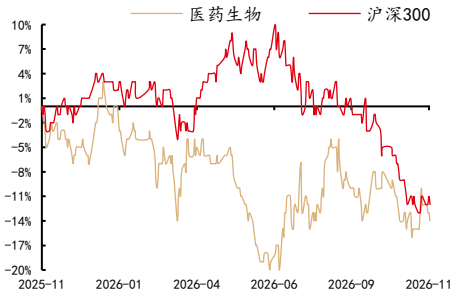
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	7414.92
52 周最高	8893.2
52 周最低	6943.82

行业相对指数表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email：shenglihua@cnpsec.com
分析师：陈灿
SAC 登记编号：S1340525070001
Email：chencan@cnpsec.com

近期研究报告

《全球 CXO 2026 三季报业绩跟踪：CRO 订单持续向好，CDMO 增强新分子产能建设》 - 2026.11.13

医药生物行业报告 （2026.11.09-2026.11.13）

MS 口服疗法更迭，BTKi 展现潜力

● 投资要点

本周我们关注 BTK 抑制剂在 MS 领域的发展前景。

MS 治疗以疾病修饰治疗（DMT）为主，自首个 DMT（减少炎症的 IFN-β-1b）获批以来，MS 治疗已从广谱免疫抑制剂迈入精准靶向免疫治疗时代，目前主流口服 DMT 药物包括特立氟胺、富马酸二甲酯和 S1P 受体调节剂的芬戈莫德和类化疗的克拉屈滨、注射类药物包括 CD20 单抗、α4-整合素单抗和 CD52 单抗，各药物大多遵循有效性和安全性匹配的关系，且大部分仅获批 RRMS。目前 MS 药物全球市场规模稳定在 200 亿美元以上，其中 CD20 单抗得益于复发、MRI 病灶及残疾进展等有效性优势、给药频次优势以及指南转向早期高疗效等，在成熟口服 DMT 专利到期后成长为份额近 60%的主导类别，但其仍存在注射给药、全身性 B 细胞清除带来的感染风险以及中枢 B 细胞清除有限等缺陷，BTK 抑制剂成为 MS 新药开发的热门方向。

罗氏于 MSToronto2026 更新 Fenebrutinib 用于 RMS 的两项 III 期 FENhance 1 和 2 试验合并数据，Fenebrutinib 合并 ARR 为 0.057，较对照组特立氟胺的 0.128 降低 55.4%；75%患者达到 NEDA-3（HR=0.3）；cCDP 12 相对风险下降 16%；年化全脑体积丢失相对下降 23%，且在慢性活动性病灶生物标志物如 SEL 体积和顺磁边缘病灶 PRL 累积数量以及 T1 钆增强等 MRI 炎性病灶均实现大幅下降。

诺华则同样在 MSToronto2026 公布了 Remibrutinib 用于 RMS 的两项 III 期 REMODEL-1 和 2 试验合并数据，ARR 分别为 0.073 和 0.08，分别较对照组特立氟胺降低 35.2%和 31.2%、合并后降低 33%；55%患者达到 NEDA-3；3moCDP 相对风险下降 20.5%、6moCDP 相对风险下降 29.2%（名义显著）；6mo PIRA 相对风险下降 28.3%；T2 新增大病灶相对下降 65 70%、Gd+T1 病灶相对下降 66%，均显著。安全性方面，ALT>3×ULN 发生率仅 2.0%，显著低于对照组的 7.4%，相较于罗氏 Fenebrutinib 与特立氟胺组的肝酶升高情况相当，Remibrutinib 安全性存在优势。诺华预期 Remibrutinib 在 RMS 领域峰值可超 40 亿美元。

建议关注：罗氏、诺华、诺诚健华等。

● 本周行情回顾

本周（2026 年 11 月 9 日-11 月 13 日），A 股申万医药生物下跌 2.87%，板块整体跑输沪深 300 指数 1.93pct，跑输创业板指 1.28pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 26 位。

本周申万医药子板块中，体外诊断板块涨跌幅排名第一，下跌 1.83%；疫苗板块表现相对较差，本周下跌 5.7%。

● 板块观点更新

1、创新药板块持续推荐：看好长期发展，关注业绩驱动逻辑

近期由于半年报业绩期已过，叠加 WCLC 和 ESMO 大会催化落地以及 AI4S 板块分流，创新药板块出现一定程度调整，鉴于重点公司临床推进节奏以及数据竞争力等基本面未发生重大变化，我们仍坚定看好 27-28 年创新药β性行情，板块核心叙事逻辑有望从此前的炒预期逐步演化为业绩驱动，理由如下：

1）海外 BD 仍是星辰大海：MNC 的专利悬崖逻辑仍将持续，且现阶段看 BD 案例正逐渐增多，国产新药除双抗和 ADC 等优势领域外，未来自免等慢病和新领域同样有引领全球的潜力。

2）国内市场走向盈利阶段：目前新药的医保政策相对稳定，众多 Biotech 在核心产品上市后进入快速爬坡期，对于利润贡献持续超预期，重点企业净利率快速提升，后期规模效应下的盈利性将是核心预期差。

3）重点公司估值性价比已显现：经过一年来 BD 叙事的估值波动后，核心标的的国内外估值结构已趋于理性平衡，考虑到重点品种的出海已落地，27-28 年随着海外数据成熟，板块有望迎来进一步 de-risk 的投资机会。

选股思路上，仍建议以临床数据过硬、BD 干扰因素相对少的公司为主，关注全球市场参与确定度高的相关标的。建议积极关注确定性高，BD 进展顺利的标的：科伦博泰、翰森制药、百济神州、信达生物、三生制药、映恩生物、康诺亚、乐普生物。

