

内卷之下，交易升温：MNC 创新竞争升级 减重药物行业深度报告（下）

证券研究报告

● 核心观点

GLP-1 市场增速趋缓，美国市场渗透率提升承压，竞争日趋激烈。替尔泊肽和司美格鲁肽为代表的 GLP-1 药物在经历爆发式增长后，虽已先后登顶药王，但 2025 年来两款药物同环比增速已明显收敛。两款药品增长动力结构已发生变化，欧洲等新进市场持续放量，但美国核心市场的渗透率接近阶段性瓶颈，新处方量增长进入平台期。同时，价格成为业绩增长的主要拖累项，礼来核心产品的收入增长已完全由“量增”驱动，价格端贡献为负。

美国市场价格下行，但以价换量可预期，减重仍是重磅赛道。诺和诺德与礼来 2025 年来为了进一步提升渗透率、获取长期的市场份额和患者基数，均采取了多渠道、多形式的降价策略，例如调整商业保险策略（诺和诺德联合 CVS）、开拓直销自费市场（NovoCare、与零售商合作）、以及与政府谈判（如特朗普政府 MFN 协议、通过低价获得 TrumpRx 及潜在 Medicare 准入资格）等。而价格负担是影响美国民众（无论自费或保险）用药、以及美国医保（Medicare/Medicaid）覆盖的重要影响因素，而仅通过 Medicare part D 便可触达新增超千万美国潜在患者。我们认为多渠道降价后可实现换量，减重超级赛道本色未改。

创新与差异化成为下一阶段竞争的核心胜负手，BD 交易白热化。随着销售趋缓，以及口服、非选择性 amylin 等技术的不达预期，MNC 在销售竞赛的同时，精力转向对下一代差异化创新管线的抢占。诺和诺德 2025 年内先后完成五笔差异化布局，艾伯维、罗氏纷纷高价引入长效胰淀素，辉瑞则在与诺和诺德竞价后，最终以约 100 亿美元收购 Metsera，锁定其长效 GLP-1RA 联合胰淀素的管线组合，随后又引入了复星医药的口服 GLP-1 小分子。

MNC 管线布局仍有缺位，减重赛道交易将持续升温。从整体管线布局来看，诺和诺德与礼来凭借先发优势和持续的内部研发、外部引进，已构建了从已上市产品到早期临床的完整、梯队分明的产品矩阵，覆盖了单靶点、多靶点、口服剂型以及针对肥胖相关并发症的广泛领域，并布局了增肌、siRNA 等前沿领域。而其他 MNC 资产布局相对单薄，在新机制药物配置上存在不足。为了快速追赶并建立竞争力，外部引入（License-in）和并购（M&A）已成为其补充管线、切入赛道的重要方式。

中国减重资产创新性与差异化兼具，海外大有可为。待 BD 标的弹性大，建议选择具备“药物形式新颖、早期数据优异、已在海外开启临床”三大特征的标的，推荐关注歌礼药业、甘李药业、来凯医药等；已 BD 标的确定性强，可借助海外合作方资源快速推进商业化开发，获取身位优势。推荐关注联邦制药、恒瑞医药等。

风险提示：地缘政治风险、药价管控风险、临床进展不及预期风险等。

投资评级

行业评级 优于大市

评级变动 维持

近 1 年行业走势



分析师

辛家齐 S0650525080001

联系邮箱: xinjiaqi@mgzq.com

相关研究

《创新迭代不止，后 GLP-1 减重时代百花齐放》 2025. 10. 30

《miRNA 药物接近成药，RNA 疗法再添新证》 2025. 08. 19

《肿瘤免疫新玩家，百亿美金潜力待释放》 2025. 05. 14

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

一、 药王更迭，增速趋缓，减重进入中场.....	5
1.1 替尔泊肽登顶 2025 前三季度药王	5
1.2 增速趋缓，量价承压	6
1.3 复盘药价变化：竞争压力增大是主要原因，多形式多渠道降价.....	7
1.4 价格下行创新上行，对未来的三点判断.....	12
二、 减重药物 BD 白热化，差异化是关键兴趣点.....	14
2.1 BD 白热化，交易金额进一步推高	14
2.2 为什么 Metsera 会引发竞购？	15
三、 MNC 管线研究：诺和/礼来布局广，多家 MNC 跨界参与	18
3.1 MNC 新机制药物配置仍不足，外部引入是补充管线的重要方式	18
3.2 礼来：礼来管线梯队清晰，多机制布局巩固减重龙头地位.....	20
3.3 诺和诺德：着重开发 Amylin，UBT251 战略意义重大.....	21
四、 国内管线数据优异，出海潜力无限	22
4.1 差异化减重资产丰富，BD 空间广阔	22
4.2 恒瑞医药：联合 Kailera，启动海外开发	24
4.3 联邦制药：UBT251 授权诺和诺德，聚焦前沿机制药物开发	25
4.4 歌礼制药：ASC30 多剂型布局，构筑平台型减重资产	25
4.5 来凯医药：稀缺的减脂保肌标的	26
4.6 甘李药业：差异化长效 GLP-1RA GZR18 中美临床推进中	27
五、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 替尔泊肽与司美格鲁肽分剂型单季度销售额统计（单位：百万美元）	5
图 2： 替尔泊肽分区域销售额统计（单位：百万美元）	5
图 3： 替尔泊肽与司美格鲁肽单季度同比增速.....	6
图 4： 替尔泊肽与司美格鲁肽单季度环比增速.....	6
图 5： 美国糖尿病治疗 GLP-1 药物周度新处方量.....	7
图 6： 美国减重药物周度新处方量	7
图 7： 礼来核心产品三季度业绩量价归因	7
图 8： Mounjaro 与 Ozempic 价格走向（单位：美元）	8

图 9: Wegovy 与 Zepbound 价格走向 (单位: 美元)	8
图 10: 替尔泊肽 2025Q2 新处方量/总处方量两个口径均出现下滑	8
图 11: PBM 为保险提供保险方案, 收取药厂返利	9
图 12: CVS 是美国最大的三家 PBM 之一	9
图 13: 超过一半美国 GLP-1 使用者认为价格难以负担	12
图 14: 价格昂贵是美国 GLP-1 停药的首要因素	12
图 15: 随着竞争短兵相接, 交易类型走向后期	15
图 16: Metsera 管线汇总	16
图 17: MET-097i 12 周相对基线减重幅度	16
图 18: MET-097i 每月一次用于减重维持, 16 周相对基线减重幅度	16
图 19: MET-233i 36 天安慰剂校正后减重幅度	17
图 20: MET-233i 36 天安全性表现	17
图 21: MET-097i 与 MET-233i 不同 pH 下溶解度表现	17
图 22: MET-097i 与 MET-233i 联合用药体现协同增效	17
图 23: 辉瑞展示加入 Metsera 管线后的布局	18
图 24: 辉瑞展示 Metsera 为公司带来的潜在能力增益	18
图 25: 诺和诺德展示 Metsera 为公司带来的潜在能力增益	18
图 26: 代表性 MNC 的减重管线梳理	19
图 27: 代表性 MNC 的减重管线梳理 (按管线性质划分)	20
图 28: 礼来部分管线展示	21
图 29: 诺和诺德部分管线展示	22
图 30: 联邦制药大分子药物管线	25
图 31: 联邦制药小分子药物管线	25
图 32: 歌礼制药管线	26
图 33: 来凯医药的减重药物管线	27
图 34: 甘李药业管线布局	27
图 35: GZR18 不同剂量在 30 周均为进入平台期	28
图 36: GZR18 不同剂量 30 周减重表现	28
表 1: 诺和诺德的价格调整过程梳理	10
表 2: 礼来的价格调整过程梳理	10
表 3: 诺和诺德及礼来与特朗普政府达成最惠国 (MFN) 定价协议内容	11
表 4: GLP-1 减重药物纳入 Medicare 后新增人数测算	13

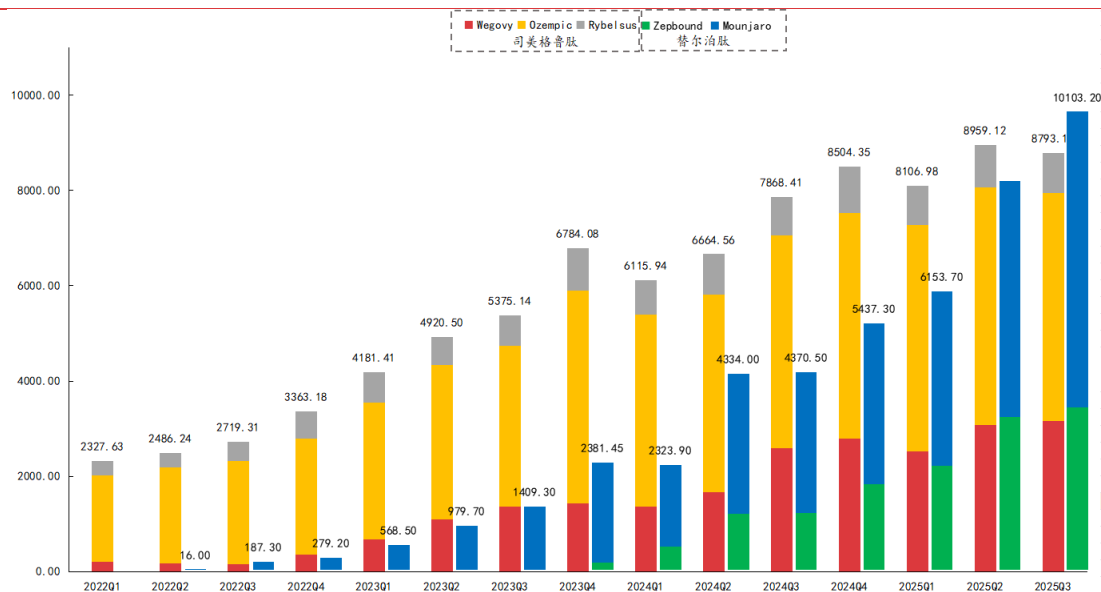
表 5: 代表性 MNC 减重/代谢管线收并购汇总.....	14
表 6: 近两年部分中国减重管线出海梳理	23
表 7: 恒瑞的减重药物管线	24
表 8: KAI-9531 全球 III 期临床研究.....	24

一、药王更迭，增速趋缓，减重进入中场

1.1 替尔泊肽登顶 2025 前三季度药王

替尔泊肽在第三季度实现单季度销售额反超司美格鲁肽，也同时超越默沙东的帕博利珠单抗 (Keytruda)，成为全球新任“药王”。近期礼来/诺和诺德各自披露了 2025 年第三季度财务报告，替尔泊肽单季度销售 101.03 亿美元（其中 Mounjaro 65.15 亿/Zepbound 35.88 亿美元），前三季度销售 248.37 亿元。司美格鲁肽单季度销售 87.93 亿美元（Wegovy 31.65 亿/Ozempic 47.81 亿/口服版 Rybelsus 8.46 亿），前三季度销售 258.59 亿美元。

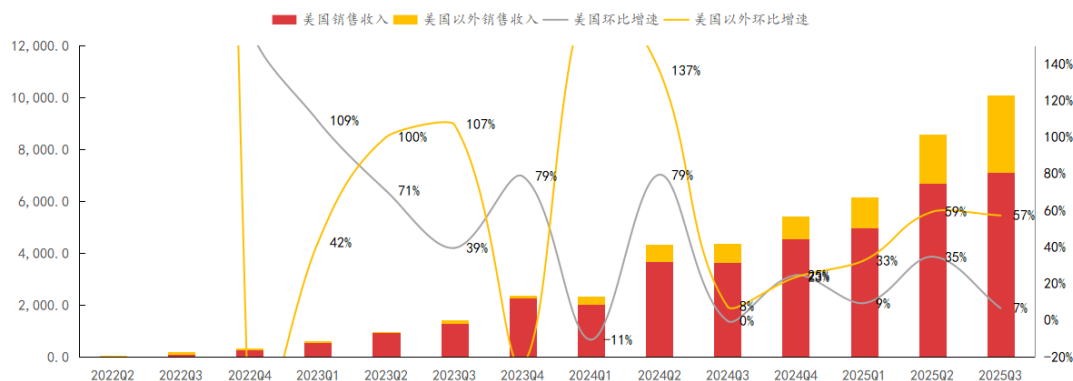
图1：替尔泊肽与司美格鲁肽分剂型单季度销售额统计（单位：百万美元）



资料来源：诺和诺德官网，礼来官网，麦高证券研究发展部。丹麦克朗兑美元汇率使用当期汇率。

海外收入增长为今年以来替尔泊肽收入增长的主要来源。替尔泊肽 2025 年前三季度环比增速 13%/39%/18%，按地区拆分来看，2025 年前三季度美国销售额环比增速分别 9%/35%/7%，而美国以外销售额环比增速 33%/59%/59%，美国以外市场已经成为主要增长驱动。Mounjaro 于 2024 年 4 月 19 日获得欧盟委员会 (EC) 批准，适用于降糖和减重（肥胖或超重且伴有并发症）两种适应症，在进入 2025 年后快速放量，而美国销售额在高基数下环比增速减缓。

