

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	7850.41
52周最高	9323.49
52周最低	6876.88

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师：辛家齐
SAC 登记编号：S1340526030001
Email: xinjiaqi@cnpsec.com

近期研究报告

《维生素启动进入涨价通道，后续或有较大上涨空间》 - 2026.03.14

医药生物行业报告 (2026.3.16-2026.3.20)

海外 CXO 订单回暖，2026 指引转向乐观

● 投资要点

本周我们梳理了已发布业绩的主要海外 CXO 公司在 2025 年的业绩表现、订单、2026 指引和业务情况。

不同公司 2025 表现呈现分化态势。整体来看 CDMO 行业随着产能投放在不管是业绩还是订单增长端均表现强劲，而临床/临床前 CRO 2025 年仍承压，但订单端表现出回暖趋势，尤其是 2025 年下半年，多家公司订单指标改善明显。

指引方面，CDMO 业绩增长指引最为明确和强劲，而临床 CRO 指引普遍指向温和至稳健的增长，更多依靠内部体系优化实现利润端增长。CDMO 公司如 LONZA、富士胶片、Bachem 等均持续保持高强度资本开支与全球产能扩张。并且积极扩展在 ADC、多肽和寡核苷酸等新兴药物类型的产能。

● 本周行情回顾

本周(2026年3月16日-3月20日),A股申万医药生物下跌2.77%,板块整体跑输沪深300指数0.59pct,跑输创业板指数4.04pct。在申万31个一级子行业中,医药板块周涨跌幅排名为第8位。本周申万医药子板块中,体外诊断板块涨跌幅排名第一,下跌0.68%;医院板块表现相对较差,本周下跌7.08%。

● 行业观点

创新药：板块整体呈现震荡上行趋势，一方面资金面因素逐步消化企稳，另一方面年初至今无论是BD还是近期重点项目数据读出均在不断强化国产创新药竞争力提升的逻辑。从中期维度看，26-27年处于重点项目已出海、商业化未开始的相对空窗期，强逻辑β型机会暂不明晰，但个股层面的临床数据验证如加科思Pan-KRAS抑制剂、科伦博泰的Sac-TMT等持续证明国产新药的全球竞争力，我们对未来国产新药全球商业化的中长期大β充满信心，建议现阶段逐步加仓。

医疗器械：板块整体呈现政策托底、需求复苏、国产替代加速、创新驱动升级的景气格局，超长期特别国债落地带来大规模医疗设备更新需求，叠加公立医院国产采购倾斜、创新器械审批与医保准入持续优化，行业订单与业绩有望逐步兑现；细分赛道上，高端影像、脑机接口、手术机器人、AI+医疗及基层康复设备等领域景气度领先，龙头企业凭借产品力与渠道优势持续抢占份额，投资机会聚焦设备更新受益龙头、高端国产替代、手术机器人等高弹性创新方向。

● 风险提示：

创新药研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

目录

1 海外 CXO 订单回暖，2026 指引转向乐观.....	4
1.1 业绩呈现分化态势，CDMO 强劲，临床/临床前 CRO 承压.....	4
1.2 订单呈现积极信号，多家公司下半年回暖.....	5
1.3 业绩指引谨慎乐观看好持续改善，CDMO 保持资本开支强度.....	7
2 行业观点及投资建议.....	10
2.1 行情回顾.....	10
2.2 近期观点.....	10
3 板块行情.....	14
3.1 本周生物医药板块走势.....	14
3.2 医药板块整体估值.....	16
4 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 主要已发布年报海外 CXO 公司 2024-25 年业绩表现(单位: 亿美元).....	5
图表 2: 主要已发布年报海外 CXO 公司 2025 订单表现及表述.....	6
图表 3: 主要已发布年报海外 CXO 公司 2025 订单表现及表述.....	8
图表 4: 本周申万医药指数走势.....	10
图表 5: 本周生物医药子板块涨跌幅.....	10
图表 6: 本周申万各大子板块涨跌幅.....	15
图表 7: 本周恒生各大子板块涨跌幅.....	15
图表 8: A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5.....	16
图表 9: 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5.....	16
图表 10: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率.....	16
图表 11: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况.....	17

1 海外 CXO 订单回暖，2026 指引转向乐观

1.1 业绩呈现分化态势，CDMO 强劲，临床/临床前 CRO 承压

整体来看，2025 年 CXO 行业业绩呈现分化态势。大部分 CDMO 公司展现出强劲的盈利性增长，而部分临床 CRO 公司则面临需求波动和成本压力，业绩承压。

在收入和利润端均实现强劲增长的公司包括 Lonza、Bachem、Siegfried 和 Medpace。Lonza 凭借 Vacaville 基地的成功整合，实现了销售额 65 亿瑞士法郎（按固定汇率增长 21.7%）和核心 EBITDA 利润率 31.6% 的优异表现，增长主要由哺乳动物、生物偶联物等平台的需求驱动。Bachem 销售额达 6.95 亿瑞士法郎（本币增长 19.2%），EBITDA 利润率提升至 30.9%，得益于商业化 API 和 CMC 开发项目中成熟产品线的推动。

另一方面，Fortrea、Charles River Laboratories 和 Labcorp (Covance) 业务则反映了临床 CRO 及安评服务在 2025 年面临一定挑战。Fortrea 全年收入 27.23 亿美元，调整后 EBITDA 1.899 亿美元，虽达成指引并超额完成成本节约目标，但第四季度收入同比下滑，主要受市场需求环境影响。Charles River 全年收入 40.2 亿美元，同比微降 0.9%，非 GAAP 每股收益 10.28 美元，近乎持平。其业绩受到 DSA（安评）业务需求波动、非人灵长类动物（NHP）成本上升以及制造业务中个别大客户流失的影响。不过，其 DSA 业务在第四季度订单有所改善，市场出现早期企稳迹象。