2、创新药产业链：CXO 板块仍是核心主线，兼具业绩确定性与 AIDD 获益，上行趋势有望持续

1）坚实基本面持续兑现中，CXO 三季报延续强劲，多家超预期。全面开花，CDMO 康德再度上调全年指引，康龙、凯莱英、普洛订单延续强势表现；安评环节昭衍单季新签 14 亿，益诺思单季 7.5 亿，同环比连续多季度大幅增长；临床环节泰格前三季度累计新签+25-30%且价格复苏持续，博济 Q3 新签同比+53%。

2）AIDD 高景气，先导/候选化合物数量增加后带动湿实验、进而带动全产业链需求增长逻辑顺畅，有望带动行业整体估值提升；

3）国内外行业前瞻数据持续强劲，前三季度 CDE 临床试验数量超 2200 个（同比接近+20%），License-out 交易 175 笔、授权首付款 73 亿美元（同比+54%），创新药 PE/VC 及市场融资 59.5 亿美元（同比+95%），以及海外 CXO Q2 的强势表现（多家龙头公司上调业绩指引），均增强对行业持续复苏的信心。

建议关注：1）龙头 CDMO 成长逻辑强，估值具性价比，药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物等；2）临床前安评环节预计年内订单保持高增速，受 AIDD 及 NAMs 带动弹性高，昭衍新药、美迪西、益诺思等；3）临床 CRO 景气度已有回暖迹象，泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

3、生命科学上游产业：景气度回升叠加 AI4S 发展渐起，关注 AI+可观增量

上游产业：随着行业景气度回升，经历了供给出清后细分龙头公司的经营效率快速提升。半年报业绩来看，科研服务板块重点公司中，多家公司延续增长态势，如纳微科技、药康生物和百奥赛图收入增速均超过 20%，同时利润增速显著高于收入增速。扣非净利率上看，多数公司相较于 25 年均有显著提升，纳微科技、药康生物和百奥赛图 26H1 净利率水平领先，均达 20%以上。随着需求端回暖带来的产能利用率回升，叠加上游产业链出海收入比重提升，看好收入利润持续高增表现。

我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于 1）国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导至上游科研服务的需求端；2）下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，未来需求回暖利润修复弹性大；3）产业逻辑仍在，行业创新发展加速，双多抗/mRNA 疫苗/AI+等新的商业化需求带来前端订单放量的空间可观。

AI4S 链条梳理来看，AI+模型对于湿试验需求的确定性大：其在生物学领域的潜力释放，依赖产出大量全新实验数据，这会为数据瓶颈环节对应的工具栈带来长期利好。建议关注：1）AIDD 平台：英矽智能、晶泰控股、剂泰科技；2）蛋白合成表达及检测：金斯瑞、Twist、义翘神州、百普赛斯、 近岸蛋白、维亚生物；3）动物模型验证：百奥赛图、药康生物、南模生物。4）试剂：阿拉丁、皓元医药、毕得医药、诺唯赞；5）蛋白表达及纯化：奥浦迈、纳微科技、赛分科技、汉邦科技；6）测序工具和服务：华大智造、华大基因、诺禾致源。

4、医疗器械：进攻与防守兼顾，行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段，建议积极配置

我们认为，医疗器械行业正由前期“政策扰动”逐步切换至“业绩修复+创新驱动+全球化发展”阶段。设备更新政策持续推进，医院招投标明显边际改善，相关企业订单稳步增长；IVD 方向，前期降价扰动趋于结束，头部公司国产替代有望加速，行业预计进入新发展周期；耗材集采政策导向由“降价”转向“稳价格、提质量、促创新”，行业估值压制因素持续缓解。与此同时，手术机器人、脑机接口、AI 医疗等创新方向持续发展，AI4S 对高通量实验、自动化设备及耗材的需求也值得重点关注。

我们认为当前板块配置机会增加，行情或呈现龙头先行、结构扩散的特征。器械板块经过数年调整，负面因素趋于出清，且 PE 处于历史较低水平，存在较大提升空间。建议重点关注几条主线：

一是设备更新与国产替代。受益于政策推动及医院采购稳步恢复，重点关注超声、血透、生命支持、内镜等设备龙头。建议关注：迈瑞医疗、山外山、开立医疗、澳华内镜等。

二是创新医疗器械。重点关注手术机器人、高端影像、脑机接口等具备临床收费标准/进展超预期和海外放量逻辑的企业。建议关注：天智航、联影医疗、微创机器人、美好医疗、翔宇医疗、伟思医疗等。

三是具备产品放量潜力的 IVD 企业。当前体外诊断降价风险基本出清，各省陆续发布检验类医疗服务价格改革征求意见稿，行业收费进一步规范化。头部 IVD 公司有望凭借规模化成本、产品菜单及合规等优势提升市场份额。建议关注：新产业、安图生物、亚辉龙、华大基因、诺禾致源、迪安诊断等。

四是 AI4S 上游基础设施及切入 AI 产业链标的。部分上游设备及耗材公司有望受益于 AI4S 高景气，传导链为干实验数据生成-湿实验验证-工艺开发-商业化生产；切入 AI 产业链公司有望受益于国内外产业政策预期趋稳。建议关注：华大智造、海尔生物、洁特生物、赛分科技、奕瑞科技、华康洁净、海泰新光等。

- **风险提示：**

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

目录

1 MS 口服疗法更迭，BTKi 展现潜力 7
2 行业观点及投资建议 11
2.1 行情回顾 11
2.2 近期观点 11
3 板块行情 17
3.1 本周生物医药板块走势 17
3.2 医药板块整体估值 18
4 风险提示 19

图表目录

图表 1： MS 流行病学数据 7
图表 2： MS 领域获批药物 8
图表 3： MS 各药物在 RMS 的 ARR 数据对比 8
图表 4： Fenebrutinib 用于 RMS 的 III 期 FENhance 系列试验数据 9
图表 5： 诺华 Remibrutinib 在 MS 的潜在患者池 10
图表 6： 本周申万医药指数走势 11
图表 7： 本周生物医药子板块涨跌幅 11
图表 8： 本周申万各大子板块涨跌幅 17
图表 9： 本周恒生各大子板块涨跌幅 17
图表 10： A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5 18
图表 11： 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5 18
图表 12： 2010 年至今医药板块整体估值溢价率 19
图表 13： 2010 年至今医药各子行业估值变化情况 19

