

生物制品

2025年06月19日

MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

余克清（分析师）

汪晋（分析师）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

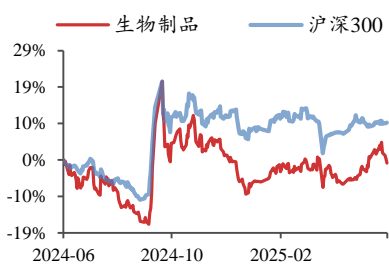
wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790525060003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《PD-1/VEGF 双抗有望成为千亿美金市场的基石用药—行业深度报告》

-2025.5.30

《小细胞肺癌：中国管线全球领先，研发聚焦三大新领域—行业深度报告》

-2025.5.12

《重症肌无力：生物制剂打开治疗新格局，AAN2025 泰它西普重磅 III 期数据即将读出—行业深度报告》

-2025.4.1

● MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期

以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的 GLP-1RA 类药物正在彻底改变糖尿病与肥胖症的治疗范式，根据 Jefferies 等数据统计，2031 年预计 GLP-1RA 类药物全球销售规模有望超过 1500 亿美元规模。诺和诺德与礼来两大 MNC 旗下产品目前患者市占率已接近 97%，形成双巨头垄断市场格局；默沙东、罗氏、安进、阿斯利康与再生元等正快速进入该赛道中，在一个或多个细分方向上布局潜力品种；其余 MNC 目前尚未完整布局该领域，未来有较大 License-in 的可能性。近年来减重降糖领域重磅 BD 交易频发，我们预期将迎来 BD 黄金窗口期，国内企业相关管线将迎来历史性出海机遇。

● 患者依从性提升：口服与超长效产品有望提供新的解决方案

为提高患者依从性，目前主要从口服 GLP-1RA 类药物与超长效药物两类技术路径进行布局。目前在研阶段的口服管线主要包括小分子类与多肽类，其中化药类进度较快的有礼来的 Orforglipron，多家其他 MNC 也均有在研管线；多肽类口服药主要由诺和诺德布局。作为长效制剂，司美格鲁肽与替尔泊肽已实现每周给药，相较于每日给药的利拉鲁肽，给药间隔已大幅延长。超长效制剂的体内半衰期相对更长，能够实现每 2 周给药甚至每 4 周给药，减少患者的用药频率，简化治疗流程的同时提升患者依从性。目前在研阶段进度较快的超长效减肥药有安进的 MariTide (Q4W)，Metsera 的 MET-097i (Q4W) 与 MET-233i (Q4W)。

● 高质量减重：多靶药物开发与特殊靶点组合疗法有望突破单一靶点瓶颈

相较于单一 GLP-1R 靶点，多靶点减肥药物通过协同激活或抑制多个代谢相关受体，能够突破单一靶点的疗效瓶颈，实现“抑制食欲+加速代谢+器官保护”的协同机制，在减重效果、代谢综合改善和用药依从性上实现显著提升。热门布局靶点包括 GIPR、GCGR 与 AMYR 等。除此之外，与一些特殊靶点的协同联用也有望成为高质量减重下一阶段的发展方向。热门布局靶点包括 ActRII、MSTN/GDF-8、AMYR、FGF21 等。通过与其协同联用，在增强减重效果的同时也有望改善代谢、保留瘦体重；“减脂增肌+代谢修复”有望成为未来减重领域的新标准。

● 投资建议

患者依从性的提升与高质量减重将成为下一代减重降糖药物开发新方向，中国企业在口服、超长效、多靶、组合疗法等新一代热门靶点与技术领域均有管线布局，数量与质量均做到了全球领先。随着海外 MNC 加速布局该赛道，国内优质管线均有较强出海潜力，有望打开成长空间。

推荐标的：信达生物、华东医药、博瑞医药、一品红、康缘药业等；**受益标的：**恒瑞医药、石药集团、翰森制药、众生药业、歌礼制药-B、来凯医药-B 等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

目 录

1、 MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期.....	3
1.1、 GLP-1RA 类药物快速放量，催生千亿美元级蓝海市场.....	3
1.2、 MNC 正加速布局减重降糖赛道，重磅 BD 交易频发.....	4
2、 口服与超长效产品布局为提升患者依从性提供新的方案.....	7
2.1、 口服药物：小分子与多肽双技术路径探索，有望打开市场增量空间.....	7
2.2、 超长效药物：大幅延长给药间隔，提升患者依从性.....	8
3、 多靶药物开发与特殊靶点组合疗法有望实现高质量减重.....	9
3.1、 多靶点药物：协同机制显著提升疗效，多个热门靶点有望诞生爆品.....	9
3.2、 特殊靶点的组合疗法有望实现“减脂增肌+代谢修复”.....	11
4、 投资建议.....	12
5、 风险提示.....	14

图表目录

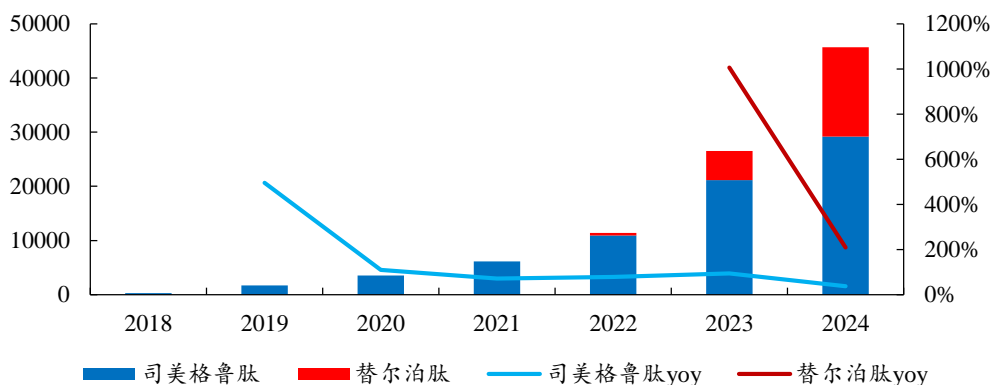
图 1： 以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的 GLP-1RA 类药物快速放量（百万美元）.....	3
图 2： 司美格鲁肽减重产品 Wegovy 快速放量（百万美元）.....	3
图 3： 替尔泊肽减重产品 Zepbound 快速放量（百万美元）.....	3
图 4： 2031 年 GLP-1RA 类药物销售有望超 1500 亿美元.....	4
图 5： 诺和诺德与礼来 GLP-1R 产品覆盖度已接近 97%.....	4
图 6： 除诺和诺德与礼来外，以罗氏、默沙东为代表的其他 MNC 正加速布局减重降糖赛道.....	5
图 7： 多个 MNC 正在布局减重降糖赛道，未来有较大 License-in 的可能性.....	6
图 8： 口服 GLP-1RA 类药物的开发为提升患者依从性提供了新的思路，有望打开新的增量市场.....	7
图 9： 在研阶段的多款口服 GLP-1RA 类药物疗效优异，拥有较大发展潜力.....	8
图 10： 超长效 GLP-1RA 类药物能够减少用药频率，简化治疗流程的同时提升患者依从性.....	8
图 11： 多款超长效减肥药产品在实现延长给药间隔的同时也拥有优异的减重疗效.....	9
图 12： 多靶点减肥药物协同激活或抑制多个代谢相关受体，热门布局靶点包括 GIPR、GCGR、AMYR 等.....	10
图 13： 多靶点减肥药物减重疗效整体优于单靶点药物，拥有较强临床开发与未来商业化潜力.....	11
图 14： ActRII 与 MSTN/GDF-8 等靶点药物有望在减重的同时减少肌肉流失，保留更多瘦体重.....	11
图 15： AMYR 与 FGF21 等靶点药物有望增强减重效果、改善代谢.....	12
图 16： 以华东医药、恒瑞医药、翰森制药、信达生物为代表的国内 pharma 企业持续布局减重降糖赛道.....	12
表 1： 随着海外 MNC 加速布局该赛道，国内优质管线均有较强出海潜力，有望打开成长空间.....	14

