



# 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

## 受上游原材料成本提升影响，原料药产品迎来提价契机

### 投资逻辑

受国际石油价格持续上涨及海外能源成本较高的影响，各类化工产品普遍迎来明显涨价，其中溶剂类产品由于其较难囤货，市场报价持续走高，成为本轮化工品涨价中弹性最显著的品类之一，也直接带动医药中间体、原料药等下游行业成本抬升。受到上游原材料成本提升影响，下游原料药产品或将迎来提价契机。从供给端看，由于原料药行业在 2020-2022 年集中扩产，预计供给压力仍然存在，价格有望缓慢传导。从需求端看，下游客户自 23 年 4 月去库存，目前客户库存水平已长时间处于较低位置。原料药价格已在低位运行较长时间，客户库存水平较低，一旦提价后预计会有较好持续性，后续可关注价格提升带来的利润弹性。

**药品：**3月20日，诺华宣布以20亿美元预付款及最高10亿美元里程碑付款，收购 Synnovation Therapeutics 旗下泛突变选择性 PI3K $\alpha$  抑制剂 SNV4818 及相关项目组合，强化 PI3K $\alpha$  靶点差异化布局，聚焦突变选择性抑制剂在 HR+/HER2-乳腺癌领域的联用潜力，国内建议关注和黄医药 PI3K-ATTC 相关管线。

**原料药：**化工产品涨价明显，有望带动下游产业链提价。

**医疗器械：**创新产品海外市场持续拓展，国际化品牌力有望提升。微创机器人宣布其图迈腔镜手术机器人儿外科适应症正式获得欧盟 CE 认证，标志着其临床应用人群进一步拓展至儿童群体，在国际市场的临床应用边界进一步拓展。

**生物制品：**2026年3月16日，Structure 公布口服小分子 GLP-1 Aleniglipron II 期 ACCESS II 44 周数据，180 mg 剂量组安慰剂校正减重达 16.3%，疗效显著且未见平台期，整体耐受性良好。GLP-1RA 口服制剂相较于注射剂型大幅提升了患者依从性，同时无需冷链运输，降低了存储及物流成本，建议持续关注 GLP-1RA 口服赛道研发及商业化进展。

**中药：**随着板块内公司陆续发布业绩，建议关注低估值高股息的红利资产，以及关注陆续公布的“十五五”的具体规划。

**医疗服务及消费医疗：**3月20日，国家医保局发布《按病种付费分组方案 3.0 版调整情况介绍实录》，披露 DRG/DIP3.0 进展详情。预计于今年 7 月份左右公开发布 3.0 版分组方案，做好政策解读和宣传培训，计划 2027 年 1 月正式执行。

### 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 AACR（4 月）、ASCO（5 月）、ESMO（10 月）等重磅临床数据发布窗口。医疗器械板块整体亦呈现积极态势，创新产品研发不断催化，国内需求稳步恢复，海外市场拓展持续加速。建议重点关注以下方向：1) 脑机接口、手术机器人等政策重点扶持的创新医疗器械；2) 具备出海潜力的高端设备及医用耗材领域。

### 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、信立泰、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

受上游原材料成本提升影响，原料药产品迎来提价契机.....	3
药品板块：PI3K 靶点关注再起，国内关注和黄医药 PI3K-ATTC 相关管线.....	5
原料药：化工产品涨价明显，有望带动下游产业链提价.....	9
医疗器械：创新产品海外市场持续拓展，国际化品牌力有望提升.....	11
生物制品：Aleniglipron II 期完整数据公布，关注 GLP 1 口服赛道进展.....	12
中药：业绩陆续公布，关注十五五规划、红利资产.....	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.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

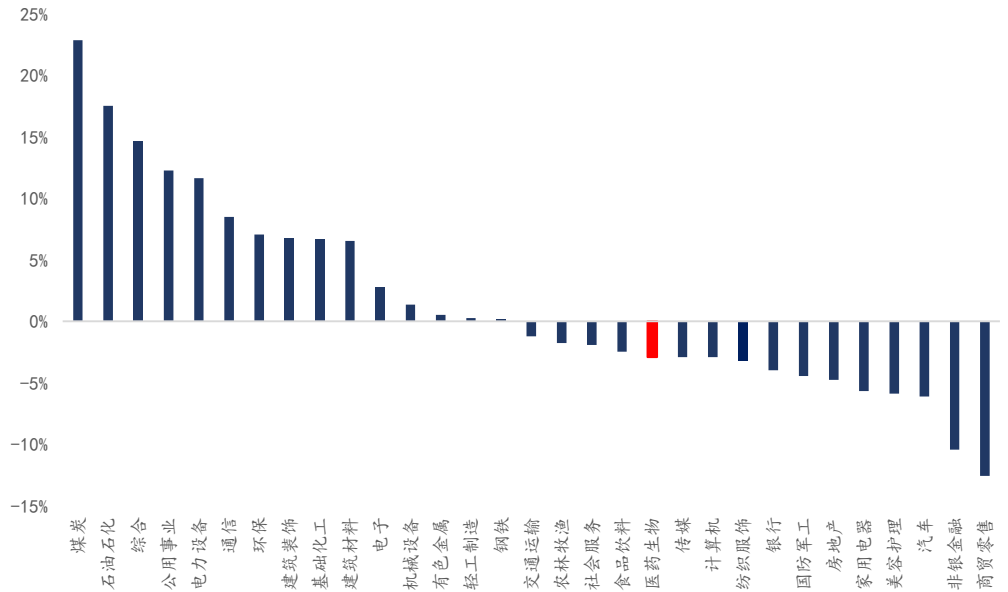
图表 1：年初至今各申万一级行业表现 (%).....	3
图表 2：3 月 16 日~3 月 20 日各申万一级行业表现 (%).....	3
图表 3：3 月 16 日~3 月 20 日医药生物申万三级细分涨跌幅 (%).....	4
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十.....	4
图表 5：本周医药板块景气度.....	4
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势 (2026/3/16-2026/3/20).....	5
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势 (2026/3/16-2026/3/20).....	5
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势 (2026/3/16-2026/3/20).....	6
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势 (2026/3/16-2026/3/20).....	6
图表 10：本周美股创新药整体股价走势 (2026/3/16-2026/3/20).....	6
图表 11：2-3 月国内创新药获批上市情况 (截至 2026/3/20).....	7
图表 12：2-3 月国内创新药申报上市情况 (截至 2026/3/20).....	7
图表 13：2-3 月创新药跨国交易情况 (截至 2026/3/20).....	7
图表 14：和黄医药 ATTC 平台进度领先.....	8
图表 15：原料药代表公司资本开支情况 (单位：亿元).....	9
图表 16：原料药代表公司固定资产情况 (单位：亿元).....	10
图表 17：化学药品原料药制造 PPI (当月同比).....	10
图表 18：微创“图迈”腔镜手术机器人.....	11
图表 19：Aleniglipron 在 44 周时实现显著且持续的体重下降，180 mg 组安慰剂校正平均减重达 16.3%... ..	12
图表 20：Aleniglipron 整体耐受性良好，停药率低且未出现严重安全性信号.....	12
图表 21：口服 wegovy 上市后处方量增长远快于注射版 wegovy 及 zepbound.....	13



