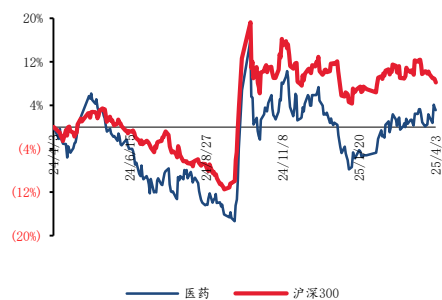


医药

板块持续跑赢大盘，关注对等关税下医药供应链影响（附 OSA 专题研究）（2025.03.31-2025.04.06）

■ 走势比较



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

君实生物	买入
华领医药-B	买入
奥锐特	买入
同和药业	买入
阳光诺和	买入
泓博医药	买入
福元医药	买入
三生制药	买入
京新药业	买入
共同药业	增持
亿帆医药	买入
诺诚健华	买入
诺思格	买入
奥翔药业	买入
科伦药业	买入
国邦医药	买入
来凯医药-B	买入
百利天恒	买入
益方生物	买入
皓元医药	买入
普洛药业	买入

相关研究报告

<<扣非净利润保持高速增长，销售费用率持续下降>>—2025-04-03
<<太平洋医药日报(20250402): 阿斯

报告摘要

● 本周观点

本周，我们梳理了 OSA 的流行病学、治疗方式等，GLP-1RA 药物替尔泊泰为首个且唯一用于治中重度 OSA 合并肥胖症成人患者的处方药。

OSA 存在未满足需求，GLP-1RA 药物对于 OSA 治疗具有显著效果。阻塞性睡眠呼吸暂停 (obstructive sleep apnea, OSA) 是指由于气道变窄或阻塞而导致睡眠期间的呼吸中断，与高血压的发生发展密切相关，可合并多种代谢异常、内分泌激素紊乱等，导致心脑血管事件发生风险明显增加。根据流行病学研究，目前中国成年人中 OSA 患者有 1.76 亿，在糖尿病及肥胖患者中更为常见，住院 T2DM 患者 OSA 的患病率在 60% 以上，肥胖的 T2DM 患者 OSA 的患病率可达 86%，90% 以上 BMI 超过 40 kg/m² 的肥胖症患者合并 OSA。减重是 OSA 重要的治疗方式，GLP-1RA 药物对于 OSA 治疗有显著效果，礼来的替尔泊肽的 3 期临床 SURMOUNT OSA 研究结果显示，在肥胖合并中重度 OSA 患者中，与安慰剂相比，替尔泊肽显著降低了受试者 AHI (呼吸暂停低通气指数)，达到了临床主要终点。2024 年 12 月，FDA 批准替尔泊肽作为首个也是唯一用于治疗中重度 OSA 合并肥胖症成人患者的处方药。

● 投资建议

本周医药板块上涨 1.20%，跑赢沪深 300 指数 2.57pct。板块内部来看，子板块中创新药、医疗新基建、药店表现相对较好，医药外包、医疗设备、医院及体检则表现居后。我们建议重视医药板块受市场定价权资金变化所带来的增量影响，尤其是阶段性布局 AI 医疗及创新药的投资策略：

创新药——流动性和风险偏好提升，数据和 BD 催化有望成为全年主线。在港股流动性和风险偏好双重提升的背景下，叠加 4-6 月的 AACR、ASCO 等会议集中发布数据，创新药 biotech 的催化剂事件的关注度大幅提升。考虑到创新药 biotech 的 IPO 集中在 2019-2021 年，目前正处于其核心管线已充分验证、但第二梯队管线正在/即将读出概念验证 (IPO 时处于临床前或 IND 阶段，3-4 年后出 POC 数据) 的窗口期。我们认为国内企业的双抗 ADC、TYK2 抑制剂、GKA 激动剂、泛 KRAS 抑制剂管线处于全球领先状态，推荐关注百利天恒 (688506)、诺诚健华 (688428)、益方生物 (688382)、华领医药 (2552.HK)、加科思 (1167.HK)。

原料药——①2025-2030 年，下游制剂专利到期影响的销售额为 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，未来 5 年全球销售 TOP15 的小分子药物中有过半药物专利将到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量分别同比增长 12.8%/14.9%/1.3%；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，

利康 AZD0780 二期临床成功>>--
2025-04-03
<<【太平洋医药】百利天恒公司点评：
重点关注 BL-B01D1 海外数据读出和
3 期临床进展（2025.04.02）>>--
2025-04-03

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。建议关注：1) 持续向制剂、CDMO 领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特(605116)、普洛药业(000739)、奥翔药业(603229)等；2) 新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业(300636)、共同药业(300966)等；3) 原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药(605507)等。

CXO——资金面：1) 美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：2025 年 3 月议息会中 FOMC 声明较预期更加鸽派，点阵图显示预测 2025 年降息 2 次共 50bp、26 年预测降息 2 次共 50bp、27 年降息 1 次，流动性有望逐步宽裕。2) 在持续缩量以及赚钱效应减弱的市场环境下，具备市场定价权的资金的风险偏好及配置思路发生变换，从此前机器人、AI 等热门概念板块切换到医药等低估值板块。基本面：1) 海外投融资回暖+国内创新药大涨，有望带动本土投融资好转。根据动脉网数据，2024 年，全球医疗健康领域融资额为 582 亿美元，同比增长 1%，已逐步企稳回暖；此外，国内创新药指数持续上涨，二级市场的好转有望带动一级投融资回暖。2) 海外需求改善，订单逐步回暖，从而带动 CXO 需求和业绩的改善。

行业层面我们建议关注：1) 美联储利率政策的变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

公司层面我们建议关注：1) 国内创新药支持政策出台受益的国内临床 CRO，如阳光诺和(688621)、诺思格(301333)；2) 海外业务持续复苏的生命科学上游企业，如皓元医药(688131)；3) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC 以及 AI 等概念公司，如：泓博医药(301230)等。

