下载日志已记录，仅供内部参考

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 当前医药板块具备中长期配置价值

## 生物医药 强于大市（维持）

证券分析师

叶　寅 投资咨询编号:S1060514100001邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

韩盟盟 投资咨询编号:S1060519060002邮箱：HANMENGMENG005@PINGAN.COM.CN

2026年7月22日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

下载日志已记录，仅供内部参考

# 投资建议

- **从指数走势、估值、基金持仓等因素判断，我们认为生物医药板块已处于底部区间。**从指数走势上看，过去20年生物医药板块长期跑赢沪深300指数，而2024年9月24日以来医药板块累计跑输沪深300指数21个百分点，较长期走势属于超跌。从估值上看，2026年7月21日医药板块PE（TTM）为29倍，处于近20年26%分位；而医药板块较全A（剔除金融）的PE（TTM）估值溢价率为11%，为近20年3.0%分位。从基金持仓来看，2026Q1非药基医药重仓持仓占比4.82%，为2010年以来最低位，存在明显低配。

- **医药板块处于创新、出海发展新阶段。**以发展驱动力为核心要素，我们大致将过去20年医药行业历程分成三个阶段，2021年开始进入以创新、出海为核心的产业升级新阶段。1）创新药由量变到质变带来对外授权爆发，2025年BD总金额达到1377亿美元，同比增长160%；首付款达到72亿美元，成为创新药企收入来源之一。2）创新药成为国内医药市场主要增长来源，假设受专利保护创新药按8.4% CAGR增长，2030年国产占比达到50%，则2030年国产专利药市场规模将达到210亿美元左右，较2025年增长2.1倍。3）国产创新药海外上市迎来收获期，根据医药魔方数据，2019-2025年国产创新药在海外（仅统计美国、欧洲和日本）上市数量累计达到14个。

- **美股XBI持续走强，体现行业专利悬崖焦虑和技术迭代需求。**据统计，2025年初至2026年6月22日XBI指数累计上涨65%，跑赢标普500和纳斯达克指数。我们认为XBI上涨核心原因是2025年以来的全球外延并购浪潮。根据IQVIA数据，2025年全球生命科学领域累计并购总金额达到2570亿美元，同比增长99%。值得注意的是，MNC的专利悬崖焦虑是美国biotech并购浪潮和中国创新药BD爆发的核心原因之一。当前MNC主打品种还是以小分子和单抗为主，而在下一代创新药布局方面中国处于全球前列，尤其是细胞基因疗法、抗体偶联药物、双/多抗等领域。

- **投资建议：围绕创新、出海趋势把握三条主线。**1）在下一代创新药布局丰富，进度靠前的创新药公司，如恒瑞医药、科伦博泰、中国生物制药、康方生物、三生制药、远大医药、东诚药业等；2）受益于BD爆发，融资回暖的创新药产业链，如药明康德、凯莱英、康龙化成、药康生物等；3）创新布局积极，出海高增长的器械公司，如迈瑞医疗、联影医疗、微创机器人、心脉医疗、微电生理等。

- **风险提示。** 1）政策风险：创新药BD、出海可能受政策和地缘政治影响，比如若政策限制相关生物技术出海，或对相关公司的估值产生影响。2）研发风险：创新药研发投入大、风险高、存在失败或进度低于预期可能。3）宏观环境风险：若美联储进入加息周期，对于创新药估值或产生不利影响。4）海外MNC资本支出变动风险：若MNC对外投资并购规模缩小，对于创新药BD将产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录CONTENTS


1、生物医药估值溢价率处于20年最低水平

2、生物医药行业进入创新、出海新发展阶段

3、美股XBI持续走强，体现专利悬崖焦虑和技术迭代需求

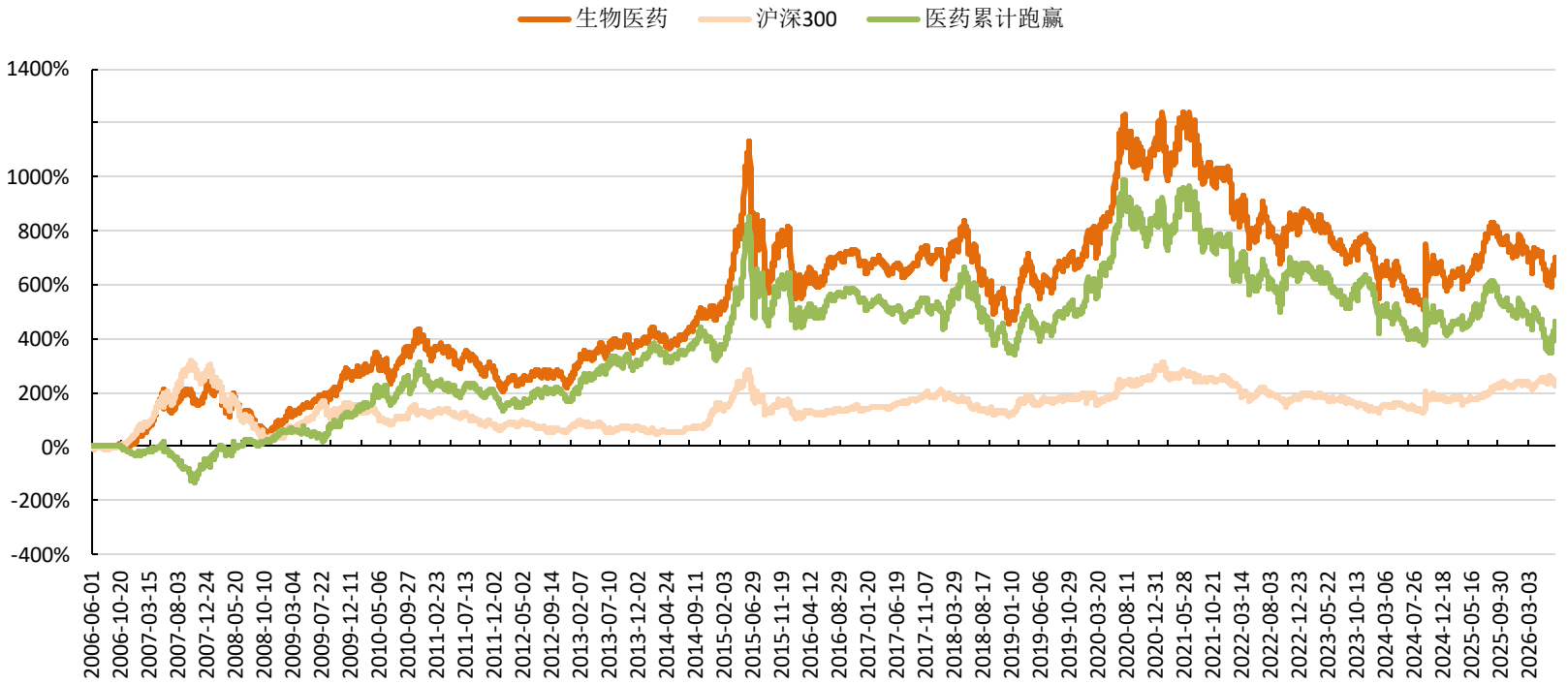
4、投资建议及风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.1 医药生物指数长期跑赢沪深300

- **近20年医药生物指数累计涨幅667%，跑赢沪深300约429个百分点。**我们以2006年6月1日为基准日，截至2026年7月21日，申万医药生物指数累计上涨667%，而同期沪深300指数累计上涨238%，医药累计跑赢429个百分点。
- **当前医药板块已经过充分回调。**以2021年7月1日为基准，截至2026年7月21日医药累计下跌43%，沪深300累计下跌9%，医药跑输33个百分点；以2024年9月23日为基准，截至2026年7月21日医药板块累计上涨26%，而沪深300累计上涨48%，医药跑输约21个百分点。

