

证券研究报告/行业研究/行业深度

2026 年 10 月 26 日

强于大市 (维持)

医药生物行业：业绩加速兑现，多维压制并存，待催化破局

基于买方视角的创新药行业投资价值分析

研报摘要

1、财务分析：收入利润双升，现金流稳健，资产周转趋稳。2026H1 SHS 创新药指数业绩亮眼，实现营收 3384.33 亿元（同比+13.62%），归母净利润 724.39 亿元（同比+47.38%），利润弹性显著。主要受商业化放量、BD 集中确认及 2025 年低基数驱动。毛利率与净利率双升，费用率回落但研发刚性。经营现金流净额 785.85 亿元，整体稳健；资产周转率呈企稳迹象；员工收缩（-3.71%）带来增效，人均创利显著修复。

2、行业分析：业绩加速兑现，BD 出海提速，支付与产业链重塑。重点公司呈现分化：出海龙头利润兑现，Biotech 扣非普遍改善，CXO 内部分化（药明系稳健，金斯瑞承压）。BD 出海维持高位，2026H1 交易总额约 1,100 亿美元，中国资产主导全球 Top10（占 8 席）。支付端医保谈判收官、商保目录开辟增量。产业层面，凭借研发效率与成本、管线竞争力、工程师红利、供应链交付确定性及临床资源五大来源，构筑坚实全球竞争力。

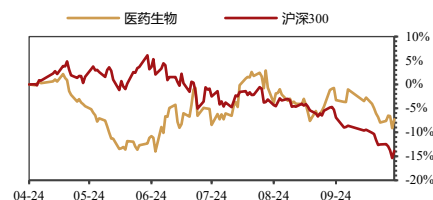
3、估值与交易：超跌反弹待验证，盈利待兑现，多因素压制并存。行情呈现超跌后独立反弹，但中期超额待确认。当前 PE-TTM 处近 5 年 79.54% 高分位，静态估值不低。板块受估值、资金与政策三维压制（海外高利率、硬科技虹吸资金、医保目录落地前观望）。后续上行核心在于盈利兑现以消化估值。

4、配置框架：跨行业景气定位与催化兑现节奏。在申万 31 行业对比中，创新药景气综合排第 12（中游偏上），景气边际受低基数影响得分较高，产业周期受轻资产属性拖累。配置逻辑为“赚兑现的钱”，安全边际依赖业绩消化。后续需关注三季报扣 BD 后的内生增速、11 月双目录公布及商保增量兑现。

5、跟踪 SHS 创新药指数的 ETF 梳理：当前跟踪该指数 ETF 共 4 只，合计规模约 30.44 亿元。其中东财（159622）规模最大且流动性最佳，适合大资金；4 只产品费率一致，可按流动性择优配置。

6、风险提示：新药研发失败风险，医保谈判与商保目录降价超预期风险，海外利率维持高位风险，地缘政治与海外立法风险，BD 交易不及预期风险，ETF 基金产品跟踪误差风险等。

行业指数与大盘走势对比



证券分析师

陈阳

S0670525120001

chenyang@jrjzq.com.cn

相关研究：

20250613-恒泰证券-医药生物行业 ETF 策略手册：港股创新药 ETF，中国创新药崛起的核心载体

20260917-金融街证券-基于价值投资方法的主题 ETF 全流程配置体系：融合择时与选赛道工具的主题 ETF 组合配置研究

目录

一、财务分析：收入利润双升，现金流稳健，资产周转趋稳.....	4
二、行业分析：业绩加速兑现，BD 出海提速，支付与产业链重塑	8
（一）重点公司：龙头利润兑现，Biotech 扣非改善，CXO 分化.....	8
（二）BD 出海：BD 交易高位提速，中国资产主导前十	9
（三）CXO：权重集中，龙头复苏与内部分化并存	10
（四）支付端：医保谈判收官，商保创新药目录开辟新增量	11
（五）产业视角：中国创新药全球竞争力的五大来源	11
（六）中报全景：指数收入重新加速，利润弹性兑现	14
三、估值与交易：超跌反弹待验证，盈利待兑现，多因素压制并存	15
（一）行情复盘：上半年深度超跌，6 月独立反弹，中期超额待确认	15
（二）估值水平：估值处 5 年高位分位，盈利兑现是后续核心变量	16
（三）压制因素：估值、资金与政策三维压制并存，靴子落地前观望情绪浓.....	16
四、配置框架：跨行业景气定位与催化兑现节奏	17
（一）跨行业景气打分：中游定位，赚兑现的钱	17
（二）催化日历：买方关注"预期差"而非事件本身	20
五、跟踪 SHS 创新药指数的 ETF 梳理	21
六、风险提示	21

图表目录

图 1: 2021-2026H1 SHS 创新药指数营业收入（合计）（亿元）	4
图 2: 2021-2026H1 SHS 创新药指数归母净利润（合计）（亿元）	4
图 3: 2021-2026H1 SHS 创新药指数毛利率与毛利合计同比（%）	5
图 4: 2021-2026H1 SHS 创新药指数净利率与净利润合计同比（%）	5
图 5: 2021-2026H1 SHS 创新药指数 ROE（摊薄）与 ROA（平均）（%）	6
图 6: 2021-2026H1 SHS 创新药指数销售期间费用率与研发费用率（%）	6
图 7: 2021-2026H1 SHS 创新药指数三大现金流量净额（亿元）	6
图 8: 2021-2026H1 SHS 创新药指数经营现金流净额、净利润现金含量、销售收现合计同 比（%）	6
图 9: 2021-2026H1 SHS 创新药指数营业收入、总资产合计同比，与资产周转率（%） ..	7
图 10: 2021-2026H1 SHS 创新药指数员工人数与人均创收、人均创利（万人、万元/人）	7
图 11: 2021-2026H1 SHS 创新药指数资产负债率（%）	8
图 12: 2021-2026H1 SHS 创新药指数总资产合计、总负债合计及同比增速（亿元、%） 8	
图 13: 重点创新药上市公司 2026H1 营业收入与扣非归母净利润同比（%）	9
图 14: 2024-2026H1 中国创新药对外授权（BD）交易情况	10
图 15: 2026 年国家医保药品目录及商保创新药目录调整时间轴	11
图 16: 中外创新药研发成本与周期关键指标对比	12
图 17: 中国创新药管线竞争力跃迁路径	12
图 18: 中国创新药工程师红利与人才底座	13
图 19: 中国创新药供应链集成与交付确定性	13
图 20: 中国创新药临床资源与速度优势	14
图 21: 2026H1 SHS 创新药指数收入加速与利润弹性兑现驱动分解	14
图 22: 2025 年初至今（截至 20261021）SHS 创新药指数行情走势	15
图 23: SHS 创新药指数 PE-TTM（剔除负值）近 5 年走势与估值分位（倍）	16
图 24: “选时点+选赛道+选 ETF”三大维度递进式研究框架	18
图 25: 行业景气排序三维因子观测体系框架	18
图 26: 景气边际变化维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）	19
图 27: 产业周期阶段维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）	19
图 28: 估值景气匹配维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）	20
图 29: 行业景气三维综合得分与维度排名：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）	20
表 1: 重点创新药上市公司 2026H1 业绩一览	8
表 2: 2026 上半年全球 Top10 BD 交易总金额	10
表 3: SHS 创新药指数（931409）中 CXO 公司权重情况（截至 20261021）	11
表 4: 2025 年 7 月 A 股科技行情启动以来 SHS 创新药指数与各主要指数各区间涨跌幅 （%）	16
表 5: 当前压制创新药行情的主要因素	17
表 6: 创新药板块催化日历与预期差关注点	21
表 7: 跟踪 SHS 创新药指数（931409）的 ETF 一览（截至 20261021）	21

研究样本：中证沪港深创新药产业指数（931409，SHS 创新药），由中证指数有限公司编制。从内地市场以及符合港股通条件的香港上市的证券中，剔除流动性较差的证券后，选取主营业务涉及创新药研发、生产及产业链等环节的上市公司证券作为待选样本，按照过去一年日均总市值由高到低排名，选取不超过 50 只最具代表性证券作为指数样本，以反映内地与香港市场创新药产业上市公司证券的整体表现。

分析口径：SHS 创新药指数（931409）成分在不同报告期会有变动，因此同比计算采用的是固定当期成分股的方式，跨期合计不可直接比较。

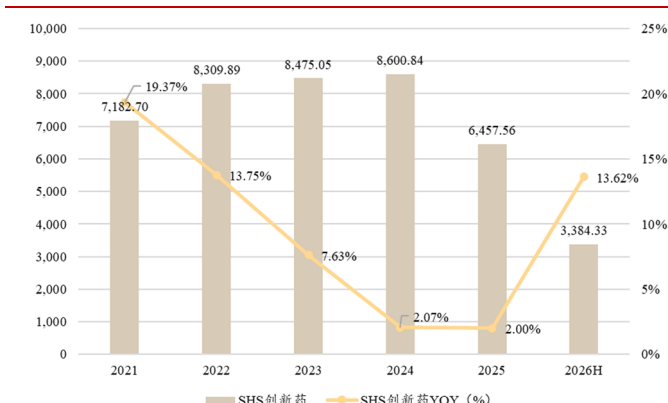
一、财务分析：收入利润双升，现金流稳健，资产周转趋稳

会计准则影响：2023—2025 年财政部等四部委连续三年发布年报通知，准则执行持续趋严，2025 年（财会〔2025〕33 号）约束最为集中。营收端，BD 首付款与里程碑按收入准则跨期确认挂合同负债，不直接计入当期营收；利润端，研发资本化时点、会计估计变更与资产减值计提更审慎，费用化压力前移。2026H1 高增含低基数成分，后续需关注确认节奏与基数变化。

