

2025年08月22日  
 生物医药 II

SDIC


**行业深度分析**

证券研究报告

# 创新药：国内海外双双突破，全球市场打开成长空间

 投资评级 **领先大市-A**  
 维持评级

自年初至今创新药板块表现优异，现阶段市场最关心的是当前创新药板块在什么估值水平，往后看还有多少空间？在本报告中我们从国内市场和海外市场两个方面测算了国产创新药估值空间，尝试回答上述问题。

当前创新药板块市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间，全球市场打开成长空间。

**国内市场空间：**以2024年69家A股、港股Biotech创新药公司924.3亿元的营业收入为基础，假设未来6年板块营收复合增速30%，则到2030年板块有望实现约4460亿元的营业收入。按照当前创新药估值常用的峰值PS倍数法，给与2030年4460亿元创新药销售规模3-5倍PS，则对应13380-22300亿元市场估值。

**海外市场空间：**截止2025年6月国内创新药领域海外授权交易累计合同总金额已达1938亿元(其合同总金额可近似看作海外买方对相关产品保守的峰值预测)，保守假设其中仅有50%的项目成功，按照15%分成计算，则有望贡献145亿美元销售分成。按照当前创新药海外估值常用的峰值销售分成PE倍数法，给与145亿美元10-20倍PE，则对应10175-20349亿元市场估值。

**当前创新药板块估值水平：**统计分析当前国内72家Biotech创新药企业与12家核心仿制药转型创新药企业当前市值水平，截止2025年8月18日，合计84家企业市值约31023亿元；而不考虑未来BD情况下，2025年创新药国内+海外市场空间有望达23555-42649亿元；我们认为当前板块市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间。

创新药国内海外双双突破打开成长空间。国内市场创新药板块基本面改善明显，板块整体有望2026年扭亏；海外市场海外授权BD交易火热，且多个BD预期有望年内兑现。

创新药板块下半年存在多个催化剂：包括医保谈判、学术会议(WCLC、ESMO等)、商保创新药目录、多个BD兑现，上述催化兑现值得期待。

首选股票	目标价(元)	评级

**行业表现**


资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.4	18.2	11.2
绝对收益	6.9	27.2	38.0

**李奔** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523110001

liben@essence.com.cn

**冯俊曦** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

**连国强** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523020002

liangq@essence.com.cn

**相关报告**

新药周观点：司美格鲁肽获批 MASH，国产 GLP-1 出海值得关注	2025-08-18
新药周观点：创新药 6 月进院数据更新，多个新纳入医保创新药快速进院中	2025-08-10
新药周观点：25Q2 创新药板块持仓环比仍保持大幅提升	2025-08-03
新药周观点：维立志博 IPO 在即，二代 10 产品 PD-L1/4-1BB 值得关注	2025-07-20
新药周观点：创新药 5 月进	2025-07-13

院数据更新，多个新纳入医  
保创新药快速进院中

### 目 后续投资思路及建议关注标的

- 1) 寻找下一个可能海外授权的重磅品种：信达生物、康方生物、众生药业、益方生物、泽璟制药、乐普生物、歌礼制药、中国抗体、复宏汉霖、再鼎医药、诺诚健华、基石药业、君实生物、亚盛医药、维立志博、博安生物等；
- 2) 关注已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种：三生制药、联邦制药、科伦博泰、百利天恒、映恩生物、和黄医药、和誉、和铂医药；
- 3) 医保谈判&商保创新药目录有望获益品种：恒瑞医药、康诺亚、迈威生物、智翔金泰、药明巨诺、科济药业；
- 4) 关注创新技术领域突破品种：百济神州、云顶新耀、科济药业、海创药业、来凯医药、康宁杰瑞；
- 5) 关注传统药企创新转型进展：恒瑞医药、石药集团、翰森制药、中国生物制药、先声药业、康哲药业、复星医药、科伦药业、康弘药业、海思科、丽珠集团、远大医药、恩华药业、九芝堂。

目 **风险提示**：创新药海外授权不及预期的风险，创新药研发失败的风险，创新药国内市场销售放量不及预期的风险，相关假设及预测不及预期的风险。

## 目 录

1. 当前创新药板块在什么估值水平? .....	5
1.1. 国内市场: 2030 年创新药销售规模有望达 4460 亿元, 对应 13380-22300 亿元市场估值 .....	5
1.2. 海外市场: 现有 BD 交易销售分成有望达 145 亿美元, 对应 10175-20349 亿元市场估值 .....	6
1.3. 板块估值: 当前市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间 .....	7
2. 长期成长大逻辑: 板块整体有望 2026 年扭亏, 海外 BD 持续兑现 .....	8
2.1. 国内市场: 创新药板块基本面改善明显, 板块整体有望 2026 年扭亏 .....	8
2.2. 海外市场: 海外授权 BD 交易火热, 且多个 BD 预期有望年内兑现 .....	10
3. 板块持仓: 创新药板块机构关注度持续提升中 .....	14
4. 2025 年下半年板块潜在催化剂 .....	18
4.1. 医保谈判: 今年有约 60 个新获批国产药物有望参与医保谈判 .....	18
4.2. 学术会议: 下半年 WCLC、ESMO 等学术会议值得关注 .....	19
4.3. 商保创新药品目录: 有望改善创新药支付环境 .....	20
4.4. 多个 BD 兑现: MNC 下半年清预算有望驱动多个 BD 交易兑现 .....	21
5. 后续投资思路一: 寻找下一个可能海外授权的重磅品种 .....	23
6. 后续投资思路二: 关注已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种 .....	24
7. 后续投资思路三: 医保谈判&商保创新药目录有望获益品种 .....	26
8. 后续投资思路四: 关注创新技术领域突破品种 .....	29
9. 后续投资思路五: 关注传统药企创新转型进展 .....	30
10. 风险提示 .....	32

## 目 录

图 1. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营业收入变化 (单位: 亿元) .....	5
图 2. 2015-2025 年国内企业海外授权交易合同总金额 (亿美元) .....	6
图 3. 2025 年初至今国内 Biotech 创新药与核心仿制药转型创新药企业市值 (亿元) ....	7
图 4. 创新药总体市值 VS 不考虑未来 BD 情况下创新药空间 (单位: 亿元) .....	8
图 5. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营业收入变化 (单位: 亿元) .....	8
图 6. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营收 >1 亿元的公司数量变化 .....	9
图 7. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年归母净利润变化 (单位: 亿元) .....	9
图 8. 2015-2025 年国内企业海外授权交易数量 .....	10
图 9. 2015-2025 年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比 .....	10
图 10. 2015-2025 年国内企业海外授权交易合同总金额 (亿美元) .....	11
图 11. 2015-2025 年国内企业海外授权交易平均合同总金额 (亿美元) .....	11
图 12. 2015-2025 年国内企业海外授权交易首付款金额 (亿美元) .....	12
图 13. 2015-2025 年国内企业海外授权交易平均首付款金额 (亿美元) .....	12
图 14. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓市值 (亿元) .....	14
图 15. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对市场重仓持仓的比重 .....	15
图 16. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对医药行业重仓持仓的比重 .....	15
图 17. 所有全部基金对医药行业的重仓持仓占对市场重仓持仓的比重 .....	16
图 18. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占总体流通市值的比重 .....	16
图 19. 商保创新药目录 .....	21
图 20. 2015-2025 年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比 .....	22
图 21. 已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种——科伦博泰生物为例 .....	25

图 22. 已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种——百利天恒为例 .....	26
表 1: 国内市场创新药空间测算 .....	5
表 2: 国内已授权创新药海外市场对应估值测算 .....	6
表 3: 不考虑未来有望兑现 BD 情况下创新药空间测算 .....	7
表 4: 2025 年初至 6 月上市公司已兑现 BD 交易梳理 .....	13
表 5: 有望于 2025 年下半年及未来实现海外授权 BD 交易的药物 .....	13
表 6: 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓 .....	17
表 7: 2024 年 7 月 1 日-2025 年 6 月 30 日期间获批国产 (含引进) 新药 .....	18
表 8: 肿瘤领域重要学术会议梳理 .....	20
表 9: 有望于 2025 年下半年及未来实现海外授权 BD 交易的药物 .....	22
表 10: 后续有潜力海外授权的重磅产品 .....	23
表 11: 已授权海外 MNC 的重磅药物梳理 .....	25
表 12: 上市公司 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日期间获批上市的肿瘤药物 .....	27
表 13: 上市公司 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日期间获批上市的非肿瘤药物 .....	27
表 14: 符合商保创新药目录相关标准的品种梳理 .....	28
表 15: 值得关注的创新技术领域突破品种 .....	29

## 1. 当前创新药板块在什么估值水平？

年初至今创新药板块表现优异，现阶段市场最关心的是当前创新药板块在什么估值水平，往后看还有多少空间？在本文中我们从国内市场和海外市场两个方面测算了国产创新药估值空间，尝试回答上述问题。

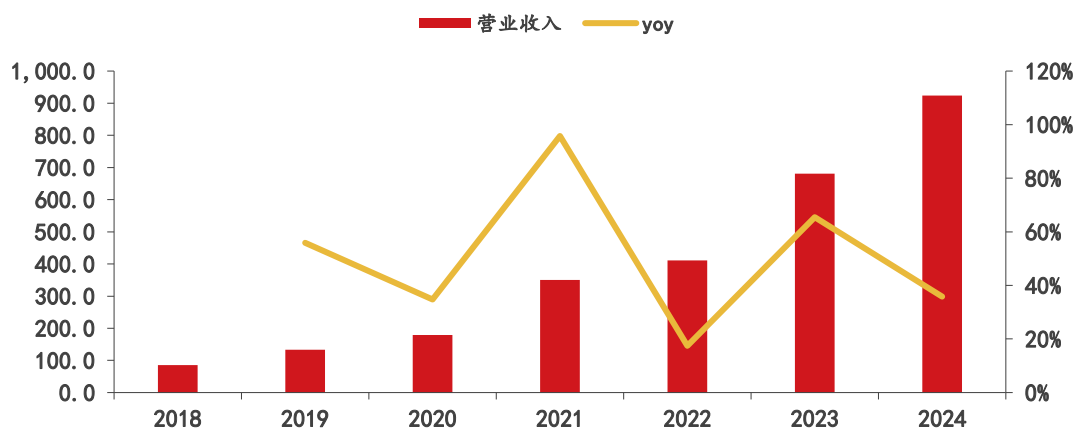
对于国内市场的估值空间测算：国内市场是基本盘，当前国内市场创新药估值通常给与 3-5 倍销售峰值 PS 估值（多数创新药企业尚未盈利，不适用 PE 估值），按照 3-5 倍峰值 PS 倍数测算有望得到创新药板块基础估值。

对于海外市场的估值空间测算：海外市场是星辰大海，当前对于创新药海外市场估值常用峰值销售分成 PE 倍数法（分成不承担任何费用，可近似看作净利润），对其海外市场销售峰值对应的销售分成给与 10-20 倍 PE 则有望得到创新药板块海外市场增量估值。

### 1.1. 国内市场：2030 年创新药销售规模有望达 4460 亿元，对应 13380-22300 亿元市场估值

国内市场 2030 年创新药销售规模有望达 4460 亿元。2024 年 69 家 A 股、港股 Biotech 创新药公司共实现 924.3 亿元的营业收入，同比增长 36%；考虑到近年来创新药进入到产品上市销售兑现阶段，假设未来 6 年板块营收复合增速 30%，则到 2030 年板块有望实现约 4460 亿元的营业收入。

图1. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：Choice, 国投证券证券研究所，注：在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司，两地均上市的公司仅统计 A 股数据

国内市场估值：国内市场 4460 亿元创新药销售规模对应 13380-22300 亿元市场估值。按照当前创新药估值常用的峰值 PS 倍数法，给与 2030 年 4460 亿元创新药销售规模 3-5 倍 PS，则对应 13380-22300 亿元市场估值。

表1：国内市场创新药空间测算

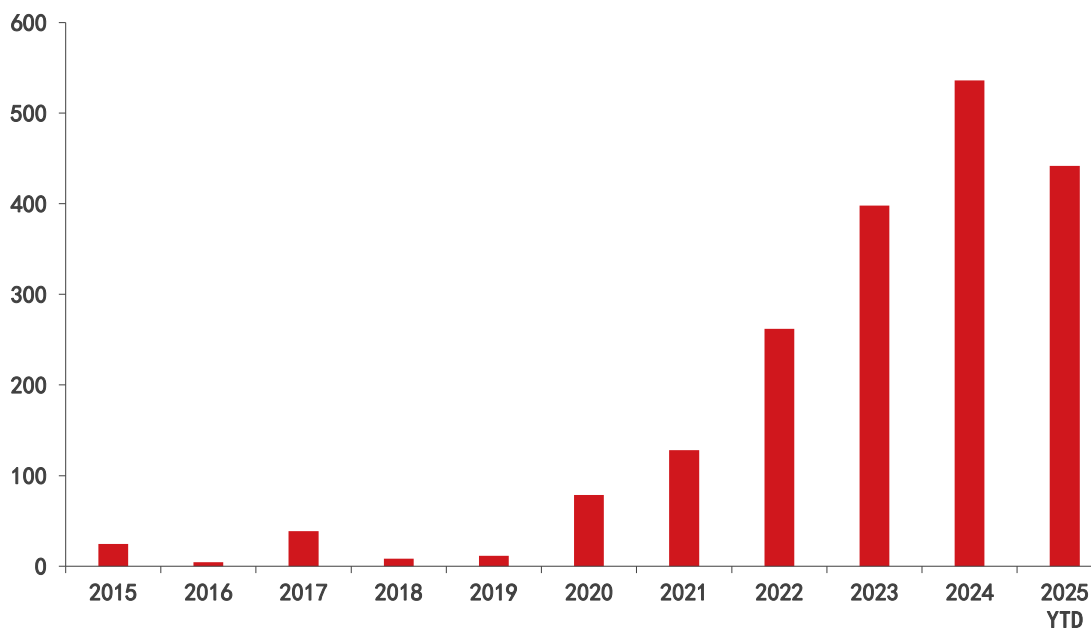
国内市场创新药空间测算			
预计 2030 年创新药国内市场销售规模 (亿元)	4460		
	保守	中性	乐观
PS 倍数	3	4	5
对应估值 (亿元)	13380	17840	22300

