太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

医药行业|2026年度策略报告

证券研究报告
2025/12/29

2026年度策略报告——

创新药产业链景气度持续提升

证券分析师：周 豫
分析师登记编号：S1190523060002

证券分析师：乔露阳
分析师登记编号：S1190524080001

证券分析师：张 崴
分析师登记编号：S1190524060001

证券分析师：戎晓婕
分析师登记编号：S1190525070001

报告摘要

➢ **2025年医药板块行情回顾：**年初至12月10日收盘，申万医药指数上涨17.95%，跑输沪深300指数2.24pct，在31个一级行业分类中位列18名。以市值加权计算，创新药(+66.97%)、医药外包(+57.56%)、仿制药(+53.00%)表现居前，血制品(-9.61%)、医院及体检(-5.44%)、药店(+0.82%)表现居后。2025年Q3基金医药股持仓比例约为8.27%，扣除医药基金后持仓5.42%，Q1及Q2非医药主动性基金处于超配状态，Q3转为低配。截至2025年12月10日，医药行业整体市盈率为29.16倍，处于15.31%历史分位，相对于全部A股(非金融)溢价率为34.32%。

➢ **创新药：**全年在国际化能力提升与产业政策支持的驱动下，创新药景气度和市场的风险偏好性持续提升。中国创新药资产的全球竞争力已获得广泛共识，截至2025年9月30日，中国企业License-out交易达103笔，总金额达到920亿美元，较2024年全年增长77%。2026年，我们认为投资主线将聚焦于：1）前沿技术突破，关注PD-(L)1双抗、ADC及小核酸药物领域；2）关键催化剂的兑现，聚焦核心管线的关键数据读出、临床推进效率与监管审批决策；3）商业价值的落地，关注已上市大品种的销售放量。公司层面，建议关注①拥有领先技术平台和出海能力的龙头企业，如三生制药（1530.HK）、信达生物（1801.HK）；②细分领域构建差异化管线的企业；③核心产品已进入商业化放量周期的企业，如华领医药（2552.HK）。

➢ **CXO：**降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现。资金面：2025年12月美联储降息25个基点至3.5%-3.75%，市场流动性整体有望逐步宽松。基本面：1）2025年前三季度国内A+H股创新药指数持续上涨，二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；2）海外需求复苏，订单逐步回暖，从而带动CXO需求和业绩的改善。公司层面，我们建议关注：1）海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）、毕得医药（688073）；2）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）；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，4）新签订单超预期的公司，如：普蕊斯（301257）。

➢ **原料药：**截至2025年Q3，原料药板块在建工程同比去年减少17%，同时在建工程与固定资产比值也快速降至6年来最低水平0.16，行业供给端产能扩张放缓，同时补库新周期叠加专利悬崖有望带动需求增长。我们建议关注①向创新转型的个股，如奥锐特（605116）、奥翔药业（603229）；②关注经营改善的个股，如司太立（603520）、同和药业（300636）、普洛药业（000739）、国邦医药（605507）。

➢ **制剂：**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。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）。

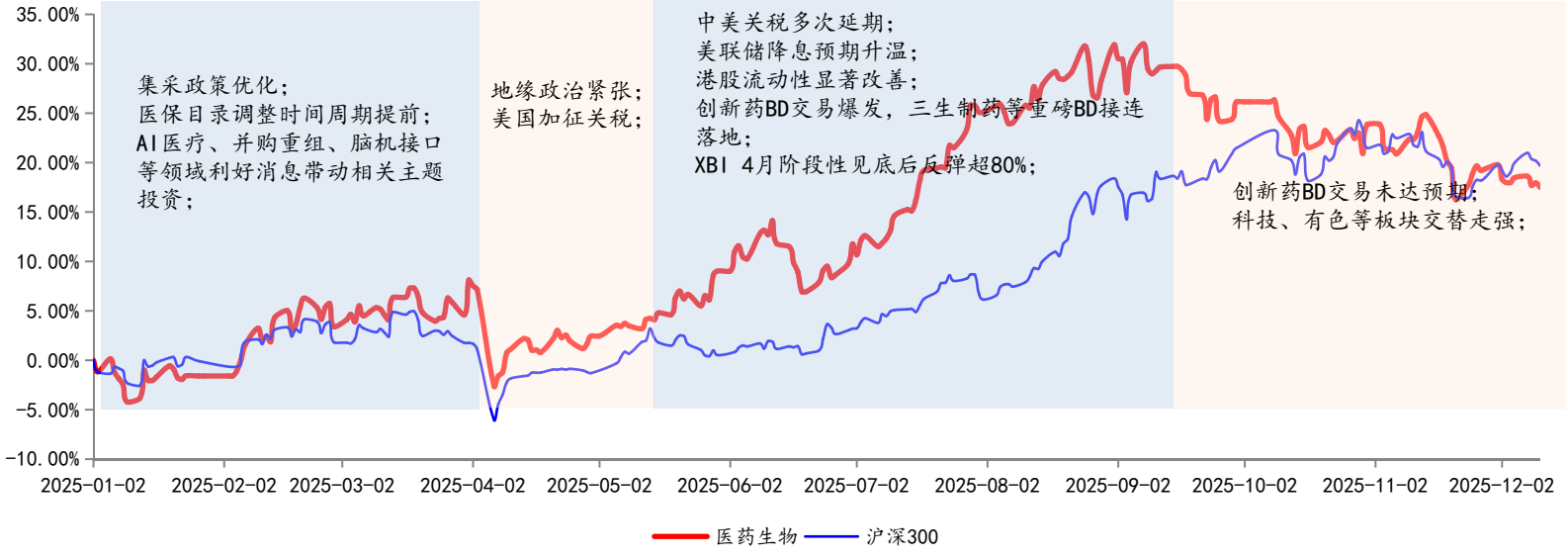
目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

1、行情回顾

1.1 创新药引领医药板块上涨，年中相对沪深300跑出超额收益

图表1：年初至今医药生物（申万）指数累计涨跌幅（%）



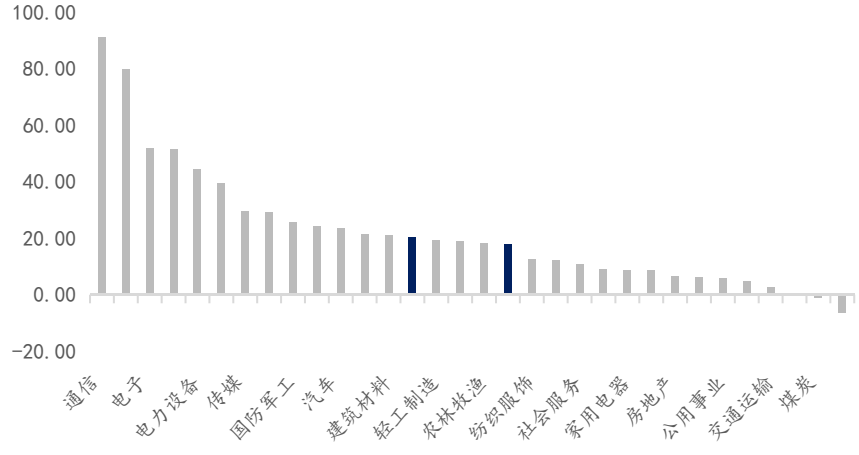
资料来源：iFinD，太平洋证券

➢**创新药BD爆发引领医药板块上涨**，年初至12月10日收盘，申万医药指数上涨17.95%，跑输沪深300指数2.24pct。

1、行情回顾

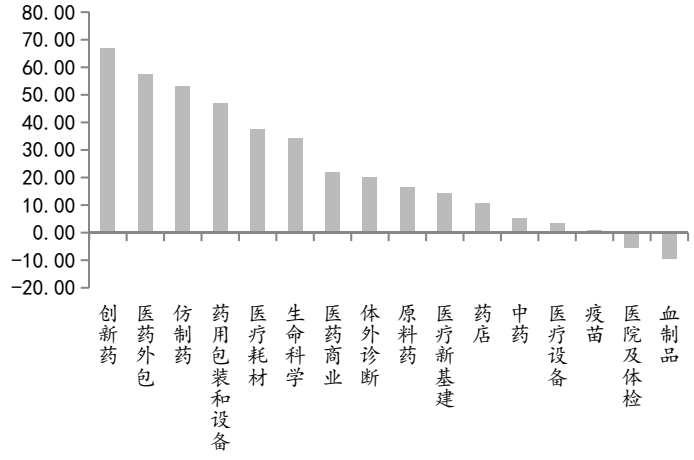
1.2 创新药、CXO板块表现居前，血制品、医院及体检板块表现居后

图表2：年初至今一级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：年初至今医药生物二级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券

- **截至2025年12月10日，医药板块上涨17.95%，在31个一级行业分类中位列18名。**
- **以市值加权计算**，医药生物行业二级子行业中，创新药(+66.97%)、医药外包(+57.56%)、仿制药(+53.00%)表现居前，血制品(-9.61%)、医院及体检(-5.44%)、药店(+0.82%)表现居后。
- **从涨跌幅中值来看**，医药生物行业二级子行业中，创新药(+52.13%)、药用包装和设备(+40.44%)、医药外包(+40.15%)表现居前，血制品(-11.73%)、医院及体检(+0.71%)、生命科学(+5.93%)表现居后。

1、行情回顾

1.2 创新药板块表现居前，药店、疫苗板块表现居后

图表4：2025年医药生物行业个股涨幅前10

代码	名称	涨幅
603122. SH	合富中国	312. 57%
300204. SZ	舒泰神	288. 56%
603301. SH	振德医疗	250. 20%
300255. SZ	常山药业	236. 97%
688013. SH	天臣医疗	218. 27%
688068. SH	热景生物	205. 38%
688331. SH	荣昌生物	201. 92%
688336. SH	三生国健	201. 27%
301075. SZ	多瑞医药	193. 72%
300436. SZ	广生堂	193. 28%

资料来源：iFinD，太平洋证券

图表5：2025年医药生物行业个股跌幅前10

代码	名称	涨幅
688050. SH	爱博医疗	-35. 11%
300298. SZ	三诺生物	-32. 65%
301239. SZ	普瑞眼科	-31. 87%
603392. SH	万泰生物	-29. 63%
300529. SZ	健帆生物	-28. 08%
603707. SH	健友股份	-26. 88%
002737. SZ	葵花药业	-24. 11%
600529. SH	山东药玻	-22. 51%
600129. SH	太极集团	-21. 78%
300122. SZ	智飞生物	-21. 47%

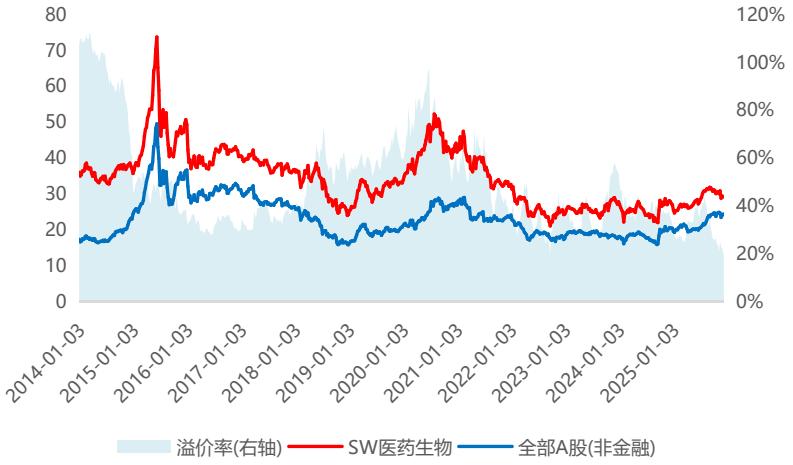
资料来源：iFinD，太平洋证券

➢年初至今，涨幅排名前10的多为创新药及相关概念股，其中合富中国、舒泰神、振德医疗涨幅居前；跌幅排名前10的集中在医疗器械、疫苗、药店板块，其中爱博医疗、三诺生物、普瑞眼科跌幅居前。

1、行情回顾

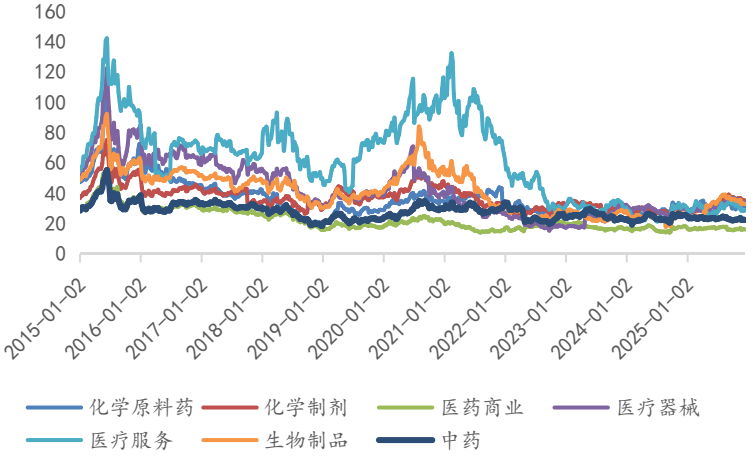
1.3 下半年医药板块溢价率持续回落，估值仍处于历史底部

图表6：SW医药生物PE及溢价率(TTM,整体法,剔除负值)



