仅供内部参考，请勿外传

湘财证券股份有限公司
XIANGCAI SECURITIES CO.,LTD

证券研究报告 | 2026 年 08 月 24 日 | 湘财证券研究所
行业研究 | 医药行业深度报告

创新药产业链：从游击战到根据地的价值重塑

——BD 浪潮下的化学制剂、CXO 投资机遇

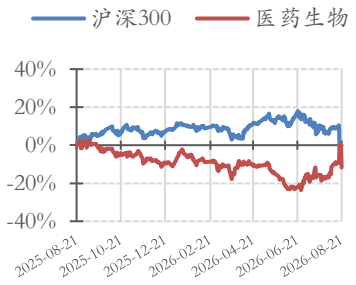
相关研究：

1.《化学制剂&医疗服务行业-龙头彰显韧性，创新驱动质变》 2026.05.20

2.《海外CXO业绩普遍超预期，全球需求复苏确认》 2026.08.16

行业评级：买入（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	7	7	-20
绝对收	5	4	-12

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： (8621)50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **中美医药股表现剪刀差，价值留存成核心矛盾**

- **XBI 与 A 股医药走势显著背离：**根据 Wind 数据，美股生物科技指数 XBI 在 2025 年全年上涨约 35.4%，年初至今（截至 2026 年 8 月 19 日）再涨 39.2%；同期 A 股医药生物 2025 年仅上涨 11.9%，2026 年初至今下跌 0.9%，两者形成鲜明剪刀差。
- **根本矛盾：**外循环 vs 内循环：我们认为，美股医药股上涨的根基在于形成了融资驱动的完整本土内循环，价值闭环留在本土；而中国创新药主要依靠 BD（License-out）驱动的外循环，知识产权与全球商业化收益大量外溢海外，更像“游击战”而非“根据地”作战。
- **资本市场定价逻辑转变：**License-out 首付款多为一次性现金流入，资本市场最终定价的是持续现金流和再投资能力。A 股医药承压的核心并非创新能力弱，而是中国创新药的胜利尚未系统性沉淀为本土医药产业的胜利。

❑ **创新药成果：头部药企创新药占比提升，出海模式升级创新成果显著**

- **头部药企创新药收入占比质变**：近年，随着我国创新药产业的蓬勃发展，国内创新药企 BD 出海创下历史纪录。与此同时，国内头部药企收入结构质变，创新药成重要推动。根据各公司年报及业绩演示材料，2025 年恒瑞医药创新药收入占药品销售收入比重达 58.34%；翰森制药创新药与合作产品收入占比 82.2%；百济神州、艾力斯、信达生物等纯创新药企占比已超 90%。
- **百济神州成出海标杆**：根据 Wind 数据，百济神州 2025 年营业总收入 382.25 亿元（+40.46%），归母净利润 14.61 亿元，首次实现全年盈利；核心产品泽布替尼 2025 年美国市场收入 28.31 亿美元(+45%)，全球商业化权利保留在公司体内，估值逻辑从 Biotech 资产包切换为全球化 Biopharma 平台。
- **出海模式从 License-out 向 Co-Co/NewCo 演进**：根据医药魔方及各公司公告，2026 年 5 月信达生物与辉瑞达成 105 亿美元 Co-Co 合作；同期恒瑞医药与 BMS 就 13 个早期项目达成 152 亿美元合作，恒瑞保留共同开发与全球商业化选择权；恒瑞通过 NewCo 形式成立 Kailera 并持股 19.9%，从前端供应商向全球合伙人跃迁。**因此，从“游击战 vs 根据地”的框架看，Co-Co、NewCo 更接近“根据地”的逻辑。**
- **学术地位显著提升**：根据药智网数据，2026 年 ASCO 年会上中国学者贡献 94 项口头报告，12 家中国创新药企的 13 项研究入选 LBA，康方生物拿下重磅级全体大会入场券。

❑ **投资展望：右侧渐成，看好创新及其产业链**

仅供内部参考，请勿外传

虽然近期医药整体表现较强，但医药生物指数较 2025 年高点仍有较大回撤，药品行业在 CXO 中报业绩推动下逐步走出右侧形态。小分子创新药层面可关注 Pan-RAS 及小核酸药物等机会。CXO 行业趋势持续向好，在全球创新药融资趋势持续向好之下目前行业需求持续复苏，龙头公司订单储备充沛，生物药、临床前安评及核心 CDMO 等细分领域增长动能尤为强劲，**CXO 整体表现亮眼是全球医药融资回暖下产业基本面持续向好的全球性的趋势，中国 CXO 相关公司具备工程师红利将充分享受产业红利，在全球产业向好的趋势下持续性预计将较强**。

❑ 投资建议

国内药企等正通过 Co-Co、NewCo 等模式升级，逐步把价值留在国内主体。我们认为，未来一定会诞生更多建立“根据地”的全球化药企，并在其带动下推动板块系统性重估，维持药品行业“买入”评级，建议关注三大主线：（1）布局特定创新药技术平台 Biotech 公司如小核酸前沿生物；（2）综合性药企如贝达药业、百济神州等；（3）创新药产业链上游 CXO、科研试剂如药明康德、药明生物、皓元医药等。

❑ 风险提示

医保控费执行力度超预期风险；药企研发投入下降风险；地缘政治与供应链风险。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

引言：为什么中美医药股分化值得重估 3
1 表象：XBI 与 A 股医药生物表现剪刀差 3
1.1 背离发生在中国 BD 景气创纪录之时 3
1.2 归因：融资驱动的“内循环”VS BD 驱动的“外循环” 4
1.2.1 美股医药股上涨的根基在于其形成了完整的本土循环 4
1.2.2 中国创新药强在资产供给，但价值留存仍未通畅 4
1.3 破局设想：从“打游击”到建立“根据地” 6
2 转机：中国创新药成果显著 7
2.1 成果证明：BD 创纪录、创新占比突破 7
2.2 百济神州——中国“根据地”式的首个成熟样板 8
2.3 模式升级：从 License-out 到 Co-Co/NewCo 10
2.4 学术成果：ASCO 崭露头角 12
3 投资展望：右侧渐成，看好创新及其产业链 14
3.1 估值底部回升，对比沪深 300 仍有性价比 14
3.2 小分子创新药：把握突破性治疗方案机会 15
3.2.1 Pan-RAS 抑制剂有望成为超级大药 15
3.2.2 小核酸向慢性病主流市场跨越 19
3.3 创新产业链 CXO：新分子实体是板块向上的核心引擎 21
3.3.1 新分子实体才是核心引擎 21
3.3.2 CXO 在手订单充沛，头部公司资本开支持续加大 22
3.3.3 全球创新药融资趋势向好，CXO 全球需求复苏确认持续性强 23
3.4 投资建议 26
4 风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1 2018 年以来 A 股医药生物与 XBI 走势对比 3
图 2 美国医药产业发展实现内循环 4
图 3 2026 年上半年中国创新药 LICENCE OUT 延续高景气 5
图 4 百济神州近年营收情况 8
图 5 百济神州近年归母净利情况 8
图 6 百悦泽®全球季度收入（美元） 8
图 7 百济神州是全球唯一在 CLL 领域拥有三款基石性产品的公司 9
图 8 百济神州在研管线 10
图 9 申万医药生物及沪深 300 走势图 14
图 10 2018 年以来医药生物行业 PE 概况 14
图 11 2018 年以来医药生物和沪深 300 对比估值溢价率 14
图 12 2018 年以来申万化学制剂 PE 概况 15
图 13 2018 年以来化学制剂和沪深 300 对比估值溢价率 15
图 14 RAS 结构与信号通路 16
图 15 导致癌症的 RAS 亚型的百分比分布 16
图 16 DARAXONRASIB 机制通路 18
图 17 Daraxonrasib 主要终点：RAS G12 人群 18
图 18 Daraxonrasib 关键次要终点：总人群 18
图 19 药明康德 TIDES 业务产能及增长情况 21
图 20 药明康德 TIDES 业务营收及占营收比重情况 21
图 21 药明合联营收保持高增长 22
图 22 XDC 业务占药明生物营收比例不断提升 22
图 23 2026H1 全球创新药投融资事件数（单位：个）+6.1%，国内创新药融资事件数（单位：个）+16.3% 24
图 24 2026H1 全球创新药融资总额（单位：美元）+58.6%，国内创新药融资总额（单位：美元）+79.3% 24

表 1 进入 2026 年中美医药股驱动逻辑对比 6
表 2 中国本土药企全球化需要具备的能力 6
表 3 头部药企及创新药企业创新药产品收入情况 7
表 4 中国创新药出海模式对比 11
表 5 部分 Co-Co/NewCo 模式出海案例 12
表 6 部分中国公司在 ASCO 会议学术成果 13
表 7 目前已有 6 款 KRAS 抑制剂上市 17
表 8 SiRNA、小分子和抗体药物模式的比较 19
表 9 三款药物证明了小核酸技术在罕见病和慢性病领域的巨大商业潜力 20
表 10 2025 年中国小核酸关键交易 20
表 11 CXO 板块部分公司订单情况 23
表 12 部分海外 CXO 公司 2026Q2 业绩情况 25

仅供内部参考，请勿外传

引言：为什么中美医药股分化值得重估

2025 年以来，中美医药股走出了一条鲜明的剪刀差曲线。为何中国创新药资产在 2025 年全球 BD 市场（License-out）中表现抢眼、交易规模创历史新高，但 A 股医药板块却持续低迷？本文分析了差异的表象、根本原因，以及中国创新药产业是否具备走出右侧行情的条件。通过分析，我们认为中美医药股表现出的分化背后反映的，是两套完全不同的产业循环机制。而国内药企正通过 Co-Co、NewCo 等模式升级，逐步把价值留在国内主体。同时，以百济神州为首的中国公司立足全球，正逐渐成为具有全球化能力的综合药企，**未来中国一定会诞生更多“建根据地”的全球化药企，并在其带动下推动板块系统性重估。**

1 表象：XBI 与 A 股医药生物表现剪刀差

1.1 背离发生在中国 BD 景气创纪录之时

美股生物科技 ETF（XBI）在 2025 年全年上涨约 35.4%，其中下半年单边上涨 47.0%，并在进入 2026 年后延续强势，年初至今（2026 年 8 月 19 日）再涨 39.2%。同期 A 股医药板块却表现黯淡——2025 年全年医药生物仅上涨 11.9%，2026 年初至今下跌 0.9%。

