

证券研究报告

创新驱动，价值重塑 ——医药行业2025年中期策略报告

医药行业 强于大市（维持）

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号:S1060514100001 邮箱: YEYIN757@PINGAN.COM.CN

倪亦道 投资咨询资格编号:S1060518070001 邮箱: NIYIDA0242@PINGAN.COM.CN

韩盟盟 投资咨询资格编号:S1060519060002 邮箱: HANMENGMEG005@PINGAN.COM.CN

裴晓鹏 投资咨询资格编号:S1060523090002 邮箱: PEIXIAOPENG719@PINGAN.COM.CN

何敏秀 投资咨询资格编号:S1060524030001 邮箱: HEMINXIU894@PINGAN.COM.CN

王钰畅 投资咨询资格编号:S1060524090001 邮箱: WANGYUCHANG804@PINGAN.COM.CN

曹艳凯 投资咨询资格编号:S1060524120001 邮箱: CAOYANKAI947@PINGAN.COM.CN

研究助理

张梦鸽 一般证券从业资格编号:S1060124120037 邮箱: ZHANGMENGGE752@PINGAN.COM.CN

2025年7月8日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心观点

- **中国创新药重塑全球产业格局。**中国创新药企正在用类似Deepseek的路径重塑全球医药创新格局，即用更低的成本、更高的效率创造相同甚至更好的创新成果，这主要体现在海外MNC争相抢购中国创新资产。同时部分创新药已在全球市场取得商业化突破，国产创新药已有超10亿美元收入的产品。国内药企的竞争以及政策的利好也加速了创新药行业量变到质变的积累。我们认为在1) **创新药BD热潮持续**；2) **商业化迎来突破**；3) **支持政策持续加码**，以上三点驱动因素下，创新药行业长期向好。
 - **创新药BD热潮持续：**2024年中国生物医药企业发生超100项对外授权交易，经披露的交易总金额约523亿美元（+25%），创历史新高。截至2025年6月12日，累计BD交易总金额达到501亿美元（+135%），其中三生制药以总金额60.5亿美元将旗下PD-1/VEGF双抗SSGJ-707授权给辉瑞。
 - **商业化迎来突破。**我们以A股科创板和港股18A创新药公司为例，筛选后分别为56家和53家，2024年“盈利上升”、“扭亏为盈”和“持平或减亏”的比例均呈上升趋势，其中A股科创板和港股18A创新药公司上述口径占比分别为58.9%、73.6%，而2023年分别为44.6%、69.8%。代表性企业如复宏汉霖、和誉-B、百利天恒、艾力斯等2024年盈利均有显著改善。
 - **支持政策持续加码。**2024年创新药首次写入政府工作报告。2024年7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。2024年7月30日，上海市人民政府办公厅发布《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》。
- **CXO及上游：**行业环境方面，（1）创新投入资金稳健，MNC研发投入稳中有升，医药投融资保持平稳，BD交易帮助国内药企实现资金周转；（2）多肽、ADC等成为研发热点，CXO纷纷布局增量业务方向。投资思路上，（1）外向型CXO依靠新兴业务实现高于行业的增长，配置建议重点关注在新兴领域积淀深厚的公司；（2）内向型CXO环境触底趋于稳定，国内医药创新有望改善，建议关注能力强、市占率持续上升的龙头企业；（3）生命科学上游部分企业已在出海方面取得阶段性成功，顺利消化此前投入并转化为产出，在行业进化中占得先机，建议关注培养基&蛋白、模式动物、化学特种试剂等方向。
- **器械：**2025年以来大量设备更新项目进入招投标环节，带动整体设备行业恢复性增长，同时第二轮设备更新已箭在弦上，有望继续助力医疗设备发展。2025年设备招投标预计全年持续高景气，随着招采持续推进、设备公司渠道库存逐步消化，报表端有望迎来改善拐点。
- **投资建议。**从BD、商业化、政策三个角度看，创新药崛起具备持续性，建议关注：1) 管线布局丰富的创新药龙头，如恒瑞医药、百济神州、中国生物制药等；2) 创新药单品潜力大，价格有望重估的企业，如一品红、三生制药、凯因科技、千红制药等；3) 看好前沿技术平台布局领先的企业，如东诚药业、远大医药、科伦博泰等。CXO：医药研发投入稳中有升，创新环境有望转暖，新兴领域带来额外增量，建议关注凯莱英、药明康德、药明生物、博腾股份等；上游：优质企业海外布局进入收获期，国内外共促业绩增长，建议关注奥浦迈、药康生物、百普赛斯、百奥赛图等；器械：招采持续推进，设备公司渠道库存逐步消化，有望迎来改善拐点。建议关注迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗等。
- **风险提示：**政策风险；研发风险；市场风险；竞争格局加剧风险；医疗事故风险；国际政策风险。



目录CONTENTS

● Part1. 行情回顾

● Part2. 创新药:BD热潮，商业化突破，支持政策推动行业发展

● Part3. CXO及上游：新赛道引领海外复苏，国内触底有望改善

● Part4.器械：综述 + 以旧换新政策落地，需求释放

● Part5.重点公司盈利预测及风险提示



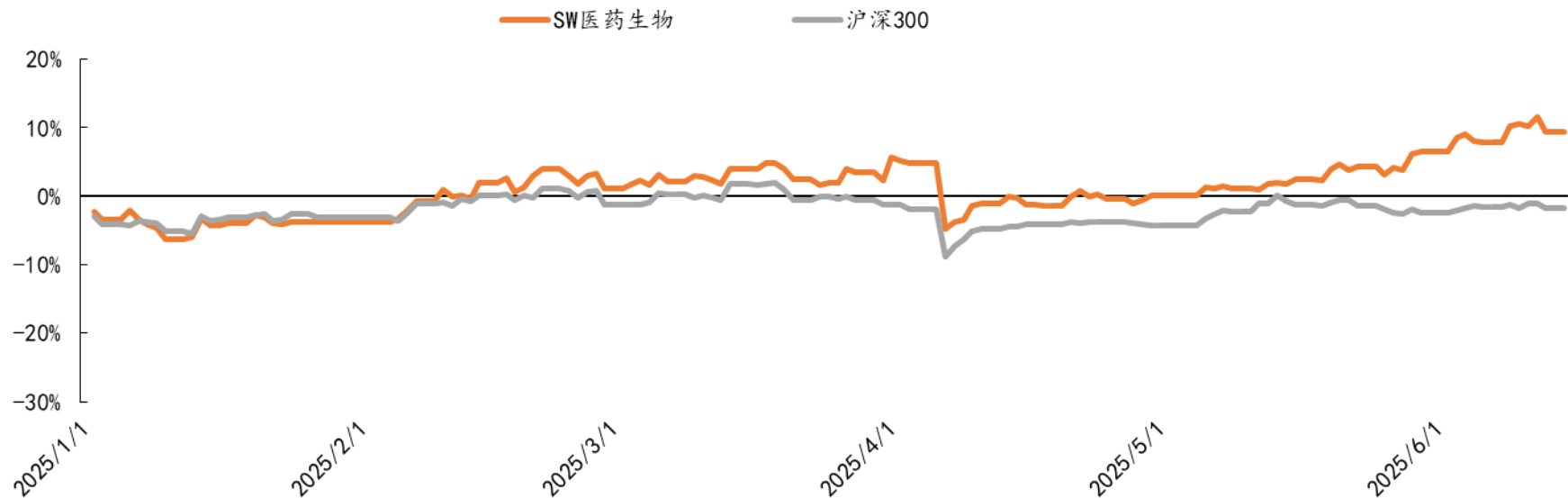


1.1 2025年上半年行情回顾：医药指数跑赢大盘

截止2025/6/15，医药板块上涨9.32%，同期沪深300指数下跌1.80%，医药指数跑赢11.12个百分点。

- 2025Q1：2025年1月，受大盘下跌影响，医药生物行业有所回调。2月-3月，受医保政策对于创新药高质量发展扶持以及商保目录预期落地等因素催化，创新药子板块持续走强带动医药生物行情上涨。
- 2025年4月-5月，医药企业陆续发布2024年年报及2025年一季报，各子板块业绩有所分化，医疗服务等子板块业绩有所承压，导致医药生物板块有所回调。随着创新药企业盈利能力持续增强，相关BD事件等因素催化，创新药板块行情进一步扩散到相关化学制剂板块，医药生物板块涨幅显著，持续跑赢大盘指数。
- 2025年6月，医药生物行业呈现波段上行。

图表1 2025年医药板块与沪深300指数走势对比（截至2025年6月15日）





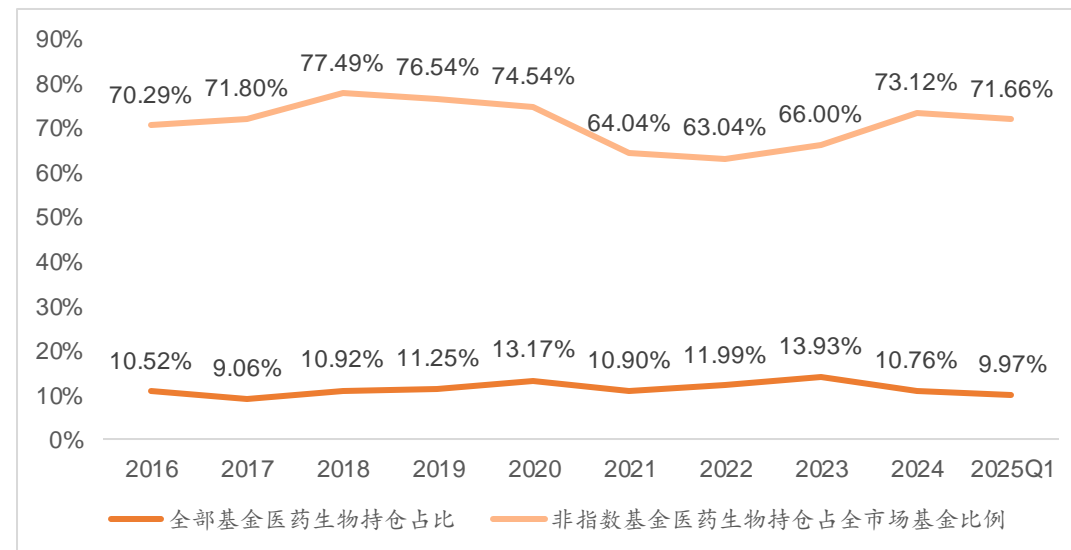
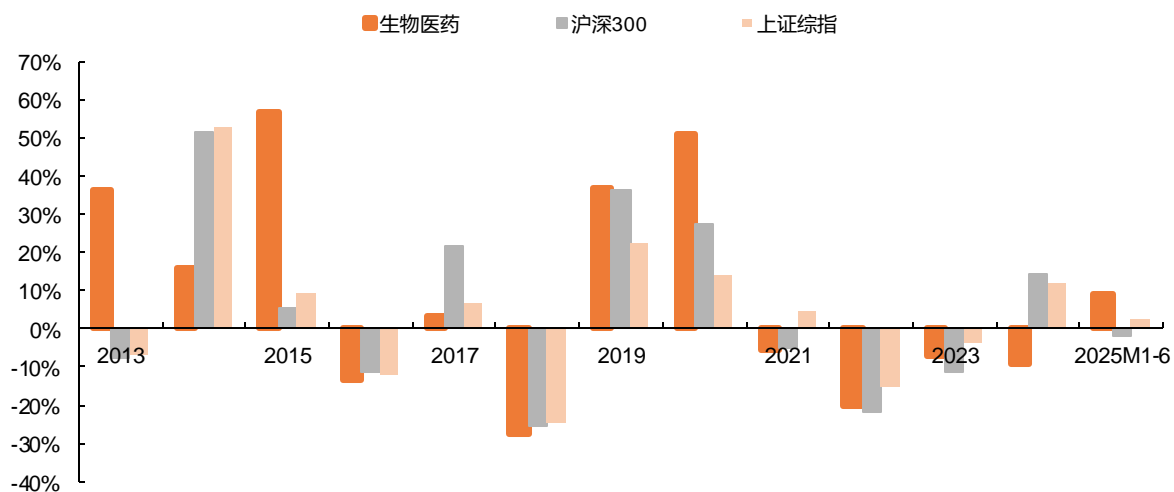
1.1 2025年上半年行情回顾：医药指数跑赢大盘

2013-2025年6月，生物医药指数分别于2013、2015、2019、2020年、2025M1-6共5次跑赢上证综指，2025年医药生物行业表现较为亮眼。

截至2025年Q1，全部基金（包括指数型基金）医药生物股票持仓占比约9.97%，处于2016年以来较低水平，非指数型基金持有医药生物公司市值占全市场基金持有医药生物公司市值的比例为71.66%。

图表2 2013-2025年医药板块、沪深300指数、上证综指走势对比（截至2025年6月15日）

图表3 2016-2025Q1医药板块各基金持仓占比

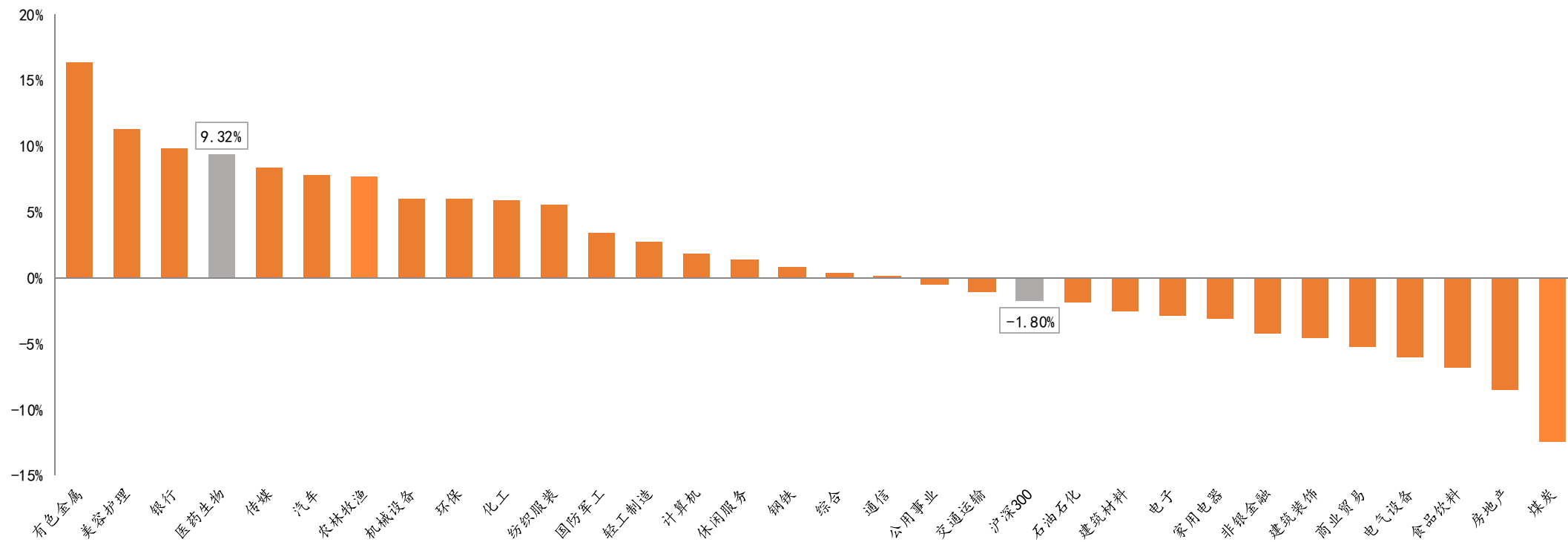




1.1 2025年上半年行情回顾：医药指数跑赢大盘

截至2025年6月15日，申万一级行业中18个板块上涨，13个板块下跌，医药行业在31个行业中涨跌幅排名第4位，表现较为亮眼。

图表4 申万一级行业2025年表现水平概况（截至2025年6月15日）



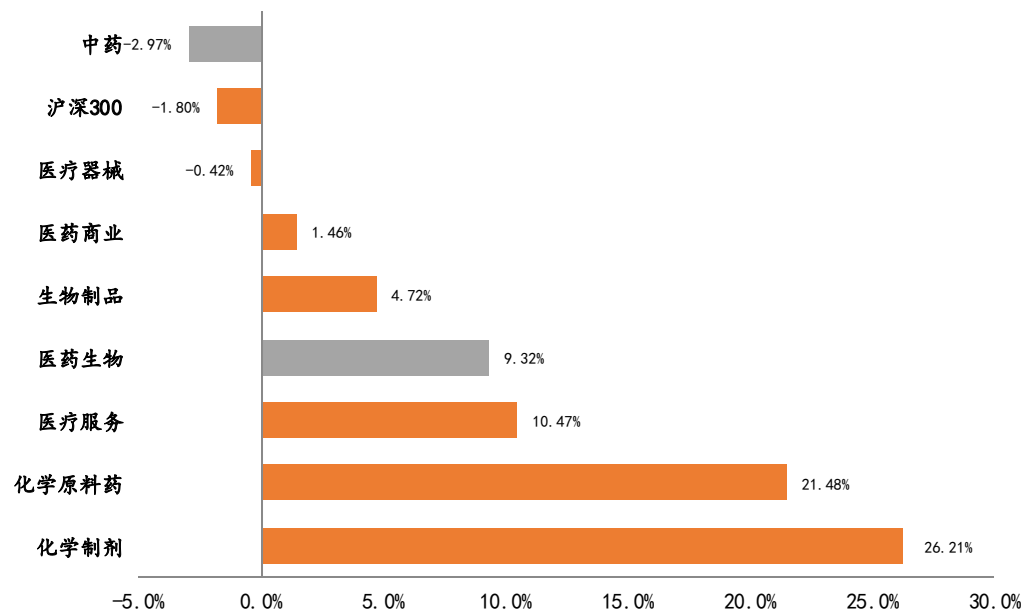
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 2025年上半年医药子行业行情回顾：化学制剂和原料药表现亮眼

从子行业表现来看，截至2025年6月15日，化学制剂板块表现最好，上涨26.21%，其后为化学原料药板块（+21.48%）和医疗服务（+10.47%）。中药板块表现最差，下跌2.97%。