营收增速回升，低基数与 BD 确认助力。2026H1 样本营收 3,384.33 亿元，同比+13.62%，较 2025 年全年 2.00%提升 11.62 个百分点，连续两年约 2%低速后重新加速。收入加速或来自创新药商业化放量、BD（商务拓展-主要指出海授权）首付款与里程碑集中确认；2025 年准则从严执行压低营收基数，高增部分源于低基数。后续关注全年确认节奏与基数变化。

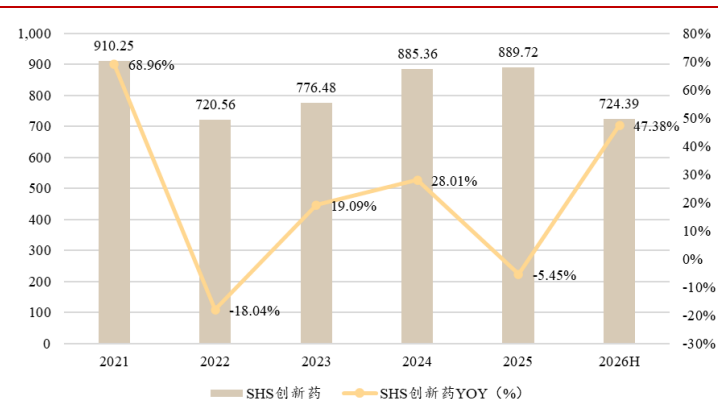
利润同比高增，低基数与费用摊薄共推。2026H1 归母净利润 724.39 亿元，同比+47.38%，较收入 13.62%快 33.76 个百分点。2025 年全年归母净利润同比-5.45%，形成低基数；因指数成分变动，2024 年 885.36 亿元与 2025 年 889.72 亿元不可直接比较。2025 年准则从严执行亦压低利润基数。2026H1 高增或由产品放量、BD 款项与费用摊薄驱动，低基数影响亦需考虑。

图 1：2021-2026H1 SHS 创新药指数营业收入（合计）（亿元）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

图 2：2021-2026H1 SHS 创新药指数归母净利润（合计）（亿元）

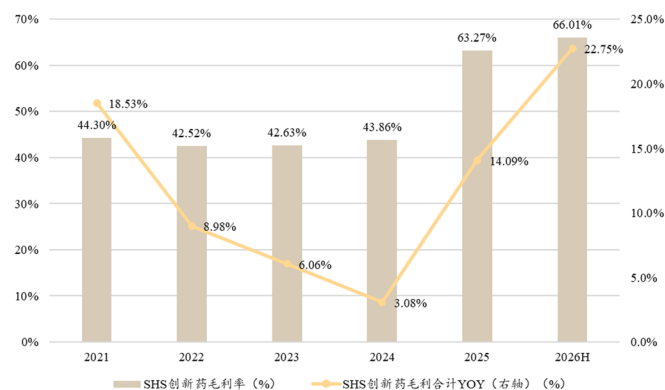


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

毛利净利双升，净利弹性更强。2026H1 毛利率 66.01%、净利率 22.72%，较 2024 年 43.86%、11.16%大幅抬升，较 2025 年 63.27%、14.73%继续上行。毛利率、净利率按当期指数成分股汇总计算，受成分股变动及业务结构影响，跨期仅作方向参考。增速看，毛利合计同比+22.75%，较 2024 年 3.08%、2025 年 14.09%加快；净利合计同比+48.20%，较 2025 年-

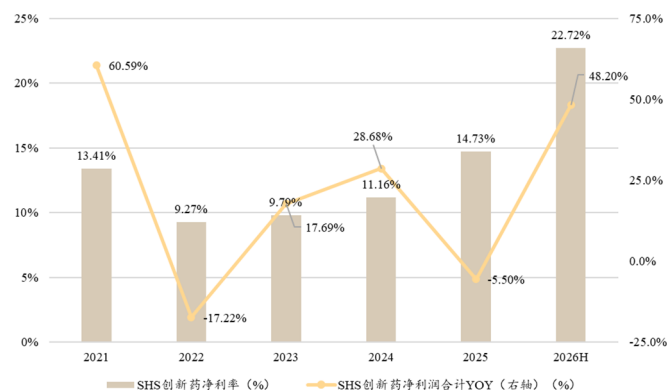
5.50%反转，且明显快于毛利。净利快于毛利，除低基数外，还因收入放量时销售、管理、研发等费用没有同步增加，多出的收入更多落到净利润；同时 BD 授权款没有对应生产成本，确认后大部分直接变成利润，若计入营业收入会同时抬高毛利和净利，若计入其他收益或冲减研发则只增厚净利。后续需关注低基数消退后毛利与净利增速匹配度。

图 3：2021-2026H1 SHS 创新药指数毛利率与毛利合计同比 (%)



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

图 4：2021-2026H1 SHS 创新药指数净利率与净利润合计同比 (%)

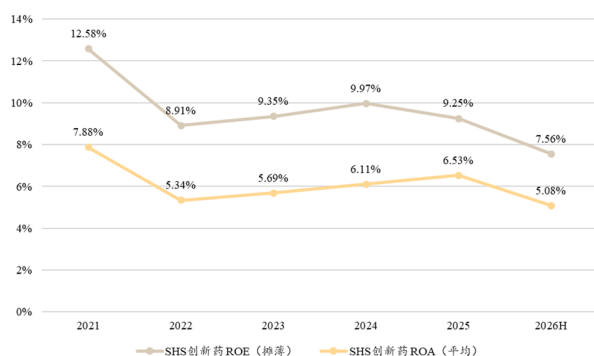


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

ROE/ROA 半年偏低，年化修复待确认。2026H1 摊薄 ROE 7.56%、平均 ROA 5.08%，低于 2023—2025 全年 9.25%—9.97%、5.69%—6.53%，但半年与全年不可直接比。若假设下半年持平，按半年值×2 粗略参考，ROE 约 15.12%、ROA 约 10.16%，但未计季节性、复利及资产变动，正式全年值仍需全年平均净资产/总资产计算。ROE 与 ROA 分别反映股东权益与总资产回报，修复仍取决于下半年利润释放与资产扩张节奏；低基数或放大弹性，持续性待观察。

费用率高位回落，研发占比续升。2026H1 销售期间费用率 31.13%，较 2025 全年 33.84% 下降 2.71 个百分点，但仍高于 2021—2024 年 24.18%—27.23%；研发费用率 14.39%，较 2025 全年 15.18% 下降 0.79 个百分点，同样高于 2021—2024 年 8.51%—10.34%。收入放量下费用率有所摊薄，但研发投入仍具刚性。研发/期间费用比 46.23%，较 2025 全年 44.87%、2024 年 42.75% 续升，费用结构进一步向研发倾斜。后续需结合收入确认与研发节奏，观察费用摊薄能否持续。

图 5：2021-2026H1 SHS 创新药指数 ROE（摊薄）与 ROA（平均）（%）

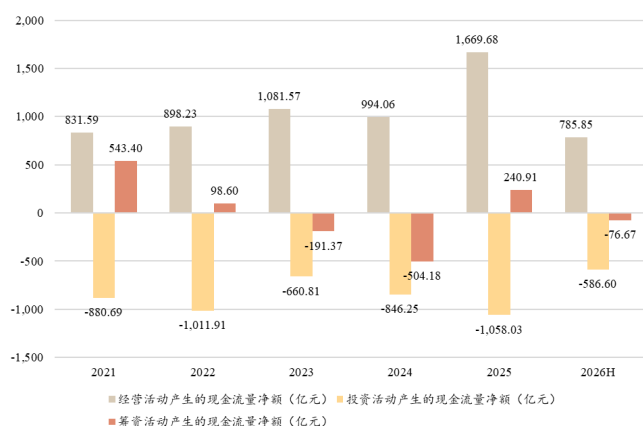


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

经营现金流稳健，投资净流出扩大。2026H1 现金流量净额，经营 785.85 亿元，投资-586.60 亿元，筹资-76.67 亿元；经营/营收 23.22%，覆盖投资后余 199.26 亿元，投资与筹资合计净流出 663.27 亿元后仍余 122.59 亿元。经营现金流约为归母净利 1.08 倍，较 2025 年 1.88 倍回落，但仍高于 1 倍。2025 年经营现金流高企，部分因 BD 首付款到账而收入未同步确认，现金流与利润存在错位；2026H1 比值回落至 1.08 倍，更接近利润实现。后续关注 BD 回款与投资节奏。

现金流增速回落，收现与营收匹配。2026H1 经营现金流净额同比+37.68%，虽较 2025 年的 51.67%有所放缓，但仍保持较高增速；销售商品、提供劳务收到的现金同比+12.26%，较 2025 年的 9.08%加快，且与营收 13.62%基本匹配，收入增长具备较好的现金流支撑。净利润现金含量同比+9.78%，较 2025 年的 67.14%大幅回落。这主要因 2025 年准则从严下，BD 首付款到账推高经营现金流，但未同步确认为当期利润，导致该指标基数畸高；2026H1 基数回归正常，增速自然放缓。后续需关注 BD 回款与收现延续性。

