关注创新出海，重视新技术方向

—医药生物行业2026年投资策略

行业研究 · 行业投资策略

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn S0980521120001
证券分析师：彭思宇 0755-81982723 pengsiyu@guosen.com.cn S0980521060003
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyiling@guosen.com.cn S0980519010002
证券分析师：马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn S0980521070001
证券分析师：张超 0755-81982940 zhangchao4@guosen.com.cn S0980522080001
证券分析师：凌珑 021-60375401 linglong@guosen.com.cn S0980525070003
证券分析师：肖婧舒 0755-81982826 xiaojingshu@guosen.com.cn S0980525070001
联系人：贾瑞祥 021-60875137 jiaruixiang@guosen.com.cn

报告摘要

■ **出海行情火热，创新药及产业链在2025年表现出色**。受益于持续不断的BD出海落地、优秀的临床数据读出以及政策端的支持，创新药在2025年呈现了显著的超额收益。另一方面，随着全球医药行业的投融资环境的前景改善，CXO行业需求端复苏，CXO板块同样有较大的涨幅。对外授权、全球临床开发等海外预期/业务是支持2025年板块行情的核心因素；展望2026年，我们持续看好核心资产已经授权出海，有全球竞争力和差异化创新能力的创新药公司，以及拥有成本控制、技术积淀与产能规模等方面的较高壁垒的国内CXO龙头公司。

■ **国内供需较为平稳，支付端向创新倾斜**。2025年1-11月全国财政卫生健康支出同比增长4.7%，在连续两年的下滑之后增速转正。25年全年的医药制造业工业增加值保持低个位数增长，营业收入、利润总额均出现小幅下滑。支付端来看，医保基金的收入和支出增速继续下降，1-11月统筹收入2.63万亿元（+2.9%），支出2.11万亿元（+0.5%）。药械集采和医保谈判常态化开展，医疗服务价格改革进一步推进，DRG/DIP付费方式全面落地；另一方面，国家医保谈判继续进行，创新药降价幅度较为合理，首次推出商保目录作为国家医保的补充。

■ **重视新技术方向，关注双抗、小核酸等创新药物形态以及AI医疗、脑机接口等创新技术**。创新药方面，新药物形态进入POC/重磅产品上市阶段；B细胞清除疗法（TCE/CAR-T）在自免疾病中的应用前景获得越来越多的临床数据支持，肝脏靶向的小核酸药物技术成熟，商业化取得验证，肝外靶向技术拥有巨大前景。脑机接口已进入“技术突破向商业化跃迁”的关键节点，当前行业受益于十五五规划重点布局、医保赋码与医疗器械标准落地等政策红利，叠加 Neuralink 量产预期与国内临床突破的催化，全球市场规模有望迎来爆发式增长。

■ **投资建议**：关注创新出海，重视新技术方向。**推荐标的**：迈瑞医疗、药明康德、凯莱英、爱尔眼科、联影医疗、新产业、华润三九、特宝生物、美好医疗、爱博医疗、艾德生物、英科医疗、南微医学、益丰药房、大参林、春立医疗；H股：科伦博泰生物-B、康方生物、三生制药、和黄医药、康诺亚-B、爱康医疗。

■ **风险提示**：研发失败风险、商业化不及预期风险、地缘政治风险、政策超预期风险。

2026年年度策略组合

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：国信医药2026年年度策略组合

	代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				ROE 24A	PEG 25E	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
A股组合	300760.SZ	迈瑞医疗	2,370	116.7	98.8	111.5	131.3	20.3	24.0	21.3	18.1	32.5%	6.0	优于大市
	688271.SH	联影医疗	1,100	12.6	19.5	23.7	27.7	87.2	56.5	46.4	39.7	6.3%	1.9	优于大市
	603259.SH	药明康德	2,936	93.5	111.6	127.3	145.1	31.4	26.3	23.1	20.2	16.1%	1.7	优于大市
	300832.SZ	新产业	440	18.3	16.9	20.0	23.3	24.0	26.0	22.0	18.9	21.3%	3.1	优于大市
	301363.SZ	美好医疗	194	3.6	3.5	4.5	5.8	53.2	55.3	43.0	33.6	10.5%	3.3	优于大市
	002821.SZ	凯莱英	369	9.5	11.4	12.9	14.6	38.8	32.5	28.6	25.2	5.6%	2.1	优于大市
	300015.SZ	爱尔眼科	1,054	35.6	40.6	48.3	56.6	29.6	26.0	21.8	18.6	17.2%	1.6	优于大市
	300685.SZ	艾德生物	91	2.5	3.2	3.8	4.5	35.6	28.6	23.8	20.1	13.8%	1.4	优于大市
	688278.SH	特宝生物	310	8.3	10.7	15.4	21.7	37.4	28.9	20.1	14.3	32.4%	0.8	优于大市
	000999.SZ	华润三九	472	33.7	37.4	40.8	48.6	14.0	12.6	11.6	9.7	16.9%	1.0	优于大市
	688050.SH	爱博医疗	122	3.9	4.3	5.2	6.3	31.4	28.6	23.5	19.5	16.1%	1.7	优于大市
	300677.SZ	英科医疗	286	14.7	12.4	17.0	20.1	19.5	23.1	16.8	14.2	8.4%	2.1	优于大市
	688029.SH	南微医学	161	5.5	6.9	8.0	8.9	29.0	23.3	20.1	18.1	14.5%	1.4	优于大市
	603939.SH	益丰药房	301	15.3	17.3	20.1	23.2	19.7	17.4	15.0	13.0	14.3%	1.2	优于大市
	603233.SH	大参林	242	9.1	12.1	14.9	18.0	26.5	20.1	16.3	13.5	13.3%	0.8	优于大市
	688236.SH	春立医疗	91	1.2	2.8	3.7	4.5	72.7	32.8	24.8	20.2	4.4%	0.6	优于大市
港股组合	9926.HK	康方生物	962	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(187.0)	3318.4	131.8	53.7	-7.6%	(13.2)	优于大市
	6990.HK	科伦博泰生物-B	898	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(336.8)	(124.6)	(297.5)	189.1	-8.1%	0.6	优于大市
	0013.HK	和黄医药	190	2.7	30.1	4.8	7.6	70.1	6.3	40.0	25.2	5.0%	0.2	优于大市
	2162.HK	康诺亚-B	153	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(29.6)	(31.1)	(26.5)	287.9	-20.8%	0.2	优于大市
	1530.HK	三生制药	554	20.9	99.6	28.8	32.1	26.5	5.6	19.3	17.3	13.5%	0.4	优于大市
	1789.HK	爱康医疗	62	2.7	3.3	4.0	4.8	22.6	18.8	15.5	12.9	10.4%	0.9	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：以2026/1/23股价计算

目录

【01】2025年医药板块基本面及行情回顾

【02】细分板块投资机会展望

【03】医药行业2026年投资策略及推荐标的

1.1 行情回顾：A股医药板块25年表现出色

- 2025年1月，发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》、《关于深化药品医疗器械监管改革的指导意见》，大盘和医药板块逐步回暖。
- 5月，三生制药与辉瑞达成首付款12.5亿美元的重磅交易、2025年ASCO会议正式召开推动医药板块大幅度上涨。
- 7月，2025年ESMO会议摘要题目公布、恒瑞医药与GSK达成首付5亿美元及潜在里程碑120亿美元的合作促使医药板块持续上涨。
- 9月，国家药监局发布关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告。
- 12月，国家医保局发布2025年国家基本医保目录和首个商保目录；美国参议院通过2026财年国防授权法案，生物医药法案落地。

图：A股医药板块2025年整体走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：截至2025-12-31

1.1 行情回顾：子版块中化学制药和医疗服务板块领涨

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 2025年全年，医药医药行业整体上涨，各二级子行业表现良好，其中医疗服务和化学制药板块涨幅领先。

- 医疗服务板块涨幅最大，主要由CXO板块带动；化学制药上涨得益于创新药的BD合作、各大国际会议上的临床数据读出等事件催化，中国创新药价值得到验证，获得全球药企的认可；生物制品板块创新产品获批上市，支付端逐步改善；医药商业板块行业整顿接近尾声，药品流通规范度提高；医疗器械板块的创新品种仍有需求，板块仍具备增长潜力；中药板块2025年出现小幅下跌。

图：A股医药二级行业2025年整体走势

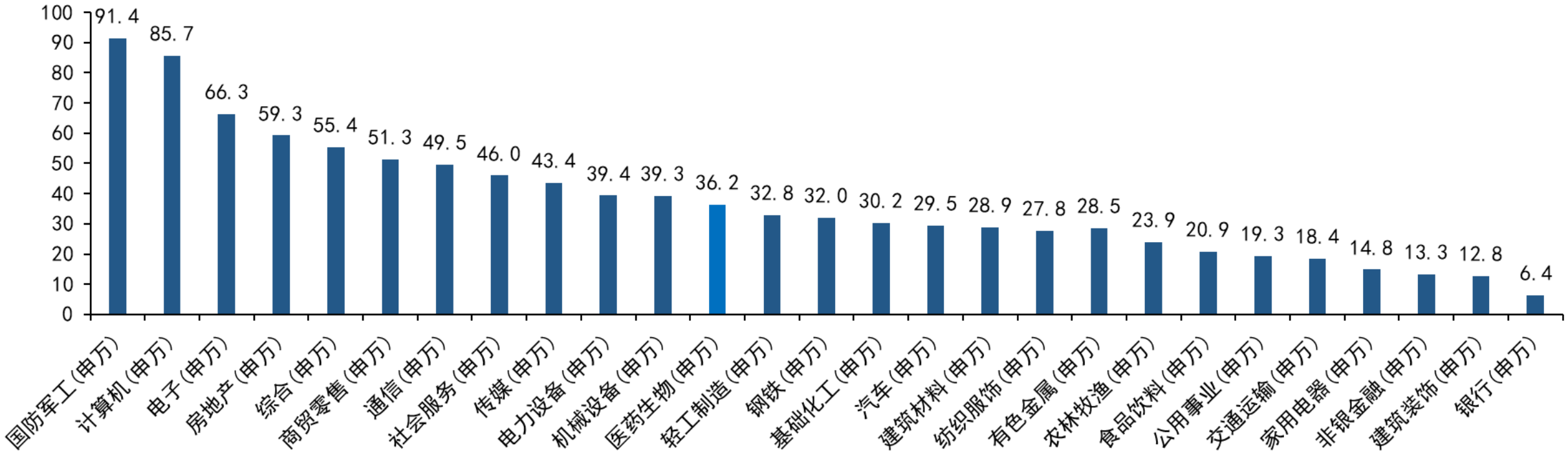


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：截至2025-12-31

1.1 行情回顾：医药生物板块估值处于历史中高分位数

■ 2025年，全部A股（申万A股指数）市盈率（TTM）21.1x，医药生物市盈率（TTM）36.2x，处于近5年历史估值的77.73%分位数。

图：申万一级行业市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　注：截至2025-12-31

1.1 行情回顾：子版块估值处于历史中高分位

■ 2025年，医药行业整体持续上涨，各子行业表现良好：

✓ 医疗服务：全年涨幅31.4%， PE（TTM）为31.28，处于近5年历史估值的32.42%分位数；

✓ 化学制药：全年涨幅28.6%，PE（TTM）为45.41，处于近5年历史估值的87.50%分位数；

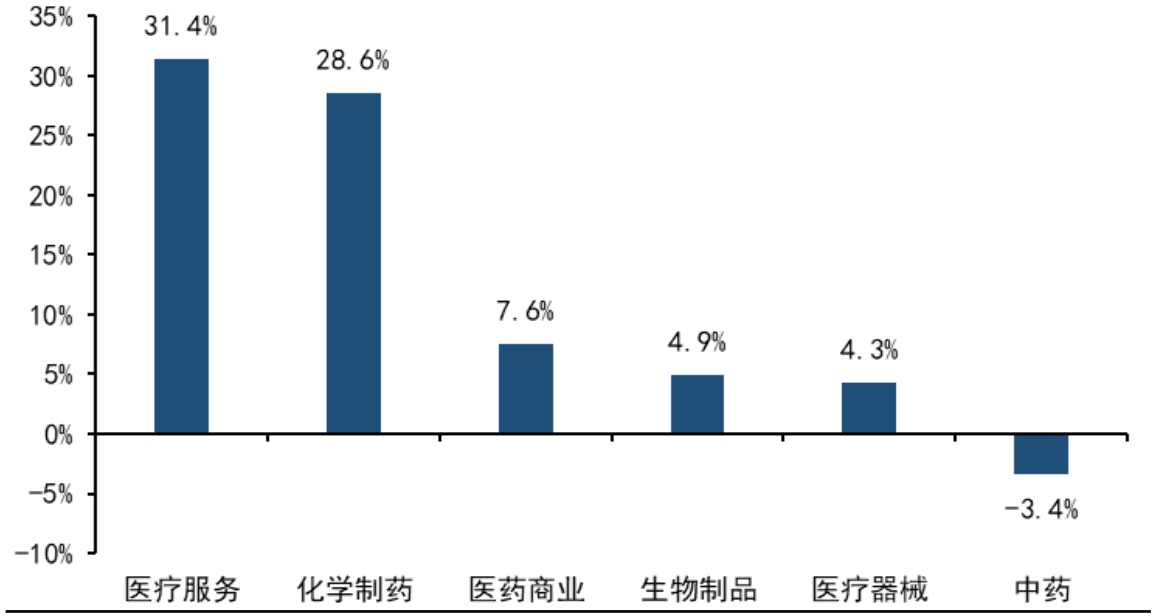
✓ 医药商业：全年涨幅7.6%， PE（TTM）为20.67，处于近5年历史估值的85.55%分位数；

✓ 生物制品：全年涨幅4.9%， PE（TTM）为45.46，处于近5年历史估值的77.73%分位数；

✓ 医疗器械：全年涨幅4.3%， PE（TTM）为38.57，处于近5年历史估值的89.06%分位数；

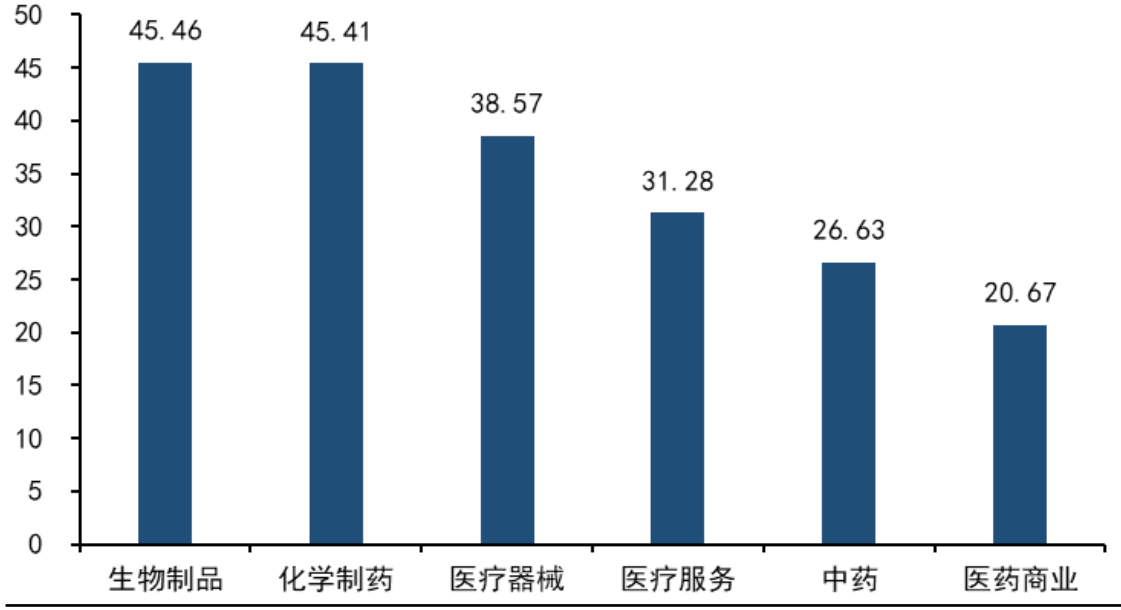
✓ 中药：全年跌幅3.4%， PE（TTM）为26.63，处于近5年历史估值的41.60%分位数。

图：A股医药行业子版块2025年涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-12-31

图：A股医药行业子版块2025年市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：截至2025-12-31

1.1 行情回顾：医药A/H涨跌幅前十标的统计

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：医药涨幅前十的股票

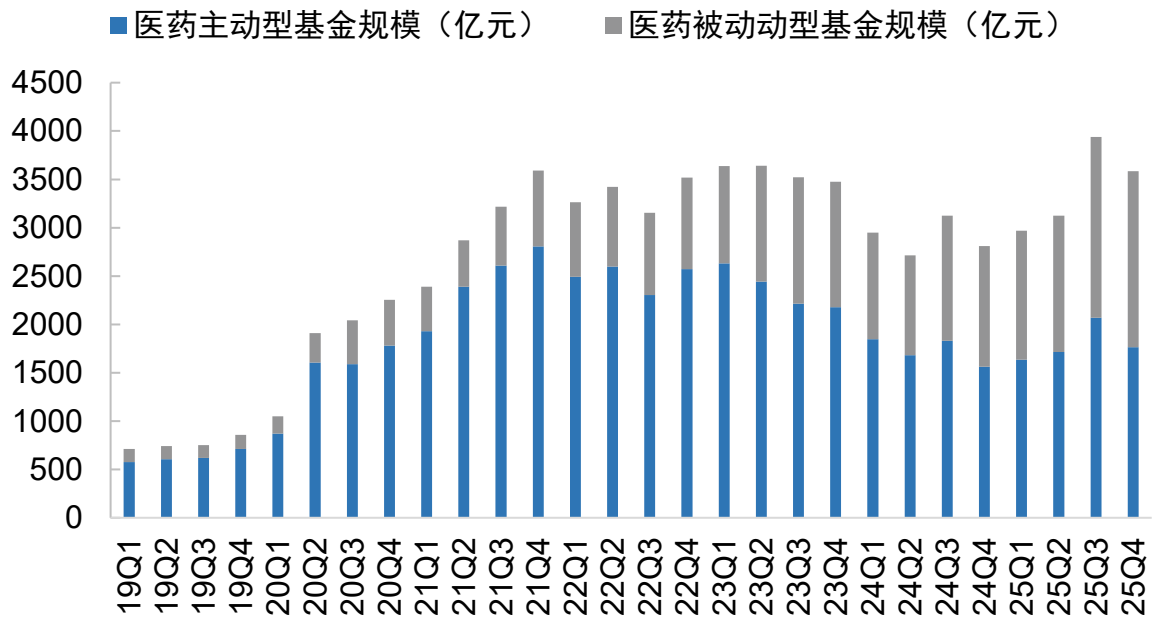
	代码	简称	年初至今涨跌幅	预计上涨原因
A股	300204.SZ	舒泰神	281%	STSA-1002针对急性呼吸窘迫综合征适应症临床数据读出，安全性和有效性良好
	603122.SH	合富中国	261%	公司拓展新的赛道，AI赋能公司现有业务
	603301.SH	振德医疗	241%	公司股价受到资本举牌刺激
	301075.SZ	多瑞医药	238%	公司实控人变更，完成收购，有望带来第二增长点
	688607.SH	康众医疗	226%	公司深度布局”AI+基层医疗“，达成多项合作和技术突破
	300255.SZ	常山药业	212%	公司积极创新转型，布局降糖、减重领域的长效GLP-1RA产品
	688013.SH	天臣医疗	191%	公司聚焦超微创、电动智能、集约式智能手术平台及执行末端等领域的核心技术研发创新
	603716.SH	塞力医疗	188%	公司布局精神医学数字疗法和脑科学大模型
	688336.SH	三生国健	187%	公司多款创新药资产进入NDA和临床3期研究阶段，即将商业化
	300436.SZ	广生堂	185%	乙肝类创新药品推进至关键临床阶段，挑战乙肝临床治愈
H股	9995.HK	荣昌生物	434%	泰它西普治疗重症肌无力适应症在国内获批上市，是全球首个双靶点治疗重症肌无力的分子，全球多中心3期临床研究仍在推进，有利于拓展海外市场
	1530.HK	三生制药	308%	PD-1/VEGF双抗707管线与辉瑞达成BD合作，首付款12.5亿美元，辉瑞即将开展多项3期临床研究
	2252.HK	微创机器人-B	159%	公司核心产品商业化实现突破性进展，全球订单与装机量快速攀升吗，五大手术机器人赛道全面获批
	2696.HK	复宏汉霖	143%	公司HLX43在多个实体瘤的临床研究中获得突破性进展
	2276.HK	康耐特光学	135%	公司为阿里巴巴旗下夸克AI眼镜S1系列的独家镜片供应商
	6990.HK	科伦博泰生物-B	134%	sac-TMT在国内获批用于治疗2L+ TNBC、EGFR-TKI及含铂化疗经治的EGFRm nsqNSCLC、EGFR-TKI经治的EGFRm nsqNSCLC
	6127.HK	昭衍新药	131%	公司的核心资产实验猴价格上升带来公允价值收益
	1833.HK	平安好医生	129%	公司医险协同模式深化，AI技术深度嵌入问诊、随访、健康管理全流程
	3692.HK	翰森制药	119%	公司与罗氏、Glenmark达成商业化合作；多款创新药资产临床研究进展顺利
	9969.HK	诺诚健华	116%	公司的奥布替尼与Zenas公司达成海外商业化合作，国内自免领域多个产品即将开展关键临床研究

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理　　注：截至2025-12-31；剔除ST股；剔除50亿市值以下股票；相关公司仅作为列示，不代表投资建议

1.2 公募基金医药持仓分析：医药基金规模有所下滑

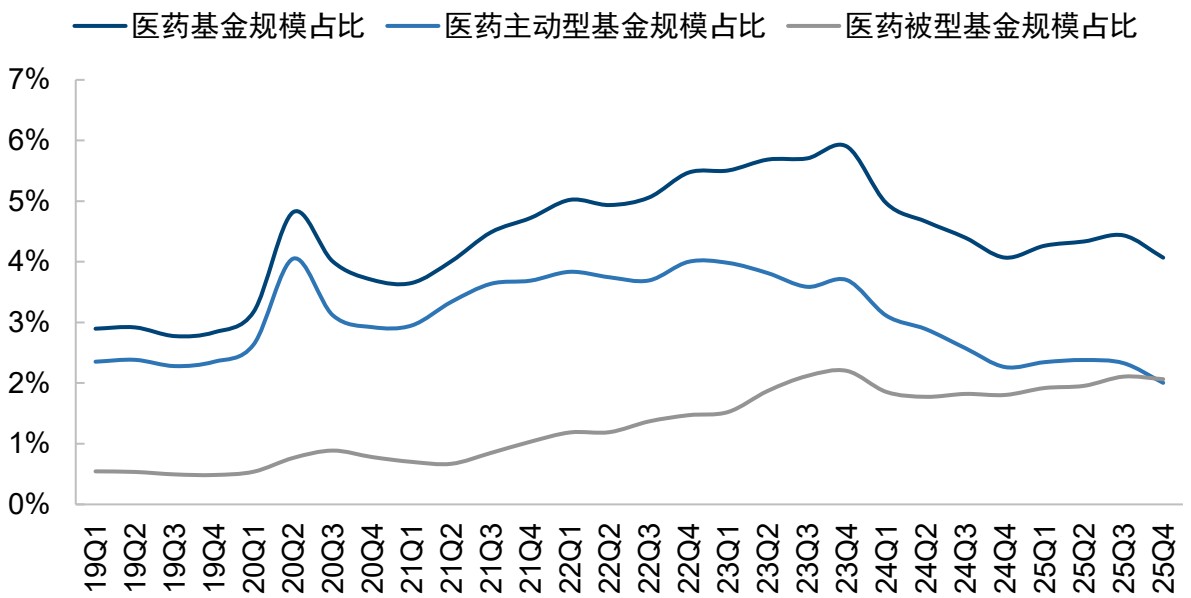
- 截至25Q4，医药基金资产净值规模达到3584亿元，环比-9.0%，占全部基金样本规模比例为4.1%，其中主动型基金规模1765亿元（环比-14.6%），规模占比2.0%，被动型基金规模1818亿元（环比-2.8%），规模占比2.1%，2019年以来被动型基金规模首次超过主动型医药基金。

图：医药基金资产净值规模情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药基金资产净值规模占比情况

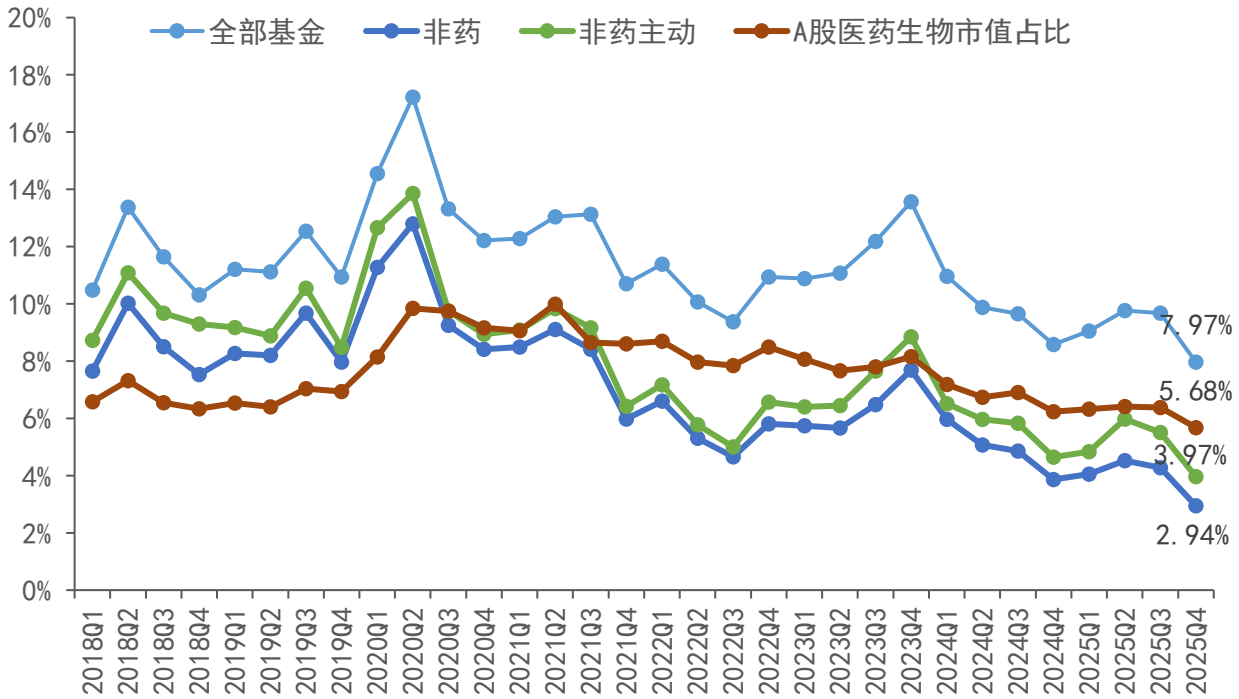


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：全基金样本为股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金

1.2 公募基金医药持仓分析：医药持仓占比下降明显

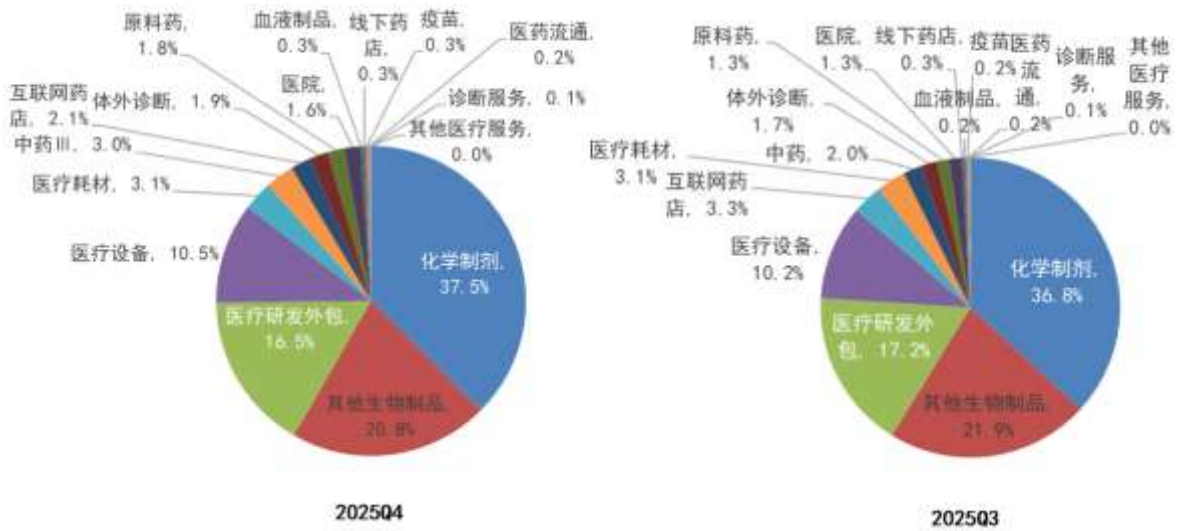
- **医药基金医药持仓环比降低，非药基金医药持仓环比下降明显：**25Q4全部基金医药持仓占比为7.97%，环比-1.71pp；其中医药基金医药持仓占比为97.45%，环比-0.14pp；非药基金医药持仓为2.94%，环比-1.34pp；
- 从医药持仓结构来看，25Q4持仓占比最大的子板块为**化学制剂、其他生物制品**；较25Q3持仓占比增加最多的子板块为**中药、化学制剂**，持仓占比下降最多的子板块为**互联网药店、其他生物制品**。

图：医药生物持仓情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：医药生物细分子板块持仓占比变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 公募基金医药持仓分析

- **持有基金数最多的TOP3医药股：**恒瑞医药(498家)、药明康德(408家)、迈瑞医疗(204家)
- **持有市值最大的TOP3医药股：**恒瑞医药(317亿元)、药明康德(298亿元)、信达生物(167亿元)

表：持有基金家数TOP20个股

简称	25Q4较25Q3持有基金数变动值	25Q4持有基金家数	25Q3持有基金家数
恒瑞医药	-236	498	734
药明康德	-156	408	564
迈瑞医疗	-45	204	249
信达生物	-95	202	297
百济神州-U	-13	162	175
三生制药	-65	141	206
百利天恒	4	136	132
联影医疗	-6	135	141
康方生物	-36	104	140
泰格医药	39	102	63
科伦博泰生物-B	-12	100	112
英科医疗	-2	91	93
百济神州	-1	85	86
泽璟制药-U	-41	83	124
石药集团	-15	75	90
益方生物-U	-16	75	91
科伦药业	-29	74	103
康龙化成	-15	71	86
药明生物	2	70	68
映恩生物-B	47	58	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：持有市值TOP20个股

简称	25Q4较25Q3持股总市值变动(亿元)	25Q4持股总市值(亿元)	25Q3持股总市值(亿元)
恒瑞医药	-106.7	317.3	423.9
药明康德	-153.9	297.8	451.7
信达生物	-50.3	166.5	216.8
迈瑞医疗	-47.1	151.6	198.7
康方生物	-27.3	108.0	135.2
联影医疗	-15.0	102.1	117.1
三生制药	-25.6	97.0	122.6
百济神州	-16.2	96.5	112.7
科伦博泰生物-B	-18.1	84.7	102.8
石药集团	7.1	84.5	77.4
百利天恒	-18.8	82.9	101.7
百济神州-U	-13.2	80.6	93.8
药明生物	-13.0	65.6	78.6
海思科	6.2	61.9	55.7
京东健康	-25.6	60.2	85.8
泰格医药	15.5	58.6	43.1
康龙化成	-7.5	56.9	64.4
中国生物制药	-14.3	53.8	68.1
科伦药业	-26.9	48.3	75.2
翰森制药	12.2	47.0	34.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 公募基金医药持仓分析：医药持仓集中在创新药及产业链

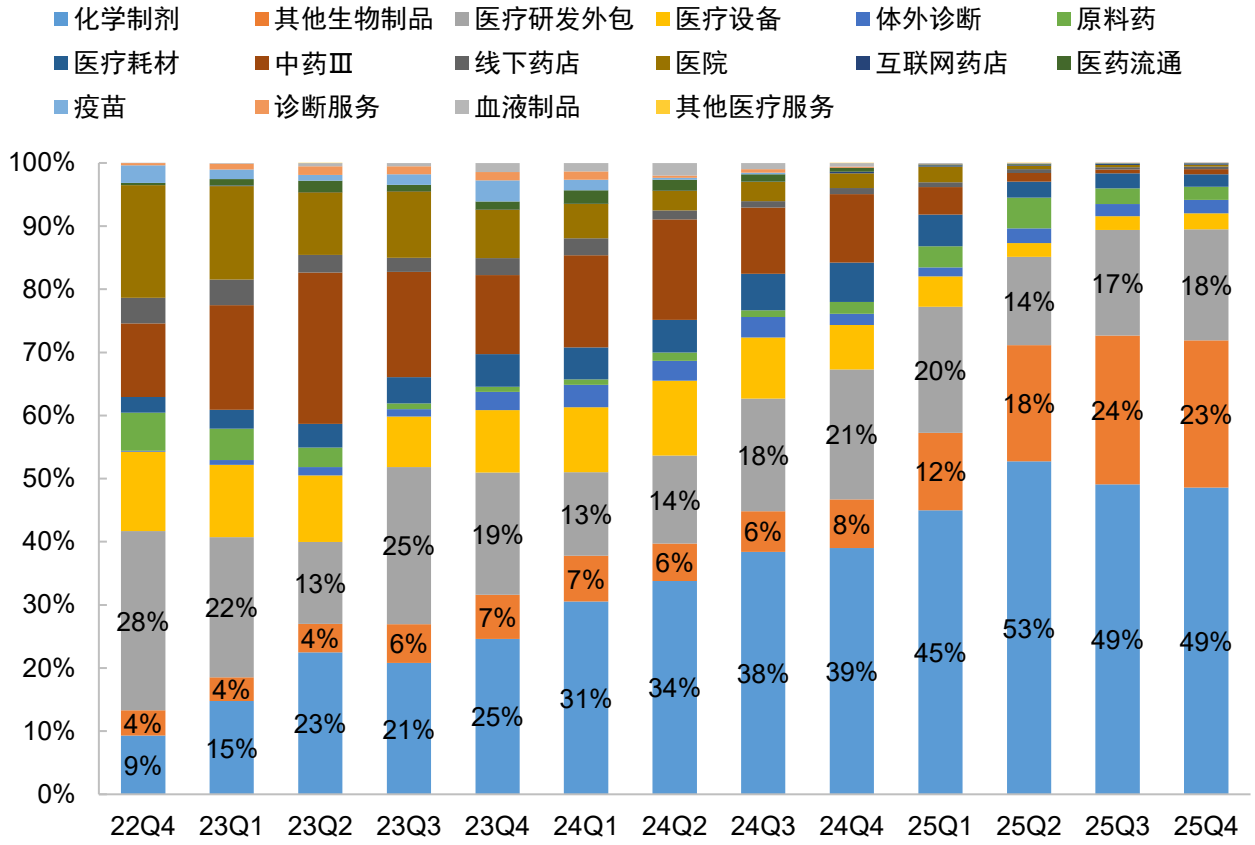
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **公募主动型基金医药持仓结构向化学制剂、其他生物制品、CXO聚集。**

✓ **医药主动型基金：**化学制剂（49%）、其他生物制品（23%）、CXO（18%）持仓占比合计达到90%。

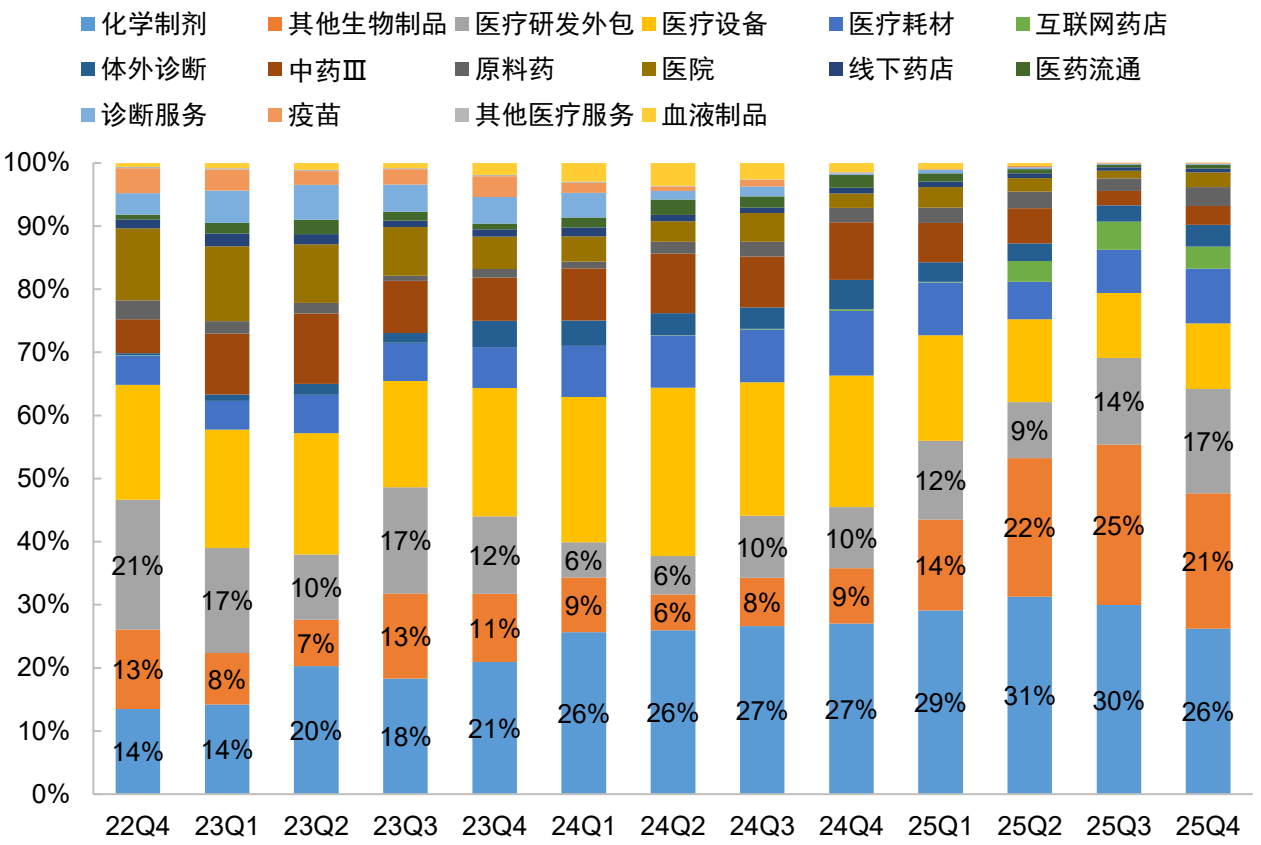
✓ **非药主动型基金：**化学制剂（26%）、其他生物制品（21%）、CXO（17%）持仓占比合计达到64%，较25Q3有所降低。

医药重仓持股结构-医药主动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

医药重仓持股结构-非药主动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 公募基金医药持仓分析

- **加仓TOP5医药股：**百奥赛图、普蕊斯、江中药业、映恩生物-B、亚盛医药-B；
- **减仓TOP5医药股：**诺诚健华-U、美好医疗、一品红、荣昌生物、舒泰神。

（根据基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度）

表：加仓TOP10个股

简称	持股占流通股比(25Q4-25Q3,pp)	25Q4持股占流通股比(%)	所属行业
百奥赛图	21.48	21.48	医疗研发外包
普蕊斯	8.81	11.07	医疗研发外包
江中药业	6.57	9.91	中药Ⅲ
映恩生物-B	6.05	7.99	其他生物制品
亚盛医药-B	5.71	5.86	化学制剂
可孚医疗	5.45	6.95	医疗耗材
苑东生物	5.31	7.90	化学制剂
泰格医药	5.12	18.25	医疗研发外包
奥泰生物	4.97	5.83	体外诊断
艾迪药业	4.45	5.12	其他生物制品

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：根据25Q4较25Q3基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度

表：减仓TOP10个股

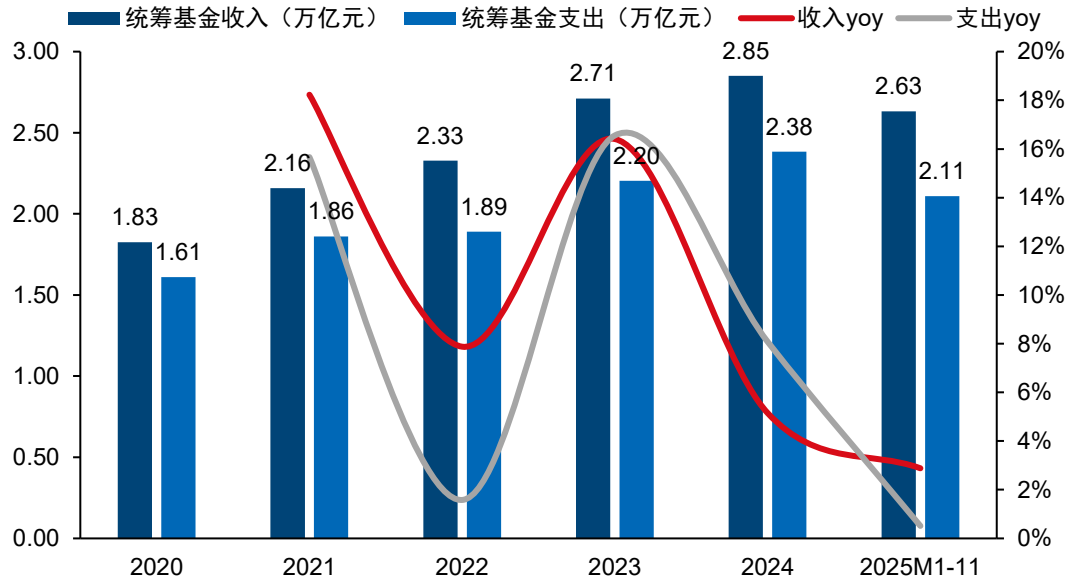
简称	持股占流通股比(25Q4-25Q3,pp)	25Q4持股占流通股比(%)	所属行业
诺诚健华-U	-10.44	13.47	化学制剂
美好医疗	-8.97	4.38	医疗设备
一品红	-6.46	0.93	化学制剂
荣昌生物	-5.14	20.25	其他生物制品
舒泰神	-4.75	0.61	化学制剂
ST人福	-4.67	4.65	化学制剂
再鼎医药	-4.43	0.07	其他生物制品
阿里健康	-3.71	0.03	互联网药店
一心堂	-3.23	6.16	线下药店
科伦药业	-3.07	12.61	化学制剂

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：根据25Q4较25Q3基金重仓持股占流通股比例变动幅度衡量加减仓幅度

1.3 中观数据：统筹基金收支增速持续下滑，统筹账户结存占比提升

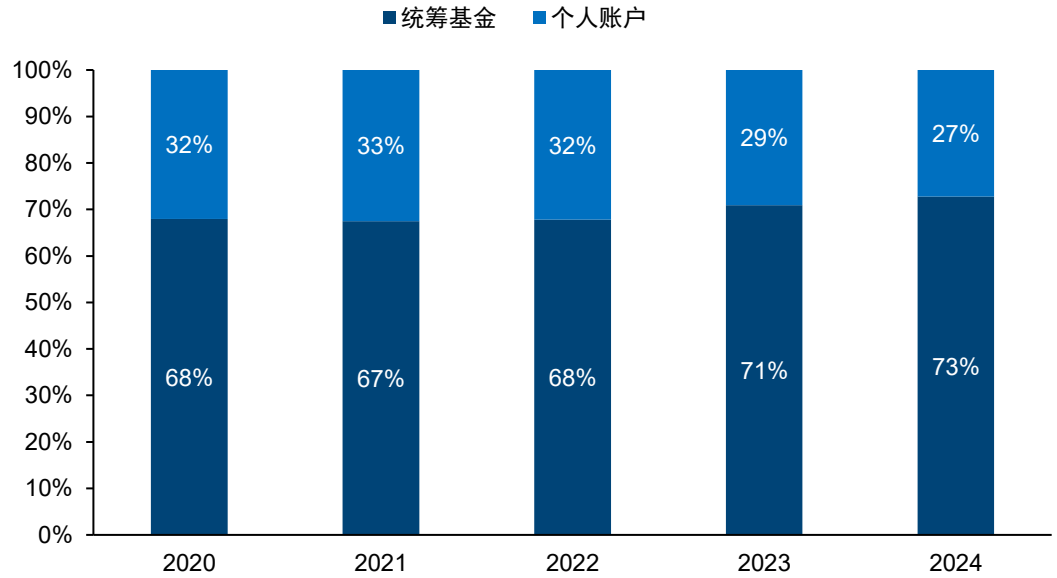
- **2025年1~11月医保统筹基金收入及支出增速均继续下降。**根据国家医保局统计，2025年前11个月，基本医保统筹基金收入及支出增速自2023年升至较高水平以来持续下滑。2025年1-11月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金收入2.63万亿元，同比增长2.9%，总支出2.11万亿元，同比增长0.5%。医保局坚持“以收定支、收支平衡、略有结余”原则，面临人口老龄化带来的压力，医保基金未来预计继续坚持“开源节流”，药械集采和医保谈判常态化开展，医疗服务价格改革进一步推进，DRG/DIP付费方式全面落地，保障医保基金的平稳运行和收支平衡。
- **医保基金累计结存中，统筹基金占比有所提升。**在2024年医保基金累计结存中，统筹基金累计结存占比为73%，个人账户累计结存占比27%，统筹基金占比自2021年起呈现不断提升趋势。

图：基本医疗保险统筹基金收支情况（2020-2025M11）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

图：医保基金累计结存（2020-2024）

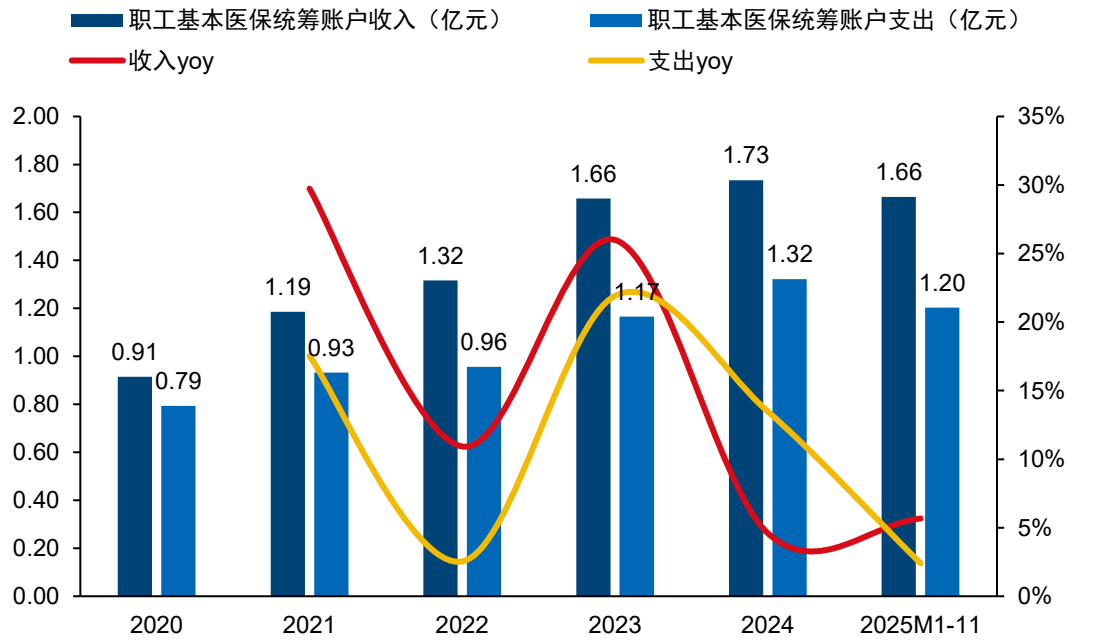


资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

1.3 中观数据：城乡居民基本医保收支增速下滑较为显著

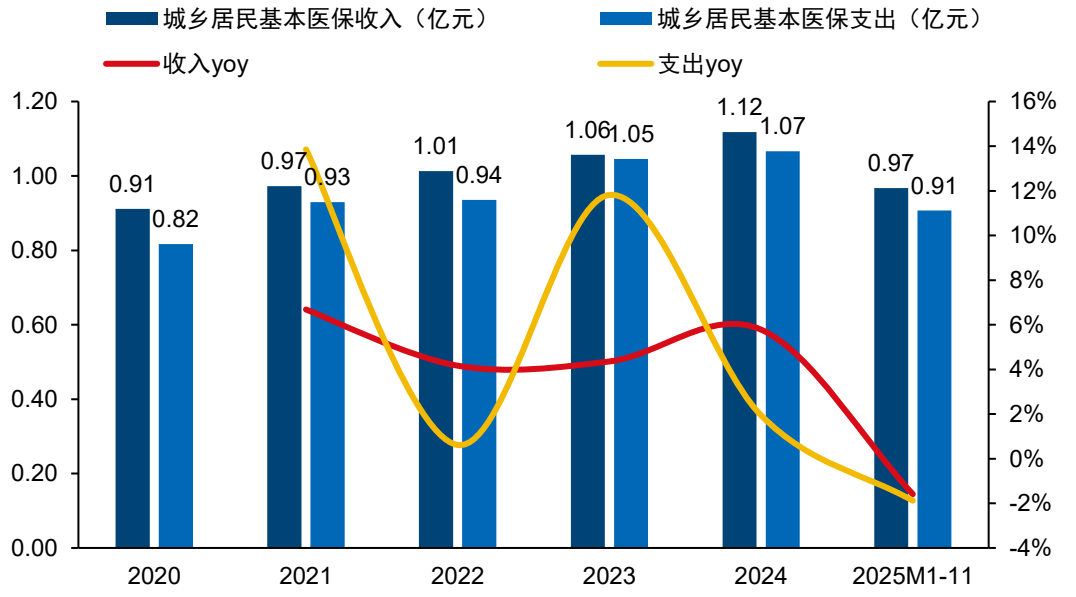
- **职工医保统筹账户收支情况整体稳定。**职工医保统筹账户收入近年来增速有所波动，由2021年的29.7%下滑至2024年的4.6%,2025年前11个月略有好转，收入同比增长5.7%。预计短期内就业结构、整体经济环境等因素依然会对职工医保收入增长造成影响。职工医保支出端也受到控费政策等影响，增速出现明显下滑，2025年前11个月支出增速下降至2.4%。职工基本医保收支基本稳定，整体结存情况较为宽松，截至2024年末，职工医保基金统筹基金和个人账户累计结存分别为3.04/1.45万亿元（同比增加15.6%/3.7%）。
- **城乡居民基本医保收入及支出增速均显著下滑。**城乡居民医保收入近些年始终维持中个位数增长，但由于公共卫生事件期间支出端出现较大幅度波动，2021及2023年支出的同比增速分别达到了13.9%/11.8%，2024年起支出增速显著放缓，2025M1-11支出及收入均同比下降。截至2024年末，城乡居民基本医保累计结存8183.02亿元，同比增加6.8%。

图：职工基本医疗保险统筹账户收支情况（2020-2025M11）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

图：城乡居民基本医疗保险收支情况（2020-2025M11）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

1.3 中观数据：财政卫生健康支出整体维持同比提升趋势

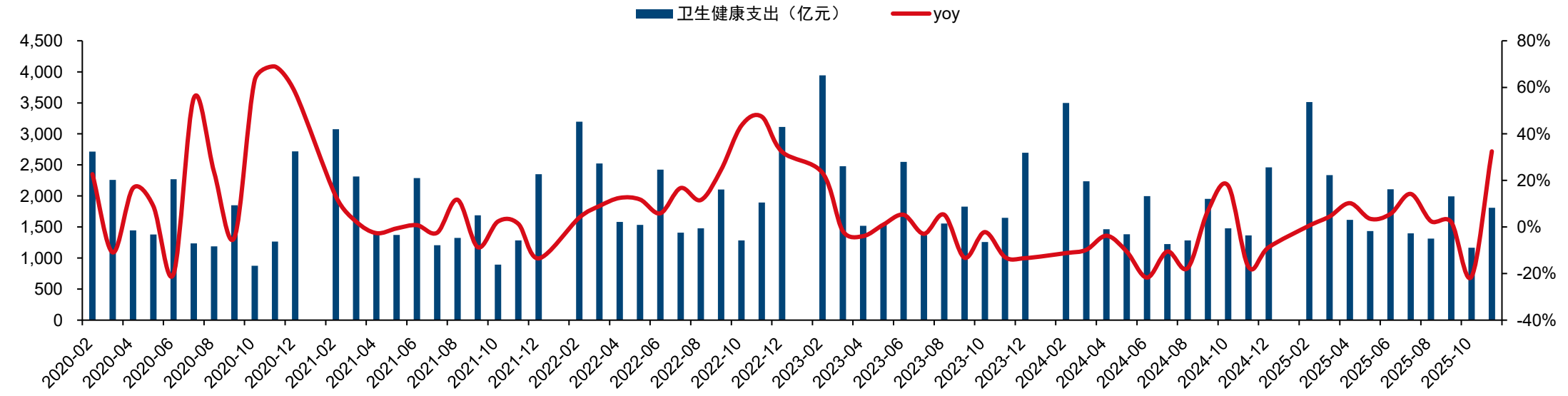
- **2025年1-11月全国财政卫生健康支出同比提升。**2025年1-11月，全国累计实现卫生健康支出18687.0亿元，同比增长4.7%；
- **2024年11-12月卫生健康支出同比下滑，2025年同比转正。**逐月来看，2024年11、12月每月卫生健康支出均同比有所下滑，2025年2月份以来开始同比增长。2025年全年卫生健康支出预算为21372亿元，比2024年决算数提升5%。2025前11个月累计实现支出占全年预算数的87.4%。

表：全国财政卫生健康支出预决算情况（2020-2025，单位：亿元）

	预算	决算	预算完成度
2021	18659	19143	102.6%
2022	20964	22537	107.5%
2023	24211	22393	92.5%
2024	22836	20348	89.1%
2025	21372	18687（1-11月）	87.4%

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

图：全国财政卫生健康支出情况（亿元，2020年2月-2025年11月）

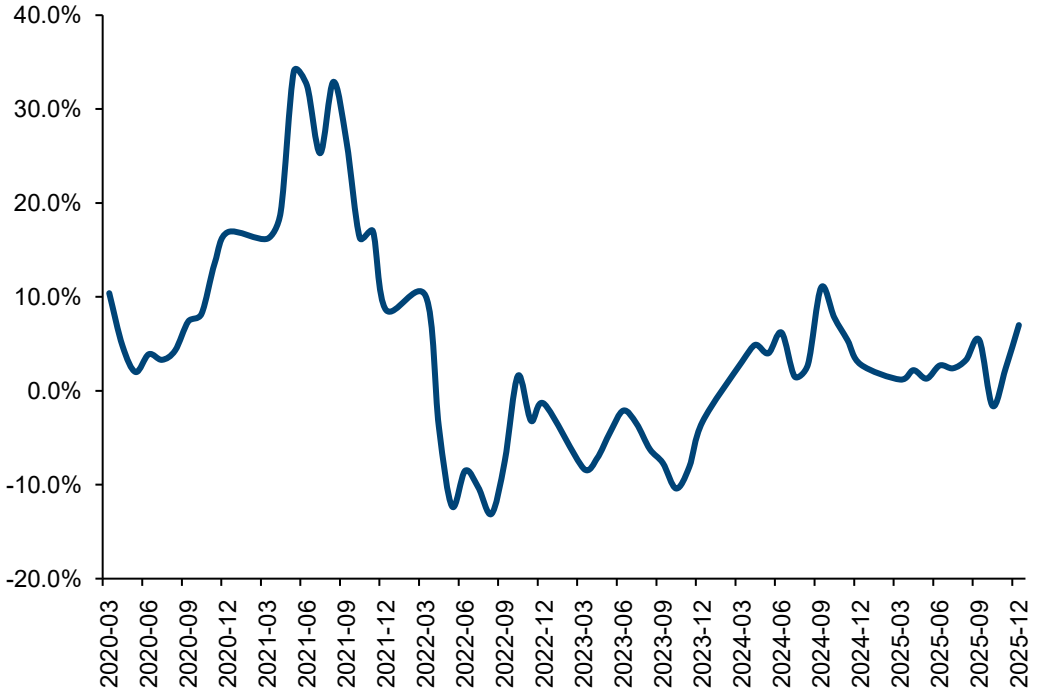


资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理　注：财政部每年1-3月份以季报形式披露财政支出，1-2月份为合并数据

1.3 中观数据：医药制造业工业增加值增长稳健，营收与利润规模同比下滑

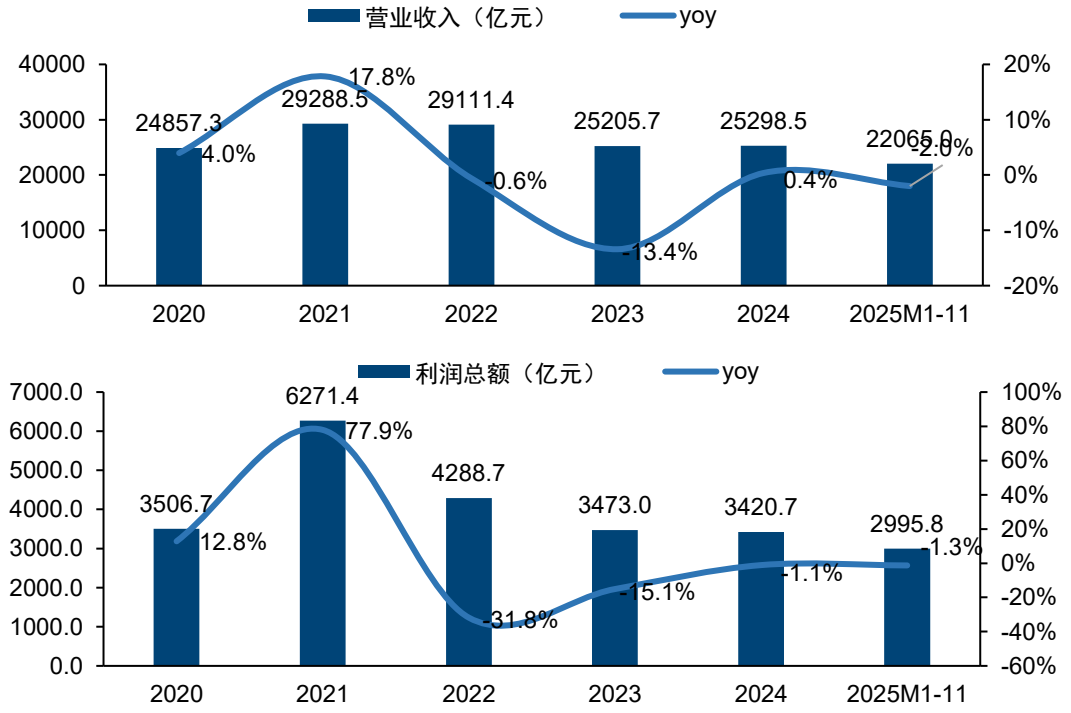
- **我国医药制造业工业增加值2025年以来保持低个位数同比增长。**受到宏观环境、行业规范化整顿、集采及DRG/DIP等因素影响，我国医药制造业依然处于低增长阶段，2025全年工业增加值同比增长2.4%。
- **2025年1-11月医药制造业营收与利润均出现同比下滑。**根据国家统计局数据，2025年1-11月医药制造业营业收入22065.0亿元，同比减少2.0%；利润总额2995.8亿元，同比减少1.3%。

图：医药制造业工业增加值同比变动情况（2020年3月-2025年9月）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：医药制造业营业收入与利润总额情况（2020年-2025M11）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 A股医药基本面：2025年前三季度收入与利润出现边际改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **A股医药行业2025Q1-3业绩概况：**

2025年前三季度A股医药行业上市公司实现营业收入17480.2亿元，同比下降1.22%；归母净利润1355.8亿元，同比下降1.00%；创新药板块前三季度实现营业收入485.6亿元（+21.41%），归母净利润-4.6亿元（同比大幅减亏）；CXO板块前三季度实现营业收入698.7亿元（+11.66%），归母净利润163.9亿元（+56.78%）。从单三季度的情况来看，A股医药行业上市公司实现营收5831.8亿元，同比增长1.36%；归母净利润404.4亿元，同比增长3.13%，第三季度医药行业收入与利润端表现已出现边际改善。

表：2025年Q1-3及单三季度生物医药各子行业收入与利润情况汇总（单位：亿元）

	2025Q1-3收入	yoy	2025Q1-3归母净利润	yoy	25Q3收入	yoy	25Q3归母净利润	yoy
创新药	485.6	21.41%	-4.6	85.14%	191.7	50.66%	13.1	155.49%
仿创结合	2480.9	-1.44%	312.6	0.50%	811.8	-1.04%	94.7	-2.67%
中药	2548.7	-3.58%	302.6	-0.85%	792.4	-1.02%	74.6	-5.30%
疫苗	255.1	-39.99%	5.0	-89.37%	96.3	-20.12%	3.0	-70.80%
血制品	184.5	-0.36%	39.0	-21.64%	66.7	-0.84%	11.7	-34.56%
原料药	608.3	-7.92%	61.3	-8.42%	191.8	-10.35%	16.2	-26.56%
生命科学上游	96.6	7.96%	8.6	32.08%	34.5	12.54%	3.3	59.93%
ICL	181.5	-15.07%	0.2	-92.50%	63.3	-8.96%	0.4	149.49%
CXO	698.7	11.66%	163.9	56.78%	247.5	10.03%	51.1	47.69%
医疗器械	1776.8	-2.26%	265.9	-14.05%	599.6	2.28%	79.9	-5.07%
医疗设备	813.6	-0.18%	131.2	-16.25%	277.0	10.67%	37.5	0.27%
医疗耗材	689.4	0.91%	90.5	-1.96%	230.6	-0.50%	27.3	-1.42%
IVD	276.2	-14.47%	44.9	-26.38%	91.9	-13.07%	15.4	-21.23%
医疗服务	440.6	0.41%	40.4	-9.37%	154.9	-0.65%	15.8	-19.13%
医药流通	6864.6	0.54%	125.7	3.88%	2300.5	1.72%	30.8	-10.81%
药店	858.5	0.74%	35.2	8.92%	280.8	2.09%	9.7	37.76%
合计	**17480.2**	**-1.22%**	**1355.8**	**-1.00%**	**5831.8**	**1.36%**	**404.4**	**3.13%**

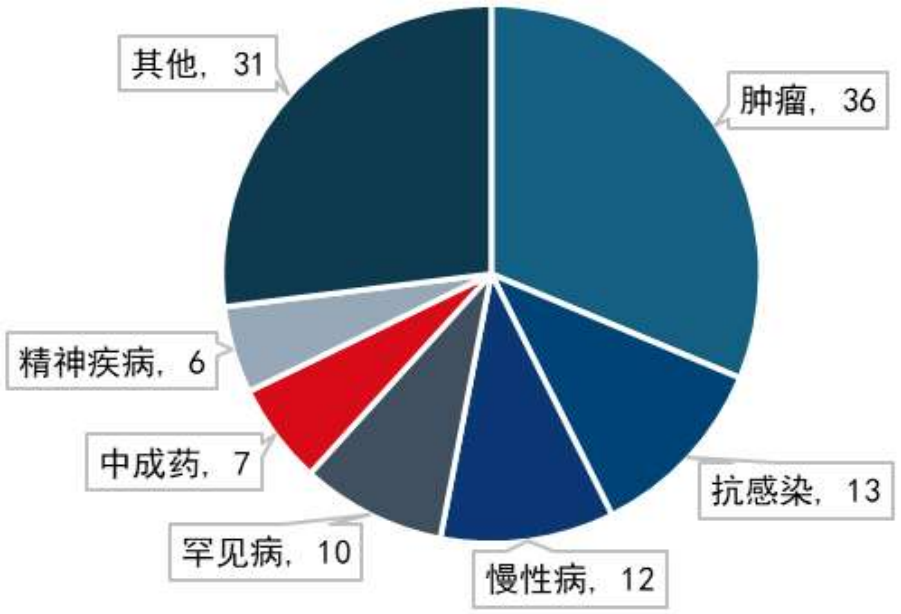
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1.5 2025年医保目录和首个商保目录发布

■ **2025年12月7日，国家医保局公布2025年医保基本目录和商保目录。** 2025版医保目录内药品共计3253种，其中西药1857种，中成药1396种，协议期内谈判药品部分472种（含西药411种、中成药61种）。

- 新增的114种药品中，肿瘤药 36 种（含罕见病1种）、抗感染药 13 种、慢性病药 12 种、罕见病药 10 种、精神疾病药 6 种、其他 31 种（部分药品存在领域交叉），与药品研发热点高度关联。

图：医保目录新增药品涉及治疗领域（单位：种）



资料来源：国家医保局，国信证券经济研究所整理

■ **首次设立商保目录，纳入创新程度高的品种。**商保目录纳入创新程度高、临床价值大、无法被基本医保目录替代以及具备商保适配性的药品。

- 新增的19种药品中，1类新药有9种，约占50%；药品品种包括CAR-T产品、TCE产品等细胞治疗药品，覆盖戈谢病、短肠综合征、神经母细胞瘤等罕见病治疗领域，填补基本医保目录保障空白。

表：商保目录药品清单

药品名称	企业名称	主适应症	1类新药（是/否）
阿基仑赛注射液	复星凯瑞	大B细胞淋巴瘤	否
纳基奥仑赛注射液	合源生物	白血病	是
瑞基奥仑赛注射液	上海药明巨诺	大B细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤、套细胞淋巴瘤	是
伊基奥仑赛注射液	南京驯鹿	多发性骨髓瘤	是
泽沃基奥仑赛注射液	恺兴生命	多发性骨髓瘤	是
塔奎妥单抗注射液	强生	多发性骨髓瘤	否
埃纳妥单抗注射液	辉瑞	多发性骨髓瘤	否
注射用泽尼达妥单抗	百济神州	胆道癌	是
达妥昔单抗β注射液	百济神州	神经母细胞瘤	否
利西妥单抗注射液	赛生	神经母细胞瘤	否
伊匹木单抗注射液	百时美施贵宝	恶性胸膜间皮瘤、结直肠癌、肝细胞癌	否
氮溴酸他泽司他片	和记黄埔	滤泡性淋巴瘤	否
甲苯磺酰胺注射液	红日健达康	非小细胞肺癌	是
注射用芦比替定	南京绿叶	小细胞肺癌	否
多奈单抗注射液	礼来	阿尔茨海默病	是
仑卡奈单抗注射液	卫材	阿尔茨海默病	是
注射用维拉苷酶β	北海康成	戈谢病	是
盐酸沙丙蝶呤片	山东新时代	高苯丙氨酸血症	否
注射用替度格鲁肽	武田	短肠综合征	否

数据来源：医保局官网，国信证券经济研究所整理

目录

【 01 】 2025年医药板块基本面及行情回顾

【 02 】 细分板块投资机会展望

【 03 】 医药行业2026年投资策略及推荐标的

2.1 创新药：中国资产展现全球竞争力，重点关注海外开发进度

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **创新药板块在2025年表现亮眼，主要由出海预期与销售快速增长驱动。**2025年创新药板块呈现显著的超额收益，核心受益于持续不断的BD出海落地、优秀的临床数据读出以及政策端的支持。创新药板块处于销售快速放量期，随着一系列重磅品种获批上市并被纳入医保，在国内的产品销售迎来快速增长；同时，产品海外销售快速增长，成为板块营收增长的驱动因素之一。并且随着营收端的快速增长，以及公司在费用端的合理控制，板块业绩大幅扭亏。

- **国产创新药展现出全球竞争力。**近年来，中国创新药对外授权（BD交易）的数量与金额大幅上升。从数量上看，中国创新药资产占MNC药企交易案例的比例由2020~2021年的~5%快速提升至2025年的接近20%水平；从金额上看，2025年MNC药企创新药交易中中国资产交易总金额达到600亿美元，占比~22%，；首付款金额39亿美元，占比~3%。出海资产的相关领域仍以肿瘤为主，从2024年至今逐步扩展至自免及代谢等慢病领域。

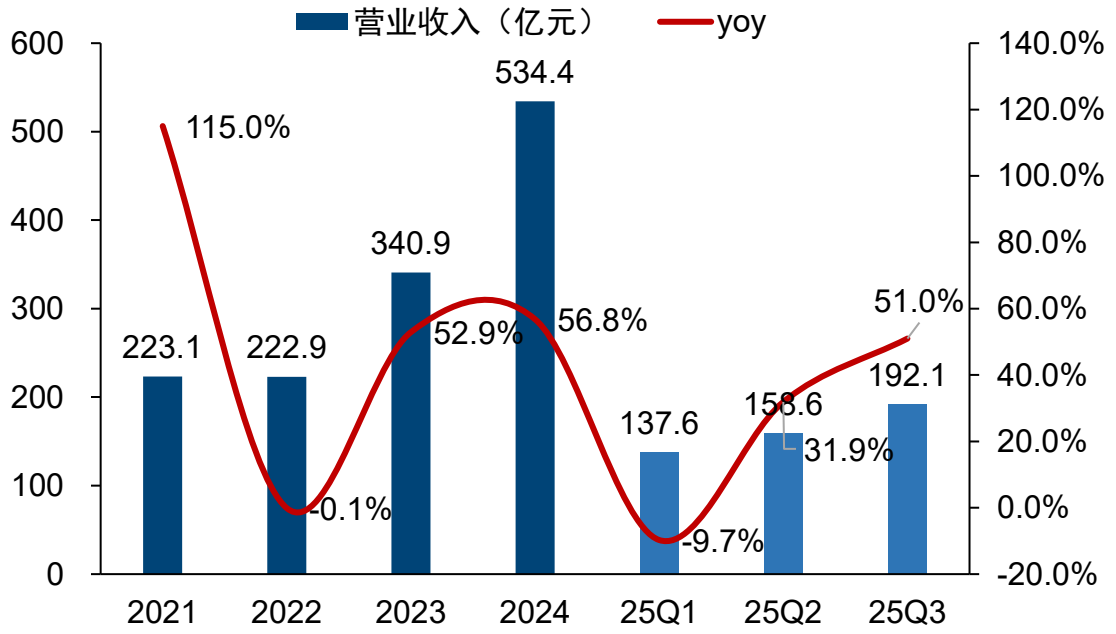
- **BD之后，关注全球临床推进以及关键数据读出。**在对外授权之后，国产创新药进入全球临床阶段；2023年以来，越来越多的中国资产进入到全球注册性临床阶段，包括科伦博泰/默沙东的sac-TMT，百利天恒/BMS的BL-B01D1，康方生物/Summit的依沃西，三生制药/辉瑞的707等。2026年起，预计将有多项中国资产的全球3期临床迎来数据读出。国产创新药有望通过优秀的临床数据在全球的竞争中占据优势。

- **投资建议：**随着中国创新药的全球价值日益展现，推荐具备差异化创新能力的公司，建议关注**科伦博泰生物、康方生物、百济神州、三生制药、映恩生物、泽璟制药**等。

2.1.1 业绩回顾：创新药板块营收迅速增长，利润端呈现扭亏为盈

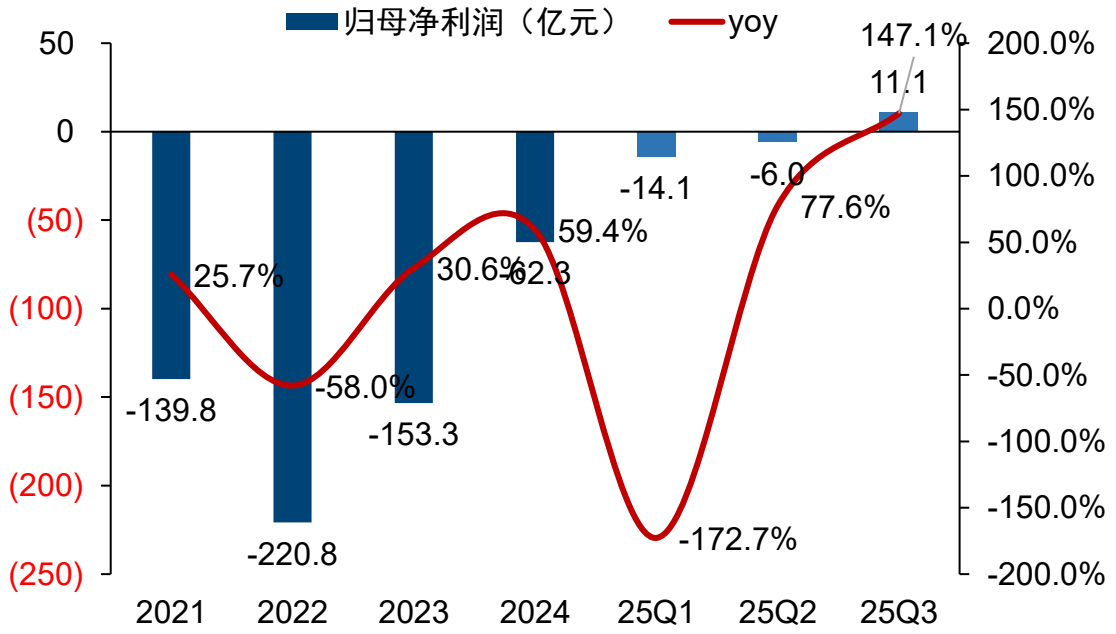
- **创新药板块营收迅速增长，利润端呈现扭亏为盈。**创新药板块上市公司2025年前三季度实现营业收入488.3亿元（+22.1%），归母净利润-4.6亿元（+71.4%）。25Q3实现营业收入192.1亿元（+51.0%），归母净利润11.1亿元（+147.1%）；三季度营收同比上涨主要得益于创新药产品商业化销售的快速增长、授权费用的收入及收到里程碑付款。
- 创新药产品的商业化销售快速增长，主要由于重磅品种销售持续放量、医保覆盖及新适应症的拓展；同时，产品海外销售快速增长，成为板块营收增长的驱动因素之一。另一方面，百利天恒等公司产品授权带来的里程碑款项同样提供了营收增长的增量。随着营收端的快速增长，以及公司在管理费用、研发费用端的合理控制，单三季度板块利润大幅提升，板块前三季度的亏损逐步缩窄。

图：创新药板块营业收入与同比增速情况（2021-2025Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：创新药板块归母净利润与同比增速情况（2021-2025Q3）

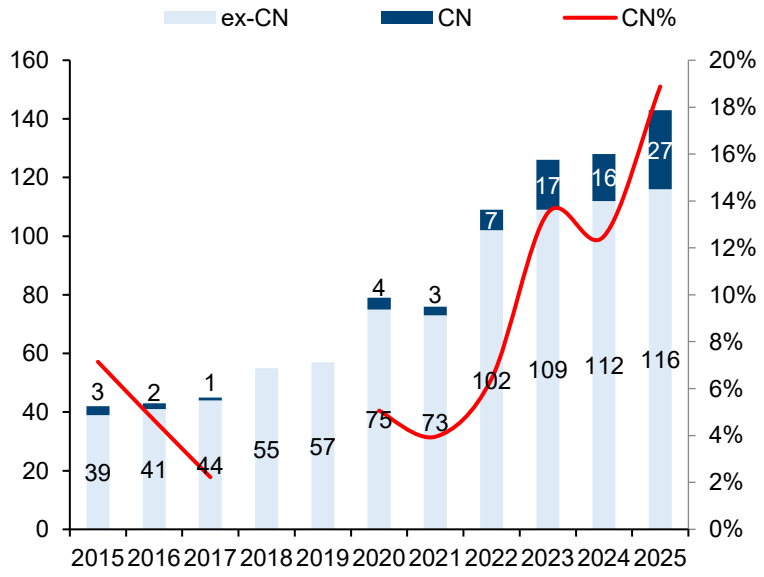


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.1.2 对外授权：中国资产交易占比提升，疾病领域更为全面

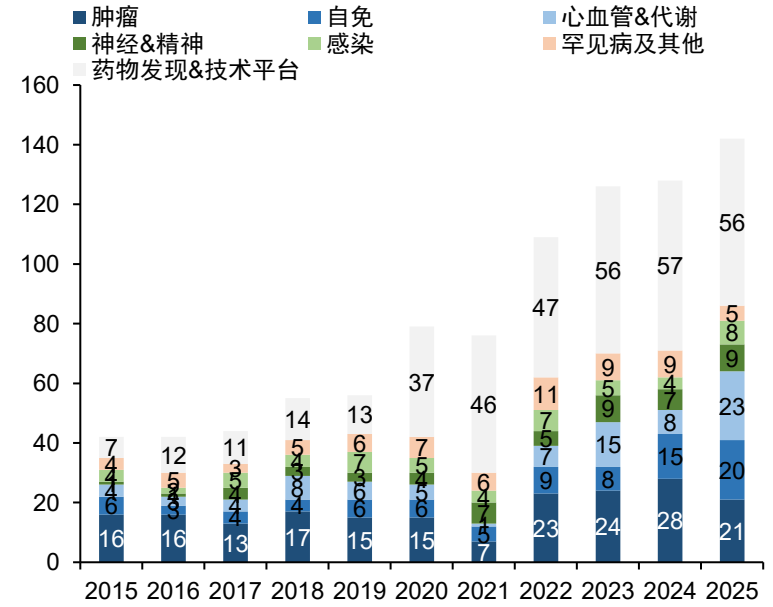
- 我们统计了近10年包括礼来、强生在内的16家跨国制药企业创新药资产交易，从交易数量来看，中国创新药资产占MNC药企交易案例的比例由2020~2021年的~5%快速提升至2025年的接近20%水平；
- 从相关创新药资产涉及的治疗领域来看，非中国创新药交易中药物发现和/或技术平台类合作占比近40%，在披露了具体分子及治疗领域的交易中，肿瘤占比相对较高，自免、心血管&代谢等相关交易数量也较为稳定；2020~2023年中国实现出海的创新药资产仍以肿瘤领域为主，2024年至今逐步扩展至自免及代谢等慢病领域。

图：MNC药企创新药资产交易案例数（单位：个）



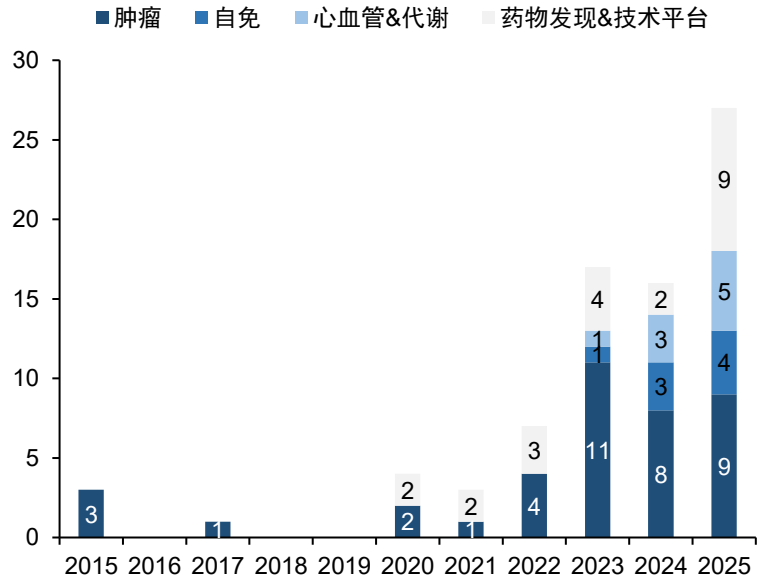
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的非中国来源创新药交易数量



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的中国来源创新药交易数量

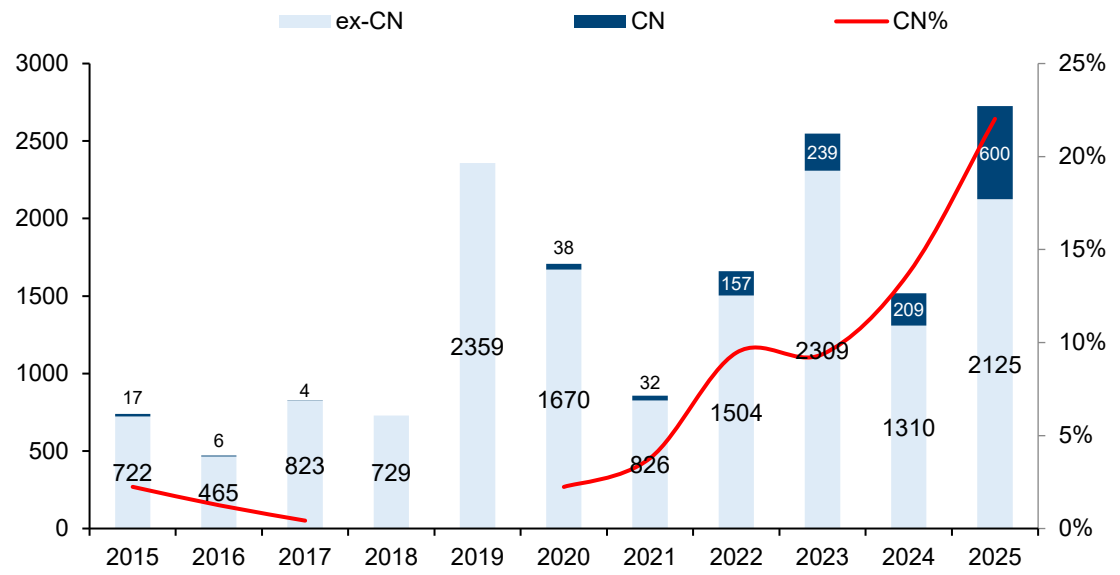


资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.1.2 对外授权：中国创新药资产交易总金额占比已超过20%

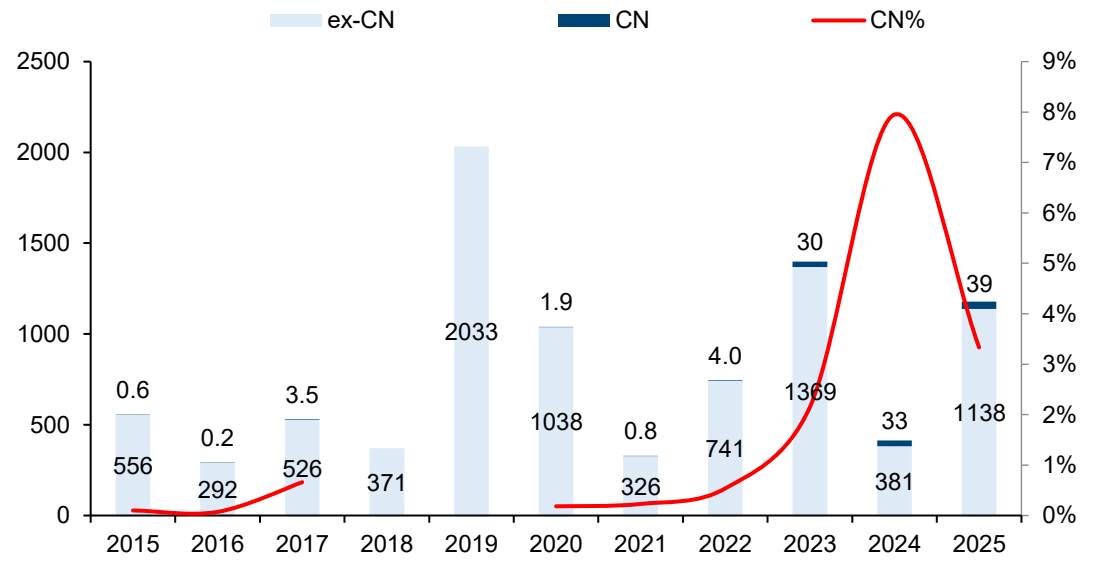
- 2025年，MNC药企创新药交易中中国资产交易总金额达到600亿美元，占比~22%，主要由恒瑞医药/GSK（125亿美元）、三生制药/Pfizer（61.5亿美元）、舶望制药/Novartis（53.6亿美元）、石药集团/AstraZeneca（53.3亿美元）、和铂医药/AstraZeneca（45.75亿美元）、元思生肽/AstraZeneca（34亿美元）等交易贡献；
- 首付款金额39亿美元，占比~3%，主要由三生制药/Pfizer（12.5亿美元）、恒瑞医药/GSK（5亿美元）等交易贡献。

图：MNC药企创新药资产交易总金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：MNC药企创新药资产交易首付款金额（单位：亿美元）

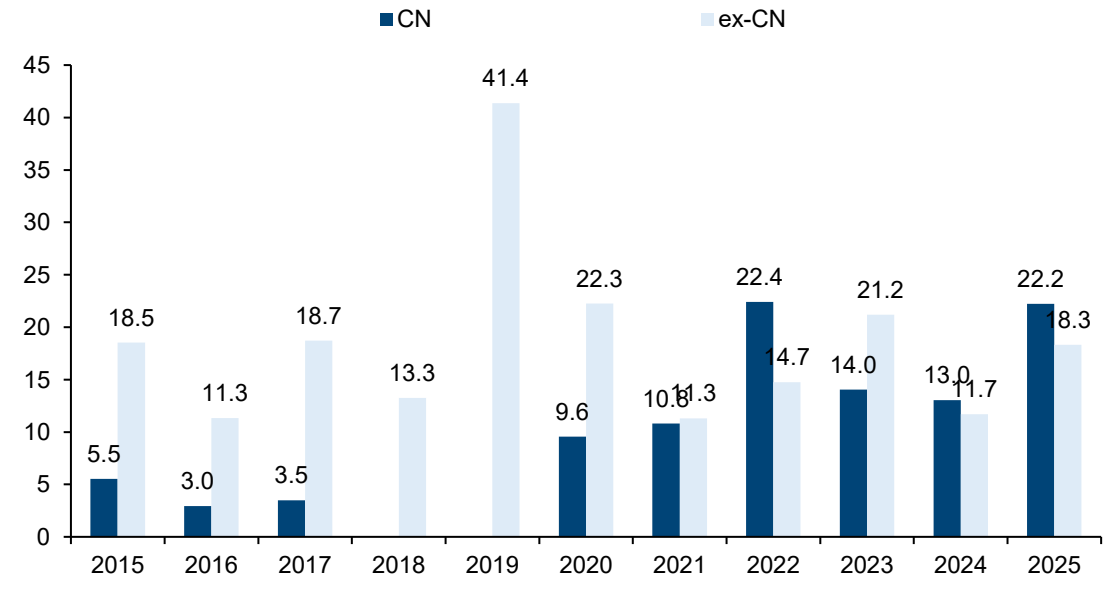


资料来源：insight，国信证券经济研究所整理 注：全现金支付的M&A金额亦按照首付款统计

2.1.2 对外授权：MNC药企大额并购

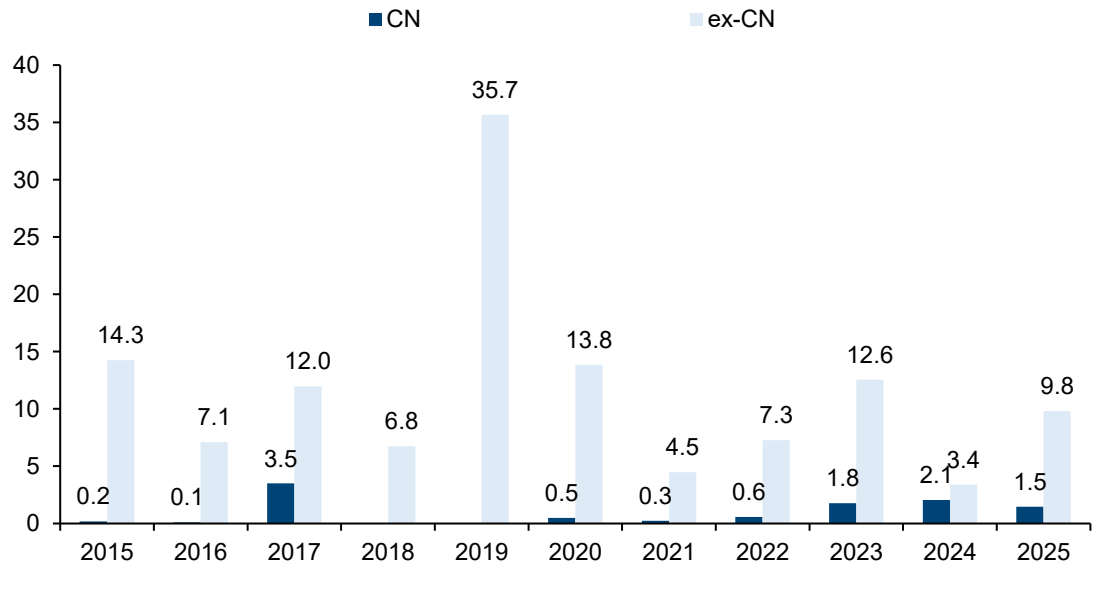
- 2023年，MNC药企创新药交易总额超过50亿美元的项目共计9个，其中M&A项目6个，包括Pfizer以430亿美元收购Seagen（ADC），BMS以140亿美元收购Karuna（CNS），Merck以108亿美元收购Prometheus（TL1A），Abbvie以101亿美元收购ImmunoGen（ADC），Abbvie以87亿美元收购Cerevel（CNS），Roche以72.5亿美元收购Telavant 75%股权（TL1A）。
- 2024年，MNC药企大额并购降温，当年仅Vertex以49亿美元收购Alpine（IgAN）。
- 2025年，交易总额超过50亿美元的项目共计14个，其中M&A项目7个，包括JNJ以146亿美元收购IntraCellular（CNS）、诺华以120亿美元收购Avidity（罕见病）、默沙东以100亿美元收购Verona（呼吸）、辉瑞以92亿美元收购Metsera（减重/代谢）、默沙东以92亿美元收购Cidara（传染病）、Sanofi以91亿美元收购Blueprint（自免）、诺和诺德以52亿美元收购Akero（代谢）。

图：MNC药企创新药资产交易平均金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

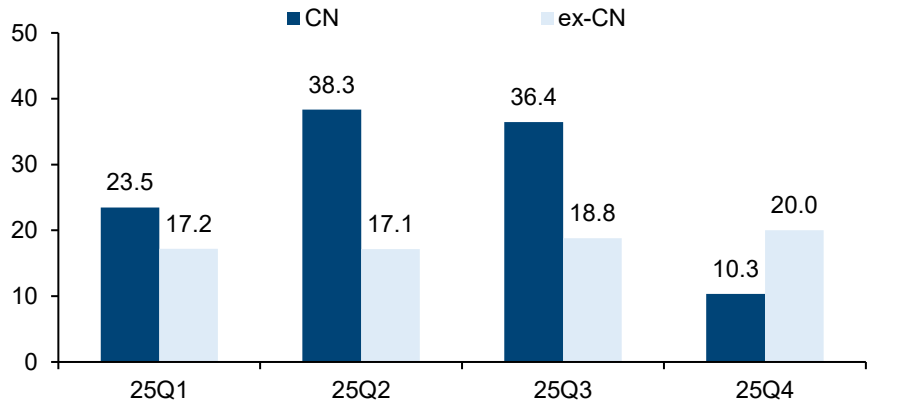
图：MNC药企创新药资产交易平均首付款金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

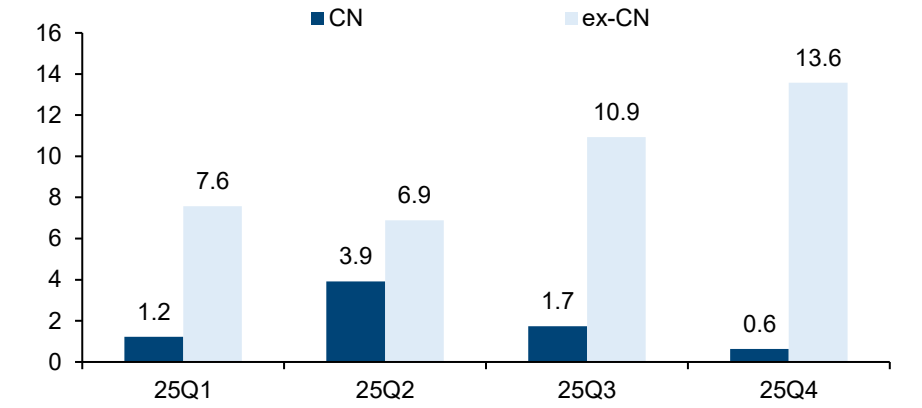
2.1.2 对外授权：MNC四季度交易有所降温

图：MNC药企创新药资产交易单季交易平均总额（单位：亿美元）



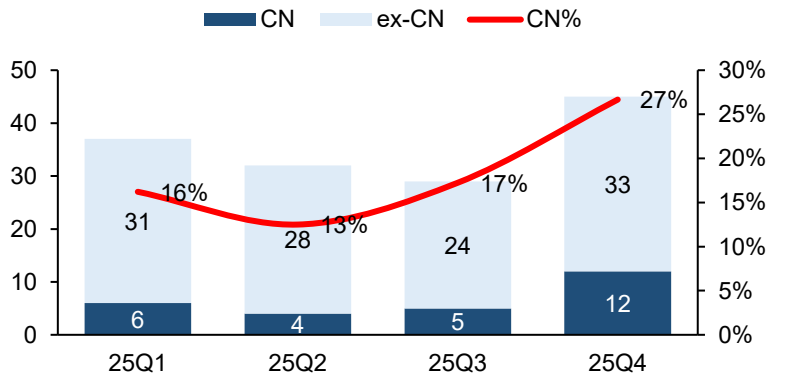
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：MNC药企创新药资产交易单季交易平均首付款金额（单位：亿美元）



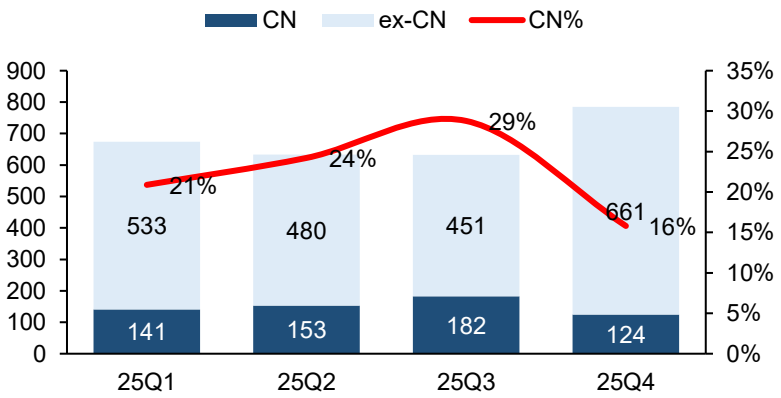
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：MNC药企创新药资产交易单季案例数（单位：个）



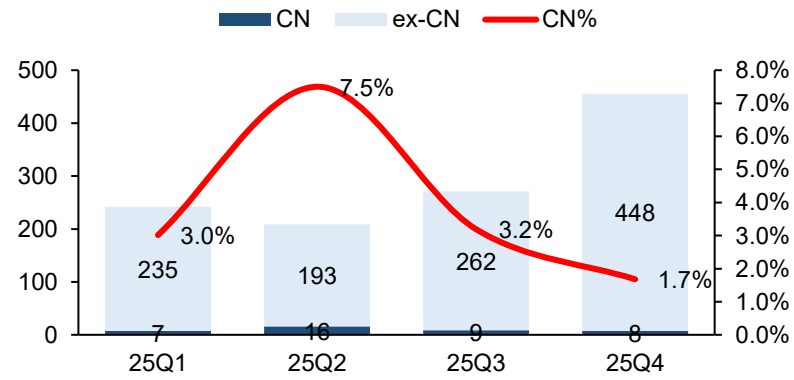
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：MNC药企创新药资产交易单季交易总额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：MNC药企创新药资产交易单季交易首付款金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.1.2 对外授权：2025年主要对外授权交易（1）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：2025年主要对外授权交易（1）

本土企业	时间	项目或产品	权益范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
信达生物	2025.01	IBI3009（DLL3 ADC）	全球	罗氏	首付款8000万美元，里程碑10亿美金，销售分成	ph1	ph1
映恩生物	2025.01	DB-1418（EGFR×HER3双抗ADC）	全球（除大中华区）	Avenzo	首付款5000万美元，里程碑11.5亿美金，销售分成	-	ph2
和铂医药/科伦博泰	2025.01	HBM9378/SKB378（TSLP单抗）	全球（除大中华区及部分亚洲国家）	Windward	首付款4500万美元，里程碑9.25亿美金，销售分成，Windward母公司获股权	ph1	-
先为达	2025.01	XW004以及两个临床前Amylin RA资产	全球（除大中华区）	Verdiva	首付款7000万美元，里程碑24亿美金，销售分成	ph2	-
康诺亚	2025.01	CM313（CD38单抗）	全球（除大中华区）	Timberlyne	首付款3000万美元，里程碑3.375亿美金，销售分成，Timberlyne股权	ph2	-
天广实	2025.01	CLYM116（APRIL单抗）	全球（除大中华区）	Climb	首付款900万美元，开发里程碑5175万美金，销售里程碑8.32亿美金，销售分成	临床前	-
先声药业	2025.01	SIM0500（GPRC5D-BCMA-CD3三抗）	全球	艾伯维	首付款+里程碑10.55亿美金	ph1	ph1
诺诚健华/康诺亚	2025.01	ICP-B02/CM355（CD20×CD3双抗）	仅保留肿瘤领域的亚洲权益	Prolium	首付款1750万美金，里程碑5.025亿美金，销售分成，Prolium股权	ph2	-
乐普生物	2025.01	MRG007	全球（除大中华区）	ArriVent	首付款4700万美金，里程碑11.6亿美金，销售分成	ph1/2	-
石药集团	2025.02	SYS6005（ROR1 ADC）	部分欧美国家	Radiance	首付款1500万美元，开发里程碑1.5亿美金，销售里程碑10.75亿美金，销售分成	ph1	IND
元思生肽	2025.03	大环肽药物研发平台	全球	阿斯利康	首付款7500万美金，里程碑34亿美金，销售分成	-	-
和铂医药	2025.03	Harbour Mice技术平台及两个临床前项目	全球	阿斯利康	首付款1.75亿美金，里程碑44亿美金，销售分成，阿斯利康认购9.15%股权	-	-
联邦制药	2025.03	UBT251（GLP1/GIP/GCPR三重激动剂），HRS-5346（Lp(a)抑制剂）	全球（除大中华区）	诺和诺德	首付款2亿美金，里程碑18亿美金，销售分成	ph2	-
恒瑞医药	2025.03		全球（除大中华区）	默沙东	首付款2亿美金，里程碑17.7亿美金，销售分成	ph2	-
和誉	2025.04	匹米替尼（CSF-1R抑制剂）	全球	默克	行权费8500万美金	NDA	ph3
恒瑞医药	2025.04	SHR7280（GnRH受体抑制剂）	中国	默克	首付款1500万欧元，里程碑，销售分成	ph3	-
三生制药	2025.05	707（PD-1/VEGF双抗）	全球（除中国）	辉瑞	首付款12.50亿美金，里程碑48亿美金，销售分成	ph3	IND
石药集团	2025.05	伊立替康脂质体注射液	美国	Cipla	首付款1500万美金，里程碑2500万美金，销售里程碑10.25亿美金，销售分成	ph3	NDA

资料来源：Insight，各公司公告，国信证券经济研究所整理　注：1）蓝色底纹为首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易，2）相关公司仅为列示，不代表投资建议

2.1.2 对外授权：2025年主要对外授权交易（2）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：2025年主要对外授权交易（2）

本土企业	时间	项目或产品	权益范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
石药集团	2025.06	AI引擎双轮驱动的高效药物发现平台	-	阿斯利康	首付款1.1亿美金，里程碑16.2亿美金，潜在销售里程碑36亿美金，销售分成	-	-
荣昌生物	2025.06	泰它西普（APRIL/BAFF）	全球（除大中华区）	Vor Biopharma	首付款4500万美金，里程碑41.05亿美金，认购股权8000万美金，销售分成	获批上市	ph3
智翔金泰	2025.06	GR1803（BCMA/CD3双抗）	全球（除大中华区）	Cullinan	首付款2000万美金，里程碑6.92亿美金，销售分成	ph2	-
和铂医药	2025.06	HBM7020（BCMA/CD3 TCE）	全球（除大中华区）	大塚制药	首付款4700万美金，里程碑6.23亿美金，销售分成	ph1	-
迈威生物	2025.06	9MW3811（IL-11单抗）	全球（除大中华区）	Calico Life Sciece	首付款2500万美金，里程碑5.71亿美金，销售分成	ph1	ph1
晶泰科技	2025.06	AI+机器人药物发现平台	-	DovoTree	首付款1亿美金，里程碑10亿美金，销售分成	-	-
先声再明	2025.06	SIM0505（CDH6 ADC）	全球（除大中华区）	NextCure	首付款、开发及销售里程碑7.45亿美元，销售分成	ph1	ph1
基石药业	2025.07	舒格利单抗（PD-L1）	18个EEA国家，以及英国、安道尔、摩纳哥等23个国家	Istituto Gentili	首付款、里程碑1.93亿美金，销售分成	获批上市	获批上市（EMA）
恒瑞医药	2025.07	HRS-9821（PDE3/4）及最多11个项目	全球（除大中华区）	GSK	首付款5亿美金，里程碑120亿美金，销售分成	ph1	临床前
石药集团	2025.07	SYH2086（GLP-1RA口服）	全球（除大中华区）	Madrigal	首付款1.2亿美金，里程碑19.55亿美金，销售分成	临床前	临床前
乐普生物	2025.08	CTM012（DLL3/CD3/4-1BB TCE），CTM013	全球	Excalipoint	首付款1000万美金，里程碑8.48亿美金，销售分成，获得Excalipoint 10%股权	ph2，临床前	临床前
复星医药	2025.08	XH-S004（DPP-1口服）	全球（除大中华区）	Expedition	首付款：1700万美金，里程碑6.28亿美金，销售分成	ph2	-
复星医药	2025.08	FXS6837（CFB）	全球（除大中华区）	Sitala Bio	首付款2500万美金，里程碑付款6.45亿美金，销售分成，500万美金Sitala股份	ph2	ph1
先声再明	2025.06	SIM0505（CDH6 ADC）	全球（除大中华区）	NextCure	首付款、开发及销售里程碑7.45亿美金，销售分成	ph1	ph1
恒瑞医药	2025.09	HRS-1893（Myosin抑制剂）	全球（除大中华区）	Braveheart Bio	首付款及近期里程碑7500万美金，里程碑10.13亿美金，销售分成	ph3	ph1
迈威生物	2025.09	2MW7141（siRNA）	全球	Kalexo	首付款及近期付款1200万美金，里程碑10亿美金，销售分成，Kalexo的A轮优先股	临床前	临床前
恒瑞医药	2025.09	SHR-A1811（HER2 ADC）	韩国，其他	Glenmark Specialty	首付款1800万美金，里程碑10.93亿美金，销售分成	获批上市	ph1
普瑞金生物	2025.10	体内原位编辑疗法	全球	Kite Pharma	首付款1.2亿美金，里程碑15.2亿美金，销售分成	临床前	临床前

资料来源：Insight，各公司公告，国信证券经济研究所整理　注：1）蓝色底纹为首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易，2）相关公司仅为列示，不代表投资建议

2.1.2 对外授权：2025年主要对外授权交易（3）

表：2025年主要对外授权交易（3）

本土企业	时间	项目或产品	权益范围	外部合作方	交易金额	国内阶段	海外阶段
诺诚健华	2025.10	奥布替尼（BTKi），IL-17AA/AF、TYK2抑制剂	全球（BTKi非肿瘤领域），全球（除大中华及东南亚地区），全球	Zenas	首付款及近期付款1亿美金，里程碑20亿美金，销售分成，700万Zenas普通股	获批上市，临床前	ph2（MS适应症），临床前
维立志博	2025.10	LBL-047（BDCA2/BAFF/APRIL）	全球（除大中华区）	Dianthus	首付款及近期里程碑3800万美金，里程碑10亿美金，销售分成	IND	-
翰森制药	2025.10	HS-20110（CDH17）	全球（除大中华区）	罗氏	首付款8000万美金，里程碑14.5亿美金，销售分成	ph1	ph1
信达生物	2025.10	IBI363（PD-1/IL-2$^{\alpha\text{-bias}}$），IBI3001（EGFR/B7-H3 ADC），IBI343（CLDN18.2 ADC）	全球（除大中华区）	武田	首付款12亿美金，里程碑102亿美金，销售分成	ph3	ph1
荃信生物	2025.10	QX031N（TSLP/IL-33）	全球	罗氏	首付款7500万美金，里程碑9.95亿美金，销售分成	临床前	临床前
药捷安康	2025.11	NLRP3抑制剂	全球（除大中华区）	Neurocrine	交易总额8.82亿美金	临床前	ph1
晶泰控股	2025.11	AI双抗研发平台	-	礼来	首付款及近期里程碑数千万美金，里程碑3.45亿美金	-	-
科伦博泰	2025.12	SKB105（ITGB6 ADC）	全球（除大中华区）	Crescent Biopharma	首付款8000万美金，里程碑12.5亿美金，销售分成	IND	临床前
复星医药	2025.12	YP05002（GLP-1RA）	全球	辉瑞	首付款1.5亿美金，里程碑3.5亿美金	-	ph1
长春高新	2025.12	GenSci098（TSHR拮抗型单抗）	全球（除大中华区）	Yarrow	首付款及近期里程碑1.2亿美金，里程碑13.65亿美金，销售分成	ph1	IND
和铂医药	2025.12	多抗开发平台	-	BMS	首付款9000万美金，里程碑10.35亿美金，销售分成	-	-
复星医药	2025.12	临床前项目	全球（除大中华区）	Clavis Bio	里程碑3.63亿美金，销售分成，Clavis Bio股权	-	-
荃信生物	2025.12	QX027N（TSLP/IL-13双抗）	全球（除大中华区）	Windward Bio	首付款及里程碑7亿美金，销售分成	ph1	-
翰森制药	2025.12	阿美替尼（三代EGFR-TKI）	中东与非洲、东南亚与亚洲、等其他独联体国家	Glenmark	首付款、里程碑超过10亿美金，销售分成	获批上市	获批上市
先声药业	2025.12	SIM0613（LRRC15 ADC）	全球（除大中华区）	益普生	首付款4500万美金，里程碑10.15亿美金，销售分成	临床前	临床前
加科思	2025.12	JAB-23E73（泛KRAS抑制剂）	全球（除大中华区）	阿斯利康	首付款1亿美金，里程碑19.15亿美金，销售分成	ph1	ph1
同宜医药	2025.12	CBP-1018（FRα/PSMA Bi-XDC）	全球（除大中华区）	MultiValent	首付款2000万美金，里程碑20亿美金，Multivalent 20%股权，销售分成	ph3	ph1/2

资料来源：Insight，各公司公告，国信证券经济研究所整理　注：1）蓝色底纹为首付超过1亿美金或总包超过10亿美金的交易，2）相关公司仅为列示，不代表投资建议

2.1.3 全球开发：中国创新药公司通过合作方式进入全球临床开发

■ 根据美国FDA的监管要求，全球多中心临床研究（MRCT）越来越成为临床候选药物寻求监管批准的必经之路。除了百济神州、和黄医药等少数企业之外，大部分中国创新药公司仍不具备海外临床的能力。在目前主流的“借船出海”模式之外，也有一些公司尝试NewCo、Co-Co（合作开发）等方式进行海外的临床开发。合作开发的模式可以在特定市场保留更多潜在的商业化权益，并且可以积累国产公司自身的海外临床能力。

表：百利天恒与信达生物的对外授权协议

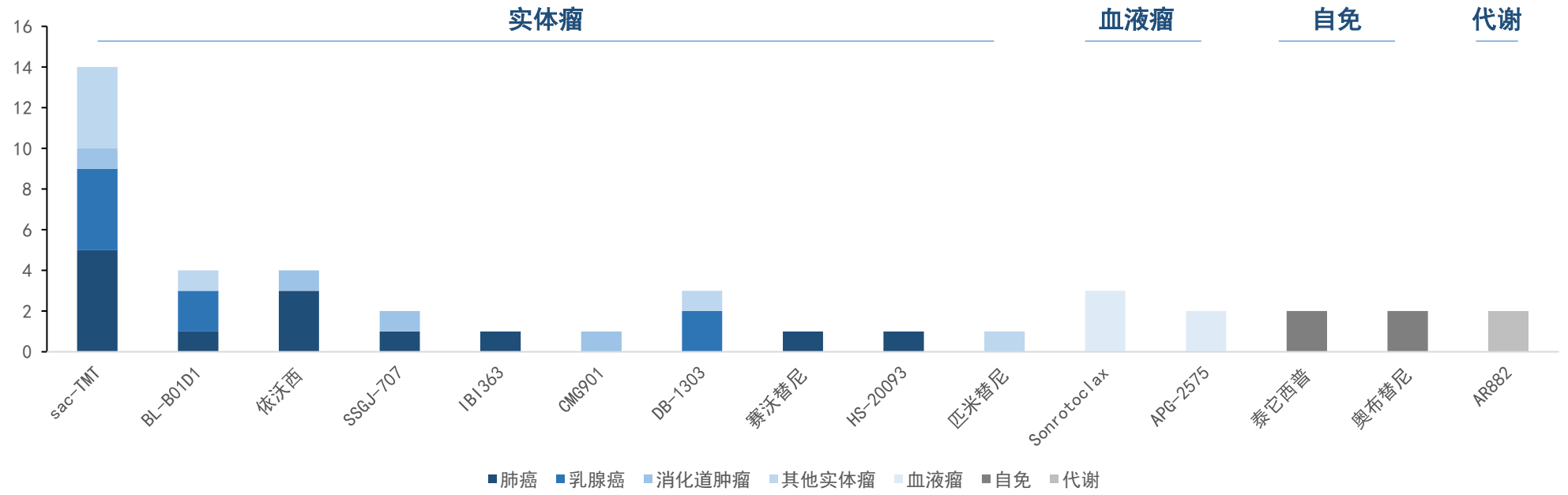
公司	百利天恒	信达生物
合作方	BMS	武田
资产	BL-B01D1	IBI363、IBI343、IBI3001（选择权）
经济条款	8亿美元首付款+最高5亿美元近期或有付款+最高71亿美元里程碑付款+销售分成	12亿美元首付款+102亿美元里程碑付款+销售分成
合作条款	百利天恒与BMS分担BL-B01D1全球开发费用，以及在美国市场的利润和亏损。百利天恒保留中国的独家权益，向BMS支付中国的销售分成，并得到除美国和中国之外的销售分成（权益属BMS）	信达生物将获得每个候选药物在大中华区意外的销售分成，IBI363在美国市场双方将采用利润损失共担模式（40/60比例）。武田将在共同治理和协商一致的开发计划下主导共同开发或共同商业化的相关工作。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.1.3 全球开发：多项中国资产开启全球注册性临床

- 在对外授权之后，国产创新药进入全球临床阶段；2023年以来，越来越多的中国资产进入到全球注册性临床阶段，包括科伦博泰/默沙东的sac-TMT，百利天恒/BMS的BL-B01D1，康方生物/Summit的依沃西，三生制药/辉瑞的707等。

图：中国创新药资产正在进行中的全球注册性临床数量



资料来源：公司公告，clinicaltrials.gov，国信证券经济研究所整理

2.1.3 全球开发：2026年起多项全球3期临床迎来数据读出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 随着全球3期临床的推进，多个中国创新药资产即将迎来关键数据读出，并有望支持其对FDA提出新药上市申请。可以预期的是，2026年之后，会有更多的全球3期临床数据读出。

表：中国创新药资产全球3期临床数据预计读出时间

产品	靶点	公司	合作伙伴	2025	2026	2027	2028+
sac-TMT	TROP2 ADC	科伦博泰	默沙东	累计开启16项全球3期临床	GC 3L	EGFRm NSCLC 3L；HR+/HER2-mBC 1L；EC 2L	NSCLC TPS≥50% 1L；CC 2L；sqNSCLC 1L等
BL-B01D1	EGFRxHER3 ADC	百利天恒	BMS	开启3项全球3期临床			EGFRm NSCLC 2L；TNBC 1L等
依沃西	PD1xVEGF双抗	康方生物	Summit	HARMONi数据读出	sqNSCLC 1L	nsqNSCLC 1L	NSCLC TPS≥50% 1L；mCRC 1L等
SSGJ-707	PD1xVEGF双抗	三生制药	辉瑞	开启2项全球3期临床			NSCLC 1L；mCRC 1L等
IBI363	PD1xIL2双抗	信达生物	武田	达成BD，开启全球3期临床			NSCLC 2L
CMG901	CLDN18.2 ADC	康诺亚/乐普生物	AZ	推进全球3期临床	GC 2L		
DB-1303	HER2 ADC	映恩生物	BioNTech	推进全球3期临床	HER2-low mBC 2L		EC 2/3L
赛沃替尼	MET TKI	和黄医药	AZ	全球3期临床入组完成	EGFRm/MET+ NSCLC 2L		
HS-20093	B7H3 ADC	翰森制药	GSK	开启全球3期临床	ES-SCLC 2L		

资料来源：公司公告、Insight、国信证券经济研究所整理

2.1.3 全球开发：同靶点药物在全球展开竞争

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 作为下一代IO治疗的代表性药物，AK112、BNT327和707均已开启全球3期临床，适应症布局集中在肺癌、结直肠癌等。AK112在NSCLC中拥有先发优势，BNT327在SCLC、GC等适应症的推进速度较快；而在CRC适应症中，三款PD-(L)1xVEGF双抗均在25年底左右开启全球3期临床。

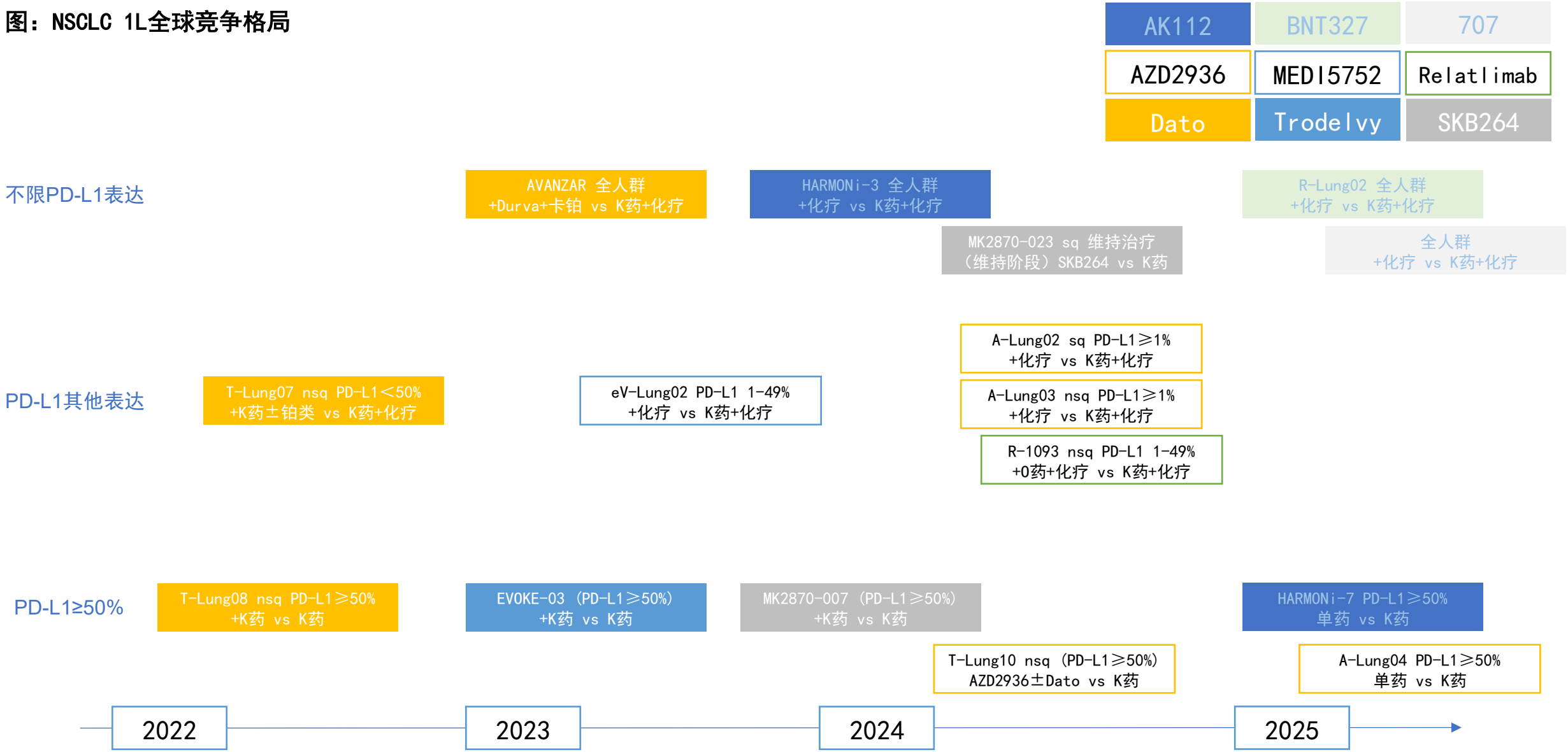
表：PD1xVEGF双抗全球3期临床

公司	产品	靶点	临床	适应症	临床方案	临床终点	入组人数	首次公告时间	首例入组时间	预计结束时间
康方生物/Summit	AK112	PD-1xVEGF	HARMONi	EGFRm NSCLC 2L	AK112+化疗 vs 化疗	OS、PFS	420	2023/7/24	2023/5/4	2025/9/7
			HARMONi-3	sqNSCLC 1L	AK112+化疗 vs K药+化疗	OS、PFS	600		2023/10/25	2026H2
				nsqNSCLC 1L	AK112+化疗 vs K药+化疗	OS、PFS	1000			2027H1
			HARMONi-7	NSCLC 1L TPS≥50%	AK112 vs K药	OS、PFS	1040	2025/1/10	2025/2/27	2028/4/1
			HARMONi-GI3	mCRC 1L	AK112+化疗 vs 贝伐珠+化疗	PFS	600			
BNTX/BMS	BNT327	PD-L1xVEGF	ROSETTA Lung-01	ES-SCLC 1L	BNT327+化疗 vs Atezo+化疗	OS	439	2024/12/2	2025/2/3	2028/4/1
			ROSETTA Lung-02	NSCLC 1L	BNT327+化疗 vs K药+化疗	OS、PFS	988	2024/12/2	2025/1/7	2029/12/1
			ROSETTA GI-204	GC/GEJ 1L PD-L1≥1	BNT327+化疗 vs O药+化疗	OS、PFS	690	2025/10/27	2026.03E	2030/11/8
			ROSETTA CRC-203	mCRC 1L	BNT327+化疗 vs 贝伐珠+化疗	PFS、ORR	990	2025/10/27	2026.03E	2030/2/2
			ROSETTA Lung-202	PD-L1≥50% NSCLC 1L	BNT327 vs K药	OS、PFS	750	2026/01/23		2031/10/14
			ROSETTA Lung-201	NSCLC维持	BNT327 vs Duvalumab	PFS	850	2026/01/23		2030/9/28
三生制药/辉瑞	SSGJ-707	PD-1xVEGF	NCT07222566	NSCLC 1L	707+化疗 vs K药+化疗	OS、PFS	1500	2025/10/30	2025.12E	2029/2/27
			NCT07222800	mCRC 1L	707+化疗 vs 贝伐珠+化疗	OS、PFS	800	2025/10/30	2025.12E	2030/3/29

资料来源：Clinicaltrials.gov、国信证券经济研究所整理

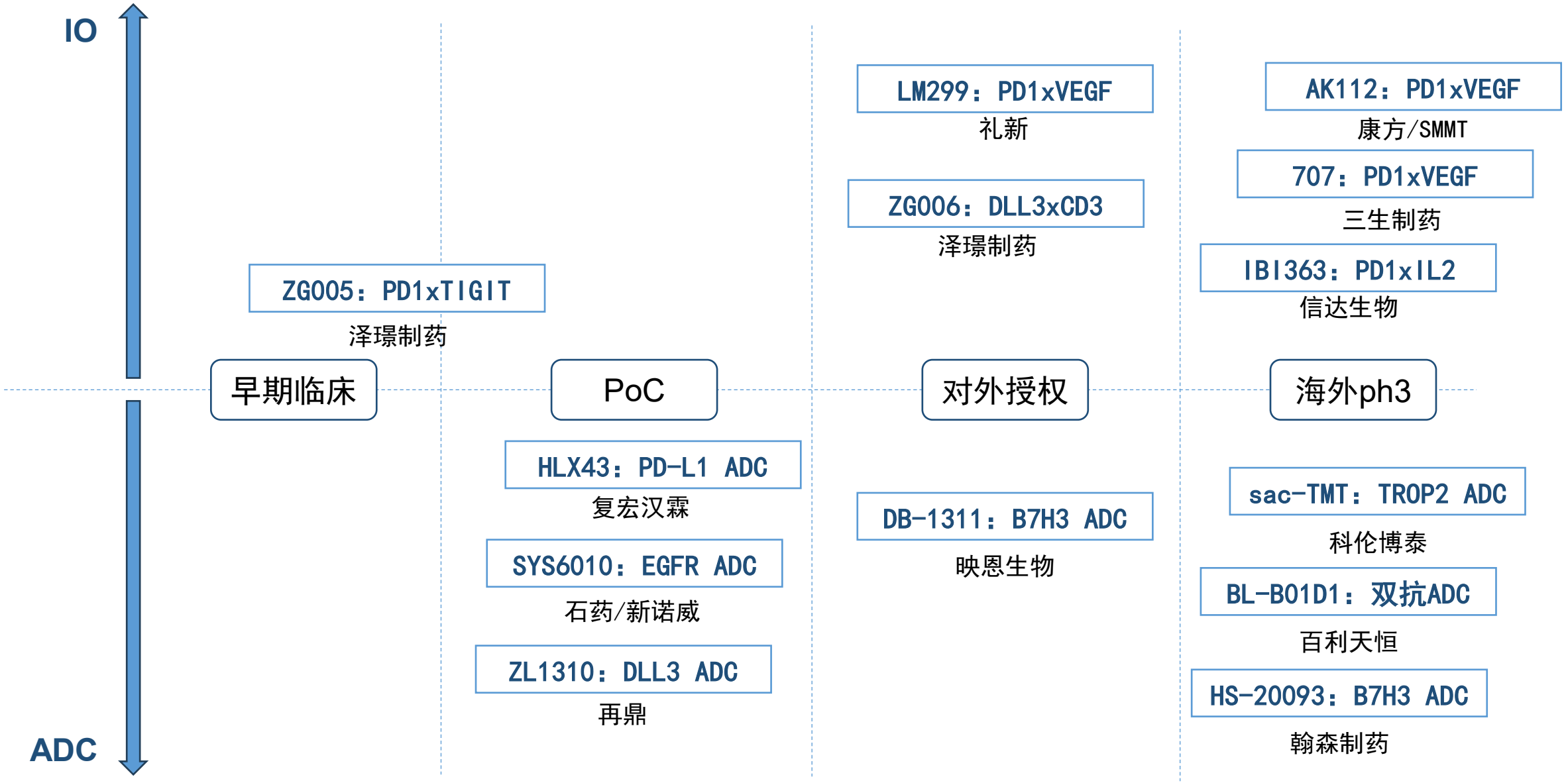
2.1.3 全球开发：不同靶点、MOA药物在同一适应症展开竞争

图：NSCLC 1L全球竞争格局



资料来源：clinicaltrials.gov、国信证券经济研究所整理

2.1.3 全球开发：国产创新药拥有丰富的后续研发管线



2.1.4 前沿领域展望：全球减重药物市场竞争趋于白热化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **全球减重药物市场持续扩容**：2025年前三季度，全球GLP-1药物市场规模超过500亿美元，其中礼来的Tirzepatide实现营收248亿美元，降糖/减重剂型分别销售156/92亿美元（分别+94%/+208%）；诺和诺德的Semaglutide实现营收合计1692亿丹麦克朗（约合255亿美元，同比+24%），其中降糖注射/降糖口服/减重剂型分别953/168/572亿丹麦克朗（约合143/25/86亿美元）。

- **MNC围绕下一代减重药物资产争夺明显升温**：辉瑞最初计划以73亿美元（49亿美元现金首付款+24亿美元CVR）报价收购Metsera，随后诺和诺德也加入竞价，分别于2025年10月30日及11月5日在辉瑞首轮报价基础上先后提出90亿美元及100亿美元总价的收购方案，此举引发辉瑞向美国FTC提出反垄断诉讼，最终辉瑞以每股65.60美元现金收购Metsera全部流通普通股（对应~70亿美元）及每股最高20.65美元CVR（共约22亿美元），总价约92亿美元完成对Metsera收购；Metsera目前拥有weekly MET-097i（fully biased GLP-1RA，预计26H1启动Ph3）、monthly MET-097i（预计26H2启动Ph3）、monthly MET-233i（Amylin，预计26H1启动Ph2）及复方MET-097i+MET-233i（26H1启动Ph2）、口服MET-097o/MET 224o（预计25Q4启动Ph1）等多个管线。

- **美国政府与制造商就GLP-1药物价格达成协议**

- **礼来**：1）从2026年4月1日起，医疗保险受益人为Zepbound（tirzepatide）和orforglipron自付金额不超过每月50美元。各州还将能够通过Medicaid扩大对Zepbound和orforglipron覆盖。礼来已经为orforglipron申请National Priority Voucher以加速FDA审批。2）在FDA批准后，患有肥胖症的自付患者将能够通过LillyDirect的自付药房渠道获得这些药物。Zepbound多剂量笔将以最低剂量299美元提供，其他剂量不超过449美元（此前4支装的2.5mg价格349美元，其他剂量在平台折扣后均为499美元），价格与欧洲相似。Orforglipron将以最低剂量149美元提供，其他剂量不超过399美元。

- **诺和诺德**：1）Medicare part D将于2026年开始试点覆盖诺和诺德的减肥药产品；2）Medicare Part D、Medicaid及美国的DTC自营渠道中销售的Semaglutide将进一步降价；3）诺和诺德预计，价格变动将于2026年全球销售增长产生低个位数的负面影响。

2.1.4 前沿领域展望：MNC在心血管领域密集布局，2026年将迎来多个Ph3临床读出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：MNC在心血管领域产品管线布局

	Eli Lilly	Novartis	Amgen	Merck	AstraZeneca	Pfizer	BMS	JNJ	Novo Nordisk	Regeneron	Sanofi	Roche	Bayer
PCSK9	**VERVE-101/102** *(CRISPR/Cas9, acq Verve, HC Ph1b, 2025);*	**Leqvio** *(siRNA, acq from Alnylam, mktd, 2024 sales= $754 M);*	**Repatha** *(mAb, mktd, 2024 sales= $2.2B);*	**Enlicitide** *(oral cyclic peptide, HC Ph3 ro, 2025);*	**AZD0780** *(oral small Mol, HC/HF/CVOT Ph3, 2025);*	*Bococizumab (mAb, Ph3 failed 2016)*					Praluent *(mAb, mktd, 2024 sales= €483M);*		
Lp(a)	**Lepodisiran** *(siRNA, with Dicerna, CVOT Ph3, 2024);* **Mulvalaplin** *(oral small Mol, CVOT Ph3, 2025);* **VERVE-301** *(CRISPR/Cas9, acq Verve, pre-clinical);*	**Pelcarsen** *(ASO, CVOT Ph3, 2018/2025, secondary preventiono ro in 26H1);*	**Olpasiran** *(siRNA, CVOT Ph3, 2022/2025, secondary prevention ro in 26H2);*	**HRS-5346** *(oral small Mol, with Hengrui, pre-clinical global/Ph2 in CN);*	**AZD4954** *(oral smal Mol, with CSPC, HC Ph1, 2025);*								
ANGPTL3	Solbinsiran *(siRNA, with Dicerna, MDL Ph2, 2024);* VERVE-201 *(CRISPR/Cas9, acq Verve, HC Ph1, 2024);* *LY3475766 (mAb, with Kyttaro, HL Ph1, 2021)*	BW-00112 *(siRNA, BD from Argo $160M+5.2B, 2025);*			AZD1705 *(oral small Mol, HL Ph1, 2024);*	Vupanorsen *(ASO, with Ionis, HL Ph2, 2020);*			NNC0491-6075 *(mAb, HL, Ph1, 2023);*	Evinacumab *(mAb, mktd 2021);* ALN-ANG3 *(siRNA, with Alnylam, CKD Ph1);*			
APOC3										ALN-APOC3 *(siRNA, with Alnylam, HL Ph1/2, 2025);*	Plozasiran *(siRNA, CN right from Arrowhead/维亚臻, FCS NDA, 2024);*		
Anti-Coagulation *(FX/FXI)*		Abelacimab *(FXI/FXIa mAb, Anthos acq by $925M+2.15B, 2025);*				Eliquis *(Fxa oral small Mol, mktd 2024 sales= $7.4B);*	Eliquis *(Fxa oral small Mol, mktd 2024 sales= $13.3B);* Milvexian *(FXIa oral small Mol, co-dev with JNJ, AF/IS/ACS Ph3 ongoing);*	XARELTO *(FXa oral small Mol, mktd 2024 sales= $2.4B);* Milvexian *(FXIa oral small Mol, co-dev with BMS, AF/IS/ACS Ph3 ongoing);*					XARELTO *(FXa oral small Mol, mktd 2024 sales= € 3.5B);* Asundexian *(FXIa oral small Mol, OCEANIC-AF vs apixaban failed, OCEANIC-STROKE met primary endpoint);*

资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.1.4 前沿领域展望：MNC在心血管领域密集布局，2026年将迎来多个Ph3临床读出

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：MNC在心血管领域产品管线布局

	Eli Lilly	Novartis	Amgen	Merck	AstraZeneca	Pfizer	BMS	JNJ	Novo Nordisk	Regeneron	Sanofi	Roche	Bayer
Hypertension *(and related comorbidities)*		**Entresto** *(ANRI, HF mktd 2024 sales= $8.0B);* Vanrafia *(Atrasentan, ERA, IgAN lowering proteinuria);* **BW-00163** *(AGT siRNA, BD from Argo $185M + 3.98B, 20224);*		**Verquvo** *(Vericiguat, sGC stimulator, HFrEF mktd, co-commercialize with Bayer);*	**Baxdrostat** *(ASI, CinCor acq by 1.3B+0.5B, 2023);*							**Zilebesiran** *(AGT siRNA, with Alnylam, CVOT Ph3);*	**Kerendia** *(Finerenone, MRA, CKD with T2D and HF LVEF>= 40%, 2024 sales= € 463 M; ndCKD and T1D CKD in Ph3);* **Verquvo** *(Vericiguat, sGC stimulator, HFrEF mktd, co-commercialize with Merck);* **Nurandociguat** *(oral sGC activator, CKD in Ph2);*
Inflammation *(IL-1β/IL-6)*		*Canakinumab (IL-1β mAb, CANTOS tiral MACE HR= 0.85, FDA declined to approve 2018);* Pacibekitug *(IL-6 mAb, Tourmaline Bio acq by $1.4B, 2025);*							Ziltivekimab *(IL-6, ASCVD/ HFpEF / AMI Ph3, Corvidia acq by $725M+1.375B, 2020);*			Tocilizumab *(IL-6 mAb, STEMI Ph2);*	
SGLT2	Jardiance *(oral small Mol, mktd with BI, 2024 sales= €8.357B)*			Steglatro *(mktd with Pfizer);*	Farxiga *(oral small Mol, mktd 2024 sales= $7.7B);*	Steglatro *(mktd with Merck);*		Invokana *(mktd 2013);*					
GLP-1R	Tirzepatide *(HFpEF with obesity Ph3 ro, but FDA required additional data; PAD Ph3 initiated)*		MariTide *(GLP-1R/GIPR, OB/T2D /CVOT Ph3 ongoing);*						Semaglutide *(HFpEF with obesity Ph3 ro);*			CT-388 *(GLP-1R/GIPR, obesity Ph2);* Petrelintide *(Amylin, obesity Ph2);*	
Others *(PAH/HCM/ ATTR-CM)*	OPSUMIT *(**ERA**/PGI2, 2024 sales= $2.0/1.6B, Actelion acq by 30B, 2017);*		Aficamten *(myocin inhibitor, oHCM Ph3);*	Winrevair *(ACTR2A/2B-Fc, mktd 2024 sales= $419M, Acceleron acq by $11.5B, 2021);*	Tegsedi *(TTR ASO, ATTR-CM Ph3, co dev with Ionis)*	Vyndaqel *(ATTR-CM oral small Mol, mktd 2024 sales= $5.5B)*	Camzyos *(myosin inhibitor, oHCM mktd, 2024 sales= $602M, MyoKardia acq by $13.1B, 2020);* MYK-224 *(myosin inhibitor, HFpEF Ph2a)*	OPSYNVI *(**ERA**/PDE5i, PAH mktd);* Macitentan *(PAH NDA);*	CDR132L *(miR-132 ASO, HF Ph2, Cardior acq by €1.025B, 2024);*				

资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

2.1.4 前沿领域展望：IBD治疗领域的新靶点、新机制

- **IBD治疗领域存在未满足的需求。**美国及欧洲5国适用于生物制剂治疗的中重度患者人群总计~230万人（CD/UC分别~100/~130万人），患者人群体量对标AD/特应性皮炎（~280万人）及PsO/银屑病（~240万人）；IBD具有复发-缓解交替特点，患者常出现黏膜损伤、肠腔狭窄、瘘管、肛周病变等并发症，最终仍有相当比例患者需接受手术干预，疾病负担沉重；现有IBD治疗药物存在未满足需求，起效慢、缓解深度有限，且对部分人群无效，部分患者存在抗药性或副作用耐受性差等问题；IBD治疗目标由“临床缓解”逐步提升至“内镜/组织学愈合”，进一步要求治疗方案实现更深层次的炎症控制。

- **全球IBD药物市场规模超200亿美元。**根据Evaluate Pharma，2022年全球IBD市场空间规模~230亿美元，预计2028年将达到~280亿美元；一线生物制剂中TNFi及Ustekinumab已专利到期，Risankizumab IBD适应症销售快速增长，Guselkumab UC/CD适应症获批有望贡献销售增量，Vedolizumab 2024年UC/CD适应症合计贡献~60亿美元，预计将于2030年前专利到期。

- **MNC药企密集布局新靶点、新机制。**TL1A是IBD治疗领域最热门的在研靶点之一，聚焦炎症+纤维化双通路，Merck、Roche、Sanofi及Abbvie等巨头通过收购或合作方式布局，其中Tulisokibart、Afimkibart及Duvakitug等管线已经/即将启动Ph3注册研究；TYK2兼顾Th1和Th17通路，第一代产品Deucravacitinib在PsO取得成功，但折戟IBD适应症，第二代TYK2如Zasocitinib、D-2570等在PsO适应症临床数据更优，目前正在推进IBD适应症临床研究，有望填补“高效、安全、可长期使用”的口服药物生态位空缺；基于IL-23、TL1A的多靶点/联用方案也是重要的探索方向，近一年达成多个BD合作，其中Sanofi以1.25亿美元首付款+17.2亿美元里程碑付款对价获得Earendil Labs两款临床前双抗，Abbvie以1.5亿美元首付款+15.6亿美元里程碑付款对价获得明济生物临床前TL1A抗体并计划与Risankizumab、Lutikizumab等联用。

2.2 CXO投资策略：投融资回暖，聚焦需求修复与新分子业务

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **需求回暖，供给重塑。**从外部环境看，美联储推动货币政策转向“降息扩表”双宽松模式，市场流动性整体有望逐步宽松，或将改善全球生物医药企业的融资环境。从国内产业层面看，中国创新药出海热潮下，重磅BD交易频发，核心研发成果持续获得国际市场广泛认可，叠加2025年前三季度国内创新药指数稳步上行，有效提振产业信心，驱动生物医药领域投融资活动逐步修复。内外双重利好共振下，医药投融资市场企稳回升，带动CXO行业需求端复苏。
- **短期地缘政治影响有限，中长期不确定性需持续跟踪。**《生物安全法案》2026财年NDAA夹带版本通过设置缓冲期、建立动态名单机制等举措实现温和落地，叠加国内CXO企业凭借在成本控制、技术积淀与产能规模层面构筑的综合竞争壁垒，其在全球医药供应链中的核心地位难以被替代，短期内对企业的订单与业绩影响有限。从中长期维度来看，仍需持续跟踪两大核心风险：一是“生物制药联盟”推动下全球生物制药供应链的重构进程，是否会对中国企业的海外订单获取形成结构性限制；二是“法案”后续的执行力度，其对中国CXO企业国际化业务的潜在影响仍需进一步动态评估。

- **推荐关注：**

✓ **生产服务端：**小分子方面，中国CDMO企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，叠加欧洲产能建设周期较长、印度在知识产权领域存在短板，中国企业在小分子CDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动；大分子方面，尽管中国大分子CDMO仍持续面临以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外企业的激烈竞争，但生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速。关注具有全球竞争力的优秀企业代表：**药明康德、药明合联、凯莱英、普洛药业**等。

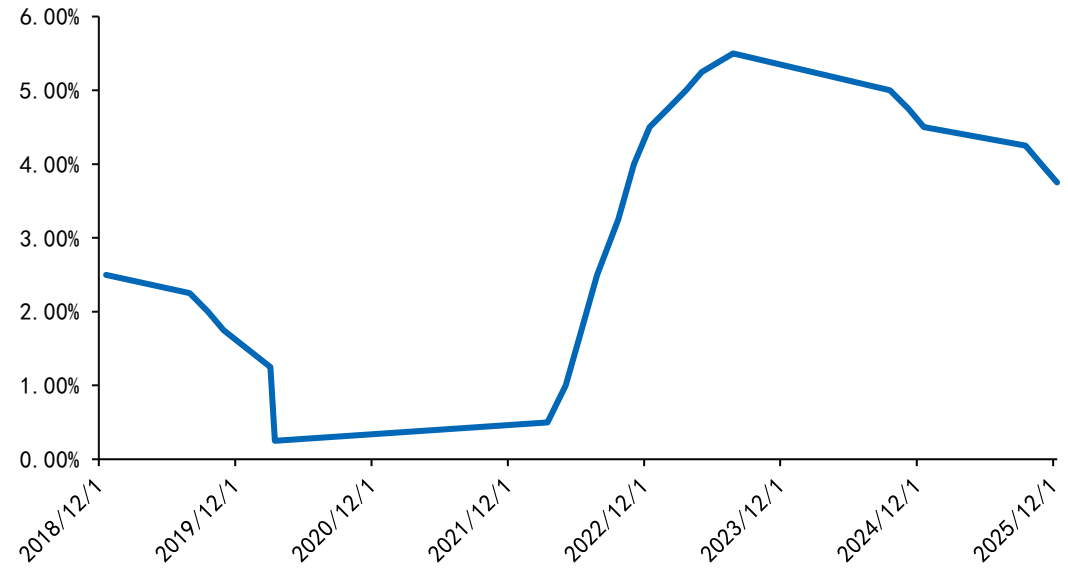
✓ **研发服务端：**生物医药投融资环境持续回暖，逐步传导至国内临床前CRO与临床CRO领域。服务价格下行压力显著缓解，价格端企稳并有修复迹象。创新药研发热情持续高涨催生药企外包需求，新签订单规模稳步增长，为板块业绩增长奠定坚实基础，业绩兑现确定性增强。推荐关注细分领域的CRO龙头企业：**康龙化成、昭衍新药、泰格医药**等。

✓ **新兴技术与新兴赛道：**创新是CXO行业长期增长的核心引擎，多肽、小核酸等新分子类型药物凭借独特的作用机制和治疗优势，成为药企布局的热点，新业务的快速放量正成为CXO板块估值提升的关键驱动力。重点关注在新兴技术与新兴赛道布局领先的CXO企业：**药明康德、阳光诺和、成都先导**等。

2.2.1 全球生物医药投融资持续回暖

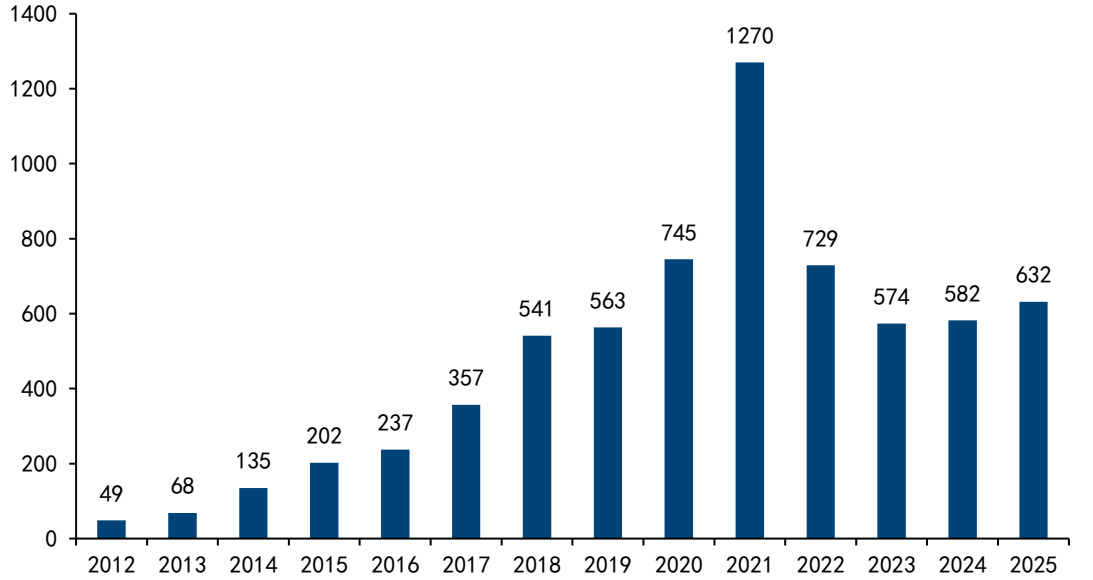
■ **美联储货币政策转向“降息扩表”双宽松模式，全球生物医药投融资环境持续回暖。**2025年美联储累计实施3次降息操作，分别在9月、10月和12月，每次降息幅度均为25个基点，最终将联邦基金利率目标区间下调至3.50%-3.75%。在12月宣布降息的同期，美联储宣布将启动短期国债购买计划，旨在进一步优化市场流动性结构。流动性宽松对产业融资的正向拉动作用已逐步显现，根据动脉网的数据，2025年上半年全球医疗健康产业融资总额为275亿美元，而下半年为357亿美元，环比增长显著。

图：美国联邦基金利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：全球医疗健康产业融资情况（单位：亿美元）

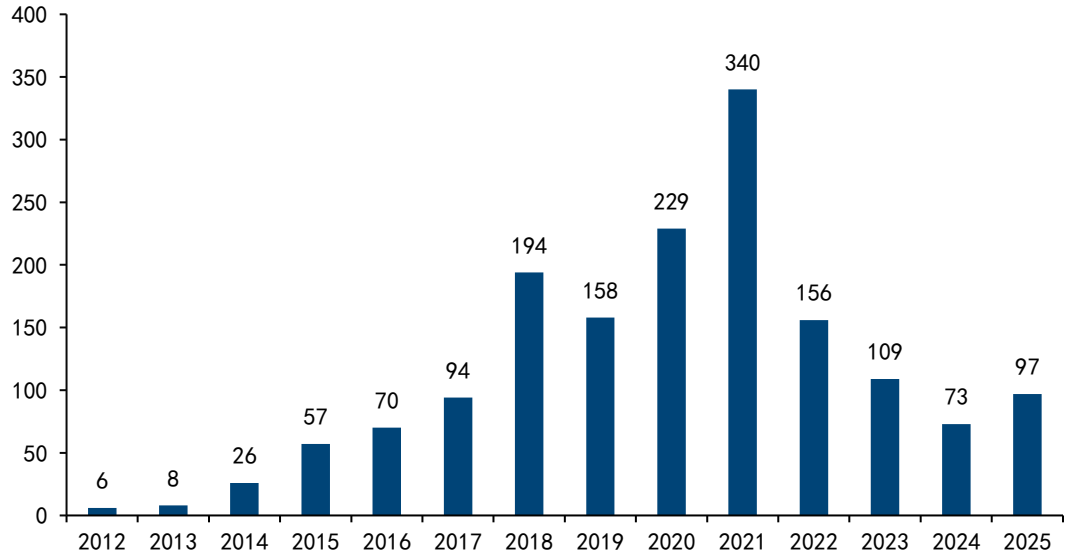


资料来源：动脉网，国信证券经济研究所整理
注：2025年全年数据根据动脉网2025上半年和2025年7-12月月度数据加总计算得出

2.2.1 国内创新驱动生物医药投融资复苏

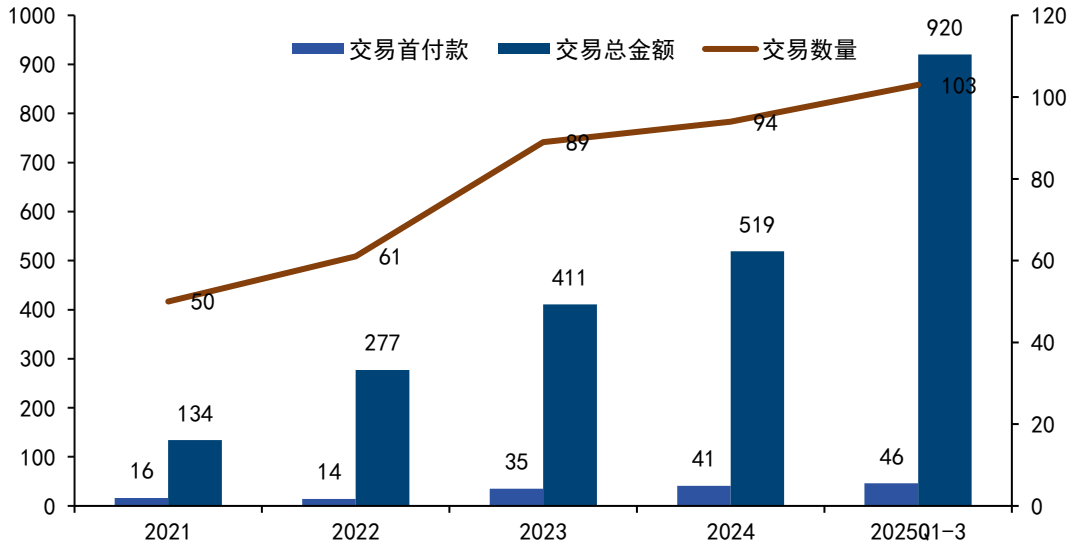
■ **创新驱动，国内生物医药投融资复苏。**从国内产业层面看，中国创新药出海热潮持续升温，重磅交易密集落地，合作模式也从早期的单药海外授权，逐步升级为多管线联合开发、全球权益共享的深度合作，交易金额屡创新高。叠加2025年前三季度国内创新药指数的优秀表现，资本市场对创新药产业的发展前景保持乐观预期，驱动生物医药领域投融资活动逐步修复。

图：国内医疗健康产业融资情况（单位：亿美元）



资料来源：动脉网，国信证券经济研究所整理
注：2025年全年数据根据动脉网2025上半年和2025年7-12月月度数据加总计算得出

图：国内创新药BD金额和数量（单位：亿美元）



资料来源：医药魔方，国信证券经济研究所整理

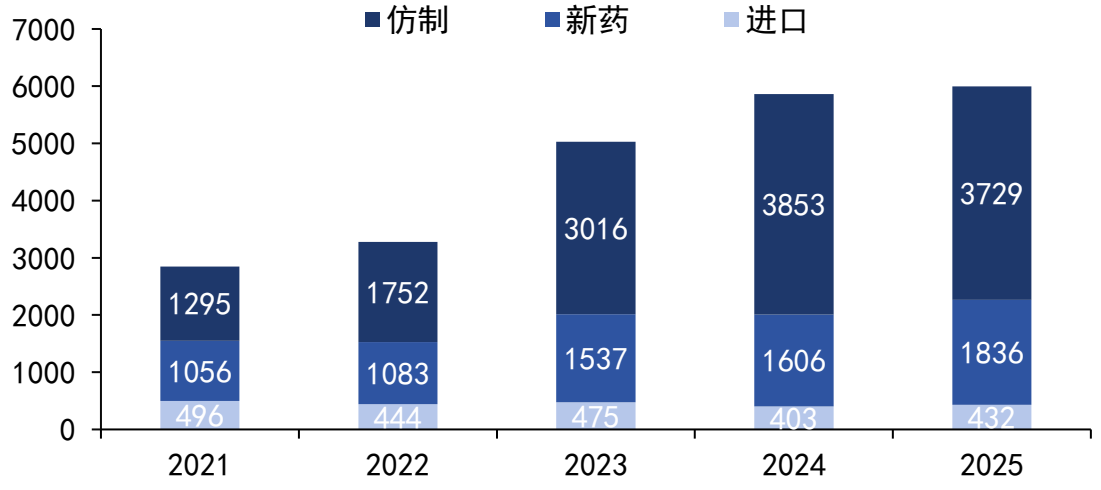
2.2.2 生物医药投融资复苏驱动CRO企业订单改善

■ **投融资回暖驱动CRO行业业绩与订单改善。**此前，受新冠疫情后需求收缩、医药生物领域投融资遇冷的双重冲击，CRO企业面临订单取消率攀升的压力，叠加行业内卷加剧，订单价格持续承压，行业整体业绩增速呈现放缓（或下滑）态势。2025年以来，生物医药投融资复苏，一方面缓解了biotech企业的资金压力，另一方面推动跨国药企“扫货”热潮，双重因素共同加速医药研发管线的推进节奏。CRO行业订单价格端逐步修复，新签订单规模稳步增长，业绩兑现的确定性显著增强。

✓ **临床前CRO：订单受投融资影响更为直接及迅速。**2025年国家药品监督管理局药品审评中心的注册申请稳步增长，新药注册申请增长较快。2025年以来，临床前CRO新签订单呈现改善态势。2023年、2024年昭衍新药新签订单连续两年同比下滑，2025年Q1新签订单同比增速转正，且Q2、Q3新签订单增长逐步提速；美迪西的境外新签订单增长较快，2025H1同比增长约40%。

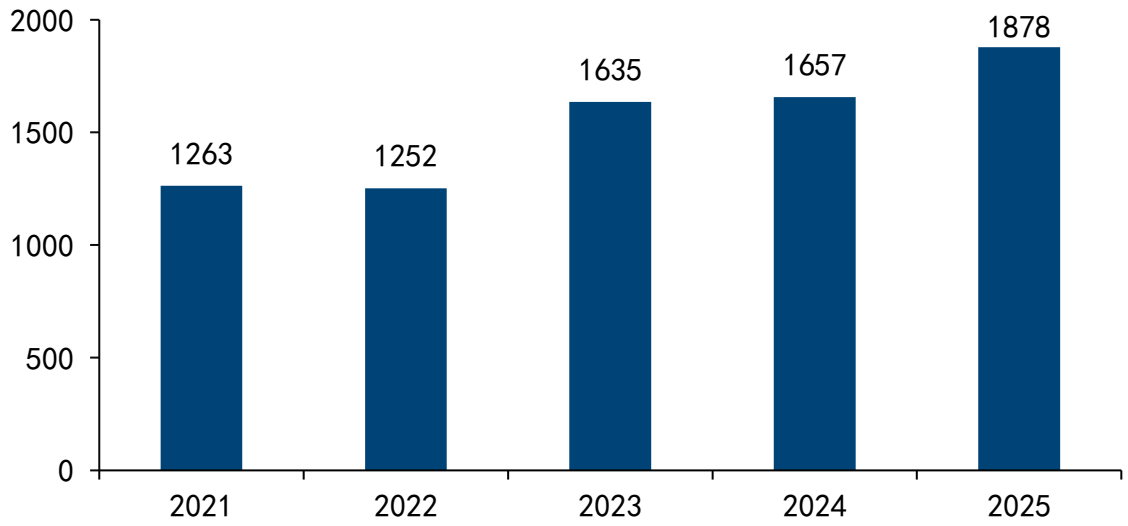
✓ **临床CRO：订单价格已止跌并有温和复苏态势，新签订单金额增长。**2025年受理新药临床试验申请1878个品种，同比增长13.34%，而2024年该数据为1657个品种，仅同比增长1.35%。普蕊斯2025年上半年新签订单同比大幅增长40.12%。

图：国家药品监督管理局药品审评中心受理的注册申请



资料来源：药智数据，国信证券经济研究所整理

图：国家药品监督管理局药品审评中心受理的新药临床试验申请



资料来源：药智数据，国信证券经济研究所整理

2.2.2 生物医药投融资复苏驱动CRO企业订单改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：国内CRO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
康龙化成	CRDMO		新签订单金额同比增长超过20%，其中实验室服务新签订单同比增长超过15%。	新签订单金额同比增长10%，其中实验室服务超过10%。	新签订单金额同比增长超过10%，其中实验室服务新签订单同比增长超过10%。	新签订单金额同比增长13%，其中实验室服务新签订单同比增长超过12%。
昭衍新药	临床前CRO	整体在手订单金额约33亿元，同比下降约25.0%，签署订单金额约23亿元，同比下降约39.4%。	整体在手订单金额约22亿元，同比下降约33.3%，签署订单金额约18.4亿元，同比下降约20%。	整体在手订单金额约22亿元，同比下降约34.9%，签署订单金额约4.3亿元，同比增长约7.5%。	整体在手订单金额约23亿元，同比下降约20.7%，签署订单金额约10.2亿元，同比增长约13.3%。	整体在手订单金额约为人民币25亿元，同比下降约5.6%。签署订单金额约16.4亿元，同比增长约17.1%。
美迪西	临床前CRO	药物发现与药学研究服务新签订单9.68亿元。临床前研究新签订单12.32亿元。	境外新签订单金额同比增长超过20%。		境外新签订单金额同比增长约40%。	
泓博医药	临床前CRO		承接订单不达预期。	服务板块新签订单1.24亿元，同比增长6.7%。	服务板块新签订单3.69亿元，同比增长31.5%。	
泰格医药	临床CRO	净新增合同金额78.5亿元，同比下降18.8%；累计待执行合同金额140.8亿元，同比增长2.1%。	新增合同金额101.2亿元，净新增合同金额84.2亿元，同比增长7.3%；累计待执行合同金额157.8亿元，同比增长12.1%。	净新增合同金额超过20亿元，同比增长20%。	截至2025年8月底，新签订单保持双位数增长。	净新增合同金额近70亿元。
普蕊斯	临床CRO	新签不含税合同金额12.92亿元，同比增长23.89%。存量不含税合同金额为18.81亿元，同比增长24.97%。	新签不含税合同金额10.00亿元，同比下降22.59%。存量不含税合同金额为18.89亿元，同比增长0.38%。	询单量、新签订单同比实现较快增长。	新签不含税合同金额6.00亿元，同比增长40.12%。存量不含税合同金额为19.98亿元，同比增长9.45%。	
博济医药	临床CRO	新增业务合同金额11.65亿元，同比增长38.12%。在执行的合同尚未确认收入的金额20.95亿元，同比增长31.35%。	新增业务合同金额15.15亿元，同比增长30.07%。在执行的合同尚未确认收入的金额27.59亿元，同比增长31.69%。	合同额同比有所下降，剔除大订单影响后较2024年一季度略增，在手订单充足。	新增业务合同金额约8.70亿元，同比增长5.6%。在执行的合同尚未确认收入的金额约31.95亿元，同比增长27.0%。	新增业务合同金额约12.48亿元，同比增长9.85%。

资料来源：公司公告，公司年报，国信证券经济研究所整理

2.2.2 生物医药投融资复苏驱动CRO企业订单改善

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：国外CRO公司订单情况

CXO公司	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
Charles River	临床前CRO	低于1的订单出货比，在手订单24.5亿美元，环比下降5.8%，同比下降22.2%。	0.85订单出货比，在手订单19.7亿美元，环比下降7%，同比下降19.5%。	Q1 1.04订单出货比，在手订单19.9亿美元，环比增长1%，同比下降15.3%。	Q2 0.82订单出货比，在手订单19.3亿美元，同比下降10.6%。	Q3 0.82订单出货比，在手订单18.0亿美元，同比下降15.1%。
LabCorp	临床前CRO	82.5亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入24.7亿美元。	79.9亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入25.3亿美元。	81.8亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入25.6亿美元。	87.1亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入27.1亿美元。	86.0亿美元在手订单，预计未来12个月从在手订单取得收入27.0亿美元。
Fortrea	临床CRO	1.27订单出货比，在手订单74亿美元。	1.16订单出货比，在手订单77亿美元，同比增长4.1%。	Q1 1.02订单出货比，在手订单超过77亿美元，同比增长4.1%。	Q2 0.79订单出货比，在手订单75亿美元，同比增长1.4%。	Q3 1.13订单出货比，在手订单超76亿美元，同比持平
ICON	临床CRO	在手订单228亿美元，同比增长10%。	1.2订单出货比，在手订单247亿美元，同比增长8.4%。	Q1 1.01订单出货比，在手订单247亿美元，同比增长5.6%。	Q2 1.02订单出货比，在手订单250亿美元，同比增长5%。	Q3 1.02订单出货比，在手订单250亿美元，同比增长2.8%。
IQVIA	临床CRO	在手订单297亿美元，同比增长9%。	在手订单331亿美元，同比增长5.5%。	在手订单315亿美元，同比增长4.8%。	在手订单320亿美元，同比增长5%。	在手订单324亿美元，同比增长4.1%。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

2.2.3 大分子CDMO：行业高增长，中欧美日韩同台竞技

■ **大分子CDMO：行业高增长，空间广阔。**中国企业当前的整体市占率仍然较低，一方面，日本、韩国、欧洲、美国均有较为强劲的竞争对手，以龙沙、三星生物、富士胶片为代表的海外大分子CDMO业绩表现亮眼，中国大分子CDMO或将持续面临较为激烈的行业竞争；另一方面，生物药的蓬勃发展及较高的外包率带动大分子CDMO行业保持较快增速，行业β持续，国内龙头CDMO竞争力持续提升。

表：国内外大分子CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

		营业收入（亿美元/亿人民币）			净利润（亿美元/亿人民币）			
公司名称	主要业务	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1	2025业绩指引
SAMSUNG BIOLOGICS	大分子CDMO	28.76 (+23.1%)	31.24 (+23.1%)	19.03 (+23.0%)	6.68 (+7.47%)	7.44 (+26.31%)	5.15 (+40.73%)	收入41-43亿美元 (+25-30%)
Lonza	大分子CDMO	79.84 (+7.9%)	73.14 (-2.1%)	44.82 (+17.0%)	7.77 (-46.17%)	7.08 (-2.75%)	5.34 (+29.5%)	CDMO业务以固定汇率计算营收增长20-21%
药明生物	大分子CRDMO	170.34 (+11.6%)	186.75 (+9.6%)	99.53 (+16.1%)	34.00 (-23.1%)	33.56 (-1.3%)	23.39 (+56.1%)	收入213-217亿元 (+14-16%)
药明合联	XDC CRDMO	21.24 (+114.4%)	40.52 (+90.8%)	27.01 (+62.2%)	2.84 (+82.1%)	10.70 (+277.2%)	7.46 (+52.7%)	收入58.8亿元以上（+45%以上），净利润14.77亿元以上（+38%以上）

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；SAMSUNG BIOLOGICS和Lonza营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），药明生物和药明合联营业收入/净利润单位为亿人民币；增速根据原币种计算得出。

2.2.3 小分子CDMO：综合优势明显，中国企业行业地位稳固

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **小分子方面：中国企业综合优势明显。**历经疫情高基数影响下的短期表观业绩下滑，2025年国内主要小分子CDMO企业业绩恢复全面增长。从全球产业分工及产业链转移角度，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势，考虑到欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权、合规产能等方面的短板，我们认为中国企业在小分子CDMO领域的行业地位中期维度（5年内）难以撼动。经历漫长回调后，叠加《生物安全法案》温和落地，地缘政治扰动因素边际减弱，小分子CDMO估值有望进一步修复。

表：国内外小分子CDMO公司营业收入、净利润和业绩指引情况

		营业收入（亿美元/亿人民币）					净利润（亿美元/亿人民币）					
公司名称	主要业务	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-Q3	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q1-Q3	2025业绩指引
Divi’s Laboratories	小分子CDMO	9.41 (+1.0%)	11.35 (+18.7%)	2.96 (+15.1%)	6.07 (+16.1%)		1.92 (-12.3%)	2.56 (+36.9%)	0.64 (+26.7%)	1.39 (+31.3%)		
Piramal Pharma	小分子CDMO	10.01 (+14.2%)	10.86 (+11.3%)	2.33 (+1.1%)	4.62 (-4.03%)		0.02 (+109.6%)	0.11 (+411.4%)	-0.10 (+7.8%)	-0.20 (-173.9%)		
药明康德	小分子CRDMO	403.41 (+2.5%)	392.41 (-2.7%)	96.55 (+21.0%)	207.99 (+20.6%)	328.57 (+18.6%)	97.00 (+9.0%)	95.68 (-1.4%)	37.15 (+89.6%)	86.60 (+102.3%)	122.06 (+84.9%)	收入454.56亿元（+15.84%），归母净利润149.57亿元（+41.33%）。
康龙化成	小分子CRDMO	115.38 (+12.4%)	122.76 (+6.4%)	30.99 (+16.0%)	64.41 (+14.9%)	100.86 (+14.4%)	15.82 (+17.0%)	17.14 (+8.4%)	2.80 (+29.5%)	6.53 (-39.7%)	10.66 (-22.2%)	收入138.72-142.40亿元（+13%-16%），归母净利润6.14-16.86亿元（-6%--10%）
凯莱英	小分子CDMO	78.25 (-23.7%)	58.05 (-25.8%)	15.41 (+10.1%)	31.88 (+18.2%)	46.30 (+11.8%)	22.51 (-31.7%)	9.36 (-58.4%)	3.25 (+16.1%)	6.13 (+24.5%)	7.92 (+13.2%)	收入66-67亿元（+13%-15%）
博腾股份	小分子CDMO	36.67 (-47.8%)	30.12 (-17.9%)	8.01 (+18.2%)	16.21 (+19.9%)	25.44 (+19.7%)	1.76 (-90.9%)	-3.66 (-308.5%)	-0.26 (+79.5%)	-0.05 (+97.5%)	0.24 (+109.2%)	收入33.5-35亿元（+11%-16%），归母净利润0.80-1.05亿元。
普洛药业	原料药 小分子CDMO	114.74 (+8.8%)	120.22 (+4.8%)	27.30 (-14.6%)	54.44 (-15.3%)	77.64 (-16.4%)	10.55 (+6.7%)	10.31 (-2.3%)	2.49 (+2.0%)	5.63 (-9.9%)	7.00 (-19.5%)	

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理；

注：Divi’s Laboratories Limited和Piramal Pharma Limited营业收入/净利润单位为亿美元（历史汇率），药明康德、康龙化成、凯莱英和博腾股份营业收入/净利润单位为亿人民币；Divi’s Laboratories、Piramal Pharma的财年为每年4月1日-次年3月31日，药明康德、康龙化成、博腾股份、普洛药业的财年为每年1月1日-12月31日；增速根据原币种计算得出。

2.2.4 CXO新分子、新业务发展迅速

■ **新分子领域的快速发展为CXO行业带来源源不断的增量需求。**生物医药技术更新迭代迅速，新分子、新疗法层出不穷，近年来，多肽、寡核苷酸等药物/疗法发展迅速，为CXO持续带来新的需求点。

■ **新分子、新业务领域布局成为CXO发展的趋势。**资金实力雄厚的CXO龙头已前瞻布局了新分子/疗法，业务处于快速发展阶段。例如，药明康德的TIDES业务（多肽、寡核苷酸、复杂偶联物等）2025年前三季度收入78.4亿元，同比增长121.1%。药明生物的抗体偶联药项目继续保持高速增长，截至2025年上半年末，抗体偶联药物项目数同比增长34.7%至225个。成都先导布局DNA编码化合物库技术（DEL）平台，拓展了基于分子片段和三维结构信息的药物设计技术、基于寡核苷酸的药物研发技术和靶向蛋白降解技术的核心技术平台。2025年前三季度收入3.70亿元，同比增长23.98%。

表：部分CXO公司的新分子、新业务的布局和发展情况

公司名称	主要业务	布局	发展情况
药明康德	CRDMO	WuXi TIDES提供开发寡核苷酸、多肽药物及相关化学偶联物的服务，覆盖药物发现、CMC开发和生产的全生命周期。	TIDES业务2025年前三季度收入78.4亿元，同比增长121.1%。截至2025年9月末，TIDES在手订单同比增长17.1%。
康龙化成	CRDMO	在传统小分子实验室化学服务的基础上，拓展在复杂类型分子方面的实验室化学业务，包括PROTAC、分子胶、多肽、寡核苷酸、ADC等。	2025年前三季度大分子和细胞与基因治疗服务收入3.36亿元，同比增长8.13%。2025年上半年，公司为2个商业化项目和13个临床阶段的细胞与基因治疗产品提供效度测定放行服务。
药明生物	CRDMO	一站式新药发现平台提供从靶点识别到先导临床前候选药物选择的服务，范围涵盖高效价的新型抗体、抗体偶联药物和其他生物制剂。	截至2025年上半年末，抗体偶联药物项目数同比增长34.7%至225个。
ST诺泰	CRDMO	多肽研发生产平台提供一站式的CRDMO服务，包括复合多肽、多肽偶联和环肽。公司战略布局小核酸领域，打造了基于固液融合的小核酸规模化生产技术平台。	
成都先导	临床前CRO	公司打造了DNA编码化合物库技术（DEL）平台，并拓展了基于分子片段和三维结构信息的药物设计技术、基于寡核苷酸的药物研发技术和靶向蛋白降解技术的核心技术平台。同时，公司正在建设DEL+AI+自动化DMTA分子优化能力平台。	2025年前三季度收入3.70亿元，同比增长23.98%。
阳光诺和	一体化CRO	小核酸领域，公司建立小核酸药物载药系统开发平台，专注于小核酸药物的递送系统研究；多肽领域，公司布局多肽偶联PDC、计算机辅助药物分子设计和AI多肽分子发现等技术。	

资料来源：公司官网，公司年报，国信证券经济研究所整理；

2.3 医疗器械投资策略

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- **集采反内卷下影响逐步出清，板块有望企稳回升。**按照国务院常务会议研究通过的优化集采措施，国家医保局坚持“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则，不再以简单的最低价作为参考。从已进入接续采购的器械品种看，收入和盈利能力开始逐步企稳回升。在国内集采政策缓和、行业合规整顿和资本市场退潮等多重因素影响下，未来几年医疗器械行业有望呈现盈利能力持续改善的发展趋势。
- **创新热点不断，重视主题投资机遇。**AI医疗有望加速医疗终端应用的效率革命，通过将深度学习、大数据分析等AI技术深度融入医疗设备和医疗服务领域，传统医疗器械的诊断精度、操作效率和智能化水平得到显著提升。医疗器械与AI的结合应用广泛，有望在医疗设备、医疗耗材、体外诊断等多个领域驱动革新。脑机接口国内外临床和产业化进展不断，侵入式/半侵入式/非侵入式国内正全面发展。手术机器人迎来医保局收费立项指南改革，终端应用有望加速。
- **出海成为医疗器械行业新的增长引擎。**出口品类结构在疫情后开始向高附加值的诊断试剂和设备倾斜，同时地缘政治风险和终端市场需求双向共振导致出海目的地分散化。凭借稳定的供应能力、高质量的产品及完善的售后体系，国产IVD、设备和耗材均有潜力实现自有品牌的规模化出海。
- **细分赛道投资观点：**

✓ **医疗设备：国内招投标逐步复苏，关注产品高端升级+海外放量。**医疗机构招投标进入较为平稳的状态，2026年预计不会有同比基数上的大幅波动，相关龙头企业有望轻装上阵。近几年国产设备不断实现中高端升级，加速提升海外影响力，持续看好国产龙头企业在全球竞争力的进一步提升，建议关注国产医疗设备龙头**联影医疗、迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗**等。

✓ **高值耗材：集采影响边际减弱，创新+出海有望为国产企业带来广阔市场空间。**国产企业加速追赶海外前沿技术，集采影响正快速出清，部分领域的进口替代空间仍然广阔。国内正处于行业加速整合期，上市公司的收并购有望增多，复制海外龙头器械企业平台化发展的路径。耗材企业均在加速布局海外市场，打开远期成长的天花板，关注该板块龙头公司**惠泰医疗、南微医学、春立医疗、三友医疗**等。

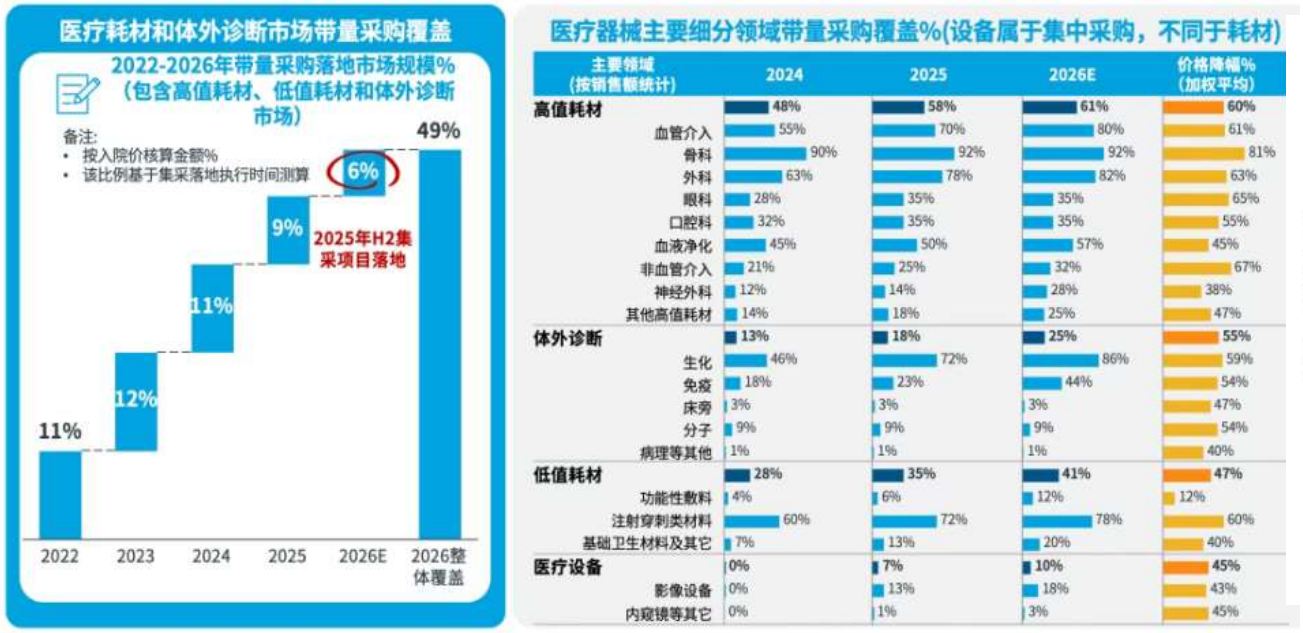
✓ **体外诊断：政策扰动有望于2026年出清，肿瘤基因检测蓬勃发展。**随着DRG政策全面执行、体外诊断试剂集采落地、检验收费价格逐步调整，IVD行业的政策扰动预计于2026年出清，板块有望企稳回升。随着上游试剂原材料、仪器零部件等底层技术实现进步，生免流水线、分子诊断、质谱等新兴业务领域不断突破，国产企业在该领域的全球市场空间有望进一步打开。肿瘤基因检测行业国内外正蓬勃发展，前景可期。建议关注国产IVD龙头企业**新产业、安图生物、艾德生物、万孚生物**等。

✓ **消费医疗：医疗消费需求有望持续回升，关注银发经济背景下老年人健康消费需求。**关注呼吸机、康复、CGM、眼科等医疗消费细分领域，如**鱼跃医疗、可孚医疗、美好医疗、翔宇医疗**等。

2.3 集采覆盖度超过60%，国内有望见底，关注创新和出海

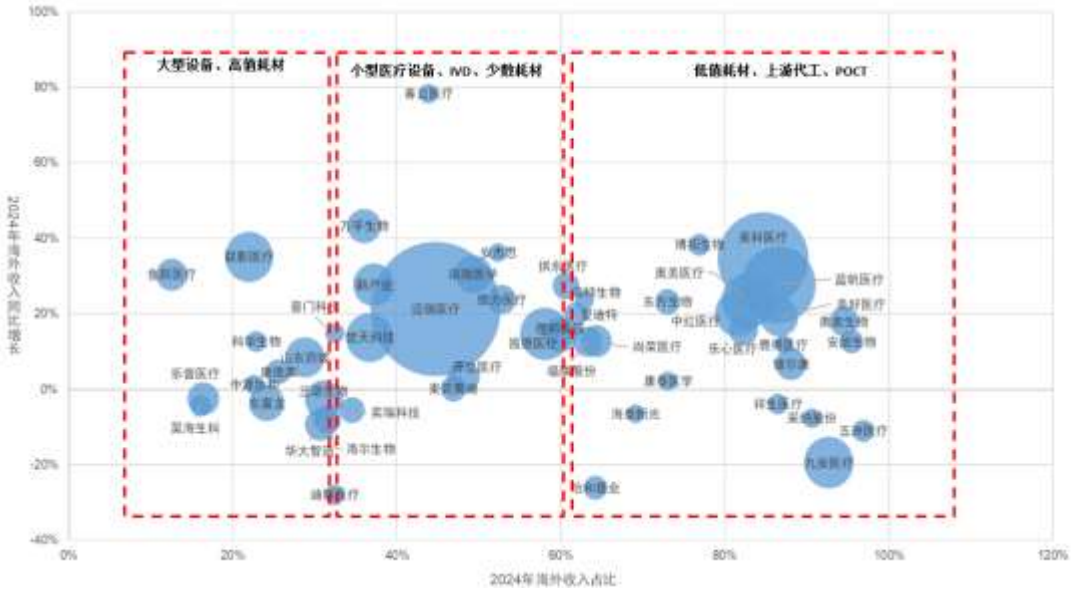
- **多类高值耗材集采覆盖率超过60%。**高值耗材集采的年新增覆盖率逐年放缓（2024年14%，2025年预计下滑至9%），预计此趋势在未来将持续，其中骨科集采覆盖率超过90%，是覆盖度最高的细分品类；其次为外科、血管介入、血液净化等。体外诊断正处于覆盖率上升阶段（2024年8%，2025年预计上升至10%），其中生化诊断经过3年左右时间覆盖率快速提升至72%，免疫诊断也已完成多个大类检测项目的集采，截至6月底暂未有省份新增体外诊断项目的集采。低值耗材中的注射穿刺类集采覆盖率预计近70%。
- **出海成为器械企业新的业务增长引擎。**2024年海外收入占比超过50%的集中于低值耗材（振德医疗、英科医疗、蓝帆医疗），供应链上游/代工企业（美好医疗、海泰新光）以及少部分IVD和设备公司（九安医疗、怡和嘉业）。有一批企业海外收入占比30-50%且保持快速增长，企业类型主要为高附加值的高值耗材（南微医学/安杰思、春立医疗）、医疗设备（迈瑞医疗）和IVD（新产业）。大部分公司均集中在0-20%的海外收入占比，但有一批创新能力强且良好应对集采压力的国产龙头开始放眼海外，均呈现出高于50%的同比增长，如设备龙头**联影医疗**、IVD龙头**万孚生物**、家用器械龙头**鱼跃医疗**。3-5年维度来看，伴随更多企业深耕出海业务，打造本土化能力，出海的企业类型将百花齐放，打开中国医疗器械行业的成长天花板。

图：国内医疗器械市场集采进度



资料来源：IQVIA、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：国内医疗器械公司海外收入情况

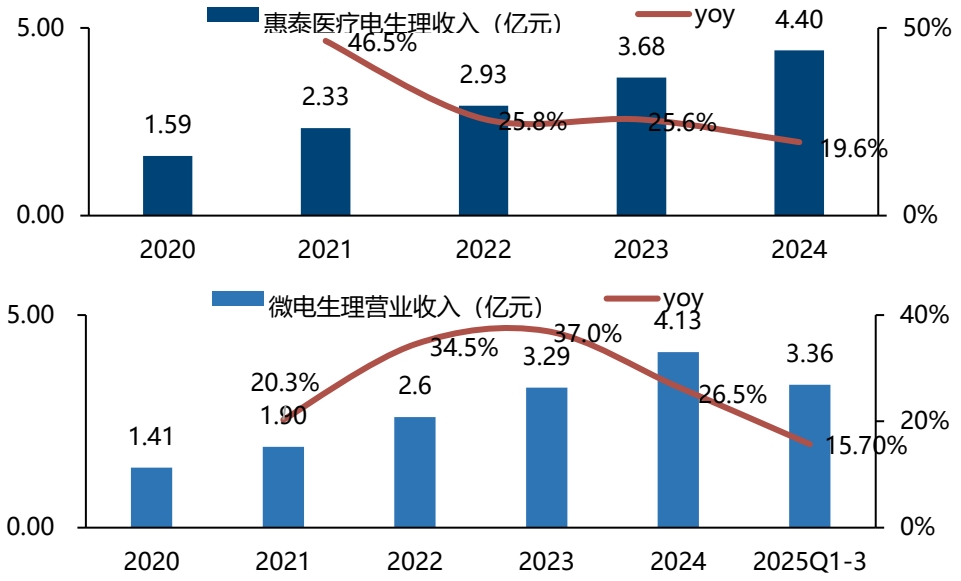


资料来源：IQVIA、公司年报，国信证券经济研究所整理

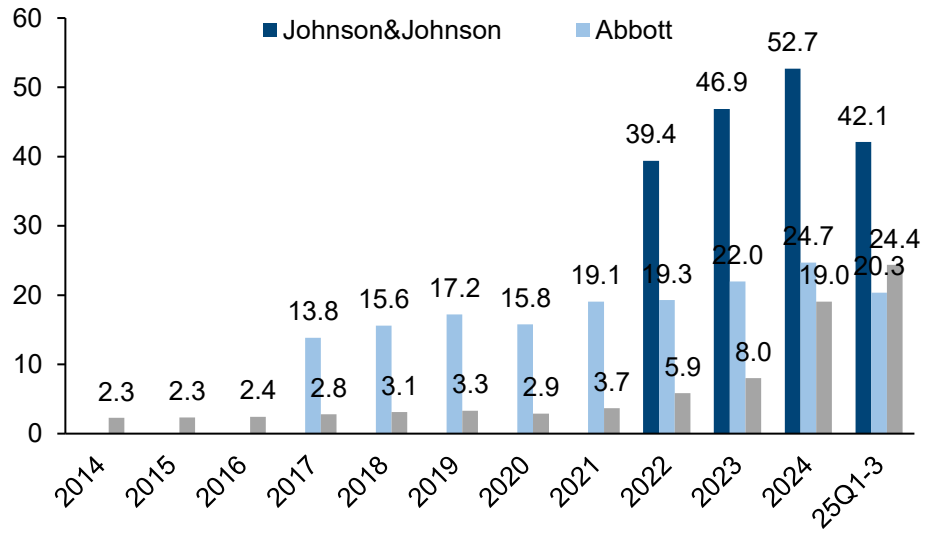
2.3.1 电生理：PFA引领新增长，国产企业有望在国内市场脱颖而出

- **电生理集采政策落地节奏放缓，国产厂家产品组套未来有望借助集采打开房颤市场。**2025年4月，四川省医保局发布《关于开展四川省电生理类医用耗材带量联动采购公告》，第二轮全国范围电生理集采的进度相较此前预期较为缓和。根据2022年福建联盟集采的价格降幅情况来看，单件类产品降价幅度高于组套类，且组套类产品被强生、雅培等外资企业独占。随着近两年惠泰医疗、微电生理等国产企业房颤产品的逐渐完备，预计未来有望凭借进入房颤组套类产品抢占一定市场份额。
- **国产企业在PFA产品的竞争中取得先机，有望实现电生理行业的“弯道超车”。**PFA（脉冲消融）凭借其手术时间短、安全性高、术者学习周期短等优势，在近两年欧美的电生理领域市占率迅速提升，将来有望取代传统射频手术的地位。全球PFA领军企业波士顿科学近两年凭借PFA产品的放量，成为电生理领域的后起之秀，25前三季度电生理业务收入规模已超过雅培。从国内PFA领域的竞争情况来看，锦江电子、德诺电生理等企业相较于外资品牌产品上市时间更早，且国产产品局麻结合三维标测系统的术式更加符合国内临床场景。建议关注电生理渠道经验丰富、三维系统较为成熟的国产企业，如**惠泰医疗、微电生理**等。
- **惠泰医疗：**公司于2024年12月在国内率先获批两款PFA导管：一次性使用磁电定位压力监测脉冲电场消融导管（AForcePlus，线形） 和 一次性使用心脏脉冲电场消融导管（Pulpstamper，环形）；2025年前三季度完成PFA消融手术2000余例，公司预计全年PFA手术量将超过5000例；
- **微电生理：**通过“自研+参股”双轮驱动，实现PFA产品线的快速布局；2025年11月20日，公司自主研发的“一次性使用压力监测心脏脉冲电场消融导管”获国家药监局批准上市，成为国内首个配备盐水灌注功能且集成压力监测的PFA导管；电生理产品体系实现“冰、火、电、磁”全平台覆盖；公司前三季度实现营业收入3.36亿元（同比增长15.65%）。

图：惠泰医疗电生理板块收入及微电生理营业收入情况（单位：亿元）



图：强生、雅培、波科电生理收入规模（单位：亿美元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3.2 骨科耗材：国内集采影响出清，海外成为第二成长曲线

- **骨科大部分品类已被集采覆盖，国内骨科市场未来预计会基于手术量提升保持稳定增长。**
  - ✓ 创伤的市场集中度较低，厂家众多，以本土企业为主，市场竞争激烈且产品同质化程度较高，行业将逐步向龙头集中。
  - ✓ 脊柱市场的本土厂商份额迅速提升，国产替代率已达到较高水平，椎间孔镜、脊柱机器人等设备及其相关耗材销量提升。
  - ✓ 关节市场中的单髁和肩关节手术量迅速提升，市场机会在于进一步的国产替代及定制化的新技术和新产品。
  - ✓ 运动医学市场规模尽管在2025年前三季度同比下滑，主要是由于集采对价格的影响，但行业在集采后手术量保持快速增长，其中小关节增长速度最快，肩关节次之。
- **骨科出海空间广阔，部分企业如春立医疗出海初有成效**，需分区域、分领域采取多维战略加速出海进程，打造新增长曲线。
  多区域：欧美等成熟市场、拉美/东南亚等新兴市场、“一带一路”沿线国家等。
  多维度：并购、自营、产能转移等。

表：骨科公司各业务线2024年收入拆分

公司	创伤	脊柱	关节	其他产品	
	营收（亿）	营收（亿）	营收（亿）	营收（亿）	占比
威高骨科（688161.SH）	2.42（+24%）	4.21（-11%）	4.22（+46%）	运动医学和组织修复4.26（+16%）	26%
春立医疗（688236.SH）		~0.50（+20%）	~7.90（-28%）	脊柱、运动医学等-0.36	-
三友医疗（688085.SH）	0.19（-7%）	3.09（-18%）		有源设备及配套辅件1.22（+32%）	27%
大博医疗（002901.SZ）	8.21（+43%）	3.88（+37%）	1.89（+21%）	微创外科3.63（+27%） 神经外科1.03（+26%） 手术器械0.42（+27%） 齿科0.67（+28%）	34%
爱康医疗（1789.HK）		1.27（+3%）	11.34（+26%）	定制产品及服务0.51亿（+4%）	6%

资料来源：各公司年报，公司公告，国信证券经济研究所整理

表：骨科耗材企业海内外营业收入（亿元）

公司		2024	2025H1	2025Q3	海外收入占比	海外业务发展趋势
大博医疗	国内	19.19	10.53	-	20%（2025H1）	未来计划加强在“一带一路”沿线国家、欧美等的市场拓展，重点突破创伤、关节等领域。
	海外	2.17	1.58	-		
威高骨科	国内	13.99	6.98	10.51	~5%	以“产业并购”“自营模式”“合作模式”加速国际化战略落地，推进全球化布局。加大骨科海外营销团队的建设，不同于以往的贸易出口的模式，将通过外贸、工业产能海外建设、并购的有机结合，让国际化成为公司业绩增长第二曲线。
	海外	0.54	0.43	0.55		
爱康医疗	国内	10.72	5.66	-	18%（2025H1）	重点开拓欧洲成熟市场及拉美、东南亚新兴市场。
	海外	2.74	1.28	-		
春立医疗	国内	4.52	2.93	4.54	40%+	海外增速加快：一是**基本功扎实**，包括产品注册准入、战略性产品宣传，老客户维系良好；二是**新产品上量**，海外对新产品接受度和需求高，单一国家拓展后对周边国家有辐射带动作用，如运动医学产品在海外有客户主动需求。
	海外	3.53	1.95	3.02		
三友医疗	国内	3.80	1.98	3.01	23%+	Implanet上半年收入580.9万欧，单三季度291.89万欧 2025年前三季度，**水木天蓬**实现海外收入1800多万，**近翻倍增长**。2025年前三季度，**美国业务同比增长83.04%**。
	海外	0.72	0.52	0.89		

资料来源：各公司年报，公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3.3 消化介入耗材：集采扩围，海外成为增长引擎

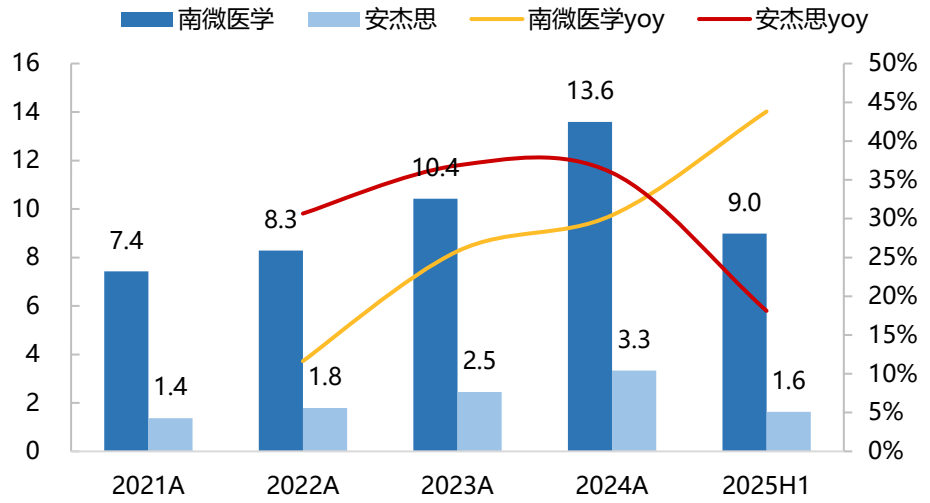
- **消化介入耗材集采扩围。**近年来消化介入耗材集采从地方试点走向全面扩围。2023年河北牵头的京津冀“3+N”联盟集采纳入了止血夹等产品，且中选率仅约27%，降价幅度超预期；2025年8月广东启动消化介入类医用耗材集采，纳入止血夹、消化介入注射针等6类产品，中选率超93%，较好地体现了“集采反内卷”的宗旨，从价格看，相较最高有效报价的平均降幅约42%，相对温和。目前仍有过半省份未开展集采，未来1-2年内将持续推进。受集采影响，南微医学、安杰思国内收入增长疲软。

- **海外市场成为增长引擎，国产企业通过并购、建生产基地、拿国际认证等方式加速海外拓展。**

✓ 南微医学2025年完成对西班牙渠道公司CME的并购，泰国生产基地已于2026年1月建成投产，以规避关税影响，海外业务有望持续稳步增长。

✓ 安杰思海外业务已成为增长核心引擎，2025年上半年境外收入同比增长18.29%，为应对贸易摩擦，公司在泰国投建生产基地，将有效降低关税影响。

图：海外收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

2.3.4 家用医疗器械：家用慢病管理产品市场方兴未艾

- **随着慢性疾病患病率的提升以及居民健康意识的崛起，慢病管理类产品逐渐成为市场新热点。**我国人口基数庞大且正面临老龄化加重等问题，糖尿病、慢阻肺等疾病患病率呈现上升趋势，慢病管理类的家用医疗器械需求随之兴起，CGM（连续血糖监测）、家用呼吸机等产品市场规模逐渐扩大。
- **CGM：**为患者提供远高于传统指尖测血糖的便捷性与精准性，且作为一种可穿戴设备，CGM正在成为“医疗终端+数据平台”的关键入口，具备高频刚需、高粘性、平台化延伸等特征。近年来，硅基仿生、三诺生物、鱼跃医疗等国产企业的CGM产品推新上市，产品性能日渐精进，逐步打破雅培等外资品牌对国内市场的垄断，2024年鱼跃医疗CGM产品收入实现翻倍增长。建议关注在CGM领域重点布局的企业，如**三诺生物、鱼跃医疗、可孚医疗**等。
- **家用呼吸机：**我国OSA（阻塞性睡眠呼吸暂停）及COPD（慢阻肺）患者群体庞大，家用无创呼吸机作为指南推荐的非药治疗手段，在国内市场的渗透率依然较低。近年来居民对慢性呼吸疾病认知提升，患者对家庭治疗手段接受度逐渐提高，家用呼吸机市场规模也在逐步扩张。建议关注国内家用呼吸机市占率领先的企业，如**瑞迈特、鱼跃医疗**等。
  - **鱼跃医疗：**新款CGM及呼吸机产品性能及市场表现亮眼，国内线上平台收入持续提升；呼吸诊疗海外收入开始提速，预计未来外销收入将维持30%左右同比增长；当前估值水平处于地位，未来提升空间较大；
  - **三诺生物：**专利诉讼已取得阶段性进展，全年诉讼费预计为3000万元左右；二代CGM产品出海对标外资高端产品；
  - **可孚医疗：**自研呼吸机开始放量，健耳门店扩张节奏稳健，海外市场通过线上平台持续拓展；预计2026年港股上市融资，以支持海外并购及扩张；
  - **瑞迈特：**新款无噪音面呼吸机带动美国经销商动销水平逐月提升，海关数据同比表现较好；欧洲云平台代理商接入进展迅速；海外市场增长动力稳健。

表：内外资主流厂家CGM产品参数对比

公司	产品	尺寸（直径mm）	使用寿命（天）	MARD	电商平台参考价格
德康	G7	30	10	8.20%	-
雅培	FreeStyle Libre2	35	14	9.20%	460
	FreeStyle Libre	35	14	9.40%	375
美敦力	Guardian™ Sensor 3	25	7	9.10%-10.60%	-
罗氏	Accu-Chek SmartGuide	-	7	9.20%	-
硅基动感	SIBIONICS GS1	33.5	14	8.83%	198
三诺生物	i6	32	15	8.71%	149
鱼跃凯立特	Anytime5 Pro	23	16	8.58%	279
微泰医疗	GX-01S	22	15	8.66%	177
可孚欧态	M8	24	14	8.11%	107

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，京东，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

表：CGM与家用呼吸机市场整体情况对比

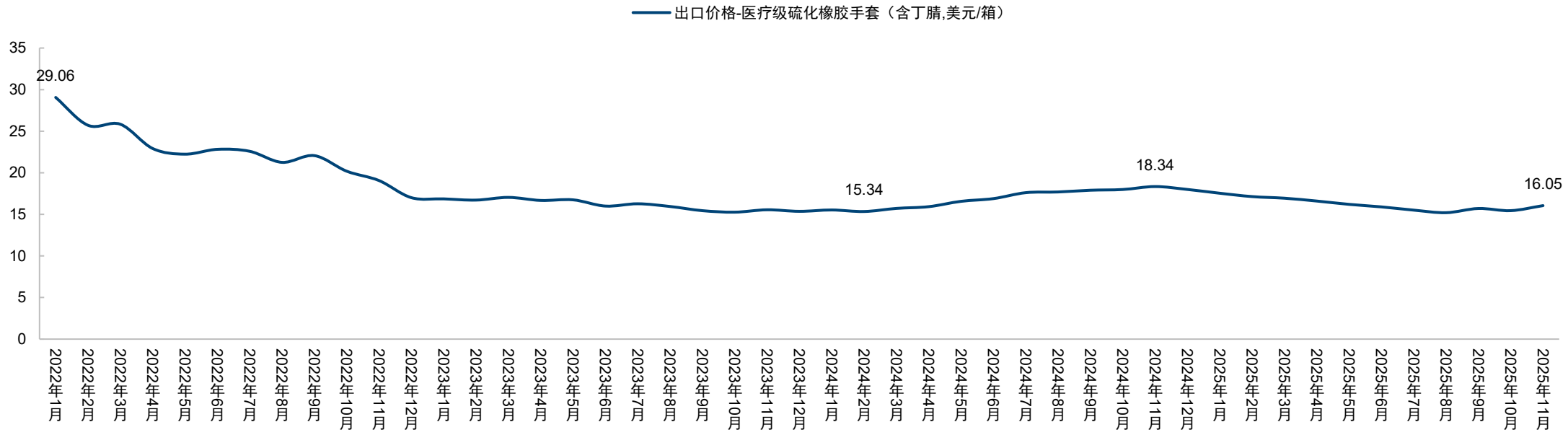
	CGM	家用呼吸机
适用人群数量	Ⅰ型糖尿病300万；Ⅱ型糖尿病1.4亿	OSA 2亿；COPD 1亿
渗透率空间	7%→38%；1.1%→13.4%	0.2%→40%
需求刚性	Ⅰ型较强，Ⅱ型较弱	COPD较强，轻度OSA较弱
大致人均年消费	Ⅰ型糖尿病150*2*12=3600 Ⅱ型糖尿病150*4=600	设备4000元（五年折旧每年800元） 耗材200*2=400元
竞争格局	国内市场较为分散	CR4>75%

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，京东，弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

2.3.5 一次性手套：行业景气度上升，丁腈手套价格企稳回升

■ **一次性手套行业逐步回暖，丁腈手套价格企稳回升。**一次性医用手套行业由于2020-2021年的产能迅速扩张、而需求逐渐回归稳态，市场出现阶段性供过于求的局面。2024年行业出清效果明显，丁腈手套价格企稳回升，2025年随着原材料价格下降、2024年末客户囤货导致库存较高的影响，手套价格略有下降，目前国内出口丁腈手套价格约在16美金左右，相较疫情前仍有差距。基于客户去库存基本结束，需求持续向好，预计2026年丁腈手套价格温和看涨。

图：丁腈手套出口价格

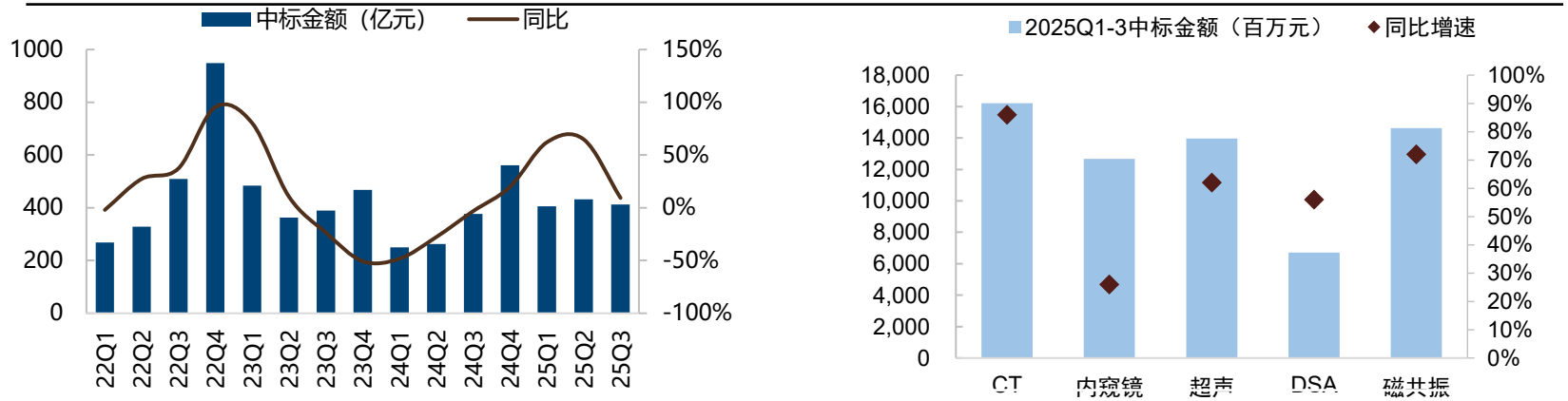


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

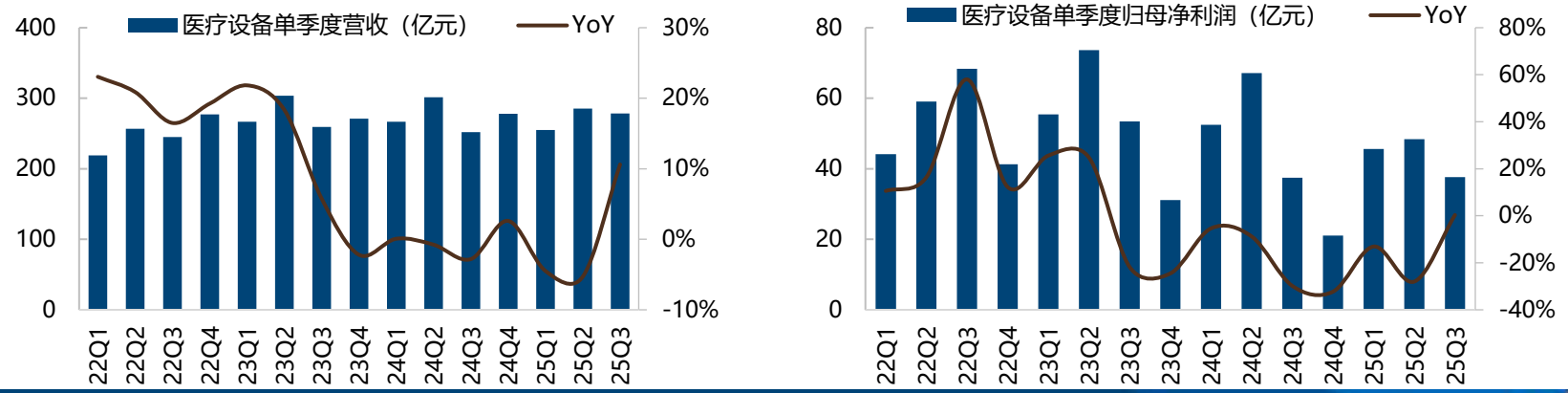
2.3.6 医疗设备：25Q3收入端增速转正

- **2025年医疗设备招投标呈现显著复苏态势。**24Q4起，受益于设备更新项目资金落地，医疗设备中标金额回升，且同比增速由负转正并持续上扬，医疗设备采购需求明显回暖，市场活跃度提升。从细分领域看，各类医疗设备均显示出增长，其中CT、磁共振、超声等影像设备增速较高。25Q3起，招投标增速放缓，后续有望保持常规稳健增长。
- **2025Q1-3医疗设备板块收入略下滑，利润端下滑幅度更大。**25Q1-3医疗设备板块收入819亿元（-0.2%），归母净利润132亿元（-20.1%）。**2025Q3医疗设备板块收入双位数增长，利润基本持平。**25Q3医疗设备板块收入279亿元（+10.6%），归母净利润38亿元（-0.3%）。环比25Q2看，25Q3收入、利润均呈现环比下滑，分别-2%/-22%。
- 尽管2025年起招投标出现明显拐点，但由于2023下半年-2024年持续的招投标低迷导致渠道库存高企，2025年前三季度医疗设备板块整体业绩端仍表现不佳。25Q3起收入同比增速转正，部分企业仍处于去库存阶段，有望于2026年迎来业绩拐点。

