



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003） 分析师：刘创（执业 S1130526060004）
gantanhuan@gjzq.com.cn liuchuang@gjzq.com.cn

产业、业绩与资金三维共振，把握创新药底部布局机遇

投资逻辑

产业端，创新药出海 BD（商务合作）景气上行，当前估值错配带来布局机遇。国内创新药历经投融资沉淀、技术迭代，在 ADC（抗体偶联药物）、双抗、小核酸等前沿子赛道的管线储备全球领先，叠加中国创新药产业在监管审评、临床效率、开发成本三重优势拥有较高壁垒，使得中国创新药企深度嵌入全球医药产业链：全球临床试验中国内布局权重持续且快速抬升；且本土药企与 MNC（跨国药企）绑定后持续深化合作具有惯性动能。但当下市场对 BD 估值缺位，而我们认为管线出海将支撑药企产业长期迭代：中短期，BD 合作收益落地，显著优化国内创新药企财务基本面；中长期，驱动国内医药产业接轨全球标准，并重塑药企研发实力，倒逼国内药企开展更多中美双报临床、以及加快 FIC（First-In-Class）分子研发。最后，我们看好出海 β 可持续，系众多大单品专利到期缺口持续倒逼 MNC 外部管线投入进入上行长周期，据统计从 2023 年起 TOP15 MNC 每年投入 2000 亿左右资本开支进行外部合作，截至 26 年 7 月 10 日，今年以来 TOP15 MNC 外部资本开支已达 2003 亿美元，接近 2025 全年总额的 73.5%，全球医药产业并购高景气格局已基本确立。且生物医药资本支出具有可持续性：成熟的商业模式可以提供现金流保持资本支出需求端增长；同时全球生物医药技术持续迭代为资本支出提供多元化的供给。2027 年起众多已达成 BD 的分子将在海外开启商业化周期。

业绩端：后期管线有望集中上市+政策双向赋能，创新药行业进入业绩兑现黄金期。目前国内创新药包括临床 III 期、NDA（申报上市）、或批准上市在内的后端管线数量持续扩容，叠加优先审评、附条件批准等通道加速新适应症落地，供给端支撑国内创新药市场持续放量。医保谈判常态化吸纳创新品种，持续打开创新药院内放量空间；且近期新版基药目录扩容，大幅拓宽创新药基层终端渠道。我们认为，国内龙头药企正形成“高研发投入—丰富管线—产品商业化—反哺研发”正向循环，创新药收入占比稳步提升，行业整体盈利弹性持续释放，迎来多年维度的业绩兑现窗口。

资金端：板块估值底部，资金结构重塑将迎充足修复空间。港股创新药前期受海外流动性压制持续回调，估值回落至阶段低位，资金层面呈现结构性切换：外资减持接近底部，南下资金持仓占比提升，板块定价逻辑逐步转向国内基本面驱动+出海预期弹性；同时美股 Biotech 指数受并购、FDA（美国药监局）政策利好走强，全球医药情绪回暖。近期港股创新药板块交易活跃度底部回升，A/H 估值价差存在修复空间，具备管线与商业化壁垒的优质标的迎来配置机遇。

投资建议

投资策略一，我们持续看好国内创新药出海 β 向上可持续性，提示投资者关注 2027 年起众多前期已达成 BD 的分子将在海外开启商业化新周期所带来的投资机会（详细参考图 38），相关标的包括科伦博泰、和黄医药、康方生物、百利天恒、映恩生物、信达生物、百济神州、复宏汉霖、艾力斯、康诺亚等。

投资策略二，我们持续看好国内创新药步入业绩兑现黄金窗口（详细参考图 41），相关标的包括恒瑞医药、复星医药、百济神州、中国生物制药、石药集团、翰森制药、信达生物、先声药业、康方生物等。

投资策略三，我们持续看好整体港股创新药板块因资金结构性切换带来的潜在估值修复机会，关注部分 A/H 标的价差修复机会（详细参考图 50），相关标的包括荣昌生物、诺诚健华、君实生物、复星医药等。

综述，我们看好国内创新药行业 26 年下半年至 27 年的投资机会，给予买入投资评级。

风险提示

BD 受海外地缘政策约束风险、创新药行业竞争加剧风险、医保控费降价不及预期风险、海外流动性收紧风险。



内容目录

产业端：BD 交易量价齐升印证产业上行，当前估值错配带来布局机遇	4
BD 出海量价齐升验证产业 A+H 创新药指数持续回调形成剪刀差	4
跳出“一次性 BD”市场认知，中国药企深度绑定全球产业链，拥有常态化跨境交易底气	4
当下市场对 BD 估值缺位，但管线出海将支撑药企产业长期迭代	10
业绩端：后端管线储备充裕叠加医保基药政策共振，国内创新药步入业绩兑现黄金窗口	21
国内创新药企后期管线储备丰富，行业有望迎来业绩兑现黄金窗口	21
政策加持，医保、基药目录为创新药商业化打通核心渠道	22
资金端：资金结构重塑+海内外产业利好，有望驱动港股创新药迎修复	24
全球资金偏好切换压制港股流动性，港股创新药深度回调后优质标的迎来配置窗口	24
外资减持幅度已抵阶段性底部区间，A/H 价差有望迎来修复	25
投资建议	27
风险提示	27

图表目录

图表 1：A、H 股创新药股价走势并未反应中国创新药企向上的产业趋势	4
图表 2：1996 - 2008 年美国 Biotech 数量及上市公司数量显著提升	4
图表 3：1996 - 2008 年美国 Biotech 行业收入与研发投入同步攀升	4
图表 4：VC 持续活跃推高美国 Biotech 景气扩张	5
图表 5：2000 年前后 IPO 融资窗口显著打开，为后续几年美国 biotech 公司快速发展奠基	5
图表 6：20-22 年中国投融资事件数处于历史高水平	5
图表 7：20-22 年中国投融资金额处于历史高水平	5
图表 8：产业沉淀步入价值兑现期，港股上市与出海 BD 双线共振	6
图表 9：国内新增 ADC 管线数量于 21-22 年后激增	6
图表 10：2024 年中国累计 ADC 管线数量位列全球第一	6
图表 11：多前沿技术管线占全球近三成，本土创新药多赛道跻身全球前列	6
图表 12：中美新药 IND 申请及 NDA 审评时限	7
图表 13：中国内地的试验在 I - III 期各阶段的招募效率均高于全球开展试验	7
图表 14：中国各阶段临床招募周期的中位用时亦普遍短于全球	8
图表 15：中国临床相较海外具备显著成本优势	8
图表 16：深度融入全球创新药研发链条，国内临床试验规模与早期管线双维度领跑	9
图表 17：头部跨国药企临床布局持续加码中国，含国内中心项目占比稳定超 25%	9
图表 18：分阶段临床梯度显著，本土药企与跨国药企形成错配开发协作模式	9
图表 19：本土药企与跨国药企绑定后持续深化合作具有惯性动能	10



图表 20:	2026 年起国内创新药企与 MNC 达成优质 BD 交易，股价层面的利好驱动效应显著弱化	11
图表 21:	BD 合作收益显著改善中国创新药企财务质量，推进创新药企进入新阶段	12
图表 22:	以味啉替尼为例，药品 BD 之后存在长期潜在现金流回报	12
图表 23:	规则接轨正在推动中国创新药企业从“国内合规申报”走向“全球同步开发和全球注册可接受”	13
图表 24:	FDA 对境外临床数据的审查由原先的“质量与可核查性导向”，再叠加“来源国与生物安全导向”	14
图表 25:	中国分子在美当年新临床管线数逐年攀升	14
图表 26:	中美双报已经成为越来越多中国创新药企的临床选择	14
图表 27:	中国创新药企在境内开发 FIC 分子数节节攀升	15
图表 28:	中国创新药企在境外开发 FIC 分子处于高水平	15
图表 29:	全球制药行业将再次迎来史上最严重专利悬崖	15
图表 30:	大单品商业化爬坡速度提升，峰值天花板更高	15
图表 31:	2025 年-2032 年专利到期药品使得 MNC 面临增长挑战	16
图表 32:	25A 全球销售额 TOP100 的药品中，近一半均是 MNC 引进品种	17
图表 33:	23 年起 TOP15MNC 每年投入 2000 亿左右资本开支进行外部合作（含 BD 以及并购）	18
图表 34:	全球 license-out 交易中，中国份额快速攀升	18
图表 35:	美国 license-in 交易中，中国份额快速攀升	18
图表 36:	全球医药市场持续扩容	18
图表 37:	美国是全球最大的医药生物医药市场	18
图表 38:	27 年，中国分子开启全球上市新浪潮，进入全球商业兑现期	20
图表 39:	临床后期管线分子持续扩容，筑牢国内创新药商业化放量根基	21
图表 40:	多元化特殊审评通道加速新适应症获批，持续释放创新药物全生命周期价值	21
图表 41:	创新药商业化爆发的基本面支撑全面夯实，行业正式迎来长期业绩兑现黄金周期	22
图表 42:	历年医保谈判纳入创新药物分子数量长期维持高位，持续打开创新药市场放量空间	22
图表 43:	历年医保谈判新增拓展适应症数量持续维持高位，持续拉长创新单品生命周期	22
图表 44:	多款新分子进入 2026 医保初审名单，谈判最终准入与价格水平将重塑 2027 年销售成长曲线	23
图表 45:	新版基药目录重塑公立医院用药结构，多款创新药受益、渗透有望快速攀升	24
图表 46:	上半年流动性压制港股，近期创新药估值触底吸引资金回流	24
图表 47:	港股创新药交易活跃度底部回暖，板块配置关注度提升	25
图表 48:	跨国药企并购潮叠加 FDA 新政落地，驱动美股创新药指数持续走强	25
图表 49:	近一年港股创新药板块资金结构重塑，外资持仓占比回落，南下资金配置占比抬升	26
图表 50:	2025 年中至 2026 年 6 月 H/A 创新药标的市值价差持续走阔，但近期迎来修复收窄窗口	26



产业端：BD 交易量价齐升印证产业上行，当前估值错配带来布局机遇

BD 出海量价齐升验证产业上行，A+H 创新药指数持续回调形成剪刀差

2026 年初至今，国内创新药产业景气度持续上行，而 A、H 股创新药指数却走出持续回调行情，基本面与股价形成显著背离。据 Insight 数据库统计，26 年初至 7 月 7 日，国内创新药出海 BD 授权累计落地 82 起，交易数量已达 2025 年全年总量的 49%；对应披露交易总规模 967.67 亿美元，占 2025 年全年总额 68%，规模已超越 2024 年全年水平；其中披露首付款合计 57.10 亿美元，为 2025 年全年首付款规模的 72%。与产业端出海交易量价齐升的高景气形成鲜明反差的是，自 2025 年三季度以来，A、H 股创新药指数持续震荡走弱，板块行情与产业真实景气度出现明显错配。

图表1：A、H 股创新药股价走势并未反应中国创新药上的产业趋势



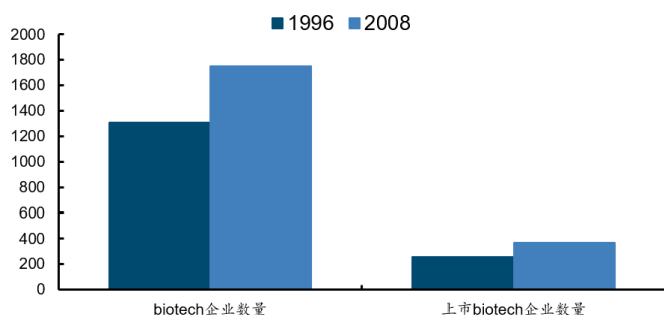
来源：iFind, insight, 国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日

跳出“一次性 BD”市场认知，中国药企深度绑定全球产业链，拥有常态化跨境交易底气

1) 底层禀赋：投融资生态夯实发展沃土，技术外溢驱动中国创新药产业迭代升级

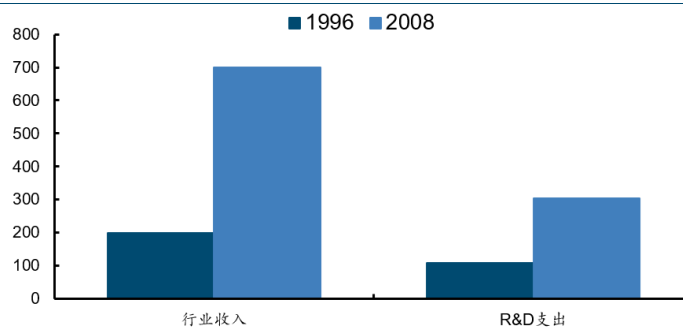
- 复盘 1990s 后期至 2000s，美国 Biotech 行业迎来一轮资本驱动下的景气扩张周期。产业端，企业数量、上市企业数量、行业收入与研发投入同步提升，反映行业从早期技术探索逐步进入规模化孵化与资本化发展阶段。融资端，VC 投资额与风投支持的交易(venture-backed deals)在 1990s 后半段开始加速，2000 年前后 IPO 融资窗口显著打开，为 biotech 企业提供了持续融资和投资退出通道。充裕的风险资本供给、活跃的公开市场融资环境与生物技术创新周期形成共振，大幅提升了早期 biotech 企业的设立、融资和研发推进能力，成为美国生物医药产业在该阶段快速扩张的重要外部条件。

图表2：1996-2008 年美国 Biotech 数量及上市公司数量显著提升



来源：Research Policy, 国金证券研究所

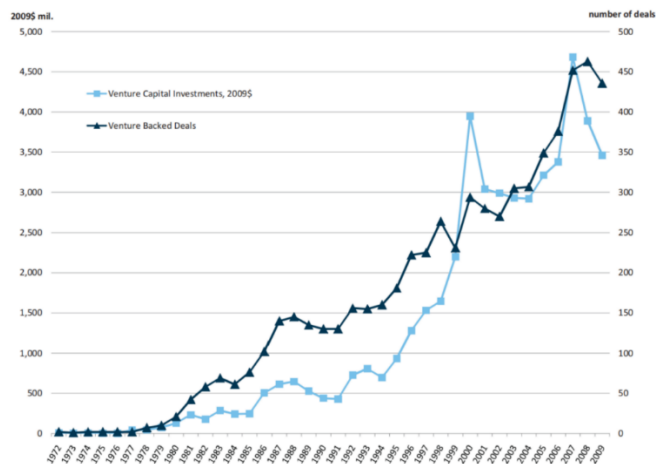
图表3：1996-2008 年美国 Biotech 行业收入与研发投入同步攀升



来源：Research Policy, 国金证券研究所

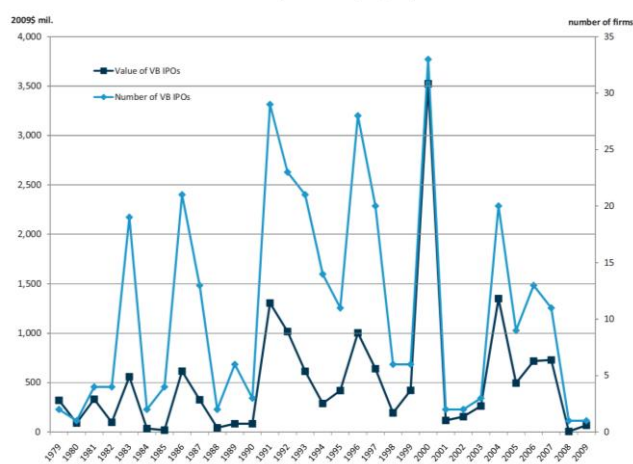


图表4: VC持续活跃推高美国Biotech景气扩张



来源: Research Policy, 国金证券研究所 注: 浅色为投融资金额, 参照左轴
轴: 深色为投融资事件数, 参照右轴

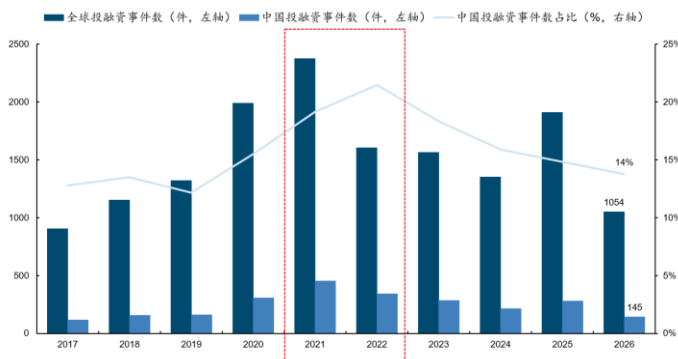
图表5: 2000年前后IPO融资窗口显著打开, 为后续几年美国biotech公司快速发展奠基



来源: Research Policy, 国金证券研究所 注: 深色为IPO金额, 参照左轴;
浅色为IPO事件数, 参照右轴

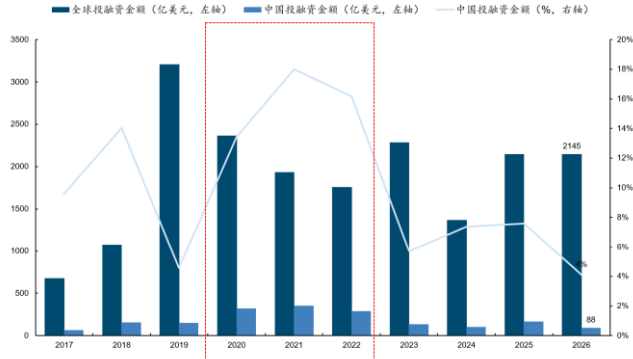
- 2020-2022年国内创新药行业投融资迎来一轮历史性景气周期, 一级市场募资规模、交易数量双双创下行业历史峰值。充裕的资本供给、完善的产业孵化配套与政策扶持红利共振, 构筑起极具吸引力的创业发展土壤, 大幅降低海外科研人才落地转化门槛, 由此驱动全球范围内大批深耕生物医药领域的资深旅外科学家集中归国创办生物技术企业, 成为本土创新技术迭代与多元管线布局的核心驱动力。

