

2026年03月02日

礼来口服减肥药上市在即，建议关注相关机会

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（26/2/24-26/2/27）

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

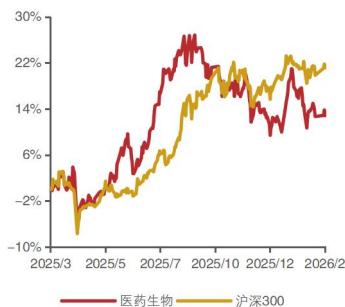
孙洁玲

SAC: S1350524120004

sunjieling@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **本周医药市场表现分析：**2月24日至2月27日，医药指数上涨0.50%，相对沪深300指数超额收益为-0.58%。上周全市场主要集中在周期板块，化工、有色等涨价主题板块表现较好，医药整体表现一般，创新药持续调整。进入三月份，我们建议关注Q1业绩较好的个股，同时布局基本面优质、超跌的创新药个股，当前阶段可侧重关注涨价预期的方向。1) 创新药建议关注，A股) 恒瑞医药、信立泰、泽璟制药、热景生物、科伦药业、上海谊众、福元医药、苑东生物；港股) 中国生物制药、三生制药、信达生物、康方生物、科伦博泰、石药集团、翰森制药。同时，关注业绩稳健增长或业绩反转的方向：2) 出口类的CXO及产业链如药明康德、百奥赛图、康龙化成、皓元医药、百普赛斯等；3) 经营稳健、低估值类且26年有望迎来行业或个股基本面变化的标的如通策医疗、方盛制药、马应龙、可孚医疗、恩华药业、羚锐制药等。4) 2026年医疗新科技如AI医疗、脑机接口、手术机器人、基因检测有望迎来重磅进展，建议积极关注东微半导、美好医疗、麦澜德、鱼跃医疗、润达医疗、阿里健康、微创机器人、西山科技等。5) 涨价预期建议关注爱迪特、亿帆医药、国邦医药、浙江医药等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量340家，下跌个股126家，涨幅居前个股为万泽股份(+27.05%)、科源制药(+20.77%)、多瑞医药(+20.01%)、尔康制药(+18.60%)和ST百灵(+14.68%)。跌幅居前个股为泽璟制药-U(-13.03%)、美好医疗(-10.35%)、博拓生物(-8.67%)、百济神州-U(-7.84%)和百利天恒(-7.80%)。
- **礼来 Orforglipron 头对头超越口服司美格鲁肽，2026年有望开启全球商业化元年。**2026年2月礼来公布的ACHIEVE-3研究为Orforglipron首个头对头III期结果，显示在二甲双胍控制不佳的2型糖尿病患者中，在52周内实现HbA1c降幅2.2% (vs 司美格鲁肽14mg 1.4%)、体重下降8.9kg (vs 5.0kg)，且给药无需饮食/饮水限制，疗效与便捷性双重优势显著。该产品有望26Q2在美国获批肥胖适应症，2型糖尿病适应症将于年内提交上市申请，领跑全球小分子GLP-1RA赛道。国内企业正快速跟进，恒瑞医药、华东医药等处于III期临床，诚益生物、复星医药、翰森制药等企业接连实现出海授权。建议重点关注具备口服小分子GLP-1RA布局及出海潜力的本土药企，如歌礼制药、信达生物，以及产业链上游的药明康德、海特生物等。
- **投资观点及建议：**经过2015-2025年的十年创新转型，中国医药产业基本完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1) 中国创新产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统Pharma已完成创新的华丽转身，百利天恒、科伦博泰等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2) 出海能力加速提升，中国药企已成为MNC非常重视的创新转换来源。医疗设备、供应链等已在全球范围内占据较高的地位，在欧美发达市场以及新兴市场持续崭露头角，如联影医疗、华大智造、美好医疗等。需求端和支付端也在持续推动新增量；3) 老龄化持续加速，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；另外，新技术也在加速行业变革；5) AI大科技浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI医疗等快速发展。展望2026年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI医疗、手术机器人等，同时建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注估值较低的麻药、血制品等。
- 本周建议关注组合：恒瑞医药、中国生物制药、信立泰、佰仁医疗、亿帆医药；
- 3月建议关注组合：恒瑞医药、信立泰、中国生物制药、药明康德、上海谊众、苑东生物、福元医药、佰仁医疗、麦澜德、方盛制药。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

内容目录

1. 礼来 Orforglipron 控糖减重头对头超越口服司美格鲁肽，建议关注相关机会	4
1.1. ACHIEVE-3 研究：2 型糖尿病头对头超越口服司美格鲁肽	4
1.2. 国内口服 GLP1 小分子快速跟进，差异化布局	7
2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资 框架	10
3. 风险提示	16

图表目录

图表 1: Orforglipron 与司美格鲁肽 52 周 HbA1c 较基线降幅 (A), HbA1c 变化趋势图 (B)	4
图表 2: Orforglipron 与司美格鲁肽 52 周体重较基线降幅 (A), 体重变化趋势图 (B) 5	
图表 3: 礼来 orforglipron 的 ACHIEVE-3 研究结果	6
图表 4: 礼来 Orforglipron 2026 年核心催化剂	6
图表 5: 全球口服 GLP1 小分子研发格局	7
图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10	10
图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10	10
图表 8: 2024 年初至今医药指数表现	11
图表 9: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	11
图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	12
图表 11: 本周医药子板块表现情况	12
图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 2 月 27 日, 整体 TTM 法)	12
图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 2 月 27 日, 整体 TTM 法) 13	
图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 2 月 27 日, 整体 TTM 法) 13	
图表 15: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (亿元)	14

