证券研究报告

开源证券

创新引领，多点开花

医药行业2027年度投资策略

姓名 余汝意（分析师）
证书编号：S0790523070002
邮箱：yuruyi@kysec.cn

姓名 陈峻（分析师）
证书编号：S0790526030001
邮箱：chenjun@kysec.cn

姓名 阮帅（分析师）
证书编号：S0790524040007
邮箱：ruanshuai@kysec.cn

2026年 11 月10日

投资要点

- **新旧动能逐步切换，板块恢复正增长**

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近几年医药板块整体经营有所波动：2025年医药板块整体收入增速-0.01%，归母净利润增速-1.21%；2026年前三季度，医药板块整体收入增速0.63%，归母净利润增速7.20%，创新药及其产业链、医药商业等多个细分领域逐步企稳向上。医药板块新旧动能逐步切换，板块恢复正增长。当前阶段，产业创新发展全力推进，政策明确提出优化药品集采，生物医药升维到国家新兴支柱产业，老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，创新药械出海、AI赋能、脑机接口、生物制造等新质生产力加持下，医药各细分领域多点开花，板块投资机会值得重点关注。

- **创新引领，医药板块多点开花**

化学制药及生物制品：差异化管线迭出，出海加速，合作方式也逐步多样，创新药行业产业持续向上。中国创新药出海也正由早期license-out，走向全球临床、注册和商业化兑现。具体方向上，我们重点推荐（1）二代IO和ADC联合带来的肿瘤方案迭代；（2）减重、小核酸和分子胶等具备平台价值和临床催化的新方向；（3）以及在全球出海进程中即将走向商业化兑现的确定性公司。**创新药产业链：**全球生物医药投融资高涨，AI制药逐步带来新增量，叠加减肥药等现象级的大药放量，板块多家公司订单加速向上，2027年有望业绩加速增长，投资机会很多。**医疗器械：**行业拐点明显，收入连续两季度创近年新高，利润也已连续两个季度实现正增长。随着设备库存持续下降和IVD政策影响逐步边际减弱，我们坚定看好器械行业拐点机会；同时，AI赋能、脑机接口、机器人等新质生产力的快速发展，有望给医疗器械领域带来新机遇；**医药消费及原料药**：龙头连锁药店企业集中度有望稳步提升，且业绩拐点已现，布局正当时；受政策及消费环境影响，医疗服务公司业绩持续承压，品牌强、运营能力强、AI布局领先的公司有望率先走出困境；原料药板块处于出清尾声阶段，转型CDMO及创新药的公司有望率先迎来上升趋势；中药静待院内外市场同步回暖、板块业绩整体修复。

推荐标的

制药及生物制品：恒瑞医药、石药集团、信达生物、科伦博泰、百利天恒、诺诚健华、泽璟制药、康诺亚、君实生物、前沿生物；**CXO及科研服务：**药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、康龙化成、泰格医药、皓元医药、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、毕得医药；**医疗器械：**迈瑞医疗、英科医疗、新产业、微电生理、迈普医学；**原料药：**普洛药业、国邦医药、奥锐特。**中药：**东阿阿胶、天士力、众生药业、羚锐制药、济川药业；**医疗服务：**爱尔眼科、通策医疗；**医药商业：**益丰药房、老百姓、健之佳、九州通。

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

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

1.1 新旧动能完成切换，板块恢复正增长

● **新旧动能完成切换，板块恢复正增长：**

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近几年医药板块整体经营有所波动： 2025年医药板块整体收入增速-0.01%，归母净利润增速-1.21%； 2026年前三季度，医药板块整体收入增速0.63%，归母净利润增速7.20%。

● **医药指数先行企稳回升：**

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

图1：产业处于调整的尾声，指数先行企稳回升



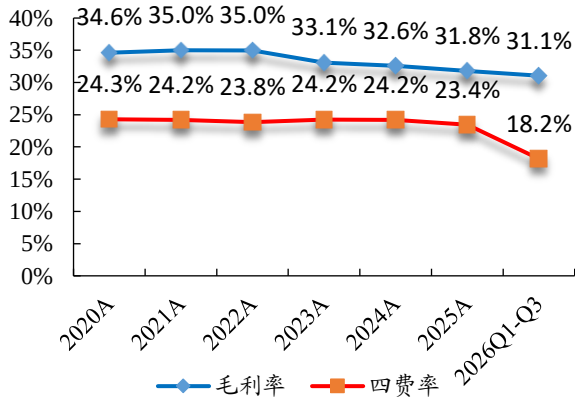
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：左轴为营业收入同比增速，右轴为指数收盘价，时间截止2026年9月30日）

1.1 提质增效持续推进，医药板块运营质量在提升

● **提质增效，运营质量持续提升**

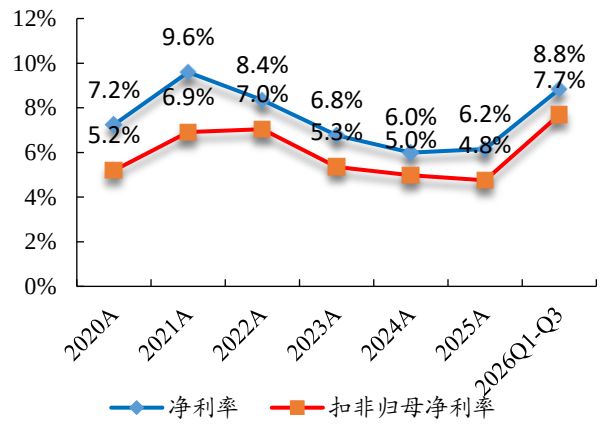
近年来，医药板块整体毛利率基本保持稳定，2022年以后略有波动；2026前三季度，整体费用率下降明显，前三季度整体费用率降至18.2%；拆开看，医药行业在销售、管理、研发方面的费用率均同比下降；销售费用率自2020年以来，持续下降，医疗合规化效果明显；年度看，研发费用率同比下降，医药行业创新驱动研发效率有所提升。整体净利率从2020年的7.2%提高到2026年前三季度的8.8%，扣非归母净利率波动上升，医药企业在提高运营效率等方面持续取得成效。

图2：近5年医药板块费用率稳中有降



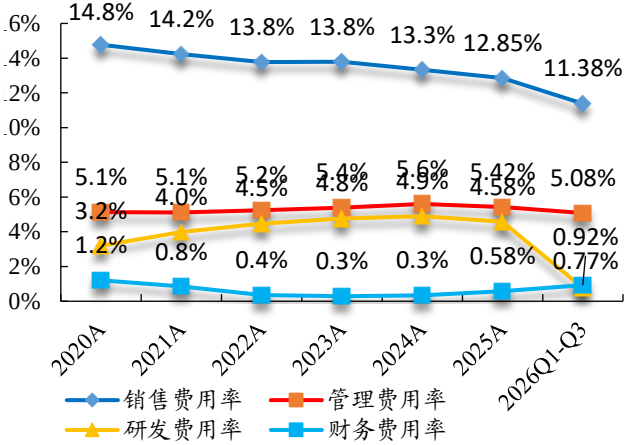
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近5年医药板块盈利能力波动回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近5年医药上市公司费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 各板块经营差异较大，创新药及其产业链率先回升

● **分板块看，经营差异较大，创新药及其产业链率先回升：**

化学制药及生物制品：受益创新药国内放量+出海驱动增长以及集采对板块影响逐步出清，叠加运营质量提升，板块逐步企稳向上；

制药产业链：全球生物医药投融资高涨，AI制药逐步带来新增量，叠加减肥药等现象级的大药放量，制药产业链业绩表现持续优异；

医疗器械：行业拐点明显，行业收入和利润连续两季度实现正增长。随着设备库存持续下降和IVD政策影响逐步边际减弱，我们坚定看好器械行业拐点机会；

医药商业：行业出清持续，龙头连锁药店企业集中度有望稳步提升，且业绩拐点已现，布局正当时；

中药：受政策影响，院内品种企业阶段性承压，品牌OTC龙头经营韧性持续，静待院内外市场同步回暖、板块业绩整体修复；

医疗服务：受政策及消费环境影响，医疗服务公司业绩持续承压，品牌强、运营能力强、AI布局领先的公司有望率先走出困境。

表1：2025年全年归母净利润增速靠前的板块为医疗服务

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

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2026年前三季度归母净利润增速靠前的板块为医疗服务

板块	营业总收入（亿元）	营收同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速
化学制药	3,808.78	1.07%	456.29	26.14%
中药II	2,468.26	-4.50%	264.12	-11.08%
生物制品	841.63	-2.00%	132.22	33.68%
医药商业	7,998.82	1.60%	144.69	-11.37%
医疗器械	2,015.44	8.73%	306.73	10.21%
医疗服务	1,571.56	14.18%	286.06	35.80%

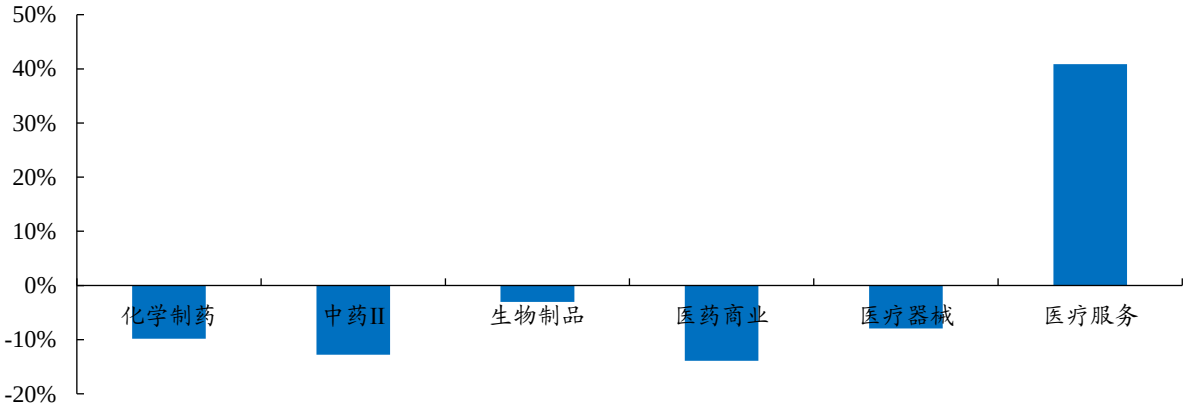
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 2026年前三季度医疗服务领涨整个板块

- **子板块涨跌幅看，医药板块阶段性承压，医疗服务板块表现突出：**

整体上，2026Q1-Q3板块表现较弱。医疗服务里的CXO板块整体表现突出，引领整个板块大涨；此外受AI4S及mRNA技术突破引领生物试剂相关公司大涨，驱动生物制品板块跌幅较小；其他细分领域均有一定回调。

图5：2026年前三季度较年初医疗服务板块大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以行业指数收盘价测算，数据选取区间为：2026年01月01日-2026年09月30日）

1.1 2026前三季度个股表现：各细分领域个股机会依然较多

● 个股方面，各细分赛道机会频出

化学制药：受益于创新药商业化的兑现及核心管线临床数据更新等催化，科伦药业、诺诚健华等涨幅靠前；**医疗器械：**跨界开拓第二增长曲线，五洲医疗、采纳股份、力诺药包等涨幅领先；**医疗服务：**受益于创新药产业链业绩高增长，药明康德、凯莱英、益诺思等领涨CXO及减肥相关产业链；**中药板块：**康惠股份、汉森制药、陇神戎发、众生药业等表现稳健；**医药商业：**整体比较平稳，百洋医药、益丰药房等标的表现优异；**生物制品：**AI4S及mRNA技术突破引领生物试剂相关公司大涨，近岸蛋白、义翘神州、康希诺、奥浦迈等涨幅领先。

表3：板块结构分化，各细分赛道牛股频出

医疗器械			医疗服务			医药商业			生物制品			中药			化学制药		
证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十	证券代码	证券简称	前三季度涨幅前十
301234.SZ	五洲医疗	220.98%	301520.SZ	万邦医药	152.09%	301015.SZ	百洋医药	11.66%	688137.SH	近岸蛋白	300.47%	603139.SH	康惠股份	66.98%	600664.SH	哈药股份	114.49%
301122.SZ	采纳股份	156.23%	688046.SH	药康生物	149.73%	603939.SH	益丰药房	11.05%	301080.SZ	百普赛斯	165.48%	002412.SZ	汉森制药	48.25%	603538.SH	美诺华	108.87%
300246.SZ	宝莱特	90.86%	688796.SH	百奥赛图	141.01%	600272.SH	开开实业	10.23%	301047.SZ	义翘神州	141.41%	300534.SZ	陇神戎发	33.02%	688690.SH	纳微科技	74.70%
301188.SZ	力诺药包	89.45%	688710.SH	益诺思	138.28%	603233.SH	大参林	6.57%	688163.SH	赛伦生物	85.69%	002317.SZ	众生药业	27.73%	000739.SZ	普洛药业	72.61%
688253.SH	英诺特	81.32%	002821.SZ	凯莱英	104.73%	200028.SZ	一致B	4.07%	688105.SH	诺唯赞	81.74%	600479.SH	千金药业	27.03%	688758.SH	赛分科技	70.41%
688677.SH	海泰新光	77.07%	688222.SH	成都先导	91.52%	600998.SH	九州通	2.77%	688185.SH	康希诺	63.31%	600671.SH	天目药业	25.88%	600488.SH	津药药业	64.93%
688026.SH	洁特生物	72.37%	688202.SH	美迪西	90.85%	002589.SZ	瑞康医药	1.55%	688293.SH	奥浦迈	63.22%	600222.SH	太龙药业	20.09%	301281.SZ	科源制药	61.43%
300981.SZ	中红医疗	65.77%	603259.SH	药明康德	88.17%	301017.SZ	漱玉平民	0.89%	688331.SH	荣昌生物	50.84%	002349.SZ	精华制药	19.30%	688428.SH	诺诚健华	41.86%
301093.SZ	华兰股份	60.61%	301230.SZ	泓博医药	68.15%	600713.SH	南京医药	-3.63%	000518.SZ	四环生物	48.96%	002107.SZ	沃华医药	18.33%	002422.SZ	科伦药业	41.15%
301580.SZ	爱迪特	60.10%	300759.SZ	康龙化成	59.21%	601607.SH	上海医药	-6.07%	301393.SZ	昊帆生物	32.99%	300878.SZ	维康药业	18.23%	603669.SH	灵康药业	38.82%

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至2026年9月30日）

1.2 板块估值处于历史低位，重视医药板块投资机会

● **医药板块估值目前处于历史低位：**

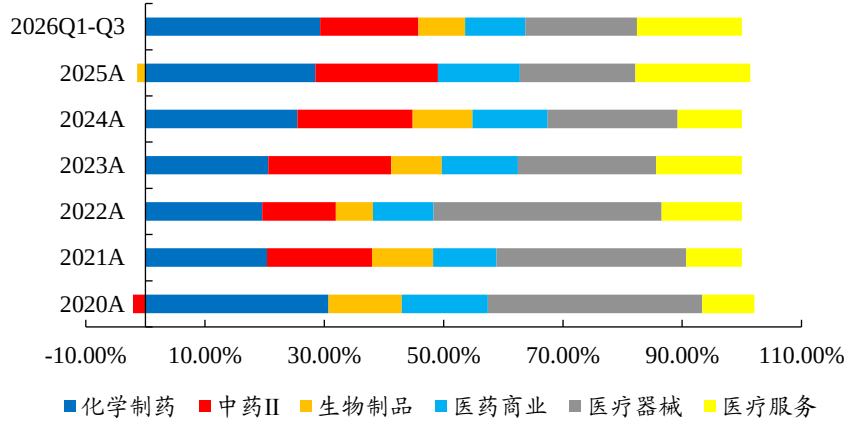
医药板块细估值仍处于历史较低分位，估值性价比明显。当前阶段，医药政策趋于稳定、老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化；同时，创新药械出海、AI赋能、脑机接口、生物制造等加持下，医药各细分领域多点开花，医药板块投资机会值得重点关注。

图6：医药板块估值目前处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2026年前三季度医药细分板块中化学制药、中药板块净利润贡献占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

2.1 生物医药升维成国家新兴支柱产业

生物医药升维成国家新兴支柱产业：

- 2024年3月5日《2024 年国务院政府工作报告》：加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，**创新药首次写入政府工作报告**；后续7月国务院出台《全链条支持创新药发展实施方案》，构建覆盖研发、审评、支付的**创新药全链条政策支撑体系**。
- 2025年3月5日《2025 年国务院政府工作报告》：**优化药品和耗材集采政策**、强化质量评估监管；健全药品价格形成机制，**制定创新药目录，支持创新药与创新医疗器械发展**，统筹集采民生保障与医药产业创新。
- 2026年3月5日《2026 年国务院政府工作报告》提出，培育壮大新兴产业与未来产业，**生物医药首次被明确列为新兴支柱产业**，与集成电路、航空航天、低空经济并列；**配套完善未来产业布局、专精特新培育、耐心资本支持体系**。标志着生物医药产业已从“新兴”迈向“支柱”，获得了顶层设计的强力背书。

表4：政策红利释放，创新药开启新一轮景气周期

发布日期	发布机构	文件名称	核心内容
2024年3月	国务院办公厅	《2024国务院政府工作报告》	生物医药属于战略性新兴产业，**创新药首次**写入国务院政府工作报告。
2024年7月		《全链条支持创新药发展实施方案》	**健全创新药全链条政策支撑**，统筹价格管理、多层次支付、药品配备、投融资等举措，优化审评审批与医疗机构考核；集聚创新资源，加强新药创制基础研究，筑牢产业发展根基。
2025年3月		《2025年国务院政府工作报告》	优化药品和耗材**集采**政策，强化质量评估和监管，让人民群众用药更放心。健全药品价格形成机制，制定创新药目录，**支持创新药和医疗器械发展**。
2026年3月		《2026年国务院政府工作报告》	培育壮大新兴产业与未来产业，**生物医药首次被明确列为新兴支柱产业**，与集成电路、航空航天、低空经济并列；配套完善未来产业布局、专精特新培育、耐心资本支持体系。

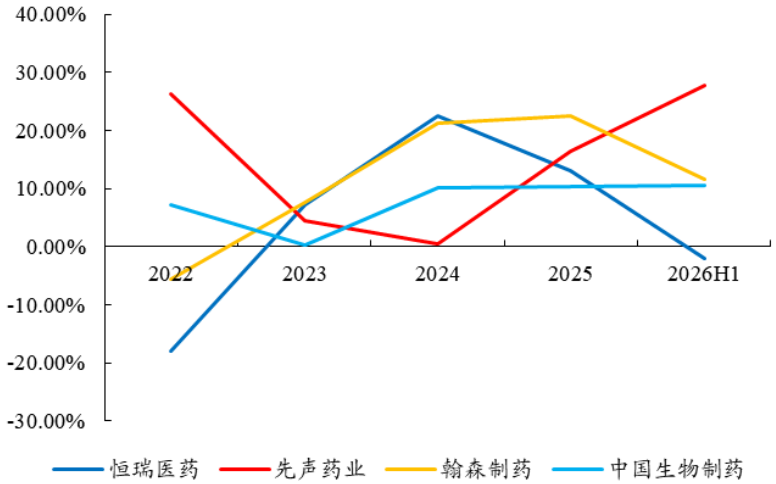
资料来源：国务院办公厅、开源证券研究所

2.2 新旧动能完成转换，头部Pharma业绩恢复稳健增长

创新转型进入收获期，头部Pharma业绩恢复稳健增长

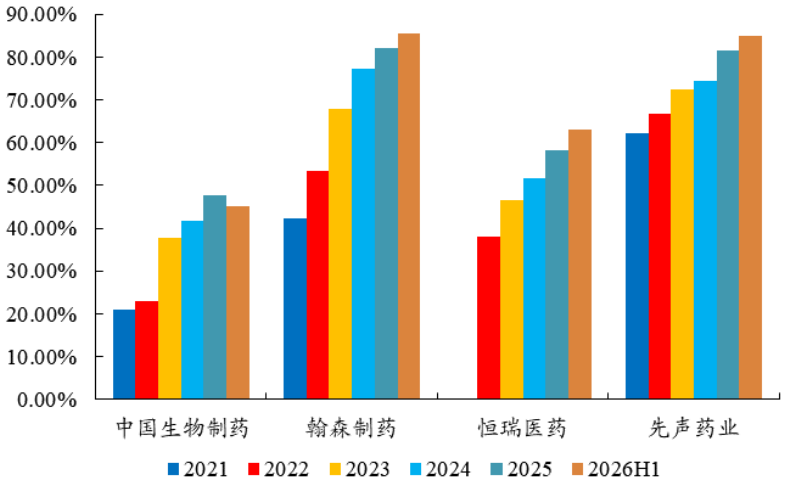
- **头部Pharma营收整体呈恢复趋势，创新药占比提升推动业务结构优化。**2022年以来，头部Pharma逐步走出收入调整阶段；2025年，恒瑞医药、先声药业、翰森制药及中国生物制药营收分别同比增长13.02%、16.52%、22.57%和10.28%，整体延续增长态势。2026H1，先声药业营收同比增长27.76%，较2025年进一步提速；翰森制药及中国生物制药分别增长11.71%和10.64%，保持双位数增长。
- **创新药收入占比整体上行，头部Pharma创新转型持续深化。**2026H1，翰森制药、先声药业及恒瑞医药创新药收入占比分别达到85.40%、84.90%和63.16%，较2022年分别提升32.00、18.00和25.01个百分点；中国生物制药创新药收入占比由2022年的23.00%提升至2026H1的45.20%。整体来看，多数头部Pharma已形成以创新药为主的收入结构，**创新产品商业化放量有望持续支撑收入增长与业绩修复**。

图8：多家Pharma近年收入增速显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：多家Pharma近年创新药收入比例大幅提升



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

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

跨国药企正在经历严峻的专利悬崖周期

➢ **专利悬崖规模：未来5年将有超2600亿美金市场份额产品专利到期**

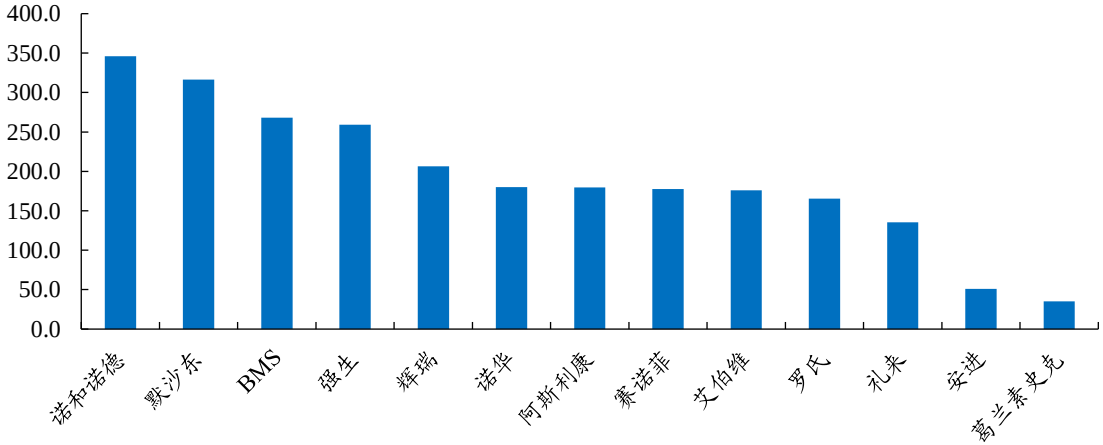
以2025年全球销售额超20亿美金的大单品（非疫苗类）为计算口径，未来5年内（2026年-2031年）约有40个大单品的在美核心专利将陆续到期，涉及年销售额合计超$2600亿美元。

➢ **专利即将到期大单品：多个年销售额超百亿美元的“超级重磅炸弹”药物将在美国等市场相继失去专利保护**

多个年销售额超百亿美元的“超级重磅炸弹”药物将在美国市场相继失去专利保护，原研药销售额或将面临断崖式下滑，多MNC将产生较大收入缺口。

- 肿瘤免疫领域：帕博利珠单抗（MSD，$31.6B）、纳武利尤单抗（BMS、$10.1B）等；
- 血液瘤领域：达雷妥尤单抗（强生、$14.4B）、阿可替尼（AZ、$3.5B）等；
- 减重领域：司美格鲁肽（诺和诺德、$31.3B）、口服司美格鲁肽（诺和诺德、$3.4B）；
- 自免领域：度普利尤单抗（赛诺菲、$17.8B）、奥瑞利珠单抗（罗氏、$8.5B）等；

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



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

图11：未来五年在美专利到期大单品



数据来源：Insight

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

跨国药企研发效率承压，倒逼外部创新布局

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

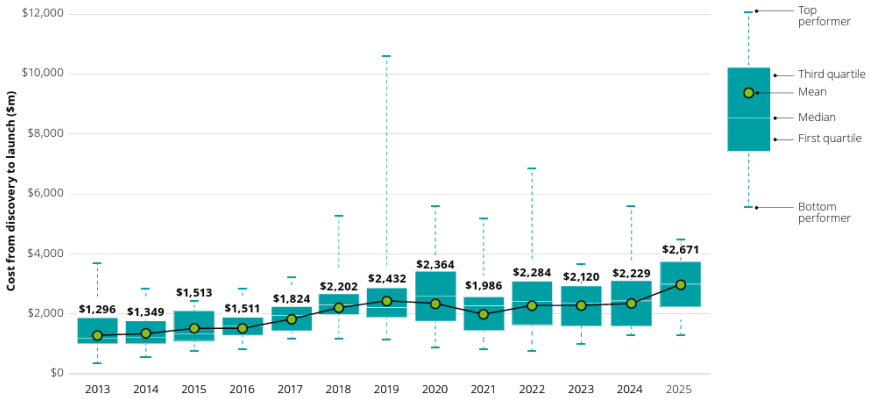
- **研发成本急剧攀升**

根据Deloitte最新报告（分析全球TOP20跨国药企 ），药物研发（从发现到上市）的平均成本总体呈上升趋势，2025年达到26.71亿美元（2024年为22.29亿美元）。

- **投资回报率（IRR）持续下滑（若扣除GLP-1/GIP类药物）**

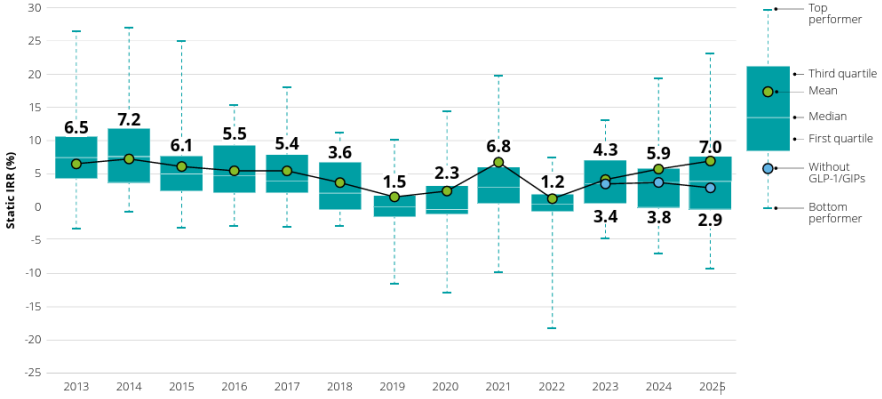
根据Deloitte最新报告（分析全球TOP20跨国药企 ）， 2013-2022年药企IRR呈下滑趋势，2023-2025年有所回升。若将GLP-1/GIP类药物排除，则行业研发生产力的整体状况显著恶化，2025年投资回报率仅为2.9%（低于2024年的3.8%）。

图12：药物研发（从发现到上市）的平均成本逐年攀升（百万美元）



数据来源：Deloitte 2026（*全球TOP20跨国药企 ）

图13：研发投资收益率（IRR）呈下滑趋势（扣除GLP-1/GIP类药物）



数据来源：Deloitte 2026（*全球TOP20跨国药企 ）

2.4 全球创新药变局：全球BD交易持续活跃，中国创新药哺育全球市场

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

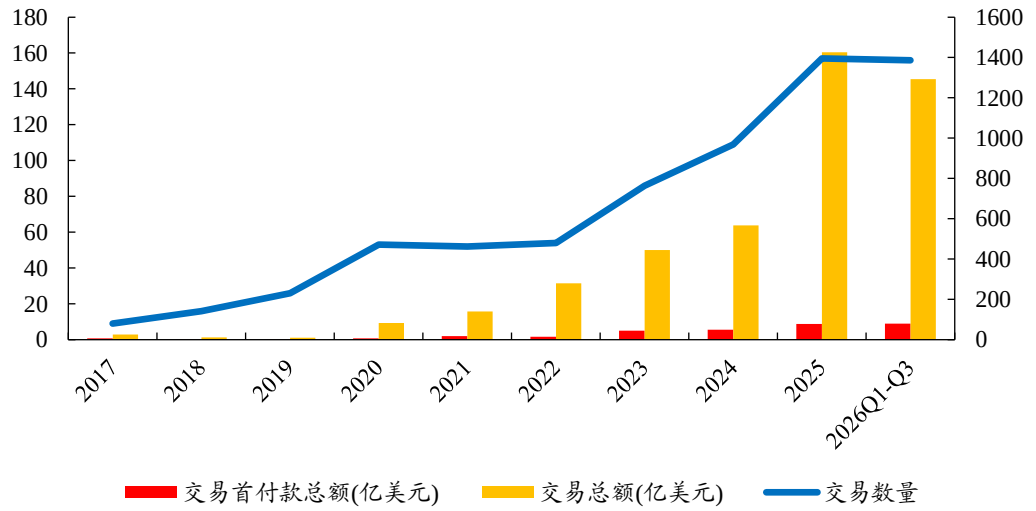
➢ **中国License-out交易数量及金额持续增长**

近年来，中国License-out交易数量及金额一直呈上升趋势。2025年，中国License-out交易数量达157笔，交易总金额超1426亿美金；2026Q1-Q3交易数量接近2025年全年，交易首付款已经超过2025年全年。

➢ **中国作为转让方的占比也持续提升**

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

图14：中国License-out交易数量及金额持续增长（亿美金）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图15：中国作为转让方，活跃度持续上升



数据来源：Insight

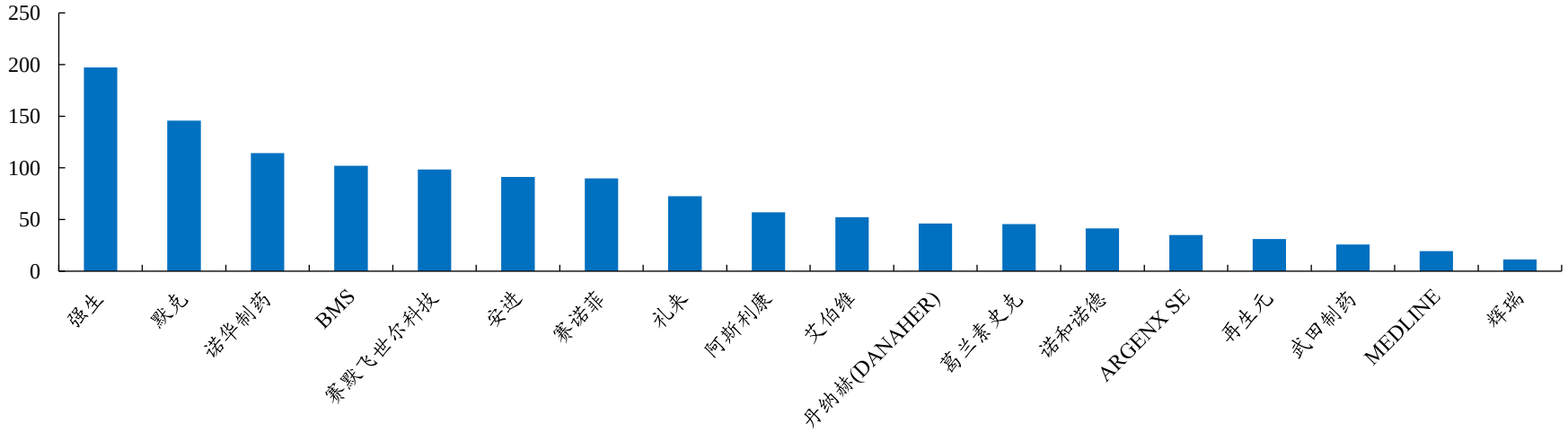
2.5 全球创新药变局：跨国药企具备充沛的用于外部增长的现金水平

➢ **MNC拥有充沛现金流**

截至2025年年报，Top 18药企的在手现金及现金等价物充裕。

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

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



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

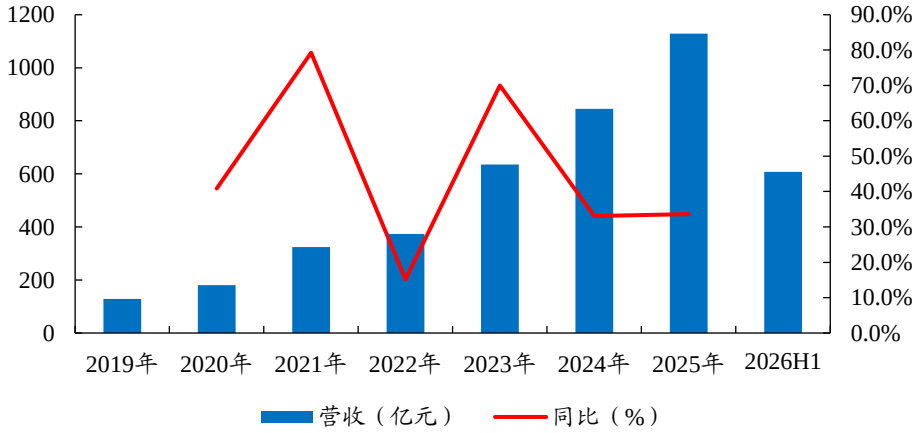
➢ **中国Biotech收入整体呈快速增长趋势**

2019年-2025年中国Biotech营收CAGR约为43%，远超同期传统医药板块增速。中国Biotech板块体现出管线梯队逐渐成熟、商业化能力不断夯实的向好趋势。2025 年，36 家中国 Biotech 企业实现营收1129亿元，同比增长33.64%；2026H1实现608亿元。龙头Biotech企业已实现多产品线或国际化布局，整体收入维持稳定高增，如百济神州、信达生物；部分中小型 Biotech 公司凭借其核心产品，收入快速增长，如艾力斯、君实生物、荣昌生物等公司。

➢ **中国Biotech板块亏损绝对额逐年收窄，2026H1实现扭亏，改善趋势明确**

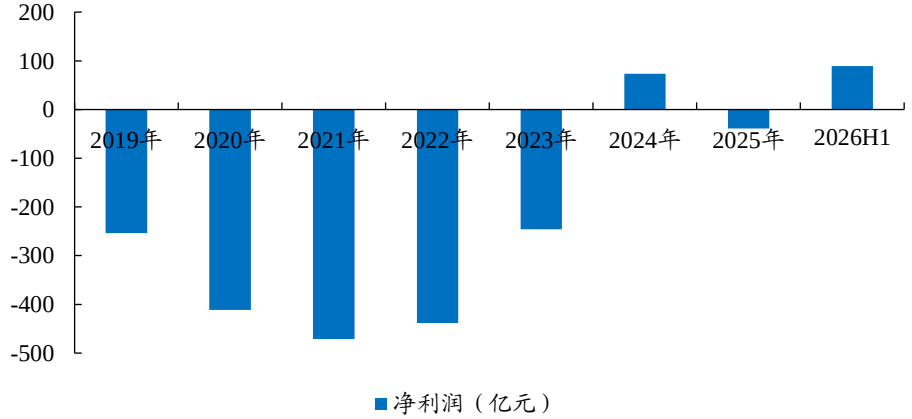
中国Biotech板块利润从2020年约亏损410亿元的低谷显著收窄，行业从“烧钱扩张”向“质量增长”的范式切换正在加速兑现。2024年受超大BD首付款影响，中国Biotech整体首次达到盈利。 2025 年，36 家中国 Biotech 企业实现利润-39亿元；2026H1，中国 Biotech 企业实现净利润89亿元，明确扭亏。其中，诺诚健华、荣昌生物、百济神州、荃信生物、乐普生物以及信达生物于2025年首次扭亏为盈；2026H1，泽璟制药、前沿生物、康诺亚、加科思、科伦博泰等公司也陆续转正。2027年后有望有更多创新药公司进入盈利，进入可持续性发展。

图17：中国 Biotech 整体营收快速增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：中国Biotech整体亏损情况逐渐改善（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.7 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（1）泛肿瘤领域：二代IO有望成为新一代SOC，看好国产新药持续BD潜力

- **市场规模：二代IO全球前在市场规模超千亿美金**

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

- **2026年/2027年催化：全球III期数据揭盲，多个资产有望进入注册III期**

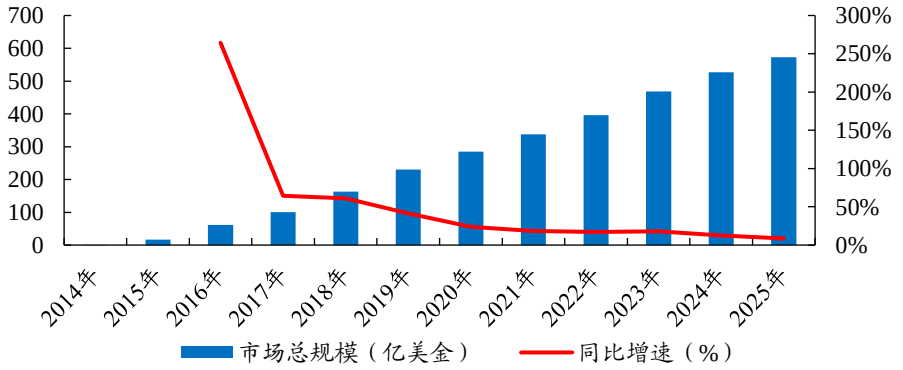
AK112（康方生物）：2H26有望进行H3鳞癌队列最终PFS+期中OS；JS207（君实生物）：联用JS212（EGFR/HER3 ADC）有望于26H2获得初步分析数据；SSGJ707（三生制药/辉瑞）：全球临床持续加速，有望在2027年开展多个注册临床；MK2010（中生/MSD）：有望在明年开展与ADC联用的注册临床。

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

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

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

图19：PD-(L)1 单抗药物全球市场规模持续增长（单位：亿美元）



数据来源：Insight、开源证券研究所

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

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

资料来源：Insight、开源证券研究所

（2）泛肿瘤领域：泛瘤种ADC有望迭代化疗成为新一代SOC

- **看好泛瘤种ADC联合二代IO成为新一代SOC，2027年有望多个IO plus资产开展联合ADC注册临床**

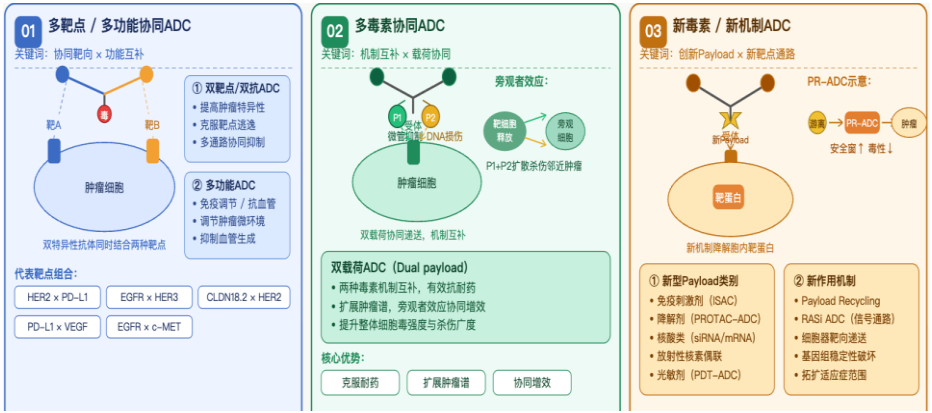
各公司加速布局二代IO联合ADC的多适应症探索性临床，2026年读出了多个联合用药方案，2027年有望有多个IO双抗资产开展联合ADC的注册临床。BioNTech今年已读出普密妥米单抗联合HER2 ADC/TROP2 ADC/B7H3 ADC在NSCLC、TNBC、SCLC等在多种实体瘤中的早期数据；JS207（君实生物）：联用JS212（EGFR/HER3 ADC）有望于26H2获得初步分析数据。MSD：有望在明年开展MK2010与ADC联用的注册临床。

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

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

- **受益标的：**百利天恒、科伦博泰、君实生物、映恩生物、荣昌生物等。

图21：ADC研发迈向靶点多元化、载荷组合化等作用机制创新化的协同发展阶段



资料来源：Insight、开源证券研究所

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

药物	分期	方案	靶点	成分类别	适应症	地区	目标入组人数	试验开始日期	主要指标完成日期	中介者
普密妥米单抗	I/II期	普密妥米单抗 DB-1305	PD-L1，VEGFA TROP2	双特异性抗体 抗体偶联ADC	2/3L+ 实体瘤	中国内地,美国,波多黎各	1123	2022-07-19(实际)	2025-06-30(预计)	映恩生物&BioNTech
	I/II期	普密妥米单抗 Trastuzumab pamirtecan	PD-L1，VEGFA HER2	双特异性抗体 抗体偶联ADC	HER2低表达乳腺癌 HER2阳性乳腺癌 三阴性乳腺癌	中国内地,美国,法国,摩尔多	380	2025-04-23(实际)	2028-05-01(预计)	BioNTech&映恩生物&普米斯
	I/II期	普密妥米单抗 DB-1311	PD-L1，VEGFA B7-H3	双特异性抗体 抗体偶联ADC	非小细胞肺癌 小细胞肺癌	中国内地,美国,法国,意大利	594	2025-05-02(实际)	2027-08-01(预计)	BioNTech&映恩生物&普米斯
	II期	普密妥米单抗 DB-1305 DB-1311	PD-L1，VEGFA TROP2 B7-H3	双特异性抗体 抗体偶联ADC	实体瘤	中国内地,美国,中国台湾,澳	492	2025-07-18(实际)	2030-06-30(预计)	映恩生物&BioNTech
	I/II期	普密妥米单抗 YL202	PD-L1，VEGFA HER3	双特异性抗体 抗体偶联ADC	2/3L+ 实体瘤	美国,英国,澳大利亚	550	2025-08-12(实际)	2028-05-01(预计)	BioNTech&宜联生物&普米斯
	I/II期	普密妥米单抗 YL202	PD-L1，VEGFA HER3	双特异性抗体 抗体偶联ADC	非小细胞肺癌	中国内地,美国,德国,意大利	420	2025-09-22(实际)	2029-01-01(预计)	BioNTech&宜联生物&普米斯
	I/II期	普密妥米单抗 BNT3212	PD-L1，VEGFA EGFR，HER3	双特异性抗体 双特异性ADC	2/3L+ 实体瘤	中国内地,澳大利亚	375	2025-08-27(实际)	2027-12-01(预计)	普米斯&BioNTech
RC148	I/II期	RC88 维迪西妥单抗 RC148	MSLN HER2 VEGF，PD-1	抗体偶联ADC 抗体偶联ADC 双特异性抗体	2/3L+ 实体瘤	中国内地	221	2023-09-14(实际)	2025-12-31(预计)	荣昌生物
	I/II期	Cletatug vedotin RC148	CLDN-18.2 VEGF，PD-1	抗体偶联ADC 双特异性抗体	2/3L+ CLDN 18.2阳性 实体瘤 2/3L+ CLDN 18.2阳性 胃癌	中国内地	48	2023-08-03(实际)	2026-02-28(预计)	荣昌生物
	II期	维迪西妥单抗 RC148	HER2 VEGF，PD-1	抗体偶联ADC 双特异性抗体	1L HER2低表达乳腺癌	中国内地	40	2025-02-10(实际)	2026-10-01(预计)	荣昌生物
MHB039A	I/II期	MHB036C MHB039A	TROP2 PD-1，VEGF	抗体偶联ADC 双特异性抗体	2/3L+ 非小细胞肺癌	中国内地	300	2025-05-09(实际)	2029-05-01(预计)	明慧医药
	II期	MHB036C MHB039A	TROP2 PD-1，VEGF	抗体偶联ADC 双特异性抗体	实体瘤/乳腺癌	中国内地	210	2025-09-30(实际)	2029-08-01(预计)	明慧医药
	I/II期	MHB088C MHB039A	B7-H3 PD-1，VEGF	抗体偶联ADC 双特异性抗体	2/3L+ 实体瘤	中国内地	116	2025-09-18(实际)	2029-08-01(预计)	明慧医药
JS207	II期	特瑞普利单抗 JS207 AWT020 JS212	PD-1 PD-1，VEGFA PD-1，IL2/15Rβγc EGFR，HER3	单特异性抗体 双特异性抗体 抗体偶联ADC 双特异性抗体	2/3L+ 非小细胞肺癌，小细胞肺癌	中国内地	864	2025-12-30(预计)	2027-11-30(预计)	君实生物
	II期	Bulumtatug Fuvedotin JS207	Nectin-4 PD-1，VEGFA	抗体偶联ADC 双特异性抗体	1L 三阴性乳腺癌	中国内地	80	2025-09-17(实际)	2028-03-22(预计)	君实生物
SSGJ-707	I/II期	Sigvotatug vedotin SSGJ-707	ITGB6 PD-1，VEGF	抗体偶联ADC 双特异性抗体	1L 鳞癌肺癌	-	162	2025-11-17(预计)	2029-03-08(预计)	辉瑞