图表6: 20-22年中国投融资事件数处于历史高水平



来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至2026年7月7日

图表7: 20-22年中国投融资金额处于历史高水平

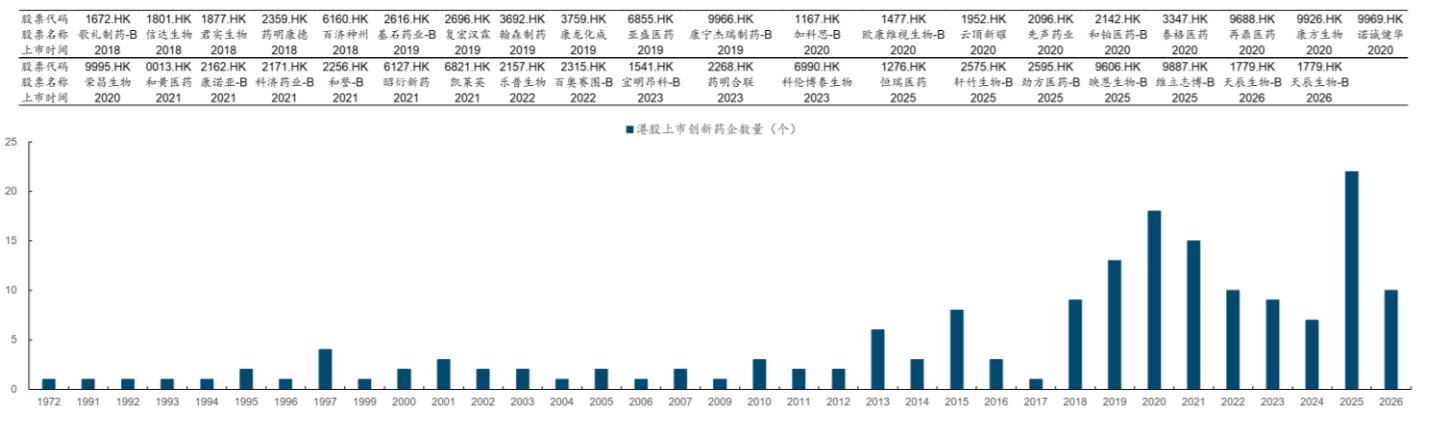


来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至2026年7月7日; 仅统计披露交易金额

- 2020-2022年投融资热潮过后, 历经数年产业沉淀, 国内创新药行业正式迈入价值兑现周期。一批本土创新企业逐步完成产能、管线与商业化体系搭建, 成长为具备规模化运营能力的生物科技公司, 并依托自有核心研发管线集中登陆港股资本市场。其中2025年尤为突出, 全年共计约22家创新药企赴港上市, 背后核心逻辑在于企业多款核心分子推进至关键临床阶段, 或部分产品已实现商业化落地, 业绩预期逐步清晰。与此同时, 国内日趋成熟的多元化前沿技术平台持续提升全球吸引力, 海外跨国药企合作诉求显著升温, 直接催化2025年国产创新药出海BD交易迎来里程碑式爆发。



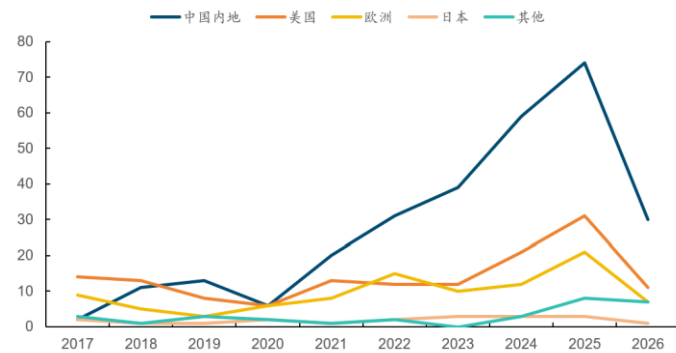
图表8：产业沉淀步入价值兑现期，港股上市与出海 BD 双线共振



来源：iFinD，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日；上表仅展示部分创新药企上市时间

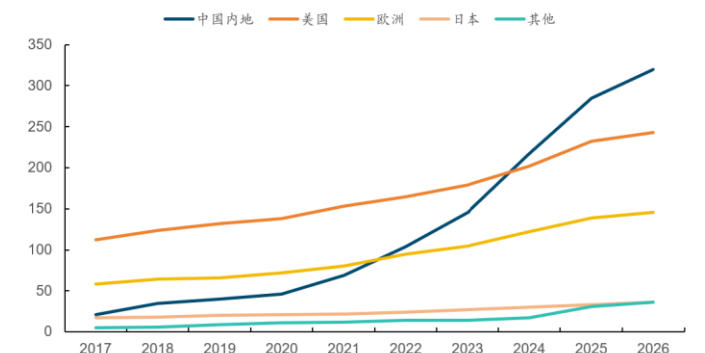
- 海外归国科研人才持续回流，为国内生物医药行业带来关键技术外溢效应。2018 年后国内创新药投融资市场回暖，为海外学者归国创业搭建完善产业土壤，同时驱动国内生物技术研发赛道实现结构性升级：产业研发重心由早期单一小分子化学药、PD-1 单抗赛道，逐步拓展至 ADC、双特异性/多特异性抗体、多肽、TCE、小核酸、CAR-T 细胞治疗等多元化前沿技术平台。以 ADC 赛道为典型例证，国内产业实现弯道超车：2021-2022 年国内新增 ADC 管线迎来爆发式增长，管线储备规模持续走高，现已大幅领先美、欧、日等海外主流医药市场；截至 2026 年 7 月 7 日，国内存量 ADC 管线已于 2024 年正式超越美国，管线保有量位居全球首位。

图表9：国内新增 ADC 管线数量于 21-22 年后激增



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日

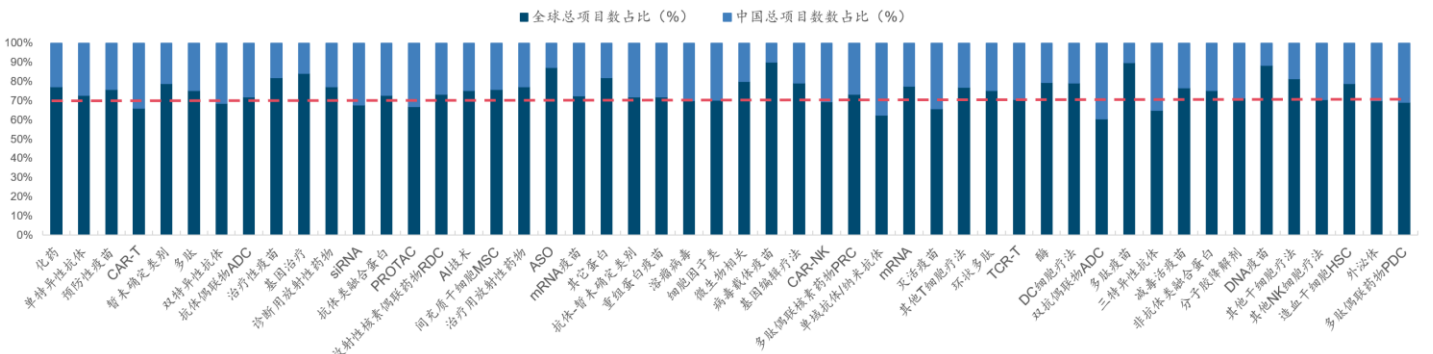
图表10：2024 年中国累计 ADC 管线数量位列全球第一



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日

- 国内药企已在多条前沿技术赛道形成规模化研发布局，相关在研管线合计占全球同类管线总量近三分之一；其中 CAR-T 细胞治疗、双/多特异性抗体、ADC、双抗 ADC、PROTAC（蛋白降解）、创新疫苗等细分领域本土管线全球市占率位居全球前列，产业竞争优势突出。

图表11：多前沿技术管线占全球近三成，本土创新药多赛道跻身全球前列



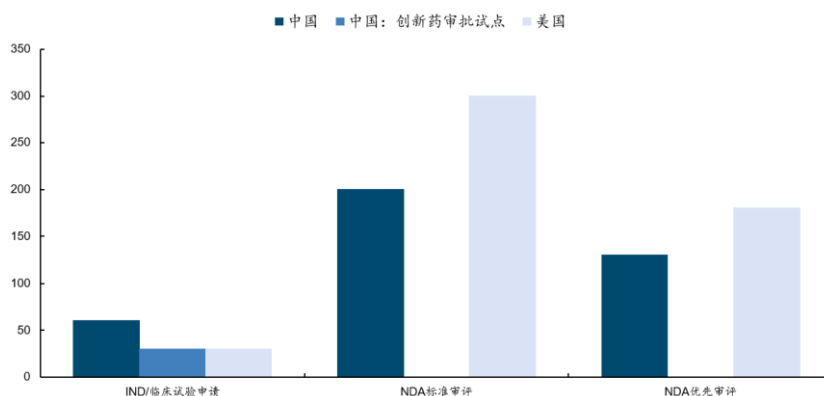


来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日

2) 驱动逻辑：依托审评、临床、成本三重核心优势，中国创新药深度融入全球产业链

- 从审评审批时限看，中国创新药注册效率已接近甚至部分优于美国。IND 环节，中国常规审评为 60 日，创新药临床试验审评审批试点缩短至 30 日，与美国 IND 默认 30 日生效机制基本相当；NDA 环节，中国标准审评 200 日、优先审评 130 日，短于美国标准审评约 300 日、优先审评约 180 日。临床执行周期方面，FDA 官方给出的美国 Phase I-III 典型周期分别为数月、数月至 2 年、1-4 年；中国公开数据中，已完成试验整体平均用时为 85.7 天，其中 I 期平均 69.8 天，II 期 146.1 天，III 期 201.7 天，IV 期 390 天。整体中国在审评审批和早期临床执行效率上具备一定优势。

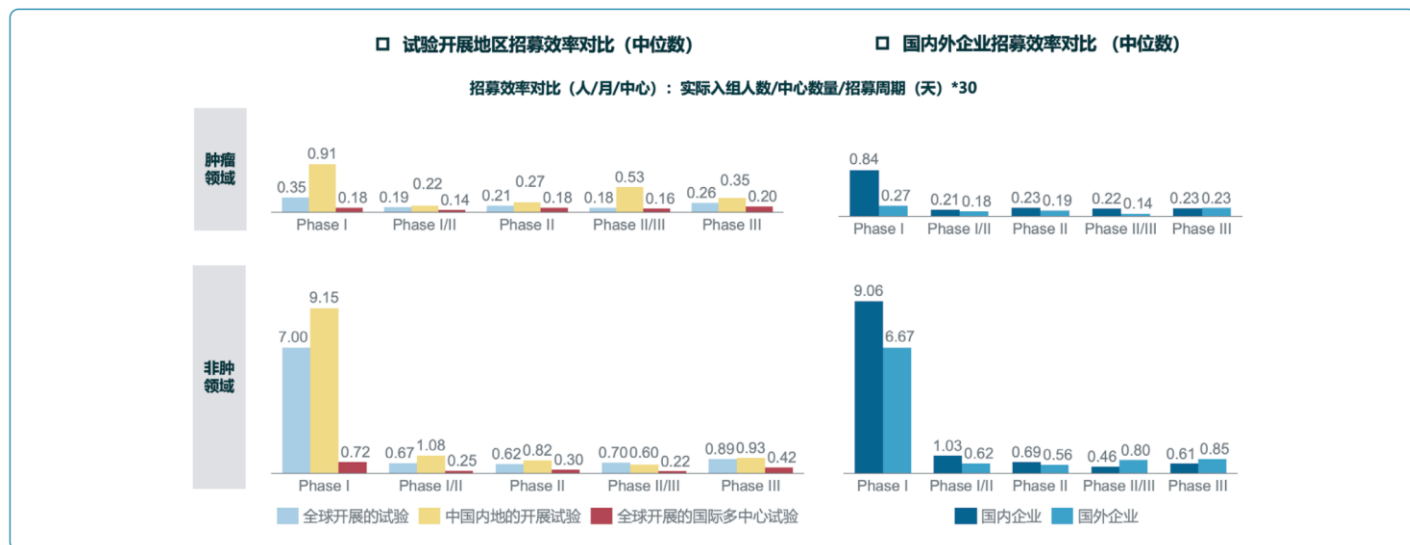
图表12：中美新药 IND 申请及 NDA 审评时限



来源：FDA，CDE，国金证券研究所

- 从入组速度看，中国在肿瘤及非肿瘤领域的临床招募效率均显著优于全球平均水平。以招募效率（人/月/中心）衡量，肿瘤领域中国内地的试验在 I-III 期各阶段均高于全球开展试验，I 期达 0.91vs. 0.35；非肿瘤领域 I 期更高达 9.15vs. 7.00。从招募时长看，中国各阶段中位用时亦普遍短于全球，尤其在肿瘤领域差距明显：I 期 396 天 vs. 718 天，III 期 615 天 vs. 681 天；非肿瘤领域 I 期仅 57 天 vs. 153 天。整体而言，中国凭借庞大的患者基数和高效的临床运营体系，在入组速度上具备突出优势，这也是中国深度嵌入全球新药研发产业链的核心竞争力之一。

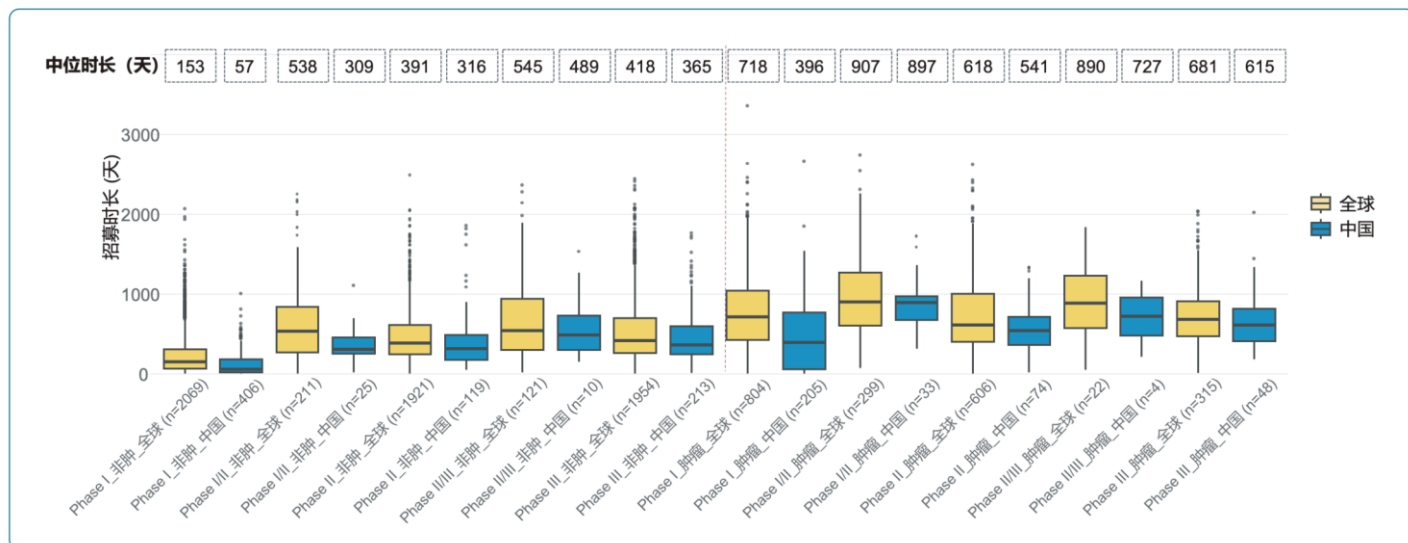
图表13：中国内地的试验在 I-III 期各阶段的招募效率均高于全球开展试验



来源：医药魔方，国金证券研究所



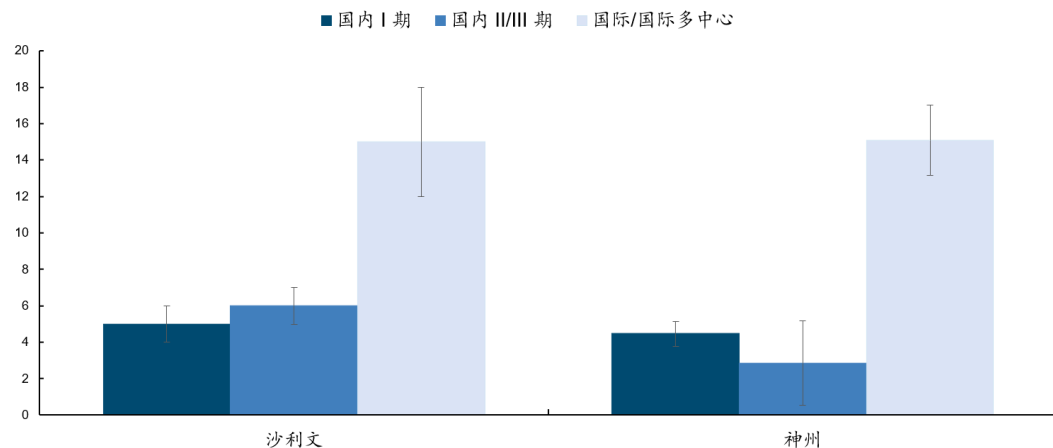
图表14：中国各阶段临床招募周期的中位用时亦普遍短于全球



来源：医药魔方，国金证券研究所

- 从人均临床试验费用看，中国相较海外具备显著成本优势。根据沙利文统计，国内临床I期人均费用约4.79-5.15万美元，II/III期约5-7万美元；而国际多中心临床试验人均费用一般在12-18万美元，其中II/III期略高于I期。
- ✚ 以北京神州细胞生物技术临床预测为例，其国际临床人均费用约13.16-17.02万美元（85.11-110.09万元人民币），而国内I期仅3.79-5.15万美元（24.50-33.33万元人民币），国内II/III期更低至0.56-5.16万美元（3.64-33.38万元人民币）。整体看，国内临床试验人均成本约为国际多中心的1/3-1/2，尤其在II/III期差距更为明显。

