B	艾伯维	临床II期(2024-07-24)		
Lunsekimig	IL13 TSLP	赛诺菲	临床II期(2025-01-23)		2026H1读出哮喘II期数据
Galvokimig	IL17A IL17F IL13	优时比	临床II期(2025-12-11)		2025.9已读出I期数据
ND026	IL-31 IL-4Rα	Numab/强生制药	临床II期(2025-11-18)		
TRIV-509	KLK5 KLK7	Triveni Bio	临床II期(2025-09-11)		
CM512	IL13 TSLP	康诺亚/Belenos	临床II期(2025-04-27)	临床II期(2025-04-27)	2025.11已读出I期数据
PF-07264660	IL4 IL13 IL33	辉瑞	临床II期(2023-08-16)	临床II期(2023-08-16)	
PF-07275315	IL4 IL13 TSLP	辉瑞	临床II期(2023-08-16)	临床II期(2023-08-16)	
Donzakimig	IL13 IL22 Albumin	优时比	临床I/II期(2022-03-14)		预计25H2读出数据
CM536	OX40L IL13	康诺亚/Belenos	临床I期(2025-12-05)	批准临床(2025-08-20)	
ZL-1503	IL13 IL31R	再鼎医药	临床I期(2025-11-04)		
ATTO-3712	IL-31 IL13	Attovia	临床I期(2025-10-03)		
QX029N	IL-4Rα	荃信生物	临床I期(2025-07-23)	临床I期(2025-07-23)	
BBT001	IL-4Rα IL-31	Bambusa/杉竹曜	临床I期(2025-02-05)	临床I期(2025-07-25)	
IBI3002	IL-4Rα TSLP	信达生物	临床I期(2025-06-11)	临床I期(2025-06-11)	
GR2002	TSLP	智翔金泰	临床I期(2023-11-27)	临床I期(2023-11-27)	
SAR443726	OX40L IL13	赛诺菲	临床I期(-)		

来源：insight，国金证券研究所

图表31：PROTAC和新一代小分子（TYK2等）有望入局，满足口服细分市场需求

	药品成分	靶点	研发机构	AD全球最高状态	AD国内最高状态
PROTAC	KT-474	IRAK4	Kymera	临床II期(2023-09-28)	批准临床(2025-01-20)
	KT-621	STAT6	Kymera	临床II期(2025-10-15)	-(-)
	LT-002(领泰生物)	IRAK4	领泰生物	临床I/II期(2025-04-03)	临床I/II期(2025-04-03)
	BGB-45035	IRAK4	百济神州	临床I期(2024-04-02)	临床I期(2024-04-02)
	HPB-143	IRAK4	多域生物/Photys	批准临床(2025-02-05)	批准临床(2025-02-05)
	GS-6791	IRAK4	Nurix/吉利德	临床前(-)	-(-)
	SIM0711	IRAK4	先声药业	临床前(-)	临床前(-)
	EPD-401	STAT3	Genexine	临床前(-)	-(-)
	NX-3911	STAT6	Nurix/赛诺菲	临床前(2025-06-02)	-(-)
	FIP22	IRAK4	海南大学	临床前(2025-08-15)	临床前(2025-08-15)
	LNK010	STAT6	凌科药业	临床前(2025-11-15)	临床前(2025-11-15)
	LNK013	IRAK4	凌科药业	临床前(2025-11-15)	临床前(2025-11-15)
TYK2	QY201	JAK1 TYK2	启元生物	临床III期(2025-02-07)	临床III期(2025-02-07)
	Soficitinib	TYK2 JAK1	诺诚健华	临床III期(2024-08-26)	临床III期(2024-08-26)
	吉卡昔替尼	JAK1 JAK2 JAK3 TYK2 ALK2	泽璟生物	临床III期(2022-06-21)	临床III期(2022-06-21)
	TDM-180935	JAK1 TYK2	特科罗生物	临床II期(2024-04-09)	批准临床(2024-11-29)
	Brepocitinib	JAK1 TYK2	辉瑞制药/Roivant	临床II期(2019-04-02)	-(-)
	Gusacitinib	SYK JAK1 JAK2 JAK3 TYK2	Asana/赛诺菲	临床II期(2018-05-09)	-(-)
	吉卡昔替尼乳膏	JAK1 JAK2 JAK3 TYK2 ALK2	泽璟生物	临床I/II期(2020-06-11)	临床I/II期(2020-06-11)
	QY211	JAK1 TYK2	启元生物	临床I期(2023-02-15)	临床I期(2023-02-15)
	TLL-018	JAK1 TYK2	高光制药	临床I期(2023-07-07)	临床I期(2023-07-07)
	HL-300	JAK1 JAK2 TYK2	高光制药	临床I期(2024-05-29)	临床I期(2024-05-29)
	FZ007(费米子)	TYK2	费米子科技	批准临床(2024-02-04)	批准临床(2024-02-04)
	CMS-D001	TYK2	康哲药业	批准临床(2025-07-12)	批准临床(2025-07-12)
	SYHX1901	SYK JAK1 JAK3 TYK2	石药集团	批准临床(2021-08-31)	批准临床(2021-08-31)

来源：insight，国金证券研究所

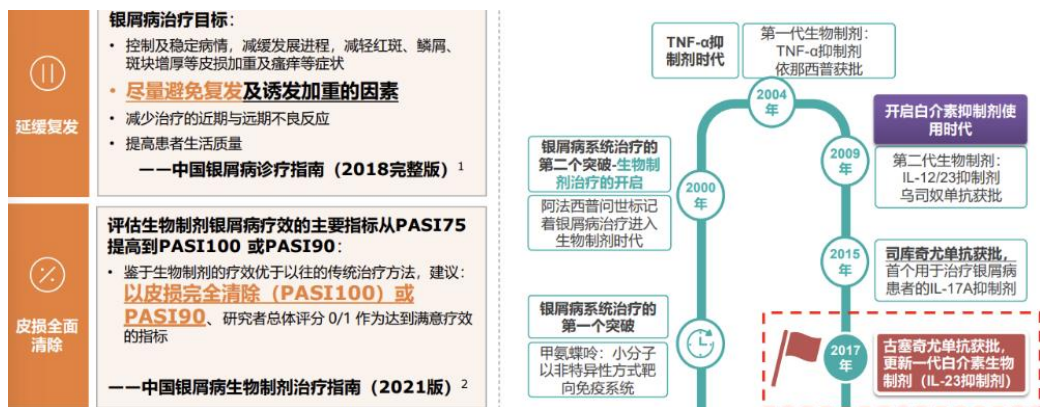
➤ 银屑病：生物制剂迭代路线清晰，小分子疗效逐步接近

银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病。临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布。银屑病可合并系统疾病，严重影响患者的生活质量。2008年中国6省市银屑病流行病学调查结果显示我国发病率为0.47%。银屑



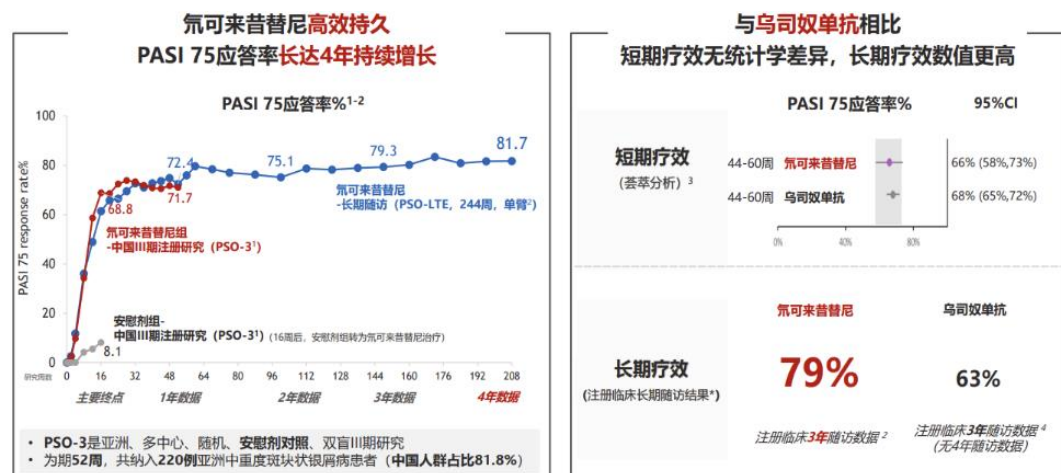
病可发生于任何年龄，约 2/3 的患者在 40 岁以前发病。银屑病治疗目标：实现症状和皮损的完全清除或几乎完全清除（PASI100 或 PASI90）。主要包括控制及稳定病情，减缓疾病发展进程，抑制皮损加重及瘙痒等；避免疾病复发及加重，减少药物近期与远期不良反应。控制与银屑病相关的并发症，减少共病发生；改善患者生理、心理、社会功能，提高生活质量。治疗成功指 PASI 改善 $\geq 75\%$ ，或改善 50%~75%，但 DLQI 评分 ≤ 5 分。治疗失败为未达到 PASI50 或 DLQI 评分 >5 分。

图表32：生物制剂持续迭代，古塞奇尤单抗（IL-23）为现阶段更新一代生物制剂



来源：古塞奇尤单抗医保推介材料，国金证券研究所

图表33：氟可来昔替尼长期疗效优于乌司奴单抗



来源：氟可来昔替尼医保申报材料，国金证券研究所

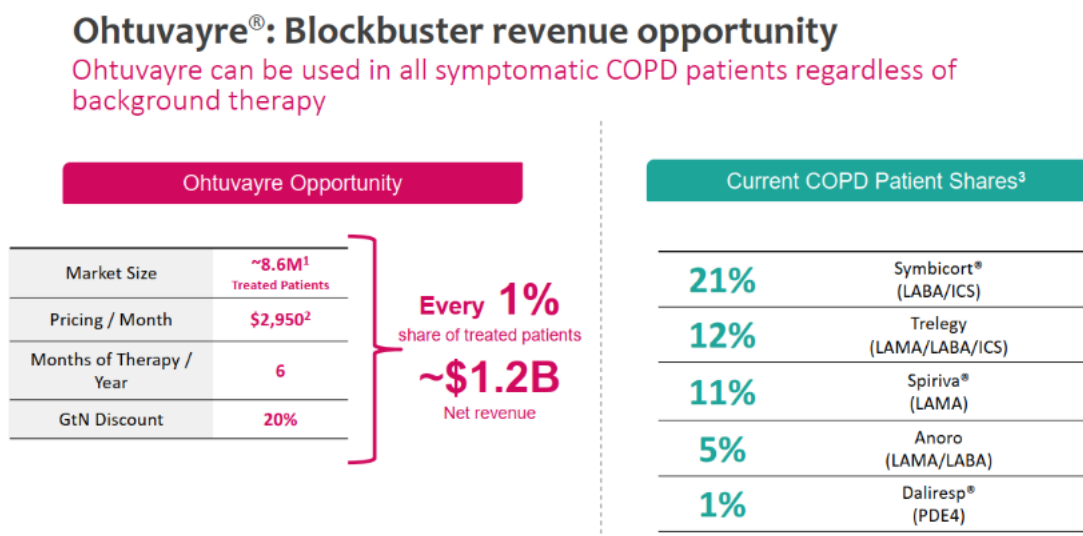
➤ COPD：PDE3/4 为 MNC 重点布局方向，重磅 BD 有望接续落地

PDE3/4 为 MNC 重点布局方向，重磅 BD 有望接续落地。MERCK 100 亿美元收购 VERONA。FDA 于 2024 年 6 月批准 VERONA 公司的 Ohtuvayre (ensifentrine/恩司芬群) 用于成人慢性阻塞性肺病 (COPD) 患者的维持治疗，该药是 20 多年来首个用于 COPD 维持治疗的新型作用机制吸入产品。2025 年 7 月 9 日，默克和 VERONA 宣布两家公司已达成最终协议，默克将通过其子公司以每股美国存托股票 (ADS) 107 美元的价格收购 VERONA，总交易价值约为 100 亿美元。