数据来源：Insight、开源证券研究所

（3）泛肿瘤领域：pan-RAS突破“不可成药”，有望成为RAS突变患者广谱解决方案

- **全球市场规模较大**

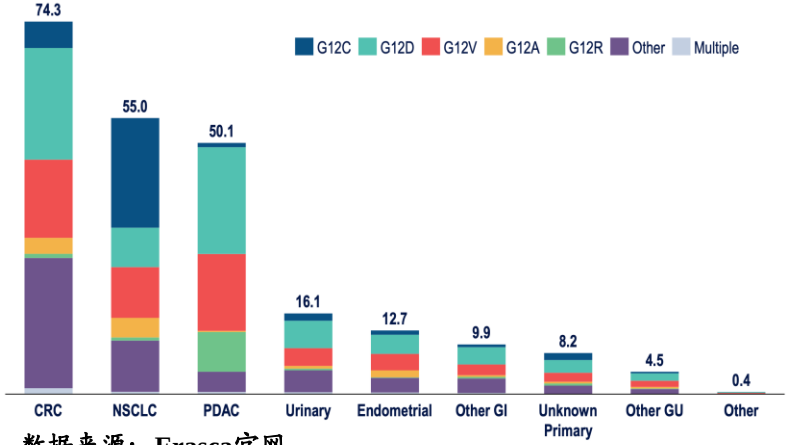
RAS为常见的肿瘤驱动基因，突变多发于胰腺癌、结直肠癌、肺癌。全球癌症患者约 30%出现 RAS 突变，其中以KRAS 突变为主，每年全球约有270万的带有KRAS突变的新增病例。

- **全新广谱解决方案**

目前，全球仅KRAS G12C抑制剂为KRAS G12C患者唯一解决方案，但KRAS G12C 仅覆盖了 RAS 突变谱系中的一小部分，更为普遍且预后更差的突变亚型，如KRAS G12D 和KRAS G12V 等突变依然缺乏有效的针对性疗法。 以Pan-RAS 抑制剂为代表的分子胶（RAS-ON 抑制剂）可针对RAS-ON 状态、以及G12D 和G12V 等非 G12C 突变均提供了可行的治疗手段。目前，国内劲方生物、加科思（BD给AZ）、贝达药业等公司均已布局并进入临床阶段，看好后续参与全球市场竞争。

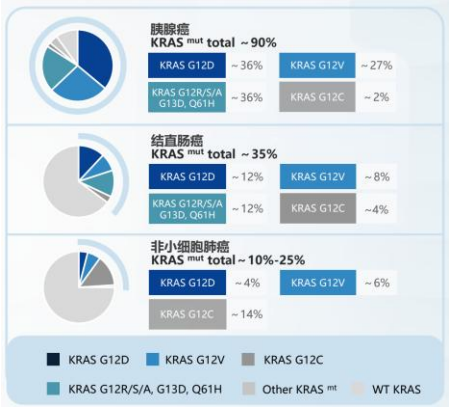
- **受益标的：**劲方生物、加科思、贝达药业等。

图23：美国受 KRAS 突变肿瘤影响的患者超20万（单位：千人）



数据来源：Erasca官网

图24：KRAS高表达于胰腺癌、CRC及NSCLC



数据来源：加科思2025年年报PPT

图25：首款pan-RAS分子胶催高Revolution股价



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

- **全球MNC持续布局B细胞清除赛道，2026年有望迎来行业PoC**

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

- **看好自免药物口服化、长效化研发趋势，国内多药企已布局**

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

- **受益标的：**科伦博泰、康诺亚、科济药业、石药集团、恒瑞医药等。

表5：全球加速布局In vivo CAR-T领域

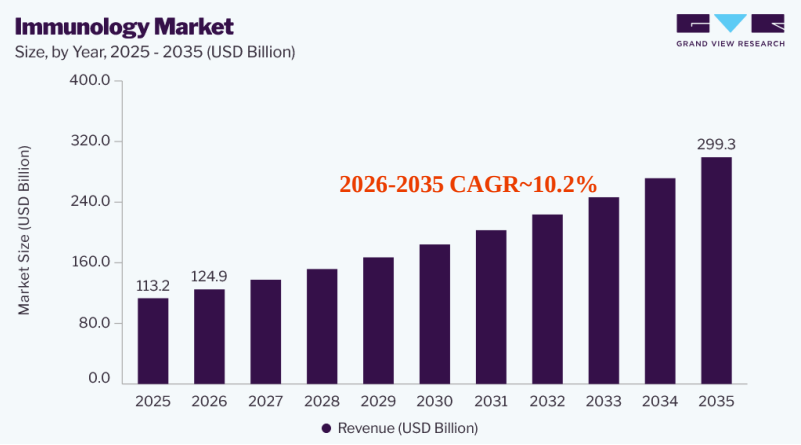
转让方	受让方	交易时间	交易金额（亿美元）	项目	项目类型
Kelonia Therapeutics	礼来制药	2026-04-20	交易总额：70亿美元，首付款：32.5亿美元	KLN-1010	药品，企业
Cellinfinity Bio	宜明细胞生物	2026-03-16	-	CIB-301，CIB-350	药品
晶泰科技	尧唐生物	2026-02-23	-	in vivo CAR-T(晶泰科技)	技术/平台，药品
Orna Therapeutics	礼来制药	2026-02-09	交易总额：24亿美元	ORN-252	药品，企业
Syenex	LeucidBio	2025-12-15	-	LEU-011	药品，技术/平台
Kelonia Therapeutics	强生制药	2025-11-05	-	-	药品，技术/平台
Ginkgo Bioworks	STRM.BIO	2025-10-23	-	In Vivo CAR-T(Ginkgo Bioworks)	药品
National Research Council Canada	ME Therapeutics	2025-10-16		In Vivo CAR-T，In Vivo CAR-M	技术/平台，药品
Orbital Therapeutics	百时美施贵宝制药	2025-10-10	交易总额：15亿美元	OTX-201	药品，企业，技术/平台
上海天泽云泰生物	北京沙砾生物	2025-09-02	-	-	技术/平台
Interius BioTherapeutics	Kite Pharma	2025-08-21	交易总额：3.5亿美元	-	企业
楷拓生物	思路迪医药	2025-08-20	-	，3[illegible]29	技术/平台，药品
Capstan Therapeutics	艾伯维生物制药	2025-06-30	交易总额：21亿美元	CPTX2309	药品，企业，技术/平台
EsoBiotec	阿斯利康制药	2025-03-17	交易总额：10亿美元，首付款：4.25亿美元，里程碑付款：5.75亿美元	-	企业，技术/平台
原启生物	Umoja Biopharma	2025-05-08	-	In vivo CAR-T(Umoja Biopharma)	药品
Orna Therapeutics	先博生物	2025-01-15	-	ORN-328	药品

数据来源：Insight、开源证券研究所

（4）自免领域：关注免疫重点细分赛道—泛适应症靶点

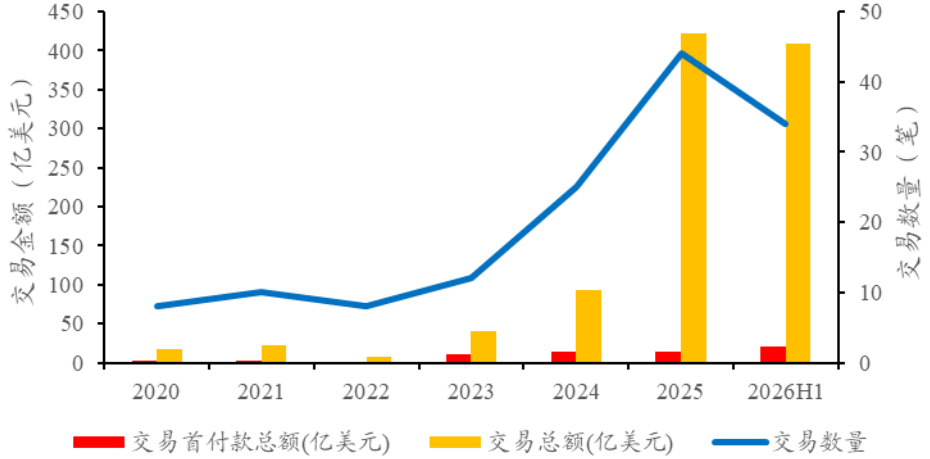
- **自身免疫及慢性炎症性疾病患病人数增长、生物制剂渗透率提升、医疗支出增加及药企研发投入加大**，共同驱动市场扩容。根据Grand View Research数据，**2025年全球免疫学市场规模达1,132亿美元，预计2026年增长至1,249亿美元，并于2035年达到2,993亿美元，2026-2035年复合增速为10.2%。**
- **近年来，中国免疫领域License-out交易数量及金额整体呈上升趋势。**2025年，全球免疫领域医药交易总额达1070.09亿美元，中国共达成44笔License-out交易，交易总金额超过422亿美元，**占全球交易总额的39%以上。2026H1交易总金额进一步增至409.31亿美元，已超过2025年全年90%**，彰显中国自免创新药研发实力及国际市场认可度持续提升，资产出海有望成为行业重要增长动力。

图26：全球免疫市场持续扩容，预计2035年规模将达2,993亿美元



数据来源：GRAND VIEW RESEARCH、开源证券研究所

图27：中国免疫药物License-out交易金额呈增长趋势



数据来源：Insight、开源证券研究所

2.7 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（4）自免领域：关注免疫重点细分赛道—泛适应症靶点

- **全球免疫重磅药物商业化表现亮眼，头部品种面临专利到期与竞争加剧。**2025年Dupixent（度普利尤单抗）和Skyrizi（利生奇珠单抗）分别实现全球销售额177.4亿美元和175.6亿美元，成为百亿自免重磅品种；Rinvoq（乌帕替尼）销售额达83亿美元，Cosentyx（司库奇尤单抗）和Entyvio（维得利珠单抗）销售额分别为66.7亿美元和64.1亿美元。部分成熟品种正陆续面临核心专利到期及生物类似药竞争，行业逐步进入存量品种竞争加剧与新一代创新药接续放量并行的发展阶段。**专利到期为具备差异化机制和临床优势的创新药创造了新的竞争与发展机遇。**

- **高患病率适应症构筑市场基础，成熟靶点的适应症拓展与新机制药物的持续突破共同驱动免疫领域增长。**从适应症看，**银屑病、特应性皮炎、炎症性肠病、类风湿关节炎等**是重磅免疫药物的重要布局方向。头部产品通过拓展适应症持续打开市场空间，通过扩大患者覆盖范围提升单品种的商业化潜力。从靶点看，**IL-4Rα、JAK1、IL-17A以及IL-23p19等已形成多个重磅药物**，其中IL-23通路产品持续向银屑病及IBD等适应症拓展，JAK1抑制剂则凭借口服给药及多适应症布局占据重要市场地位。

表6：2025年全球自免重磅药物陆续进入专利到期与竞争加剧阶段

商品名	通用名	2025年全球销售额（亿美元）	公司	靶点	核心适应症	首次获批时间	核心专利到期（预计，美国）
Dupixent	度普利尤单抗	**177.4**	赛诺菲、再生元	IL-4Rα	特应性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉等	2017年	2031年
Skyrizi	利生奇珠单抗	**175.6**	艾伯维	IL-23 p19	银屑病、银屑病关节炎、炎症性肠病	2019年	2033年
Rinvoq	乌帕替尼	**83**	艾伯维	JAK1	类风湿关节炎、特应性皮炎、炎症性肠病、强直性脊柱炎等	2019年	2033年
Cosentyx	司库奇尤单抗	**66.7**	诺华	IL-17A	银屑病、银屑病关节炎、强直性脊柱炎等	2015年	2029年
Entyvio	维得利珠单抗	**64.1**	武田制药	α4β7整合素	炎症性肠病	2014年	2032年
Stelara	乌司奴单抗	**60.8**	强生	IL-12/23 p40	银屑病、银屑病关节炎、炎症性肠病	2009年	2023年
Tremfya	古塞奇尤单抗	**51.6**	强生	IL-23 p19	银屑病、银屑病关节炎、炎症性肠病	2017年	2031年

数据来源：各公司官网、UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION、开源证券研究所

（4）自免领域：关注免疫重点细分赛道—泛适应症靶点

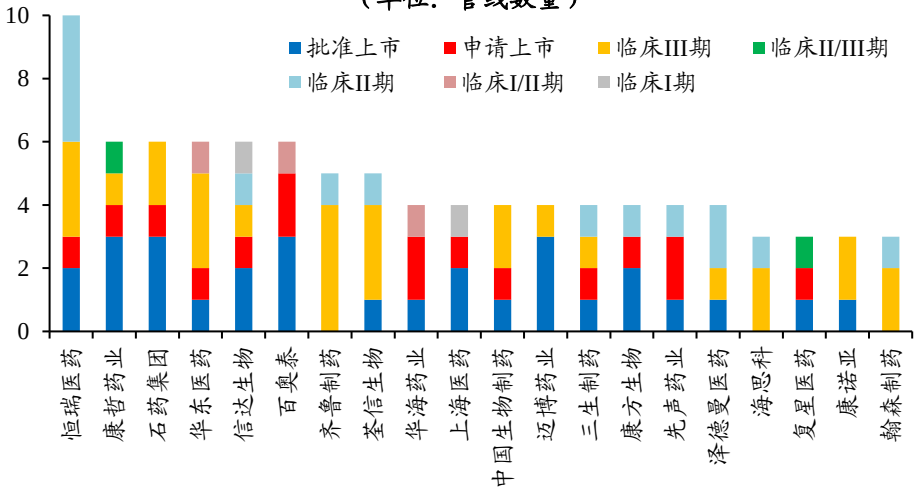
- **自免适应症具备高患者基数。** 根据GBD 2023数据，在纳入比较的六类疾病中，哮喘全球患病人数最多，约3.63亿，特应性皮炎居次，约2.53亿。中国特应性皮炎患病人数约5,850万，约为美国（460万）的12.7倍，显示出较大的潜在患者覆盖空间。银屑病和类风湿关节炎全球患病人数分别约3,085万和1,848万，炎症性肠病和斑秃也分别覆盖约391万和356万患者。**建议重点关注哮喘、特应性皮炎、银屑病、类风湿关节炎、炎症性肠病和斑秃六大高患者基数适应症**。
- **国内创新药加速布局高患者基数免疫适应症。**国内六大高基数免疫性疾病赛道管线布局集中于恒瑞医药、康哲药业、石药集团、华东医药、信达生物等头部企业，行业分化显著；其中恒瑞医药管线储备最为丰富，部分企业已实现产品获批商业化，齐鲁制药、荃信生物、康诺亚等企业管线集中于临床 III 期，后续有望迎来申报上市收获期，**建议重点关注管线储备充足、临床进度靠前的相关标的**。

表7：全球患者基数较大的六大免疫性疾病

适应症	患病人数（10万人）			新发病例数（/10万例）		
	全球	美国	中国	全球	美国	中国
哮喘	3626.59	363.36	459.92	662.82	20.08	80.29
特应性皮炎	2534.58	46.02	585.03	321.2	5.46	75.49
银屑病	308.55	20.04	65.74	39.26	2.21	8.15
类风湿关节炎	184.77	14.73	49.85	10.23	0.82	2.58
炎症性肠病	39.11	8.32	1.76	3.82	0.72	0.25
斑秃	35.6	2.94	6.22	62.75	5.17	10.92

数据来源：GBD 2023、开源证券研究所

图28：布局六大高患者基数免疫性疾病临床管线的中国企业TOP20（单位：管线数量）



数据来源：Insight、开源证券研究所

2.7 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（4）自免领域：关注免疫重点细分赛道—泛适应症靶点

- **泛适应症靶点具备跨疾病拓展潜力，建议关注成熟靶点的商业化兑现与新兴机制的差异化突破。TNF-α、JAK1**等靶点覆盖多类高患者基数免疫疾病，研发及商业化验证较为充分；**IL-4Rα、IL-17A、IL-23p19及TYK2**等靶点在研管线持续推进，有望通过核心适应症突破及后续适应症拓展打开成长空间；**TSLP、PDE4B、AHR**等机制则提供差异化布局机会。

- **建议关注具备多靶点研发能力、后期临床及注册管线储备、成熟商业化体系**的**恒瑞医药、中国生物制药、石药集团**等企业，以及围绕**优势靶点形成特色布局**的**康诺亚、三生国健、荃信生物、诺诚健华**等企业，结合临床疗效、安全性及竞争格局筛选优质资产。

表8：覆盖六大高患者基数免疫性疾病的靶点分布TOP10

靶点	覆盖适应症	PhI/II	PhII	PhII/III	PhIII	NDA	上市	总计
JAK1	特应性皮炎、银屑病、类风湿关节炎、斑秃、炎症性肠病、哮喘	2	8	4	16	3	7	40
TYK2	斑秃、特应性皮炎、银屑病、炎症性肠病	2	2	3	13	0	2	22
JAK2	斑秃、特应性皮炎、银屑病、类风湿关节炎	1	1	0	1	1	3	7
TNF-α	银屑病、类风湿关节炎、炎症性肠病	0	5	0	0	9	34	48
AHR	特应性皮炎、银屑病、炎症性肠病	0	2	1	0	0	3	6
PDE4B	特应性皮炎、银屑病、炎症性肠病	0	2	1	1	0	2	6
IL-4Rα	哮喘、特应性皮炎	1	7	0	6	7	1	22
TSLP	哮喘、特应性皮炎	1	6	1	7	0	0	15
IL-17A	银屑病、类风湿关节炎	1	0	0	3	4	6	14
IL-23p19	银屑病、炎症性肠病	1	2	0	2	3	2	10

数据来源：Insight、开源证券研究所

表9：布局六大高患者基数自免疾病TOP10靶点的国内药企

靶点	TNF-α	IL-4Rα	TSLP	IL-17A	IL-23p19	JAK1	JAK2	TYK2	PDE4B	AHR
恒瑞医药	√	√	√	√	√	√	√	√		
中国生物制药（正大天晴）	√	√	√		√	√	√	√		
齐鲁制药		√	√	√	√	√	√	√		
石药集团		√	√	√	√	√		√		
信达生物	√	√	√		√	√			√	
翰森制药	√			√	√	√	√	√		
康哲药业		√			√	√	√	√		
先声药业	√	√	√			√		√		
三生国健	√	√	√	√						
诺诚健华				√	√	√		√		
荃信生物		√	√	√	√					
泽璟制药						√	√	√		√
华东医药	√	√				√	√			
科伦博泰	√		√			√	√			
洛启生物	√	√	√		√					
康诺亚		√	√		√					
智翔金泰		√	√	√						
海思科	√			√					√	
百奥泰	√	√		√						
迈威生物	√	√	√							
复宏汉霖	√	√			√					
海正药业	√	√						√		
康方生物		√		√						
君实生物	√			√						
和美药业	√								√	
健康元		√	√							
微芯生物						√		√		
丽珠医药				√						
益方生物								√		

数据来源：Insight、开源证券研究所

KYSEC

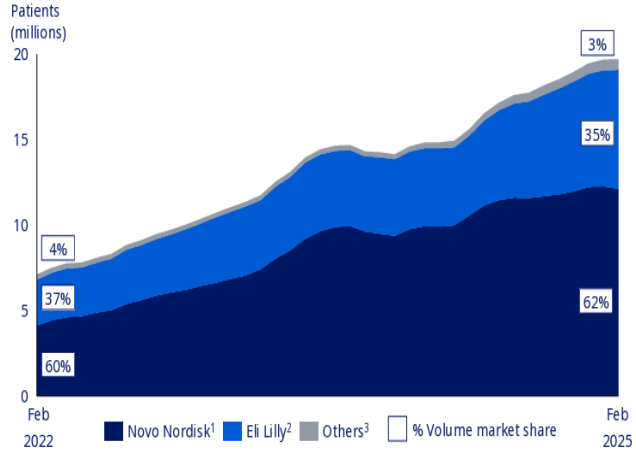
2.7 创新药投资思路（一）：从大适应症看主线机会

（5）减重代谢：诺和诺德与礼来主导GLP-1市场，核心产品覆盖降糖与减重

- **诺和诺德与礼来凭借核心产品组合，已形成全球GLP-1市场双寡头主导格局。**诺和诺德以司美格鲁肽为核心，通过Ozempic、Rybelsus及Wegovy覆盖降糖与体重管理，并布局注射及口服剂型；礼来以替尔泊肽为核心，通过Mounjaro及Zepbound分别拓展降糖与减重市场，其GIP/GLP-1双受体激动机制推动多靶点治疗发展。根据诺和诺德援引的IQVIA数据，截至2025年2月，**诺和诺德与礼来的全球GLP-1用量份额分别为62%和35%，合计达97%**。随着口服剂型及多靶点产品持续发展，竞争将进一步围绕疗效、耐受性、给药便利性与支付可及性展开。

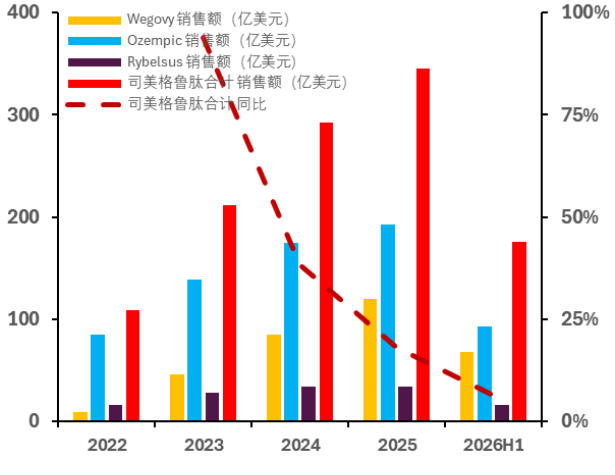
- **近3年来，以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的GLP-1RA类药物快速放量。诺和诺德**司美格鲁肽2025年全球销售额约345亿美元（同比+17.92%）；2026H1全球销售额约175.2亿美元（同比+6.18%），占2026H1总营收的75.52%。**礼来**替尔泊肽2025年全球销售额约365亿美元（同比+121.71%），2026Q1-Q3全球销售额约437.68亿美元（同比+76.22%），2026Q3全球销售额达160.75亿美元（同比+59.11%），占总营收244亿美元的65.89%，显著超过市场预期，公司将全年收入指引上调至910亿至920亿美元。GLP-1RA类药物正在彻底改变糖尿病与肥胖症的治疗范式，将为整个代谢性疾病领域带来持久的创新动力与市场机遇。

图29：诺和诺德与礼来的全球GLP-1用量份额分别为62%和35%，合计达97%



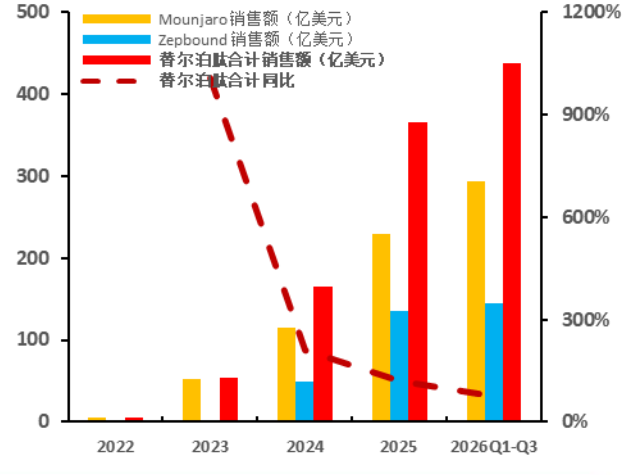
数据来源：诺和诺德官网、2025Q1财报

图30：诺和诺德司美格鲁肽正在快速放量



数据来源：诺和诺德官网、开源证券研究所

图31：礼来替尔泊肽正在快速放量

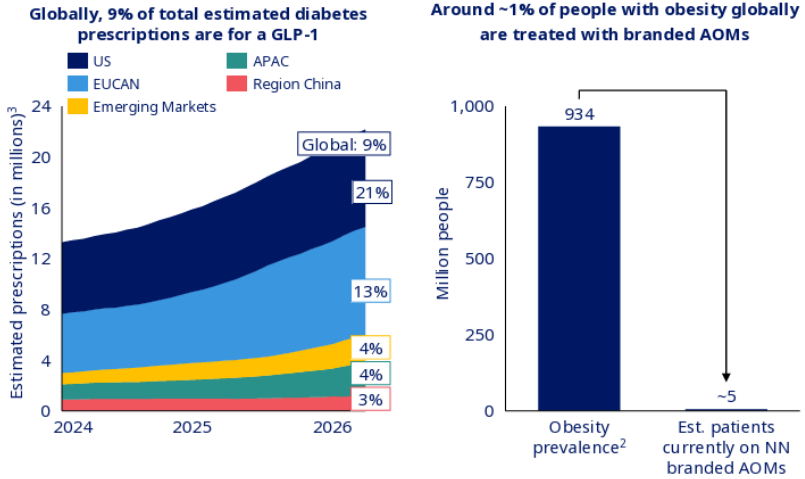


数据来源：礼来官网、开源证券研究所

（5）减重代谢：庞大患者基数叠加低治疗渗透率，支撑减重降糖长期成长

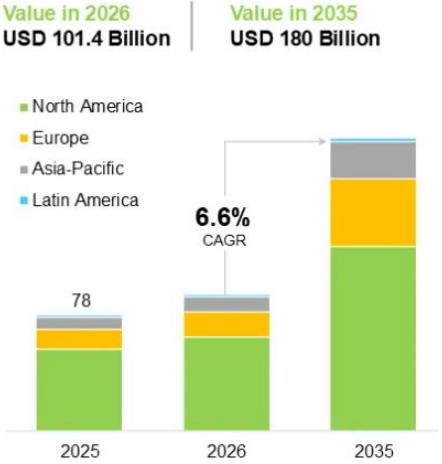
- **全球糖尿病与肥胖患者基数庞大，接受品牌减重药物治疗的肥胖患者比例仅约1%，现有药物治疗覆盖仍有较大提升空间。**根据IDF《糖尿病地图》第11版，2024年全球20-79岁糖尿病患者约5.89亿，预计2050年增至8.53亿，增幅约45%。诺和诺德2026年Q2材料显示，全球肥胖患者超过9亿，其中约90%位于美国以外；截至2026年5月，GLP-1仅占全球糖尿病处方约9%，接受品牌减重药物治疗的肥胖患者比例仅约1%。我们认为，随着支付可及性改善、口服及长效产品拓展，治疗渗透率有望持续提升，推动市场扩容，并为具备差异化疗效、耐受性及给药优势的国内创新管线创造海外合作机会。
- **根据Roots Analysis测算，全球GLP-1类药物销售规模将由2026年的1014亿美元增至2035年的1,800亿美元，广阔市场空间与产品迭代需求有望持续催化跨境授权合作。**insight统计，2026年截至10月，GLP-1R相关跨境License-out交易已达成7笔，披露总金额合计达220.20亿美元，较2025年全年增长约88%。License-out交易提升，反映出国内相关创新资产的合作价值持续获得认可。我们认为，跨国药企补充减重代谢管线的需求，有望为具备差异化疗效、耐受性及口服或长效技术优势的国内创新项目创造出海机会。

图32：GLP-1仅占全球糖尿病处方约9%，接受品牌减重药物治疗的肥胖患者比例仅约1%



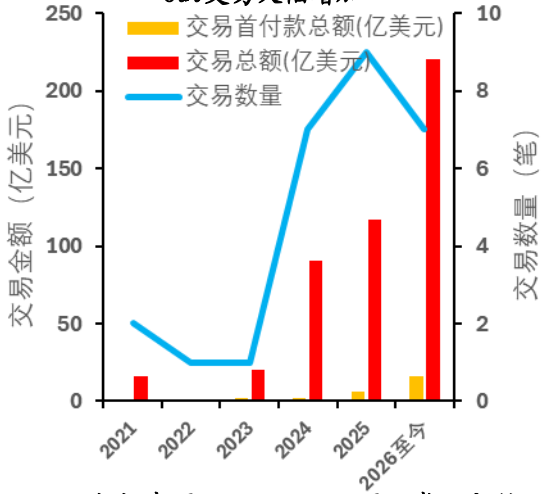
数据来源：诺和诺德官网、2026Q2演示材料

图33：2035年全球GLP-1类药物销售有望超1800亿美元（单位：10亿美元）



数据来源：Roots Analysis

图34：2026年GLP-1R相关跨境License-out交易大幅增加



数据来源：Insight、开源证券研究所

（5）减重代谢：MNC减重布局方向明确，关注国内外优质减重资产

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

表10：MNC减重布局方向明确，关注国内外优质减重资产

受益细分方向	主要逻辑&市场前景	海外映射&催化	受益标的
产业链	Orforglipron及其产业链的价值量很大，亟需市场充分挖掘，以药明康德、凯莱英等为代表的国内头部CDMO有望充分受益，通过长周期订单增厚业绩。	礼来Orforglipron于2026年4月1日超预期提前获批	药明康德、凯莱英、海特生物、诚达药业、昊帆生物等
口服GLP-1	口服GLP-1类药物具有易于携带、患者依从性高等优势，有超过75%的初始治疗患者更倾向使用每日口服疗法。其中，口服GLP-1小分子激动剂更具成本低、使用场景不受限、无需冷链运输等诸多优势。	礼来Orforglipron于2026年4月1日超预期提前获批，Orforglipron 2026Q3销售额1.84亿美元，前三季度合计2.81亿美元；口服司美多地区获批&快速放量	歌礼制药、联邦制药、博瑞医药、信达生物、硕迪生物等
多靶点GLP-1	多靶点协同是药物有更强的食欲抑制，同时激活多种受体，全方位调控摄食行为；加速胃排空延迟；能量代谢"全开"：整合GIP的脂肪调控与GCG的产热作用。	礼来的瑞他鲁肽多项III期已取得阳性结果：TRIUMPH-1于5月披露，TRIUMPH-2/3于7月披露。最新10月28日TRANSCEND-T2D-2头对头结果显示，80周减重19.5%/20.9%，对照Ozempic 2 mg为9.4%	联邦制药、乐普医疗、华东医药、信达生物、众生药业等
Amylin	胰淀素（Amylin）由胰腺β细胞分泌并与胰岛素协同释放，抑制肠胃蠕动、延缓胃排空，从而减少食欲，具有口服化、长效化、多靶点联用的优势。	礼来的EloraTZP联合治疗（eloralintide+tirzepatide）IIb期结果**阳性**，公司计划于2026Q4启动共制剂III期；AZ的AZD6234已推进至III期SELENE项目；MET-233i完整I/II期数据有望近期读出	博瑞医药、九源基因、众生药业、歌礼制药等
长效月度给药	MNC和国内企业通过抗体偶联技术、脂肪酸链修饰技术、皮下储库缓控释技术以及肽钉合技术等布局超长效管线与技术平台，以研发更长效，更具依从性的减肥药物。	辉瑞收购的Metsera的MET-097i／PF-08653944月度给药数据在2026年6月读出阳性结果，已于2026年10月进入III期临床；MET-097i联合MET-233i于2026年5月进入II期临床	甘李药业、歌礼制药、众生药业、信达生物、石药集团、通化东宝等
减脂不减肌（小核酸）	近期小核酸领域BD交易频繁，小核酸药物布局减重适应症主要围绕INHBE和ALK7两个靶点，有望实现高质量长效减重。	Arrowhead于2026年1月、5月披露ARO-INHBE I/IIa期阳性数据，ARO-ALK7完整I/IIa期有望于2027Q1读出。Wave的WVE-007已推进IIa期单药及替尔泊肽联合研究，预计2026Q4披露I期600 mg队列数据，并启动停用肠促胰素后的维持治疗研究	石药集团、康诺亚、信立泰、信达生物、舶望制药、圣因生物等
减脂不减肌（抗体类）	目前GLP-1药物可能会带来不容忽视的肌肉流失等危害，尤其对于老年少肌肥胖患者，ActRII受体(ActRIIA和ActRIIB两种)等抗体类有望在增加减肥效果的同时保留瘦体重不流失。	Bima+Tirzepatide的II期减重数据有望于2027年1月读出	来凯医药、石药集团、宜明昂科等

资料来源：Insight、各公司官网、开源证券研究所

2.9 投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

（1）小核酸：递送技术由“肝内”向“肝外” 突破，商业化大时代即将到来

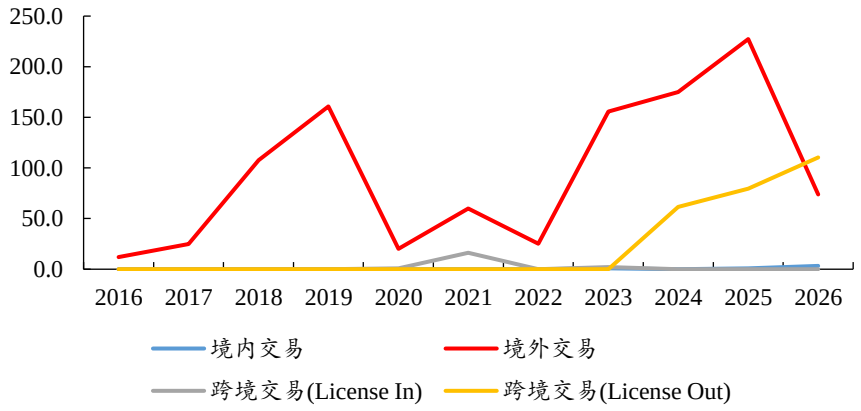
- **2025年以来，小核酸药物赛道热度持续攀升，正经历从“小众罕见病用药”向“主流慢病治疗方案”的历史性跨越。**从全球制药巨头的业绩井喷到中国药企密集的海外授权交易，从单一遗传病治疗向高胆固醇血症、肥胖、高血压等万亿级慢病市场的全面渗透。弗若斯特沙利文数据显示，全球小核酸药物市场规模预计将从2024年的52亿美元激增至2029年的206亿美元，年复合增长率高达21.6%，一个属于小核酸的“黄金十年”正在拉开帷幕。
- **小核酸药物的商业化进程正迎来里程碑式突破。**全球小核酸龙头Alnylam核心产品Amvuttra（Vutrisiran）2025年销售额达23.14亿美元；与诺华联合开发的Leqvio（Inclisiran）2025年销售11.98亿美元；Ionis同样迎来历史性转折，其首款自主商业化产品Tryngolza（Olezarsen）2025年实现销售收入1.08亿美元，远超市场预期。
- **2024年以来，国内小核酸领域海外授权交易密集落地。**例如，2024年瑞博生物与勃林格殷格翰达成总交易额超20亿美元的合作，共同开发NASH/MASH小核酸疗法；2024年舶望制药与诺华签署总额近42亿美元的授权协议，刷新国内小核酸领域出海金额纪录；2025年舶望制药与诺华深化战略合作，加速心血管疾病新药研发，交易总额超53亿美元；2026年2月，前沿生物与GSK达成超10亿美元合作，授权两款siRNA管线产品的全球权益。这一系列重磅交易标志着中国小核酸研发实力已获国际巨头认可。

表11：2026H1小核酸药物销售额TOP 10

序号	商品名	靶点	类别	药企	2024营收(亿美元)	2025营收(亿美元)	2026H1营收(亿美元)
1	Amvuttra	TTR	siRNA	Alnylam	9.7	23.14	19.02
2	Leqvio	PCSK9	siRNA	Alnylam/诺华	7.54	11.98	9.32
3	Spinraza	SMN2	ASO	Ionis/Biogen	15.73	15.47	7.76
4	Exondys 51	DMD	ASO	Sarepta	5.28	5.38	2.43
5	Givlaari	ALAS1	siRNA	Alnylam	2.56	3.08	1.65
6	Amondys 45	DMD	ASO	Sarepta	3.01	2.99	1.54
7	Wainua	TTR	ASO	Ionis/阿斯利康	0.85	2.12	1.21
8	Oxlumo	HAO1	siRNA	Alnylam	1.67	1.91	1.04
9	Qalsody	SOD1	ASO	Ionis/Biogen	0.32	0.87	0.64
10	Vyondys 53	DMD	ASO	Sarepta	1.37	1.28	0.62

数据来源：Insight、开源证券研究所

图35：国内企业小核酸管线BD出海乘风而起（单位：亿美元）



数据来源：Insight、开源证券研究所（注：数据更新截至2026/10/29）

2.9 创新药投资思路（二）：从技术平台看迭代机遇

（1）小核酸：递送技术由“肝内”向“肝外” 突破，商业化大时代即将到来

- **关注大适应症领域数据读出的潜在催化及BD潜力。建议重点关注：**
- **代谢领域，重点关注减肥、MASH等。**减肥赛道，INHBE和ALK7为重点布局靶点，INHBE主要采用GalNAc技术进行肝靶向递送；ALK7靶点小核酸药物涉及到肝外靶向，技术壁垒相对更高，整体竞争格局有望更好；此外部分靶点如Alnylam布局的ALN-4324（GRB14）需同步关注。MASH赛道，单靶点相对集中在HSD17B13、PNPLA3，此外的新靶点及双靶点管线建议重点关注。
- **神经系统领域，重点关注AD等。**阿尔茨海默症（AD）是最常见的神经退行性疾病，以进行性认知障碍退为核心临床表现。且疾病假说多元化，当下海外企业管线布局占据先发优势，靶点较为集中在APP、Tau、APOE方向，我们认为当下可以重点关注AD海外进展催化。同时国内多家公司也在加速突破血脑屏障递送难题，有望深化CNS技术优势实现新突破。
- **血液、肾脏、肺部、心脏、眼科等新领域。**

- **推荐标的：**前沿生物、悦康药业、石药集团；**受益标的：**必贝特、瑞博生物-B、福元医药等。

表12：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E				评级
		2026/11/6	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
688221.SH	前沿生物	13.28	-0.72	-0.07	-0.51	-0.57	-18.6	-189.7	-26.0	-23.3	买入
1093.HK	石药集团	8.45	0.30	0.50	0.50	0.60	28.2	16.9	16.9	14.1	买入
688658.SH	悦康药业	11.50	-0.58	-0.14	0.03	0.19	-19.7	-82.1	383.3	60.5	买入
688759.SH	必贝特	16.30	-0.34	-0.38	-0.47	-0.58	-47.6	-43.2	-34.9	-28.1	未评级
6938.HK	瑞博生物-B	43.18	-2.11	-0.72	-1.58	-1.91	-20.5	-60.0	-27.3	-22.6	未评级
601089.SH	福元医药	15.69	0.98	0.79	0.90	1.04	16.0	19.9	17.5	15.1	未评级

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

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

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

表13：分子胶/PROTAC赛道BD加速，关注BIC品种&差异化靶点/适应症

转让方	受让方	成分/技术类别	交易时间	交易金额	靶点
Enodia Therapeutics	辉瑞制药	其他靶向蛋白降解技术	2026/10/13	交易总额：5亿美元	Sec61
迪拓生物	罗氏制药	分子胶降解剂	2026/10/8	-	-
中外制药株式会社	应世生物	非降解型分子胶	2026/9/29	-	RAF，MEK
上海思璞锐医药科技有限公司	默沙东制药	分子胶	2026/9/28	交易总额：21.3亿美元，首付款：4亿美元，里程碑付款：17.3亿美元	KRAS G12D
Standigm	Protai	分子胶降解剂	2026/9/21	-	-
OrphAI Therapeutics	IRulya Therapeutics	非降解型分子胶	2026/5/18	-	mTOR，mTORC1，FKBP12
Revolution Medicines	百济神州有限公司	非降解型分子胶	2026/8/10		RAS，PPIA，KRAS G12D，KRAS G12C，KRAS G12V
阿斯利康制药	Pathos AI	PROTAC	2026/8/4	-	ER-α
Firefly Bio	强生制药	抗体偶联降解剂DAC	2026/6/8	交易总额：10亿美元	-
PROTEINA	Onconic Therapeutics	分子胶降解剂，抗体偶联降解剂DAC，抗体寡核苷酸偶联AOC	2026/7/15	-	-
Stanford University	先声药业集团有限公司	其他靶向蛋白降解技术	2026/6/12	-	-
Orionis Biosciences	诺华制药	分子胶	2026/6/10	首付款：0.4亿美元，里程碑付款：14亿美元，特许权使用费	-
Nurix Therapeutics	罗氏制药	PROTAC	2026/6/8	交易总额：23亿美元，首付款：7亿美元，特许权使用费	BTK，BTK C481S
兆科眼科有限公司	PT. Erela	非降解型分子胶，环状多肽	2026/6/5	-	Cyclophilin，Calcineurin
Arvinas，辉瑞制药	Rigel Pharmaceuticals	PROTAC	2026/5/12	首付款：0.7亿美元，里程碑付款：3.2亿美元，其他交易额：0.15亿美元	ER

资料来源：Insight数据库、开源证券研究所

（2）分子胶/PROTAC：国内外积极布局分子胶，2026年催化密集

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

表14：国内外积极布局分子胶

公司	重要管线	E3连接酶	靶向蛋白	临床阶段	公示时间	完成时间（预计）	疾病	未来催化/备注
BMS	Mezigdomide	CRBN	IKZF1/3	申报上市	2026-06-16	-	多发性骨髓瘤	中、美、日均已NDA
	BMS-986470	CRBN	WIZ/ZBTB7A	I/II期临床	2024/7/1	2027/11/16	镰状细胞病	
Monte Rosa	MRT-6160	CRBN	VAV1	II期	2026/7/30 2026/9/3	2029-03-19 2029-01-12	干燥综合征， 银屑病关节炎	
	MRT-8102	CRBN	NEK7	I期	2025/8/12	2026/3/1	炎症、心血管风险	1期完整临床数据披露；2期临床启动
	MRT-2359	CRBN	GSPT1	II期	2026-08-04	2028-04-01	去势抵抗性前列腺癌	
苑东生物	HP-001	CRBN	IKZF1/IKZF3	II期	2026-09-10	2028-12-31	多发性骨髓瘤	
	HP-003	CRBN	VAV1	临床前	—	—	自身免疫性疾病	预计2026年内递交IND
诺诚健华	ICP-490	CRBN	IKZF1/IKZF3	I/II期	2025/2/25	2028/12/1	非霍奇金淋巴瘤	单臂试验
	ICP-538	CRBN	VAV1 I期		2026/2/26	2026/9/1	自身免疫性疾病	1期完整数据披露
格博生物	GLB-002	CRBN	IKZF1/IKZF3	I期临床	2023/11/22	2027/2/28	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	1期完整数据披露
	GLB-005	CRBN	WIZ	临床前	—	—	镰状细胞病	赛诺菲对格博生物进行3000万美元战略股权投资（GLB-005&GLB-007），推进镰状细胞病分子胶降解剂开发
	GLB-007	CRBN	WIZ/ZBTB7A	临床前	—	—	镰状细胞病	

资料来源：各公司官网、Insight数据库、开源证券研究所

2.10 创新药投资思路（三）：从全球出海看确定性机会

➢ 中国原研创新药全球临床兑现，出海进入商业化收获期

- **中国创新药出海正逐步从早期License-out交易和海外临床验证，迈向全球注册申报及商业化兑现的新阶段。**
- **处于海外NDA阶段：**依沃西单抗已于2025年底向FDA递交BLA，PDUFA日期为2026年11月14日；芦康沙妥珠单抗已于2026年10月26日向FDA递交上市申请，PDUFA日期为2027年6月15日。
- **处于海外注册III期及II/III期阶段：**泰它西普及维迪西妥单抗有望在2027年读出一个全球注册III期临床数据；赛沃替尼全球III期优异数据已于ESMO 2026读出、并有望于近日向FDA递交NDA申请；Sonesitatug vedotin有望于年底前向FDA递交上市申请；瑞康立伏妥塔单抗全球III期有望在年底读出数据，并积极开展多项注册III期；
- **推荐标的：**科伦博泰、荣昌生物、百利天恒、康诺亚、君实生物、和黄医药；**受益标的：**百济神州、恒瑞医药、康方生物、映恩生物、翰森制药等。

表15：我国原研药物即将进入全球商业化新阶段

全球进度	药品成分	公司	靶点成分	项目中国内地最高状态	项目美国最高状态	项目欧盟最高状态	项目日本最高状态
海外NDA	依沃西单抗	康方生物&Summit	PD-1*VEGFA 双抗	批准上市	申请上市	临床III期	临床III期
	芦康沙妥珠单抗	科伦博泰&默沙东	TROP2 ADC	批准上市	申请上市	临床III期	临床III期
全球II/III期注册临床	泰它西普	荣昌生物&Vor BioPharma	APRIL*BAFF 抗体类融合蛋白	批准上市	临床III期	临床III期	临床III期
	维迪西妥单抗	荣昌生物&辉瑞制药	HER2 ADC	批准上市	临床III期	临床III期	临床III期
	卡度尼利单抗	康方生物	CTLA4*PD-1 双抗	批准上市	临床III期	临床III期	-
	伦康依隆妥单抗	百利天恒&BMS	EGFR*HER3 双抗ADC	批准上市	临床III期	临床III期	临床III期
	瑞普泊肽	恒瑞医药&Kailera Therapeutics	GIPR*GLP1R 多肽	申请上市	临床III期	临床III期	-
	帕康曲妥珠单抗	映恩生物&BioNTech	HER2 ADC	申请上市	临床III期	临床III期	-
	瑞康立伏妥塔单抗	翰森制药&GSK	B7-H3 ADC	申请上市	临床III期	临床III期	临床III期
	Sonesitatug vedotin	乐普生物&康诺亚&阿斯利康	CLDN-18.2 ADC	申请上市	临床III期	临床III期	临床III期
	泽戈奇拜单抗	诺华制药&Chinook Therapeutics&信瑞诺医药	APRIL 单抗	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	艾卡托利单抗	君实生物	BTLA 单抗	临床III期	临床III期	临床III期	批准临床
	BL-M07D1	百利天恒	HER2 ADC	临床III期	临床III期	-	-