1、MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期

1.1、GLP-1RA 类药物快速放量，催生千亿美元级蓝海市场

近3年来，以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的GLP-1RA类药物快速放量。2024年，司美格鲁肽全球销售额约292亿美元，同比增长约38%；替尔泊肽全球销售额约165亿美元，同比增长约208%。GLP-1RA类药物正在彻底改变糖尿病与肥胖症的治疗范式，将为整个代谢性疾病领域带来持久的创新动力与市场机遇。

图1：以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的GLP-1RA类药物快速放量（百万美元）



资料来源：Insight、开源证券研究所

按适应症拆分看，2024年司美格鲁肽降糖产品 Ozempic/口服产品 Rybelsus/减重产品 Wegovy 分别实现销售额约175/34/84亿美元，同比增长约26%/24%/86%；替尔泊肽降糖产品 Mounjaro 与减重产品 Zepbound 分别实现销售额约115/49亿美元，同比增长约124%/2702%。两大核心单品减重领域正快速放量，催生出前景广阔的市场。

图2：司美格鲁肽减重产品 Wegovy 快速放量（百万美元）

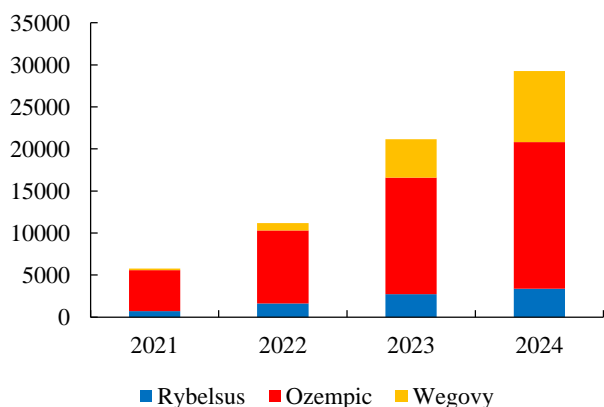
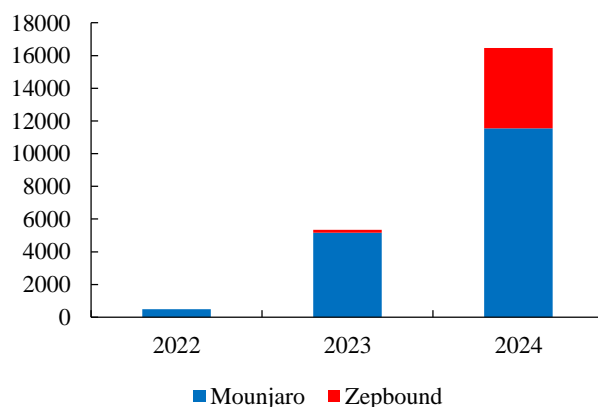


图3：替尔泊肽减重产品 Zepbound 快速放量（百万美元）

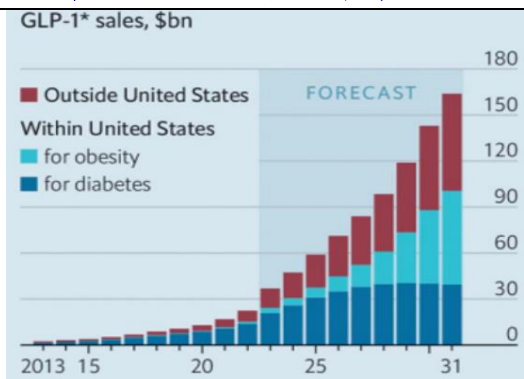


数据来源：诺和诺德官网、开源证券研究所 注：汇率选择1丹麦克朗=0.145美元

数据来源：礼来制药官网、开源证券研究所

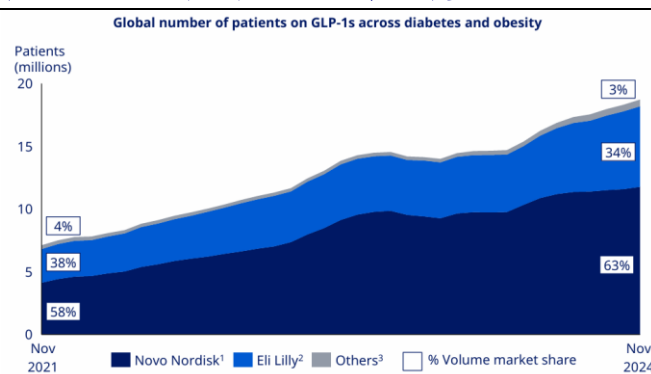
根据 Jefferies 等平台数据统计，预计 2031 年 GLP-1RA 类药物全球销售规模有望超 1500 亿美元规模，其中减重市场将在 2025 年后迎来快速成长期。根据诺和诺德官网数据，截至 2024 年底 GLP-1RA 类药物覆盖全球糖尿病与肥胖患者仅约 2000 万人，渗透率仍有较大拓展空间；诺和诺德与礼来两大 MNC 旗下产品患者市占率已接近 97%，目前已形成双巨头垄断市场格局。面对如此广大市场，其他 MNC 正加速布局该赛道，我们预期近几年减重降糖领域将迎来 BD 黄金窗口期，国内企业相关管线将迎来历史性出海机遇。

图4：2031 年 GLP-1RA 类药物销售有望超 1500 亿美元



数据来源：摩熵医药、Jefferies 等

图5：诺和诺德与礼来 GLP-1R 产品覆盖度已接近 97%



资料来源：诺和诺德官网

1.2、MNC 正加速布局减重降糖赛道，重磅 BD 交易频发

除诺和诺德与礼来外，以罗氏、默沙东为代表的其他 MNC 正加速布局减重降糖赛道，近年来重磅 BD 交易频发。罗氏以 31 亿美元收购 Carmot Therapeutics 获得其 3 款口服 GLP-1RA 类药物，并以 16.5 亿美元首付款与 Zealand Pharma 达成协议共同开发胰淀素类似物 Petrelintide。默沙东购买了翰森制药的口服 GLP-1 小分子 HS-10535 与韩美制药的 GLP1R/GCGR 双靶多肽 Efinopegdutide。从技术类别看，MNC 在减重降糖领域的 BD 方向逐渐向多靶、口服及组合疗法等方向拓展。

