



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

以 BD 出海关税风险小，看好创新药国际化进程

投资逻辑

美国潜在关税威胁对我国创新药影响小。原本全球药品贸易近乎零关税，据 WTO 官网显示，1994 年《药品贸易协定》取消大量药品及其用于生产这些商品的物质的关税和其他关税和费用，将它们永久地约束在免税水平，加拿大、欧盟、日本、澳门（中国）、挪威、瑞士、英国和美国等之前已加入本协议。美东部时间 2025 年 4 月 2 日下午 4 时，美国总统特朗普签署行政令执行全面新对等关税政策（排除药品），据美国政府于 2025 年 4 月 14 日发布的《Federal Register》显示，特朗普政府正在启动对药品和半导体进口的“232 调查”，此举被广泛视为对方药征收关税的前奏。关税虽未完全落地，但后续依旧存在不确定性。总体来说，在药品各细分领域中，我们预期关税波动对创新药赛道影响较小，持续看好 A 股、港股创新药企出海进程。

从中国视角，“直视”美潜在药品专项关税对我国创新药赛道影响，面对本轮美国的对药品加征专项关税的潜在威胁，受益于以下两大核心逻辑，我们认为对中国创新药企的潜在影响较小：

- ① 据我国海关数据显示，我国西成药（含创新药）出口敞口小，其中对美出口规模约 11.6 亿美元；于此同时我国西药制剂出口市场多元化程度高，其中对美西药制剂出口规模仅占我国全部西药制剂出口的 16.55%。因此，若相关政策落地、预计对我国创新药赛道潜在影响有限。
- ② 中国创新药多数采用 BD（Business Development，商务合作，即将药物的海外开发权益授权给国外药企）方式出海，其本质是 IP（Intellectual Property）的交易、并不涉及具体药品的制造出口。从 BD 达成阶段来看，其 BD 模式的本质是国内外药企的利益共享；同时根据《服务贸易总协定》（GATS）规定相关收入（首付款+里程碑付款）被纳入经常账户的服务贸易收入，与美国目前关注的货物贸易逆差无关。从 BD 执行阶段，我们详细的拆解了在国内创新药企与海外跨国药企达成 BD 协议中、可能出现的药品制造安排，不管是临床用药（相对小规模生产）还是后期商业化用药（相对大规模生产），我们认为国内创新药企均能够 BD 执行阶段实现对潜在关税的免疫。

从美国视角，“侧看”潜在药品专项关税对我国创新药赛道影响。4 月 8 日特朗普提及的潜在关税将是对药品的专项关税，专项关税的针对性相较于前一轮“对等关税”更强，因此对药品专项关税的博弈对象和博弈目标分析是关键。

- ① 美欧成品药贸易逆差预计成美国关注焦点。美国潜在的药品专项关税的首要博弈对象将是欧盟，因此也从侧面反应该专项关税预计对我国的影响有限。据美国普查局（US. Census）统计数据显示，2024 年，美国医药和药品进口额达到 2340 亿美元。对美国出口量排名靠前的有爱尔兰（约 660 亿美元，占进口总额的 28.1%），其次是瑞士（约 190 亿美元，占 8.2%）和德国（约 170 亿美元，占 7.4%）等欧洲国家。
- ② 特朗普威胁加征的潜在药品专项关税的最终目的主要有两个：①迫使药企将产能迁至美国；②平抑美国国内较高的药价水平。但我们认为，通过潜在药品专项关税实现以上两个博弈目标的难度大，因此，这也在一定程度上，会影响未来该潜在关税的落地与实施。

投资建议

基于上述分析，我们坚定看好我国创新药企能够穿越本轮关税周期。建议投资者重点关注前期已经以 BD 方式出海的药企标的（详见报告图 8/9），或体内有成熟技术平台、未来能够持续产出创新管线并具备 BD 潜质的创新药企，如恒瑞医药、科伦博泰、康方生物、翰森制药、信达生物、诺诚健华等。

风险提示

关税导致创新药开发成本上升；关税导致创新药企成本增加进而挤压研发开支；关税导致中美关系紧张进而阻碍两国创新药企专利合作。



内容目录

美国潜在药品专项关税对我国创新药影响小，坚定看好创新药企穿越关税周期.....	3
从中国视角，创新药对美贸易量小，以 BD 出海较少受潜在关税影响.....	3
逻辑一：我国西成药进口大于出口、贸易风险小，多元化程度高，潜在冲击低.....	3
逻辑二：以 BD 出海帮助创新药企较少受到潜在关税影响.....	5
从美国视角，潜在关税博弈对象为欧洲，博弈目标实现难度大.....	10
逻辑一：博弈对象，美欧成品药贸易逆差预计成美国关注焦点.....	10
逻辑二：博弈目标，平抑药价和迂回产能实现难度大.....	11
投资建议.....	14
风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 2024 年中国医药保健品中西成药外贸风险敞口小.....	4
图表 2： 2024 年我国医药产品中成药出口美国占比小.....	4
图表 3： 2024 年我国西药制剂出口市场多元化程度高.....	5
图表 4： 中国创新药出海迎来密集窗口期.....	5
图表 5： 中国创新药出海方式可归集为三类.....	6
图表 6： 中国生物药 BD (license-out) 数量和金额节节攀升.....	6
图表 7： 从协议制造端的分析发现，关税对 BD 协议中授权方（国内创新药企）影响将非常小.....	7
图表 8： 2023 年至今（2025 年 4 月 11 日）中国创新药企对外 BD 合作梳理（一）.....	8
图表 9： 2023 年至今（2025 年 4 月 11 日）中国创新药企对外 BD 合作梳理（二）.....	9
图表 10： 2025 年 4 月 14 日特朗普政府启动对药品进口 232 调查，本轮调查的核心关注点包括十条.....	10
图表 11： 爱尔兰等欧洲国家是美国药品进口主要来源地.....	10
图表 12： 医药产品是欧盟对美出口第一大贸易品类.....	10
图表 13： 2023 年全美医疗保健支出占 GDP 比重维持在 17.6%.....	12
图表 14： 在美销售的仿制药生产企业数量多，议价能力差，利润空间低.....	12
图表 15： 在美销售的创新药生产企业为独家，议价能力强.....	13
图表 16： 美国短缺的仿制药品种数量维持在较高水平.....	13
图表 17： 美国生物制药生产设施数量总体维持稳定状态.....	14
图表 18： 部分 MNC 宣布在美投资产能.....	14



美国潜在药品专项关税对我国创新药影响小，坚定看好创新药企穿越关税周期

原本全球药品贸易近乎为零关税。据 WTO 官网显示，1994 年《药品贸易协定》(也称为《药品协定》或《药品协定》) 取消了大量药品及其用于生产这些商品的物质的关税和其他关税和费用，将它们永久地约束在免税水平。该协议是在乌拉圭回合贸易谈判期间达成的，由一组参与者签署并仅适用于一组参与者，这些参与者也承诺在最惠国利益的基础上实施成果。加拿大、欧盟、日本、澳门(中国)、挪威、瑞士、英国和美国之前已加入本协议。

4 月 2 日，美国首轮“对等关税”并不包含药品。据美国白宫官网显示，美国东部时间 2025 年 4 月 2 日下午 4 时，美国总统特朗普签署行政令执行全面新对等关税政策(排除药品)，从 2025 年 4 月 5 日起对所有进口美国商品征收至少 10% 的关税，并从 2025 年 4 月 9 日起对一些被视为贸易“违规严重国”征收更高的个性化关税。

4 月 8 日，特朗普威胁对药品加征潜在关税。新华社在 2025 年 4 月 10 日报道，特朗普当地时间 2025 年 4 月 8 日发表讲话称，美国将对药品征收关税。特朗普认为，一旦对药品征收关税，制药公司将在美国开设工厂，因为美国是“最大的市场”。

4 月 14 日，据美国政府于当日发布的《Federal Register》显示，特朗普政府正在启动对药品和半导体进口的“232 调查”，此举被广泛视为对处方药征收关税的前奏。

面对美国加征潜在药品专项关税所带来的不确定性，本报告从中国和美国两个视角分析对我国创新药企可能的影响：其中从中国视角提出两大核心逻辑：创新药出口量小+主要以 BD 方式出海；另外还从美国视角分析出专项关税预计的博弈对象主要是欧洲国家、同时较难实现“平抑药价+制药业回流”博弈目标。基于以上两大视角，我们最终得出结论：特朗普威胁发动的潜在第二轮“药品专项关税”预计对我国创新药影响小，因此，坚定看好我国创新药企穿越关税周期。

从中国视角，创新药对美贸易量小，以 BD 出海较少受潜在关税影响

不同于市场的观点，我们认为：

- ① 面对本轮美国的对药品加征关税的潜在威胁，中国创新药赛道外贸敞口小，若相关政策落地、预计对我国创新药赛道潜在影响有限。
- ② 中国创新药多数采用 BD (Business Development, 商务合作，即将药物的海外开发权益授权给国外药企) 方式出海，其本质是 IP (Intellectual Property) 的交易、并不涉及具体药品的制造出口。BD 一方面可帮助国内药企降低海外开发、销售创新药所面临的风险；另一方面 BD 也可以绕过东道国的关税和非关税壁垒，并借助当地药企的开发和渠道优势实现药物的快速上市、销售。在此期间，国内创新药企也可以从后续的协议规定里程碑付款及销售分成享受创新药海外收益。

基于两大核心逻辑，从中国视角，我们坚定看好我国创新药标的能够穿越本轮关税周期。

逻辑一：我国西成药进口大于出口、贸易风险小，多元化程度高，潜在冲击低

我国西成药(包含创新药)呈现逆差状态、且规模大。根据中国海关统计数据显示，2024 年我国医药保健品合计实现 165.5 亿美元的顺差，其中中药类、西药类和医疗器械类贡献顺差分别为 21.5 亿美元、14.6 亿美元、129.5 亿美元。进一步细拆我国西药类的对外贸易结构，其中西药原料药实现对外顺差 321.8 亿美元，西成药(西药制剂)实现逆差 158.8 亿美元，生化药实现逆差 148.4 亿美元。因此我国医药保健品中的西药原料药及医疗器械是主要顺差来源，而西成药和生化药则主要呈现逆差态势。

