仅供内部参考，请勿外传！

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第193期

药效药代CRO行业近况更新

联系人：王宏雨

华创医药团队：

首席分析师郑辰 执业编号：S0360520110002邮箱：zhengchen@hcyjs.com

联席首席分析师刘浩 执业编号：S0360520120002邮箱：liuhao@hcyjs.com

医疗器械组组长李婵娟 执业编号：S0360520110004邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

中药和流通组组长高初蕾 执业编号：S0360524070002邮箱：gaochulei@hcyjs.com

药品产业链和医疗服务组组长王宏雨 执业编号：S0360523080006邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

高级分析师朱珂琛 执业编号：S0360524070007邮箱：zhukechen@hcyjs.com

分析师陈俊威 执业编号：S0360525060002邮箱：chenjunwei@hcyjs.com

分析师张良龙 执业编号：S0360525110002邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

©2021华创 版权所有

仅供内部参考，请勿外传！

第一部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

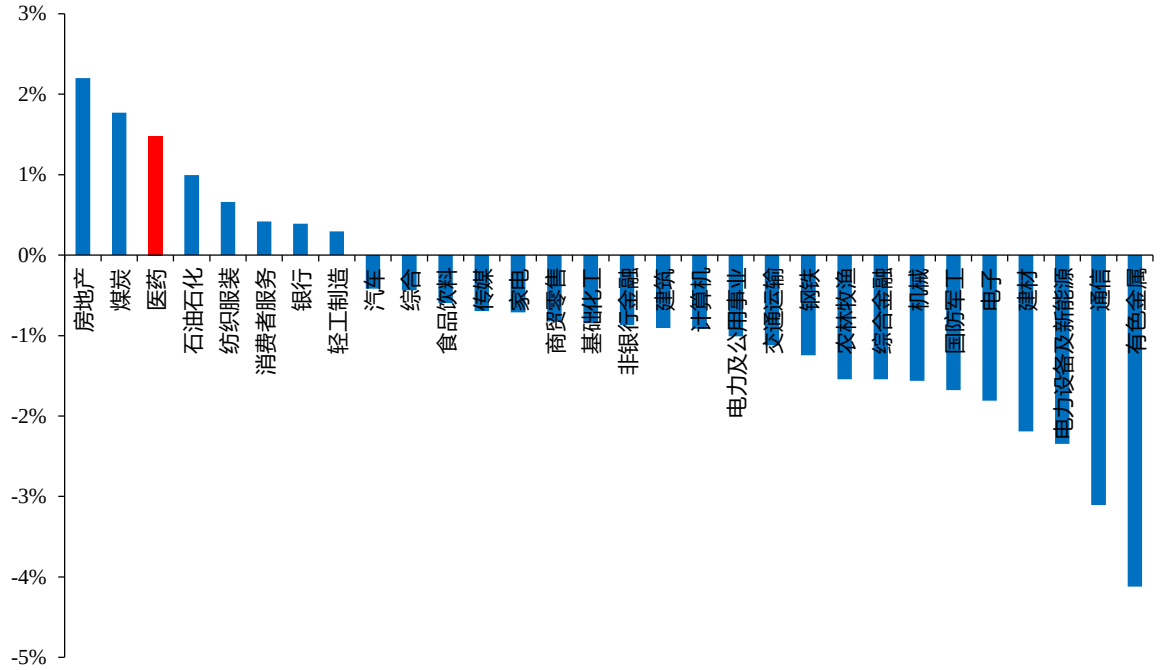
03 行业和个股事件

仅供内部参考，请勿外传！

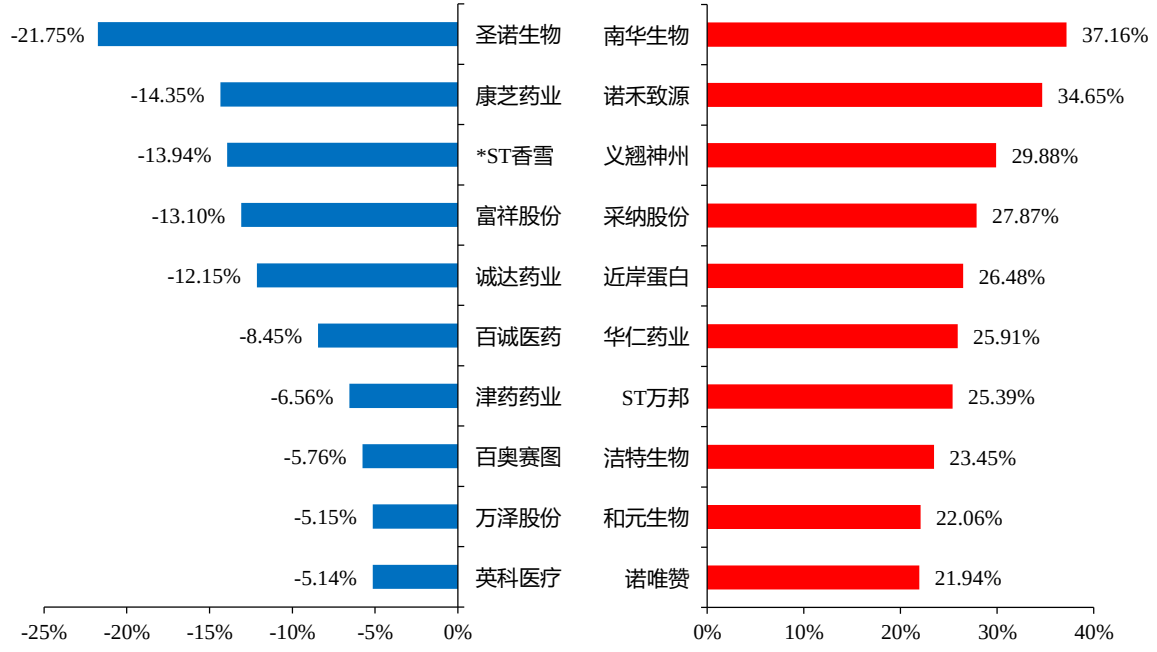
本周行情回顾

- 本周，中信医药指数上涨1.48%，跑赢沪深300指数2.99个百分点，在中信30个一级行业中排名第3位。
- 本周涨幅前十名股票为南华生物、诺禾致源、义翘神州、采纳股份、近岸蛋白、华仁药业、ST万邦、洁特生物、和元生物、诺唯赞。
- 本周跌幅前十名股票为圣诺生物、康芝药业、*ST香雪、富祥股份、诚达药业、百诚医药、津药药业、百奥赛图、万泽股份、英科医疗。

本周中信一级行业指数涨跌幅



本周涨幅排名前/后十名的股票



仅供内部参考，请勿外传！

第二部分

01 行情回顾

02 **板块观点和投资组合**

03 行业和个股事件

仅供内部参考，请勿外传！

整体观点和投资主线

- **创新药**：中国创新药行业技术水平逐渐赶超欧美，并在部分靶点、部分技术路径已经成为世界第一，出海授权的新药数量/金额再创新高，世界级的创新带来了世界级的定价和非线性的投资弹性。而国内市场在强劲的需求驱动下，国产新药销售总额持续高增长，一批创新药企实现了扭亏为盈，迎来加速成长阶段。

- **CXO**：小分子及新分子领域正进入重磅品种集中兑现期，代谢、自免、肿瘤等领域多个大品种陆续进入上市及放量阶段，商业化订单有望持续向技术领先、交付稳定、全球合规能力突出的头部CDMO集中。同时，全球TIDES和大分子CDMO产能供给紧缺，国内产能稀缺性凸显。

- **原料药**：得益于行业资本开支高峰期结束，叠加三大成长逻辑（高端市场新品放量+一体化整合及出海+成本领先型CDMO），产业向上拐点明确，头部公司业绩将持续爆发。中期维度下，头部公司收入和利润或超前高。

- **医疗器械**：医疗设备国内招投标数据恢复性增长，国内库存逐步出清，国际化进程加速。IVD国产龙头市场份额持续提升，出海深入加强本地化布局。高值耗材集采压力逐步释放，创新驱动价值重估。低值耗材产品向高端升级，全球化布局应对国际地缘风险。脑机接口、手术机器人、AI医疗等新兴技术有望驱动行业变革。

仅供内部参考，请勿外传！

整体观点和投资主线

- **药店：**基本面底2Q25、4Q25起同店改善趋势明显，政策底1Q26、多部委鼓励行业并购及多元化经营，估值底2Q26已现（龙头13x PE）。看好头部药店的EPS与PE的双重提升，预计26年头部EPS增速双位数以上，PE有望从13-15x修复至15-18x，推荐关注在手现金较多的龙头。
- **中药：**受消费压力、政策波动、需求周期等致基本面仍有一定压力，我们看好需求稳定增长的OTC、及政策影响小并有增量政策（如基药）受益的行业龙头。
- **制剂：**集采优化趋势明确，制剂公司存量业务风险出清；同时在存量企稳的基础上，各家企业的创新业务迎来收获，新品放量与出海授权同步推进，当前板块正站在业绩与估值双击的风口。
- **生命科学上游：**受益于国内创新药研发需求增加回暖，叠加国产替代与出海持续推进，板块收入端的持续高增长具有确定性，盈利能力回升使得利润端弹性凸显。此外AI制药趋势下作为“铲子股”的上游板块将迎来增量需求，药物研发前端相关领域有望率先获得增量订单。
- **血制品：**供给端，当前行业份额持续向央国企集中，竞争格局逐步出清，后续国资有望掌握行业话语权；需求端，行业新品迭代，需求有望持续向新品升级，景气度逐步提升。

仅供内部参考，请勿外传！

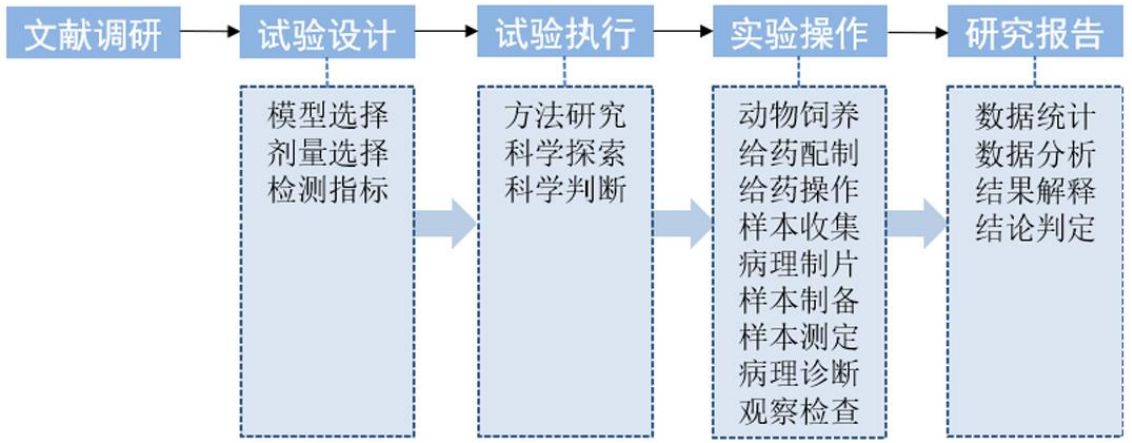
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

