

制药板块25年&26Q1业绩总结： 赛道分化，创新药板块高速增长

医药组

分析师：甘坛焕（执业S1130525060003） gantanhuan@gjzq.com.cn
分析师：姜铸轩（执业S1130525070015） jiangzhuxuan@gjzq.com.cn
分析师：唐玉青（执业S1130525080003） tangyuqing@gjzq.com.cn
分析师：马居东（执业S1130525070004） majudong@gjzq.com.cn
联系人：刘创 liuchuang@gjzq.com.cn

核心结论:

- **药品板块：整体业绩稳健，利润端迎来加速增长。**药品板块企业（据申万行业分类共选取132家样本企业）2025年整体营业收入/归母净利润增速为持平/+8%，整体业绩稳健；2026Q1营业收入/归母净利润增速为+2%/+29%，板块利润端得益于创新药License out出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用于2025年增速分别为-1%/+2%，2026Q1增速分别为+1%/持平，运营费用整体平稳；研发费用于2025年、2026Q1增速分别为+5%、持平，创新研发投入力度持续提高。
- **Pharma重点个股：业绩持续分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好。**代表性Pharma企业（选取17家）2025年整体营业收入/归母净利润增速为+1.1%/+4.5%，平均净利润率约为同比增长0.4pct），其中2025年收入规模百亿元以上的7家Pharma收入/利润增速为+0.5%/+5.3%，平均净利润率约为11%（同比增长0.5pct），业绩稳健增长；年收入规模不足百亿元的10家Pharma增速为+4.6%/+0.8%，平均净利润率约为15%（同比-0.6pct），收入利润总体保持平稳，主要为海思科、科伦药业、泰恩康等部分企业短期利润承压所致。因此，从个股来看，创新转型及产品具有高壁垒属性的头部Pharma业绩表现更佳。
- **Biotech重点个股：收入高速增长，部分企业已扭亏为盈。**Biotech公司仍处快速放量期，22家代表性Biotech 2025年营业总收入943亿元，同比+36%，产品累计营收（不含里程碑收入）约813亿元，同比+34%。多因素催化Biotech公司核心大单品及整体收入快速提升。我们认为产品收入快速放量得益于出海、产品疗效优势、医保对创新药支付端的倾斜及产品独家适应症带来的强护城河优势当前，国内创新药企临床管线全球竞争力持续提升、医保政策及商保对创新药加速倾斜，国内多家创新药企有望持续步入业绩收获期，预计多企业未来2-3年内有望陆续实现扭亏为盈。
- **生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，细分赛道龙头延续增长态势。**代表性生物制品企业（选取14家）2025年整体营业收入/归母净利润增速为-22%/-174%，26Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%，业绩持续承压。疫苗板块多数企业受客观环境及计提减值等因素影响转亏；血制品板块剔除收并购、子公司并表等因素后，主要产品毛利率下行导致整体内生盈利能力下降。分季度看，板块整体2025Q4收入/归母净利润增速为-9%/转亏，2026Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%。25Q4~26Q1收入端下滑趋势持续减缓，其中25Q4利润端转亏主要受个别公司计提减值导致，26Q1利润持续下行主要受部分生物制品增值税税率上调至13%所致。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩，仍能延续此前良好增长态势。

投资建议与估值：多重利好叠加，创新药板块进入业绩、估值、事件三重周期叠加的黄金布局期，建议重点关注龙头标的、Biotech扭亏标的，以及ASCO等学术会议催化标的，把握创新药中长期成长机会。1) 基本面改善维度，关注25年~26年扭亏为盈的历史性里程碑的创新药企；2) 临床数据催化维度，关注潜在PD-1/VEGF双抗、ADC、小核酸、TCE等重点赛道品种披露的关键临床数据，上述数据有望进一步成为估值修复催化剂。

风险提示：汇兑风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险。

目录

01

药品板块：整体业绩稳健，利润端迎来加速增长

02

Pharma：业绩分化，创新转型进度靠前的大型企业表现较好

03

Biotech：收入高速增长，部分企业已扭亏为盈

04

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，细分赛道龙头延续增长态势

05

风险提示

01 药品板块：整体业绩稳健，利润端迎来加速 增长

药品板块：整体业绩稳健，利润端迎来加速增长

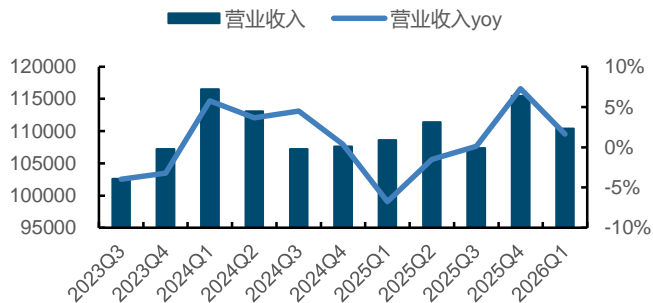
- 药品板块企业（据申万行业分类共选取132家样本企业）2025年整体营业收入/归母净利润增速为持平/+8%，整体业绩稳健；2026Q1营业收入/归母净利润增速为+2%/+29%，板块利润端得益于创新药License out出海、企业运营增效等因素，迎来较大提振。板块销售费用率/管理费用于2025年增速分别为-1%/+2%，2026Q1增速分别为+1%/持平，运营费用整体平稳；研发费用于2025年、2026Q1增速分别为+5%、持平，创新研发投入力度持续提高。