图6：除诺和诺德与礼来外，以罗氏、默沙东为代表的其他 MNC 正加速布局减重降糖赛道

转让方	受让方	交易时间	关联新药项目	靶点	成分/技术类别	给药方式	交易时研发状态	当前研发状态	首付款	交易总额
口服										
Septerna	诺和诺德	2025-05-14	Metabolic disorders(Septerna)	GLP1R/GCGR/GIPR	小分子	口服	临床前	临床前	200百万美元	2200百万美元
翰森制药	默沙东	2024-12-18	HS-10535	GLP1R	小分子	口服	临床前	临床前	112百万美元	2012百万美元
恒瑞医药	Kailera Therapeutics	2024-05-17	HRS-4729	GLP1R/GIPR/GCGR	多肽	皮下	临床前	临床II期	100百万美元	6035百万美元
			HRS-7535	GLP1R	小分子	口服	临床II期	临床III期		
			HRS9531	GLP1R/GIPR	多肽	皮下	临床II期	临床II期		
			HRS9531片	GLP1R/GIPR	小分子	口服	临床II期	临床II期		
Carmot Therapeutics	罗氏制药	2023-12-04	CT868	GLP1R/GIPR	小分子	口服	临床II期	临床II期	2700百万美元	3100百万美元
			CT-996	GLP1R	小分子	口服	临床II期	临床II期		
			CT-388	GLP1R/GIPR	多肽	皮下	临床II期	临床II期		
诚益生物	阿斯利康	2023-11-09	AZD5004	GLP1R	小分子	口服	临床II期	临床II期	185百万美元	2010百万美元
中外制药株式会社	礼来制药	2018-09-26	Orforglipron	GLP1R	小分子	口服	临床II期	临床II期	50百万美元	50百万美元
vTv Therapeutics	华东医药	2017-12-21	TTP273	GLP1R	小分子	口服	临床II期	临床II期	8百万美元	83百万美元
多靶点										
翰森制药	再生元	2025-06-02	HS-20094	GLP1R/GIPR	多肽	皮下	临床III期	临床II期	80百万美元	2010百万美元
联邦制药	诺和诺德	2025-03-24	UBT251	GLP1R/GIPR/GCGR	多肽	皮下	临床II期	临床II期	200百万美元	2000百万美元
Viking Therapeutics	Corden Pharma	2025-03-11	VK2735(oral)	GLP1R/GIPR	多肽	口服	临床II期	临床II期	-	150百万美元
			VK2735	GLP1R/GIPR	多肽	皮下	临床II期	临床II期		
东阳光	Apollo Therapeutics	2024-11-12	HEC88473	GLP1R/FGF21	抗体类融合蛋白	皮下	临床II期	临床II期	12百万美元	938百万美元
康宁杰瑞	特宝生物	2024-07-26	KN069	GLP1R/GIPR	抗体类融合蛋白	皮下	临床I期	临床I期	158.3百万美元	158.3百万美元
D&D Pharmatech	Metsera	2024-03-18	DD14	GLP1R/GIPR	多肽	-	临床前	临床前	-	178.64百万美元
			MET-233i	AMYR	多肽	皮下	临床前	临床I期		
D&D Pharmatech	Metsera	2024-03-18	DD15	GLP1R/GIPR/GCGR	多肽	-	临床前	临床前	-	227.36百万美元
东亚ST株式会社	MetaVia	2022-09-15	DA 1241	GPR119	小分子	口服	临床I期	临床II期	22百万美元	37百万美元
			DA-1726	GLP1R/GCGR	多肽	皮下	临床前	临床I期		
安源医药	正大天晴	2022-04-25	AP025	FGF21	抗体类融合蛋白	皮下	临床I期	临床II期	-	54.14百万美元
			AP026	GLP1R/FGF21	抗体类融合蛋白	皮下	临床前	临床I期		
韩美制药	默沙东	2020-08-04	Efinopegdutide	GLP1R/GCGR	多肽	皮下	临床II期	临床II期	10百万美元	870百万美元
组合疗法										
Zealand Pharma	罗氏制药	2025-03-12	Petrelintide	AMYR	多肽	皮下	临床II期	临床II期	1650百万美元	5250百万美元
Gubra	艾伯维	2025-03-03	GUB014295	AMYR	多肽	皮下	临床I期	临床I期	350百万美元	2225百万美元
先为达生物	Verdiva Bio	2025-01-10	VRB-102	AMYR	多肽	皮下	临床前	临床前	70百万美元	2470百万美元
			VRB-103	AMYR	多肽	口服	临床前	临床前		
			伊诺格鲁肽片	GLP1R	多肽	口服	临床I期	临床I期		
AstralBio	iBio Inc	2025-01-02	IBIO-600	GDF8	单抗	皮下	临床前	临床前	0.75百万美元	28.75百万美元
Keros Therapeutics	武田制药	2024-12-03	Elritercept	ACVR2A	抗体类融合蛋白	皮下	临床III期	临床III期	200百万美元	1300百万美元
KeyBioscience	礼来制药	2024-10-10	KBP-336	AMYR/CTR	多肽	皮下	IND	临床II期	-	1400百万美元
Omega Therapeutics	诺和诺德	2024-01-04	Obesity(Omega)	FGF21	mRNA	-	临床前	临床前	-	532百万美元
Versanis Bio	礼来制药	2023-07-14	Bimagrumab	ACVR2	单抗	皮下	临床II期	临床III期	-	1925百万美元
Keros Therapeutics	翰森制药	2021-12-13	Elritercept	ACVR2A	抗体类融合蛋白	皮下	临床II期	临床III期	20百万美元	190.5百万美元
			Sotatercept	ACVR2A	抗体类融合蛋白	皮下	临床III期	批准上市	-	11500百万美元
			罗特西普	ACVR2B	抗体类融合蛋白	皮下	批准上市	批准上市		
诺华制药	Versanis Bio	2021-08-31	Bimagrumab	ACVR2	单抗	皮下	临床II/III期	临床III期	-	70百万美元
AliveGen	渤健制药	2018-07-24	BIIB110	ACVR2A/ACVR2B	其它蛋白	-	临床前	临床I期	27.5百万美元	562.5百万美元
			ALG-802	ACVR2B	多肽	-	临床前	不活跃		
BMS	罗氏制药	2017-04-13	Taldefgrobep alfa	GDF8	抗体类融合蛋白	皮下	-	临床III期	170百万美元	375百万美元

资料来源：Insight、开源证券研究所 注：标灰部分为近年来 MNC 在减重降糖领域的 BD 交易

从 MNC 在减重降糖领域现有管线布局看，诺和诺德与礼来已有相关产品获批上市，并在多靶点、口服、组合疗法等细分方向上拥有多款潜力管线，已形成系统化完善布局；默沙东、罗氏、安进、阿斯利康与再生元等正快速进入该赛道中，在一个或多个细分方向上布局潜力品种，有望挑战诺和诺德与礼来双巨头并角逐未来减重降糖市场；其余 MNC 目前尚未完整布局该领域，未来有较大 License-in 的可能性。

图7：多个MNC正在布局减重降糖赛道，未来有较大License-in的可能性

类型	靶点	诺和诺德	礼来	默沙东	罗氏	安进	阿斯利康	再生元	辉瑞	吉利德	艾伯维	BI	赛诺菲	
口服	GLP1R	口服司美格鲁肽 (降糖获批, 肥胖NDA)	Orforglipron (降糖III期, 肥胖III期) 中外制药株式会社引入	HS-10535 (降糖临床前, 肥胖临床前) 翰森制药引入	CT-996 (降糖II期, 肥胖I期) Carmot引入		AZD5004 (降糖I期, 肥胖II期) 诚益生物引入		PF-06954522 (降糖II期, 肥胖I期) -	GS-4571 (降糖II期, 肥胖I期) 自研				
	GLP1R/AMYR	Amycretin-NN9487 (降糖II期, 肥胖I期)												
	GIPR								PF-07976016 (肥胖II期) 自研					
	GLP1R/GIPR/GCGR	Metabolic disorders(Septerna) (降糖临床前, 肥胖临床前)												
单靶点	GLP1R	司美格鲁肽 (降糖获批, 肥胖获批) 自研	度拉糖肽 (降糖获批, 肥胖II期) 自研											
	FGF21	Obesity(Omega) (肥胖临床前) Omega合作, mRNA				依鲁西夫明 (MASH III期) 自研		HS-20094 (降糖II期, 肥胖III期) 翰森制药引入						
多靶点	GLP1R/GIPR	NN9542 (肥胖II期) 自研	替尔泊肽 (降糖获批, 肥胖获批) 田边三菱制药引入		CT-388 (降糖II期, 肥胖II期) Carmot引入									
		NN9541 (降糖II期, 肥胖II期) 自研			CT868 (降糖I期, 肥胖I期) Carmot引入									
	GLP1R/GCGR		玛仕度肽 (降糖NDA, 肥胖NDA) 自研, 授权信达生物	Efinopegdutide (MASH II期) 韩美制药引入				AZD9550 (降糖I期, 肥胖II期) 自研					Survodutide (降糖II期, 肥胖II期) Zealand Pharma引入	
				MK-1462 (降糖临床前, 肥胖临床前) 自研										
	GLP-1R/AMYR	CagriSema (降糖III期, 肥胖III期) 自研												
		Amycretin-NN9490 (降糖II期, 肥胖I期) 自研												
		Amycretin-NN9487 (降糖II期, 肥胖I期) 自研												
	GLP1R/GIPR/GCGR	UBT251 (降糖II期, 肥胖II期) 联邦制药引入	Retatrutide (降糖III期, 肥胖III期) 自研											
		NN9662 (肥胖I期) 自研												
	GLP1R/FGF21											YH 25724 (肥胖II期) 自研		
超长效	GLP1R/GIPR					Maridebart cafraglutide (肥胖III期, 降糖I期) 自研								
组合疗法	ACVR2		Bimagrumab (降糖II期, 肥胖II期) 诺华/MorphoSys引入											
	AMYR/CTR		KBP-336 (肥胖II期) KeyBioscience引入											
	AMYR		eloralintide (肥胖II期) 自研		Petrelintide (降糖II期, 肥胖II期) Zealand Pharma引入		AZD6234 (肥胖II期) 自研				GUB014295 (肥胖II期) Gubra引入			
	GDF8				Taldefgrobepep alfa (肥胖II期) BMS引入				Trevogrumab (肥胖临床II期) 赛诺菲合作研发				Trevogrumab (肥胖临床II期) 再生元合作研发	
					RG-70240 (肥胖II期) 自研									
	Activin A							Garetosmab (肥胖II期) 自研						
GPR75							GPR75 siRNA(再生元) 临床前 Alnylam合作, siRNA							

