

# 國策打通產業堵點 創新藥龍頭看俏

## 百濟神州中期多賺6倍 抗癌藥全球銷售標青

### 悠閒理財

國務院早前印發《國民健康「十五五」規劃》，全文先後七次提及創新藥，分別從頂層戰略部署、審評審批機制、臨床綜合評估、臨床應用推廣、醫保支付機制、醫保目錄調整、商業保險供給七大維度，搭建起創新藥全產業鏈政策支持框架。

市場分析認為，該規劃打通研發、審評、臨床落地到支付端的產業堵點，利好具備高臨床價值的創新藥，引領醫藥行業邁向高質量發展階段。在一眾港股藥企當中，百濟神州(06160)、恒瑞醫藥(01276)、信達生物(01801)作為行業龍頭，有望充分承接政策紅利，長期發展前景值得期待。

大公報記者 李永青



### 醫藥股股價表現

| 上周五收報<br>(元) | 單日變幅<br>(%) | 今年變幅<br>(%) |
|--------------|-------------|-------------|
| 百濟神州 (06160) |             |             |
| 220.8        | ▲1.2        | ▲23.2       |
| 信達生物 (01801) |             |             |
| 102.4        | ▼0.2        | ▲34.3       |
| 恒瑞醫藥 (01276) |             |             |
| 46.5         | ▲0.7        | ▼34.5       |

◀在國策利好研發及審批下，內地醫藥股有望承接政策紅利。 AI製圖

光大證券國際證券策略師伍禮賢接受《大公報》採訪時表示，這份規劃對創新藥板塊構成實質性利好，印證內地層面持續扶持創新藥產業的政策導向。與此同時，海外跨國藥企研發需求外溢，不少跨國巨頭選擇委託內地藥企承接研發項目，進一步帶動整個創新藥行業蓬勃發展。

伍禮賢指出，剛披露中期業績的百濟神州增長動能強勁，核心產品百悅澤全球銷售亮眼，尤其在美國、歐洲市場銷量持續走高。作為一款適用場景廣泛的抗癌抑制劑，市場普遍看好該藥的成長空間；本次超預期的業績表現，亦為投資者帶來充足信心，適合投資者以中長線視角持續跟蹤。

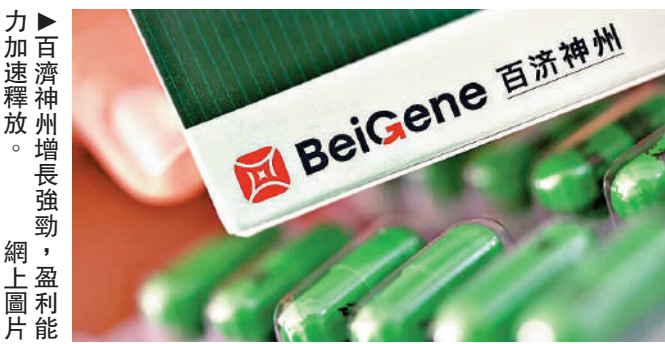
### 百悅澤市佔34.7% 稱冠全球

香港股票分析師協會主席鄧聲興亦看好百悅澤前景，指第二季該藥全球市佔高達34.7%，首次超越強生及艾伯維（AbbVie）的伊布替尼（Ibrutinib），躍居全球第一；美國市佔率更高達40.2%，連續4季第一，且未來計劃在多個市場遞交用於套細胞淋巴瘤一線治療的上市申請，令該藥版圖有望進一步擴張，為銷售增長打開新空間。

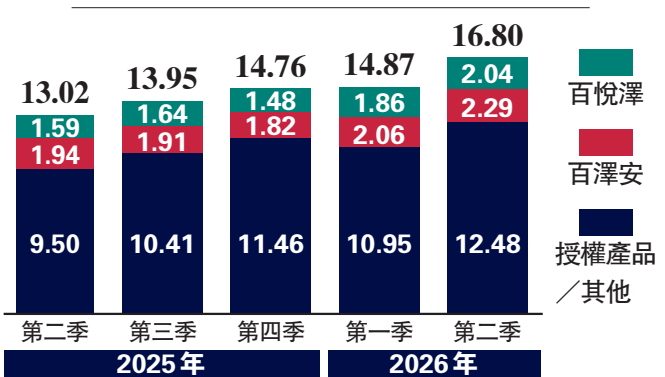
至於其他藥物方面，百濟神州加速推進BG-C9074（B7-H4 ADC），預計今年下半年啟動一線卵巢癌維持治療Ⅲ期試驗，BGB-B2033（GPC3x4-1BB 雙抗）亦料啟動肝細胞癌二線治療關鍵性Ⅲ期試驗。因此，百濟神州正從「單品種驅動」向「多管線並進」的階段邁進，在全球創新藥產業鏈中的地位持續提升。

### 券商：盈利加速釋放 評級買入

東吳證券發布研報分析，百濟神州上半年實現淨利潤32.71億元（人民幣，下同），按年大增627%，盈利規模已經大幅超越2025全年14.1億元的淨利潤水準，標誌着公司盈利能力進入加速釋放階段。公司同時上調2026全年業績指引：預計總收入介乎66億至68億美元。業績表現背後，是企業經營槓桿的有效釋放：核心產品百悅澤全球放量帶動規模效應凸顯，銷售費用率、管理費用率持續優化，推動盈利快速釋放。公司既擁有較高的盈利確定性，管線成長潛力充足，加上臨床開發效率突出、具備完備的全球商業化實力，增長確定性突出，維持「買入」評級。



### 百濟神州產品收入構成（億美元）



註：由於四捨五入，各項數字相加不等於總數

### 商業進程

國務院發布的《國民健康「十五五」規劃》明確提出全鏈條支持創新藥發展，將新型抗體等前沿藥物列為重點研發方向，並持續強化慢性病綜合防控體系，健全醫保與臨床落地配套機制，為2026至2030年中國生物製藥行業繪製發展藍圖。作為內地頭部原研生物藥企，信達生物（01801）憑藉「腫瘤+慢性病」雙輪驅動的布局，從研發、商業化、市場可及性、國際化多維度，充分享受相關規劃健康戰略釋放的政策紅利。

光大證券國際證券策略師伍禮賢表示，信達生物整體基本面迎來改善，亦是下半年重點看好的個股之一。該公司產品結構優質，創新藥整體銷售佔比處於較高水平，主要覆蓋腫瘤、免疫治療等核心賽道。與此同時，公司去年多款產品成功納入國家醫保目錄，帶動產品銷售實現顯著放量，商業化能力持續兌現。

在研發層面上，伍禮賢指出，信達生物在管線整體進展順利，市場重點關注的減重藥物等核心在研項目推進節點理想，創新迭代動力充足。隨著最新業績落地，公司股價成功突破高位，市場對本次業績表現普遍認可、接受度較高。綜合基本面、商業化與研發進度來看，短期內股價具備持續突破上行的動能與空間。

東吳證券亦看好信達生物，指中期業績表現出色。今年上半年總營收86.18億元（人民幣，下同），按年增長44.8%；其中產品收入82.01億元，大增56.7%，增速顯著高於整體營收，授權及研發服務收入4.16億元。淨利潤升50.2%至12.5億元，盈利水準持續改善。

### 夥拍國際同業 利潤共享

商業化產品組合已擴充至20款，當中有13款產品納入國家醫保目錄，醫保覆蓋率達65%。腫瘤基石產品達伯舒憑藉新增適應症與醫保覆蓋持續貢獻營收增量；瑪仕度肽、托萊西單抗、匹康奇拜單抗等慢病管線產品加速放量，印證「腫瘤+綜合管線」雙輪驅動的商業化邏輯。



▲信達生物積極進行研發，創新藥銷售佔比處於較高水平。新華社

## 恒瑞創新藥佔收入63% 審批料提速

### 加快應市

提起創新藥，不得不提及被公認為中國創新藥的「傳統龍頭」恒瑞醫藥（01276），它擁有完備的創新管線，雙特異性抗體、核藥、代謝慢病等，均屬《國民健康「十五五」規劃》重點鼓勵方向，今年上半年已有多款創新藥獲批及上市申請受理、大量Ⅱ期及Ⅲ期臨床項目推進。在政策優化審評通道的背景下，符合資格的新藥有機會壓縮審批時間，加快產品商業化進程，更早實現銷售回款，但實際進度仍取決藥品臨床數據與註冊申報質素。

然而，恒瑞醫藥中期表現一般，淨利潤僅升0.3%至44.65億元（人民幣，下同）。光大證券國際證券策略師伍禮賢向《大公報》表示，恒瑞醫藥上半年利潤僅輕微增長且較第一季的增長步伐放緩。第二季增長壓力主要來自非創新藥板塊，受內地藥品集中採購政策影響較深，相關產品銷售出現下滑；而創新藥業務則保持平穩向好的發展勢頭，現時創新藥收入佔比已經突破六成。按目前趨勢判斷，預計旗下各條業務線將持續分化，未來業績增長的核心驅動力將以創新藥為主。

伍禮賢認為，恒瑞醫藥中期業績表現不算亮眼。對比近期多間生科製藥企業交出不俗的

成績單，其表現相對遜色，亦是股價回落的其中一個原因。不過，從中長線角度觀察，隨着公司持續優化業務結構，資源進一步向創新藥板塊傾斜，長遠有望為股價提供支撐。

浦銀國際亦意見相若，指恒瑞醫藥中期利潤微升0.3%。若從單季數據觀察，第二季經營壓力明顯加大，當季營收73.2億元，按年跌14.5%；歸母淨利潤21.8億元，跌15.3%。收入結構出現分化，是今次中期業績最核心特徵。上半年營收小幅回落，背後並非產品銷售轉弱，而是BD（商務拓展）交易收入的結算節奏出現變化。2025年上半年恒瑞醫藥確認兩筆大型海外授權項目收入，合計高達19.91億元；而今年上半年僅確認14.22億元。撇除商務拓展項目收入波動，期內藥品實際銷售收入錄得139.5億元，按年升2%。

### 非腫瘤藥迎爆發式增長

該行強調，創新藥業務繼續擔當恒瑞醫藥的增長引擎，上半年創新藥收入達88.1億元，按年增長16.4%，收入佔比進一步攀升至63.2%，較2025年末58.3%再上一台階，反映公司轉型成果持續顯現。不過創新藥內部板塊已經出現明顯差距，非腫瘤創新藥迎來爆發

另外，自2025年下半年起，公司陸續與武田、禮來、輝瑞達成多項重大戰略合作，合作總金額約340億美元，覆蓋20餘條在研管線，其中5個項目採取全球共同開發、共同商業化、利潤共享之Co-Co模式，代表信達生物國際化戰略邁入全新階段，由過往單純對外授權，升級至深度全球聯合開發。

### 目標5年複合增速達25%

值得注意的是，信達生物管理層首次明確2030年財務與業務目標：第一，力爭2030年實現營業收入350億至400億元，相較2025年130.42億元，對應5年複合增速約22%至25%；第二，持續提升利潤率，向全球一流創新藥企業看齊，伴隨規模效應釋放，東吳證券預期未來利潤增速有望持續跑贏收入增速；第三，計劃2030年前後推動創新產品於美國、歐洲等核心海外市場上市，確保至少5條管線進入全球多中心MRCTⅢ期臨床，海外業務有機會在2030年之後成為新的核心增長動能。

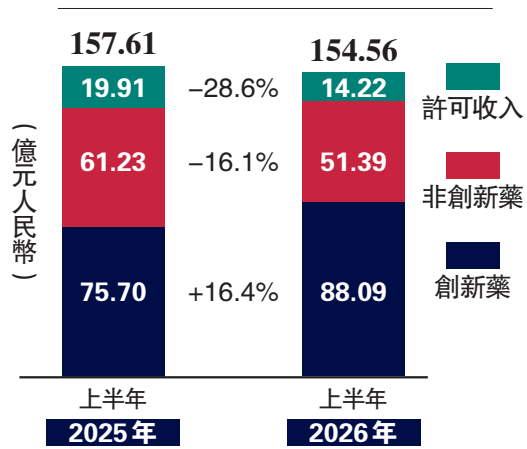
基於上半年業績超預期及管理層釋出的2030年收入指引，東吳證券認為，在產品持續放量、商務拓展授權收入逐步認列、國際化穩步推進多重驅動之下，公司業績有望維持高速增長，維持「買入」投資評級。

## 恒瑞創新藥佔收入63% 審批料提速

式增長，營收按年飆升74%；反觀傳統的腫瘤類創新藥收入增幅僅2.6%，增速放緩，背後受到監管趨嚴、成熟老產品市場競爭日趨激烈等因素制約。

同時，仿製藥板塊持續承壓，上半年銷售收入跌16.1%。面對國家藥品集中採購帶來的價格壓力，恒瑞醫藥亦主動作出戰略調整，逐步收縮仿製藥業務資源投放，把重心轉移至高毛利的創新藥管線，長遠有利優化盈利質素。

### 恒瑞醫藥各項業務收入



註：由於有其他收入，各項數字相加不等於總數

## 聯儲月中議息 通脹數據成關鍵

### 滄海桑田

山中一日，山下一年。事隔一周，美聯儲對利率走勢的立場，似乎來了一個急轉彎：由威脅加息到不一定。儘管息口走勢有待進一步的數據才能明朗，但華爾街聞聲起舞，三大指數上周四（9月3日）均上漲逾1%。今年9月是下半年最重要的宏觀窗口期，除了美息走勢，還有美伊衝突、中美高峰會和中國重要高層會議等重大事件，對第四季度的市場表現至關重要。

美聯儲官員的轉態，很可能跟美股轉弱有關。在前周五（8月28日）和上周二（9月1日），美股出現兩次

大幅下跌，上周四美聯儲理事Waller便公開發聲：是否支持9月加息將取決於本周五（11日）公布的8月CPI數據。此言等於把聯儲主席沃什在一周前在傑克遜霍爾會議上所宣示的從「加息除非數據夠好」，變成了「不加息除非數據夠熱」，再配合早期發布褐皮書所揭示的：就業極小幅增長+價格壓力廣泛+AI對勞動力影響首次入書且定性正負影響並存，以及略高於預期的初請失業金人數，9月加息概率回落（仍50對50），而美元美債亦從高位回落。

美聯儲在利率政策上的飄忽行事，實際上是受到通脹狀況的牽制，

在未有實質數據前，能否不加息，只能打嘴炮讓市場沒那麼焦慮。

### 港股中期盈利韌性超預期

另一方面，港股中報業績完畢，整體盈利韌性優於預期，互聯網龍頭盈利修復、醫藥創新管線兌現、製造業出口景氣延續，為市場提供底部支撐。當前市場呈現典型「外資觀望、內資托底」格局，南向資金持續逆勢加倉高景氣賽道與低估值藍籌，成為穩定盤面的核心力量。

根據中信證券統計，截至8月28日，恒生綜指成份股中有455隻披露業績，佔指數流通市值的93%。其中

2026年上半年營收、利潤同比增長6.2%和11.1%，增速較2025年下半年加快3.8和11個百分點；淨利潤率同比上升0.5個百分點至12.9%，同樣印證業績回升，但擴散度落後於總量修復。上半年業績雖然走出底部，利潤增速和淨利率的改善強於收入端，但修復尚未全面擴散，不具備全面走牛的條件。

在策略上，中信建議維持「確定性底倉+結構性成長」的槓鈴策略：防守端以銀行、電訊、公用事業及物業管理等高股息、現金流穩定的方向為主；進攻端聚焦受益於市場活躍度和財富管理業務改善的頭部券商、業

績超預期且可見度高的醫藥龍頭、有產業化進展的機器人產業鏈，以及競爭優勢明確的AI硬件和應用端龍頭。

中金則建議把握結構性機會，包括精挑細選科技股：AI基礎設施相關環節，如光通信、PCB等環節，高景氣狀態在今年確定性仍較強，超跌後有望出現反彈。半導體及算力等領域較多公司則仍需關注基本面與估值的匹配程度；創新藥較多公司進入臨床數據驗證階段，值得自下而上關注。以及綜合考慮地緣局勢與產能周期位置，關注業績向好及供需格局改善的領域：如工程機械、電網設備、石化化工等。