

总体平稳，创新药产业链一枝独秀

——医药行业 2025 年及 26Q1 业绩总结

行业深度

● 整体：总体平稳，创新药产业链一枝独秀

总体平稳，营收端连续三年趋于稳定。2025 年，医药行业营收总额 2.46 万亿元，同比基本持平；2023-2025 年，医药行业整体营收连续三年保持基本稳定在 2.46 万亿元左右（年均波动±1%以内）。从单季度营收角度看，25Q3-26Q1 连续 3 个季度营收同比增速回正，其中 25Q4 单季度营收 6266 亿元，同比增长 4.5%。利润端延续下滑，压力犹存。2025 年，医药全行业扣非归母净利润 1160 亿元（2024 年 1308 亿元），同比下降 11.2%，利润端增速下滑幅度相比 2024 年有所扩大（2024 年-6.3%，2023 年-24.1%），扣非利润端已经连续三年同比下降；主要是以下几个方面影响：一是高毛利的抗疫需求出清，包括 IVD、耗材和新冠大订单；二是持续深入推动的药械集采和 DRGs 等政策，价格端下降；三是医药制造企业加大研发投入，费用端提升。细分行业表现呈现创新药产业链一枝独秀局面，创新药企受产品销售放量+海外授权 BD 交易爆发双发驱动，2025-26Q1 延续营收高增长，利润端亏损大幅收窄；CXO 在手订单充沛，经营业绩恢复明显。全部公募基金持仓医药比例创出 2019 年以来历史新低。截止 2025 年底，内地全部公募基金医药持仓比例为 8.37%。

● 创新药产业链（CXO & 创新药）：CXO 重回增长轨道，创新药丰收大年

CXO：在手订单充沛，业绩重回增长轨道。2025 年，CXO 行业业绩重回增长轨道，全年营收增长 13.1%，扣非归母净利润大增 34.8%。26Q1 加速增长，营收和扣非归母净利润分别同比增 17.8%和 61.0%。CXO 行业为 2025 年和 26Q1 医药细分行业利润增速最快的细分行业。CXO 行业头部公司在手订单充沛，多家公司在手订单均同比增长 25%以上，支撑 CXO 上市公司未来业绩释放。

创新药：销售放量+海外授权 BD，创新药逐渐接近盈亏平衡线。创新药板块 2023-2024 年营收增速分别为 70.3%和 73.6%，连续两年营收保持 70%以上的高速增长，2025 年同比增长 29.0%；利润端亏损持续收窄，部分公司已经实现盈亏平衡。2025 年为创新药海外授权 BD 大年，2026Q1 我国创新药海外授权 BD 交易继续大幅增长，总交易金额已突破 600 亿美元，已经接近 2025 年全年总金额一半；国产创新药已从偶发性出海转变为系统性趋势。

● 血制品：供需短期错配下的业绩蛰伏之年

2025 年，血制品行业营收 228.7 亿元（剔除华兰生物疫苗收入，下同），同比基本持平（微降 0.8%），2023-2024 年的营收增速分别为 14.2%和 4.3%；利润端为 41.0 亿元，同比大幅下降 28.4%（2024 年+24.7%）。扣非归母净利润增速显著弱于营收端，主要是疫情后 2023-2024 年全行业上游采浆超常规增长，分别同比增长 18.6%和 10.9%，带动下游血制品企业投资规模快速扩大，血制品价格从 2024 年下半年以来持续下降，主要血制品公司 2025 年毛利率下降明显。26Q1 血制品行业经营压力增大，营收下降 13.3%，扣非归母净利润下降 46.7%，血制品供需短期错配，血制品企业经营继续承压。

● 医疗设备：国内招采回暖+器械出海，2026 年业绩拐点

2025 年，医疗设备行业营收 1100.6 亿元，同比增长 2.5%（2024 年下降 1.1%）；

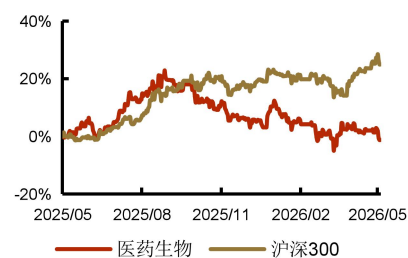
推荐（维持评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280523110001

行业指数一年走势



相关报告

《创新突围、器械复苏与中药筑底——医药行业 2025 年中报总结》2025-09-12

《整体业绩筑底，细分行业复苏——医药行业 2024 年报及 25Q1 季报业绩总结》2025-05-09

《二十八省体外诊断试剂联盟集采需求落地，关注集采驱动下的国产替代》2024-12-30

《新旧交替，寻找增量——2025 年医药行业投资策略》2024-12-27

《首批 CHS-DRG 付费新药新技术名单在北京落地》2024-12-24

扣非归母净利润为135.6亿元，同比下降14.3%（2024年下降18.4%）。2022-2023年设备板块营收增速保持稳健增长，增速分别为14.5%和10.8%，2024-2025年营收增速下降明显，主要是受医疗反腐和等待“两新”、财政贴息等政策落地影响，医疗机构设备招采节奏放缓并延后，但是从2024年11月份开始，国内招标确定性回暖。医疗器械出海从调整到复苏，医疗器械上市公司国际营收保持较快增速。我们认为，国内招标确定性回暖+器械出海复苏共振，2026年器械行业有望迎来业绩拐点。

● 化学制剂：集采影响边际减弱，经营业绩平稳

2025年化学制剂细分行业营收3899.3亿元，同比微降1.8%；2022-2025年化学制剂行业营收连续四年维持在3900亿元左右；一方面是药品集采对仿制药营收带来增长压力，二是药企向创新转型，但新药上市贡献业绩增量需要较长时间培育。利润端，2025年扣非归母净利润283.7亿元，同比下降2.0%，与营收端同比增速匹配。药品市场基本实现大品种应采尽采，集采影响边际减弱，药企加大向创新研发转型，并取得积极成果。

● 零售药店：规模主动优化，坪效止跌回升

2025年零售药店行业营收1183.7亿元，同比增长1.9%（2024年增长4.9%）；扣非归母净利润37.8亿元，同比增长18.4%。全国零售药店全品类销售额增长乏力，2024Q4零售药店行业门店净新增数量迎来历史拐点，2025年关店率上升到8.1%。上市连锁药店主动放缓门店拓展速度，四大零售药店自营门店数量均同比下降，主要零售药店企业经营坪效止跌回升。

● 医院服务：营收平稳，利润端恢复性增长

2025年医院服务行业营收591.5亿元，同比基本持平，营收端在2023年高基数基础上，连续两年维持591亿元左右的规模水平；扣非归母净利润38.5亿元，同比增长18.0%（2024年下降29.7%），主要是2024年基数相对较低因素。26Q1，医院医疗服务行业延续恢复性增长，整体营收和扣非归母净利润分别同比增长1.8%和19.1%。

● 中药：行业业绩稳健，消化高基数压力

2025年中药行业总营收3351.7亿元，同比下降2.9%（2024年下降4.7%）；扣非归母净利润225.2亿元，同比下降2.2%，营收与利润端同比增速匹配性较高。26Q1，中药行业营收和扣非归母净利润继续小幅下降，分别同比下降0.6%和2.2%。2023年，中药行业受益集中采购药和冬季流感等呼吸道疾病高发，归母净利润增长28.0%；2024-2025年在高基数下，营收小幅下滑，但利润端下滑幅度高于营收端。

● **风险提示：**行业竞争加剧；医保控费、集采政策超出预期；地缘政治风险；系统风险。

目 录

1、 整体：总体平稳，创新药产业链一枝独秀	5
1.1、 整体：营收端总体平稳，利润端延续下滑	5
1.2、 全行业研发保持高强度，增速虽有回落，但明显快于营收	6
1.3、 细分行业大分化：创新药产业链一枝独秀，多数行业利润下滑	6
1.4、 市场估值：估值消化充分	8
1.5、 基金持股：创 2019 年以来历史新低	8
2、 创新药产业链：CXO 重回增长轨道，创新药丰收大年	10
2.1、 CXO：2025 年业绩重回增长轨道	10
2.2、 创新药：销售放量+海外授权 BD，创新药逐渐接近盈亏平衡线	11
3、 血制品：供需短期错配下的业绩蛰伏之年	14
4、 医疗设备：国内招采回暖+出海，2026 年业绩拐点	15
5、 化学制剂：集采影响边际减弱，经营业绩平稳	17
6、 零售药店：规模主动优化，坪效止跌回升	18
7、 医院医疗服务：营收平稳，利润端恢复性增长	21
8、 中药：行业业绩稳健，消化高基数压力	22
9、 风险提示	23

图表目录

图 1： 2021-26Q1 医药行业整体业绩及同比增速	5
图 2： 21Q1-26Q1 单季度营收及同比增速	5
图 3： 2021 年-26Q1 医药行业整体扣非净利润率变化趋势	6
图 4： 2021-2025 年医药行业研发支出及研发强度	6
图 5： 2023 年-26Q1 医药三级细分行业业绩增速一览	7
图 6： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期波动区间	8
图 7： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期估值分位数	8
图 8： 2019-2025 年全部公募基金医药持仓水平变化趋势	9
图 9： 25Q1-26Q1 基金重仓持股医药细分行业变化	9
图 10： 26Q1 相对 25Q1 基金重仓持股变化幅度	9
图 11： 23Q1-26Q1 医药行业基金重仓持股 CR20 变化	10
图 12： 2022-26Q1 CXO 行业经营业绩及同比增速	11
图 13： 2020-2025 年 CXO 主要公司订单情况一览	11
图 14： 2025 年 CXO 上市公司新签/在手订单增速一览	11
图 15： 2022 年-26Q1 科创未盈利创新药板块经营业绩及同比增速	12
图 16： 2025 年国内主要创新药企商业化品种数量	12
图 17： 2022-2025 年主要创新药企销售收入快速增长	12
图 18： 2023-2025 年国内主要创新药企创新药销售收入	13
图 19： 2020 年-26Q1 我国创新药海外授权 BD 交易统计	13
图 20： 2022 年-26Q1 血液制品行业经营业绩及同比增速	14
图 21： 2020-2025 年血制品上市公司采浆量持续增长	15
图 22： 2020-2025 年主要血液制品企业毛利率变化	15
图 23： 2022-26Q1 医疗设备行业经营业绩及同比增速	15
图 24： 2022-2025 年医疗设备行业研发支出及强度	15
图 25： 2024-2025 年医疗设备更新公开招标市场规模及同比增速	16
图 26： 2024-2025 年医疗设备更新公开招标市场规模月度趋势	16

图 27: 2021-2025 年我国医疗器械出口金额及同比	16
图 28: 2024-2025 年我国医疗器械出口结构及同比	16
图 29: 2025 年主要医疗器械公司国内外营收增速对比	17
图 30: 2025 年主要医疗器械公司海外营收占比	17
图 31: 2022-26Q1 化学制剂行业经营业绩及净利润率	17
图 32: 2022-2025 年化学制剂行业研发投入及强度	17
图 33: 2021-2025 年恒瑞医药创新药上市数量及占比	18
图 34: 2021-2025 年科伦博泰生物营收及增速	18
图 35: 2022 年-26Q1 零售药店行业经营业绩及同比增速	19
图 36: 2020-2025 年全国零售药店全品类销售规模及同比增速	19
图 37: 2021-2025 年零售药店门店数量及关店率变化	20
图 38: 2024-2025 年零售药店门店净新增数量变化	20
图 39: 2023-2025 年零售药店自营门店闭店率	20
图 40: 2018-2025 年主要上市零售药店直营门店经营坪效趋势	21
图 41: 2022-26Q1 医院医疗服务行业经营业绩及增速	22
图 42: 2022-26Q1 中药行业经营业绩及增速	22