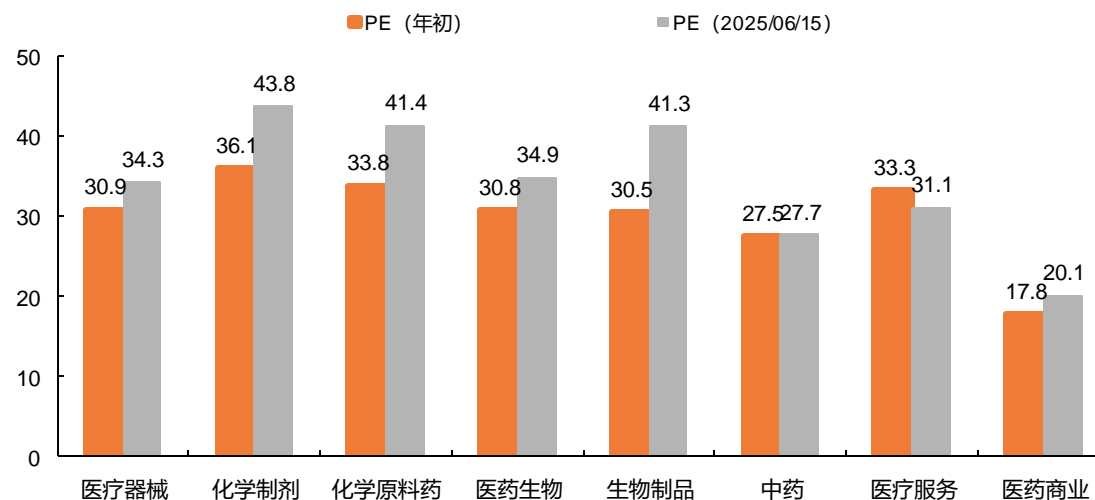
从子行业的估值角度来看，目前估值最高的是化学制剂的43.8倍，估值最低的是医药商业的20.1倍。年初至今，除医疗服务板块外，所有板块估值均有所上升，其中生物制品上升幅度最大为35%。化学制剂板块估值上升主要受创新药行情整体走强，其它板块估值上升主要受相关板块业绩有所承压影响。

图表5 医药各子行业2025年表现排名（截至2025年6月15日）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 医药各子行业年初至今估值变化（截至2025年06月15日）



资料来源：Wind，平安证券研究所



1.3 医药行业个股表现回顾：创新药个股表现亮眼

截至2025年6月15日，医药板块涨幅TOP3个股为舒泰神（+398.38%）、一品红（+235.93%）、永安药业（+216.02%），主要受益创新药板块行情持续走强。

截至2025年6月15日，医药板块跌幅TOP3个股则为普利制药（-86.93%）、*ST吉药（-83.59%）、江苏吴中（-74.25%）。

图表7 2025年医药板块表现最好和最差的15支股票（截至2025年6月15日）

表现最好的15支股票				表现最差的15支股票			
序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%	序号	证券代码	股票简称	涨跌幅%
1	300204.SZ	舒泰神	398.38	1	300630.SZ	普利制药	-86.93
2	300723.SZ	一品红	235.93	2	300108.SZ	*ST吉药	-83.59
3	002365.SZ	永安药业	216.02	3	600200.SH	江苏吴中	-74.25
4	688336.SH	三生国健	169.08	4	002750.SZ	*ST龙津	-69.41
5	688382.SH	益方生物	161.80	5	002693.SZ	双成药业	-59.19
6	301263.SZ	泰恩康	154.42	6	603963.SH	*ST大药	-51.24
7	300255.SZ	常山药业	153.88	7	605199.SH	葫芦娃	-41.31
8	688068.SH	热景生物	141.54	8	300326.SZ	凯利泰	-29.85
9	688428.SH	诺诚健华	127.20	9	300122.SZ	智飞生物	-27.91
10	688136.SH	科兴制药	124.55	10	688426.SH	康为世纪	-26.42
11	300765.SZ	新诺威	121.72	11	301363.SZ	美好医疗	-25.92
12	002826.SZ	易明医药	116.70	12	300529.SZ	健帆生物	-25.34
13	688331.SH	荣昌生物	115.48	13	002737.SZ	葵花药业	-22.84
14	300584.SZ	海辰药业	107.55	14	002390.SZ	信邦制药	-21.77
15	002940.SZ	昂利康	99.92	15	688050.SH	爱博医疗	-21.44

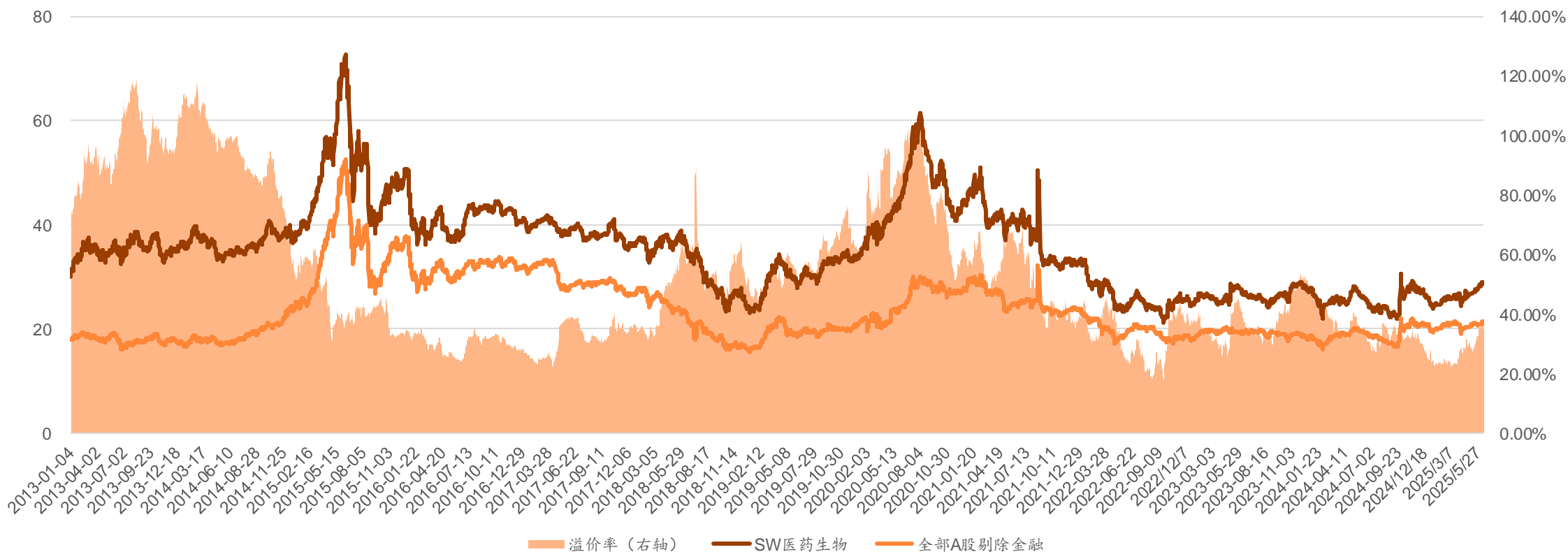
资料来源：Wind，平安证券研究所



1.4 医药行业估值及溢价率：仍处于近10年来相对低位

截至2025年6月15日，医药板块估值为28.55倍（TTM，整体法剔除负值），对于全部A股（剔除金融）的估值溢价率为34.68%，低于历史均值的51.91%（2013年-2025年6月15日）。无论是绝对估值还是溢价率，仍处于近10年来相对低位。

图表8 医药板块估值及溢价率接近10年来最低点



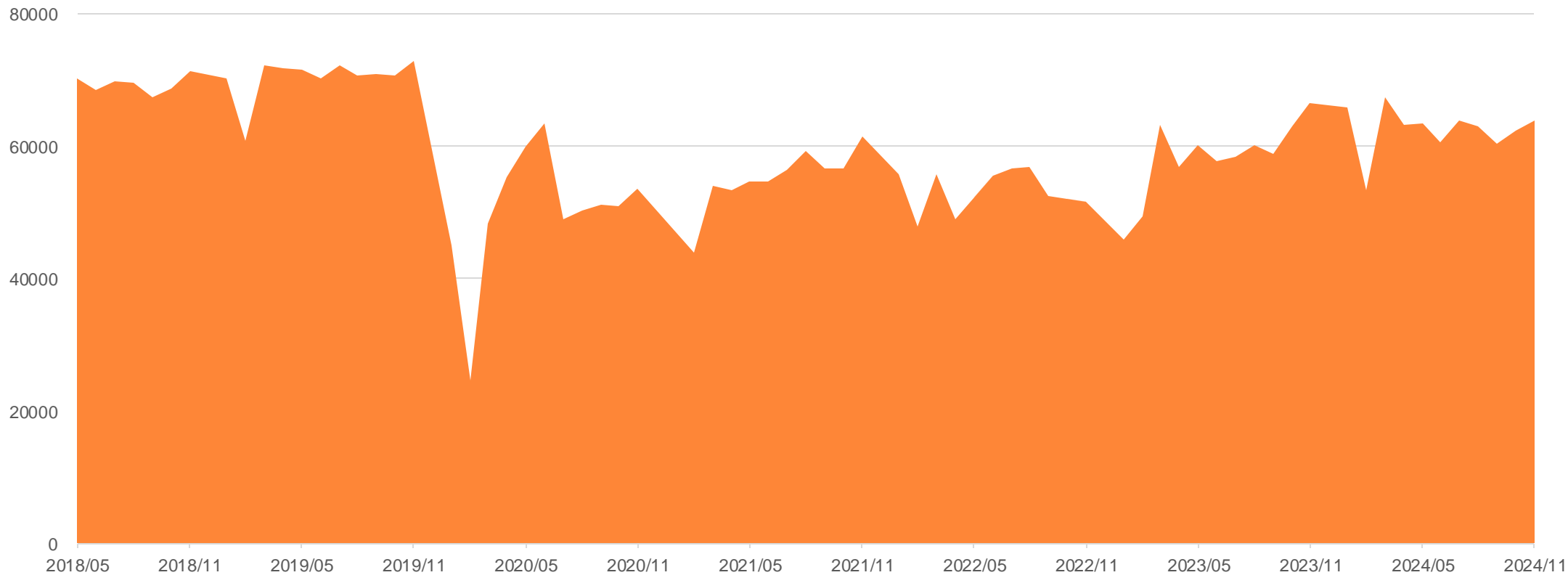
资料来源：Wind，平安证券研究所



1.6 国内医疗机构诊疗总人数：常规诊疗持续改善

2024M1-11国内医疗机构总就诊人次达68.77亿，同比增长7.34%。医疗机构诊疗人次增长较为显著，未来医疗机构诊疗情况有望持续恢复。

图表11 全国医疗机构总诊疗人次数（单位：万次）





目录CONTENTS

● Part1. 行情回顾

● Part2. 创新药:BD热潮, 商业化突破, 支持政策推动行业发展

● Part3. CXO及上游: 新赛道引领海外复苏, 国内触底有望改善

● Part4. 器械: 综述 + 以旧换新政策落地, 需求释放

● Part5. 重点公司盈利预测及风险提示



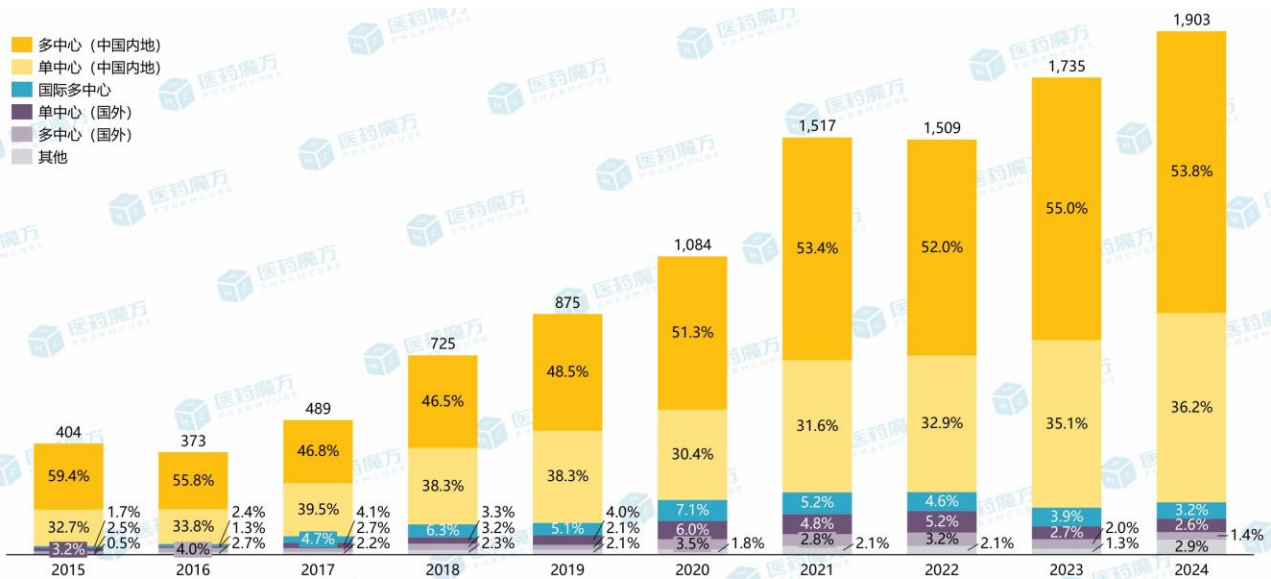
创新药行业观点

- **中国创新药重塑全球产业格局。**中国创新药企正在用类似Deepseek的路径重塑全球医药创新格局，即用更低的成本、更高的效率创造相同甚至更好的创新成果，这主要体现在海外MNC争相抢购中国创新资产。同时部分创新药已在全球市场取得商业化突破，国产创新药已有超10亿美元收入的产品诞生。而支持政策的持续加码，也进一步加速了创新药行业量变到质变的积累。
- **创新药BD热潮持续。**根据医药魔方数据，2024年中国生物医药企业发生超100项对外授权交易，经披露的交易总金额约523亿美元（+25%），创历史新高。2025年初至6月12日，中国累计BD交易总金额达到501亿美元（+136%），其中三生制药以总金额60.5亿美元将旗下PD-1/VEGF双抗SSGJ-707授权给辉瑞。根据医药魔方数据，国产创新药BD金额占全球创新药BD金额的比例持续提升，2025年年初至6月12日BD金额占比超过40%，中国创新药已经成为全球创新药格局中的重要力量。
- **商业化迎来突破。**根据对近三年部分创新药企业的营业收入和归母净利润统计来看，2022年-2024年合计实现营业收入分别为893.50亿元/1141.83亿元/1380.72亿元；2022年-2024年合计实现归母净利润分别为-182.47亿元/-42.97亿元/27.80亿元。创新药企业归母净利润稳步提升，行业盈利能力持续增强。我们认为伴随着国产创新药商业化的不断突破，越来越多的企业有望实现自我造血。
- **支持政策持续加码。**2024年7月《全链条支持创新药发展实施方案》通过，对于创新药进行全产业链条保障。2025年4月7日，北京市医疗保障局发布《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2025年）》，提出持续推动创新医药临床使用，加强创新医药投融资支持等多个方面支持创新药高质量发展。2025年6月，国家药监局综合司发布《关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》，对符合要求的创新药临床试验申请在30个工作日内完成审评审批。
- **投资建议。**从BD、商业化、政策三个角度看，创新药崛起具备持续性，建议关注：1) 管线布局丰富的big pharma，如恒瑞医药、百济神州、中国生物制药等；2) 创新药单品潜力大，价格有望重估的企业，如一品红、三生制药、凯因科技、千红制药等；3) 看好前沿技术平台布局领先的企业，如东诚药业、远大医药、科伦博泰等。

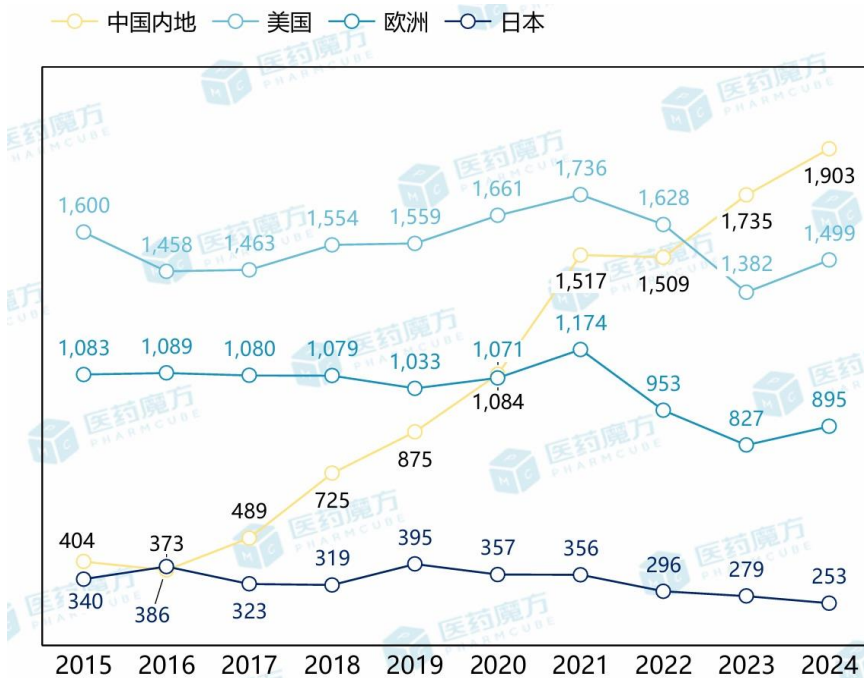
2.1.1 创新药管线综述：量变到质变

- **量变：**2015年以来中国积累了大量创新药管线。1) 2015年以来我国临床试验数量持续增长，2024年达到1903项；2) 2020年我国临床试验数量超过欧洲，2023年我国临床试验数量超过美国。
- **国内创新药在内卷的同时，也在完善“临床价值”遴选机制。**随着国内创新药管线的不断扩充，扎堆现象越来越严重。根据《Chinese innovative drug R&D trends in 2024》统计，2021年肿瘤Top10靶点中，Me-too类型项目占比达到80%。但内卷也在逐步完善“临床价值”遴选机制。具体体现在：1) 内卷的产品在定价方面不具备优势，商业化价值大打折扣，促使企业立项会更加谨慎，更多考虑未来竞争格局；2) 审评审批标准提升，Me-too类产品获批概率降低；3) 审评体系完善，快速通道、突破性疗法、优先审评、附条件上市等机制助力真正有临床价值的药品获得额外竞争优势；4) 资源向有价值的项目集中。以上因素倒逼行业从卷“量”到卷“质”。