图表1 2006.6.1以来生物医药及沪深300指数走势比较



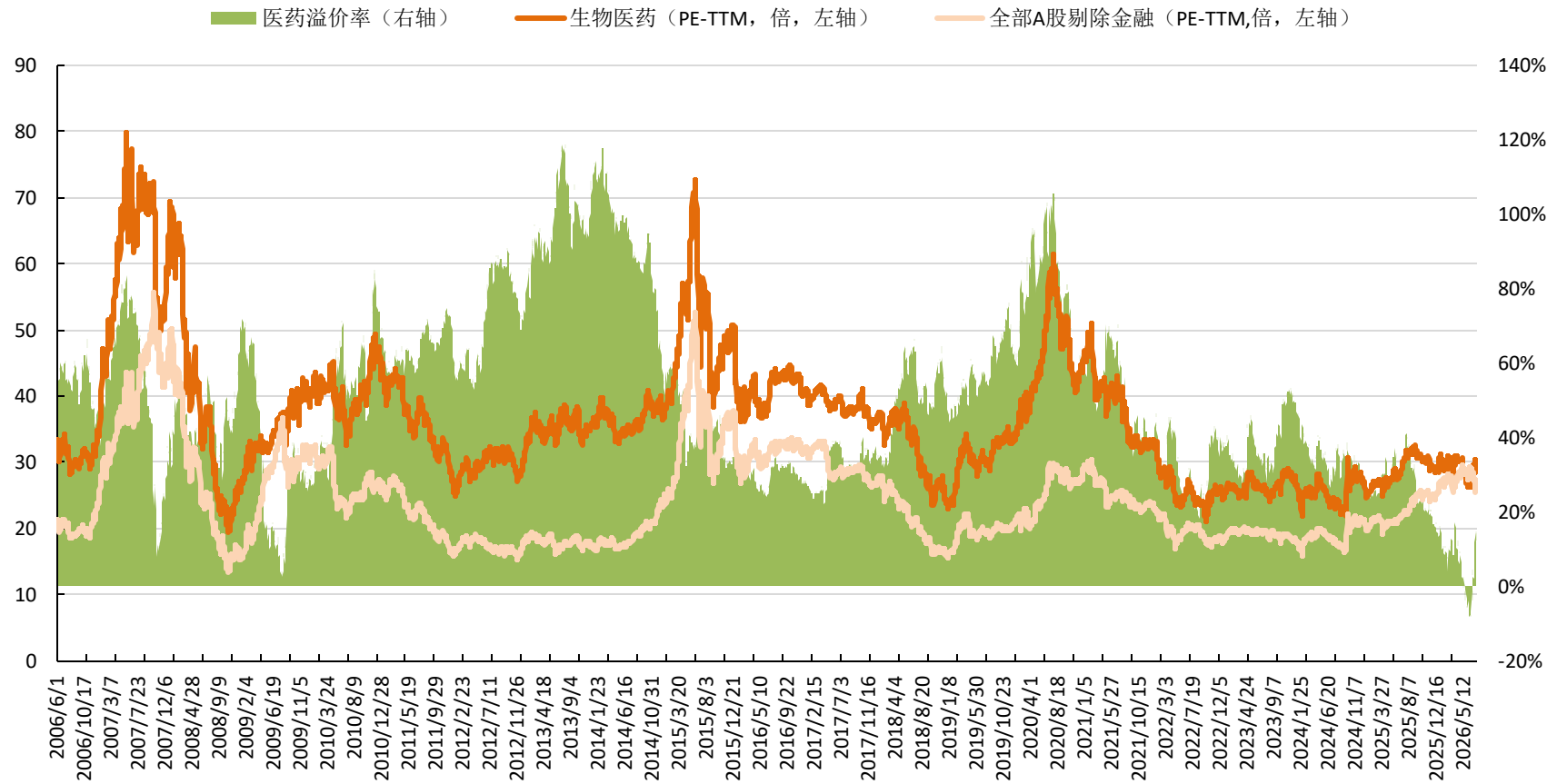

资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.2 当前医药行业较全部A股（剔除金融）估值溢价率为20年来最低位

- **医药相对全A（剔除金融）PE（TTM）估值溢价率20年来最低。**根据wind数据，2026年7月21日申万医药板块PE（TTM整体法）为29.25倍，在近20年处于25.8%分位；医药板块在最近20年绝大部分时间相较全部A股（剔除金融）均处于溢价状态，但2026年5月下旬开始，溢价率开始转负，2026年6月22日医药溢价率达到最低的-8.41%，2026年7月21日估值溢价率为11.39%，在最近20年处于3.0%分位。

图表2 2006.6.1以来医药生物行业、全部A股（剔除金融）PE（TTM整体法，剔除负值）走势



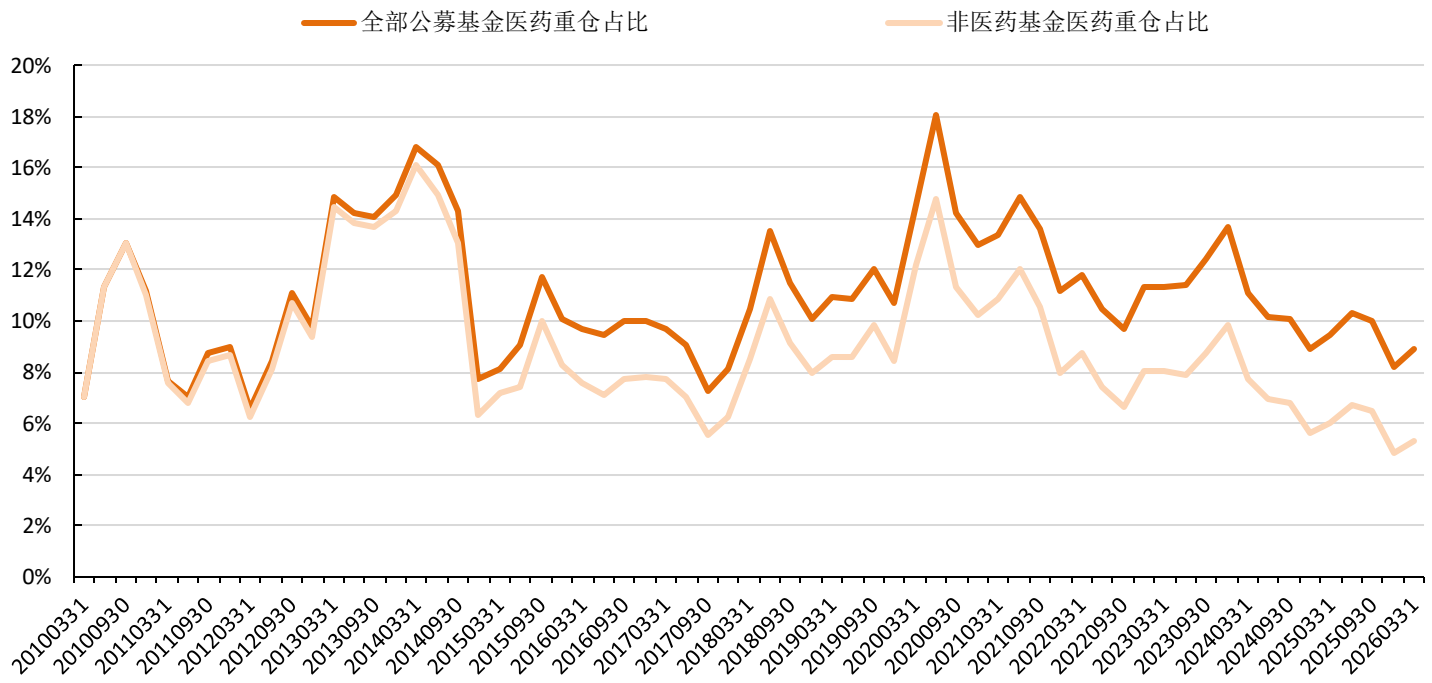

资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

# 1.3 非医药基金持仓2010年以来最低

- **非医药基金医药重仓占比2010年以来最低。**根据wind数据，2025Q4全部公募基金医药重仓占比为8.22%，非医药基金医药重仓占比为4.82%，非医药基金医药重仓占比为2010年以来的最低值。
- 2010年以来非医药基金医药重仓占比平均数为9.04%。我们认为当前医药板块存在显著低配。

图表3 2010年以来公募基金医药行业重仓股仓位占比




资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录CONTENTS


- 1、生物医药估值溢价率处于20年最低水平
- 2、生物医药行业进入创新、出海新发展阶段
- 3、美股XBI持续走强，体现专利悬崖焦虑和技术迭代需求
- 4、投资建议及风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.1 中国医药产业发展进入创新、出海新阶段

- **以发展驱动力为核心要素，我们大致将过去20年医药行业历程分成三个阶段。**2006-2015年是以医保扩容为核心的行业全面增长阶段；2015-2021年是以进口替代为核心的结构优化阶段；2021年开始是以创新、出海为核心的产业升级新阶段。

图表4 医药生物行业发展阶段大致划分




资料来源：wind，平安证券研究所

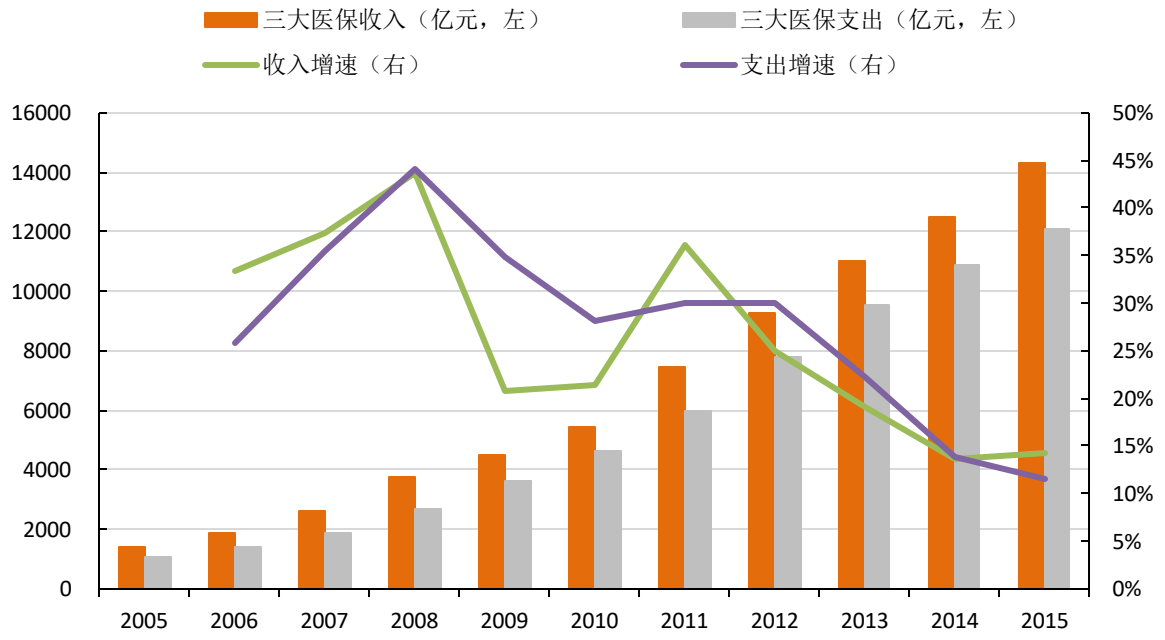
下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.2 医保扩容阶段：2006-2015