1. 礼来 Orforglipron 控糖减重头对头超越口服司美格鲁肽，建议关注相关机会

1.1. ACHIEVE-3 研究：2 型糖尿病头对头超越口服司美格鲁肽

Orforglipron 是由中外制药 (Chugai Pharmaceutical) 于 2018 年授权给礼来开发的每日一次口服小分子 (非肽类) GLP-1 受体激动剂 (GLP-1 RA)。该药物服用便捷，可在全天任何时间服用，对饮食和饮水不加以限制。

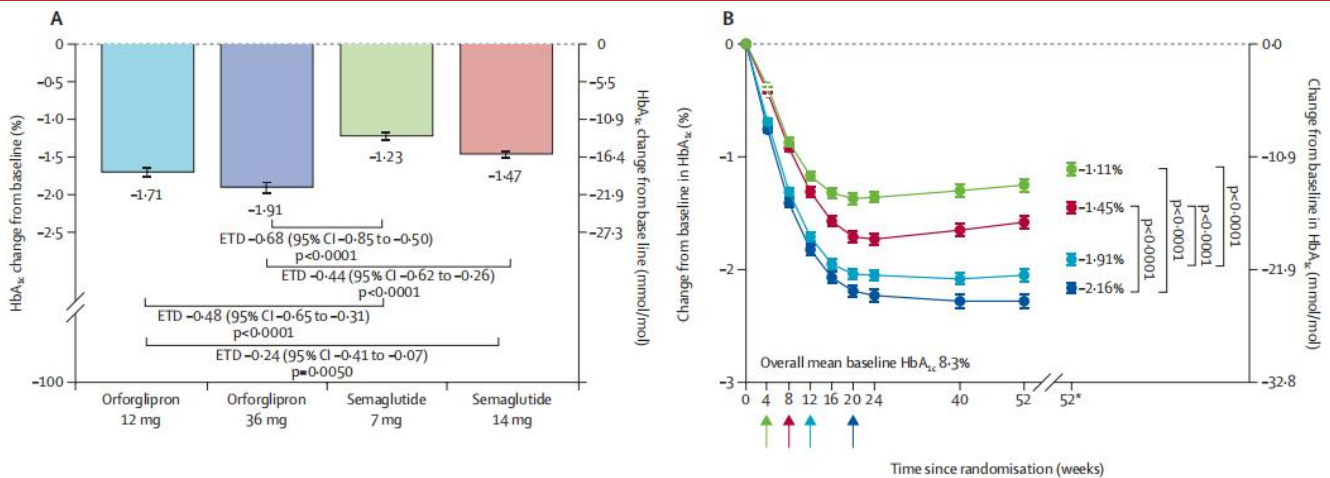
目前，礼来正在进行 orforglipron 用于治疗 2 型糖尿病，以及用于肥胖或至少伴有一种体重相关合并症的超重成人进行体重管理的系列 3 期研究。2026 年 2 月 26 日，礼来公布了 ACHIEVE-3 研究的详细结果，ACHIEVE-3 是该研究系列的首个头对头对照研究，旨在评估 orforglipron 与口服司美格鲁肽在经二甲双胍治疗血糖控制不佳的 2 型糖尿病成人患者中的安全性和有效性。该研究为期 52 周，共纳入 1,698 名参与者，分为四个活性治疗组：orforglipron 12mg 和 36mg，以及口服司美格鲁肽 7mg 和 14mg。

ACHIEVE-3 首次提供了两种口服 GLP-1 受体激动剂在 2 型糖尿病成人患者中的头对头比较数据，且所观察到的差异具有明确的临床意义，在所有关键终点上，包括降低糖化血红蛋白(A1C)和体重减轻方面，orforglipron 12mg 和 36mg 剂量均优于口服司美格鲁肽 7mg 和 14mg 剂量。相关改善最早在治疗第 4 周即可显现，并在整个研究期间持续保持。

具体来看：

1) 主要终点： orforglipron 36mg 组糖化血红蛋白(A1C)降幅为 2.2%，而口服司美格鲁肽 14mg 组为 1.4%。

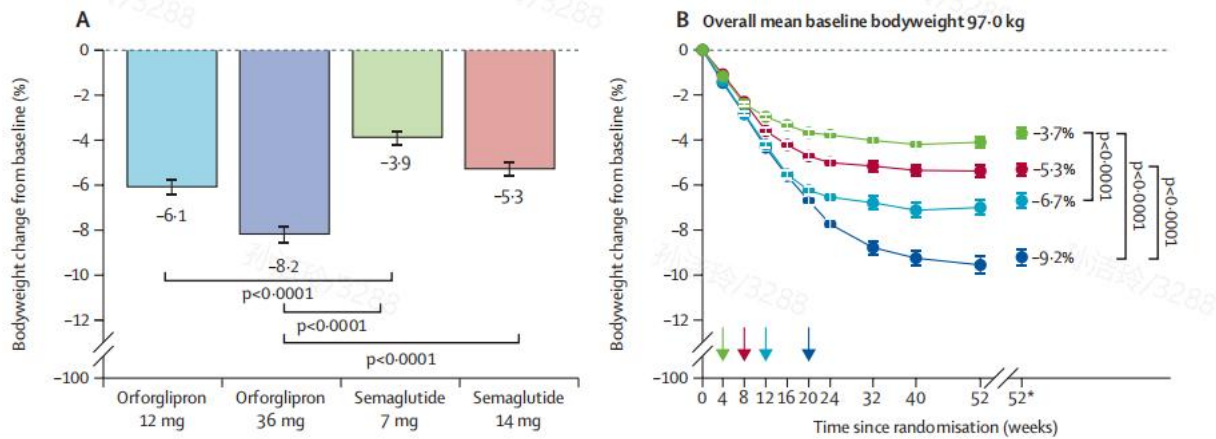
图表 1: Orforglipron 与司美格鲁肽 52 周 HbA1c 较基线降幅 (A) , HbA1c 变化趋势图 (B)