图表12 中国历年开展的临床试验数量（个）



图表13 临床试验申办方所在国家或地区分布（个）



资料来源：医药魔方《全球视野下的中国创新药产业：十年回顾与展望》，平安证券研究所

2.1.1 创新药管线综述：量变到质变

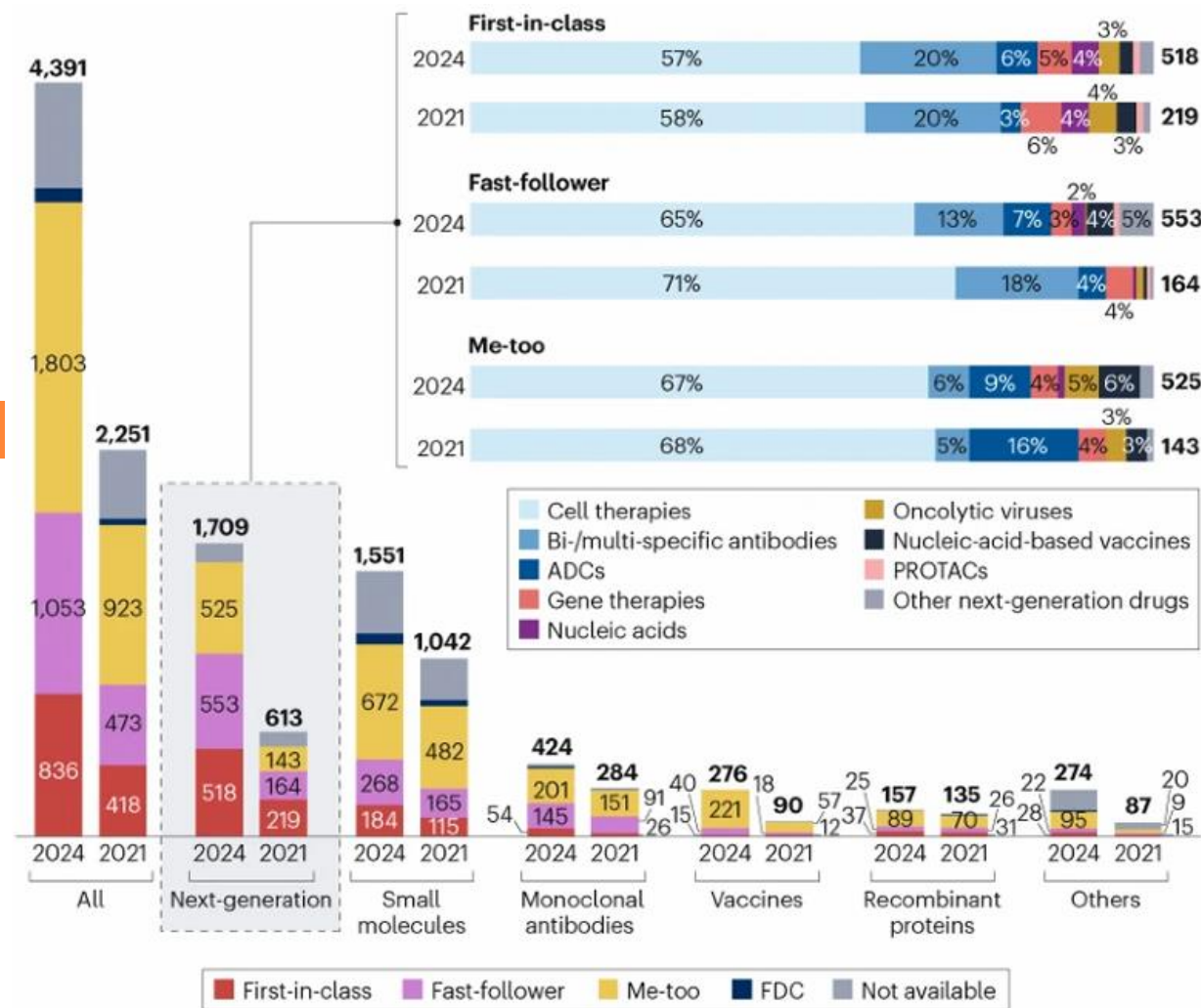
- **质变：中国创新管线涌现出越来越多FIC。** 1) 根据Nature《Chinese innovative drug R&D trends in 2024》研究，2024年相比2021年我国管线数量由2251提升至4391（+95%），其中FIC和FF（Fast-follow）分别提升100%和123%，2024年FIC占比19%。2) 以肿瘤Top10靶点为例，2024年FIC和FF占比提升至12%和34%。
- **62%的FIC集中在新技术平台。** 2024年新技术平台管线数量达到1709个（+179%），高于整体增速。其中FIC管线518项，占到总体FIC的62%，同比增长137%。

图表14 2021和2024年肿瘤Top10管线结构变化（个）

2021				2024			
靶点	FIC	Fast-follow	Me-too	靶点	FIC	Fasf-follow	Me-too
CD19	1	4	71	CD19	5	7	81
HER2	9	2	28	HER2	10	10	32
PD1	3	4	21	BCMA	6	0	41
BCMA	1	0	23	CLDN18.2	5	39	0
EGFR	2	0	22	PD1	4	4	18
PDL1	3	2	16	EGFR	3	4	16
EGFR T790M	0	0	19	CD19/CD22	4	18	0
CD20	3	5	9	CD7	4	17	0
CD19/CD22	2	14	0	B7H3	3	18	0
CDK4/CDK6	0	0	15	PDL1	1	7	12
占比	9%	11%	80%	占比	12%	34%	54%

资料来源：Nature《Chinese innovative drug R&D trends in 2024》，平安证券研究所
注：新技术平台包括细胞治疗、双/多抗、基因治疗、ADC等

图表15 2024年和2021年中国创新管线结构变化情况



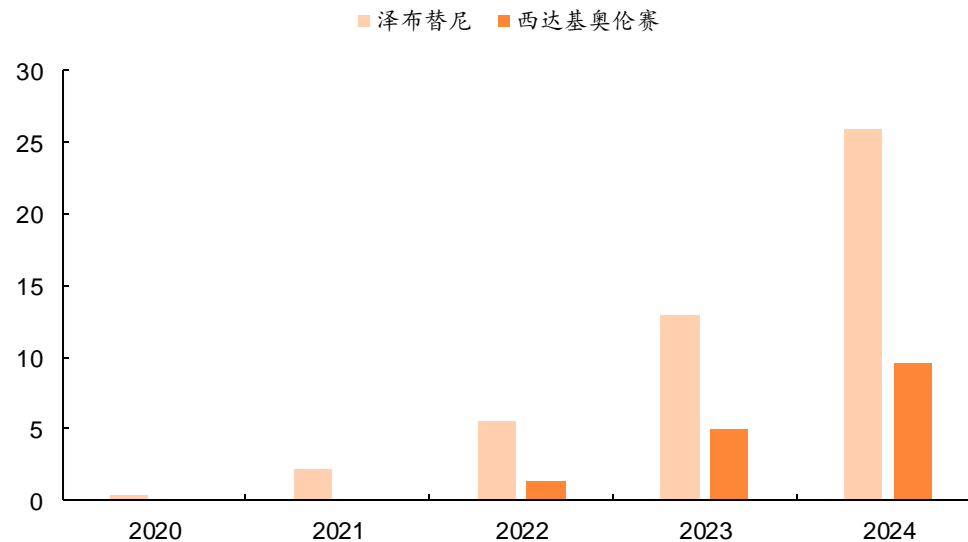
2.1.2 创新药出海

- ▶ 目前至少有8款国产创新药登陆美国市场。美国医药市场规模大，且在商保体系支撑下创新药定价自由度高。国产创新药在美国获批能最大化其商业价值。自2019年泽布替尼获FDA批准以来，国产创新药至少有8款产品登陆美国市场。
- ▶ 泽布替尼和西达基奥伦赛引领国产创新药海外商业化突破。作为前两款在美获批国产创新药，泽布替尼和西达基奥伦赛2024年分别实现收入约26亿美元和10亿美元。呋喹替尼美国上市后同样展现了高速放量趋势，据和黄医药年报，2024年呋喹替尼海外销售约2.9亿美元。

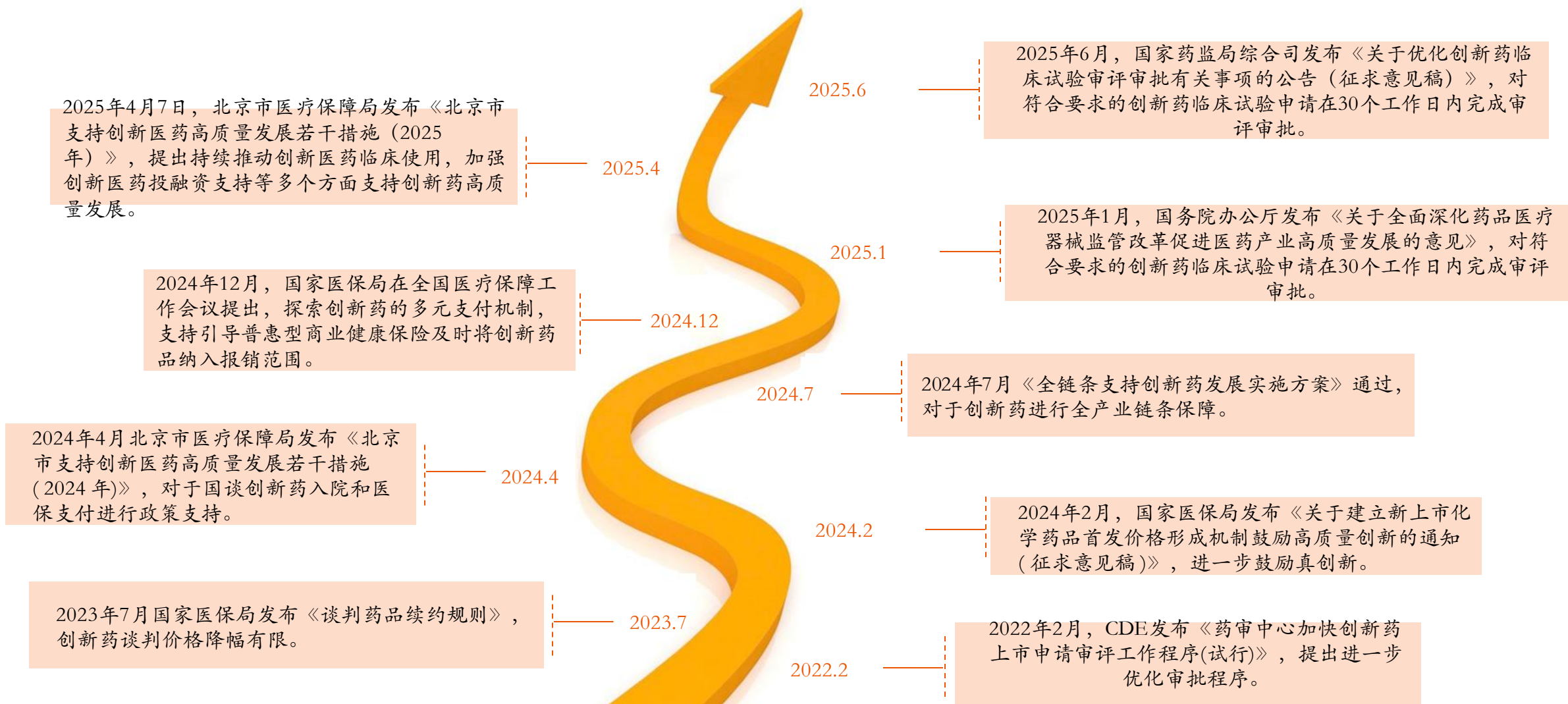
图表16 国产创新药获美国FDA批准情况汇总

药品名	公司	适应症	首次批准时间
泽布替尼	百济神州	套细胞淋巴瘤等5项	2019/11/14
西达基奥仑赛	传奇/强生	多发性骨髓瘤2项	2022/2/28
本维莫德	天济/Dermavant	斑块状银屑病和AD	2022/5/24
特瑞普利单抗	君实/Coherus	鼻咽癌等5项	2023/10/27
呋喹替尼	和黄/武田	结直肠癌	2023/11/9
替雷利珠单抗	百济神州	ESSC等三项适应症	2024/3/14
恩沙替尼	贝达药业	ALK+ NSCLC	2024/12/19
派安普利单抗	康方生物	鼻咽癌	2025/4/25

图表17 泽布替尼和西达基奥伦赛销售额（亿美元）



2.2 创新药相关支持政策

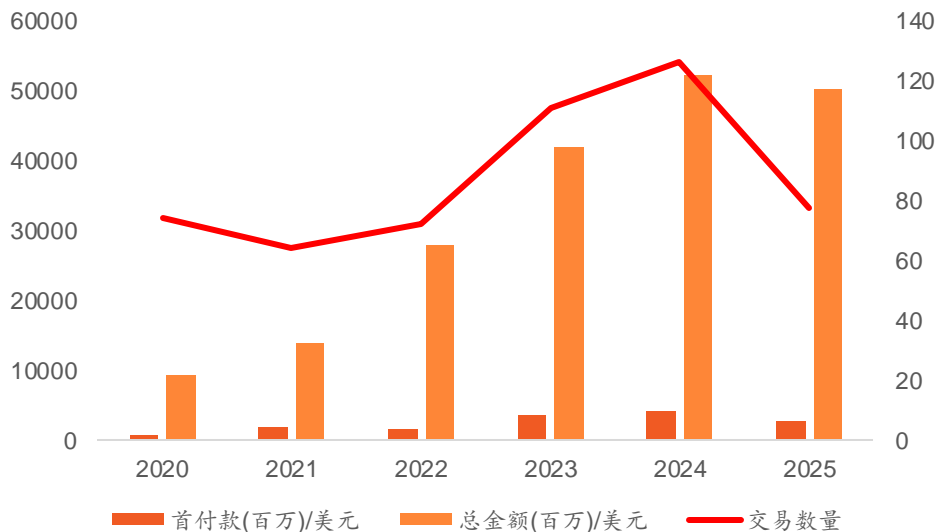




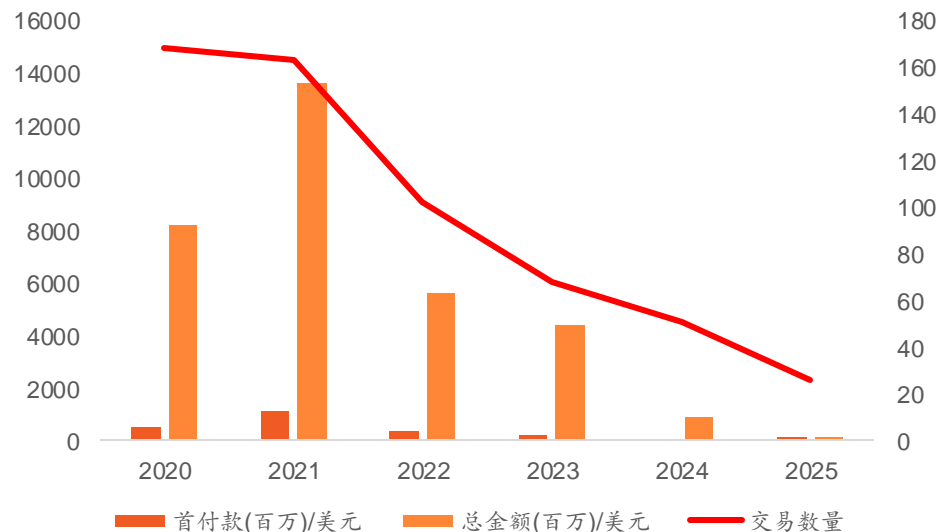
2.3 创新药-BD：中国创新药出海，开启国际认可的新篇章

➤ 创新药出海成效显著，新的发展趋势与新兴领域逐渐显现。根据医药魔方数据，近5年创新药licence-in数量逐渐减少，随之BD的首付款以及总金额也慢慢减少。但是近年来中国内地创新药交易数量以及总金额快速上升，随着多个创新药物获得国际认可，创新药出海成效显著，新的发展趋势与新兴领域逐渐显现。2024年国内生物医药企业共发生超100项授权交易，经披露的交易总金额为523亿美元（2023年交易总额为419亿美元），创历史新高。截止2025年6月12日，披露的交易总金额已到达501亿元，中国创新药已成为全球医药行业的优质资产。截止2025年6月12日的license out交易数量77起，为同期license in交易数量的3倍，创新药出海按下加速键。这些数据反映了中国生物医药行业在交易金额和创新方面的强劲增长。

图表18 2020-2025.06.12创新药licence-in趋势



图表19 2020-2025.06.12创新药licence-out趋势



资料来源：医药魔方，平安证券研究所

注：以上图表左轴表示总金额和首付款金额，右轴表示交易数量



2.3 创新药-BD: 中国创新药出海, 开启国际认可的新篇章

中国创新药实力日益凸显, 海外MNC纷纷购买国内创新药资产补充管线。回溯十年前, 中国医药产业创新药研发能力近乎空白, 市场对本土药企仿制药生产质量及合规性仍存疑虑, “Me-too/Me-better” 战略研讨尚被视作超前命题。然而产业演进轨迹远超传统预期, 目前中国生物医药领域正以license out为核心驱动, 完成从技术跟随到全球价值输出的历史性跨越。三生制药与辉瑞的一笔交易横空出世, 以12.5亿美元首付款将三生制药的PD-1/VEGF双抗SSGJ-707收入囊中, 一举刷新中国创新药对外授权的首付款记录, 后续还有48亿美元里程碑付款、辉瑞1亿美元的股份认购可以期待。

图表20 2020-2025.06.12 BD交易总金额TOP20

序号	交易时间	转让方	受让方	项目汇总	总金额(百万)/美元
1	2025-01-13	启德医药	Biohaven	GR1017; 创新性偶联技术赋能ADC开发	13000
2	2022-12-22	科伦博泰	Merck & Co.	SKB410; SKB571; 一项临床前ADC; 一项临床前ADC; 三项临床前ADC	9475
3	2023-12-12	百利天恒	Bristol-Myers Squibb	伦康依隆妥单抗	8400
4	2025-05-20	三生制药--三生国健	Pfizer	SSGJ-707	6150
5	2024-05-16	恒瑞医药	Kailera	HRS-4729; HRS9531; HRS-7535	6035
6	2022-12-06	康方生物	Summit Therapeutics	依沃西单抗	5000
7	2025-03-21	和铂医药	AstraZeneca	further targets to multi-specific antibodies; two preclinical immunology programs	4680
8	2024-01-07	船望制药	Novartis	BW-05; BW-00163; BW-02	4165
9	2025-03-21	元思生肽	AstraZeneca	Synova™; Synova macrocyclic peptide (元思生肽)	3475
10	2024-11-14	礼新医药	Merck & Co.	LM-299	3288
11	2021-12-20	百济神州	Novartis	欧司珀利单抗	2895
12	2021-08-09	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	2600
13	2022-03-02	天演药业	Sanofi	SAFEbody technology; two additional candidates	2500
14	2025-01-09	先为达生物	Verdiva Bio	VRB-103; XW004 (伊诺格鲁肽口服片)	2470
15	2021-01-11	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	2200
16	2024-08-01	宜明昂科	Instil Bio	珀维拉芙普α; 泰泽苏拜单抗	2150
17	2020-06-08	信达生物	Roche	bispecific antibodies and multiple cell therapies; IBI345	2100
18	2024-10-07	石药集团	AstraZeneca	YS2302018	2020
19	2024-12-18	翰森制药	Merck & Co.	HS-10535	2012
20	2025-06-02	翰森制药	Regeneron Pharmaceuticals	HS-20094	2010

2.4.1 创新药商业化品种数量持续增长

- 中国创新药商业化品种数量持续增长。2015–2024年，中国共有421款创新药在核心医院渠道实现商业化，其中2021年是创新药商业化高峰年，全年商业化产品达77款。
- 从疾病类型来看，主要集中在抗肿瘤用药和免疫调节剂、全身抗感染、消化道和新陈代谢等领域。