图2：替尔泊肽分区域销售额统计（单位：百万美元）



资料来源：礼来官网，麦高证券研究发展部

1.2 增速趋缓，量价承压

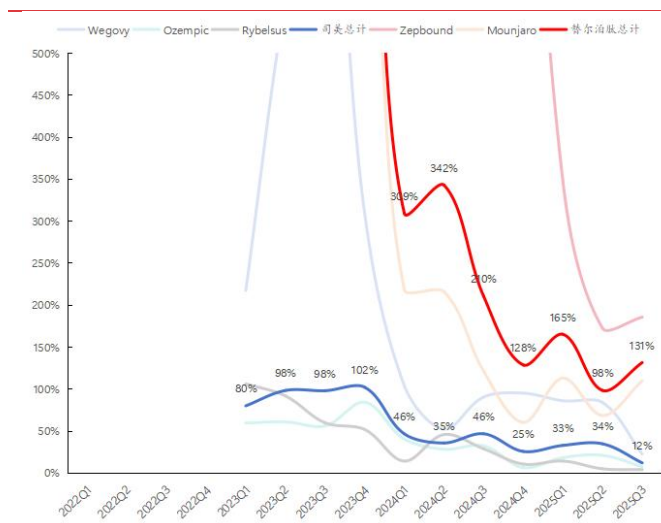
虽然司美格鲁肽和替尔泊肽前后踏上药王宝座，但从增速角度看，两者的增长节奏持续收敛，同比、环比增速均呈现明确的放缓态势。

从同比维度看，两者分季度同比增速延续自前期高点的下行趋势：2025Q3 替尔泊肽同比增速回落至 131%，司美格鲁肽则进一步降至 12%，较赛道扩容初期的高增长水平已出现显著收窄。

环比表现同样承压 2025Q3 替尔泊肽环比增速降至 18%，而司美格鲁肽则继 2025 年一季度后再次陷入负增长区间，环比增速为 -2%。

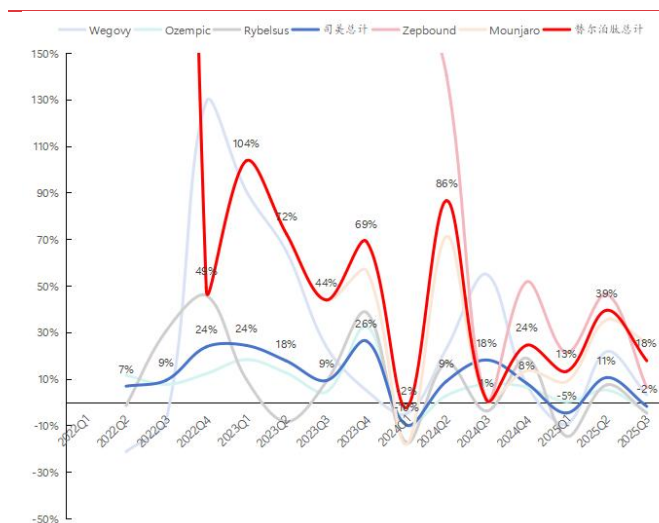
我们认为，两类品种增速同步趋缓，一定程度上可反映 GLP-1 赛道在经历前期高速扩容后，市场渗透率可能已进入阶段性平台期，但当前替尔泊肽仍维持百位数同比增速，一定程度上体现其相对司美格鲁肽仍具备阶段性的需求韧性。

图3：替尔泊肽与司美格鲁肽单季度同比增速



资料来源：诺和诺德官网，礼来官网，麦高证券研究发展部

图4：替尔泊肽与司美格鲁肽单季度环比增速

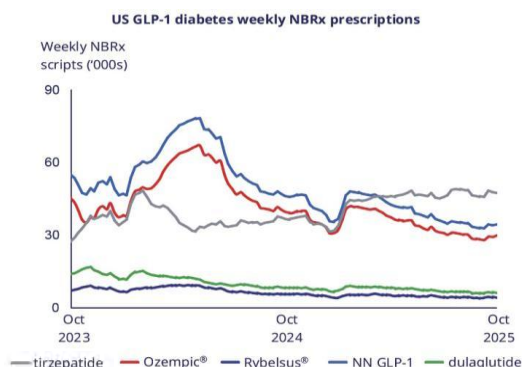


资料来源：诺和诺德官网，礼来官网，麦高证券研究发展部

新处方量的角度，美国市场糖尿病处方走平，AOM(减重药物)增长亦进入阶段性平台期。糖尿病领域分化明显，司美格鲁肽两款核心产品 Ozempic 与 Rybelsus 周度新处方已持续下滑一年以上，替尔泊肽的新处方量相对坚挺，但也接近走平，难以获得更高的增长。

减重药物 (AOM) 市场的新处方增长同样进入平台期。截止到 2025 年 10 月份，美国减重药物周度新处方中替尔泊肽以 5.4 万张的规模大幅领先司美格鲁肽 Wegovy 的 2.5 万张，但即便具备显著份额优势，其增长也已难以进一步突破，呈现趋稳特征。美国作为 GLP-1 药物的核心消费市场，新处方量的整体趋缓，或可反映核心适应症的人群渗透率已接近阶段性瓶颈。

图5：美国糖尿病治疗 GLP-1 药物周度新处方量



资料来源：诺和诺德，麦高证券研究发展部

图6：美国减重药物周度新处方量



资料来源：诺和诺德，麦高证券研究发展部

美国市场价格下行拖累增长，量增成营收核心支撑。由礼来 2025Q3 所做的增长量价归因可见，礼来核心产品（主要包含 Mounjaro、Zepbound 等）的美国市场销售价格下行，成为业绩增长的主要拖累项。该季度核心产品美国区域收入同比增长 45%，但量价拆分显示，价格端贡献 -15% 的负增长，营收增长完全由量增支撑（贡献 60%）。

分区域看，其他市场的价格表现相对稳健：欧洲区域价格贡献 6%，叠加 98% 的量增，推动收入增长 15%；日本、中国区域价格贡献均为 0%，收入分别增长 29%、22%，增长动力同样来自量端。从全球维度看，2025Q3 礼来总营收同比增长 54%，其中价格端贡献 -10%，量增贡献 62%；年初至今（YTD）总营收增长 46%，价格贡献 -7%，量增贡献 52%，量端是贯穿前三季度的核心增长动力。

图7：礼来核心产品三季度业绩量价归因

Q3 2025						
Dollars in millions	Amount	Price	FX Rate	Volume	Total	CER
U.S.	\$11,300	(15)%	-	60%	45%	45%
EUROPE	\$3,498	6%	10%	98%	115%	104%
JAPAN	\$555	0%	5%	24%	29%	24%
CHINA	\$560	0%	0%	21%	22%	22%
REST OF WORLD	\$1,688	(1)%	1%	53%	52%	51%
TOTAL REVENUE	\$17,601	(10)%	2%	62%	54%	52%

YTD 2025						
Dollars in millions	Amount	Price	FX Rate	Volume	Total	CER
U.S.	\$30,604	(11)%	-	54%	43%	43%
EUROPE	\$8,461	(1)%	4%	86%	89%	85%
JAPAN	\$1,478	(0)%	2%	16%	18%	15%
CHINA	\$1,477	1%	(1)%	19%	20%	21%
REST OF WORLD	\$3,867	(0)%	(2)%	22%	21%	22%
TOTAL REVENUE	\$45,887	(7)%	0%	52%	46%	45%

资料来源：礼来官网，麦高证券研究发展部

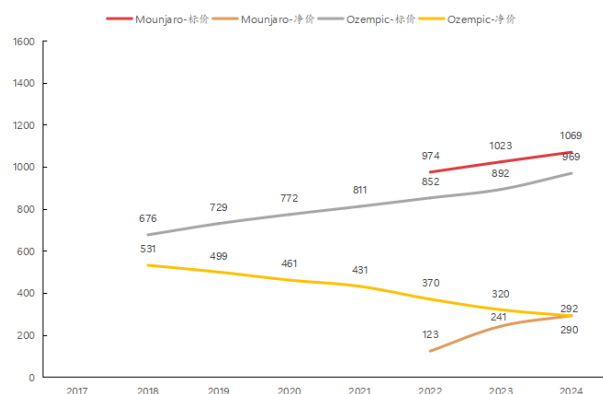
1.3 复盘药价变化：竞争压力增大是主要原因，多形式多渠道降价

1.3.1 竞争步入中场，Mounjaro 与 Ozempic 月费用净价已低于 300 美元

GLP-1 药物价格持续下降，主流品种月费用净价已落入 300 美元以下区间。一份来自 ASPE（规划与评估助理部长办公室，隶属于美国卫生与公众服务部（HHS））的报告所引用的来自 SSR Health 的数据显示，2024 年，礼来 Mounjaro 月净价为 291.67 美元，诺和诺德 Ozempic 月净价 290.08 美元，均已低于 300 美元；从趋势看，两种药物降糖剂型标价均呈抬升态势，但诺和诺德 Ozempic 净价连续多年持续下滑，反映出给到 PBM 的返利占比不断提高，而礼来因初始采取低净价策略，净价反而有所恢复。

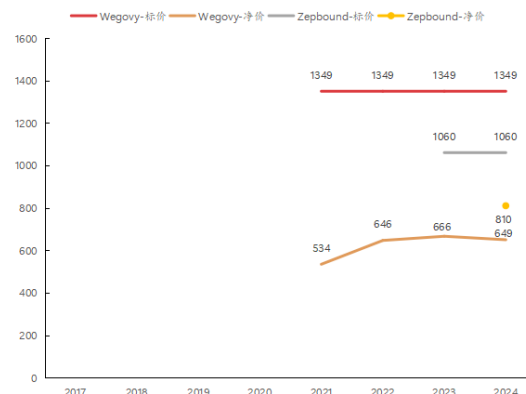
减重端产品的标价与净价均高于降糖品类。诺和诺德 Wegovy 2024 年月净价为 649.42 美元，价格走势呈现先增后降特征；礼来 Zepbound 2024 年月净价为 809.67 美元，仍维持相对高位。

图8: Mounjaro 与 Ozempic 价格走向 (单位: 美元)



资料来源: ASPE, SSR Health, 麦高证券研究发展部

图9: Wegovy 与 Zepbound 价格走向 (单位: 美元)



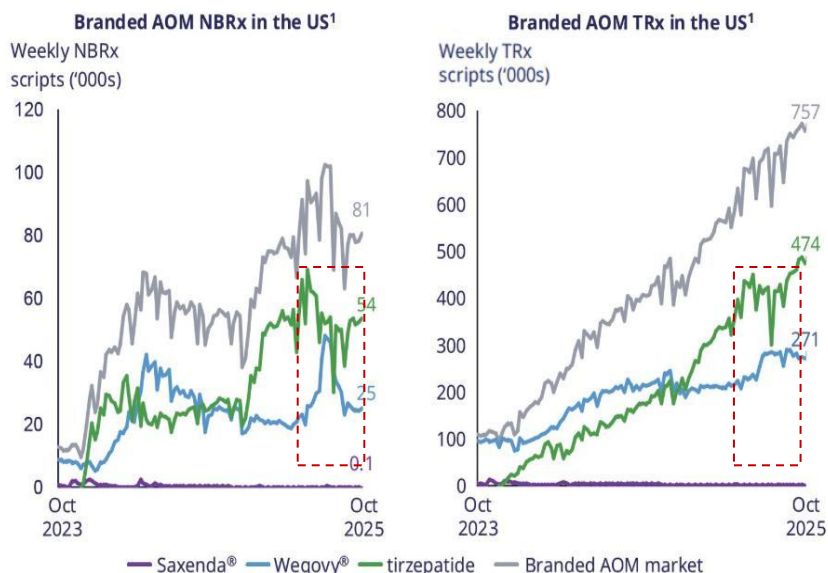
资料来源: ASPE, SSR Health, 麦高证券研究发展部

进入 2025 年以来, 双方又开启了一系列价格攻防, 带来价格进一步下行。在 PBM、美国政府的参与下, 降价逐渐从商业保险端向自费端多种渠道扩散, 带来美国市场整体价格的下行。

1.3.2 诺和诺德联合 CVS 反攻, 给礼来带来处方量挑战

2025 年 5 月诺和诺德宣布, 美国最大的 PBM 公司 CVS Caremark 已决定将 Wegovy 作为其模板中首选的 GLP-1 减重药物, 而此前 CVS 模板推荐的首选减重药物为礼来的 Zepbound。这项变更与 2025 年 7 月 1 日生效, 届时通过 CVS 相关保险使用减肥药物的患者需从 Zepbound 切换为 Wegovy。这一切换导致 2025 年三季度礼来在美国的减重药物新处方/总处方量均出现大幅下滑。

图10: 替尔泊肽 2025Q2 新处方量/总处方量两个口径均出现下滑



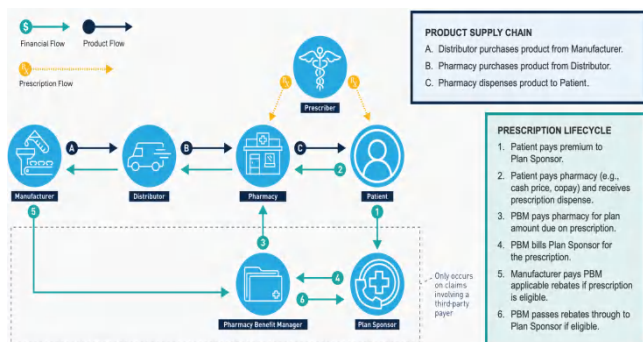
资料来源: 诺和诺德官网, 麦高证券研究发展部

PBM 是美国医药体系的核心中间环节, 其核心职能包括设计报销模板(直接影响药物终端使用), 同时向药企收取返利, 承担连接药企、分销商、药房、支付方及患者的全流程流转角色。PBM 将集中受保人群的用药需求, 在考虑药物临床应用价值的前提下与药企谈判返利以获取更低而成

