

2026 年 07 月 27 日

西达本胺黑色素瘤海外 III 期数据优异，建议关注微芯生物

——医药行业周报（26/7/20-26/7/24）

投资评级：看好（维持）

证券分析师

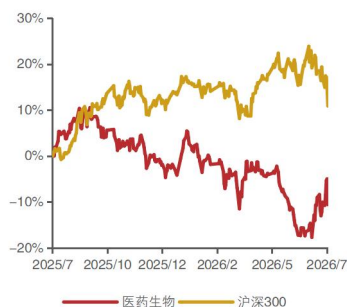
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- 投资要点：**
- 本周医药市场表现分析：**7月20日至7月24日，医药指数下跌2.03%，本周医药板块仍旧表现活跃，但整体跑输沪深300指数。上周市场波动较大，医药板块同步震荡调整。近期产业链持续披露半年报业绩，彰显产业链景气度持续，预计Q3将延续高景气度走势，看好CXO和科研上游。创新药基本面持续向好，建议适时布局。展望下半年，我们对医药板块信心较强，创新药有望呈现以个股带动板块的趋势，看好部分核心资产后续股价表现；产业链方面，行业景气度整体较高，CDMO和早研业绩确定性较高，建议关注或出现“戴维斯双击”的个股。建议关注：1）创新药建议首先关注前期有较大调整的核心资产如百利天恒、泽璟制药、科伦博泰、康方生物、三生制药、荣昌生物、石药集团、信达生物、恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、信立泰等，同时关注逻辑依旧明确的个股如热景生物、华纳药厂、海特生物、微芯生物、艾迪药业、康诺亚、君实生物、映恩生物等。重视创新药产业链的结构性景气度回升机会；2）业绩趋势回暖，外需CDMO建议关注如药明康德、康龙化成、凯莱英等，早研和上游关注药康生物、百奥赛图、奥浦迈、百普赛斯、泰格医药等；3）重视估值低位的资产，医疗器械如福瑞医科、佰仁医疗、鱼跃医疗等，中药如健民集团、马应龙、昆药集团等。
 - 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量70家，下跌个股436家，涨幅居前个股为五洲医疗(72.79%)、宝莱特(19.67%)、益诺思(17.58%)、华强科技(16.32%)、美迪西(13.43%)。跌幅居前的个股为C泰诺-U(-41.02%)、灵康药业(-24.35%)、美诺华(-24.19%)、ST海王(-21.54%)、常山药业(-20.50%)。
 - 西达本胺联合PD-1一线黑色素瘤全球III期达主要终点，表观免疫联合赛道有望迎来业绩催化。**西达本胺作为口服HDAC抑制剂，可通过表观遗传修饰增强抗肿瘤免疫反应，提升免疫检查点抑制剂疗效，已积累较为充分的临床安全数据，此前已在多地区获批多个适应症，商业化基础成熟；本次III期数据显示联合方案中位PFS较PD-1单药实现58%的显著提升，获益具备高度统计学显著性。黑色素瘤治疗市场稳步扩容，免疫检查点抑制剂占据市场主导地位，联合疗法为核心发展方向；西达本胺联合PD-1的PFS获益已肩已获批的PD-1+CTLA-4/PD-1+LAG-3双免方案，同时具备口服剂型差异化优势。微芯生物依托AI辅助设计+化学基因组学整合技术平台，已成功开发多款First-in-class原创新药，在多疾病领域布局具备全球竞争力的差异化管线，创新平台价值持续兑现。整体看，本次III期成功验证了表观免疫联合方案的临床价值，西达本胺海外商业化潜力有望逐步释放，后续重点关注海外申报进展及管线推进。
 - 投资观点及建议：**经过2015-2025年的十年创新转型，中国医药产业完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1）中国创新药产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统Pharma已完成创新的华丽转身，康方生物、科伦博泰、百利天恒等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2）中国创新药强势崛起背景下，创新药产业链如早研和科研上游景气度回升，药康生物、百奥赛图、昭衍新药、美迪西等有望持续受益。3）中国制造能力持续提升，迎来更多出海机遇，如微创医疗、联影医疗、华大智造、微电生理等。另外，国内需求端和支付端也在持续推动新增量；4）需求端，老龄化持续加速，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，银发经济长坡厚雪；5）支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。同时，新技术也在加速行业变革；6）AI大科技浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI医疗等快速发展。展望2026年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI医疗、手术机器人等，同时建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注估值较低的麻药、血制品、中药等。
 - 本周建议关注组合：**热景生物、海特生物、微芯生物、康龙化成、奥浦迈。
 - 7月建议关注组合：**百利天恒、科伦博泰、科伦药业、信达生物、石药集团、药明康德、泰格