资料来源：Choice, 国投证券证券研究所

## 1.2. 海外市场：现有 BD 交易销售分成有望达 145 亿美元，对应 10175-20349 亿元市场估值

海外市场现有 BD 交易分成有望达到 145 亿美元。根据药渡数据，从海外授权交易累计合同总金额来看（不含未披露合同金额的交易），截止 2025 年 6 月国内创新药领域海外授权交易累计合同总金额已达 1938 亿美元（其合同总金额可近似看作海外买方对相关产品保守的峰值预测），保守假设其中仅有 50% 的项目成功（国内创新药项目主要以 fast follow 为主，FIC 产品较少，成功率相对更高），按照 15% 分成计算（当前海外授权分成比例多为低双位数分成），则有望贡献 145 亿美元销售分成。

图2. 2015-2025 年国内企业海外授权交易合同总金额（亿美元）



资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

海外市场已实现授权创新药对应估值：海外市场现有 BD 交易 145 亿美元销售分成对应 10175-20349 亿元市场估值。按照当前创新药海外估值常用的峰值销售分成 PE 倍数法，给与 145 亿美元 10-20 倍 PE，则对应 10175-20349 亿元市场估值。

表2：国内已授权创新药海外市场对应估值测算

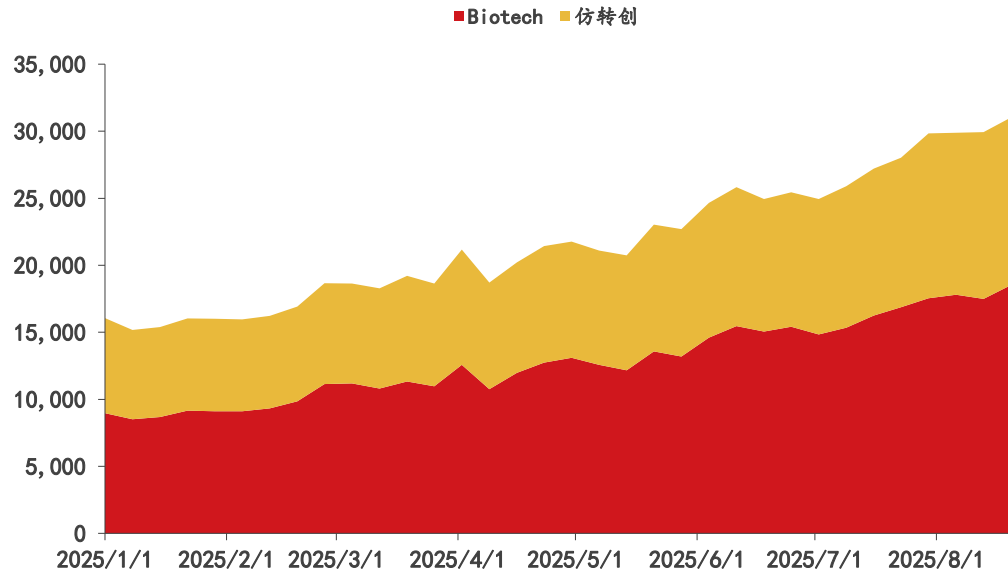
国内已授权创新药海外市场对应估值测算			
国内创新药领域海外授权交易累计合同总金额（亿美元）	1938		
项目成功率	50%		
可能销售峰值（亿美元）	969.0		
销售分成比例	15%		
销售分成（亿美元）	145.4		
汇率	7		
销售分成（亿元）	1017.5		
	保守	中性	乐观
PE	10	15	20
对应估值（亿元）	10174.5	15261.8	20349.0

资料来源：药渡，国投证券证券研究所

### 1.3. 板块估值：当前市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间

**创新药板块当前市值：**当前国内 Biotech 创新药企业与核心仿转创企业合计市值约 31023 亿元。统计分析当前国内 72 家 Biotech 创新药企业与 12 家核心仿制药转型创新药企业当前市值水平，截止 2025 年 8 月 18 日，合计 84 家企业市值约 31023 亿元。

图3. 2025 年初至今国内 Biotech 创新药与核心仿制药转型创新药企业市值（亿元）



资料来源：Choice, 国投证券证券研究所

**创新药板块总体市场空间：**参考前文对于国内市场空间和海外市场空间的测算，不考虑未来可能产生的 BD 情况下，2025 年创新药市场空间有达 23555-42649 亿元。

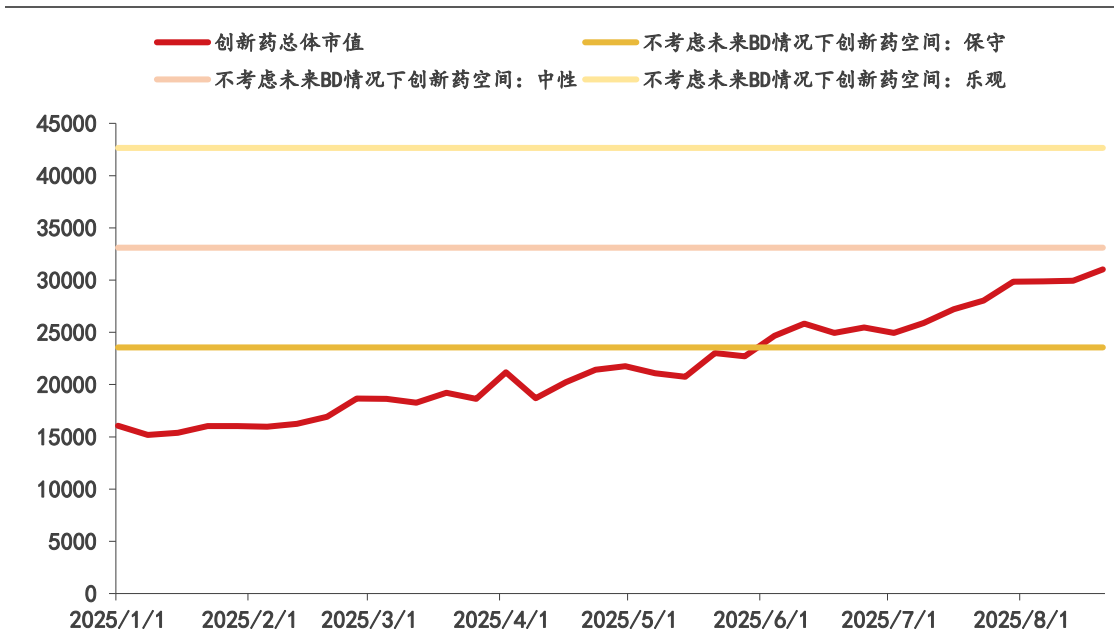
表3：不考虑未来有望兑现 BD 情况下创新药空间测算

不考虑未来有望兑现 BD 情况下创新药空间测算			
	保守	中性	乐观
国内市场空间	13380	17840	22300
海外市场：已达成 BD 创新药空间	10175	15262	20349
合计	23555	33102	42649

资料来源：药渡, 国投证券证券研究所

参考当前板块市值，我们认为当前市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间。不考虑未来可能产生的 BD 情况下，2025 年创新药市场空间有望达 23555-42649 亿元，而当前国内 Biotech 创新药企业与核心仿转创企业合计市值约 31023 亿元，我们认为当前板块市值基本反映了在中性预期下的创新药市值空间。

图4. 创新药总体市值 VS 不考虑未来 BD 情况下创新药空间 (单位: 亿元)



资料来源: Choice, 国投证券证券研究所

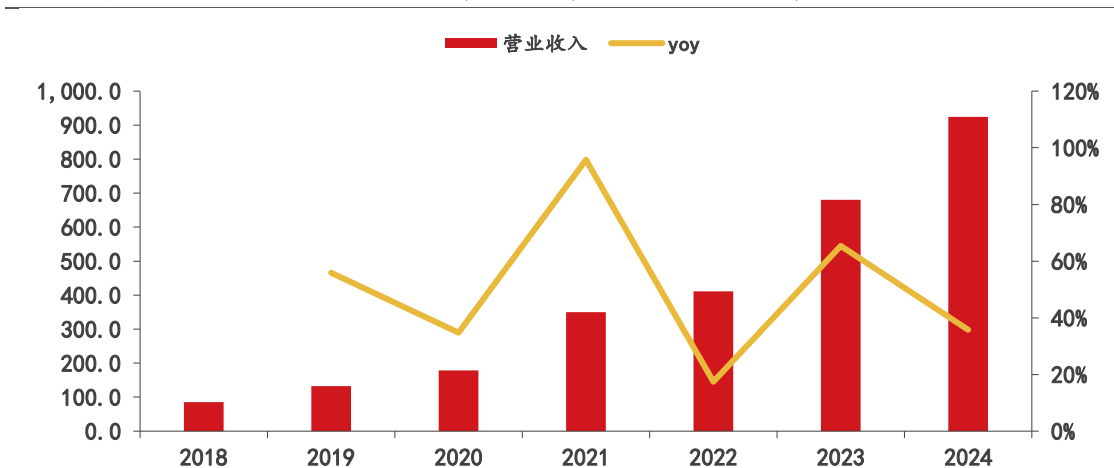
## 2. 长期成长大逻辑: 板块整体有望 2026 年扭亏, 海外 BD 持续兑现

### 2.1. 国内市场: 创新药板块基本面改善明显, 板块整体有望 2026 年扭亏

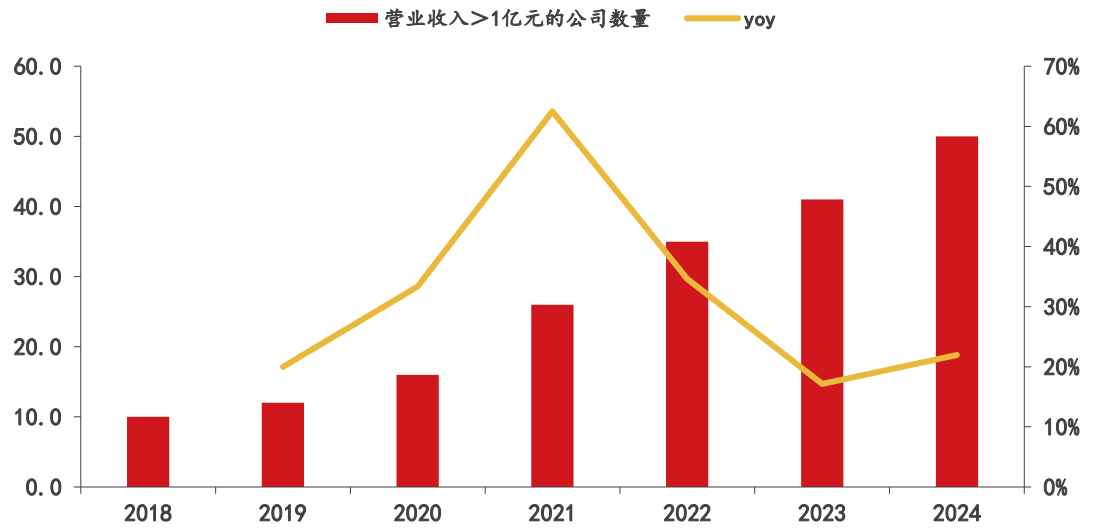
创新药板块整体有望 2026 年扭亏。从 69 家 A 股、港股 Biotech 创新药公司 2018 年至 2024 年的营业收入、归母净利润的变化来看, 目前国内 Biotech 创新药公司商业化已逐渐进入正轨, 亏损开始收窄, 板块整体有望于 2026 年扭亏。

**营业收入:** 国内 Biotech 创新药企业商业化步入正轨, 开始进入加速放量阶段。一方面已上市产品放量开始加速, 2024 年 69 家 A 股、港股 Biotech 创新药公司共实现 924.3 亿元的营业收入, 同比增长 36%; 另一方面整体营收 >1 亿元的公司数量也呈现持续增长态势, 至 2024 年共有 50 家公司实现营收 >1 亿元, 数量同比增长 22%。

图5. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营业收入变化 (单位: 亿元)