GSK 5 亿美金首付款获得包含恒瑞 PDE3/4 抑制剂在内药物权益。2025 年 7 月 28 日，恒瑞医药宣布与 GSK 达成合作协议，双方将共同开发至多 12 款创新药物，包含一款潜在同类最优 PDE3/4 抑制剂 (HRS-9821) 的授权许可，该产品目前正处于慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 治疗的临床开发阶段。恒瑞医药将获得包括 PDE3/4 授权在内的 5 亿美元首付款。如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现，恒瑞将有资格获得未来基于成功开发、注册和销售里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元。



图表34: PDE3/4 吸入剂商业化潜力大, 恩司芬群 1%市占率对应 12 亿美金销售



来源: VERONA 官网, 国金证券研究所

图表35: PDE3/4 吸入剂领域中生/海思科/恒瑞紧密 follow, 重磅 BD 有望接续落地

成分词	药品名称	企业名称	当前项目进度	当前进度进展时间	适应症 (按项目) 国内状态	临床试验
恩塞芬汀/Ensifentrine	吸入用Ensifentrine混悬液	Verona Pharma/ 优视医药	临床III期	2023-02-24	临床III期: 慢性阻塞性肺疾病	CTR20230007, CTR20230006
TQC3721	吸入用TQC3721混悬液	正大天晴	临床III期	2025-06-08	临床II期: 慢性阻塞性肺疾病 临床I期: 哮喘	CTR20211997, CTR20220585, CTR20232043, CTR20242692
	TQC3721吸入粉雾剂		临床I期	2024-09-23	临床I期: 慢性阻塞性肺疾病	CTR20243555
HSK39004	HSK39004吸入混悬液	海思科	临床II期	2025-06-10	临床II期: 慢性阻塞性肺疾病	CTR20243097, CTR20252186
	HSK39004吸入粉雾剂		临床II期	2025-04-14	临床II期: 慢性阻塞性肺疾病	CTR20250383, CTR20251411, CTR20252641
HRS-9821	HRS-9821吸入混悬液	恒瑞医药	临床I期	2022-11-15	临床I期: 慢性阻塞性肺疾病	CTR20223000
	HRS-9821吸入粉雾剂		批准临床	2025-07-03	批准临床: 慢性阻塞性肺疾病	-

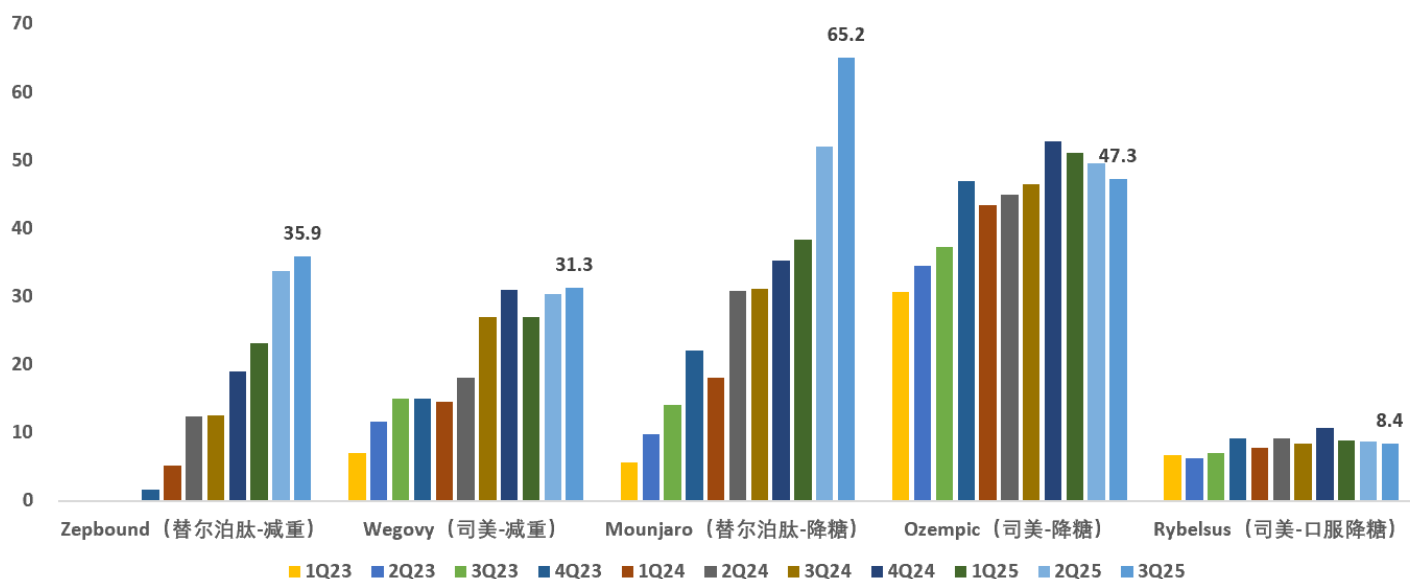
来源: insight, 国金证券研究所

(五) GLP-1 海外龙头商业化及研发催化密集, 关注国产管线差异化优势

2025 年上半年替尔泊肽降糖及减重适应症分别实现收入 90.41 亿美元及 56.93 亿美元, 其中 25Q2 销售额分别为 51.99 亿美元 (+68%) 及 33.81 亿美元 (+172%)。诺和诺德三款司美格鲁肽产品 (Ozempic/Rybelsus/Wegovy) 上半年收入分别为 645.20 亿/113.48 亿/368.88 亿丹麦克朗 (分别约合 100.79 亿/17.73 亿/57.63 亿美元), 其中 25Q2 销售额分别为 317.99 亿 (+10%) /56.53 亿 (-4%) /195.28 亿 (+67%) 丹麦克朗 (分别约合 49.68 亿/8.83 亿/30.51 亿美元)。



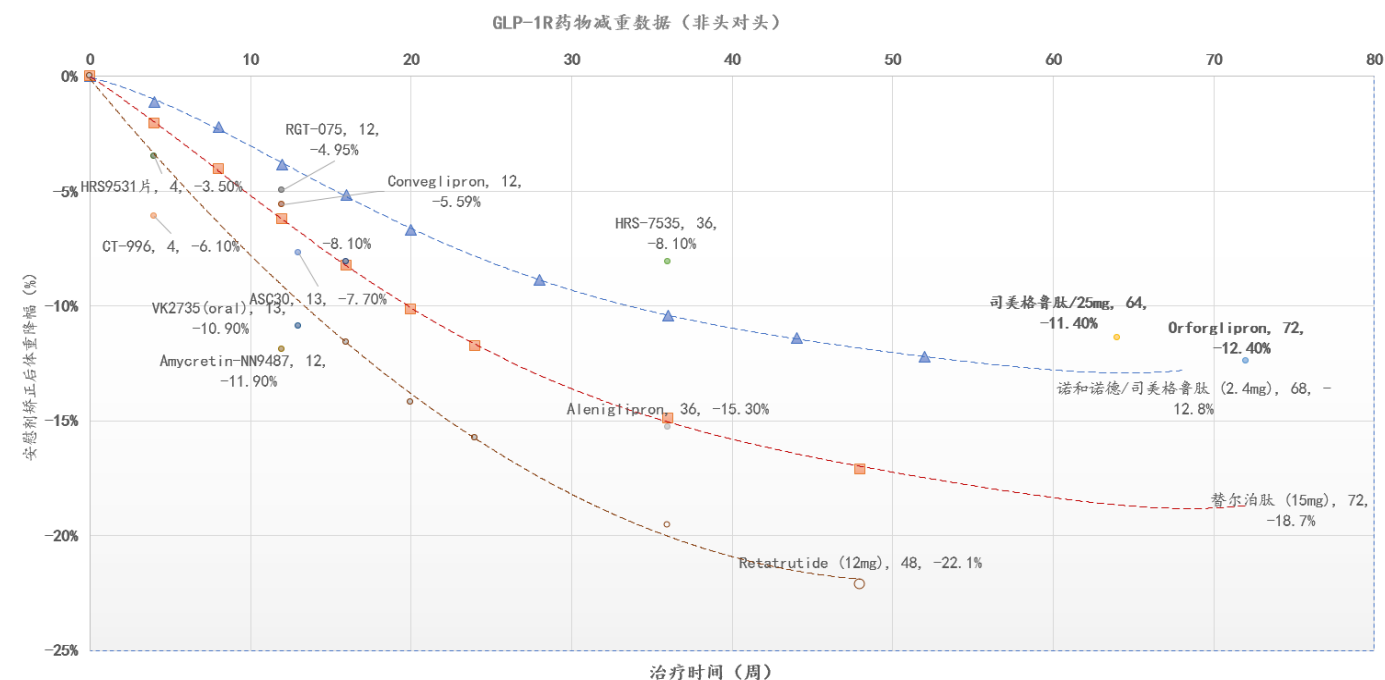
图表36：替尔泊肽 25Q3 单季度销售超 100 亿美元，环比增长强劲，26 年有望持续高增



来源：礼来，诺和诺德，国金证券研究所

2025 年第三季度替尔泊肽销售额突破 100 亿美元(降糖/减重分别为 65.2/35.9 亿美元)，环比增长趋势强劲，2026 年有望延续高增长。

图表37：口服司美/orforglipron 疗效接近司美注射剂型，26H1 将获批上市引领剂型升级



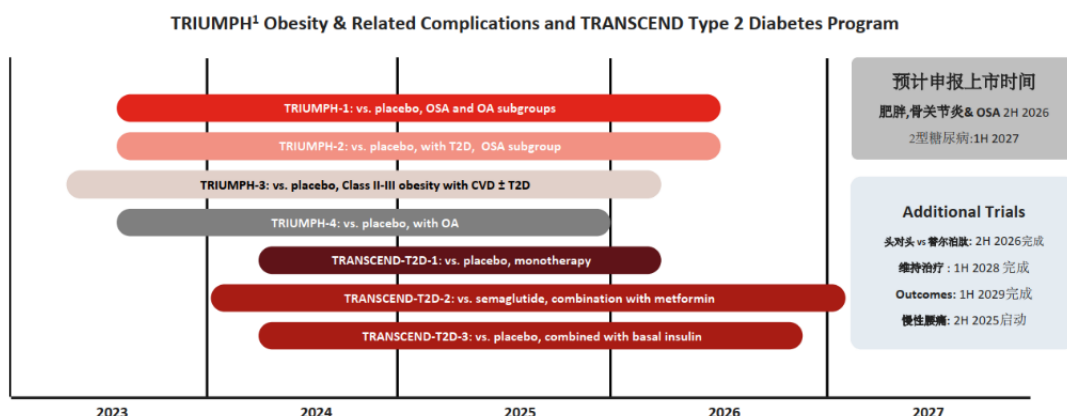
来源：各公司公告，NEJM，国金证券研究所

诺和诺德/礼来进度最快口服管线疗效接近，但均低于司美注射剂型。3 期临床显示，25mg 口服司美格鲁肽 64 周减重比例为-11.4%，orforglipron 36mg 72 周减重比例为-12.4%，均低于注射版本司美格鲁肽 (Wegovy) 68 周减重数据。

