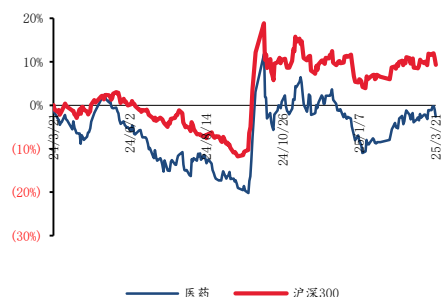


医药

港股财报进入披露期,关注创新催化持续明晰(附 NAFLD&MASH 专题研究)(2025. 03. 17-2025. 03. 23)

■ 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

相关研究报告

<<太平洋医药日报(20250320): 诺华 OAV101 IT 三期临床成功>>—2025-03-21

<<太平洋医药日报(20250319): 阿斯利康 Imfinzi 获欧盟批准>>—2025-

报告摘要

● 本周观点

本周,我们梳理了 NAFLD/MASH 的流行病学、治疗方式等,重点关注 GLP-1R 药物的临床进展。

NAFLD/MASH 存在未满足需求,关注 GLP-1R 药物临床进展。非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 是一种常见的慢性进展性肝病,代谢相关脂肪性肝炎 (MASH) 是其严重类型,如果病情得不到有效控制,长期处于 MASH 状态可能导致肝硬化,并引发一系列严重并发症,如肝功能衰竭和肝细胞癌。全球 NAFLD 患病率为 32.4%,肥胖和超重人群中 NAFLD 患病率分别为 70% 和 75.3%。目前 NAFLD/MASH 在研药物主要聚焦于改善代谢、抗炎和抗纤维化作用,主要治疗靶点包括 GLP-1R、THR β 、FGF21 和 PPAR。全球仅 Resmetirom (THR- β) 一款药物获 FDA 批准治疗 MASH,上市 9 个月实现收入 1.8 亿美金。截止目前,全球有 7 款 NAFLD/MASH 治疗药物处于临床 3 期开发阶段,其中进度最快的是诺和诺德的司美格鲁肽,其三期临床 ESSENCE 研究第一阶段达到主要终点。国内方面,信达生物启动了玛仕度肽头对头司美格鲁肽治疗 MAFLD 的 III 期临床,国内进度领先。

● 投资建议

本周医药板块下跌 1.41%,跑赢沪深 300 指数 0.88pct。板块内部来看,子板块中创新药、医药外包、中药表现相对较好,医疗新基建、医疗设备、体外诊断则表现居后。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——中长期看好“差异化+出海预期”标的。近期受益于海外流动性因素,创新药板块情绪回暖,前期的超跌有所修复,市场风险偏好逐步回升。我们认为数据催化和 BD 预期 (Licence-out、共同开发、NewCo) 将重新成为创新药的主线,推荐关注来凯医药 (LAE-102 的减重 1 期读出和 BD 预期)、华领医药-B (二代 GKA 的 BD 预期)、诺诚健华、百利天恒 (SABCS 乳腺癌数据更新)。

原料药——①2023-2026 年,下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元,相较 2019-2022 年总额增长 54%,多个重磅产品专利将陆续到期,专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024 年 H1,规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨,同比增长 2.2%,其中 Q1 为 86.4 吨,同比下降 7.0%,Q2 为 92.4 万吨,同比增长 12.8%;2024 年 H1,印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元,同比增长 6.78%,其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元,分别同比增长 3.35%、10.41%;进口量为 19.07 万吨,同比大幅增长 14.53%,其中 Q1/Q2 分别为 9.14 万吨、9.93 万吨,分别同比增长 7.21%、22.18%,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尾声。随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声,我们判断 2024 年 Q3-Q4 原料药板块需求端有望逐步回暖,迎来 β 行

03-20

<<CRO 龙头业绩持续向好，全球医药
投融资市场有望转暖>>--2025-03-
20

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

情。建议关注：1) 2024 年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、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；4) 具备减肥药等主题投资属性的个股，如奥锐特(605116)等。

CXO——资金面：1) 美联储降息周期正式开启+中国经济刺激计划陆续出台，A 股资产性价比凸显：24 年 9 月美联储降息 50bp，全球美元资产再平衡进程正式开启；9 月中国经济刺激计划同期出台，中国经济增速预期边际改善（多家内外资投行对 24-25 年中国实际 GDP 增速指引上调 0.2-0.5pct）；中国资产性价比凸显，MSCI 中国市场指数 PE 仅为 13.62 倍，而 MSCI 新兴市场（剔除中国）指数 PE 为 17.59 倍。2) 具备市场定价权的增量资金逐渐发生转移，由原先偏好高股息、风格保守的险资逐渐转变为以外资、ETF 为主的资金，对医药等高成长行业更加友好。基本面：随着中美降息周期开启，未来医药投融资有望持续回暖（24H1 全球 Biotech 融资同比增长 63%），从而带动 CXO 需求的逐步改善（截至 24H1，药明康德在手订单为 431 亿元，剔除新冠大订单后同比增长 33.2%）。

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) 创新药全产业链支持政策细则的出台。公司层面我们建议关注：1) 生物安全法案短期落地受阻+外资回流再次拥抱核心资产，药明系基本面和估值迎来双利好；2) 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)；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)。

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）NAFLD/MASH 存在未满足需求，关注 GLP-1R 临床进展	5
（二）投资建议	9
（三）行业表现	11
（四）公司动态	11
（五）行业动态	13
二、 医药生物行业市场表现	14
（一）医药生物行业表现比较	14
（二）医药生物行业估值跟踪	16
三、 风险提示	18