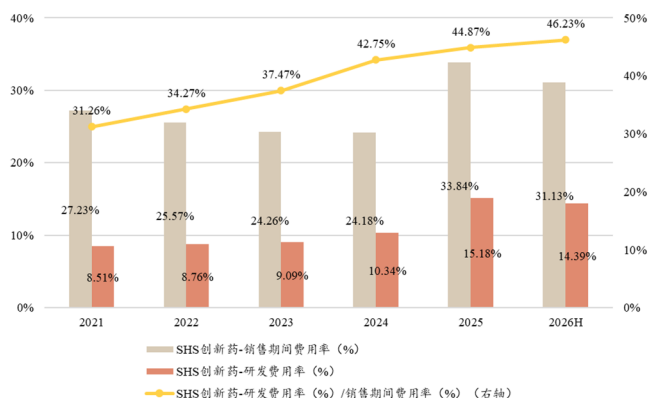
图 7：2021-2026H1 SHS 创新药指数三大现金流量净额（亿元）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

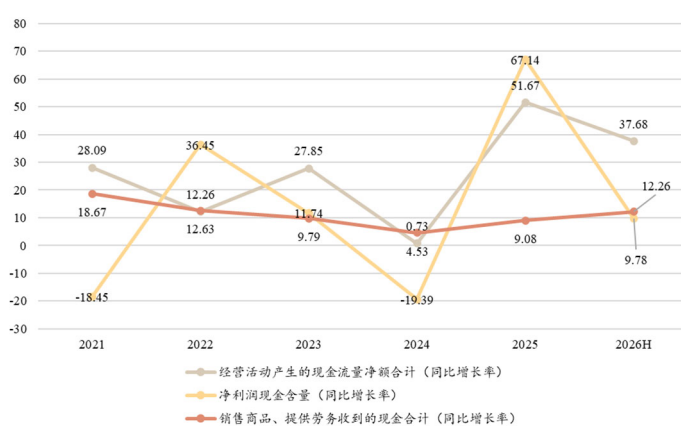
资产增速略快于营收，周转率企稳。2026H1 营收同比+13.62%、总资产合计同比+16.10%，收入-资产增速差-2.48 个百分点，较 2025 年-11.62 个百分点收窄约 9.1 个百分点。增速差收敛意味着资产扩张与收入增长的匹配度改善，前期投入开始进入产出兑现期，单位资产创收能力边际修复；而 2025 年-11.62 个百分点的深度负差，对应资产快速扩张(+13.63%)

图 6：2021-2026H1 SHS 创新药指数销售期间费用率与研发费用率（%）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

图 8：2021-2026H1 SHS 创新药指数经营现金流净额、净利润现金含量、销售收现合计同比（%）

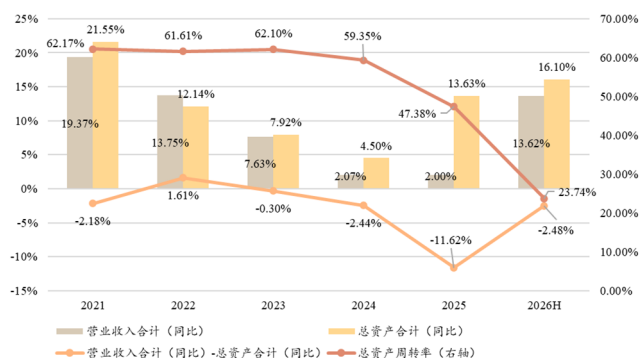


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

而营收低速(+2.00%)的投入期,反映当年扩张尚未形成收入,经营效率阶段性承压。总资产周转率 2026H1 为 23.74%, 2025 年为 47.38% (较 2024 年 59.35%下行 11.97 个百分点),随增速差收窄而企稳。后续关注资产扩张能否持续转化为收入,若增速差再度走阔,周转率将重新承压。

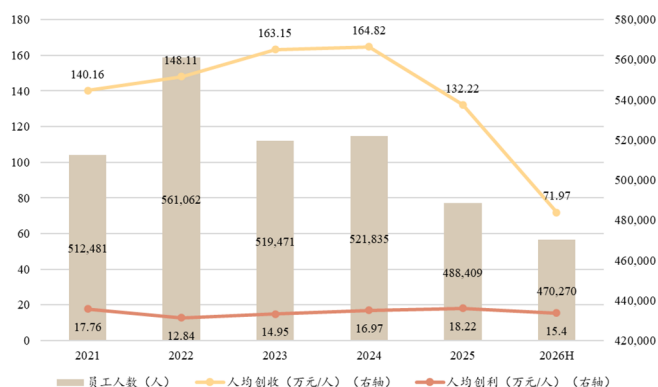
员工收缩增效,人均创利修复显著。2026H1 员工 47.03 万人,较 2025 年 48.84 万人减少 1.81 万人、降 3.71%;人均创收 71.97 万元、人均创利 15.40 万元,半年值分别相当于 2025 全年 132.22、18.22 万元的 54.43%、84.52%。若简单年化,人均创收约 143.94 万元、人均创利约 30.80 万元,但半年与全年不可直接比。营业总收入(合计)+13.62%、归母净利润(合计)+47.38%而员工净减少,增效特征显现;人均创利高增含 2025 年准则从严压低净利润形成的低基数,持续性待观察。

图 9: 2021-2026H1 SHS 创新药指数营业收入、总资产合计同比,与资产周转率(%)



资料来源: iFinD, 金融街证券研究所

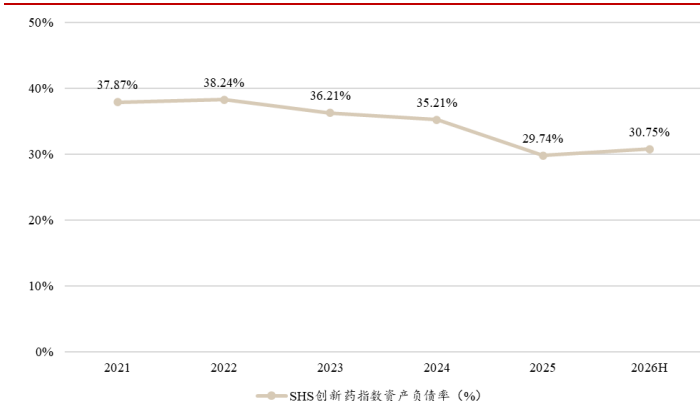
图 10: 2021-2026H1 SHS 创新药指数员工人数与人均创收、人均创利(万人、万元/人)



资料来源: iFinD, 金融街证券研究所

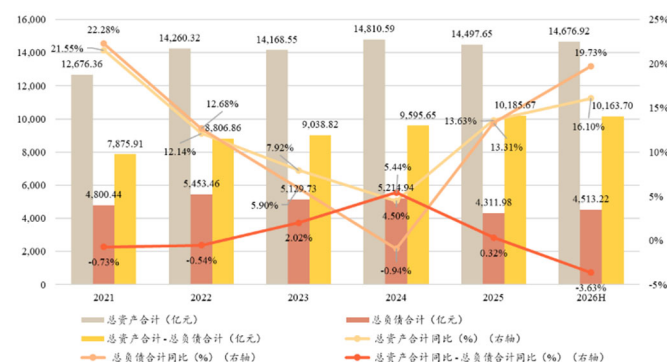
负债率小幅回升,去杠杆成果仍巩固。2026H1 资产负债率 30.75%,较 2025 年 29.74%回升 1.01 个百分点,但仍显著低于 2023—2024 年 35.21%—36.21%,去杠杆总体延续。总资产合计 14,676.92 亿元、同比+16.10%,总负债合计 4,513.22 亿元、同比+19.73%,负债增速快于资产 3.63 个百分点,净资产约 10,163.70 亿元,对应杠杆回升。2025 年总资产合计同比+13.63%、总负债合计同比+13.31%,负债增速低 0.32 个百分点,印证去杠杆。当前负债率约三成,仍处健康区间。后续需关注本轮由负债驱动的总资产扩张,能否转化为收入与利润。

图 11：2021-2026H1 SHS 创新药指数资产负债率（%）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

图 12：2021-2026H1 SHS 创新药指数总资产合计、总负债合计及同比增速（亿元、%）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

二、行业分析：业绩加速兑现，BD 出海提速，支付与产业链重塑

（一）重点公司：龙头利润兑现，Biotech 扣非改善，CXO 分化

2026 年中报重点公司大体呈现三条主线。（1）创新药出海核心公司中，5 家有 4 家扣非归母净利润同比正增长，但内部分化明显：百济神州营收同比+26.84%、扣非+1,017.59%，石药集团营收+40.09%、扣非+167.64%，弹性最为突出；翰森制药扣非+31.97%、中国生物制药扣非+12.13%，表现相对稳健；恒瑞医药营收-1.94%、扣非-12.71%，短期承压。该组公司销售毛利率整体处于 76%—92% 的高位，创新药高毛利属性仍较稳固。

（2）Biotech（生物科技）公司扣非普遍改善。7 家公司中 6 家扣非归母净利润同比正增长，其中荣昌生物营收+433.11%、扣非+1,073.78%；科伦博泰在营收仅+2.93%的情况下扣非+309.04%，利润弹性突出；君实生物、先声药业、信达生物、康方生物扣非分别+57.48%、+46.79%、+31.47%、+21.89%。同时，荣昌生物、君实生物、信达生物营收放量较明显；康诺亚-B 扣非-309.82%，同比承压。

