



# 医药健康行业研究

**买入（维持评级）**
**行业周报**  
 证券研究报告

**医药组**

 分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003） gantanhuan@gjzq.com.cn  
 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） heguanzhou@gjzq.com.cn  
 分析师：唐玉青（执业 S1130525080003） tangyuqing@gjzq.com.cn

 分析师：马居东（执业 S1130525070004） majudong@gjzq.com.cn  
 分析师：王奔奔（执业 S1130525070006） wangbenben@gjzq.com.cn

## 扭亏、海外临床进展、学术会议，创新药行情有望延续

### 投资逻辑

经历 2 个月的回调，创新药上周迎来反弹。创新药企业扭亏节点到来，12 月密集学术大会数据披露，叠加已 BD 出海管线海外临床进展顺利，我们认为创新药行情有望持续。近期百济神州及诺诚健华披露三季度财报，百济神州前三季度实现盈利 1.25 亿美元，我们预计 2026 年有望实现 7.95 亿美元利润。诺诚健华预告 2025 年盈亏平衡，提前 2 年实现盈利，预计 2026 年更多创新药企业扭亏并大幅释放利润。上周辉瑞披露与三生制药合作的 PD-1/VEGF 双抗临床开发计划，近期启动 7 项临床试验基础上，2026 年将新增 10 个以上适应症和 10 个以上新组合开发。国内多个 ADC、双抗重磅单品已实现与 MNC 合作出海，后续海外临床进展持续推进有望拓展商业化价值。展望 12 月，ASH（12 月 6-9 日）、ESMO Asia（12 月 5-7 日）、ESMO IO（12 月 10-12 日）等大会即将开展，国产创新药闪亮登场。我们认为创新药前期回调较为充分，向上产业趋势明确，催化近期密集，继续看好板块投资机会。

**药品板块：**辉瑞披露 SSGJ-707 双抗研发计划，将启动 7 项临床（含 2 项关键 III 期，6 项已公示），首个联用 ADC 临床已开启。这彰显其对该产品的信心，也体现国内药企研发实力获 MNC 认可，期待国内创新管线落地及出海。

**生物制品：**华东医药控股子公司道尔生物公布 DR10624 用于治疗重度高甘油三酯血症（SHTG）的 2 期临床试验主要结果，在第 12 周，相较于安慰剂，DR10624 的所有剂量组的甘油三酯水平平均实现显著降低，中位百分比降幅最高达 74.5%，有 89.5% 的受试者的甘油三酯水平降至 500 mg/dL 以下。甘油三酯为血脂干预重要靶点，我国高甘油三酯患病率约 13%，控制率不足 10%，DR10624 综合改善代谢疗效显著，建议持续关注研发进展。

**医疗器械：**企业创新技术优势逐步展现，推动行业国产化替代进程。联影医疗正式发布全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX 与国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima；微创图迈机器人荧光成像系统获得欧盟 CE 认证。国产企业有望在技术端逐步站在全球领先地位，推动行业国产替代进程。

**中药：**近期流感发病率进一步上升，国家疾控中心预计，今年秋冬季我国流感疫情高峰可能出现在 12 月中下旬和 1 月初。若 25Q4 延续此趋势，轻库存压力的公司有望恢复正常发货节奏，业绩表现有望提前回暖。同事，建议持续关注新版基药目录进展，关注产品具备入选新版基药目录潜力的公司。

**医疗服务及消费医疗：**2025 年下半年，固生堂持续国内外业务拓展步伐形成“国内重点城市深度渗透+海外战略加速推进”的立体化发展新格局，有望更好满足患者需求，建议关注板块修复机会。

### 投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO 行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，我们认为中药 OTC 龙头以及药店龙头等左侧板块部分估值低位的优质资产，经营有望改善，建议持续关注。此外，建议关注基药目录更新动向以及潜在受益标的。

### 重点标的

信达生物、康方生物、科伦博泰、恒瑞医药、诺诚健华、华东医药、特宝生物、华润三九、济川药业、益丰药房、大参林、迈瑞医疗、长春高新、三诺生物等。

### 风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



## 内容目录

扭亏、海外临床进展、学术会议，创新药行情有望延续.....	4
药品板块：辉瑞宣布 707 双抗临床计划，并于近期启动 ADC 联用临床.....	6
A/H 股创新药标的股价维持高景气，新药上市及跨国交易数量维持高水平.....	6
辉瑞宣布 707 双抗临床计划，并于近期启动 ADC 联用 I/II 期临床.....	9
生物制品：DR10624 高甘油三酯血症 2 期临床数据优异，关注后续研发进展.....	10
医疗器械：企业创新技术优势逐步展现，推动行业国产化替代进程.....	13
联影医疗宽体双源与光子计数 CT 平台发布.....	13
微创图迈机器人荧光成像系统获得欧盟 CE 认证.....	13
中药：院外关注流感发病率走势，院内期待新版基药目录更新进展.....	14
医疗服务及消费医疗：建议关注板块整体修复机会.....	15
固生堂：国内海外持续拓展，市场竞争力有望持续增强.....	15
投资建议.....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现 (%).....	4
图表 2：11 月 10 日~11 月 14 日各申万一级行业表现 (%).....	4
图表 3：11 月 10 日~11 月 14 日医药生物申万三级细分涨跌幅 (%).....	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十.....	5
图表 5：本周医药板块景气度.....	6
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势 (2025/11/10-2025/11/14).....	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势 (2025/11/10-2025/11/14).....	7
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势 (2025/11/10-2025/11/14).....	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势 (2025/11/10-2025/11/14).....	8
图表 10：本周美股创新药整体股价走势 (2025/11/10-2025/11/14).....	8
图表 11：10-11 月国内创新药获批上市情况 (截至 2025/11/14).....	8
图表 12：10-11 月国内创新药申报上市情况 (截至 2025/11/14).....	9
图表 13：10-11 月创新药跨国交易情况 (截至 2025/11/14).....	9
图表 14：辉瑞启动首批启动 7 项临床试验，包括 2 项 1L 肺癌及结直肠癌 III 期关键临床试验.....	10
图表 15：DR10624 第 12 周降低甘油三酯幅度达 74.5%.....	11
图表 16：血脂异常的临床分类.....	11
图表 17：血脂干预靶点及管理建议.....	11
图表 18：佩玛贝特 12 周降低 TG 比例为 44%.....	12



图表 19: olezarsen 降低甘油三酯起效迅速, 在 6 个月时高剂量组降低甘油三酯比例分别为 72.2%/54.5%.. 12

图表 20: 双宽体双源 CT uCT SiriuX..... 13

图表 21: 全宽超清能谱光子计数 CT uCT Ultima..... 13

图表 22: 荧光成像系统能够在 8 种不同模式下切换..... 14

图表 23: 2017—2019、2023—2025 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例%..... 15

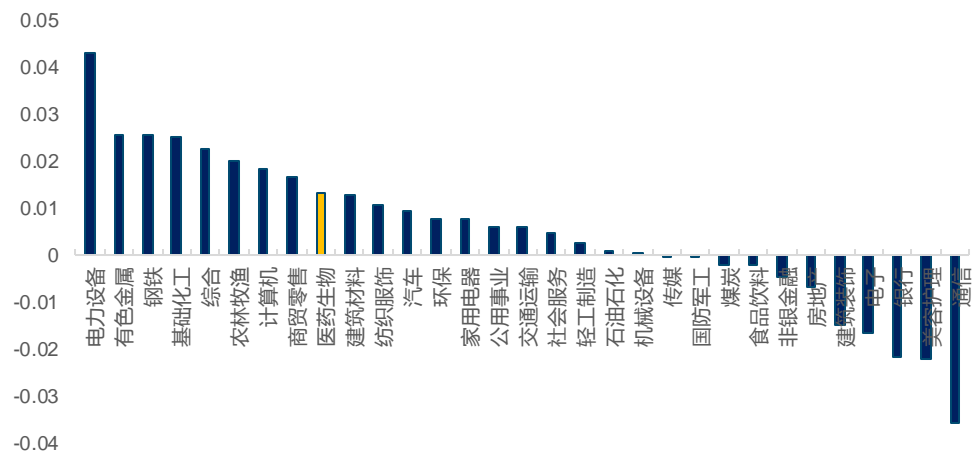
图表 24: 2017—2019、2023—2025 年度北方省份哨点医院报告的流感样病例%..... 15