虽然近期医药板块触底回升，但 XBI 与 A 股生物医药的指数走势剪刀差现象仍然值得深入探讨。尤其值得关注的是，这种背离恰恰发生在中国创新药 BD 景气创纪录之时。

图 1 2018 年以来 A 股医药生物与 XBI 走势对比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

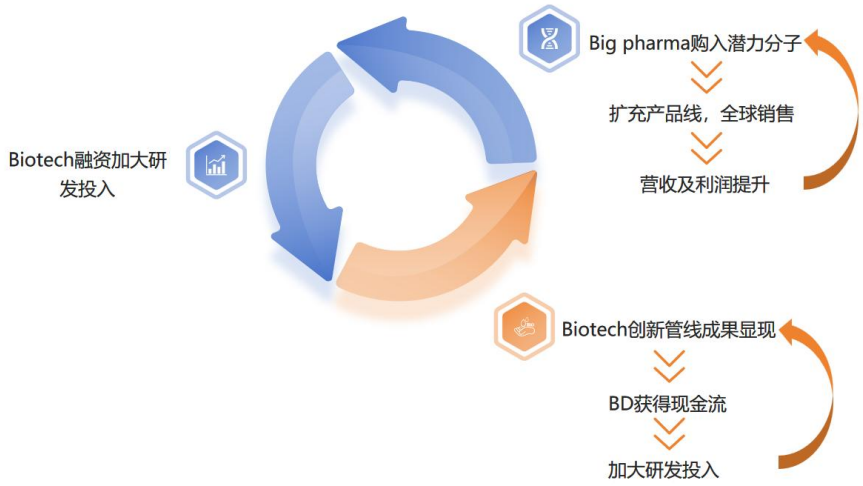
仅供内部参考，请勿外传

1.2 归因：融资驱动的“内循环”VS BD 驱动的“外循环”

1.2.1 美股医药股上涨的根基在于其形成了完整的本土循环

美股医药股上涨的根基在于其形成了完整的本土循环。我们认为，美股 Biotech 近期上涨的直接催化为以下三点：（1）降息周期降低融资成本，资金回流生物科技板块；（2）政策与药价不确定性持续出清；（3）专利悬崖驱动 MNC 大规模并购，为 Biotech 提供退出与定价。**但我们认为，从更长期的维度来看，美股医药股上涨的根基在于其形成了完整的本土循环。**我们将这种模式称为“根据地作战”。美国医药产业 BD 的每一个环节、每一份价值，都留在了美国本土的医药生态体系内：资本、知识产权、商业化收益、再投资，全部在境内完成闭环。这就是“内循环”的本质，也是 XBI 能够持续上涨的根基。

图 2 美国医药产业发展实现内循环



资料来源：湘财证券研究所制作

1.2.2 中国创新药强在资产供给，但价值留存仍未通畅

海外 MNC 对中国创新药资产接受度不断提升，国内创新药迎来供给能力与需求能力共振的黄金窗口。尤其近两年国内创新药 BD 项目数与金额屡创新高：根据药智网数据，2025 年 License-out 158 笔，首付款 70 亿美元，总金额 1,357 亿美元。2026 年上半年延续高景气，其中交易额达 997 亿美元，数量及金额均超 2024 年全年，数量达 2025 年全年 63%，总金额达 2025 年全年 73%，有望继续突破历史新高同比增长 73%。**以上表明海外 MNC 对中国早期资产的接受度快速提升。**同时，由于专利悬崖临近，跨国药企需要提前布局大量新管线以填补未来收入缺口——这使中国创新资产在全球范围内迎来

仅供内部参考，请勿外传

供给能力与需求能力共振的黄金窗口。

图 3 2026 年上半年中国创新药 LICENCE OUT 延续高景气



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

但问题在于，License-out 交易能证明分子价值，却未必能把长期价值留在中国医药产业内。License-out 的商业本质，是在较早阶段把分子或区域权益授权给海外伙伴，换取首付款、里程碑和未来分成。其优点明显：回笼现金快、降低研发资本开支、验证资产价值、借助 MNC 全球临床和商业化能力放大成功概率。但结构性缺陷同样明显：全球临床主导权多转移给海外 MNC，最终全球商业化网络和终端收益更多沉淀于海外伙伴。中国上市公司获得的多是前期首付款、里程碑、特许权使用费，而非完整的全球销售利润池。**Licence-out 模式的中国创新药企业的发展很像“游击战”**——能打赢局部战斗，甚至战果亮眼，但打下的地盘通常不归自己经营。海外 MNC 才是最终把资产做成全球重磅药、形成销售团队和生命周期管理体系的根据地主人。

以上也就能解释为什么进入到 2026 年，BD 驱动的股价上涨似乎不再凑效，整体国内医药指数表现稍弱。资本市场最终定价的是持续现金流和再投资能力，而不是单次事件本身。License-out 的首付款当然能改善公司现金流，但它通常更接近一次性现金流入，除非后续里程碑和分成持续兑现，否则难以支撑长期估值体系切换。**所以，A 股医药承压的核心不是中国医药创新能力弱，而是中国创新药的胜利尚未系统性地沉淀为中国本土医药产业的胜利。**

仅供内部参考，请勿外传

表 1 进入 2026 年中美医药股驱动逻辑对比

维度	美股（XBI）	A 股（申万医药）
核心驱动	融资驱动的内生需求	BD（License-out）驱动
价值循环	内循环，价值闭环留在本土	外循环，IP 与收益外溢海外
知识产权归属	本土持有	多授权给海外 MNC
融资环境	降息+并购退出顺畅	一级回暖但 IPO 通道仍受限
收益性质	可持续内生增长	一次性/分期 BD 里程碑

资料来源：湘财证券研究所制作

1.3 破局设想：从“打游击”到建立“根据地”

既然中国医药产业的症结在于大部分是“游击战”而非“根据地”作战，那么破局之路就清晰了：**中国必须走出一批真正全球化、能建立根据地的药企**——不再只是把早期分子当精兵卖给海外 MNC 去打游击，而是自己掌握全球临床、注册、商业化的全链条能力，把知识产权和全球商业化收益**留在国内上市公司主体内**，从而将“外循环”转化为“内循环”、将游击战果转化为可经营的根据地。唯有如此，创新成果才能在二级市场兑现为可持续的内生增长和持续的估值抬升，中国医药股才能像 XBI 一样走出趋势性、可持续的行情。

而建立根据地的全球化药企，不是简单地把产品卖到海外，而是需要具备全球化的临床能力、全球注册能力、全球商业化能力、资金循环能力、国家化团队及跨区运营的组织能力。

表 2 中国本土药企全球化需要具备的能力

	具体内容	对应价值沉淀
全球临床能力	自主设计并推进多区域临床、与 FDA/EMA 沟通	决定开发主导权与时间效率
全球注册能力	独立或主导海外注册申报	决定上市节奏与标签价值
全球商业化能力	海外销售团队、准入、市场教育	决定长期销售利润是否留在公司体内
资金循环能力	用销售现金流反哺研发	决定是否形成可复利内循环
组织能力	国际化管理团队、跨区域运营平台	决定全球化是否可复制

资料来源：湘财证券研究所制作

仅供内部参考，请勿外传

2 转机：中国创新药成果显著

2.1 成果证明：BD 创纪录、创新占比突破

国内创新药企 BD 出海创下历史纪录，国内头部药企收入结构也发生了质变，创新药成重要推动。回首国内药企发展，当前头部企业收入已发生质变，主要头部创新药企创新药占比持续提升，这也是内资药企走向全球的重要支撑。典型的如，**恒瑞医药：创新药收入** 163.42 亿元，占药品销售收入比重达 58.34%（总营收 316.29 亿元，净利润 77.11 亿元）；**翰森制药：**创新药与合作产品收入占比 82.2%（合作授权收入 22.1 亿元，含口服 GLP-1 授权默沙东里程碑）；**中国生物制药：**创新产品收入占比 47.8%，距 50%仅一步之遥，未来三年约 20 款创新药/新适应症待获批。纯创新药企更加极致：艾力斯 99.48%、百济神州 98.86%、信达生物 91.2%。

表 3 头部药企及创新药企业创新药产品收入情况

公司名称	2025 年创新药相关收入	核心披露指标与占比	其他关键经营数据
恒瑞医药	163.42 亿元	创新药收入占药品销售收入比重达 58.34%	总营收 316.29 亿元；净利润 77.11 亿元；研发投入 87.24 亿元(占营收 27.6%)；2026 年目标创新药销售收入增长超 30%
翰森制药	123.54 亿元	创新药与合作产品销售收入占总收入比重为 82.2%	合作授权收入 22.1 亿元(包括口服 GLP-1 授权给默沙东等里程碑付款)；仿制药 27 亿元同比下滑 4%
中国生物制药	152.2 亿元	创新产品收入占总营收比重达 47.8%	总营收 318.3 亿元;未来三年预计约 20 款创新药或新适应症获批
石药集团	约 100-115 亿元	广义创新药收入占总收入比重已逼近 40%-45%	总营收 260.06 亿元(同比下滑 10.4%)；研发投入 58.09 亿元(占成药收入 28.2%)
复星医药	98.93 亿元	创新药品收入占制药业务收入比重 33.16%(2024 年为 26.39%)	研发总投入 59.13 亿元(+6.46%)
艾力斯	约 51.6 亿元	抗肿瘤类创新药收入占总营收比例 99.48%	总营收 51.87 亿元(+45.8%)；净利润 21.89 亿元(+53.10%)；毛利率 97.51%
百济神州	约 377.7 亿元	主要来自泽布替尼/替雷利珠单抗	首次盈利，归母净利润 14.6 亿元
诺诚健华	14.4 亿元	创新药品收入占总营收 60.73%(主要来自奥布替尼等)	技术授权收入 9.04 亿元占营收 38.07%；研发投入 9.52 亿元
君实生物	23.0 亿元	药品销售收入占总营收 92.11%	总营收 24.98 亿元(+28.23%);净亏损 8.75 亿元(收窄)；研发投入 13.42 亿元(占营收 53.72%)
贝达药业	约 99%占比	药品销售收入占营收 99.12%	总营收 36.09 亿元(+24.81%)；净利润 3.05 亿元(-24.15%)
荣昌生物	约 23.1 亿元	生物药收入占总营收 70.97%(泰它西普/维迪西妥单抗)	全年扭亏为盈，净利润 7.1 亿元；技术授权收入 8.95 亿元占营收 27.53%
信达生物	约 119 亿元	产品收入占总营收 91.2%，创新药产品同比增长 44.6%(18 款上市产品中 12 款纳入医保)	首次全年盈利净利润 8.14 亿元