资料来源：《Efficacy and safety of once-daily oral orforglipron compared with oral semaglutide in adults with type 2 diabetes (ACHIEVE-3): a multinational, multicentre, non-inferiority, open-label, randomised, phase 3 trial》Rosenstock J, et al. The Lancet., 华源证券研究所

2) 在关键次要终点方面, orforglipron 36mg 组参与者体重平均下降 8.9kg (9.2%), 而口服司美格鲁肽 14mg 组为 5.0kg (5.3%), 前者实现了 73.6% 更高的相对体重减轻幅度。此外, orforglipron 在多项关键心血管风险因素方面亦显示出具有临床意义的改善, 包括非 HDL 胆固醇、HDL 胆固醇、VLDL 胆固醇、总胆固醇、收缩压及甘油三酯。

图表 2: Orforglipron 与司美格鲁肽 52 周体重较基线降幅 (A), 体重变化趋势图 (B)



资料来源: 《Efficacy and safety of once-daily oral orforglipron compared with oral semaglutide in adults with type 2 diabetes (ACHIEVE-3): a multinational, multicentre, non-inferiority, open-label, randomised, phase 3 trial》 Rosenstock J, et al. The Lancet., 华源证券研究所

3) 安全性: orforglipron 的整体安全性和耐受性特征与此前研究结果一致。对于 orforglipron 及口服司美格鲁肽, 最常见的不良事件包括恶心、腹泻、呕吐、消化不良和食欲下降。orforglipron 因不良事件导致的治疗中断率为 12mg 组 8.7% 和 36mg 组 9.7%, 而口服司美格鲁肽为 7mg 组 4.5% 和 14mg 组 4.9%。

图表 3：礼来 orforglipron 的 ACHIEVE-3 研究结果

		口服司美格 鲁肽 7 mg	口服司美格 鲁肽 14 mg	Orforglipron 12 mg	Orforglipron 36 mg
主要终点					
第 52 周时， A1C 自基线 8.3%的变化	有效性估 计目标 ²	-1.1%	-1.4%	-1.9% ⁱⁱ	-2.2% ⁱⁱ
	治疗方案 估计目标 ³	-1.2%	-1.5%	-1.7% ⁱⁱⁱ	-1.9% ⁱⁱ
次要终点					
第 52 周时，体 重自基线 97.0 kg 的变化 ^{iv}	有效性估 计目标	-3.7% (-3.6 kg)	-5.3% (-5.0 kg)	-6.7% ⁱⁱⁱ (-6.6 kg)	-9.2% ⁱⁱⁱ (-8.9 kg)
	治疗方案 估计目标	-3.9% (-3.8 kg)	-5.3% (-5.2 kg)	-6.1% ⁱ (-6.2 kg)	-8.2% ⁱⁱ (-8.1 kg)
第 52 周时实现 A1C<7%的参与 者比例	有效性估 计目标	54.6%	66.1%	80.0% ⁱⁱⁱ	85.4% ⁱⁱⁱ
	治疗方案 估计目标	53.9%	63.8%	72.2% ⁱⁱⁱ	75.8% ⁱⁱ
第 52 周时实现 A1C≤6.5%的参 与者比例	有效性估 计目标	40.9%	50.9%	71.8% ⁱⁱⁱ	76.8% ⁱⁱ
	治疗方案 估计目标	38.4%	48.3%	62.7% ⁱⁱⁱ	67.7% ⁱⁱ
第 52 周时实现 A1C<5.7%的参 与者比例 ^{iv}	有效性估 计目标	7.8%	12.5%	25.4% ⁱⁱⁱ	37.1% ⁱⁱ
	治疗方案 估计目标	7.4%	11.7%	21.4% ⁱⁱⁱ	31.4% ⁱⁱⁱ

资料来源：礼来公众号，华源证券研究所

综合来看，ACHIEVE-3 研究结果凸显了 orforglipron 在 2 型糖尿病治疗中相较口服司美格鲁肽具有明显的疗效优势与依从性优势：更大幅度的 A1C 降低、更显著的体重减轻，以及无需限制饮食或饮水的给药便捷性——这一组合优势有望打开 orforglipron 在 2 型糖尿病适应症的市场空间。

我们认为 2026 年或是 Orforglipron 的商业化关键年。1) 肥胖适应症：已向全球 40 多个国家提交上市申请，2026 年 Q2 有望美国获批；2) 2 型糖尿病适应症：2026 年早些时候在美国申报上市，欧盟/日本同步推进；3) 扩展更多适应症：治疗肥胖成人的阻塞性睡眠呼吸暂停和高血压等疾病正在研究中。

图表 4：礼来 Orforglipron 2026 年核心催化剂

催化剂类型	具体内容
III 期试验启动	外周动脉疾病
III 期数据披露	ACHIEVE-4 (2 型糖尿病)、阻塞性睡眠呼吸暂停
上市申请	2 型糖尿病 (美/欧/日)、阻塞性睡眠呼吸暂停+超重/肥胖
获批预期	超重/肥胖适应症有望 26Q2 美国获批