图表目录

图表 1: NAFLD 的疾病进展过程	6
图表 2: NAFLD/MASH 治疗作用机制	6
图表 3: NASH 缓解且纤维化未恶化比例	7
图表 4: 纤维化至少一个阶段的改善且 NAFLD 活动评分没有恶化的比例	7
图表 5: 部分处于临床后期阶段的 MASH 治疗药物	8
图表 6: 司美格鲁肽显著促进 MASH 患者的脂肪性肝炎缓解和肝纤维化改善	9
图表 7: 一级行业周涨跌幅 (%)	15
图表 8: 医药生物二级行业周涨跌幅 (%)	15
图表 9: 医药生物行业个股周涨跌幅前十	16
图表 10: 医药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 11: 原料药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 12: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17
图表 13: 医药商业行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17
图表 14: 医疗器械行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17
图表 15: 医疗服务行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	17
图表 16: 生物制品行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	18
图表 17: 中药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	18

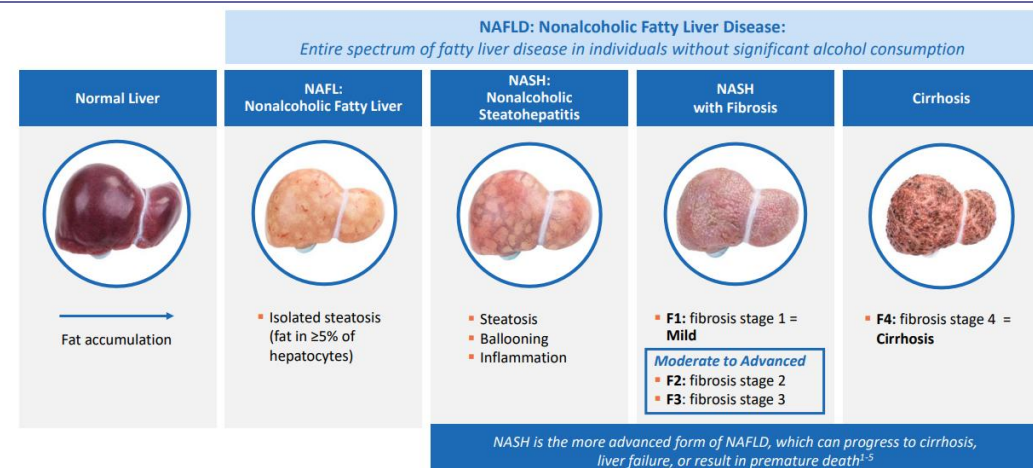
一、行业观点及投资建议

（一）NAFLD/MASH 存在未满足需求，关注 GLP-1R 临床进展

NAFLD 是一种常见的慢性进展性肝病，MASH 为 NAFLD 的严重类型，可导致肝硬化、肝衰竭和肝细胞癌。非酒精性脂肪性肝病（non-alcoholic fatty liver disease, NAFLD）是遗传易感个体由于营养过剩和胰岛素抵抗引起的慢性进展性肝病，疾病谱包括非酒精性脂肪肝（non-alcoholic fatty liver, NAFL）、代谢相关脂肪性肝炎（Metabolic Associated Steatotic Hepatitis, MASH），及其相关纤维化和肝硬化。MASH 早前被称作做非酒精性脂肪性肝炎（NASH），是 NAFLD 的严重类型，代谢相关脂肪性肝病（MAFLD）患者出现 $\geq 5\%$ 肝细胞大泡性脂肪变性与气球样变及小叶内炎症和/或门管区炎症合并存在。根据纤维化程度，不合并肝纤维化或仅有轻度纤维化（F0~1）为早期 MASH；合并显著肝纤维化或间隔纤维化（F2~3）为纤维化 MASH；合并肝硬化（F4）为 MASH 肝硬化。MASH 是一种严重的渐进式病症，病程中过多的脂肪堆积在肝脏，引发炎症（肿胀）和损伤（瘢痕）。如果病情得不到有效控制，长期处于 MASH 状态可能导致肝硬化，并引发一系列严重并发症，如肝功能衰竭和肝细胞癌。

全球 NAFLD 汇总患病率为 32.4%，肥胖/超重人群中患病率分别为 70%和 75.3%。随着肥胖和 2T2DM 的流行，NAFLD 和 MASH 患病率和发病率不断增高。全球 NAFLD 汇总患病率为 32.4%，男性（39.7%）高于女性（25.6%），患病率逐年增加。超重（BMI 介于 24.0~27.9 kg/m²）与肥胖（BMI ≥ 28 kg/m²）群体中，NAFLD、NAFL、MASH、显著纤维化（ $\geq F2$ ）、进展期纤维化（ $\geq F3$ ）汇总患病率相分别为 70.0% 和 75.3%、42.5% 和 43.1%、33.5%和 33.7%、20.3%和 21.6%，以及 6.7% 和 6.9%。中国流行病学研究，我国成人 NAFLD 汇总患病率为 29.6%，肥胖、T2DM 患者 NAFLD 患病率分别为 66.2% 和 51.8%。NASH 的患病率在 2.4%~6.1% 之间，患者分布更偏向于男性、老年人以及港台地区。