25年板块整体业绩稳健增长，26Q1利润端迎来较大提振（百万元）

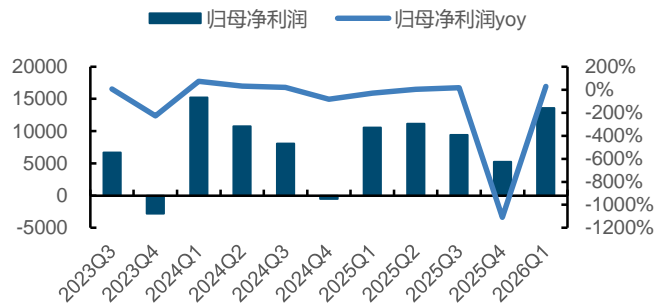
	2024	2025	25年增速	2025Q1	2026Q1	26Q1增速
营业收入	444494	442856	0%	108643	110425	2%
毛利润	237541	239266	1%	57470	59876	4%
销售费用	101102	100483	-1%	23895	24075	1%
管理费用	36751	37585	2%	8683	8685	0%
研发费用	45942	48119	5%	10640	10661	0%
财务费用	1385	1398	1%	1425	1422	0%
所得税	9759	9664	-1%	2713	2522	-7%
归母净利润	33541	36326	8%	10561	13576	29%
扣非净利润	28750	30354	6%	9344	10804	16%
应收账款	90413	93886	4%	98242	98659	0%
存货	81074	77628	-4%	79482	76561	-4%
固定资产净值	187726	193759	3%	186622	191364	3%
在建工程	35611	34063	-4%	37116	34877	-6%
长期股权投资	53645	56695	6%	54197	57985	7%
经营性现金流	65197	71115	9%	7307	9616	32%

药品板块：整体业绩稳健，利润端迎来加速增长

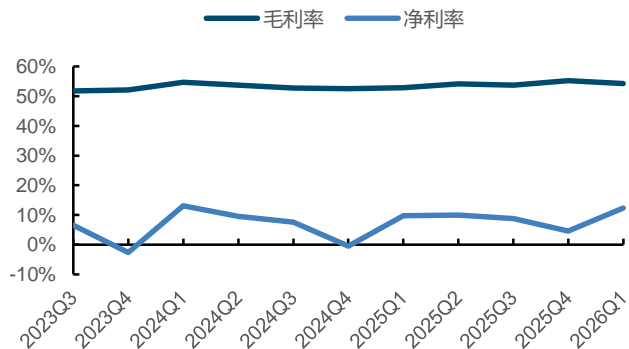
营业收入整体稳健（百万元）



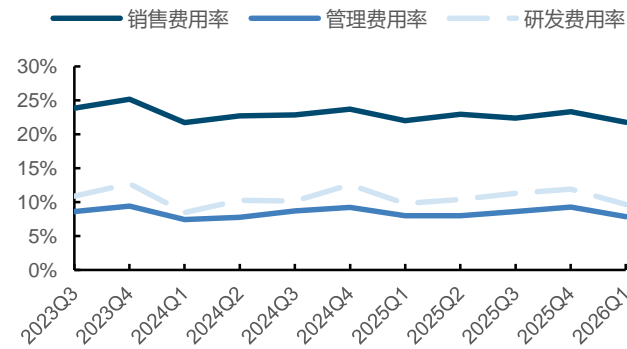
利润水平维持高位区间（百万元）



板块毛利率稳定，利润率同比改善



板块费用率整体稳定



资料来源：iFind，国金证券研究所

02

**Pharma: 业绩分化, 创新转型进度靠前的
大型企业表现较好**

Pharma: 业绩改善, 创新转型进度靠前的大型企业表现较好

25A, 代表性 Pharma 企业 (选取17家) 2025年整体营业收入/归母净利润增速为+1.1%/+4.5%, 平均净利润率约为12% (同比增长0.4pct), 其中 2025年收入规模百亿元以上的7家 Pharma 收入/利润增速为+0.5%/+5.3%, 平均净利润率约为11% (同比增长0.5pct), 业绩稳健增长; 年收入规模不足百亿元的10家 Pharma 增速为+4.6%/+0.8%, 平均净利润率约为15% (同比-0.6pct), 收入利润总体保持平稳, 主要为海思科、科伦药业、泰恩康等部分企业短期利润承压所致。因此, 从个股来看, 创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳。

25年利润增速高于收入, 创新转型及产品具有高壁垒属性的头部 Pharma 业绩表现更佳

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
600276	恒瑞医药	3,583.99	316.29	13%	86.21	-0.04	77.11	22%
000963	华东医药	584.87	436.12	4%	32.36	-0.85	34.14	-3%
600196	复星医药	619.67	416.62	1%	50.07	2.10	33.71	22%
002653	海思科	655.49	43.88	18%	71.16	-0.30	2.60	-34%
002422	科伦药业	549.93	185.13	-15%	47.85	-3.85	17.02	-42%
002294	信立泰	571.79	43.53	8%	74.76	2.11	6.52	8%
002773	康弘药业	226.92	45.85	3%	89.85	0.33	11.63	-2%
000513	丽珠集团	265.96	120.20	2%	65.90	0.45	20.23	-2%
600079	人福 ST	308.16	239.62	-6%	48.21	3.66	18.55	40%
002262	恩华药业	227.74	59.11	4%	72.13	-1.43	10.57	-8%
600380	健康元	199.96	152.16	-3%	62.44	-0.24	13.36	-4%
002755	奥赛康	157.32	17.79	0%	80.22	-1.12	2.37	48%
002019	亿帆医药	135.99	51.33	-1%	46.88	-0.54	4.02	4%
002020	京新药业	127.26	40.69	-2%	50.15	0.17	7.58	6%
301263	泰恩康	122.76	6.75	-6%	54.06	-2.60	0.29	-74%
688091	上海谊众	114.41	3.16	82%	83.12	-9.20	0.65	825%
603590	康辰药业	56.29	9.15	11%	89.92	0.35	1.66	293%

Pharma: 业绩改善, 创新转型进度靠前的大型企业表现较好

25A, 降本增效效果显著, 研发投入保持增长。代表性 Pharma 企业整体 2025年期间费用率同比上升2 pct, 其中收入规模百亿元以上企业变动+1pct、百亿元以下企业变动+1pct, 头部 Pharma 的运营效率维持较高水平。25年部分Pharma研发支出增加导致整体费用率略有提升, 但研发费用支出将保证公司未来的长期增长。