本，由 PBM 提供报销模板将确定特定条件下可以使用及报销的药物，直接决定参保人的用药选择。

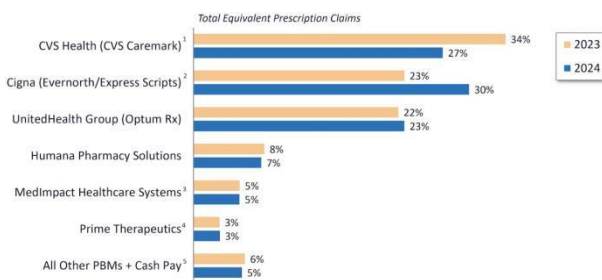
CVS Health (CVS Caremark) 是美国头部 PBM 企业之一，其报销模板的更改将很大程度上影响商保覆盖减重人群的用药选择。DCI 数据显示，2024 年美国约 80% 的等效处方理赔由三家头部 PBM 企业处理，其中 2023/2024 年，CVS 的市场份额 34%/ 27%，Cigna 23%/ 30%，UnitedHealth Group 22%/ 23%，而其余 PBM 企业份额合计不足 20%，市场集中度高。CVS Caremark 于 7 月实施的保险覆盖变更适用于最常见的药品目录模板，该模板代表了 2500 万至 3000 万患者。根据 Truveta 的数据，大约每十个使用 Zepbound 的人中就有 1 个在模板更换后的一个月内更换了其 GLP-1，这一比例约为正常水平的 16 倍，而超过八成患者转而使用 Wegovy。

图11：PBM 为保险提供保险方案，收取药厂返利



资料来源：BRG，麦高证券研究发展部

图12：CVS 是美国最大的三家 PBM 之一



资料来源：DCI，麦高证券研究发展部

替尔泊肽疗效差异化足够形成用户黏性，一过性处方量下滑后快速恢复。在我们上篇报告中，已通过对比着重强调过替尔泊肽在疗效和安全性方面的优势。而事实上，礼来处方量一过性下滑后快速恢复，证明替尔泊肽的临床疗效在医生及患者心目中难以与司美格鲁肽等同。2025 年 9 月已有针对 CVS 更换决定的集体诉讼被纽约南区联邦法院受理，诉状认为“由于其作用方式、临床结果及个别患者副作用不同，Zepbound 和 Wegovy 在临床上不可互换。”“正如研究所证明的，Zepbound 在减肥方面比 Wegovy 更有效，只有 Zepbound 已被证实有效并获得 FDA 批准用于治疗肥胖患者的睡眠呼吸暂停。”

1.3.1 诺和/礼来均积极开展多种直销业务，发展自费市场增量。

诺和诺德多举措拓展现金渠道，收入占比已升至 10%+。2025Q3，诺和诺德来自现金渠道的收入占比已从前期的 4% 提升至 10% 以上，这一变化是其自 2025 年以来密集推出价格与渠道调整举措的直接结果之一。

从具体动作看，前期 Ozempic、Rybelsus 标价为 936 美元，Wegovy 标价 1349 美元，2024 年进一步将 Ozempic 标价上调 3.5% 至 979 美元；而进入 2025 年后，随着 1 月份司美格鲁肽系列被纳入 IRA 第二轮谈判目录，诺和在 3 月推出自有直销平台 NovoCare，为现金支付者提供每月 499 美元的 Wegovy 配送到家服务；8 月与 GoodRx 合作以同价向自付患者供药，10 月与 Costco 达成协议覆盖会员群体，均为每月 499 美元；11 月与特朗普政府达成协议（我们会在后文单独分析），将 Wegovy、Ozempic 价格降至每月 350 美元、150 美元；随后以 349 美元供货 Wegovy 和 Ozempic（除 2mg 剂量外），并推出新现金优惠（新患者前两月每月 199 美元），并通过 NovoCare、GoodRx 等多渠道触达用户。

表1: 诺和诺德的价格调整过程梳理

时间	政策
2023 年	<u>Ozempic 和 Rybelsus 标价 936 美元, Wegovy 标价 1349 美元。同时会提供保险公司折扣和患者优惠券。例如, 美国的私人保险患者如果计划涵盖 Wegovy, 可获得每月 225 美元的 Wegovy 优惠券, 期限最长为 1 年;如果私人健康计划不覆盖, 则可获得每月 500 美元的 Wegovy 优惠券。</u>
2024 年	上调标价 3.5%, <u>Ozempic 达到 979 美元</u>
2025. 1	司美格鲁肽 (Ozempic, Wegovy, Rybelsus) 被加入到《通胀削减法案》(IRA) 的第 2 轮谈判的 15 种药物之一。IRA 由拜登政府执行, 计划削减占用 medicare partD 较高比重的药物价格,
2025. 3	诺和诺德推出直销平台 NovoCare, 为现金支付患者提供所有剂量 (0.25 毫克、0.5 毫克、1 毫克、1.7 毫克和 2.4 毫克) <u>Wegovy 的直达便捷上门配送服务, 费用为每月 499 美元</u>
2025. 8	与 GoodRx 合作, <u>Ozempic 以及 Wegovy 笔可通过 GoodRx 以每月 499 美元的价格向符合条件的自付患者提供</u>
2025. 10	Costco 已与制药公司诺和诺德达成协议, 将抗肥胖 GLP-1 药物如 <u>Ozempic 和 Wegovy 以每月 499 美元的价格向会员提供</u>
2025. 11	与 Trump 政府达成协议 将 <u>Wegovy 和 Ozempic 的价格从 1 月起降至每月 350 美元, 口服 Wegovy 如果上市, 起始剂量将每月花费 150 美元, 通过白宫新设立的直销消费者特朗普 Rx 网站支付现金支付者。Medicare 以及 Medicaid 价格将为 245 美元。</u>
2025. 11	已开始以 349 美元供货 Wegovy 和 Ozempic (除 2mg 剂量外)。此外还包括新患者前两月每月 199 美元优惠 (截止到 2026 年 3 月 31 日)。新的现金优惠可以通过 Ozempic 或 Wegovy 网站、Novo 直销网站 NovoCare, 或通过包括 GoodRx、WeightWatchers 和 Costco 在内的多个合作伙伴获取

资料来源: 公开信息整理, 麦高证券研究发展部

礼来亦同步开启自费患者市场开拓, 以应对 GLP-1 赛道的竞争。从具体动作看, 2023 年 Mounjaro 标价 1023 美元; 2024 年该产品价格上涨 4.5%, 至每月 1069.08 美元; 进入 2025 年以来, 2 月推出 Zepbound 小瓶选择, 将 2.5 毫克剂量价格降至每月 349 美元, 5/7.5/10 毫克的首次配药/45 天续药价格下调至每月 499 美元; 10 月与 Walmart 合作, 2.5 毫克月售价 349 美元, 包括 12.5 毫克和 15 毫克的高剂量方案同样下调至每月 499 美元; 11 月与特朗普政府达成协议, Zepbound/Orforglipron (如获批) 价格将降至每月 346 美元, 待开发口服减肥药起始剂量月花费 150 美元, Medicare 及 Medicaid 渠道价格同步降至 245 美元; 12 月起提前进行价格下调, Zepbound 最低剂量月售价 299 美元, 其他剂量对应 399、449 美元。

表2: 礼来的价格调整过程梳理

时间	政策
2023 年	<u>Mounjaro 标价 1023 美元</u>
2024 年	有分析指出 Mounjaro 的价格上涨 4.5%, 达到每月 1069.08 美元。
2025. 2	推出 Zepbound 小瓶选择, 将 2.5 毫克剂量的价格降至每月 349 美元, 将 5 毫克剂量的价格降至每月 499 美元, 将 7.5 毫克 (599 美元) 和 10 毫克 (699 美元) 剂量的首次配药及 45 天内续药的价格降至每月 499 美元。
2025. 10	与 Walmart 合作。Zepbound 2.5 毫克的推荐起始剂量每月 349 美元 其他剂量 (5 毫克、7.5 毫克、10 毫克、12.5 毫克和 15 毫克) 每月 499 美元。要获得超过 5 毫克剂量的 499 美元月费, 患者必须满足 Zepbound 自费旅程计划的要求, 该计划旨在支持护理的连续性和可及性, 但须遵守适用条款和条件。
2025. 11	与 Trump 政府达成协议。将 Zepbound/Orforglipron (若获批) 的价格从降至每月 346 美元, 未来开发的口服减肥药的起始剂量将每月花费 150 美元, 通过白宫新设立的直销消费者特朗普 Rx 网站支付现金支付者。Medicare 以及 Medicaid 价格将为 245 美元。
2025. 12	自 12 月 1 日起, 其最低剂量的肥胖药 Zepbound 每月售价为 299 美元, 还可以以每月 399 美元 (5mg)/每月 449 美元 (其他剂量)。

资料来源: 公开信息整理, 麦高证券研究发展部

自费市场的开拓，以及全渠道价格的进一步下调可视为减重药企对来自竞品推广、产品渗透遇阻、以及 IRA 价格管控等多重压力的应对。通过拓展现金渠道、分层定价，尝试缓解政策与竞争带来的压力。另外不同规格分层定价策略或可覆盖不同用药需求的自费群体，叠加零售渠道合作，一定程度上能提升自费患者的用药可及性；这一系列动作，或为其在价格承压背景下拓展新的收入支撑点。

1.3.2 与 Trump 政府开展合作，推动减重药物进入 Medicare/扩大 Medicaid 覆盖

2025 年 11 月 6 日，特朗普政府与诺和诺德、礼来达成最惠国（MFN）定价协议，这是美国推动处方药降价的核心举措之一，覆盖 GLP-1 类高价药物及多款其他品种。从协议核心内容看：

1. **GLP-1 药物直接降价：**通过特朗普处方药计划（TrumpRx）购买时，Ozempic 从每月 1000 美元降至 350 美元，Wegovy 从 1350 美元降至 350 美元；Zepbound/Orforglipron（若获批）从 1086 美元降至约 346 美元/月，口服 GLP-1 类药物起始剂量月花费 150 美元。
2. **医保端优惠落地：**未来 Medicare 渠道中，Ozempic, Wegovy, Mounjaro, 及 Zepbound 定价 245 美元/月，投保人自付额仅 50 美元/月；全美各州 Medicaid 均同步享受该低价。
3. **附加条款：**礼来、诺和诺德分别对偏头痛药、胰岛素等其他品种提供折扣；同时诺和诺德追加 100 亿美元美国产能投资，礼来承诺至少 270 亿美元用于美国制造业扩产；长期需履行新药 MFN 定价、汇回海外收入等义务。

从协议内容来看，礼来和诺和诺德通过配合特朗普政府推动的最惠国（MFN）定价协议，一方面在可接受的代价下——此前降糖剂型月费用净价不足 300 美金/自费价格约 499 美金——下调幅度实际不大，但换取了通过政府推广的直销平台 TrumpRx 销售权利，进一步推动自费战略；另外提升了 Medicaid 的覆盖，并带来了潜在的进入 Medicare part D 的计划可能。虽然协议短期将加剧药企价格端压力，但实现换量确定性高，我们将在后文进行分析。

表3：诺和诺德及礼来与特朗普政府达成最惠国（MFN）定价协议内容

内容	详情
GLP-1 药物直接降价	通过特朗普处方药计划（TrumpRx）购买时： - Ozempic: 从每月 1000 美元降至 350 美元； - Wegovy: 从每月 1350 美元降至 350 美元； - Zepbound/Orforglipron（若获批）：从每月 1086 美元降至平均 346 美元； - 口服 GLP-1 类药物（Wegovy 片剂/礼来开发的小分子）：初始剂量每月 150 美元。
医保专属优惠	- Medicare: Ozempic, Wegovy, Mounjaro, 及 Zepbound 定价 245 美元/月，使得 Medicare 有可能以更低的成本覆盖肥胖症患者用药。医保受益人自付额（co-pay）仅 50 美元/月； - 全美各州 Medicaid（医疗补助）均享上述低价。
其他药品折扣	- 礼来：偏头痛药 Emgality（299 美元/支，比标价低 443 美元）、糖尿病药 Trulicity（389 美元/月，比标价低 598 美元）； - 诺和诺德：胰岛素（NovoLog、Tresiba 等）35 美元/月。
追加美国投资	- 诺和诺德：追加 100 亿美元投资美国产能，若 Wegovy 片剂获批，将在美国实现“端到端”生产； - 礼来：已承诺至少 270 亿美元用于美国制造业扩产。
长期义务	- 未来所有新药均需提供最惠国定价； - 汇回现有药品的新增海外收入； - 保障全美各州 Medicaid 永久享最惠国药价。

资料来源：白宫官网，麦高证券研究发展部

1.4 价格下行创新上行，对未来的三点判断

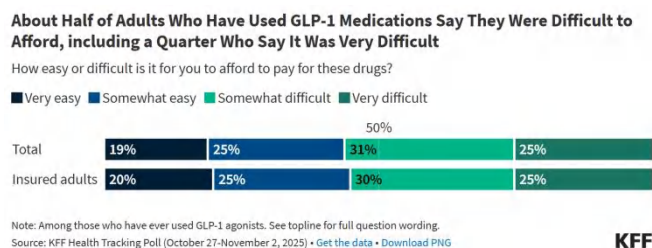
我们认为 GLP-1 药物仍充满机遇，是各 MNC 必须重视的大市场。挑战下蕴藏机遇，价格下行将释放更多潜在患者的使用，随着更多新机制、新特性减重药物进入市场，以及 CKD、心衰、OSA、MASH 等越来越多适应症的获批，药物属性和运营策略的差异会带来截然不同的商业化表现。我们对此做出三点判断：