图表15：中国临床相较海外具备显著成本优势



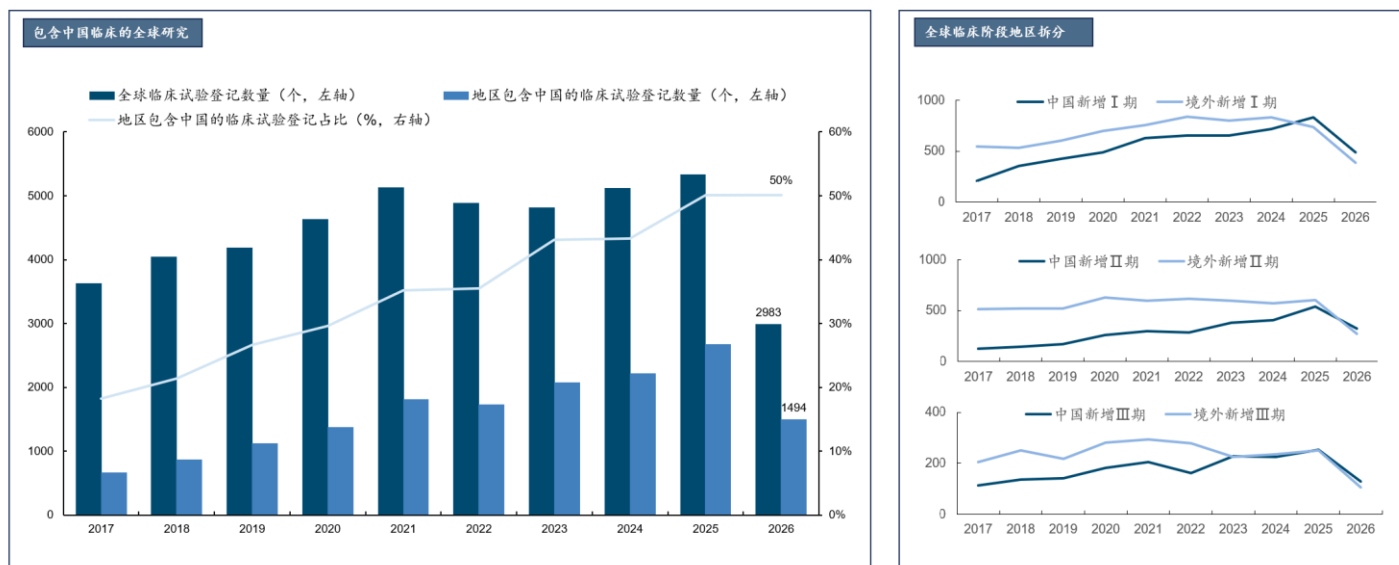
来源：沙利文，神州细胞公告，国金证券研究所

3) 行业兑现：从国内对标向全球接轨，中国创新药权重持续提升

- 国内创新药企深度融入全球新药研发产业链，全球临床试验中国内布局权重持续且快速抬升。据 Insight 数据库统计，含中国试验中心的全球临床试验登记数量逐年稳步扩容：截至 2026 年 7 月 7 日，年内新增纳入中国区域的临床试验共计 1494 项，占全球同期新增总量比重接近 50%。
- 从临床分期结构来看，全球历年 I/II/III 期临床试验整体规模保持相对稳定，而国内各阶段新增临床管线规模均实现同步上行，其中 I 期、II 期早期临床管线增长弹性最为突出。这一研发结构优势，稳固了我国创新药企在全球产业链前端源头研发环节的重要地位，同时也持续拓宽本土企业与跨国药企开展长期深度 BD 合作的底层空间。



图表16：深度融入全球创新药研发链条，国内临床试验规模与早期管线双维度领跑



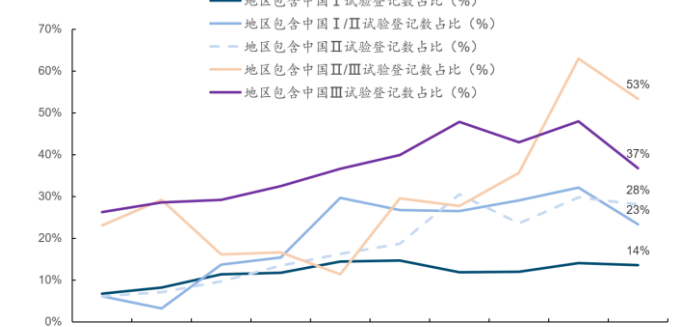
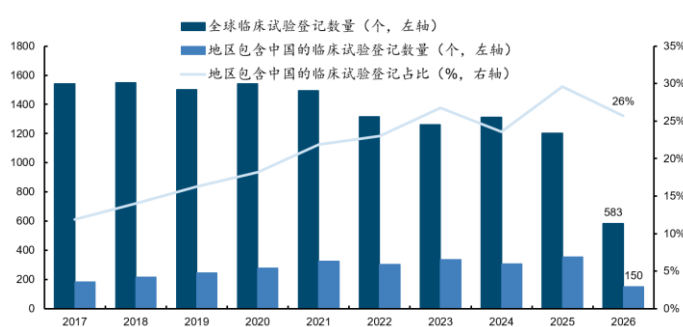
来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月7日；仅统计IST试验

■ 跨国药企 (MNC) 是国内临床试验布局的核心参与主体，其研发投入与管线布局具备长期可持续观测价值。我们筛选全球 TOP15 跨国药企近年全球临床试验数据展开结构拆解，结果显示，上述企业登记、且试验区域纳入中国中心的临床试验数量占自身全部临床项目比重持续稳定在 25% 以上。分临床阶段进一步拆解含中国区域项目占比：I 期 14%、I/II 期 23%、II 期 28%、II/III 期 53%、III 期 37%。该分层数据与当前行业成熟研发分工模式高度契合：本土创新药企主导早期 I、II 期探索性临床，待靶点与分子潜力验证后，跨国药企收购分子权益、并承接中后期全球注册开发。

✚ 荣昌生物 RC148 (PD-1/VEGF 双抗) 为典型案例：2025 年该项目由荣昌生物自主推进国内 I/II 期临床开发；2026 年初公司将产品海外权益授权给艾伯维 (Abbvie)，艾伯维后续仍委托荣昌开展多项 II 期拓展研究，并计划依托该临床数据向 FDA 递交全球 III 期临床试验申请。整条研发管线分工清晰、权责协同，实现本土 Biotech 与跨国药企深度绑定、优势互补。

图表17：头部跨国药企临床布局持续加码中国，含国内中心项目占比稳定超 25%

图表18：分阶段临床梯度显著，本土药企与跨国药企形成错配开发协作模式



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月7日；统计 TOP15

来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月7日；统计 TOP15

MNC 数据：Pfizer、Roche、Lilly、AZ、MSD、Novartis、Sanofi、BMS、J&J、Abbvie、GSK、Novo、Amgen、Bayer、Regeneron

MNC 数据：Pfizer、Roche、Lilly、AZ、MSD、Novartis、Sanofi、BMS、J&J、Abbvie、GSK、Novo、Amgen、Bayer、Regeneron

■ 信达生物与礼来、石药集团与阿斯利康、科伦博泰与默沙东三组标杆合作案例能够清晰印证，国内头部创新药企与单一跨国药企 (MNC) 的 BD 合作具备惯性，并非一次性零散交易。

✚ 信达生物与礼来自 2015 年起持续落地十余笔双向 License In/Out 交易，跨



越单抗、双抗、多肽、小分子化药等多条技术赛道，十余年持续交替开展管线出海授权与海外药物国内商业化引进；

石药集团 2024-2026 年连续向阿斯利康输出小分子、AI 药物、长效 GLP-1 多肽、siRNA 四大差异化平台管线，逐年加码多维度战略合作；

科伦博泰则分多轮向默沙东授权多款 ADC、双抗 ADC 临床前资产，持续拓展 ADC 赛道合作边界。

三方均在首次合作建立互信与标准化交易框架后，持续复用合作体系、拓展新管线与新技术平台，形成长期、分批、多品类落地的常态化协作节奏，充分体现本土药企与跨国药企绑定后持续深化合作的行业惯性。

图表19：本土药企与跨国药企绑定后持续深化合作具有惯性动能

序号	交易时间	转让方	受让方	项目名称	靶点	项目类型	成分/技术类别	交易金额	License In/Out
信达生物与Lilly达成多项合作									
1	2015-03-20	Lilly	信达生物	c-Met单抗	c-Met	药品	单抗	首付款56百万美元，里程碑付款400百万美元	License In
2	2015-03-20	信达生物	Lilly	靶向CD-20单抗、三个临床前双抗免疫肿瘤学分子、一个临床前免疫肿瘤学分子	CD20, PD-1, 4-1BB, PD-L1, TIGIT	药品	单抗、双抗	首付款56百万美元，里程碑付款400百万美元	License Out
3	2015-10-12	信达生物	Lilly	三种处于临床前阶段的抗PD-1双抗	PD-1, TIGIT, 4-1BB, PD-L1	药品	双抗	里程碑付款1000百万美元	License Out
4	2019-01-01	信达生物	Lilly	TYVYT	PD-1	药品	单抗	-	License Out
5	2019-08-22	Lilly	信达生物	OXM3	GCGR, GLP1R	药品	多肽	-	License In
6	2020-08-18	信达生物	Lilly	TYVYT	PD-1	药品	单抗	首付款200百万美元，里程碑付款820百万美元	License Out
7	2022-03-28	Lilly	信达生物	Pirtobrutinib	BTK C481S, BTK	药品	化药	-	License In
8	2022-03-28	Lilly	信达生物	雷莫西尤单抗，塞普替尼	VEGFR2, RET	药品	单抗、化药	首付款45百万美元	License In
9	2024-12-16	Lilly	信达生物	捷帕力	BTK C481S, BTK	药品	化药	-	License In
10	2026-02-08	信达生物	Lilly	肿瘤及免疫领域创新药物	-	药品	-	首付款350百万美元，里程碑付款8500百万美元	License Out
11	2026-06-30	Lilly	信达生物	阿贝西利	CDK4, CDK6	药品	化药	-	License In
石药集团与AZ达成多项合作									
1	2024-10-07	石药集团	AZ	YS2302018	Lp(a)	药品	化药, AI技术	首付款100百万美元，里程碑付款1920百万美元，特许权使用费分级特许权使用费	License Out
2	2025-06-13	石药集团	AZ	新型口服候选药物的发现和开发, AI引擎驱动的高效药物发现平台	-	药品, 技术/平台	化药, AI技术, 药物发现	首付款110百万美元，里程碑付款5220百万美元，特许权使用费基于相关产品年净销售额的潜在个位数销售提成	License Out
3	2026-01-30	石药集团	AZ	每月一次注射用体重管理产品组合，三个处于临床前阶段，具备不同作用机制的研发项目，石药集团专有的缓释给药技术平台，石药集团专有的多肽药物AI发现平台，依托该等平台就另外四个新增项目	GLP1R, GIPR	药品, 技术/平台	多肽, AI技术, 制剂技术, 药物发现	首付款1200百万美元，里程碑付款17300百万美元，特许权使用费基于相关授权产品年净销售额的最高达双位数比例的销售提成	License Out
4	2026-07-02	石药集团	AZ	针对两个靶点共同发现和开发具有治疗肾脏疾病多种适应症潜力的临床前候选药物，石药集团专有的siRNA药物发现平台和肝外靶向递送平台；石药集团专有的AI分子设计模型	-	药品, 技术/平台	siRNA, AI技术, 药物发现, 药物递送	首付款30百万美元，里程碑付款1740百万美元，特许权使用费基于相关产品年净销售额的潜在个位数销售提成	License Out
科伦博泰与MSD达成多项合作									
1	2022-05-16	科伦博泰	MSD	SKB264	TROP2	药品	ADC	首付款102百万美元，里程碑付款1160百万美元，特许权使用费比例从中间位数到低双位数不等	License Out
2	2022-07-26	科伦博泰	MSD	ADC药物	CLDN-18.2	药品	ADC	首付款35百万美元，里程碑付款901百万美元	License Out
3	2022-12-22	科伦博泰	MSD	七种不同在研临床前 ADC 候选药物项目，两项临床前 ADC 资产	EGFR, c-Met, Nectin-4	药品	ADC、双抗ADC	首付款175百万美元，里程碑付款9300百万美元，特许权使用费并针对上市产品按净销售额分层支付提成	License Out
4	2024-08-20	科伦博泰	MSD	SKB571	EGFR, c-Met	药品	双抗ADC	首付款37.5百万美元，特许权使用费待SKB571商业化后支付按净销售额计算	License Out
5	2024-11-18	科伦博泰	MSD	SKB535	-	药品	ADC	-	License Out

来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 7 日

当下市场对 BD 估值缺位，但管线出海将支撑药企产业长期迭代

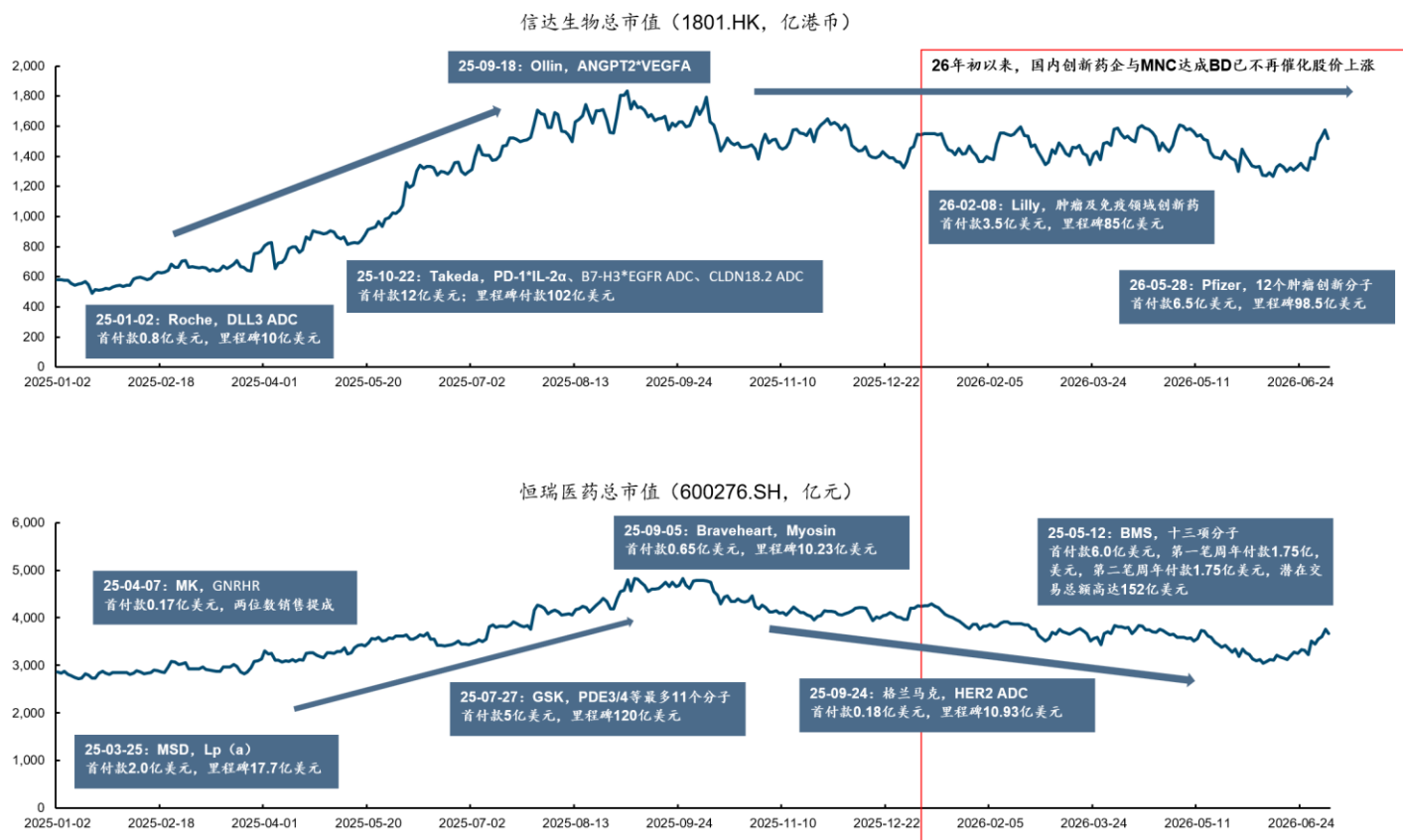
BD 出海催化效应弱化，出海定价逻辑迎来拐点。复盘信达生物、恒瑞医药近两年市值走势与海外 BD 授权事件可以清晰看出，2026 年以来二级市场对本土药企出海 License-out 交易的股价反应已明显钝化。2025 年全年，两家企业每落地大额管线 License Out 合作均显著带动市值上行，无论是信达生物与罗氏、武田、Olin 达成的多笔 ADC、免疫分子海外授权，还是恒瑞医药相继与默沙东、GSK、Braveheart 等跨国药企完成多靶点管线交易，重磅 BD 公告均成为个股估值上行的核心催化。但步入 2026 年后市场预期显著钝化，信达生物 2 月礼来大额免疫管线合作、5 月辉瑞 12 个肿瘤分子授权，以及恒瑞医药 5 月与 BMS 总额超 152 亿美元的平台级战略合作，均为行业量级顶尖的高质量 BD 交易，却未能拉动两家公司市值形成趋势性上涨，股价整体维持震荡走弱态势。

我们判断，2026 年初至今重磅出海 BD 交易难以形成股价正向催化，核心折射出当前市场主流投资者的定价思路：多数市场参与者将管线授权 BD 定义为一过性交易，难以像持续性经营业务一样纳入长期估值框架。但我们对此持不同观点：其一，BD 合作落地对本土创新药企具备中长期深层次价值，影响维度并不局限于短期财务收益，更将持续赋能企业长



期研发管线迭代、全球化产业布局等核心战略发展；其二，针对 BD 交易的估值定价逻辑不应仅停留在公告落地的短期时点，市场资金的定价重心理应逐步纳入临床关键数据读出、产品商业化落地等持续性、成体系的基本面指标。

图表20：2026 年起国内创新药企与 MNC 达成优质 BD 交易，股价层面的利好驱动效应显著弱化



来源: insight, iFinD, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 7 日

1) 中短期: BD 合作收益落地, 显著优化国内创新药企财务基本面

创新药研发具备高投入、长周期属性, 在 BD 交易模式规模化兴起前, 国内创新药企资金来源高度依赖一二级市场股权融资与银行信贷, 企业仅能在商业化营收形成规模后, 方可搭建稳定正向经营循环。在此发展阶段, 药企抗财务风险缓冲空间不足, 研发管线扩张亦受可动用资金规模约束。2024-2025 年起, 国内创新药企依托 BD 交易实现管线分子价值提前兑现, 快速回笼大额现金流, 既有效修复报表结构、增厚财务安全垫, 也为管线持续迭代、长期研发投入筑牢资金支撑。

- **成熟型 Pharma:** 以恒瑞医药、翰森制药为典型代表, 作为国内创新药行业标杆企业, 其创新药营收已占据整体收入核心比重, 长期保持高强度研发投入, 并逐步落地全球化布局规划。尽管该梯队企业依托自有商业化现金流已构建内生资金正向循环, 但管线持续迭代、海外市场拓展均存在大额资本开支需求。在此背景下, BD 合作产生的资金回款能够有效增厚经营性现金流, 为企业维持高额研发投入、稳步推进国际化战略提供坚实资金支撑。
- **转型型 Pharma:** 以石药集团、复星医药、三生制药、中国生物制药、海思科、联邦制药、先声药业为代表, 该类企业传统主业依托仿制药、原料药业务支撑, 近年来受集采政策常态化、原料药行业库存周期下行的冲击, 营收与盈利端持续承压, 因此整体加速向创新药赛道转型。在此环境下, BD 战略合作落地具备双重价值: 其一, BD 交易带来的现金流收益可对冲传统业务业绩下行压力, 平滑企业整体盈利波动, 支撑其渡过创新转型阵痛期; 其二, 管线 BD 授权亦是企业创新转型落地、管线价值商业化兑现的标志性节点。
- **成熟型 Biotech:** 以信达生物、康方生物、荣昌生物、诺诚健华、映恩生物为代表, 这类企业是国内创新生物技术企业中高速增长标的。该梯队核心特征为商业化收入近年实现高速放量, 经营层面临近盈亏平衡拐点, 经营性净现金流亦有望实现由负转正, 同时管线布局驱动研发投入持续快速扩张。BD 交易带来的现金