运营提效, 部分企业研发费用率有增强趋势

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
A股											
600276	恒瑞医药	316.29	91.06	29%	1%	69.61	22%	2%	28.06	9%	0%
000963	华东医药	436.12	65.27	15%	0%	17.53	4%	0%	13.44	3%	0%
600196	复星医药	416.62	91.93	22%	1%	40.13	10%	1%	45.84	11%	1%
002653	海思科	43.88	16.43	37%	1%	8.04	18%	2%	4.46	10%	1%
002422	科伦药业	185.13	30.39	16%	0%	22.05	12%	2%	12.07	7%	1%
002294	信立泰	43.53	17.63	40%	4%	5.39	12%	2%	2.68	6%	1%
002773	康弘药业	45.85	17.21	38%	1%	5.33	12%	1%	5.53	12%	1%
000513	丽珠集团	120.20	35.81	30%	2%	9.38	8%	-1%	5.98	5%	0%
600079	ST人福	239.62	44.68	19%	0%	15.01	6%	0%	17.27	7%	0%
002262	恩华药业	59.11	21.14	36%	1%	6.86	12%	1%	2.64	4%	0%
600380	健康元	152.16	41.48	27%	2%	12.73	8%	-1%	8.70	6%	0%
002755	奥赛康	17.79	9.14	51%	-6%	1.59	9%	-1%	1.33	7%	0%
002019	亿帆医药	51.33	11.58	23%	1%	2.91	6%	0%	4.18	8%	0%
002020	京新药业	40.69	6.01	15%	-2%	3.68	9%	0%	2.24	6%	0%
301263	泰恩康	6.75	1.80	27%	9%	0.78	12%	0%	0.91	14%	3%
688091	上海谊众	3.16	1.10	35%	-32%	0.86	27%	6%	0.16	5%	-1%
603590	康辰药业	9.15	4.29	47%	-4%	0.52	6%	-1%	1.39	15%	-1%

来源: ifind, 国金证券研究所

Pharma: 26Q1 A股药企呈现出明显的分化格局

26Q1, 整体来看, 创新药与特色专科药企业表现分化, 具备产品放量优势的企业 (如海思科、恒瑞) 实现了量利齐升, 而部分仿制药企业则面临着营收和毛利率的双重压力, 行业结构性分化持续加剧。

运营提效, 部分企业研发费用率有增强趋势

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
600276	恒瑞医药	3,583.99	81.41	13%	86.60	1.43	22.82	22%
000963	华东医药	584.87	111.83	4%	33.94	1.07	10.02	10%
600196	复星医药	619.67	100.73	7%	49.70	1.93	8.71	14%
002653	海思科	655.49	15.64	75%	81.40	11.11	5.55	1090%
002422	科伦药业	549.93	42.59	-3%	45.31	-3.36	4.54	-22%
002294	信立泰	571.79	12.28	16%	76.58	1.26	2.25	12%
002773	康弘药业	226.92	10.46	-13%	88.66	-0.89	3.07	-23%
000513	丽珠集团	265.96	28.71	-10%	65.87	0.91	5.77	-9%
600079	ST人福	308.16	61.01	-1%	49.53	0.98	5.88	9%
002262	恩华药业	227.74	16.10	7%	70.97	-3.72	3.17	6%
600380	健康元	199.96	37.21	-9%	63.19	1.30	4.15	-5%
002755	奥赛康	157.32	4.82	-5%	84.10	1.60	0.84	54%
002019	亿帆医药	135.99	12.56	-5%	45.83	-0.55	1.07	-30%
002020	京新药业	127.26	9.23	-3%	51.08	3.37	1.65	1%
301263	泰恩康	122.76	1.90	3%	62.88	1.23	0.29	-9%
688091	上海谊众	114.41	0.79	11%	85.26	3.87	0.18	28%
603590	康辰药业	56.29	2.15	1%	89.81	-0.33	0.47	6%

Pharma: 26Q1 药企费用端分化明显

26Q1, 1) 销售费用分化明显, 部分企业控费成效突出: 海思科、上海谊众、奥赛康、亿帆医药则实现了销售费用率的同比下降, 其中海思科销售费用率同比大降 14%, 控费效果显著, 为利润端释放了空间; 2) 研发投入梯队分明, 创新药企持续加码: 上海谊众的研发费用率同比大增 22%, 以 35% 的研发费用率领跑全表, 创新研发力度突出; 恒瑞医药作为行业龙头, 研发费用率稳定在 20%, 规模和占比均处于领先水平。多数企业研发费用率保持平稳或小幅波动, 部分企业如华东医药、海思科、恩华药业研发费用率同比小幅回落, 整体研发投入节奏相对稳健。3) 管理费用整体平稳, 仅少数企业出现波动。

26Q1 药企费用端分化明显

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
A股											
600276	恒瑞医药	81.41	21.97	27%	0%	16.51	20%	-1%	6.18	8%	-1%
000963	华东医药	111.83	18.21	16%	3%	3.50	3%	-2%	3.71	3%	0%
600196	复星医药	100.73	22.55	22%	0%	8.97	9%	1%	10.17	10%	0%
002653	海思科	15.64	3.45	22%	-14%	2.25	14%	-2%	1.28	8%	-2%
002422	科伦药业	42.59	7.23	17%	3%	5.86	14%	3%	2.70	6%	-1%
002294	信立泰	12.28	4.88	40%	2%	1.31	11%	1%	0.64	5%	-1%
002773	康弘药业	10.46	3.67	35%	0%	0.87	8%	0%	1.12	11%	2%
000513	丽珠集团	28.71	7.35	26%	0%	1.69	6%	-1%	1.33	5%	0%
600079	ST人福	61.01	12.03	20%	1%	3.59	6%	-1%	4.14	7%	-1%
002262	恩华药业	16.10	5.35	33%	0%	1.57	10%	-3%	0.75	5%	0%
600380	健康元	37.21	8.97	24%	1%	2.34	6%	-1%	2.02	5%	0%
002755	奥赛康	4.82	2.44	51%	-6%	0.26	5%	-6%	0.27	6%	0%
002019	亿帆医药	12.56	2.61	21%	-3%	0.54	4%	0%	0.92	7%	1%
002020	京新药业	9.23	1.37	15%	-1%	0.83	9%	0%	0.50	5%	0%
301263	泰恩康	1.90	0.47	25%	5%	0.14	7%	-1%	0.24	13%	2%
688091	上海谊众	0.79	0.23	29%	-11%	0.27	35%	22%	0.04	6%	-3%
603590	康辰药业	2.15	0.81	38%	-5%	0.13	6%	2%	0.35	16%	1%