（3）CXO（研发外包）公司则明显分化。药明康德营收+38.94%、扣非+89.39%，药明生物营收+18.43%、扣非+41.40%，均保持较好增长；金斯瑞生物科技营收-22.08%、扣非-457.42%，明显承压。三家毛利率在 46%—54% 之间。

整体看，2025 年准则从严执行下，2026 中报高弹性中或含低基数扰动，后续仍需结合绝对值和全年节奏观察。

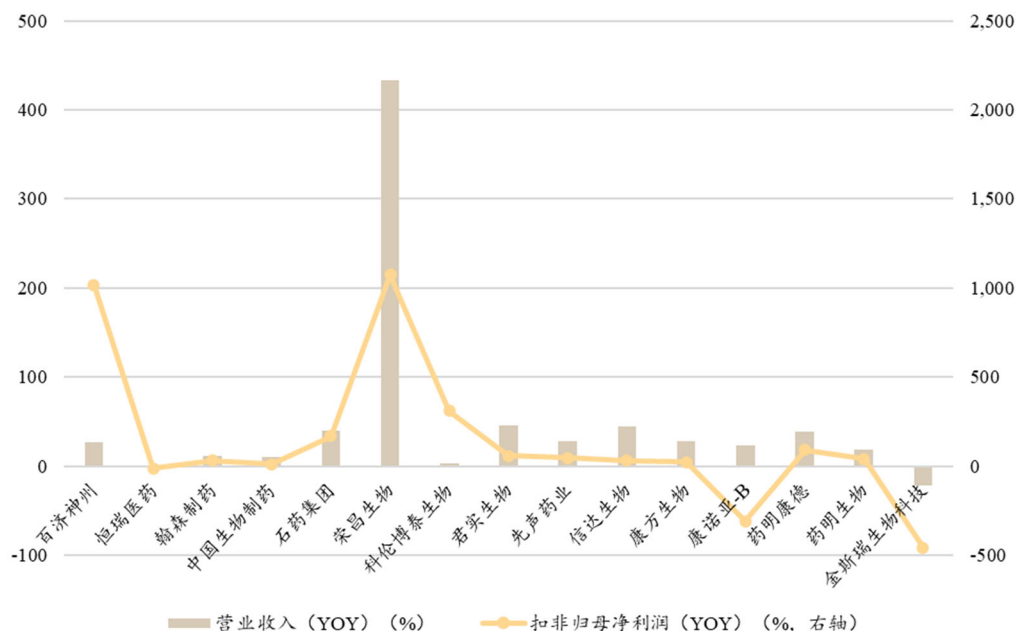
表 1：重点创新药上市公司 2026H1 业绩一览

公司类型	证券代码	证券名称	营业收入 (YOY) (%)	扣非归母净利润 (YOY) (%，右轴)	销售毛利率 (%)
出海核心公司	688235.SH	百济神州	26.84	1,017.59	89.45
	600276.SH	恒瑞医药	-1.94	-12.71	86.33
	3692.HK	翰森制药	11.71	31.97	91.92
	1177.HK	中国生物制药	10.64	12.13	83.05

	1093.HK	石药集团	40.09	167.64	76.15
Biotech 公司	688331.SH	荣昌生物	433.11	1,073.78	95.71
	6990.HK	科伦博泰生物	2.93	309.04	75.32
	688180.SH	君实生物	45.18	57.48	83.18
	2096.HK	先声药业	27.76	46.79	83.30
	1801.HK	信达生物	44.76	31.47	84.96
	9926.HK	康方生物	27.92	21.89	74.24
	2162.HK	康诺亚-B	23.72	-309.82	80.76
CXO 公司	603259.SH	药明康德	38.94	89.39	53.91
	2269.HK	药明生物	18.43	41.40	46.22
	1548.HK	金斯瑞生物科技	-22.08	-457.42	51.14

资料来源：iFinD，金融街证券研究所

图 13：重点创新药上市公司 2026H1 营业收入与扣非归母净利润同比（%）

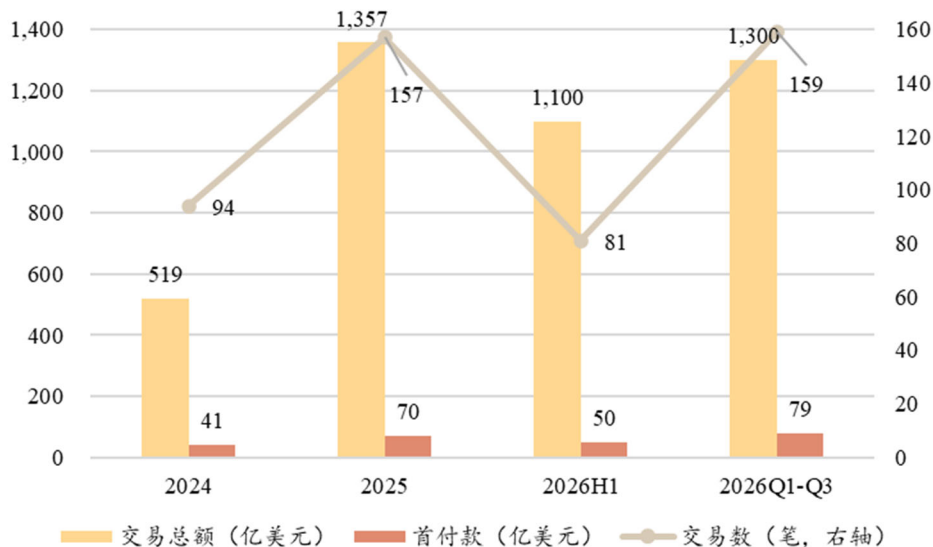


资料来源：iFinD，金融街证券研究所

（二）BD 出海：BD 交易高位提速，中国资产主导前十

2026H1 全行业 BD 交易 81 笔、总额约 1,100 亿美元、首付款约 50 亿美元。2026H1 交易数约为 2025 年 157 笔的 51.59%，交易总额为 2025 年 1,357 亿美元的 81.06%，首付款为 2025 年 70 亿美元的 71.43%，规模维持高位；交易总额、首付款分别约为 2024 全年 519 亿美元、41 亿美元的 2.12 倍、1.22 倍。2026Q1-Q3 交易 159 笔、已披露首付款 79 亿美元，均已超 2025 全年 157 笔、70 亿美元；已披露交易总额约 1,300 亿美元，仅含 71 笔披露金额交易，口径不全，不宜直接与 2025 全年比较。

图 14：2024-2026H1 中国创新药对外授权（BD）交易情况



资料来源：中国食品药品网，中国证券报，新华财经，insight 数据库，金融街证券研究所
注：2026Q1-Q3，已披露交易总额约 1300 亿美元，仅为 71 笔披露金额交易的合计，不代表全部交易的真实金额；首付款合计约 79 亿美元，基于 45 笔披露首付款的交易。

2026H1 全球 Top10 BD 交易总额 758.54 亿美元、首付款 57.49 亿美元，整体首付比例 7.58%。中国资产方占 8 席，合计总额 688.54 亿美元、首付款 37.12 亿美元，分别占 90.77%、64.57%。石药→阿斯利康 185.00 亿美元居首，恒瑞→BMS 152.00 亿美元次之；信达→辉瑞 105.00 亿、→礼来 88.50 亿，两笔合计 193.50 亿美元、首付款 10.00 亿美元。首付比例分化，Synnovaton→诺华 66.67%最高，多数交易首付低于 12%，总额更多依赖里程碑。交易额不等于当期收入，首付款/里程碑按准则跨期确认，对 2026 收入利润的贡献需看确认节奏。

表 2：2026 上半年全球 Top10 BD 交易总金额

排名	交易双方（中国资产方 → 海外方）	总金额（亿美元）	首付款（亿美元）	首付款比例
1	石药集团 → 阿斯利康	185	12	6.49%
2	恒瑞医药 → 百时美施贵宝（BMS）	152	6	3.95%
3	信达生物 → 辉瑞	105	6.5	6.19%
4	信达生物 → 礼来	88.5	3.5	3.95%
5	荣昌生物 → 艾伯维	56	6.5	11.61%
6	瑞博生物 → 新泰制药	44	0.6	1.36%
7	海思科 → 礼来	30.54	0.87	2.85%
8	英矽智能 → 礼来	27.5	1.15	4.18%
中国企业合计		688.54	37.12	5.39%
9	CytomX（西托姆克斯）→ 再生元制药	40	0.37	0.93%
10	Synnovaton（辛诺维申）→ 诺华	30	20	66.67%
总合计		758.54	57.49	7.58%

资料来源：动脉智库，中国证券报，上海证券报，澎湃新闻，新浪财经，海思科官网，医药魔方，金融街证券研究所

（三）CXO：权重集中，龙头复苏与内部分化并存

截至 20261021，SHS 创新药指数（931409）中 CXO 合计权重 30.74%，药明系占主导，权

重集中使 CXO 盈利波动直接影响指数表现。作为创新药产业链“卖水人”，CXO 订单与盈利是指数盈利兑现的重要组成。2026H1 板块内部分化延续：药明康德、药明生物营收与扣非归母净利润均双位数增长，扣非增速（89.39%、41.40%）约为营收（38.94%、18.43%）的 2.30 倍、2.25 倍，利润弹性领先收入；金斯瑞生物科技营收、扣非双降（-22.08%、-457.42%），与药明系反差明显。海外订单回流、BD 高增后的临床与生产外包需求，为龙头订单回暖提供支撑。订单周期波动仍是指数盈利弹性的主要来源。