## 扭亏、海外临床进展、学术会议，创新药行情有望延续

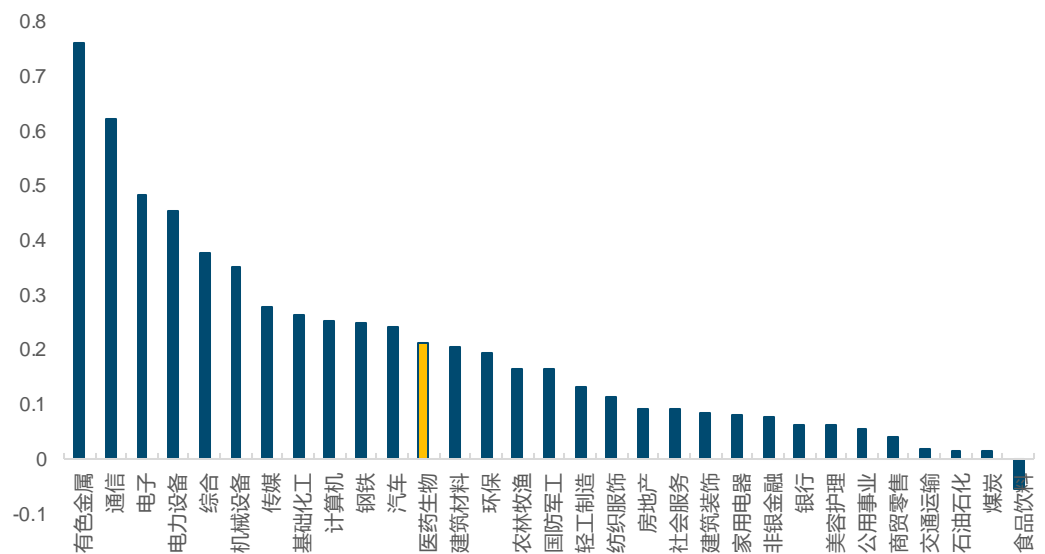
经历 2 个月的回调，创新药上周迎来反弹。创新药企业扭亏节点到来，12 月密集学术大会数据披露，叠加已 BD 出海管线海外临床进展顺利，我们认为创新药行情有望持续。近期百济神州及诺诚健华披露三季度财报，百济神州前三季度实现盈利 1.25 亿美元，我们预计 2026 年有望实现 7.95 亿美元利润。诺诚健华预告 2025 年盈亏平衡，提前 2 年实现盈利，预计 2026 年更多创新药企业扭亏并大幅释放利润。上周辉瑞披露与三生制药合作的 PD-1/VEGF 双抗临床开发计划，近期启动 7 项临床试验基础上，2026 年将新增 10 个以上适应症和 10 个以上新组合开发。国内多个 ADC、双抗重磅单品已实现与 MNC 合作出海，后续海外临床进展持续推进有望拓展商业化价值。展望 12 月，ASH (12 月 6-9 日)、ESMO Asia (12 月 5-7 日)、ESMO IO (12 月 10-12 日) 等大会即将开展，国产创新药闪亮登场。我们认为创新药前期回调较为充分，向上产业趋势明确，催化近期密集，继续看好板块投资机会。

图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所

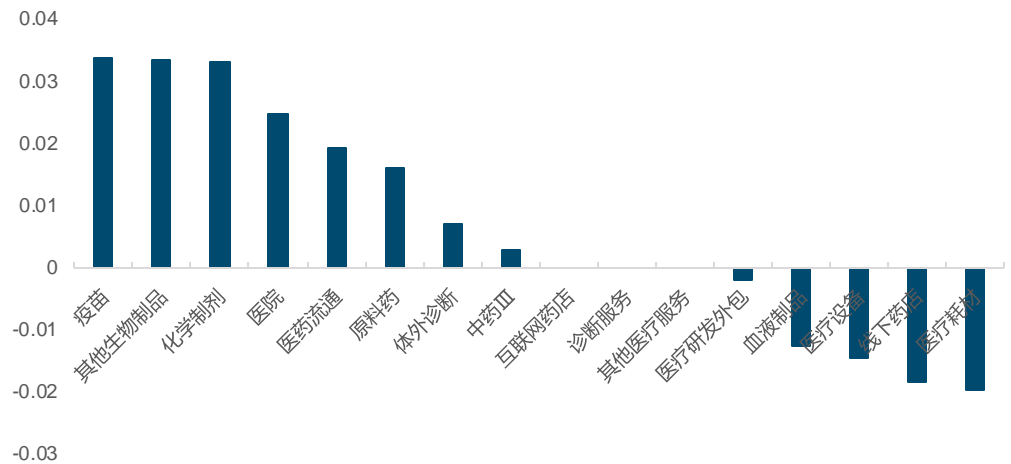
图表2：11月10日~11月14日各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 11月10日~11月14日医药生物申万三级细分涨跌幅(%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	合富中国	49.01%
2	诺思格	36.72%
3	三生国健	33.09%
4	常山药业	29.65%
5	振德医疗	26.65%
6	楚天科技	24.86%
7	康芝药业	21.22%
8	普蕊斯	20.85%
9	天益医疗	19.57%
10	宏源药业	17.27%
487	凯莱英	-7.25%
488	怡和嘉业	-7.94%
489	爱博医疗	-8.00%
490	辰欣药业	-8.70%
491	奕瑞科技	-9.49%
492	长药控股	-10.50%
493	开立医疗	-14.48%
494	华康洁净	-14.48%
495	惠泰医疗	-14.81%
496	赛诺医疗	-25.00%

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表5: 本周医药板块景气度

细分赛道	景气度指标
创新药	加速向上
仿制药	底部企稳
原料药	下行趋缓
生物制品	底部企稳
医疗器械	拐点向上
药房	拐点向上
中药	拐点向上
医疗服务与消费	稳健向上

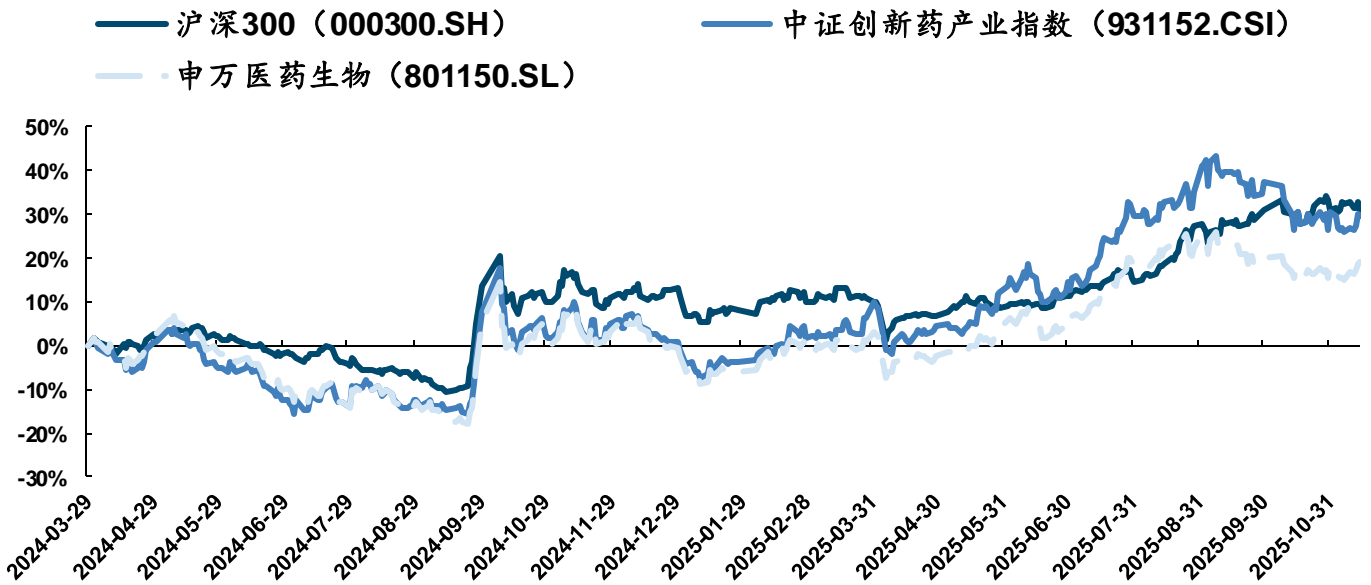
来源: 国金证券研究所

### 药品板块: 辉瑞宣布 707 双抗临床计划, 并于近期启动 ADC 联用临床

A/H 股创新药标的股价维持高景气, 新药上市及跨国交易数量维持高水平

本周 A 股创新药整体景气度加速向上, 其中中证创新药产业指数本周上涨 1.9%, 而申万医药生物指数本周上涨 2.0%。

图表6: 本周 A 股创新药整体股价走势 (2025/11/10-2025/11/14)