来源: ifind, 国金证券研究所

03

Biotech: 收入高速增长, 部分企业已扭亏为盈

Biotech: 收入基本呈现快速增长态势, 部分企业已扭亏为盈

大部分biotech企业收入仍处于快速增长阶段, 部分企业已经实现扭亏为盈

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	25A营收 (亿元)	营收YOY (%)	25A毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	25A归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
688235.SH	百济神州	2,439.05	382.25	40%	87.61	3.17	14.61	129%
688331.SH	荣昌生物	643.98	32.51	89%	87.28	6.92	7.10	148%
688336.SH	三生国健	452.38	41.99	252%	92.07	17.57	28.99	311%
688578.SH	艾力斯	416.70	51.87	46%	96.83	0.86	21.89	53%
688180.SH	君实生物	369.47	24.98	28%	81.33	2.41	-8.75	32%
688266.SH	泽璟制药-U	275.30	8.10	52%	90.42	-2.64	-1.63	-18%
688192.SH	迪哲医药-U	263.75	8.01	123%	95.73	-1.68	-7.64	0%
688428.SH	诺诚健华-U	252.75	23.75	135%	91.95	5.67	6.42	246%
688520.SH	神州细胞	193.68	15.60	-38%	93.10	-2.81	-5.65	-605%
688062.SH	迈威生物-U	153.49	6.63	232%	90.27	4.76	-9.69	7%
688091.SH	上海谊众	114.41	3.16	82%	83.12	-9.20	0.65	825%
688443.SH	智翔金泰-U	108.61	2.31	667%	93.02	10.67	-5.36	33%
688177.SH	百奥泰	85.30	9.35	26%	78.91	-0.74	-3.32	35%
H股								
1801.HK	信达生物	1,367.73	130.42	38%	86.54	2.56	8.14	960%
9926.HK	康方生物	1,095.56	30.56	44%	78.66	-7.73	-11.13	-128%
6990.HK	科伦博泰生物	958.64	20.58	6%	71.86	5.97	-3.82	-43%
2696.HK	复宏汉霖	357.95	66.67	16%	74.77	1.67	8.27	1%
2162.HK	康诺亚-B	197.67	7.16	67%	87.71	-9.44	-5.23	-1%
9688.HK	再鼎医药	163.59	32.14	15%	58.47	-4.47	-12.26	32%
0013.HK	和黄医药	161.51	38.31	-13%	38.68	-5.96	31.91	1099%
6855.HK	亚盛医药-B	146.02	5.74	-41%	91.48	-5.56	-12.43	-206%