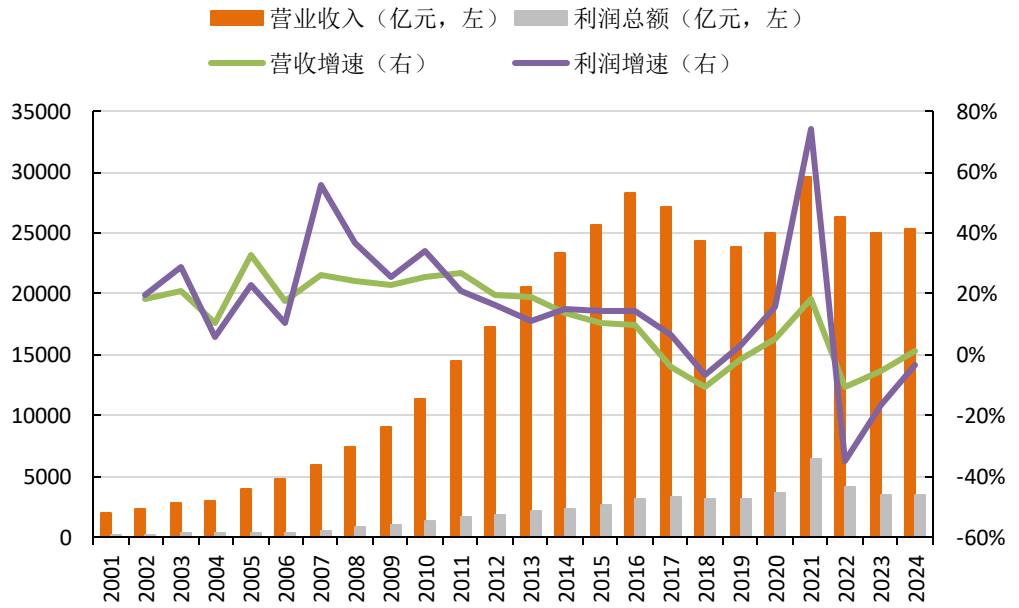
- **2007年我国三大医保全部建立。**1998年国务院发布《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，城镇职工医保建立；2003年国务院办公厅转发卫生部等部门《关于建立新型农村合作医疗制度意见》，新农合医保建立；2007年国务院发布《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》，城镇居民医保建立。

- **医保扩容阶段的主要特征是三大医保收入和支出保持快速增长，医药行业迎来全面发展。**2005-2015年三大医保收入由1415亿元提升至14320亿元，CAGR为26%；支出由1088亿元提升至12100亿元，CAGR为27%。2005-2015年，我国医药制造业收入CAGR为20%，利润总额CAGR为23%，是21世纪增长最快的十年。**2015年10月，国家卫计委等多部委联合出台《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》，标志着医药行业由全面发展进入发展与结构调整并重阶段。**

图表5 我国三大医保收支及其增速




图表6 我国医药制造业收入、利润及其增速



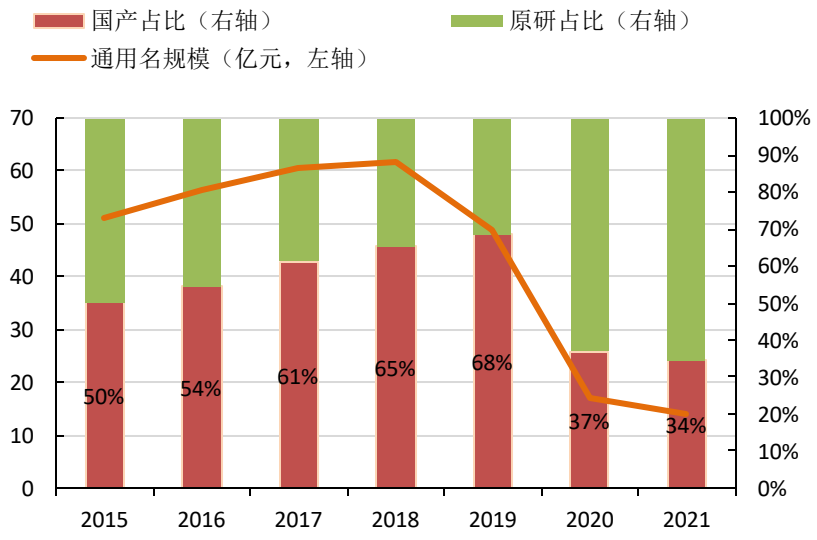

资料来源：国务院，Wind，国家卫健委，国家医保局，国家统计局，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

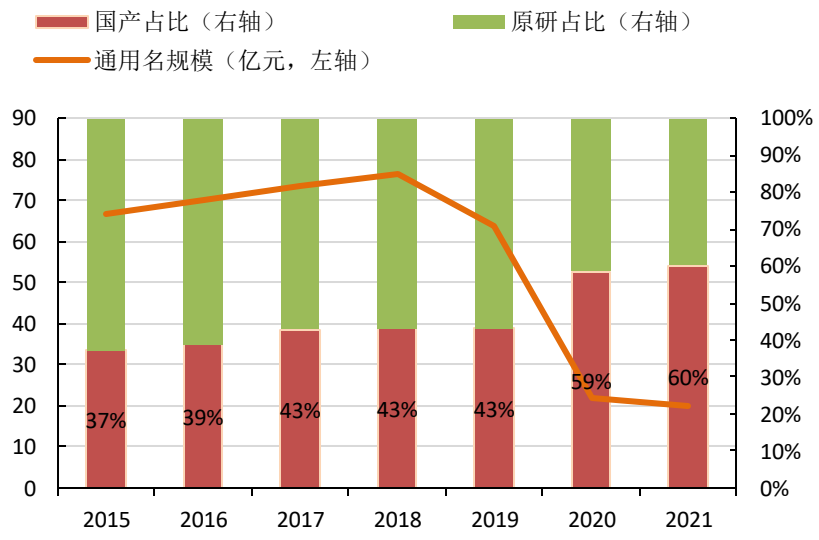
# 2.3 结构优化阶段：2016-2021

- **2013年后医保收支压力逐步体现，是医药行业结构优化调整的主要原因。**2013年开始医保收入增速降至19.0%，2014年进一步降至13.6%。且2008-2014年间（除2011年）支出增速均超过收入增速，医保收支压力促使医药行业进行结构优化。**结构优化阶段以仿制药进口替代和限制辅助用药等政策为核心，优质仿制药企业脱颖而出，并有部分企业开始创新转型。**
- **变化一：仿制药大品种国产占比逐步提升。**以恩替卡韦、氯吡格雷、布地奈德三个品种为例，三个品种均为2015年公立医院市场规模超过50亿元的大品种，其国产占比逐步提升，国产优质仿制药企业享受了市场份额提升带来的成长机会。其中恩替卡韦2020年开始原研占比恢复，主要原因是原研4+7带量采购未中标，而国产企业集采降价后市场规模下滑。

