

2026 年 01 月 11 日

小核酸领涨创新药，2026 年还有哪些催化？

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（26/1/5-26/1/9）

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

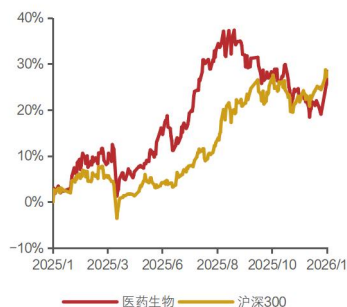
孙洁玲

SAC: S1350524120004

sunjieling@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



➤ **本周医药市场表现分析：**1月5日至1月9日，医药指数上涨7.81%，相对沪深300指数超额收益为5.03%。2026年第一周，在脑机板块刺激下，医药行情表现亮眼、个股活跃，脑机接口板块、AI医疗板块表现活跃，创新药强势反弹，其中小核酸表现尤为亮眼，前沿生物突破上一轮创新药行情高点。展望2026年Q1，我们认为像脑机接口、AI医疗等科技主题有望持续活跃，创新药反弹持续可期，部分底部资产亦可值得重点关注。我们建议精选基本面强劲、前期调整充分的创新药个股，看好未来股价有望走出新高度，同时建议积极关注医疗新科技等主题板块，以及26年困境反转的底部个股。1) 创新药建议关注，A股) 信立泰、泽璟制药、热景生物、科伦药业、上海谊众、康弘药业、华纳药厂、前沿生物、福元医药、昂利康、恒瑞医药；港股) 三生制药、信达生物、康方生物、中国生物制药、科伦博泰、石药集团、翰森制药。同时，关注业绩持续改善的方向：2) 出口类的CXO及产业链如药明康德、康龙化成、皓元医药、百普赛斯、毕得医药等，器械供应链如海泰新光、美好医疗等；3) 经营稳健、低估值类且26年有望迎来行业或个股基本面变化的标的如方盛制药、马应龙、可孚医疗、人福医药、恩华药业、羚锐制药等。4) 2026年医疗新科技如AI医疗、脑机接口、基因检测有望迎来重磅进展，建议积极关注美好医疗、麦澜德、鱼跃医疗、润达医疗等。

➤ **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量443家，下跌个股25家，涨幅居前为创新医疗(+61.04%)、三博脑科(+56.15%)、美好医疗(+56.13%)、前沿生物-U(+55.96%)、悦康药业(+40.60%)，跌幅居前为百花医药(-21.65%)、宏源药业(-11.60%)、合富中国(-11.02%)、通化金马(-7.82%)、ST长药(-6.90%)。

➤ **肝外递送突破叠加全球临床催化密集，2026年有望成为全球小核酸赛道价值重塑元年。**技术端，脂肪、中枢神经系统(CNS)等肝外递送新技术有望实现从0到1的临床验证，推动小核酸药物应用边界由肝靶向拓展至代谢、神经等治疗领域。以Arrowhead为代表，其ARO-ALK7在临床中首次验证脂肪递送平台。临床端，2026年全球小核酸管线迎来密集兑现，ApoC3、Lp(a)、HBV等重磅药物处于商业化前夕，叠加MNC持续加码BD与并购交易，行业景气度高企。与此同时，国内企业在肝外递送技术上加速突破，持续缩小与海外差距。整体来看，小核酸赛道正进入产业趋势与估值逻辑双重强化阶段，国内本土创新价值正加速释放，建议关注具备平台化能力与差异化管线布局的头部公司，包括瑞博生物、悦康药业、福元医药、前沿生物、石药集团、恒瑞医药、必贝特、阳光诺和、成都先导等。

➤ **投资观点及建议：**经过2015-2025年的十年创新转型，中国医药产业基本完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1) 中国创新产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统Pharma已完成创新的华丽转身，百利天恒、科伦博泰等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2) 出海能力加速提升，中国药企已成为MNC非常重视的创新转换来源。医疗设备、供应链等已在全球范围内占据较高的地位，在欧美发达市场以及新兴市场持续崭露头角，如联影医疗、华大智造、美好医疗等。需求端和支付端也在持续推动新增量；3) 老龄化持续加速，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；另外，新技术也在加速行业变革；5) **AI大科技浪潮下**，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI医疗等快速发展。展望2026年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI医疗等，同时建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注位置较低的麻药、血制品等。

➤ **本周建议关注组合：**中国生物制药、热景生物、上海谊众、鱼跃医疗、佰仁医疗；

➤ **1月建议关注组合：**信立泰、中国生物制药、三生制药、热景生物、上海谊众、泽璟制药、悦康药业、福元医药、鱼跃医疗、佰仁医疗。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

内容目录

1. 2026 年小核酸行业有望迎来加速发展	4
2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资 框架	9
3. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 在合并糖尿病的肥胖患者中，ARO-INHBE 联合替尔泊肽，相比替尔泊肽单药，实现了脂肪指标显著改善	4
图表 2： ARO-ALK 单药第 8 周（200mg）： ALK7 mRNA 平均降低 88%，最大降幅 94%	5
图表 3： ARO-ALK7 单药第 8 周（200mg）实现内脏脂肪下降 14.1%（安慰剂校正） .	5
图表 4： 全球肝外递送小核酸药物核心管线临床进展	6
图表 5： 国内小核酸公司递送系统布局进展	7
图表 6： 2026 年全球小核酸药物重要催化剂一览	8
图表 7： 本周申万医药行业涨幅 Top10	9
图表 8： 本周申万医药行业跌幅 Top10	9
图表 9： 2024 年初至今医药指数表现	10
图表 10： 申万各板块年初至今涨跌幅情况	10
图表 11： 年初至今医药子板块涨跌幅情况	11
图表 12： 本周医药子板块表现情况	11
图表 13： 申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）	11
图表 14： 申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）	12
图表 15： 申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）	12
图表 16： 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）	13

