

强于大市

医药行业 25 年年报及 26 年一季报综述

医药板块上市公司 25 年年报及 26 年一季报已经披露完毕，我们选取申万医药行业分类（2021）作为统计板块，截至 2026 年 4 月 30 日，近 3 年申万医药行业成分股数量为 504 个。我们采用整体法对板块的营业收入、归母净利润、销售费用率等指标进行统计。整体看，25 年年报及 26 年一季报行业总体仍有所承压，盈利修复底部已现。我们认为集采和医保控费逐步常态化，对行业的影响正边际减弱，同时政策端对创新导向与支付改善持续强化，行业压制因素减弱，相关企业有望迎来估值和业绩的双重修复，我们持续看好医药行业的长期发展，维持强于大市评级。

支撑评级的要点

- 26 年一季度行业呈向好趋势，行业创新支持力度不减。**从营收情况来看，2025 年申万医药板块整体营业收入为 2.49 万亿元，同比减少 0.01%，整体实现归母净利润（扣非）为 1115.63 亿元，同比减少 10.70%；26 年一季度，医药板块整体实现收入 6200.24 亿元，同比增加 0.39%，归母净利润（扣非）为 460.04 亿元，同比增加 7.10%。25 年医药板块利润端仍然承压，我们判断与行业集采及控费有关，25 年 4 月国家医保局推动第十批集采，行业整体价格平均降幅超过 60%，虽然降幅仍相对较大，但集采对行业的边际影响正逐步弱化，从 26 年一季度看，部分细分板块业绩已经逐步走出集采影响，开始触底反弹，盈利能力逐步修复。另外，政策端对创新的支持力度仍然持续，26 年 4 月，国务院办公厅下发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，意见进一步在创新药支付端给予支持，行业创新支持力度不减。整体看，一方面，过去几年行业的负面因素影响逐步弱化，另一方面政策对真创新的支持持续发力，在这种背景下，我们判断 26 年一季度医药板块的盈利修复或并非偶然，行业有望持续向好。
- 结构仍存在分化，CXO、创新药、医疗服务率先修复。**从 26 年一季报看，部分细分板块盈利能力快速修复，如 CXO、创新药、医疗服务等。CXO 板块 26 年 Q1 实现营收 270.79 亿元，同比增长 18.73%。扣非归母净利润为 57.38 亿元，同比增长 67.85%。CXO 板块收入和利润均实现快速增长，随着相关公司订单稳步回暖，CXO 行业景气度持续回升。制药板块 26 年 Q1 实现营收 1039.97 亿元，同比减少 5.55%。扣非归母净利润为 105.20 亿元，同比增加 21.35%。26Q1 制药板块利润实现正增长，未来随着对外授权景气度持续，首付款+里程碑+销售分成有望带动板块业绩延续上行。同时，政策端对创新导向与支付改善持续强化，创新药板块有望延续高景气。医疗服务（医院）板块整体 26 年 Q1 实现营收 146.46 亿元，同比增长 1.81%。扣非归母净利润为 13.11 亿元，同比增长 19.14%，26Q1 头部消费医疗企业盈利能力继续保持韧性，消费医疗行业出现边际修复。医疗器械板块有望逐步向好，耗材端集采影响边际减弱，新产品和出海成新驱动；医疗设备院端招投标恢复，渠道库存逐步消化，板块业绩有望迎来修复。
- 行业研发投入持续增加，销售费用延续下行。**整体看，医药板块 25 年行业研发费用总计 1234.86 亿元，较 24 年同比提高 1.42%；其中，化学制药板块合计研发投入 629.97 亿元，同比增长 6.40%，研发费用增速远超行业研发增速。销售费用率方面，25 年行业整体销售费用率为 13.22%，较 24 年下降 0.03 个百分点，销售费用率延续优化下行。行业整体呈现稳研发、控销售的经营状态，费用结构由“销售驱动”向“研发驱动”切换。

投资建议

根据 25 年年报及 26 年一季报，我们建议关注三条主线：

- 1、盈利确定性高，高景气度持续板块，重点关注 CXO 和创新药板块。**随着投融资复苏，CXO 行业景气度持续回升，相关公司订单稳步回暖，行业盈利周期有望迎来自上拐点。临床前 CRO 方面，安评业务订单改善，相关公司业绩有望触底回升，建议关注百奥赛图、药康生物、益诺思、昭衍新药、美迪西。临床 CRO 方面，国内临床和 IND 数量持续攀升，有望带动临床 CRO 量价改善，建议关注阳光诺和、普蕊斯。CDMO 方面，行业进入新一轮上行周期，行业龙头订单保持高增，多肽/ADC/小核酸等新兴业务有望成重要增长驱动，建议关注药明康德、凯莱英、皓元医药等。生命科学上游方面，建议关注百奥赛图、奥浦迈等。创新药板块，25 年国内创新药对外授权交易量价齐升，首付款/里程碑带动相关公司收入与利润改善，我们预计 26 年该趋势有望持续。未来随着对外授权景气度持续，首付款+里程碑+销售分成有望带动板块业绩延续上行。建议关注进入兑现或者放量阶段相关标的，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。
- 2、底部边际修复板块，如高值耗材、医疗设备、部分消费医疗等。**高值耗材板块，目前进入集采常态化阶段，价格中枢下移的影响边际减弱，部分赛道如电生理、骨科等率先恢复，创新产品和出海成新驱动，有望打开成长天花板，带动相关公司业绩稳健增长，建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；医疗设备板块，院端招投标逐步恢复，同时叠加设备以旧更新政策逐步落地，关注进口替代主线的高端影像、内窥镜设备，建议关注：联影医疗、澳华内镜、开立医疗等。消费医疗板块，头部消费医疗企业盈利能力继续保持韧性，消费医疗行业边际修复，建议关注：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗等。
- 3、AI 赋能，关注 AI 医疗相关板块，如脑机接口、手术机器人以及 AI 医疗等相关板块。**建议关注美好医疗、翔宇医疗、可孚医疗、微创机器人、天智航、精锋医疗、鱼跃医疗、三诺生物等。
- 其他方面，我们建议关注中药：天士力、同仁堂、昆药集团、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。**