仿制药——制剂政策变化迎行业发展良机，集采、MAH 制剂及四同等政策的深化落地将实现行业产能出清，集中度提升和强者恒强的产业趋势有望持续强化。1) 集采政策竞争温和有序将推动 A 证企业，加速转向多品种高人效的经营模式；2) 四同及后续政策推出将抑制 A 证企业的品牌溢价和 B 证企业的差异化策略；3) MAH 制度的收紧将打压 B 证企业的生存空间。公司层面推荐在研管线丰富多批文高人效或仿创结合的头部制剂企业，推荐标的：科伦药业(002422)、亿帆医药(002019)、福元医药(601089)和京新药业(002020)。

● 风险提示

全球供给侧约束缓解不及预期；美联储政策超预期；一级市场投融资不及预期；医药政策推进不及预期；医药反腐超预期风险；原材料价格上涨风险；创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；安全性生产风险。

目录

一、 行业观点及投资建议	5
(一) OSA 存在未满足需求，GLP-1RA 对 OSA 治疗有显著效果	5
(二) 投资建议	8
(三) 行业表现	10
(四) 公司动态	10
(五) 行业动态	12
二、 医药生物行业市场表现	13
(一) 医药生物行业表现比较	13
(二) 医药生物行业估值跟踪	14
三、 风险提示	16

图表目录

图表 1: OSA 引起高血压及相关疾病的可能机制.....	6
图表 2: OSA 相关性高血压治疗流程图	7
图表 3: SURMOUNT-OSA Study1 研究.....	8
图表 4: SURMOUNT-OSA Study2 研究.....	8
图表 5: 一级行业周涨跌幅 (%)	13
图表 6: 医药生物二级行业周涨跌幅 (%)	14
图表 7: 医药生物行业个股周涨跌幅前十	14
图表 8: 医药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 9: 原料药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 10: 化学制剂行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 11: 医药商业行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	15
图表 12: 医疗器械行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 13: 医疗服务行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 14: 生物制品行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16
图表 15: 中药行业估值变化趋势 (PE, TTM 剔除负值)	16

一、行业观点及投资建议

（一）OSA 存在未满足需求，GLP-1RA 对 OSA 治疗有显著效果

OSA 是指由于气道变窄或阻塞而导致睡眠期间的呼吸中断，可引起高血压等多种疾病。阻塞性睡眠呼吸暂停（obstructive sleep apnea, OSA）是指睡眠过程中上气道反复完全和/或不完全阻塞引起呼吸暂停和/或低通气的睡眠呼吸紊乱疾病，主要特征为间歇性夜间低氧血症、高碳酸血症和睡眠结构紊乱。OSA 诊断是每晚 7 h 睡眠过程中呼吸暂停及低通气反复发作 30 次以上，或 AHI（呼吸暂停低通气指数：呼吸暂停加低通气事件的平均次数/睡眠小时） ≥ 5 次/h；呼吸暂停事件以阻塞性为主，伴打鼾、睡眠呼吸暂停、白天嗜睡等症状。大量研究显示，OSA 可引起和/或加重血压升高，与高血压的发生发展密切相关。OSA 与高血压也拥有多个共同的危险因素及病理生理基础。OSA 可先于血压升高，血压升高也可先于 OSA，临床上并未予以明确区分，人们将与 OSA 关联的高血压统称为“OSA 相关性高血压”。该病可合并多种代谢异常、内分泌紊乱等，导致心脑血管事件发生风险明显增加，因此越来越受到关注。

目前中国成年人中 OSA 患者有 1.76 亿。根据流行病学研究，目前中国成年人中 OSA 患者有 1.76 亿。轻、中、重度 OSA 患者中高血压患病率分别高达 59%、62% 和 67%。高血压患者中 30%~50% 合并 OSA，在难治性高血压中 OSA 的患病率高达 70%~85%。男性 OSA 患者多于女性，超重、肥胖患者中 OSA 更常见。与单纯高血压人群相比，OSA 相关性高血压患者中，代谢异常、内分泌紊乱、血压节律改变更多见，心脑血管疾病风险明显增加，肾脏损伤更为严重。

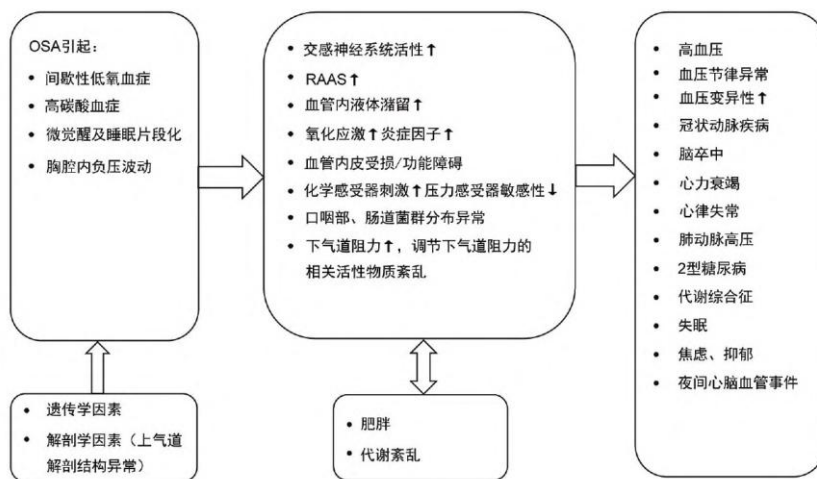
T2DM、肥胖患者中 OSA 中具有高患病率。高血压和 OSA 共同的危险因素包括多种遗传因素（有家族史者 OSA 患病危险性增加 2~4 倍）和环境因素，其中常见的有：1）增龄（成人 OSA 患病率随年龄增加呈增高趋势；女性 OSA 患病率在绝经期后显著增加）；2）肥胖（体重指数 $\geq 28\text{kg/m}^2$ ）；3）腰围超标（男性腰围 $\geq 90\text{cm}$ ，女性腰围 $\geq 85\text{cm}$ ）、颈围超标（颈围 $> 40\text{cm}$ ）；4）血糖固酮水平升高；5）长期饮酒（已经被多项研究证实）。OSA 是在糖尿病及肥胖患者中更为常见，国内研究结果显示，住院 T2DM 患者 OSA 的患病率在 60% 以上，且中重度 OSA 患者占比超过 30%，肥胖的 T2DM 患者 OSA 的患病率可达 86%。在 BMI 超过 30kg/m^2 的肥胖症人群中，OSA 患病率高达 40%；且 90% 以上 BMI 超过 40kg/m^2 的肥胖症患者合并 OSA。

