

创新药及产业链维持高景气

——医药2025年报及2026一季报总结

行业投资评级：强于大市

盛丽华/龙永茂/陈灿/徐智敏/辛家齐

中邮证券研究所 医药团队

中邮证券

发布时间：2026-05-07

医药2025&2026Q1：创新药及产业链维持高景气

2025至今医药板块快速上行后，现处震荡区间。26年开年以来，BD事件仍有催化叠加国内医保支付政策利好释放，板块经历小幅上行，整体仍处震荡。年涨幅来看，截至26/4/30，申万医药PE（TTM）为30.26X，达到32%分位（自2010/2/5始，下同），医药板块估值溢价率为117.85%，达到历史7%分位，低于历史平均溢价率189.3%，处于2010年以来的相对低位，具备性价比。医药主题基金在2025Q3规模创历史新高，Q4有所回调但Q1企稳，创新药是公募基金主要的重仓方向，此外CXO、医疗器械也受青睐。我们认为，我国基本医保基金收支稳健增长，在医药支付端提供稳定支撑。创新药受益于中国创新药资产储备丰富+临床研发效率高+产业链优势，出海BD有望实现常态化；创新药产业链业绩积极，CDMO龙头指引乐观，CRO订单恢复高增长；器械板块招采明显回暖，有望迎来确定性机会。我们看好下半年核心资产的价值回归，建议重视：

1.创新药：长期产业趋势不容忽视。我们认为，26年有望迎来BD和重点项目数据读出的双重催化，国产创新药全球性竞争力提升逻辑不断强化。作为成长性赛道，建议以中期维度理解创新药板块基本面，再次强调产业层面创新药的全球参与度提升趋势在25年已有充分体现，预计未来将更多看到国产创新药在早研层面追赶及反超欧美，效率制胜背景下，中期国产新药必将迎来收获期，持续看好板块投资机会。建议关注确定性高、BD预期扰动相对小的标的，包括信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、迪哲医药、泽璟制药、恒瑞医药、翰森制药、科伦药业、海思科、京新药业、苑东生物、汇宇制药、康诺亚、映恩生物、维立志博、乐普生物、基石药业、加科思等。**2.CXO：**目前国内CXO行业呈现业绩+订单+指引三重积极信号，景气度明确上行。我们认为CDMO高景气度已经验证，CRO订单表现将逐步转化为业绩。建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药等。**3.化学制剂：**看好研发思路明确、资金利用效率高的企业，以及在特定细分赛道单点突破的创新企业。受益标的：恒瑞医药、科伦药业、丽珠集团、一品红、广生堂、京新药业、汇宇制药。**4.生物制品：**主要关注核心产品放量机会和产品数据或BD预期引发的估值重估机会。受益标的：天坛生物、欧林生物、神州细胞、安科生物、我武生物、甘李药业、特宝生物等。**5.医疗器械：**政策与产业创新升级带来板块景气度正持续提升。受益标的：天智航-U、微创机器人-B、联影医疗、奕瑞科技、惠泰医疗、微电生理、迈普医学、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜。**6.医疗服务：**看好持续扩张及优质资产注入下市占率提升以及消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业。受益标的：爱尔眼科、固生堂。**7.中药：**看好受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。以及疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。受益标的：佐力药业、方盛制药、以岭药业、贵州三力等。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险、集采降价超预期风险、企业外延并购落地低于预期风险、国际地缘政治风险、关税扰动风险。

目录

- 一 | 板块行情：整体表现震荡，医药主题基金规模维持高位**
- 二 | 行业概况：创新药BD收入常态化，器械招标回暖**
- 三 | 细分板块：创新药及产业链业绩高增，多个板块展现复苏趋势**
- 四 | 风险提示**

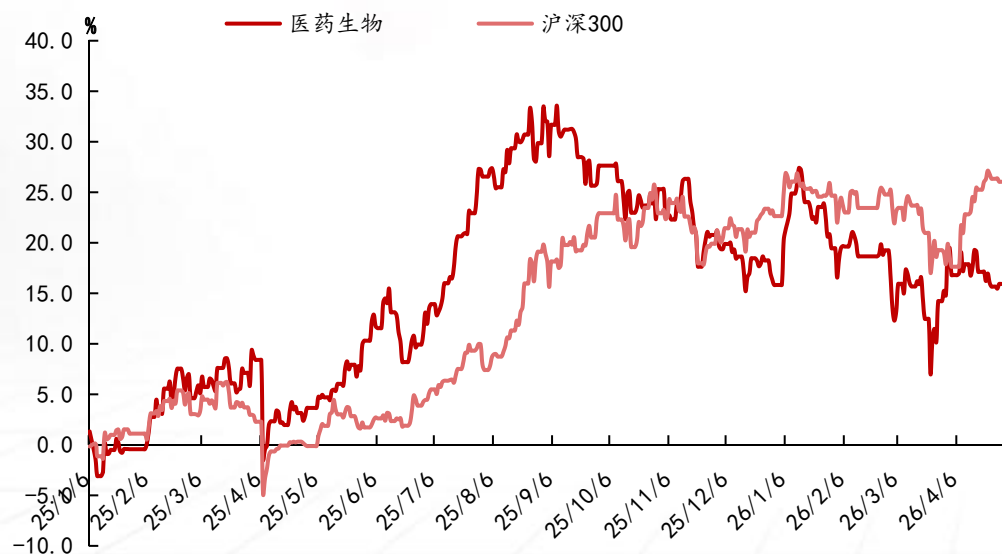


板块行情：整体表现震荡，医药主题基金规模维持高位

1.1 近一年医药板块整体震荡，在一级行业排名中游

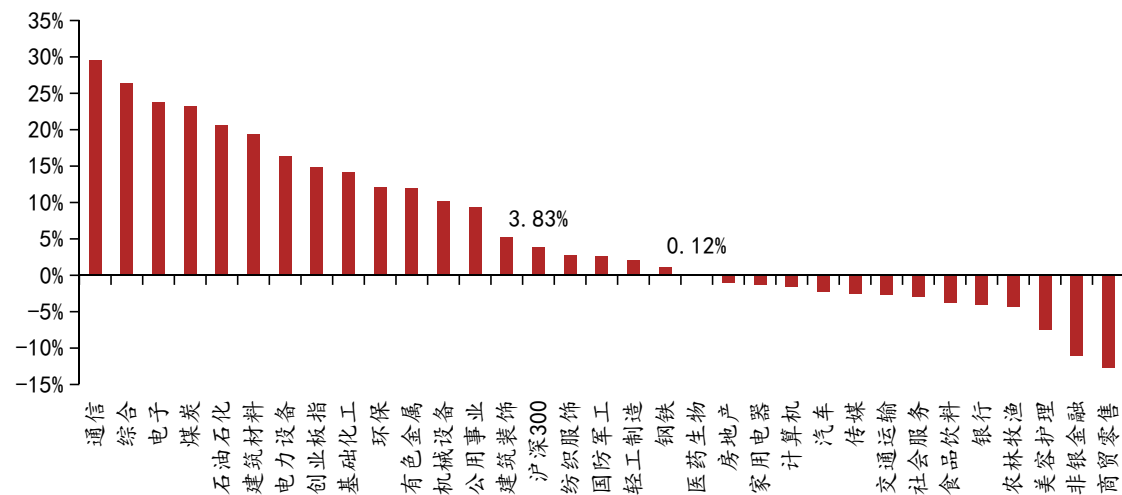
- 2025至今医药板块快速上行后，现处震荡区间。自2025上半年经历了创新药BD驱动的行市下，医药板块于25Q3达到高点，由于BD类驱动型事件并不存在连续性，25Q4以来板块开始回调。26年开年以来，BD事件仍有催化叠加国内医保支付政策利好释放，板块经历小幅上行，整体仍处震荡。
- 年涨幅来看，截至26/4/30，申万医药指数上涨0.12%，跑输沪深300指数3.71pct，在中信一级行业中排名第20位。

图表1：2025至今医药板块震荡上行



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表2：2025年以来医药板块在申万一级行业中排名第20

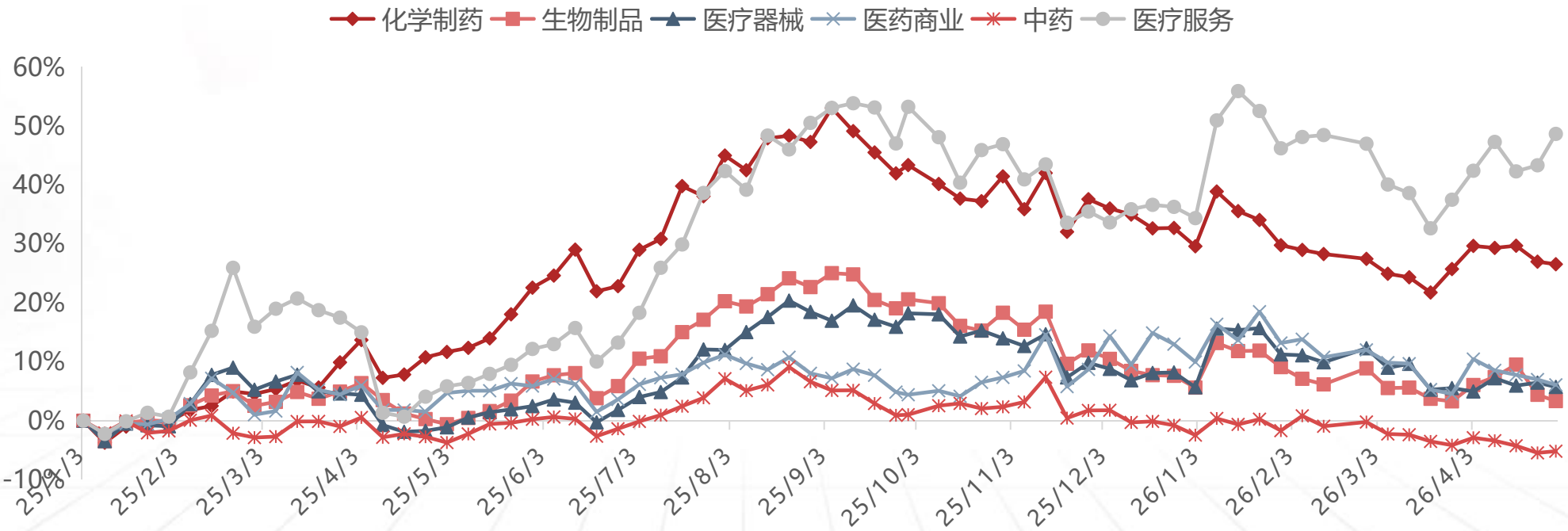


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.2 医药子板块中医疗服务、化学制药等表现亮眼

➤ **医疗服务、化学制药表现相对较好。**医疗服务板块前期估值较低，涨势相对较好，2025年初至2026/4/30涨幅为+49%，领涨医药板块。化学制药涨幅次之，为+27%。其余子行业跟涨：医疗器械+6%，医药商业+6%，生物制品+3%，中药-5%。

图表3：医疗服务、化学原料药表现相对较好，其余子板块跟涨



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.3 医药板块估值水平处于历史2010年以来相对低位

- 医药板块估值有所回调，处于相对低位。截至2026/4/30，申万医药PE（TTM）为30.26X，达到32%分位（自2010/2/5始，下同），而沪深300 PE（TTM）为13.89X；医药板块估值溢价率为117.85%，达到历史7%分位，低于历史平均溢价率189.3%，处于2010年以来的相对低位。

图表4：医药板块PE（TTM）估值有所回调

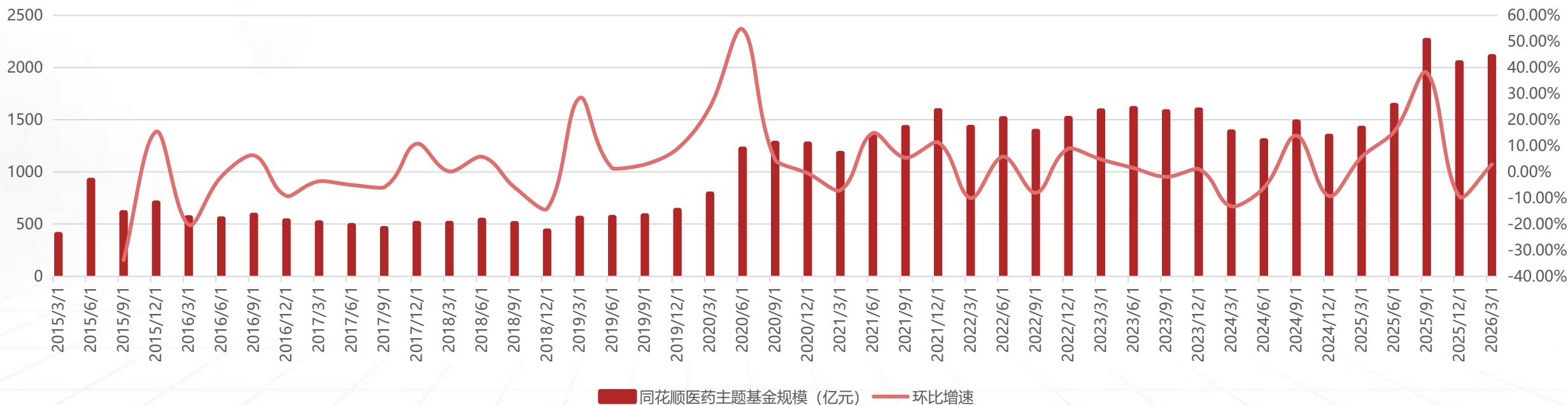


资料来源：Wind、中邮证券研究所

1.4 医药主题基金规模25Q3创新高，整体略降维持高位

- 2025Q3医药主题基金规模达到2260.4亿元，创下历史新高。25Q4医药主题规模环比减少214亿元，26Q1环比增加59亿元至2105亿元，维持高位水平。

图表5：同花顺医药主题基金规模创新高



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.5 创新药是主要重仓方向

- 医药行业重仓情况：从重仓股所属板块看，前十大重仓股布局方向集中于创新药药企。除了老牌的行业龙头恒瑞、石药外，不乏信达、康方、科伦博泰、百济神州等迈入盈利或尚未盈利的创新药新锐。此外，药明康德仍处于医药领域重仓首位，医疗器械龙头迈瑞医疗位列第五。

图表6：药明康德、恒瑞医药、信达生物排名2026Q1重仓股市值前三

	期间涨跌幅	26Q1持股占 流通股比(%)	2026Q1持股总 市值 (亿元)	2025Q4持股总市 值 (亿元)	变动 (亿元)	2026Q1持有 基金数	2025Q4持有 基金数	变动
药明康德	6.75%	13.21	386.54	296.46	90.08	667	402	265
恒瑞医药	-8.24%	7.51	275.41	316.64	-41.23	477	495	-18
信达生物	7.26%	13.46	175.05	165.80	9.26	226	202	24
康方生物	16.98%	12.66	134.09	108.00	26.08	141	105	36
迈瑞医疗	-15.81%	5.56	110.96	151.62	-40.66	163	203	-40
石药集团	7.06%	10.53	97.50	84.56	12.94	88	74	14
科伦博泰生物	15.23%	13.93	92.07	84.82	7.25	119	101	18
百济神州	-6.02%	3.78	88.37	94.68	-6.31	77	76	1
信立泰	18.38%	12.68	86.65	44.74	41.91	139	53	86
三生制药	-8.78%	16.10	81.71	96.52	-14.82	127	136	-9