## 受上游原材料成本提升影响，原料药产品迎来提价契机

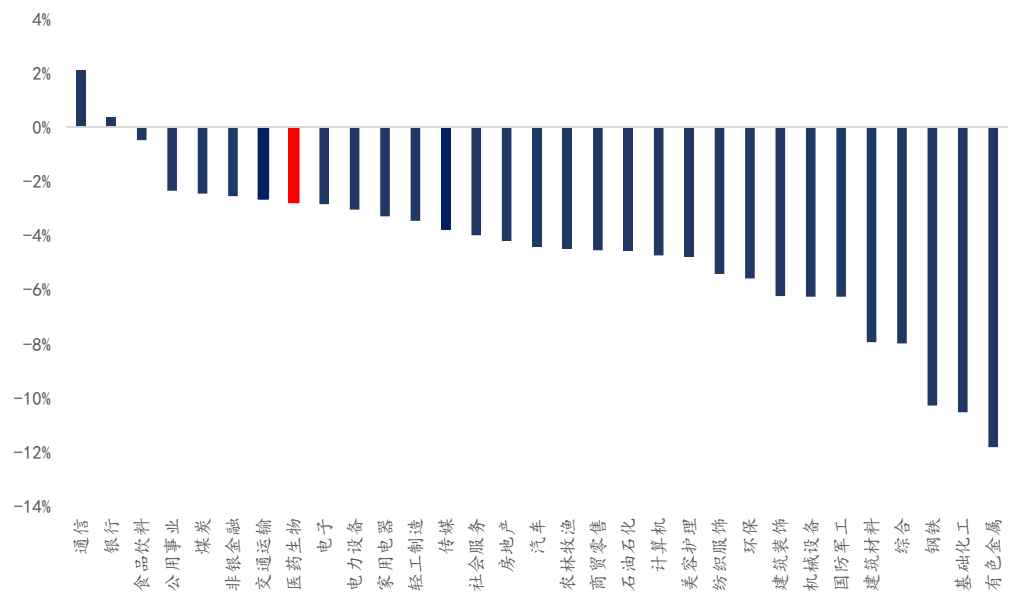
受国际石油价格持续上涨及海外能源成本较高的影响，各类化工产品普遍迎来明显涨价，其中溶剂类产品由于其较难囤货，市场报价持续走高，成为本轮化工品涨价中弹性最显著的品类之一，也直接带动医药中间体、原料药等下游行业成本抬升。受到上游原材料成本提升影响，下游原料药产品或将迎来提价契机。从供给端看，由于原料药行业在 2020-2022 年集中扩产，预计供给压力仍然存在，价格有望缓慢传导。从需求端看，下游客户自 23 年 4 月去库存，目前客户库存水平已长时间处于较低位置。原料药价格已在低位运行较长时间，客户库存水平较低，一旦提价后预计会有较好持续性，后续可关注价格提升带来的利润弹性。

图表1：年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所

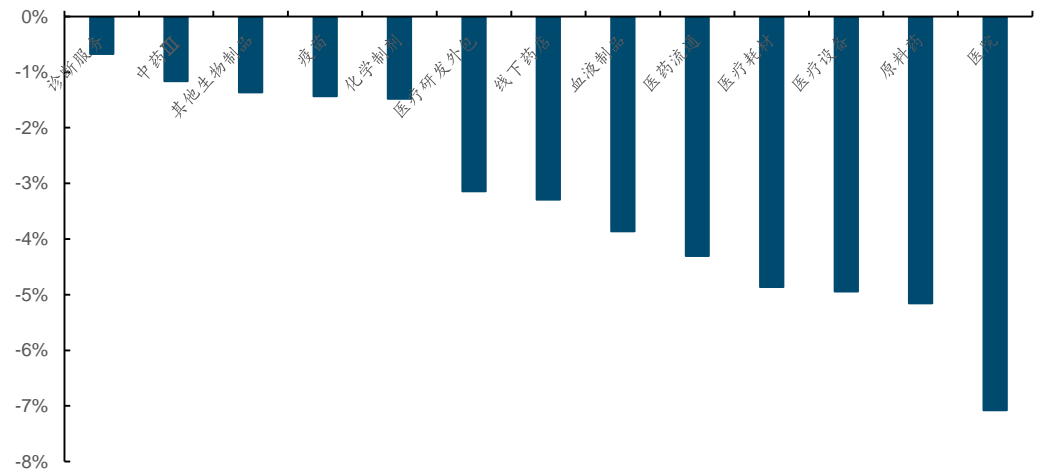
图表2：3月16日~3月20日各申万一级行业表现 (%)



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 3月16日~3月20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	*ST景峰	27.72%
2	三生国健	23.14%
3	基蛋生物	15.57%
4	九安医疗	12.75%
5	信立泰	10.90%
6	海思科	10.12%
7	美诺华	9.74%
8	泽璟制药	9.53%
9	东阿阿胶	7.59%
10	江中药业	7.31%
487	伟思医疗	-14.53%
488	天益医疗	-14.62%
489	美迪西	-14.82%
490	创新医疗	-15.48%
491	爱朋医疗	-16.03%
492	爱迪特	-16.25%
493	普蕊斯	-16.76%
494	三博脑科	-20.65%
495	翔宇医疗	-21.44%
496	长药控股	-52.17%

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	底部企稳
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