收益可前置增厚企业盈利与现金流水平，加速企业突破盈亏平衡点、实现经营性现金流回正；同时大额 BD 回款显著增厚公司货币资金储备，为早期创新管线的二次开发与前沿资产布局提供充足资金保障。长远来看，BD 合作亦助力企业深度嵌入 MNC 全球产业供应链体系，搭建国际化业务合作渠道，为公司长期全球化发展筑牢根基。

- 成长型 Biotech 的医药、瑞博生物、荃信生物、德琪医药、和誉、宜明昂科、加科思为行业普遍存在财务抗风险能力偏弱的痛点：账面货币资金储备有限，同时管线持续推进带来刚性高额研发开支，但企业均搭建具备独特竞争壁垒的差异化创新管线。对该类企业而言，BD 合作核心价值体现在现金流与研发双维度支撑：无需持续依赖股权外部融资，便可提前兑现差异化管线资产价值，支撑项目推进直至商业化落地，同时增厚企业现金安全垫，显著提升自身抵御财务波动的能力。

图表21：BD 合作收益显著改善中国创新药企财务质量，推进创新药企进入新阶段

BD 总额排序	股票代码	证券名称	证券市值 (亿元/港币)	BD 总额 (亿元)	BD 首付款 (亿元)	收入 (亿元)				净利润 (亿元)				现金+交易性金融资产 (亿元)				经营性现金流 (亿元)				研发支出 (亿元)			
						23	24	25	26Q1	23	24	25	26Q1	23	24	25	26Q1	23	24	25	26Q1	23	24	25	26Q1
1	600276	恒瑞医药	3,578	2727.61	110.24	228	280	316	81	43	63	77	23	208	251	411	406	76	74	112	8	62	82	87	17
4	688331	荣昌生物	601	700.81	51.10	11	17	33	7	-15	-15	7	3	7	8	24	27	-15	-11	1	0	13	15	12	2
8	002653	海思科	738	442.61	18.55	34	37	44	16	3	4	3	6	13	12	14	19	4	4	8	3	9	10	11	2
17	688428	诺诚健华	249	140.00	7.00	7	10	24	5	-6	-4	6	1	83	70	71	71	-7	-4	1	0	8	8	10	2
20	600196	复星医药	564	117.78	2.94	414	411	417	101	24	28	34	9	156	161	154	153	34	45	52	11	59	56	59	9
H 股标的																									
2	01093	石药集团	903	2240.00	111.30	315	290	260	-	58	43	38	-	105	59	61	-	42	45	58	-	48	52	58	-
3	01801	信达生物	1,501	2228.10	159.60	62	94	130	-	0	0	9	-	27	23	104	-	1	13	100	-	22	27	26	-
5	02142	和铂医药-B	102	541.10	25.34	6	3	11	-	2	0	6	-	10	12	28	-	-1	2	6	-	3	2	3	-
6	03692	翰森制药	1,948	458.64	19.04	101	123	150	-	37	46	50	-	60	23	34	-	31	39	67	-	21	27	34	-
7	06938	瑞博生物-B	95	448.00	4.20	0	1	1	-	-4	-3	-3	-	2	2	4	-	-3	-1	-3	-	3	3	3	-
9	01530	三生制药	449	441.00	87.50	78	91	177	-	14	22	85	-	27	21	122	-	21	32	97	-	8	13	15	-
10	02509	荃信生物-B	36	162.75	5.95	0	2	8	-	-5	-3	4	-	2	4	10	-	-3	-2	4	-	4	3	3	-
11	09606	映恩生物	189	154.35	5.60	18	19	19	-	-4	-11	-27	-	11	12	13	-	8	3	2	-	6	8	8	-
12	06996	德琪医药-B	27	151.24	5.60	1	1	1	-	-6	-3	-2	-	12	7	7	-	-7	-3	-1	-	4	3	2	-
13	01177	中国生物制药	902	147.00	14.00	280	289	318	-	24	37	6	-	75	62	74	-	61	66	93	-	44	51	59	-
14	02256	和誉-B	81	143.85	4.90	0	5	6	-	-4	1	0	-	20	3	7	-	-4	0	1	-	4	5	5	-
15	01541	宜明昂科-B	15	143.50	3.50	0	1	2	-	0	-3	-2	-	3	5	7	-	-4	-1	-2	-	3	3	3	-
16	01167	加科思-B	39	141.05	7.00	1	2	1	-	-4	-2	-1	-	5	7	4	-	-4	-1	-2	-	4	3	2	-
18	03933	联邦制药	182	140.00	14.00	137	138	132	-	27	27	21	-	43	63	106	-	24	32	37	-	8	9	9	-
19	02096	先声药业	299	138.81	4.28	66	66	77	-	8	8	13	-	20	19	35	-	2	14	20	-	16	14	16	-

来源：insight, iFinD, 国金证券研究所 注：BD 统计跨度 2024 年 1 月至 2026 年 7 月 9 日；按照 BD 交易总额排序，剔除非上市公司，选取交易总额 TOP20 标的

BD 条款的拆分首付款、里程碑、商业化销售，潜在财务回报持续时间长。以和黄医药味喹替尼授权武田的 BD 交易为例，可清晰验证出海 BD 具备长期现金流价值，并非仅一次性首付款收益。本次交易整体由 4.0 亿美元首付款、最高 7.3 亿美元里程碑款项、及后续持续销售特许权使用费构成多元收入结构。分年度兑现数据显示，2023-2025 年公司持续确认首付款、里程碑、技术服务收入，且随武田海外商业化放量，产品销售额逐年走高，持续贡献分成收益。整体 BD 收入由首付款、各类里程碑、技术服务费、销售分成四部分组成，长期回报高度依托海外临床注册推进与终端商业化放量，持续为药企创造多年稳定现金流，印证管线出海具备中长期产业价值。

图表22：以味喹替尼为例，药品 BD 之后存在长期潜在现金流回报



来源：和黄医药公告，国金证券研究所

2) 中长期：驱动国内医药产业接轨全球标准，BD 出海重塑药企研发实力

中国创新药出海的长期基础并不只是单个产品临床结果改善，更重要的是国内药品监管体



系、研发技术标准和质量体系正在加速向国际规则接轨。从监管体系、临床前研究、临床试验、生产制造到上市注册，中国药品监管规则已基本形成与国际标准接轨的制度框架：1) 监管端加入 ICH、并持续转化实施 ICH 指导原则；2) 临床前端通过 GLP 与 ICHM3/S 类指导原则对齐国际非临床安全性评价要求；3) 临床端通过 ICHE6、E8、E9、E17 推动 GCP、质量源于设计、统计估计目标和 MRCT 设计落地；4) 生产端通过 GMP 体系、PIC/S 申请和 ICHQ 系列指导原则强化质量风险管理和生命周期管理；5) 上市前准入端则通过 CTD/eCTD、RWE、附条件批准、优先审评等制度提高注册申报的国际可比性和审评效率。因此，规则接轨正在推动中国创新药企业从“国内合规申报”走向“全球同步开发和全球注册可接受”。

图表23：规则接轨正在推动中国创新药企业从“国内合规申报”走向“全球同步开发和全球注册可接受”



来源：CDE、ICH 办公室、NMPA，国金证券研究所

- 以往 FDA 对中国 I/II 期数据支持后续美国 III 期开发，主要遵循“科学审评+个案判断”的框架：一方面，境外临床数据需符合 GCP、伦理、知情同意、数据完整性和可核查性要求；另一方面，FDA 会进一步评估中国早期数据能否外推至美国患者和美国临床实践，包括种族因素、PK/PD 差异、剂量选择、适应症人群、主要终点、对照组设置及后续 III 期设计是否符合美国监管预期。换言之，中国 I/II 期数据并非不能支持美国 III 期，但前提是能够证明其数据质量可靠、疗效和安全性具有可外推性，并能支撑美国认可的注册性 III 期方案设计。
- 在此基础上，近期美国众议院 FY2027 农业/FDA 拨款法案报告中的临床数据限制提案，进一步改变了 FDA 对境外临床数据的审查逻辑：由原先的“质量与可核查性导向”，叠加“来源国与生物安全导向”。在现行框架下，中国临床数据原则上仍可通过 GCP、伦理、数据完整性和可核查性审查支持美国 IND 或上市申请；但若该提案落地，来自中国临床中心的数据在 IND 阶段可能面临前置性限制，即使数据质量合规，也可能因来源地属性而被排除。由此看，中国创新药出海门槛将从“临床结果是否优秀”进一步升级为“数据包是否具备全球监管可接受性”。这将推动企业更早布局美国及非 covered nations 临床中心，并提升全球 MRCT、数据治理、样本流转和合规体系建设的重要性。目前该限制仍属于众议院拨款法案委员会报告语言，并非已正式写入 FDA 法规或法案正文；但 H.R. 8646 已于 2026 年 6 月 4 日获众议院通过，相关内容反映美国国会对中国临床数据进入 FDA IND 体系的政策关注升温。



图表24: FDA 对境外临床数据的审查由原先的“质量与可核查性导向”，再叠加“来源国与生物安全导向”

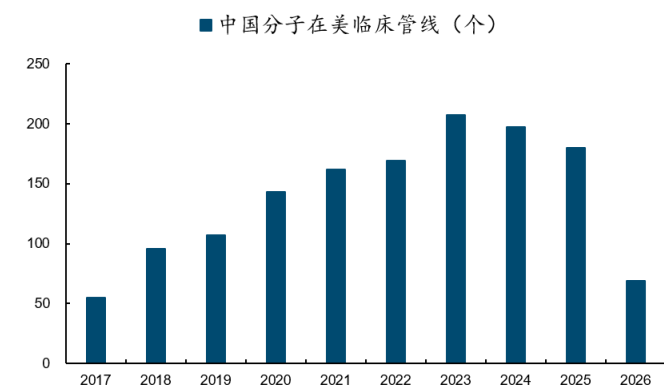
维度	现行框架	提案变化	对中国创新药影响
监管逻辑	以数据质量和可核查性为核心	引入数据来源国审查	中国临床数据面临政策风险重估
覆盖国家	不按国家来源统一排除	中国等被纳入 covered nations	中国中心数据成为重点审查对象
适用阶段	境外数据可支持 IND/NDA/BLA	重点限制 IND 及补充申请	早期出海路径不确定性上升
IND 支撑数据	中国 I/II 期数据可个案讨论	中国中心数据或被排除	“中国数据支持美国IND”难度提升
可核查性	关注FDA现场核查能力	更强调中国中心核查可及性	原始数据、审计轨迹、第三方核查价值提升
伦理/样本安全	关注知情同意与受试者保护	叠加生物样本和基因数据安全考量	CGT、样本跨境项目受影响更大
FDA 裁量权	FDA保留个案判断空间	来源国限制削弱裁量空间	高质量数据亦可能面临不可用风险

来源: U.S. House Committee on Appropriations、Hogan Lovells, 国金证券研究所

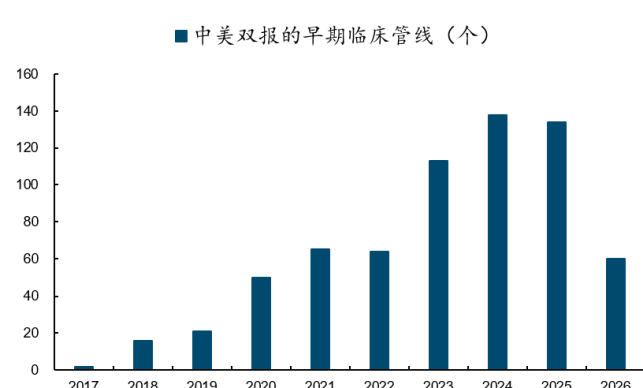
- 高质量倒逼国内创新药企加码源头创新，早期临床中美双报成为新趋势。持续的出海 BD 产业浪潮，反向倒逼国内药企持续加码源头创新、提升候选分子竞争力。在此产业背景下，国内创新药企赴美开展临床开发已成行业常态：一方面，仅具备差异化临床价值、过硬数据潜力的创新分子，才有资格落地美国临床试验；另一方面，提前布局美国临床管线，也成为跨国药企后续快速承接、推进全球注册开发的前置基础条件。甚至不少药企在候选分子早期临床方案设计阶段，便同步规划美国多中心临床布局，提前搭建全球化开发体系。

图表25: 中国分子在美当年新临床管线数逐年攀升

图表26: 中美双报已经成为越来越多中国创新药企的临床选择



来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 7 日

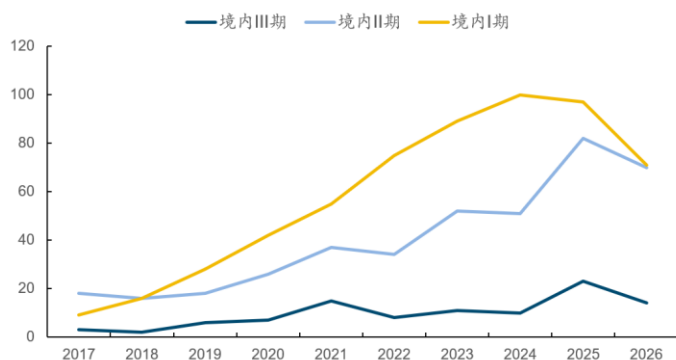


来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 7 日; 仅统计同时在中美开 I、I/II 期的临床管线

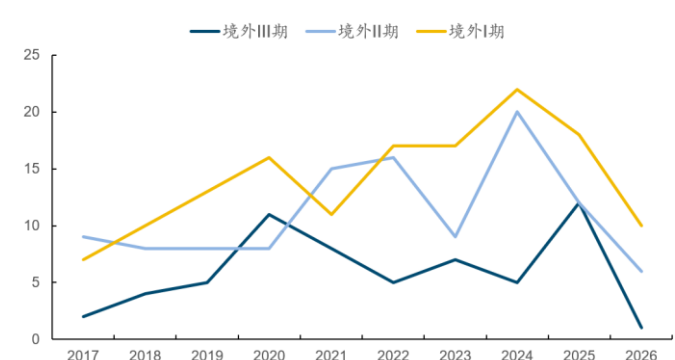
- Insight 数据库数据显示，国内创新药企自主布局的 FIC (First-In-Class, 全球首创) 候选分子数量持续稳步攀升。分临床阶段来看，无论境内还是海外 I 期早期管线，FIC 分子储备均实现高速扩容；优质源头创新分子储备叠加赛道先发竞争优势，为本土药企持续落地更多海外 BD 授权合作筑牢核心底层支撑。



图表27：中国创新药企在境内开发FIC分子数节节攀升



图表28：中国创新药企在境外开发FIC分子处于高水平



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月7日，仅统计总部在中国大陆的FIC管线

来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月7日，仅统计总部在中国大陆的FIC管线

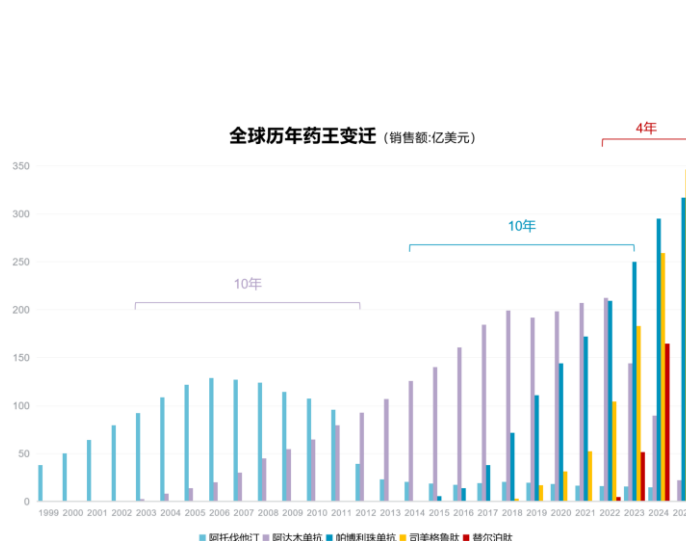
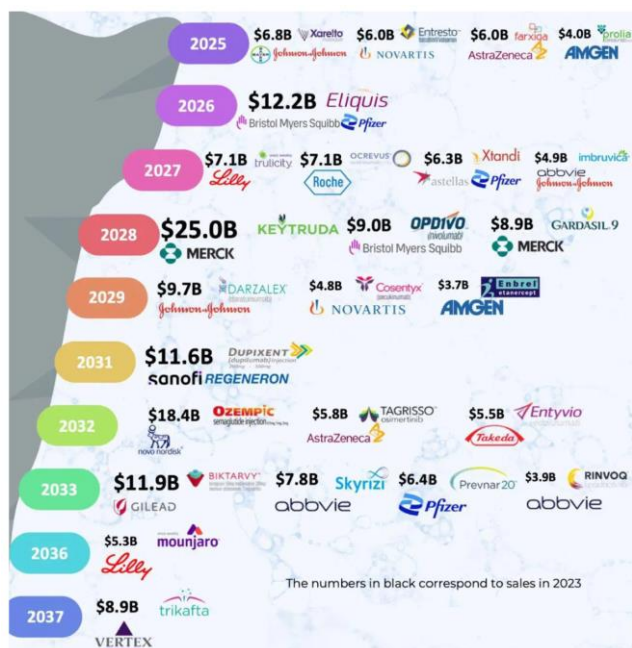
3) 看好出海β向上可持续：专利周期承压叠加管线商业化崛起，驱动MNC加大资本支出

2360 亿美元专利缺口逼近历史峰值，商业化提速增厚销售弹性，驱动跨国药企持续管线布局。2030 年跨国药企将迎来规模约 2360 亿美元的专利到期缺口，体量对标 2006 年后行业史上最严峻一轮专利悬崖。与此同时，跨国药企商业化运营实力持续迭代，新药销售放量周期显著缩短，单品销售峰值持续抬升。一方面，巨额专利收入流失倒逼企业持续扩充管线以对冲业绩下滑、维持增长曲线；另一方面，新药销售上限提升带来丰厚现金流，为跨国药企长期、持续性管线并购资本开支筑牢资金支撑。

- 2006 年之后，制药行业迎来了历史上最严重的专利悬崖。包括立普妥、丙酸氟替卡松 (Flonase)、氯吡格雷 (Plavix, 波立维) 和西地那非 (Viagra, 伟哥) 在内的一大批超级畅销药陆续失去专利保护。仿制药如潮水般涌入市场，导致原研药销售额断崖式下跌。2007 年，畅销药的数量下降到 48 种，美国处方药中仿制药的比例从 2002 年的 51% 迅速跃升至 2007 年的 67%。
- 复盘“药王”迭代史，商业化爬坡速度显著提升，峰值天花板更高：1) 立普妥 (Lipitor)：2006 年峰值销售 130 亿美元；2) 修美乐 (Humira)：2022 年峰值销售 212 亿美元；3) 可瑞达 (Keytruda)：2024 年销售额 295 亿美元，默沙东用了 10 年将之培养成药王；4) 替尔泊肽 (Tirzepatide)：2025 年前 9 个月销售额已达 190 亿美元，仅用 4 年即登顶，峰值销售预期高达 1010 亿美元。