评级面临的主要风险

- 集采政策实施力度超预期的风险，企业研发不及预期风险，产品销售不及预期风险。**

相关研究报告

- 《脑机接口行业深度报告》20260427
- 《医药生物行业周报》20260412
- 《医药生物行业周报》20260322

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：苏雪儿

xueer.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030001

医药板块上市公司 25 年年报及 26 年一季报已经披露完毕，我们选取申万医药行业分类（2021）作为统计板块，截至 2026 年 4 月 30 日，近 3 年申万医药行业成分股数量为 504 个。我们采用整体法对板块的营业收入、归母净利润、销售费用率等指标进行统计。

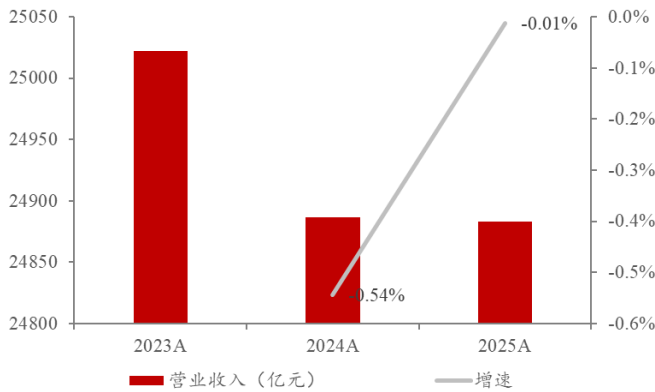
行业总体仍有所承压，盈利修复底部已现。整体看，随着集采常态化推进和医保控费持续深化，2025 年医药板块整体有所承压，利润端表现较为明显。但值得关注的是，26 年一季报，创新药和 CXO 行业业绩表现突出，盈利能力快速修复，我们认为 26 年板块趋势有望延续，高景气度持续。医疗器械板块营收恢复正增长，但利润端仍部分承压，我们判断主要受地缘冲突和汇率波动影响。部分消费医疗板块率先复苏，头部企业盈利能力继续保持韧性，消费医疗行业出现边际修复。我们认为随着集采和医保控费常态化推进，对行业的影响边际减弱，同时政策端对创新导向与支付改善持续强化，行业压制因素减弱，相关企业有望迎来估值和业绩的双重修复，关注细分板块边际变化，我们持续看好医药行业的长期发展，维持强大于市评级。

板块整体仍然承压，细分子板块有望率先恢复

从营收情况来看，2025 年申万医药板块整体营业收入为 2.49 万亿元，同比减少 0.01%，整体实现归母净利润（扣非）为 1115.63 亿元，同比减少 10.70%；

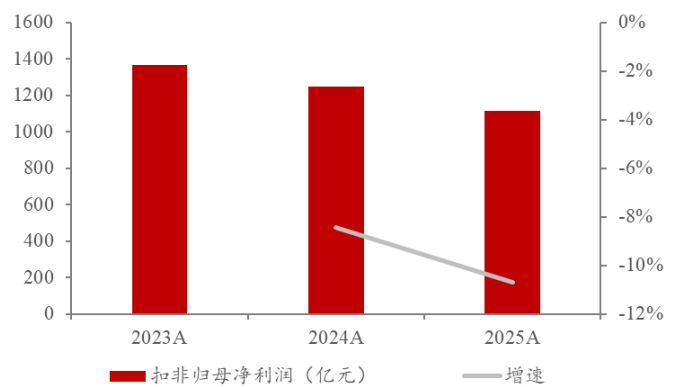
26 年一季度，医药板块整体实现收入 6200.24 亿元，同比增加 0.39%，归母净利润（扣非）为 460.04 亿元，同比增加 7.10%。

图表 1.2023-2025 年申万医药板块营业收入情况及增速



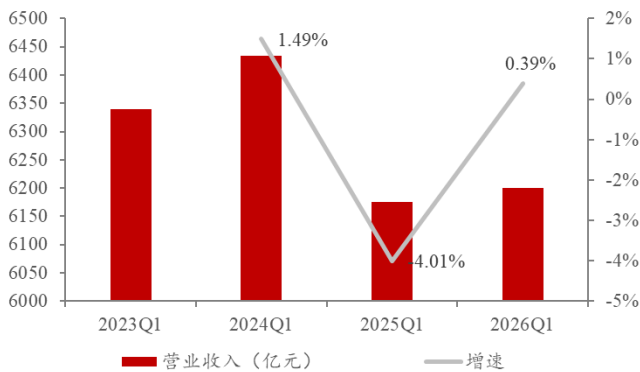
资料来源: iFind, 中银证券

图表 2.2023-2025 年申万医药板块扣非归母净利润情况及增速



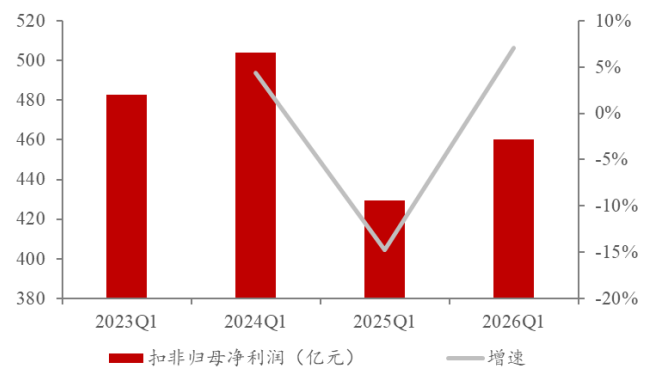
资料来源: iFind, 中银证券

图表 3.2023-2026 年申万医药板块 Q1 营业收入情况及增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 4.2023-2026 年医药板块 Q1 扣非归母净利润情况及增速