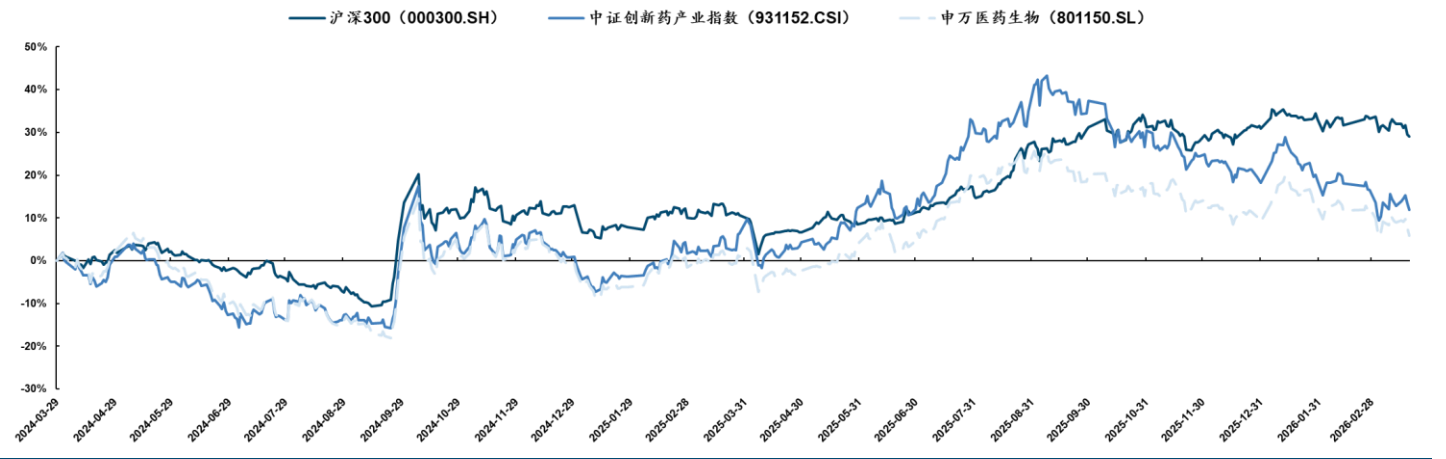
来源: 国金证券研究所



## 药品板块：PI3K 靶点关注再起，国内关注和黄医药 PI3K-ATTC 相关管线

本周 A 股创新药标的股价呈现震荡态势，其中中证创新药产业指数本周下跌 2%，而申万医药生物指数本周下跌 4%。

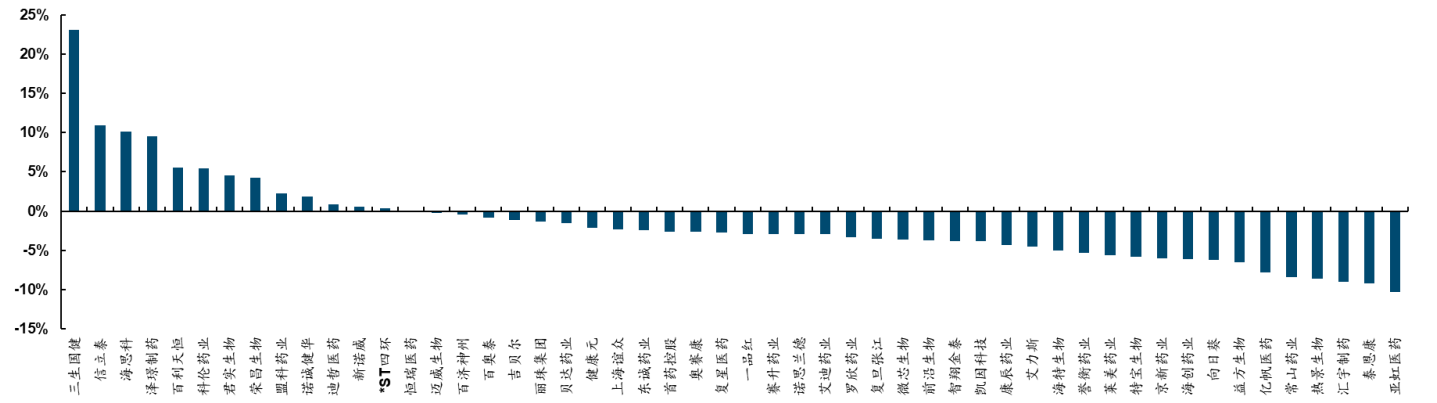
图表6：本周 A 股创新药整体股价走势（2026/3/16-2026/3/20）



来源：iFind，国金证券研究所

- 我们精选的 A 股创新药板块的 52 家上市公司，共计 14 家上涨，38 家下跌，平均涨跌幅-1.6%。其中涨跌幅前三分别为三生国健 (+23.1%)、信立泰 (+10.9%)、海思科 (+10.1%)，涨跌幅后三分别为亚虹医药 (-10.3%)、泰恩康 (-9.2%)、汇宇制药 (-9.1%)。

图表7：本周 A 股部分个股股价走势（2026/3/16-2026/3/20）



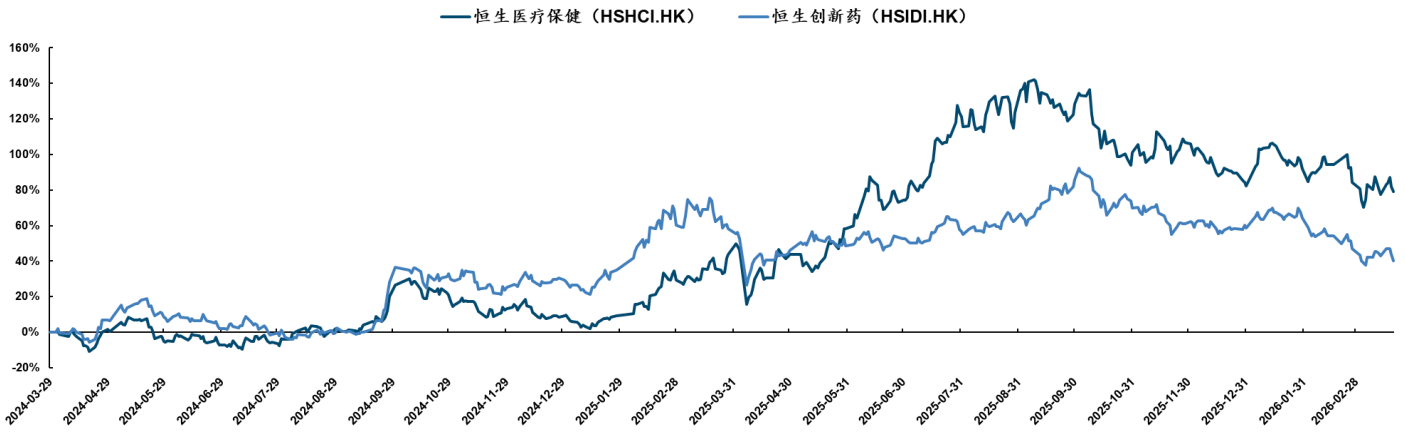
来源：iFind，国金证券研究所

本周 H 股创新药标的股价震荡，恒生医疗保健指数本周下跌 4%，其中恒生创新药指数下跌 7%。

- 我们精选的 H 股创新药板块的 51 家上市公司，共计 16 家上涨，34 家下跌，平均涨跌幅-2.4%。其中涨跌幅前三分别为君实生物 (+9.2%)、康哲药业 (+6.1%)、三生制药 (+5.9%)，涨跌幅后三分别为迈博药业-B (-25.7%)、开拓药业-B (-24.8%)、药捷安康-B (-10.5%)。

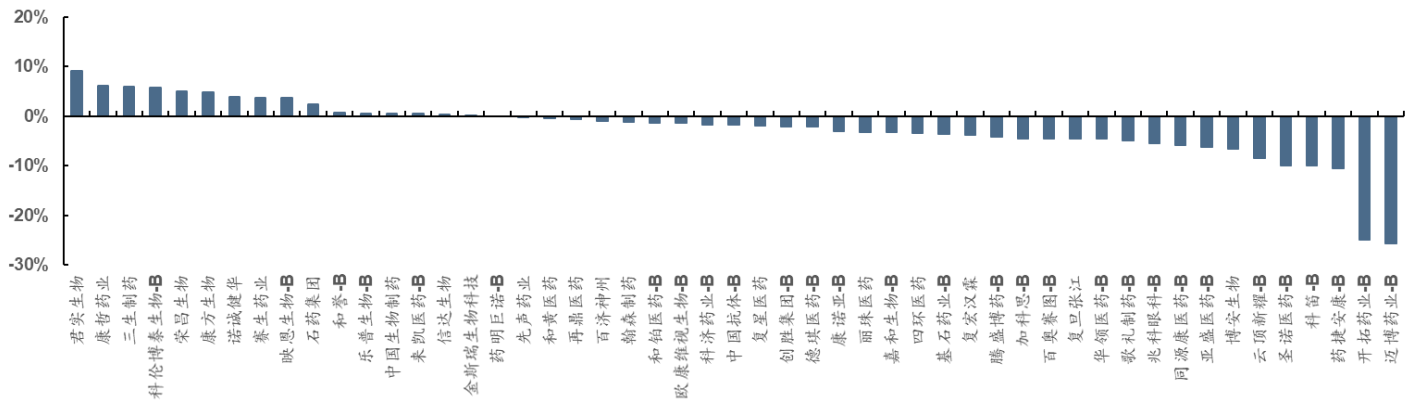


图表8: 本周H股创新药整体股价走势 (2026/3/16-2026/3/20)