1、整体：总体平稳，创新药产业链一枝独秀

2025 年报披露落下帷幕，我们以中信医药全指 464 家成分股为统计样本，同口径下考察医药生物上市公司近年来的经营情况。

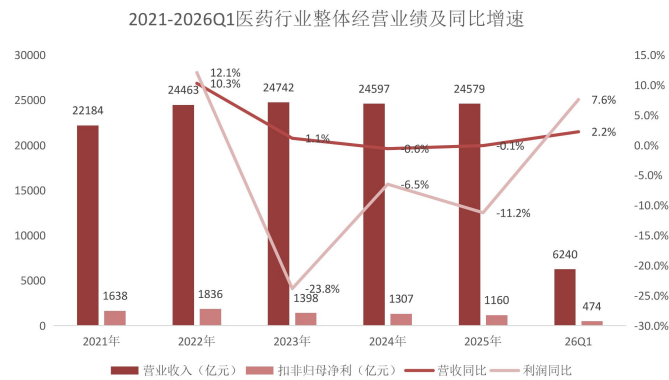
1.1、整体：营收端总体平稳，利润端延续下滑

医药行业连续三年总营收趋于稳定。2025 年，医药行业营收总额 2.46 万亿元，同比基本持平；2023-2025 年，医药行业整体营收连续三年保持基本稳定在 2.46 万亿元左右（年均波动±1%以内）。从单季度营收角度看，2025 年单季度医药营收均值在 6100 亿元左右，季节性差异较小，冬春季营收略高，符合冬春季气候原因疾病相对高发因素，25Q3-26Q1 连续 3 个季度营收同比增速回正，其中 25Q4 单季度营收 6266 亿元，同比增长 4.5%。

利润端延续下滑，压力犹存。2025 年，医药全行业扣非归母净利润 1160 亿元（2024 年 1308 亿元），同比下降 11.2%，利润端增速下滑幅度相比 2024 年有所扩大（2024 年-6.3%，2023 年-24.1%），扣非利润端已经连续三年同比下降。扣非归母净利润增速明显弱于营收端，我们认为主要有以下几个方面：一是高毛利的抗疫需求出清，包括 IVD、耗材和新冠大订单；二是持续深入推动的药械集采和 DRGs 等政策；三是医药制造企业加大研发投入，多方面原因共振，带动医药上市公司利润端增速明显弱于营收端。

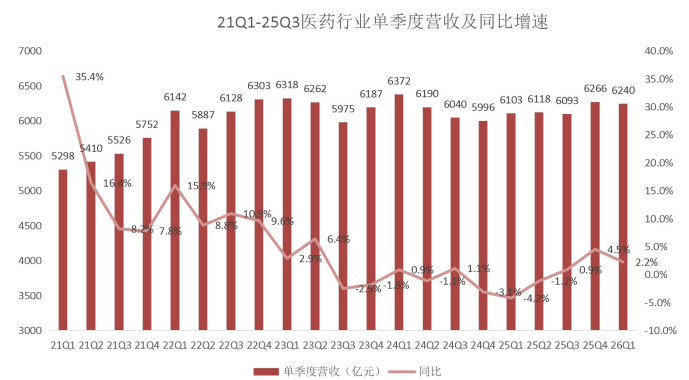
26Q1，全行业营收约 6240 亿元，环比 25Q4 基本持平，同比 25Q1 增长 2.2%；扣非归母净利润 474 亿元（25Q1 为 443 亿元），同比增长 7.6%。26Q1 医药行业整体业绩改善明显，扣非归母净利润率回升到 7.6% 较高水平（25Q1 为 7.2%）。

图 1：2021-26Q1 医药行业整体业绩及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

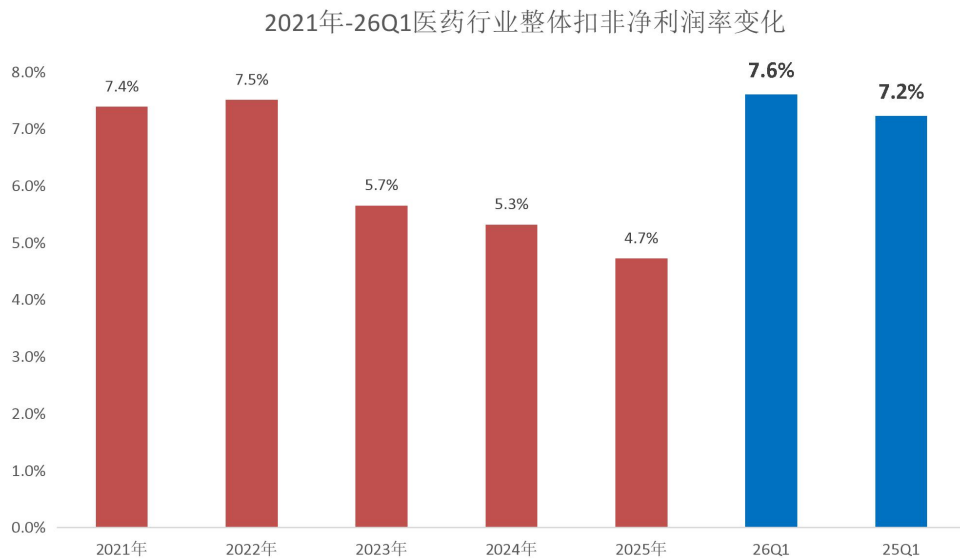
图 2：21Q1-26Q1 单季度营收及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从全年利润率来看，2021-2022 年医药行业整体利润率由于高毛利抗疫需求带动，行业利润率提升到 7.5% 左右，2023-2025 年，利润率持续回落，2025 年为 4.7% 左右，为近五年最低。26Q1 单季度净利润率为 7.6%（25Q1 为 7.2%，24Q1 为 8.1%）。

图3：2021年-26Q1医药行业整体扣非净利润率变化趋势

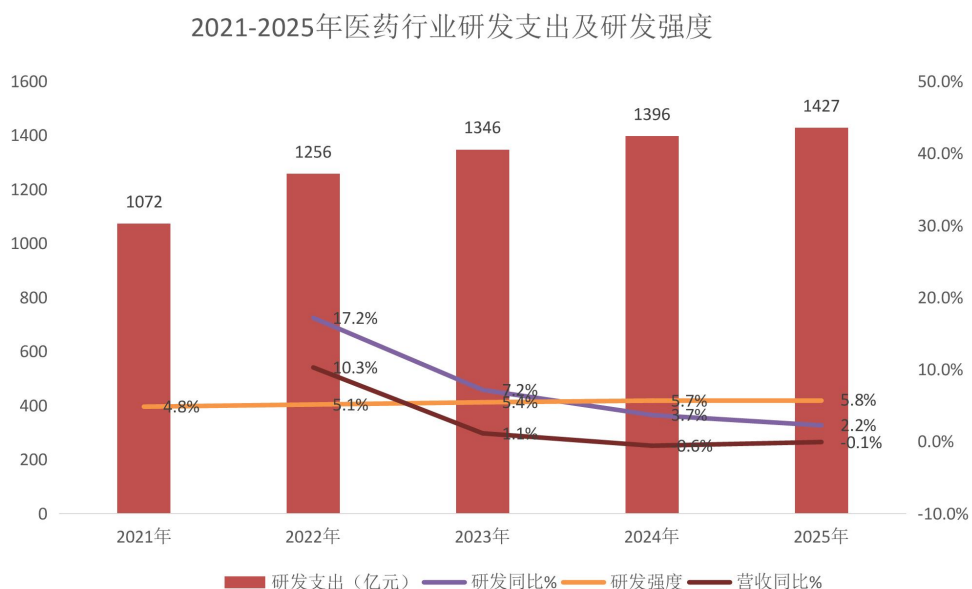


资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、全行业研发保持高强度，增速虽有回落，但明显快于营收

2020年以来，医药制造业从“重渠道轻研发”向创新研发转型明显，全行业研发支出（含费用化和资本化）增速持续快于营收增速。自2021年全行业研发支出首次突破千亿大关后（1072亿元），2025年医药行业研发支出1427亿元，同比增长2.2%，研发支出总额超过当年全行业扣非归母净利润（2025年1160亿元）。研发强度（研发支出/营业收入）从2021年的4.8%，持续上升到2025年5.8%，为近五年最高水平。

图4：2021-2025年医药行业研发支出及研发强度



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3、细分行业大分化：创新药产业链一枝独秀，多数行业利润下滑

分三级细分行业，2025年创新药产业链一枝独秀。科创板创新药细分板块受

近年来管线陆续获批上市销售放量和海外授权BD交易，2023-2024年连续两年营收保持70%以上的高速增长，2025年营收增速29.0%，26Q1营收继续保持40%左右的高增速；CXO行业持续复苏，营收端2025年增长13.1%，26Q1延续17.8%左右的双位数较快增速，利润端摆脱高毛利新冠小分子订单影响，2025年-26Q1扣非归母净利润增速分别为34.8%和61.0%，营收和利润增速均显著优于医药行业其他细分行业。创新药产业链整体业绩表现优异。

线下药店和医院服务营收相对平稳，利润端恢复。2025年线下药店和医院营收增速分别为1.9%和0.1%，但利润端分别同比增18.4%和18.0%，2024年两个行业利润端基数较低，抬升了2025年的利润表现增速。26Q1，两个行业业绩继续保持恢复趋势，扣非归母净利润同比增9.7%和19.1%。

成药（中药&化学制剂）经营业绩平稳。成药行业经历多年药品集采（仿制药11轮集采，中药4批集采）化学制剂和中药药品集采影响边际减弱，两个细分行业2025年营收和扣非归母净利润同比增速均小个位数下滑，26Q1营收和利润同比增速匹配性一致。

生物制品（血制品&疫苗）营收利润双承压。疫苗行业自2024年以来业绩下滑明显，连续两年营收同比下降45%左右，2025年扣非归母净利润甚至盈转亏。我们分析主要原因一是行业大品种如2/4/9价HPV疫苗市场需求下滑，销量和均价双下滑，主流企业智飞生物大额计提存货减值，13价肺炎等儿童疫苗受低出生率影响，销量天花板下降；二是2024年开始疾控渠道去库存，厂家放慢发货速度，多因素带动相关疫苗企业营收和利润端下滑。血制品行业受供求短期错配影响，产品价格较2024年下降，2025年营收下降0.8%，但利润端下滑28.4%，26Q1经营压力有所扩大，叠加生物制品税率改革影响，营收和利润分别同比下降13.3%和46.7%。

IVD、医疗设备/耗材和医药流通利润端双位数下降。IVD高毛利率抗疫需求红利消退，同时DRGs和检验结果互认等政策影响，2025年营收和扣非归母净利润分别同比下降13.0%和22.4%。医疗设备和医疗耗材营收虽然基本持平，但利润端均同比下降15%左右，反映设备和耗材受集采影响压力。医药流通营收表现平稳，但利润端下降14.2%。

整体上看，2025年医药细分行业中创新药产业链一枝独秀，其他行业业绩相对平淡（药店和医院低基数影响，利润表现增速相对较高），生物制品、IVD、设备/耗材等利润下滑幅度较大。26Q1，各细分行业经营有所回暖。