- 西成药进一步可以按照仿制药和创新药的维度进行拆分。2024 年我国西成药全球出口额约为 69.5 亿美元、而进口额约为 228.3 亿美元。因此我国西成药整体对外贸易敞口小、而归集到我国创新药的外贸敞口将更小，因此我们预计后续我国创新药赛道受美国关税政策潜在波动所带来的影响较小。



图表1: 2024年中国医药保健品中西成药外贸风险敞口小

2024年中国医药保健品进出口分类统计							
名称	进出口总额 (亿美元)	进出口净额 (亿美元)	出口额 (亿美元)	进口额 (亿美元)	进出口同比 (%)	出口同比 (%)	进口同比 (%)
医药保健品合计	1993.8	165.5	1079.7	914.1	2.1	5.9	-2.0
一、中药类	83.7	21.5	52.6	31.1	0.4	-3.3	7.4
1.1 提取类	37.4	22.8	30.1	7.3	-5.3	-7.7	6.5
1.2 中成药	8.6	-0.7	4.0	4.7	12.9	16.9	9.7
1.3 中药材及饮片	18.4	5.5	12.0	6.5	-5.0	-9.1	3.8
1.4 保健品	19.3	-6.2	6.6	12.7	13.4	21.0	9.9
二、西药类	1064.5	14.6	539.6	525.0	2.5	5.7	-0.6
2.1 西药原料药	538.1	321.8	429.9	108.2	5.6	5.1	7.9
2.2 西成药	297.8	-158.8	69.5	228.3	-3.5	10.0	-7.0
2.3 生化药	228.7	-148.4	40.2	188.5	3.5	4.6	3.3
三、医疗器械类	845.5	129.5	487.5	358.0	1.9	7.3	-4.7
3.1 医用敷料	45.4	35.1	40.3	5.2	0.3	0.8	-3.2
3.2 一次性耗材	145.2	65.1	105.2	40.0	9.5	13.9	-0.7
3.3 医药诊断与治疗	503.0	-57.9	222.6	280.4	-0.8	6.9	-6.1
3.4 保健康复用品	116.4	80.1	98.3	18.1	4.6	4.3	6.2
3.5 口腔设备与材料	35.5	7.0	21.3	14.3	5.1	9.1	-0.3

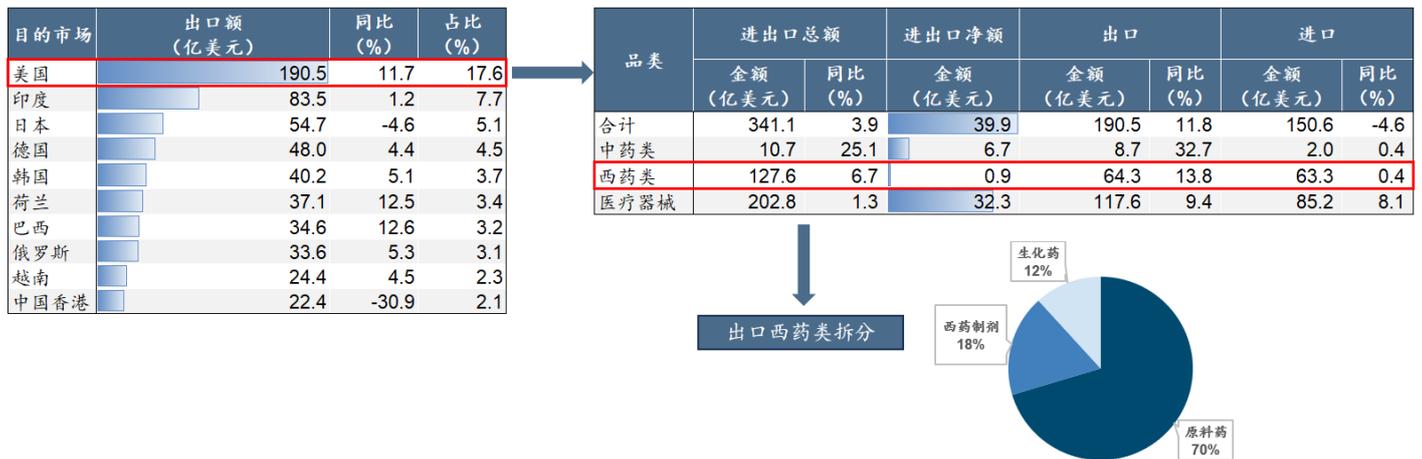
来源: 中国医药保健品进出口商会, 中国海关, 国金证券研究所

注: 进出口净额=出口额-进口额; 生化药: 是指从动物器官、组织、体液、分泌物

中经前处理、提取、分离、纯化等制得的安全、有效、质量可控的药品, 主要包括蛋白质、多肽、氨基酸及其衍生物、多糖、核苷酸及其衍生物、脂、酶及辅酶等。

- 按照地域拆分, 虽然美国是我国医药产品出口第一大目的地、但西成药出口占比低。据中国海关数据显示, 2024年我国对美出口医药产品价值190.5亿美元, 其中中药类、西药类、医疗器械分别达8.7亿美元、64.3亿美元、117.6亿美元。进一步详细拆分对美出口的西药类产品, 其中仅有18%的药品为西成药(约11.6亿美元), 最终归集到创新药对美出口敞口将更小。

图表2: 2024年我国医药产品中西成药出口美国占比小



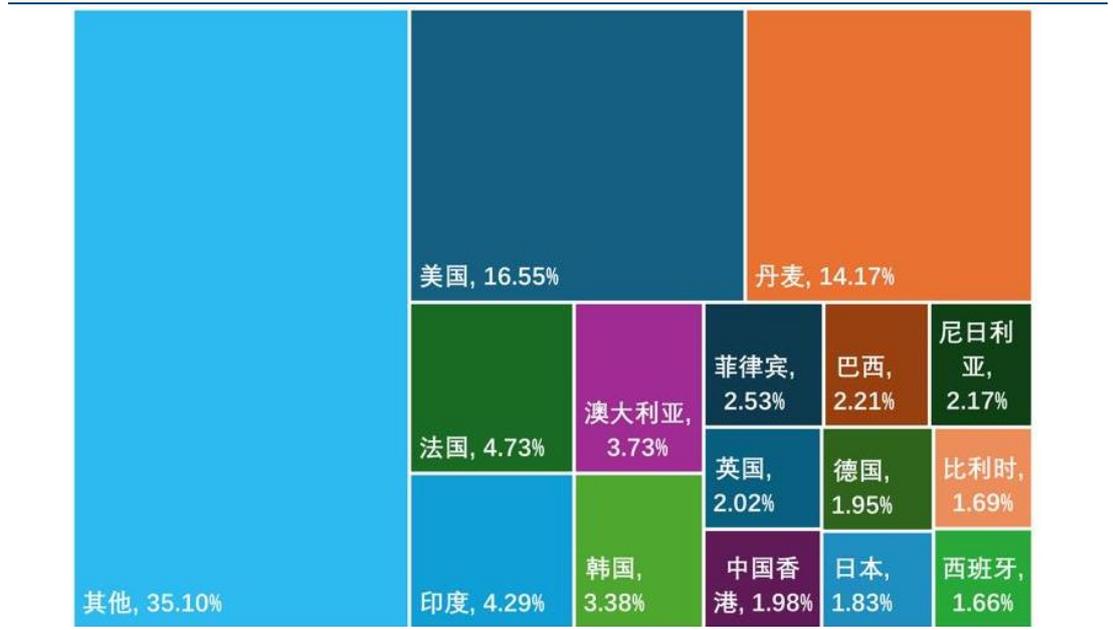
来源: 中国医药保健品进出口商会, 中国海关, 中国医药创新促进会, 国金证券研究所

注: 进出口净额=出口额-进口额

- 我国西药制剂除了整体外贸敞口小、且为逆差之外, 我国西药制剂对外贸易的地域结构多元化程度高。据中国海关数据显示, 2024年我国西药制剂出口到美国的占比仅为16.55%, 第二顺位的是向丹麦出口、占比约为14.17%。总体来说, 我国西成药的对外多元化程度高, 在一定程度上也将很大程度稀释美国潜在的关税影响。