来源: iFind, 国金证券研究所

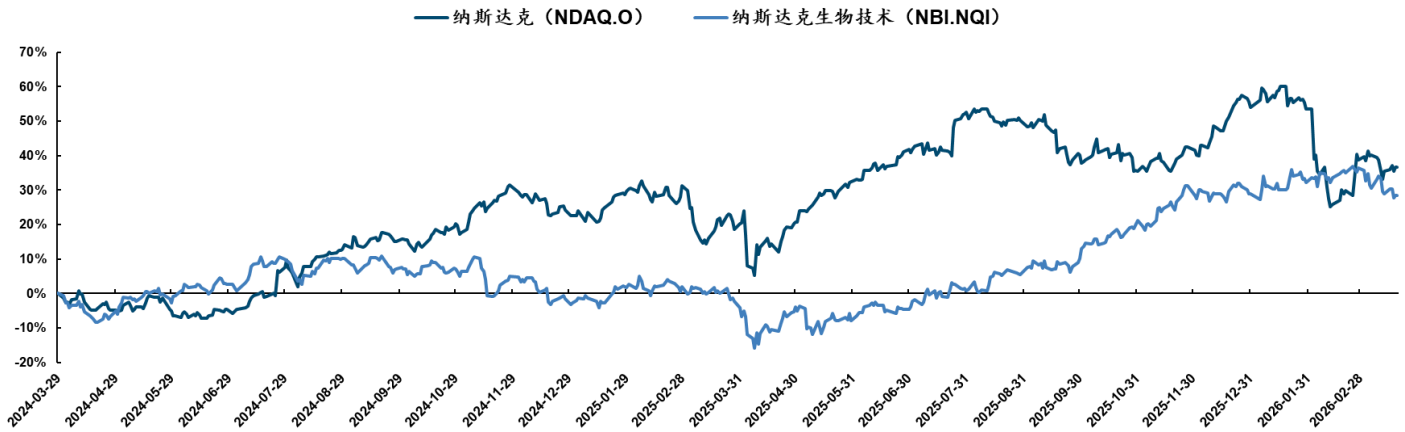
图表9: 本周H股部分个股股价走势 (2026/3/16-2026/3/20)



来源: iFind, 国金证券研究所

本周美股创新药整体下跌, 其中纳斯达克生物技术指数本周下跌 2%。

图表10: 本周美股创新药整体股价走势 (2026/3/16-2026/3/20)



来源: iFind, 国金证券研究所

2026/2/1-2026/3/20 期间, 共计 7 款新药获 CDE 批准上市, 其中 3 款为国产药物, 4 款进口药物。同时, 共有 26 款创新药申报 NDA, 其中 19 款为国产药物, 7 款为进口药物。同时, 共 20 个创新药相关跨国交易, 涵盖授权/许可、合作、期权等不同形式。



图表11: 2-3月国内创新药获批上市情况 (截至 2026/3/20)

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)
贝格列净	SGLT2	Theracos	2型糖尿病		进口	2026-02-02	5.1
艾曲莫德	1PR1, S1PR4, S1PR	云顶新耀	溃疡性结肠炎		进口	2026-02-02	5.1
奥妥珠单抗β	CD20	天广实生物	视神经脊髓炎		国产	2026-02-10	1
米吉珠单抗	IL-23p19	礼来制药	克罗恩病, 溃疡性结肠炎		进口	2026-02-10	3.1
安沐奇塔单抗	IL17A	三生国健	斑块状银屑病		国产	2026-02-10	1
索西美雷塞	KRAS G12C	济民可信	非小细胞肺癌		国产	2026-02-25	1
罗伐昔替尼	JAK1, JAK2, ROCK1, ROCK2	中生制药	骨髓纤维化		国产	2026-02-25	1

来源: insight, 国金证券研究所

图表12: 2-3月国内创新药申报上市情况 (截至 2026/3/20)

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
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
阿可替尼胶囊	阿斯利康	BTk	2026/2/10	套细胞淋巴瘤	5.1	进口
马来酸阿可替尼片	阿斯利康	BTk	2026/2/10	套细胞淋巴瘤	5.1	进口
醋酸索乐匹尼布片	和记黄埔医药	SYK	2026/2/10	免疫性血小板减少症	1	国产
他舒替尼片	赛生医药	FGFR1, FGFR2, FGFR3	2026/2/10	胆道癌	5.1	进口
PG-011凝胶	普祺医药	JAK1, JAK2	2026/2/11	特应性皮炎	1	国产
SHR-1918注射液	恒瑞医药	ANGPTL3	2026/2/12	纯合子型家族性高胆固醇血症	1	国产
盐酸莫托咪酯注射液	奥鸿药业	GABA-CI channel	2026/2/13	全身麻醉诱导	1	国产
Baxdrostat片	阿斯利康	CYP11B2	2026-02-13	高血压	1	进口
达尔扑拜单抗注射液	百奥泰	GD2	2026-02-14	视神经脊髓炎	1	国产
芮特韦单抗注射液	泰诺麦博	RSV F protein	2026-02-14	呼吸道合胞病毒感染	1	国产
库莱韦单抗注射液	瑞阳生物制药	RSV F protein	2026-02-14	呼吸道合胞病毒感染	1	国产
曼多奇单抗注射液	康方生物	IL-4R α	2026-02-25	特应性皮炎	1	国产
利奈昔巴特片	GSK	ASBT	2026-02-25	胆汁性瘙痒	1	进口
MY008211A片	启瑞药业	CFB	2026-02-26	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	1	国产
重组抗IL-4R α人源化单克隆抗体注射液	三生国健	IL-4R α	2026-02-26	特应性皮炎	1	国产
泰利奇拜单抗注射液(皮下注射)	智翔金泰	IL-4R α	2026-02-26	季节性过敏性鼻炎	1	国产
甲磺酸达利替尼片	翰森制药	c-Met	2026-02-27	非小细胞肺癌	1	国产
麦芽酚铁胶囊	赛默飞/奥赛康	-	2026-03-01	铁缺乏症	5.1	进口
HSK39297片	海思科	CFB	2026-03-06	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	1	国产
熊去氧胆酸小柴碱胶囊	无锡药明康德	NLRP3, AMPK	2026-03-09	2型糖尿病	1	国产
鲁塞奇塔单抗注射液	荃信生物	IL17A	2026-03-10	强直性脊柱炎	1	国产
富马酸立康可洋胶囊	恒瑞医药	CFB	2026-03-14	-	1	国产
罗赛促红素α	三生制药	EPOR	2026-03-19	慢性肾性贫血	1	国产

来源: insight, 国金证券研究所

图表13: 2-3月创新药跨国交易情况 (截至 2026/3/20)