医药、药康生物、健民集团、福瑞医科。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

内容目录

1. 西达本胺黑色素瘤海外 III 期数据优异，表观免疫联合赛道有望迎来业绩催化	5
1.1. 西达本胺联合 PD-1 一线黑色素瘤全球 III 期达主要终点，PFS 获益显著	5
1.2. 黑色素瘤治疗市场稳步扩容，免疫检查点抑制剂占据主导	5
1.3. 西达本胺联合方案疗效比肩双免，口服剂型凸显差异化优势	6
1.4. 微芯生物创新平台赋能，全球管线布局持续推进	7
2. 行业观点：短期波动不影响产业趋势，持续看好创新药及产业链行情	8
3. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 皮肤恶性黑色素瘤关键疗法主要市场的估算销售额（按药物类别）	5
图表 2： 部分皮肤恶性黑色素瘤在研疗法	6
图表 3： 西达本胺的 mPFS 与 PD1+CTLA4/PD1+LAG3 在黑色素瘤患者中相当	7
图表 4： 微芯生物管线布局	8
图表 5： 本周申万医药行业涨幅 Top10	9
图表 6： 本周申万医药行业跌幅 Top10	9
图表 7： 2024 年初至今医药指数表现	10
图表 8： 申万各板块年初至今涨跌幅情况	11
图表 9： 年初至今医药子板块涨跌幅情况	11
图表 10： 本周医药子板块表现情况	11
图表 11： 申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）	12
图表 12： 申万医药及沪深 300PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）	12
图表 13： 申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）	13
图表 14： 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）	13

1. 西达本胺黑色素瘤海外 III 期数据优异，表观免疫联合赛道有望迎来业绩催化

1.1. 西达本胺联合 PD-1 一线黑色素瘤全球 III 期达主要终点，PFS 获益显著

7 月 14 日沪亚生物(HUYABIO)宣布，其口服 HDAC 抑制剂 HBI-8000 (微芯生物西达本胺)联合纳武利尤单抗一线治疗晚期黑色素瘤的全球 III 期研究 (HBI-8000-303) 达到主要终点。这项全球、随机的 III 期临床试验共在 15 个国家入组了 404 例黑色素瘤患者。结果显示接受 HBI-8000 (西达本胺)联合纳武利尤单抗治疗的患者**中位 PFS 达到了 11.7 个月**，而接受纳武利尤单抗联合安慰剂的**对照组患者中位 PFS 为 7.4 个月**。该联合方案使 **PFS 实现了 58% 的改善**，具有高度的统计学显著性。

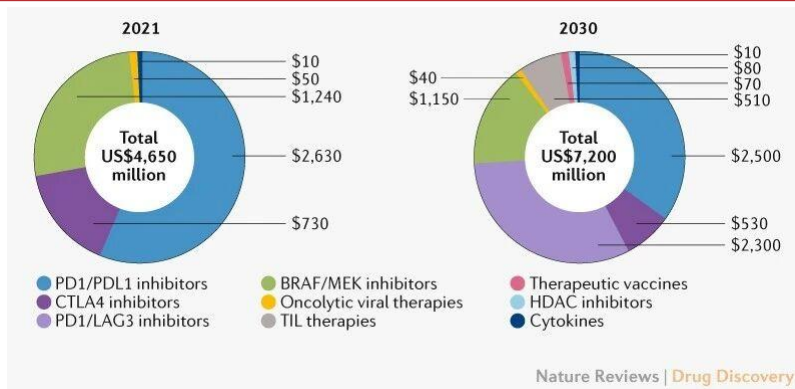
西达本胺是一款**口服**组蛋白去乙酰化酶 (HDAC) 抑制剂，能够通过表观遗传修饰增强针对癌细胞的免疫反应。其作用机制在于重新激活肿瘤抑制基因，阻止细胞生长，并使肿瘤更容易被免疫系统识别，从而有效提高 Opdivo 等免疫检查点抑制剂的效率。该药物已经在临床上开出了超过 9 万份处方，具有较为充分确立的安全记录。此前，西达本胺已于 2014 年和 2021 年分别在中国和日本获批作为单药治疗 T 细胞淋巴瘤，并于 2019 年和 2023 年分别在中国内地和中国台湾地区获批联合芳香化酶抑制剂治疗乳腺癌。

1.2. 黑色素瘤治疗市场稳步扩容，免疫检查点抑制剂占据主导

恶性黑色素瘤是一种起源于皮肤黑色素细胞的肿瘤，其恶性程度高，是第三大常见的皮肤癌，并被认为是皮肤癌相关死亡的主要原因。局部和远端转移性黑色素瘤 (分别为 III 期和 IV 期) 的预后各不相同，但通常很差，III 期的 5 年生存率为 13%~69%，IV 期低至 6%。

根据《The malignant melanoma market》(Liseth M. Parra 等)，2021 年恶性黑色素瘤疗法在主要市场的销售额为 47 亿美元，其中大部分 (72%) 由免疫检查点抑制剂持有：纳武利尤单抗 (14 亿美元)、帕博利珠单抗 (13 亿美元) 和伊匹木单抗 (7.3 亿美元)。鉴于获批疗法的使用增加 (包括标签扩展) 以及新药的批准，恶性黑色素瘤市场预计将以每年 5% 的速度增长，到 2030 年将达到 72 亿美元。

图表 1：皮肤恶性黑色素瘤关键疗法主要市场的估算销售额 (按药物类别)