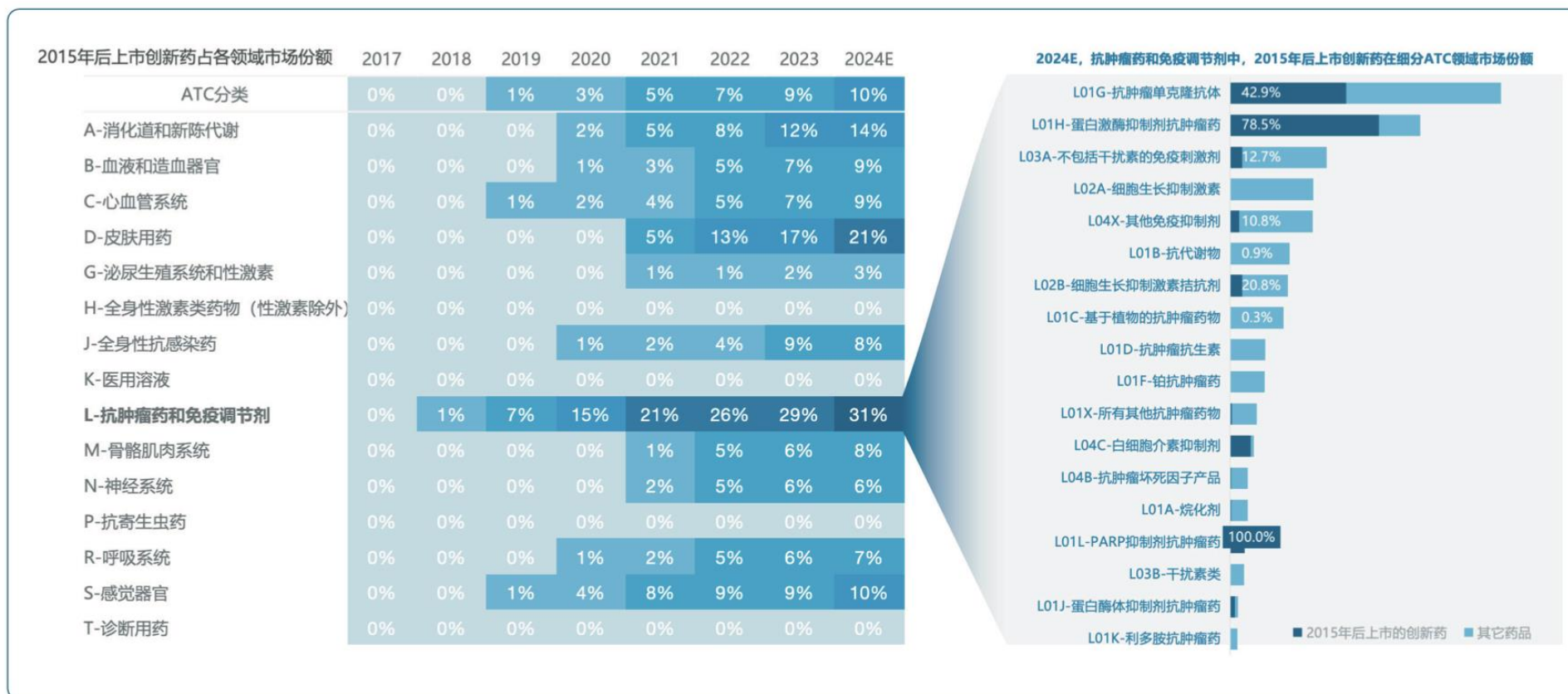
图表21 各治疗领域创新药商业化数量变化趋势

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
总商业化药品数	421 ↑	12	6	43	58	49	54	77	48	64	10 (92)
ATC分类											
A-消化道和新陈代谢	49	2	1	9	2	7	8	6	4	9	1
B-血液和造血器官	22			2	4	1	4	6	3	2	
C-心血管系统	23	1		4	4	2	2	3	3	4	
D-皮肤用药	11	1	1			2	2	1	2	2	
G-泌尿生殖系统和性激素	5			1	1		2	1			
H-全身性激素类药物（性激素除外）	2					1				1	
J-全身性抗感染药	61	2	3	3	13	5	5	15	6	9	
K-医用溶液	3							2		1	
L-抗肿瘤药和免疫调节剂	148	2		12	20	17	16	29	22	25	5
M-骨骼肌肉系统	16	1	1		2	4	2	3	1	2	
N-神经系统	45			6	7	6	8	5	3	6	4
R-呼吸系统	20			4	4	2	2	5	2	1	
S-感觉器官	7	2		2		1	1			1	
T-诊断用药	2				1		1				
V-其他	7	1				1	1	1	2	1	

2.4.2 创新药上市后市场份额持续提升

➤ 创新药上市后市场份额呈逐年提升趋势。从市场份额来看，2015年后上市的创新药自2019年起加速渗透，至2024年已占核心医院市场10%的份额。其中，2024年肿瘤与免疫调节剂领域创新药市场份额占比提升至31%。

图表22 2015年后上市的创新药市场份额占比变化



2.4.3 创新药销售表现较为亮眼

从2024年部分创新药销售情况来看，百济神州的泽布替尼表现亮眼，2024年实现销售收入190.22亿元，同比增长106.46%。

图表23 2024年部分创新药销售情况

序号	药物名称	企业	作用机制	首次获批时间	2024年销售收入(亿元)	同比变化
1	泽布替尼	百济神州	BTK 抑制剂	2019/11/14	190.22	106.46%
2	西达基奥仑赛	传奇生物/强生	BCMA CAR-T	2022/2/28	69.28	95.51%
3	重组人血小板生成素(特比澳)	三生制药	TPOR 细胞因子	2005/5/20	50.62	20.39%
4	替雷利珠单抗	百济神州	PD-1 单抗	2019/12/26	44.68	17.48%
5	信迪利单抗	信达生物/礼来	PD-1 单抗	2018/12/24	37.84	35.73%
6	伏美替尼	艾力斯	EGFR TKI	2021/3/2	35.06	77.79%
7	味隆替尼	和黄医药/礼来/武田	VEGFR 抑制剂	2018/9/14	29.18	235.83%
8	重组人脑利钠肽(新活素)	西藏药业	NPR 多肽	2005/4/19	24.33	13.62%
9	特瑞普利单抗	君实生物	PD-1 单抗	2018/12/17	15.01	63.33%
10	斯鲁利单抗	复宏汉霖	PD-1 单抗	2022/3/22	13.13	17.25%
11	奥布替尼	诺诚健华	BTK 抑制剂	2020/12/25	10	49.03%
12	恩沃利单抗	思路迪/康宁杰瑞/先声	PD-L1 单抗	2021/11/24	4.46	-29.75%
13	索凡替尼	和黄医药	酪氨酸激酶抑制剂	2020/12/29	3.53	13.30%
14	赛沃替尼	和黄医药/阿斯利康	C-MET 抑制剂	2021/6/22	3.27	0.19%
15	普利单抗	康方/乐普生物亚盛医药/信达	PD-1 单抗	2022/7/19	3	195.86%
16	奥雷巴替尼	/武田	Bcr-Abl 抑制剂	2021/11/24	2.41	34.11%
17	瑞派替尼	再鼎/小野制药	酪氨酸激酶抑制剂	2020/5/15	2.07	52.11%
18	瑞基奥仑赛	药明巨诺	CD19 CAR-T	2021/9/1	1.58	-9.14%
19	康替唑胺	盟科药业	噁唑烷酮类抗菌药	2021/6/1	1.3	43.17%
20	司普奇拜单抗	康诺亚/石药	IL4R 单抗	2024/9/10	0.4	/

备注：(1) 汇率按照 2024 年度平均汇率计算，人民币/美元 (CNY/USD) = 0.139；(2) 非人民币货币单位的企业，由于汇率换算原因，同比增长率可能与企业口径存在少量出入；(3) 根据已公布的药品销售额整理，其中恒瑞、翰森等企业并未公布具体销售额，故未纳入表中；(4) 信迪利单抗按照礼来口径梳理，味峰替尼和赛沃替尼按照和黄口径统计。

2.4.4 创新药企业盈利能力持续增强

► 创新药企业营业收入稳步增长，逐步实现扭亏为盈。根据对近三年部分创新药企业的营业收入和归母净利润统计来看，2022年-2024年合计实现营业收入分别为893.50亿元/1141.83亿元/1380.72亿元；2022年-2024年合计实现归母净利润分别为-182.47亿元/-42.97亿元/27.80亿元。创新药企业归母净利润稳步提升，行业盈利能力持续增强。

图表24 部分创新药企业营业收入和归母净利润情况

证券代码	证券简称	归母净利润 (亿元)			营业收入 (亿元)		
		2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
600276.SH	恒瑞医药	39.06	43.02	63.37	212.75	228.20	279.85
688235.SH	百济神州-U	-136.42	-67.16	-49.78	95.66	174.23	272.14
002422.SZ	科伦药业	17.09	24.56	29.36	189.13	214.54	218.12
002412.SZ	汉森制药	1.68	2.05	2.20	9.16	9.56	10.04
1801.HK	信达生物	-21.79	-10.28	-0.95	45.57	62.06	94.22
1530.HK	三生制药	19.15	15.49	20.90	68.69	78.36	91.08
2096.HK	先声药业	9.33	7.15	7.33	63.66	66.40	66.35
2696.HK	复宏汉霖	-6.95	5.46	8.20	32.15	53.97	57.24
0013.HK	和黄医药	-3.61	1.01	0.38	4.26	8.38	6.30
002294.SZ	信立泰	6.37	5.80	6.02	34.82	33.65	40.12
002653.SZ	海思科	2.77	2.95	3.95	30.15	33.55	37.21
688578.SH	艾力斯	1.31	6.44	14.30	7.91	20.18	35.58
H01484.HK	贝达药业	1.45	3.48	4.03	23.59	24.42	28.71
9926.HK	康方生物	-11.68	20.28	-5.15	8.39	45.51	21.24
1877.HK	君实生物	-23.86	-22.82	-12.82	14.70	15.34	19.48
6990.HK	科伦博泰生物-B	-6.16	-5.74	-2.67	8.04	15.40	19.33
688331.SH	荣昌生物	-9.99	-15.11	-14.68	7.72	10.83	17.17
688687.SH	凯因科技	0.83	1.17	1.42	11.60	14.12	12.30
688428.SH	诺诚健华-U	-8.87	-6.31	-4.41	6.25	7.39	10.09
6855.HK	亚盛医药-B	-8.83	-9.26	-4.05	2.12	2.25	9.81
H01419.HK	百奥泰	-4.80	-3.95	-5.10	4.52	7.00	7.38
1952.HK	云顶新耀	-2.47	-8.44	-10.41	0.71	1.69	7.07
688266.SH	泽璟制药-U	-4.58	-2.79	-1.38	3.02	3.86	5.33
2616.HK	基石药业-B	-9.03	-3.67	-0.91	4.82	4.71	4.07
688192.SH	迪哲医药-U	-7.36	-11.08	-8.46	0.00	0.91	3.60
2126.HK	药明巨诺-B	-8.46	-7.68	-5.91	1.46	1.74	1.58
688373.SH	盟科药业-U	-2.20	-4.21	-4.41	0.48	0.91	1.30
9688.HK	再鼎医药	-4.43	-3.35	-2.57	2.15	2.67	3.99
	合计	-182.47	-42.97	27.80	893.50	1,141.83	1,380.72

资料来源: wind, 平安证券研究所

2.4.5 创新药企业费用结构持续优化

研发费用率保持在较高水平，销售费用率则呈现下降趋势。随着营业收入持续提升，以及创新药企业由过去的销售驱动转向优质创新管线驱动，创新药企业销售费用率呈现下降趋势。研发费用率方面，随着创新药企业持续推动临床管线数量提升，研发费用率整体保持在较高水平。

图表25 部分创新药企业销售、研发费用率及在手现金情况

证券代码	证券简称	销售费用率			研发费用率			现金及现金等价物 (亿元)
		2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2024年
600276.SH	恒瑞医药	34.54%	33.20%	29.79%	22.97%	21.71%	23.52%	242.39
688235.SH	百济神州-U	62.69%	41.92%	32.54%	116.58%	73.54%	51.96%	26.27
002422.SZ	科伦药业	24.78%	20.74%	16.01%	9.49%	9.06%	9.95%	39.45
002412.SZ	汉森制药	43.23%	41.31%	39.85%	5.23%	4.65%	3.91%	1.27
1801.HK	信达生物	56.85%	49.96%	46.14%	30.47%	23.64%	28.46%	22.73
1530.HK	三生制药	37.56%	38.37%	36.80%	7.61%	8.73%	14.56%	16.18
2096.HK	先声药业	37.74%	35.49%	37.84%	26.05%	23.56%	21.25%	19.43
2696.HK	复宏汉霖	32.64%	32.50%	33.49%	24.36%	19.54%	18.08%	5.71
0013.HK	和黄医药	10.30%	6.37%	7.71%	61.39%	47.92%	33.66%	1.54
002294.SZ	信立泰	31.43%	30.18%	36.71%	15.33%	12.16%	10.50%	11.05
002653.SZ	海思科	37.68%	35.78%	36.60%	14.85%	15.40%	16.77%	10.55
688578.SH	艾力斯	54.57%	45.61%	39.72%	24.24%	15.51%	8.84%	5.23
H01484.HK	贝达药业	33.02%	34.96%	38.10%	29.67%	26.21%	17.48%	4.72
9926.HK	康方生物	65.84%	19.56%	47.17%	62.29%	59.04%	55.92%	29.16
1877.HK	君实生物	48.68%	55.06%	50.53%	164.04%	128.95%	65.45%	24.87
6990.HK	科伦博泰生物-B	/	1.27%	9.45%	43.76%	53.33%	62.40%	13.37
688331.SH	荣昌生物	57.08%	71.58%	55.26%	127.19%	120.62%	89.69%	7.60
688687.SH	凯因科技	61.72%	56.19%	48.56%	9.85%	9.51%	11.23%	8.08
688428.SH	诺诚健华-U	70.13%	49.68%	41.60%	103.73%	102.53%	80.70%	46.79
6855.HK	亚盛医药-B	74.31%	86.81%	19.99%	75.78%	72.09%	96.59%	8.93
H01419.HK	百奥泰	31.93%	24.15%	31.92%	136.43%	109.82%	105.35%	2.69
1952.HK	云顶新耀	460.91%	136.71%	71.90%	114.58%	76.42%	74.72%	8.84
688266.SH	泽璟制药-U	75.32%	64.82%	50.93%	164.64%	128.44%	72.80%	2.17
2616.HK	基石药业-B	67.94%	42.35%	32.85%	150.82%	129.62%	33.07%	3.88
688192.SH	迪哲医药-U	0.00%	230.09%	123.74%	185.83%	225.23%	202.31%	2.50
2126.HK	药明巨诺-B	131.01%	65.02%	88.75%	257.76%	261.42%	178.86%	7.57
688373.SH	盟科药业-U	171.18%	118.32%	84.82%	311.97%	379.90%	282.92%	2.73
9688.HK	再鼎医药	/	/	/	71.78%	66.64%	58.77%	4.50

资料来源: wind, 平安证券研究所 (备注: 2022年科伦博泰生物-B、2022年-2024年再鼎医药未单独披露销售费用)

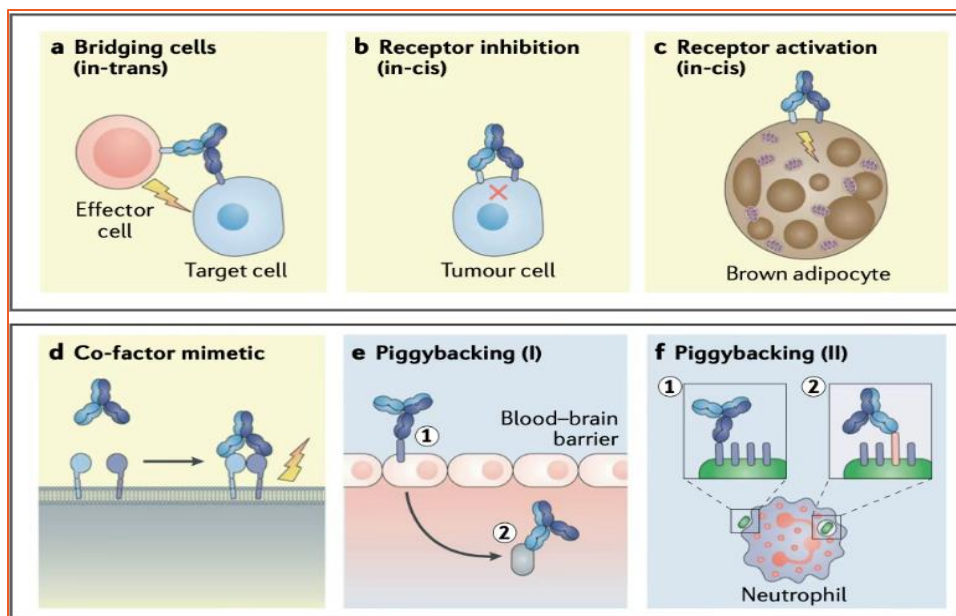
2.5 2025 ASCO 国内创新药企大放异彩

- 2025年美国临床肿瘤学会年会（ASCO）在5月30日至6月3日举行，期间汇聚了来自全球超过5000份研究摘要，今年ASCO大会的聚焦点仍落在免疫检查点抑制剂和ADC疗法技术上，以下提炼出本次ASCO大会的部分研究数据结果：
- 映恩生物DB-1311/BNT324（B7H3 ADC）和DB-1310（HER3 ADC）：（1）DB-1311治疗去势抵抗性前列腺癌临床1/2期结果表明在52例基于RCIST v1.1可评估疗效患者cORR达30.8%；（2）DB-1310治疗123例疗效可评估患者，未确认ORR达31%，此外在EGFR突变NSCLC患者（n=46）亚组中，未确认ORR达44%，mPFS达7个月，mOS达18.9个月。
- 复宏汉霖HLX43（PD-L1 ADC）：本次ASCO大会披露临床1期剂量递增和剂量扩展结果，在剂量扩展阶段21例肺癌患者接受2mg/kg HLX43治疗，结果显示研究者评估的ORR达38.1%。
- 再鼎医药ZL-1310（DLL3 ADC）：在2L SCLC治疗中，所有剂量水平（n=33）的ORR为67%，1.6mg/kg剂量组（n=14）的ORR为79%，且在2mg/kg目标剂量下显示出耐受性良好的安全性。
- 泽璟制药ZG006（CD3/DLL3/DLL3）：在治疗晚期SCLC患者的2期剂量扩展研究中，ZG006作为单药疗法治疗至少2线标准全身治疗失败的SCLC患者，在10mg和30mg剂量组分别展现了62.5%和58.3%的客观缓解率。