资料来源：礼来官网，华源证券研究所

1.2. 国内口服 GLP1 小分子快速跟进，差异化布局

Orforglipron 领跑全球小分子 GLP-1RA 赛道，国内企业快速跟进，形成差异化竞争梯队。其中恒瑞医药、华东医药等已进入 III 期临床，翰森制药、信立泰、硕迪生物、歌礼制药等已进入 II 期临床。截至目前，国产口服小分子 GLP-1RA 多个项目实现出海授权 MNC：诚益生物授权予阿斯利康、复星医药授权予辉瑞、翰森制药授权予默沙东。建议重点关注具备口服小分子 GLP-1RA 布局及出海潜力的本土药企，如歌礼制药、信达生物，以及产业链上游的药明康德、海特生物等。

图表 5：全球口服 GLP1 小分子研发格局

药品名称	研发机构	靶点	美国研 发阶段	美国开 始日期	全球研 发阶段	全球开 始日期	中国研 发阶段	中国开 始日期
------	------	----	------------	------------	------------	------------	------------	------------

Orforglipron	Eli Lilly	GLP-1R	申请上市	2025-12-18	申请上市	2025-12-18	申请上市	2026-01-10
HRS-7535	恒瑞医药;Kailera	GLP-1R	I期临床	2025-12-19	III期临床	2024-09-13	III期临床	2024-09-13
MDR-001	德睿智药	GLP-1R	申报临床	2022-12-26	III期临床	2025-12-09	III期临床	2025-12-09
conveglipron	华东医药	GLP-1R	申报临床	2025-07-23	III期临床	2025-03-19	III期临床	2025-04-14
VCT220	箕星药业;闻泰医药	GLP-1R	II期临床	2025-06-10	III期临床	2024-11-20	III期临床	2024-11-20
HS-10501	翰森制药	GLP-1R	临床前		II期临床	2025-05-06	II期临床	2025-05-06
SAL0112	信立泰	GLP-1R	临床前		II期临床	2024-08-16	II期临床	2024-08-16
DA-302168S	地奥制药	GLP-1R	临床前		II期临床	2025-03-26	II期临床	2025-03-26
HS-10501-2	翰森制药	GLP-1R	临床前		II期临床	2025-05-06	II期临床	2025-05-06
APH01727	一品红	GLP-1R	申报临床	2024-12-23	I期临床	2024-06-26	I期临床	2024-06-26
依来格列隆	AstraZeneca;诚益生物	GLP-1R	II期临床	2024-08-14	II期临床	2024-08-14	I期临床	2025-05-25
naperiglipron	Eli Lilly	GLP-1R	II期临床	2024-11-12	II期临床	2024-11-12	I期临床	2025-07-10
RGT-274-CR	锐格医药	GLP-1R	临床前		I期临床	2025-06-13	I期临床	2025-06-13
THDBH110	通化东宝;药明康德	GLP-1R	临床前		I期临床	2023-11-09	I期临床	2023-11-09
TQF3250	正大天晴(中国生物制药)	GLP-1R	申报临床	2025-12-04	I期临床	2025-12-05	I期临床	2025-12-05
WBD156	韦恩生物	GLP-1R	申报临床	2025-07-10	I期临床	2025-08-11	I期临床	2025-08-11
CT-996	Carmot Therapeutics(Roche)	GLP-1R	II期临床	2025-07-24	II期临床	2025-07-24	I期临床	2026-02-10
BPYT-01	百极优棠	GLP-1	临床前		I期临床	2023-11-01	I期临床	2023-11-01
HSK34890	海思科	GLP-1R	临床前		I期临床	2023-08-21	I期临床	2023-08-21
IBI3032	信达生物	GLP-1R	I期临床	2025-08-13	I期临床	2025-08-13	I期临床	2025-08-21
艾来格列隆	硕迪生物	GLP-1R	II期临床	2024-11-18	II期临床	2024-11-18	申报临床	2025-08-02
XW014	先为达生物	GLP-1R	I期临床	2022-10-13	I期临床	2022-10-13	申报临床	2025-12-03
RGT-075	锐格医药	GLP-1R	II期临床	2022-03-25	II期临床	2022-03-25	临床前	
YP05002	Pfizer;药友制药(复星医药)	GLP-1R	临床前		I期临床	2025-07-28	临床前	
bionetide	Biomed Industries	GLP-1;IGF-1	III期临床	2025-02-21	III期临床	2025-02-21	临床前	
GS-4571	Gilead Sciences	GLP-1R	I期临床	2024-08-20	I期临床	2024-08-20	临床前	
HS-10535	Merck;翰森制药	GLP-1R	I期临床	2026-02-05	I期临床	2025-10-08	临床前	
ID110521156	Ildong	GLP-1R	临床前		I期临床	2023-10-02	临床前	
MLX-7006	Biolexis	GLP-1R	临床前		I期临床	2025-06-12	临床前	
ACT-1002-4391	Idorsia;Owkin	DP1;EP2;EP4	I期临床	2025-01-23	I期临床	2025-01-15	临床前	
bioglutide	Biomed	GIPR;GLP-1R;GCGR;IGF-1R	II期临床	2024-12-13	II/III期临床		临床前	
NA-941	Biomed	GLP-1R;IGF-1R	临床前		II/III期临床		临床前	