图表1：主要已发布年报海外CXO公司2024-25年业绩表现(单位：亿美元)

	2024 收入	2025 收入	2024 收入 yoy	2025 收入 yoy	2024 归母	2025 归母	2024 归母 yoy	2025 归母 yoy	国家	主营业务
THERMO FISHER	428.79	445.56	0.05%	3.91%	63.35	67.04	5.67%	5.82%	美国	综合生命科学服务商 (仪器、诊断、CDMO、CRO)
IQVIA	154.05	163.10	2.81%	5.87%	13.73	13.60	1.10%	-0.95%	美国	临床 CRO、商业洞察与 医疗健康智能
Labcorp	130.09	139.52	6.97%	7.25%	7.46	8.77	78.47%	17.49%	美国	诊断实验室服务、药物 开发 CRO
Fortrea	26.96	27.23	-5.14%	1.00%	-3.29	-9.86	-	-	美国	临床 CRO(I-IV 期试验 管理、临床药理)
Charles River	40.50	40.15	-1.92%	-0.85%	0.22	-1.44	-95.32%	-	美国	非临床药物开发 CRO、 细胞与基因疗法 CDMO
MEDPACE	21.09	25.30	11.84%	19.97%	4.04	4.51	42.99%	11.56%	美国	全方位临床 CRO (专注 中小型生物科技)
Lonza	73.14	82.24	-2.13%	19.18%	7.08	11.95	-2.75%	49.21%	瑞士	全球领先 CDMO (生物 药、小分子、细胞与基 因疗法)
FUJIFILM	196.80	215.28	3.56%	7.93%	16.19	17.58	10.98%	7.16%	日本	生物药 CDMO、细胞培养 基、生物工艺设备
PIRAMAL PHARMA	10.01	10.86	14.23%	11.26%	0.02	0.11	109.56%	411.39%	印度	综合 CDMO、复杂仿制药 API、消费者保健
Bachem	6.73	8.75	4.84%	14.84%	1.34	1.87	7.50%	23.74%	瑞士	肽与寡核苷酸 CDMO (API 开发与生产)
siegfried	14.40	16.72	1.82%	2.57%	1.78	2.12	41.55%	5.65%	瑞士	CDMO(小分子 API 与药 物制剂生产)

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 订单呈现积极信号，多家公司下半年回暖

整体来看，2025 年 CXO 行业的订单表现呈现积极信号，尤其在下半年多数公司报告了改善趋势，表明在全球生物医药投融资回暖后，CXO 行业需求景气度回升。

订单表现最为强劲的公司集中在 CDMO 领域。Lonza 在哺乳动物、生物偶联物、小分子等多个技术平台均获得大量新业务。其收购的 Vacaville 大型哺乳动物生产基地获得了第五个重大商业合同，并有更多合同处于后期谈判阶段，显示

出极高的客户兴趣和强大的商业化能力。Siegfried 同样报告了显著的商业进展，其客户询价 (RFP) 数量增加了 30%，赢得的项目数量增加了 31%，并在复杂口服固体制剂和 API 领域获得了里程碑式的项目，证明了其在复杂疗法前沿的技术实力。

在临床 CRO 领域，订单情况显示出从上半年的疲软中逐步改善的迹象。Fortrea 在上半年疲弱后，全年在手订单达 77.3 亿美元基本与 2024 持平，且第四季度 book-to-bill ratio 为 1.14x，高于 ttm 值 1.02x，显示出业务动能的恢复。IQVIA 的研发解决方案部门季度新订单超过 27 亿美元，book-to-bill ratio 为 1.18 倍，全年在手订单增长 5.3% 至 327 亿美元。Medpace 的订单增长尤为突出，第四季度净新业务订单 7.37 亿美元，同比大增 39.1%，book-to-bill ratio 为 1.04 倍。

Charles River 的订单情况在全年大部分时间面临压力，其安评 (DSA) 业务受到客户需求波动的影响，但 2025 年第四季度 DSA 净订单额达到 6.65 亿美元，Book-to-Bill ratio 提升至 1.12x，较第三季度的 0.82x 大幅改善。Piramal Pharma 的业绩受到客户库存调整和美国生物制药资金恢复缓慢的影响，导致收入和利润同比下降。但据公司介绍，自 2025 年 10 月起，随着资金环境改善和并购活动增加，订单流入已开始回升，预计第四季度传统旺季将延续增长势头。