1. 2026 年小核酸行业有望迎来加速发展

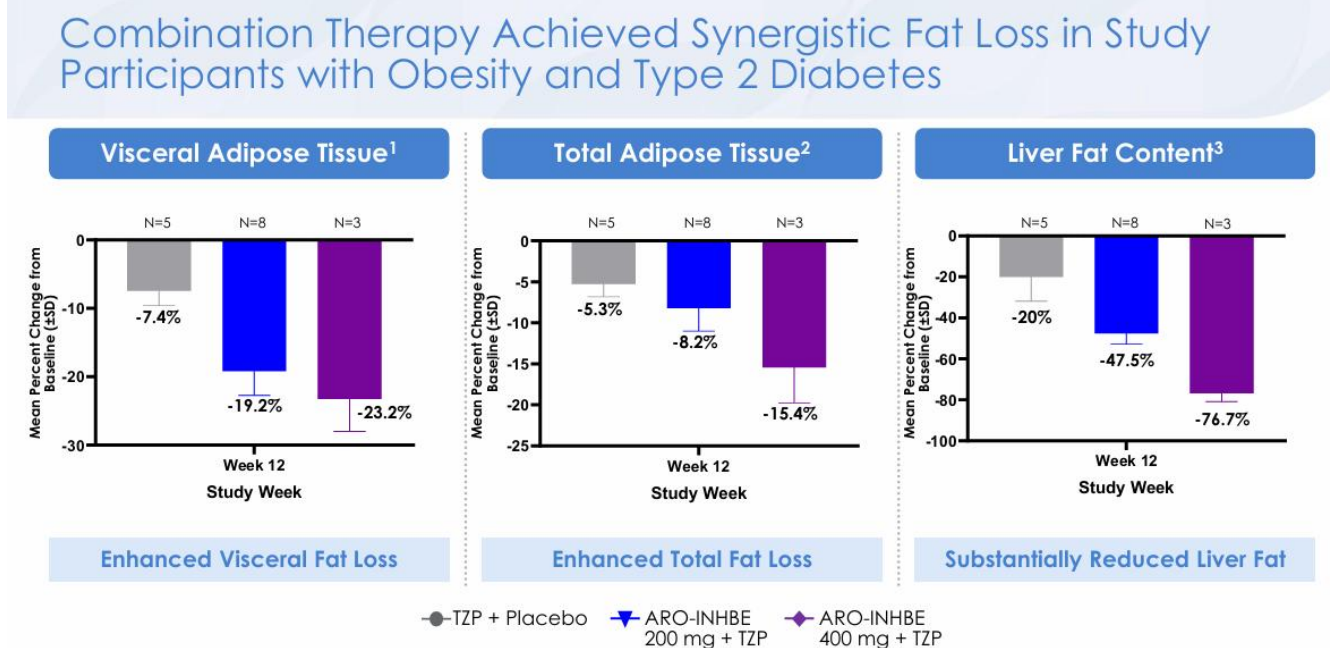
2026 年有望成为全球小核酸赛道的价值重塑元年。一方面，脂肪、中枢神经系统（CNS）等肝外递送新技术有望实现从 0 到 1 的临床验证，推动小核酸药物应用边界由传统肝靶向拓展至代谢、神经等大治疗领域；另一方面，全球范围内 III 期数据密集读出与 NDA 申报进入高发期，行业景气度持续高企。在技术破局与产业趋势向好的共振下，国内具备领先平台能力的头部公司有望迎来估值重估。

1.1 海外脂肪递送平台率先验证，肝外靶向技术天花板持续上移

Arrowhead 脂肪递送技术平台初步验证，进一步强化市场对肝外靶向技术突破信心。2026 年 1 月，Arrowhead 公布其两款肥胖治疗药物 ARO-INHBE 与 ARO-ALK7 的 1/2a 期临床研究初期数据，本次披露的数据显示：

1) ARO-INHBE：ARO-INHBE 联合替尔泊肽在合并 2 型糖尿病的肥胖患者，相比替尔泊肽单药，在减重效果及身体成分改善（包括内脏脂肪、总脂肪及肝脏脂肪含量）方面均优于替尔泊肽单药治疗；

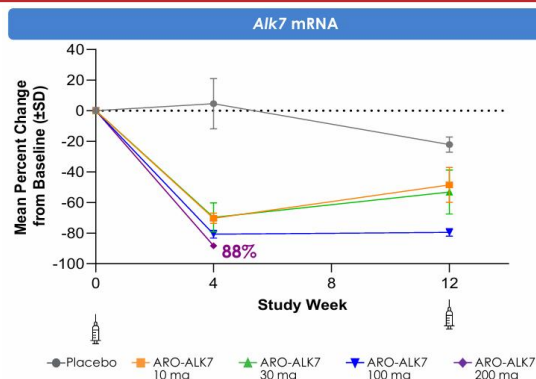
图表 1：在合并糖尿病的肥胖患者中，ARO-INHBE 联合替尔泊肽，相比替尔泊肽单药，实现了脂肪指标显著改善



资料来源：Arrowhead 官网，华源证券研究所

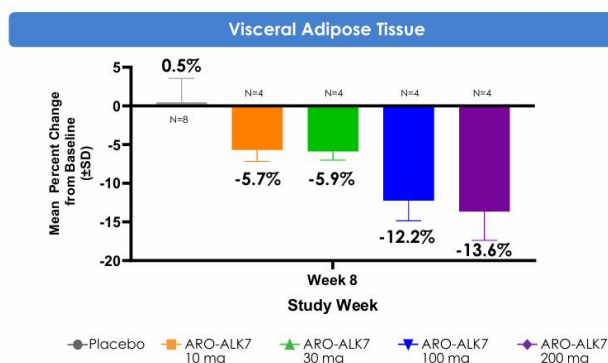
2) ARO-ALK7：首次在临床试验中验证脂肪细胞递送的 RNAi 疗法可行性，在 200 mg 剂量下，ALK7 mRNA 平均敲低率达 88%、最高达 94%，这一突破不仅验证了 Arrowhead 脂肪递送技术平台的有效性，也为后续拓展至脂肪组织中其他心血管代谢靶点打开了想象空间。

