

行业评级：看好（维持）  
证券研究报告|行业专题报告  
医药生物  
2026年05月22日



# 创新药及产业链表现亮眼，内需资产整体承压

## --医药行业：2025年&2026Q1总结

证券分析师  
姓名：刘闯  
资格编号：S1350524030002  
邮箱：liuchuang@huayuanstock.com

## 行业总结：2025年及2026Q1医药业绩分化显著，院内短期承压，消费类企稳，创新药+CXO/科研上游表现较好

- **行业整体：**2025年，451家医药公司实现营收2.45万亿元，和2024年基本持平；共实现归母净利润1475.0亿元，同比下降0.66%。2026Q1，实现营收6117.2亿元，同比增长0.5%；实现归母净利润519.3亿元，同比增长3.11%。
- **分板块来看：**2025年及2026Q1，医药细分领域增速表现分化较大，创新药整体趋势表现亮眼，CXO和科研服务产业链业绩持续增长，医疗商业、药店以及中药业绩企稳，医疗器械中医疗耗材增长较为稳健，生物制品下滑趋势收窄，化药板块仍受集采影响，但26Q1呈现反弹态势。
- **创新药：**2025年创新药公司共实现营收656.98亿元，同比增长38.23%。2026Q1共实现营收176.42亿元，同比增长40.32%。国内创新药企业已大面积走过研发周期，核心品种正处在商业化高速放量阶段。通过核心产品商业化放量，A股创新药企业正逐步迎来扭亏为盈的拐点，完成自给自足的华丽转身。此外，出海授权已成为Biotech业绩第二增长曲线，高额首付款的确认有望提供可持续研发的资金动力支持。
- **CXO&科研服务上游：**2025年CXO&科研服务产业链共实现营收1104.7亿元，同比+13.2%；共实现归母净利润257.0亿元，同比+85.5%。2026Q1CXO&科研服务产业链共实现营收288.9亿元，同比+19.6%；实现归母净利润64.4亿元，同比+26.4%。随着2025年全球生物医药行业持续复苏，国内创新药研发与国际化进程加速，产业链需求稳步向上。业绩表现来看，2025年至2026年一季度为业绩低基数，龙头CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏。
- **化药：**2025年化药公司共实现营收3923.60亿元，同比下降1.79%；共实现归母净利润335.00亿元，同比增长4.11%。2026Q1化药公司共实现营收976.04亿元，同比下降0.38%；共实现归母净利润122.02亿元，同比增长12.7%。细分领域表现不同，传统仿转创药企表现较好，如恒瑞医药、海思科等。化药板块或进一步加速分化，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。
- **医疗器械：**2025年医疗器械公司共实现营收2278.5亿元，同比下滑0.8%，2025年共实现归母净利润270.3亿元，同比下滑17.4%，设备、耗材类公司收入回暖明显，诊断赛道相对承压，利润端细分板块均呈现同比下滑态势。26Q1实现收入558.0亿元，同比增长3.5%，归母净利润为76.9亿元，同比下滑15.4%，医疗器械赛道整体收入同比转正，设备、耗材表现同比增速较2025年进一步提速，利润端同比下滑。随着政策面干扰、库存影响有序出清，业绩大幅震荡可能性变小。脑机接口、手术机器人、基因测序等前沿技术的迭代，26年或将在收入端进一步兑现，业内公司跨界布局，有望带动板块热度提升，吸引增量资金。
- **生物制品：**39家生物制品公司2025年共实现营收962.91亿元，同比下滑15.9%；共实现归母净利润-51.19亿元。2026Q1实现营收199.12亿元，同比下滑9.53%；共实现归母净利润19.88亿元，同比下滑38.71%。25年业绩有所承压，疫苗受宏观环境影响，板块短期利润承压，后续看新产品放量。生物制品行业景气承压，但行业整合加速，集中度持续提升。

- **中药：**63家中药公司2025年共实现营收3369.3亿元，同比下降2.45%；归母净利润309.6亿元，同比增长1.73%。2026Q1实现营收905.0亿元，同比下降0.4%，环比增长9.17%；归母净利润121.1亿元，同比下降1.45%，环比增长1191%。随基数逐步回归常态、成本端红利持续释放、中药集采政策温和及线下消费场景修复，中药板块业绩修复拐点有望逐步兑现。
- **原料药：**2025年实现营收1154.7亿元，同比-4.0%；实现归母净利润127.9亿元，同比+1.4%。2026Q1实现营收301.0亿元，同比+0.3%，实现归母净利润38.5亿元，同比-17.4%。竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡。行业大部分个股业绩承压，部分个股表现较好，1) 拓展新业务板块，如富祥药业、宏源药业；2) 拓展新品类第二增长曲线成功搭建的公司，如美诺华（益生菌）、天宇股份（非沙坦原料药+制剂）；3) 拓展创新药业务，如新诺威、博瑞医药。
- **医药商业：**2025年医药商业公司共实现营收10383亿元，同比+1.3%；共实现归母净利润173亿元，同比增长7.8%。其中，线下药店实现收入1183.7亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润40.7亿元，同比增长22.7%。医药流通实现营收9199.3亿元，同比+1.2%；实现归母净利润132.3亿元，同比增长3.9%。单季度看，25Q4医药商业公司共实现营收2606.3亿元，同比增长3.5%；共实现归母净利润11.5亿元，同比增长86.2%。其中，25Q4线下药店实现营收325.2亿元（同比+4.9%），实现归母净利润5.5亿元（同比+564.7%）；25Q4医药流通实现营收2281.1亿元（同比+3.3%），实现归母净利润6.0亿元（同比+12.2%）。26Q1医药商业公司共实现营收2657.2亿元，同比增长1.7%；共实现归母净利润55.6亿元，同比下滑1.1%。其中，26Q1线下药店实现营收295.7亿元（同比-0.1%），实现归母净利润16亿元（同比+10.7%）；26Q1医药流通实现营收2361.5亿元（同比+2.0%），实现归母净利润39.6亿元（同比-5.2%）。收入继续保持稳定增长态势，药店盈利能力持续恢复。
- **医疗服务：**16家医疗服务公司2025年共实现营收743.4亿元，同比下滑4.3%；实现归母净利润39.7亿元，同比增长11.37%。2026Q1实现营收180.2亿元，同比增速由负转正；归母净利润15.1亿元，同比大幅增长40.46%。细分领域中，眼科企业如爱尔眼科、普瑞眼科收入端保持稳健增长。医疗服务板块整体呈现筑底企稳态势，随着刚性需求支撑与低渗透率市场空间释放，行业景气度有望持续回暖，龙头企业有望在复苏中进一步强化优势、实现率先突围。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、政策变化风险、行业需求不及预期风险。

## 一、二级市场表现：

- ✓ **医药持续下跌，依然处于相对底部：**2024年至2026年3月31日，医药指数持续跑输沪深300。2024年至2026年3月31日，医药指数下降约4.49%；2026年以来（截至2026年3月31日），医药指数维持下跌的趋势，下跌约0.9%，跑赢沪深300约3.0%，我们认为从整体板块来看，全市场对医药关注度显著提升，医药行业有望迎来企稳回升。截至2026Q1，A股医药公司总市值为6.9万亿元，占A股总市值5.3%，板块市值占比较25Q4环比减少0.4pct，但医药行业整体市值占比处于历史相对低位水平。
- ✓ **细分子板块：**生物医药各子板块来看分化较为明显，2023年初至2026年03月31日，化学制剂和化学原料药板块表现亮眼，涨跌幅分别为20.3%和3.3%；生物制品和医疗服务板块有所回调，涨跌幅分别为-33.6%和-23.7%。各子板块估值：目前化学原料药板块估值相对较高，达到46倍PE，生物制品板块估值为44倍PE，化学制剂、医疗器械和医疗服务估值分别为43、38和27倍PE，医药商业、中药估值相对较低。

## 二、资产配置：

- **2026Q1公募主动基金持仓医药占比依然相对较低、26Q1持仓环比有所上升：**剔除被动基金后，截至2026Q1，全市场主动基金医药重仓合计市值为1854亿元，占公募基金总重仓9.79%，环比上升0.9pct，但也处于过去3-4年相对较低水平。全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为990亿元，占其全市场总重仓5.48%，环比上升0.7pct，非医药主动基金对医药的持仓有所上升。医药主题基金医药重仓合计市值为865亿元，占全市场主动基金持有医药市值的比例为46.6%，环比下降2.1pct。
- **医药基金创新药比例略有下降；非医药基金重仓创新药比例提升。**对于医药主题基金，26Q1对创新药的持仓比例有所下降、CXO占比提升，2026Q1创新药占比达到66%（25Q4为69%），其次CXO持仓占比近几个季度也相对较高，2026Q1达到19%（25Q4为15%）。对于非医药主动基金，近几个季度对创新药的持仓比例略有上升，2026Q1占比达到了48%（25Q4为44%），其次是医疗器械，2026Q1达到17%（25Q4为19%）。
- **个股持仓方面：**2026Q1，医药主题基金持仓增加的前五大个股分别是：信立泰、荣昌生物、科伦药业、海思科和药明康德。减少前五大个股：百济神州、热景生物、三生制药、泰格医药和恒瑞医药。非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：荣昌生物、科伦药业、泽璟制药-U、新和成和英科医疗。减少前五大个股：迈瑞医疗、恒瑞医药、药明生物、百济神州和三生制药。

## 三、医疗活动及医保情况：

- ✓ **2025年诊疗人次呈现继续复苏态势。**2025年1-9月，全国医疗卫生机构总诊疗人次57.5亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长2.5%。全国医疗卫生机构出院人次22219.6万，同比下降5.5%。
- ✓ **医保持续结余：**2025年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为35873.11亿元、30009.38亿元，增速分别为2.75%和0.82%；2025年1-12月，统筹基金收入为29544.06亿元，统筹基金支出为24231.24亿元。

## 四、宏观数据：

- **行业数据：**2025年，中国医药制造业累计收入达2.49万亿元，同比略有下降；医药制造业累计利润总额为3490亿元，同比提升2.7%。2026年1-3月，中国医药制造业累计收入达5796.8亿，同比下滑1.6%；医药制造业累计利润总额为745亿元，同比下滑9.6%。