图表2：主要已发布年报海外 CXO 公司 2025 订单表现及表述

	2025 年业绩表现	2025 年订单表现	公司对 CXO 业务订单和需求的表述
THERMO FISHER	全年收入 445.56 亿美元 (yoy 3.91%)，归母净利润 67.04 亿美元 (yoy 5.82%)	-	对生物技术公司的研发开支保持谨慎乐观，但任务终端业务需求趋势良好，有助于推动内生增长。通过资本配置提升后续行业竞争+G22 力。
IQVIA	全年收入 163.1 亿美元 (yoy 5.87%)，归母净利润 13.6 亿美元 (yoy -0.95%)	截止到 20251231 R&DS 在手订单超 32.7 billion (yoy 5.3%)，预计未来 12 月有 83 亿美元转化为收入。Q4 book-to-bill ratio 1.18x，高于 ttm 值 1.12x	25Q4 带来了全年最强的订单表现，得益于扩展的市场进入策略、运营纪律以及对 AI 创新的投资
Labcorp (Covance)	全年收入 139.52 亿美元 (yoy 7.25%)，归母净利润 8.77 亿美元 (yoy 17.49%)	截至 2025 年 12 月 31 日，订单储备金额为 87.22 亿美元，较去年同期增长 9.2%，未来十二个月长，并通过收购、创新和战略投资巩固了市的预计订单转化金额为 26.6 亿美元。过去十二个月 book-to-bill ratio 为 1.09x，表明新订中心实验室增哦哦长强劲，为公司未来业绩单量超过同期收入，未来增长有保障。	2025 年实现了收入、利润和现金流的全面增长，并提供了可见性
Fortrea	全年收入 27.23 亿美元 (yoy 1%)，归母净利润 -9.86 亿美元 (yoy -200.21%)	25Q4s book-to-bill ratio 为 1.14x，高于 ttm 值 1.02x。截至 2025 年底的订单积压：77.28 亿美元，与上年同期 (76.99 亿美元) 基本持平，略有增长 (0.4%)。	市场环境已出现初步改善的迹象，目标客户 R&D 开支仍以 4% CAGR 增长，驱动因素包括日益增长的监管、试验设计和运营复杂性，以及肿瘤学、免疫学、内分泌/代谢和神经学等高增长治疗领域的需求。
Charles River	全年收入 40.15 亿美元 (yoy -0.85%)，归母净利润 -1.44 亿美元 (yoy -750.08%)	DSA 订单在 2025 下半年展现出连续改善趋势，2025 年第四季度 DSA 净订单额达到 6.65 亿美元，Book-to-Bill ratio 提升至 1.12x，较第三季度的 0.82x 大幅改善。	biotech 融资环境在 2025 年下半年复苏，其中第四季度融资额达到创纪录的 280 亿美元，支撑了订单增长。谨慎客观估计 2026 年 DSA 业务需求良好，驱动公司整体从 26 下

年恢复内生增长

MEDPACE	全年收入 25.3 亿美元 (yoy 19.97%)，归母净利润 4.51 亿美元 (yoy 11.56 %)	全年在手订单总额为 30.27 亿美元，yoy4.3%。2025 年新签订单复苏带动在手订单反弹，全年新签订单 26.46 亿美元，yoy18.7%，对应 Book-to-Bill ratio 维持在高于 1x 的水平，第四季度新签员工人数也有提升，2025 年底为 6,228 人，7.37 亿美元，yoy39.1%，Book-to-Bill ratio 较 2024 年底增长 5.7%。供需均提升将带动公司保持内生增长
Lonza	全年收入 82.24 亿美元 (yoy 19.18%)，归母净利润 11.95 亿美元 (yoy 49.21 %)	Lonza 2025 年的销售主要得益于哺乳动物、生物偶联物、小分子等多个技术平台的强劲势头，同时 Vacaville 站点的贡献超出预期，一定程度上抵消了在 CGT 和微生物板块的疲弱。未来由持续的高外包需求加上不断成熟的新增产能项目共同驱动增长
FUJIFILM	CDMO 业务 FY2025Q1-3 (4-12 月) 收入为 1,802 亿日元，yoy23.0%	大型设施 (≥20,000L) 需求强劲，特别是美国市场。公司已与强生和再生元等客户签订重大美国市场的商业化生产需求强劲，但服务早合同，美国北卡罗来纳州新工厂已提前开始运营以满足需求。中小型设施 (≤5,000L) 面临挑战，早期阶段项目订单获取延迟，部分原因是生物技术公司融资困难导致客户下单推迟。自大型制药公司的新项目。CGT 看到复苏迹此外，还发生了客户取消订单的情况，尽管有象，预计从 FY2027/FY2028 开始，早期阶段取消费用补偿，但仍对产能利用率和盈利造成有前景的管线外包和商业化生产将实现。暂时性影响。
Bachem	全年收入 9.75 亿美元 (yoy 14.84%)，归母净利润 1.87 亿美元 (yoy 23.74 %)	截至 2025 年 12 月 31 日，客户预付款总额为 369 百万瑞士法郎 (2024 年底为 286 百万瑞士法郎)，显著增长
PIRAMAL PHARMA	CDMO 业务 FY2025Q1-3 (4-12 月) 收入为 4.45 亿美元 (yoy -12%)	销售增长主要来自大型项目，商业原料药板块受专利保护肽的销售强劲增长带动；CMC 板块肽类开发需求强劲，尤其是上市前备货需求，寡核苷酸也有稳定需求。对化学合成肽和寡核苷酸的需求正在增长，驱动力包括：分子复杂性增加、更便捷的口服给药方式、新适应症（罕见病和大众患者群体）。多肽方面受代谢类药物（特别是 GLP-1）上市推动，临床管线活跃项目超过 1000 个，III 期项目数量在 5 年内从 39 个增长至 69 个；寡核苷酸受益向更大适应症（如动脉粥样硬化、高血压、乙肝）拓展
siegfried	全年收入 16.72 亿美元 (yoy 2.57%)，归母净利润 2.12 亿美元 (yoy 5.65 %)	4-9 月订单流入缓慢，自 10 月起询价大幅增加，2026 上半年早期项目的签单疲弱，但随着来自大型制药公司和中型生物技术公司，海外物制药融资的改善，最近看到复苏迹象母公司收到的询单 (RFP) 和订单数量也在提升
		创新药 API 的提案请求数量 (RFPs) 增长 30%，商业势头增强，询盘强劲增长，公司持续进行两个业务集群（原料药和制剂）赢得的项目数行战略扩张，以抓住长期增长机会。新出现量增加了 31%。获得了位于 Barber à del Vall 的趋势（如肥胖症、阿尔茨海默病等治疗领域）正在推动分子复杂性增加，从而增加了固体制剂里程碑项目，并确保了同一作用机制对复杂小分子原料药和先进制剂 CDMO 服务的需求。