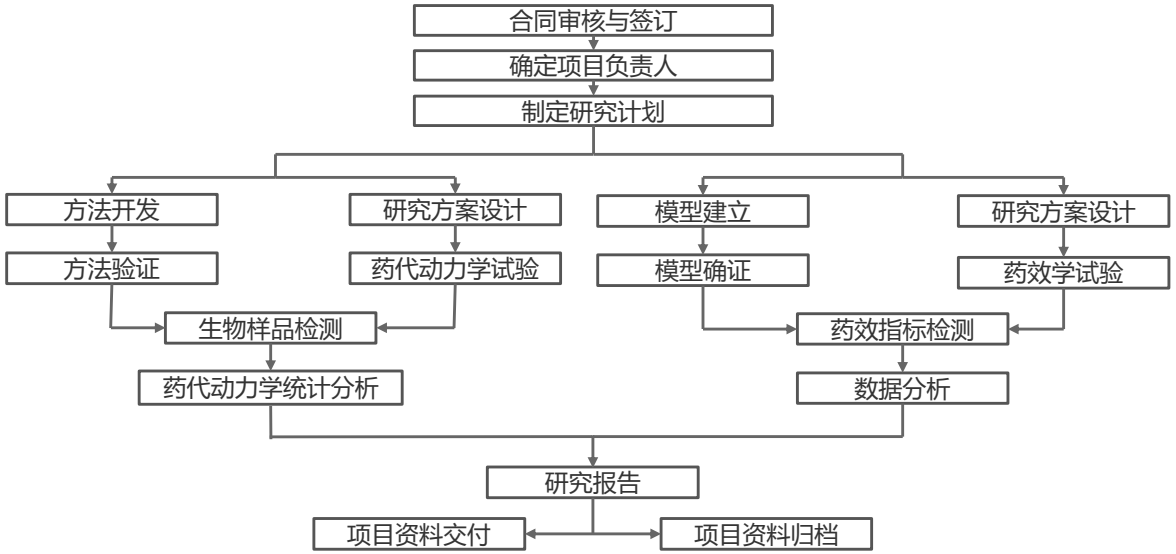
药效药代CRO：药效交付非临床药效证据，药代交付药代特征及成药性相关数据，共同支持候选药物筛选

- **药效药代CRO受药企及生物技术公司委托，开展药效评价与药代动力学研究。**服务商根据客户研发需求制定研究方案、组织实验并交付数据及报告，支持药物发现和临床前开发。以益诺思为例，公司披露的药效学和药代动力学项目实施周期分别为2至4个月、4至6个月。
- **药效研究主要评价候选药物的药理作用及治疗潜力。**研究人员通过体外体系和疾病模型开展试验，分析药物的剂量效应关系及作用机制，并结合生物标志物、病理等评价结果，为客户比较候选药物的活性、选择后续研究方案及判断开发价值提供依据。
- **药代研究主要评价药物的吸收、分布、代谢特征。**研究人员通过体外研究、体内药代试验及生物分析，获得药物浓度随时间变化的数据，计算暴露量、峰浓度和半衰期等参数，并可结合药效结果开展药代药效关联分析，为候选药物优化及临床试验申请提供研究资料。

代表性非临床CRO研究项目实施流程



代表性药效药代CRO服务流程



资料来源：益诺思公告，华创证券整理

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

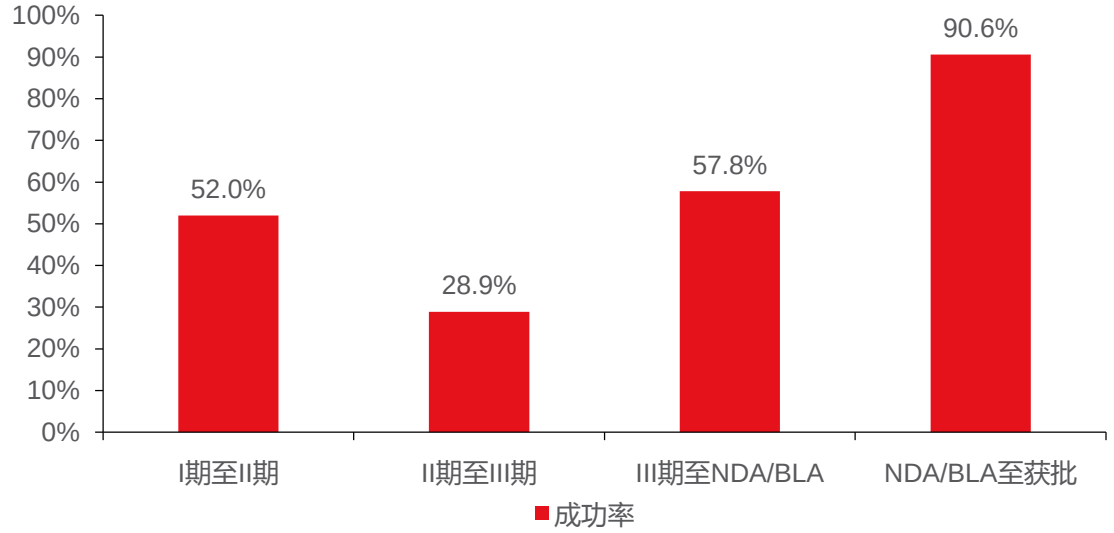
仅供内部参考，请勿外传！

本周关注：药效药代CRO行业近况更新

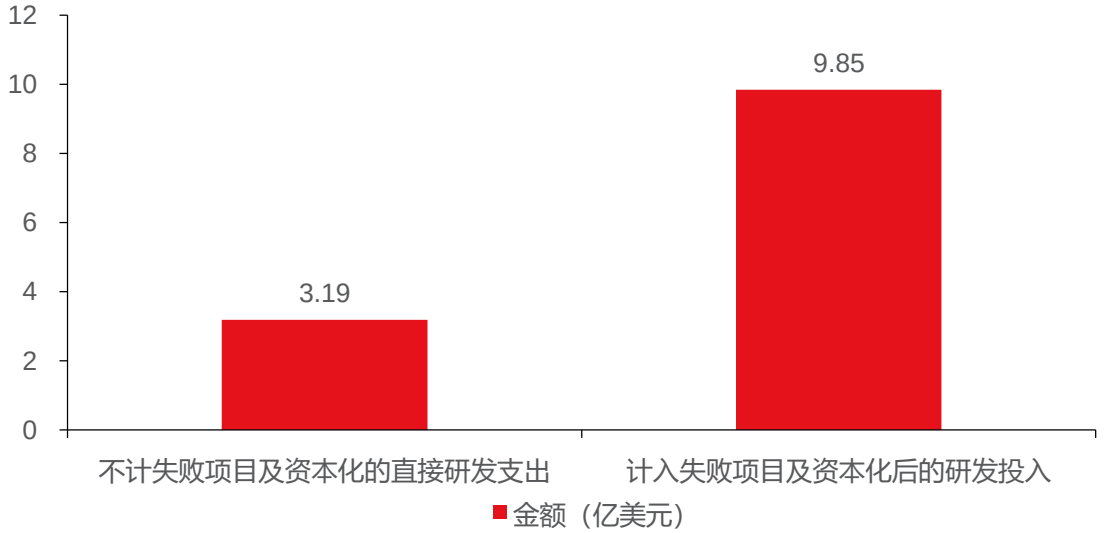
研发决策：高研发风险与阶段性任务催生专业化CRO服务

- **创新药研发失败风险较高，临床前评价需要前置识别候选项目的开发风险。**2011-2020年，药物研发由I期推进至II期、由II期推进至III期的成功率分别为52.0%和28.9%，由I期推进至最终获批的整体成功率仅为7.9%。
- **高失败率对应较高的研发投入，早期评价结果将直接影响后续资源配置。**2009-2018年获批新药样本中，直接研发支出中位数为3.19亿美元，计入失败项目及资本化投入后升至9.85亿美元，项目筛选价值更加突出。
- 药效药代研究涉及疾病模型、实验动物、生物分析和数据解读等专业环节，且任务随研发阶段变化，药企长期自建完整能力容易造成固定投入与项目使用不匹配，CRO通过集中配置专业人员、设施和质量体系按项目承接任务，帮助药企灵活调用外部能力。

传统药物研发各阶段成功率



新药研发投入中位数（亿美元）



证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

资料来源：BIO&QLS《Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020》，Wouters《Estimated Research and Development Investment Needed to Bring a New Medicine to Market, 2009-2018》，华创证券

仅供内部参考，请勿外传！

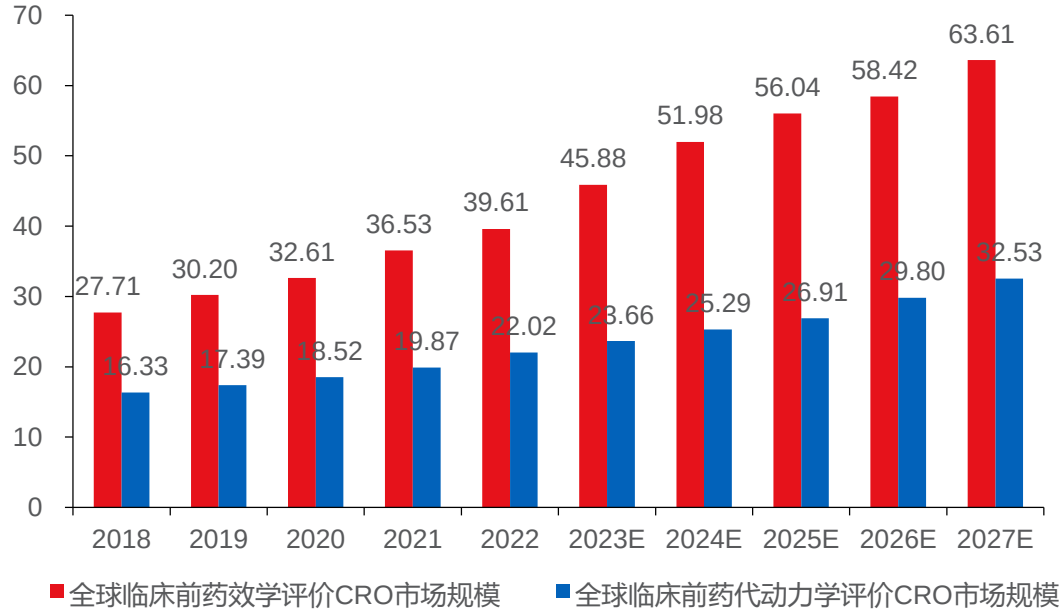
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

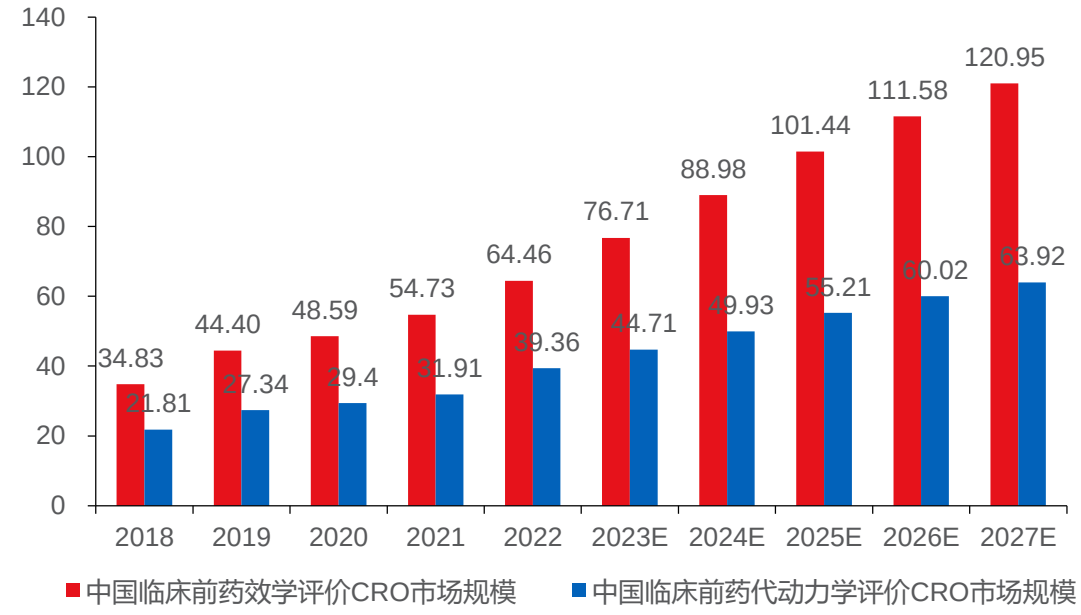
市场规模：药效与药代形成专业外包市场，细分服务需求仍具增长空间

- **全球药效CRO市场体量大于药代，两者均保持稳健扩容。**Frost & Sullivan数据显示，全球临床前药效学评价CRO市场由2018年的27.71亿美元增至2027E的63.61亿美元，2018-2027E CAGR为9.68%；同期全球临床前药代动力学评价CRO市场由16.33亿美元增至32.53亿美元，CAGR为7.96%。药效市场体量约为药代的两倍，且长期预测增速略高。
- **中国药效药代CRO仍处于更快扩容阶段，两个细分市场增速均明显高于全球。**中国临床前药效学评价CRO市场由2018年的34.83亿元增至2027E的120.95亿元，2018-2027E CAGR为14.83%；同期临床前药代动力学评价CRO市场由21.81亿元增至63.92亿元，CAGR为12.69%，分别高于全球对应市场的9.68%和7.96%。