图表29：全球制药行业将再次迎来史上最严重专利悬崖

图表30：大单品商业化爬坡速度提升，峰值天花板更高



来源：药时代，国金证券研究所

来源：医药魔方，国金证券研究所



图表31：2025年-2032年专利到期药品使得MNC面临增长挑战

专利到期年份	药品名	商品名	药企	25A销售额（亿美元）
2025 年	利伐沙班	Xarelto®/ 拜瑞妥®	拜耳/J&J	52.84
	沙库巴曲缬沙坦钠	Entresto®/ 诺欣妥®	诺华	77.48
	达格列净	Farxiga®/ 安达唐®	阿斯利康/小野制药	89.84
	地舒单抗	Prolia®/ 普罗力®	安进/第一三共	70.28
2026 年	阿哌沙班	Eliquis®/ 艾乐妥®	辉瑞/BMS	224.04
2027 年	度拉糖肽	Trulicity®/ 度易达®	礼来	42.76
	奥瑞珠单抗	Ocrevus®	罗氏	84.74
	恩扎卢胺	Xtandi®/ 安可坦®	阿斯泰来/辉瑞	85.6
	依鲁替尼	Imbruvica®/ 亿珂®	艾伯维/强生	56.92
2028 年	帕博利珠单抗	Keytruda®/ 可瑞达®	默沙东	250.11
	纳武利尤单抗	Opdivo®/ 欧狄沃®	BMS/小野制药	111.07
	九价 HPV 疫苗	Gardasil 9®	默沙东	52.33
2029 年	达雷妥尤单抗	DARZALEX FASPRO®/ 兆珂速®	强生	143.51
	司库奇尤单抗	Cosentyx®/ 可善挺®	诺华	66.68
	依那西普	Enbrel®/ 恩利®	安进/Biogen/Pfizer	33.06
	度普利尤单抗	Dupixent®/ 达必妥®	赛诺菲	177.74
2032 年	司美格鲁肽	Ozempic®/ 诺和泰®	诺和诺德	346.08
	奥希替尼	TAGRISSO®/ 泰瑞沙®	阿斯利康	72.54
	维得利珠单抗	Entyvio®/ 安吉优®	武田	63.48

来源：药时代，国金证券研究所

- 如下图所示，2025 年全球销售额百强药物中，超半数（54 款）管线源自跨国药企外部引进资产。当前跨国药企已牢牢占据医药产业链下游商业化渠道，构筑起难以逾越的销售壁垒，但源头创新、早期分子发现环节研发效率存在短板，需依靠对外并购合作补足管线供给。参考上表专利到期品种不难发现，此前跨国药企早期管线合作重心集中于日本药企，因此当前大量即将迎来专利悬崖的重磅品种，均脱胎于日本企业早期自研管线。



图表32：25A 全球销售额 TOP100 的药品中，近一半均是 MNC 引进品种

序号	药物名称 (通用/商品名)	研发机构	销售额 (亿美元)	同比	靶点	药物类型	转让方	序号	药物名称 (通用/商品名)	研发机构	销售额 (亿美元)	同比	靶点	药物类型	转让方
1	替尔泊肽	礼来	365.07	121.71%	GLP1R, GIPR	多肽	-	51	阿巴西普	百时美施贵宝	37.05	0.62%	CD80, CD86	抗体类融合蛋白	密歇根大学
2	司美格鲁肽	诺和诺德	346.08	18.49%	GLP1R	多肽	-	52	卡利拉单抗	艾伯维	36.21	10.84%	DRD2, HTR2A, DRD3, HTR1A	化药	吉利德大厂
3	帕博利珠单抗	默沙东	316.8	7.46%	PD-1	单抗	先灵葆雅	53	帕安珠单抗	罗氏	35.88	-12.44%	HER2	单抗	-
4	度普利尤单抗	赛诺菲/再生元	177.74	26.16%	IL-4Rα	单抗	Regeneron	54	阿帕他胺	强生	35.74	19.17%	AR	化药	Aragon
5	利生奇单抗	艾伯维	175.62	49.87%	IL-23p19	单抗	BI	55	依奇珠单抗	礼来	35.62	9.25%	IL17A	单抗	-
6	阿哌沙班	百时美施贵宝/辉瑞	144.43	8.33%	Factor Xa	化药	-	56	阿可替尼	阿斯利康	35.18	12.43%	BTk	化药	Acerta
7	达雷妥尤单抗	强生	143.51	22.97%	CD38	单抗	Genmab	57	多替拉韦 + 拉米夫定	葛兰素史克	35.08	22.53%	HIV-1 integrase, Reverse transcriptase	化药	-
8	比克替拉韦 + 恩南他滨 + 丙酮替诺福韦	吉利德	143.34	6.79%	Reverse transcriptase/RNaseH	化药	-	58	维恩妥尤单抗	辉瑞/安斯泰来	33.4	30.78%	Nectin-4	ADC	Seagen
9	艾伐卡托 + 替扎卡托 + Elexacafors	Vertex Pharmaceuticals	103.13	0.72%	CFTR	化药	-	59	奥拉帕利	阿斯利康/默沙东	32.79	6.74%	PARP1, PARP2, PARP3	化药	-
10	纳武利尤单抗	百时美施贵宝	102.87	10.57%	PD-1	单抗	Medarex	60	依洛尤单抗	安进	30.16	35.73%	PCSK9	单抗	-
11	恩格列净	勃林格殷格翰/礼来	99.54	10.51%	SGLT2	化药	-	61	托珠单抗	罗氏	29.86	-0.38%	IL6R	单抗	日本中外制药
12	奥瑞珠单抗	罗氏	84.74	10.89%	CD20	单抗	Genentech	62	来那度胺	百时美施贵宝	29.51	-48.88%	IKZF3, IKZF1, CSNK1A1, CRBN	分子胶降解剂	Celgene
13	达格列净	阿斯利康	84	9.72%	SGLT2	化药	-	63	帕安珠单抗曲安奈德皮下注射	罗氏	29.51	49.66%	HER2	混合抗体	-
14	马帕替尼	艾伯维	83.04	39.07%	JAK1	化药	Galapagos	64	伊匹木单抗	百时美施贵宝	29	14.62%	CTLA4	单抗	Intensify
15	阿柏西普	再生元/拜耳	78.91	-17.33%	VEGF	抗体类融合蛋白	Ocular	65	脊髓灰质炎疫苗	赛诺菲	28.89	-2.21%	Diphtheria Toxoid, Pertussis antigen, Tetanus toxoid, Poliovirus, Hib	预防性疫苗	-
16	沙库巴曲 + 缬沙坦	诺华	77.48	-0.95%	MME, AGTR1	化药	-	66	布地奈德 + 福美特罗	阿斯利康	28.85	0.21%	GR, ADRB2	化药	-
17	奥希替尼	阿斯利康	72.54	10.24%	EGFR-T790M	化药	-	67	卡博替尼	Exelixis/益普生/美国	28.72	14.60%	c-Met, AXL, RET, ROS1, TYRO3, MERTK, KIT, NTRK2, FLT3, TEK, VEGFR	化药	Exelixis
18	司库奇尤单抗	诺华	66.68	8.58%	IL17A	单抗	-	68	依那西普	安进/辉瑞	28.53	-28.78%	TNFr	抗体类融合蛋白	-
19	地舒单抗	安进	64.98	-1.53%	RANKL	单抗	Abgenix	69	维奈托拉	艾伯维	27.92	8.09%	BCL2	化药	-
20	13价/20价肺炎球菌多糖结合疫苗	辉瑞	64.94	1.29%	S. pneumoniae	预防性疫苗	-	70	恩南他滨 + 丙酮替诺福韦	吉利德	27.58	30.53%	Reverse transcriptase/RNaseH	化药	-
21	维得利珠单抗	武田	64.05	10.55%	Integrin α4β7	单抗	Millennium	71	泊马度胺	百时美施贵宝	27.33	-22.91%	IKZF3, IKZF1, CRBN	分子胶降解剂	Celgene
22	氟唑酮	辉瑞	63.8	17.04%	TTR	化药	FoldRx	72	罗莫佐单抗	安进/优时比/安斯泰来	27.21	33.64%	SOST	单抗	-
23	A型肉毒杆菌毒素	艾伯维	63.71	6.13%	RHOB, SNAP25	其它蛋白	艾尔建	73	达罗他胺	安斯泰来/拜耳	27.21	33.64%	SOST	单抗	芬兰奥利安
24	恩托鲁单抗	安斯泰来/辉瑞	62.84	6.73%	AR	化药	麦迪逊	74	艾利米单抗	强生/默沙东	26.68	64.41%	AR	化药	先灵葆雅
25	乌司奴单抗	强生	60.78	-41.34%	IL12 p40	单抗	-	75	莫泊利单抗	葛兰素史克	26.3	21.85%	IL5	单抗	-
26	度伐利尤单抗	阿斯利康	60.63	28.54%	PD-L1	单抗	新基医药	76	西格列汀 + 二甲双胍	默沙东	25.44	12.17%	DPP4, AMPK	化药	-
27	艾美赛珠单抗	罗氏	57.47	12.63%	FX, FXa	双抗	中外制药	77	比鲁单抗	优时比	25.19	285.17%	IL17A, IL17F	单抗	-
28	阿贝西利	礼来	57.23	7.85%	CDK4, CDK6	化药	-	78	徽索那峰	Neurocrine Biosciences	25.14	8.64%	SLC18A2	化药	-
29	伊布替尼	艾伯维/强生	56.92	-10.85%	BTk	化药	Pharmacyclics	79	麻疹水痘腮腺炎疫苗	默沙东	24.51	-1.37%	VZV	预防性疫苗	-
30	奥马珠单抗	罗氏/诺华	54.4	22.47%	IgE	单抗	Genentech	80	恩美南安珠单抗	罗氏	24.48	8.12%	HER2	ADC	ImmunoGen
31	利伐沙班	拜耳/强生	52.84	-13.72%	Factor Xa	化药	-	81	门冬胰岛素	诺和诺德	23.9	-0.82%	INSR	多肽	-
32	四价/九价HPV疫苗	默沙东	52.33	-39.03%	HPV	预防性疫苗	先灵葆雅	82	奈玛特韦 + 利托那韦	辉瑞	23.62	-58.68%	3CLpro, CYP3A	化药	-
33	卢可替尼	Incyte Corporation/诺华	52.03	10.05%	JAK1, JAK2	化药	Incyte	83	罗特西普	百时美施贵宝/辉瑞	23.27	31.25%	ACVR2B	抗体类融合蛋白	Accelleron
34	古塞奇尤单抗	强生	51.55	40.46%	IL-23p19	单抗	MorphoSys	84	马昔腾坦	强生	23.25	6.46%	EDNRB, EDRA	化药	爱可泰隆
35	德奥安珠单抗	第一三共/阿斯利康	49.82	44.41%	HER2	ADC	第一三共	85	贝利尤单抗	葛兰素史克	23.23	21.88%	BAFF	单抗	Human Genome Sciences
36	法瑞西单抗	罗氏	49.59	13.25%	ANGPT2, VEGFA	双抗	Genentech	86	曲夫司尼	Alnylam Pharmaceuticals	23.14	138.43%	TTR	siRNA	-
37	瑞波西利	诺华	47.83	57.70%	CDK4, CDK6	化药	Astex	87	尼塞普单抗	赛诺菲/阿斯利康	22.95	7.51%	RSV F protein	单抗	Medimmune
38	瑞利珠单抗	阿斯利康	47.18	20.23%	C5	单抗	Alexion	88	阿替莫司特	安进	22.65	6.54%	PDE4	化药	Concert
39	带状疱疹疫苗	葛兰素史克	46.61	8.32%	VZV gE	预防性疫苗	-	89	氟伐丁苯那唑	梯瓦	22.6	33.89%	SLC18A2	化药	Auspex
40	阿达木单抗	艾伯维	45.4	-49.52%	TNF-α	单抗	糖肽	90	仑伐替尼	卫材/默沙东	22.59	6.46%	PDGFR, KIT, RET, VEGFR1, VEGFR2, VEGFR3	化药	卫材药业
41	奥法木单抗	诺华	44.26	37.28%	CD20	双抗	Genmab	91	达拉非尼/曲美替尼	诺华	22.15	7.63%	MEK1, MEK2	化药	Ligand
42	新冠疫苗	辉瑞	43.67	-18.42%	SARS-CoV-2 S	预防性疫苗	BioNTech	92	布瑞纳唑	礼来	22.12	25.54%	DRD2, HTR1A, HTR2A	化药	-
43	阿替利珠单抗	罗氏	43.11	4.51%	PD-L1	单抗	Halozyne	93	培塞利珠单抗	优时比	22.1	0.87%	TNF-α	单抗	-
44	尼达尼布	勃林格殷格翰	42.98	5.89%	CSF1R, FLT3, LCK, LYN, SRC, PDGFRA/B, FGFR1/2/3, VEGFR1/2/3	化药	-	94	胰凝乳蛋白酶	礼来	21.68	-6.74%	INSR	多肽	-
45	度拉糖胺	礼来	42.76	-18.61%	GLP1R	抗体类融合蛋白	-	95	利司利兰	罗氏	21.24	14.92%	SMN2	化药	PTC Therapeutics
46	艾加德	Argenx/拜耳	41.51	88.68%	FcRn	单抗	Halozyne	96	西妥昔单抗	默克/礼来	20.57	9.41%	EGFR	单抗	ImClone Systems
47	依西美坦	辉瑞	41.22	-5.61%	CDK4, CDK6	化药	-	97	普鲁维托	诺华	19.94	43.25%	PSMA	核药	Endocyte
48	泽布替尼	百济神州	39.29	48.57%	BTk	化药	-	98	本瑞利珠单抗	阿斯利康	19.81	17.29%	IL5RA	单抗	协和麒麟
49	威替卡松 + 乌美溴酮 + 维兰特罗	葛兰素史克	39.12	13.19%	GR, CHRM2, ADRB2	化药	Theravance	99	甘精胰岛素	赛诺菲制药	19.6	11.71%	INSR	多肽	-
50	帕利哌酮	强生	38.1	-9.76%	HTR2A, DRD2	化药	-	100	特泽利单抗	阿斯利康/安进	19.36	58.69%	TSLP	单抗	-

来源：insight，国金证券研究所

专利到期缺口持续倒逼跨国药企外部管线投入进入上行长周期。2000 至 2026 年，全球 TOP15 跨国药企累计 BD 授权与并购交易总额突破 2.66 万亿美元，行业对外资本投入整体呈逐年抬升趋势。复盘历史周期，2006 年行业曾迎来一轮重磅药集中到期高峰，直接带动 2007-2009 年连续三年大额管线收购潮；本轮周期自 2023 年起，行业年度外部合作支出稳定站稳 2000 亿美元量级，直观印证专利悬崖压力下，跨国药企管线补库需求已迈入持续性高投入阶段。

专利到期是驱动并购投入的核心约束，但本轮周期具备更强持续性：上一轮资本扩张景气仅维持三年，而当前跨国药企新药商业化放量提速、单品销售峰值持续抬升，充足现金流将拉长并购投入周期。截至 2026 年 7 月 10 日，年内 TOP15 药企外部资本开支已达 2003



亿美元，规模接近 2025 全年总额的 73.5%，全球医药产业并购高景气格局已基本确立。

与其他行业资本支出不同，生物医药资本支出具有可持续性，关键在于：成熟的商业模式可以提供现金流保持资本支出需求端增长；于此同时，全球生物医药技术持续迭代为资本支出提供多元化的供给。