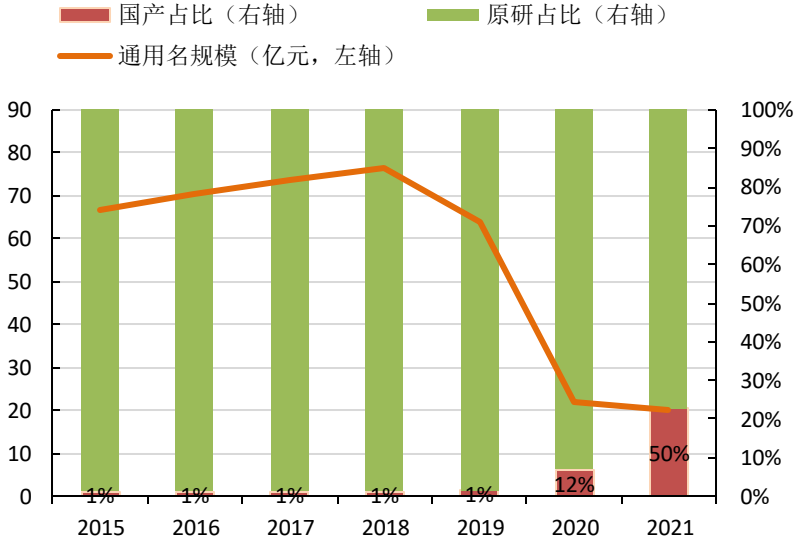
图表7 2015-2021年恩替卡韦公立医院规模及结构




图表8 2015-2021年氯吡格雷公立医院规模及结构




图表9 2015-2021年布地奈德公立医院规模及结构




资料来源：米内网，平安证券研究所

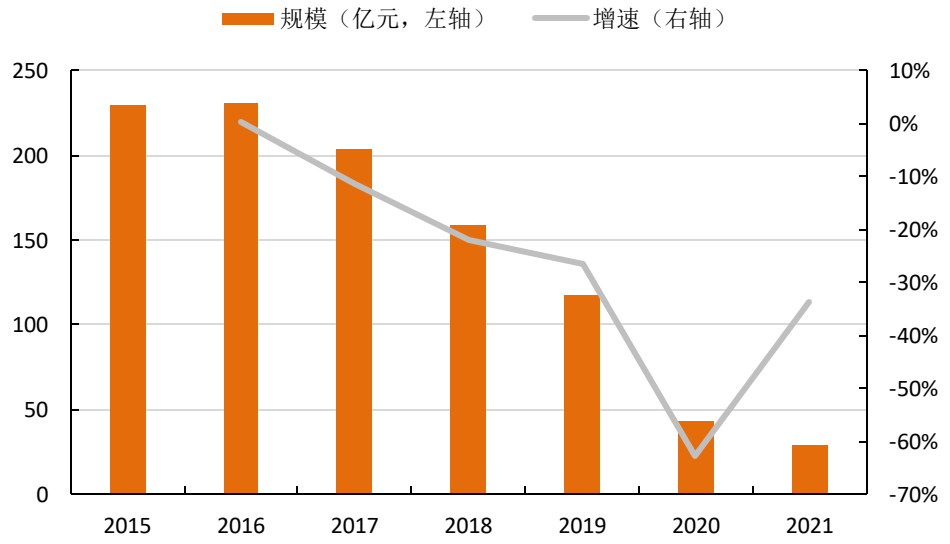
下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.3 结构优化阶段：2016-2021

- **变化二：辅助用药市场规模快速萎缩。2015年《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》发布后，各地纷纷出台辅助用药目录；**2019年6月，国家卫健委发布《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》，共20个品种。我们以名单中前5个品种（神经节苷脂、脑苷肌肽、奥拉西坦、磷酸肌酸钠、小牛血清去蛋白）为例说明规模变化，2015年5个品种合计规模230亿元，2021年下滑至29亿元。

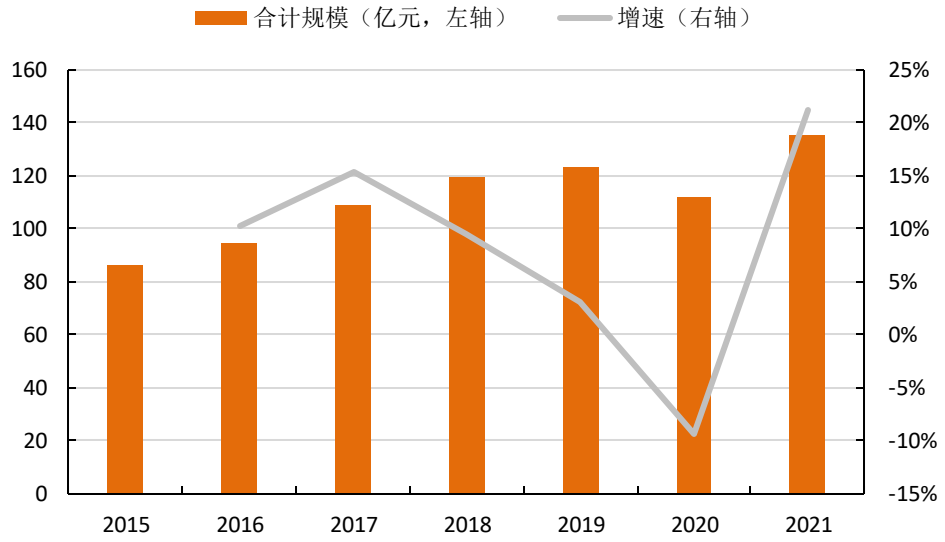
- **变化三：国产创新药收入“从零到一”。**2015年8月国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，开始推动制药行业从仿制到创新的深刻转型。通过药品审评审批制度改革、专利链接制度建立、医保准入机制优化，形成覆盖研发-审批-生产-市场准入全链条的政策生态。2021年国产创新药TOP20产品合计规模达到135亿元，2015-2021年CAGR达到8%；其中安罗替尼、信迪利单抗、卡瑞丽珠单抗、吡咯替尼、依达拉奉右莰醇、聚乙二醇干扰素α2b、罗沙司他、替雷利珠单抗等国产创新药产品均为2015年后获批，实现从零开始快速增长。

图表10 2015-2021年5款辅助用药公立医院规模及增速




注：5款产品分别为神经节苷脂、脑苷肌肽、奥拉西坦、磷酸肌酸钠、小牛血清去蛋白

图表11 2015-2021年公立医院国产创新药TOP20规模及增速



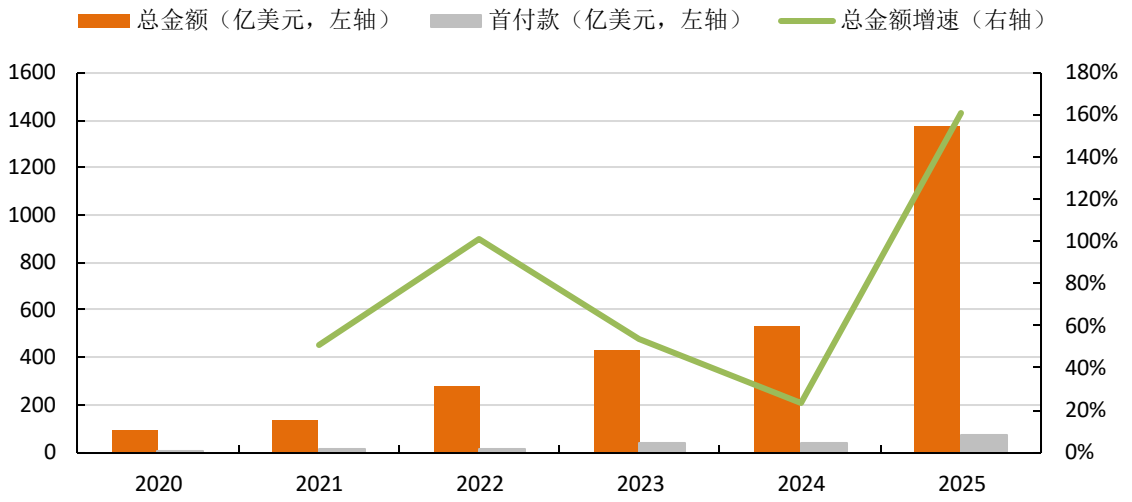

资料来源：国家卫健委，医药魔方，米内网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

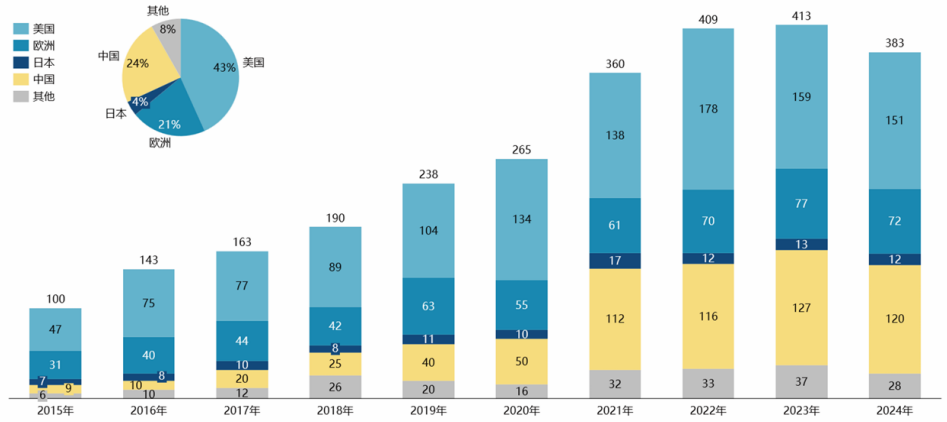
# 2.4 创新、出海新阶段：2021开始

- **我国创新药由量变到质变。**中国药品研发长期以me-too和me-better为主，随着国家对于临床价值政策导向，越来越多的中国企业正逐步转向源头创新，从快速跟随（Fast-follow）向同类最优（BIC）和同类首创（FIC）迈进。2015年我国FIC创新药数量仅9个，2021年提升至112个，2024年达到120个，占比超过30%。2015年我国仅占全球创新药首发4%的份额，2024年接近38%。
- **对外授权持续创新高。**得益于我国创新药质量提升，对外授权迎来爆发，**2025年BD总金额达到1377亿美元，同比增长160%；首付款达到72亿美元，成为创新药企收入来源之一。**