资料来源：医药魔方 Pro 公众号，华源证券研究所

预计在 2021 至 2030 年，检查点抑制剂将继续占据主导地位，到 2030 年将占据 74% 的市场份额。最近批准的抗 LAG-3/PD-1 联合疗法 Opdualag 预计将成为最畅销的疗法（23 亿美元），其次是帕博利珠单抗（13 亿美元）和纳武利尤单抗（12 亿美元）。尽管 Opdualag 无长期 OS 数据，但其与纳武利尤单抗+伊匹木单抗相比可观的疗效（就 PFS 而言）以及更小的副作用预计将促进该疗法的使用，从而推动销售。

图表 2：部分皮肤恶性黑色素瘤在研疗法

Drug	Company	Characteristics	Highest phase
Lenvatinib (Lenvima)	Eisai	Multikinase inhibitor	Phase III
HBI-8000	HUYABIO International	HDAC inhibitor	Phase III
Vidutolimod	Checkmate Pharmaceuticals	TLR9 agonist	Phase III
Daromun (Nidlegly)	Philogen	Dual immunocytokine	Phase III
IO102-IO103	IO Biotech	IDO- and PDL1-derived peptide vaccine	Phase III
Lifileucel	Iovance Biotherapeutics	TIL cell therapy	Phase II
ITIL-168	Instil Bio	TIL cell therapy	Phase II
Spartalizumab plus LAG525	Novartis	PD1 inhibitor plus LAG3 inhibitor	Phase II
BNT111	BioNTech	Tetavalent mRNA vaccine	Phase II
BNT122 (autogene cevumeran)	BioNTech/Genentech	Individualized neoantigen-specific mRNA vaccine	Phase II
mRNA-4157	Moderna/Merck & Co.	Individualized neoantigen-specific mRNA vaccine	Phase II
Tebentafusp (Kimmtrak)	Immunocore	Bispecific T cell receptor	Phase Ib/II

资料来源：医药魔方 Pro 公众号，华源证券研究所

1.3. 西达本胺联合方案疗效比肩双免，口服剂型凸显差异化优势

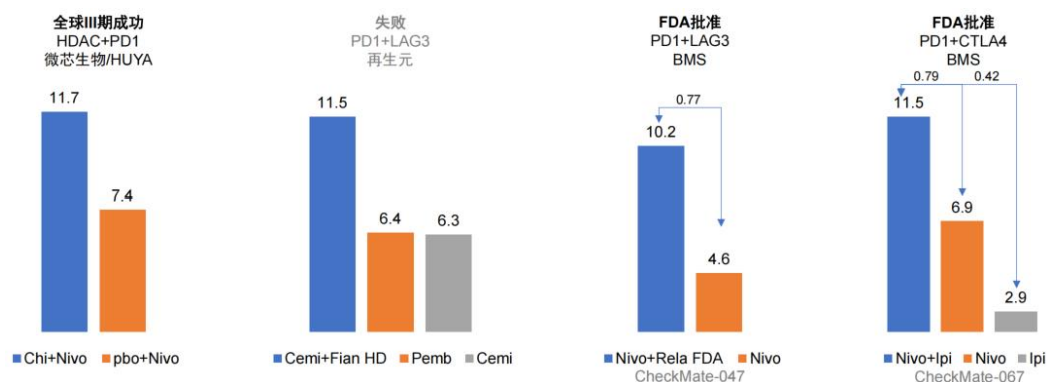
免疫检查点抑制剂(ICI)阻断 T 细胞上称为免疫检查点的表面分子与肿瘤细胞上的配体之间的相互作用。程序性死亡受体 1(PD-1)、淋巴细胞激活基因-3(LAG-3)和细胞毒性 T 淋巴细胞抗原 4(CTLA4)是控制免疫反应的免疫检查点。Nivolumab 和 Pembrolizumab 是 PD-1 抑制剂，Ipilimumab 是 CTLA-4 抑制剂。ICI 可改善黑色素瘤患者的总生存期(OS)和无进展生存期(PFS)。

ICI 联合疗法比单一疗法更有效，但联合疗法发生严重不良反应的风险也更大。在这项 2-3 期试验 RELATIVITY-047 中，与 Nivolumab 单药治疗相比，Relatlimab 和 Nivolumab 联合治疗显著改善了无进展生存期。接受 Relatlimab 和 Nivolumab 联合治疗的患者的中位无进展生存期为 10.1 个月，而接受 Nivolumab 治疗的患者的中位无进展生存期为 4.6 个月。

目前横向对比 ICI 联合治疗试验和西达本胺联合治疗试验的数据可以发现，西达本胺联合 PD1 的疗效数据（mPFS）与 PD1+CTLA4/PD1+LAG3 的数据相当。微芯生物/HUYA 的 HDAC+PD-1 联合方案全球 III 期研究取得成功。Chi+Nivo 联合治疗组 mPFS 达 11.7 个月，相比 Pbo+Nivo 对照组的 7.4 个月展现出明确的联合获益。再生元的 PD-1+LAG3 联合方案研究失败，Cemi+FianHD 高剂量联合组 mPFS 为 11.5 个月，Pemb 单药组与 Cemi 单药组的 mPFS 分别为 6.4 个月和 6.3 个月。