资料来源: iFind, 中银证券

从整体情况上看，25 年医药板块筑底企稳，26 年一季度板块业绩触底反弹，盈利能力开始修复。25 年医药板块利润端仍然承压，我们判断与行业集采及控费有关，第十批集采于 2025 年 4 月全面落地，整体价格平均降幅超过 60%，行业利润空间被进一步压缩。2025 年政府工作报告明确提出“深化医保支付方式改革”的要求，DRG/DIP 2.0 版分组方案在全国落地推进，根据 25 年医保局公布的《2025 年医疗保障事业发展统计快报》数据指出，2025 年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入为 35873.11 亿元，同比增加 3.05%，总支出为 30009.38 亿元，同比增加 1.12%，总支出增速低于总收入增速，支付改革控费效果显著，行业整体增速承压。但集采和医保控费对行业的边际影响正逐步弱化，从 26 年一季度看，部分细分板块业绩已经逐步走出集采影响，开始触底反弹，盈利能力逐步修复。另外，政策端对创新的支持力度仍然持续，26 年 4 月，国务院办公厅下发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，意见进一步在创新药支付端给予支持，行业创新支持力度不减。整体看，一方面，过去几年行业的负面因素影响逐步弱化，另一方面政策对真创新的支持持续发力，在这种背景下，我们判断 26 年一季度医药板块的盈利修复或并非偶然，行业有望持续向好。

化学制药板块盈利能力修复，创新药 BD 有望延续高景气

分板块来看，化学制药板块整体 25 年实现营收 5411.82 亿元，同比减少 0.35%；扣非归母净利润为 335.88 亿元，同比增长 16.10%；26 年 Q1 实现营收 1269.47 亿元，同比减少 5.38%。扣非归母净利润为 123.21 亿元，同比增加 10.74%。

其中制药板块 25 年实现营收 4517.49 亿元，同比增长 1.23%；扣非归母净利润为 280.89 亿元，同比增长 23.06%；26 年 Q1 实现营收 1039.97 亿元，同比减少 5.55%。扣非归母净利润为 105.20 亿元，同比增加 21.35%。

25 年和 26Q1 制药板块利润均实现正增长，25 年国内创新药对外授权交易量价齐升，BD 成为公司“新增量”的主要来源之一，首付款/里程碑带动相关公司收入与利润改善，我们预计 26 年该趋势有望持续。未来随着对外授权景气度持续，首付款+里程碑+销售分成有望带动板块业绩延续上行。我们认为，国内政策持续支持真创新合理定价，并推动医保与商保协同支付，不断强化创新导向、改善支付环境，未来随着“出海兑现+支付改善”共振，创新药板块有望延续高景气。

原料药方面，25 年原料药板块实现营业收入 894.33 亿元，同比减少 7.66%，扣非归母净利润为 54.99 亿元，同比减少 9.94%；26 年一季度，原料药板块实现营业收入 229.50 亿元，同比减少 4.57%，扣非归母净利润为 18.01 亿元，同比减少 26.69%。我们认为，受全球价格竞争、部分大宗原料药产能过剩、以及下游制剂企业需求收缩的影响，原材料板块业绩仍有所承压。

图表 5.化学制药板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
化学制药板块营业收入（亿元）	5,245.21	5,430.98	5,411.82	1,339.63	1,410.24	1,341.60	1,269.47
同比增速(%)		3.54	(0.35)		5.27	(4.87)	(5.38)
制药板块营业收入（亿元）	4,156.50	4,462.43	4,517.49	1,084.14	1,160.65	1,101.12	1,039.97
同比增速(%)		7.36	1.23		7.06	(5.13)	(5.55)
原料药板块营业收入（亿元）	1,088.71	968.55	894.33	255.50	249.59	240.48	229.50
同比增速(%)		(11.04)	(7.66)		(2.31)	(3.65)	(4.57)

资料来源：iFind，中银证券

图表 6.化学制药板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
化学制药板块扣非归母净利润（亿元）	136.14	289.31	335.88	78.87	145.76	111.26	123.21
同比增速(%)		112.51	16.10		84.82	(23.67)	10.74
制药板块扣非归母净利润（亿元）	70.14	228.25	280.89	54.20	123.17	86.70	105.20
同比增速(%)		225.41	23.06		127.25	(29.61)	21.35
原料药板块扣非归母净利润（亿元）	66.00	61.06	54.99	24.67	22.59	24.56	18.01
同比增速(%)		(7.48)	(9.94)		(8.42)	8.73	(26.69)

资料来源：iFind，中银证券

图表 7. 化学制药部分板块标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
688428.SH	诺诚健华	(12.44)	129.92	38.65	(666.54)	101.19	5,927.02
688266.SH	泽璟制药	0.12	54.87	440.07	33.51	(17.83)	1,362.40
002653.SZ	海思科	20.60	18.60	75.33	4.37	69.25	936.28
002923.SZ	润都股份	(14.82)	(16.79)	36.91	(29.80)	(108.85)	561.60
688221.SH	前沿生物	106.93	14.93	948.89	23.56	15.22	512.58
002793.SZ	罗欣药业	3.97	(29.91)	20.72	59.54	101.72	492.65
688321.SH	微芯生物	22.60	24.24	58.41	42.54	(11.86)	204.31
300016.SZ	北陆药业	10.35	36.23	13.33	32.95	14.34	203.47
002693.SZ	*ST 双成	(47.52)	(14.23)	32.08	(665.86)	(22.51)	125.73
000908.SZ	ST 景峰	(42.87)	(0.46)	7.42	(537.80)	(682.74)	118.03
603168.SH	莎普爱思	(15.02)	(26.19)	(3.15)	(82.06)	(126.25)	116.21
603669.SH	灵康药业	4.85	(34.79)	72.65	10.67	12.27	105.66
300434.SZ	金石亚药	(13.58)	(19.65)	13.72	(37.10)	(34.13)	89.58
002742.SZ	*ST 三圣	(30.01)	(32.52)	(39.60)	2.71	(162.18)	89.55
300199.SZ	翰宇药业	(14.73)	106.29	(3.49)	34.90	507.78	88.91
002826.SZ	易明医药	(6.42)	(7.41)	22.92	(77.30)	475.03	88.33
002940.SZ	昂利康	(3.89)	(15.31)	(1.55)	(32.33)	(59.39)	82.96
002755.SZ	奥赛康	32.47	13.39	(5.26)	126.54	86.93	74.80
688197.SH	首药控股	--	--	1,300.00	(19.03)	1.47	68.07
688373.SH	盟科药业	91.10	0.61	26.62	(62.81)	41.17	63.21