图表33：23年起TOP15MNC每年投入2000亿左右资本开支进行外部合作（含BD以及并购）

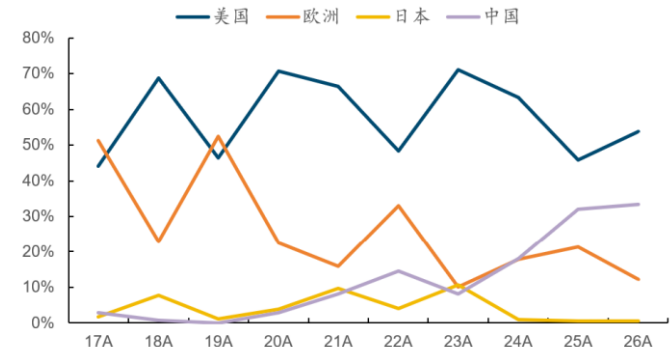
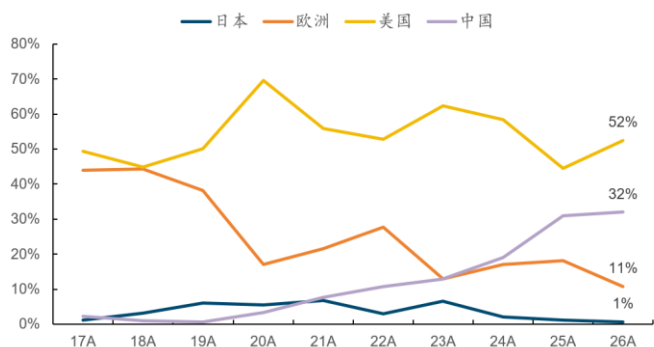
MNC	00A	01A	02A	03A	04A	05A	06A	07A	08A	09A	10A	11A	12A	13A	14A	15A	16A	17A	18A	19A	20A	21A	22A	23A	24A	25A	26A	总计
Abbvie	0.0	0.0	0.0	2.3	0.0	2.5	0.0	0.0	3.6	0.0	0.0	9.0	14.6	26.4	683.1	234.0	150.3	3.7	25.1	651.0	103.0	25.5	29.2	216.1	117.4	139.1	187.0	2622.7
Amgen	3.1	0.0	0.0	0.0	13.0	22.0	3.8	11.0	5.2	1.5	0.0	10.8	7.3	104.5	0.0	33.0	16.2	7.6	5.5	134.0	0.0	57.5	352.3	25.3	0.0	0.0	14.6	827.9
AZ	0.0	0.0	0.0	1.0	0.0	18.2	18.2	170.4	0.0	24.0	12.5	1.4	17.4	67.6	23.3	103.7	11.7	21.9	10.7	70.6	457.6	46.7	23.2	146.9	76.8	188.7	235.0	1747.4
BMS	0.0	80.0	0.0	0.0	2.2	1.6	1.2	35.2	30.0	44.3	13.0	12.3	87.3	26.5	60.6	159.0	52.1	104.6	171.5	39.5	217.4	106.9	132.3	400.6	86.0	160.3	160.5	2184.6
Gilead	0.0	0.4	4.6	0.0	1.1	0.0	25.0	3.4	0.1	14.0	3.5	113.8	5.1	0.0	0.0	25.5	12.0	119.0	91.6	157.6	346.8	15.1	85.2	27.7	74.5	54.4	168.1	1348.3
GSK	0.0	0.3	12.6	1.6	6.7	6.8	49.0	24.0	59.2	71.3	25.5	7.7	38.9	14.2	5.4	55.6	11.4	1.0	51.0	44.6	43.5	65.9	95.8	83.7	170.8	201.0	160.2	1307.8
J&J	0.0	0.2	3.2	29.4	1.5	2.3	5.5	0.0	9.6	9.7	24.5	2.8	42.9	0.3	35.0	18.4	19.0	339.3	60.1	45.1	100.8	44.6	12.9	58.9	188.7	176.5	10.0	1240.9
Lilly	0.0	2.0	0.8	4.0	0.3	0.0	23.0	18.9	67.7	7.6	11.8	31.0	0.0	3.3	13.2	21.5	0.0	32.2	68.7	100.4	92.3	63.5	74.4	105.8	106.3	206.3	572.3	1627.0
MSD	0.0	0.0	0.1	17.7	3.8	1.5	4.3	20.9	0.0	505.4	9.1	14.2	17.4	6.6	174.8	13.6	27.1	105.5	87.3	75.3	143.4	163.8	232.1	419.0	170.6	230.6	67.0	2511.2
Novartis	8.0	2.0	0.0	3.5	0.9	60.3	11.2	24.9	10.0	28.3	16.1	0.0	0.0	10.0	170.6	12.8	15.7	41.8	119.3	183.3	29.4	93.2	39.9	101.4	322.9	378.8	133.6	1817.8
Novo	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.5	0.6	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	4.1	12.7	6.6	40.4	52.0	18.4	95.1	55.4	190.6	21.0	517.9
Pfizer	0.0	0.0	607.5	0.0	0.0	28.7	7.5	15.6	12.9	682.3	36.0	3.9	0.0	25.1	72.1	190.9	222.3	34.9	27.6	140.1	58.7	84.3	308.3	549.4	15.5	198.9	123.9	3446.3
Roche	13.2	1.9	3.7	2.3	1.8	13.9	13.0	8.9	4.7	480.4	1.8	24.1	11.7	37.1	123.8	28.9	35.7	27.8	45.7	132.4	145.3	67.8	134.9	298.0	147.0	233.9	68.6	2108.3
Sanofi	10.2	3.3	1.8	1.1	10.0	6.3	5.8	16.3	10.7	49.5	18.7	208.2	0.3	0.3	11.5	97.7	25.5	65.7	181.7	45.0	98.4	91.5	224.0	108.7	63.9	232.6	53.7	1642.1
Takeda	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	2.7	1.0	3.9	103.0	15.1	10.5	143.6	1.4	2.5	21.7	4.4	118.0	68.4	587.6	48.1	31.6	151.8	60.4	40.4	78.3	133.5	27.8	1655.6
总计	34.4	90.4	634.3	62.8	41.3	166.7	168.5	366.8	317.2	1935.5	182.9	582.7	244.4	324.4	1394.9	1003.8	716.9	977.3	1546.0	1873.4	1908.6	1130.0	1823.2	2677.0	1674.1	2725.1	2003.1	26605.8

来源：insight，国金证券研究所 注：数据统计从2000年1月1日至2026年7月10日；数据仅统计TOP15 MNC历年外部合作费用；数据仅统计MNC披露的交易总额

- 在全球BD交易的份额中，几乎美日欧份额均不同程度下滑，中国极大弥补了这些国家的缺口，份额迅速提升。截至2026年7月10日，当年的全球BD中美国/欧洲/日本份额分别为52%/11%/1%，而中国份额约为32%，增长势头迅猛。

图表34：全球license-out交易中，中国份额快速攀升

图表35：美国license-in交易中，中国份额快速攀升



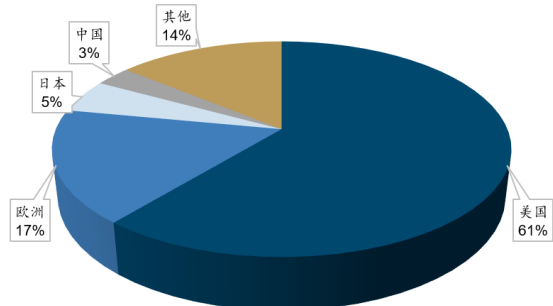
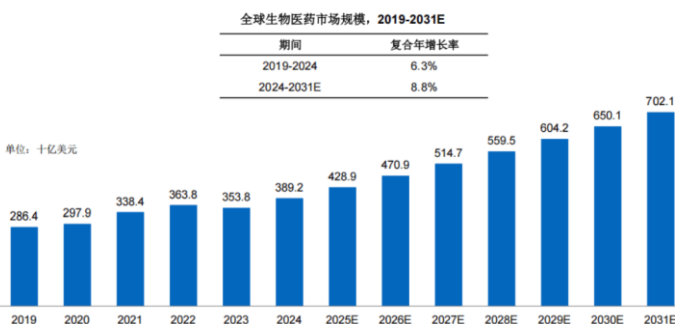
来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年7月10日；统计口径为披露的交易总额

4) 看好BD后国际化放量：BD非价值终点，海外商业化开启长期空间

全球生物医药市场高增，美国市场庞大助益中国分子BD兑现出海长期价值。2019年到2024年，全球生物医药市场复合年增长率为6.3%。到2031年增长至7021亿美元，2024年到2031年复合年增长率为8.8%。全球生物医药市场区域份额高度集中，美国独占61%绝对主导地位，欧洲、日本分别占17%、5%；我国仅3%，市场占比仍处低位。美国依托完善创新转化、支付体系持续领跑，因此，中国分子BD出海（尤其在美国上市）有望带来长期商业价值兑现。

图表36：全球医药市场持续扩容

图表37：美国是全球最大的医药生物医药市场





来源：沙利文，国金证券研究所

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

在此背景下，我们认为 2027 年将成为中国创新药产业国际化里程碑之年，国内 Biotech 历经十余年源头创新、临床管线出海布局，多款自研分子集中迎来欧美日等核心海外市场上市申报与商业化落地窗口。

- 正如前文所述，从产业逻辑拆解，本轮国产分子海外密集兑现具备三重核心支撑：第一，早期国内投融资周期培育出完整自主研发体系，企业不再依赖单纯国内市场内卷，依托全球多中心临床数据支撑海外 NDA/BLA 申报，临床开发能力已与跨国药企接轨；第二，海外商业化路径持续成熟，头部企业通过自建海外团队、跨国药企 BD 授权、海外商业化合作等多元模式打通销售渠道，摆脱过去“仅授权、无自有海外收益”的局面，产品上市后可直接兑现海外销售利润；第三，全球产业链深度赋能国内创新，从药物分子设计、临床 CRO、生产供应链到海外申报法规服务形成完整配套，大幅降低国产新药出海时间与资金成本。
- 对比过往国产创新药出海阶段，此前多以临床授权、早期管线交易为主；而 2027 年起大量分子实现海外正式上市，意味着产业正式从“研发授权变现”迈入“全球商业化销售兑现”新阶段，企业收入结构将显著优化，海外市场有望成为第二增长曲线，彻底打开估值天花板。同时，海外商业化落地将反向反哺国内研发投入，形成“海外营收反哺管线迭代”的正向循环，长期缩小与国际 MNC 的营收差距。相应受益标的包括：科伦博泰、和黄医药、康方生物、百利天恒、映恩生物、信达生物、百济神州、复宏汉霖、艾力斯、康诺亚等。



图表38：27年，中国分子开启全球上市新浪潮，进入全球商业兑现期

申办者	主要试验药	靶点	中国进度	境外进度	适应症	分期	试验组方案	对照组方案
科伦博泰、MSD	芦康沙安珠单抗	TROP2 ADC	上市	III	3L+ GC (Trop表达)	III	Mono	SOC
					3L+ nsq-NSCLC (EGFRmt)	III	Mono	chemo
					1/2L BC (HR+/HER2-)	III	联合K药	chemo
					2L+ EC	III	Mono	chemo
					1L NSCLC (PD-L1 TPS ≥50%)	III	联合K药	K药
					2L CC	III	Mono	chemo
					2/3L nsq-NSCLC (EGFRmt)	III	Mono	含铂双药化疗
					维持/巩固sq-NSCLC	III	联合K药	K药
					维持/巩固EOC	III	联合贝伐	贝伐
					2L+ UC	III	Mono	chemo
					1L TNBC (PD-L1 CPS <1)	III	联合K药	chemo
					辅助TNBC	III	联合K药	K药+化疗
和黄医药、武田	吡嘧替尼	VEGFR1/2/3 TKI	上市	上市	维持/巩固CC (PD-L1 CPS ≥1)	III	联合K药+贝伐	K药+贝伐
					维持/巩固EC (MSS/pMMR)	III	联合K药	K药
和黄医药、AZ	赛沃替尼	C-MET-TKI	上市	III	维持/巩固EOC (HRP)	III	联合贝伐	贝伐
					新辅助BC (HER2低表达)	III	联合贝伐+化疗	K药+化疗
康诺生物、SUMMIT	依沃西单抗	PD-1*VEFG	上市	BLA	新辅助NSCLC	III	联合K药	K药
					末线CRC	III	Mono	placebo
					1L RCC (MET驱动)	III	联合度伐利尤	舒尼替尼
					2L NSCLC (EGFRmt, MET扩增)	III	联合度希	含铂双药化疗
					2/3L nsq-NSCLC (EGFRmt)	III	联合含铂双药化疗	含铂双药化疗
三生制药、Pfizer	SSGJ-707	PD-1*VEFG	III	III	1L NSCLC (PD-L1 TPS ≥50%)	III	依沃西单抗	K药
					1L CRC (BRAF V600E突变阴性, MSS/pMMR)	III	Mono	贝伐+FOLFFOX
					1L NSCLC (驱动基因阴性)	III	联合含铂双药化疗	K药+含铂双药化疗
					1L NSCLC (驱动基因阴性)	III	联合含铂双药化疗	K药+含铂双药化疗
					1L EC (MSS/pMMR)	III	联合chemo	K药+含铂双药化疗
百利天恒、BMS	依鲁替尼单抗	EGFR*HER3 ADC	上市	III	1L CRC (BRAF V600E突变阴性, MSS/pMMR)	III	联合chemo	贝伐+化疗
					1L GC	II/III	联合含铂双药化疗	阿替利珠单抗+含铂双药化疗
					1L BC (HER2低表达)	III	联合最暴露唑类和铂类化疗	纳武利尤单抗+最暴露唑类和铂类化疗
					2/3L nsq-NSCLC (EGFRmt)	II/III	Mono	chemo
					2L+ UC	II/III	Mono	含铂双药化疗
信达生物、Takeda	Arcolatum tavatecan IBI363	CLDN-18.2 ADC	NDA	III	1L nsq-NSCLC (EGFRmt)	III	联合度希	奥希替尼+含铂双药化疗
					3L+ GC (CLDN18.2+HER2-)	III	Mono	伊立替康+替米芬
					2/3L sq-NSCLC	III	Mono	多西他赛
					2/3L CRPC	III	Mono	多西他赛
					全线 BC (HER2低表达)	III	Mono	chemo
映恩生物、BioNTech	帕康曲安珠单抗	HER2 ADC	III	III	2L+ EC (HER2+)	III	Mono	chemo
					1L nsq-NSCLC (EGFRmt)	III	Mono	chemo
					1L GC (EGFRmt)	III	Mono	奥希替尼+阿达替尼
					1L nsq-NSCLC (EGFR ex20ins mt)	III	Mono	含铂双药化疗
					1L NSCLC (EGFR ex20ins mt)	III	Mono	含铂双药化疗
艾力斯、AmiVent	依美替尼	EGFR-TKI	上市	III	1L BC (HR+/HER2-)	III	联合度希	CDK4/6抑制剂+来曲唑
					2L+ CLUSLL	III	Mono	匹妥布替尼
					全线WM	II	Mono	-
					1L CLL/SLL	II	联合泽布替尼	泽布替尼
					2L+ MCL	III	联合泽布替尼	泽布替尼+placebo
德哲医药	依美替尼	EGFR-TKI	上市	III	2L+ CLUSLL	III	联合奥希替尼	利妥昔单抗+维奈克拉
					1L CLL/SLL	III	联合泽布替尼	维奈克拉+阿可替尼
					1L CLL/SLL	III	联合泽布替尼	维奈克拉+奥希替尼
					1L CLL/SLL	III	联合泽布替尼	维奈克拉+奥希替尼
					1L CLL/SLL	III	Mono	塞达莫司汀+利妥昔单抗
百济神州	泽布替尼	BTK	上市	上市	3L+ FL	III	联合类奈单抗	奥希替尼
					2L+ MZL	II	Mono	伊布替尼
					全线WM	III	Mono	伊布替尼
					2L+ CLUSLL	III	Mono	伊布替尼
					1L MCL	III	联合类奈单抗	塞达莫司汀+利妥昔单抗
替雷利珠单抗	替雷利珠单抗	PD-1	上市	上市	原发性慢性粒细胞白血病	II/III	Mono	他克莫司
					2L+ FL	III	联合类奈单抗	来那度胺+利妥昔单抗
					2L UC (PD-L1+)	II	Mono	SOC
					2L ESCC	III	Mono	含铂化疗
					1L NPC	III	联合含铂化疗	含铂化疗
迈盛医药	奥雷巴替尼	Bcr-Abl, KIT, FGFR1, FLT3, PDGFR, SRC kinase family, PI3K, Bcr-Abl T315I	上市	III	2/3L NSCLC (驱动基因阴性)	II	Mono	多西他赛
					1L ESCC	III	联合chemo	placebo+chemo
					2L+ CC	II	联合替雷利珠	-
					1L GC (HER2+)	III	联合chemo	placebo+化疗
					2/3L CML	III	Mono	伯舒替尼
复安汉霖	斯普利单抗	PD-1	上市	上市	1L CML	III	联合化疗	伊马替尼+化疗
					2L+ CLUSLL	III	联合阿可替尼	阿可替尼
					1L AML	III	联合阿托胞苷	阿托胞苷
					1L MDS	III	联合阿托胞苷	阿托胞苷
					(新) 辅助TNBC	III	联合chemo	placebo+chemo
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	上市	上市	1L sq-NSCLC (驱动基因阴性)	III	联合含铂化疗	chemo
					1L SCLC	III	联合含铂化疗	chemo
					1L CRC (MSS/pMMR)	II/III	联合贝伐	placebo+贝伐
					1L SCLC	III	联合含铂化疗	阿替利珠单抗+chemo
					1L SCLC	III	联合同步放化疗	同步放化疗
海创药业	奥雷巴替尼	Bcr-Abl, KIT, FGFR1, FLT3, PDGFR, SRC kinase family, PI3K, Bcr-Abl T315I	上市	III	1L GC (HER2+)	III	联合奥希替尼+最暴露唑类和铂类化疗	placebo+奥希替尼+化疗+K药
					1L NPC	III	联合含铂化疗	chemo
					1L HCC	III	联合贝伐	索拉非尼
					1L HCC	III	联合含铂化疗	placebo+含铂化疗
					维持/巩固NSCLC	III	联合艾卡托单抗	placebo
荣昌生物、Pfizer	维迪西单抗	HER2 ADC	上市	III	1L CRPC	III	Mono	恩扎卢胺
					1L UC (HER2+)	III	联合K药	chemo
					1L NPC	III	联合含铂化疗	chemo
					1L NSCLC	III	Mono	placebo
					1L 激素依赖性前列腺癌	III	Mono	比卡鲁胺
和圣生物	瑞维昔单抗	AR	上市	III	AD	III期	Mono	placebo
					IBD	III期	Mono	placebo
					3L 胆管癌 (FGFR2融合/重排)	III	Mono	SOC
					1L ESCC	III	联合chemo	-
					2/3L BC (HR+/HER2-, PI3K/AKT/mTOR通路改变)	III期	联合最暴露唑类和铂类化疗	placebo+最暴露唑类和铂类化疗
信达生物	依沃西单抗	PD-1	上市	III	1L HCC	III期	联合含铂化疗	placebo+含铂化疗
					2L SCLC	III期	Mono	托法替尼+芦比替尼+最暴露唑类和铂类化疗
					化疗引起的中性粒细胞减少症	III期	Mono	placebo+艾司格司亭α
					化疗引起的中性粒细胞减少症	III期	Mono	培非格司亭
					2L+ CC, OC, EC	III期	联合索拉非尼+奥希替尼+最暴露唑类和铂类化疗	索拉非尼+奥希替尼+最暴露唑类和铂类化疗
荣昌生物、Pfizer	维迪西单抗	HER2 ADC	上市	III	2L 腺泡状软组织肉瘤、平滑肌肉瘤、滑膜肉瘤	III期	Mono	达卡巴嗪+Placebo
					PPMS	III期	Mono	placebo
					SPMS	III期	Mono	placebo
					阿尔兹海默病	III期	Mono	placebo
					wAMD	III期	Mono	阿托西普
和圣生物	瑞维昔单抗	AR	上市	III	糖尿病足感染	III期	Mono	利奈唑胺
					1L SCLC	III期	联合含铂双药化疗	阿替利珠单抗+含铂双药化疗
					1L NSCLC (驱动基因阴性)	II/III期	联合含铂双药化疗	K药+含铂双药化疗
					1L TNBC (PD-L1-)	III期	联合化疗	placebo+化疗
					1L CRC (BRAF V600E突变阴性, MSS/pMMR)	II/III期	联合FOLFOLX/CAPEOX/FOLFIRI	贝伐+FOLFOLX/CAPEOX/FOLFIRI
普米斯、BioNTech, BMS	替雷利珠单抗	PD-L1*VEGFA	III	III	维持/巩固NSCLC	III期	Mono	度伐利尤
					1L GC (HER2-/PD-L1+)	II/III期	联合最暴露唑类和铂类化疗/FOLFOLX	纳武利尤单抗+最暴露唑类和铂类化疗
					1L NSCLC (PD-L1 TPS ≥50%)	III期	Mono	K药



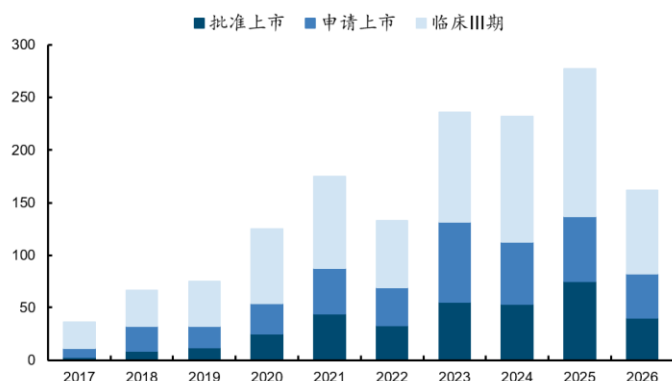
来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 8 日