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表7：各子板块PE估值变化（TTM,整体法,剔除负值）



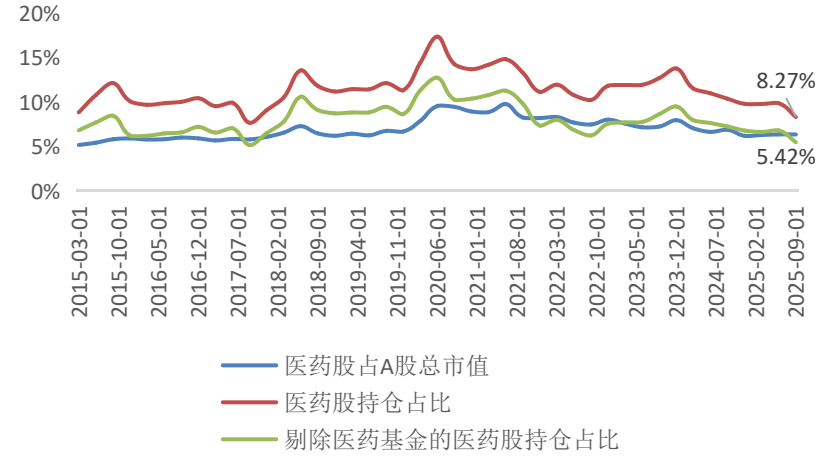
资料来源：iFinD，太平洋证券

- **下半年医药板块溢价率持续回落，估值仍处于历史底部。**截至2025年12月10日，医药行业整体市盈率为29.16倍，处于15.31%历史分位，相对于全部A股(非金融)溢价率为34.32%。
- **子版块估值存在一定分化。**化学制剂、原料药、医疗器械、生物制品板块相较医药板块溢价率为正，而医药商业、中药、医疗服务板块溢价率为负。

1、行情回顾

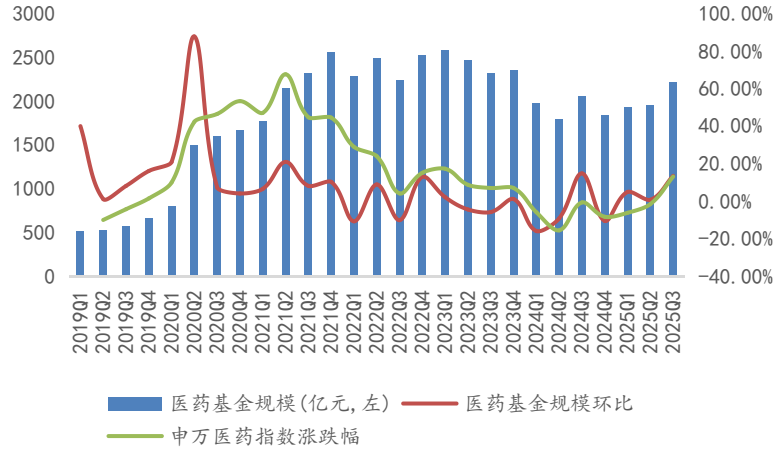
1.4 扣除医药基金，基金医药股持仓仍处低配

图表8：2015-2025年Q3公募基金医药股持仓情况



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表9：2019-2025年Q3医药基金规模及医药指数涨跌幅



资料来源：iFinD，太平洋证券

➢ **2025年医药板块在扣除医药基金持仓后由超配转为低配：**2025年Q3基金医药股持仓比例约为8.27%，扣除医药基金后持仓5.42%，Q1及Q2非医药主动性基金处于超配状态，Q3转为低配。

➢ **2025年医药基金总规模环比增长：**2025年，医药类基金总规模环比持续增长，截至9月底总规模提升至2211.87亿元，环比+13.51%。

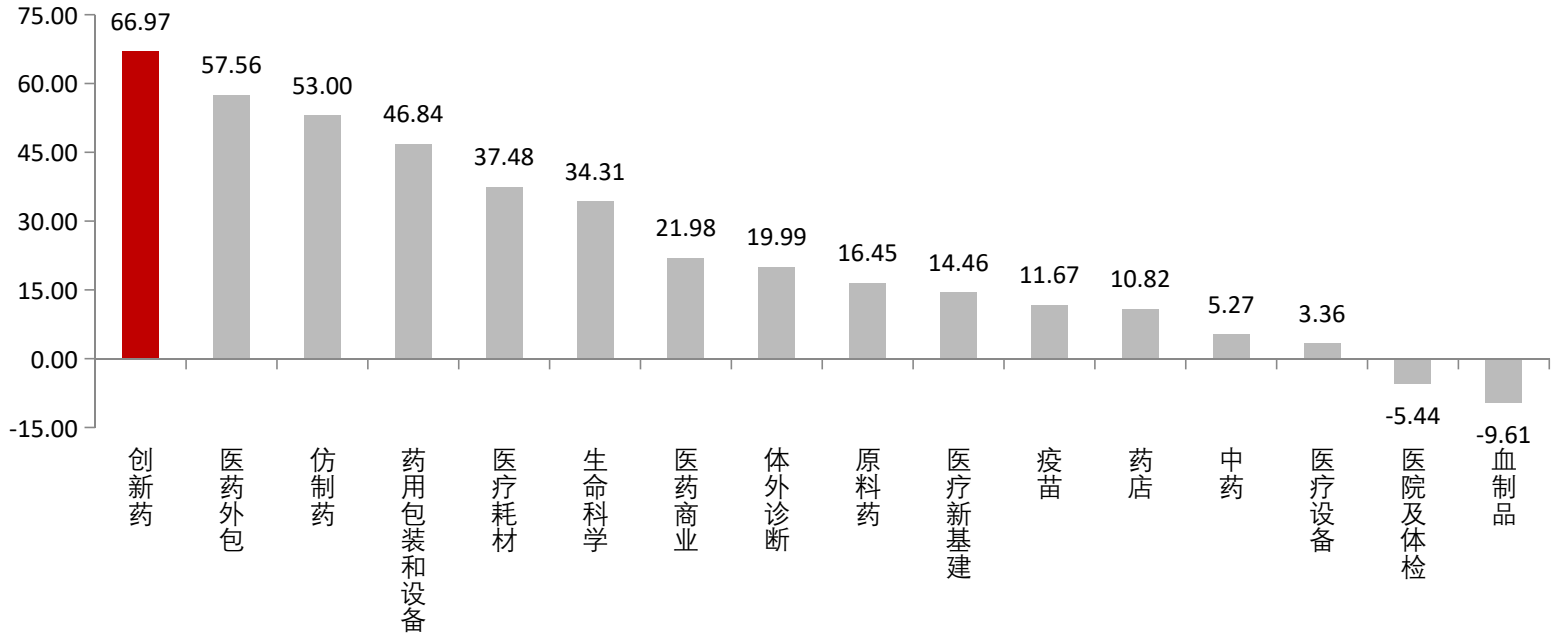
目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.1 创新药板块2025年行情复盘

图表10：年初至今（2025/1/3-2025/12/10）医药生物二级行业涨跌幅（%）



资料来源：iFinD,太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.2 创新药2025年领涨公司和核心逻辑

- 截至2025年12月10日，涨幅排名前5的A股创新药企业，分别为荣昌生物（201.92%）、三生国健（201.27%）、迈威生物（127.56%）、康辰药业（105.93%）、益方生物（104.32%）。
- 恒生创新药指数中涨幅排名前5的企业，分别为药捷安康-B（1161.60%）、三生制药（370.76%）、映恩生物-B（229.81%）、翰森制药（157.77%）、科伦博泰生物-B（146.09%）。

图表11：2025年创新药个股涨幅前十及其核心逻辑

序号	涨幅前十（A股）	涨跌幅（%）	序号	涨幅前十（H股）	涨跌幅（%）
1	荣昌生物	201.92	1	药捷安康-B	1,161.60
2	三生国健	201.27	2	三生制药	370.76
3	迈威生物	127.56	3	映恩生物-B	229.81
4	康辰药业	105.93	4	翰森制药	157.77
5	益方生物	104.32	5	科伦博泰生物-B	146.09
6	诺诚健华	97.70	6	诺诚健华	138.31
7	前沿生物	90.13	7	信达生物	135.21
8	百利天恒	88.12	8	中国生物制药	122.13
9	海思科	81.30	9	乐普生物-B	119.05
10	泽璟制药	79.84	10	MIRXES-B	115.67

- **出海：**荣昌生物（泰它西普）、三生国健&三生制药（PD-1/VEGF）、迈威生物（IL-11、双靶点siRNA）、诺诚健华（奥布替尼）、信达生物（PD-1/IL-2、CLDN18.2 ADC）、翰森制药（GLP-1/GIP、CDH17 ADC）
- **技术突破&数据催化：**百利天恒（ADC）、映恩生物（ADC）、科伦博泰（ADC）、乐普生物（ADC）、前沿生物（siRNA）、益方生物（TYK2）、康辰药业（KAT6）、泽璟制药（CD3×DLL3×DLL3三抗）
- **创新转型：**海思科、中国生物制药

资料来源：iFinD，太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.3 政策：国家长期支持创新药发展

- **2025年7月，国家医保局与国家卫健委联合发布《支持创新药高质量发展的若干措施》。该文件提出了一系列更具体的创新药支持举措，包括但不限于：加大创新药研发支持力度、支持创新药进入基本医保和商业健康保险创新药品目录、支持创新药临床应用，完善创新药医保支付管理，推动创新药加快进入定点医药机构等。**

图表12：促进创新药发展的相关政策

时间	文件	政策内容
2025年7月	《支持创新药高质量发展的若干措施》	加大创新药研发支持力度，支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录，支持创新药临床应用，完善创新药医保支付管理，推动创新药加快进入定点医药机构；提高创新药多元支付能力，鼓励商业健康保险、医疗互助等将创新药纳入保障范围等。
2025年3月	《2025年政府工作报告》	提出“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展”。
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策。
2024年6月	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	制定关于规范城市定制型商业医疗保险的指导性文件。推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围。选择部分地区开展试点，探索推进商业健康保险就医费用线上快速结算。
2024年5月	《广州医保支持创新医药发展若干措施》	深化“穗岁康”商业补充健康保险试点，对自费药品不限病种范围、不限药品品种按规定纳入保障，对符合条件的国谈药品、创新药品在待遇水平上予以倾斜。
2024年4月	《北京市支持创新医药高质量发展若干举措(2024年)》	鼓励商业保险公司与医疗机构、医药企业合作，开发具有针对性的、覆盖创新药械和健康管理服务的商业健康保险产品。
2023年7月	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	加强医疗医药与保险公司产业联动，推进多层次医疗保障之间的有机衔接、错位互补。

资料来源：政府官网，太平洋证券

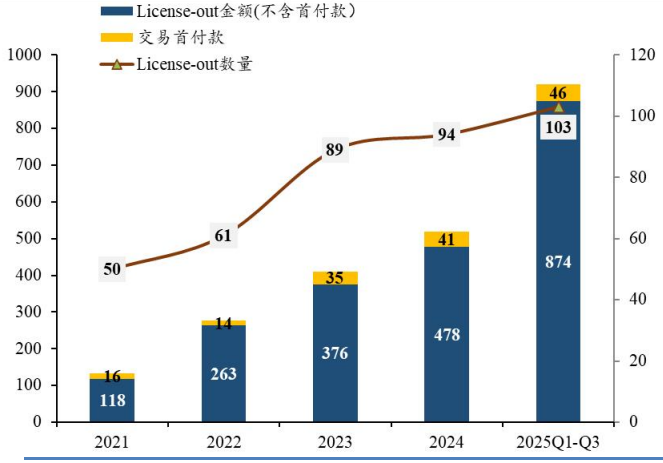
2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.4 出海：中国创新药资产全球认可度显著提升

- **中国资产License-out交易活跃，量价齐升。截至2025年9月30日，中国企业License-out交易数量103笔，较2024年全年94笔新增9笔；总交易金额达到920亿美元，较2024年全年增长77%，其中首付款约46亿美元，超过2024年全年首付款总额。**