资料来源：各公司官网、中邮证券研究所

1.3 业绩指引谨慎乐观看好持续改善，CDMO 保持资本开支强度

CDMO 领域业绩增长指引最为明确和强劲，而临床 CRO 和综合服务商领域，指引普遍指向温和至稳健的增长。得益于新增产能以及在手项目进入商业化阶段，Lonza 指引 2026 本币收入增长 11-12%，核心 EBITDA 利润率将进一步提升至 32% 以上。多肽 CDMO Bachem 预计本币收入高增 35%-45% 的高速增长，EBITDA 利润率

保持在低三十区间。IQVIA 预计全年收入增长 5.1% - 6.3%，Medpace 预计全年总收入增长 8.9% - 12.8%，其指引均基于 2025Q4 的订单改善势头。

内部体系优化是实现增长的重要抓手。 Fortrea、Charles River 基于现有订单趋势预计收入微降但利润增长，将主要依靠公司自身的转型努力，包括商业拓展、运营卓越和成本节约计划的持续执行。其中 Charles River 主要通过超过 3 亿美元的累计成本节约、收购带来的收益以及更低的税率来显著提升盈利能力，以应对尚未完全复苏的需求环境。

CDMO 公司持续保持高强度资本开支与产能扩张。 Lonza 计划维持“高十位数”占比的资本开支强度，重点投向哺乳动物细胞、生物偶联物、细胞与基因疗法等核心增长领域，同时剥离胶囊及健康原料业务，进一步巩固全球 CDMO 市场的领导地位；Bachem 则推进瑞士、美国等多个产能的扩展与现代化改造与自动化升级，以支撑其高收入增长目标；富士胶片将美国北卡罗来纳州大型生产基地的二期投产时间从 2028 年上半年提前至 2027 年下半年，加速布局“工艺开发实验室”与抗体药物原液生产线，并整合英美两地产能，打造两个核心 CDMO 实体等。

ADC、多肽和寡核苷酸等新兴药物类型是 CDMO 企业最重视的核心业务。 ADC 方面，Lonza 明确将 ADC 定位为其关键增长平台之一，并正在瑞士 Visp 基地投资建设多用途的生物偶联商业化生产车间，计划从 2029 年起分阶段投产，目标是在 2030 年代初期实现销售峰值。富士胶片计划于 2027 年在日本富山基地启动日本首个覆盖从抗体、高活性 API 生产、偶联反应到冻干制剂的全链条 GMP 服务，加速 ADC 项目在全球不同生产基地间的技术转移和规模化生产。而根据 Bachem，多肽和寡核苷酸受到分子复杂性增加、口服给药技术进步以及新适应症（特别是代谢疾病）的驱动，给 CDMO 公司带来强劲业务需求。

图表3：主要已发布年报海外 CXO 公司 2025 订单表现及表述

	2026 年业绩指引	重点业务举动
THERMO FISHER	预计全年收入将达到 463 亿美元至 472 亿美元 (yoy +3.9%~5.9%)，每股利润为 24.22 美元至 24.80 美元 (2025 年收购了赛诺菲的无菌灌装工厂以扩大美国药品生产年经调整 EPS 22.90 美元/股，业绩指引对应 yoy5.76%~8.30%)，如 2026 年完成对 Clario 的收购整合，可能会为调整后的每股利润增加 20 美分至 25 美分	并宣布收购 Clario 以增强临床终点数据解决方案能力。
IQVIA	全年收入预计在 171.5 亿美元至 173.5 亿美元 (yoy 5.1%~6.3%)，调整后稀释每股收益预计在 12.55 美元至 12.85 美元 (yoy 5.3%~7.8%)。收入端考虑指引假设并购贡献约 150 个基点，外汇因素带来约 100 个基点的增厚。	将真实世界临床相关业务 (2025 年收入 6.74 亿美元) 从原 TAS 部门并入 R&DS 部门，这强化了该部门的一站式服务能力；推动 AI 创新投资