业绩端：后端管线储备充裕叠加医保基药政策共振，国内创新药步入业绩兑现黄金窗口

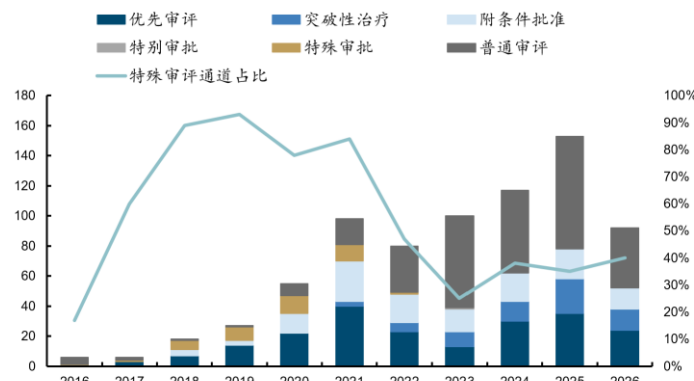
国内创新药企后期管线储备丰富，行业有望迎来业绩兑现黄金窗口

从管线供给与政策审评双维度来看，国内创新药行业正式迈入商业化集中兑现窗口期。2017-2025 年临床 III 期、申报上市、获批上市三大后端阶段在研分子规模持续扩容，临床后期管线储备持续增厚，充足的后端管线为创新药持续商业化放量奠定坚实供给底座；同时，优先审评、突破性治疗、附条件批准等多元化特殊审评通道应用比例长期处于高位，特殊审评机制大幅缩短新适应症上市周期，药企可通过快速拓展适应症持续挖掘药物全生命周期商业价值。一边是源源不断进入商业化阶段的后端管线供给，一边是政策审评红利持续释放、延长单品盈利周期，在共振之下，国内创新药行业商业化爆发的基础条件已成熟，行业将迎来持续多年的业绩兑现黄金窗口。

图表39：临床后期管线分子持续扩容，筑牢国内创新药商业化放量根基



图表40：多元化特殊审评通道加速新适应症获批，持续释放创新药物全生命周期价值



来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 10 日; 该图统计每年新上市的分子

来源: insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2026 年 7 月 10 日; 该图统计每年新上市的适应症

国内头部创新药企已具备高研发投入、管线持续产出的核心竞争力。A 股、港股合计 20 家头部创新药企持续产出上市、NDA、临床 III 期的后端管线，同时，多数企业常年维持两位数乃至更高的研发费用率，持续高强度投入反哺临床管线推进，源源不断产出临床后期分子；同时伴随营收规模稳步增长，企业现金流持续改善，形成“高研发投入→丰富后端管线→多适应症快速商业化→营收增长→加码研发”的正向循环，供给、政策、企业资本开支三维度协同共振，国内创新药商业化爆发的基本面支撑全面夯实，行业正式迎来长期业绩兑现黄金周期。



图表41：创新药商业化爆发的基本面支撑全面夯实，行业正式迎来长期业绩兑现黄金周期

基本信息		分子阶段			营业收入（亿元）						研发费用（亿元）						研发费用率（%）					
股票代码	证券名称	上市	NDA	III期	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1	21A	22A	23A	24A	25A	26Q1
A股标的																						
600276	恒瑞医药	30	8	25	259.1	212.8	228.2	279.8	316.3	81.4	59.4	48.9	49.5	65.8	69.6	16.5	23%	23%	22%	24%	22%	20%
600196	复星医药	24	7	6	390.1	439.5	414.0	410.7	416.6	100.7	38.3	43.0	43.5	36.4	40.1	9.0	10%	10%	10%	9%	10%	9%
688235	百济神州	12	0	4	75.9	95.7	174.2	272.1	382.2	105.4	95.4	111.5	128.1	141.4	155.1	37.8	126%	117%	74%	52%	41%	36%
601607	上海医药	7	0	4	2,158.2	2,319.8	2,603.0	2,752.5	2,835.8	752.6	19.9	21.1	22.0	23.9	23.4	4.7	1%	1%	1%	1%	1%	1%
002653	海思科	5	2	5	27.7	30.2	33.6	37.2	43.9	15.6	4.3	4.5	5.2	6.2	8.0	2.3	16%	15%	15%	17%	18%	14%
000963	华东医药	6	0	5	345.6	377.1	406.2	419.1	436.1	111.8	9.8	10.2	12.7	14.3	17.5	3.5	3%	3%	3%	3%	4%	3%
600673	东阳光	4	0	5	128.0	117.0	108.5	122.0	149.3	42.5	4.9	4.5	4.3	5.1	5.7	1.5	4%	4%	4%	4%	4%	4%
300357	我武生物	8	0	3	8.1	9.0	8.5	9.3	10.6	2.5	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	0.2	11%	12%	13%	13%	11%	10%
H股标的																						
01177	中国生物制药	12	4	20	268.6	287.8	279.8	288.7	318.3	-	36.8	42.5	44.0	50.9	58.7	-	14%	15%	16%	18%	18%	-
01093	石药集团	10	2	12	278.7	309.4	314.5	290.1	260.1	-	34.3	39.9	48.3	51.9	58.1	-	12%	13%	15%	18%	22%	-
03692	翰森制药	9	4	9	99.4	93.8	101.0	122.6	150.3	-	18.0	16.9	21.0	27.0	33.6	-	18%	18%	21%	22%	22%	-
09688	再鼎医药	13	3	4	1.4	2.2	2.7	4.0	4.6	-	5.7	2.9	2.7	2.3	2.2	-	397%	133%	100%	59%	48%	-
01801	信达生物	10	2	7	42.7	45.6	62.1	94.2	130.4	-	24.8	28.7	22.3	26.8	26.2	-	58%	63%	36%	28%	20%	-
02096	先声药业	11	4	2	50.0	63.2	66.1	66.4	77.3	-	14.2	17.3	15.6	14.1	15.6	-	28%	27%	24%	21%	20%	-
01530	三生制药	12	2	3	63.8	68.6	78.2	91.1	177.0	-	7.5	6.9	7.9	13.3	15.2	-	12%	10%	10%	15%	9%	-
00867	康哲药业	7	4	1	83.4	91.5	80.1	74.7	82.1	-	1.1	1.3	2.0	3.3	5.9	-	1%	1%	2%	4%	7%	-
00512	远大医药	5	2	6	86.0	95.6	105.3	116.4	122.8	-	3.3	5.3	5.7	5.9	5.0	-	4%	6%	5%	5%	4%	-
03320	华润医药	8	1	3	2,368.1	2,541.1	2,447.0	2,576.7	2,695.7	-	16.9	20.9	20.7	20.1	25.1	-	1%	1%	1%	1%	1%	-
01952	云顶新耀	7	2	3	0.0	0.1	1.3	7.1	17.1	-	6.1	8.1	5.4	5.3	5.1	-	-	6330%	429%	75%	30%	-
09926	康方生物	8	1	2	2.26	8.38	45.26	21.24	30.56	-	11.2	13.2	12.5	11.9	15.8	-	498%	158%	28%	56%	52%	-

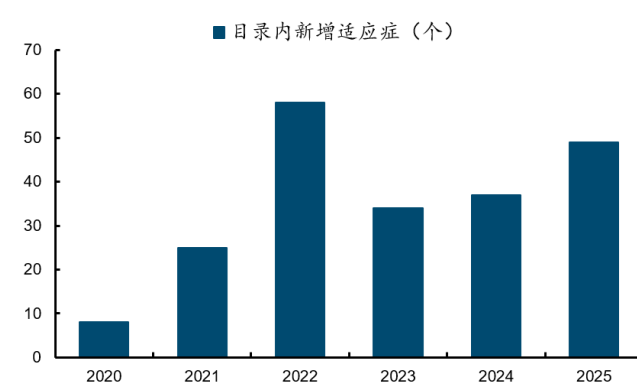
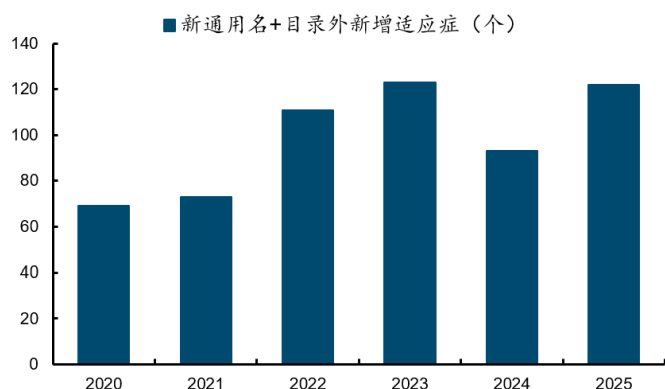
来源：insight, iFinD, 国金证券研究所 注：数据截至2026年7月10日；仅统计近些年进入开发管线较多的TOP20创新药企

政策加持，医保、基药目录为创新药商业化打通核心渠道

医保常态化谈判机制持续为创新药商业化落地打通核心渠道。一方面，每年纳入谈判的全新创新药分子规模长期维持高位，而医保准入是创新药快速进院、放量销售的核心前置条件，大量新分子与新增适应症逐年落地医保目录，大幅降低医疗机构采购、临床使用门槛，打通创新药从获批到终端放量的关键链路，因此大量未上市新药可通过医保准入快速触达全国医疗机构；另一方面，目录内成熟品种新增拓展适应症入库数量同步持续走高，持续挖掘单品长期增长潜力。医保常态化吸纳创新品种拓宽创新药短期销售天花板、拉长单品全生命周期价值，国内创新药商业化放量的完整闭环已全面成型。

图表42：历年医保谈判纳入创新药物分子数量长期维持高位，持续打开创新药市场放量空间

图表43：历年医保谈判新增拓展适应症数量持续维持高位，持续拉长创新单品生命周期



来源：insight, 国金证券研究所 注：数据截至2026年7月10日

来源：insight, 国金证券研究所 注：数据截至2026年7月10日

- 我们整理了2026年医保初审名单中约40款值得投资者重点关注的全新创新分子，覆盖小分子化药、双抗、ADC、细胞治疗、多肽、基因疗法等多元化前沿管线，管线供给储备充足。后续医保谈判的最终准入资格、谈判定价水平将成为核心变量：若品种顺利以合理价格纳入医保目录，2027年将快速实现全国各级医院准入，显著拉动终端处方量、兑现商业化弹性。



图表44：多款新分子进入 2026 医保初审名单，谈判最终准入与价格水平将重塑 2027 年销售成长曲线

研发机构	药品成分	靶点	成分类别	中国内地最高状态	时间	适应症中国内地最高状态
百济神州	索托克拉	BCL2	化药	批准上市	2025-12-30	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤,套细胞淋巴瘤
百济神州	泽尼达妥单抗	HER2	双特异性抗体	批准上市	2025-05-27	胆道癌
必贝特	伊吡诺司他	HDAC PI3K	化药	批准上市	2025-06-30	弥漫性大B细胞淋巴瘤
东阳光	艾考瑞布韦	NS5B	化药	批准上市	2025-03-25	基因1型丙型肝炎,基因2型丙型肝炎,基因3型丙型肝炎,基因6型丙型肝炎
东阳光	奥洛格列净	SGLT2	化药	批准上市	2026-01-14	2型糖尿病
东阳光	蔡坦司韦	NS5A	化药	批准上市	2025-02-08	基因1型丙型肝炎,基因2型丙型肝炎,基因3型丙型肝炎,基因6型丙型肝炎
和誉生物	匹米替尼	CSF1R	化药	批准上市	2025-12-16	髓鞘巨细胞瘤
恒瑞医药	鲁兹诺雷钠	URAT1	化药	批准上市	2026-05-27	高尿酸血症
恒瑞医药	泽美安司他	EZH2	化药	批准上市	2025-08-26	外周T细胞淋巴瘤
恒瑞医药	瑞拉美普-α	PD-L1 TGFBR2	抗体类融合蛋白, 双特异性抗体	批准上市	2026-01-05	胃癌
华东医药	贝泽替尼	JAK2	化药	批准上市	2026-04-29	骨髓纤维化
华东医药	马来酸美凡尼替尼	EGFR HER2	化药	批准上市	2025-10-21	非小细胞肺癌
华东医药	瑞美吡唑	-	其它诊断试剂	批准上市	2025-10-14	肾脏病
健康元	玛帕西沙韦	RdRp	化药	批准上市	2025-12-09	甲型流感病毒感染,乙型流感病毒感染
金赛药业	伏欣奇拜单抗	IL1B	单特异性抗体	批准上市	2025-06-30	痛风性关节炎
康宁杰瑞/石药集团	安尼妥单抗	HER2	双特异性抗体	批准上市	2026-05-27	胃癌
科济药业	舒瑞基奥仑赛	CLDN-18.2	CAR-T	批准上市	2026-06-17	胃癌
乐普生物	维贝柯妥塔单抗	EGFR	抗体偶联物ADC	批准上市	2025-10-28	鼻咽癌
诺诚健华	佐来曲替尼	NTRK	化药	批准上市	2025-12-09	实体瘤
诺思兰德	塞多明基	HGF	基因治疗	批准上市	2026-05-27	严重肢体缺血
派格生物	维培那肽	GLP1R	多肽	批准上市	2025-11-12	2型糖尿病
三生国健	安沐奇塔单抗	IL17A	单特异性抗体	批准上市	2026-02-10	斑块状银屑病
三生制药	罗赛促红素α	EPOR	细胞因子类	批准上市	2026-03-17	慢性肾性贫血
上海医药	司安吉仑	REN	化药	批准上市	2025-12-03	原发性高血压
石药集团	普卢格列汀	DPP4	化药	批准上市	2025-01-08	2型糖尿病
舒泰神	波米泰酶α	FX	其它蛋白	批准上市	2026-06-03	B型血友病,A型血友病
天广实	奥妥珠单抗β	CD20	单特异性抗体	批准上市	2026-02-10	视神经脊髓炎,原发性膜性肾病
先声药业	达利雷生	OX1R OX2R	化药	批准上市	2025-06-17	失眠症
信达生物	匹康奇拜单抗	IL-23p19	单特异性抗体	批准上市	2025-11-25	斑块状银屑病
信达生物	玛仕度肽	GCGR GLP1R	多肽	批准上市	2025-06-24	肥胖,2型糖尿病
轩竹生物/先声药业	地罗阿克	ALK ROS1	化药	批准上市	2025-08-19	非小细胞肺癌
亚盛医药	利沙托克拉	BCL2	化药	批准上市	2025-07-08	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤
云顶新耀	艾曲莫德	S1PR1 S1PR4 S1PR5	化药	批准上市	2026-02-02	溃疡性结肠炎
云顶新耀	依拉环素	30S rProteins	化药	批准上市	2023-03-15	复杂性腹腔感染
再鼎医药	维替索安尤单抗	Tissue factor	抗体偶联物ADC	批准上市	2026-06-03	宫颈癌
中国生物制药	库莫西利	CDK2 CDK4 CDK6	化药	批准上市	2025-12-09	HR+/HER2-乳腺癌
中国生物制药	罗伐替替尼	JAK1 JAK2 ROCK1 ROCK2	化药	批准上市	2026-02-25	骨髓纤维化

来源：国家医保局，insight，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 10 日

26 年 7 月 9 日国家卫健委正式发布《国家基本药物目录（2026 年版）》，新版目录共涵盖 794 种药品，其中化学药品和生物制品 476 种、中成药 318 种，对比 2018 版 685 个品种实现净增 109 个，化学药品和生物制品由 417 种增至 476 种净增 59 种，中成药由 268 种增至 318 种净增 50 种，该版目录将于 2026 年 9 月 1 日正式落地实施。

- 从品种扩容结构来看,神经系统、心血管两大慢性病领域是本次调整的核心增量板块,合计新增 21 种品种, 占化药和生物制品新增总量超 30%, 其中神经系统新增左乙拉西坦、多奈哌齐、丁苯酞、依达拉奉右莰醇等 13 种药物, 覆盖抗癫痫、抗痴呆、脑卒中治疗赛道, 心血管领域新增厄贝沙坦、替米沙坦、依折麦布等 8 款品种, 聚焦高血压、心衰、降脂临床需求, 改调整适配国内人口老龄化持续加深、居民健康需求提升。
- 纳入基药目录等同于拿到公立医疗机构大规模临床使用的核心“入场券”。政策明确基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种占比原则上不低于 90%、80%、60%，纳入基药目录将直接拓宽药品终端放量渠道。

核心受益标的涵盖石药集团丁苯酞、先声药业依达拉奉右莰醇、康诺亚司普奇拜单抗（IL-4R α）、荣昌生物泰它西普（BLyS/APRIL）四款品种。四款药物当前均处于专利保护期内，行业竞争格局优异；对应布局慢病赛道，目标患者群体基数广阔。本次成功纳入新版国家基药目录，将依托公立医疗机构强制配备政策红利，持续加速产品临床渗透率提升，进一步打开品种中长期终端放量天花板。



图表45：新版基药目录重塑公立医院用药结构，多款创新药受益、渗透有望快速攀升

类别	新增品种
抗微生物药	头孢克肟、夫西地酸、特比萘芬、加替沙星、双歧杆菌四联活菌
神经系统	左乙拉西坦、多奈哌齐、曲美他嗪、羟考酮、右美沙芬、水合氯醛、右佐匹克隆、舍曲林、鲁拉西酮、布地格福、茚达特罗格隆溴铵、丁苯酞（石药集团）、依达拉奉右莰醇（先声药业）
心血管	厄贝沙坦、替米沙坦、西洛他唑、非奈利酮、依折麦布、托拉塞米、米力农、培哚普利叔丁胺
内分泌/代谢	德谷胰岛素、门冬胰岛素、司美格鲁肽、恩格列净、丙酚替诺福韦、司维拉姆
抗肿瘤/靶向药	奥希替尼（肺癌）、奥拉帕利（PARP 抑制剂）、贝伐珠单抗、硼替佐米、替莫唑胺、尼达尼布
免疫/风湿	他克莫司、托法替布、司普奇拜单抗（IL-4R α ，康诺亚）、泰它西普（BLyS/APRIL，荣昌生物）、阿达木单抗
消化系统	艾司奥美拉唑、雷贝拉唑、多烯磷脂酰胆碱、胰酶、孟鲁司特、汉防己甲素
泌尿生殖	地屈孕酮、地诺孕素、雌二醇、呋塞米、他氟前列素
血液系统	艾曲泊帕乙醇胺（TPO-R 激动剂）、罗沙司他（HIF-PH 抑制剂）、碳酸钙 D3
诊断用药	碘佛醇、钆布醇
其他	丁卡因、洛索洛芬钠、氟比洛芬酯、西替利嗪、复方甲氧那明、生长抑素、非布司他、人粒细胞刺激因子、恩他卡朋、结核病用药（新增统编条目）