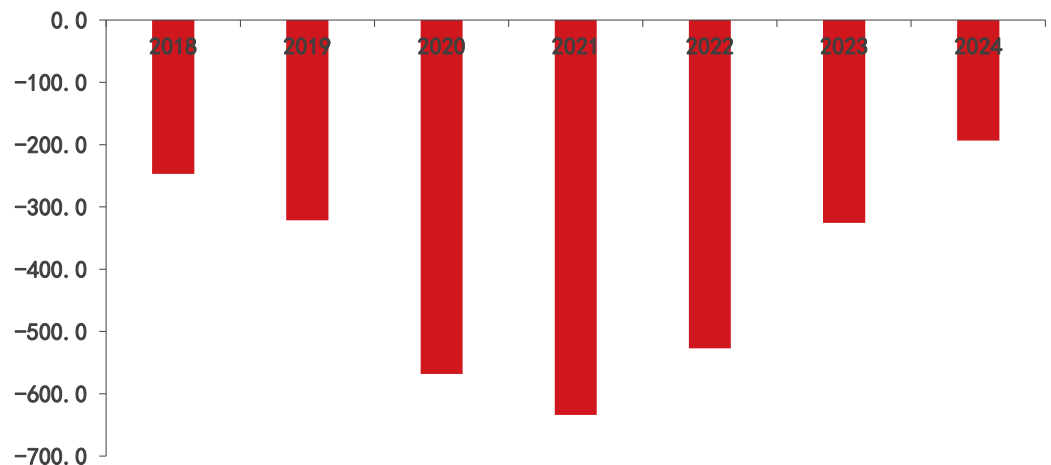


资料来源: Choice, 国投证券证券研究所, 注: 在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司, 两地均上市的公司仅统计 A 股数据

**图6. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年营收>1 亿元的公司数量变化**


资料来源：Choice, 国投证券证券研究所，注：在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司，两地均上市的公司仅统计 A 股数据

**归母净利润：**国内 Biotech 创新药企业亏损大幅收窄，按照从 2021 年起每年减亏 100+亿元的趋势推算，预计国内 Biotech 企业合计归母净利润有望于 2026 年扭亏。2024 年 69 家 A 股、港股 Biotech 创新药公司总体归母净利润为-193.6 亿元，相对 2023 年的-325.8 亿元实现大幅减亏，且延续了从 2021 年起每年减亏 100+亿元的趋势。我们认为这一变化主要由三方面因素驱动，一是随商业化进入正轨带动总体营收的上升，二是研发投入端费用增长放缓，三是部分公司（如百利天恒）海外授权收入激增。预计随未来产品放量趋势的放大 Biotech 创新药公司的净利润将进一步改善；按照每年减亏 100+亿元的趋势推算，预计国内 Biotech 创新药企业合计归母净利润有望于 2026 年扭亏。

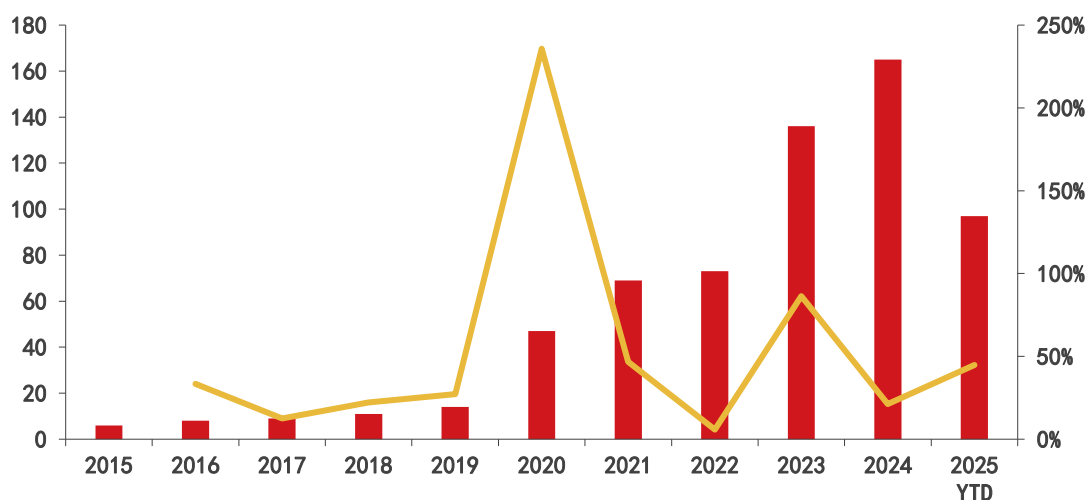
**图7. 国内 Biotech 创新药公司 2018 年-2024 年归母净利润变化（单位：亿元）**


资料来源：Choice, 国投证券证券研究所，注：在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司，两地均上市的公司仅统计 A 股数据

## 2.2. 海外市场：海外授权 BD 交易火热，且多个 BD 预期有望年内兑现

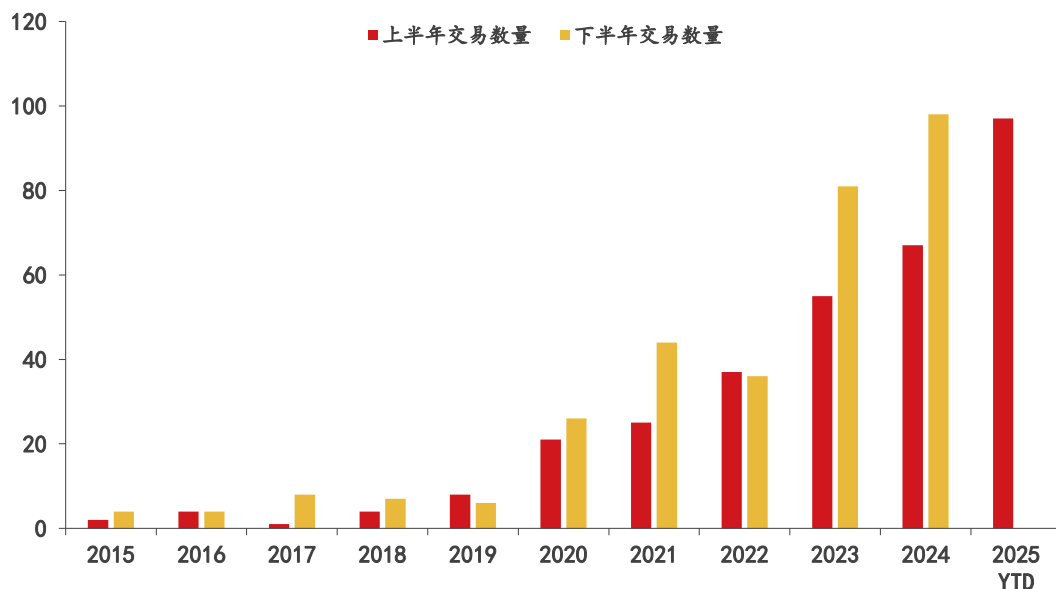
2025 年国内创新药领域海外授权 BD 交易火热。根据药渡数据库，截止 6 月国内创新药领域已有 97 项海外授权 BD 交易达成，同比增长 45%；考虑到 MNC 通常在下半年清空全年 BD 预算，参考 2023 年、2024 年交易情况，预计 2025 年下半年还将有更多 BD 交易达成。

图8. 2015-2025 年国内企业海外授权交易数量



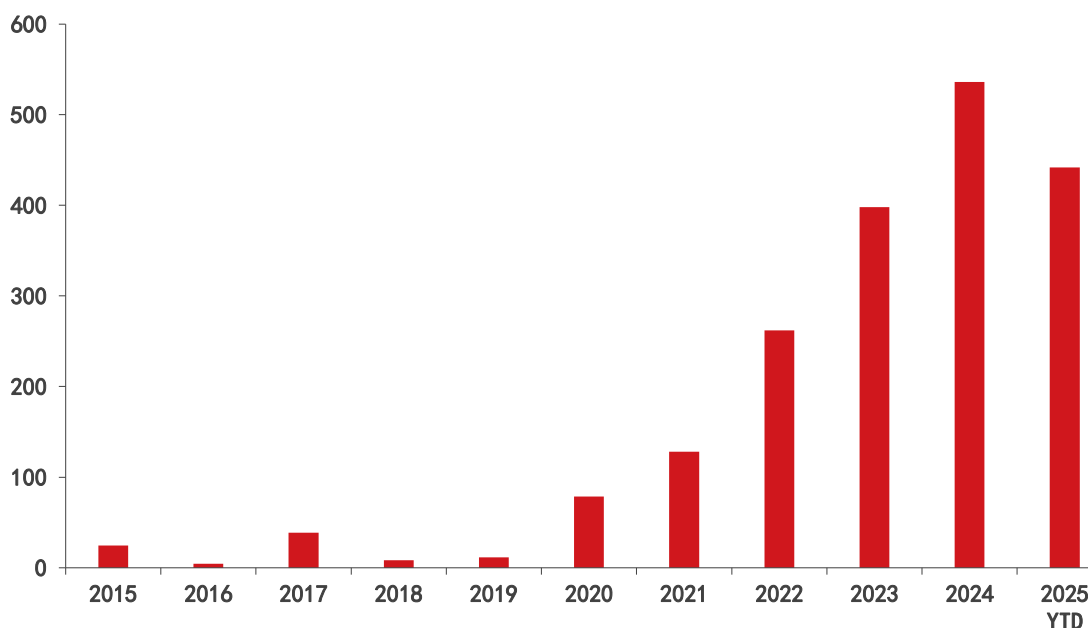
资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

图9. 2015-2025 年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比

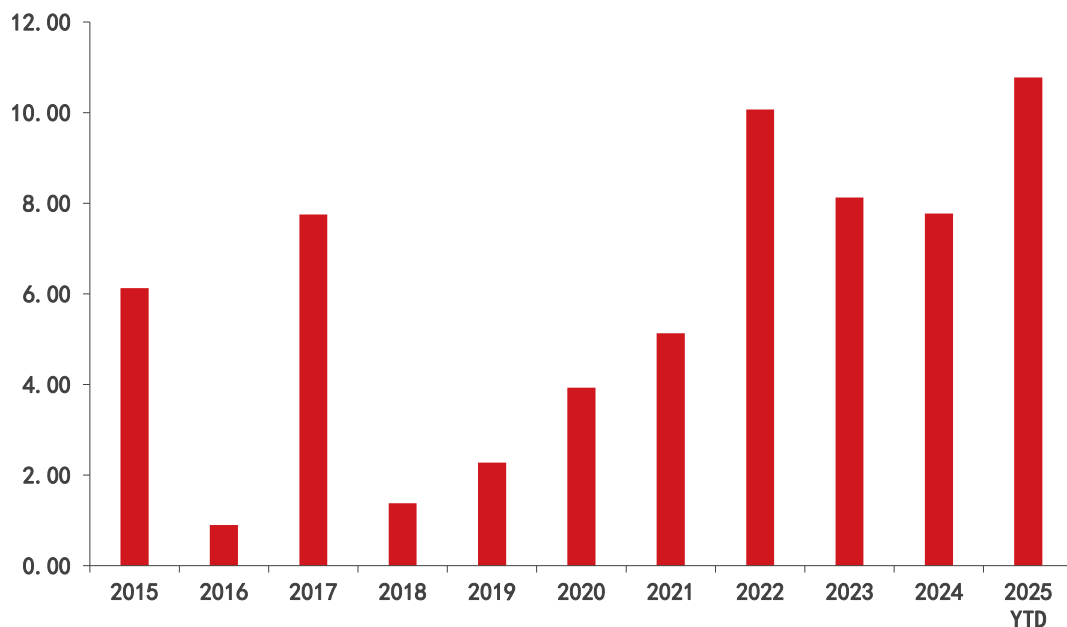


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

从海外授权交易合同总金额来看，2025 年上半年合同总金额提升明显。根据药渡数据库，截止 2025 年 6 月，海外授权交易合同总金额已达 442 亿美元，约占 2024 年全年的 82%。从海外授权交易平均合同总金额来看，2025 年上半年平均合同总金额已达 10.8 亿美元，同样高于历史平均值。

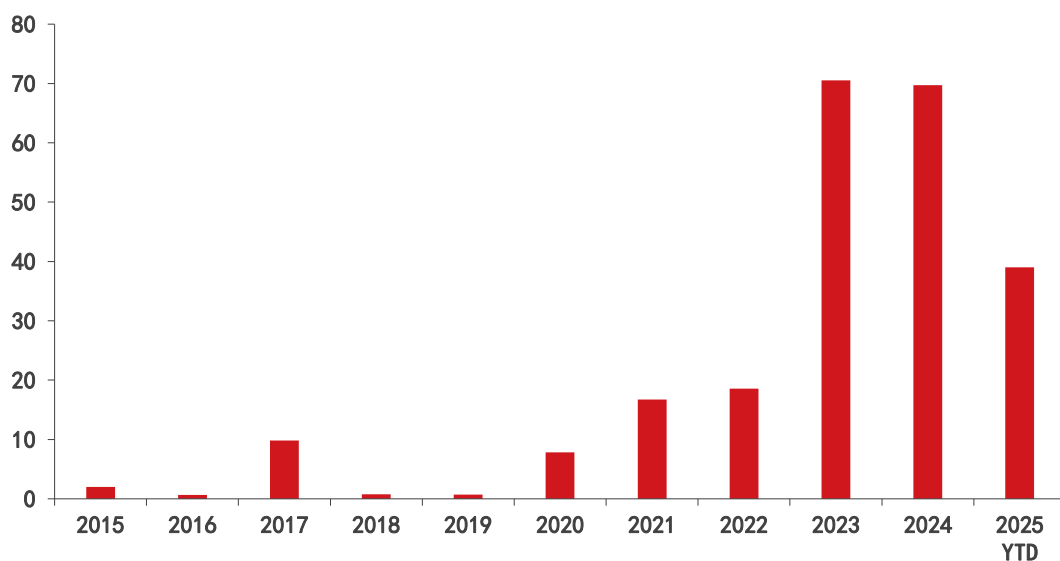
**图10. 2015-2025 年国内企业海外授权交易合同总金额（亿美元）**