资料来源：Insight数据库、开源证券研究所

表16：我国原研药物即将进入全球商业化新阶段

全球进度	药品成分	公司	靶点成分	项目中国内地最高状态	项目美国最高状态	项目欧盟最高状态	项目日本最高状态
全球III期注册临床	普密妥米单抗	BioNTech&普米斯&BMS	PD-L1*VEGFA 双抗	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	Rinatabart sesutecan	Genmab&金麦安博生物	FRα ADC	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	Catadegbrutinib	百济神州	BTK*BTK C481S PROTAC	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	Mocertatug rezetecan	翰森制药&GSK	B7-H4 ADC	临床III期	临床III期	临床I/II期	临床III期
	Tivunatamig	三生制药&辉瑞制药	PD-1*VEGF 双抗	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	MHB018A	明慧医药	IGF1R 单抗，单域抗体/纳米抗体	临床III期	临床III期	-	-
	felcorekibart	恒瑞医药GSK	TSLP 单抗	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	IBI363	信达生物&武田	IL2RA*PD-1 双抗，抗体类融合蛋白	临床III期	临床III期	-	临床III期
	Zocilurtatug pelitecan	宜联生物&再鼎医药	DLL3 ADC	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	Sutantatug envedotin	石药集团&Corbus Pharmaceuticals	Nectin-4 ADC	临床III期	临床III期	临床III期	-
	Elfetabart Drozuntecan	映恩生物&BioNTech	B7-H3 ADC	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	AZD0120	阿斯利康&亘喜生物	BCMA*CD19 CAR-T	临床III期	临床III期	临床III期	临床III期
	RC148	荣昌生物&艾伯维	PD-1*VEGF 双抗	临床III期	临床III期	-	-
	BL-M14D1	百利天恒	DLL3 ADC	临床II期	临床III期	临床III期	-
	Teropavimab	吉利德&前沿生物	GP120 单抗	临床II期	临床III期	临床II期	临床III期
全球II/III期注册临床	SCTA01	神州细胞	SARS-CoV-2 S 单抗	临床I期	临床II/III期	-	-
	ordastobart	科望生物&Inhibrx Biosciences	OX40 单抗，单域抗体/纳米抗体	临床II期	临床II/III期	临床II/III期	-
	HBM9378	科伦博泰&和铂医药&Windward Bio	TSLP 单抗	临床I期	临床II/III期	临床II/III期	-
	MK-1045	同润生物&默沙东	CD19*CD3 双抗	临床II/III期	临床II/III期	临床II/III期	临床II/III期
	AMT-116 ADC	普众发现	CD44v9 ADC	临床I/II期	临床II/III期	-	-

资料来源：Insight数据库、开源证券研究所

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

3.1 CXO投资要点：减重/XDC/小分子持续高景气，内需CRO加速向上

- **CXO行业整体发展趋势：**2018-2021年，CXO行业经历快速成长期，国内新药研发景气度高涨，疫情和P药加速行业逻辑兑现；2022-2024年，受下游投融资疲弱、新冠大订单退潮、美国生物安全法案扰动等因素影响，CXO行业业绩阶段性承压。2024年下半年以来，随着美联储降息周期开启、海外生物医药投融资回暖、国内创新药融资大幅增长及政策端全链条支持创新药发展，CXO行业进入新一轮上行周期。以药明康德为代表的头部CXO企业2025年全年业绩逐季改善，订单端全面回暖，2026年前三季度趋势延续，行业从“复苏确认”迈入“加速增长”阶段。

- **2026前三季度全球医疗健康投融资回暖趋势延续，国内升温明显：**需求端看，2025年全球投融资环境逐渐回暖，2025下半年开始回暖趋势明显，2026前三季度趋势得到延续；全球Top30药企研发投入总和整体快速增长。国内方面，2025Q2以来国内医疗健康领域投融资持续升温，2026年进一步延续，同时BD交易总金额不断创下新高，国内创新药资产全球认可度持续提升，也为国内药企提供了良好的退出以及资金回笼渠道。

- **重点关注CXO细分领域结构性机会：**（1）**头部CXO企业：**回暖明显，多家平台型CXO与头部CDMO公司上调全年业绩指引，夯实公司全年增长信心；（2）**临床前与临床CRO：**以昭衍新药、益诺思、美迪西为代表的临床前CRO业绩已到拐点，签单持续超预期；同时，以泰格医药、诺思格为代表的临床CRO企业主业营收与签单均维持稳健增长，产能出清将持续进行，市场需求将进一步向头部企业聚焦。（3）**高景气赛道：**减重、生物药/ADC/XDC 、小分子（口服GLP-1等）、小核酸产业链下游需求强劲，以药明康德、药明生物、凯莱英等为代表的公司业绩有望加速增长。

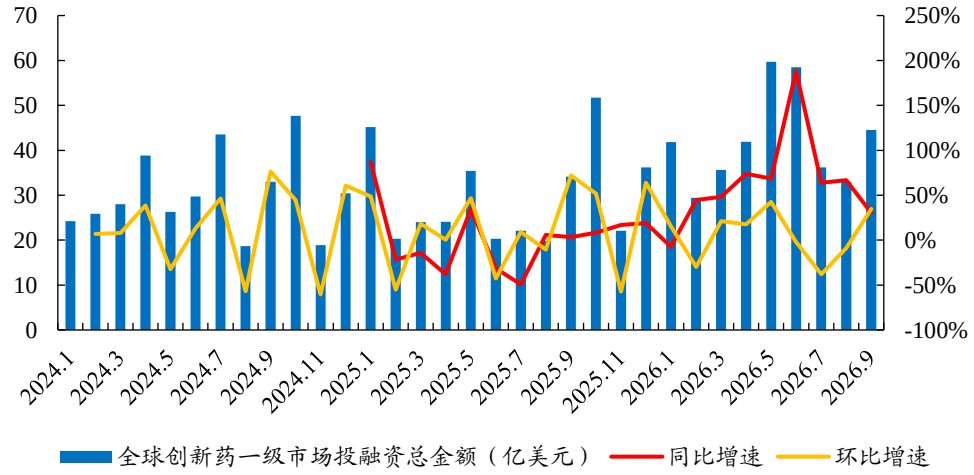
- **推荐标的：**药明康德（2026年指引全面上调，小分子D&M业务强劲增长）、药明生物（签单增长，指引上修，估值低位）、药明合联（在手订单强劲增长，持续赋能全球客户）、康龙化成（新签订单快速增长，CDMO商业化放量加速）、凯莱英（盈利能力持续改善，签单持续增长，新兴业务快速增长，多肽产能释放）、益诺思（签单超预期增长，国资赋能的安评龙头）、昭衍新药（签单超预期，实验猴供需持续偏紧）、美迪西（签单超预期，行业景气上行）、博腾股份（小分子产能利用率稳步提升，业绩有望加速）等。

2026年全球医疗健康投融资回暖趋势延续，MNC研发投入快速增长

- **全球创新药一级市场投融资回暖明显，MNC研发投入整体快速增长**

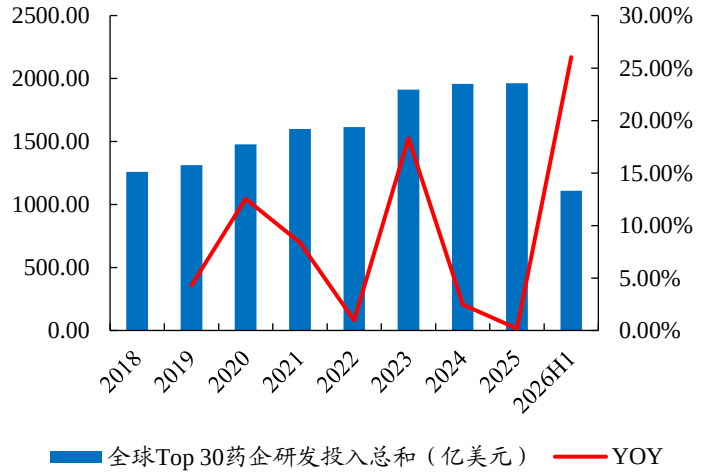
2025年下半年开始，随着全球投融资环境逐渐回暖，全球创新药一级市场投融资总额整体增长。根据医药魔方数据显示，2026H1全球创新药一级市场投融资总金额达266.9亿美元，同比增长约57.65%；2026Q3回暖趋势延续，全球创新药一级市场投融资额合计约113.7亿美元，同比增长约49.61%；**前三季度总计380.6亿美元，同比增长56.50%。全球Top30药企研发投入整体持续增长**，2026H1研发投入总和约1178.47亿美元，同比增长27.33%。以海外业务为主的平台型CXO、头部CDMO及部分上游企业率先迎来复苏。

图36：2025年以来全球医疗健康领域投融资环境逐渐回暖，2026年趋势持续



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图37：2026年上半年MNC研发投入总和快速增长



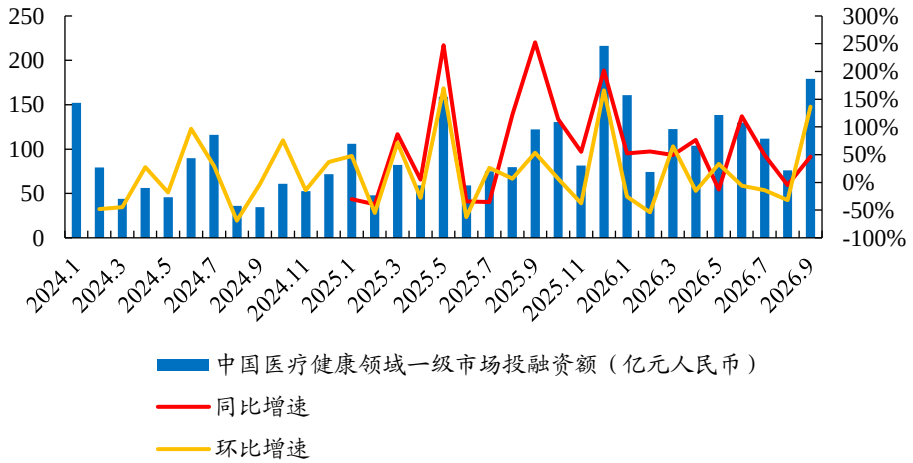
数据来源：Wind、开源证券研究

国内投融资回温明显，BD交易总金额屡创新高

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

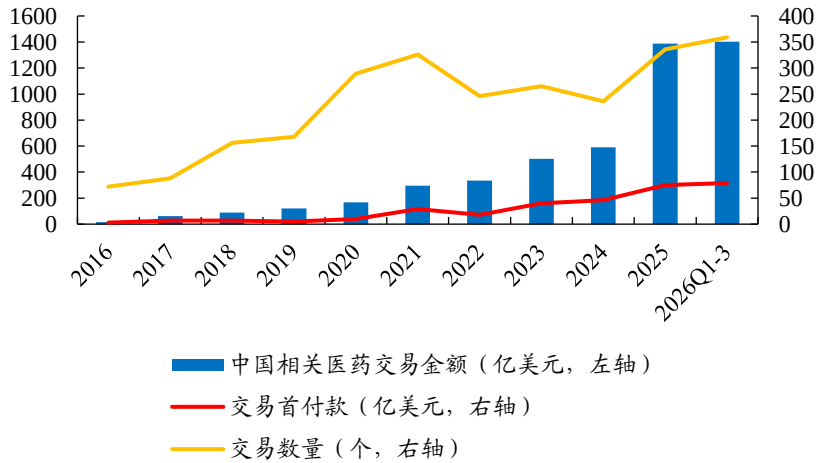
2025Q2以来国内医疗健康领域投融资升温明显，2026年前三季度延续回暖。根据医药魔方数据，2025年中国医疗健康领域一级市场投融资额合计约1217.5亿元，同比增长约45.19%；2026年延续趋势，前三季度融资额合计约1096.4亿元，同比增长38.94%。BD交易方面，2025年中国相关医药交易总金额达创纪录的1388亿美元，而2026年前三季度更是达到1403亿美元，同比增长49.7%，**国内创新药企业资产受到全球认可，也为其提供了良好的退出以及资金回笼渠道。**我们预期国内投融资将进一步延续回暖，以国内业务为主的临床前CRO与临床CRO需求端已到明确拐点。

图38：2025Q2以来国内医疗健康领域一级市场投融资升温明显，2026年升温持续



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图39：中国医药相关交易总金额增长迅猛，2025年交易额创下新高，2026前三季度突破1400亿美



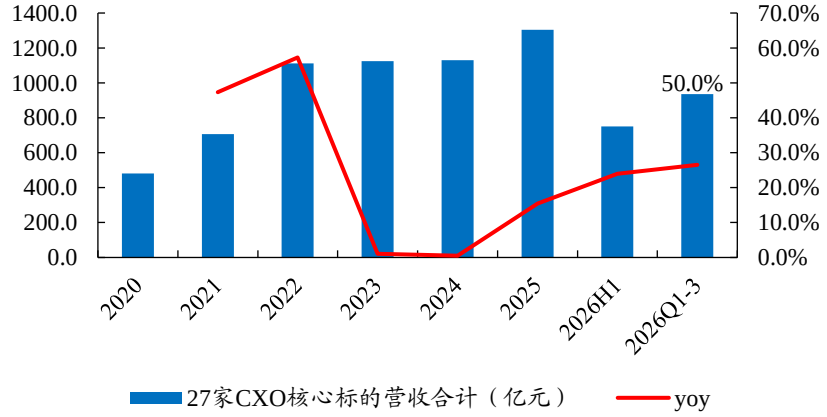
数据来源：医药魔方、开源证券研究所

CXO板块：2025年业绩已触底反弹，2026年前三季度延续改善趋势

- **2025年医药外包行业业绩已触底反弹，2026年前三季度延续改善趋势**

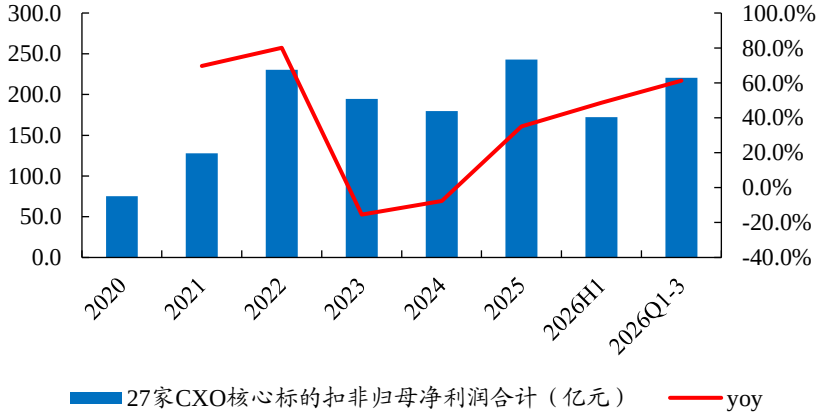
回顾2018-2026前三季度业绩，医药外包行业经历快速成长期后阶段性回落，目前已触底反弹并持续改善：受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2023、2024年CXO行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。2025年以来，CXO板块业绩回暖明显，2025年CXO行业27家核心标的总营收约1303.3亿元，同比增长约15.4%；扣非归母净利润约242.7亿元，同比增长约35.1%。2026年前三季度，业绩修复趋势得以进一步延续，CXO行业27家核心标的（数据中不包括药明生物、药明合联）总营收约935.5亿元，同比增长约26.5%；扣非归母净利润约220.6亿元，同比增长约61.2%，主业盈利持续向好。以药明康德、康龙化成为代表的头部CXO企业2026Q3业绩同环比均快速增长。

图40：2025年CXO核心标的营收同比稳健增长，2026年前三季度加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：选取了CXO行业内27家核心标的（具体标的见后表）营收数据，2026Q1-3数据只包含25家（不包括药明生物和药明合联）

图41：2025年CXO核心标的扣非归母净利润同比较快增长，2026年前三季度同比加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：选取了CXO行业内27家核心标的（具体标的见后表）营收数据，2026Q1-3数据只包含25家（不包括药明生物和药明合联）

强者恒强，药明康德引领板块增长

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

从细分领域看：**（1）头部CXO企业：**海外业务占比较高的平台型CXO与头部CDMO，自2025年起业绩持续改善，2026H1&前三季度签单整体稳健增长，当前位置重点推荐。**（2）高景气赛道：**减重、生物药/ADC/XDC、小分子（口服GLP-1等）、小核酸产业链。相关高景气赛道下游需求强劲，以药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成等为代表的公司业绩持续增长。

表17：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽、口服GLP-1小分子产业链等细分赛道高景气成长

类型	股票代码	标的	2026H1 营收（百万元）	2026H1 yoy	归母净利润（百万元）	yoy	2026Q1-3 营收（百万元）	yoy	2026Q1-3 归母净利润（百万元）	yoy	订单情况
平台型	603259.SH	药明康德	28,897.48	38.94%	11,080.17	29.43%	45,537.43	38.59%	19,398.30	60.64%	截至2026年9月末，公司持续经营业务在手订单767.4亿元，同比增长36.4%
	2269.HK	药明生物	11,787.24	18.43%	2,439.81	4.30%	-	-	-	-	截至2026年6月30日，未完成订单总额达251亿美元，同比增长24%，其中未完成服务订单约126亿美元、未完成潜在里程碑付款订单124亿美元；三年内未完成订单约55亿美元，同比增长约30%
	2268.HK	药明合联	3,701.38	37.04%	819.28	9.87%	-	-	-	-	截至2026H1，集团未完成服务订单金额约20亿美元，同比增长50.4%；未完成订单总量（包括未完成里程碑付款订单）21.56亿美元，同比增长62.2%
	300759.SZ	康龙化成	7,595.42	17.92%	750.19	6.96%	12,003.36	19.01%	1,247.12	9.31%	2026年前三季度，公司新签订单同比增长超过30%，其中实验室服务新签订单同比增长超过25%、CDMO服务新签订单同比增长超过40%、临床研究服务新签订单同比增长超过25%
CDMO	002821.SZ	凯莱英	3,606.84	13.13%	520.46	-15.71%	5,394.93	16.52%	852.18	6.49%	截至2026半年报披露日，公司在手订单总额16.73亿美元，同比增长53.77%；新签订单同比增长54.59%，其中化学大分子和生物大分子业务订单增长迅猛。Q3公司新签订单同比保持双位数增长。
	300363.SZ	博腾股份	1,789.89	10.42%	-224.20	-928.55%	2,764.69	8.66%	-112.15	-240.33%	2026年上半年，公司小分子制剂业务新签订单约6725万元，同比增长约5%；细胞与基因治疗业务新签订单约9188万元，同比增长约75%；新分子业务新签订单约7700万元，同比增长约84%
	300725.SZ	药石科技	1,059.46	15.19%	99.44	37.17%	1,634.16	15.16%	151.22	33.36%	2026年前三季度，公司CDMO在手订单金额增长超过 20%
	688131.SH	皓元医药	1,647.97	25.71%	171.20	12.81%	2,646.28	28.52%	308.82	30.49%	2026H1，公司后端在手订单突破10亿元，同比增长 72.6%，其中后端小分子业务在手订单金额超8.7亿元，同比增长47.3%、ADC大分子在手订单超1.5亿元
	603456.SH	九洲药业	2,575.25	-10.30%	387.39	-26.33%	3,936.68	-5.38%	616.78	-17.50%	2026H1，公司CDMO业务新签订单保持稳健增长；TIDES业务在手订单金额同比增长32%
多肽产业链	301393.SZ	昊帆生物	379.22	40.30%	70.75	-6.77%	589.75	35.67%	107.94	8.76%	
	688117.SH	圣诺生物	507.26	50.27%	135.19	51.98%	741.21	42.51%	170.59	34.31%	
	688076.SH	ST诺泰	1,139.65	8.72%	215.05	-30.64%	1,747.48	14.43%	335.12	-24.61%	
	300199.SZ	翰宇药业	688.29	25.27%	236.70	62.72%	1,242.37	81.87%	436.64	511.96%	2026年1月，公司与某客户签署销售订单，约定其向公司采购GLP-1原料药，合同总金额为人民币1.8亿元；2026年8月，公司与三生蔓迪签署司美格鲁肽合作协议

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

（3）临床前与临床CRO：随着国内新药研发需求逐渐回暖，以昭衍新药、益诺思、美迪西为代表的临床前CRO企业业绩已到明确拐点，2026年前三季度签单持续超预期，有望逐步反映至报表端。同时，以泰格医药、诺思格为代表的临床CRO企业2026年主业营收与签单均维持稳健增长，随着药明康德宣布出售旗下临床CRO子公司药明津石，我们预期临床CRO产能出清将持续进行，市场需求将进一步向头部企业聚焦，当前位置重点推荐临床前CRO与临床CRO企业。

表18：平台型CXO与头部CDMO订单同比增长稳健，ADC、多肽、口服GLP-1小分子产业链等细分赛道高景气成长（续表）

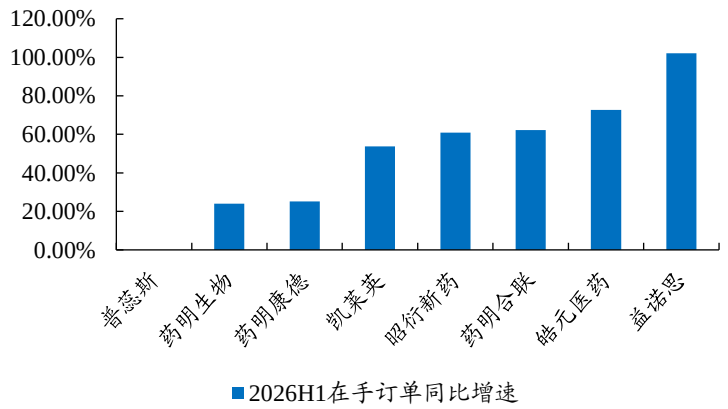
	股票代码	标的	2026H1 营收（百万元）	yoy	2026H1 归母净利润（百万元）	yoy	2026Q1-3 营收（百万元）	yoy	2026Q1-3 归母净利润（百万元）	yoy	订单情况
临床前CRO	688202.SH	美迪西	761.47	40.91%	51.60	500.07%	1,214.97	44.13%	92.00	409.92%	2026H1公司新签订单金额为12.33亿元，同比增长104.74%，其中境内新签订单金额同比增长148.22%，境外新签订单金额同比增长45.96%，订单储备充足
	603127.SH	昭衍新药	703.82	5.27%	747.52	1126.8%	1,187.91	20.60%	929.69	1051.94%	公司2026年前三季度累计新签订单金额约人民币34.2亿元，同比增长109%。截止三季度末，公司整体在手订单金额约人民币45亿元，同比增长80%。
	688710.SH	益诺思	464.99	23.92%	39.17	357.89%	786.39	37.80%	94.01	735.74%	2026年前三季度，公司新签订单金额为22.18亿元，同比增长183.27%；截至三季度末，公司在手订单金额为26.25亿元，较2025年末增长110.34%。
	688796.SH	百奥赛图	941.39	51.60%	241.09	402.29%	1,402.76	49.09%	312.45	173.77%	
	688046.SH	药康生物	459.55	22.61%	110.81	56.28%	723.99	25.79%	170.12	54.79%	
	688265.SH	南模生物	232.44	18.73%	9.08	-50.04%	368.57	21.76%	7.73	-71.13%	2026H1，公司取得AI制药类企业订单超千万，SmocMab®全人源抗体开发平台服务订单超1,500万元，一体化临床前CRO服务订单规模持续增长
	301230.SZ	泓博医药	364.41	3.31%	28.73	16.02%	550.80	7.08%	29.05	-16.40%	2026H1国内订单规模同比稳步提升，公司订单结构更加均衡，部分重点客户的合作范围从单一研究服务延伸至多阶段、一体化研发服务
	300149.SZ	睿智医药	562.46	5.37%	-30.99	-222.11%	947.30	15.97%	-13.32	-287.89%	2026H1公司新模态业务订单占总体订单规模比重由2025年同期17.08%提升至22.34%
临床CRO	300347.SZ	泰格医药	3,707.56	14.06%	-413.16	-207.78%	5,791.53	15.23%	-272.05	-126.66%	2026H1公司净新增订单（新签订单剔除取消订单后）较2025年同期加速增长，新签订单的平均单价与2025年同期相比重回增长态势
	301333.SZ	诺思格	467.96	23.26%	44.46	-27.25%	713.79	17.52%	75.18	-21.33%	
	301520.SZ	万邦医药	87.76	-40.24%	0.14	-99.49%	184.23	-12.03%	0.57	-98.27%	
	301257.SZ	普蕊斯	372.37	-4.55%	2.59	-95.21%	586.22	-3.74%	7.39	-91.54%	2026年上半年，公司新签不含税合同金额4.50亿元，同比下降25.07%；截至2026年6月末，公司存量不含税合同金额为19.84亿元，与去年同期末基本持平，存量合同储备充足。2026年第三季度公司新签合同金额同比、环比均实现较快增长。
	688621.SH	阳光诺和	426.13	-27.81%	-24.40	-118.79%	645.26	-24.60%	-34.54	-121.15%	
其他	688238.SH	和元生物	121.79	1.61%	-101.41	3.02%	206.51	14.50%	-146.11	9.87%	2026年1-9月，公司累计新增CDMO订单超过2.3亿元

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

2026H1，平台型CXO/头部CDMO企业在手订单增长良好。截至2026H1，药明康德持续经营业务在手订单达664.3亿元，同比增长25.2%；药明生物未完成订单总额达251亿美元，同比增长24%；药明合联未完成服务订单金额约20亿美元，同比增长50.4%、未完成订单总量（包括未完成里程碑付款订单）21.56亿美元，同比增长62.2%；凯莱英在手订单总额达16.73亿美元，同比增长53.77%。

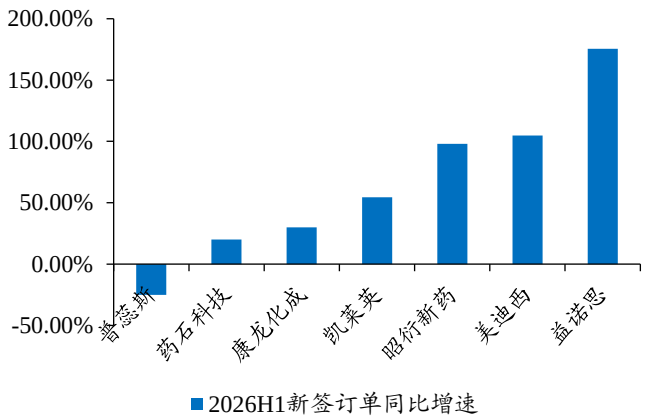
从新签订单角度看，海外业务占比较高的企业&临床前CRO企业签单情况整体较好。2026H1，美迪西、昭衍新药、益诺思等临床前CRO签单同比超预期大幅增长，体现板块复苏趋势；康龙化成公司新签订单同比增长超过30%；凯莱英新签订单同比增长54.59%。

图42：2026H1平台型CXO/头部CDMO企业在手订单增长良好



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图43：2026H1海外业务占比高的企业&临床前CRO新签订单快速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2025&2026前三季度多家临床前CRO签单超预期，将逐步反映至报表端

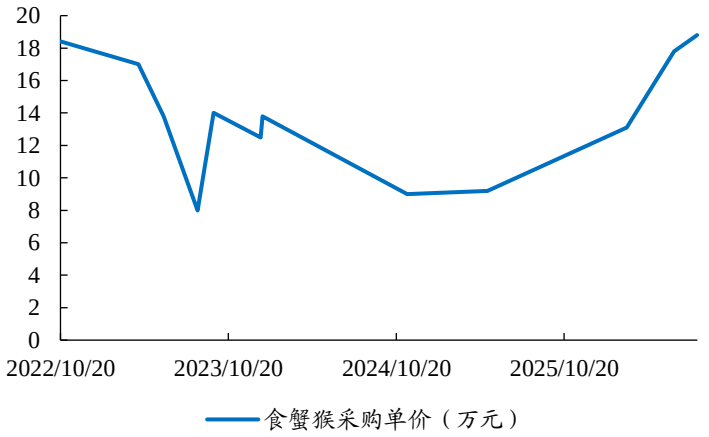
临床前CRO订单高景气延续，前三季度订单持续扩张。2026年前三季度，昭衍新药新签订单34.20亿元，同比增长108.5%，其中Q3新签14.10亿元，同比增长127.4%、环比增长28.2%；截至三季度末在手订单约45亿元，较2025年末增长73.1%。益诺思前三季度新签订单22.18亿元，同比增长183.27%，其中Q3新签7.52亿元，同比增长199.83%；截至三季度末在手订单26.25亿元，较2025年末增长110.34%。其他企业亦呈现明显回暖态势，2026H1美迪西新签订单12.33亿元，同比增长104.74%；奥浦迈全资子公司澎立生物新签订单约2.30亿元，同比增长60%，期末在手订单同比增长80%。整体来看，**临床前CRO订单端自2025年以来的回暖趋势进一步强化，有望逐步反映至报表端。**

从实验猴的价格走势来看，2025年下半年开始，食蟹猴价格开始加速上涨，临床前研究关键物料供需紧俏。根据中国政府采购网公开的招投标信息，2026年8月的实验猴采购单价已经超过了18万元/只，相比于2025年中的约9万元/只，上涨幅度明显，2026年实验猴供需仍偏紧，预计价格将维持高位。**随着国内创新药产业逐步向好，需求端有望延续强劲态势，叠加临床前试验关键物料等价格上涨，新签订单迎来量价齐升，签单增速有望继续加速，并逐步反映至报表端。**

表19：国内临床前CRO企业2025&2026前三季度签单金额快速增长

单位：亿元		2025	2026				
		25全年	26Q1	26Q2	26H1	26Q3	26Q1-3
昭衍新药	新签订单	26.00	9.10	11.00	**20.10**	14.10	**34.20**
	yoy	*41.3%*	*111.6%*	*86.4%*	*98.0%*	*127.4%*	*108.5%*
	qoq		*-5.2%*	*20.9%*		*28.2%*	
	在手订单	26.00	31.00		**37.00**		**45.00**
益诺思	新签订单	11.35	7.29	7.37	**14.66**	7.52	**22.18**
	yoy	*38.62%*	*198.79%*	*155.89%*	*175.56%*	*199.83%*	*183.27%*
	qoq		*107.0%*	*1.1%*		*2.0%*	
	在手订单	12.48	17.52		**22.47**		**26.25**
美迪西	新签订单	16.10			**12.33**		
	yoy	*47.01%*			*104.74%*		
	境外新签订单增速	59.96%			45.96%		
澎立生物	新签订单		1.25	1.05	2.30		
	yoy		*61.76%*		*60.00%*		
	在手订单						
	yoy				*80.00%*		

图44：实验用食蟹猴价格已快速上涨至超18万元/只



数据来源：中国政府采购网、开源证券研究所

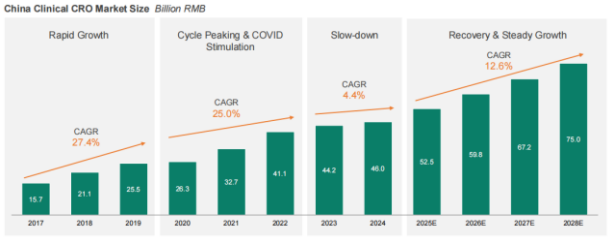
3.1.6 中国临床CRO行业进入“复苏+稳健增长”新阶段，供需结构持续改善

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

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

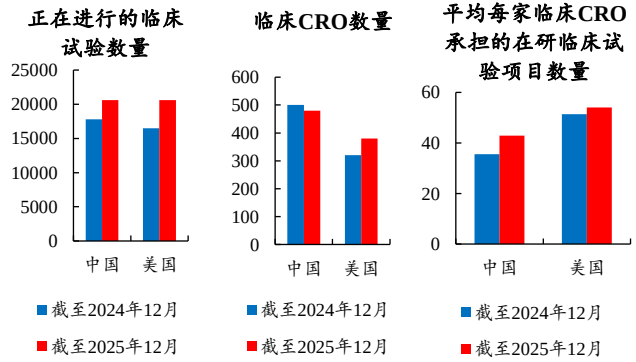
IND受理量持续增长，为临床CRO需求扩容提供支撑。2025年国内中药、化学药及生物制品临床试验申请受理量合计3,756件，同比增长13.1%；其中生物制品受理量达1,429件，同比增长20.3%。随着研发项目逐步进入临床并向后期推进，临床研究服务需求有望持续释放，为临床CRO企业订单增长及后续业绩兑现提供支撑

图45：中国临床CRO市场将进入复苏&稳定增长新阶段



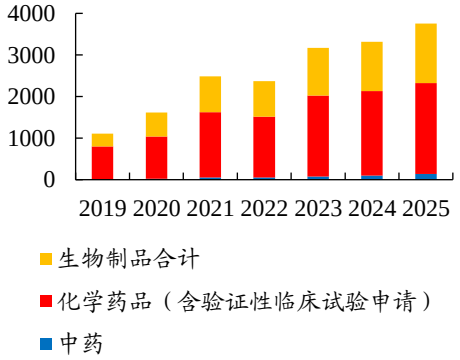
资料来源：泰格医药公众号

图46：中国平均每家临床CRO承担的在研临床试验项目数量增长快于美国



数据来源：泰格医药公众号、开源证券研究所

图47：中国IND受理量持续增长



数据来源：CDE、开源证券研究所

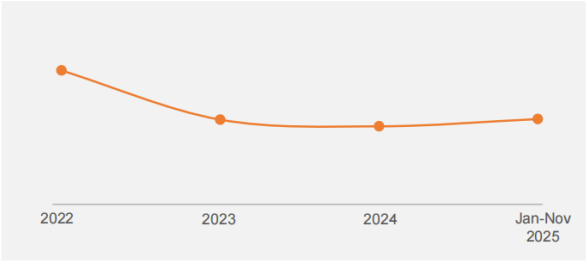
3.1.6 中国临床CRO行业进入“复苏+稳健增长”新阶段，供需结构持续改善

根据弗若斯特沙利文报告显示，泰格医药连续数年在中国临床CRO市场份额中排名第一。**我们认为，在行业供给端出清、资源向头部集中趋势延续的背景下，头部CRO在订单获取和项目结构上的相对优势有望进一步放大。**订单价格也在经历了2022-23年的波动之后，于2024-25年逐步企稳，体现出了良好的业务延续性和韧性。

泰格医药2025年新签订单的平均单价已经企稳，并在2026年重回增长态势。公司2025年净新增订单（新签订单剔除取消订单后）金额达101.6亿元，同比增长20.67%，累计待执行合同金额达182.0亿元，同比增长15.34%。**经历2023年订单缩减及2024年小幅回升后，2025年公司签单动能显著增强，显示公司业务以及行业景气度的持续修复。2026H1，公司净新增订单较 2025 年同期加速增长，国内临床运营新签订单的平均单价与 2025 年同期相比重回增长态势。**

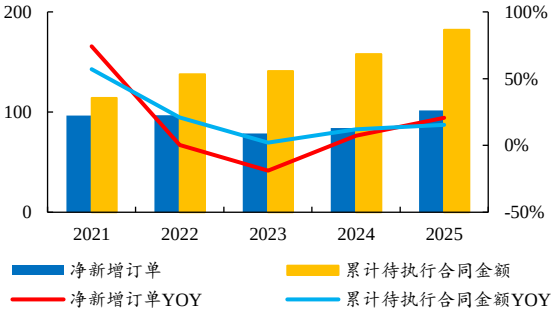
股权激励绑定核心骨干，锚定未来三年盈利高增长。2026年10月，公司向498名董事、高级管理人员及核心技术（业务）人员授予917.477万股限制性股票，授予价格为39.32元/股。业绩考核覆盖2026-2028年，考**核目标A要求2026-2028年净利润较2025年分别增长不低于60%/155%/240%，以2025年扣非归母净利润为基数测算，对应利润分别为5.68/9.05/12.07亿元；考核目标B要求分别增长不低于45%/103%/170%，对应利润分别为5.15/7.21/9.59亿元**，净利润采用剔除股份支付费用影响后的扣非归母口径。本次激励将核心团队利益与中长期经营表现紧密绑定，强化盈利增长导向，体现公司锚定高成长、推动主业盈利修复的决心。

图48：国内临床试验平均单价于2024-25年逐步企稳



资料来源：泰格医药公众号

图49：泰格医药签单持续修复，后续有望逐步反映至报表端（单位：亿元）



数据来源：泰格医药公告、开源证券研究所

图50：股权激励绑定核心骨干，锚定未来三年盈利高增长

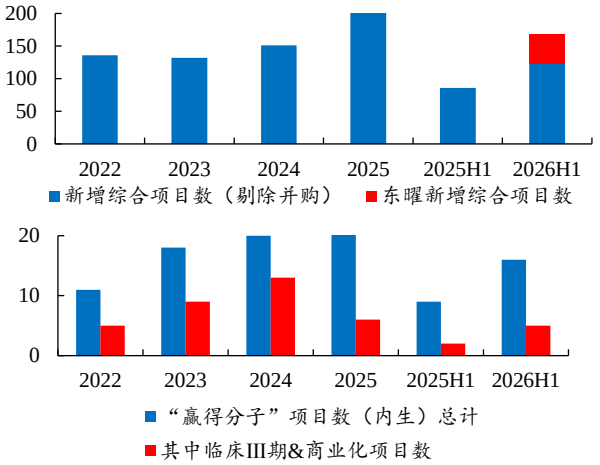
	2026年	2027年	2028年
考核目标A：较2025年增长	60%	155%	240%
对应净利润（亿元）	**5.68**	**9.05**	**12.07**
隐含同比增速	60.00%	59.40%	33.30%
考核目标B：较2025年增长	45%	103%	170%
对应净利润（亿元）	**5.15**	**7.21**	**9.59**
隐含同比增速	45.00%	40.00%	33.00%

数据来源：泰格医药公告、开源证券研究所
注：上述“净利润”指标均指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，但剔除本次及其他股权激励计划/员工持股计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据。2025年公司扣非归母净利润为3.5508亿元。

- **生物药赛道高景气发展，药明生物CRDMO平台价值凸显，新签与未完成订单创新高，增长可见度清晰**

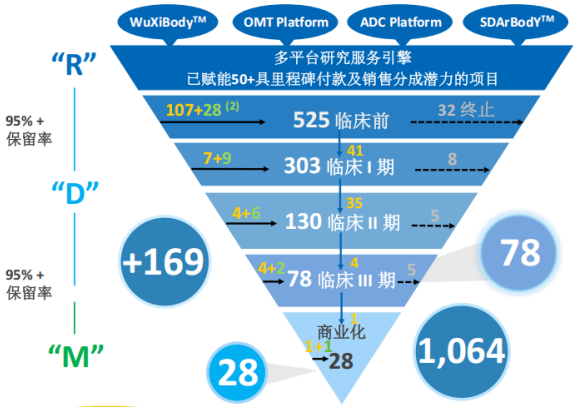
药明生物CRDMO平台价值凸显，在生物药外包景气向上阶段持续承接全球创新需求。前端高粘性跟随分子，后期及商业化环节通过「赢得分子」锁定长周期生产与里程碑收益。2026H1，公司新签169个综合项目，其中123个为内生增长项目，46个为通过并购东曜药业而获得的项目，**123个新增内生增长项目中约2/3来自美国和欧洲**；在手综合项目达1,064个，较2025年末持续扩容，其中临床III期78个、商业化生产项目28个，后期漏斗厚度进一步抬升。公司另通过「赢得分子」获得16个外部转入项目（含4个临床后期及1个商业化项目），强化从临床向商业化的转化路径。订单方面，未完成订单总额升至251亿美元（同比约+24%），其中未完成服务订单约126亿美元、未完成潜在里程碑付款订单约124亿美元；三年内未完成订单约55亿美元、同比约+30%，近中期收入兑现锚扎实。**生物药CRDMO龙头订单与管线双轮驱动特征进一步确认。**

图51：药明生物新增项目数快速增长（个）



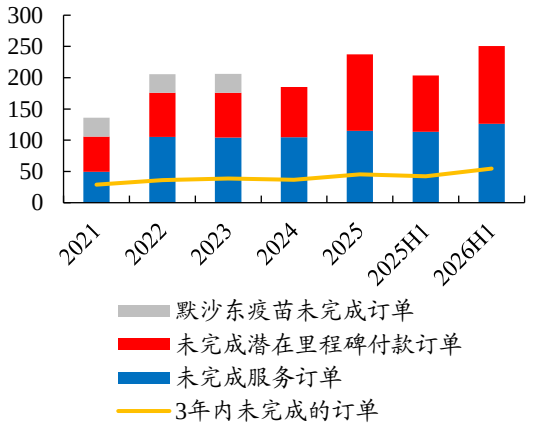
数据来源：药明生物业绩演示材料、开源证券研究所

图52：药明生物强劲的新签项目势头支持增长确定性



资料来源：药明生物业绩演示材料

图53：药明生物未完成订单稳步增长（亿美元）

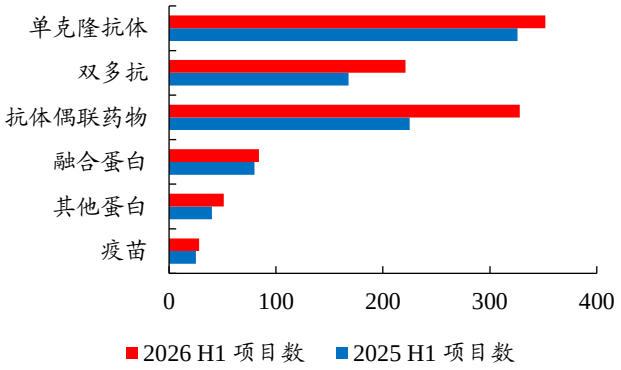


数据来源：药明生物业绩演示材料、开源证券研究所

- **生物药赛道高景气发展，药明生物双多抗/复杂分子铸就壁垒与黏性，PPQ与商业化放量逐渐进入兑现期**

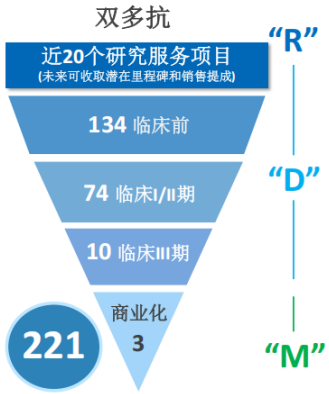
复杂分子正成为平台壁垒与盈利结构升级的核心抓手。截至2026年6月30日，公司双多抗项目达221个（同比+32%，其中含3个高潜力商业化项目资产），2026H1双多抗收入同比约+30%，在高基数下仍保持强劲增长；双多抗在上游表达、下游纯化、分析质控与工艺放大环节复杂度显著高于传统单抗，项目留存率更高、对经验丰富CRDMO依赖更强。技术端，WuXia™ TrueSite单抗平均滴度约8+ g/L（最高约12 g/L）、双/多抗约7.5+ g/L（最高约10 g/L），约达行业平均两倍以上，有望降低生产成本约30%–50%，自推出以来已应用于70+项目，增强客户粘性并支撑开发/生产环节利润率。执行上，上半年公司维持100% PPQ生产成功率，基于现有合同2026年已排期34个PPQ（2027年已排期约30个），公司预计2027E/28E/29E分别新增5+/5+/7+个商业化批准。

图54：复杂分子持续驱动药明生物管线增长



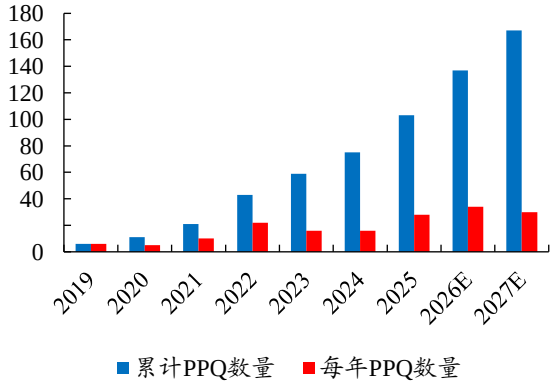
数据来源：药明生物业绩演示材料、开源证券研究所

图55：双多抗保持强劲增长势头，项目留存率更高



资料来源：药明生物业绩演示材料

图56：PPQ数量稳步增长，支撑未来CMO增长



数据来源：药明生物业绩演示材料、开源证券研究所

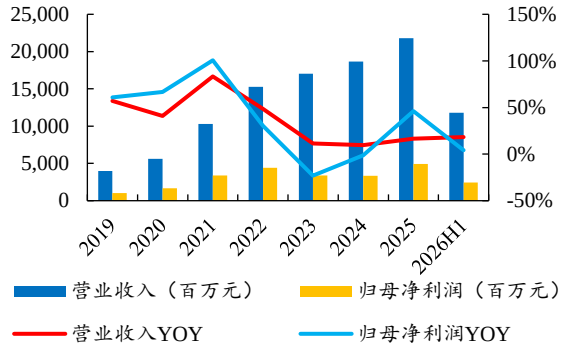
- **生物药赛道高景气发展，药明生物2026H1收入提速、盈利质量提高，全球产能持续加码，全年指引上修**

经营业绩方面，药明生物2026H1实现收入117.9亿元，同比+18.4%（按美元计约+23.4%）；毛利率46.2%，同比提升3.5个百分点，反映产能利用率提升、运营杠杆与数字化增效；归母净利润约24.4亿元（+4.3%），主要受汇兑及股权公允价值等其他损益扰动；经调整归母净利润约33.1亿元，同比约+38.4%，经调整归母净利率升至约28%，主业盈利质量显著改善。

产能与网络方面，中国区需求强劲，上海奉贤MFG17完成首批GMP生产、预计于2027年投产一条连续流产线，成都微生物基地预计于2026年底实现GMP放行，拥有15000L微生物原液(DS)产能，可扩大至60000L，拟收购创胜医药生产基地；海外方面，新加坡模块化制剂（DP）厂主体封顶、设计年产能约1亿剂级，原液（DS）模块化工厂按计划推进，美国新泽西基地（MFG18）首个商业化PPQ项目正在进行中，欧洲爱尔兰基地已签3个大规模商业化生产项目，公司端到端全球供应韧性增强。

指引方面，2026年收入增长预期上修至约15%–18% (vs之前预期13-17%)，剔除汇兑影响后约20–23% (vs之前预期16-20%) ，并展望未来3年收入复合增速约20%、其中M端约30%，且有更多每年贡献逾1亿美元的生产项目。

