

国产 GLP-1 出海，掘金全球市场

华泰研究

2025 年 2 月 21 日 | 中国内地

深度研究

医药健康

增持 (维持)

生物医药

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BF1915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

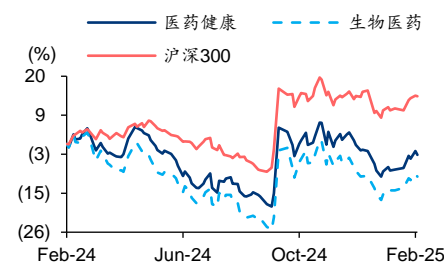
研究员

SAC No. S0570523080002
SFC No. BSD964

李奕玮

liyawei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
华东医药	000963 CH	51.09	买入
石药集团	1093 HK	8.16	买入
翰森制药	3692 HK	22.28	买入

资料来源: 华泰研究预测

全球 GLP-1 产品空缺较大，并购潮有望持续

我们认为 GLP-1 已展现较大的市场潜力，而目前海外 MNC 仅诺和诺德和礼来两巨头销售领先，但尚未形成完整产品矩阵，其他 MNC 产品仍处于临床阶段，竞争格局尚未定型，产品空缺较大。而 23 年至今国产 GLP-1 出海交易频现，我们认为国产 GLP-1 产品竞争力不输海外，其中 GLP-1 口服小分子、GLP-1/GIP、GLP-1/GIP/GCGR、GLP-1/GCGR/FGF21、ActRII 等靶点不乏临床进展领先的优质资产，未来有望借助 BD 进军全球市场。重点关注华东医药、石药集团、翰森制药等。

GLP-1 全球大市场，MNC 并购需求涌现

我们认为 GLP-1 有望接力 PD-1 成为下一个重磅产品系列，全球并购潮有望持续，基于：1) 市场规模大：2024 年全球 GLP-1 销售额已突破 500 亿美金，2030 年有望超 1300 亿美金 (Evaluate Pharma)，且由于适应症多、人群基数大、用药时间长，我们预期未来 GLP-1 市场规模有望持续攀升；2) 迭代类型多：不同于 PD-1/PD-L1 的单一靶点，GLP-1 系列除已上市的单靶点 GLP-1 司美格鲁肽和 GLP-1/GIP 双靶点替尔泊肽外，可衍生出 GCGR、FGF21、CB1、胰淀素、ActRII、MSTN 等多靶点，满足更多临床需要；3) 全球竞争格局尚未确立：目前仅诺和诺德和礼来两巨头的周制剂 GLP-1 销售领先，但产品布局不全，其他 MNC 均处于临床阶段，呈现百舸争流态势。

GLP-1 并购方向：长效+口服小分子+多靶点+组合疗法+拓展适应症

1) 长效化：安进 MariTide 每月一次给药，石药集团每月一次长效司美格鲁肽进入临床；2) 口服小分子：礼来率先进入全球 3 期，国产厂家诚益、恒瑞、闻泰、翰森相继授权海外权益；3) 多靶点：礼来替尔泊肽率先上市，国内信达玛仕度肽获批在即；乐普医疗和联邦制药 GLP-1/GIP/GCGR 临床 2 期；华东医药 FIC 靶点 GLP-1/GCGR/FGF21 进入临床 2 期；4) 组合疗法：GLP-1 联用胰淀素/CB1 有望提高安全性并保留瘦体重；GLP-1 联用 ActRII 和 MSTN 有望增肌；3) 适应症拓展：除减重和降糖外，GLP-1 亦有望降低心血管风险、治疗心衰、MASH、慢性肾病、阻塞性睡眠呼吸暂停等。

展望：具备全球竞争力的国产 GLP-1 系列产品出海正盛，未来可期

尽管以司美格鲁肽为代表的 GLP-1 单靶点已进入白热化竞争，但市场仍缺乏创新性 GLP-1 多靶点组合、口服小分子等。近期安进 MariTide、诺和诺德胰淀素和 CB1 等临床数据不及预期，市场亟需减重效果更好、安全性更优、可保留瘦体重、并获得降脂等其他获益的新型 GLP-1 产品组合，我们认为创新靶点、创新适应症及创新给药方式是 MNC 或海外投资机构重点关注方向，而国产 GLP-1 有望凭借优异的临床疗效、卓越的临床效率和高性价比，进军全球市场。重点关注口服小分子 GLP-1 进展领先并拥有全球 FIC 靶点 GLP-1/GCGR/FGF21 的华东医药、拥有 GLP-1 长效月制剂的石药集团和 GLP-1/GIP 进展较快的翰森制药。

风险提示：药品临床研发失败的风险，临床进展不及预期的风险。



正文目录

核心观点	4
GLP-1 全球大市场，持续并购空间较大	5
GLP-1 方向之一：长效化	7
GLP-1 方向之二：口服小分子，提升依从性	8
GLP-1 方向之三：多靶点组合	11
GLP-1 方向之四：组合疗法	14
联用胰淀素，有望提高安全性并保留瘦体重	14
增肌：减重同时保留瘦体重	15
ActRII	16
MSTN	18
CB1：减重新机制，降低透脑率后安全性有望提升	20
GLP-1 方向之五：适应症拓展	22
MASH	22
心血管风险&射血分数保留的心力衰竭 HFpEF	23
慢性肾病	23
阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）	24
国内 BD 交易频现	25
风险提示	27

图表目录

图表 1：全球 GLP-1 市场规模	5
图表 2：全球 PD-1 市场规模	5
图表 3：全球 MNC 的 PD-1 和 GLP-1 资产的布局对比	5
图表 4：全球 MNC 的 GLP-1 相关布局版图	6
图表 5：安进股价表现	7
图表 6：MariTide 52 周 2 期临床数据（肥胖不伴糖尿病）	7
图表 7：MariTide 52 周 2 期临床数据（肥胖伴糖尿病）	7
图表 8：口服 GLP-1 多肽减重效果对比	8
图表 9：主要 GLP-1 小分子专利结构	8
图表 10：GLP-1 小分子疗效数据对比	9
图表 11：GLP-1 小分子安全性数据对比	9
图表 12：海外 GLP-1 小分子临床进展	10
图表 13：国内 GLP-1 小分子临床进展	10
图表 14：GLP-1 相关靶点作用机制	11
图表 15：主要 GLP-1 多靶点产品减重效果	11



图表 16: 海外在研 GLP-1 多靶点临床进展	12
图表 17: 国内在研 GLP-1 多靶点临床进展	13
图表 18: 海外主要 GLP-1 类产品减重临床效果	14
图表 19: 全球在研胰淀素产品	15
图表 20: ActRII 和 MSTN 相关通路	15
图表 21: 全球主要增肌研发管线布局	15
图表 22: ActRII 海外临床进展	16
图表 23: ActRII 国内临床进展	16
图表 24: 礼来 Bimagrumab 临床 2 期数据	17
图表 25: 来凯医药 LAR102 和 LAE103 联用司美格鲁肽小鼠 DIO 模型	17
图表 26: MSTN 肥胖相关临床进展	18
图表 27: Biohaven Taldefgrobep alfa 临床 1 期数据	18
图表 28: 再生元 Trevogrumab 临床前灵长类动物实验结果	19
图表 29: SRK-439+GLP-1 临床前小鼠实验显示增加瘦体重	19
图表 30: SRK-439+GLP-1 临床前小鼠实验显示减少脂肪	19
图表 31: CB1 与其他 GLP-1 相关靶点对比	20
图表 32: 诺和诺德 CB1 小分子 Monlunabant 临床数据对比	20
图表 33: Corbus CRB913 临床前数据	21
图表 34: Skye CB1 单抗 Nimacimab 临床前小鼠数据	21
图表 35: 全球主要 GLP-1 适应症拓展临床进展	22
图表 36: 主要产品治疗 MASH 后期临床效果对比	22
图表 37: 司美格鲁肽心衰 3 期临床结果	23
图表 38: 司美格鲁肽慢性肾病 3 期临床结果	23
图表 39: 替尔泊肽治疗中重度阻塞性睡眠呼吸暂停 3 期临床结果	24
图表 40: 主要国产 GLP-1 临床进展	25
图表 41: 重点推荐公司一览表	26
图表 42: 重点推荐公司最新观点	26

核心观点

GLP-1 并购潮有望持续。2024 年全球 GLP-1 系列产品销售额已突破 500 亿美金，2030 年 GLP-1 市场有望超 1300 亿美金（Evaluate Pharma），考虑到 GLP-1 覆盖人群广、用药时间长、迭代类型多等因素，我们认为 GLP-1 有望成为 PD-1 之后更加重磅的产品系列，相较 PD-1/PD-L1 大部分 MNC 均曾有布局，目前 GLP-1 仅诺和诺德和礼来销售领先，其他大多 MNC 尚处于早期布局阶段且布局不全，我们认为行业空缺较大，并购潮有望持续。

GLP-1 系列产品正探索更多研发方向，潜在并购方向较多。

1) 方向一：长效化。GLP-1 已实现从日制剂向周制剂的演变，安进首创月制剂 GLP-1/GIP MariTide，有望进一步提升患者依从性，实现长效化给药；石药集团一月一次长效司美格鲁肽已进入临床。

2) 方向二：口服小分子。GLP-1 多肽口服剂型生物利用度较低，而小分子吸收利用率较高，但仍需解决代谢副作用问题。全球尚无获批上市的 GLP-1 小分子，礼来 GLP-1 小分子率先进入全球 3 期临床，恒瑞医药和闻泰医药的 GLP-1 小分子进入国内 3 期临床。国内 BD 交易频现，23 年 11 月诚益将 GLP-1 小分子海外权益授权阿斯利康，24 年 5 月恒瑞将 3 款 GLP-1 系列产品海外权益授权与贝恩资本合资成立的子公司，24 年 12 月翰森将 GLP-1 小分子全球权益授权默沙东，24 年 12 月闻泰医药将 GLP-1 小分子授权箕星药业，未来亦有望诞生更多 BD 交易。

3) 方向三：多靶点。除 GLP-1 外，GIP 可潜在增强 GLP-1 减重效果，GCGR 有望调控血糖，FGF21 有望调节脂质代谢，多靶点产品有望获得更好的减重效果，并治疗 MASH、高脂血症适应症等疾病。24 年 11 月，东阳光药将 GLP-1/FGF21 海外权益授权给 Apollo。重点关注联邦制药 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点和华东医药 GLP-1/GCGR/FGF21 三靶点产品。

4) 方向四：组合疗法。胰淀素和 CB1 有望在减重的同时减少副作用并保留瘦体重，诺和诺德率先布局；ActRII 和 MSTN 有潜在增肌疗效，礼来率先布局，国内来凯医药领先。

5) 方向五：适应症拓展。除降糖和减重外，临床显示 GLP-1 对降低心血管风险、心衰、MASH、慢性肾病、阻塞性呼吸睡眠暂停等多适应症均有助益，有拓展更多适应症的潜力。

国产 GLP-1 系列产品 BD 出海正盛，重磅交易可期。23 年以来国产 GLP-1 出海 BD 交易逐渐涌现，诚益、恒瑞、翰森、东阳光药等已陆续实现 GLP-1 系列产品出海，我们认为国产 GLP-1 有望凭借优异的临床疗效、较高的临床效率和性价比，诞生更多重磅 BD 交易。重点关注口服小分子 GLP-1 进展领先并拥有全球 FIC 靶点 GLP-1/GCGR/FGF21 的华东医药、拥有 GLP-1 长效月制剂的石药集团和 GLP-1/GIP 进展较快的翰森制药。

与市场认为 GLP-1 行业已成为竞争激烈的红海市场不同，我们认为：

1) GLP-1 市场空间足够大，可容纳较多玩家：对标重磅产品 PD-1，24 年已有 4 款 PD-1/PD-L1 产品销售额超 35 亿美金，我们认为 GLP-1 适应症广泛、适应人群众多、用药时间长且产品类型多样化，24 年市场规模已超 PD-1，且维持高速增长，未来有望容纳多家 MNC 涌现重磅产品；

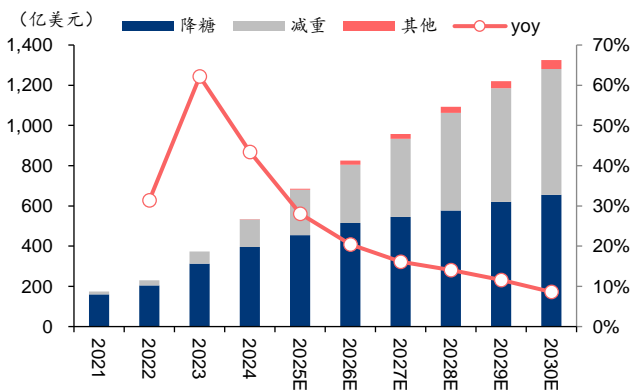
2) GLP-1 可并购方向较多，国产厂家有望持续迎来 BD 机会：尽管有较多厂家布局 GLP-1 系列产品，但由于 GLP-1 研发方向较多，在某些差异化方向依然是蓝海市场，部分国产厂家有望脱颖而出，如 GLP-1 小分子提升依从性、GLP-1/GIP/GCGR 强化减重效果、GLP-1 与 FGF21 多靶点用于降脂、ActRII 用于增肌等，重点关注有 BD 出海交易机会的国产 GLP-1 生产商华东医药、石药集团、翰森制药。

GLP-1 全球大市场，持续并购空间较大

接力 PD-1，GLP-1 展现出更大的市场潜力。自 21 年 FDA 批准诺和诺德司美格鲁肽治疗成人肥胖症后，GLP-1 产品迎来快速增长期，2030 年 GLP-1 市场有望超 1300 亿美金 (Evaluate Pharma)，我们认为 GLP-1 有望成为接棒 PD-1 的下一个重磅，基于：

- 1) 适应症多，人群基数大：**GLP-1 可用于治疗减重、降糖、心血管疾病、慢性肾病等多种疾病，其中仅肥胖人群就达 8+ 亿人 (2024 全球肥胖地图)，vs PD-1 为泛肿瘤治疗，22 年全球新增癌症患者 2000 万人 (WHO)；
- 2) 用药时间长：**GLP-1 治疗慢性疾病，患者存活期长，可实现长期用药 vs PD-1 治疗癌症患者，生存期较短；
- 3) 迭代类型多：**不同于 PD-1，GLP-1 在最初的单靶点注射剂基础上，衍生出口服制剂、双靶点、三靶点、CB1、胰淀素、ActRII、MSTN 等多种类型，满足多样化需求。