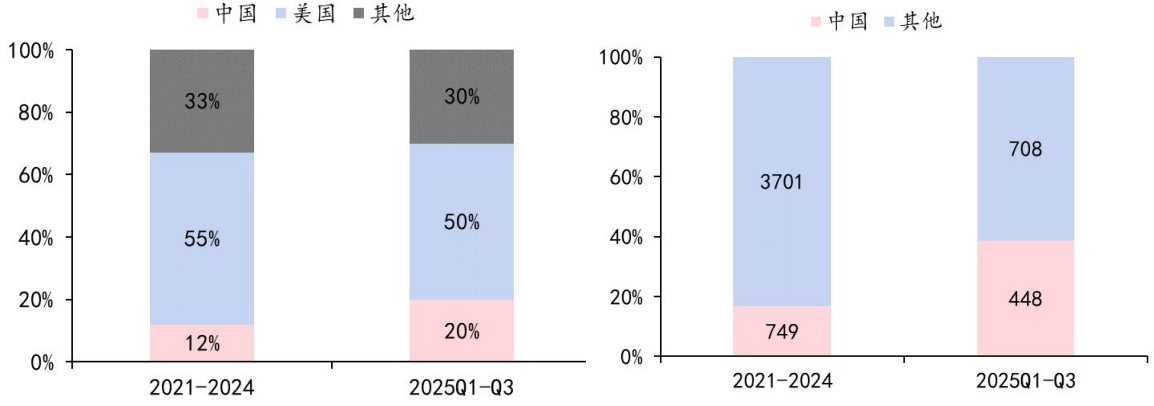
- **TOP MNC对中国资产关注度持续上升。2025年1月-9月，TOP MNC从中国引进交易数量占全球总数量20%，从中国引进交易总金额占全球总金额比达到39%（448亿美元），近4成付款流向中国企业。**

图表13：中国相关License-out 交易金额及数量



资料来源：医药魔方，太平洋证券

图左14：TOP MNC引进交易转让方所在国家结构；图右15：TOP MNC引进交易总金额占比(亿美元)



资料来源：医药魔方，太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.5 2026创新药展望：PD-(L)1双抗管线稳健推进，迎来多项关键数据催化

- **2024年全球PD-(L)1销售收入超500亿美元，核心药物专利将于2028年到期。双抗作为迭代方案，可缓解部分MNC的专利悬崖，或作为IO潜在新进者的敲门砖。此外，PD-(L)1存在疗效瓶颈，双抗有望实现更优临床获益。**

- **中国PD-(L)1双抗资产研发处于全球领先地位，2026年具有多项关键催化剂。**

图表16：2026年PD-(L)1双抗具有多项关键催化剂

公司	产品	靶点	最高临床阶段	催化剂
康方生物	AK112	PD-1/VEGF	上市	中国3期HARMONi-2（单药一线PD-L1阳性肺癌NSCLC）OS更新
				全球3期HARMONi-3（联合化疗1L 肺鳞癌，AK112+化疗 vs K药+化疗）数据读出
				美国BLA提交（EGFR TKI耐药NSCLC）
三生制药	SSGJ-707	PD-1/VEGF	Ph3	辉瑞启动海外3期临床
				更多临床数据读出
BioNTech	PM8002/BNT327	PD-L1/VEGF	Ph3	更多临床数据读出
				BMS启动联合EGFR/HER3 ADC临床
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	Ph2	更多临床数据读出
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	Ph2	更多临床数据读出
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	注册临床	头对头一线治疗黑色素瘤注册临床数据读出
				一线NSCLC和一线CRC的POC数据读出
				二线鳞癌全球注册临床加快入组，启动二线非鳞注册临床
阿斯利康	Rilvegostomig	PD-1/TIGIT	Ph3	联合Dato治疗肺癌2期TL-04研究(队列5-队列10)
维立志博	LBL-024	PD-L1/4-1BB	注册临床	EP-NEC单臂注册临床数据读出并递交上市申请
基石药业	CS2009	PD-1/VEGF/CTLA-4	Ph1	更多临床数据读出

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.5 2026创新药展望：ADC管线海外注册临床有望取得关键进展

➢ **国内ADC领域已从早期的跟随式策略，演进至潜在BIC/FIC、双靶点、双paylaod及XDC等前沿方向。随着布局深度与广度的不断加强，行业正迈向全球化创新阶段，预计2026年将迎来多项海外注册临床的关键进展。**

图表17：2026年ADC赛道具有众多关键催化剂

公司	产品	靶点	2026 年催化
科伦博泰	SKB264	TROP2	国内：1L NSCLC 3期数据读出、2L+ HR+/HER2- BC 适应症获批
			海外：末线胃或胃食管连接部癌)3期数据读出（TroFuse-015）；默沙东启动更多海外注册临床
百利天恒	BL-B01D1	EGFR/HER3	国内：鼻咽癌/食管鳞癌后线适应症获批、国内多项3期临床数据读出
			海外：BMS启动更多国际多中心注册临床、早期临床数据读出
	BL-M07D1	HER2	2L HER2+ BC（H2H TDM1）数据读出
恒瑞医药	SHR-A1811	HER2	2L HER2+ BC获批（2025.09 NDA获受理）
	其他ADC管线	EGFR/B7H3等	临床数据读出
映恩生物	DB-1303	HER2	国内：2L HER2+乳腺癌BLA递交
			海外：2L HER2表达子宫内膜癌BLA递交
	DB-1305	TROP2	临床数据读出
	其他ADC管线	PD-L1/B7H3、BDCA2等	早期临床数据读出
信达生物	IBI3001	EGFR/B7H3	早期临床数据读出
	IBI3005	EGFR/HER3	早期临床数据读出
	IBI3020	CEACAM5双payload	早期临床数据读出
复宏汉霖	HLX43	PD-L1	临床数据更新，以及有望启动关键注册临床
阿斯利康	Enhertu	HER2	1L HER2+ BC(DB-09)、HER2+ BC新辅助(DB-11)获FDA批准上市
	AZD0901	CLDN18.2	2L+ CLDN18.2+ 胃癌3期数据读出(CG-01)
	Dato	TROP2	多项3期数据读出：联合奥希替尼1L nsqNSCLC数据读出(AVANZAR)，单药1L nsqNSCLC数据读出(TL-07)，联用奥希替尼2L EGFRm NSCLC数据读出(TL-05)

资料来源：各公司官网，太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.5 2026创新药展望：siRNA技术迭代驱动市场扩张

- **siRNA已从肝靶向递送与罕见病应用，演进至肝外靶向递送、慢性病大市场拓展、以及多靶点协同疗法等前沿方向。**
- **根据弗若斯特沙利文，在技术持续进步、上市批准及临床验证不断增加的推动下，预计全球小核酸药物市场将加速增长，于2029年及2034年将分别达到206亿美元及549亿美元，2024年至2029年的复合年增长率为29.4%，2029年至2034年的复合年增长率为21.6%。**

图表18：全球siRNA药物格局的主要参与者

公司	处于临床开发中的 siRNA 产品数量（2 期或以上的数量）	siRNA 药物上市数量	适应症覆盖范围
Alnylam	14 (5)	5	肝病、神经系统疾病、高血压、肾脏疾病
Arrowhead	18 (5)	/	脂质紊乱、心血管疾病、肝病、罕见病
诺和诺德	9 (3)	1	罕见病、肝病
瑞博生物	7 (5)	/	血栓性疾病、高脂血症、肾脏疾病、肝病
舶望制药	5 (2)	/	肝病、脂质紊乱、罕见病、高血压
Sarepta	4 (0)	/	罕见病
诺华	2 (0)	1	心血管疾病、脂质紊乱
Silence	2 (1)	/	罕见病、血脂异常
Arbutus	1 (1)	/	乙型肝炎
Wave Life Sciences	1 (0)	/	超重或肥胖

资料来源：瑞博生物招股书，太平洋证券

2、创新药行业：政策为基，关注出海、技术突破及数据催化

2.5 2026创新药展望：关注具有显著临床价值重磅单品的销售放量

- **在医保谈判常态化与支付环境优化的背景下，具有显著临床价值的创新药正迎来业绩增长的确定性机遇，建议重点关注产品力与商业化能力兼备的品种。**

图表19：2026年有望进一步销售放量的重磅单品

公司	产品	靶点	获批适应症
科伦博泰	芦康沙妥珠单抗	TROP2 ADC	2L+TNBC、2L及3L EGFRm肺癌
信达生物	玛仕度肽	GLP-1R/GCGR	肥胖、T2DM
	替妥尤单抗	IGF-1R	中重度甲状腺眼病（国内首款甲状腺眼病靶向生物药）
康方生物	依沃西单抗	PD-1/VEGF	2L EGFRm肺癌，1L PD-L1阳性肺癌
	卡度尼利单抗	PD-1/CTLA-4	一线胃癌、一线宫颈癌、复发/转移性宫颈癌
华领医药	华堂宁	GKA	单药及联合二甲双胍治疗T2DM
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	12项肿瘤适应症
诺诚健华	奥布替尼	BTK	一线CLL/SLL、r/r CLL/SLL、r/r MCL、r/r MZL
康诺亚	司普奇拜单抗	IL-4R	特异性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉

资料来源：各公司官网，太平洋证券

信达生物：创新引领的全球Biopharma，聚焦肿瘤、代谢、自免、眼科

➢ **核心投资逻辑：**1）玛仕度肽和匹康奇拜单抗获批上市，**商业化产品矩阵扩容至18款，贡献稳定增长的现金流；**2）肿瘤免疫双抗和ADC具备全球竞争力，**IBI363 (PD-1/IL-2双抗)及IBI343 (CLDN18.2 ADC)与武田制药达成全球战略合作；3）自免：均衡布局成熟靶点、新靶点和双抗，国内进度领先；4）2026年催化剂丰富。**

图表20：信达生物核心催化剂

产品	靶点	2026年催化	重要性
IBI363	PD-1/IL-2	头对头一线治疗黑色素瘤注册临床数据读出	***
		公布一线NSCLC和一线CRC的POC数据	***
		二线鳞状NSCLC全球注册临床加快入组，启动二线非鳞NSCLC注册临床	***
		武田公布更具体的IBI363临床开发计划	***
玛仕度肽	GLP-1R/GCGR	已获批肥胖及T2DM适应症，销售加速放量	***
IBI311	IGF-1R	国内首款甲状腺眼病靶向生物药，销售加速放量	***
早期管线	/	早研产品临床数据读出，诸如①ADC:IBI3001(EGFR/B7H3),IBI3005(EGFR/HER3),IBI3020(CEACAM5双payload)；②自免:IBI3002(TSLP/IL-4Rα),IBI356(OX40L)；③口服GLP1等	***
早期管线	/	自研产品对外授权预期	***

资料来源：各公司官网，太平洋证券

三生制药：主业稳健筑基，PD-1/VEGF授权辉瑞打开全球市场空间

- **核心投资逻辑：1）主营业务根基稳固，**公司深度布局肾科、血液及肿瘤、自免、眼科、皮肤&减重等领域，2025年上半年营业收入43.6亿元，归母净利润为13.6亿元，同比增长24.6%；2）创新管线价值迎来里程碑式兑现，其中**PD-1/VEGF双抗与辉瑞达成重磅合作，**辉瑞将尽快在美国和全球多地开展707治疗NSCLC及多个瘤种的全球III期临床，以及探索单药和联合疗法的临床方案。**3）财务结构健康，在手现金充沛。**

图表21：三生制药核心催化剂

产品	靶点	2026年催化	重要性
SSGJ-707	PD-1/VEGF	辉瑞启动更多注册临床，以及联合ADC早期临床	***
		更多临床数据披露	***
SSGJ-608	IL-17A	银屑病适应症获批上市	**
SSGJ-613	IL-1β	急性痛风适应症获批上市	**
科拉特龙(WS204)	/	治疗中重度寻常型痤疮适应症NDA	**
SSGJ-611	IL-4Rα	特应性皮炎适应症NDA	**

资料来源：各公司官网，太平洋证券

诺诚健华：血液瘤先发优势稳固，自免管线收获期临近

➢ **核心投资逻辑：1）血液瘤领域，奥布替尼有望维持高速增长，坦昔妥单抗贡献增量；2）自免管线全面突破，奥布替尼与Zenas达成全球合作，PPMS和SPMS全球3期加速推进；ICP-332（TYK2 JH1）AD 3期、白癜风2期和ICP-488（TYK2 JH2）银屑病3期均完成患者入组；**3）实体瘤领域，ICP-723治疗NTRK融合实体瘤获批上市，首款ADC药物ICP-B794（B7H3）进入临床阶段。

图表22：诺诚健华核心催化剂

产品	靶点	2026年催化	重要性
ICP-248	BCL2	更多临床数据更新及对外授权预期	***
奥布替尼	BTK	销售放量，2025年全年销售指引从35%提升至40%	***
		ITP 3期数据读出及递交NDA	**
ICP-332	TYK2 JH1	特异性皮炎3期数据读出	***
		白癜风2期数据读出	***
ICP-488	TYK2 JH2	银屑病3期数据读出	***