图57：药明生物2026H1收入增长提速，归母净利润稳健增长



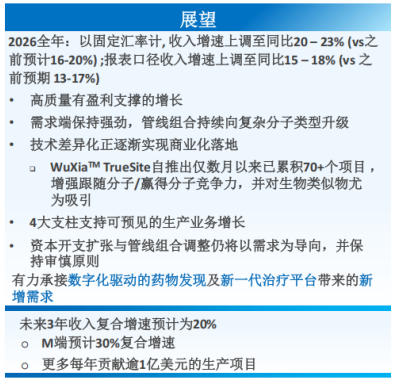
数据来源：药明生物公司公告、开源证券研究所

图58：全球端到端网络赋能一体化R-D-M服务交付



资料来源：药明生物业绩演示材料

图59：药明生物上调全年收入指引，夯实增长信心

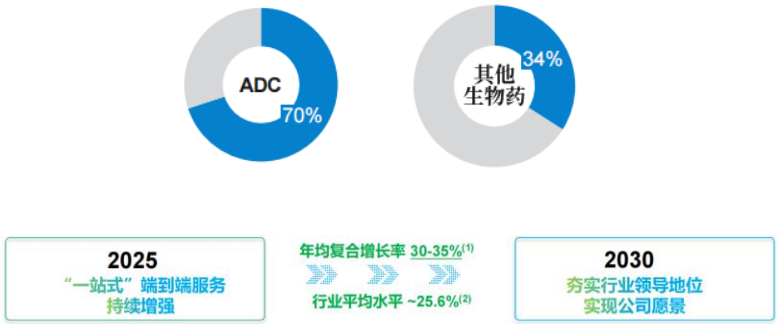


资料来源：药明生物业绩演示材料

- **ADC/XDC赛道高景气发展，药明合联订单与项目数量均快速增加保障未来高增长，CDMO企业纷纷布局**

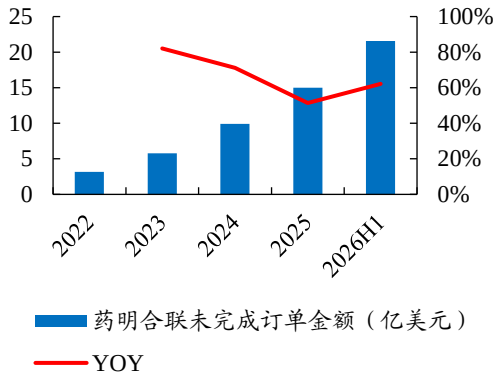
全球ADC市场正持续扩容，ADC药物已经逐渐成为市场上炙手可热的开发项目。ADC药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面一系列跨学科的能力，而大多数生物制药公司不具备相关的技术平台，因此ADC药物的生产外包率显著高于其他生物药。药明合联给出ADC/XDC CDMO行业5年25%的CAGR，公司的客户与未完成订单总量快速增长；药明生物2026年上半年169个新签项目的70%+是双抗和抗体偶联药物，抗体偶联药物项目总数已达328个，同比增长46%，是增长最快的分子类型；凯莱英2026H1成功拿下首个双抗ADC的BLA订单，奉贤基地首次交付1批次2,000L 抗体ADC原液及制剂生产，并启动验证批（PPQ）项目生产；皓元医药公司5条ADC小分子（Payload-Linker）高活产线有序运营，已有16个与ADC药物相关的小分子产品完成了美国FDA sec-DMF备案，参与6个BLA申报，2026H1 ADC大分子在手订单超1.5亿元，多个项目顺利推进；博腾股份2026H1成功完成一个双载荷（Dual-Payload）ADC工艺开发与GMP IND临床样品全流程项目交付。**ADC/XDC赛道有望持续保持高景气发展。**

图60：ADC生产外包率高，药明合联给出5年CAGR 25.6%的行业增长指引



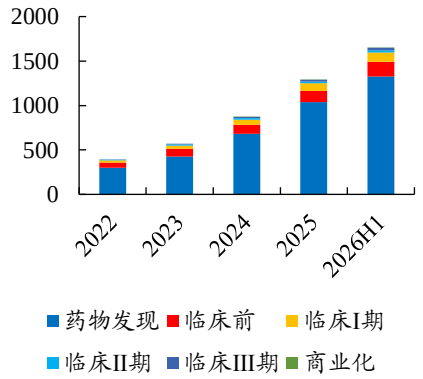
资料来源：Frost & Sullivan，药明合联演示材料

图61：2026H1药明合联未完成总订单金额大幅增长



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

图62：2022-2026H1药明合联项目数量稳健增长（个）



数据来源：药明合联公告、开源证券研究所

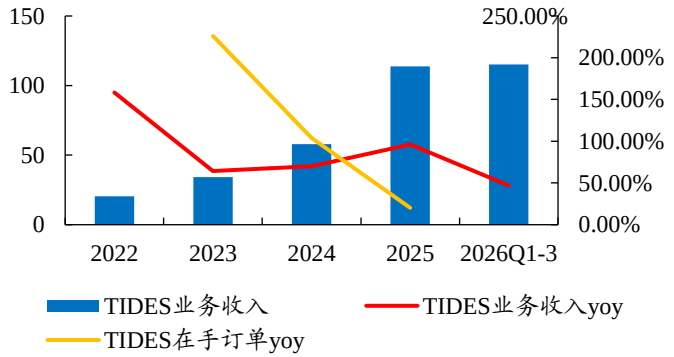
减重产业链：下游需求快速释放，赛道龙头成长空间较大

- **下游需求快速释放催化多肽产业链蓬勃发展，赛道龙头成长空间较大**

随着下游以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1多肽药物快速放量，多肽产业链迎来黄金发展期。2025年替尔泊肽销售额达365亿美元，问鼎全球药王，2026前三季度继续强势增长，Mounjaro（降糖版替尔泊肽）收入293.28亿美元（+89%），Zepbound（减重版替尔泊肽）收入144.40亿美元（+56%），GLP-1药物热度不减，需求仍然较大。

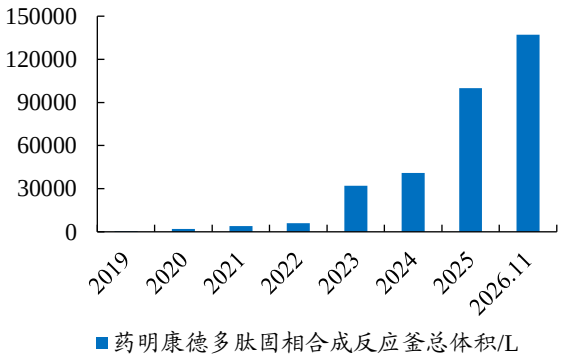
以药明康德、凯莱英等为代表的头部CXO企业快速布局多肽领域。2025年药明康德TIDES业务实现营收113.7亿元，同比增长96.0%，在手订单同比+20.2%，**2026Q1-3营收115.2亿元，同比增长46.9%，公司预计2026全年将实现约47%增长**，同时药明康德持续推进多肽产能建设：2024年末，药明康德多肽固相合成反应釜总体积已增加至41000L，2025年9月公司提前完成泰兴多肽产能建设，反应釜总体积已提升至超100000L，**2026年11月已提升至137000L**。截至26H1，凯莱英服务多肽药物 60 个，其中减重相关领域项目 25 个；按服务药物所处阶段划分，其中商业化项目1个，PPQ项目8个，临床后期项目13个，临床早期项目23个，参与多个MNC未来具备重磅药潜力的项目，且公司多肽固相反应合成总产能已达45000L，预计2026年底将进一步增至69000L，以满足在手订单未来产能需求。**多肽产业链的产能紧张仍将持续，赛道龙头拥有较大的成长空间。**

图63：2022年起药明康德TIDES业务迎来快速增长（亿元）



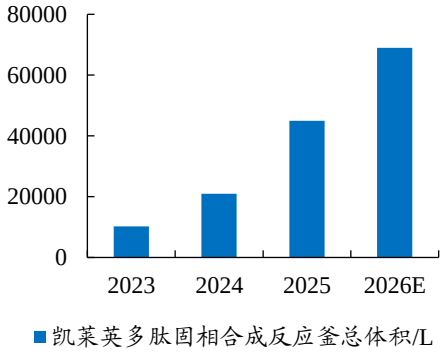
数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图64：药明康德持续推进多肽产能建设



数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图65：凯莱英持续推进多肽产能建设



数据来源：凯莱英公告、开源证券研究所

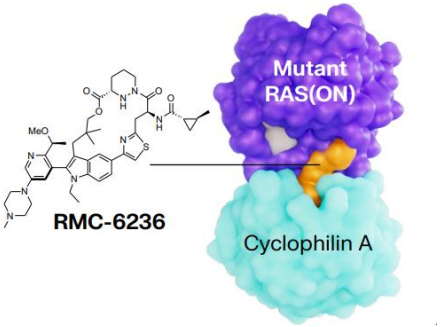
- **复杂分子商业化加速，具备高难度合成及规模化交付能力的CDMO有望受益**

复杂分子拓展化学合成药物的创新边界，重磅品种有望打开CDMO长期增长空间。大环小分子、口服环肽等分子形式拓展了化学合成药物的可成药空间，为肿瘤、自身免疫等领域提供新的治疗选择。**强生已将Icotrokinra列入峰值年销售额潜力超过50亿美元的产品，体现其商业化空间。**随着更多具备重磅潜力的创新产品走向商业化，相关工艺开发及规模化生产需求有望持续释放，为小分子及复杂化学合成药物CDMO带来新增量。

分子结构趋于复杂，提高工艺开发和生产放大的技术要求。大环小分子、口服环肽对复杂砌块、选择性合成、成环及纯化提出更高要求，产业化过程中还需兼顾工艺收率、杂质控制与生产成本。具备相关技术积累的CDMO有望更深入地参与客户研发及工艺优化，并随着项目向后期临床和商业化推进，持续提升单项目服务价值。

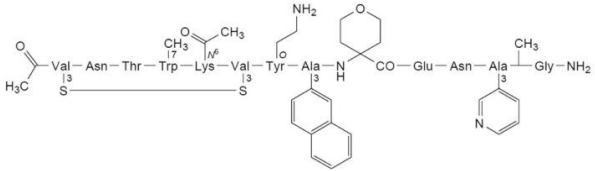
工艺壁垒与商业化放量需求叠加，看好小分子CDMO中长期成长。重磅产品销售爬坡及适应症拓展有望带动持续的生产需求，客户对供应商的成本优化、质量控制和大规模稳定供货能力也将提出更高要求。具备高难度合成、工艺放大及商业化交付能力的CDMO，有望凭借前期项目积累和客户合作基础，承接创新小分子药放量带来的订单增量。

图66：RMC-6236分子量达811，美国已批准上市



资料来源：Insight

图67：Icotrokinra结构复杂，分子量达1898，相关产业链有望受益



资料来源：Insight

表20：Icotrokinra与Daraxonrasib已在美国上市，有望大规模放量

代表产品	分子类型与作用机制	海外商业化进展	中国内地进展
Daraxonrasib（RMC-6236）	大环小分子；通过形成CypA/药物/RAS三元复合物抑制RAS信号	2026年8月26日获FDA批准，用于既往接受过系统治疗或不适合多药系统治疗的转移性胰腺癌成人患者	2026年9月17日首次申请临床
Icotrokinra（JNJ-2113）	化学合成的13个氨基酸环状多肽；靶向IL-23R	2026年3月17日获FDA批准，用于符合条件的中重度斑块状银屑病患者	2026年8月获NMPA批准上市，商品名“艾特雅®”；用于适合系统治疗或光疗的中重度斑块状银屑病成人及≥12岁、体重≥40kg的儿童患者

资料来源：各公司官网、Insight、开源证券研究所

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

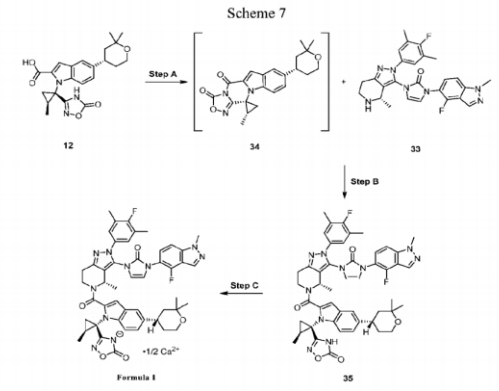
- **首个小分子口服GLP-1RA药物上市，口服GLP-1均有合成路线长/工艺难度大的特点，产业链内相关公司有望长期受益**

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

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

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

图68：Orforglipron经过28步反应合成最终原料药



资料来源：礼来专利

表21：在Orforglipron取得突破之后，其他企业先后布局相关在研管线

公司	药物名称	代号	适应症	剂型	研发阶段	备注
Eli Lilly	Orforglipron	LY3502970	肥胖或超重	片剂	2026年4月1日 FDA 批准上市（肥胖/超重适应症）	通过"局长国家优先券(CNPV)"试点项目获批，为该项目下首个获批的全新分子实体；2型糖尿病适应症已申请上市
诚益生物/AstraZeneca	Elecoglipron	ECC5004 / AZD5004	肥胖、超重、2型糖尿病	薄膜包衣片	2026年9月28日，Elecoglipron全球III期临床项目正式启动，诚益生物收到阿斯利康5000万美元里程碑付款。 2026年10月14日，诚益生物宣布Elecoglipron全球III期临床项目在中国完成首例患者入组。	2023年11月诚益生物与AstraZeneca达成合作，总交易额20.1亿美元
硕迪生物	Aleniglipron	GSBR-1290	肥胖、超重、2型糖尿病	胶囊/片剂	2026年6月17日，硕迪生物在Clinicaltrials.gov网站上注册了小分子GLP-1受体激动剂Aleniglipron两项三期临床，分别用于治疗肥胖（ACCOMPLISH-1）、肥胖合并二型糖尿病（ACCOMPLISH-2）	Aleniglipron为硕迪生物核心管线
歌礼	ASC30	ASC30	肥胖、超重	片剂/注射剂	2026年8月3日，歌礼制药在Clinicaltrials.gov网站上注册了小分子GLP-1受体激动剂ASC30治疗肥胖、肥胖合并二型糖尿病的两项全球三期临床AURORA-1、AURORA-2。	两项三期临床计划分别入组3003例、1560例受试者，预计2028年7月完成。
药友制药/Pfizer	YP05002	PF-08642534	肥胖、超重、2型糖尿病	片剂/胶囊	2025年7月澳大利亚I期临床	2025年12月复星医药与Pfizer达成合作，总交易额20.85亿美元

数据来源：各公司官网、FDA、开源证券研究所

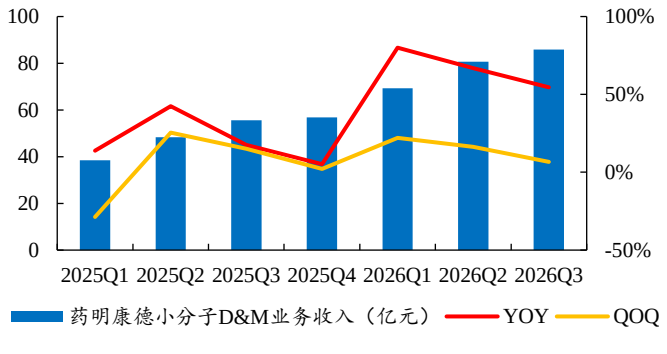
口服GLP-1小分子产业链：需求量大/合成路线长/工艺难度大，链内公司有望长期受益

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

受礼来备货影响，药明康德小分子CDMO收入已连续六个季度环比增长。随着Orforglipron上市，国内产业链配套能力正逐步显现，NMPA官网已可查询到合全药业生产Orforglipron的相关备案信息。截至2025年底，礼来已备货15亿美元的Orforglipron，受此影响药明康德小分子D&M业务收入逐季增长，2025年Q1/Q2/Q3/Q4药明康德小分子D&M业务收入分别为38.5/48.3/55.6/56.8亿元。**2026年Q1/Q2/Q3，药明康德小分子D&M业务收入进一步提升至69.3/80.6/85.9亿元，同比增长80.0%/66.9%/54.5%，环比增长22.0%/16.3%/6.6%，2026Q3已是连续第六个季度环比增长，体现下游需求释放及商业化订单交付对业务增长的持续支撑**

2026年3月11日，康龙化成与礼来共同宣布，达成关于Orforglipron的生产合作协议。根据协议，礼来公司预期投资康龙化成2亿美元并支持其技术能力建设，未来将根据后续发展情况进一步扩大合作规模。此外，海特生物全资子公司汉瑞药业已围绕 Orforglipron 关键合成片段开展相关产品布局，并具备对应中间体的研发与生产能力；诚达药业表示已在小分子 GLP-1 药物中间体赛道进行战略布局，已供应多个中间体片段。**Orforglipron作为合成步骤复杂的小分子GLP-1受体激动剂，对上游中间体与关键片段供应依赖度较高，具备特色工艺能力的企业有望在放量阶段持续受益。**

图69：药明康德小分子CDMO收入已连续六个季度环比增长



数据来源：药明康德公告、开源证券研究所

图70：康龙化成与礼来宣布达成关于Orforglipron的生产合作协议


康·资讯 | 康龙化成与礼来公司达成Orforglipron生产合作协议

康龙化成 康龙化成 2026年3月11日 17:06 北京 34人

康龙化成与礼来公司达成Orforglipron®生产合作协议

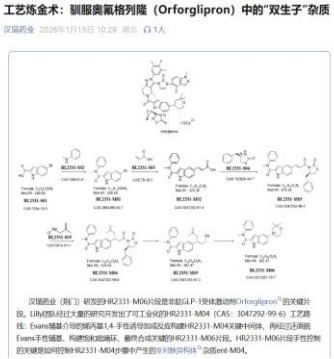
2026年3月11日，北京 — 康龙化成与礼来公司共同宣布，达成关于首个申报注册的口服小分子GLP-1受体激动剂®Orforglipron的生产合作协议。根据协议，礼来公司预期投资康龙化成2亿美元并支持其技术能力建设，未来将根据后续发展情况进一步扩大合作规模。礼来执行副总裁兼生产运营总裁贺安德、礼来集团副总裁兼中国总经理德赫兰、康龙化成首席执行官楼柏良，总裁兼首席运营官楼小强、首席财务官李承宗等出席了签约仪式。

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

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

资料来源：康龙化成公众号

图71：汉瑞药业参与生产Orforglipron的关键片段与中间体


工艺炼金术：驯服奥氟格列隆（Orforglipron）中的“双生子”杂质

汉瑞药业 2026年1月15日 10:28 浙江 1人

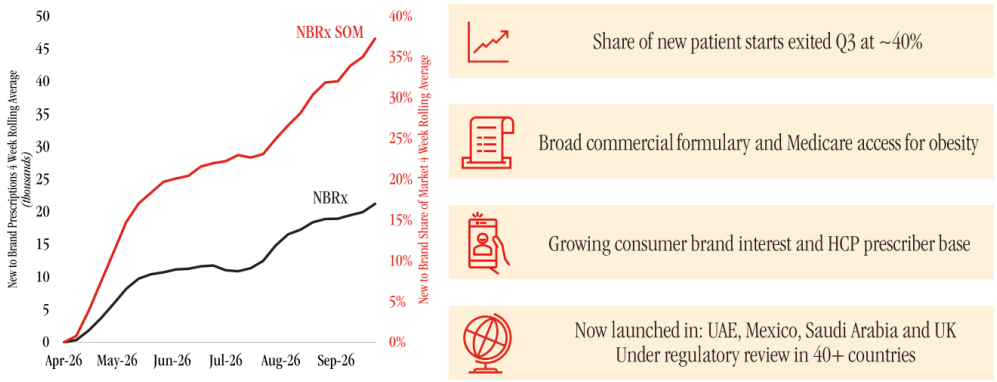
资料来源：汉瑞药业公众号

- **Foundayo新增患者份额持续提升，支付覆盖与全球上市有望推动后续放量**

从商业化表现来看，Foundayo上市首个季度（2026Q2）销售额为0.98亿美元，2026Q3增至1.84亿美元。根据IQVIA跟踪的处方数据，周处方量由上市第1周的1,390张增至第30周的65,000张，整体呈上升趋势。礼来披露，**26Q3末Foundayo在口服减重药新患者处方市场中的份额（NBRx SOM）接近40%**。产品具备无需冷链、无饮食饮水限制、一日一次等使用便利性，有助于覆盖更广泛的口服治疗需求；上市初期约80%的患者此前未使用过肠促胰素药物，体现其拓展增量治疗人群的潜力。

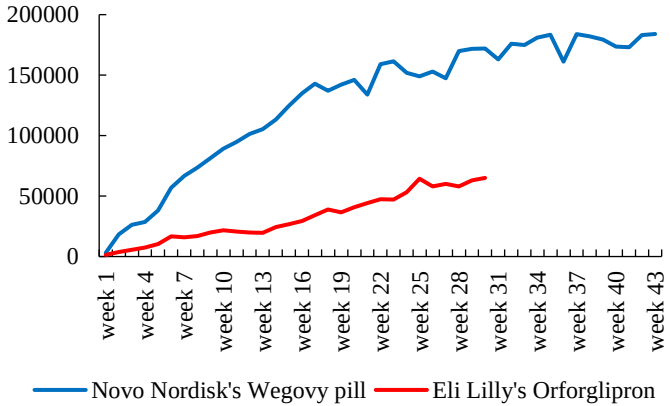
从后续放量驱动来看，消费者推广与开方医生覆盖持续推进，叠加商业保险处方集覆盖及7月纳入Medicare GLP-1 Bridge计划，产品可及性进一步提升。美国2型糖尿病适应症预计于2026Q4迎来监管决定，有望拓宽目标患者群体。海外已在阿联酋/墨西哥/沙特阿拉伯/英国四个市场上市，另有40多个国家处于监管审评阶段，预计2027年推进全球主要市场上市，初期重点布局自费减重市场。**新增患者积累、支付覆盖扩张及适应症与海外市场拓展，有望共同支撑Foundayo后续销售增长。**

图72：礼来Foundayo在口服减重药新患者处方市场中的份额接近40%



资料来源：礼来业绩演示材料

图73：Foundayo周处方量由上市第1周的1,390张增至第30周的65,000张



数据来源：IQVIA，开源证券研究所

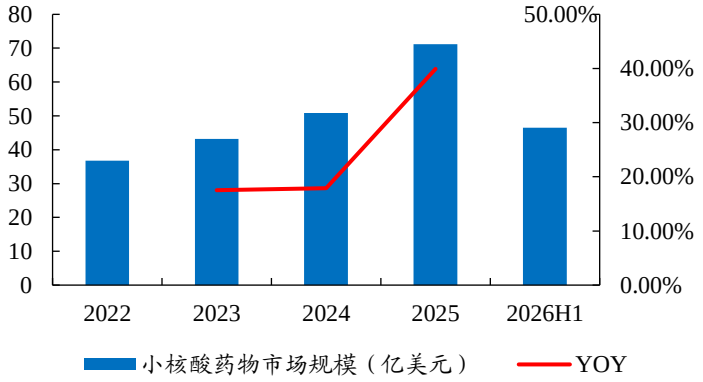
小核酸产业链：小核酸药物进入加速兑现期，产业链内公司有望率先受益

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

小核酸药物集靶点丰富、特异性强、安全性高、研发周期短等优势于一身，正在突破小分子和抗体药物的局限。依托靶向基因调控的源头干预机制，它突破了传统药物“不可成药”的限制，理论上可覆盖所有基因异常相关疾病，为精准医疗提供了全新的、高效的解决方案。

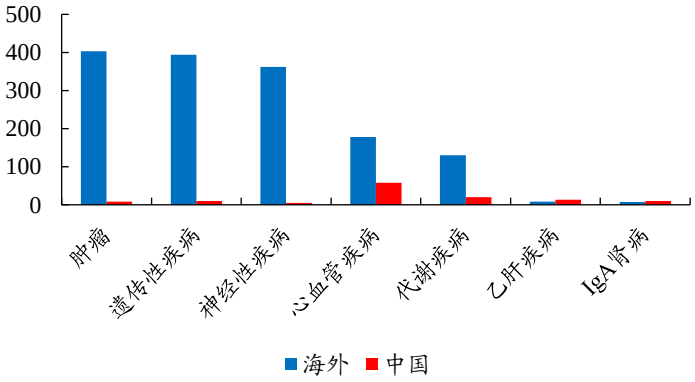
2025年，全球小核酸药物市场规模突破71亿美元，同比增长近40%，3款产品销售额迈入10亿美元行列，siRNA与ASO两条主线跑通商业化；小核酸龙头Alnylam全年首次实现盈利；诺华的Leqvio（英克司兰）作为全球首款siRNA降脂药2025年销售额11.98亿美元，并进入中国医保，标志着小核酸终于从“罕见病”走向“慢性病”。**2026H1，全球小核酸药物销售额规模超46亿美元**，预计2026全年有望达100亿美元，仍处高速增长阶段。截至2025年7月，全球小核酸药物管线已超过1500个，其中中国已有超过100家企业进入小核酸药物研究领域，拥有超过120个小核酸管线。**在技术持续进步、上市批准及临床验证不断增加的推动下，预计全球小核酸药物市场将加速增长。**

图74：2025年全球小核酸药物销售额规模突破71亿美元，2026H1突破46亿美元，增长趋势延续



资料来源：医药笔记公众号，开源证券研究所

图75：2025年全球小核酸药物管线已超1500个



资料来源：Beacons（截至2025.07），开源证券研究所

小核酸产业链：小核酸药物进入加速兑现期，产业链内公司有望率先受益

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

固相合成工艺复杂、CMC放大难度大、递送系统开发门槛高等特性，决定了小核酸研发生产天然依赖专业CXO服务。药明康德依托WuXi TIDES平台提供从药物发现到商业化生产的端到端CRDMO服务，**截至2026年11月公司寡核苷酸固相合成总规模超过8摩尔，且自2021年来在全球市场上活跃的核酸类疗法开发公司中，在药物发现和临床前阶段，25%都是药明康德的合作伙伴**；凯莱英寡核苷酸年产能已超180mol，服务项目74个，其中验证批（PPQ）5个，临床后期项目20个；睿智医药聚焦核苷酸合成工艺创新，发布全球首台亚磷酰胺单体智造系统；诚达药业切入上游关键原材料，布局亚磷酰胺单体与GalNAc递送系统，目前已进入MNC的供应链体系，部分小核酸单体以及递送系统关键中间体已经进入商业化生产阶段并实现了交付。**随着全球小核酸管线持续扩容、商业化项目加速落地，以药明康德、凯莱英为代表的产业链内CXO公司有望长期受益。**

表22：随着全球小核酸管线持续扩容、商业化项目加速落地，以药明康德、凯莱英为代表，在小核酸方面长期布局的产业链内CXO公司有望长期受益

公司	相关能力	产业链环节	相关订单和收入	布局
药明康德	依托WuXi TIDES平台，提供一站式CRDMO服务；**截至2026年11月公司寡核苷酸固相合成总规模超过8摩尔；** 旗下合全药业（WuXi STA）的脂质纳米颗粒平台旨在帮助客户项目从研发阶段快速推进到临床和商业化生产阶段，提供端到端服务； 自2021年来，在全球市场上活跃的核酸类疗法开发公司中，在药物发现和临床前阶段，25%都是药明康德的合作伙伴	药物发现→CMC→商业化生产全覆盖	2025年TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）保持高速增长，收入113.7亿元，同比增长96.0%。截至2025年末，TIDES在手订单同比增长 20.2%。2026Q1-3，TIDES业务收入115.2亿元，同比+46.9%；公司预计2026全年TIDES业务收入将实现约47%同比增长；测试业务在核酸类、偶联类、多特异性抗体类、多肽类等领域保持领先地位；生物学业务中，核酸类、偶联抗体类、多肽类等领域新客户快速增长	将进一步加强寡核苷酸药等新分子类型的服务能力；持续提升TIDES平台能力，加速全球产能建设
凯莱英	公司寡核苷酸年产能超180mol，同步配套建成6000平方米制剂车间，预充针年产能达5000万支，形成了原料药与制剂一体化的规模化供应能力； 公司液相/固相合成技术可实现连续化、低溶剂合成，SBT技术的创新应用，成为寡核苷酸生产领域极具规模化潜力的新兴技术	CDMO	2026H1，凯莱英持续加大寡核苷酸项目开拓力度，服务项目74个，其中验证批（PPQ）5个，临床后期项目20个，临床早期项目49个。同时，广泛参与基于新递送技术的核酸偶联药物项目，包括AOC、POC、ApDC、Oligo-lipid等。2026H1，公司化学大分子（包含多肽、寡核苷酸）CDMO业务板块收入7.36亿元，同比增长94.14%，在手订单金额同比增长163.47%，其中境外订单占比68.30%。	公司持续加强多肽、寡核苷酸技术储备，在片段酶连接、TAG 辅助液相合成、基于短片段的汇聚式合成、连续纯化、连续裂解等技术接连突破，显著提升了复杂大分子的合成效率与制备纯度
睿智医药	2025年，公司全核酸技术平台搭建完毕，覆盖核酸药物研发临床前全链条，具备从序列设计、化学修饰、固相合成到偶联制备与分析检测的一体化服务能力； 与华东师范大学联合打造超限智造平台，推出全球首个 ADC 与核苷酸单体微流控合成系统，重点应用于 ADC 偶联工艺及核苷酸单体合成制备；	早期研发CRO+核苷酸合成工艺	2026H1，在新模态药物领域，尤其是 XDC、多肽、小核酸及 PROTAC 等方向业务增长显著，该领域服务客户数量同比增长 55.60%；承接项目数量同比增长 34.64%；新模态业务订单占总体订单规模比重由上年同期 17.08%提升至 22.34%	公司持续完善全核酸技术研发平台，覆盖核酸药物研发临床前全链条，累计完成数百种修饰核苷、亚磷酰胺单体及新型 Linker 的开发与储备，建立了 AOC 和 POC 技术平台，可与公司 ADC、多肽、蛋白降解等平台协同，为客户提供 XDC 领域的整包研发服务
诚达药业	公司目前小核酸业务主要为亚磷酰胺单体和GalNAc递送系统，开展的亚磷酰胺单体种类有十余种，公司也会根据市场及客户需要提供修饰单体的工艺开发和生产，满足小核酸药物（如siRNA、ASO）的定制化生产需求	小核酸关键中间体/原材料供应	小核酸药物中间体是公司CDMO业务的延伸，公司已进入MNC的供应链体系；部分小核酸单体以及递送系统关键中间体已经进入商业化生产阶段并实现了交付，可以满足国内外客户的需求	公司将以小核酸药物中间体为重要拓展方向，加大结构修饰的亚磷酰胺单体和GalNAc递送系统的开发与优化升级力度；公司拥有丰富产业化经验与多功能柔性化生产线，反应设备总容积达141.55万升，能满足客户的需求

资料来源： 各公司公告，开源证券研究所

表23：推荐及受益标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
				2026/11/06	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
CXO	603259.SH	药明康德	买入	147.00	8.37	9.91	12.56	17.6	14.8	11.7
	2269.HK	药明生物	买入	47.62	1.40	1.77	2.22	34.0	26.8	21.5
	2268.HK	药明合联	买入	70.60	1.77	2.58	3.61	39.8	27.3	19.5
	300759.SZ	康龙化成	买入	45.89	1.20	1.60	2.05	38.1	28.7	22.4
	002821.SZ	凯莱英	买入	155.03	4.18	5.15	6.41	37.1	30.1	24.2
	603127.SH	昭衍新药	买入	44.55	1.31	1.09	1.44	34.0	40.7	30.9
	688710.SH	益诺思	买入	86.00	0.90	1.88	2.90	95.9	45.8	29.6
	688202.SH	美迪西	买入	74.38	0.84	1.84	2.80	88.5	40.5	26.5
	688131.SH	皓元医药	买入	97.09	1.65	2.47	3.38	59.0	39.3	28.7
	688293.SH	奥浦迈	买入	63.06	1.19	1.75	2.39	53.2	36.1	26.4
	688796.SH	百奥赛图	买入	78.46	0.94	1.43	2.12	83.1	54.7	37.0
	688046.SH	药康生物	买入	32.70	0.53	0.68	0.86	62.0	47.9	38.0
	688073.SH	毕得医药	买入	66.93	2.41	3.12	3.85	27.8	21.5	17.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至2026年11月6日收盘；药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英、皓元医药估值来自开源证券研究所，其余来自Wind一致预期。

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

生命科学上游投资要点：AI4S贡献增量，生产端物料弹性较大

- **湿实验验证是AIDD核心环节，科研服务需求方兴未艾。**AI制药（AIDD）通过AI提升靶点发现与分子设计效率，再经湿实验完成候选序列的验证。候选产出大增推动实验验证需求扩张，进而带动蛋白表达、检测试剂、实验耗材、模式动物等上游科研服务需求快速增长。
- **重点关注mRNA上游核心原料及LNP递送系统产业链。** 随着下游应用从传染病向肿瘤及细胞疗法拓展，具备GMP级核心酶制备能力、底物合成优势及CDMO工艺放大能力的供应商，深耕LNP递送技术和核心脂质原料的厂商将率先受益。
- **需求修复持续向上游传导，基本面逐步兑现：**国内需求整体稳中向好，海外市场也迎来收获期；（1）上游公司在海外收入的体量较小，处于提升市占率阶段，海外保持高增长的确定性较高；（2）从国内来看，工业端需求端明确向好且呈加速态势；（3）受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，2026年行业景气度进一步回升，收入与利润实现双增长。当前位置，行业处于新一轮产业周期开启阶段，考虑到生产端物料的特性，经营业绩有望超越行业增长。
- **科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：**海外市场空间较大，单品定价相对较高，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。随着SKU的不断丰富及覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大，海外业务有望保持高增长。同时，国内大量优质管线出海，对于培养基、填料等黏性较高并且具有放大效应的物料，有望跟随管线出海，海外市场快速打开。
- **科研服务行业收并购正在加速：**近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，在客户、供应商渠道、品牌效应方面能够产生较强的协同效应。截至2026Q1-Q3，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超10亿元，生命科研上游领域收并购将逐步展开，公司单体的成长天花板有望打开。
- **推荐标的及思路**：行业边际提速，mRNA、AIDD产业趋势确定性高：皓元医药（前端继续高增长，整体利润率仍有提升空间）、百普赛斯（海外占比高，AIDD湿实验室需求率先受益）、奥浦迈（CDMO利润弹性大，奥浦迈商业化管线放量）、药康生物（创新驱动发展，受益国内需求复苏）、昊帆生物（GLP-1上游，多肽行业高景气，产能扩张快速扩张）。

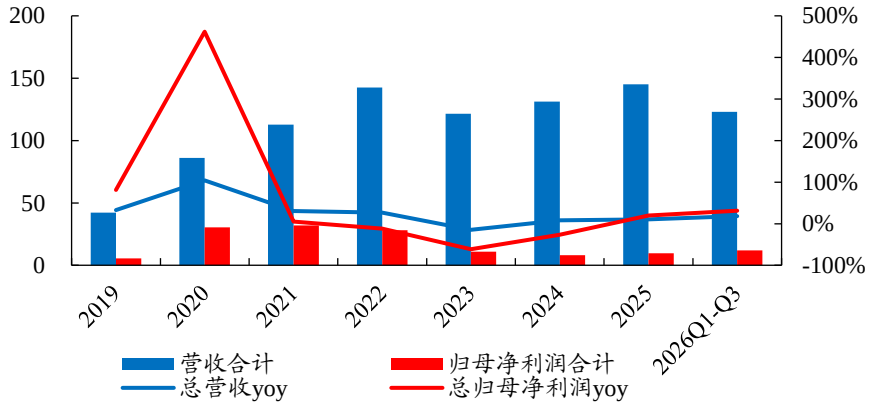
生命科学上游：业绩边际提速显著，蓄力新一轮景气周期

- **科研服务行业业绩边际提速，蓄力新一轮景气周期**

营收与利润双高增，三季度边际提速显著。 2023/2024/2025/2026Q1-Q3，科研服务行业16家核心标的总营收分别为123.9/134.3/149.2/133.3亿元，同比增速分别为-14.3%/8.4%/11.1%/24.3%；归母净利润分别为11.3/8.8/10.8/13.4亿元，同比增速分别为-60.2%/-22.1%/22.5%/33.5%。进入2026年以来，受工业端需求放量、海外市场扩展、AIDD湿实验室需求激增，三季度业绩呈现边际提速态势。

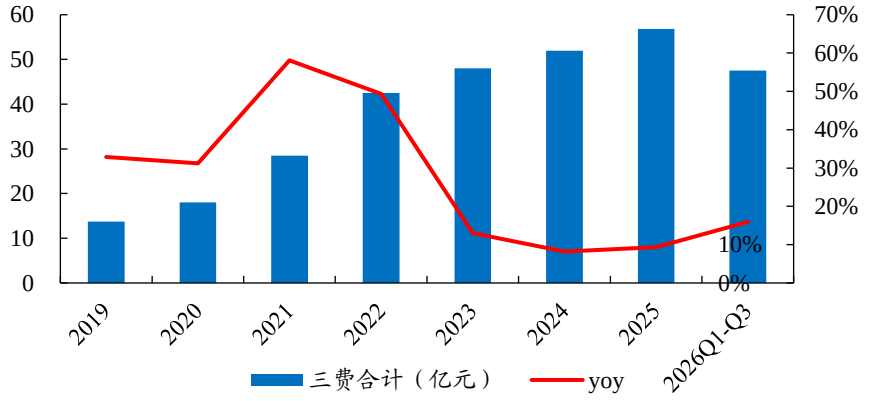
战略性提升费用投入，蓄力新一轮高景气周期。2023/2024/2025/2026Q1-Q3三费同比增幅分别为13.0%/8.2%/9.4%/15.9%，我们认为，随着AIDD需求方兴未艾，创新药持续火热及海外需求的进一步释放，多数公司扩大人员规模、产能规模和加快海外本地化建设，蓄力新一轮高景气周期。

图76：2024年以来科研服务行业营收与利润进入上升通道（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：选取了科研服务行业内16家核心标的营收与归母净利润数据

图77：2024年以来科研服务企业战略性加速费用投入（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所
注：选取了科研服务行业内16家核心标的销售费用、管理费用与研发费用数据

4.2 生命科学上游：大部分公司盈利能力稳中有进

受国内工业端需求波动和行业竞争等影响，2024年生命科学上游整体承压，但进入2025年后大部分公司利润端已开始改善，2026Q1-Q3行业景气度进一步回升，收入与利润实现双增长。从需求端看，国内科研机构和高校需求保持增长，工业客户结构性需求改善持续显现；海外需求依然健康，整体保持较快增长。从供给端看，多数公司持续落实降本增效措施，叠加收并购及AI制药订单驱动等因素影响，业绩出现明显分化——阿拉丁、毕得医药等盈利能力持续改善，诺唯赞、毕得医药、义翘神州等细分领域领先企业也迎来利润端快速恢复。

图78：部分公司的毛利率持续改善（单位：%）

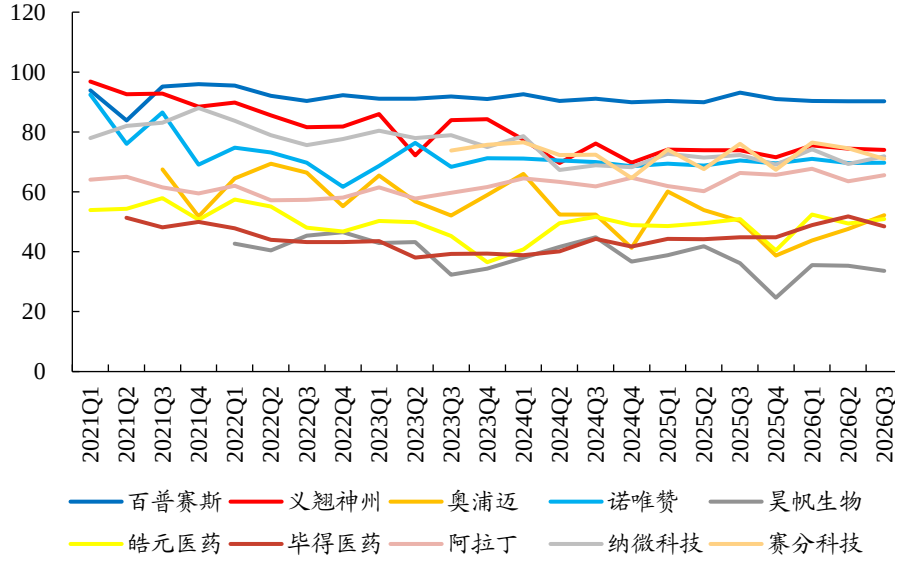
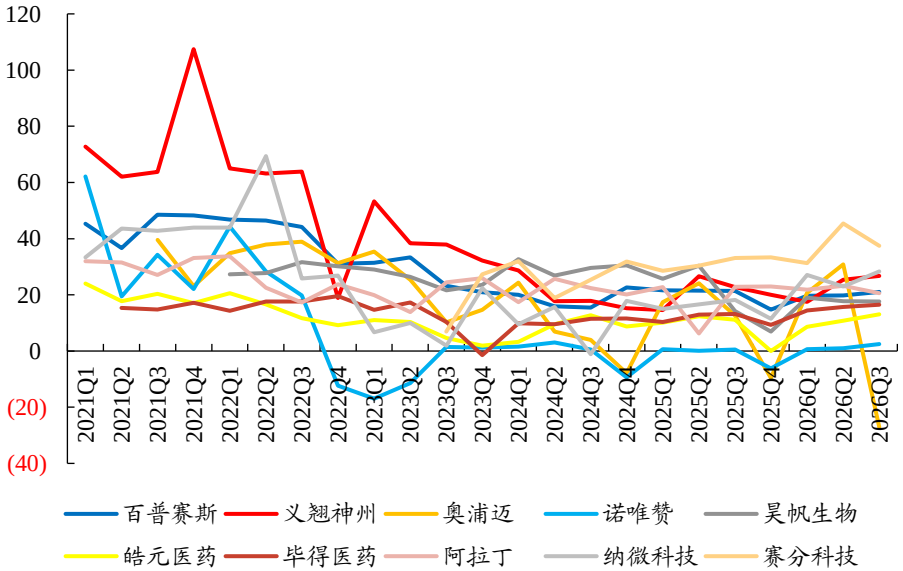


图79：部分生命科学上游公司自2021Q1以来销售净利率变化情况（单位：%）

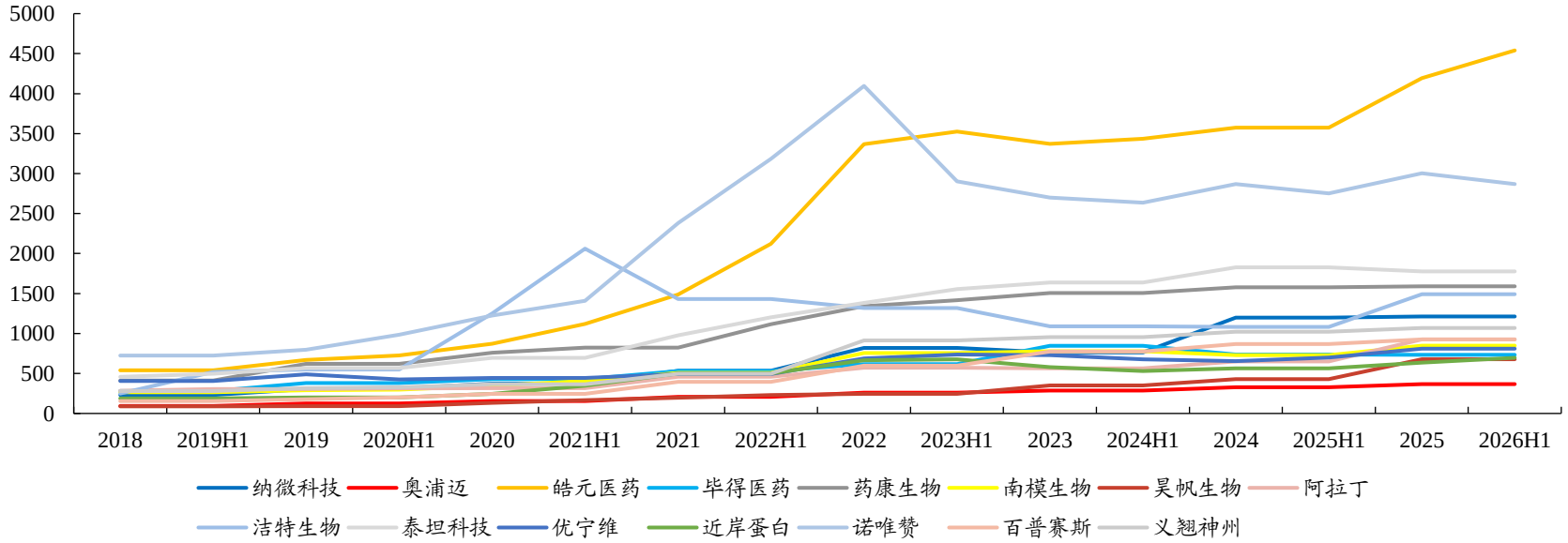


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 生命科学上游： 2025H2人员规模扩张提速，2026H1规模进一步增长

科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰，顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。2023年起，上游企业人员规模增速放缓，以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司正逐步优化人员，供给端有一定的出清。2024年下半年来，科研服务公司人员规模整体恢复扩张态势，显示出行业逐步企稳回升，2025H2开始人员规模扩张显著加速，2026H1人员规模进一步增加，体现下游需求快速复苏。