				床			
BMF-650	Biomea	GLP-1R	I 期临床	2025-10-31	I 期临床	2025-10-27	临床前
ASC30	歌礼制药	GLP-1R	II 期临床	2025-06-04	II 期临床	2025-06-04	临床前
TERN-601	Terns	GLP-1R	II 期临床	2025-03-03	II 期临床	2025-03-03	临床前
HDM1010	华东医药	GLP-1R	申报临床	2025-06-10	申报临床	2025-06-10	临床前

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；备注：数据截至 2026/02/28

2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架

本周（2.24-2.27）、年初至今医药指数涨跌幅分别为 0.50%和 2.96%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-0.58%和 1.21%。

个股情况：本周上涨个股数量 340 家，下跌个股 126 家，涨幅居前个股为万泽股份（+27.05%）、科源制药（+20.77%）、多瑞医药（+20.01%）、尔康制药（+18.60%）和 ST 百灵（+14.68%）。跌幅居前个股为泽璟制药-U（-13.03%）、美好医疗（-10.35%）、博拓生物（-8.67%）、百济神州-U（-7.84%）和百利天恒（-7.80%）。

图表 6：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	000534.SZ	万泽股份	213.2	27.05%	42.54%	90.23%
2	301281.SZ	科源制药	49.1	20.77%	43.95%	54.61%
3	301075.SZ	多瑞医药	59.6	20.01%	19.87%	24.85%
4	300267.SZ	尔康制药	90.8	18.60%	15.18%	29.03%
5	002424.SZ	ST 百灵	69.9	14.68%	18.20%	14.94%
6	000668.SZ	*ST 荣控	23.0	14.38%	18.80%	59.57%
7	301235.SZ	华康洁净	57.7	13.54%	2.35%	45.13%
8	688185.SH	康希诺	124.0	12.68%	4.90%	14.56%
9	603139.SH	康惠股份	26.8	11.96%	14.49%	31.22%
10	688277.SH	天智航-U	127.4	11.53%	21.52%	84.00%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.50%	-0.18%	2.96%
12	000300.SH	沪深 300		1.08%	0.09%	1.74%

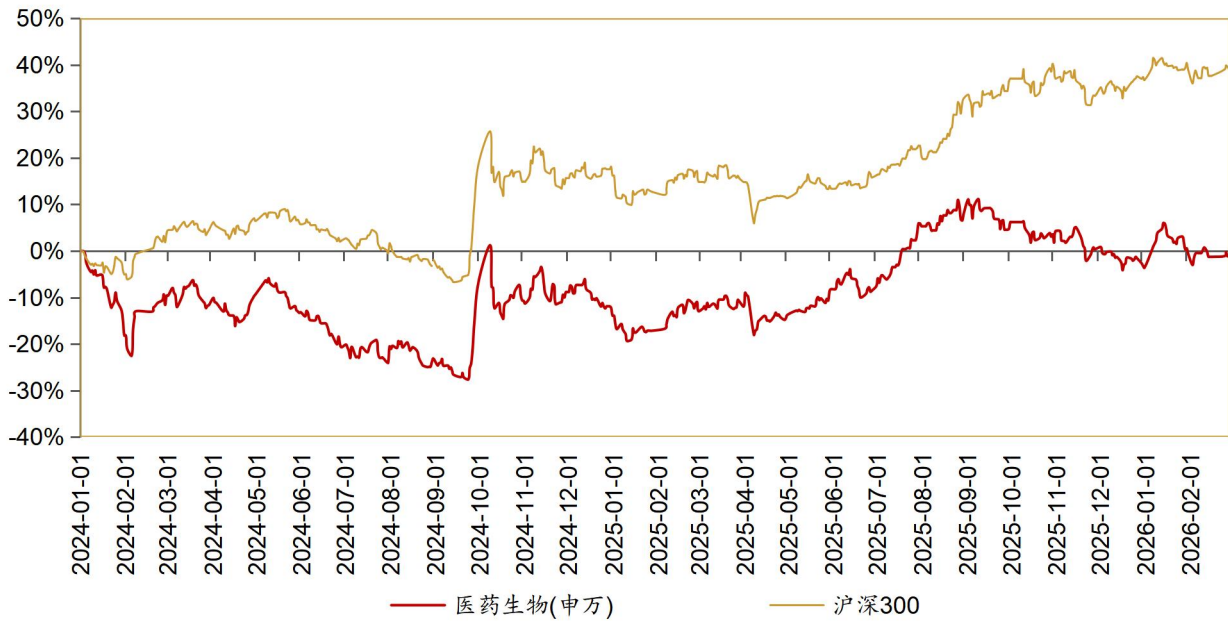
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	688266.SH	泽璟制药-U	217.4	-13.03%	-6.81%	-11.41%
2	301363.SZ	美好医疗	177.9	-10.35%	0.68%	30.02%
3	688767.SH	博拓生物	54.9	-8.67%	3.67%	-2.67%
4	688235.SH	百济神州-U	2713.3	-7.84%	-7.05%	-4.06%
5	688506.SH	百利天恒	1092.5	-7.80%	-4.73%	-18.11%
6	688068.SH	热景生物	117.5	-7.35%	-12.88%	-21.79%
7	688513.SH	苑东生物	105.9	-6.82%	-2.60%	-2.52%
8	688488.SH	艾迪药业	68.6	-6.80%	-1.75%	-0.12%
9	688091.SH	上海谊众	102.9	-6.58%	-7.19%	5.96%
10	688221.SH	前沿生物-U	79.4	-6.19%	-13.11%	17.45%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.50%	-0.18%	2.96%
12	000300.SH	沪深 300		1.08%	0.09%	1.74%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2024 年初至今医药指数表现