1.4.1 判断 1：降价能够实现换量，减重仍是大市场

自费/商业保险端：价格仍难以负担，是停药的最主要因素。民调显示即使有保险覆盖，仍有近一半美国患者使用 GLP-1 药物时感觉难以负担，并且价格昂贵是最大的停药原因。根据 KFF 2025 年 11 月发布的一项民调显示（完成于前文所述 MFN 政策达成前），目前在美国，尽管大多数 GLP-1 用户（70%）表示保险至少覆盖了部分费用，但整体仍有超过一半（56%）的使用者表示 GLP-1 药物难以负担，其中四分之一表示“非常难以负担”。在曾经使用过这些药物的成年人中，有 14% 表示费用是其停药原因，这一比例高于因副作用（13%）、病情改善（5%）。

政府推动的多举措价格下行知晓率较低，仍有较大潜在渗透空间。根据民调，另外对于特朗普推行的 MFN 政策，大多数成年人（59%）对特朗普政府最近的处方药协议一无所知，仅不到三分之一的人表示他们读过或听说过关于特朗普总统降低州医疗补助项目某些药物成本（30%）、降低部分试管婴儿药物成本（24%）或计划中的 TrumpRx 平台（20%）的相关信息。

图13：超过一半美国 GLP-1 使用者认为价格难以负担



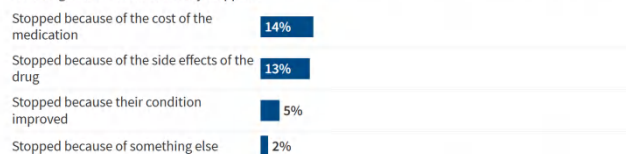
KFF

资料来源：KFF，麦高证券研究发展部

图14：价格昂贵是美国 GLP-1 停药的首要因素

Cost and Side Effects Are the Most Commonly Cited Reasons for Stopping GLP-1 Medications

Among adults who have ever used GLP-1 drugs, share who are not currently using them and say the following is the main reason they stopped:



Note: Among those who have ever used GLP-1 agonists. Asked of those who are not currently using GLP-1 agonists. See headline for full question wording.
Source: KFF Health Tracking Poll (October 27-November 2, 2025) • [Get the data](#) • [Download PNG](#)

KFF

资料来源：KFF，麦高证券研究发展部

政府医保端：特朗普政府谈判后，GLP-1 减重药有望进入 Medicare/扩大 Medicaid 覆盖。

Medicare 有望将减重 GLP-1 纳入覆盖范围，带来千万级别新增患者。在与特朗普政府的协议中，礼来/诺和诺德均为减重剂型 Wegovy 及 Zepbound 拟定了进入 Medicare 的供货价格，这意味着作为降低价格的交换条件，特朗普政府有望将 GLP-1 减重药物纳入 Medicare part D 覆盖范围。但目前，2003 年设立 Medicare part D 时通过的《医疗保险处方药改进与现代化法案》对于“将用于厌食症、减肥或增重等特殊药物的药物排除在外”的规定仍然有效。随着 GLP-1 药物对肥胖治疗的社会意义认知提升，以及价格下调后对联邦财务的潜在的负担减轻，美国政界和企业后续有动力推动立法允许 Medicare part D 对 GLP-1 减重药物的覆盖。

根据一份 ASPE 引用的、来自 CMS 精算办公室、国会预算办公室、Ippolito & Levy 等多机构的测算，以 2025 年 Medicare partD 5500 万参保人数为基准，在不同假设条件下，测算新增符合条件参保者 385 万人-1925 万人，有望为 GLP-1 减重药带来显著增量需求。

Medicaid 有望增加覆盖。目前美国已有包括北卡罗来纳州、加利福尼亚州、特拉华州等至少 14 个州的 Medicaid 项目覆盖 GLP-1 药物进行减重，另外一半的州正在考虑覆盖，但尽管有联邦配套和药品返利，仍存在较高成本的成本压力。根据 MFN 协议，联邦各州的 Medicaid 项目也能使用厂商提供的优惠价格，会进一步扩大减重药物在 Medicaid 的渗透率。

表4: GLP-1 减重药物纳入 Medicare 后新增人数测算

测算机构	评估的政策	肥胖/超重率	所使用的假设		
			因患有并发症已享有 GLP-1 药物覆盖的超重/肥胖参保者比例	新增符合标准的 Medicare Part D 参保者比例	对应人数（以 2025 年参保人数 5500 万人计算）
CMS 精算办公室	扩大 Medicare 参保者使用处方 AOM 治疗肥胖的机会	肥胖：22%	73%（包括 2 型糖尿病、心血管疾病和睡眠呼吸暂停）	7%（约）	385 万人
国会预算办公室	扩大患有单纯性肥胖或超重并伴有体重相关疾病的 Medicare 参保者使用 AOM 的机会	肥胖：34% 超重：35%	2026 年约一半，到 2034 年将升至约 64%（包括糖尿病和心血管疾病）	2026 年约 35%	1925 万人
Ippolito & Levy	扩大患有单纯性肥胖或超重并伴有体重相关疾病的 Medicare 参保者使用 AOM 的机会。	肥胖和超重伴有共病：39%	43%（包括糖尿病和对超说明书用药的估算。未计入截至 2024 年 3 月 Wegovy 的新适应症）	约 22%	1210 万人

资料来源：ASPE, avalere health, 麦高证券研究发展部

1.4.2 判断 2：攻防节奏加快，MNC 更具优势

在新增处方放缓，竞争压力增加，价格承压的背景下，我们认为在 GLP-1 减重赛道，跨国药企（MNC）在 GLP-1 等核心赛道的竞争优势更趋明显，也需应对新的战略与运营挑战。

能力端看，MNC 的核心优势集中于两点：一是具备推进多适应症临床开发的资源与经验，可在减重之外，同时布局 MASH、OSA、心衰等多个肥胖相关性疾病并快速推进临床开发，找到临床差异点，大大增强产品的竞争力；二是在与 PBM 及监管机构的沟通协作上已形成成熟体系，这一能力或可帮助其更好适配政策变化、快速响应监管和渠道要求，应对竞争对手的策略。

不过，竞争加剧、价格向下的环境也对 MNC 提出了更高要求：一方面，外部创新、收并购将是重要的管线来源，但其并购思路需更精准赛道需求，以强化核心产品矩阵；另一方面，运营效率的提升将成为维持优势的关键，若不能充分发挥临床开发优势，或难以在政策与市场的双重变化中持续占据主动。

1.4.1 判断 3：差异化的管线储备是下一时代竞争胜负手

如我们上篇报告所述，在进入 2025 年来，我们可以观察到重磅产品数据有成有败，新机制探索进入深水区。Amylin、口服减重药物、三靶点激动剂、减脂保肌等多元机制的重磅管线陆续在年内披露数据，有成有败，证明产业已度过早期广泛探索阶段，风险开始增加，对机制创新的确定性以及参与者管线储备的丰富度提出更高要求。

机制新颖、差异化的创新药物是下一时代竞争胜负手，也将是 MNC 积极布局的重要赛道。当前 GLP-1 药物在减重幅度、应答率、安全性、依从性、停药反弹等方面仍有较大提升空间，需要通过下一代减重药物设计进行改良。从辉瑞/诺和诺德竞购 Metsera 我们也能看到足够差异化的管线组合对 MNC 的吸引力。

二、减重药物 BD 白热化，差异化是关键兴趣点

2.1 BD 白热化，交易金额进一步推高

2025 年减重领域发生多起收并购，管线储备竞争进入白热化阶段。在交易数量明显增多的同时，交易金额也在不断进一步推高，跨国药企（MNC）成为核心参与者，且布局焦点集中于具备差异化机制的管线。

例如，诺和诺德年内先后完成五笔差异化布局，包括 22 亿美元收购 Septerna，以获取 GLP-1、GIP、GCGR 等小分子口服药物、以约 2.55 亿美元收购 ErcaGal Therapeutics 的新机制（食欲控制）口服小分子药物，以及以 2 亿美元首付（最高 18 亿美元里程碑款）引进联邦制药的 GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂 UBT251 等；艾伯维以 3.5 亿美元首付（最高 18.75 亿美元里程碑款）引入 Gubra 的长效胰淀素类似物 GUB014295；辉瑞则在与诺和诺德竞价过后，最终以约 100 亿美元收购 Metsera，锁定其长效 GLP-1RA 联合胰淀素的管线组合，随后又引入了复星医药的口服 GLP-1 小分子；罗氏也在 2025 年以 16.5 亿美元的前期现金付款引入了 Zealand 的长效胰淀素类似物 Petrelintide 作为管线补充。

表5：代表性 MNC 减重/代谢管线收并购汇总

引进方	原研方	药物名称	机制	细则	时间
礼来	Versanis Bio	Bimagrumab	ActRIIA/B 单抗	最高 19.25 亿美元现金	2023/7/14
诺和诺德	Lexicon Pharmaceuticals	LX9851	ACSL5 抑制剂（口服）	7500 万美元的前期和近期里程碑，远期里程碑 10 亿美元	2025/5/28
	Septerna	未命名口服小分子药物	GLP-1、GIP、GCGR 等小分子	22 亿美元	2025/5/15
	EraGal Therapeutics	未命名口服小分子药物	新机制（食欲控制）	2.35 亿欧元（约 2.55 亿美元）	2025/1/23
	联邦制药	UBT251	GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂	2 亿美元首付，最高 18 亿美元的里程碑付款	2025/3/24
	Akero	Efruxifermin (EFX)	FGF21	最高 52 亿美元	2025/10/9
艾伯维	Gubra	GUB014295	长效胰淀素类似物	3.5 亿美元首付，最高 18.75 亿美元的里程碑付款	2025/3/3
阿斯利康	诚益生物	ECC5004 (AZD5004)	GLP-1R 激动剂（口服小分子）	18.5 亿美元首付，最高 20 亿美元的里程碑付款	2023/11/9
	SixPeaks Bio	未命名双特异性抗体	ActivinR IIA/IIIB 双抗	8000 万美元	2024/5/22
勃林格殷格翰	Zealand Pharma	Survodutide (BI 456906)	GLP-1R/GCGR 双重激动剂	合作开发，未披露交易金额	2021/4/14
默沙东	翰森制药	HS-10535	GLP-1 小分子	1.12 亿美元首付，最高 19.55 亿美元的里程碑付款	2024/12/18
辉瑞	Metsera	MET-097i/MET-233i 等	长效 GLP-1RA、胰淀素等	最高约 100 亿美元	2025/11/8
	复星医药/药友制药	YP05002	GLP-1 小分子	3000 万美元首付款，总金额最高可达 25 亿美元	2025/12/11
默沙东	翰森制药	HS-10535	GLP-1 小分子	1.12 亿美元首付，最高 19 亿美元的里程碑付款	2024/12/18
再生元	翰森制药	HS-20094	GLP-1/GIP 双 RA	8000 万美元首付，最高 19.3 亿美元的里程碑付款	2025/6/2
罗氏	Zealand Pharma	Petrelintide	长效胰淀素类似物	16.5 亿美元的前期现金付款，最高 53 亿美元总额	2025/3/12
	Carmot Therapeutics	CT-388/CT-996/CT-868	GLP-1R/GIPR 双激动剂等	27 亿美元首付，最高 31 亿美元	2023/12/4

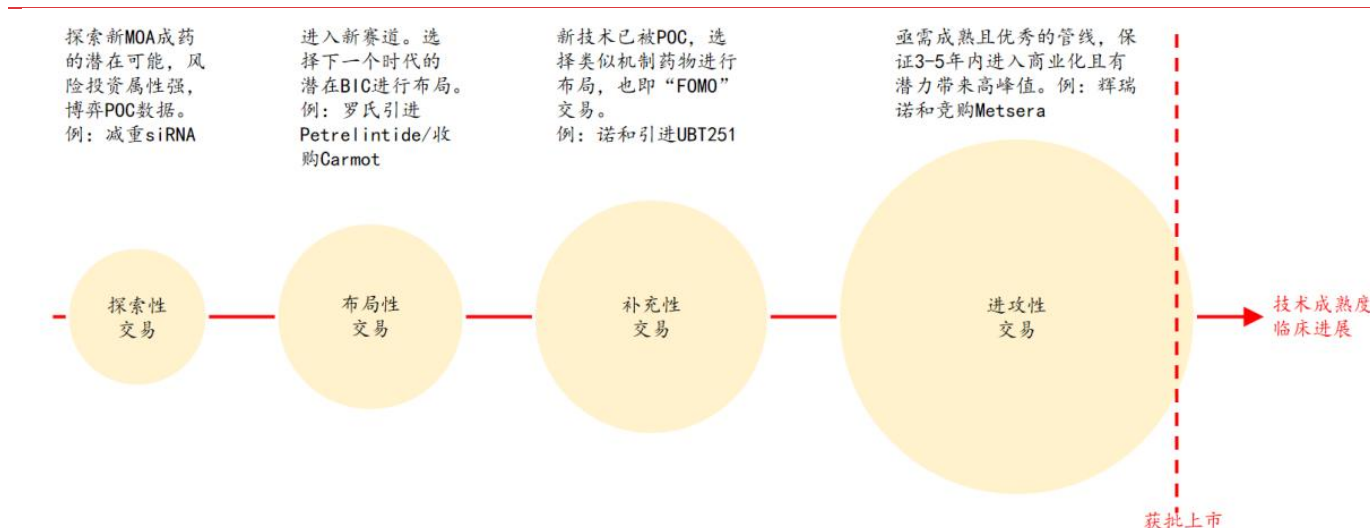
资料来源：公开资料整理，麦高证券研究发展部

减重赛道的 BD 交易已从远期布局为主的交易，进入短兵相接的攻防博弈阶段。我们将 BD 交易按照性质不同分成探索性、布局性、补充性、进攻性四类，其核心逻辑随竞争节奏持续演进：交易目的从押注远期新 MOA 成药潜力的“期权类资产”，逐步过渡为寻求未来 3-5 年商业化版图的“有效补位”；伴随交易迫切性提升，单笔金额同步放大，对应标的的技术成熟度与临床开发阶段也更趋成熟（对应下图）。