资料来源：各公司官网，太平洋证券

君实生物：大分子创新药出海领军企业，优质管线稳步推进

- **核心投资逻辑：1）拓益适应症持续扩增，销售收入有望保持高增速。**特瑞普利单抗已于国内获批12项适应症，2025年前三季度实现销售收入14.95亿元（同比+40%）；**2）PD-1/VEGF双抗国内外临床同步推进。**JS207（PD-1/VEGF）在国内启动多项联合用药临床研究，海外NSCLC新辅助II/III期临床试验申请获FDA批准；**3）积极推进JS015（DKK1）、JS212（EGFR/HER3）、JS213（PD-1/IL-2）、JS214（VEGF/TGF-β）等早期阶段管线。**

图表23：君实生物核心催化剂

产品	靶点	2026年催化	重要性
JS207	PD-1/VEGF	单药及联合用药数据读出	***
特瑞普利单抗	PD-1	国内销售放量	***
特瑞普利单抗皮下剂型	PD-1	特瑞普利单抗皮下剂型NDA获受理	***
JS212	EGFR/HER3	早期临床数据披露	***
JS015	DKK1	早期临床数据披露	***
JS213	PD-1/IL-2	早期临床数据披露	***

资料来源：各公司官网，太平洋证券

非通港股标的：关注华领医药

- **华领医药核心逻辑：1）二代GKA早期临床显示比华堂宁具有更宽的治疗窗，已在美国进行1期研究，对外合作值得关注；2）华堂宁国内销售放量。**

图表24：华领医药核心催化剂

公司	产品	靶点	2026年催化	重要性
华领医药	华堂宁	GKA	华堂宁持续销售放量	***
	二代GKA	GKA	更多数据读出及license out 预期	***

资料来源：各公司官网，太平洋证券

目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.1 整体观点及涨跌幅复盘

- **整体观点：**降息周期开启+本土创新驱动，CXO有望迎来大周期拐点。
- 资金面：1）美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：美联储于2025年12月9-10日举行议息会议，FOMC官员投票下调联邦基金利率25个基点至3.5%-3.75%，此外12月点阵图显示2026年和2027年各再降25bp（和9月保持一致），未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。
- 基本面：1）A+H股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。2025年前三季度国内A+H股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；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）海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）、毕得医药（688073）；2）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）；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，4）新签订单超预期的公司，如：普蕊斯（301257）。

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.1 整体观点及涨跌幅复盘

➢**板块整体表现优异，基本面好转、主题概念个股涨幅靠前。**2025年CXO板块表现优异，截至于12月23日收盘，板块年涨跌幅45.44%，涨幅靠前的个股主要是两条主线：1）基本面好转或存在好转预期：如：皓元医药、普蕊斯、药明康德等；2）具备市场交易热点的主题或概念，如：昭衍新药（猴价上涨），成都先导（小核酸）等。

图表25：2025年CXO板块涨跌幅（截至2025年12月23日收盘）

代码	公司	年涨跌幅	市值（亿）	代码	公司	年涨跌幅	市值（亿）
603127.SH	昭衍新药	115.57%	248.99	688073.SH	毕得医药	32.28%	59.10
688131.SH	皓元医药	99.86%	151.34	688710.SH	益诺思	29.91%	65.03
688222.SH	成都先导	94.40%	95.96	002821.SZ	凯莱英	25.56%	337.65
688202.SH	美迪西	89.23%	76.70	301230.SZ	泓博医药	18.34%	42.16
301257.SZ	普蕊斯	86.61%	39.75	301333.SZ	诺思格	15.44%	55.74
688621.SH	阳光诺和	81.75%	76.74	300725.SZ	药石科技	14.23%	89.74
603259.SH	药明康德	64.64%	2709.24	300759.SZ	康龙化成	12.10%	483.77
300149.SZ	睿智医药	51.40%	48.40	300404.SZ	博济医药	8.71%	36.61
300363.SZ	博腾股份	48.00%	126.84	301520.SZ	万邦医药	3.35%	26.53
301096.SZ	百诚医药	42.17%	58.92	300347.SZ	泰格医药	-6.57%	422.28
688238.SH	和元生物	36.64%	43.81	688076.SH	ST诺泰	-25.37%	122.47
603456.SH	九洲药业	32.97%	161.79				

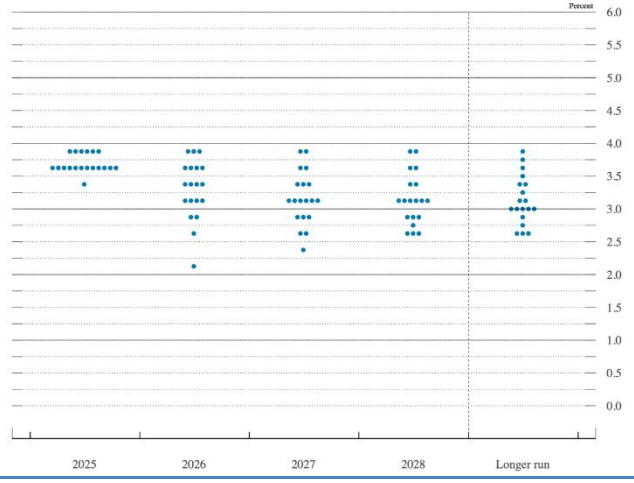
资料来源：iFinD，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.2 美联储降息周期开启，海外需求逐步复苏

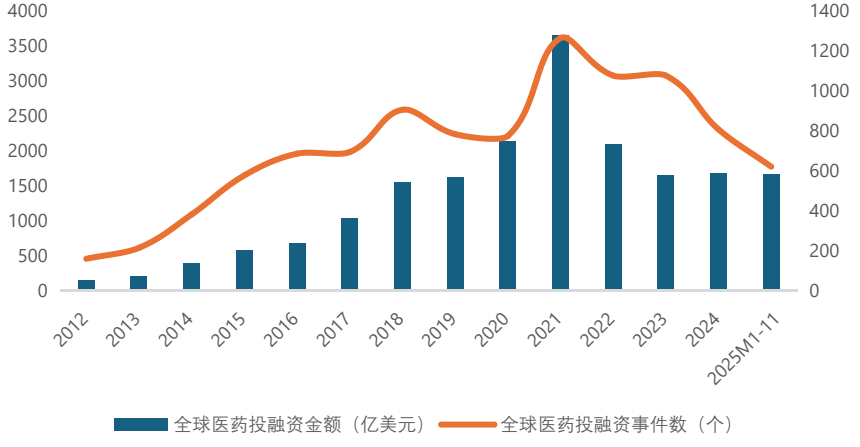
- **美联储降息周期开启，流动性逐步宽松。**美联储于2025年12月9-10日举行议息会议，FOMC官员投票下调联邦基金利率25个基点至3.5%-3.75%，12月点阵图显示2026-2027年各再降25bp（和9月保持一致），全球流动性逐步宽松。
- **海外医药投融资企稳，未来有望陆续复苏。**全球医药融资额自2023年以来已基本企稳，2024年全球投融资额582亿美元，同比增长1.39%，2025年前11月融资额为578亿元，较2024年全年基本持平，未来有望陆续复苏。

图表26：美联储利率点阵图



资料来源：美联储，太平洋证券

图表27：全球医疗健康产业融资额（亿美元）



资料来源：动脉网，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.2 美联储降息周期开启，海外需求逐步复苏

➢**海外CXO指引向好，海外需求复苏趋势明确。**我们梳理了7家海外各家CXO企业的业绩指引情况，其中4家企业上调2025年全年业绩指引，3家企业下调，1家企业上调收入指引、下调利润指引，表现有所分化但总体向好。我们预计未来随着宏观环境及流动性的改善，投融资逐步回暖，海外需求将逐步复苏。

图表28：海外CXO业绩指引调整情况

证券代码	公司名称	此前指引（2025年）	本次指引（2025年）	调整情况
LONN	LONZA	收入增速：20% Core EBITDA Margin： 30%	收入增速：20%-21% Core EBITDA Margin： 305-31%	上调
MEDP	Medpace	收入增速：14.7%-19.5% EBITDA增速：7.3%-13.5%	收入增速：17.6%-20% EBITDA增速：13.5%-15.6%	上调
207940	三星生物	收入增速：25%-30%	收入增速：25%-30%	维持
ICLR	ICON	收入：7850-8150 经调整EPS：13-14	收入增速：8050-8100 经调整EPS：13-13.2	上调
LH	Labcorp	收入增速：7.5%-8.6% 经调整EPS：16.05-16.50	收入增速：7.4%-8.0% 经调整EPS：16.15-16.50	维持
IQV	IQVIA	收入：16100-16300 经调整EPS：3750-3825	收入：16150-16250 经调整EPS：3775-3800	维持
CRL	查尔斯河	收入增速：-2.5%至-0.5% GAAP EPS：4.25-4.65	收入增速：-1.5%至-0.5% GAAP EPS：4.15-4.35	收入上调/利润下调

资料来源：各公司官网及公告，太平洋证券

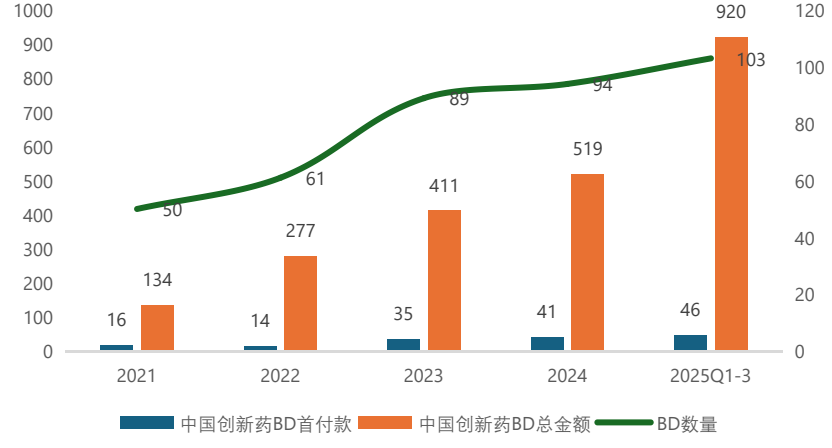
3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.3 国内本土创新驱动，大周期拐点将至

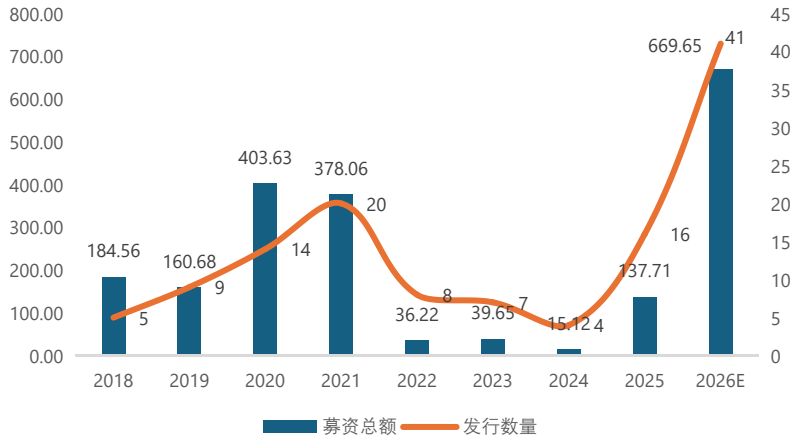
➢**2025年前三季度创新药BD总金额同比增长近80%。**2025年前三季度，中国创新药BD总金额为920亿美元，同比增长77.26%（其中首付款金额为46亿美元，同比增长12.20%），BD数量为103个，同比增长9.57%，整体来看，中国创新药资产质量不断提升并获得国际认可，BD交易火热，BD首付款及里程碑付款将为药企研发带来充沛的现金流。

➢**港股创新药企IPO回暖，大周期拐点将至。**2025年港股共有16家药企以18A成功IPO，募集资金总额为137.71亿港元，较2024年大幅增长，目前港股聆讯通过及处理中的创新药企共有41家，未来募资总额有望持续增长。