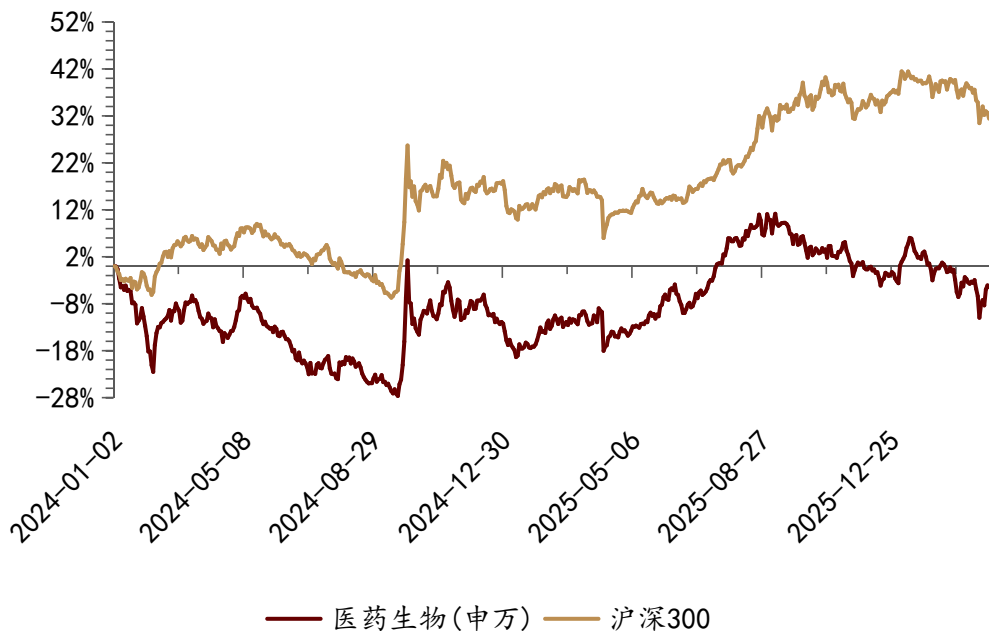
# 主要内容

---

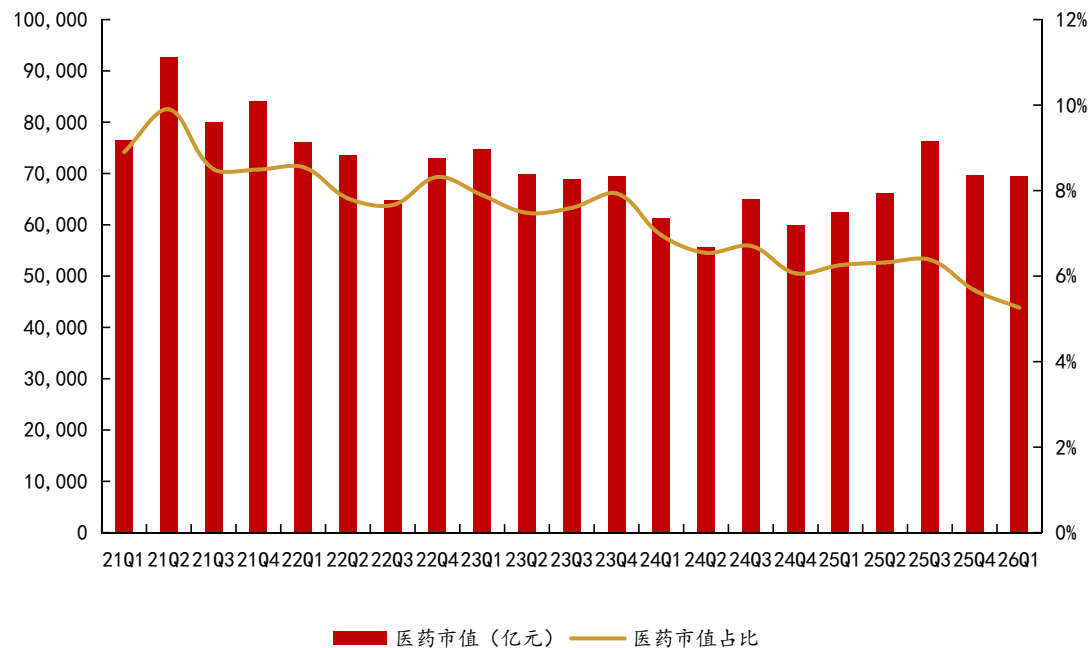
1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

- 医药指数：**2024年至2026年3月31日，医药指数持续跑输沪深300。2024年至2026年3月31日，医药指数下降约4.49%，2026年以来（截至2026年3月31日），医药指数维持下跌的趋势，下跌约0.9%，跑赢沪深300约3.0%，我们认为从整体板块来看，全市场对医药关注度显著提升，医药行业有望迎来企稳回升。
- 医药市值：**截至2026Q1，A股医药公司总市值为6.9万亿元，占A股总市值5.3%，板块市值占比较25Q4环比减少0.4pct，但医药行业整体市值占比处于历史相对低位水平。

图：2024年初至今申万医药板块与沪深300指数行情

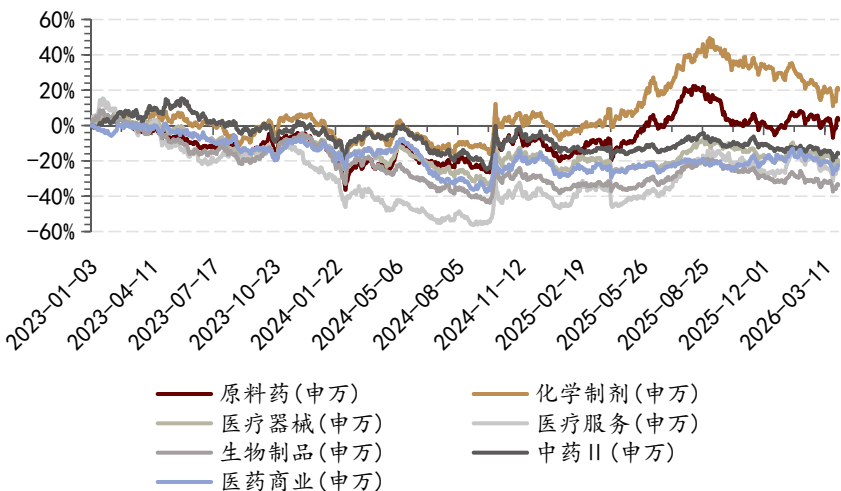


图：A股医药市值及占比变化情况

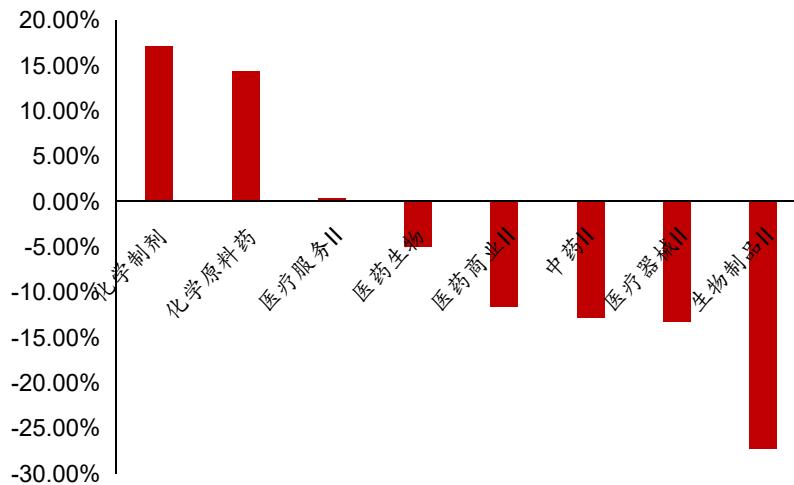


- **细分赛道：**生物医药各子板块来看分化较为明显，2023年初至2026年03月31日，化学制剂和化学原料药板块表现亮眼，涨跌幅分别为**20.3%**和**3.3%**；生物制品和医疗服务板块有所回调，涨跌幅分别为**-33.6%**和**-23.7%**。
- **各子板块估值：**目前化学原料药板块估值相对较高，达到46倍PE，生物制品板块估值为44倍PE，化学制剂、医疗器械和医疗服务估值分别为43、38和27倍PE，医药商业、中药估值相对较低。

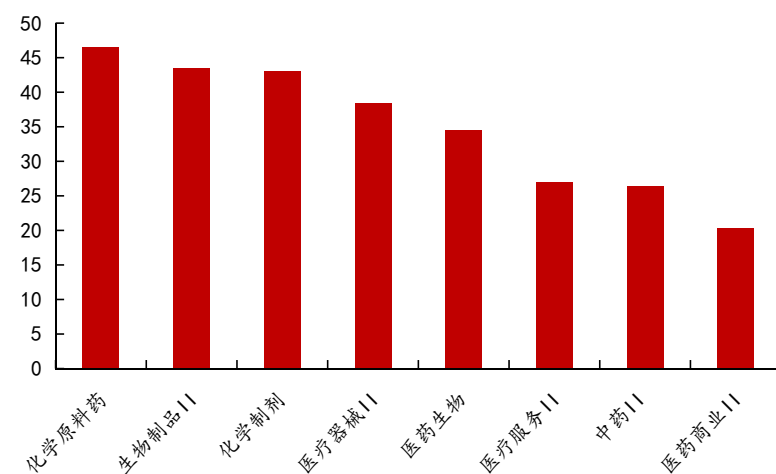
图：2023年初至今申万医药细分赛道走势情况



图：2024年至今医药细分赛道涨跌幅情况

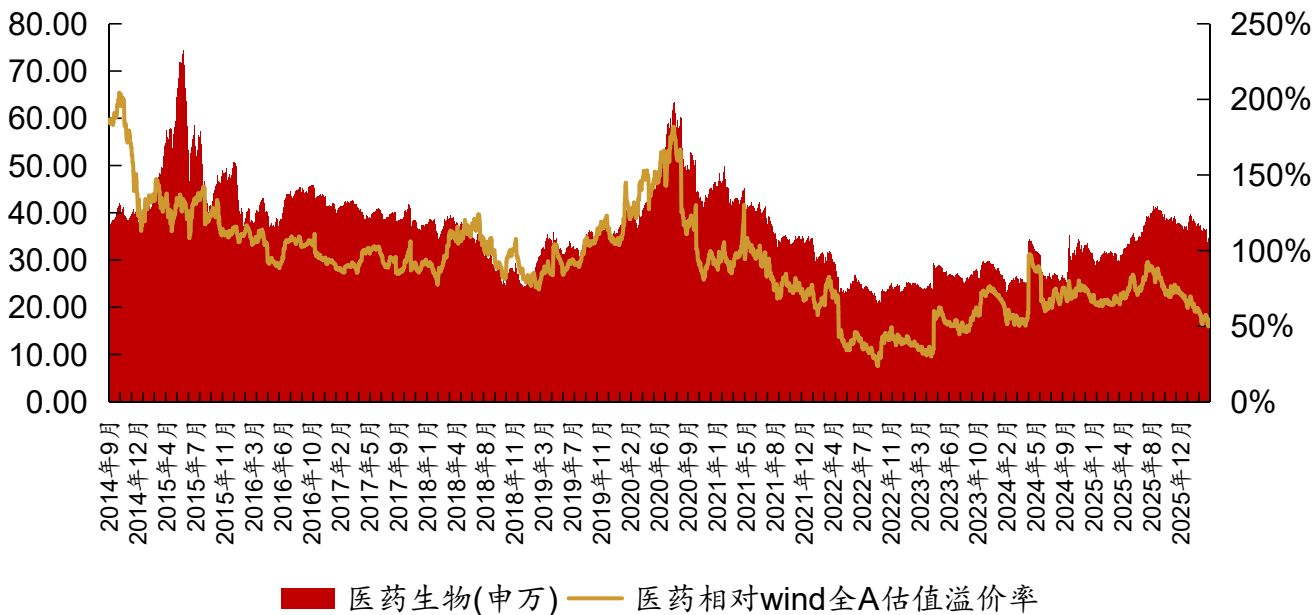


图：医药细分赛道目前估值情况 (PE TTM)