表 3：SHS 创新药指数（931409）中 CXO 公司权重情况（截至 20261021）

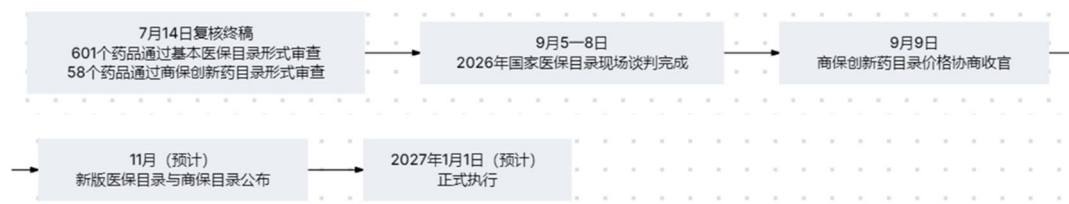
序号	证券代码	证券简称	权重
1	603259.SH	药明康德	12.81%
3	2269.HK	药明生物	9.16%
6	2359.HK	药明康德	4.44%
9	1548.HK	金斯瑞生物科技	2.71%
15	2268.HK	药明合联	1.63%
合计			30.74%

资料来源：iFinD，金融街证券研究所

（四）支付端：医保谈判收官，商保创新药目录开辟新增量

2026 年国家医保目录现场谈判 9 月 5—8 日完成、商保创新药目录价格协商 9 月 9 日收官；7 月 14 日复核终稿中 601 个药品通过基本医保目录形式审查、58 个通过商保创新药目录形式审查。新版医保目录与商保目录预计 11 月公布、2027 年 1 月 1 日执行。商保创新药目录是多层次支付体系关键增量，承接创新程度高、临床价值大、超出基本医保保障范围的高值创新药，缓解单一“逢谈必降”压力。更底层的是 2026 年 4 月国务院办公厅发布《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，明确新上市药首发价格自评，对高水平创新药支持制定与高投入高风险匹配的价格并一定时期保持稳定，政策取向从“单纯压价”转向“分层支持真创新”。

图 15：2026 年国家医保药品目录及商保创新药目录调整时间轴



资料来源：央视新闻，财联社，央广网，国家医疗保障局，人民网，金融街证券研究所

（五）产业视角：中国创新药全球竞争力的五大来源

中国创新药的优势可归纳为五大来源：研发效率与成本、全球管线竞争力、工程师红利、供应链交付确定性、临床资源。

（1）研发效率与成本优势显著。麦肯锡在《Biopharma R&D: The evolving formula for discovery and development》中，全球开发同类生物药的研发成本约为中国的 2.7 倍；中国药企从发现阶段推进至临床启动平均约 36 个月，较西方约 54 个月缩短约三分之一。摩根

士丹利测算，中国 III 期临床试验单患者直接成本约 2.5 万美元，仅为美国（约 6.9 万美元）的约三分之一。全球数据提供商 Global Data 指出，中国临床试验成本较美国低 50% - 60%，非肿瘤领域 I/II 期试验速度快 60% - 70%。成本与速度双优势意味着同等资金可推进更多管线，是高研发强度与高利润率能够并存的关键。

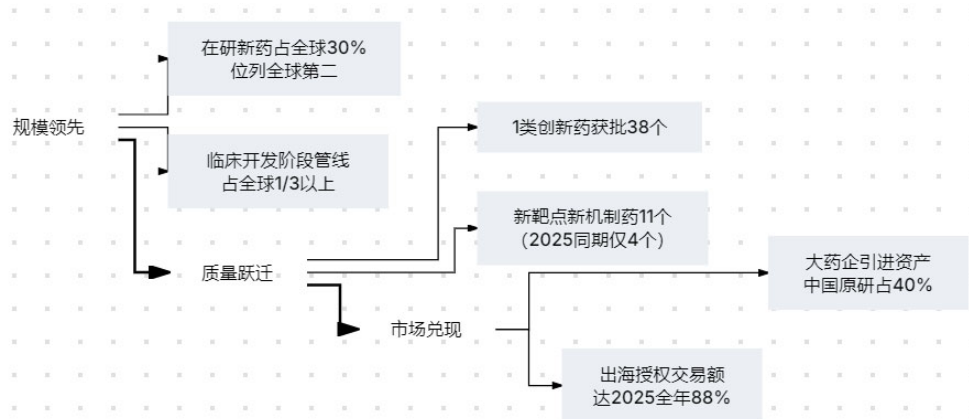
图 16：中外创新药研发成本与周期关键指标对比



资料来源：机工弗戈，证券时报，长江商学院，金融街证券研究所

（2）管线竞争力从规模领先转向质量跃迁。国家药监局数据显示，2026 年上半年我国在研新药约占全球 30%、位列第二，临床开发阶段管线占全球 1/3 以上。上半年获批 38 个 1 类创新药中，11 个新靶点新机制药全部为国产，而 2025 年同期仅 4 个。管线从 me-too（模仿创新）向 FIC（全球首创）和 BIC（同类最优）跃迁的直接结果是：IQVIA（艾昆纬）统计 2025 年全球大药企引进资产中中国原研已占 40%，2026H1 中国出海授权交易额已达 2025 全年的 88%。

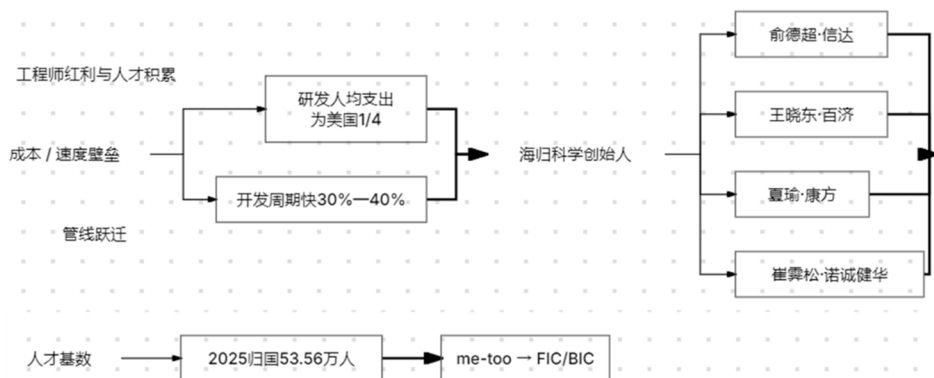
图 17：中国创新药管线竞争力跃迁路径



资料来源：中国网，中国经济网，人民网，IQVIA，金融街证券研究所

（3）工程师红利与人才积累。中国研发人员人均支出仅为美国的四分之一，叠加开发周期快 30%—40%的效率优势，构成显著的成本与速度壁垒。与此同时，海归科学家回国创业形成“科学创始人”群体：信达生物俞德超、百济神州王晓东、康方生物夏瑜、诺诚健华崔霖松等，均将海外完整研发经验转化为本土全链条能力。2025 年归国人才达 53.56 万人，生物医药为海归创业核心赛道之一，为管线从 me-too（模仿创新）向 FIC（全球首创）和 BIC（同类最优）跃迁提供了持续的人力底座与工程迭代复利。

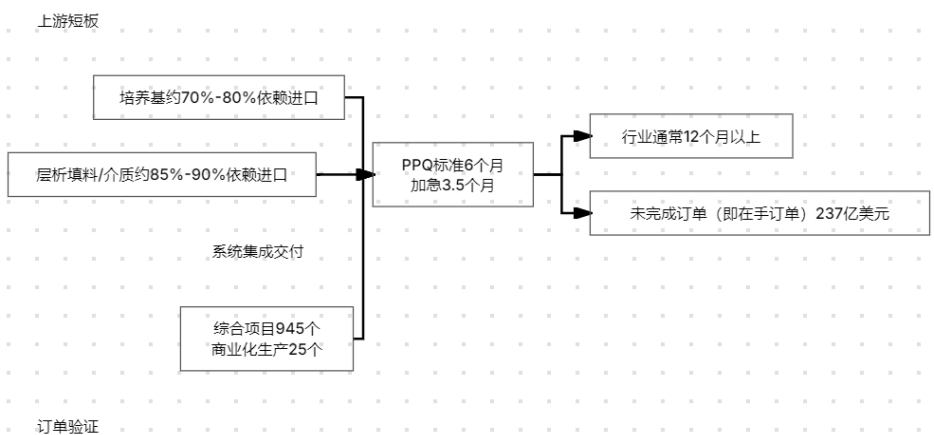
图 18：中国创新药工程师红利与人才底座



资料来源：中国新闻网，钛媒体，第一财经，新华网，南方都市报，金融街证券研究所

(4) 供应链集成与交付确定性。中国供应链的优势不在于“什么都能造”，而在于把工程化能力转化成可承诺的交付系统。药明生物截至 2025 年底未完成订单（即在手订单）总额 237 亿美元（其中服务订单 115 亿、潜在里程碑 122 亿），综合项目 945 个、商业化生产项目 25 个；技术转移至 PPQ（工艺性能确认）标准交付 6 个月、加急 3.5 个月，而行业通常需要 12 个月以上。上游端细胞培养基进口依赖度约 70%-80%（高端无血清培养基仍依赖进口）；层析填料/介质进口依赖度约 85%-90%（高端品种严重依赖进口），恰恰说明中国 CXO 的壁垒来自系统集成与交付节拍，而非全链自主。BD 落地真正依赖的，是这种经在手订单与 GMP（认证）检查反复验证的交付确定性。