- 获批上市
- NDA/III期临床
- II期临床
- I期临床/临床前

资料来源: Insight、开源证券研究所

2、口服与超长效产品布局为提升患者依从性提供新的方案

2.1、口服药物：小分子与多肽双技术路径探索，有望打开市场增量空间

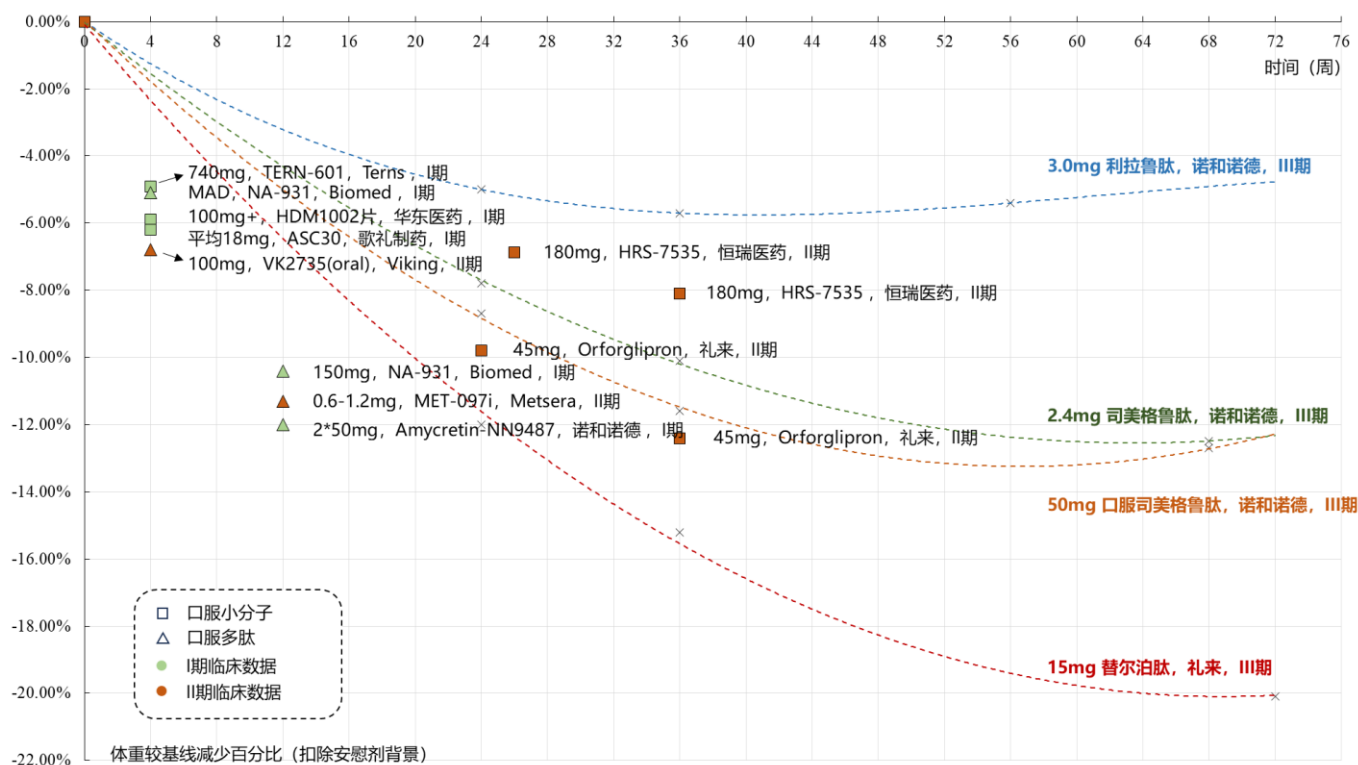
口服 GLP-1RA 类药物的开发为提升患者依从性提供了新的思路，有望打开新的增量市场。目前在研阶段的口服管线主要包括小分子类与多肽类，其中小分子类进度较快的有礼来的 Orforglipron，多家其他 MNC 也均有在研管线；多肽类口服药主要由诺和诺德布局。国内企业中，恒瑞医药、华东医药、歌礼制药、翰森制药、信立泰、石药集团等企业在该领域均有产品，全球进度领先，未来有较强出海潜力。

图8：口服 GLP-1RA 类药物的开发为提升患者依从性提供了新的思路，有望打开新的增量市场

地区	靶点	管线	公司	合作模式	剂型	海外		中国	
						降糖	肥胖	降糖	肥胖
化药									
国外	GLP1R	Orforglipron	礼来制药	中外制药株式会社引入	片剂/胶囊	III期	III期	III期	III期
		LY3549492	礼来制药	自研	片剂	IND获批	IND获批	I期	II期
		TERN-601	Terns	自研	-	-	II期	-	-
		AZD5004	阿斯利康	诚益生物引入	片剂	II期	II期	I期	I期
		TTP273	大元制药株式会社	vTv Therapeutics引入	片剂	II期	-	II期	-
		GS-4571	吉利德制药	自研	-	-	I期	I期	-
		ID110521156	Ildong	自研	-	-	I期	I期	-
	PF-06954522	辉瑞制药	-	悬液；缓控释	I期	I期	-	-	
	CT-996	罗氏制药	Carmot引入	胶囊	I期	I期	-	-	
	GLP1R/GCGR/GIPR	Metabolic disorders(Septerna)	诺和诺德	Septerna引入	-	临床前	临床前	-	-
国内	GLP1R	HRS-7535	恒瑞医药	成立newco公司Kailera	片剂	-	-	III期	III期
		HDM1002片	华东医药	自研	片剂	IND获批	-	II期	III期
		VCT220	箕星药业	苏州闻泰引入	片剂	-	II期	I期	III期
		ASC30	歌礼制药	自研	片剂	-	II期	-	-
		HS-10501-2	翰森制药	自研	缓控释片	-	-	IND获批	II期
		HS-10501	翰森制药	自研	片剂	-	-	I期	II期
		HS-10535	翰森制药	自研	-	临床前	临床前	-	-
		DA-302168S	地奥制药	自研	片剂	-	-	I期	II期
		Aleniglipton	硕迪生物	自研	片剂/胶囊	I期	II期	-	-
		MDR-001	德睿智药	自研	片剂	IND获批	IND获批	IND获批	II期
		SAL0112	信立泰	自研	片剂	-	-	I期	II期
		RGT-075	锐格医药	自研	-	-	II期	-	-
		RGT 274	锐格医药	自研	胶囊	-	-	-	IND获批
		SYH2067	石药集团	自研	胶囊剂	-	-	-	I期
		APH01727	一品红	自研	片剂	IND获批	IND获批	-	I期
		THDBH110	通化东宝	药明康德引入	胶囊剂	-	-	I期	-
		BPYT-01	百极优棠	自研	胶囊剂	-	-	I期	I期
		HSK34890	海思科	自研	片剂	-	-	I期	-
	XW014	杭州先为达	自研	片剂；胶囊	I期	I期	临床前	临床前	
IBI3032	信达生物	自研	-	-	临床前	-	-		
GLP1R SGLT2	HDM1010	华东医药	自研	片剂	IND获批	-	-	-	
多肽									
国外	GLP1R	口服司美格鲁肽	诺和诺德	自研	片剂	获批上市	NDA	获批上市	III期
		MET-097i	Amneal	Metsera引入	-	II期	II期	-	-
		伊诺格鲁肽片	Verdiva Bio	先为达生物引入	片剂	I期	I期	临床前	临床前
	GLP1R/AMYP	Amlycretin-NN9487	诺和诺德	自研	片剂	II期	I期	-	I期
	GLP1R/GIPR	VK2735(oral)	Viking	自研	片剂	-	II期	-	-
	GLP1R/GIPR /IGF1/GCGR	NA-931	Biomed Industries	自研	胶囊剂	III期	III期	-	-
国内	GLP1R	ZT006	质肽生物	自研	片剂	-	-	I期	I期
		博凡格鲁肽片	甘李药业	自研	片剂	-	-	I期	-
		GLP-1口服制剂(联邦制药)	联邦制药	自研	-	-	-	临床前	-
	GLP1R/GIPR	HRS9531片	恒瑞医药	成立newco公司Kailera	片剂	-	-	I期	II期
	GLP1R/GIPR/GCGR	口服BGM0504	博瑞医药	自研	片剂	-	-	临床前	临床前
	MWN109	民为生物	自研	片剂	-	I期	I期	I期	
抗体类融合蛋白									
国外	GLP1R/GLP2R	RT-114	Progen	自研	肠溶胶囊	-	I期	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

