



创新引领，多点开花

医药行业2026年中期投资策略

姓名：余汝意（分析师）

证书编号：S0790523070002

邮箱：yuruyi@kysec.cn

姓名：陈峻（分析师）

证书编号：S0790526030001

邮箱：chenjun@kysec.cn

姓名：阮帅（分析师）

证书编号：S0790524040007

邮箱：ruanshuai@kysec.cn

投资要点

● 新旧动能逐步切换，板块恢复正增长

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近几年医药板块整体经营有所波动：2025年医药板块整体收入增速-0.01%，归母净利润增速-1.21%；2026年第一季度，医药板块整体收入增速2.16%，归母净利润增速7.23%，医药板块新旧动能逐步切换，板块恢复正增长。当前阶段，产业创新发展全力推进，政策明确提出优化药品集采，生物医药升维到国家新兴支柱产业，老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，创新药械出海、AI赋能、脑机接口、生物制造等新质生产力加持下，医药各细分领域多点开花，板块投资机会值得重点关注。

● 创新引领，医药板块多点开花

化学制药及生物制品：差异化管线迭出，出海加速，合作方式也逐步多样，创新药行业产业持续向上。国内企业在二代IO、ADC等领域处于领先地位，小核酸、分子胶等技术领域多点开花，出海潜力也较大。同时，国内商业化快速放量，多家公司逐步盈利，创新药企逐步进入进入发展新阶段。**创新药产业链：**随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，叠加减肥药等现象级的大药放量，创新药产业链迎来全面改善，订单/业绩加速向上，投资机会很多。**消费医疗：**头部眼科医院品牌力较强，眼科医院受屈光业务量价齐升驱动，2026Q1业绩超预期，预计2026年有望延续高景气。**中药：**首选有政策支持及新品种驱动增长的中药创新药细分赛道；同时，静待基药目录调整等利好政策驱动板块向上；中药品牌OTC经营整体也比较稳健。**医疗器械：**在出海及新产品线加持下，南微医学、佰仁医疗等部分器械公司业绩实现高增长，后续关注IVD板块触底向上的机会；同时，AI赋能、脑机接口、机器人等新质生产力的快速发展，有望给医疗器械领域带来新机遇。

推荐标的

制药及生物制品：恒瑞医药、石药集团、信达生物、科伦博泰、百利天恒、诺诚健华、泽璟制药、康诺亚、君实生物、前沿生物、华东医药、恩华药业、京新药业；**CXO及科研服务：**药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、康龙化成、泰格医药、皓元医药、毕得医药、奥浦迈、百普赛斯、药康生物；**医疗器械：**英科医疗、万孚生物、迈瑞医疗；**原料药：**普洛药业、华海药业、博瑞医药、奥锐特。**中药：**东阿阿胶、江中药业、天士力、众生药业、悦康药业、方盛制药、羚锐制药、济川药业；**医疗服务：**爱尔眼科、锦欣生殖、通策医疗、海吉亚医疗；**医药商业：**益丰药房、老百姓、健之佳、九州通。

● **风险提示：**集采降价超预期、医保谈判降价超预期、医疗行业政策风险、地缘政治风险。

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

1.1 新旧动能完成切换，板块恢复正增长

● 新旧动能完成切换，板块恢复正增长：

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近几年医药板块整体经营有所波动：2025年医药板块整体收入增速-0.01%，归母净利润增速-1.21%；2026年第一季度，医药板块整体收入增速2.16%，归母净利润增速7.23%。

● 医药指数先行企稳回升：

受行业整体经营承压，2021年来医药指数整体波动下行，自2024年四季度开始指数逐步底部企稳：当前阶段，产业创新发展全力推进，并明确提出优化药品集采，生物医药升维到国家新兴支柱产业；老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势在持续加强，创新+出海驱动板块重回稳定增长，指数也有望持续向上。

图1：产业处于调整的尾声，指数先行企稳回升



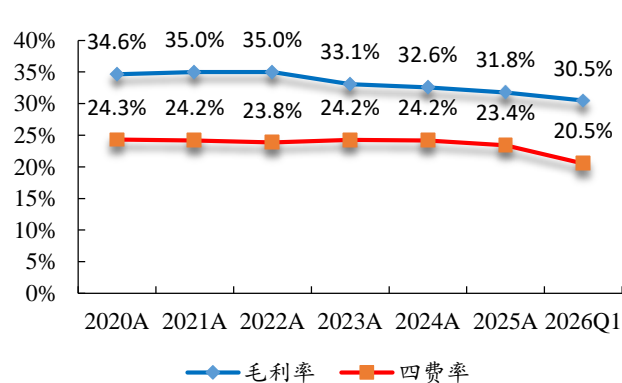
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：左轴为营业收入同比增速，右轴为指数收盘价，时间截止2026年3月31日）

1.1 提质增效持续推进，医药板块运营质量在提升

● 提质增效，运营质量持续提升

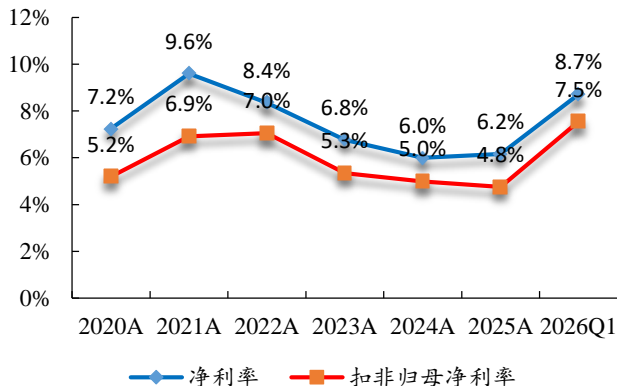
近年来，医药板块整体毛利率基本保持稳定，2022年以后略有波动；2026第一季度，整体费用率下降明显，第一季度整体费用率降至20.5%；拆开看，医药行业在销售、管理、研发方面的费用率同比下降或增长幅度放缓；销售费用率自2019年以来，持续下降，医疗合规化效果明显；年度看，研发费用率同比下降，医药行业创新驱动研发效率有所提升。整体净利率从2020年的7.2%提高到2026年第一季度的8.7%，扣非归母净利润率波动上升，医药企业在提高运营效率等方面持续取得成效。

图2：近5年医药板块费用率稳中有降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近5年医药板块盈利能力趋势稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近5年医药上市公司费用率表现平稳略降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 各板块经营差异较大，创新药及其产业链率先回升

● 分板块看，经营差异较大，创新药及其产业链率先回升：

化学制药及生物制品：受益创新药国内放量+出海驱动增长以及集采对板块影响逐步出清，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健；

制药产业链：随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，叠加减肥药等现象级的大药放量，制药产业链业绩表现优异；

中药：2026Q1在高基数及政策扰动下阶段性承压，行业出现分化。当前位置，我们建议把握创新中药、国企改革、品牌OTC赛道的投资机会；

医疗服务：头部眼科医院品牌力较强，眼科医院受屈光业务量价齐升驱动，2026Q1业绩超预期，预计2026年有望延续高景气度。

医药商业：长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。

医疗器械：在出海及新产品线加持下，南微医学、佰仁医疗等部分器械公司业绩实现高增长，后续关注IVD板块触底向上的机会。

表1：2025年全年归母净利润增速靠前的板块为医疗服务

板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	5,425.59	-0.02%	385.12	12.01%
中药II	3,431.50	-2.93%	291.13	-1.05%
生物制品	1,172.96	-9.14%	-15.04	-111.11%
医药商业	10,507.44	1.33%	175.05	8.18%
医疗器械	2,454.31	0.01%	287.42	-13.53%
医疗服务	1,877.92	4.64%	282.24	81.53%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2026年第一季度归母净利润增速靠前的板块为化学制药板块

板块	营业总收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速
化学制药	1,376.44	3.01%	162.15	30.22%
中药II	918.17	-0.82%	120.09	-2.02%
生物制品	244.87	-5.46%	28.36	-9.65%
医药商业	2,686.74	1.69%	56.25	-1.08%
医疗器械	607.95	4.30%	82.50	-13.42%
医疗服务	473.05	10.55%	77.04	27.79%

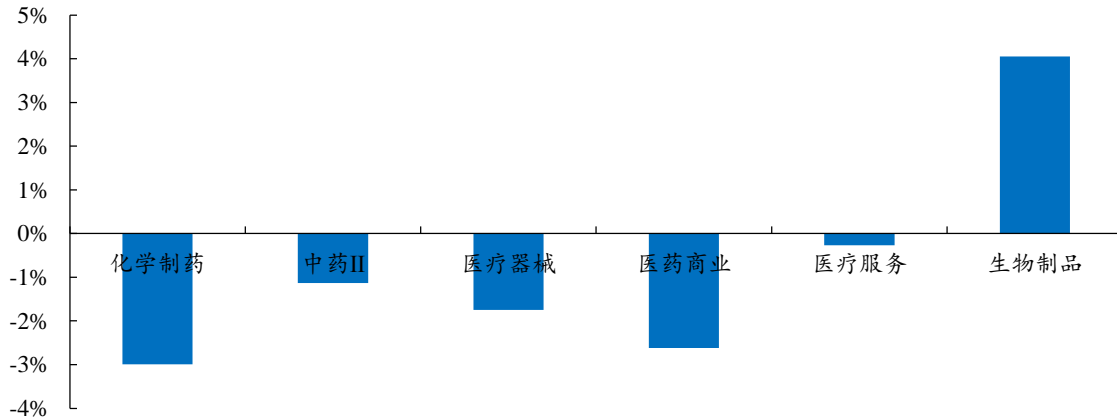
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 2026年第一季度生物制品领涨整个板块

- 子板块涨跌幅看，医药板块阶段性承压，生物制品板块表现突出：

整体上，2026Q1板块表现较弱，生物制品有一定涨幅；包含创新药产业链的医疗服务表现也相对领先，其他细分领域均有一定回调。

图5：2026年第一季度较2025年初大部分细分板块整体上升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业指数收盘价测算，数据选取区间为：2026年01月01日-2026年03月31日）

1.1 2026第一季度个股表现：各细分领域个股机会依然较多

● 个股方面，各细分赛道机会频出

化学制药：受益于创新药商业化的兑现及核心管线临床数据更新等催化，美诺华、ST景峰、联环药业、诺诚健华、润都股份、津药业等涨幅领先板块；**医疗器械：**强劲的基本面支撑下，英科医疗涨幅领先、AI、脑机接口等相关标的表现优异；**医疗服务：**受益于创新药产业链业绩高增长，百奥赛图、益诺思领涨CXO；海特生物、诚达药业、金凯生科等减肥相关产业链表现优异；**中药板块：**东阿阿胶、华润江中等基本稳健的央企中药公司，表现稳健；**医药商业：**整体比较平稳，AI相关标的表现优异；**生物制品：**受益于核心管线的持续推荐及商业化品种兑现，荣昌生物等涨幅领先。

表3：板块结构分化，各细分赛道牛股频出

医疗器械			医疗服务			医药商业			生物制品			中药			化学制药		
证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十	证券代码	证券简称	第一季度涨幅前十
300246.SZ	宝莱特	84.32%	688796.SH	百奥赛图	76.84%	603716.SH	塞力医疗	15.09%	688331.SH	荣昌生物	65.54%	002082.SZ	ST万邦	116.80%	603538.SH	美诺华	112.58%
002432.SZ	九安医疗	83.77%	688710.SH	益诺思	60.82%	603939.SH	益丰药房	12.34%	000534.SZ	万泽股份	61.09%	603139.SH	康惠股份	29.07%	000908.SZ	ST景峰	57.48%
301093.SZ	华兰股份	62.78%	300683.SZ	海特生物	56.36%	600538.SH	国发股份	9.48%	688163.SH	赛伦生物	27.10%	600671.SH	天目药业	25.71%	600513.SH	联环药业	52.70%
301580.SZ	爱迪特	58.37%	301230.SZ	泓博医药	36.24%	000028.SZ	国药一致	6.43%	688336.SH	三生国健	26.88%	002424.SZ	ST百灵	19.08%	688428.SH	诺诚健华	31.68%
688314.SH	康拓医疗	51.00%	300143.SZ	盈康生命	27.73%	600998.SH	九州通	3.13%	000518.SZ	*ST四环	22.41%	000423.SZ	东阿阿胶	16.48%	002923.SZ	润都股份	28.97%
300677.SZ	英科医疗	50.85%	301201.SZ	诚达药业	27.03%	200028.SZ	一致B	2.47%	600867.SH	通化东宝	16.16%	600750.SH	华润江中	15.32%	600488.SH	津药业	28.12%
688277.SH	天智航-U	50.30%	301509.SZ	金凯生科	20.75%	301015.SZ	百洋医药	2.03%	688319.SH	欧林生物	14.59%	600080.SH	ST金花	13.26%	688759.SH	必贝特-U	26.12%
002382.SZ	蓝帆医疗	42.14%	002821.SZ	凯莱英	19.20%	600511.SH	国药股份	1.91%	300142.SZ	沃森生物	13.86%	002198.SZ	ST嘉应	9.25%	300016.SZ	北陆药业	25.94%
603301.SH	振德医疗	40.75%	000516.SZ	国际医学	18.41%	603233.SH	大参林	0.91%	688185.SH	康希诺	6.60%	002864.SZ	盘龙药业	8.27%	002294.SZ	信立泰	23.73%
688607.SH	康众医疗	38.97%	002219.SZ	新里程	17.37%	002462.SZ	嘉事堂	0.28%	002880.SZ	卫光生物	5.61%	600285.SH	羚锐制药	7.92%	688091.SH	上海谊众	21.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2026年3月31日）

1.2 板块估值处于历史低位，重视医药板块投资机会

● 医药板块估值目前处于历史低位：

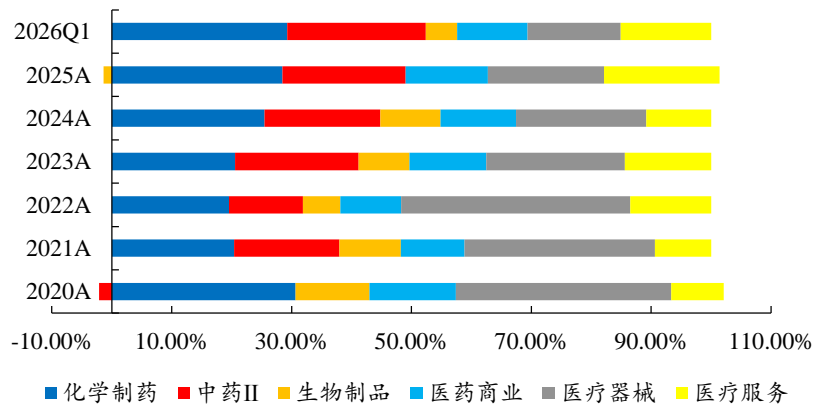
医药板块细估值仍处于历史较低分位，估值性价比明显。当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，创新药械出海、AI赋能、脑机接口、生物制造等加持下，医药各细分领域多点开花，医药板块投资机会值得重点关注。

图6：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：医药细分板块中化学制药、中药板块净利润贡献占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

2.1 生物医药升维成国家新兴支柱产业

生物医药升维成国家新兴支柱产业：2024年7月，《全链条支持创新药发展的实施方案》发布，创新药首次写入国务院政府工作报告，被纳入战略性新兴产业，随后医保局、药监局、卫健委等多部门协同发力，形成覆盖研发、审评、支付的全链条政策支持体系，创新药增量全面获得支持；同时，国家持续优化集采机制，2025年3月5日的《2025年国务院政府工作报告》中点名要进行药品集采政策优化，存量仿制药逐步企稳；当前，生物医药战略地位空前提升，2026年《政府工作报告》首次将生物医药定位为“新兴支柱产业”，标志着产业已从“新兴”迈向“支柱”，获得了顶层设计的强力背书。

表4：政策红利释放，创新药开启新一轮景气周期

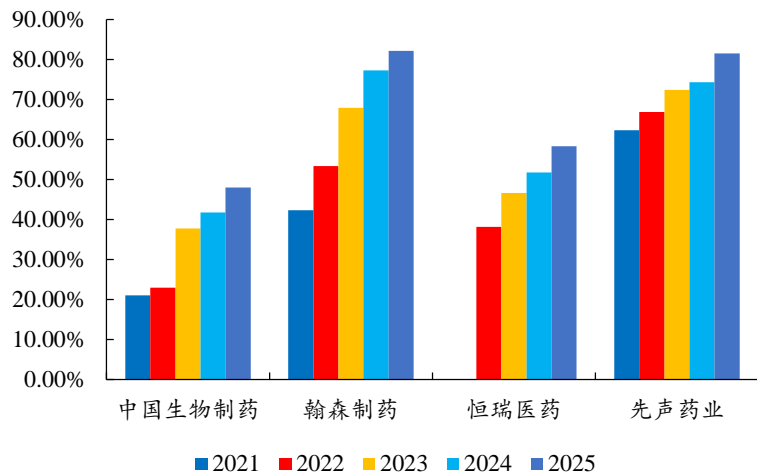
发布日期	发布机构	文件名称	核心内容
2025年2月		《2025年稳外资行动方案》	首次提出优化药品带量采购政策，便利创新药加快上市，进一步提高医疗器械产品采购的可预期性。
2025年3月		《2025年国务院政府工作报告》	提到“优化药品和耗材集采政策，强化质量评估和监管，让人民群众用药更放心”，这是首次在政府工作报告中明确提及药品集采政策优化。
2025年3月	国务院办公厅	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	旨在通过优化采购流程和监管机制，提升中药的质量和疗效，确保患者能够获得高质量的中药产品。明确提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价。
2025年10月		《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	明确医药行业创新驱动与高质量发展的战略方向，提出前瞻布局未来产业，重点将生物制造等领域培育为新的经济增长点。
2026年4月		《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	从完善重点环节药品价格政策、推动相关主体发挥药品价格发现作用、引导关键领域药品价格保持合理水平、加强药品价格治理以及加强组织实施等方面进一步健全以市场为主导的药品价格形成机制，全链条支持创新药高质量发展。

资料来源：国务院办公厅、开源证券研究所

2.2 新旧动能完成转换，头部Pharma业绩恢复稳健增长

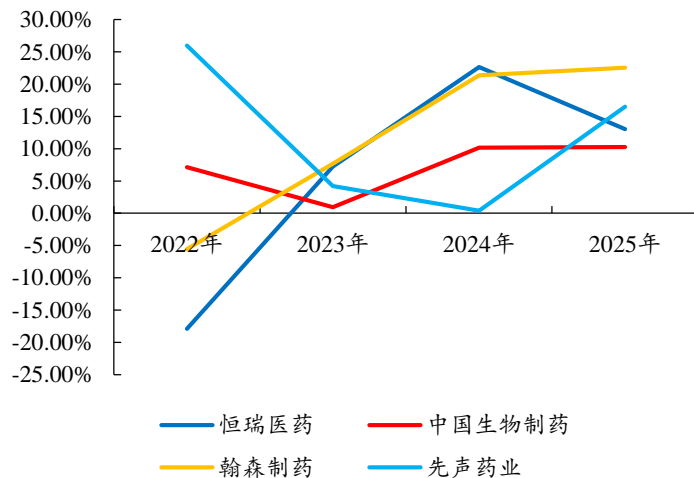
创新转型进入收获期，头部Pharma业绩恢复稳健增长。多家Pharma近年创新药收入比例大幅提升，对应收入增速同样显著提升。以恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、先声药业为代表的Pharma近年创新药收入占比显著提升，恒瑞医药的非肿瘤创新药增速亮眼，驱动创新药整体提速，2026Q1其创新药收入占比已超过60%；翰森制药从2021年的42.3%提升至2025年的82.2%，其收入增速也从2023年恢复正增长，2025年翰森制药收入增速达到22.6%，创新驱动业绩大幅提升。

图8：多家Pharma近年创新药收入比例大幅提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图9：多家Pharma近年收入增速显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 创新提速，价值重估：Pharma&仿转创亮点较多

创新提速，价值重估：Pharma&仿转创迎来估值重塑新周期。国家政策红利持续释放，集采规则趋于温和，更加注重质量、供应与价格的平衡，且创新药政策频出，药品商业化环境和行业格局逐步改善，创新药有望充分定价奠定公司短期业绩确定性；国内Pharma&仿转创深耕创新，持续加大研发投入，高价值管线具备明确的对外授权（License-out）或自主上市预期，有望持续贡献里程碑付款、销售分成或新增收入，形成“集采风险出清+创新放量接力+管线价值兑现”的清晰增长路径，驱动Pharma&仿转创中长期估值上移。

表5：创新提速，价值重估：Pharma&仿转创迎来估值重塑新周期

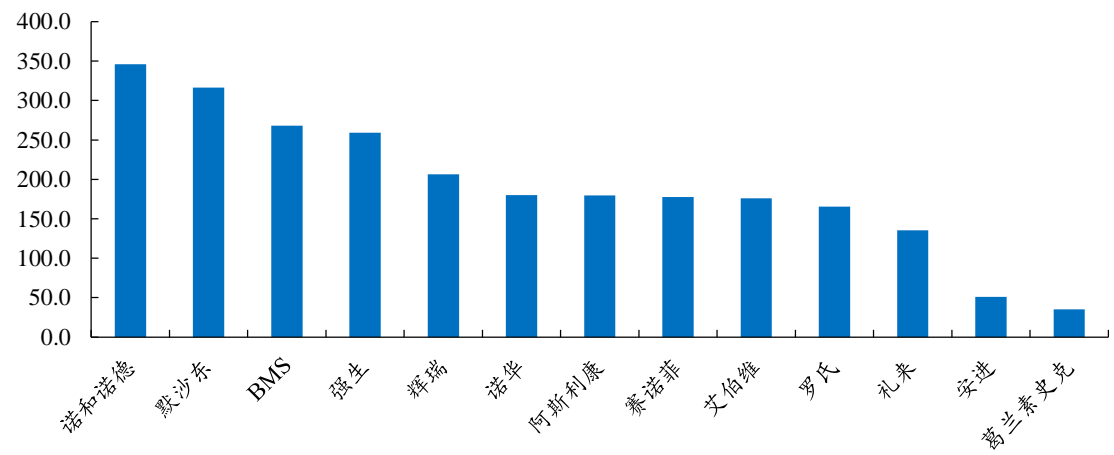
证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2025年收入（亿元）	2025年归母净利润（亿元）	核心看点
600276.SH	恒瑞医药	3953.8	316.3	77.1	非肿瘤创新药增速亮眼，驱动创新药整体提速，创新药收入占比超过60%，早研管线BD潜力较大。
1177.HK	中国生物制药	1159.4	318.3	23.4	2025年创新产品收入达152.2亿元，同比+26.2%，收入占比达48%；2026-2028年迎来约20款创新产品、新适应症的获批上市。
1093.HK	石药集团	971.3	260.1	38.8	2026年新品陆续获批，如紫杉醇白蛋白II、KN026(Her双抗)等；创新研发实力强劲，siRNA、抗体/融合蛋白（hGLP-1 Fc融合蛋白、PD-1/IL-15）、mRNA疫苗、长效注射剂、ADC、细胞治疗（CAR-T）等备受瞩目。
000963.SZ	华东医药	692.0	436.1	34.1	创新药收入快速增长，2025年创新产品销售及代理服务收入23.4亿元（同比+64.2%），预计2030年创新药占医药工业收入比例超过50%；创新管线持续兑现，DR30206（PD-L1 TGFB VEGF）、ROR1 ADC、FGF21R/GCGR/GLP-1R等项目快速推进。
1530.HK	三生制药	613.7	177.0	84.8	辉瑞快速推进双抗SSGJ-707多项临床，立足肿瘤、自免、肾病等领域，多款新品密集获批上市。
002653.SZ	海思科	574.7	43.9	2.6	已上市的四款创新药销售收入同比增长达50%+，预计2026年收入实现同比超过20%的增长；研发管线稳步推进，目前公司已达成Nav1.8抑制剂、DPP1抑制剂、PDE3/4抑制剂、TYK2抑制剂的对外授权交易。
002294.SZ	信立泰	552.4	43.5	6.5	创新药收入占比提升至45.9%；重磅心衰新药JK07 II期数据即将读出，S086、SAL0130后续NDA申报，有望持续打开增长空间。
000513.SZ	丽珠集团	311.6	120.2	20.2	基本盘稳健，分红比例高，阿立哌唑微球、IL-17A/F、司美格鲁肽后续有望贡献增量；消化P-CAB产品JP-1366和精神领域的NS-041和布瑞哌唑微球强化公司产品布局。
002262.SZ	恩华药业	245.1	59.1	10.6	NH600001预计2026年内获批，每年预计获批一个创新药，神经类新品高速放量有望带动业绩增速修复。
3933.HK	联邦制药	228.7	132.1	20.9	UBT251临床数据优异，口服GLP-1小分子UBT48128预计2026年提交中美临床申请；2026Q1，6-APA及青霉素工业盐价格已逐步恢复，主业有望企稳。
600380.SH	健康元	211.3	152.2	13.4	玛帕西沙韦获批上市贡献创新增量，呼吸、镇痛、抗感染等多领域构建差异化竞争优势，TSLP、Prep抑制剂等多款新药迈入后期，叠加东南亚布局加速落地。
300573.SZ	兴齐眼药	173.2	24.7	7.0	阿托品+环孢素持续快速放量，多浓度梯度全面布局；眼科新药伏立康唑滴眼液、利多卡因眼用凝胶、SQ-22031滴眼液等多款临床管线持续推进。
002020.SZ	京新药业	163.4	40.7	7.6	仿制药集采出清，卡立哌酮（精神分裂症）和考来维仑（高胆固醇血症）均已递交NDA冲刺上市；Lp(a)抑制剂JX2201已完成I期临床，具备BD出海潜力。
002317.SZ	众生药业	161.3	25.2	2.8	RAY1225（GLP-1/GIP双靶长效制剂）中国商业化授权落地，MASH创新药ZSP1601 IIb期积极结果支持推进III期临床，昂拉地韦逐步放量，中药业务持续贡献稳定现金流。
688068.SH	热景生物	150.2	4.0	(2.2)	FIC心梗药物SGC001已于2026年3月启动II期临床，小核酸和双抗平台快速推进。
688513.SH	苑东生物	108.7	13.3	2.8	主业企稳，HP-001（CRBN分子胶）已进入Ib/IIa期，推动创新药进入成果转化，氨酚羟考酮缓释片有望近期获批，精麻增量可期。
688658.SH	悦康药业	101.7	24.5	(2.6)	降脂药YKYY015、YKYY029（AGT靶向降压）等多款小核酸新药全力推进临床，多款中药新药NDA审批进程落地；港股IPO推进与核酸平台海内外关注度提升。
688553.SH	汇宇制药-W	75.4	10.0	(0.2)	深度布局PD-1/TIGIT/IL-15三抗、CDCP1 ADC等前沿管线，陆续收获BD合作机遇；海外业务高增与国内集采边际改善共同驱动业绩加速反转。
688488.SH	艾迪药业	68.7	7.2	(0.2)	HIV新药快速放量，整合酶ACC017已开启3期临床；暴露前预防产品快速推进，BD潜力较大。

2.4 全球创新药变局：MNC面临大品种专利悬崖，且R&D投资回报率的持续下滑

跨国药企正在经历严峻的专利悬崖周期

- **专利悬崖规模：未来5年将有超2600亿美金市场份额产品专利到期**
以2025年全球销售额超20亿美金的大单品（非疫苗类）为计算口径，未来5年内（2026年-2031年）约有40个大单品的在美核心专利将陆续到期，涉及年销售额合计超\$2600亿美元。
- **专利即将到期大单品：多个年销售额超百亿美元的“超级重磅炸弹”药物将在美国等市场相继失去专利保护**
多个年销售额超百亿美元的“超级重磅炸弹”药物将在美国市场相继失去专利保护，原研药销售额或将面临断崖式下滑，多MNC将产生较大收入缺口。
 - 肿瘤免疫领域：帕博利珠单抗（MSD, \$31.6B）、纳武利尤单抗（BMS, \$10.1B）等；
 - 血液瘤领域：达雷艾尤单抗（强生, \$14.4B）、阿可替尼（AZ, \$3.5B）等；
 - 减重领域：司美格鲁肽（诺和诺德, \$31.3B）、口服司美格鲁肽（诺和诺德, \$3.4B）；
 - 自免领域：度普利尤单抗（赛诺菲, \$17.8B）、奥瑞利珠单抗（罗氏, \$8.5B）等；

图10：跨国药企面临的专利悬崖问题日益严峻（2026年-2031年在美核心专利陆续到期的大单品）



数据来源：Insight、开源证券研究所 (*大单品：2025年销售额超20亿美金非疫苗类品种)

图11：未来五年在美专利到期大单品



数据来源：Insight

2.4 全球创新药变局：MNC面临大品种专利悬崖，且R&D投资回报率的持续下滑

跨国药企研发效率危机倒逼外部创新

全球TOP20跨国药企研发成本急剧攀升，而R&D投资回报率从2014呈下滑趋势，内部研发已难以支撑股东回报预期，MNC加速向外部寻找创新资产。

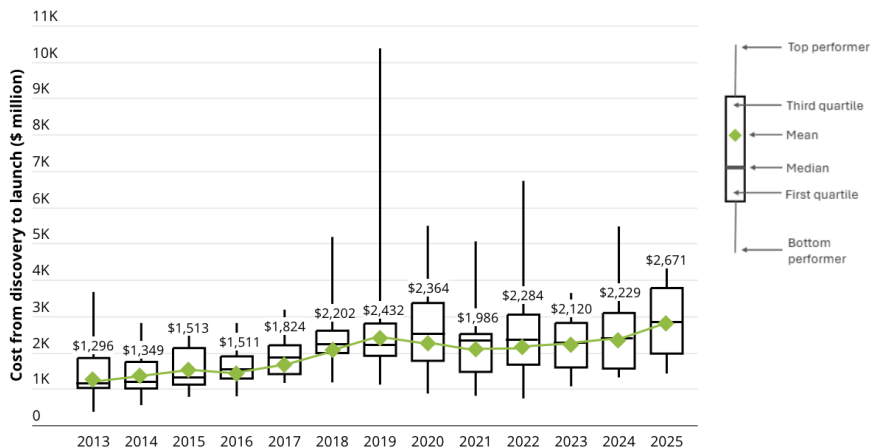
➢ 研发成本急剧攀升

根据Deloitte最新报告（分析全球TOP20跨国药企），药物研发（从发现到上市）的平均成本逐年攀升，预计在2025年将达到26.71亿美元（2024年为22.29亿美元）。

➢ 投资回报率（IRR）持续下滑（若扣除GLP-1/GIP类药物）

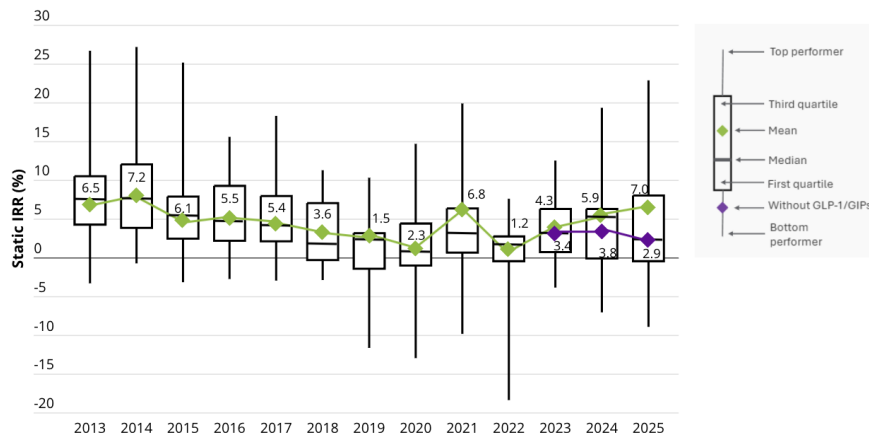
根据Deloitte最新报告（分析全球TOP20跨国药企），2013-2022年药企IRR呈下滑趋势，2023-2025年有所回升。若将GLP-1/GIP类药物排除，则行业研发生产力的整体状况将显著恶化，2025年投资回报率仅为2.9%（低于2024年的3.8%）。