图表3: 2024年我国西药制剂出口市场多元化程度高



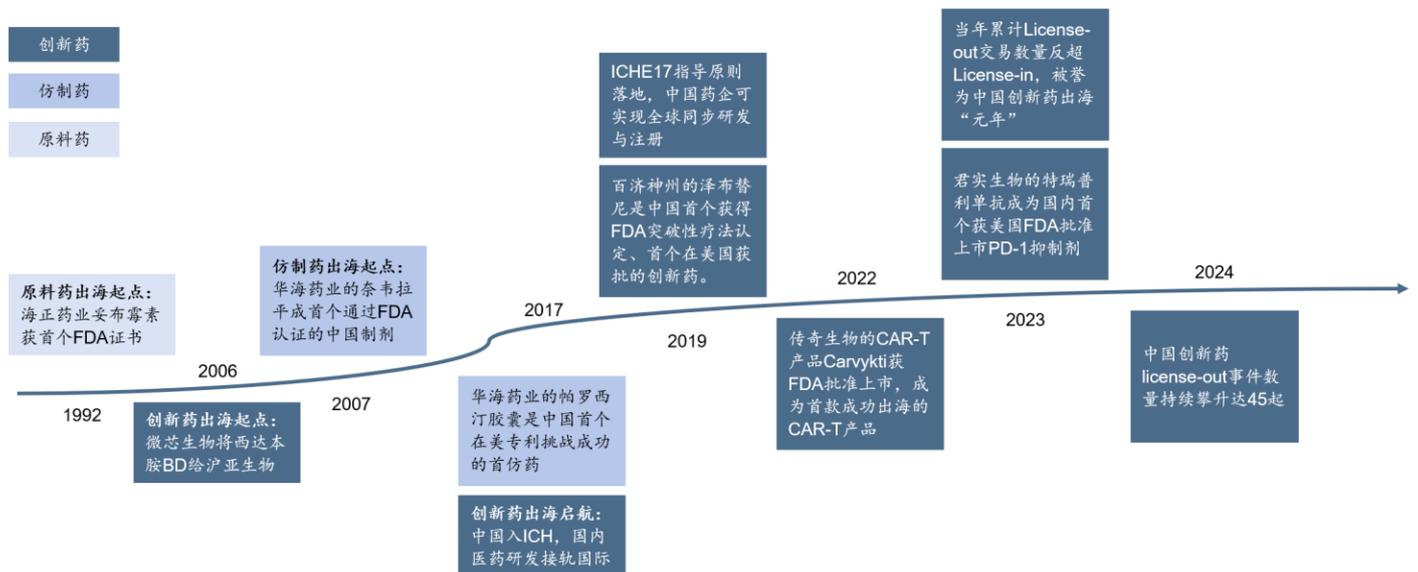
来源: 中国医药保健品进出口商会, 中国海关, 国金证券研究所

逻辑二: 以BD出海帮助创新药企较少受到潜在关税影响

我国创新药多以BD方式出海。我国创新药发展迅速,但从中国海关贸易数据来看,西成药对外出口的量少、风险敞口小的底层逻辑在于:与海外成熟(或已上市)的创新药及其体系相比,我国创新药目前发展正处于成长爆发期、新分子开发不断涌现,为了尽早兑现创新分子价值、分担研发的成本风险,国内创新药企更多选择BD方式将分子海外权益授出,而BD本质是IP的交易而非制造端“有形产品”的转移。

- 复盘中国创新药出海, BD逐渐成为目前主流方式。2015年中国加入ICH(人用药品注册技术要求国际协调会, International Council for Harmonisation of Technical Requirements for Pharmaceuticals for Human Use), 标志着中国创新药开发标准与国际接轨, 为我国创新药出海奠定制度规范基础。2019年和2022年, 百济神州的泽布替尼(BTK-TKI)和传奇生物的Carvkti(BCMA CAR-T)分别获FDA批准上市, 成为中国创新药出海的重要里程碑事件。

图表4: 中国创新药出海迎来密集窗口期



来源: cytiva, 沙利文, Hongene Biotech, AbelZata, insight, 国金证券研究所

注: BD可以分为license-out(权益授出)、license-in(权益引进)



- 复盘我国创新药出海方式，主要可归集为三类：“自主出海”、“合作出海”、“借船出海”。其中自主及合作出海虽然长期收益大，但壁垒高、风险和成本大，而基于我国目前创新药企所处的发展阶段，借船出海自然成为了目前最适合中国创新药出海的方式之一。

图表5：中国创新药出海方式可归集为三类

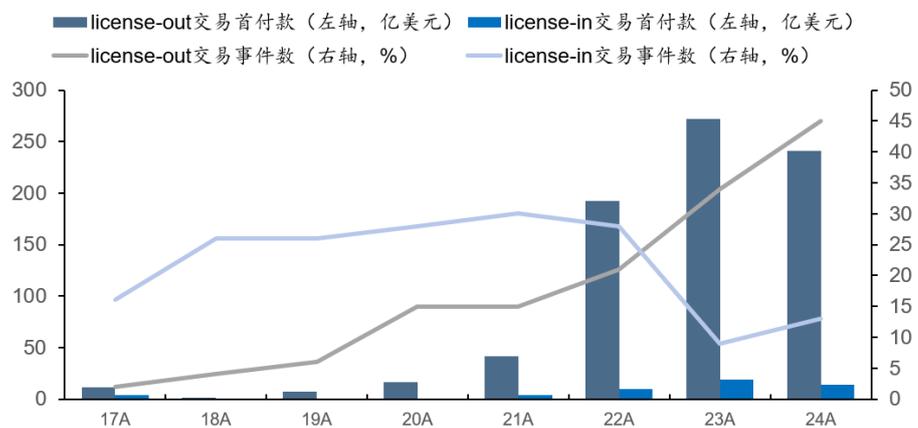
出海模式	自主出海	合作出海	借船出海
核心逻辑	自主权	出让部分自主权	利益共享
商业模式	独立进行国际临床研究和推动药品上市，并在药品上市之后，独立建立商业化团队销售	中国药企能广泛筛选海外企业，寻找那些在海外商业化能力强且能助其在海外临床积累经验的合作伙伴	将药品海外开发、商业化权益授权给跨国药企，由他们推动药品的后续研发与销售，为此公司将收取一笔首付款和潜在里程碑付款以及销售分成
相对收益	独享海外市场的商业化收益	分担药品开发不确定性风险及昂贵成本，并借助合作伙伴当地经验加速产品临床、注册和销售	授权国际临床与商业化投入门槛较低，适合资源有限且国际化经验尚浅的药企，同时选择此模式可快速获得资金，缓解资金压力
潜在成本	该模式对药企的资源投入、国际化能力及风险承受能力要求较高	中国药企难以直接掌控海外市场销售策略及结果，商业化收益也可能受到合作伙伴的制约	企业将难以在海外市场研发及商业化过程中占据主导地位
典型案例	百济神州泽布替尼2019年获FDA批准上市，且24年全球销售超20亿美元	君实生物2021年与Coherus达成协议共同开发特瑞普利单抗在美国/加拿大市场，另外君实还和一众海外药企达成全球市场开发协议	2025年，恒瑞医药将Lp(a)口服小分子抑制剂HRS-5346许可给默沙东，获得了2亿美元首付款和最高17.7亿美元的里程碑付款

来源：沙利文，各公司官网，卫健委官网，医药魔方，国金证券研究所

BD 达成阶段看潜在关税影响：基于下述两大核心逻辑，我们认为，中国创新药企以 BD 方式出海，将很大程度上避免潜在关税扰动。

- **BD 实现了利益共享：**以 BD 为代表的借船出海与自主出海模式相比，最大的区别在于前者是将国内创新药企与海外 MNC（大型跨国药企）进行利益共享（共享分子价值）、而后者则是在东道国与 MNC 进行市场份额的竞争。利益共享的模式会使得国内创新药企与海外创新药企共荣共损，且大型 MNC 在东道国有广泛的利益和资源网络、甚至其能通过游说组织对当地政策施加较大影响。
- **BD 贸易算服务收入：**根据《服务贸易总协定》(GATS) 规定，服务贸易包括跨境交付、境外消费、商业存在和自然人流动四种形式。其中药品 BD 交易通常涉及技术授权 (License-out/in)、专利许可、研发合作等，这些活动属于知识产权服务 (IP) 或专业服务，而非实物商品的买卖。例如，中国药企将某款 ADC（抗体偶联药物）的全球权益授权给跨国药企 (MNC)，国内药企收取首付款和里程碑款项，这类交易属于特许权使用费或技术转让收入，归类为服务贸易（涉及无形资产的交换，如专利、临床数据等）。本轮美国特朗普政府加征关税的出发点在于平衡贸易逆差、促使制造业回流。而美国在服务贸易中积累了较大的贸易顺差，同时药品 BD 并不涉及制造环节、仅仅是 IP 的交易，与美国政府宣传的“制造回流”无关。