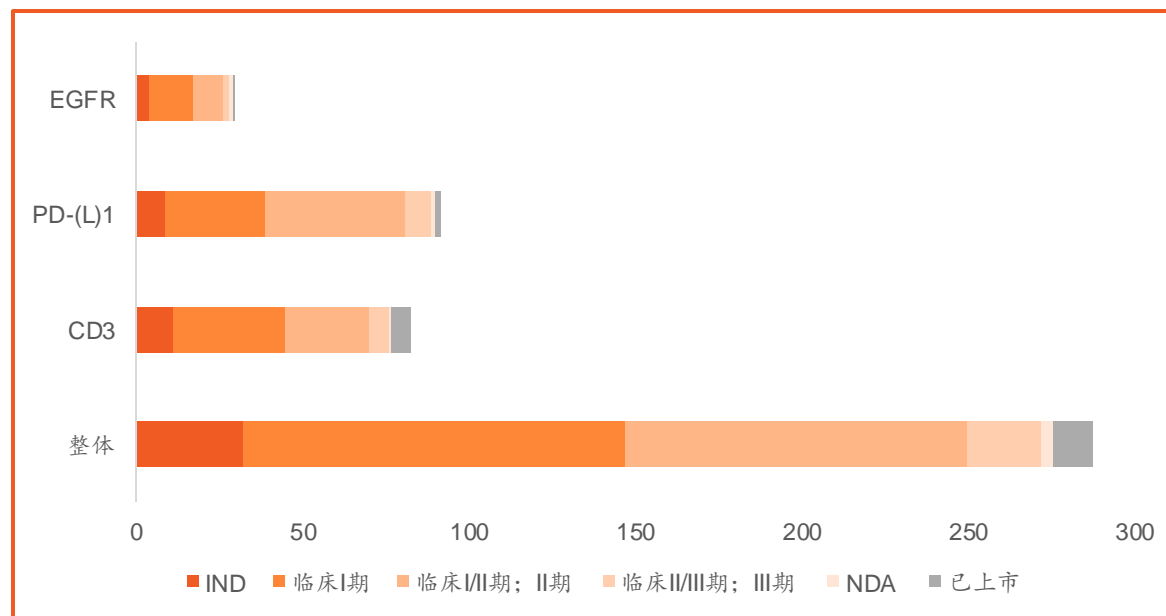
2.6.1 双抗——引领肿瘤治疗新突破，临床转化加速市场扩容

- 双特异性抗体（BsAbs）是一类能同时靶向两种抗原/表位的工程化抗体，通过双重作用机制产生超越单抗的治疗效果。自2009年问世以来，其发展轨迹与肿瘤免疫治疗同步，现已成为癌症治疗的重要策略。这类抗体不仅能阻断双重信号通路，还可诱导独特的生物学效应，简化联合治疗，显著增强疗效，展现出显著的临床价值和市场潜力。
- BsAbs相比单抗具有三大核心优势：(1)协同免疫激活：可同时靶向两种免疫检查点，产生超越单抗联用的免疫激活效果；(2)精准细胞杀伤：通过“靶免双抗”设计，同步结合肿瘤抗原和免疫细胞表面标志物（如CD3），定向激活免疫细胞杀伤肿瘤；(3)改善肿瘤微环境：抗血管生成靶点与免疫检查点联合作用，促进免疫细胞浸润肿瘤核心。因此，BsAbs具备更强肿瘤特异性、靶向性和降低毒性。
- 截至2025年6月，全球已有20款药物获批上市，常见靶点如CD3、PD-(L)1、EGFR等，适应症包括非小细胞癌、实体瘤和胃癌等。

图表26 据工程化设计的生化活性差异，BsAbs分为六大作用机制模式



图表27 国内双抗常见抗体靶点和整体临床研究进展



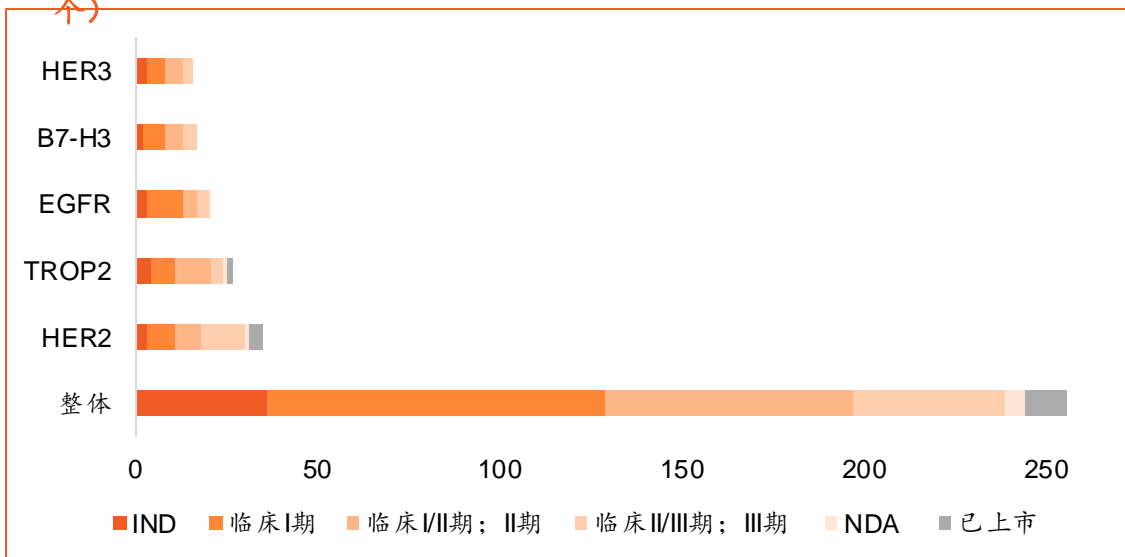
资料来源：《Bispecific antibodies: a mechanistic review of the pipeline》
Aran F. Labriijn et al., 平安证券研究所

资料来源：医药魔方，平安证券研究所

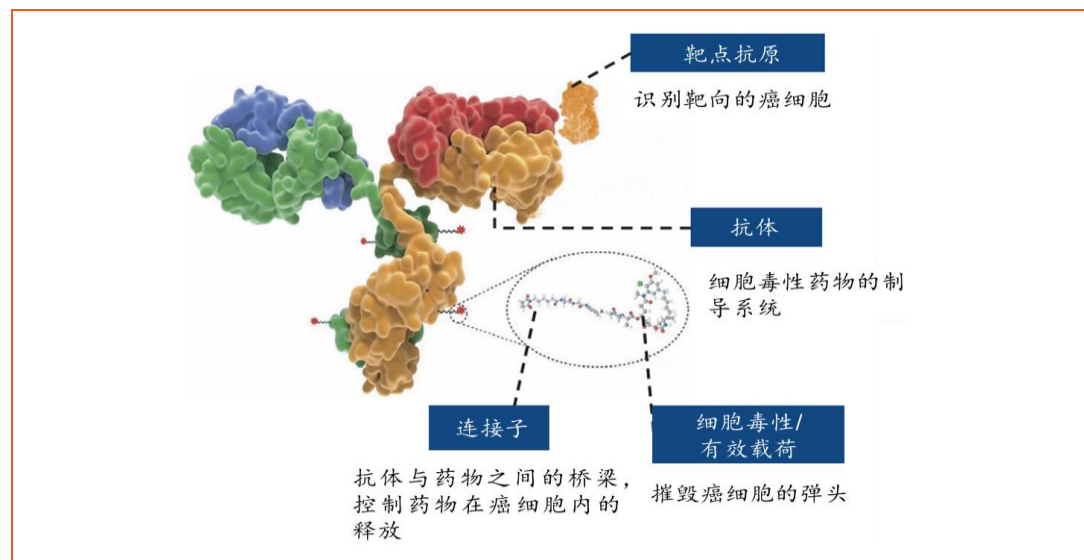
2.6.2 ADC——精准制导的肿瘤克星，中国创新引领治疗新纪元

- ▶ 抗体偶联药物（ADC）结合了抗体的靶点选择性及细胞毒性药物（有效载荷）的抗癌效力。ADC如“制导导弹”，精准递送强效细胞毒药物至靶细胞，减少脱靶毒性。其独特设计拓宽治疗窗，延长患者生存。新型拓扑异构酶抑制剂ADC更可能产生“旁观者效应”，杀伤邻近肿瘤细胞，显著提升疗效。
- 截至2025年6月，中国已有12款ADC药物获批上市。治疗领域涉及乳腺癌、淋巴瘤、胃癌、尿路上皮癌、白血病、非小细胞肺癌、卵巢癌、输卵管癌以及原发性腹膜癌等，常见靶点如HER2、EGFR、TROP2、B7-H3、HER3等。

图表28 国内ADC在研管线主流靶点和整体临床进展情况（单位：个）



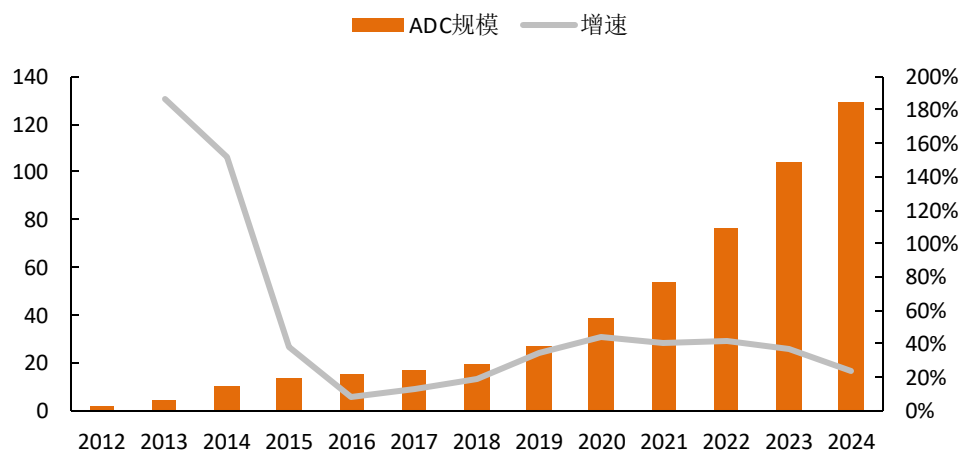
图表29 ADC主要结构与功能



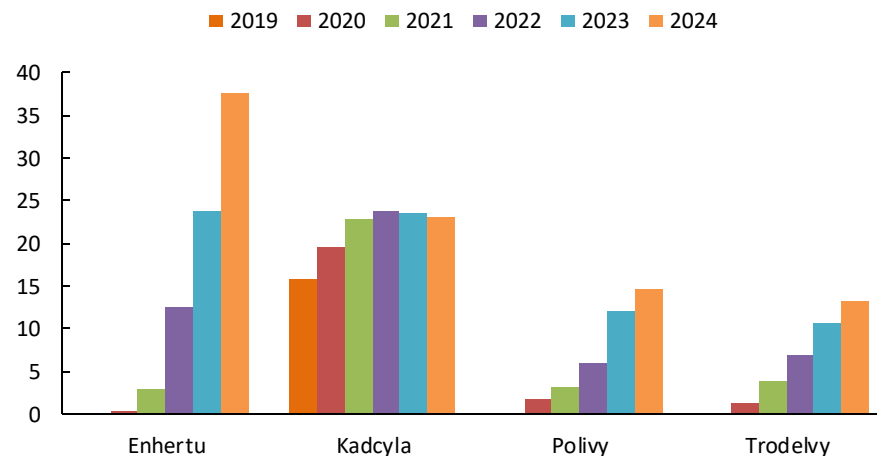
2.6.3 核药——核药RDC具备比肩ADC的潜力

- 当前核药新药研发以RDC为主，其与ADC具有诸多相似之处。
 - 结构和机理类似：ADC结构为抗体、连接子、细胞毒性载荷三部分构成，而RDC结构为靶向配体、连接臂及螯合剂（作用与连接子类似）、放射性核素三部分构成。从机理上看，ADC是一种体内精准化疗手段，而RDC是体内精准放疗手段。
 - 概念验证节奏类似：都是经过多年积累后才迎来技术平台的概念验证。“魔法子弹”概念的提出可追溯至1913年，首款ADC药物Mylotarg 2000年获批，但直到以Enhertu为代表的第三代ADC商业化，ADC技术才真正得到市场追捧，2020年开始ADC市场规模加速增长。1950年雅培推出第一款商业化核药碘-131人血清蛋白（RISA），2018年第一个真正意义上的RDC Lutathera获批，但直到2023年Pluvicto商业化成功后才迎来MNC的争相布局。
 - 适应症布局策略和迭代路径类似：RDC与ADC类似，都是从后线治疗做起，通过迭代和联用向前线推进。比如Enhertu最早获批的适应症是3线HER2+胃癌和乳腺癌。而Pluvicto也是从后线mCRPC做起。从迭代路径上看，RDC主要是核素和新靶点升级，与ADC类似。

图表30 全球ADC药物市场规模及增速（亿美元）



图表31 以Enhertu为代表的第三代ADC市场规模后来居上（亿美元）

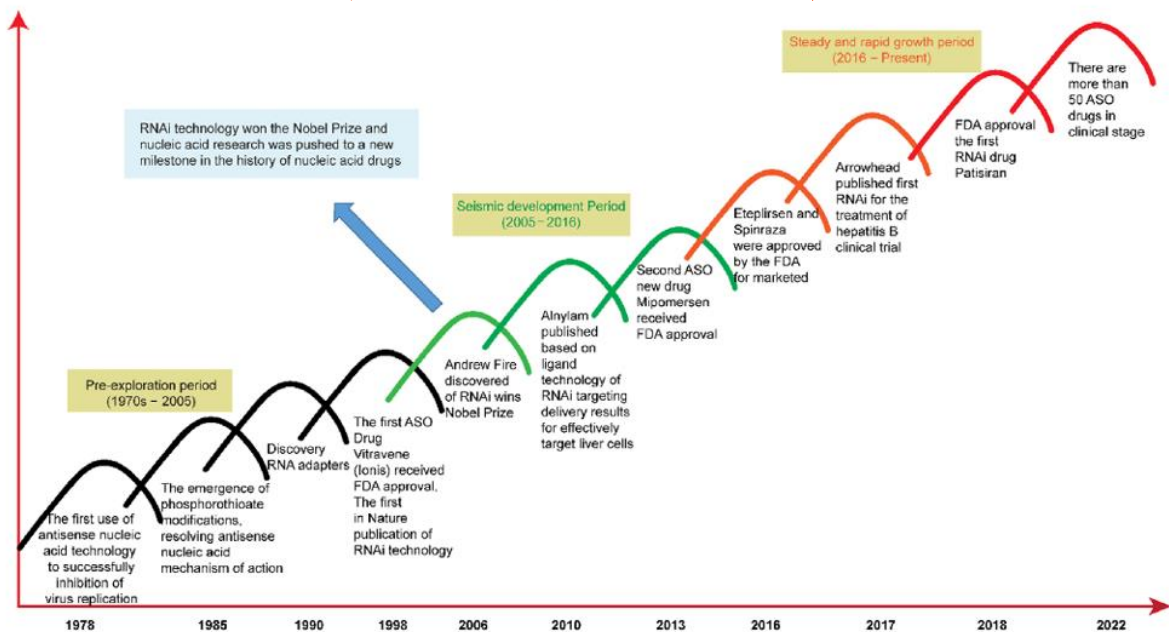




2.6.4 核酸药物——国产创新价值凸显，市占率不断提升

- 小核酸药物是一类与传统的小分子和抗体类药物有显著差异的新型药物。这些药物通过选择性地靶向特定基因或相应的信使RNA来调节基因表达和调控翻译相关过程。这类药物包括反义寡核苷酸（ASO）、小干扰RNA（siRNA）、小RNA（miRNA）和适配体等。
- 与传统药物相比，小核酸药物具有更高的药物研发效率、增强的靶向性和特异性和持久的药效等优势。小核酸药物通过与核酸（RNA 或 DNA）相互作用来调节基因表达，从而在遗传或分子水平上发挥作用，而传统药物通常靶向蛋白质或其他细胞成分。此外，核酸药物可以设计为高精度靶向特定基因或 RNA 序列。这允许特定基因的选择性下调或上调，与某些常规药物相比，可能会减少脱靶效应。与传统小分子化合物的发现过程相比，在识别先导化合物时通常涉及高度的偶然性，而小核酸药物只需为特定靶向基因设计合适的序列即可开发为新药。这种方法规避了开发过程中遇到的盲点，从而加快了开发速度，减少了时间和劳动力成本，并提高了药物特异性。多年来，小核酸化学修饰和递送系统的进步不仅提高了它们的特异性和有效性，还减少了副作用。因此，小核酸药物由于其独特的优势，已成为治疗各种疾病的有前途的工具。

图表32 小核酸药行业的关键里程碑



图表33 小分子化合物、抗体药物和小核酸药物的比较

Property	Small molecule compound	Antibody drug	Small nucleic acid drug
Molecular weight	Usually, <500 Da	Around >150 kDa	Usually, >7 kDa
Molecule targets	Mainly proteins	Specific proteins or their deficiencies	Mainly RNA molecules, but also proteins and DNA
Site of action	Act both intracellularly and extracellularly.	Act both intracellularly and extracellularly, depending on the target	Act intracellularly (cytoplasm or nucleus)
Administration method	Oral, intravenous, topical, etc.	Intravenous infusion	Intravenous, subcutaneous, or local delivery
Mode of action	Typically, work by binding to specific targets	Bind specifically to their target antigens, either blocking receptor-ligand interactions, inducing receptor internalization, or activating immune responses	ASOs: Modulate RNA splicing, stability, or translation, etc. siRNAs: Degrade target mRNA via RNA interference (RNAi), etc.
Safety/Toxicity	Off-target effects and potential toxicity	Sometimes induce immune-related adverse effects	Liver and kidney toxicities



2.6.4 核酸药物——国产创新价值凸显，市占率不断提升

➤ 已上市的小核酸药物全部集中在跨国药企。其中有多款小核酸药物来自美国Ionis公司和美国Alnylam公司开发，诺华、诺和诺德等公司也均有小核酸药物上市。从作用机制上说，主要包括ASO（反义疗法）、siRNA和适配体三大类。

图表34 全球已获批上市的核酸药物

药品名称	靶点	作用机制	研发机构
福米韦生	CMV	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Novartis
米泊美生	ApoB	反义疗法	Kastle Therapeutics;Genzyme(Sanofi)(无权益);Ionis Pharmaceuticals(原研)(无权益)
去纤苷	DNA	DNA	Gentium(Jazz Pharmaceuticals)(原研);Nippon Shinyaku
依特立生	dystrophin	反义疗法;exon skipping drug	University of Western Australia(原研);Sarepta Therapeutics
诺西那生	SMN2	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Biogen(原研)
Inotersen	TTR	反义疗法	Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);PTC Therapeutics
Patisiran	TTR	RNAi疗法	Sanofi;Alnylam Pharmaceuticals(原研)
Volanesorsen	ApoC3	反义疗法	Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);PTC Therapeutics
Givosiran	ALAS1;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Alnylam Pharmaceuticals(原研);Icahn School of Medicine at Mount Sinai(原研)
Golodirsen	dystrophin	exon skipping drug;反义疗法	University of Western Australia(原研);Sarepta Therapeutics
维托拉生	dystrophin	exon skipping drug;反义疗法	Nippon Shinyaku(原研)
Lumasiran	HAO1;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Dicerna Pharmaceuticals(Novo Nordisk);Alnylam Pharmaceuticals(原研)
英克司兰	ASGPR;PCSK9	RNAi疗法;ASGPR配体	The Medicines Company(Novartis);Alnylam Pharmaceuticals(原研)
Casimersen	dystrophin	反义疗法;exon skipping drug	University of Western Australia(原研);Sarepta Therapeutics
Vutrisiran	TTR;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Sanofi;Alnylam Pharmaceuticals(原研)
托夫生	SOD1	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Biogen
avacincaptad pegol	C5	anti-C5适配体	Iveric Bio(Astellas Pharma);Archemix(原研)
nedosiran	LDHA;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Dicerna Pharmaceuticals(Novo Nordisk)(原研);Alnylam Pharmaceuticals
eplontersen	TTR	反义疗法	Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);AstraZeneca
imetelstat	TERC	TERC抑制剂	Geron(原研);Johnson & Johnson(无权益)
olezarsen	ApoC3;ASGPR	反义疗法;ASGPR配体	Ionis Pharmaceuticals;Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);Swedish Orphan Biovitrum;Theratechnologies
fitusiran	AT III;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Sanofi(原研);Alnylam Pharmaceuticals(原研)