BMS 旗下两款免疫联合方案均已获得 FDA 批准：支撑 PD-1+LAG3 方案的 CheckMate-047 研究中，Nivo+Rela 联合组 mPFS 为 10.2 个月，显著优于 Nivo 单药的 4.6 个月；支撑 PD-1+CTLA4 方案的 CheckMate-067 研究中，Nivo+Ipi 联合组 mPFS 达到 11.5 个月，Nivo 单药与 Ipi 单药的 mPFS 则分别为 6.9 个月、2.9 个月。

图表 3：西达本胺的 mPFS 与 PD1+CTLA4/PD1+LAG3 在黑色素瘤患者中相当



资料来源：医药魔方 Med 公众号，药番茄公众号，中美康士免疫细胞公众号等，华源证券研究所

ICI 联合疗法副作用明显。当 ICI 激活 T 细胞时，会在肝脏和结肠等多个器官中引起免疫相关不良事件(immune-related adverse event, irAE)。在澳大利亚和美国接受治疗的 318 名患者中，63.7%和 46.2%的患者出现急性和慢性 irAE。不良反应在治疗首周内出现，毒性高峰出现在 6 至 12 周之间。irAE 可以影响任何器官系统，并且其影响可能是长期的。存在长期或永久性毒性的风险，需要长期使用皮质类固醇或其他药物治疗。

在对 161 名接受 ICI 的黑色素瘤患者进行的回顾性审查中，41.0%的患者观察到永久性 irAE，9.3%的患者出现长期 irAE。ICI 引起垂体炎、结肠炎、糖尿病、关节炎、肺炎、肝炎等不良反应。接受 ICI 的黑色素瘤患者常见皮肤病毒性，如扁平苔藓样皮肤反应、白癜风、大疱性类天疱疮和斑丘疹。接受 Nivolumab 和 Ipilimumab 联合治疗的患者的严重不良反应是谷丙转氨酶升高和结肠炎。ICI 引起的 3-4 级 irAE 包括脊髓炎、肾上腺皮质功能不全和心肌炎。Atezolizumab 和 Cobimetinib 联合治疗引起的不良反应有腹泻、高血压和肌酸磷酸激酶升高。

1.4. 微芯生物创新平台赋能，全球管线布局持续推进

基于中国早期研究的全球开发策略，微芯生物汇聚相关领域具有资深经验的顶尖科学家团队，应用基于 AI 辅助设计+化学基因组学的整合式技术平台，打通了从基础研究到临床转化的全过程，已成功开发出西达本胺（肿瘤）及西格列他钠（2 型糖尿病）两款全球首创（First-in-class）且同类最优（Best-in-class）的原创新药，实现多个适应症在全球上市销售，且在恶性肿瘤、代谢性疾病、自身免疫性疾病、神经退行性疾病等领域布局了多个具有差异化优势和全球竞争力的研发项目。

整体看，本次 III 期成功验证了表观免疫联合方案的临床价值，西达本胺海外商业化潜力有望逐步释放，后续重点关注海外申报进展及管线推进。

图表 4：微芯生物管线布局

药物名称	作用机制	适应症	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市申请	来源权利	商业化
西达本胺 (爱谱沙®) Chidamide (Tucidinostat Epidaza®)	表观遗传调控剂 免疫调控剂 亚型选择性 HDACi (HDAC 1,2,3,10)	结直肠癌 (联合信迪利单抗和贝伐珠单抗) 滤泡辅助 T 细胞表型外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL-TFH)							中国大陆 及港澳 (其他地区 域: 授权 合作方)
西奥罗尼 (奥尼沙®) Chiauranib (Ibicasertib Auraza®)	多通路靶向激酶抑制剂 (Aurora B、CSF1R 和 VEGFR/PDGFR/c-Kit)	卵巢癌 (铂耐药 / 联合化疗) 胰腺癌 (联合白蛋白紫杉醇和吉西他滨 及特瑞普利单抗) 晚期实体瘤						自主研发 独家发现	全球
CS231295	透脑 Aurora B 选择性抑制剂	晚期实体瘤 晚期实体瘤							
CS23546	PD-L1 小分子抑制剂	肿瘤							
CS32582	酪氨酸激酶 2 (TYK2) 高选择性小分子 变构抑制剂	银屑病							
CS12192	JAK3/JAK1/TBK1 选择性激酶抑制剂	类风湿关节炎 (RA)							
CS12088	HBV 核衣壳组装调节剂	乙肝							
CS08399	透脑 PRMT5-MTA 抑制剂	肿瘤							
西格列他钠 二甲双胍复方	复方制剂	2 型糖尿病							
候选分子 / 项目	靶点 / 机制	治疗领域	早期发现		临床前			来源	商业化 权利
NW001	免疫调节抗体偶联药物	肿瘤						微芯新域 合作研发	
CS1008	双靶向合成致死	肿瘤							
CDCS09	表观遗传调控	肿瘤							
CS1011	旁分泌信号通路	纤维化疾病						自主研发 独家发现	全球
CDCS28	代谢调控	肥胖等代谢性疾病							
CDCS29	GPCR 激动剂	肥胖等代谢性疾病							
CDCS04	ApoE4	阿尔兹海默病							

资料来源：微芯生物官网，华源证券研究所

2. 行业观点：短期波动不影响产业趋势，持续看好创新药及产业链行情

本周 (07/20-07/24) 、年初至今医药指数涨跌幅分别为-2.03%和-8.58%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-4.69pct 和-9.00pct。