图表6：中国生物药 BD (license-out) 数量和金额节节攀升



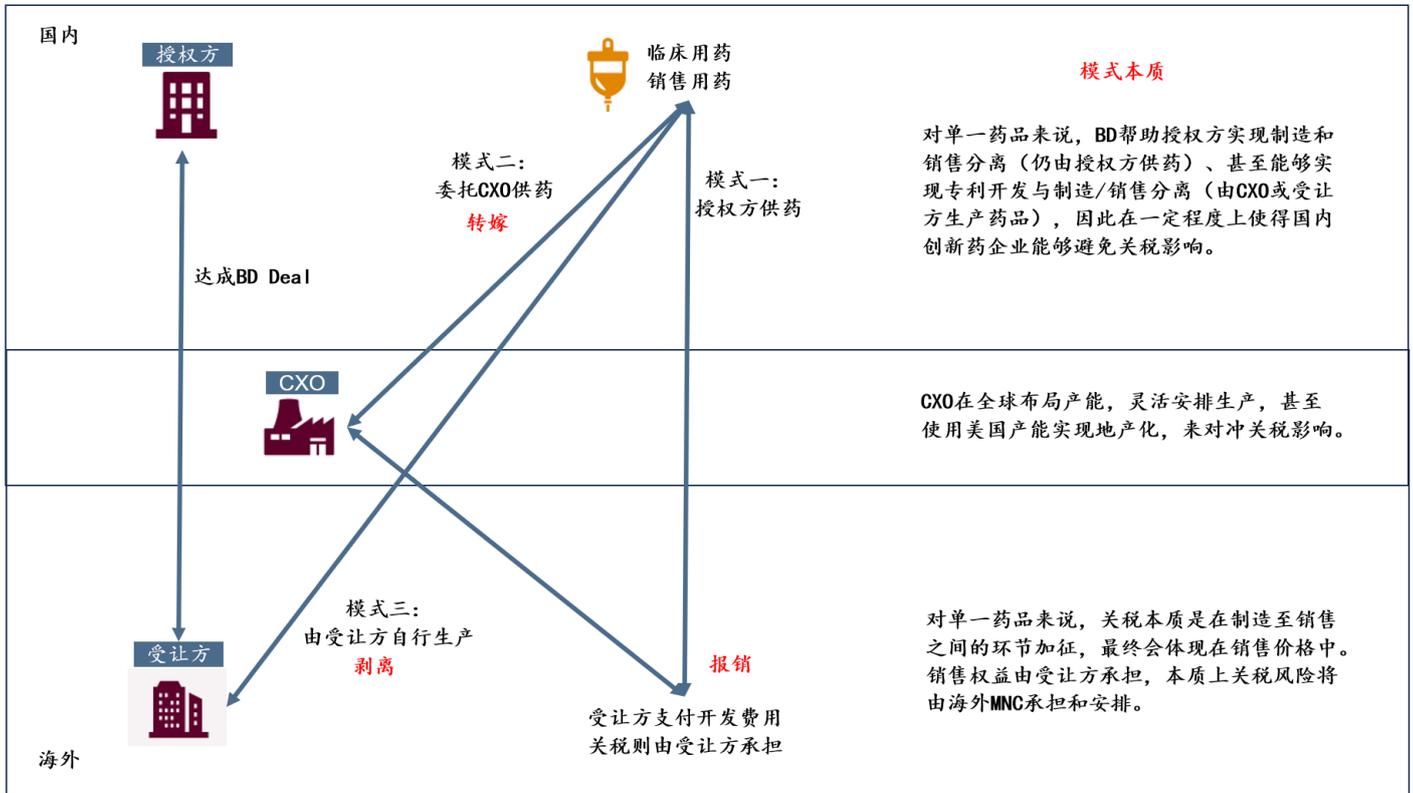
来源：Insights，国金证券研究所

BD 执行阶段看潜在关税影响：根据下图，我们详细的拆解了在国内创新药企与海外跨国



药企达成 BD 协议中、可能出现的药品制造安排，但不管是临床用药（相对小规模）还是后期商业化用药（相对大规模），我们认为国内创新药企均能够 BD 执行阶段较少的受到潜在关税影响。

图表7：从协议制造端的分析发现，关税对BD协议中授权方（国内创新药企）影响将非常小



来源：国金证券研究所



图表8：2023年至今（2025年4月11日）中国创新药企对外BD合作梳理（一）

交易时间	转让方	受让方	项目名称	机制	当前开发状态	交易金额
2025-04-07	恒瑞医药	Merck	SHR7280	GNRHR化药	临床III期	首付款：15万欧元(16.37百万美元)，特许权使用费：实际年净销售额两位数的销售提成
2025-03-25	恒瑞医药	MSD	HRS-5346	Lp(a)化药	临床II期	里程碑付款：1770百万美元，首付款：200百万美元，特许权使用费：若HRS-5346获批可获得基于净销售额的特许权使用费
2025-03-24	联邦制药	Novo Nordisk	UBT251	GLP1R, GIPR, GCGR多肽	临床II期	里程碑付款：1800百万美元，首付款：200百万美元
2025-03-21	和铂医药	AZ	Harbour Mice® 全人源抗体技术平台+两项临床前免疫分子	多抗		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
2025-02-19	石药集团	Radiance Biopharma	SYS 6005	ROR1 ADC	临床I期	里程碑付款：1225百万美元，首付款：15百万美元，特许权使用费：根据该产品于该地区的年度销售净额计算的分层销售提成
2025-02-18	贝海生物	Zydus Pharmaceuticals	BEIZRAY	TUB化药	批准上市	里程碑付款：10百万美元，首付款：15百万美元
2025-02-10	百奥泰	Intas Pharmaceutical	BAT2506	TNF-α单抗	申请上市	里程碑付款：143.5百万美元，交易总额：164.5百万美元，首付款：21百万美元
2025-02-06	复宏汉霖	Dr.Reddy's Laboratories	HLX15	CD38单抗	临床III期	交易总额：131.6百万美元，首付款：33百万美元，里程碑付款：98.6百万美元，特许权使用费：按年度净销售额的约定比例区间（不高于8%）向复宏汉霖支付特许权使用费
2025-01-24	启光德健	AIMEDBIO, Biohaven	GQ1011+创新生物偶联核心平台技术	FGFR3 ADC	临床前	交易总额：13000百万美元
2025-01-22	乐普生物	ArriVent Biopharma	MRG007	CDH17 ADC	临床前	里程碑付款：1160百万美元，首付款：47百万美元，特许权使用费：基于大中华区以外地区净销售额的分级特许权使用费
2025-01-20	诺诚健华	Prolium Bioscience	ICP-B02	CD3*CD20双抗	临床I/II期	首付款：17.5百万美元，里程碑付款：502.5百万美元，交易总额：520百万美元
2025-01-20	君实生物	LEO Pharma A/S	特瑞普利	PD-1单抗	批准上市	首付款：15万欧元(16.37百万美元)，特许权使用费：合作区域内销售净额两位数的销售分成
2025-01-10	先为达生物	Verdiva Bio	VRB-102, VRB-103, 伊诺格鲁单抗	GLP1R, AMYR多肽	临床I期, 临床前	里程碑付款：2400百万美元，首付款：70百万美元，特许权使用费：产品商业化后的分层销售提成
2025-01-10	天广实生物	Climb Bio	MIL116	APRIL单抗	临床前	里程碑付款：883.75百万美元，首付款：9百万美元
2025-01-10	科伦博泰	Windward Bio	HBM9378/SKB378	TSLP单抗	临床I期	首付款：45百万美元，交易总额：970百万美元，特许权使用费：基于净销售额的个位数至双位数百分比的分级特许权使用费
2025-01-10	康诺亚	Timberlyne Therapeutics	CM313	CD38单抗	临床II期	首付款：30百万美元，里程碑付款：337.5百万美元，特许权使用费：销售净额的分层特许权使用费
2024-07-16	百奥赛图	Sotio Biotech	RenLite®平台+全人源双特异性抗体用于ADC开发	CDH17 ADC	临床前	里程碑付款：325.5百万美元，特许权使用费：基于净销售额的低个位数百分比特许权使用费
2025-01-08	映恩生物	Avenzo Therapeutics	DB-1418	HER3*EGFR ADC	临床前	里程碑付款：1150百万美元，首付款：50百万美元，特许权使用费：Avenzo在其区域内的销售收入分成
2025-01-07	药明生物	Candid Therapeutics	TCE, 多抗平台WuXiBody™	CD19三抗	临床前	交易总额：925百万美元，特许权使用费：产品上市后的销售提成
2025-01-02	信达生物	Roche	IBI3009	DLL3 ADC	临床I期	里程碑付款：1000百万美元，首付款：80百万美元
2024-12-29	恒瑞医药	IDEAYA Biosciences	SHR-4849	DLL3 ADC	临床I期	里程碑付款：970百万美元，首付款：75百万美元，特许权使用费：实际年净销售额一到两位数的销售提成
2024-12-25	翰宇药业	Hikma Pharmaceuticals	利拉鲁肽	GLP1R多肽	批准上市	交易总额：46.3963百万美元
2024-12-23	济民可信	RAPT Therapeutics	JYB1904/RPT904	IgE单抗	临床II期	首付款：35百万美元，里程碑付款：672.5百万美元，特许权使用费：high single-digit to low-double digit royalties
2024-12-20	药明生物	Whitehawk Therapeutics	三款临床前ADC+ADC技术平台	SEZ6, MUC16, PTK7 ADC	临床前	里程碑付款：805百万美元，首付款：44百万美元，特许权使用费：个位数比例的销售提成
2024-12-18	翰森制药	MSD	HS-10535	GLP1R化药	临床前	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
2024-12-16	诺纳生物	Candid Therapeutics	TCE	双抗		交易总额：320百万美元
2024-12-04	映恩生物	GSK	DB-1324	ADC	临床前	首付款：30百万美元，里程碑付款：975百万美元
2024-11-18	博奥信生物	Aclaris Therapeutics	BSI-045B, BSI-502	TSLP*IL4R双抗	临床III期, 临床前	首付款：40百万美元，里程碑付款：900百万美元，特许权使用费：单位数比例的销售分成
2024-11-17	康诺亚	Platina Medicines	CM336	BCMA*CD3双抗	临床II期	首付款：16百万美元，里程碑付款：610百万美元，特许权使用费：有权收取CM336及相关产品销售净额的分层特许权使用费
2024-11-14	礼新医药	MSD	LM-299	VEGF*PD-1双抗	临床I/II期	里程碑付款：2700百万美元，首付款：588百万美元
2024-11-12	东阳光	Apollo Therapeutics	APL-18881	GLP1R*FGF21双抗	临床II期	首付款：12百万美元，里程碑付款：926百万美元，交易总额：938百万美元，特许权使用费：按照大中华区以外的净销售额获得从高单位数到低双位数比例内的特许权使用费
2024-07-31	百奥赛图	IDEAYA Biosciences	B7H3/PTK7 ADC	PTK7, B7-H3 ADC	临床前	里程碑付款：100百万美元，交易总额：406.5百万美元，特许权使用费：个位数净销售额分成
2024-11-07	极目生物	Santen Pharmaceutical	ARVN001	GR	批准上市	交易总额：85百万美元
2024-11-07	维立志博	Oblenio Bio	LBL-051	CD19*BCMA*CD3三抗	临床前	首付款：35百万美元，里程碑付款：579百万美元
2024-10-16	百裕制药	Novartis	小分子抗肿瘤药物	化药	临床前	里程碑付款：1100百万美元，首付款：70百万美元
2024-10-08	百奥泰	Gedeon Richter	乌司奴单抗	IL12 p40单抗	申请上市	里程碑付款：101.5百万美元，交易总额：110百万美元，首付款：8.5百万美元，特许权使用费：净销售额的两位数的百分比作为收入分成
2024-10-07	石药集团	AZ	YS2302018	Lp(a)化药	临床前	首付款：100百万美元，里程碑付款：1920百万美元，特许权使用费：分级特许权使用费
2024-10-02	国色药品	Liquidia Corporation	L606	PPARδ, PTGER2, DP1, PTGIR化药	临床III期	里程碑付款：157.75百万美元，首付款：3.5百万美元
2024-09-25	天境生物	Sanofi	尤塞利单抗	CD73单抗	临床I/II期	交易总额：213百万欧元(232.47百万美元)，首付款：32百万欧元(34.92百万美元)
2024-09-12	空军药业	Organon	SJ02	FSHR融合蛋白	申请上市	首付款：12百万美元
2024-09-04	药华医药	FORUS Therapeutics	BESREMI	IFNAR细胞因子类	批准上市	里程碑付款：107百万美元
2024-09-04	岸迈生物	Vignette Bio	EMB-06	CD3*BCMA双抗	临床I/II期	里程碑付款：575百万美元，首付款：60百万美元，特许权使用费：基于净销售额的收入分成
2024-08-20	科伦博泰	MSD	SKB571	ADC	临床I期	首付款：37.5百万美元，特许权使用费：待SKB571商业化后支付按净销售额计算
2024-08-20	普众发现	Adcendo	AMT-754	Anti-TF ADC	临床I期	里程碑付款：1000百万美元，特许权使用费：基于全球（不包括大中华地区）净销售额的个位数至低两位数的销售提成
2023-02-13	和铂医药	Cullinan Therapeutics	HBM7008	4-1BB, B7-H4	临床I期	特许权使用费：20%，首付款：25百万美元，里程碑付款：563百万美元
2024-08-05	嘉和生物	TRC 2004, INC	GB261	CD20, CD3	临床I/II期	里程碑付款：443百万美元，特许权使用费：个位数到双位数百分比的分层特许权使用费，首付款：数千美元
2024-08-01	宜明昂科	Instil Bio	IMM2510, IMM27M	VEGFA*PD-L1双抗, CTLA4单抗	临床II期	里程碑付款：2000百万美元，首付款：50百万美元，特许权使用费：基于全球（不包括大中华地区）销售净额的个位数至低两位数的销售提成
2024-07-23	三迭纪医药	BioNTech	基于3D打印药物技术开发口服RNA药物	RNA		首付款：10百万美元，里程碑付款：1200百万美元
2024-07-17	福联医药	SK Biopharmaceuticals	FL-091及其备选化合物	NTSR1 RDC	临床前	交易总额：571.5百万美元
2024-07-11	昱言生物	Ipsen	FS001	ITGA2 ADC	临床前	交易总额：1030百万美元
2024-07-09	康诺亚	Belenos Biosciences	CM512, CM536	IL13*TSLP双抗	临床I期, 临床前	首付款：15百万美元，里程碑付款：170百万美元
2024-06-18	麦科思	Day One Biopharmaceuticals	MTX-13 (DAY301)	PTK7 ADC	临床I期	里程碑付款：1152百万美元，首付款：55百万美元

