

9月創新藥板塊延續走強，板塊指數連續3個月上漲，本輪並非過去幾年的純政策脈衝，而是政策、業績與出海三重共振驅動，板塊已從“燒錢換管線”切換到“賣藥+賣全球”雙輪造血的盈利範式——百濟神州（6160.HK）的百悅澤上半年全球收入超161億元，榮昌生物（9995.HK）憑艾伯維BD交易上半年實現歸屬淨利潤約47億元，同比扭虧為盈。收入增長、利潤率優化、費用率下降同步兌現，首次具備可持續盈利能力；在行情表現上創新藥板塊短期漲幅較大或存在獲利回吐壓力，但中期6-12個月BD交易、臨床數據讀出、政策落地仍將持續催化，行情或將呈“事件催化—業績驗證”趨勢上行，投資上應沿有業績支撐的龍頭優先，規避純概念小票。

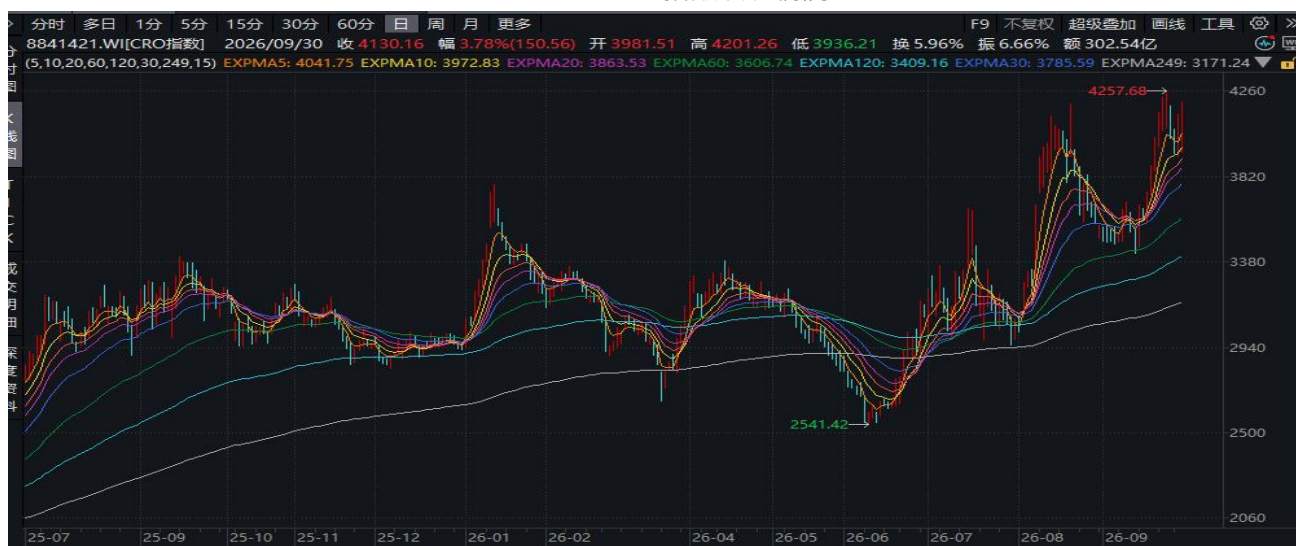
創新藥三重共振驗證拐點，BD出海從“賣管線”到“賣能力”

事件方面，9月29日午間恒瑞醫藥（1276.HK）公告與全球GLP-1龍頭諾和諾德達成獨家許可協議，將其具備每週一次口服給藥潛力的GLP-1/GIP雙受體激動劑HRS-1596（擬開發肥胖症、2型糖尿病及代謝性疾病，已具備I期臨床條件）大中華區以外的全球開發、生產及商業化權利授予諾和諾德，潛在總交易額最高26億美元，其中首付款3億美元，後續疊加開發、註冊、商業化里程碑付款及梯度銷售提成，預計2026年四季度完成交割。這筆交易的標誌性意義在於：諾和諾德作為司美格魯肽年銷超200億美元的全球兩大GLP-1領導者之一，反向從中國藥企引進早期口服雙激動劑管線，標誌著中國在這一全球競爭最激烈的代謝病賽道，已從“跟隨者”轉變為“被全球巨頭主動採購的資產來源”。

板塊層面，9月創新藥、CRO等板塊延續走強，龍頭公司獲資金集中搶籌。此輪上漲與2021-2024年多次“政策脈衝—快速退潮”行情有本質區別：當前業績端已開始實質兌現，而非僅靠政策預期驅動，板塊具備趨勢性上行基礎。



圖一：CRO 指數表現情況



資料來源：Wind

➤ 政策面：十五五規劃定調創新藥為國家新興支柱產業

2026 年創新藥政策從頂層設計到落地執行全面加碼。3 月政府工作報告將生物醫藥列為新興支柱產業；隨後工信部等十部門發佈《醫藥工業 "十五五" 規劃》，明確 2030 年創新藥年均增速 20% 以上的目標；8 月《全民醫療保障 "十五五" 規劃》進一步提出研究制定新上市藥品首發價格形成機制，對創新程度高、臨床價值大的高水準創新藥支持在上市初期形成與高投入、高風險相匹配的價格，改變過去 "上市即降價" 的預期。

支付端改革是今年政策密集落地的核心。1 月 1 日新版醫保目錄正式實施，新增 114 種藥品中一類創新藥達 50 種、創歷年新高；首版商保創新藥目錄同步落地，納入 19 種 CAR-T、罕見病等基本醫保覆蓋不了的高值創新藥，截至 5 月底已在 1486 家定點醫療機構配備、超 100 個惠民保產品納入保障責任。5 月醫保局發佈 2026 年醫保+商保 "雙目錄" 調整方案，明確 "真金白銀支持真創新、支持差異化創新"；4 月國務院辦公廳印發《關於健全藥品價格形成機制的若干意見》，從國家層面為創新藥定價鬆綁。9 月國新辦發布會再次明確，未來五年基本醫保目錄繼續動態調整，商保目錄對超出基本醫保範圍、臨床價值大的創新藥推薦商業健康險先行支付，"基本醫保+商保" 雙輪支付體系成型。

產業端與出海端政策同步配套。國家醫保局上線中國藥品價格登記系統，支持企業構建全球化多元價格體系，並推動中國—東盟、中國—中亞、寧波中東歐等區域醫藥交易平臺建設，從國家層面托舉 "中國藥、全球賣"。地方層面，浙江、北京等地相繼出臺支持商業健康保險和創新醫藥高質量發展的專項措施。8 月 28 日醫保局召開醫藥產業座談會，再次強調 "旗幟鮮明真支持創新"，政策端從過去的 "控費降價" 全面轉向 "鼓勵真創新+支持出海" 的組合拳，為創新藥板塊提供了持續的政策底座。



圖二：生物醫藥定位為“國家新興支柱產業”，設定 10 項量化指標

維度	2030 年目標
行業總規模	規上醫藥工業企業營收超 3.5 萬億元
創新藥增速	創新藥產業規模年均增速 $\geq 20\%$
研發投入	上市藥企平均研發投入強度年均 $\geq 10\%$
FIC 占比	首創新藥 (FIC) 占全球比例 $\geq 25\%$
創新器械	創新醫療器械上市 ≥ 200 個
龍頭培育	百億級藥企 ≥ 50 家，千億級產業園 ≥ 20 個

資料來源：工信部、發改委等十部門

➤ 基本面：業績兌現是本輪行情與歷史脈衝的本質區別

2026 年上半年，國內創新藥板塊業績高增、盈利拐點確認。板塊合計實現營業收入 620.63 億元，同比增長 32.54%；單看 Q2，營收 343.12 億元、同比增長 36.30%，歸母淨利潤 88.86 億元、同比大增 390.19%，扣非歸母淨利潤 75.81 億元、同比更是飆升 608.77%，增速較 Q1 顯著加速，板塊整體進入業績兌現期。

收入高增由兩大引擎共振驅動：一是內生產品商業化放量，核心創新藥產品進院、醫保放量與海外銷售同步提升，百濟神州百悅澤、澤布替尼等重磅單品全球收入持續超預期；二是大額 License-out 交易的首付款集中確認，榮昌生物與艾伯維、恒瑞與諾和諾德等重磅 BD 交易在簽約當年即確認首付款收入，直接增厚當期利潤。

更關鍵的是，本輪盈利改善並非一次性 BD 收入堆砌——利潤率提升與銷售、研發費用率下降同步發生，說明板塊經營效率出現系統性改善，從過去“燒錢換管線”真正切換到“賣藥+賣全球”雙輪造血的可持續盈利範式，這也是本輪行情與歷史上純政策脈衝的本質區別。

*BD 出海：從單品授權到平臺級合作，中國研發能力被全球重估

2026 年上半年中國創新藥出海延續爆發態勢，BD 交易數據創歷史紀錄：醫藥魔方口徑下共披露 123 筆 BD 交易、同比增長 24.24%，首付款合計 49.75 億美元、同比大增 71.65%；國家藥監局口徑下對外授權 81 筆，交易總額約 1100 億美元、已達 2025 年全年總額的 80%；全球醫藥交易金額 TOP10 榜單中中國企業獨佔 8 席。更重要的是合作模式同步升級——從早期單品“尾期資產”授權，演進為



多管線打包、平臺級戰略合作、聯合開發加利潤分成，意味著跨國藥企採購的已不再是單一管線，而是對中國藥企整體研發平臺、成本優勢和臨床推進速度的系統性認可。

中國創新藥已在 ADC、雙抗/多抗、GLP-1 代謝三大前沿賽道建立全球級競爭力：ADC 領域，科倫博泰、恒瑞、榮昌生物等產品先後獲 MNC 大額授權；雙抗領域，康方生物雙抗產品已在全球推進；GLP-1/代謝領域，恒瑞 HRS-1596 授權諾和諾德、信達生物與禮來深度合作；疊加中國臨床推進成本僅為歐美的 1/3 至 1/2 開發速度更快這一結構性比較優勢，中國藥企正從“跟隨者”全面升級為全球 MNC 的核心資產採購方和研發合作夥伴。

圖三：2026 上半年大額 BD 情況

交易時間	授權方	引進方	總金額	關聯新藥專案
2026/5/28	信達生物	輝瑞	105 億美元	12 個腫瘤產品組合
2026/5/12	恒瑞醫藥	BMS	152 億美元	13 款涵蓋腫瘤學、血液學及免疫學的早期專案
2026/2/8	信達生物	禮來	88.5 億美元	研界腫瘤、免疫領域創新藥物
2026/1/30	石藥集團	阿斯利康	185 億美元	創新長效多肽藥物、體重管理產品組合等

資料來源：各公司公告

➤ 本輪創新藥行情能否持續？

本輪創新藥行情具備堅實的基本面支撐，與歷史上純政策脈衝有本質區別：一是業績已實質兌現，板塊中報營收、利潤雙高增，多家龍頭實現可持續盈利；二是政策長期定調，《醫藥工業“十五五”規劃》以五年維度錨定創新藥 20% 以上增速，而非短期刺激；三是 BD 出海趨勢不可逆，全球 MNC 從中國採購資產的趨勢一旦形成便具持續性，2027 年仍有大量管線臨近臨床讀出節點；四是經歷多年調整後龍頭估值已回歸合理區間，並未泡沫化。

但上行路徑不會一蹴而就，需警惕六大風險：短期兩周板塊漲超 10% 後部分小票漲幅過大，存在獲利回吐壓力；BD 首付款為一次性收入，里程碑付款存在臨床失敗風險，不可簡單線性外推；下半年至 2027 年多個重磅管線進入關鍵臨床節點，數據讀出失敗將衝擊板塊情緒；醫保談判降價、集采擴面仍是常態化支付端壓制；生物安全法案、關稅、跨境數據合規等地緣與海外政策風險仍可能擾動出海預期；板塊內部分化將持續加劇。

綜合判斷，本輪是基本面驅動的中期反轉起點，而非又一次脈衝行情，但行情將呈現“事件催化→業績



驗證→估值修復"的螺旋式上行，而非單邊直線。投資上應聚焦 "有真實產品+有 BD 能力+有機構持倉" 的龍頭標的如百濟神州 (6160.HK)，藥明康德 (2359.HK)，藥明生物 (2269.HK)，恒瑞醫藥 (1276.HK)等，規避純概念、無管線、無收入的小票。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