图表29：中国创新药BD金额及数量（亿美元/个）



图表30：港股Biotech企业IPO数量及募资金额（亿港元/个）



资料来源：医药魔方，太平洋证券

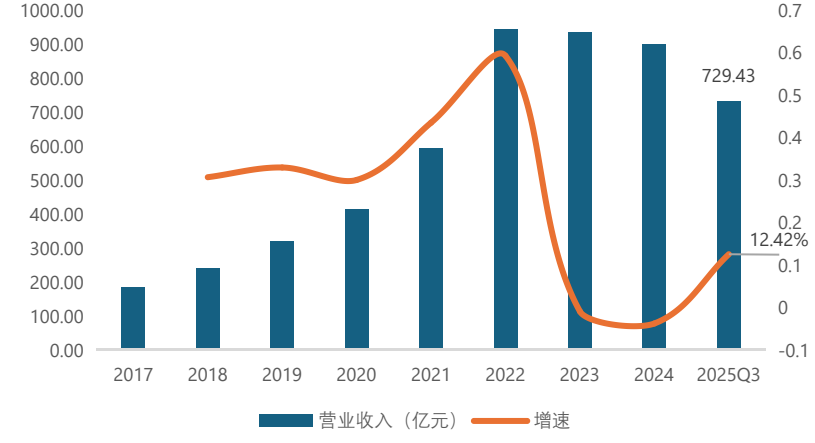
资料来源：iFinD，太平洋证券（2018-2025为18A药企，2026年样本为IPO处理中及通过聆讯的药企，融资额是根据过往平均募集金额进行预测得出）

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.3 国内本土创新驱动，大周期拐点将至

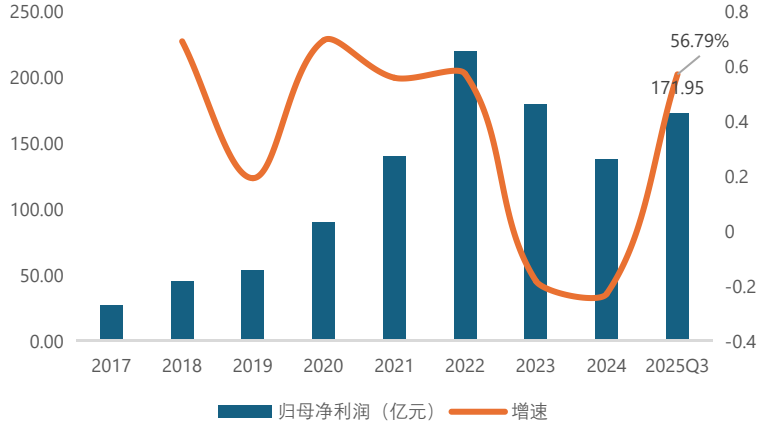
➢**收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升。**2025年前三季度，CXO板块实现营业收入729.43亿元，同比增长12.42%，实现归母净利171.95亿元，同比增长56.79%，收入端实现稳健增长，利润端同比快速提升，板块业绩已企稳并逐步向好，回暖趋势明确。

图表31：2017-2025Q3CXO板块营收及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表32：2017-2025Q3CXO板块归母净利及增速（亿元）



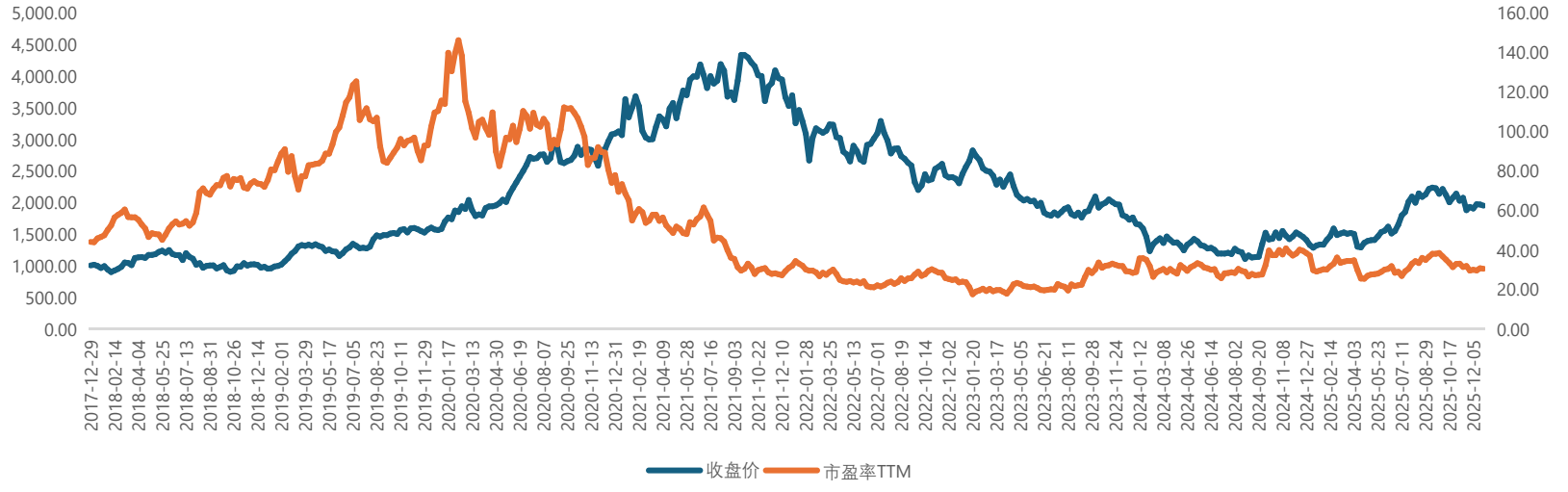
资料来源：iFind，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.4 板块走势及估值

➢ **当前PE处于低位，凸显配置性价比。**截至2025年12月24日，CXO指数收于1945.99，近一年上涨34.04%，沪深300收于4634.06，近一年上涨17.81%，CXO指数自年初以来大幅跑赢大盘。当前CXO指数PE为29.94，中位数为36.49，历史分位为33.58%。

图表33：CXO指数走势及估值



资料来源：iFinD，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 投资建议及公司推荐

➢**行业：持续看好CXO板块，海内外需求有望接续复苏**

➢**资金面**：1）美联储降息周期开启，流动性逐步宽裕：美联储于2025年12月9-10日举行议息会议，FOMC官员投票下调联邦基金利率25个基点至3.5%-3.75%，此外12月点阵图显示2026年和2027年各再降25bp（和9月保持一致），未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松。**基本面**：1）A+H股创新药企市值大幅提升，有望带动本土投融资好转。国内A+H股创新药指数持续上涨，创新药板块交投活跃，赚钱效应明显，创新药二级市场的好转有望带动一级市场投融资回暖；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：建议关注科研上游、临床CRO、AI/减肥药等主题**

➢公司层面，我们建议关注：1）海外业务持续向好的生命科学上游企业，如皓元医药（688131）、毕得医药（688073）；2）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）；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，4）新签订单超预期的公司，如：普蕊斯（301257）。

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 毕得医药：分子砌块专家，赋能新药研发

➢ **投资逻辑：**1）深耕分子砌块多年，赋能新药早期研发；2）分子砌块市场规模不断扩容，未来国产替代持续进行；3）海外收入占比持续提升，盈利能力有望不断改善；4）25Q3收入增速符合预期，利润增速超预期。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为13.39/16.28/19.79亿元，同比增长21.48%/21.61%/21.58%；归母净利为1.65/2.00/2.47亿元，同比增长40.15%/21.63%/23.20%，对应PE为44/37/30倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**市场竞争加剧、汇率波动、存货减值、研发进度不及预期等风险。

图表34：毕得医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,102	1,339	1,628	1,979
营业收入增长率(%)	0.93%	21.48%	21.61%	21.58%
归母净利（百万元）	117	165	200	247
净利润增长率(%)	7.17%	40.15%	21.63%	23.20%
摊薄每股收益（元）	1.32	1.81	2.20	2.71
市盈率（PE）	37.24	44.39	36.50	29.62

资料来源：携宁，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 皓元医药：前后端一体化布局，赋能新药研发及生产

➢ **投资逻辑：**1）深耕小分子领域多年，打造一体化服务平台；2）前端科学试剂业务快速增长，产品种类数持续扩充；3）后端业务稳健增长，前瞻布局ADC业务，不断实现创新转型；4）25Q3收入超预期快速增长，利润增速稳健。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为28.92/36.91/47.04亿元，同比增长27.38%/27.65%/27.45%；归母净利为3.24/4.33/5.68亿元，同比增长60.85%/33.57%/31.22%，对应PE为55/42/32倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**核心技术人才流失、新签订单不及预期、汇率波动、存货减值、行业竞争加剧、研发进度不及预期等风险。

图表35：皓元医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,270	2,892	3,691	4,704
营业收入增长率(%)	20.75%	27.38%	27.65%	27.45%
归母净利（百万元）	202	324	433	568
净利润增长率(%)	58.17%	60.85%	33.57%	31.22%
摊薄每股收益（元）	0.96	1.53	2.04	2.68
市盈率（PE）	37.19	55.45	41.52	31.64

资料来源：携宁，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 阳光诺和：深耕仿制药CRO多年，创新转型持续布局

➢ **投资逻辑：**1）深耕仿制药CRO领域多年，全流程一体化布局；2）政策利好本土临床CRO，公司和市场认知存在预期差；3）研发不断投入，创新持续转型；4）25Q3业绩不及预期，主要受到仿制药CRO行业周期下行影响。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为11.71/13.30/15.60亿元，同比增长8.57%/13.56%/17.31%；归母净利为1.94/2.23/2.59亿元，同比增长9.48%/14.65%/16.53%，对应PE为34/30/25倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**仿制药业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表36：阳光诺和盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,078	1,171	1,330	1,560
营业收入增长率(%)	15.70%	8.57%	13.56%	17.31%
归母净利（百万元）	177	194	223	259
净利润增长率(%)	-3.98%	9.48%	14.65%	16.53%
摊薄每股收益（元）	1.58	1.73	1.99	2.32
市盈率（PE）	23.86	33.88	29.55	25.36

资料来源：携宁，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 泓博医药：小分子药物设计专家，AI助力新药研发

➢ **投资逻辑：**1）小分子药物设计专家，前端海外业务逐步复苏；2）后端业务替格瑞洛为核心品种，专利到期快速放量；3）不断夯实技术实力，AI平台助力新药研发；4）25Q3收入增速稳健，利润同比快速修复。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为7.39/9.89/12.99亿元，同比增长35.79%/33.79%/31.34%；归母净利为0.47/0.64/0.99亿元，对应PE为100/72/47倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**人力成本上升及人才流失的风险、环保及安全生产风险、商业化生产产品单一和集中的风险、汇率波动等风险。

图表37：泓博医药盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	544	739	989	1,299
营业收入增长率(%)	11.18%	35.79%	33.79%	31.34%
归母净利（百万元）	17	47	64	99
净利润增长率(%)	-54.59%	173.32%	37.97%	54.03%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.33	0.46	0.71
市盈率（PE）	212.67	99.94	72.44	47.03

资料来源：携宁，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 诺思格：聚焦临床CRO领域，一站式赋能临床研发

➢ **投资逻辑：**1）聚焦临床CRO领域，业务体系布局完善；2）市场规模不断扩容，未来国际化空间大；3）持续布局海外业务，政策利好行业发展；4）降息周期开启+创新药支持政策出台，公司迎来快速发展机遇；5）25Q3收入稳健增长，利润增速超预期。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为7.76/8.52/9.69亿元，同比增长4.33%/9.75%/13.79%；归母净利为1.50/1.63/1.81亿元，同比增长6.85%/8.83%/11.26%，对应PE为33/31/28倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**新签订单不及预期、人才流失的风险、订单价格下降、汇率波动等风险。

图表38：诺思格盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	744	776	852	969
营业收入增长率(%)	3.14%	4.33%	9.75%	13.79%
归母净利（百万元）	140	150	163	181
净利润增长率(%)	-13.73%	6.85%	8.83%	11.26%
摊薄每股收益（元）	1.47	1.55	1.69	1.88
市盈率（PE）	34.01	33.31	30.61	27.51

资料来源：携宁，太平洋证券

3、CXO：降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现

3.5 普蕊斯：SMO行业龙头，赋能临床研发

➢ **投资逻辑：**1）聚焦SMO领域，赋能临床研发；2）SMO市场空间不断扩容，市场份额有望向龙头集中；3）25Q3业绩增速超预期，新签订单同比快速增长；4）项目类型不断丰富，客户服务能力不断提升。

➢ **投资建议：**我们预计2025年-2027年公司营收为8.28/9.50/11.07亿元，同比增长3.02%/14.72%/16.57%；归母净利为1.28/1.44/1.64亿元，对应PE为32/29/25倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**新签订单不及预期的风险、SMO行业竞争加剧的风险、订单取消的风险、人力成本上升或人才流失的风险。

图表39：普蕊斯盈利预测与主要财务摘要

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	804	828	950	1,107
营业收入增长率(%)	5.75%	3.02%	14.72%	16.57%
归母净利（百万元）	106	128	144	164
净利润增长率(%)	-21.01%	20.29%	12.61%	14.03%
摊薄每股收益（元）	1.35	1.62	1.82	2.08
市盈率（PE）	19.97	32.22	28.62	25.09