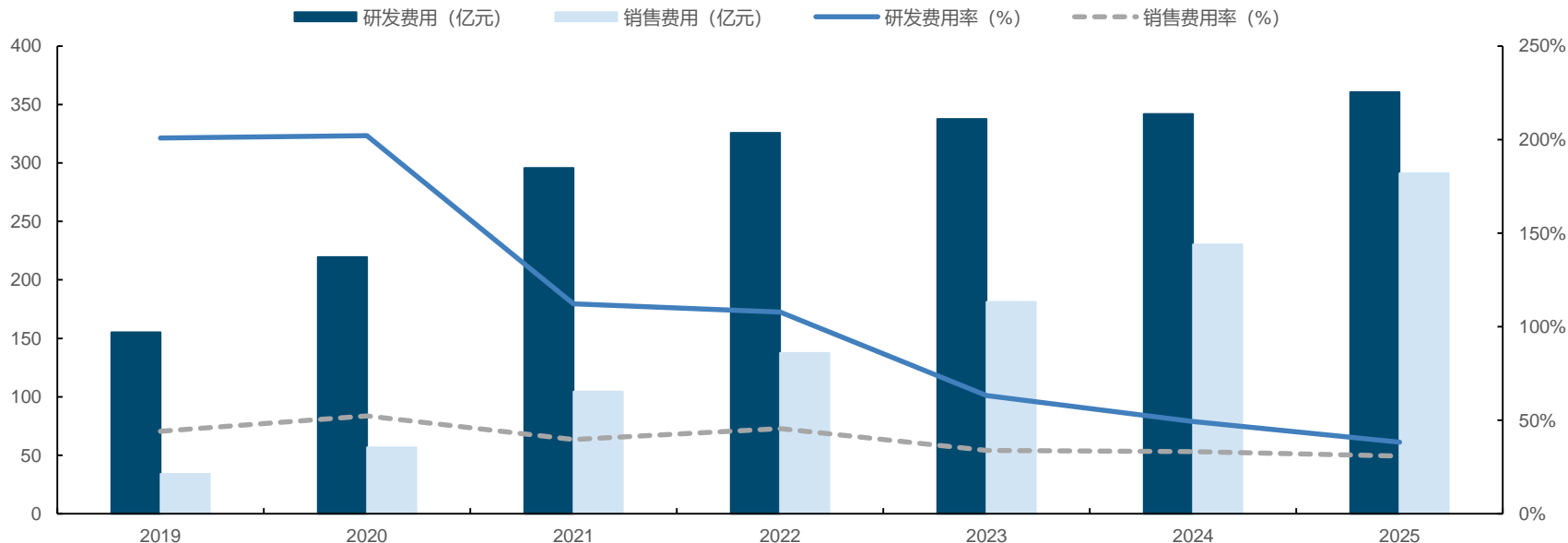
Biotech: 收入基本呈现快速增长态势, 部分企业已扭亏为盈

大部分biotech企业收入仍处于快速增长阶段, 部分企业已经实现扭亏为盈

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	26Q1营收 (亿元)	营收YOY (%)	26Q1毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	26Q1归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)
A股								
688331.SH	荣昌生物	643.98	6.56	25%	82.18	-1.09	3.28	229%
688336.SH	三生国健	452.38	4.31	39%	80.71	-4.82	1.78	73%
688578.SH	艾力斯	416.70	15.84	44%	94.91	-1.83	6.36	55%
688180.SH	君实生物	369.47	7.26	45%	79.76	-1.48	-0.21	91%
688266.SH	泽璟制药-U	275.30	9.05	440%	97.01	-8.63	6.33	2338%
688192.SH	迪哲医药-U	263.75	2.53	58%	95.92	0.35	-0.96	50%
688428.SH	诺诚健华-U	252.75	5.29	39%	88.14	-2.41	1.06	489%
688520.SH	神州细胞	193.68	3.23	-38%	89.57	-5.31	-1.76	-376%
688062.SH	迈威生物-U	153.49	1.28	185%	76.15	-1.58	-2.42	17%
688091.SH	上海谊众	114.41	0.79	11%	85.26	-3.87	0.18	28%
688443.SH	智翔金泰-U	108.61	0.67	234%	86.85	-3.93	-1.49	-24%
688177.SH	百奥泰	85.30	2.52	22%	81.34	-0.74	-1.52	-63%

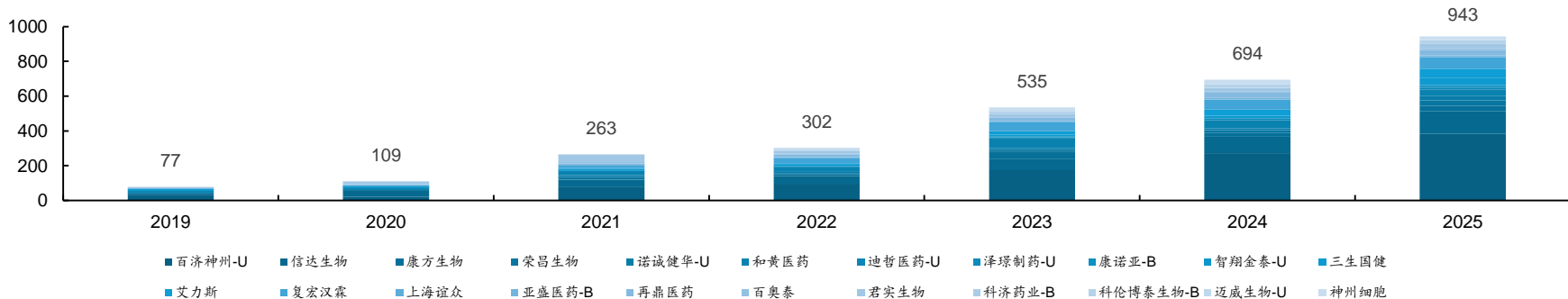
Biotech: 受益于收入增长以及费用控制, 研发和销售费用率下降

受益于收入增长以及费用控制, 研发和销售费用率下降, 2025年研发及销售费用率分别为38%(-11pct)、31%(-2pct)

