医药行业 26 年 9 月月度组合电话会议 20260902

2026H1 医疗器械利润拐点已现，创新药自免出海驱动估值重塑

摘要

- 医疗器械板块 2026H1 复苏显著，Q2 归母净利润同比转正至 30%，海外收入占比升至 38%，IVD 领域 Q2 利润同比增 180%实现触底反转。
- 迈瑞医疗 Q2 业绩拐点确立，国际业务收入占比达 53%，其中微创外科等新兴业务同比增 25%，IVD 海外业务增速超 20%。
- 创新药板块中报超预期，自免领域成出海新增长点，2026 年大量 POC 数据披露将驱动此前被低估的海外业务估值修复。
- 恒瑞医药未来一年预计启动超 20 项全球三期临床，海外业务 DCF 估值具备从零到一的显著上行空间。
- 海思科 DPP-1 抑制剂进入全球三期，对标品种销售峰值上调至 70 亿美元，该靶点有望成为呼吸炎症领域的下一个“PD-1”。
- 康诺亚 CD38 靶点药物在 IgA 肾病展现 BIC 潜力，优于武田同类产品，随着疗效持久性验证，全球市场潜力待重估。

Q&A

请概述 2026 年 9 月在 A 股和 H 股市场中，医药及生物科技领域的投资组合推荐？

在 A 股市场，推荐并维持增持评级的公司包括恒瑞医药、药明康德、迈瑞医疗、泰格医药、通策医疗、海思科、荣昌生物、泽璟制药、百利天恒、艾力斯、科伦药业和亿帆医药。在 H 股市场，投资组合包括石药集团、药明生物、药明合联、百奥赛图、百济神州、康方生物、科伦博泰、信达生物、康诺亚以及时代天使。

2026 年上半年中国医疗器械板块的整体经营表现如何，尤其是在国内外市场及各细分领域有何差异？

2026 年上半年，医疗器械板块整体呈现明显的改善复苏态势。从收入增速
第二季度同比增长 11.5%，较第一季度的 4.3%有显著提升。从归母净利润
一季度同比下滑 13%，而第二季度则实现了 30%的同比增长，显示出利润拐



市场来看，海外市场表现强劲，上半年收入同比增长 17%，增速高于 2025 年全
的 10%。截至 2026 年中，器械出海业务占上市公司总收入比重已提升至 38%，相较于 2025 年底的 37%和疫情前（2019 年）的 28%均有增长。其中，低值耗材出海占比约 50%，医疗设备为 39%，高值耗材和 IVD 均为 27%。国内市场则处于复苏阶段，上半年收入同比增长 3%，扭转了 2025 年全年下滑 3%的局面。 分细分领域来看： 医疗设备板块第二季度收入增速为 12%，高于第一季度的 6%；归母净利润降幅从第一季度的 9%收窄至第二季度的 7%。医疗耗材板块第二季度收入增速为 13%，较第一季度的 7%进一步提升；归母净利润在第一季度下滑 12%后，于第二季度实现 21%的同比增长。 体外诊断板块在经历了连续五个季度的下滑后，于第二季度首次恢复正增长，收入同比增长 6%（第一季度为下滑 6%）；归母净利润同比增长 180%（第一季度为下滑 28%），尽管部分原因是由于 2025 年的低基数，但行业量价承压最困难的时期或已过去。

迈瑞医疗在 2026 年上半年的业绩表现如何，尤其是在国内外业务和各产品线方面有哪些具体亮点？

迈瑞医疗在 2026 年第二季度业绩出现明显拐点，收入实现 10%的增长，表观利润也实现正增长。从上半年整体来看，在汇率中性条件下，公司收入增长 8%；剔除汇兑影响后，净利润增长 9%，扣非净利润增长 11%。 分市场来看，国际业务是主要增长动力。上半年国际业务收入增长 14%（按美元口径增长 18%），占总收入比重已达 53%。其中，欧洲、拉美、亚太市场分别增长 25%、20%和 17%，在英国、法国、意大利等主要市场的增速超过 30%。国内业务上半年整体下滑 1.6%，但业务结构显著优化，体外诊断和新兴业务合计占比已超过 70%。 分产品线来看： 新兴业务板块表现最为亮眼，收入占比已达 18%，其中微创外科和微创介入业务均实现了约 25%的同比增长。动物医疗业务海外占比超过 80%，实现了稳健增长。 IVD 业务方面，国内市场份额持续提升，免疫、生化、凝血三条产线的合计市场份额从 2025 年底的 12%提升至 2026 年中的 14%。海外业务通过突破高端客户，上半年增长超过 20%，其中免疫业务增速超过 30%。 生命信息与支持产线上半年同比微降，但国际业务增长超过 10%，其收入占比已提升至 77%。 医学影像产线上半年整体下滑 6%，但海外业务实现了高个位数增长，海外收入占比提升至 68%。 综合来看，公司正处于筑底回升阶段，预计 2027 年有望恢复双位数的增长。