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
RNAi疗法	-	2026-02-02	基因泰克	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, HDAC3, HDAC10	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	-
斯普利单抗	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, 里程碑付款313.31百万美元, 双位数分成
GLB-005, GLB-007	WIZ, ZBTB7A	2026-02-12	格博生物	赛诺菲	授权/许可	License out	其他交易额: 30百万美元
GH31	MAT2A	2026-02-13	勤海医药	吉利德	授权/许可	License out	首付款: 80百万美元, 里程碑付款: 1450百万美元
普鲁芬单抗	CTLA4	2026-02-23	和铂医药	Solstice	授权/许可	License out	首付款: 50百万美元, 里程碑付款: 1100百万美元
FB7013, FB7011	MASP2, CFB	2026-02-23	前浩生物	GSK	授权/许可	License out	首付款: 40百万美元, 里程碑付款: 963百万美元
斯普利单抗	PD-1	2026-02-24	复宏汉霖	雅培制药	授权/许可	License out	-
DS009	ADCYAP1	2026-02-25	达石药业	Slate Medicines	授权/许可	License out	-
Xpovio	XPO1	2026-03-04	德琪医药	韩国保宁制药	授权/许可	License out	-
罗伐昔替尼	JAK2, JAK1, ROCK1, ROCK2	2026-03-04	中国生物制药	赛诺菲	授权/许可	License out	交易总额: 1530百万美元, 首付款: 135百万美元, 里程碑付款: 1395百万美元, 特许权使用费: 基于罗伐昔替尼年度净销售额的最高双位数的阶梯式特许权使用费
ATG-201	CD3, CD19	2026-03-04	德琪医药	优时比	授权/许可	License out	首付款: 60百万美元, 里程碑付款: 1120百万美元, 特许权使用费: 基于未来净销售额的分级特许权使用费
RAP-219	CACN8	2026-03-09	Rapport Therapeutic	元鼎生物	授权/许可	License in	首付款: 20百万美元, 里程碑付款: 308百万美元, 特许权使用费: mid-single-digit to mid-teens tiered royalties
ERAS-0015	RAS	2026-03-10	嘉越医药	Erasca	授权/许可	License out	-
CIB-301, CIB-350	in vivo CAR-T	2026-03-16	CellInfinity Bio	宜明细胞生物	授权/许可	License in	-
EOS 789	SLC20A1, SLC20A2, NaPi2b	2026-03-16	礼邦医药	R1 Therapeutics	授权/许可	License out	-

来源: insight, 国金证券研究所

PI3K 靶点关注再起, 国内关注和黄医药 PI3K-ATTC 相关管线

3月20日, 诺华宣布与 Synnovation Therapeutics 达成协议, 收购其泛突变选择性 PI3K α 抑制剂 SNV4818。根据协议条款, 诺华将支付 20 亿美元预付款, 并提供最高 10 亿美元的里程碑付款, 以收购 Synnovation 的全资子公司 Pikavation Therapeutics, 后者持有包括 SNV4818 在内的泛突变选择性 PI3K α 抑制剂项目组合。交易预计将于 2026 年上半年完成。



- SNV4818 是一款口服药物，目前正处于 I/II 期临床试验阶段，用于治疗乳腺癌及其他晚期实体瘤。HR+/HER2-乳腺癌中突变型 PI3K  $\alpha$  的生物学机制表明，约 40% 的该亚型乳腺癌患者，会因肿瘤中存在 PIK3CA 基因突变，而可能面临更差的疾病预后。SNV4818 可作为潜在联合治疗方案的一部分，与 CDK 抑制剂以及内分泌（激素）疗法协同使用。
- 目前的 PI3K  $\alpha$  抑制剂会同时阻断突变型和野生型酶，导致耐受性挑战，使患者难以坚持治疗。SNV4818 通过聚焦肿瘤中的突变形式，旨在减轻副作用，支持更稳定的给药，并更易于与早期治疗方案联合，即该候选药物突变选择性 PI3K $\alpha$  抑制剂，其设计思路是在精准打击肿瘤细胞中突变 PI3K $\alpha$  的同时，最大限度避免影响到健康组织中的野生型酶。

PI3K 靶点关注度再起。磷脂酰肌醇 3-激酶 (PI3K) /蛋白激酶 B (AKT) /哺乳动物雷帕霉素靶蛋白 (mTOR) 通路是细胞内重要的信号传导通路之一，该通路的异常激活在多种疾病特别是恶性肿瘤中发挥着关键作用。近年来，靶向 PI3K/AKT/mTOR 通路的抑制剂在抗肿瘤治疗中也取得了初步疗效，部分抑制剂已成功获批应用于临床，开启了 PI3K/AKT/mTOR 通路精准治疗的新时代。

- 1988 年 PI3K 被首次发现，其可在细胞生长因子的刺激下被激活，并被认为是抗肿瘤治疗的有效靶点。1994 年首个 PI3K 抑制剂被合成，但直到 2014 年首个 PI3K 抑制剂 Idelalisib 才获批上市。
- PI3K 抑制剂主要分为 3 大类：①泛 PI3K 抑制剂，同时作用于 4 个亚型，如 Buparlisib (BKM120)、Bictilisib (GDC-0941) 等。②PI3K 亚型选择性抑制剂，如 PI3K  $\alpha$  选择性抑制剂 Alpelisib (BYL-719)、Inavolisib (Itovebi)；PI3K  $\beta$  选择性抑制剂 Taselisib (GDC-0032)；p110  $\delta$  亚基选择性抑制剂 Idelalisib (CAL-101) 等。③PI3K-mTOR 双重抑制剂，如 BEZ235、BGT226 及 SF1126 等。
- 传统的 PI3K 抑制剂开发难度大：第一，靶点的复杂性。PIK3CA 基因编码的 p110  $\alpha$  蛋白是 PI3K/AKT/mTOR (PAM) 通路 PI3K 信号节点的催化亚基，而 PAM 通路会参与调控细胞生长、增殖和存活等重要生物学过程，功能十分广泛。因此，企图针对该通路的重要节点开发药物，需要精准靶向特定亚型的同时避免对其他亚型产生抑制作用，这具有一定的难度。第二，药物设计难度较高。设计高度特异性、选择性地结合并抑制 PI3K 的小分子药物具有较高的技术难度，既往开发的针对 PIK3CA 突变的很多小分子药物往往特异性较差，因此会带来一定的安全性的问题，包括高血糖、皮疹，甚至引起神经系统的一系列毒副作用，这些不良反应影响了药物的耐受性。

除了加强药物高选择性的分子设计之外，将传统的 PI3K 小分子药物与抗体偶联增强特异性是一类开发思路，能够打开 PI3K 治疗窗。和黄医药已利用 PI3K 小分子开发了两款偶联药物 HMLP-A251 (HER2-PI3K/PIKK) 以及 HMLP-A580 (EGFR-PI3K/PIKK)，该分子设计很大程度上既能够解决克服 HER2 及 EGFR 靶向药耐药性，又能通过 HER2/EGFR 等抗体导向减少与小分子抑制剂相关的靶向非肿瘤毒性和脱靶毒性。

- 目前 HMLP-A251 以及 HMLP-A58 两款药物已经进入全球临床 I 期，进度全球领先，基于该平台的稀缺性以及技术的领先性，该平台出海潜力巨大。

图表 14: 和黄医药 ATTC 平台进度领先





来源：和黄医药官网，国金证券研究所

## 原料药：化工产品涨价明显，有望带动下游产业链提价

受国际石油价格持续上涨及海外能源成本高的影响，化工产业链成本端压力显著上行，各类化工产品普遍迎来明显涨价，其中溶剂类产品由于其较难囤货，市场报价持续走高，成为本轮化工品涨价中弹性最显著的品类之一，也直接带动医药中间体等下游行业成本抬升。

### 考虑到供给端压力，原料药成本压力有望逐步传导

原料药上一轮扩产主要集中在 2020-2022 年。我们统计了 17 家原料药企资本开支情况，其中大部分企业均在 2021-2022 年大幅增加资本开支，进行产能扩张。2023 年，资本开支边际减少，扩产进入尾声。