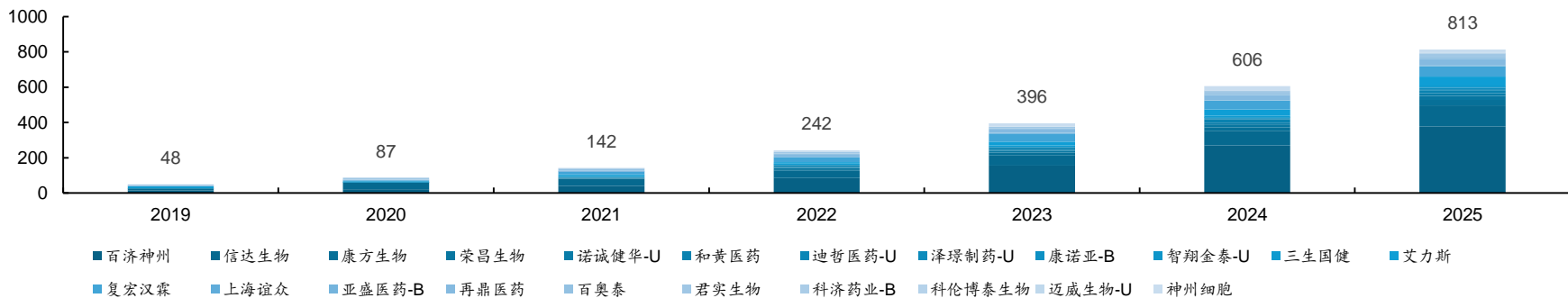


Biotech: 仍处快速放量期, 代表企业合计产品收入增速达34%

27家代表性Biotech累计营收2019-2025年CAGR超50%，2025年增速达36%，仍处于快速放量期（亿元）

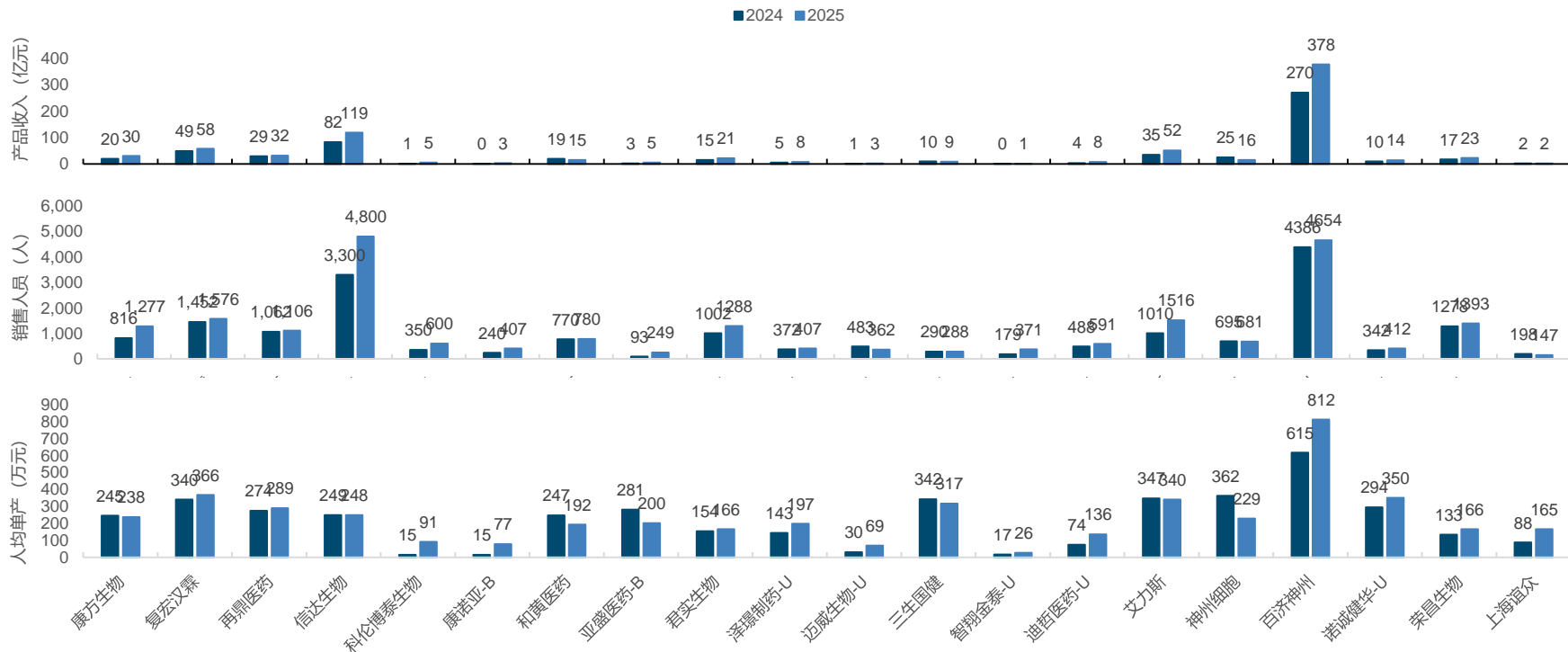


剔除授权收入, 上述Biotech2019-2025年产品收入CAGR达60%，2025年增速仍达34%，处于快速放量期（亿元）



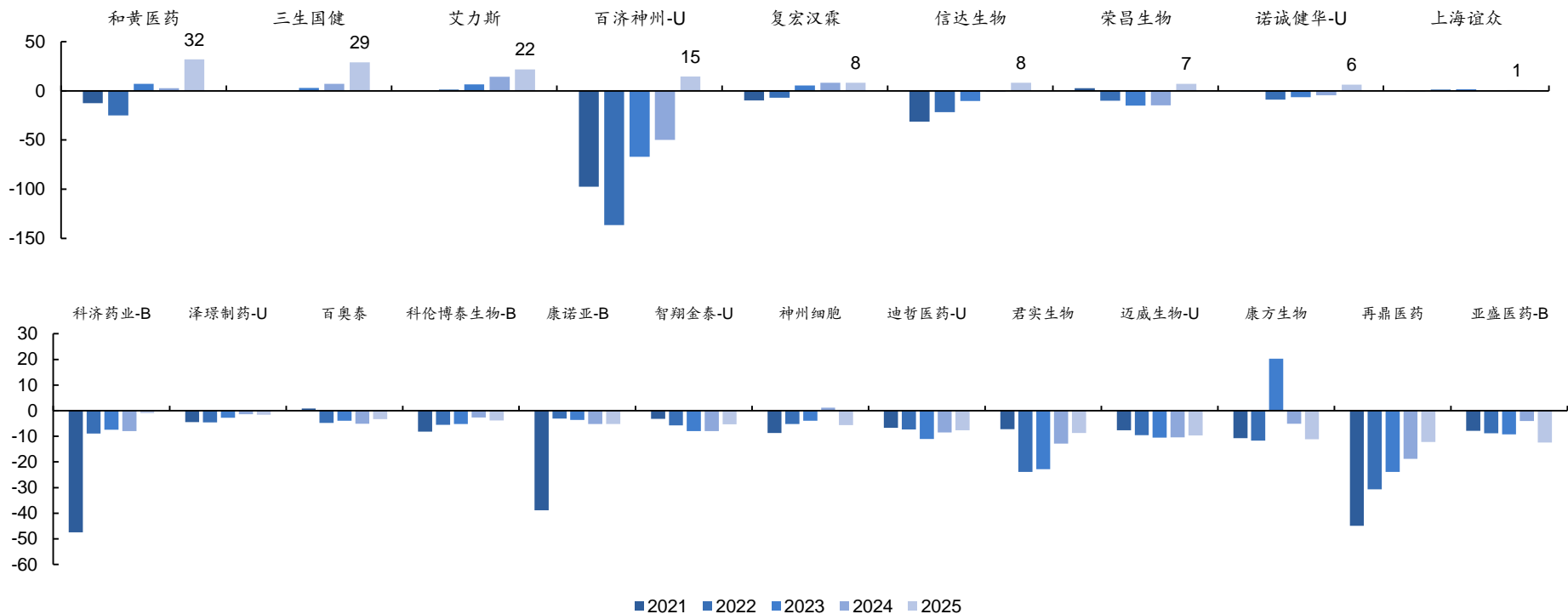
Biotech: 大部分企业人均单产持续提升

Biotech个股整体产品收入呈现快速放量趋势，人均单产基本呈现增长态势



Biotech: 部分头部企业已实现盈亏平衡

部分Biotech近两年逐步扭亏，2025年百济神州、信达生物等多家公司实现扭亏（亿元）



04 生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，细分赛道龙头延续增长态势

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，26Q1集中受税率变化影响

- 代表性生物制品企业（选取14家）2025年整体营业收入/归母净利润增速为-22%/-174%，26Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%，业绩持续承压。疫苗板块多数企业受客观环境及计提减值等因素影响转亏；血制品板块剔除收并购、子公司并表等因素后，主要产品毛利率下行导致整体内生盈利能力下降。
- 分季度看，板块整体2025Q4收入/归母净利润增速为-9%/转亏，2026Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%。25Q4~26Q1收入端下滑趋势持续减缓，其中25Q4利润端转亏主要受个别公司计提减值导致，26Q1利润持续下行主要受部分生物制品增值税税率上调至13%所致。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩，仍能延续此前良好增长态势。