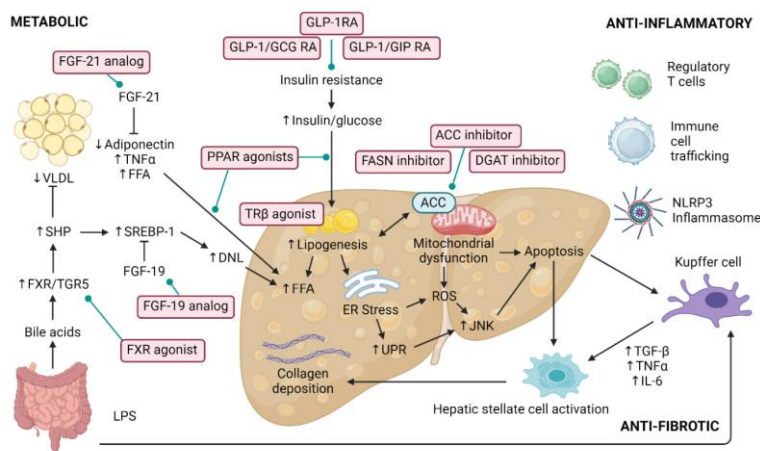
图表1：NAFLD 的疾病进展过程



资料来源：Madrigal 官网,太平洋证券整理

MASH 的在研药物主要聚焦于改善代谢、抗炎和抗纤维化作用, 主要治疗靶点包括 GLP-1R、THRβ、FGF21 和 PPAR。FGF21 和 PPAR 在全身组织中广泛表达，能够有效改善脂肪代谢、减轻炎症反应和纤维化进程。THRβ 主要分布在肝脏/肾脏/脑垂体和大脑组织，在调节 TRH 和肝脏中的甲状腺素行为方面发挥重要作用则主要在肝脏中发挥作用。GLP-1 与肝脏细胞受体结合后能降低肝脏脂肪变性、肝细胞损伤和葡萄糖输出，在 NASH 中能降低肝细胞炎症反应和纤维化。

图表2：NAFLD/MASH 治疗作用机制

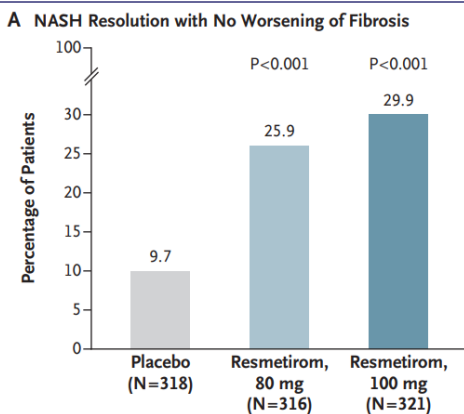


资料来源：PubMed,太平洋证券整理

全球仅 Resmetirom (THR-β) 一款药物获 FDA 批准治疗 MASH，上市首年实现收入 1.8 亿美金。2024 年 3 月，Madrigal 开发的甲状腺激素受体-β (THR-β) 激动剂获 FDA 批准上市，这是全球首个也是唯一 FDA 批准用于治疗 MASH 的药物。甲状腺激素在调节新陈代谢、改善胰岛素敏感性以及降低血脂水平等方面起着关键作用。通过选择性激活 THR-β，resmetirom 能够促进肝脏对脂肪酸的代谢，减少脂肪在肝脏中的积累，减少肝脏中的炎症反应和纤维化过程。Resmetirom 在 2024 年实现销售收入 1.8 亿美金。

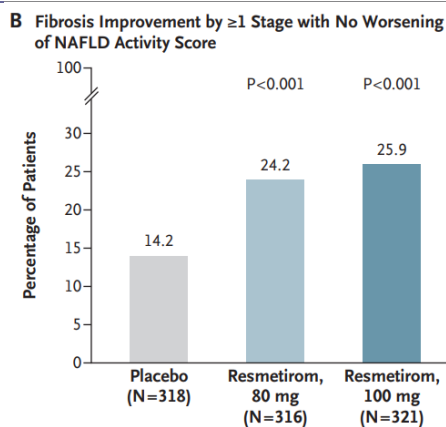
Resmetirom 的批准是基于 MAESTRO-NASH 研究的积极结果：研究达到了两项主要终点：1) 在第 52 周时，分别有 25.9%与 29.9%的 80 mg、100 mg resmetirom 组患者实现 NASH 症状消除且肝纤维化未恶化，安慰剂组为 9.7%；2) 80 mg 与 100 mg resmetirom 组患者分别有 24.2%与 25.9%实现了纤维化至少一个阶段的改善且 NAFLD 活动评分没有恶化，安慰剂组为 14.2%。安全性方面，resmetirom 80mg、100mg 治疗组所有不良事件 (AEs) 的比例 91.9%和 91.6%，≥3 级及以上 AE 占 13.4%和 14.6%；因 AEs 停药率为 1.9%和 6.8%。

图表3：NASH 缓解且纤维化未恶化比例



资料来源：NEJM，太平洋证券整理

图表4：纤维化至少一个阶段的改善且 NAFLD 活动评分没有恶化的比例



资料来源：NEJM，太平洋证券整理

目前多款 MASH 治疗药物处于临床开发后期阶段。截止目前，全球有 7 款 MASH 治疗药物处于临床后期开发阶段，这些药物的 III 期试验已确认、正在进行或已完成，包括四种作用机制：1) GLP-1R 药物，包括诺和诺德的司美格鲁肽、BI 的 survodutide 和信达生物的玛仕度肽；2) FGF21 类似物，包括 89bio 的 pegozafermin 和 Akero Therapeutics 的 fruxifermin；3) 泛过氧化物酶体增殖激活受体(pan-PPAR) 激动剂 lanifibranor (Inventiva)；4) 脂肪酸合酶 (FASN) 抑制剂 denifanstat (Sagimet)。