图80：2026H1人员规模进一步扩张



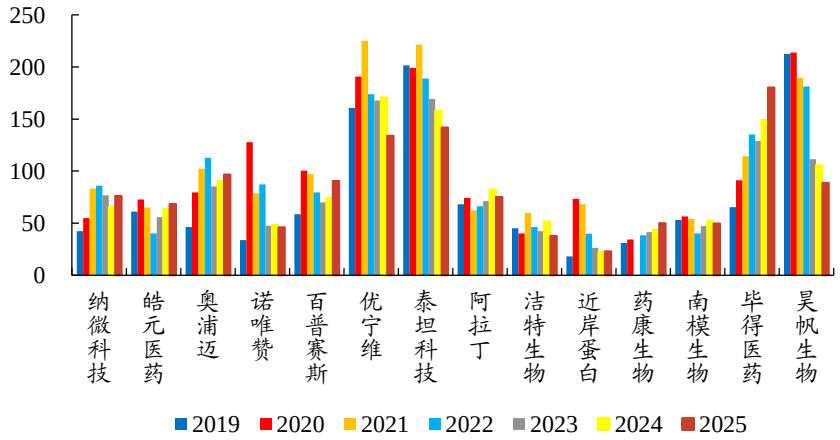
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3 生命科学上游：人效出现一定的波动，部分公司已经拐点向上

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

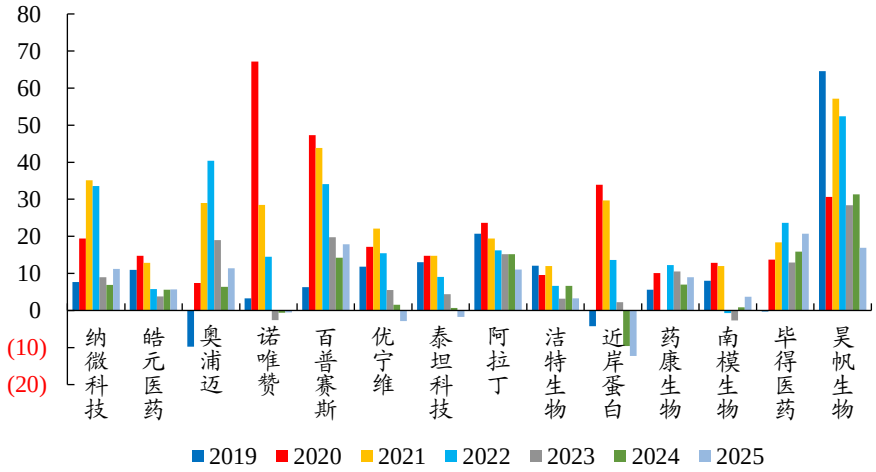
2025年纳微科技、皓元医药、百普赛斯、毕得医药等公司的人均创收呈现持续增长态势或向上拐点，纳微科技、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、毕得医药等人均创利也出现向上拐点。

图81：上游公司人均创收毕得医药、泰坦科技整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：上游公司人均创利百普赛斯、昊帆生物整体较高（万元）

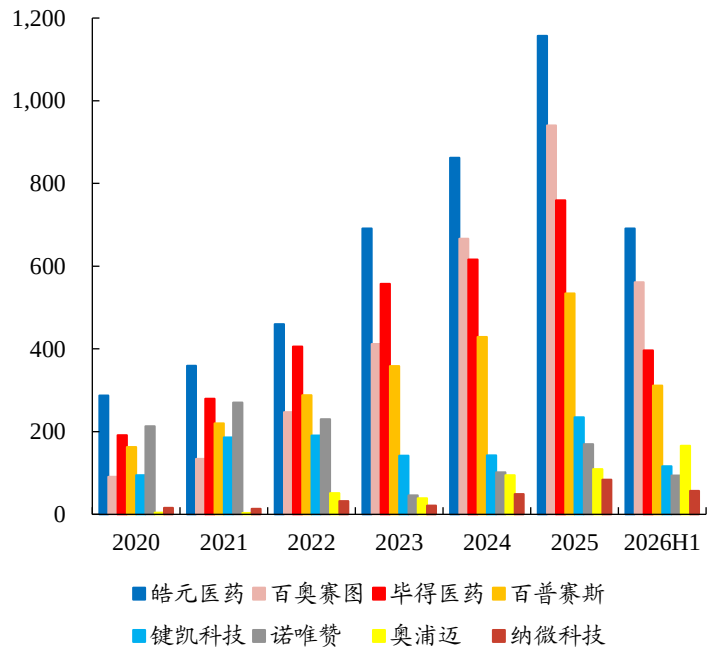


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4 生命科学上游：2026H1海外业务加速，部分企业迎来收获期

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

图83：部分科研服务企业海外营收快速增长（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表24：部分科研服务企业正积极布局海外市场

公司名称	出海产品	海外布局	海外营收增速（2026H1）	海外营收占比（2026H1）
毕得医药	分子砌块	公司已在在美国、德国、印度等地区设立子公司，为全球多个国家和地区的客户提供产品及服务	+9%	58%
皓元医药	分子砌块+工具化合物	公司已在美国、欧洲、日本、韩国、印度、东南亚等多地组建商务团队，通过“MCE”、“乐研”、“ChemScene”和“ChemExpress”四大自主品牌覆盖海内外市场。2025年，公司在韩国成立子公司，此外，进一步收购英国FC公司成为其控股股东（持股72.74%），通过英国 FC在欧洲化学试剂领域的品牌及渠道优势，迅速拓展欧洲市场。	+23%	42%
百普赛斯	重组蛋白	公司在中国、美国、瑞士和韩国构建仓储物流中心，在欧洲和亚太等地设立多家海外子公司，将持续深化海外布局，实现对全球市场的全面覆盖。另外，公司计划建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力，强化供应链优势。	+21%	62%
奥浦迈	培养基	2022 年 4 月，公司在美国加州成功设立子公司；公司实际控制人之一 HE YUNFEN（贺芸芬）博士目前负责美国子公司业务拓展。2024 年，美国子公司实验室已建设完成并投入使用。	+142%	37%
百奥赛图	模式动物	2018年，公司在美国波士顿建立了具备本地化运营能力的海外子公司，经过多年发展，海外人才团队及基础设施已基本完善；此外公司在上海、美国旧金山、圣地亚哥及德国海德堡等地设有分支机构，形成面向全球的研发与运营网络，覆盖北美、亚太以及欧洲地区。	+32%	60%

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

生命科学上游：湿实验是AIDD核心环节，科研服务需求方兴未艾

湿实验验证是AIDD核心环节，科研服务需求方兴未艾。AI制药（AIDD）通过AI提升靶点发现与分子设计效率，再经湿实验完成候选序列的表达、筛选、药效、药代和毒性等指标的验证，之后将湿实验所得的数据反馈给模型，形成“设计—构建—测试—学习”（DBTL）闭环。候选产出大增推动实验验证需求扩张，进而带动基因合成、蛋白表达、检测试剂、实验耗材、模式动物等上游科研服务产业同步增长。

TWIST业绩高增，AIDD驱动科研服务需求旺盛。Twist Bioscience是全球DNA合成龙头，依托其硅基DNA合成平台通过DNAlibraries和Antibody discovery向抗体药发现与生物制药服务拓展。2025财年AI相关订单约为2500万美元，公司预计2026/2027财年均有望实现三位数以上同比增速，并2026/2027财年AI相关订单贡献达到0.5/1亿美元。Twist订单的跳跃式增长，直接映射出AIDD客户因候选分子数量激增而对基因合成、蛋白表达等上游服务需求的急剧扩张。

图84：实验验证是DBTL流程中的核心环节

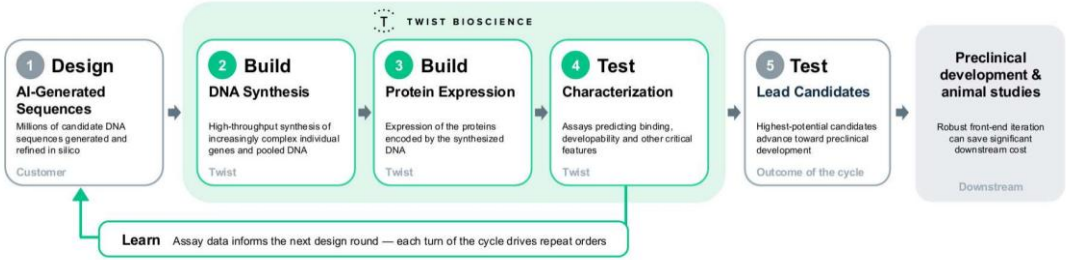


表25：AIDD驱动科研服务产业链需求增长

湿实验环节	AIDD 驱动科研服务产业链需求	相关标的
DNA 合成	模型输出的候选序列需要先合成为对应的 DNA；AIDD 需要不断扩大设计空间并提高迭代频率，有望扩大高通量基因合成需求	Twist、金斯瑞生物科技
蛋白表达与纯化	模型输出的候选序列对应的 DNA 需要进一步表达成为蛋白质，并经过培养和纯化等步骤，有望带动细胞培养和药物纯化等领域相关需求	奥浦迈、纳微科技、赛分科技、洁特生物
体外细胞实验验证	AI 筛选出的候选序列需要经历体外生物物理实验检验结合亲和力、特异性、选择性和可开发性等指标	百普赛斯、义翘神州、近岸蛋白
模式动物体内验证	经历过体外实验筛选后的候选序列仍需经历更复杂的实验来进行药效、药代动力学和安全性评价，如模式动物体内实验等	百奥赛图、药康生物、南模生物

资料来源：Twist演示材料、Kosonocky et al.《Closing the loop: Experimentally validated methods in artificial intelligence–driven protein design》、开源证券研究所

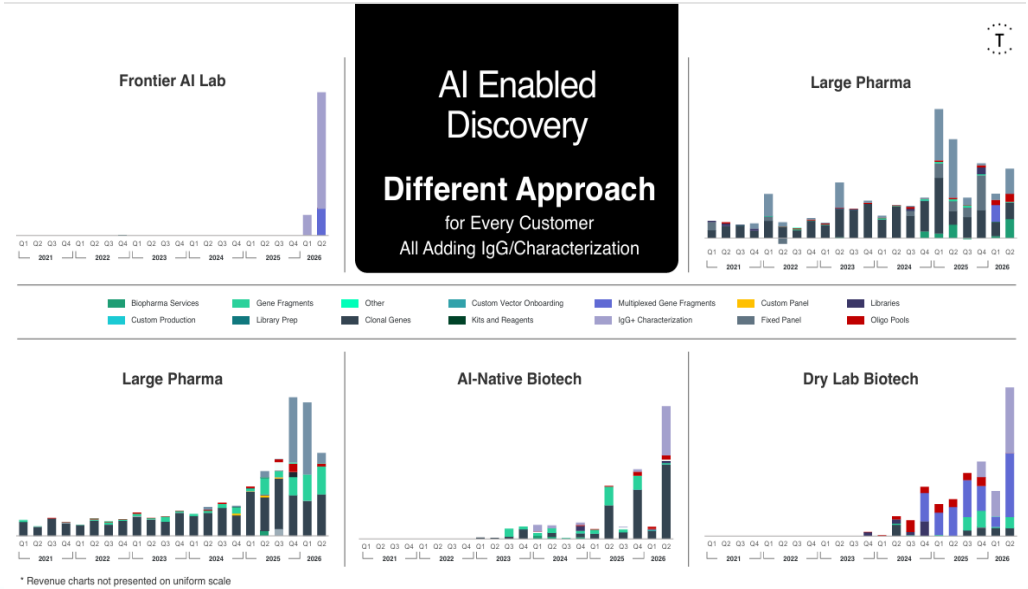
科技/通用大模型公司：OpenAI、Anthropic、字节等，依托算法、算力和基础模型切入AI4S及药物研发，资金主要来自集团AI战略预算。

AI-native Biotech：英矽、Recursion、Google/Isomorphic、XtalPi晶泰等，以AI为核心研发平台，资金来自融资+BD+License，自研管线持续推进。

Pharma：Lilly、AZ、NVS、Roche、Sanofi等，依托最大研发预算和专有数据，通过内部AI平台+外部合作加速渗透。

抗体表达确定性高，多类型客户扩大采购规模。根据Twist统计，AI Lab、AI-Native Biotech与干实验室自2025-2026年起季度采购环比加速，且普遍追加绑定高通量基因片段与IgG抗体表征服务。

图85：多类型客户扩大基因合成和抗体表达订单规模



资料来源：Twist投资者日展示材料、开源证券研究所

4.5 生命科学上游：湿实验室验证供需两旺，驱动上游科研服务需求梯次增长

头部平台争相扩建自有高通量湿实验产能。Recursion合并Exscientia后每周湿实验吞吐量达220万次，专有数据量由2022年的14PB增至2025Q4的65PB；GSK更以最高1.1亿美元与Relation合作，依托24小时全自动化实验室生成细胞扰动多组学数据以喂养基础模型。2026H1百普赛斯湿实验室每天可交付蛋白4000条，部分表达路径从序列接受到完成仅需4-7天。

AI制药推高抗体和蛋白表达需求高增，湿实验验证需求潜力大。人类基因组中约有2万个蛋白编码基因，其中约4500个被认为具有可成药潜力，但目前获批药物实际作用的靶点约700余个。当前大模型厂商在药物发现环节，单家或可覆盖近千个可成药靶点。结合AI大模型的高通量特性，单靶点或可进行超1万次序列设计及湿实验验证，湿实验验证需求潜力大。

湿实验验证需求激增，驱动上游科研服务需求梯次增长。海量序列验证直接催生基因合成与蛋白表达的庞大需求，推进至体外实验和安评环节，将推动检测试剂、实验耗材、模式动物等产业链各环节依序迎来快速增长。

表26：Recursion湿实验室产能快速扩张

报告期	专有数据量	湿实验吞吐
2022 Q1	>14 PB	
2022 Q2	>16 PB	
2022 Q3	~19 PB	
2022 Q4	>21 PB	
2023 Q2	>23 PB	
2023 Q3	>25 PB	2.2M / 周
2023 Q4	>25 PB	
2024 Q2	>50 PB	
2024 Q3	>50 PB	
2024 Q4	>50 PB	
2025 Q2	>50 PB	
2025 Q4	65 PB	

资料来源：Recursion官网和公告、开源证券研究所

4.5 生命科学上游：mRNA商业化提速，掘金上游原料与LNP递送产业链

mRNA肿瘤疫苗步入商业化，催生上游产业链旺盛需求。 Moderna与默沙东联合研发的mRNA-4157（针对黑色素瘤）III期临床取得阳性结果，证实“mRNA疫苗+PD-1”联合疗法可显著降低术后复发风险。此举不仅验证了mRNA在实体瘤中激活特异性免疫的可行性，更标志着mRNA技术正式打开肿瘤治疗的广阔空间。随着个性化肿瘤疫苗商业化落地，产业端对高质量底物及定制化CDMO服务的需求正迅速攀升。

海外巨头加码In vivo CAR-T，mRNA-LNP递送技术优势凸显。 由于裸露的mRNA极易被体内酶降解且难以穿透细胞膜，LNP（脂质纳米颗粒）作为递送系统成为决定其疗效的关键，负责包裹保护mRNA并实现靶向细胞递送。在In vivo CAR-T疗法中，相比慢病毒等传统载体，mRNA-LNP凭借设计灵活、无基因组整合风险及易于规模化生产等优势，正成为体内CAR的主流技术方向之一。2025年起，海外药企密集布局该赛道，随着相关管线向中后期推进，mRNA核心原料及递送需求有望呈指数级增长。

投资建议：重点关注mRNA上游核心原料及LNP递送系统产业链。 随着下游应用从传染病向肿瘤及细胞疗法拓展，具备GMP级核心酶制备能力、底物合成优势及CDMO工艺放大能力的供应商，以及深耕LNP递送技术和核心脂质原料的厂商将率先受益。

受益标的：诺唯赞、健凯科技等。

表27：2025年起，海外药企加注in vivo CAR-T赛道。

License In/Out	交易时间	交易类型	转让方	受让方	项目类型	项目名称	交易总额（亿美元）	靶点	技术类型-载体
境外交易	2026-04-20	转让/收购	Kelonia Therapeutics	礼来制药	药品	KLN-1010	70	BCMA	慢病毒载体LV
					企业	Kelonia Therapeutics		-	-
	2026-02-09	转让/收购	Orna Therapeutics	礼来制药	药品	ORN-252	24	CD19	脂质纳米粒载体LNP
					企业	Orna Therapeutics		-	-
	2025-12-15	合作	Syenex	LeucidBio	药品	LEU011	-	NKG2DL，CXCR2	-
					技术/平台	Syenex's VivoCell Platform		-	-
	2025-11-05	合作，授权/许可	Kelonia Therapeutics	强生制药	药品	in vivo CAR-T Therapies	-	-	慢病毒载体LV
					技术/平台	Kelonia's proprietary iGPS® (in vivo Gene Placement System) platform		-	-
	2025-10-23	合作	Ginkgo Bioworks	STRM.BIO，University of British Columbia	药品	In Vivo CAR Therapies for autoimmune diseases	-	-	外膜囊泡载体OMV
	2025-10-16	授权/许可	National Research Council Canada	ME Therapeutics	技术/平台	nanobody-based CD22 binder	-	-	-
					药品	In Vivo CAR-M	-	CD22	-
					药品	In Vivo CAR-T		CD22	-
	2025-10-10	转让/收购	Orbital Therapeutics	百时美施贵宝制药	药品	OTX-201	15	CD19	脂质纳米粒载体LNP
					企业	Orbital Therapeutics		-	-
					技术/平台	Orbital's proprietary RNA platform		-	-
	2025-10-07	合作，授权/许可	SiVEC Biotechnologies	RheumaGen	技术/平台	SiVEC's BactPacTM drug delivery platform	-	-	-
					药品	In Vivo Program		-	-
	2025-08-21	转让/收购	Interius BioTherapeutics	Kite Pharma	企业	Interius BioTherapeutics	3.5	-	-
	2025-06-30	转让/收购	Capstan Therapeutics	艾伯维生物制药	药品	CPTX2309	21	CD19	脂质纳米粒载体LNP
					企业	Capstan Therapeutics		-	-
					技术/平台	tLNP platform technology		-	-
	2025-03-17	转让/收购	EsoBiotec	阿斯利康制药	企业	EsoBiotec	10	-	-
					技术/平台	NanoBody Lentiviral (ENaBL) platform		-	-
	2024-11-19	合作	Vyriad	诺华制药	药品	in vivo chimeric antigen receptor (CAR) T-cell therapies	-	-	慢病毒载体LV
	2024-09-10	合作	Carisma Therapeutics	Moderna Therapeutics	药品	in vivo CAR-M	-	-	-
	2024-05-23	转让/收购	ReNAgade Therapeutics	Orna Therapeutics	企业	ReNAgade Therapeutics	-	-	-
	2024-02-15	合作，期权	Kelonia Therapeutics	Xyphos（安斯泰来子公司）	药品	CAR-T Cell therapies targeting up to two programs	8	-	-
	2024-01-04	期权，合作	Umoja Biopharma	艾伯维生物制药	药品	UB-VV111	14.4	CD19	慢病毒载体LV
					药品	four additional in-situ generated CAR-T cell therapy candidates		-	-
	2023-09-20	转让/收购	Ixaka	Alaya.bio	药品	key assets from Ixaka	-	CD19	慢病毒载体LV，纳米粒载体NPs
					药品	key assets from Ixaka		-	-
					药品	key assets from Ixaka		-	-
	2023-04-12	合作	LeucidBio	ImaginAb	药品	LEU011	-	NKG2DL，CXCR2	-
					药品	89Zr crefmirlimab berdoxam		CD8	-
					药品	LEU011		NKG2DL，CXCR2	-
	2022-09-01	合作	Beam Therapeutics	Orbital Therapeutics	技术/平台	for all fields other than Beam exclusive field and also excludes the targets and substantially all of the indications that are the subject of Beam existing programs	-	-	-
	2022-05-23	合作	Umoja Biopharma	Lupagen	技术/平台	Side CAR-T™ technology	-	-	-
	2022-05-19	合作	Create Medicines	Acuitas Therapeutics	技术/平台	LNP technology	-	-	-
					技术/平台	mRNA cell programming technology		-	-
	2022-01-10	合作	Carisma Therapeutics	Moderna Therapeutics	药品	chimeric antigen receptor monocyte (CAR-M) therapeutics	0.45	GPC3	脂质纳米粒载体LNP
跨境交易	2026-03-16	合作	Cellinfinity Bio	宜明细胞	药品	CIB-301	-	-	-
					药品	CIB-350		-	-
	2025-10-16	授权/许可，合作	普瑞金生物	Kite Pharma	药品	体内原位编辑疗法	首付款1.2亿美元，里程碑付款15.2亿美元，特许权使用费基于未来产品净销售额的销售分成	-	-
	2025-05-08	合作	原启生物	Umoja Biopharma	药品	In vivo CAR-T	-	-	-
	2025-01-15	授权/许可	Orna Therapeutics	先博生物	药品	BCMA体内CAR-T	-	BCMA	脂质纳米粒载体LNP
	2024-09-13	合作	诺纳生物	Umoja Biopharma	药品	新型体内CAR-T细胞疗法	-	-	脂质纳米粒载体LNP
					技术/平台	全人源重链抗体（HCAb）平台		-	-
	2024-01-03	合作	Umoja Biopharma	驯鹿生物	技术/平台	rapamycin-activated cytokine receptor (RACR™) platform	-	-	-
	2023-01-05	合作	Orna Therapeutics	先博生物	药品	ORN-101	-	CD19	脂质纳米粒载体LNP
	2022-11-21	合作	驯鹿生物	Umoja Biopharma	药品	即用型细胞疗法	-	-	-
	-	合作	EsoBiotec	普瑞金生物	药品	ESO-T01	-	BCMA	慢病毒载体LV

资料来源：Insight、开源证券研究所

4.5 生命科学上游：产品需求指数级放大，产能扩张匹配需求

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

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

表27：产能建设快速推进，以满足下游高速增长的需求

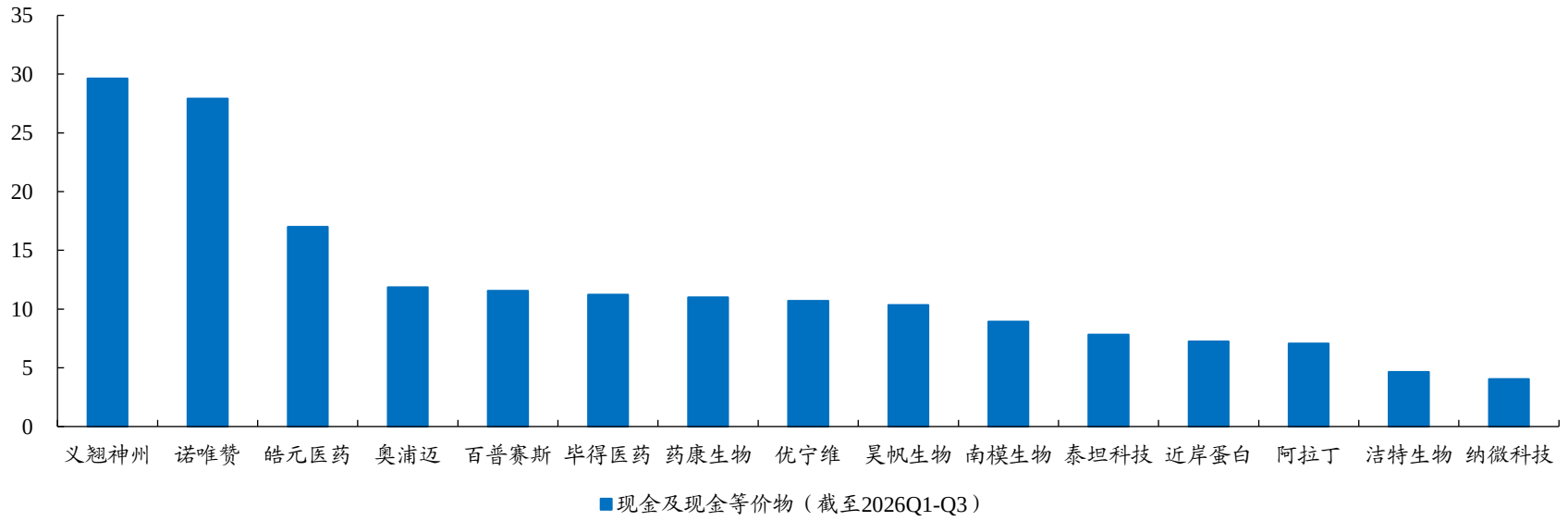
公司	核心产品	产能扩张	商业化项目进展
赛分科技	色谱柱和色谱填料	扬州二期扩建，新增 20 万升 / 年生物大分子层析介质的产能，三期规划建设规模化蛋白生产及硅胶基质填料扩产；美国基地规划5 万升 / 年，构建双基地供应格局。	2026Q1-Q3工业纯化产品销售收入达3.23亿元（+55.35%），五百万级以上核心客户实现销售收入2.29亿元，占工业纯化产品收入的70.92%。应用于药企三期临床及正式商业化生产阶段的工业纯化产品销售收入达2.28亿元，占工业纯化产品收入的70.65%。
纳微科技	色谱柱和色谱填料	南通新建大规模微球基地，常熟扩建配套产能，多肽固相合成载体入驻南通洋口港化工中试生产基地	2026H1核心业务药物合成和分离纯化用微球产品销售收入3.74亿元（+57%）；应用于药企商业化项目（含新药注册阶段）的微球销售收入约0.94亿元，约占该类产品收入的25%。
奥浦迈	培养基	上海临港基地投产，干粉培养基单批2000kg、液体2000L；太仓新增 500L 液体产线	截至2026年三季度，共有401个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司细胞培养基产品，较2025年末增加74个（+22.63%），其中商业化生产阶段18个。
键凯科技	药用PEG及衍生物	天津原有产能2 吨/年；辽宁盘锦新建基地，设计产能 12-20 吨/年	2026Q1-Q3公司产品销售收入为2.47亿（+23.06%），其中国内产品销售收入为0.90亿元（+97.91%）。截至2026H1公司支持11款在境外市场已上市的医疗器械产品，3款境外的商业化药物产品，国内已支持8个聚乙二醇修饰药物上市。
昊帆生物	多肽合成试剂	杭州福斯特2026年3月改造完成并逐步恢复生产；淮安昊帆生产基地预计2026Q4-2027Q1开始进入试生产；安徽昊帆新增年产702吨多肽试剂及医药中间体产能，2025年1月取得生产许可证。	2026H1多肽合成试剂销售收入为2.64亿元（+19.32%）；公司对药明康德、凯莱英、翰宇药业、诺泰生物、Bachem、Lonza、PolyPeptide等客户销售收入合计超1.6亿元。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

生命科学上游：并购逐步展开，单体成长空间打开

从行业集中度看，多数科研服务为细分领域的领先企业，账上现金充足，外延发展持续推进：截至2026Q1-Q3，科研上游企业账上现金整体充裕，一半以上企业现金及现金等价物超10亿元。随着行业部分小产能逐渐出清，生命科研上游领域收并购将逐步展开，细分领域龙头企业市占率有望持续提升，竞争格局将逐渐优化，单体的成长空间逐步打开。

图86：截至2026Q1-Q3，科研上游企业账上现金整体充裕（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

生命科学上游：收并购逐步展开

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

表28：近年来科研上游领域已开展多起收并购事件，2024下半年起明显提速

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

资料来源：Wind、开源证券研究所

科研服务板块经营拐点明确，生产端物料弹性大

表29：推荐及受益标的盈利预测与估值

	股票代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
				2026/11/6	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
科研服务	688073.SH	毕得医药	买入	66.93	2.5	3.13	3.84	26.8	21.4	17.4
	688293.SH	奥浦迈	买入	63.06	1.25	1.69	2.29	50.4	37.3	27.5
	301393.SZ	昊帆生物	买入	53.94	1.77	2.45	3.35	30.5	22.0	16.1
	688356.SH	键凯科技	买入	75.37	1.46	2.06	3.86	51.6	36.6	19.5
	688179.SH	阿拉丁	买入	14.82	0.49	0.73	1.02	30.2	20.3	14.5
	688131.SH	皓元医药	买入	97.09	1.65	2.47	3.38	58.8	39.3	28.7
	301080.SZ	百普赛斯	买入	87.12	1.32	1.73	2.25	66.0	50.4	38.7
	688690.SH	纳微科技	-	38.10	0.54	0.71	0.97	70.6	53.3	39.1
	688758.sh	赛分科技	-	23.19	0.40	0.54	0.73	58.1	43.0	31.8
	688046.SH	药康生物	-	32.70	0.44	0.55	0.68	73.6	59.6	47.8
	688105.SH	诺唯赞	-	22.22	0.31	0.44	0.58	72.1	50.6	38.4

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：“买入”评级标的盈利预测来自开源证券研究所（键凯科技2028年EPS来自Wind一致预期），其他标的盈利预测来自Wind，收盘日期为2026年11月6日。

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

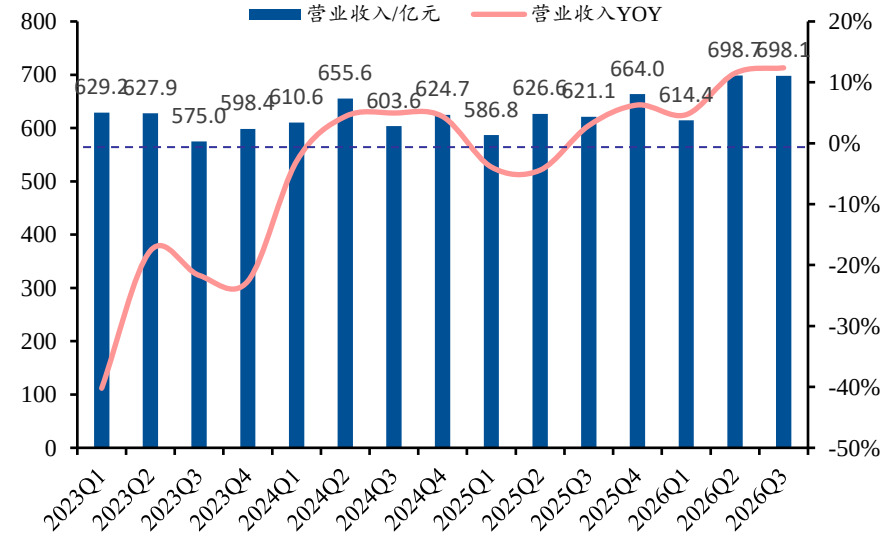
10 风险提示

5.1 医疗器械回顾与展望：2026Q3医疗器械业绩持续高增，板块拐点确立

板块回顾

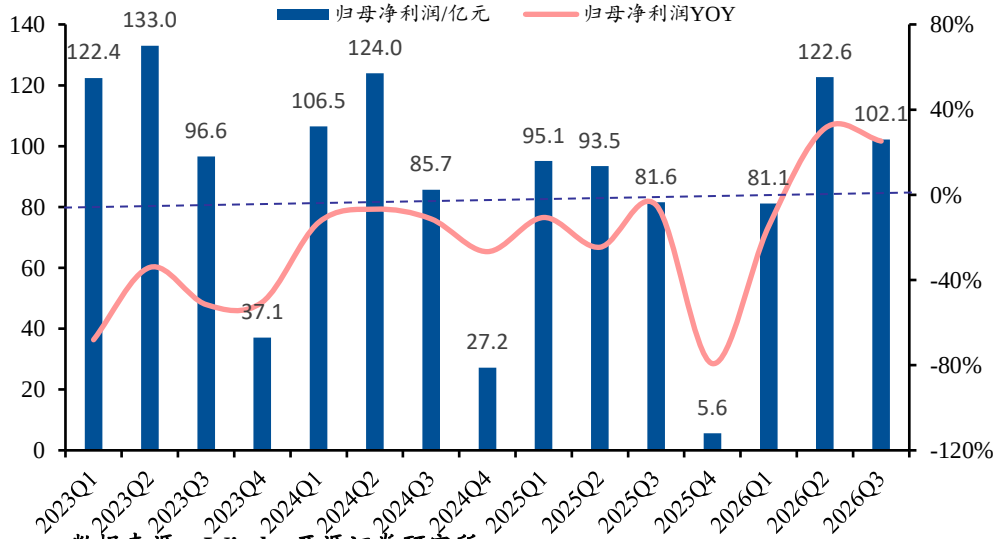
- 2026Q3医疗器械行业139家公司合计收入698.1亿元，同比增长12.4%；合计归母净利润102.1亿元，同比增长25.2%。
- **医疗器械板块结束自2024Q1以来连续9个季度归母净利润同比负增长，截止2026Q3，已连续两个季度实现正增长，板块拐点确立。**

图87：2026Q3医疗器械板块收入持续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图88：医疗器械行业连续2个季度归母净利润增长率为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 医疗器械回顾与展望：2027年医疗器械板块观点及展望

■ 2027年展望

1. 集采反内卷逐步落实，医疗器械集采有望纠偏，此将带来预期差与估值修复；
2. 政策持续加码，器械集采反竞争加剧、医疗设备以旧换新、大型设备配置证稳步推进；
3. 脑机接口、AI医疗、手术机器人重视程度提升，相关板块有望得到催化。

■ 受益方向

1. **头部企业2027年有望困境反转。**器械头部企业2026Q2业绩部分已开始呈现好转，随着更多医疗设备公司库存回归降至正常水平，以及IVD行业政策影响逐步减弱，行业整体增速有望持续改善，头部企业有望受益。如迈瑞医疗、联影医疗、新产业、开立医疗、山外山、澳华内镜、安图生物、亚辉龙等。
2. **高值耗材反内卷逐步兑现，器械集采有望纠偏。**高端医疗器械研发壁垒高筑，竞争格局较药品与低值耗材更优。我们认为高值耗材降价幅度或显反内卷之势，利于高耗企业长远发展，研发高壁垒企业，如惠泰医疗、微电生理、迈普医学、心脉医疗、南微医学、安杰思等有望受益。
3. **低值耗材全球话语权提升及优势放大。**在美伊战争背景下，海外竞争对手的成本劣势或被放大，国内相关行业优势或将更突出，我们认为部分低值耗材企业有望进一步扩大成本优势，如英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗、奥美医疗等。
4. **器械出海有望带来增量。**部分企业海外占比续升，器械BD逻辑或成催化，具海外大单及BD逻辑标的有望受益。如华大智造、先瑞达、启明医疗、海泰新光、祥生医疗、天益医疗等。
5. **政策支持推动相关行业。**设备以旧换新、配置证推进，将持续助力设备国产化。如联影医疗、新华医疗、东软医疗、万东医疗等。
6. **国内外新技术有望引起共振。**脑机接口、AI医疗、手术机器人国内外研发和商业化持续推进，相关政策和应用有望逐步落地。如美好医疗、翔宇医疗、创新医疗、迈普医学、天智航、微创机器人等。
7. **有望成功挖掘新成长曲线的标的。**部分企业通过前期积累，逐步拓展到新的赛道，有望带来新的增长点。如海泰新光、奕瑞科技、华康洁净、力诺药包、宝莱特、乐普医疗、三友医疗、华兰股份等。

5.1 医疗器械回顾与展望：医疗器械企业三季度业绩持续改善，板块拐点确立

2026Q1-Q3回顾

受医疗反腐、高值耗材集采等影响，医疗器械板块过去连续9季度负增长。**从2026Q2开始，龙头企业业绩逐步反转，板块利润开始转正，医疗器械板块结束自2024Q1以来连续9个季度归母净利润同比负增长，三季度业绩持续改善，我们认为医疗器械板块利润已经展现出困境反转的迹象。**

表30：医疗器械企业三季度业绩持续改善，板块拐点已现

	公司	总市值（亿元）	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
			2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
设备	迈瑞医疗	2,202.45	5.14%	-9.38%	4.89%	2.85%	0.07%	-29.48%	-2.75%	-1.62%	31.16%	24.24%	26.78%	26.44%
	联影医疗	947.78	-9.73%	33.98%	19.43%	24.12%	-39.32%	75.18%	-10.49%	32.46%	9.81%	12.82%	8.91%	3.29%
	奕瑞科技	225.03	-1.74%	22.90%	61.41%	71.92%	-25.84%	41.05%	23.16%	47.86%	23.95%	27.48%	21.66%	19.84%
	鱼跃医疗	276.21	-5.09%	5.14%	1.02%	8.28%	-24.12%	-16.10%	-11.28%	8.06%	18.41%	14.69%	15.69%	13.52%
	可孚医疗	119.36	4.53%	13.56%	33.08%	24.07%	36.74%	8.33%	21.41%	12.96%	9.22%	8.80%	8.45%	8.66%
	开立医疗	91.76	-5.02%	14.65%	8.85%	8.10%	-75.07%	63.41%	-108.41%	71.65%	5.48%	7.81%	-0.13%	-0.84%
	瑞迈特	51.00	-24.85%	37.46%	34.53%	22.66%	-61.79%	99.72%	22.02%	29.01%	10.96%	15.93%	15.68%	16.07%
高值耗材	惠泰医疗	384.96	25.18%	25.08%	26.27%	27.24%	37.29%	23.00%	33.87%	44.95%	31.13%	30.61%	34.19%	33.36%
	心脉医疗	105.85	1.61%	11.96%	10.26%	8.20%	-14.43%	27.00%	12.18%	16.79%	32.79%	37.19%	37.33%	36.50%
	微电生理	79.44	25.51%	12.43%	25.25%	29.69%	114.32%	364.36%	-85.36%	-88.98%	1.23%	5.08%	0.84%	0.25%
	赛诺医疗	54.63	33.64%	14.53%	23.66%	17.77%	64.76%	293.82%	371.51%	184.39%	-3.82%	6.46%	14.57%	11.60%
	迈普医学	35.83	20.61%	32.46%	18.09%	14.29%	82.94%	54.80%	19.09%	22.22%	24.46%	28.59%	29.45%	31.33%
低值耗材	英科医疗	282.07	37.65%	4.23%	43.02%	47.72%	1239.10%	-66.00%	155.75%	111.79%	12.26%	4.00%	11.67%	4.81%
	华兰股份	98.96	-5.86%	5.63%	4.30%	22.40%	-40.79%	18.63%	-55.94%	229.91%	6.62%	7.43%	3.91%	12.22%
	力诺药包	60.17	14.09%	-9.19%	38.78%	47.43%	4.39%	-47.12%	-11.26%	-3.27%	5.14%	2.99%	3.15%	1.96%
	中红医疗	64.12	16.69%	-3.40%	20.44%	22.36%	33.47%	-23.26%	688.82%	532.94%	-5.84%	-7.45%	9.80%	13.66%
	蓝帆医疗	54.51	26.91%	-8.21%	28.88%	27.32%	24.97%	-73.79%	139.50%	134.52%	-7.67%	-14.53%	2.40%	2.91%
IVD	新产业	486.12	15.41%	0.91%	7.97%	3.03%	11.19%	-9.12%	16.62%	21.98%	37.93%	34.16%	35.79%	39.04%
	安图生物	218.17	0.62%	-5.47%	3.59%	10.76%	-7.30%	-9.14%	1.52%	24.34%	24.58%	23.62%	25.55%	28.32%
	亚辉龙	61.48	-2.02%	-9.99%	11.04%	13.07%	30.84%	-71.85%	50.66%	54.45%	14.28%	4.47%	10.64%	14.53%

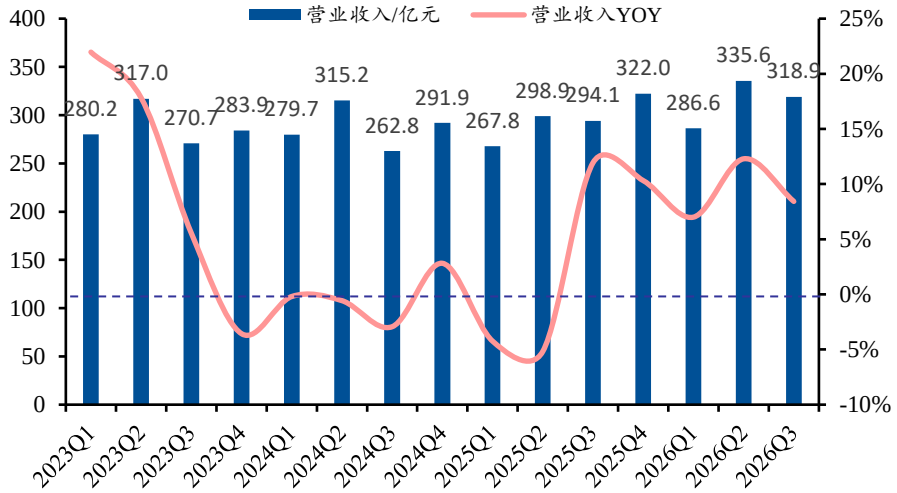
数据来源：Wind、开源证券研究所（按照市值大小降序排列，市值截至2026年10月30日）

5.2 医疗设备板块：2026Q3医疗设备板块利润端大幅转正，拐点已现

板块回顾

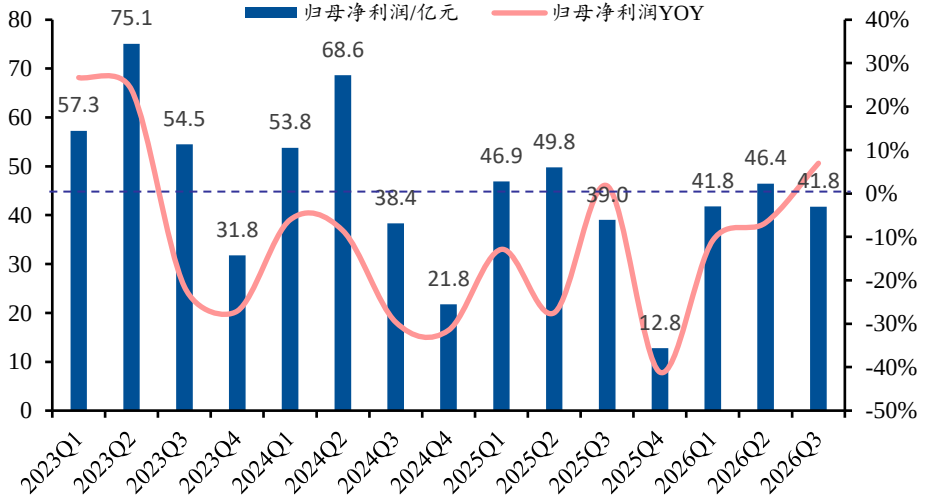
- **2026Q3医疗设备板块利润端同比增速大幅转正，创近13个季度新高，板块拐点已现。**
- 2026Q3医疗设备行业45家公司**合计收入318.9亿元，同比增长8.43%；合计归母净利润41.8亿元，同比增长6.96%。**

图89：2026Q1-Q3医疗设备单季度增速保持在高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：2026Q3医疗设备板块利润端边际增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 医疗设备板块：2026Q3招投标逐步回暖

2026年Q3招投标回暖，同比增速转正至7.83%

- 从月度表现看，**2026年7月同比增长19%，8月、9月同比均增长3%**，增速较7月有所回落，但仍保持正增长，回暖动能边际放缓。
- 设备更新市场方面，2026 年第三季度医疗器械公开招投标市场设备更新板块需求实现大幅增长，**同比增速超84%**，设备更新相关招标采购需求释放显著提速。

2026 年 Q3 区域市场分化：东北领跑、中西部同步高增，东部承压

- 东部地区同比小幅下降 1.03%，西部、中部、东北地区均实现较快增长，东北地区增速领先。广东以 10.03% 的占比居首，同比增长 26.15%，浙江、四川、山东、江苏、上海紧随其后。
- 设备更新市场中标金额区域分布中，西部地区占比最高，达 38.11%。

2026年第三季度，我国三级医院采购金额占比增长至61.72%

- 三级医院同比增长17.95%，占比61.72%，**较上年同期提升5.3个百分点**，主导地位进一步强化;
- 二级医院同比增长[illegible]%，占比16.98%，提升1个百分点;
- 一级医院同比下降26.61%，占比降至1.61%，下降0.8个百分点。

观点：传统医疗设备招标2026Q3开始逐步回暖，建议持续关注设备招采消息。

5.2 医疗设备板块：部分企业2026年三季度业绩迎来拐点

■ 部分企业2026年三季度业绩迎来拐点，其中设备企业居多

随以旧换新政策推进及企业库存降低，部分设备企业2026Q3收入、利润端边际提速趋势日益明显，如奕瑞科技、联影医疗、可孚医疗等，其中家用医疗器械设备公司也出现收入增长和盈利能力持续改善，如瑞迈特、鱼跃医疗、可孚医疗等。我们认为相关企业业绩拐点已至，后续值得持续关注。

表31：部分企业三季度业绩迎来拐点，其中院内设备行业居多

公司	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
迈瑞医疗	5.14%	-9.38%	4.89%	2.85%	0.07%	-29.48%	-2.75%	-1.62%	31.16%	24.24%	26.78%	26.44%
联影医疗	-9.73%	33.98%	19.43%	24.12%	-39.32%	75.18%	-10.49%	32.46%	9.81%	12.82%	8.91%	3.29%
鱼跃医疗	-5.09%	5.14%	1.02%	8.28%	-24.12%	-16.10%	-11.28%	8.06%	18.41%	14.69%	15.69%	13.52%
奕瑞科技	-1.74%	22.90%	61.41%	71.92%	-25.84%	41.05%	23.16%	47.86%	23.95%	27.48%	21.66%	19.84%
美好医疗	19.19%	1.96%	14.07%	19.00%	20.37%	-20.79%	12.25%	16.48%	21.97%	17.07%	16.75%	19.66%
可孚医疗	4.53%	13.56%	33.08%	24.07%	36.74%	8.33%	21.41%	12.96%	9.22%	8.80%	8.45%	8.66%
东富龙	-11.19%	4.45%	-2.37%	-15.20%	-79.39%	15.45%	56.85%	-11.27%	2.29%	2.53%	4.57%	6.56%
三诺生物	9.47%	4.87%	11.20%	9.54%	0.65%	-79.97%	94.86%	538.78%	6.63%	1.27%	9.15%	10.84%
海尔生物	0.13%	1.96%	11.51%	18.00%	-2.86%	-31.74%	14.26%	21.34%	14.09%	9.43%	10.09%	9.09%
开立医疗	-5.02%	14.65%	8.85%	8.10%	-75.07%	63.41%	-108.41%	71.65%	5.48%	7.81%	-0.13%	-0.84%
万东医疗	23.26%	-11.64%	7.03%	15.13%	4.84%	-272.16%	-247.44%	34.30%	9.34%	-18.20%	-12.17%	-13.26%
楚天科技	-14.94%	-1.14%	3.15%	-5.64%	-259.33%	131.03%	624.44%	3.19%	-8.46%	2.65%	5.16%	5.72%
瑞迈特	-24.85%	37.46%	34.53%	22.66%	-61.79%	99.72%	22.02%	29.01%	10.96%	15.93%	15.68%	16.07%
祥生医疗	-3.13%	-7.02%	2.29%	2.40%	-7.36%	-18.94%	-15.01%	-10.49%	27.12%	23.64%	21.06%	18.90%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 医疗设备板块：立项、收费、医保逐步打通，手术机器人商业加速前夕