资料来源：携宁，太平洋证券

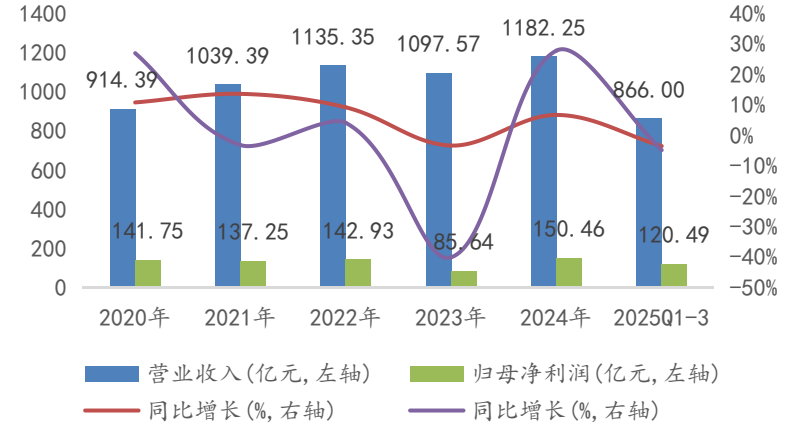
目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

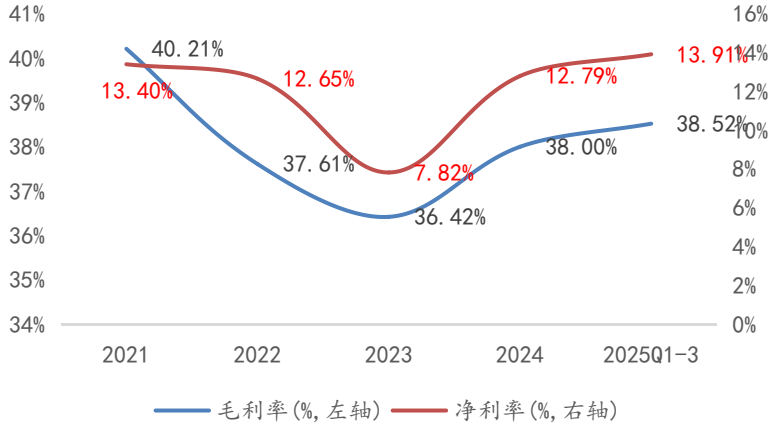
4.1 2025年Q1-Q3原料药板块业绩承压，毛利率修复

图表40：原料药板块营收、归母净利润规模及增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表41：原料药板块毛利率及净利率（%）



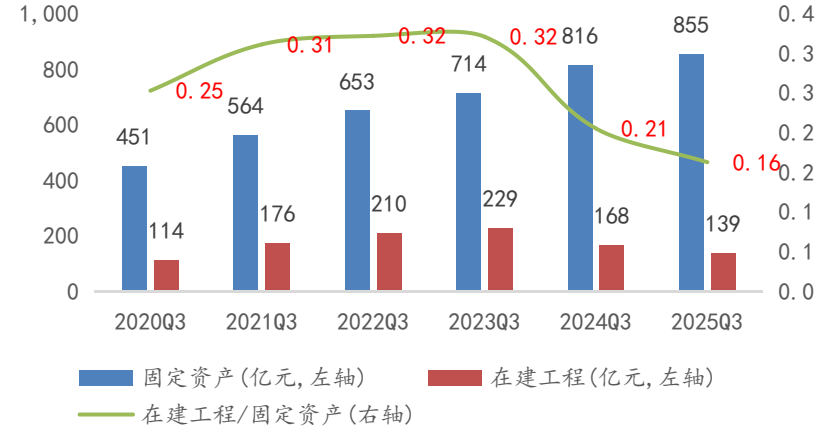
资料来源：iFinD，太平洋证券

- **2025年Q1-Q3板块业绩承压，**2025年Q1-Q3，企业出货量同比增长，但产能出清过程中竞争仍旧激烈，产品价格仍有一定程度下降，板块归母净利润同比小幅下滑，季度间环比呈下滑趋势，Q1/Q2/Q3分别同比+20.87%/-13.40%/-18.45%，Q2/Q3分别环比-9.36%/-18.93%。
- **2025年Q1-Q3板块毛利率提升，**毛利率为38.52%(+1.24pct)，净利率为13.91%(-0.19pct)，主要原因：①企业出货量逐步恢复，规模效应提升；②管理费用/研发费用/销售费用分别同比+0.41/+0.64/+0.10pct。

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

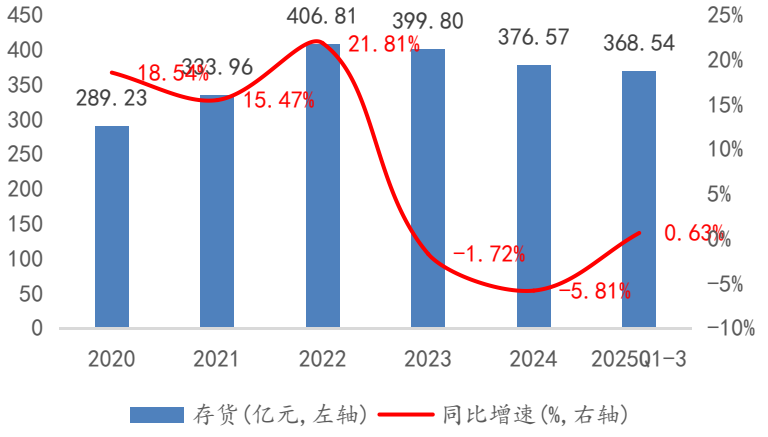
4.2 供给端：产能扩张放缓

图表42：原料药板块固定资产与在建工程



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表43：原料药板块存货规模及增速情况



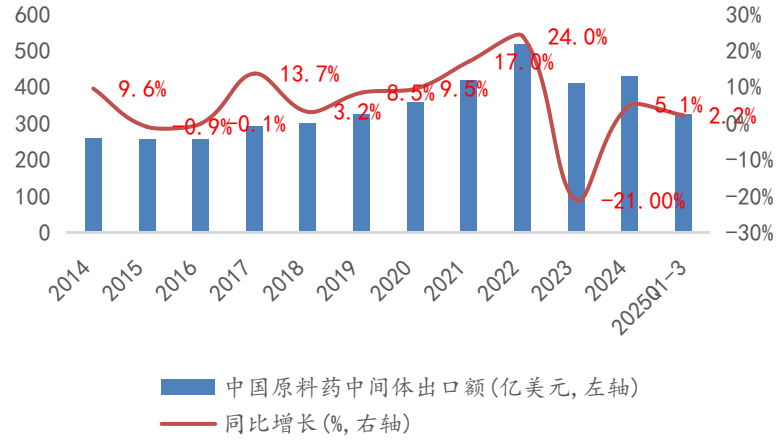
资料来源：iFinD，太平洋证券

- **截至2025年三季度末，原料药板块在建工程为139亿元，连续2年下滑，同比减少17%**，同时在建工程与固定资产比值也快速降至6年来最低水平0.16，部分在建工程陆续转固，在建工程投入有所放缓，预计在大部分产品价格处于底部的背景下，2026年板块资本支出有望延续放缓趋势。
- **截至2025年三季度末，原料药板块存货规模为368.54亿元，整体保持稳定。**

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

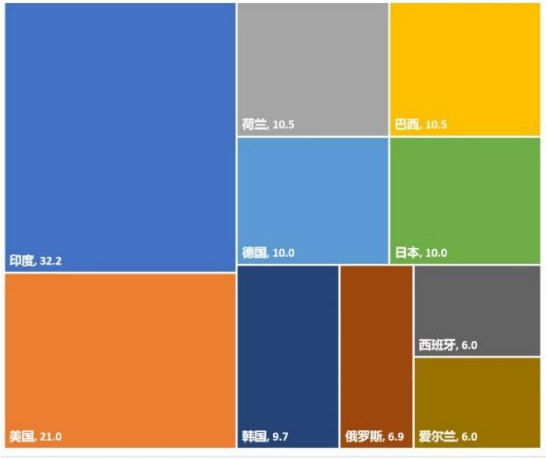
4.3 需求端：“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表44：中国原料药产品出口规模及增速



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券

图表45：2025H1中国原料药中间体前十大出口市场



资料来源：中国医药保健品进出口商会，太平洋证券

- **2025年中国原料药出口规模稳定。**2025Q1-Q3，中国规模以上工业企业原料药产量272万吨，同比基本持平，中国原料药及中间体出口额324亿美元，同比基本持平，我们认为，在产品价格同比有不同程度下降的情况下出口量增长。
- **地缘政治对原料药板块影响有限。**中国原料药产业链完善，全球供应深度依赖中国，2025H1中国原料药前2大出口市场分别为印度和美国，在产品价格同比有不同程度下降以及海运成本上升的情况下，出口额分别为32.2和21.0亿美元，同比均基本持平。

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.3 需求端：“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表46：2016-2030年专利到期影响的销售额情况（十亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，太平洋证券

图表47：2024年TOP15小分子药物核心专利到期时间

通用名	2024年销售额（亿美元）	核心专利到期时间	通用名	2024年销售额（亿美元）	核心专利到期时间
司美格鲁肽	292.08	2026年	奥希替尼	65.8	2032年
阿哌沙班	206.99	2027年	伊布替尼	63.85	2026年
替尔泊肽	164.66	2036年	利伐沙班	61.24	2020年
比克替拉韦+恩曲他滨+丙酚替诺福韦	134.23	2033年	乌帕替尼	59.71	2030年
恩格列净	123.48	2025年（中国专利被无效）	恩扎卢胺	59.23	2026年
艾伐卡托+替扎卡托+Elexacaftor	102.39	2038年	来那度胺	57.73	2019年
沙库巴曲缬沙坦	78.22	2026年	氯苯唑酸	54.51	2023年
达格列净	76.56	2023年			

资料来源：药智网，太平洋证券

➢**下游制剂专利悬崖有望带来增量需求**，根据Evaluate Pharma，2025-2030年，全球原研药专利到期带来的总风险敞口将达到3900亿美元，相较2019-2024年总额增长124%。

➢**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。**

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.3 需求端：“专利悬崖”有望带动需求持续增长

图表48：2013-2023年美国零售端缬沙坦片原料药消耗量变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
原研DIOVAN原料药消耗量（吨）	305.58	208.89	36.41	14.38	10.98	9.68	8.22	7.40	6.02	4.94	4.51
仿制药原料药消耗量(吨)		299.31	806.95	1046.11	1197.61	946.46	497.22	576.29	754.06	862.08	965.71
仿制药原料药消耗量同比增速(%)			169.61%	29.64%	14.48%	-20.97%	-47.47%	15.90%	30.85%	14.33%	12.02%

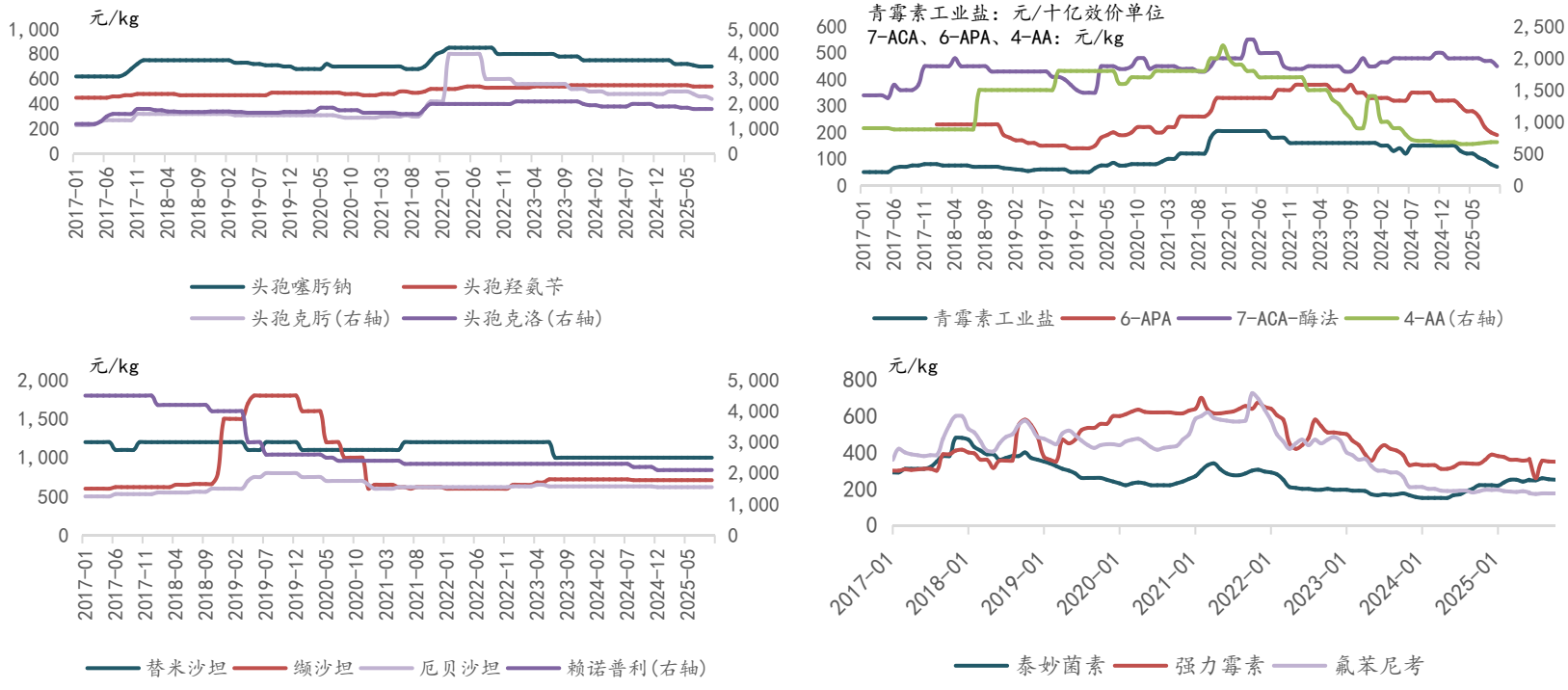
资料来源：彭博，太平洋证券

➢ **在原研药专利到期之后的3-4年，仿制药原料药的消耗量有望成倍增长，带来可观的增量需求。以缬沙坦片为例，**DIOVAN在美国专利到期前，2013年片剂零售端原料药消耗量为305.58吨。2014年，仿制药开始陆续上市，当年原料药消耗量为299.31吨，基本与原研专利到期前持平，2015年为仿制药上市后第一个完成年度，原料药消耗量迅速扩充一倍之多，达806.95吨，随后2年达到峰值1197.61吨，相较原研专利到期前消耗量扩充近4倍。