目前认为 OSA 可导致和加重 T2DM 的机制主要有：（1）交感神经活性增强；（2）间歇性低氧；（3）下丘脑-垂体-肾上腺功能失调；（4）全身性炎症反应；（5）瘦素水平升高和脂联素水平降低；（6）睡眠剥夺。以上因素均可导致胰岛素抵抗。糖尿病患者睡眠时中枢功能障碍可导致周期性呼吸。同时，糖尿病所致的自主神经功能失调亦可增加 OSA 的危险，进而形成恶性循环。

肥胖通过多种机制与 OSA 相关：（1）脂肪直接沉积在上呼吸道或其壁上，从而缩小呼吸管

腔；(2) 肌肉结构改变以及软组织内脂肪沉积会增加上呼吸道塌陷；(3) 咽部形状变为椭圆形，因此肌肉收缩能力下降；(4) 咽部横截面积异常减小，并随肺容量变化而有很大差异。腹部肥胖胸壁占位效应导致气管牵引力抑制被认为是最可能的原因；(5) 腹部肥胖会降低胸部顺应性和功能残气量；(6) 脂肪细胞和巨噬细胞都会分泌多种脂肪因子并形成复杂的促炎因子网络。这些因素以及肥胖相关的瘦素抵抗均具有催眠活性；它们会抑制中枢神经系统 (CNS) 并削弱上呼吸道神经肌肉控制。

图表1: OSA 引起高血压及相关疾病的可能机制

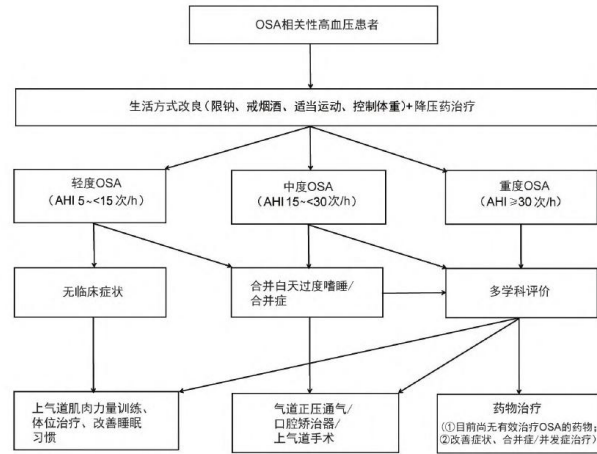


注:OSA 为阻塞性睡眠呼吸暂停;RAAS 为肾素-血管紧张素-醛固酮系统。

资料来源:《2023 阻塞性睡眠呼吸暂停相关性高血压临床诊断和治疗专家共识》, 太平洋证券整理

减轻体重是 OSA 重要的治疗方式。 OSA 治疗措施包括生活方式干预、药物治疗、OSA 相关治疗、降压治疗等。OSA 相关治疗包括: 1) 气道正压通气 ((PAP), 如 CPAP、自动滴定式气道正压通气 (APAP)、双水平气道正压通气 (BPAP); 2) 口腔矫治器; 3) 上气道手术; 4) 上气道肌肉力量训练; 5) 舌下神经刺激等。CPAP 是 OSA 患者的一线治疗, 可显著改善 OSAHS 合并 T2DM 患者的胰岛素抵抗, 降低 HbA1c、空腹及餐后血糖、改善血糖波动。对于 CPAP 不耐受、压力过高或有其他特殊情况者, 可考虑双水平气道正压通气 (BPAP) 或自动持续气道正压通气 (APAP)。CPAP 是 OSA 的金标准治疗方法, 但是治疗依从性不佳, 且它没有解决 OSA 的病理生理机制, 特别是对于超重/肥胖患者。根据治疗指南, 建议超重/肥胖者通过生活方式干预 (主要包含营养、运动、认知和行为方式干预等) 将体重指数控制在 24 kg/m^2 以下。生活方式干预效果不佳时, 经评估有明显胰岛素抵抗, 或其他相关代谢异常, 可考虑用药。可用于肥胖治疗的处方药则需要在医生指导下使用, 诸如 GLP-1RA 药物 (替尔泊泰等)。

图表2: OSA 相关性高血压治疗流程图



注: OSA 为阻塞性睡眠呼吸暂停; AHI 为睡眠呼吸暂停低通气指数。

资料来源:《2023 阻塞性睡眠呼吸暂停相关性高血压临床诊断和治疗专家共识》, 太平洋证券整理

GLP-1RA 药物对于 OSA 治疗有显著效果, 替尔泊肽于 2024 年 12 月获 FDA 批准上市。礼来的替尔泊肽的 3 期临床 SURMOUNT-OSA 研究结果显示, 在肥胖合并中重度 OSA 患者中, 与安慰剂相比, 替尔泊肽 (10mg 或 15mg) 显著降低了受试者 AHI, 达到了主要终点。2024 年 12 月, FDA 批准替尔泊肽作为首个也是唯一用于治疗中重度 OSA 合并肥胖症成人患者的处方药。在使用替尔泊肽的同时, 应减少热量饮食并增加体育锻炼。