行业更新

2026H1中国手术机器人销量合计不低于366台。

腔镜与骨科销量突出，合计占比约73%。神经外科机器人延续2025年高增长态势，上半年贡献59台。腔镜类别中海外出货贡献突出，2026H1腔镜手术机器人销量不低于191台，海外占比超过80%。

国内市场多品牌渗透延续。骨科、腔镜国内多系统并行、神外集中度极高，不同赛道竞争格局分化明显，但国产替代的整体趋势在腔镜和骨科赛道均有体现。

图91：中国手术机器人销量快速增长

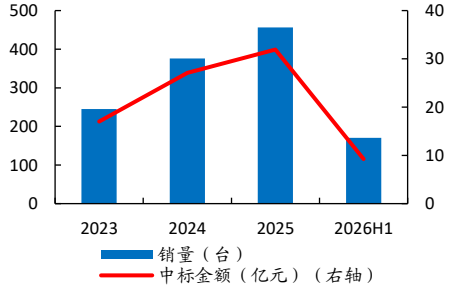


图92：2026H1骨科机器人赛道多厂商格局持续

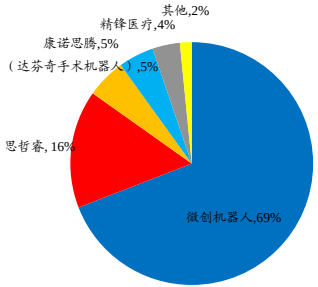
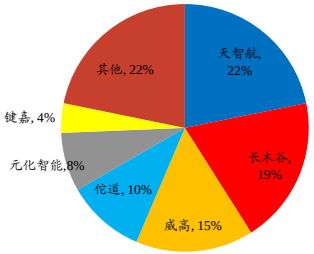


图93：2026H1腔镜手术机器人出海，微创机器人领衔



政策更新

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

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

表32：广东省湖南省制定机器人计费模式

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

数据来源：MedRobot、RoboticTech、开源证券研究所

催化剂

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

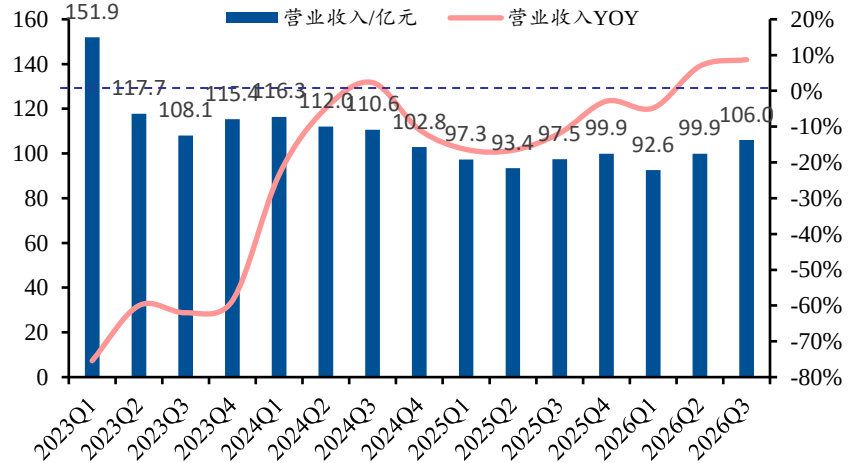
5.3 IVD板块：2026Q2体外诊断行业拐点确立，三季度业绩持续高增

板块回顾

2026Q3体外诊断行业39家公司**合计收入106亿元，同比增长8.7%**；**合计归母净利润32.3亿元，同比增长102.47%。**

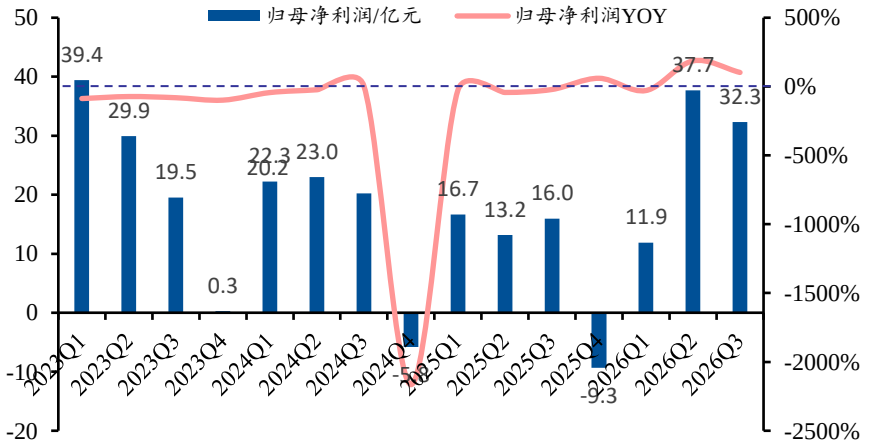
体外诊断板块收入和利润端增速，自2026Q2以来大幅转正，拐点确立。三季度，收入端边际提速并创近三年新高，利润端增速也保持在历史高位。

图94：2026Q3体外诊断行业收入增速创三年新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图95：2026Q3体外诊断行业归母净利润增速保持在历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 IVD板块：龙头企业边际改善显著，优先行业呈现反转

- 2026H1收入端整体企稳，新产业、亚辉龙等公司国内业务出现回暖迹象，三季度业绩持续增长。
- 我们认为IVD板块拐点已现，其中龙头企业海外占比偏高，优先行业呈现反转。

表33：新产业、亚辉龙等公司国内业务出现回暖迹象，2026Q1-Q3业绩同比改善

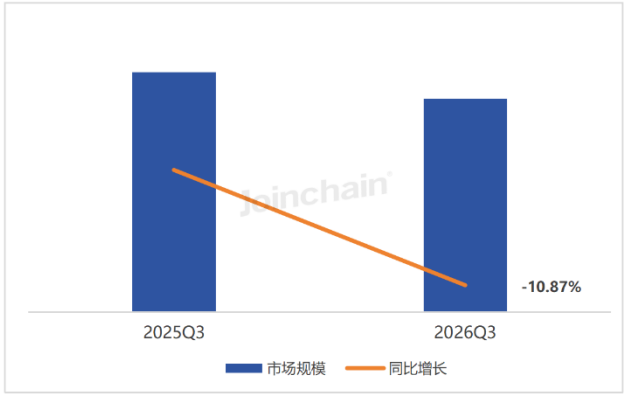
公司	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
英诺特	29.99%	-32.08%	-34.45%	40.54%	48.08%	-45.53%	-80.64%	119.79%	35.04%	28.11%	10.01%	2.70%
万孚生物	10.85%	-31.91%	-7.18%	19.32%	19.90%	-102.61%	3.89%	95.31%	16.23%	-0.62%	5.47%	-0.63%
亚辉龙	-2.02%	-9.99%	11.04%	13.07%	30.84%	-71.85%	50.66%	54.45%	14.28%	4.47%	10.64%	14.53%
圣湘生物	44.78%	12.58%	0.66%	11.33%	182.25%	-17.52%	-63.31%	-81.73%	13.87%	10.16%	4.59%	0.91%
安图生物	0.62%	-5.47%	3.59%	10.76%	-7.30%	-9.14%	1.52%	24.34%	24.58%	23.62%	25.55%	28.32%
安旭生物	7.42%	-16.54%	-9.94%	8.96%	-27.60%	-63.32%	-588.43%	-608.11%	7.01%	3.08%	-29.41%	-40.45%
艾德生物	6.27%	8.01%	0.48%	8.43%	-2.45%	47.33%	-5.30%	14.94%	21.02%	28.67%	27.26%	24.30%
新产业	15.41%	0.91%	7.97%	3.03%	11.19%	-9.12%	16.62%	21.98%	37.93%	34.16%	35.79%	39.04%
安必平	-5.33%	-26.84%	4.62%	-0.45%	-59.64%	-548.22%	104.61%	165.46%	3.03%	-18.55%	0.30%	1.57%
硕世生物	-13.29%	-3.02%	-11.11%	-0.57%	83.26%	-42.75%	32.42%	34.00%	-20.55%	-30.25%	-12.22%	-10.81%
易瑞生物	-11.75%	17.38%	9.41%	-2.11%	99.08%	-442.68%	-892.98%	-204.08%	-0.79%	-3.67%	-14.56%	-8.06%
博拓生物	26.53%	-19.91%	1.33%	-6.96%	50.19%	-77.36%	-247.71%	-118.10%	21.32%	6.03%	-7.14%	-1.53%
九安医疗	-19.77%	-47.32%	-24.67%	-9.80%	67.39%	36.39%	223.77%	196.73%	64.83%	167.85%	634.24%	754.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 IVD板块：2026Q3 IVD板块降幅缩窄

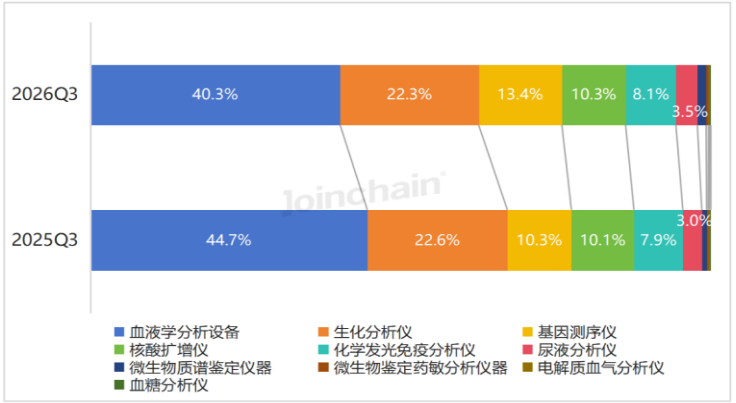
- 体外诊断设备市场2026年第三季度同比下降10.87%
- 血液学分析设备以40%的占比继续位居首位，但较上年同期下降4个百分点，回落幅度最大；生化分析仪占比22%保持第二，与上年同期持平。与此同时，基因测序仪和化学发光免疫分析仪成为结构性亮点，占比分别提升3个和1个百分点至13%和8%；微生物质谱鉴定仪器占比提升1个百分点至1%。

图96：2026Q3体外诊断设备市场规模同比下降



资料来源：众成医械

图97：体外诊断细分市场规模占比分布



资料来源：众成医械

5.3 IVD行业：主要项目已开展集采，后续量价有望稳定

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

表34：主要IVD集采项目已经开展集采

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

数据来源：安徽省医保局、江西省医保局、开源证券研究所

5.3 IVD板块：检验类医疗服务价格项目立项指南落地，负面因素逐步出清

■ **《检验类医疗服务价格项目立项指南（试行）》于2026年8月14日由国家医保局正式印发，旨在统一全国检验类医疗服务价格项目规范，解决同项目多名、同名多价、拆分耗材加价等历史乱象，实现“同检同价”和“技耗分离”。**

1.核心定价逻辑为同检同价、技耗分离；

2.计价规则与收费边界上，确认计价单位分为“次”和“项”，执行联检分档折扣，禁止拆分收费。

3.对加收项与扩展项进行规定，同时规定缺数减收和参考区间减收。

4.整体政策体现诊断价值，支持创新。

■ **我们认为，化学发光、酶联、胶体金等同指标产品同价，行业告别“靠技术路线单独抬价”，进入性价比、产品质量、临床数据竞争时代。未来中小厂商加速出清，依靠区域项目差价、拆分收费获利的企业失去生存空间，行业集中度持续提升。**

图98：计价规则上确认计价单位分为“次”和“项



资料来源：COPO科普家、开源证券研究所

图99：政策支持创新，创新检验项目获得收费通道



资料来源：COPO科普家、开源证券研究所

5.3 IVD板块：立项指南落地执行

■ **2026年10月16日，安徽省医保局发布《整合后检验类医疗服务价格项目（征求意见稿）》，一次性梳理形成662项检验类价格项目，同步明确立项边界、计价规则、联检折扣、数据质量与价格联动等核心制度。**

1、终结碎片化收费，清晰界定“加收项”与“扩展项”边界，从根源上杜绝拆分过细和重复乱收费。
2、创新联检分档折扣，建立多指标联合检测分档打折机制。
3、数据质量与价格挂钩，首次将检验数据上传以及参考区间标准化作为全额付费的前置条件。
4、推行全成本打包定价，将试剂、耗材等基本物质资源消耗全面计入项目总价，明确不得单独收费，夯实“技耗合一”。

■ **我们认为，立项指南落地执行重构了定价底层逻辑，宣告粗放收费期结束。这深刻影响IVD全链条：联检产品须转向拼临床价值；注册准入须与价格目录适配；数据标准化成入院硬门槛。全国趋势下，企业正式迈入重合规的精细化竞争时代。**

表35：保基本、放创新，分层定价清晰

项目类型	代表项目	价格	支付分类	核心特点
基础常规类	血常规五分类	16 元/次	1 类	价格亲民，医保高覆盖，保障基本需求
基础常规类	尿常规检测	10 元/次	1 类	整合尿比重、蛋白、糖、酮体等多项指标
生化类	丙氨酸氨基转移酶	6 元/次	1 类	单项目定价务实，避免拆分收费
生化类	D - 二聚体检测	45 元/次	1 类	临床刚需项目，价格处于全国中游水平
免疫类	乙肝表面抗原/抗体	12 元/项	1 类	按项计价，联检执行折扣规则
分子诊断类	病原体核酸扩增	80 元/项	1 类	基础价 80 元，定量加收 20%，RNA 检测加收 50%
分子诊断类	高通量测序 - 肿瘤基因	2000 元/面板	3 类	按面板计价，多面板叠加有封顶线
特殊技术类	血栓弹力图	170 元/次	2 类	体现技术操作价值
特殊技术类	染色体核型分析	500 元/次	3 类	高端技术项目，自主定价或高定价

资料来源：IVD从业者网、开源证券研究所

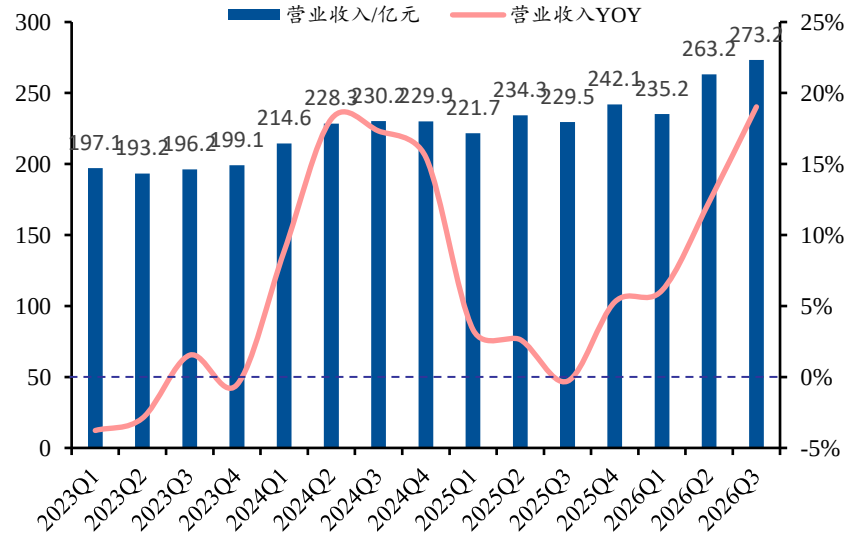
5.4 耗材板块：收入端持续边际提速，利润端阶段性承压

板块回顾

2026Q3医疗耗材行业55家公司**合计收入273.2亿元，同比增长19.03%；合计归母净利润26.9亿元，同比减少2.85%。**

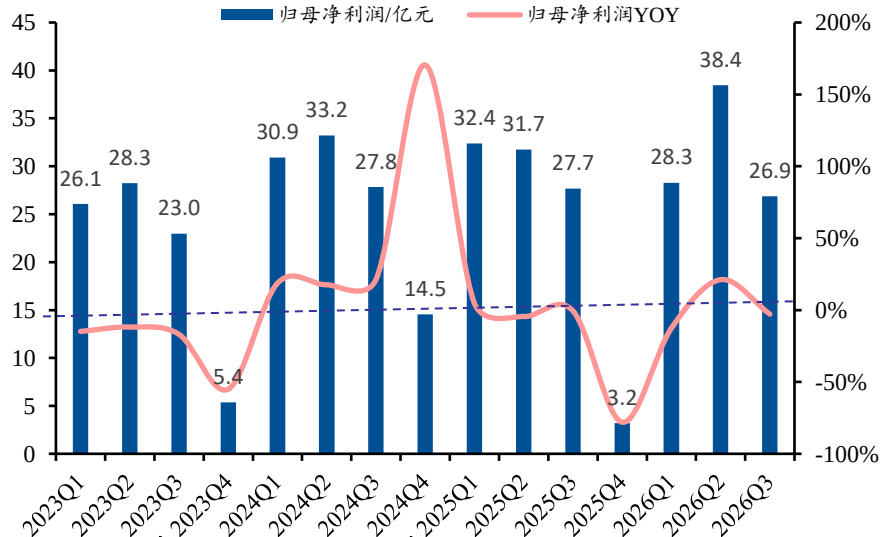
医疗耗材板块收入端增速实现连续四个季度边际提速，利润端增速2026Q3阶段性承压。

图100：2026Q3医疗耗材板块收入持续边际加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图101：2026Q3医疗耗材行业利润端增速阶段性承压

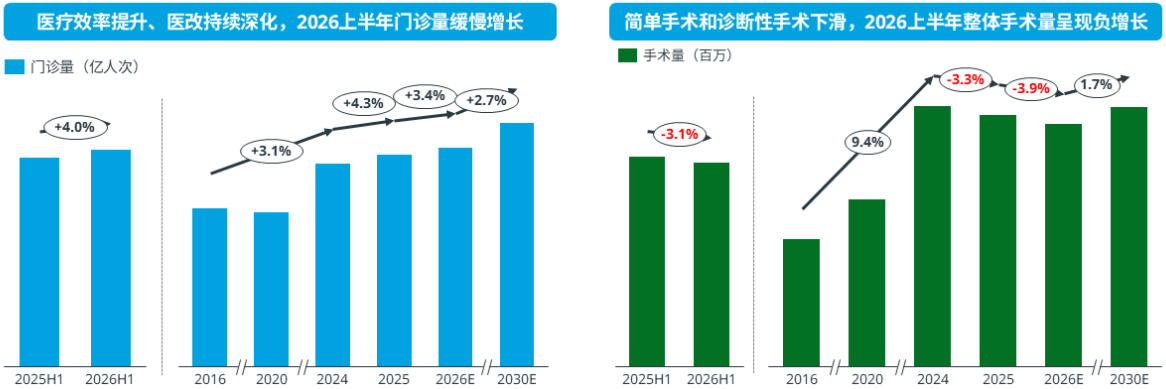


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4 耗材板块：院内门诊量和手术量整体稳定

- 2026年院内门诊量与手术量整体平稳，保障了耗材需求的基本盘。同时优质企业积极推进全球化布局，海外补库与出海业务大幅拓展，为板块带来全新增量。
- **高值耗材：**集采影响边际减弱，带量采购充分的品种（心血管、骨科、眼科等）波动后回归理性增长；非带量品种受价格治理影响，挂网价下降、用量严控。行业洗牌后，头部公司“以价换量”策略见效，利润率率先回归正常并逐步企稳。
- **低值耗材：**带量采购常态化，品种向细分领域渗透、续标降幅收窄，集中度加速提升。力诺药包、华兰股份等低耗公司开始拓展第二曲线，有望打开业绩增长天花板。随着原材料涨价、库存去化结束，一次性手套等周期品需求回归，业绩显著修复。以英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗为代表的企业自2026Q2开始收入大涨，驱动板块业绩增长。

图102：2026年院内门诊量稳中有进与手术量整体平稳



资料来源：IQVIA艾昆玮

5.5 高耗板块：2026年三季度业绩稳中有进

- 高值耗材赛道，国产企业凭借产品迭代完成进口替代，新品入院放量驱动收入端改善。
- 企业通过产品结构升级，高毛利创新产品占比抬升，带动扣非净利率修复，利润增速与营收增速匹配。
- 部分公司受益渠道能力强化、海外业务拓展，对冲集采降价压力，实现量升利增；电生理、血管介入、神经介入等细分赛道手术渗透率持续提升，为板块带来业绩弹性，仅少数骨科标的受行业周期扰动增速偏弱

表36：部分高耗企业三季度业绩稳中有进（根据2026Q3收入增速降序排列）

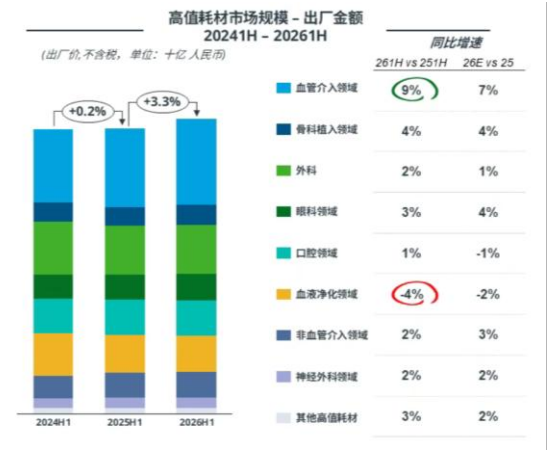
公司	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
微电生理	25.51%	12.43%	25.25%	29.69%	114.32%	364.36%	-85.36%	-88.98%	1.23%	5.08%	0.84%	0.25%
惠泰医疗	25.18%	25.08%	26.27%	27.24%	37.29%	23.00%	33.87%	44.95%	31.13%	30.61%	34.19%	33.36%
赛诺医疗	33.64%	14.53%	23.66%	17.77%	64.76%	293.82%	371.51%	184.39%	-3.82%	6.46%	14.57%	11.60%
三友医疗	-1.48%	19.66%	12.43%	17.23%	-106.38%	1379.01%	-32.18%	-17.61%	-0.83%	8.91%	7.60%	11.57%
迈普医学	20.61%	32.46%	18.09%	14.29%	82.94%	54.80%	19.09%	22.22%	24.46%	28.59%	29.45%	31.33%
大博医疗	39.29%	21.79%	10.67%	10.62%	2603.93%	68.06%	29.28%	36.82%	13.36%	18.44%	21.54%	22.90%
康拓医疗	17.06%	9.05%	3.56%	10.26%	9.52%	22.55%	-22.10%	-14.75%	23.25%	26.13%	21.45%	20.31%
心脉医疗	1.61%	11.96%	10.26%	8.20%	-14.43%	27.00%	12.18%	16.79%	32.79%	37.19%	37.33%	36.50%
南微医学	14.26%	15.55%	5.69%	-3.34%	17.48%	1.44%	-19.81%	-23.54%	19.75%	17.33%	16.19%	13.98%
安杰思	25.14%	-6.74%	-10.04%	-28.84%	28.62%	-30.40%	-23.06%	-59.15%	42.83%	31.97%	27.85%	13.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5 高耗板块：高耗集采已开展至第7年，逐渐进入尾声

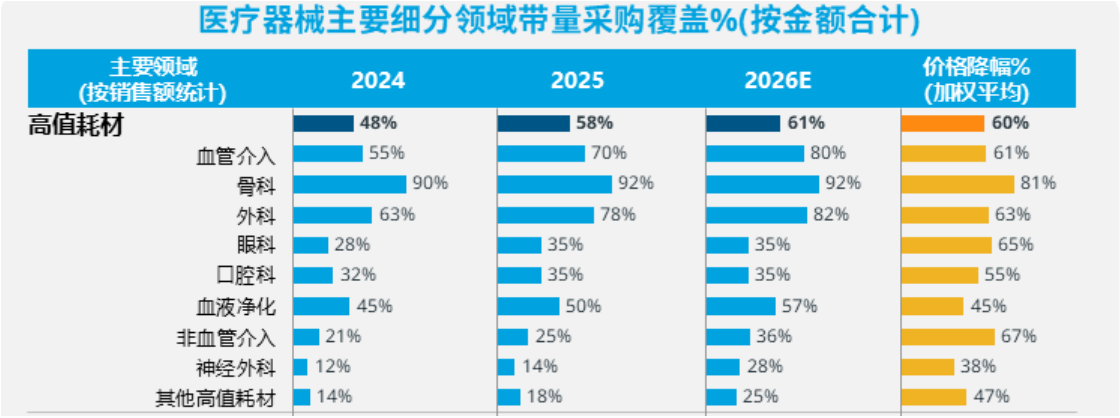
- **集采影响边际减弱。**随着集采执行进入成熟期，血管介入、眼科及骨科行业洗牌逐步完成，市场份额趋于稳定，行业集中度稳步提升；而非血管介入、神经外科等领域仍将面临较大的市场波动。
- **老龄化刚需为核心增长逻辑。**尽管多数细分领域受带量采购、价格联动等政策影响出现短期波动，但老龄化驱动的诊疗服务需求的刚性增长成为核心支撑，推动高值耗材市场整体恢复稳定增长。
- **产品力获国际认可，海外市场快速拓展。**国内厂商产品力和临床价值获全球认可，多款FIC产品获FDA和欧盟等认证，随着海外渠道建设和本地化进程推进，盈利能力有望持续提升。
- **相关标的：惠泰医疗、微电生理、心脉医疗、**迈普医学、心玮医疗、归创通桥等

图103：2026H1血管介入行业和骨科植入行业增速较高



数据来源：IQVIA艾昆玮、开源证券研究所

图104：医疗器械大部分品种已经集采完成



数据来源：IQVIA艾昆玮、开源证券研究所

5.5 高耗板块：电生理集采续标在即，有望加速国产替代

微电生理

- 2026Q1-Q3实现营业收入4.21亿元（yoy+25.25%），归母净利润0.48亿元（yoy+15.10%），扣非归母净利润0.035亿元（yoy-85.36%）。
- 2026H1公司导管类产品收入1.91亿元（yoy+18.82%）；设备类产品收入0.2亿元（yoy+25.04%），导管与设备的共同放量使得公司营业收入实现稳步增长。

惠泰医疗

- 2026Q1-Q3公司实现营业收入23.58亿元（yoy+26.27%），归母净利润8.18亿元（yoy+31.27%），扣非归母净利润8.06亿元（yoy+33.87%）
- 2026H1公司专注于核心PFA产品的准入与推广，累计完成PFA脉冲消融手术7200余例，并在全国多家头部中心完成PFA产品的准入及常规开展工作。同时国内电生理传统三维非房颤手术仍在加速推进，上半年亦完成手术7200余例。

催化剂

- 距离上轮福建联盟集采已满3年，我们认为2026年有望启动福建联盟电生理集采续标，国产有望借助集采快速提高市场份额，以价换量。
- 2025年PFA导管国产品牌总手术量已超过进口品牌，后续国产PFA产品有望进一步提高手术量及开拓海外市场，实现弯道超车。
- 受益标的：微电生理、惠泰医疗

表37：国产两家上市企业电生理相关产品布局

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

数据来源：惠泰医疗官网、微电生理官网、开源证券研究所

5.5 高耗板块：关注脑机接口临床研究和商业化进度

侵入式脑机接口：重点关注临床研究进度，产业链上游有望率先受益

（1）脑机接口产业化与IPO落地加速。博睿康NEO系统仅隔4个月完成注册、上市、入院、收费、医保、处方、手术全链路无缝衔接，国内脑机商业化时间成本将进一步缩短，脑机接口企业IPO上市审核进度也有望加速。

（2）适应症从运动恢复向五官感重建延伸：Science Corp的PRIMA视觉脑机接口率先实现商业化，随访数据超3年。Neuralink的Blindsight项目已完成工程准备，即将开展临床试验。国内方面，暖芯迦等企业频获融资，多家医院2026年已完成视网膜脑机接口临床试验植入，建议关注相应临床和商业化进展。

（3）关注血管介入脑机、超声脑机等技术路线：我国部分企业脑机接口技术路径与Synchron相近，2026H2或有望开展人体临床试验。超声脑机神经调控成功唤醒植物人，上游企业布局人工颅骨、片上超声等技术有望率先获益。

非侵入式脑机接口：商业化路径明确，规模放量潜力可期

康复闭环先行，消费验证接力。在严肃医疗侧，脑机接口+主被动康复设备/外骨骼及康复机器人”形成的诊疗闭环已初步跑通，商业价值明确且付费方清晰，具备率先实现规模化收入的潜力。在消费医疗侧，以非侵入式技术为主导的睡眠监测与干预、注意力训练等产品，也在多场景逐步推广应用。

受益标的：心玮医疗、迈普医学、美好医疗、可孚医疗、翔宇医疗、博拓生物、创新医疗等。

图105：超声脑机可实现无创解码脑电，并触达深脑实现神经调控

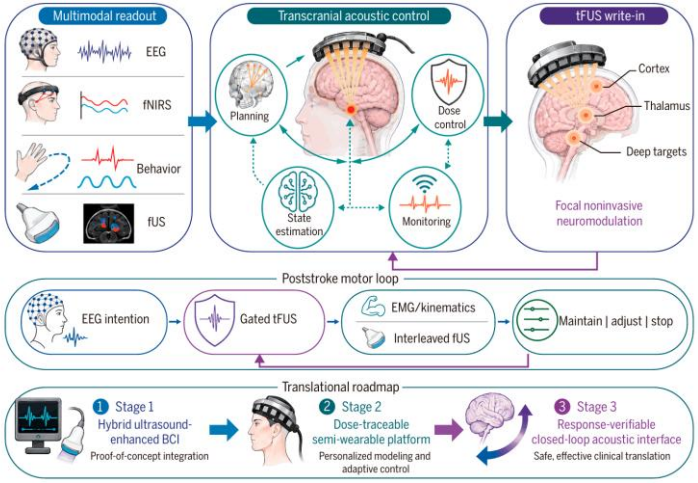


表38：神经超声领域多项临床研究进入兑现期

时间	企业名称	适应症与临床阶段	样本量与注册号	看点
2026年	Sound Wave	早期阿尔茨海默病 III期	220例 (NCT05983575)	评估无创超声干预早期阿尔茨海默病的效力。
2026.12	SPIRE	纤维肌痛 RCT	180例 (NCT07226648)	大样本评估无创超声对纤维肌痛的镇痛疗效。
2027.3	NeuroHarmonics	特发性震颤首次人体试验	10例 (ISRCTN17201632)	初步评估设备干预特发性震颤的安全性。
2027.6	Attune	药物难治性癫痫临床试验	40例 (NCT07680842)	评估无创超声控制难治性癫痫发作的效力。
2027.12	Alpheus	新诊断胶质母细胞瘤 IIb期	103例 (NCT07225621)	评估超声动力疗法治疗胶质母细胞瘤的效力。
2028.1	Carthera	复发性胶质母细胞瘤 III期	560例 (NCT05902169)	大样本验证超声开放血脑屏障递药的效力。
2028.3	BrainSonix	意识障碍临床试验	60例 (NCT06939348)	探索靶向超声促醒重度意识障碍的有效性。
2028.7	Attune	强迫症假刺激RCT	40例 (NCT07728994)	探索无创超声干预强迫症的临床可行性。

资料来源：Chuhao Yin & Juan Tu《Ultrasound Brain–Computer Interfaces for Transcranial Closed-Loop Neuromodulation》、Clinicaltrials.gov、开源证券研究所

5.6 低耗板块：受宏观因素影响，部分企业2026年三季度业绩增长明显

- **低值耗材需求量持续增长，行业集中度加速提升：**临床需求推动用量持续增长，但终端价格受“五一新政”、医院控费及国产产品低价竞争等多重因素影响而下滑，但随着带量采购持续加码，品种持续向细分领域渗透且续标降幅收窄，行业集中度加速提升。
- **手套涨价周期，公司业绩边际提速高增。**随着原材料涨价、库存去化结束，一次性手套需求回归，以英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗为代表的企业2026Q3收入大涨。
- **跨界开拓第二增长曲线，打开成长天花板。**华兰股份、力诺药包、维力医疗等企业积极布局AI制药、半导体、脑机接口等领域，打开公司成长天花板。

表39：部分低值耗材企业三季度业绩增长明显（根据2026Q3收入增速降序排列）

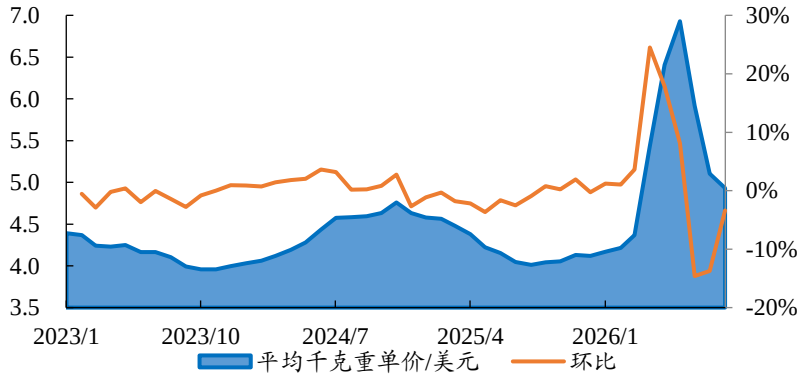
公司	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3	2024	2025	2026Q1-Q3	2026Q3
英科医疗	37.65%	4.23%	43.02%	47.72%	1239.10%	-66.00%	155.75%	111.79%	12.26%	4.00%	11.67%	4.81%
力诺药包	14.09%	-9.19%	38.78%	47.43%	4.39%	-47.12%	-11.26%	-3.27%	5.14%	2.99%	3.15%	1.96%
蓝帆医疗	26.91%	-8.21%	28.88%	27.32%	24.97%	-73.79%	139.50%	134.52%	-7.67%	-14.53%	2.40%	2.91%
华兰股份	-5.86%	5.63%	4.30%	22.40%	-40.79%	18.63%	-55.94%	229.91%	6.62%	7.43%	3.91%	12.22%
中红医疗	16.69%	-3.40%	20.44%	22.36%	33.47%	-23.26%	688.82%	532.94%	-5.84%	-7.45%	9.80%	13.66%
振德医疗	3.32%	1.54%	10.22%	18.58%	66.89%	-24.05%	15.63%	42.42%	7.42%	5.55%	6.02%	7.18%
拱东医疗	14.37%	1.84%	6.01%	6.83%	56.18%	-63.00%	7.37%	61.78%	15.08%	5.48%	9.60%	10.71%
维力医疗	8.76%	8.07%	2.22%	0.62%	16.94%	-67.80%	-22.60%	-33.03%	13.92%	4.15%	11.72%	9.96%
山东药玻	2.81%	-8.78%	-3.07%	-12.07%	21.86%	-27.13%	-4.45%	-13.93%	18.42%	14.72%	15.17%	14.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.6 低耗板块：供需变化和提价为主要行业逻辑

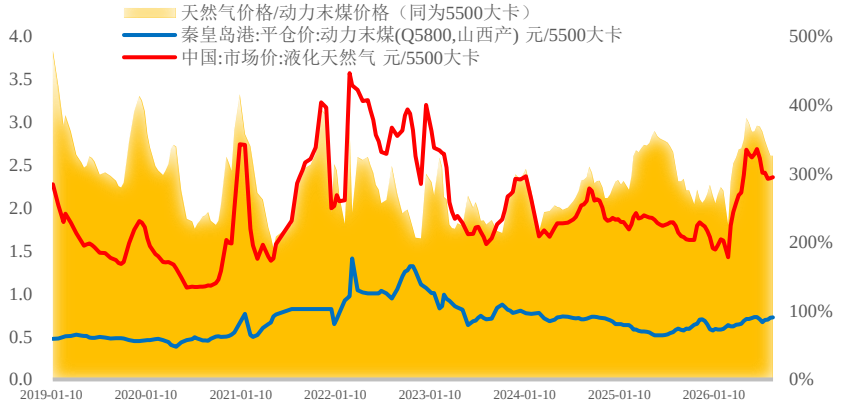
- **行业供需变化带来提价机会。**以手套行业为例，2025H2以来手套处于涨价阶段中，中东地缘政治冲突激化前，手套行业就已经连续涨价了3个季度。地缘政治冲突激化，导致海外企业原料紧缺，手套行业供给不足，手套价格进一步上升。
- **成本优势和产能扩建铸牢护城河：**一次性手套行业公司成本优势显著，并持续技改和扩张产能，市占率有望持续提升。
- **提价带来剪刀差利润。**以敷料行业为例，棉花价格受下游库存低位和气候原因，棉花价格持续上涨。
- **医保支持打开收费通道。**2026年最新医保政策明确带有特殊临床价值的功能化低值耗材可申请单独收费,这为企业通过产品创新获取溢价打开了通道，打破了"低值耗材只能拼价格"的传统认知。
- **受益标的：**英科医疗、中红医疗、蓝帆医疗、奥美医疗、维力医疗、三鑫医疗等。

图106：受供需和成本变化影响，2026年我国丁腈手套出口单价大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图107：天然气价格是煤炭的3倍，国内企业成本优势显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

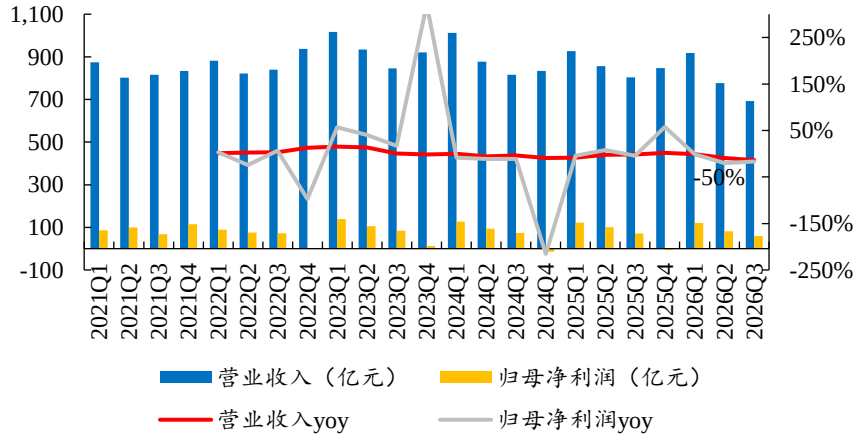
10 风险提示

6.1 中药：行业整体稳定，盈利能力相对稳健

- **中药板块2025Q1-Q3业绩整体同比小幅下滑，2026Q1降幅收窄、2026Q2-Q3同比下降敞口增加。**分季度来看，2025Q1中药板块实现营业收入926.82亿元，同比下降8.44%，归母净利润121.46亿元，同比下降4.50%。2025Q2-Q3受渠道库存消化及流感患病人数下降等因素影响，板块营收同比基本呈下滑趋势，但2025Q1-Q3单季度同比下滑幅度逐步收窄，2025Q3单季度营收同比下降仅为1.43%；随后2025Q4受益于流感需求恢复等因素营业收入同比回正。2026Q1同比降幅则进一步收窄至-0.93%；但随后2026Q2-Q3伴随院内政策压力等因素，板块营收同比下降敞口增加。

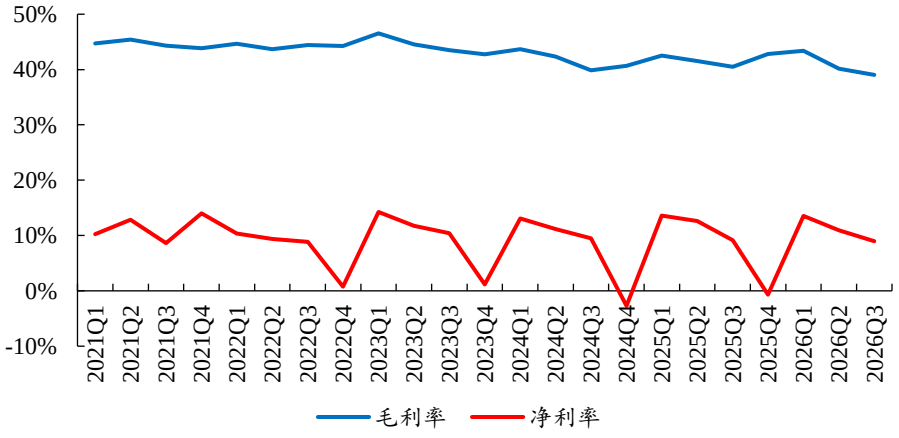
- **中药板块盈利能力相对稳健。**中药板块毛利率和净利率2022Q4-2023Q1受疫情放开影响，短期存在较大波动。拉长时间维度来看指标整体保持相对稳健水平，且自2024Q3开始毛利率已经开始逐步企稳，我们认为伴随中药材价格的回落平稳，整体毛利率有望继续呈现改善态势。

图108：2026Q1中药板块营收降幅收窄、2026Q2-Q3同比下降敞口增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图109：中药板块毛利率相对较为稳定，自2024Q3开始已经逐步呈现良好改善



数据来源：Wind 、开源证券研究所

6.1 中药：行业整体稳定，盈利能力相对稳健

- **中药企业业绩相对稳健。**2020年疫情以来，中药各细分领域企业业绩面临一定压力，伴随2022-2023年疫情逐步进入尾声，整体市场受疫情放开、流感等因素作用需求逐渐复苏，因此为2024-2025年带来一定的高基数、渠道库存消化压力，叠加中药材价格波动、消费市场不景气、中药集采降价等宏观因素影响，2024-2025年部分企业经营业绩相对承压。2026年，高基数、去库存的扰动影响逐步平缓，但2026Q2起行业面临一定政策压力，我们认为在经过健康消化后，行业整体在2027年有望实现向好发展、景气度持续。

表40：中药板块2024-2026年消化多因素影响，未来行业景气度有望持续

			营业收入（亿元）				营业收入yoy				归母净利润（亿元）				归母净利润yoy			
细分领域	公司名称	总市值（亿元）	2023	2024	2025	2026Q1-Q3	2023	2024	2025	2026Q1-Q3	2023	2024	2025	2026Q1-Q3	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
中药创新药	恒康医药	51	41.96	37.81	24.46	16.75	-7.61%	-9.90%	-35.30%	-4.76%	1.85	1.24	-2.62	-2.04	-44.87%	-33.05%	-312.09%	-37.73%
	方盛制药	43	16.29	17.77	17.46	13.84	-9.12%	9.15%	-1.75%	10.44%	1.87	2.55	3.06	2.89	-34.64%	36.61%	20.05%	7.60%
	康缘药业	69	48.68	38.98	32.93	24.23	11.88%	-19.86%	-15.52%	3.41%	5.37	3.92	3.04	2.11	23.54%	-15.58%	-22.44%	5.81%
	天士力	203	86.74	84.98	82.36	60.74	0.42%	-2.03%	-3.08%	-3.76%	10.71	9.56	11.05	11.03	505.34%	-10.78%	15.63%	12.01%
	以岭药业	255	103.18	65.13	78.31	59.68	-17.67%	-36.88%	20.24%	1.72%	13.52	-7.25	12.86	10.96	-42.76%	-153.57%	277.56%	9.55%
品牌OTC	昆药集团	65	77.03	84.01	65.75	27.22	-6.99%	-0.34%	-21.74%	-42.70%	4.45	6.48	3.50	-3.66	16.05%	19.86%	-46.00%	-235.85%
	太极集团	67	156.23	123.86	105.00	71.76	10.58%	-20.72%	-15.23%	-11.27%	8.22	0.27	1.21	0.26	131.99%	-96.76%	352.38%	-84.50%
	华润三九	415	247.39	276.17	316.03	214.10	36.83%	11.63%	14.43%	-2.62%	28.53	33.68	34.21	21.58	16.50%	18.05%	1.58%	-8.30%
	东阿阿胶	303	47.15	59.21	67.00	49.40	16.66%	25.57%	8.83%	3.65%	11.51	15.57	17.39	13.30	47.55%	35.29%	11.66%	4.39%
	华润江中	140	43.90	44.35	42.20	26.62	13.00%	-2.59%	-4.87%	-9.25%	7.08	7.88	9.07	6.17	18.40%	9.67%	15.03%	-9.68%
	达仁堂	263	82.22	73.07	49.17	34.18	-0.33%	-11.14%	-32.70%	-6.87%	9.87	22.29	21.31	9.17	14.49%	125.94%	-4.41%	-57.40%
	康恩贝	106	67.33	65.15	64.73	53.30	12.21%	-3.23%	-0.64%	7.12%	5.92	6.22	4.74	5.66	65.19%	5.21%	-23.79%	-3.02%
	同仁堂	335	178.61	185.97	172.56	110.59	16.19%	4.12%	-7.21%	-16.90%	16.69	15.26	11.89	8.66	16.92%	-8.54%	-22.07%	-26.48%
	云南白药	944	391.11	400.33	411.87	322.57	7.19%	2.36%	2.88%	5.23%	40.94	47.49	51.53	48.22	36.41%	16.02%	8.51%	0.95%
	佐力药业	84	19.42	25.78	30.41	25.10	7.61%	32.71%	17.96%	10.10%	3.83	5.08	6.32	4.95	40.27%	32.60%	24.45%	-3.00%
	羚锐制药	113	33.11	35.01	38.53	31.40	10.31%	5.72%	10.07%	3.24%	5.68	7.23	7.60	7.19	22.09%	27.19%	5.11%	10.43%
	济川药业	248	96.55	80.17	62.19	36.37	7.32%	-16.96%	-22.43%	-7.50%	28.23	25.32	17.78	10.61	30.04%	-10.32%	-29.77%	3.77%
	寿仙谷	27	7.84	6.92	6.40	3.81	-5.39%	-11.81%	-9.21%	-11.45%	2.54	1.75	0.18	0.41	-8.39%	-31.34%	-89.58%	-46.77%
	三力制药	43	16.35	21.44	17.03	9.73	36.10%	31.16%	-20.59%	-6.35%	2.93	2.74	0.46	0.87	45.42%	-6.38%	-83.12%	8.16%