来源：Insights，国金证券研究所



图表9：2023年至今（2025年4月11日）中国创新药企对外BD合作梳理（二）

交易时间	转让方	受让方	项目名称	机制	当前开发状态	交易金额
2024-06-14	亚盛医药	Takeda	Olverembatinib	多靶点化药	批准上市	首付款：100百万美元，里程碑付款：1200百万美元，特许权使用费：基于年度销售额提成的双位数比例
2024-06-13	明济生物	Abbvie	FG-M701	TL1A单抗	临床I期	首付款：150百万美元，里程碑付款：1560百万美元，特许权使用费：净销售额低两位数比例
2024-06-06	康宁杰瑞	ArriVent Biopharma	ADC	ADC		交易总额：615.5百万美元
2024-06-03	康方生物	Summit Therapeutics	Ivonescimab	PD-1*VEGFA双抗	批准上市	交易总额：70百万美元
2024-05-28	百奥泰	STADA	戈利木单抗	TNF-α单抗	申请上市	首付款：10百万美元，里程碑付款：147.5百万美元，交易总额：157.5百万美元，其他交易额：净销售额的两位数百分比作为收入分成
2024-05-27	宜联生物	BioNTech	ADC早期产品，TMALIN® ADC技术平台	ADC		里程碑付款：1800百万美元，首付款：25百万美元
2024-05-23	诺纳生物	AZ	临床前单抗	ADC		里程碑付款：585百万美元，首付款：19百万美元，特许权使用费：基于净销售额
2024-05-17	嘉越医药	Erasca	JYP0015	RAS分子胶	临床III期	首付款：20百万美元，交易总额：345百万美元
2024-05-17	恒瑞医药	Kailera Therapeutics	GLP-1产品组合	GLP1R, GIPR, GCGR多肽	临床III期, 临床I期, 临床II期	里程碑付款：5935百万美元，首付款：100百万美元，特许权使用费：低个位数至低两位数比例的销售提成
2024-05-16	明德新药	Erasca	ERAS-4001	KRAS化药	临床前	首付款：10百万美元，其他交易额：160百万美元
2024-05-07	先为达生物	HK inno.N	XW003	GLP1R多肽	申请上市	里程碑付款：56百万美元
2024-01-25	康宁杰瑞	Glenmark Pharmaceuticals	KN035	PD-L1纳米抗体	批准上市	交易总额：700.8百万美元
2024-01-09	康华生物	HillvVax	重组六价诺如病毒疫苗	Norovirus	临床I期	首付款：15百万美元，里程碑付款：255.5百万美元
2024-01-07	翰望制药	Novartis	BW-00163, BW-00112	AGT siRNA	临床II期, 临床I期	首付款：185百万美元，交易总额：4165百万美元
2024-01-04	安锐生物	Avenzo Therapeutics	ARTS-021	CDK2, CDK4化药	临床III期, 临床前	交易总额：1000百万美元，首付款：40百万美元
2024-01-02	安锐生物	AZ	临床前阶段EGFR L858R变构抑制剂	EGFR-L858R化药	临床前	首付款：40百万美元，其他交易额：500百万美元
2024-01-02	宜联生物	Roche	YL211	c-Met ADC	临床I期	里程碑付款：1000百万美元，首付款：50百万美元
2023-12-26	联拓生物	Janssen	NBTRX3	化药	批准上市	里程碑付款：220百万美元
2023-12-20	翰森制药	GSK	HS-20093	B7-H3 ADC	临床III期	里程碑付款：1525百万美元，首付款：185百万美元
2023-12-15	诺纳生物	Pfizer	HBM9033	MSLN ADC	临床I期	里程碑付款：1050百万美元，首付款：53百万美元
2023-12-12	百利天恒	BMS	BL-B01D1	EGFR*HER3 ADC	临床III期	其他交易额：500百万美元，里程碑付款：7100百万美元，首付款：800百万美元，交易总额：8400百万美元
2023-12-04	和誉生物	Merck	Pimicotinib	CSF1化药	临床III期	交易总额：605.5百万美元，首付款：70百万美元
2023-11-21	海思科	Chiesi Pharmaceutical	HSK31858片	CTSC化药	临床III期	首付款：13百万美元，交易总额：462百万美元
2023-11-20	拓森健恒	AZ	UA022	KRAS G12D化药	临床III期	首付款：24百万美元，里程碑付款：395百万美元
2023-11-13	传奇生物	Novartis	LB2102	DLL3 CAR-T	临床I期	首付款：100百万美元，里程碑付款：1010百万美元
2023-11-09	诚益生物	AZ	ECC5004	GLP1R化药	临床II期	里程碑付款：1825百万美元，首付款：185百万美元
2023-10-30	葆元生物	NIPPON KAYAKU CO	Taletrectinib	NTRK, ROS1化药	批准上市	首付款：40百万美元
2023-10-30	恒瑞医药	Merck	SHR-A1904, HRS-1167	CLDN-18.2 ADC, PARP1化药	临床III期, 临床I/II期	里程碑付款：1165百万美元(1271.48百万美元)，交易总额：1400百万美元(1527.96百万美元)，首付款：160百万美元(174.62百万美元)，其他交易额：90百万美元(98.23百万美元)
2023-10-27	复宏汉霖	Intas Pharmaceutical	斯普利单抗	PD-1单抗	批准上市	里程碑付款：143百万美元(156.07百万美元)，特许权使用费：15%-27%，首付款：42百万美元(45.84百万美元)
2023-10-24	联拓生物	BMS	mavacamten	Myosin化药	批准上市	里程碑付款：127.5百万美元，首付款：350百万美元
2023-10-20	翰森制药	GSK	HS-20089	B7-H4 ADC	临床III期	里程碑付款：1485百万美元，首付款：85百万美元
2023-10-17	恒瑞医药	Elevar Therapeutics	卡瑞利珠与Rivoceranib联合疗法	PD-1, VEGFR2	批准上市	特许权使用费：20.5%，里程碑付款：600百万美元
2023-10-12	宜联生物	BioNTech	HER3 ADC	HER3 ADC	临床II期	里程碑付款：1000百万美元，首付款：70百万美元
2023-10-09	恒瑞医药	Dr.Reddy's Laboratories	吡咯替尼	HER2, EGFR, HER4化药	批准上市	里程碑付款：152.5百万美元，首付款：3百万美元
2023-09-21	创响生物	Celoxor Bio	IMG-018	LILRA4单抗	临床前	里程碑付款：287百万美元
2023-08-28	劲方医药	Verastem Oncology	三款抗肿瘤创新疗法	KRAS G12D化药	临床I/II期	首付款：11.5百万美元，里程碑付款：625百万美元
2023-08-26	复宏汉霖	Kalbe Genexine Biologics	斯普利单抗	PD-1单抗	批准上市	特许权使用费：15%-20%，里程碑付款：658百万美元，首付款：7百万美元
2023-08-16	台耀化学	Eyenovia	APP13007	GR化药	批准上市	里程碑付款：86百万美元
2023-08-14	恒瑞医药	Aiolos Bio	SHR-1905	TSLP单抗	临床II期	里程碑付款：1028.5百万美元，首付款：21.5百万美元
2023-06-28	固邑药品	Liquidia Corporation	L606	PPARδ, PTGER2, DP1, PTGIR化药	临床III期	首付款：10百万美元，里程碑付款：215百万美元
2023-06-26	腾盛博药	Qpex Biopharma	BRII-636, BRII-672	Beta-lactamase化药	临床I期	首付款：24百万美元
2023-05-12	礼新医药	AZ	LM-305	GPRC5D ADC	临床I/II期	里程碑付款：545百万美元，首付款：55百万美元
2023-05-09	赞荣医药	Roche	ZN-A-1041	HER2化药	临床I期	里程碑付款：610百万美元，首付款：70百万美元
2023-05-06	君实生物	Dr.Reddy's Laboratories	特瑞普利单抗	PD-1单抗	批准上市	首付款：10百万美元，里程碑付款：718.3百万美元
2023-04-13	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2 ADC	临床I/II期	里程碑付款：1000百万美元，首付款：20百万美元，特许权使用费：mid-single digit to low double digits
2023-04-12	正大天晴	Specialised Therapeutics	安尼可	PD-1单抗	批准上市	特许权使用费：15%，交易总额：73百万美元
2023-04-03	映恩生物	BioNTech	DB-1303, DB-1311	HER2, B7-H3 ADC	临床III期, 临床I/II期	里程碑付款：1500百万美元，首付款：170百万美元
2023-03-22	高光谱药	Biohaven	BHV-8000	TYK2, JAK1化药	临床I期	首付款：10百万美元，里程碑付款：950百万美元，特许权使用费：mid-single digit to lower teens percentages
2023-03-02	安基生技	Avenue Therapeutics	AJ201	NRF2, NRF1, AR化药	临床I/II期	里程碑付款：250百万美元，首付款：3百万美元
2023-02-23	康诺亚	AZ	CMG901	CLDN-18.2 ADC	临床III期	里程碑付款：1125百万美元，首付款：63百万美元
2023-02-13	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	Nectin-4 ADC	临床II期	里程碑付款：685百万美元，首付款：7.5百万美元
2023-02-13	恒瑞医药	Treeline Biosciences	SHR2554	EZH2化药	申请上市	特许权使用费：10%-12.5%，首付款：11百万美元，里程碑付款：695百万美元
2023-01-23	和黄医药	Takeda	咪唑替尼	VEGFR1, VEGFR2, VEGFR3化药	批准上市	交易总额：1130百万美元，首付款：400百万美元，里程碑付款：730百万美元
2023-01-20	迈威生物	Disc Medicine	9MW3011	TMPRSS6单抗	临床I期	首付款：10百万美元，交易总额：412.5百万美元
2023-01-05	药明生物	GSK	抗CD3/ITAA双抗	CD3多抗	临床前	里程碑付款：1460百万美元，首付款：40百万美元