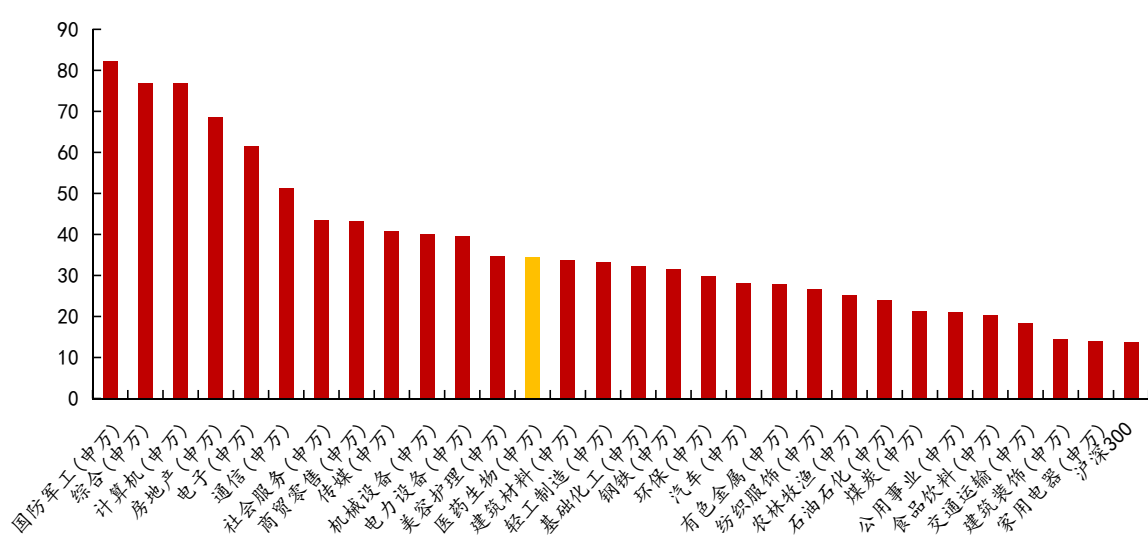
- **医药行业估值：**我们选取近十年医药生物行业PE(TTM)估值，以申万全A为基数，分析医药生物行业估值溢价情况，2020年医药行情由新冠疫情影响，医药整体估值大幅提升，医药生物相对wind全A估值溢价接近2倍，开启新一轮牛市。随后一直回调，近期虽略有回升、但依然处于近十年相对低位。
- **板块估值：**截至2026年3月31日，申万医药板块整体PE估值为34X，在申万一级分类中排第13。

图：过去十年行业PE估值溢价倍数（SW医药生物/SW全A）



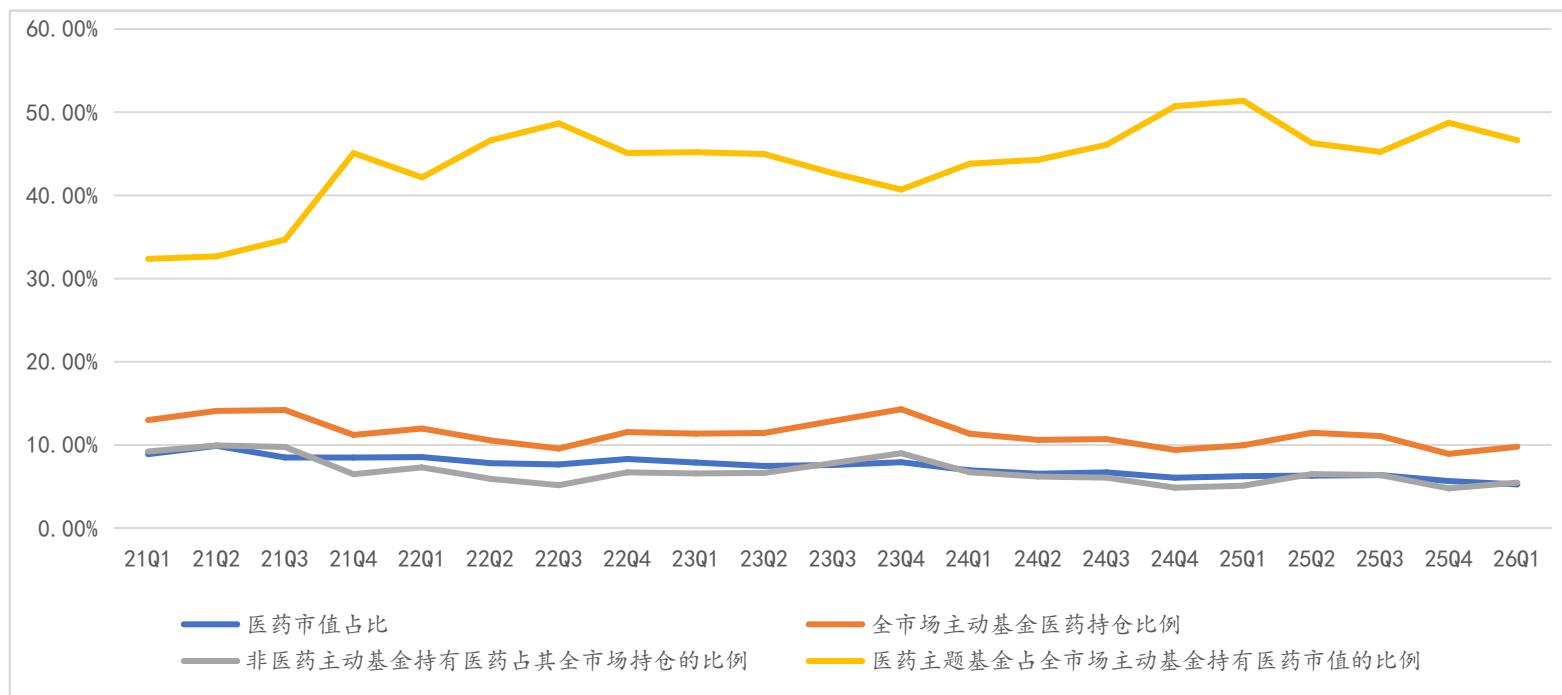
图：申万各板块PE估值情况

（截至2026年03月31日，整体TTM法）



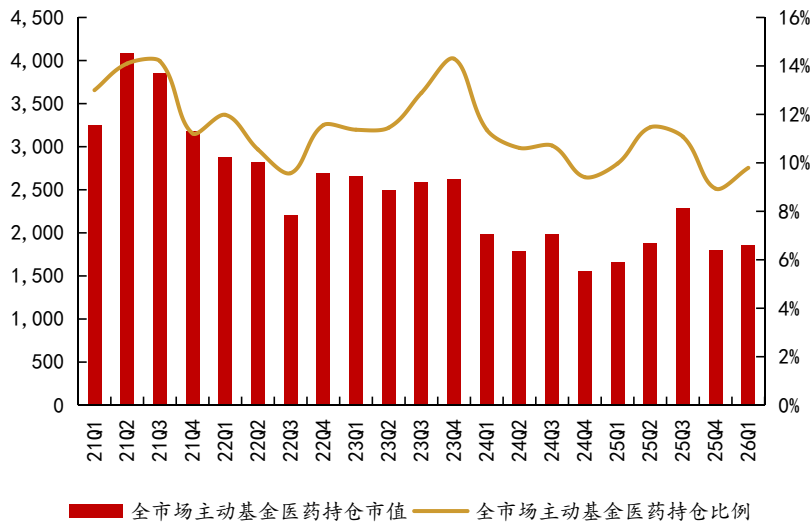
■ **2026Q1医药主题公募基金持仓医药占比环比有所回调：**截至2026Q1，全市场主动公募基金的医药重仓合计市值为1854亿元，占公募基金总重仓9.79%，环比上升0.9pct，非医药主动全基对医药的持仓有所上调（环比上升0.7pct）。

图：主动公募基金、医药主题基金对医药的持仓情况

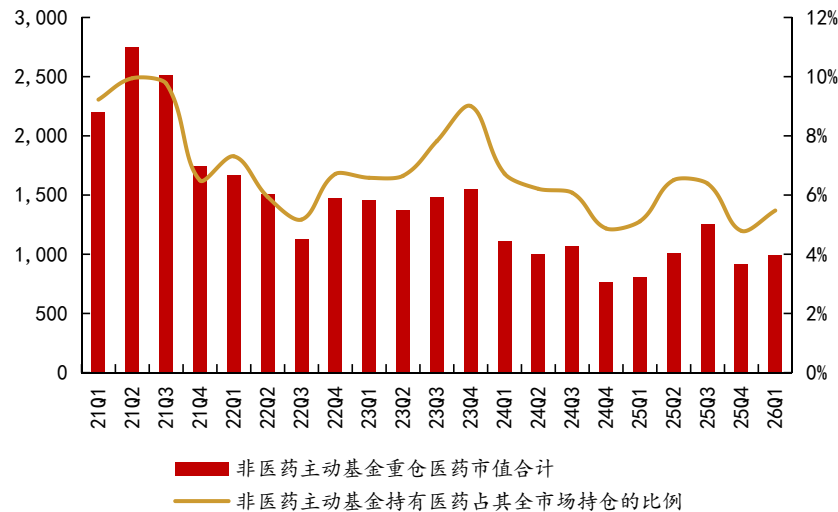


- **2026Q1公募主动基金持仓医药占比依然相对较低、26Q1持仓环比有所上升：**剔除被动基金后，截至2026Q1，全市场主动基金医药重仓合计市值为1854亿元，占公募基金总重仓9.79%，环比上升0.9pct，但也处于过去3-4年相对较低水平。
- **2026Q1全市场主动基金（剔除医药基金）医药重仓合计市值为990亿元，**占其全市场总重仓5.48%，环比上升0.7pct，非医药主动基金对医药的持仓有所上升。
- **医药主题基金的医药重仓合计市值为865亿元，**占全市场主动基金持有医药市值的比例为46.6%，环比下降2.1pct。