图12：药物研发（从发现到上市）的平均成本逐年攀升（百万美元）



数据来源：Deloitte（*全球TOP20跨国药企）

图13：研发投资收益率（IRR）呈下滑趋势（扣除GLP-1/GIP类药物）



数据来源：Deloitte（*全球TOP20跨国药企）

2.5 全球创新药变局：全球BD交易持续活跃，中国创新药哺育全球市场

全球BD交易持续活跃，中国License-out交易数量及金额持续增长，作为转让方的占比也持续提升

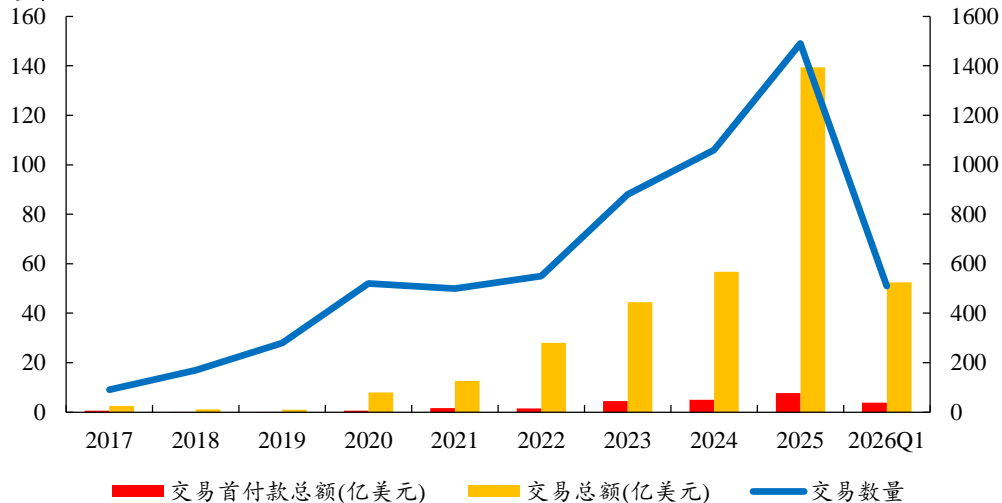
➢ 中国License-out交易数量及金额持续增长

近年来，中国License-out交易数量及金额一直呈上升趋势。2025年，中国License-out交易数量达149笔，交易总金额超1350亿美元；2026Q1交易数量已超2025年全年1/3，交易首付款接近2025年全年50%。

➢ 中国作为转让方的占比也持续提升

中国医药公司活跃度居高不下，全球医药交易高度集中于北美和东亚；中国作为转让方占比从2018年的6.9%提升至2025年的14.3%，增长明显。

图14：中国License-out交易数量及金额持续增长（亿美元）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图15：中国作为转让方，活跃度持续上升



数据来源：Insight

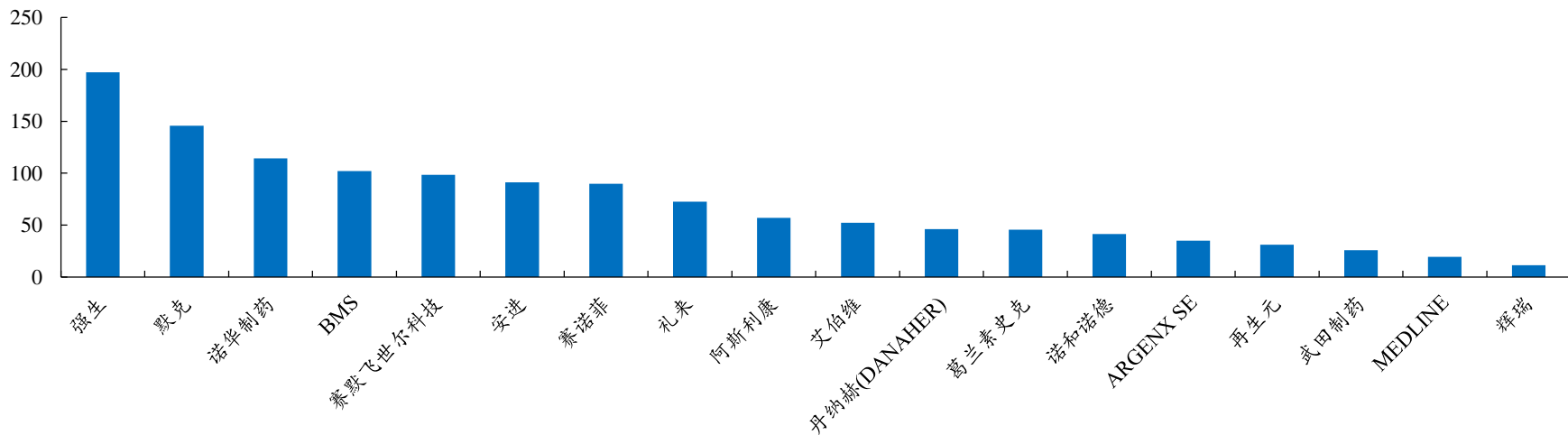
2.6 全球创新药变局：跨国药企具备充沛的用于外部增长的现金水平

➤ MNC拥有充沛现金流

截至2025年年报，Top 18药企的在手现金及现金等价物充裕。

面临日趋严峻的专利悬崖问题，加之在新冠疫情期间得到进一步加强的资产负债表，我们有理由认为大药企在当下将更加积极的进行外部增长，包括M&A和license-in。

图16：截至2025年年报，Top 18跨国药企的在手现金及现金等价物金额充裕（单位：亿美金）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.7 中国Biotech板块营收进入规模化放量阶段，板块亏损绝对额逐年收窄

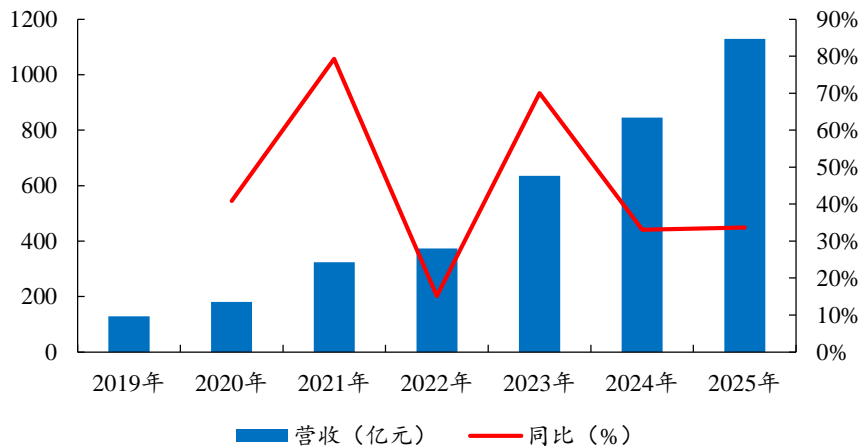
中国Biotech收入整体呈快速增长趋势

2019 - 2025年中国Biotech营收CAGR约为43%，远超同期传统医药板块增速。中国Biotech板块体现出管线梯队逐渐成熟、商业化能力不断夯实的向好趋势。2025年，36家中国Biotech企业实现营收1129亿元，同比增长33.64%。龙头Biotech企业已实现多产品线或国际化布局，整体收入维持稳定高增，如百济神州、信达生物以及金斯瑞生物；部分中小型Biotech公司凭借其核心产品，收入快速增长，如艾力斯、君实生物、荣昌生物等公司。

中国Biotech板块亏损绝对额逐年收窄，改善趋势明确

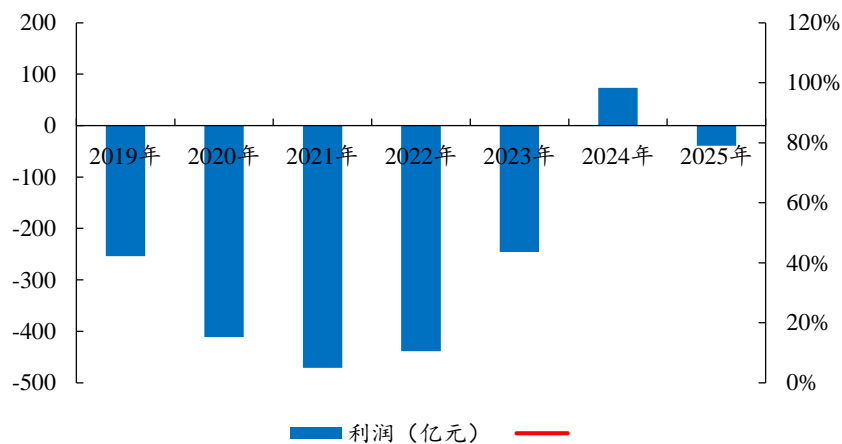
中国Biotech板块利润从2020年约亏损420亿元的低谷显著收窄，行业从“烧钱扩张”向“质量增长”的范式切换正在加速兑现。2024年受超大BD首付款影响，中国Biotech整体首次达到盈利。2025年，36家中国Biotech企业实现利润-39亿元。其中，诺诚健华、荣昌生物、百济神州、荃信生物、乐普生物以及信达生物于2025年首次扭亏为盈；2026年后有望有更多创新药公司进入盈利，进入可持续性发展。

图17：中国Biotech整体营收快速增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：中国Biotech整体亏损情况逐年改善（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.8 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（1）泛肿瘤领域：二代IO有望成为新一代SOC，看好国产新药持续BD潜力

➢ 市场规模：二代IO全球前在市场规模超千亿美元

全球PD-(L)1 单抗药物市场规模已超500亿美金，并持续增长。二代IO药物（PD-(L)1双抗/三抗）除可迭代PD-(L)1 单抗药物原有市场份额，还持续拓展三大类新市场。包括（1）免疫冷肿瘤适应症；（2）免疫耐药适应症；（3）PD-L1低表达/不表达类适肿瘤。

➢ 2026年催化：全球III期数据揭盲，国内多个PoC数据披露

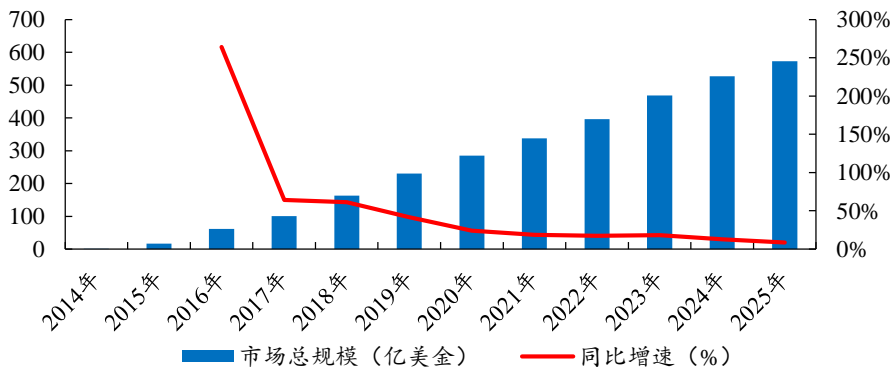
AK112（康方生物）：H6临床OS数据读出是近期关键催化，H2试验的成熟OS数据更新，2H26进行鳞癌队列最终PFS+期中OS；JS207（君实生物）：联用联用JS212（EGFR/HER3 ADC）有望于26H2获得初步分析数据；CS2009（基石药业）：有望在ASCO/ESMO披露实体瘤、1L NSCLC（单药及联用）及1LmCRC等数据；SSGJ707（三生制药）：全球临床持续加速，有望在ASCO/ESMO等重大学术会议中持续更新数据；

➢ 持续BD可能性：仅少数MNC作为赛道主要参与者，看好国产新药持续BD潜力

目前，共5家MNC布局PD-(L)1 plus资产。考虑PD(L)1单抗市场众多参与者（如罗氏、再生元、GSK等公司）尚未布局IO plus资产，以及其他MNC潜在介入广阔市场的决心，我们看好国产新药持续BD潜力（君实生物、基石药业、亿腾嘉和等）。

➢ 受益标的：康方生物、信达生物、君实生物、荣昌生物、基石药业、亿腾嘉和等。

图19：PD-(L)1 单抗药物全球市场规模持续增长（单位：亿美元）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图20：全球范围内已开展多个PD-(L)1/VEGF双抗联合ADC的早期临床

主要参与者	
PD-(L)1单抗	MSD, AstraZeneca, Bristol Myers Squibb, Roche, gsk, BeOne, REGENERON, MERCK, Lilly
PD-(L)1/VEGF双抗	MSD, Bristol Myers Squibb, Pfizer, abbvie
PD-(L)1/TIGIT双抗	AstraZeneca
PD-(L)1/CTLA-4双抗	AstraZeneca
PD-(L)1/IL-2双抗	Takeda
PD-(L)1/VEGF/CTLA-4三抗	BeOne

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.8 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

(2) 泛肿瘤领域：泛瘤种ADC有望迭代化疗成为新一代SOC

看好泛瘤种ADC联合二代IO成为新一代SOC，2026年有望迎来多个IO plus+ADC临床PoC证据

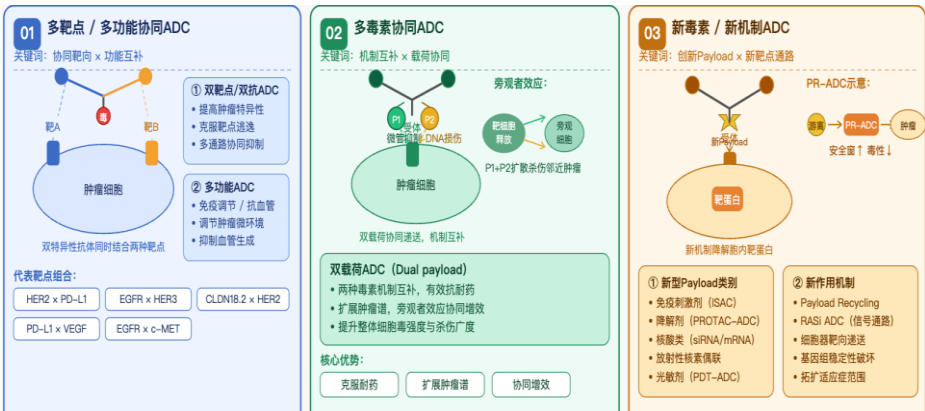
各公司加速布局二代IO联合 ADC 的多适应症探索性临床，2026 年有望读多个联合用药方案的POC数据。BioNTech有望于今年读出普密安米单抗联合 HER2 ADC/TROP2 ADC/B7H3 ADC/HER3 ADC在NSCLC、TNBC、SCLC 等在多种实体瘤中的I/II 期数据； JS207（君实生物）：联用联用JS212（EGFR/HER3 ADC）有望于26H2获得初步分析数据。

ADC研发正迈向靶点多元化、载荷组合化与分子结构和作用机制创新化的协同发展阶段

ADC研发正在逐步跨越传统单靶点、单一载荷的阶段，迈向靶点多元化、载荷组合化与分子结构和作用机制创新化的协同发展阶段。（1）多靶点/多功能协同 ADC：依托结构优化实现多靶向特异性、多功能（肿瘤免疫、调节TME、抑制肿瘤血管等）协同等；2. 多毒素协同ADC：以双机制载荷协同杀伤为核心设计，克服单一载荷耐药及肿瘤靶点异质性问题；3. 新毒素/新机制ADC：荣昌生物载荷回收型 ADC可捕获体循环中过早释放的毒素载荷，在保证疗效的同时降低全身毒副作用，有效拓宽 ADC 安全窗；pan-RASi ADC平台将 pan-RASi 靶向递送至肿瘤组织，在保持抗肿瘤活性的同时，显著降低药物在正常组织中的暴露，从而有望突破毒性瓶颈。

受益标的：百利天恒、科伦博泰、君实生物、映恩生物、荣昌生物等。

图21：ADC研发迈向靶点多元化、载荷组合化等作用机制创新化的协同发展阶段



资料来源：Insight、开源证券研究所

图22：全球范围内已开展多个PD-(L)1/VEGF双抗联合ADC的早期临床

药物	适应症	靶点	作用机制	临床阶段	地区	启动人数	启动日期	主要临床终点	研发公司	
普密安米单抗	晚期NSCLC	DR-1305	PD-L1, VEGFA, TROP2	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 实体瘤	1123	2022-07-19(美国)	2025-06-30(预计)	映恩生物/BioNTech	
	晚期NSCLC	Translocant pembrolizumab	PD-L1, VEGFA, HER2	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	HER2阳性晚期NSCLC 泛适应症探索	380	2025-04-23(美国)	2028-05-01(预计)	BioNTech/康诺亚/德圣药业	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 DR-1312	PD-L1, VEGFA, 双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	泛适应症探索	2/1L+ 实体瘤	594	2025-05-02(美国)	2027-08-01(预计)	BioNTech/康诺亚/德圣药业	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 DR-1305	PD-L1, VEGFA, 双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	泛适应症探索	实体瘤	492	2025-07-18(美国)	2030-06-30(预计)	映恩生物/BioNTech	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 VL202	PD-L1, VEGFA, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 实体瘤	550	2025-08-12(美国)	2028-05-01(预计)	BioNTech/康诺亚/德圣药业	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 VL202	PD-L1, VEGFA, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	泛适应症探索	420	2025-09-22(美国)	2029-01-01(预计)	BioNTech/康诺亚/德圣药业	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 R112112	PD-L1, VEGFA, B7H3, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 实体瘤	375	2025-08-27(美国)	2027-12-01(预计)	康诺亚/BioNTech	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 R112112	PD-L1, VEGFA, B7H3, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 实体瘤	221	2023-09-14(美国)	2025-12-31(预计)	康诺亚	
	R148	晚期NSCLC	Cherubicin-vcMab-RC148	CLDN18.2 VEGF, PD-1	抗肿瘤联合ADC 双特异性抗体	2/1L+ CLDN18.2阳性 泛肿瘤	48	2023-08-03(美国)	2026-02-28(预计)	荣昌生物
		晚期NSCLC	普密安米单抗 R148	HER2 VEGF, PD-1	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	1L HER2阳性晚期NSCLC	40	2025-02-10(美国)	2026-10-01(预计)	映恩生物
MAB039A	晚期NSCLC	MAB039A	PD-1, VEGFA, TROP2	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 非小细胞肺癌	300	2025-05-09(美国)	2029-05-01(预计)	精融医药	
	晚期NSCLC	MAB039A	TROP2 PD-1, VEGF	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	实体瘤/泛肿瘤	210	2025-09-30(美国)	2029-08-01(预计)	精融医药	
	晚期NSCLC	MAB039A	PD-1, VEGFA, 双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	泛适应症探索	2/1L+ 实体瘤	116	2025-09-18(美国)	2029-08-01(预计)	精融医药	
	晚期NSCLC	普密安米单抗 R148	PD-1 VEGFA, EGFR, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	泛适应症探索	864	2025-12-30(预计)	2027-11-30(预计)	康诺亚	
JS207	晚期NSCLC	JS207	PD-1, VEGFA, PD-1, EGFR, HER3	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	2/1L+ 非小细胞肺癌、小细胞肺癌	80	2025-09-17(美国)	2028-03-22(预计)	君实生物	
	晚期NSCLC	Supernova version JS207	PD-1, VEGFA	双特异性抗体 抗肿瘤联合ADC	1L 泛适应症探索	162	2025-11-17(美国)	2029-01-08(预计)	康诺亚	

数据来源：Insight、开源证券研究所

2.8 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（4）自免领域：从TCE到In vivo CAR-T，MNC持续布局B细胞清除赛道

➢ 全球MNC持续布局B细胞清除赛道，2026年有望迎来行业PoC

近年来，礼来、强生、BMS、阿斯利康、艾伯维等多家MNC布局in vivo CAR-T，2026年有望陆续读出I期临床试验数据。看好国内参与者，如科济药业、石药集团等。

➢ 看好自免药物口服化、长效化研发趋势，国内多药企已布局

自免药物研发趋势集中于提升治疗便利性（如口服化、长效化）、探索更精准的免疫调节机制，并对部分长期缺乏有效疗法的疾病实现了“从无到有”的历史性跨越。（1）超长效给药：GSK的抗IL-5单抗Depemokimab采用每年两次给药方案已在多地获批，国内多家药企布局，包括科伦博泰SKB575双抗、恒瑞医药超长效抗体、康诺亚CM-512（TSLP/IL-13双抗）以及荃信生物等；（2）口服药物：在银屑病领域，强生的口服IL-23受体阻断肽Icotrokinra刚在美国获批、武田的口服高选择性TYK2抑制剂Zasocitinib注册III期数据优异；

➢ 受益标的：科伦博泰、康诺亚、科济药业、石药集团、恒瑞医药等。

表6：全球加速布局In vivo CAR-T领域

转让方	受让方	交易时间	交易金额（亿美元）	项目	项目类型
Kelonia Therapeutics	礼来制药	2026-04-20	交易总额：70亿美元，首付款：32.5亿美元	KLN-1010	药品，企业
Cellinifinity Bio	宜明细胞生物	2026-03-16	-	CIB-301, CIB-350	药品
晶泰科技	尧唐生物	2026-02-23	-	in vivo CAR-T(晶泰科技)	技术/平台，药品
Orna Therapeutics	礼来制药	2026-02-09	交易总额：24亿美元	ORN-252	药品，企业
Syenex	LeucidBio	2025-12-15	-	LEU-011	药品，技术/平台
Kelonia Therapeutics	强生制药	2025-11-05	-	-	药品，技术/平台
Ginkgo Bioworks	STRM.BIO	2025-10-23	-	In Vivo CAR-T(Ginkgo Bioworks)	药品
National Research Council Canada	ME Therapeutics	2025-10-16	-	In Vivo CAR-T, In Vivo CAR-M	技术/平台，药品
Orbital Therapeutics	百时美施贵宝制药	2025-10-10	交易总额：15亿美元	OTX-201	药品，企业，技术/平台
上海天泽云泰生物	北京沙砾生物	2025-09-02	-	-	技术/平台
Interius BioTherapeutics	Kite Pharma	2025-08-21	交易总额：3.5亿美元	-	企业
楷拓生物	思路迪医药	2025-08-20	-	3D129, 3D128	技术/平台，药品
Capstan Therapeutics	艾伯维生物制药	2025-06-30	交易总额：21亿美元	CPTX2309	药品，企业，技术/平台
EsoBiotec	阿斯利康制药	2025-03-17	交易总额：10亿美元，首付款：4.25亿美元，里程碑付款：5.75亿美元	-	企业，技术/平台
原启生物	Umoja Biopharma	2025-05-08	-	In vivo CAR-T(Umoja Biopharma)	药品
Orna Therapeutics	先博生物	2025-01-15	-	ORN-328	药品

数据来源：Insight、开源证券研究所

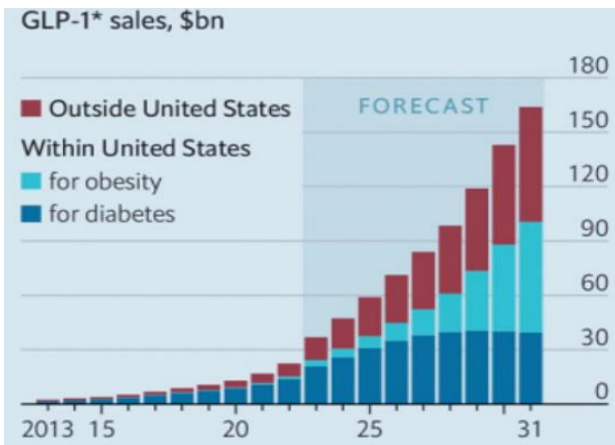
2.8 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（5）减重代谢：GLP-1RA类药物快速放量，MNC加速布局减重降糖赛道

根据Jefferies等平台数据统计，预计2031年GLP-1RA类药物全球销售规模有望超1500亿美元规模，其中减重市场有望迎来快速成长期。根据诺和诺德官网数据，截至2024年底GLP-1RA类药物覆盖全球糖尿病与肥胖患者仅约2000万人，渗透率仍有较大拓展空间；诺和诺德与礼来两大MNC旗下产品患者市占率已接近97%，目前已形成双巨头垄断市场格局。面对如此广大市场，其他MNC正加速布局该赛道，我们预期近几年减重降糖领域将迎来BD黄金窗口期，国内企业相关管线将迎来历史性出海机遇。

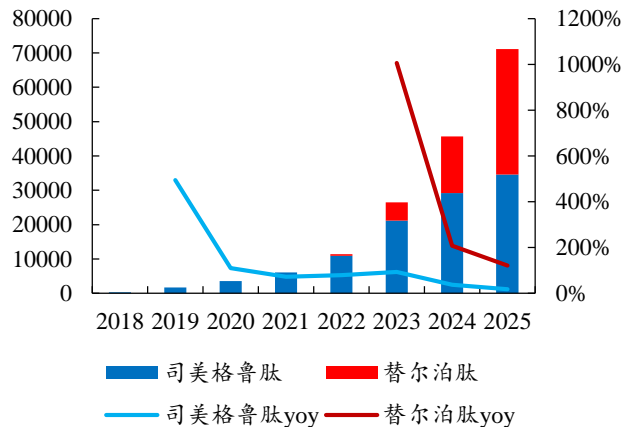
近3年来，以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的GLP-1RA类药物快速放量。2025年，司美格鲁肽全球销售额约346亿美元，同比(+18.12%)；替尔泊肽2025年全球销售额约365亿美元，同比(+121.72%)。2026Q1，礼来的Zepbound（减重版替尔泊肽）收入41.60亿美元(+80%)，和Mounjaro（降糖版替尔泊肽）合计贡献超128亿美元，占2026Q1总营收的65%，撑起了礼来业绩的半壁江山。同时，礼来预计2026年的全年收入指引将从800亿-830亿美元提升至820亿-850亿美元。GLP-1RA类药物正在彻底改变糖尿病与肥胖症的治疗范式，将为整个代谢性疾病领域带来持久的创新动力与市场机遇。

图26：2031年GLP-1RA类药物销售有望超1500亿美元



数据来源：摩熵医药、Jefferies等

图27：诺和诺德与礼来GLP-1R产品正在快速放量



数据来源：礼来官网、诺和诺德官网

2.8 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

(5) 减重代谢：MNC减重布局方向明确，关注国内外优质减重资产

MNC减重布局方向明确，关注国内外优质减重资产。减重代谢现已成为MNC重点布局的领域，随着近几年的授权和并购等交易密集落地，头部MNC已建立起较为完善的管线矩阵，目前口服GLP-1、多靶点GLP-1、Amylin、长效给药、减脂不减肌等已是MNC在减重领域的主要布局方向。头部MNC迅速推进减重管线临床进展，现阶段布局制剂平台已成趋势，而国内优质标的布局减重资产和平台领先，有望达成对外授权交易，持续利好国内创新药及其产业链的快速发展。

表7：MNC减重布局方向明确，关注国内外优质减重资产

受益细分方向	主要逻辑&市场前景	海外映射&催化	推荐标的
产业链	Orforglipron及其产业链的价值量很大，亟需市场充分挖掘，以药明康德、凯莱英等为代表的国内头部CDMO有望充分受益，通过长周期订单增厚业绩。	礼来Orforglipron于2026年4月1日起超预期提前获批	药明康德、凯莱英、海特生物、信达药业、昊帆生物等
口服GLP-1	口服GLP-1类药物具有易于携带、患者依从性高等优势，有超过75%的初始治疗患者更倾向使用每日口服疗法。其中，口服GLP-1小分子激动剂更具成本低、使用场景不受限、无需冷链运输等诸多优势。	礼来Orforglipron于2026年4月1日起超预期提前获批；口服司美多地区获批&快速放量	歌礼制药、联邦制药、博瑞医药、信达生物、硕迪生物等
多靶点GLP-1	多靶点协同是药物有更强的食欲抑制，同时激活多种受体，全方位调控摄食行为；加速胃排空延迟；能量代谢“全开”：整合GIP的脂肪调控与GCG的产热作用。	礼来的瑞他鲁肽多项肥胖III期临床数据即将在2026年披露	联邦制药、乐普医疗、华东医药、信达生物、众生药业等
Amylin	胰淀素（Amylin）由胰腺β细胞分泌并与胰岛素协同释放，抑制肠胃蠕动、延缓胃排空，从而减少食欲，具有口服化、长效化、多靶点联用的优势。	Eloralintide开展多项III期临床；MET-233i完整I/II期数据有望近期读出 AZ的AZD6234多项II期数据预计2026年读出	博瑞医药、九源基因、众生药业、歌礼制药等
长效月度给药	MNC和国内企业通过抗体偶联技术、脂肪酸链修饰技术、皮下储库缓控释技术以及肽钉合技术等布局超长效管线与技术平台，以研发更长效，更具依从性的减肥药物。	Metsera的MET233月度给药数据有望在2026H1读出	甘李药业、歌礼制药、众生药业、信达生物、石药集团、通化东宝等
减脂不减肌（小核酸）	近期小核酸领域BD交易频繁，小核酸药物布局减重适应症主要围绕INHBE和ALK7两个靶点，有望实现高质量长效减重。	Arrowhead与Wave持续数据读出	石药集团、康诺亚、信立泰、信达生物、船望制药、圣因生物等
减脂不减肌（抗体类）	目前GLP-1药物可能会带来不容忽视的肌肉流失等危害，尤其对于老年少肌肥胖患者，ActRII受体(ActRIIA和ActRIIB两种)等抗体类有望在增加减肥效果的同时保留瘦体重不流失。	Bima+Tirzepatide的II期减重数据临床加速推进中	来凯医药、石药集团、宜明昂科等

资料来源：Insight数据库、开源证券研究所

2.9 投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

(1) 小核酸：递送技术由“肝内”向“肝外”突破，商业化大时代即将到来

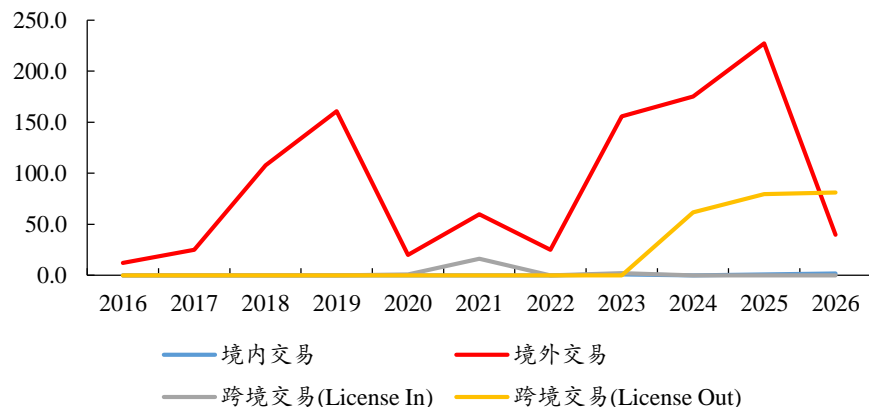
- 2025年以来，小核酸药物赛道热度持续攀升，正经历从“小众罕见病用药”向“主流慢病治疗方案”的历史性跨越。从全球制药巨头的业绩井喷到中国药企密集的海外授权交易，从单一遗传病治疗向高胆固醇血症、肥胖、高血压等万亿级慢病市场的全面渗透。弗若斯特沙利文数据显示，全球小核酸药物市场规模预计将从2024年的52亿美元激增至2029年的206亿美元，年复合增长率高达21.6%，一个属于小核酸的“黄金十年”正在拉开帷幕。
- 小核酸药物的商业化进程正迎来里程碑式突破。全球小核酸龙头Alnylam核心产品Amvuttra（Vutrisiran）2025年销售额达23.14亿美元；与诺华联合开发的Leqvio（Inclisiran）2025年销售11.98亿美元；Ionis同样迎来历史性转折，其首款自主商业化产品Tryngolza（Olezarsen）2025年实现销售收入1.05亿美元，远超市场预期。
- 2024年以来，国内小核酸领域海外授权交易密集落地。例如，2024年瑞博生物与勃林格殷格翰达成总交易额超20亿美元的合作，共同开发NASH/MASH小核酸疗法；2024年船望制药与诺华签署总额近42亿美元的授权协议，刷新国内小核酸领域出海金额纪录；2025年船望制药与诺华深化战略合作，加速心血管疾病新药研发，交易总额超53亿美元；2026年2月，前沿生物与GSK达成近10亿美元合作，授权两款siRNA管线产品的全球权益。这一系列重磅交易标志着中国小核酸研发实力已获国际巨头认可。