图表15：原料药代表公司资本开支情况（单位：亿元）

公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
普洛药业	0.82	0.32	3.17	7.02	5.09	6.3	4.61	2.19
华海药业	11.25	7.94	12.76	24.34	23.16	15.92	18.53	11.85
九洲药业	2.31	3.2	3.16	5.8	7.14	9.29	8.89	4.34
国邦医药	1.63	6.05	5.2	4.48	8.03	7.48	4.19	2.67
仙琚制药	1.69	2.62	1.18	2.67	2.83	2.35	2.08	1.66
健友股份	0.83	1.15	2.94	4.41	4.7	4.19	5.07	3.71
天宇股份	1.8	3.54	5.06	7.36	5.27	3.17	1.69	1.97
司太立	1.62	1.33	1.53	3.04	4.72	2.66	4.81	1.59
富祥药业	1.64	3.25	4.49	6.8	4.59	2.42	1.42	1.97
美诺华	3	3.28	3.12	5.3	5.72	2.2	1.79	0.36
博瑞医药	1.12	0.9	3.55	9.1	7.27	4.04	2.57	3.63
奥锐特	0.94	0.72	1.59	2.51	2.16	3.05	5.4	2.41
奥翔药业	0.55	0.5	0.93	3.11	2.72	1.63	1.11	0.81
同和药业	2.42	1.84	2.3	4.25	3.11	2.15	1.36	2.82
共同药业	0.14	0.33	0.19	0.91	4.08	4.09	3.12	1.41
海翔药业	2.56	1.61	0.74	2.3	1.79	1.53	1.22	0.62
川宁生物	0.29	0.65	0.89	0.52	0.47	3.45	0.43	0.63

来源：ifind，国金证券研究所

原料药企业供给在 2023 年后趋于稳定。我们统计了 17 家原料药企固定资产情况，大部分企业固定资产均从 2022 年开始快速增加，并在 2023 年进入稳态。我们认为行业的大幅转固都集中在 2023 年，目前产业供给端稳定，我们预计上游成本提升有望逐步向下游传导。



图表16: 原料药代表公司固定资产情况 (单位: 亿元)

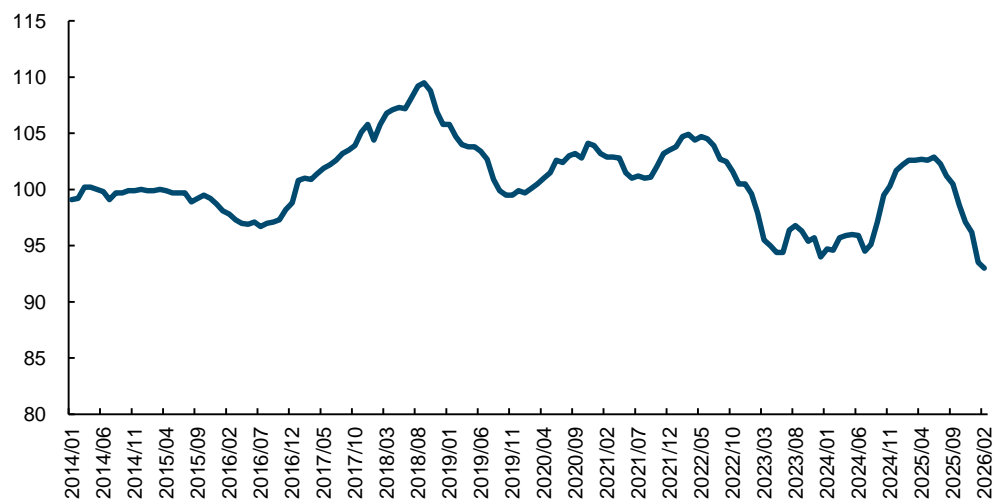
公司简称	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025Q1-Q3
普洛药业	19.72	18.99	18.23	19.31	30.66	30.01	33.47	32.85
华海药业	27.12	28.73	32.09	33.79	44.32	56.2	63.53	70.37
九洲药业	13.86	19.64	20.21	21.7	22.91	25.05	26.92	30.41
国邦医药	10.33	11.78	15.81	17.94	24.09	36.93	40.88	39.61
仙琚制药	11.25	14.5	16.75	16.16	16.53	17.19	18.2	18.38
健友股份	2.44	4.17	4.33	6.12	9.31	11.42	10.48	10.23
天宇股份	6.68	9.4	12.67	18.7	23.4	24.57	24.52	24.27
司太立	9.67	10.91	14.51	14.18	15.5	18.9	19.94	19.54
富祥药业	5.13	5.6	7.04	9.35	14.65	16.35	18.09	16.84
美诺华	4.57	6.58	8.45	8.48	12.65	13.06	15.15	14.52
博瑞医药	2.11	2.26	2.33	2.38	4.02	7.18	15.17	14.87
奥锐特	1.73	2.3	4	5.27	5.78	5.82	6.07	12.81
奥翔药业	1.86	1.7	2.23	2.22	2.66	5.17	5.43	5.27
同和药业	3.02	4.85	4.48	5.72	6.45	10.08	13.02	12.02
共同药业	1.59	1.98	1.93	1.82	1.93	2.08	11.54	16.17
海翔药业	12.15	17.24	19.93	22.87	26.3	26.41	23.84	23.20
川宁生物	60.6	60.45	59.37	58.19	54.67	51.41	52.74	50.02

来源: ifind, 国金证券研究所

**需求端: 客户库存水平较低, 提价持续性较好**

行业已在低库存水平下运行近3年, 预计后续提价后持续性较好。根据国家统计局数据, 化学药品原料药制造当月同比PPI值在均处于低位, 价格端下行主要由于下游客户自23年4月去库存及行业竞争加剧导致。考虑到价格已在低位运行较长时间, 客户库存水平较低, 一旦提价后预计会有较好持续性, 后续可关注价格提升带来的利润弹性。

图表17: 化学药品原料药制造PPI (当月同比)



来源: ifind, 国家统计局, 国金证券研究所



## 医疗器械：创新产品海外市场持续拓展，国际化品牌力有望提升

### 微创“图迈”手术机器人儿外科适应证获欧盟 CE 认证

3月20日，微创机器人宣布其图迈腔镜手术机器人儿外科适应证正式获得欧盟 CE 认证，标志着其临床应用人群进一步拓展至儿童群体。此次图迈机器人成功拓展儿外科适应证，不仅体现了系统在高精度微创手术场景中的技术能力与临床适用性，也进一步拓展了其在复杂临床应用中的使用边界。

图表18：微创“图迈”腔镜手术机器人



来源：微创医疗官网，国金证券研究所

儿科机器人手术被认为是机器人外科领域中技术门槛最高的应用场景之一。相较成人外科，儿外科手术具有解剖结构更精细、操作空间更狭小、组织脆弱度更高、生理耐受能力相对更低等特点。这对术中操作的视觉清晰度、器械灵活度及系统稳定性提出更高要求，手术安全性的要求也更为严格。目前，全球范围内能够在儿科手术领域实现规模化应用的手术机器人系统非常有限。

正因儿科手术对设备性能与安全性的要求更为严苛，在全球医疗器械监管体系中，针对相关设备的审批标准也相应更加严格。欧盟医疗器械法规（MDR）本就以审核维度广、技术文件要求细、临床证据标准高而著称，对于应用于儿童群体的高端手术设备，其监管标准更为严格。不仅需要审查设备在常规手术环境下的安全性与有效性证据，还需对系统在复杂手术条件下的稳定性、机械可靠性及操作精度进行系统性验证。