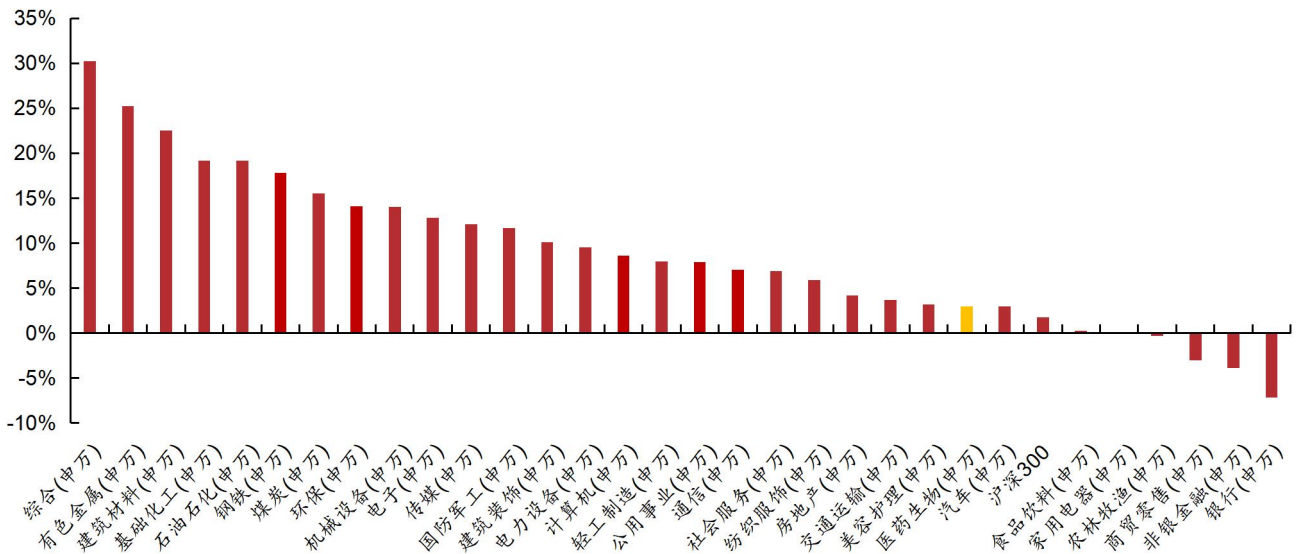
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

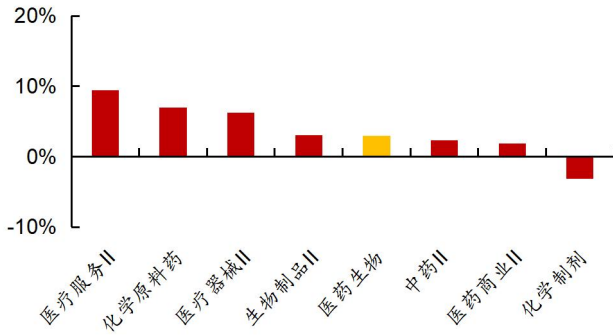
本周，生物制品 II (+2.6%)、医疗器械 II (+2.2%)、化学原料药 (+1.9%)、医药商业 II (+1.1%)、中药 II (+0.7%)、医疗服务 II (-1.0%)、化学制剂 (-1.1%)。

年初以来，医疗服务 II (+9.4%)、化学原料药 (+7.0%)、医疗器械 II (+6.3%)、生物制品 II (+3.1%)、中药 II (+2.3%)、医药商业 II (+1.9%)、化学制剂 (-3.2%)。

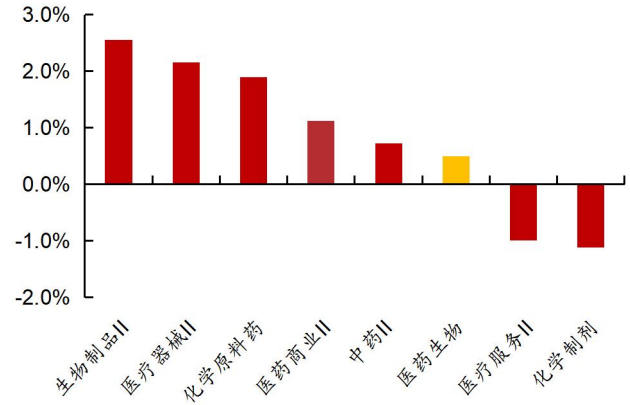
图表 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