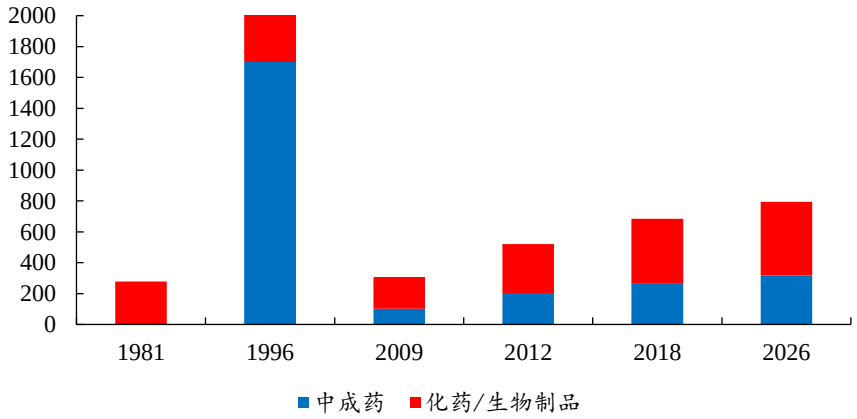
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：总市值更新时间为2026/10/29）

6.1 中药：基药目录中成药数量有望扩容，关注相关投资机遇

- **基药目录内中成药数量占比提升，高效益品种重要性日益凸显。**2009版、2012版、2018版和2026版四版基药目录内，中成药占比持续提升，分别为33.2%、39.0%、39.1%和40.1%。我们认为随着近几年国家对中药创新传承的大力支持，未来在新一轮基药目录调整中，有望进一步增加中药功能主治范围，纳入临床必需、疗效确切的医保/非医保药品，扩大儿科用药品种和剂型范围。

- **政策支持基药目录更新，关注相关投资机会。**2019年《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》中明确提升基本药物使用占比，逐步实现基层、二级、三级公立医院基药品种占比不低于90%、80%、60%，临床上优先使用基药。同时，《国家基本药物目录（2026年版）》于2026年9月1日起施行，相关品种有望迎来快速放量。**推荐关注具备相关基药品种潜力的公司，如济川药业、天士力、以岭药业等。**

图110：2009-2026年基药目录中成药品种数量持续增加（单位：个）



数据来源：卫健委、开源证券研究所

表41：2026版基药目录中成药品种共318个（单位：个）

药物类别	2018版	2026版	增加/减少数量
内科用药	165	197	32/0
外科用药	22	25	3/0
妇科用药	24	28	4/0
眼科用药	8	10	2/0
耳鼻喉科用药	18	20	2/0
骨伤科用药	18	21	3/0
儿科用药	13	17	4/0
合计	268	318	48/0

数据来源：《国家基药目录》（2018版、2026版）、开源证券研究所

（注：2026版较2018版新增中成药48种，另有2种由化学药品调整至中成药类别。）

6.2 中药创新药：顶层政策支持中药创新发展，成长逻辑明确

- **顶层政策支持，多维助力中药产业创新发展。**近年来中医药利好政策频发，从2018年6月的《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》，到2020年12月的《关于促进中药传承创新发展的实施意见》，中医药的位置进一步提升，对中医药种植保护、人才培养、科学研究与传承创新、管理体制等做出了一系列规定。2022年3月国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导。**此外，2025年3月《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》提出要优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价，我们认为集采政策优化有望催化研发热情，促进中药产业高质量发展。**

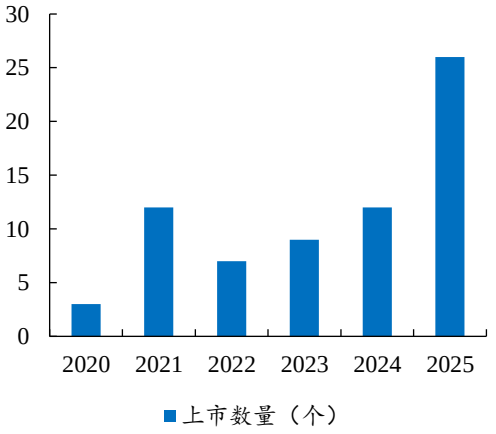
- **注册审批流程优化，创新中药上市速度加快。**2023年2月10日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》（下称“专门规定”），自2023年7月1日起施行。《专门规定》是在2008年原国家食药监局发布的《中药注册管理补充规定》基础上，充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验，结合疫情防控中药成果转化实践探索，借鉴国内外药品监管科学研究成果，全方位、系统地构建了中药注册管理体系，进一步对中药研制相关要求进行细化，加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程，有望加快中药注册审批进度。2023年我国审批上市的中药新药共9款，2024批准12款，2025批准26款，审批速度持续加快。**推荐关注具备研发创新能力的企业，如悦康药业、天士力、方盛制药、以岭药业、康缘药业等，有望通过创新管线迭代打开发展天花板。**

表42：优化中药注册审批等多项流程、支持中医药发展

发布时间	政策文件	政策意义
2018.06	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	发挥中医药在医疗卫生与健康事业中的独特作用
2019.10	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	从中药审评审批、研制创新、安全性研究、质量源头管理、生产质量控制、上市后监管、品种保护、中药的法规标准体系等方面提供政策指导
2021.01	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	推动中医药和西医药相互补充、协调发展
2022.03	《“十四五”中医药发展规划》	从医院、床位、人才、药材、传承创新与支付端各方面给予了中医药全面的可执行的政策指导
2023.02	《中药注册管理专门规定》	加强了中药新药研制与注册管理，在规范化注册的基础上优化了注册流程
2025.03	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》	优化中药集中采购和招标采购政策，实现优质优价
2026.02	《中药工业高质量发展实施方案（2026-2030年）》	聚焦中药工业全产业链协同，提出原料提质稳供、协同创新、制造能力提升、中药名品推广及卓越企业培育等任务，推动中药工业数智化、绿色化和高质量发展
2026.07	《中医药振兴发展“十五五”规划》	明确“十五五”时期中医药振兴发展的总体目标和重点任务，提出推进现代化中药产业、提升中药制造能力、推进中药创新药临床应用、完善符合中医药特点的医保支付和“三结合”审评体系
2026.08	《医药工业发展“十五五”规划》	从医药工业整体层面进一步支持创新药产业、数智化转型、临床转化及产业协同，对中药工业创新和产业升级形成政策支撑

资料来源：国务院、国家药监局、开源证券研究所

图111：2021年起中药新药审批上市速度逐步加快



数据来源：米内网、医药经济报、国际中医中药杂志、开源证券研究所

6.3 品牌OTC：看好具有强品牌力，兼具长期成长动能的龙头企业

- **OTC龙头企业品牌优势强，渠道壁垒深厚。**在产品终端，受益于企业长期的营销推广和口碑积累，消费者已逐步形成一定的品牌认知，因此相较于同通用名的其他产品，消费者一般愿意为其支付一定的品牌溢价，从而提升企业的盈利能力。在渠道方面，品牌OTC受益于其品牌影响力，一般具有较高的渠道管理能力，同时OTC市场受益于门诊统筹政策扩容、居民院外便捷购药、处方药转OTC资质等影响，市场规模逐步扩大，因此在“线上+线下”药品价格管控趋严的背景下，我们更加看好具备高市场认可度产品的龙头OTC企业。

- **“国企改革、银发经济、稀缺品牌产品”，三条主线提供长期发展动能。**我们认为在消费环境转暖背景下兼具高消费属性及品牌稀缺性、具备长期发展逻辑的龙头企业和稀缺标的更容易走出独立行情。**国企改革方面，如华润三九稳健经营并以并购赋能、东阿阿胶则凭借核心产品在近几年消费相对疲软的大环境中实现优秀的业绩增长，均验证自身的经营能力、产品及品牌稀缺性，未来我们认为昆药集团（银发经济）、华润江中（胃肠道用药领军品牌）、太极集团（藿香、化药等知名核心产品群）等公司的发展潜力有望实现。银发经济和稀缺品牌产品方面，如佐力药业（药用真菌制剂）、羚锐制药（银发经济）、济川药业（儿科用药+BD拓品）等值得关注。**

表43：部分国有中药企业发布股权激励方案，努力提升市场竞争力

企业名称	激励考核指标
东阿阿胶	1、2024-2026年，净资产收益率分别不低于10%/10.5%/11%,且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；2、以 2022 年基准，2024 -2026年归属母公司股东的净利润复合增长率不低于 20%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平；3、2024-2026年营业利润不低于23%/23.5%/24%
华润三九	1、以 2020 年业绩为基数，2022-2024 每年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10%，且不低于同行业平均或对标企业 75 分位水平；2、2022-2024 年归母扣非净资产收益率分别不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；3、2022-2024 总资产周转率分别不低于 0.69/0. 70/0.72
昆药集团	1、以 2020 年业绩为基数，2021-2023年净利润增长率不低于 10%/21%/33%；2、以2020年业绩为基数，2021-2023年现金分红比例不低于30%/30%/30%
江中药业	1、2025-2027 年投入资本回报率分别不低于 15.42%，且不低于对标企业 75 分为水平或同行业平均值；2、以2023年归母净利润为基数，2025-2027年归母净利润 CAGR 不低于12%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均水平，且当年归母净利润绝对值不低于上年度；3、2025-2027年研发投入强度分别不低于3.91%/3.92%/3.93%；4、完成集团公司下发的产业链相关任务。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表44：2026H1中国零售药店终端销售中成药OTC品牌用药种类较多

排名	产品名	销售额（亿元）	在销企业数	OTC情况	分类
1	阿胶	18+	39	乙类	补气补血类用药
2	安宫牛黄丸	18+	72	非OTC	心脑血管疾病用药
3	感冒灵颗粒	13+	28	甲类	呼吸系统疾病用药
4	健胃消食片	7+	35	乙类	消化系统疾病用药
5	复方阿胶浆	7+	1	乙类(双跨)	补气补血类用药
6	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	6+	1	甲类(双跨)	呼吸系统疾病用药
7	云南白药气雾剂	6+	1	乙类	骨骼肌肉系统疾病用药
8	小柴胡颗粒	6+	64	甲类	呼吸系统疾病用药
9	藿香正气口服液	5+	2	甲类	消化系统疾病用药
10	蒲地蓝消炎片	5+	28	甲类(双跨)	呼吸系统疾病用药

资料来源：米内网、开源证券研究所

6.4 中药：关注中药创新药及品牌OTC相关投资机遇

表45：受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E				评级
		2026/11/6	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600535.SH	天士力	14.39	0.74	0.85	0.97	1.11	19.5	16.9	14.8	13.0	买入
603998.SH	方盛制药	10.30	0.70	0.84	1.01	1.21	14.8	12.3	10.2	8.5	买入
000423.SZ	东阿阿胶	50.85	2.70	2.91	3.27	3.67	18.8	17.5	15.6	13.9	买入
600750.SH	华润江中	23.21	1.43	1.59	1.78	1.95	16.3	14.6	13.0	11.9	买入
600422.SH	昆药集团	8.86	0.46	0.32	0.47	0.59	19.2	27.7	18.9	15.0	买入
600129.SH	太极集团	13.23	0.22	0.55	0.79	0.95	60.5	24.1	16.7	13.9	买入
600285.SH	羚锐制药	23.87	1.34	1.52	1.70	1.92	17.8	15.7	14.0	12.4	买入
600566.SH	济川药业	29.28	1.93	1.94	2.10	2.31	15.2	15.1	13.9	12.7	买入
002317.SZ	众生药业	24.89	0.32	0.25	0.35	0.40	76.7	99.6	71.1	62.2	买入
603896.SH	寿仙谷	13.71	0.09	0.58	0.66	0.76	149.5	23.6	20.8	18.0	买入
300181.SZ	佐力药业	12.52	0.90	1.16	1.49	1.65	13.9	10.8	8.4	7.6	买入
688658.SH	悦康药业	11.50	-0.58	-0.14	0.03	0.19	-19.7	-82.1	383.3	60.5	买入
002603.SZ	以岭药业	16.05	0.77	0.89	1.03	1.21	20.8	18.0	15.6	13.2	未评级
600557.SH	康缘药业	12.73	0.54	0.62	0.69	0.77	23.7	20.6	18.5	16.5	未评级
000999.SZ	华润三九	25.95	2.06	2.05	2.28	2.50	12.6	12.7	11.4	10.4	未评级
600436.SH	片仔癀	136.00	3.58	3.22	3.69	4.51	38.0	42.2	36.8	30.2	未评级
603439.SH	三力制药	10.84	0.11	0.55	0.67	0.76	95.8	19.7	16.2	14.3	未评级
600572.SH	康恩贝	4.26	0.19	0.23	0.26	0.30	22.8	18.3	16.2	14.3	未评级

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

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

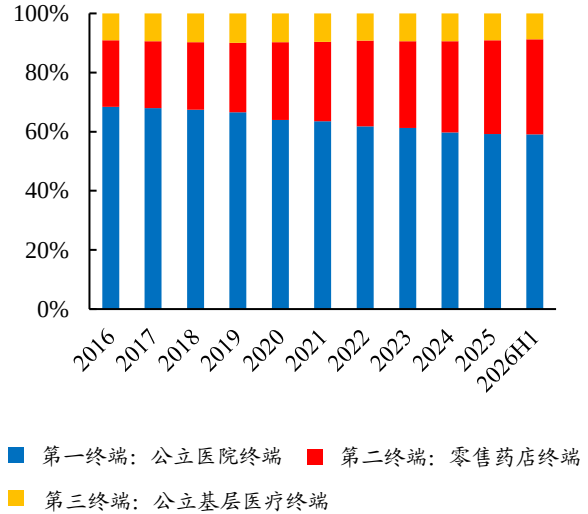
10 风险提示

7.1 零售药店：零售药店终端市场占比不断增长，行业集中度提升逻辑明确

- **药品销售市场基本盘稳健，零售药店渠道占比不断增长。**据米内网统计数据，2024年中国药品市场整体销售额达到18771亿元，同比下降0.7%，影响药品销售增长的因素较2023年主要增加了价格治理和反腐深入等；2025年中国药品市场整体销售额达18652亿元，同比微降0.6%。同时，米内网数据则进一步显示，零售药店终端药品销售额占比呈现持续提升的发展趋势，截至2025年占比提升至31.7%，彰显零售药店渠道的重要性。

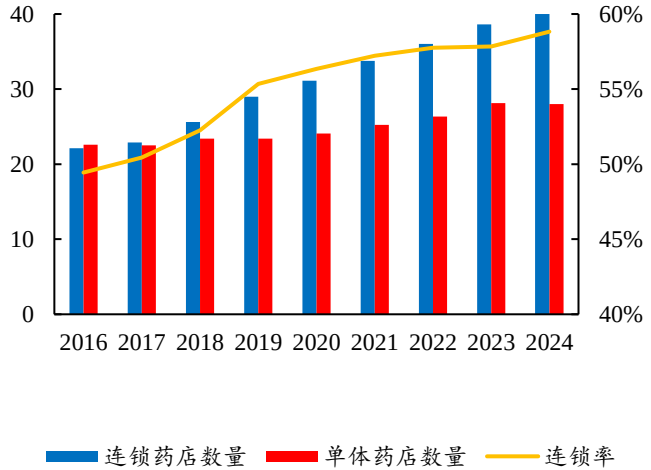
- **药店连锁化率与行业集中度同步提升，利好龙头。**连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先，而中小药房发展则相对受阻。随着政府监管趋严、消费者品牌认知效应等因素影响，行业龙头并购整合、中小连锁/单体药房加盟龙头或主动出清趋势加速，行业集中度有望进一步提升。

图112：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



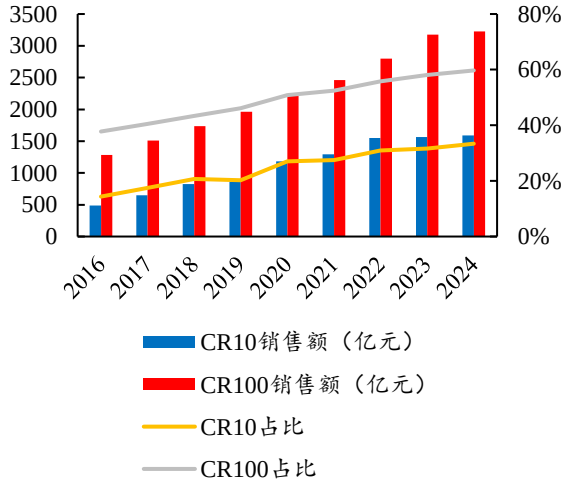
数据来源：米内网、开源证券研究所

图113：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）



数据来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

图114：零售药店Top10行业集中度基本逐年提升



数据来源：老百姓公司公告、开源证券研究所

7.1 零售药店：门诊统筹逐步落地贡献新增量，合规趋紧助力长期发展

- **门诊统筹逐步推进，零售药店迎来发展新机遇。**随着零售药店纳入门诊统筹管理，患者可以在零售药店购买医保药品并报销，有助于推动处方外流，并助力零售药店客流量提升，为其向好发展贡献新增量。同时，2024年内国家积极推动电子处方外流建设和药价管理，赋能行业发展。

➢ **电子处方平台建设加速，合规趋严助力健康发展。**伴随门诊统筹的逐步落地，处方延伸到院外是大势所趋，电子处方的应用能够规范医药零售企业合理用药，方便患者尤其是慢病患者续方购药，助力医药分家；同时，电子处方广泛应用可以打开“互联网+”的成长空间，为医药零售企业带来较多客流的同时提升经营效率。2024年10月，国家医疗保障局发布《关于规范医保药品外配处方管理的通知》，提到要加快电子处方中心建设，自2025年1月1日起，配备“双通道”药品的定点零售药店均需通过电子处方中心流转“双通道”药品处方。

➢ **零售药店购药便捷，“线上线下”价差合理化。**线下药店因在便捷性和用药指导等服务上具备多种优势，因而成为院外购药的重要渠道。同时国家医保局指出，线下药店具体价格水平受经营模式、地理位置、采购渠道、库存管理、供应链效率等因素影响，且需负担的房租物业、人员薪酬等经营成本较高，小批量采购的中间环节也多，导致线下药店价格总体高于网络药店，属合理现象。此外，为推动定点药店医保药品价格趋于合理，医保部门已在辽宁、广东、陕西等19个省份建立了公开比价小程序，促进行业合规经营、保障消费者利益。

表46：国家出台多项政策，鼓励零售药店市场发展

发布时间	政策名称	发布部门	主要内容
2021-04-22	《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》	国务院办公厅	建立普通门诊统筹保障机制；将符合条件的定点零售药店用药保障服务纳入门诊保障范围，支持参保人持外配处方在定点药店结算和配药。
2021-05-10	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	国家医保局、国家卫生健康委	通过定点医疗机构与遴选的定点零售药店共同保障医保谈判药品供应；统一支付政策，推进处方流转和一站式结算。
2023-02-15	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	国家医保局办公室	支持符合条件的定点零售药店开通门诊统筹服务；按规定凭处方结算门诊统筹范围内用药费用，健全电子处方流转管理。
2025-01-08	《医疗保障定点医药机构相关人员医保支付资格管理经办规程（试行）》	国家医保局办公室	对定点医药机构相关人员医保支付资格实施备案、记分及相应处理等管理要求。
2025-03-19	《关于加强药品追溯码在医疗保障和工伤保险领域采集应用的通知》	国家医保局、人社部、国家卫健委、国家药监局	推动药品追溯码在药品流通和医保结算等环节的采集应用，按规定全面推进追溯码采集上传。
2026-01-22	《关于促进药品零售行业高质量发展的意见》	商务部等9部门	支持提升药学服务、电子处方流转、优化门诊统筹服务、参与集采，推动零售药店专业化、数字化、集约化发展。
2026-04-14	《关于健全药品价格形成机制的若干意见》	国务院办公厅	明确零售药店药价由经营者自主确定，通过市场竞争形成；推行医保定点药店医保药品公开比价及量价比较指数，常态化开展线上线下药价比较，引导药店合理定价。
2026-05-19	《关于进一步加强定点零售药店职工基本医疗保险个人账户使用监督管理的通知》	国家医保局办公室、财政部办公厅	要求省级医保部门原则上2026年9月底前出台定点零售药店医保个人账户支付白名单，强化品类边界、协议与基金监管。

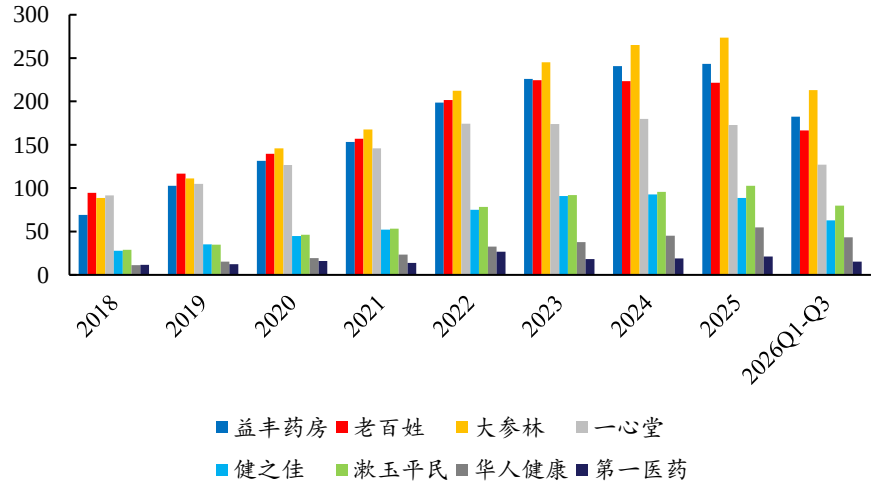
数据来源：新华社、国家医保局、开源证券研究所

7.1 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

- **药品零售行业龙头营业收入体量持续提升。**近几年，伴随着门店数量的持续扩张，零售药店龙头企业收入体量均有较快提升，2024-2025年增速虽有所放缓，但行业整体仍具有较强韧的经营发展特性；2026年，药店行业呈现阶段拐点，同店修复赋能经营业绩稳步提升。

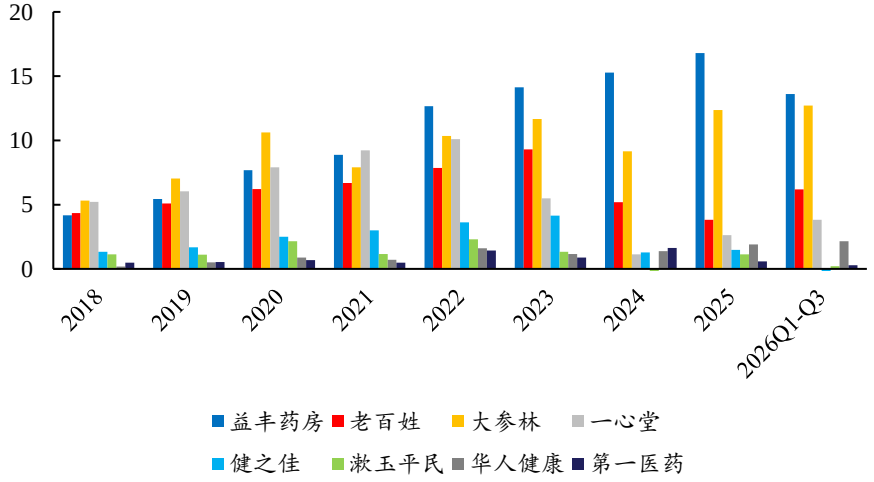
- **专业服务能力为核心，提升经营质效。**在慢病品类重要性突显的趋势下，零售药店盈利模式逐渐向提供专业化慢病管理服务转型，加大专业药师团队建设、数字化转型助力诊疗数据互通存档等举措，有利于提升核心竞争力。此外，随着龙头企业由城市向县域药品零售市场持续下沉布局，拥有更强的跨区域门店管控力、成本费用控制力的企业更具竞争力。

图115：零售药店龙头营业收入体量逐年提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图116：零售药店龙头归母净利润体量稳中向好（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

7.1 零售药店：看好质效提升、专业服务能力强的龙头企业

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

表47：零售药店龙头门店数量基本逐年提升

公司	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1-Q3
益丰药房	**7809**	**10268**	**13250**	**14684**	**14831**	**15452**
净增加门店数量（家）	*1818*	*2459*	*2982*	*1434*	*147*	*621*
直营店（家）	6877	8306	10264	10872	10518	10761
加盟店（家）	932	1962	2986	3812	4313	4691
老百姓	**8352**	**10783**	**13574**	**15277**	**14975**	**15222**
净增加门店数量（家）	*1819*	*2431*	*2791*	*1703*	*-302*	*247*
直营店（家）	6129	7649	9180	9981	9732	9794
加盟店（家）	2223	3134	4394	5296	5243	5428
大参林	**8193**	**10045**	**14074**	**16553**	**17758**	**19791**
净增加门店数量（家）	*2173*	*1852*	*4029*	*2479*	*1205*	*2033*
直营店（家）	7258	8038	9909	10503	10468	11176
加盟店（家）	935	2007	4165	6050	7290	8615
一心堂	**8560**	**9206**	**10255**	**11498**	**11112**	**10779**
净增加门店数量（家）	*1355*	*646*	*1049*	*1243*	*-386*	*-333*
直营店（家）	8560	9206	10255	11498	11112	10779
加盟店（家）	-	-	-	-	-	-
健之佳	**3044**	**4055**	**5116**	**5486**	**5421**	**5389**
净增加门店数量（家）	*914*	*1011*	*1061*	*370*	*-65*	*-32*
直营店（家）	3044	4055	5116	5486	5421	5389
加盟店（家）	-	-	-	-	-	-
漱玉平民	**3341**	**5456**	**7337**	**9035**	**8869**	**8985**
净增加门店数量（家）	*1344*	*2115*	*1881*	*1698*	*-166*	*116*
直营店（家）	2592	3325	4104	4438	4907	4824
加盟店（家）	749	2131	3233	4597	3962	4361

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

7.2 零售药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

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

- **推荐标的：**益丰药房、老百姓、健之佳、漱玉平民；**受益标的：**大参林、一心堂、华人健康。

表48：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E				评级
		2026/11/6	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
603939.SH	益丰药房	27.07	1.38	1.55	1.75	1.96	19.6	17.5	15.5	13.8	买入
603883.SH	老百姓	14.97	0.50	0.61	0.67	0.74	29.7	24.5	22.3	20.2	买入
605266.SH	健之佳	13.32	0.96	-	-	-	13.9	-	-	-	未评级
301017.SZ	漱玉平民	14.34	0.28	-	-	-	50.9	-	-	-	未评级
603233.SH	大参林	21.49	1.08	1.25	1.43	1.61	19.8	17.2	15.0	13.3	未评级
002727.SZ	一心堂	13.48	0.45	0.78	0.90	1.02	30.0	17.4	15.0	13.2	未评级
301408.SZ	华人健康	13.81	0.48	-	-	-	28.9	-	-	-	未评级

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

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

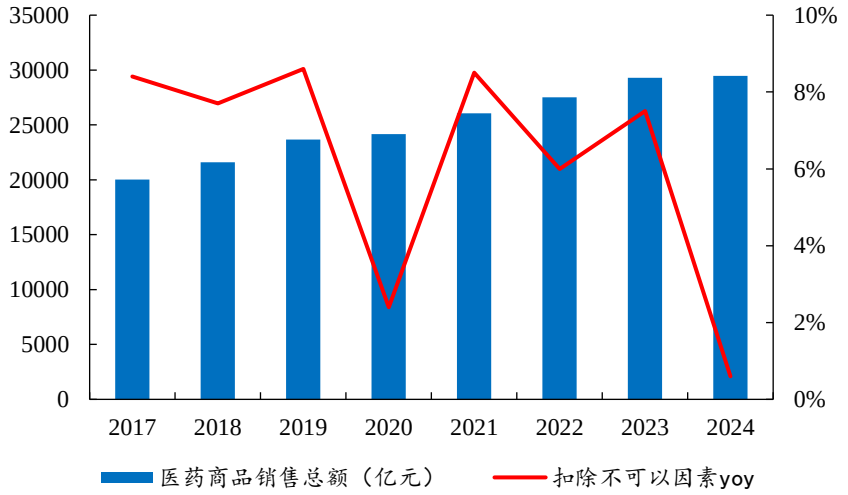
10 风险提示

8.1 医药流通：医药流通市场规模稳步增长，政策支持企业发展

- **药品流通市场销售规模稳步增长**。2024年药品流通行业运行统计分析报告显示，2024年全国七大类医药商品销售总额为29,470亿元，扣除不可比因素后同比增长0.6%，市场呈现稳健增长态势，未来有望维持此增长趋势。

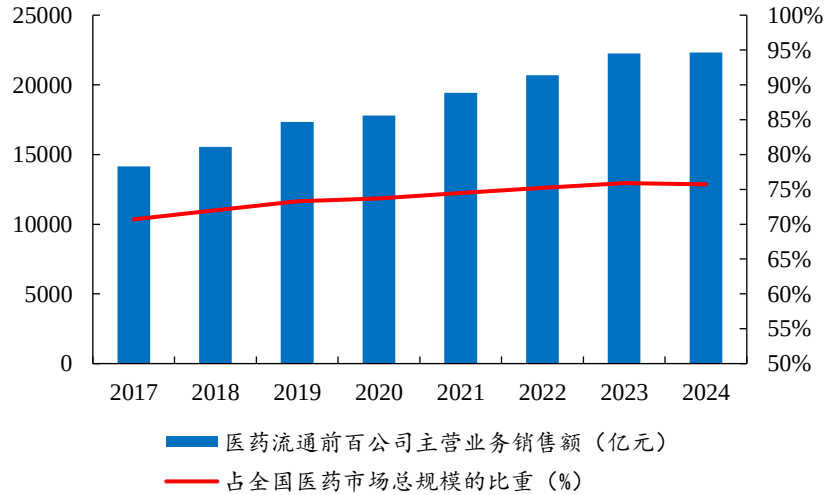
- **政策支持流通企业规模化发展、龙头企业迎来发展新机遇。** 随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，且十四五规划提出到2025年，培育大型及超大型、数字智能化、专业化、特色化药品流通企业，行业整体呈规模化、集中化发展趋势，龙头将通过兼并收购持续整合资源，行业集中度会进一步提高。

图117：我国药品流通行业市场规模稳步增长



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

图118：医药流通前百公司销售额占行业比重稳步提升



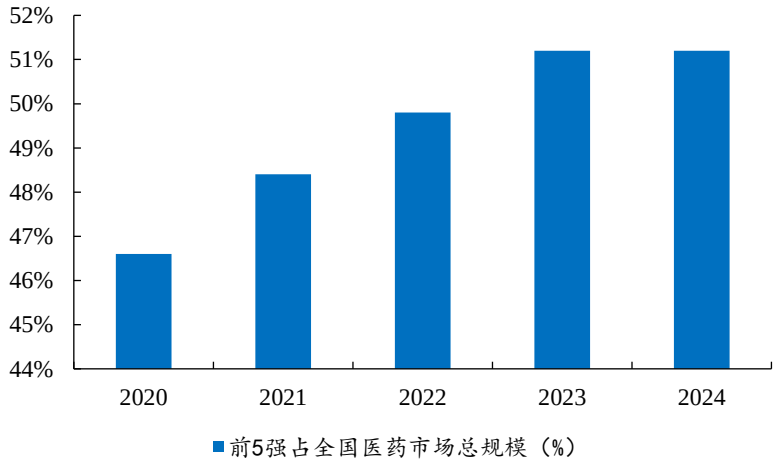
数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

8.1 医药流通：4+N竞争格局显现，差异化布局打造核心竞争力

- **“4+N”竞争格局显现，四强企业占据流通业务半壁江山。**2024年主营业务收入前5强为国药集团、上海医药、华润医药、九州通以及重庆医药-中国医药联合体，占全国医药市场总规模比重达51.2%。未来随着药品流通市场市场规模的持续扩容、物流数智化发展、城乡一体化布局，全国性四强将深化行业龙头地位，为人民提供更加全面优质的服务。

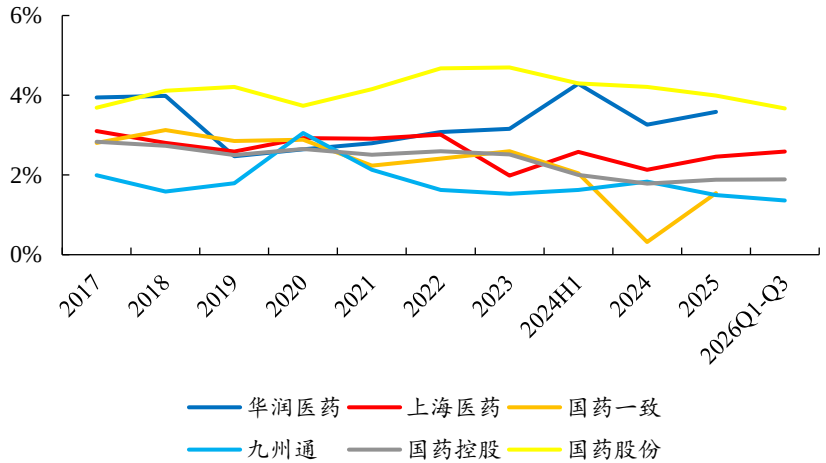
- **行业发展进入微利阶段，创新业务差异化战略布局，有利于打造核心竞争力。**在当前药品流通企业普遍面临微利经营的情景，且前四强企业占据超四成市场份额的情况下。其他企业需提升自身管理能力及效率，通过扩大配送供应链、布局线上线下业务、完善增值服务（如CSO业务）等方式进行差异化创新，塑造核心竞争力，才能提高自身盈利能力，脱颖而出。

图119：2024年我国药品流通行业Top5营收占市场规模比例超50%



数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、开源证券研究所

图120：药品流通行业龙头进入微利发展阶段，需增强管理能力优化利润空间



数据来源：Wind、各公司年报、开源证券研究所

8.2 医药流通：4+N竞争格局显现，差异化布局打造核心竞争力

- 板块内4+N竞争格局相对稳定，我们建议关注具备较强差异化能力打造（如较高毛利水平的CSO业务等）、现金流稳健向好或具备回款周期及盈利能力改善逻辑的企业。

- **推荐标的：**百洋医药、九州通；**受益标的：**国药控股、上海医药、华润医药等。

表49：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				P/E				评级
		2026/11/6	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
301015.SZ	百洋医药	25.62	0.90	1.05	1.21	1.39	28.4	24.4	21.2	18.4	买入
600998.SH	九州通	5.24	0.45	0.45	0.49	0.54	11.7	11.7	10.7	9.7	未评级
1099.HK	国药控股	17.16	2.29	2.37	2.55	2.76	7.5	7.2	6.7	6.2	未评级
601607.SH	上海医药	16.76	1.54	1.45	1.56	1.68	10.9	11.6	10.8	10.0	未评级
3320.HK	华润医药	4.67	0.64	0.67	0.72	0.73	7.3	7.0	6.5	6.4	未评级
600511.SH	国药股份	29.29	2.65	2.74	2.90	2.91	11.1	10.7	10.1	10.1	未评级

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

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

- 近年来，原油价格波动较大，近期明显上涨；工业原料价格自前期高位回落后震荡运行，化学原料药行业上游成本仍存在一定波动。
- 近期人民币持续升值。化学原料药制造业PPI指数自低位回升，但仍低于100，行业价格水平同比仍处于下降区间。
- 受疫情、经济环境、行业竞争等因素影响，缬沙坦、厄贝沙坦价格较历史高点明显回落，近期总体处于相对低位，部分品种价格窄幅波动。

图121：原油价格近期明显上涨（美元/桶）

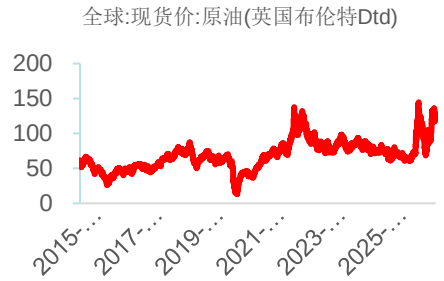


图122：美元兑人民币汇率近期回落

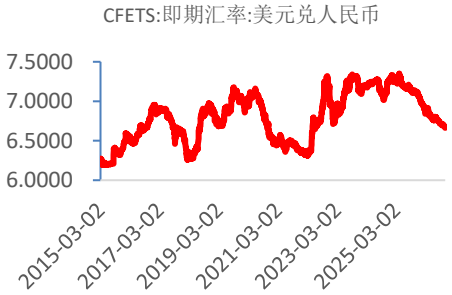


图123：缬沙坦价格处于历史相对低位（元/kg）

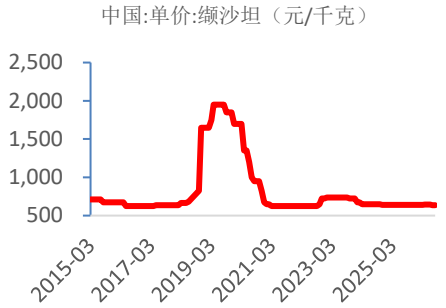


图124：工业原料价格高位回落后震荡运行

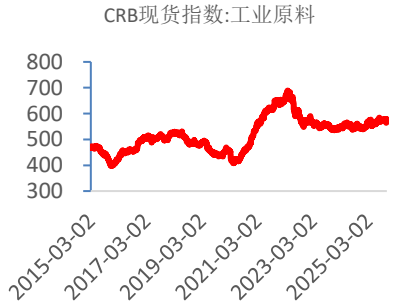


图125：化学原料药制造业PPI低位回升

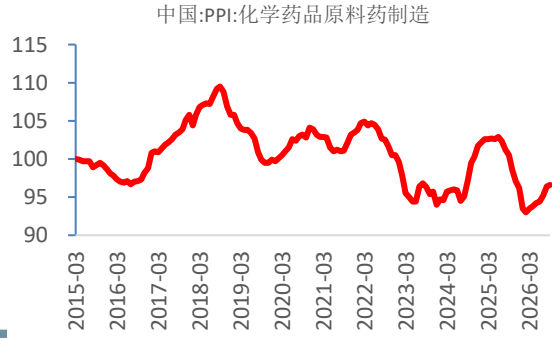
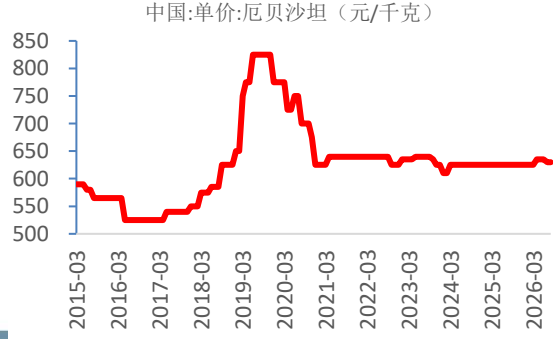


图126：厄贝沙坦价格处于历史相对低位（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 原料药板块：创新转型正当时

抗生素中间体及相关原料药价格整体较前期高位回落。其中，青霉素工业盐、6-APA、阿莫西林及氨苄西林价格在前期调整后曾出现阶段性反弹，但近期再度走弱；7-ADCA及头孢曲松钠价格近期亦有所下降，整体价格走势仍偏弱。

图127: 青霉素工业盐价格近期继续回落（元/BOU）

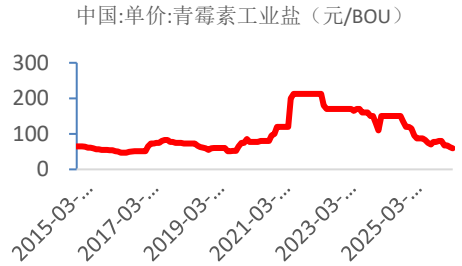


图128: 阿莫西林原料药价格低位波动（元/kg）

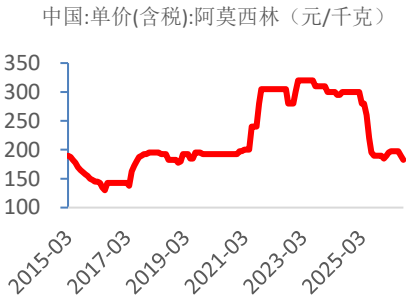


图129: 7-ADCA价格近期明显回落（元/kg）

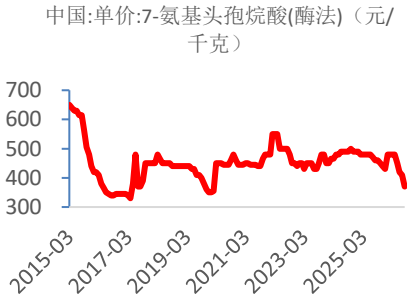


图130: 6-APA价格阶段性反弹后回落（元/kg）

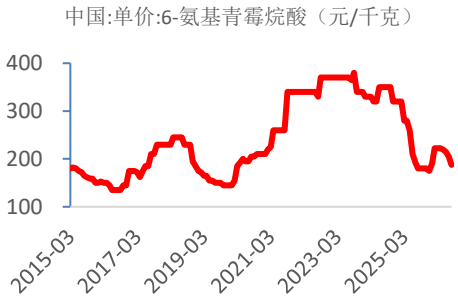


图131：氨苄西林原料药价格低位波动（元/kg）

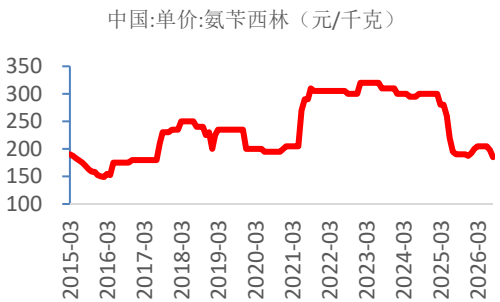
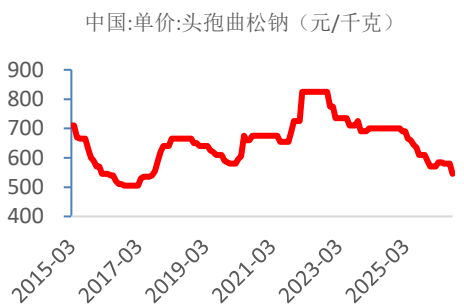


图132: 头孢曲松钠原料药价格延续回落（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

大环内酯类原料药价格走势有所分化。硫氰酸红霉素、克拉霉素及罗红霉素价格整体仍高于历史低位，其中部分品种近期有所回落。

图133：硫氰酸红霉素价格略有回落（元/kg）

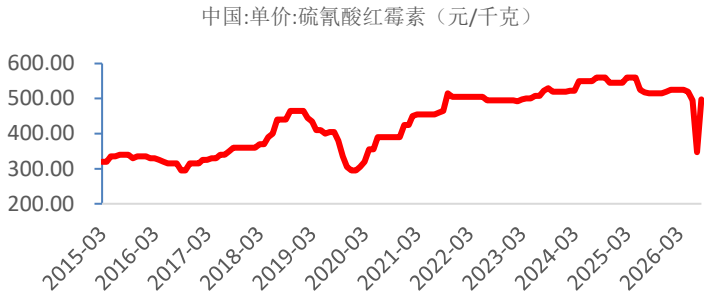


图134：克拉霉素原料药价格近期有所回落（元/kg）



图135：阿奇霉素原料药价格近期大略有下降（元/kg）

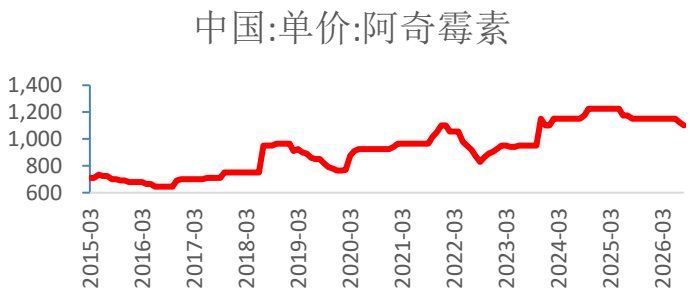
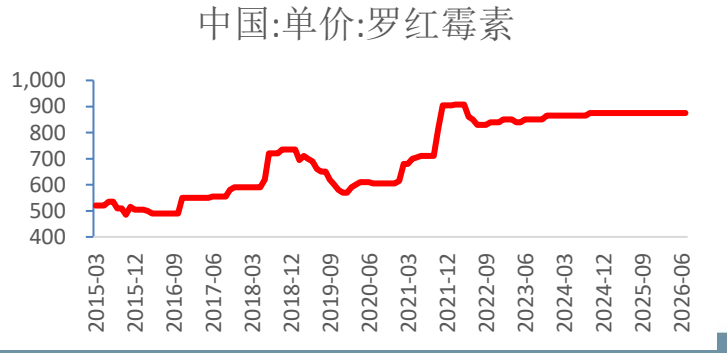


图136：罗红霉素原料药价格维持相对高位（元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 原料药板块：创新转型正当时