图9：在研阶段的多款口服 GLP-1RA 类药物疗效优异，拥有较大发展潜力



数据来源：Insight、各公司官网、开源证券研究所 注：所有减重疗效数据均扣除安慰剂背景

2.2、超长效药物：大幅延长给药间隔，提升患者依从性

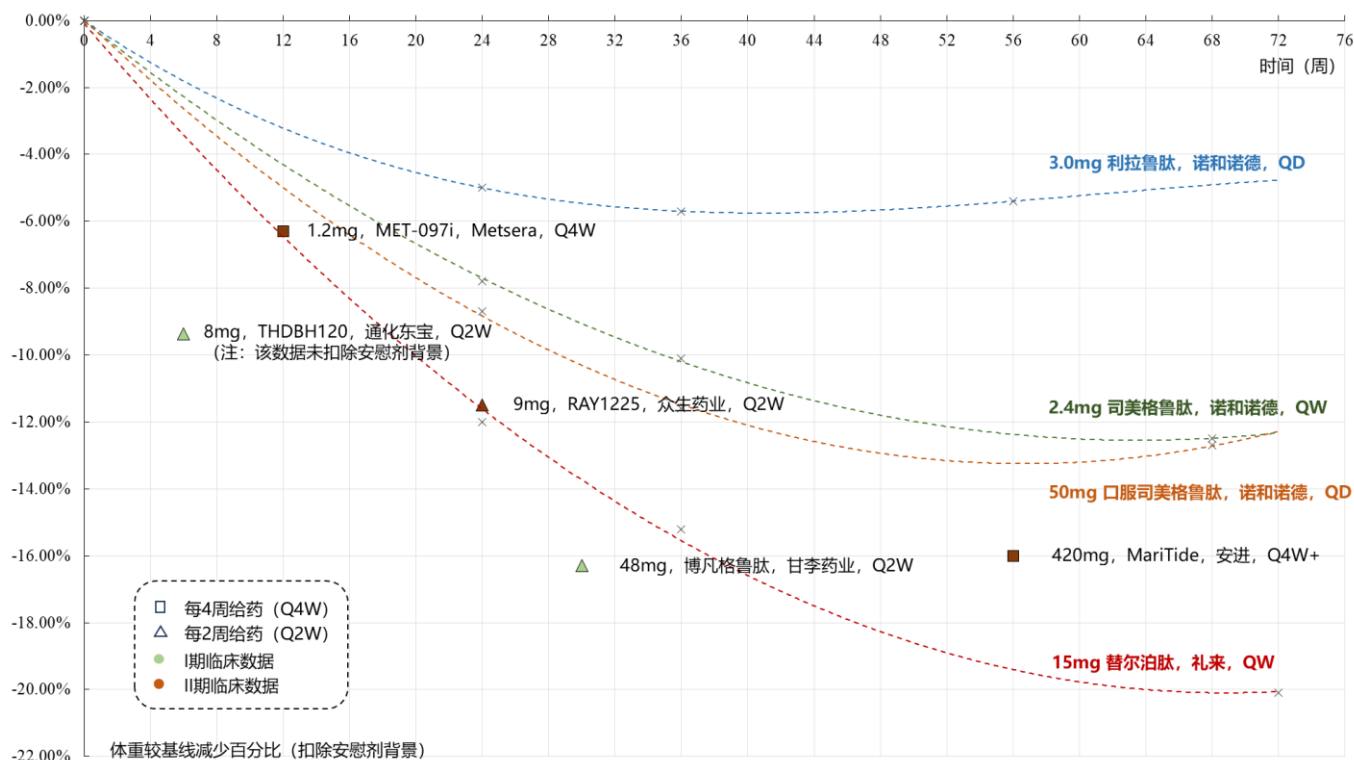
作为长效制剂，司美格鲁肽与替尔泊肽已实现每周给药，相较于每日给药的利拉鲁肽，给药间隔已大幅延长。超长效制剂的体内半衰期相对更长，能够实现每 2 周给药甚至每 4 周给药，减少患者的用药频率，简化治疗流程的同时提升患者依从性。目前在研阶段进度较快的超长效减肥药有安进的 MariTide (Q4W)，Metsera 的 MET-097i (Q4W) 与 MET-233i (Q4W)。国内企业中，众生药业、中国生物制药、通化东宝、甘李药业与歌礼制药在超长效减肥药领域也均有管线布局。

图10：超长效 GLP-1RA 类药物能够减少用药频率，简化治疗流程的同时提升患者依从性

地区	靶点	管线	公司	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
							降糖	肥胖	降糖	肥胖
国外	GLP1R/GIPR	Maridebart cafraglutide	安进制药	自研	多肽抗体偶联物	皮下Q4W	II期	III期	-	IND获批
	GLP1R	MET-097i	Amneal Pharmaceuticals	Metsera引入	多肽	皮下Q4W	II期	II期	-	-
	AMYP	MET-233i	Metsera	D&D Pharmatech引入	多肽	皮下Q4W	临床前	I期	-	-
国内	GLP1R/GIPR	RAY1225	众生药业	自研	多肽	皮下Q2W	-	IND获批	II期	III期
		GMA106	中国生物制药	华宁生物引进	抗体类融合蛋白	皮下Q2W	-	II期	-	I期
	THDBH120	通化东宝	药明康德引入	多肽	皮下Q2W/Q4W	-	-	I期	II期	
	GLP1R	博凡格鲁肽	甘李药业	自研	多肽	皮下Q2W	I期	II期	III期	III期
		ASC30	歌礼制药	自研	小分子	皮下Q4W	-	II期	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

图11: 多款超长效减肥药产品在实现延长给药间隔的同时也拥有优异的减重疗效



数据来源: Insight、各公司官网、开源证券研究所 注: 所有减重疗效数据除特殊备注外均扣除安慰剂背景

3、多靶药物开发与特殊靶点组合疗法有望实现高质量减重

3.1、多靶点药物: 协同机制显著提升疗效, 多个热门靶点有望诞生爆品

多靶点减肥药物的开发是 GLP-1RA 类药物下一阶段的研究热点。相较于单一 GLP-1R 靶点, 多靶点减肥药物通过协同激活或抑制多个代谢相关受体, 能够突破单一靶点的疗效瓶颈, 实现“抑制食欲+加速代谢+器官保护”的协同机制, 在减重效果、代谢综合改善和用药依从性上实现显著提升。热门布局靶点包括 GIPR (葡萄糖依赖性促胰岛素多肽受体)、GCGR (胰高血糖素受体) 与 AMYR (胰淀素受体) 等。

(1) GLP1R/GIPR: 礼来的替尔泊肽已获批上市, 安进的 MariTide 与再生元(翰森制药引进)的 HS-20094 已进入 III 期临床; 国内企业中, 众生药业、博瑞医药、恒瑞医药的产品均进入 III 期临床, 华东医药、东化通宝、中国生物制药、特宝生物等企业也均有布局。

(2) GLP1R/GCGR: 全球进度最快的为信达的玛仕度肽, 降糖/减重适应症均已申报 NDA; BI 的 Survodutide 已进入 III 期临床, 信立泰、康哲药业等企业有布局。