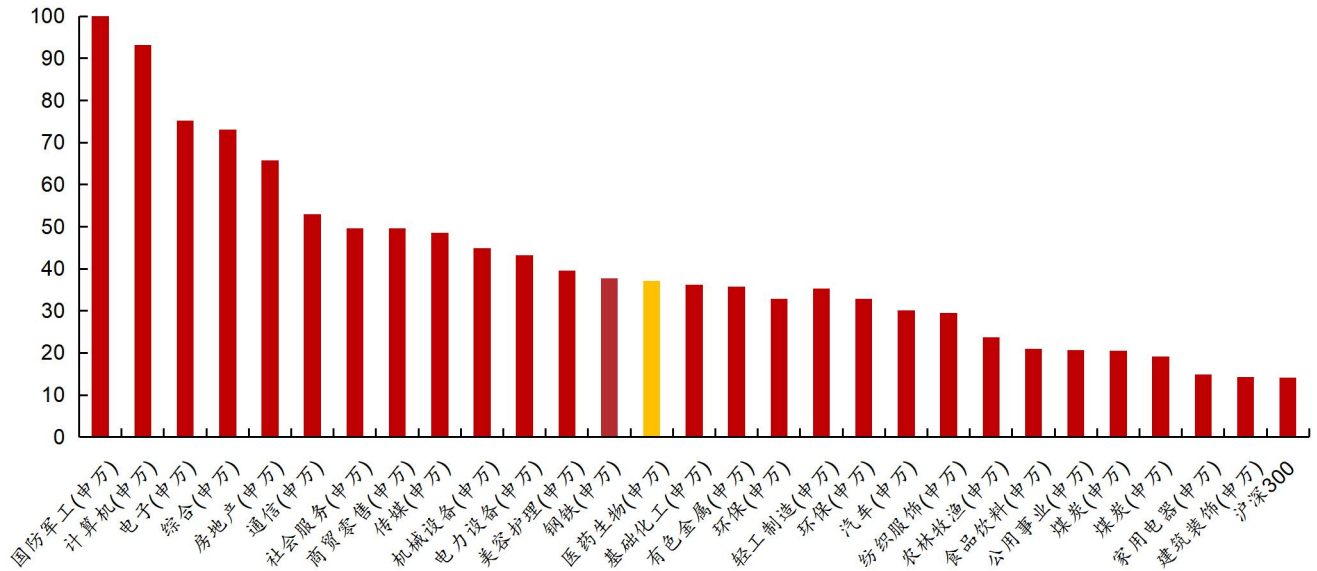
图表 10：年初至今医药子板块涨跌幅情况


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：本周医药子板块表现情况


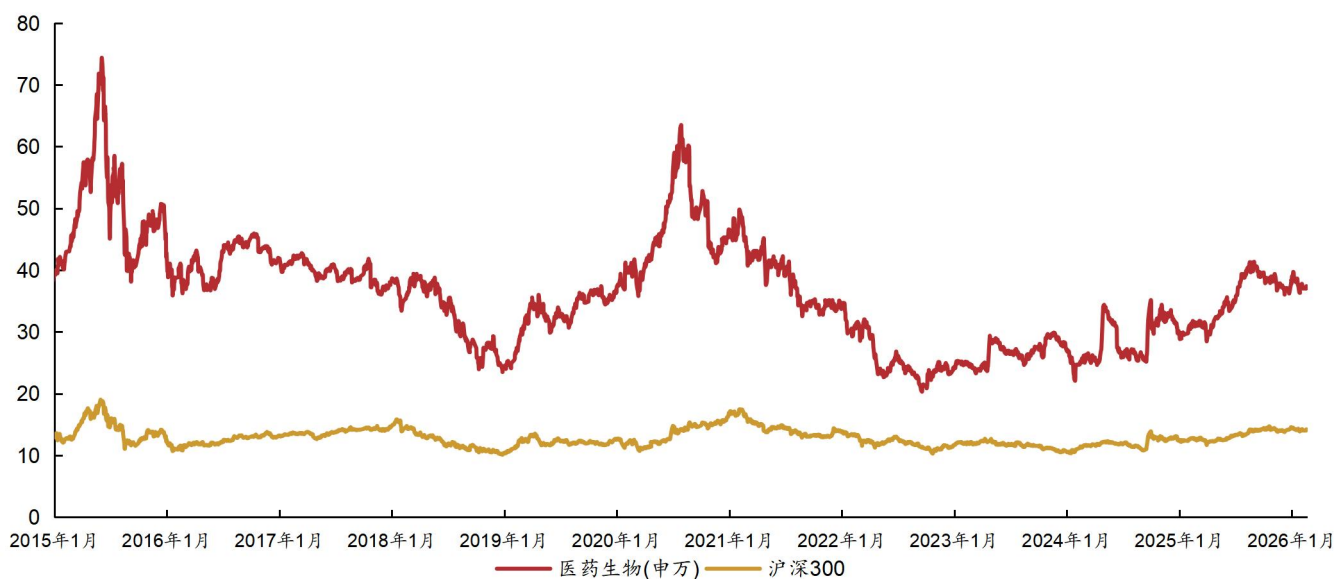
资料来源：Wind，华源证券研究所

板块估值：截至 2026 年 2 月 27 日，申万医药板块整体 PE 估值为 37.20 X，在申万一级分类中排第 14，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、生物制品 II、化学制剂和医疗器械 II 等板块估值相对较高，医药商业 II、医疗服务 II 和中药 II 估值相对较低。