表8：小核酸药物销售额TOP 10

序号	商品名	靶点	类别	药企	2024营收 (亿美元)	2025营收 (亿美元)	增长率 (%)
1	Amvuttra	TTR	siRNA	Alnylam	9.71	23.14	138.31
2	Spinraza	SMN	ASO	Ionis/Biogen	15.73	15.47	-1.65
3	Leqvio	PCSK9	siRNA	诺华	7.54	11.98	58.89
4	Exondys 51	DMD	ASO	Sarepta	5.28	5.38	1.89
5	Givlaari	ALAS1	siRNA	Alnylam	2.56	3.08	20.31
6	Amondys 45	DMD	ASO	Sarepta	3.01	2.99	-0.66
7	Wainua	TTR	ASO	Ionis/阿斯利康	0.85	2.12	149.41
8	Oxlumo	HAO1	siRNA	Alnylam	1.67	1.91	14.37
9	Onpattro	TTR	siRNA	Alnylam	2.53	1.73	-31.62
10	Vyondys 53	DMD	ASO	Sarepta	1.37	1.28	-6.57

数据来源：Insight、开源证券研究所

图28：国内企业小核酸管线BD出海乘风而起



数据来源：Insight、开源证券研究所

2.9 创新药投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

（1）小核酸：递送技术由“肝内”向“肝外”突破，商业化大时代即将到来

- 关注大适应症领域数据读出的潜在催化及BD潜力。建议重点关注：
- 代谢领域，重点关注减肥、MASH等。减肥赛道，INHBE和ALK7为重点布局靶点，INHBE主要采用GalNAc技术进行肝靶向递送；ALK7靶点小核酸药物涉及到肝外靶向，技术壁垒相对更高，整体竞争格局有望更好；此外部分靶点如Alnylam布局的ALN-4324（GRB14）需同步关注。MASH赛道，单靶点相对集中在HSD17B13、PNPLA3，此外新靶点及双靶点管线建议重点关注。
- 神经系统领域，重点关注AD等。阿尔茨海默症（AD）是最常见的神经退行性疾病，以进行性认知障碍、记忆衰退为核心临床表现。同时疾病假说多元化，当下海外企业管线布局占据先发优势，靶点较为集中在APP、Tau、APOE方向。我们认为当下可以重点关注AD海外进展催化，如Ionis/渤健制药的BIIB080（Tau，ASO）2期临床、Arrowhead的ARO-MAPT（Tau，siRNA）1/2a期等数据有望2026-2027年陆续读出。同时国内多家公司也在加速突破血脑屏障递送难题，有望深化CNS技术优势实现新突破。
- 血液、肾脏、肺部、心脏、眼科等新领域。
- 推荐标的：前沿生物、悦康药业、石药集团；受益标的：必贝特、瑞博生物-B、福元医药等。

表9：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS（元）				P/E				评级
		（元）	2026/5/6	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	
688221.SH	前沿生物	22.23	-0.72	-0.07	-0.51	-0.57	-31.1	-317.6	-43.6	-39.0	买入
1093.HK	石药集团	8.24	0.30	0.40	0.50	0.50	27.5	20.6	16.5	16.5	买入
688658.SH	悦康药业	20.16	-0.58	-0.12	0.15	0.00	-34.6	-171.1	131.5	-	未评级
688759.SH	必贝特	33.06	-0.34	0.00	0.00	0.00	-96.6	-	-	-	未评级
6938.HK	瑞博生物-B	60.20	-2.11	-1.48	-1.66	-1.89	-28.5	-40.7	-36.3	-31.9	未评级
601089.SH	福元医药	20.85	0.98	1.00	1.08	0.00	21.3	20.8	19.2	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

2.9 创新药投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

（2）分子胶/PROTAC：赛道BD加速，关注BIC品种&差异化靶点/适应症

国内外积极布局分子胶，2026年催化密集。当前，分子胶赛道竞争集中在CRBN/IKZF靶点，适应症集中在血液瘤领域，自免、心血管等适应症有望获得新突破。2026年国内外多个分子胶管线的关键临床数据有望陆续读出，包括海外Monte Rosa的NEK7等，以及国内苑东生物的HP-001等。目前国内CRBN- IKZF1/3赛道主要公司为标新生物、诺诚健华、超阳药业、康朴生物、格博生物、恒瑞医药、中国生物制药等，超阳药业（苑东生物控股）的核心产品HP-001在CRBN结合力、IKZF1降解效率、底物选择性及临床前疗效等方面具有优势，具备潜在BIC潜力。

表10：分子胶/PROTAC赛道BD加速，关注BIC品种&差异化靶点/适应症

转让方	受让方	成分/技术类别	交易时间	交易金额	靶点
格博生物	赛诺菲制药	分子胶降解剂，化药	2026-02-12	其他交易额：30百万美元	WIZ, ZBTB7A
Triana Biomedicines	强生制药	分子胶降解剂	2026-01-06	-	-
达歌生物	默沙东	分子胶降解剂	2025-11-13	-	-
Monte Rosa	诺华制药	AI技术，分子胶降解剂	2025-09-15	交易总额：5700百万美元，首付款：120百万美元	-
Kymera Therapeutics	吉利德制药	分子胶降解剂	2025-06-25	交易总额：750百万美元，首付款：85百万美元	CDK2
Nurix Therapeutics	赛诺菲制药	PROTAC	2025-06-02	首付款：15百万美元，里程碑付款：465百万美元	STAT6
Nurix Therapeutics	赛诺菲制药	AI技术，PROTAC	2025-04-02	里程碑付款：465百万美元	-
Neomorph	艾伯维生物制药	分子胶降解剂	2025-01-23	里程碑付款：1640百万美元	ARNT
和正医药	强生制药	PROTAC	2025-01-10	-	BTK, BTK C481S
Neomorph	渤健制药	分子胶降解剂	2024-10-29	交易总额：1450百万美元	-
Monte Rosa Therapeutics	诺华制药	分子胶降解剂	2024-10-28	首付款：150百万美元，里程碑付款：2100百万美元	VAV1
Triana Biomedicines	辉瑞制药	分子胶降解剂，AI技术	2024-10-15	首付款：49百万美元，里程碑付款：1500百万美元	-
Seed Therapeutics	卫材药业	分子胶降解剂	2024-08-06	交易总额：1500百万美元	-
达歌生物	武田	分子胶降解剂	2024-05-23	交易总额：1200百万美元	-
Arvinas	诺华制药	PROTAC	2024-04-11	首付款：150百万美元，里程碑付款：1010百万美元	AR, AR-V7
Nurix Therapeutics	吉利德制药	PROTAC	2023-03-20	首付款：20百万美元，里程碑付款：425百万美元	IRAK4
Neomorph	诺和诺德制药	分子胶降解剂	2024-02-26	交易总额：1460百万美元	-
Monte Rosa Therapeutics	罗氏制药	分子胶降解剂	2023-10-17	首付款：50百万美元，里程碑付款：2000百万美元	-
Orionis Biosciences	基因泰克	分子胶降解剂	2023-09-20	首付款：47百万美元，里程碑付款：2000百万美元	-
PeptiDream	安斯泰来制药	PROTAC	2023-07-24	首付款：21.35百万美元，里程碑付款：290.41百万美元	-
睿跃生物	安斯泰来制药	PROTAC, DAC	2023-06-15	交易总额：1900百万美元，首付款：35百万美元	KRAS
Proxygen	默沙东制药	分子胶降解剂	2023-04-05	里程碑付款：2550百万美元	-

资料来源：Insight数据库、开源证券研究所

2.9 创新药投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

（2）分子胶/PROTAC：国内外积极布局分子胶，2026年催化密集

分子胶/PROTAC赛道BD加速，关注BIC品种&差异化靶点/适应症。靶向蛋白降解（TPD）突破“16%不可成药蛋白”，商业潜力较大，分子胶作为TPD平台中技术路径之一，通过降解靶蛋白，降低靶蛋白数量以达到疾病抑制效果。2023年来诺华、罗氏、BMS等MNC加速通过引进/收购等方式布局分子胶赛道，多笔交易总额达到20亿美元以上。当前，分子胶赛道靶点集中于CRBN-IKZF1/3，适应症集中于血液瘤领域，我们认为布局BIC品种以及差异化靶点/适应症的公司有望获得大单品&平台溢价的能力。

表11：国内外积极布局分子胶，2026年催化密集

公司	重要管线	E3连接酶	靶向蛋白	临床阶段	公示时间	完成时间（预计）	疾病	2026年内催化/备注
BMS	Mezigdomide	CRBN	IKZF1/3	III期临床	2022/9/23	2029/7/25	多发性骨髓瘤	单药；招募完成（606人）
	BMS-986470	CRBN	WIZ/ZBTB7A	I/II期临床	2024/7/1	2027/11/16	镰状细胞病	
Monte Rosa	MRT-6160	CRBN	VAV1	I期	2024/9/19	2025/4/10	自身免疫性疾病	2026预计启动2期临床
	MRT-8102	CRBN	NEK7	I期	2025/8/12	2026/3/1	炎症、心血管风险	1期完整临床数据披露；2期临床启动
	MRT-2359	CRBN	GSPT1	I/II期	2022/9/19	2027/11/1	HR+乳腺癌、前列腺癌	患者招募完成；单臂试验
苑东生物	HP-001	CRBN	IKZF1/IKZF3	I/II期	2025-10-11	—	多发性骨髓瘤	1b期、2期临床预计于2026Q3完成入组
	HP-003	CRBN	VAV1	临床前	—	—	自身免疫性疾病	预计2026年内递交IND
诺诚健华	ICP-490	CRBN	IKZF1/IKZF3	I/II期	2025/2/25	2028/12/1	非霍奇金淋巴瘤	单臂试验
	ICP-538	CRBN	VAV1	I期	2026/2/26	2026/9/1	自身免疫性疾病	1期完整数据披露
格博生物	GLB-002	CRBN	IKZF1/IKZF3	I期临床	2023/11/22	2027/2/28	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	1期完整数据披露
	GLB-005	CRBN	WIZ	临床前	—	—	镰状细胞病	赛诺菲对格博生物进行3000万美元战略股权投资（GLB-005&GLB-007），推进镰状细胞病分子胶降解剂开发
	GLB-007	CRBN	WIZ/ZBTB7A	临床前	—	—	镰状细胞病	

资料来源：各公司官网、Insight数据库、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 **CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上**
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

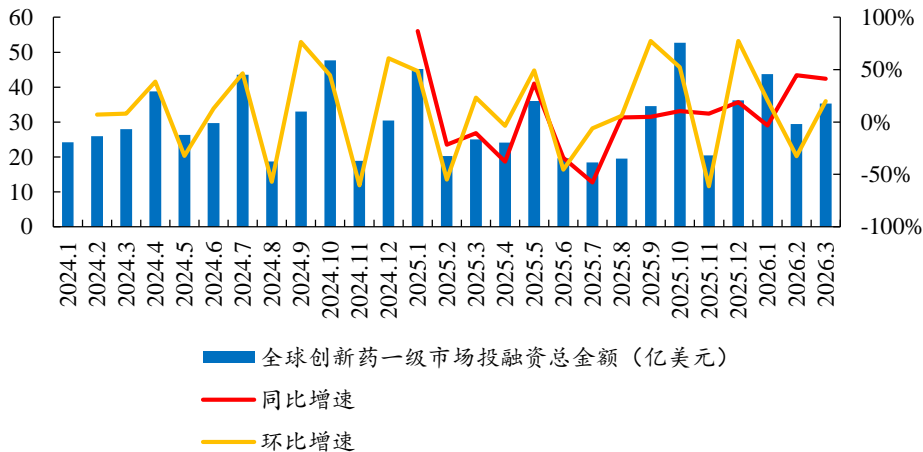
- **CXO行业整体发展趋势：**2018-2022年，CXO行业经历快速成长期，国内新药研发景气度高涨，疫情和P药加速行业逻辑兑现；2023-2024年，受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮、美国生物安全法案扰动等因素影响，CXO行业业绩阶段性承压。2025年以来，随着美联储降息周期开启、海外生物医药投融资回暖、国内创新药融资大幅增长及政策端全链条支持创新药发展，CXO行业进入新一轮上行周期。以药明康德、康龙化成、凯莱英为代表的头部CXO企业2025年全年业绩逐季改善，订单端全面回暖，2026Q1趋势得到延续，行业将从“复苏确认”迈入“加速增长”阶段。
- **2026Q1全球医疗健康投融资回暖趋势延续，国内升温明显：**需求端看，2025年全球投融资环境逐渐回暖，2025年下半年开始回暖趋势明显，2026Q1趋势得到延续；全球top30药企研发投入总和整体稳健增长。国内方面，2025Q2以来国内医疗健康领域投融资升温明显，2026年有望延续，同时BD交易总金额不断创下新高，国内创新药资产全球认可度持续提升。从经营上看，平台型CXO/头部CDMO订单、收入同比双增；临床前CRO签单加速回暖，临床CRO供需结构持续改善；减重、ADC/XDC、口服GLP-1小分子、小核酸产业链有望持续高景气。
- **重点关注CXO细分领域结构性机会：**（1）**头部CXO企业：**边际回暖明显，多家平台型CXO与头部CDMO公司上调全年业绩指引，夯实公司全年增长信心；（2）**临床前与临床CRO：**以昭衍新药、益诺思为代表的临床前CRO企业已到阶段性拐点，2025&2026Q1签单持续超预期；同时，以泰格医药、普蕊斯为代表的临床CRO企业2025年业绩与签单均维持稳健增长，产能出清将持续进行，市场需求将进一步向头部企业聚焦。（3）**高景气赛道：**减重、XDC、口服GLP-1小分子、小核酸产业链下游需求强劲，以药明康德、药明合联、凯莱英等为代表的公司业绩有望加速增长。
- **推荐标的及思路：**当前阶段享受海外逐步恢复，国内企稳回升，关注板块性机会：药明康德（2026年业绩指引有望上调，小分子D&M业务强劲增长）、药明生物（行业逐步复苏，估值处于低位）、药明合联（在手订单强劲增长，持续赋能全球客户）、康龙化成（新签订单快速增长，CDMO商业化放量加速）、凯莱英（盈利能力持续改善，新兴业务快速增长，多肽产能释放）、益诺思（签单强劲增长，国资赋能的安评龙头）、昭衍新药（签单超预期，实验猴供需持续偏紧）、泰格医药（在手订单充足，新签订单量价齐升）等。

3.1.1 2025年全球医疗健康投融资回暖趋势明显，MNC研发投入稳健增长

● 全球创新药一级市场投融资回暖明显，MNC研发投入整体稳健增长

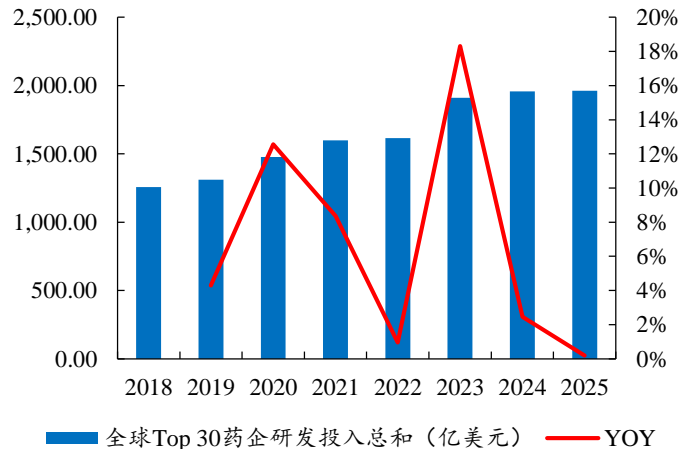
2025年下半年开始，随着全球投融资环境逐渐回暖，全球创新药一级市场投融资总额整体增长。根据医药魔方数据显示，2025Q4全球创新药一级市场投融资额合计约109.3亿美元，同比增长约12.68%，环比Q2增长50.76%；2026Q1回暖趋势延续，全球创新药一级市场投融资额合计约108.4亿美元，同比增长约19.78%。全球Top 30药企研发投入整体稳健增长，2025年研发投入总和约1962.27亿美元，同比增长0.18%。以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO及部分上游企业率先迎来复苏。

图29：2025年全球医疗健康领域投融资环境逐渐回暖



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图30：2025年MNC研发投入总和稳健增长



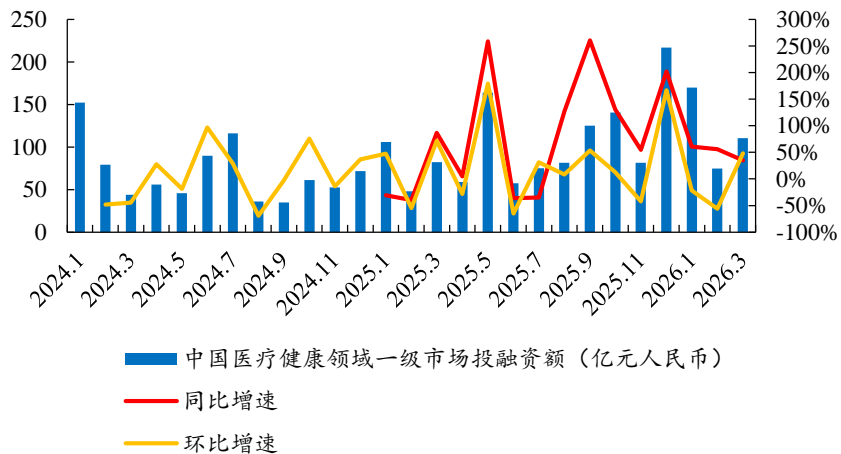
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.1 2025&2026Q1国内投融资回温明显，BD交易总金额屡创新高

● 国内医疗健康领域投融资升温明显，以国内业务为主的临床前/临床CRO需求端看到明显复苏信号

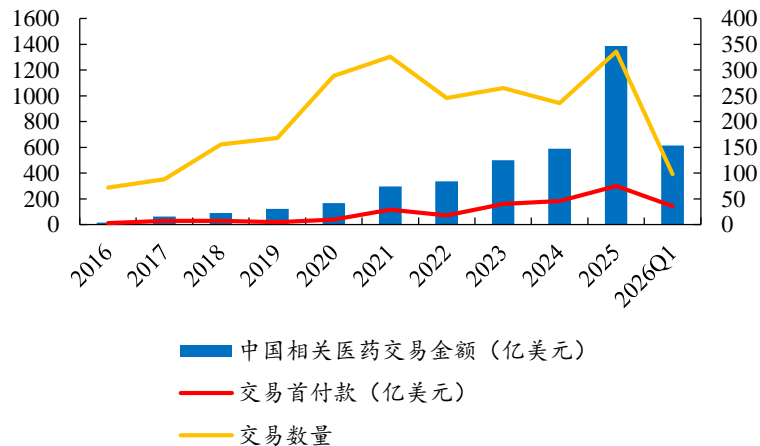
2025Q2以来国内医疗健康领域投融资升温明显，2026年有望延续。根据医药魔方数据，2025年中国医疗健康领域一级市场投融资额合计约1235.3亿元，同比增长约47.31%；其中2025Q4投融资升温明显，融资额合计约438.6亿元，同比增长136.83%，环比增长55.92%；2026Q1延续趋势，融资额合计约354.6亿元，同比增长50.51%。BD交易方面，2025年中国相关医药交易总金额达创纪录的1388亿美元，而2026Q1更是达到614亿美元，已接近2025年全年的一半，国内创新药企业资产受到全球认可，也为其提供了良好的退出以及资金回笼渠道。我们预期国内投融资将进一步延续回暖，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端已迎来明确的拐点。

图31：2025Q2以来国内医疗健康领域一级市场投融资升温明显，2026年有望延续



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图32：中国医药相关交易总金额增长迅猛，2025年交易额创下新高，2026Q1接近2025年一半



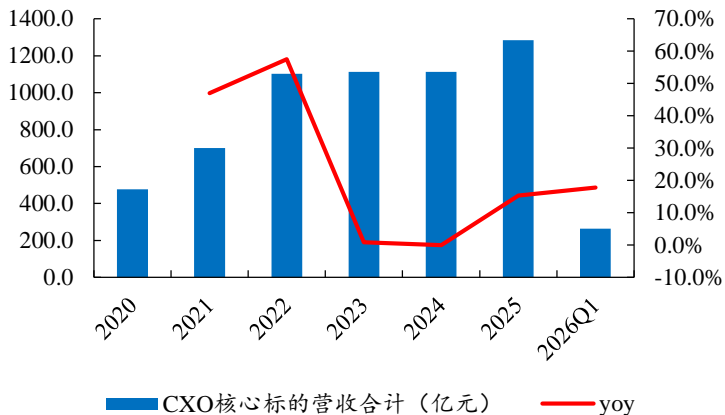
数据来源：医药魔方、开源证券研究所

3.1.2 CXO板块：2025年业绩已触底反弹，2026年第一季度延续改善趋势

● 2025年医药外包行业业绩已触底反弹，2026年第一季度延续改善趋势

回顾2018-2026Q1业绩，医药外包行业经历快速成长后期阶段性回落，目前已触底反弹并持续改善：受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2023、2024年CXO行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。2025年以来，CXO板块业绩回暖趋势明显，2025年CXO行业24家核心标的总营收约1283.7亿元，同比增长约15.4%；归母净利润约315.0亿元，同比大幅增长约76.0%。2026年第一季度，业绩修复趋势得以延续，CXO行业24家核心标的总营收约264.0亿元，同比增长约17.8%；归母净利润约62.9亿元，同比增长约21.2%。以药明康德、康龙化成为代表的头部CXO企业2026Q1业绩同环比均快速增长。

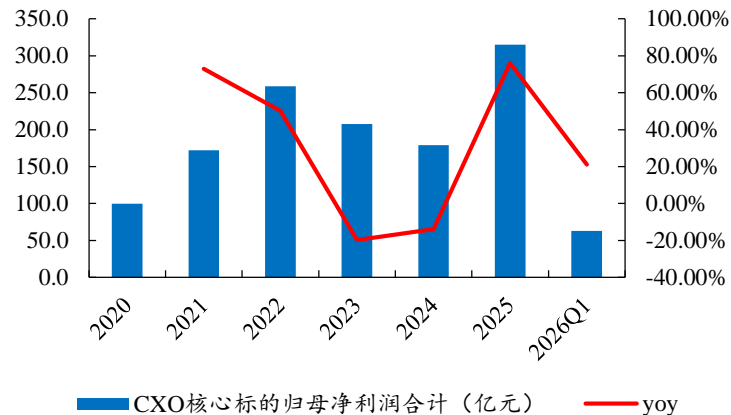
图33：2025年CXO核心标的营收同比稳健增长，2026Q1加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：选取了CXO行业内24家核心标的（具体标的见附表）营收数据；
2026Q1业绩不包括药明生物与药明合联数据

图34：2025年CXO核心标的归母净利润同比大幅提升，2026Q1同比稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：选取了CXO行业内24家核心标的（具体标的见附表）营收数据；
2026Q1业绩不包括药明生物与药明合联数据

3.1.3 强者恒强，药明康德引领板块增长

随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO公司的经营业绩逐步见底回升，当前位置，我们建议继续加大布局CXO板块。细分方向上，我们推荐持续估值较同行更低的平台化头部公司、受益于国内需求回暖的临床前CRO/临床CRO、高景气的减重、ADC/XDC、口服GLP-1小分子、小核酸产业链相关标的。

从细分领域看：（1）头部CXO企业：海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO，自2025年起业绩环比持续改善，2025&2026Q1 订单整体稳健增长，当前位置重点推荐。

（2）高景气赛道：减重、ADC/XDC、口服GLP-1小分子、小核酸产业链。下游需求强劲，以药明康德、凯莱英、药明合联等为代表的公司业绩持续增长。

表12：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽、口服GLP-1小分子产业链等细分赛道高景气成长

类型	股票代码	标的	2025年营收 (百万元)	yoy	2025年归母净利润 (百万元)	yoy	2026Q1营收 (百万元)	yoy	2026Q1归母净利润 (百万元)	yoy	订单情况
平台型	603259.SH	药明康德	45,456.17	15.84%	19150.58	102.65%	12435.78	28.81%	4651.52	26.68%	截至2026年3月末，公司持续经营业务在手订单597.7亿元，同比增长23.6%
	2269.HK	药明生物	21,790.02	16.68%	4908.34	46.25%					截至2025年底，公司未完成订单总额达237.2亿美元，同比+28.3%，其中未完成服务订单114.8亿美元，同比+9.4%，未完成潜在里程碑付款订单122.4亿美元，同比+53.0%
	2268.HK	药明合联	5,944.25	46.69%	1480.50	38.41%					截至2025年底，公司未完成订单金额约15亿美元，同比增长50.3%；新签合同价值同比增长41%至13.3亿美元
	300759.SZ	康龙化成	14,095.08	14.82%	1663.90	-7.22%	3578.42	15.48%	335.36	9.75%	2026Q1公司新签订单同比增长超过30%，其中实验室服务板块新签订单同比增长超过20%，CMC（小分子CDMO）服务板块新签订单同比增长超过50%，订单增速较2025年全年（+14%）大幅提升
CDMO	002821.SZ	凯莱英	6,670.18	14.91%	1132.57	19.35%	1801.85	16.91%	304.32	-6.82%	截至2026年3月底，公司在手订单总额达13.85亿美元，同比+31.65%
	300363.SZ	博腾股份	3,419.83	13.54%	96.34	133.48%	886.04	10.59%	27.87	750.41%	2025年公司小分子制剂业务新签订单约1.34亿元，细胞与基因治疗业务新签订单1.89亿元，新分子业务新签订单7875万元；2026Q1，公司新分子业务新签订单约5700万元，同比增长约66%
	300725.SZ	药石科技	1,974.48	16.93%	183.74	-16.31%	508.03	11.65%	48.89	36.59%	2026Q1，公司在手订单金额增长超过20%
	688131.SH	皓元医药	2,876.90	26.73%	239.81	18.96%	728.65	20.21%	67.84	8.75%	2025年公司原料药和中间体、制剂业务在手订单金额6.7亿元，较上年末增长30.5%
	603456.SH	九洲药业	5,508.60	6.74%	730.07	20.46%	1200.66	-19.43%	172.08	-31.22%	2025年来自全球大型制药公司的订单和项目稳步增长
	301509.SZ	金凯生科	639.37	28.64%	104.81	171.46%	148.11	-16.01%	16.64	-64.90%	
多肽产业链	688117.SH	圣诺生物	741.46	62.57%	157.92	215.70%	244.29	32.52%	66.36	40.84%	
	688076.SH	诺泰生物	1,942.80	19.57%	332.42	-17.80%	552.98	-2.2%	129.46	-15.17%	
	300199.SZ	翰宇药业	966.35	63.73%	36.57	121.06%	299.15	-3.49%	127.81	82.94%	2025年公司原料药订单大幅攀升；2026年1月，公司与某客户签署《销售订单》，约定其向公司采购GLP-1原料药，合同总金额为人民币1.8亿元

3.1.3 临床前CRO签单超预期，国内迎来全面复苏

(3) **临床前与临床CRO**：随着国内新药研发需求逐渐回暖，以昭衍新药、益诺思、美迪西为代表的临床前CRO企业业绩已到明确拐点，2025&2026Q1签单持续超预期，有望逐步反映至报表端。同时，以泰格医药、普蕊斯为代表的临床CRO企业2025年业绩与签单均维持稳健增长，随着药明康德宣布出售旗下临床CRO子公司药明津石，我们预期临床CRO产能出清将持续进行，市场需求将进一步向头部企业聚焦，当前位置重点推荐临床前CRO与临床CRO企业。

表13：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽、口服GLP-1小分子产业链等细分赛道高景气成长（续表）

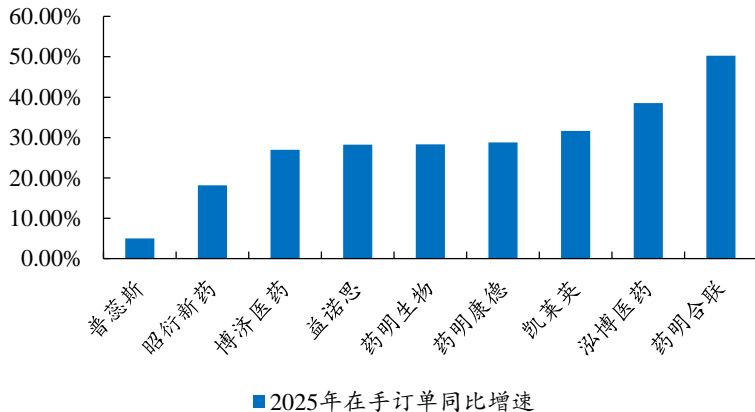
类型	股票代码	标的	2025年营收 (百万元)	yoy	2025年归母净利润 (百万元)	yoy	2026Q1营收 (百万元)	yoy	2026Q1归母净利润 (百万元)	yoy	订单情况
临床前CRO	688202.SH	美迪西	1,163.06	12.08%	-167.83	49.27%	364.64	36.52%	15.62	207.35%	2025年公司新签订单金额 16.10 亿元，同比上涨 47.01%；其中，境外新签订单金额同比增长 59.96%，公司的品牌辨识度与国际竞争力持续提升；2026Q1公司订单及业务实现强劲增长
	603127.SH	昭衍新药	1,657.62	-17.87%	297.84	302.08%	316.14	10.02%	238.36	479.67%	签单强劲增长，2026Q1公司新签订单金额约为人民币 9.1 亿元，同比增长 111.6%；截至2026Q1，公司在手订单金额累计约人民币 31 亿元，同比增长 40.9%
	301230.SZ	泓博医药	688.35	26.43%	34.29	100.75%	172.29	1.69%	23.78	98.59%	截至2025年底，公司在手订单金额达4.3亿元，同比增长38.5%
	688710.SH	益诺思	811.33	-28.94%	-30.52	-120.65%	210.08	0.43%	12.21	121.23%	公司2026年第一季度新签订单金额同比实现大幅上升，2026年第一季度公司新签合同总额7.29亿元，同比增长198.79%，环比增长106.99%；截至报告期末公司在手订单金额17.52亿元，较2025年末增长40.38%
	300149.SZ	睿智医药	1134.72	16.96%	13.41	105.92%	266.69	2.08%	-18.16	-373.36%	2025年公司新模式业务订单占总体订单规模比重由上年同期10.03%提升至17.31%
	300347.SZ	泰格医药	6,832.80	3.48%	887.89	119.15%	1801.47	15.17%	49.04	-70.36%	2025年公司净新增合同金额达101.58亿元，同比增长20.6%，累计待执行合同金额达182.01亿元，同比增长15.4%
临床CRO	301333.SZ	诺思格	851.01	14.38%	136.90	-2.37%	218.09	26.18%	22.83	-12.46%	
	301257.SZ	普蕊斯	842.50	4.82%	109.64	3.01%	194.03	9.95%	12.02	61.80%	2025年公司新签不含税合同金额11.32亿元，同比增加13.20%，公司存量不含税合同金额为19.82亿元，同比增长4.96%；2026年第一季度的询单金额、新签订单金额同比实现较快增长
	300404.SZ	博济医药	868.64	17.06%	30.49	5.97%	220.16	58.54%	16.46	322.01%	2025年公司新增业务合同金额约16.50亿元，同比增长约8.90%，公司在执行的合同尚未确认收入的金额约34.08亿元；2026Q1公司新增业务合同金额约4.30亿元，同比增长约74.36%
其他	688621.SH	阳光诺和	1,222.25	13.33%	203.9	14.91%	197.10	-14.62%	20.63	-30.25%	2025年公司新签订单20.20亿元，同比增长13.10%
	688238.SH	和元生物	267.70	7.88%	-235.1	26.96%	50.54	-4.37%	-53.08	10.75%	2025年公司新增CDMO业务订单超过1.3亿元，2026Q1公司新增CDMO订单超过5600万元

3.1.4 平台型CXO/头部CDMO企业在手订单增长良好，板块整体向上

2025年，平台型CXO/头部CDMO企业在手订单增长良好。截至2025年末，药明康德在手订单达580亿元，同比增长28.8%；药明联合未完成订单金额约15亿美元，同比增长50.3%；药明生物未完成订单达237亿美元，同比增长28.3%；凯莱英在手订单达13.85亿美元，同比增长31.7%。