个股情况: 本周上涨个股数量 70 家, 下跌个股 436 家, 涨幅居前个股为五洲医疗(72.79%)、宝莱特(19.67%)、益诺思(17.58%)、华强科技(16.32%)、美迪西(13.43%)。跌幅居前的个股为 C 泰诺-U(-41.02%)、灵康药业(-24.35%)、美诺华(-24.19%)、ST 海王(-21.54%)、常山药业(-20.50%)。

图表 5：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	301234.SZ	五洲医疗	40.0	72.79%	78.63%	39.02%
2	300246.SZ	宝莱特	46.2	19.67%	24.09%	115.56%
3	688710.SH	益诺思	108.4	17.58%	14.43%	74.18%
4	688151.SH	华强科技	57.9	16.32%	13.11%	-18.12%
5	688202.SH	美迪西	110.8	13.43%	2.16%	46.19%
6	688046.SH	药康生物	107.4	12.93%	8.26%	72.45%
7	301087.SZ	可孚医疗	121.4	11.57%	12.76%	22.79%
8	300534.SZ	陇神戎发	33.9	11.47%	57.91%	18.21%
9	300677.SZ	英科医疗	311.8	11.16%	21.57%	22.68%
10	002412.SZ	汉森制药	35.7	10.26%	28.91%	15.88%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.03%	1.87%	-8.58%
12	000300.SH	沪深 300		2.65%	-6.63%	0.42%

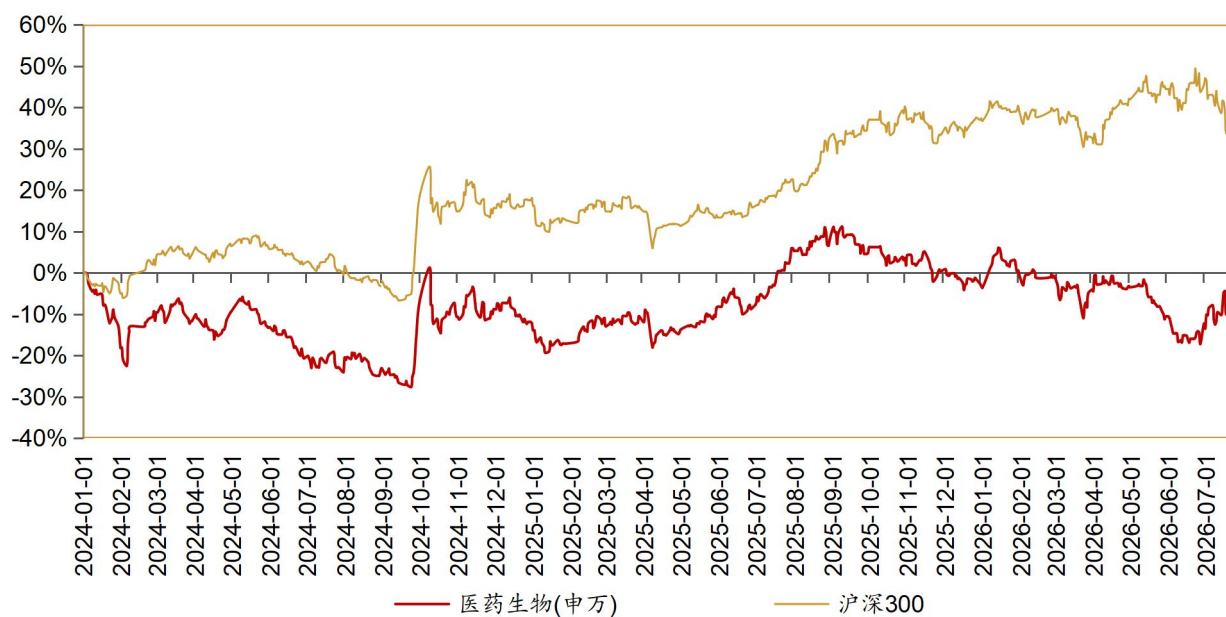
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	688806.SH	C 泰诺-U	122.5	-41.02%	-41.02%	-41.02%
2	603669.SH	灵康药业	35.4	-24.35%	-12.35%	8.99%
3	603538.SH	美诺华	89.0	-24.19%	13.01%	91.19%
4	000078.SZ	ST 海王	40.3	-21.54%	18.60%	-55.78%
5	300255.SZ	常山药业	232.1	-20.50%	7.81%	-59.34%
6	301520.SZ	万邦医药	49.9	-19.56%	64.89%	90.14%
7	301257.SZ	普蕊斯	34.7	-19.27%	-2.96%	-15.38%
8	920367.BJ	新赣江	18.0	-17.90%	13.51%	26.41%
9	688314.SH	康拓医疗	24.1	-17.88%	-12.72%	-9.92%
10	600488.SH	津药药业	52.8	-16.70%	1.04%	19.32%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.03%	1.87%	-8.58%
12	000300.SH	沪深 300		2.65%	-6.63%	0.42%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2024 年初至今医药指数表现