来源：Insights, 国金证券研究所



从美国视角，潜在关税博弈对象为欧洲，博弈目标实现难度大

美国潜在药品关税针对性强。新华社 2025 年 4 月 10 日电，特朗普当地时间 2025 年 4 月 8 日发表讲话称，美国将对药品征收关税；据美国政府于 2025 年 4 月 14 日发布的《Federal Register》显示，特朗普政府正在启动对药品和半导体进口的 232 调查，此举被广泛视为对处方药征收关税的前奏。这与 2025 年 4 月 2 日发布的“对等关税”不同，该潜在关税将是对药品的专项关税，专项关税的潜在针对性相较于前者更强，因此对药品专项关税的博弈对象和博弈目标分析是关键：我们认为，**欧盟作为美国最大的药品进口来源地，将是美国潜在关税的最大针对对象；而潜在关税的目的则是迫使大型跨国药企将药品生产制造从欧洲迁至美国，同时平抑美国国内药价水平。**

图表10：2025 年 4 月 14 日特朗普政府启动对药品进口 232 调查，本轮调查的核心关注点包括十条

序号	关注点	核心
1	美国目前和预计的药品和药物成分需求	供应链
2	国内药品和药物成分生产能满足国内需求的程度	供应链
3	外国供应链，特别是主要出口国的供应链，在满足美国药品和药物成分需求方面的作用	供应链
4	美国药品和药物成分进口集中于少数供应商的情况及相关风险	供应链
5	外国政府补贴和掠夺性贸易行为对美国制药业竞争力的影响	竞争力
6	由于外国不公平贸易行为和国家支持的生产过剩导致药品和药物成分价格人为压低的经济影响	价格
7	外国限制出口的可能性，包括外国将其对药品供应的控制武器化的能力	供应链
8	提高国内药品和药物成分产能以减少进口依赖的可行性	供应链
9	现行贸易政策对国内药品和药物成分生产的影响，以及是否需要采取包括关税或配额在内的额外措施来保护国家安全	竞争力
10	任何其他相关因素	其他

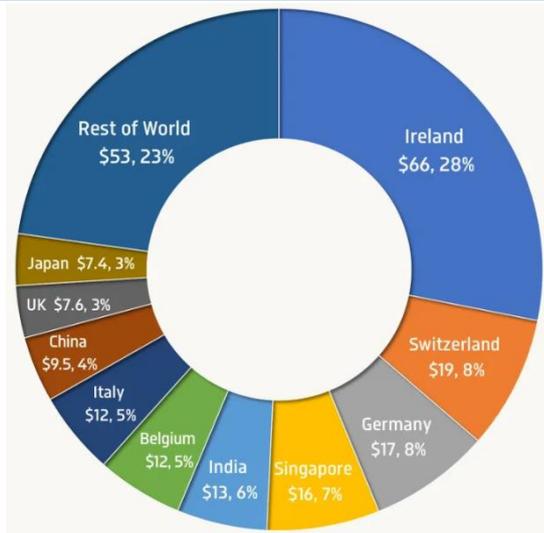
来源：US. Federal Register, 国金证券研究所

逻辑一：博弈对象，美欧成品药贸易逆差预计成美国关注焦点

美国潜在的药品专项关税的首要博弈对象将是欧盟，因此也从侧面反映该专项关税预计对我国的影响有限。据美国普查局 (US. Census) 统计数据显示，2024 年，美国医药和药品进口额达到 2340 亿美元。对美国出口量排名前十的国家是爱尔兰 (约 660 亿美元，占进口总额的 28.1%)，其次是瑞士 (约 190 亿美元，占 8.2%) 和德国 (约 170 亿美元，占 7.4%)。其他来源国包括新加坡、印度、比利时、意大利、中国等。

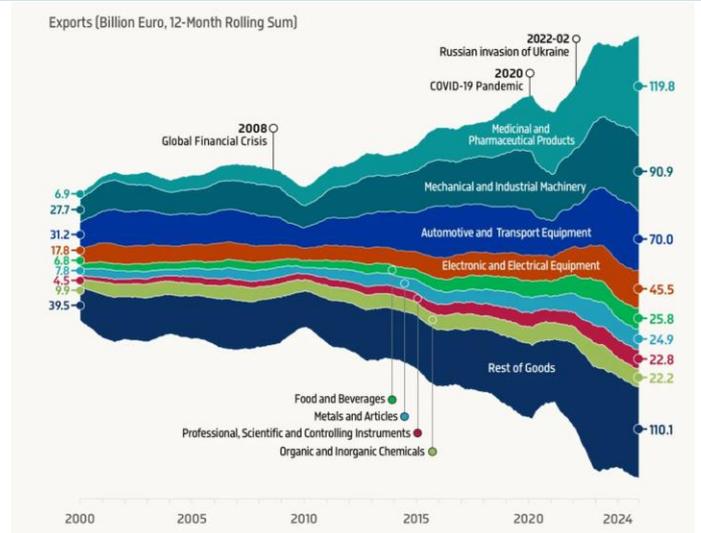
另一方面，据欧洲统计局 (Eurostat) 统计数据显示，2024 年，欧盟对美国的出口总额为 5320 亿欧元 (5760 亿美元)，其中医药产品为 1198 亿欧元 (22.5%)，其次是机械和工业机械 (909 亿欧元，17.1%)、汽车和运输设备 (700 亿欧元，13.2%) 以及电子和电气设备 (455 亿欧元，8.5%)。

图表11：爱尔兰等欧洲国家是美国药品进口主要来源地



来源：US. Census, 国金证券研究所

图表12：医药产品是欧盟对美出口第一大贸易品类



来源：Eurostat, 国金证券研究所

- 将欧盟对美国药品出口按照具体国别拆分，我们发现爱尔兰是欧盟国家中对美药品出口第一大来源国。早在 2025 年 3 月 12 日，爱尔兰时任总理访问美国期间，特朗普就对爱尔兰对美药品出口提出批评。据爱尔兰主流媒体《爱尔兰时报》(The Irish Times)



在 2025 年 3 月 12 日报告：“特朗普希望美国的药品在国内制造，而不是从爱尔兰等国家运来，这对这个国家来说是一个重要的经济问题。”