图5：2023年-26Q1医药三级细分行业业绩增速一览

细分行业	营收同比增速				扣非归母净利润同比增速			
	2023年	2024年	2025年	26Q1	2023年	2024年	2025年	26Q1
化学制剂	0.6%	0.8%	-1.8%	-0.2%	-13.2%	28.7%	-2.0%	3.9%
未盈利创新药	70.3%	73.6%	29.0%	39.9%	NA	NA	NA	NA
中药	5.9%	-4.7%	-2.9%	-0.6%	28.0%	-26.6%	-2.2%	-2.2%
CXO	-1.0%	-4.1%	13.1%	17.8%	-13.8%	-20.3%	34.8%	61.0%
原料药	-3.3%	8.2%	-4.2%	0.8%	-24.2%	32.0%	1.5%	-20.0%
医药流通	7.5%	0.3%	1.2%	2.1%	-1.4%	-9.7%	-14.2%	2.6%
线下药店	10.8%	4.9%	1.9%	-0.1%	-2.4%	-32.4%	18.4%	9.7%
医疗设备	10.8%	-1.1%	2.5%	5.9%	9.5%	-18.4%	-14.3%	-7.1%
医疗耗材	-4.4%	8.6%	2.1%	6.2%	-26.7%	26.4%	-16.2%	-3.4%
IVD	-60.6%	-6.8%	-13.0%	-5.3%	-89.8%	-49.5%	-22.4%	-1.1%
医院	27.5%	1.0%	0.1%	1.8%	664.7%	-29.7%	18.0%	19.1%
疫苗（剔除新	41.1%	-43.4%	-45.7%	-1.1%	141.1%	-75.5%	-613.5%	-20.6%
血制品	14.2%	4.3%	-0.8%	-13.3%	7.3%	24.7%	-28.4%	-46.7%

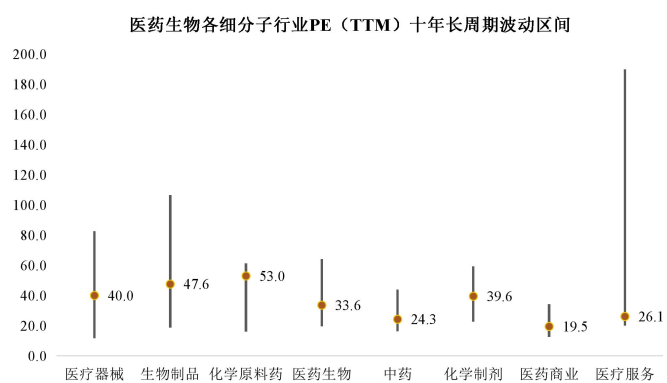
资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.4、市场估值：估值消化充分

截至2026年5月15日收盘数据，医药生物行业PE（TTM）、PB（LF）分别为33.6倍和2.6倍，估值分位分别为44%和12%。2021年周期顶点，医药生物（SW）指数PE（TTM）约61.6倍，PB（LF）5.4倍，当前估值处于十年波动区间相对合理位置，估值消化充分。

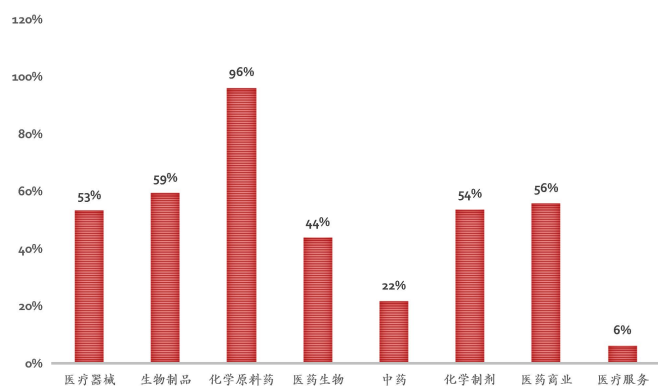
细分行业看，医疗服务PE（TTM）估值分位显著低于全行业整体，仅6%分位水平，化学制剂、原料药、生物制品、医药商业与医疗器械分位在40%-55%间，中药在22%左右，具体细分估值分位如下图所示。

图6：医药细分行业PE（TTM）十年周期波动区间



资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：红点为当前PE（TTM），褐色线条为十年PE波动区间

图7：医药细分行业PE（TTM）十年周期估值分位数

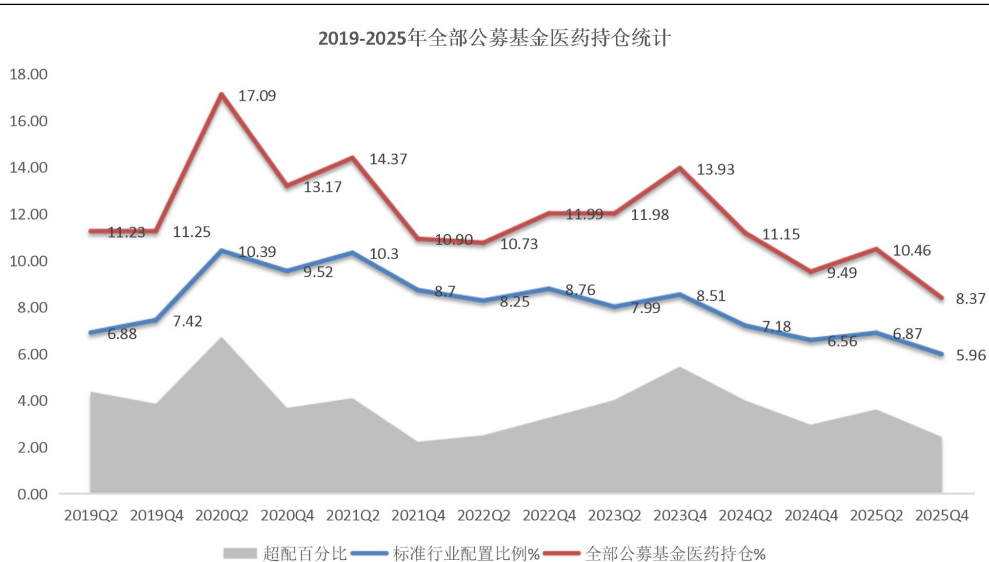


资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、基金持股：创2019年以来历史新低

持股宏观：全部公募基金持仓医药比例创出七年历史新低。截止2025年底，内地全部公募基金医药持仓比例为8.37%，与2020Q2高位相比（17.09%），大幅下滑8.7pct，全部公募基金持仓医药比例已经创出七年新低水平，如果剔除医药主题基金和被动ETF基金，非医药主动管理基金持仓医药比例更低。

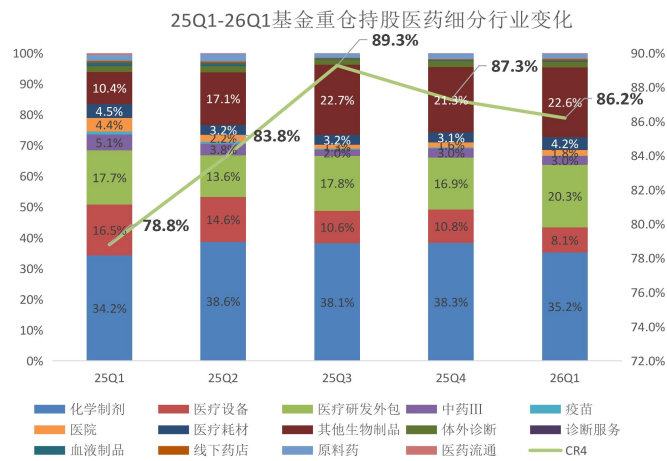
图 8： 2019-2025 年全部公募基金医药持仓水平变化趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

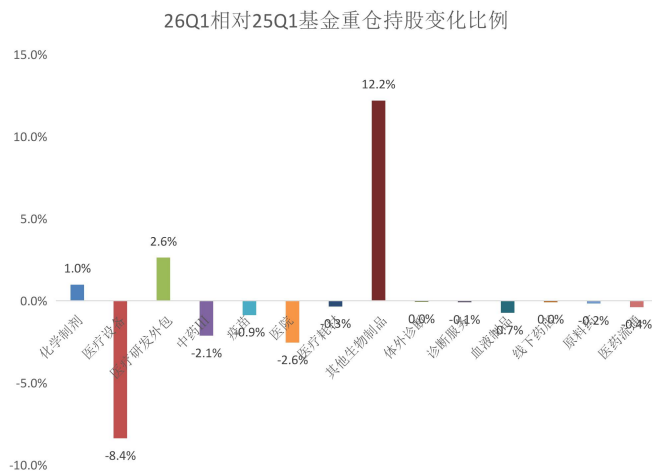
持股中观：基金重仓持股医药细分行业集中在化学制剂、医疗设备、CXO 和其他生物制品（主要是创新药）。截至 26Q1 季度末，化学制剂、其他生物制品和 CXO 为基金前三大持仓细分行业，分别占基金医药持仓的 35.2%、22.6%和 20.3%。相比 25Q1，其他生物制品（主要是创新药）、化学制剂和 CXO 持仓占比提升，尤其是其他生物制品持仓同比提升较大，大幅提升约 12.2pct，基金对设备、医院服务、疫苗和中药减持明显。

图 9： 25Q1-26Q1 基金重仓持股医药细分行业变化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 10： 26Q1 相对 25Q1 基金重仓持股变化幅度



资料来源：Wind，诚通证券研究所

持股微观：基金重仓持股 CR20 更加集中到创新药产业链。从近三年基金重仓持股 CR20 变化来看，生物制品（疫苗&血液制品）、连锁医院、IVD 和中药明显基本全部退出基金医药持仓 CR20；而对创新药产业链增持明显，创新药企重仓持股 CR20 从无到有，2026Q1 已经占据 13 席（含新兴创新药企和“仿转创”的传统药企），CXO 占 4 席，创新药产业链（创新药企+CXO）累计占 17 席；其余 3 席为医疗器械（设备&耗材）。基金持股医药各细分行业从以前各行业相对均衡，到更加集中到创新药产业链（创新药和 CXO），包括对港股上市创新药企信达生物、科伦博泰和康方生物的持股比例稳中有升。

图 11： 23Q1-26Q1 医药行业基金重仓持股 CR20 变化

重仓持股CR20	所属行业	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	趋势
药明康德	CXO	1	3	1	3	3	3	3	3	2	2	1	2	1	→
泰格医药	CXO	5	12	8	13	9	7	5	6	9	12		14	17	↓
药明生物	CXO	13	16	5	8					15		12	12	19	↓
凯莱英	CXO	15	17	7	19										↓
康龙化成	CXO	16		14	15			9	11	10		17	15	18	↓
九州药业	CXO	20													↓
金城医学	IVD	10	10	13	10	13									全部退出
新产业	IVD				11	15	13	14	13						全部退出
百济神州	创新药					19	18	10	12	5	7	8	8	8	→
百利天恒-U	创新药						19	15	15	16	10	10	11	12	→
泽璟制药-U	创新药							17	17	8	9	18	19		↓
信达生物	创新药								14	12	4	3	3	3	↑
科伦博泰生物	创新药									14	13	9	9	7	↑
康方生物	创新药									20	11	5	5	4	↑
三生制药	创新药										8	6	7	10	↑
荣昌生物	创新药											20		16	↑
恒瑞医药	化学制剂	4	2	3	2	1	2	1	2	1	1	2	1	2	→
华东医药	化学制剂	11	15	20											→
人福医药	化学制剂	14	13	15	12	18		19	10	18					→
科伦药业	化学制剂		20		16	7	5	7	7	7		14	17	14	→
新诺威	化学制剂										16				→
信立泰	化学制剂										15	16	20	9	转型创新的传统药企
海思科	化学制剂										19	19	13	13	转型创新的传统药企
石药集团	化学制剂										20	13	10	6	转型创新的传统药企
中国生物制药	化学制剂											15	16	20	转型创新的传统药企
瀚森制药	化学制剂												18		转型创新的传统药企
爱尔眼科	连锁医院	3	4	4	5	4	6	4	5	6	18				全部退出
通策医疗	连锁医院	19													全部退出
奥平健康	连锁医院		18	19											全部退出
长春高新	生物制品	9	9	9	7	12									全部退出
上海莱士	生物制品						16	20	20						全部退出
天坛生物	生物制品						17								全部退出
爱美客	医疗美容	6	7	11	18	11									全部退出
迈瑞医疗	医疗器械	2	1	2	1	2	1	2	1	3	3	4	4	5	↓
惠泰医疗	医疗器械		19	18	14	8	8	8	8	11	14	19			↓
联影医疗	医疗器械				6	5	4	6	4	4	5	7	6	11	↓
鱼跃医疗	医疗器械					16	10	13	18						↓
爱博医疗	医疗器械							18	19						↓
英科医疗	医疗耗材													15	↓
智飞生物	疫苗	7	6	6	4	6	15	16							↓
沃森生物	疫苗	17													↓
同仁堂	中药	8	5	10	9	20	20								全部退出
片仔癀	中药	12	8	12	17	14	14	15							全部退出
太极集团	中药	18	14	17	20										全部退出
华润三九	中药		11	16				11	12	16					全部退出
东阿阿胶	中药					10	9	11	9	13					↓