为满足真实世界儿外科临床需求和欧盟严格的监管要求，微创机器人提前布局，在设计严谨的多中心临床试验框架下，开展了符合国际标准的多中心临床试验。试验术式充分考虑了手术难度、解剖学特点以及临床实际需求，涵盖了产品适应范围内的典型复杂术式，包括：小儿泌尿系统重建类手术、小儿肿瘤相关微创手术、小儿胸腔及纵隔手术、小儿腹腔镜常规手术等。

试验中未发生术式转换，亦未出现与器械相关的不良事件和并发症，所有受试者均顺利完成预定手术操作，手术实施成功率达 100%。研究结果显示，图迈机器人在儿童患者群体中的临床应用具有良好的安全性与有效性，系统能够在狭小解剖空间内实现稳定、精准的操作表现，为复杂儿外科微创手术提供可靠技术支持。

临床试验数据不仅为产品注册提供了充分、完整且可追溯的临床证据，也进一步验证了图迈机器人在儿童微创外科手术场景中的系统稳定性、操作精度及临床适用性。相关结果表明，该系统能够有效满足权威监管机构对儿科手术高精度操作、精细组织处理及安全性的严格要求，为儿童患者开展机器人辅助手术提供了新的技术选择与治疗方案。

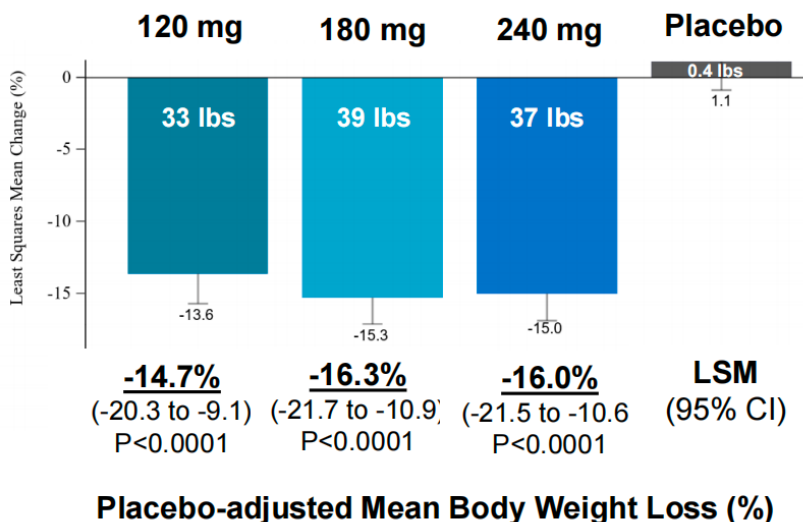
随着儿外科适应证获得欧盟 CE 认证，图迈机器人在国际市场的临床应用边界进一步拓展。未来，该系统将在欧洲乃至全球更多儿童专科中心及综合医疗机构中应用。



## 生物制品：Aleniglipron II 期完整数据公布，关注 GLP 1 口服赛道进展

2026 年 3 月 16 日，Structure Therapeutics 公布口服小分子 GLP-1 受体激动剂 Aleniglipron II 期 ACCESS II 44 周顶线数据及多项补充研究结果。该试验 (ACCESS II) 评估了在 73 名肥胖或超重合并至少一种体重相关并发症的成年患者 (平均 BMI 约 39.9 kg/m<sup>2</sup>) 中，口服小分子 GLP-1 受体激动剂 Aleniglipron (180 mg 和 240 mg) 相较安慰剂在 44 周时的减重疗效和安全性，试验人群女性占比约 62%，基线代谢指标整体均衡。

图表19: Aleniglipron 在 44 周时实现显著且持续的体重下降，180 mg 组安慰剂校正平均减重达 16.3%



来源：Structure Therapeutics，国金证券研究所

研究达到了主要终点，结果显示，与安慰剂组相比，每日口服 Aleniglipron (经剂量递增至 180 mg 或 240 mg) 在 44 周时实现了具有统计学意义和临床意义的体重下降，180 mg 剂量组的安慰剂校正平均减重达 16.3%，且未观察到减重平台期。

图表20: Aleniglipron 整体耐受性良好，停药率低且未出现严重安全性信号

N (%) Reporting at least one event	Post Re-Randomization (Weeks 28 – 44)*			
	Aleniglipron 120 mg N=8	Aleniglipron 180 mg N=10	Aleniglipron 240 mg N=9	Placebo N=10
Any TEAE	2 (25)	5 (50)	5 (55.6)	3 (30)
Any SAE	0	0	0	0
Any TEAE leading to Treatment Discontinuation	0	1 (10)	0	0
Participants completing study at target dose**	8 (100)	7 (70)	7 (77.8)	6 (60)
Nausea	0	2 (20)	3 (33)	0
Vomiting (Overall)	1 (12.5)	1 (10)	4 (44.4)	0
Mild and Moderate	1 (12.5)	1 (10)	4 (44.4)	0
Severe	0	0	0	0
Diarrhea	0	0	0	0
Constipation	0	0	0	0

来源：Structure Therapeutics，国金证券研究所

在 ACCESS II 研究 28 - 44 周再随机阶段中，Aleniglipron 整体表现出良好的耐受性，未观察到任何严重不良事件 (SAE)，各剂量组因不良事件导致的治疗终止率仅为 3.7% (1/27)，

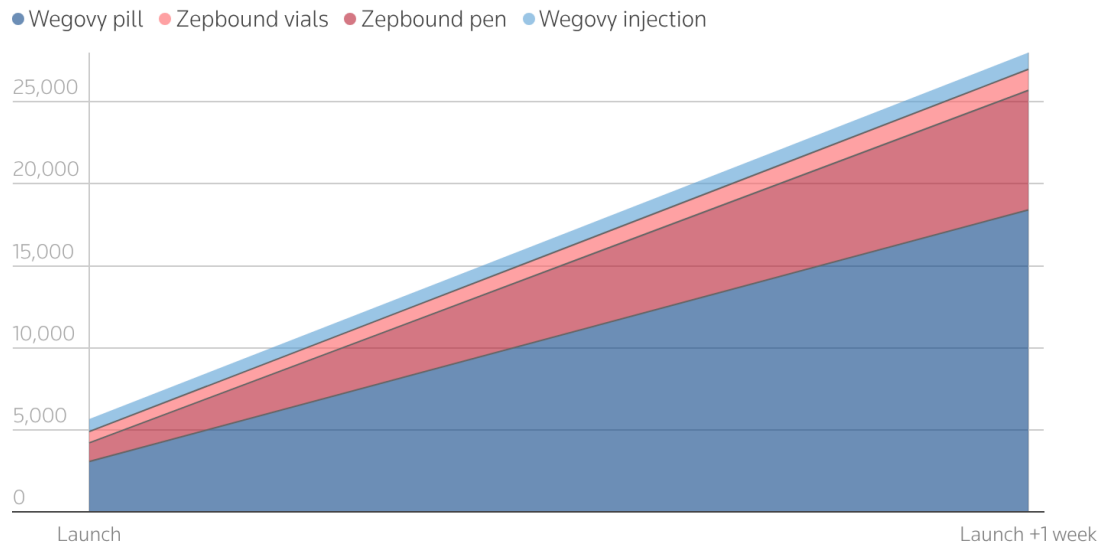


安慰剂组未出现因 AE 停药。最常报告的不良事件主要与胃肠道相关，其中恶心和呕吐多为轻至中度；240 mg 组呕吐发生率相对较高，但未出现重度病例。腹泻和便秘在各剂量组均未见报告。大多数受试者能够维持目标剂量完成研究（120 mg、180 mg、240 mg 组分别为 100%、70%和 77.8%），整体安全性特征与 GLP-1 机制相关表现一致，未出现新的或意外的安全信号。