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

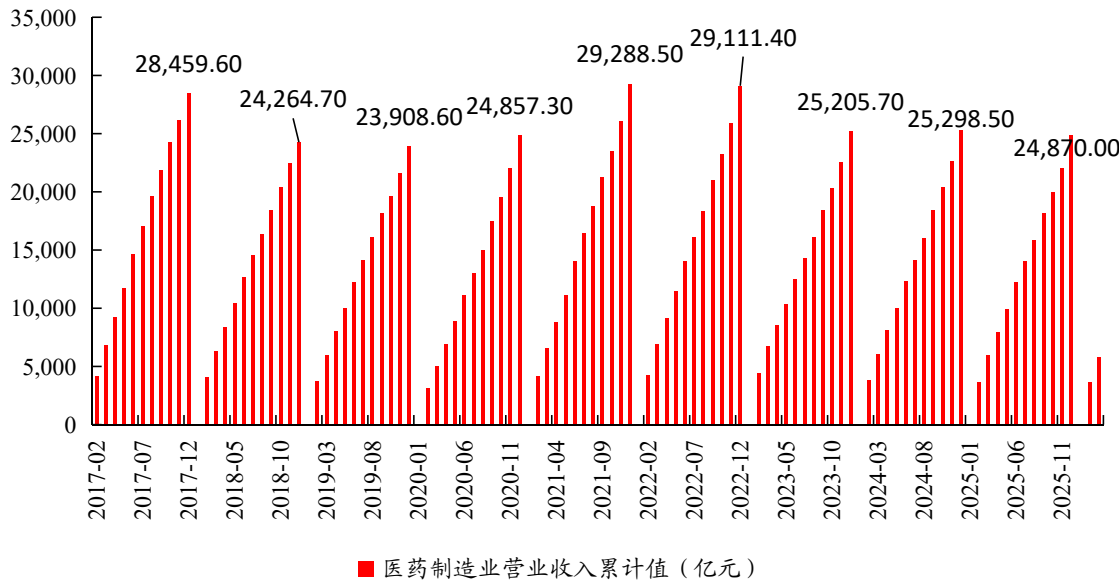
二

行业概况：创新药BD收入常态化，器械招标回暖

2.1 我国医药制造业营收&基本医保基金收支

- **2017~2026年3月，我国医药制造业营业收入整体有一定波动，期间经历了先降后升再降的过程。**2017年医保部门加强对医疗费用的管控，限制了一些高价药品和过度医疗行为的使用，推行“两票制”等措施。疫情期间居民用药需求激增，医药制造业营收经历提升后下降，后于2024年回升。2025年医药制造业在集采扩围、前期社会库存出清等背景下，营收略有下滑。
- 2017~2024年每年医保基金都有一定的结余，但支出增长速度在部分年份快于收入增长速度，医保基金面临着一定的支付压力。不过，目前医保基金总体上仍保持着较为健康的运行状态，能够保障参保人员的基本医疗需求。

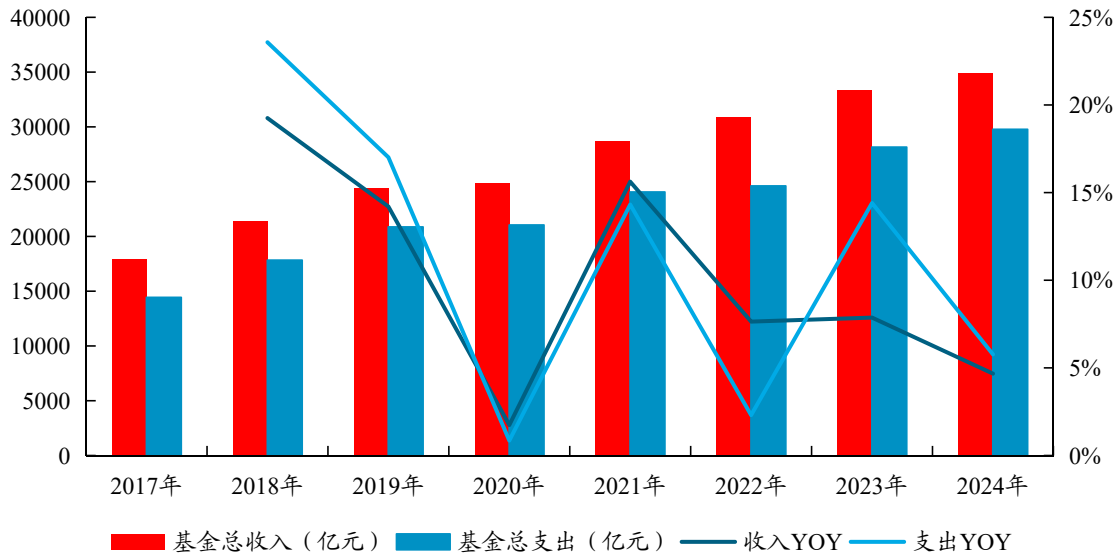
图表7：2017~2026年3月我国医药制造业营收



资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：2017~2024年我国基本医疗保险（含生育保险）基金总收支

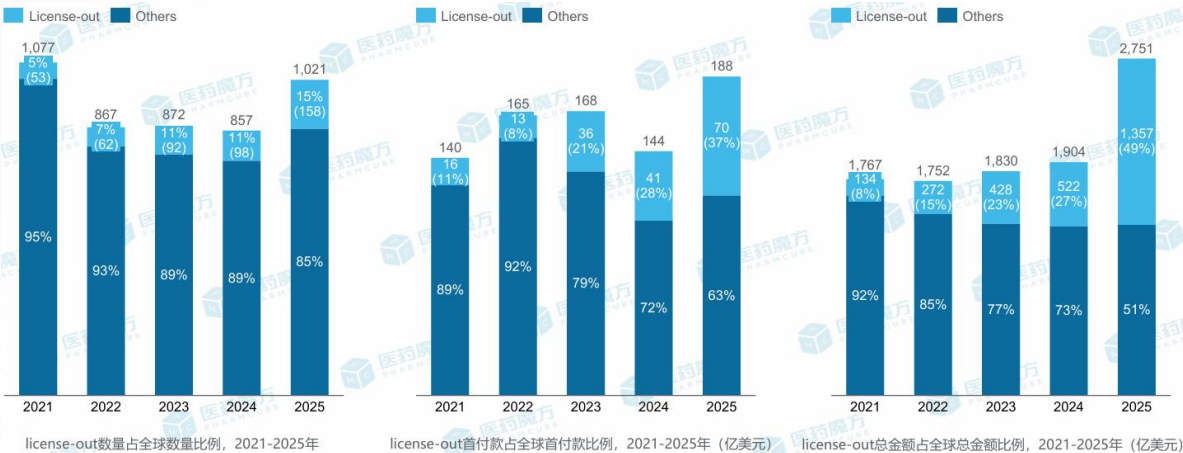


资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

2.2 创新药BD：出海趋势明确，BD收入逐步常态化

- **25年国内license-out交易爆发，中国创新产品已成为全球关注的焦点。**据医药魔方数据，25年中国企业license-out交易呈爆发式增长趋势，交易数量158笔，总交易金额突破千亿美元达1357亿美元（占全球医药交易总金额约50%），总首付款达70亿美元（占全球医药交易首付款比例达37%）。近3年TOP20MNC与中国达成的交易数量和总金额大幅攀升，25年交易数量达36笔（21%），总交易金额跃升至692亿美元（+40%）。26Q1 license-out热度未减，首付款和总金额占比达到45%和68%，均创新高。
- **国内BD主要集中于肿瘤及免疫领域，早研参与度快速提升。**25年国内license-out项目集中于肿瘤、免疫和代谢等重点领域，近三年VEGF/PD(L)1双抗和针对自免的TCE等成为热点，总金额翻倍增长（25年首付款和总金额达到26和229亿美元）。项目阶段方面则呈现早研化趋势，25年临床前及I期项目占比为68%（26Q1为66%），ADC项目在临床前项目占比最高达17%，双/多抗仅次于ADC和小分子项目占比达15%。

图表9：近年国内生物医药license-out交易情况



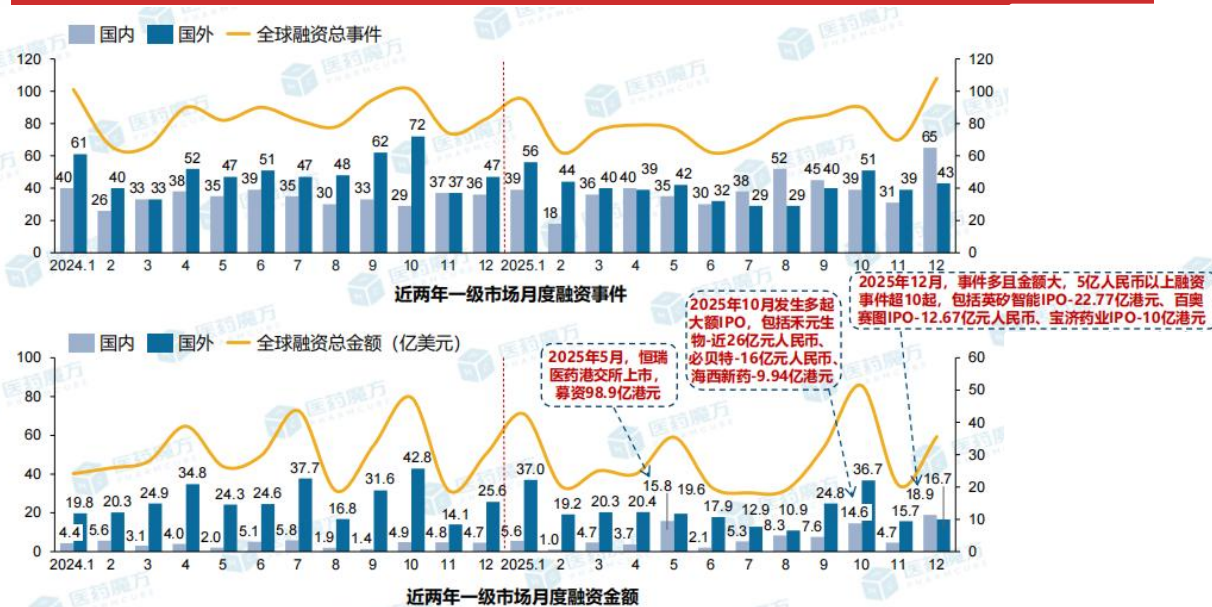
图表10：2025年国内生物医药license-out TOP10

交易时间	转让方	受让方	总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)	项目汇总 (交易时研发阶段) ; 当前全球研发赛道排名	疾病领域
2025-01-13	启德医药	Biohaven; AirmedBio	13000		GR1017(I期临床); 1/2 创新性偶联技术赋能ADC开发	肿瘤领域
2025-07-28	恒瑞医药	GSK	12500	500	HRS-9821 (I期临床前); 4/7 其他11个项目	呼吸、免疫、肿瘤领域
2025-10-21	信达生物	Takeda Pharmaceutical	11400	1200	IBI363(III期临床); 1/20 IBI343(III期临床); 1/26 IBI3001(I期临床); 2/6	肿瘤领域
2025-05-20	三生制药; 三生国健	Pfizer	6200	1250	SSGJ-707(III期临床); 2/18	肿瘤领域
2025-06-23	晶泰科技	DoveTree	5990	51	小分子及抗体候选药物 (临床前) AI 机器人药物发现平台	肿瘤、自免、神经领域
2025-09-03	船望制药	Novartis	5360	160	BW-00112(I期临床); 4/23 两款早研阶段分子	心脑血管领域
2025-06-13	石药集团	AstraZeneca	5330	110	口服小分子药物(临床前) AI药物发现平台	自免领域
2025-03-21	和铂医药	AstraZeneca	4680		若干多特异性抗体	免疫领域
2025-06-26	荣昌生物	Vor Biopharma.	4230	45	泰它西普(批准上市); 1/4	自免领域
2025-03-21	元思生肽	AstraZeneca	3475	75	Synova macrocyclic peptide(临床前)	自免、代谢领域

2.3 2025国内创新药投融资增长优于海外，向成熟赛道集中

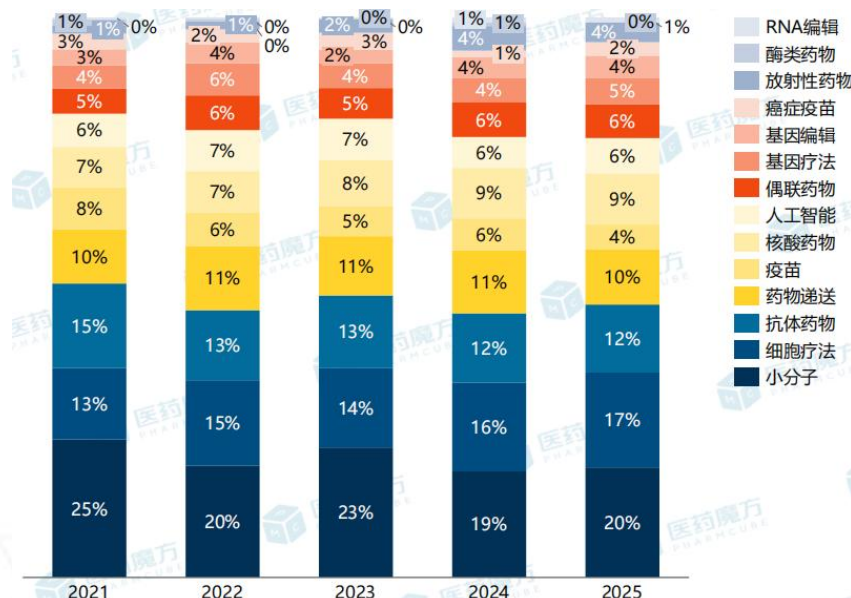
- 2025年，全球创新药一级市场投融资事件总计952起，同比上年1008起下降5.56%；国内创新药一级市场融资事件468起，同比上涨13.87%；海外融资事件484起，同比下降18.93%。金额方面，2025年，全球创新药一级市场投融资总金额达344.44亿美元，同比上年364.89亿美元下降5.61%，2025年，国内创新药一级市场融资总金额92.34亿美元，同比上涨93.35%；海外融资总金额252.10亿美元，同比下降20.51%。
- 2025年国内融资向小分子、细胞疗法、抗体药物等成熟赛道集中，放射性药物等新兴赛道融资占比逐步提升（放射性药物由2021年1%升至2025年4%）。

图表11：国内外创新药领域一级市场投融资情况



资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

图表12：国内各赛道融资事件占比

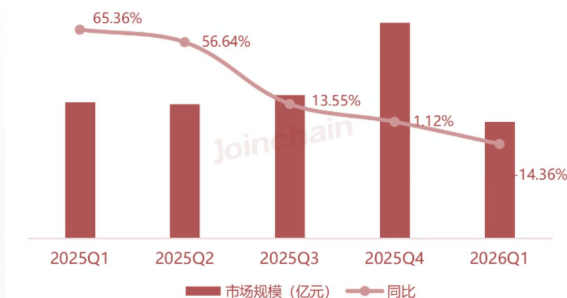


资料来源：医药魔方、中邮证券研究所

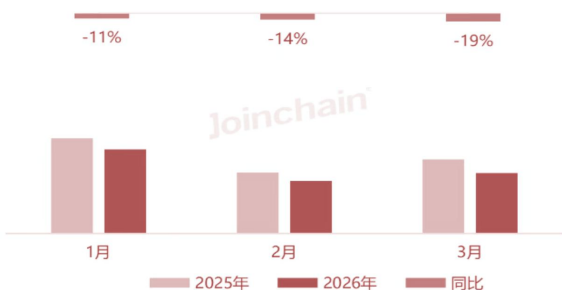
2.4 2026一季度国内医疗器械招投标整体承压

- 2026年第一季度我国医疗器械招投标整体市场规模同比下降14.36%；从月度分布看，2026年1-3月各月金额均低于上年同期，且降幅逐月扩大，显示市场进入阶段性调整期。
- 2026年一季度中标金额超36亿元，环比下降61%、同比下滑17%，但仍显著高于2024年同期水平，市场整体保持规模化运行态势。
- 2026年第一季度，我国各地区医疗器械公开招中标采购规模均出现不同程度的下滑。其中，东部地区规模最大，同比下降14.64%；中部地区降幅最小，表现相对稳健；西部地区与东北地区降幅较大，下降均超20%。从区域占比看，中部地区占比提升3.0个百分点，东部地区微增0.6个百分点，西部地区和东北地区占比分别下降3.0和0.8个百分点。中部地区市场韧性初显，区域结构呈现小幅调整。
- 2026年第一季度，我国医疗器械整体招投标市场中，各等级医院采购规模普遍下滑。三级医院采购额同比下降13.82%，但占比微升0.4个百分点，仍为绝对主力；二级医院下降21.75%，占比减少1个百分点；一级医院降幅最大；其他类医院（主要为地方卫健部门等非医疗机构）降幅最小，占比提升1.5个百分点。