2.6.4 核酸药物——国产药物布局加速，研发态势火热

我国药企针对小核酸药物研发奋起直追。2019年2月诺西那生钠注射液在中国获批上市，2023年8月英克司兰钠注射液在中国获批；2024年9月托夫生在中国获批上市——这是我国目前仅有的三款获批的小核酸药物。显然，较之国外药企对于小核酸的研发，我国尚处于跟跑阶段。但是国内药企纷纷布局小核酸赛道，研发态势火热。

图表35 中国核酸药物研发进展

药品名称	靶点	作用机制	研发机构	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期
诺西那生	SMN2	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Biogen(原研)	批准上市	2019-02-22
英克司兰	ASGPR;PCSK9	RNAi疗法;ASGPR配体	The Medicines Company(Novartis)(Top20 MNC);Alnylam Pharmaceuticals(原研)	批准上市	2023-08-22
托夫生	SOD1	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Biogen	批准上市	2024-09-26
维托拉生	dy strophin	exon skipping drug;反义疗法	Nippon Shinyaku(原研)	申请上市	2021-06-25
Eplontersen	TTR	反义疗法	Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);AstraZeneca(Top20 MNC)	申请上市	2024-09-29
Fitusiran	AT III;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Sanofi(Top20 MNC)(原研);Alnylam Pharmaceuticals(原研)	申请上市	2024-05-07
普乐司兰	ApoC3	RNAi疗法	Arrowhead Pharmaceuticals(原研);维亚臻生物	申请上市	2025-01-26
Tominersen	HTT	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Roche(Top20 MNC)	III期临床	2020-01-14
Pelacarsen	apo(a);ASGPR	反义疗法;ASGPR配体	Akcea Therapeutics(Ionis Pharmaceuticals)(原研);Novartis(Top20 MNC)	III期临床	2019-07-17
Cemdisiran	C5;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Regeneron Pharmaceuticals;Alnylam Pharmaceuticals(原研)	III期临床	2021-10-07
Qlpasiran	apo(a);ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	Amgen(Top20 MNC);Arrowhead Pharmaceuticals(原研)	III期临床	2022-10-14
Bepirovirsen	HBV	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);GSK(Top20 MNC)	III期临床	2022-11-30
Sefaxersen	CFB	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);Roche(Top20 MNC)	III期临床	2023-04-04
Lepodisiran	apo(a)	RNAi疗法	Dicerna Pharmaceuticals(Novartis)(原研);Eli Lilly(Top20 MNC)	III期临床	2024-03-04
VSA003	ANGPTL3	RNAi疗法	维亚臻生物(原研)	III期临床	2024-09-09
Elebsiran	HBV;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	腾盛博药;Alnylam Pharmaceuticals(原研);Vir Biotechnology	II期临床	2020-06-28
IONIS-GCGRRx	GCGR	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);瑞博生物	II期临床	2019-06-11
IONIS-HBV-LRx	HBV;ASGPR	反义疗法;ASGPR配体	Ionis Pharmaceuticals(原研);GSK(Top20 MNC)	II期临床	2017-01-13
daplasiran+tomligisiran	HBV;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	GSK(Top20 MNC);Johnson & Johnson(Top20 MNC);Arrowhead Pharmaceuticals(原研)	II期临床	2019-06-11
CT102	IGF-1R	反义疗法	中科院放射与辐射医学研究所;天龙药业(悦康药业)(原研)	II期临床	2022-05-09
AZD2693	PNPLA3	反义疗法	Ionis Pharmaceuticals(原研);AstraZeneca(Top20 MNC)	II期临床	2023-04-12
RBD1016	HBV;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	瑞博生物(原研)	II期临床	2023-07-27
VSA006	17β-HSD13	RNAi疗法	维亚臻生物(原研)	II期临床	2023-10-13
ARC183	thrombin	anti-thrombin适体	Nuv elo(Oruka Therapeutics);Gilead Sciences(Top20 MNC);Archemix(原研)	II期临床	2024-01-08
BW-00112	ANGPTL3	RNAi疗法	翱望制药(原研)	II期临床	2024-03-05
U01	CD19;IL-6	RNAi疗法;CAR T细胞疗法	优卡迪(原研)	II期临床	2024-04-01
HRS-5635	HBV;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	恒瑞医药(原研)	II期临床	2024-05-22
AHB-137	HBV	反义疗法	浩博医药(原研)	II期临床	2024-06-06
SYH2053	PCSK9	RNAi疗法	石药集团(原研)	II期临床	2024-11-18
HT-101	HBV;ASGPR	RNAi疗法;ASGPR配体	赫吉亚生物(原研);星曜坤泽	II期临床	2024-12-19
SR043	ASGPR;PCSK9	RNAi疗法;ASGPR配体	齐鲁制药;瑞博生物(原研)	II期临床	2024-12-19
ALXN2030	C3	RNAi疗法	Alexion Pharmaceuticals(AstraZeneca)(Top20 MNC)(原研)	II期临床	2024-12-20
SGB-9768	C3	RNAi疗法	圣因生物(原研)	II期临床	2025-01-04
RGL-2102	HGF	mRNA疗法	瑞宏迪医药(原研)	II期临床	2025-01-09
BW-20805	PKK	RNAi疗法	翱望制药(原研)	II期临床	2025-01-13
IAMA-001	not available	球形核酸	吉盛澳玛(原研);君实生物	II期临床	2025-01-14
BW-20507	HBV	RNAi疗法	翱望制药(原研)	II期临床	2025-04-16



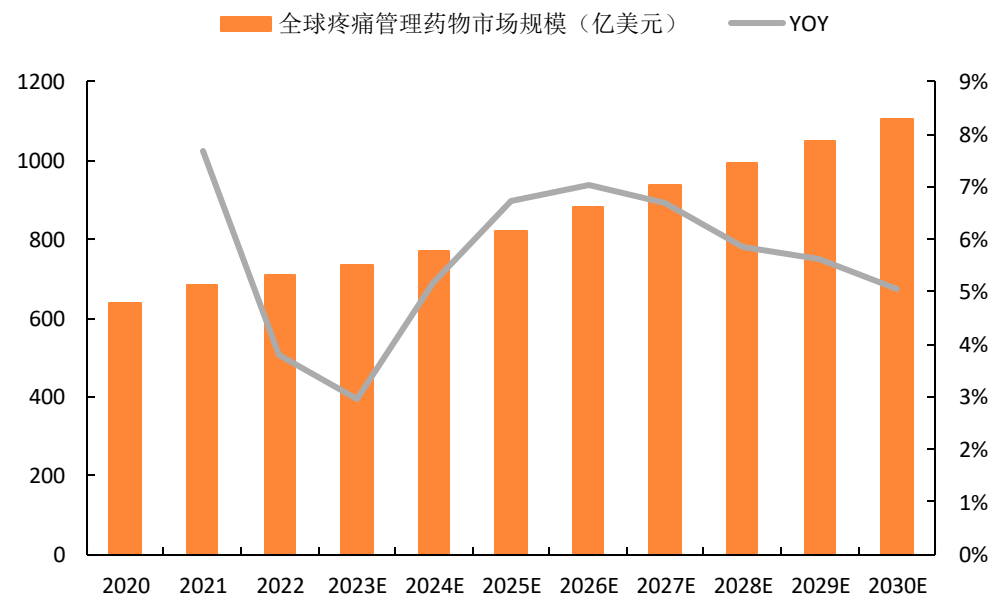
2.7.1 镇痛——全球疼痛管理药物市场持续增长

- 根据全球疾病负担研究，2016年全球非致死性疾病造成经济负担的疾病类型中，下背痛、颈痛、其它骨骼肌肉疼痛分别第1、第6、第7位。
- 老年人口数量占比持续提升下，全球疼痛管理药物市场规模持续增长。根据《2022年世界人口展望》，2022年全球65岁以上人口数量的增速超过65岁以下人口，全球65岁以上人口数量占比预计由2022年的10%提升至2050年的16%。根据加立生物招股说明书，2022年全球疼痛管理药物的市场规模为712亿美元，2030年全球疼痛管理药物的市场规模预计达到11045亿美元，2023-2030年年均复合增长率为6.03%。

图表36 全球各疾病类型导致的伤残

Leading causes 1990	Leading causes 2006	Mean % change in number of YLDs (1990-2006)	Mean % change in all-age YLD rate (1990-2006)	Mean % change in age-standardised YLD rate (1990-2006)	Leading causes 2016	Mean % change in number of YLDs (2006-16)	Mean % change in all-age YLD rate (2006-16)	Mean % change in age-standardised YLD rate (2006-16)
1 Low back pain	1 Low back pain	24.8	0.0	-10.3	1 Low back pain	18.0	5.0	-2.0
2 Migraine	2 Migraine	32.3	5.9	-0.4	2 Migraine	14.3	1.6	0.1
3 Iron-deficiency anaemia	3 Iron-deficiency anaemia	20.0	-3.9	1.8	3 Age-related hearing loss	22.3	8.8	-1.7
4 Major depression	4 Major depression	30.9	4.8	-2.2	4 Iron-deficiency anaemia	7.5	-4.4	-1.8
5 Age-related hearing loss	5 Age-related hearing loss	40.0	12.1	-0.2	5 Major depression	11.2	-1.1	-4.9
6 Anxiety disorders	6 Other musculoskeletal disorders	42.6	14.2	4.6	6 Neck pain	21.9	8.4	0.1
7 Other musculoskeletal disorders	7 Neck pain	41.2	13.1	-0.9	7 Other musculoskeletal disorders	14.4	1.7	-3.5
8 Neck pain	8 Anxiety disorders	30.6	4.6	-0.1	8 Diabetes	23.6	10.0	-1.2
9 Diabetes	9 Diabetes	72.9	38.4	20.2	9 Anxiety disorders	13.1	0.6	-0.7
10 Acne vulgaris	10 Acne vulgaris	24.7	-0.2	2.7	10 Falls	26.7	12.7	3.4
11 Falls	11 Falls	25.1	0.2	-9.2	11 COPD	28.8	14.5	1.4
12 Refraction and accommodation	12 Refraction and accommodation	28.1	2.6	-4.6	12 Osteoarthritis	31.5	16.9	2.4
13 Asthma	13 COPD	38.5	10.9	-2.9	13 Acne vulgaris	5.1	-6.5	2.1
14 COPD	14 Osteoarthritis	55.8	24.8	6.2	14 Refraction and accommodation	14.9	2.2	-4.9
15 Schizophrenia	15 Schizophrenia	36.0	8.9	-0.4	15 Schizophrenia	16.7	3.8	-0.9
16 Dermatitis	16 Asthma	16.1	-7.1	-7.0	16 Asthma	17.2	4.2	3.6
17 Osteoarthritis	17 Dermatitis	19.2	-4.6	-0.3	17 Ischaemic stroke	35.2	20.3	3.7
18 Opioid use disorders	18 Opioid use disorders	24.6	-0.2	-4.6	18 Dermatitis	11.6	-0.7	1.1
19 Alcohol use disorders	19 Alcohol use disorders	31.4	5.2	-1.2	19 Opioid use disorders	18.0	4.9	2.7
20 Other mental and substance	20 Other mental and substance	36.1	9.0	0.0	20 Other mental and substance	17.8	4.8	0.1
21 Diarrhoeal diseases	21 Ischaemic stroke	44.1	15.4	-1.8	21 Dysthymia	20.5	7.2	1.0
22 Dysthymia	22 Dysthymia	37.9	10.4	0.4	22 Alcohol use disorders	9.7	-2.4	-4.8
23 Ischaemic stroke	23 Bipolar disorder	32.7	6.3	0.1	23 Bipolar disorder	14.9	2.2	0.8
24 Epilepsy	24 Neonatal preterm birth	34.2	7.4	11.9	24 Edentulism	27.2	13.2	-0.9
25 Bipolar disorder	25 Diarrhoeal diseases	9.8	-12.1	-7.3	25 Neonatal preterm birth	18.4	5.3	8.5
26 Neonatal preterm birth	26 Epilepsy	17.5	-5.9	-4.7	26 Epilepsy	8.8	-3.3	-2.6
27 Conduct disorder	27 Edentulism	42.4	14.0	-2.3	27 Diarrhoeal diseases	7.5	-4.4	-3.6
28 Tension headache	28 Tension headache	32.7	6.2	-0.7	28 Tension headache	15.4	2.6	0.4
29 Edentulism	29 Conduct disorder	14.7	-8.1	-0.1	29 Ischaemic heart disease	29.3	15.0	0.5
30 Upper respiratory infections	30 Viral skin diseases	19.4	-4.4	-0.3	30 Other sense organ diseases	23.8	10.1	0.9
31 Viral skin diseases	31 Upper respiratory infections				32 Conduct disorder			
33 Ischaemic heart disease	32 Ischaemic heart disease				33 Viral skin diseases			
34 Other sense organ diseases	33 Other sense organ diseases				34 Upper respiratory infections			

图表37 全球疼痛管理药物市场规模



资料来源:《Elsevier Ltd. Global, regional, and national incidence, prevalence, and years lived with disability for 328 diseases and injuries for 195 countries, 1990-2016: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2016》, Frost&Sullivan, 平安证券研究所



2.7.2 减脂增肌——奏响ADA大会，下一波出海热潮启动

- ASCO大会的热潮尚未远去，医药行业另一个重磅会议——ADA大会即将召开。2025年6月20日-23日，第85届美国糖尿病协会科学会议（ADA）将在美国芝加哥召开，ADA会议是全球规模最大的糖尿病会议，被视为行业风向标，展示前沿临床实践与研究方向。
- 各大药企针对减脂增肌赛道纷纷布局，ActR II 通路是下一代热门减肥药物的开发靶点。目前，针对减脂增肌的处方药尚未有获批上市的产品。全球各大药企纷纷布局，这类药物的研发主要围绕调节骨骼肌生长信号的激活素受体通路展开。

图表40 全球ActR II 通路受体研发药物进展

作用机制	产品	公司	适应症	研发进度
ActRIIA/B单抗	Bimagrumab	礼来/Versanis	肥胖、2型糖尿病	II期
	LAE123	来凯医药	PHA	PCC
	54A1	SIXPEAKS BIO	代谢疾病	PCC
ActRIIA单抗	LAE102	来凯医药	肥胖	I期
ActRIIB单抗	LAE103	来凯医药	SAM	PCC
新一代 ActRII-Fc 融合蛋白	KER-065	Keros	骨骼肌肉疾病等	I期
ActRIIA-Fc 融合蛋白	Sotatercept (Ace-011)	MSD	肺动脉高压等	已上市
	elritrecept/HS-20106	Keros/翰森	骨髓增生异常综合征、贫血等	III期
ActRIIB-Fc 融合蛋白	罗特西普 (ACE-536)	BMS	肺动脉高压骨、髓增生异常综合征等	已上市
	cibotercept/ KER-012	Keros	肺动脉高压、慢性心力衰竭	II期



2.7.3 脑卒中——关注布局脑卒中新药临床管线相关企业

图表43 布局脑卒中产品的公司

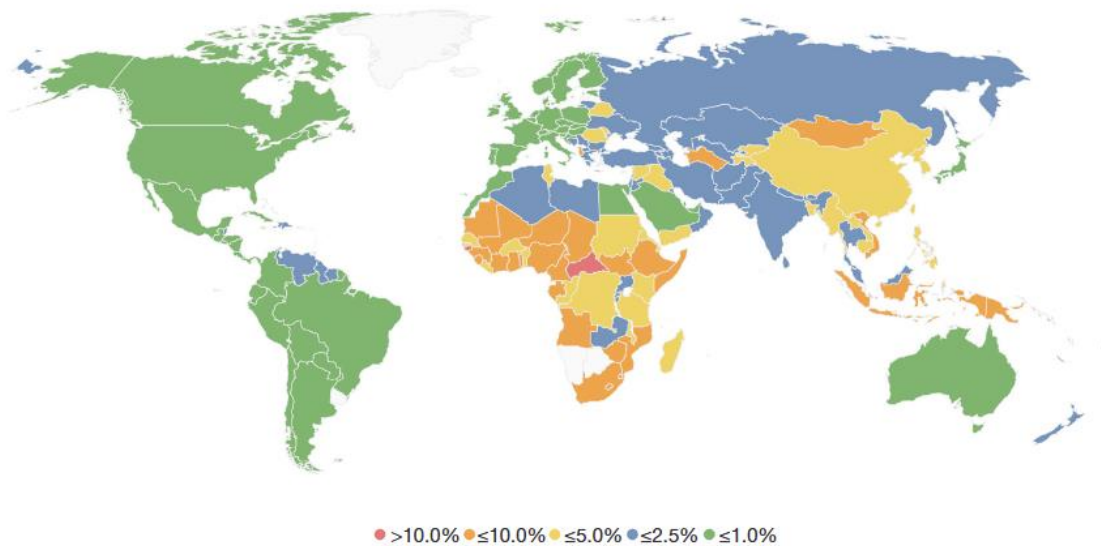
公司	药品名称	适应症	靶点	CDE 承办时间	成分最高进度
复星医药	XH-S002散	缺血性卒中,短暂性脑缺血发作	FXIa	2023/6/8	临床I期
复星医药	XH-S002散	缺血性卒中,短暂性脑缺血发作	FXIa	2023/6/8	临床I期
恒瑞医药	HRS-8829注射用浓溶液	急性缺血性卒中	-	2025/4/11	批准临床
恒瑞医药	注射用HRS-4029	急性缺血性卒中	-	2024/12/12	临床I期
恒瑞医药	HRS-7450注射液	急性缺血性卒中	-	2023/6/10	临床I期
康缘药业	注射用AAPB	急性缺血性卒中	-	2024/1/10	临床I期
康缘药业	注射用AAPB	急性缺血性卒中	-	2024/1/9	临床I期
龙津药业	注射用ZKLJ02	急性缺血性卒中的神经保护	FXII, KLK	2022/6/28	批准临床
鲁南制药	F008	急性缺血性卒中	Thrombin	2023/11/2	临床I期
千红制药	QHRD106注射液	急性缺血性卒中	BKRB2	2025/3/29	临床II期
千红制药	ZHB103注射液	缺血性卒中,短暂性脑缺血发作	-	2023/11/17	临床I期
千红制药	ZHB103注射液	急性缺血性卒中	-	2023/10/19	临床I期
千红制药	ZHB206注射液	急性缺血性卒中	BKRB2	2020/4/22	临床II期
上海医药集团	SHPL-49注射液	急性缺血性卒中	GRIN2A	2021/8/3	临床II期
上海医药集团	注射用LT3001	急性缺血性卒中	-	2020/6/25	临床II期
石药集团	ALMB-0166注射液	急性缺血性卒中	GJA1	2023/8/29	临床I/II期
双鹭药业	DT678片	冠心病,缺血性卒中,血栓形成/栓塞,心肌梗死,血小板聚集	P2RY12	2021/9/8	临床II期
天士力医药	同种异体脂肪间充质基质细胞注射液	急性缺血性卒中	-	2024/12/19	批准临床
万高药业	注射用GD-11	缺血性卒中	-	2020/11/19	临床III期
万高药业	注射用GD-11	缺血性卒中,肌萎缩侧索硬化症	-	2022/3/28	临床III期
星昊医药	注射用SIM1910-09	脑水肿,急性缺血性卒中	AQP4	2022/8/17	临床I期
先声药业	注射用SIM1910-09	脑水肿,急性缺血性卒中	AQP4	2021/1/28	临床I期
先声药业	右旋莪醇	缺血性卒中	-	2018/11/1	-
香港信立泰	SAL0104胶囊	缺血性卒中,短暂性脑缺血发作	FXIa	2021/5/17	临床I期
香港信立泰	SAL0104胶囊	卒中和全身性栓塞风险	FXIa	2021/5/13	临床I期
香港信立泰	SAL0104胶囊	缺血性卒中,短暂性脑缺血发作	FXIa	2021/1/16	临床I期
香港信立泰	SAL0104胶囊	卒中和全身性栓塞风险	FXIa	2021/1/13	临床I期
以岭药业	XY03-EA片	急性缺血性卒中	-	2019/7/1	临床II/III期
以岭药业	XY03-EA片	急性缺血性卒中	-	2019/7/1	临床II/III期
中生制药	FHND1002颗粒	缺血性卒中	EIF2A	2023/10/13	临床I期
中生制药	FHND1002颗粒	缺血性卒中	EIF2A	2023/10/13	临床I期