2018年至2027E全球药效与药代CRO市场（亿美元）



2018年至2027E中国药效与药代CRO市场（亿人民币）



资料来源：Frost & Sullivan，转引自澎立生物公告，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

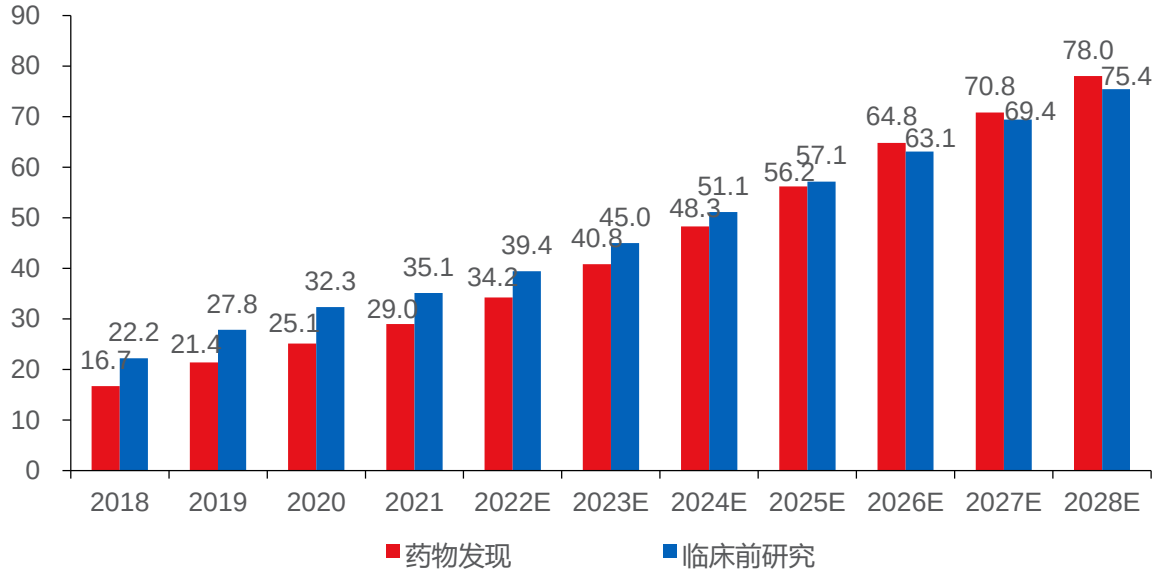
仅供内部参考，请勿外传！

本周关注：药效药代CRO行业近况更新

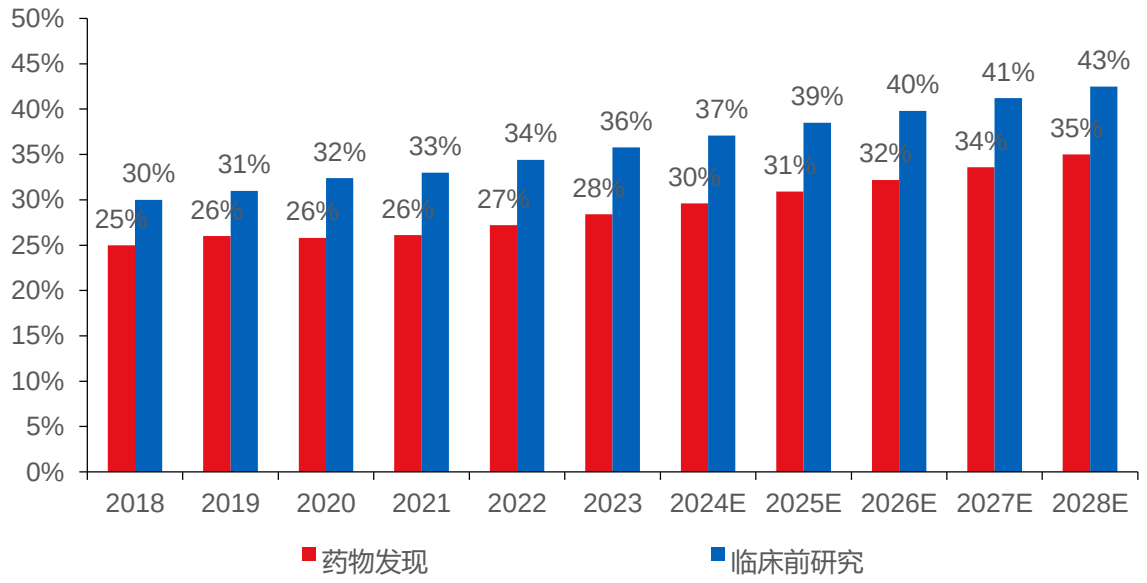
需求驱动：研发投入增长、外包渗透与AIDD商业化共同支撑药效药代CRO需求

- **药物发现及临床前研发投入增长，为药效药代服务提供需求基础。**2018年至2021年，中国药物发现和临床前研究支出分别由167/222亿元增至290/351亿元。根据澎立生物2023年披露的弗若斯特沙利文预测，2026年两阶段研发支出分别为648亿元和631亿元。
- **专业外包已成为药效药代研发的主流组织方式。**据弗若斯特沙利文，2021年，中国临床前药效学和药代动力学研究的委托外包比例分别为73.9%和66.9%。药企借助专业CRO开展研究，可减少自建实验平台及配置完整研发团队的投入，在获取专业研究能力的同时控制研发成本。
- **AIDD商业化加速，相关企业收入增长印证研发工具付费需求释放。**2026H1晶泰AI for Science智慧解决方案收入1.94亿元，同比增长136.4%；英矽智能药物发现及管线开发收入1.03亿美元，同比增长331.3%，高质量实验数据采购有望推动药效评价与药代分析等临床前外包服务需求扩容。

2018年至2028E中国药物发现及临床前研发开支（千亿元）



2018年至2028E全球药物发现及临床前CRO外包渗透率



资料来源：Frost & Sullivan、转引自澎立生物公告，华创证券研究所整理

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

本周关注：药效药代CRO行业近况更新

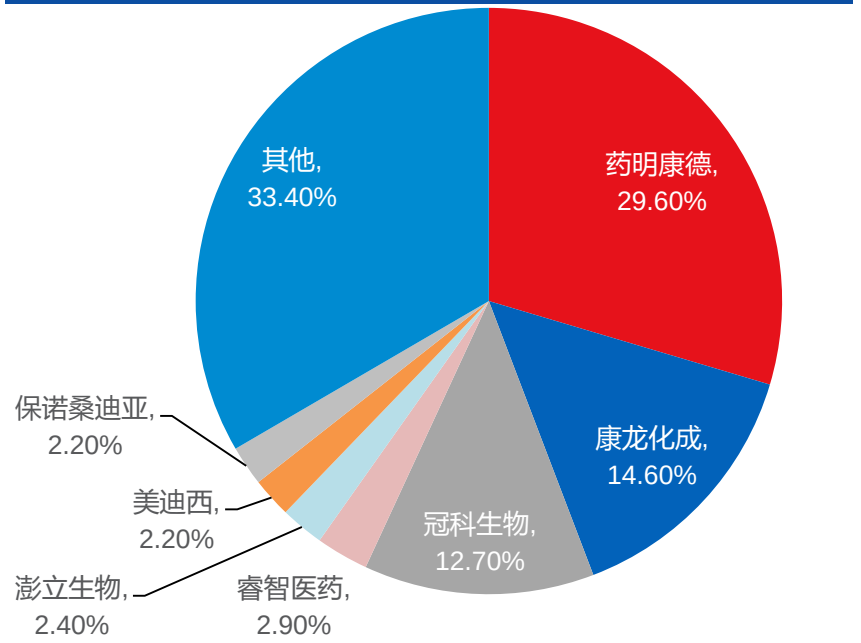
供给格局：综合型平台与专业临床前服务商共同参与

- **综合研发平台在药效学评价市场占据较高份额。**2022年，药明康德和康龙化成的中国市场份额分别为29.6%和14.6%，合计达到44.2%。此类平台同时覆盖药物发现、药效及药代等环节，能够承接前端研发客户的后续评价项目，发挥一站式服务的业务协同优势。
- **专业药效服务商依托疾病领域专长参与差异化竞争。**2022年，冠科生物和澎立生物的中国市场份额分别为12.7%和2.4%。前者重点布局肿瘤研究，后者聚焦免疫炎症及肿瘤免疫等领域。此类机构围绕优势疾病领域配置研究资源，通过专项评价服务满足客户的研发需求。
- **模式动物企业与安全性评价机构通过业务延伸参与药效药代市场竞争。**百奥赛图、药康生物依托模式动物及基因编辑平台开展药效评价和相关药代研究，昭衍新药、益诺思在安全性评价基础上配置药代研究能力，不同类型机构已在具体研究环节形成交叉竞争。

全球药效药代CRO主要参与者类型

类型	代表企业	药效药代相关业务
综合型研发平台	药明康德、Charles River等	药效/药理、DMPK、PK/PD、生物分析，并衔接相邻非临床环节
专业药效/DMPK CRO	冠科生物、澎立生物等	疾病模型、体内外药效、PK/DMPK、生物分析
模式动物+药效延伸型	百奥赛图、药康生物等	模式动物→药效评价、PK/PD等
安全评价为主的临床前CRO	昭衍新药、益诺思等	核心偏毒理/安全评价，同时配置部分PK等能力

2022年中国临床前药效学CRO市场竞争格局



资料来源：澎立生物、百奥赛图、药康生物、昭衍新药、益诺思、康龙化成公告，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

本周关注：药效药代CRO行业近况更新

竞争优势：模型与方法学积累决定药效项目覆盖，DMPK与生物分析平台决定复杂项目交付深度

- **模型资源和服务链条构成药效药代CRO的主要竞争优势，代表企业围绕模型覆盖、专业疾病领域和研究环节形成差异化分工。**
  药明康德依托多物种模型体系和较完整的服务链条，公开披露模型数量达2,000余个，业务覆盖体外ADME、体内PK、生物分析和PK/PD。
  澎立生物以1,800余个经验证疾病模型为基础，覆盖肿瘤、自免、代谢和眼科，并延伸至体内外药效及PK/DMPK服务。
  冠科生物模型资源达3,000余个，研究重点集中在肿瘤和代谢领域。
  睿智医药形成多疾病模型体系，模型数量达1,700余个，其中疾病模型超过850个，覆盖肿瘤、免疫、神经和代谢。
- **项目交付能力还取决于方法学开发、生物分析和质量管理体系。**综合型平台通过多环节衔接承接复杂项目，冠科生物、澎立生物和睿智医药依托疾病模型与体内外药效研究满足专项评价需求，昭衍新药、益诺思等安全性评价机构则以安全性评价和GLP体系为基础，补充PK等研究环节。