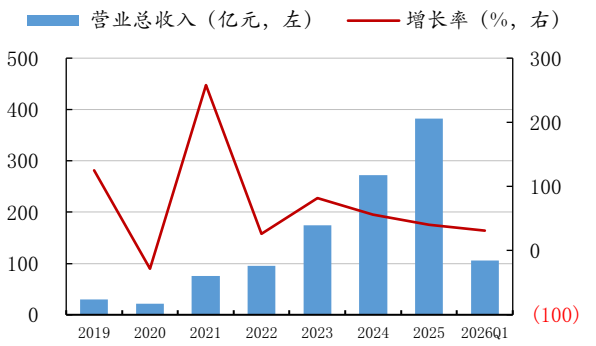
资料来源：Wind、各公司 2025 年年报、各公司业绩演示材料、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2 百济神州——中国“根据地”式的首个成熟样板

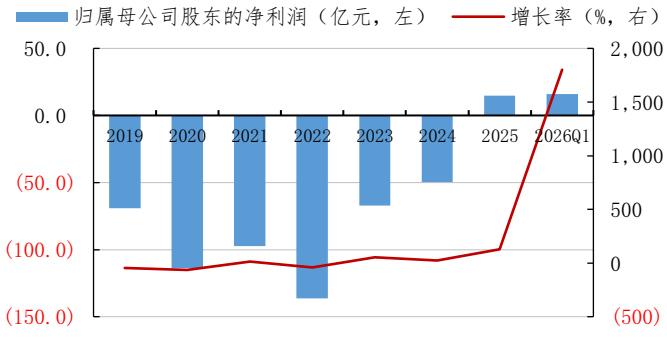
百济神州营业总收入从 2019 年的 29.54 亿元攀升至 2025 年的 382.25 亿元，归母净利润由 2019 年的-69.15 亿元，增长至 2025 年的 14.61 亿元，成功扭亏。且 2026 年 Q1 继续保持营收及利润的高速增长，营收实现 105.44 亿元，同比增长 31.02%，归母净利实现 16.08 亿元，超 2025 年全年。

图 4 百济神州近年营收情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

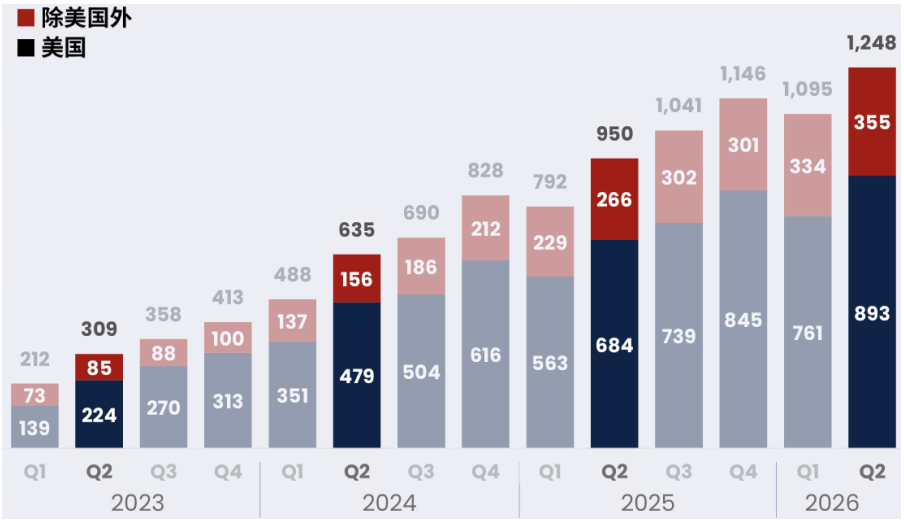
图 5 百济神州近年归母净利情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

百济神州的标志性产品是泽布替尼，也是公司业绩高速增长的重要推动力。2025 年泽布替尼在美国市场收入 28.31 亿美元 (+45%)，并成为首个国产“十亿美元分子”，覆盖全球 80 多个市场，2026H1 全球销售额约 23 亿美元，以美元计同比增长约 34.5%。

图 6 百悦泽®全球季度收入（美元）



资料来源：百济神州业绩演示材料、湘财证券研究所

百济为什么能成为中国全球化的样板？不是单品成功，而是体系成功。百济的成功是真正拿下了全球最核心的创新药市场之一。其主要产品泽布替尼的关键不只是销售额高，而是全球商业化权利主要保留在公司体内。这意味着其美国收入不会变成别人的报表，而是留在百济自身财务报表中，进而支撑

仅供内部参考，请勿外传

更多研发投入、组织扩张和估值提升。这就是“根据地”的最核心定义。

目前，百济神州是全球唯一在 CLL 领域拥有三款基石性产品的公司。百济已成长为拥有“早期药物发现—临床前研究—全球临床运营—自主规模化生产—全球商业化”全周期能力的一体化全球肿瘤创新公司。这条路一旦跑通，**公司的估值逻辑就从 Biotech 资产包切换为全球化 Biopharma 平台。**

图 7 百济神州是全球唯一在 CLL 领域拥有三款基石性产品的公司



资料来源：百济神州业绩演示材料、湘财证券研究所

百济神州的在研管线呈现“血液肿瘤纵深迭代+实体瘤加速兑现”的双轮格局。**（1）血液肿瘤方面，**泽布替尼作为全球唯一在头对头研究中证实相较伊布替尼具有优效性的 BTK 抑制剂，持续扩张适应症边界。索托克拉（BCL-2 抑制剂）的美国 NDA 监管决定预计 2026 年揭晓，将提供固定疗程治疗范式。最具爆发力的资产是 BGB-16673（BTK CDAC），基于靶向蛋白降解机制全面覆盖耐药突变，2026 年下半年有望向 FDA 递交加速批准申请，同时拓展慢性自发性荨麻疹适应症。三者组合将实现对 CLL/SLL 全治疗谱的覆盖。**（2）实体瘤方面，**四大重点项目齐头并进：BGB-43395（高选择性 CDK4 抑制剂）在 HR+/HER2-乳腺癌一线治疗中展现出优异安全性，全球 3 期试验已启动入组；BG-C9074（B7-H4 ADC）在卵巢癌中经确认 ORR 达 45.5%，不受表达水平限制；BGB-B2033（GPC3×4-1BB 双抗）在肝癌中 ORR 达 28.9%，获 FDA 孤儿药认定，下半年启动关键性研究；BON-110（PD-1×VEGF-A×CTLA-4 三抗）已启动首次人体试验。

仅供内部参考，请勿外传

图 8 百济神州在研管线



[1]映恩生物合作项目，[2]安进合作项目，[3]华辉安健合作项目，[4]Zymeworks/Jazz合作项目
有关我们的商业化产品的完整列表（包括授权引进产品）以及商业权利和合作细节，请参见我们最近的10-K文件

资料来源：百济神州官网、湘财证券研究所 注：更新日期 2026 年 8 月 3 日

2.3 模式升级：从 License-out 到 Co-Co/NewCo

中国药企全球化苗头已经产生，当前中国创新药出海模式也正在发生**质的升级**——从早期一次性卖断（License-out）向**深度参与全球价值创造**演进，国内药企开始在出海交易中保留更多权益和主导权，这种新型的交易模式主要以海外共同开发模式 CoCo 及 NewCo 模式为主。从“游击战 vs 根据地”的框架看，海外共同开发模式及 NewCo 模式两者都比单纯打赢一仗就撤退更接近建根据地的逻辑。

仅供内部参考，请勿外传

表 4 中国创新药出海模式对比

	自主出海	产品授权出海	海外合作开发	NewCo 模式
现状	较少，仅极少数成功案例	目前主流方式	较为少见	较少，企业积极尝试
依赖资源	依靠自身研发、资金、团队运营和商业化能力	合作伙伴的研发和商业化能力	较强的研发、项目管理能力和资金支持	依靠合作方的商业化能力，以及资本方的资源
优势	• 全自主，能够追求利润最大化 • 品牌打造，能力提升	• 降低风险，快速进入海外市场 • 快速收回资金	• 保留更多权益和控制力 • 深度参与全球开发 • 海外市场注册能力提升	• 在回笼资金、股权控制、后续权益间平衡 • 交易金额相对更灵活
劣势	• 投入大，高资金需求，风险集中 • 对产品竞争力、临床开发、商业化能力要求高	• 大部分收益归属合作方 • 存在退货风险 • 对产品海外控制和话语权较少	• 对资金和管理能力要求高 • 协调成本高	• 未来现金流相较有限 • 多方利益协调及海外运营难度大 • 交易模式复杂，设计难度高
适合企业	资金实力雄厚、国际运营能力强的 big pharma	• 资金不足、海外商业化资源有限的 biotech • 需要优化管线布局的 big pharma	研发能力较强的特定重磅产品	研发能力强、早期资产潜力大，寻求海外市场的药企

资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

2023 年以前，中国创新药出海以 License-out 为绝对主流——“卖青苗”换首付。2024 年 NewCo 模式爆发，以恒瑞为首的创新药公司先以“股权+授权费”模式锁定长期收益。2025—2026 年，信达、恒瑞相继与武田、BMS、辉瑞达成 Co-Co 交易，中国企业从“管线供应商”向“全球合伙人”跃迁。

➢ **Co-Co 模式兴起。**2026 年 5 月，信达生物与辉瑞达成总额 105 亿美元的全球战略合作，其中 4 个项目采用共同开发与商业化（Co-Co）模式，信达在全球范围内与辉瑞共担风险、共享利润，从“前端供应商”转变为贯穿全产业链的深度合伙人。同月恒瑞医药与 BMS 就 13 个早期项目达成总额 152 亿美元的合作，恒瑞拥有共同开发与全球商业化的选择权。与传统 License-out 最大不同在于，药企不再只是出售资产，而是保留后续价值创造环节的参与权。