具体来看，四类交易的定位各有侧重：探索性交易聚焦新 MOA 的成药潜力（如减重 siRNA），风险投资属性较强；布局性交易瞄准下一时代的潜在 BIC 管线（如罗氏引进 Petrelintide、收购 Carmot）；补充性交易是技术经 POC 验证后，布局类似机制管线的“FOMO 型交易”（如诺和诺德引进与礼来 Retatrutide 同机制的 UBT251）；而进攻性交易则聚焦成熟且优质的管线，以保障 3-5 年内商业化落地并冲击销售峰值。

我们认为，辉瑞与诺和诺德对 Metsera 的竞购，正是一笔典型的进攻性交易。在当前价格承压的行业环境下，MNC 加码外部管线引进，努力降低自身管线的不确定性，避免在竞争加剧的赛道中被对手拉开身位，这也侧面印证了成熟优质管线在当前阶段的战略吸引力。

图15：随着竞争短兵相接，交易类型走向后期



资料来源：麦高证券研究发展部

2.2 为什么 Metsera 会引发竞购？

Metsera 覆盖从早期到后期的管线、疗效突出、且提供了每月一次、口服等差异化给药选择，最快将在五年内带来商业化收入，能够迅速增厚收购方的管线储备和商业化表现；同时 Metsera 拥有优质且多样的多肽药物平台，已经在两款药物上得到验证，能够补齐收购方的技术短板。因此在看好减重行业空间、决心抢占身位的前提下，诺和诺德和辉瑞两方开启了对 Metsera 资产的竞购，不惜压重注补齐自身短板。

图16: Metsera 管线汇总

Program	Preclinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Value Proposition [#]
Weekly MET-097i Fully Biased Injectable GLP-1RA				By 1H'26 [†]	Potential for best-in-class efficacy ¹ , differentiated tolerability
Monthly MET-097i Fully Biased Injectable GLP-1RA				~2H'26 [†]	Potential for best-in-class efficacy ¹ , differentiated tolerability, and more convenient dosing
Monthly MET-233i Injectable Amylin Analog [†]			~1H'26 [†]		Potential best-in-class profile, may enable MET-097i + MET-233i combo
MET-097i + MET-233i Monthly Injectable Combo			~1H'26 [†]		Potential for category-leading efficacy, more convenient dosing and competitive profile vs. other next-gen agents
MET-097o / MET-224o Oral GLP-1RA Monotherapy		~4Q'25 [†]			Potential differentiated oral medicine with no food / water restrictions
Oral Amylin Analog					Potential for development as monotherapy or as part of novel dual peptide therapy
Oral GLP-1RA + Amylin Analog Combination					Potential for oral dual peptide therapy
MET-815i** Injectable GLP-1RA					Potential quarterly injectable
MET-034i Injectable GIPR Agonist					Injectable peptide intended for combo therapy with MET-097i provides potential for additional upside
MET-067i Injectable Glucagon Analog					Injectable peptide intended for combo therapy with MET-097i provides potential for additional upside

资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

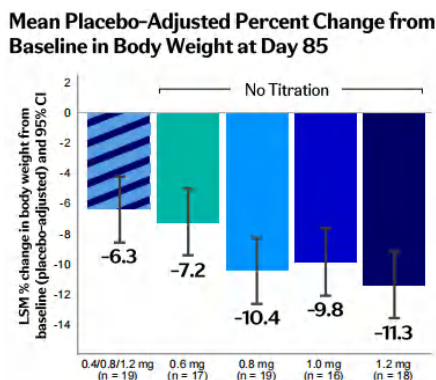
Metsera 管线中进展最快的为 MET-097i（GLP-1RA）以及 MET-233i（胰淀素类似物）。

其中 MET-097i 具备一月一次潜力、安全性突出。目前开发每周/每月注射两种方式。其中每周给药 IIb 期研究 (VASPER-1) 在 239 名参与者中进行了评估，剂量为 0.4 至 1.2mg，无需进行滴定，28 周减重呈剂量依赖，1.2mg 组平均减重幅度 14.1%（安慰剂调整）。对 36 周数据的延长随访显示体重下降未达到平台期。在安全性方面，VASPER-1 的整体研究中止率为 2.9%，仅有两名参与者因不良事件而停止治疗。

每月给药维持治疗已完成一项 IIa 期研究。患者在经历每周一次给药 12 周后，切换为 4 倍剂量给药一次并维持 4 周。切换后疗效进一步提升，且耐受性良好，高剂量组在第 16 周时，经安慰剂校正后的平均体重减轻超过 14%。后续进一步进行的 IIb 期 VESPER-3 研究涉及 268 名受试者，旨在测试多种 MET-097i 月度剂型给药方案，报告 12 周时腹泻较轻，恶心风险与安慰剂相差 13%，呕吐风险差 11%。VESPER-3 目前仍在进行中，公司称其“参与者留存率”依然很高。

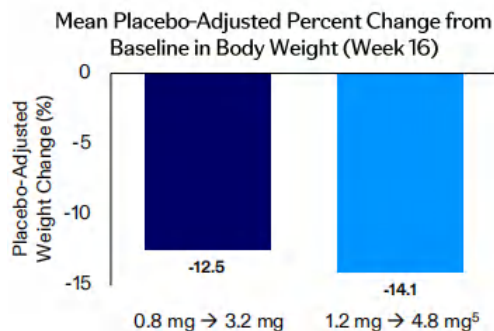
MET-097i 后续将在 2026 年上半年开启每周一次减重 III 期，2026 年下半年开启每月一次给药减重 III 期研究。该分子也同步开发了口服剂型 MET-097o，按照指引在 2025 年底推进临床研究。

图17: MET-097i 12 周相对基线减重幅度



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

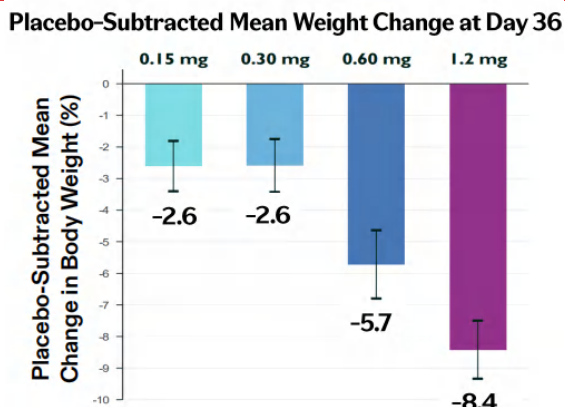
图18: MET-097i 每月一次用于减重维持，16 周相对基线减重幅度



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

MET-233i：具备每月一次给药潜力。在 I 期研究中，患者每周服用 1.2 毫克、持续五周后，经安慰剂校正的体重减轻呈现剂量依赖性，最高可达 8.4%。这些结果表明其疗效处于同类领先水平。耐受性方面，在未滴定的条件下胃肠道反应较轻微，起始剂量耐受性与安慰剂相当。MET-233i 具备每月一次注射潜力，将在 2026 年上半年开启 II 期研究。

图19：MET-233i 36 天安慰剂校正后减重幅度



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

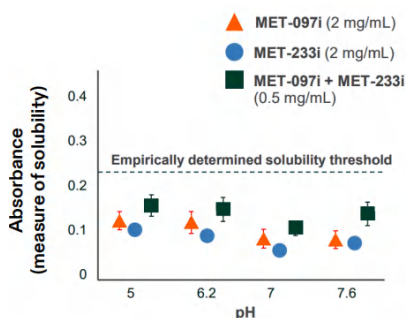
图20：MET-233i 36 天安全性表现

Dose	Nausea (%)	Vomiting (%)	Diarrhea (%)
Pooled Placebo (n = 8)	12.5	0	12.5
0.15 mg (n = 8)	12.5	12.5	0
0.30 mg (n = 8)	25	0	0
0.60 mg (n = 8)	75	37.5	12.5
1.2 mg (n = 8)	100	37.5	0

资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

此外，MET-097i 与 MET-233i 可开发复方疗法单剂联合给药，早期研究展现出优秀的协同作用。两款药物半衰期长，且在不同 pH 下溶解度接近，适合使用同一配方开发复方疗法，并可进行每月一次给药的探索。在联合给药的探索中，联用组的减重幅度大于单药给药减重幅度之和，展现出协同潜力。初始联用剂量展现出良好安全性，如下图所示前三个剂量水平下未出现呕吐及腹泻，可作为后续给药的初始剂量使用。MET-097i 与 MET-233i 的联合疗法将在 2026 年 H1 开启每月一次给药的减重 II 期研究。

图21：MET-097i 与 MET-233i 不同 pH 下溶解度表现



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

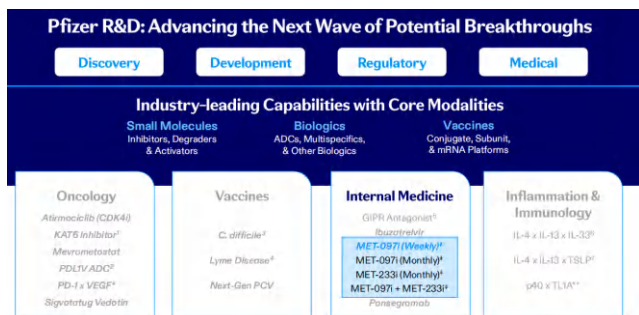
图22：MET-097i 与 MET-233i 联合用药体现协同增效

Emerging Phase 1 Data on MET-097i + MET-233i Combo									
	Combination Single Ascending Dose						Mono Single Ascending Dose		
	MET-097i + MET-233i						MET-097i	MET-233i	
	MET-233i	0.1 mg	0.2 mg	0.1 mg	0.3 mg	0.3 mg	0.6 mg	-	0.3 mg
	MET-097i	0.2 mg	0.2 mg	0.4 mg	0.1 mg	0.4 mg	0.4 mg	-	
% Weight Loss (Day 8)		-1.3	-2.2	-2.3	-3.3	-5.0	-4.9	-1.4	-1.9
NAUSEA	2 (25.0%)	3 (37.5%)	3 (37.5%)	3 (37.5%)	5 (62.5%)	6 (75.0%)	1 (14.3%)	1 (16.7%)	
VOMITING	0	0	0	1 (12.5%)	4 (50.0%)	4 (50.0%)	0	0	
DIARRHEA	0	2 (25%)	1 (12.5%)	0	0	0	0	0	
✓ Well Tolerated Starting Doses Identified						✓ Additivity of Weight Loss Established			

资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

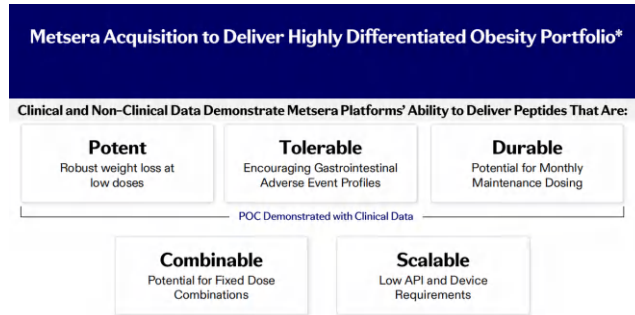
在辉瑞的视角中，Metsera 现有管线可以为公司提供一批成熟具备差异化的管线，助力辉瑞重新构筑在减重市场的竞争力。吸引力主要来自于：（1）早期的有效性数据证明减重潜力和良好的耐受性（2）差异化科学和可扩展的平台，能够给辉瑞其他领域的研发带来增益；（3）特有的长效化多肽平台使得药物具备每月一次注射潜力（4）两款候选药物性质可在不同 pH 互溶使得 GLP-1+Amylin 组合给药能力，以及高活性分子使的多肽剂量比同类低十倍以上、带来更低的生产成本。因此对辉瑞来说，这一产品组合是辉瑞未来战略版图的重要补充。