药效模型资源与覆盖能力

企业	公开模型/资源口径	动物种属	主要疾病覆盖
药明康德	2,000+模型	啮齿类+NHP/犬/猪/兔等	多疾病领域
冠科生物	3,000+模型	主要啮齿类	肿瘤、代谢
澎立生物	1,800+经验证疾病模型	啮齿类至灵长类	肿瘤、自免、代谢、眼科等
睿智医药	1,700+模型，其中疾病模型850+	主要啮齿类	肿瘤、免疫、神经、代谢等

DMPK连续平台能力



资料来源：药明康德、冠科生物、澎立生物、睿智医药公告，国家药监局、FDA及ICH相关指南，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

本周关注：药效药代CRO行业近况更新

行业趋势：海外拓展与综合服务扩大业务范围，AI应用有望提升研发效率

- **海外本地研发能力逐步完善，国内CRO有望扩大国际客户覆盖。**海外研发团队能够就近参与研究设计和实验执行，满足客户对本地化服务的需求。2026H1美迪西境外收入3.48亿元，同比增加1.00亿元，占营业收入45.70%，其波士顿研发中心已开展临床前研发服务。
- **跨环节服务有助于扩大客户合作范围，延长项目服务周期。**服务商可从早期药效药代评价切入，进一步承接申报支持及临床生物分析，随客户研发进程增加服务内容。2026年上半年，使用康龙化成多个业务板块服务的客户贡献公司73.61%的收入，跨环节合作已成为综合平台的重要收入来源。
- **AI预测与实验验证相结合，有望提高药效药代研究效率。**部分CRO已将AI用于ADMET预测和候选分子优化，辅助判断分子的成药潜力及潜在风险。研究人员可据此确定实验优先级，并利用实测数据修正预测模型，使计算分析与实验评价相互衔接，加快候选分子的筛选与优化。

代表性药效药代CRO海外本地化与多环节服务布局

企业	经核验的海外研发/运营节点	全球客户口径	公开披露的药效/DMPK相关能力	新模态公开能力
澎立生物	美国PL Research；美国当地可开展药效、药代及安评业务	未披露统一全球客户总数	体内外药效、DMPK、PK/PD、生物分析	ADC、寡核苷酸DMPK
美迪西	美国波士顿研发中心；约2,000㎡研发办公场地已投入使用，可开展化学、生物及动物实验	未披露统一全球客户总数	药效、药代、生物分析、安全评价	ADC/AOC、核酸、CGT等
康龙化成	药效设施：中国+美国；DMPK研发设施：中国+美国+英国	400+全球客户（使用其体内模型服务的全球客户）	体内药理、DMPK/ADME、PK/PD、生物分析	ADC、寡核苷酸、CGT等
冠科生物	美国、英国等地设研究设施；2025年新增美国北卡模型开发中心	未披露统一全球客户总数	体内药效、DMPK/ADME、PK/PD、生物分析	ADC、Oligo、PROTAC等
药明康德DMPK	美国新泽西DMPK研发中心；中国上海、苏州、南京、南通	1,700+全球客户	体外ADME、体内PK、生物分析及多类DMPK评价	ADC、AOC、寡核苷酸等

资料来源：澎立生物、药明康德、美迪西、康龙化成、冠科生物、晶泰控股、英矽智能公告或官网，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

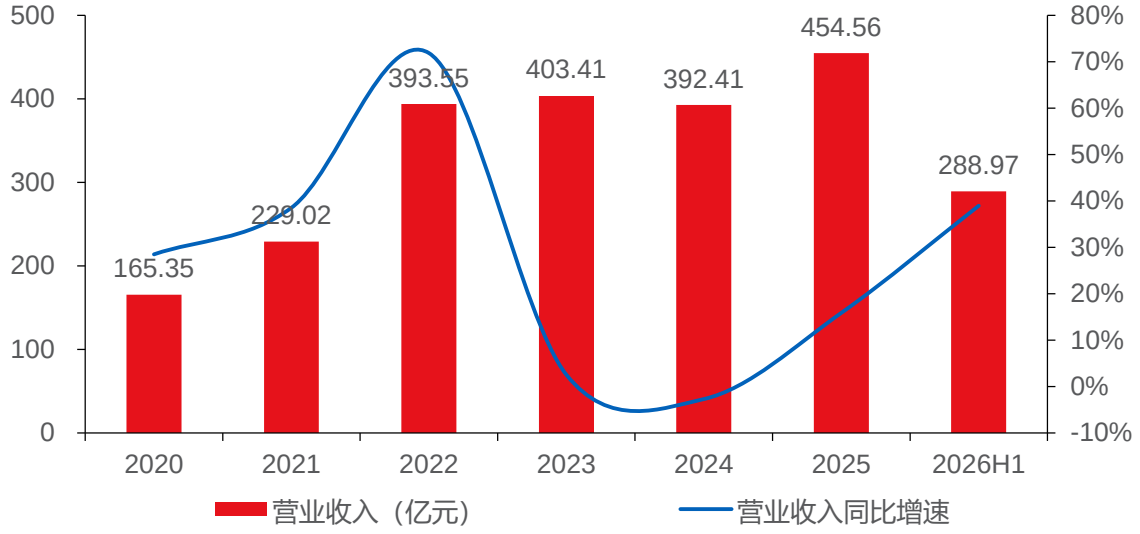
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

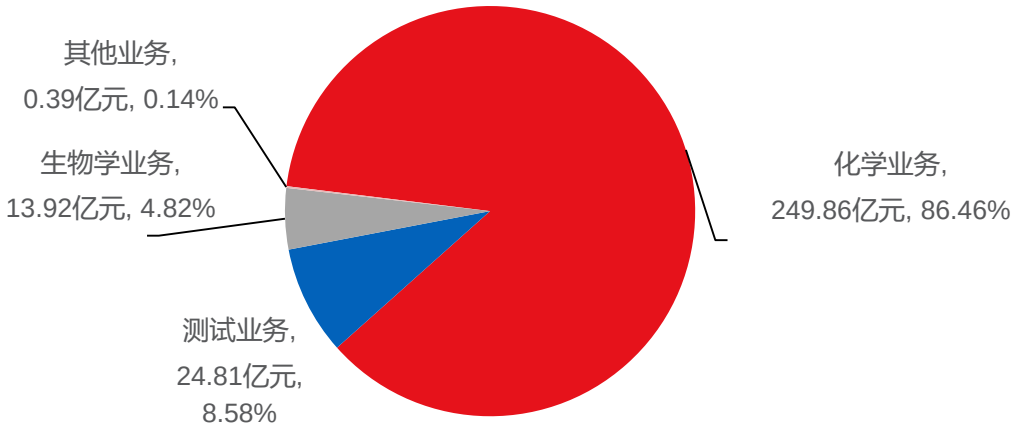
药明康德：收入增长加速，生物学与测试业务承接药效药代评价

- **药明康德收入持续扩大，综合研发平台规模优势进一步体现。**2020-2025年营业收入由165.35亿元增至454.56亿元，2026H1实现288.97亿元，同比增长38.93%。收入增长为研发投入、多业务协同提供支撑，综合服务优势逐步显现，跨环节协同效率也在持续提升。
- **公司收入以化学业务为主，测试与生物学业务属于临床前评价板块。**2026H1化学、测试、生物学业务收入占比分别为86.46%、8.58%和4.82%，生物学业务主要涉及药效研究，测试业务主要覆盖药代、安评与生物分析，综合平台具备多环节服务基础。
- **平台化服务与自动化能力支撑复杂项目交付，药明康德服务效率持续提升。**2026H1药物安全性评价收入同比增长42.8%，DMPK形成7×24小时自动化生物分析流程闭环，2025年药性评价化合物鉴定软件使解谱效率提升83%，交付效率和质量管理能力持续增强。

2020年至2026H1药明康德营业收入及同比增速



2026H1药明康德营业收入结构



资料来源：药明康德财报，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

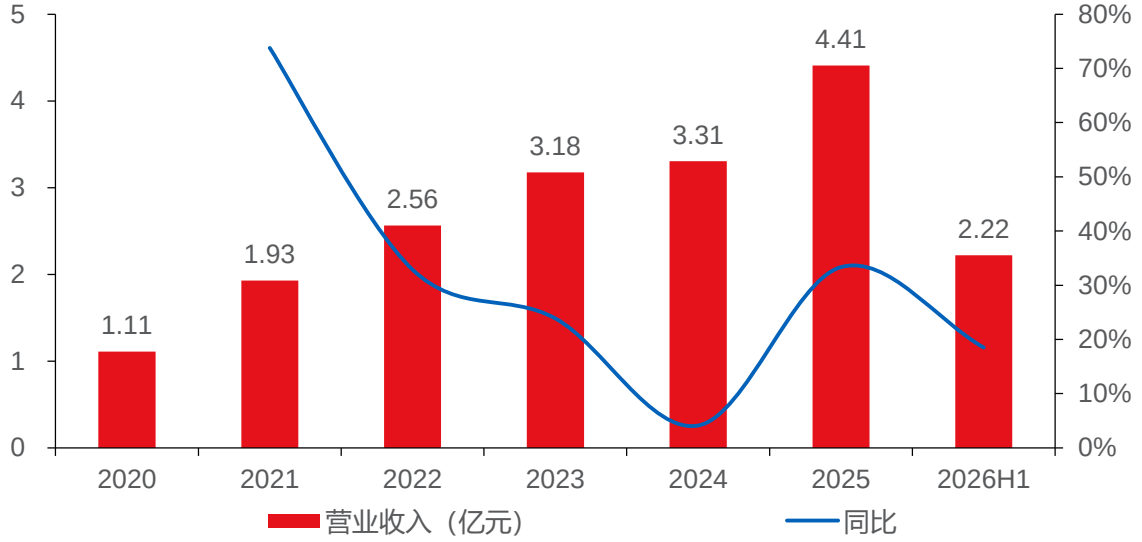
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

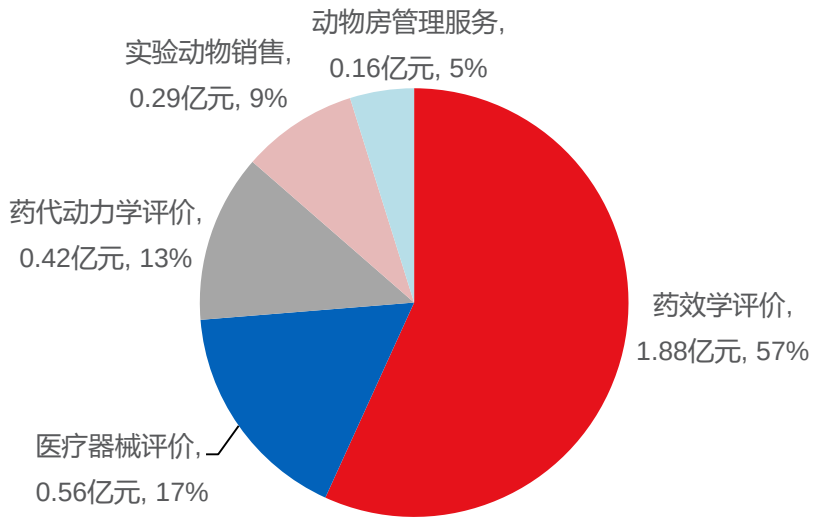
澎立生物：收入规模持续扩大，药效药代构成核心业务

- **澎立生物收入规模持续扩大。**2020-2025年，公司营业收入由1.11亿元增至4.41亿元，复合增速达到31.8%；2025年同比增长33.3%。2026H1纳入奥浦迈合并报表后贡献收入2.22亿元，占奥浦迈同期收入48.9%。
- **药效学与药代动力学构成公司核心业务。**2024年，两项业务收入合计2.30亿元，占营业收入69.6%，其中药效学评价和药代动力学评价占比分别为56.9%和12.7%；医疗器械评价、实验动物销售及动物房管理等业务提供收入补充。
- **奥浦迈收购澎立生物，补充临床前药效药代CRO服务能力。**2026年1月澎立生物纳入奥浦迈合并范围，双方将围绕早期药物研发、药效药代评价及后续生物药工艺开发开展协同，推动公司由“培养基+CDMO”向“培养基+CRDMO”延伸，进一步完善覆盖早期研发与商业化生产的服务链条。