- SURMOUNT-OSA 是一项多中心、随机、双盲、安慰剂对照 3 期研究, 旨在无法或不愿使用气道正压通气 (PAP) 治疗的中重度 OSA 肥胖成人 (Study 1) 中, 以及在试验期间计划继续使用 PAP 治疗的中重度 OSA 肥胖成人 (Study 2) 中, 比较替尔泊肽与安慰剂的有效性与安全性。469 名受试者以 1:1 的比例随机分配, 接受替尔泊肽 10mg 或 15mg 或安慰剂治疗, 每周给药一次。主要终点是替尔泊肽在 52 周时呼吸暂停低通气指数 (AHI) 较基线的变化。
- SURMOUNT-OSA Study 1 评估了替尔泊肽在未接受正压通气 (PAP) 治疗的中度至重度 OSA 合并肥胖成人患者中的疗效。研究结果显示, 在 52 周时, 替尔泊肽组受试者平均 AHI 较基线降低了 27.4 次/小时, 而安慰剂组降低了 4.8 次/小时。在关键的次要结局中, 替尔泊肽可使平均 AHI 较基线降低 55.0%, 而安慰剂组降低了 5.0%; 替尔泊肽还使患者的平均体重较基线减少 18.1%, 而安慰剂组的平均体重较基线仅减少 1.3%。
- SURMOUNT-OSA Study 2 评估了替尔泊肽在接受并计划继续进行 PAP 治疗的中重度 OSA 合

并肥胖成人中的疗效。结果显示，在 52 周时，替尔泊肽组受试者平均 AHI 较基线降低了 30.4 次/小时，而安慰剂平均降低了 6.0 次/小时。在关键的次要结局中，替尔泊肽可使平均 AHI 较基线降低 62.8%，而安慰剂组为 6.4%；替尔泊肽还使患者的平均体重较基线降低了 20.1%，而安慰剂组降低了 2.3%。

- 安全性方面，替尔泊肽的总体安全性与 SURMOUNT 和 SURPASS 试验结果相似，最常报道的是胃肠道相关不良事件，一般为轻至中度。与安慰剂相比，替尔泊肽最常见事件：在 Study1 中，分别为腹泻（26.3%vs 12.5%），恶心（25.4%vs 10.0%）和呕吐（17.5%vs 4.2%）；在 Study2 中，分别为腹泻（21.8%vs 8.8%）和恶心（21.8%vs 5.3%）和便秘（15.1%vs 4.4%）。替尔泊肽和安慰剂组分别有 9 名和 10 名受试者因为不良事件导致停止研究治疗。

图表3: SURMOUNT-OSA Study1 研究

SURMOUNT-OSA研究1 - 未接受PAP治疗的受试者		
	52周时有效性估计目标	52周时治疗方案估计目标
主要终点: AHI 相较于基线的变化		
替尔泊肽*	-27.4	-25.3
安慰剂	-4.8	-5.3
次要终点: AHI 相较于基线变化的百分比		
替尔泊肽*	-55.00%	-50.70%
安慰剂	-5.00%	-3.00%
次要终点: 受试者AHI <5 或AHI 5-14且 ESS ≤10的比例		
替尔泊肽*	43.00%	42.20%
安慰剂	14.90%	15.90%
次要终点: 受试者AHI降低≥50%的比例		
替尔泊肽*	62.30%	61.20%
安慰剂	19.20%	19%
次要终点: 体重相较于基线变化的百分比		
替尔泊肽	-18.10%	-17.70%
安慰剂	-1.30%	-1.60%

资料来源: 药渡, 太平洋证券整理

图表4: SURMOUNT-OSA Study2 研究

SURMOUNT-OSA研究2 - 接受PAP治疗的受试者		
	52周时有效性估计目标	52周时治疗方案估计目标
主要终点: AHI 相较于基线的变化		
替尔泊肽*	-30.4	-29.3
安慰剂	-6	-5.5
次要终点: AHI 相较于基线变化的百分比		
替尔泊肽*	-62.80%	-58.70%
安慰剂	-6.40%	-2.50%
次要终点: 受试者AHI <5 或AHI 5-14且 ESS ≤10的比例		
替尔泊肽*	51.50%	50.20%
安慰剂	13.60%	14.30%
次要终点: 受试者AHI降低≥50%的比例		
替尔泊肽*	74.30%	72.40%
安慰剂	22.90%	23.30%
次要终点: 体重相较于基线变化的百分比		
替尔泊肽*	-20.10%	-19.60%
安慰剂	-2.30%	-2.30%

资料来源: 药渡, 太平洋证券整理

(二) 投资建议

本周医药板块上涨 1.20%，跑赢沪深 300 指数 2.57pct。板块内部来看，子板块中创新药、医疗新基建、药店表现相对较好，医药外包、医疗设备、医院及体检则表现居后。我们建议重视医药板块受市场定价权资金变化所带来的增量影响，尤其是阶段性布局 AI 医疗及创新药的投资策略：

创新药——流动性和风险偏好提升，数据和 BD 催化有望成为全年主线。在港股流动性和风险偏好双重提升的背景下，叠加 4-6 月的 AACR、ASCO 等会议集中发布数据，创新药 biotech 的催化剂事件的关注度大幅提升。考虑到创新药 biotech 的 IPO 集中在 2019-2021 年，目前正处于其核心管线已充分验证、但第二梯队管线正在/即将读出概念验证（IPO 时处于临床前或 IND 阶段，3-4 年后出 POC 数据）的窗口期。我们认为国内企业的双抗 ADC、TYK2 抑制剂、GKA 激动剂、泛 KRAS

抑制剂管线处于全球领先状态，推荐关注百利天恒（688506）、诺诚健华（688428）、益方生物（688382）、华领医药（2552.HK）、加科思（1167.HK）。