➢ **NewCo 与渠道换市场。**恒瑞通过 NewCo 形式成立 Kailera 等海外公司并保留股权（持有 Kailera 19.9%股权），既出海又保留长期权益 。这类模式的本质是把国际化运营平台前置搭建起来，让海外融资、海外团队、海外临床围绕中国资产展开，但中国母公司仍保留关键权益。

因此，从“游击战 vs 根据地”的框架看，Co-Co、NewCo 两者都比单纯打赢一仗就撤退更接近“根据地”的逻辑。

仅供内部参考，请勿外传

表 5 部分 Co-Co/NewCo 模式出海案例

公司	合作方	交易总额	模式特征	战略含义
信达生物	辉瑞	105 亿美元	部分项目**共同开发与商业化（Co-Co）**	从前端供货转向全球价值共创
恒瑞医药	BMS	152 亿美元	保留共同开发与全球商业化选择权（CoCo 模式）	权益保留显著提升
迈威生物	Kalexo	迈威生物将从 Kalexo 获得最高可达 10 亿美元的预付款和里程碑付款	除了现金对价外，迈威生物将在符合约定条件下另外获得 Kalexo 总计双位数的 A 轮优先股。	携手前诺华高管创立的 Aditum Bio 组建专属平台，借助其孵化运营能力加速临床推进，从单纯卖 IP 转向股权共担、利益深度绑定的全球化合作。
恒瑞医药	Braveheart	7500 万美元	Braveheart Bio 将向恒瑞医药支付 6500 万美元首付款（含 3250 万美元现金和等值 3250 万美元的 Braveheart Bio 公司股权）	共同推进研发成果的高效转化，加速融入全球药物创新网络。
恒瑞医药	Kailera	持有 Kailera 19.9%股权	New Co 模式设海外平台并保留长期股权收益	从一次性授权转向长期权益分享

资料来源：迈威生物公告、恒瑞医药官网、信达生物公告、湘财证券研究所

2.4 学术成果：ASCO 崭露头角

根据药智网数据，2026 年 ASCO 年会上，中国学者贡献了 94 项口头报告，有 12 家中国创新药企的 13 项研究入选 LBA，康方生物更是拿下了全场唯一的重磅级全体大会入场券。对比 2024 年的 48 项口头报告，两年间增长近一倍——中国创新药的学术成绩单，无疑刷出了历史新高，中国全球化药企的群体正在崛起。

仅供内部参考，请勿外传

表 6 部分中国公司在 ASCO 会议学术成果

入选形式	企业	核心资产	关键数据/看点
Plenary LBA	康方生物	依沃西（PD-1/VEGF 双抗）	HARMONi-6 研究：依沃西联合化疗 vs 替雷利珠单抗联合化疗一线治疗晚期鳞状 NSCLC。中位 OS 27.89 vs 23.69 个月，HR=0.66（95% CI:0.50–0.87）。
LBA+口头报告	百利天恒	iza-bren（EGFR×HER3 双抗 ADC）、T-Bren（HER2 ADC）	LBA 报告为 iza-bren 三阴性乳腺癌III期注册临床数据；另口头报告包括 iza-bren 食管鳞癌III期、T-Bren 复发或转移性卵巢癌III期、BL-M14D1 小细胞肺癌/神经内分泌癌I期、SI-B001 头颈鳞癌II期。
LBA	信达生物	IBI363（PD-1/IL-2α-bias 双特异性融合蛋白）	单药治疗晚期免疫耐药 NSCLC：3 mg/kg Q3W 剂量组肺鳞癌 mOS 18.2 个月（95% CI:10.7–NE），24 个月 OS 率 47.8%（95% CI:28.7–64.7）；联合化疗一线治疗 PD-L1 阴性或低表达晚期 NSCLC：3→1.5 mg/kg 剂量组 ORR 86.4%，cORR 81.8%，DCR 100%。
LBA	迪哲医药	舒沃替尼（EGFR TKI）	WU-KONG28 全球III期研究：舒沃替尼单药 vs 含铂双药化疗一线治疗 EGFR exon20ins 突变 NSCLC，主要终点 PFS 显著改善（中位 PFS 10.3 vs 7.5 个月，HR=0.65，P=0.0008），同步发表于《新英格兰医学杂志》，入选 ASCO LBA。
LBA	荣昌生物	维迪西妥单抗（RC48，HER2 ADC）	16 项研究入选 ASCO，其中 RC48-C027 胃癌II期研究以 LBA 形式发布更新数据：HER2 高表达组，联合方案 vs 对照组，mPFS 18.0 vs 13.8 个月（HR=0.58），mOS 未达到 vs 21.6 个月（HR=0.42），ORR 82.4%；HER2 中低表达组，PFS HR=0.62，OS HR=0.61。
口头报告	科伦博泰	芦康沙妥珠单抗（SKB264，TROP2 ADC）	OptiTROP-Lung05 注册III期研究 SKB264 联合帕利珠单抗 vs 帕博利珠单抗单药一线治疗 PD-L1 TPS≥1%的 NSCLC。期中分析达到 PFS 主要终点，PFS HR=0.35（95% CI:0.26–0.47）。
口头报告	百济神州	泽尼达妥单抗（HER2 双抗）+替雷利珠单抗（PD-1）	泽尼达妥单抗联合替雷利珠单抗与化疗一线治疗 HER2 阳性胃食管腺癌III期研究：mOS 26.4 个月，OS HR=0.72。

资料来源：药智网、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 投资展望：右侧渐成，看好创新及其产业链

3.1 估值底部回升，对比沪深 300 仍有性价比

虽然近期医药整体表现较强，但整体对比 2025 年高点仍有较大回撤。截至 2026 年 8 月 19 日，申万医药指数收盘报 8307.51 点，较 2025 年 9 月 8 日收盘价回撤仍有 14.1%。

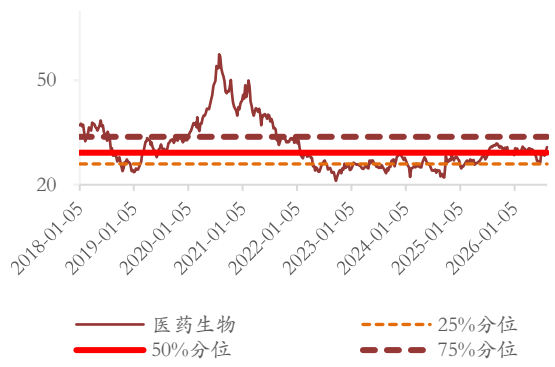
图 9 申万医药生物及沪深 300 走势图



资料来源：Wind、湘财证券研究所

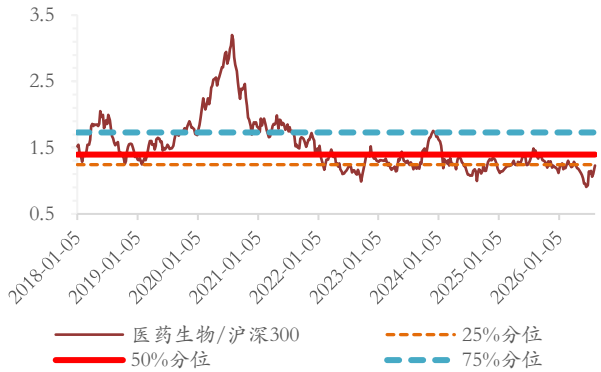
从医药生物历史估值来看，整体 PE（TTM，剔除负值）估值已从 2021 年高点回落至 2026 年 8 月 19 日的 30.42 倍，医药生物与沪深 300 的估值溢价率从高点将近 3 倍左右回落至 1.24 倍。

图 10 2018 年以来医药生物行业 PE 概况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2018 年以来医药生物和沪深 300 对比估值溢价率

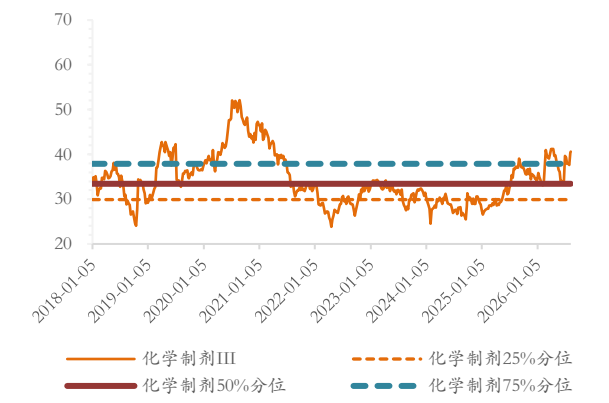


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从化学制剂历史估值来看，整体 PE（TTM，剔除负值）估值已从 2021 年高点回落至 2026 年 8 月 19 日的 39.39 倍，医药生物与沪深 300 的估值溢价率从高点将近 3 倍处回落至 1.90 倍。

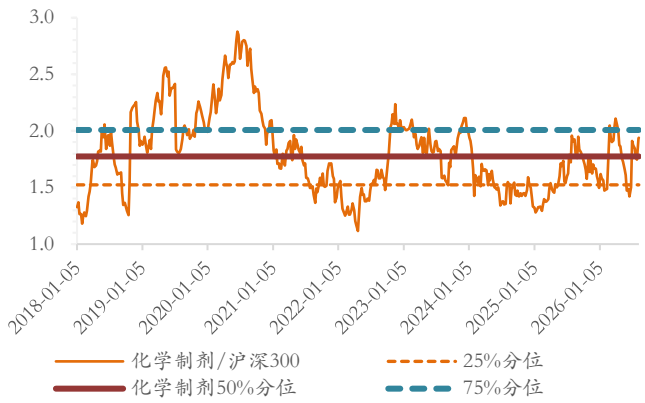
仅供内部参考，请勿外传

图 12 2018 年以来申万化学制剂 PE 概况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2018 年以来化学制剂和沪深 300 对比估值溢价率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