资料来源: iFind, 中银证券

设备与耗材边际改善, IVD 静待出清

医疗器械方面, 板块整体 25 年实现营收 2481.79 亿元, 同比增长 0.14%; 扣非归母净利润为 244.60 亿元, 同比减少 18.25%; 26 年 Q1 实现营收 607.95 亿元, 同比增长 4.41%。扣非归母净利润为 78.06 亿元, 同比减少 7.09%。

其中设备板块 25 年实现营收 1144.30 亿元, 同比增长 2.81%; 扣非归母净利润为 139.75 亿元, 同比减少 13.86%; 26 年 Q1 实现营收 274.22 亿元, 同比增长 6.07%。扣非归母净利润为 39.05 亿元, 同比减少 7.40%; 我们认为, 随着医疗行业合规常态化, 院端招投标逐步恢复, 同时叠加设备以旧更新政策逐步落地, 带动医疗设备板块收入有所改善, 但因渠道库存消化有所滞后, 导致业绩端增速改善慢于行业招投标数据, 未来随着库存逐步消化, 设备端收入有望恢复快速增长; 利润端来看, 因受到医疗设备行业集采影响, 导致毛利率有所下滑, 同时叠加海外地缘冲突和汇率波动影响, 利润端仍有所承压。

医疗耗材板块 25 年实现营收 960.55 亿元, 同比增长 2.58%; 扣非归母净利润为 75.40 亿元, 同比减少 19.07%; 26 年 Q1 实现营收 245.04 亿元, 同比增长 7.07%。扣非归母净利润为 27.87 亿元, 同比减少 1.71%。我们认为, 高值耗材板块进入集采常态化阶段, 价格中枢下移的影响边际减弱, 部分赛道如电生理、骨科等率先恢复, 未来随着创新产品上市, 有望带动高值耗材板块稳健增长。2025 年医疗行业合规进入常态化管理, 院内手术诊疗量整体逐步恢复, 带动耗材板块稳步放量, 整体收入实现小幅上涨。未来随着国内耗材企业持续加大海外市场拓展, 有望打开成长天花板, 带动板块业绩持续增长。但受 DRG/DIP 控费、关税扰动以及汇率波动等因素影响, 价格与成本传导仍有掣肘, 利润修复慢于收入修复。

IVD 板块 25 年实现营收 376.95 亿元, 同比减少 12.11%; 扣非归母净利润为 29.45 亿元, 同比减少 32.75%; 26 年 Q1 实现营收 88.68 亿元, 同比减少 6.55%。扣非归母净利润为 11.15 亿元, 同比减少 17.40%, 行业整体承压; 我们认为, IVD 板块受 DRG/DIP、检验结果互认与“套餐解绑”压缩检验开单量, 导致需求受影响, 叠加 IVD 集采政策价格下降, 板块整体承压。国内企业加速海外市场拓展, 提升海外市场份额对冲国内市场压力, 26Q1 收入降幅有所收窄, 行业出现边际改善, 但因地缘政治冲突以及汇率波动影响等, 利润端仍有所承压。

图表 8. 医疗器械板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
医疗器械板块营业收入 (亿元)	2,344.84	2,478.27	2,481.79	603.79	602.70	582.29	607.95
同比增速 (%)		5.69	0.14		(0.18)	(3.39)	4.41
设备板块营业收入 (亿元)	1,114.28	1,113.03	1,144.30	269.21	268.92	258.53	274.22
同比增速 (%)		(0.11)	2.81		(0.11)	(3.86)	6.07
医疗耗材板块营业收入 (亿元)	779.21	936.35	960.55	208.25	223.73	228.85	245.04
同比增速 (%)		20.17	2.58		7.43	2.29	7.07
IVD 板块营业收入 (亿元)	451.36	428.89	376.95	126.32	110.05	94.90	88.68
同比增速 (%)		(4.98)	(12.11)		(12.89)	(13.76)	(6.55)

资料来源: iFind, 中银证券

图表 9. 医疗器械板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
医疗器械板块扣非归母净利润 (亿元)	318.93	299.21	244.60	97.73	96.63	84.01	78.06
同比增速 (%)		(6.18)	(18.25)		(1.13)	(13.06)	(7.09)
设备板块扣非归母净利润 (亿元)	198.13	162.24	139.75	52.99	48.20	42.17	39.05
同比增速 (%)		(18.11)	(13.86)		(9.04)	(12.52)	(7.40)
医疗耗材板块扣非归母净利润 (亿元)	73.84	93.17	75.40	23.34	27.74	28.35	27.87
同比增速 (%)		26.19	(19.07)		18.85	2.19	(1.71)
IVD 板块扣非归母净利润 (亿元)	46.97	43.79	29.45	21.39	20.69	13.50	11.15
同比增速 (%)		(6.76)	(32.75)		(3.31)	(34.76)	(17.40)

资料来源: iFind, 中银证券

图表 10. 医疗设备板块部分标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
300358.SZ	楚天科技	(10.39)	(22.19)	2.40	(117.26)	(11.11)	305.50
688755.SH	汉邦科技	--	19.88	17.80	--	61.35	93.07
301290.SZ	东星医疗	9.27	(14.84)	15.71	(5.20)	(49.10)	88.43
300753.SZ	爱朋医疗	(6.71)	(26.13)	5.38	76.41	(1,143.48)	79.48
300206.SZ	理邦仪器	(30.65)	(5.25)	22.82	(75.65)	80.60	66.75
300030.SZ	阳普医疗	(10.98)	(18.15)	(17.50)	(130.24)	292.15	57.23
300562.SZ	乐心医疗	52.93	9.90	3.82	193.70	73.28	51.86
920504.BJ	博迅生物	(21.19)	(1.57)	14.88	(75.62)	21.55	47.13
688805.SH	健信超导	--	--	21.43	--	--	46.93
688410.SH	山外山	(16.03)	16.77	21.33	(59.20)	20.52	45.69
688114.SH	华大智造	(14.26)	(14.26)	24.81	(29.02)	31.99	38.73
300298.SZ	三诺生物	14.92	2.76	18.99	21.48	(13.84)	35.97
920992.BJ	中科美菱	(9.53)	8.66	1.06	(49.11)	45.07	35.18
301235.SZ	华康洁净	(4.37)	28.54	37.32	(48.16)	10.20	34.53
688626.SH	翔宇医疗	18.12	10.02	3.78	12.07	(48.72)	24.51
300341.SZ	麦克奥迪	(14.44)	5.91	22.70	(28.81)	23.26	23.46
688301.SH	奕瑞科技	11.48	(1.92)	42.50	6.00	(9.19)	21.08
920300.BJ	辰光医疗	6.70	20.21	(1.58)	(79.73)	4.54	14.64
688212.SH	澳华内镜	34.91	(26.92)	11.13	(101.54)	(12,523.77)	13.50
300049.SZ	福瑞医科	33.35	2.35	9.00	126.24	(28.05)	12.44