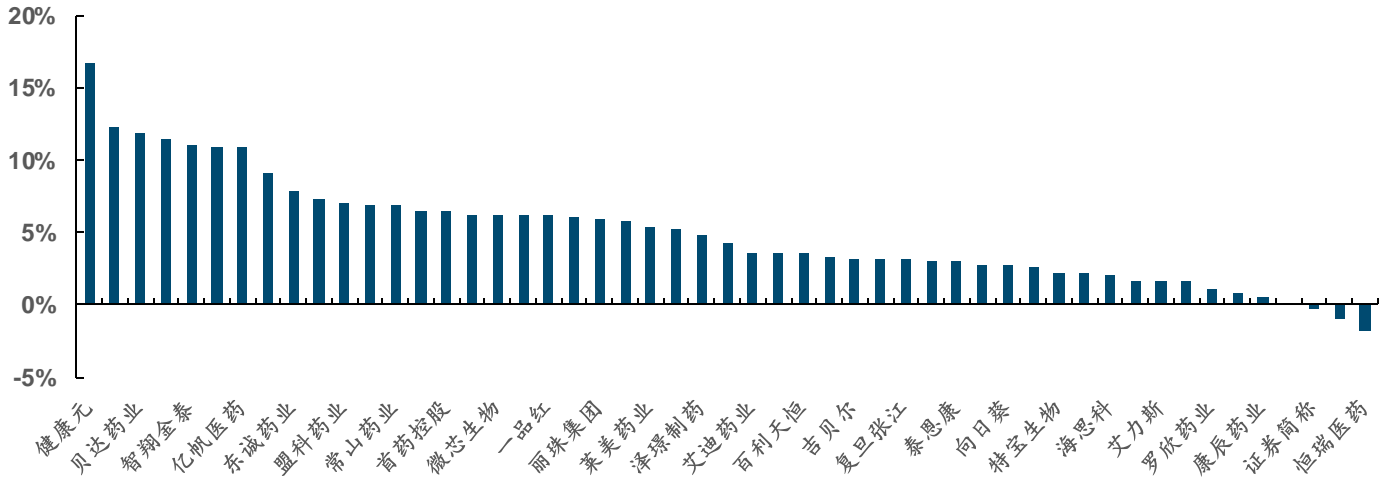


来源: iFind, 国金证券研究所

- 我们精选的 A 股创新药板块的 51 家上市公司, 共计 48 家上涨, 3 家下跌, 平均涨跌幅+5.4%。其中涨跌幅前三分别为热景生物 (+27.5%)、前沿生物 (+16.8%)、益方生物 (+12.4%), 涨跌幅后三分分别为微芯生物 (-1.9%)、吉贝尔 (-0.9%)、向日葵 (-0.3%)。



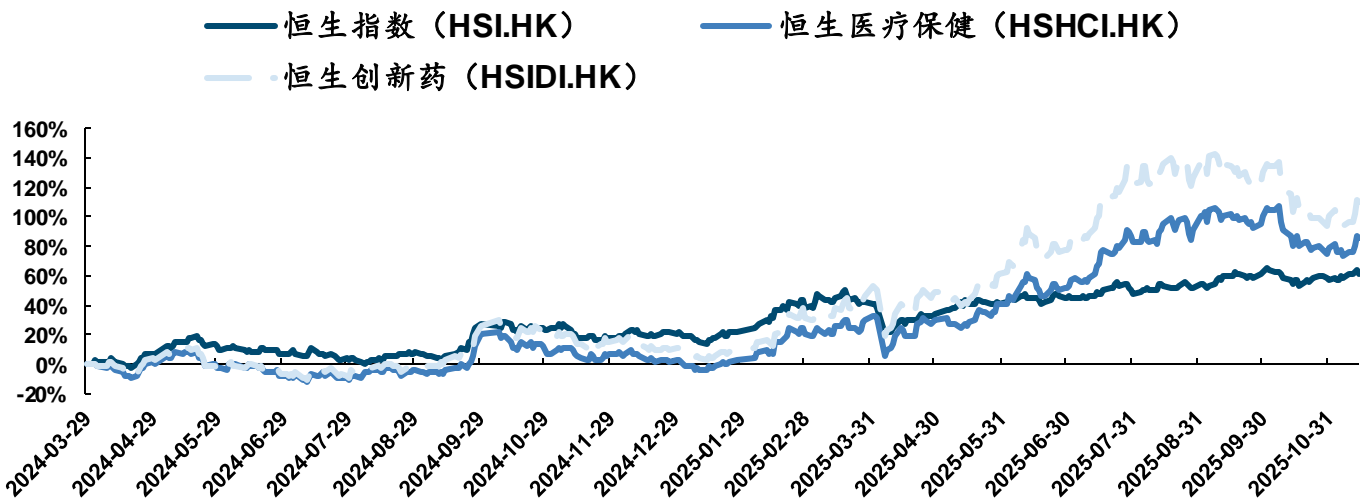
图表7: 本周 A 股部分个股股价走势 (2025/11/10-2025/11/14)



来源: iFind, 国金证券研究所

本周 H 股创新药整体景气度维持高水平, 恒生医疗保健指数本周上涨 5.2%, 其中恒生创新药指数上涨 6.9%。

图表8: 本周 H 股创新药整体股价走势 (2025/11/10-2025/11/14)

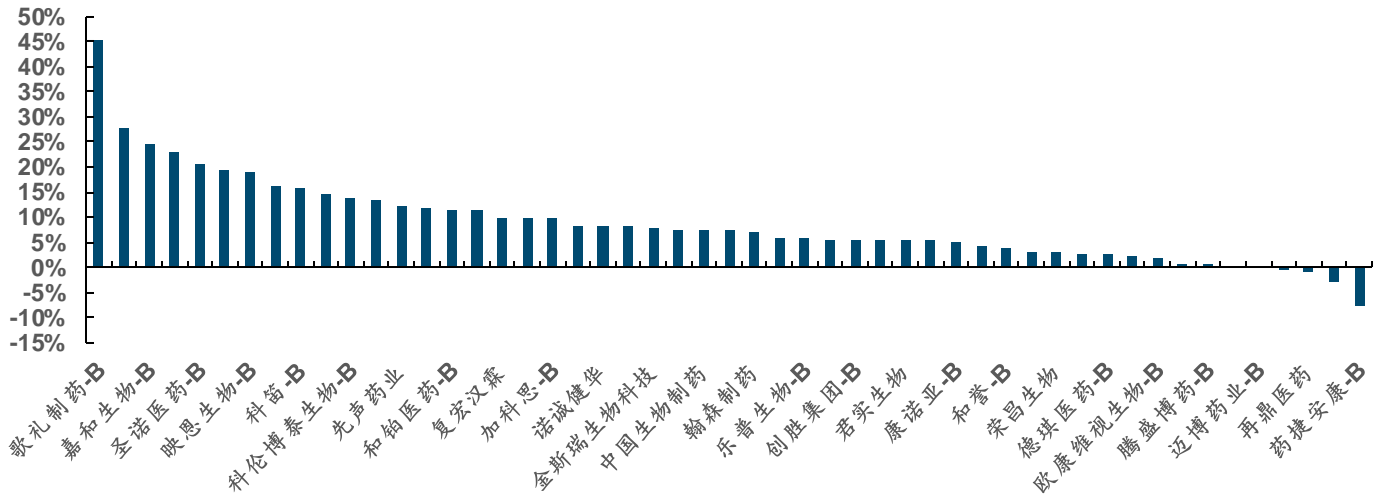


来源: iFind, 国金证券研究所

- 我们精选的 H 股创新药板块的 51 家上市公司, 共计 45 家上涨, 4 家下跌, 平均涨跌幅+8.9%。其中涨跌幅前三分别为歌礼制药-B (+45.4%)、来凯医药-B (+27.9%)、嘉和生物-B (+24.6%), 涨跌幅后三分分别为药捷安康-B (-7.6%)、同源康医药-B (-3.1%)、再鼎医药 (-0.9%)。