图表 2: ARO-ALK 单药第 8 周 (200mg): ALK7 mRNA 平均降低 88%, 最大降幅 94%



资料来源: Arrowhead 官网, 华源证券研究所

图表 3: ARO-ALK7 单药第 8 周 (200mg) 实现内脏脂肪下降 14.1% (安慰剂校正)



资料来源: Arrowhead 官网, 华源证券研究所

全球小核酸药物肝外递送管线加速推进, 迈入多组织、多靶点临床兑现期。从全球管线布局来看, 目前, 肌肉、中枢神经系统、肺部、脂肪等肝外靶向组织均有管线进入临床阶段, 肾脏、心脏等组织的靶向递送则处于临床前阶段。这些管线的持续推进, 标志着肝外递送小核酸从技术验证阶段进入“多组织、多靶点”的临床兑现期, 为赛道商业化扩容提供了核心支撑, 市场潜力广阔。具体来看:

- 1) 肌肉领域中, Avidity 的 Del-desiran、Del-brax 等 2 款药物已推进至 III 期, 聚焦肌肉罕见病;
- 2) 中枢神经系统领域中, Ionis 的 Zilganersen、ION582 等多款 III 期管线聚焦神经罕见病, Alnylam、Arrowhead 则在阿尔茨海默病等大适应症布局了早期管线;
- 3) 肺部领域, Arrowhead 的 ARO-RAGE (哮喘) 已进入 II 期阶段;
- 4) 脂肪领域, Arrowhead 的 ARO-ALK7 (肥胖) 已进入 I/IIa 期。

图表 4：全球肝外递送小核酸药物核心管线临床进展

靶向组织	公司	药品名称	靶点	最高研发阶段	适应症
肌肉	Avidity	Del-desiran	DMPK	III 期	强直性肌营养不良 1 型
	Avidity	Del-brax	DUX4	III 期	面肩肱型肌营养不良症
	Avidity	Del-zota	dystrophin	II 期	假肥大性肌营养不良
	Dyne	FORCE-M23D	dystrophin	I/II 期	假肥大性肌营养不良
中枢神经系统	Arrowhead	SRP-1003 (ARO-DM1)	DMPK	I/II 期	强直性肌营养不良 1 型
	Ionis	Zilganersen	GFAP	III 期	亚历山大病
	Ionis	ION582	UBE3A-ATS	III 期	快乐木偶综合征
	Ionis	Ulefnersen	FUS	III 期	肌萎缩侧索硬化症
	Alnylam	Mivelsiran	APP	II 期	脑淀粉样血管病 (II 期)、阿尔茨海默病 (I 期)
	Alnylam	ALN-HTT02	HTT	I 期	亨廷顿氏病
	Alnylam	ALN-SOD	SOD1	I 期	肌萎缩侧索硬化症
	Alnylam	ALN-5288	Tau	I 期	阿尔茨海默病
	Arrowhead	ARO-MAPT	Tau	I/IIa 期	阿尔茨海默病
	Arrowhead	SRP-1001 (ARO-DUX4)	DUX4	I/II 期	面肩肱型肌营养不良症
	Arrowhead	SRP-1004 (ARO-ATXN2)	ATXN2	I 期	脊髓小脑共济失调 2 型
	Arrowhead	ARO-RAGE	RAGE	II 期	哮喘
肺部	Arrowhead	SRP-1002 (ARO-MMP7)	MMP-7	I/II 期	特发性肺纤维化
脂肪	Arrowhead	ARO-ALK7	ALK7	I/IIa 期	肥胖

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；数据截至 2026 年 1 月 10 日

1.2 国内企业在肝外递送底层技术上加速突破

瑞博生物：公司于 2025 年 12 月在美国肾脏病学学会肾脏周上公布重要研究成果。依托自主研发的 RiboPepSTAR™ 多肽偶联技术，实现 siRNA 的肾脏特异性靶向递送，在肾脏的特定细胞类型中精准沉默目标基因，为慢性肾脏病治疗开辟新路径。

临床前研究数据显示，该递送系统在啮齿类动物至非人灵长类动物（NHP）的跨物种模型中，均实现了近端肾小管细胞的特异性摄取，**目标基因沉默效率最高可达 80%**。此外，在 2 型糖尿病和 CKD 啮齿类动物模型中，对肾脏组织中的相关目标基因实现高效特异性沉默的同时，还观察到相应药效指标的显著改善。

圣因生物：公司自主研发的 LEAD™ 肝外递送平台，通过受体介导递送，可实现脂肪组织、肌肉及免疫细胞等肝外组织与细胞中的**高效、特异性递送**。

2025 年 11 月，公司与礼来达成一项全球研发合作与许可协议，双方将基于圣因生物专有的 LEAD™ 平台共同推动针对代谢性疾病的 RNAi 候选药物的开发。圣因生物将负责基于 LEAD™ 平台为双方合作项目筛选并确定最优 RNAi 活性分子，礼来公司将负责后续药物的 IND 申报研究、临床开发和商业化。根据协议条款，圣因生物将获得包括首付款和股权投资的付款，还有权收取后续**高达 12 亿美元**的开发、监管和销售里程碑付款，以及商业销售的分级特许权使用费。