Labcorp (Covance)	<p>全年总收入预计在 146.1 亿至 147.9 亿美元之间，中点增长率为 5.4%，其中 Biopharma Laboratory Services 业务收入增速中点为 4%。全年调整后每股收益 (Adjusted EPS) 预计在 17.55 至 18.25 美元之间，中点增长率为 8.9%。</p>	<p>宣布投资建设一个全新的、面积达 50 万平方英尺的中心实验室设施，以应对增长需求。</p>
Fortrea	<p>全年总收入预计在 25.5 亿至 26.5 亿美元之间 (-6.4% ~ -2.7%)，调整后 EBITDA 预计在 1.9 亿至 2.2 亿美元之间 (+0.05% ~ +15.9%)</p>	<p>重组销售和开发架构；设立首席医疗官职位，深化科学参与和客户合作；推动 Xcellerate 平台和 AI 赋能临床研究监查员移动应用的全球部署；继续推进降本 (25 年通过节约创造 1.53 亿美元毛利及 9300 万净利)</p>
Charles River	<p>全年收入内生增长预计 -1.5%~持平 (考虑了已完成和计划中的企业收购与出售行为及外币折算因素)，Non-GAAP EPS \$10.70~\$11.20 (yoy 4.09%~8.95%)</p>	<p>收购柬埔寨 K.F.Ltd.，加强和保障 DSA 供应链；计划收购 PathoQuest SAS，增强下一代测序能力；推进剥离部分非核心的 DSA 业务 (占 2025 全年营收的 7%)</p>
MEDPACE	<p>全年总收入预计在 27.55 亿 - 28.55 亿美元 (8.9% - 12.8%)，EBITDA 预计在 6.05 亿 - 6.35 亿美元之间 (8.5% - 13.9%)</p>	<p>继续聚焦 biotech 客户，2025 年中小型客户贡献 95% 失业人员，但 medpace 在中小型药企市场中市占率仅 7%，仍有提升空间</p>
Lonza	<p>Lonza 预计其 CDMO 业务固定汇率销售增长将达到 11-12%，核心息税前利润率进一步扩大达到 32% 以上。</p>	<p>Lonza 此前的投资计划方面取得了显著进展，将提供推动长期价值创造所需的能力和强化 Lonza 在全球 CDMO 市场的领导地位。已按计划剥离胶囊与健康成分业务，未来可能逐步降低资本支出强度。</p>
FUJIFILM	<p>预计 FY2025/26/27 收入 2500/3000/3600 亿日元 (yoy 14/20/20%)，营业利润 FY25 维持亏损，FY26 进一步扩大，但在 FY27 转正。</p>	<p>加速美国大型产能扩张：将北卡罗来纳州工厂第二阶段的扩建计划从 FY2028 上半年提前至 FY2027 下半年，并将原定于 FY2026 年底启动的丹麦工厂第二阶段扩建将推迟至 FY2028 年以后。扩大英国基地的“工艺开发实验室”和“抗体药物原液生产设施”、将分散在英国和美国重组蛋白业务的生产整合到英国基地、并整合在美国威斯康星州和加利福尼亚州的两个 CGT CDMO 实体</p>
Bachem	<p>收入预计按固定汇率增长 35%-45%，EBITDA 利润率在低 30% 区间，资本支出计划超过 4 亿瑞士法郎</p>	<p>员工人数增加，2025 年末共 2,511 名全职员工 (FTE)，同比增加 304 人。此外加快全球产能扩张，瑞士 Bubendorf 基地 Building K 第一期已于 2025 年底成功通过瑞士药监局 (RHI) 检查，计划于 2026 年逐步启动商业化生产，同时完成第二期建设。瑞士 Vionnaz 将得到投资以确保关键前体材料的供应。瑞士 Sisslerfeld：完成了全部五块土地 (15.5 万平方米) 的购买，成立了法律实体，并提交了公用设施通道的施工许可申请。美国方面，预计未来五年资本支出 2.5 亿美元，推进 Vista 大规模产能项目，包括收购了毗邻现有厂区的第三栋建筑，以及 Torrance 场地现代化和小规模生产自动化升级。</p>
PIRAMAL PHARMA	<p>预计 FY2026Q4 有所改善，并在 2026 年延续</p>	<p>继续推动产能扩张：投资 9000 万美元用于扩大列克星敦 (Lexington) 和里弗维尤 (Riverview) 工厂的产能。列克星敦增加无菌注射剂生产能力，里弗维尤新投入 payload-linker 生产设施项目按计划进行，已获得良好客户兴趣 (尤其是寻求“回流”北美生产的客户)。</p>
siegfried	<p>制剂业务净销售额预计高个位数百分比增长，原料药业务预计低个位数百分比增长 (因一项较大产品的最终客户确认尚未完成，采取了审慎规划假设)。集团整体维持低个位数百分比增长，核心 EBITDA 利润率超过 23%。</p>	<p>有多项收购及产能扩张规划：2026 年 1 月，宣布收购位于美国和澳大利亚的高质量小分子原料药产能；在西班牙 El Masnou 扩大眼科药物产能；在德国 Hameln 增加预充式注射器/卡式瓶生产线；在西班牙 Barber à del Vallès 建设喷雾干燥产能。在德国 Minden 的新建高产量原料药工厂正在进行首批产品转移。DINAMIQS 的病毒载体新 cGMP 生产设施落成。</p>

资料来源：各公司官网、中邮证券研究所

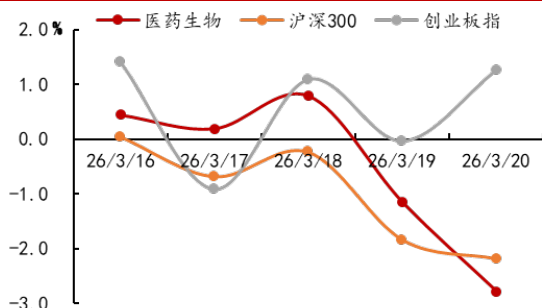
2 行业观点及投资建议

2.1 行情回顾

本周（2026年3月16日-3月20日），A股申万医药生物下跌2.77%，板块整体跑输沪深300指数0.59pct，跑输创业板指数4.04pct。在申万31个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第8位。

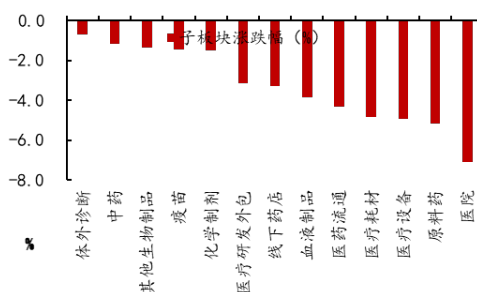
本周申万医药子板块中，体外诊断板块涨跌幅排名第一，下跌0.68%；医院板块表现相对较差，本周下跌7.08%。