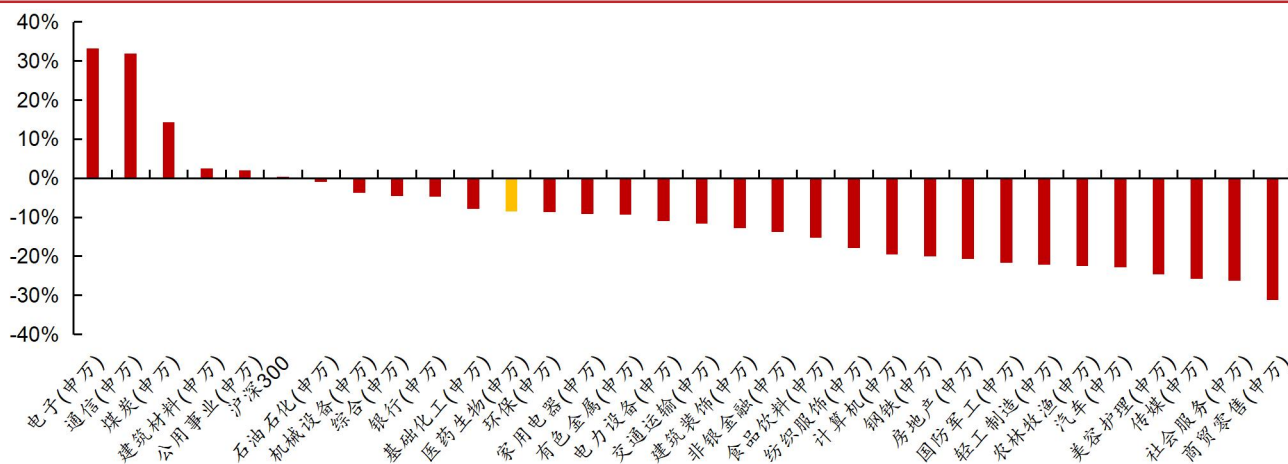
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务Ⅱ（1.3%）、医药生物（-2.0%）、化学制剂（-2.3%）、生物制品Ⅱ（-2.4%）、医疗器械Ⅱ（-2.6%）、中药Ⅱ（-3.3%）、医药商业Ⅱ（-3.3%）、化学原料药（-5.5%）。

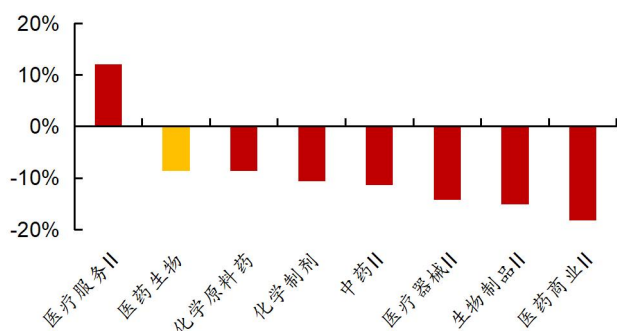
年初以来，医疗服务Ⅱ（12.0%）、医药生物（-8.6%）、化学原料药（-8.6%）、化学制剂（-10.6%）、中药Ⅱ（-11.4%）、医疗器械Ⅱ（-14.2%）、生物制品Ⅱ（-15.0%）、医药商业Ⅱ（-18.2%）。

图表 8：申万各板块年初至今涨跌幅情况



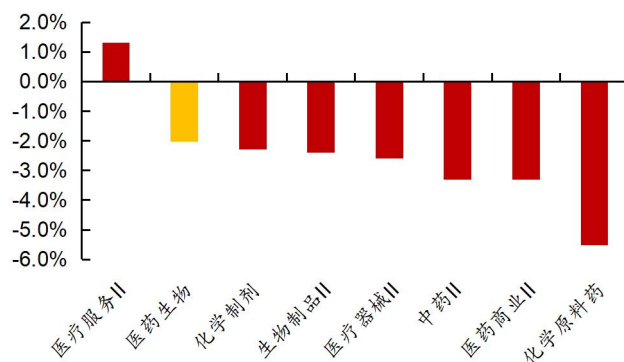
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