- ✚ 多数大型跨国药企均在爱尔兰拥有产能。据我国商务部于 2023 年发布的《爱尔兰生物医药产业调研报告》显示，20 世纪 60 年代以来，目前以基础医药产品及制剂为主的制药产业已成为爱尔兰最大的支柱产业，行业产值占工业生产总值的 40% 以上。根据爱尔兰健康产品监管局 (HPRA) 的数据，该国目前有 139 家制药企业，形成都柏林和科克两大产业集群，同时在斯莱戈、沃特福德和梅奥等周边也分布一些小型的产业集群。全球排名前十的制药公司，包括诺华 (Novartis)、艾伯维 (AbbVie)、杨森 (Janssen)、辉瑞 (Pfizer)、赛诺菲 (Sanofi)、礼来 (Lilly)、阿斯利康 (AstraZeneca)、默沙东 (MSD)、百时美施贵宝 (Bristol Myers Squibb) 和武田 (Takeda) 等均已在爱设有生产基地。
- ✚ 低税收政策吸引制药企业落地爱尔兰。爱尔兰之所以成为全球制药企业重要基地主要受益于以下三个方面：① 营商环境好，集中体现在该国目前的企业所得税税率为 12.5%，是发达国家中最低的。尽管爱尔兰从 2024 年开始对年营业额超过 7.5 亿欧元的公司按照 15% 税率征收公司税，但税率水平仍是发达国家中较低的；同时为鼓励企业增加研发投入，该国政府实施了研发支出的 25% 可抵免公司税的政策；企业在知识产权转让、侵权赔偿、特许使用、专利产品等方面产生的收入可享受 6.25% 的所得税率（即知识发展盒计划），这些税收优惠政策是吸引跨国药企外来投资的重要因素。② 研发创新环境好，爱尔兰政府通过科学基金会 (SFI) 等资助癌症、自身免疫性疾病和阿尔茨海默病等疾病的基础生物制药研究。③ 高素质的人力资源。
- 欧洲制药企业开始行动、并前瞻应对。据知名医药网站《FIERCE Pharma》于 2025 年 4 月 8 日报告，欧洲制药工业和协会联合会 (EFPIA，其成员包括欧洲制药巨头拜耳、诺华、诺和诺德等) 的制药首席执行官警告欧盟委员会主席冯德莱恩：除非欧洲提供“快速、激进的政策变革”，否则药品研发和制造“越来越有可能转向美国”。EFPIA 还表示，仅在未来三个月内，欧盟 27 个地区价值约 165 亿欧元 (180 亿美元) 的生物制药投资可能面临风险。另外，根据 EFPIA 的数据，在 2025 年至 2029 年的五年内，欧盟生物制药行业多达 1032 亿欧元 (1130 亿美元) 的计划资本和研发支出可能会离开该地区，这是该地区制药行业在此期间预计的 1648 亿总支出的大部分。

因此，从博弈对象的角度分析，我们认为，本轮特朗普对药品的潜在专项关税主要是与欧盟国家（尤其是爱尔兰、德国等国）进行博弈。这也从侧面反映美国的潜在药品专项关税对中国创新药发展所带来的压力相对有限。

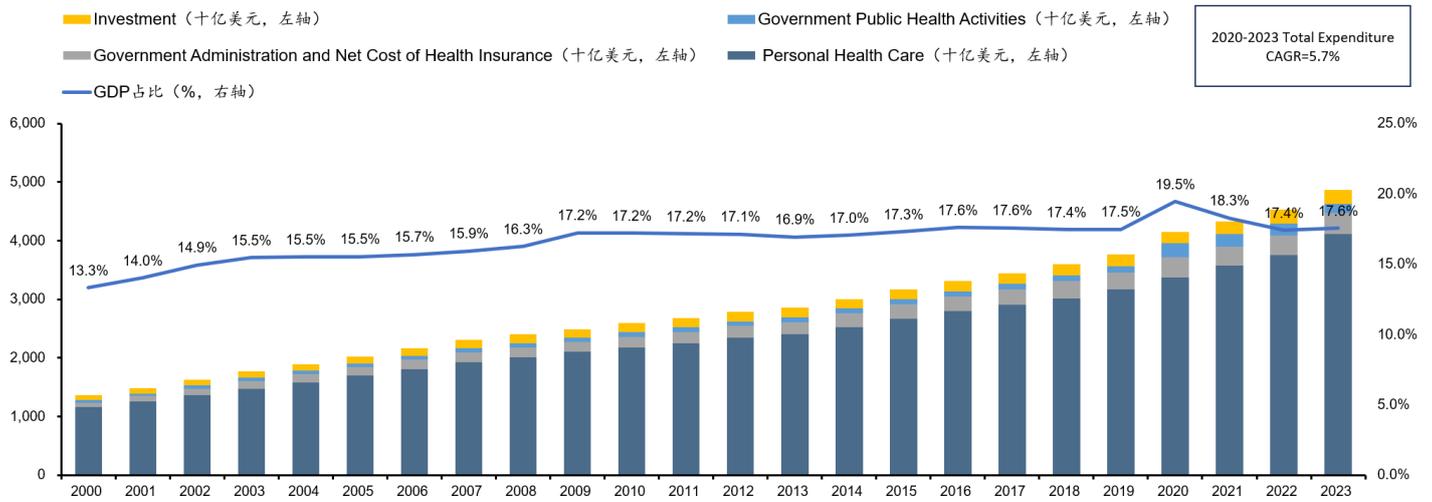
逻辑二：博弈目标，平抑药价和迁回产能实现难度大

“平抑药价+迁回产能”为潜在药品关税的主要博弈目标。通过对目前公开信息分析，我们认为，特朗普威胁加征的潜在药品专项关税的最终目的主要有两个：① 迫使药企将产能迁至美国；② 平抑美国国内较高的药价水平。但我们认为，美国通过潜在药品专项关税实现以上两个目标的难度大。

- 背景：美国医疗保健市场规模庞大，在国民经济中占比大、重要性高。2020 年至 2023 年，美国整体医疗支出持续增长，支出总额从 4.2 万亿美元增长至 4.9 万亿美元，2023 年占比 GDP 比例高达 17.6%。2023 年人均医疗保健花费超过 1.5 万美元，从 2020 年到 2023 年年均复合增长率为 5.1%。因此，在一定程度上，美国医疗保健支出网罗了众多的利益相关群体。在此背景下，美国拥有众多庞大且合法的医药游说组织，其中美国药品研究与制造商协会 (PhRMA)，主要包含了辉瑞、默沙东、强生、诺华、罗氏、赛诺菲等全球顶级制药公司。



图表13: 2023 年全美医疗保健支出占 GDP 比重维持在 17.6%



来源: CMS.gov, 国金证券研究所

观点一: 对药品征收关税无法平抑药价, 甚至会推高药价。

■ 美国庞大的药品市场由仿制药 (Generic Drug) 和创新药 (Brand Drug) 共同组成。下图 11 和 12 展示了在美的仿制药和创新药的各自的供应渠道的价值分配。其中核心差异体现在仿制药和创新药生产企业数量差异所导致的议价力不同 (仿制药制造商的收入仅占仿制药最终成本的 36%, 而创新药则占 76% 以上)。

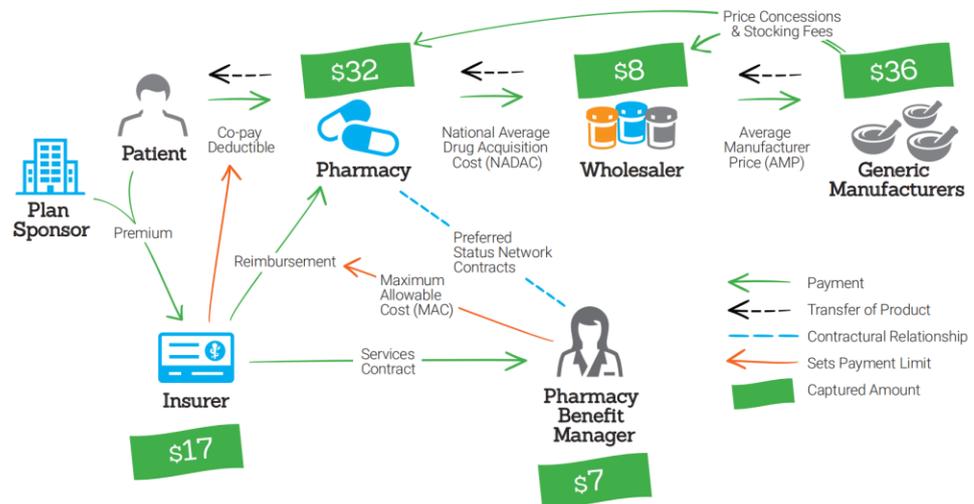
✚ 在美仿制药供应渠道价值分配拆分: 仿制药制造商会与多家药企直接竞争, 其竞争完全基于成本和供应能力。于此同时, 流通渠道的药店、批发商和集团采购组织, 能够更有效地协商采购成本, 从而实现利润最大化。在这种背景下, 仿制药企潜在利润空间低、对关税更加敏感。(美国仿制药与专利药的处方及金额占比基本上遵循着“二八定律”, 即仿制药以约 20% 的支出占据约 80% 处方量)。

✚ 在美创新药供应渠道价值分配拆分: 对于创新药, 药企会负责新疗法的研发、申请批准上市以及营销已获批的产品, 因此需要依靠创新药销售产生的收入来回收药品开发成本, 并为新药的开发提供资金。但由于没有直接竞争对手, 创新药企在美国的价格也拥有更大的控制权、同时成本转嫁能力也更强。

图表14: 在美销售的仿制药生产企业数量多, 议价能力差, 利润空间低

Spread of \$100 Across Various Channels in the Generic Drug Supply Chain

Figure 1



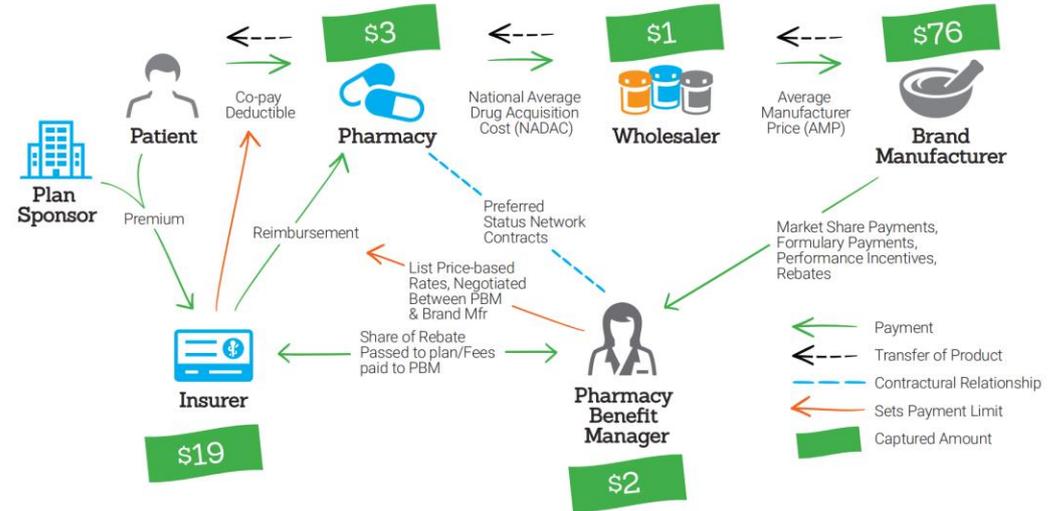
来源: Association for Accessible Medicines, 国金证券研究所