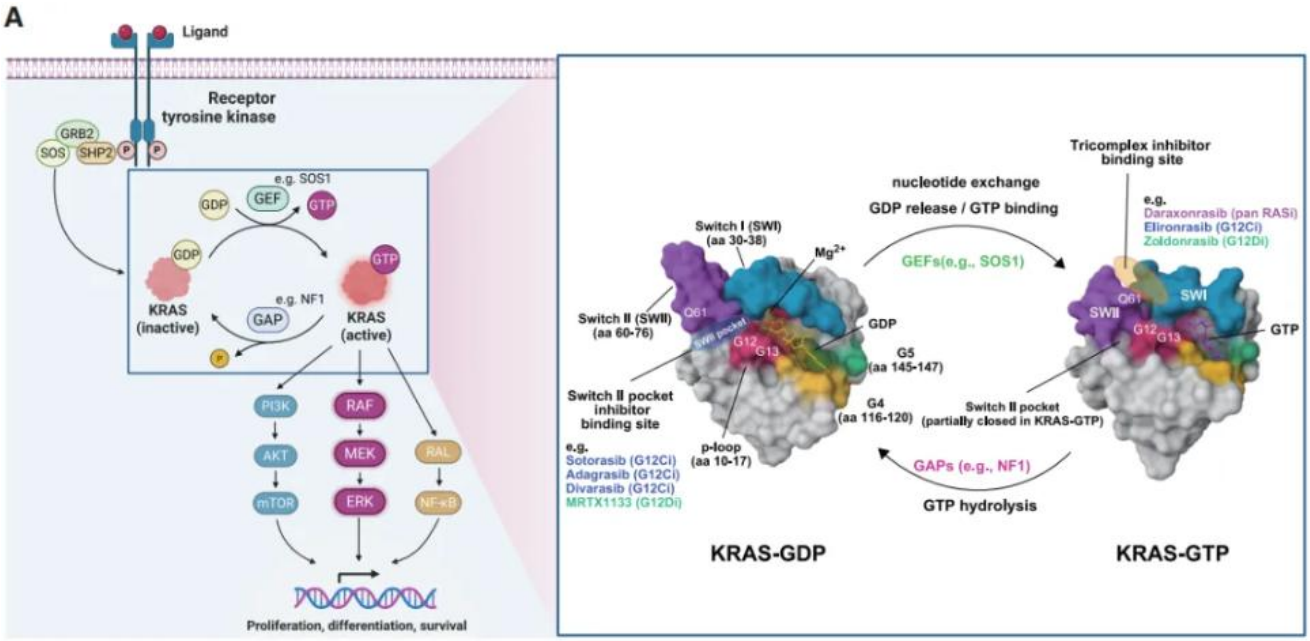
3.2 小分子创新药：把握突破性治疗方案机会

3.2.1 Pan-RAS 抑制剂有望成为超级大药

RAS 蛋白属于鸟苷三磷酸（GTP）酶家族，可在结合鸟苷二磷酸（GDP）的非活化关闭态（OFF）与结合 GTP 的活化开启态（ON）之间循环转换。该循环过程受到鸟苷酸交换因子（GEF）与 GTP 酶激活蛋白（GAP）的精密调控。神经纤维蛋白（NF1）等 GAP 能够显著提升 RAS 自身的 GTP 水解速率，使 RAS 转换为非活化关闭态；而 SOS1 等 GEF 可催化核苷酸交换，促使 RAS 由结合 GDP 的关闭态转变为结合 GTP 的开启态。RAS 蛋白活化后，Switch I 与 Switch II 发生构象改变，结合多种下游效应分子，其中最主要为各类快速加速纤维肉瘤（RAF）蛋白激酶，进而触发磷酸化级联反应，激活经典 RAF/MEK/ERK 通路。RAS 突变驱动肿瘤高度依赖 ERK 信号；同时 RAS 还可激活 PI3K/AKT/mTOR 通路以及 RalGDS 通路。多条信号通路协同调控细胞生长、增殖、迁移、代谢与分化。

仅供内部参考，请勿外传

图 14 RAS 结构与信号通路

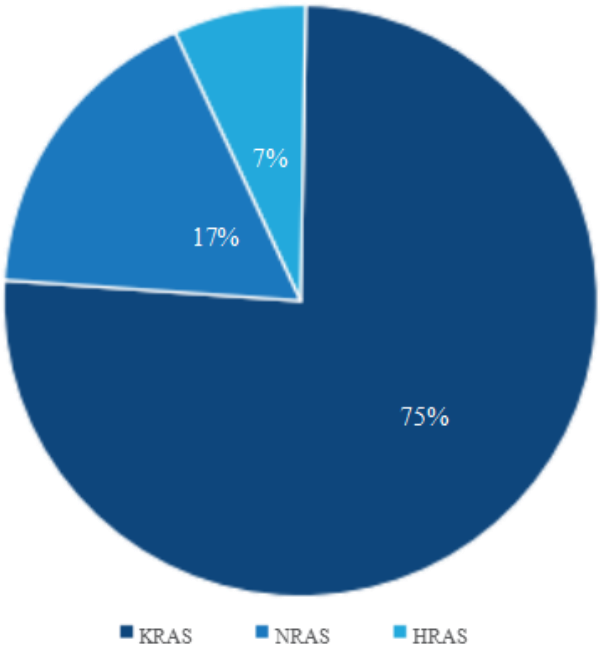


资料来源：Cancer Cell、湘财证券研究所

根据劲方医药招股书，约90%的胰腺癌、30%至40%的结直肠癌(「CRC」)和15%至20%的肺癌患者检测到KRAS突变。这些突变通常导致癌症患者对靶向疗法产生耐药、疗效不佳。

RAS蛋白是人类癌症中常见的突变原癌基因，由HRAS、KRAS及NRAS三个普遍表达的基因编码。所有人类癌症中的约30%存在三种RAS癌基因突变，这些突变通过RAS介导信号通路的异常激活，推动肿瘤的生长与转移。

图 15 导致癌症的 RAS 亚型的百分比分布



资料来源：劲方医药招股书、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

已上市 KRAS 抑制剂仍集中于 KRAS G12C，治疗场景以既往治疗后 KRAS G12C 突变 NSCLC 为主。目前全球已上市直接 KRAS 抑制剂共 6 款，均为 KRAS G12C 抑制剂，其中 Amgen 的 Lumakras/Lumykras（sotorasib）和 BMS/Mirati 的 Krazati（adagrasib）率先在海外获批，并已从经治 NSCLC 拓展至后线 mCRC 联合 EGFR 抗体治疗；中国大陆已获批 fulzerasib、garsorasib、glecirasib、sosimerasib 4 款国产 KRAS G12C 抑制剂，获批适应症均集中于既往系统治疗后的 KRAS G12C 突变晚期 NSCLC。

表 7 目前已有 6 款 KRAS 抑制剂上市

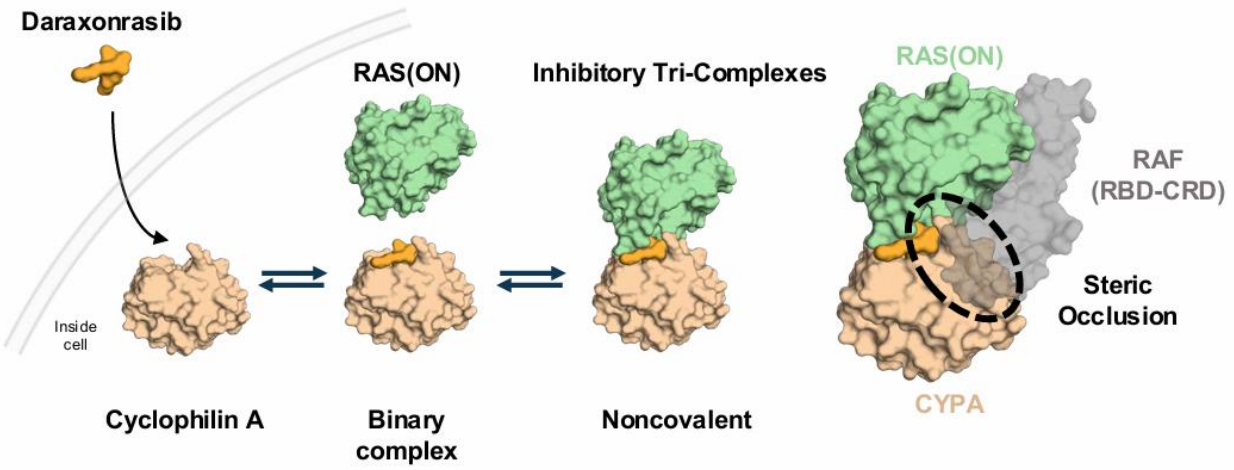
药物	公司/权益	靶点	已上市适应症	首次获批时间/区域
Sotorasib	Amgen	KRAS G12C	2L+ KRAS G12C 突变晚期/转移性 NSCLC；后线 mCRC 联合 panitumumab	2021-05 / FDA (NSCLC)
Adagrasib	BMS / Mirati	KRAS G12C	2L+ KRAS G12C 突变局晚/转移性 NSCLC；后线 CRC 联合 cetuximab	2022-12 / FDA (NSCLC)
Fulzerasib	信达生物 / 劲方医药	KRAS G12C	既往系统治疗后 KRAS G12C 突变晚期 NSCLC	2024-08 / NMPA (中国)
Garsorasib	益方生物 / 中国生物制药	KRAS G12C	既往系统治疗后 KRAS G12C 突变晚期 NSCLC	2024-11 / NMPA (中国)
Glecirasib	加科思 / 艾力斯	KRAS G12C	既往系统治疗后 KRAS G12C 突变 NSCLC	2025-05 / NMPA (中国)
Sosimerasib	杭煜药业 / 济民可信	KRAS G12C	既往系统治疗后 KRAS G12C 突变晚期 NSCLC	2026-02 / NMPA (中国)