图23：辉瑞展示加入 Metsera 管线后的布局



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

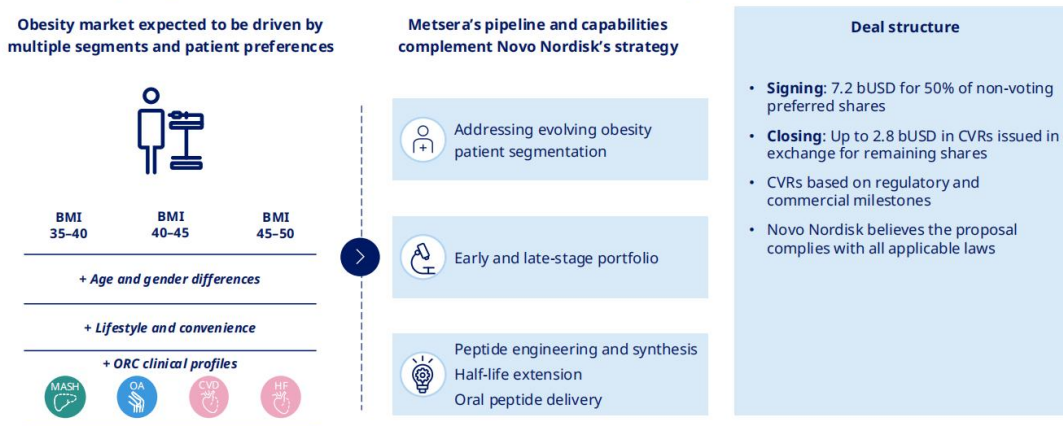
图24：辉瑞展示 Metsera 为公司带来的潜在能力增益



资料来源：辉瑞官网，麦高证券研究发展部

在竞购方诺和诺德视角中，Metsera 差异化的科学平台和覆盖早期到后期的产品组合可以与诺和现有平台完美互补，助力诺和在更加细分的肥胖患者分型中取得优势。诺和认为，肥胖症市场正朝着多维度细分方向发展，将按 BMI（35-40/40-45/45-50）分层，还叠加年龄、性别差异，同时兼顾患者对生活方式、便利性的需求，更要匹配非酒精性脂肪性肝炎（MASH）、骨关节炎（OA）等合并症的临床特征。而 Metsera 的管线既有能力提供更深的减重幅度，覆盖更加广泛的减重群体，拥有从早期到后期的完整产品组合；其在肽工程、合成领域的技术（如半衰期延长、口服肽递送），更是填补了诺和诺德的技术短板。

图25：诺和诺德展示 Metsera 为公司带来的潜在能力增益



资料来源：诺和诺德官网，麦高证券研究发展部

三、MNC 管线研究：诺和/礼来布局广，多家 MNC 跨界参与

3.1 MNC 新机制药物配置仍不足，外部引入是补充管线的重要方式

目前全球 GLP-1 减重药物市场由诺和诺德与礼来两大巨头主导，但其他跨国药企正通过多种策略积极布局，以期在这一前景广阔的市场中占据一席之地。从整体管线布局来看，诺和诺德与礼来凭借先发优势和持续的内部研发、外部引进，已构建了从已上市产品到早期临床的完整、梯队分明的产品矩阵，覆盖了单靶点、多靶点、口服剂型以及针对肥胖相关并发症的广泛领域，并布局了增肌、siRNA 等前沿领域。

而其他 MNC 资产布局相对单薄，在新机制药物配置上存在不足。为了快速追赶并建立竞争力，外部引入（License-in）和并购（M&A）已成为其补充管线、切入赛道的重要方式。例如，罗氏在 2023 年 12 月以 31 亿美元通过收购 Carmot Therapeutics，获得了其 GLP-1R/GIPR 双靶点激动

剂 CT-388 等多个管线，构建了其在减重领域的竞争力；辉瑞在自研的多款产品失败后，于 2025 年 11 月以 100 亿美元收购 Metsera，获得了其包括长效 GLP-1RA MET-097i 及 Amylin 类似物 MET-233i 在内的资产。这些交易凸显了 MNC 对减重赛道的重视以及通过外部合作加速布局的迫切性。

图26：代表性 MNC 的减重管线梳理

企业名称	早期管线	临床后期（II期以上）	商业化
礼来	Nisatiostide (PYY) Macupatide (GIPR) LY3537031 (GLP-1R/GIPR) LY408940 (AMYR) 口服 GLP-1R/GIPR/GCGR 激动剂 PNPLA3 siRNA SCAP siRNA	Orforglipron (GLP-1R 口服) Retatrutide (GLP-1R/GIPR/GCGR) Eloranitide (AMYR) Naperiglipron (口服 GLP-1R) Bimagrumab (Activin type II)	Tirzepatide (GLP-1R/GIPR) Mazdutide (GLP-1R/GCGR/OXM)
诺和诺德	NN0519-0130/NN9541 (GLP-1R/GIPR) NN9559/UBT251 (GLP-1R/GIPR/GCGR) NN9638/Amylin 355 (Amylin) NN9839/Amylin 1213 (Amylin) NN9662 (GLP-1R/GIPR/AMYR) LX9851 (ACSL5) Septerna 合作四款小分子 (GLP-1R、GCGR、GIPR) Era-379 (抑制食欲小分子)	Cagrisema (Amylin/GLP-1R) Semaglutide (口服 GLP-1R) Cagrilintide (Amylin) Amycretin (NN9487, 口服/皮下, GLP-1R/AMYR) Monlunabant (CB1)	Semaglutide (GLP-1R) Liraglutide (GLP-1R)
罗氏	CT-859 (GLP-1R/GIPR) CT-173 (PYY)	CT-388 (GLP-1R/GIPR) CT-996 (口服 GLP-1R) CT-868 (GLP-1R/GIPR) Petrelintide (Amylin)	
阿斯利康	包含 activin IIA/IIB 双抗选择权在内的若干管线，未披露细节	AZD5004 (口服 GLP-1R) AZD6234 (Amylin) AZD9550 (GLP-1R/GCGR)	
辉瑞	MET-233i (Amylin) 一款 GIPRA 一款 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂 YP05002 (口服 GIPR)	MET-097i (GLP1R) PF-07976016 (口服 GIPR) 已停止: Lotiglipron、Danuglipron	
默沙东	Efinopegutide (GLP-1R/GCGR/OXM) MK-4082 (HS-10535, 口服 GLP-1R) MK-1462 (GLP-1R/GCGR)	HS-10535	
赛诺菲	REGN-1033 (MSTN 抑制剂)		
安进	AMG-786、AMG-513 等，未披露细节	MariTide (GLP-1R/GIPR)	
艾伯维	GUB014295 (长效 Amylin)		
勃林格殷格翰	YH25724 (GLP-1R/FGF21 R, 已终止)	survodutide (BI 456906, GLP-1R/GCGR)	
诺华	2023 年曾透露一款 GLP-1R		
BMS			
强生			

资料来源：各公司官网，公开信息整理，麦高证券研究发展部

以管线机制划分也能看出，MNC 对减重药物不同机制的布局仍不充分，仍有进一步引进需求。不同 MNC 在减重药物的布局已经形成梯队：礼来和诺和诺德两巨头布局最为全面，在 G-G 双靶、G+X 联用、G-G-G 三靶、口服剂型等多个维度均有涉猎，通过内生研发与外部合作构建了较为完整的产品矩阵。而相比之下，其他 MNC 的布局则仍有空缺，若想在下一代减重市场中获得竞争优势，仍需进行管线补充。例如，罗氏、阿斯利康、辉瑞等在口服、G-G 双靶等主流方向上有所布局，但在 G-G-G 三靶等前沿领域或有缺失；安进、艾伯维等则布局稍显单薄，仅有少数探索性管线布局，在减重主流技术领域布局尚为空白；诺华、BMS、强生等 MNC 曾表露对减重赛道的兴趣，而目前并无管线布局，在各自当家管线的压力悬崖来临前仍有可能通过引进管线，切入减重赛道。

图27：代表性 MNC 的减重管线梳理（按管线性质划分）

企业名称	G-G 双靶	G+X 双靶/联用	G-G-G 三靶	口服	增肌	长效	是否有引进管线
礼来	有	有	有	有	有	暂无（与 Camurus 合作获得长效多肽平台）	有
诺和诺德	有	有	有	有	无	有（小核酸），另与 Ascendis Pharma 合作获得长效平台	有
罗氏	有	有（与 PYY、Amylin 联用）	无	有	无	无	有（全部为引进）
阿斯利康	有	有（AZD6234 与 9550 联用）	无	有	有	无	有
辉瑞	有	有	无	有	无	有	有
默沙东	有	无	无	有	无	无	有
赛诺菲	无	无	无	无	有	无	有（与再生元合作）
安进	有	无	无	无	无	无	有
艾伯维	无	无	无	无	无	无	有
勃林格殷格翰	有	无	无	无	无	无	有
诺华	无	无	无	无	无	无	无
BMS	无	无	无	无	无	无	无
强生	无	无	无	无	无	无	无

资料来源：各公司官网，公开信息整理，麦高证券研究发展部

我们认为在以下方向，MNC 仍存在引进需求：

- **长效化将成为重点方向，在内卷市场具备吸引力：**长效制剂一方面可以减少注射频次，在同水平的疗效和安全性下对于每周一次注射具备竞争优势。另外超长效制剂（例如每月及更久一次）可以用于减重后的维持，能显著提升患者依从性。目前临床阶段的药物中，长效注射液较为稀缺。安进的 MariTide 每月给药一次，已进入 III 期临床，Metsera 的 MET-097i 也具备每月一次给药潜力，将于 2026 年下半年开启每月一次给药减重 III 期研究。siRNA 药物用于减重或可实现六个月一次给药，后续表现值得期待。
- **在当前药物疗效上追求更多：联合疗法与减脂保肌。**通过 G+X、以及 G-G-G 三 RA 的多机制设计，将减重幅度提升到 25%以上，可为高 BMI 细分人群提供差异化解决方案；另外针对 GLP-1 类药物可能引起的肌肉流失问题，与增肌药物（如 ActRII 抑制剂、Myostatin 抑制剂）联用是重要的开发方向。
- **拓展肥胖相关并发症：**针对与肥胖高度共病的代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH），布局 FGF21、THR-β 等新机制药物成为焦点。诺和诺德通过收购 Akero Therapeutics 获得了 FGF21 类似物 Efruxifermin，以补充其在 MASH 领域的管线。

3.2 礼来：礼来管线梯队清晰，多机制布局巩固减重龙头地位

礼来公司产品管线布局呈现出梯队明确、多机制并进的特点，为中长期增长提供了持续动力。根据其 2025 年 10 月 28 日更新的研发管线图，公司在减重代谢领域已构建了从已上市产品到早期临床的完整矩阵。当前，其核心增长引擎替尔泊肽仍在拓展心衰（HFpEF）等新适应症，以延长产品生命周期并扩大患者人群。

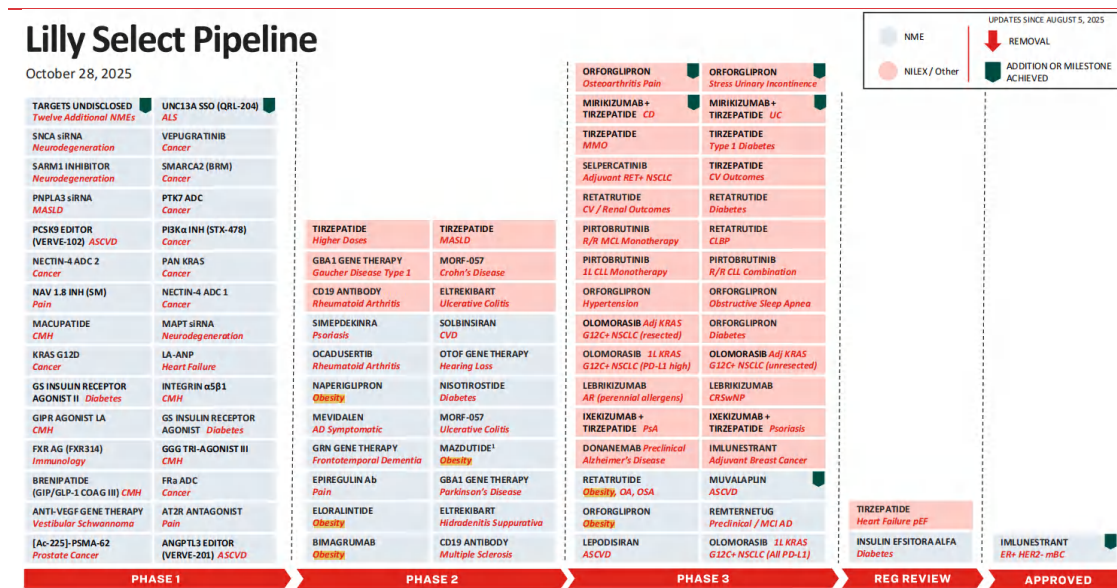
在下一代产品的储备上，礼来的布局兼顾了疗效提升与给药便利性。其 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点激动剂 Retatrutide 已推进至 III 期临床阶段，开发适应症包括减重和阻塞性睡眠呼吸暂停

(OSA)。Retatrutide 在 II 期临床中展现出卓越的减重疗效，其最高剂量组在 48 周实现了约 24.2% 的体重降幅，显著优于当前的双靶点标杆替尔泊肽，在首个披露的 III 期临床 TRIUMPH-4 中，9mg、12mg Retatrutide 在肥胖合并骨关节炎患者中治疗 68 周减重幅度分别为 26.4%、28.7%，安慰剂组减重 2.1%，骨关节炎评分指数 (WOMAC) 也实现显著改善。

同时，公司也在积极布局口服剂型以提升患者依从性。其口服小分子 GLP-1R 激动剂 Orforglipron 在多个适应症的 III 期临床试验已完成，最快可能在 2026 年 4 月获得 FDA 批准，有望凭借口服给药带来的便利性获取差异化优势。