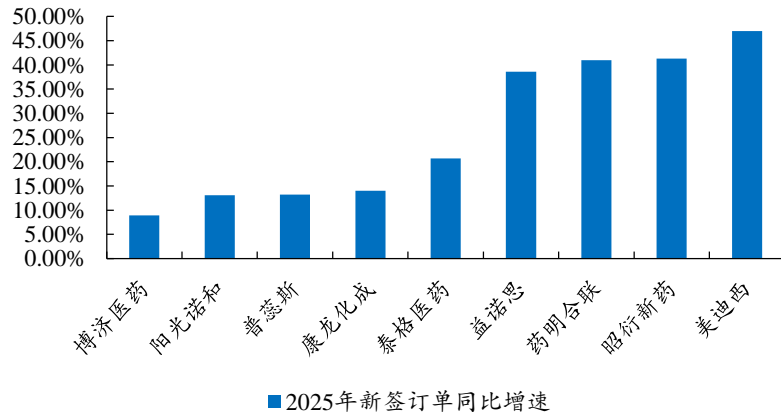
从新签订单角度看，海外业务占比较高的企业&临床前CRO企业接单情况整体较好。2025年，美迪西、昭衍新药、益诺思等临床前CRO接单同比大幅增长，体现板块复苏趋势；药明联合新签订单同比增长41%至13.3亿美元；泰格医药新签订单金额达101.6亿元，同比增长20.67%。

图35：2025年平台型CXO/头部CDMO企业在手订单增长良好



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图36：2025年海外业务占比高的企业&临床前CRO新签订单快速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3.1.5 2025&2026Q1多家临床前CRO签单超预期，有望逐步反映至报表端

从多家临床前CRO企业披露的订单及经营情况来看，行业处于明显回暖态势。2025年，美迪西全年新签订单约16亿元，同比增长约45%。2026年第一季度，昭衍新药新签订单9.1亿元，同比增长111.6%，在手订单达31亿元，同比增长40.9%；益诺思新签订单7.29亿元，同比增长198.79%，环比增长106.99%，在手订单达17.52亿元，同比2025年末增长40.38%；奥浦迈全资子公司澎立生物新签订单金额约为1.25亿元，相较上年同期增加61.76%。整体来看，**2025&2026Q1临床前CRO新签及在手订单均实现加速增长。**

从实验猴的价格走势来看，2025年下半年开始，食蟹猴价格开始加速上涨，临床前研究关键物料供需紧俏。根据中国政府采购网公开的招标投标信息，2026年3月的实验猴采购单价已经超过了13万元/只，相比于2025年中的约9万元/只，上涨幅度明显，2026年实验猴供需仍偏紧，预计价格上涨趋势将持续。

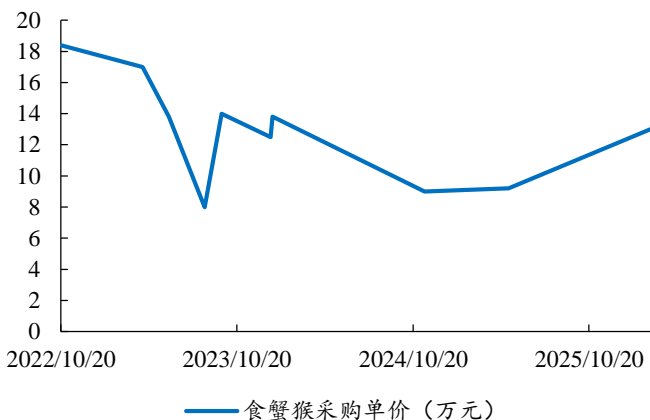
随着国内创新药产业逐步向好，需求端有望延续强劲态势，叠加临床前试验关键物料等价格上涨，新签订单迎来量价齐升，签单增速有望继续加速，并在逐步反映至报表端。

表14：国内临床前CRO企业2025&2026Q1签单金额快速增长

公司	2025年签单情况	2026Q1签单情况
昭衍新药	截至2025年底，公司整体在手订单金额约为人民币 26亿元 ， 同比增长18.2% ；新签订单金额约为人民币 26亿元 ， 同比增长41.3%	签单强劲增长，2026Q1公司新签订单金额约为人民币 9.1亿元 ， 同比增长111.6% ；截至2026Q1，公司在手订单金额累计约人民币 31亿元 ， 同比增长40.9%
益诺思	2025年度，公司全年新签订单金额为人民币 11.35亿元 ， 同比上涨38.62% ，其中海外市场新签订单金额为人民币7477.22万元；截至2025年末，公司在手订单金额达人民币 12.48亿元 ， 较2024年末增长28.23%	公司2026年第一季度公司新签合同总额 7.29亿元 ， 同比增长198.79% ， 环比增长106.99% ；截至报告期末公司在手订单金额 17.52亿元 ， 较2025年末增长40.38% ，为公司后续经营业绩稳步回升、盈利水平持续改善提供了强劲支撑
美迪西	2025年公司新签订单金额 16.10亿元 ， 同比上涨47.01% ；其中，境外新签订单金额同比增长59.96%，公司的品牌辨识度与国际竞争力持续提升	2026Q1公司订单及业务实现 强劲增长
澎立生物	截至2025年10月底，澎立生物在手订单金额 2.52亿元 ，较上年同期同比增长37.68%	2026Q1，澎立生物核心业务（药物临床前CRO）新签订单金额约为 1.25亿元 ， 同比增长61.76% ，强劲的新签订单势头为澎立生物未来业务发展奠定了坚实基础

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图37：实验用食蟹猴价格已快速上涨至超13万元/只



数据来源：中国政府采购网、开源证券研究所

3.1.6 中国临床CRO行业进入“复苏+稳健增长”新阶段，供需结构持续改善

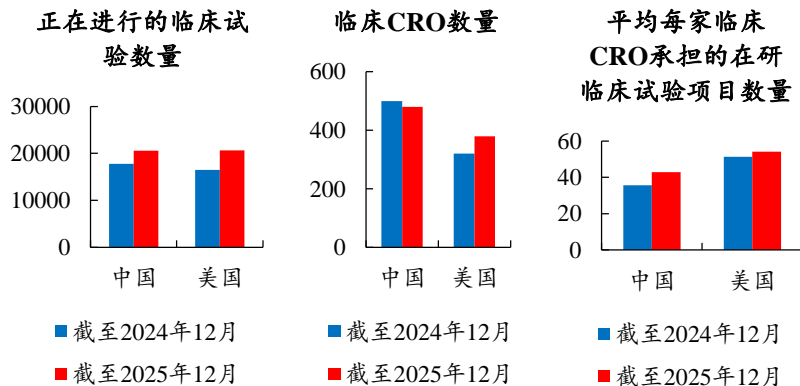
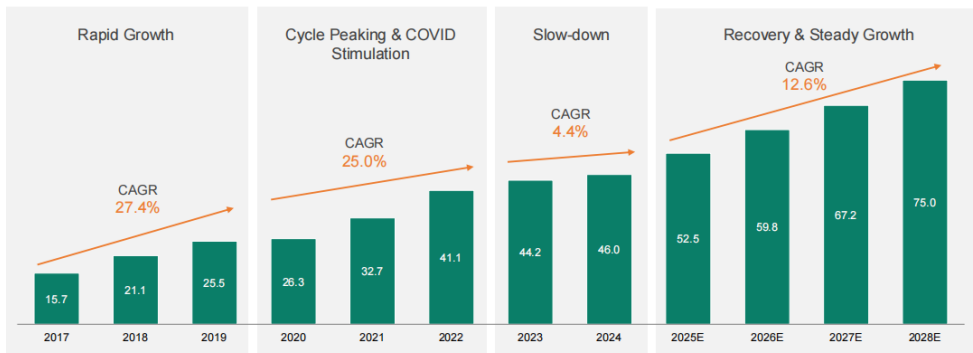
中国创新药产业在过去十余年中实现了跨越式升级。从2015年以前以“离岸外包服务”为主，逐步演进为“全球创新药资产贡献者”。在这一进程中，作为创新赋能者的中国临床CRO行业，先后经历了2017-2019年的成长期与2020-2022年的高速扩张期，并在2023-2024年伴随市场理性回归进入阶段性发展放缓。根据弗若斯特沙利文预测，行业在2025-28年将进入“复苏&稳健增长”新阶段，年复合增长率（CAGR）预计超过12%，市场规模预计在2028年超过750亿人民币。

行业供需结构持续改善，产能过剩压力趋缓。需求端，中美正在进行的临床试验数量均在不断增加，而供给端中国临床CRO的出清仍在继续，国内市场份额有望进一步向头部集中。截至2025年12月，中国平均每家临床CRO承担的在研临床试验项目数量同比增加20.6%，达到42.9个，虽然仍低于美国的54.1个，但差距正在缩小，且增幅为20.6%高于后者的5.6%。产能过剩的边际缓解趋势已较为明确，行业供给端出清推进、集中度有望持续提升。

图38：中国临床CRO市场将进入复苏&稳定增长新阶段

图39：中国平均每家临床CRO承担的在研临床试验项目数量增长快于美国

China Clinical CRO Market Size Billion RMB



资料来源：泰格医药公众号

数据来源：泰格医药公众号、开源证券研究所

3.1.6 中国临床CRO行业进入“复苏+稳健增长”新阶段，供需结构持续改善

根据弗若斯特沙利文报告显示，泰格医药连续数年在 中国临床CRO 市场份额中排名第一。在 2019-2024 年间，泰格医药历年新增订单的年复合增长率为 14.8%，高于中国临床CRO 市场规模 12.5% 的复合增幅。我们认为，在行业供给端出清、资源向头部集中趋势延续的背景下，头部CRO 在订单获取和项目结构上的相对优势有望进一步放大。订单价格（国内临床试验平均单价）也在经历了 2022-2023 年的波动之后，于 2024-2025 年逐步企稳，体现出了良好的业务延续性和韧性。

泰格医药 2025 年新签订单的平均单价已经企稳，并有望在 2026 年重回增长态势。公司 2025 年净新增订单金额达 101.6 亿元，同比增长 20.67%，累计待执行合同金额达 182.0 亿元，同比增长 15.34%。经历 2023 年订单缩减及 2024 年小幅回升后，2025 年公司签单动能显著增强，显示公司业务以及行业景气度的持续修复。

泰格医药未来战略围绕夯实核心临床服务护城河、加快全球化布局与把握行业整合机会展开，公司与英矽智能、阿里云、三生制药等展开合作，完成对日本 CRO 公司 Micron 的收购，子公司方达医药完成对观合医药的战略收购，全方位强化自身能力，有望进一步巩固其在复杂项目与全球临床服务中的竞争优势。

图40：国内临床试验平均单价于2024-2025年逐步企稳

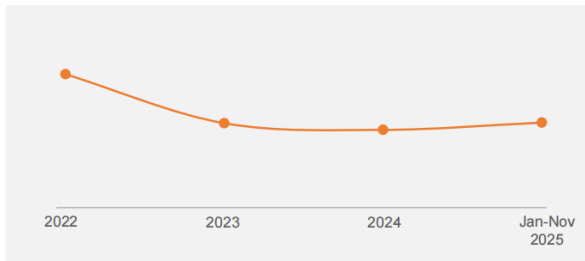


图41：公司签单持续修复，后续有望逐步反映至报表端

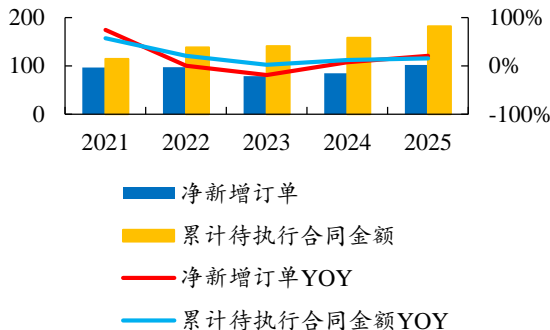


图42：公司与英矽智能、三生制药等展开合作，完成对Micron的收购



资料来源：泰格医药公众号

数据来源：公司公告、开源证券研究所

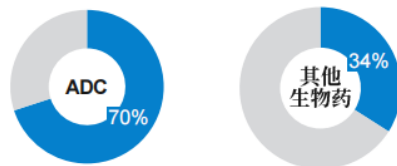
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.1 ADC/XDC产业链：赛道持续高景气，龙头外包服务商进入快速成长期

● ADC/XDC赛道高景气发展，药明联合订单与项目数量均快速增加保障未来高增长，CDMO企业纷纷布局

全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目。ADC药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面一系列跨学科的能力，而大多数生物制药公司不具备相关的技术平台，因此ADC药物的生产外包率显著高于其他生物药。药明联合给出ADC/XDC CDMO行业5年25%的CAGR，公司的客户与未完成订单总量快速增长；药明生物2025年209个新签项目的2/3是双抗和抗体偶联药物；凯莱英2025年助力首个ADC BLA 后期项目海外成功授权，奉贤一期商业化ADC车间预计2026年第二季度交付，持续扩充ADC商业化产能；皓元医药已有16个与ADC药物相关的小分子产品完成了美国FDAsec-DMF备案，参与5个BLA申报；博腾股份2025年获得海外双载荷（Dual-Payload）ADC IND整包项目订单。ADC/XDC赛道有望持续保持高景气发展。

图43：ADC生产外包率高，药明联合给出5年CAGR 25.6%的行业增长指引

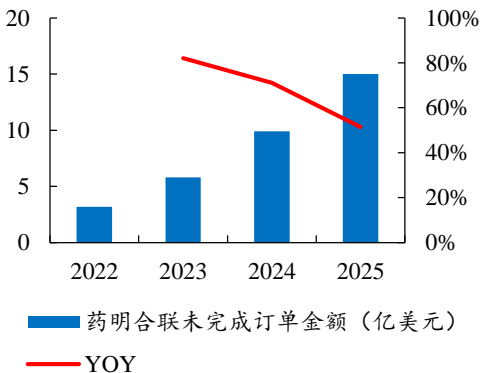


2025
“一站式”端到端服务
持续增强

年均复合增长率 30-35%⁽¹⁾
行业平均水平 ~25.6%⁽²⁾

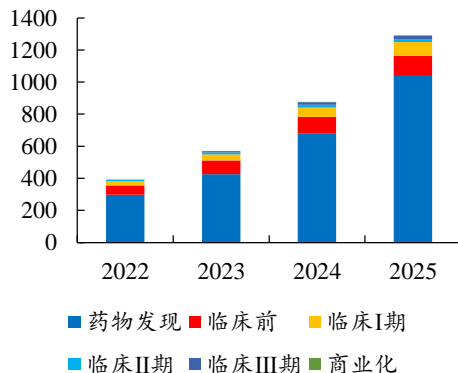
2030
夯实行业领导地位
实现公司愿景

图44：2025年药明联合未完成订单稳健增长（亿美元）



数据来源：药明联合公告、开源证券研究所

图45：2022-2025药明联合项目数量稳健增长（个）



数据来源：药明联合公告、开源证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan、药明联合演示材料

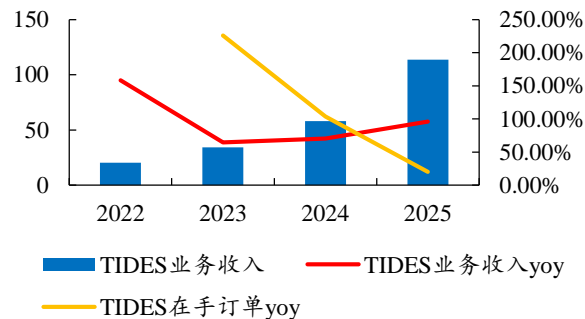
3.2.2 减重产业链：下游需求快速释放，赛道龙头成长空间较大

● 下游需求快速释放催化多肽产业链蓬勃发展，赛道龙头成长空间较大

随着下游以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1多肽药物快速放量，多肽产业链迎来黄金发展期。2025年替尔泊肽销售额达365亿美元，问鼎全球药王，2026Q1继续强势增长，Mounjaro（降糖版替尔泊肽）收入86.62亿美元（同比+125%），Zepbound（减重版替尔泊肽）收入41.60亿美元（同比+80%），GLP-1药物热度不减，需求仍然较大。

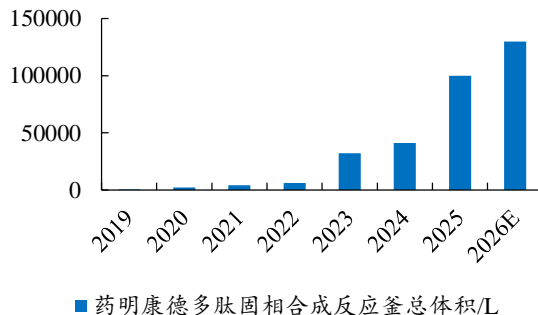
以药明康德、凯莱英等为代表的头部CXO企业快速布局多肽领域。2025年药明康德TIDES业务实现营收113.7亿元，同比增长96.0%，在手订单同比增长20.2%，公司预计2026全年TIDES业务收入将实现~40%增长，同时药明康德持续推进多肽产能建设；2024年末，药明康德多肽固相合成反应釜总体积已增加至41000L，2025年9月公司提前完成泰兴多肽产能建设，多肽固相合成反应釜总体积已提升至超100000L，预计2026年提升至超130000L。凯莱英2025年服务处于临床阶段的多肽药物52个，其中减重相关领域项目19个，有8个处于临床后期，预计2026年多肽业务验证批阶段（PPQ）项目有4个，且公司多肽固相反应合成总产能已达45000L，预计2026年底将进一步增至69000L，以满足在手订单未来产能需求。多肽产业链的产能紧张仍将持续，赛道龙头拥有较大的成长空间。

图46：2022年起药明康德TIDES业务迎来快速增长（亿元）



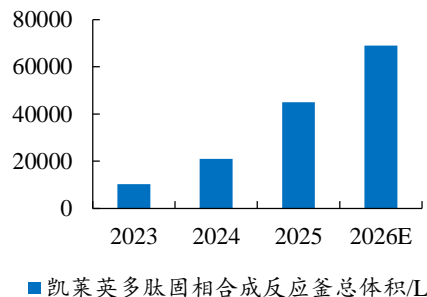
数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图47：药明康德持续推进多肽产能建设



数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图48：凯莱英持续推进多肽产能建设



数据来源：凯莱英公告、开源证券研究所

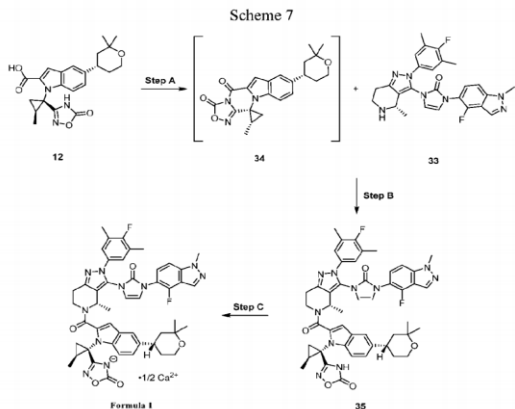
- 首个小分子口服GLP-1RA药物上市，口服GLP-1均有合成路线长/工艺难度大的特点，产业链内相关公司有望长期受益

2026年4月1日，FDA正式批准礼来公司Foundayo™（Orforglipron）用于减重适应症，这是全球首个获批的小分子口服GLP-1受体激动剂。2026年2月26日公布的ACHIEVE-3研究已奠定其优势地位——在头对头对比口服司美格鲁肽的试验中，Orforglipron在主要终点及所有关键次要终点上均优于口服司美格鲁肽，在降低A1C和体重改善方面取得显著提升。作为小分子药物，Orforglipron服用时无饮食饮水限制，且具备室温稳定性。

小分子GLP-1激动剂的开发难度显著高于传统GPCR靶点药物。Orforglipron的成功突破为该领域提供了关键结构模板，其分子量达到882.96，结构复杂。据礼来专利披露，从起始物料到原料药合成共需约28步反应，部分关键中间体需要在-40℃低温条件或80-100℃高温条件下长时间反应，对工艺控制及规模化生产能力要求较高。

当前多数在研口服小分子GLP-1管线，如诚益生物和阿斯利康开发的ECC5004/AZD5004、硕迪生物的GSBR-1290、歌礼制药的ASC30、药友制药和辉瑞开发的YP05002等，均在Orforglipron核心结构基础上进行结构改造和优化，整体分子结构呈现较高相似度，合成复杂度亦普遍较高，相关CDMO与中间体企业的技术壁垒与价值量有望显著提升。

图49: Orforglipron经过28步反应合成最终原料药



资料来源：礼来专利

表15: 在Orforglipron取得突破之后，其他企业先后布局相关在研管线

公司	药物名称	代号	适应症	剂型	研发阶段	备注
Eli Lilly	Orforglipron	LY3502970	肥胖或超重	片剂	2026年4月减重适应症美国获批	获得FDA“局长国家优先券”，加速审评流程
诚益生物/AstraZeneca	Elecoglipron	ECC5004/AZD5004	肥胖、超重、2型糖尿病	薄膜包衣片	2025年12月AstraZeneca完成II期研究	2023年11月诚益生物与AZ达成合作，总交易额20.1亿美元
硕迪生物	Aleniglipron	GSBR-1290	肥胖、超重、2型糖尿病	胶囊/片剂	2025年12月公布IIIb期积极数据	—
歌礼	ASC30	ASC30	肥胖、超重	片剂/注射剂	2025年12月公布II期积极数据	减重维持制剂为超长效皮下储库型制剂
药友制药/Pfizer	YP05002	PF-08642534	肥胖、超重、2型糖尿病	片剂/胶囊	2025年7月澳大利亚I期临床	2025年12月复星医药与Pfizer达成合作，总交易额20.85亿美元

数据来源：各公司官网、FDA、开源证券研究所

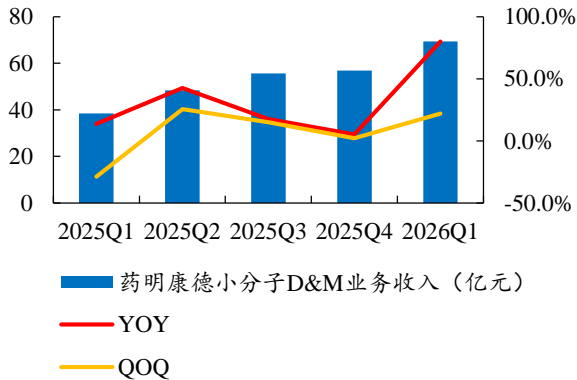
- 首个小分子口服GLP-1RA药物上市，口服GLP-1均有合成路线长/工艺难度大的特点，产业链内相关公司有望长期受益

受礼来备货影响，药明康德小分子CDMO收入逐季加速。随着Orforglipron上市，国内产业链配套能力正逐步显现，NMPA官网已可查询到合全药业生产Orforglipron的相关备案信息。截至2025年底，礼来已备货15亿美元的Orforglipron，受此影响药明康德小分子D&M业务收入逐季加速。2025年Q1/Q2/Q3/Q4，药明康德小分子D&M业务收入分别为38.5/48.3/55.6/56.8亿元，2026Q1公司小分子D&M业务收入达到69.3亿元，同比大增80.1%，已连续第五个季度加速增长，显示出下游需求的持续走强。

2026年3月11日，康龙化成与礼来共同宣布，达成关于Orforglipron的生产合作协议。根据协议，礼来公司预期投资康龙化成2亿美元并支持其技术能力建设，未来将根据后续发展情况进一步扩大合作规模。

此外，海特生物全资子公司汉瑞药业已围绕 Orforglipron 关键合成片段开展相关产品布局，并具备对应中间体的研发与生产能力；诚达药业表示已在小分子 GLP-1 药物中间体赛道进行战略布局，Orforglipron作为合成步骤复杂的小分子GLP-1受体激动剂，对上游中间体与关键片段供应依赖度较高，具备特色工艺能力的企业有望在放量阶段持续受益。

图50：药明康德小分子CDMO收入逐季加速



数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图51：康龙化成与礼来宣布达成关于Orforglipron的生产合作协议

康·资讯 | 康龙化成与礼来公司达成Orforglipron生产合作协议

康龙化成 康龙化成 2026年3月11日 17:06 北京 34人

康龙化成与礼来公司达成Orforglipron[®]生产合作协议

2026年3月11日，北京——康龙化成与礼来公司共同宣布，达成关于首个申报注册的口服小分子GLP-1受体激动剂[®]Orforglipron的生产合作协议。根据协议，礼来公司预期投资康龙化成2亿美元并支持其技术能力建设，未来将根据后续发展情况进一步扩大合作规模。礼来执行副总裁兼生产运营总裁贺安德、礼来集团副总裁兼中国总经理德赫兰、康龙化成首席执行官柏良、总裁兼首席运营官曹小强、首席财务官李承宗等出席了签约仪式。

礼来公司是一家致力于通过科学创新改善人类健康水平，惠及全球患者的医药公司，并深耕糖尿病与肥胖症疗法，旨在减少肥胖症对人体的长期影响。Orforglipron是首个注册申报的口服小分子GLP-1受体激动剂，礼来中国已于2025年底向国家药品监督管理局提交其用于治疗2型糖尿病与肥胖症的上市申请。

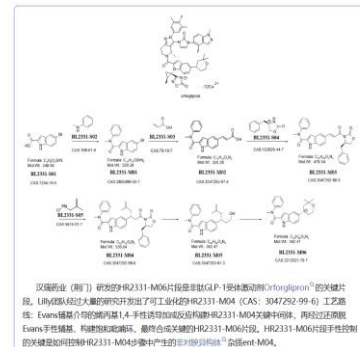
康龙化成是一家国际领先的生命科学研究服务企业，为全球客户提供从药物发现到药物开发的全流程一体化研发及生产服务。在制剂商业化生产方面，公司已成功助力多家客户的创新产品在中国获批上市。此次与礼来公司就Orforglipron达成制剂商业化生产合作，是公司制剂CDMO的重要里程碑。康龙化成将充分发挥平台优势，致力于以高效、可靠的生产服务，助力礼来公司将创新成果尽快惠及中国患者。

资料来源：康龙化成公众号

图52：汉瑞药业参与生产Orforglipron的关键片段与中间体

工艺炼金术：驯服奥氟格利隆 (Orforglipron) 中的“双生子”杂质

汉瑞药业 2026年12月15日 10:28 浏览 0 1人



资料来源：汉瑞药业公众号

3.2.3

口服GLP-1小分子产业链：需求量大/合成路线长/工艺难度大，链内公司有望长期受益

- 首个小分子口服GLP-1RA药物上市，口服GLP-1均有合成路线长/工艺难度大的特点，产业链内相关公司有望长期受益

Foundayo商业化势头强劲，Orforglipron T2D适应症扩展在即，礼来GLP-1口服药放量潜力有望持续兑现。

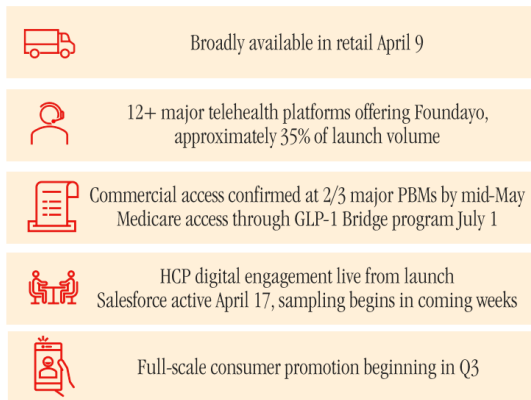
从商业化执行来看，Foundayo自4月9日全面铺货以来，上市表现强劲。12+远程医疗平台已贡献约35%处方量，礼来计划于5月中旬前推动2/3主要药品福利管理机构（PBM）完成商业保险覆盖，并将于7月1日通过GLP-1 Bridge项目正式纳入Medicare，覆盖范围有望持续扩大。值得关注的是，80%的Foundayo处方来自新增肠促胰素（incretin）患者，说明其主要在开拓增量市场，而非简单替代存量，这对长期放量极为有利。

从临床数据来看，ACHIEVE-4研究进一步夯实了Orforglipron的竞争壁垒。在2700+名T2D合并肥胖及心血管高风险患者中，Orforglipron相比甘精胰岛素实现MACE-4风险降低16%、MACE-3风险降低23%，并在预设分析中显示全因死亡风险降低57%，A1C及体重改善效果持续104周，心血管安全性证据更加全面。基于此，礼来计划2026年Q2末向FDA提交T2D适应症上市申请。礼来Orforglipron放量逻辑清晰，未来销售峰值空间值得期待。

图53: Foundayo美国上市开局表现强劲

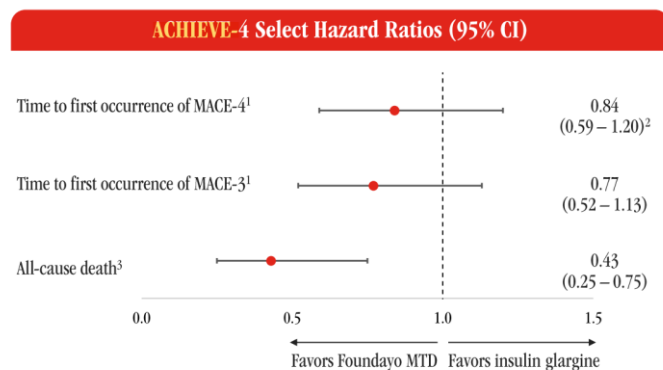


80%+ of Foundayo prescriptions are new incretin patients



资料来源：礼来业绩演示材料

图54: ACHIEVE-4顶线数据积极



资料来源：礼来业绩演示材料

3.2.4 小核酸产业链：小核酸药物进入加速兑现期，产业链内公司有望率先受益

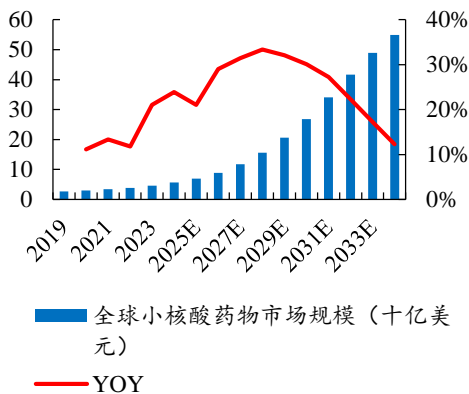
● 全球小核酸药物市场正进入加速发展期，而固相合成工艺复杂、CMC放大困难、递送系统开发门槛高等因素，使得其天然依赖外包服务，产业链内公司有望持续受益

小核酸药物集靶点丰富、特异性强、安全性高、研发周期短等优势于一身，正在突破小分子和抗体药物的局限。依托靶向基因调控的源头干预机制，它突破了传统药物“不可成药”的限制，理论上可覆盖所有基因异常相关疾病，为精准医疗提供了全新的、高效的解决方案。据Frost & Sullivan统计，全球小核酸药物市场展现出强劲而持续的增长，从2019年的27亿美元增长到2024年的57亿美元，复合年增长率为16.2%。

2025年，全球小核酸药物市场规模突破71亿美元，同比增长近40%，3款产品销售额迈入10亿美元行列，siRNA与ASO两条主线跑通商业化；小核酸龙头Alnylam全年首次实现盈利；诺华的Leqvio作为全球首款siRNA降脂药2025年销售额11.98亿美元，并进入中国医保，标志着小核酸终于从“罕见病”走向“慢性病”。截至2025年7月，全球小核酸药物管线已超过1500个，其中中国已有超过100家企业进入小核酸药物研究领域，拥有超过120个小核酸管线。

在技术持续进步、上市批准及临床验证不断增加的推动下（目前已有23款药物获批上市），预计全球小核酸药物市场将加速增长。

图55：全球小核酸药物市场规模有望加速增长



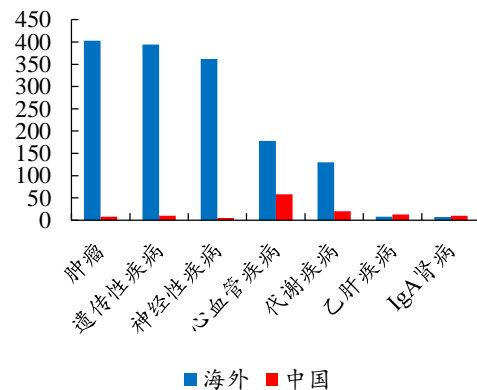
数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