图表5：部分处于临床后期阶段的 MASH 治疗药物

Asset	MoA	MASH fibrosis stage				
		F0	F1	F2	F3	F4
Rezdiffra (Madrigal)	THR-β			MAESTRO-NASH*		MAESTRO-NASH Outcomes
Semaglutide (Novo Nordisk)	GLP-1			ESSENCE**		
Survodutide (BI)	Glucagon/ GLP-1			LIVERAGE		LIVERAGE- Cirrhosis
Lanifibranor (Inventiva)	PPAR			NATIV3		
Pegzofermin (89bio)	FGF21			ENLIGHTEN-Fibrosis		ENLIGHTEN- Cirrhosis
Efruxifermin (Akeru)	FGF21			SYNCHRONY-Histology		SYNCHRONY- Outcomes
Denifanstat (Sagimet)	FASN			FASCINATE-3		

Note: Excludes ph 3 trials focused on safety/tolerability, eg MAESTRO-NAFLD-OLE (Rezdiffra), SYNCHRONY-Real World (efruxifermin)
* Ongoing MAESTRO-NASH extension for up to 54 months to measure hepatic clinical outcome events
** ESSENCE part 2 ongoing to measure liver-related clinical events at 240 weeks
Source: IQVIA EMEA Thought Leadership, clinicaltrials.gov, company announcements

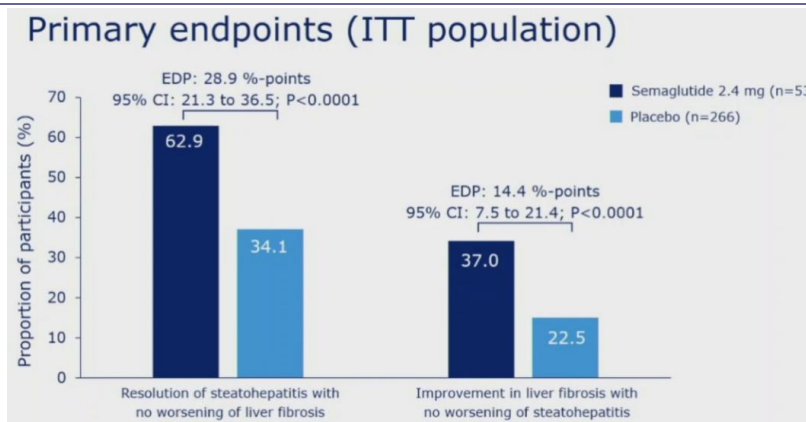
■ Trial has read out on histology endpoints

资料来源：IQVIA，太平洋证券整理

司美格鲁肽进度领先，MASH 的 III 期研究取得积极结果。2024 年 11 月，诺和诺德公布司美格鲁肽治疗 MASH 的 III 期临床 ESSENCE 研究第一阶段的研究结果，该结果达到了其组织学主要终点，表明 MASH 得到统计学上显著缓解且纤维化没有恶化，并且纤维化至少改善了一个阶段且 MASH 没有恶化。诺和诺德预计将在 2025 年上半年提交监管部门批准，同时，ESSENCE 3 期试验的第 2 部分继续进行，重点是测量 240 周时的肝脏相关临床事件，监管机构将需要这些数据作为确认结果数据以获得全面批准。

- ESSENCE (NCT04822181) 是一项双盲、安慰剂对照 III 期临床试验，为期 240 周，分为两个阶段，共计划纳入 1200 名 MASH 伴肝纤维化 2 期或 3 期的成人受试者。试验第一阶段的目标是基于来自前 800 名随机分组患者的活检样本，证实司美格鲁肽 2.4 mg 治疗在 72 周时可改善肝脏组织学。试验第二阶段的目标是证实在 1200 例患者中，相较于安慰剂，司美格鲁肽 2.4 mg 治疗 240 周后可降低肝脏相关临床事件的风险。
- ESSENCE 研究第一阶段达到主要终点，在第 72 周时，试验组 62.9% 的患者脂肪性肝炎得到缓解，且肝纤维化没有恶化，而对照组仅 34.1%；试验组 37.0% 的患者肝纤维化得到改善，且脂肪性肝炎没有恶化，而对照组只有 22.5%。
- 安全性方面，司美格鲁肽 2.4 mg 治疗组所有不良事件 (AEs) 的比例 86.3%，严重 AEs 占 13.4%；因 AEs 停药率为 2.6%，安慰剂组为 3.3%。

图表6：司美格鲁肽显著促进 MASH 患者的脂肪性肝炎缓解和肝纤维化改善



资料来源：2024 AASLD, 太平洋证券整理

信达生物启动了玛仕度肽头对头司美格鲁肽治疗 MAFLD 的 III 期临床。玛仕度肽是信达生物与礼来制药共同推进的一款 GLP-1R/GCGR 双重激动剂，不仅可通过激动 GLP-1R 促进胰岛素分泌、降低血糖和减轻体重，也可通过激动 GCGR 增加能量消耗增强减重疗效，同时改善肝脏脂肪代谢。2024 年 2 月，玛仕度肽的首个上市申请获 NMPA 受理，用于成人肥胖或超重患者的长期体重控制。2025 年 3 月，信达生物启动了一项在中国超重或肥胖合并代谢相关脂肪性肝病(MAFLD)受试者中比较玛仕度肽与司美格鲁肽有效性和安全性的多中心、随机、开放标签的 III 期临床研究（GLORY-3）。该研究的主要终点为 48 周时，磁共振质子密度脂肪分数（MRI-PDFF）评估肝脏脂肪含量较基线百分比变化，以及体重较基线的百分比变化，预计入组 480 例患者。

（二）投资建议

本周医药板块下跌 1.41%，跑赢沪深 300 指数 0.88pct。板块内部来看，子板块中创新药、医药外包、中药表现相对较好，医疗新基建、医疗设备、体外诊断则表现居后。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——中长期看好“差异化+出海预期”标的。近期受益于海外流动性因素，创新药板块情绪回暖，前期的超跌有所修复，市场风险偏好逐步回升。我们认为数据催化和 BD 预期（Licence-out、共同开发、NewCo）将重新成为创新药的主线，推荐关注来凯医药（LAE-102 的减重 1 期读出和 BD 预期）、华领医药-B（二代 GKA 的 BD 预期）、诺诚健华、百利天恒（SABCS 乳腺癌数据更新）。