资料来源: iFind, 中银证券

图表 11. 医疗耗材板块部分标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
688108.SH	赛诺医疗	24.46	10.75	38.56	12.25	103.11	4,084.58
301097.SZ	天益医疗	9.39	1.65	66.34	(77.09)	(123.38)	1,771.40
688712.SH	北芯生命	--	104.90	45.36	--	170.13	161.54
301122.SZ	采纳股份	65.52	(34.28)	94.40	114.87	(78.81)	152.87
301370.SZ	国科恒泰	(3.00)	1.40	(9.81)	3.65	(139.48)	105.19
002382.SZ	蓝帆医疗	32.96	1.59	6.33	26.51	51.02	82.46
688198.SH	佰仁医疗	17.53	31.30	43.36	(29.26)	261.55	73.64
920069.BJ	普昂医疗	--	35.61	30.11	--	--	48.20
688613.SH	奥精医疗	(0.94)	(10.35)	14.65	(77.11)	(168.21)	45.52
002950.SZ	奥美医疗	(8.38)	1.64	18.12	(24.48)	(11.39)	41.78
688151.SH	华强科技	(36.75)	(46.45)	59.50	(198.33)	(40.29)	39.88
301087.SZ	可孚医疗	(5.64)	(8.59)	37.22	(26.55)	(25.34)	36.88
002901.SZ	大博医疗	9.17	28.80	16.56	4.48	96.76	35.91
603880.SH	南卫股份	(38.45)	22.81	(9.26)	(91.48)	(1,618.05)	31.85
300326.SZ	ST 凯利	(16.37)	7.56	(35.44)	(82.13)	141.84	31.26
301580.SZ	爱迪特	18.89	18.07	25.35	79.04	20.56	27.40
688617.SH	惠泰医疗	30.20	23.93	24.78	51.59	32.23	24.72
688016.SH	心脉医疗	25.38	(7.23)	11.45	48.91	(31.27)	23.14
300453.SZ	三鑫医疗	21.34	8.88	13.39	28.61	7.93	21.26
300529.SZ	健帆生物	30.00	(26.40)	2.33	42.74	(32.15)	13.14

资料来源: iFind, 中银证券

图表 12. IVD 板块部分标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
688193.SH	仁度生物	15.60	(9.22)	3.43	110.99	(301.23)	198.31
688393.SH	安必平	11.82	(28.51)	9.66	78.59	(370.16)	78.79
300639.SZ	凯普生物	(39.39)	(26.78)	(6.14)	(126.62)	(55.15)	60.42
002030.SZ	达安基因	(41.85)	(14.71)	(11.65)	(1,011.18)	(41.75)	55.73
002432.SZ	九安医疗	(49.03)	(33.49)	(40.54)	(10.58)	(27.07)	49.85
688426.SH	康为世纪	(62.57)	49.31	37.19	(830.27)	19.87	28.47
688399.SH	硕世生物	(3.12)	0.54	(14.22)	143.37	(137.52)	28.10
300406.SZ	九强生物	5.49	(18.81)	4.69	10.91	(32.02)	25.12
002932.SZ	*ST 明德	(83.63)	14.76	1.01	(133.22)	7.31	23.10
002086.SZ	东方海洋	(50.85)	12.95	4.11	(2,851.86)	(47.92)	17.40
688067.SH	爱威科技	14.46	13.85	(0.47)	314.51	48.77	15.31
600807.SH	济高发展	(71.36)	57.81	(39.80)	(271.89)	36.15	13.16
300439.SZ	美康生物	(1.91)	(22.32)	0.53	14.37	(68.11)	12.09
688298.SH	东方生物	(51.36)	4.94	33.50	(281.26)	(8.19)	10.62
002022.SZ	科华生物	(46.79)	(12.50)	1.86	(181.25)	(44.79)	9.27
603387.SH	基蛋生物	(16.32)	(24.08)	9.57	(17.71)	(26.86)	8.80
300832.SZ	新产业	16.62	10.12	0.34	25.49	4.39	1.11
300685.SZ	艾德生物	19.53	16.63	(4.32)	26.44	53.07	(5.12)
920009.BJ	丹娜生物	2.33	(4.67)	0.21	14.39	(7.61)	(6.67)
603658.SH	安图生物	5.09	(8.56)	(0.37)	33.15	(18.19)	(9.52)

资料来源: iFind, 中银证券

CXO 板块盈利拐点向上, 行业景气度持续攀升

CXO 板块方面, 板块整体 25 年实现营收 1038.11 亿元, 同比增长 12.75%; 扣非归母净利润为 178.44 亿元, 同比增长 35.27%; 26 年 Q1 实现营收 270.79 亿元, 同比增长 18.73%。扣非归母净利润为 57.38 亿元, 同比增长 67.85%。

25 年和 26 年一季度，CXO 板块收入和利润均实现快速增长，且 26 年一季度扣非归母净利润表现突出。细分行业来看，临床前 CRO 方面，安评业务订单改善，相关公司业绩触底回升。临床 CRO 方面，国内临床和 IND 数量持续攀升，有望带动临床 CRO 量价改善。CDMO 方面，行业进入新一轮上行周期，行业龙头订单保持高增，多肽/ADC/小核酸等新兴业务有望成重要增长驱动。CXO 行业景气度持续回升，相关公司订单稳步回暖，行业盈利周期迎来向上拐点。

图表 13. CXO 板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
CXO 板块营业收入 (亿元)	949.33	920.75	1,038.11	231.43	202.03	228.07	270.79
同比增速 (%)		(3.01)	12.75		(12.70)	12.89	18.73