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

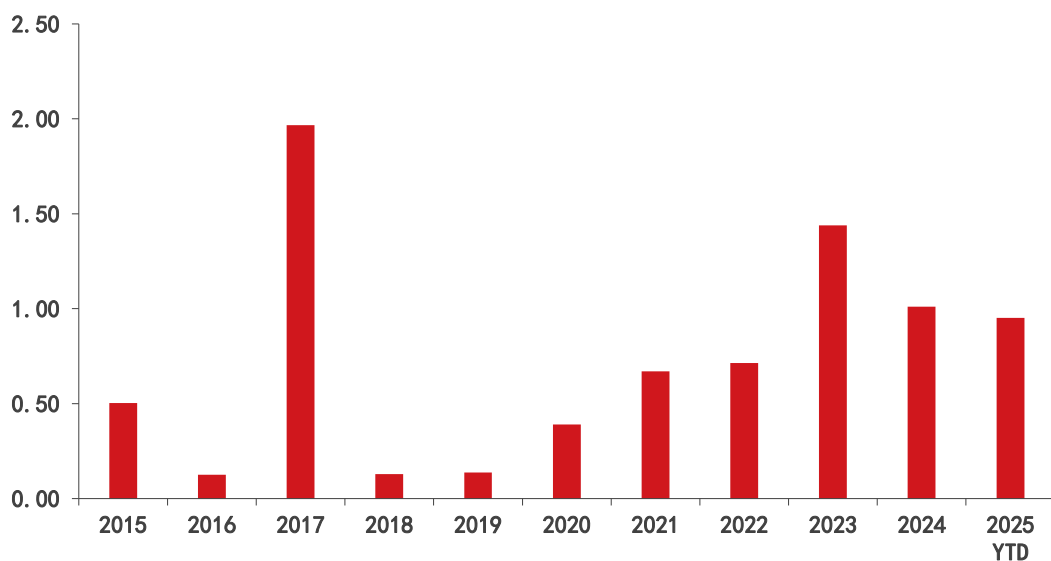
**图11. 2015-2025 年国内企业海外授权交易平均合同总金额（亿美元）**


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

从海外授权交易首付款来看，2025 年上半年 BD 首付款同样有所提升。根据药渡数据库，截止 2025 年 6 月，海外授权交易 BD 首付款已达 39 亿美元，约占 2024 年全年的 57%。从海外授权交易平均 BD 首付款来看，2025 年上半年平均合同总金额已达 0.95 亿美元，与 2024 年相近。

**图12. 2015-2025 年国内企业海外授权交易首付款金额（亿美元）**


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易所，统计时间截止 2025 年 6 月

**图13. 2015-2025 年国内企业海外授权交易平均首付款金额（亿美元）**


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易所，统计时间截止 2025 年 6 月

2025 年上半年已有多个产品兑现 BD 交易，其中三生制药与辉瑞关于 PD-1/VEGF 双抗的交易首付款达 12.5 亿美元，创国内创新药海外授权历史记录。

**表4: 2025年初至6月上市公司已兑现BD交易梳理**

交易时间	交易主体方	交易合作方	交易项目 [交易开始研发状态]	总金额 (百万)	首付款金额 (百万)	里程碑付款 (百万)
2025/6/16	先声药业	Nextcure Inc	SIM-0505 [临床一期]	745.00 USD	N/A	N/A
2025/6/13	石药集团	阿斯利康	临床前候选药物	5330.00 USD	110.00 USD	3600.00 USD
2025/6/5	智翔金泰	Cullinan Therapeutics Inc	Velinotamig [临床二期]	712.00 USD	20.00 USD	692.00 USD
2025/6/2	翰森	再生元	HS-20094 [临床三期]	2010.00 USD	80.00 USD	1930.00 USD
2025/5/20	三生制药	辉瑞	707 (3SBio) [临床三期]	6050.00 USD	1250.00 USD	4800.00 USD
2025/5/15	石药集团	Cipla Usa Inc	伊立替康脂质体 [上市销售]	1065.00 USD	15.00 USD	1050.00 USD
2025/4/7	恒瑞医药	德国默克	SHR-7280 [临床三期]	16.24 USD	16.24 USD	N/A
2025/3/28	和誉生物	德国默克	匹米替尼 [临床三期]	85.00 USD	N/A	N/A
2025/3/25	恒瑞医药	默沙东	HRS-5346 [临床二期]	1970.00 USD	200.00 USD	1770.00 USD
2025/3/24	联邦生物	诺和诺德	UBT-251 [临床二期]	2000.00 USD	200.00 USD	1800.00 USD
2025/2/19	石药集团	Radiance Biopharma Inc	SYS-6005 [临床前]	1240.00 USD	15.00 USD	1075.00 USD
2025/1/22	乐普生物	ArriVent Biopharma Inc	MRG-007 [临床前]	1207.00 USD	47.00 USD	1160.00 USD
2025/1/13	先声药业	艾伯维	SIM-0500 [临床一期]	1055.00 USD	N/A	1055.00 USD
2025/1/10	康诺亚生物	Timberlyne Therapeutics Inc	罗美妥单抗 [临床二期]	367.50 USD	30.00 USD	337.50 USD
2025/1/7	映恩生物	Avenzo Therapeutics Inc	DB-1418 [临床前]	1200.00 USD	50.00 USD	1150.00 USD
2025/1/2	信达生物	罗氏	IBI-3009 [临床一期]	1080.00 USD	80.00 USD	1000.00 USD

资料来源: 药渡数据, 国投证券证券研究所

2025年下半年及往后预计还将有多个产品有望兑现BD交易, 包括信达生物PD-1/IL-2双抗、石药集团EGFR ADC等。

**表5: 有望于2025年下半年及未来实现海外授权BD交易的药物**

公司	产品	靶点	当前状态
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	预期重磅品种早期临床数据优异
石药集团	SYS6010	EGFR ADC	预期重磅品种早期临床数据优异
益方生物	D-2570	TYK2	早期临床数据优异
来凯医药	LAE102	ActRIIA	已与礼来在美国就LAE102针对肥胖症治疗临床合作
歌礼制药	ASC30	GLP-1 小分子	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	早期临床数据优异

泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	早期临床数据优异
乐普生物	MRG004A	TF ADC	胰腺癌数据优异
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	已在 FDA 上市审评阶段
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	海外 SLE 3 期临床开展中
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
荣昌生物	RC88	MSLN ADC	早期临床数据优异
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4 ADC	国内 3 期开展中，全球进度领先
迈威生物	7MW4911	CDH17 ADC	临床前数据优异
信达生物	IBI343	Claudin18.2 ADC	胰腺癌数据优异
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	小细胞肺癌数据优异
复宏汉霖	HLX43	PD-L1 ADC	早期临床数据优异
诺诚健华	ICP-332	TYK2	早期临床数据优异
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL	24 年 6 月已授权武田海外选择权
众生药业	RAY1225	GLP-1/GIP	2 期数据优异，可两周一次给药
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	海外 3 期临床推进中
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
基石药业	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	相关品种诞生多个交易
宜明昂科	IMM2510	PD-L1/VEGF	相关品种诞生多个交易

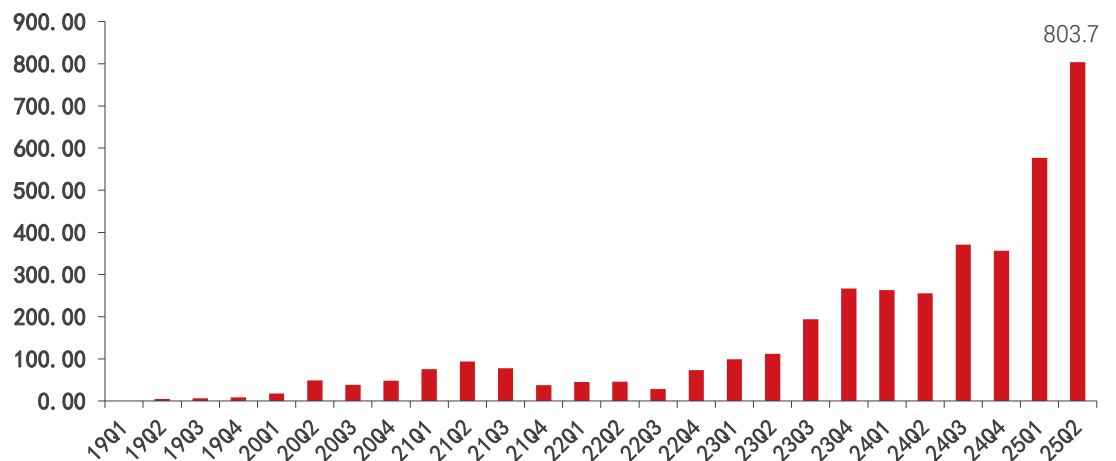
资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

### 3. 板块持仓：创新药板块机构关注度持续提升中

根据最新披露的基金 2025 年第二季度报告，我们统计分析了全部所有基金截止 2025 年 6 月 30 日对于创新药板块的最新重仓持仓情况（注：在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 创新药公司的基金重仓持仓，对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计；此外由于基金季报仅披露重仓持仓情况，因此可能无法完全体现基金对创新药板块的持仓情况）。

1) 从重仓持仓市值来看：2025 年 Q2 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓市值达 803.71 亿元，环比增长 39%。

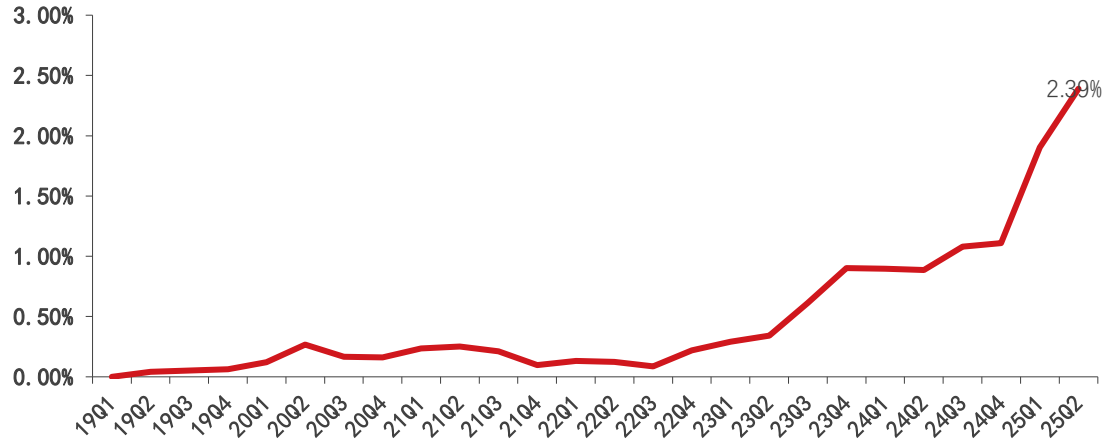
图14. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓市值（亿元）



资料来源：Choice，国投证券证券研究所，注：在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司的基金持仓，对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计

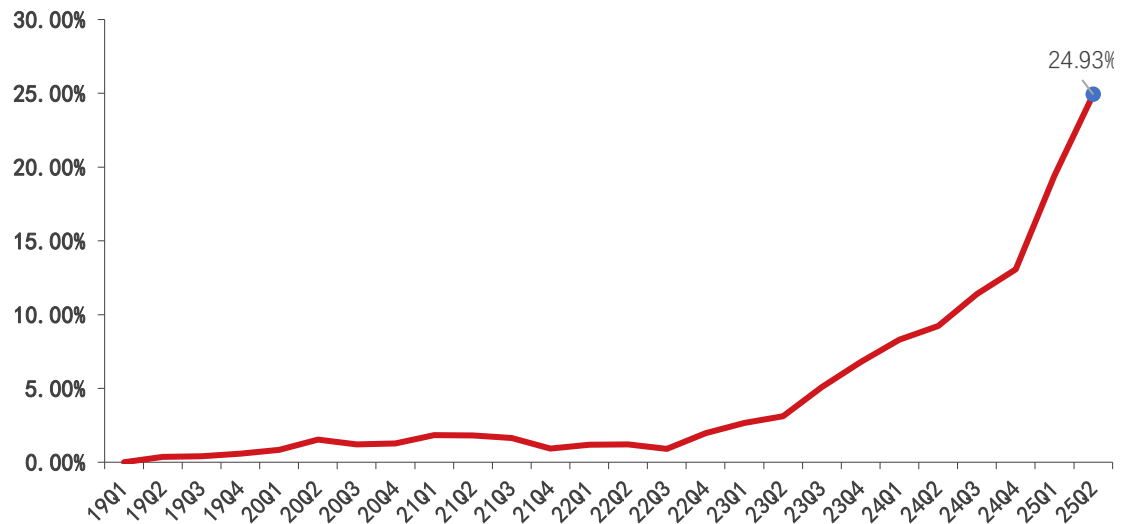
2) 从重仓持仓占比来看：2025 年 Q2 所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对全市场重仓持仓的比重为 2.39%，环比增加 0.49pp；所有基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对医药行业重仓持仓的比重为 24.93%，环比增加 5.49pp。25 年 Q2 创新药持仓在全市场以及医药行业比重持续提升，反映出机构对于创新药板块仍保持高度热情。