原料药——①2023-2026 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 1,750 亿美元，相较 2019-2022 年总额增长 54%，多个重磅产品专利将陆续到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024

年 H1，规模以上工业企业原料药产量为 178.9 万吨，同比增长 2.2%，其中 Q1 为 86.4 吨，同比下降 7.0%，Q2 为 92.4 万吨，同比增长 12.8%；2024 年 H1，印度原料药及中间体从中国进口额为 16.85 亿元，同比增长 6.78%，其中 Q1/Q2 分别为 8.27 亿元、8.59 亿元，分别同比增长 3.35%、10.41%；进口量为 19.07 万吨，同比大幅增长 14.53%，其中 Q1/Q2 分别为 9.14 万吨、9.93 万吨，分别同比增长 7.21%、22.18%，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。随着重磅产品专利的陆续到期及海外去库存逐渐接近尾声，我们判断 2024 年 Q3-Q4 原料药板块需求端有望逐步回暖，迎来 β 行情。建议关注：1) 2024 年持续向制剂领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、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；4) 具备减肥药等主题投资属性的个股，如奥锐特(605116)等。

CXO——资金面：1) 美联储降息周期正式开启+中国经济刺激计划陆续出台，A 股资产性价比凸显：24 年 9 月美联储降息 50bp，全球美元资产再平衡进程正式开启；9 月中国经济刺激计划同期出台，中国经济增速预期边际改善(多家内外资投行对 24-25 年中国实际 GDP 增速指引上调 0.2-0.5pct)；中国资产性价比凸显，MSCI 中国市场指数 PE 仅为 13.62 倍，而 MSCI 新兴市场（剔除中国）指数 PE 为 17.59 倍。2) 具备市场定价权的增量资金逐渐发生转移，由原先偏好高股息、风格保守的险资逐渐转变为以外资、ETF 为主的资金，对医药等高成长行业更加友好。基本面：随着中美降息周期开启，未来医药投融资有望持续回暖（24H1 全球 Biotech 融资同比增长 63%），从而带动 CXO 需求的逐步改善（截至 24H1，药明康德在手订单为 431 亿元，剔除新冠大订单后同比增长 33.2%）。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) 创新药全产业链支持政策细则的出台。公司层面我们建议关注：1) 生物安全法案短期落地受阻+外资回流再次拥抱核心资产，药明系基本面和估值迎来双利好；2) 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)；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)。

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)。

(标*表示未深度覆盖)

(三) 行业表现

本周医药板块下跌 1.41%，跑赢沪深 300 指数 0.88pct。医药生物行业二级子行业中，创新药(+0.81%)、医药外包(+0.75%)、中药(-0.24%)表现居前，医疗新基建(-5.34%)、医疗设备(-3.54%)、体外诊断(-3.26%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为景峰医药(+20.70%)、荣昌生物(+16.72%)、维康药业(+15.10%)；周跌幅榜前 3 位为普瑞眼科(-14.97%)、贝瑞基因(-13.72%)、共同药业(-12.92%)。

估值方面，截至 3 月 21 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 26.50 倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 27.27%。

(四) 公司动态

药明康德(603259)：3 月 17 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 392.41 亿元，同比下降 2.73%，归母净利润为 94.50 亿元，同比下降 1.63%，扣非后归母净利润为 99.88 亿元，同比增长 2.47%。

东阿阿胶(000423)：3 月 17 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 59.21 亿元，同比增长 25.57%，归母净利润为 15.57 亿元，同比增长 35.29%，扣非后归母净利润为 14.42 亿元，同比增长 33.17%。

药明康德(603259)：3 月 17 日，公司发布公告，公司拟以自有资金及自筹资金回购公司股份，回购金额为 10-20 亿元，价格上限为 92.05 元/股，回购数量为 10,863,661 股，约占总股本的 0.38%，回购用途为减少注册资本。

广生堂(300436)：3 月 17 日，公司发布公告，子公司广生中霖于近日收到国家药监局下发的《受理通知书》，乙肝治疗创新药 GST-HG131 联合 GST-HG141 针对乙肝经治患者的临床试验申请获得受理。

博雅生物(300294)：3 月 18 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 17.35 亿元，同比下降 34.58%，归母净利润为 3.97 亿元，同比增长 67.18%，扣非后归母净利润为 3.02 亿元，同比增长 110.77%。

科兴制药(688136)：3 月 18 日，公司发布公告，公司拟以自有资金或回购专项贷款回购公司股份，回购金额不超过 3000-6000 万元，回购价格不超过 29.77 元/股，回购数量为 100.77-

201.55 万股，约占总股本的 0.50%-1.01%，用于实施股权激励或员工持股计划。

通化东宝（600867）：3 月 18 日，公司发布公告，近日收到国家药品监督管理局签发的关于德谷胰岛素利拉鲁肽注射液的药物临床试验批准通知书后，已完成中国 I 期临床试验，并启动中国 III 期临床试验，于近日成功完成首例受试者给药。

国药股份（600511）：3 月 19 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 505.97 亿元，同比增长 1.81%，归母净利润为 20.00 亿元，同比下降 6.80%，扣非后归母净利润为 19.96 亿元，同比下降 4.63%。

江中药业（300294）：3 月 19 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 44.35 亿元，同比下降 2.59%，归母净利润为 7.88 亿元，同比增长 9.67%，扣非后归母净利润为 7.49 亿元，同比增长 6.43%。