- 动保相关原料药价格仍处于相对低位，近期表现有所分化。氟苯尼考价格底部企稳略有回升，强力霉素价格在前期反弹后回落，呈现底部震荡。
- 肝素出口平均价格在2020—2021年前后升至较高水平，随后整体回落，2023年降幅较为明显，近期维持低位波动。
- 碘进口平均价格在2021—2022年明显上涨。受其他行业需求旺盛拉动，2026年碘原料价格持续回升。

图137：氟苯尼考价格处于历史相对低位（元/kg）



图138：氟苯尼考周度价格底部企稳（元/kg）

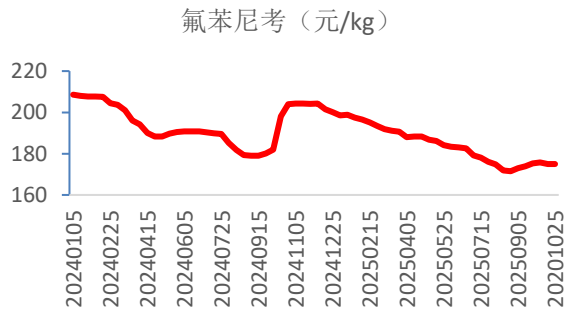


图139：肝素出口平均价格维持低位波动（美元/kg）

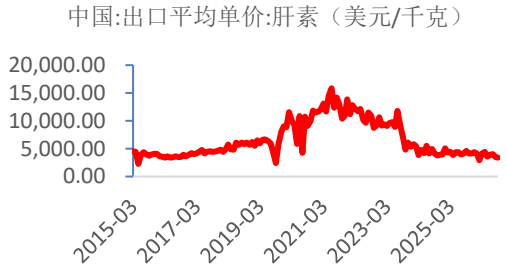


图140：强力霉素价格反弹后回落（元/kg）

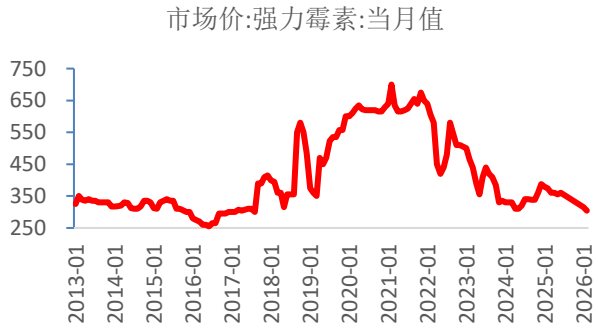


图141：强力霉素周度价格底部震荡（元/kg）

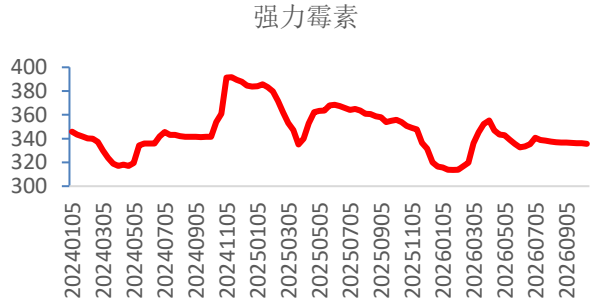


图142：碘进口平均价格近期有所回升（美元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.1 原料药板块：创新转型正当时

- 我们选取以下公司构成A股原料药板块：普洛药业、新华制药、海翔药业、仙琚制药、润都股份、金城医药、山河药辅、富祥药业、同和药业、共同药业、拓新药业、亨迪药业、津药药业、华海药业、奥翔药业、威尔药业、司太立、美诺华、奥锐特、东亚药业、国邦医药、天宇股份、博瑞医药、川宁生物、国药现代、赛托生物、诺泰生物、圣诺生物、联邦制药、海正药业、福元医药、海普瑞、浙江医药、花园生物、兄弟科技、亿帆医药、新天地、千红制药、健友股份。
- 受产能过剩影响，近些年原料药行业呈现持续下行趋势，产品价格持续下跌，企业业绩持续下行。随着部分产品价格有所回升，部分原料药企业转型持续推进，2026年整体业绩有望持续修复，2026Q3原料药板块整体利润增速有所回升，盈利能力逐步改善。

图143：2026Q3原料药板块单季度营收同比增长、环比回落

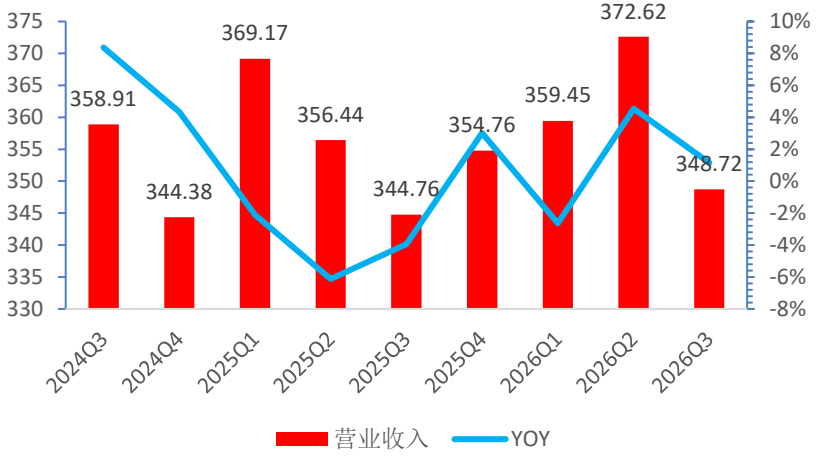
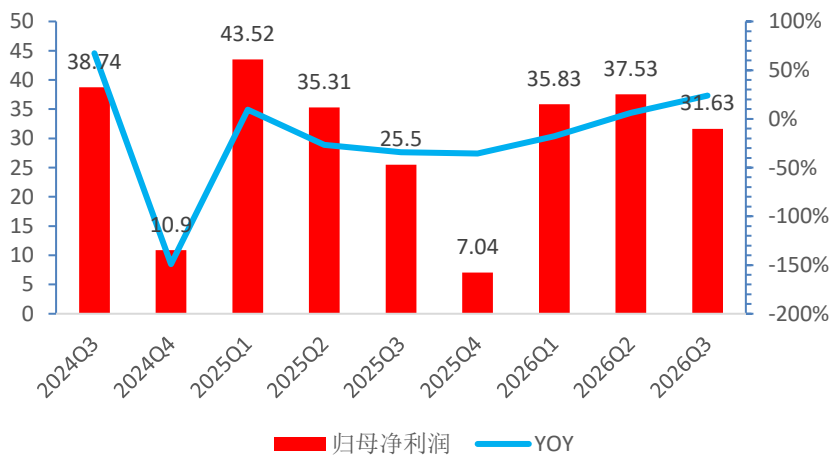


图144：2026Q3原料药板块单季度归母净利润同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 近些年原料药板块毛利率基本稳定在36-39%附近，受资产减值等非经常性因素影响，净利率季度间波动较大。
- 近些年原料药板块估值水平持续下行，2024年9月份最低跌到18倍PE附近。受部分原料药公司转型创新药影响，整体原料药板块估值有所回升，近期受市场影响逐步下行。

图145：原料药板块毛利率水平维持稳定趋势

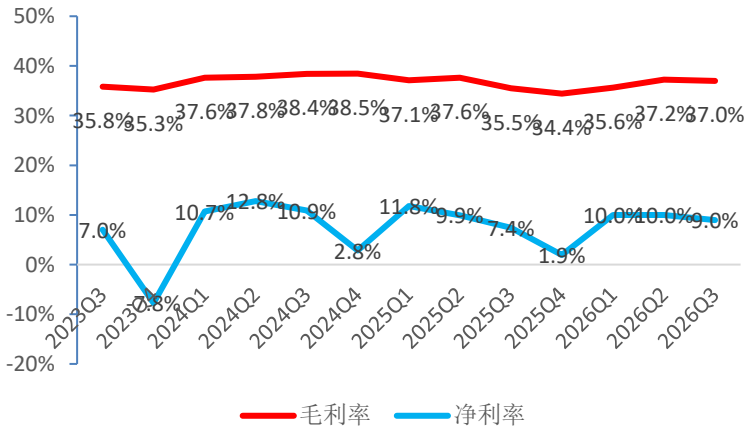


图146：原料药板块估值处于底部企稳回升阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 随着传统原料药行业竞争加剧、产品价格承压，部分原料药企业依托工艺、产能及客户资源优势，逐步向CDMO业务延伸，由标准化产品生产向研发生产一体化服务转型。相比传统原料药业务，CDMO订单通常具有更强的客户黏性和更长的生命周期，有助于优化业务结构、提升盈利能力。
- 普洛药业是原料药向CDMO转型的代表企业，近年来持续加大研发及海外布局，CDMO业务保持较快增长，2026年前三季度实现收入20.5亿元，同比增长41.41%，公司后续三年内将交付的商业化在手订单金额将达到78亿元，业绩增长确定性持续提升。

图147:受原料药影响，普洛药业营收处于调整阶段

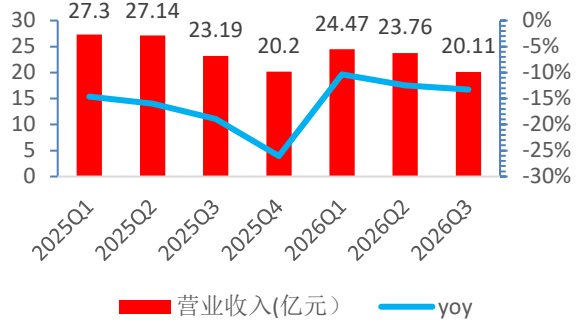


图148:普洛药业利润短期波动较大

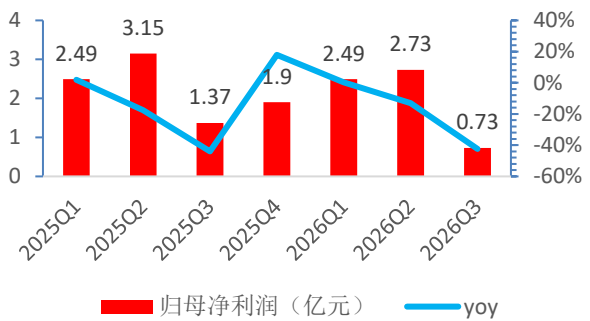


图149:普洛药业CDMO收入加速增长

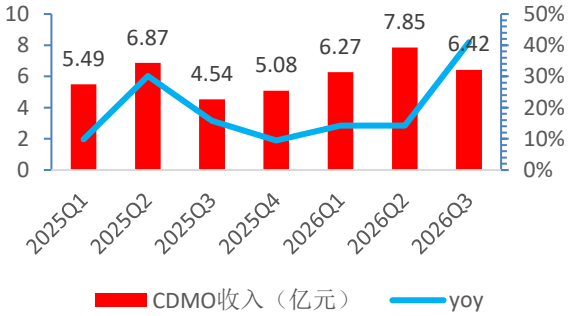
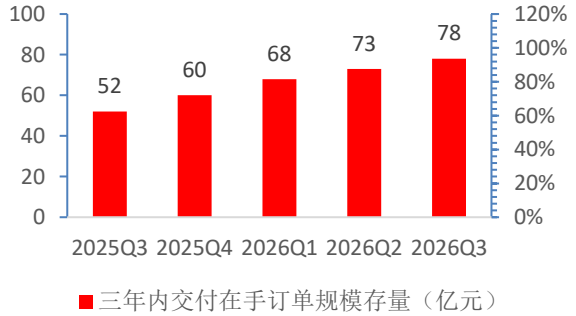


图150:普洛药业在手订单规模保持增长



数据来源：Wind、普洛药业公告、开源证券研究所

✓ 部分原料药企业进一步向创新药研发转型，利用原有的研发、生产及商业化能力切入高附加值创新药领域。目前，联邦制药、华海药业等传统原料药企业均在持续加码创新药研发，推动业务由原料药向创新药逐步升级。

✓ 从管线进展来看，联邦制药重点布局GLP-1/GIP等代谢类药物，部分核心管线已进入临床后期。华海药业围绕自身免疫及肿瘤领域构建较为丰富创新药管线，HB0034已于2026年7月获批上市。此外，博瑞医药、千红制药、京新药业、健康元等企业亦持续推进创新药研发，形成覆盖代谢、免疫、肿瘤、呼吸及神经系统等多个治疗领域的产品梯队。整体来看，原料药企业创新药管线数量持续增加，部分重点项目已进入III期临床或上市申报阶段，有望逐步成为传统原料药业务之外的重要增长来源。

表50：国内原料药公司加速创新药产品布局

公司	在研药物	靶点	适应症	阶段
联邦制药	UBT251 注射液	GLP-1R / GIPR	超重 / 肥胖	III 期临床试验
	UBT251 注射液	GLP-1R / GIPR	糖尿病	III 期临床试验
	UBT251 注射液	GLP-1R / GIPR	代谢相关脂肪性肝炎	II 期临床试验
	UBT251 注射液	GLP-1R / GIPR	慢性肾脏病	II 期临床试验
	UBT251 注射液	GLP-1R / GIPR	阻塞性睡眠呼吸暂停	III 期临床试验
	注射用 UBT37034	NPY2R	超重 / 肥胖	临床获批（美国） I 期临床试验（中国）
	UBT38006 注射液	INSR	糖尿病	I 期临床试验
	UBT48128 片	GLP-1R	糖 尿病 / 体重管理	临床获批（美国） 临床前研究（中国）
	TUL01101 片	JAK1	类风湿性关节炎	II 期临床试验
	TUL01101 片	JAK1	中重度特应性皮炎	III 期临床试验
	TUL01101 软膏	JAK1	特应性皮炎	III 期临床试验
	TUL321 胶囊	CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	临床获批（美国） I 期临床试验（中国）
华海药业	HB0017	IL-17A	中重度斑块状银屑病	2026.06 NDA 获受理
	HB0017	IL-17A	强直性脊柱炎	临床 III 期
	HB0034	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病	2026.07 获批上市
	HB0043	IL-17A/IL-36R	化脓性汗腺炎、重度痤疮	临床 I 期
	HB0056	TSLP /IL-11	中重度哮喘、特发性肺纤维化、 慢性阻塞性肺病	临床 I 期
	HB0025	PD-L1 / VEGF+SOC	鳞状 NSCLC、非鳞状 NSCLC、 子宫内膜癌	临床 III 期
	HB0025	PD-L1 / VEGF+SOC	结直肠癌、三阴性乳腺癌	临床 II 期
	HB0052	CD73 ADC	晚期实体瘤	临床 I 期

资料来源：各公司2024年报、2025年中报、公司公告、开源证券研究所

表51：国内原料药公司加速创新药产品布局

公司	在研药物	靶点	适应症	阶段
华海药业	HB0017	IL-17A	中重度斑块状银屑病	2026.06 NDA 获受理
	HB0017	IL-17A	强直性脊柱炎	临床 III 期
	HB0034	IL-36R	泛发性脓疱型银屑病	2026.07 获批上市
	HB0043	IL-17A/IL-36R	化脓性汗腺炎、重度痤疮	临床 I 期
博瑞医药	BGM0504 注射液（中国）	GLP-1R / GIPR	降糖、减重	减肥适应症已申报 NDA，降糖适应症临床III期中
	BGM0504 注射液（印尼）	GLP-1R / GIPR	降糖	临床III期
	BGM0504 注射液（美国）	GLP-1R / GIPR	减重	临床 I 期
	口 服 BGM0504 片剂（中美）	GLP-1R / GIPR	降糖、减重	中国临床 II 期 美国临床 I 期
	BGM1812 注射液（中美）	AmylinR	减重	临床 I 期
昂利康	注射用 ALK-N001/QHL-1618			临床阶段
奥翔药业	布罗佐喷钠	多靶点协同	缺血性脑卒中	临床 II 期
千红制药	QHRD107 胶囊	CDK9	急性髓系白血病	临床 II 期
	QHRD106 注射液	激肽原	急性缺血性脑卒中	临床 II 期
	QHRD211 注射液	激素受体	内源性生长激素分泌不足导致的生长障碍	临床 II 期
	QHRD110 胶囊	CDK4/6	胶质母细胞瘤	临床 II 期
京新药业	JX2414		精神分裂症激越症状	2026 年 5 月获临床批件
	JX2201	Lp(a)	降脂	国内临床 II 期
	改良型中药康复新肠溶胶囊		治疗溃疡性结肠炎	临床 III 期
健康元	玛帕西沙韦干混悬剂	PA 核酸内切酶	2 至 12 岁儿童单纯性甲型、乙型流感	临床 III 期
	TSLP 单抗	TSLP	①中重度 COPD②慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）	① 临床 III 期进行中②获批开展临床 II 期
	重组人源化抗 FXI 双特异性抗体注射液	XI（FXI）	预防全膝关节置换术后静脉血栓栓塞症	2026 年 8 月 5 日获临床批件
	天葛定眩颗粒		前庭性偏头痛（风痰挟瘀、上扰清窍证）	2026 年 8 月 17 日获临床批件
	PREP 抑制剂	PREP	中重度 COPD	临床 II 期
	NaV1.8 抑制剂	NaV1.8	急性疼痛	临床 II 期

资料来源：各公司2024年报、2025年中报、公司公告、开源证券研究所

9.2 血制品板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

我们选取以下公司构成A股血制品板块：派林生物、天坛生物、博雅生物、卫光生物、上海莱士、华兰生物、博晖创新。

血制品前期供给快速增长，终端需求消化慢导致库存压力较高，此外，集采扩围、医保控费等多重政策叠加影响血制品行业，2026年血制品板块收入及净利润承压；2026年第三季度血制品板块收入和利润延续下降趋势，经营仍然承压。

图151：2026Q3血制品板块单季度营业收入同比下降

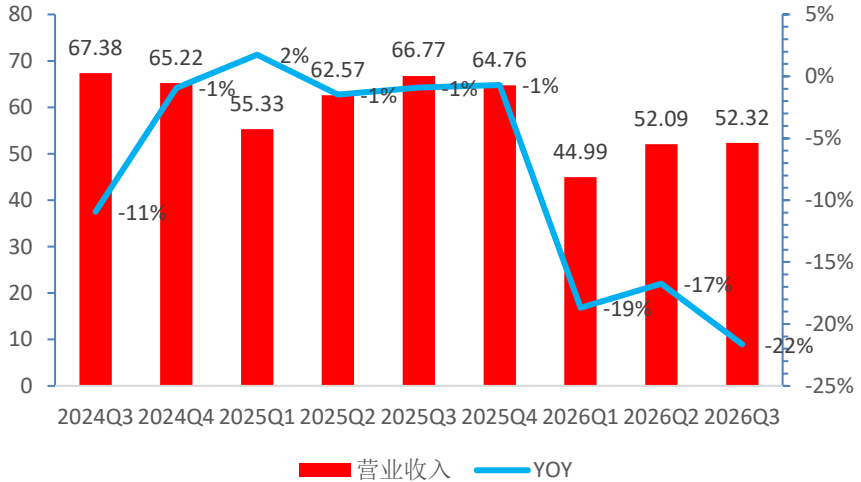
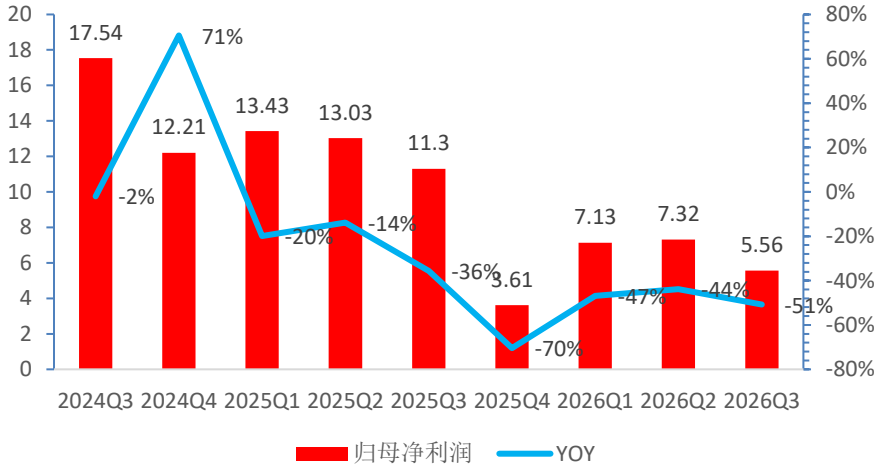


图152：2026Q3血制品板块单季度归母净利润同比降幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.2 血制品板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

受行业库存水平较高影响，受行业库存水平较高、需求疲软等影响，2026年以来血制品板块盈利能力有所下降。

受进口白蛋白竞争、国内重组白蛋白进度的影响，血制品板块估值水平从2020年的超过90倍PE下跌到2026年9月的22倍附近，呈现持续下跌趋势。

图153：血制品板块盈利能力有所下降

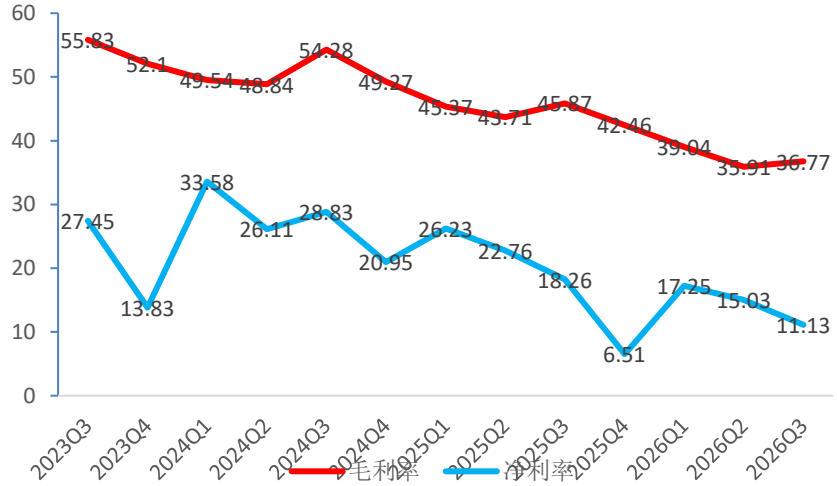


图154：血制品板块市盈率跌到历史最低水平附近



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.2 血制品板块业绩持续下行，估值水平处于历史最低水平

2026年上半年，血制品板块公司采浆量稳健增长，吨浆收入小幅下降。2026年上半年，血制品上市公司单浆站采浆量不断提升，行业采浆量实现较快增长，其中，天坛生物2026H1实现采浆1453吨，同比增长6.76%；博雅生物实现采浆343.47吨，同比增长7.20%；派林生物实现采浆845吨，同比增长9.74%；华兰生物实现采浆936.63吨，同比增长16%；博晖创新实现采浆229.38吨，同比增长23.26%，预计多家血制品上市公司全年采浆量增速有望维持较快增长。

表52：多家血制品公司浆站数和采浆量稳步提升

证券代码	600161.SH	603520.SH	603538.SH	300702.SZ	603229.SH	300636.SZ	600062.SH
证券简称	天坛生物	博雅生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	卫光生物	博晖创新
2025年全年采浆量[吨]	2801	662.31	近1590	1669.49	超2000	602	421.85
2026年上半年采浆量[吨]	1453	343.47	845	936.63	/	316	229.38
总浆站数[家]	107	21	38	34	55	9	22
在营浆站数[家]	85	20	36	34	/	9	22
单浆站采浆量[吨]	17.09	17.17	23.47	27.55	/	35.11	10.43
吨浆收入[万元/吨]	178.62	187.37	98.21	167.26	/	142.11	130.20

表53：多家血制品公司毛利率同比下降，研发投入有所上升

证券代码	600161.SH	603520.SH	603538.SH	300702.SZ	603229.SH	300636.SZ	600062.SH
证券简称	天坛生物	博雅生物	派林生物	华兰生物	上海莱士	卫光生物	博晖创新
产品结构	人血白蛋白38.81%，静注人免疫球蛋白(含层析)49.60%，其他血液制品11.22%	人血白蛋白33.29%，静注人免疫球蛋白13.60%，人纤维蛋白原20.60%，人凝血因子VIII 10.00%	血液制品99.34%，其他0.66%	人血白蛋白41.45%，静注丙球24.95%，其他血液制品30.81%，流感疫苗0.15%，其他2.64%	自产白蛋白15.06%，进口白蛋白44.73%，静注人免疫球蛋白21.00%，其他血液制品17.70% 检测设备及试剂1.48%，其他业务0.05%	人血白蛋白35.63%，静注人免疫球蛋白38.44%，其他血液制品8.01%	质谱检测系列产品8.24%，人血白蛋白30.53%，静注人免疫球蛋白24.68%
毛利率	35.84%	44.21%	32.19%	44.82%	35.66%	36.36%	32.67%
净利率	15.97%	7.91%	10.80%	16.62%	19.80%	12.38%	-7.60%
研发投入[亿元]	1.52	0.26	0.43	1.25	1.34	0.25	0.31
研发投入占营收比例	5.84%	4.06%	5.17%	8.00%	4.18%	5.47%	7.86%
产品品种数[个]	16	10	11	11	12	11	9
销售费用率	2.02%	23.03%	9.41%	13.52%	5.24%	2.55%	12.16%
管理费用率	12.17%	17.91%	9.14%	7.13%	6.98%	10.56%	15.62%
财务费用率	0.03%	-2.77%	-1.25%	-0.11%	0.36%	1.91%	5.13%

数据来源：各公司2026年中报、开源证券研究所

9.3 疫苗板块：新技术、新产品加速布局中

- **我们选取以下公司构成A股疫苗板块：智飞生物、万泰生物、沃森生物、康泰生物、康华生物、欧林生物、康希诺、金迪克、成大生物、百克生物、华兰疫苗。**
- 受HPV疫苗销售承压及儿童疫苗市场需求偏弱影响，2025年疫苗板块收入及盈利明显下滑，2026年以来收入端逐步企稳，但盈利修复仍相对滞后。

图155：疫苗板块单季度营收同比持续下降

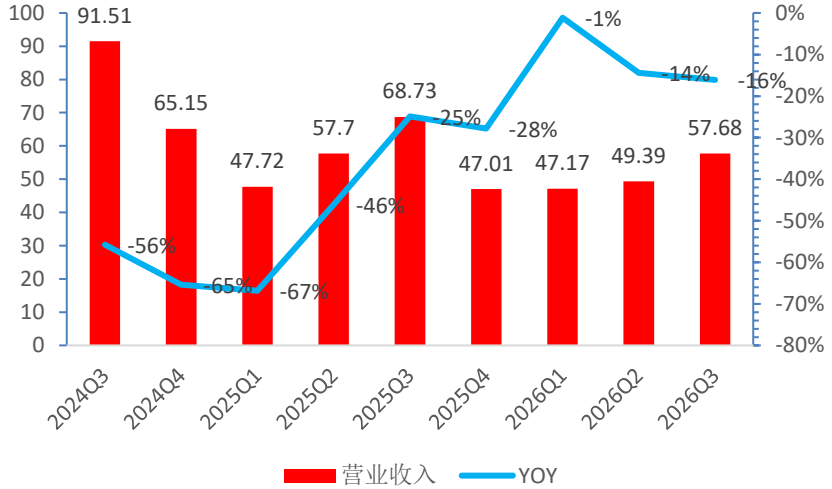
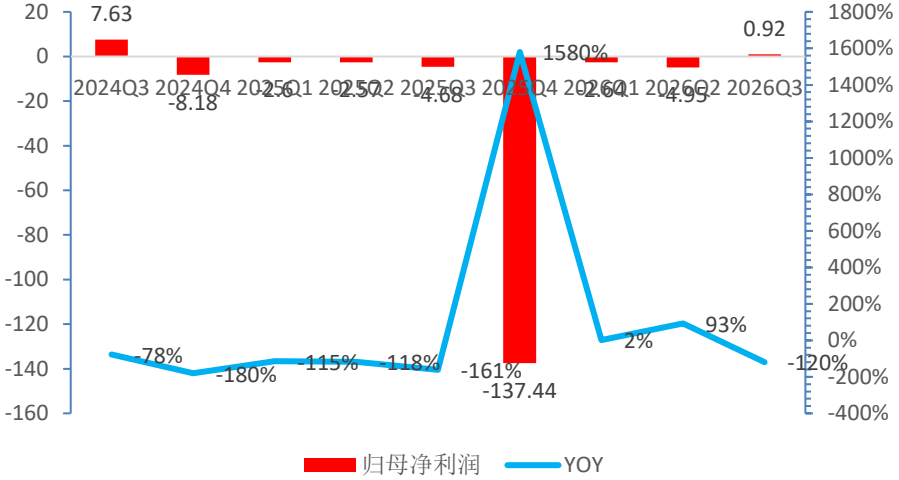


图156：疫苗板块单季度扭亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年以来，疫苗板块毛利率较稳定，净利率持续下降，主要受行业竞争格局及新生儿数量下降影响。

疫苗板块估值水平从2020年的超过200倍PE下跌到2024年的20倍以下。受行业竞争加剧、业绩下滑等因素影响，板块估值经历持续消化，当前PE水平有所回升，但受行业盈利波动影响，其对板块估值的参考作用相对有限。

图157：疫苗板块净利率持续下降

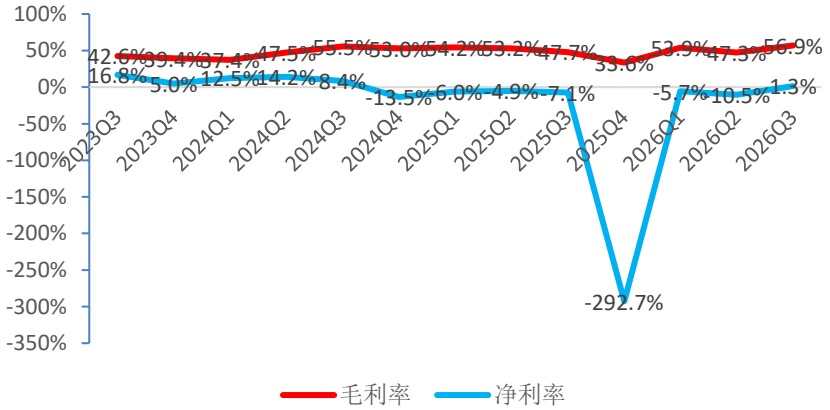
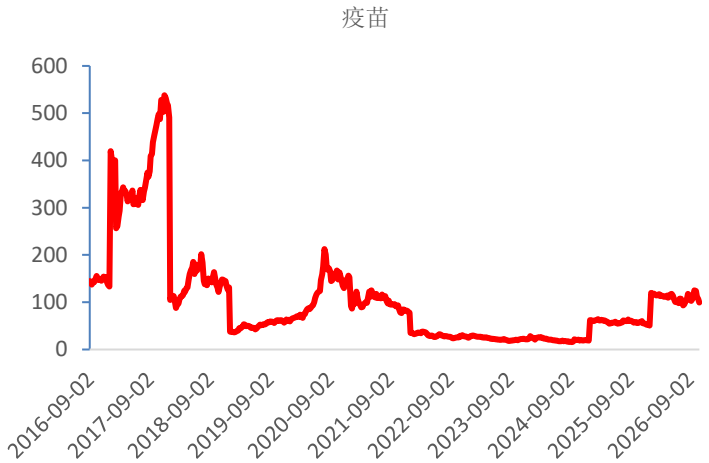


图158：疫苗板块市盈率跌到历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

受新生儿数下降趋势影响，国内疫苗公司加速新技术、新产品布局。康希诺婴幼儿用组分百白破疫苗实现国内首款上市，青少年及成人用产品有望填补国内加强免疫市场空白，欧林生物的金葡菌疫苗III期进度全球领先，有望成为全球第一家也是唯一一家提交上市申请的公司。此外，康希诺聚焦消化道实体瘤及罕见肿瘤治疗领域，逐步布局新型肿瘤疫苗苗。

表54：国内疫苗公司加速新产品布局

公司名称	项目名称	进展情况
欧林生物	重组金葡菌疫苗	已完成III期临床研究阶段
	四价流感病毒裂解疫苗（MDCK细胞）	III期临床
康希诺	百白破疫苗组合	1.婴幼儿用实现国内首款上市；2.青少年及成人用Td5cp 药品注册申请获得受理，并纳入优先审批
康泰生物	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌联合疫苗	处于III期临床试验阶段
	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	处于III期临床试验阶段
	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗（成人青少年及儿童用）	处于I期临床试验阶段
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	已完成III期临床研究阶段
	甲型肝炎灭活疫苗	已完成III期临床研究阶段
	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）	处于III 期临床试验阶段
智飞生物	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	2026年10月上市
	流感病毒裂解疫苗（扩年龄）	已获得上市许可申请（NDA）受理通知书
	重组轮状病毒亚单位疫苗（大肠杆菌）	获临床试验批准
	冻干人用狂犬病疫苗（ZFB-3 细胞）	获临床试验批准
	鼻喷重组呼吸道合胞病毒疫苗（黑猩猩腺病毒载体）	获临床试验批准

数据来源：各公司2025年中报及三季报、开源证券研究所

表55：国内疫苗公司加速新产品布局

公司名称	项目名称	进展情况
	15 价肺炎球菌结合疫苗	申报上市，审评中
	ACYW135群流脑结合疫苗	申报上市，审评中
	冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	III期临床试验进行中
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	III期临床试验进行中
	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	III期临床试验进行中
	四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）	III期临床试验进行中
	治疗用卡介苗	III期临床试验进行中
	吸附破伤风疫苗	III期临床试验进行中
万泰生物	九价 HPV 疫苗	1、获批上市2、男性 III 期临床试验已启动并完成首例受试者入组
	冻干重组呼吸道合胞病毒疫苗（CHO 细胞）	获临床试验批准
	水痘减毒活疫苗	已获得上市许可申请（NDA）受理通知书
	冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）	III期临床已启动，现阶段开展多中心临床试验安全性、有效性终点数据归集与分析工作
沃森生物	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（6、11、16、18、31、33、45、52、58 型 L1 蛋白）（毕赤酵母）	III期临床研究阶段
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	III期临床研究阶段
沃森生物	冻干带状疱疹病毒 mRNA 疫苗	启动I 期临床试验
	新型冠状病毒变异株mRNA 疫苗（S 蛋白嵌合体）	2026年9月上市
	新型冠状病毒变异株mRNA 疫苗（OmicronXBB.1.5）	作为同一mRNA平台技术的迭代疫苗已完成确证性III期免疫原性桥接临床试验，通过了药品监管部门对于申请上市许可需要完成的药品注册核查和检验等工作。
	吸附破伤风疫苗	III期临床研究阶段

数据来源：各公司2025年中报及三季报、开源证券研究所

AI+医疗服务，医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

- **我们选取以下公司构成A股医疗服务板块：国际医学、美年健康、光正眼科、皓宸医疗、爱尔眼科、何氏眼科、普瑞眼科、华厦眼科、三博脑科、通策医疗、盈康生命、信邦制药、新里程。**
- 近些年受消费环境影响，医疗服务板块单季度营收稳定在150-165亿元，归母净利润波动较大。3季度受暑期旺季影响，每年3季度板块业绩规模处于较高水平。

图159：医疗服务板块单季度收入总体平稳

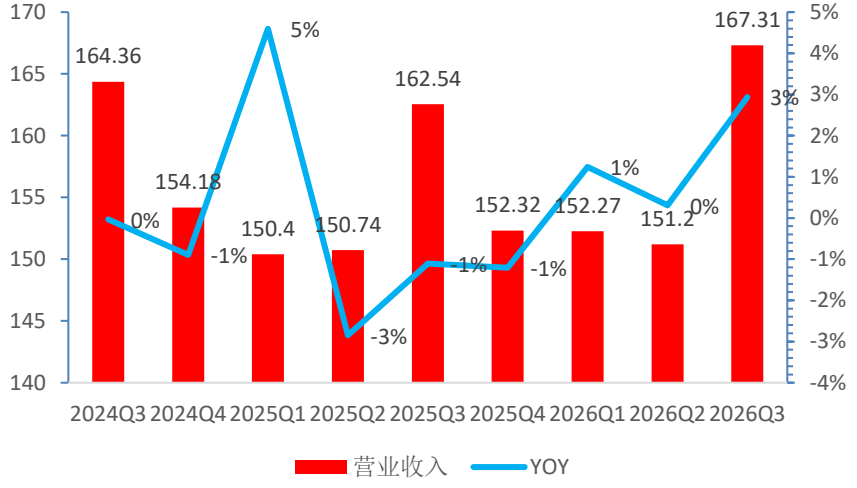
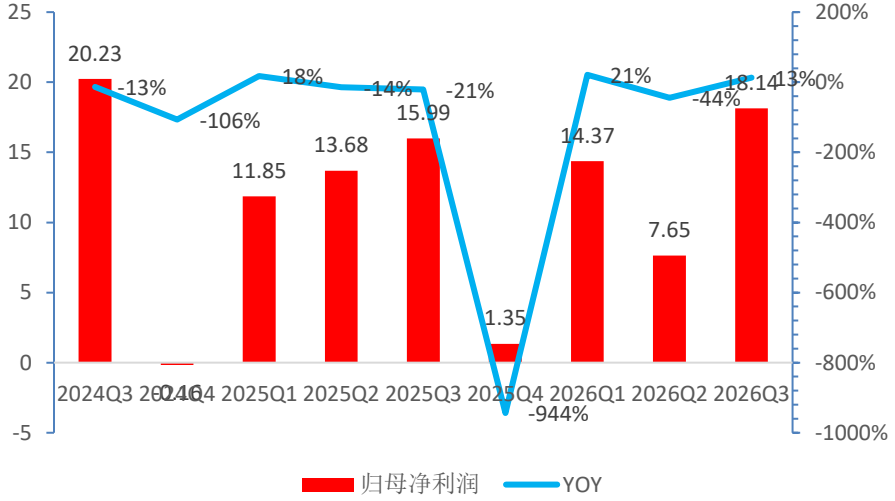


图160：医疗服务板块单季度归母净利润波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

AI+医疗服务，医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

- 受行业竞争趋缓、价格战进入尾声，2026年医疗服务板块盈利能力持续回升。
- 近几年医疗服务板块估值水平持续下行，市盈率从2021年的100倍以上下降到2024年9月的29.3倍附近，近期逐步修复到32倍附近，呈现底部企稳态势。

图161：2026年医疗服务板块盈利能力持续修复

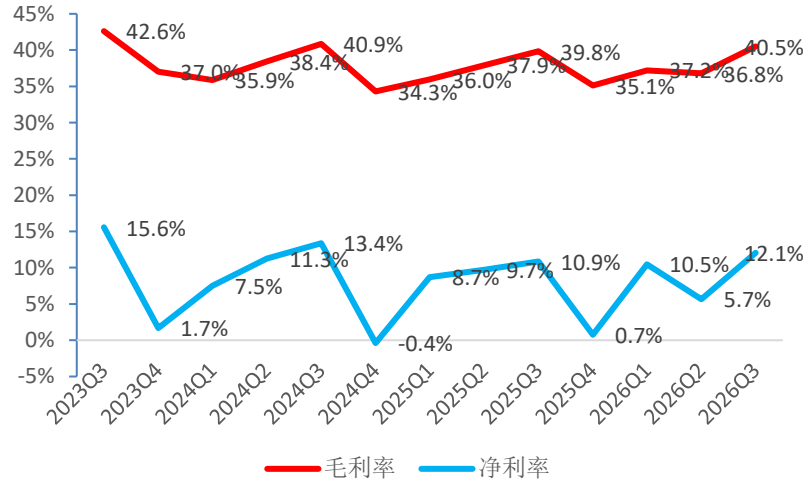


图162：近期医疗服务板块市盈率处于历史底部企稳阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

9.4 AI+医疗服务，医疗服务行业有望迎来效率提升阶段

医疗服务公司凭借掌握的医院数据，借助AI有望实现医疗效率的提升。爱尔眼科、固生堂、美年健康、盈康生命、通策医疗等公司已在内部效率提升有所体现。

表56：医疗服务巨头借助AI提质增效

公司简称	AI产品名称	功能和效果	应用机构/范围
爱尔眼科	"爱科(Eyecho)"数字人	覆盖术前教育、术后陪伴等全诊疗周期；提供多语言交互、智慧问答、医学科普。提升患者体验与诊疗效率，优化医患互动。	已在集团总部及旗下多家医院投入使用，并计划依托爱尔眼科全球900余家医疗机构进行推广。
	AierGPT眼科垂直大模型	赋能临床诊疗、健康教育和学术科研。	
固生堂	"国医AI分身"	基于10位名医经验构建，覆盖八大中医专科；提供"AI预诊+专家决策"的线上复诊服务。理论上可将专家的生产力提升5倍以上；AI分身与专家诊断的一致性已达86%以上。	通过固生堂的线上平台提供服务，并计划构建AI互联网中医院生态。
美年健康	"健康小美"AI智能主检	基于超2亿人次体检数据，自动生成并解读体检报告，提供个性化健康管理方案。初审效率提升50%；预计每年可节省超200万小时医生人工审阅时间。	已在江浙省区66家体检中心上线，并计划推广至全国近600家体检中心。
盈康生命	五类数智员工（如：AI云端导诊）	提供智能导诊、辅助诊疗、报告解读等服务，覆盖院前、院中、院后全流程。AI导诊使其挂号精准匹配度从68%提升至92%；初诊折返率下降41%。	山西盈康一生总医院等旗下医院。公司已基本形成AI+医疗的三层布局。
通策医疗	"优领"AI牙科智能解决方案	实现三维影像的智能分割与动态优化，辅助完成基准点标注、牙根设计等。基准点标注效率较传统流程提升8倍；累计为医生节约超10万小时诊疗时间。	通策医疗旗下口腔医院。

资料来源：各公司官方新闻、开源证券研究所

5. 投资建议

国内原料药行业处于周期底部，部分公司积极布局创新药及CDMO赛道，持续拓展公司天花板，有望进入收获期。
国内血制品行业处于周期底部，行业并购整合加速进行中。随着行业供需变化，我们认为血制品行业并购整合进入加速阶段。
受行业政策影响，国内医疗服务行业受影响较大，行业处于出清阶段，我们认为部分品牌强、运营能力强、AI布局领先的公司有望率先走出困境。

推荐标的：联邦制药、普洛药业、国邦医药、健友股份、华海药业、博瑞医药、奥锐特、固生堂、海吉亚医疗、爱博医疗、爱尔眼科、通策医疗、天坛生物等；受益标的：天宇股份、美诺华、同和药业、仙琚制药、司太立、派林生物、华厦眼科等。

表57：原料药转型布局创新药、AI+医疗公司推荐

证券代码	证券简称	收盘价（元）	净利润增速（%）			PE			评级
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
3933.HK	联邦制药	7.955	-63.27	38.95	9.36	17.53	12.62	11.54	买入
000739.SZ	普洛药业	21.48	9.12	24.01	22.36	25.60	20.64	16.87	买入
605507.SH	国邦医药	15.71	4.03	27.29	17.68	14.39	11.31	9.61	买入
603707.SH	健友股份	8.88	-4.41	22.43	30.89	25.81	21.08	16.11	买入
600521.SH	华海药业	17.61	278.72	-7.81	20.14	26.17	28.39	23.63	买入
688166.SH	博瑞医药	30.65	176.66	79.43	27.99	88.61	49.38	38.58	买入
605116.SH	奥锐特	18.60	-3.50	28.03	24.59	17.43	13.61	10.93	买入
2273.HK	固生堂	29.32	22.17	14.13	17.98	13.63	11.94	10.12	买入
6078.HK	海吉亚医疗	10.99	223.00	13.17	8.55	10.96	9.69	8.92	买入
688050.SH	爱博医疗	43.71	27.62	19.65	13.51	24.71	20.65	18.19	买入
300015.SZ	爱尔眼科	9.01	-7.16	34.46	13.04	27.80	20.67	18.29	买入
600763.SH	通策医疗	37.62	26.70	5.99	11.71	26.29	24.81	22.21	买入
600161.SH	天坛生物	12.67	-23.91	12.95	16.43	30.18	26.72	22.95	买入
300702.SZ	天宇股份	20.65	87.53	56.11	22.74	27.43	17.57	14.31	未评级
603538.SH	美诺华	21.65	46.73	30.00	23.59	49.06	37.74	30.54	未评级
300636.SZ	同和药业	6.58	8.08	27.00	23.26	34.98	27.54	22.34	未评级
002332.SZ	仙琚制药	8.98	6.83	14.89	16.18	18.49	16.10	13.85	未评级
301301.SZ	川宁生物	8.07	-8.84	14.12	11.34	25.70	22.52	20.23	买入
300294.SZ	博雅生物	14.25	124.49	34.78	7.62	28.40	21.07	19.58	买入
600216.SH	浙江医药	11.14	17.19	10.67	22.56	10.47	9.46	7.72	未评级
301239.SZ	普瑞眼科	36.01	294.38	74.76	37.05	45.54	26.06	19.01	未评级
000403.SZ	派林生物	9.72	-7.78	15.00	10.72	23.89	20.77	18.76	未评级
301267.SZ	华厦眼科	15.31	13.76	13.74	12.35	25.65	22.55	20.08	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至2026年11月6日收盘；联邦制药、固生堂、海吉亚医疗收盘价以港元计

目录
CONTENTS

1 新旧动能完成切换，重视医药板块投资机会

2 制药及生物制品：创新提质，出海加速

3 CXO：减重/XDC等依然高景气，内需CRO加速向上

4 生命科学上游：行业稳健向上，生产端物料弹性较大

5 医疗器械：器械大板块有望逐步恢复，细分领域值得关注

6 中药：关注政策机遇，聚焦中药创新药、品牌OTC等机会

7 药店：行业出清逐步加速，利好龙头集中度及连锁化率提升

8 流通：行业规模稳健增长，差异化布局打造核心竞争力

9 医疗服务/原料药/血制品：眼科医疗强劲复苏，原料药转型成果显著

10 风险提示

风险提示

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

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

医疗行业政策风险：目前国家对医疗领域进行深化改革，存在政策执行上的不确定；

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

分析师声明

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

特别声明

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮箱：research@kysec.cn
北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn
深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn
西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券