(3) GLP1R/GIPR/GCGR: 礼来的 Retatrutide 全球进度领先, 诺和诺德也加速布局该靶点; 国内企业中, 华东医药、东阳光、信达生物、翰宇药业等企业有布局。

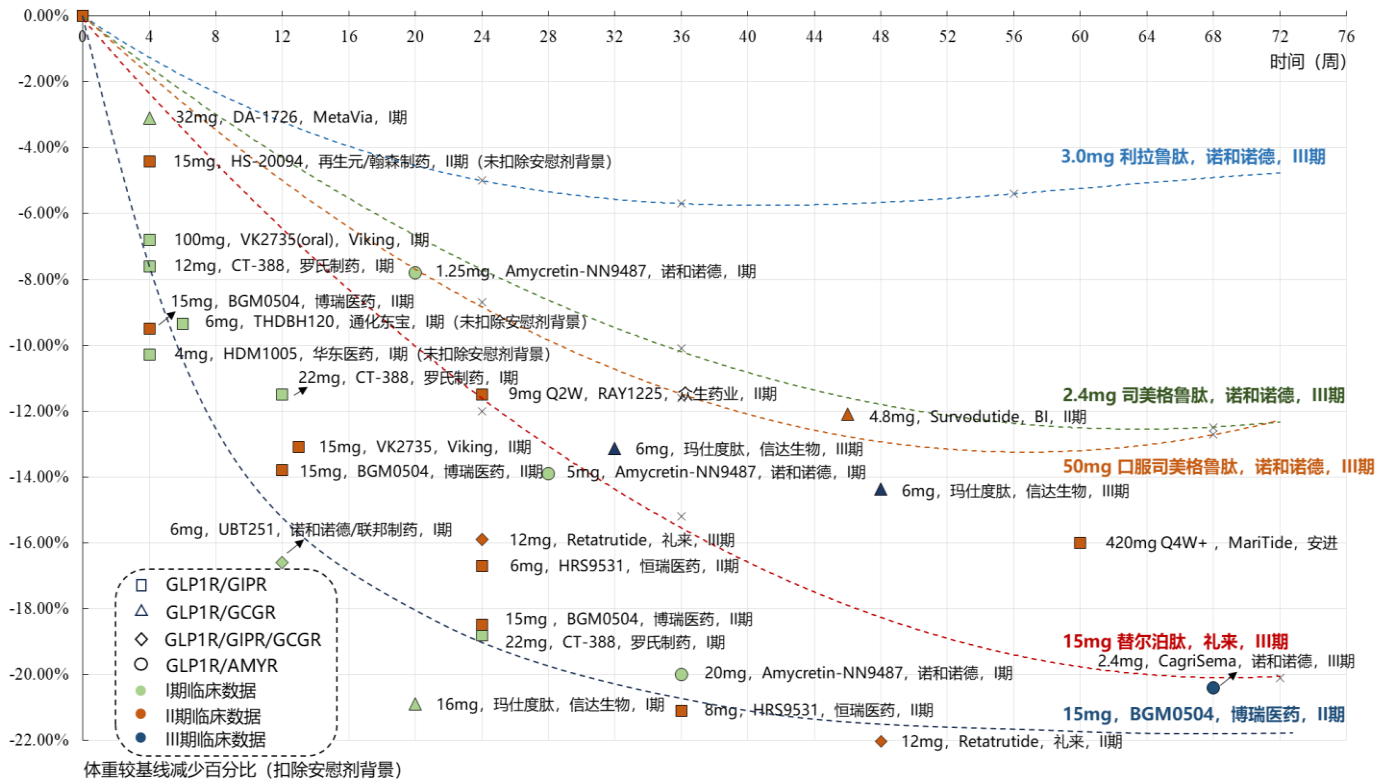
(4) GLP1R/AMYR: 诺和诺德的 CagriSema (Cagrilintide+司美格鲁肽) III 期数据已读出, 早研 Amycretin-NN9490 双靶多肽疗效优异。

图12: 多靶点减肥药物协同激活或抑制多个代谢相关受体, 热门布局靶点包括 GIPR、GCGR、AMyr 等

地区	管线	公司	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
						降糖	肥胖	降糖	肥胖
GLP1R/GIPR									
国外	替尔泊肽	礼来	田边三菱引进	多肽	皮下	获批上市	获批上市	获批上市	获批上市
	LY3537031	礼来	自研	多肽	皮下	-	I期	-	-
	Maridebart cafraglutide	安进	自研	多肽抗体偶联物	皮下	II期	III期	-	IND获批
	HS-20094	再生元	翰森制药引进	多肽	皮下	-	-	II期	III期
	VK2735	Viking	自研	多肽	皮下	-	II期	-	-
	VK2735 (oral)	Viking	自研	多肽	口服	-	II期	-	-
	NN9542	诺和诺德	自研	-	皮下	-	II期	-	-
	NN9541	诺和诺德	自研	多肽	皮下	II期	II期	I期	I期
	CT-388	罗氏制药	Carmot引进	多肽	皮下	II期	II期	-	-
CT-868	罗氏制药	Carmot引进	多肽	皮下	II期	II期	-	-	
国内	RAY1225	众生药业	自研	多肽	皮下	-	IND获批	II期	III期
	BGM0504	博瑞医药	自研	多肽	皮下	临床前	I期	III期	III期
	HRS9531	恒瑞医药	成立newco公司 Kailera	多肽	皮下	-	-	III期	III期
	HRS9531片	恒瑞医药	成立newco公司 Kailera	多肽	口服	-	-	I期	II期
	Poterepatide(HDM1005)	华东医药	自研	多肽	皮下	-	IND获批	II期	II期
	THDBH120	通化东宝	药明康德引进	多肽	皮下	-	-	I期	II期
	GMA106	中国生物制药	华宁生物引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	II期	-	I期
	KN069	特宝生物	康宁杰瑞引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	-	I期
	ZX2010	中新医药	自研	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	I期
HZ012	华东医药	自研	多肽	皮下	-	-	I期	I期	
GLP1R/GCGR									
国外	Survodutide	BI	Zealand引进	多肽	皮下	II期	III期	-	III期
	AZD9550	阿斯利康	自研	多肽	皮下	II期	II期	-	-
	Pemvidutide	Altimune	自研	多肽	皮下	I期	II期	-	-
	DA-1726	MetaVia	东亚株式会社引入	多肽	皮下	-	I期	-	-
国内	玛仕度肽	信达生物	礼来引进	多肽	皮下	I期	II期	NDA	NDA
	DD01	信立泰	D&D Pharmatech 引入	多肽	皮下	I期	-	-	IND获批
	PB-718	派格生物	自研	多肽	皮下	-	-	临床前	II期
	XTL6001	陕西麦科奥特	自研	多肽	皮下	-	IND获批	-	I期
	CMS-D005	康哲药业	自研	小分子	皮下	-	-	-	I期
	TY751	天津药物研究院	自研	多肽	皮下	-	-	IND获批	IND获批
GLP1R/GIPR/GCGR									
国外	Retatrutide	礼来制药	自研	多肽	皮下	III期	III期	IND获批	I期
	UBT251	诺和诺德	联邦制药引入	多肽	皮下	IND获批	IND获批	II期	II期
	NN9662	诺和诺德	自研	-	皮下	-	I期	-	-
	Metabolic disorders(Septerna)	诺和诺德	Septerna引入	小分子	口服	临床前	临床前	-	-
	efocipegtrutide	韩美制药	自研	多肽	皮下	-	I期	-	-
	HM15275	韩美制药	自研	多肽	皮下	-	I期	-	-
国内	ZX2021	中新医药	自研	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	II期
	MWN101	民为生物	自研	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	II期	II期
	MWN109	民为生物	自研	多肽	皮下	-	I期	I期	I期
	DYX116	德源药业	自研	化药	皮下	-	-	I期	-
	HRS-4729	恒瑞医药	成立newco公司 Kailera	多肽	皮下	-	-	临床前	I期
	DR10627	华东医药	自研	多肽	皮下	-	-	I期	临床前
	HEC-007	东阳光	自研	多肽	-	-	-	IND获批	IND获批
	GLP-1R/GIPR/GCGR三重激动剂多肽(翰宇)	翰宇药业	自研	多肽(AI)	-	-	-	临床前	临床前
	IBI3012	信达生物	自研	其他偶联药物	-	-	-	临床前	临床前
GLP1R/AMyr									
国外	CagriSema (Cagrilintide+司美格鲁肽)	诺和诺德	自研	多肽	皮下	II期	III期	II期	III期
	Amycretin-NN9490	诺和诺德	自研	多肽	皮下	II期	I期	-	-
	Amycretin-NN9487	诺和诺德	自研	多肽	口服	II期	I期	-	I期