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.4 价格端：部分品种价格底部维稳，预计26年出清接近尾声

图表49：原料药主要品种市场价格（元/kg）



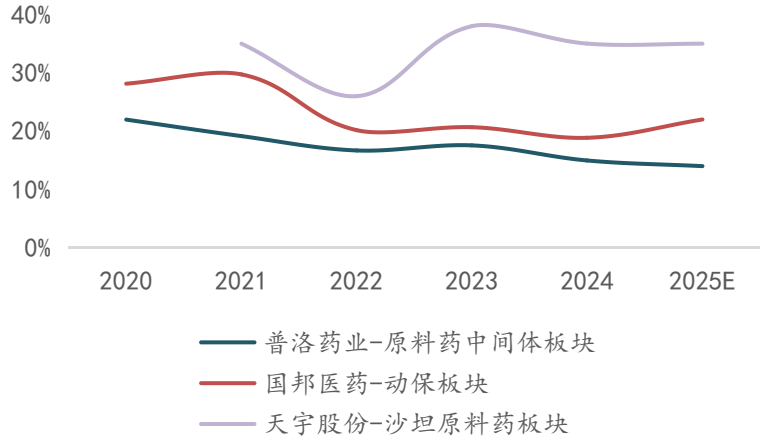
资料来源：iFinD，太平洋证券

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.4 价格端：部分品种价格底部维稳，预计26年出清接近尾声

➢**2025年部分产品价格底部维稳。**青霉素工业盐、4-AA、6-APA、缬沙坦、赖诺普利、替米沙坦、氟苯尼考、强力霉素等产品价格已处历史底部区域，2025Q3，4-AA、头孢系列产品、沙坦、氟苯尼考等产品价格环比维稳。普洛药业原料药业务毛利率处历史底部，资产减值同比-39%，国邦医药动保板块毛利率底部回升，资产减值同比-80%，预计出清接近尾声。

图表50：2020-2025E相关公司产品毛利率（%）



资料来源：各公司公告，iFinD，太平洋证券

图表51：2025Q1-3部分公司减值情况

	资产减值(亿元)	同比(%)
普洛药业	0.39	-39%
国邦医药	0.11	-80%
海翔药业	0.28	-70%
海正药业	1.62	-13%

资料来源：各公司公告，iFinD，太平洋证券

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.5 投资建议：关注创新转型的个股

- **奥锐特推荐逻辑：**①截至2025年6月底，地屈孕酮片总进院数超8,000家，广东22省联盟集采有望助力地屈孕酮片放量，预计2026年起每年获批3-5个制剂产品；②25H2多肽原料药加速放量，寡核苷酸原料药新品销售快速增长，加快创新药业务布局，AI小核酸药物发现联合实验室成立，聚焦肥胖、衰老、老年痴呆等病症。
- **盈利预测与投资建议：**预测2025/26/27年营收为17.18/19.74/22.05亿元，归母净利润为4.61/5.92/7.10亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格下降风险，汇率风险，产品研发失败风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,476	1,718	1,974	2,205
营业收入增长率(%)	16.89%	16.44%	14.88%	11.70%
归母净利（百万元）	355	461	592	710
净利润增长率(%)	22.59%	30.00%	28.33%	20.00%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.14	1.46	1.75
市盈率（PE）	24.66	19.25	15.03	12.54

- **奥翔药业推荐逻辑：**①研发投入持续加码，2025年公司研发团队扩充至近500人，成立了制剂研究院、合成生物技术研究院，Q1-3研发费用达8,161.88万元，创历史同期新高，研发费用率达12.64%；②公司积极布局创新药业务，一方面投资新药公司，另一方面引进、开发新药，公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的1.1类新药布罗佐喷钠尚待进入III期临床。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/26/27年收入为8.32/9.78/12.13亿元，归母净利润为2.41/3.94/3.82亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，产品价格下降风险，汇率风险，产品研发失败风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	795	832	978	1,213
营业收入增长率(%)	-2.63%	4.66%	17.55%	23.94%
归母净利（百万元）	207	241	294	382
净利润增长率(%)	-18.55%	16.73%	21.60%	30.14%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.29	0.35	0.46
市盈率（PE）	37.52	32.34	26.80	20.39

资料来源：iFinD，太平洋证券

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.5 投资建议：关注经营改善的个股

- **普洛药业推荐逻辑：**①2025Q1-3CDMO毛利占比近40%，已成为毛利贡献最大的业务，CDMO研发阶段项目高速增长41%，未来2-3年需交付的在手订单金额达52亿元，在手订单充足，逐步进入收获期；②股票回购彰显长期发展信心，2025年公司2次发布股票回购方案，第一次回购已完成，回购股份占总股本的0.90%，第二次拟回购股份占总股本的0.68%-1.35%。
- **盈利预测与投资建议：**预测2025/26/27年营收为103.32/111.94/125.04亿元，归母净利润为9.10/10.97/13.75亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；市场竞争加剧风险；研发项目增长不及预期风险；原料药产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,022	10,332	11,194	12,504
营业收入增长率(%)	4.77%	-14.05%	8.34%	11.71%
归母净利（百万元）	1,031	910	1,097	1,375
净利润增长率(%)	-2.29%	-11.72%	20.50%	25.37%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.79	0.95	1.19
市盈率（PE）	18.37	20.70	17.21	13.74

- **司太立推荐逻辑：**①预计公司2025年底将形成3000吨API产能，大规模产能释放收尾，产能利用率提升将有效降低生产成本，同时降本增效持续进行，碘回收取得阶段性成效；②制剂产能瓶颈突破，已建成年产能2,500万支，新产品生产及销售将逐渐步入正轨，盈利水平有望改善，此外上海工厂将成为爱尔兰IMAX的生产平台，打通海外制剂生产环节，发挥协同效应。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/26/27 年收入为25.04/28.18/32.21亿元，归母净利润为0.46/1.69/3.22亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格风险；政策风险；研发风险；外汇汇率波动风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,350	2,504	2,818	3,221
营业收入增长率(%)	7.02%	6.56%	12.54%	14.29%
归母净利（百万元）	-49	46	169	322
净利润增长率(%)	-211.00%	193.11%	269.85%	90.34%
摊薄每股收益（元）	-0.12	0.10	0.39	0.73
市盈率（PE）	—	92.90	23.82	12.73

资料来源：iFinD，太平洋证券

4、原料药：出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善

4.5 投资建议：关注经营改善的个股

- **同和药业推荐逻辑：**①公司新产品持续放量，法规市场注册获批持续进行，预计2026年新产品同比增长可达1-1.5亿元，27-28年销售额增长提速，新产品业务收入有望快速增长并带动盈利能力提升；②二厂区一期工程4个车间已转固，预计满产产值5亿，有效缓解新产品产能紧张问题，同时二厂区二期已开工建设，预计2个车间于25年试生产。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/26/27年营收为8.50/9.80/11.70亿元，归母净利润为1.31/1.57/1.97亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；产品价格下降风险；产能投放不及预期；环保风险；汇率风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	759	850	980	1,170
营业收入增长率(%)	5.09%	12.01%	15.29%	19.39%
归母净利（百万元）	107	131	157	197
净利润增长率(%)	0.57%	22.44%	20.14%	25.72%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.31	0.37	0.47
市盈率（PE）	34.67	28.32	23.57	18.75

- **国邦医药推荐逻辑：**①动保产品市占率持续提升，2025H1动保板块收入12.59亿元，占比42%，氟苯尼考出货量突破2,000吨，市占率持续提升，在产业链延伸方面，植保项目成功试产，项目稳步推进，七得乐系列健康饮品投向市场；②引入浙江国资推动战略发展，浙资运营战略投资7.91亿元，重点支持公司在宠物药物、新药研创、CDMO、新材料等领域布局及产业并购整合。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/26/27年营收为67.15/75.83/82.96亿元，归母净利润为9.54/11.42/13.14亿元，持续给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；市场竞争加剧风险；产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,891	6,715	7,583	8,296
营业收入增长率(%)	10.12%	13.99%	12.92%	9.41%
归母净利（百万元）	782	954	1,142	1,314
净利润增长率(%)	27.61%	22.00%	19.80%	15.05%
摊薄每股收益（元）	1.40	1.71	2.04	2.35
市盈率（PE）	16.61	13.60	11.40	9.90

资料来源：iFinD，太平洋证券

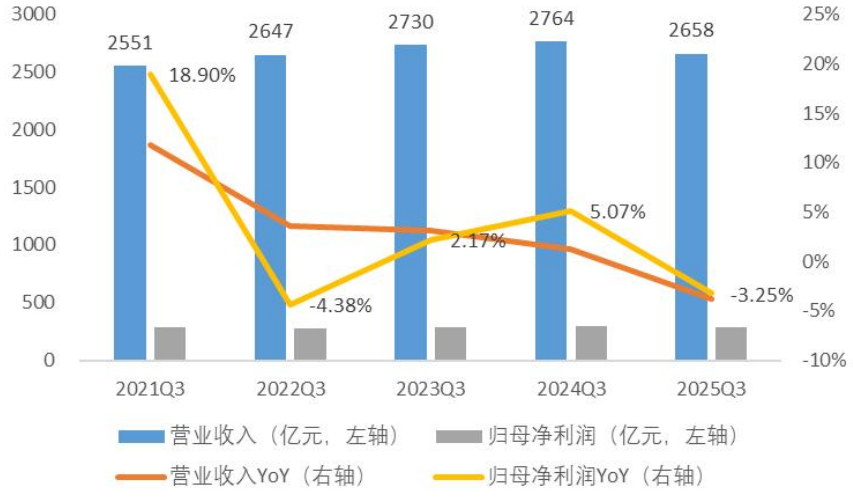
目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.1 2025年制剂板块复盘

图表52：2021-2025年仿制药板块前三季度营收、利润及增速



资料来源：Wind，太平洋证券

图表53：2025年仿制药板块个股涨跌幅前十（截至12月17日收盘）

序号	涨幅前十	涨跌幅	跌幅前十	涨跌幅
1	舒泰神	259.92%	葫芦娃	-46.33%
2	常山药业	219.66%	未名医药	-29.61%
3	多瑞医药	172.40%	人福医药	-21.51%
4	广生堂	169.73%	复旦复华	-16.13%
5	海辰药业	151.99%	哈药股份	-14.04%
6	昂利康	148.71%	九典制药	-12.97%
7	圣诺生物	127.04%	灵康药业	-12.95%
8	一品红	95.43%	国药现代	-12.20%
9	苑东生物	94.92%	浙江医药	-11.68%
10	信立泰	86.33%	华仁药业	-9.66%

资料来源：Wind，太平洋证券

- **2025年前三季度收入及利润皆出现同比下滑**。我们统计了仿制药板块的83家公司，前三季度营业收入2658亿元，同比下滑3.83%（去年同期+1.25%），归母净利润290亿元，同比下滑3.25%（去年同期5.07%）。
- 年初至今，**板块内涨幅较大的个股多为具有创新药属性和管线BD预期**，其中舒泰神、常山药业和多瑞医药全年涨幅居前。