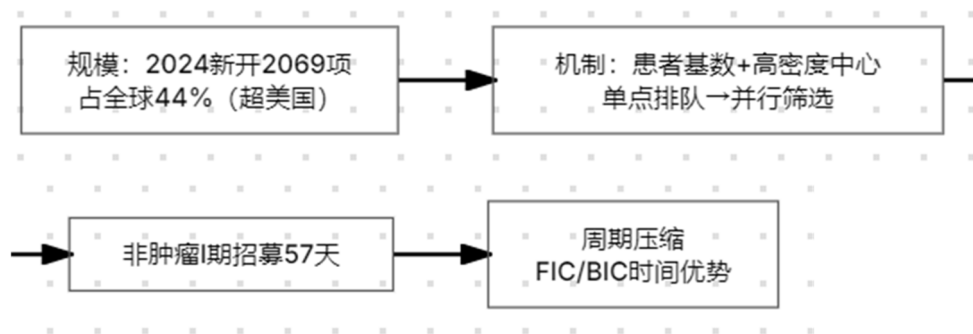
图 19：中国创新药供应链集成与交付确定性



资料来源：药明生物，观研天下，金融街证券研究所

(5) 临床资源与速度优势。《全球创新药临床试验十年趋势洞察》报告显示，2024 年中国内地新开创新药临床试验 2069 项、占全球 44%，规模已超越美国。速度来自机制：庞大患者基数叠加高密度中心网络，使入组从单点排队转向多中心并行筛选；非肿瘤 I 期招募中位仅 57 天，显著短于全球 153 天。开发周期被系统性压缩，FIC（全球首创）和 BIC（同类最优）管线获得时间维度结构性优势。

图 20：中国创新药临床资源与速度优势

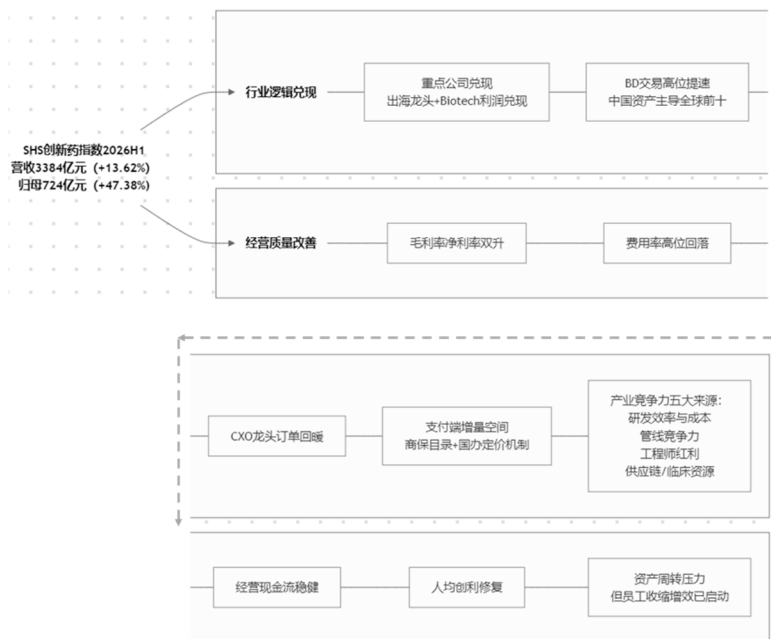


资料来源：医药魔方，金融街证券研究所

（六）中报全景：指数收入重新加速，利润弹性兑现

如本章第一节所述，SHS 创新药指数 2026H1 营收 3,384.33 亿元（+13.62%）、归母净利润 724.39 亿元（+47.38%），营收在连续两年约 2% 的同比低增速后重新加速，利润弹性更为突出——归母净利润增速（+47.38%）是营收增速（+13.62%）的 3.5 倍，单期利润已完成 2025 全年 889.72 亿元的 81.42%。这一营收与利润的双重增长是经营质量改善与行业逻辑兑现的合力结果：财务层面，毛利率与净利率双升、费用率高位回落、经营现金流稳健、人均创利修复，资产周转压力虽存但员工收缩增效已启动；行业层面，重点公司中出海龙头与 Biotech 利润兑现、BD 交易高位提速且中国资产主导全球前十、CXO 龙头订单回暖、支付端商保目录与国办定价机制打开增量空间，而产业竞争力五大来源——研发效率与成本、全球管线竞争力、工程师红利、供应链交付确定性、临床资源——正持续构筑长期优势。利润高增中含 2025 年准则从严压低的低基数扰动，后续需看下半年确认节奏与绝对值。

图 21：2026H1 SHS 创新药指数收入加速与利润弹性兑现驱动分解



资料来源：金融街证券研究所

三、估值与交易：超跌反弹待验证，盈利待兑现，多因素压制并存

（一）行情复盘：上半年深度超跌，6 月独立反弹，中期超期待确认

2025 年 BD 出海交易爆发（全年总额约 1,357 亿美元）强化产业景气预期，板块估值自低位修复，指数大幅上行并于 2025 年 9 月见顶；彼时正值新会计准则从严执行下的利润低基数，BD 首付款按准则跨期确认，上涨主要由预期与估值修复驱动，而非当期盈利兑现。此后进入回撤通道，至 2026 年 6 月最大回撤 34.68%。回撤主要受三方面影响：一是前期快速上涨后估值透支，获利盘集中兑现；二是 2025 年 7 月 A 股科技行情启动，AI、半导体等成长板块虹吸资金，医药生物遭遇风格切换与资金分流；三是医保谈判降价预期与地缘风险压制风险偏好，板块缺乏向上催化。

2026 年上半年（1 月 1 日至 6 月 9 日）SHS 创新药指数下跌 15.47%，同期创业板指、科创综指分别上涨 23.68%、24.03%，SHS 创新药指数相对创业板指跑输约 39 个百分点，情绪与估值深度压缩。

2026 年 6 月 10 日以来行情反转，截至 10 月 21 日指数上涨 25.75%，同期沪深 300、创业板指、科创综指分别下跌 15.94%、34.96%、23.67%，超额收益约 42 个、61 个百分点；本轮反弹发生在科技行情回调背景下，涨幅难以由贝塔解释，指向 BD 出海、中报兑现与支付端催化的边际定价，板块独立行情属性显现。

但反弹尚未转化为中期趋势：年初至今 SHS 创新药指数上涨 6.30%，虽跑赢沪深 300（-12.82%）约 19 个百分点，但 2025 年 7 月科技行情启动以来 SHS 创新药指数累计涨幅 15.41%仍低于创业板指（19.69%）与科创综指（25.99%），更多是超跌后的基本面修复。当前行情呈“低位反弹已启动、趋势确认待催化”特征，反弹持续性取决于压制因素边际变化。

图 22：2025 年初至今（截至 20261021）SHS 创新药指数行情走势



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

表 4：2025 年 7 月 A 股科技行情启动以来 SHS 创新药指数与各主要指数各区间涨跌幅（%）

证券代码	证券名称	区间涨跌幅（%） 20260101- 20260609	区间涨跌幅（%） 20260610- 20261021	区间涨跌幅（%） 20260101- 20261021	区间涨跌幅（%） 20250701- 20261021
931409.CSI	SHS 创新药	-15.47	25.75	6.30	15.41
000001.SH	上证指数	1.04	-8.78	-7.83	6.20
000300.SH	沪深 300	3.71	-15.94	-12.82	2.55
000510.CSI	中证 A500	6.01	-17.90	-12.96	6.07
399006.SZ	创业板指	23.68	-34.96	-19.55	19.69
000680.SH	科创综指	24.03	-23.67	-5.33	25.99

资料来源：iFinD，金融街证券研究所

（二）估值水平：估值处 5 年高位分位，盈利兑现是后续核心变量

截至 2026 年 10 月 21 日，SHS 创新药指数 PE-TTM（剔除负值）为 28.57 倍，处近 5 年 79.54%分位、已触及危险值（28.54 倍），较 5 年低点（17.57 倍）修复约 63%，板块估值处于近 5 年较高水平，静态口径下已不便宜。2026 年中报归母净利润同比增长 47.38%，君实生物、荣昌生物等 Biotech 批量扭亏，TTM 盈利基数抬升将推动动态 PE 下移、估值分位回落；因此未来阶段行情进一步上行更依赖业绩兑现，而非估值扩张。

图 23：SHS 创新药指数 PE-TTM（剔除负值）近 5 年走势与估值分位（倍）



资料来源：iFinD，金融街证券研究所

（三）压制因素：估值、资金与政策三维压制并存，靴子落地前观望情绪浓

当前创新药行情受多重压制因素制约，可归纳为三条主线：一是估值与流动性层面，10 年期美债收益率维持近三年高位、美联储 9 月加息预期升温，叠加 2025 年指数最大涨幅 84.17%、自 9 月高点最大回撤 34.68%所累积的获利了结压力，BD 利好“脱敏”下估值消化延续，未盈利 Biotech 久期承压；二是资金与情绪层面，AI 与硬科技行情虹吸资金——1 月 1 日至 6 月 9 日科创综指、创业板指分别上涨 24.03%、23.68%，创新药下跌 15.47%、相对科创跑输约 40 个百分点，且 2025 年 7 月科技行情启动以来创新药累计涨幅（15.41%）仍低于创业板（19.69%）与科创综指（25.99%）；同时全球重磅创新药 III 期接连失利（失败率常年 40%—50%）经情绪渠道压低估值中枢，跨境 TRS 叫停与生物安全类立法扰动预期；三是政策与催化层面，医保谈判 9 月收官、11 月新目录公布（54 个药品通过商保