2025年板块表现分化、疫苗/血制品整体持续承压，高成长性个股业绩表现亮眼

股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)	
A股									
300122	智飞生物	451.71	89.58	-66%	7.84	-19.52	-147.23	转亏	
603392	万泰生物	568.22	18.19	-19%	49.32	-16.87	-3.98	转亏	
688276	百克生物	78.02	6.05	-51%	73.44	-0.74	-2.63	转亏	
300601	康泰生物	164.97	26.73	1%	74.69	-7.31	0.70	-65%	
301207	华兰疫苗	111.97	12.03	7%	77.80	-3.35	1.83	-11%	
600161	天坛生物	323.10	61.68	2%	43.85	-10.85	10.91	-30%	
002007	华兰生物	276.49	45.95	5%	57.53	-3.92	9.40	-14%	
000403	派林生物	130.11	26.33	-1%	41.53	-7.60	4.19	-44%	
300294	博雅生物	113.96	20.59	19%	49.89	-14.76	1.13	-72%	
603087	甘李药业	406.59	40.52	33%	75.84	1.01	11.44	86%	
600867	通化东宝	160.01	29.47	47%	70.33	-3.57	12.19	扭亏	
000661	长春高新	377.55	120.83	-10%	82.11	-3.61	1.55	-94%	
300009	安科生物	160.06	26.47	4%	75.70	-1.70	7.35	4%	
688278	特宝生物	341.57	36.96	31%	92.96	-0.52	10.31	25%	

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，26Q1集中受税率变化影响

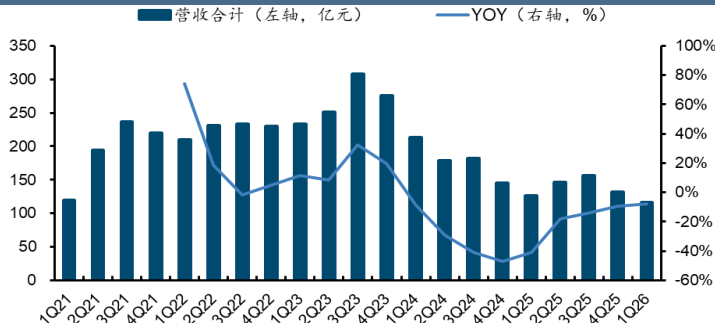
- 代表性生物制品企业（选取14家）2025年整体营业收入/归母净利润增速为-22%/-174%，26Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%，业绩持续承压。疫苗板块多数企业受客观环境及计提减值等因素影响转亏；血制品板块剔除收并购、子公司并表等因素后，主要产品毛利率下行导致整体内生盈利能力下降。
- 分季度看，板块整体2025Q4收入/归母净利润增速为-9%/转亏，2026Q1收入/归母净利润增速为-8%/-45%。25Q4~26Q1收入端下滑趋势持续减缓，其中25Q4利润端转亏主要受个别公司计提减值导致，26Q1利润持续下行主要受部分生物制品增值税税率上调至13%所致。从个股来看，竞争格局佳、壁垒高的细分赛道龙头业绩，仍能延续此前良好增长态势。

26Q1受增值税税率变化影响，收入及利润端承压显著

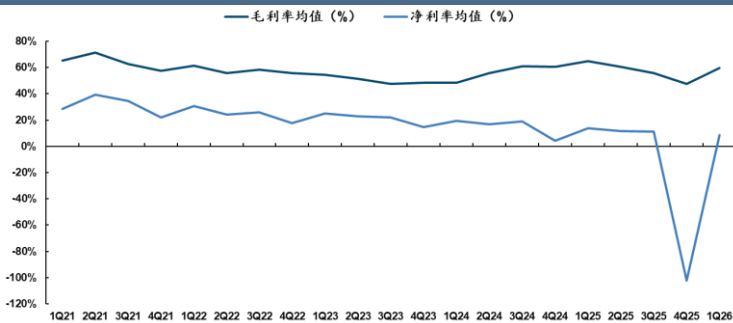
股票代码	公司名称	市值规模 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业收入YOY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct, %)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)	
A股									
300122	智飞生物	358.11	21.50	-9%	29.16	-2.86	-3.88	20%	
603392	万泰生物	502.60	5.23	31%	69.86	3.31	-0.43	-19%	
688276	百克生物	73.05	1.47	-9%	80.95	-0.74	-0.03	转亏	
300601	康泰生物	155.36	6.31	-2%	71.10	-2.36	0.33	49%	
301207	华兰疫苗	115.70	0.27	10%	70.92	-15.08	0.37	14%	
600161	天坛生物	298.78	11.42	-13%	34.59	-11.28	1.26	-48%	
002007	华兰生物	267.72	7.62	-12%	50.19	-6.09	2.30	-26%	
000403	派林生物	122.98	3.43	-8%	34.82	-13.24	0.23	-74%	
300294	博雅生物	93.59	3.21	-40%	46.26	-7.54	0.30	-78%	
603087	甘李药业	382.28	8.78	-11%	74.56	-2.20	1.92	-38%	
600867	通化东宝	185.87	7.48	15%	71.62	2.30	1.27	16%	
000661	长春高新	350.30	25.87	-14%	77.96	-10.27	2.76	-42%	
300009	安科生物	157.94	5.42	-14%	75.59	-1.37	1.68	-20%	
688278	特宝生物	264.51	7.98	18%	89.45	-3.72	1.64	-10%	