此外，礼来通过外部合作与收购，前瞻性地布局了下一代差异化机制。这包括从 Versanis Bio 收购获得的 ActRIIA/B 抗体 Bimagrumab，该药物旨在解决 GLP-1 类药物减重过程中伴随的肌肉流失问题，实现“减脂增肌”。同时，公司也在开发胰淀素 (Amylin) 类似物 Eloralintide 等。

图28：礼来部分管线展示



资料来源：礼来官网，麦高证券研究发展部。注：标黄为肥胖适应症，时间截止至 2025Q3

3.3 诺和诺德：着重开发 Amylin，UBT251 战略意义重大

诺和诺德作为 GLP-1 赛道的奠基者与领导者，一方面不断深耕核心品种司美格鲁肽，另一方面深度开发 Amylin 类似物，构建其下一代减重与代谢疾病产品矩阵，以应对日益激烈的市场竞争。

一方面，公司持续深挖其王牌产品司美格鲁肽的潜力，通过拓展新适应症、新剂型和新剂量来延长其生命周期并扩大市场。除已上市适应症外，司美格鲁肽在多个关键领域已取得显著进展：在减重领域，口服司美格鲁肽 25mg 用于减少多余体重并长期维持体重下降适应症已获批，旨在提供更便捷的给药选择。在心血管领域，司美格鲁肽 1.0mg 用于外周动脉疾病 (PAD) 的 STRIDE 研究、以及用于射血分数保留型心衰 (HFpEF) 的 STEP HFpEF 研究均已完成，并已提交上市申请。此外，更高剂量 (7.2 mg) 的司美格鲁肽 (NN9536) 也已提交申请，有望为需要更强疗效的患者提供新选择。这些举措旨在巩固司美格鲁肽在降糖、减重及心血管获益领域的领导地位。

另一方面，诺和诺德正深度布局下一代多靶点激动剂，尤其是以胰淀素 (Amylin) 为核心的组合疗法。其核心在研产品 CagriSema 是司美格鲁肽与长效 Amylin 类似物 Cagrilintide 的复方制剂，已完成 III 期临床试验并已提交上市申请，有望成为首个获批的 GLP-1/Amylin 双靶点药物。同时，公司正在积极推进其下一代 Amylin 相关产品：皮下注射剂型 Amycretin (NN9490) 和口服剂型 Amycretin (NN9487) 均处于 II 期临床阶段。此外，公司还布局了 GLP-1/GIP/Amylin 三靶点激动剂 (NN9662, Triple)，目前刚推进 II 期临床。这些管线帮助诺和诺德形成了管线梯队。

诺和诺德通过外部引进强化了其在 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点激动剂这一热门赛道的布局。公司从联邦制药引入的 UBT251 (NN9555) 与礼来的 Retatrutide 机制相同，目前即将开展全球 I 期临床。这一合作不仅是诺和诺德在 GGG 三靶点激动剂已经完成机制验证后的重要布局，我们认为在下一代超强效减重药物的竞争中，UBT251 将是诺和的重要筹码。

图29：诺和诺德部分管线展示

PHASE 1	PHASE 2	PHASE 3	SUBMITTED	APPROVED
NN1644 - GSI	NN9541 - OW GIP/GLP-1 co-agonist	NN9388 - CagriSema	NN1436 - Insulin Icodec ¹	Tresiba [®]
NN1471 - Pumpulin	NN9506 - FUSE ¹	NN9838 - CagriSema	NN1535 - Icosema ²	Xultophy [®]
NN9638 - Amylin 355	NN9440 - Monlunabant	NN9833 - CagriSema 2.4 mg	STRIDE - Semaglutide 1.0 mg in PAD	Awigil [®]
NN9839 - Amylin 1213	NN9490 - Sc. Amycretin	NN6535 - Oral Semaglutide 14.0 mg in AD	STEP HfPEF - Semaglutide 2.4 mg ³	Levemir [®]
NN9559 - UBT251 (GGG tri-agonist)	NN9487 - Oral Amycretin	NN6018 - Zilvekimab in ASCVD	NN9932 - Oral Semaglutide 25 mg ³	Ryzodeg [®]
NN4005 - SLC25A5 in MASH	NN9440 - Monlunabant	NN6018 - Zilvekimab in HfPEF	NN9536 - Semaglutide 7.2 mg ³	NovoMix [®]
NN6022 - Ventus NLRP3i in CVD	NN9505 - FUSE ¹	NN6018 - Zilvekimab in AMI	NN7415 - Concizumab, HA/HB ³	Fiasp [®]
NN6537 - CNP in HF	NN9662 - Triple	NN6019 - ATTR Cardiomyopathy	NN7769 - Mim8 in HA ³	NovoRapid [®]
NN6705 - NLRP3 in MASH	NN9490 - Sc. Amycretin	SYNCHRONY - Efruxifermin in MASH ⁴		Rybelsus [®]
NN7442 - Inno8	NN9487 - Oral Amycretin	NN7535 - Etavopivat in SCD		Qzempic [®]
NN7614 - TMPRSS6 RNAi	NN6706 - CDR132L	Other PHASE 3 trials		Victoza [®]
	NN7533 - NDec in SCD	FOCUS - Semaglutide 1.0 mg in diabetic retinopathy		Wegovy [®]
	NN7536 - Etavopivat in Thalassemia			Saxenda [®]
	Zaltibatam ⁴			NovoSeven [®]
				NovoEight [®]
				Esperoct [®]
				NovoThirteen [®]
				Refixia [®]
				Alhemo [®]
				Rivfloza [®]
				Norditropin [®]
				Sogroya [®]

Legend: Diabetes care (blue), Obesity care (orange), Rare blood disorders (green), Rare endocrine disorders (yellow), Cardiovascular & Emerging therapy areas (purple)

资料来源：诺和诺德官网，麦高证券研究发展部。注：蓝色为肥胖相关适应症，时间截止到 2025Q3

四、国内管线数据优异，出海潜力无限

国内企业对各种形式的创新减重药物均进行了广泛布局，并且在部分赛道进度领先。我们认为，海外将是减重药物的重要市场，因此具备国际竞争力、有出海潜力的减重药物品种更加具备投资价值。

4.1 差异化减重资产丰富，BD 空间广阔

中国减重药物研发管线丰富，已成为全球创新重要力量。近年来，众多中国药企的优质减重药物资产通过授权给海外生物医药公司，或通过成立 NewCo “借船出海”的方式，率先实现了 BD，交易密集且金额巨大。

从交易内容看，主要集中在多靶点激动剂和口服小分子两大前沿方向。例如，联邦制药的 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点激动剂 UBT251 以高达 20 亿美元（首付款 2 亿+里程碑 18 亿）的交易总额授权给诺和诺德；恒瑞医药则通过成立 NewCo (Kailera Therapeutics)，将包括 GLP-1/GIP 双靶点激动剂 HRS9531、口服小分子 HRS-7535 在内的多款管线进行海外权益打包授权，潜在交易总额高达 60 亿美元。此外，翰森制药、诚益生物等公司的口服小分子管线也分别获得了再生元、阿斯利康等 MNC 的青睐。

除了多靶点和小分子，BD 交易还呈现出向更新颖、更差异化机制拓展的趋势。例如，礼来与来凯医药就 ActRIIA 单抗 LAE102 达成合作；诺和诺德收购 Akero 获得 FGF21 类似物 Efruxifermin，以布局 MASH（代谢功能障碍相关脂肪性肝炎）领域。这些交易表明，MNC 在补充主流 GLP-1 管线之外，正积极布局下一代具有协同或补充作用的创新机制。

表6: 近两年部分中国减重管线出海梳理

合作公司	中国企业	药物	机制	细则	时间
诺和诺德	联邦制药	UBT251	GLP-1/GIP/GCG	2 亿美元的首付款, 最高达 18 亿美元的潜在里程碑付款	2025/3/24
礼来	来凯医药	LAE102	ActRIIA	合作, 非授权	2024/11/20
默沙东	翰森制药	HS-10535	GLP-1 小分子	1.12 亿美元的首付款, 最高 19 亿美元的里程碑付款	2024/12/18
阿斯利康	诚益生物	ECC5004	GLP-1 小分子	1.85 亿美元的首付款, 高达 18.25 亿美元的里程碑付款	2023/11/9
再生元	翰森制药	HS-20094	GLP-1/GIP 双 RA	8,000 万美元首付款, 最高 19.3 亿美元里程碑付款	2025/6/2
辉瑞	复星医药/药友制药	YP05002	GLP-1 小分子	1.5 亿美元的首付款, 最高 19.35 亿美元的里程碑付款	2025/12/9
Zealand	翱路医药	口服小分子药物平台		3000 万美元首付款, 总金额最高可达 25 亿美元	2025/12/11
Madrigal	石药集团	SYH2086	GLP-1 小分子	1.2 亿美元预付款, 最高 19.55 亿美元的里程碑付款	2025/7/30
Hercules (Kailera)	恒瑞医药	HRS-4729 HRS-9531 HRS-7535	GLP-1/GIP 双 RA, GLP-1 小分子等	首付款和近期货里程碑总计 1.1 亿美元, Kailera 19.9% 的股权, 不超过 2 亿美元的临床开发及监管里程碑款, 不超过 57.25 亿美元的销售里程碑款。	2024/5/16
Verdiva	先为达	口服伊诺格鲁肽 口服 Amylin 皮下 Amylin	口服 GLP-1 Amylin	近 7000 万美元的签约首付等款项, 最高达 24 亿美元的里程碑付款	2025/1/10
Sidera Bio	民为生物	MWN105	GLP-1/GIP/FGF21 三 RA	首付款及近期货里程碑款合计 3500 万美元, Sidera Bio 9.99% 股权, 以及高达 10.1 亿美元的里程碑款。	2025/10/31
Lupin Limited	甘李药业	GZR18	长效 GLP-1RA	包含印度开发及商业化的独家权利, 具体对价未披露	2025/12/29
Productos Científicos	甘李药业	GZR18	长效 GLP-1RA	包含拉丁美洲地区(包括墨西哥、巴西等重点国家)开发及商业化的独家权利, 具体对价未披露	2025/11/26

资料来源: 公开信息整理, 各公司官网, 麦高证券研究发展部

我们在上篇报告(《减重药物行业深度报告(上): 创新迭代不止, 后 GLP-1 减重时代百花齐放》)中, 以单品的 BD 情况作为标准进行二分, 将国内减重药物相关公司分为“待 BD 资产”与“已 BD 资产”。其中:

待 BD 资产: 具备“药物形式新颖、早期数据优异、已在海外开启临床”三大特征的管线更加符合 MNC 下一步布局方向, BD 潜力更大。推荐关注歌礼药业(ASC30、ASC47 形式新颖、年内催化丰富)、甘李药业(GZR18 具备两周一次给药潜力, 具备差异化竞争优势)、乐普医疗(子公司民为生物下一代减重管线储备丰富)、来凯医药(保肌稀缺标的, 与礼来合作开发)等。

已 BD 资产: 确定性更高, 依托海外合作方临床资源, 进行临床推广有显著优势, 值得给予更高预期。推荐关注联邦制药(三靶点 G-G-GRA UBT251 授权诺和诺德成为其下一代管线重要补充, 即将开启美国临床)、翰森制药(授权再生元、默沙东等多家 MNC)、恒瑞医药(成立 newco 将多个产品进行海外开发)、信达生物(礼来持续开发玛仕度肽, 针对代谢相关脂肪性肝病(MASLD/MASH)的 III 期研究, 以及针对酒精使用障碍(AUD)的 II 期概念验证研究等)。

4.2 恒瑞医药：联合 Kailera，启动海外开发

恒瑞医药在减重代谢领域构建了丰富且具有前瞻性的产品管线，覆盖了从单靶点到多靶点、从注射剂到口服剂型的多种技术路径，展现出强大的研发实力和差异化布局。

核心管线 HRS9531 是恒瑞自主研发的 GLP-1/GIP 双重受体激动剂，临床疗效数据优异。已披露的中国 III 期数据显示，在 48 周时，6mg 组平均体重减轻 19.2%（安慰剂组 1.4%），且安全性良好，因治疗相关不良事件导致的永久中止率仅为 1.4%。更高剂量的 II 期研究（36 周，8mg）显示平均体重减轻 23.6%，且未达平台期，显示出持续减重的潜力。该药物针对“超重或肥胖且伴有并发症”适应症的上市申请已获受理。同时，其针对阻塞性睡眠呼吸暂停合并肥胖的适应症已进入 III 期临床。其口服剂型（HRS9531 片）也已进入 II 期临床阶段（针对肥胖适应症）。

此外，恒瑞医药还布局了多款其他机制药物，形成了梯队化的产品组合。HRS-7535（口服 GLP-1）已进入 II 期临床阶段，其针对“超重或肥胖”和“伴射血分数保留的心力衰竭的肥胖”两个适应症分别处于 III 期和 II 期临床阶段。HRS-5817 机制未披露，适应症为“超重/肥胖”，目前处于 I 期临床阶段。

表7：恒瑞的减重药物管线

药品名称	靶点	适应症	临床进展
HRS-7535	GLP-1（口服）	超重或肥胖	III 期
		伴射血分数保留的心力衰竭的肥胖	II 期
HRS9531	GLP-1/GIP（注射）	超重或肥胖且伴有并发症	NDA 受理
		阻塞性睡眠呼吸暂停合并肥胖	III 期
	GLP-1/GIP（口服）	2 型糖尿病（基础胰岛素控制不佳）	III 期
		肥胖	II 期
HRS-5817	-	超重/肥胖	I 期