口服司美格鲁肽 (25mg) 以及 orforglipron 均已向 FDA 提交上市申请，有望于 2026 年上半年获批上市，引领 GLP-1 剂型升级。



图表38: retatrutide 研发覆盖多个代谢相关慢病，多个3期临床26年陆续读出数据



来源: 礼来, 国金证券研究所

Retatrutide (瑞他鲁肽) 由礼来研发, 同时对 GIP、GLP-1 和 GCG 受体具有激动作用, 是目前全球研发进度最快的 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶激动剂, 3 期减重临床预计于 2026 年 Q2 读出顶线结果。

图表39: 辉瑞 GLP-1/amylin 月制剂 (单药及联用) 将于 26 年推进至 2/3 期

Program	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3
Weekly MET-097i Fully Biased Injectable GLP-1RA				By 1H'26 [†]
Monthly MET-097i Fully Biased Injectable GLP-1RA				~2H'26 [†]
Monthly MET-233i Injectable Amylin Analog [†]			~1H'26 [†]	
MET-097i + MET-233i Monthly Injectable Combo			~1H'26 [†]	

来源: 辉瑞, 国金证券研究所

2025 年 11 月 3 日, 辉瑞公司宣布成功完成对 Metsera 公司 (纳斯达克代码: MTSR) 的收购, Metsera 重点在研管线包括: MET-097i, 一种每周和每月注射一次的 GLP-1 受体激动剂, 即将开始 3 期临床试验; MET-233i, 一种每月注射一次的胰淀素类似物候选药物, 目前正在 1 期临床试验中评估其作为单药疗法以及与 MET-097i 联合用药的疗效。



图表40：主流靶点组合 GLP1/GIP/GCGR 国内密集跟进，多款药物具备显著差异化优势

药物	替尔泊肽	HRS9531	RAY1225	BGM0504	VK2735	玛仕度肽	Survedotide	GZR18		司美格鲁肽	瑞他鲁肽	UBT251
公司	礼来	恒瑞医药	众生药业	博瑞医药	viking	信达生物	BI	甘李药业		诺和诺德	礼来	联邦制药/诺和诺德
靶点	GLP-1R/GIPR					GLP-1R/GCGR		GLP-1R		GLP-1R/GCGR/GIPR		
临床阶段	已上市	申报上市	3期临床	3期临床	3期临床	已上市	3期临床	3期临床		已上市	3期临床	2期临床
给药方案	15mg	8mg	9mg	15mg	15mg	6mg	4.8mg	24mg	48mg Q2W	7.2mg	12mg	6mg
减重比例	w12				-13%							-16.65%
	w24		-11.95%	-19.78%								
	w30							-16.79%	-16.30%			
	w36	-21.1%										
	w48					-14.37%	-12.10%				-22.10%	
	w52											
	w72	-18.70%								-18.30%		
安全性	恶心	28%	24.50%	4.90%	63%	50.50%					45%	
	腹泻	23%	26.50%	29.30%	11%	38.60%					15%	
	呕吐	13%	20.40%	9.80%	29%	43.10%					19%	
	便秘	11%			29%	3.50%					16%	
	中止比例	4.30%		0%	3%	1%					16%	

来源：各公司公告，insight，国金证券研究所

多款国产药物展现更优疗效及依从性：

疗效：多款国产药物的疗效数据显示，相较于替尔泊肽，可在更短时间内实现更高比例的体重降低

安全性：在替尔泊肽基础上进一步提升减重比例的边际获益已相对有限，靶点的叠加可能产生不良反应率上升的风险（如 retatrutide）。国产药物 RAY1225、玛氏度肽的安全性较替尔泊肽具有一定优势，其中 RAY1225 恶心及中止临床试验比例显著更低。

给药间隔：GZR18（甘李药业）双周给药可在 30 周实现 16.3%的减重比例；而安进的 AMG133 已展开最高间隔 8 周的给药方案探索，但后者安全性较差。

图表41：口服药物疗效上限亟待突破，关注国内企业弯道超车机会

药物	司美格鲁肽	Orforglipron	HRS-7535	VCT220	Conveglipron	RGT-075	Amycretin	VK2735	HRS9531	ASC30	aleniglipron
公司	诺和诺德	礼来	恒瑞	闻泰医药/冀星药业	华东医药	锐格医药	诺和诺德	VIKING	恒瑞医药	歌礼制药	硕迪生物
靶点	GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	AMYR GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R
临床阶段	申报上市	3期	3期	3期	3期	2期	2期	2期	2期	2期	2期
给药方案	25mg	36mg	180mg	160mg	400mg	125mg	50mg	120mg	25mg	60mg	
减重比例	w4								-3.5%		
	w12				-5.6%	-5.0%	-11.9%				
	w13							-10.9%		-7.7%	
	w16			-8.1%							
	w36		-8.1%								-15.3%
	w64	-11.4%									
	w72		-12.4%								
安全性	恶心	46.6%	34%	16.7%-54.2%		40%	75%	61%	15.6%	40.0%	68.9%
	腹泻	17.6%	23%	16.7%-21.7%			19%	25%		20.0%	36.1%
	呕吐	30.9%	24%	15.7%-37.5%		24%	56%	35%		30.0%	44.3%
	便秘	20.1%	25%				25%	28%		10.0%	21.3%
	中止比例	3.4%	7%	2%		4.0%	0.0%	13.0%		0%	27.9%

来源：各公司公告，insight，国金证券研究所

3 期临床显示，25mg 口服司美格鲁肽 64 周减重比例为-11.4%， orforglipron 36mg 72 周减重比例为-12.4%，均低于注射版本司美格鲁肽（Wegovy）68 周减重数据。此外，现阶段其他在研口服 GLP-1 类药物减重数据对应随访时间整体较短，长期疗效有待观察。



已有多款国产口服 GLP-1 类药物读出优异早期临床数据，目前口服药物疗效上限仍有较大提升空间，关注国内企业弯道超车机会。

图表42：联邦制药&诺和诺德就 UBT251 达成 20 亿美金 BD，26 年将启动海外 1/2 期临床

靶点	转让方	受让方	交易类型	新药项目	交易时间	交易金额
GLP-1R/ GIPR/GCGR	翰宇药业	碳云智肽	合作	HY3003	2025-05-13	里程碑付款：5.28 百万美元
GLP-1R/ GIPR/GCGR	联邦制药	诺和诺德制药	授权/许可	UBT251	2025-03-24	首付款：200 百万美元，里程碑付款：1800 百万美元
GLP-1R/ GIPR/GCGR	恒瑞医药	Kailera Therapeutics	授权/许可 (NewCo)	HRS-4729 等	2024-05-17	首付款：100 百万美元，里程碑付款：5935 百万美元，特许权使用费：低个位数至低两位数比例的销售提成
GLP-1R/ GIPR/GCGR	和泽医药	道尔生物	合作	DR10627	2018-09-01	-

来源：insight，国金证券研究所

图表43：诚益、恒瑞、翰森、石药、复星等公司小分子 GLP-1 陆续完成对外授权

靶点	转让方	受让方	交易类型	新药项目	交易时间	交易金额
GLP1R	复星医药	辉瑞	授权/许可	YP05002	2025-12-09	首付款：150 百万美元；里程碑付款：1935 百万美元 特许权使用费：根据许可产品的年度净销售额、按约定的至多两位数百分比
GLP1R	石药集团	Madrigal	授权/许可	SYH2086	2025-07-30	交易总额：2075 百万美元，首付款：120 百万美元，里程碑付款：1955 百万美元，特许权使用费：基于 SYH2086 年度净销售额的高达两位数销售提成
GLP1R, GCGR, GIPR	Septerna	诺和诺德	合作	SP-2297	2025-05-14	交易总额：2200 百万美元，首付款：200 百万美元
GLP1R	翰森制药	默沙东制药	授权/许可	HS-10535	2024-12-18	首付款：112 百万美元，里程碑付款：1900 百万美元，特许权使用费：基于产品销售的特许权使用费
GLP1R	恒瑞医药	Kailera	授权/许可 (NewCo)	HRS-7535	2024-05-17	首付款：100 百万美元，里程碑付款：5935 百万美元，特许权使用费：低个位数至低两位数比例的销售提成
GLP1R	Carmot Therapeutics	罗氏	转让/收购	CT-996	2023-12-04	首付款：2700 百万美元，里程碑付款：400 百万美元
GLP1R	诚益生物	阿斯利康	授权/许可	AZD5004	2023-11-09	首付款：185 百万美元，里程碑付款：1825 百万美元

来源：insight，国金证券研究所

BD 方面，在注射剂型/口服剂型领域，国产企业 GLP-1 在研管线均已诞生多起重磅交易；潜在对外授权/许可仍将是国内 GLP-1 赛道重要催化因素，建议持续关注。

三、多方政策持续支持，产业趋势向上

（一）集采边际影响减弱，从价格导向转为质量导向

➤ 化药集采：第十一批集采首次提出反内卷，更加强调质量导向

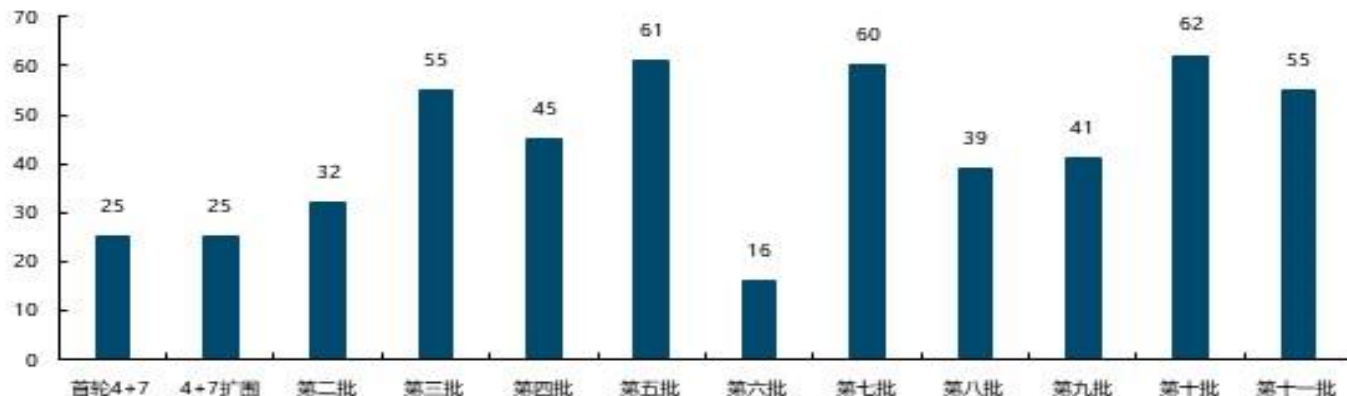
自 2018 年首批 4+7 带量采购以来，7 年间国家层面已经开展 11 批药品集采，覆盖近 500 种药品。过往集采的降价幅度整体相对平稳，基本在 50%~60% 区间范围内，第十一批未公布官方平均降幅。

与前十批集采相比，第十一批集采提出反内卷，充分遵循“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则，本次集采竞争激烈程度远高于前十批集采，但通过 1 亿元以下规模产品不集采、设置“锚点价”防止极端低价冲击、引入复活机制、事前反复宣介引导企业科学报