图表4：本周申万医药指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 近期观点

1、原料药：成本上行+价格底部，维生素启动进入涨价通道，后续或有较大上涨空间

维生素多品种开启涨价，其中VE、烟酸（VB3）、叶酸（VB9）等品种已率先启动，本周以来VA价格开启拉升，泛酸钙主流厂家本周也已停报停签，价格走势有所抬头，后续有望跟涨。

维生素原料药价格涨价前处于历史低位，成本端上游化工原料涨价+油运价格上涨刺激下业内控产涨价意愿强烈。维生素类主要作为饲料添加剂成本占比极低，下游对价格不敏感，提价顺畅与提价空间大。我们认为在多因素催化下维生素刚启动进入涨价通道，参考历史经验，后续弹性大。

建议关注：

- (1) 亿帆医药：公司为泛酸钙领域龙头之一，具备成本优势，泛酸钙价格的上涨将抬升盈利空间。同时公司创新与多元化业务稳步推进，有望在周期回暖中提供基本面支撑。
- (2) 浙江医药：公司具备 VA、VE、VD3 等多品种产能，维生素业务占收入比重较高，价格上行将放大公司利润弹性。
- (3) 能特科技：公司是 VE 重要生产商，控股子公司能特科技（石首）有限公司与合资公司益曼特健康产业（荆州）有限公司经营 VE 业务，VE 价格回升将获益。
- (4) 兄弟科技：公司 VB1、VB3、泛酸钙及 K3 等多品种一体化布局，受益于 B1 景气与 B3 协同上行、降本增效与产品改善共同推动盈利持续修复，泛酸钙价格抬升也将进一步增厚公司业绩。

2、创新药：BD 频出，再次验证此前关于国产创新药在早研层面追赶及反超欧美的趋势判断

近期创新药板块整体呈现震荡上行趋势，一方面资金面因素逐步消化企稳，另一方面年初至今无论是 BD 还是近期重点项目数据读出均在不断强化国产创新药竞争力提升的逻辑。从中期维度看，26-27 年处于重点项目已出海、商业化未开始的相对空窗期，强逻辑 β 型机会暂不明晰，但个股层面的临床数据验证如科思 Pan-KRAS 抑制剂、科伦博泰的 Sac-TMT 等持续证明国产新药的全球竞争力，我们对未来国产新药全球商业化的中长期大 β 充满信心，建议现阶段逐步加仓。

近期 AACR 大会摘要相继公布，ELCC 大会数据也逐步披露，科伦博泰 ADC 优势地位再次得到确认。我们认为作为成长性赛道，需以中期维度去理解目前的市值和基本面，再次强调产业层面创新药的全球参与度提升趋势在 25 年已有充分体现，预计未来将更多看到国产创新药在早研层面追赶及反超欧美，效率制胜背景下，中期国产新药必将迎来收获期，持续看好板块投资机会。

建议关注确定性高、BD 预期扰动相对小的标的：信达生物、三生制药、康方生物、映恩生物、维立志博、乐普生物、康诺亚等。以及新技术赛道如小核酸

领域：前沿生物、阳光诺和与上游产业链的奥锐特、蓝晓科技、纳微科技、九州药业等。

3、创新药产业链：看好后续行业景气度持续提升的趋势

看好 26 年产业链公司如 CXO 以及生命科研服务板块的投资机会，从需求端来看，海外研发及生产外包需求稳定回暖，国内 BigPharma 研发支出逐年稳步提升、Biotech 伴随今年板块情绪回暖以及 IPO 增多逐步走出底部，研发外包需求提振有望在 26 年兑现；从供给端来看，经过 20-23 年行业景气快速提升-上游产能扩张竞争加剧-盈利下滑行业去产能的周期后，目前整体价格水平已处于底部待回暖的区间，供给端的出清也逐渐稳定，26 年有望随着需求旺盛盈利得到进一步修复。

建议关注标的：药明康德、药明合联、泰格医药、昭衍新药、普蕊斯、皓元医药等。

4、生物制品：关注产品放量、在研管线数据或 BD 预期引发的估值重估机会

血制品：目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注行业龙头天坛生物。

疫苗：整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键 III 数据揭盲的欧林生物。

其他：主要关注核心产品放量机会和产品数据或 BD 预期引发的估值重估机会。

建议关注：疫苗（欧林生物）、甘李药业、我武生物、神州细胞、安科生物，血制品（天坛生物）。

5、医疗器械：行业负面因素有望出清，2026 年预计迎来板块全面业绩改善

我们认为，2026 年医疗设备板块整体呈现政策托底、需求复苏、国产替代加速、创新驱动升级的景气格局，超长期特别国债落地带来大规模医疗设备更新需求，叠加公立医院国产采购倾斜、创新器械审批与医保准入持续优化，行业订单与业绩有望逐步兑现；细分赛道上，高端影像、脑机接口、手术机器人、AI+

医疗及基层康复设备等领域景气度领先，龙头企业凭借产品力与渠道优势持续抢占份额，投资机会聚焦设备更新受益龙头、高端国产替代、手术机器人等高弹性创新方向。

重点推荐手术机器人板块，当前时点是国家医保局将指导各省制定全省统一价格基准的窗口期，部分省市有望率先出台收费价格标准。自上而下的顶层政策设计，有望彻底改变手术机器人收费模式混乱、各地政策不一的局面，为行业的规模化、商业化应用扫清支付障碍。手术机器人行业正在经历从“量变”到“质变”发展的关键转折点，政策落地后有望大幅加速其在各级医院的临床渗透和应用普及。受益标的：天智航-U、微创机器人-B。