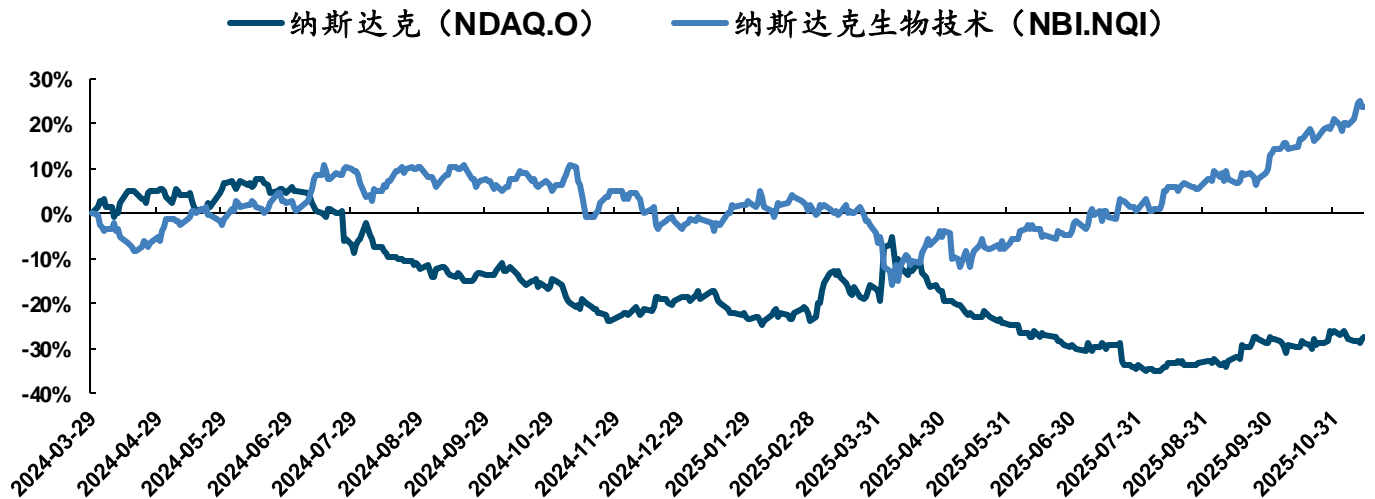
图表9：本周H股部分个股股价走势（2025/11/10-2025/11/14）



来源：iFinD，国金证券研究所

本周美股创新药整体景气度加速上行，其中纳斯达克生物技术指数本周上涨1.8%。

图表10：本周美股创新药整体股价走势（2025/11/10-2025/11/14）



来源：iFinD，国金证券研究所

2025/10/01-2025/11/14 期间，共计 8 款新药获 CDE 批准上市，其中 5 款为国产药物，3 款进口药物。同时，共有 11 款创新药申报 NDA，其中 8 款为国产药物，3 款为进口药物。同时，共 27 个创新药相关跨国交易，涵盖授权/许可、合作、期权等不同形式。

图表11：10-11月国内创新药获批上市情况（截至2025/11/14）

通用名	靶点	厂家	适应症（按项目）国内状态	国产/进口	获批日期	注册分类（CDE）
博度曲妥珠单抗	HER2	科伦博泰	HER2阳性乳腺癌	国产	2025/10/14	1
瑞美吡啶	-	MediBeacon	肾脏病（荧光造影）	国产	2025/10/14	1
那米司特	PDE4B	BI	特发性肺纤维化	进口	2025/10/21	1
维贝柯安塔单抗	EGFR	乐普生物	鼻咽癌	国产	2025/10/28	1
镭[177Lu]-特昔维匹肽	PSMA	诺华	去势抵抗性前列腺癌	进口	2025/11/5	1
奥格特韦钠	3CLpro/CTSL	艾森药业	2019冠状病毒感染	进口	2025/11/5	1
普基仑赛	CD19	精准生物	B细胞急性淋巴细胞白血病	国产	2025/11/7	1
维派那肽	GLP1R	涵格生物	2型糖尿病	国产	2025/11/12	1

来源：insight，国金证券研究所



图表12: 10-11月国内创新药申报上市情况 (截至 2025/11/14)

通用名	厂家	靶点	CDE 承办时间	受理号适应症	注册分类	国产/进口
瑞西奇单抗注射液	华海药业	IL36R	2025-10-01	泛发性脓疱型银屑病	1	国产
注射用E型肉毒毒素	艾伯维	RHOB, SNAP25	2025-10-13	面部皱纹	1	进口
依达格鲁肽α注射液	石药集团	GLP1R	2025-10-14	肥胖	1	国产
德戈替尼乳膏	Leo Pharma	JAK	2025-10-16	慢性手部湿疹	5.1	进口
MY008211A片	启瑞药业	CFB	2025-10-18	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	1	国产
索特替尼片	首药控股	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产
HS-10365胶囊	翰森制药	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产
柯美奇单抗注射液	麦济生物	IL-4Rα	2025-10-30	特应性皮炎	1	国产
阴道用卷曲杆菌活菌胶囊	欧赛微科生物	-	2025-11-01	抗感染药物,生殖系统药物和性激素类药物	1	国产
羧[18F]贝他苯注射液	先通医药	Aβ	2025-11-04	医学影像学药物	1	国产
司拉德帕胶囊	吉利德	PPAR δ	2025-11-12	原发性胆汁性胆管炎	5.1	进口

来源: insight, 国金证券研究所

图表13: 10-11月创新药跨国交易情况 (截至 2025/11/14)

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二	交易金额
UGX202	-	2025/10/9	星明优健生物	AviadoBio	期权	License out	交易总额400百万美元
奥布替尼/ICP-105043/ICP 330	BTk/IL17A/TYK2	2025/10/9	诺诚健华	泽纳仕生物医药	授权/许可	License out	交易总额2000百万美元; 首付款100百万美元, 700万zenas股权, 最高达百分之十几的分级特许权使用费
维派那肽	GPC3	2025/10/10	派格生物医药	PDC	授权/许可	License out	-
LBL-047	BDCA2、BAFF	2025/10/16	维立志博	Dianthus Therapeutics	授权/许可	License out	首付款: 20百万美元 里程碑付款: 18百万美元 特许权使用费: 大中华区以外地区净销售额的分级特许权使用费, 费率从中间位数至低双位数不等
原位编辑疗法(普瑞金)	-	2025/10/16	普瑞金生物	Kite Pharma	授权/许可	License out	首付款: 120百万美元 里程碑付款: 1520百万美元 特许权使用费: 基于未来产品净销售额的销售分成
GZR4、GZR102、基于公司成熟的INSR、GLP1R	2025/10/16	甘李药业	Fiocruz	授权/许可	License out	-	-
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	瑞隆医疗	Visara, Inc.	转让/收购	License out	-
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	Visara, Inc.	云顶新耀	授权/许可	License in	-
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	AskGene Pharma	Visara, Inc.	授权/许可	License out	首付款: 7百万美元 里程碑付款: 89百万美元 特许权使用费: 在许可区域内的年度净销售额收取一定比例的特许权使用费
HS-20110	CDH17	2025/10/17	江苏豪森药业	罗氏制药	授权/许可	License out	首付款: 80百万美元 里程碑付款: 1450百万美元 特许权使用费: 未来潜在产品销售的分级特许权使用费
SRB5	CCR9	2025/10/20	SunRock Biopharma	鼎康生物	合作	License in	-
TJ108	EGFR*HER3 ADC	2025/10/21	拓济医药	Samsung Bioepis	授权/许可	License out	-
干细胞疗法	干细胞疗法	2025/10/22	亿珂再生医学	Visionary Yike Stemcell Technologies	授权/许可	License out	-
帕洛诺司琼	5-HT3 receptor	2025/10/22	赫尔宇医药集团	复星医药	合作	License in	-
IBI363/IBI343/IBI3001	PD-1*IL2RA/B7-H3*1	2025/10/22	信达生物	武田制药	授权/许可	License out	首付款1200百万美元, 里程碑付款10200百万美元, 其他交易额: 销售分成
雷珠单抗/布西珠单抗	VEGFA	2025/10/27	诺华制药	康哲药业	授权/许可	License in	-
QX031N	TSLP、IL33	2025/10/28	登信生物	罗氏制药	授权/许可	License out	首付款: 75百万美元 里程碑付款: 995百万美元 特许权使用费: 潜在未来产品销售的梯度特许权使用费
伊基奥仑赛	BCMA	2025/10/29	驯鹿生物	GC LabCell	授权/许可	License out	-
BGB-B2033	GPC3、4-1BB	2025/10/29	InSysBio	百济神州	授权/许可	License in	-
JWTCR001	MAGEA4	2025/10/30	药明巨诺	再生元制药	授权/许可	License out	交易总额: 50百万美元 首付款: 7百万美元 里程碑付款: 89百万美元 特许权使用费: 按净销售额的潜在特许权使用费 其他交易额: 3.38百万美元
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/30	Visara	云顶新耀	授权/许可	License out	-
Obesity(Abalone)	GPCR	2025/10/30	Abalone Bio	四环医药	授权/许可	License in	-
MWN105	GLP1R、GIPR、FG	2025/10/31	上海民为生物	Sidera Bio	授权/许可	License out	首付款35百万美元; 里程碑付款1010百万美元
TT-02332	NLRP3	2025/11/3	药捷安康	Neurocrine Biosciences	授权/许可	License out	交易总额881.5百万美元
白蛋白	Albumin	2025/11/4	CSL Behring	百洋医药	授权/许可	License in	-
GCC19CART	GUCY2C	2025/11/10	上海斯丹赛生物	Lyell Immunopharma	授权/许可	License out	首付款: 40百万美元 里程碑付款: 820百万美元
掩蔽型CD3 T细胞接合器	CD3	2025/11/13	天演药业	Third Arc Bio	授权/许可	License out	首付款: 5百万美元 里程碑付款: 840百万美元