图15. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对全市场重仓持仓的比重



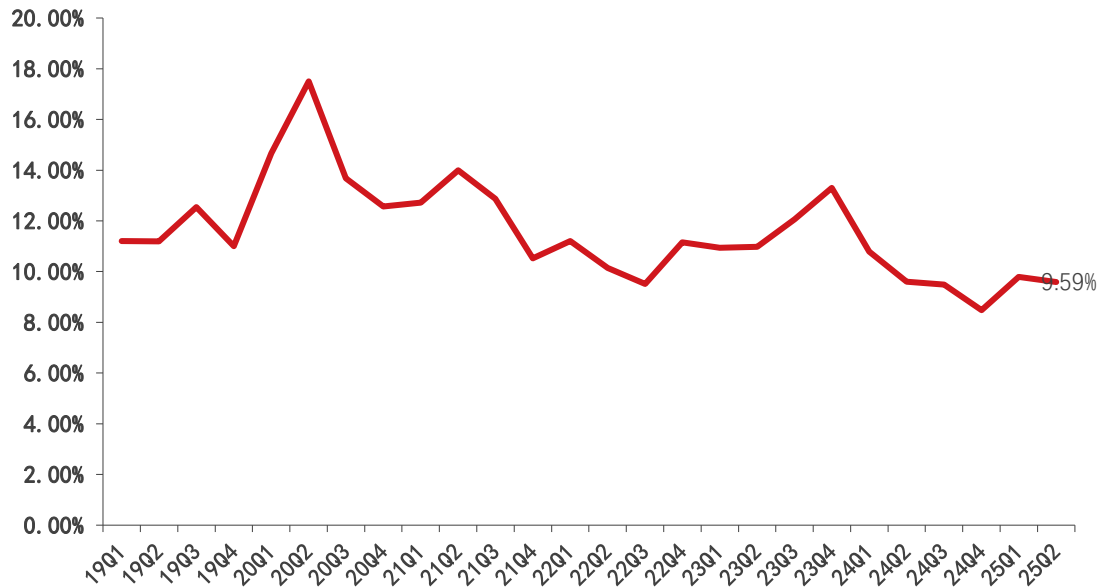
资料来源: Choice, 国投证券证券研究所, 注: 在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司的基金持仓, 对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计

图16. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占对医药行业重仓持仓的比重



资料来源: Choice, 国投证券证券研究所, 注: 在此仅统计了 A 股、港股 Biotech 公司的基金持仓, 对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计

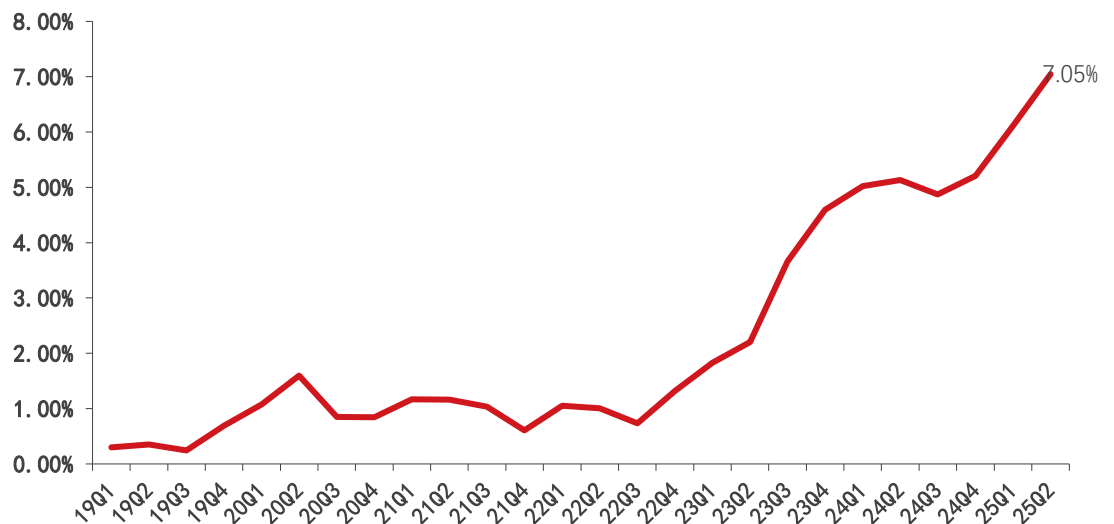
图17. 所有全部基金对医药行业的重仓持仓占对全市场重仓持仓的比重



资料来源: Choice, 国投证券证券研究所, 注: 在此仅统计了A股、港股 Biotech 公司的基金持仓, 对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计

3) 从重仓持仓占总体流通市值比重来看: 2025 年 Q2 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占 Biotech 创新药总体流通市值的比重为 7.05%, 环比增加 0.93pp。

图18. 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓占总体流通市值的比重



资料来源: Choice, 国投证券证券研究所, 注: 在此仅统计了A股、港股 Biotech 公司的基金持仓, 对于以恒瑞医药为首的传统转型创新药企业未纳入统计

4) 从重仓持仓相关公司来看: 2025 年 Q2 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持股主要包括 44 家公司, 其中持仓市值前十的有信达生物、百济神州 (A 股)、康方生物, 百济神州 (港股)、泽璟制药、百利天恒、科伦博泰生物、益方生物、迪哲医药、诺诚健华 (A 股)。其中: 重仓持仓占总体流通市值比重环比增长前三的公司分别为益方生物 (+14.7pp)、诺思兰德 (+8.5pp)、信达生物 (+4.9pp), 环比减少前三的公司分别为康诺亚 (-6.0pp)、和黄医药

(-5.2pp)、迈威生物 (-4.5pp)。

**表6: 所有全部基金对 Biotech 创新药的重仓持仓**

上市地	证券代码	证券简称	2025Q1			2025Q2			持仓流通市值占比环比变动
			持仓市值	流通市值	占流通市值比重	持仓市值	流通市值	占流通市值比重	
H 股	01801. HK	信达生物	76.80	708.78	10.8%	185.95	1182.22	15.7%	4.9%
A 股	688235. SH	百济神州	90.10	1170.10	7.7%	90.05	1243.64	7.2%	-0.5%
H 股	09926. HK	康方生物-B	54.46	631.17	8.6%	79.42	752.67	10.6%	1.9%
H 股	06160. HK	百济神州	69.28	1971.32	3.5%	72.81	1920.44	3.8%	0.3%
A 股	688266. SH	泽璟制药	74.58	264.02	28.2%	71.41	284.59	25.1%	-3.2%
A 股	688506. SH	百利天恒	42.40	213.89	19.8%	69.79	304.68	22.9%	3.1%
H 股	06990. HK	科伦博泰生物-B	45.67	352.71	12.9%	58.79	485.69	12.1%	-0.8%
A 股	688382. SH	益方生物	6.28	76.61	8.2%	30.20	131.71	22.9%	14.7%
A 股	688192. SH	迪哲医药	13.32	91.49	14.6%	21.51	111.66	19.3%	4.7%
A 股	688428. SH	诺诚健华	17.90	176.03	10.2%	21.18	243.81	8.7%	-1.5%
H 股	09688. HK	再鼎医药-SB	18.16	288.33	6.3%	15.45	278.06	5.6%	-0.7%
A 股	688578. SH	艾力斯	13.11	383.85	3.4%	12.69	418.68	3.0%	-0.4%
A 股	688331. SH	荣昌生物	6.83	107.62	6.3%	12.03	201.72	6.0%	-0.4%
H 股	09969. HK	诺诚健华	2.60	126.06	2.1%	10.89	178.55	6.1%	4.0%
H 股	06855. HK	亚盛医药-B	0.56	136.11	0.4%	5.28	243.48	2.2%	1.8%
H 股	02162. HK	康诺亚-B	11.71	114.62	10.2%	5.26	125.86	4.2%	-6.0%
H 股	01952. HK	云顶新耀-B	2.84	161.43	1.8%	4.80	185.89	2.6%	0.8%
A 股	430047. BJ	诺思兰德	1.06	28.51	3.7%	4.73	38.54	12.3%	8.5%
A 股	688336. SH	三生国健	0.87	172.39	0.5%	4.72	334.54	1.4%	0.9%
A 股	300558. SZ	贝达药业	7.75	213.69	3.6%	3.65	243.03	1.5%	-2.1%
H 股	00013. HK	和黄医药	4.83	27.97	17.3%	3.32	27.40	12.1%	-5.2%
A 股	688197. SH	首药控股	2.66	19.98	13.3%	2.86	23.17	12.4%	-1.0%
A 股	688302. SH	海创药业	1.51	23.72	6.4%	2.70	38.15	7.1%	0.7%
A 股	688062. SH	迈威生物	3.08	41.02	7.5%	1.72	57.74	3.0%	-4.5%
A 股	688488. SH	艾迪药业	0.89	42.67	2.1%	1.66	58.28	2.8%	0.8%
A 股	688520. SH	神州细胞	0.18	181.43	0.1%	1.65	266.53	0.6%	0.5%
H 股	01477. HK	欧康维视生物-B	0.02	38.12	0.1%	1.60	78.52	2.0%	2.0%
A 股	688180. SH	君实生物	0.97	262.06	0.4%	1.56	309.05	0.5%	0.1%
A 股	688687. SH	凯因科技	1.58	43.11	3.7%	1.34	45.45	2.9%	-0.7%
H 股	02696. HK	复宏汉霖	0.42	51.81	0.8%	1.30	78.69	1.6%	0.8%
A 股	688443. SH	智翔金泰	2.34	31.67	7.4%	1.02	32.37	3.2%	-4.2%
H 股	02105. HK	来凯医药-B	0.08	54.48	0.2%	0.53	64.92	0.8%	0.7%
H 股	01877. HK	君实生物	0.00	31.93	0.0%	0.43	49.26	0.9%	0.9%
H 股	09995. HK	荣昌生物	0.95	41.46	2.3%	0.40	103.57	0.4%	-1.9%
H 股	02256. HK	和誉-B	0.05	53.18	0.1%	0.29	62.73	0.5%	0.4%
H 股	02616. HK	基石药业-B	0.00	39.23	0.0%	0.21	53.13	0.4%	0.4%
H 股	02157. HK	乐普生物-B	0.00	66.64	0.0%	0.21	81.57	0.3%	0.2%

H股	01672.HK	歌礼制药-B	0.12	71.74	0.2%	0.16	79.62	0.2%	0.0%
A股	688177.SH	百奥泰	0.00	82.90	0.0%	0.12	103.77	0.1%	0.1%
A股	688321.SH	微芯生物	0.01	73.97	0.0%	0.03	96.97	0.0%	0.0%
H股	02142.HK	和铂医药-B	0.34	62.90	0.5%	0.01	63.91	0.0%	-0.5%
H股	01541.HK	宜明昂科	0.00	20.60	0.0%	0.01	43.37	0.0%	0.0%
A股	688091.SH	上海谊众	0.00	84.71	0.0%	0.01	96.70	0.0%	0.0%
A股	688221.SH	前沿生物	0.00	34.84	0.0%	0.00	37.61	0.0%	0.0%

资料来源: Choice, 国投证券证券研究所

## 4. 2025 年下半年板块潜在催化剂

### 4.1. 医保谈判: 今年有约 60 个新获批国产药物有望参与医保谈判

医保谈判是每年创新药板块最重要催化剂之一, 今年有约 60 个新获批国产药物有望参与医保谈判。参考往年医保谈判纳入规则, 从上一年 6 月 30 日后截止今年 6 月 30 日(含)前获批的药物有资格参与本年度医保谈判, 根据我们梳理今年有约 60 个国产(含引进)创新药有资格参与医保谈判。

表7: 2024 年 7 月 1 日-2025 年 6 月 30 日期间获批国产(含引进)新药

药物	公司	靶点	获批时间
枸橼酸伏维西利	奥鸿药业	CDK4/6	2025/5/27
氘恩扎鲁胺	海创药业	AR	2025/5/27
阿格司亭 $\alpha$	迈威生物	CSF3R	2025/5/27
来罗西利	嘉和生物	CDK4/6	2025/5/27
阿利沙坦酯/吲达帕胺	信立泰	AT1、Symporters	2025/5/27
磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼	恒瑞医药	5-HT <sub>3</sub> 、NK1R	2025/5/27
苹果酸法米替尼	恒瑞医药	FLT3、KIT、PDGFR、VEGFR1	2025/5/27
盐酸吉卡昔替尼	泽璟制药	JAK1/2/3	2025/5/27
芦沃美替尼	复星医药	MEK1/2	2025/5/27
怡培生长激素	特宝生物	GHR	2025/5/27
瑞康曲妥单抗	恒瑞医药	HER2 ADC	2025/5/27
泽尼达妥单抗	百济神州	HER2 双抗	2025/5/27
磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍	泽璟制药	DPP4	2025/5/20
昂拉地韦	众生药业	PB2	2025/5/20
沙库巴曲/阿利沙坦酯	信立泰	AT1、NEP	2025/5/20
戈来雷塞	加科思	KRAS G12C	2025/5/20
安瑞克芬	海思科	KOR1	2025/5/13
吡洛西利	轩竹生物	CDK4/6	2025/5/13
维拉昔酶 $\beta$ 注射液(CANbridge)	北海康成	GBA	2025/5/13
依若奇单抗	康方生物	IL12/23	2025/4/15
波哌达可基	信致医药	F9	2025/4/8
艾考磷布韦	东阳光长江药业	NS5B	2025/3/25
玛舒拉沙韦	科睿药业	PA	2025/3/25