其他看好方向：

高景气相关标的：相关行业赛道因为行业增速快、国产份额低、国内外竞品少等原因，相关企业具有高增长，景气度较高。受益标的：惠泰医疗、微电生理、迈普医学、山外山、奕瑞科技等。

集采受益型标的：受国内反内卷政策推动，医疗器械集采降价有望更加合理，不再单纯以低价为上。部分相关企业有望受益于集采反内卷。受益标的：心脉医疗、南微医学、安杰思等。

困境反转标的：如设备板块，受医疗反腐和医疗设备以旧换新落地节奏影响，部分设备企业上半年业绩承压。随着下半年设备采购逐步加速，相关企业库存压力将逐步减少，增速有望逐步体现。受益标的：迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等。

海外机会标的：如华大智造、先瑞达、启明医疗、海泰新光、祥生医疗等。

其他单独逻辑标的：制药设备（东富龙、楚天科技）、脑机接口（美好医疗、翔宇医疗、创新医疗等）、新产品新业务有大空间（海泰新光、赛诺医疗、乐普医疗、三友医疗等）。

6、医疗服务：看好有外延预期方向，关注消费复苏

方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

受益标的：爱尔眼科：当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

方向二：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

7、中药：看好基药/集采政策受益、社会库存出清、创新驱动方向

方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：盘龙药业、方盛制药、佐力药业等。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长，例如盘龙药业品种盘龙七片、方盛制药品种藤黄健骨、贵州三力品种开喉剑（儿童型）等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。

方向二：高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、贵州三力等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

方向三：关注积极布局创新研发方向

受益标的：康缘药业、天士力、桂林三金等。

8、医药商业：零售药店行业加速集中

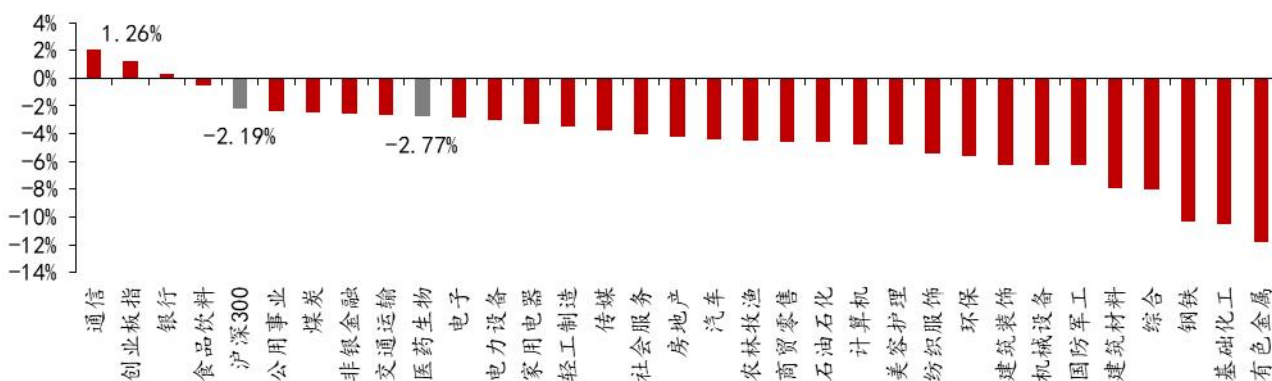
预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

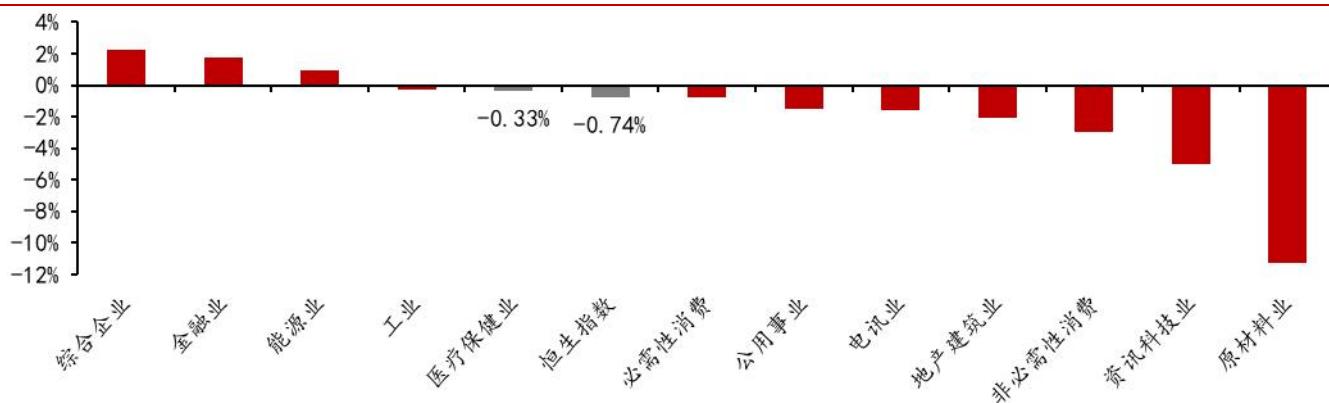
本周（2026年3月16日-3月20日），A股申万医药生物下跌2.77%，板块整体跑输沪深300指数0.59pct，跑输创业板指数4.04pct。在申万31个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第8位。本周申万医药子板块中，体外诊断板块涨跌幅排名第一，下跌0.68%；医院板块表现相对较差，本周下跌7.08%。