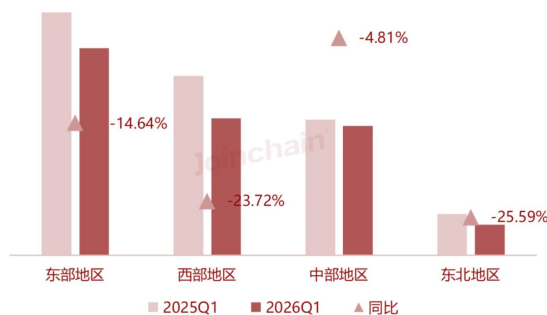
图表13：2025Q1-2026Q1我国医疗器械公开招中标市场规模及同比变化



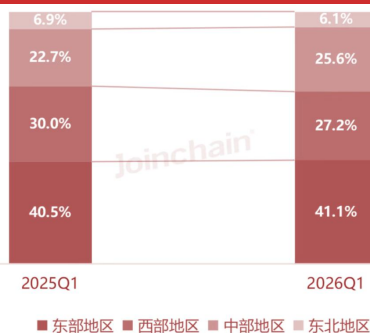
图表16：2026年第一季度我国医疗器械公开招中标市场规模月度趋势



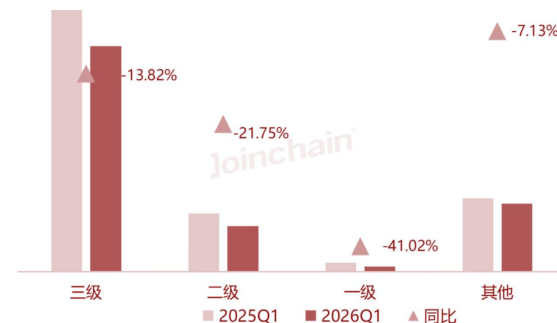
图表14：2026年第一季度我国医疗器械各地区采购规模情况



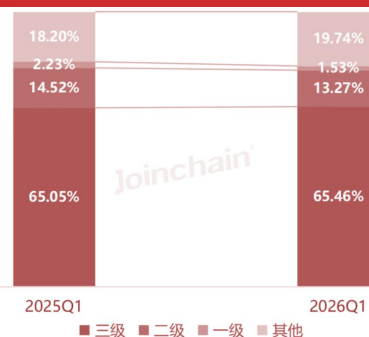
图表17：2026年第一季度我国医疗器械各地区采购规模占比变化



图表15：2026年第一季度我国医疗器械各等级医院采购规模情况



图表18：2026年第一季度我国医疗器械各等级医院采购规模占比变化





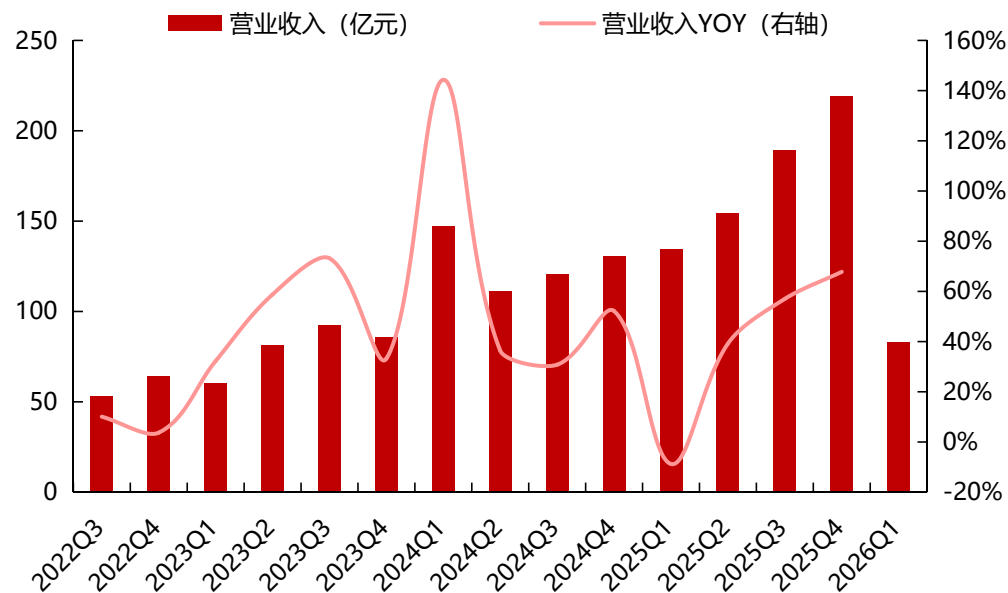
三

**细分板块：创新药产业链业绩高增，多个板块
展现复苏趋势**

3.1 创新药（A）：收入步入快速放量期，扭亏为盈趋势显著

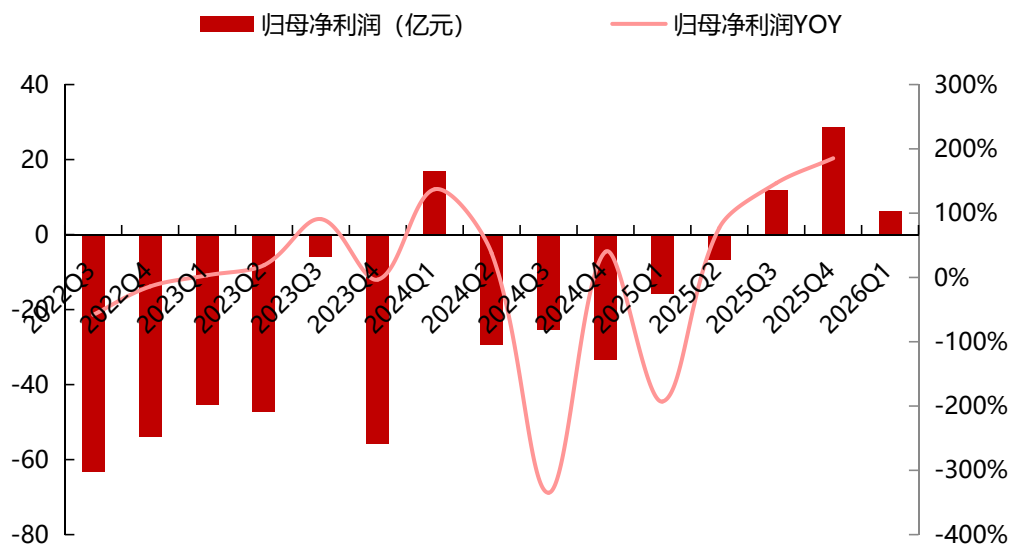
- 22家A股创新药上市公司25年实现营收697.0亿元（+36.9%）；实现归母净利润18.0亿元，扭亏大增125.1%。单季度来看，25Q4营收为219.0亿元（+67.8%）、归母净利润28.6亿元（+185.3%）；26Q1营收达82.7亿元（百济神州除外，+54.1%）、归母净利润6.3亿元（+142.6%），整体扭亏趋势良好。
- 综合来看，A股创新药公司重点品种商业化受益于产品优势以及医保支付端的支持，快速放量趋势持续，如百济神州的泽布替尼、艾力斯的伏美替尼、诺诚健华的奥布替尼以及荣昌生物的两款生物创新药，带动企业亏损逐步收窄甚至盈利；此外BD首付款以及未来的潜在里程碑收入也逐步成为收入利润增长的重要驱动，如百利天恒、三生国健、诺诚健华以及泽璟制药等。

图表19：22Q3-26Q1创新药板块（A股）收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（26Q1为除百济神州外21家样本公司总计）
请参见附注免责声明

图表20：22Q3-26Q1创新药板块（A股）归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（26Q1为除百济神州外21家样本公司总计）

3.1 创新药（A）：收入步入快速放量期，扭亏为盈趋势显著

图表21：A股创新药公司经营数据

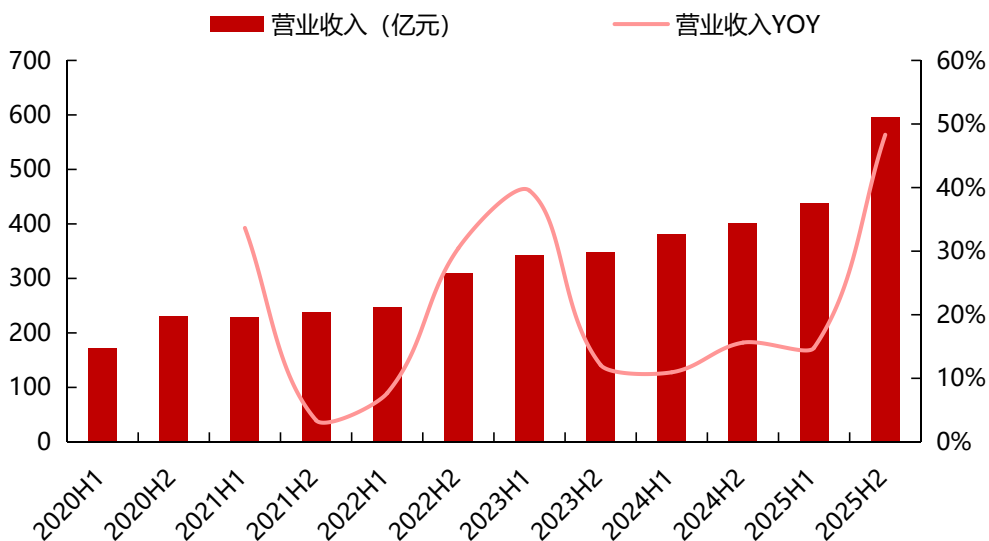
	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1
百济神州-U	56.2%	40.5%	31.6%	-100.0%	44.4%	126.4%	132.4%	100.0%	-19.8%	3.7%	4.2%	-
艾力斯	76.3%	45.8%	42.0%	44.2%	124.5%	48.5%	62.7%	59.9%	38.3%	39.0%	39.2%	40.0%
百利天恒-U	936.3%	-56.7%	183.6%	40.3%	547.3%	-132.1%	-45.6%	-48.9%	62.4%	-46.3%	-130.4%	-877.4%
三生国健	17.7%	251.8%	1113.0%	38.6%	19.0%	1025.0%	8243.6%	59.3%	20.6%	65.9%	78.3%	34.5%
荣昌生物	58.5%	89.4%	201.4%	24.8%	2.3%	104.5%	249.4%	86.1%	-87.8%	2.1%	40.0%	-5.3%
诺诚健华-U	36.7%	135.3%	304.1%	38.7%	29.7%	225.7%	497.8%	5927.0%	-43.6%	23.3%	54.7%	18.1%
泽璟制药-U	37.9%	52.1%	45.8%	440.1%	50.9%	-15.6%	-15.9%	1362.4%	-32.1%	-24.4%	-35.6%	69.8%
迪哲医药-U	294.2%	122.6%	901.6%	58.2%	22.6%	6.4%	29.6%	50.4%	-249.8%	-105.0%	-98.2%	-43.1%
新诺威	-20.8%	8.9%	12.5%	40.8%	-94.3%	-795.3%	-143.2%	-262.6%	2.1%	-13.6%	-40.7%	-16.7%
迈威生物-U	56.3%	231.6%	64.7%	184.9%	-0.9%	6.6%	-6.1%	17.6%	-535.4%	-150.8%	-389.4%	-189.5%
前沿生物-U	13.3%	-4.7%	-47.1%	948.9%	7.7%	7.6%	-24.1%	512.6%	-252.8%	-245.0%	-585.0%	73.8%
益方生物-U	-9.0%	-77.9%	-95.7%	419.5%	14.8%	-31.5%	-317.1%	21.9%	-148.2%	-881.8%	-2140.5%	-106.8%
君实生物-U	29.7%	28.2%	2.3%	45.1%	43.9%	23.3%	8.6%	40.0%	-66.2%	-39.6%	-46.2%	-19.8%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.1 创新药（H）：Biopharma体量快速扩张，BD加速扭亏步伐

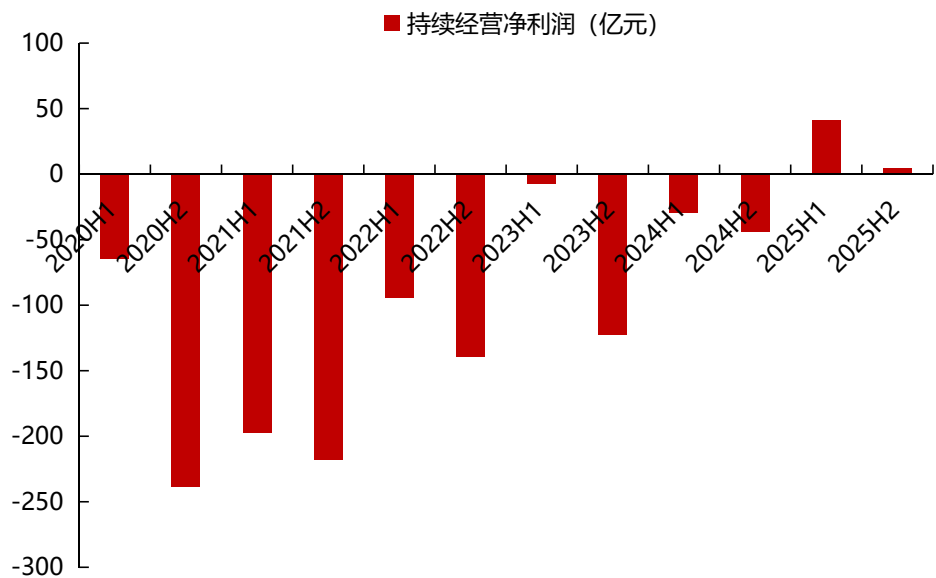
- 66家H股创新药上市公司25年实现营收1032.2亿元，同比+32.0%；实现持续经营利润45.4亿元，同比大幅扭亏。
- 具体来看，Biopharma体量稳步扩张，后续重点创新药获批上市，未来商业化仍将是板块增长的核心驱动力，如信达生物玛仕度肽、康方生物依沃西单抗、科伦博泰Sac-TMT以及康诺亚的司普奇拜单抗等潜在销售峰值均有较高预期；25年BD收入同样迎来突破，以信达生物和三生制药的出海为代表，丰厚现金流将进一步反哺研发，目前H股创新药板块已形成多个商业化扩张的规模性Biopharma领头、初创企业研发多样化的良性格局。

图表22：20H1-25H2创新药板块（H股）收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：半年度样本量有变化，由于新上市公司无历史数据，合计数据不可比）

图表23：20H1-25H2创新药板块（H股）净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：半年度样本量有变化，由于新上市公司无历史数据，合计数据不可比）

3.1 创新药（H）：Biopharma体量快速扩张，BD加速扭亏步伐

图表24：H股创新药公司经营数据

简称	市值（亿元）	营业收入增速		持续经营利润增速		26年净利润一致预期（亿元）
		2025H1	2025	2025H1	2025	
翰森制药	2,266.8	14.3%	22.6%	15.0%	21.3%	58.72
信达生物	1,604.2	50.6%	38.4%	312.5%	111.6%	22.95
康方生物	1,177.2	37.7%	43.9%	-138.9%	-53.8%	-0.44
科伦博泰生物	1,075.0	-31.3%	6.5%	-146.8%	-30.2%	-2.24
三生制药	575.6	-0.8%	94.3%	24.6%	75.4%	27.69
先声药业	309.1	15.1%	16.5%	32.2%	45.4%	18.82
亚盛医药-B	161.7	-71.6%	-41.5%	-462.4%	-67.4%	-7.50
再鼎医药	188.3	15.4%	15.3%	33.0%	49.8%	-1.92
云顶新耀	122.4	48.0%	141.5%	60.5%	249.7%	2.32
和黄医药	183.5	-9.2%	-13.0%	1671.2%	91.1%	0.58
康诺亚-B	220.9	812.1%	67.3%	76.6%	-1.4%	3.38
基石药业-B	149.6	-80.5%	-33.8%	-1821.0%	-79.1%	-2.63
科济药业-B	124.2	703.8%	218.7%	78.6%	715.6%	-1.95
和铂医药-B	115.0	327.5%	314.6%	4958.8%	96.9%	1.18
加科思-B	54.2	511.7%	-65.6%	65.1%	6.7%	2.22
德琪医药-B	33.4	-12.5%	14.6%	54.3%	33.5%	2.59