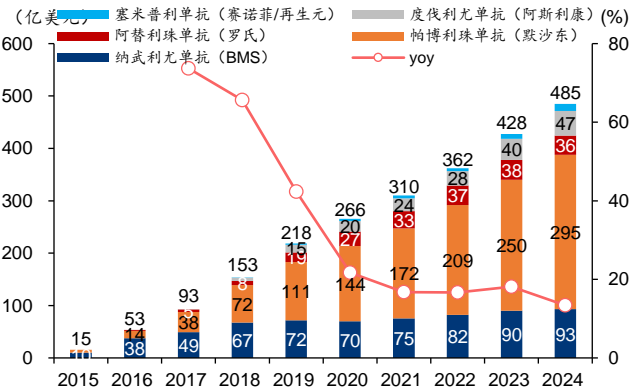
图表1：全球 GLP-1 市场规模



注：仅包含主要海外 MNC 披露销售额的 GLP-1 产品

资料来源：Visible alpha 数据库，Evaluate Pharma，各公司年报，华泰研究

图表2：全球 PD-1 市场规模



注：仅包含主要海外 MNC 披露销售额的 PD-1 产品

资料来源：Visible alpha 数据库，各公司年报，华泰研究

MNC 相继布局 GLP-1，行业方兴未艾，持续并购机会涌现。相较 PD-1 曾经有 15 家 MNC 有布局，GLP-1 目前仅诺和诺德和礼来周制剂产品销售领先，仅 10 家 MNC 拥有 GLP-1 产品且布局不全面。考虑到 GLP-1 系列产品的多样化，头部 MNC 需要构建产品矩阵以增强竞争力，我们认为持续并购依然是未来 GLP-1 领域的主要方向。

图表3：全球 MNC 的 PD-1 和 GLP-1 资产的布局对比

	诺和诺德	礼来	安进	BI	罗氏	默沙东	阿斯利康	辉瑞	再生元	吉利德	赛诺菲	BMS	GSK	强生	诺华	艾伯维
PD-1	上市	上市	2 期	2 期	上市	上市	上市	3 期	上市	临床前	上市	上市	上市	3 期	上市	3 期
GLP-1	上市	上市	3 期	3 期	2 期	2 期	2 期	2 期	2 期	1 期						

注：GLP-1 仅诺和诺德和礼来产品已上市，其他均处于临床阶段

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

图表4：全球MNC的GLP-1相关布局版图

	诺和诺德	礼来	安进	BI	罗氏	默沙东	阿斯利康	辉瑞	再生元	吉利德	赛诺菲	BMS	GSK	强生	艾伯维
GLP-1 周制剂	获批上市	获批上市									无	无	无	无	无
GLP-1 小分子		3期			1期 (Carmot)	临床前 (翰森)	2期 (诚益)	2期		1期					
GLP-1/GIP 周制剂	2期	获批上市			2期 (Carmot)										
GLP-1/GIP 月制剂			3期												
GLP-1/GCGR				3期 (Zealand)		2期	1期								
GLP-1/GIP/GCGR		3期													
GLP-1/FGF21				1期											
CB1	2期		临床前												
胰淀素	3期	2期					2期								
ActRII		2期 (Versanis, 来凯医药)													
MSTN					1期				2期						

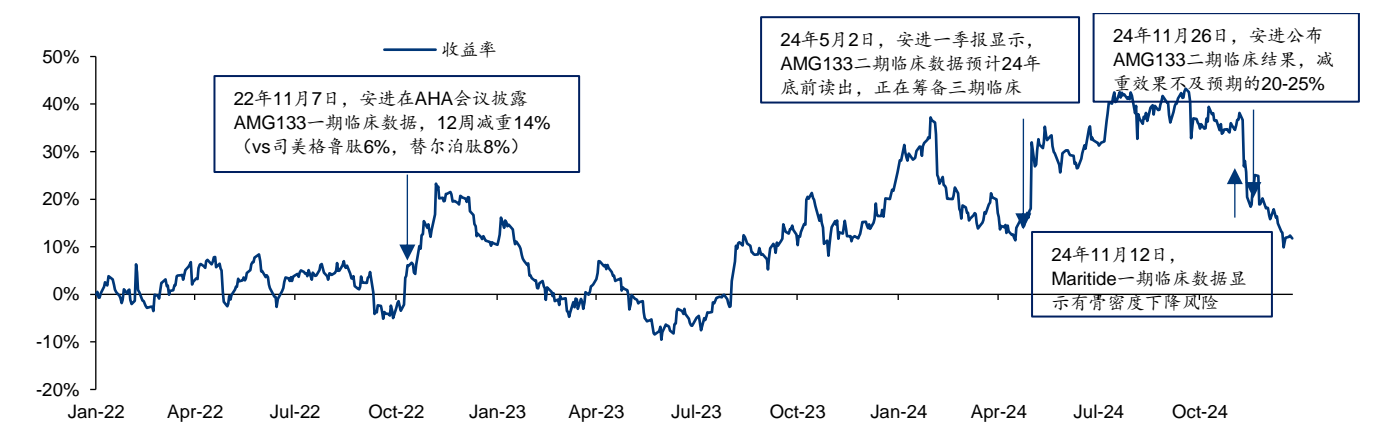
注：仅展示减重/降糖/增肌相关适应症

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

GLP-1 方向之一：长效化

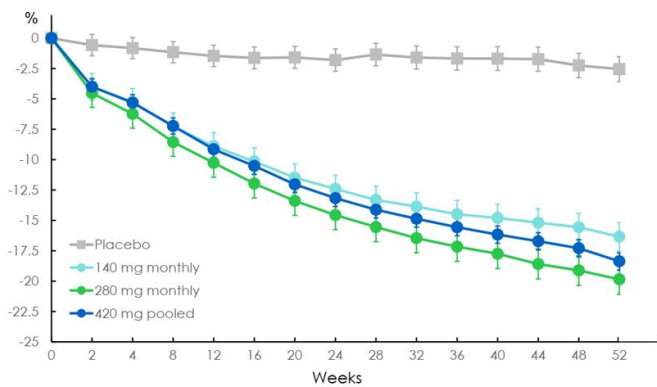
安进率先实现每月一次给药，52周减重20%，石药集团布局每月一次司美格鲁肽。GLP-1已实现从一日两次（艾塞那肽，半衰期2.4h）到一日一次（利拉鲁肽，半衰期13h）到一周一次（司美格鲁肽，半衰期7天）的转变，安进的MariTide（AMG133）半衰期14-25天，有望实现一月一次给药。2期临床数据显示，MariTide 52周肥胖不伴有糖尿病试验组平均减重约20%，52周肥胖伴有糖尿病试验组平均减重约17%，所有剂量组均显著减重且52周尚未达到减重平台，安全性较好（因胃肠道副作用停药率<8%）。我们认为MariTide有望凭借长效化给药，在疗效和安全性与周制剂相当的情况下，占据一定市场份额。此外，石药集团布局每月一次长效司美格鲁肽，已进入临床1期。

图表5：安进股价表现



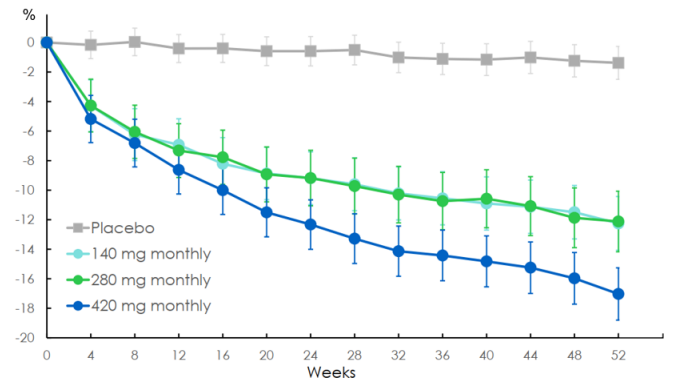
资料来源：Wind，安进官网，华泰研究

图表6：MariTide 52周2期临床数据（肥胖不伴糖尿病）



注：420mg pooled 包括 420mg 每月一次、420mg 两月一次、70mg 4周后 420mg 每月一次和 70mg 12周爬坡至 420mg 后 420mg 每月一次，n=465
资料来源：安进官网，华泰研究

图表7：MariTide 52周2期临床数据（肥胖伴糖尿病）

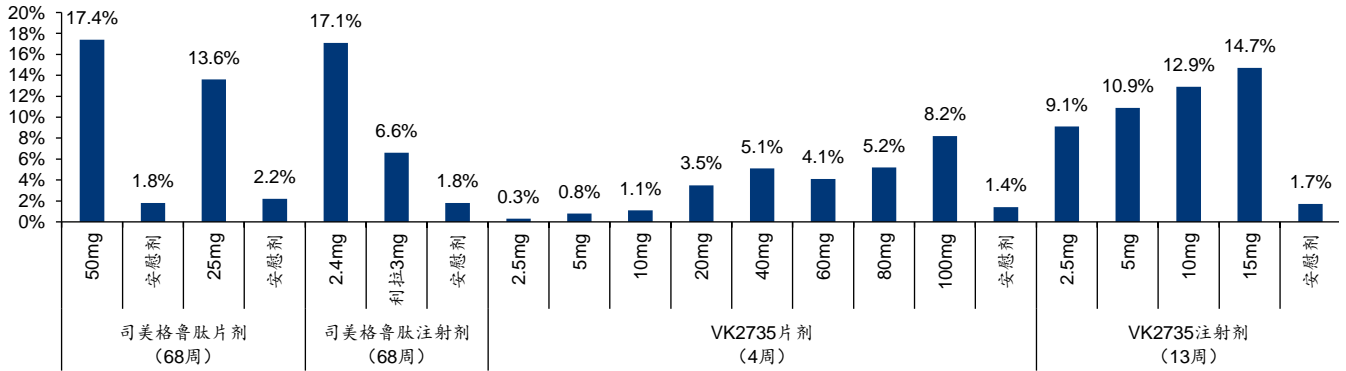


资料来源：安进官网，华泰研究

GLP-1 方向之二：口服小分子，提升依从性

多肽口服生物利用度较低，需提高 10-20 倍用量。19 年 9 月，口服司美格鲁肽 Rybelsus 获 FDA 批准治疗糖尿病，24 年 1 月中国获批治疗糖尿病，减重临床也取得成功。但由于多肽分子量较大，需提高 10-20 倍用量，需要较高成本并带来较大副作用：1) 司美格鲁肽：68 周数据显示，注射剂仅需 2.4mg 用量即可达到 15.3% 的减重效果（安慰剂调整，下同），而片剂需要 50mg 剂量才可减重 15.6%；2) VK2735 (GLP-1/GIP)：注射剂最高剂量组 10mg/15mg 组可实现 13 周减重 11.2/13.0%，而 VK2735 片剂在 80mg 以上剂量组才显示较好的减重效果（80mg/100mg 4 周分别减重 3.8/6.8%）。

图表8：口服 GLP-1 多肽减重效果对比



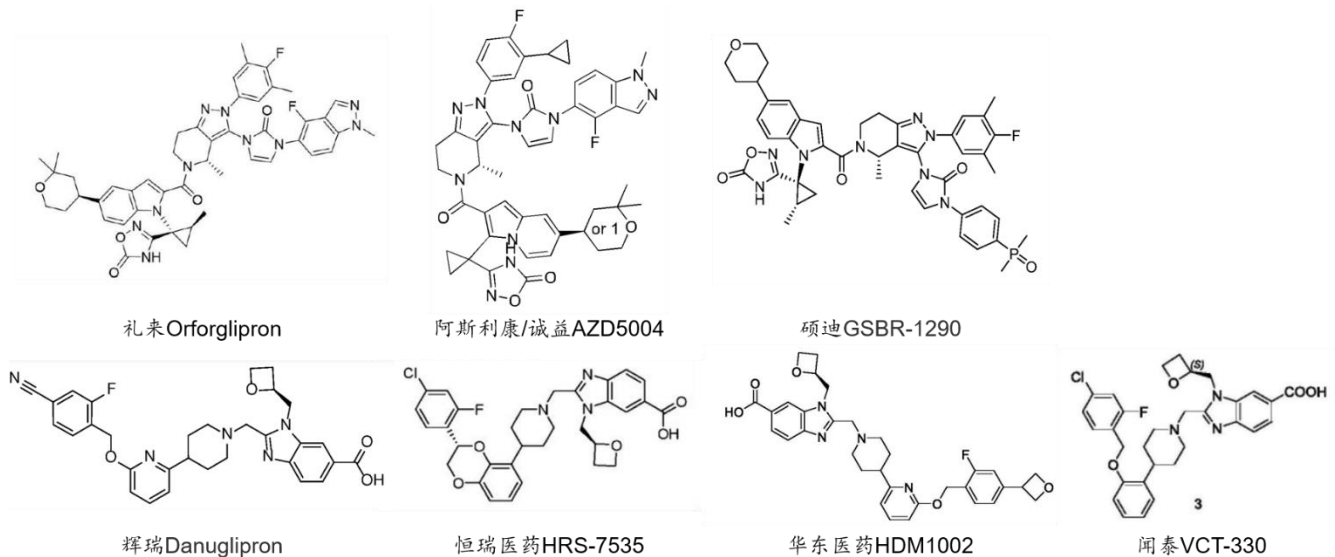
资料来源：公司公告，华泰研究

GLP-1 小分子：辉瑞&礼来进度较快，follow 者众多。

辉瑞：1) Danuglipron 为全球首款完成 1 期临床的 GLP-1 小分子，辉瑞在 23 年 12 月公布 2 期临床数据，尽管减重效果较好（26 周减重 4.8-9.4% vs 安慰剂增重 0.17%，32 周减重 6.9-11.7% vs 安慰剂增重 1.4%），但停药率超 50%（vs 安慰剂 40%），且半衰期较短（一日两次用药），不再进入 3 期临床；2) 23 年 6 月，辉瑞第二款 GLP-1 小分子 Lotiglipton 由于肝毒性（转氨酶明显升高）副作用停止开发；3) 24 年 7 月辉瑞宣布 Danuglipron 缓释剂型（一日一次给药）将推进关键临床。

礼来：18 年以 5000 万美元首付款+里程碑+专利使用费自中外制药引入临床前 GLP-1 小分子 Orforglipron，23 年 6 月 2 期临床显示 36 周减重 8.6-12.6%（vs 安慰剂减重 2.0%），且安全性较好（停药率 14-19% vs 安慰剂 2.0%），目前处于 3 期临床，礼来预期 25 年中结束。