资料来源: iFind, 中银证券

图表 14. CXO 板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
CXO 板块扣非归母净利润 (亿元)	165.05	131.92	178.44	43.96	28.78	34.19	57.38
同比增速 (%)		(20.07)	35.27		(34.54)	18.79	67.85

资料来源: iFind, 中银证券

图表 15. CXO 板块部分标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
688796.SH	百奥赛图	--	--	73.68	--	--	789.46
603127.SH	昭衍新药	(12.07)	(11.54)	10.02	(251.92)	109.14	747.12
300404.SZ	博济医药	62.08	(17.06)	58.54	103.30	(88.28)	707.37
688710.SH	益诺思	17.15	(29.35)	0.43	(12.54)	(96.54)	376.00
300363.SZ	博腾股份	(50.81)	18.21	10.59	(131.55)	89.21	344.90
688202.SH	美迪西	(42.51)	2.92	36.52	(140.77)	51.82	156.11
301201.SZ	诚达药业	(1.28)	(24.37)	68.06	(26.77)	(157.14)	152.93
688222.SH	成都先导	54.35	(0.60)	50.40	179.40	113.63	126.40
301096.SZ	百诚医药	34.04	(40.32)	24.65	41.00	(174.26)	121.28
301257.SZ	普蕊斯	17.42	(4.37)	9.95	7.74	(75.34)	110.15
603259.SH	药明康德	(10.95)	20.96	28.81	8.86	14.50	83.56
688046.SH	药康生物	11.96	8.76	21.79	2.74	9.80	54.58
688073.SH	毕得医药	4.05	12.83	9.08	(34.74)	10.40	42.21
688265.SH	南模生物	(5.01)	6.59	13.03	(1.45)	60.36	31.83
300725.SZ	药石科技	(1.56)	20.55	11.65	(0.60)	(26.29)	26.91
300347.SZ	泰格医药	(8.00)	(5.79)	15.17	(20.50)	(66.23)	17.65
300759.SZ	康龙化成	(1.95)	16.03	15.48	(46.01)	56.08	17.45
688131.SH	皓元医药	20.68	20.05	20.21	(66.82)	323.19	12.54
688238.SH	和元生物	93.48	(11.29)	(4.37)	(42.12)	(27.17)	9.36
688621.SH	阳光诺和	8.53	(8.49)	(14.62)	41.68	(69.67)	(4.21)

资料来源: iFind, 中银证券

药店板块行业经营修复，短期受监管扰动

医药流通板块整体 25 年实现营收 9323.70 亿元，同比增长 1.38%；扣非归母净利润为 94.44 亿元，同比减少 13.67%；26 年 Q1 实现营收 2391.04 亿元，同比增长 2.04%。扣非归母净利润为 36.09 亿元，同比增长 2.68%。

药店板块整体 25 年实现营收 1183.74 亿元，同比增长 1.86%；扣非归母净利润为 37.77 亿元，同比增长 18.36%；26 年 Q1 实现营收 295.71 亿元，同比减少 0.13%。扣非归母净利润为 15.48 亿元，同比增长 9.69%。整体来看，25 年和 26 年一季度药店板块扣非归母净利润实现快速增长。随着门诊统筹政策落地，院内处方加速流向院外药店。药店承接的处方药销售占比上升，而处方药毛利率相对较高，同时，头部连锁药店通过数字化管理提高效率，同时提升自有品牌占比，推动毛利率上升。随着行业出清集中度提升，龙头企业通过并购整合带来规模效应，带动板块整体利润增长。近日，国务院办公厅印发《关于健全药品价格形成机制的若干意见》，引导药店合理制定药品零售价格，推行医保定点药店医保药品公开比价，保持与医院、线上价格合理趋同，防止价格畸高，且收紧对统筹药店的监管，短期受到监管扰动，26 年一季度药店板块营收转负。

图表 16. 医疗商业板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
流通板块营业收入 (亿元)	8,993.52	9,196.66	9,323.70	2,319.57	2,361.75	2,343.31	2,391.04
同比增速 (%)		2.26	1.38		1.82	(0.78)	2.04
药店板块营业收入 (亿元)	1,108.26	1,162.17	1,183.74	266.33	296.81	296.11	295.71
同比增速 (%)		4.86	1.86		11.44	(0.24)	(0.13)

资料来源: iFind, 中银证券

图表 17. 医疗商业板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
流通板块扣非归母净利润 (亿元)	120.65	109.40	94.44	40.80	40.61	35.15	36.09
同比增速 (%)		(9.32)	(13.67)		(0.45)	(13.47)	2.68
药店板块扣非归母净利润 (亿元)	47.22	31.91	37.77	15.13	14.62	14.12	15.48
同比增速 (%)		(32.42)	18.36		(3.34)	(3.45)	9.69

资料来源: iFind, 中银证券

图表 18. 线下药店板块标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

按扣非归母增速排名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
301408.SZ	华人健康	30.60	14.71	12.17	60.39	31.11	30.49
603939.SH	益丰药房	13.39	0.64	1.26	24.26	9.65	12.57
603233.SH	大参林	13.54	3.02	0.25	(20.40)	14.82	12.05
603883.SH	老百姓	1.81	(1.88)	0.85	10.35	(21.59)	6.98
605266.SH	健之佳	6.79	(0.85)	(8.86)	(32.32)	(38.55)	6.35
002727.SZ	一心堂	14.96	(6.53)	(6.99)	2.14	(36.27)	4.58
301017.SZ	漱玉平民	17.69	(2.48)	9.36	(84.25)	144.60	(58.27)
600833.SH	第一医药	0.65	9.07	(3.85)	(43.55)	1.13	(87.83)

资料来源: iFind, 中银证券

中药板块实现边际修复，板块压制因素逐步减弱

中药板块方面，板块整体 25 年实现营收 3431.49 亿元，同比减少 2.86%；扣非归母净利润为 243.49 亿元，同比减少 2.81%；26 年 Q1 实现营收 918.17 亿元，同比减少 0.83%。扣非归母净利润为 115.36 亿元，同比增加 0.27%。受到呼吸系统发病率下降、药店竞争加剧以及门诊统筹政策等影响，中药板块业绩有所下滑。26 年一季度来看，收入降幅缩窄且扣非归母净利润小幅转正，随着药店渠道库存逐步出清、原材料成本压力缓解，板块后续有望迎来改善并逐步恢复增长。