资料来源：Wind、中邮证券研究所（市值和26年净利润一致预期截止26/05/04）

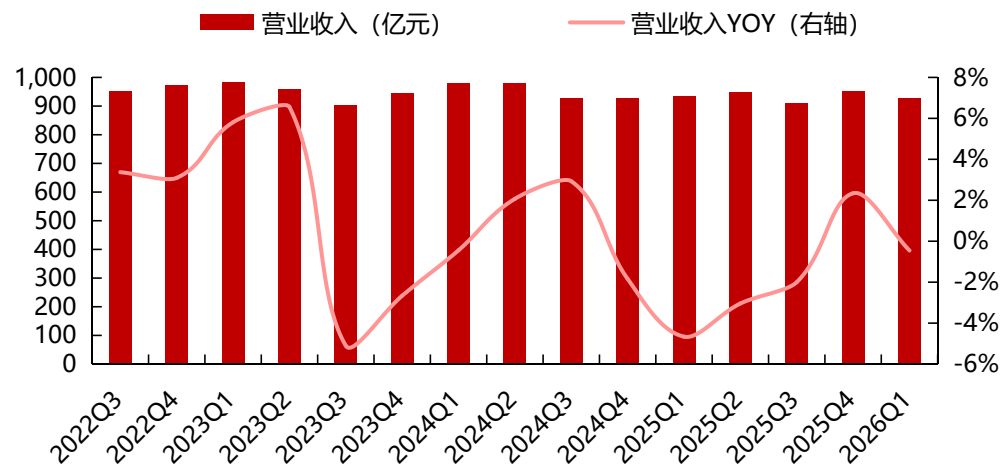
3.1 创新药：BD和数据读出双重催化，看好长期全球商业化潜力

- 26年有望迎来BD和重点项目数据读出的双重催化，国产创新药全球性竞争力提升逻辑不断强化。创新药板块行情25年以BD驱动为主，26-27年预计将以大品种关键临床POC数据驱动为主，长期维度看28年后目前已出海的重点品种如康方依沃西单抗、科伦博泰Sac-TMTI以及信达生物IBI363等一系列重点品种将迎来海外上市商业化，参考百济神州泽布替尼放量节奏，板块龙头公司有望充分受益商业化分成。
- 作为成长性赛道，建议以中期维度理解创新药板块基本面，再次强调产业层面创新药的全球参与度提升趋势在25年已有充分体现，预计未来将更多看到国产创新药在早研层面追赶及反超欧美，效率制胜背景下，中期国产新药必将迎来收获期，持续看好板块投资机会。
- **建议关注确定性高、BD预期扰动相对小的标的：**
- **创新资产有望参与全球竞争：**信达生物、康方生物、三生制药、科伦博泰、迪哲医药、泽璟制药
- **仿创Pharma：**恒瑞医药、翰森制药、科伦药业、海思科、京新药业、苑东生物、汇宇制药
- **创新差异化的Biotech：**康诺亚、映恩生物、维立志博、乐普生物、基石药业、加科思
- 风险提示：研发失败风险、业绩不及预期风险、地缘政治风险、政策风险、安全性生产风险。

3.2 化学制剂：收入趋稳，利润表现亮眼

- **25年化学制剂板块收入同比略降，利润趋于平稳。**25年板块样本公司收入合计3740.1亿元（-1.9%），归母净利润305.6亿元（+6.9%）；25Q4收入合计949.8亿元（+2.3%）、归母净利润23.5亿元（+582.8%）。全年毛利率和净利率延续良好提升趋势，集采影响弱化逻辑持续体现，25Q4减值影响相对弱化，利润增速较快。
- **26Q1板块样本公司收入合计927.9亿元（-0.5%），环比略有下降；归母净利润111.8亿元（+13.3%），头部企业利润端均实现稳定增长。**

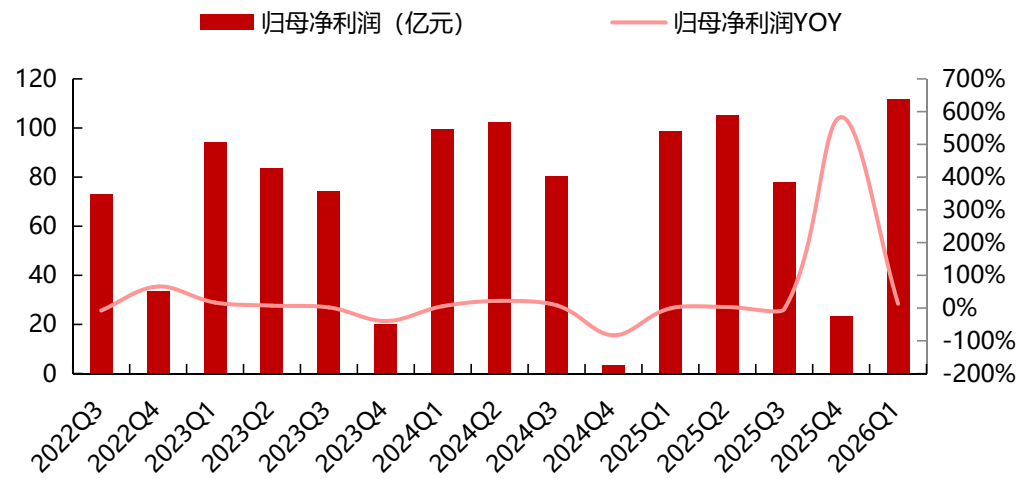
图表25：22Q3-26Q1 化学制剂板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：22Q3-26Q1 化学制剂板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.2 化学制剂：收入趋稳，利润表现亮眼

- 头部化药企业创新转型格局已基本稳定，依托自身优势领域以及资源禀赋构建了各具特色的研发管线，且在25年BD案例频出，研发实力已有长足进步。
- 恒瑞医药25年BD收入达到33.9亿元，26Q1为7.9亿元，稳定增厚利润，指引26年创新药收入增速达到30%。海思科差异化创新药管线出海迎来突破，26Q1贡献约5亿元BD收入。信立泰创新药收入快速增长，25年达到20亿元（+47.3%），潜在重磅品种JK07市场空间巨大。

图表27：BigPharma重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1
恒瑞医药	22.6%	13.0%	8.3%	13.0%	49.2%	20.0%	16.8%	16.6%	22.1%	23.4%	21.6%	26.7%
华东医药	3.2%	4.1%	5.0%	4.2%	22.5%	-1.2%	-29.0%	10.3%	8.0%	7.6%	5.6%	8.8%
复星医药	-0.8%	1.4%	20.8%	6.9%	15.1%	1.1%	60.4%	22.0%	5.6%	5.6%	6.3%	5.0%
海思科	10.9%	17.9%	12.1%	75.3%	-45.4%	26.3%	-73.4%	936.3%	3.6%	3.8%	-13.3%	33.4%
科伦药业	1.7%	-15.1%	4.2%	-3.0%	22.7%	-45.0%	-1.4%	-32.4%	13.3%	8.6%	8.6%	9.0%
信立泰	19.2%	8.5%	9.9%	15.6%	8.4%	-2.8%	-118.2%	15.3%	14.2%	12.7%	-1.2%	18.0%
丽珠集团	-5.0%	1.8%	6.4%	-9.7%	5.2%	1.5%	-14.7%	-6.5%	16.8%	16.7%	10.2%	20.2%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

3.2 化学制剂：收入趋稳，利润表现亮眼

- 小型化学制剂重点公司25年收入同比仍波动较大，26Q1恢复稳定，但利润端表现差异较大，仿制药集采续约预计仍将影响收入预期，而新药研发支出则稳步增加。
- 细分来看，恩华药业精麻业务壁垒高，集采背景下收入仍相对稳定，但净利率波动较大，26Q1有所恢复。奥赛康利润受研发费用确认影响波动大，公司核心看点已从仿制药转向多个具备竞争优势的创新药项目。京新药业26Q1略受地达西尼发货节奏影响。汇宇制药国际市场新品获批有望贡献增量。

图表28：小型化学制剂重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1	2024	2025	2025Q4	2026Q1
一品红	-42.1%	-35.7%	-43.8%	2.3%	-340.8%	-31.4%	31.5%	-117.7%	-19.9%	-40.7%	-169.5%	-0.7%
恩华药业	13.0%	3.7%	-7.2%	6.6%	12.9%	-7.5%	-144.9%	6.1%	20.1%	17.9%	-3.5%	19.8%
奥赛康	23.2%	0.1%	-12.2%	-5.3%	155.5%	55.8%	-55.0%	74.8%	7.1%	11.1%	3.1%	16.0%
广生堂	4.4%	-5.7%	-12.7%	0.9%	43.7%	-13.0%	7.1%	8.8%	-45.2%	-54.2%	-107.0%	-28.2%
京新药业	4.0%	-2.1%	7.5%	-3.5%	21.4%	10.1%	13.7%	5.9%	15.6%	17.5%	17.0%	16.8%
上海谊众	-51.8%	82.1%	1758.8%	11.4%	-97.6%	1479.9%	148.5%	9.6%	2.2%	19.5%	18.1%	20.9%
福元医药	3.2%	1.7%	9.5%	-2.3%	-3.6%	-1.9%	12.3%	-26.7%	13.3%	12.9%	9.1%	11.0%
苑东生物	20.8%	-1.4%	0.8%	6.7%	10.9%	19.0%	402.1%	-17.8%	12.9%	15.6%	11.2%	11.7%
汇宇制药-W	18.0%	-8.8%	5.7%	12.6%	39.5%	-7.6%	168.1%	-10.3%	8.4%	8.5%	2.2%	11.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

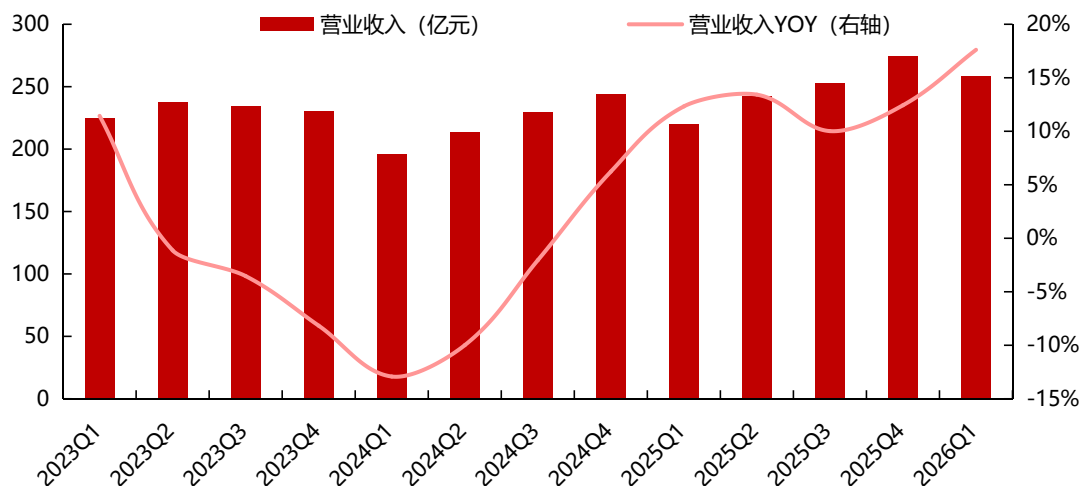
3.2 化学制剂：收入趋稳，利润表现亮眼

- BigPharma：研发管线围绕自身优势领域，布局各具特色，重点关注研发思路明确、资金利用效率高的企业。
 - 恒瑞医药**：国内创新药龙头，创新管线雄厚，BD首付款已常态化，26年创新药收入增速有望加速。
 - 科伦药业**：川宁6-APA价格趋势向好，原料药板块业绩有望回暖，科伦博泰ADC竞争力优异，背靠默沙东后续催化多。
 - 海思科**：环泊酚美国获批在即，创新布局差异化显著且进度居前，PDE3/4和Nav1.8已有出海记录。
 - 小型化学制剂企业：通常于特定细分赛道单点突破创新，重点关注具备传统业务支撑、具备临床数据支撑的细分赛道龙头。
 - 奥赛康**：主业相对稳健，研发推进扎实，CLDN18.2单抗临床数据优势大、进度快，细胞因子前药技术值得期待。
 - 京新药业**：地达西尼快速放量，在研Lp(a)小分子抑制剂存在BD出海预期。
 - 苑东生物**：集采接续承压但仍能维稳，超阳药业分子胶新药壁垒极高，IKZF1/3分子胶数据即将读出，竞争身位优异。
 - 汇宇制药**：海外业务带动仿制药收入稳定增长，在研PD-1/TIGIT/IL-15三抗临床数据即将公布。
- 建议关注：恒瑞医药、科伦药业、海思科、奥赛康、京新药业、苑东生物、汇宇制药等。
- 风险提示：产品销售不及预期；在研新药临床进展不及预期；在研新药临床数据不及预期；竞争压力大于预期等。

3.3 CXO：板块业绩全面提升，龙头指引乐观

- **2025CXO板块业绩全面回升，2026Q1延续。**2025板块样本公司收入合计988.9亿元（+12%），归母净利润245.2亿元（+82%），收入持续稳健增长，利润端增速显著快于收入，主要得益于产能利用率提升对毛利率的带动、及部分公司投资收益等。
- 26Q1板块样本公司收入合计258.3亿元（+17.6%），增速环比25Q4提升5.2pct；归母净利润60.7亿元（+20.82%），增速环比25Q4略有放缓，整体延续盈利能力提升的良好趋势。

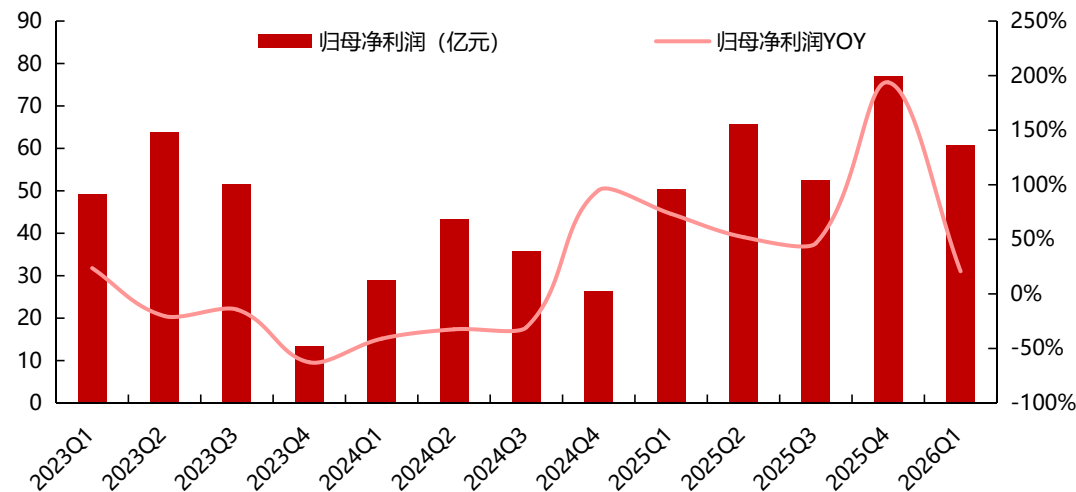
图表29：23Q1-26Q1 CXO板块收入情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：23Q1-26Q1 CXO板块归母净利润情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

3.3 CXO：板块业绩全面提升，龙头指引乐观

- CXO板块重点公司中，CDMO企业如药明康德、康龙化成和凯莱英等维持高速增长，药明康德2025收入增速15.8%、2026Q1继续高增28.8%、同时扣非净利率逐步提升至34.4%，表现亮眼，主要得益于TIDES等业务快速发展，带动公司Chemistry业务收入快速增长。
- CRO公司订单已经恢复高速增长，但尚未体现于财务表现，静待收入和利润的复苏。

图表31：CXO重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
药明康德	2.5%	-2.7%	15.8%	28.8%	18.0%	2.5%	32.6%	83.6%	24.2%	25.5%	29.1%	34.4%
泰格医药	-6.8%	-78.8%	3.5%	15.2%	-4.0%	-42.1%	-58.5%	17.7%	20.0%	12.9%	5.2%	6.7%
康龙化成	19.6%	-73.1%	14.8%	15.5%	6.5%	-26.8%	38.8%	17.5%	13.1%	9.0%	10.9%	9.6%
凯莱英	-43.4%	-80.3%	14.9%	16.9%	-34.9%	-59.6%	22.0%	-10.9%	26.9%	14.6%	15.5%	15.1%
昭衍新药	-11.0%	-87.9%	-17.9%	10.0%	-66.9%	-93.0%	1221.3%	747.1%	14.2%	1.2%	18.8%	68.8%
九洲药业	-5.2%	-73.0%	6.7%	-19.4%	10.5%	-42.1%	22.8%	-32.7%	18.5%	11.5%	13.2%	14.1%
博腾股份	-57.2%	-78.2%	13.5%	10.6%	-87.5%	-209.7%	-121.6%	-344.9%	6.8%	-9.0%	1.7%	2.8%

资料来源：iFind、中邮证券研究所

3.3 CXO：板块业绩全面提升，龙头指引乐观

- CDMO板块：我们持续看好后续行业景气度，主要基于1) 海外需求已呈现明确拐点，叠加美国即将迎来降息周期，需求端有望进一步释放；2) 多肽、ADC等新疗法份额持续提升，带动商业化需求扩容，国内CDMO的产业优势显著；3) 多家龙头公司给出积极的业绩指引且一季度表现验证了高景气，全年表现值得期待。
- CRO板块：国内创新药景气度已经明确迎来拐点，多家公司新签/在手订单同比大增，后续订单将逐步兑现到CRO行业业绩；供给端价格也已趋稳，静待未来盈利能力逐渐修复。