资料来源：丁香园 Insight、湘财证券研究所

Daraxonrasib 提交上市申请，Pan-RAS 即将迎来突破。方法与泛 KRAS 方法不同，泛 KRAS 方法同时针对多种 KRAS 突变。泛 KRAS「失活」状态抑制剂容易受到由上游受体酪氨酸激酶信号通过丝裂原活化蛋白激酶（「MAPK」）再激活引起的适应性耐药影响。此外，泛 KRAS「失活」状态抑制剂已发现对某些 KRAS 突变体无效，例如 KRAS G12R 或 KRAS Q61X，这些突变体在肿瘤细胞中几乎完全损害了 GTP 酶活性。因此，泛 RAS「活化」状态抑制剂，可能涵盖更大的患者人群，且与现有的泛 KRAS「失活」状态抑制剂相比产生更好的临床效果。目前备受关注的 Pan-RAS「失活」状态抑制剂进展最快的是 Revolution Medicines 的 Daraxonrasib，Daraxonrasib 是一种非共价结合、具有广谱 RAS isoform 和突变体抑制活性的分子，这使得它可以同时针对多种常见的 RAS 驱动肿瘤，包括 KRAS、NRAS 和 HRAS 突变体。Daraxonrasib 能够形成与 RAS（GTP 结合状态）和伴侣蛋白 Cyclophilin A 的三元复合物，从而阻断 RAS 下游信号并抑制肿瘤细胞增殖。该抑制剂对多种 RAS 突变体和野生型 RAS 具广谱活性。7 月 22 日，Revolution Medicines 宣布 Daraxonrasib（RMC-6236）用于治疗经治胰腺导管癌（PDAC）的新药上市申请（NDA）已获得 FDA 受理。

仅供内部参考，请勿外传

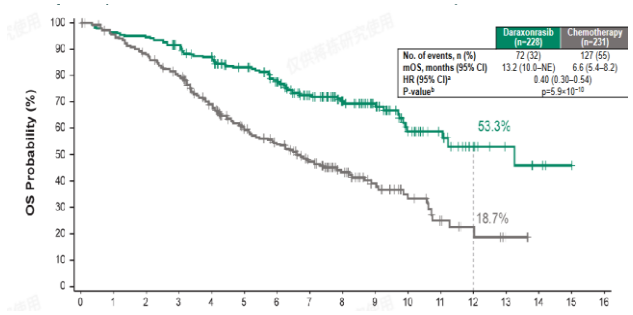
图 16 DARAXONRASIB 机制通路



资料来源：Revolution Medicines 演示材料、湘财证券研究所

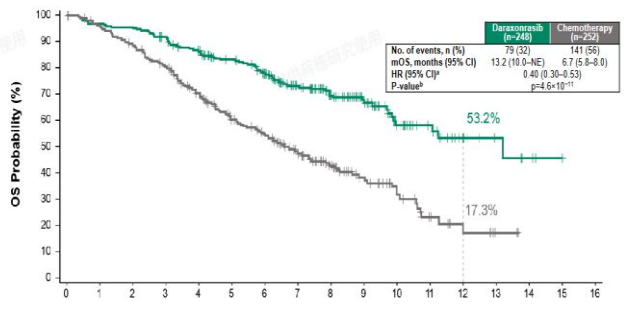
Daraxonrasib 上市申请基于一项**全球 III 期 RASolute 302 研究**数据。RASolute 302 旨在评估 daraxonrasib 在既往接受过治疗的 PDAC 患者中的疗效和安全性，共纳入了 500 名受试者。结果显示，该研究达到了所有主要终点和关键次要终点。在 RAS G12 人群中，daraxonrasib 治疗组和化疗组 **mOS 分别为 13.2 个月、6.6 个月**，**mPFS 分别为 7.3 个月和 3.5 个**月。在总体人群中，daraxonrasib 组和化疗组 mOS 分别为 13.2 个月、6.7 个月，mPFS 分别为 7.2 个月和 3.6 个月。安全性相对可管理，daraxonrasib 组和化疗组≥3 级治疗相关不良事件（TRAE）的发生率分别为 43.6% 和 57.5%。如果获批，将成为**胰腺癌领域第一个真正意义上的 RAS 靶向治疗药物**。根据医药魔方数据，胰腺癌被称为“癌中之王”，其特征是确诊时通常已是晚期、对标准化疗耐药以及高死亡率。在美国，每年约有 6 万人确诊，约有 5 万人因其死亡。PDAC 及其变体是最常见的一种胰腺癌类型，约占所有胰腺癌病例的 92%。PDAC 也是 RAS 突变最常见的肿瘤类型，超过 90%的患者携带这类突变。据统计，**美国转移性 PDAC 患者的 5 年生存率约为 3%。**

图 17 Daraxonrasib 主要终点：RAS G12 人群



资料来源：Revolution Medicines 演示材料、湘财证券研究所

图 18 Daraxonrasib 关键次要终点：总人群



资料来源：Revolution Medicines 演示材料、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.2.2 小核酸向慢性病主流市场跨越

小核酸药物作为继小分子、抗体药物后的第三大药物范式，正从罕见病治疗向慢病主流市场跨越。小核酸是化学合成的、短的(通常为 15-25 个核苷酸)核酸序列，用于调节基因表达水平，为通过 mRNA 转录水平调节到治疗疾病目的提供了一种直接方法。

根据丁香园《小核酸药物赛道概览报告》，自 1998 年首款 ASO 药物获批以来，小核酸法的展已了数代的科技新。早期的 ASO 疗法面临包括生物利用度差和脱靶效在内的重大挑战，这限制了其临床应用。1998 年 RNAi 机制的发现以及随后 siRNA 技术的发展，形成了重大的治突破。siRNA 药物强大的特异性基因沉默能力，加上能够靶向过往不可成药靶点的潜力，使其成为治疗从罕见遗传病到慢性病及癌症等多种疾病的有效工具。

表 8 SiRNA、小分子和抗体药物模式的比较

对比维度	siRNA	小分子	抗体
分子量	~14 kDa	<500 Da	>100 kDa
作用机制	基因表达的调控	蛋白质的调控	蛋白质的调控
特异性	高	低	高
作用持续时间	长	短	中
给药频率	每月/每季度/每半年	每日	每月/每两个月
生产方法/成本	合成技术 / 适度	化学合成 / 低	生物工艺 / 高
临床开发成功率	高	低	中
免疫原性和 ADA 产生	低	极低	高
药物相互作用	极低	常见	低

资料来源：丁香园《小核酸药物概览报告》、湘财证券研究所

全球小核酸药物市场进入爆发期。根据瑞博生物招股书，全球小核酸药物市场展现出强劲而持续的增长，从 2019 年的 27 亿美元增长到 2024 年的 57 亿美元，复合年增长率为 16.2%。预计 2029 年及 2034 年将分别达到 206 亿美元及 549 亿美元，2024-2029 年 CAGR 29.4%。

三款药物证明了小核酸的商业潜力：Amvuttra（2025 年同比+138%，小核酸领域首个 20 亿级单品）、Leqvio（首款进军慢病 siRNA 重磅药）、Spinraza（全球首款年销超 10 亿小核酸药物）。Leqvio 的成功标志着小核酸药物成功切入高血脂这一十亿级患者市场，打破了其仅适用于“孤儿药”的局限。

仅供内部参考，请勿外传

表 9 三款药物证明了小核酸技术在罕见病和慢性病领域的巨大商业潜力

药物名称（通用名）	公司	类型	核心适应症	2025 年销售额（亿美元）	2024 年销售额（亿美元）	状态
Amvuttra (vutrisiran)	Alnylam	siRNA	遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性伴多发性神经病（hATTR-PN）及心肌病（ATTR-CM）	23.14	9.71	小核酸领域首个 20 亿级单品
Leqvio (inclisiran)	诺华（Novartis）	siRNA	高血脂症（PCSK9 靶点）	11.98	7.54	首款进军慢性病的 siRNA 重磅药
Spinraza (nusinersen)	Ionis / 渤健（Biogen）	ASO	脊髓性肌萎缩症（SMA）	15.47	15.73	全球首款年销超 10 亿的小核酸药物

资料来源：生物医药大时代、湘财证券研究所

小核酸也是中国创新药成果的前沿体现。2025 年圣因生物（与礼来，总额 12 亿美元）、舶望制药（与诺华，3.95 亿美元）、靖因药业（与 CRISPR Therapeutics）、国为生物（与信立泰，8.95 亿美元）等多家本土企业纷纷实现自有小核酸管线或技术平台的对外授权出海。随着国内企业管线布局日趋成熟，预计未来将有更多优质小核酸项目走向全球市场。

表 10 2025 年中国小核酸关键交易

交易时间	转让方	受让方	关联新药项目	交易金额	交易总额（单位：亿美元）
2025/12/3	佑嘉生物	糖吉医疗	小核酸(佑嘉生物)	-	-
2025/11/19	南京大学	联环药业	抗血栓小核酸(南京大学)	交易总额：0.0021 亿美元	0.0021
2025/11/8	圣因生物	礼来制药	RNAi for metabolic diseases(Eli Lilly)	里程碑付款：12 亿美元	12
2025/9/17	迈威生物	Kaleco Bio, Inc.	2MW7141	首付款：0.12 亿美元，里程碑付款：10 亿美元，特许权使用费：阶梯式的特许权使用费	10.12
2025/9/12	炫景生物	华润双鹤	RG008	其他交易额：0.18 亿美元	0.18
2025/9/8	圣诺医药	华熙生物	科特拉尼	首付款：1.6 亿美元，里程碑付款：52 亿美元，特许权使用费：商业销售的分级特许权使用费	53.6
2025/9/3	船望制药	诺华制药	BW-00112	交易总额：3.95 亿美元，首付款：1.3 亿美元，里程碑付款：2.65 亿美元	3.95
2025/8/1	维亚臻生物	赛诺非制药	普乐司兰钠	交易总额：0.76 亿美元	0.76
2025/7/27	北京大学药学院	锦篮基因	tRNA 基因药物(锦篮基因)	里程碑付款：0.51 亿美元，特许权使用费：年度净销售额的	- - -

仅供内部参考，请勿外传

				一定比例的销售提成，其他交易额：0.25 亿美元	
2025/5/27	国为生物	信立泰	GW906	首付款：0.95 亿美元，里程碑付款：8 亿美元	8.95
2025/5/20	靖因药业	CRISPR Therapeutics	SRSD107	首付款：0.95 亿美元，里程碑付款：8 亿美元	—
2025/3/13	阳光诺和	安龙生物	小核酸 siRNA(阳光诺和)	—	—
2025/3/12	阳光诺和	佑嘉生物	DMPK/TfR AOC(佑嘉生物)	—	—