资料来源: Insight、开源证券研究所

图13: 多靶点减肥药物减重疗效整体优于单靶点药物, 拥有较强临床开发与未来商业化潜力



数据来源: Insight、各公司官网、开源证券研究所 注: 所有减重疗效数据除特殊备注外均扣除安慰剂背景

3.2、特殊靶点的组合疗法有望实现“减脂增肌+代谢修复”

除了多靶点药物开发外, 与一些特殊靶点的协同联用也有望成为高质量减重下一阶段的发展方向。热门布局靶点主要包括 ActRII(激活素 2 型受体)、MSTN/GDF-8(肌肉生长抑制素)、AMYR(胰淀素受体)、FGF21(成纤维细胞生长因子 21)等。通过与其协同联用, 在增强减重效果的同时也有望改善代谢、保留瘦体重; “减脂增肌+代谢修复”有望成为未来减重领域的新标准。

图14: ActRII 与 MSTN/GDF-8 等靶点药物有望在减重的同时减少肌肉流失, 保留更多瘦体重

地区	靶点	管线	公司	合作模式	技术形式	给药方案	肌肉减少	海外肥胖	中国肥胖
ActRII靶点类									
国外	ACVR2	Bimagrumab	礼来制药	MorphoSys引入	单抗	皮下	-	II期	-
		STX-001(Supercede)	Supercede	自研	化药	-	-	临床前	-
	ACVR2A/ACVR2B	BIIB110	渤健制药	AliveGen引入	其它蛋白	-	I期	-	-
		Obesity(SixPeaks Bio)	SixPeaks Bio	自研	双抗	-	-	临床前	-
国内	ACVR2A	Elritercept	武田/翰森制药	Keros引入	抗体类融合蛋白	皮下	I期	-	
国内	ACVR2A	LAE102	来凯医药	自研	单抗	皮下	-	I期	-
		IMM7211	宣明昂科	自研	双抗	-	-	临床前	-
		IMM72	宣明昂科	自研	抗体类融合蛋白	-	-	-	临床前
	GLP1R/ACVR2A	IMC-010	宣明昂科	自研	抗体类融合蛋白	-	-	-	临床前
	ACVR2A/ACVR2B	LAE123	来凯医药	自研	双抗	-	-	-	临床前
	ACVR2B	LAE103	来凯医药	自研	单抗	-	-	-	临床前
肌生长抑制素靶点类 (MSTN/GDF-8)									
国外	GDF8	Apitegromab	Scholar Rock	自研	单抗	静脉	-	临床II期	-
		Taldefgrobep alfa	Biohaven	BMS引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	临床I期	-
		RG-70240	罗氏制药/中外制药株式会社	自研	单抗	皮下	-	临床II期	-
		Trevogrumab	赛诺菲/再生元	自研	单抗	皮下	-	临床II期	-
	GDF8/GDF11/Activin A/Activin B	KER-065	Keros Therapeutics	-	抗体类融合蛋白	皮下	-	临床前	-

资料来源: Insight、开源证券研究所

图15: AMYR 与 FGF21 等靶点药物有望增强减重效果、改善代谢

地区	靶点	管线	公司	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
							降糖	肥胖	降糖	肥胖
胰淀素类										
国外	GLP1R+AMYR	CagriSema (Cagrilintide+司美格鲁肽)	诺和诺德	自研	多肽联用	皮下	III期	III期	III期	III期
		普兰林肽	阿斯利康/BMS	Amylin 引入	环状多肽	皮下	获批上市	-	-	-
	AMYR	PetreIntide	罗氏制药	Zealand Pharma引入	多肽	皮下	II期	II期	-	-
		AZD6234	阿斯利康	自研	多肽	皮下	-	II期	-	II期
		eloralintide	礼来制药	自研	多肽	皮下	-	II期	-	-
		MET-233i	Metsera	D&D Pharmatech引入	多肽	皮下	临床前	I期	-	-
		NN1213	诺和诺德	自研	多肽	皮下	-	I期	-	-
		GUB014295	艾伯维	Gubra引入	多肽	皮下	-	I期	-	-
	GLP1R/AMYR	Amycretin-NN9490	诺和诺德	自研	多肽	皮下	II期	I期	-	-
		Amycretin-NN9487	诺和诺德	自研	多肽	口服	II期	I期	-	I期
	AMYR/CTR	KBP-336	礼来制药	KeyBioscience引入	多肽	皮下	-	II期	-	-
		Cagrilintide	诺和诺德	自研	多肽	皮下	II期	II期	-	I期
FGF21靶点类										
国外	GLP1R/FGF21	HEC88473	Apollo	东阳光引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	II期	I期
		YH 25724	柳韩洋行	自研	抗体类融合蛋白	皮下	-	I期	-	-
国内	GLP1R/FGF21	AP026	正大天晴	安源生物引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	IND获批
		人GLP-1和FGF21双因子高表达脂肪干细胞	吉源生物	自研	间充质干细胞MSC	-	-	-	IND获批	-
	GLP1R/GCGR/FGF21	DR10624	华东医药	自研	抗体类融合蛋白	皮下	IND获批	II期	IND获批	I期
	GLP1R/GIPR/FGF21	MWN105	上海民为生物	自研	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	I期
	GLP1R/FGF21/GIPR/GCGR	MWN103	上海民为生物	自研	抗体类融合蛋白	-	-	-	临床前	-

资料来源: Insight、开源证券研究所

4、投资建议

以华东医药、恒瑞医药、翰森制药、信达生物、中国生物制药为代表的国内 pharma 企业持续布局减重降糖赛道，多款产品已进入临床研发阶段。除此之外，众生药业、博瑞医药、歌礼制药、来凯医药、乐普医疗、甘李药业、一品红等企业均有布局潜力在研管线，部分产品早期临床数据优异。

图16: 以华东医药、恒瑞医药、翰森制药、信达生物为代表的国内 pharma 企业持续布局减重降糖赛道

公司	管线	靶点	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
						降糖	肥胖	降糖	肥胖
华东医药	Conveglipton (HDM1002)	GLP1R	自研	小分子	口服	IND获批	-	II期	III期
	Poterepatide (HDM1005)	GLP1R/GIPR	自研	多肽	皮下	-	IND获批	II期	II期
	HZ012	GLP1R/GIPR	自研	多肽	皮下	-	-	I期	I期
	DR10624	GLP1R/GCGR/FGF21	自研	抗体类融合蛋白	皮下	IND获批	II期	IND获批	I期
	HDM1010	GLP1R SGLT2	自研	小分子	口服	IND获批	-	-	-
	DR10627	GLP1R/GIPR/GCGR	自研	多肽	皮下	-	-	I期	临床前
恒瑞医药	HRS-7535	GLP1R	成立newco公司Kailera	小分子	口服	-	-	III期	III期
	HRS9531	GLP1R/GIPR	成立newco公司Kailera	多肽	皮下	-	-	III期	III期
	HRS9531片	GLP1R/GIPR	成立newco公司Kailera	多肽	口服	-	-	I期	II期
	HRS-4729	GLP1R/GIPR/GCGR	成立newco公司Kailera	多肽	皮下	-	-	临床前	I期