资料来源: insight, 平安证券研究所 (日期截至2025年6月15日)

2.7.4 乙肝——全球卫生问题，国内外药企加速布局

- 乙型肝炎病毒（HBV）感染是一个重大的全球公共卫生问题，中国占世界慢性 HBV 病例的三分之一。乙型肝炎病毒（HBV）也是肝硬化、肝癌和病毒性肝炎相关死亡的最普遍原因之一。世界卫生组织（WHO）估计，全球乙型肝炎表面抗原（HBsAg）的血清阳性率为 3.2%，到 2024 年，将有 2.54 亿人慢性感染 HBV，约 820,000 人死于 HBV 相关疾病。中国正面临乙肝感染的巨大负担。
- 根据《2024 latest report on hepatitis B virus epidemiology in China: current status, changing trajectory, and challenges》显示，2024 年中国约有 7500 万人患有乙型肝炎。此外一项对 1973 年至 2021 年中国 HBV 感染的荟萃分析显示，HBsAg 的血清阳性率在中国主要地区/地区有所不同。

图表44 2024 年全球不同地区的 HBsAg 患病率





2.7.4 乙肝——全球卫生问题，国内外药企加速布局

- 1999—2019年我国病毒性肝病呈下降、非病毒性肝病呈上升趋势，但现阶段肝硬化、肝癌和急性肝炎相关死亡主要的原因仍为病毒性肝炎，尤其是慢性乙型肝炎（chronic hepatitis B, CHB）。然而目前尚无根除乙型肝炎病毒（hepatitis B virus, HBV）的治疗药物，也无肝纤维化和肝衰竭等治疗药物，肝癌的化疗和靶向及免疫治疗还不尽如人意，因此临床迫切需要研发肝病新药。
- 目前CHB治愈药物的主要作用机制有三种，即以NAs、HBV衣壳组装调节剂（capsid assembly modulator, CAM）为代表抑制病毒复制，以小干扰RNA（small interfering RNA, siRNA）为代表降低病毒抗原载量和以干扰素（interferon, IFN）为代表增强免疫应答。

图表45 中国慢性乙肝竞争格局

药物	企业	靶点及作用机制	适应症	临床最高进度
派格宾	特宝生物	IFN α 2类似物	慢性乙肝	NDA
派益生	凯因科技	IFN α 2类似物	慢性乙肝	NDA
bepirovirsen	GSK	HBV（反义疗法）	慢性乙肝	III期
elebsiran	腾盛博药	ASGPR;HBV（RNAI疗法）	慢性乙肝	II期
HT-101	星耀坤泽	ASGPR;HBV（RNAI疗法）	慢性乙肝	II期
tobevibart	Vir Biotechnology; 腾盛博药	HBsAg（单抗）	慢性乙肝	II期
Selgantolimod	Gilead Sciences	TLR8激动剂	慢性乙肝	II期
BW-20507	舶望制药	HBV（RNAI疗法）	慢性乙肝	II期
AHB-137	浩博医药	HBV（RNAI疗法）	慢性乙肝	II期
TQA-3038	正大天晴	HBV（RNAI疗法）	慢性乙肝	I/II期



2.8 投资策略：重磅产品出海-减重增肌药物BD活跃

► 减重增肌药物主要靶向代谢与肌肉生长通路，如GLP-1/GIP多靶点激动剂、ActRII拮抗剂阻断肌肉抑制信号和长效胰淀素类似物调节食欲与能量消耗。2023-2025年BD交易活跃，礼来、诺华诺德、A、默克等巨头通过收购或合作布局相关领域。

图表46 2023-2025年减重增肌类药物交易情况（部分列举披露具体交易金额项目）

交易时间	转让方	受让方	总金额(百万)/美元	首付款(百万)/美元	里程碑(百万)/美元	项目名称
2025-06-03	Camurus	礼来	870	290	580	long-acting incretin; FluidCrystal technology
2025-06-02	翰森制药	再生元	2,010	80	1,930	HS-20094
2025-05-14	Septerna	诺和诺德	2,200	200	2,000	SP-2297
2025-03-24	联邦制药	诺和诺德	2,000	200	1,800	UBT251
2025-01-09	先为达生物	Verdiva Bio	2,470	70	2,400	VRB-103; XW004 (伊诺格鲁肽口服片)
2024-12-30	Gubra	Amylyx Pharmaceuticals	50		50	long-acting GLP-1R antagonist (Gubra)
2024-12-18	翰森制药	默克	2,012	112	1,900	HS-10535
2024-12-03	Keros Therapeutics	武田	1,300	200	1,100	elritercept
2024-11-12	东阳光药	Apollo Therapeutics	938	12	926	HEC88473
2024-11-04	Ascendis Pharma	诺和诺德	285			TransCon semaglutide; TransCon technology platform
2024-07-10	Eiger BioPharmaceuticals	Amylyx Pharmaceuticals	35			avexitide
2024-05-16	恒瑞医药	Kailera (NewCo)	6,035	100	5,935	HRS-4729; HRS-7535; HRS9531
2024-05-09	Metaphore Biotechnologies; Flagship Pioneering	诺和诺德	600			MIMIC platform; up to two multitarget therapeutics
2024-03-18	D&D Pharmatech	Metsera	590			DD14; DD07; DD03; DD02S; MET06; ORALINK™
2024-03-18	D&D Pharmatech	Metsera	214			DD15
2023-12-06	苏州康宁杰瑞	特宝生物	69	1	65	KN056; KN069
2023-11-09	诚益生物	AZ	2,010	185	1,825	ECC5004
2023-06-13	鸿运华宁	中国生物制药	57			GMA106

资料来源：医药魔方，平安证券研究所



2.8 投资策略：传统药企迎来管线重估，公司价值进一步挖掘

- 传统药企具有稳定现金流优势，研发管线突破有望迎来价值重估。我们关注到位于涨幅榜前列的部分优质个股的在研管线均出现具有BIC潜力重磅产品，在医药β行情下带来估值重塑。由此我们的选股思路为：寻找具有稳定现金流的传统药企，并且在研管线有突破有可能迎来价值重估，以下为我们梳理的具有潜力的个股。

图表47 药企及研发管线布局

公司	研发管线布局
长春高新	EG017 (AR调节剂) ; GS1-144 (NK3拮抗剂) ; 金妥利珠单抗 (anti-CD47单抗) ; GS3-007a (GHSR激动剂) ; GenSci125 (PR激动剂) ; GenSci098 (anti-TSHR单抗) ; GenSci122 (KIF18A抑制剂) ; GenSci120 (anti-PD1单抗) 等
安科生物	HK010 (anti-PDL1/4-1BB双特异性抗体) ; ZG033 (anti-4-1BB单抗) ; pradusinstobart (anti-PD1单抗) 等
康弘药业	KH801 (anti-CD24单抗) ; KH815 (anti-TROP2抗体偶联药物) ; KH629 (THR-β激动剂) 等
京新药业	JX7002 (PCSK9抑制剂) ; CN118221644 (lipoprotein(a)抑制剂) 等
汇宇制药	HYP-6589 (SOS1抑制剂) ; HY-0005 (三特异性抗体) 等
海正药业	DTRMWXHS-12 (BTK抑制剂) ; HS236 (HS236) 等
华海药业	HB0030 (anti-TIGIT单抗) ; sotiburafusp alfa (anti-PDL1/VEGF双特异性抗体) ; HB0034 (anti-IL-36R单抗) ; HB0036 (anti-TIGIT/PDL1双特异性抗体) ; HB0028 (anti-PDL1/TGF-β双特异性抗体) 等
苑东生物	CX3002 (factor Xa抑制剂) ; D0037 (BRD4抑制剂) 等
康辰药业	康尼替尼 (c-Met抑制剂;VEGFR2抑制剂) ; KC1036 (Axl抑制剂;VEGFR2抑制剂;Flt3抑制剂) 等



目录CONTENTS

● Part1. 行情回顾

● Part2. 创新药:BD热潮，商业化突破，支持政策推动行业发展

● Part3. CXO及上游：新赛道引领海外复苏，国内触底有望改善

● Part4.器械：综述 + 以旧换新政策落地，需求释放

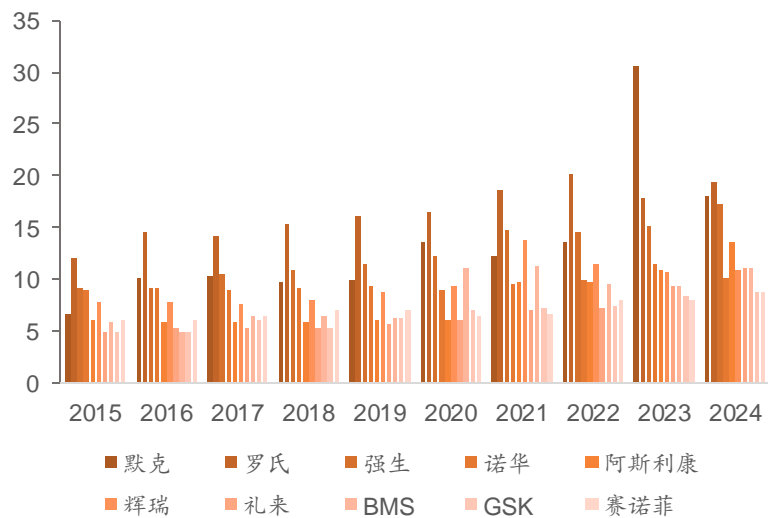
● Part5.重点公司盈利预测及风险提示



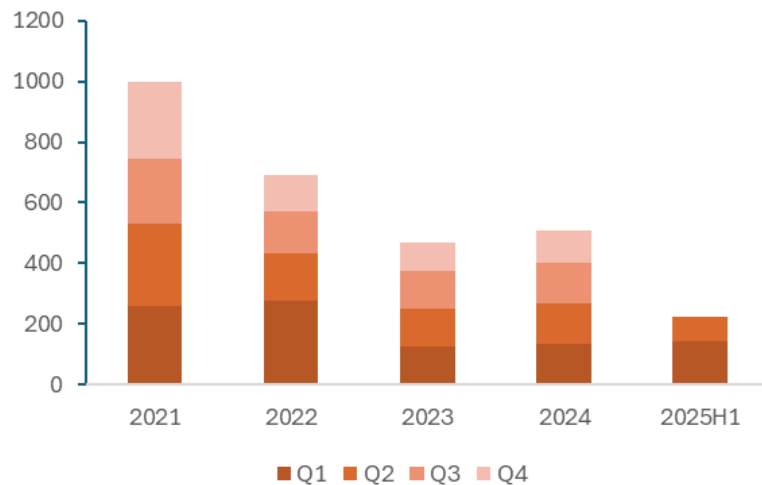
3.1 CXO：全球研发投入稳健，多肽、ADC等新兴业务成为重要增量

- **资金端：MNC研发投入稳中有升，海外医药投融资同比基本平稳。**全球药品研发投入决定了CXO需求的多寡，可分为药企和biotech公司的研发投入。前者从全球top药企看呈现稳中有升的态势；后者主要取决于biotech的融资情况，根据动脉网数据，25H1（截止6/13）海外市场医药行业融资221.34亿美元，和24H1相比基本保持平稳，国内市场医药行业融资32.11亿美元，虽相比24H1仍有下降，但考虑近期国内不少药企以license-out、NewCo等形式实现资金周转，整体资金情况也趋于稳定。
- **产品端：多肽、ADC等成为研发热点，CXO纷纷布局增量业务方向。**多肽、ADC等新的研发热点带来研发外包需求，成为国内CXO取得较快增长的重要驱动力。为满足客户迭代的需求，CXO企业纷纷布局新兴业务，其中起步较早者拥有先发优势。

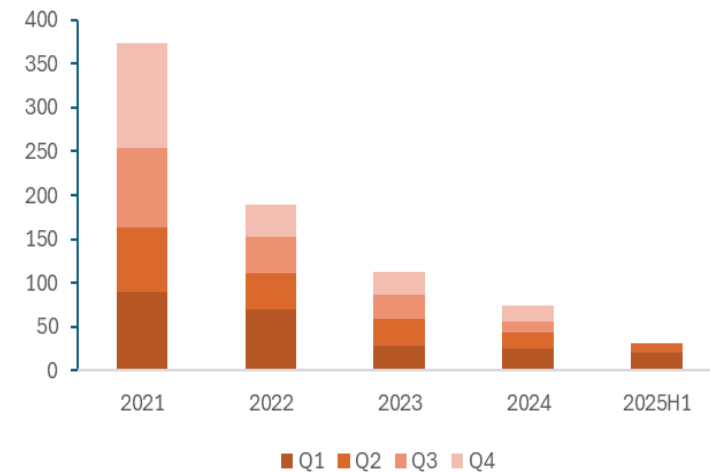
图表48 全球top药企历年研发费用（十亿美元）



图表49 截至2025年6月13日海外投融资规模（亿美金）



图表50 截至2025年6月13日国内投融资规模（亿美金）

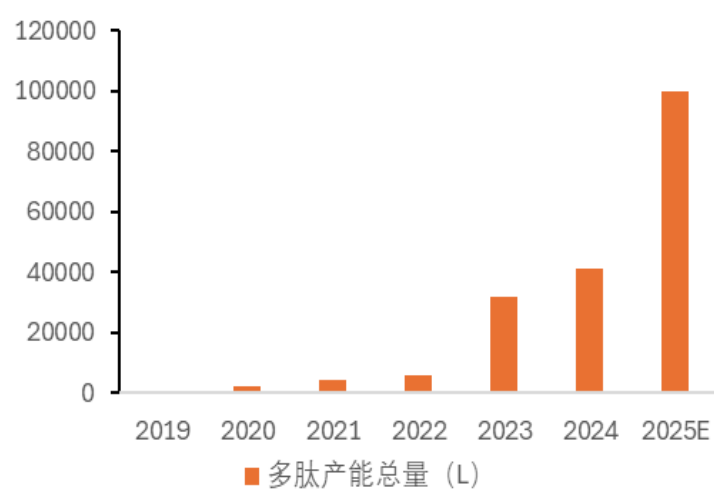




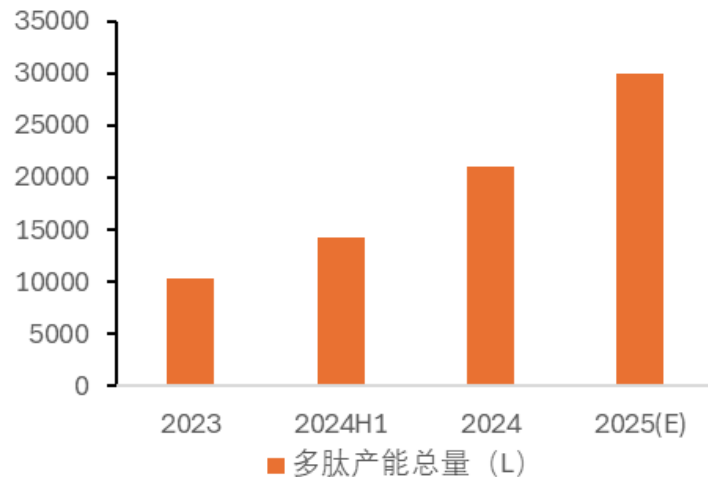
3.1 CXO：外看新兴业务增量，内看投融资改善

- **外向型CXO整体需求增长，新兴业务带来额外增量。**全球维度上，化学小分子药物研发需求较稳定，为国内CXO发展提供的增量相对有限。而另一方面，核酸、多肽、ADC等领域近年来快速发展，有望成为25年及未来数年国内CXO的重要增长驱动力。具备新兴业务能力是承接这些额外增量业务的前提条件，技术布局早、产能规模充足的佼佼者更是能够从中分得大部分增量业务。当前时点，外向型CXO的配置建议重点关注在新兴领域积淀深厚的公司。
- **内向型CXO环境趋于稳定，国内医药创新有望改善。**尽管25H1国内医药融资数据尚未改善，但近期国内药企密集与海外药企进行项目BD，一方面实现了现金回笼，一方面也提振了资本市场对国内药物创新的信心。同时，H股IPO正在重回活跃。综合考虑上述因素，我们认为国内医药创新环境有望逐步改善，带动内向型CXO走出困境。

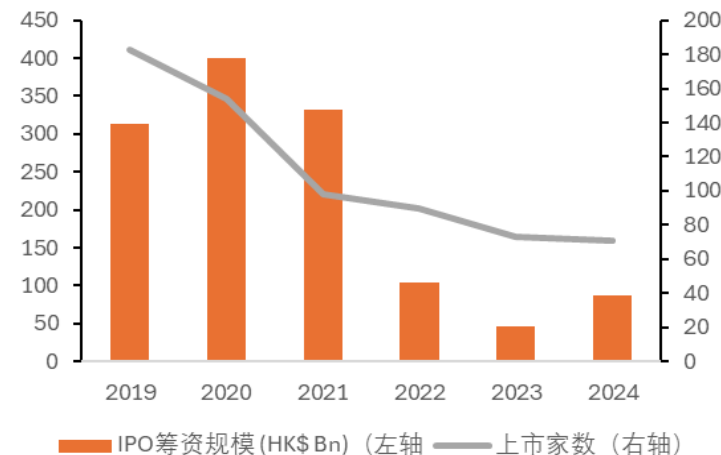
图表51 药明康德多肽产能 (L)