来源: insight, 国金证券研究所

### 辉瑞宣布 707 双抗临床计划, 并于近期启动 ADC 联用 I/II 期临床

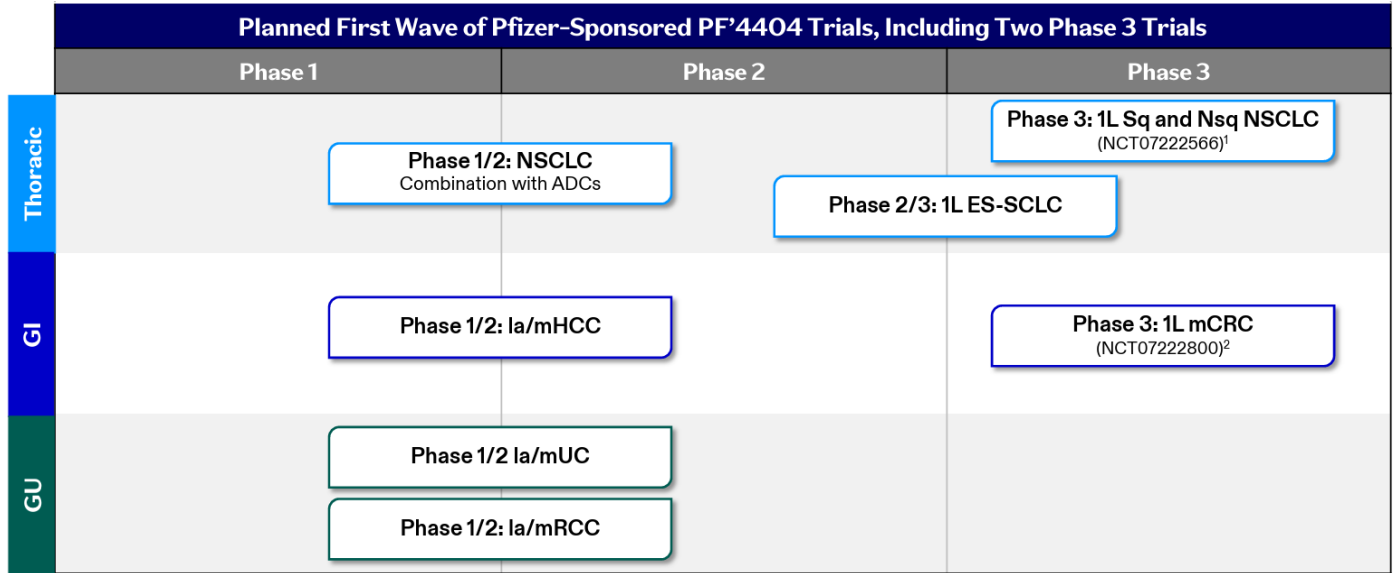
辉瑞于 11 月 10 日披露了其针对 SSGJ-707 (PF-08634404) 双抗的研发计划, 自其引进 SSGJ-707 双抗后, 快速制定了 Displace-Establish-Expand 三步走策略, 进行迭代、联用和拓展相关疗法。计划首批启动 7 项临床试验, 截止到目前已于 Clinical trial 上登记包括 2 项 III 期在内的 6 项临床试验:

- 肺癌: ①1L NSCLC (涵盖鳞状和非鳞状) 的 III 期临床 (NCT07222566); ②联用 ADC 针对 NSCLC 的 I/II 期临床 (NCT07227298); ③头对头 Atezolizumab (PD-L1 单抗) 治疗广泛期 SCLC 的 II/III 期临床 (NCT07226999)。
- 胃肠道肿瘤: ①1L 转移性结直肠癌 III 期临床 (NCT07222800); ②单药或联用



- Ipilimumab (CTLA-4) 治疗肝细胞癌 I/II 期临床 (NCT07227012)。
- 泌尿生殖系统肿瘤：①局部晚期或转移性尿路上皮癌 I/II 期临床；②单药或联用局部晚期或转移性肾细胞癌 I/II 期临床 (NCT07227415)。

图表14：辉瑞启动首批启动 7 项临床试验，包括 2 项 1L 肺癌及结直肠癌 III 期关键临床试验



来源：Pfizer 官方材料，国金证券研究所

此外，辉瑞下一阶段计划于 2026 年启动多达 10 项新增临床试验，并同步推进多达 10 种创新组合方案的研究。辉瑞计划通过在多种肿瘤类型中采用新的 PD-1×VEGF 双抗疗法，迭代当前的标准治疗药物 PD-1、PD-L1 和 VEGF 抑制剂，并计划探索全身治疗的各个阶段，通过将 PF-08634404 与具有协同潜力的 ADC 联合使用，建立新一代化疗方案。此外还将寻求将 PF-08634404 应用于更早治疗阶段的机会，例如在新辅助治疗和辅助治疗场景中，以期更早地惠及患者。

此次辉瑞的研发计划也充分展现出其对 SSGJ-707 产品的信心，国内药企研发实力逐步受到 MNC 认可。从早期的技术追随者到如今的全球创新参与者，国内药企正以“同类最优”的产品力和规范的研发体系，成为 MNC 战略布局中不可忽视的伙伴，中国创新药的国际化路径愈发清晰，期待后续国内药企创新管线逐步兑现及进一步出海。

### 生物制品：DR10624 高甘油三酯血症 2 期临床数据优异，关注后续研发进展

近日华东医药控股子公司道尔生物宣布：在 2025 年美国心脏协会科学年会 (AHA Scientific Sessions 2025) 的主会场的开场报告公布了其自主研发的同类首创 (FIC) 的靶向成纤维细胞生长因子 21 受体 (FGF21R)，胰高血糖素受体 (GCGR)，和胰高血糖素样肽-1 受体 (GLP-1R) 的长效三特异性激动剂 DR10624 用于治疗重度高甘油三酯血症 (SHTG) 的 2 期临床试验 (DR10624-201 研究) 的主要结果。

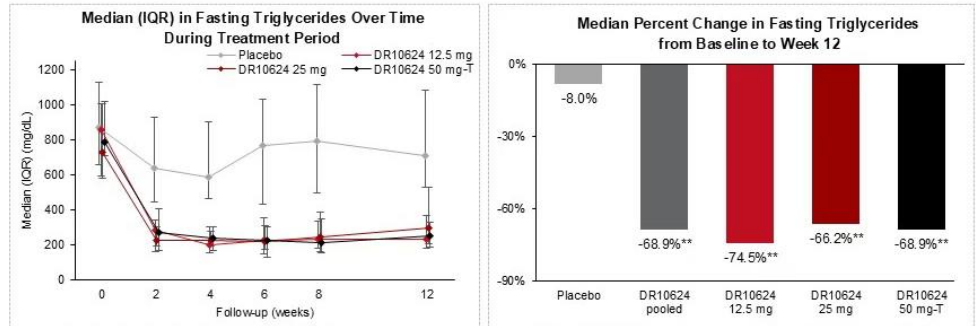


图表15: DR10624 第12周降低甘油三酯幅度达74.5%

## RESULTS

### Effects of DR10624 on Fasting Triglyceride Levels

DR10624 resulted in rapid and significant reductions in fasting TG levels across all dose groups.