华润双鹤（600062）：3 月 19 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 112.12 亿元，同比下降 0.87%，归母净利润为 16.28 亿元，同比下降 2.55%，扣非后归母净利润为 14.32 亿元，同比增长 16.14%。

复星医药（600196）：3 月 19 日，公司发布公告，子公司 Henlius USA Inc 收到美国 FDA 函件，HLX22 用于胃癌（GC）治疗获得孤儿药资格认定，该药是公司自 AbClon 许可引进、并后续自主研发的新型靶向 HER2 的单克隆抗体，拟用于胃癌和乳腺癌等实体瘤的治疗。

华特达因（000915）：3 月 20 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 21.34 亿元，同比下降 14.08%，归母净利润为 5.16 亿元，同比下降 11.90%，扣非后归母净利润为 4.91 亿元，同比下降 13.97%。

力生制药（002393）：3 月 20 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 13.36 亿元，同比增长 15.88%，归母净利润为 1.85 亿元，同比下降 49.00%，扣非后归母净利润为 1.03 亿元，同比下降 31.16%。

健友股份（603707）：3 月 20 日，公司发布公告，根据子公司与 Xentria 签署的协议，在完成 XTMA B 多剂量爬坡试验（MAD）或临床 2 期研究入组时，支付 2,000 万美元。目前 XTMA B 项目临床 2 期受试者已经筛选完毕，公司子公司于 2025 年 3 月 5 日向 Xentria 支付了 500 万美元进度款，又于 2025 年 3 月 19 日向 Xentria 支付了 1,500 万美元进度款。

华海药业（600521）：3 月 20 日，公司发布公告，公司拟向台州城投津收、华泰资产在内的 14 名特定对象发行 41,152,263 股公司股票，发行价格为 14.58 元/股，募集资金总额为 599,999,994.54 元，扣除发行费用后，募集资金净额为人民币 582,319,365.51 元，限售期为 6 个月。

鲁抗医药（600789）：3月21日，公司发布2024年年报，2024年公司实现营业收入62.33亿元，同比增长1.41%，归母净利润为3.95亿元，同比增长60.30%，扣非后归母净利润为2.09亿元，同比增长19.32%。

君实生物（688180）：3月21日，公司发布公告，近日收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》，特瑞普利单抗（商品名：拓益®）联合贝伐珠单抗用于不可切除或转移性肝细胞癌患者的一线治疗的新适应症上市申请获得批准，这是该药在中国获批的第11项适应症。

亿帆医药（002019）：3月21日，公司发布公告，子公司亿一生物近日收到国家药品监督管理局核准签发的艾贝格司亭α注射液《药品补充申请批准通知书》，用药时间从“每个化疗周期抗肿瘤药物给药结束48小时后皮下注射”变更为“每个化疗周期抗肿瘤药物给药结束24小时后皮下注射”。

京新药业（002020）：3月21日，公司发布公告，目前公司以集中竞价方式回购公司股份3,446.2528万股，占总股本的4.00%，购买股份最高成交价为13.93元/股，购买股份最低成交价为11.86元/股，成交总金额为43,438.36万元（不含交易费用）。

（五）行业动态

【Rytelo 在欧盟获批上市】

近日，Geron 宣布，欧盟委员会（EC）已批准其端粒酶抑制剂 Rytelo（imetelstat）作为单药疗法，用于治疗因极低危、低危或中危骨髓增生异常综合征导致的输血依赖性贫血成人患者。Rytelo 是一款 FIC 寡核苷酸端粒酶抑制剂，通过抑制端粒酶活性，从而抑制癌变干细胞和祖细胞不可控制的增殖，导致癌变细胞的凋亡，具有改变疾病进程的活性。该药此前于2024年6月获得美国 FDA 批准上市。（来源：Geron，太平洋证券研究院）

【阿斯利康 Imfinzi 获欧盟批准】

近日，阿斯利康（AstraZeneca）宣布，其重磅免疫疗法 Imfinzi（durvalumab）已获得欧盟委员会批准，作为单药，用于治疗接受铂类放化疗（CRT）后病情未进展的成人局限期小细胞肺癌（LS-SCLC）患者。Imfinzi 是一种人源化的单克隆抗体，通过与 PD-L1 的结合，阻断 PD-L1 与 PD-1 和 CD80 蛋白的结合，进而抑制肿瘤的免疫逃逸机制，该药是首个获欧盟委员会批准用于治疗局限期小细胞肺癌的免疫疗法。（来源：阿斯利康，太平洋证券研究院）

【Avidity 在研疗法 1/2 期临床成功】

近日，Avidity 宣布，公司在研疗法 delpacibart zotadirsen（del-zota）在 1/2 期 EXPLORE44 临床试验中展现出史无前例的抗肌萎缩蛋白表达能力。研究显示，剂量为 5 mg/kg 和 10 mg/kg 的

del-zota 均表现出强有力的骨骼肌递送能力，骨骼肌寡核苷酸水平达到 200nM。外显子 44 跳跃效率显著增加 40%。抗肌萎缩蛋白生成显著增加，平均增加至正常水平的 25%，最高达到正常水平的 58%。公司决定在未来的临床研究中采用 5 mg/kg（每 6 周一次给药）的剂量方案，并以此支持生物制品许可申请（BLA）的递交。（来源：Avidity，太平洋证券研究院）

【诺华 OAV101 IT 三期临床成功】

近日，诺华(Novartis)宣布，在研鞘内注射基因疗法 onasemnogene abeparvovec(OAV101 IT)，在针对 2 岁至<18 岁脊髓性肌萎缩症（SMA）患者群体的 3 期临床项目中显示出积极的安全性和疗效结果，公司计划在 2025 年上半年向监管机构递交申请。OAV101 IT 利用腺相关病毒（AAV）载体将 SMN1 转基因递送到运动神经元中，直接针对疾病的遗传根本原因。（来源：诺华，太平洋证券研究院）