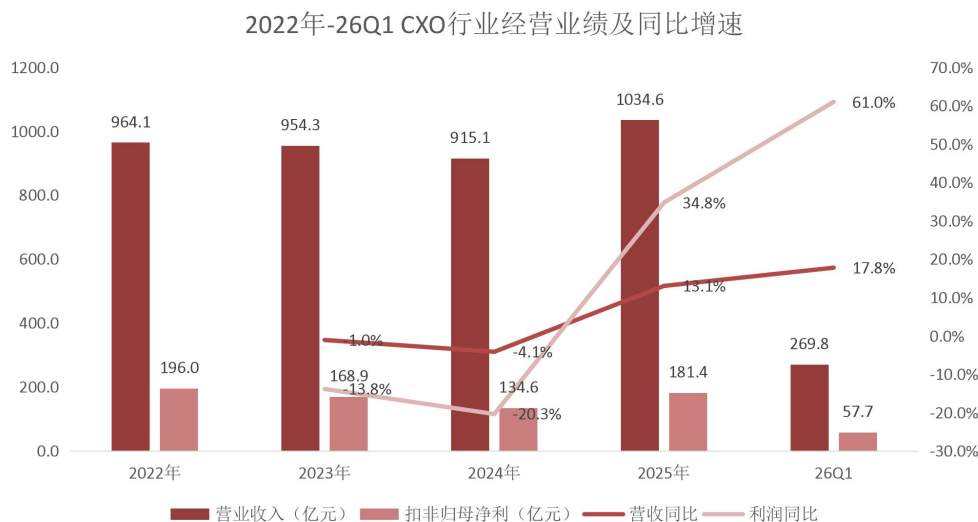
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、 创新药产业链：CXO 重回增长轨道，创新药丰收大年

2.1、 CXO：2025 年业绩重回增长轨道

2025 年，CXO 行业业绩重回增长轨道。医药外包服务 CRO/CMO 细分板块，主要有药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、药石科技、凯莱英和博腾药业等 28 家上市公司。2023-2024 年，高毛利新冠小分子大订单红利逐渐消退，CXO 板块营收缓慢下滑，但利润端下滑显著快于营收端，2023 年扣非归母净利润下滑 13.8%，2024 年下滑 20.3%。2025 年，CXO 行业业绩重回增长轨道，全年营收增长 13.1%，扣非归母净利润大增 34.8%。26Q1 加速增长，营收和扣非归母净利润分别同比增 17.8%和 61.0%。CXO 行业为 2025 年和 26Q1 医药细分行业利润增速最快的细分行业。

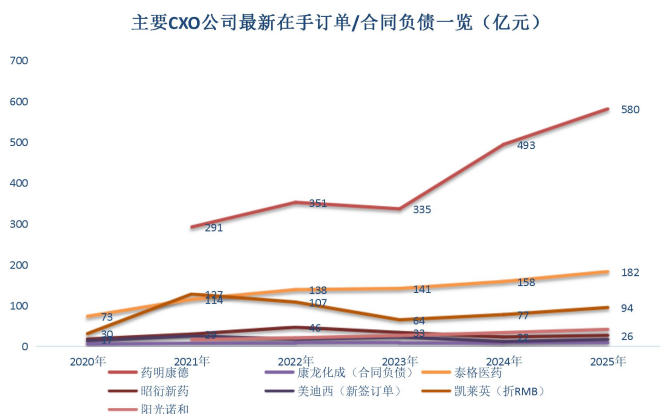
图 12： 2022-26Q1 CXO 行业经营业绩及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

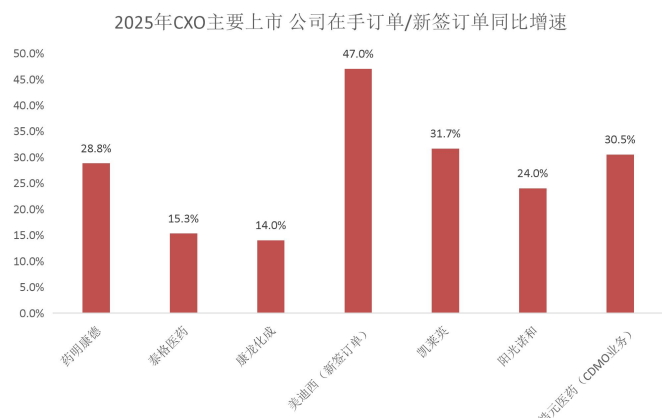
CXO 行业头部公司在手订单充裕，奠定 2026 年业绩增长基础。2025 年，CXO 行业上市公司新签/在手订单金额实现加速增长，为 2026 年业绩增长奠定坚实基础。2025 年末，药明康德持续经营业务在手订单人民币 580.0 亿元，同比增长 28.8%。康龙化成新签订单金额同比增长超过 14%，公司预计 2026 年全年收入将同比增长 12%-18%。泰格医药净新签订单金额为人民币 101.6 亿元 (+20.7%)，累计待执行合同金额 182.0 亿元 (+15.3%)，订单需求同比 2024 年加速增长。美迪西新签订单金额 16.1 亿元，同比增长 47.0%，其中境外新签订单金额同比增长近 60%。凯莱英在手订单总额 13.85 亿美元 (2024 年 10.52 亿美元)，同比增长 31.6%。阳光诺和新签订单 20.2 亿元 (2024 年为 17.8 亿元)，我们测算累计在手订单接近 41 亿元，同比增长 24%；皓元医药 CDMO 业务在手订单 6.7 亿元，同比增长 30.5%。

图 13： 2020-2025 年 CXO 主要公司订单情况一览



资料来源：各公司 2020-2025 年报，诚通证券研究所

图 14： 2025 年 CXO 上市公司新签/在手订单增速一览



资料来源：各公司 2025 年报，诚通证券研究所

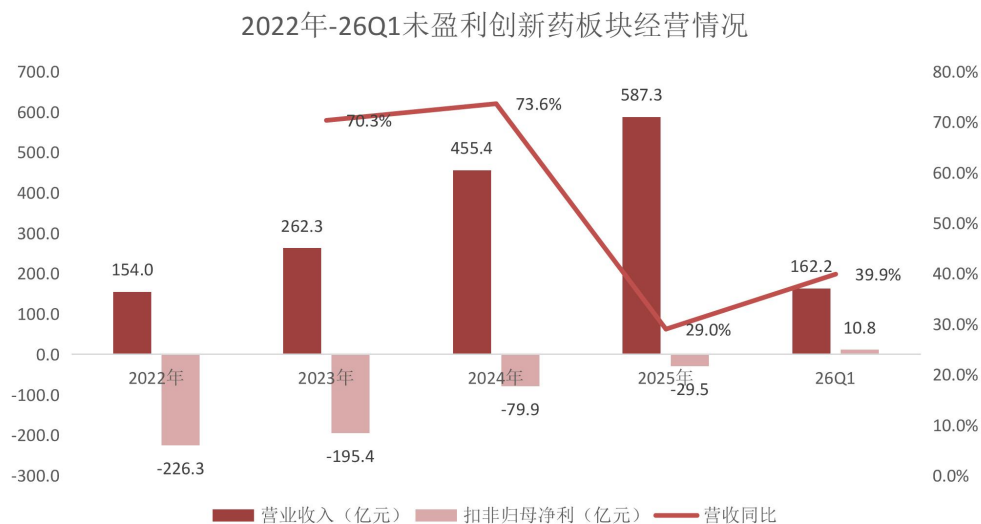
2.2、 创新药：销售放量+海外授权 BD，创新药逐渐接近盈亏平衡线

创新药板块是医药行业营收最具成长性的细分行业。科创未盈利创新药板块包括百济神州-U、君实生物-U 和诺诚健华等共 17 家科创板上市创新药企业。受近年来创新药管线陆续获批上市销售放量和海外授权 BD 交易，创新药板块 2023-2024

年营收增速分别为 70.3%和 73.6%，连续两年营收保持 70%以上的高速增长。2025 年，创新药板块 17 家上市公司营收总额 587.3 亿元，同比增长 29.0%；利润端亏损持续收窄，从 2022 年亏损 226.3 亿元，持续收窄到 2025 年亏损 29.5 亿元左右，部分创新药企业已经实现药品销售端盈利闭环，如艾力斯、神州细胞和百济神州。

创新药公司是研发主力军，保持极高的研发投入，2025 年全板块研发投入 269.3 亿元（2024 年 247.2 亿元），占当期营收比例 45.85%（2024 年 54.2%）。随着营收规模的成长，研发在总营收中占比逐年回落，推动创新药企实现盈亏平衡。

图 15： 2022 年-26Q1 科创未盈利创新药板块经营业绩及同比增速

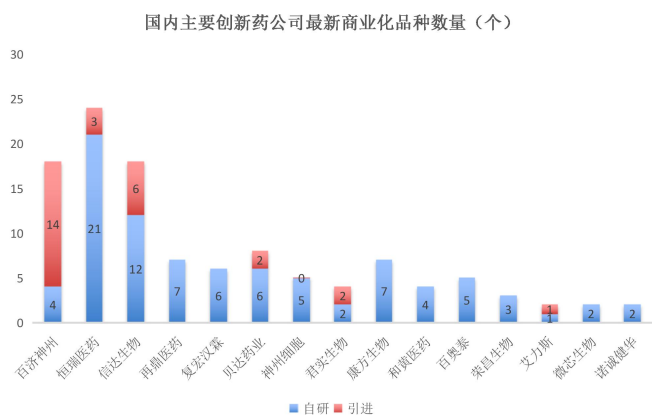


资料来源：Wind，诚通证券研究所

主要创新药企业获批上市管线不断丰富，产品销售+海外授权 BD，助推营收快速增长。截至 2025 年末，恒瑞医药、信达生物和百济神州自研+引进商业化的创新药数分别为 24 款、18 款和 18 款，贝达药业 8 款，神州细胞 5 款，君实生物 4 款，商业化管线不断丰富奠定了销售增长的基础。