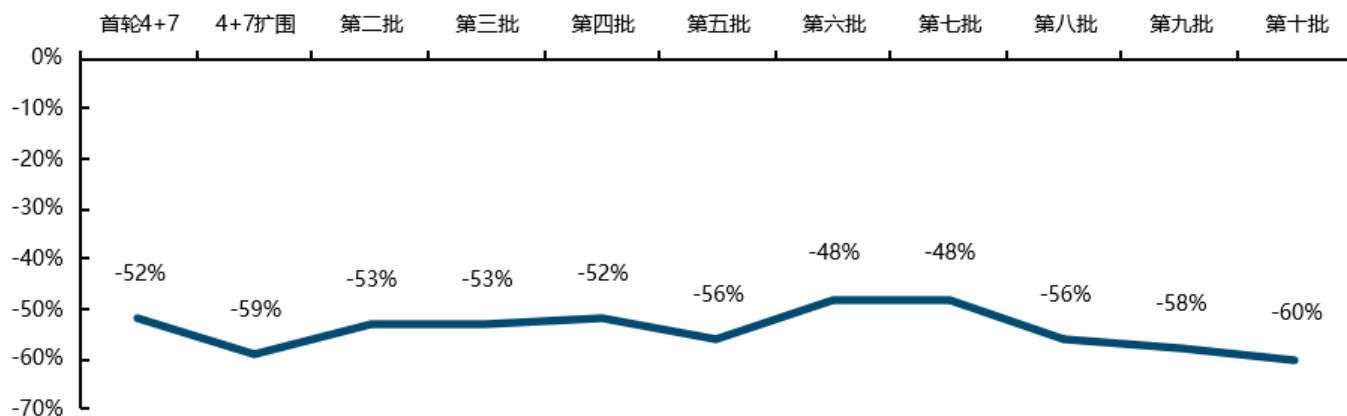
价等措施，保持了较高中选率，中选产品平均价差较此前批次明显缩小。为确保“反内卷”执行效果，第十一批国采不再简单选用最低报价。当“最低价”低于“入围均价的 50%”时，将以“入围均价的 50%”为价差控制的锚点。对于低于“锚点价”的企业，要求其报价合理性做出说明。

图表44：前十一批次累计集采接近 500 余品种



来源：上海阳光采购网，国金证券研究所

图表45：集采降价幅度整体相对平稳（平均降幅）



来源：公开信息整理，insight，国金证券研究所

第十一批集采首次提及反内卷，新增按厂牌报量、引入复活机制等措施。反内卷具体措施包括：

(1) 医疗机构在报量时，既可按药品通用名也可按具体品牌报量。从中选结果看，医疗机构要求采购产品报量的 75% 得到满足，中选品牌与临床需求匹配度高。供应能力强、质量有保障的主流企业多数中选，每个地区均有多家中选企业供应。

(2) 首次新增未入围企业“复活”机会。此次集采，除了未中标的有效申报入围企业具备复活机会外，有效申报但未入围的企业同样具备复活机会。医疗机构对某种药品需求量大、企业报价未入围，而该企业能接受入围企业的中选价格，就有机会中选。

(3) 调整带量比例，兼顾临床需求与政策目标。

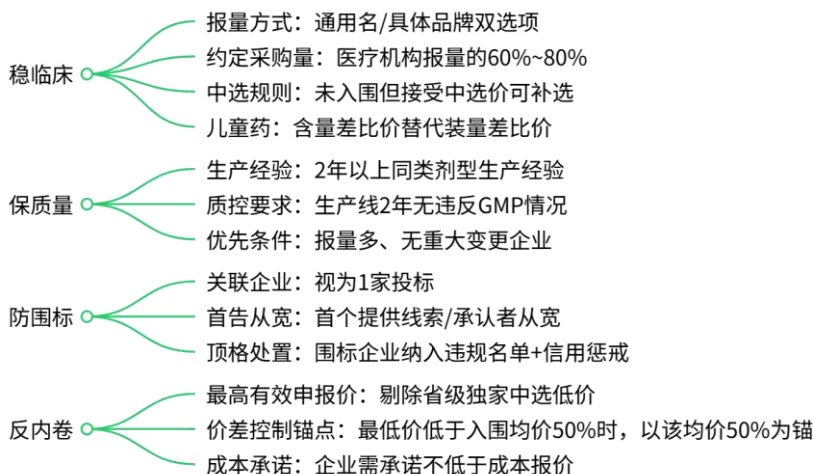
(4) 文件要求投标药品的上市许可持有人或受托生产企业，应当具有 2 年以上同类型制剂生产经验，并且投标药品应当通过上市前的药品 GMP 符合性检查

(5) 新的“锚点”价格确定为有效申报入围企业“单位可比价”平均值的 50% 与最低“单位可比价”两者中取高值。并且，所有投标企业均需承诺不低于成本报价。对于报价低于



“锚点价”的企业，要求其对报价的合理性作出声明。

图表46：第十一批集采总体实现“稳临床、保质量、反内卷、防围标”的目标



来源：上海阳光采购网，国金证券研究所

➤ 生物类似药集采：2026 年或正式启动，预计降幅温和

2025 年 8 月，安徽省医药价格和集中采购中心发布《关于开展部分单抗类生物制剂信息填报收集工作的通知》，就 8 款单抗进行信息申报收集，包括：阿达木单抗、贝伐珠单抗、地舒单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、托珠单抗、英夫利西单抗、帕妥珠单抗。

此前生物类似药联盟集采中，整体降幅相对温和。此前在广东省联盟集采中，利妥昔单抗和依那西普整体降价幅度相对温和，整体降幅均低于化药平均降幅。考虑到部分生物类似药竞争格局较好，预计整体降幅有望延续温和态势，2026 年或将正式启动生物类似药集采。

图表47：安徽集采文件中涉及 8 款生物药，其中 7 款竞争企业数≥5 家，仅 1 款获批企业超过 10 家

产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	上市时间	价格	含量
贝伐珠单抗	101	13	Roche	2010-02	1500	100mg
			齐鲁制药	2019-12	1126	100mg
			信达生物	2020-06	1107	100mg
			博安生物	2021-04	1075	100mg
			恒瑞医药	2021-06	997	100mg
			百奥泰	2021-11	1147	100mg
			东曜药业	2021-11	1050	100mg
			贝达药业	2021-11	1076	100mg
			复宏汉霖	2021-11	1075	100mg
			正大天晴	2023-02	989	100mg
			神州细胞	2023-06	1298	100mg
			华兰基因	2024-11	998	100mg
			上海生物制品所	2025-01	1005	100mg
产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	上市时间	价格	含量
曲妥珠单抗	72	6	Roche	2002-01	5500	440mg
			复宏汉霖	2020-08	1688	150mg
			正大天晴	2023-07	1587	150mg
			博之锐	2023-02	1587	150mg
			安科生物	2023-10	1575	150mg
			齐鲁制药	2024-06	1460	150mg
帕妥珠单抗	30	3	Roche	2018-12	4955	420mg
			齐鲁制药	2024-12	3962	420mg
			正大天晴	2024-12	3977	420mg
			上海生物制品所	2024-03	1026	100mg
产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	上市时间	价格	含量
利妥昔单抗	47	5	Roche	2000-01	2294	100mg
			复宏汉霖	2019-02	1366	100mg
			信达生物	2020-09	914	100mg
			正大天晴	2023-05	946	100mg
			上海生物制品所	2024-03	1026	100mg
产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	上市时间	价格	含量
地舒单抗	14	5	Amgen	2019-05	624	60mg
			博安生物	2022-11	613	60mg
			泰康生物	2023-03	614	60mg
			齐鲁制药	2023-09	499	60mg
			菲洋生物	2024-09	613	60mg
			生产企业	上市时间	价格	含量
阿达木单抗	15	9	AbbVie	2010-02	1290	0.4ml, 40mg
			百奥泰	2019-11	1080	0.8ml, 40mg
			博之锐	2019-12	1090	0.8ml, 40mg
			信达生物	2020-09	1088	0.8ml, 40mg
			复宏汉霖	2020-12	899	0.8ml, 40mg
			君实生物	2022-03	998	0.8ml, 40mg
			正大天晴	2022-03	799	0.8ml, 40mg
			神州细胞	2023-06	1060	0.8ml, 40mg
			武汉生物制品所	2025-08	797	0.8ml, 40mg
			生产企业	上市时间	价格	含量
英夫利西单抗	11	5	Janssen	2006-05	2007	100mg
			迈博太科	2021-07	1268	100mg
			博之锐	2021-09	1268	100mg
			玉溪嘉和	2022-02	1268	100mg
托珠单抗	5	5	CELLTRION	2023-06	-	-
			Roche	2013-03	830	80mg
			百奥泰	2023-01	747	80mg
			丽珠单抗	2023-01	747	80mg
			博之锐	2024-06	742	80mg
			金宇博沃	2024-10	742	80mg

来源：insight, CDE, 国金证券研究所（注：价格均为 2025 年挂网平均价）



图表48：此前省级联盟集采中，利妥昔单抗降价幅度温和，依那西普因上市较早且竞争格局充分降幅相对较高，但总体低于化药平均降幅

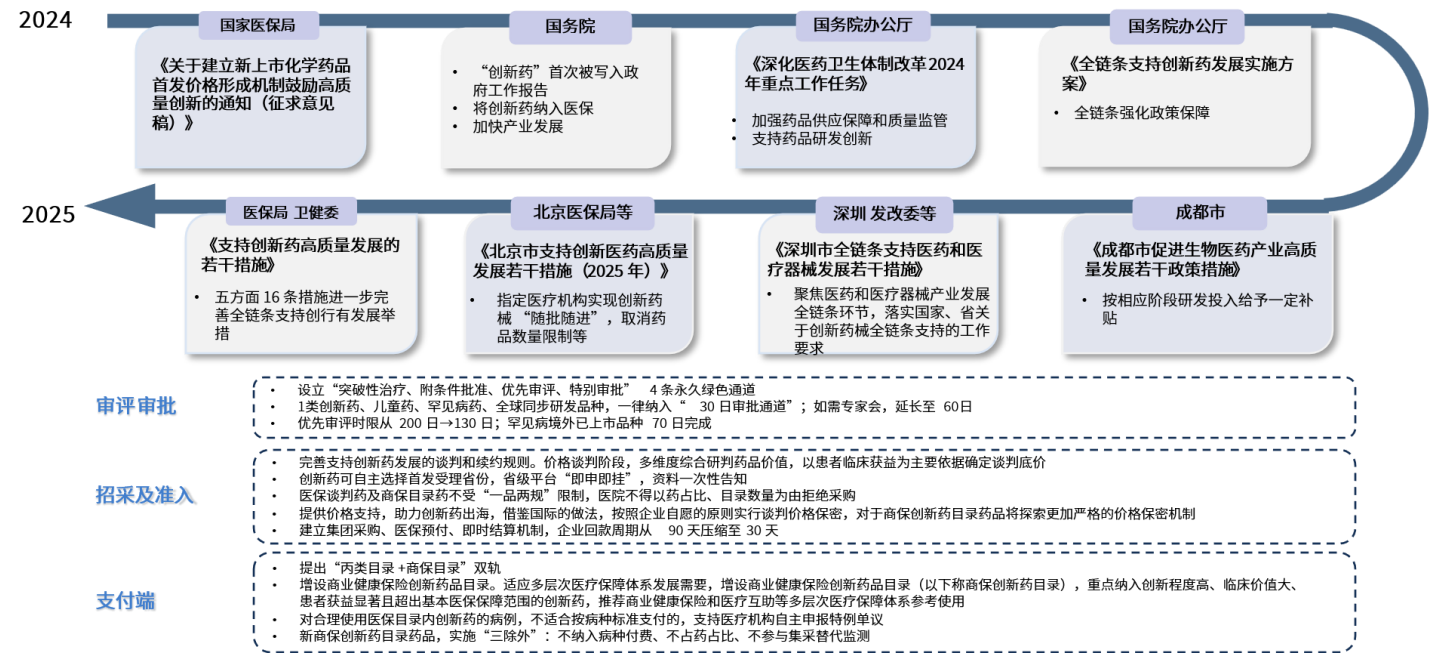
通用名	商品名	企业	上市时间	价格				降幅		中标与否
				中标前挂网价(元)	最高有效申报价(元)	中标价(元)	规格	实际降幅(按挂网价计算)	中标降幅(按最高有效申报价计算)	
利妥昔单抗	达伯华	信达	2020-09	1030	2180	886	10ml:0.1g	-14%	-59%	中选
	美罗华	罗氏	2000-03	2294	2180	1834	10ml:0.1g	-20%	-16%	备选，原研
	汉利康	复宏汉霖	2019-02	1398	2180	1117	10ml:0.1g	-20%	-49%	备选
	平均降幅							-18%	-41%	
依那西普	强克	赛金生物	2011-04	316	302	92	25mg	-71%	-70%	中选
	益赛普	三生国健	2005-06	316	302	127	25mg	-60%	-58%	备选
	安佰诺	海正生物	2015-04	318	302	283	25mg	-11%	-6%	备选
	平均降幅							-47%	-45%	

来源：广东联盟集采文件，insight，国金证券研究所

（二）多方政策支持，医保对创新药支持力度加大，新商保目录有望带来新增量

2024-2025 年，国家到地方的多维政策通过“审评审批、招采及准入、支付端”全链条支持创新药发展：国家层面明确“创新药”投入保障、全链条政策支持，地方（北京、深圳、成都等）细化落地措施；同时从审批提速（如“优先审评”压缩时限）、招采优化（如“动态调整”适配创新药）、支付倾斜（如“不纳入集采”保护创新）三环节，为创新药构建了从研发到商业化的政策助力体系。

图表49：近两年多维度政策持续助力，全链条支持创新药蓬勃发展

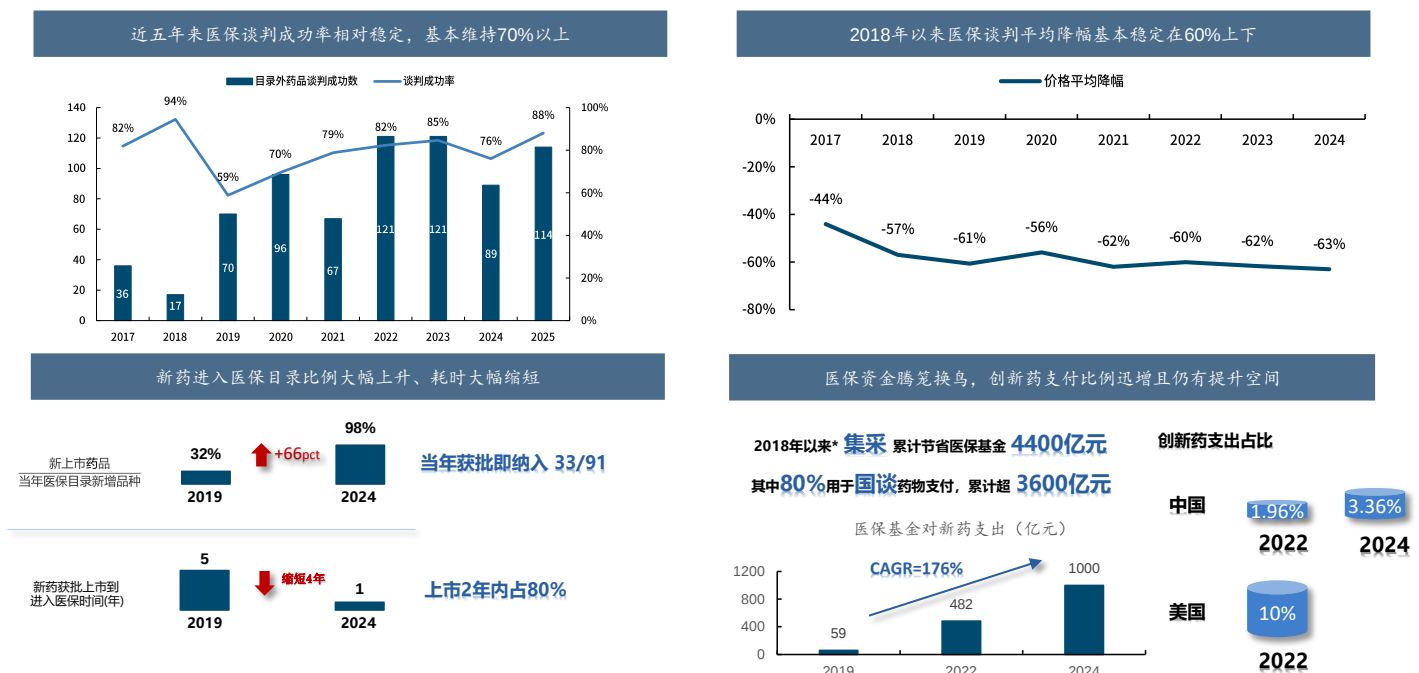


来源：国务院办公厅，国家药监局，各地医保局、卫健委，国金证券研究所

医保政策持续优化为创新药发展注入稳定动力，形成“保障扩容+支付托底”的良性格局。2025 年新版医保目录新增 114 种药品，其中 50 种为 1 类创新药，目录内药品总数达 3253 种，肿瘤、罕见病等重点领域保障进一步扩大；创新药进医保的效率显著提升，2024 年 98% 的创新药纳入医保，80% 在上市 2 年内完成准入。截至 2025 年 10 月底，医保基金已为协议期内谈判药品支付累计超过 4600 亿元，带动相关销售超 6700 亿元。



图表50：医保政策倾斜，友好的支付端有望助力创新药快速放量



来源：国家医保局，上海阳光采购网，insight，国金证券研究所

商业医保与基本医保形成互补，成为创新药支付端的重要增量来源。首版商业健康保险创新药品目录纳入 19 种高价值创新药

，覆盖 CAR-T 等基本医保未涵盖的品类。当前创新药市场中个人自费占比仍较高，而商保支付占比不足 10%，随着商保产品不断丰富、保障范围持续扩大，其对创新药的支付支撑作用将进一步凸显，助力构建多层次医疗保障体系。

图表51：多元化医疗保障体系加速建设中，商保新增量未来可期



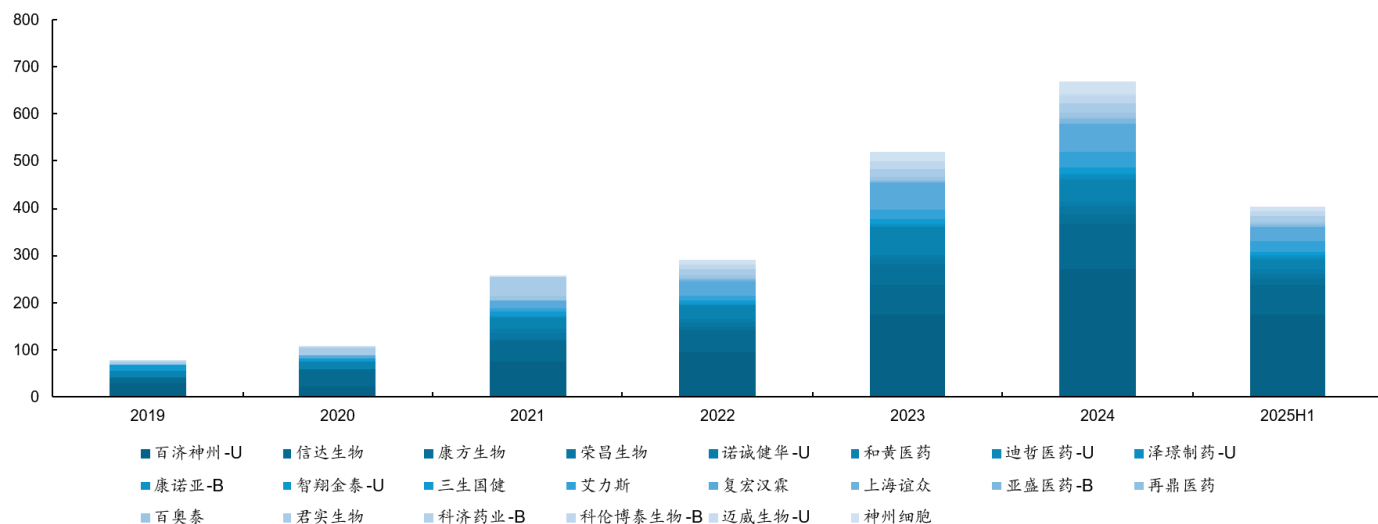
来源：国家医保局，上海医保局，《中国创新药械多元支付白皮书 2025》，国金证券研究所



四、成果已显：创新药企逐步进入收获期

Biotech 公司仍处快速放量期，22 家代表性 Biotech 2025H1 累计营收（含里程碑收入）同比增速仍近 30%：22 家代表性 Biotech 累计营收从 2019 年的 77 亿元快速增长至 2024 年的 668 亿元，年复合增速达 54%，2025 年上半年收入 389 亿元，在基数体量相对较大的基础上累计收入同比增长 29%，仍处于快速放量阶段。剔除里程碑收入，累计营收从 2019 年 72 亿元快速增长至 2024 年的 640 亿元，年复合增速达 55%，2025 年上半年同比增速达 39%。Biotech 仍处于快速放量期。

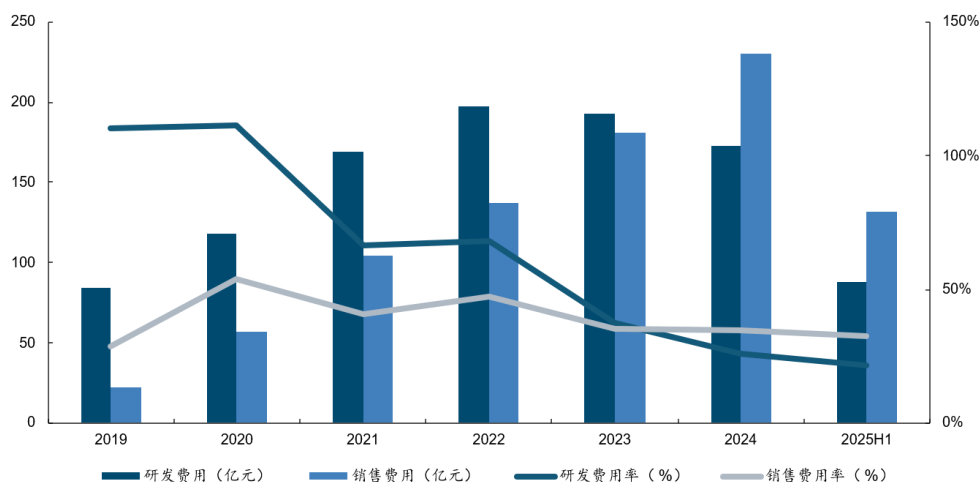
图表52：22 家代表性 Biotech 累计营收 2019-2024 年 CAGR 超 50%，2025H1 增速近 30%，仍处于快速放量期（亿元）