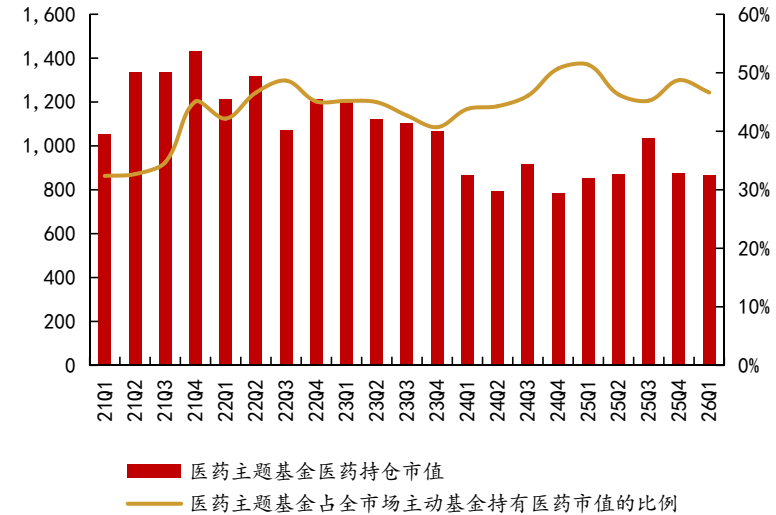
图：全市场主动基金对医药的持仓情况（亿元）



图：非医药主动基金对医药的持仓情况（亿元）



图：医药主题基金对医药的持仓情况（亿元）

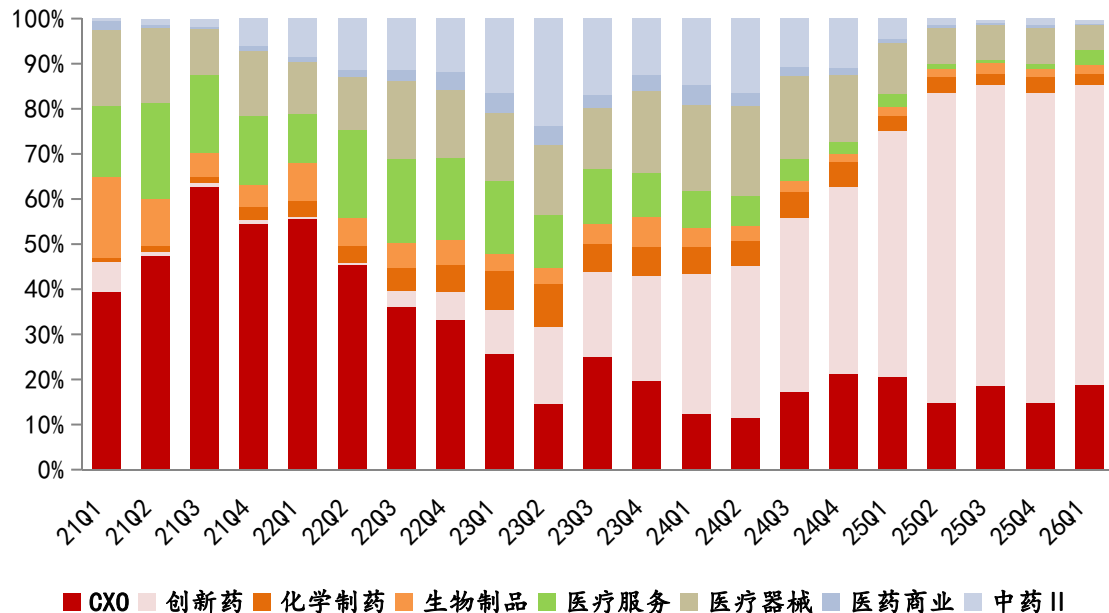


## ■ 医药基金和非医药基金重仓创新药：

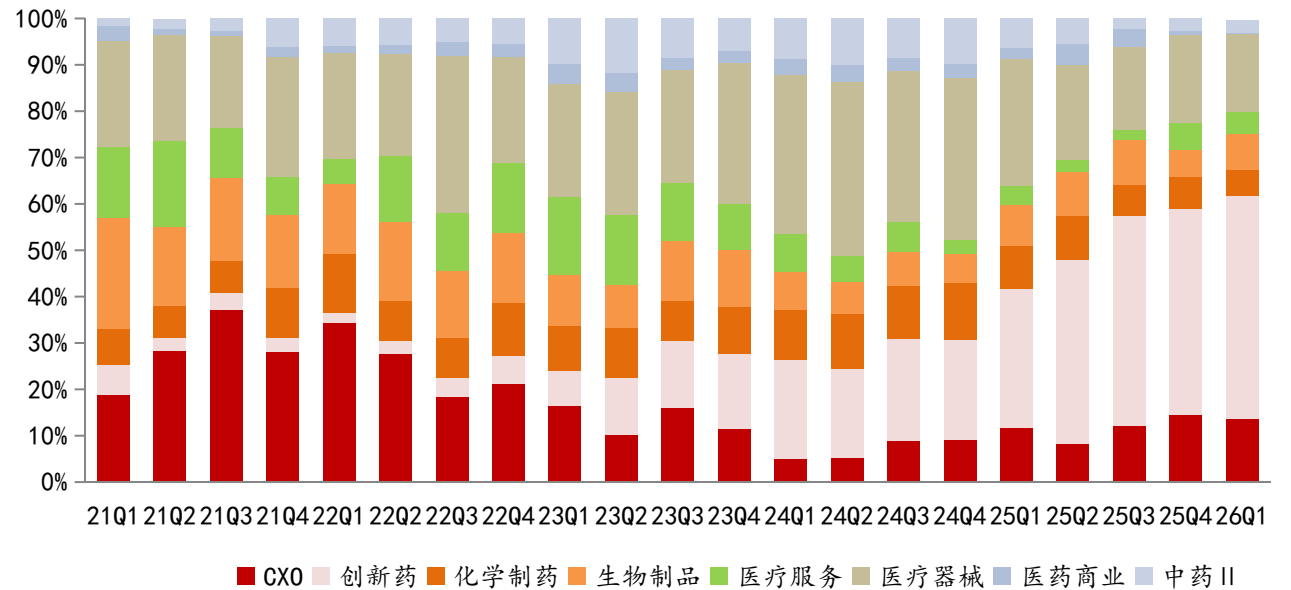
■ 对于医药主题基金，26Q1对创新药的持仓比例有所下降、CXO占比提升，2026Q1创新药占比达到66%（25Q4为69%），其次CXO持仓占比近几个季度也相对较高，2026Q1达到19%（25Q4为15%）。

■ 对于非医药主动基金，近几个季度对创新药的持仓比例略有上升，2026Q1占比达到了48%（25Q4为44%），其次是医疗器械，2026Q1达到17%（25Q4为19%）。

图：医药主题基金医药子行业公募重仓占比变化



图：非医药主动基金医药子行业公募重仓占比变化



■ 2026Q1，医药主题基金持仓增加的前五大个股分别是：信立泰、荣昌生物、科伦药业、海思科和药明康德。减少前五大个股：百济神州、热景生物、三生制药、泰格医药和恒瑞医药。

■ 2026Q1，非医药主动基金持仓增加的前五大个股分别是：荣昌生物、科伦药业、泽璟制药-U、新和成和英科医疗。减少前五大个股：迈瑞医疗、恒瑞医药、药明生物、百济神州和三生制药。

图：医药主题基金增/减市值前10大医药个股

项目	代码	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
				2026Q1	2025Q4	变动
医药主动基金增 持市值前十大 医药个股	002294.SZ	信立泰	18.38	58.9	37.6	21.3
	688331.SH	荣昌生物	66.43	32.8	12.2	20.6
	002422.SZ	科伦药业	20.33	43.2	34.1	9.1
	002653.SZ	海思科	7.23	58.8	50.5	8.3
	603259.SH	药明康德	6.75	67.9	60.4	7.5
	688578.SH	艾力斯	-9.25	9.7	2.5	7.3
	002821.SZ	凯莱英	19.11	30.1	23.5	6.6
	688710.SH	益诺思	62.55	6.6	1.2	5.4
	688796.SH	百奥赛图	81.40	7.3	2.1	5.3
	688202.SH	美迪西	9.36	4.5	0.2	4.4
项目	代码	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
医药主动基金减 持市值前十大 医药个股	688235.SH	百济神州	-14.12	16.7	39.3	-22.6
	688068.SH	热景生物	-24.19	7.2	16.6	-9.4
	1530.HK	三生制药	-8.78	24.1	32.5	-8.4
	300347.SZ	泰格医药	-4.94	20.4	28.0	-7.6
	600276.SH	恒瑞医药	-8.24	89.5	96.2	-6.7
	300765.SZ	新诺威	-11.06	11.4	17.8	-6.4
	688658.SH	悦康药业	-24.84	0.0	6.0	-5.9
	688506.SH	百利天恒	-13.84	51.9	57.8	-5.9
	300759.SZ	康龙化成	-2.81	23.8	29.1	-5.2
	688382.SH	益方生物-U	-30.07	2.1	5.8	-3.7

图：非医药主动基金增/减市值前10大医药个股

项目	代码	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
				2026Q1	2025Q4	变动
非医药主动基金 增持市值前十大 医药个股	688331.SH	荣昌生物	66.43	56.8	12.5	44.3
	002422.SZ	科伦药业	20.33	50.1	5.9	44.2
	688266.SH	泽璟制药-U	7.10	42.6	12.8	29.8
	002001.SZ	新和成	37.43	29.1	0.0	29.1
	300677.SZ	英科医疗	49.69	47.0	23.1	23.9
	9926.HK	康方生物	16.98	59.4	37.0	22.4
	000534.SZ	万泽股份	61.53	16.7	2.1	14.6
	300347.SZ	泰格医药	-4.94	16.1	4.5	11.7
	688796.SH	百奥赛图	81.40	12.4	2.0	10.4
	1093.HK	石药集团	7.06	23.8	13.6	10.3
项目	代码	名称	期间涨跌幅(%)	持仓市值(亿)		
非医药主动基金 减持市值前十大 医药个股	300760.SZ	迈瑞医疗	-15.81	16.3	33.7	-17.3
	600276.SH	恒瑞医药	-8.24	54.8	67.6	-12.8
	2269.HK	药明生物	2.99	14.5	21.2	-6.6
	688235.SH	百济神州	-14.12	16.3	22.9	-6.6
	1530.HK	三生制药	-8.78	21.3	27.9	-6.6
	688068.SH	热景生物	-24.19	7.0	11.1	-4.1
	1833.HK	平安好医生	-19.61	1.7	5.6	-3.9
	300015.SZ	爱尔眼科	-13.19	3.1	6.4	-3.4
	002773.SZ	康弘药业	-3.57	7.0	10.2	-3.2
	002223.SZ	鱼跃医疗	-11.28	4.0	6.9	-3.0

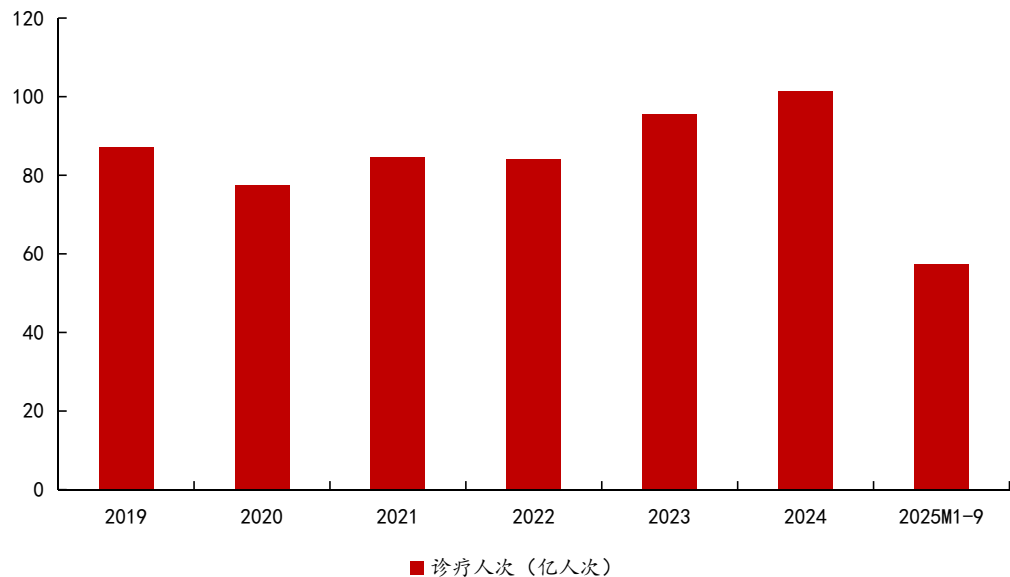
## ■ 诊疗人次及入院人次显著提升：

■ 根据中国统计信息中心数据，2025年1-9月，全国医疗卫生机构总诊疗人次57.5亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），同比增长2.5%。

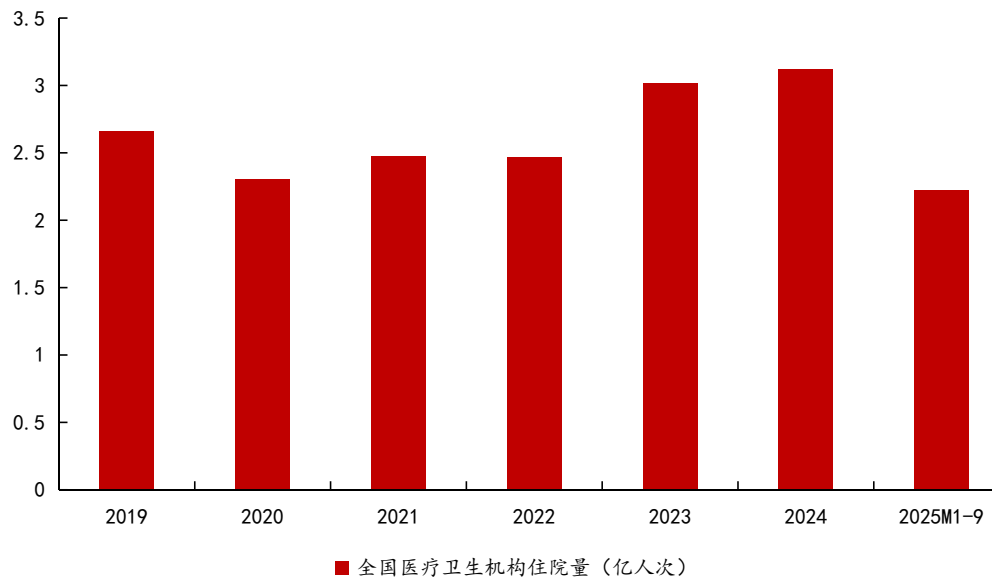
全国医疗卫生机构出院人次22219.6万，同比下降5.5%。

■ 根据《2024年国民经济和社会发展统计公报》，全国2024年总诊疗人次101.5亿人次，同比增长6.28%，住院人次3.12亿人次，同比增长3.33%。

图：2019-2025M9年全国医疗机构诊疗人次



图：2019-2025M9年全国医疗机构住院人次

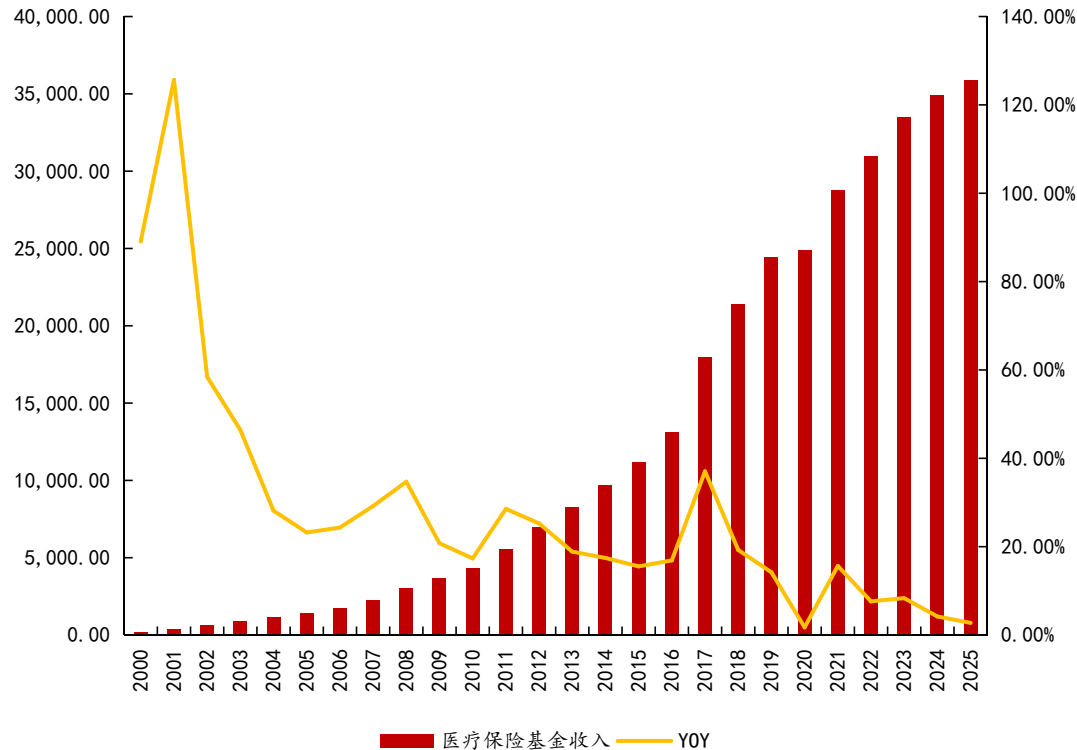


资料来源：卫健委，国家统计局，华源证券研究所，注：全国医疗机构住院人次图中2025M1-9为出院人次

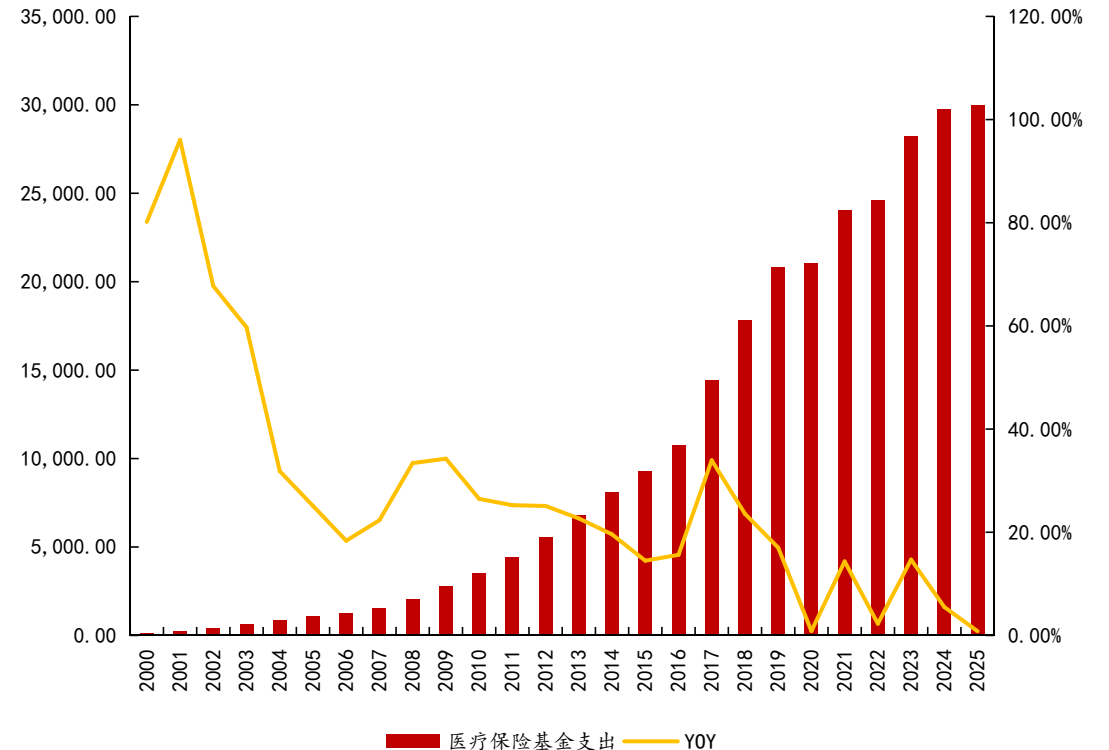
■ **2025年控费回稳，收入增速高于支出**：2025年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为35873.11亿元、30009.38亿元，增速分别为2.75%和0.82%。