表16：2025年，全球小核酸药物市场规模突破71亿美元

序号	商品名	靶点	类别	药企	2024营收 (亿美元)	2025营收 (亿美元)	增长率 (%)
1	Amvuttra	TTR	siRNA	Alnylam	9.71	23.14	138
2	Spinraza	SMN	ASO	Ionis/Biogen	15.73	15.47	-1.7
3	Leqvio	PCSK9	siRNA	诺华	7.54	11.98	58.9
4	Exondys 51	DMD	ASO	Sarepta	5.28	5.38	1.89
5	Givlaari	ALAS1	siRNA	Alnylam	2.56	3.08	20.3
6	Amondys 45	DMD	ASO	Sarepta	3.01	2.99	-0.7
7	Wainua	TTR	ASO	Ionis/阿斯利康	0.85	2.12	149
8	Oxlumo	HAO1	siRNA	Alnylam	1.67	1.91	14.4
9	Onpattro	TTR	siRNA	Alnylam	2.53	1.73	-32
10	Vyondys 53	DMD	ASO	Sarepta	1.37	1.28	-6.6

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图56：2025年全球小核酸药物管线已超1500个



资料来源：Beacons（截至2025.07）、开源证券研究所

3.2.4 小核酸产业链：小核酸药物进入加速兑现期，产业链内公司有望率先受益

- 全球小核酸药物市场正进入加速发展期，而固相合成工艺复杂、CMC放大困难、递送系统开发门槛高等因素，使得其天然依赖外包服务，产业链内公司有望持续受益

固相合成工艺复杂、CMC放大难度大、递送系统开发门槛高等特性，决定了小核酸研发生产天然依赖专业CXO服务。药明康德依托WuXi TIDES平台提供从药物发现到商业化生产的端到端CRDMO服务，合全药业的脂质纳米颗粒平台帮助客户快速推进项目，自2021年来在全球市场上活跃的核酸类疗法开发公司中，在药物发现和临床前阶段，25%都是药明康德的合作伙伴；凯莱英寡核苷酸年产能已超180mol，服务临床阶段项目69个，其中有20个处于临床后期；睿智医药聚焦核苷酸合成工艺创新，发布全球首台亚磷酸胺单体智造系统；诚达药业切入上游关键原材料，布局亚磷酸胺单体与GalNAc递送系统，目前已进入MNC的供应链体系。随着全球小核酸管线持续扩容、商业化项目加速落地，以药明康德、凯莱英等为代表的产业链内CXO公司有望长期受益。

表17：随着全球小核酸管线持续扩容、商业化项目加速落地，以药明康德、凯莱英为代表，在小核酸方面长期布局的产业链内CXO公司有望长期受益

公司	相关能力	产业链环节	相关订单和收入	布局
药明康德	依托WuXi TIDES平台，提供覆盖药物发现、CMC 研究及生产的一站式CRDMO服务； 旗下合全药业（WuXi STA）的脂质纳米颗粒平台旨在帮助客户项目从研发阶段快速推进到临床和商业化生产阶段，提供端到端服务； 自2021年来，在全球市场上活跃的核酸类疗法开发公司中，在药物发现和临床前阶段，25%都是药明康德的合作伙伴	药物发现 →CMC→ 商业化生产 全覆盖	2025年TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）保持高速增长，收入达到113.7亿元，同比增长96.0%。截至2025年末，TIDES在手订单同比增长20.2%； 测试业务中，新分子业务持续发力，2025 年收入占比进一步提升至超30%，在核酸类、偶联类、多特异性抗体类、多肽类等领域保持领先地位； 生物学业务中，核酸类、偶联抗体类、多肽类等领域新客户快速增长	将进一步加强寡核苷酸药等新分子类型的服务能力；持续提升TIDES平台能力，加速全球产能建设
凯莱英	公司寡核苷酸年产能超180mol，同步配套建成6000平方米制剂车间，预充针年产能达5000万支，形成了原料药与制剂一体化的规模化供应能力； 公司液相/固相合成技术可实现连续化、低溶剂合成，SBT技术的创新应用，成为寡核苷酸生产领域极具规模化潜力的新兴技术	CDMO	2025年凯莱英持续加大寡核苷酸项目开拓力度，服务临床阶段项目69个，其中有20个处于临床后期； 2025年化学大分子（包含多肽、寡核苷酸）CDMO业务板块收入10.28亿元，同比增长123.72%，在手订单金额同比增长127.59%，其中境外订单占比58.42%。	公司持续加强寡核苷酸技术储备，扩充产能
睿智医药	2025年，公司全核酸技术平台搭建完毕，覆盖核酸药物研发临床前全链条，具备从序列设计、化学修饰、固相合成到偶联制备与分析检测的一体化服务能力； 与华东师范大学联合打造超限智造平台，推出全球首个ADC与核苷酸单体微流控合成系统，重点应用于ADC偶联工艺及核苷酸单体合成制备；	早期研发CRO+ 核苷酸合成工艺	2025年在新模态药物领域，尤其是XDC、多肽、小核酸及PROTAC等方向业务增长显著，该领域服务客户数量同比增长37.05%，承接项目数量同比增长72.90%；新模态业务订单占总体订单规模比重由2024年同期10.03%提升至17.31%	公司持续完善全核酸技术研发平台，覆盖核酸药物研发临床前全链条，累计完成数百种修饰核苷、亚磷酸胺单体及新型Linker的开发与储备，建立了AOC和POC技术平台，可与公司ADC、多肽、蛋白降解等平台协同，为客户提供XDC领域的整包研发服务
诚达药业	公司目前小核酸业务主要为亚磷酸胺单体和GalNAc递送系统，同时提供修饰单体的工艺开发和生产	小核酸关键中间体/ 原材料供应	小核酸药物中间体是公司CDMO业务的延伸，公司已进入MNC的供应链体系，已交付了客户部分小核酸业务订单，后续将积极配合客户需求做好服务	立足CDMO业务高端化、特色化转型战略，以小核酸药物中间体为重要拓展方向，加大结构修饰的亚磷酸胺单体和GalNAc递送系统的开发与优化升级力度，不断完善CDMO产品矩阵

表18：推荐及受益标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）				EPS			PE		
				2026/4/30	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E			
CXO	603259.SH	药明康德	买入	109.55	6.14	7.60	9.35	17.8	14.4	11.7			
	2269.HK	药明生物	买入	33.04	1.40	1.78	2.22	23.5	18.6	14.9			
	2268.HK	药明联合	买入	58.90	1.77	2.58	3.62	33.2	22.8	16.3			
	300759.SZ	康龙化成	买入	29.31	1.20	1.60	2.05	24.3	18.4	14.3			
	002821.SZ	凯莱英	买入	125.56	4.18	5.15	6.41	30.1	24.4	19.6			
	300363.SZ	博腾股份	买入	21.21	0.45	0.73	0.95	47.4	29.0	22.4			
	688202.SH	美迪西	买入	63.26	0.30	1.14	1.71	212.4	55.6	37.0			
	603127.SH	昭衍新药	买入	38.87	0.58	0.75	1.08	66.9	51.6	36.1			
	688710.SH	益诺思	买入	67.00	0.94	1.64	-	71.6	40.8	-			
	300347.SZ	泰格医药	买入	55.20	1.31	1.62	2.04	42.1	34.0	27.1			

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至2026年4月30日收盘；药明康德、药明生物、药明联合、康龙化成、凯莱英估值来自开源证券研究所，其余来自Wind一致预期。

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

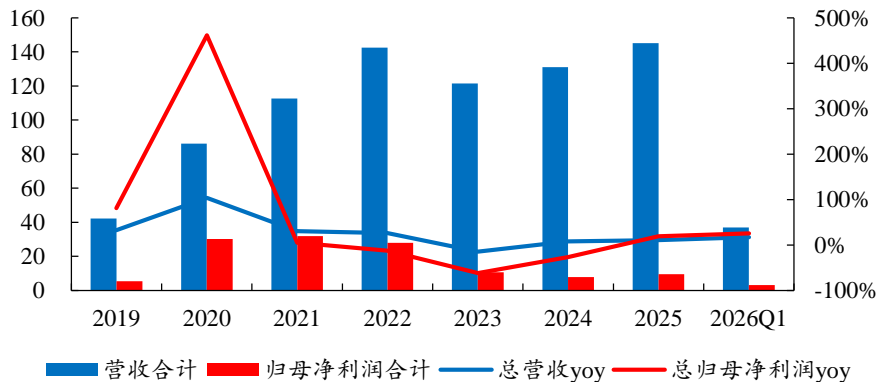
生命科学上游投资要点：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

- **需求修复持续向上游传导，基本面逐步兑现：**国内需求整体稳中向好，海外市场也迎来收获期；（1）上游公司在海外收入的体量较小，处于提升市占率阶段，海外保持高增长的确定性较高；（2）从国内来看，工业端需求端明确向好且呈加速态势；（3）受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，叠加降本增效的持续推进，2025年来大部分公司利润端已出现明显改善，行业百花齐放。当前位置，行业处于新一轮产业周期开启阶段，考虑到生产端物料的特性，经营业绩有望超越行业增长。
- **科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：**海外市场空间较大，单品定价相对较高，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。随着SKU的不断丰富及覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大，海外业务有望保持高增长。同时，国内大量优质管线出海，对于培养基、填料等黏性较高并且具有放大效应的物料，有望跟随管线出海，海外市场快速打开。
- **科研服务行业收并购正在加速：**近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2026Q1，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元，生命科学上游领域收并购将逐步展开，公司单体的成长天花板有望打开。
- **推荐标的及思路：**行业稳健向上，生产端物料相关业绩弹性较大：皓元医药（前端高盈利保持高增长，后端业务打开长期成长空间）、昊帆生物（GLP-1上游，行业高景气，产能逐步投放，2026年业绩弹性大）、毕得医药（盈利能力恢复，2026年利润弹性大）、奥浦迈（兼具 α 属性的中国生物药强 β 标的，即将迎来加速发展期）、药康生物（创新驱动发展，受益国内需求复苏）；百普赛斯（海外占比高，整体经营稳健）、键凯科技（经营拐点明确，2026年业绩弹性大）。

● 科研服务行业底部反转，2025年以来收入及利润明显改善

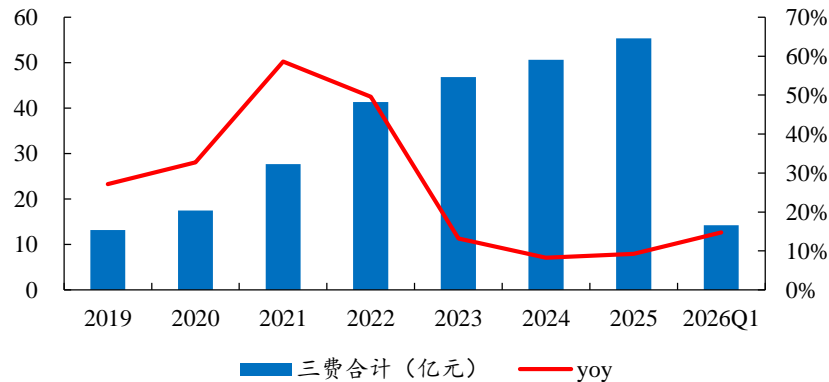
收入端持续向好，利润端已明显改善。2023/2024/2025/2026Q1，科研服务行业15家核心标的总营收分别为121.4/131.1/145.2/36.9亿元，同比-14.7%/+8.0%/+10.7%/+17.0%；归母净利润分别为10.8/8.0/9.5/3.2亿元，同比-61.4%/-26.2%/+19.7%/+25.5%。2025年来科研服务收入增速持续向好，利润端出现明显改善。另一方面，2023年以来科研服务企业控费趋势明显，2023/2024/2025/2026Q1三费同比增幅分别为13.3%/8.2%/9.1%/11.1%，较2022年的+49.6%大幅下滑。我们认为，随着创新药行业持续火热及海外需求的进一步释放，生命科学上游行业回暖，多数公司业绩明显改善，行业迎来明确拐点，已进入新一轮产业向上周期。

图57：科研服务行业经历快速发展后阶段性承压（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的营收与归母净利润数据

图58：2023年以来科研服务企业控费趋势明显（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所注：选取了科研服务行业内15家核心标的销售费用、管理费用与研发费用数据

受国内工业端需求波动和行业竞争等影响，2024年生命科学上游整体承压，2025年来大部分公司利润端已改善。从需求端看，国内科研机构和高校需求依旧保持增长，国内工业客户结构性需求改善已显现；海外需求依然健康，整体均保持较快增长；从供给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，叠加收并购影响，业绩出现分化，皓元医药、毕得医药、百普赛斯、昊帆生物、阿拉丁等盈利能力逐步改善，纳微科技、奥浦迈等细分领域领先企业也迎来利润端快速恢复。

图59：部分公司的毛利率持续改善（单位：%）

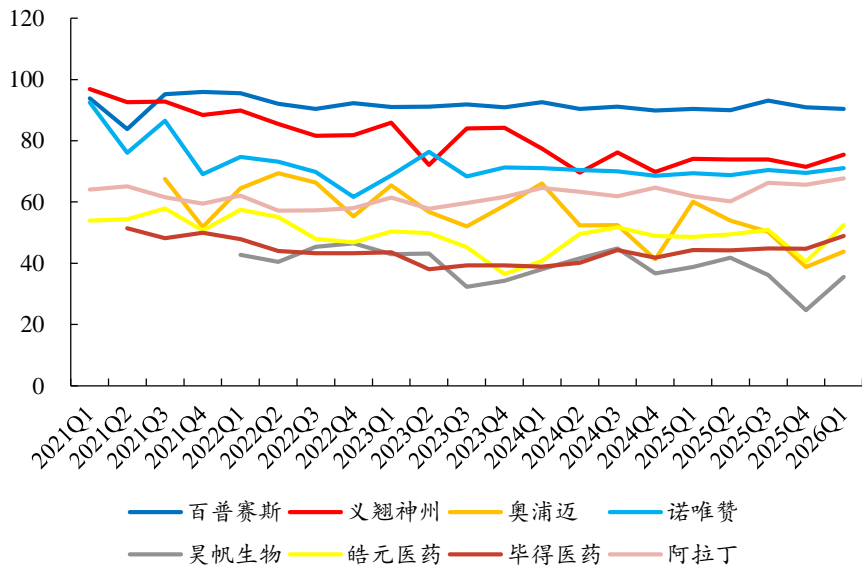
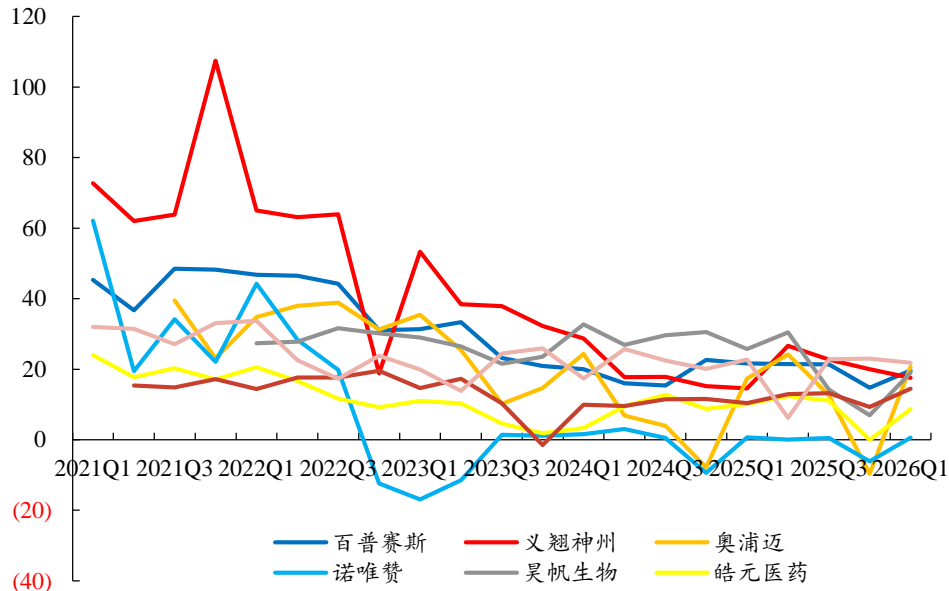


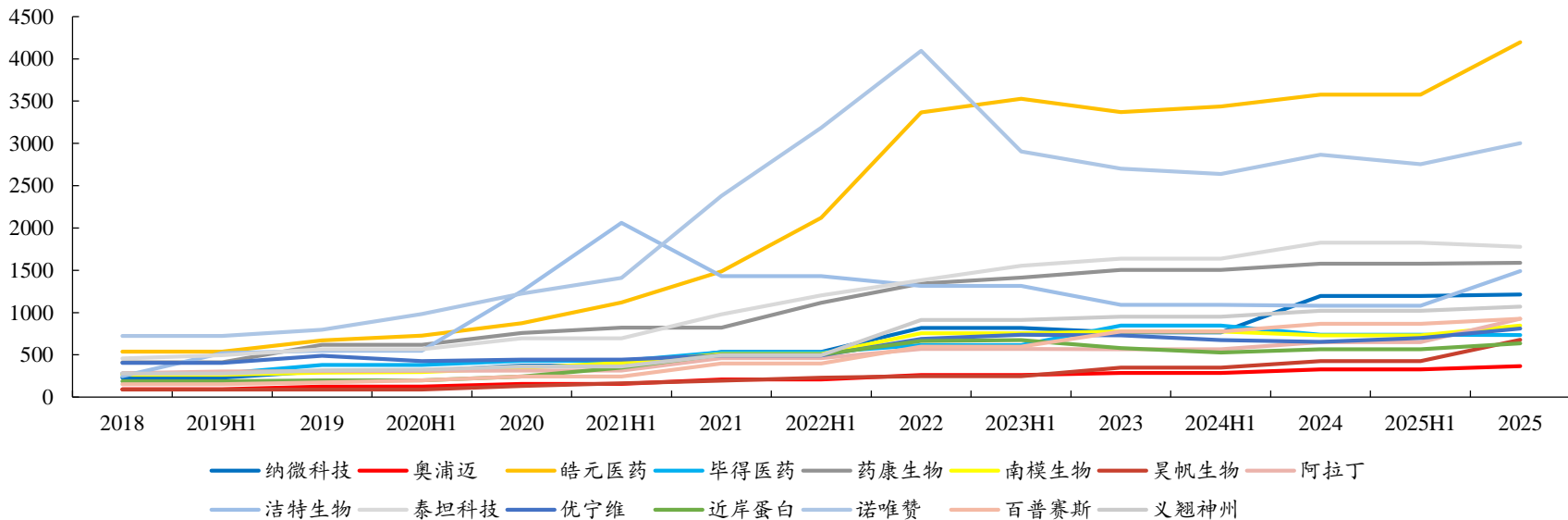
图60：部分生命科学上游公司自2021Q1以来销售净利率变化情况（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰，顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。2023年起，上游企业人员规模增速放缓，以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司正逐步优化人员，供给端有一定的出清。2024年下半年来，科研服务公司人员规模整体恢复扩张态势，显示出行业逐步企稳回升，2025H2开始人员规模扩张显著加速，体现下游需求快速复苏。

图61：2024年下半年来整体呈恢复扩张态势，2025H1开始人员规模扩张显著加速

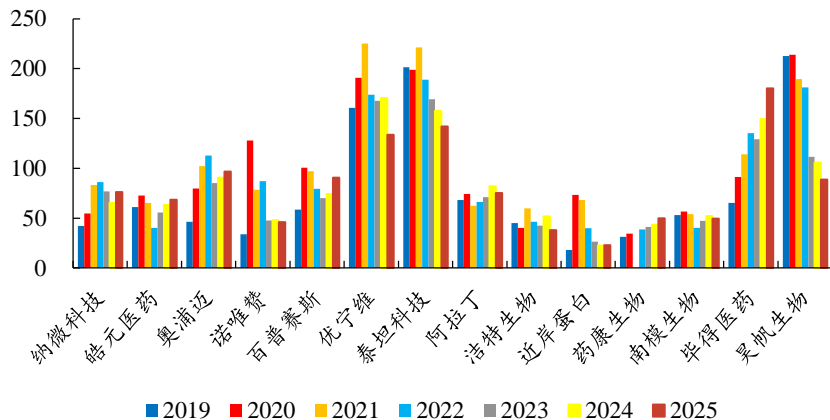


数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021年人均创收和人均创利基本都处于稳步向上增长，自2022年起多数公司的人效有一定波动，主要系多数上游标的人效正处于爬坡阶段以及行业下游景气度阶段性预冷。横向对比看，2025年人均创收上毕得医药、昊帆生物、泰坦科技等企业整体较高，人均创利上昊帆生物、毕得医药、阿拉丁、百普赛斯等企业整体较高。

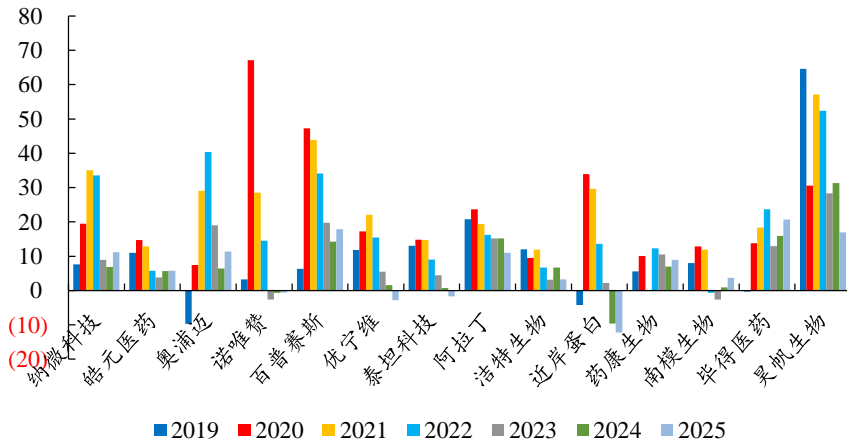
2025年纳微科技、皓元医药、阿拉丁、百普赛斯、毕得医药等公司的人均创收呈现持续增长态势或向上拐点，纳微科技、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、毕得医药等人均创利也出现向上拐点。

图62：上游公司人均创收优宁维、昊帆生物整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

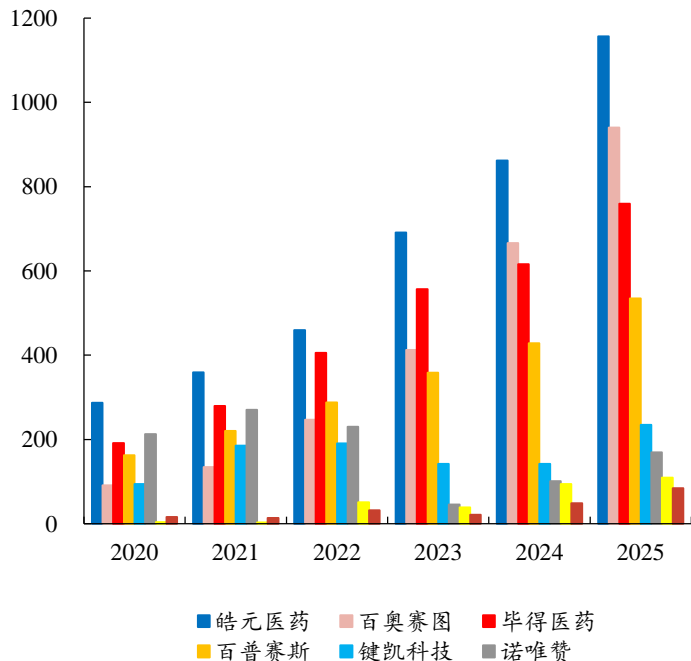
图63：上游公司人均创利百普赛斯、昊帆生物整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着出海力度加大，部分科研服务企业已经迎来海外布局的收获期：在海外市场需求健康、国内市场竞争较为激烈的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司发展的重要选择，各公司海外业务将进入高质量发展阶段。皓元医药、毕得医药、百普赛斯、百奥赛图及奥浦迈等海外收入稳中有升。

图64：部分科研服务企业海外营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：部分科研服务企业正积极布局海外市场

公司名称	出海产品	海外布局	海外营收增速 (2025)	海外营收占比 (2025)
毕得医药	分子砌块	公司已在美国、德国、印度等地区设立子公司，为全球多个国家和地区的客户提供产品及服务	+23.27%	57.36%
皓元医药	分子砌块+工具化合物	公司已在美国、欧洲、日本、韩国、印度、东南亚等多地组建商务团队，通过“MCE”、“乐研”、“ChemScene”和“ChemExpress”四大自主品牌覆盖海内外市场。2025年，公司在韩国成立子公司，此外，进一步收购英国FC公司成为其控股股东（持股72.74%），通过英国FC在欧洲化学试剂领域的品牌及渠道优势，迅速拓展欧洲市场。	+34.19%	40.21%
百普赛斯	重组蛋白	公司在中国、美国、瑞士和韩国构建仓储物流中心，在欧洲和亚太等地设立多家海外子公司，将持续深化海外布局，实现对全球市场的全面覆盖。另外，公司计划建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力，强化供应链优势。	+24.66%	63.76%
奥浦迈	培养基	2022年4月，公司在美国加州成功设立子公司；公司实际控制人之一HE YUNFEN（贺芸芬）博士目前负责美国子公司业务拓展。2024年，美国子公司实验室已建设完成并投入使用。	+15.94%	30.86%
百奥赛图	模式动物	2018年，公司在美国波士顿建立了具备本地化运营能力的海外子公司，经过多年发展，海外人才团队及基础设施已基本完善；此外公司在上海、美国旧金山、圣地亚哥及德国海德堡等地设有分支机构，形成面向全球的研发与运营网络，覆盖北美、亚太以及欧洲地区。	+41.16%	68.20%

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

项目推进到商业化阶段，产品需求呈指数级放大。色谱填料、培养基、多肽合成试剂、PEG等关键耗材具备较高客户粘性，随着客户管线推进至临床III期及商业化阶段，产品需求将呈现指数级放大。

积极扩张产能，满足客户需求。赛分科技扩建扬州与美国双基地，纳微科技布局南通及常熟，奥浦迈临港与太仓产线相继投产，键凯盘锦基地设计产能达12-20吨/年，昊帆生物淮安及安徽基地亦有序推进，以充分匹配下游商业化放量节奏。

表20：产能建设快速推进，以满足下游高速增长的需求

公司	核心产品	产能扩张	商业化项目进展
赛分科技	色谱柱和色谱填料	扬州二期扩建，新增20万升/年生物大分子层析介质的产能；美国基地规划5万升/年，构建双基地供应	工业纯化产品销售收入达2.72亿元（+44.99%），占当期总营业收入67.40%（+8.02pct），应用于药企正式生产或三期临床阶段的工业纯化产品销售收入达1.98亿元，占工业纯化产品收入的72.88%。
纳微科技	色谱柱和色谱填料	南通新建大规模微球基地，常熟扩建配套产能，多肽固相合成载体、碳微球项目入驻如东化工中试生产基地	应用于药企商业化项目（含新药注册阶段）的色谱填料和层析介质销售收入约为1.28亿元，约占2025年填料和介质产品收入的23%。
奥浦迈	培养基	上海临港基地投产，干粉培养基单批2000kg、液体2000L；太仓新增500L液体产线	2025年共有327个已确定中试工艺的药品研发管线，较2024年末增加80个，其中商业化生产阶段15个（+87.5%）
键凯科技	药用PEG及衍生物	天津原有产能2吨/年；辽宁盘锦新建基地，设计产能12-20吨/年	公司支持11款在境外上市的医疗器械产品，3款境外的商业化药物产品，2025年国际产品销售收入22,876.02万元，同比增长77.18%，主要系国外药品端客户商业化产品
昊帆生物	多肽合成试剂	杭州福斯特2026年3月改造完成并逐步恢复生产；淮安昊帆生产基地预计2026H2开始逐步投产；安徽昊帆新增年产702吨多肽试剂及医药中间体产能，2025年1月取得生产许可证。	2025年度公司销售给合金药业、凯莱英、翰宇药业、Luxembourg、Bachem、Lonza等客户的产品收入总额约为2.7亿元。下游多肽类药物需求旺盛，2025年多肽合成试剂销售收入为4.42亿元（+24.83%），

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

培养基/填料等产品仍然处于商业化放量初期，但呈现加速放量趋势，表现在两方面：

一、商业化管线占比低，但填料/培养基收入及占比加速攀升。增长赛分科技临床III期及商业化的填料需求量几何级数增加，临床III期和商业化项目数量占项目总数的9.4%，贡献了73%收入。同理，奥浦迈商业化管线占项目总数的4%，但显著拉动公司业绩增长。

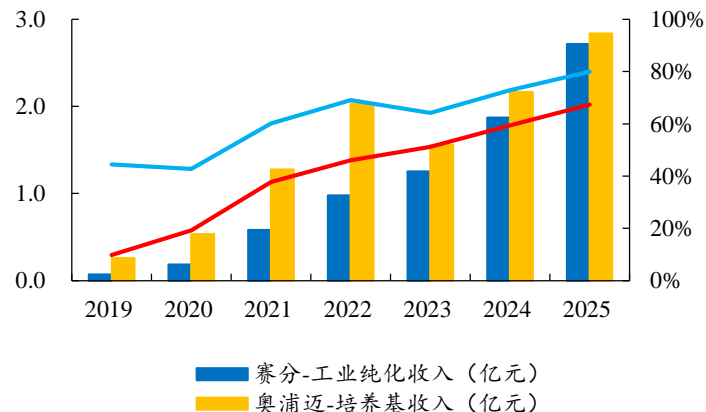
二、商业化管线上市时间较短，距离销售达峰尚远。2023年奥浦迈/赛分科技商业化管线分别仅3、33个，半数以上商业化管线上市仅2年，距离销售达峰较远。

图65：项目储备丰富，推进至商业化阶段支撑公司业绩发展



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图66：项目储备丰富，推进至商业化阶段支撑公司业绩发展

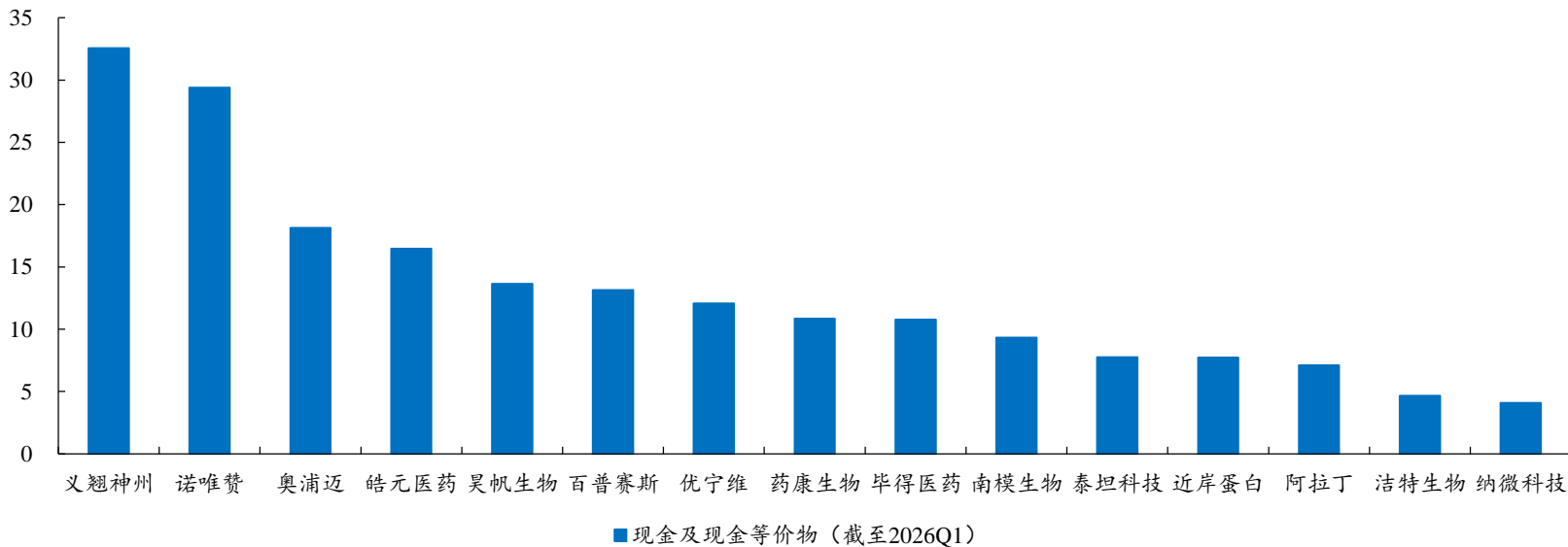


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4.6 生命科学上游：并购逐步展开，单体成长空间打开

从行业集中度看，多数科研服务为细分领域的领先企业，账上现金充足，外延发展持续推进：截至2026Q1，科研上游企业账上现金整体充裕，一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着行业部分小产能逐渐出清，生命科学上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望持续提升，竞争格局将逐渐优化，单体的成长空间逐步打开。