图表 19. 中药板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
中药板块营业收入 (亿元)	3,718.80	3,532.67	3,431.49	1,013.05	1,009.83	925.81	918.17
同比增速 (%)		(5.01)	(2.86)		(0.32)	(8.32)	(0.83)

资料来源: iFind, 中银证券

图表 20. 中药板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
中药板块扣非归母净利润 (亿元)	325.46	250.53	243.49	130.34	121.87	115.05	115.36
同比增速(%)		(23.02)	(2.81)		(6.50)	(5.59)	0.27

资料来源: iFind, 中银证券

图表 21. 中药板块部分标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

扣非归母增速前 20 名		营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
证券代码	证券名称	2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
002424.SZ	ST 百灵	22.09	(42.93)	(15.31)	(49.57)	(96.42)	1,697.02
002082.SZ	万邦德	11.41	(26.58)	18.76	(43.19)	(156.08)	1,401.19
002412.SZ	汉森制药	1.54	6.00	(2.25)	5.07	(83.49)	295.83
920433.BJ	大唐药业	(29.72)	19.22	(5.38)	(85.12)	(40.96)	227.18
002737.SZ	葵花药业	(14.01)	(56.30)	27.19	(39.18)	(83.21)	166.22
300878.SZ	维康药业	2.15	(65.10)	(0.16)	(8.74)	(152.64)	131.54
000790.SZ	华神科技	(18.62)	(29.21)	(13.90)	(30.92)	(877.81)	115.49
000623.SZ	吉林敖东	9.35	(27.71)	(17.43)	(37.51)	75.56	78.05
920266.BJ	生物谷	13.71	(40.35)	2.80	320.16	(300.09)	70.51
002107.SZ	沃华医药	(8.49)	1.17	0.55	(66.80)	168.15	62.05
000590.SZ	古汉医药	(23.82)	(15.40)	9.89	(287.85)	(82.58)	55.95
600535.SH	天士力	(1.73)	0.30	5.35	5.22	(19.54)	54.23
600479.SH	千金药业	4.22	0.43	(3.46)	21.25	9.77	51.44
000989.SZ	九芝堂	(0.89)	(25.37)	20.80	(13.00)	(17.93)	36.11
000650.SZ	仁和药业	(8.72)	(20.36)	14.57	(42.28)	0.86	33.20
002317.SZ	众生药业	(14.15)	(1.07)	(1.58)	(43.58)	8.60	30.90
600572.SH	康恩贝	(14.38)	(7.64)	13.10	(23.57)	(19.35)	28.74
002644.SZ	佛慈制药	(13.85)	(21.22)	(2.11)	(26.69)	(0.48)	25.83
002603.SZ	以岭药业	(35.89)	(6.52)	3.46	(75.18)	11.23	25.19
002275.SZ	桂林三金	(32.59)	(3.32)	12.55	(46.57)	11.61	21.71

资料来源: iFind, 中银证券

消费医疗率先回暖, 关注板块边际改善

医疗服务(医院)板块整体 25 年实现营收 591.46 亿元, 同比增加 0.14%; 扣非归母净利润为 38.48 亿元, 同比增长 18.00%; 26 年 Q1 实现营收 146.46 亿元, 同比增长 1.81%。扣非归母净利润为 13.11 亿元, 同比增长 19.14%, 25 年和 26 年一季度医疗服务板块营收和利润端都实现正增长, 收入温和修复的同时, 利润端增速明显快于收入。25 年医疗服务板块利润表现突出, 主要基于 24 年底基数的情况下, 相关扰动因素逐步出清。24 年 11 月, 国家医保局与财政部印发《关于做好医保基金预付工作的通知》, 明确预付规模原则上约为 1 个月医保支出, 帮助医疗机构缓解垫资压力, 缓解部分医疗机构的回款压力, 信用减值损失下降, 带动利润修复。26 年一季度, 头部消费医疗企业盈利能力继续保持韧性, 消费医疗行业边际修复, 同时行业整体加强费用控制、院区精细化管理叠加医保预付金制度缓解垫资与减值压力, 利润增速仍显著快于收入增长。

图表 22. 医疗服务(医院)板块近年来营业收入情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
医疗服务(医院)板块营业收入(亿元)	584.66	590.64	591.46	134.01	137.10	143.85	146.46
同比增速(%)		1.02	0.14		2.31	4.93	1.81

资料来源: iFind, 中银证券

图表 23. 医疗服务(医院)板块近年来扣非归母净利润情况

产品种类	2023A	2024A	2025A	2023Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
医疗服务(医院)板块扣非归母净利润(亿元)	46.37	32.61	38.48	9.67	8.82	11.01	13.11
同比增速(%)		(29.69)	18.00		(8.86)	24.84	19.14