■ 2025年1-12月，统筹基金收入为29544.06亿元，统筹基金支出为24231.24亿元。

图：2000-2025年医保收入情况（亿元）

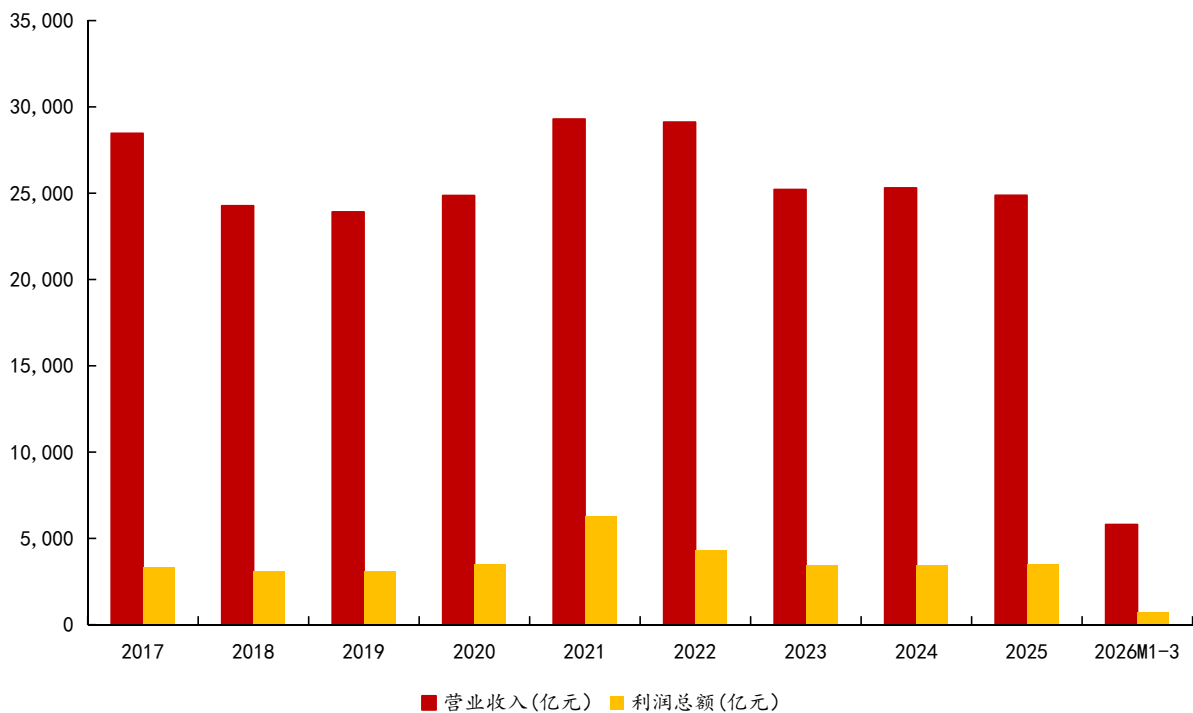


图：2000-2025年医保支出情况（亿元）

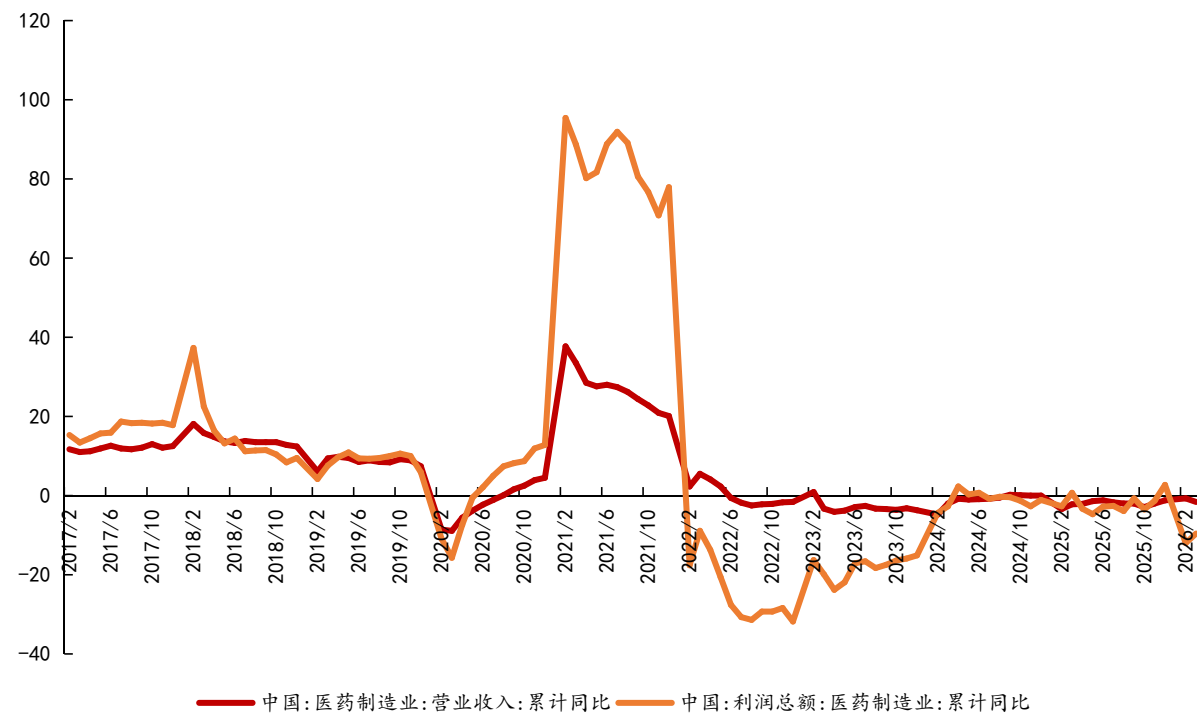


- **医药制造业累计收入及利润**：2025年，中国医药制造业累计收入达2.49万亿元，同比略有下降；医药制造业累计利润总额为3490亿元，同比提升2.7%。
- **2026年1-3月**，中国医药制造业累计收入达5796.8亿，同比下滑1.6%；医药制造业累计利润总额为745亿元，同比下滑9.6%。

图：2017-2026M3医药制造业累计收入及利润



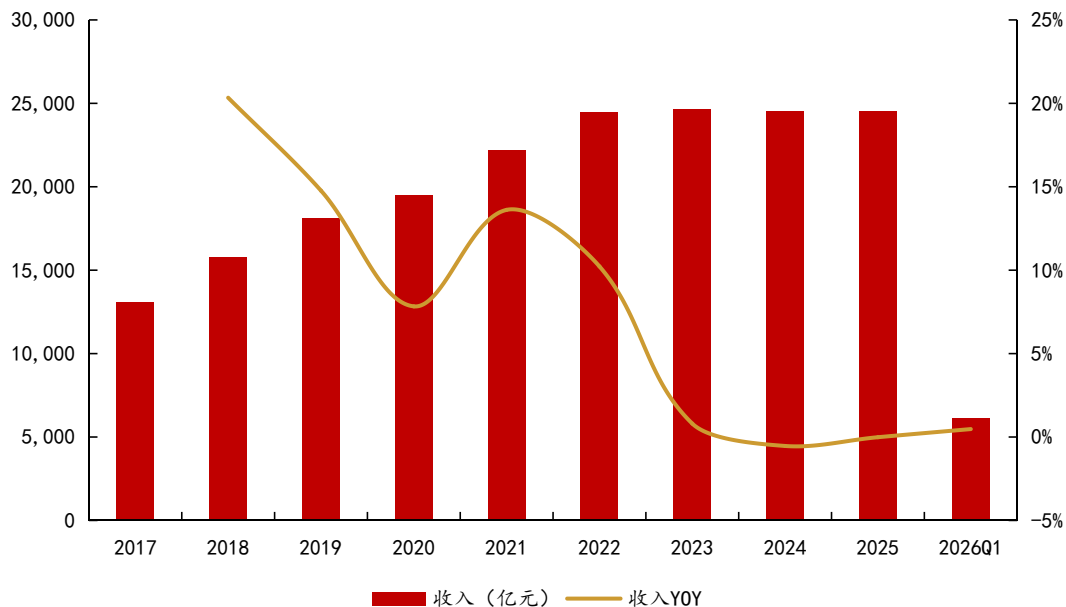
图：2017-2026M3医药制造业收入及利润累计同比(%)



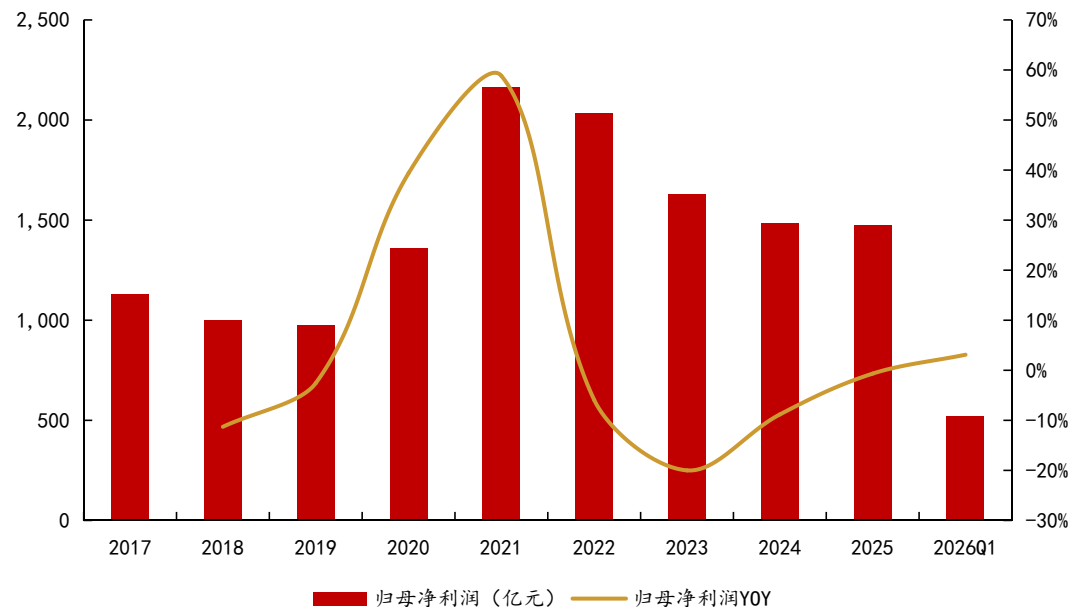
## ■ 医药：25年行业持续承压，26年Q1呈现复苏趋势

- 2025年，451家医药公司实现营收2.45万亿元，和2024年基本持平；共实现归母净利润1475.0亿元，同比下降0.66%。
- 2026Q1，实现营收6117.2亿元，同比增长0.5%；实现归母净利润519.3亿元，同比增长3.11%。