氢溴酸他泽司他	和黄医药/Epizyme Inc	EZH2	2025/3/18
硫酸艾玛昔替尼	恒瑞医药	JAK1	2025/3/18
盐酸替那帕诺	复星医药/Ardelyx Inc	NHE3	2025/2/20
斯泰度塔单抗	泰诺麦博	Tetanus toxin	2025/2/11
菲诺利单抗	神州细胞	PD-1	2025/2/8
磷酸茶坦司韦	东阳光药业	NS5A	2025/2/8
依苏帕格鲁肽 $\alpha$	银诺医药	GLP1R	2025/1/24
利厄替尼	奥赛康/信达生物	EGFR T790M	2025/1/14
塞纳帕利	英派药业	PARP-2	2025/1/14
普卢格列汀	石药集团	DPP4	2025/1/8
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	2025/1/8
艾米迈托赛	铂生卓越	干细胞	2025/1/2
塔戈利单抗注射液	科伦博泰	PD-L1	2024/12/25
他雷替尼	信达生物/葆元医药	ROS1	2024/12/20
悬铃木花粉点刺液	我武生物	/	2024/12/20
德国小蠊点刺液	我武生物	/	2024/12/20
猫毛皮屑点刺液	我武生物	/	2024/12/20
替朗妥昔单抗	ADC Therapeutics/瓴路药业	CD19 ADC	2024/12/10
伐莫洛龙	Santhera/曙方医药	GR、MR	2024/12/10
芦比替定	绿叶制药	DNA minor groove	2024/12/3
利那拉生	生诺医药	H+/K+ ATPase	2024/12/3
森格列汀	盛世泰科	DPP4	2024/12/3
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	Trop-2 ADC	2024/11/27
索米妥昔单抗	华东医药/ImmunoGen	FR $\alpha$ ADC	2024/11/27
盐酸佐利替尼片	晨泰医药/阿斯利康	EGFR 19del、L858R	2024/11/21
格索雷塞	正大天晴/益方生物	KRAS G12C	2024/11/8
普雷福韦	西安葛蓝新通制药	肝脏	2024/10/29
昂戈瑞西单抗注射液	君实生物	PCSK9	2024/10/11
伊努西单抗注射液	康方生物	PCSK9	2024/9/30
艾帕洛利单抗托沃瑞利单抗注射液	齐鲁制药	PD-1+CTLA-4	2024/9/30
奥唑司他	锐康迪医药	CYP11B1	2024/9/25
司普奇拜单抗注射液	康诺亚	IL4RA	2024/9/14
注射用 A 型肉毒毒素	Revanche Therapeutics/复星医药	SNAP-25	2024/9/9
西达基奥仑赛	传奇生物	BCMA	2024/8/27
赛立奇单抗	智翔金泰生物	IL17A	2024/8/27
夫那奇珠单抗	恒瑞医药	IL17A	2024/8/27
氟泽雷塞	劲方医药/信达生物	KRAS G12C	2024/8/21

资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所

#### 4.2. 学术会议：下半年 WCLC、ESMO 等学术会议值得关注

学术会议同样是创新药板块最重要催化剂之一，下半年 WCLC、ESMO 等学术会议值得关注。目前在全球范围内，每年有约二十余场肿瘤治疗领域的国际性学术会议召开；从举办规模、全球影响力、学界认可度等多个维度分析，对中国医药企业来说，在这些学术会议中最重要的

的肿瘤学术会议当属 ASCO（美国临床肿瘤学会年会）、ESMO（欧洲肿瘤内科学会年会）以及 WCLC（世界肺癌大会）等。

**表8：肿瘤领域重要学术会议梳理**

会议简称	会议名称（中文）	主题癌种	举行时间
APASL	亚太肝脏研究协会年会	肝癌	每年2-3月举行
WCC	世界癌症大会	不限	每两年一次
SGBCC	圣加仑国际乳腺癌大会	乳腺癌	每两年一次，一般在3月举行
NCCN	美国国家综合癌症网络年会	不限	每年3月举行
AACR	美国癌症研究协会年会	不限	每年4月举行
ASCO	美国临床肿瘤学会年会	不限	每年6月举行
EHA	欧洲血液学协会年会	血液肿瘤	每年6月举行
AHNS	美国头颈部癌症年会	头颈部癌症	每年举行（不固定月份）
ESTRO	欧洲放射治疗与肿瘤学大会	不限	每年4-5月举行
IGCS	国际妇科肿瘤学会年会	妇科肿瘤	每年8-11月举行
WCLC	世界肺癌大会	肺癌	每年9月举行
ESMO	欧洲肿瘤内科学会年会	不限	每年9-10月举行
CSCO	中国临床肿瘤学会年会	不限	每年9月举行
ILCA	国际肝癌协会年会	肝癌	每年9月举行
ASTRO	美国放射肿瘤学会年会	不限	每年9-10月举行
SMR	国际黑色素瘤研究会国际会议	黑色素瘤	每年10月举行
SITC	癌症免疫疗法学会年会	不限	每年11月举行
SNO	美国神经肿瘤学会年会	神经肿瘤	每年11月举行
EMUC	欧洲泌尿肿瘤多学科会议	泌尿肿瘤	每年11月举行
SUO	泌尿肿瘤学会年会	泌尿肿瘤	每年11月举行
ASH	美国血液学会年会	血液肿瘤	每年12月举行

资料来源：各会议官网，国投证券证券研究所

#### 4.3. 商保创新药品目录：有望改善创新药支付环境

商业健康保险创新药品目录即将出台，支付端有望改善。2025年7月10日，国家医保局公布《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》，明确2025年基本医保药品目录调整和商业健康保险创新药品目录制定将同步进行。今年，国家医保局将首次制定商业健康保险创新药品目录。方案明确，商保创新药品目录主要纳入超出保基本定位、暂时无法纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。2020年1月1日至今年6月30日经国家药监部门批准上市的新通用名药品，以及今年6月30日前经国家药监部门批准上市的罕见病治疗药品等独家药品，可以单独申报商保创新药品目录或同时申报商保创新药品目录与基本目录。

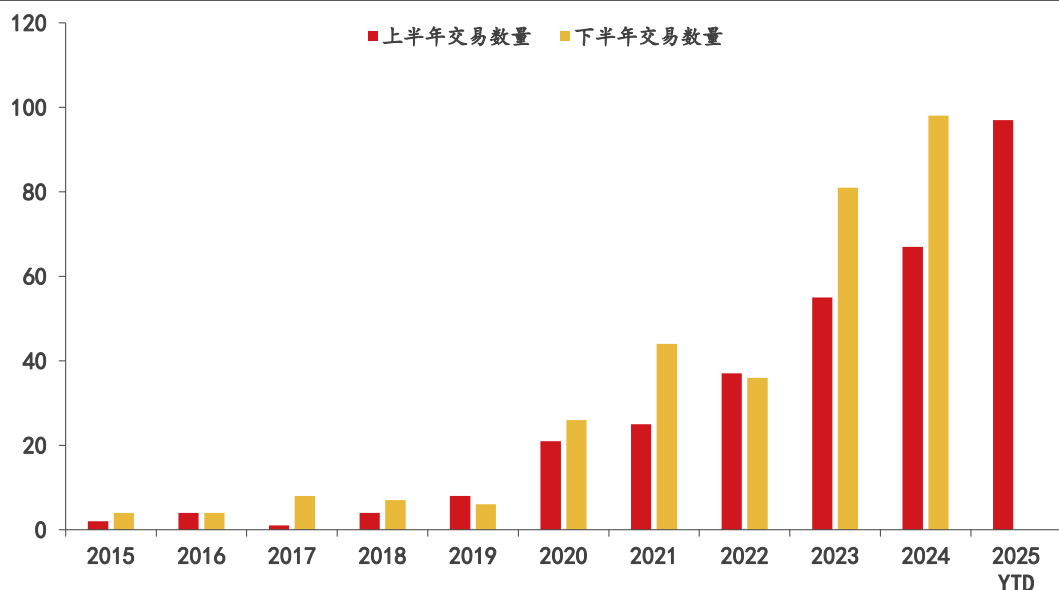
图19. 商保创新药目录



资料来源：央广网，国投证券证券研究所

#### 4.4. 多个BD 兑现：MNC 下半年清预算有望驱动多个BD 交易兑现

下半年 MNC 清预算有望驱动多个 BD 交易兑现。考虑到 MNC 通常在下半年清空全年 BD 预算，参考 2023 年、2024 年交易情况，预计 2025 年下半年还将有更多 BD 交易达成。

**图20. 2015-2025 年国内企业海外授权交易上半年与下半年数量对比**


资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：部分交易未披露合同总金额，上述总金额统计仅统计了披露了合同总金额的交易，统计时间截止 2025 年 6 月

**表9：有望于 2025 年下半年及未来实现海外授权 BD 交易的药物**

公司	产品	靶点	当前状态
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	预期重磅品种早期临床数据优异
石药集团	SYS6010	EGFR ADC	预期重磅品种早期临床数据优异
益方生物	D-2570	TYK2	早期临床数据优异
来凯医药	LAE102	ActRIIA	已与礼来在美国就 LAE102 针对肥胖症治疗临床合作
歌礼制药	ASC30	GLP-1 小分子	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT	早期临床数据优异
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	早期临床数据优异
乐普生物	MRG004A	TF ADC	胰腺癌数据优异
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon20ins	已在 FDA 上市审评阶段
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL	海外 SLE 3 期临床开展中
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
荣昌生物	RC88	MSLN ADC	早期临床数据优异
迈威生物	9MW2821	NECTIN-4 ADC	国内 3 期开展中，全球进度领先
迈威生物	7MW4911	CDH17 ADC	临床前数据优异
信达生物	IBI343	Claudin18.2 ADC	胰腺癌数据优异
再鼎医药	ZL-1310	DLL3 ADC	小细胞肺癌数据优异
复宏汉霖	HLX43	PD-L1 ADC	早期临床数据优异
诺诚健华	ICP-332	TYK2	早期临床数据优异
亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL	24 年 6 月已授权武田海外选择权
众生药业	RAY1225	GLP-1/GIP	2 期数据优异，可两周一次给药
盟科药业	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	海外 3 期临床推进中
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	相关品种诞生多个交易

基石药业	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	相关品种诞生多个交易
宜明昂科	IMM2510	PD-L1/VEGF	相关品种诞生多个交易

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

## 5. 后续投资思路一：寻找下一个可能海外授权的重磅品种

寻找下一个可能海外授权的重磅品种。国内市场医保控费背景下，产品海外授权有望打开海外市场，从估值角度也有望为企业带来海外市场增量；根据我们梳理目前尚有多个肿瘤、自免、减重、感染领域的产品有望实现海外授权，其中不乏重磅预期产品。

表10：后续有潜力海外授权的重磅产品

治疗领域	产品	靶点	开发阶段	公司
肿瘤	IBI363	PD-1/IL-2	关键2期	信达生物
	SYS6010	EGFR ADC	3期	石药集团
	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	2期	泽璟制药
	MRG004A	TF ADC	1/2期	乐普生物
	舒沃替尼	EGFR exon20ins	上市	迪哲医药
	7MW4911	CDH17 ADC	1期	迈威生物
	IBI343	Claudin18.2 ADC	3期	信达生物
	ZL-1310	DLL3 ADC	1/2期	再鼎医药
	HLX43	PD-L1 ADC	2期	复宏汉霖
	奥雷巴替尼	BCR-ABL	上市	亚盛医药
	RC148	PD-1/VEGF	2期	荣昌生物
	SCTB14	PD-1/VEGF	2/3期	神州细胞
	JS207	PD-1/VEGF	2期	君实生物
	CS-2009	PD-1/VEGF/CTLA4	1期	基石药业
自免	IMM2510	PD-L1/VEGF	2期	宜明昂科
	D-2570	TYK2	3期	益方生物
	泰它西普	BLyS/APRIL	上市	荣昌生物
	SM17	IL-25	1期	中国抗体
减重	ICP-332	TYK2	3期	诺诚健华
	LAE102	ActRIIA	1期	来凯医药
	ASC30	GLP-1 小分子	1期	歌礼制药
感染	RAY1225	GLP-1/GIP	3期	众生药业
	MRX-4	噁唑烷酮类抗菌药	3期	盟科药业

资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所，注：统计截止日期 2025 年 8 月 10 日

### 建议关注标的：

**信达生物**：重磅产品 PD-1/IL-2 双抗 10 耐药数据优异，未来有望以 10 耐药市场为基本盘拓展至一线市场，海外授权 MNC 潜力较大。公司于 2025 ASCO 会议披露了 PD-1/IL-2 双抗在 10 耐药 NSCLC、结直肠癌后线治疗的优异 OS 数据，基于现有数据判断，未来其有望广泛应用于多个不同瘤种 10 耐药市场，并以 10 耐药为基本盘去拓展一线治疗市场；该产品重磅产品潜力初显，未来海外授权 MNC 潜力大。