原料药——①2025-2030年，下游制剂专利到期影响的销售额为3900亿美元，相较2019-2024年总额增长124%，同时，未来5年全球销售TOP15的小分子药物中有过半药物专利将到期，专利悬崖有望带来原料药增量需求。②2024年，规模以上工业企业原料药产量为358.30万吨，同比增长4.6%，Q1受23年同期高基数影响同比下降7.0%，Q2/Q3/Q4产量分别同比增长12.8%/14.9%/1.3%；2024年，印度原料药及中间体从中国进口额为34.00亿元，同比增长4.9%，进口量为37.50万吨，同比快速增长11.1%，其中Q1/Q2/Q3/Q4分别同比增长7.21%/22.18%/4.76%/11.18%，进口额及进口量均达到过去4年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。建议关注：1）持续向制剂、CDMO领域拓展、业绩确定性较强的个股，如奥锐特（605116）、普洛药业（000739）、奥翔药业（603229）等；2）新产品业务占比较高或产能扩张相对激进的个股，如同和药业（300636）、共同药业（300966）等；3）原有产品受去库存影响较大或当前利润率水平相对较低的个股，后续业绩修复弹性较大，如国邦医药（605507）等。

CXO——资金面：1）美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：2025年3月议息会中FOMC声明较预期更加鸽派，点阵图显示预测2025年降息2次共50bp、26年预测降息2次共50bp、27年降息1次，流动性有望逐步宽裕。2）在持续缩量以及赚钱效应减弱的市场环境下，具备市场定价权的资金的风险偏好及配置思路发生变换，从此前机器人、AI等热门概念板块切换到医药等低估值板块。基本面：1）海外投融资回暖+国内创新药大涨，有望带动本土投融资好转。根据动脉网数据，2024年，全球医疗健康领域融资额为582亿美元，同比增长1%，已逐步企稳回暖；此外，国内创新药指数持续上涨，二级市场的好转有望带动一级投融资回暖。2）海外需求改善，订单逐步回暖，从而带动CXO需求和业绩的改善。

行业层面我们建议关注：1）美联储利率政策的变化，2）投融资的边际变化，3）海外需求的逐步复苏，4）中美关系及地缘政治，5）医保丙类目录、商业保险以及创新药全产业链支持政策细则等政策的出台。

公司层面我们建议关注：1）国内创新药支持政策出台受益的国内临床CRO，如阳光诺和（688621）、诺思格（301333）；2）海外业务持续复苏的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）；3）减肥药、阿尔茨海默症、ADC以及AI等概念公司，如：泓博医药（301230）等。

仿制药——制剂政策变化迎行业发展良机，集采、MAH制剂及四同等政策的深化落地将实现行业产能出清，集中度提升和强者恒强的产业趋势有望持续强化。1）集采政策竞争温和有序将推

动 A 证企业，加速转向多品种高人效的经营模式；2) 四同及后续政策推出将抑制 A 证企业的品牌溢价和 B 证企业的差异化策略；3) MAH 制度的收紧将打压 B 证企业的生存空间。公司层面推荐在研管线丰富多批文高人效或仿创结合的头部制剂企业，推荐标的：科伦药业（002422）、亿帆医药（002019）、福元医药（601089）和京新药业（002020）。

（三）行业表现

本周医药板块上涨 1.20%，跑赢沪深 300 指数 2.57pct。医药生物行业二级子行业中，创新药（+5.67%）、医疗新基建（+4.74%）、药店（+4.35%）表现居前，医药外包（-2.83%）、医疗设备（-2.01%）、医院及体检（-0.96%）表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为多瑞医药（+56.32%）、伟思医疗（+31.80%）、哈三联（+31.15%）；周跌幅榜前 3 位为东方生物（-11.15%）、百普赛斯（-8.15%）、迪瑞医疗（-6.98%）。

估值方面，截至 4 月 3 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 26.88 倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 30.38%。

（四）公司动态

福元医药（601089）：3 月 31 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 34.46 亿元，同比增长 3.17%，归母净利润为 4.89 亿元，同比下降 0.02%，扣非后归母净利润为 4.60 亿元，同比下降 3.65%。

京新药业（002020）：3 月 31 日，公司发布公告，公司已通过集中竞价方式累计回购公司股份 3,509.9975 万股，占公司目前总股本的 4.08%，成交价格区间为 11.86-14.41 元/股，成交总金额为 44,318.02 万元（不含交易费用），本次回购符合既定的回购方案。

恒瑞医药（600276）：3 月 31 日，公司发布公告，近日收到国家药监局核准签发的《药品注册证书》，批准公司自主研发的 1 类创新药硫酸艾玛昔替尼片（SHR0302 片）新增适应症，用于对一种或多种 TNF 抑制剂疗效不佳或不耐受的中重度活动性类风湿关节炎成人患者。

成都先导（603127）：3 月 31 日，公司发布公告，公司正在筹划以现金方式受让股权的方式合计取得南京海纳医药科技股份有限公司约 65%的股权，本次交易完成后，成都先导将成为标的公司的控股股东。

乐普医疗（300003）：4 月 1 日，公司发布公告，公司自主研发的冠脉棘突球囊扩张导管获得国家药品监督管理局（NMPA）注册批准，该产品的成功上市有助于提升公司在心血管植介入领域的市场竞争力，为公司未来的稳健增长奠定坚实基础。

迪哲医药（688192）：4月1日，公司发布公告，公司将在2025年5月30日至6月3日于芝加哥举行的美国临床肿瘤学会（ASCO）大会上，公布其自主研发的系列产品 DZD8586 和 DZD6008 的最新研究成果。

华东医药（000963）：4月1日，公司发布公告，子公司江东公司近日收到国家药品监督管理局（NMPA）签发的《受理通知书》，由江东公司申报的司美格鲁肽注射液（研发代码：HDG1901）上市许可申请获得受理。