2026 年中报显示创新药板块的整体业绩表现和市场前景如何？

2026 年创新药板块的中报业绩普遍超出市场预期，基本面内需强劲，板块反转行情值得持续看好。在大型制药公司中，石药集团、翰森制药、中国生物制药和先声药业的收入或利润端表现超出了年初指引或市场预期。在生物科技公司中，信达生物、百济神州、科伦博泰、康诺亚、艾力斯、诺诚健华和泽璟制药的上半年收入乃至利润端也超出了预期。 市场估值方面，过去两个月的市场反弹更多是修复了基于国内需求的估值，而海外业务拓展带来的价值则被认为存在普遍低估。同时，BD 势头良好，并呈现出重要的新变化，即非肿瘤管线的出海项目增

多，尤其以自身免疫疾病领域为代表，这些具备全球竞争力的中国管线在 2026 迎来了非常多的出海机会。

近期创新药领域，尤其是自免药物出海的底层逻辑是什么？相较于前几年以肿瘤双抗和 ADC 为主的出海趋势，为何现在看好自免领域？

创新药出海的逻辑主要体现在两个方面。首先，前两三年肿瘤领域的出海交易活跃，尤其是双抗和 ADC 药物，其大背景是 PD-1 代表性大品种（如 K 药）将在 2028 年前后专利到期。这给以实体瘤为主要业务的跨国药企带来了巨大的专利悬崖压力，因此他们对收购、并购和产品引进（license-in）的需求非常高。相比之下，以自身免疫性疾病业务为核心或主导的公司，如强生、艾伯维、罗氏等，其大品种的专利悬崖主要集中在 2031 年至 2033 年。其次，预计在 2026 年，自身免疫性疾病领域将迎来大量概念验证数据的披露。这些数据不仅围绕 IBD、银屑病等具体疾病，也涵盖了多种新技术范式，例如 Treg、CAR-T、口服多肽以及下一代口服小分子自免药物。随着自免领域大药专利悬崖的临近以及下一代药物 POC 数据的陆续公布，中国自免创新药的出海前景被高度看好，而这一块的潜力此前并未被市场充分定价。

当前创新药板块的整体投资观点是什么？其基本面和估值面呈现出怎样的特征？

整体而言，创新药板块的投资前景非常乐观，主要基于其强劲的基本面和被低估的估值面。基本面上，内需强劲，同时外需（出海）旺盛，尤其是在自免领域展现出新的增长潜力。估值面上，近期市场的反弹更多是修复了内生业务的估值，而海外大品种的价值普遍处于被低估的状态。展望未来一年，随着更多海外三期临床数据的读出，以及更多有潜力成为大品种的药物进入全球三期开发阶段以降低风险，核心创新药公司的 DCF 估值模型仍有很大的上行空间。因此，基于“内需强劲、外需旺盛”的基本面和“海外大药全面低估”的估值面，市场对创新药板块的反转行情持续看好。

基于当前的市场观点，有哪些 A 股和港股的创新药公司值得关注？其中，恒瑞医药、海思科和康诺亚近期出现了哪些显著的边际变化和投资逻辑？

推荐关注的 A 股标的包括恒瑞医药、海思科、荣昌生物、百利天恒和科伦博泰；港股标的包括石药集团、信达生物、康方生物、百济神州、和黄医药和康诺亚。其中，几家公司近期出现了较大的边际变化： 第一，恒瑞医药的核心推荐逻辑在于，未来一年预计将有超过 20 项全球三期临床研究启动，其海外业务的 DCF 估值有望从当前几乎为零或极小值的状态得到显著提升。 第二，海思科的边际变化主要体现在其已成功出海的 DPP-1 抑制剂分子。该分子在全球同类产品中排名前三，并已于 2026 年年中启动全球三期临床。近期，该领域的首创（first-in-class）公司 Insmed 将其同类分子的全球销售峰值预测从 50 亿美元上调至 70 亿美元，这验证了 DPP-1 靶点的巨大市场空间。值得注意的是，Insmed

在构建其 70 亿美元销售峰值的模型时，已考虑了一位“强劲的后来者”。基于临床数据和试验进度综合判断，这位后来者大概率指向海思科的分子。若按 30 至 50 亿美元的销售峰值测算，DPP-1 抑制剂有望为海思科贡献接近 400 亿人民币的估值。随着全球试验的推进和适应症的拓展，DPP-1 有望成为呼吸炎症领域的下一个“PD-1”。 第三，康诺亚在中期报告中最大的亮点是其 CD38 靶点药物。公司提前披露了其 CD38 治疗 IgA 肾病的二期临床数据，展现出成为同类最佳（Best-in-class）的潜力，优于武田的 CD38 及其他机制的药物。近期，CD38 靶点领域也发生了重要变化：武田在其季报中更新了 CD38 治疗 IgA 肾病的三期临床方案，将给药半年、停药半年的周期，调整为给药半年、停药 1.5 年。这一调整显示出武田对其产品疗效持久性的极强信心，该信心源于其二期数据显示，在给药 24 周后，停药 72 至 96 周，患者的肾小球滤过率仍能保持稳定，证明了 CD38 作为 B 细胞清除机制相较于 B 细胞调节机制的显著优越性。武田对该品种在 ITP 和 IgA 肾病两个适应症上的销售峰值预期为 10 至 30 亿美元，并有望在 2026 年 12 月的资本市场日上调预期。康诺亚的 CD38 药物在此时展现出 BIC 潜力，随着更完整的二期数据公布，其全球市场潜力巨大。