图：2017-2026Q1医药公司收入及增速情况

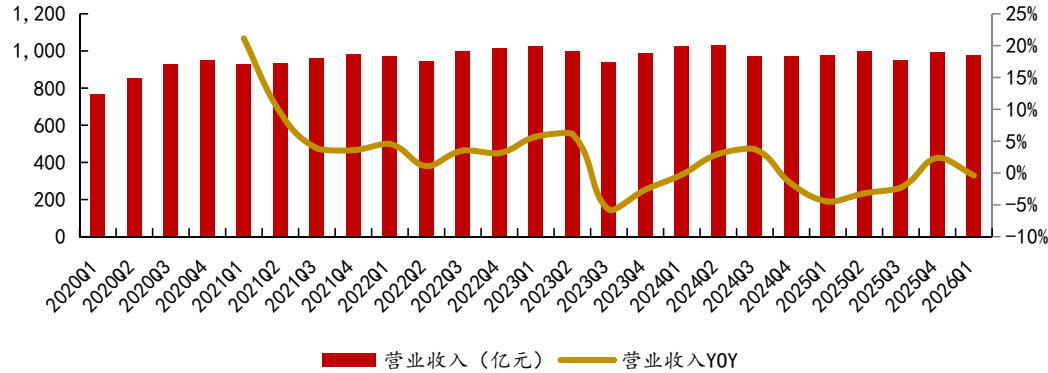


图：2017-2026Q1医药公司归母净利润及增速情况

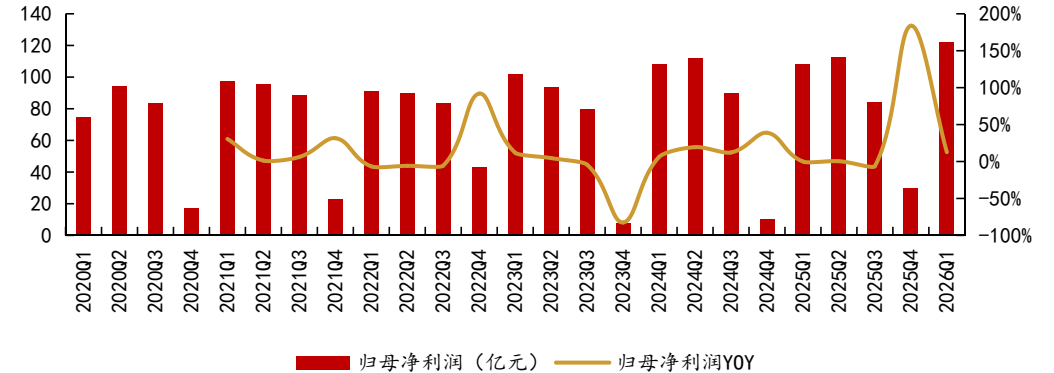


■ 医药：25年行业持续承压，26年Q1呈现复苏趋势

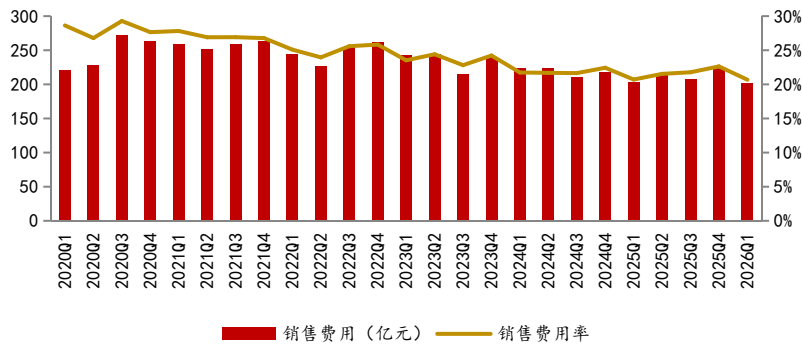
图：2020Q1-2026Q1医药公司收入及同比增速情况（分季度）



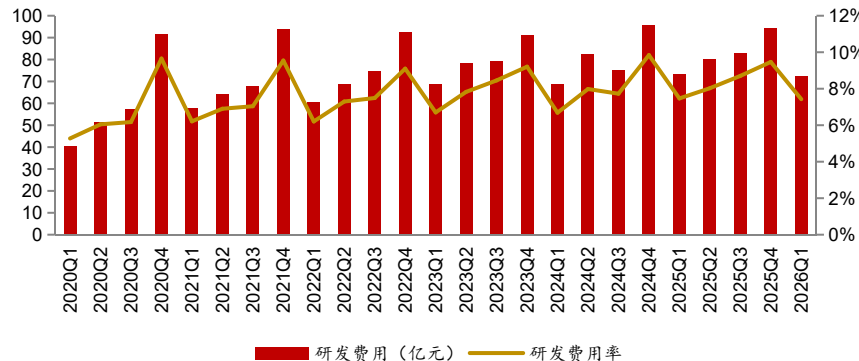
图：2020Q1-2026Q1医药公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



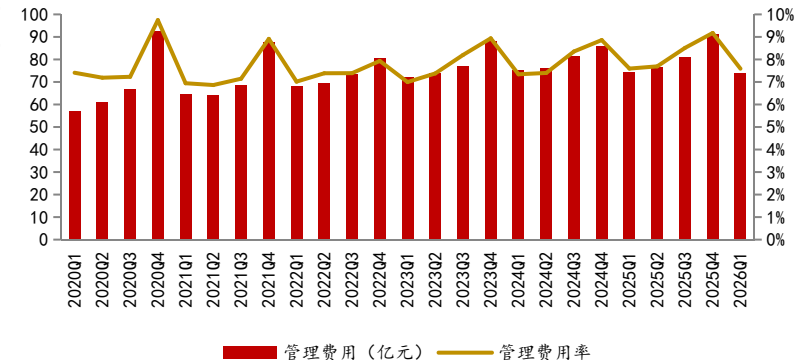
图：2020Q1-2026Q1医药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医药公司研发费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医药公司管理费用及费用率情况（分季度）

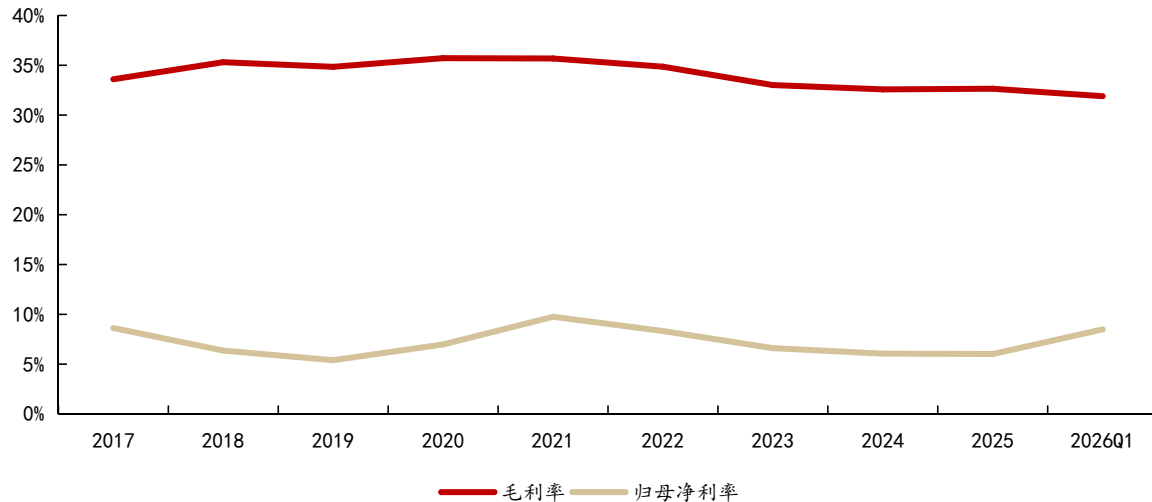




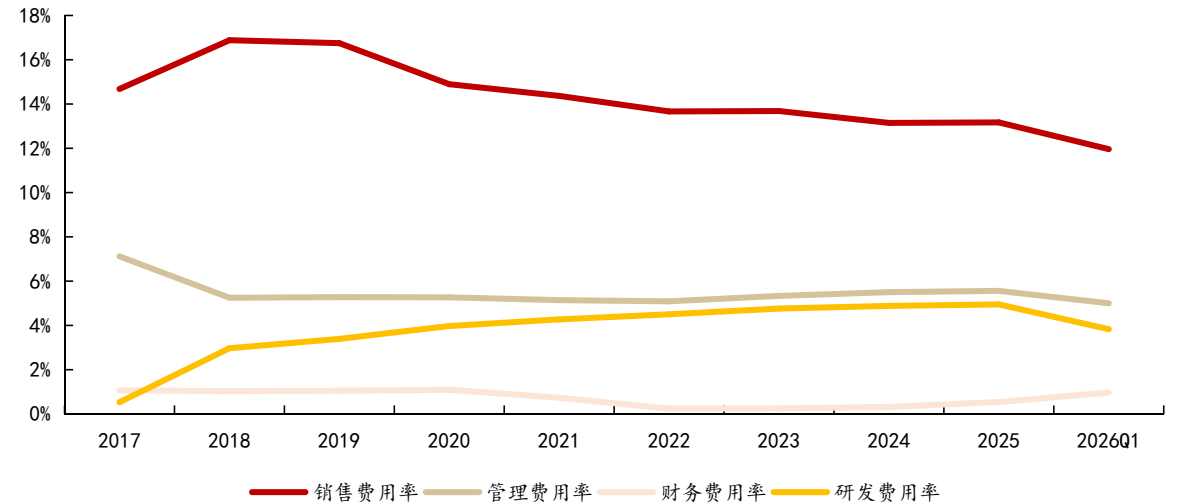
## ■ 医药：26Q1盈利能力略有上升

- 盈利能力方面，2025年整体毛利率为32.65%，2026Q1毛利率为31.90%，较2025Q1下降0.18pct；2025年整体归母净利率为6.02%，2026Q1归母净利率为8.49%，较2025Q1上升0.22pct。
- 费用率方面，2026Q1销售费用率为11.96%，较2025年同期下降0.25pct；管理费用率为5.00%，较2025年同期下降0.13pct；研发费用率为3.83%，较2025年同期下降0.61pct。

图：2017-2026Q1医药公司盈利水平情况



图：2017-2026Q1医药公司费用率情况



## ■ 医药：板块内部景气度分化，建议关注创新药+CXO+原料药等细分领域

- 2025年及2026Q1，医药细分领域增速表现分化较大，创新药整体趋势表现亮眼，CXO和科研服务产业链业绩持续增长，医疗商业、药店以及中药业绩企稳，医疗器械中医疗耗材收入增长较为稳健，生物制品下滑收窄，化药板块仍受集采影响但26Q1呈现复苏态势。
- 我们认为，过去三年医药内部子领域均有一定表现，但景气度阶段有较大不同，建议关注创新药、CXO&科研上游等细分领域。

表：医药板块和细分领域收入和归母净利润同比增速情况

	收入增速			归母净利润增速		
	24	25	26Q1	24	25	26Q1
创新药	68.4%	38.2%	40.3%	-	-	-
化药	1.0%	-1.8%	-0.4%	13.5%	4.1%	12.7%
医疗器械	1.4%	-0.8%	3.5%	-10.0%	-17.4%	-15.4%
医疗设备	-1.7%	1.4%	4.2%	-17.8%	-15.4%	-11.5%
体外诊断	-4.5%	-11.9%	-6.6%	-22.4%	-33.3%	-28.7%
医疗耗材	8.6%	2.1%	7.1%	20.3%	-11.3%	-13.5%
医药商业	0.3%	1.2%	2.0%	-6.7%	3.9%	-5.2%
药店	4.9%	1.9%	-0.1%	-31.0%	22.7%	10.7%
创新药产业链						
科研上游	6.7%	14.8%	25.9%	9.6%	46.2%	125.1%
CXO	-4.8%	13.0%	18.8%	-25.2%	87.7%	22.5%
原料药	7.5%	-4.0%	0.3%	38.7%	1.4%	-17.4%
生物制品	-23.5%	-15.9%	-9.5%	-39.4%	-133.7%	-38.7%
中药	-4.23%	-2.45%	-0.43%	-19.00%	1.73%	-1.45%
医疗服务	-2.04%	-4.28%	0.23%	-39.49%	11.37%	40.46%