千金药业（600479）：4月1日，公司发布公告，公司拟通过发行股份的方式购买株洲国投、列邦康泰持有的千金湘江药业 28.92% 的股权，拟通过发行股份及支付现金的方式购买株洲国投和黄阳等 21 名自然人持有的千金协力药业 68.00% 的股权，资金来源为公司自有资金。

马应龙（600993）：4月2日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 37.28 亿元，同比增长 18.85%，归母净利润为 5.28 亿元，同比增长 19.14%，扣非后归母净利润为 5.11 亿元，同比增长 44.98%。

京新药业（002020）：4月2日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 41.59 亿元，同比增长 3.99%，归母净利润为 7.12 亿元，同比增长 15.04%，扣非后归母净利润为 6.47 亿元，同比增长 21.38%。

博瑞医药（688166）：4月2日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 12.83 亿元，同比增长 8.74%，归母净利润为 1.89 亿元，同比下降 6.57%，扣非后归母净利润为 1.81 亿元，同比下降 3.12%。

通化东宝（600867）：4月2日，公司发布公告，子公司东宝紫星近日收到国家药品监督管理局签发的关于痛风双靶点 XO/URAT1 抑制剂（THDBH151 片）药物临床试验批准通知书后，已经完成了一项关键 IIIa 期临床试验并获得临床试验总结报告，研究结果显示达到主要终点目标。

同仁堂（600993）：4月3日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 185.97 亿元，同比增长 4.12%，归母净利润为 15.26 亿元，同比下降 8.54%，扣非后归母净利润为 14.82 亿元，同比下降 10.55%。

奥翔药业（603229）：4月3日，公司发布公告，近日收到欧洲药品质量管理局（EDQM）签发的关于盐酸毛果芸香碱原料药欧洲药典适用性认证证书（CEP 证书），标志着该产品可以在欧洲市场及承认 CEP 证书的市场进行销售。

恒瑞医药（600276）：4月3日，公司发布公告，子公司山东盛迪医药收到国家药监局核准签发关于 HRS-6719 片的《药物临床试验批准通知书》，将于近期开展适应症为晚期实体瘤的临床试验。

健友股份（603707）：4月3日，公司发布公告，近日收到美国FDA签发的利拉鲁肽注射液，18mg/3mL（6mg/mL），（ANDA号：218115）批准信，该产品近期将安排在美国上市销售，有望对公司经营业绩产生积极影响。

（五）行业动态

【赛诺菲 Fitusiran 获 FDA 批准】

近日，赛诺菲（Sanofi）宣布，美国FDA批准QFITLIA（Fitusiran注射液）作为常规预防治疗，用于有或无凝血因子VII或以抑制物的血友病A或B的成人患者和≥12岁青少年患者，以预防或减少出血的发生频率。Fitusiran注射液也成为首个降低抗凝血酶的血友病疗法，能防止或减少出血发生频率。此次获批基于ATLAS 3期临床研究数据，该研究显示无论患者是否存在抑制物，Fitusiran注射液均能在临床上显著降低年化出血率（ABR），实现有效的出血保护。（来源：赛诺菲，太平洋证券研究院）

【默沙东 Winrevair 三期临床成功】

近日，默沙东（MSD）宣布，Winrevair（sotatercept）的3期临床试验ZENITH成功。数据显示，在中位随访时间为10.6个月时，Winrevair与安慰剂相比将重大发病和死亡事件的相对风险降低了76%（HR=0.24, 95% CI: 0.13-0.43; 单侧p<0.0001）。Winrevair是一款“first-in-class”的IIA型激活素受体（ActRIIA）融合蛋白，该药于2024年3月获得美国FDA的批准，用于治疗肺动脉高压。（来源：默沙东，太平洋证券研究院）

【阿斯利康 AZD0780 二期临床成功】

近日，阿斯利康（AstraZeneca）宣布，在研疗法AZD0780在2b期临床试验PURSUIT取得积极结果。与安慰剂相比，在标准治疗他汀药物基础上使用AZD0780时，显著降低患者的低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）。AZD0780是一种每日口服的PCSK9抑制剂，针对那些尽管接受标准降脂治疗（如他汀类药物），但未达到LDL-C降低目标的患者。（来源：阿斯利康，太平洋证券研究院）

【默沙东 Clesrovima 在华申报上市】

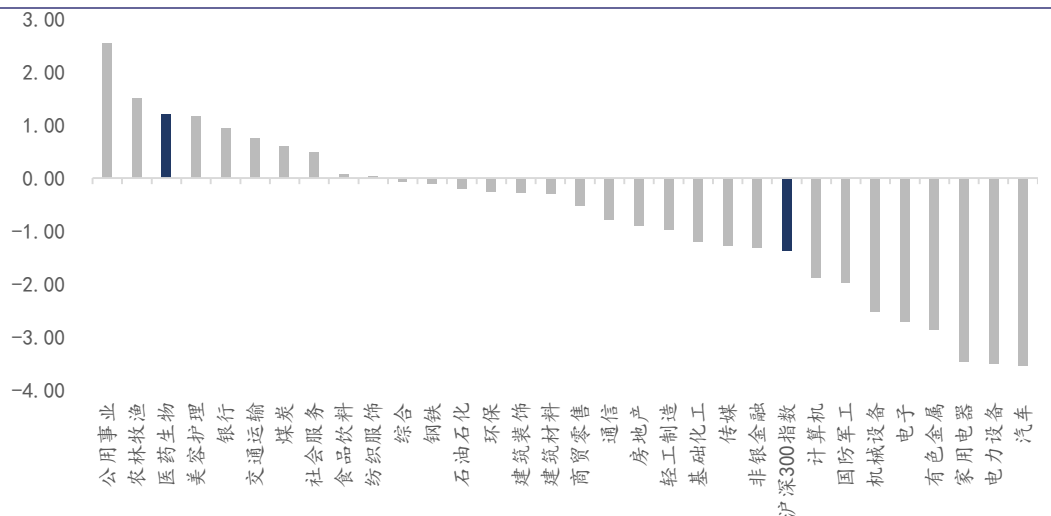
近日，中国国家药监局药品审评中心（CDE）官网公示，默沙东（MSD）申报的Clesrovimab注射液上市申请已获得受理。该产品此前被CDE拟纳入优先审评，拟定适应症为用于即将进入或出生在第一个呼吸道合胞病毒（RSV）流行季的新生儿和婴儿预防RSV所致的下呼吸道感染。Clesrovimab（MK-1654）是一种在研的半衰期延长的单克隆抗体，可作为被动免疫手段，用于预防RSV疾病。（来源：CDE，太平洋证券研究院）