福元医药、悦康药业、前沿生物、必贝特、成都先导等企业在不同肝外组织展开前瞻布局，阳光诺和则通过合作模式切入 AOC 小核酸药物。整体来看，国内企业正通过自主创新与合作攻克肝外递送瓶颈，逐步缩小与海外公司的技术差距。我们认为具备平台型研发能力和技术积累的头部企业，有望率先获得价值重估。

图表 5：国内小核酸公司递送系统布局进展

公司	递送系统布局情况
福元医药	公司创新药研发聚焦小核酸及小核酸递送系统，其自主搭建的 N-ER 平台，是集创新核酸药物设计、合成、修饰、生物学评价、药学研究于一体的研发平台。依托该平台，公司已开展多个靶点的研究开发， 同时布局肝靶向与肝外靶向 ，重点聚焦慢病靶点。
悦康药业	在创新药技术平台建设上，悦康药业已建成以核酸药物、多肽药物等为核心的十一大技术平台，并在 AI 靶点发现、序列优化设计、LNP 递送、 GaINAc 递送 、 TLP 递送 、 肝外靶向递送 、核苷单体修饰、共加帽等核酸药物底层关键技术上系统布局，已获得多项专利授权。
前沿生物	肝靶向递送：公司自主研发的药物 FB7013 (MASP-2 siRNA) 用于原发性 IgA 肾病的 I 期临床国内已获受理，FB7011 (MASP-2/CFB siRNA) 处于临床前阶段。 肝外递送：基于自主开发的 siRNA 肝外递送载体——ACORDE，公司针对增肌靶点布局了 siRNA 药物，当前处于临床前阶段。
必贝特	肝靶向递送：公司依托 GDOC 系统创新实现双靶点寡核苷酸偶联，可同时作用于两个疾病相关靶点，用于复杂代谢性疾病治疗； 肝外递送：通过 POC 系统突破肝外递送瓶颈，通过 高亲和力多肽与小核酸偶联 ，利用受体介导的内吞机制，实现对 神经元、肾脏近端肾小管上皮细胞 等细胞的精准递送，在靶组织内高效、持久基因沉默，为 CNS 疾病和肾病提供新的 RNAi 治疗路径。
阳光诺和	25M3，阳光诺和与佑嘉生物签署合作协议，共同开发一款创新的 抗体寡核苷酸偶联 (AOC) 新药 ，并将围绕核酸偶联药物技术，聚焦代谢性疾病等领域，共同推进创新药的开发。 25M3，阳光诺和与安龙生物达成项目与战略合作，共同推进研发一款心脑血管治疗领域的 siRNA 药物。
成都先导	参股子公司先研生物已经建立起包括小核酸修饰技术、 肝外递送技术和单分子双靶点调节技术 在内的创新技术体系，并聚焦慢病治疗领域。在肝靶向领域，LDR2402 (AGT siRNA, 高血压) 已经进入 II 期临床；LDR2515 (INHBE siRNA, 肥胖) 的国内 IND 已获受理。
瑞博生物	公司产品管线丰富，目前有 7 款药物处于临床阶段，20 多项临床前资产，包括自主研发的肝外靶向技术平台 RiboPepSTAR™ 开发的多款 siRNA 候选药物，可靶向 肾脏、中枢神经系统、脂肪细胞及肌肉等代谢组织 。 25M12，公司发布 肾靶向递送 临床前突破性数据，在啮齿类动物至非人灵长类动物 (NHP) 的跨物种模型中，目标基因沉默效率最高可达 80%。
圣因生物	公司自主研发的 LEAD™ 肝外递送平台，通过受体介导递送，可实现 脂肪组织、肌肉及免疫细胞等肝外组织与细胞中的特异性递送 。 25M11，公司与礼来达成全球研发合作与许可协议，基于 LEAD™ 平台开发代谢疾病 RNAi 疗法，圣因生物有权收取后续高达 12 亿美元的开发、监管和销售里程碑付款 ，以及商业销售的分级特许权使用费

资料来源：福元医药等公司公告，前沿生物等公司微信公众号，华源证券研究所；数据截至 2026 年 1 月 10 日

1.3 2026 年全球催化密集，赛道景气度有望持续抬升

除肝外递送技术有望突破外，2026 年亦是全球小核酸赛道催化剂高度密集的一年。多项临床管线集中于 III 期数据读出及 NDA 申报节点，覆盖 ApoC3、Lp(a)、HBV、CFB 等核心靶点，适应症覆盖心血管代谢、乙肝、IgA 肾病等多个大病种领域。

1) 重磅品种商业化前夕：GSK 的 Bepirovirsen (HBV ASO) 将于 2026Q1 提交上市申请，Ionis 的 Olezarsen (ApoC3 ASO) 将于 2026 年提交上市申请，Novartis/Ionis 的 Pelacarsen (Lp(a) siRNA) 将于 2026H1 读出心血管事件 III 期临床数据，Arrowhead 的

Plozasiran (ApoC3 siRNA) 将于 2026Q3 读出严重高甘油三酯血症 III 期数据，有望进一步验证小核酸药物在心血管慢病领域的商业化空间；

2) 大适应症想象空间打开：Arrowhead 在肥胖、阿尔茨海默病等大适应症及 ARO-DIMER-PA 双靶点的早期管线数据读出，也有望为持续验证小核酸作为“第三大药物范式”打开广阔空间。