图表6：本周申万各大子板块涨跌幅



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：本周恒生各大子板块涨跌幅



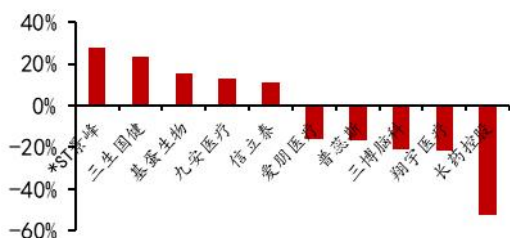
资料来源：Wind，中邮证券研究所

本周，A股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：*ST 景峰(+27.72%)、三生国健(+23.14%)、基蛋生物(+15.57%)、九安医疗(+12.75%)、信立泰(+10.90%)。个股跌幅前五位分别为：爱朋医疗(-16.03%)、普蕊斯(-16.76%)、三博脑科(-20.65%)、翔宇医疗(-21.44%)、长药控股(-52.17%)。

港股方面，上周个股涨幅前五位分别为：叮当健康(+17.14%)、君实生物(+9.17%)、康哲药业(+6.14%)、三生制药(+5.94%)、思路迪医药股份(+5.93%)。

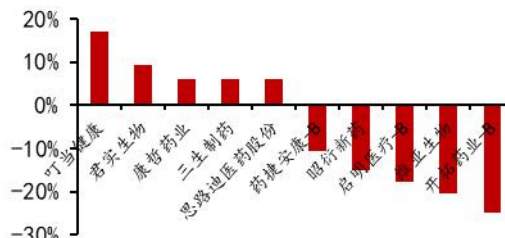
个股跌幅前五位分别为：药捷安康-B (-10.50%)、昭衍新药 (-15.17%)、启明医疗-B (-17.75%)、维亚生物 (-20.50%)、开拓药业-B (-24.81%)。

图表8：A股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



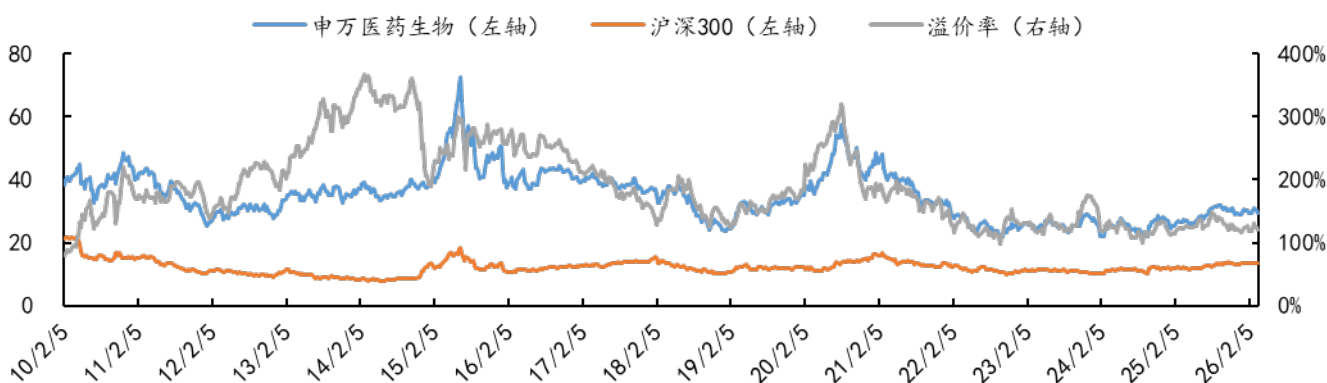
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

截止 2026 年 3 月 20 日，申万医药板块整体估值 (TTM，整体法，剔除负值) 为 29.52，比上周下降 0.79。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 120.65%，环比下降了 3.06 个百分点。

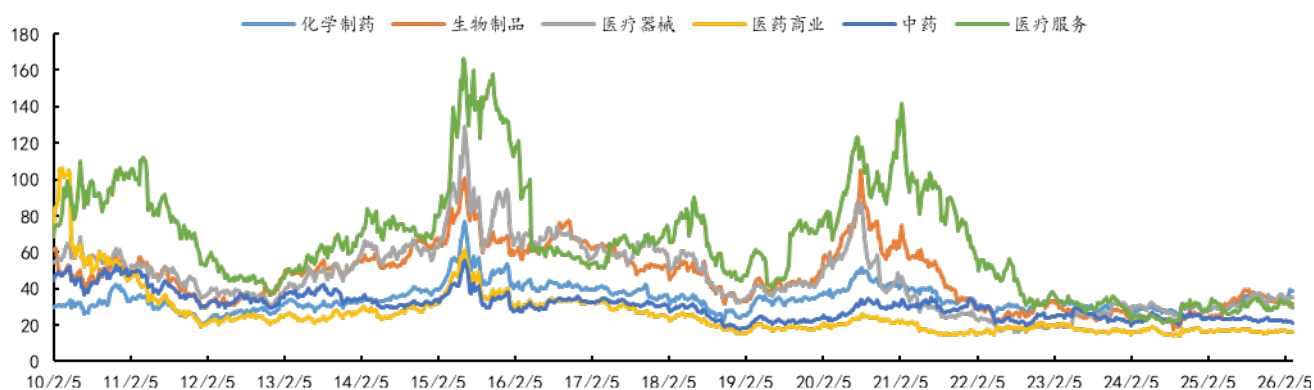
子行业市盈率方面，医疗器械、生物制品和化学制药板块居于前三位，其他版块相对平稳。

图表10：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用 Wind 提取申万医药生物指数 801150.SI 和沪深 300 指数 000300.SH 的市盈率 (TTM、剔除负值) 计算)

图表11：2010年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：采用Wind板块数据浏览器，提取申万医药生物二级行业的市盈率（TTM整体法，调整负值）

4 风险提示

创新药研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048