来源：wind，各公司公告，国金证券研究所。

商业化效率持续提升，费用率优化趋势明显。随着国内 Biotech 多款产品上市，头部、产品上市时间相对较早的 Biotech 已具备相对成熟的商业化团队，销售费用率一方面随着营收增加而下滑，另一方面也得益于商业化能力的成熟，整体费用率持续优化。此外，销售人员除了少数近期产品新上市的企业外，整体变动幅度也相对平缓。人均单产持续提升，多家企业销售人均单产已超 300 万/人·年。随着商业化能力的持续提升、人均单产持续增加，有望助力 Biotech 企业增厚利润、加速扭亏为盈。

图表53：Biotech 研发、销售费用率持续优化



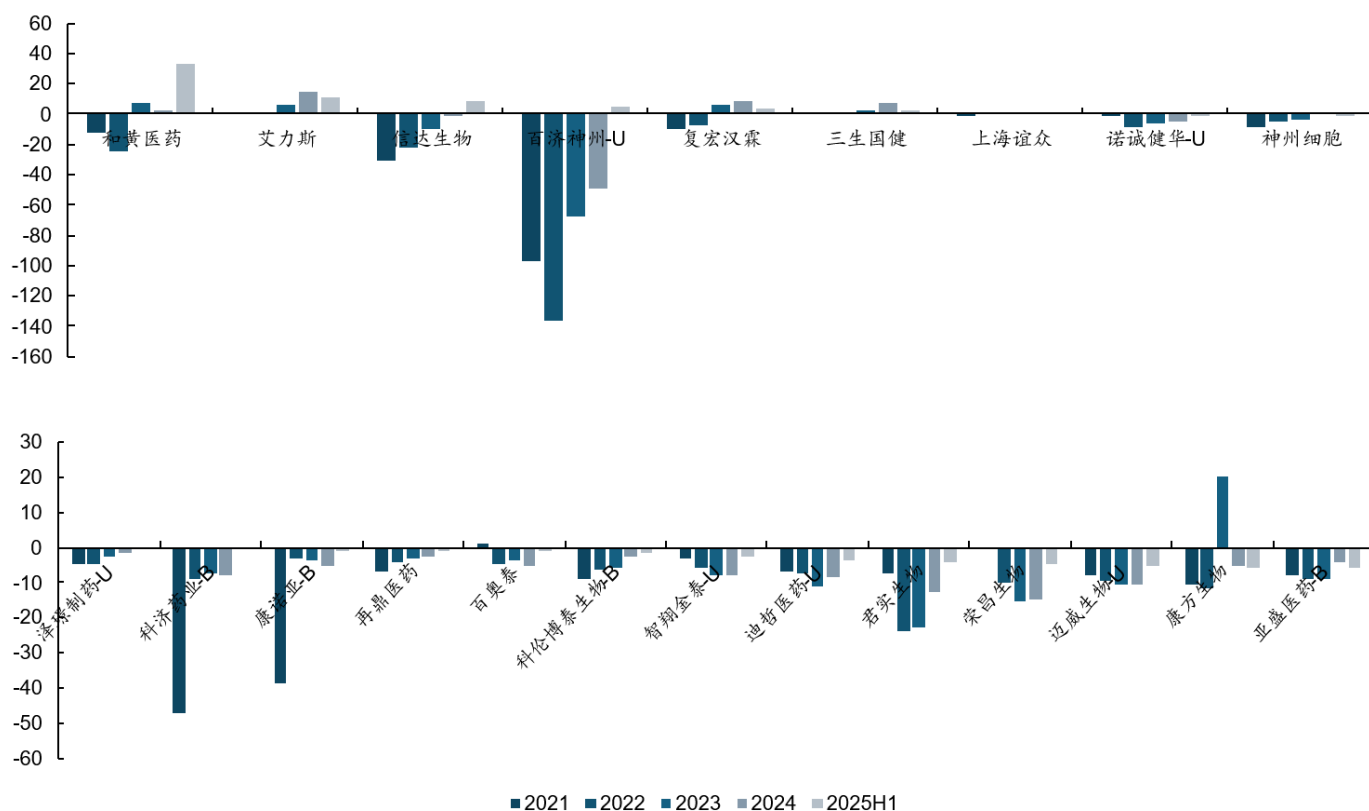
来源：wind，国金证券研究所

得益于产品快速放量和商业化团队的逐步成熟，扭亏为盈节点渐近。当前，大部分 Biotech 仍处于尚未盈利阶段，2025H1 百济神州、信达生物已实现扭亏为盈，主要得益于产品的快



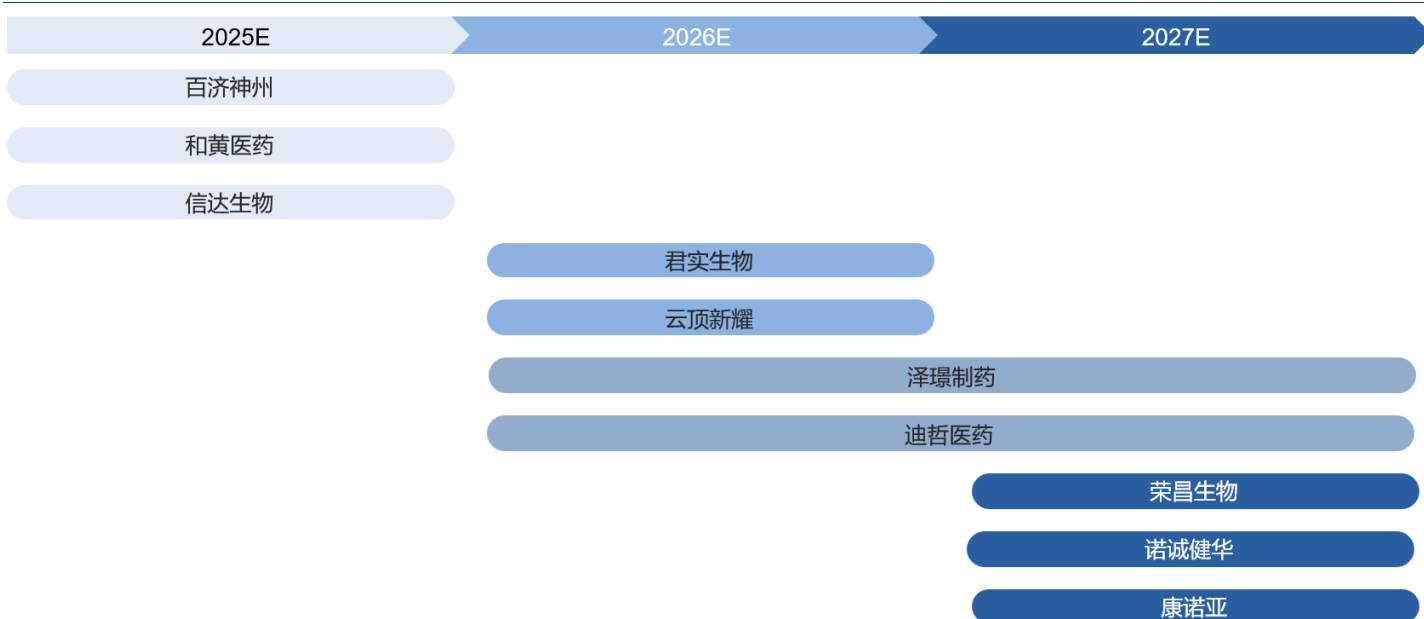
速放量以及研发和销售费用投入效率提升、持续优化。近几年诺诚健华、泽璟制药等多家 Biotech 企业亏损持续缩窄，预计未来三年内多家企业有望实现扭亏为盈。

图表54：部分 Biotech 近两年逐步扭亏，2025H1 百济神州、信达生物等多家公司首次扭亏（亿元）



来源：wind，各公司年报，国金证券研究所

图表55：未来 2-3 年内多家 Biotech 有望实现扭亏为盈



来源：ifind，国金证券研究所



图表56：本土企业持续创新，2026 年 Biotech 密集催化

2026	数据读出预期						
百济神州	索托克拉 (BCL2) 多项数据更新		BTK CDAC r/r CLL潜在注册II期数据		B7-H4 ADC TNBC/妇科癌	FGFR2b ADC、EGFR CDAC pan-KRAS、CDK2 POC	PRMT5+MAT2A EGFR/MET/MET POC
康方生物	HARMONI-2 (1L PD-L1+ NSCLC) AK112 vs K药 mOS数据成熟			HARMONI-6 (1L sq NSCLC) AK112+化疗 vs PD-1+化疗 mOS披露		HARMONI-7 (1L sq NSCLC) AK112+化疗 vs K药+化疗 mPFS成熟	
科伦博泰	SKB264 国内1L PD-L1+ NSCLC	SKB264 国内1L PD-L1- TNBC		SKB571 (EGFR/c-MET) mCRC数据		SKB264 海外III期临床数据读出: 3L胃癌、3L EGFRm NSCLC等	
信达生物	IBI-363 (PD-1/IL2α) 1L NSCLC POC	IBI-363 (PD-1/IL2α) 1L MSS POC	IBI-363 (PD-1/IL2α) EGFRwt nsq-NSCLC新辅助POC	IBI-343 (CLDN18.2 ADC) 1L PAAD POC	玛仕度肽 (GCG/GLP-1) 青少年肥胖III期	信必敬 (IGF-1R) 非活动期甲状腺眼病III期	IBI-3032 (口服GLP-1) 肥胖及糖尿病 I期
康诺亚	CM512 (TSLP/IL-13) 26H1读出鼻窦炎II期数据, 26H2读出哮喘和COPD II期数据				CMG901 (CLDN18.2 ADC) 26H1预计完成2L 胃癌III期, 26年递交美国NDA		
三生制药	707双抗 26H1 II期NSCLC和CRC的PFS数据成熟				705、706双抗 II期ORR数据读出		
三生国健	611 (IL-4R单抗) 26H1递交AD的NDA, 26年读出II期COPD数据		608 (IL-17A) 银屑病预计26H1获批, nr-axSpA 26年启动III期		626 (BDCA2) 26年Ib期数据读出		
荣昌生物	RC-148 (PD-1/VEGF) II期 (LC, 120人)	RC-18 (BLyS/APRIL) 全球MG	RC-28 (VEGF/FGF) DME的III期	RC-28 (VEGF/FGF) wAMD的III期	RC-278 (CDCP1 ADC) I期	RC-288 (未知 ADC) I期	
诺诚健华	ICP-288 (BCL-2) 完整II期	奥布替尼 (BTK) ITP的III期	ICP-332 (TYK2/JAK1) AD的III期	ICP-332 (TYK2/JAK1) 白癜风III期	ICP-332 (TYK2/JAK1) 结节性痒疹全球II期	ICP-488 (TYK2) 26年银屑病III期	ICP-B794 (B7-H3 ADC) I期
映恩生物	B7-H3 ADC mCRPC II期数据更新			HER2 ADC HR+HER2lowBC III期		TROP2 ADC、B7-H3 ADC 联合PD-L1/VEGF II期	
再鼎医药	Zoci (DLL3 ADC) 2L+SCLC、神经内分泌癌数据更新		ZL-1503 (IL13/IL31R) I期	VYVGART (FcRn) 眼肌型重症肌无力III期 肌炎、甲状腺眼病III期			
泽璟制药	ZG005 (PD-1/TIGIT) 1L HCC II期			戈利昔替尼 (JAK) AD、AS III期		ZG006 (CD3/DLL3/DLL3) 美国I期	