Data are based on full analysis set population. \*p < 0.01, \*\*p < 0.001 versus placebo. IQR, interquartile range; TG, triglyceride; 50 mg-T, 50 mg titration.

Peking University First Hospital, China | DR10624

AHA Scientific Sessions 2025



来源: 诺和诺德, 国金证券研究所

临床结果显示, DR10624 的各剂量组对于降低甘油三酯 (TG) 的药效都非常显著且可迅速起效。SHTG 患者在首次给药 DR10624 后即可观察到其甘油三酯水平的快速下降, 且受试者在整个 12 周的治疗期内都维持较低的甘油三酯水平。在第 12 周, 相较安慰剂, DR10624 的所有剂量组的甘油三酯水平均实现显著降低, 中位百分比降幅最高达 74.5%。

接受 DR10624 治疗后, 有 89.5% 的受试者的甘油三酯水平降至 500 mg/dL 以下 (急性胰腺炎等风险降低)、19.1% 的受试者的甘油三酯水平降至 150 mg/dL 以下 (甘油三酯水平恢复正常), 78.5% 的受试者的甘油三酯水平较基线降低 ≥ 50%。

图表16: 血脂异常的临床分类

分型	TC	TG	HDL-C	相当于 WHO 表型
高胆固醇血症	增高	-	-	II a
高甘油三酯血症	-	增高	-	IV, I
混合型高脂血症	增高	增高	-	II b, III, IV, V
低高密度脂蛋白胆固醇血症	-	-	降低	-

注: TC 为总胆固醇, TG 为甘油三酯, HDL-C 为高密度脂蛋白胆固醇

来源: 中国血脂管理指南 (2023 年), 国金证券研究所

图表17: 血脂干预靶点及管理建议

推荐建议	推荐类别	证据等级
LDL-C 作为 ASCVD 风险干预的首要靶点	I	A
非 HDL-C 作为糖尿病、代谢综合征、高 TG、极低 LDL-C 患者 ASCVD 风险干预的靶点	I	B
ApoB 作为糖尿病、代谢综合征、高 TG、极低 LDL-C 患者 ASCVD 风险干预的次要靶点	II a	C
高 TG 作为 LDL-C 达标后 ASCVD 高危患者管理指标	II a	B
高 Lp(a) 作为 ASCVD 高危患者的管理指标	II a	C
不推荐 HDL-C 作为干预靶点	III	A

注: LDL-C: 低密度脂蛋白胆固醇, ASCVD: 动脉粥样硬化性心血管疾病 ApoB: 载脂蛋白 B, Lp (a): 脂蛋白 (a)

来源: 中国血脂管理指南 (2023 年), 国金证券研究所

甘油三酯为血脂干预重要靶点, 我国高甘油三酯患病率约 13%, 控制率不足 10%。血脂异常通常指血清中胆固醇和/或 TG 水平升高, 俗称高脂血症。临床上, 需要综合血脂基础、流行病学、遗传学和临床干预等研究证据, 提出血脂管理的首要干预靶点、次要干预靶点及管理建议。

评估 ASCVD 风险的常规血脂指标包括 TC、LDL-C、HDL-C 和 TG。在绝大多数降脂干预研究中, 均采用 LDL-C 作为观察降脂效果与 ASCVD 风险下降关系的指标。荟萃分析显示 LDL-C 每降低 1mmol/L, ASCVD 事件降低 20%~23%。因此, 绝大多数国家或地区的血脂管理指南均推荐 LDL-C 作为降脂治疗的首要目标。

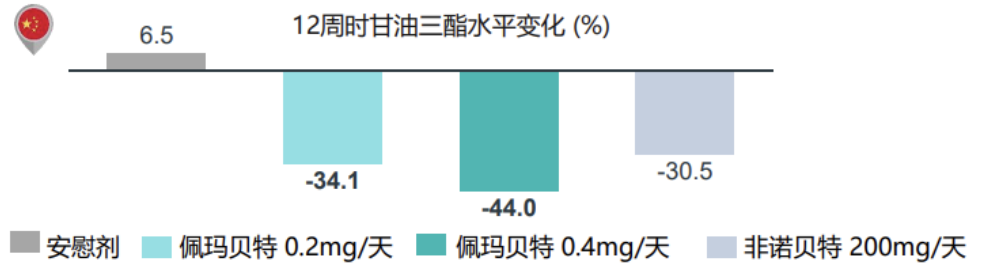
TG (甘油三酯) 是 ASCVD 的危险因素, 危险分层时也作为 ASCVD 风险增强的危险因素。LDL-C 达标后, TG 仍高的患者, 为进一步降低 ASCVD 风险, 应同时降 TG 治疗。此外, 严重高 TG 的患者, 降低 TG 可减少胰腺炎发生风险。



我国高甘油三酯 (HTG) 患病率高达 13.1%，患者对血脂异常的知晓率、治疗率和控制率分别为 31.0%、19.5% 和 8.9%。目前降低 TG 的药物主要包括贝特类、 $\omega$ -3 多不饱和脂肪酸 ( $\omega$ -3 脂肪酸, 指高纯度医用处方级) 及烟酸类药物。

图表18: 佩玛贝特 12 周降低 TG 比例为 44%

- 中国人群头对头临床试验中<sup>1</sup>, 相比非诺贝特, 患者接受佩玛贝特 (0.2mg/d), (0.4mg/d) 治疗 12 周, TG 降幅均更大, 分别为 **34.1%**, **44.0%** ( $p=0.0083$ ) \*\*



- 患者接受佩玛贝特治疗 16 周, TG 降低 **38.3%**, **头对头显著优于** $\omega$ -3 脂肪酸乙酯 (即 $\omega$ -3 处方级鱼油类药物) ( $p=0.009$ )<sup>2</sup>
- 间接比较显示, 佩玛贝特降低中国中度 HTG 患者的 TG 水平 **大于** 非诺贝特酸胆碱<sup>1,3#</sup>

- **全球关键 III 期临床试验随访 48 个月时<sup>4</sup>, 佩玛贝特降低 TG 水平作用持续保持**

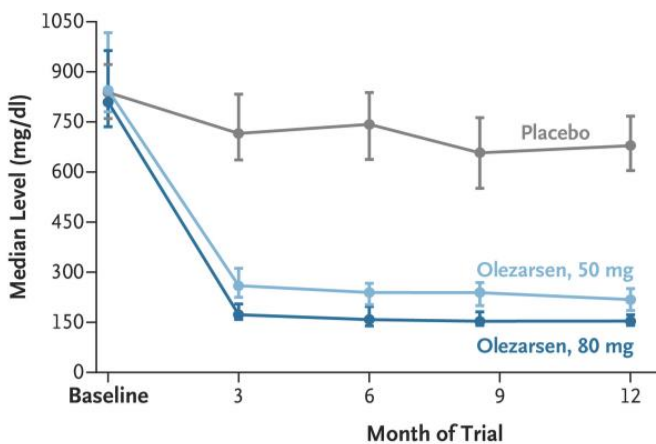
来源: 佩玛贝特片医保申报材料, 国金证券研究所

中国人群头对头临床试验中, 相比非诺贝特, 患者接受佩玛贝特 (0.2mg/d), (0.4mg/d) 治疗 12 周, TG 降幅分别为 34.1%, 44.0% ( $p=0.0083$ )。

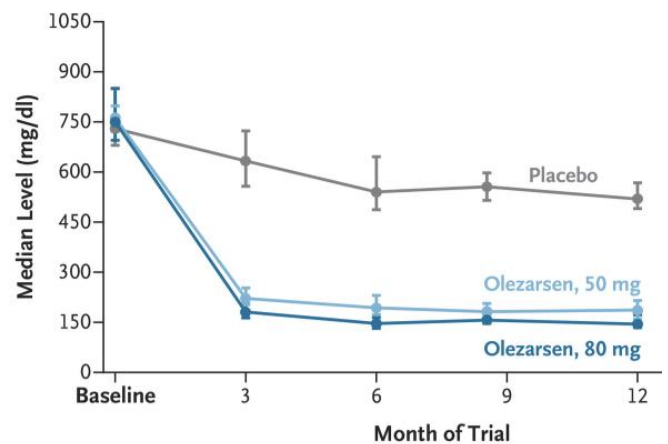
小核酸药物 **Olezarsen** 降 TG 比例与 DR10624 接近。Olezarsen 是一种在研的 RNA 靶向药物, 旨在降低体内载脂蛋白 C-III (apoC-III) 的生成, apoC-III 是一种由肝脏产生的蛋白质, 负责调节血液中的甘油三酯代谢。