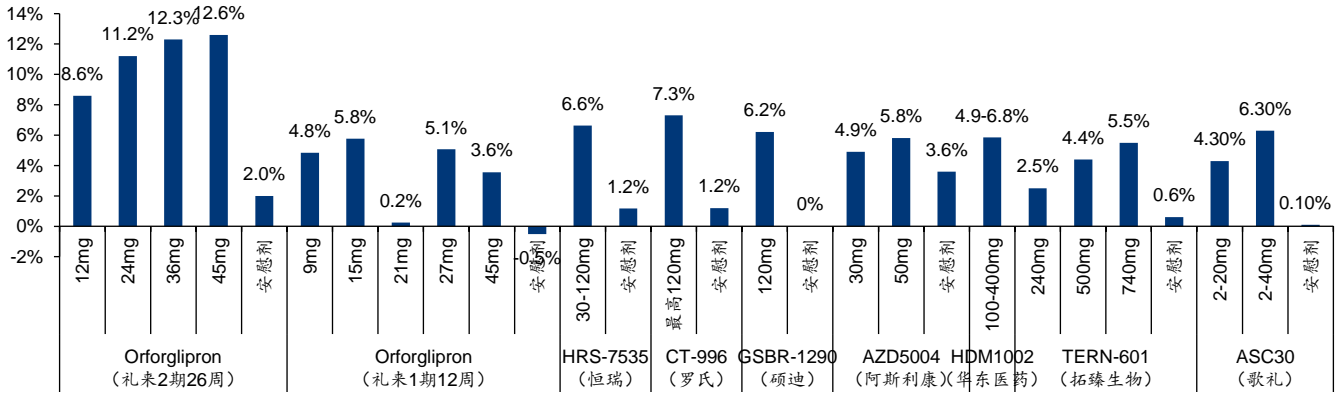
图表9：主要 GLP-1 小分子专利结构



资料来源：国家知识产权局，华泰研究

国内研发者众多,1期疗效数据难分高下。目前已有多款 GLP-1 小分子披露 1 期临床数据,多数产品可在 4 周达到礼来 Orforglipron 一期临床 12 周的疗效(最高减重 6.3%,安慰剂调整),其中恒瑞 HRS-7535 减重 5.4%(安慰剂调整),罗氏/Carmot CT-996 减重 6.1%(安慰剂调整),华东医药 HDM1002 减重 4.9-6.8%,拓臻生物 TERN-601 减重 4.9%(安慰剂调整),疗效数据难分高下。礼来路线的阿斯利康/诚益 AZD5004 减重 2.2%(安慰剂调整),硕迪 GSB-1290 12 周减重 6.2%(安慰剂调整后)减重效果与礼来 Orforglipron 相当。

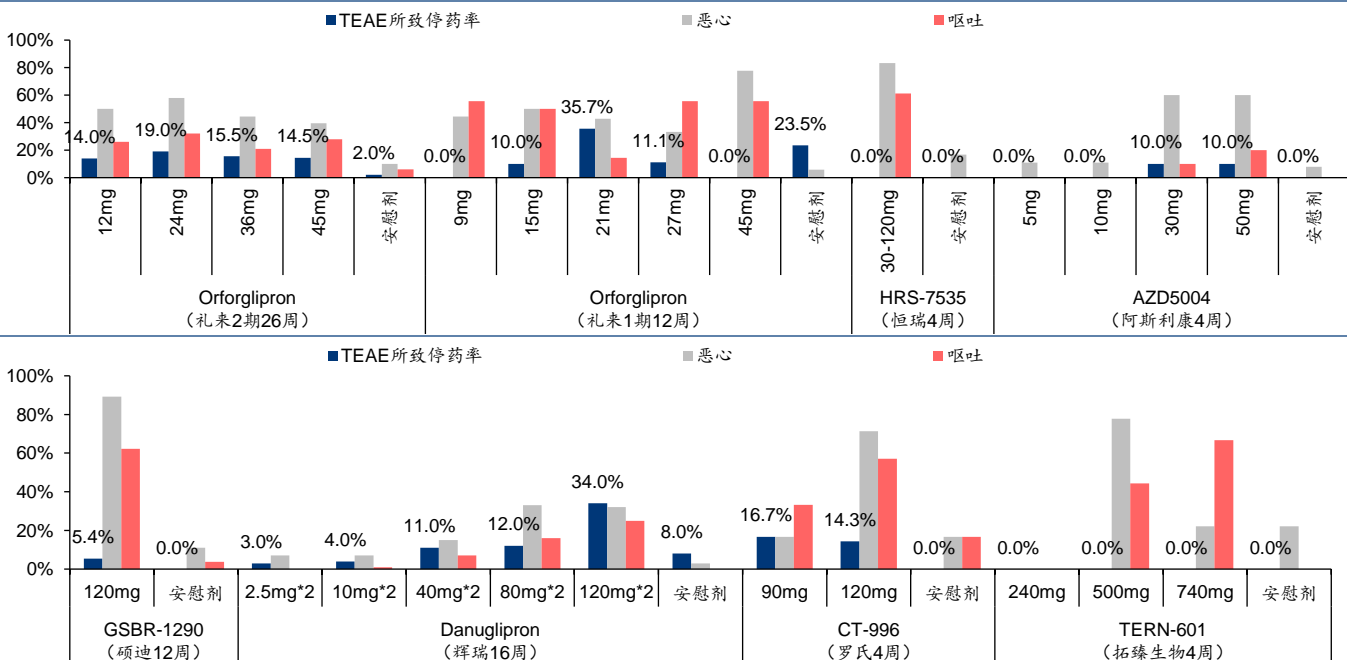
图表10: GLP-1 小分子疗效数据对比



注:除礼来外,其余均为1期临床数据,其中硕迪为12周数据,其余均为4周
资料来源:公司公告,2024ADA,华泰研究

GLP-1 小分子安全性:胃肠道副反应为主,早期临床难分伯仲。1) 辉瑞 23 年 12 月公布 Danuglipron 治疗肥胖的 2 期数据,停药率超 50% (vs 安慰剂 40%),恶心发生率 73%和呕吐发生率 47%均较高,且为一日两次给药,不会推进 3 期临床,但辉瑞将其优化为缓释剂型,尝试一日一次给药,并于 24 年 7 月表示即将推进至关键临床;恒瑞 HRS-7535 与拓臻 TERN-601 一期 4 周均未发生停药;2) 礼来 23 年 6 月公布 Orforglipron 治疗减肥的 2 期数据,安全性较好(26 周停药率 14-19% vs 安慰剂 2%),已推进 3 期临床,但阿斯利康/诚益 AZD5004 一期 4 周停药率 10%,硕迪 GSB-1290 有 40.5%的受试者降低剂量且胃肠道副反应较高(恶心 89%,呕吐 62%),安全性仍有待验证。

图表11: GLP-1 小分子安全性数据对比



注:1) 临床阶段:Orforglipron 26 周和 Danuglipron 16 周为 2 期数据,其余均为 1 期临床数据;2) 患者池:HRS-7535 为健康人群, Danuglipron 和 AZD5004 为糖尿病患者,其余为超重/肥胖患者
资料来源:公司公告,华泰研究

国产 GLP-1 小分子出海正盛，重点关注华东医药。国内多厂家布局 GLP-1 小分子，其中诚益生物于 23 年 11 月以 1.85 亿美金首付款+18.25 亿美金里程碑+分成将 GLP-1 小分子 AZD5004 海外权益出售给阿斯利康，恒瑞医药于 24 年 5 月将 GLP-1 小分子(HRS-7535)、GLP-1/GIP 双靶点 (HRS-9531) 和 GLP-1/GIP/GCGR (HRS-4729) 海外权益以 1 亿美金首付款+59.25 亿美金里程碑+分成授权给与贝恩资本合资成立的子公司，闻泰医药于 24 年 12 月将 GLP-1 小分子 VCT220 海外权益授权给箕星药业，翰森制药于 24 年 12 月将临床前 GLP-1 小分子 HS-10535 全球权益授权给默沙东。国内仍有众多在研产品，其中华东医药 HDM1002 进展最快 (国内 2 期临床，美国 5M23 获批临床)，歌礼制药 ASC30 有望实现更低频率给药 (半衰期 60 小时)。

图表12：海外 GLP-1 小分子临床进展

通用名	生产厂家	适应症	海外临床阶段	开始时间
Orforglipron	礼来	减重	3 期临床	4M23
		降糖	3 期临床	4M23
		心血管风险	3 期临床	4M23
		阻塞性睡眠呼吸暂停	3 期临床	10M24
AZD5004	诚益/阿斯利康	减重	2b 期临床	8M24
		降糖	2b 期临床	8M24
GSBR-1290	硕迪	减重	2b 期临床	11M24
RGT-075	锐格医药	减重	2 期临床	2M24
		降糖	2 期临床	3M22
Danuglipron 缓释 (PF-06882961)	辉瑞	降糖/减重	1 期临床	7M24
CT-996	罗氏/Carmot	减重	1 期临床	4M23
		降糖	1 期临床	4M23
XW014	先为达	降糖	1 期临床	10M22
PF-06954522	辉瑞	降糖	1 期临床	8M23
ID110521156	Yunovia	减重/降糖	1 期临床	10M23
TERN-601	拓臻生物	减重	1 期临床	11M23
GS-4571	吉利德	减重	1 期临床	8M24
ASC30	歌礼制药	减重	1 期临床	8M24
HRS7535	恒瑞医药	降糖	PK+3 期	预期 25 年
		减重	PK+3 期	预期 25 年
HDM1002	华东医药	减重	IND	/
		降糖	IND	/
APH01727	一品红	减重/降糖	IND	12M24
HS-10535	翰森制药	减重/降糖	临床前	/

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

图表13：国内 GLP-1 小分子临床进展

通用名	生产厂家	适应症	中国临床阶段	开始时间	备注
Orforglipron	礼来	减重	3 期临床	5M23	9M18 中外制药授权礼来全球权益，5000 万美金首付款
		降糖	3 期临床	5M23	
		阻塞性睡眠呼吸暂停	3 期临床	10M24	
AZD5004	诚益/阿斯利康	减重	IND	9M24	11M23 诚益授权礼来海外权益，1.85 亿美金首付款+18.25 亿美金里程碑+分成
		降糖	IND	9M24	
HRS7535	恒瑞医药	降糖	3 期临床	9M24	5M24 与贝恩资本合资成立子公司，获得 1 亿美金首付款+59.25 亿美金里程碑，获得 19.9% 合资公司股权
		减重	2 期临床	2M24	
		糖尿病肾病	2 期临床	5M24	
CX11/VCT220	闻泰	减重	3 期临床	11M24	12M24 将海外权益出售给箕星药业
HDM1002	华东医药	减重	2 期临床	4M24	
		降糖	2 期临床	6M24	
MDR-001	德睿智药	减重	2b 期临床	8M24	
SAL0112	信立泰	降糖	2 期临床	8M24	
HSK34890	海思科	降糖	1 期临床	8M23	
THDBH110	通化东宝	降糖	1 期临床	11M23	
BPLYT-01	百板优棠	降糖	1 期临床	11M23	
		减重	1 期临床	8M24	
APH01727	一品红	减重/降糖	1 期临床	7M24	

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

GLP-1 方向之三：多靶点组合

多靶点协同，有望提高减重效果，并带来其他获益。GLP-1R 具有促进胰岛素分泌、降低血糖和减轻体重等作用，GIPR 在高血糖时增加胰岛素分泌、在低血糖时则刺激胰高血糖素的释放，而 GCGR 可参与人体血糖及能量的调节，多靶点组合有望提高减重效果。此外，FGF21 有就改善血脂的作用，有望对 MASH、高血脂等疾病起效。

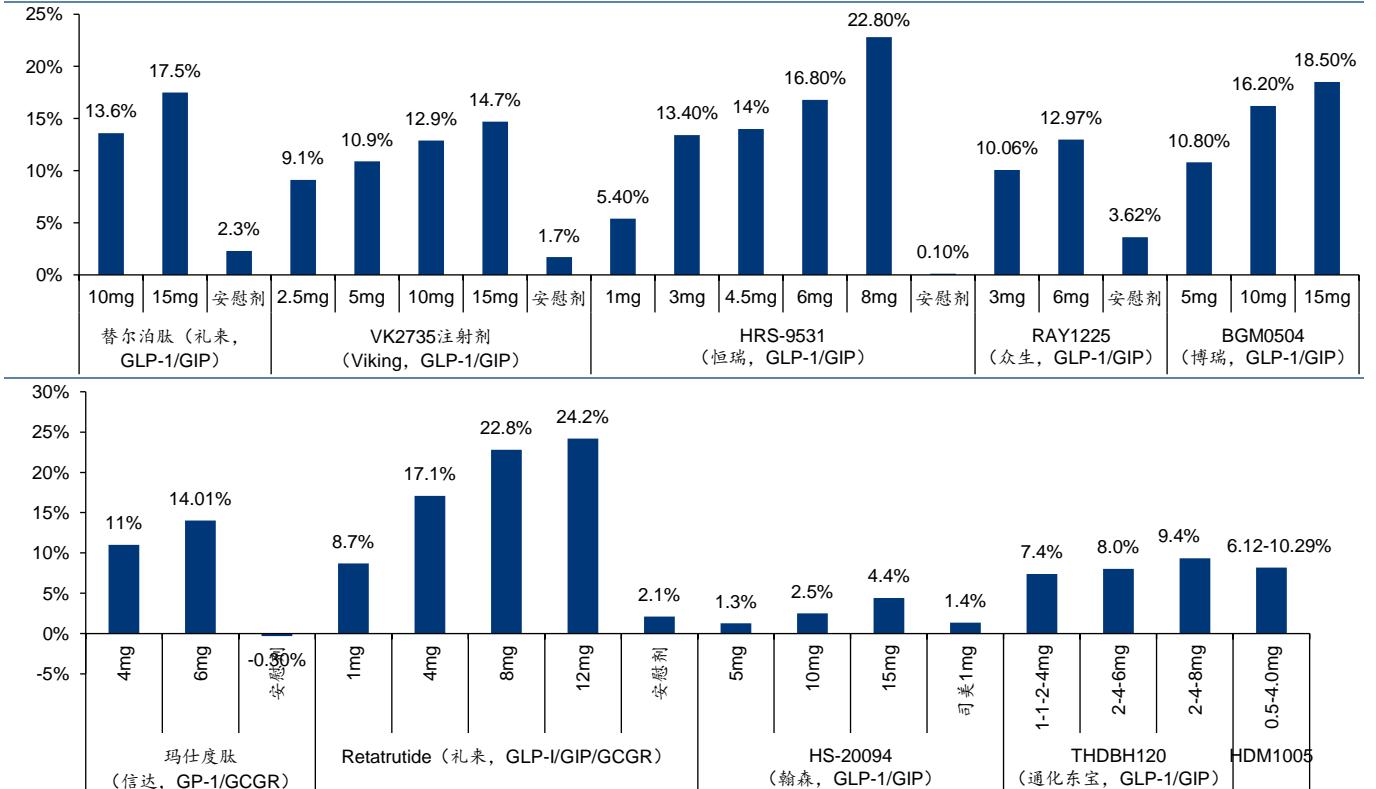
图表14：GLP-1 相关靶点作用机制

靶点	GLP-1	GIP	GCG	胰淀素	胰岛素	OXM	PYY	FGF21	GDH15	CB1	ActRII
形式				多肽类				重组蛋白类/抗体			抗体类
减少食物摄入（抑制胃排空，抑制食欲等）	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	
促进葡萄糖摄取（促进胰岛素分泌/抑制胰高血糖素分泌等）	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓
维持能量消耗					✓				✓		✓