资料来源：丁香园《小核酸药物概览报告》、湘财证券研究所

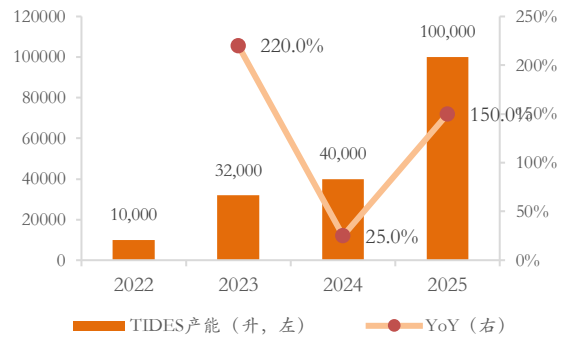
3.3 创新产业链 CXO：新分子实体是板块向上的核心引擎

如果说创新药企的“根据地”是全球商业化能力，那么 CXO 的“根据地”就是中国不可替代的先进制造能力——两者共同构成中国医药产业价值留存的内外双支柱。CXO 恰恰是中国医药产业内循环的典型代表：CXO 行业的中国先进制造能力满足了全球创新药需求，之后价值留在中国本土。这正是“建根据地”在产业链上游的体现。

3.3.1 新分子实体才是核心引擎

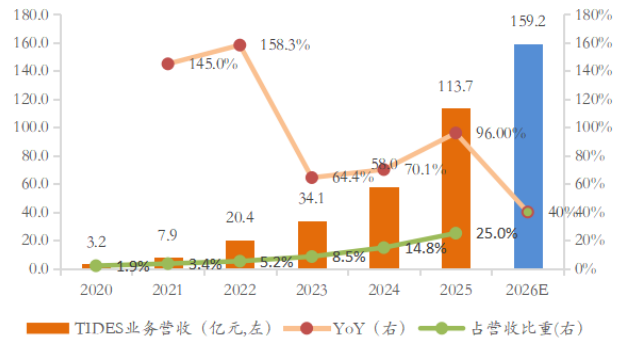
拉动 CXO 板块向上的核心引擎是新分子实体（多肽/ADC/XDC）需求爆发对 CDMO 业务的推动。以药明康德 TIDES 业务为例，2022 年至 2025 年间公司 TIDES 产能由 10000 升提升至 2025 年底的 100000 升，伴随产能的提升，公司 TIDES 业务营收由 2020 年的 3.2 亿元增长至 2025 年的 113.7 亿元，年复合增长率高达 104.0%，预计 2026 年公司 TIDES 业务有望实现 40%的增长。TIDES 业务占营收比重由 2020 年的 1.9%提升至 2025 年的 25.0%。

图 19 药明康德 TIDES 业务产能及增长情况



资料来源：药明康德年报、湘财证券研究所

图 20 药明康德 TIDES 业务营收及占营收比重情况

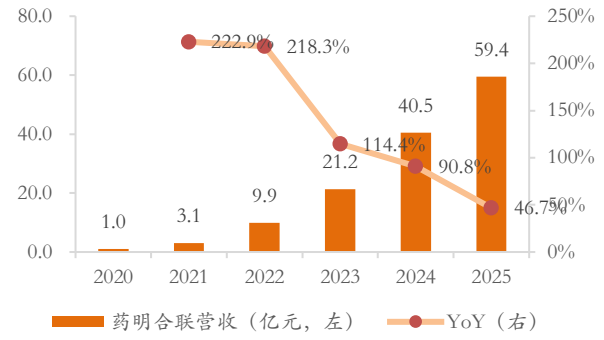


资料来源：药明康德年报、药明康德公众号、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

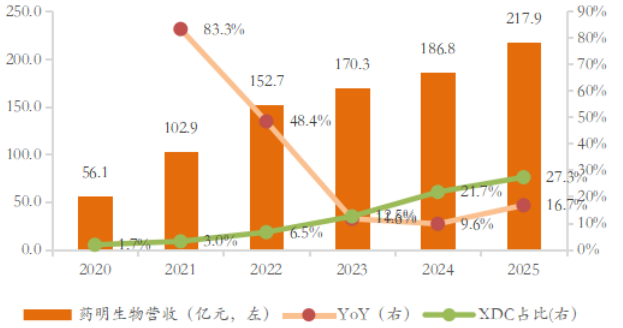
以药明生物为例，ADC CDMO 成为近年药明生物成长的重要推动力。专注于 ADC CDMO 的药明生物子公司药明合联营收从 2020 年的 1.0 亿元，增长至 2025 年的 59.4 亿元，年复合增长率高达 128.1%。而从对药明生物的业绩贡献来看 XDC 业务（公司年报把 ADC 统一为 XDC 业务）2023 年占药明生物营收比重为 12.5%，2025 年占公司营收比重达到 27.3%，成为公司成长的重要推动力。

图 21 药明合联营收保持高增长



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 22 XDC 业务占药明生物营收比例不断提升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.3.2 CXO 在手订单充沛，头部公司资本开支持续加大

CXO 行业需求持续复苏，龙头公司订单储备充沛，生物药、临床前及核心 CDMO 等细分领域增长动能尤为强劲。根据主要 CXO 最新披露的订单情况，行业订单在前期向好的基础上继续保持稳健增长，且结构性亮点更为突出。具体来看，截至 2026 年 6 月末，药明康德持续经营业务在手订单达人民币 664.3 亿元（同比增长 25.2%）；康龙化成 2026 年上半年新签订单同比增长超 30%，其中小分子 CDMO 服务新签订单同比大幅增长超过 50%；泰格医药 2025 年净新增订单金额为 101.6 亿元，同比增长 20.7%；凯莱英 2026 年上半年在手订单同比增长超 20%；昭衍新药 2025 年新签订单金额约 26 亿元（同比增长约 41%），2026Q1 新签订单金额同比大幅增长 111.6%，呈现加速态势；皓元医药原料药和中间体、制剂业务在手订单金额达 6.7 亿元，较上年末增长 30.5%；药石科技 2025 年末在手订单金额增长超 20%；药明合联 2025 年新签合同价值 13.3 亿美元，同比增长 41%；药明生物 2025 年末完成订单总额达 237 亿美元，同比增长 28.1%。整体表明，CXO 行业需求持续复苏，龙头公司订单储备充沛，生物药、临床前及核心 CDMO 等细分领域增长动能尤为强劲。

仅供内部参考，请勿外传

表 11 CXO 板块部分公司订单情况

公司名称	订单情况
药明康德	截至 2026 年 6 月末，公司持续经营业务在手订单人民币 664.3 亿元，同比增长 25.2%。
康龙化成	2026 年上半年，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 20%、小分子 CDMO 服务新签订单同比增长超过 50%。
泰格医药	2025 年净新增订单（新签订单剔除取消订单后）金额为人民币 101.6 亿元，同比增长 20.7%。截至 2025 年末，公司累计待执行合同金额 182.0 亿元，同比增长 15.3%。
凯莱英	2026 年 Q1 小分子 CDMO 业务收入在恒定汇率下增长 3%。2026 年上半年公司在手订单同比增长超过 20%
昭衍新药	2025 年公司整体在手订单金额约为人民币 26 亿元（同比增长约 18%），新签订单金额约为人民币 26 亿元（同比增长约 41%）。2026 年 Q1 新签订单金额约为人民币 9.1 亿元，同比增长 111.6%，订单金额累计约人民币 31 亿元，同比增长 40.9%。
皓元医药	截至 2025 年年末，公司后端小分子业务在手订单规模达 6.7 亿元，同比增长 30.5%；截至 2026 年一季度末，该在手订单规模提升至 8.6 亿元，已连续六个季度实现环比正增长。
药石科技	2026 年上半年公司 CDMO 在手订单金额增长超过 20%。新分子实体（OPC）业务收入及新引入订单金额同比均实现 100%以上增长。
泓博医药	2025 年末公司在手订单金额 4.3 亿元，同比提升 8.5%。
药明合联	新签合同价值 13.3 亿美元，同比增长 41%；2025 年未完成订单 15 亿美元，同比增长 50.3%
药明生物	2025 年未完成订单 237 亿美元，同比增长 28.1%

资料来源：各公司 2025 年年报及 2026 年一季报、各公司 2026 年半年报及业预告、各公司投资者交流活动记录表、各公司业绩演示材料、湘财证券研究所

此外，头部公司资本开支持续加大，指向长期确定性订单。资本开支是检验 CXO 企业对长期需求判断的关键前瞻指标。根据各公司年报及业绩演示材料，药明康德 2025 年资本开支约为 55.4 亿元，2026 年指引 65-75 亿元，由于下游需求旺盛，公司仍在全球加速建厂；ADC CDMO 公司药明合联预计 2026-2030 年资本开支和投资合计约 80 亿元；凯莱英 2025 年资本开支同比增长 12.4%，扭转下滑态势，2026 年公司预期资本开支额有望达到 21 亿元。

综上，全球化背景下创新药企对中国先进制造能力的持续认可，才是 CXO 中长期行情的底层逻辑。头部公司重资产、长周期的产能投入，指向的是企业对未来数年确定性订单的理性判断。相比欧洲产能建设的长周期及印度在知识产权方面的短板，中国企业在人才红利、化学能力、合规产能、知识产权保护方面具有综合优势。越来越多 MNC 提前锁定中国早期资产，也将驱动国内早研产业链景气度持续向好。