来源：各公司公告，国金证券研究所

五、制药供应链：景气度上行持续，新技术方向带动产业扩容

（一）融资环境改善，国内外 CXO 行业景气度传导效应显现

在国内外投融资环境持续改善的背景下，2025 年以来海外 CXO 企业业绩呈现明显分化格局：CDMO 企业凭借旺盛的商业化需求及产能利用率大幅提升实现快速增长，而 CRO 企业仍面临收入增长压力，同时在 CRO 细分领域，临床 CRO 的业绩表现显著优于临床前 CRO。

CDMO：商业化需求旺盛，相关公司产能利用率提升带动业绩快速增长。以 Lonza 和三星生物为代表的海外 CDMO 企业均在原先较快的增速基础上进一步上调对全年的收入指引。

临床前 CRO：头部企业查尔斯河营收延续下滑态势，但从三个季度对全年指引的变化情况来看，下滑幅度逐步收窄，行业景气度筑底回暖。

临床 CRO：投融资回暖及制药企业管线调整完毕等因素给行业基本面迎来积极变化，以 Medpace 为代表的临床 CRO 企业在季度业绩增速改善的同时，仍在持续上调对全年收入的指引。

图表57：海外 CXO 公司 2025 年收入情况和业绩指引

公司	收入及增速			全年指引	全年指引变化情况
	25Q1	25Q2	25Q3		
CRL	9.8 亿美金 yoy -2.7%	10.3 亿美金 yoy +0.6%	10.0 亿美金 yoy -0.5%	(-1.5%)-(-0.5%)	Q1 指引为 (-5.5%)-(-3.5%)，Q2 大幅上调至 (-2.5%)-(-0.5%)，Q3 上调下限至 (-1.5%)-(-0.5%)
IQVIA	38.3 亿美金 yoy +2.5%	40.2 亿美金 yoy +5.3%	41.0 亿美金 yoy +5.2%	4.8%-5.5%	Q1 指引为 3.9%-6.5%，Q2 区间收窄为 4.5%-5.8%，Q3 微调优化至 4.8%-5.5%
Labcorp	33.5 亿美金 yoy +5.3%	35.3 亿美金 yoy +9.5%	35.6 亿美金 yoy +8.6%	7.4% - 8.0%	Q1 指引为 6.7%-8.0%，Q2 上调至 7.5%-8.6%，Q3 区间收窄至 7.4%-8.0%
Icon	20.0 亿美金 yoy -4.3%	20.2 亿美金 yoy -4.8%	20.4 亿美金 yoy +0.6%	(-5.2%)-(-1.6%)	Q1 指引为 (-6.4%)-(-1.6%)，Q2 上调至 (-5.2%)-(-1.6%)，Q3 区间收窄至 (-2.8%)-(-2.2%)



公司	收入及增速			全年指引	全年指引变化情况
	25Q1	25Q2	25Q3		
Medpace	5.6 亿美金 yoy +9.3%	6.0 亿美金 yoy +14.2%	6.6 亿美金 yoy +23.7%	17.6%-20.0%	Q1 指引为 1.5%-6.2%，Q2 大幅上调至 14.7%-19.5%，Q3 小幅上调至 17.6%-20.0%
Lonza	H1 45.3 亿美金 yoy +17.0%		-	CDMO: 20-21%	Q1 对全年 CDMO 增速指引为约 20%，Q2 上调至 20-21%，Q3 维持 20-21%
三星生物	8.9 亿美金 yoy +37.1%	8.9 亿美金 yoy +11.5%	11.5 亿美金 yoy +39.8%	25-30%	Q1 指引为 20%-25%，Q2 上调至 25%-30%，Q3 维持 25%-30%

来源：Wind，各公司官网，各公司财报，国金证券研究所

海外基本盘稳固 国内市场迎复苏拐点。进入 2025 年第三季度，国内医药领域投融资数据实现同比、环比双改善，直接带动国内医药外包需求出现明显回暖，行业国内端业务迎来复苏拐点。从头部企业订单表现来看，各细分赛道龙头均呈现积极增长态势：

CDMO：截至 2025 年三季度末，药明康德在手订单规模达到 599 亿元，同比增长 41%；其核心的 TIDES 业务在手订单亦实现 17% 的同比增长，业务结构持续优化；凯莱英新签订单延续双位数增长，新兴业务板块订单增长势头尤为强劲，为业绩增长提供长期支撑。

临床前 CRO：以安评业务为主的昭衍新药订单逐步回暖，2025 年三季度新签订单 16.4 亿元，在手订单金额约 25 亿元，早期投融资回暖逐步传导至临床前 CRO 领域。

图表58：CXO 公司 2025 年订单情况

分类	公司	25Q1 订单情况	25H1 订单情况	25Q1-Q3 订单情况
CDMO	药明康德	在手订单 523.3 亿元，同比增长 47.1%；TIDES 在手订单同比增长 105.5%	在手订单 566.9 亿元，同比增长 37.2%；TIDES 在手订单同比增长 48.8%	在手订单 598.8 亿元，同比增长 41.2%；TIDES 在手订单同比增长 17.1%
	药明生物	-	未完成总订单金额 203 亿美元，未完成服务订单总额达 114 亿美元	-
	药明合联	-	在手订单 13.3 亿美元，同比增长 57.9%；新签订单同比增长 48.4%	-
	康龙化成	新签订单同比增长 10%+；实验室服务新签订单同比增长 10%+；CMC 板块新签订单同比增长 10%+	新签订单同比增长 10%+；实验室服务新签订单同比增长 10%+；CMC 板块新签订单同比增长约 20%	新签订单同比增长 13%+；实验室服务新签订单同比增长 12%+；CMC 板块新签订单同比增长约 20%
	凯莱英	-	在手订单 10.88 亿美元；新兴业务在手订单金额同比增长超 40%	新签订单保持双位数增长
	泰格医药	净新增合同金额超过 20 亿元，同比增长 20%	-	-
临床 CRO	普蕊斯	-	新签不含税合同金额 6 亿元，同比增长 40%；存量不含税合同金额 19.98 亿元，同比增长 9.45%	-
临床前 CRO	昭衍新药	新签订单金额约为 4.3 亿元，在手订单金额约为 22 亿元	新签订单金额约为 10.2 亿元，在手订单金额约为 23 亿元	新签订单金额 16.4 亿元，在手订单金额约为 25 亿元

来源：各公司财报，国金证券研究所

2025 年 CXO 行业已驶入复苏快车道，结构性增长机遇全面显现，不同赛道呈现差异化向好态势：

综合型 CDMO 企业领跑复苏：2025 年前三季度，综合型 CDMO 类企业率先实现业绩回暖，整体保持较快增长节奏，且增长动能持续夯实。其中外需型 CDMO 企业依托商业化订单的旺盛需求以及新兴分子领域的爆发式增量，展现出强劲的增长韧性，药明康德等头部企业已纷纷上调全年业绩指引。

CRO 业绩修复值得期待：部分以国内业务为主的 CRO 企业，虽因 2024 年国内市场竞争加剧的滞后影响，2025 年前三季度收入与利润仍有承压，但随着 2025 年国内生物医药



投融资的强势反弹，叠加药企管线调整基本完成，临床 CRO 已率先迎来订单询价到签约的改善，后续业绩修复值得期待。

图表59: CXO 公司财务指标

公司	营业收入 (亿元)			收入增速 YoY			扣非净利润 (亿元)			扣非净利润增速 YoY		
	2023A	2024A	2025 Q1-Q3	2023A	2024A	2025 Q1-Q3	2023A	2024A	2025 Q1-Q3	2023A	2024A	2025 Q1-Q3
药明康德	403.41	392.41	328.57	2.51%	-2.73%	18.61%	97.48	99.88	95.22	16.81%	2.47%	42.51%
药明生物	170.34	186.75	-	11.56%	9.63%	-	49.50	53.97	-	-2.0%	9.0%	-
药明合联	21.24	40.52	-	114.44%	90.80%	-	4.12	11.74	-	112%	185%	-
康龙化成	115.38	122.76	100.86	12.39%	6.39%	14.38%	15.14	11.08	10.34	6.51%	-26.82%	32.04%
凯莱英	78.25	58.05	46.30	-23.70%	-25.82%	11.83%	21.04	8.50	7.28	-34.87%	-59.63%	9.74%
博腾股份	36.67	30.12	25.44	-47.87%	-17.87%	19.72%	2.48	-2.72	0.54	-87.49%	-209.74%	125.14%
九洲药业	55.23	51.61	41.60	1.44%	-6.57%	4.92%	10.24	5.94	7.46	10.46%	-42.06%	20.67%
泰格医药	73.84	66.03	50.26	4.21%	-10.58%	-0.82%	14.77	8.55	3.26	-4.05%	-42.13%	-63.46%
普蕊斯	7.60	8.04	6.09	29.65%	5.75%	2.59%	1.14	0.83	0.70	70.58%	-26.88%	11.48%
诺思格	7.21	7.44	6.07	13.15%	3.14%	8.09%	1.29	1.14	0.81	26.92%	-11.36%	22.47%
昭衍新药	23.76	20.18	9.85	4.78%	-15.07%	-26.23%	3.38	0.24	0.29	-66.89%	-93.02%	125.60%
益诺思	10.38	11.42	5.71	20.32%	9.94%	-35.33%	1.74	1.25	-0.35	63.77%	-28.12%	-128.80%

来源: ifind, 国金证券研究所 (注: 药明生物及药明合联利润口径为经调整纯利及同比增速)

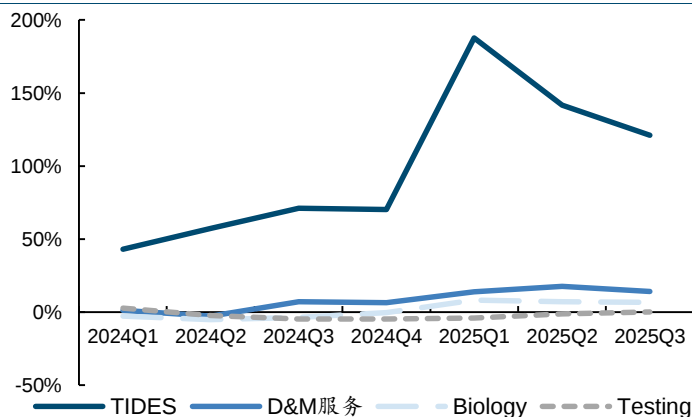
(二) 新技术变革引领行业机遇，带动 CXO 需求扩容

在生物医药创新技术快速迭代的浪潮下，以 ADC、双抗与 GLP-1 等为代表的药物研发与商业化热潮，为 CXO 行业带来了大量新增需求，成为驱动行业增长的核心增量引擎。

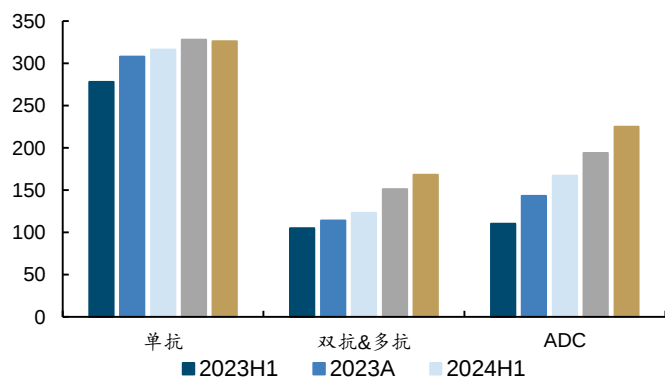
以多肽为例，替尔泊肽已成为全球“药王”，2025 年前三季度其降糖版 Mounjaro 和减重版 Zepbound 合计销售额达 248.37 亿美元(约 1765.2 亿元人民币)，同比增长 125%。受到终端产品放量拉动，药明康德 TIDES 业务前三季度收入 78.4 亿元，同比增长 121.1%。