二、医药生物行业市场表现

（一）医药生物行业表现比较

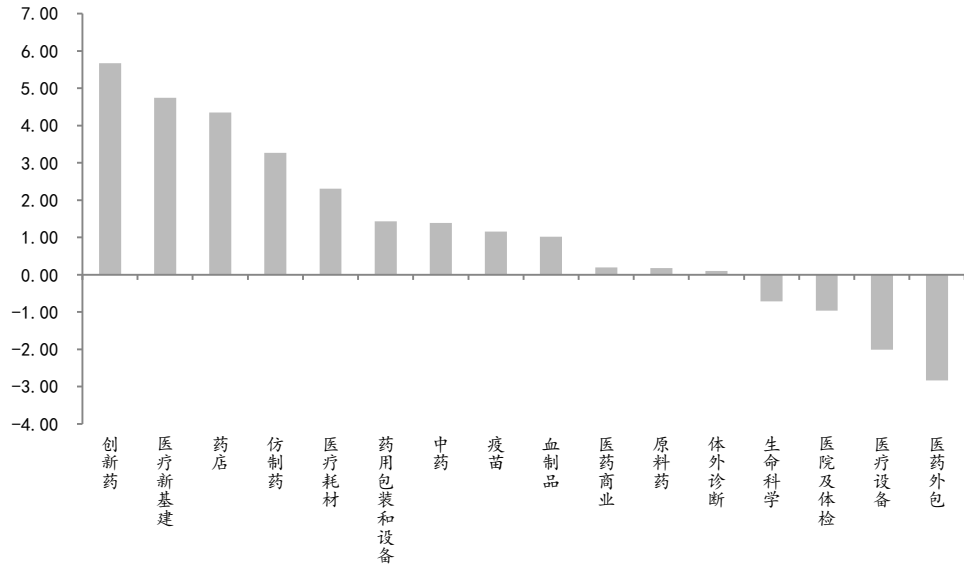
本周医药板块上涨 1.20%，跑赢沪深 300 指数 2.57pct。医药生物行业二级子行业中，创新药(+5.67%)、医疗新基建(+4.74%)、药店(+4.35%)表现居前，医药外包(-2.83%)、医疗设备(-2.01%)、医院及体检(-0.96%)表现居后。个股方面，周涨幅榜前 3 位分别为多瑞医药(+56.32%)、伟思医疗(+31.80%)、哈三联(+31.15%)；周跌幅榜前 3 位为东方生物(-11.15%)、百普赛斯(-8.15%)、迪瑞医疗(-6.98%)。

图表5：一级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

图表6：医药生物二级行业周涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表7：医药生物行业个股周涨跌幅前十

涨幅前十			跌幅前十		
股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票简称	涨跌幅 (%)
301075. SZ	多瑞医药	56.32%	688298. SH	东方生物	-11.15%
688580. SH	伟思医疗	31.80%	301080. SZ	百普赛斯	-8.15%
002900. SZ	哈三联	31.15%	300396. SZ	迪瑞医疗	-6.98%
002923. SZ	润都股份	27.01%	603127. SH	昭衍新药	-6.78%
688117. SH	圣诺生物	21.54%	002581. SZ	未名医药	-6.42%
688302. SH	海创药业-U	20.74%	600624. SH	复旦复华	-6.32%
300485. SZ	赛升药业	19.00%	603259. SH	药明康德	-6.30%
301201. SZ	诚达药业	18.38%	688677. SH	海泰新光	-6.21%
300723. SZ	一品红	16.87%	002262. SZ	恩华药业	-5.85%
600851. SH	海欣股份	13.95%	601567. SH	三星医疗	-5.60%

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

（二）医药生物行业估值跟踪

估值方面，截至4月3日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率为 26.88

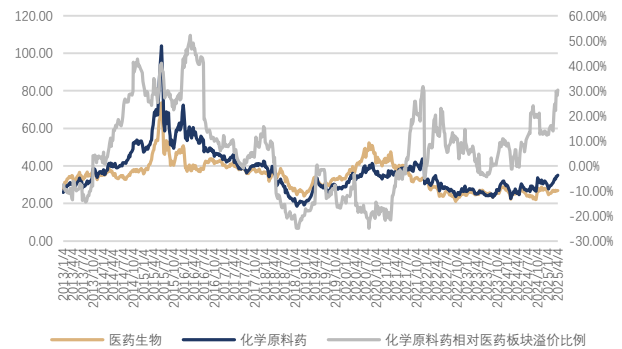
倍。医药生物相对于整体 A 股剔除金融行业的溢价率为 30.38%。

图表8：医药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



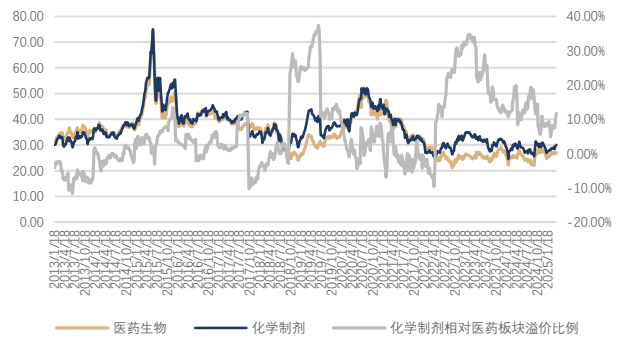
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表9：原料药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