图67：截至2026Q1，科研上游企业账上现金整体充裕（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

科研上游领域收并购事件自2024年起明显提速。以皓元医药、奥浦迈、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技、毕得医药等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的。自2022年以来，科研上游领域发生超十起收并购事件，其中超半数均为2024年及2025年发生，产业收并购进程明显加速；毕得医药与奥浦迈分别在2025年1月拟收并购Combi-Blocks与澎立生物。收并购能够快速增厚公司的表现业绩，并持续增强头部企业在客户、供应商渠道、品牌效应等方面的影响力，行业集中度有望进一步提升；同时，上游龙头企业也有望通过收并购向产业链上下游延伸，打开未来的成长空间。

表21：近年来科研上游领域已开展多起收并购事件，2024年下半年起明显提速

收购方	最早公示时间	被收购方	交易价格	收购股权
洁特生物	2025.12	洁科膜	792万元	70.00%
昊帆生物	2025.07	福斯特	1.6亿元	100.00%
	2025.11	上海佑科	6125万元	35.00%
	2025.04	雅酶生物	4117万元	25.00%
	2025.07	喀斯玛	2.6亿元	81.96%
阿拉丁	2025.01	与菲鹏生物设立合资公司	306万元	51.00%
	2024.1	UNA 589. Equity Management GmbH	28,500欧元	100.00%
	2024.1	neoLab Migge GmbH	88.89万欧元	10.00%
	2024.03	源叶生物	1.81亿元	51.00%
泰坦科技	2025.07	Apollo Scientific	5585万元（575.64万英镑）	100.00%
	2021.12	安徽天地	1.77亿元	77.55%
纳微科技	2025.4	纳信科技	关联交易	51.25%
	2023.06	福立仪器	1.79亿元	44.80%
	2022.04	赛谱仪器	1.13亿元	43.96%
奥浦迈	2025.01	澎立生物	14.51亿元	100.00%
毕得医药	2025.01（2025.04已终止）	Combi-Blocks	2.15亿美元	100.00%
义翘神州	2023.1	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	100.00%
皓元医药	2022.03	药源药物	4.1亿元	100.00%

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

4.7 科研服务板块经营拐点明确，生产端物料弹性大

表22：推荐及受益标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
				2026/5/8	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
	688073.SH	毕得医药	买入	59.24	2.5	3.13	3.84	23.7	18.9	15.4
	688293.SH	奥浦迈	买入	51.88	1.25	1.69	2.29	41.5	30.7	22.7
	301393.SZ	昊帆生物	买入	58.88	1.77	2.45	3.35	33.3	24.0	17.6
	688356.SH	键凯科技	买入	95.01	1.46	2.06	3.86	65.1	46.1	24.6
	688179.SH	阿拉丁	买入	22.85	0.48	0.60	0.67	47.6	38.1	34.3
科研服务	688131.SH	皓元医药	-	71.90	1.31	1.77	2.25	54.9	40.6	32.0
	301080.SZ	百普赛斯	-	45.99	1.43	1.90	2.35	32.2	24.2	19.5
	688690.SH	纳微科技	-	34.34	0.54	0.71	0.97	63.6	48.1	35.2
	688758.sh	赛分科技	-	19.81	0.40	0.54	0.73	49.6	36.7	27.1
	688046.SH	药康生物	-	20.48	0.44	0.55	0.68	46.1	37.4	29.9
	688105.SH	诺唯赞	-	20.37	0.31	0.44	0.58	66.1	46.4	35.2

数据来源：Wind、开源证券研究所注：“买入”评级标的盈利预测来自开源证券研究所（键凯科技、阿拉丁2028年EPS来自Wind一致预期），其他标的盈利预测来自Wind，收盘日期为2026年5月8日。

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

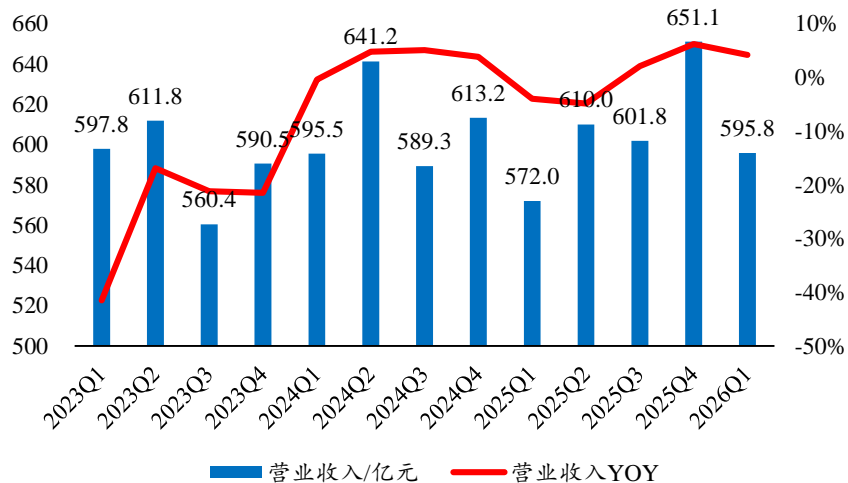
5.1 医疗器械整体回顾：2026Q1医疗器械行业同比增长4.2%

板块回顾

2026Q1医疗器械板块收入同比增长

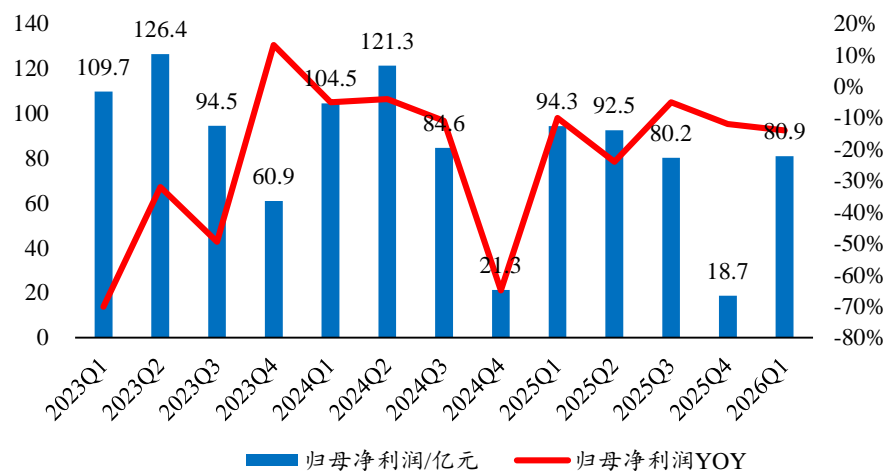
2026Q1医疗器械行业126家公司合计收入595.8亿元，同比增长4.2%；板块归母净利润80.9亿元，同比下降14%。

图68：2026Q1医疗器械行业126家公司合计收入595.8亿元，同比增长4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：2026Q1医疗器械行业126家公司合计归母净利润80.9亿元，同比下降14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

部分企业2026年一季度业绩迎来拐点，其中设备企业居多。随以旧换新政策推进及企业库存降低，部分设备企业2026Q1收入现拐点。如迈瑞医疗（2025年营收同比-9.4%，2026Q1同比+1.4%）、华大智造（2025年营收同比-7.7%，2026Q1收入同比+24.8%）、安图生物（2025年营收同比-5.5%，2026Q1收入同比-0.4%）、爱博医疗（2025年营收同比5.2%，2026Q1收入同比11.5%）等。我们认为相关企业业绩拐点或已至，后续值得持续关注。

表23：部分企业一季度业绩迎来拐点，其中设备企业居多

公司	营业收入增速				PE				扣非净利率			
	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1
迈瑞医疗	5.1	-9.4	2.9	1.4	0.1	-29.5	-39.7	-9.3	31.2	24.2	8.1	27.5
新产业	15.4	0.9	2.5	0.3	11.2	-9.1	9.9	1.1	37.9	34.2	37.2	37.3
鱼跃医疗	-5.1	5.1	-8.3	-2.7	-24.1	-16.1	-100.5	-20.0	18.4	14.7	0.0	17.3
华大智造	3.5	-7.7	-20.4	24.8	4.4	40.2	-4.6	38.7	-21.7	-14.0	-17.8	-15.1
安图生物	0.6	-5.5	0.7	-0.4	-7.3	-9.1	8.7	-9.5	24.6	23.6	16.6	23.4
奕瑞科技	-1.7	22.9	47.7	42.5	-25.8	41.1	238.2	21.1	23.9	27.5	25.5	24.9
南微医学	14.3	15.5	8.1	22.1	17.5	1.4	-55.1	-11.2	19.7	17.3	5.5	16.8
爱博医疗	48.2	5.2	1.1	11.5	35.1	-34.6	-128.4	2.7	27.7	17.2	-7.2	22.2
开立医疗	-5.0	14.7	38.0	11.8	-75.1	63.4	545.7	-338.2	5.5	7.8	18.4	-3.0
赛诺医疗	33.6	14.5	15.2	38.6	64.8	293.8	81.0	4084.6	-3.8	6.5	12.4	16.5
可孚医疗	4.5	13.6	34.8	37.2	36.7	8.3	35.0	36.9	9.2	8.8	7.7	9.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 医疗器械整体回顾：成长型企业整体增长稳定

成长型企业整体增长稳定。成长型企业正值快速发展阶段，增速稳健，长期维持稳定增长态势。如惠泰医疗（25年收入同比+22.5%，2026Q1收入同比24.8%）、心脉医疗（25年收入同比+12.0%，2026Q1收入同比11.5%）、微电生理（25年收入同比+12.4%，2026Q1收入同比21.0%）等，我们持续看好此类企业未来高速发展。

表24：部分成长型企业维持稳定增长

公司	营业收入增速				PE				扣非净利率			
	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1
惠泰医疗	25.2	25.1	32.4	24.8	37.3	23.0	39.9	24.7	31.1	30.6	26.3	32.0
乐普医疗	-23.5	6.2	17.2	-3.7	-80.3	280.5	80.8	-28.4	3.6	13.0	-6.4	14.4
英科医疗	37.6	4.2	3.1	15.8	1,239.1	-66.0	-115.5	-26.2	12.3	4.0	-3.5	6.3
心脉医疗	1.6	12.0	41.9	11.5	-14.4	27.0	222.1	23.1	32.8	37.2	38.7	40.7
微电生理	25.5	12.4	4.8	21.0	114.3	364.4	-108.2	-81.7	1.2	5.1	-0.4	1.8
瑞迈特	-24.9	37.5	45.5	16.5	-61.8	99.7	545.2	-45.0	11.0	15.9	12.8	10.7
迈普医学	20.6	32.5	36.7	6.3	82.9	54.8	48.2	-14.8	24.5	28.6	27.3	24.9
海泰新光	-5.9	36.1	24.8	18.8	-5.3	28.4	-18.8	1.3	29.2	27.5	20.9	26.8
山外山	-17.8	42.2	49.1	21.3	-67.5	143.2	640.7	45.7	10.1	17.2	20.2	22.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

2026年展望：

医疗器械板块利润有望逐步恢复增长。受医疗反腐、高值耗材集采及医疗设备以旧换新落地节奏影响，26年一季度医疗器械行业利润整体承压。我们认为随集采反内卷逐步落实，器械集采有望纠偏，此将带来预期差与估值修复；政策持续加码，器械集采反内卷、医疗设备以旧换新、大型设备配置证稳步推进；脑机接口、AI医疗、手术机器人重视程度提升，相关板块有望得到催化。

受益方向：

- 1. 头部企业2026年有望困境反转。**器械头部企业2026Q1业绩呈现好转，随着公司库存回归降至正常水平，行业整体增速有望逐步改善，2026年有望受益。如迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、亚辉龙、新产业等。
- 2. 高值耗材反内卷逐步兑现，器械集采有望纠偏。**高端医疗器械研发壁垒高筑，竞争格局较药品与低值耗材更优。我们认为高值耗材降价幅度或显反内卷之势，利于高耗企业长远发展，研发高壁垒企业，如惠泰医疗、微电生理、迈普医学、山外山、奕瑞科技等有望受益。
- 3. 器械出海有望带来增量。**部分企业海外占比续升，器械BD逻辑或成催化，具海外大单及BD逻辑标的有望受益。如华大智造、先瑞达、启明医疗、海泰新光、祥生医疗、天益医疗等。
- 4. 政策支持推动相关行业。**设备以旧换新、配置证推进，将持续助力设备国产化。如联影医疗、新华医疗、东软医疗、万东医疗等。
- 5. 国内外新技术有望引起共振。**脑机接口、AI医疗、手术机器人国内外研发和商业化持续推进，相关政策和应用有望逐步落地。如美好医疗、翔宇医疗、创新医疗、天智航、微创机器人等。
- 6. 有望成功挖掘新成长曲线的标的。**部分企业通过前期积累，逐步拓展到新的赛道，有望带来新的增长点。如海泰新光、力诺药包、宝莱特、乐普医疗、三友医疗、华兰股份、华康洁净等。
- 7. 有望提价的相关行业。**部分行业由于成本上涨或供需紧张，行业有望迎来提价，建议挖掘提价能增厚利润的标的。如英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗、奥美医疗、爱迪特等。

5.2 设备板块：2026Q1招投标整体市场规模同比下降14.36%

2026年第一季度我国医疗器械招投标整体市场规模同比下降14.36%

- 从月度表现看看，2026年1-3月各月金额均低于上年同期，且降幅逐月扩大，显示市场进入阶段性调整期。
- 设备更新市场方面，2026年一季度中标金额超36亿元，环比下降61%、同比下滑17%，但仍显著高于2024年同期水平，市场整体保持规模化运行态势。

2026年第一季度，我国各地区医疗器械公开招中标采购规模均出现不同程度的下滑

- 东部地区规模最大，同比下降14.64%；中部地区降幅最小，表现相对稳健；西部地区与东北地区降幅较大，下降均超20%。
- 从区域占比看，中部地区占比提升3.0个百分点，东部地区微增0.6个百分点，西部地区和东北地区占比下降3.0和0.8个百分点。中部地区市场韧性初显，区域结构呈现小幅调整。

2026年第一季度，我国各等级医院采购医疗器械整体招投标规模普遍下滑

- 三级医院采购额同比下降13.82%，但占比微升0.4个百分点，仍为绝对主力；
- 二级医院下降21.75%，占比减少1个百分点；
- 一级医院降幅最大，下降41.02%；
- 其他类医院（主要为地方卫健部门等非医疗机构）降幅最小，同比下降7.13%。占比提升1.5个百分点。

观点：传统医疗设备在招采端仍有压力，部分品类或有望先困境反转，建议持续关注设备招采消息。

5.2 设备板块：立项、收费、医保逐步打通，手术机器人商业爆发前夕

政策更新

2026年1月，国家医保局发布《手术和治疗辅助操作类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，建立手术机器人全国统一框架。计费模式规定机器人作为“辅助操作”，按主手术价格×加收系数计费，含专属耗材，不叠加收费。

2026年4月起，湖南和广东率先对机器人收费做了医疗服务价格项目探讨，广东省在导航、参与执行、精准执行、远程手术等环节的定价均高于或持平于湖南省一类价格，体现了更高的收费空间。

表25：广东省湖南省制定机器人计费模式

操作层级	加收比例(与主手术对应价格项目挂钩)	广东省	湖南省
		托底价/封顶价	托底价/封顶价
手术机械臂辅助操作费(导航)	50%	2000-5000	1800-3600
手术机械臂辅助操作费(参与执行)	150%	6000-13000	5000-12000
手术机械臂辅助操作费(精准执行)	300%	16000-27000	16000-26000
远程手术辅助操作费	500%	29999-38000	20000-37000

数据来源：RoboticTech、开源证券研究所

催化剂

- 手术机器人设备招标采购火热，板块关注度有望持续提升；
- 国家政策对手术机器人设备招采的支持、耗材收费及医保报销方面的覆盖，有利于加速手术机器人行业发展；
- 受益标的：腔镜机器人（微创机器人、精锋医疗）、骨科机器人（天智航、三友医疗）、神外机器人（联影医疗）

市场高增

手术机器人市场快速发展：根据《中国医疗器械行业发展报告（2025）》，在市场需求与政策双轮驱动下，我国手术机器人产业规模总体呈现出高速增长态势，2024年我国手术机器人行业市场规模达到了85.7亿元，同比增长46.25%，2018-2024年的年均复合增长率达到了41.45%。

表26：2025年腔镜机器人、骨科机器人和神外机器人成交情况

大类	类型	招标市场/台	数量占比	平均单价/万元	金额占比	真实市场/台	真实市场/亿元
腔镜机器人	多孔机器人	88	95.7%	1660.7	96.0%	126	-
	单孔机器人	4	4.3%	1507.8	4.0%	6	-
	汇总	92	100%	1654.1	100.0%	131	21.7
骨科机器人	三合一	31	27.9%	875.1	34.3%	44	3.9
	脊柱	40	36.0%	531.2	26.8%	57	3.0
	关节	31	27.9%	768.7	30.1%	44	3.4
	创伤	9	8.1%	776.7	8.8%	13	1.0
	骨科机器人	111	100.0%	713.5	100.0%	159	11.3
神外机器人	神外机器人	127	100.0%	285.4	100.0%	182	5.2

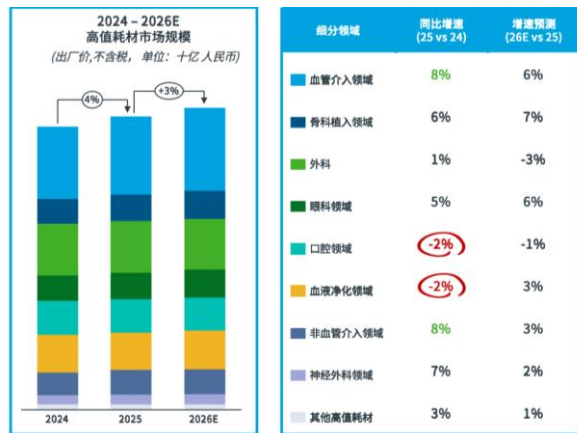
数据来源：医工研习社、开源证券研究所

5.3 耗材板块：高耗集采已开展至第6年，逐渐进入尾声

高值耗材市场

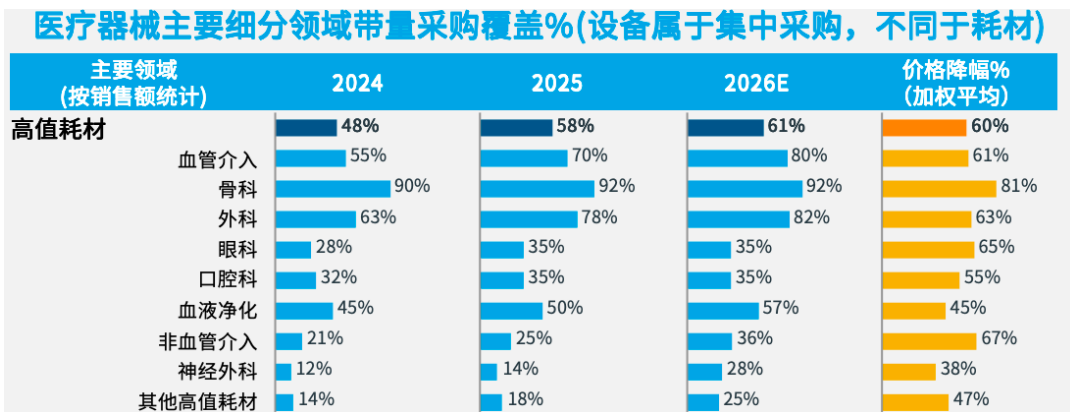
- **老龄化刚需为核心增长逻辑。** 尽管多数细分领域受带量采购、价格联动等政策影响出现短期波动，但老龄化驱动的诊疗服务需求的刚性增长成为核心支撑，推动高值耗材市场整体恢复稳定增长。
- **集采影响边际减弱。** 随着集采执行进入成熟期，血管介入、眼科及骨科行业洗牌逐步完成，市场份额趋于稳定，行业集中度稳步提升；而非血管介入、神经外科等领域仍将面临较大的市场波动。
- **相关标的：** 迈普医学、南微医学、安杰思、三友医疗、春立医疗、时代天使等

图70：26Q1血管介入行业和非血管介入行业增速较高



数据来源：IQVIA艾昆玮、开源证券研究所

图71：医疗器械大部分品种已经集采完成



数据来源：IQVIA艾昆玮、开源证券研究所

5.3 耗材板块：关注脑机接口临床研究和商业化进度

侵入式脑机接口：重点关注临床研究进度，产业链上游有望率先受益

(1) 美国脑机接口技术底蕴深厚，把握美股映射机遇：Neuralink、Synchron等（半）侵入式脑机公司，已有多名受试者到达临床主要终点并长期随访，技术安全性较高。我国部分企业脑机接口技术路径与Synchron相近，并已顺利羊、猴子的动物实验。

(2) 医工共建，侵入式脑机进展迅速，关注临床试验进展：多家脑机接口企业与华山医院、宣武医院、天坛医院等合作，临床实验进展较快，多中心临床试验或已进入尾声，2026年侵入式脑机接口三类注册证有望迎来集中获批。

表27：侵入式脑机接口相关企业

类型	公司	总市值 (亿元)	2025营收 (百万元)	yoy
半侵入式	心玮医疗	21.05	4.08	46.92%
	爱朋医疗	34.39	3.38	-15.27%
侵入式	三博脑科	132.08	17.16	20.23%
	博拓生物	52.10	4.40	-20.24%
产业链 上游	美好医疗	152.23	16.08	1.90%
	迈普医学	36.92	3.62	32.52%

数据来源：Wind、开源证券研究所

催化剂

- 全球范围内脑机接口事件性催化，关注新的应用材料、手术方式、应用场景、疾病治疗方向的突破；
- 2026年国内侵入式脑机接口三类注册证有望迎来集中获批，关注国内脑机接口临床研究和商业化进度；
- 受益标的：心玮医疗、博拓生物、美好医疗、创新医疗等。

非侵入式脑机接口：商业化路径明确，规模放量潜力可期

(1) 康复闭环先行。在严肃医疗侧，脑机接口+主被动康复设备/外骨骼及康复机器人”形成的诊疗闭环已初步跑通，其临床价值在于为中风、脊髓损伤等患者重塑运动功能，商业价值明确且付费方清晰，具备率先实现规模化收入的潜力。

(2) 消费验证接力。在消费医疗侧，以非侵入式技术为主导的睡眠监测与干预、注意力训练等产品，已构建起从千元级到万元级的不同价格带，并涌现出代表性样例。不仅验证了C端用户真实需求，也证明了其市场支付意愿。

表28：非侵入式脑机接口相关企业

类型	公司	总市值 (亿元)	2025营收 (百万元)	yoy
非侵入式	创新医疗	102.64	7.70	-4.27%
	翔宇医疗	93.82	7.55	2.96%
	伟思医疗	61.54	4.56	15.61%
	麦澜德	46.75	4.27	1.77%
	诚益通	46.45	4.59	-51.62%
	瑞迈特	59.43	11.48	37.34%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 耗材板块：电生理集采续标在即，利好国产品牌

微电生理

- 2025年实现实现营业收入4.65亿元（+12.4%），归母净利润0.51亿元（-1.9%），扣非归母净利润0.24亿元（+364.4%）。2025年公司导管类产品销售量为12.3万根，同比增长6.6%；设备类产品销售量为266台，同比增长5.1%，导管与设备的共同放量使得公司营业收入实现稳步增长。
- 2026年一季度实现营业收入1.26亿元（+21.0%），归母净利润0.29亿元（+62.8%），扣非归母净利润0.02亿元（-81.70%）。

惠泰医疗

- 2025年公司电生理业务收入5.71亿元，同比增长29.81%。
- 2025年公司专注于核心PFA产品的准入与推广，累计完成PFA脉冲消融手术5,900余例，并在全国多家头部中心完成PFA产品的准入及常规开展工作。同时国内电生理传统三维非房颤手术仍在加速推进，报告期内完成手术超1.5万例。

催化剂

- 距离上轮福建联盟集采已满3年，我们认为2026年有望启动福建联盟电生理集采续标，国产有望借助集采快速提高市场份额，以价换量。
- PFA导管国产品牌目前总手术量超过进口品牌，后续国产PFA产品有望进一步提高手术量及开拓海外市场，实现弯道超车。
- 受益标的：微电生理、惠泰医疗

表29：国产两家上市企业电生理相关产品布局

	设备类型	微电生理	惠泰医疗
设备	三维标测系统	有	有
	多道电生理记录仪	有	有
	射频消融主机	有	有
	冷冻消融主机	有	无
	脉冲电场消融（PFA）主机	有	有
	磁导航机器人系统	有	无
耗材	三维磁定位压力射频导管	有	有
	三维电定位射频导管	有	有
	冷冻消融导管（球囊）	有	无
	脉冲电场消融（PFA）导管	有	有
	脉冲电场消融压力导管	有	有
	ICE导管	有	有

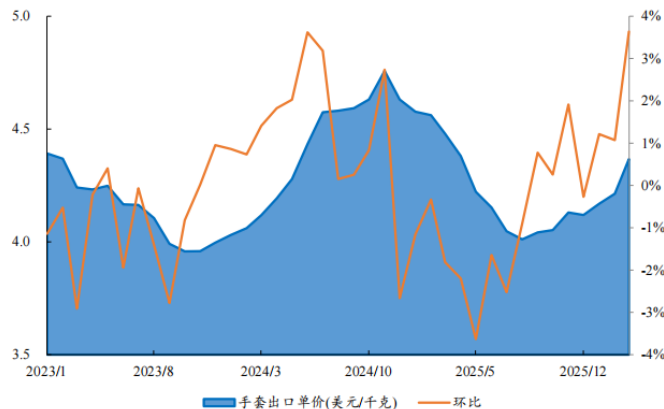
数据来源：惠泰医疗官网、微电生理官网、开源证券研究所

5.3 耗材板块：低耗行业提价和企业利润增厚为主要机会

低值耗材市场

- **行业供需变化带来提价机会。**以手套行业为例，手套本来就处于涨价阶段中。在战争尚未开始前，手套行业就已经连续涨价了2个季度。美伊战争导致海外企业原料紧缺，手套行业供给不足，手套价格进一步上升。
- **提价带来剪刀差利润。**以敷料行业为例，棉花价格受下游库存低位和气候原因，棉花价格持续上涨。
- **医保支持打开收费通道。**2026年最新医保政策明确带有特殊临床价值的功能化低值耗材可申请单独收费,这为企业通过产品创新获取溢价打开了通道，打破了“低值耗材只能拼价格”的传统认知。
- **相关标的：**英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗、奥美医疗、维力医疗、三鑫医疗等。

图72：我国丁腈手套出口单价从25年中至今持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：2026年棉花现货价格持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4 IVD行业：主要项目已开展集采，后续量价有望稳定

- 主要IVD项目已开展集采，预计2025年底至2026年初量价趋于稳定。2021年8月安徽省医对化学发光类试剂进行集采；2022年11月江西省牵头23省肝功生化试剂联盟集采；2023年11月安徽省牵头25省IVD试剂联盟集采；2024年12月安徽省牵头28省肿标+甲功开展集采。
- 至此主要IVD项目已开展集采，量价有望趋于稳定，行业有望进入新一轮增长周期。

表30：主要IVD集采项目已经开展集采

	安徽省公立医疗机构临床检验试剂集中带量采购	江西肝功检测生化类试剂省际联盟集中带量采购	安徽省凝血、心梗类临床检验试剂集中带量采购	江西等24省肾功、心肌酶生化试剂集中带量采购	安徽等25省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购	江西等26省糖代谢等生化类检测试剂带量采购	安徽28省肿标、甲功等体外诊断试剂带量采购
文件发布时间	2021/08/19	2022/11/14	2022/11/30	2023/7/20	2023/11/17	2024/7/10	2024/12/9
结果公布时间	2021/11/2	2022/12/30	2023/6/5	2023/12/21	2023/11/20	2025/1/2	2025/1/3
执行时间	2021/11/11	2023/7/1	2023/7/1	2024/6/28	2024/9/10	2025/3/1	2025/11/11
采购周期	2年	2年	2年	2年	2年	2年	2年
集采品种	肿标，感染，心肌，激素，降钙素	26项肝功类生化试剂	凝血六项、心梗类三项	28项肾功及心肌酶项目	传染病八项(含酶免)、性激素六项、糖代谢两项、HCG、 β -HCG、HPV分子诊断	生化35项	肿标、甲功免疫25项
参与省份	安徽	江西等23省	安徽	江西等24省	安徽等25省	江西等26省	安徽等28省

数据来源：安徽省医保局、江西省医保局、开源证券研究所

投资思路：IVD行业国内政策端冲击环节，海外市场短期地缘政治冲突波动不改长期趋势向好，叠加2025年低基数，2026年业绩增速有望实现显著恢复，此外部分IVD企业投资AI诊疗、创新药、脑机接口等高景气度赛道，通过构筑第二增长曲线，有望在未来2-3年实现跨越式增长。

万孚生物：公司2025年实现收入20.87亿元（-31.91%），归母净利润-0.63亿元（-111.22%），扣非归母净利润-0.13亿元（-102.61%），主要系2025年公司由于受增值税率调整、检验套餐解绑、渠道库存调整等政策因素影响，加之公司维持较高投入，业绩短期有所承压。2026年Q1实现收入5.82亿元（-27.31%），归母净利润0.84亿元（-55.38%），扣非归母净利润0.67亿元（-61.21%），考虑到国内政策端影响趋缓、海外收入维持高增、前期投入进入收获期公司业绩有望迎来显著修复，并且随着AI辅助诊断从收费立项到医保支付全链路打通，投资的三家AI医疗收入体量有望呈现跨越式增长。

新产业：2025年，新产业营收45.77亿元（+0.91%），归母净利润16.20亿元（-11.39%），扣非净利润15.64亿元（-9.12%）。业绩下滑主要受国内增值税调整、政策影响以及海外仪器发货减少。2026年一季度，公司营收11.29亿元（+0.34%），归母净利润4.42亿元（+1.02%），扣非净利润4.21亿元（+1.11%），若剔除汇率因素，利润总额实际增长13.16%。考虑到Q2同期低基数、国际航运恢复、国内政策端冲击减缓，全年业绩有望快速增长。

热景生物：公司FIC心梗单品SGC001已启动II期临床，并已有多名患者顺利入组；同时已完成SGC001在急性胰腺炎适应症上的临床前研究，即将递交临床试验注册申请。此外在肿瘤领域，公司基于CTLA-4靶点开发候选药物SGT003，目前该项目的临床试验申请已于2026年4月获受理，同样具备出海潜力。此外公司多条其他管线也有望1-2年内逐步进入临床阶段。

博拓生物：通过其全资子公司博肽智投获得青石永隽5%的股权，青石永隽由浙江大学侵入式脑机接口团队创办，依托南湖脑机交叉研究院，聚焦难治性重症抑郁症治疗领域，其植入式脑深部神经刺激产品已进入科研性临床试验阶段。2026年公司参股皓世天辉，该公司深耕非侵入式脑机接口赛道，构建了全栈自主研发技术体系，其心理健康评估设备可快速检测抑郁、焦虑等情绪问题。