资料来源：，恒瑞官网，麦高证券研究发展部

2024 年 5 月，恒瑞将 HRS9531 等多个药物除大中华区以外的全球权益授权给美国 Hercules 公司（后更名为 Kailera），包含首付款和近程里程碑总计 1.1 亿美元，不超过 2 亿美元的临床开发及监管里程碑款，不超过 57.25 亿美元的销售里程碑款，同时交易完成后恒瑞持有 Kailera 19.9% 的股权。

目前 Kailera 已在 ClinicalTrials 官网提交三项全球 III 期临床研究，这三项试验均聚焦肥胖及相关合并症，分别针对无糖尿病肥胖、肥胖超重合并糖尿病、肥胖/超重合并体重相关并发症的受试者。研究已于 2025 年 12 月启动，计划 2028 年 2-3 月完成。

表8：KAI-9531 全球 III 期临床研究

试验编号	标题	状态	样本量	地区	适应症	开始时间	主要完成时间
NCT07284979	KAI-9531 每周给药一次与司美格鲁肽、安慰剂在无糖尿病肥胖受试者中的疗效与安全性对比	尚未招募	1200	全球	肥胖	2025 年 12 月	2028 年 03 月
NCT07284901	KAI-9531 每周给药一次在肥胖或超重合并糖尿病受试者中的疗效与安全性	尚未招募	1700	全球	肥胖合并糖尿病、超重合并糖尿病	2025 年 12 月	2028 年 03 月
NCT07284875	KAI-9531 在无糖尿病但肥胖或超重合并体重相关并发症受试者中的疗效与安全性	尚未招募	1800	全球	肥胖、超重	2025 年 12 月	2028 年 02 月

资料来源：Sigma，ClinicalTrials，麦高证券研究发展部

4.3 联邦制药：UBT251 授权诺和诺德，聚焦前沿机制药物开发

联邦制药作为老牌药企，正从传统的胰岛素和抗生素业务，向以 GLP-1 为核心的下一代代谢疾病疗法全面转型。减重方面，联邦制药已形成以 UBT251 为先锋，覆盖口服、多靶点及“减脂增肌”等前沿方向的立体化研发管线。

公司的核心资产是 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点激动剂 UBT251，该药物已在国内针对糖尿病、超重/肥胖、代谢相关脂肪性肝病（MAFLD）和慢性肾脏病（CKD）等多个适应症开展 II 期临床。在中国完成的 Ib 期临床研究中，UBT251 疗效体现出极强竞争力，12 周最高剂量组（1mg/3mg/6mg）完成试验的受试者平均体重较基线下降 15.1%，而安慰剂组受试者的平均体重较基线增加 1.5%。

PYY 神经肽是减重领域的新型靶点，公司布局了靶向神经肽 Y2 受体 (Y2R) 的 UBT37034，进一步探索在超重/肥胖的治疗潜力，目前已获中美 IND 批准。在临床前，公司还储备了 GLP-1 口服制剂 UBT48128、用于治疗减重/防反弹的 LB2012、减脂增肌的 LB2249 等多款优质管线，将陆续进行开发。

图30: 联邦制药大分子药物管线



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

图31：联邦制药小分子药物管线



资料来源：公司官网，麦高证券研究发展部

UBT251 授权减重巨头诺和诺德，加速国际化开发。2025 年 3 月 24 日公司宣布与诺和诺德达成 UBT251 的独家许可协议，诺和诺德将获得 UBT251 除中国内地（大陆）、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区以外的全球范围内开发、生产及商业化的独家授权许可，联邦生物将获得诺和诺德支付的 2 亿美元的首付款，最高达 18 亿美元的潜在里程碑付款，以及净销售额的分级特许权使用费。UBT251 已获批美国 IND，即将在诺和诺德主导下进入临床开发阶段。而作为一款三靶点药物，礼来的 Retatrutide 珠玉在前，极大提升了这一技术领域的确定性，我们认为诺和将 UBT251 作为后续开发重点，以构建后续竞争力。

4.4 歌礼制药：ASC30 多剂型布局，构筑平台型减重资产

歌礼制药利用自身技术平台，构筑了丰富的减重药物管线，涵盖多靶点、长效化和口服。多条管线开启全球临床研究，并已有部分积极数据读出。

技术方面，公司开发了基于结构的 AI 辅助药物发现 (AISDD)、超长效药物开发平台 (ULAP) 技术以及口服多肽递送增强技术 (POTENT)，赋能药物的发现、以及长效化、口服化的改造。

管线方面,目前核心品种 ASC30 是一款小分子口服 GLP-1R 激动剂,正在同时开发每日一次口服、以及每月/每季度一次的皮下注射研究,用于减重治疗及维持,以及糖尿病。另外还有每月一次皮下注射 THR β 激动剂小分子 ASC47 开发用于减脂不减肌已开启临床研究,每月一次皮下注射 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂 ASC35、每月一次皮下注射胰淀素受体激动剂 ASC36、以及一款口服 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点激动剂 ASC37,均开发用于长期体重管理,即将向 FDA 申报 IND。

图32：歌礼制药管线

代谢性疾病									
产品 (产品类型)	靶点	适应症	权益区域	Discovery	IND Enabling	I期	II期	III期	
ASC30 (每日一次口服 小分子)	GLP-1R	肥胖症	全球						
ASC30 (每月一次皮下注射 小分子)	GLP-1R	肥胖症	全球						
ASC30 (每季度一次皮下注射 小分子)	GLP-1R	肥胖症/减重维持	全球						
ASC47 (脂肪靶向的每月一次皮下注射小分子)	THRβ	肥胖症/不减肌	全球						
ASC35 (每月一次皮下注射多肽)	GLP-1R/GIPR	肥胖症	全球						
ASC36 (每月一次皮下注射多肽)	Amylin Receptor	肥胖症	全球						
ASC36+ASC35 固定剂量复方制剂 (每月一次皮下注射多肽)	Amylin Receptor+ GLP-1R/GIPR	肥胖症	全球						
ASC37 (口服多肽)	GLP-1R/GIPR/GCGR	肥胖症	全球						
ASC30 (每日一次口服 小分子)	GLP-1R	糖尿病	全球						
免疫性疾病									
产品 (产品类型)	靶点	适应症	权益区域	Discovery	IND Enabling	I期	II期	III期	
ASC50 (每日一次口服 小分子)	IL-17	银屑病及 其他免疫性疾病	全球						
拓展性适应症									
产品 (产品类型)	靶点	适应症	权益区域	Discovery	IND Enabling	I期	II期	III期	NDA
ASC40 (口服小分子)	脂肪酸合成酶 (FASN)	癌症	大中华区 ¹						

附注：1. 本集团已从Sangenei获得ASC40的大中华区独家授权

资料来源：歌礼制药官网，麦高证券研究发展部

目前口服 ASC30 已读出积极的顶线数据，即将推进 EOP2 会议。在美国进行的 13 周 II 期研究中，与安慰剂相比，三个剂量的 ASC30 均达到了主要终点，显示出具有统计学显著性和临床意义的体重下降。其中，60 毫克 ASC30 的经安慰剂校正后的平均体重下降高达 7.7%。安全性方面，研究采用每周剂量滴定，呕吐发生率约为每周滴定的 orforglipron 中观察到的呕吐发生率的一半。基于此数据，公司计划在 2026 年第一季度向 FDA 递交这些数据及申请 II 期临床试验结束会议 (End-of-Phase II meeting)。

每月一次皮下注射 ASC30 美国 IIa 期研究已完成受试者入组。研究为期 12 周，共入组 65 例受试者，均为肥胖人群或伴有至少一种体重相关合并症的超重人群。公司预计将于 2026 年第一季度获得顶线数据。此外，用于减重维持的 ASC30 超长效制剂在美国 Ib 期临床研究的肥胖受试者中显示出 75 天的表现半衰期，支持每季度给药一次，后续进展同样值得期待。

4.5 来凯医药：稀缺的减脂保肌标的

在我们此前的报告中，已经介绍过减脂保肌的重要意义。阻断 Activin-ActRII 通路可促进肌肉再生和减少脂肪而来凯医药深度布局 ActRII 靶点，开发了 ActRIIA 单抗 LAE102（美国进行一项 I 期研究已于 2025 年 5 月完成首例给药，中国进入 I 期多剂量拓展研究阶段）、以及 ActRIIB 单抗 LAE103（已启动临床研究，并已完成 I 期 SAD 首例给药）、ActRIIA/IIIB 双重拮抗型单抗 LAE123（计划 2026 年推进临床研究）

图33：来凯医药的减重药物管线

候选新药	靶点机制	适应症	先导药 发现	机制验证	CMC/IND 启动	Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期
LAE102	ActR1A	肥胖症						
LAE103	ActR1B	脂肪代谢紊乱及肌肉相关疾病						
LAE123	ActR1A-1B	危重症						
LAE105	pHSC	肝纤维化						
LAE104	pHSC	肝纤维化						
LAE106	TGFβ	纤维化						

资料来源：来凯医药官网，麦高证券研究发展部

研究结果积极，展现出优异的保肌效果和安全性。2025 年 10 月 21 日，公司公告中国 I 期 MAD 研究取得积极初步结果。在第 5 周时 LAE102 6mg/kg 剂量组的受试者平均瘦体重较基线增加了 1.7%，同时平均脂肪质量也减少了 2.2%。经安慰剂对照组调整后，平均瘦体重增加达 4.6%，平均脂肪质量则减少了 3.6%。耐受性方面，未发生严重不良事件。大多数治疗期间出现的不良事件为轻度（1 级）实验室检查异常。没有报告任何腹泻、肌肉痉挛或痤疮病例。

4.6 甘李药业：差异化长效 GLP-1RA GZR18 中美临床推进中

甘李药业作为中国胰岛素龙头之一，深耕代谢领域多年，正积极向更前沿的糖尿病治疗相关的药物和减重疗法领域拓展。其中 GZR18（博凡格鲁肽）是一款进展快、差异化优势明显的、每两周给药一次的 GLP-1RA 注射剂，正在中美开展减重/降糖研究。

图34：甘李药业管线布局

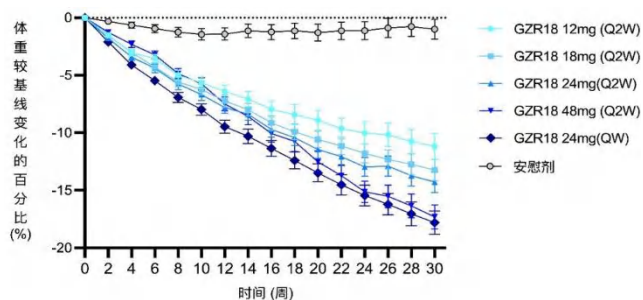
在研新药	适应症	临床前	I 期	II 期	III 期	亮点
博凡格鲁肽 (GZR18) (GLP-1RA 双周制剂)	肥胖/超重					“头对头” 替尔泊肽
	2 型糖尿病					“头对头” 司美格鲁肽
GZR4 (周制剂胰岛素)	2 型糖尿病					国内德谷胰岛素对照药
GZR101 (双胰岛素复方制剂)	1 型/2 型糖尿病					“头对头” 德谷门冬双胰岛素
GZR102 (固定比例复方周制剂)	2 型糖尿病					

资料来源：甘李药业中报，麦高证券研究发展部

机制方面，我们在上篇报告中已有介绍，GZR18 通过独特设计，能够实现低亲和高剂量和长效化，除了给药便利外，理论上还可拥有优于司美格鲁肽的疗效和安全性。在中国肥胖/超重病患者开展的 IIb 期临床研究中，接受每两周一次博凡格鲁肽注射液治疗 30 周，患者体重较基线平均最高可降低 17.3%，而接受安慰剂的患者体重较基线平均仅降低 1.0%。且 30 周时，博凡格鲁肽注射液组受试者体重未遇平台效应，仍在持续下降。

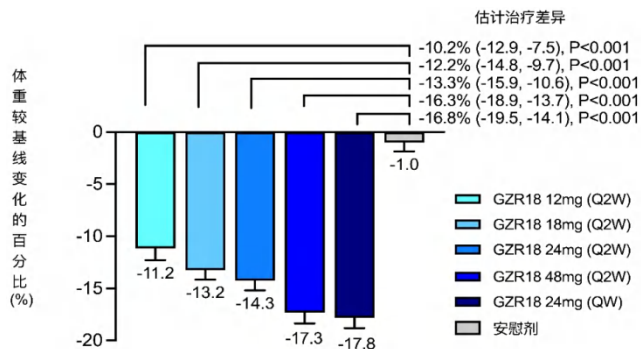
目前 GZR18 正在美国开展头对头替尔泊肽的 II 期研究，每两周给药一次，已于 2025 年 3 月完成首例给药。并已在中国开启每月一次给药的减重临床研究（GRADUAL-3），进一步巩固在超长效赛道竞争优势。

图35: GZR18 不同剂量在 30 周均为进入平台期



资料来源: 甘李药业年报, 麦高证券研究发展部

图36: GZR18 不同剂量 30 周减重表现



资料来源: 甘李药业年报, 麦高证券研究发展部

五、风险提示

地缘政治风险、药价管控风险、临床进展不及预期风险等。

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

我们在此提醒您，不同机构采用不同的评级术语及评级标准，我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人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。

本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com