以 ADC 和双抗为例，二者已成为全球 BD 交易主线之一。根据最新统计数据，双抗和 ADC 相关的 BD 交易在 2025 年上半年占据了总交易金额的 60% 以上，成为推动整个 BD 市场增长的重要引擎之一，药明生物双抗&ADC 项目数快速增长也能侧面印证行业高景气。

图表60: 药明康德各项业务同比增速情况 (%)



图表61: 药明生物不同领域项目增长情况



来源: 药明康德财报, 国金证券研究所

来源: 药明生物财报, 国金证券研究所



(三) 地缘政治短期扰动不改长期 CXO 的核心竞争力

2025 年地缘政治因素对 CXO 板块估值有较大冲击，但回溯相关政策演变脉络，行业政策扰动呈现“提案波折、落地趋缓”的特征：2022 年药明生物被纳入美国“未经核实名单（UVL）”，后已顺利移出，并未对企业核心业务造成持续性冲击；2024 年药明康德相关的生物安全法案，从最初参众两院提出议案，到后续设置 8 年缓冲期，再到 2025 年《国防授权法案（NDAA）》纳入《生物安全法案》，但整体态度趋于缓和，并未直接提及药明康德。从政策落地的完整链路来看，其最终实施细则与影响范围仍存较大不确定性，对国内 CXO 行业的短期冲击已大幅弱化。

关税及生物安全相关法案等地缘政策因素虽引发阶段性市场关注，但整体来看短期扰动有限，国内 CXO 企业依托完善的产业布局，中长期供应链优势仍十分突出。中国 CXO 企业在全球竞争中展现出四大核心优势：

1. 首先是显著的成本优势，研发人员成本低于欧美，完整的本土化学工业供应链提供了原材料支持，整体能为客户大幅节约研发成本；
2. 其次是工艺灵活与交付速度优势，中国 CXO 企业能够快速响应需求变更，全天候推进项目，灵活调整生产计划，大幅缩短项目交付周期；
3. 第三是政策支持，MAH 制度推动研发与生产分离，创新药享受集采豁免，产业园区税收优惠等政策为行业发展提供了有力支撑；
4. 第四是人才优势，中国本土每年培养大量化学/生物相关人才，同时有大量海外高端人才回流。龙头企业建立了系统化的人才培养体系，可有效利用国内人才优势；

CXO 行业自 2024 年以来，景气度曾受生物医药一级市场投融资波动、地缘政治等多重外部因素扰动，但行业已在 2024 年三季度开启回暖进程：彼时美国降息周期启动叠加国内政策利好预期升温，为行业注入修复动能；2025 年以来，AI 制药技术热度攀升、全球创新药景气度延续，再叠加国内生物医药投融资触底回升，行业市场关注度持续走高，基本面复苏趋势愈发明确。

从 2025 年行业经营的核心表现来看，不同细分赛道已呈现差异化修复态势：

CDMO 赛道领跑复苏：以海外业务为主的 CDMO 企业订单兑现能力强，海外商业化需求的旺盛为业务增长提供核心支撑。多家行业龙头自年中起陆续上调全年业绩指引，且持续增长的在手订单规模，为后续业绩释放筑牢了坚实基础。

CRO 赛道边际改善：临床前 CRO 与临床 CRO 企业同步受益于下游药企研发需求的逐步恢复，行业订单价格已实现企稳，新签订单数量的增长带动前端企业率先在订单端展现出明确的复苏迹象。

展望 2026 年，CXO 行业投资可把握两大核心主线：

优先布局行业龙头：龙头企业凭借技术壁垒、产能规模及客户资源优势，将在行业复苏周期中占据更大的市场份额，业绩增长具备更强确定性。

聚焦海外业务占比高的标的：海外市场需求稳定性更强，且商业化订单红利持续释放，高海外业务占比的企业可有效对冲部分国内市场的确定性，实现稳健增长。

同时，随着国内生物医药投融资回暖的红利逐步传导，国内各 CRO 细分板块企业也有望陆续迎来业绩拐点，具备长期配置价值。

(四) 原料药：供给趋于稳定，未来盈利能力有望持续提升

经历上一轮扩产周期后，原料药企业资本开支逐步减少。我们统计了 17 家原料药企资本开支情况，其中大部分企业均在 2021-2022 年大幅增加资本开支，进行产能扩张。2023 年，资本开支边际减少，扩产进入尾声。

图表62：原料药代表公司资本开支情况（单位：亿元）

公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
普洛药业	0.82	0.32	3.17	7.02	5.09	6.3	4.61	2.19
华海药业	11.25	7.94	12.76	24.34	23.16	15.92	18.53	11.85
九洲药业	2.31	3.2	3.16	5.8	7.14	9.29	8.89	4.34



公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
国邦医药	1.63	6.05	5.2	4.48	8.03	7.48	4.19	2.67
仙琚制药	1.69	2.62	1.18	2.67	2.83	2.35	2.08	1.66
健友股份	0.83	1.15	2.94	4.41	4.7	4.19	5.07	3.71
天宇股份	1.8	3.54	5.06	7.36	5.27	3.17	1.69	1.97
司太立	1.62	1.33	1.53	3.04	4.72	2.66	4.81	1.59
富祥药业	1.64	3.25	4.49	6.8	4.59	2.42	1.42	1.97
美诺华	3	3.28	3.12	5.3	5.72	2.2	1.79	0.36
博瑞医药	1.12	0.9	3.55	9.1	7.27	4.04	2.57	3.63
奥锐特	0.94	0.72	1.59	2.51	2.16	3.05	5.4	2.41
奥翔药业	0.55	0.5	0.93	3.11	2.72	1.63	1.11	0.81
同和药业	2.42	1.84	2.3	4.25	3.11	2.15	1.36	2.82
共同药业	0.14	0.33	0.19	0.91	4.08	4.09	3.12	1.41
海翔药业	2.56	1.61	0.74	2.3	1.79	1.53	1.22	0.62
川宁生物	0.29	0.65	0.89	0.52	0.47	3.45	0.43	0.63

来源：ifind，国金证券研究所

原料药企业固定资产 2023 年后趋于稳定，未来盈利能力有望持续提升。我们统计了 17 家原料药企固定资产情况，大部分企业固定资产均从 2022 年开始快速增加，并在 2023 年进入稳态。我们认为行业的大幅转固都集中在 2023 年，后续随着产能利用率的爬坡，原料药企业盈利能力有望呈现环比改善态势。

图表63：原料药代表公司固定资产情况（单位：亿元）

公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
普洛药业	19.72	18.99	18.23	19.31	30.66	30.01	33.47	32.85
华海药业	27.12	28.73	32.09	33.79	44.32	56.2	63.53	70.37
九洲药业	13.86	19.64	20.21	21.7	22.91	25.05	26.92	30.41
国邦医药	10.33	11.78	15.81	17.94	24.09	36.93	40.88	39.61
仙琚制药	11.25	14.5	16.75	16.16	16.53	17.19	18.2	18.38
健友股份	2.44	4.17	4.33	6.12	9.31	11.42	10.48	10.23
天宇股份	6.68	9.4	12.67	18.7	23.4	24.57	24.52	24.27
司太立	9.67	10.91	14.51	14.18	15.5	18.9	19.94	19.54
富祥药业	5.13	5.6	7.04	9.35	14.65	16.35	18.09	16.84
美诺华	4.57	6.58	8.45	8.48	12.65	13.06	15.15	14.52
博瑞医药	2.11	2.26	2.33	2.38	4.02	7.18	15.17	14.87
奥锐特	1.73	2.3	4	5.27	5.78	5.82	6.07	12.81
奥翔药业	1.86	1.7	2.23	2.22	2.66	5.17	5.43	5.27
同和药业	3.02	4.85	4.48	5.72	6.45	10.08	13.02	12.02
共同药业	1.59	1.98	1.93	1.82	1.93	2.08	11.54	16.17
海翔药业	12.15	17.24	19.93	22.87	26.3	26.41	23.84	23.20



公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
川宁生物	60.6	60.45	59.37	58.19	54.67	51.41	52.74	50.02

来源：国金证券研究所

特色原料药底部企稳。整体原料药价格体系趋于底部企稳态势。根据国家统计局数据，化学药品原料药制造当月同比 PPI 值在均处于低位，价格端下行主要由于下游客户去库存及行业竞争加剧导致。考虑到价格已在低位运行较长时间，后续可关注供给端改善带来的价格弹性。

图表64：化学药品原料药制造 PPI（当月同比）



来源：ifind，国家统计局，国金证券研究所

（五）生命科学服务：景气度传导带动利润端改善

生物医药产业链的景气度正沿着研发流程自上而下逐步传导，且验证逻辑已全面兑现，从药物发现前端到药理药效评价环节的企业均迎来经营改善，同时部分企业凭借出海优势实现业绩突围，行业发展呈现良性增长态势。

图表65：生物制药产业链上游财务指标

公司名称	总收入（亿元）			归母净利润（亿元）			25Q1-Q3 利润率情况			
	2023A	2024A	2025Q1-Q3	2023A	2024A	2025Q1-Q3	毛利率	同比变动	净利率	同比变动
百奥赛图	7.2	9.8	9.4	-3.8	0.3	1.1	74.9%	0.3%	12.1%	29.5%
药康生物	6.2	6.9	5.8	1.6	1.1	1.1	64.0%	0.4%	19.1%	-0.2%
南模生物	3.7	3.8	3.0	-0.2	0.1	0.3	52.9%	9.2%	8.8%	14.6%
奥浦迈	2.4	3.0	2.7	0.5	0.2	0.5	54.6%	-2.9%	18.1%	5.7%
纳微科技	5.9	7.8	6.7	0.7	0.8	1.1	72.2%	1.1%	16.8%	9.2%
赛分科技	2.5	3.2	3.0	0.5	0.9	0.9	72.7%	-1.1%	31.0%	5.5%
百普赛斯	5.4	6.5	6.1	1.5	1.2	1.3	91.2%	-0.1%	21.5%	4.4%
毕得医药	10.9	11.0	9.8	1.1	1.2	1.2	44.4%	3.3%	12.2%	1.9%
皓元医药	18.8	22.7	20.6	1.3	2.0	2.4	49.7%	2.2%	11.3%	2.6%
药石科技	17.3	16.9	14.2	2.0	2.2	1.1	30.9%	-8.8%	8.0%	-3.7%
阿拉丁	4.0	5.3	4.4	0.9	1.0	0.6	63.0%	-0.1%	17.4%	-5.0%
泰坦科技	27.7	28.8	18.5	0.7	0.1	0.1	22.2%	2.6%	0.1%	-0.2%
海尔生物	22.8	22.8	17.6	4.1	3.7	2.0	46.5%	-2.0%	11.5%	-6.4%

来源：ifind，国金证券研究所



六、风险提示

汇兑风险：部分公司存在海外业务，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。

临床试验进展不及预期风险：药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。

产品上市审评进展不及预期风险：若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长收到影响。



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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