目录

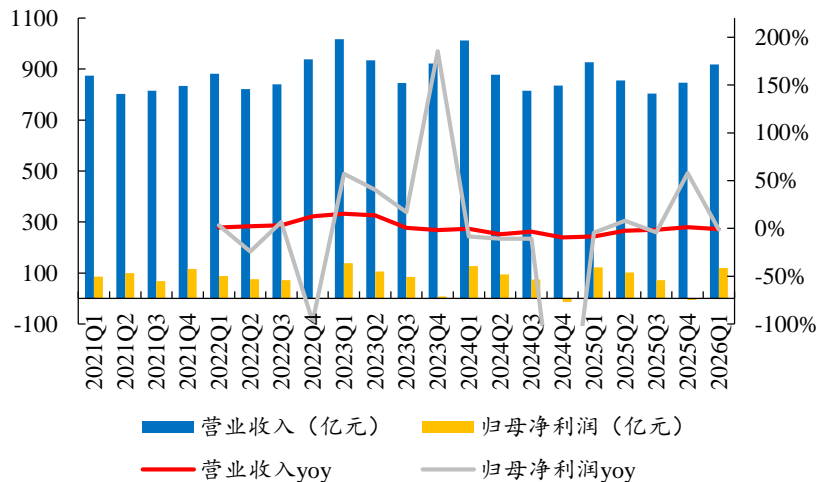
CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

6.1 中药：行业整体稳定，盈利能力相对稳健

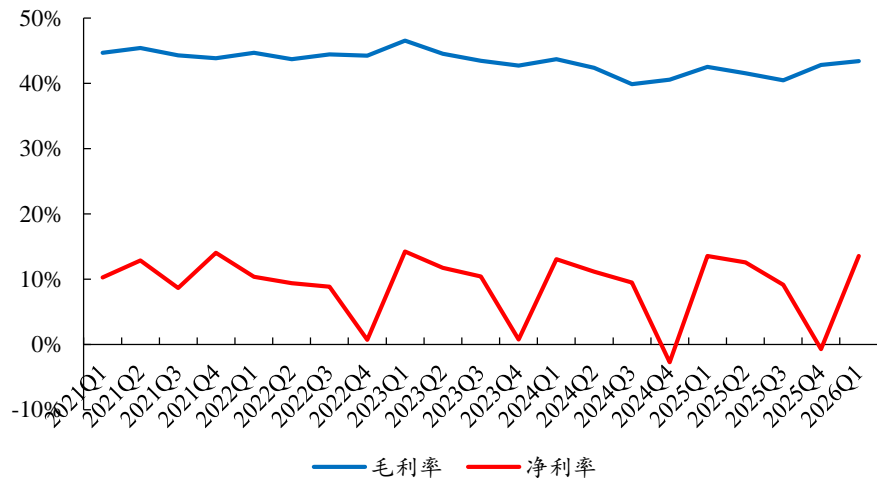
- **中药板块2025Q1-Q3业绩整体同比小幅下滑，2026Q1降幅收窄。**分季度来看，2025Q1中药板块实现营业收入926.82亿元，同比下降8.44%，归母净利润121.46亿元，同比下降4.50%。2025Q2-Q3受渠道库存消化及流感患病人数下降等因素影响，板块营收同比基本呈下滑趋势，但2025Q1-Q3单季度同比下滑幅度逐步收窄，2025Q3单季度营收同比下降仅为1.43%；随后2025Q4受益于流感需求恢复等因素营业收入同比回正。2026Q1同比降幅则进一步收窄至-0.93%。
- **中药板块盈利能力相对稳健。**中药板块毛利率和净利率2022Q4-2023Q1受疫情放开影响，短期存在较大波动。拉长时间维度来看指标整体保持相对稳健水平，且自2024Q3开始毛利率已经开始逐步呈现良好改善，我们认为伴随中药材价格的回落平稳，整体毛利率有望继续呈现改善态势。

图74：2025Q1-Q3中药板块分季度营业收入同比小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：中药板块毛利率相对较为稳定，自2024Q3开始已经逐步呈现良好改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

6.1 中药：行业整体稳定，盈利能力相对稳健

- 中药企业业绩相对稳健。**2020年疫情以来，中药各细分领域企业业绩面临一定压力，伴随2022-2023年疫情逐步进入尾声，整体市场受疫情放开、流感等因素作用需求逐渐复苏，因此为2024-2025年带来一定的高基数、渠道库存消化压力，叠加中药材价格波动、消费市场不景气、中药集采降价等宏观因素影响，2024-2025年部分企业经营业绩相对承压。展望2026年，高基数、去库存以及一系列宏观扰动影响逐步平缓，行业有望健康发展、景气度持续。

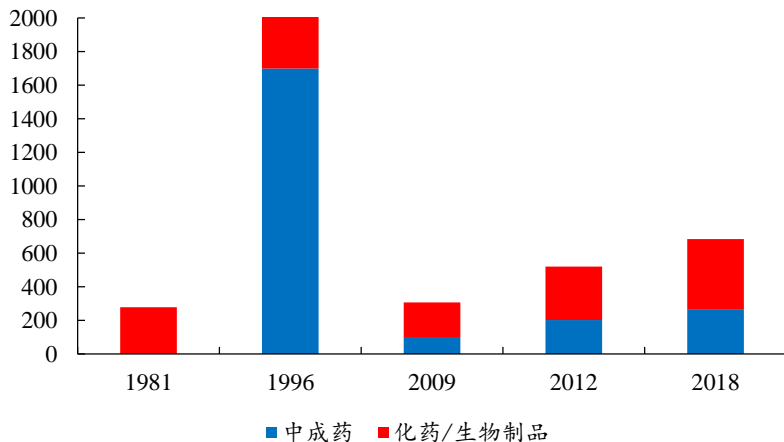
表31：中药板块2024-2025年消化多因素影响，未来行业景气度有望持续

细分领域	公司名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				营业收入yoy				归母净利润 (亿元)				归母净利润yoy			
			2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
中药创新药	悦康药业	91	41.96	37.81	24.46	5.56	-7.61%	-9.90%	-35.30%	-3.70%	1.85	1.24	-2.62	-0.33	-44.87%	-33.05%	-312.09%	32.81%
	方盛制药	48	16.29	17.77	17.46	4.63	-9.12%	9.15%	-1.75%	10.69%	1.87	2.55	3.06	0.88	-34.64%	36.61%	20.05%	0.15%
	康缘药业	76	48.68	38.98	32.93	8.31	11.88%	-19.86%	-15.52%	-5.27%	5.37	3.92	3.04	0.79	23.54%	-15.58%	-22.44%	-4.96%
	天士力	226	86.74	84.98	82.36	21.65	0.42%	-2.03%	-3.08%	5.35%	10.71	9.56	11.05	3.70	505.34%	-10.78%	15.63%	17.80%
	以岭药业	285	103.18	65.13	78.31	24.40	-17.67%	-36.88%	20.24%	3.46%	13.52	-7.25	12.86	4.09	-42.76%	-153.57%	277.56%	25.43%
品牌OTC	昆药集团	72	77.03	84.01	65.75	8.36	-6.99%	-0.34%	-21.74%	-48.01%	4.45	6.48	3.50	-1.42	16.05%	19.86%	-46.00%	-256.70%
	太极集团	86	156.23	123.86	105.00	25.28	10.58%	-20.72%	-15.23%	-10.59%	8.22	0.27	1.21	0.66	131.99%	-96.76%	352.38%	-11.97%
	华润三九	429	247.39	276.17	316.03	81.30	36.83%	11.63%	14.43%	18.62%	28.53	33.68	34.21	10.76	16.50%	18.05%	1.58%	-15.29%
	东阿阿胶	342	47.15	59.21	67.00	18.14	16.66%	25.57%	8.83%	5.52%	11.51	15.57	17.39	4.55	47.55%	35.29%	11.66%	7.14%
	华润江中	152	43.90	44.35	42.20	10.36	13.00%	-2.59%	-4.87%	-12.49%	7.08	7.88	9.07	2.88	18.40%	9.67%	15.03%	1.10%
	达仁堂	284	82.22	73.07	49.17	15.15	-0.33%	-11.14%	-32.70%	4.12%	9.87	22.29	21.31	4.24	14.49%	125.94%	-4.41%	13.24%
	康恩贝	113	67.33	65.15	64.73	19.06	12.21%	-3.23%	-0.64%	13.10%	5.92	6.22	4.74	1.98	65.19%	5.21%	-23.79%	4.78%
	同仁堂	379	178.61	185.97	172.56	46.64	16.19%	4.12%	-7.21%	-11.59%	16.69	15.26	11.89	4.71	16.92%	-8.54%	-22.07%	-19.07%
	云南白药	939	391.11	400.33	411.87	116.03	7.19%	2.36%	2.88%	7.02%	40.94	47.49	51.53	20.37	36.41%	16.02%	8.51%	5.31%
	佐力药业	107	19.42	25.78	30.41	8.98	7.61%	32.71%	17.96%	8.90%	3.83	5.08	6.32	2.00	40.27%	32.60%	24.45%	10.18%
	羚锐制药	126	33.11	35.01	38.53	11.26	10.31%	5.72%	10.07%	10.32%	5.68	7.23	7.60	2.46	22.09%	27.19%	5.11%	13.61%
	济川药业	257	96.55	80.17	62.19	12.07	7.32%	-16.96%	-22.43%	-20.84%	28.23	25.32	17.78	4.00	30.04%	-10.32%	-29.77%	-9.13%
	寿仙谷	34	7.84	6.92	6.40	1.61	-5.39%	-11.81%	-9.21%	-8.46%	2.54	1.75	0.18	0.29	-8.39%	-31.34%	-89.58%	-50.68%
	三力制药	46	16.35	21.44	17.03	3.82	36.10%	31.16%	-20.59%	-6.57%	2.93	2.74	0.46	0.44	45.42%	-6.38%	-83.12%	5.88%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：总市值更新时间为2026/5/6）

- 基药目录内中成药数量占比提升，高效益品种重要性日益凸显。**2009版、2012版和2018版三版基药目录内，中成药占比持续提升，分别为33.2%、39.0%和39.1%。我们认为随着近几年国家对中药创新传承的大力支持，在新一轮基药目录调整中，有望进一步增加中药功能主治范围，纳入临床必需、疗效确切的医保/非医保药品，扩大儿科用药品种和剂型范围。
- 政策支持，基药目录有望迎来更新，关注相关投资机会。**2019年《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临床上优先使用基药。同时，在2024年6月发布的《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》中，提出“适时优化调整国家基本药物目录”，若基药目录迎来新一轮更新，相关品种有望迎来快速放量。具备相关基药品种潜力的公司，如济川药业、方盛制药、三力制药、盘龙药业等有望受益。

图76：2009-2018年基药目录中成药品种数量持续增加（单位：个）



数据来源：卫健委、开源证券研究所

表32：2018版基药目录中成药品种共268个（单位：个）

药物类别	2012版	2018版	增加/减少数量
内科用药	137	168	37/9
外科用药	11	22	11/0
妇科用药	20	24	4/0
眼科用药	7	8	2/1
耳鼻喉科用药	13	18	5/0
骨伤科用药	15	18	3/0
儿科用药	0	13	13/0
合计	203	268	75/10

数据来源：《国家基药目录》（2012版、2018版）、开源证券研究所

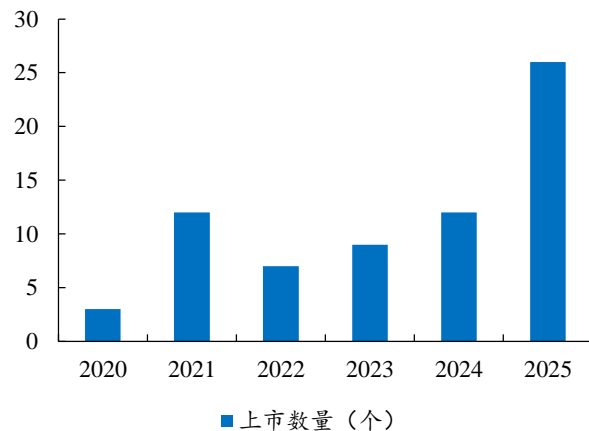
- 顶层政策支持，多维助力中药产业创新发展。**近年来中医药利好政策频发，从2018年6月的《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》，到2020年12月的《关于促进中药传承创新发展的实施意见》，中医药的位置进一步提升，对中医药种植保护、人才培养、科学研究与传承创新、管理体制等做出了一系列规定。2022年3月国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导。此外，2025年3月《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价，我们认为集采政策优化有望催化研发热情，促进中药产业高质量发展。
- 注册审批流程优化，创新中药上市速度加快。**2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（下称“专门规定”），自2023年7月1日起施行。《专门规定》是在2008年原国家食药监局发布的《中药注册管理补充规定》基础上，充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，结合疫情防控中药成果转化实践探索，借鉴国内外药品监管科学研究成果，全方位、系统地构建了中药注册管理体系，进一步对中药研制相关要求细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药注册审批进度。2023年我国审批上市的中药新药共9款，2024批准12款，2025批准26款，审批速度持续加快。推荐关注具备研发创新能力的企业，如悦康药业、天士力、方盛制药、以岭药业、康缘药业等，有望通过创新管线迭代打开发展天花板。

表33：优化中药注册流程、支持中医药发展

发布时间	政策文件	政策意义
2018.06	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	发挥中医药在医疗卫生与健康事业中的独特作用
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	从中药审评审批、研制创新、安全性研究、质量源头管理、生产质量控制、上市后监管、品种保护、中药的法规标准体系等方面提供政策指导
2021.01	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2022.03	《“十四五”中医药发展规划》	从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导
2023.02	《中药注册管理专门规定》	加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程
2025.03	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价

资料来源：国务院、国家药监局、开源证券研究所

图77：2021年起中药新药审批上市速度逐步加快



数据来源：米内网、医药经济报、国际中医中药杂志、开源证券研究所

6.3 品牌OTC：看好具有强品牌力，兼具长期成长动能的龙头企业

- **OTC龙头企业品牌优势强，渠道壁垒深厚。**在产品终端，受益于企业长期的营销推广和口碑积累，消费者已逐步形成一定的品牌认知，因此相较于同通用名的其他产品，消费者一般愿意为其支付一定的品牌溢价，从而提升企业的盈利能力。在渠道方面，品牌OTC受益于其品牌影响力，一般具有较高的渠道管理能力，同时OTC市场受益于门诊统筹政策扩容、居民院外便捷购药、处方药转OTC资质等影响，市场规模逐步扩大，因此在“线上+线下”药品价格管控趋严的背景下，我们更加看好具备高市场认可度产品的龙头OTC企业。
- **“国企改革、银发经济、稀缺品牌产品”，三条主线提供长期发展动能。**我们认为在消费环境转暖背景下兼具高消费属性及品牌稀缺性、具备长期发展逻辑的龙头企业和稀缺标的更容易走出独立行情。**国企改革方面**，如华润三九稳健经营并以并购赋能、东阿阿胶则凭借核心产品在近几年消费相对疲软的大环境中实现优秀的业绩增长，均验证自身的经营能力、产品及品牌稀缺性，未来我们认为昆药集团（银发经济）、华润江中（胃肠道用药领军品牌）、太极集团（藿香、化药等知名核心产品群）等公司的发展潜力有望实现。**银发经济和稀缺品牌产品方面**，如佐力药业（药用真菌制剂）、羚锐制药（银发经济）、济川药业（儿科用药+BD拓品）等值得关注。

表34：部分国有中药企业发布股权激励方案，努力提升市场竞争力

企业名称	激励考核指标
东阿阿胶	1、2024-2026年，净资产收益率分别不低于10%/10.5%/11%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；2、以2022年基准，2024-2026年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于20%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值水平；3、2024-2026年营业利润不低于23%/23.5%/24%
华润三九	1、以2020年业绩为基数，2022-2024每年归母扣非净利润复合增长率不低于10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2、2022-2024年归母扣非净资产收益率分别不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；3、2022-2024总资产周转率分别不低于0.69/0.70/0.72
昆药集团	1、以2020年业绩为基数，2021-2023年净利润增长率不低于10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2021-2023年现金分红比例不低于30%/30%/30%
江中药业	1、2025-2027年投入资本回报率分别不低于15.42%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2、以2023年归母净利润为基数，2025-2027年归母净利润CAGR不低于12%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；3、2025-2027年研发投入强度分别不低于3.91%/3.92%/3.93%；4、完成集团公司下发的产业链相关任务。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表35：2024中国城市实体药店终端销售中成药OTC品牌用药种类较多

排名	产品名	企业	分类	销售额（亿元）
1	感冒灵颗粒	华润三九	呼吸系统疾病用药	37.5
2	安宫牛黄丸	同仁堂	心脑血管疾病用药	23.5
3	阿胶	东阿阿胶	补气补血类用药	21.1
4	复方阿胶浆	东阿阿胶	补气补血类用药	16.6
5	云南白药气雾剂	云南白药集团	骨伤科类	16.6
6	藿香正气口服液	太极集团	消化系统疾病用药	14.5
7	健胃消食片	江中药业	消化系统疾病用药	14.3

资料来源：中国药店、开源证券研究所

6.4 中药：关注中药创新药及品牌OTC相关投资机会

表36：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)					P/E				评级
		2026/5/6	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
600535.SH	天士力	15.12	0.74	0.85	0.97	1.11	20.4	17.8	15.6	13.6	买入	
603998.SH	方盛制药	11.01	0.70	0.84	1.01	1.21	15.8	13.1	10.9	9.1	买入	
000423.SZ	东阿阿胶	53.15	2.70	3.04	3.45	3.91	19.7	17.5	15.4	13.6	买入	
600750.SH	华润江中	23.94	1.43	1.59	1.78	1.95	16.8	15.1	13.4	12.3	买入	
600422.SH	昆药集团	9.52	0.46	0.32	0.47	0.59	20.6	29.8	20.3	16.1	买入	
600129.SH	太极集团	15.52	0.22	0.55	0.79	0.95	71.0	28.2	19.6	16.3	买入	
600285.SH	羚锐制药	22.19	1.34	1.52	1.70	1.92	16.6	14.6	13.1	11.6	买入	
600566.SH	济川药业	27.86	1.93	1.94	2.10	2.31	14.4	14.4	13.3	12.1	买入	
002317.SZ	众生药业	18.63	0.32	0.36	0.39	0.43	57.4	51.8	47.8	43.3	买入	
603896.SH	寿仙谷	17.36	0.09	0.58	0.66	0.76	189.3	29.9	26.3	22.8	买入	
300181.SZ	佐力药业	0.90	1.19	1.47	1.70	16.9	12.8	10.4	8.9	0.90	未评级	
688658.SH	悦康药业	-0.58	-0.12	0.15	-	-34.6	-171.1	131.5	-	-0.58	未评级	
002603.SZ	以岭药业	0.77	0.90	1.04	1.21	22.2	19.0	16.5	14.1	0.77	未评级	
600557.SH	康缘药业	0.69	0.61	0.68	0.77	19.5	22.1	19.6	17.5	0.69	未评级	
000999.SZ	华润三九	2.06	2.23	2.48	2.70	12.5	11.6	10.4	9.5	2.06	未评级	
600436.SH	片仔癀	3.58	4.19	4.71	5.21	39.5	33.7	30.0	27.1	3.58	未评级	
603439.SH	三力制药	0.11	0.36	0.39	-	98.5	31.2	28.8	-	0.11	未评级	
600572.SH	康恩贝	0.19	0.26	0.30	0.31	23.8	16.8	14.7	14.2	0.19	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致预期）

目录

CONTENTS

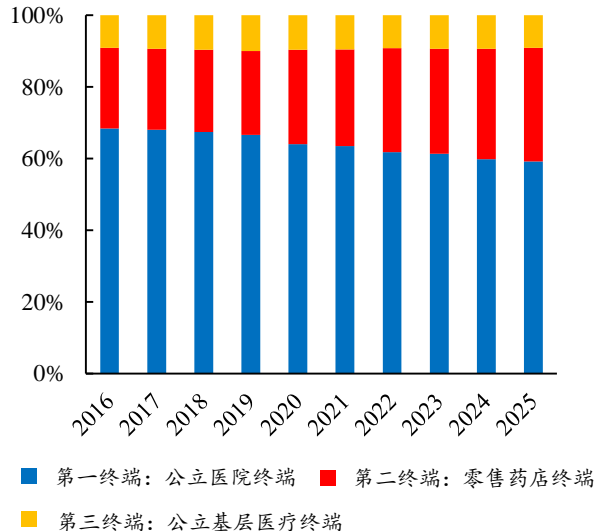
- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

7.1

零售药店：零售药店终端市场占比不断增长，行业集中度提升逻辑明确

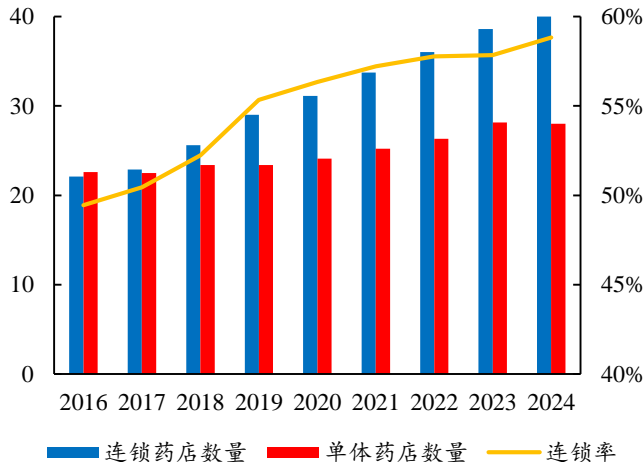
- **药品销售市场规模持续扩大，零售药店渠道占比不断增长。**根据国家药品监督管理局统计数据，2024年，中国药品市场整体销售额达到18638亿元，同比微降1.2%，影响药品销售增长的因素较2023年主要增加了价格治理和反腐深入等。同时，米内网数据则进一步显示，零售药店终端药品销售额占比呈现持续提升的发展趋势，截至2025年占比提升至31.7%，彰显零售药店渠道的重要性。
- **药店连锁化率与行业集中度同步提升，利好龙头。**连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先，而中小药房发展则相对受阻。随着政府监管趋严、消费者品牌认知效应等因素影响，行业龙头并购整合、中小连锁/单体药房加盟龙头或主动出清趋势加速，行业集中度有望进一步提升。

图78：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



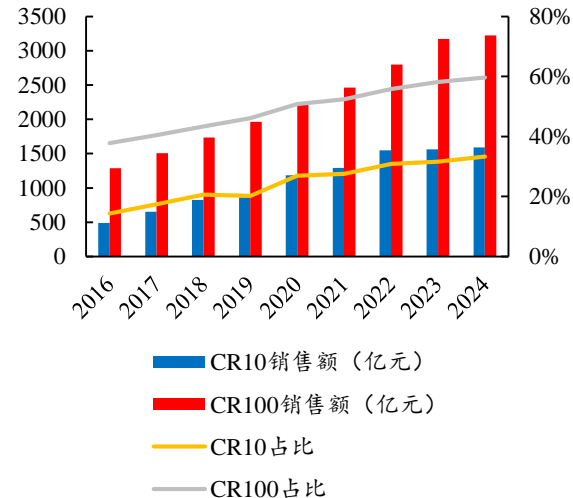
数据来源：米内网、开源证券研究所

图79：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）



数据来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

图80：零售药店Top10行业集中度基本逐年提升

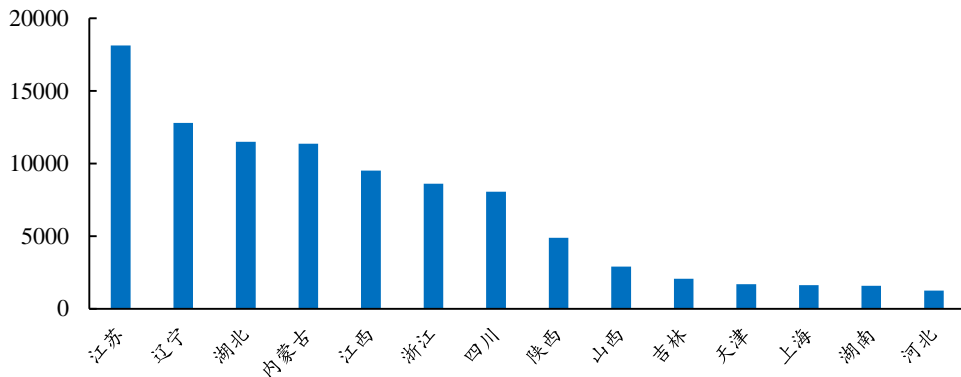


数据来源：老百姓公司公告、开源证券研究所

7.1 零售药店：门诊统筹逐步落地贡献新增量，合规趋紧助力长期发展

- **门诊统筹逐步推进，零售药店迎来发展新机遇。**随着零售药店纳入门诊统筹管理，患者可以在零售药店购买医保药品并报销，有助于推动处方外流，并助力零售药店客流量提升，为其向好发展贡献新增量。同时，2024年内国家积极推动电子处方外流建设和药价管理，赋能行业发展。
- **电子处方平台建设加速，合规趋严助力健康发展。**伴随门诊统筹的逐步落地，处方延伸到院外是大势所趋，电子处方的应用能够规范医药零售企业合理用药，方便患者尤其是慢病患者续方购药，助力医药分家；同时，电子处方广泛应用可以打开“互联网+”的成长空间，为医药零售企业带来较多客流的同时提升经营效率。2024年10月，国家医疗保障局发布《关于规范医保药品外配处方管理的通知》，提到要加快电子处方中心建设，自2025年1月1日起，配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通道”药品处方。
- **零售药店购药便捷，“线上线下”价差合理化。**线下药店因在便捷性和用药指导等服务上具备多种优势，因而成为院外购药的重要渠道。同时国家医保局指出，线下药店具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等因素影响，且需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高，小批量采购的中间环节也多，导致线下药店价格总体高于网络药店，属合理现象。此外，为推动定点药店医保药品价格趋于合理，医保部门已在辽宁、广东、陕西等19个省份建立了公开比价小程序，促进行业合规经营、保障消费者利益。

图81：截至2024年2月，江苏省纳入门诊统筹的药店数量相对领先（单位：家）



数据来源：《中国药店》、开源证券研究所

表37：定点医疗结构门诊统筹服务报销情况

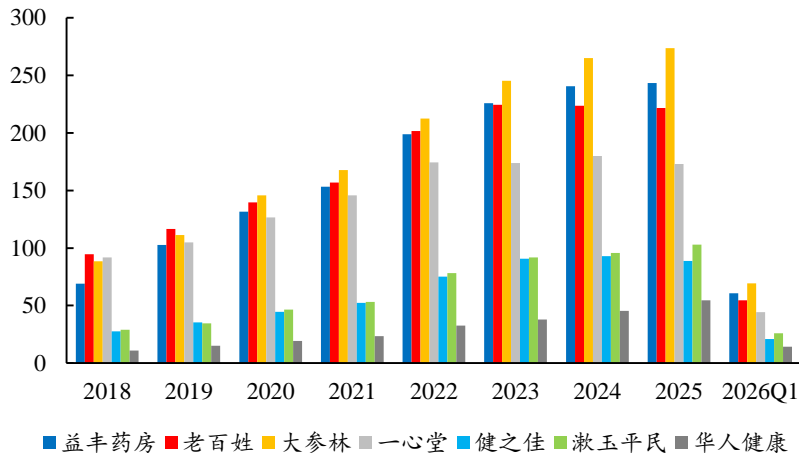
	截至2023年8月	医疗机构	零售药店
定点医疗机构数量 (万家)		59.4	48.4
开通门诊统筹数量 (万家)		32.09	14.14
开通门诊统筹比例		54%	29%
累计结算人次 (亿人次)		13.14	1.74
医保统筹基金结算金额 (亿元)		1240.24	69.36
单人次医保统筹基金结算金额 (元)		94.39	39.86

数据来源：新华社、开源证券研究所

7.1 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

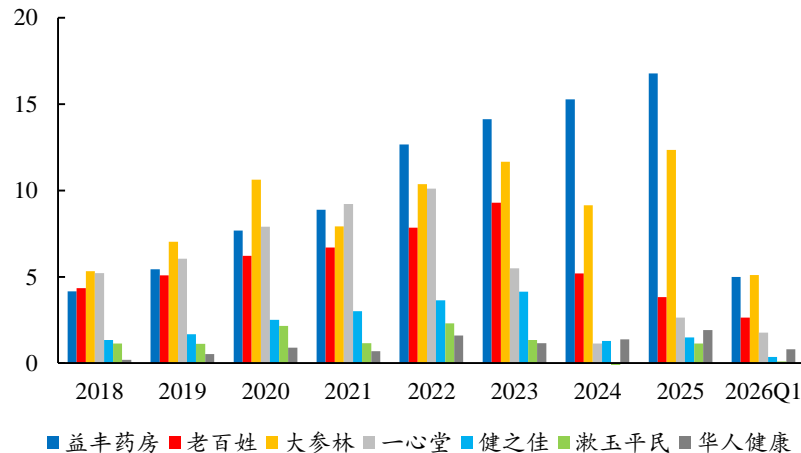
- **药品零售行业龙头营业收入体量持续提升。**近几年，伴随着门店数量的持续扩张，零售药店龙头企业收入体量均有较快提升，2024-2025年增速虽有所放缓，但行业整体仍具有较强韧的经营发展特性。
- **专业服务能力为核心，提升经营质效。**在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐向提供专业化慢病管理服务转型，加大专业药师团队建设、数字化转型助力诊疗数据互通存档等举措，有利于提升核心竞争力。此外，随着龙头企业由城市向县域药品零售市场持续下沉布局，拥有更强的跨区域门店管控力、成本费用控制力的企业更具竞争力。

图82：零售药店龙头营业收入体量逐年提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：零售药店龙头归母净利润体量稳中向好（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2026龙头零售药店重启扩张步伐，注重高质量发展。伴随着行业整合和中小连锁、单体药店等的逐步出清，零售药店龙头顺应发展趋势，2025年放缓门店新增扩张，着力提升现有门店经营质效以及费用管控，注重高质量稳健发展，同时经营偏向“轻资产”运营，着力提升抗风险能力，促进稳健可持续发展。经过门店调整的阶段性“阵痛”，2026年部分龙头药房逐步重启门店扩张步伐。

表38：零售药店龙头门店数量逐年提升

公司	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
益丰药房	7809	10268	13250	14684	14831	14943
净增加门店数量(家)	1818	2459	2982	1434	147	112
直营店(家)	6877	8306	10264	10872	10518	10516
加盟店(家)	932	1962	2986	3812	4313	4427
老百姓	8352	10783	13574	15277	14975	15001
净增加门店数量(家)	1819	2431	2791	1703	-302	26
直营店(家)	6129	7649	9180	9981	9732	9622
加盟店(家)	2223	3134	4394	5296	5243	5379
大参林	8193	10045	14074	16553	17758	18044
净增加门店数量(家)	2173	1852	4029	2479	1205	286
直营店(家)	7258	8038	9909	10503	10468	10516
加盟店(家)	935	2007	4165	6050	7290	7528
一心堂	8560	9206	10255	11498	11112	11021
净增加门店数量(家)	1355	646	1049	1243	-386	-91
直营店(家)	8560	9206	10255	11498	11112	11021
加盟店(家)	-	-	-	-	-	-
健之佳	3044	4055	5116	5486	5421	5425
净增加门店数量(家)	914	1011	1061	370	-65	4
直营店(家)	3044	4055	5116	5486	5421	5425
加盟店(家)	-	-	-	-	-	-
漱玉平民	3341	5456	7337	9035	8869	8447
净增加门店数量(家)	1344	2115	1881	1698	-166	-422
直营店(家)	2592	3325	4104	4438	4907	4862
加盟店(家)	749	2131	3233	4597	3962	3585

- 长期来看，合规趋紧利好行业健康经营，短期内部分中小连锁和单体药房经营相对承压较大，助力龙头以较低价格收购或促进加盟业务发展，同时可能会进一步开启行业出清阶段，加速“连锁化率/集中度提升+处方外流”两大长期增长逻辑的兑现。
- **推荐标的：**益丰药房、老百姓、健之佳、漱玉平民；**受益标的：**大参林、一心堂、华人健康。

表39：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）		EPS（元）			P/E		评级		
		2026/5/6	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E		2026E	2027E
603939.SH	益丰药房	22.89	1.38	1.55	1.75	1.96	16.5	14.8	13.1	11.7	买入
603883.SH	老百姓	13.90	0.50	0.61	0.67	0.74	27.6	22.8	20.7	18.8	买入
605266.SH	健之佳	20.24	0.96	-	-	-	21.1	-	-	-	未评级
301017.SZ	漱玉平民	13.34	0.28	-	-	-	47.3	-	-	-	未评级
603233.SH	大参林	18.67	1.08	1.25	1.44	1.65	17.2	15.0	13.0	11.3	未评级
002727.SZ	一心堂	12.86	0.45	0.73	0.83	0.96	28.6	17.6	15.4	13.5	未评级
301408.SZ	华人健康	22.57	0.48	0.73	0.96	1.23	47.2	30.9	23.6	18.4	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