2020年至2026H1澎立生物营业收入及同比增速



2024年澎立生物营业收入结构



注：收入结构采用2024年全年已披露数据；2025年全年及2026H1未披露同口径收入结构。

资料来源：澎立生物、奥浦迈公告，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

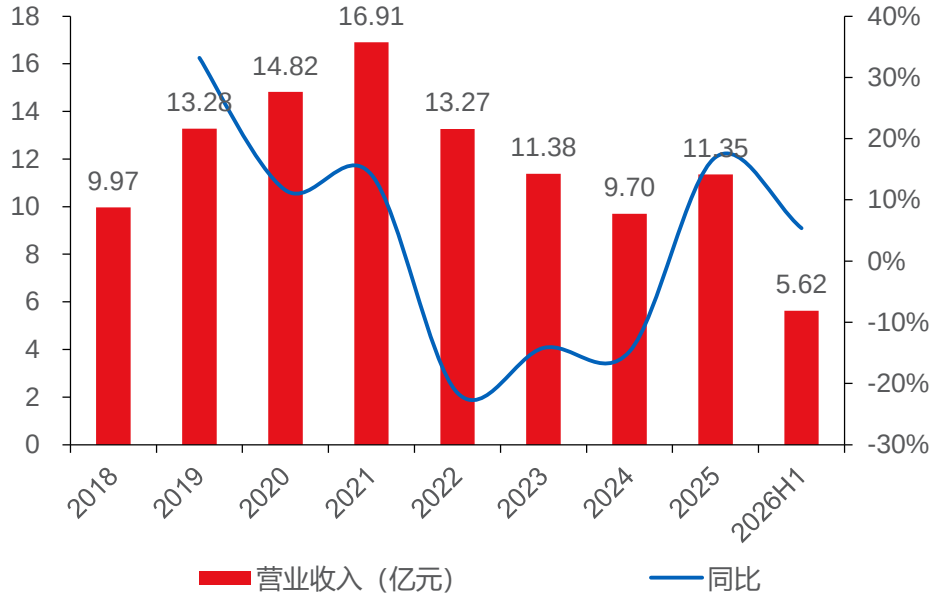
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

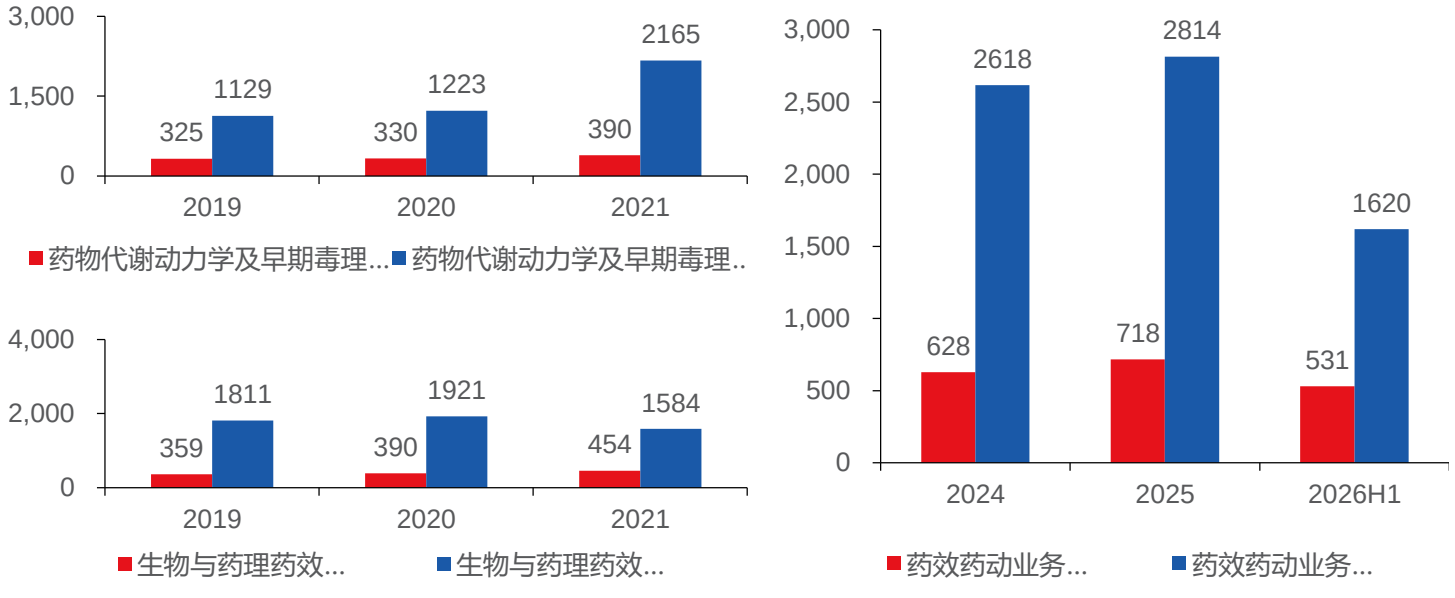
睿智医药：收入恢复增长，药效药动仍为主要收入来源

- **公司整体收入于2025年恢复增长，2026年上半年延续向好态势。**2025年营业收入回升至11.35亿元，同比增长16.96%，2026年上半年实现收入5.62亿元，同比增长5.37%，经营表现已呈现积极变化，业务恢复基础进一步巩固。
- **药效药动业务收入在2025年恢复增长，仍是公司临床前服务的重要收入来源。**2025年药效药动业务收入回升至6.03亿元，同比增长10.28%；2026年上半年该板块收入2.62亿元，同比下降10.71%，核心业务地位依然较稳固，业务支撑作用进一步显现。
- **客户与项目数量保持增长，药效药动业务需求基础仍具韧性。**2025年公司服务客户718家，同比增长14.33%，承接项目2814个，同比增长7.49%；2026年上半年服务客户531家，同比增长11.79%，承接项目1620个，同比增长9.31%，客户覆盖和项目储备持续扩展，业务承接基础进一步夯实，客户基础持续扩容。

2018年至2026H1睿智医药营业收入及同比



睿智医药药效药动业务服务客户数及承接项目数



注：2019-2021年与2024-2026H1为公司不同阶段披露数据

资料来源：睿智医药财报，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

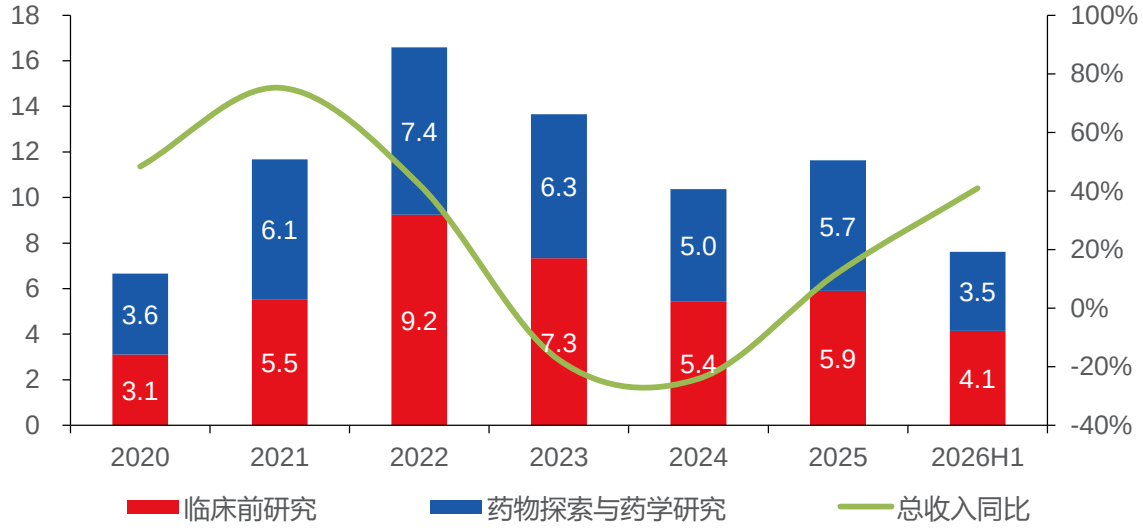
本周关注：药效药代CRO行业近况更新

华创研究

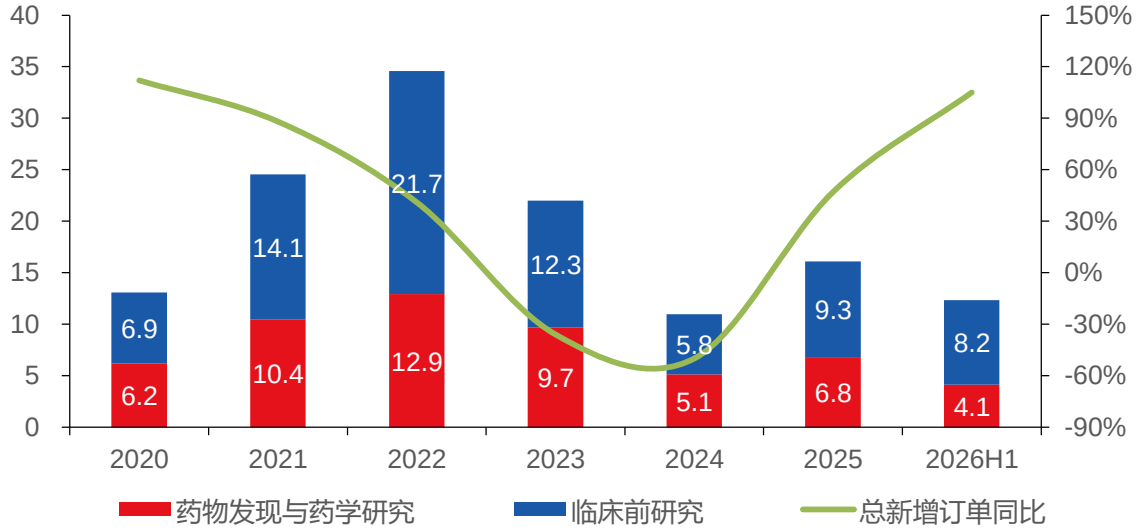
美迪西：收入与订单重回增长轨道，临床前研究板块增长领先

- **美迪西收入重回增长轨道，2026H1增速加快且盈利能力修复。**2025年公司营业收入11.63亿元，同比增长12.08%；2026H1营业收入达7.61亿元，同比增长40.91%，归母净利润0.52亿元，实现扭亏为盈，经营拐点已逐步显现。
- **临床前研究板块增速领先，是公司收入增长的主要来源。**该板块涵盖药效、药代与毒理研究等服务，2026H1收入达4.14亿元，同比增长52.26%，高于药物发现与药学研究板块的29.42%，贡献六成以上收入增量，药效药代等临床前需求回暖明显。
- **新签订单增速快于收入，药效药代所在的临床前研究板块订单量价齐升。**2026H1公司新签订单12.33亿元，同比增长104.74%，其中临床前研究板块新签8.20亿元，同比增长141.63%，且订单价格稳步回升，充足订单储备为后续业绩增长提供有力支撑。