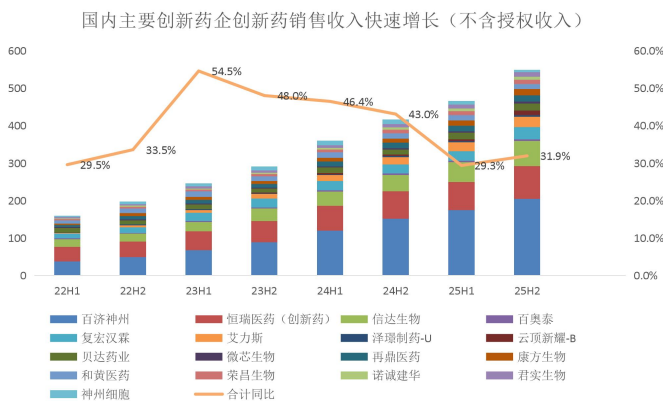
国内主要创新药企创新药产品销售收入（不含授权收入）持续快速放量，2023 年产品销售收入同比增速约 51%，2024 年约 44%，2025 年约为 31%；行业龙头百济神州 2025 年药品销售收入达到 377.6 亿元（不含授权收入），为国内创新药销售规模最大的创新药企。

图 16： 2025 年国内主要创新药企商业化品种数量



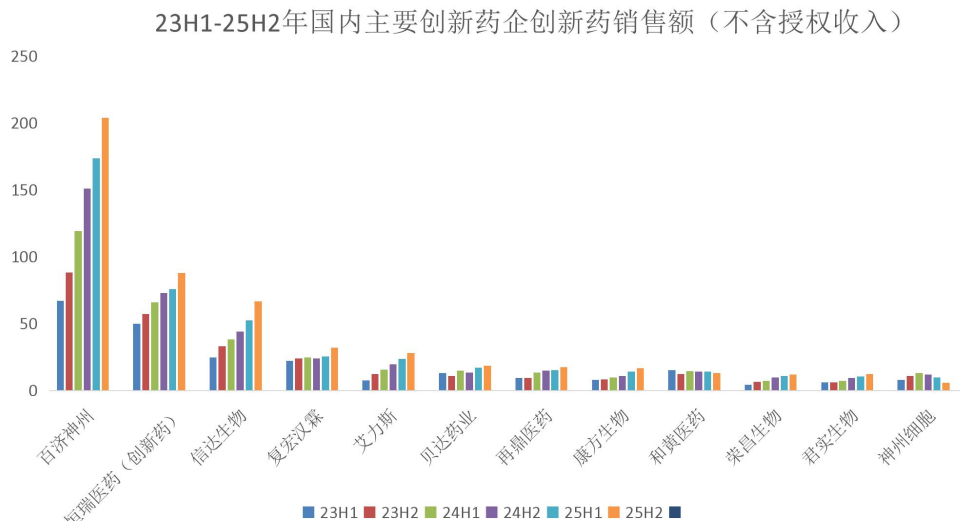
资料来源：各公司 2025 年报，诚通证券研究所

图 17： 2022-2025 年主要创新药企销售收入快速增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 18： 2023-2025 年国内主要创新药企创新药销售收入

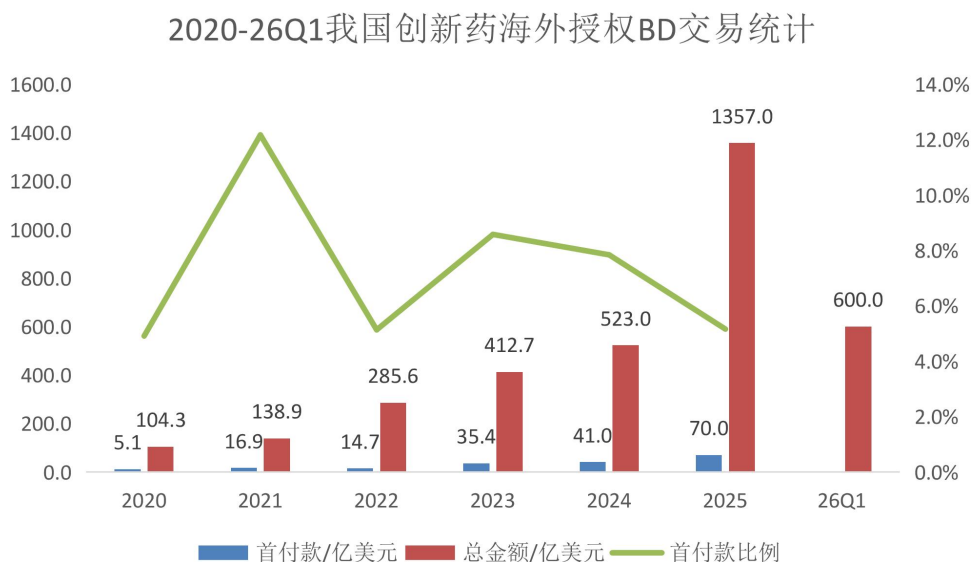


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2025 年为创新药海外授权 BD 大年。据医药魔方统计数据，我国创新药海外授权 BD 交易总金额达到 1357 亿美元(2024 年为 523 亿美元)，同比大幅增长 150%，首付款约 70 亿美元；2026Q1，我国创新药海外授权 BD 交易继续大幅增长，总金额已突破 600 亿美元，已经接近 2025 年全年总金额一半。**国产创新药已从偶发性出海转变为系统性趋势**，年初至今国产创新药 BD 项目数和披露金额的全球占比分别达 20%和 75%，在全球医药 BD 市场中已经占据重要地位。

国产创新药受海外授权 BD 交易管线价值重估+商业化销售放量双发驱动，我们继续看好全年创新药细分行业表现。

图 19： 2020 年-26Q1 我国创新药海外授权 BD 交易统计



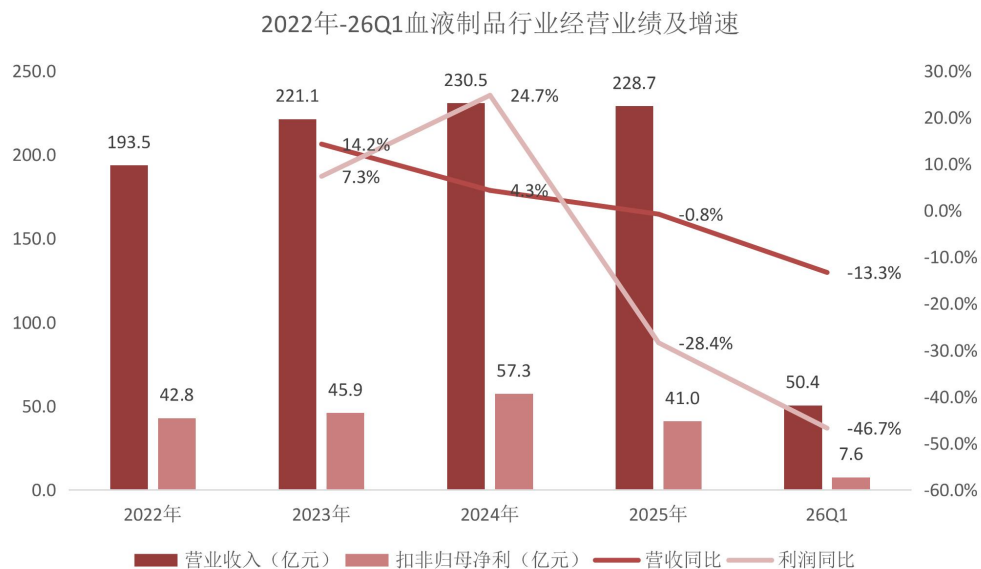
资料来源：医药魔方、国家药监局、诚通证券研究所

3、血制品：供需短期错配下的业绩蛰伏之年

血制品板块包括天坛生物、华兰生物、上海莱士、派林生物、博雅生物和卫光生物共6家上市公司。2025年，血制品行业营收228.7亿元（剔除华兰生物疫苗收入，下同），同比基本持平（微降0.8%），2023-2024年的营收增速分别为14.2%和4.3%；利润端为41.0亿元，同比大幅下降28.4%（2024年+24.7%）。血液制品行业扣非归母净利润增速显著弱于营收端，主要是疫情后2023-2024年全行业上游采浆超常规增长，分别同比增长18.6%和10.9%，带动下游血制品企业投浆规模快速扩大，血制品价格从2024年下半年以来持续下降，主要血制品公司2025年毛利率下降明显。

26Q1血制品行业经营压力增大，营收下降13.3%，扣非归母净利润下降46.7%，血制品企业采浆/投浆端高增速，带来下游血制品供需短期错配，血制品企业经营继续承压。我们认为未来全行业采浆增速维持10%以上高增速不可持续，2025年全行业采浆增速已经大幅回落到4.5%左右，而终端血制品需求年增6-8%，上游采浆增速降档和终端血制品产品需求稳定，将熨平短期供给过剩小周期。

图 20：2022 年-26Q1 血液制品行业经营业绩及同比增速

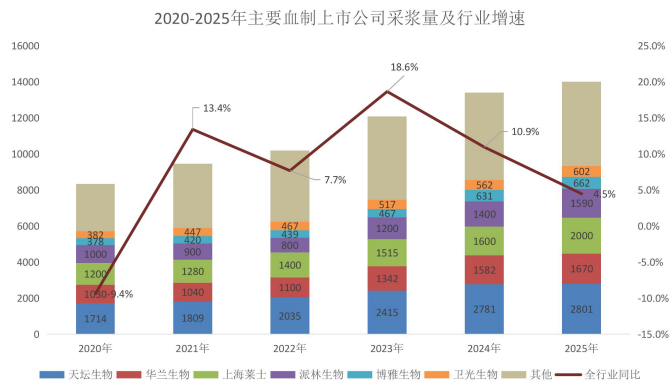


资料来源：Wind，诚通证券研究所

上游采浆增速回落到5%左右。2025年，我国在营单采血浆站数量350余家，全行业采浆量约14000吨，同比增长4.5%（2023年-2024年分别同比增18.6%和10.9%），其中天坛生物、泰邦生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、远大蜀阳的采浆量合计占据国内血浆采集量80%以上，行业已形成寡头垄断格局。2025年，天坛生物采浆2801吨，约占全行业总采浆量20%；华兰生物、上海莱士和派林生物采浆量在1500-2000吨，博雅生物和卫光生物采浆量分别为662吨和602吨。六家上市血制品公司合计采浆量9325吨，占全行业的66.6%左右（2024年63.8%）。

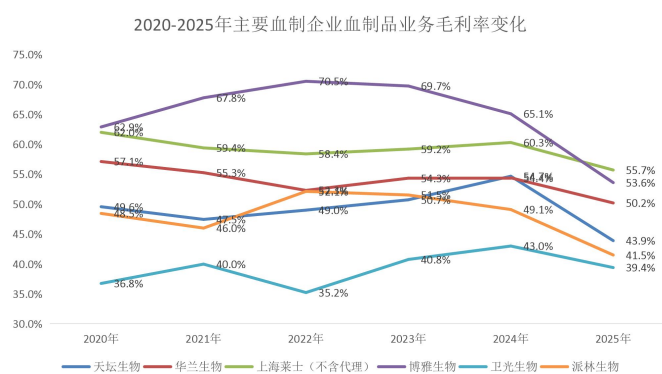
2025年血制品价格同比下滑，各血制品企业毛利率均同比下降明显。分公司看，上海莱士、博雅生物和华兰生物毛利率相对较高，维持在50%以上，天坛生物、卫光生物和派林生物毛利率在40%左右。

图 21： 2020-2025 年血制品上市公司采浆量持续增长



资料来源：各公司 2020-2025 年报，诚通证券研究所

图 22： 2020-2025 年主要血液制品企业毛利率变化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