**康方生物**：海外合作伙伴 summit 有望与 MNC 就 PD-1/VEGF 达成合作开发协议，AK112 海外放量确定性大幅提升。

**益方生物：**TYK2 抑制剂银屑病治疗展现 BIC 潜力，海外授权 MNC 潜力较大。公司 TYK2 抑制剂已披露银屑病 2 期临床数据，从皮损改善来看其疗效已超过同类口服小分子有望，并媲美生物制剂，考虑到其口服给药的依存性优势、以及未来潜在的 IBD 领域的应用潜力，其未来海外授权 MNC 潜力大。

**众生药业：**GLP-1/GIP 双靶产品存在双周给药差异化优势，海外授权 MNC 潜力较大。全球范围 GLP-1 产品减重降糖市场庞大，但主流产品均为一周一次给药，公司 GLP-1/GIP 双靶产品存在双周一次给药差异化优势，考虑到其已披露 2 期减重降糖数据优异，其未来有望凭借差异化优势海外授权 MNC。

**中国抗体：**IL-25 单抗特异性皮炎治疗瘙痒改善显著，海外授权 MNC 潜力较大。公司 IL-25 单抗特异性皮炎早期数据优异，皮损改善优于 IL-4R 单抗，瘙痒改善显著优于 IL-4R 单抗，基于其优异的瘙痒改善数据，其未来海外授权 MNC 潜力大。

**泽璟制药：**CD3/DLL3/DLL3 三抗 SCLC 治疗展现 BIC 潜力，海外授权 MNC 潜力较大。公司 CD3/DLL3/DLL3 三抗早期 SCLC 治疗数据已展现 BIC 潜力，考虑到 TCE 治疗较长的生存获益，作为同类 BIC 潜力产品，其未来海外授权 MNC 潜力大。

**乐普生物：**TF ADC 已在胰腺癌治疗展现优异数据，目前该产品已推进至 3 期临床开发阶段，考虑到其优异的临床数据，其海外授权潜力大；此外 GPC3 ADC 等产品也存在海外授权潜力。

**歌礼制药：**小分子 GLP-1 减重数据优异，目前该产品已在美国 2 期临床阶段，考虑到礼来 GLP-1 小分子减重数据较弱，减重数据更有优势的歌礼产品海外授权潜力大。

**复宏汉霖：**PD-L1 ADC 已披露多个在 NSCLC 等领域的优异数据，该产品全球竞争格局良好，海外授权潜力大。

**再鼎医药：**DLL3 ADC 针对 SCLC 治疗数据优异，未来在 SCLC 治疗的应用值得期待，预计其海外授权潜力大。

**诺诚健华：**奥布替尼已在多个自免适应症表现出优异的治疗效果，此外 TYK2 抑制剂也已披露优异数据，上述两大产品海外授权潜力大。

**基石药业：**ROR1 ADC 已披露早期优异数据，PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗相对目前热度较高的 PD-1/VEGF 双抗存在差异化优势，上述两大产品海外授权潜力大。

**君实生物：**PD-1/VEGF 双抗交易热度较高，公司 PD-1/VEGF 双抗进展较快，海外授权潜力大。

**亚盛医药：**已授权武田奥雷巴替尼在除中国大陆、香港、澳门、台湾和俄罗斯以外所有市场的全球商业化独家选择权，未来选择权行使可能性大。

**维立志博：**PD-L1/41BB 双抗早期数据优异，且该产品进度领先，未来海外授权潜力大。

**博安生物：**CD228 ADC、长效 IL-4R 单抗均为差异化优势产品，未来海外授权潜力大。

## 6. 后续投资思路二：关注已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种

**关注已获 MNC 认证，未来海外放量确定性高的品种。**我们认为已获 MNC 认证（即已授权 MNC）的中国创新药品种具备以下特点：1）主要以工程改造创新为主，未来成药确定性较高；2）

MNC 销售实力强，未来海外市场放量确定性高；3) 具备较大的市场空间。基于上述特点，对于已有重磅产品授权 MNC 的相关标的，我们认为其海外市场估值有望随 MNC 推进临床试验、读出海外数据等事件的发生而逐渐提升（例如科伦博泰、百利天恒等）。

**表11：已授权海外 MNC 的重磅药物梳理**

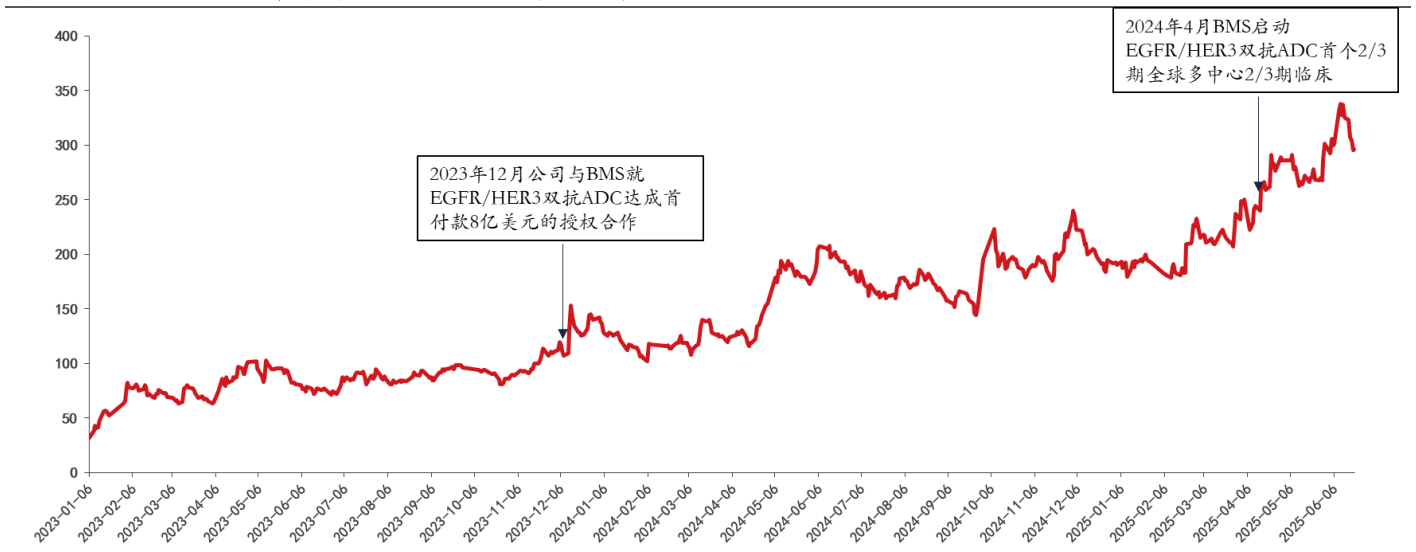
公司	产品	靶点	海外合作 MNC	海外开发状态
传奇生物	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	强生	已上市销售
和黄医药	呋喹替尼	VEGFR/FGFR/PDGFR	武田	已上市销售
科伦博泰	SKB264	TROP2 ADC	默沙东	3 期临床
百利天恒	BL-B01D1	EGFR/HER3 双抗 ADC	BMS	2/3 期临床
三生制药/三生国健	SSGJ-707	PD-1/VEGF 双抗	辉瑞	1 期临床
联邦制药	UBT251	GLP-1/GIP/GCG	诺和诺德	1 期临床
翰森制药	HS-10535	GLP-1 小分子	默沙东	IND
翰森制药	HS-20094	GLP-1/GIP	再生元	IND
翰森制药	GSK-5733584	B7-H4 ADC	GSK	1/2 期临床
翰森制药	GSK5764227	B7-H3 ADC	GSK	1/2 期临床
和誉	匹米替尼	CSF-1R	默克	3 期临床
恒瑞医药	SHR-7280	口服 GnRH 受体拮抗剂	默克	1 期临床
恒瑞医药	HRS-1167	PARP1	默克	1 期临床
恒瑞医药	SHR-A-1904	CLAUDIN18.2 ADC	默克	1/2 期临床
先声药业	SIM-0500	GPRC5D/BCMA/CD3	艾伯维	1 期临床
石药集团	YS2302018	Lp(a)	阿斯利康	IND

资料来源：各公司官网，国投证券证券研究所，注：统计截止日期 2025 年 8 月 10 日

**图21. 已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种——科伦博泰生物为例**


资料来源：Choice，国投证券证券研究所

图22. 已获 MNC 认证未来海外放量确定性高的品种——百利天恒为例



资料来源: Choice, 国投证券证券研究所

**建议关注标的:**

**三生制药:** 公司 PD-1/VEGF 双抗已以 12.5 亿美元首付款的规模授权辉瑞海外市场, 其作为 PD-1 升级产品未来有望取代当前 PD-1、PD-L1 单抗产品, 市场空间较大。

**联邦制药:** 公司 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点减重药物 UBT251 以 2 亿美元首付款+18 亿美元里程碑+销售分成的对价将海外权益授权给诺和诺德, UBT251 在 1b 期临床阶段展现出优异的减重效果且安全性良好, 未来潜力值得期待。

**科伦博泰:** 公司 TROP2 ADC 已披露数据优异, 海外合作伙伴默沙东已开展 10 余项全球多中心 3 期临床, 广泛覆盖多个不同瘤种, 未来市场空间较大且放量确定性高; 国内方面, TROP2 ADC 存在参加 2025 年医保谈判催化。

**百利天恒:** 公司 EGFR/HER3 双抗 ADC 已披露数据优异, 海外合作伙伴 BMS 已开展 1 项全球多中心 2/3 期临床, 考虑到其靶点广谱性, 其有望广泛覆盖多个不同瘤种, 未来市场空间较大。

**映恩生物:** B7H3 ADC、TROP2 ADC、HER2 ADC 已授权 BioNtech, DB1324 ADC 已授权 GSK, 上述药物有望广泛覆盖多个不同瘤种, 未来市场空间较大。

**和黄医药:** 唑喹替尼已授权武田, 并已在美国、日本等地获批上市, 后续海外市场销售放量值得期待。

**和誉:** 默克已根据双方于 2023 年 12 月签订的授权协议, 行使匹米替尼(ABSK021)的全球商业化选择权, 行权费用为 8500 万美元, 后续海外市场销售放量值得期待。

**和铂医药:** 已与阿斯利康、大塚制药等多家海外药企达成 BD 交易, 后续海外进展值得期待。

**7. 后续投资思路三: 医保谈判&商保创新药目录有望获益品种**

创新药纳入医保目录后有望加速放量, 2025 年医保谈判有望受益品种值得关注。创新药进入医保后有望改善准入难的问题, 实现覆盖医院、药房的快速渗透。在进入医院用药目录方面,

药物进入医保后有望降低进院门槛加速进院效率；在进入药房方面，药物进入医保后有望通过国家医保谈判药品“双通道”管理机制加速进入药房，实现放量。

**表12：上市公司 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日期间获批上市的肿瘤药物**

药物	公司	靶点	获批时间
氟泽雷塞	信达生物/劲方医药	KRAS G12C	2024/8/21
他雷替尼	信达生物/葆元医药	ROS1	2024/12/20
利厄替尼	信达生物/奥赛康	EGFR T790M	2025/1/14
塔戈利单抗注射液	科伦博泰	PD-L1	2024/12/25
芦康沙妥珠单抗	科伦博泰	Trop-2 ADC	2024/11/27
瑞康曲妥珠单抗	恒瑞医药	HER2 ADC	2025/5/27
苹果酸法米替尼	恒瑞医药	FLT3、KIT、PDGFR、VEGFR1	2025/5/27
索米妥昔单抗	华东医药/ImmunoGen	FR $\alpha$ ADC	2024/11/27
格索雷塞	正大天晴/益方生物	KRAS G12C	2024/11/8
西达基奥仑赛	传奇生物	BCMA	2024/8/27
氩恩扎鲁胺	海创药业	AR	2025/5/27
来罗西利	嘉和生物	CDK4/6	2025/5/27
泽尼达妥单抗	百济神州	HER2 双抗	2025/5/27
戈来雷塞	加科思	KRAS G12C	2025/5/20
吡洛西利	轩竹生物	CDK4/6	2025/5/13
氢溴酸他泽司他	和黄医药/Epizyme Inc	EZH2	2025/3/18
菲诺利单抗	神州细胞	PD-1	2025/2/8
苏维西塔单抗	先声药业	VEGFA	2025/6/30
酒石酸泰瑞西利	贝达药业	CDK4/6	2025/6/30

资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所

**表13：上市公司 2024 年 7 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日期间获批上市的非肿瘤药物**

药物	公司	靶点	获批时间
夫那奇珠单抗	恒瑞医药	IL17A	2024/8/27
磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼	恒瑞医药	5-HT3、NK1R	2025/5/27
磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍	恒瑞医药	DPP4	2025/5/20
硫酸艾玛昔替尼	恒瑞医药	JAK1	2025/3/18
瑞卡西单抗	恒瑞医药	PCSK9	2025/1/8
全氟己基辛烷	恒瑞医药	Lipid	2025/6/30
阿格司亭 $\alpha$	迈威生物	CSF3R	2025/5/27
阿利沙坦酯/吡达帕胺	信立泰	AT1、Symporters	2025/5/27
盐酸吉卡昔替尼	泽璟制药	JAK1/2/3	2025/5/27
怡培生长激素	特宝生物	GHR	2025/5/27
昂拉地韦	众生药业	PB2	2025/5/20
沙库巴曲/阿利沙坦酯	信立泰	AT1、NEP	2025/5/20
安瑞克芬	海思科	KOR1	2025/5/13
依若奇单抗	康方生物	IL12/23	2025/4/15