来源：赛柏蓝，国金证券研究所

资金端：资金结构重塑+海内外产业利好，有望驱动港股创新药迎修复

全球资金偏好切换压制港股流动性，港股创新药深度回调后优质标的迎来配置窗口

港股属于典型离岸市场，对全球美元流动性、跨境资金风险偏好的敏感度显著高于 A 股市场；上半年全球资金配置偏好持续切换，恒生科技指数由此承受较强流动性压制。对应恒生创新药指数自 2025 年 9 月至 2026 年 6 月也经历持续深度回调，板块整体估值回落至阶段底部区间，一批具备管线与商业化壁垒的优质创新药企估值显著错配，中长期配置价值凸显，已逐步吸引增量资金回流布局。

图表46：上半年流动性压制港股，近期创新药估值触底吸引资金回流

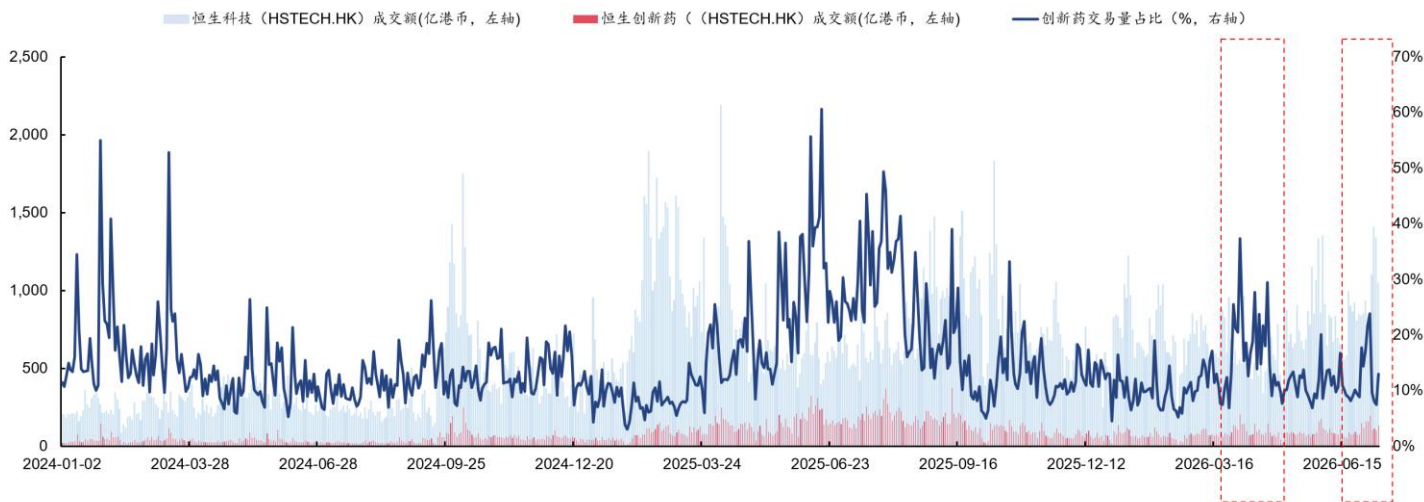


来源：iFinD，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 10 日；以 2024 年 1 月 2 日为基期

- 25Q4-26Q1，创新药交易量占比持续维持低位，板块成交活跃度偏弱，板块经历持续深度回调、估值回落至阶段低位后，具备管线与商业化壁垒的优质创新药企逐步显现中长期配置价值，26Q2-Q3 港股创新药交易活跃度底部回暖，市场对板块的配置关注度显著提升。



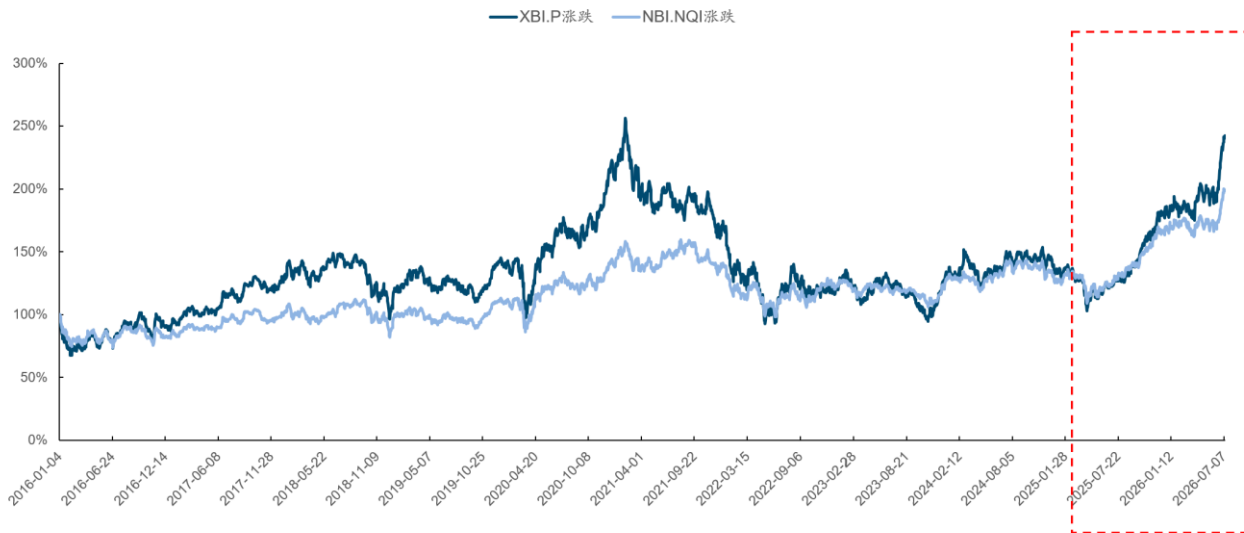
图表47：港股创新药交易活跃度底部回暖，板块配置关注度提升



来源：iFind，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 10 日

近XBI指数和 NBI 指数持续上涨，主要受两大核心因素催化，一是头部跨国药企（MNC）面临专利悬崖压力，并收购节奏显著提速，近期落地多笔创新药管线并购交易；二是美国 FDA 新药审评政策更趋务实灵活，6 月 22 日美国卫生与公众服务部（HHS）发布了"Operation TrialBlazer"计划，明确释放了加速药物审批、减少不必要监管障碍的政策信号，本轮政策优化利好罕见病等领域新药临床研发。美股创新药的近期走势为全球创新药板块“高景气”的背书，提振市场情绪。

图表48：跨国药企并购潮叠加 FDA 新政落地，驱动美股创新药指数持续走强



来源：iFind，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 10 日；以 2016 年 1 月 4 日为基期

外资减持幅度已抵阶段性底部区间，A/H 价差有望迎来修复

复盘过去一年港股创新药资金持仓，港股创新药板块中外资减持幅度已抵阶段性底部区间，与之对冲的是南下资金在港股通创新药标的中的持仓占比持续抬升。外资持仓持续下行标志市场前期的悲观预期基本出清，南下内资接过板块定价主导权，股价估值锚发生切换：定价逻辑脱离海外机构主导的全球医药估值框架，而转向国内医保、新版基药目录、跨境 BD 合作、管线临床进展等本土产业政策与企业基本面，国内创新药行业的产业红利、业绩兑现逻辑也将更快充分反映在二级市场股价之中。



图表49：近一年港股创新药板块资金结构重塑，外资持仓占比回落，南下资金配置占比抬升

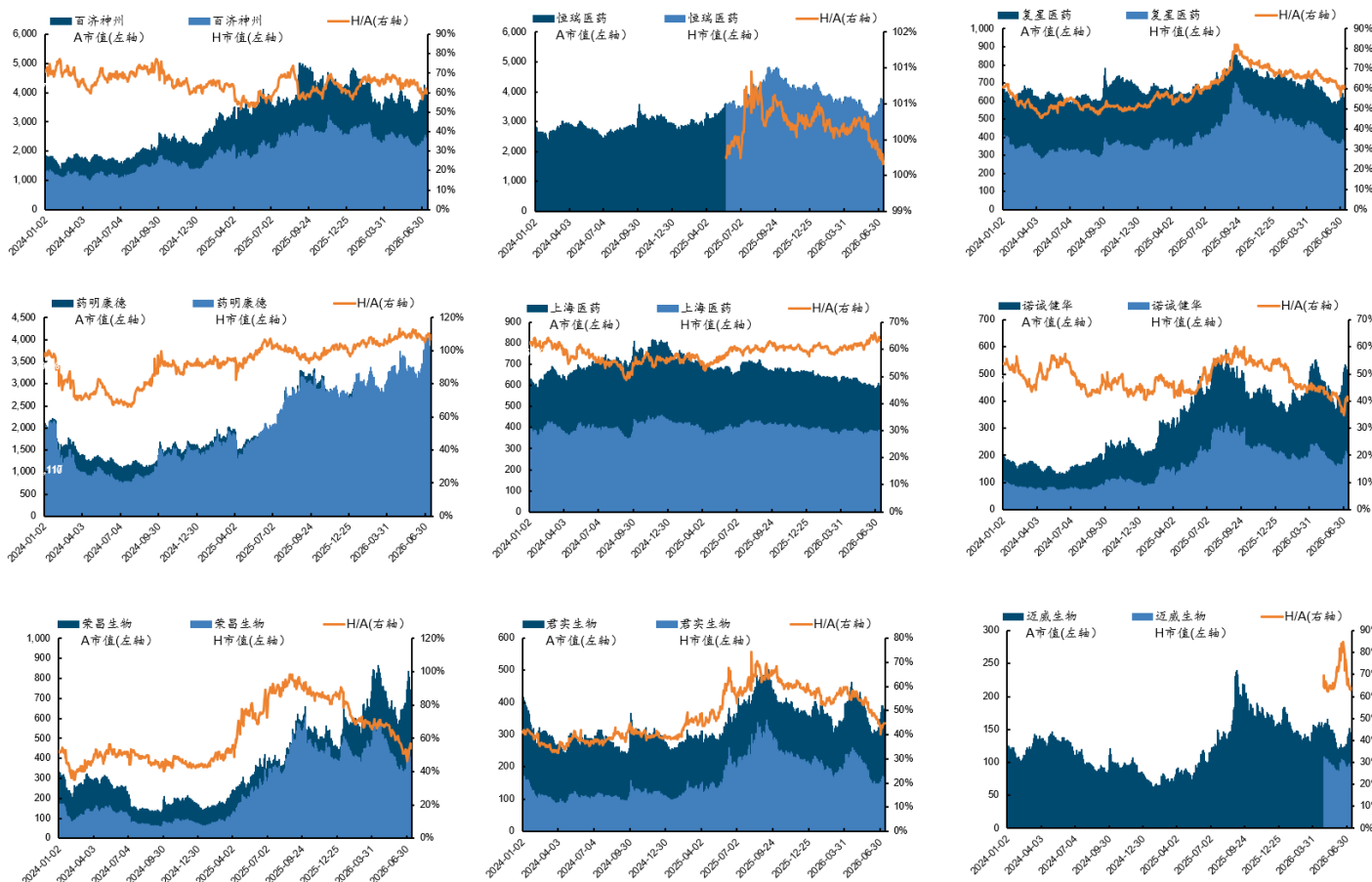
证券名称	2025/1/2	2025/5/20	2025/7/31	2025/12/31	2026/3/2	2026/5/20	2026/7/10	证券名称	2025/1/2	2025/5/20	2025/7/31	2025/12/31	2026/3/2	2026/5/20	2026/7/10
泰格医药	46.8%	62.4%	58.6%	46.5%	45.6%	44.0%	41.6%	先声药业	11.7%	11.3%	12.6%	15.2%	13.4%	13.4%	13.5%
君实生物	41.6%	42.9%	51.7%	55.1%	55.4%	57.6%	59.3%	远大医药	10.4%	15.0%	17.9%	17.8%	18.0%	19.1%	19.4%
云顶新耀	41.2%	50.4%	56.5%	55.0%	56.3%	57.2%	55.8%	再鼎医药	9.9%	19.8%	27.1%	36.6%	40.8%	40.8%	37.7%
亚盛医药	40.8%	44.1%	47.9%	46.9%	47.0%	48.9%	49.5%	药明合联	9.3%	13.6%	13.2%	13.0%	12.6%	12.1%	13.0%
康方生物	37.9%	41.5%	43.5%	46.2%	45.1%	46.0%	48.5%	康哲药业	9.2%	12.1%	18.4%	20.6%	20.5%	20.3%	19.1%
锦欣生殖	37.7%	48.9%	52.0%	54.0%	54.3%	52.7%	51.5%	乐普生物	8.1%	12.1%	21.3%	25.2%	27.0%	30.1%	31.0%
昭衍新药	37.6%	46.0%	43.2%	58.7%	62.6%	59.0%	60.3%	百济神州	5.6%	8.8%	9.4%	10.4%	10.0%	9.5%	8.3%
荣昌生物	36.5%	42.9%	55.1%	51.1%	51.4%	51.2%	56.2%	翰森制药	2.9%	2.9%	2.9%	4.5%	4.5%	5.0%	5.2%
绿叶制药	35.0%	35.6%	40.5%	34.6%	34.3%	34.0%	38.2%	博安生物	1.5%	7.3%	17.1%	20.8%	22.0%	22.8%	23.8%
康希诺生物	34.6%	37.7%	38.3%	35.7%	36.1%	39.0%	37.5%	同源康医药-B		1.9%	6.4%	25.6%	27.5%	29.7%	30.4%
复旦张江	31.4%	34.5%	37.7%	39.0%	42.0%	42.7%	42.0%	映恩生物-B				30.6%	32.0%	31.2%	29.8%
康诺亚-B	28.9%	33.3%	32.7%	34.0%	35.0%	37.7%	42.0%	百奥赛图-B				7.8%	26.5%	29.0%	34.2%
科济药业-B	28.5%	25.5%	21.2%	19.2%	18.0%	17.9%	33.6%	MIRXES-B				2.2%	7.3%	17.5%	17.5%
药明生物	28.0%	30.9%	29.6%	25.2%	25.6%	24.4%	23.2%	药捷安康-B				1.5%	3.6%	5.1%	16.0%
信达生物	26.6%	34.1%	39.1%	33.7%	30.8%	29.9%	28.2%	银诺医药-B				0.4%	0.6%	1.7%	2.5%
三生制药	25.9%	39.2%	43.8%	42.7%	39.7%	43.1%	41.6%	迈威生物-B						11.1%	19.3%
金斯瑞生物科技	25.5%	27.7%	31.1%	28.3%	26.7%	27.7%	24.4%	宝济药业-B						10.0%	11.1%
药明康德	19.7%	17.7%	16.6%	15.2%	14.1%	13.0%	12.2%	维立志博-B						9.6%	9.7%
石药集团	19.0%	22.6%	27.9%	27.8%	30.2%	27.3%	26.9%	劲方医药-B						4.6%	9.8%
诺诚健华	18.9%	26.2%	34.4%	32.0%	31.0%	30.8%	31.2%	英矽智能						3.4%	13.4%
科伦博泰生物	17.5%	19.1%	22.9%	25.6%	24.3%	23.0%	24.8%	派格生物医药-B						2.8%	6.7%
晶泰控股	14.2%	25.2%	34.5%	42.5%	41.8%	46.0%	47.3%	轩竹生物-B						1.2%	2.6%
中国生物制药	11.8%	13.5%	16.2%	15.0%	14.6%	15.8%	16.1%	中慧生物-B						0.5%	0.5%

来源：iFind，国金证券研究所

注：数据截至2026年7月10日

25年年中起外资持续流出导致H股估值大幅走弱，叠加A股流动性环境相对平稳，H/A股市值价差显著走阔；进入26年二季度后行情出现明显反转，一方面港股创新药板块估值回落至阶段低位，南下资金持续加仓布局，带动H股估值企稳修复，另一方面A股市场资金有所轮动，多数企业H/A比价同步回落，H/A估值价差迎来持续收窄窗口。其中荣昌生物、诺诚健华、君实生物等前期价差扩张大的标的，近期价差修复力度也更为突出；恒瑞、百济神州、药明康德等龙头标的价差走势整体保持一致，波动幅度相对温和。

图表50：2025年中至2026年6月H/A创新药标的市值价差持续走阔，但近期迎来修复收窄窗口





来源：iFinD，国金证券研究所 注：数据截至 2026 年 7 月 10 日；市值单位：亿元

投资建议

投资策略一，我们持续看好国内创新药出海 β 向上可持续性，提示投资者关注 2027 年起众多前期已达成 BD 的分子将在海外开启商业化新周期所带来的投资机会（详细参考图 38），相关标的包括科伦博泰、和黄医药、康方生物、百利天恒、映恩生物、信达生物、百济神州、复宏汉霖、艾力斯、康诺亚等。

投资策略二，我们持续看好国内创新药步入业绩兑现黄金窗口（详细参考图 41），相关标的包括恒瑞医药、复星医药、百济神州、中国生物制药、石药集团、翰森制药、信达生物、先声药业、康方生物等。

投资策略三，我们持续看好整体港股创新药板块因资金结构性切换带来的潜在估值修复机会，关注部分 A/H 标的价差修复机会（详细参考图 50），相关标的包括荣昌生物、诺诚健华、君实生物、复星医药等。

综述，我们看好国内创新药行业 26 年下半年至 27 年的投资机会，给予买入投资评级。

风险提示

BD 受海外地缘政策约束风险。当前中美生物 BD 交易面临地缘立法风险，包括已生效的《全面对外投资国家安全法案》（COINS 法案）及两党联合提案《生物技术投资国家安全法案》（BINSa 法案）。相关法案的推进会使得国内药企出海 BD 交易审批不确定性提升，进一步压制海外变现预期，冲击国内药企的现金流与估值。

创新药行业竞争加剧风险。国内药审提速带动创新药获批数量持续扩容，肿瘤、代谢等热门靶点迎来众多一类新药上市，若相关创新药适应症覆盖高度重叠，则先发企业市场独占周期大幅缩短，且后上市品种缺乏差异化临床优势，放量难度显著提升。

医保控费降价不及预期风险。医保谈判常态化推进，而国内创新药进入集中上市窗口期，医保议价力度逐年加大，存在单品降价幅度超出市场预期可能。大幅降价将直接压缩产品毛利率，削弱单品盈利贡献；若放量无法对冲价格下滑，企业营收、利润将承压。

海外流动性收紧风险。若美联储加息预期走强，美债收益率上行将抬升长久期创新药折现率，压制板块估值。此外，港股以外资定价为主，紧缩周期下跨境资金回流美国，板块流动性持续收缩，Biotech 再融资难度加大、估值中枢承压。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究