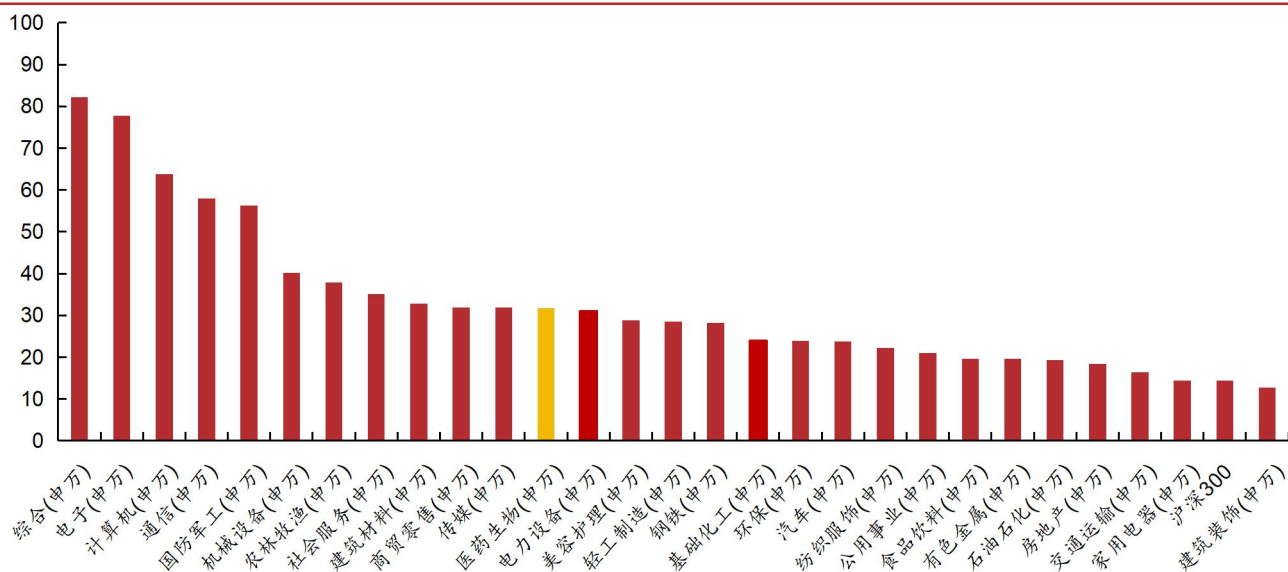
图表 10：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

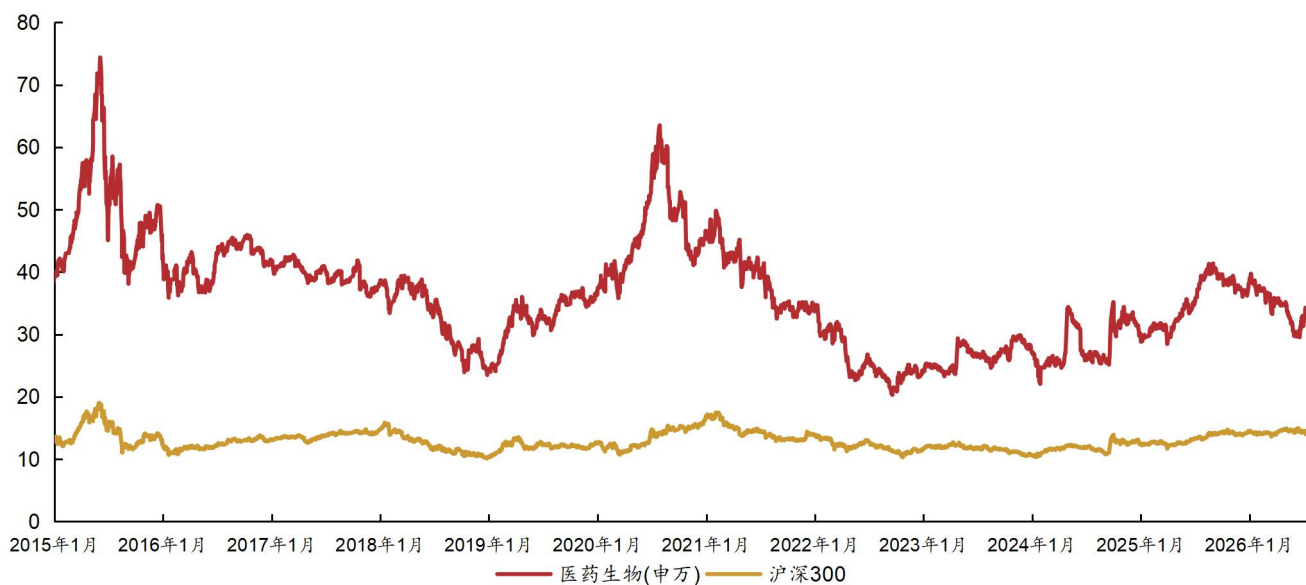
板块估值：截至 2026 年 7 月 24 日，申万医药板块整体 PE 估值为 31.65X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、生物制品 II、化学制剂、医疗器械 II 板块估值相对较高，医疗服务 II、中药 II、医药商业 II 估值相对较低。