目录初审)前资金观望,叠加定价范式由"故事估值"向"现金流估值"切换,催化真空下负面因素主导短期定价。

表 5: 当前压制创新药行情的主要因素

压制因素	具体表现
海外利率高位	10 年期美债收益率维持近三年高位, 美联储 9 月加息预期升温
高基数与获利了结	2025 年板块 SHS 创新药指数最大涨幅 84.17%; 高点至 2025 年 9 月最大回撤 -34.68%; BD 利好 "脱敏", 利好兑现后获利了结
硬科技资金虹吸	2026 年 1 月 1 日至 6 月 9 日科创综指、创业板指分别 +24.03%、+23.68%, 创新药 -15.47% (相对科创跑输约 40pct); 科技行情启动以来创新药累计 +15.41% 仍低于创业板 (+19.69%)、科创 (+25.99%)
全球重磅创新药 III 期接连失利	辉瑞 Sigvatatug vedotin、赛诺菲 Riliprubart、阿斯利康抗纤维药、ADC 明星药 Zynlonta 等多款重磅药相继折戟; 创新药 III 期临床失败率常年维持 40%—50%, 属行业常态, 但重磅失利经情绪渠道压低板块估值
医保谈判等待期	9 月 8—9 日谈判收官、11 月新目录公布, 54 个药品通过商保目录初审, 靴子落地前资金观望
海外政策与资金通道	美国生物安全类立法扰动 CXO 订单预期; 跨境 TRS 叫停限制衍生品增量资金
定价范式切换	估值体系正在从"故事估值"向"现金流估值"切换

资料来源: 新华财经, 证券时报, 央视新闻, 财联社, 央广网, 中宏网, 中新经纬, 金融街证券研究所

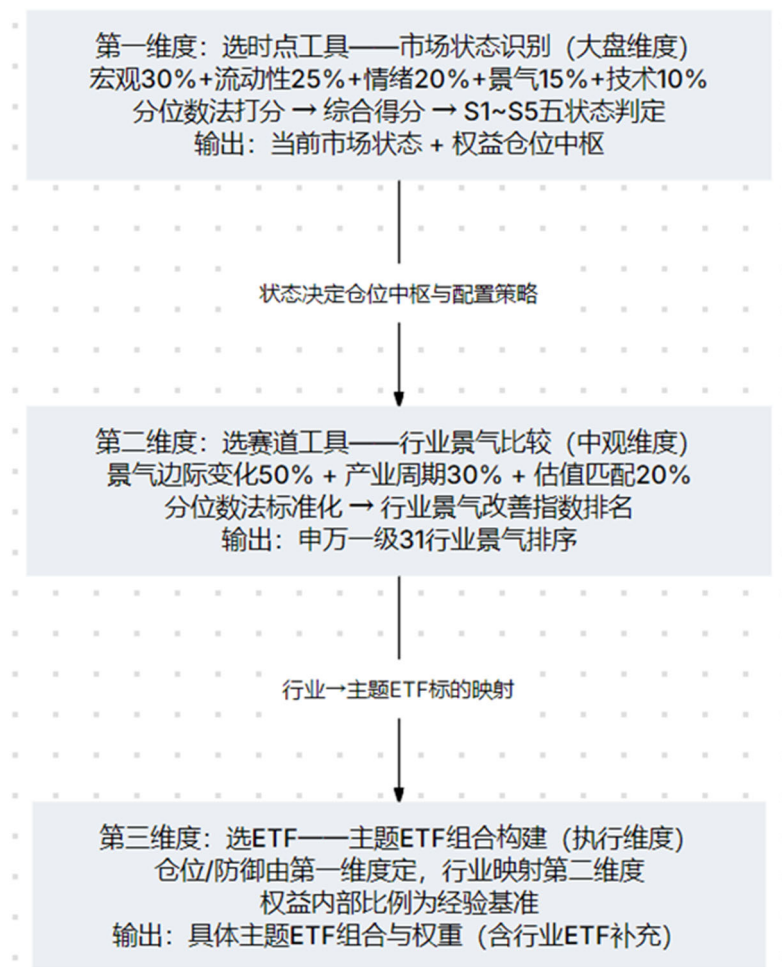
四、配置框架：跨行业景气定位与催化兑现节奏

(一) 跨行业景气打分：中游定位，赚兑现的钱

为应对 A 股结构化行情下行业间景气分化的市场环境, 本报告将 SHS 创新药指数作为独立比较对象, 与申万 31 个一级行业同池打分排序 (共 32 对象), 回答"创新药在全市场景气排序中的相对位置"这一配置前提问题。该比较遵循前期研究《20260917-金融街证券-基于价值投资方法的主题 ETF 全流程配置体系: 融合择时与选赛道工具的主题 ETF 组合配置研究》提出的"选时点+选赛道+选 ETF"三大维度递进式框架, 本章聚焦第二维度"选赛道"。

第二维度将价值投资方法系统应用于赛道比较——全部采用上市公司定期报告可提取的基本面数据测算景气: 盈利加速度、收入加速度、净利率变动刻画景气边际变化, 产业周期差值、资本开支强度变动判断周期位置, 估值分位差衡量安全边际。

图 24：“选时点+选赛道+选 ETF”三大维度递进式研究框架



资料来源：《20260917-金融街证券-基于价值投资方法的主题 ETF 全流程配置体系：融合择时与选赛道工具的主题 ETF 组合配置研究》，金融街证券研究所

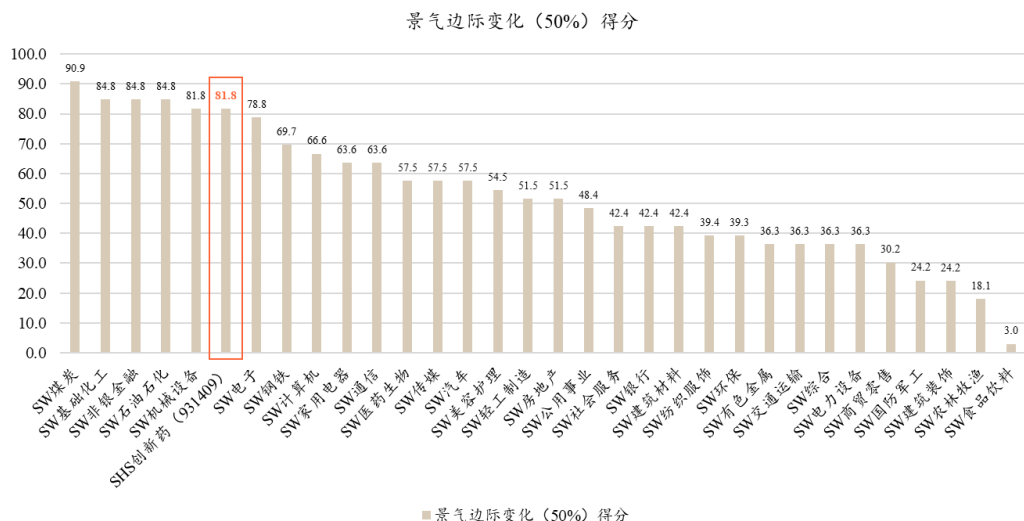
图 25：行业景气排序三维因子观测体系框架



资料来源：《20260917-金融街证券-基于价值投资方法的主题 ETF 全流程配置体系：融合择时与选赛道工具的主题 ETF 组合配置研究》，金融街证券研究所

景气边际变化是最亮维度：得分 81.8、排名第 6/32，2026H1 利润+47.38%、收入+13.62%。利润高增含低基数修复——2025 年归母净利润-5.45%，受研发资本化收紧、BD 首付款递延与减值计提等财会监管收紧因素压低；2026H1 收入+13.62%不受会计调节，较 2024、2025 年（+2.07%、+2.00%）重新加速，更能反映真实放量。剔除低基数后，高分仍由收入加速、盈利面扩大与出海放量驱动。

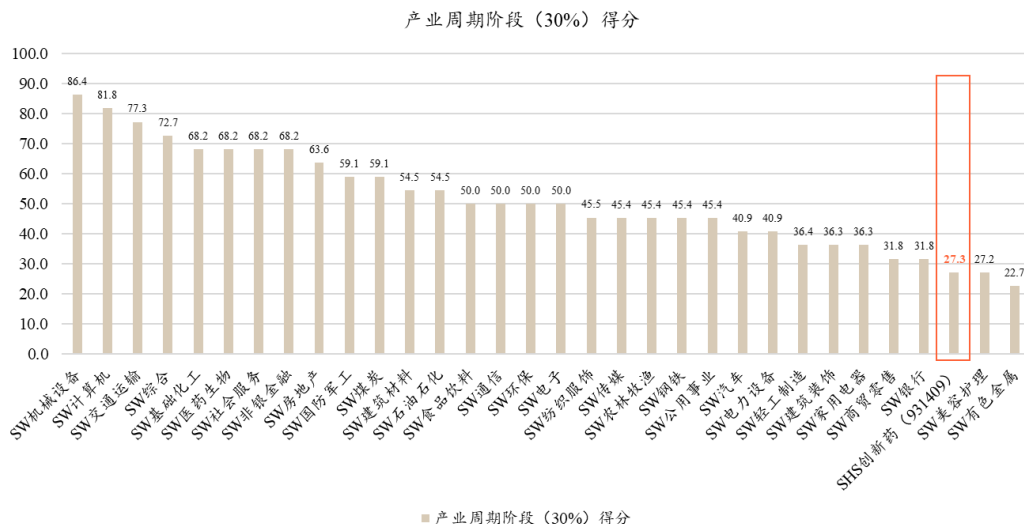
图 26：景气边际变化维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）