图表14　2020-2025年我国创新药对外授权总金额、首付款及总金额增速

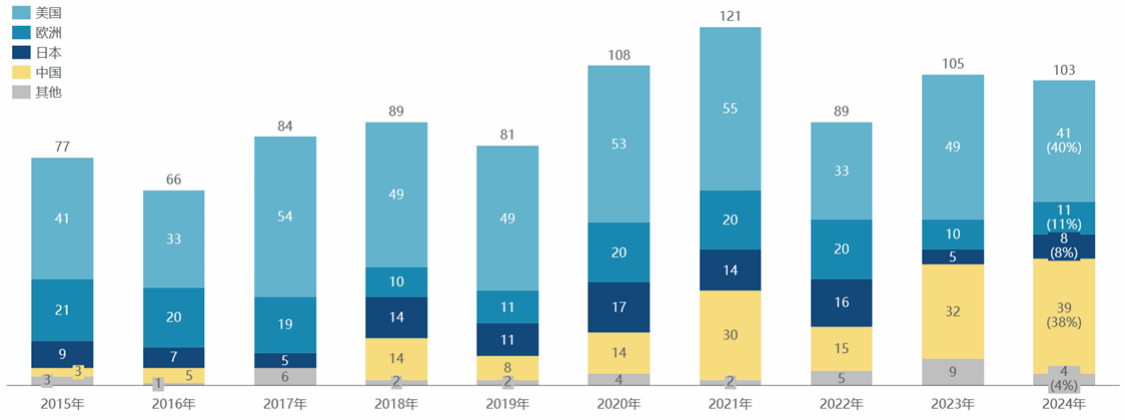



图表12　2015-2024年全球FIC创新药的研发数量及研发国家/地区




*注：饼图为2015-2024年累计数量统计*

图表13　2015-2024年全球首次获批上市的创新药数量及注册国家/地区分布

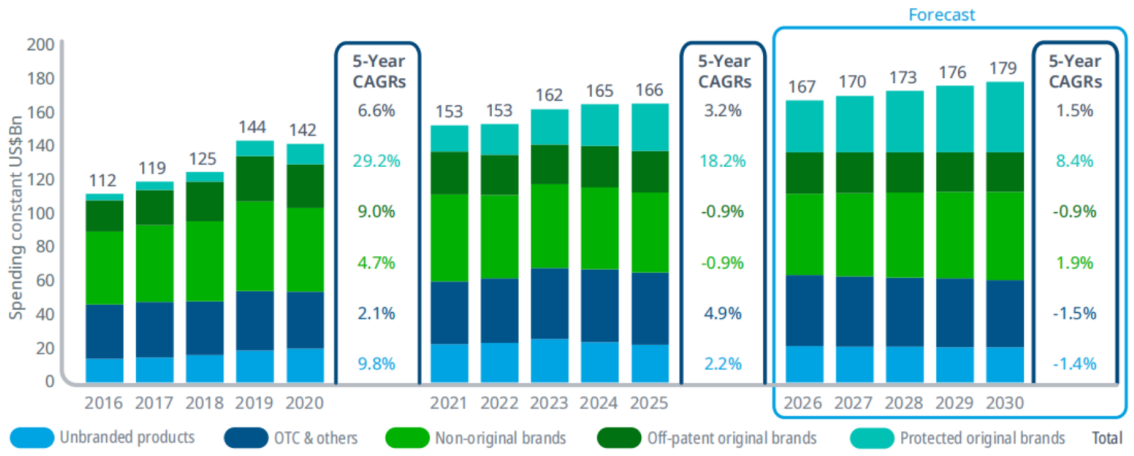


下载日志已记录，仅供内部参考

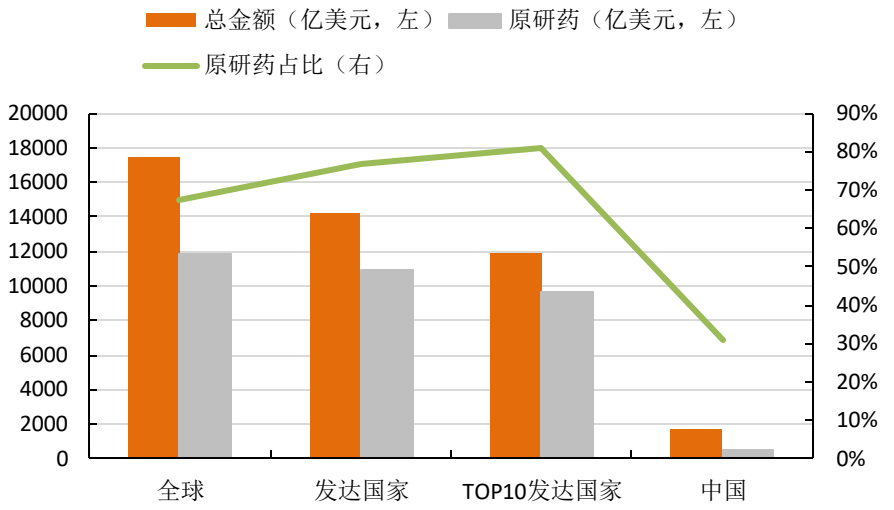
# 2.4 创新、出海新阶段：2021至今

- **创新药成为中国医药市场主要驱动力。**根据IQVIA数据，2026-2030我国药品规模CAGR约1.5%，其中创新药CAGR达8.4%，是药品市场增长主要动力。2024年中国原研药占比31%，而全球和TOP10发达国家占比分别为68%和81%。
- **国产创新药增速超过创新药整体增速。**根据米内网数据，2025年我国原研药市场规模5108亿元（+6.21%）；其中国产创新药占比由2019年的12%提升至24%。考虑到国产创新药管线逐步商业化，预计国产创新药收入增速仍有望超过进口创新药。
- **根据IQVIA数据，2025年我国受专利保护的原研药市场规模约281亿美元，假设国产占比24%（米内网2025年国产原研药占比），则国产创新药市场规模约67亿美元；假设受专利保护创新药按8.4% CAGR增长，2030年国产占比达到50%，则2030年国产专利药市场规模将达到210亿美元左右，较2025年增长2.1倍。**

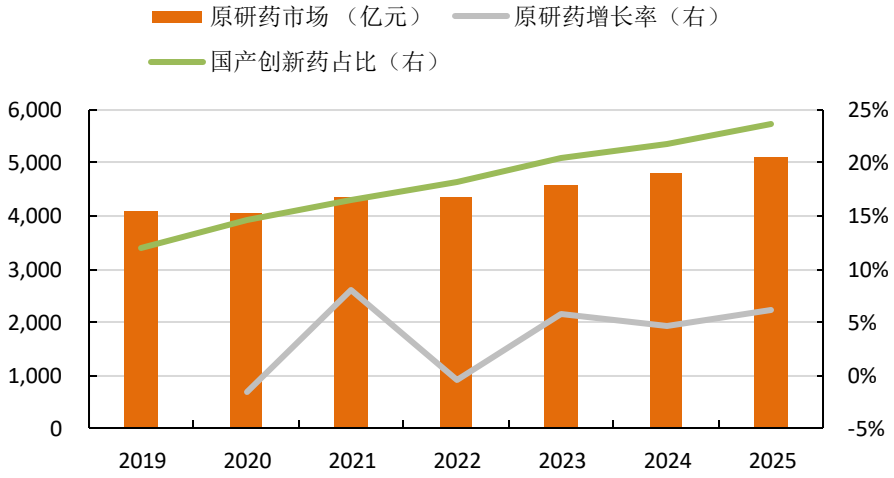
图表15 中国药品市场分类型市场规模




图表16 2024年各地区药品总金额、原研药金额及占比




图表17 2019-2025年我国原研药市场及国产创新药占比



下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.4 创新、出海新阶段：2021至今

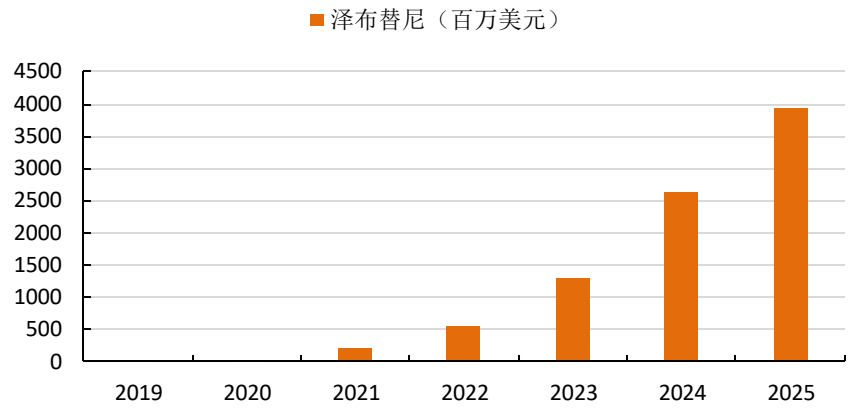
- **国产创新药海外上市迎来收获期。**根据医药魔方数据，2019-2025年国产创新药在海外（仅统计美国、欧洲和日本）上市数量累计达到14个。

- **泽布替尼和西达基奥仑赛打开国产创新药市场天花板。**以泽布替尼和西达基奥仑赛为例，海外上市后迎来快速放量，2025年全球市场规模分别达到39.28亿美元和18.87亿美元。且两款创新药均以海外市场为主，2025Q4泽布替尼全球销售额中美国市场占比77%，2025年西达基奥仑赛全球销售额中美国占79%。