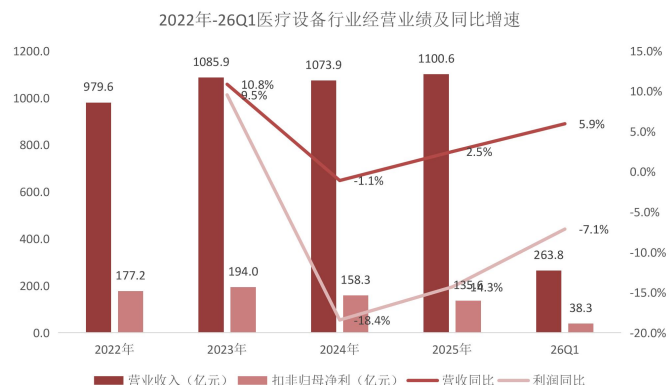
4、 医疗设备：国内招采回暖+出海，2026 年业绩拐点

医疗设备板块包括迈瑞医疗、联影医疗、鱼跃医疗和新华医疗等共 34 家上市公司。2025 年，医疗设备行业营收 1100.6 亿元，同比增长 2.5%（2024 年下降 1.1%）；扣非归母净利润为 135.6 亿元，同比下降 14.3%（2024 年下降 18.4%）。

2022-2023 年，设备板块营收保持双位数较快增长，增速分别为 14.5%和 10.8%，2024-2025 年营收增速下降明显，主要是受医疗反腐和等待“两新”、财政贴息等政策落地影响，医疗机构设备招采节奏放缓并延后；利润端连续两年同比增速双位数下滑，主要是设备集采价格下降带动，同时叠加研发支出增速高于营收，研发营收比维持相对高位，费用端为利润增速带来一定压力。

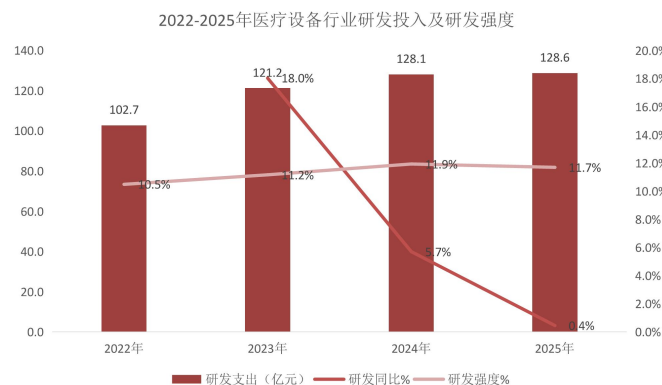
研发支出方面，近年来医疗设备行业研发投入明显加强，增速均快于同期营收增速。2025 年全行业研发支出累计 128.6 亿元，基本与 2024 年持平，2023-2024 年研发支出增速分别为 18.0%和 5.7%，均显著快于同期营收增速。全行业研发强度（研发支出/营业收入）从 2021 年的 9.7%，持续提升到 2024 年的 11.9%，2025 年为 11.7%。其中，2025 年行业龙头公司迈瑞医疗和联影医疗研发支出分别为 39.3 亿元和 26.2 亿元，研发强度分别为 11.8%和 19.0%。

图 23： 2022-26Q1 医疗设备行业经营业绩及同比增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 24： 2022-2025 年医疗设备行业研发投入及强度

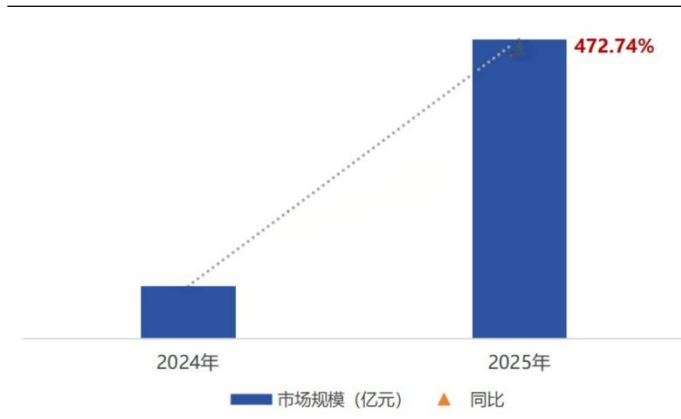


资料来源：Wind，诚通证券研究所

国内招标确定性回暖+器械出海复苏共振，2026 年迎来业绩拐点。据众成数科统计数据，全国医疗领域设备更新从 2024 年 11 月开始持续快速放量，医疗机构设备招采节奏加速，各省市的设备更新招标采购也在如火如荼地推进中，尤其是 2025Q4 创近两年新高。2025 年，我国医疗设备更新公开招标市场规模同比增长

472.7%。企业从投标、中标到最终确认收入时间拉长，中标市场规模情况约滞后6-9个月反映到企业端营收，因此医疗器械中标市场规模情况是医疗器械企业未来业绩相对灵敏的前端指标。随着国内设备招采节奏明显加速，预计医疗设备板块国内业务2026年将迎来业绩拐点。

图 25： 2024-2025 年医疗设备更新公开招标市场规模及同比增速



资料来源：众成数科、诚通证券研究所

图 26： 2024-2025 年医疗设备更新公开招标市场规模月度趋势

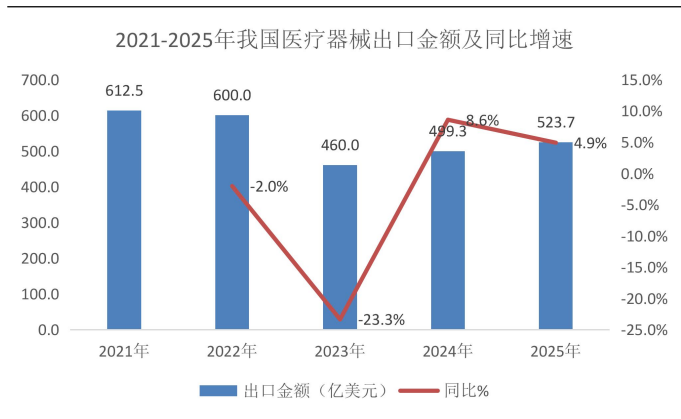


资料来源：众成数科、诚通证券研究所

医疗器械出海从调整到复苏。从近五年数据来看，我国医疗器械出口经历了从调整到复苏的过程，我国医疗器械出海展现出较强的韧性与活力。根据国家海关总署和智械云数据统计，2023年我国医疗器械出口460亿美元（2022年全年600亿美元），同比大幅下降23.3%；从2024年开始我国医疗器械扭转出口下滑趋势，全年出口总金额499.3亿美元，同比增长8.6%；2025年出口总额达523.7亿美元，同比增长4.9%，延续增长态势。

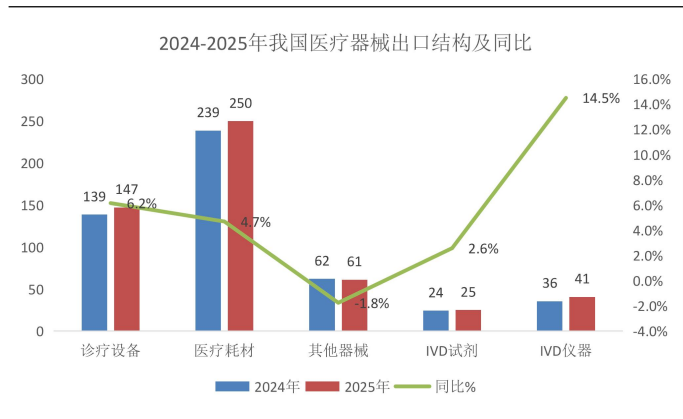
分品类结构看，医疗耗材和诊疗设备依然是主要出口品类，IVD类产品出口增速较快。2025年，医疗耗材和诊疗设备分别出口250亿美元和147亿美元，分别占比47.7%和28%，IVD仪器出口增速最快，2025年同比增长14.5%。

图 27： 2021-2025 年我国医疗器械出口金额及同比



资料来源：海关总署、智械云、诚通证券研究所

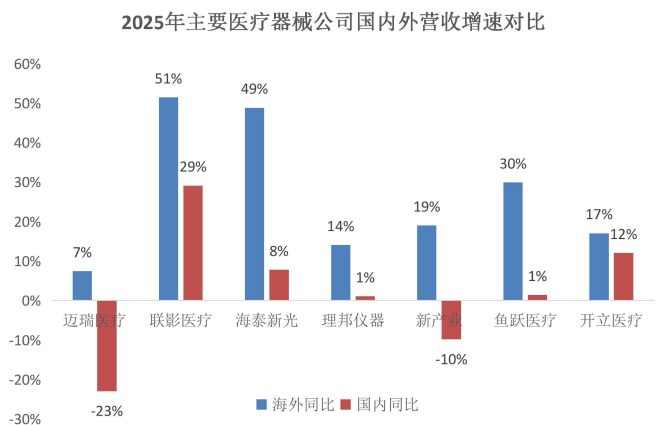
图 28： 2024-2025 年我国医疗器械出口结构及同比



资料来源：海关总署、智械云、诚通证券研究所

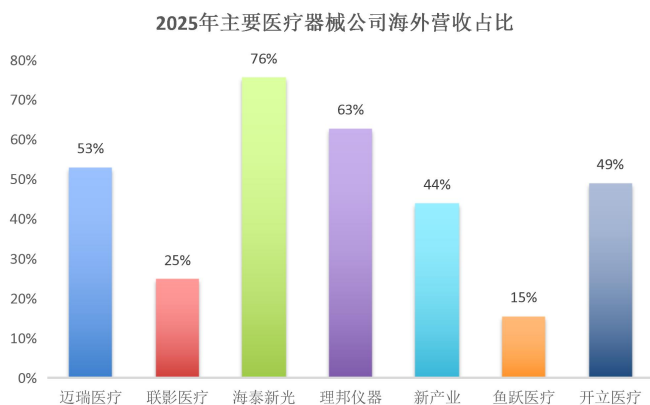
2025年，医疗器械上市公司国际营收保持较快增速。2025年，医疗器械行业国内营收普遍增速较低，甚至负增长，海外营收增速普遍高于国内营收。迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光 and 理邦仪器海外收入占比较高，在国内业务同比负增长环境下，海外业务依然保持较快增速，有效阻滞了2025年国内营收增速下滑带来的整体营收增速下降的趋势。

图 29： 2025 年主要医疗器械公司国内外营收增速对比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 30： 2025 年主要医疗器械公司海外营收占比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

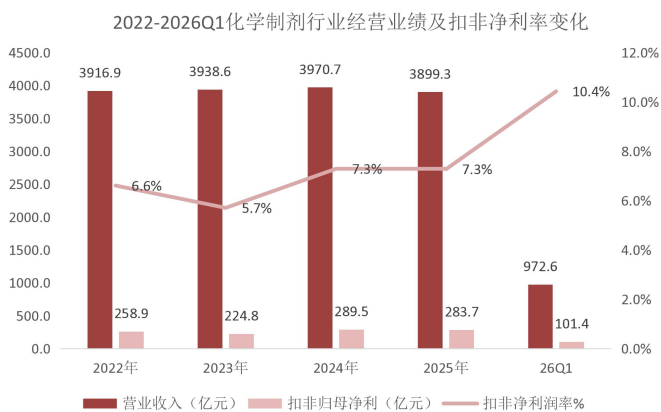
5、 化学制剂：集采影响边际减弱，经营业绩平稳

化学制剂是医药行业最大的细分板块，包括恒瑞医药、复星医药、科伦药业、人福医药、丽珠集团、恩华药业、华东医药和华海药业等共 94 家上市公司。

2025 年化学制剂细分行业营收 3899.3 亿元，同比微降 1.8%；2022-2025 年化学制剂行业营收连续四年维持在 3900 亿元左右，一方面是药品集采对仿制药营收带来增长压力，二是药企向创新转型，但新药上市贡献业绩增量需要较长时间培育。利润端，2025 年扣非归母净利润 283.7 亿元，同比下降 2.0%，与营收端同比增速匹配。2024-2025 年化学制剂扣非归母净利率维持在 7.3%左右水平，26Q1 扣非归母净利润净利率提升到 10.4%（25Q1 为 10.0%）。