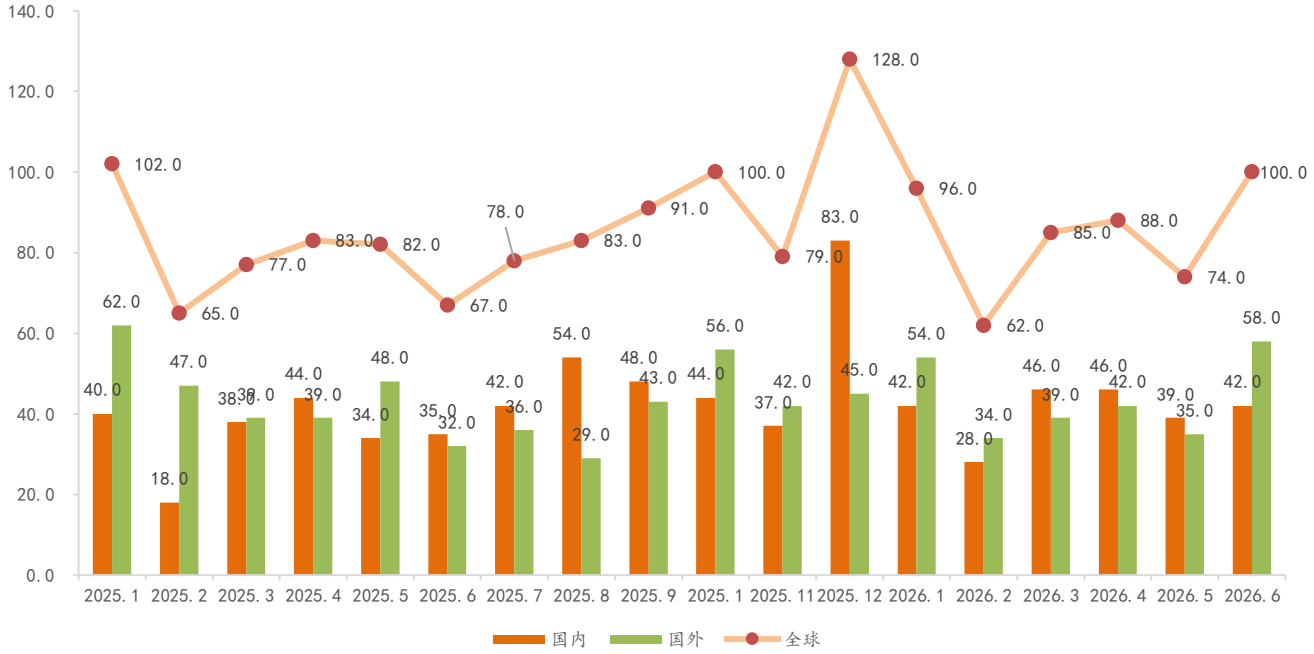
3.3.3 全球创新药融资趋势向好，CXO 全球需求复苏确认持续性强

全球创新药融资趋势向好，是 CXO 产业长期向好的基石。2026H1 全球

仅供内部参考，请勿外传

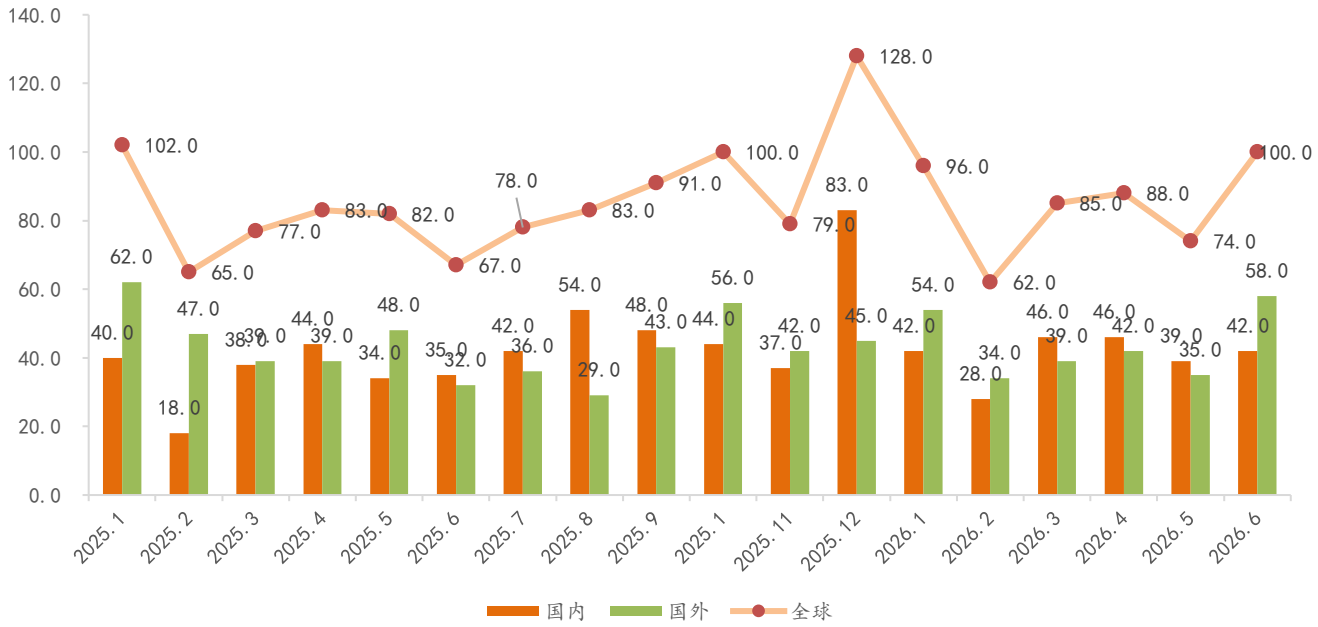
创新药一级市场共发生 505 起融资事件，同比增长 6.1%；融资金额达到 267.5 亿美元，同比增长 58.6%。国内发生 243 起，同比增长 16.3%，融资金额 58.1 亿美元，同比增长 79.3%；国外发生 262 起，事件数下降 1.9%，但融资金额增长 53.6%至 209.4 亿美元。

图 23 2026H1 全球创新药投融资事件数（单位：个）+6.1%，国内创新药融资事件数（单位：个）+16.3%



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

图 24 2026H1 全球创新药融资总额（单位：美元）+58.6%，国内创新药融资总额（单位：美元）+79.3%



资料来源：医药魔方、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

海外 CXO 业绩普遍超预期，全球需求复苏确认持续性强。2026 年二季度，IQVIA、Medpace、Lonza、三星生物等海外 CXO 龙头业绩密集披露，订单端强势反转，多家上调全年指引。IQVIA 2026Q2 单季收入 43.68 亿美元（+9%），研发解决方案净新签订单同比+19%，订单出货比达 1.22 倍，积压订单创纪录至 342 亿美元；Medpace Q2 新签订单 7.96 亿美元（+28%），订单出货比从 0.88 倍修复至 1.13 倍；Lonza 全年利润率指引上调至 33%–34%；三星生物预计全年收入增速可达 15%–20%指引上限。综合以上我们认为近期 CXO 整体表现亮眼是全球医药融资回暖下产业基本面持续向好的全球性的趋势，中国 CXO 相关公司具备工程师红利将充分享受产业红利，在全球产业向好的趋势下持续性预计将较强。

表 12 部分海外 CXO 公司 2026Q2 业绩情况

	公司名称	2026Q2 收入	2026Q2 利润情况	订单	全年指引
CXO	IQVIA	43.68 亿美元（+9%）	调整后 EBITDA 9.94 亿美元（+9.20%）	净新签订单 31.5 亿美元（+19%，过去十二个月+13%）；B2B 1.22x	营收上调至 172.75–174.75 亿美元（Q1 指引 171.50-173.50）；EBITDA 上调至 40.0–40.5 亿美元（Q1 指引 39.75-40.25 亿美元）；
	ICON	20.63 亿美元（+1.4%）	调整后 EBITDA 3.27 亿美元（+3.0%）	总中标 37 亿美元（+24%）；净 B2B 1.51x	营收 78.5-81.5 亿美元（维持原指引）
	Charles River	内生收入增长 0.1%，为 2023 年 Q3 以来最高	归母净利-148.2 万美元	DSA B2B 1.19x；backlog 19.7 亿美元	全面上调，营收由增速下降 4.0%-5.5%，调至下降 2.5%-3.5%
	Fortrea	6.78 亿美元	0.58 亿美元，8.60%	B2B 1.06x；backlog 78 亿美元	上调至 26.2–26.9 亿美元；EBITDA 2.05–2.20 亿美元
	Medpace	7.07 亿美元（+17.20%）	EBITDA 1.53 亿美元（+17.6%）	净新签 7.96 亿美元（+28%）；B2B 1.13x；backlog 30.14 亿美元（+4.90%）	上调至 28.05–28.85 亿美元
	Thermo Fisher	第二季度收入增长 10%，达到 119.9 亿美元，经调利润 27.3 亿美元，同比+15%	—	—	收入增速预期上调至 3%-4%，此前约 3%。EPS24.64 美元-25.12 美元(同比增长 8%-10%)上调至 24.93 美元-25.33 美元(同比增长 9%-11%).
CDMO	Lonza	上半年实现收入 33.74 亿瑞士法郎(+11.2%，按固定汇率 CEER 计算 +16.0%)	核心 EBITDA 利润 11.75 亿瑞士法郎(同比+27.4%)	—	收入维持固定汇率 11-12%不变；核心 EBITIDA 利润率提升至 33%-34%(此前为>32%
	Samsung Biologics	Q2 报告收入为 1.32 万亿韩元(+30%)，	营业利润为 0.59 亿韩元(+23%)	—	尽管第二季度部分批次生产中断（大罢工影响），营收指引+15-20%，仍达到上沿。

资料来源：各公司 2026 年 Q2 业绩报告、各公司业绩演示材料、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.4 投资建议

国内药企等正通过 Co-Co、NewCo 等模式升级，逐步把价值留在国内主体。未来一定会诞生更多“建根据地”的全球化药企，并在其带动下推动板块系统性重估。维持药品行业“买入”评级，建议关注三大主线：（1）布局特定创新药技术平台 Biotech 公司如小核酸前沿生物；（2）综合性药企如贝达药业、百济神州等；（3）创新药产业链上游 CXO、科研试剂如药明康德、药明生物、皓元医药等。

4 风险提示

（1）医保控费执行力度超预期风险：当前行业的核心矛盾是老龄化带来的需求扩张与医保基金可持续性之间的平衡。若医保控费（如 DRG/DIP 支付方式改革、带量采购）的执行力度与范围超出市场预期，将对企业盈利产生直接冲击。

（2）药企研发投入下降风险：医药行业的长期成长性依赖于持续的研发创新。若因宏观融资环境趋紧、药企自身现金流压力或前期投资回报不及预期，导致药企（尤其是 Biotech 公司）阶段性缩减研发预算，将对行业增长动能产生负面影响，同时研发投入的缩减可能影响产业链上游 CXO 相关公司业绩。

（3）地缘政治与供应链风险：部分海外市场可能出于供应链安全考虑，出台政策鼓励制造业回流或设置贸易壁垒，这可能导致全球订单区域化分割，影响中国 CXO 企业的国际市场份额增长预期。此外，中国创新药出海面临日益复杂的国际监管审查、医保支付谈判和商业竞争环境。地缘政治摩擦可能导致药品在欧美市场的准入延迟、合作开发受阻或专利纠纷增加，影响创新药的海外收入放量节奏和估值。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。