图表21：口服 *wegovy* 上市后处方量增长远快于注射版 *wegovy* 及 *zepbound*

### Early post launch US prescriptions for weight loss drugs

Novo's Wegovy pill hit 18000 prescriptions in the first full week after launch



来源：Structure Therapeutics, 国金证券研究所

诺和诺德口服 *Wegovy* 上市首周处方量超过 18000 次，商业化进度大幅领先司美格鲁肽/替尔泊肽注射剂型同期水平。GLP-1RA 口服制剂相较于注射剂型大幅提升了患者依从性，同时无需冷链运输，降低了存储及物流成本；口服 *Wegovy* 早期商业化趋势强劲，建议持续关注 GLP-1RA 口服赛道研发及商业化进展。

## 中药：业绩陆续公布，关注十五五规划、红利资产

本周部分中药公司陆续公布 2025 年业绩：

- 华润三九：2025 年，公司实现营业收入 316.03 亿元，同比增长 14.43%；实现归属于上市公司股东净利润 34.21 亿元，同比增长 1.58%。其中，CHC 业务收入 151.1 亿元，同比-14.7%，处方药收入 120.9 亿元，同比+101.4%。2025 年公司年度累计派发现金红利总额合计约为 17.3 亿元（含税），占公司 2025 年归母净利润的 50.59%。
- 东阿阿胶：2025 年实现收入 67.00 亿元，同比+13.17%（同一控制下企业合并而重述后收入+8.83%）；归母净利润 17.39 亿元，同比+11.67%；扣非归母净利润 16.38 亿元，同比+13.62%。其中，核心板块阿胶及系列产品收入 61.98 亿元，同比+11.80%；毛利率 74.84%，同比+1.23%。根据利润分配预案，2025 年累计现金分红总额和股份回购总额合计约为 18.19 亿元，占公司 2025 年归母净利润的 104.60%。
- 昆药集团：2025 年公司实现收入 65.75 亿元（同比-21.7%），归母净利润 3.50 亿元（同比-46.0%），扣非归母净利润 1.07 亿元（同比-74.5%）。其中，口服剂收入为 23.1 亿元，同比-37.4%，毛利率为 64.4%，同比-3.05pct，除受零售市场调整影响外，部分地区政策影响下，血塞通软胶囊销量同比有所下滑；针剂收入为 6.1 亿元，同比+12.6%，毛利率为 88.01%，同比+5.46pct，注射用血塞通（冻干）集采中标后销量同比增长 5.65%。
- 天士力：2025 年公司实现收入 82.36 亿元，其中，医药工业主营业务收入 73.82 亿元，同比下降 2.54%，基本保持平稳，主要受集采降价及中药注射剂行业性下滑影响；医药商业中连锁药店业务营业收入 7.36 亿元，同比下降 10.39%，主要是受政策影响下滑较大。归母净利润 11.0 亿元，同比增长 15.63%。同时，公司公布十五五规划：



“十五五”期间，公司将坚持创新驱动，聚焦“3+1”疾病领域，构建价值循环业务模式，通过内生发展与外延扩张并举，力争2030年末实现工业营业收入翻番（达到150亿）、利润翻番，成功跻身中国制药企业第一梯队。

- 华润江中：2025年，公司实现营业收入42.2亿元，同比下降4.87%；实现归母净利润9.07亿元，同比增长15.03%。其中，非处方药收入29.9亿元，同比-8.39%；处方药收入7.2亿元，同比-9.15%；健康消费品及其他收入约4.9亿元，同比+43.19%。若以当前公司总股本635,613,289股为基数计算，2025年度公司现金分红（包括2025年半年度权益分派）总额预计为87,683.77万元（含税），占公司2025年归母净利润的96.71%。

随着板块内公司陆续发布业绩，建议关注低估值高股息的红利资产，以及关注“十五五”的具体规划。

## 医疗服务及消费医疗：关注板块底部复苏机会

3月20日，国家医保局发布《按病种付费分组方案3.0版调整情况介绍实录》，披露DRG/DIP3.0进展详情，包括总体工作安排、工作进展情况、分组调整特点等。

- 关于进度安排。整个调整工作大致可以分为三个阶段：一是准备阶段。主要是制定工作方案，收集基础数据，征集社会各方的意见建议。二是形成分组阶段。通过临床论证、数据统计分析验证、测试应用，征求意见等流程，形成3.0版分组方案，同步更新技术规范。三是结果发布阶段。预计于今年7月份左右公开发布3.0版分组方案，做好政策解读和宣传培训，计划2027年1月正式执行。
- 从第一轮临床论证整体结果看，大部分意见达成了共识，ADRG分组规则同意意见占比超七成，部分意见因专家在会上提出新的分组规则，需进一步开展数据测算后再确定，部分待定意见主要涉及多学科交叉领域，需进一步征求相关专业专家的意见后再统筹确定。本次论证新增意见中，涉及ADRG架构建议34条，ADRG内涵建议1030条。新增ICD编码和修改编码名称等相关建议34条，其他细分组层面等相关意见8条。
  1. 肿瘤方面。关于细化联合治疗的相关分组，如“化疗联合其他治疗”的意见，经过肿瘤专业临床论证，同意增加，同时提出增加放射治疗与其他治疗联合、介入与其他治疗联合，进一步增加了肿瘤治疗分组的广度。
  2. 重症相关疾病方面。关于“新增重症专业的ADRG组，有创呼吸机使用>96小时组伴CRRT（血透）组”的意见，经过呼吸内科、重症医学科及肾内科论证，同意增加分组，并对入组逻辑优化，调整为在主要手术填写有创呼吸机使用>96小时方可入组。
  3. 疼痛相关疾病方面。经过疼痛科、神经外科及骨科临床论证，同意在MDCB和MDCX两个大类下增加疼痛治疗操作组，但部分ADRG内涵还需在第二轮开展学科间联合论证。
  4. 康复相关疾病方面。同意在神经、呼吸、循环、肌肉骨骼系统四个疾病大类中，各增加一个康复专业的ADRG组，充分体现康复在现代医疗体系中的积极作用。
  5. 儿童相关疾病方面。针对单独设立儿童病组的建议，专家考虑到儿童住院费用普遍整体低于同病组成人费用水平，为更好支持儿科事业发展，不单独设立儿童病组，后续可由各地结合实际情况，在细分组层面统筹考虑年龄因素的影响。
  6. 联合手术方面。心血管内科、妇科、普外科临床论证，均同意新增联合手术的ADRG分组

## 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AACR（4月）、ASCO（5月）、ESMO（10月）等重磅临床数据发布窗口。

医疗器械板块整体亦呈现积极态势，创新产品研发不断催化，国内需求稳步恢复，海外市场拓展持续加速。建议重点关注以下方向：1）脑机接口、手术机器人等政策重点扶持的



创新医疗器械；2) 具备出海潜力的高端设备及医用耗材领域。

## 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。

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**