图表 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）



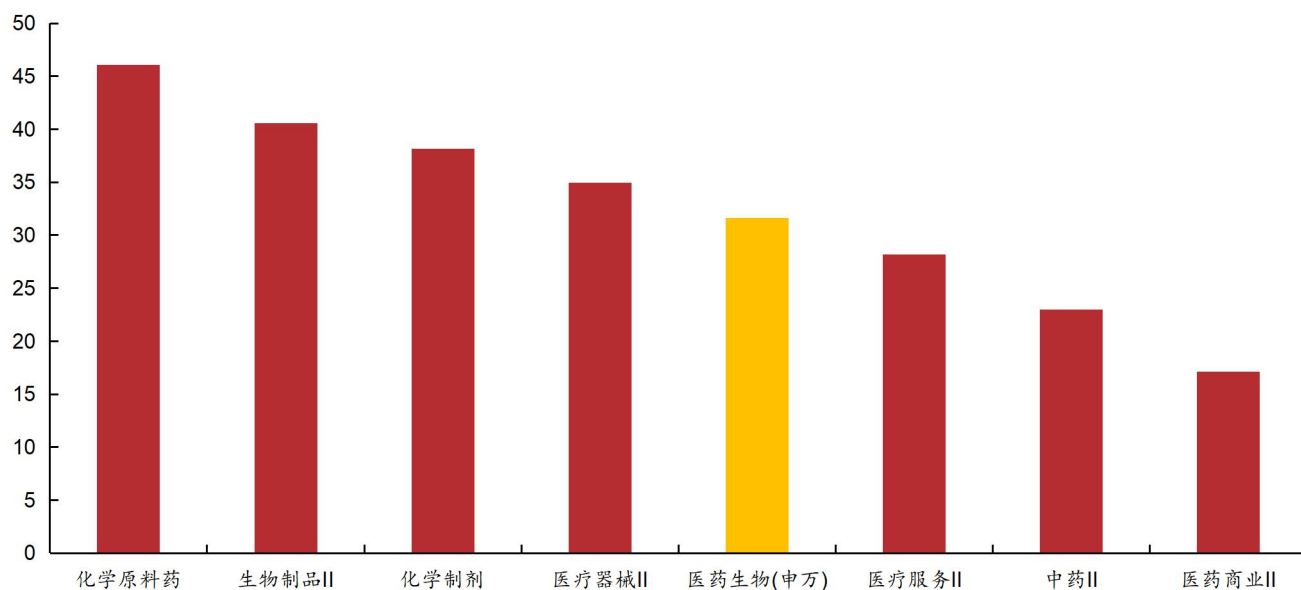
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：申万医药及沪深 300PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）



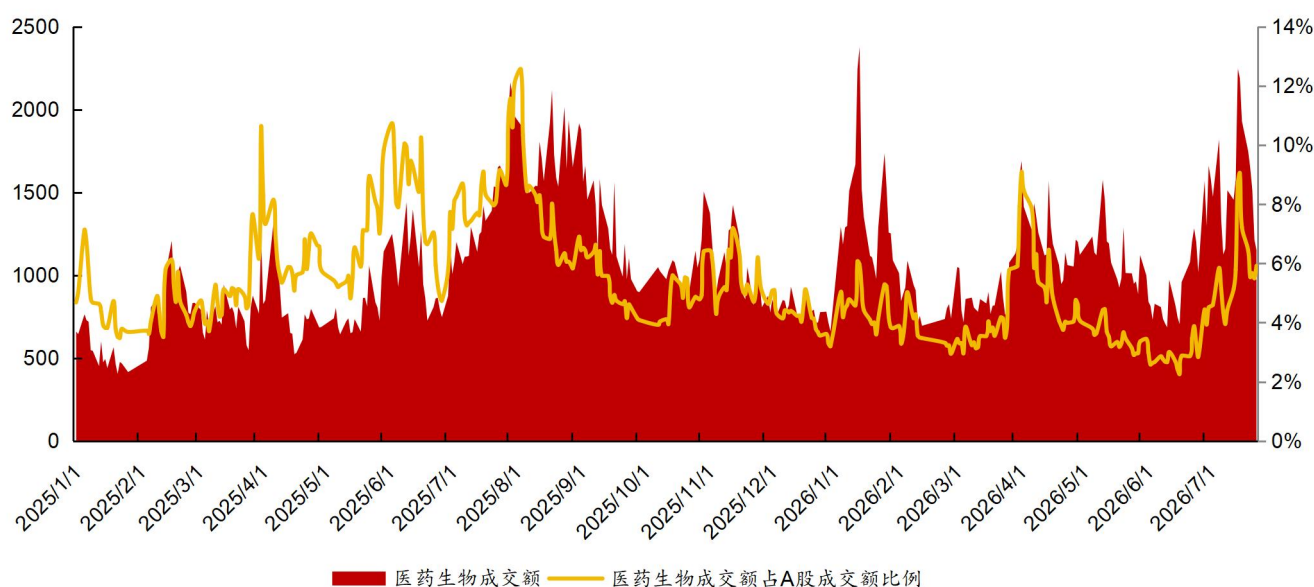
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 24 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2025 年中国创新药迎来 BD 出海创纪录，板块行情表现十分亮眼，作为未来 10 年的产业趋势，2026 年创新药有望延续亮眼表现，2026 年前三个月 BD 金额超 600 亿美元，产业基本面持续加强。同时，随着 AI 医疗、脑机接口、创新器械等领域快速发展，相关机会或将贯穿全年。另外，医疗消费和医药制造业绩有望在 2026 年触底反弹，估值迎来修复，结构性行情或将演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新药产业已具备一定规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 Pharma 也已经完成创新的华丽转身，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界

级的竞争力快速提升；2）中国创新药 BD 崛起的背景下，带动创新药产业链尤其是早研和上游景气度持续回升；3）出海能力持续提升，创新药械的 licenseout 频现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也在显著加强；4）老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；5）支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；6）全球大科技浪潮下，AI 医疗、脑机接口等板块有望迎来发展机遇，释放新的增长动力。

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

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

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

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

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

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

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

本周建议关注组合：热景生物、海特生物、微芯生物、康龙化成、奥浦迈。

7 月建议关注组合：百利天恒、科伦博泰、科伦药业、信达生物、石药集团、药明康德、泰格医药、药康生物、健民集团、福瑞医科。

3. 风险提示

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

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

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

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

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

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