【赛诺菲 Dupilumab 新适应症纳入优先审评】

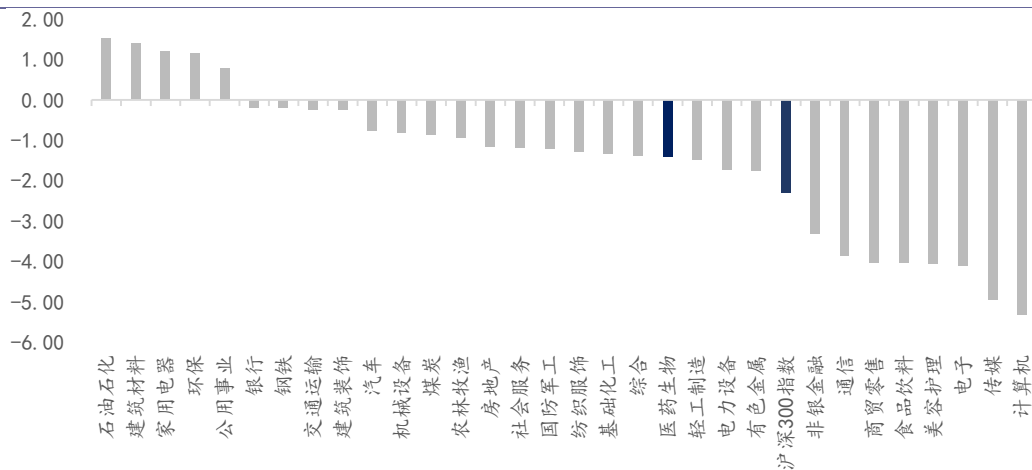
近日，中国国家药监局药品审评中心（CDE）官网公示，赛诺菲（Sanofi）申报的度普利尤单抗（dupilumab）注射液一项新适应症上市申请拟纳入优先审评，拟定适应症为大疱性类天疱疮。度普利尤单抗是 FDA 批准的首个抗 IL-4R α 抗体，由赛诺菲和再生元联合开发，该药能够通过 IL-4 和 IL-13 双靶点的创新作用机制阻断 2 型炎症通路，降低 2 型炎症的病理性反应，从机制上治疗 2 型炎症相关疾病。（来源：CDE，太平洋证券研究院）

二、医药生物行业市场表现

（一）医药生物行业表现比较

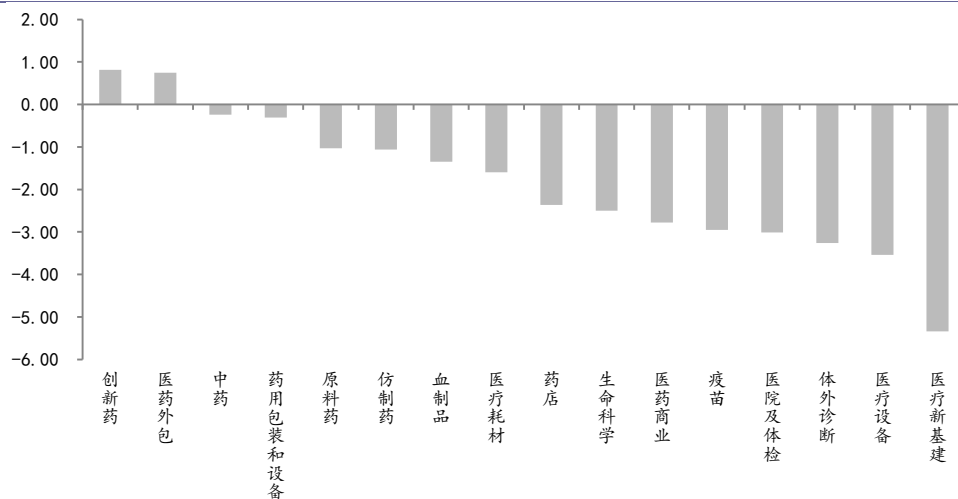
本周医药板块下跌 1.41%，跑赢沪深 300 指数 0.88pct。医药生物行业二级子行业中，创新药（+0.81%）、医药外包（+0.75%）、中药（-0.24%）表现居前，医疗新基建（-5.34%）、医疗设备（-3.54%）、体外诊断（-3.26%）表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为景峰医药（+20.70%）、荣昌生物（+16.72%）、维康药业（+15.10%）；周跌幅榜前 3 位为普瑞眼科（-14.97%）、贝瑞基因（-13.72%）、共同药业（-12.92%）。

图表7：一级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表8：医药生物二级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表9：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 (%)
000908. SZ	景峰医药	20.70%	301239. SZ	普瑞眼科	-14.97%
688331. SH	荣昌生物	16.72%	000710. SZ	贝瑞基因	-13.72%
300878. SZ	维康药业	15.10%	300966. SZ	共同药业	-12.92%
688136. SH	科兴制药	14.21%	002172. SZ	澳洋健康	-12.35%
301331. SZ	恩威医药	13.79%	688289. SH	圣湘生物	-11.99%
002907. SZ	华森制药	11.55%	300326. SZ	凯利泰	-11.23%
002923. SZ	润都股份	11.26%	688393. SH	安必平	-10.70%
300573. SZ	兴齐眼药	10.46%	301015. SZ	百洋医药	-10.67%
688068. SH	热景生物	9.72%	688315. SH	诺禾致源	-10.38%
688298. SH	东方生物	9.58%	301126. SZ	达嘉维康	-9.99%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）医药生物行业估值跟踪