公司	管线	靶点	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
						降糖	肥胖	降糖	肥胖
翰森制药	HS-20094	GLP1R/GIPR	授权再生元	多肽	皮下	-	-	II期	III期
	HS-10501-2	GLP1R	自研	小分子	口服	-	-	IND获批	II期
	HS-10501	GLP1R	自研	小分子	口服	-	-	I期	II期
	HS-10535	GLP1R	自研	小分子	口服	临床前	临床前	-	-
	Elritercept	ACVR2A	Keros引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	-	-
乐普医疗	MWN101	GLP1R/GIPR/GCGR	子公司民为生物研发	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	II期	II期
	MWN109	GLP1R/GIPR/GCGR	子公司民为生物研发	多肽	皮下	-	I期	I期	I期
	MWN105	GLP1R/GIPR/FGF21	子公司民为生物研发	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	I期
信达生物	玛仕度肽	GLP1R/GCGR	礼来引进	多肽	皮下	I期	II期	NDA	NDA
	IBI3032	GLP1R	自研	小分子	口服	-	临床前	-	-
	IBI3012	GLP1R/GIPR/GCGR	自研	其他偶联药	-	-	-	临床前	临床前
	IBI3030	GLP1R/GIPR/GCGR/P CSK9	自研	其他偶联药物	-	-	-	临床前	临床前
博瑞医药	BGM0504	GLP1R/GIPR	自研	多肽	皮下	临床前	I期	III期	III期
	口服BGM0504	GLP1R/GIPR	自研	多肽	口服	-	-	临床前	临床前
	BGM1812	AMYR	自研	多肽	-	-	-	临床前	临床前
中国生物制药	GMA106	GLP1R/GIPR	华宁生物引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	II期	-	I期
	AP026	GLP1R/FGF21	安源生物引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	IND获批
	GLP-1R激动剂(正大天晴)	GLP1R	自研	小分子	-	-	-	-	临床前
康缘药业	ZX2021	GLP1R/GIPR/GCGR	中新医药引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	II期
	ZX2010	GLP1R/GIPR	中新医药引进	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	I期
东阳光	HEC88473	GLP1R/FGF21	授权Apollo	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	II期	I期
	HEC-007	GLP1R/GIPR/GCGR	自研	多肽	-	-	-	IND获批	IND获批
信立泰	SAL0112	GLP1R	自研	小分子	口服	-	-	I期	II期
	DD01	GLP1R/GCGR	D&D Pharmatech 引入	多肽	皮下	I期	-	-	IND获批
甘李药业	博凡格鲁肽	GLP1R	自研	多肽	口服	I期	II期	III期	III期
	博凡格鲁肽片	GLP1R	自研	多肽	口服	-	-	I期	-
	GZR102	GLP1R/INSR	自研	多肽	皮下	-	-	IND获批	I期
联邦制药	UBT251	GLP1R/GIPR/GCGR	授权诺和诺德	多肽	皮下	IND获批	IND获批	II期	II期
	GLP-1口服制剂(联邦制药)	GLP1R	自研	多肽	口服	-	-	临床前	-
石药集团	TG103	GLP1R	Genexine引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	III期	III期
	SYH2067	GLP1R	自研	小分子	口服	-	-	-	I期
	GLP1R激动剂(石药)	GLP1R	自研	小分子	-	-	-	临床前	临床前
通化东宝	THDBH120	GLP1R/GIPR	药明康德引入	多肽	皮下	-	-	I期	II期
	THDBH110	GLP1R	药明康德引入	小分子	口服	-	-	I期	-
海思科	HSK34890	GLP1R	自研	小分子	口服	-	-	I期	-
	LP1R激动剂(海思科)	GLP1R	自研	小分子	-	-	-	临床前	临床前
特宝生物	KN069	GLP1R/GIPR	康宁杰瑞引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	-	I期
	KN056	GLP1R	康宁杰瑞引入	抗体类融合蛋白	皮下	-	-	I期	-
翰宇药业	GLP-1R/GIPR/GCGR三重激动剂多肽	GLP1R/GIPR/GCGR	自研	多肽(AI)	-	-	-	临床前	临床前
歌礼制药	ASC30	GLP1R	自研	小分子	口服	-	II期	-	-
	ASC47	THRβ	自研	小分子	皮下	-	I期	-	-
众生药业	RAY1225	GLP1R/GIPR	自研	多肽	皮下	-	IND获批	II期	III期
一品红	APH01727	GLP1R	自研	小分子	口服	IND获批	IND获批	I期	I期
康哲药业	CMS-D005	GLP1R/GCGR	自研	小分子	皮下	-	-	-	I期

公司	管线	靶点	合作模式	技术形式	给药方案	海外		中国	
						肌肉减少	肥胖	肌肉减少	肥胖
来凯医药	LAE102	ACVR2A	自研	单抗	皮下	-	I期	-	I期
来凯医药	LAE123	ACVR2A/ACVR2B	自研	双抗	-	-	-	临床前	-
来凯医药	LAE103	ACVR2B	自研	单抗	-	-	-	临床前	-
宜明昂科	IMM7211	ACVR2A	自研	双抗	-	-	-	临床前	-
宜明昂科	IMM72	ACVR2A	自研	抗体类融合蛋白	-	-	-	-	临床前
宜明昂科	IMC-010	GLP1R/ACVR2A	自研	抗体类融合蛋白	-	-	-	-	临床前

资料来源：Insight、开源证券研究所

患者依从性的提升与高质量减重将成为下一代减重降糖药物开发新方向，中国企业口服、超长效、多靶、组合疗法等新一代热门靶点与技术领域均有管线布局，数量与质量均做到了全球领先。随着海外 MNC 加速布局该赛道，国内优质管线均有较强出海潜力，有望打开成长空间。

推荐标的：信达生物、华东医药、博瑞医药、一品红、康缘药业等；**受益标的：**恒瑞医药、石药集团、翰森制药、众生药业、歌礼制药-B、来凯医药-B 等。

表1：随着海外 MNC 加速布局该赛道，国内优质管线均有较强出海潜力，有望打开成长空间

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	营业收入 (亿元)				P/S				评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
1801.HK	信达生物	78.60	94.22	108.30	142.10	185.81	12.6	11.0	8.4	6.4	买入
000963.SZ	华东医药	41.24	419.06	446.83	479.48	518.28	1.7	1.6	1.5	1.4	买入
688166.SH	博瑞医药	57.25	12.83	14.27	16.31	18.87	18.9	17.0	14.8	12.8	买入
300723.SZ	一品红	51.18	14.50	16.54	19.45	25.13	15.9	14.0	11.9	9.2	买入
600557.SH	康缘药业	15.50	38.98	44.82	50.64	56.77	2.3	2.0	1.7	1.5	买入
600276.SH	恒瑞医药	51.81	279.85	131.18	356.25	408.80	12.2	26.1	9.6	8.4	未评级
1093.HK	石药集团	8.13	290.09	303.68	321.53	340.47	3.0	2.8	2.7	2.5	未评级
3692.HK	翰森制药	28.15	122.61	137.14	149.59	168.74	12.5	11.2	10.2	9.1	未评级
002317.SZ	众生药业	15.06	24.67	28.02	31.82	36.40	5.2	4.6	4.0	3.5	未评级
1672.HK	歌礼制药-B	9.69	0.01	0.00	1.33	0.47	6709.0	22598.7	64.5	183.1	未评级
2105.HK	来凯医药-B	20.35	-	0.15	0.17	0.96	-	518.5	450.7	79.1	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：博瑞医药、康缘药业、恒瑞医药、石药集团、翰森制药、众生药业、歌礼制药-B、来凯医药-B 盈利预测来自 Wind 一致性预期，信达生物、华东医药、一品红盈利预测来自开源证券研究所，PS 预测部分用 Wind 提取各公司的总市值/各年度营业收入计算得到，数据截至 2025 年 6 月 18 日收盘；信达生物、石药集团、翰森制药、歌礼制药-B、来凯医药-B 收盘价以港元计，汇率选择 1 元=1.0944 港元。

5、风险提示

创新药研发热度下滑：新靶点与技术形式针对减重降糖赛道整体还处于早研阶段，如果未来更多临床试验证据表明其疗效不显著，有研发热度下滑的风险；

药物临床研发失败：创新药研发具有较大不确定性，临床阶段以及 NDA 申报阶段都有失败的风险；

药物安全性风险：药物本身存在潜在不良反应，长期安全性还需要进一步观察。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn