



# 医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

## 业绩与临床数据催化密集，看好创新药板块回暖

### 投资逻辑：

创新药企业扭亏节点到来，全年临床数据催化密集，叠加已 BD 出海管线海外临床进展顺利，我们看好创新药板块投资机会。据医保魔方统计，2025 年中国新药 License-out 交易数量达 158 笔，总交易规模达 1357 亿美元，总首付款规模达 70 亿美元，交易数量与金额均创近十年新高；出海 BD 的繁荣，一方面有望大幅提振创新药企业的短期业绩，另一方面有望推动国产新药的国际化开发进程，远期价值显著提升。短期来看，2-3 月有望迎来创新药企业的业绩披露窗口，多家药企有望迎来减亏或扭亏，同时我们预计 2026 年更多创新药企业有望扭亏并大幅释放利润。展望全年，AACR（4 月）、ASCO（5 月）、ESMO（10 月）等学术会议上国产创新药有望进一步带来临床数据的兑现。整体上，我们认为创新药前期回调较为充分，向上产业趋势明确，催化近期密集，继续看好板块投资机会。

**创新药：**2 月 5 日，拜耳公司公布了全球关键性 III 期 OCEANIC-STROKE 研究的结果，该研究为首个成功完成的 FXIa 抑制剂 III 期临床试验。FXI 又一突破性进展，靶点成药性进一步增强，关注国内 FXI siRNA。

**生物制品：**2 月 4 日，礼来、诺和诺德公布替尔泊肽、司美格鲁肽 2025 年合计销售收入超过 700 亿美元，GLP-1 赛道商业化进展趋势迅猛，2026 年龙头公司礼来、诺和诺德潜在催化众多，建议持续关注领域内研发及商业化进展。

**CXO：**2 月行业将迎来海外 CXO 龙头密集披露窗口期，多家头部企业将陆续发布 2025 年年报，涵盖营收、利润、订单及产能规划等关键维度，同时也将披露 2026 年经营核心指引，进一步明确 CXO 行业增长趋势。

**医疗器械：**国内创新产品持续获批，带动长期盈利能力提升。微创电生理 EasyEcho 心腔内超声成像导管获国家药监局批准上市，在深化构建覆盖“电火冰”三大主流能量平台的同时，进一步提升心脏电生理导航技术的能力，随着国内相关心脏电生理创新产品持续上市，未来在国内市场推广及国际化拓展方面有望进一步加速。

**中药：**工业和信息化部等八部门发布《中药工业高质量发展实施方案（2026—2030 年）》，方案对中药创新、品牌中药、中药大健康产品都给予明确支持。部分中药公司过去两年持续消化库存&基数压力，我们看好行业在 26 年迎来回暖表现。政策支持利于情绪改善，同时，26 年业绩有望回暖进而带来估值修复，建议关注高股息、以及院内或院外边际有望向好的公司。

**医疗服务及消费医疗：**2026 年 2 月 2 日，国家医保局发布《国家医疗保障局关于做好 2026 年医疗保障基金监管工作的通知》，要求深入整治违法违规使用医保基金问题，持续加大医保基金监管力度，巩固基金监管高压态势，健全完善长效机制，坚决守住医保基金安全底线。

### 投资建议

创新药企业扭亏节点到来，全年临床数据催化密集，叠加已 BD 出海管线海外临床进展顺利，我们看好创新药板块投资机会。具体布局思路而言：（1）聚焦核心赛道，持续关注小核酸、双抗、ADC 等相关标的的投资机会，把握产业兑现期的红利行情；（2）布局业绩预告窗口期，掘金业绩超预期标的；（3）关注学会大会动态，把握重磅临床数据发布窗口。

### 重点标的

恒瑞医药、百济神州、翰森制药、信达生物、康方生物、中国生物制药、石药集团、科伦博泰生物-B、三生制药、映恩生物、康诺亚、甘李药业、特宝生物、华东医药、南微医学、先健科技、鱼跃医疗、时代天使、爱尔眼科、固生堂、益丰药房、大参林、华润三九、羚锐制药、济川药业、东阿阿胶、药明合联等

### 风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



## 内容目录

业绩与临床数据催化密集，看好创新药板块回暖.....	4
药品：拜耳 FX1a 因子 asundexian III 期临床疗效优异，卒中风险显著降低 26%.....	6
生物制品：替尔泊肽 25 年全球收入 365 亿美元，关注 GLP-1 赛道 26 年潜在催化.....	9
CXO 及制药上游供应链：2 月将迎来海外 CXO 龙头密集披露窗口期.....	11
海外 CXO 公司陆续发布 2025 年年报.....	11
国内投融资情况持续向好，内需有望逐步复苏.....	11
医疗器械：国内创新产品持续获批，带动长期盈利能力提升.....	12
中药：政策支持行业高质量发展，看好板块整体表现企稳回升.....	13
医疗服务及消费医疗：关注板块底部复苏机会.....	14
投资建议.....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）.....	4
图表 2：2 月 02 日~2 月 06 日各申万一级行业表现（%）.....	4
图表 3：2 月 02 日~2 月 06 日医药生物申万三级细分涨跌幅（%）.....	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十.....	5
图表 5：本周医药板块景气度.....	5
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势（2026/02/02-2026/02/06）.....	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势（2026/02/02-2026/02/06）.....	6
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势（2026/02/02-2026/02/06）.....	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势（2026/02/02-2026/02/06）.....	7
图表 10：本周美股创新药整体股价走势（2026/01/19-2026/01/23）.....	7
图表 11：26/01-26/02 月国内创新药获批上市情况.....	8
图表 12：26/01-26/02 月国内创新药申报上市情况.....	8
图表 13：26/01-26/02 月创新药跨国交易情况.....	8
图表 14：替尔泊肽糖尿病/减重适应症收入（亿美元）环比持续增长，司美各适应症整体企稳.....	9
图表 15：礼来在美国 GLP-1 市场占有率持续上升，25Q4 占有率达 60.5%.....	9
图表 16：礼来 26 年潜在里程碑包括 0 药（口服小分子）减重获批、Reta（三靶）减重数据读出/申报.....	10
图表 17：诺和 26 年潜在里程碑包括 Cagri sema 减重美国获批、高剂量司美（7.2mg）减重美国获批.....	10
图表 18：海外投融资数据情况.....	12
图表 19：国内投融资数据情况.....	12



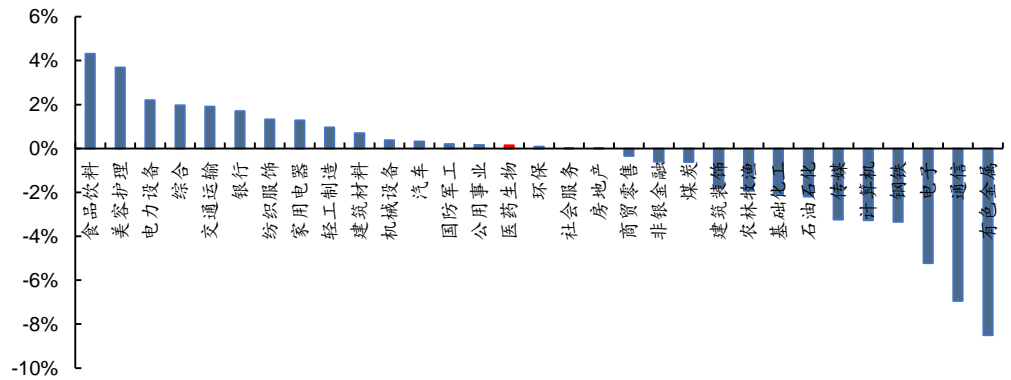
图表 20: 微创电生理 EasyEcho 心腔内超声成像导管 ..... 13



## 业绩与临床数据催化密集，看好创新药板块回暖

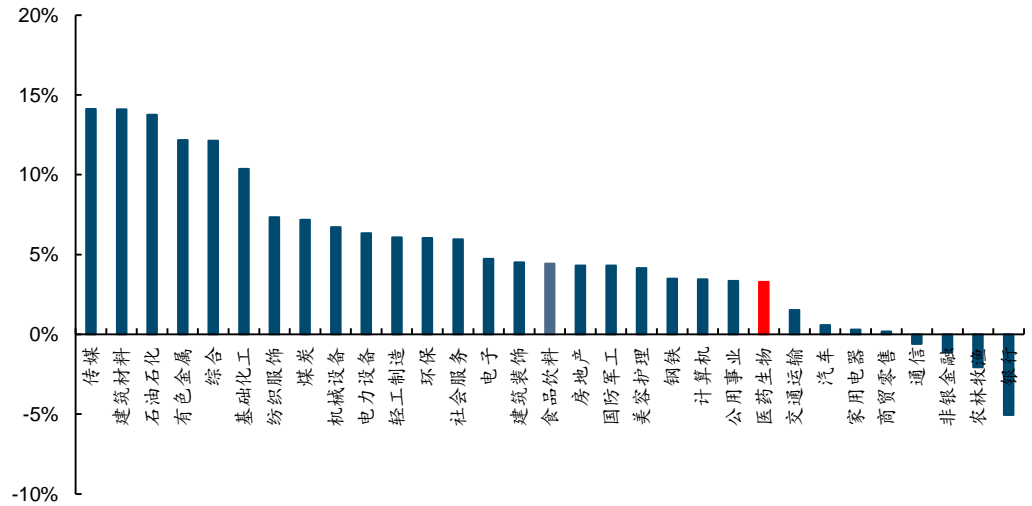
创新药企业扭亏节点到来，全年临床数据催化密集，叠加已BD出海管线海外临床进展顺利，我们看好创新药板块投资机会。据医保魔方统计，2025年中国新药License-out交易数量达158笔，总交易规模达1357亿美元，总首付款规模达70亿美元，交易数量与金额均创近十年新高；出海BD的繁荣，一方面有望大幅提振创新药企业的短期业绩，另一方面有望推动国产新药的国际化开发进程，远期价值显著提升。短期来看，2-3月有望迎来创新药企业的业绩披露窗口，多家药企有望迎来减亏或扭亏，同时我们预计2026年更多创新药企业有望扭亏并大幅释放利润。展望全年，AACR（4月）、ASCO（5月）、ESMO（10月）等学术会议上国产创新药有望进一步带来临床数据的兑现。整体上，我们认为创新药前期回调较为充分，向上产业趋势明确，催化近期密集，继续看好板块投资机会。

图1：年初至今各申万一级行业表现



来源：iFinD，国金证券研究所

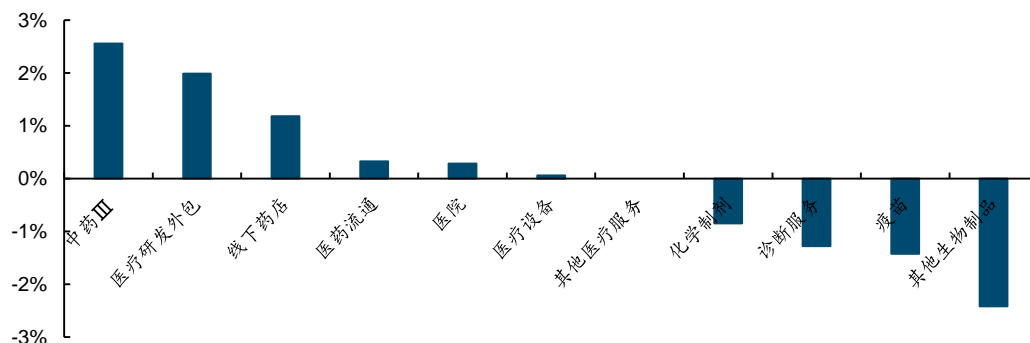
图2：2月02日~2月06日各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 2月02日~2月06日医药生物申万三级细分涨跌幅(%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	长药控股	70.37%
2	华兰股份	32.21%
3	康众医疗	25.47%
4	汉商集团	20.06%
5	万泽股份	19.04%
6	向日葵	18.92%
7	爱迪特	18.44%
8	西山科技	16.65%
9	海特生物	13.26%
10	益丰药房	12.82%
487	上海道众	-8.54%
488	智飞生物	-8.67%
489	热景生物	-8.72%
490	奥锐特	-9.12%
491	福瑞股份	-10.15%
492	鹭燕医药	-10.52%
493	迪哲医药	-11.62%
494	益方生物	-12.24%
495	艾迪药业	-13.70%
496	凯因科技	-13.83%

来源: iFinD, 国金证券研究所

图表5: 本周医药板块景气度

细分赛道	景气度指标
创新药	加速向上
仿制药	底部企稳
原料药	下行趋缓
生物制品	底部企稳
医疗器械	拐点向上
药房	拐点向上
中药	拐点向上
医疗服务与消费	稳健向上

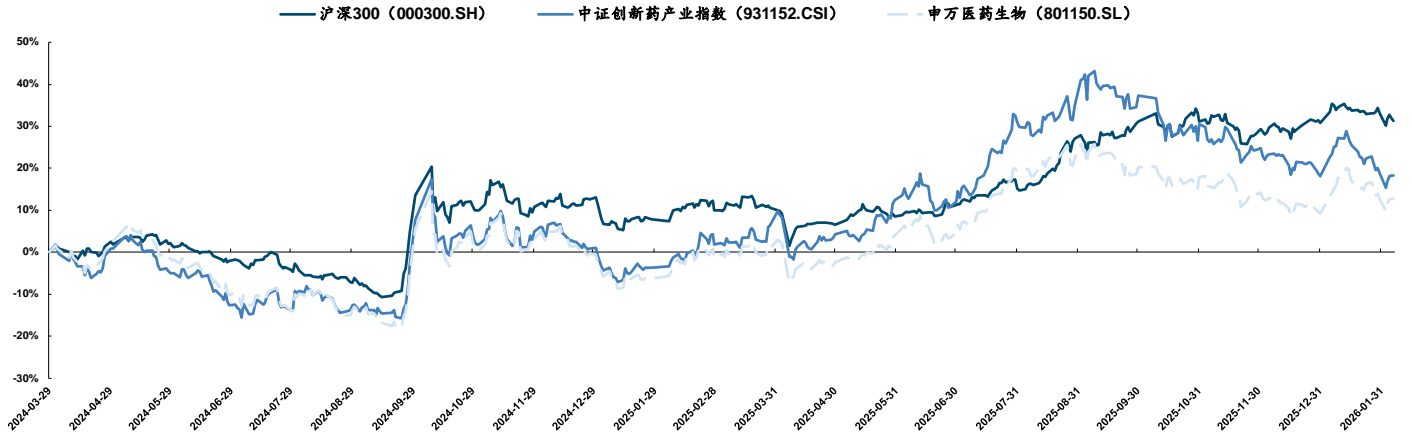
来源: 国金证券研究所



## 药品：拜耳 FXIa 因子 asundexian III 期临床疗效优异，卒中风险显著降低 26%

本周 A 股创新药标的股价呈现反弹态势，其中中证创新药产业指数本周+2.5%，而申万医药生物指数本周+2.6%。

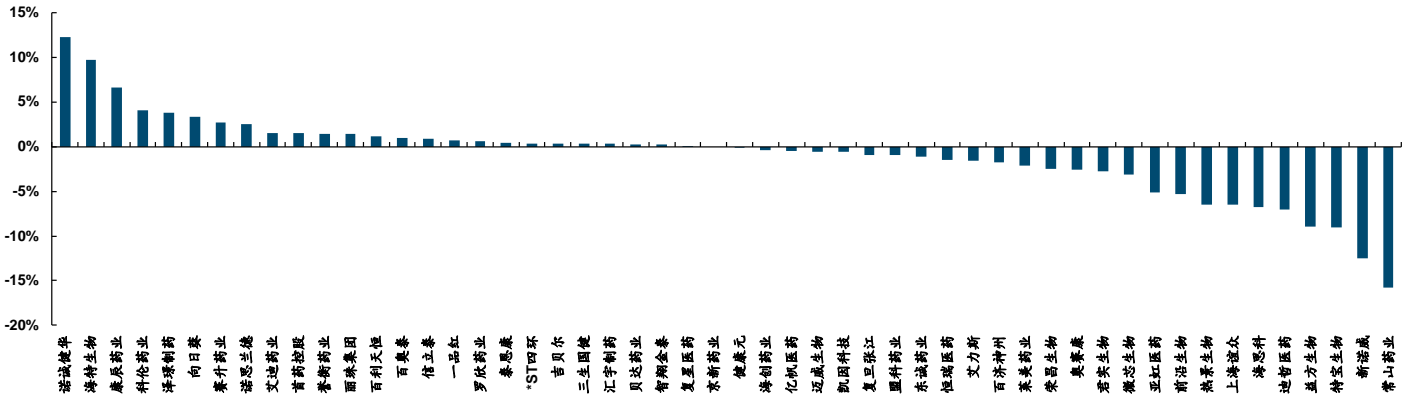
图表6：本周 A 股创新药整体股价走势（2026/02/02-2026/02/06）



来源：iFinD，国金证券研究所

- A 股创新药板块的 52 家上市公司，共计 24 家上涨，26 家下跌，平均涨跌幅-0.9%。其中涨跌幅前三分别为诺诚健华(+12.2%)、海特生物(+9.7%)、康辰药业(+6.6%)，涨跌幅后三分别为常山药业(-15.8%)、新诺威(-12.5%)、特宝生物(-9.1%)。

图表7：本周 A 股部分个股股价走势（2026/02/02-2026/02/06）

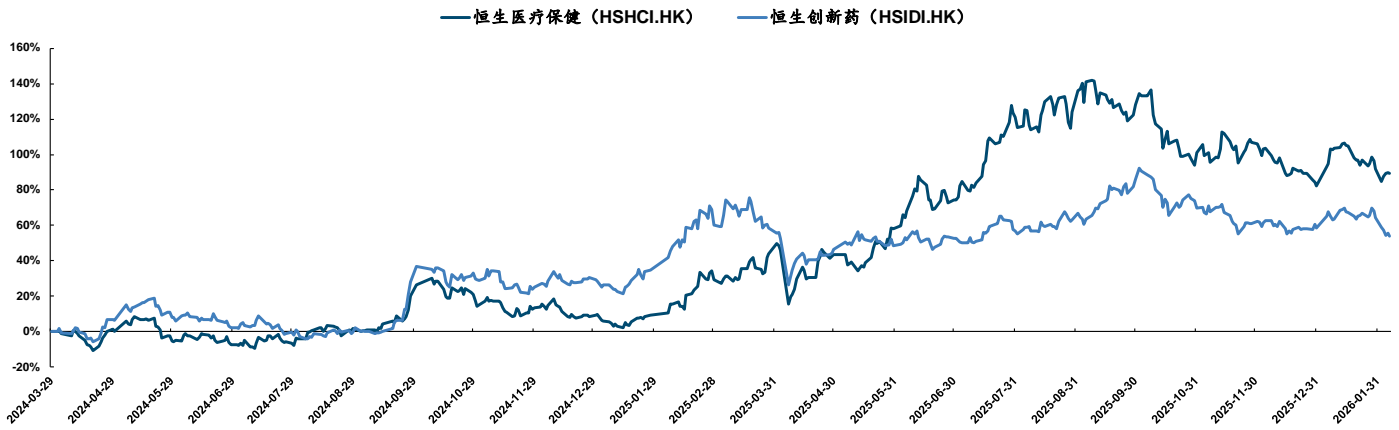


来源：iFinD，国金证券研究所

本周 H 股创新药标的股价震荡，恒生医疗保健指数本周+2.5%，其中恒生创新药指数-3.3%。



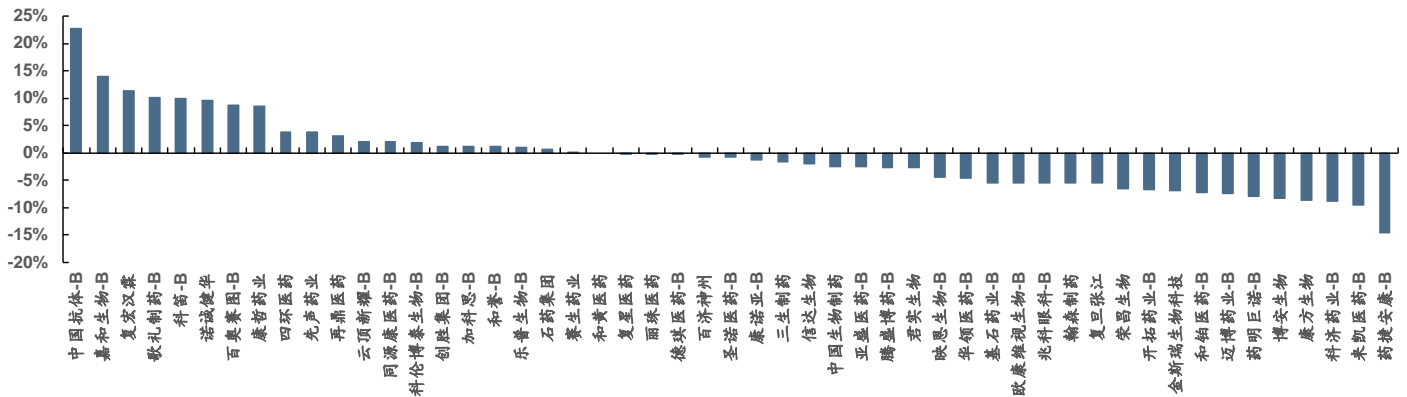
图表8: 本周H股创新药整体股价走势 (2026/02/02-2026/02/06)



来源: iFinD, 国金证券研究所

- H股创新药板块的51家上市公司, 共计20家上涨, 30家下跌, 平均涨跌幅-0.2%。其中涨跌幅前三分别为中国抗体-B (+22.8%)、嘉和生物-B (+14.0%)、复宏汉霖 (+11.3%), 涨跌幅后三分别为药捷安康-B (-14.6%)、来凯医药-B (-9.5%)、科济药业-B (-8.8%)。

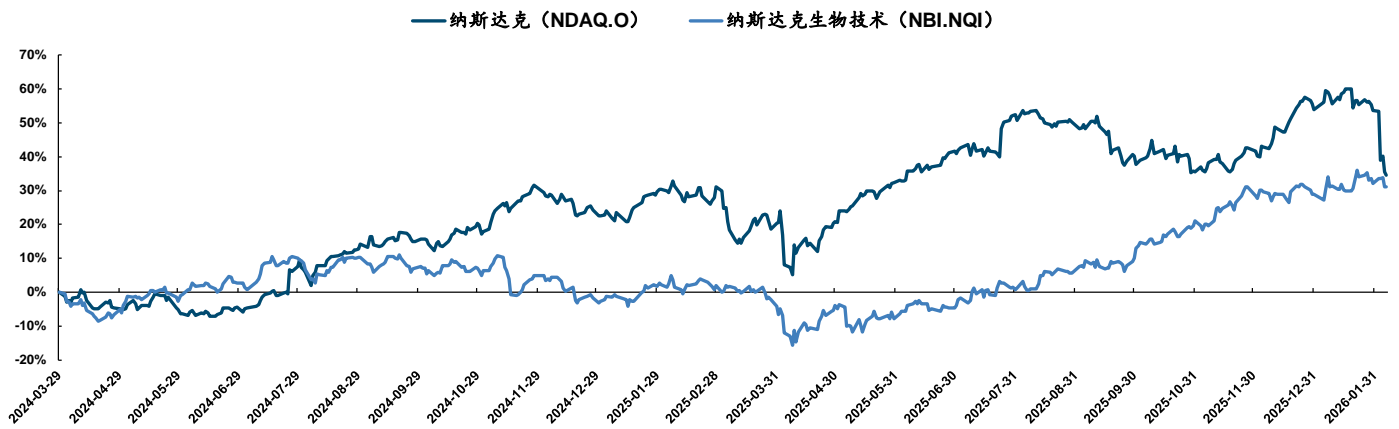
图表9: 本周H股部分个股股价走势 (2026/02/02-2026/02/06)



来源: iFinD, 国金证券研究所

本周美股创新药指数震荡, 其中纳斯达克生物技术指数本周-1.9%。

图表10: 本周美股创新药整体股价走势 (2026/01/19-2026/01/23)



来源: iFinD, 国金证券研究所

2026/01/01-2026/02/06, 共计5款新药获CDE批准上市, 其中4款为国产药物, 1款进



口药物；共 12 款创新药申报 NDA，其中 7 款为国产药物，5 款为进口药物；共有 20 款药物达成 BD 合作，其中 3 款为 License-in，17 款为 License-out。

图表 11: 26/01-26/02 月国内创新药获批上市情况

通用名	靶点	厂家	适应症 (按项目) 国内状态	国产/进口	获批日期	注册分类 (CDE)
普乐司兰钠	APOC3	维亚臻生物	家族性高乳糜微粒血症	进口	2026-01-05	1
瑞拉莫普-α	PD-L1,TGFB	恒瑞医药	胃癌	国产	2026-01-05	1
奥洛格列净	SGLT2	东阳光药	2型糖尿病	国产	2026-01-16	1
立贝韦单抗	PreS1	华祥安健	丁型病毒性肝炎	国产	2026-01-23	1
埃诺格鲁肽	GLP1R	先为达生物科技	2型糖尿病	国产	2026/1/30	1

来源: insight, 国金证券研究所

图表 12: 26/01-26/02 月国内创新药申报上市情况

通用名	厂家	靶点	CDE 承办时间	受理号适应症	注册分类	国产/进口
HSK39297片	海思科	CFB	2026-01-06	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	1	国产
丁二酸复瑞替尼胶囊	复星万邦	ALK,ROS1	2026-01-09	非小细胞肺癌	1	国产
GR1803注射液	智翔金泰	CD3,BCMA	2026-01-09	多发性骨髓瘤	1	国产
奥博雷通片	武田	OX2R	2026/1/16	1型发作性睡病	1	进口
古莫奇单抗注射液	康方生物	IL17A	2026/1/16	强直性脊柱炎	1	国产
镓[68Ga]戈泽肽注射液配制用试剂盒	Grand /Telix	PSMA	2026-01-20	前列腺癌 (PET显像)	1	进口
注射用BL-B01D1	百利天恒	EGFR, HER3	2026-01-20	食管鳞癌	1	国产
艾氟康唑搽剂	泰普沪亚医药	CYP51A1	2026/1/27	真菌病	5.1	进口
恩司芬群吸入混悬液	北京优锐生物医药	PDE4, PDE3	2026/1/27	慢性阻塞性肺疾病	5.1	进口
甲磺酸奥达替尼胶囊	正大丰海/华阳制药	EGFR-T790M	2026-02-04	非小细胞肺癌	1	国产
甲磺酸艾多替尼片	同源康	EGFR-T790M	2026-02-06	非小细胞肺癌	1	国产
伊利尤单抗注射液	诺华制药	BAFFR	2026-02-06	-	1	进口

来源: insight, 国金证券研究所

图表 13: 26/01-26/02 月创新药跨国交易情况

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二	交易金额
SST001	SNCA	2026-01-05	恩努赛生物	ABLI	授权/许可	License out	-
瑞替替尼	NTRK, ROS1, JAI	2026-01-08	再鼎医药	赛生药业	授权/许可	-	-
YL201	B7-H3	2026-01-09	宜联生物	罗氏制药	授权/许可	License out	首付款: 570百万美元, 特许权使用费等
RC148	VEGF, PD-1	2026-01-12	荣昌生物	艾伯维生物制药	授权/许可	License out	首付款: 650百万美元里程碑付款: 4950百万美元
SNP234	Aβ	2026-01-12	赛诺医药	诺华制药	授权/许可	License out	首付款: 165百万美元里程碑付款: 1500百万美元
68Ga-3B010	GPC3	2026-01-12	中农全肽	诺华制药	授权/许可	License out	首付款: 50百万美元
AC02	MC2R	2026-01-13	汉欣医药	Amphastar Pharmaceuticals	授权/许可	License out	-
ABM-168	MEK1, MEK2	2026-01-14	壁辰医药	Mosaica Medicines	授权/许可	License out	-
ABO1022	-	2026-01-19	艾博生物	马来西亚国立大学	合作	License out	-
ILB-3101	B7-H3	2026-01-19	英诺湖医药	Ellipses Pharma	授权/许可	License out	-
ISM8969	NLRP3	2026-01-20	英矽智能	衡泰生物	合作, 授权/许可	License in	交易总额: 64.27百万美元, 首付款: 10.03百万美元
SIM0709	TL1A, IL-23p19	2026/1/28	先声药业	勃林格殷格翰制药	授权/许可	License out	首付款: 49.13百万美元里程碑付款: 1188.4百万美元
FHND5032	miR-124	2026/1/29	江苏正大丰海制药	Formation Bio	授权/许可	License out	交易总额: 500百万美元
SYH2069	GLP1R, GIPR	2026/1/30	石药集团	阿斯利康制药	授权/许可	License out	首付款: 1200百万美元里程碑付款: 17300百万美元
RNAi疗法	-	2026-02-02	圣因生物	基因泰克	授权/许可	License out	交易总额1500百万美元, 首付款200百万美元, 特许权使用费
三特异性T细胞衔接子(Vertex)	-	2026-02-03	药明生物	Vertex	授权/许可	License out	-
莫西沙星	TOP2, TOPIV	2026-02-03	拜耳医药	杉泽生物	转让/收购	License in	-
西达本胺	HDAC1, HDAC2	2026-02-04	微芯生物	Nizhny Novgorod	授权/许可, 合作	License out	首付款: 1.43百万美元, 里程碑付款: 1.43百万美元
BMC128	-	2026-02-04	Biomica	力山生物	授权/许可	License in	-
斯鲁利单抗	PD-1	2026-02-05	复宏汉霖	卫材药业	授权/许可	License out	首付款75百万美元, 里程碑313.31百万美元, 双位数分成

来源: insight, 国金证券研究所

2月5日,拜耳公司公布了全球关键性 III 期 OCEANIC-STROKE 研究的结果,该研究为首个成功完成的 FX1a 抑制剂 III 期临床试验。OCEANIC-STROKE 研究是一项多中心、国际、随机、安慰剂对照、双盲、平行组、事件驱动型研究,旨在评估口服 FX1a 抑制剂 asundexian 50mg 每日一次与安慰剂相比,联合抗血小板治疗用于非心源性栓塞性缺血性卒中或高危短暂性脑缺血发作 (TIA) 后患者预防缺血性卒中的疗效和安全性。该研究在全球范围随机入组了 12327 名受试者。主要终点为缺血性卒中发生时间;主要安全性终点为大出血。

结果显示,Asundexian 显著降低缺血性卒中风险 26%(校正风险比 0.74;95% CI:0.65-0.84; p<0.0001),且未增加 ISTH 大出血风险,且临床获益不受年龄、性别、首发事件(卒中或高危 TIA)、卒中亚型、NIHSS 评分以及急性卒中治疗(如溶栓)或计划进行的二级预防策略的影响。主要安全性终点分析显示,与安慰剂组相比,asundexian 组 ISTH 大出血发生率未见增加(1.9% vs. 1.7%; HR=1.10; 95% CI, 0.85-1.44)。对于预先设定的次要安全性终点,出血风险与安慰剂组相似。此外,Asundexian 在以下次要疗效终点方面也优于安慰剂:心血管死亡、心肌梗死或卒中的复合终点,以及全因死亡、心肌梗死或卒中的复



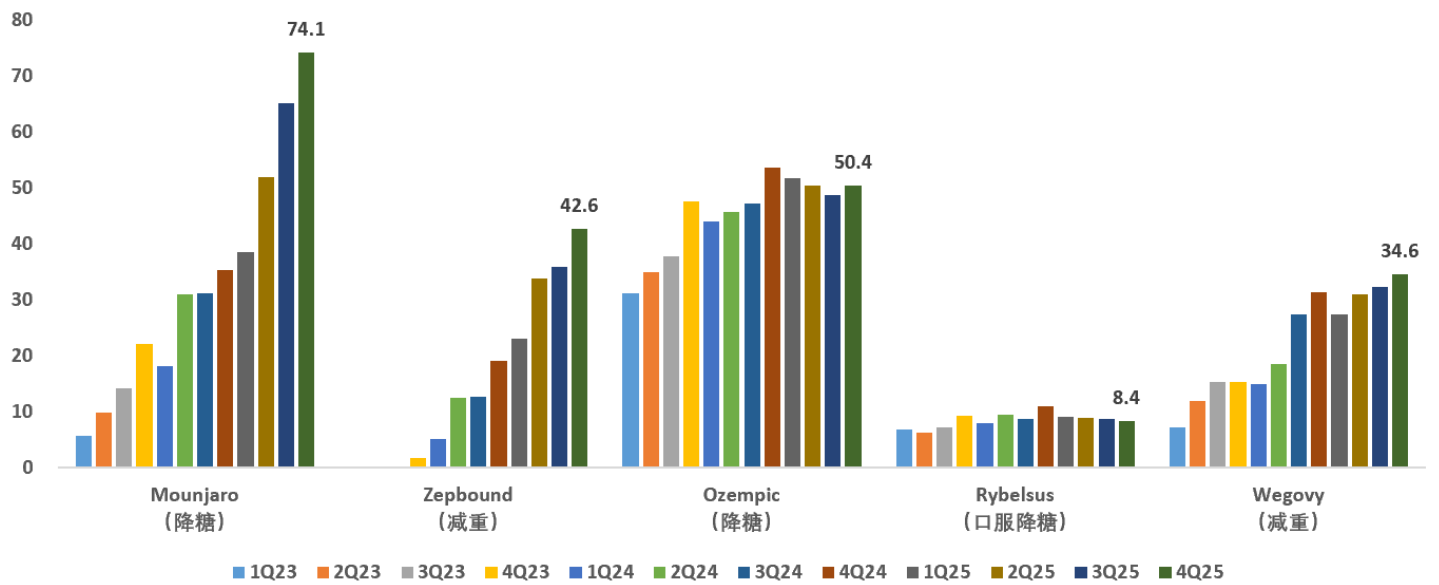
合终点。

每年全球约有 1200 万人发生卒中。其中，20%至 30%为复发性卒中。尽管目前已有卒中二级预防方案，但复发性卒中的风险仍然很高。五分之一的卒中幸存者会在五年内再次发生卒中。卒中是全球第二大死因，复发性缺血性卒中往往比首次卒中致残性更强，死亡风险也更高。拜耳将递交 Asundexian 上市许可，目前 Asundexian 已获得 FDA 快速通道资格认定，作为非心源性栓塞性缺血性卒中后患者卒中预防的潜在治疗药物。

**生物制品：替尔泊肽 25 年全球收入 365 亿美元，关注 GLP-1 赛道 26 年潜在催化**

2026 年 2 月 4 日，礼来、诺和诺德公布 2025 年年报。诺和诺德 2025 年实现 3090.64 亿丹麦克朗收入，同比增长 10%（固定汇率），其中 Ozempic、Rybelsus、Wegovy 三款司美格鲁肽产品全年合计收入 2282.88 亿丹麦克朗（按最新汇率，约合 360.72 亿美元）。

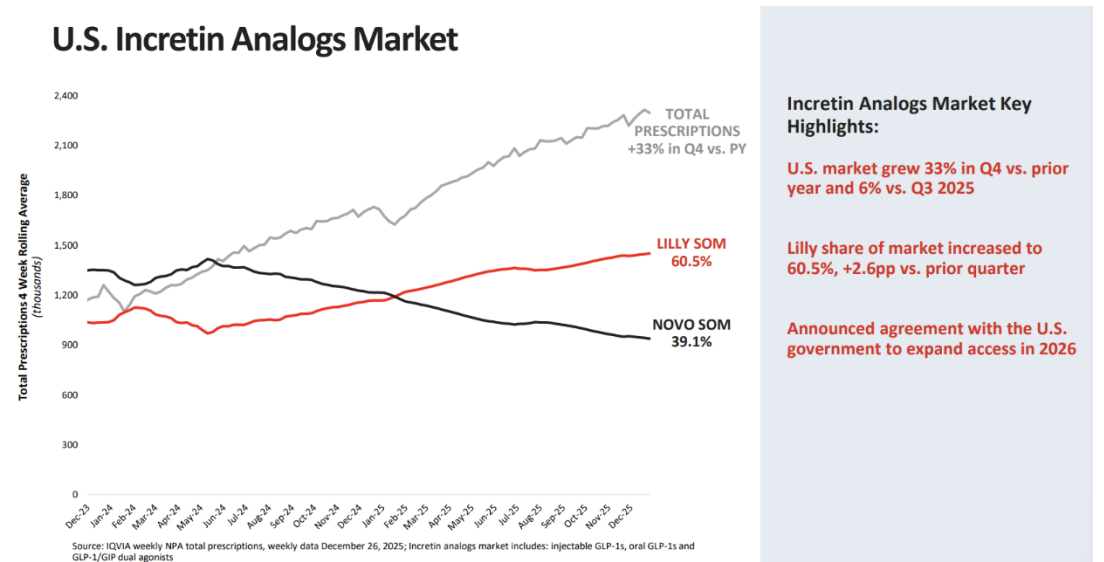
图表 14：替尔泊肽糖尿病/减重适应症收入（亿美元）环比持续增长，司美各适应症整体企稳



来源：礼来，诺和诺德，国金证券研究所

礼来 2025 年实现 651.8 亿美元收入，同比增长 45%，重磅产品替尔泊肽实现收入 365.07 亿美元，其中降糖版 Mounjaro 全年销售额达到 229.65 亿美元（+99%），减重版 Zepbound 全年收入达到 135.42 亿美元（+175%）。

图表 15：礼来在美国 GLP-1 市场占有率持续上升，25Q4 占有率达 60.5%





来源：礼来，国金证券研究所

凭借替尔泊肽的快速增长，礼来在美国市场的占有率持续上升，自 2025 年初超越诺和诺德之后，差距不断拉大，截至 2025 年四季度，礼来在美国 GLP-1 市场占有率达 60.5%。

图表16: 礼来 26 年潜在里程碑包括 0 药 (口服小分子) 减重获批、Reta (三靶) 减重数据读出/申报

PHASE 3 INITIATIONS	REGULATORY SUBMISSIONS
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓+ Eloralintide for overweight or obesity</li> <li>✓+ Orforglipron for peripheral artery disease</li> <li>Vepugratinib for 1L metastatic urothelial cancer</li> <li>Tersolisib for advanced breast cancer</li> <li>✓+ Sofetabart Mipitecan for platinum-resistant ovarian cancer</li> <li>Sofetabart Mipitecan for platinum-sensitive ovarian cancer</li> <li>Brenipatide for major depressive disorder</li> <li>Baricitinib for Type 1 Diabetes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Orforglipron for T2D [US / EU ✓+ / J]</li> <li>Orforglipron for obstructive sleep apnea and overweight or obesity</li> <li>Retatrutide for overweight or obesity</li> <li>Retatrutide for obstructive sleep apnea and overweight or obesity</li> <li>Retatrutide for osteoarthritis pain of the knee and overweight or obesity</li> <li>Pirtobrutinib for R/R CLL combination</li> <li>Lebrikizumab for pediatric atopic dermatitis</li> </ul>
PHASE 3 DATA DISCLOSURES	REGULATORY ACTIONS
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓+ Ixekizumab and Tirzepatide for psoriatic arthritis and overweight or obesity</li> <li>Orforglipron for T2D [ACHIEVE-4]</li> <li>Orforglipron for obstructive sleep apnea</li> <li>Retatrutide for overweight or obesity [TRIUMPH 1/2/3]</li> <li>Retatrutide for T2D [TRANSCEND-T2D 1/2/3]</li> <li>Lebrikizumab for pediatric atopic dermatitis</li> <li>Pirtobrutinib for R/R CLL combination [BRUIN-322]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓+ Zepbound Kwipen [US]</li> <li>Tirzepatide for cardiovascular outcomes</li> <li>Orforglipron for overweight or obesity</li> <li>Insulin efsitora alfa for T2D</li> <li>Pirtobrutinib for 1L CLL</li> <li>Lebrikizumab maintenance dosing once every 8 weeks</li> </ul>

来源：礼来，国金证券研究所

图表17: 诺和 26 年潜在里程碑包括 CagriSema 减重美国获批、高剂量司美 (7.2mg) 减重美国获批

Project	Q4 2025	Clinical milestones <sup>1</sup>		Regulatory milestones <sup>1</sup>	
		H1 2026	H2 2026	H1 2026	H2 2026
Diabetes&	CagriSema	✓ Phase 3 results (REIMAGINE 3)	✓ Phase 3 results (REIMAGINE 2) Phase 3 results (REIMAGINE 1)		
	Zenagamtide	✓ Phase 2 results			Phase 3 initiation
	Insulin Icodec (T2D)			US decision	
	UBT251 (tri-agonist)				Phase 2 initiation
	Oral sema formulation upgrade			✓ US decision	
	Ziltivekimab				Phase 3 results (ZEUS)
Obesity&	Oral sema 25 mg (Wegovy® pill)	✓ US decision			EU decision
	Sema 7.2 mg	✓ US submission ✓ EU positive opinion		US decision	EU decision (SDD)
	CagriSema	✓ US submission	Phase 3b results (REDEFINE 4)		US decision Phase 3b initiation (high-dose)
	UBT251 (tri-agonist)		✓ Phase 1b/2 initiation		
	Zenagamtide		Phase 3 initiation		
	Cagrilintide	✓ Phase 3 initiation			Phase 3 initiation (high-dose)

来源：诺和诺德，国金证券研究所

礼来、诺和诺德多款在研 GLP-1 药物将在 2026 年将迎来密集临床及申报催化，其中礼来 26 年潜在里程碑包括 orforglipron (口服小分子) 减重获批、Retatrutide



(GLP-1/GIP/GCGR 三靶激动剂) 减重数据读出/申报; 诺和诺德 2026 年潜在里程碑包括 Cagrisema 减重美国获批、高剂量司美 (7.2mg) 减重美国获批等。

替尔泊肽、司美格鲁肽 2025 年合计销售收入接近 700 亿美元, GLP-1 赛道商业化进展趋势迅猛, 2026 年龙头公司礼来、诺和诺德潜在催化众多, 建议持续关注领域内研发及商业化进展。

## CXO 及制药上游供应链: 2 月将迎来海外 CXO 龙头密集披露窗口期

海外 CXO 公司陆续发布 2025 年年报

### IQVIA

2 月 5 日, IQVIA 发布 2025 年年报: 2025 年公司实现营收 163.1 亿美元, 同比增长 5.9%, 固定汇率下同比增长 4.8%, 其中第四季度实现营收 43.6 亿美元, 同比增长 10.3%, 固定汇率下同比增长 8.1%, 超市场预期; 2025 年公司实现经调整净利润 20.68 亿美元, 同比增长 1.3%, 经调整 EPS 为 11.92 美元, 同比增长 7.1%。

公司同时给出 2026 年指引: 预计 2026 年实现营收 171.5-173.5 亿美元, 同比增长 5.1-6.4%, 较 2025 年增速水平进一步提速; 预计实现经调整 EBITDA 为 39.75-40.25 亿美元, 同比增长 5.0-6.2%, 其中由于利息成本增加对利润率有一定影响, 预计实现经调整稀释 EPS 为 12.55-12.85 美元, 同比增长 5.3-7.8%。

2 月行业将迎来海外 CXO 龙头密集披露窗口期, 多家头部企业将陆续发布 2025 年年报, 涵盖营收、利润、订单及产能规划等关键维度, 同时也将披露 2026 年经营核心指引, 进一步明确 CXO 行业增长趋势。

图 18: 海外 CXO 公司年报预计披露时间

海外 CXO 公司年报预计披露时间						
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
1 月 26 日	1 月 27 日	1 月 28 日 LONZA	1 月 29 日	1 月 30 日	1 月 31 日	2 月 1 日
2 月 2 日	2 月 3 日	2 月 4 日	2 月 5 日 IQVIA	2 月 6 日	2 月 7 日	2 月 8 日
2 月 9 日 Medpace	2 月 10 日	2 月 11 日	2 月 12 日	2 月 13 日	2 月 14 日	2 月 15 日
2 月 16 日	2 月 17 日 Labcorp	2 月 18 日 CRL	2 月 19 日	2 月 20 日 Siegfried	2 月 21 日	2 月 22 日
2 月 23 日	2 月 24 日	2 月 25 日	2 月 26 日	2 月 27 日	2 月 28 日	3 月 1 日

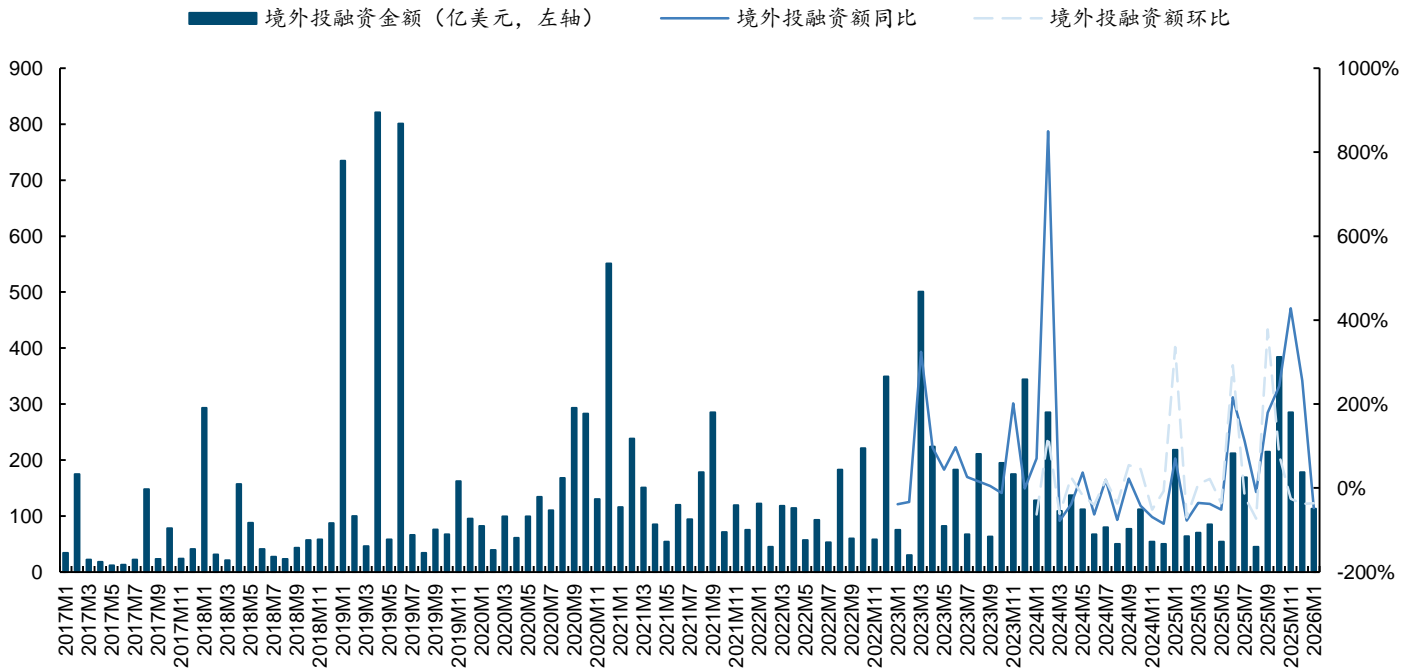
来源: Wind, 各公司官网, 国金证券研究所 (蓝色标注为年报已披露)

### 国内投融资情况持续向好, 内需有望逐步复苏

2026 年 1 月海外融资金额 113 亿美元, 同比-45%, 环比-37%; 2026 年 1 月国内融资金额 10 亿美元, 同比+43%, 环比-50%。

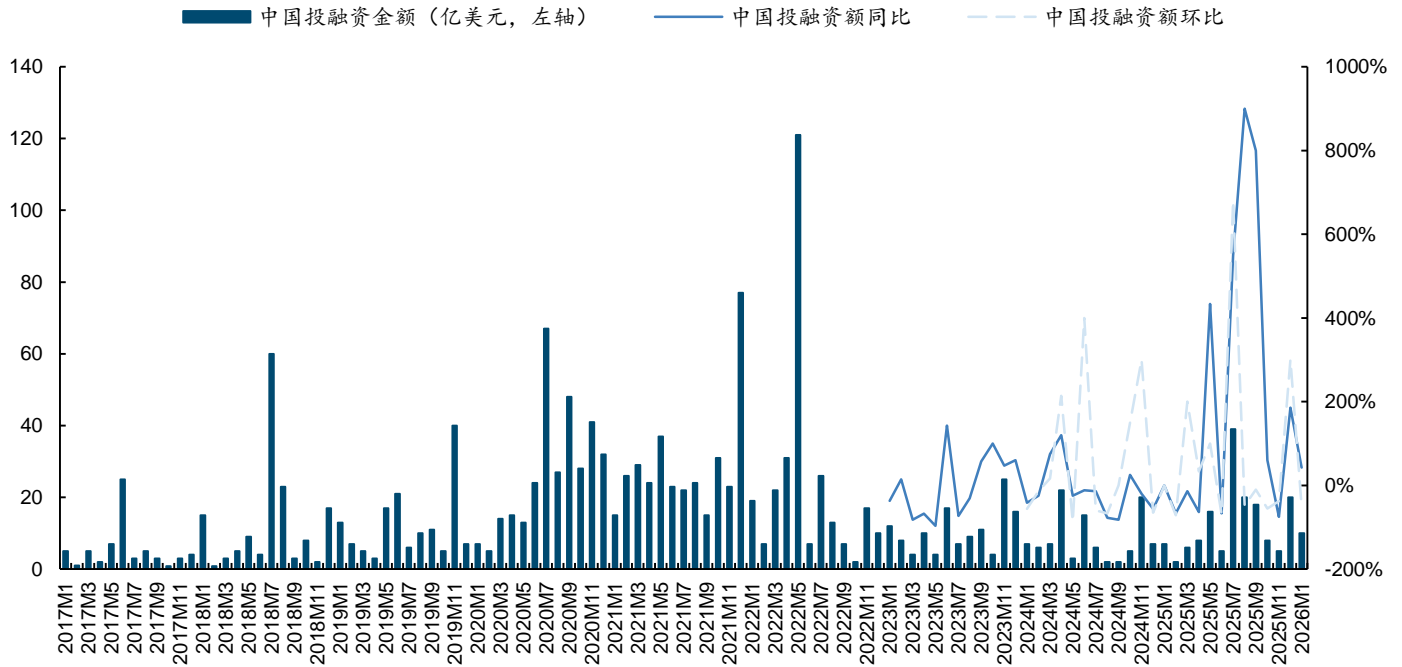


图表18: 海外投融资数据情况



来源: Insight 数据库, 国金证券研究所

图表19: 国内投融资数据情况



来源: Insight 数据库, 国金证券研究所

## 医疗器械: 国内创新产品持续获批, 带动长期盈利能力提升

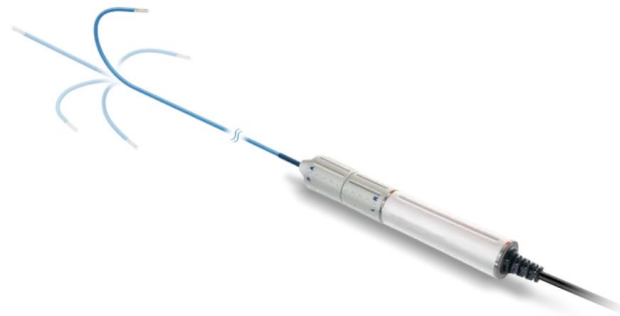
### 微创电生理 EasyEcho 心腔内超声成像导管获国家药监局批准上市

2月2日, 微创电生理的 EasyEcho 一次性使用心腔内超声成像导管获国家药品监督管理局(NMPA)批准上市。



作为国产最小管径的心腔内超声（ICE）导管，EasyEcho 由导管和连接尾线组成，经血管腔道送至心脏部位，可对心脏及心脏大血管、心内解剖结构进行超声成像；还可与 Columbus 三维心脏电生理标测系统协同，实现导管定位与超声建模，为心内介入治疗提供更精准的三维可视化支持。

图表20：微创电生理 EasyEcho 心腔内超声成像导管



来源：微创电生理微信公众号，国金证券研究所

该产品此前于 2025 年 4 月获批进入国家创新医疗器械“绿色通道”，是中国首款最小管径导管兼具定位及超声建模功能的心腔内超声成像导管：

- 超声实时成像：在心内介入治疗中，可对心腔、大血管等结构实时、准确地进行高质量成像，从而辅助术者高效、精准完成房间隔穿刺、并发症排查与监控、导管操控等操作。
- 导管定位及超声建模：与 Columbus®三维心脏电生理标测系统协同使用，能够在获取高清心内结构与其他器械影像的同时提供导管定位信息，实现三维可视化与非接触式超声建模功能，从而确定超声图像扇面的位置并引导手术，帮助减少 X 射线透视的需求，提高手术导航以及操作的准确性。
- 小管径：拥有 9Fr、7.5Fr 两种规格，相较于同类产品，EasyEcho 可通过更小管径的血管鞘，从而提高在小体重患者、进入左心房等情况下的操作安全性，满足更广泛的临床使用场景。

公司在深化构建覆盖“电火冰”三大主流能量平台的同时，进一步提升心脏电生理导航技术的能力，随着国内相关心脏电生理创新产品持续上市，未来在国内市场推广及国际化拓展方面有望进一步加速。

### 中药：政策支持行业高质量发展，看好板块整体表现企稳回升

2026 年 2 月 5 日，工业和信息化部等八部门发布《中药工业高质量发展实施方案（2026—2030 年）》。

《实施方案》提出了未来五年的发展目标：到 2030 年，中药工业全产业链协同发展体系初步形成，重点中药原料持续稳定供应能力进一步增强，数智化绿色化水平明显提升，一批关键技术取得突破，产业协同创新水平显著提高。

《实施方案》重点围绕发展质量、协同体系、创新产品、数智化绿色化转型升级等方面设置了具体的任务目标：

- 一是中药工业规模效益稳步提升，产业集约化程度明显提高，质量管理水平显著提升，培育一批引领带动能力突出的中药工业领航企业，培育 60 个高标准中药原料生产基地。
- 二是中药材种植加工、中药研发生产、流通服务等上下游各环节协同更加紧密，建设 5 个中药工业守正创新中心。
- 三是推动一批中药创新药获批上市，新培育 10 个中成药大品种，推动一批医疗机构中药制剂转化为中药创新药。
- 四是制修订 10 项中药工业数智技术相关行业标准，推动建设一批数智化创新载体和公共服务平台，支持企业开展数智化改造提升，发布 20 个数智化转型升级典型案例，



建设 20 个智能工厂、培育 10 个绿色工厂。

《实施方案》以稳定供应、协同创新、智能制造、产品推广、服务体系构建为抓手，统筹推进六个方面共 15 项任务。

- 一是在“实施原料提质稳供行动”方面，建设高标准中药原料生产基地，提升产地初加工水平，提升关键技术和质量标准水平，保障中药原料生产供应持续稳定。
- 二是在“实施协同创新攻关行动”方面，健全协同创新体系，激发各界参与中药领域创新研发新动能。支持中药新药创新研发，加快突破技术瓶颈，降低研发成本。
- 三是在“实施制造能力提升行动”方面，通过饮片集约化生产和中药产品生产工艺智能化绿色化改造，以及优化全流程质量追溯体系，推动全流程关键信息互联互通和数据共享，提升产品品质、生产效能和资源利用效率，进而提高中药工业智能制造整体水平。
- 四是在“实施民族药产业振兴行动”方面，整理民族药特色炮制技术、方剂配伍和用药规范，制定质量标准，建立完善质量控制体系。聚焦少数民族医学特色和优势病种，开发优势民族药新产品，培育民族药名品，加快民族药产业现代化转型。
- 五是在“实施中药名品推广行动”方面，全方位推动中成药产品临床价值和市场价值双提升，培育一批新的中成药大单品。构建统一规范的中药饮片市场，推动形成优质优价、保质保供饮片市场格局。促进中医药与相关产业链深度融合，以“中药+”促进产业链向高附加值环节延伸。
- 六是在“实施卓越企业培育行动”方面，营造公平竞争市场环境，推动中药工业大中小企业融通发展。鼓励中药工业龙头企业全产业链布局带动上下游协同发展。加强中药工业国际交流合作，鼓励开展优势中成药产品国际注册，促进中药国际贸易，提升国际市场竞争力。

我们认为，政策对中药创新、品牌中药、中药大健康产品都给予明确支持。部分中药公司过去两年持续消化库存&基数压力，我们看好行业在 26 年迎来回暖表现。目前基金对中药板块持仓整体处于低位，政策支持利于情绪改善，同时，26 年业绩有望回暖进而带来估值修复，建议关注高股息、以及院内或院外边际有望向好的公司：

- 高股息，有望稳健增长。相关公司：东阿阿胶、济川药业、羚锐制药、云南白药、华润江中等。
- 院内：鼓励创新，同时期待新版基药目录推出。相关公司：方盛制药、以岭药业、天士力、康缘药业等。
- 院外：库存水平管控良好，估值低位的优质标的。相关公司：华润三九等。

## 医疗服务及消费医疗：关注板块底部复苏机会

**政策：《国家医疗保障局关于做好 2026 年医疗保障基金监管工作的通知》发布**

2026 年 2 月 2 日，国家医保局发布《国家医疗保障局关于做好 2026 年医疗保障基金监管工作的通知》（以下简称《通知》），要求深入整治违法违规使用医保基金问题，持续加大医保基金监管力度，巩固基金监管高压态势，健全完善长效机制机制，坚决守住医保基金安全底线。

- 全面推动飞行检查扩面提质，实现飞行检查全面覆盖：

《通知》强调，各省级医保局要持续加大飞行检查力度，统筹国家飞检、省级飞检、市级交叉互查，一体推进年度飞检、专项飞检、“点穴式”实现飞行检查全面覆盖全国所有省份，覆盖定点医药机构、经办机构、参保人、参保单位等各主体，覆盖基本医保、生育保险、大病保险、长护险等各险种。

年度飞检重点聚焦医保基金运行风险高、住院率畸高、医保支付率异常、飞检问题整改不力的统筹地区，聚焦基金使用量大、举报和大数据筛查问题线索较为集中的定点医药机构，聚焦骨科、肿瘤、检查检验、眼科、口腔、普通外科、神经内科等重点领域。

专项飞检重点聚焦社会关注焦点、群众反映强烈问题等违法违规使用医保基金突出问题。守护基金安全底线，促进医疗资源精准高效配置，增强医保制度可持续运行能力，推动医药机构合规经营与高质量发展，持续优化医药行业良性生态环境。探索开展长护险专项飞行检查。“点穴式”飞检重点聚焦大数据筛查异常线索、举报投诉问题线索、自费率畸高机构等开展短平快检查。



■ 创新探索人工智能等前沿技术和新场景监管应用，深入开展智能监管改革试点工作：

《通知》要求，持续创新拓展“人工智能+医保监管”的实践路径和应用场景，基于“一病一档”建设，探索开发 DRG/DIP 支付方式相适配的单病种及多病种监管模型，破解 DRG/DIP 支付方式下高编高套、分解住院、转嫁费用等监管难点，推动基金监管从项目监管向项目和病种协同监管转变；基于医保影像云建设，探索“人工智能+影像识别”，精准发现植入类耗材异常、虚假检查、重复检查、虚构病情等违法违规行为；基于多维数据采集，探索“人工智能+病例判读”，对过度诊疗、虚假诊疗等问题的监管提供线索支持。深入开展智能监管改革试点工作，鼓励地方大胆探索、先行先试，创新开展“人工智能+医保监管”实践探索，及时总结可复制、可推广的经验做法。国家医保局将加强统筹指导和跟踪评估，对地方的创新实践给予政策支持和经验推广。

此外，《通知》还从持续开展医保基金管理突出问题专项整治、全面加强线索核查和问题处置整改、积极推进精准滴灌的宣传教育引导、着力强化基金监管法治化规范化专业化廉洁化建设等四个方面作出具体部署。旨在守护医保基金安全，促进医疗资源合理配置，提升医保制度可持续性，推动医药机构合规经营与高质量发展，持续优化行业生态。

**马尼 2026Q1 财报发布：销售额创历史最佳，中国市场修复**

马尼在该季度净销售额达到 78.28 亿日元，同比增长 2.3%，历史单季度销售最高水平。净利润达到 18.96 亿日元，同比增长 18.6%。牙科业务盈利能力恢复。

■ 牙科业务业绩：净销售额 23.75 亿日元，同比基本持平，环比下降 6%；公司指出，随着中国市场 DIA-BURS 恢复销售和欧洲和北美地区销售额增长，业务复苏，预计复苏趋势第二季度起持续显现。牙科业务收入主要来自亚洲市场，其中中国市场实现 7.4 亿日元销售额，同比下降 3%，环比增长 33%；日本本土市场实现销售额 2.27 亿日元，同比下降 21%，环比下降 56%。欧洲市场实现 4.12 亿日元销售额，同比增长 11%；北美市场实现 2.59 亿日元销售额，同比增长 48%。

■ MANI DIA-BURS 中国恢复销售 2025 年 10 月 29 日获得中国监管机构的批准起，公司一直致力于恢复该产品的市场份额。最初计划在两年内恢复到召回前水平的 90%。前四个月（2025 年 11 月至 2026 年 2 月）累计销售额（包括实际业绩和最新预测）为 10.5 亿日元。在终端用户留存方面，公司监测显示约 70% 的公立医院已重新开始使用 MANI DIA-BURS，诊所的使用率约为 50%。公司意识到部分客户仍然对价格敏感，将致力于加大销售力度以赢回信任。约 90% 的销售分销商已恢复合作，提供了强劲的销售动力。预计销售额将在 2026 财年下半年（即 3 月至 8 月期间）恢复到召回前水平的 80% 以上。

■ 中国新建工厂：将在广东省佛山市建设新工厂，投资金额为 12 亿日元。属于公司应对集采定价压力的战略措施，本地化生产将显著提升区域竞争力。公司计划将自动化生产线引入中国，使投产周期缩短至两年内。该工厂可将公司在中国产品本土化注册审批周期缩短一半。此外，公司正逐步转向本地化采购，从当地供应商处采购包装等原材料，从而优化在中国业务的供应链体系。

■ 未来关键措施：强化中国业务复苏、推进德国子公司 MMG 扭亏为盈、持续推进 JIZAI-1 的市场扩张并推进 JIZAI-2 产品开发。

**爱齐科技：2025 第四季度以及全年财报发布，全年总营收达 40.35 亿美元**

隐适美母公司爱齐科技（ALIGN TECHNOLOGY）2 月 4 日发布财报，2025Q4 总营收达 10.48 亿美元，创历史新高，环比增长 5.2%，同比增长 5.3%。全年来看，总营收达 40.35 亿美元，创历史新高，同比增长 0.9%。

■ 2025Q4 隐形矫正器业务收入 8.38 亿美元，环比增长 4.0%，同比增长 5.5%。隐形矫正器发货量 67.69 万例，创历史新高，环比增长 4.5%，同比增长 7.7%，主要得益于欧洲、中东和非洲地区、拉丁美洲和亚太地区的强劲表现以及北美地区的保持稳定。全球共有 8.8 万名医生提交病例，创 Q4 新高。从出货渠道来看，正畸渠道隐形矫正器销量同比增长 8.9%，全科牙医渠道销量同比增长 5.3%。从患者结构来看，青少年和儿童人群同比增长 6.9%，成人患者的销量同比增长 8%。

成像系统及 CAD/CAM 服务收入 2.09 亿美元，环比增长 10.3%，同比增长 4.2%，主要得益于 iTero Lumina™ 的持续升级、各地区销量增长、服务收入的提升。

■ 全年来看，隐形矫正器业务收入 32.45 亿美元，同比增长 0.5%。成像系统及 CAD/CAM 服务收入 7.9 亿美元，同比增长 2.7%。隐适美患者超过 2200 万人次，其中包括超过 650 万青少年及儿童。认证医生超过 29.5 万人，全球隐形矫正器产量超过 24 亿副。活跃 iTero™ 扫描仪数量超过 12.1 万台。



- 亚太地区隐形矫正器销量同比增长两位数，中国、印度和韩国第四季度出货量均创历史新高，青少年和儿童市场表现强劲。增长反映了全科医生渠道的就诊人数和使用率的提升，以及正畸医生渠道就诊人数和使用率的提高。
- 目前集采实施仍存在延误，预计初期阶段将首先在公立医院系统内试点，之后才会逐步推广，公司在中国的业务85%以上来自私营领域。尽管实施时间和范围仍有待商榷，但凭借已建立的本地化布局，包括本地化生产、监管和商业基础设施，以及专为中国临床和经济环境设计的产品组合，全有能力应对最终的价格变化。目前对2026年中国业务持“维持现状”的判断，预期集采不会对同比表现造成实质性冲击。明年业绩指引不包含集采影响，无论是销量方面还是ASP方面。

## 投资建议

创新药企业扭亏节点到来，全年临床数据催化密集，叠加已BD出海管线海外临床进展顺利，我们看好创新药板块投资机会。具体布局思路而言：（1）聚焦核心赛道，持续关注小核酸、双抗、ADC等相关标的的投资机会，把握产业兑现期的红利行情；（2）布局业绩预告窗口期，掘金业绩超预期标的；（3）关注学会大会动态，把握重磅临床数据发布窗口。

## 风险提示

**汇兑风险：**部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**国内外政策风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

**投融资周期波动风险：**医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

**并购整合不及预期的风险：**部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**