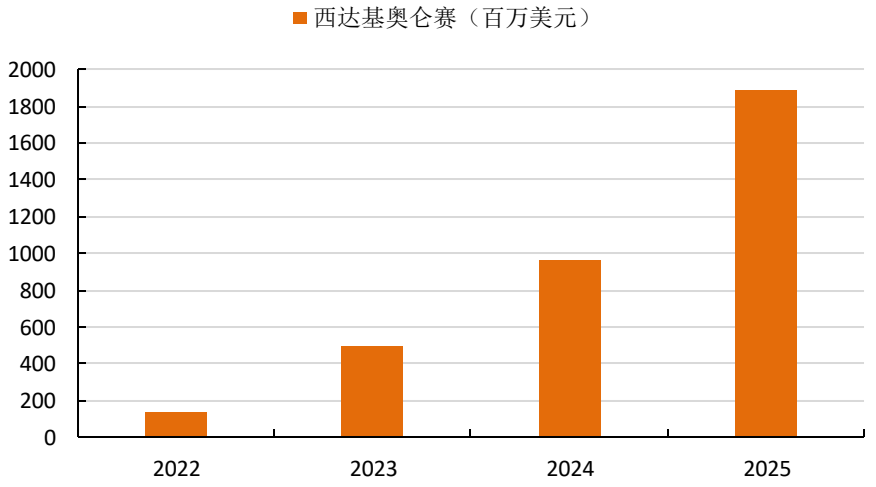
图表18 2018年以来海外上市国产创新药汇总（不完全统计）

| 序号 | 药物名称 | 生产企业 | 中国上市时间 | 海外最早上市时间 | 海外上市地区 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 呋喹替尼 | 和黄医药 | 2018年9月 | 2023年11月 | 美国、欧洲 |
| 2 | 特瑞普利单抗 | 君实生物 | 2018年12月 | 2023年10月 | 美国、欧洲 |
| 3 | 替雷利珠单抗 | 百济神州 | 2019年12月 | 2023年9月 | 欧洲、美国、日本 |
| 4 | 泽布替尼 | 百济神州 | 2020年6月 | 2019年11月 | 美国、欧洲、日本 |
| 5 | 恩沙替尼 | 贝达药业 | 2020年11月 | 2024年12月 | 美国 |
| 6 | 派安普利单抗 | 康方生物/中国生物制药 | 2021年8月 | 2025年4月 | 美国 |
| 7 | 舒格利单抗 | 基石药业 | 2021年12月 | 2024年7月 | 欧洲 |
| 8 | 斯鲁利单抗 | 复宏汉霖 | 2022年3月 | 2025年2月 | 欧洲 |
| 9 | 谷美替尼 | 海和药业 | 2023年3月 | 2024年6月 | 日本 |
| 10 | 艾贝格司亭α | 亿帆医药 | 2023年5月 | 2023年11月 | 美国、欧洲 |
| 11 | 舒沃替尼 | 迪哲医药 | 2023年8月 | 2025年7月 | 美国 |
| 12 | 西达基奥仑赛 | 传奇生物 | 2024年8月 | 2022年2月 | 美国、欧洲、日本 |
| 13 | 己二酸他雷替尼 | 葆元医药 | 2024年12月 | 2025年6月 | 美国 |
| 14 | 环泊酚 | 海思科 | 2020年12月 | 2026年6月 | 美国 |

图表19 泽布替尼全球市场规模




图表20 西达基奥仑赛全球市场规模

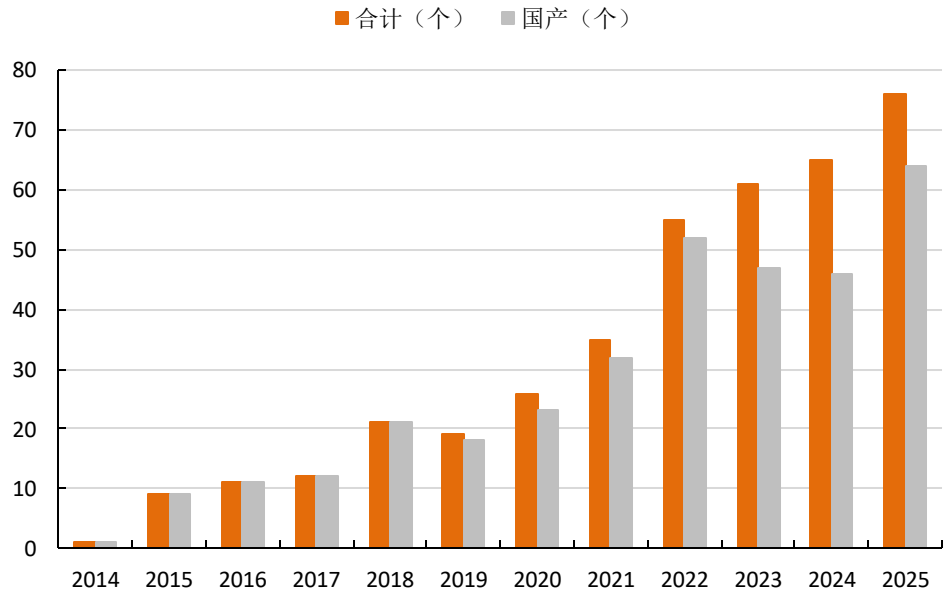


下载日志已记录，仅供内部参考

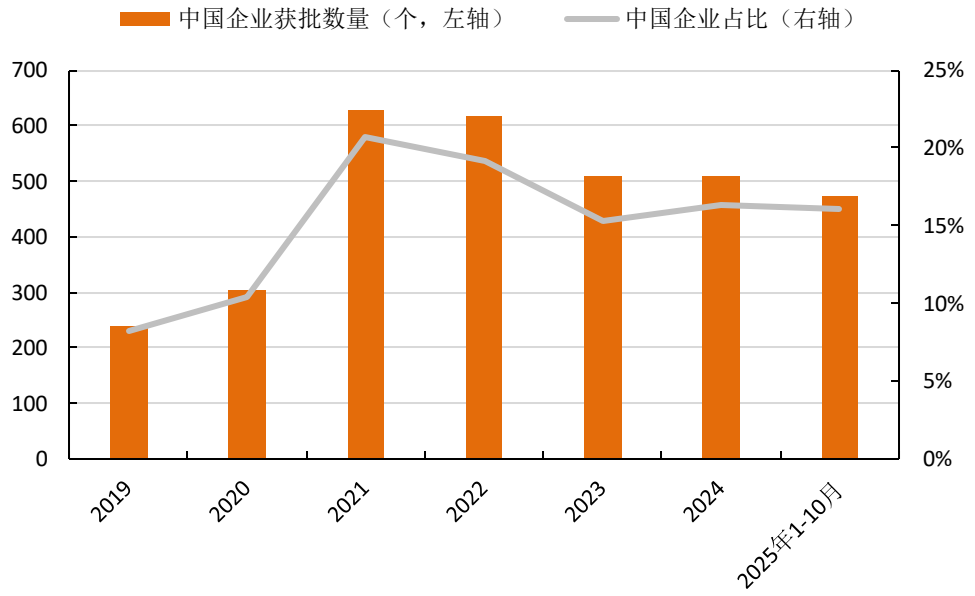
# 2.4 创新、出海新阶段：2021至今

- **国产创新医疗器械获批数量持续攀升。**2014-2025年国家药监局共批准391个创新医疗器械，其中国产336个，占比86%；2025年共批准创新医疗器械76个，同比增长17%，获批产品覆盖人工智能、肿瘤放射治疗、生物医药材料等多个前沿领域。
- **中国医疗器械国际竞争力增强。**2015年前10个月，中国企业在美国获批医疗器械数量473个，占同期美国获批数量的16%，2021年以来中国占比持续保持在15%以上。中国医疗器械实力与合规能力逐步得到美国市场认可，在高端领域的国际竞争力逐渐提升。