2020年至2026H1美迪西营业收入及同比增速



2020年至2026H1美迪西各期新签订单及同比增速



资料来源：美迪西财报，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

创新药：加科思——pan-KRAS抑制剂价值重估空间大

- **pan-KRAS抑制剂JAB-23E73：与阿斯利康达成合作，全球研发进展加速。**阿斯利康拥有强势的多元化的肿瘤产品组合，有望通过联合治疗方案（一代IO、二代IO、ADC等）加速加科思的全球管线布局。JAB-23E73首次人体研究在中美同步进行中，目前临床数据显示，爬坡剂量下皮肤毒性发生率10%，均为1级（RMC-6236为90%，3级8%），未观察到3级以上的肝脏毒性。
- **tADC：以KRAS抑制剂为payload，开辟靶向治疗新范式。**公司将高效KRAS G12D小分子抑制剂JAB-22000与抗体偶联，创新性构建KRAS G12D tADC平台。平台首个临床候选药物EGFR G12Di tADC（JAB-BX600）目前已确定PCC，公司计划于2026H2提交IND。此外，研发管线中有多个未公开的ADC候选药物正在积极推进中。tADC平台经概念验证后，具备显著的扩展潜力：通过多元化的payload与抗体组合策略，可与不同TAA靶向抗体灵活适配；并有望迭代升级至泛KRAS抑制剂。
- **iADC：以STING激动剂为payload，布局肿瘤免疫2.0。**下一代ADC平台“iADC”创新性地以ADC形式通过抗体介导的特异性识别，将STING激动剂精准输送至肿瘤细胞，避免全身暴露，将冷肿瘤转化成热肿瘤治疗PD-1抗体无效的患者。平台首个临床候选药物HER2-STING iADC（JAB-BX467）目前已确定PCC，公司计划于2026H2提交IND。此外，通过将专有STING激动剂与不同的TAA靶向抗体共轭，公司正在开发一系列iADC项目。iADC平台经概念验证后，以STING激动剂作为载荷的新型ADC有望应对ICI疗法低反应率及传统ADC毒性层面的双重挑战。
- **KRAS G12C抑制剂戈来雷塞：首个适应症2L+ NSCLC已获批上市，适应症积极拓展中。**二线治疗KRAS G12C突变的晚期NSCLC已于2025年5月获得NMPA批准，并于2026年1月纳入国家医保目录。与SHP2抑制剂JAB-3312联合用药用于KRAS G12C突变的一线NSCLC对照SoC的注册性III期临床正在进行中。此外，单药治疗KRAS G12C突变的2L+ PDAC、单药及与西妥昔单抗联合治疗KRAS G12C突变CRC的II期注册性临床也在开展中。

- **投资建议：**预计公司2026-2028年营业收入分别为6.70、4.93和4.55亿元；归母净利润为4.17、2.34和1.67亿元（26-27年前值3.13/1.92亿元）。根据创新药管线估值方法（基于风险调整的现金流折现法），给予公司整体估值92.22亿港元，对应目标价为11.65港元，维持“强推”评级。
- **风险提示：**对外合作不达预期、临床进度不达预期、竞争格局变动

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

医疗器械：产品创新和出海，行业有望迎来业绩和估值双修复

- **高值耗材集采压力趋向缓和，创新驱动高值耗材产业持续发展及价值重估。**自2019年以来，国家医保局已组织了6轮高值医用耗材国采，涵盖冠脉支架、药物球囊、骨科耗材（关节类、脊柱类、运动医学类）、口腔种植体系统、泌尿外科以及人工晶体等等多个高值耗材领域。随着高值耗材集采覆盖面越来越广，集采压力正趋向缓和，相关企业业绩有望陆续回归高速增长通道。目前国产高值耗材企业正处于创新加速阶段，例如，赛诺医疗的COMETIU支架及COMEX球囊微导管于2025年获得了FDA的突破性医疗器械认定，成为我国首个获得FDA突破性医疗器械认定的神经介入器械产品，微创医疗全资子公司上海微创的Firesorb生物全降解可吸收心脏支架于2024年获NMPA批准上市，成为了全球首款新一代生物全降解可吸收心脏支架。综合来看，我们在高值耗材板块建议关注春立医疗、迈普医学等。

- **医疗设备板块拐点来临，技术升级与国际化双轮驱动。**2025年上半年随着设备更新开始大规模落地，叠加反腐常态化，医疗设备领域积压的采购需求得到释放，我国医疗设备招投标规模呈现恢复性增长，2025年三季度，相关企业出现收入端拐点。超声县域集采阶段性扰动产品毛利率，但有助于国产龙头加速推动国产替代。并且国产医疗设备企业重视产品技术升级。医疗设备出海前景广阔，随着我国医疗设备工业水平持续提升，相关企业的海外本土化布局持续落地，国产医疗设备国际化进程正在加速推进。综合来看，我们在医疗设备板块建议关注迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、联影医疗等。

- **IVD板块政策扰动逐步出清，出海深入加强本地化布局。**随着医疗服务价格治理、检验结果互认和DRG政策的深化执行，其对IVD行业的扰动将边际减弱。安徽省牵头的省级联盟已经集采了传染病、肿标、甲功等，覆盖发光的大多数主流项目，预计最近一轮集采执行降价影响将在26年出清。增值税调整对新产业等IVD公司的干扰是一次性的，后续该影响将消失。并且国产龙头份额有望在国内行业承压环境下进一步提高。海外市场已成为国产头部IVD企业的必争之地，随着海外业务的发展，迈瑞医疗、新产业等部分厂商已经开始较为深入的本地化探索。综合来看，我们在IVD板块建议关注：迈瑞医疗、新产业、安图生物等。

- **低值耗材产业升级+全球化布局，提升综合竞争力。**低值耗材领域由于技术壁垒相对较低，相对容易进入到价格竞争的恶性循环，头部国产厂商正通过产品线的不断迭代升级，构建发展新动能。振德医疗、维力医疗、英科医疗、奥美医疗等企业均在海外有产能规划，以应对国际地缘风险，保障出口业务稳定。综合来看，我们在低值耗材板块建议关注英科医疗、维力医疗等。

- **AI医疗、脑机接口新兴技术有望带来行业变革。**AI与医学影像、手术机器人、基因诊断等器械赛道的结合正在推动诊疗模式向精准化、个性化、智能化发展，为打破医疗“不可能三角”提供新的可能性。脑机接口致力于建立人脑与外部设备的直接通信通路，在严肃医疗领域为瘫痪患者带来了运动功能重建的新希望；在精神疾病领域为抑郁症、阿尔茨海默病等疾病的干预提供了全新的神经调控思路；并且在非医疗领域也有广阔的应用前景。

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

港股医疗器械：精锋医疗——国内加速进口替代，海外广阔市场开启放量

- **国产腔镜手术机器人龙头，商业化进入爆发阶段。**精锋医疗是国产腔镜手术机器人龙头公司，构建了全面的腔镜机器人产品矩阵。公司2023-2025年间营收CAGR达到200%以上，业绩进入爆发阶段，海外市场自2025年开始商业化，当年销售至海外终端用户的产品收入达2.72亿元，占总营收50%以上。公司毛利率持续上行，费用率压缩下盈利能力显著改善，有望扭亏为盈。

- **行业：临床价值支撑全球腔镜手术机器人市场持续高增长，非美市场成为重要增量。**

1）外科手术范式更迭，临床价值支撑全球腔镜手术机器人市场持续高增长。腔镜手术机器人临床价值突出，应用科室与术式逐步拓展，持续扩大可及市场。2024年全球市场已达到102亿美元，预计到2033年规模将达到389亿美元，2024-2033年期间年复合增长率为16.0%。

2）行业上半场：外企基于美国市场主导行业发展，打造卓越商业模式与深厚护城河。基于美国市场，直觉外科通过“临床价值驱动装机、装机带动手术、手术绑定耗材”的飞轮循环，形成了“设备+耗材/服务”盈利模式。直觉外科凭借先发优势形成的医生使用习惯/品牌黏性、完善的渠道/服务网络、海量手术数据对产品迭代的反哺等铸就了深厚护城河，并在全球布局架设专利壁垒。

3）行业下半场：非美市场成为重要增量，政策推动下国内市场有望迎来新一轮高增长。与美国市场相比，非美市场在装机存量、手术渗透率等方面都还存在较大差距，从直觉外科的手术量增速来看，非美市场已成为行业重要增量。其中欧洲市场医保体系更看重成本控制，对手术机器人的态度相较美国更为谨慎，且各地区有明显差异；亚太、拉美市场有望快速增长；中国市场随着国产腔镜手术机器人供给增加，叠加政策端对配置证的松绑、设备集采的推动和手术机器人院端收费立项框架的逐步确立，预计将迎来新一轮高增长。

- **公司展望：国内市场政策催化下蓄势待发，海外广阔市场开启放量。**公司通过快速迭代叠加差异化创新，打造完善产品矩阵与过硬的产品力，核心产品在临床试验中展现出卓越的有效性与安全性，并与全球领先手术机器人达芬奇系统完成了头对头验证。因此公司手术机器人的装机量与手术量均快速增长。1）在国内市场，公司处于国产龙头地位，中标数量份额保持国产第一。随着国内服务价格立项、设备省级集采等政策落地后，国内腔镜手术机器人市场渗透率有望快速提高，精锋等国产厂家凭借价格优势有望进一步加快对达芬奇的国产替代。2）在海外市场，公司装机已经开启放量，海外配套服务体系逐步完善，叠加产品性价比优势，公司在海外非美市场大有可为。

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

生命科学服务：周期向上，盈利弹性释放

- **板块周期上行，盈利释放具有较大弹性。**2015年以来，国产创新药崛起大浪潮催生并推动生命科学服务板块高速发展，叠加21年前后新冠相关产品需求旺盛，各公司纷纷加大多方面投入、拉高经营杠杆，以期快速发展。2022年以来，伴随着新冠相关产品需求断崖式下降，全球和中国生物医药资本退潮，生命科学服务行业进入景气下行阶段，相关公司收入端承压，同时消化高经营杠杆，利润端承压更甚。经过2年多的行业调整，供给侧出清，集中度提高，毛利率企稳回升。2024年下半年以来，创新药对外BD加速，拉动下游行业需求有所复苏，叠加部分细分赛道的国产替代深化和海外持续拓展，板块单季度收入同比从2024Q4开始转正。随着营收重回增长，产能利用率提高，费用占比将有明显下降，盈利能力持续提高。从2024Q4-2026Q2，板块净利率逐步从1.9%提高至8.4%，预计细分龙头的盈利释放仍具有较大弹性。

- **行业需求回暖。**生命科学服务需求可以分为海外市场需求和国内市场需求，其中国内市场需求又可进一步划分为科研端需求、工业端CXO需求、工业端药企需求。当前，海外与国内生物医药投融资均有回暖迹象。一方面，出海企业的海外需求迎来向上阶段，另一方面，海外需求向上有望借助国内CXO传导至生命科学服务国内需求的工业端CXO需求。国内科研端需求稳步增长，国内工业端药企需求有望伴随着国内生物医药投融资迎来触底回升，行业需求有所复苏，整体趋势向好。

- **国产替代与出海依旧是大趋势。**生命科学服务板块整体国产市占率低，尤其是仪器，绝大部分市场长期被海外企业占据。但经过多年发展，不论是仪器、试剂还是耗材，已经不乏在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司。贸易冲突背景下，国家高度重视供应链自主可控。需求端，集采及医保控费、进口供应短缺等使得客户选择国产意愿变强，国产替代进程有望持续推进。海外市场空间相较国内更为广阔，海外已成为板块多家公司的主要收入来源。

- **建议关注：**1、受益国内工业端回暖，海外持续拓展市场的试剂类公司如皓元医药、毕得医药、百普赛斯；2、国内国产替代空间大/品类扩张带动增长的公司如华大智造、洁特生物、纳微科技、赛分科技；3、从上游向CRO、CDMO、抗体序列开发服务拓展并取得较好进展的公司如药康生物、百奥赛图、皓元医药。

仅供内部参考，请勿外传！

医药消费：重点关注中药及医疗服务相关机会

【药房】供给优化，政策驱暖，有望修复

- 我们认为当下药店板块三重底已出现：基本面方面自4Q25~1Q26同店改善趋势明显，1Q26政策趋暖、多部委鼓励行业并购及多元化经营，估值在1-2Q26回到历史低位。药店是高壁垒牌照生意，短期看随着行业供给优化，头部同店回正并逐季改善，并购重组成为2026-27主旋律提升业绩预期，中期看门店调改加速激活单店活力，长期看行业格局优化、长护险等增量政策带来长期增量流量。我们看好头部药店的EPS与PE的双重提升，预计26年头部EPS增速双位数以上，推荐关注在手现金较多的龙头，有望抓住整合窗口期实现扩张：益丰药房，大参林，老百姓，一心堂等；以及长视角受益的上游商业九州通。