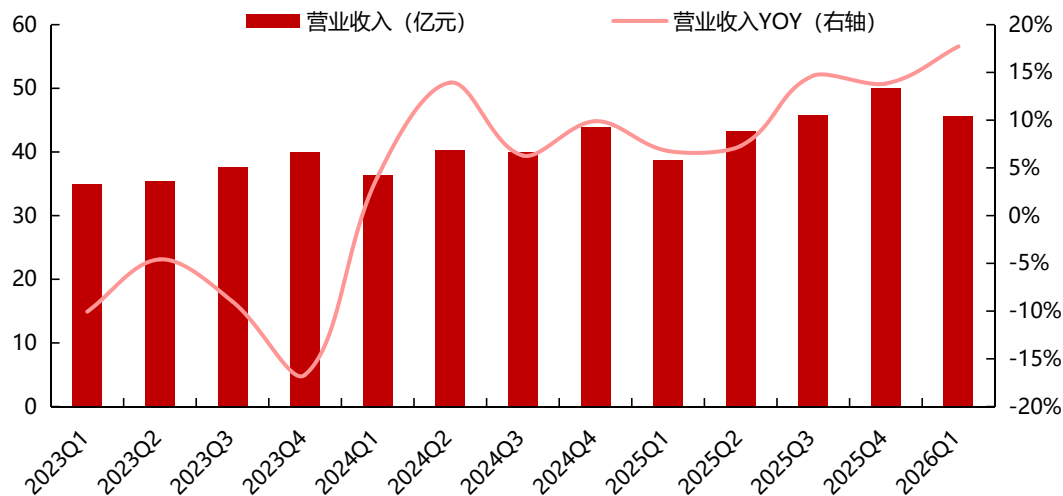
□ 建议关注：药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等。

□ 风险提示：需求恢复不及预期；产能释放节奏不及预期；竞争压力大于预期等。

3.4 科研服务：景气度恢复，收入利润高增

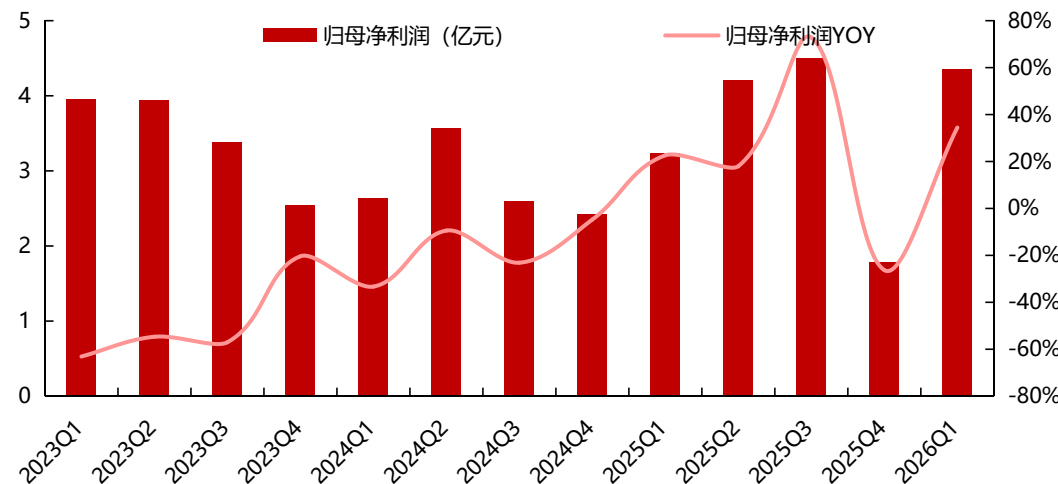
- **2025及2026Q1科研服务板块收入增长提速，利润恢复较好。**2025板块样本公司收入合计177.8亿元（+11%），归母净利润13.7亿元（+22%），收入增速自23年以来稳定恢复，利润端提速整体快于收入，四季度因部分公司出现减值等一次性费用扰动利润。
- 26Q1板块样本公司收入合计45.6亿元（+18%），增速环比25Q4提升3.9pct；归母净利润4.4亿元（+34.4%），在2025Q4单季度下滑后恢复高增速。

图表32：23Q1-26Q1 科研服务板块收入情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

图表33：23Q1-26Q1 科研服务板块归母净利润情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

3.4 科研服务：景气度恢复，收入利润高增

- 科研服务板块重点公司中，多家公司在2024年收入大幅下滑后2025年企稳回升，并在2026Q1延续增长。例如药康生物凭借海外收入的增长，2025年收入增长15.5%，2026Q1加速至21.8%。
- 扣非净利率上看，多数公司相较于24年均有显著提升，预计随着需求端回暖带来的产能利用率和价格回升，利润率将进一步复苏。

图表34：科研服务重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
皓元医药	38.4%	20.8%	26.7%	20.2%	-29.6%	62.5%	38.1%	12.5%	5.9%	7.9%	8.6%	9.1%
纳微科技	10.9%	-67.9%	18.2%	34.0%	-84.0%	108.6%	78.5%	145.9%	5.4%	8.4%	12.7%	24.4%
奥浦迈	1.0%	-65.6%	19.4%	117.7%	-60.9%	-81.0%	216.6%	-57.5%	14.3%	2.2%	5.9%	2.5%
百普赛斯	36.0%	-65.7%	29.9%	26.3%	-23.4%	-15.2%	31.0%	21.4%	25.8%	18.5%	18.6%	19.7%
毕得医药	32.2%	-72.9%	20.1%	9.1%	-10.6%	-15.1%	27.2%	42.2%	11.2%	9.4%	10.0%	12.3%
诺唯赞	-61.4%	-77.8%	0.0%	12.5%	-132.3%	-56.8%	-5.9%	-35.8%	-15.0%	-6.0%	-5.7%	-4.4%
药康生物	33.0%	-72.5%	15.5%	21.8%	5.0%	-29.3%	54.8%	54.6%	17.2%	11.0%	14.8%	18.7%
南模生物	25.8%	-75.9%	10.4%	13.0%	33.7%	-60.7%	-156.3%	-31.8%	-10.8%	-4.1%	2.1%	-5.0%

资料来源：iFind、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

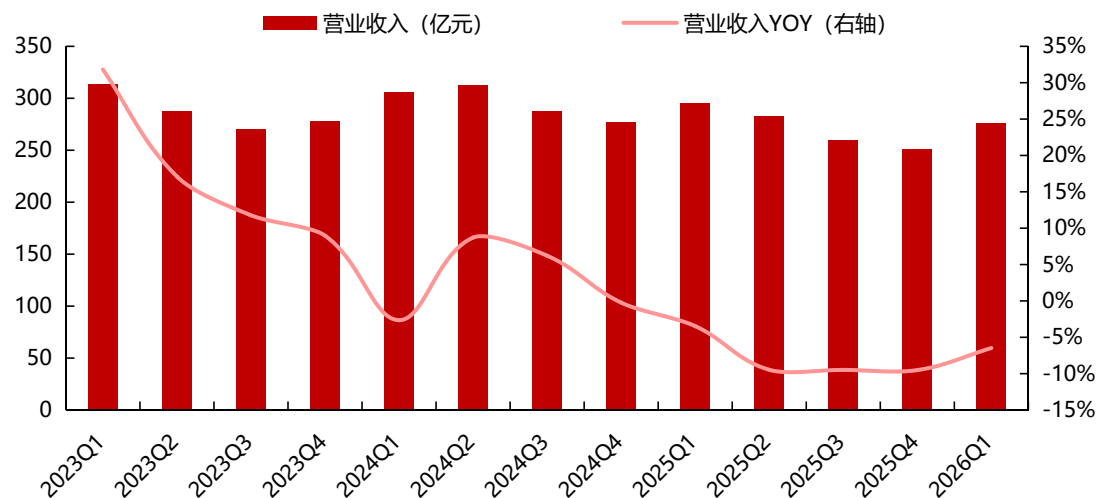
3.4 科研服务：景气度恢复，收入利润高增

- 我们仍看好科研服务板块后续投资机会，尤其是行业壁垒较高、自身具备较强竞争优势的细分龙头，主要基于1) 国内外医药行业景气度逐步恢复，将逐步传导致上游科研服务的需求端；2) 下行周期中行业洗牌基本完成，利润率已深度调整，未来需求回暖利润修复弹性大；3) 产业逻辑仍在，国产替代与新疗法商业化带来前端订单放量的空间巨大。
- 建议关注：百普赛斯、奥浦迈、药康生物等。
- 风险提示：需求恢复不及预期；竞争压力大于预期；地缘政治影响等。

3.5 原料药：产品价格仍承压，多肽景气度高

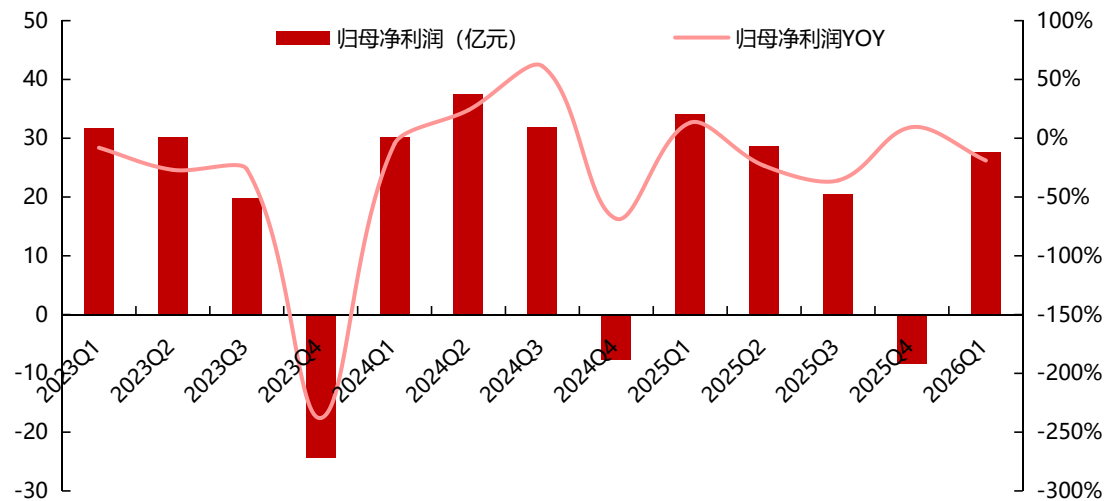
- **2025原料药板块受高基数影响，竞争降价压力增加。**2025板块样本公司收入合计1088.1亿元（-8%），归母净利润74.9亿元（-18%），主要是主要原料药品种价格持续承压，板块收入利润均表现波动。
- 26Q1板块样本公司收入合计275.6亿元（-7%），环比25Q4下滑趋势有所减缓；归母净利润27.7亿元（-19%），环比有所改善，但仍承受较大压力。

图表35：23Q1-26Q1 原料药板块收入情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

图表36：23Q1-26Q1 原料药板块归母净利润情况



资料来源：iFind、中邮证券研究所

3.5 原料药：产品价格仍承压，多肽景气度高

- 原料药板块重点公司中，2025业绩表现相对分化，细分高景气度的GLP-1多肽类原料药企业如圣诺生物得益于司美格鲁肽、替尔泊肽出口销售增加，业绩表现优异；而华海药业、川宁生物和健友股份等则受到竞争降价影响。
- 扣非净利率上看，原料药重点公司表现也比较波动，目前仍处于周期向下阶段。

图表37：原料药重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
华海药业	0.5%	14.9%	-10.1%	-1.4%	-22.9%	27.1%	-86.0%	-52.2%	10.7%	11.8%	1.8%	5.8%
博瑞医药	26.1%	-78.9%	-4.6%	30.5%	-12.8%	-3.1%	-85.5%	-47.6%	15.8%	14.1%	2.1%	1.3%
健友股份	5.7%	-77.5%	1.7%	4.9%	-115.5%	-566.0%	-35.7%	-24.9%	-4.3%	19.9%	12.6%	6.1%
东诚药业	-19.9%	-79.0%	-4.5%	-8.8%	-26.2%	-62.7%	126.5%	56.4%	6.5%	2.8%	6.6%	4.8%
川宁生物	50.7%	-73.1%	-19.8%	-15.6%	109.6%	49.4%	-45.8%	-61.3%	19.4%	24.3%	16.4%	10.0%
普洛药业	14.0%	-76.2%	-18.6%	-10.4%	22.7%	-4.1%	-21.9%	18.1%	8.9%	8.2%	7.9%	9.9%
仙琚制药	-8.7%	-75.5%	-6.0%	-8.9%	-12.1%	2.2%	-36.5%	-37.5%	13.0%	13.7%	9.3%	9.8%
圣诺生物	15.3%	-57.6%	62.6%	32.5%	6.4%	-24.2%	261.3%	37.4%	13.8%	10.0%	22.2%	27.0%

资料来源：iFind、中邮证券研究所

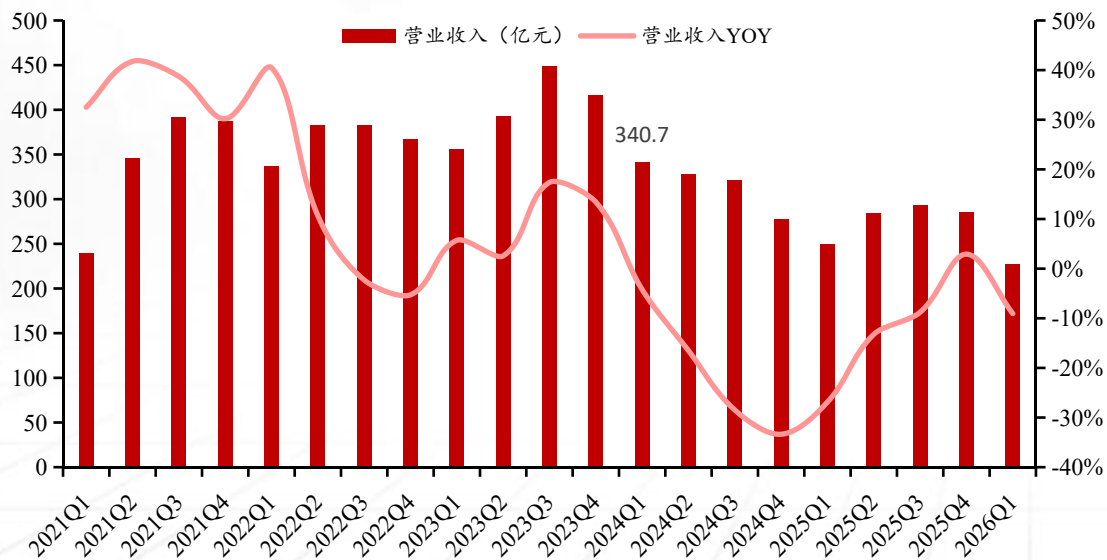
3.5 原料药：产品价格仍承压，多肽景气度高

- 由于多个原料药品种长期处于价格低位，且随着美伊冲突对全球石油产业链的影响，部分处于石化下游的原料药品种成本抬升，因此相关品种厂商挺价预期强烈，维生素、抗生素等多个品种活跃报价已经提升，因此相关公司销售收入提升可期。
 - 此外，为抵御原料药行业波动和竞争加剧的风险，较多原料药企业向后端制剂转型，通过仿制药制剂出口或转型创新药来增强自身竞争力，制剂转型企业通常具备一体化优势，制剂占比提升带动盈利能力提升；创新转型方面华海药业（子公司华奥泰的PD-L1/VEGF双抗）、博瑞医药（口服GLP-1/GIP激动剂）和东诚药业（稀缺核药平台）等代表性企业已建立具备全球性竞争力的创新药产品线，原料药业务可为公司研发投入提供现金流。投资机会需综合业务发展前景与估值，自上而下进行筛选。
- 建议关注：华海药业、奥锐特、浙江医药、东诚药业等。
 - 风险提示：竞争降价压力超预期；研发进展不及预期；制剂销售不及预期；地缘政治影响等。