1 MS 口服疗法更迭，BTKi 展现潜力

本周我们关注 BTK 抑制剂在 MS 领域的发展前景。

【多发性硬化症/MS 致病机制与流行病学】

MS 是中枢神经系统的髓鞘被自身免疫细胞攻击而引发的疾病，以脱髓鞘、轴突丢失和神经炎症为特征，最终导致进行性神经功能残疾。MS 无明确病因，一般认为是遗传背景（HLA 及非 HLA 基因）、环境暴露（EBV、吸烟、维生素 D、肥胖、昼夜节律紊乱）以及免疫系统功能失调多因素交互作用的结果。

MS 缺乏特异性生物标志物，临床需整合临床、MRI 和实验室检查，且本质仍为排除 NMOSD、MOGAD 等疾病的诊断方式。分类上，尽管 MS 病程具有个体性，但根据病程仍可大致分为 CIS 临床孤立综合征（单次脱髓鞘发作，尚未确诊 MS）、以急性复发为核心特征的 RMS（包括复发缓解型的 RRMS 和活动的继发进展型的 SPMS）、残疾持续缓慢加重的 PMS（包括原发进展型的 PPMS 和无炎症活动的 SPMS）。RRMS 为确诊患者中最常见形式，约占初诊患者 80-85%，其中 50-80%会在发病后平均 15-20 年内转化为 SPMS；余下约 15%初诊患者为 PPMS。

流行病学方面，MS 多发于青壮年，且女性发病率约为男性 3 倍，发病具有一定区域性，高纬度欧美区域（高加索人种）发病率显著更高。根据罗氏 26 年公开材料，美国+EU5 国诊断 RRMS 患者数分别为 44.4 和 58.5 万人、SPMS 患者数为 11.8 和 9.9 万人，中国患者数显著更低。

图表1：MS 流行病学数据

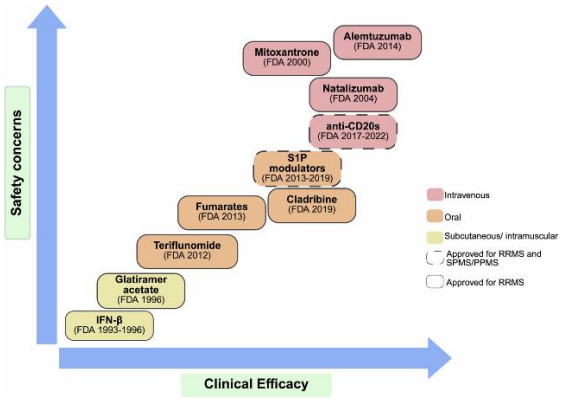
	US	EU5	China
Multiple Sclerosis (MS)			
Ocrevus, fenebrutinib			
RRMS diagnosed prevalence	444,166	584,720	30,580
RRMS treated prevalence	286,487	382,424	16,207
SPMS diagnosed prevalence	118,333	98,581	2,062
SPMS treated prevalence	76,325	38,132	639
PPMS diagnosed prevalence	59,858	65,712	1,718
PPMS treated prevalence	38,608	19,602	137

资料来源：罗氏公开材料，中邮证券研究所

【MS 相关药物】

MS 治疗以疾病修饰治疗（DMT）为主，自首个 DMT（减少炎症的 IFN-β-1b）获批以来，MS 治疗已从广谱免疫抑制剂迈入精准靶向免疫治疗时代，目前主流口服 DMT 药物包括特立氟胺、富马酸二甲酯和 S1P 受体调节剂的芬戈莫德和类化疗的克拉屈滨、注射类药物包括 CD20 单抗、α4-整合素单抗和 CD52 单抗，各药物大多遵循有效性和安全性匹配的关系，且大部分仅获批 RRMS。目前 MS 药物全球市场规模稳定在 200 亿美元以上，其中 CD20 单抗得益于复发、MRI 病灶及残疾进展等有效性优势、给药频次优势以及指南转向早期高疗效等，在成熟口服 DMT 专利到期后成长为份额近 60%的主导类别，但其仍存在注射给药、全身性 B 细胞清除带来的感染风险以及中枢 B 细胞清除有限等缺陷，BTK 抑制剂成为 MS 新药开发的热门方向。

图表2：MS 领域获批药物



资料来源：Nature、中邮证券研究所

图表3：MS 各药物在 RMS 的 ARR 数据对比

	DMT, class	Comparator	Clinical trial	Reduction of ARR
High efficacy[a]	Anti-CD20 monoclonal antibody			
	Ocrelizumab [27]	IFN beta-1a SC 44 mg	OPERA I/II	46–47%
	Ofatumumab [28]	Teriflunomide 14 mg	ASCLEPIOS I/II	50–60%
	Ublituximab [29]	Teriflunomide 14 mg	ULTIMATE I/II	50–58%
	Anti-CD52 monoclonal antibody			
	Alemtuzumab [30, 31]	IFN beta-1a SC 44 mg	CARE-MS I/II	49–55%
	Anti-α4 integrin receptor monoclonal antibody			
	Natalizumab [32]	Placebo	AFFIRM	68%
Moderate efficacy[b]	S1P receptor modulators			
	Fingolimod [33, 34]	Placebo	FREEDOMS I/II	48–54%
	Siponimod [35]	Placebo	EXPAND	55%
	Ozanimod [36, 37]	IFN beta-1a IM 30 mg	RADIANCE/ SUNBEAM	21–48%
	Ponesimod [38]	Teriflunomide 14 mg	OPTIMUM	31%
	Purine analog			
	Cladribine [39]	Placebo	CLARITY	58%
	Fumarates			
	Dimethyl fumarate [40, 41]	Placebo	CONFIRM/DEFINE	44–53%
	Diroximel fumarate [42]		EVOLVE-MS-1	
Low efficacy[c]	Pyrimidine synthesis inhibitor			
	Teriflunomide [43, 44]	Placebo	TOWER/TEMSO	31.5–36%
	Amino acid copolymer			
	Glatiramer acetate [40, 45]	Placebo	CONFIRM/GALA	29–34%
	IFNs			
	IFN beta-1a [46]	Placebo	PRISMS	33%

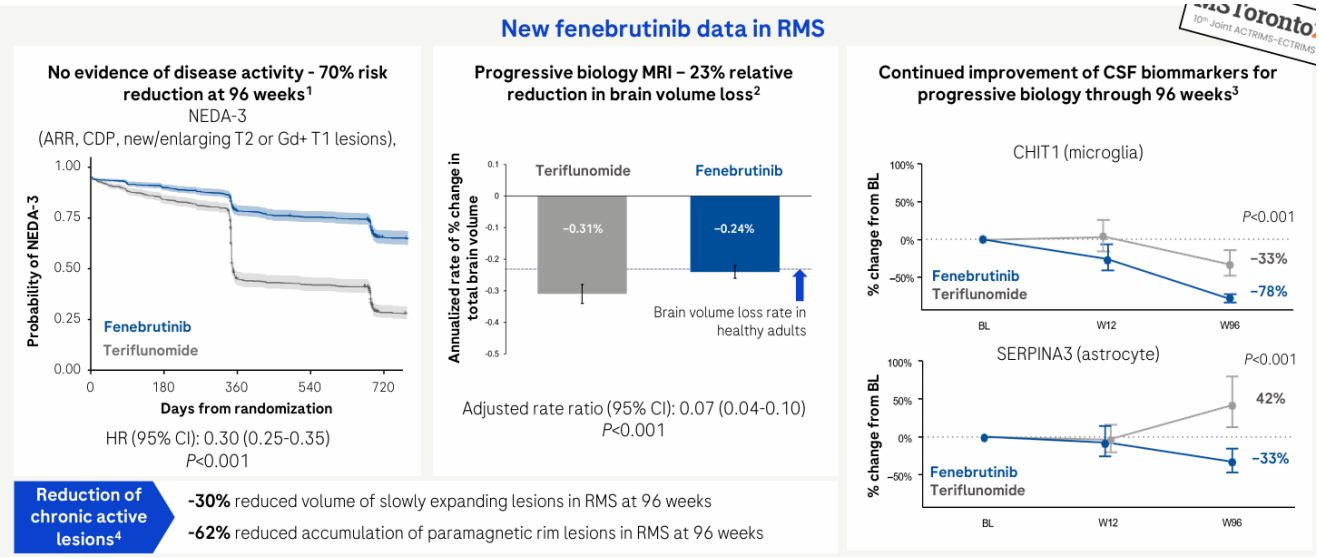
资料来源：罗氏公开材料、中邮证券研究所

【BTK 抑制剂 III 期试验数据陆续读出】

MNC 布局 BTKi 主要有罗氏非共价 BTKi Fenebrutinib 以及共价 BTKi——诺华的 Remibrutinib、赛诺菲的 Tolebrutinib 和德国默克的 Evobrutinib，其中 Evobrutinib 虽在用于 RMS 的 II 期试验中展现良好疗效，但后续受到肝毒性和 III 期试验数据阴性影响，默克现已终止开发；赛诺菲 Tolebrutinib 则受困于肝毒性仅在欧盟获批 nrSPMS；罗氏和诺华则在近期分别更新了用于 RMS 的 III 期试验相关积极数据，预计年底均递交 NDA 申请，BTKi 在 MS 领域有望迎来突破。

罗氏于 MSToronto2026 更新 Fenebrutinib 用于 RMS 的两项 III 期 FENhance 1 和 2 试验合并数据，Fenebrutinib 合并 ARR 为 0.057，较对照组特立氟胺的 0.128 降低 55.4%；75%患者达到 NEDA-3（HR=0.3）；cCDP-12 相对风险下降 16%；年化全脑体积丢失相对下降 23%，且在慢性活动性病灶生物标志物如 SEL 体积和顺磁边缘病灶 PRL 累积数量以及 T1 钆增强等 MRI 炎性病灶均实现大幅下降。

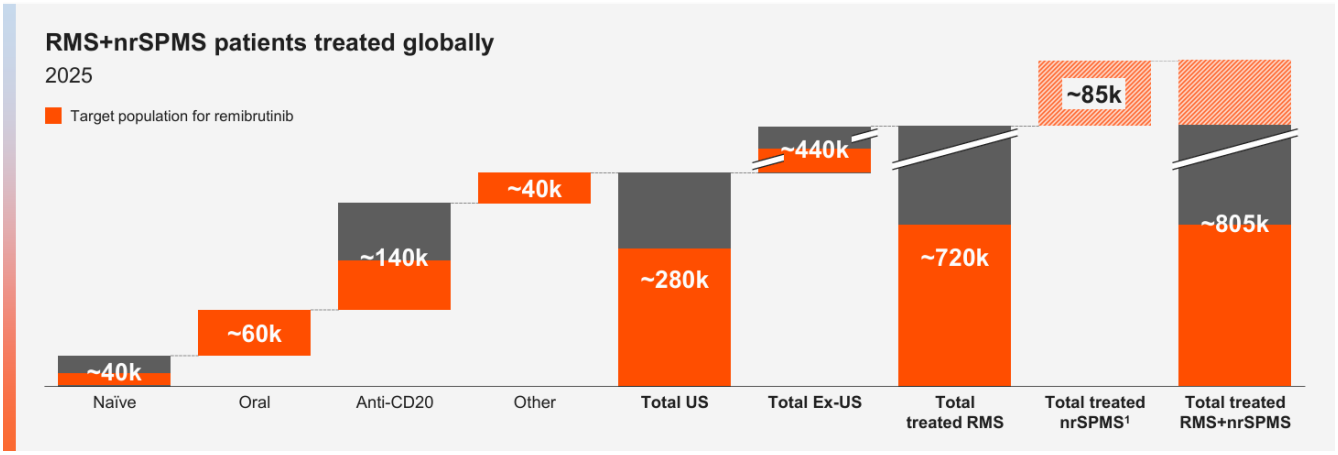
图表4：Fenebrutinib 用于 RMS 的 III 期 FENhance 系列试验数据



资料来源：罗氏公开材料、中邮证券研究所

诺华则同样在 MSToronto2026 公布了 Remibrutinib 用于 RMS 的两项 III 期 REMODEL-1 和 2 试验合并数据，ARR 分别为 0.073 和 0.08，分别较对照组特立氟胺降低 35.2%和 31.2%、合并后降低 33%；55%患者达到 NEDA-3；3moCDP 相对风险下降 20.5%、6moCDP 相对风险下降 29.2%（名义显著）；6mo PIRA 相对风险下降 28.3%；T2 新增大病灶相对下降 65-70%、Gd+T1 病灶相对下降 66%，均显著。安全性方面，ALT>3×ULN 发生率仅 2.0%，显著低于对照组的 7.4%，相较于罗氏 Fenebrutinib 与特立氟胺组的肝酶升高情况相当，Remibrutinib 安全性存在优势。诺华预期 Remibrutinib 在 RMS 领域峰值可超 40 亿美元。

图表5：诺华 Remibrutinib 在 MS 的潜在患者池



资料来源：诺华公开材料、中邮证券研究所

建议关注：诺华、罗氏、诺诚健华等。

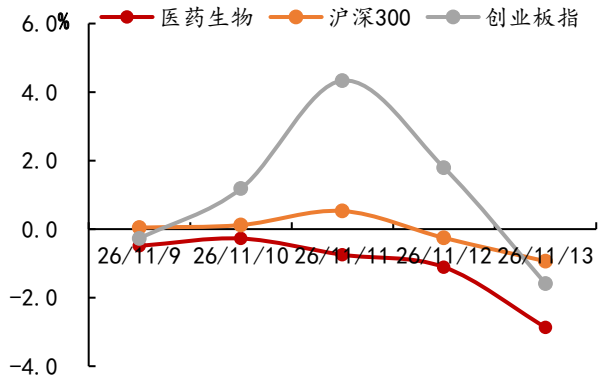
2 行业观点及投资建议

2.1 行情回顾

本周（2026 年 11 月 9 日-11 月 13 日），A 股申万医药生物下跌 2.87%，板块整体跑输沪深 300 指数 1.93pct，跑输创业板指 1.28pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 26 位。

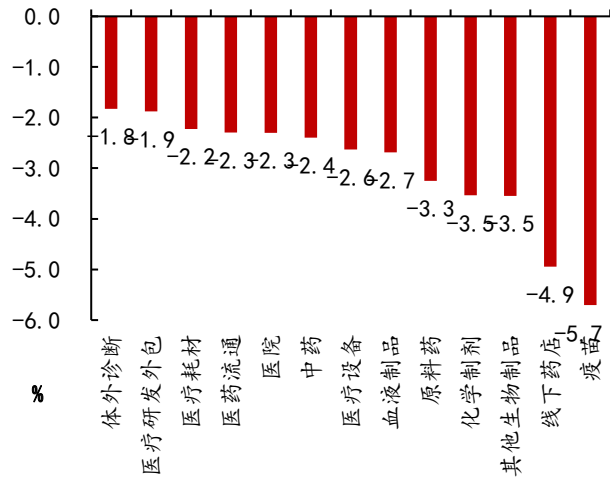
本周申万医药子板块中，体外诊断板块涨跌幅排名第一，下跌 1.83%；疫苗板块表现相对较差，本周下跌 5.7%。

图表6：本周申万医药指数走势



资料来源：IFind，中邮证券研究所

图表7：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：IFind，中邮证券研究所

2.2 近期观点

1、 创新药板块持续推荐：看好长期发展，关注业绩驱动逻辑

近期由于半年报业绩期已过，叠加 WCLC 和 ESMO 大会催化落地以及 AI4S 板块分流，创新药板块出现一定程度调整，鉴于重点公司临床推进节奏以及数据竞争力等基本面未发生重大变化，我们仍坚定看好 27-28 年创新药 β 性行情，板块核心叙事逻辑有望从此前的炒预期逐步演化为业绩驱动，理由如下：

1）海外 BD 仍是星辰大海：MNC 的专利悬崖逻辑仍将持续，且现阶段看 BD 案例正逐渐增多，国产新药除双抗和 ADC 等优势领域外，未来自免等慢病和新领域同样有引领全球的潜力。

2）国内市场走向盈利阶段：目前新药的医保政策相对稳定，众多 Biotech 在核心产品上市后进入快速爬坡期，对于利润贡献持续超预期，重点企业净利率快速提升，后期规模效应下的盈利性将是核心预期差。

3）重点公司估值性价比已显现：经过一年来 BD 叙事的估值波动后，核心标的的国内外估值结构已趋于理性平衡，考虑到重点品种的出海已落地，27-28 年随着海外数据成熟，板块有望迎来进一步 de-risk 的投资机会。

选股思路上，仍建议以临床数据过硬、BD 干扰因素相对少的公司为主，关注全球市场参与确定度高的相关标的。建议积极关注确定性高，BD 进展顺利的标的：科伦博泰、翰森制药、百济神州、信达生物、三生制药、映恩生物、康诺亚、乐普生物。

2、 创新药产业链：CXO 板块仍是核心主线，兼具业绩确定性与 AIDD 获益，上行趋势有望持续

1）坚实基本面持续兑现中，CXO 三季报延续强劲，多家超预期。全面开花，CDMO 康德再度上调全年指引，康龙、凯莱英、普洛订单延续强势表现；安评环节昭衍单季新签 14 亿，益诺思单季 7.5 亿，同环比连续多季度大幅增长；临床环节泰格前三季度累计新签+25-30%且价格复苏持续，博济 Q3 新签同比+53%。

2）AIDD 高景气，先导/候选化合物数量增加后带动湿实验、进而带动全产业链需求增长逻辑顺畅，有望带动行业整体估值提升；

3）国内外行业前瞻数据持续强劲，前三季度 CDE 临床试验数量超 2200 个（同比接近+20%),License-out 交易 175 笔、授权首付款 73 亿美元(同比+54%)，创新药 PE/VC 及市场融资 59.5 亿美元（同比+95%），以及海外 CXO Q2 的强势表现（多家龙头公司上调业绩指引），均增强对行业持续复苏的信心。

建议关注：1)龙头 CDMO 成长逻辑强，估值具性价比，药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物等；2）临床前安评环节预计年内订单保持高增速，受 AIDD 及 NAMs 带动弹性高，昭衍新药、美迪西、益诺思等；3）临床 CRO 景气度已有回暖迹象，泰格医药、诺思格、普蕊斯等。

3、 生命科学上游产业：景气度回升叠加 AI4S 发展渐起，关注 AI+可观增量

随着行业景气度回升，经历了供给出清后细分龙头公司的经营效率快速提升。Q3 业绩来看，科研服务板块重点公司中，多家公司延续增长态势，如纳微科技、药康生物和百奥赛图收入增速均超过 20%，同时利润增速显著高于收入增速。

扣非净利率上看，重点公司整体较于 25 年全年水平均有不同程度提升，纳微科技和药康生物净利率水平领先，均达 20%以上。随着需求端回暖带来的产能利用率回升，叠加上游产业链出海收入比重提升，看好收入利润持续高增表现。

我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于 1）国内外医药行业景气度逐步恢复，已逐步传导至上游科研服务的需求端；2）行业创新发展加速，双多抗/mRNA 疫苗/AI+等新的商业化需求带来前端订单放量的空间可观。

AI4S 链条梳理来看，AI+模型对于湿试验需求的确定性大：其在生物学领域的潜力释放，依赖产出大量全新实验数据，这会为数据瓶颈环节对应的工具栈带来长期利好。从标的选择角度来看，我们认为不光聚焦于已明显受益的金斯瑞、百普赛斯等蛋白设计相关标的，更前瞻性关注早研后端的体内药效模型验证：药康生物等为代表的国内优秀动物模型龙头，以及早研更前端的机制理解中虚拟细胞基建工程：华大智造、华大基因、诺禾致源。

4、 医疗器械：进攻与防守兼顾，行业进入基本面拐点与估值修复并行阶段，建议积极配置

我们认为，医疗器械行业正由前期“政策扰动”逐步切换至“业绩修复+创新驱动+全球化发展”阶段。设备更新政策持续推进，医院招投标明显边际改善，相关企业订单稳步增长；IVD 方向，前期降价扰动趋于结束，头部公司国产替代有望加速，行业预计进入新发展周期；耗材集采政策导向由“降价”转向“稳价格、提质量、促创新”，行业估值压制因素持续缓解。与此同时，手术机器人、脑机接口、AI 医疗等创新方向持续发展，AI4S 对高通量实验、自动化设备及耗材的需求也值得重点关注。

我们认为当前板块配置机会增加，行情或呈现龙头先行、结构扩散的特征。器械板块经过数年调整，负面因素趋于出清，且 PE 处于历史较低水平，存在较大提升空间。建议重点关注几条主线：

一是设备更新与国产替代。受益于政策推动及医院采购稳步恢复，重点关注超声、血透、生命支持、内镜等设备龙头。建议关注：迈瑞医疗、山外山、开立医疗、澳华内镜等。

二是创新医疗器械。重点关注手术机器人、高端影像、脑机接口等具备临床收费标准/进展超预期和海外放量逻辑的企业。建议关注：天智航、联影医疗、微创机器人、美好医疗、翔宇医疗、伟思医疗等。

三是具备产品放量潜力的 IVD 企业。当前体外诊断降价风险基本出清，各省陆续发布检验类医疗服务价格改革征求意见稿,行业收费进一步规范化。头部 IVD 公司有望凭借规模化成本、产品菜单及合规等优势提升市场份额。建议关注：新产业、安图生物、亚辉龙、华大基因、诺禾致源、迪安诊断等。

四是 AI4S 上游基础设施。部分上游设备及耗材公司有望受益于 AI4S 高景气，传导链为干实验数据生成-湿实验验证-工艺开发-商业化生产。建议关注：华大智造、海尔生物、洁特生物、纳微科技、赛分科技、奕瑞科技、华康洁净、海泰新光等。

5、 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在 DRG/DIP 实行下处于调整期

方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

1）受益标的：爱尔眼科：当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

2）受益标的：固生堂：公司通过自建和收购并举，公司拥有成熟的门店运营管理体系，门店可复制性强；由于客单价较低受消费力下行影响较小，且诊疗偏刚需，需求端旺盛，有望通过持续扩张促进市占率提升。

方向二：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

6、 中药：看好政策受益、高基数出清拐点、高分红方向

方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：佐力药业、方盛制药等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

方向二：关注迎来高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、三力制药等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

方向三：高分红方向

受益标的：东阿阿胶、济川药业、华润江中等。品牌中药企业凭借强品牌力、产品生命周期长、现金流稳定等优势，构筑了宽广的护城河，为高比例、可持续分红奠定了坚实基础。相较于部分高增长但估值偏高的板块，许多高股息中药公司估值处于历史相对合理或偏低位置。其"股息收益+稳健增长"的组合，在当前低利率环境中具备显著配置吸引力，估值修复与股息收益凸显投资价值。

7、 医药商业：零售药店行业加速集中

预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。推荐标的：益丰药房、大参林。

8、 原料药：看好竞争格局优、抗波动能力强、盈利能力稳定的标的，建议关注国邦医药、普洛药业

原料药行业目前多品种处历史底部区域，向下空间有限。其中部分维生素和抗生素品种已先行提价，行业接近周期反转。推荐关注竞争格局好、盈利能力稳定的标的国邦医药、普洛药业。

国邦医药：动保板块展现规模壁垒与周期韧性，氟苯尼考和盐酸多西环素快速上量，氟苯尼考出货突破 4000 吨、盐酸多西环素突破 3000 吨，同比增速均超 30%。随着“多品种头部”战略推进，2025 年公司已拥有销售产品超 80 个，其中 13 个收入过亿、4 个超 5 亿，产品矩阵抗周期能力强。

普洛药业：传统原料药主动收缩低毛利业务，维护了主要产品市场份额和价格平衡，盈利能力稳定；CDMO 业务快速增长，三年内将交付的商业化订单超 60 亿元。随着业务从中间体向“API+制剂”转型升级及跨国药企客户的突破，CDMO 已跃升为公司最大毛利贡献板块，增长确定性凸显。

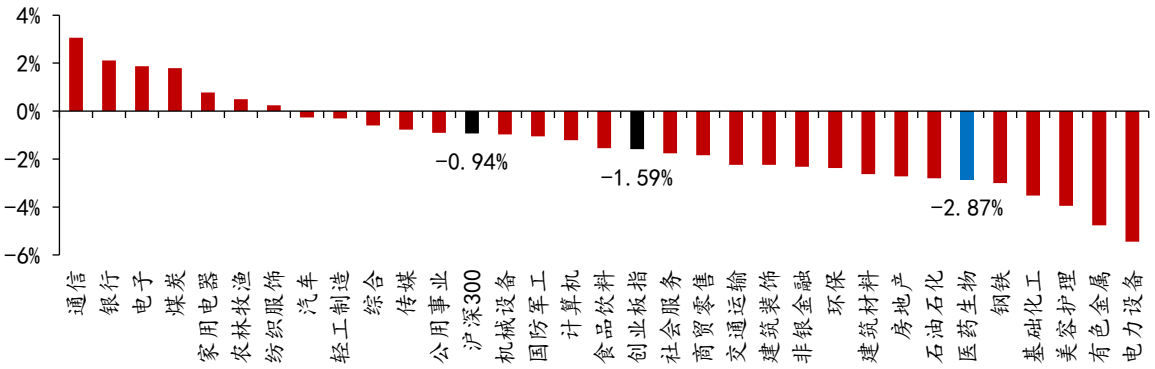
3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

本周（2026 年 11 月 9 日-11 月 13 日），A 股申万医药生物下跌 2.87%，板块整体跑输沪深 300 指数 1.93pct，跑输创业板指数 1.28pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 26 位。

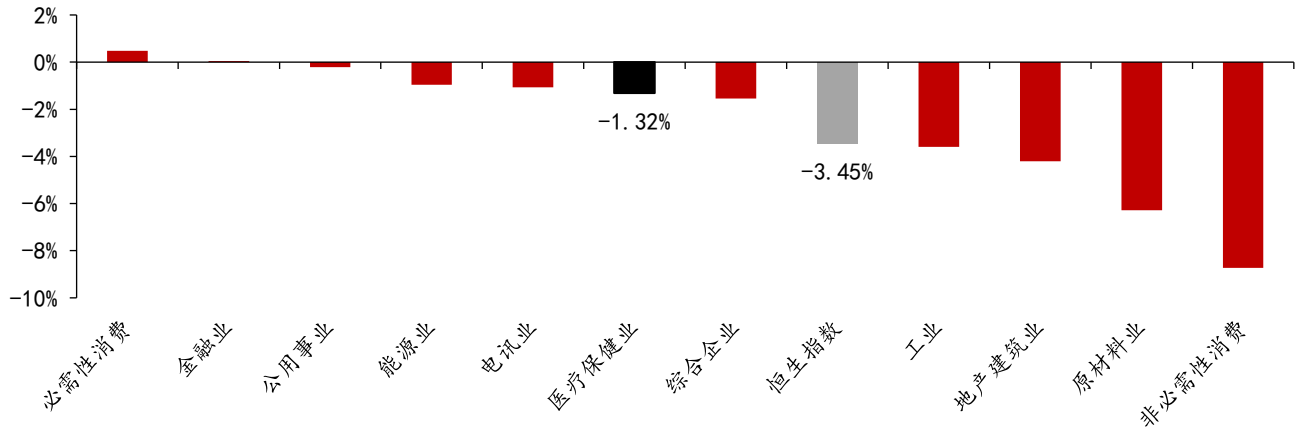
恒生医疗保健指数下跌 1.32%，板块整体跑赢恒生指数 2.13pct。在恒生 12 个一级子行业中，医疗保健行业周涨跌幅排名为第 7 位。

图表8：本周申万各大子板块涨跌幅



资料来源：IFind，中邮证券研究所

图表9：本周恒生各大子板块涨跌幅

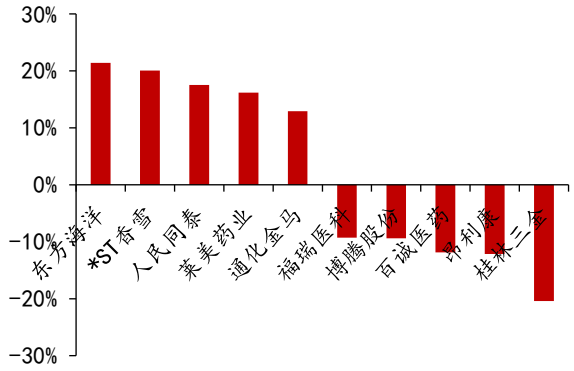


资料来源：IFind，中邮证券研究所

本周，A 股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：东方海洋（+21.41%）、*ST 香雪（+20.08%）、人民同泰（+17.55%）、莱美药业（+16.19%）、通化金马（+12.94%）。个股跌幅前五位分别为：福瑞医科（-9.31%）、博腾股份（-9.37%）、百诚医药（-11.85%）、昂利康（-12.14%）、桂林三金（-20.4%）。