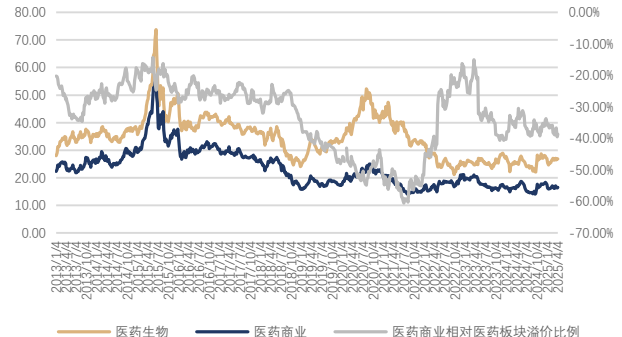
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表10：化学制剂行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表11：医药商业行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表12：医疗器械行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



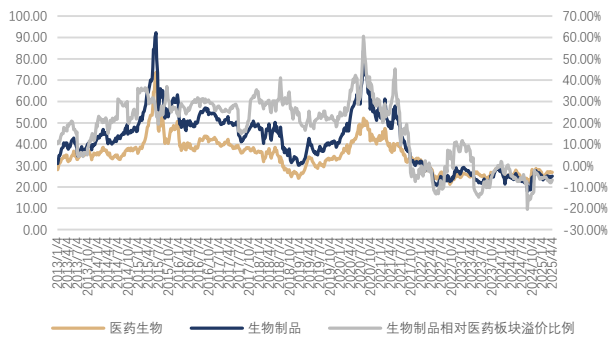
资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

图表13：医疗服务行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



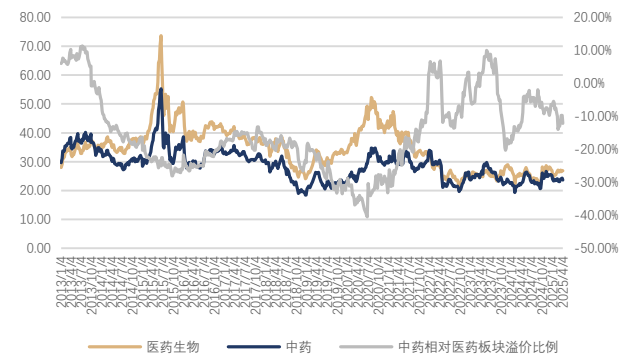
资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

图表14：生物制品行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

图表15：中药行业估值变化趋势（PE, TTM 剔除负值）



资料来源：iFinD, 太平洋证券整理

三、风险提示

全球供给侧约束缓解不及预期；美联储政策超预期；一级市场投融资不及预期；医药政策推进不及预期；医药反腐超预期风险；原材料价格上涨风险；创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；安全性生产风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2025/04/03
688180	君实生物	买入	-2.32	-1.30	-0.68	-0.02	-13.58	-24.23	-46.32	-1575.0	31.50
02552	华领医药-B	买入	-0.20	-0.24	-0.32	-0.15	-11.30	-9.42	-7.06	-15.07	2.26
605116	奥锐特	买入	0.71	0.96	1.25	1.63	30.31	22.42	17.22	13.20	21.52
300636	同和药业	买入	0.28	0.33	0.52	0.68	28.57	24.24	15.38	11.76	8.00
688621	阳光诺和	买入	1.65	2.43	3.22	4.25	28.07	19.06	14.38	10.90	46.31
301230	泓博医药	买入	0.35	0.15	0.25	0.41	90.06	210.13	126.08	76.88	31.52
601089	福元医药	买入	1.02	1.04	1.13	1.32	15.59	15.29	14.07	12.05	15.90
01530	三生制药	买入	0.64	0.84	0.96	1.14	20.63	15.71	13.75	11.58	13.20
002020	京新药业	买入	0.72	0.83	0.95	1.06	19.68	17.07	14.92	13.37	14.17
300966	共同药业	增持	0.20	-0.21	-0.10	0.33	85.15	-81.10	-170.30	51.61	17.03
002019	亿帆医药	买入	-0.45	0.42	0.56	0.71	-26.16	28.02	21.02	16.58	11.77
688428	诺诚健华	买入	-0.37	-0.25	-0.25	-0.20	-49.95	-73.92	-73.92	-92.40	18.48
301333	诺思格	买入	1.69	1.45	1.52	1.72	33.11	38.59	36.82	32.53	55.96
603229	奥翔药业	买入	0.43	0.34	0.41	0.52	19.88	25.15	20.85	16.44	8.55
002422	科伦药业	买入	1.69	1.98	2.21	2.56	21.80	18.61	16.67	14.39	36.84
605507	国邦医药	买入	1.10	1.40	1.71	2.05	19.41	15.25	12.49	10.41	21.35
02105	来凯医药-B	买入	-0.95	-0.71	-0.70	-0.70	-13.56	-18.14	-18.40	-18.40	12.88
688506	百利天恒	买入	-1.95	9.25	-1.33	-332.00	-128.33	27.05	-188.16	-0.75	250.25
688382	益方生物	买入	-0.49	-0.44	-0.40	-0.27	-40.00	-44.55	-49.00	-72.59	19.60
688131	皓元医药	买入	0.85	0.96	1.18	1.47	48.93	43.32	35.25	28.29	41.59
000739	普洛药业	买入	0.90	0.88	0.99	1.13	17.10	17.49	15.55	13.62	15.39

资料来源：Wind 资讯，携宁，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报
机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。