图表21 2014-2025年我国创新医疗器械获批数量




图表22 2019-2025年前10个月中国企业在美国获批医疗器械数量及占比

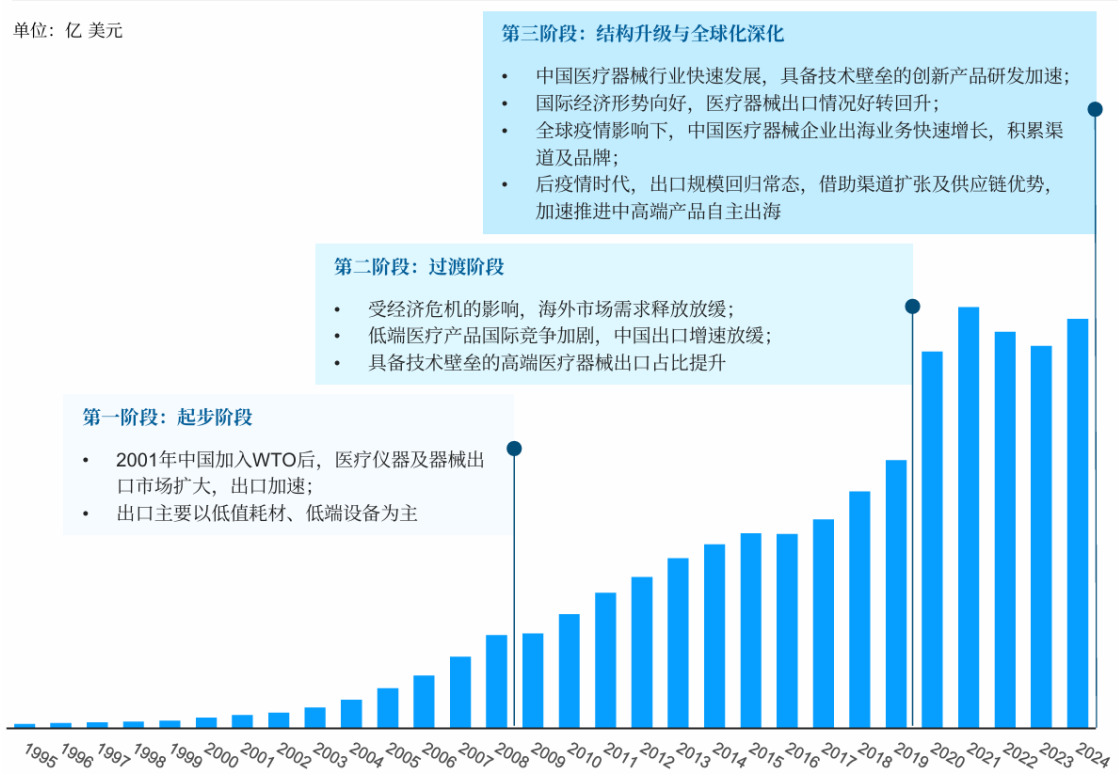


下载日志已记录，仅供内部参考

# 2.4 创新、出海新阶段：2021至今

- **当前中国医疗器械出口进入结构升级与全球化深化阶段。**推动中高端医疗器械产品自主出海是这一阶段的主要特征。2023-2025年医疗设备和牙科设备出口表现亮眼，CAGR分别为13%和18%；分地区来看，欧洲、南美洲、非洲CAGR均为16%及以上，全球渠道呈现扩张态势。

图表23 中国1995-2024年医疗器械出口额及阶段划分




图表24 2023-2025年我国医疗器械分类别出口金额（亿元）及增速

| 类别 | 2023 | 2024 | 2025 | CAGR |
|---|---|---|---|---|
| 医疗设备 | 1031 | 1206 | 1309 | 13% |
| 医用耗材 | 1119 | 1271 | 1302 | 8% |
| IVD试剂 | 122 | 140 | 145 | 9% |
| IVD仪器 | 25 | 23 | 27 | 3% |
| 康复产品 | 99 | 109 | 109 | 5% |
| 牙科设备与附件 | 46 | 57 | 65 | 18% |
| 其他 | 40 | 37 | 42 | 3% |
| 医疗设备附件 | 9 | 8 | 16 | 30% |

图表25 2023-2025年我国医疗器械分地区出口金额（亿元）及增速

| 地区 | 2023 | 2024 | 2025 | CAGR |
|---|---|---|---|---|
| 亚洲 | 858 | 935 | 996 | 8% |
| 欧洲 | 649 | 765 | 869 | 16% |
| 北美洲 | 696 | 819 | 766 | 5% |
| 南美洲 | 120 | 150 | 175 | 21% |
| 非洲 | 93 | 104 | 125 | 16% |
| 大洋洲 | 74 | 79 | 77 | 2% |

资料来源：沙利文《2025中国医疗器械国际化现状与趋势蓝皮书》，医疗器械行业协会，药智网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录CONTENTS

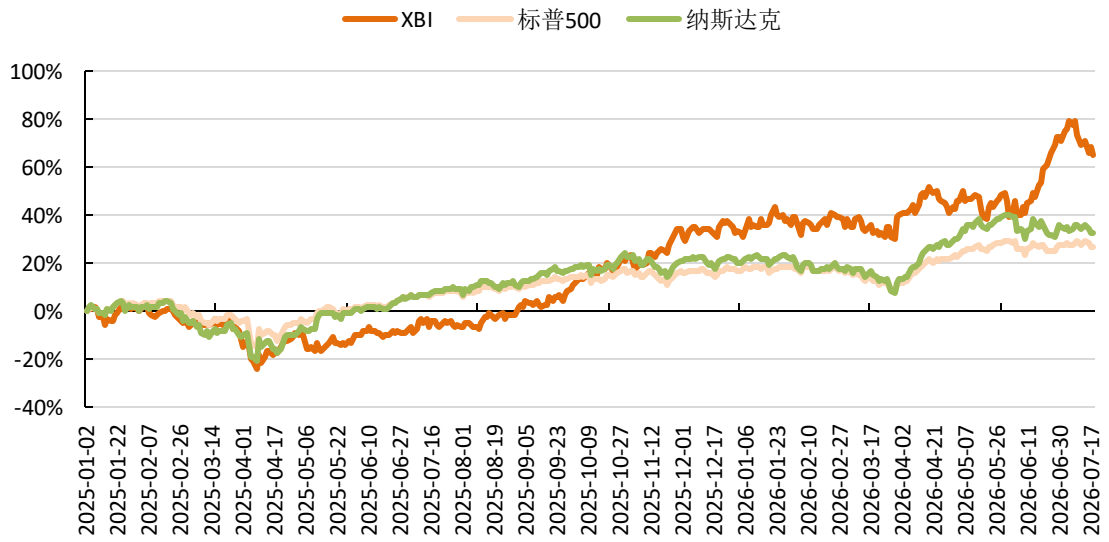

- 1、生物医药估值溢价率处于20年最低水平
- 2、生物医药行业进入创新、出海新发展阶段
- 3、美股XBI持续走强，体现专利悬崖焦虑和技术迭代需求
- 4、投资建议及风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

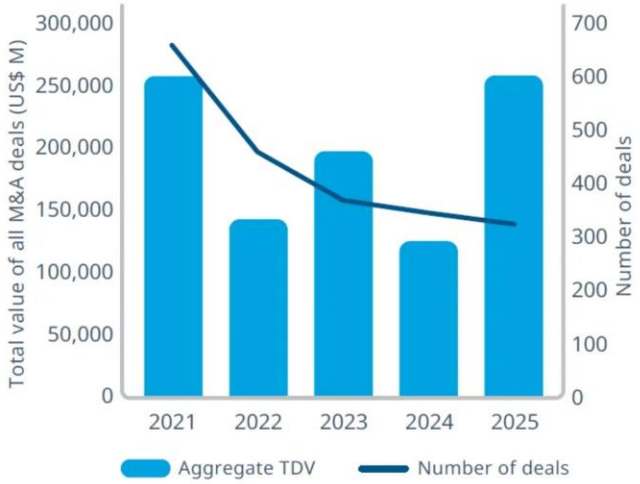
# 3.1 受益于外延并购浪潮，美股XBI指数持续走强

- **2025年以来XBI指数跑赢标普500和纳斯达克指数。**据我们统计，2025年初至2026年7月20日XBI指数（美股Biotech指数）累计上涨65%，而标普500和纳斯达克指数分别累计上涨27%和32%。
- **我们认为XBI上涨核心原因是2025年以来的全球外延并购浪潮。**根据IQVIA数据，2025年全球生命科学领域累计并购总金额达到2570亿美元，同比增长99%；2025年平均并购总金额达到15.71亿美元，同比增长63%。另据Dealogic数据，2026Q1全球生物技术领域并购金额达到840亿美元，同比增长89%。被并购标的估值提升支撑XBI持续上涨。

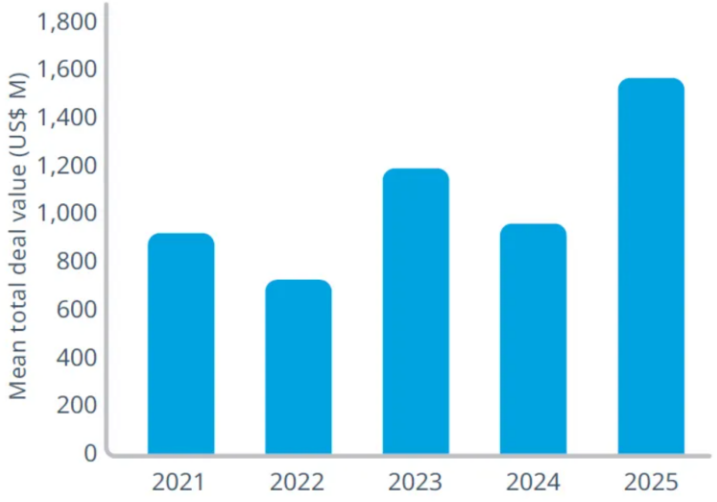
图表26 2025年初以来XBI、标普500、纳斯达克指数走势




图表27 2021-2025年全球生命科学领域累计并购总金额（左轴）及并购数量（右轴）




图表28 2021-2025年全球生命科学领域平均并购总金额




资料来源：Wind，IQVIA，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.1 受益于外延并购浪潮，美股XBI指数持续走强