资料来源：医药魔方，华泰研究

礼来替尔泊肽打头阵，探索更强减重组合。1) 海外：礼来替尔泊肽分别于 22 年 5 月和 23 年 11 月获 FDA 批准治疗降糖和减重，销售快速爬坡（24 年销售额 164.66 亿美金，+208%yoy），Viking 的 VK2735 后来居上，仅 13 周安慰剂调整后最高减重 13%（vs 替尔泊肽 52 周最高减重 15.2%），礼来亦布局 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点，减重效果更优；2) 国内：信达率先布局 GLP-1/GCGR 的减重和降糖适应症已分别于 24 年 2 月和 8 月在国内申报上市，恒瑞、博瑞、众生、翰森等多家布局 GLP-1/GIP 双靶点且已展现优异疗效（24 周恒瑞 HRS-9531 6mg 扣安慰剂减重 16.7%，24 周博瑞 BGM0504 15mg 扣安慰剂减重 18.5%）；联邦制药和乐普医疗 GLP-1/GIP/GCGR 均已进入 2 期临床。

图表15：主要 GLP-1 多靶点产品减重效果



注：替尔泊肽为 52 周数据；VK2735 为 13 周数据；HRS9531 1-6mg 为 24 周数据，8mg 为 36 周数据；RAY1225/BGM0504 为 24 周数据；玛仕度肽为 48 周数据；Retatrutide 为 48 周数据；HS-20094/HDM1005s 为 4 周数据；THDBH120 为 4 周或 6 周数据

资料来源：各公司官网，华泰研究

联合 FGF21，开发降脂相关适应症。FGF21 可调节血脂，有望治疗 MASH、高血脂等。东阳光药已于 11M24 将 GLP-1/FGF21 双靶点 HEC88473 海外权益以 1200 万美金首付款 +9.26 亿美金里程碑授权给 Apollo；华东医药另辟蹊径，率先布局 GLP-1/GCGR/FGF21 三靶点 DR10624，为全球 First in Class，重度高甘油三酯血症已进入国内 2 期临床。

图表 16：海外在研 GLP-1 多靶点临床进展

通用名	生产厂家	用药频率	适应症	海外临床阶段	开始时间
GLP-1/GIP					
AMG133	安进	每月一次	减重 降糖	2 期临床结束 2 期临床	1M23 11M24
VK2735	Viking	每周一次	减重	2 期临床结束	8M23
	片剂（口服）	每日一次	减重	2 期临床	1M25
NNC0519-0130	诺和诺德	每周一次	减重 降糖 慢性肾病	2 期临床 2 期临床 2 期临床	3M24 3M24 12M24
CT-388	罗氏/Carmot	每周一次	减重 降糖	2 期临床 2 期临床	8M24 11M24
CT-868	罗氏/Carmot	每日一次	肥胖合并 1 型糖尿病	2 期临床	10M23
HRS9531	恒瑞医药	每周一次	减重 降糖	PK+3 期临床 PK+3 期临床	预期 25 年 预期 25 年
BGM0504	博瑞医药	每周一次	减重	1 期临床	12M24
RAY1225	众生药业	两周一次	减重	获批 2 期临床	2M25
HDM1005	华东医药	每周一次	代谢相关脂肪性肝炎 MASH 阻塞性睡眠呼吸暂停合并肥胖 射血分数保留心力衰竭合并肥胖	获批临床 获批临床 获批临床	11M24 11M24 12M24
GLP-1/GCGR					
Survodutide	BI/Zealand	每周一次	减重 MASH	3 期临床 3 期临床	11M23 10M24
Pemvidutide	Altimune	每周一次	MASH	2 期临床	7M23
GLP-1/GIP/GCGR					
Retatrutide	礼来	每周一次	减重 降糖	3 期临床 3 期临床	5M23 7M23
Efocipegtrutide (HM15211)	默沙东/韩美	每周一次	MASH	2 期临床	7M20
HM15275	韩美制药	每周一次	减重	1 期临床	5M24
UBT251	联邦制药	每周一次	减重、降糖	获批临床	9M23
GLP-1/FGF21					
YH-25724	BI/Yuhan	每周一次	MASH	1 期临床	/
GLP-1/GCGR/FGF21					
DR10624	华东医药 (道尔生物)	每周一次	肥胖合并高甘油三酯血症	1 期临床	6M22
GLP-1/GIP/FGF21					
MWN105	乐普医疗 (民为生物)	每周一次	减重&降糖 MASH	获批临床 获批临床	1M25 2M25

注：GLP-1/GIP 和 GLP-1/GCGR 仅展示 2 期临床及之后的产品

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

图表17：国内在研 GLP-1 多靶点临床进展

通用名	生产厂家	用药频率	适应症	中国临床阶段	开始时间	备注
GLP-1/GIP						
AMG133	安进	每月一次	减重	1 期临床	2M24	
NNC0519-0130	诺和诺德	每周一次	减重	获批临床	11M24	
HRS9531	恒瑞医药	每周一次	减重	3 期临床	5M24	5M24 与贝恩资本合资成立子公司, 获得 1 亿美金首付款+59.25 亿美金里程碑, 获得 19.9% 合资公司股权
			降糖	3 期临床	10M24	
			阻塞性睡眠呼吸暂停	2 期临床	8M24	
			肥胖伴多囊卵巢综合征	2 期临床	8M24	
HRS9531 片	恒瑞医药	每日一次	减重	2 期临床	2M25	
BGM0504	博瑞医药	每周一次	减重	3 期临床	10M24	
			降糖	3 期临床	12M24	
HS-20094	翰森制药	每周一次	减重	3 期临床	10M24	
			降糖	2 期临床	2M24	
RAY1225	众生药业	两周一次	减重	2 期临床	2M24	
THDBH120	通化东宝	每周一次	减重	2 期临床	12M24	
			降糖	2 期临床	12M24	
HDM1005	华东医药	每周一次	减重	2 期临床	1M25	
GLP-1/GCGR						
玛仕度肽	信达生物	每周一次	减重	NDA	2M24	
			降糖	NDA	8M24	
Survodutide	BI/Zealand	每周一次	减重	3 期临床	12M23	
			MASH	3 期临床	12M24	
GLP-1/GIP/GCGR						
Retatrutide	礼来	每周一次	减重	1 期临床结束	9M22	
Efocipegtrutide (HM15211)	默沙东/韩美	每周一次	MASH	2b 期临床	10M23	
MWN101	乐普医疗 (民为生物)	每周一次	减重	2 期临床	3M24	
			降糖	2 期临床	3M24	
			阻塞性呼吸睡眠暂停	2b 期临床	1M25	
UBT251	联邦制药	每周一次	降糖	2 期临床	1M25	
GLP-1/FGF21						
HEC88473	东阳光药	每周一次	降糖、减重、MASH	2 期临床	8M23	11M24 将海外权益以 1200 万美金首付款+9.26 亿美金里程碑授权给 Apollo
AP026	正大天晴/安源	每周一次	降糖	1 期临床	3M23	4M22 正大天晴自安源医药获得中国和部分亚洲权益
GLP-1/GCGR/FGF21						
DR10624	华东医药 (道尔生物)	每周一次	重度高甘油三酯血症	2 期临床	7M24	
GLP-1/GIP/FGF21						
MWN105	乐普医疗 (民为生物)	每周一次	减重&降糖	1 期临床	12M24	

注：GLP-1/GIP 和 GLP-1/GCGR 仅展示 2 期临床及之后的产品

资料来源：医药魔方，公司公告，华泰研究

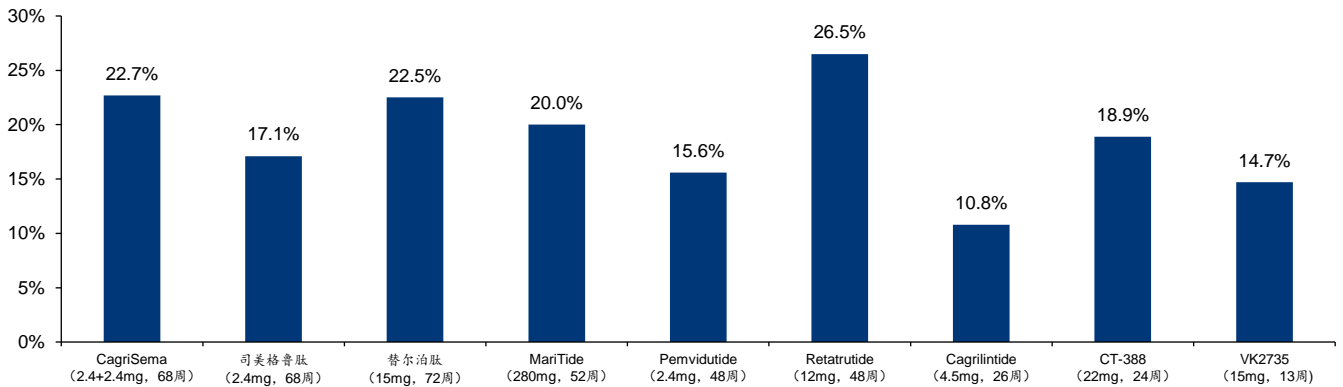
GLP-1 方向之四：组合疗法

GLP-1 探索联用胰淀素、CB1、ActRII、MSTN 等，提高安全性，实现增肌。GLP-1 早期联用以胰岛素为主，诺和诺德利拉鲁肽/德谷胰岛素和赛诺菲利司那肽/甘精胰岛素分别于 2014 和 2016 年上市，2023 年销售额分别为 4.77 亿美元和 2.40 亿美元。之后更多厂家尝试联用疗法，诺和诺德 GLP-1+胰淀素 3 期临床 68 周减重 20.4%（安慰剂调整后，下同），与礼来替尔泊肽疗效相当；诺和诺德小分子 CB1 Monlunabant (INV-202) 2a 期临床 16 周减重 5.81%，与礼来 GLP-1 小分子疗效相当。礼来布局 ActRII，探寻增肌疗法，48 周 ActRIIA/B 单抗 Bimagrumab 去脂体重增加 4.4%，体重减少 5.7%，国内来凯医药领先。

联用胰淀素，有望提高安全性并保留瘦体重

胰淀素增加饱腹感，增强减重效果，减少胃排空，提高安全性，且有望保留瘦体重。胰淀素长期存储于胰腺 β 细胞，与胰岛素一起分泌到血液中，与胰岛素水平同步升降，具有控制食欲的功能，且能够抑制胰高血糖素分泌。2022 年，诺和诺德启动了 CagriSema（胰淀素类似物 Cagrilintide 2.4mg+司美格鲁肽 2.4mg）肥胖 3 期临床，并于 24 年 12 月公布数据，3 期 68 周减重 22.7%（vs 单药 Cagrilintide 11.8% vs 单药司美格鲁肽 16.1% vs 安慰剂 2.3%），与 GLP-1/GIP 双靶点（如替尔泊肽）效果相当，不及公司预期的 25%，诺和诺德当日股价下跌 18%。

图表18：海外主要 GLP-1 类产品减重临床效果



注：CagriSema 为 2.4mg 胰淀素类似物 Cagrilintide+2.4mg 司美格鲁肽，替尔泊肽、CT-388、VK2735 为 GLP-1/GIP 激动剂，MariTide 为一月一次 GLP-1 激动剂/GIP 拮抗剂，Pemvidutide 为 GLP-1/GCGR，Retatrutide 为 GLP-1/GIP/GCGR

资料来源：Viking 官网，诺和诺德官网，华泰研究

Petrelintide 数据表明胰淀素有望保留瘦体重，诺和诺德口服疗法效果优异。 Zealand 胰淀素 Petrelintide 已进入 2b 期，临床前大鼠实验显示，与利拉鲁肽相比，Petrelintide 减少脂肪并保留瘦体重且停药后可维持。1b 期临床显示，治疗 16 周 Petrelintide 每周一次 2.4/4.8/9.0mg 组分别减重 4.8/8.6/8.3%（vs 安慰剂减重 1.7%），仅 9mg 组有 8% 患者因不良反应停药，不良反应率较低（恶心最高 33%、呕吐最高 8%、便秘最高 25%、腹泻最高 17%），Zealand 已开展 2b 期临床。诺和诺德正在开发口服和皮下注射 GLP-1&胰淀素 Amycretin，口服 1 期临床 12 周最高减重 13.1%（vs 安慰剂 1.1%），皮下注射 1b/2a 期 36 周最高减重 22.0%（vs 安慰剂 2.0%），优于替尔泊肽，当日股价上涨 8.5%。