图表 12：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 2 月 27 日，整体 TTM 法）


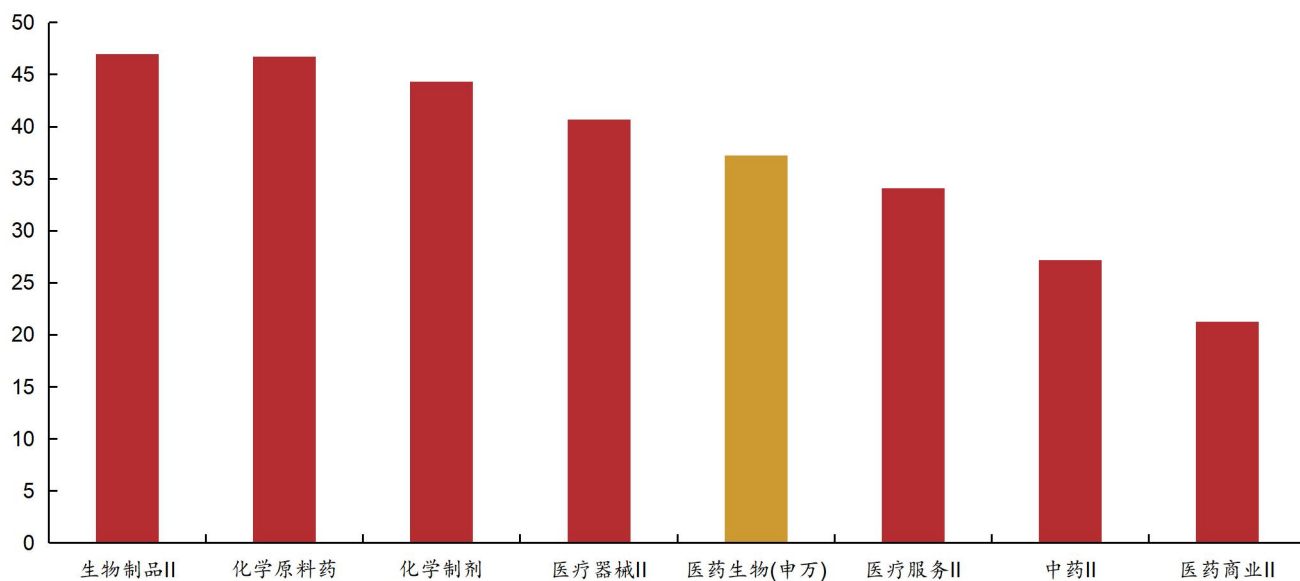
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 2 月 27 日, 整体 TTM 法)



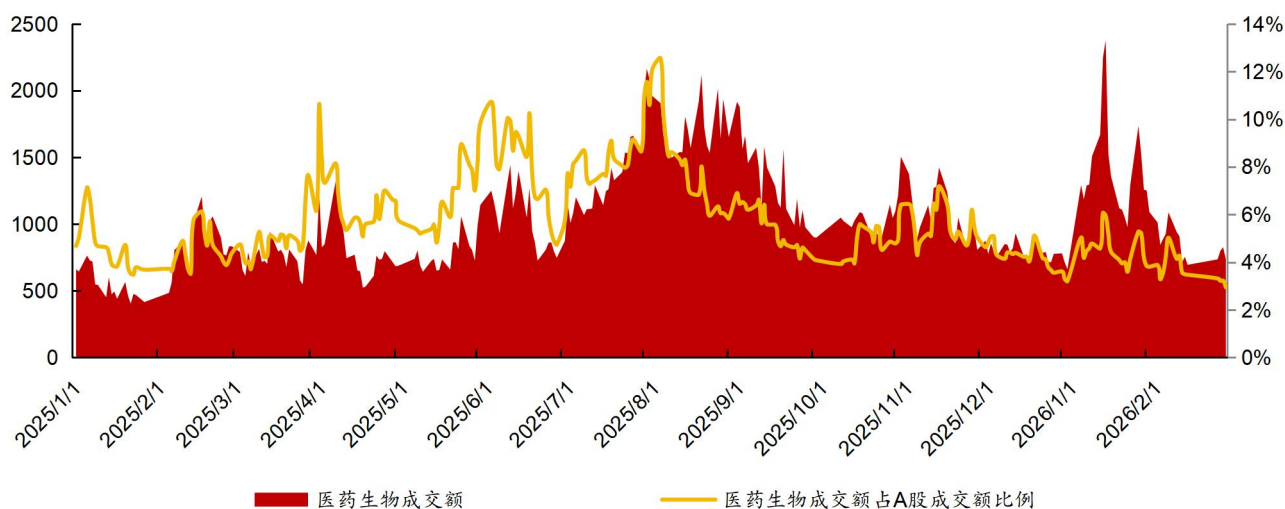
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 2 月 27 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15：2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2025 年中国创新药迎来 BD 出海创纪录，板块行情表现十分亮眼，作为未来 10 年的产业趋势，2026 年创新药有望延续亮眼表现。同时，随着 AI 医疗、脑机接口、创新器械等领域快速发展，相关机会或将贯穿全年。另外，医疗消费和医药制造业有望在 2026 年触底反弹，估值迎来修复，结构性行情或将演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新产业已具备一定规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界级的竞争力快速提升；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也在显著加强；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；5) 全球大科技浪潮下，AI 医疗、脑机接口等板块有望迎来发展机遇，释放新的增长动力。

整体来看，我们认为 2026 年医药行业有望持续边际好转，科技领衔行业变革、孕育新的成长动能，传统行业的经营性业绩有望触底好转，结构性高增长的细分领域和个股非常值得期待。展望 2026 年，坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，2025 年出海 BD 实现质变，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、翰森制药、中国生物制药、三生制药、信达生物、泽璟制药、热景生物、科兴制药、福元医药、前沿生物、昂利康、上海谊众、君实生物、佰仁医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、泰格医药、百奥赛图、百普赛斯、毕得医药等。

2) 脑机接口、AI 医疗等新科技：2026 年有望加速发展，脑机接口建议关注美好医疗、麦澜德等，AI 医疗建议关注鱼跃医疗、可孚医疗、美年健康、安必平、金域医学、医脉通、京东健康、阿里健康等。

3) 制造出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光等。

4) 国产替代：国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

5) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

6) 高壁垒行业：麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

本周建议关注组合：恒瑞医药、中国生物制药、信立泰、佰仁医疗、亿帆医药；

3 月建议关注组合：恒瑞医药、信立泰、中国生物制药、药明康德、上海谊众、苑东生物、福元医药、佰仁医疗、麦澜德、方盛制药。

3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。