【中药】基本面见底，有望否极泰来

- 展望2026年，行业基本面有望逐步恢复（24年高基数压力在25年得以消化，行业库存压力25~26逐渐消化），我们判断复苏节奏依次：院内中药（1H25）>四类药（4Q25）>OTC普药（2026E）>高值消费中药（2026~2027E）。政策方面，行业供给侧持续出清（批文再注册门槛提高），第四批中成药集采规则宽松，基药目录工作持续推进。渠道端院外药店同店有望转正，院内基药带来市场增量、集采降幅明确宽松，行业有望筑底向上。推荐关注基药增量方向、稳健的红利方向以及消费复苏方向。

【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的

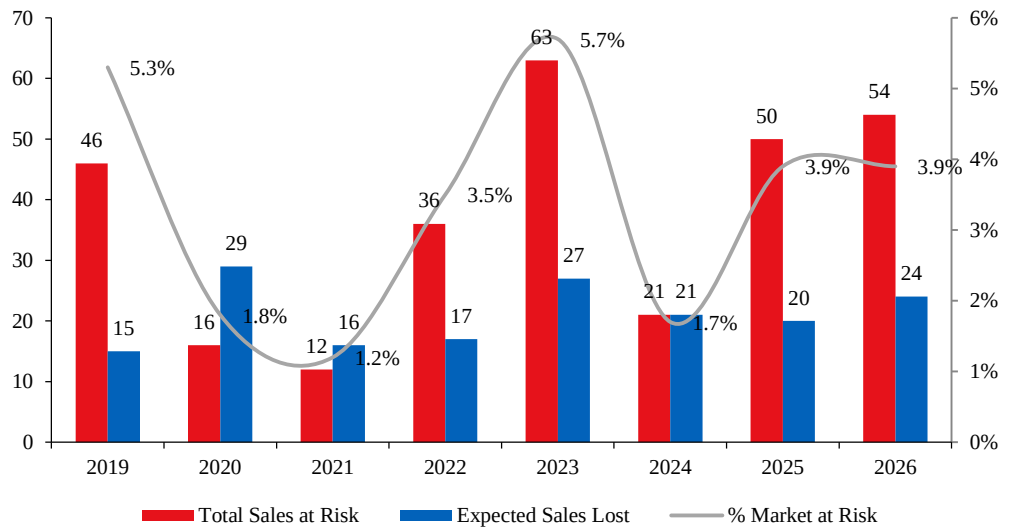
- 医改政策对于医疗服务的负向影响已经接近出清尾声，随着宏观消费环境回暖，医疗服务板块有望重回中长期增长轨道；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、口腔：通策医疗，口腔医疗服务赛道龙头，公司改革有望引领公司重回增长；2、眼科：普瑞眼科、爱尔眼科、华厦眼科等；3、其他细分赛道龙头：固生堂、海吉亚医疗、国际医学、锦欣生殖。

仅供内部参考，请勿外传！

医药工业：看好原料药板块拐点向上

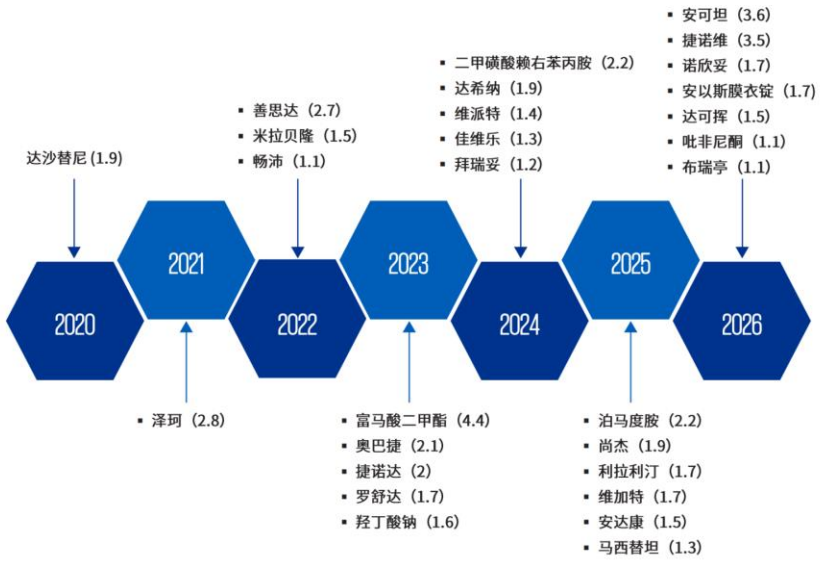
- **建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。**
- **专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。**根据Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球有近3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的10%-20%，2019-2026年仿制药的替代空间大概为298-596亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。建议关注天宇股份、同和药业。
- **向下游制剂端延伸，部分企业已经进入业绩兑现期：**原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注：华海药业。
- **横向拓展CDMO**：凭借原料药企业的成本控制和产能规模资源禀赋，CDMO横向拓展有望打开公司成长天花板，建议关注：普洛药业、天宇股份等。

2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind，Evaluate Pharma，华创证券

2020-2026即将专利过期的重磅品种（2019年销售额，十亿美



资料来源：Wind，KPMG，华创证券

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

仅供内部参考，请勿外传！

投资组合精选

- 维持推荐：春立医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、维力医疗、振德医疗、迈瑞医疗、海泰新光、金域医学、迈普医学、三诺生物、九安医疗、鱼跃医疗、联影医疗、归创通桥、爱博医疗、可孚医疗、易瑞生物、微泰医疗、惠泰医疗、精锋医疗、英科医疗、时代天使、万孚生物、透景生命、新华医疗、安图生物、华大智造、海尔生物、普门科技、信达生物、加科思、乐普生物、诺诚健华、荃信生物、和黄医药、中国生物制药、翰森制药、科伦博泰、贝达药业、三生国健、艾迪药业、百利天恒、映恩生物-B、信立泰、卫信康、恩华药业、苑东生物、恒瑞医药、通化东宝、丽珠集团、华东医药、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、天宇股份、健友股份、司太立、普洛药业、国邦医药、固生堂、通策医疗、国际医学、平安好医生、锦欣生殖、一脉阳光、海吉亚医疗、爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科、一心堂、九州通、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、毕得医药、皓元医药、百普赛斯、药康生物、奥浦迈、凯莱英、康龙化成、九洲药业、普蕊斯、药明合联、药明生物、药明康德、泰格医药、诺思格、羚锐制药、东阿阿胶、云南白药、华润三九、以岭药业、同仁堂、太极集团、达仁堂、昆药集团、片仔癀、康恩贝。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
医疗器械	688236.SH	春立医疗	47.0	3.4	4.2	5.0	14	11	9
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	39.6	0.8	1.3	1.9	49	32	21
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	81.8	3.7	4.3	5.0	22	19	16
医疗器械	300832.SZ	新产业	375.0	18.1	21.0	24.4	21	18	15
医疗器械	603309.SH	维力医疗	32.3	2.5	3.0	3.6	13	11	9
医疗器械	603301.SH	振德医疗	207.1	3.2	3.8	4.6	64	54	45
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	1864.5	83.8	96.9	106.7	22	19	17
医疗器械	688677.SH	海泰新光	97.1	1.9	2.6	3.4	52	38	29
医疗器械	603882.SH	金域医学	136.2	4.0	5.0	6.2	34	27	22
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	36.8	1.4	2.0	2.6	26	19	14
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	89.9	3.7	4.5	5.4	24	20	17
医疗器械	002432.SZ	九安医疗	287.5	46.1	45.5	51.0	6	6	6
医疗器械	002223.SZ	鱼跃医疗	262.4	16.5	18.3	20.6	16	14	13
医疗器械	688271.SH	联影医疗	844.0	23.1	28.8	35.3	37	29	24
医疗器械	2190.HK	归创通桥	64.0	3.4	4.4	5.6	19	15	11
医疗器械	688050.SH	爱博医疗	74.2	3.5	4.2	4.9	21	18	15
医疗器械	301087.SZ	可孚医疗	120.1	4.7	5.9	7.2	26	20	17
医疗器械	300942.SZ	易瑞生物	26.5	0.5	0.7	0.9	53	38	31
医疗器械	2235.HK	微泰医疗	24.7	0.9	2.0	3.3	27	12	8
医疗器械	688617.SH	惠泰医疗	334.1	10.0	12.4	15.4	33	27	22
医疗器械	2675.HK	精锋医疗	118.4	0.8	1.6	2.6	141	74	46
医疗器械	300677.SZ	英科医疗	321.7	23.2	28.4	32.4	14	11	10
医疗器械	6699.HK	时代天使	124.5	2.2	3.4	4.9	57	37	25
医疗器械	300482.SZ	万孚生物	76.8	4.0	4.8	5.7	19	16	14
医疗器械	300642.SZ	透景生命	33.4	0.1	0.4	0.4	239	95	78
医疗器械	600587.SH	新华医疗	78.6	5.5	6.4	7.1	14	12	11
医疗器械	603658.SH	安图生物	192.3	10.9	12.4	13.9	18	15	14
医疗器械	688114.SH	华大智造	312.1	0.2	1.9	-	2081	161	-
医疗器械	688139.SH	海尔生物	109.5	2.9	3.3	3.8	38	33	29
医疗器械	688389.SH	普门科技	47.6	1.6	2.6	3.0	29	18	16

资料来源：WIND（截至2026年9月24日收盘），华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传！