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，26Q1集中受税率变化影响

生物制品板块自25Q1收入端逐步改善，降幅逐步收窄



供给端格局未见改善趋势，板块毛利率/净利率整体持续下行

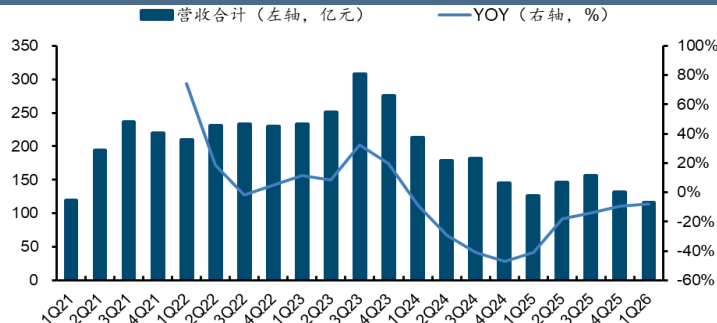


2025年除个别公司因收入波动导致费用率出现较大变化，生物制品板块整体费用率保持稳定

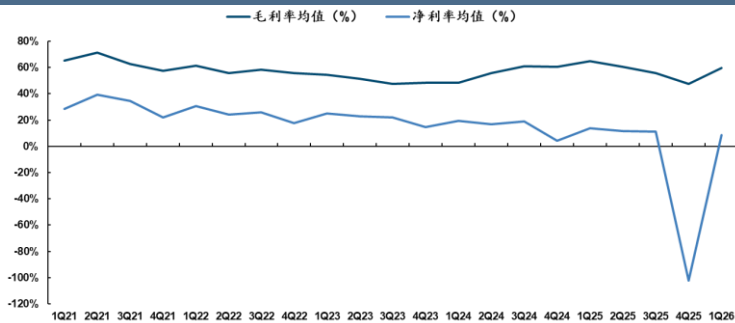
股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
300122	智飞生物	89.58	23.86	27%	16%	9.32	10%	7%	4.14	5%	3%
603392	万泰生物	18.19	4.46	25%	5%	5.61	31%	-9%	3.84	21%	6%
688276	百克生物	6.05	3.89	64%	26%	1.77	29%	17%	1.11	18%	9%
300601	康泰生物	26.73	8.94	33%	0%	5.43	20%	1%	3.11	12%	-2%
301207	华兰疫苗	12.03	5.44	45%	1%	1.51	13%	-2%	0.50	4%	-3%
600161	天坛生物	61.68	1.25	2%	0%	1.60	3%	0%	4.96	8%	0%
002007	华兰生物	45.95	8.18	18%	0%	3.37	7%	0%	2.25	5%	-2%
000403	派林生物	26.33	2.43	9%	0%	0.56	2%	0%	1.95	7%	0%
300294	博雅生物	20.59	4.13	20%	-4%	0.55	3%	-1%	2.39	12%	1%
603087	甘李药业	40.52	13.50	33%	-5%	6.47	16%	-2%	2.69	7%	-2%
600867	通化东宝	29.47	11.08	38%	-16%	1.67	6%	1%	1.81	6%	-3%
000661	长春高新	120.83	50.91	42%	9%	24.72	20%	4%	14.99	12%	3%
300009	安科生物	26.47	7.97	30%	-2%	2.19	8%	0%	1.51	6%	-1%
688278	特宝生物	36.96	14.51	39%	0%	3.88	10%	0%	3.64	10%	0%

生物制品：疫苗、血制品板块仍处于下行通道，26Q1集中受税率变化影响

生物制品板块自25Q1收入端逐步改善，降幅逐步收窄



供给端格局未见改善趋势，板块毛利率/净利率整体持续下行



26Q1生物制品板块整体费用率保持稳定

股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)	销售费用 (亿元)	销售费用率 (%)	销售费用率 YOY (%)	研发费用 (亿元)	研发费用率 (%)	研发费用率 YOY (%)	管理费用 (亿元)	管理费用率 (%)	管理费用率 YOY (%)
300122	智飞生物	21.50	2.94	14%	-5%	2.14	10%	0%	0.90	4%	0%
603392	万泰生物	5.23	1.45	28%	2%	1.10	21%	-14%	0.95	18%	-5%
688276	百克生物	1.47	0.65	44%	-1%	0.32	22%	-1%	0.22	15%	-4%
300601	康泰生物	6.31	2.31	37%	4%	0.84	13%	-5%	0.72	11%	-2%
301207	华兰疫苗	0.27	0.12	44%	-17%	0.21	78%	-13%	0.07	26%	-7%
600161	天坛生物	11.42	0.22	2%	-1%	0.39	3%	1%	1.18	10%	1%
002007	华兰生物	7.62	0.42	6%	0%	0.60	8%	0%	0.52	7%	1%
000403	派林生物	3.43	0.46	13%	5%	0.10	3%	0%	0.38	11%	-1%
300294	博雅生物	3.21	0.74	23%	4%	0.04	1%	-1%	0.51	16%	6%
603087	甘李药业	8.78	2.70	31%	-2%	1.28	15%	1%	0.57	6%	-1%
600867	通化东宝	7.48	2.73	37%	-2%	0.36	5%	-1%	0.64	9%	-2%
000661	长春高新	25.87	9.13	35%	-5%	4.51	17%	0%	2.69	10%	-1%
300009	安科生物	5.42	1.46	27%	0%	0.36	7%	1%	0.34	6%	0%
688278	特宝生物	7.98	3.28	41%	0%	0.94	12%	2%	0.92	12%	2%

05

风险提示

- **汇兑风险：**部分公司存在海外业务，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。
- **国内外政策风险：**若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。
- **临床试验进展不及预期风险：**药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。
- **产品上市审评进展不及预期风险：**若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长收到影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。