图表19: 全球在研胰淀素产品

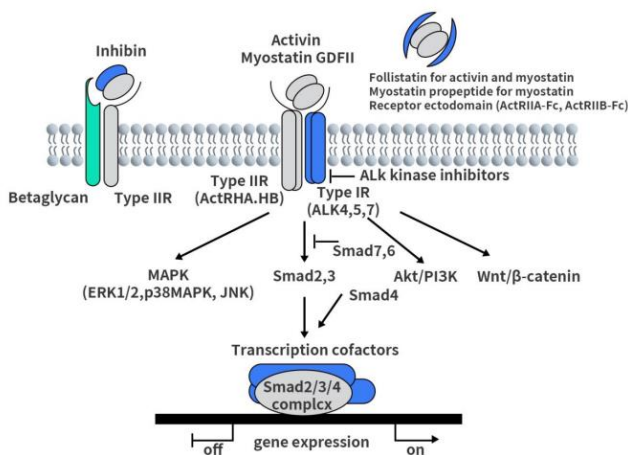
通用名	生产厂家	适应症	临床阶段	时间	临床结果
Cagrilintide	诺和诺德	减重	临床 3 期	5M22 (美)	24 年 12 月, 3 期结果, 68 周减重 22.7% (vs 安慰剂 2.3%)
			临床 3 期	7M23 (中)	
			临床 3 期	10M23 (中)	
		降糖	临床 3 期	5M22 (美)	
			临床 3 期	11M22	
			临床 2 期	11M23	
			临床 2 期	3M24	
			临床 2 期	5M24	
		MASH	临床 2 期	5M24	
			临床 2 期	7M24	
AZD6234	阿斯利康	胰淀素	临床 2b 期	9M24	
Eloralintide	礼来	减重	临床 2 期	1M24	
			降糖	临床 2 期	9M24
Petrelintide	Zealand	减重	临床 2b 期	10M24	24 年 6 月, 1b 期结果, 4.8mg 组 16 周减重 8.6% (vs 安慰剂 1.7%)
Amycretin (GLP-1+胰淀素)	诺和诺德	减重 (口服)	临床 1 期结束	9M23	24 年 3 月, 1 期结果, 12 周 2x50mg 减重 13.1% (vs 安慰剂 1.1%)
		减重 (皮下注射)	临床 1b/2a 期结束		25 年 1 月, 1b/2a 期结果, 36 周 20mg 减重 22.0% (vs 安慰剂 2.0%)
NN1213	诺和诺德	减重	临床 1 期	12M24	

资料来源: 医药魔方, 华泰研究

增肌: 减重同时保留瘦体重

GLP-1 减重但同时减肌, 联合 ActRII 通路产品有望在减重同时实现增肌。诺和诺德 STEP8 临床表明, 68 周司美格鲁肽减重 17.1% (vs 安慰剂 1.8%), 但其中约 40% 为瘦体重 (再生元官网)。肌肉生长和抑制主要通过 ActRII 通路调节, Myostatin (肌肉生长抑制素)、Activin (激活素) 和 GDF11 等均为骨骼肌负调控因子, 其中以 Myostatin (肌肉生长抑制素) 为主。在脂肪细胞中, 激活素通过 ActRII 储存脂质, 阻断通路可以促进脂肪代谢; 肌肉细胞中, ActRII 受体信号通路可抑制肌肉生长, 阻断通路可以抑制萎缩增加肌肉质量。上述配体与 ActRIIA 或 ActRIIB 受体结合并发出信号, 其中 ActRIIB 可能是主要受体。已有多款产品围绕 ActRII 通路布局增肌管线, 其中礼来进展领先。

图表20: ActRII 和 MSTN 相关通路



资料来源: Dima Biotech 官网, 华泰研究

图表21: 全球主要增肌研发管线布局

针对受体的抗体 (ActRIIA/ActRIIB)	Lilly Bimagrumab	LOKNA 礼来医药 LAE102 (ActRIIA) LAE103 (ActRIIB) LAE123 (ActRIIA/B)	sixpeaks BIO ActRIIA/B
针对肌肉生长抑制素前体的抗体	Roche GYM329	ScholarRock Apitegromab SRK439	
针对成熟配体	REGENERON Trevogrumab (MSTN) Garelosmab (激活素A)	biohaven Taldefgobep alfa (MSTN adenectin)	
配体陷阱 (Fc融合蛋白)	MSD Sotatercept (ActRIIA融合蛋白)	Bristol Myers Squibb 罗特西普 (ActRIIB融合蛋白)	KEROS THERAPEUTICS KER-065 (ActRII A/B融合蛋白)

资料来源: 礼来医药 2024 年中期业绩 PPT, 华泰研究

ActRII

ActRII 靶点：不同于已上市的融合蛋白，单抗多用于内分泌疾病研发。靶向 ActRII 受体信号通路的药物分为单抗和 Fc 融合蛋白，其中单抗靶向受体，特异性阻断 ActRII 信号通路，安全性高，多用于肥胖、糖尿病等；Fc 融合蛋白靶向配体，阻断所有配体与其他受体的结合，安全性较差，主要用于开发肺动脉高压、骨髓增生异常综合征等罕见且危及生命的适应症。19 年 11 月，Acceleron 开发并授权给 BMS 旗下新基的 ActRIIB 融合蛋白 Luspatercept 获 FDA 批准，用于治疗输血依赖性 β 地中海贫血症；24 年 3 月，默沙东 115 亿美元收购 Acceleron 获得的 ActRIIA 融合蛋白 Sotatercept 在美国获批上市，用于治疗肺动脉高压。

图表22：ActRII 海外临床进展

通用名	类型	给药方式	生产企业	适应症	美国进展	时间	备注
罗特西普	ActRIIB 融合蛋白	皮下注射	默沙东 /BMS/Acceleron	地中海贫血 骨髓增生异常	获批上市 获批上市	11M19 4M20	Acceleron 与新基联合开发 /
Sotatercept	ActRIIA 融合蛋白	皮下注射	默沙东/Acceleron	肺动脉高压	获批上市	3M24	9M21 默沙东 115 亿美金收购 Acceleron
Elritrecept/KER-050 /HS-20106	ActRIIA 融合蛋白	皮下注射	Keros/翰森	骨髓异常增生	3 期临床	7M24	/
Ciboterecept/KER-012	ActRIIA/B 融合蛋白	皮下注射	Keros	肺动脉高压	2 期临床	8M23	/
HS135	ActRIIB 融合蛋白	皮下注射	35Pharma	肺动脉高压等	1 期临床	7M24	/
Bimagrumab	ActRIIA/B 单抗	静脉注射	礼来/Versanis	肥胖 肥胖 (+GLP-1)	2 期临床结束 2b 期临床	/ 11M22	7M23 礼来 19.25 亿美金收购 Versanis /
LAE102	ActRIIA 单抗	静脉+皮下	来凯医药	肥胖	IND	3M24	/
/	ActRIIA/B 单抗	/	阿斯利康/SixPeaks	肌肉减少症	临床前	/	5M24 阿斯利康参与 SixPeaks A 轮融资并以最高 8000 万美金预付款和短期付款获得 IND 时以预定价格收购的 SixPeaks 选择权

资料来源：医药魔方，华泰研究

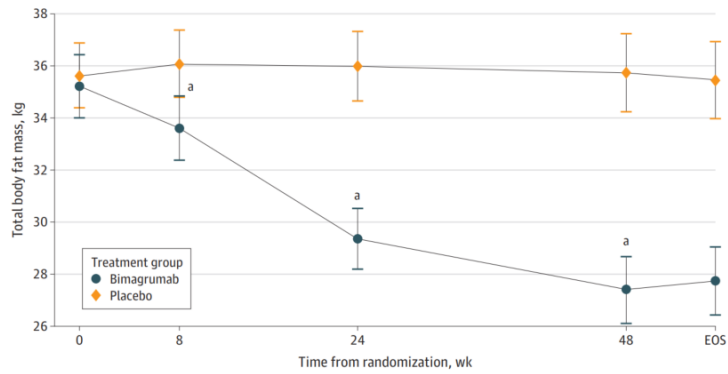
图表23：ActRII 国内临床进展

通用名	类型	给药方式	生产企业	适应症	中国进展	时间	备注
罗特西普	ActRIIB 融合蛋白	皮下注射	默沙东 /BMS/Acceleron	地中海贫血 骨髓增生异常	获批上市 NDA	1M22 4M24	Acceleron 与新基联合开发 /
Sotatercept	ActRIIA 融合蛋白	皮下注射	默沙东/Acceleron	肺动脉高压	NDA	10M24	9M21 默沙东 115 亿美金收购 Acceleron
Elritrecept/KER-050 /HS-20106	ActRIIA 融合蛋白	皮下注射	Keros/翰森	骨髓异常增生	2 期临床	8M24	12M21 翰森以 2000 万美金+1.705 亿美金里程碑+分成获得大中华区权益
IMC-003	ActRIIA 融合蛋白	/	宜明昂科	肺动脉高压	临床前	/	/
LAE102	ActRIIA 单抗	静脉+皮下	来凯医药	肥胖	1 期临床	6M24	11M24 与礼来签订临床合作协议，礼来将负责执行美国 1 期临床并承担相关费用
LAE123	ActRIIA/B 单抗	/	来凯医药	肺动脉高压等	IND	11M24	/
LAE103	ActRIIB 单抗	/	来凯医药	肌肉萎缩	临床前	/	/
STX-001	ActRIIB 小分子	/	Supercede	癌性恶病质	临床前	/	6M24, Supercede 与复旦和华东师大共同开发

资料来源：医药魔方，华泰研究

礼来：率先布局 ActRII 单抗。23 年 7 月，礼来以 19.25 亿美金收购 Versanis 获得 ActRIIA/B 单抗 Bimagrumab，Bimagrumab 对超重+糖尿病的 2 期临床显示，48 周 Bimagrumab 组总体脂肪减少 (-20.5% vs -0.5%，对照安慰剂，下同)，去脂体重增加 (+3.6% vs -0.8%)，体重减少 (-6.5% vs -0.8%)。安全性较好，Bimagrumab 组不良反应停药率 14% (vs 0%)，主要不良事件是轻度腹泻 (41% vs 11%) 和肌肉痉挛 (41% vs 3%)。22 年 11 月 Bimagrumab (静脉注射) 开展联合司美格鲁肽针对减重的 2b 临床，已于 23 年 6 月完成 507 名患者入组，24 年 5 月初步完成，预期 25 年 6 月完成临床；24 年 10 月 Bimagrumab (皮下注射) 开展联合替尔泊肽针对减重的 2 期临床，计划 26 年 2 月初步完成，26 年 11 月完成临床。

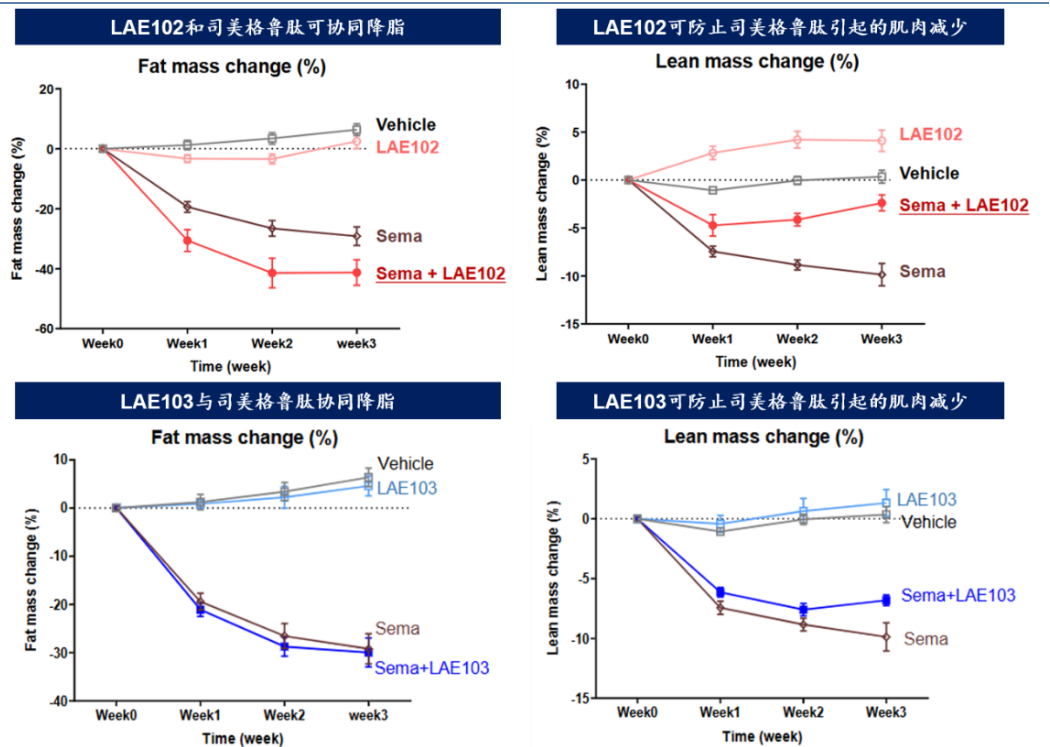
图表24：礼来 Bimagrumab 临床 2 期数据



资料来源：Effect of Bimagrumab on Body Fat Mass Among Adults With Type 2 Diabetes and Obesity, JAMA, 华泰研究

来凯医药国内进度领先，石药集团紧随其后。来凯医药管线中有 3 款 ActRII 单抗，其中 LAE102 (ActRIIA 单抗，静脉+皮下注射) 中国临床 1 期已于 12M24 完成 SAD 所有受试者给药，预期 1H15 完 MAD 阶段给药，并于 4M24 获批美国临床，并于 11M24 与礼来签订临床合作协议，礼来将负责执行美国 1 期临床并承担相关费用；LAE103 (ActRIIB 单抗) 处于 IND 支持性研究阶段，预期 2Q25 提交 IND；LAE123 (ActRIIA/B 单抗) 12M24 进入 IND 支持性研究阶段。此外，石药集团亦布局 ActRII，处于临床前阶段。

图表25：来凯医药 LAR102 和 LAE103 联用司美格鲁肽小鼠 DIO 模型



注：剂量为 30mg/kg，每周一次
资料来源：来凯医药公告，华泰研究

MSTN

MSTN: Biohaven 和再生元领先布局，已进入 2 期临床。肌肉生长抑制素（Myostatin）是一种蛋白质，主要功能是限制肌肉的生长和发育，防止肌肉过度生长，因此抑制 Myostatin 可能可以治疗肌肉萎缩症和肌肉衰减综合征等，此外调控 MSTN 表达水平还有望改善患者代谢情况，降低疾病风险。

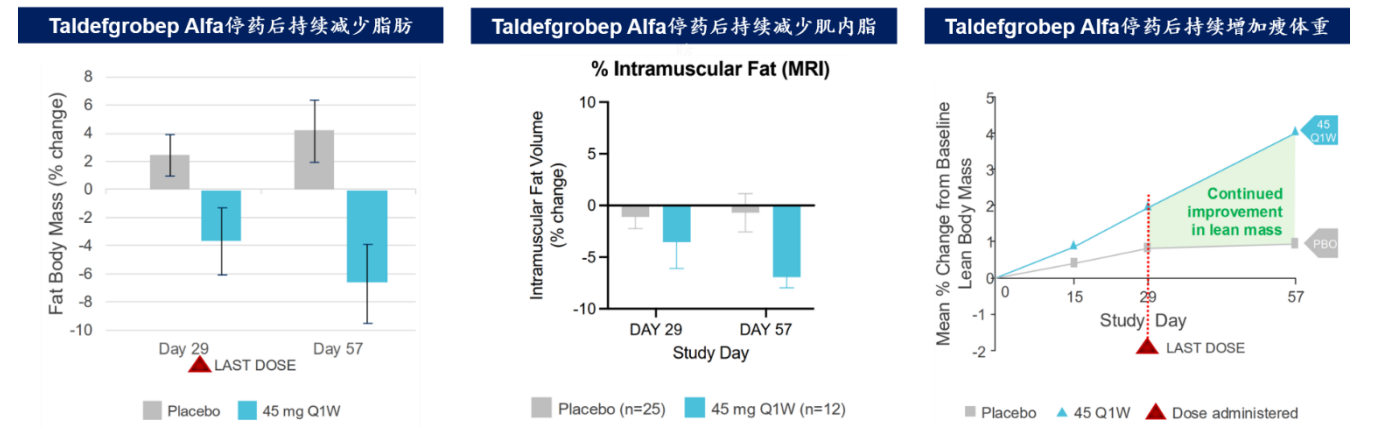
图表26: MSTN 肥胖相关临床进展

通用名	类型	给药方式	生产企业	适应症	临床进展	时间	备注
Taldefgrobep alfa/BHV-2000	MSTN 融合蛋白	皮下注射	Biohaven/BMS	脊髓性肌萎缩症 肥胖	3 期临床结束 临床前	11M24 5M24	未达到主要终点
Trevogrumab/REGN1033	MSTN 单抗	皮下注射	再生元/赛诺菲	肥胖	2 期临床入组结束	3M24	2H25 读出数据
Apitegromab	MSTN 单抗	静脉注射	Scholar Rock	脊髓性肌萎缩症 肥胖	上市申请 2 期临床	1M25 6M24	
RG6237/GYM329	MSTN 单抗	皮下注射	Chugai/罗氏	脊髓性肌萎缩症 肥胖	2/3 期临床 1 期临床	11M21 4M24	
ALG-801	MSTN trap	皮下注射	Biogen/AliveGen	肌肉疾病	1 期临床	2M23	
Garetosmab/REGN2477	激活素 A	静脉注射	再生元	进行性骨性纤维发育不良 肥胖	3 期临床 2 期临床	5M22 3M24	

资料来源: 医药魔方, 华泰研究

Biohaven: Taldefgrobep alfa/BHV-2000 即将进入减重 2 期。Taldefgrobep alfa 为 BMS 开发的 MSTN 融合蛋白, 4M17 罗氏以 1.7 亿美金+2.05 亿美金里程碑引进开发杜氏肌营养不良症并于 11M19 宣布终止管线。2M22 Biohaven 自 BMS 获得全球权益, 1 期健康人临床显示, Taldefgrobep alfa 停药后总脂肪量和肌肉脂肪持续下降, 瘦体重持续增加。公司计划 1H25 开展 Taldefgrobep alfa 单药或联合司美格鲁肽针对肥胖患者的 2 期临床: 1) 单药: 预期入组 80 人(试验组和对照组各 40 人), 100mg 每周一次, 给药 24 周, 之后随访 8 周; 2) 联用司美格鲁肽: 预期入组 90 人, 等分三组, 给药 48 周(分别为先单药 24 周再联合 GLP-1 24 周; 先联合 GLP-1 24 周再单药 24 周; GLP-1 48 周), 之后随访 12 周。

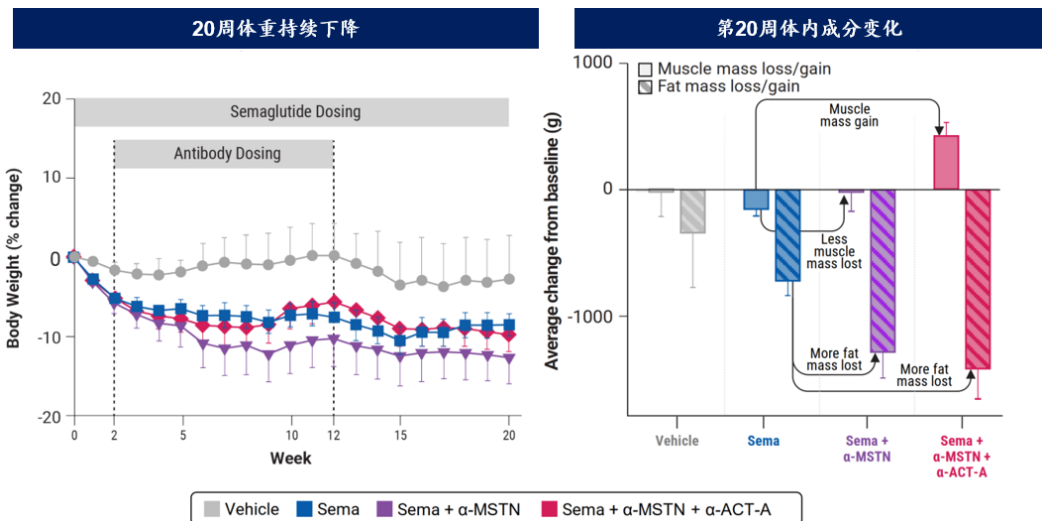
图表27: Biohaven Taldefgrobep alfa 临床 1 期数据



注: 临床 1 期纳入健康人群, 每周一次用药, 共 4 次, 第 29 日最后一次用药, 后停药
资料来源: Biohaven 官网, 华泰研究

再生元: MSTN 单抗 Trevogrumab 已完成减重 2 期临床入组, 公司预期 2H25 读出数据。23 年 6 月 ADA 再生元披露 Trevogrumab 临床前动物实验数据, Trevogrumab+司美格鲁肽减重效果更好且瘦体重流失更少, 若再联合激活素 A Garetosmab, 可增加瘦体重。24 年 6 月 ADA 再生元披露 Trevogrumab 联合 Garetosmab 健康人 1 期临床结果, 单次给药后 8 周, Trevogrumab 联合 Garetosmab 组大腿肌肉体积增加 7.7% (安慰剂调整后, 下同), 总脂肪和腹部脂肪分别减少 4.6% 和 6.7%; 3 次给药后大腿肌肉体积较基线增加但 28 周后降至安慰剂同水平, 腹部脂肪和内脏脂肪分别减少 14.3% 和 20.1%。Trevogrumab 减重 2 期临床已完成入组, 4 个队列分别接受司美格鲁肽单药、司美格鲁肽+低剂量 Trevogrumab/高剂量 Trevogrumab/高剂量 Trevogrumab+Garetosmab, 公司预期 2H25 读出数据。

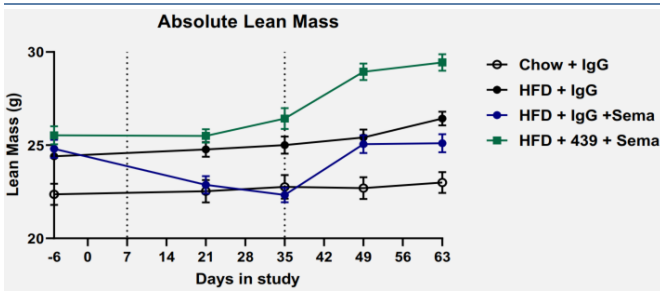
图表28：再生元 Trevogrumab 临床前灵长类动物实验结果



资料来源：再生元 J.P. Morgan Healthcare Conference PPT，华泰研究

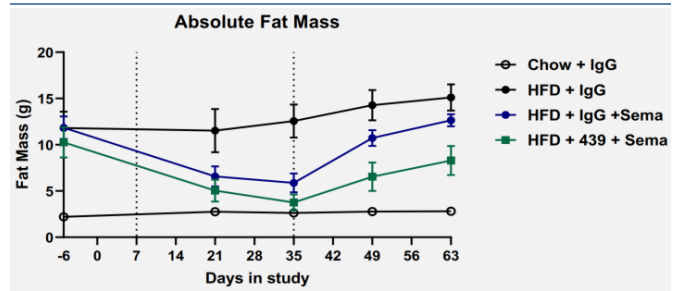
Scholar Rock: 2款 MSTN 前体，首个减重 2 期即将完成。 Scholar Rock 拥有 2 款 MSTN 前体：1) Apitegromab: 首个在脊髓性肌萎缩症 3 期临床中达到主要终点的肌肉导向疗法，针对减重的 2 期临床 9M24 已完成入组，预期 2Q25 读出数据 (Apitegromab 一月一次+替尔泊肽/司美格鲁肽一周一次，入组 102 人)；2) SRK-439: 第二代 MSTN 前体，临床前研究显示，SRK-439 联合司美格鲁肽用药可增加瘦体重并减少脂肪，且停药后可持续增加瘦体重，展现较好的增肌潜力，Scholar Rock 计划 3Q25 向 FDA 提交临床申请。

图表29：SRK-439+GLP-1 临床前小鼠实验显示增加瘦体重



注：Chow 为标准饮食，HFD 为高脂饮食，Sema 为司美格鲁肽
资料来源：ScholarRock 官网，华泰研究

图表30：SRK-439+GLP-1 临床前小鼠实验显示减少脂肪



注：Chow 为标准饮食，HFD 为高脂饮食，Sema 为司美格鲁肽
资料来源：ScholarRock 官网，华泰研究

CB1：减重新机制，降低透脑率后安全性有望提升

CB1 可在减重同时保留瘦体重，减少胃肠道副作用，但易引发中枢神经相关副作用。CB1 为大麻受体 1，主要存在于大脑，在脾脏、肺、胸腺、心脏和血管中也有表达，与 GABA 能（抑制性）和谷氨酸能（兴奋性）神经元密切相关，CB1 拮抗剂有望通过阻断中枢大麻活性减少食物摄入，但可能产生精神神经方面副作用。

图表31：CB1 与其他 GLP-1 相关靶点对比

	GLP-1	GIP	GCG	胰淀素	肌肉生长抑制素	CB1
降低食欲/增加饱腹感	√	? (较少)	×	√	×	√
延缓胃排空	√	×	√ (较少)	√	×	√ (较少)
刺激胰岛素分泌	√	√	√	×	×	√ (较少)
胰岛素敏感性	×	×	×	√	√	√
瘦素敏感性	×	×	×	√	√ (较少)	√
瘦体重保存	×	×	×	×	√	√
胃肠道耐受性	×	×	×	×	?	√
主要副作用	恶心、呕吐、 腹泻	恶心、呕吐、 腹泻	提高心率、血糖	恶心、呕吐、头痛	心血管副作用	精神神经副作用

资料来源：Skye 官网，华泰研究

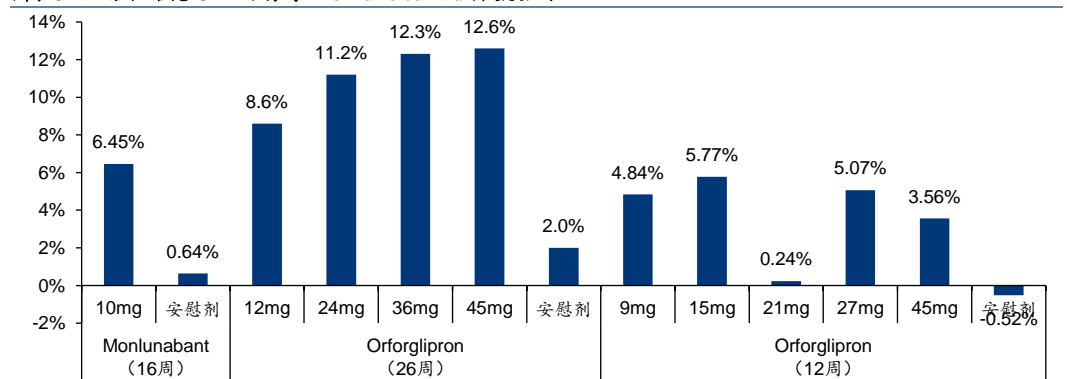
赛诺菲和默克折戟后沉寂多年，降低透脑率后有望提高安全性，诺和诺德领先布局。

1) 赛诺菲的 **Rimonabant**：于 2006 年在欧盟等地首次上市，为全球首个获批上市的 CB1 受体阻断剂，但由于会增加自杀念头和抑郁情绪，上市申请被 FDA 驳回；

2) 默克的 **Taranabant**：在肥胖 3 期临床中展现出与 Rimonabant 类似的效果（Taranabant 104 周减重 8.1% vs Rimonabant 52 周减重 9.0%），但由于副作用较大，默克终止临床；此后多款 CB1 终止临床；

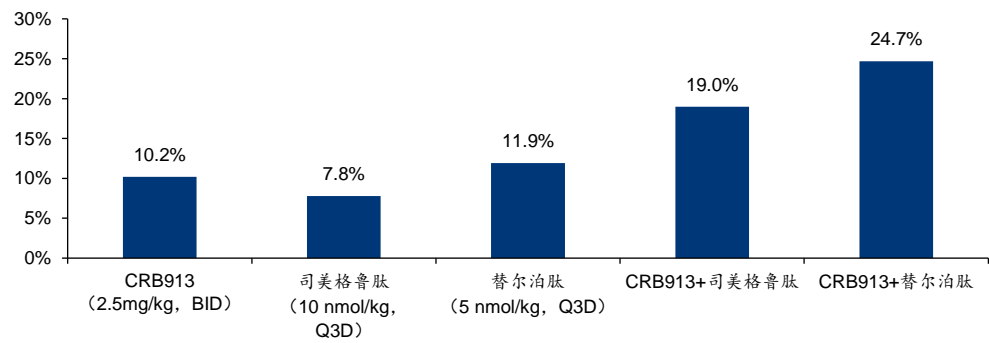
3) 诺和诺德/**Inversago** 的 **Monlunabant (INV-202)**：第二代 CB1 受体拮抗剂，降低对血脑屏障的通透效率，将分子限定在中枢神经系统之外的外周系统，23 年 1b 期临床显示，25mg 4 周减重 3.3%（vs 安慰剂增重 0.5%）且耐受性较好（停药率 0%）；23 年 8 月诺和诺德以最高 10.75 亿美金现金收购 Inversago；24 年 9 月 20 日公布 2a 期临床结果，16 周 10mg 组减重 6.45%（vs 安慰剂 0.64%），与礼来 GLP-1 小分子 Orforglipron 效果相当，且高剂量组未获得额外减重，副作用多为轻中度焦虑、抑郁、睡眠障碍等，公司预期 25 年启动 2b 期临床，诺和诺德当日股价下跌 5.46%；此外，诺和诺德下一代 CB1 INV-347 已启动临床 1 期。