➢ **2025年全球生物医药领域前十大并购事件中，有9项总金额超过100亿美元。**

图表29 2025年全球生物医药领域Top10并购事件

| TOTAL DEAL VALUE | COMPANIES | DEAL DRIVER |
|---|---|---|
| US$21 B | Abbott Laboratories, Exact Sciences | Cancer screening and precision oncology tests including Cologuard® and Oncotype DX® |
| US$18.3 B | Blackstone, TPG, Hologic | Medical device and diagnostic products for Women's Health indications |
| US$17.5 B | Waters, BD (Becton, Dickinson and Co.) | BD's Biosciences & Diagnostic Solutions business |
| US$14.6 B | Johnson & Johnson, Intra-Cellular Therapies | Caplyta (lumateperone), the first and only US FDA-approved treatment for bipolar I and II depression |
| US$12 B | Novartis, Avidity Biosciences | Antibody Oligonucleotide Conjugates (AOCs™) platform for RNA therapeutics |
| €10 B (US$11.7 B) | CapVest Partners, STADA Arzneimittel, Bain Capital, Cinven | STADA's Consumer Healthcare, Generics and Specialty pharmaceuticals businesses |
| €10 B (US$11.4 B) | Sanofi, Clayton, Dubilier & Rice | Sale of 50% controlling stake of Sanofi's consumer healthcare business, Opella |
| US$10 B | Merck & Co., Verona Pharma | Ohtuvayre (ensifentrine), a first-in-class inhaled treatment for COPD |
| US$10 B (US$7 B upfront + US$3 B in milestones) | Pfizer, Metsera | Portfolio of differentiated oral and injectable incretin, non-incretin and combination therapy candidates |
| US$9.5 B (US$9.1 B upfront + US$400 M CVR) | Sanofi, Blueprint Medicines | Rare immunology disease medicine, Ayvakit/Ayvakyt (avapritinib), approved in the US and the EU, and an early-stage immunology pipeline |

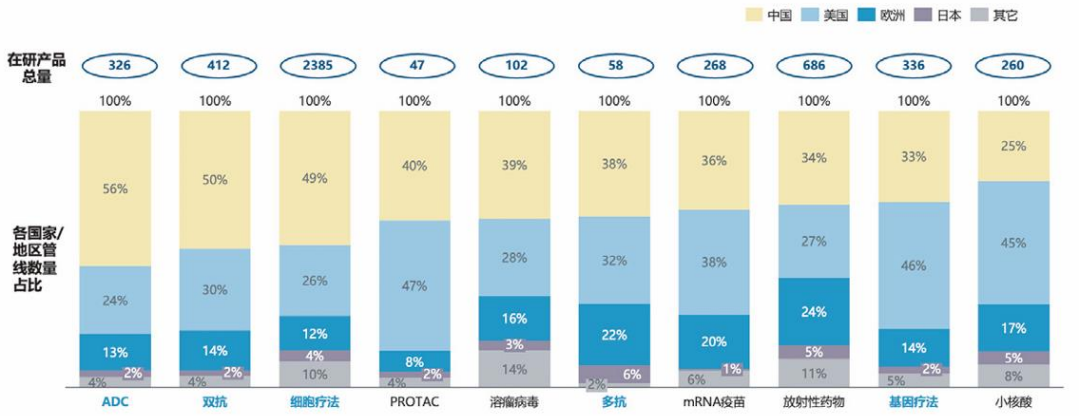
资料来源：IQVIA，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

# 3.2 外延并购浪潮背后是专利悬崖焦虑和技术迭代需求

- **2026-2029迎来专利悬崖高峰期。**根据媒体GEN的统计，2026-2029年专利到期的TOP20创新药2024年合计收入1764亿美元，而在此期间所有面临专利悬崖的创新药规模约2360亿美元。MNC的专利悬崖焦虑是美国biotech并购浪潮和中国创新药BD爆发的核心原因之一。
- **中国创新药布局紧跟全球技术迭代脚步。**从2026-2029年专利过期的TOP20品种也能看出，这些品种大多数仍是小分子和单抗。目前下一代创新药正处于前所未有的研发活跃期，市场规模不断突破，在细胞基因疗法、抗体偶联药物、双/多抗等领域均出现销售额超10亿美元的产品。在中国在下一代创新药布局方面处于全球前列，尤其是上述三大领域。

图表31 全球在研下一代创新药数量统计（截止2025年5月）




图表30 2026-2029年专利到期的TOP20创新药品种

| 时间 | 药品名 | 企业 | 2024年销售额（亿美元） | 药物类型 |
|---|---|---|---|---|
| 2026 | Farxiga | 阿斯利康 | 76.56 | 小分子 |
| | Prevnar13 | 辉瑞 | 64.11 | 疫苗 |
| | Revlimid | BMS | 57.73 | 小分子 |
| | Lenvima | 卫材/Merck | 29.71 | 小分子 |
| | Bridion | 默克 | 17.64 | 小分子 |
| 2027 | Eylea | 再生元/拜耳 | 133.86 | 融合蛋白 |
| | Ocrevus | 基因泰克 | 84.19 | 单抗 |
| | Xtandi | 安斯泰来/辉瑞 | 79.25 | 小分子 |
| | Trulicity | 礼来 | 52.54 | 多肽 |
| | Lynparza | 阿斯利康/Merck | 43.83 | 小分子 |
| 2028 | Keytruda | Merck | 294.82 | 单抗 |
| | Eliquis | BMS/辉瑞 | 206.99 | 小分子 |
| | Opdivo | BMS | 93.04 | 单抗 |
| | Gardasil | Merck | 85.83 | 疫苗 |
| | Jakafi | Incyte/诺华 | 47.28 | 小分子 |
| 2029 | Jardiance | BI/礼来 | 130.37 | 小分子 |
| | Darzalex | 强生 | 116.7 | 单抗 |
| | Cosentyx | 诺华 | 61.41 | 单抗 |
| | Shingrix | GSK | 44.97 | 疫苗 |
| | Ofev | BI | 43.59 | 小分子 |

资料来源：医药魔方，GEN，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目录CONTENTS


- 1、生物医药估值溢价率处于20年最低水平
- 2、生物医药行业进入创新、出海新发展阶段
- 3、美股XBI持续走强，体现专利悬崖焦虑和技术迭代需求
- 4、投资建议及风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

# 4.1投资建议

- **从指数走势、估值、基金持仓等因素判断，我们认为生物医药板块已处于底部区间。**从指数走势上看，过去20年生物医药板块长期跑赢沪深300指数，而2024年9月24日以来医药板块累计跑输沪深300指数21个百分点，较长期走势属于超跌。从估值上看，2026年7月21日医药板块PE（TTM）为29倍，处于近20年26%分位；而医药板块较全A（剔除金融）的PE（TTM）估值溢价率为11%，为近20年3.0%分位。从基金持仓来看，2026Q1非药基医药重仓持仓占比4.82%，为2010年以来最低位，存在明显低配。

- **医药板块处于创新、出海发展新阶段。**以发展驱动力为核心要素，我们大致将过去20年医药行业历程分成三个阶段，2021年开始进入以创新、出海为核心的产业升级新阶段。1）创新药由量变到质变带来对外授权爆发，2025年BD总金额达到1377亿美元，同比增长160%；首付款达到72亿美元，成为创新药企收入来源之一。2）创新药成为国内医药市场主要增长来源，假设受专利保护创新药按8.4% CAGR增长，2030年国产占比达到50%，则2030年国产专利药市场规模将达到210亿美元左右，较2025年增长2.1倍。3）国产创新药海外上市迎来收获期，根据医药魔方数据，2019-2025年国产创新药在海外（仅统计美国、欧洲和日本）上市数量累计达到14个。

- **美股XBI持续走强，体现专利悬崖焦虑和技术迭代需求。**据统计，2025年初至2026年6月22日XBI指数累计上涨65%，跑赢标普500指数、纳斯达克指数。我们认为XBI上涨核心原因是2025年以来的全球外延并购浪潮。根据IQVIA数据，2025年全球生命科学领域累计并购总金额2570亿美元，同比增长99%。值得注意的是，MNC的专利悬崖焦虑是美国biotech并购浪潮和中国创新药BD爆发的核心原因之一。当前MNC主打品种还是以小分子和单抗为主，而在下一代创新药布局方面中国处于全球前列，尤其是细胞基因疗法、抗体偶联药物、双/多抗等领域。

- **投资建议：围绕创新、出海趋势把握三条主线。1）在下一代创新药布局丰富，进度靠前的创新药公司，**如恒瑞医药、科伦博泰、中国生物制药、康方生物、三生制药、远大医药、东诚药业等；**2）受益于BD爆发，融资回暖的创新药产业链，**如药明康德、凯莱英、康龙化成、药康生物等；**3）创新布局积极，出海高增长的器械公司，**如迈瑞医疗、联影医疗、微创机器人、心脉医疗、微电生理等。

- **风险提示。**1）政策风险：创新药BD、出海可能受政策和地缘政治影响，比如若政策限制相关生物技术出海，或对相关公司的估值产生影响。2）研发风险：创新药研发投入大、风险高、存在失败或进度低于预期可能。3）宏观环境风险：若美联储进入加息周期，对于创新药估值或产生不利影响。4）海外MNC资本支出变动风险：若MNC对外投资并购规模缩小，对于创新药BD将产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 5.2 风险提示

- 政策风险：创新药BD、出海可能受政策和地缘政治影响，比如若政策限制相关生物技术出海，或对相关公司的估值产生影响。
- 研发风险：创新药研发投入大、风险高、存在失败或进度低于预期可能。
- 宏观环境风险：若美联储进入加息周期，对于创新药估值或产生不利影响。
- 海外MNC资本支出变动风险：若MNC对外投资并购规模缩小，对于创新药BD将产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

**股票投资评级：**

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

**行业投资评级：**

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

**公司声明及风险提示：**

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

**免责条款：**

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。