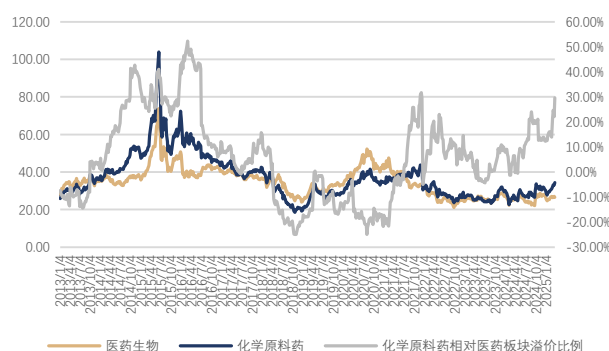
估值方面，截至3月21日收盘，以TTM整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为26.50倍。医药生物相对于整体A股剔除金融行业的溢价率为27.27%。

图表10：医药行业估值变化趋势(PE, TTM 剔除负值)



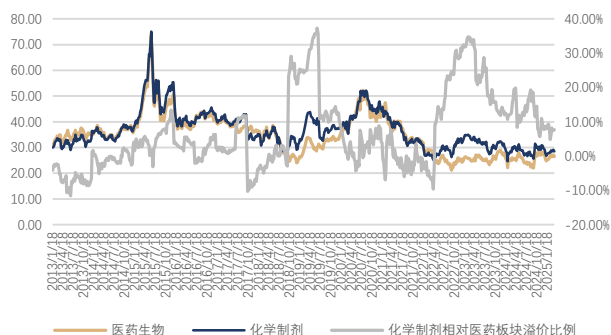
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：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12：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13：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14：医疗器械行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



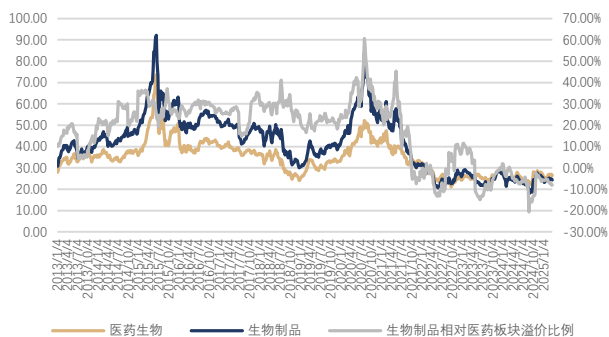
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表15：医疗服务行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



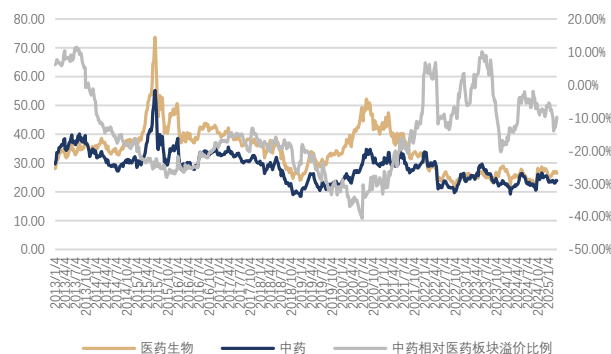
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表16：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17：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 2025/03/21
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
688180	君实生物	买入	-2.32	-1.08	0.01	1.03	-12.64	-27.15	2932.00	28.47	29.32
02552	华领医药-B	买入	-0.20	-0.15	0.01	0.13	-10.90	-14.53	218.00	16.77	2.18
605116	奥锐特	买入	0.71	0.96	1.25	1.63	28.93	21.40	16.43	12.60	20.54
300636	同和药业	买入	0.28	0.33	0.52	0.68	28.07	23.82	15.12	11.56	7.86
688621	阳光诺和	买入	1.65	2.43	3.22	4.25	27.15	18.44	13.91	10.54	44.80
301230	泓博医药	买入	0.35	0.15	0.25	0.41	92.86	216.67	130.00	79.27	32.50
601089	福元医药	买入	1.02	1.08	1.23	1.37	15.38	14.53	12.76	11.45	15.69
01530	三生制药	买入	0.64	0.82	0.92	1.03	16.13	12.59	11.22	10.02	10.32
002020	京新药业	买入	0.72	0.86	0.95	1.09	18.88	15.80	14.31	12.47	13.59
300966	共同药业	增持	0.20	-0.21	-0.10	0.33	85.60	-81.52	-171.20	51.88	17.12
002019	亿帆医药	买入	-0.45	0.42	0.56	0.71	-25.58	27.40	20.55	16.21	11.51
688428	诺诚健华	买入	-0.37	-0.41	-0.39	-0.34	-46.16	-41.66	-43.79	-50.24	17.08
301333	诺思格	买入	2.08	1.43	2.02	2.40	25.48	37.06	26.23	22.08	52.99
603229	奥翔药业	买入	0.43	0.34	0.41	0.52	19.79	25.03	20.76	16.37	8.51
002422	科伦药业	买入	1.69	1.98	2.21	2.56	18.69	15.95	14.29	12.34	31.58
605507	国邦医药	买入	1.10	1.43	1.80	2.15	17.98	13.28	10.99	9.16	19.78
02105	来凯医药-B	买入	-0.95	-0.82	-0.87	-0.91	-13.92	-16.12	-15.20	-14.53	13.22
688506	百利天恒	买入	-1.95	9.97	0.38	-0.46	-110.22	21.56	565.61	-467.24	214.93
688382	益方生物	买入	-0.49	-0.44	-0.4	-0.27	-35.59	-39.64	-43.60	-64.59	17.44

资料来源：Wind 资讯，携宁，太平洋研究院整理

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。