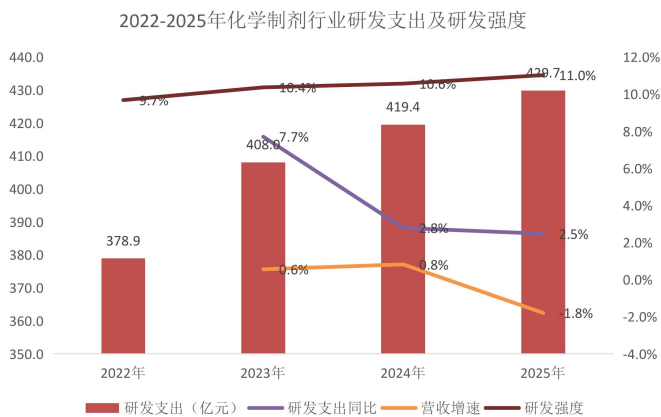
研发支出方面，近年来化学制剂行业积极向创新转型，研发投入增速均快于同期营收增速。2025 年全行业研发支出累计 429.7 亿元，同比增长 2.5%（2025 年化学制剂全行业营收下降 1.8%），2023-2024 年，研发支出同比增速分别为 7.7%和 2.8%，均显著快于同期营收增速。全行业研发强度（研发支出/营业收入）从 2022 年的 9.7%，持续提升到 2025 年的 11.0%。

图 31： 2022-26Q1 化学制剂行业经营业绩及净利润率



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图 32： 2022-2025 年化学制剂行业研发投入及强度

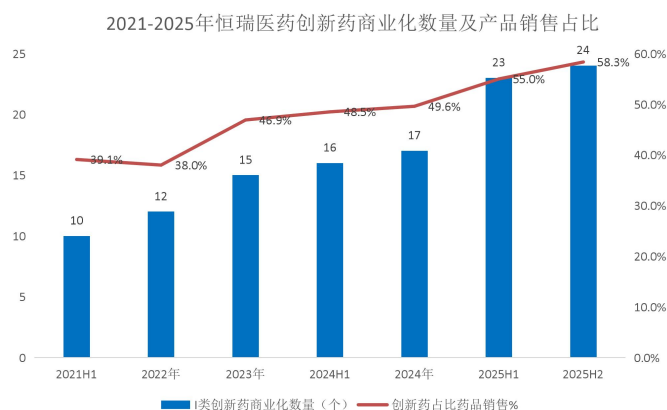


资料来源：Wind，诚通证券研究所

大品种应采尽采，集采影响边际减弱。化学制剂板块是受药品集采影响较大的细分行业，截至目前，药品国采已经经历11轮。我国自2018年底首次“4+7”城市试点集采以来，历时七年时间，我国共开展11轮全国范围药品集采，中标品种共涉及435种通用名品种，其中集采注射剂品种约172个，占比约40%，在历次集采中的占比不断提升；相对集采前各品种最高申报价格，前九轮整体中标价格平均降幅约为54%，最新第十轮降价幅度有所扩大，达到73%左右，创历史轮次新高。从2020年以来，省际联盟集团采购广泛化发展，大多数省份集采品种超过450个，接近提前完成“十四五”全民医保规划中提出的“2025年500个”集采目标。我国药品市场基本实现大品种应采尽采，集采影响边际减弱。

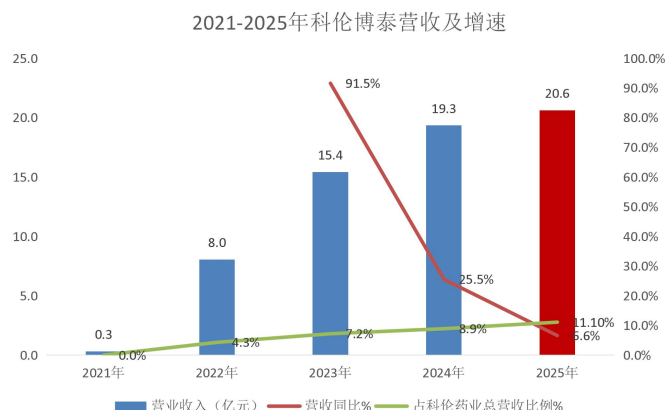
药企积极向创新转型。以恒瑞医药、科伦药业为代表的传统制药企业，积极向创新转型发展，并取得积极成果。截至2025年末，恒瑞医药已在国内获批上市24款新分子实体药物（1类创新药）、5款其他创新药（2类新药），2025年创新药销售收入163.4亿元（不含授权收入），同比增长26.1%（2024年增长30.9%），占药品销售收入的比重提升到58.3%。科伦药业创新药子公司科伦博泰生物是国内开发抗体偶联药物（ADC）的先行者之一，在ADC研发方面积累了超过十年的经验。2022年12月，与默沙东签署七个在研ADC项目的海外授权交易，首付款1.75亿美元，首付款、里程碑付款合计不超过93亿美元，成为近年来国内创新药最大金额海外授权BD交易之一；2025年科伦博泰营收20.6亿元，在科伦药业总营收中的占比提升到11.0%。

图 33： 2021-2025 年恒瑞医药创新药上市数量及占比



资料来源：恒瑞医药 2021-2025 年报，诚通证券研究所

图 34： 2021-2025 年科伦博泰生物营收及增速

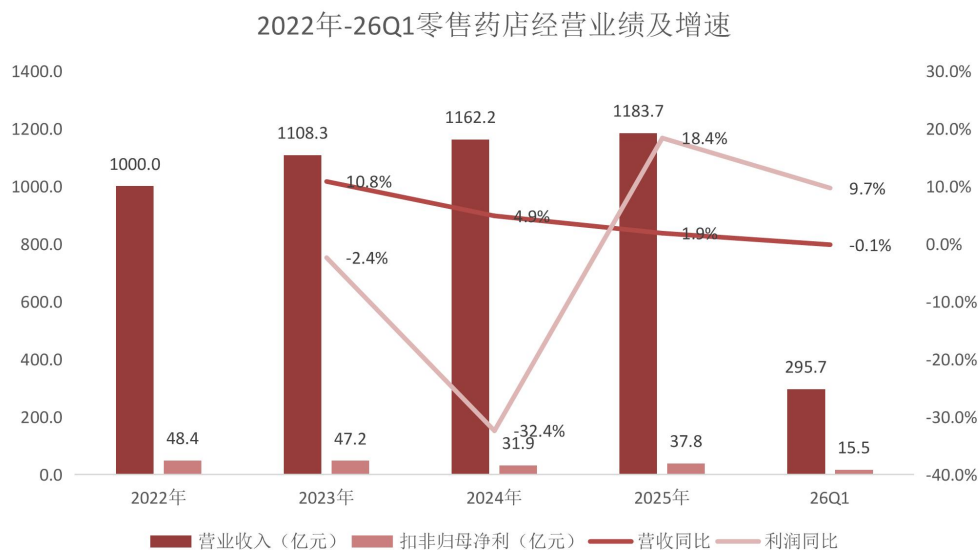


资料来源：科伦博泰 2021-2025 年报，诚通证券研究所

6、零售药店：规模主动优化，坪效止跌回升

零售药店行业包括益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳和漱玉平民等8家上市公司。2025年零售药店行业营收1183.7亿元，同比增长1.9%（2024年增长4.9%）；扣非归母净利润37.8亿元，同比增长18.4%。2025年零售药店行业营收平稳增长，利润端同比双位数增速，主要是2024年利润端基数较低影响。26Q1，零售药店行业整体营收与上年同比基本持平，利润端同比增长9.7%，继续改善。

图 35： 2022 年-26Q1 零售药店行业经营业绩及同比增速

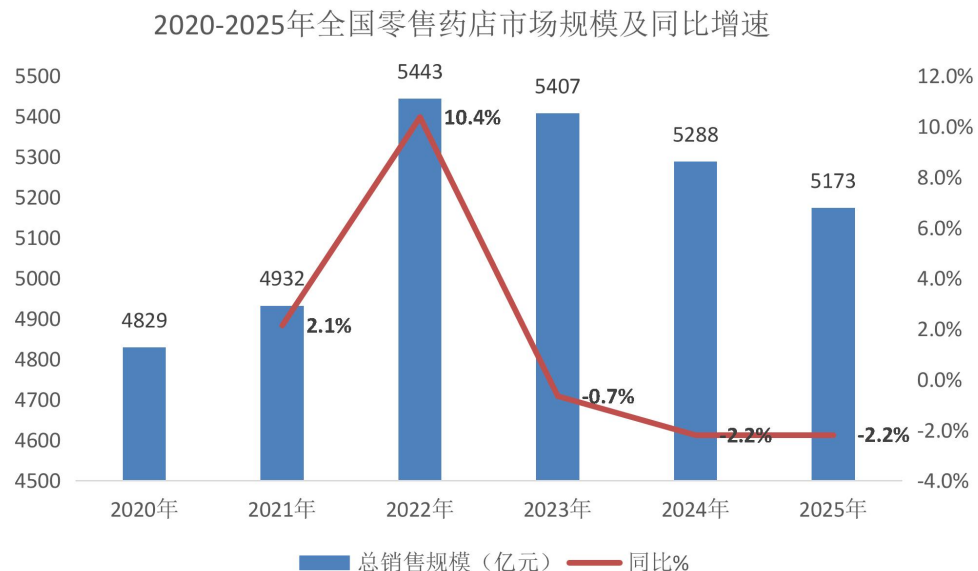


资料来源：Wind，诚通证券研究所

全国零售药店全品类销售额增长乏力，2024Q4 零售药店行业门店净新增数量迎来历史拐点。根据中康 CMH 统计数据，自 2023 年开始，全国零售药店全品类销售额逐年小幅下降，2025 年为 5173 亿元，同比下滑 2.2%。

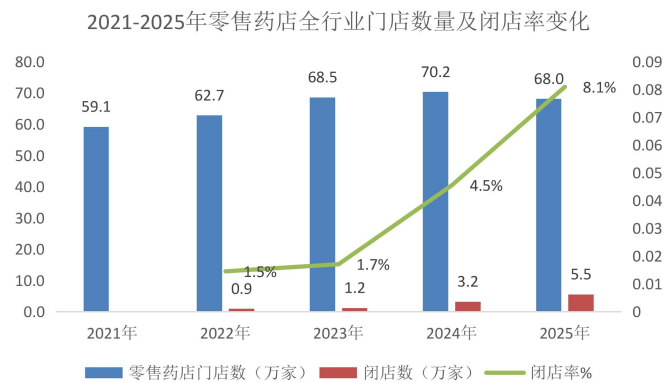
经营压力下，从 2024Q4 开始，零售药店全行业门店净新增数量迎来拐点，24Q4 净关店 3395 家；2025Q1-Q4 各季度门店净减少数量均超过 3000 家，关店规模呈逐季波动扩大趋势，全年净关店达 21925 家，截至 2025 年末全行业门店数量下降到 68 万家左右，同比下降 3.1%。

图 36： 2020-2025 年全国零售药店全品类销售规模及同比增速



资料来源：中康 MHC，诚通证券研究所

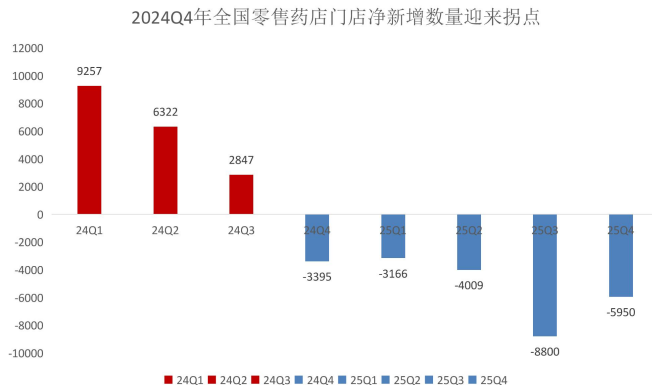
图 37： 2021-2025 年零售药店门店数量及关店率变化



资料来源：中康 CMH，诚通证券研究所

备注：关店率=闭店数/年末门店总数（含加盟）

图 38： 2024-2025 年零售药店门店净新增数量变化

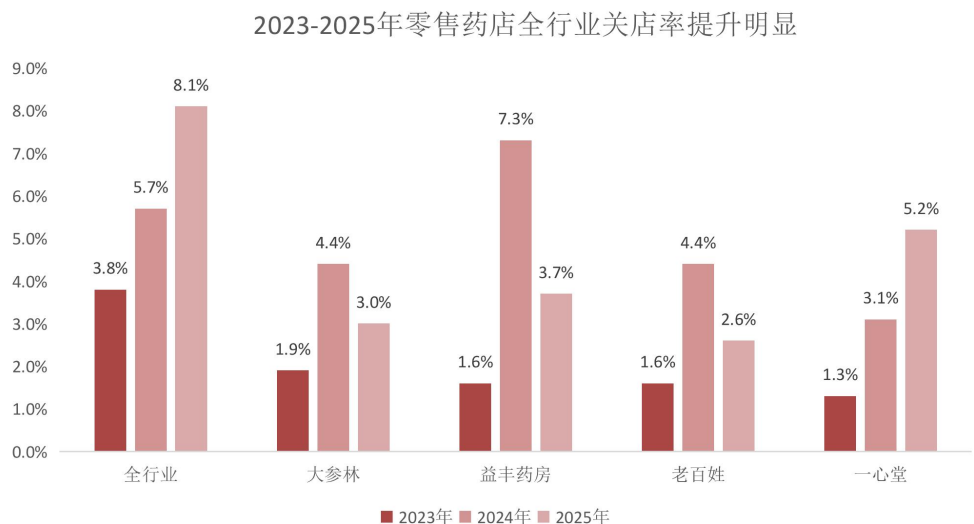


资料来源：中康 CMH，诚通证券研究所

上市连锁药店主动放缓门店拓展速度。据中康 MHC 统计数据，2025 年全年预计关闭零售药店约 5.5 万家，闭店率达 8.1%，较 2023 年的 3.8% 显著上升；部分中小连锁药店经营压力较大。2025 年，大参林、益丰药房、老百姓和一心堂四家头部零售药店企业关店率分别为 3.0%、3.7%、2.6% 和 5.2%。

2025 年，连锁药店上市公司均主动放缓连锁门店新建和并购速度，大力优化关闭经营不佳的自营门店。大参林、老百姓、益丰药房和一心堂自营门店总数均同比下降，分别同比下降 0.3%、3.3%、2.5% 和 3.4%。

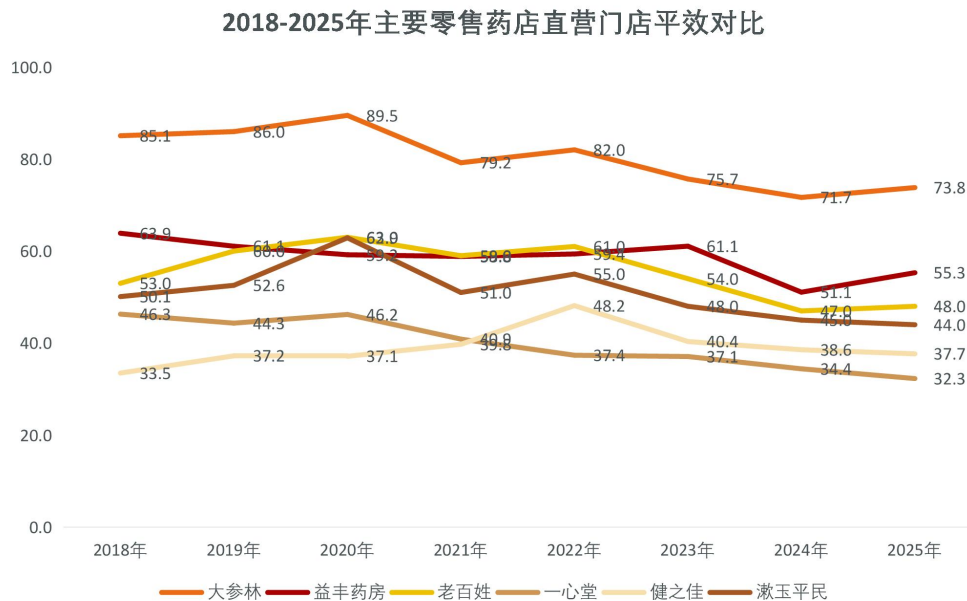
图 39： 2023-2025 年零售药店自营门店闭店率



资料来源：各上市公司 2020-2024 年报，诚通证券研究所

2025 年主要零售药店企业经营坪效暂时止跌。2018-2024 年，零售药店行业重要经营指标自营门店坪效持续缓慢下行，尤其 2024 年下降幅度较为明显，一是反映行业竞争加剧，二是近年来坪效相对较低的小型社区店增加较多，相对拉低了整体经营坪效水平。2025 年，六家主要零售药店上市公司平均日均坪效 48.5 元，同比 2024 年止跌回升约 0.5 元；大参林、益丰药房和老百姓三家头部零售药店公司日均经营坪效率先回升，其中大参林坪效最高，2025 年为 73.8 元，同比 2024 年上升 2.0 元；益丰药房坪效 55.3 元，同比提升 4.2 元；老百姓坪效 48.0 元，同比提升 1.0 元。

图 40： 2018-2025 年主要上市零售药店直营门店经营坪效趋势



资料来源：各公司 2018-2025 年报，诚通证券研究所

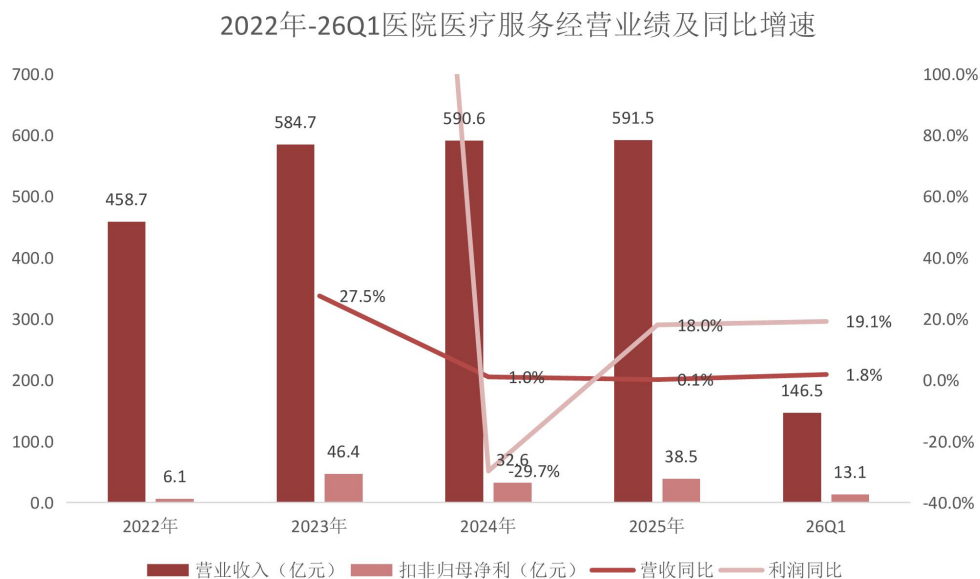
7、 医院医疗服务：营收平稳，利润端恢复性增长

医院服务行业包括爱尔眼科、通策医疗、美年健康、国际医学和三博脑科等 15 家上市公司。

2025 年医院服务行业营收 591.5 亿元，同比基本持平，营收端在 2023 年高基数基础上，连续两年维持 591 亿元左右的规模水平；扣非归母净利润 38.5 亿元，同比增长 18.0%（2024 年下降 29.7%），主要是 2024 年基数相对较低因素。26Q1，医院医疗服务行业延续恢复性增长，整体营收和扣非归母净利润分别同比增长 1.8%和 19.1%。

医院服务行业经营波动较大，2021-2022 年，医院医疗服务受疫情等影响严重，折旧、人力等运营成本刚性，利润端下滑明显；2023 年疫后社会恢复正常化，眼科、牙科等消费型医疗需求集中释放，医院医疗服务行业业绩恢复明显；2024 年在高基数下，经营业绩有所下滑。

图 41： 2022-26Q1 医院医疗服务行业经营业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

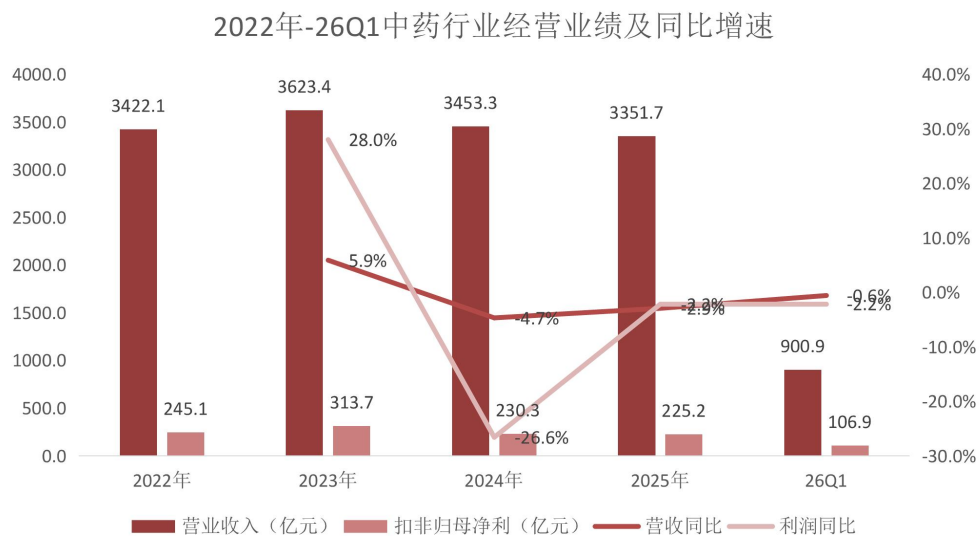
8、 中药：行业业绩稳健，消化高基数压力

中药行业包括片仔癀、同仁堂、云南白药、东阿阿胶、华润三九和白云山等 68 家上市公司。

2025 年中药行业总营收 3351.7 亿元，同比下降 2.9%（2024 年下降 4.7%）；扣非归母净利润 225.2 亿元，同比下降 2.2%，营收与利润端同比增速匹配性较高。26Q1，中药行业营收和扣非归母净利润继续小幅下降，分别同比下降 0.6%和 2.2%。

2023 年，中药行业受益集中购药和冬季流感等呼吸道疾病高发，扣非归母净利润增长达 28.0%；2024-2025 年在高基数下，营收小幅下滑，但利润端下滑幅度高于营收端。

图 42： 2022-26Q1 中药行业经营业绩及增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

9、风险提示

行业竞争加剧；医保控费、集采等政策超出预期；地缘政治风险；系统风险。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环东路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>