3.6 生物制品：疫苗板块扰动因素继续出清

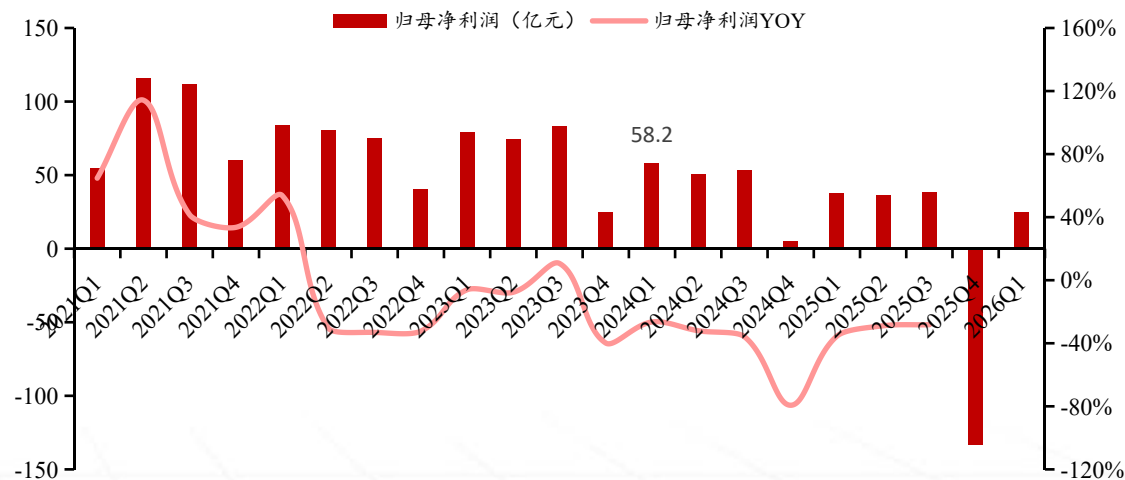
- 2025年，经调整的45家生物制品板块公司实现收入1111.3亿元（-11%），归母净利润-21.2亿元出现亏损，其中，疫苗核心公司继续出清库存影响，利润端大幅下降，血制品处于景气下行周期，收入持平，利润增速下滑。
- 26Q1生物制品板块实现收入226.6亿元（-9%），归母净利润24.7亿元（-34%）。

图表38：21Q1-26Q1生物制品板块营业收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

图表39：21Q1-26Q1生物制品板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 血制品：行业景气度下行，价格面临压力

- 2025年血制品行业景气度处于下行时期，6家公司合计收入240.7亿元（基本持平），归母32.2亿元（-24.7%）。血制品价格较之同期有所下调，影响血制品利润增速。其中单四季度，天坛生物收入约-13%，利润增速-46%+。华兰生物收入增速36.9%，利润增速-5%。博雅生物收入增速19.5%，主要是并表绿十字因素，利润亏损主要是无形资产和商誉减值影响。
- 26Q1，血制品6家公司合计收入43.0亿元（-19%），归母7.6亿元（-25%）。主要受增值税政策调整与部分产品价格同比下降影响。

图表40：血制品公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）（%）			扣非归母净利润增速（亿元）（%）			扣非净利率（%）		
名称	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
上海莱士	2.7%	-10.1%	-24.7%	13.5%	-24.3%	-43.9%	25.2%	21.2%	21.2%
华兰生物	-18.0%	4.9%	-12.2%	-22.6%	-4.5%	-24.3%	22.4%	20.4%	29.8%
天坛生物	16.4%	2.3%	-13.4%	37.5%	-29.1%	-52.6%	25.2%	17.5%	9.9%
派林生物	14.0%	-0.8%	-8.5%	21.0%	-43.7%	-83.0%	25.7%	14.6%	3.8%
博雅生物	-34.6%	18.7%	-40.1%	110.8%	-102.6%	-80.1%	17.4%	-0.4%	6.3%
卫光生物	14.8%	5.3%	-1.4%	26.0%	-9.4%	-28.1%	21.9%	18.8%	13.9%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 疫苗：板块利润下滑，行业增长出现乏力

- 2025年疫苗利润大幅下滑，主要为核心公司智飞生物继续出清影响，疫苗13家公司合计实现收入255亿元（-40%），归母净利润-141亿元。其中，龙头智飞生物出现大幅亏损，对板块利润影响大。
- 26Q1，疫苗13家公司合计实现收入67亿元（-7%），归母净利润2.9亿元（+1612%），主要是基数影响，26年智飞亏损边际影响减小，沃森生物和辽宁成大实现增长。

图表41：疫苗板块上市公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润增速（亿元）			扣非净利率		
名称	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
智飞生物	-50.8%	-65.6%	-8.6%	-75.1%	-851.3%	-15.6%	7.6%	-164.6%	-18.2%
万泰生物	-59.3%	-19.0%	30.6%	-117.3%	-234.0%	38.5%	-8.3%	-34.2%	-12.3%
康泰生物	-23.7%	0.8%	-2.2%	-65.9%	-70.2%	25.3%	9.3%	2.7%	3.4%
康华生物	-9.2%	-18.6%	25.0%	-15.8%	-53.7%	25.7%	32.0%	18.2%	14.6%
百克生物	-32.6%	-50.8%	-9.2%	-53.4%	-221.6%	-46.8%	18.7%	-46.2%	-3.4%
康希诺	137.0%	26.2%	38.7%	72.6%	78.7%	0.2%	-52.1%	-8.8%	-29.0%
华兰疫苗	-53.2%	6.6%	10.3%	-84.1%	9.4%	69.6%	10.7%	11.0%	97.7%
金迪克	-40.0%	39.7%	-74.1%	-46.4%	-73.2%	-18.0%	-131.5%	-163.1%	-2579.0%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.6 其他：整体生物药公司平稳增长，核心产品继续放量

- 其他生物药企业合计26家，25年实现收入550.4亿元（+8%），归母净利润76.3亿元（+2.4%）。其中，三生国健、通化东宝、甘李药业、科兴制药等增速亮眼，利润端增速分别为（+311%）、（+3006%）、（+86%）、（+394%），三生国健增长主要来自于公司与沈阳三生合作项目授权许可收入的增长和CDMO业务的增长，甘李药业集采提价量价齐升。
- 26Q1板块实现收入116.5亿元（-6%），归母净利润14.3亿元（-39%）。利润增速表现亮眼的有三生国健和我武生物。

图表42：其他生物药公司经营数据比较

	营业收入增速（亿元）			扣非归母净利润增速（亿元）			扣非净利率		
	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
三生国健	17.7%	251.8%	38.6%	19.0%	1025.0%	59.3%	20.6%	65.9%	34.5%
百奥泰	5.4%	25.8%	21.8%	-17.8%	23.4%	-53.5%	-74.8%	-45.5%	-60.9%
凯因科技	-12.9%	7.4%	-10.7%	11.8%	-82.8%	-94.2%	11.1%	1.8%	0.7%
神州细胞-U	33.1%	-37.9%	-37.8%	845.0%	-215.0%	-725.6%	18.9%	-35.0%	-45.6%
特宝生物	34.1%	31.2%	18.5%	42.7%	28.4%	-12.3%	29.4%	28.7%	20.7%
甘李药业	16.8%	33.1%	-10.8%	44.8%	81.2%	-13.3%	14.1%	19.2%	21.2%
通化东宝	-34.7%	46.7%	14.8%	-100.8%	3833.9%	15.7%	-0.5%	12.7%	17.0%
西藏药业	-10.5%	6.2%	1.6%	9.4%	1.5%	-16.3%	30.6%	29.2%	29.3%
我武生物	9.1%	14.8%	10.7%	2.7%	22.2%	21.4%	33.1%	35.2%	35.3%
安科生物	-11.5%	4.4%	-13.8%	-20.1%	3.2%	-19.1%	25.5%	25.2%	29.4%
长春高新	-7.6%	-10.3%	-13.7%	-37.3%	-86.7%	-42.6%	21.0%	3.1%	10.9%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

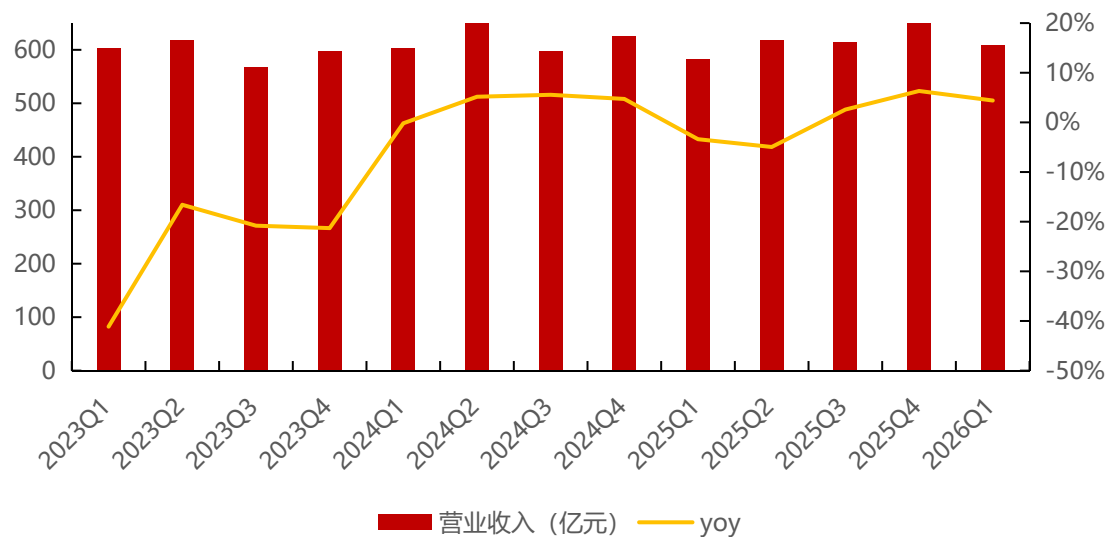
3.6 生物制品观点：关注产品放量、在研管线数据或BD预期引发的估值重估机会

- **血制品：**目前血制品的景气度处于下行周期，价格面临压力。中长期关注**行业龙头天坛生物**。
 - **疫苗：**整体受新生儿数量下降、存量市场消化和产品格局恶化，行业增长出现乏力，关注金黄色葡萄球菌疫苗关键III数据即将揭盲的**欧林生物**。
 - **其他：主要关注核心产品放量机会或BD预期引发的估值重估机会。**
 - 1) **甘李生物：**核心产品量价齐升，业绩快速增长，关注海外放量、GLP1类似药、第四代胰岛素等在研项目的BD机会。
 - 2) **我武生物：**粉尘螨滴剂保持增长，关注干细胞治疗进展的催化。
- 建议关注：疫苗（欧林生物）、甘李药业、我武生物等。
- 风险提示：安全性生产风险、研发进展不及预期，业绩不及预期风险，竞争加剧风险，价格波动风险、政策风险。

3.7 医疗器械：“高端创新+全球化出海”为板块确定性主线

□ **2026Q1医疗器械板块收入同比略增，归母净利润同比承压。** 2026Q1医疗器械板块合计收入607.9亿元，同比增长4.4%；板块归母净利润82.5亿元，同比下降13.8%。受医疗器械集采、院内控费、招标回暖等原因影响，2026Q1医疗器械行业营收略增，归母净利润整体承压。我们认为反内卷在切实逐步落地，集采政策有望纠偏，并带来预期差和估值修复，同时高端影像、手术机器人、脑机接口、AI医疗等细分板块营收在逐步提高，有望在2026年全年迎来业绩兑现。

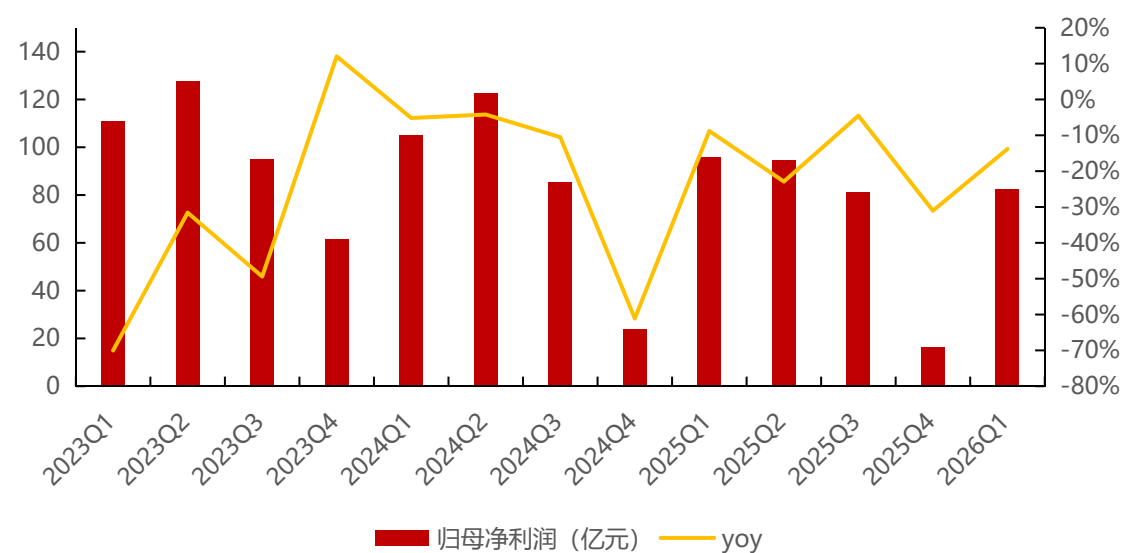
图表43：23Q1-26Q1医疗器械板块收入情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表44：23Q1-26Q1医疗器械板块归母净利润情况



资料来源：iFinD、中邮证券研究所

3.7 医疗器械：“高端创新+全球化出海”为板块确定性主线

- **医疗设备：**2026Q1医疗设备板块营收274.2亿，同比增长6.1%，归母净利润41.3亿元，同比下降9.8%，净利率15.5%。医疗设备板块持续受益于海外营收加速、国产替代政策加持、招标回暖等因素，营收端同比实现增长，我们看好高端影像、手术机器人、家用医疗设备等方向。
- **医疗耗材：**2026Q1医疗耗材板块营收245.0亿，同比增长7.1%，归母净利润29.2亿元，同比下降12.0%，净利率12.1%。高值耗材：耗材集采影响进入尾声，在政策扶持下具有创新型、独创型能力高耗公司有望在国内市场国产化率低的赛道中脱颖而出；低值耗材：成长能力主要受供需关系、原材料价格、品类和市场拓展能力影响，原材料价格上涨、品类扩增速度加快和海外工厂产能陆续释放，多重因素促低耗市场成长延续力增强。
- **体外诊断：**2026Q1体外诊断板块营收88.7亿，同比下降6.6%，归母净利润12.0亿元，同比下降28.4%，净利率13.2%。体外诊断板块受院内控费、集采等影响，增速有所下滑。预计纯内销IVD企业业绩承压，出海强的公司显著占优。

图表45：医疗器械各子版块样本公司2026Q1业绩情况

2026年一季度	医疗设备	医疗耗材	体外诊断
营业收入（亿元）	274.2	245.0	88.7
YOY	6.1%	7.1%	-6.6%
归母净利润（亿元）	41.3	29.2	12.0
YOY	-9.8%	-12.0%	-28.4%
扣非归母净利润（亿元）	39.0	27.9	11.1
YOY	-7.4%	-1.7%	-17.4%
毛利率	49.7%	42.7%	61.4%
净利率	15.5%	12.1%	13.2%