图表52 凯莱英多肽产能 (L)



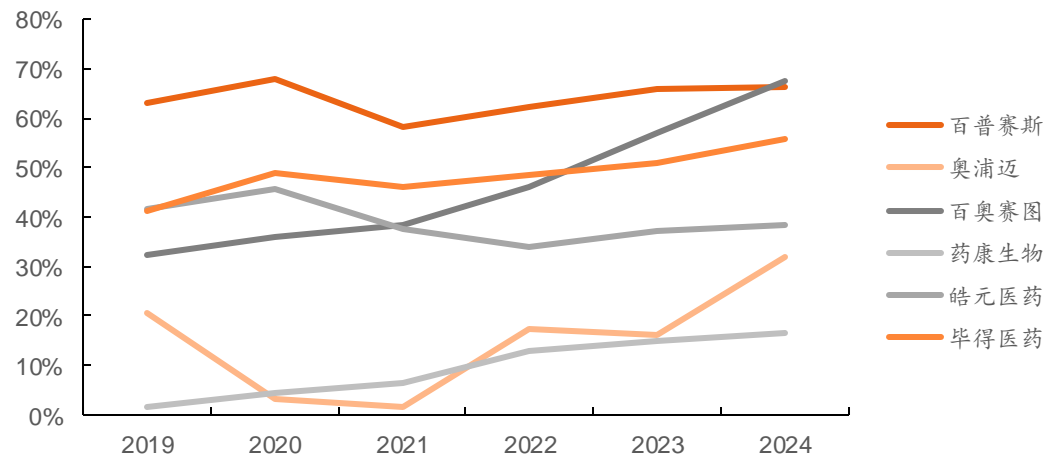
图表53 截至2025年6月13日H股ipo数量 (家) /规模 (十亿港币)



3.2 生命科学上游：三重因素驱动行业增长，出海贡献额外增量

- 2025年，我国生命科学上游产业继续在创新、国内市场渗透、出海三重驱动因素下保持成长。为应对医药创新产业的周期波动，各细分领域龙头企业在近年纷纷加大海外市场布局，开拓新增量。在经历了探索、调整等必经之路后，部分企业在出海方面取得阶段性成功，顺利消化了此前的市场、技术、管理投入并将其转化为更多产出，在行业的进化中占得先机。
- 我们梳理了部分成长潜力大、海外开拓较成功的细分领域，建议关注：
 - （1）培养基&蛋白：**国产重组蛋白通过价格、供应链及服务优势提升市场竞争力，逐步打破进口产品主导的行业局面。国产培养基龙头企业也已成功开发出多款能够替代进口品牌的培养基产品。这种替代不仅体现在国内市场的渗透，也体现在海外市场的开拓。随着国产培养基、蛋白等进入全球多个在研药物的供应链中，部分推进进度快的项目开始带动上游产品放量。
 - （2）模式动物：**国内模式动物行业的小鼠模型研究、模型创制在技术层面已经居于世界前列，国内领先企业的部分品类小鼠模型（如基因敲除品系、人源化品系）全球领先。部分龙头企业在24年进行了海外团队的优化和加强，顺利进入海外更多工业、科研客户供应链。预期25年下半年及未来，这些企业将从国际市场获得更多收益。
 - （3）化学特种试剂：**包括分子砌块、工具化合物等产品。国内企业凭借高性价比和快速响应能力，在国际市场的品牌影响力不断提升。部分龙头公司通过加强建设区域中心、外仓，完善销售渠道等方式强化海外综合运营能力，逐步融入海外主流市场。

图表54 部分上游公司海外收入占比



注：因披露口径因素，2019年百普赛斯的海外占比系根据主营业务收入计算。
资料来源：各上市公司年报，WIND，平安证券研究所



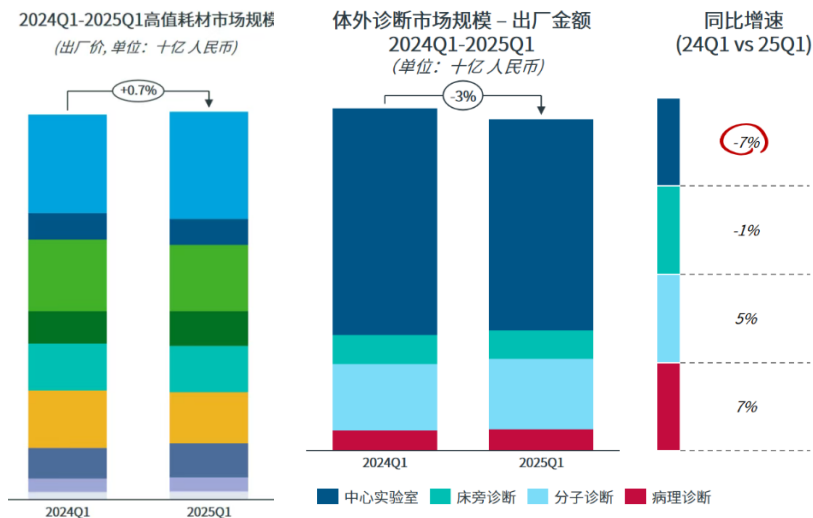
目录CONTENTS

- Part1. 行情回顾
- Part2. 创新药:BD热潮，商业化突破，支持政策推动行业发展
- Part3. CXO及上游：新赛道引领海外复苏，国内触底有望改善
- Part4.器械：综述 + 以旧换新政策落地，需求释放
- Part5.重点公司盈利预测及风险提示

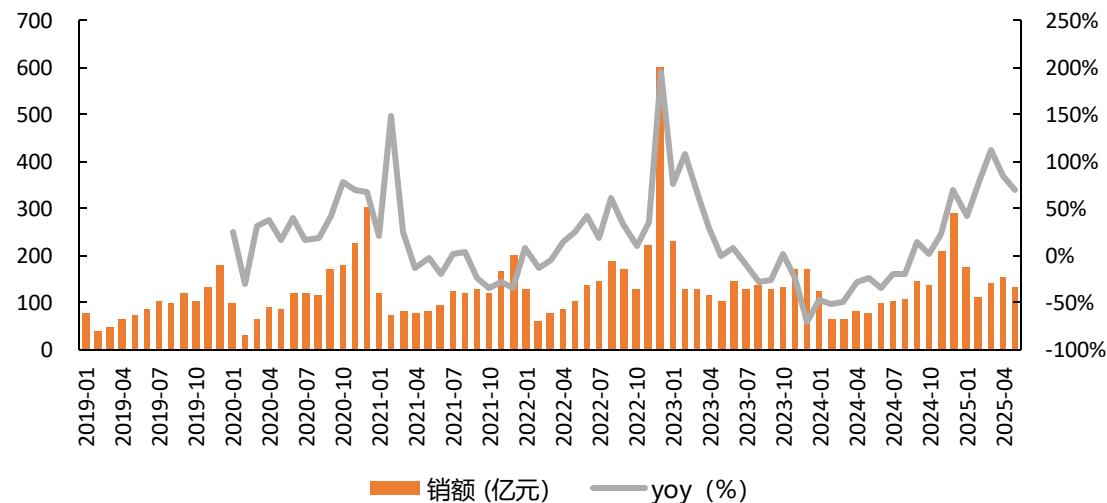
4.1 医疗器械：耗材市场稳步增长，医疗设备招投标持续复苏

- 2025年以来，受人口老龄化、居民就诊意识提升等因素驱动，院内医疗服务需求持续增长，同时受DRG等医疗规范化行为增速有所放缓，根据IQVIA预测，医疗服务需求将在2024年及未来实现5%-6%的增长。
- 医疗耗材方面，受高值耗材、IVD集采影响，叠加医疗服务需求有所放缓，耗材相关市场保持增长但增速有所放缓；根据IQVIA统计，高值耗材市场2025Q1市场规模同比增长0.7%；IVD市场规模2025Q1同比下降3%。同时，随着集采深化，各赛道国产替代趋势显著。预计后续随着集采影响减弱，手术量将保持稳健增长，产品升级、产品渗透率不断提升及创新性耗材与技术驱动将带动行业持续增长。
- 在设备更新和集中采购等政策的推动下，医疗设备市场2025年以来快速复苏。据众成数科统计，国内整体新设备招投标规模25年1月/2月/3月/4月/5月采购规模分别为174亿元/113亿元/140亿元/153亿元/134亿元，同比分别+41%/+77%/+113%/+85%/+69%，招投标恢复显著。

图表55 高值耗材与体外诊断市场规模情况



图表56 医疗设备招投标采购规模及增速 (按月份)

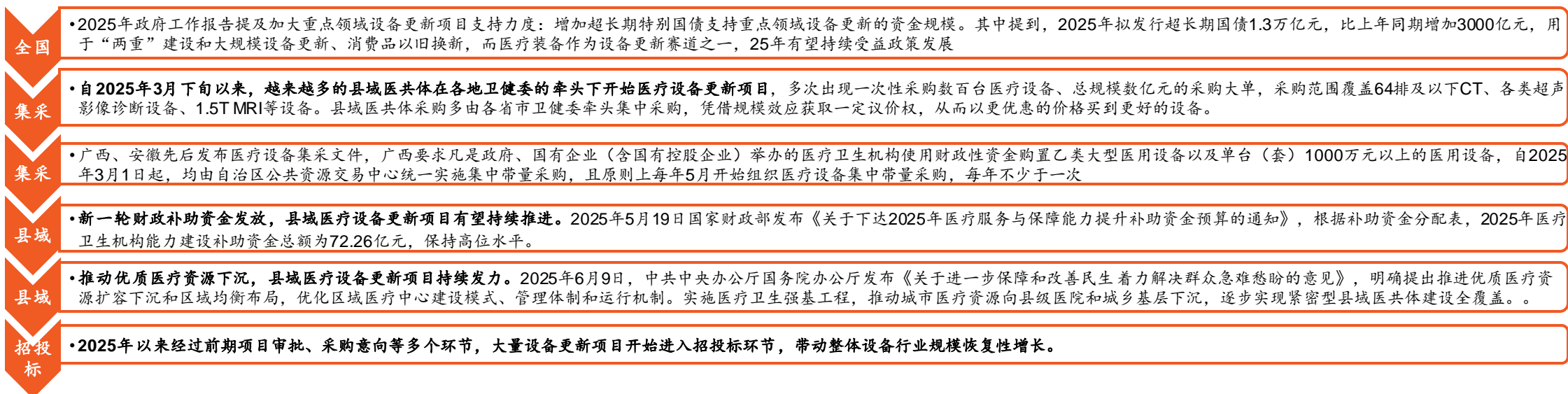




4.2 医疗器械：设备更新政策不断深化，全年景气确定性强

- 医疗领域设备更新持续推进，有望在中短期持续落地拉动招投标放量增长：
- 2024年国家提出大规模设备更新政策，其中医疗端上报需求众多，经过前期项目审批、确认采购意向等多个环节，2025年以来大量设备更新项目进入招投标环节，带动整体设备行业恢复性增长。
- 展望2025年，新一轮设备更新政策仍然值得期待。2025年政府工作报告提及加大重点领域设备更新项目支持力度：增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。鼓励有条件的地方以工业园区、产业集群为载体，整体部署并规模化实施设备更新。其中提到，2025年拟发行超长期国债1.3万亿元，比上年同期增加3000亿元，用于“两重”建设和大规模设备更新、消费品以旧换新，而医疗装备作为设备更新赛道之一，25年有望持续受益政策发展。

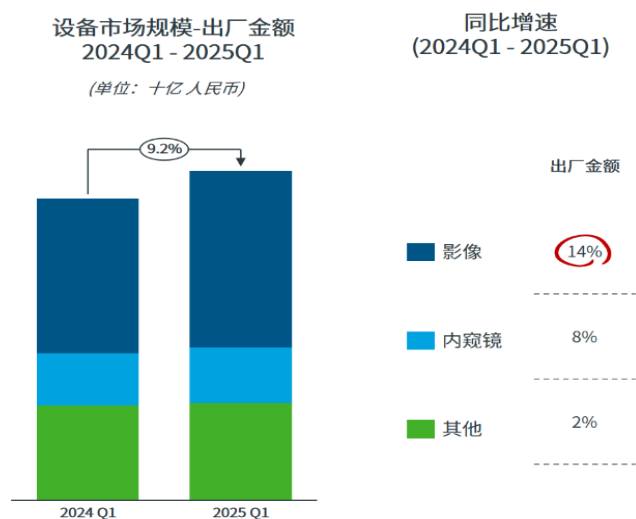
图表57 2025年医疗设备更新政策推进时间进展线



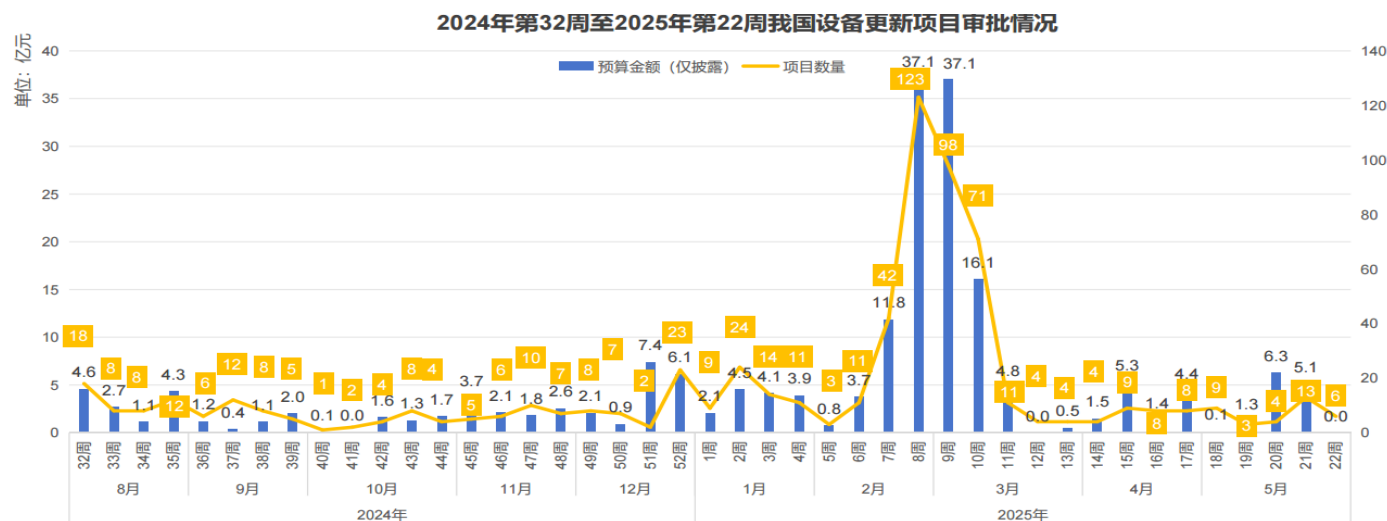
4.3 医疗器械：设备更新政策不断深化，全年景气确定性强

- 在医疗设备更新政策推动下，医疗设备招投标逐月恢复，带动市场规模不断增长，据IQVIA统计，从设备出厂市场规模来看，25Q1设备市场快速复苏，同比增长约9.2%，其中影像需求加速释放，在首轮设备更新中受益显著，增速更快。
- 2025年设备招投标持续性强，根据众成数科统计，2025年以来医疗设备更新项目持续审批，从24年4月到25年5月国内医疗领域设备更新项目审批数量共计2100个，其中有披露预算金额的项目数量1079个，总金额达879亿元，带动后续设备招投标增长持续性较强。同时，部分项目要求全部国产，利好国产头部企业不断提升份额。根据中国政府采购网，如25年5月份湖南、辽宁相继发布了县域医共体设备更新项目公开招标公告，采购近300台CT、DR，重点投向县域医疗次中心、中心乡镇卫生院，且所有医疗设备均要求国产，不接受进口产品投标。
- 2025年设备招投标预计全年持续高景气，随着招采持续推进、设备公司渠道库存逐步消化，报表端有望迎来改善拐点。建议关注医疗设备高端化、智能化完善布局的国产领军企业，如迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗等。

图表58 国内设备市场规模趋势



图表59 第三方统计设备更新项目审批情况



资料来源：IQVIA、众成数科，平安证券研究所



目录CONTENTS

- Part1. 行情回顾
- Part2. 创新药:BD热潮，商业化突破，支持政策推动行业发展
- Part3. CXO及上游：新赛道引领海外复苏，国内触底有望改善
- Part4.器械：综述 + 以旧换新政策落地，需求释放
- Part5.重点公司盈利预测及风险提示

5.1 重点公司盈利预测

图表60 重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS					P/E				评级
		2025/6/24	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
凯莱英	002821.SZ	85.27	2.63	3.12	3.82	4.82	32.42	27.33	22.32	17.69	强烈推荐	
百济神州-U	688235.SH	254.02	-3.59	0.27	2.15	4.48	-70.76	940.81	118.15	56.70	推荐	
中国生物制药	1177.HK	5.16	0.19	0.2	0.23	0.27	27.16	25.80	22.43	19.11	推荐	
凯因科技	688687.SH	26.74	0.83	1.01	1.3	1.59	32.22	26.48	20.57	16.82	推荐	
千红制药	002550.SZ	8.92	0.28	0.34	0.35	0.42	31.86	26.24	25.49	21.24	推荐	
东诚药业	002675.SZ	14.58	0.22	0.33	0.41	0.5	66.27	44.18	35.56	29.16	推荐	
科伦博泰	6990.HK	327.6	-1.17	-5.26	-3.69	1.79	-280.00	-62.28	-88.78	183.02	推荐	
博腾股份	300363.SZ	16.13	-0.53	0.05	0.45	0.94	-30.43	322.60	35.84	17.16	推荐	
药康生物	688046.SH	12.81	0.27	0.32	0.4	0.5	47.44	40.03	32.03	25.62	推荐	
迈瑞医疗	300760.SZ	224.84	9.62	11.1	12.77	14.75	23.37	20.26	17.61	15.24	推荐	

资料来源: wind, 平安证券研究所

备注: 百济神州EPS来自于wind一致预期, 其余公司业绩预测来自平安证券报告

5.2 风险提示

- 政策风险-医药行业受政策影响较大，不排除带量采购等医保控费政策推出节奏超预期；
- 研发风险-医药研发投入大、风险高，同时药物研发周期较长，相关企业存在研发失败风险；
- 市场风险-市场周期性波动可能会对医药行业产生负面影响；
- 竞争格局加剧风险-行业内公司众多，有竞争格局加剧引起行业变化的风险；
- 医疗事故风险-医疗器械、药品有引发医疗事故带来风险；
- 国际政策风险-由于部分行业涉及出口，会涉及国际政策影响，具有不确定性。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。