- **药品流通市场销售规模稳步增长。**2024年药品流通行业运行统计分析报告显示，2024年全国七大类医药商品销售总额为29,470亿元，扣除不可比因素后同比增长0.6%，市场呈现稳健增长态势，未来有望维持此增长趋势。
- **政策支持流通企业规模化发展、龙头企业迎来发展新机遇。**随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，且十四五规划提出到2025年，培育大型及超大型、数字智能化、专业化、特色化药品流通企业，行业整体呈规模化、集中化发展趋势，龙头将通过兼并收购持续整合资源，行业集中度会进一步提高。

图84：我国药品流通行业市场规模稳步增长

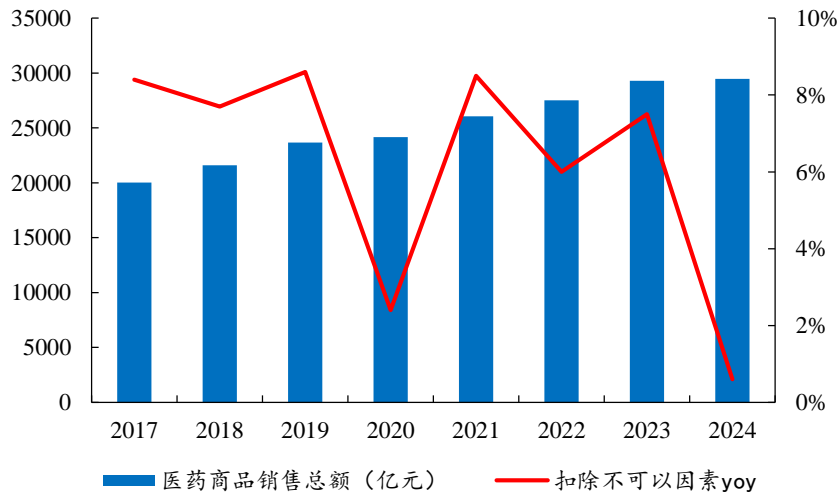
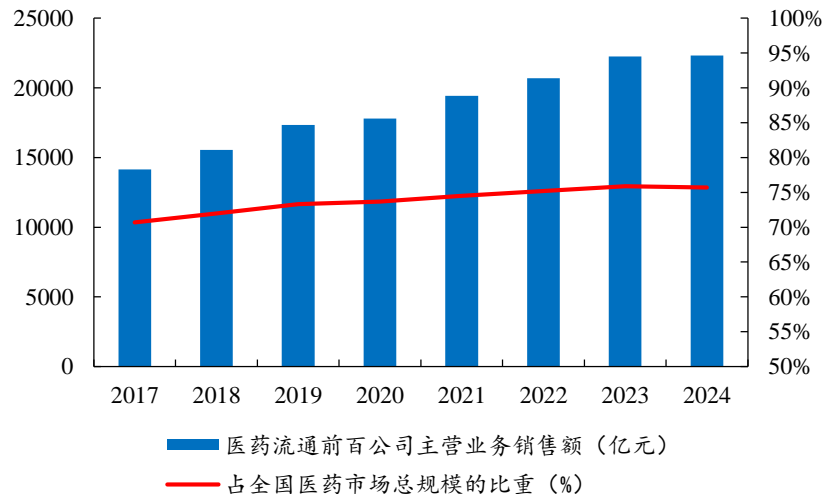


图85：医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

- “4+N”竞争格局显现，四强企业占据流通业务半壁江山。2024年主营业务收入前5强为国药集团、上海医药、华润医药、九州通以及重庆医药-中国医药联合体，占全国医药市场总规模比重达51.2%。未来随着药品流通市场规模的持续扩容、物流数智化发展、城乡一体化布局，全国性四强将深化行业龙头地位，为人民提供更加全面优质的服务。
- 行业发展进入微利阶段，创新业务差异化战略布局，有利于打造核心竞争力。在当前药品流通企业普遍面临微利经营的情景，且前四强企业占据超四成市场份额的情况下。其他企业需提升自身管理能力及效率，通过扩大配送供应链、布局线上线下业务、完善增值服务（如CSO业务）等方式进行差异化创新，塑造核心竞争力，才能提高自身盈利能力，脱颖而出。

图86：2022年我国药品流通行业龙头营收增长突出

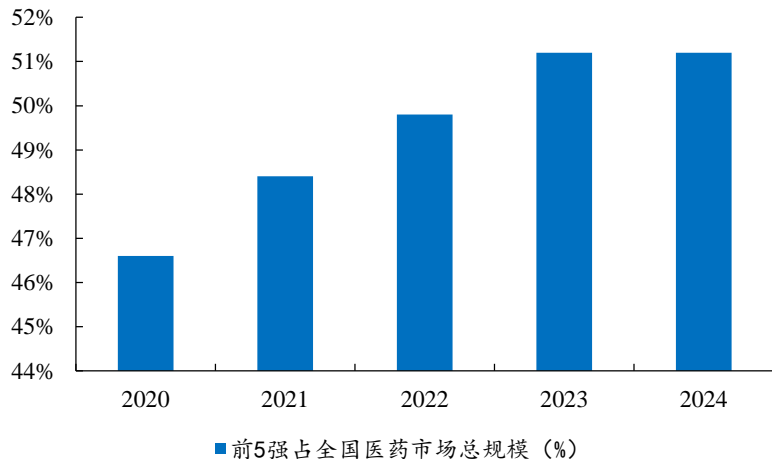
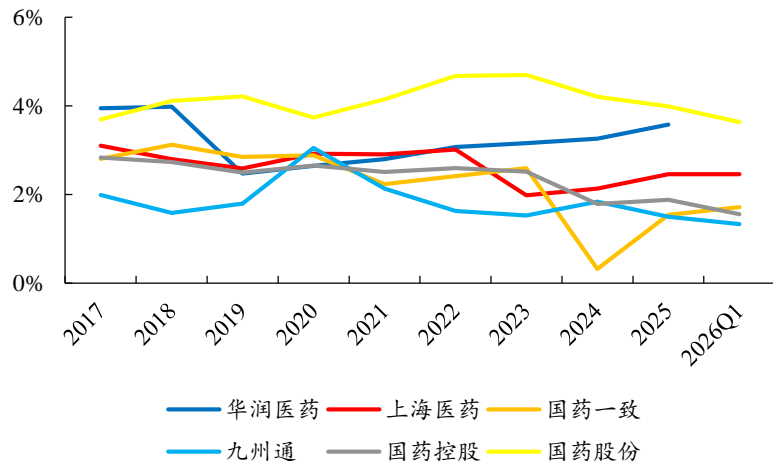


图87：药品流通行业龙头进入微利发展阶段，需增强管理能力优化利润空间



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

- 板块内4+N竞争格局相对稳定，我们建议关注具备较强差异化能力打造（如较高毛利水平的CSO业务等）、现金流稳健向好或具备回款周期及盈利能力改善逻辑的企业。
- **推荐标的：**百洋医药、九州通；**受益标的：**国药控股、上海医药、华润医药等。

表40：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E		评级		
		2026/5/6	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E		2026E	2027E
301015.SZ	百洋医药	24.96	0.90	1.05	1.21	1.39	27.6	23.8	20.6	18.0	买入
600998.SH	九州通	5.11	0.45	0.46	0.50	0.57	11.4	11.1	10.1	9.0	买入
1099.HK	国药控股	18.69	2.29	2.51	2.76	2.99	8.2	7.4	6.8	6.3	未评级
601607.SH	上海医药	17.16	1.54	1.49	1.62	1.79	11.1	11.5	10.6	9.6	未评级
3320.HK	华润医药	5.22	0.64	0.67	0.71	0.77	8.2	7.8	7.4	6.8	未评级
600511.SH	国药股份	28.52	2.65	2.81	3.00	3.09	10.8	10.2	9.5	9.2	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级公司为开源证券研究所预测数据，其余均来自Wind一致性预测）

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

1. 眼科医院强势增长，业绩增速中枢有望逐步上行

2026Q1眼科医院整体业绩迎来强势增长，收入增长6.4%，净利润增长15.4%，增速中枢有所上行。我们认为业绩增长具有较强的延续性，主要受益于屈光业务量价齐升驱动，2024年底SMILE 4.0推出，2025年SMILE PRO 推出，行业术式升级驱动屈光业务客单价持续提升，受益标的：爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科等；

2. CDMO及创新转型的原料药公司迎来兑现期

我们认为原料药板块转型公司迎来收获期，建议重点关注转型成功的公司，其中CDMO领域重点关注普洛药业，公司在手订单持续增长，CDMO业务增速较快，有望迎来持续快速增长，创新药领域重点关注华海药业、博瑞医药、联邦制药，2026年有望成为华海药业新药上市元年，博瑞医药及联邦制药多个产品进入临床III期阶段，有望迎来收获期。

3. 血制品行业整体承压，静待周期拐点

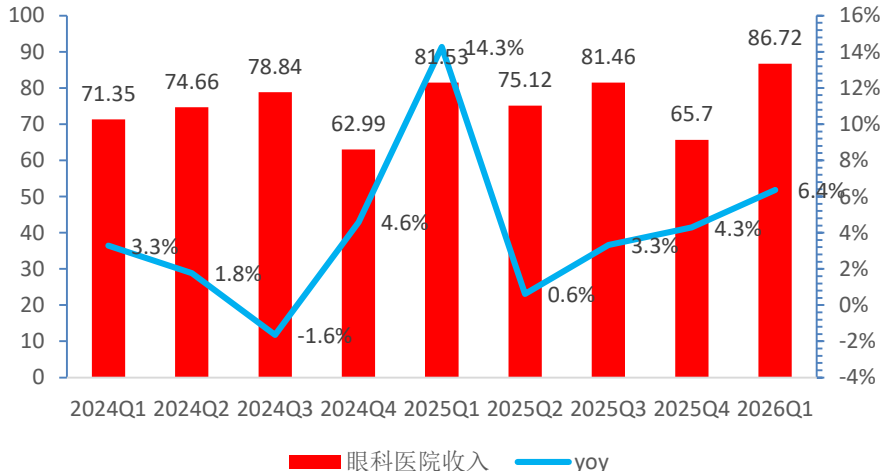
血制品领域，受供需矛盾影响，行业面临十年来压力最大的时候，白蛋白及静丙毛利率持续下降，我们认为，随着采浆量及浆站增长趋缓，老龄化及产品适应症逐步获批的背景下，行业有望在未来2年逐步复苏。

4. 风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧等。

9.1 眼科医疗服务：2026Q1业绩迎来强势增长

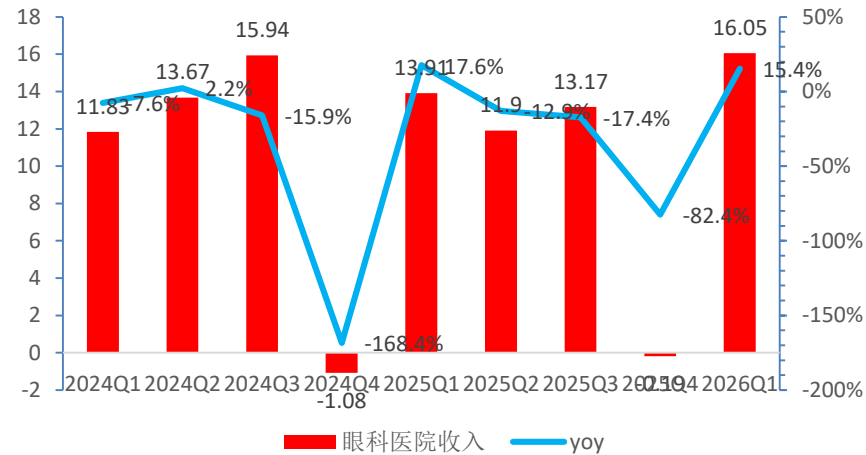
- ✓ 屈光业务驱动行业增长复苏。受宏观环境及市场竞争等因素，眼科医疗服务近两年增长乏力。2025-2026年屈光手术量持续增长，屈光手术经历价格战之后市场逐步出清，行业龙头率先引入新设备及新技术，全飞秒手术升级，ICL晶体升级，诊疗单价呈现上升趋势。
- ✓ 2026年1季度A股眼科医院收入增长6.4%，净利润增长15.4%，在2025Q1高基数基础上维持较快增长，我们预计2026年有望延续较快增长趋势。

图88：2026Q1眼科医院收入增长6.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图89：2026Q1眼科医院净利润增长15.4%

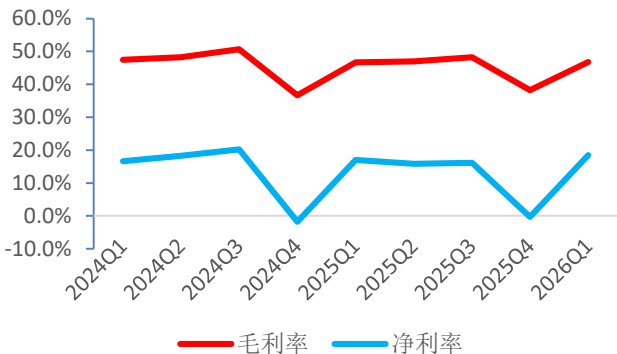


数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 眼科医疗服务：屈光市场量价齐升，视光白内障市场潜力极大

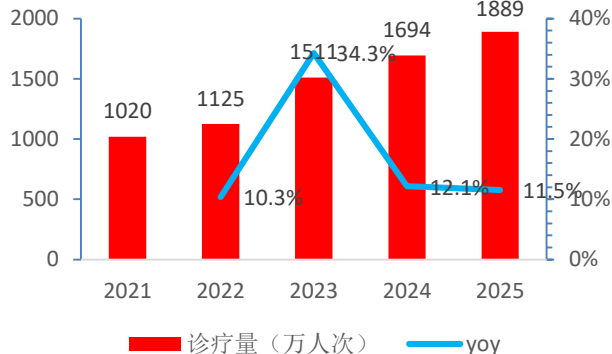
- ✓ 行业盈利水平逐步恢复。2026Q1眼科医疗服务行业毛利率达到46.8%，呈现显著上升趋势，净利率达到18.5%，创近两年新高。
- ✓ 行业龙头诊疗量持续增长，2025年手术量实现较快增长。我们以爱尔眼科为例，观察行业整体诊疗量和手术量趋势。
- ✓ 屈光业务市场呈现量价齐升趋势。2024年底SMILE 4.0推出，2025年SMILE PRO 推出，行业术式升级驱动屈光业务客单价持续提升。国内屈光市场受征兵体检需求、公务员体检需求及青年患者摘镜需求驱动，行业整体呈现较快增长。
- ✓ 近视防控需求持续增长。青少年眼健康问题凸显，带来庞大防控与矫治需求。国家疾控中心监测数据显示，2022年我国儿童青少年总体近视率达51.9%，其中小学生36.7%、初中生71.4%、高中生81.2%；在已近视学生中，轻、中、高度近视分别占53.3%、37.0%、9.7%，近视人群呈现高发化、低龄化、高度化的严峻态势。
- ✓ 白内障手术市场潜力较大。国家统计局数据显示，2025年末，我国60岁及以上老年人口已从2000年的1.26亿人增长至3.23亿人，占总人口比重从10.2%提升至23%；65岁及以上人口达2.24亿人，占总人口比重达15.9%。随着老龄化程度持续加深，白内障、糖尿病视网膜病变等年龄相关性眼病患者数量将稳步增长。

图90：2026Q1眼科医院盈利能力呈复苏趋势



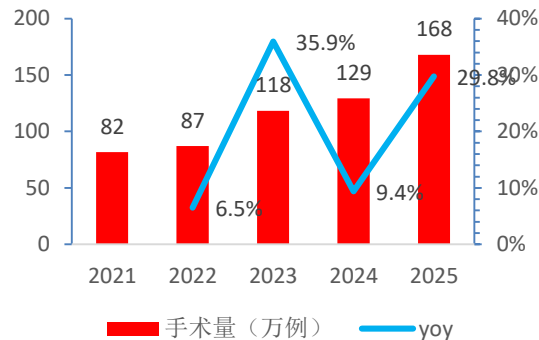
数据来源：Wind、开源证券研究所

图91：爱尔眼科诊疗量持续增长



数据来源：爱尔眼科公告、开源证券研究所

图92：爱尔眼科手术量快速增长

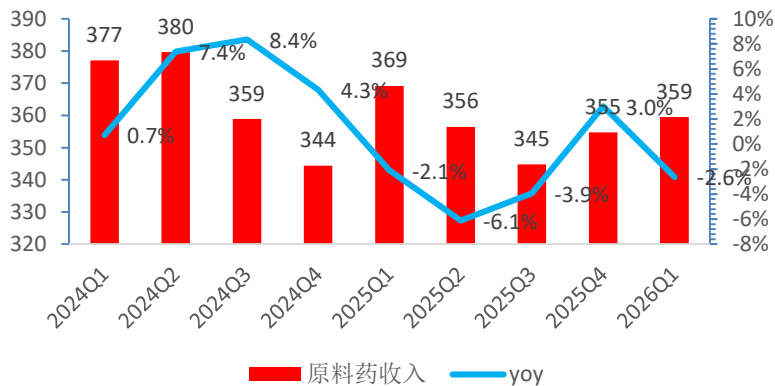


数据来源：爱尔眼科公告、开源证券研究所

9.2 原料药：整体业绩处于低迷状态

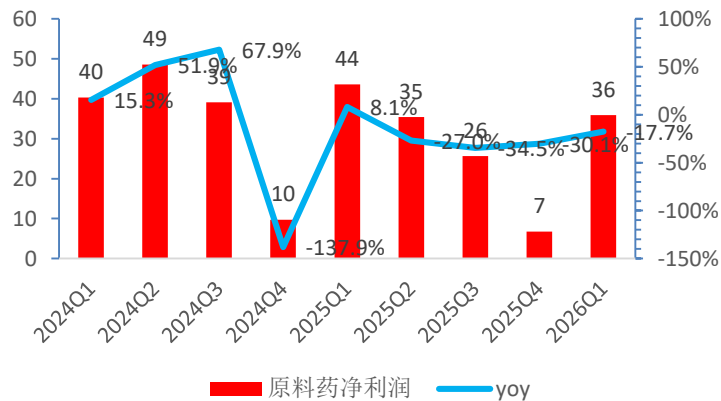
- ✓ 受行业竞争程度、汇兑等因素影响，原料药市场整体处于低迷状态。2026Q1原料药行业收入增长-2.6%，净利润增长-17.7%，呈现调整趋势。
- ✓ 原料药行业转型迎来曙光。1、部分公司选择强生产、强周期产品，通过持续扩大生产规模、降低生产成本，从而持续提升市场份额，产品价格处于周期底部，比如氟苯尼考、强力霉素生产领域的国邦医药等，有望在价格周期拐点来临时市场较大的业绩弹性。2、部分公司选择转型CDMO业务，进入审计及质量体系要求更严格的创新药供应链，持续加强研发能力积累，从初期的CMO逐步过渡到CDMO业务，随着在手订单及新签订单的累计、项目漏斗型的落地，有望逐步迎来业绩释放，比如普洛药业、奥锐特等。3、部分公司通过新增研发人员或者并购直接进入创新药行业，经过数年积累与布局，有望迎来首个创新产品上市，比如华海药业、博瑞医药、联邦制药、昂利康、千红制药、美诺华等。

图93：2026Q1原料药行业收入增长-2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图94：2026Q1原料药行业净利润增长-17.7%

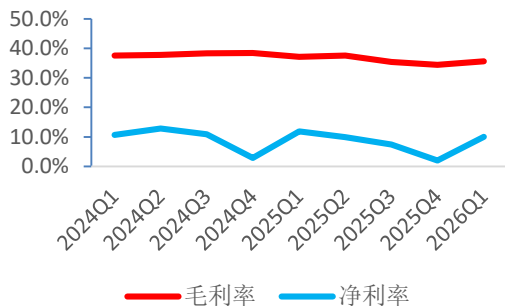


数据来源：Wind、开源证券研究所

9.2 原料药：CDMO及创新转型迎来收获期

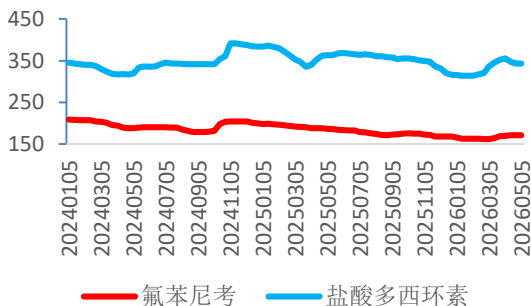
- ✓ 原料药行业盈利水平有所恢复。2026Q1原料药行业毛利率水平达到35.6%，净利率达到10%，毛利率企稳，净利率呈复苏趋势。
- ✓ 受上游原材料成本持续上涨影响，氟苯尼考价格底部企稳回升，2026年4-5月份回升到170元/kg以上水平，强力霉素价格回升到340-350元/kg附近。氟苯尼考及强力霉素均属于供给出清尾声的产品，有望随着产品周期价格逐步上涨，我们建议重点关注：国邦医药、普洛药业。
- ✓ 原料药公司通过加强研发投入持续转型CDMO或创新药企业，近些年原料药行业研发投入持续增长，2025年研发费用达到89亿元，占收入比例达到5.7%，呈现持续上升趋势。我们认为部分原料药公司创新产品迎来收获期，建议重点关注：1、华海药业，2026年公司首个新药产品IL-36R靶点药物HB0034有望迎来上市，IL-17A靶点药物HB0017、PD-L1/VEGF双抗HB0025处于临床III期，全球首款TSLP/IL-11双抗HB0056、IL-17A/IL-36R双抗HB0043陆续进入临床阶段，2026年有望成为公司新产品上市元年。2、博瑞医药：BGM0504注射液减重适应症III期临床试验达成预期目标，有望2026年提交上市申请，新型长效Amylin类似物BGM1812注射液、口服BGM0504片剂处于临床阶段，口服BGM1812片、BGM1812与BGM0504的复方制剂BGM2102等处于临床前阶段。3、联邦制药：UBT251注射液海外进入临床阶段，国内有望进入临床III期，UBT37034处于临床I期阶段，TUL01101、TUL12101陆续进入临床III期。

图95：2026Q1原料药行业盈利水平有所恢复



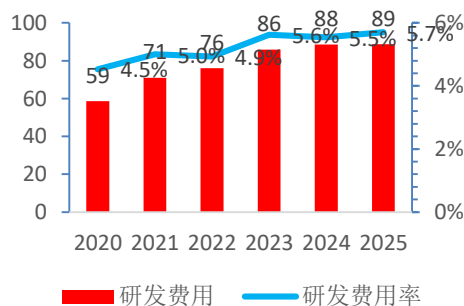
数据来源：Wind、开源证券研究所

图96：氟苯尼考及强力霉素价格企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图97：原料药行业持续加强研发强度



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.3 血制品：业绩承压，静待周期拐点

✓ 受行业竞争程度加剧等因素影响，2026Q1血制品行业业绩出现显著下降，2026Q1收入同比-18.7%，创近些年单季度收入最差水平，净利润同比-46.5%，呈现持续下降趋势。盈利能力水平持续下降，2026Q1血制品行业毛利率达到39%，净利率17%，呈现下降趋势。

图98：2026Q1血制品行业收入下降18.7%

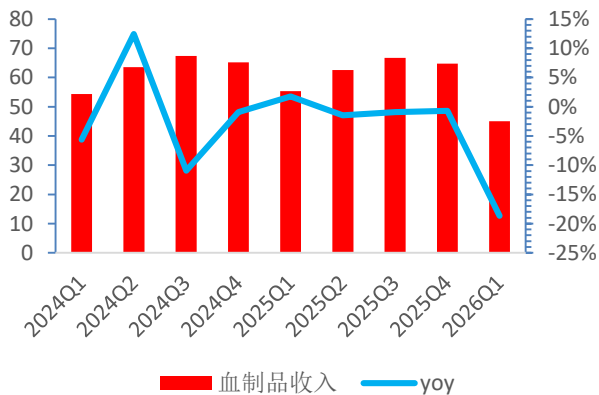


图99：2026Q1血制品行业净利润下降46.5%

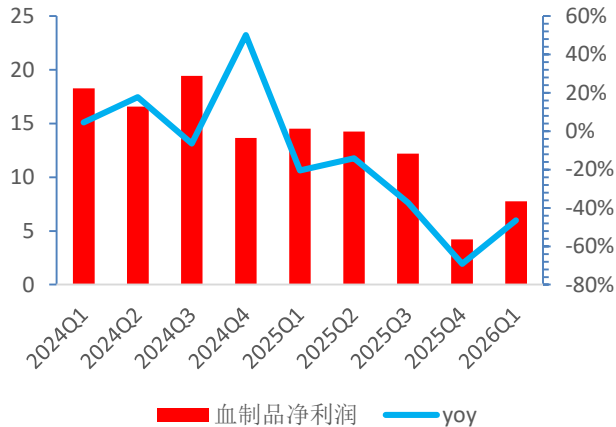
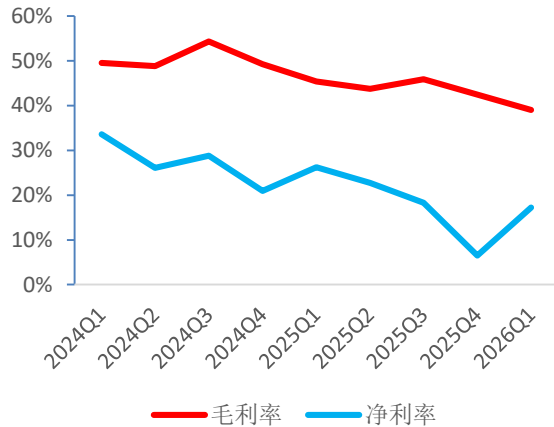


图100：2026Q1血制品行业净盈利能力持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

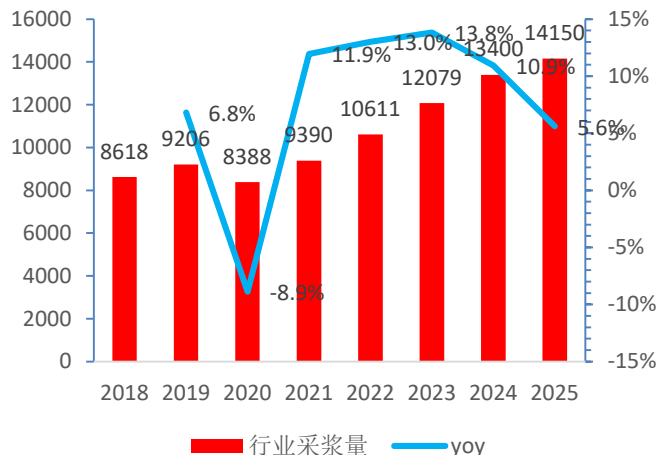
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

9.3 血制品：业绩承压，静待周期拐点

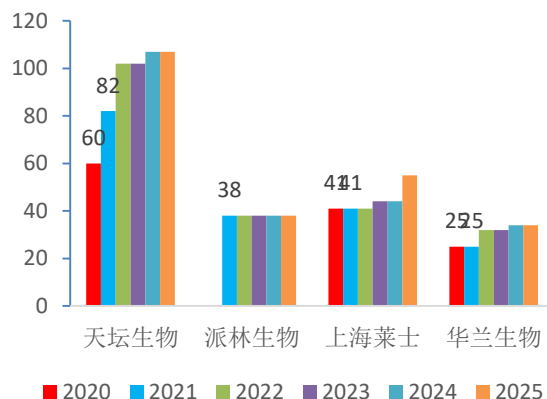
- ✓ 我们认为血制品行业属于资源属性较强的市场，随着2023年疫情放开，需求快速增长，行业采浆量及浆站数均快速增长，2020-2024年行业采浆量复合增速达到12.42%，天坛生物浆站数从2020年的60家增长到2024年的107家，华兰生物及上海莱士均实现快速增长。此外，进口白蛋白批签发也实现较快增长，进一步加剧供给端的快速增长。2025年行业采浆量呈现低速增长趋势，头部企业浆站基本没有新增，上海莱士因为并购南岳生物才出现一定的增长。
- ✓ 受DRGs控费、院内用药限制、经济环境等因素影响，需求端疲软态势显著，我们以博雅生物人血白蛋白及静丙举例，2025年白蛋白毛利率达到48.4%，静丙毛利率达到50.9%，均创近10年新低。我们认为目前行业需求端较弱，但在静丙、因子类产品临床适应症逐步拓宽、中国老龄化人口持续增长的大背景下，未来血制品行业需求有望逐步增长，届时行业景气度有望逐步恢复。

图101：2025年血制品行业采浆量小幅增长



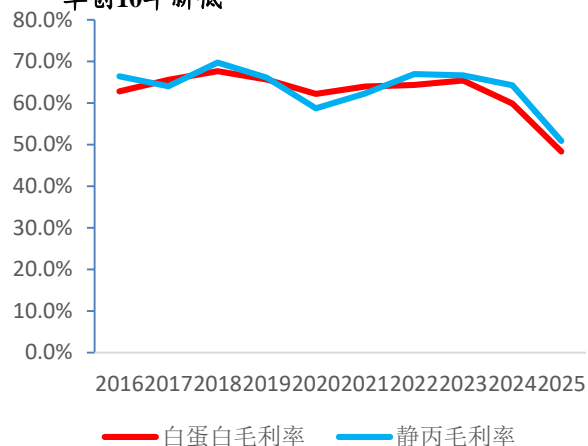
数据来源：Wind、开源证券研究所

图102：2025年头部血制品公司浆站数基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图103：2025年博雅生物的白蛋白及静丙毛利率创10年新低



数据来源：博雅生物公告、开源证券研究所

基于行业选择来看，我们建议重点关注眼科医疗服务及部分转型进入收获期的原料药公司，重点推荐：爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科、普洛药业、华海药业、博瑞医药，建议关注血制品。

表41：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价	EPS			PE		
			(元)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300015.SZ	爱尔眼科	买入	10.55	0.42	0.47	0.52	25	22	20
301239.SZ	普瑞眼科	未评级	43.94	0.88	1.49	1.87	50	30	23
301267.SZ	华夏眼科	未评级	18.04	0.67	0.77	0.85	27	24	21
600763.SH	通策医疗	买入	41.35	1.31	1.50	1.73	31	28	24
000739.SZ	普洛药业	买入	17.52	0.91	1.08	1.31	19	16	13
605507.SH	国邦医药	买入	23.16	1.80	2.15	2.46	13	11	9
605116.SH	奥锐特	买入	22.87	1.16	1.38	1.66	20	17	14
600521.SH	华海药业	买入	16.45	0.49	0.53	0.57	34	31	29
688166.SH	博瑞医药	买入	66.64						
002940.SZ	昂利康	未评级	31.98						
600161.SH	天坛生物	买入	14.35	0.60	0.69	0.76	24	21	19
300294.SZ	博雅生物	买入	17.73	0.68	0.76	0.81	26	23	22
002007.SZ	华兰生物	未评级	14.54	0.58	0.65	0.68	25	22	21
000403.SZ	派林生物	未评级	11.71	0.45	0.50	0.55	26	23	21

目录

CONTENTS

- 1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会
- 2 制药及生物制品：创新提质，出海加速
- 3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上
- 4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大
- 5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注
- 6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会
- 7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升
- 8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力
- 9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著
- 10 风险提示

集采降价超预期：自2018年以来，国内对仿制药及器械耗材实行国家集中带量采购政策，如果降幅较大将影响相关公司的业绩；

医保谈判降价超预期：自2017年开始，国家对进入医保目录的药品实行谈判政策，如果降幅较大将影响药品的远期销售峰值；

医疗行业政策风险：目前国家对医疗领域进行深化改革，存在政策执行上的不确定；

地缘政治风险：近年来，海外市场对国内医药行业有限制的倾向，存在进一步加剧的风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券