资料来源: iFind, 中银证券

图表 24. 医疗服务（医院）板块标的近年来一季度营收和扣非归母净利润增速情况

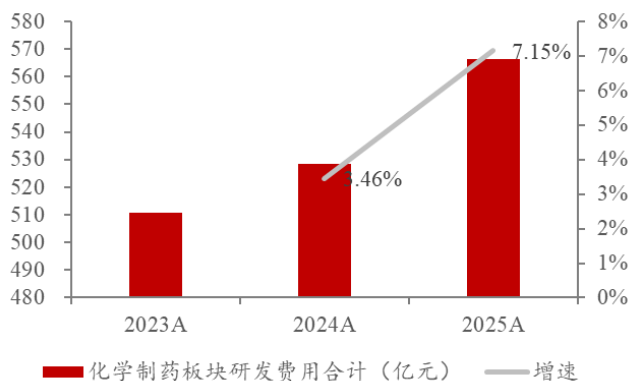
扣非归母增速前 20 名 证券代码	证券名称	营收增速 (%)			扣非归母净利润增速 (%)		
		2024Q1	2025Q1	2026Q1	2024Q1	2025Q1	2026Q1
301239.SZ	普瑞眼科	4.01	9.82	10.52	(73.28)	48.37	150.16
000516.SZ	国际医学	10.75	(14.99)	(2.78)	13.05	(33.27)	56.32
002622.SZ	皓宸医疗	26.12	(12.58)	(5.69)	(330.27)	(166.97)	32.86
300015.SZ	爱尔眼科	3.50	15.97	6.15	12.04	25.78	10.92
301267.SZ	华夏眼科	5.09	11.74	5.22	6.89	(11.12)	10.09
002044.SZ	美年健康	(14.91)	(2.62)	(9.71)	(71.58)	6.52	7.95
600568.SH	ST 中珠	10.34	8.81	(23.06)	14.82	6.48	2.73
600763.SH	通策医疗	5.03	5.11	1.43	4.20	7.08	1.37
301103.SZ	何氏眼科	(7.18)	2.35	4.70	(48.62)	10.04	(1.21)
002219.SZ	新里程	9.85	(16.49)	(9.57)	22.47	(9.26)	(17.06)
300143.SZ	盈康生命	15.17	(1.73)	21.36	(38.55)	25.77	(19.95)
301293.SZ	三博脑科	7.89	16.78	13.14	32.23	19.40	(57.85)
002172.SZ	澳洋健康	6.95	(22.27)	(10.05)	138.50	(37.00)	(68.74)
002173.SZ	创新医疗	(1.40)	(3.98)	(13.80)	(876.63)	(452.67)	(68.92)
002524.SZ	光正眼科	(7.78)	4.32	(10.15)	(163.85)	92.76	(200.99)

资料来源: iFind, 中银证券

行业研发投入持续增加，销售费用延续下行

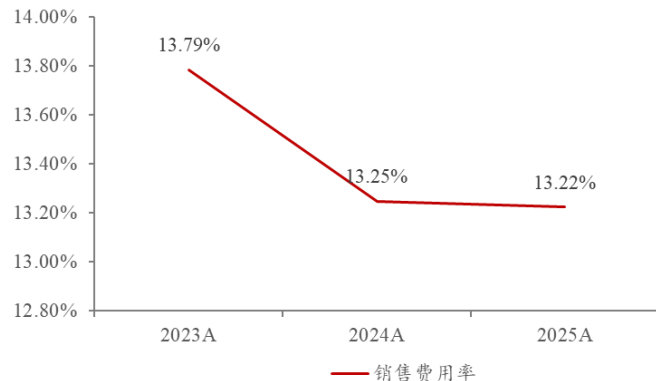
行业研发投入持续增加，销售费用延续下行。整体看，医药板块 25 年行业研发费用总计 1234.86 亿元，较 24 年同比提高 1.42%；其中，化学制药板块合计研发投入 629.97 亿元，同比增长 6.40%，研发费用增速远超行业研发增速。销售费用率方面，25 年行业整体销售费用率为 13.22%，较 24 年下降 0.03 个百分点，销售费用率延续优化下行。行业整体呈现稳研发、控销售的经营状态，费用结构由“销售驱动”向“研发驱动”切换。

图表 25. 化学制药板块研发费用合计及增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 26. 医药生物板块销售费用率情况



资料来源: iFind, 中银证券

投资建议

根据 25 年年报及 26 年一季报，我们建议关注三条主线：

1、盈利确定性高，高景气度持续板块，重点关注 CXO 和创新药板块。随着投融资复苏，CXO 行业景气度持续回升，相关公司订单稳步回暖，行业盈利周期有望迎来向上拐点。临床前 CRO 方面，安评业务订单改善，相关公司业绩有望触底回升，建议关注百奥赛图、药康生物、益诺思、昭衍新药、美迪西。临床 CRO 方面，国内临床和 IND 数量持续攀升，有望带动临床 CRO 量价改善，建议关注阳光诺和、普蕊斯。CDMO 方面，行业进入新一轮上行周期，行业龙头订单保持高增，多肽/ADC/小核酸等新兴业务有望成重要增长驱动，建议关注药明康德、凯莱英、皓元医药等。生命科学上游方面，建议关注百奥赛图、奥浦迈等。创新药板块，25 年国内创新药对外授权交易量价齐升，首付款/里程碑带动相关公司收入与利润改善，我们预计 26 年该趋势有望持续。未来随着对外授权景气度持续，首付款+里程碑+销售分成有望带动板块业绩延续上行。建议关注进入兑现或者放量阶段相关标的，以及未来具备出海能力的企业，如：信达生物、康方生物、科伦博泰生物、百利天恒、贝达药业、迈威生物、诺诚健华等标的。

2、底部边际修复板块，如高值耗材、医疗设备、部分消费医疗等。高值耗材板块，目前进入集采常态化阶段，价格中枢下移的影响边际减弱，部分赛道如电生理、骨科等率先恢复，创新产品和出海成新驱动，有望打开成长天花板，带动相关公司业绩稳健增长，建议关注骨科：三友医疗、大博医疗、爱康医疗、威高骨科；眼科：爱博医疗；心脑血管：惠泰医疗、心脉医疗、乐普医疗；医疗设备板块，院端招投标逐步恢复，同时叠加设备以旧更新政策逐步落地，关注进口替代主线的高端影像、内窥镜设备，建议关注：联影医疗、澳华内镜、开立医疗等。消费医疗板块，头部消费医疗企业盈利能力继续保持韧性，消费医疗行业边际修复，建议关注：爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗等。

3、AI 赋能，关注 AI 医疗相关板块，如脑机接口、手术机器人以及 AI 医疗等相关板块。建议关注美好医疗、翔宇医疗、可孚医疗、微创机器人、天智航、精锋医疗、鱼跃医疗、三诺生物等。

其他方面，我们建议关注中药：天士力、同仁堂、昆药集团、马应龙等；原料药：华海药业、司太立、普洛药业等；疫苗：百克生物、智飞生物、康希诺等；零售药店：健之佳、大参林、益丰药房等。

风险提示

集采政策实施力度超预期的风险。若后续带量集中采购政策持续加码，企业端产品降价过多，可能对企业利润有较大负面影响。

企业研发不及预期风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，企业的研发投入、产品推广等方面，存在一定的研发不及预期风险。

与投资相关的风险。医疗服务、零售药店乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等，因此存在一定的投资风险。

产品销售不及预期风险。若相关创新产品在临床端推广阻力较大，产品销售不及预期，将会对长经营产生不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371