3.7 医疗器械：“高端创新+全球化出海”为板块确定性主线

图表46：医疗器械重点公司经营数据比较

	营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
迈瑞医疗	15.0%	5.1%	-9.4%	1.4%	20.0%	0.1%	-29.5%	-9.3%	32.7%	31.2%	24.2%	27.5%
联影医疗	23.5%	-9.7%	34.0%	17.3%	25.4%	-39.3%	75.2%	-1.8%	14.6%	9.8%	12.8%	12.8%
新产业	29.0%	15.4%	0.9%	0.3%	24.7%	11.2%	-9.1%	1.1%	39.4%	37.9%	34.2%	37.3%
惠泰医疗	35.7%	25.2%	25.1%	24.8%	45.5%	37.3%	23.0%	24.7%	28.4%	31.1%	30.6%	32.0%
鱼跃医疗	12.3%	-5.1%	5.1%	-2.7%	46.8%	-24.1%	-16.1%	-20.0%	23.0%	18.4%	14.7%	17.3%
乐普医疗	-24.8%	-23.5%	6.2%	-3.7%	-47.6%	-80.3%	280.5%	-28.5%	14.1%	3.6%	13.0%	14.4%
华大智造	-31.2%	3.5%	-7.7%	28.6%	-358.5%	4.4%	40.2%	38.9%	-23.5%	-21.7%	-14.0%	-15.1%
英科医疗	4.6%	37.6%	4.2%	15.8%	-81.0%	1239.1%	-66.0%	-26.2%	1.3%	12.3%	4.0%	6.3%
安图生物	0.0%	0.6%	-5.5%	-0.4%	5.9%	-7.3%	-9.1%	-9.5%	26.7%	24.6%	23.6%	23.4%
奕瑞科技	20.3%	-1.7%	22.9%	42.5%	14.4%	-25.8%	41.0%	21.1%	31.7%	23.9%	27.5%	24.9%
南微医学	21.8%	14.3%	15.5%	22.1%	54.7%	17.5%	1.4%	-11.2%	19.2%	19.7%	17.3%	16.8%
爱博医疗	64.1%	48.2%	5.2%	11.5%	39.0%	35.1%	-34.6%	2.7%	30.4%	27.7%	17.2%	22.2%
开立医疗	20.3%	-5.0%	14.7%	11.8%	29.5%	-75.1%	63.4%	-338.2%	20.9%	5.5%	7.8%	-3.0%
心脉医疗	32.4%	1.6%	12.0%	11.5%	42.7%	-14.4%	27.0%	23.1%	38.9%	32.8%	37.2%	40.7%
赛诺医疗	78.0%	33.6%	14.5%	38.6%	69.9%	64.8%	293.8%	4084.6%	-14.5%	-3.8%	6.5%	16.5%
微电生理	26.5%	25.5%	12.4%	21.0%	-211.4%	114.3%	364.4%	-81.7%	-10.8%	1.2%	5.1%	1.8%
可孚医疗	-4.1%	4.5%	13.6%	37.2%	-18.6%	36.7%	8.3%	36.9%	7.0%	9.2%	8.8%	9.3%
瑞迈特	-20.7%	-24.9%	37.5%	16.5%	-33.7%	-61.8%	99.7%	-45.0%	21.6%	11.0%	15.9%	10.7%
迈普医学	18.2%	20.6%	32.5%	6.3%	55.5%	82.9%	54.8%	-14.8%	16.1%	24.5%	28.6%	24.9%
海泰新光	-1.3%	-5.9%	36.1%	18.8%	-19.2%	-5.3%	28.4%	1.3%	29.0%	29.2%	27.5%	26.8%
山外山	80.7%	-17.8%	42.2%	21.3%	264.9%	-67.5%	143.2%	45.7%	25.5%	10.1%	17.2%	22.2%

3.7 医疗器械：“高端创新+全球化出海”为板块确定性主线

□ **政策与产业创新升级带来板块景气度正持续提升。**政策端，创新支持政策密集加码，如北京出台32条举措破解创新器械入院、定价痛点；湖南省、广东省等率先推出手术机器人省级统一收费标准，商业化支付障碍有望全面扫清；超长期特别国债持续落地，大规模医疗设备更新需求持续释放，为板块业绩提供强支撑。产业端，我们看好无液氦超导磁共振、光子计数CT、国产CT球管等高端产品实现技术突破，手术机器人、脑机接口、AI+医疗等赛道产业化进程加速，国产器械全球竞争力持续提升。我们认为，2026年医疗器械板块将呈现政策托底、需求复苏、国产替代加速、创新驱动升级的良好格局。

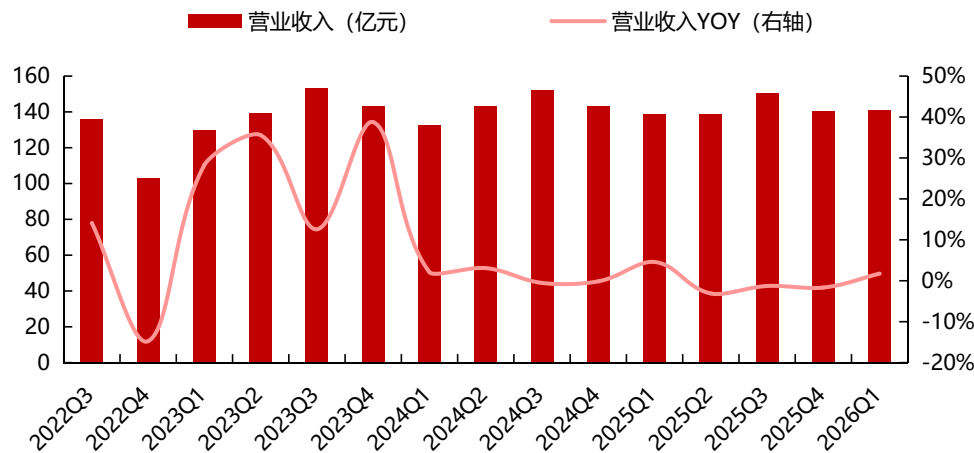
□ **我们看好以下几大方向：**

- 一是政策支持受益赛道，如支付端迎来重大改善的手术机器人板块，行业正经历从“量变”到“质变”的关键拐点，受益标的天智航-U、微创机器人-B、精锋医疗-B等；
- 二是高景气成长赛道，高端影像、血透设备、高值耗材增速较快，国产替代空间大，受益标的联影医疗、奕瑞科技、健信超导、山外山、惠泰医疗、微电生理等；
- 三是集采反内卷主线，规则优化下盈利端有望修复的企业，受益标的心脉医疗、南微医学、安杰思等；
- 四是困境反转主线，受益于设备更新需求持续，渠道去库存完成，业绩拐点明确的设备龙头，受益标的迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜等；
- 五是出海主线，海外市场打开第二增长曲线的标的，受益标的新产业、华大智造、海泰新光、祥生医疗等。
- 其他细分方向：制药设备（东富龙、楚天科技、森松国际）、脑机接口（美好医疗、翔宇医疗、创新医疗等）。

3.8 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期

- 医疗服务2025年营收568.4亿元（-0.5%），归母净利润40.9亿元（-6.0%）。分季度来看Q1、Q2、Q3、Q4营收分别为138.5、138.9、150.4、140.6亿元，同比分别为+5%、-3%、-1%、-2%。归母净利润分别为11.1、12.8、15.6、1.3亿元，同比分别为+18%、-15%、-18%、-2618.3%。收入、利润均承压，消费医疗受到居民消费力不足的影响，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期。
- **眼科收入增长逐步恢复，盈利能力有待恢复。** 25年眼科标的营收均恢复小幅增长，利润端恢复较好。26Q1呈回暖趋势。眼科毛利率仅何氏眼科小幅增长，其他均小幅下滑。
- **齿科通策医疗**25年及26Q1收入、归母小幅增长，扣非恢复较好。毛利率基本持平。
- **体检美年健康**由于消费力疲软，且Q1属于淡季，收入略有承压，预计进入下半年旺季收入、利润将进一步恢复。
- **综合医院**在医保控费背景下仍然承压。

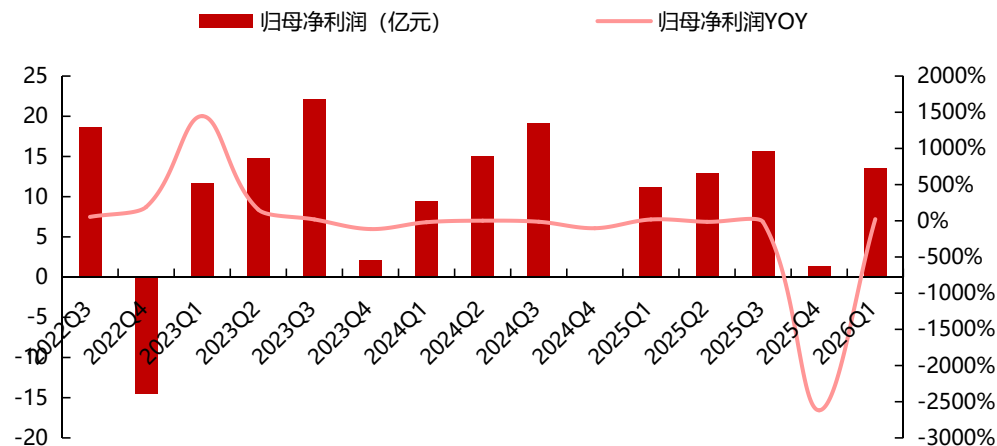
图表47： 22Q3-26Q1 医疗服务板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

请参阅附注免责声明

图表48： 22Q3-26Q1 医疗服务板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：剔除ST公司）

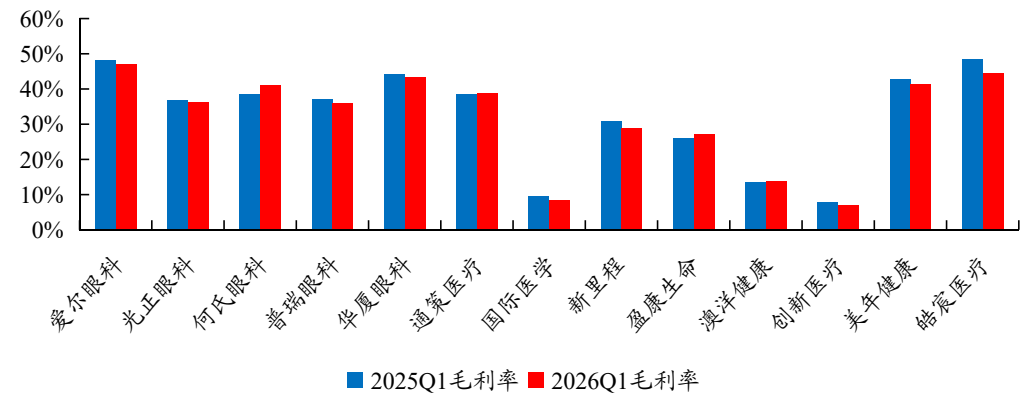
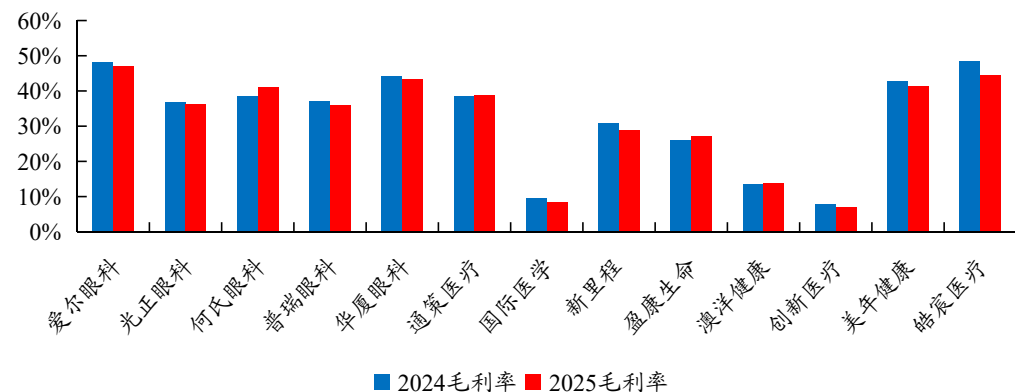
3.8 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期

图表49：26Q1眼科、口腔收入、扣非逐步恢复，体检略有下滑，综合医院承压

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
300015.SZ	爱尔眼科	26.4%	3.0%	6.5%	6.1%	20.4%	-11.8%	1.4%	10.9%	17.3%	14.8%	14.1%	18.4%
002524.SZ	光正眼科	40.1%	-16.9%	-0.9%	-10.1%	-98.0%	3276.1%	-85.6%	201.0%	-0.5%	-21.8%	-3.2%	-2.6%
301103.SZ	何氏眼科	24.1%	-7.6%	-0.3%	4.7%	101.0%	-152.0%	-137.4%	-1.2%	4.7%	-2.6%	1.0%	10.1%
301239.SZ	普瑞眼科	57.5%	-1.5%	4.4%	10.5%	967.1%	-143.1%	-43.4%	150.2%	7.3%	-3.2%	-1.7%	8.6%
301267.SZ	华夏眼科	24.1%	0.3%	2.8%	5.2%	22.8%	-38.3%	4.1%	10.1%	16.5%	10.2%	10.3%	13.4%
600763.SH	通策医疗	4.7%	1.0%	1.4%	1.4%	-8.4%	3.2%	-0.1%	1.3%	16.9%	17.3%	17.0%	24.5%
000516.SZ	国际医学	70.3%	4.3%	-15.4%	-2.8%	-55.6%	-42.5%	20.2%	-56.3%	-10.8%	-6.0%	-8.5%	-5.4%
002219.SZ	新里程	13.9%	5.8%	-19.6%	-9.6%	-67.7%	229.4%	-65.6%	-17.1%	0.8%	2.6%	1.1%	3.1%
300143.SZ	盈康生命	27.2%	6.0%	20.9%	21.4%	-117.3%	-19.5%	28.5%	-20.0%	7.0%	5.3%	5.7%	4.8%
002172.SZ	澳洋健康	7.5%	-7.5%	-10.1%	-10.0%	-182.6%	19.4%	-24.7%	-68.7%	1.3%	1.6%	1.4%	1.3%
002173.SZ	创新医疗	13.5%	1.3%	-4.3%	-13.8%	-66.7%	112.7%	32.7%	68.9%	-3.5%	-7.3%	-10.1%	-15.2%
002044.SZ	美年健康	27.7%	-1.8%	-3.2%	-9.7%	-181.5%	-45.5%	2.4%	-7.9%	4.3%	2.4%	2.5%	-16.4%
002622.SZ	皓宸医疗	51.1%	13.9%	-18.4%	-5.7%	-7.0%	-71.9%	345.6%	-32.9%	-11.2%	-2.8%	-15.1%	-6.2%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表50：眼科、体检毛利率2025年&2026Q1同比下滑，口腔持平，综合医院下滑



3.8 医疗服务：消费医疗缓慢恢复，综合医院在DRG/DIP实行下处于调整期

■ 方向一：持续扩张及优质资产注入下市占率提升：

1) **受益标的：爱尔眼科：**当前收购估值已明显下降，保持每年并购一定数量门店/医院的节奏，行业的中小竞争者经营压力皆提升，公司通过持续并购有望进一步扩大市占率。

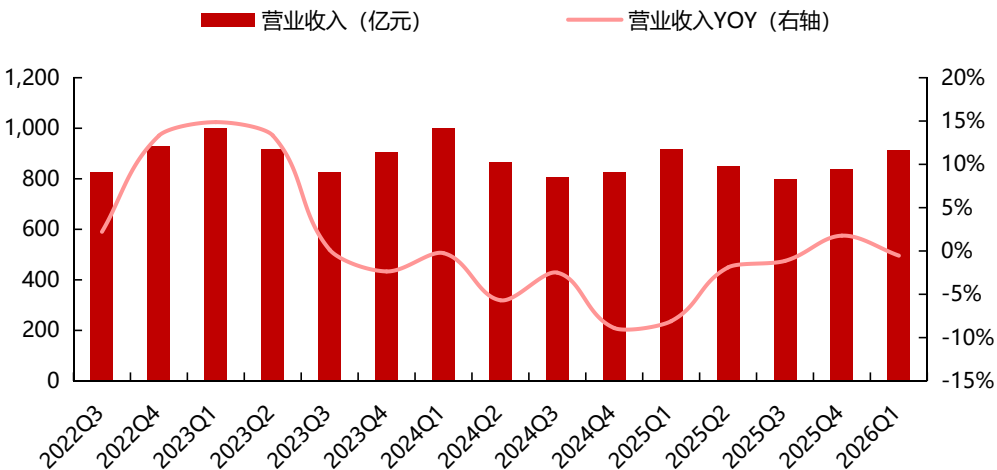
2) **受益标的：固生堂：**公司通过自建和收购并举，公司拥有成熟的门店运营管理体系，门店可复制性强；由于客单价较低受消费力下行影响较小，且诊疗偏刚需，需求端旺盛，有望通过持续扩张促进市占率提升。

■ **方向二：关注消费复苏下弹性较大的眼科、口腔行业：**眼科受消费力下行影响，一线城市分院业绩下滑更为明显，后续消费复苏弹性较大；口腔基本持平，价格呈现企稳态势，消费复苏下量增带来的弹性大。