图表19: olezarsen 降低甘油三酯起效迅速, 在 6 个月时高剂量组降低甘油三酯比例分别为 72.2%/54.5%

A Triglyceride Levels in CORE-TIMI 72a



B Triglyceride Levels in CORE2-TIMI 72b



来源: NEJM, 国金证券研究所

2025 年 11 月 8 日, Ionis 宣布, olezarsen 的关键性 III 期 CORE 和 CORE2 研究取得了积极结果。两项研究均达到了主要终点, olezarsen 治疗 6 个月后, 空腹甘油三酯 (TG) 水平较安慰剂组平均降低了高达 72%, 且具有高度统计学意义。该降低效果持续至 12 个月。此外, 86% 的 olezarsen 治疗患者的甘油三酯水平低于 500 mg/dL, 低于急性胰腺炎的风险阈值。



现有临床数据显示，DR10624 对于 SHTG 患者展现出了显著的综合改善代谢的疗效：在 12 周治疗期间内实现了高效且持续降低甘油三酯水平（最高达 74.5%）、优化了多项致动脉粥样硬化脂质谱、快速高效地消除肝脏脂肪（最高达 67%），以及多项代谢指标（脂联素、尿酸、体重、HbA1c 等）的改善。临床数据支持 DR10624 在未来开展更多大规模的 3 期临床试验，进一步探索其在 SHTG、混合型高脂血症、及代谢功能障碍相关脂肪性肝炎等患者群体中的治疗潜力，建议持续关注产品临床进展。

## 医疗器械：企业创新技术优势逐步展现，推动行业国产化替代进程

### 联影医疗宽体双源与光子计数 CT 平台发布

2025 年 11 月 13 日，由国家高性能医疗器械创新中心与联影医疗联合主办的“双影逐光·敢为新境——2025 中国国产 CT 创新技术发展大会”在湖南长沙拉开帷幕。会上，联影医疗正式发布 uCT 系列双子星：--全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX 与国产首款光子计数能谱 CT uCT Ultima。联影医疗通过整合新材料、新算法、系统架构与原生 AI 所构建的平台级 CT 融合创新生态优势进一步凸显。

全球首创双宽体双源 CT uCT SiriuX 凭借着全球首创的双宽体双源系统架构，双宽 CT 在时间分辨率、容积覆盖范围和功能成像方面取得了突破性的进展，为传统的三维解剖成像带来的“时间”的第四维度。

业界首款全宽超清能谱光子计数 CT uCT Ultima 搭载业内最新一代 0.2mm 像素光子计数探测器，可实现全身各部位的全准直超清谱成像，告别了现有光子 CT 在提升空间 GE、分辨率和能谱成像能力方面只能二选一的限制。

图表20：双宽体双源 CT uCT SiriuX

图表21：全宽超清能谱光子计数 CT uCT Ultima



来源：联影医疗公众号，国金证券研究所

来源：联影医疗公众号，国金证券研究所

CT 技术的发展不断沿着提升空间分辨率、时间分辨率、容积覆盖范围、能谱和功能成像能力的多维度迭代演进。从掌握核心部件、重塑系统架构到引领智能应用，再到如今“双宽体双源与“光子计数”两大技术平台的演进融合，未来 CT 将不再是单一维度的线性进步，而是集成“超高清分辨率、动态功能成像、原生智能”多维能力在内的融合共生。联影医疗等国产企业有望在技术端逐步站在全球领先地位，推动行业国产替代进程。

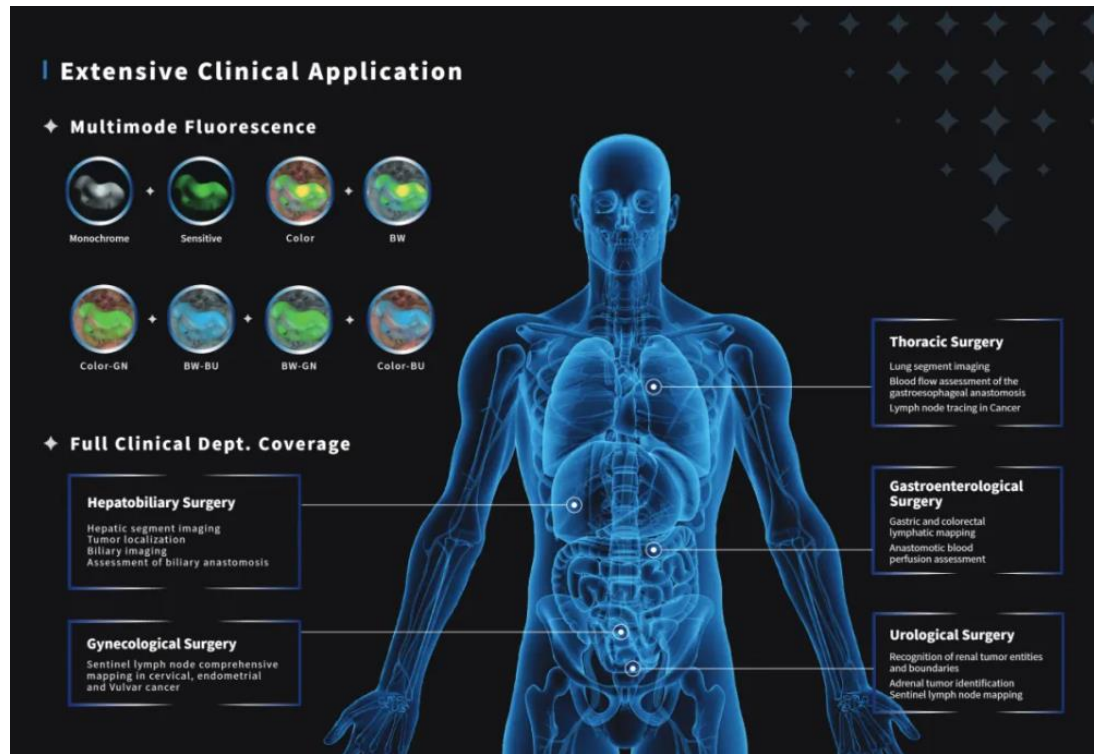
### 微创图迈机器人荧光成像系统获得欧盟 CE 认证

11 月 14 日，微创机器人宣布其图迈多孔腔镜手术机器人的影像系统组件 DFVision 3D 荧光电子内窥镜获得欧盟 CE 认证。

凭借多模态荧光功能，该系统可在八种不同荧光显示模式之间实时切换，在全科室高难度复杂手术中提供更高的肿瘤识别精度与更清晰的术野成像，帮助外科医生精准辨识病灶、血管结构与组织灌注，提高手术安全性与操作效率，显著改善手术效果和患者预后。这一突破将加速图迈机器人在欧洲及其他国家高端市场的商业化步伐，推动“中国创造”在全球高端手术机器人领域持续崛起。



图表22: 荧光成像系统能够在 8 种不同模式下切换



来源：微创机器人公众号，国金证券研究所

根治性外科手术的核心在于彻底切除所有肿瘤及转移癌细胞。虽然术前影像学评估、术中检查与触诊，以及病理学切缘确认等方法可以为外科医生提供参考，但这些手段的敏感性有限且高度依赖主观判断。尤其在微小残留病灶、浸润性肿瘤或解剖结构复杂的区域，传统方法往往难以准确界定癌组织的真实边界。传统白光成像则仅能显示解剖形态，难以反映组织功能或病理变化。在复杂或微小结构手术中，医生往往无法直观识别肿瘤边界、血管分布及淋巴结构。因此，即便经过充分评估，仍存在切缘阳性或残余肿瘤的风险，从而可能影响患者预后并增加复发率。