普卢格列汀	石药集团	DPP4	2025/1/8
芦比替定	绿叶制药	DNA minor groove	2024/12/3
昂戈瑞西单抗注射液	君实生物	PCSK9	2024/10/11
伊努西单抗注射液	康方生物	PCSK9	2024/9/30
司普奇拜单抗注射液	康诺亚	IL4RA	2024/9/14
赛立奇单抗	智翔金泰	IL17A	2024/8/27
伏欣奇拜单抗	金赛药业	IL1B	2025/6/30
替妥尤单抗	信达生物	IGF-1R	2025/3/14
玛仕度肽	信达生物	GCGR/GLP1R	2025/6/24
盐酸达利雷生	先声药业/Idorsia	OX1R/OX2R	2025/6/17

资料来源：药渡数据，国投证券证券研究所

**商业健康保险创新药品目录即将出台，支付端有望改善。**2025年7月10日，国家医保局公布《2025年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商业健康保险创新药品目录调整工作方案》，明确2025年基本医保药品目录调整和商业健康保险创新药品目录制定将同步进行。

**表14：符合商保创新药品目录相关标准的品种梳理**

商品名	通用名	靶点	厂商
倍诺达	瑞基奥仑赛	CD19 CAR-T	药明巨诺
奕凯达	阿基仑赛	CD19 CAR-T	复星凯特
源瑞达	纳基奥仑赛	CD19 CAR-T	合源生物
福可苏	伊基奥仑赛	BCMA CAR-T	驯鹿生物
赛恺泽	泽沃基奥仑赛	BCMA CAR-T	科济药业/华东医药
卡卫获	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	传奇生物
爱普盾	肿瘤电场治疗	-	再鼎医药
可瑞达	帕博利珠单抗	PD-1	默沙东
欧狄沃	纳武利尤单抗	PD-1	百时美施贵宝
泰圣奇	阿替利珠单抗	PD-L1	罗氏制药
英飞凡	度伐利尤单抗	PD-L1	阿斯利康
艾瑞利	阿得贝利单抗	PD-L1	恒瑞医药
汉斯状	斯鲁利单抗	PD-1	复宏汉霖
择捷美	舒格利单抗	PD-L1	基石药业
恩维达	恩沃利单抗	PD-L1	康宁杰瑞
安尼可	派安普利单抗	PD-1	正大天晴/康方生物
普佑恒	普特利单抗	PD-1	乐普生物
普吉华	普拉替尼	RET	基石药业
拓达维	戈沙妥珠单抗	Trop2 ADC	吉利德
希冉择	雷莫西尤单抗	VEGFR2	礼来/信达生物
睿妥	塞普替尼	RET	礼来/信达生物
倍利妥	注射用贝林妥欧单抗	CD19/CD3 双抗	百济神州
达伯坦	佩米替尼	FGFR2	Incyte/信达生物
拓舒沃	艾伏尼布	IDH1	基石药业
凯泽百	达妥昔单抗β注射液	GD2	百济神州
适加坦	富马酸吉瑞替尼片	FGFR2	阿斯泰来
贝博萨	注射用奥加伊妥珠单抗	CD20 ADC	辉瑞

达佑泽	那西妥单抗	GD2	赛生药业
高罗华	格菲妥单抗注射液	CD20/CD3 双抗	罗氏

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

### 建议关注标的：

**恒瑞医药：**公司多个产品满足 2025 年医保谈判参与标准，包括 HER2 ADC 瑞康曲妥珠单抗、苹果酸法米替尼、IL-17A 单抗夫那奇珠单抗、磷罗拉匹坦/帕洛诺司琼、磷酸瑞格列汀/盐酸二甲双胍、JAK 抑制剂硫酸艾玛昔替尼、PCSK9 单抗瑞卡西单抗等，上述产品若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。

**康诺亚：**IL-4R 单抗满足 2025 年医保谈判参与标准，若能纳入医保目录则有望加速销售放量。公司 IL-4R 单抗已获批中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、过敏性鼻炎等 3 大适应症，其有望参加 2025 年医保谈判；特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、过敏性鼻炎市场空间较大，其若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。

**迈威生物：**长效升白药满足 2025 年医保谈判参与标准。公司长效升白药阿格司亭 α 已获批上市，作为白蛋白长效化产品与市场上主流的 PEG 长效产品存在差异化优势，考虑到长效升白药较大的市场空间，其若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。

**智翔金泰：**IL-17A 单抗满足 2025 年医保谈判参与标准。公司 IL-17A 已获批中重度斑块状银屑病、强直性脊柱炎等适应症，相关领域市场较大，若能通过医保谈判纳入医保目录则有望加速其销售放量。

**药明巨诺：**CD19 CAR-T 满足商保创新药目录谈判参与标准。既往公司 CD19 CAR-T 产品疗效显著，临床价值较高，但因成本较高，导致产品价格高昂而未纳入医保，如果纳入商保创新药目录有望给更多患者带来获益。

**科济药业：**BCMA CAR-T 满足商保创新药目录谈判参与标准。既往公司 CD19 CAR-T 产品疗效显著，临床价值较高，但因成本较高，导致产品价格高昂而未纳入医保，如果纳入商保创新药目录有望给更多患者带来获益。

## 8. 后续投资思路四：关注创新技术领域突破品种

**多个创新技术领域突破品种值得关注。**近年来，国内企业已在双毒素 ADC、自免双抗、PROTAC、通用型 CAR-T、体内 CAR-T、siRNA、减脂增肌药物等创新技术领域取得相当大的突破，后续进展值得关注。

**表15：值得关注的创新技术领域突破品种**

技术路径	技术优势	代表公司
双毒素 ADC	技术通过将两种不同作用机制的毒素偶联到同一抗体上，显著增强了抗肿瘤效果并克服耐药性	康宁杰瑞
自免双抗	“细胞桥接”实现精准免疫重置，CD3×CD19、CD3×CD20 等 T 细胞衔接器 (TCE) 把细胞毒性 T 细胞直接“拉到”异常 B 细胞或浆细胞旁，诱导深度、持久耗竭	康诺亚、智翔金泰
PROTAC	攻克“不可成药”靶点；克服耐药突变，传统抑制剂依赖占位阻断，突变或过表达即可导致耐药；PROTAC 通过直接清除整个蛋白，使耐药突变体或过表达蛋白同样被降解，理论上同一代 PROTAC 即可应对未来可能出现的多种突变	百济神州、海创药业

通用型 CAR-T	传统自体 CAR-T 需 3-5 周制备；通用型产品在患者确诊后即可输注，特别适合肿瘤快速进展患者	科济药业
体内 CAR-T	跳过抽血、体外培养、清淋、回输等全部环节，仅通过一次注射（病毒载体或纳米颗粒）就把 CAR 基因精准递送到体内 T 细胞，当场生成 CAR-T	云顶新耀
肿瘤疫苗	mRNA 疫苗可编码多种抗原，激活 CD8+ 细胞毒性 T 细胞 (CTL) 与 CD4+ 辅助 T 细胞，形成广泛且持久的免疫应答	云顶新耀
siRNA	通过“RNA 干扰”机制，以序列特异方式在转录后水平沉默致病基因，已成为小分子、抗体之外的第三大药物平台	石药集团、悦康药业
减脂增肌药物	配合 GLP-1 药物在减轻体重的同时不减轻瘦体重	来凯医药、海创药业

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

### 建议关注标的：

**百济神州：**血液瘤领域重磅产品 BTK PROTAC 已启动 3 期临床，是全球首个进入 3 期临床阶段的 BTK PROTAC 药物，后续 3 期数据读出值得期待。

**云顶新耀：**基于 mRNA 技术平台已开发出通用型现货肿瘤治疗性疫苗 EVM14、个性化肿瘤治疗性疫苗 EVM16，以及自体生成 CAR-T 项目，后续进展值得关注。

**科济药业：**公司 THANK-uCAR 技术平台可产出差异化的通用型 CAR-T，增强 CAR-T 细胞的增殖和持久性；基于该平台已开发多个通用型 CAR-T 药物，后续进展值得关注。

**海创药业：**口服 THR-β 激动剂联合 GLP-1R 激动剂以展现减脂增肌的效果，后续临床推进值得关注。

**来凯医药：**ActRIIA 单抗减肥增肌领域已披露优异数据，公司多个相关产品正在快速推进中，后续临床推进值得关注。

**康宁杰瑞：**EGFR/HER3 双靶点双载荷 ADC、PD-L1 和 ITGB6/8 双靶点 ADC 已在 AACR 披露优异临床前数据，后续相关产品推进值得关注。

## 9. 后续投资思路五：关注传统药企创新转型进展

近年多个传统药企在创新转型方面取得重要进展。近年来以恒瑞医药、翰森制药、石药集团、中国生物制药等企业为首的仿制药企业在创新转型方面取得巨大进展，多个创新药在国内获批上市，多个创新药实现海外授权。

### 建议关注标的：

**恒瑞医药：**公司已有卡瑞丽珠单抗、吡咯替尼等十余款创新药在国内获批上市，并已将多款创新药授权 GSK、默克等海外 MNC，创新转型已取得较大成绩。

**石药集团：**公司近年来创新管线对外授权缓解传统业务下滑压力，目前创新药中 ADC 管线丰富，核心品种 EGFR ADC SYS6010 具备海外授权潜力，此外，GLP1 管线及小核酸布局丰富，有望逐步兑现。

**翰森制药:**公司近年来多款重磅产品授权海外 MNC, HS-20089 和 HS-20093 两款 ADC 授权 GSK, 双靶减重药物 HS-20094 授予再生元, HS-10535 (口服 GLP-1RA) 授予默沙东, 创新布局持续取得进展。

**中国生物制药:**公司近年来已上市安罗替尼等多款创新药, 子公司礼新医药 LM-299 授权默沙东, F-star 的 FS118、FS222 等双抗具备授权潜力, 创新布局持续取得进展。

**先声药业:**公司近年来已上市先必新、科赛拉、恩立妥等产品, TCE 三抗 SIM0500 获得海外 MNC 认可, 创新布局持续取得进展。

**康哲药业:**公司近年来已上市维福瑞 (铁基磷结合剂)、美泰彤 (甲氨蝶呤注射液)、莱芙兰 (亚甲蓝肠溶缓释片) 等创新产品, 在研管线涵盖多款 FIC/潜在 BIC 新药, 创新布局持续取得进展。

**复星医药:**公司近年来已上市曲妥珠单抗、斯鲁利单抗等创新产品, 创新管线有望逐步兑现。

**科伦药业:**在“三发驱动, 创新增长”的战略指导下, 公司完成了创新转型, 推动多款创新药获批上市。其中, 2024 年 11 月首款针对既往至少接受过 2 种系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌 (TNBC) 成人患者的国产 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗国内获批上市。

**康弘药业:**公司持续强化研发创新能力, 围绕眼科、脑科、肿瘤等核心治疗领域构建研发管线。其中, 基因治疗板块的 KH631 目前国内已启动 II 期临床、美国处于临床 I 期阶段; KH658 眼用注射液目前中美均处于临床 I 期阶段。

**海思科:**公司从传统药企逐步向创新药企转型, 目前创新药已渐入收获期。其中, 1 类静脉麻醉药物环泊酚注射液销售持续放量; 用于骨科手术后镇痛的 HSK21542 注射液已启动 III 期临床。

**丽珠集团:**公司以临床价值为导向, 持续推动消化道、辅助生殖、精神神经、抗感染、代谢等领域的新药研发。其中, 痛风小核酸药物 LZHN2408 I 期临床入组顺利; 抗感染药物 SG1001 片、抗癫痫药物 NS-041 片已进入 II 期临床阶段。

**远大医药:**公司实现稳健增长的同时, 持续强化创新布局。其中, 治疗脓毒症的全球创新药 STC3141 国内 II 期临床研究达到临床终点; 创新放射性核素偶联药物 ITM-11 的 III 期临床研究完成首例患者入组给药。

**恩华药业:**公司专注于中枢神经药物的创新研发, 加快推动创新管线的储备布局。截至 2025H1, 公司完成 III 期临床研究项目 1 项 (NH600001 乳状注射液); 完成 II 期临床研究项目 2 项 (NHL35700 片、YH1910-Z02 注射液); 开展 II 期临床研究项目 2 项 (NH102 片、YH1910-Z01 鼻喷剂); 开展 I 期临床研究项目 6 项 (NH130 片、NH104 片、Protollin 鼻喷剂、NH160030 片、NH140068 片、NH280105 胶囊)。

**九芝堂:**公司以中药为核心, 逐步探索布局干细胞等创新业务。截至 2024 年年报, 控股子公司北京美科的缺血耐受同种异体骨髓间充质干细胞治疗缺血性脑卒中的 II a 期临床试验已完成 31 例受试者入组, 治疗自身免疫性肺泡蛋白沉积症的“人骨髓间充质干细胞注射液”的临床试验已完成 8 例受试者的入组; 人骨髓间充质干细胞注射液于 2025 年 3 月获 NMPA 批准开展治疗孤独症的临床试验。此外, 公司研发中心管线包含生物创新药 (YB209、YB001)、化药创新药 (YB211) 及中药经典名方项目 (YB106、YB107) 等, 创新转型取得阶段性成果。

## 10. 风险提示

创新药海外授权不及预期的风险；

创新药研发失败的风险；

创新药国内市场销售放量不及预期的风险；

相关假设及预测不及预期的风险

## 目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034