3.9 中药：业绩阶段性承压，社会库存迎来拐点

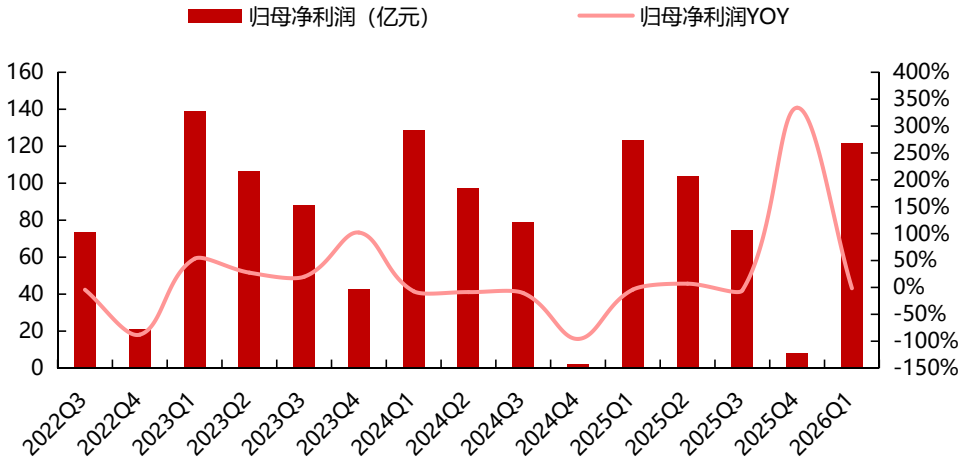
- 中药板块2025年营收3400.9亿元（-0.5%），归母净利润309.3亿元（+1.0%）。分季度来看Q1、Q2、Q3、Q4营收分别为919.1、850.2、798.0、838.8亿元，同比分别为-8%、-2%、-1%、+2%。归母净利润分别为123.4、103.9、74.2、7.7亿元，同比分别为-4%、+7%、-5.5%、+334%。2026Q1营收911.8亿元（-0.5%），归母净利润121.5亿元（-1.5%）。
- 2025年及2026Q1中药板块阶段性承压，院内市场受到医保控费、集采执标晚于预期等因素影响，院内渠道放量受限。院外市场受到消费力下行、药店客流量减少等因素影响，销售受到影响。此外，部分受益于疫情的中药公司社会库存仍在出清阶段，市场需求仍在恢复阶段。

图表51：22Q3-26Q1 中药板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表52：22Q3-26Q1 中药板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

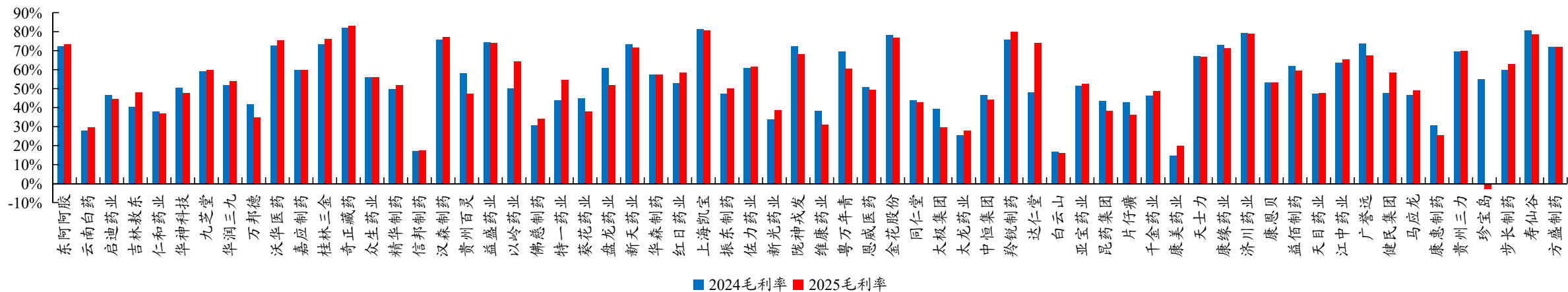
3.9 中药：业绩阶段性承压，社会库存迎来拐点

图表53：中药重点公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
600436.SH	片仔癀	15.7%	7.3%	-16.6%	-12.7%	15.3%	6.6%	-34.3%	-27.7%	28.4%	28.2%	22.2%	26.5%
000423.SZ	东阿阿胶	16.7%	25.6%	13.2%	5.6%	54.7%	33.2%	13.6%	7.7%	23.0%	24.4%	24.4%	24.7%
000538.SZ	云南白药	7.2%	2.4%	2.9%	7.0%	16.4%	20.2%	7.6%	4.1%	9.6%	11.3%	11.8%	16.9%
603998.SH	方盛制药	-9.1%	9.1%	-1.7%	10.7%	25.4%	44.6%	28.7%	21.2%	8.2%	10.9%	14.2%	18.5%
300181.SZ	佐力药业	7.6%	32.7%	18.0%	8.9%	41.1%	35.9%	21.6%	9.7%	19.2%	19.7%	20.3%	22.1%
000999.SZ	华润三九	36.8%	11.6%	14.4%	18.6%	22.2%	15.0%	0.5%	-14.0%	11.0%	11.3%	9.9%	12.9%
600422.SH	昆药集团	-7.0%	9.1%	-21.7%	-48.0%	33.5%	25.1%	-74.4%	-364.0%	4.4%	5.0%	1.6%	-22.8%
002603.SZ	以岭药业	-17.7%	-36.9%	20.2%	3.5%	-45.6%	-162.7%	-254.2%	25.2%	12.3%	-12.2%	15.6%	16.7%
600085.SH	同仁堂	16.2%	4.1%	-7.2%	-11.6%	18.4%	-10.6%	-22.6%	-19.2%	9.3%	8.0%	6.6%	10.1%
600329.SH	达仁堂	-0.3%	-11.1%	-32.7%	4.1%	23.8%	-21.6%	6.6%	11.6%	11.6%	10.2%	16.2%	27.7%
002275.SZ	桂林三金	10.8%	1.0%	-6.8%	12.5%	71.9%	3.6%	3.2%	21.7%	17.6%	18.1%	20.0%	22.6%
600285.SH	羚锐制药	10.3%	5.7%	10.1%	10.3%	30.6%	20.2%	10.8%	11.6%	16.1%	18.3%	18.5%	20.2%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表54：部分品牌中药企业毛利率提升



3.9 中药：看好政策受益、高基数出清拐点、高分红方向

■ 方向一：集采/基药政策受益方向

受益标的：佐力药业、方盛制药等。受益集采有望实现较好以价换量的有佐力药业的乌灵胶囊、方盛制药的藤黄健骨片等品种，以上较大单品凭借集采身份加速医院覆盖。关注基药政策动态，新进入基药目录的药品有望实现加速增长。

■ 方向二：关注迎来高基数出清的拐点方向

受益标的：以岭药业、三力制药等。疫情诊疗相关药品高基数影响减弱，库存恢复常态水平，业绩增速有望恢复。

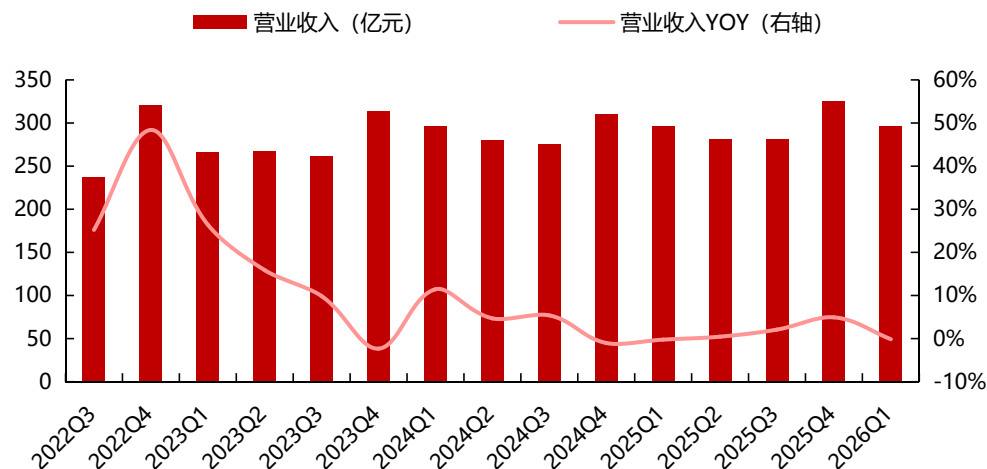
■ 方向三：高分红方向

受益标的：东阿阿胶、济川药业、华润江中等。品牌中药企业凭借强品牌力、产品生命周期长、现金流稳定等优势，构筑了宽广的护城河，为高比例、可持续分红奠定了坚实基础。相较于部分高增长但估值偏高的板块，许多高股息中药公司估值处于历史相对合理或偏低位置。其“股息收益+稳健增长”的组合，在当前低利率环境中具备显著配置吸引力，估值修复与股息收益凸显投资价值。

3.10 医药商业：25H2业绩改善趋势明显，零售药店行业加速集中

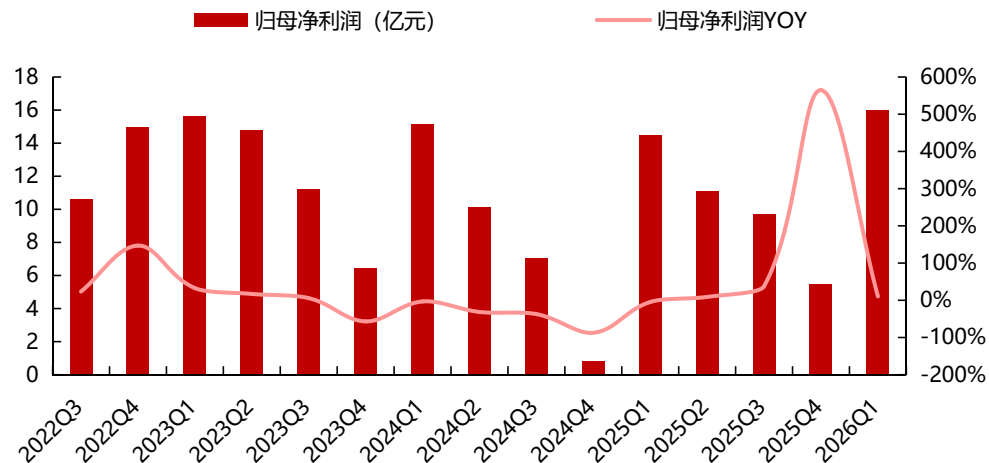
- 零售药店板块2025年营收1183.7亿元（+1.9%），归母净利润40.7亿元（+22.7%）。分季度来看Q1、Q2、Q3、Q4营收分别为296.1、281.6、280.8、325.2亿元，同比分别为-0.2%、+0.4%、+2.1%、-0.1%。归母净利润分别为14.5、11.1、9.7、5.5亿元，同比分别为-6%、+9%、+37.8%、+564.7%，Q3开始业绩改善趋势明显。
- 2026Q1营收295.7亿元（-0.1%），归母净利润16.0亿元（+10.7%）。自23Q1以来，零售药店板块一直在消化Q1疫情高基数，但得益于龙头药房的精细化管理运营能力，利润增长在高基数下仍表现优秀。

图表55：22Q3-26Q1 零售药店板块收入情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表56：22Q3-26Q1 零售药店板块归母净利润情况



资料来源：Wind、中邮证券研究所

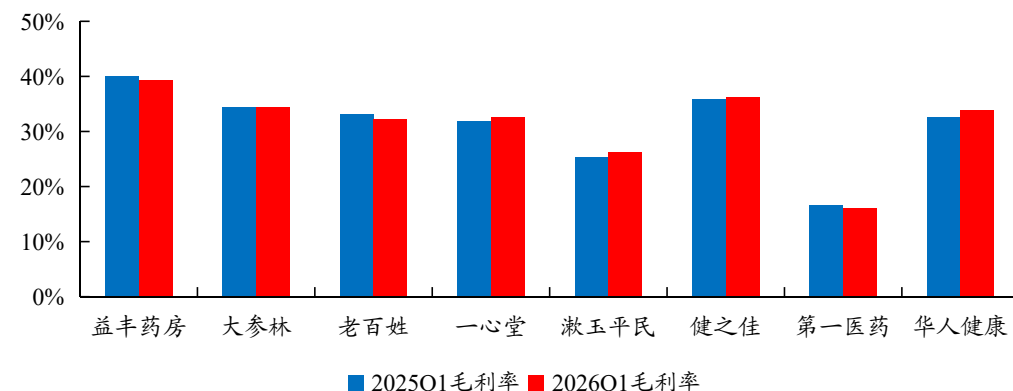
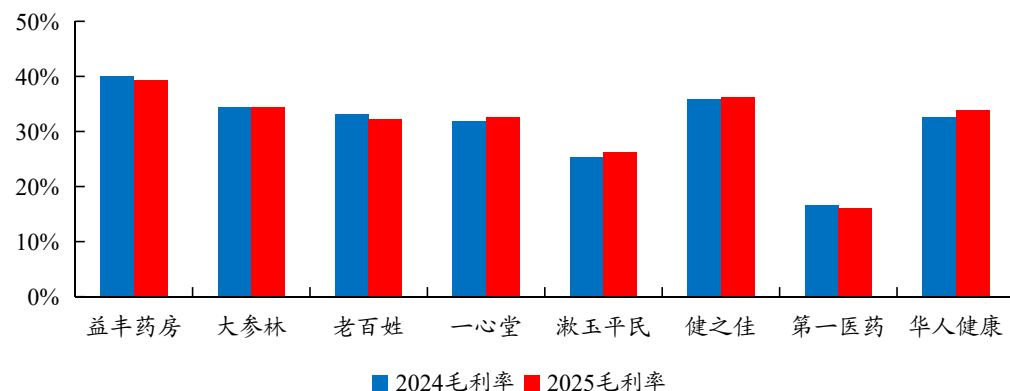
3.10 医药商业：25H2业绩改善趋势明显，零售药店行业加速集中

图表57：零售药店重点公司营收增速、扣非净利润增速、扣非净利率

		营业收入增速				扣非归母净利润增速				扣非净利率			
		2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1	2023	2024	2025	2026Q1
603939.SH	益丰药房	13.6%	6.5%	1.5%	1.3%	10.7%	10.0%	7.6%	12.6%	6.0%	6.2%	6.6%	8.1%
603233.SH	大参林	15.5%	8.0%	3.8%	0.2%	13.0%	-22.4%	38.4%	12.1%	4.7%	3.3%	4.5%	7.3%
603883.SH	老百姓	11.2%	-0.4%	-0.5%	0.8%	14.7%	-41.2%	-30.2%	7.0%	3.8%	2.2%	1.6%	4.8%
002727.SZ	一心堂	-0.3%	3.6%	-3.7%	-7.0%	-25.9%	-65.8%	-3.5%	4.6%	4.2%	1.4%	1.4%	3.7%
301017.SZ	漱玉平民	17.5%	4.1%	7.9%	9.4%	-42.3%	-256.0%	-111.1%	-58.3%	1.4%	-2.1%	0.2%	0.4%
605266.SH	健之佳	20.8%	2.2%	-3.9%	-8.9%	10.5%	-68.9%	11.2%	6.4%	4.4%	1.3%	1.5%	1.6%
600833.SH	第一医药	-31.5%	5.3%	11.2%	-3.9%	-92.2%	-36.8%	3.9%	-87.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.1%
301408.SZ	华人健康	16.4%	19.3%	21.1%	12.2%	-29.9%	21.8%	43.7%	30.5%	2.8%	2.8%	3.4%	5.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表58：零售药店板块毛利率



3.10 医药商业：25H2业绩改善趋势明显，零售药店行业加速集中

- **行业出清提速，龙头药店客流量、利润率有望提升，统筹持续落地带来业绩增量。**在消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业持续分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合。预计行业出清后龙头药房客流将进一步恢复。门诊统筹有望带来业绩增量。此外，零售药店龙头在探索门店经营上求新求变，不断提升市场竞争力，有望在行业加速集中度提升的进程中脱颖而出。我们看好龙头药房凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段强者恒强。
- **推荐标的：益丰药房、大参林。**

四

风险提示

- **风险提示：**行业竞争加剧风险、集采降价超预期风险、企业外延并购落地低于预期风险、国际地缘政治风险、关税扰动风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

盛丽华 (首席分析师)

SAC编号: S1340525060001

邮箱: shenglihua@cnpsec.com

龙永茂 (分析师)

SAC编号: S1340523110002

邮箱: longyongmao@cnpsec.com

陈灿 (分析师)

SAC编号: S1340525070001

邮箱: chencan@cnpsec.com

徐智敏 (分析师)

SAC编号: S1340525100003

邮箱: xuzhimin@cnpsec.com

辛家齐 (分析师)

SAC编号: S1340526030001

邮箱: xinjiaqi@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES