下载日志已记录，仅供内部参考

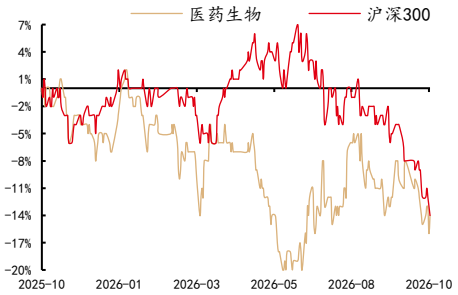
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	7485.16
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

《再谈 AI4S：分子设计并非终点，“靶点-疾病”因果数据仍存在巨大缺口，AI+生物数据基建或许刚刚开始》 -2026.10.19

医药生物行业报告 （2026.10.19-2026.10.23）

ESMO 大会大幕开启，国产新药闪耀

● 投资要点

本周我们梳理 ESMO 大会更新的重点新药数据。

乳腺癌方面，1）恒瑞医药 Her2 ADC 药物 SHR-A1811 和中国生物制药 Her2 双表位 ADC 药物 TQB2102 同台竞技，在 1L Her2 低表达 BC 展示优异疗效，二者在 HR+重点人群 mPFS 均超过 16mo，数值与获益基本一致，非头对头对比优于 Enhertu。初步 OS 分析显示国产 ADC 在 IIT 人群均展现了良好的获益趋势。2）百利天恒 Iza-bren 进一步强化国产 ADC 在 CDK4/6 经治 HR+/Her2-BC 的竞争力，石药集团/康宁杰瑞则以 LBA 形式公布 Her2 双表位抗体 Anbenitamab+白蛋白多西他赛对比经典 THP 方案的胜果。

消化道肿瘤方面，1）AZ/康诺亚 CLDN18.2 ADC 领衔，公布 SONE-VE 全球 III 期 CLARITY-Gastric01 试验具体数据，在 CLDN18.2 阳性的 cut-off 值要求较为宽泛前提下，OS 较化疗获益显著，信达生物/武田制药更新的 III 期 G-HOPE-001 试验第二次期中分析数据显示两款 ADC 的 OS 获益非头对头对比处于同一水平，目前二者均已在国内申报 BLA，上市进度均为第一梯队。2）CDH17 ADC 异军突起，康诺亚和 ArriVent/乐普生物在后线 CRC 上展示优异反应率。

肺癌方面，科伦博泰 Sac-TMT 的两项 III 期试验（+K 药用于 PD-L1 阴性 nsqNSCLC 的 OptiTROP-Lung06 试验和单药用于 TKI 经治 NSCLC 的 OptiTROP-Lung04 试验）引领，其中 OptiTROP-Lung06 试验 Sac-TMT+K 药取得 15mo 的 mPFS 优异数据，较对照组 K 药+化疗显著获益，OS 也呈现获益趋势。

投资建议：本次 ESMO 大会国产创新药尤其是 ADC 药物在多个瘤种上均有优异的成熟数据读出，部分早期数据也展示出国内的创新实力，叠加此前辉瑞与信达、罗氏与翰森均已实现 ADC 赛道的大额 BD，国产 ADC 未来全球研发和商业化潜力巨大，**建议关注：科伦博泰、信达生物、百利天恒、恒瑞医药、中国生物制药、乐普生物等。**

● 本周行情回顾

本周（2026 年 10 月 19 日-10 月 23 日），A 股申万医药生物上涨 0.75%，板块整体跑赢沪深 300 指数 2.31pct，跑赢创业板指 3.93pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 4 位。

本周申万医药子板块中，医疗设备板块涨跌幅排名第一，上涨 5.36%；原料药板块表现相对较差，本周下跌 3.37%。

● 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

下载日志已记录，仅供内部参考

近期由于半年报业绩期已过，叠加 WCLC 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 板块兼具业绩确定性与 AIDD 获益，上行趋势有望持续

CXO 预计持续有亮眼表现：

1）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，另外部分环节 CRO 公司有望承接模型训练相关需求，有望带动行业整体估值提升，海外 Charles River 等公司表现积极；

2）CXO 半年报全面开花，多家超预期并上调指引，坚实基本面持续兑现中，三季度业绩兑现中，已披露业绩的凯莱英等表现优异；

3）海内外投融资的持续复苏（2026H1 全球投融资金额 267.6 亿美金 yoy+58.5%），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

下载日志已记录，仅供内部参考

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：AI for Science 有望带动上游设备及耗材需求量提升

我们认为，部分上游设备及耗材公司有望受益于 AI for Science 高景气，传导链为数据生成—湿实验验证—工艺开发—商业化生产。其中，华大智造凭借基因测序、单细胞与空间组学、实验室自动化平台，能够为 AI 模型训练、靶点发现和药物研发提供高质量数据，是 AI4S 产业发展最直接受益标的；海尔生物、昌红科技和洁特生物主要通过样本管理、智慧实验室及生命科学耗材，间接受益于湿实验数量提升；纳微科技、赛分科技受益于 AI 发现的候选药物进入工艺开发、临床及商业化阶段，拉动层析纯化产品需求；东富龙、楚天科技处于生产扩建与药品包装环节，兑现周期相对较长。从受益程度看，华大智造优先级最高，海尔生物、昌红科技、洁特生物、纳微科技、赛分科技属于二阶受益，制药装备企业适合作为中长期产业受益进行配置。

- **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。



下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 ESMO 大会大幕开启，国产新药闪耀 6
2 行业观点及投资建议 10
2.1 行情回顾 10
2.2 近期观点 10
3 板块行情 15
3.1 本周生物医药板块走势 15
3.2 医药板块整体估值 16
4 风险提示 17

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 三大 ADC 在 Her2 低表达 BC 的有效性和安全性数据对比（非头对头）..... 7
图表 2： 本周申万医药指数走势..... 10
图表 3： 本周生物医药子板块涨跌幅..... 10
图表 4： 本周申万各大子板块涨跌幅..... 15
图表 5： 本周恒生各大子板块涨跌幅..... 15
图表 6： A 股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5..... 16
图表 7： 港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5..... 16
图表 8： 2010 年至今医药板块整体估值溢价率..... 17
图表 9： 2010 年至今医药各子行业估值变化情况..... 17

下载日志已记录，仅供内部参考

1 ESMO 大会大幕开启，国产新药闪耀

本周我们梳理 ESMO 大会更新的重点新药数据。大会首日 LBA 和摘要主要围绕 BC、SCLC 和消化道肿瘤，次日开始陆续公布 NSCLC 等领域数据，其中国产创新药尤其是 ADC 在 BC、消化道和 NSCLC 领域展现出优异数据，有望重塑全球治疗新范式。

1）乳腺癌

恒瑞医药 Her2 ADC 药物 SHR-A1811 和中国生物制药 Her2 双表位 ADC 药物 TQB2102 同台竞技，在 1L Her2 低表达 BC 展示优异疗效

内分泌治疗后 1L Her2 低表达 BC 的 SoC 为 Enhertu（DB06 试验，HR+），其 ORR 为 56.5%（对比化疗为 32.2%）、mPFS=13.2mo（化疗 8.1mo，HR=0.62）、mOS=28.9mo（化疗 27.1mo，HR=0.83）。对比来看，本次恒瑞医药的 HORIZON-Breast06 试验（N=551）和中生的 APEX-Breast01 试验（N=543）均为国内 III 期试验，基线方面 HR+比例分别约为 73%和 85%、HR+人群 CDK4/6 经治比例分别为约 74%和 91%。主要终点方面，A1811 在化疗初治和全人群 mPFS 分别为 16.6 和 16.4mo，HR 分别为 0.25 和 0.27；TQB2102 的主要终点 HR+人群 mPFS=16.4mo（对照组 5.5mo，HR=0.29，全人群数据与 HR+一致）。对比与 DB06 基线一致的 HR+重点人群数据来看，A1811 的 mPFS=16.4mo（对照组 6.7mo，HR=0.24），国产两款 ADC 药物的 PFS 数值与获益基本一致，非头对头对比优于 Enhertu。初步 OS 分析显示国产 ADC 在 IIT 人群均展现了良好的获益趋势。安全性方面 SHR-A1811 和 TQB2102 的 G3+TRAE 比例分别为 84.1%和 69.1%（DB06 试验为 40.6%），TRAE 导致减量、停药方面 A1811 更高，但 ILD 相关 AE 优于 Enhertu。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：三大 ADC 在 Her2 低表达 BC 的有效性和安全性数据对比（非头对头）

研究设计、基线与疗效对比					
药物	**DS8201(T-Dxd)**	**瑞康曲妥珠单抗(SHR-A1811)**		**TQB2102**	
MOA	HER2 ADC，Topo i，连接子GGFG，DAR=8	HER2 ADC，Topo i，连接子GGFG，DAR=6		HER2双抗ADC(靶向结构域2和4) Topo i，连接子GGFG，DAR=6	
数据来源	2024ASCO	2026ESMO		2026ESMO	
研究	**DB06**	**HORIZON-Breast06**		**APEX-Breast01**	
国内适应症情况	2025年12月获批既往未接受化疗的HER2低表达和极低表达晚期BC	2026年7月申报上市，既往未接受或接受过一线化疗的晚期HER2低表达BC		2026年9月申报上市，既往未接受过化疗的晚期HER2低表达BC	
研究区域及分期	全球多中心Ⅲ期	中国多中心Ⅲ期		中国多中心Ⅲ期	
入组人群	既往未使用化疗的晚期HR+HER2低表达和极低表达BC	既往接受过≤1线化疗的晚期HER2低表达BC		既往没有接受过化疗的晚期HER2低表达BC	
研究方案	T-Dxd 5.4mg/kg Q3W vs ICC 卡培他滨、白紫/紫杉醇	SHR-A1811 6.4mg/kg Q3W vs ICC 紫杉醇/白紫、艾立布林、卡培他滨、吉西他滨		TQB2102 7.5mg/kg Q3W vs ICC 紫杉醇、白蛋白紫杉醇、卡培他滨	
主要终点	**PFS in HER2 low** 关键次要终点：PFS in ITT; OS in HER2 low; OS in ITT	**co-Primary：Chemo-naïve HER2低表达BC的PFS，ITT PFS。** 关键次要终点：OS in ITT; OS in Chemo naïve; PFS in chemo treated.		**HR+HER2低表达BC的PFS** 关键次要终点：ITT人群PFS	
研究例数	**HER2低表达亚组713例**	**551例ITT**	**449例既往没有接受过化疗**	**461例HR+HER2低表达BC**	**543例ITT**
既往中位治疗线数	内分泌2线	内分泌1线(出自森林图)		内分泌2线	内分泌2线
HR+比例	100%	72.6% vs 73.4%	73.8% vs74.1%	100%	85% vs 85%
ECOG 1分	41.2% vs 36.2%	50.5% vs 51.8%	48% vs 49.6%	66.2% vs 63.1%	64.7% vs 61.7%
内脏转移	86.1% vs 84.5%	76.2% vs 79.6%	75.6% vs 80.4%	83.3% vs 79%	81.4% vs 77.7%
肝转移	67.7% vs 65.5%	53.8% vs 54.7%	53.8% vs 55.4%	63.2% vs 53.7%	60.2% vs 50.7%
肺转移	/	35.4% vs37.2%	35.6% vs37.9%	/	/
脑转移	9.2% vs7.1%	0.4% vs 2.9%	0.4% vs 2.2%	4.4% vs 5.6%	4.5% vs 4.7%
既往CDK4/6i使用比例	88.6% vs 89.3%	61% vs 58.4%	62.7% vs 60.3%	90.8% vs 91.8%	77% vs 78%
ORR	56.5% vs 32.2%	75.5% vs 41.2%	76% vs 43.3%	66.7% vs 31.3%	68.8% vs 31%
mPFS 月	13.2 vs 8.1 HR=0.62 **既往接受过CDK4/6i: 13.1 vs 7.9 HR=0.61**	16.4 vs 6.8 HR=0.27 **HR+且既往接受过CDK4/6i 15.2 vs 6 HR=0.24 HR+:16.4 vs 6.7 HR=0.26**	16.6 vs 6.8 HR=0.25	16.4 vs 5.5 HR=0.29 **既往用过CDK4/6i HR=0.29**	16.4 vs 5.5 HR=0.29
mOS 月	28.9 vs27.1月 HR=0.83	HR=0.67	HR=0.62	HR=0.47	HR=0.44
mDoR 月	14.1 vs 8.6	15 vs 6.8	15.3 vs 6.9	15 vs 7.1	15 vs 7.1
后续治疗	化疗组20%后续接受了T-DXd	化疗组23.7%接受HER2 ADC，3.3% TROP2 ADC	化疗组23.7%接受HER2 ADC，2.7% TROP2 ADC		

公众号·药事纪

安全性数据对比			
安全性指标	**DS8201(T-Dxd)**	**瑞康曲妥珠单抗(SHR-A1811)**	**TQB2102**
数据来源	2024ASCO	2026ESMO	2026ESMO
研究	DB06	HORIZON-Breast06	APEX-Breast01
TRAE ≥3级	40.6% vs 31.4%	84.1% vs **67.9%**	69.1% vs 42.4%
TRAE导致的减量	21.7% vs 37.2%	50.4% vs 29.2%	34.2% vs 18.5%
TRAE导致的治疗中断	29.3% vs 24.7%	53.3% vs 36.2%	
TRAE导致的停药	12.9% vs 7.9%	8.7% vs 6.3%	1.5% vs 1.5%
TRAE导致的死亡	1.2% vs 0	1.1% vs 0.7%	0.4% vs 0.4%
≥3级中性粒细胞减少	20.7% vs 16.5%	65.2% vs **54.2%**	30.1% vs 23.2%
≥3级贫血	5.8% vs 2.4%	42.8% vs 4.8%	12.6% vs 1.8%
≥3级血小板减少		35.9% vs 1.8%	14.9% vs 0.7%
≥3级白细胞减少	6.9% vs 5.5%	56.5% vs **35.4%**	21.6% vs 14%
≥3级恶心	1.6% vs 0.2%	1.8% vs 0	3.3% vs 0
≥3级呕吐	1.4% vs 0	2.5% vs 0	3.3% vs 0
ILD 任意(≥3级)	11.3%(1.4%) vs 0.2%(0.2%)	2.5%(1.1%) vs 0	2.2%(1.1%)

公众号·药事纪

资料来源：药事纪，中邮证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

百利天恒 Iza-bren 进一步强化国产 ADC 在 CDK4/6 经治 HR+/Her2-BC 的竞争力

III 期 PANKU-Breast01 试验（N=383）定位于 CDK4/6 和化疗经治的后线，此前全球 ADC 领域 Dato 在 TROPION-Breast01 试验展示相对于化疗获益有限（mPFS=6.9mo，HR=0.63，mOS 不显著），本次披露 Iza-bren 的 mPFS 达到 8.2mo（化疗组 4mo，HR=0.41），相较于科伦博泰 Sac-TMT 的 OptiTROP-Breast02 试验中的 mPFS=8.3mo，HR=0.35，数据竞争力同样显著。

石药集团/康宁杰瑞以 LBA 形式公布 Her2 双表位抗体 Anbenitamab+白蛋白多西他赛对比经典 THP 方案的胜果： III 期 KN026-003 试验（N=885）聚焦于 1L Her2+BC，试验组的联合用药的 mPFS 未达到（对照组 THP 方案 14mo 较短，HR=0.46，基线与全期 III 期 CLEOPATRA 试验存在差异），安全性方案 G3+TEAE 比例高于 THP，但整体仍可控。

2）消化道肿瘤：AZ/康诺亚 CLDN18.2 ADC 领衔，CDH17 ADC 异军突起

AZ/康诺亚公布 Sone-Ve 全球 III 期 CLARITY-Gastric01 试验具体数据，与信达生物 IBI343 同处 BLA 第一梯队

两款不同毒素 CLDN18.2 ADC 药物均已 LBA 形式公布了用于后线胃癌的 III 期试验具体数据，其中 AZ/康诺亚的 Sone-Ve 要求 CLDN18.2 阳性的 cut-off 值为 25%，较 IBI343 要求的 CLDN18.2 高表达的 cut-off 值 75%更加宽泛，此前 AZ 已公告 CLARITY-Gastric01 试验的结果，本次公布具体数据，双主要终点即 3L+人群 mOS=10mo（对照组化疗为 5mo，HR=0.47）、IIT/2L+人群 mPFS=4.2mo（对照组 3.8mo，HR=0.77，不显著）；关键次要终点即 ITT 人群 mOS=10.6mo（对照组为 6.4mo，HR=0.58）；G3+TRAE 比例为 36.4%低于化疗。对比来看，信达生物/武田制药更新的 III 期 G-HOPE-001 试验第二次期中分析数据显示，IBI343 的 mPFS 为 7.1mo（对照组 3.1mo，HR=0.45）、mOS=10.2mo（对照组 6.9mo，HR=0.57），G3+TRAE 比例为 47.4%同样低于对照组化疗。两款 ADC 的 OS 获益非头对头对比处于同一水平，目前二者均已在国内申报 BLA，上市进度均为第一梯队。

新疗法方面，康诺亚和 ArriVent/乐普生物相继公布 CDH17 ADC 药物 CM518D1 和 MRG007 用于后线 CRC 的 I 期试验数据，其中 CM518D1 在 4.8mpk 剂量下实现

下载日志已记录，仅供内部参考

33.3%的 ORR、MRG007 在 6mpk 剂量下实现 44.8%的 ORR，相较于目前贝伐珠单抗+化疗 SoC 约 10%以下的反应率，两款 ADC 药物前景优异，期待后续更成熟数据。

3）NSCLC：科伦博泰引领 IO+ADC 赛道

周日 NSCLC 领域开始公布数据，其中科伦博泰 Sac-TMT 的两项 III 期试验（+K 药用于 PD-L1 阴性 nsqNSCLC 的 OptiTROP-Lung06 试验和单药用于 TKI 经治 NSCLC 的 OptiTROP-Lung04 试验）率先以 LBA 形式公布数据。在 OptiTROP-Lung06 试验中，试验组取得 15mo 的 mPFS 优异数据，较对照组 K 药+化疗的 5.7mo（HR=0.49，参考 KN-189 试验正常水平）显著获益，OS 也呈现获益趋势（HR=0.58），且试验组 G3+TEAE 比例 47.6%低于对照组，口腔黏膜炎发生率也较低。另一项 III 期 OptiTROP-Lung04 试验为更新 mOS 数据，试验组达到 25.9mo（HR=0.69），同样极具含金量，同适应症较其他 ADC 等处于领先水平。

肺癌领域除 NSCLC 方向外，本次大会安进更新 Tarlatamab+PD-L1 单抗用于 1L SCLC 维持期的 III 期 DeLLphi-305 试验 OS 数据同样优异。

投资观点：本次 ESMO 大会国产创新药尤其是 ADC 药物在多个瘤种上均有优异的成熟数据读出，部分早期数据也展示出国内的创新实力，叠加此前辉瑞与信达、罗氏与翰森均已实现 ADC 赛道的大额 BD，国产 ADC 未来全球研发和商业化潜力巨大，**建议关注：科伦博泰、信达生物、百利天恒、恒瑞医药、中国生物制药、乐普生物等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

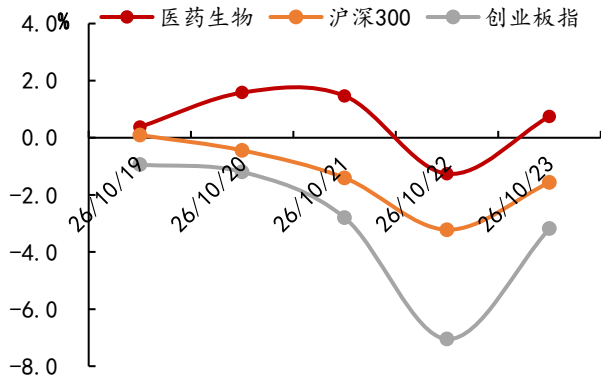
2 行业观点及投资建议

2.1 行情回顾

本周（2026 年 10 月 19 日-10 月 23 日），A 股申万医药生物上涨 0.75%，板块整体跑赢沪深 300 指数 2.31pct，跑赢创业板指 3.93pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 4 位。

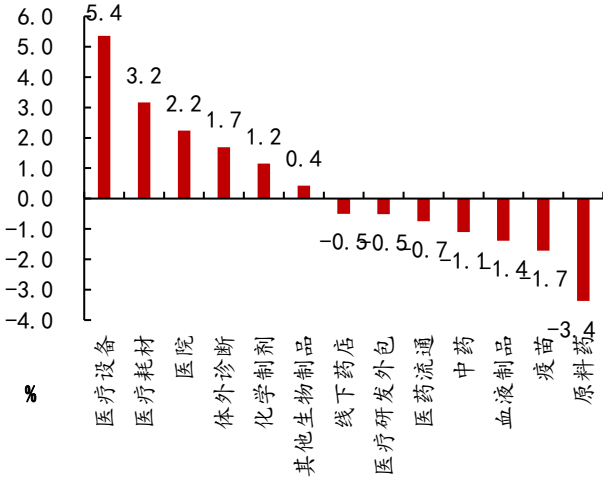
本周申万医药子板块中，医疗设备板块涨跌幅排名第一，上涨 5.36%；原料药板块表现相对较差，本周下跌 3.37%。

图表2：本周申万医药指数走势



资料来源：IFind，中邮证券研究所

图表3：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 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：

下载日志已记录，仅供内部参考

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 板块兼具业绩确定性与 AIDD 获益，上行趋势有望持续

CXO 预计持续有亮眼表现：

1）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，另外部分环节 CRO 公司有望承接模型训练相关需求，有望带动行业整体估值提升，海外 Charles River 等公司表现积极；

2）CXO 半年报全面开花，多家超预期并上调指引，坚实基本面持续兑现中，三季度业绩兑现中，已披露业绩的凯莱英等表现优异；

3）海内外投融资的持续复苏（2026H1 全球投融资金额 267.6 亿美金 yoy+58.5%），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

下载日志已记录，仅供内部参考

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：AI for Science 有望带动上游设备及耗材需求量提升

我们认为，部分上游设备及耗材公司有望受益于 AI for Science 高景气，传导链为数据生成—湿实验验证—工艺开发—商业化生产。其中，华大智造凭借基因测序、单细胞与空间组学、实验室自动化平台，能够为 AI 模型训练、靶点发现和药物研发提供高质量数据，是 AI4S 产业发展最直接受益标的；海尔生物、昌红科技和洁特生物主要通过样本管理、智慧实验室及生命科学耗材，间接受益于湿实验数量提升；纳微科技、赛分科技受益于 AI 发现的候选药物进入工艺开发、临床及商业化阶段，拉动层析纯化产品需求；东富龙、楚天科技处于生产扩建与药品包装环节，兑现周期相对较长。从受益程度看，华大智造优先级最高，

下载日志已记录，仅供内部参考

海尔生物、昌红科技、洁特生物、纳微科技、赛分科技属于二阶受益，制药装备企业适合作为中长期产业受益进行配置。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

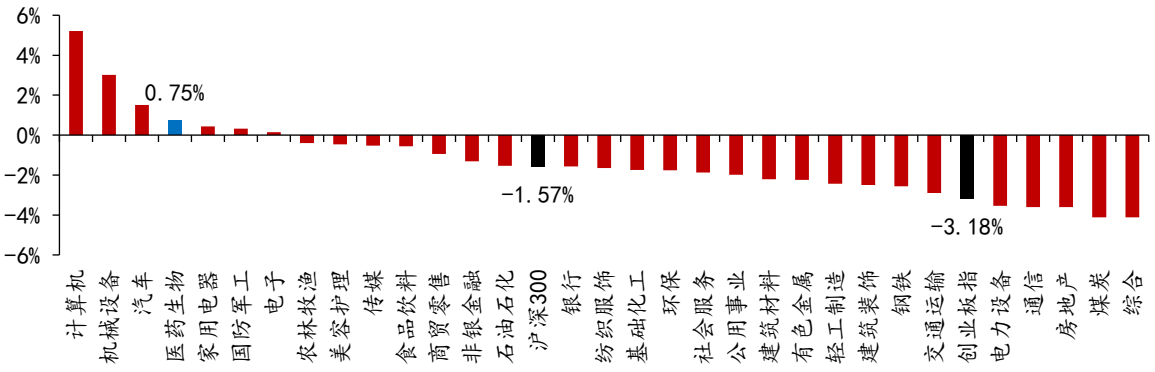
3 板块行情

3.1 本周生物医药板块走势

本周（2026 年 10 月 19 日-10 月 23 日），A 股申万医药生物上涨 0.75%，板块整体跑赢沪深 300 指数 2.31pct，跑赢创业板指数 3.93pct。在申万 31 个一级子行业中，医药板块周涨跌幅排名为第 4 位。

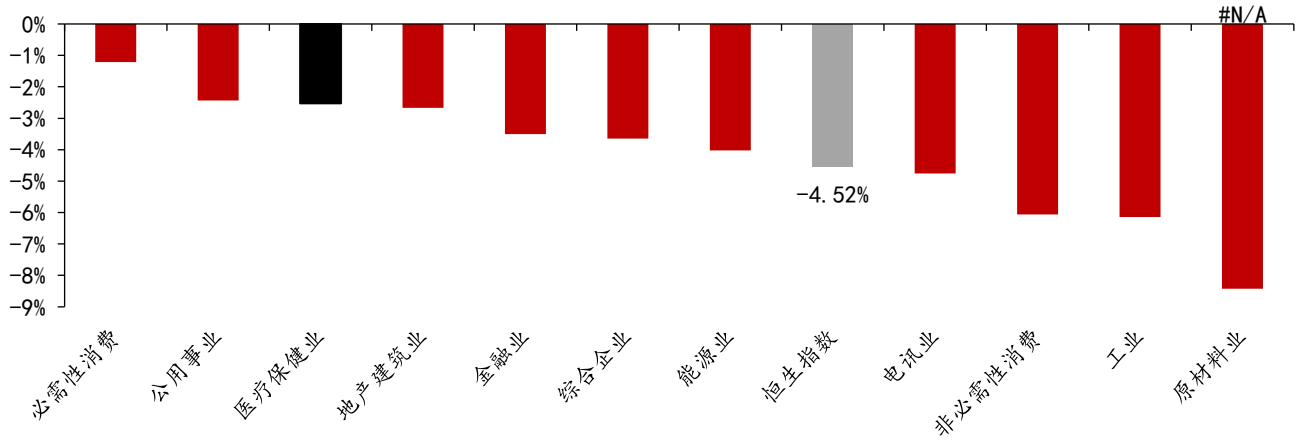
恒生医疗保健指数下跌 2.52%，板块整体跑赢恒生指数 2pct。在恒生 12 个一级子行业中，医疗保健行业周涨跌幅排名为第 3 位。

图表4：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5：本周恒生各大子板块涨跌幅



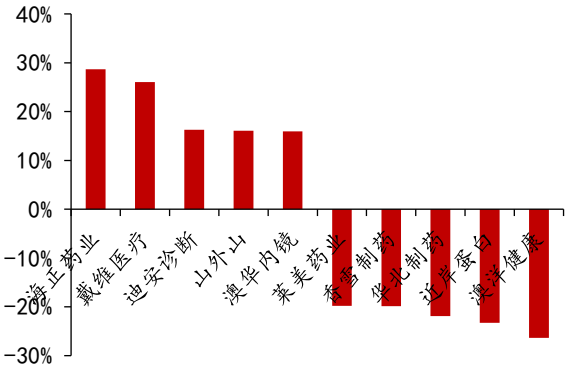
资料来源：IFind，中邮证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

本周，A 股申万医药生物行业个股涨幅前五位分别为：海正药业（+28.65%）、戴维医疗（+26.01%）、迪安诊断（+16.26%）、山外山（+16.07%）、澳华内镜（+15.94%）。个股跌幅前五位分别为：莱美药业（-19.79%）、香雪制药（-19.84%）、华北制药（-21.88%）、近岸蛋白（-23.25%）、澳洋健康（-26.34%）。

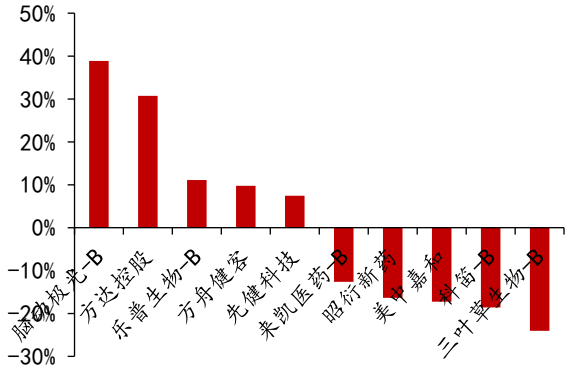
港股方面，本周个股涨幅前五位分别为：脑动极光-B（+38.89%）、方达控股（+30.7%）、乐普生物-B（+11.08%）、方舟健客（+9.76%）、先健科技（+7.42%）。个股跌幅前五位分别为：来凯医药-B（-12.65%）、昭衍新药（-16.33%）、美中嘉和（-17.24%）、科笛-B（-18.6%）、三叶草生物-B（-24.03%）。

图表6：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7：港股医药生物公司本周涨跌幅 TOP5



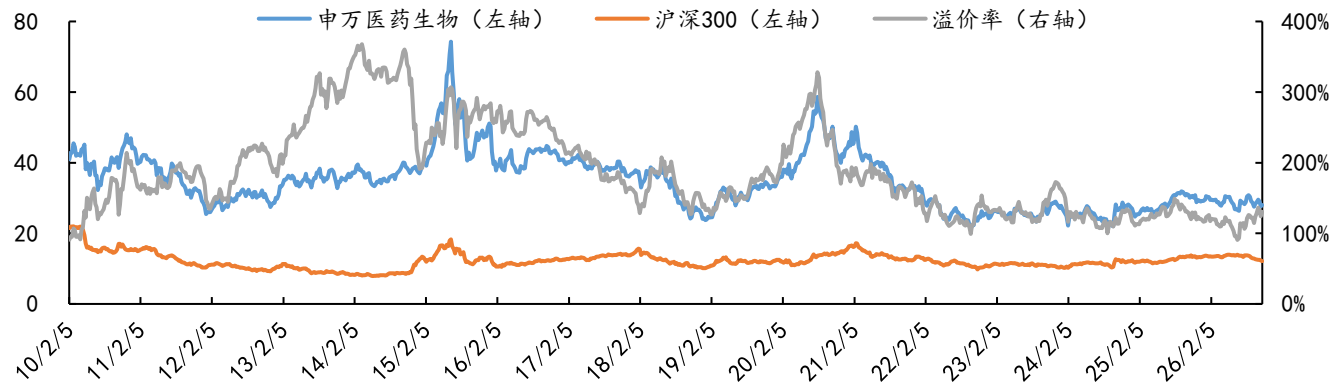
资料来源：IFind，中邮证券研究所

3.2 医药板块整体估值

截止 2026 年 10 月 23 日，申万医药板块整体估值（TTM，整体法，剔除负值）为 28.02，比上周提升 0.39。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 130.55%，环比提升了 6.55 个百分点。子行业市盈率方面，化学制药、医疗服务和医疗器械板块居于前三位，本周医药板块涨跌互现，医疗器械板块估值提升较多。

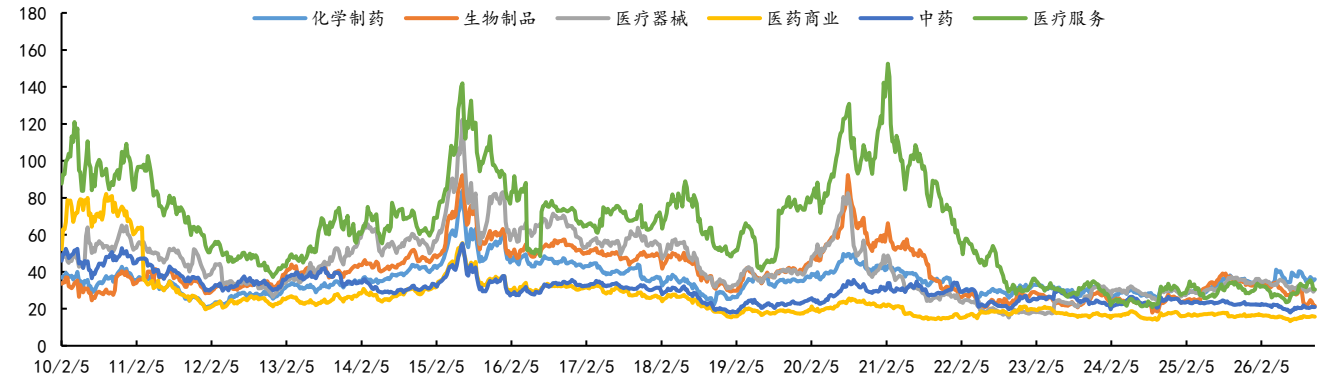
下载日志已记录，仅供内部参考

图表8：2010 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9：2010 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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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