图：医疗设备中标金额梳理



图：医疗设备公司单季度营收和利润



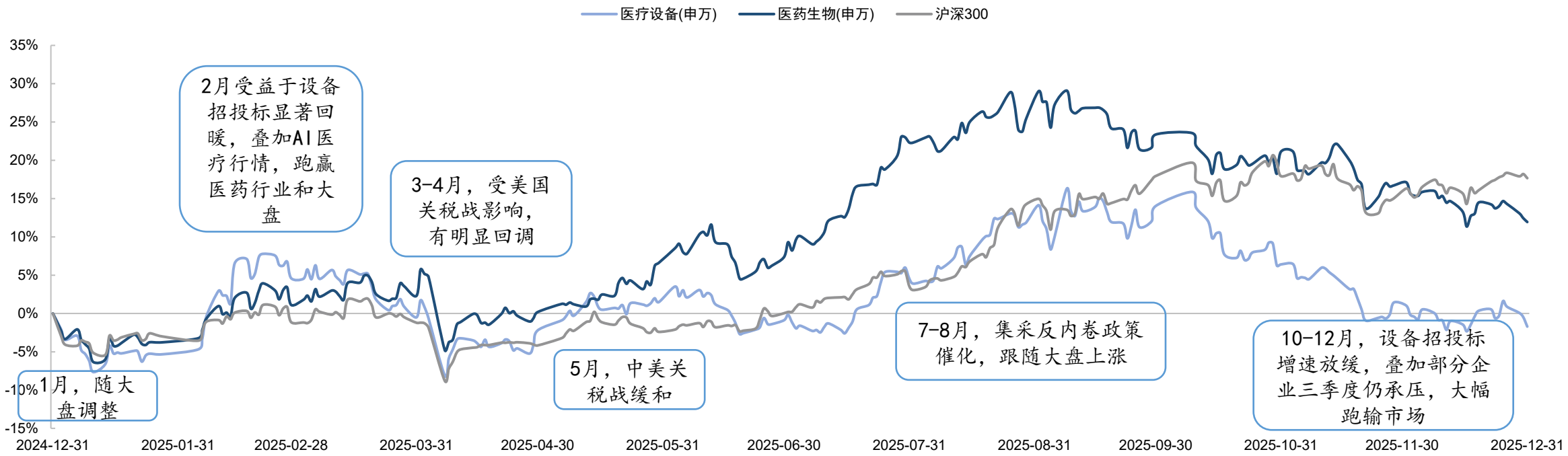
备注：医疗设备板块为SW医疗设备，剔除北交所标的

资料来源：Wind、众成医械，国信证券经济研究所整理

2.3.6 医疗设备：2025年大幅跑输医药行业整体和大盘

■ **2025 年至今医疗设备板块行情复盘：**1 月随大盘调整后，2 月因设备招投标回暖 + AI 医疗行情，跑赢医药行业与沪深 300；3-4 月受美国关税战冲击明显回调，5 月随中美关税战缓和修复；7-8 月在集采反内卷政策催化下随大盘上涨；10 月至今则因设备招投标增速放缓、部分企业三季度业绩承压，大幅跑输市场。目前板块仍面临高库存与设备集采的压力。

图：医疗设备板块2025年涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2.3.6 体外诊断：行业处于筑底阶段，待检验量回升和试剂价格稳定

- **IVD相关政策密集出台，25年量价齐跌。**2024年10月，国家医保局就进行了2轮检验项目收费调价。2025年，多地医保局开始亲自下场进行检验项目价格调整。随着检验病理价格立项指南在2025年下半年发布，IVD常规检验项目的降价并在未来逐步向全国推开已是大势所趋。此外，2024年11月，国家卫健委、发改委、财政部等7部门公布《关于进一步推进医疗机构检查检验结果互认的指导意见》，2025年各省市检验结果互认明显加速。在DRG/DIP全面推开执行的背景下，《关于进一步规范医疗机构临床检查检验工作的通知》首次提出“最少够用”原则，明确对于检验套餐需核查必要性和重复性。2025年国内检验量下滑约15%，试剂价格下滑10-15%，行业整体呈现量价齐跌的负面表现。

- **集采正加速进口替代和行业集中。**目前已经进行了5轮大型的省际联盟集采，迈瑞在肿瘤标志物16项和甲功9项的集采份额占比分别为 14.2%和13.2%，而迈瑞在2023年国内化学发光业务的平均市占率仅为8-9%。对于生化试剂而言，已经有89个产品分三次纳入带量采购范畴。头部集中的马太效应愈发显著，报量厂商的整体数量从2023年的109家，减少至2024年的71家，2025年续约报量厂商数量进一步下降至69家，前十大厂商报量占比高达80%。

表：IVD省际联盟集采汇总

时间	项目	涉及省份	平均降幅
2024年12月	发光：肿标16项、甲功9项	安徽牵头28省	52.62%
2024年10月	生化：糖代谢、离子微量元素、血脂、肝肾功能等35项	江西牵头27省	70%
2023年12月	发光和分子：HPV、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项	安徽牵头25省	53.9%
2023年12月	生化：肾功和心肌酶等29项	江西牵头24省	77%
2022年12月	生化：肝功26项	江西牵头23省	68.64%

资料来源：安徽省医保局、江西省医保局、国信证券经济研究所整理

表：IVD相关政策

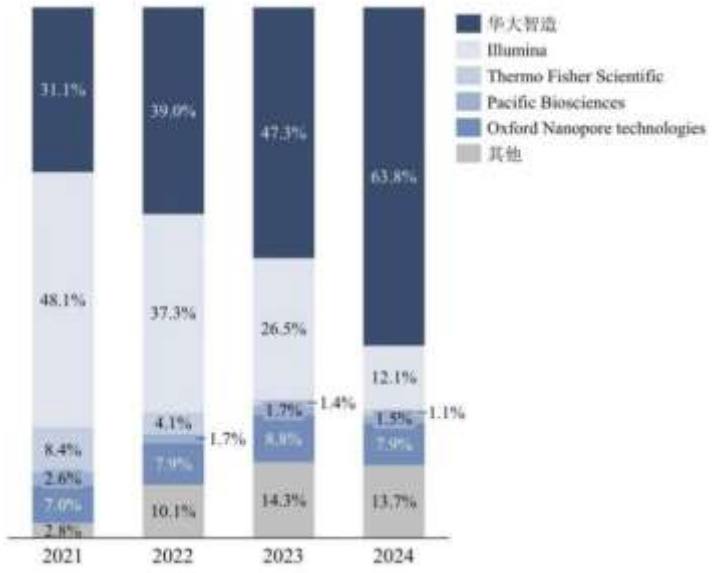
相关政策	区域	政策影响
DRG/DIP	浙江省	《进一步加强医疗机构临床检查检验管理的通知》：总体遵循“最少够用、动态管理”原则。
检验收费下调	国家	第一批：血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定、B型钠尿肽测定、B型钠尿肽前体测定等；第二批：糖类抗原测定、癌胚抗原测定、甲胎蛋白测定等10个肿瘤标志物项目
	安徽省	《关于调整省属公立医疗机构部分医疗服务价格的通知》：有54项检验项目收费下调，最高降幅91.67%，且涉及项目的进口试剂加收项均被取消
检验结果互认	国家	《关于进一步推进医疗机构检查检验结果互认的指导意见》，主要目标：2025年底，各地市域内医疗机构间互认项目超过200项；2027年，各省域内医疗机构间互认项目超过300项；2030年，全国互认工作机制健全完善。

资料来源：安徽省医保局、江西省医保局、国信证券经济研究所整理

2.3.6 体外诊断：关注肿瘤基因检测和基因测序的主题投资机会

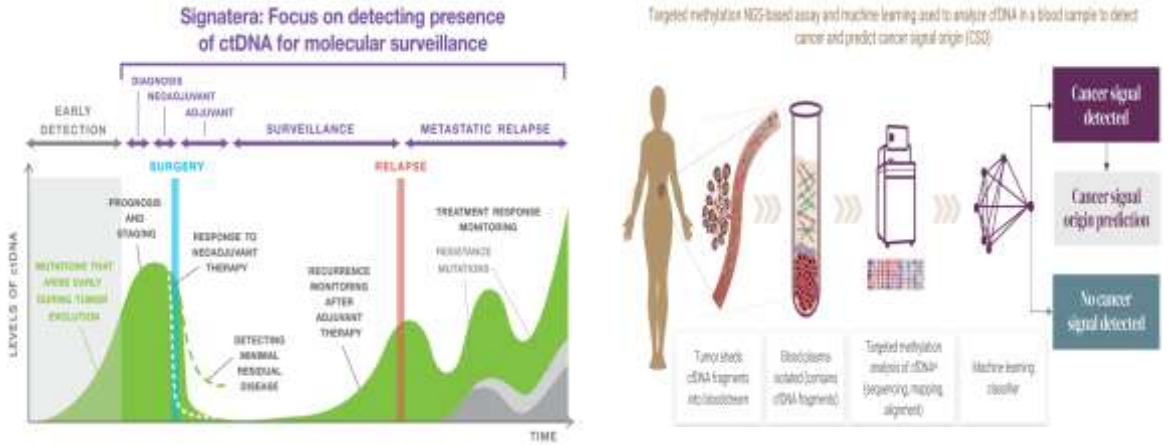
- **基因测序下游应用场景走向多元化，带动行业市场规模不断扩张。**随着基因技术的不断成熟及其在临床、科研与个人健康管理等领域的广泛应用，行业需求持续上升。根据JPM conference的测算，预计至2032年全球基因测序仪及试剂耗材市场规模将达到202亿美元，对应2023-2032年CAGR为16.8%。过去国内高端测序市场长期由海外行业龙头illumina主导，但随着本土厂商在技术和产品布局上的追赶，国产替代进程正在加速。截至2024年，华大智造已连续三年占据国内基因测序设备新增装机行业第一，2024年在新增装机中占比已高达63.8%。国内基因测序行业进入“高速成长”+“国产替代”的双重驱动新阶段。
- **微小残留病灶检测（MRD）在美国已进入快速放量阶段。**Signatera是Natera开发的一种基于循环肿瘤DNA（ctDNA）的MRD检测技术，采用Tumor-informed设计思路，可用于预测肿瘤复发风险和指导治疗决策。Signatera MRD已满足CMS分子诊断服务项目（MolDx）的报销条件，覆盖适应症包括结直肠癌、乳腺癌、肌肉浸润性膀胱癌等实体瘤的免疫治疗监测。**多癌早筛产品将在未来1-2年进入重要验证阶段。**Grail开发了多癌早筛产品Galleri，其能检测50多种癌症中共有的癌症信号，且能够准确预测癌症信号起源并指导诊断检查。预计26Q1提交FDA的PMA注册，于26H1披露NHS-Galleri的临床研究结果。

图：中国基因测序设备市场竞争格局（按当年新增销售台数计算）



资料来源：公司公告、Natera、Grail、国信证券经济研究所整理

图：MRD和早筛或将成为肿瘤基因检测新的大范围应用场景



资料来源：公司公告、Natera、Grail、国信证券经济研究所整理

2.3.7 关注脑机接口及AI医疗主题投资机会

- **脑机接口已进入“技术突破向商业业化跃迁”的关键节点，锚定 “政策+技术+场景”三重主线。**当前行业受益于十五五规划重点布局、医保赋码与医疗器械标准落地等政策红利，叠加 Neuralink 量产预期与国内临床突破的催化，全球市场规模有望迎来爆发式增长。从产品端看，侵入式产品仍在临床试验，非侵入式产品已有部分上市，包括医疗端的脑机接口运动康复系统，以及消费端的安睡仪等。随着芯片、电极、算法等技术的发展，法规标准的不断完善，预计未来几年脑机接口产品将迎来密集商业化。
- **聚焦产业链核心环节与技术路线，优先选择具备壁垒的标的。**上游可关注脑电传感器、核心芯片等硬件供应商，受益于设备量产带来的放量需求；中游重点布局拥有核心专利与临床资源的企业，尤其是侵入式领域技术对标国际、非侵入式场景落地快的龙头；下游可跟踪在康复医疗、工业控制等细分场景形成商业化闭环的标的，同时关注“AI+脑机”“机器人+脑机”的生态协同机会。

表：脑机接口相关标的估值表

代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				ROE	PEG
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E
688626.SH	翔宇医疗	119	1.0	0.8	1.0	1.2	115	156	119	97	5.0%	26.5
301363.SZ	美好医疗	186	3.6	3.9	5.0	6.1	51	48	37	31	10.5%	2.6
688273.SH	麦澜德	48	1.0	1.1	1.5	1.9	47	42	32	25	7.7%	1.8
300753.SZ	爱朋医疗	44	0.1	(0.0)	0.0	0.1	412		1412	882	1.5%	
002173.SZ	创新医疗	129	(0.9)								-5.3%	
301293.SZ	三博脑科	169	1.1	0.9	0.7	1.0	161	190	249	172	4.6%	-85.9
300430.SZ	诚益通	65	1.0	1.0	1.2	1.4	68	66	56	45	4.3%	4.6
688580.SH	伟思医疗	60	1.0	1.4	1.6	1.9	59	44	38	32	6.3%	1.9
6609.HK	心玮医疗-B	20	(0.1)	0.8	1.2	1.8	(144)	25	16	11	-1.3%	0.5
688767.SH	博拓生物	63	1.7	0.6	1.6	2.2	37	105	40	29	7.0%	12.7
300003.SZ	乐普医疗	351	2.5	10.9	13.5	16.2	142	32	26	22	1.6%	0.4
301033.SZ	迈普医学	50	0.8	1.1	1.5	2.1	63	45	33	24	11.3%	1.2
301087.SZ	可孚医疗	119	3.1	3.8	4.7	5.6	38	31	25	21	6.5%	1.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：总市值以2026/1/16股价计算，盈利预测使用wind一致预期

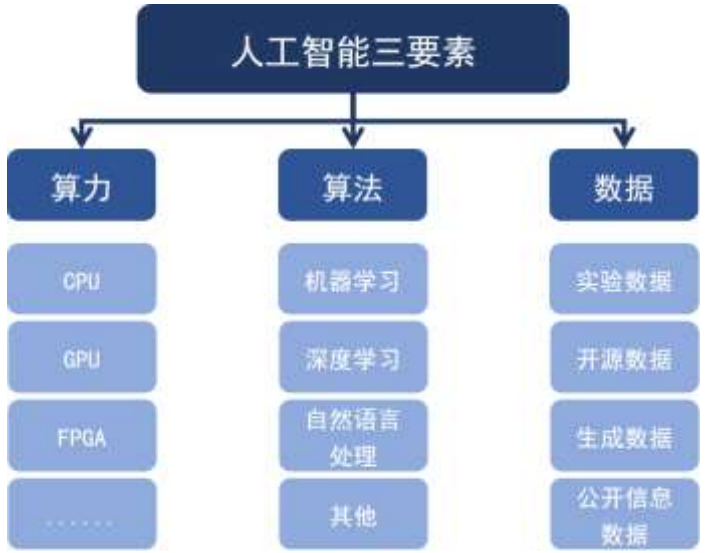
■ **AI技术快速发展，医疗健康是AI技术最重要的应用领域。**医疗健康产业正处于数字化转型与智能化升级的变革期，ARK Invest发布的《Big Ideas 2025》提到利用人工智能来“操作”数据将颠覆诊断、药物发现和治疗。医疗健康是AI技术最重要的应用领域，医疗保健板块人工智能解决方案的全球市场规模预计将由2022年的137亿美元增至2030年的1,553亿美元，CAGR为35.5%，是人工智能应用最大的领域，具备广阔前景及想象空间。**建议关注：1）AI+制药；2）AI+多组学；3）AI+精准诊断；4）AI+影像设备；5）AI+家用；6）AI+智慧医疗。**

图：全球人工智能解决方案市场规模



资料来源：晶泰控股招股书，国信证券经济研究所整理

图：人工智能三要素



资料来源：药智局，国信证券经济研究所整理

2.4 生命科学上游：海外市场需求复苏，静待行业景气度拐点

■ **海外上游企业对2026年景气度预期积极：**

- **Danaher**：公司管理层已在2025Q3业绩会上给出了2026年核心收入（core revenue）3%~6%的增长目标，并提到“随着生物工艺需求回暖及库存去化完成，终端市场有望在2026年迎来温和复苏（modest recovery），其中生物工艺（bioprocessing）需求恢复领先，而学术及部分仪器终端仍具不确定性”；
- **Merck KGaA**：公司管理层在Capital Market Day上给出了中个位数增长的中期维度整体目标，并提到Life Science业务预计为中~高个位数增长；
- **Thermo Fisher**：公司管理层在JPM大会上提到“药品生产回流美国（reshoring）带来更多机会，在2027和2028年将带来助力（tailwind）”以及“展望2026年，需求趋势向上，将支持现有水平下的内生增长”。

■ **国内上游企业营收端企稳，净利润增速同比大幅转正。**生命科学上游板块2025Q1-3营收、归母净利润、扣非净利润总额分别同比+8.0%/+32.1%/+52.9%，营收端企稳，净利润增速同比大幅转正；2025Q1/Q2/**Q3**营收分别+4.0%/+7.0%/**+12.5%**，归母净利润分别+15.4%/+22.2%/**+59.9%**。

■ **投资建议：**国内上游企业加大研发投入，丰富现有产品线并切入CGT等前沿领域；加大CAPEX投入，产能扩张形成规模效应；加速全球化步伐，拓展海外高价值客户；随着全球生物医药投融资回暖，生命科学上游赛道有望恢复高增速。建议关注产品/服务具备竞争力，未来有望突围国内市场、成功国际化的生命科学上游优质企业，如**药康生物、百普赛斯、奥浦迈**等。

2.5 中药投资建议：聚焦基药目录调整及“OTC+创新+高股息”标的

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **从短中期维度来看，基药目录调整在即，建议关注基药目录调整主线：**中药品种中存在大量独家品种，其竞争格局良好，放量节奏更快，从纳入基药目录对企业的带动作用来看，中药企业受益程度有望相较于化药企业更大。中医药在治疗部分内科（慢性病、免疫调节等领域）、外科（创伤、骨伤等领域）、精神科、妇科、皮肤科、儿科疾病具有独特优势和显著疗效，围绕中医药优势病种，后续更多品种有望借助基药目录调整实现放量，**推荐关注具备潜在新纳入基药目录的品种的公司：以岭药业、康缘药业等。**

■ **从长期维度来看，消费和创新是方向，建议关注中药品牌OTC、中药创新药及中药高股息标的：**

✓ **集采控费趋势下，我们看好具备消费属性的中药品牌OTC龙头。**在院内市场集采、医保控费的大趋势下，主攻院外市场的中药品牌OTC或可成为集采避风港，看好产品占领消费者心智、格局稳定、长期积累下拥有良好品牌形象的OTC龙头企业。**推荐关注：华润三九（品牌OTC龙头企业，内生+外延推动业绩稳步增长）、东阿阿胶（中药滋补龙头）等。**

✓ **回归药品属性，推荐关注产品疗效确切、具备持续出新能力的优质中药创新药企业。**疗效至上，临床循证是王道，看好产品经循证医学充分验证、得到医生群体认可的优秀中药企业。**推荐关注：以岭药业、天士力、康缘药业等。**

✓ **存量业务稳健且具备稳定分红能力的老牌中药企业。**医药行业发展历经中高速成长阶段，现已进入稳定发展期，看好资本开支相对较小、业务稳健且具备稳定分红能力的老牌中药企业。**推荐关注：云南白药（高分红“中华老字号”，中药保护品种壁垒高筑）、济川药业（传统业务企稳，BD项目带来新动能）等。**

2.6 医疗服务投资策略：静候消费复苏，关注精细运营的龙头

- **行业处于加速整合期。**2024-2025年民营医院迎来关停潮，部分曾投资数十亿的“明星医院”同样面临经营困难。出生率下降冲击产科、儿科等相关专科，消费疲软则影响牙科、眼科、医美等消费属性强的专科领域。部分民营医院依赖高杠杆融资扩张，在收入下滑后租金压力急剧放大；跨界资本因主业危机牵连旗下的医院运营，导致资金链断裂的问题。随着资本退潮，医疗服务领域将改变过往野蛮生长的状态，行业进入深度整合期。
- **2026年内需提振政策持续加码，关注医疗服务消费需求回暖。**2026年1月20日，发改委表示将研究制定出台《2026年-2030年扩大内需战略实施方案》，以新供给创造新需求，提供强有力的创新举措和要素保障。推荐关注银发经济下老年人健康消费需求，以及有政策鼓励和高股息的医疗服务标的。
- **国家医保局启动制定DRG/DIPs 3.0版，深化医疗服务价格改革。**2026年1月21日，按病组（DRG）付费3.0版分组方案临床论证工作部署暨启动会在京顺利召开，此次会议旨在进一步贯彻落实“十五五”规划建议关于健全医疗保障体系、推进“三医”协同发展等部署，深化医保支付方式改革，持续提升分组方案科学性，更好赋能医疗机构发展。国家将建立病种分组方案动态调整机制，根据客观数据、意见建议、临床特征规律、政策调整变化等因素，进行定期调整。
- **医保强控费下持续促进医学检验和影像检查的合规外包。**在合规监管力度加强的趋势下，第三方机构的硬实力会成为医院选择外包时的重要考虑因素，过往单纯依靠商务条件进行项目开发和外送的模式将逐步退出市场。当前国内第三方服务的渗透率较低，医疗服务价格调整和DRG执行后医院将更有动力进行成本管控，而在采购成本、运营效率、检验质量等具备优势的第三方机构有望承接一定的外送需求，实现医保、医院和第三方医检的共赢。同时，AI有望赋能第三方机构进一步发挥规模效应优势。

- **投资建议：**关注三条主线

✓ 医疗服务价格改革和DRGs执行后有望持续受益的民营专科连锁，经济复苏背景下静待消费医疗的二次成长：**爱尔眼科、固生堂等；**

✓ 低估值高股息、经营稳健、积极转型的国企医疗服务：**环球医疗；**

✓ 合规监管和医保控费趋势下，中长期有望受益的第三方医检和影像龙头：**金域医学、一脉阳光。**

目录

【01】2025年医药板块基本面及行情回顾

【02】细分板块投资机会展望

【03】医药行业2026年投资策略及推荐标的

3.1 投资建议：关注创新出海，重视新技术方向

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **出海行情火热，创新药及产业链在2025年表现出色**。受益于持续不断的BD出海落地、优秀的临床数据读出以及政策端的支持，创新药在2025年呈现了显著的超额收益。另一方面，随着全球医药行业的投融资环境的前景改善，CXO行业需求端复苏，CXO板块同样有较大的涨幅。对外授权、全球临床开发等海外预期/业务是支持2025年板块行情的核心因素；展望2026年，我们持续看好核心资产已经授权出海，有全球竞争力和差异化创新能力的创新药公司，以及拥有成本控制、技术积淀与产能规模等方面的较高壁垒的国内CXO龙头公司。

■ **国内供需较为平稳，支付端向创新倾斜**。2025年1-11月全国财政卫生健康支出同比增长4.7%，在连续两年的下滑之后增速转正。25年全年的医药制造业工业增加值保持低个位数增长，营业收入、利润总额均出现小幅下滑。支付端来看，医保基金的收入和支出增速继续下降，1-11月统筹收入2.63万亿元（+2.9%），支出2.11万亿元（+0.5%）。药械集采和医保谈判常态化开展，医疗服务价格改革进一步推进，DRG/DIP付费方式全面落地；另一方面，国家医保谈判继续进行，创新药降价幅度较为合理，首次推出商保目录作为国家医保的补充。

■ **重视新技术方向，关注双抗、小核酸等创新药物形态以及AI医疗、脑机接口等创新技术**。创新药方面，新药物形态进入POC/重磅产品上市阶段；B细胞清除疗法（TCE/CAR-T）在自免疾病中的应用前景获得越来越多的临床数据支持，肝脏靶向的小核酸药物技术成熟，商业化取得验证，肝外靶向技术拥有巨大前景。脑机接口已进入“技术突破向商业化跃迁”的关键节点，当前行业受益于十五五规划重点布局、医保赋码与医疗器械标准落地等政策红利，叠加 Neuralink 量产预期与国内临床突破的催化，全球市场规模有望迎来爆发式增长。

■ **投资建议**：关注创新出海，重视新技术方向。**推荐标的**：迈瑞医疗、药明康德、凯莱英、爱尔眼科、联影医疗、新产业、华润三九、特宝生物、美好医疗、爱博医疗、艾德生物、英科医疗、南微医学、益丰药房、大参林、春立医疗；H股：科伦博泰生物-B、康方生物、三生制药、和黄医药、康诺亚-B、爱康医疗。

■ **风险提示**：研发失败风险、商业化不及预期风险、地缘政治风险、政策超预期风险。

3.2 2026年年度策略组合

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：国信医药2026年年度策略组合

	代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				ROE 24A	PEG 25E	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
A股组合	300760.SZ	迈瑞医疗	2,370	116.7	98.8	111.5	131.3	20.3	24.0	21.3	18.1	32.5%	6.0	优于大市
	688271.SH	联影医疗	1,100	12.6	19.5	23.7	27.7	87.2	56.5	46.4	39.7	6.3%	1.9	优于大市
	603259.SH	药明康德	2,936	93.5	111.6	127.3	145.1	31.4	26.3	23.1	20.2	16.1%	1.7	优于大市
	300832.SZ	新产业	440	18.3	16.9	20.0	23.3	24.0	26.0	22.0	18.9	21.3%	3.1	优于大市
	301363.SZ	美好医疗	194	3.6	3.5	4.5	5.8	53.2	55.3	43.0	33.6	10.5%	3.3	优于大市
	002821.SZ	凯莱英	369	9.5	11.4	12.9	14.6	38.8	32.5	28.6	25.2	5.6%	2.1	优于大市
	300015.SZ	爱尔眼科	1,054	35.6	40.6	48.3	56.6	29.6	26.0	21.8	18.6	17.2%	1.6	优于大市
	300685.SZ	艾德生物	91	2.5	3.2	3.8	4.5	35.6	28.6	23.8	20.1	13.8%	1.4	优于大市
	688278.SH	特宝生物	310	8.3	10.7	15.4	21.7	37.4	28.9	20.1	14.3	32.4%	0.8	优于大市
	000999.SZ	华润三九	472	33.7	37.4	40.8	48.6	14.0	12.6	11.6	9.7	16.9%	1.0	优于大市
	688050.SH	爱博医疗	122	3.9	4.3	5.2	6.3	31.4	28.6	23.5	19.5	16.1%	1.7	优于大市
	300677.SZ	英科医疗	286	14.7	12.4	17.0	20.1	19.5	23.1	16.8	14.2	8.4%	2.1	优于大市
	688029.SH	南微医学	161	5.5	6.9	8.0	8.9	29.0	23.3	20.1	18.1	14.5%	1.4	优于大市
	603939.SH	益丰药房	301	15.3	17.3	20.1	23.2	19.7	17.4	15.0	13.0	14.3%	1.2	优于大市
	603233.SH	大参林	242	9.1	12.1	14.9	18.0	26.5	20.1	16.3	13.5	13.3%	0.8	优于大市
	688236.SH	春立医疗	91	1.2	2.8	3.7	4.5	72.7	32.8	24.8	20.2	4.4%	0.6	优于大市
港股组合	9926.HK	康方生物	962	(5.1)	0.3	7.3	17.9	(187.0)	3318.4	131.8	53.7	-7.6%	(13.2)	优于大市
	6990.HK	科伦博泰生物-B	898	(2.7)	(7.2)	(3.0)	4.8	(336.8)	(124.6)	(297.5)	189.1	-8.1%	0.6	优于大市
	0013.HK	和黄医药	190	2.7	30.1	4.8	7.6	70.1	6.3	40.0	25.2	5.0%	0.2	优于大市
	2162.HK	康诺亚-B	153	(5.2)	(4.9)	(5.8)	0.5	(29.6)	(31.1)	(26.5)	287.9	-20.8%	0.2	优于大市
	1530.HK	三生制药	554	20.9	99.6	28.8	32.1	26.5	5.6	19.3	17.3	13.5%	0.4	优于大市
	1789.HK	爱康医疗	62	2.7	3.3	4.0	4.8	22.6	18.8	15.5	12.9	10.4%	0.9	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：以2026/1/23股价计算

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。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内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032