3) MNC 加码布局：诺华、罗氏、勃林格英格翰等跨国企业近年通过 BD 交易与并购持续加码小核酸领域，再次凸显对小核酸在医药创新领域的战略重视程度持续提升。

图表 6：2026 年全球小核酸药物重要催化剂一览

催化时间节点	公司	药品名称	靶点	研发阶段	适应症	关键催化（数据读出/商业化）
2026Q1	GSK	Bepirovirsen	HBV	III 期	乙型肝炎	2026Q1 提交 NDA
2026H1	Novartis/Ionis	Pelacarsen	Lp(a)	III 期	高甘油三酯血症	26H1 III 期数据读出
2026H1	Wave	WVE-007	INHBE	I 期	肥胖	26Q1: 240mg 组 6 个月随访数据、400mg 组 3 个月随访数据读出； 26Q2: 400mg 组 6 个月随访数据、600mg 组 3 个月随访数据读出
2026Q3	Arrowhead	Plozasiran	ApoC3	III 期	严重高甘油三酯血症 (sHTG)	26Q3 sHTG III 期数据读出
2026	Arrowhead	ARO-INHBE	INHBE	I/IIa 期	肥胖	中期数据已披露，2026 年更多 I/II 期数据将读出
2026	Arrowhead	ARO-ALK7	ALK7	I/IIa 期	肥胖	中期数据已披露，26 年更多 I/II 期数据将读出
2026Q3	Arrowhead	ARO-DIMER-PA	PCSK9/ApoC3	I/II 期	混合高脂血症	26Q3 I/II 期数据读出
2026Q3	Arrowhead	ARO-MAPT	Tau	I/IIa 期	阿尔茨海默病	26Q3 I/II 期数据读出
2026	Alnylam/Regeneron	ALN-HTT02	HTT	I 期	亨廷顿氏病	I 期数据读出
2026	Roche/Ionis	Sefaxersen	CFB	III 期	IgA 肾病	III 期数据读出
2026	Ionis	Olezarsen	ApoC3	III 期	严重高甘油三酯血症 (sHTG)	26 年提交 sHTG NDA
2026	Amgen	Olpasiran	Lp(a)	III 期	动脉粥样硬化	预计 2026/12/29 完成 III 期临床

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；数据截至 2026 年 1 月 10 日

投资建议：整体来看，2026 年小核酸赛道全球临床催化密集与肝外递送技术突破共振，小核酸赛道正进入产业趋势与估值逻辑双重强化阶段。建议重点关注肝内/肝外技术平台领先、管线布局形成差异化优势的头部平台型公司，关注标的包括：瑞博生物、悦康药业、福元医药、前沿生物、石药集团、恒瑞医药、必贝特、阳光诺和、成都先导等。

2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架

本周（1.5-1.9）、年初至今医药指数涨跌幅分别为 7.81% 和 7.81%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 5.03% 和 5.03%。

个股情况：本周上涨个股数量 443 家，下跌个股 25 家，涨幅居前为创新医疗（+61.04%）、三博脑科（+56.15%）、美好医疗（+56.13%）、前沿生物-U（+55.96%）、悦康药业（+40.60%），跌幅居前为百花医药（-21.65%）、宏源药业（-11.60%）、合富中国（-11.02%）、通化金马（-7.82%）、ST 长药（-6.90%）。

图表 7：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	002173.SZ	创新医疗	152.9	61.04%	61.04%	61.04%
2	301293.SZ	三博脑科	189.7	56.15%	56.15%	56.15%
3	301363.SZ	美好医疗	213.6	56.13%	56.13%	56.13%
4	688221.SH	前沿生物-U	105.4	55.96%	55.96%	55.96%
5	688658.SH	悦康药业	143.1	40.60%	40.60%	40.60%
6	300753.SZ	爱朋医疗	49.1	40.29%	40.29%	40.29%
7	688393.SH	安必平	30.9	39.47%	39.47%	39.47%
8	688222.SH	成都先导	130.3	38.68%	38.68%	38.68%
9	300878.SZ	维康药业	51.2	38.49%	38.49%	38.49%
10	301230.SZ	泓博医药	57.6	38.06%	38.06%	38.06%
11	801150.SI	医药生物(申万)		7.81%	7.81%	7.81%
12	000300.SH	沪深 300		2.79%	2.79%	2.79%

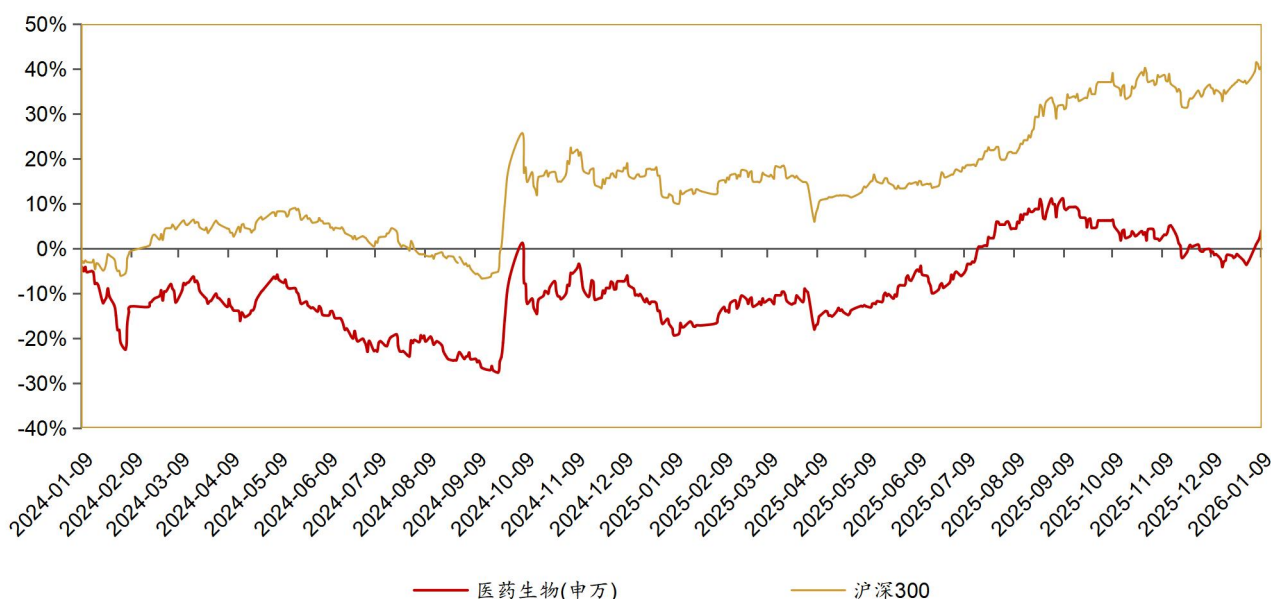
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	600721.SH	百花医药	36.9	-21.65%	-21.65%	-21.65%
2	301246.SZ	宏源药业	88.4	-11.60%	-11.60%	-11.60%
3	603122.SH	合富中国	86.4	-11.02%	-11.02%	-11.02%
4	000766.SZ	通化金马	244.9	-7.82%	-7.82%	-7.82%
5	300391.SZ	*ST 长药	2.8	-6.90%	-6.90%	-6.90%
6	301075.SZ	多瑞医药	44.7	-6.37%	-6.37%	-6.37%
7	301093.SZ	华兰股份	78.9	-5.93%	-5.93%	-5.93%
8	300255.SZ	常山药业	542.1	-5.02%	-5.02%	-5.02%
9	300086.SZ	康芝药业	52.5	-4.16%	-4.16%	-4.16%
10	688278.SH	特宝生物	329.0	-3.69%	-3.69%	-3.69%
11	801150.SI	医药生物(申万)		7.81%	7.81%	7.81%
12	000300.SH	沪深 300		2.79%	2.79%	2.79%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2024 年初至今医药指数表现