投资组合精选

- 维持推荐：春立医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、维力医疗、振德医疗、迈瑞医疗、海泰新光、金域医学、迈普医学、三诺生物、九安医疗、鱼跃医疗、联影医疗、归创通桥、爱博医疗、可孚医疗、易瑞生物、微泰医疗、惠泰医疗、精锋医疗、英科医疗、时代天使、万孚生物、透景生命、新华医疗、安图生物、华大智造、海尔生物、普门科技、信达生物、加科思、乐普生物、诺诚健华、荃信生物、和黄医药、中国生物制药、翰森制药、科伦博泰、贝达药业、三生国健、艾迪药业、百利天恒、映恩生物-B、信立泰、卫信康、恩华药业、苑东生物、恒瑞医药、通化东宝、丽珠集团、华东医药、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、天宇股份、健友股份、司太立、普洛药业、国邦医药、固生堂、通策医疗、国际医学、平安好医生、锦欣生殖、一脉阳光、海吉亚医疗、爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科、一心堂、九州通、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、毕得医药、皓元医药、百普赛斯、药康生物、奥浦迈、凯莱英、康龙化成、九洲药业、普蕊斯、药明合联、药明生物、药明康德、泰格医药、诺思格、羚锐制药、东阿阿胶、云南白药、华润三九、以岭药业、同仁堂、太极集团、达仁堂、昆药集团、片仔癀、康恩贝。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
创新药	1801.HK	信达生物	1497.0	25.9	30.9	42.6	58	48	35
创新药	1167.HK	加科思	40.7	4.2	2.3	1.7	10	17	24
创新药	2157.HK	乐普生物	58.9	0.9	1.4	2.8	63	43	21
创新药	688428.SH	诺诚健华	265.6	3.0	4.0	5.8	87	66	46
创新药	2509.HK	荃信生物	32.8	1.9	1.1	1.5	18	30	22
创新药	0013.HK	和黄医药	164.5	3.9	5.7	8.9	43	29	19
创新药	1177.HK	中国生物制药	895.5	44.0	44.2	50.8	20	20	18
创新药	3692.HK	翰森制药	1749.2	61.1	67.8	75.1	29	26	23
创新药	6990.HK	科伦博泰	960.6	(1.6)	3.5	11.2	-620	278	86
创新药	300558.SZ	贝达药业	204.2	5.7	7.8	9.7	36	26	21
创新药	688336.SH	三生国健	351.4	4.8	7.2	11.6	73	49	30
创新药	688488.SH	艾迪药业	67.1	0.2	0.8	1.8	292	80	38
创新药	688506.SH	百利天恒	988.0	(10.1)	(18.3)	-	-98	-54	-
创新药	9606.HK	映恩生物-B	154.5	(5.8)	(4.3)	(4.6)	-27	-36	-33
化药	002294.SZ	信立泰	336.9	6.9	8.6	-	49	39	-
化药	603676.SH	卫信康	38.5	3.4	4.1	-	11	9	-
化药	002262.SZ	恩华药业	214.3	14.1	17.4	-	15	12	-
化药	688513.SH	苑东生物	88.3	3.2	3.9	-	28	23	-
化药	600276.SH	恒瑞医药	2962.0	111.1	128.2	-	27	23	-
化药	600867.SH	通化东宝	151.4	5.2	6.2	7.2	29	25	21
化药	000513.SZ	丽珠集团	216.9	20.8	23.8	-	10	9	-
化药	000963.SZ	华东医药	457.0	44.0	53.6	-	10	9	-
原料药	300636.SZ	同和药业	29.6	0.9	1.1	1.3	33	28	23
原料药	002332.SZ	仙琚制药	85.2	4.9	5.9	7.1	17	14	12
原料药	600521.SH	华海药业	237.8	12.9	12.8	15.1	18	19	16
原料药	002940.SZ	昂利康	46.1	2.1	2.8	-	22	16	-
原料药	300702.SZ	天宇股份	74.1	3.1	4.3	5.4	24	17	14
原料药	603707.SH	健友股份	124.4	7.4	8.5	10.5	17	15	12
原料药	603520.SH	司太立	37.1	1.5	2.5	3.2	25	15	12
原料药	000739.SZ	普洛药业	293.1	10.8	13.0	16.3	27	23	18
原料药	605507.SH	国邦医药	141.6	9.0	10.2	11.5	16	14	12

资料来源：WIND（截至2026年9月24日收盘），华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传！

投资组合精选

- 维持推荐：春立医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、维力医疗、振德医疗、迈瑞医疗、海泰新光、金域医学、迈普医学、三诺生物、九安医疗、鱼跃医疗、联影医疗、归创通桥、爱博医疗、可孚医疗、易瑞生物、微泰医疗、惠泰医疗、精锋医疗、英科医疗、时代天使、万孚生物、透景生命、新华医疗、安图生物、华大智造、海尔生物、普门科技、信达生物、加科思、乐普生物、诺诚健华、荃信生物、和黄医药、中国生物制药、翰森制药、科伦博泰、贝达药业、三生国健、艾迪药业、百利天恒、映恩生物-B、信立泰、卫信康、恩华药业、苑东生物、恒瑞医药、通化东宝、丽珠集团、华东医药、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、天宇股份、健友股份、司太立、普洛药业、国邦医药、固生堂、通策医疗、国际医学、平安好医生、锦欣生殖、一脉阳光、海吉亚医疗、爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科、一心堂、九州通、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、毕得医药、皓元医药、百普赛斯、药康生物、奥浦迈、凯莱英、康龙化成、九洲药业、普蕊斯、药明合联、药明生物、药明康德、泰格医药、诺思格、羚锐制药、东阿阿胶、云南白药、华润三九、以岭药业、同仁堂、太极集团、达仁堂、昆药集团、片仔癀、康恩贝。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
医疗服务	2273.HK	固生堂	54.9	4.3	5.1	5.9	13	11	9
医疗服务	600763.SH	通策医疗	148.8	6.2	7.1	8.1	24	21	18
医疗服务	000516.SZ	国际医学	96.3	(0.9)	1.0	-	-107	96	-
医疗服务	1833.HK	平安好医生	112.8	4.6	6.0	7.3	24	19	15
医疗服务	1951.HK	锦欣生殖	49.1	2.1	2.7	3.6	23	18	14
医疗服务	2522.HK	一脉阳光	19.4	(0.0)	0.2	0.6	-972	130	34
医疗服务	6078.HK	海吉亚医疗	51.4	5.0	5.8	6.7	10	9	8
医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	735.6	34.6	41.2	47.3	21	18	16
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	47.1	1.3	1.7	-	37	27	-
医疗服务	301267.SZ	华厦眼科	125.2	4.8	5.5	-	26	23	-
医药流通	002727.SZ	一心堂	62.1	4.2	4.6	-	15	13	-
医药流通	600998.SH	九州通	244.1	26.9	28.7	-	9	9	-
医药流通	603233.SH	大参林	199.9	14.6	16.7	18.8	14	12	11
医药流通	603883.SH	老百姓	98.3	4.5	5.5	6.7	22	18	15
医药流通	603939.SH	益丰药房	267.7	19.4	22.1	25.3	14	12	11
医药流通	605266.SH	健之佳	24.2	2.1	2.6	-	11	9	-
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	67.8	2.2	3.0	3.6	31	23	19
生命科学服务	688131.SH	皓元医药	220.8	3.4	4.8	6.5	65	46	34
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	203.6	2.8	3.7	-	73	55	-
生命科学服务	688046.SH	药康生物	147.3	1.7	2.2	-	85	66	-
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	110.1	1.1	1.4	-	103	77	-
CXO	002821.SZ	凯莱英	633.0	15.6	18.7	22.5	41	34	28
CXO	300759.SZ	康龙化成	736.7	20.9	26.0	31.4	35	28	23
CXO	603456.SH	九洲药业	143.2	11.3	13.0	-	13	11	-
CXO	301257.SZ	普蕊斯	32.2	1.6	2.0	-	20	16	-
CXO	2268.HK	药明合联	884.0	20.2	28.0	37.1	44	32	24
CXO	2269.HK	药明生物	1877.4	59.5	73.5	91.2	32	26	21
CXO	603259.SH	药明康德	5029.6	220.5	274.8	349.8	23	18	14
CXO	300347.SZ	泰格医药	467.4	13.4	15.4	-	35	30	-
CXO	301333.SZ	诺思格	62.1	1.7	2.1	-	36	30	-

资料来源：WIND（截至2026年9月24日收盘），华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传！

投资组合精选

- 维持推荐：春立医疗、澳华内镜、开立医疗、新产业、维力医疗、振德医疗、迈瑞医疗、海泰新光、金域医学、迈普医学、三诺生物、九安医疗、鱼跃医疗、联影医疗、归创通桥、爱博医疗、可孚医疗、易瑞生物、微泰医疗、惠泰医疗、精锋医疗、英科医疗、时代天使、万孚生物、透景生命、新华医疗、安图生物、华大智造、海尔生物、普门科技、信达生物、加科思、乐普生物、诺诚健华、荃信生物、和黄医药、中国生物制药、翰森制药、科伦博泰、贝达药业、三生国健、艾迪药业、百利天恒、映恩生物-B、信立泰、卫信康、恩华药业、苑东生物、恒瑞医药、通化东宝、丽珠集团、华东医药、同和药业、仙琚制药、华海药业、昂利康、天宇股份、健友股份、司太立、普洛药业、国邦医药、固生堂、通策医疗、国际医学、平安好医生、锦欣生殖、一脉阳光、海吉亚医疗、爱尔眼科、普瑞眼科、华厦眼科、一心堂、九州通、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳、毕得医药、皓元医药、百普赛斯、药康生物、奥浦迈、凯莱英、康龙化成、九洲药业、普蕊斯、药明合联、药明生物、药明康德、泰格医药、诺思格、羚锐制药、东阿阿胶、云南白药、华润三九、以岭药业、同仁堂、太极集团、达仁堂、昆药集团、片仔癀、康恩贝。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中药	600285. SH	羚锐制药	106. 8	8. 6	9. 7	10. 7	12	11	10
中药	000423. SZ	东阿阿胶	288. 9	19. 7	22. 2	25. 1	15	13	11
中药	000538. SZ	云南白药	889. 8	55. 6	60. 0	64. 7	16	15	14
中药	000999. SZ	华润三九	389. 3	37. 8	41. 7	46. 0	10	9	8
中药	002603. SZ	以岭药业	252. 9	15. 4	17. 7	20. 3	16	14	12
中药	600085. SH	同仁堂	320. 1	12. 8	14. 8	17. 0	25	22	19
中药	600129. SH	太极集团	73. 5	2. 3	3. 5	4. 6	32	21	16
中药	600329. SH	达仁堂	233. 9	10. 4	12. 0	13. 7	22	20	17
中药	600422. SH	昆药集团	60. 9	2. 4	3. 5	4. 1	25	17	15
中药	600436. SH	片仔癀	708. 3	22. 7	25. 0	27. 5	31	28	26
中药	600572. SH	康恩贝	106. 9	7. 1	7. 6	-	15	14	-

资料来源：WIND（截至2026年9月24日收盘），华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传！

第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

仅供内部参考，请勿外传！

行业热点

9月21日，翰森制药宣布，其自研TYK2选择性变构抑制剂HS-10374治疗成人中重度斑块状银屑病的关键Ⅲ期研究达到共同主要终点。第16周，HS-10374组PASI75应答率，以及sPGA评分达到0或1且较基线下降至少2分的患者比例，均显著高于安慰剂组。同时，超过半数用药患者达到PASI90应答，近三分之一达到PASI100应答，未观察到新的安全性信号。公司计划启动与监管机构的沟通，推进在中国的新药上市申请准备工作。（财华社）

9月22日，博锐创合宣布与诺华达成全球独家许可协议，将旗下一款临床前放射性配体疗法（RLT）资产授权给诺华。根据协议，博锐创合有资格获得最高9亿美元付款，包括首付款以及开发、监管和销售里程碑付款，此外还可获得未来全球净销售额的特许权使用费。博锐创合已建立覆盖药物发现、放射化学和临床转化的研发体系，并布局覆盖不同靶点、配体和核素的RLT管线。（动脉网）

9月23日，罗氏与Ionis宣布，反义寡核苷酸药物sefaxersen治疗IgA肾病的Ⅲ期研究在期中分析中达到主要终点，蛋白尿指标改善具有统计学意义和临床意义。该药通过抑制肝脏补体因子B生成发挥作用，采用每月一次自行注射给药的方式。双方计划在后续医学会议披露详细数据并与监管机构分享，同时继续随访患者两年，观察肾功能变化。（BioPharma Dive）

9月24日，诺诚健华宣布与礼来达成研发和授权许可战略合作，首付款、近期付款及里程碑付款合计最高33.5亿美元。诺诚健华将依托自有药物发现平台，发现并开发最多5项创新性靶点项目。根据协议，公司有权获得合计最高1亿美元的首付款和近期付款，以及最高32.5亿美元的开发和商业化里程碑付款；此外，还可就许可产品的年度净销售额收取个位数百分比的分级特许权使用费。（证券日报）

仅供内部参考，请勿外传！

涨跌幅榜个股原因分析

排序	涨幅前五名	本周涨跌幅	原因分析	排序	跌幅前五名	本周涨跌幅	原因分析
1	南华生物	37.16%	无特殊原因	1	圣诺生物	-21.75%	无特殊原因
2	诺禾致源	34.65%	无特殊原因	2	康芝药业	-14.35%	无特殊原因
3	义翘神州	29.88%	无特殊原因	3	*ST香雪	-13.94%	无特殊原因
4	采纳股份	27.87%	无特殊原因	4	富祥股份	-13.10%	无特殊原因
5	近岸蛋白	26.48%	无特殊原因	5	诚达药业	-12.15%	无特殊原因

资料来源：WIND资讯

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1、集采力度超预期；

2、创新药谈判降价幅度超预期；

3、医院门诊量恢复低于预期。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。