图表32：诺和诺德 CB1 小分子 Monlunabant 临床数据对比



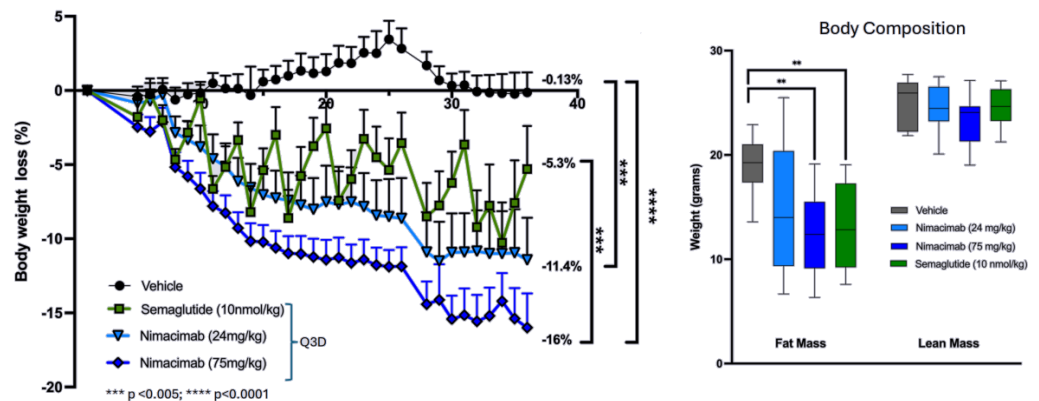
资料来源：诺和诺德公告，礼来公告，华泰研究

4) **Corbus** 的 **CRB-913**：脑暴露量较低（约为 Monlunabant 的 1/15, rimonabant 的 1/26），临床前展现出 BIC 潜力（19 天小鼠减重：2.5mg/kg BID 减重 10.5%，10mg/kg QD 减重 20.9%，20mg/kg QD 减重 24.9%，40mg/kg QD 减重 28.4%，80mg/kg QD 减重 31.4%，vs 安慰剂 BID 增重 5.0%，QD 减重 0.3%），且临床前显示出联用潜力（18 天小鼠数据显示，CRB-913+司美格鲁肽减重 19.0%，CRB-913+替尔泊肽减重 24.7%，优于司美格鲁肽单药减重 7.8%和替尔泊肽单药减重 11.9%），公司预期 1H25 进入临床 1 期。

图表33: Corbus CRB913 临床前数据


注：图示为临床前 18 日小鼠减重数据
资料来源：Corbus 官网，华泰研究

5) Skye 的 CB1 单抗 Nimacimab: 不同于 CB1 小分子拮抗剂与内源性大麻素竞争性结合 CB1, Nimacimab 可抑制外周与内源性大麻结合无关的 CB1 信号传导, 半衰期 18-21 天, 有望实现双周或每月给药, 且可保留瘦体重。1 期临床 (健康人) 28 天试验组体重略下降或持平 vs 对照组增加 2.7%, 且副作用较小 (胃肠道副反应 4.8% vs Rimonabant 30.4% vs 司美格鲁肽 74%); 同时观察到, 第 67 天低密度脂蛋白降低 (2.5mg/kg 组基降低 7.4% vs 安慰剂组增加 8.2%), 目前正在开展单药和联用司美格鲁肽的 2 期临床, 公司预期 25 年中披露 2 期临床中期数据。

图表34: Skye CB1 单抗 Nimacimab 临床前小鼠数据


资料来源：Skye PPT 《Developing Innovative Medicines to Treat Obesity and Other Metabolic Diseases》，华泰研究

GLP-1 方向之五：适应症拓展

除降糖和减重外，多家 MNC 相继拓展适应症，包括 MASH、慢性肾病等。诺和诺德司美格鲁肽和礼来替尔泊肽率先进行适应症拓展，覆盖更多患者群：1) 司美格鲁肽：24 年 3 月获 FDA 批准治疗降低患有心血管疾病和肥胖或超重的成人心血管死亡、心脏病发作和中风的风险；24 年 9 月 EU 批准治疗射血分数保留的心力衰竭，并于 1Q25 向 FDA 重新提交上市申请；分别于 1Q24/2Q24/3Q24 向 FDA/EU/NMPA 提交慢性肾病上市申请；计划 1H25 向 FDA 提交 MASH 上市申请；2) 替尔泊肽：24 年 12 月获 FDA 批准治疗阻塞性睡眠呼吸暂停，24 年 8 月宣布射血分数保留的心力衰竭 HFpEF 临床 3 期取得积极结果。

图表35：全球主要 GLP-1 适应症拓展临床进展

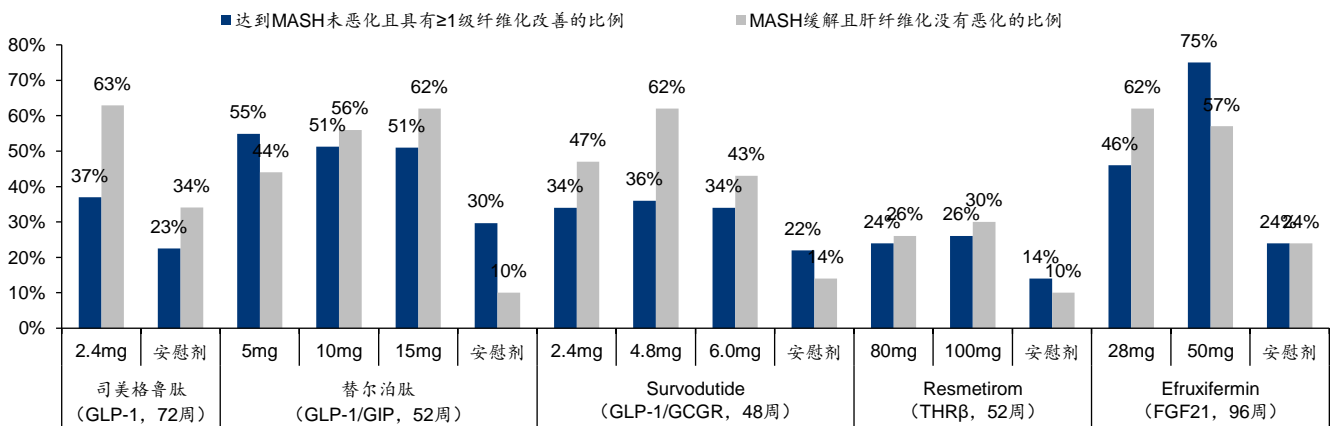
	司美格鲁肽 (诺和诺德, GLP-1)	替尔泊肽 (礼来, GLP-1/GIP)	Retatrutide (礼来, GLP-1/GIP/GCGR)	Survodutide (BI, GLP-1/GCGR)	全球患者人数 (亿人)
2 型糖尿病	获批上市 (2017 美, 2021 中)	获批上市 (2022 美, 2024 中)	3 期临床	3 期临床	5.37
肥胖	获批上市 (2021 美, 2024 中)	获批上市 (2023 美, 2024 中)	3 期临床	3 期临床	8.13
心血管风险 CVD	获批上市 (2024 美) NDA (2M25 中)	3 期临床	3 期临床	3 期临床	>5.0
射血分数保留的心力衰竭 HFpEF	获批上市 (9M24 欧) NDA (1M25 美)	3 期临床结束	/	/	>0.6
慢性肾病 CKD	获批上市 (2025 美)	2 期临床	3 期临床	3 期临床	>8.0
代谢相关脂肪性肝炎 MASH	3 期临床结束	2 期临床结束	2 期临床	3 期临床	2.50
阿尔茨海默 AD	3 期临床	/	/	/	>0.7
动脉粥样硬化 PAD	NDA (12M24 美, 1M25 欧)/	/	3 期临床	/	2.0
阻塞性睡眠呼吸暂停 OSA	/	获批上市 (2024 美)	IND	/	/

资料来源：医药魔方，各公司官网，华泰研究

MASH

GLP-1 有望缓解 MASH 症状并改善纤维化。司美格鲁肽、替尔泊肽和 Survodutide 相继公布治疗 MASH 的 2 期临床结果，入组 F3 及以下患者，达到 MASH 恶化且具有 ≥ 1 级纤维化改善的比例较安慰剂提高 20% 左右，肩并肩优于 3M24 全球首款获批治疗 MASH 的 THR β 激动剂 Resmetirom (提高 10-12%)；MASH 缓解且肝纤维化没有恶化的比例较安慰剂提高 24% 以上，肩并肩优于 Resmetirom 的提高 16-20%。司美格鲁肽率先完成 3 期临床第一部分，公司预期 1H25 欧美提交上市申请。

图表36：主要产品治疗 MASH 后期临床效果对比



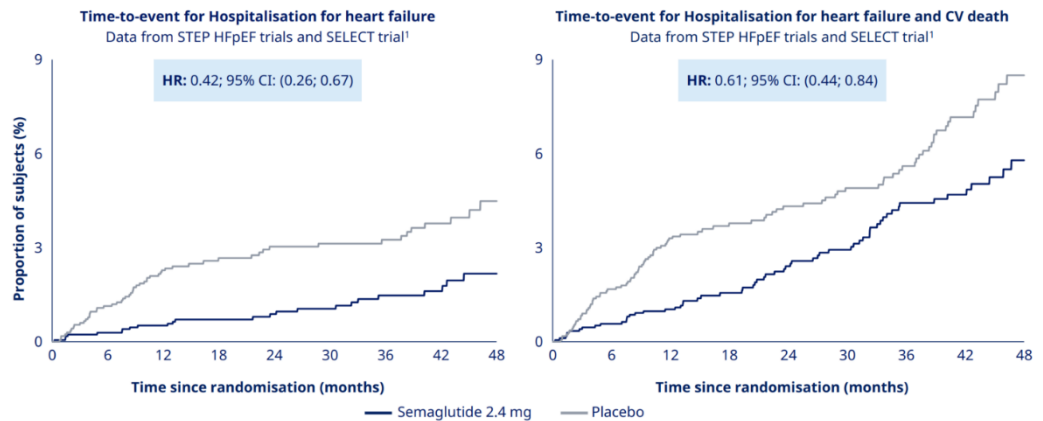
注：司美格鲁肽和 Resmetirom 为 3 期临床数据，其余均为 2 期临床

资料来源：各公司公告，华泰研究

心血管风险&射血分数保留的心力衰竭 HFpEF

GLP-1 有望降低心血管风险发生率，司美格鲁肽全球获批治疗降低心血管风险。23 年 8 月诺和诺德公布司美格鲁肽降低心血管风险 CVD 的 3 期临床 SELECT 和射血分数保留的心力衰竭 HFpEF 的 3 期临床 STEP HFpEF 结果，每周一次皮下注射 2.4mg 司美格鲁肽的超重或肥胖成人发生重大不良心血管事件的风险降低 20%、因心衰住院的风险降低 58%，因心衰住院与心血管死亡的风险降低 39%。CVD 适应症已于 24 年 3 月获 FDA 批准上市；HFpEF 适应症已于 3Q24 获 EU 批准，于 1H25 重新向 FDA 提交上市申请。24 年 8 月，礼来公布替尔泊肽 3 期临床 SUMMIT 积极结果，替尔泊肽组和对照组分别有 9.9% 和 15.3% 的患者发生心血管死亡或心衰恶化，替尔泊肽组患者的心血管死亡或心衰恶化复合事件风险显著降低 38%。

图表37：司美格鲁肽心衰 3 期临床结果

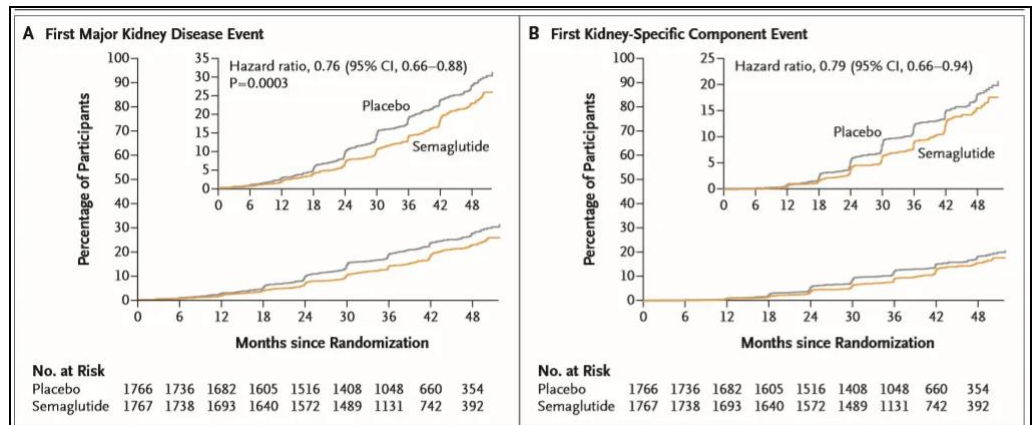


资料来源：诺和诺德 PPT，华泰研究

慢性肾病

GLP-1 有望缓解慢性肾病，司美格鲁肽中美欧提交上市申请。2024 年 3 月 5 日，诺和诺德公布了大型 3 期临床研究 FLOW 的主要结果，司美格鲁肽 1.0mg 肾脏疾病进展及心血管和肾脏死亡风险显著降低 24%。诺和诺德分别于 1Q24/2Q24/3Q24 向 FDA/EU/NMPA 提交上市申请，并于 25 年 1 月获 FDA 批准上市。