图表15: 在美销售的创新药生产企业为独家, 议价能力强

Spread of \$100 Across Various Channels in the Brand Drug Supply Chain

Figure 2

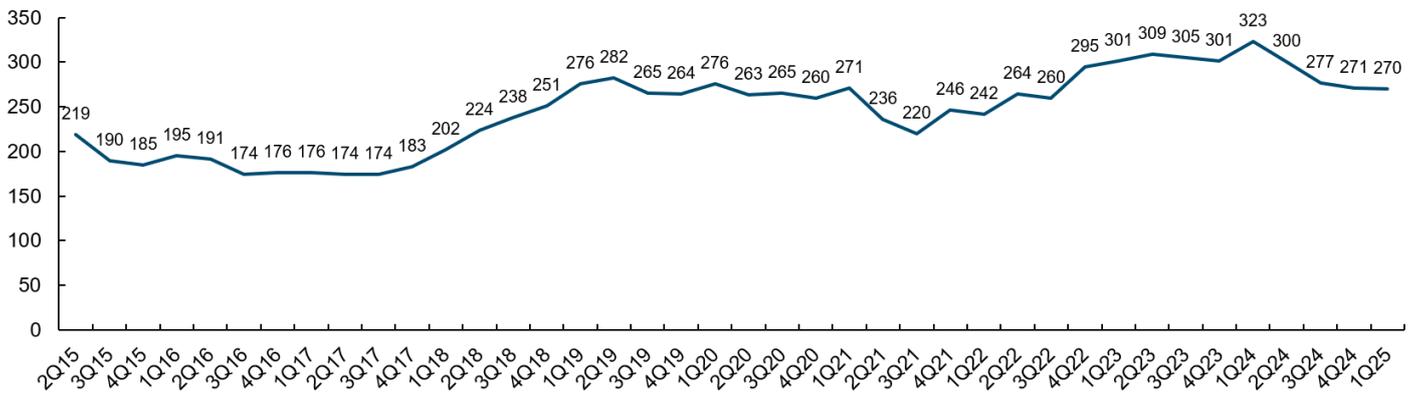


来源: Association for Accessible Medicines, 国金证券研究所

- 若同样受到潜在关税冲击, 虽然传导路径不一样, 但我们认为, 在美仿制药和创新药都将面临价格上涨的局面, 这与潜在关税政策的博弈初衷相违背。
 - ✚ 若仿制药企在美受到潜在关税冲击, 由于其利润空间小、同时前期仿制开发“沉没成本”低, 因此仿制药企会放弃仿制制剂生产, 使得美国市场的仿制药品短缺, 从而最终导致药品价格上涨。据相关数据统计显示, 截至 2025 年一季度, 美国短缺的仿制药品种数量维持在 270 种左右。
 - ✚ 若创新药企在美受到潜在关税冲击, 由于其议价能力强, 我们认为创新药企会通过提高终端售价来对冲关税所带来的额外成本, 因此最终会转嫁给患者。

综上, 我们认为美国通过对药品征收关税实现平抑药价的难度大, 甚至会在短期内推高药价。

图表16: 美国短缺的仿制药品种数量维持在较高水平



来源: Ashp, 国金证券研究所

观点二: 对药品征收关税无法在短期实现生产转移, 长期取决于美国政策连续性。

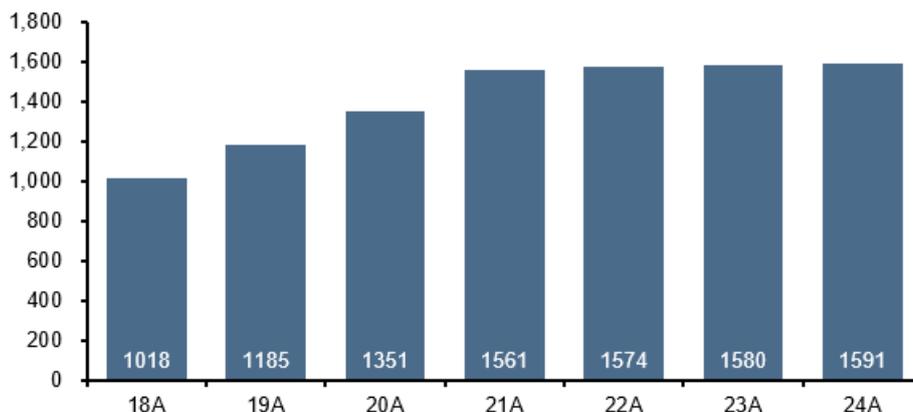
药企的产能建设是一个漫长的过程。据美国药品研究与制造商协会 (PhRMA) 官网显示: 建造一个新的药品制造工厂可能花费高达 20 亿美元, 并且需要 5 到 10 年才能投入运营, 其中包括与遵守各种法规要求相关的时间和成本。即使扩建现有设施并将单一产品转移到新的制造基地也并不简单, 因为它需要工艺转移和放大、验证、稳定性方案和监管备案,



这可能需要数年时间。

- 复盘近些年在美生物制药生产设施数量，我们发现 2020 年和 2021 年经历了大幅增长之外（全球公共卫生事件催化），其余年份相关生产设施的数量基本保持稳定。因此，在美国的制药产能规模总体变动幅度小。

图表17: 美国生物制药生产设施数量总体维持稳定状态



来源: PhRMA, 国金证券研究所

- 据动脉新医药数据显示，面对关税压力，虽然全球部分药企已经开始了供应链重构。但鉴于创新药生产设施投资的长周期（包括漫长的产能建设和监管审核周期），我们认为，在短期之内，跨国药企创新药产能落地美国、实现地产化的可能性不高。

图表18: 部分 MNC 宣布在美投资产能

公司	注册地	宣布时间	投资金额	产能规划
Novartis	瑞士	Apr-25	在5年内对美国基础设施投资 230亿美元	在加州建立1个生物医学研究创新中心，另外在其他几个州建造4个新的制造工厂：其中3个将生产生物制剂原料药、药品、设备组装和包装，1个将生产化学原料药、口服固体剂型和包装的工厂；在佛州和得州建造2个新的放射配体治疗（RLT）制造工厂；同时，扩建位于印第安纳州印第安纳波利斯、新泽西州米尔本和加利福尼亚州卡尔斯巴德的3家RLT制造工厂。
Johnson & Johnson	美国	Mar-25	四年内对其美国的制药和医疗技术业务投入超过 550 亿美元	其中包括：北卡罗来纳州威尔逊市的一座新型生物制品制造工厂正式破土动工。该工厂总投资达 20 亿美元，建筑面积达 50 万平方英尺。该新基地将支持生产用于治疗癌症、自身免疫性疾病和神经疾病的下一代疗法。强生还计划新增三座先进制造设施，并对现有多个工厂进行扩建，尽管这些项目的具体选址尚未公布。此外，这笔 550 亿美元的投资还将重点用于神经科学、机器人手术、肿瘤学、免疫学和心血管疾病等领域的研发工作。
Lilly	美国	Feb-25	投资 270 亿美元在美国新建四座药物生产设施	三个基地将专注于生产活性药物成分以及进一步强化供应链，以缓解美国供应链的短缺，例如减肥药Zepbound和糖尿病治疗药物Mounjaro的活性成分替尔泊肽，第四个生产基地则聚焦未来注射疗法。

来源: 动脉新医药, 国金证券研究所

综上，从美国潜在药品专项关税的博弈对象和博弈目标来观察，我们认为：①美欧成品药贸易逆差预计成美国关注焦点，因此主要博弈对象为以爱尔兰为代表的欧美国家与地区。②博弈的两大目标、即平抑药价和转移产能，并不能通过关税在短期内达到。这也在一定程度上，会影响未来潜在关税的落地与实施。因此我们认为，美国潜在药品专项关税对中国创新药发展影响较小。

投资建议

基于上述分析，我们坚定看好我国创新药企标的能够穿越本轮关税周期。建议投资者尤其关注前期已经以 BD 方式出海的药企标的（详见报告图 8/9），或体内有成熟技术平台、未来能够持续产出创新管线并具备 BD 潜质的药企标的，如恒瑞医药、科伦博泰、康方生物、翰森制药、信达生物、诺诚健华等。

风险提示

- 关税导致创新药开发成本上升。如果美国对创新药上游材料加征关税，从而间接推高全球研发成本。与此同时，面对部分关键原料的进口成本增加，国内的创新药企为



了维持生产的正常进行，可能需要寻找替代原料或者调整生产工艺，这往往需要投入大量的时间和资金，并且还存在一定的技术风险。

- **关税导致创新药企成本增加进而挤压研发开支。**礼来 CEO 曾警告，若关税成本长期化，药企可能会削减研发预算。尤其对一些中小型创新药企业来说，关税成本的增加可能会导致企业利润大幅下降，从而使企业重新进行资金分配：为维持企业的正常运营，可能会被迫削减研发投入。
- **关税导致中美关系紧张进而阻碍两国创新药企专利合作。**在 BD 合作中，技术专利的授权和共享是合作的重要基础。如果中国创新药企无法获取关键技术专利，或者在专利授权方面受到限制，那么就很难与 MNC 开展深入的合作。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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