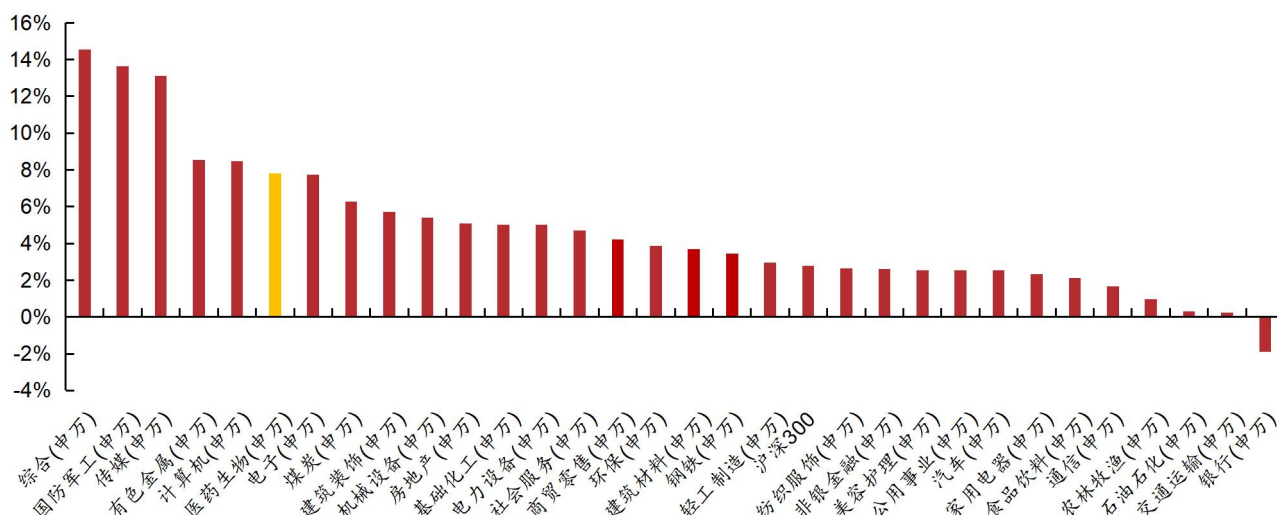
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务Ⅱ（+12.3%）、医疗器械Ⅱ（+9.4%）、化学制剂（+7.3%）、生物制品Ⅱ（+7.2%）、化学原料药（+6.7%）、医药商业Ⅱ（+5.8%）、中药Ⅱ（+2.9%）。

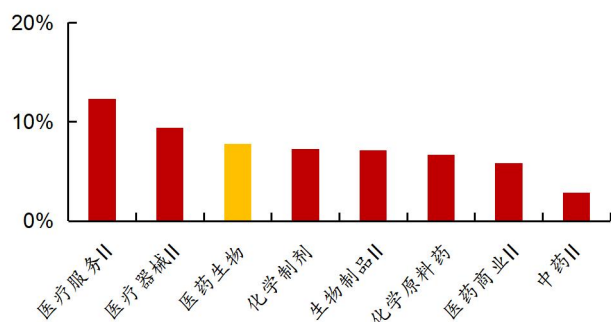
年初以来，医疗服务Ⅱ（+12.3%）、医疗器械Ⅱ（+9.4%）、化学制剂（+7.3%）、生物制品Ⅱ（+7.2%）、化学原料药（+6.7%）、医药商业Ⅱ（+5.8%）、中药Ⅱ（+2.9%）。

图表 10：申万各板块年初至今涨跌幅情况



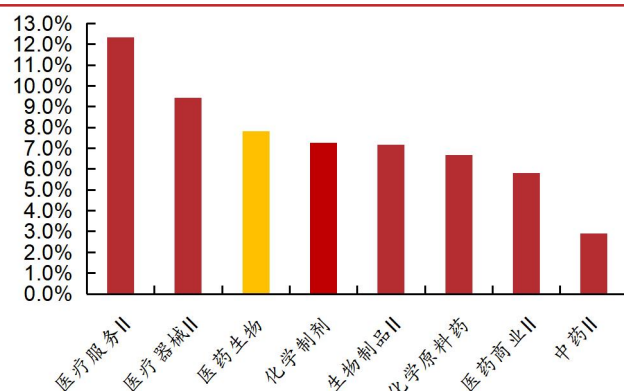
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

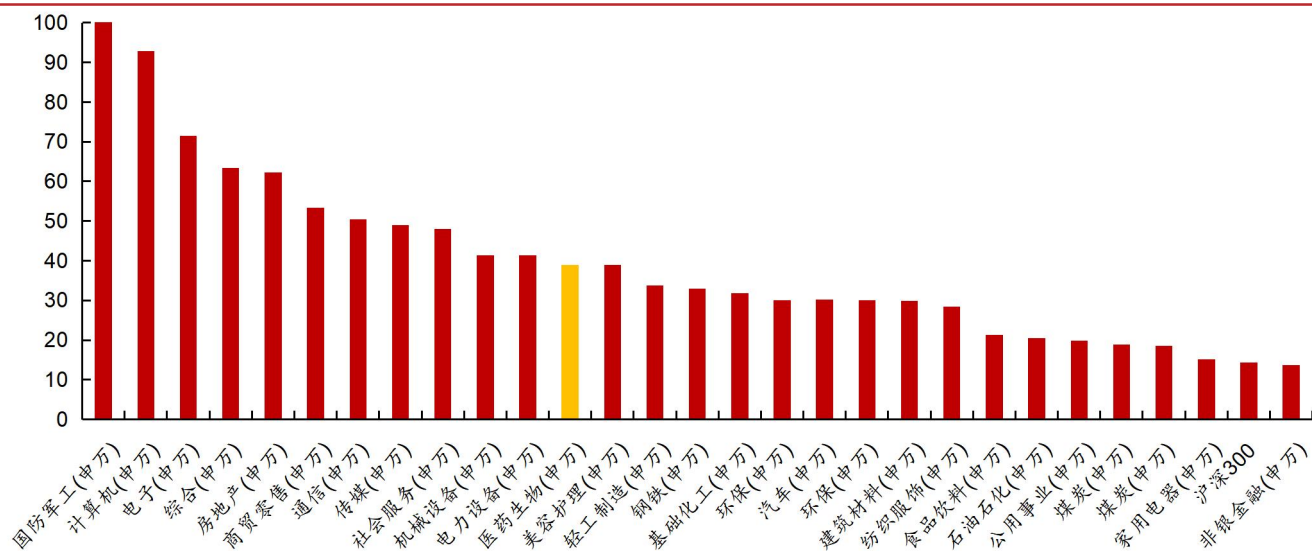
图表 12：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

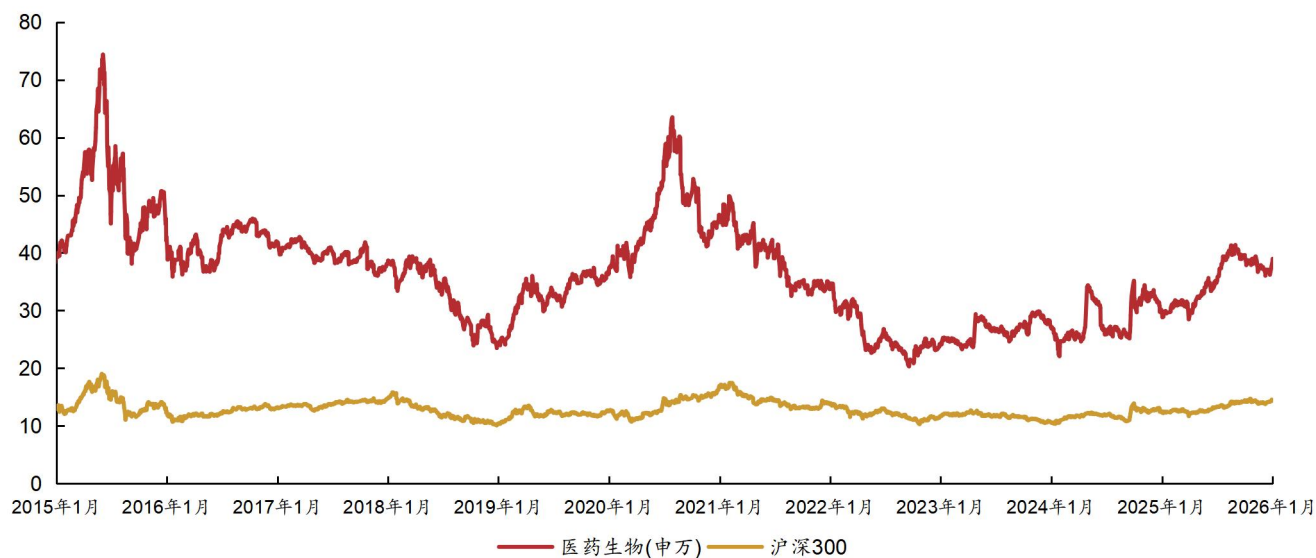
板块估值：截至 2026 年 1 月 9 日，申万医药板块整体 PE 估值为 38.96X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、生物制品 II、化学原料药和医疗器械 II 等板块估值相对较高，医药商业 II、医疗服务 II 和中药 II 估值相对较低。

图表 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）



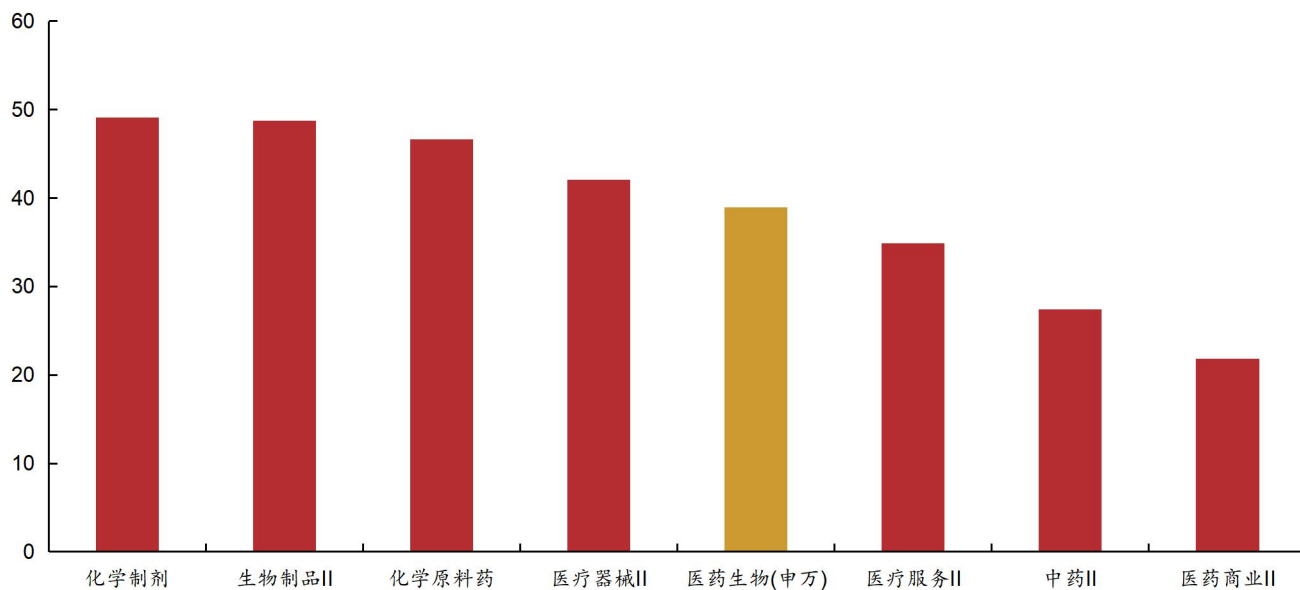
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）



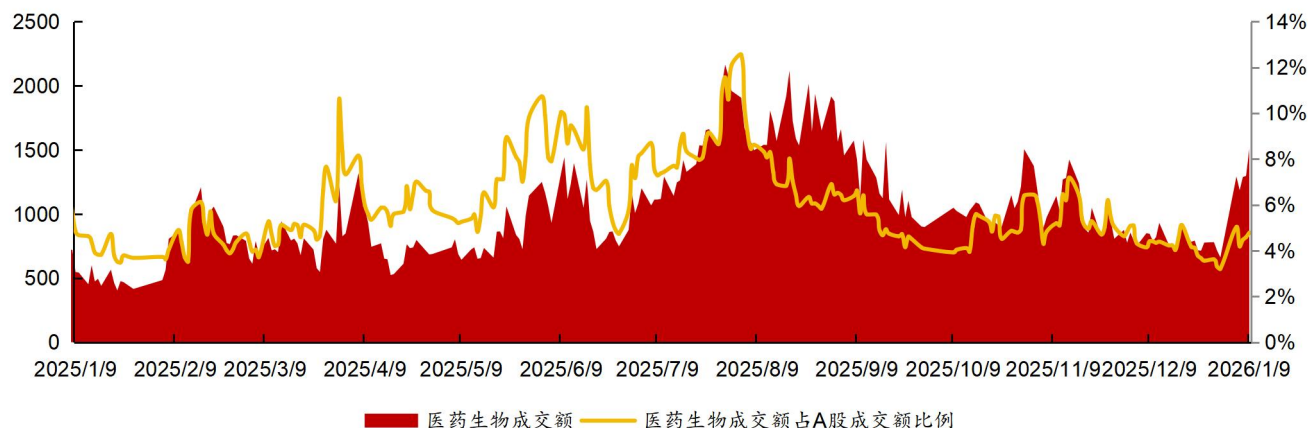
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 1 月 9 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2025 年中国创新药迎来 BD 出海大高潮，板块行情表现十分亮眼，作为未来 10 年的产业趋势，2026 年创新药有望延续亮眼表现。同时，随着 AI 医疗、脑机、创新器械等领域快速发展，相关机会或将贯穿全年。另外，医疗消费和医药制造业绩有望在 2026 年触底反弹，估值迎来修复，结构性行情或将演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新产业已具备一定规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界级的竞争力快速提升；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频频出现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也在显著加强；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；5) 全球大科技浪潮下，AI 医疗、脑机等板块有望迎来发展机遇，释放新的增长动力。

整体来看，我们认为 2026 年医药行业有望持续边际好转，科技领衔行业变革、孕育新的成长动能，传统行业的经营性业绩有望触底好转，结构性高增长的细分领域和个股非常值得期待。展望 2026 年，坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架：

1) 创新药械及产业链：国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，2025 年出海 BD 实现质变，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、翰森制药、中国生物制药、三生制药、信达生物、泽璟制药、热景生物、科兴制药、福元医药、前沿生物、昂利康、上海谊众、君实生物、佰仁医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、泰格医药、百奥赛图、百普赛斯、毕得医药等。

2) 脑机接口、AI 医疗等新科技：2026 年加速发展，脑机接口建议关注美好医疗、麦澜德等，AI 医疗建议关注鱼跃医疗、可孚医疗、美年健康、安必平、金域医学、医脉通、京东健康、阿里健康等

3) 制造出海：欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光等。

4) 国产替代：国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

5) 老龄化及院外消费：随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

6) 高壁垒行业：麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（人福医药、恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

本周建议关注组合：中国生物制药、热景生物、上海谊众、鱼跃医疗、佰仁医疗；

1 月建议关注组合：信立泰、中国生物制药、三生制药、热景生物、上海谊众、泽璟制药、悦康药业、福元医药、鱼跃医疗、佰仁医疗。

3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。