资料来源：金融街证券研究所

产业周期阶段得分 27.3、排名第 30，看似靠后，实为指标适用性问题而非行业衰退：该维度以产能利用率、产能扩张衡量，适用于“产能—库存—价格”周期清晰的行业，而创新药是轻资产研发，其“周期”体现在管线推进、商业化放量、BD 与融资。若以管线获批、BD 交易、海外销售等专属指标替代，排名有望前移；行业正处于“研发投入”向“商业化兑现”切换的上行阶段。

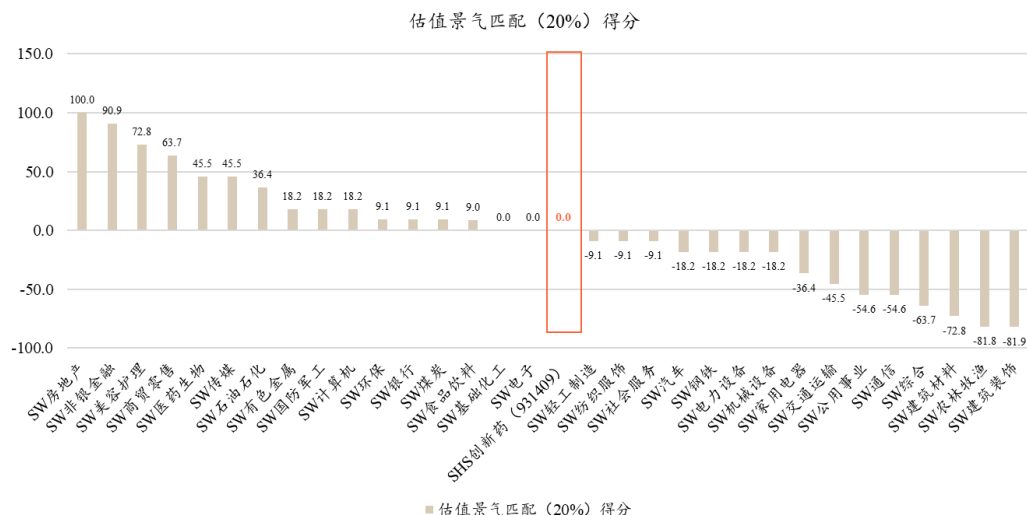
图 27：产业周期阶段维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）



资料来源：金融街证券研究所

估值景气匹配得分 0.0、排名第 17，中游：横向看，2026Q2 景气分位与估值分位匹配，创新药在 32 对象中既无极端折价、也不极端高估。纵向看，PE-TTM（剔除负值）28.57 倍、处近 5 年 79.54%分位并已触及危险值（28.54 倍），静态口径不便宜；但 2026H1 利润+47.38%、Biotech 批量扭亏抬升 TTM 盈利基数，动态 PE 与估值分位将随之下移。排序中性由此指向：创新药的安全边际不来自静态低估值，而依赖业绩兑现消化估值——与“赚兑现的钱”的配置逻辑自洽。

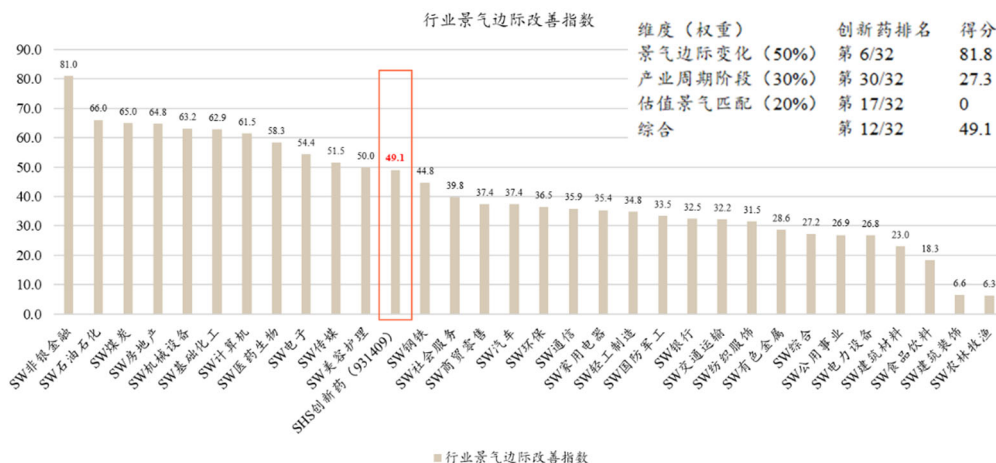
图 28：估值景气匹配维度得分：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）



资料来源：金融街证券研究所

综合三个维度，SHS 创新药得分 49.1、排名第 12，中游偏上。该位次含两个方向相反的系统性偏差：景气边际维度受 2025 年低基数推升（利润高增含修复性反弹），或存向上偏差；产业周期维度因产能指标不适配轻资产创新药被压低（以管线、BD 等专属指标替代有望前移），或存向下偏差；两者部分对冲，真实位置仍中游偏上。投资含义清晰：核心驱动是景气边际改善（赚兑现的钱），而非产业周期扩张或极端估值修复；静态估值处近 5 年高位分位，安全边际依赖业绩兑现消化估值。组合定位为景气兑现型配置——跟随 BD、双目录、财报等催化分批参与，右侧确认前控制仓位，不作重仓首选、不单边追高。

图 29：行业景气三维综合得分与维度排名：SHS 创新药与申万 31 行业横向对比（2026Q2）



资料来源：金融街证券研究所

（二）催化日历：买方关注“预期差”而非事件本身

定位之外，参与节奏取决于事件窗口与预期差方向：同一事件对多空含义不同，关键在结果相对一致预期的方向与幅度。10—11 月季报以扣 BD 后的内生增速检验龙头成色，指引上修才是有效催化，避免被 BD 确认收入虚增的“表观高增”误导；11 月双目录为年内最大的政策变量，商保纳入品种与支付规则超预期则打开空间，降价超预期则压制估值；四季度 BD 签约与全球放量跟踪首付款到账节奏，里程碑款不全部计入当期利润；

2027 年初双目录正式执行后，以价换量幅度与商保增量进入兑现期，可跟踪季度销售验证。持续跟踪宏观与资金面因素（美联储利率方向、市场风格偏好变化、估值分位、海外立法、南向回流）。

表 6：创新药板块催化日历与预期差关注点

时间窗口	催化事件	预期差与双向影响
2026 年 10—11 月	三季报披露与全年业绩指引	市场按扣除 BD 后的内生增长检验，指引上修才是有效催化
2026 年 11 月	新医保目录 + 商保创新药目录公布	商保品种数量与支付规则超预期打开空间；降价超预期压制估值
2026 年四季度	新一轮 BD 签约、出海产品全球销售放量	关注首付款与到账节奏，里程碑款不全部计入当期利润
2027 年 1 月 1 日	双目录正式执行	以价换量幅度与商保增量开始兑现，可跟踪季度销售
持续跟踪	美联储利率方向、市场风格偏好变化、估值分位、海外立法进展、南向资金回流	利率转向与资金回流是估值修复前提，反之继续压制久期资产；估值消化到位、法案扰动消退与南向增配为压制解除信号

资料来源：央视新闻，财联社，央广网，国家医疗保障局，人民网，金融街证券研究所

五、跟踪 SHS 创新药指数的 ETF 梳理

当前跟踪 SHS 创新药指数的 ETF 共 4 只（159622、159748、517110、517120），截至 2026 年 10 月 21 日合计规模约 30.44 亿元、近一月日均成交合计约 1.74 亿元。流动性上，东财（159622）规模最大（12.43 亿元）、成交最活跃（日均 0.73 亿元），适合大资金；富国（159748）次之；国泰（517110）、华泰柏瑞（517120）规模与成交偏小。4 只产品跟踪同一指数、管理费率一致（均为 0.50%），可按流动性与规模择优、分批或定投参与。

表 7：跟踪 SHS 创新药指数（931409）的 ETF 一览（截至 20261021）

证券代码	证券名称	基金规模（合并） （亿元）	基金管理人	近 1 月日均成交 （亿元）	管理费率（%）
159622.SZ	创新药 ETF 东财	12.43	东财基金	0.73	0.50
159748.SZ	创新药 ETF 富国	7.96	富国基金	0.46	0.50
517110.SH	创新药 ETF 国泰	6.61	国泰基金	0.41	0.50
517120.SH	创新药 ETF 华泰柏瑞	3.44	华泰柏瑞基金	0.14	0.50
合计		30.43			

资料来源：iFinD，金融街证券研究所

六、风险提示

新药研发失败风险，医保谈判与商保目录降价超预期风险，海外利率维持高位风险，地缘政治与海外立法风险，BD 交易不及预期风险，ETF 基金产品跟踪误差风险等。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjzq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出--自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%-5%
	弱于大市--自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数--沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。