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.2 集采竞争将逐步实现温和有序

图表54：历次集采中标及执行情况梳理

集采批次	开标时间	执行时间	中选品种数	拟中选企业数	拟中选产品数量	单品种平均中选企业数	平均降价幅度	注射剂品种占比
第一批	2018.11.15	2019年2月	25	15	26	1.0	52%	12.00%
第一批扩围	2019.9.1	2019年12月	25	45	60	2.4	59%	12.00%
第二批	2019.12.29	2020年4月	32	77	100	3.1	53%	3.13%
第三批	2020.7.29	2020年10月	55	125	191	3.5	53%	3.64%
第四批	2021.1.15	2021年5月	45	118	158	3.5	52%	17.78%
第五批	2021.6.2	2021年10月	61	148	251	4.1	56%	49.18%
第六批（胰岛素专项）	2021.11.5	2022年5月	16	11	42	2.6	48%	100.00%
第七批	2022.6.20	2022年11月	60	217	327	5.5	48%	48.33%
第八批	2023.3.29	2023年7月	39	174	252	6.5	56%	69.23%
第九批	2023.11.6	2024年11月	41	205	266	6.5	58%	48.78%
第十批	2024.12.12	2025年4月	62	234	385	6.2	60%+	59.68%
第十一批	2025.10.27	2026年	55	272	453	8.2	50%+	41.82%

资料来源：上海阳光采购网，太平洋证券

➢**集采中选企业数量逐步增长，竞争将逐步实现温和有序。**随着单品种平均中选企业数量逐步攀升，意味着单一品种中选企业的市场也将被切割成更多区域，同时，2022年以来省市续标常态化也为后续入局企业带来新机遇。前期集采赢者全得的市场中标格局将向温和有序的多厂家多区域中标逐步过渡。

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.3 四同及后续政策落地将加速产业集中度提升

➢**四同政策推动打压品牌溢价及品种单一企业生存空间。**国家医保局年初发布《关于促进同通用名同厂牌药品省际间价格公平诚信、透明均衡的通知》，明确到2024年3月底前，基本消除通用名、厂牌、剂型、规格均相同的药品在省际间的不公平高价、歧视性高价。

➢**三同政策在注射剂领域率先落地。**国家医疗保障局办公室于2024年8月4日发布《国家医疗保障局办公室关于规范注射剂挂网工作的通知》，通知对挂网药品价格治理目标是让注射剂价格更加透明，减少因包装数量、转换比差异形成的不公平价格问题。因为注射剂不同包装在挂网时包装数量和价格并非是绝对统一的，包材价格、包装工序复杂程度等不同会导致出现不公平价格，此次通知要按最小制剂单位进行价格治理，后续注射剂以最小制剂单位进行挂网，注射剂层面将完成“同通用名、同厂牌、同含量装量”三同政策落地。

➢未来“同通用名、同剂型”的二同政策也有望推出，相信这将极大推进我国仿制药去品牌化进程，且对单一靠剂型、定价或规格差异而生存的小型药企或MAH持证人将形成一定抑制，整个行业或将向多批文、高人效的头部企业加速集中。

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.4 MAH制度的兴起与收紧

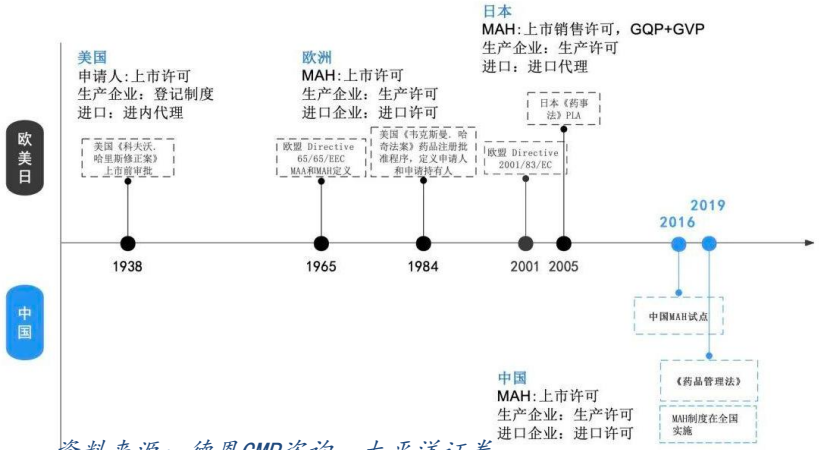
➢MAH——药品上市许可持有人（Marketing Authorization Holder），是指拥有药品技术的药品研发机构/生产企业主体/其他有资质的机构，可以申请并获得药品的上市许可批件.这种制度其实是一种将药品的生产许可与上市许可分开管理的模式，它是制药发达国家药品监管领域的通行做法，中国该项制度在2019年12月1日开始施行的修订版《药品管理法》中得到了确认，标志着其在我国的全面实施。当初国家鼓励MAH制度，初衷是为了推动医药创新，但后续出现的一千多家B证企业大部分都不具备创新药的资质和产品，只是成为批文平台。历经五年，截至2025年3月4日，共1252家持有B证的企业。

➢2023年10月，**CDE132号公告**，强化委托生产企业许可、质量和监督管理。

➢2024年9-11月，**严管C证征求意见稿**流出并出台，①新批文审批期间不得转让，上市三年内不得转让；②对于临床价值低、同质化严重的药品，原则上不能委托生产。

➢2024年**第十批集采**：①多家企业委托同一家生产的，以生产企业做主体，视同一个名额；②同通用名下有B证企业参与，在总入围名额（N-3）基础上要再减X。

图表55：全球MAH制度施行情况



资料来源：德恩GMP咨询，太平洋证券

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.5 行业真正开始产能出清

图表56：2020年底、2023年底和2024年底制剂企业数量对比

单位：件，家

省份	药品生产许可证数量	生产企业数量												
		原料药和制剂			生产化学药企业	生产中成药企业	生产中药企业（含饮片）	生产中药饮片企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	药用辅料	空心胶囊	特殊药品	其他
			生产制剂企业	生产原料药企业										
合　计	7690	4460	3765	1642	3519	2160	4357	2197	28	671	262	61	224	20

单位：件，家

省份	药品生产许可证数量	截至2023年底生产企业数量									
		原料药和制剂			生产化学药企业	生产中药企业（含饮片）	生产中成药企业	生产中药饮片企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	特殊药品
			生产制剂企业	生产原料药企业							
合　计	8460	5652	4979	1661	4494	4752	2418	2334	26	712	242

单位：件，家

省份	药品生产许可证数量	截至2024年底生产企业数量										
		原料药和制剂			生产化学药企业	生产中药企业（含饮片）	生产中成药企业	生产中药饮片企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	特殊药品
		生产制剂企业	其中：生物制品	生产原料药企业							
合　计	8886	5924	5219	379	1712	4760	4912	2457	2455	25	743	268

资料来源：CDE，《2020年药品监督统计年报》，《2023年药品监督统计年报》，《2024年药品监督统计年报》太平洋证券

- 2020-2023年全国生产制剂企业从3765家增长至4979家，复合增长9.76%，而原料药企业复合增长仅为0.38%。
- 2024年同比去年，全国生产制剂企业从4979家增长至5219家，复合增长下降至4.8%，而原料药企业复合增长为3.07%。
- 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；③MAH制度的收紧将打压B证企业的生存空间。

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.6 政策推动行业集中度提升——推荐在研管线丰富多批文高人效的企业

➢ **福元医药（601089）推荐逻辑：**①公司产品战略为首仿快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种。此类品种具有市场规模大，前期学术推广完善的特性，其也正是集采考虑的重点品种，并依托集采打开院外市场。②截至2025年6月底，公司共获得制剂境内药品注册批件209个，纳入国家医保目录品种共126个。预计未来公司每年将有10个以上品种获批，有望持续为公司贡献新的增量收入。

➢ **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/26/27年营收为36.83/40.26/44.50亿元，归母净利润为5.39/6.19/7.00亿元，对应当前PE为22/19/17倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**市场竞争加剧风险；带量采购丢标风险；产品研发失败风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,446	3,683	4,026	4,450
营业收入增长率(%)	3.17%	6.89%	9.31%	10.53%
归母净利（百万元）	489	539	619	700
净利润增长率(%)	-0.02%	10.33%	14.80%	13.15%
摊薄每股收益（元）	1.04	1.12	1.29	1.46
市盈率（PE）	23.84	21.63	18.84	16.66

资料来源：iFinD，太平洋证券

➢ **京新药业（002020）推荐逻辑：**①公司通过医药电商、品牌、商销等多种方式加速拓展院外终端市场，收入占比持续提升。②公司持续以临床需求为导向加速推进管线开发，在精神神经、心血管及消化疾病等重点领域取得阶段性研发进展，随着公司创新品种逐步兑现，有望持续为公司业绩贡献增量。

➢ **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/2026/2027年营收为43.67/46.73/50.47亿元，同比增长5.01%/7.01%/8.00%。归母净利润为8.20/9.11/10.15亿元，同比增长15.21%/11.12%/11.35%。对应当前PE为21/19/17倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；产品销售不及预期。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,159	4,367	4,673	5,047
营业收入增长率(%)	3.99%	5.01%	7.01%	8.00%
归母净利（百万元）	712	820	911	1015
净利润增长率(%)	15.04%	15.21%	11.12%	11.35%
摊薄每股收益（元）	0.83	0.95	1.06	1.18
市盈率（PE）	23.97	20.82	18.74	16.82

资料来源：iFinD，太平洋证券

5、制剂：政策变化迎来行业发展良机

5.7 创新药管线兑现叠加出海预期——推荐仿创结合的头部制剂企业

➢ **科伦药业（002422）推荐逻辑：**①输液制剂方面，基础输液联盟集采推动市场向头部企业集中，格局趋于稳定，持续推进包材升级。②公司合成生物学板块产品矩阵不断丰富，预计2026年随着逐步满产，合成生物学产品收入有望大幅增长。③在研管线持续推进，芦康沙妥珠单抗商业化进展顺利，2025上半年销售额过3亿元，同时公司多款新型ADC新药正加速推进临床。

➢ **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/2026/2027年收入为202.75/221.00/243.00亿元，归母净利润为28.48/30.17/32.01亿元，对应当前PE为17/16/15倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**行业政策风险；药品研发及上市不及预期；产品销售不及预期；竞争加剧的风险；环保风险。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,812	20,275	22,100	24,300
营业收入增长率(%)	1.67%	-7.05%	9.00%	9.95%
归母净利（百万元）	2,936	2,848	3,017	3,201
净利润增长率(%)	19.53%	-3.01%	5.96%	6.09%
摊薄每股收益（元）	1.86	1.78	1.89	2.00
市盈率（PE）	16.25	16.75	15.81	14.90

资料来源：iFinD，太平洋证券

➢ **亿帆医药（002019）推荐逻辑：**①截至上半年，公司已实现亿立舒在中国、美国、欧盟和巴西等34个国家获准上市销售，上半年亿立舒和易尼康销售收入实现同比增长169.57%，带动高毛利业务占比快速提高。②公司产品业务结构优化升级，盈利能力持续修复。医药自有产品收入占比逐年提升，提升公司毛利率水平。

➢ **盈利预测与投资建议：**预测公司2025/2026/2027年收入为58.20/67.56/78.10亿元，同比增长12.79%/16.08%/15.60%。归母净利润为5.96/8.01/10.06亿元，同比增长54.49%/34.36%/25.53%，对应估值为24/18/14倍，持续给予“买入”评级。

➢ **风险提示：**研发进度不及预期的风险；汇率波动风险；国际化经营风险；产品销售不及预期。

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,160	5,820	6,756	7,810
营业收入增长率(%)	26.84%	12.79%	16.08%	15.60%
归母净利（百万元）	386	596	801	1006
净利润增长率(%)	170.04%	54.49%	34.36%	25.53%
摊薄每股收益（元）	0.32	0.49	0.66	0.83
市盈率（PE）	37.41	24.23	18.03	14.35

资料来源：iFinD，太平洋证券

目录

1、医药板块2025年行情回顾
2、创新药——政策为基，关注出海、技术突破及数据催化
3、CXO——降息周期开启+本土创新驱动，大周期拐点或现
4、原料药——出清或接近尾声，关注创新转型及经营改善
5、制剂——政策变化迎来行业发展良机
6、风险提示

风险提示

- 美联储利率政策不及预期
- 投融资回暖不及预期
- 医药行业政策变化风险
- 市场竞争加剧风险
- 汇率波动风险
- 产能投放不及预期
- 创新药研发不及预期
- 医保政策变化风险
- 产品研发失败风险

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。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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分析人员的个人观点。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个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。