图表38：司美格鲁肽慢性肾病 3 期临床结果

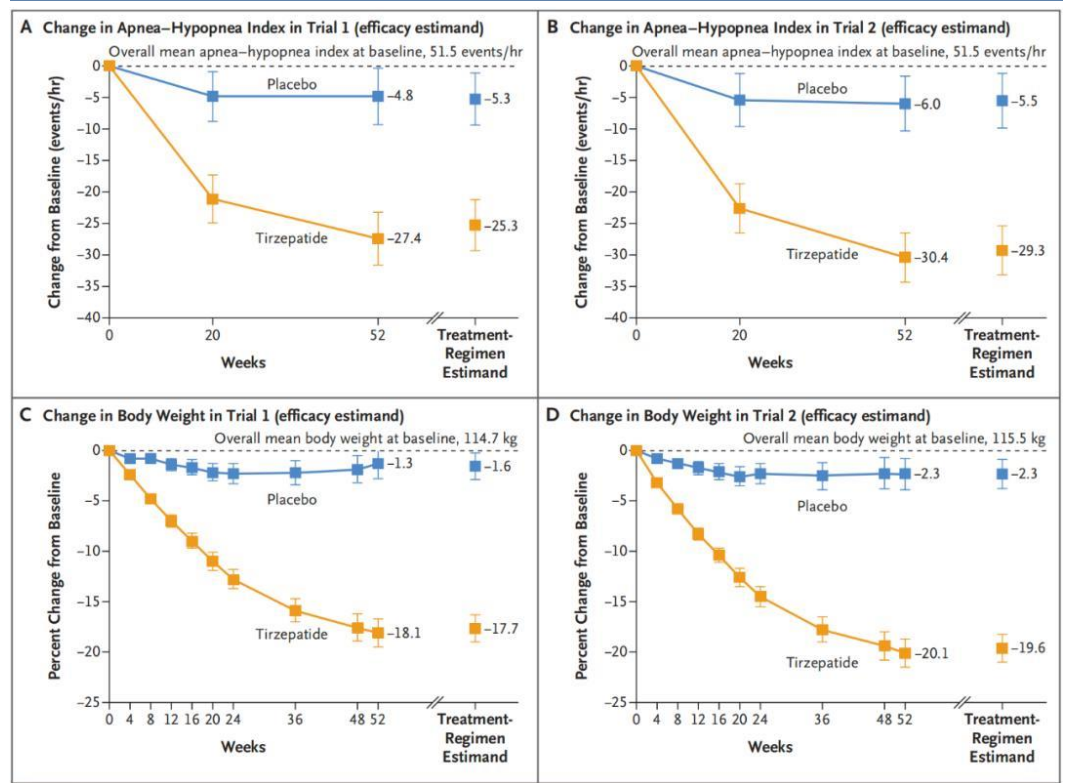


资料来源：Effects of Semaglutide on Chronic Kidney Disease in Patients with Type 2 Diabetes, 华泰研究

阻塞性睡眠呼吸暂停 (OSA)

替尔泊肽成为全球首个获批治疗中重度阻塞性睡眠呼吸暂停 (OSA) 的药物。24 年 12 月 20 日, FDA 批准替尔泊肽用于治疗肥胖患者中重度 OSA, 为全球首个获批治疗 OSA 的药物。24 年 4 月 17 日, 礼来公布替尔泊肽 3 期临床 SURMOUNT-OA 积极结果, 治疗 52 周后, 替尔泊肽显著降低了呼吸暂停-低通气指数 AHI, 未接受气道正压通气 (PAP) 治疗组中, 替尔泊肽组 AHI 相对基线减少 27.4 次/h vs 安慰剂组减少 4.8 次/h; 接受气道正压通气 (PAP) 治疗组中, 替尔泊肽组 AHI 相对基线减少 30.4 次/h vs 安慰剂组减少 6.0 次/h。

图表39: 替尔泊肽治疗中重度阻塞性睡眠呼吸暂停 3 期临床结果



资料来源: Tirzepatide for the Treatment of Obstructive Sleep Apnea and Obesity OSA, 华泰研究

国内 BD 交易频现

国产 GLP-1 出海交易频现。23 年以来国产 GLP-1 出海重磅 BD 交易频现，11M24 诚益将 GLP-1 小分子海外权益以 1.85 亿美金首付款+18.25 亿美金里程碑+分成授权给阿斯利康；5M24 恒瑞将 GLP-1/GIP+GLP-1 小分子+GLP-1/GIP/GCGR 的海外权益以 1 亿美金首付款+1000 万美金近期里程碑+不超过 59.25 亿美金里程碑+销售分成+19.9%股权授权给与贝恩资本合资成立的 Hercules；12M24 翰森将 GLP-1 小分子全球权益以 1.12 亿美金首付+19 亿美金里程碑+分成授权给默沙东。我们认为国产 GLP-1 长效、小分子和多靶点竞争力较强，有望持续达成出海 BD，重点关注华东医药、石药集团、翰森制药等。

图表 40：主要国产 GLP-1 临床进展

通用名	公司名称	适应症	海外进展	时间	中国进展	时间	交易情况	临床数据
GLP-1 长效								
长效司美格鲁肽	石药集团	减重	/	/	1 期临床	12M24	/	/
GLP-1 小分子								
HRS-7535	恒瑞医药	降糖	/	/	3 期临床	9M24	5M24 与 Bain 合资成立子公司，获得 1	/
		减重	/	/	2 期临床	2M24	亿美金首付款+59 亿美金里程碑+分成	1 期临床，4 周减重 6.6% (vs 安慰剂 1.2%)
		糖尿病肾病	/	/	2 期临床	5M24	+19.9% 合资公司股权	/
CX11/VCT220	闻泰	减重	/	/	3 期临床	11M24	12M24 将海外权益出售给箕星药业	/
HDM1002	华东医药	减重	IND	/	2 期临床结束	4M24	/	1 期临床，4 周减重 4.9-6.8%
AZD5004	诚益药业	减重	2b 期临床	8M24	IND	9M24	11M23 授权阿斯利康海外权益，1.85 亿	1 期临床，4 周减重 5.8%
		降糖	2b 期临床	8M24	IND	9M24	美金首付款+18.25 亿美金里程碑+分成	/
RGT-075	锐格医药	减重	2 期临床	2M24	/	/	/	/
		降糖	2 期临床	3M22	/	/	/	/
ASC30	歌礼制药	减重	1 期临床	8M24	/	/	/	1b 期临床，4 周 2-20mg 组减重 4.3%，2-40mg 组减重 6.3% (vs 安慰剂减重 0.1%)
HS-10535	翰森制药	减重	临床前	/	/	/	12M24 授权默沙东全球权益，1.12 亿美/	金首付款+19 亿美金里程碑+分成
GLP-1/GIP								
HRS-9531	恒瑞医药	减重	/	/	3 期临床	5M24	5M24 与 Bain 合资成立子公司，获得 1	2 期临床，24 周 6mg 减重 16.8% (vs 安慰剂 0.1%)，36 周 8mg 减重 22.8% (vs 安慰剂 1.7%)
		降糖	/	/	3 期临床	10M24	亿美金首付款+59 亿美金里程碑+分成	2 期临床，20 周 4.5mg 组 HbA1c 下降 2.5% (vs 安慰剂 0.3%)
		HFpEF	/	/	2 期临床	4M24	+19.9% 合资公司股权	/
		OSA	/	/	2 期临床	8M24	/	/
HRS-9531 片	恒瑞医药	减重	/	/	2 期临床	2M25	/	/
HS20094	翰森制药	降糖	/	/	3 期临床	5M23	/	2 期临床，4 周 15mg 组 HbA1c 下降 0.84% (vs 司美格鲁肽 0.59%)
		减重	/	/	3 期临床	10M24	/	2 期临床，4 周 15mg 组减重 4.41% (vs 司美格鲁肽减重 1.35%)
BGM0504	博瑞医药	减重	1 期临床	12M24	3 期临床	10M24	/	2 期临床，24 周 15mg 组减重 18.5% (扣除安慰剂)
		降糖	/	/	3 期临床	12M24	/	2 期临床，18 周 15mg 组 HbA1c 下降 2.76% (vs 司美格鲁肽 1.71%)
RAY1225 (双周用药)	众生药业	减重	/	/	2 期临床	1M24	/	2 期临床，24 周 6mg 组减重 12.97% (vs 安慰剂 3.62%)
		降糖	/	/	2 期临床	1M24	/	2 期临床，24 周 6mg 组 HbA1c 下降 2.07% (vs 安慰剂 0.23%)
HDM1005	华东医药	减重	IND	4M24	2 期临床	1M25	/	1b 期临床，4 周 0.5-4.0mg 减重 6.12-10.29%
THDBH120	通化东宝	减重	/	/	2 期临床	12M24	/	1b 期临床，1-1-2-4mg 每周一次 4 周或 2-4-6mg 两周一次 6 周或 2-4-8mg 两周一次 6 周减重 7.38/8.03/9.36%
GLP-1/FGF21								
APL-18881	东阳光药	MASH、降糖、/	/	/	2 期临床	8M23	11M24 授权 Apollo 海外权益，1200 万美/	/

通用名	公司名称	适应症	海外进展	时间	中国进展	时间	交易情况	临床数据
		减重					元首付款+9.26 亿美元里程碑+分成	
GLP-1/GIP/GCGR								
UBT251	联邦制药	降糖	IND	9M23	2 期临床	1M25	/	/
		减重、MASH	IND	9M23	1 期临床	9M23	/	/
HRS-4729	恒瑞医药	减重	/	/	1 期临床	1M25	5M24 与 Bain 合资成立子公司, 获得 1 亿美金首付+59 亿美金里程碑+分成	/
							+19.9%合资公司股权	
GLP-1/GCGR/FGF21								
DR-10624	华东医药	高甘油三酯血症	/	/	2 期临床	7M24	/	/
		减重	/	/	1/2 期临床	7M24		/
ActRII								
LAE102	礼来医药	减重	/	/	1 期临床	6M24	11M24 与礼来签订临床合作协议, 礼来将负责执行美国 1 期临床并承担费用	/

资料来源: 医药魔方, 各公司官网, 华泰研究

图41: 重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
华东医药	000963 CH	买入	35.25	51.09	61,838	1.62	1.91	2.29	2.53	21.78	18.49	15.39	13.93
石药集团	1093 HK	买入	5.01	8.16	57,834	0.49	0.41	0.44	0.50	9.36	11.19	10.53	9.32
翰森制药	3692 HK	买入	19.80	22.28	117,526	0.55	0.71	0.69	0.64	33.01	25.58	26.36	28.53

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图42: 重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
华东医药 (000963 CH)	<p>公司 11/27 公告, 索来妥昔单抗获批治疗 2-4 线铂耐药卵巢癌, Arcalyst 获批治疗冷吡咪综合征, 代理艺妙神州的 CD19 CAR-T 上市申请获受理。我们认为公司短期集采风险有望出清 (百令胶囊集采续约预期不降价, 第十批集采无品种纳入), GLP-1 系列 (GLP-1 小分子全球第四、GLP-1/GCGR/FGF21 全球 FIC、双靶点) 有望 license out, 我们预期 BD 有望大幅提振公司估值。考虑到 24-25 年集采影响较小+创新药密集获批+利拉鲁肽放量, 维持“买入”评级。</p> <p>我们维持公司 24-26 年归母净利润 33.45/40.18/44.39 亿元, +17.8%/20.1%/10.5%yoy。基于 SOTP 估值, 给予公司估值 896.31 亿元, 对应目标价为 51.09 元 (前值: 50.03 元, 主因创新药估值提升)。</p> <p>风险提示: 产品销售不及预期, 产品降价的风险, 研发进度不达预期。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 11 月 28 日</p> <p>点击下载全文: 华东医药(000963 CH,买入): 重磅创新药 FR α-ADC 和 Arcalyst 获批上市</p>
石药集团 (1093 HK)	<p>石药 1-9M24 公告收入/归母净利润 226.9/37.8 亿元 (-4.9%/-15.9% yoy), 符合此前业绩预告, 3Q24 收入/归母净利润分别-17.8%/-50.4% yoy, 主因: 1) 受京津冀集采影响, 肿瘤产品销售承压; 2) 神经/心血管线部分产品院内处方受限; 3) 原料药、保健品价格和需求收缩。我们预计 24 年公司内生收入/利润仍承压。展望 25 年, 虽有 1Q 恩必普库存压力+多美素年内全国集采影响, 考虑新品进入医保加速放量+潜在 BD 收入贡献, 我们看好 25 年收入/利润正增长, 维持“买入”。</p> <p>考虑部分产品销售受阻及后续新品市场投入, 我们下调产品收入并略微提升销售费用率, 并预计公司 24/25/26 年 EPS 为 0.41/0.44/0.50 元, 给予 25 年 17xPE (考虑产品集采影响, 与其可比公司万得一致预测 19 倍均值予以折价), 目标价 8.16 港币 (前值: 9.79 港币, 24 年 17xPE), 维持“买入”。</p> <p>风险提示: 集采降价风险, 研发/BD 进展相关风险, 新品商业化相关风险。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 11 月 16 日</p> <p>点击下载全文: 石药集团(1093 HK,买入): 成药短期承压, 新品及 BD 构建第二曲线</p>
翰森制药 (3692 HK)	<p>首次覆盖翰森制药并给出“买入”评级, 目标价 22.28 港币。我们看好公司全球化创新转型的兑现: 1) 1H24 创新药收入占比已突破 70%, 且呈增长趋势; 2) 2025/26 年公司有望迎来新品获批浪潮; 3) 管线国际竞争力显现, 3 款品种高价 BD 给 MNC; 从管线进度判断, 新药出海有望形成趋势。</p> <p>我们预测公司 2024~26 年归母净利润为 42.36/41.11/37.99 亿元 (+29/-3/-8%yoy)。我们给予公司 SOTP 估值 1323 亿港元 (创新药 DCF 估值 1278 亿港元+仿制药 PE 估值 44 亿港元), 对应目标价 22.28 港币。</p> <p>风险提示: 临床试验风险; 产品价格超预期下滑; 海外 BD 进展缓慢。</p> <p>报告发布日期: 2024 年 12 月 29 日</p> <p>点击下载全文: 翰森制药(3692 HK,买入): 创新蕴豪情, 龙头迎初昕</p>

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

- 1.药品研发进展不及预期的风险：**尽管目前部分国产 GLP-1 系列产品临床进度领先，但临床推进受临床方案设计、患者入组、公司执行力等多方面限制，仍然存在药品研发进展不及预期的风险；
- 2.药品临床数据不及预期的风险：**尽管已有较多 GLP-1 系列产品公布了部分临床数据，但后期临床仍然具有一定不确定性，早期临床数据不能完全说明产品疗效，仍然存在后续披露的临床数据不及预期的风险；
- 3.药品 BD 出海不及预期的风险：**尽管国产 GLP-1 产品在临床进展、产品创新性和性价比方面均具备一定优势，但创新药 BD 出海仍需考虑 BD 谈判情况、地缘政治环境等多方面因素，具有一定的不确定性。

免责声明

分析师声明

本人，代雯、李奕玮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、李奕玮本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司