图迈机器人荧光成像系统采用吲哚菁绿 (Indocyanine Green, ICG) 作为造影剂，通过可见光与近红外光谱的独立采集，结合多光谱融合原理和创新的荧光动态融合增益算法，实现可见光图像与荧光图像的无缝融合，可在术中实现对组织功能、血流灌注及肿瘤边界等关键信息的实时可视化。这一技术不仅帮助外科医生更加精准地区分肿瘤与周围正常组织，还能识别微小残留病灶、监测重要血管及功能性结构，显著提升手术的安全性和根治性，为复杂或微创手术提供强有力的辅助支持。

图迈机器人荧光成像系统支持 8 种不同荧光显示模式实时切换，并保持焦面同步与画面一致，使术者在同一画面中既能观察荧光信号，又能清晰看到非荧光组织细节，突破了传统黑白荧光成像下无法直接操作的限制，实现在一个画面中完成组织辨认、病灶识别、切除及残留确认，无需术中频繁切换，大幅提升手术效率与便利性，同时增强手术的安全性与精准性。

在荧光显影手术中，清晰的荧光边界、高荧光灵敏度和图像稳定性是外科医生持续追求的目标。然而，清晰边界与高灵敏度往往难以兼得。微创机器人突破了  $10^{-6}$  级极致滤光性能，在全景深范围内实现了高荧光灵敏度与信号稳定并存，能够精确捕捉低剂量微小转移病灶的清晰边界。

随着荧光成像系统获欧盟 CE 认证，有望带动公司海外市场产品进一步提升，未来海外市场销售拓展有望加速。

### 中药：院外关注流感发病率走势，院内期待新版基药目录更新进展

近期流感发病率进一步上升，根据国家疾控中心数据，2025 年第 45 周（2025 年 11 月 3 日—2025 年 11 月 9 日），南方省份哨点医院报告的 ILI% 为 5.5%，高于前一周水平（4.6%），高于 2022 年和 2024 年同期水平（3.2% 和 3.5%），低于 2023 年同期水平（5.7%）。北方省份哨点医院报告的 ILI% 为 6.1%，高于前一周水平（5.1%），高于 2022 年，2023 年和 2024



年同期水平（2.0%，4.9%和3.6%）。

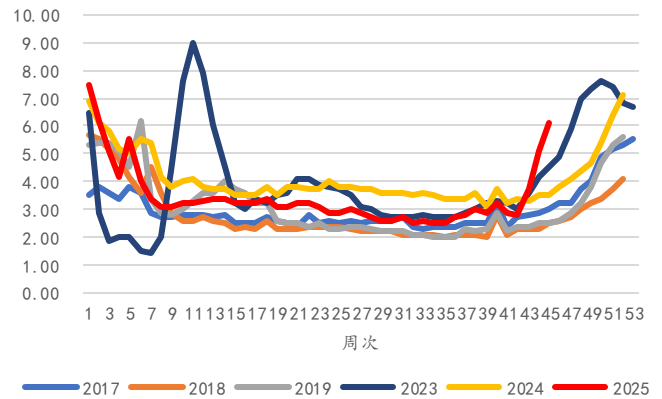
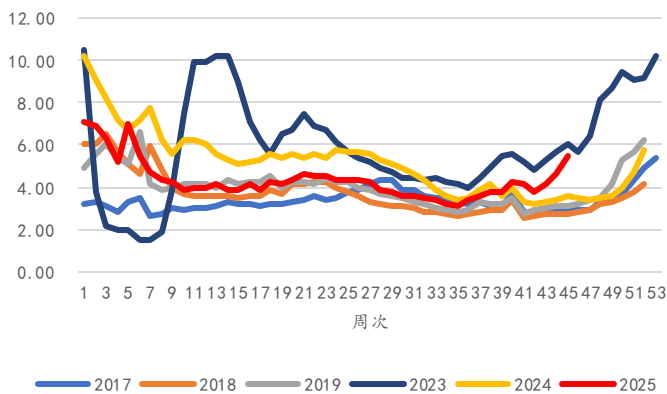
流感毒株以甲流 H3N2 为主，2025 年第 45 周，南方省份检测到 2460 份流感病毒阳性标本，其中 65 份为 A(H1N1)pdm09，2331 份为 A(H3N2)，64 份为 B(Victoria)；2025 年第 45 周，北方省份检测到 2834 份流感病毒阳性标本，其中 19 份为 A(H1N1)pdm09，2802 份为 A(H3N2)，13 份为 B(Victoria)。

国家疾控中心预计，今年秋冬季我国流感疫情高峰可能出现在 12 月中下旬和 1 月初。

我们延续前期观点，在经历持续去库存、高峰期效期临近、基数消化等情况之后，对 2026 年部分呼吸类产品相关公司迎来经营面的向好、业绩面的修复保持乐观。同时，近期流感发病率上行，超过 24 年同期，若 25Q4 延续此趋势，轻库存压力的公司有望恢复正常发货节奏，业绩表现有望提前回暖。

图表23：2017—2019、2023—2025 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例%

图表24：2017—2019、2023—2025 年度北方省份哨点医院报告的流感样病例%



来源：国家疾控中心，ifind，国金证券研究所

来源：国家疾控中心，ifind，国金证券研究所

建议关注基数压力明显消化、品牌力强、渠道库存水平管控良好的 OTC 中成药相关公司，如华润三九、济川药业等。

院内：持续关注新版基药目录进展。建议关注产品具备入选新版基药目录潜力的公司，相关公司如方盛制药、贵州三力、盘龙药业、济川药业、康恩贝、康缘药业、以岭药业等。

### 医疗服务及消费医疗：建议关注板块整体修复机会

#### 固生堂：国内海外持续拓展，市场竞争力有望持续增强

11 月 6 日固生堂发布公告，董事会再次决议行使回购授权，拟新增最多不超过 3 亿港元的回购额度，以进一步提升公司股份价值、增强股东回报。叠加此前已宣布的 3 亿港元回购计划，本轮回购总规模将达 6 亿港元，创下公司上市以来回购计划的最高纪录，凸显管理层对公司长远发展的强烈信心。

此外，2025 年下半年，固生堂持续国内外业务拓展步伐：国内新增 4 家分院，成功进驻中医药医疗服务规模位列全国第四的天津市，海外与新加坡 1doc 达成合作，形成“国内重点城市深度渗透+海外战略加速推进”的立体化发展新格局。

■ **国内扩张：重点城市密集落子，分院总量将增至 87 家。**国内布局方面，固生堂在 2025 年 7 月至今通过并购新增 4 家分院：深圳天元医院、天津河西分院、福州台江分院、南京鼓楼分院，分院总量将增至 87 家，进一步夯实区域服务能力。

8 月 1 日，深圳天元中医医院开业。深圳天元中医肛肠医院是一所集医疗、康复、保健于一体的二级专科医院，建筑面积超 5000 平方米，在胃肠疾病诊疗、肛肠专科领域积淀了显著的技术优势与患者口碑。该分院的落地，将进一步增强深圳地区线下门店的协同效应。8 月 1 日，天津河西平安分院开业，标志着固生堂正式进驻天津。天津作为仅次于北京、上海、广州的全国中医药服务第四大城市，是集团重点布局的战略区域。天津河西平安分院位于天津市河西区苏州道核心地段，面积约 2000 平方米，交通便利。院内设有内科、外科、皮肤科、中西医结合科、中医针灸推拿科、中医骨伤科、中医妇科等多个特色科室，为患者提供全方位的医疗服务。



- 海外布局：与新加坡 1doc 合作，加速规模化布局。**在国内市场稳步扩张的同时，固生堂海外拓展亦取得关键突破。10 月 22 日，固生堂与新加坡综合数字医疗平台 1doc 达成战略合作，双方将共同成立合资公司，由固生堂持股 70%并全面负责运营管理，合资公司将在 1doc 旗下现有诊所网络内划分独立的中医诊疗区域，共同开展中医业务。

截至目前，固生堂线下诊疗网络已覆盖中国 21 个城市及新加坡市场，初步形成国内外联动、中西医协同的业务体系。随着门店规模不断扩大、服务能力持续提升，公司品牌影响力与市场竞争力将持续增强，有望进一步推动中医诊疗行业的整合与升级。

## 投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO 行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，我们认为中药 OTC 龙头以及药店龙头等左侧板块部分估值低位的优质资产，经营有望改善，建议持续关注。此外，建议关注基药目录更新动向以及潜在受益标的。

## 风险提示

**汇兑风险：**部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**国内外政策风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

**投融资周期波动风险：**医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

**并购整合不及预期的风险：**部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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