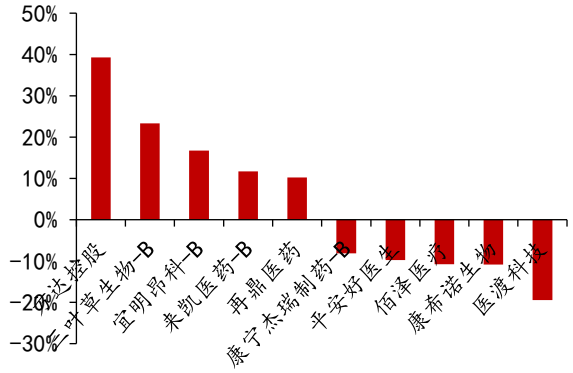
港股方面，本周个股涨幅前五位分别为：方达控股（+39.26%）、三叶草生物-B(+23.33%)、宜明昂科-B(+16.76%)、来凯医药-B(+11.74%)、再鼎医药(+10.24%)。个股跌幅前五位分别为：康宁杰瑞制药-B（-8.15%）、平安好医生（-9.81%）、佰泽医疗（-10.76%）、康希诺生物（-10.87%）、医渡科技（-19.44%）。

图表10：A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



资料来源：IFind，中邮证券研究所

图表11：港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5

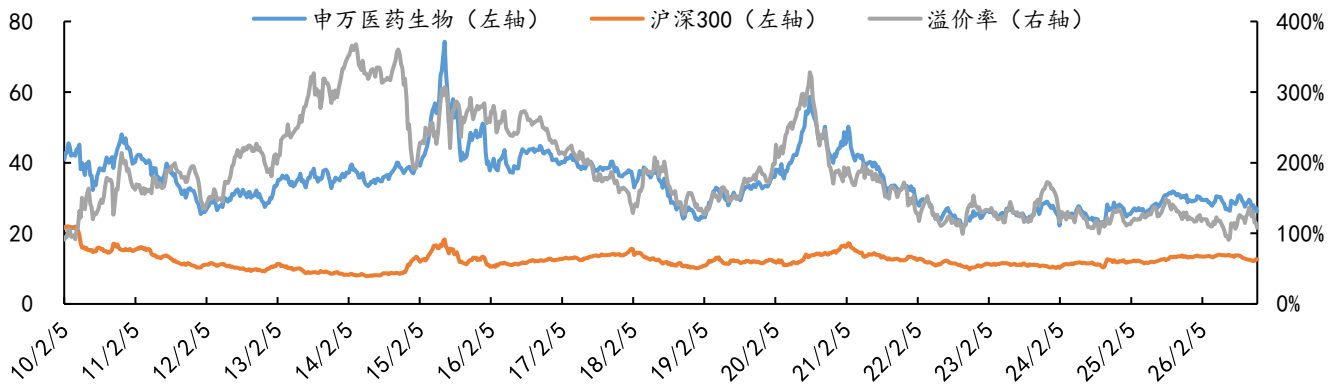


资料来源：IFind，中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

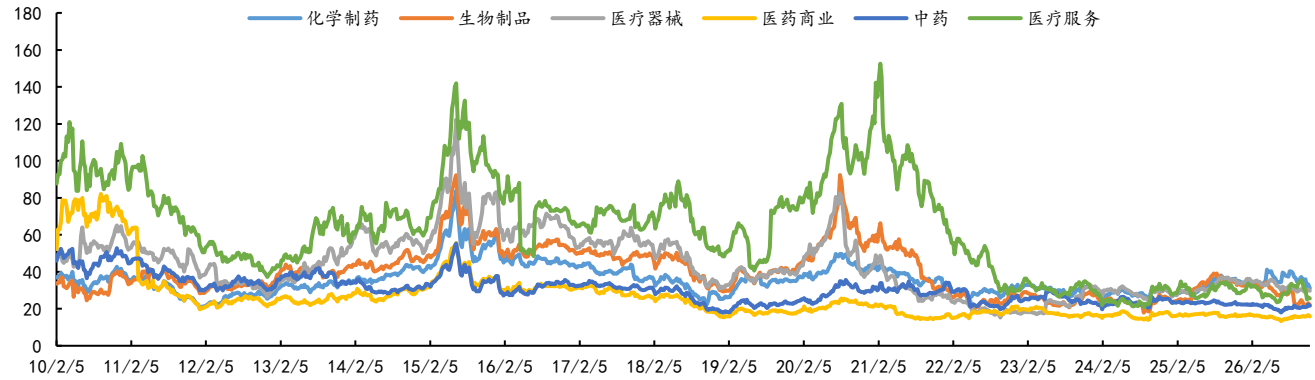
截止 2026 年 11 月 13 日，申万医药板块整体估值（TTM，整体法，剔除负值）为 26.21，比上周下降 1.01。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 107.68%，环比下降了 7.14 个百分点。子行业市盈率方面，化学制药、医疗器械和医疗服务板块居于前三位，本周医药板块普跌，化学制剂和生物制品板块估值下跌较多。

图表12：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：IFind，中邮证券研究所（注：采用 IFind 提取申万医药生物指数 801150.SI 和沪深 300 指数 000300.SH 的市盈率（TTM、剔除负值）计算）

图表13：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：IFind，中邮证券研究所（注：TTM 整体法，调整负值）

4 风险提示

创新药研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险；政策降价压力超预期风险等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本61.68亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048