# 主要内容

---

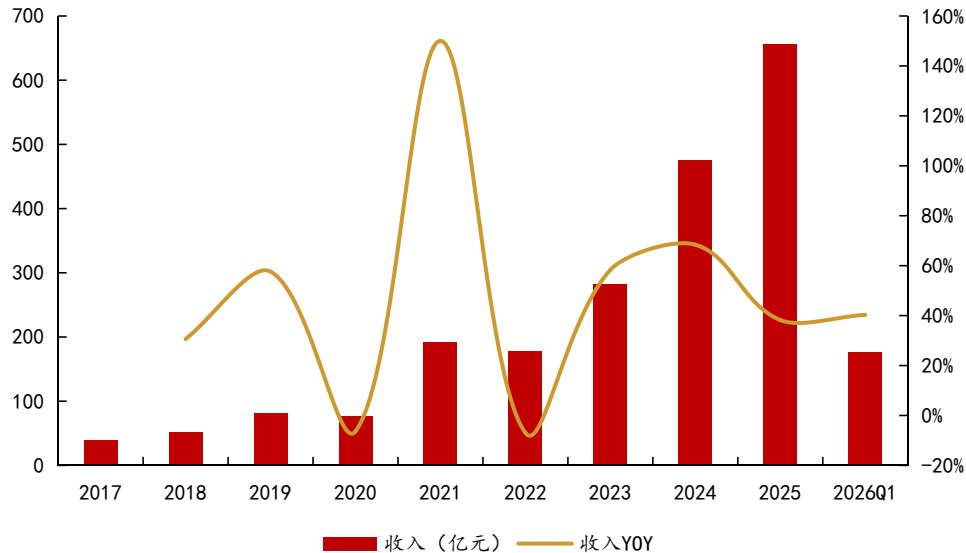
1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示



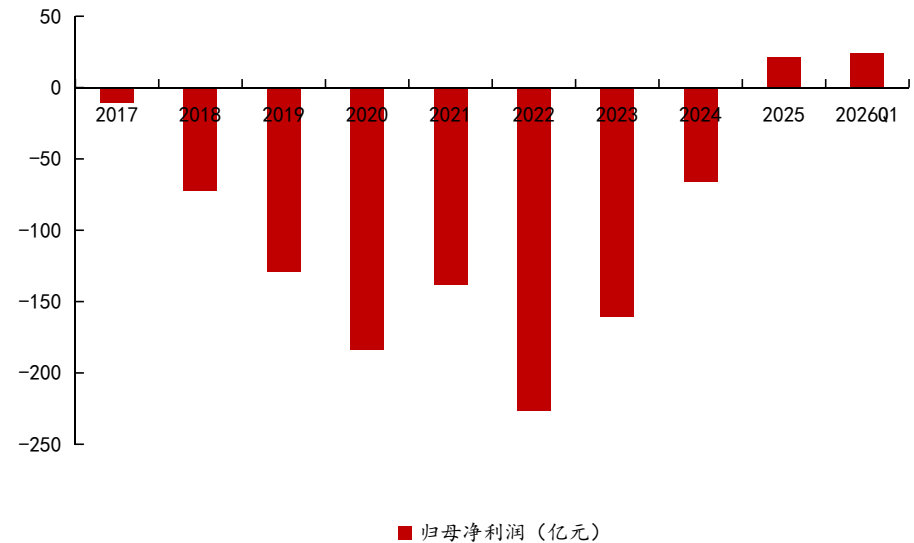
## ■ 创新药：2025年收入高速增长，得益于核心品种放量+BD确认。

- 收入端：2025年创新药公司共实现营收656.98亿元，同比增长38.23%。2026Q1共实现营收176.42亿元，同比增长40.32%。
- 主要原因：1) 核心品种持续放量，如艾力斯等；2) 新上市品种提供增量，如泽璟制药等；3) 出海授权增厚业绩。
- 利润端：2025年创新药公司总归母净利润21.63亿元，实现盈利的核心原因在于25年计入BD收入增厚利润。2026Q1创新药公司总归母净利润24.01亿元。

图：2017-2026Q1创新药公司收入及增速情况



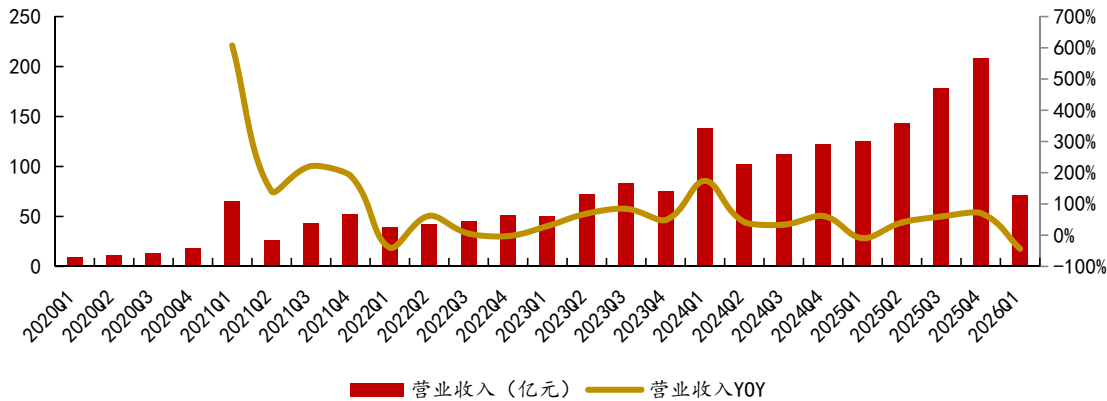
图：2017-2026Q1创新药公司归母净利润及增速情况



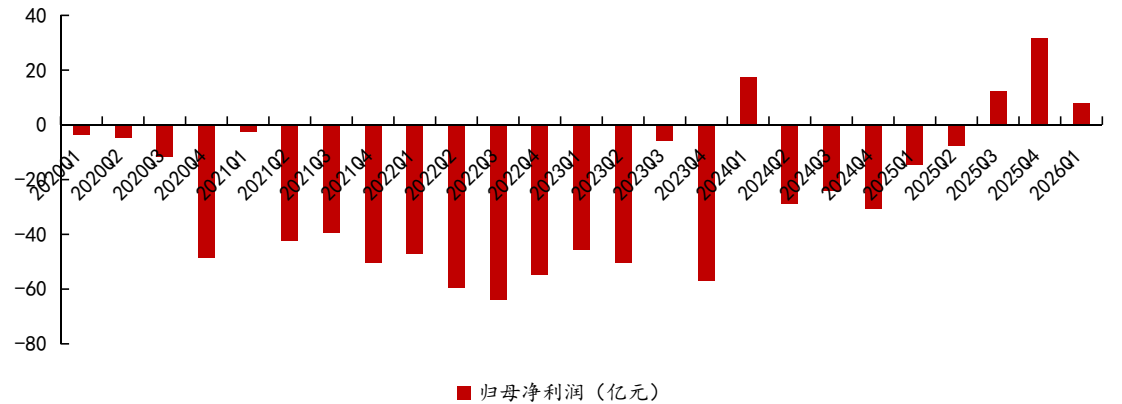
## ■ 创新药：2025年收入高速增长，得益于核心品种放量+BD确认。

- 研发/销售费用端：2025年创新药公司共计销售费用193.61亿元，同比增长22.98%，主要由于核心品种处于商业化进院放量阶段，销售费用持续增加。共计研发费用271.10亿元，同比增长9.81%，由于大多数创新药公司已度过研发高速增长期，因此研发费用增长逐渐趋于平稳。

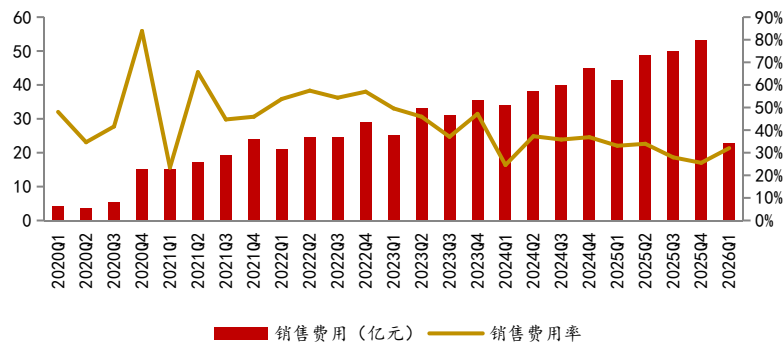
图：2020Q1-2026Q1创新药公司收入及增速情况（分季度）



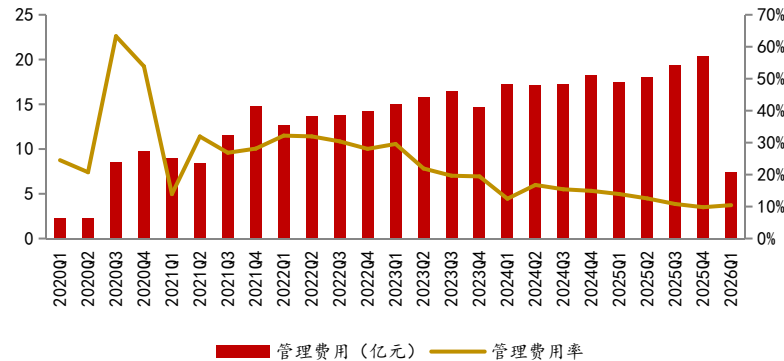
图：2020Q1-2026Q1创新药公司归母净利润及增速情况（分季度）



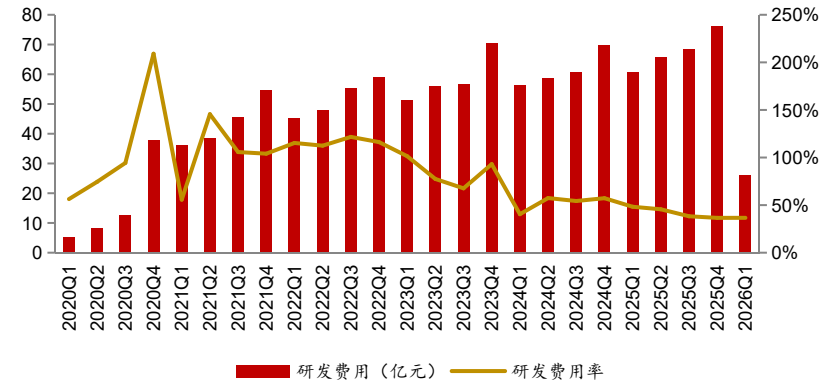
图：2020Q1-2026Q1创新药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1创新药公司管理费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1创新药公司研发费用及费用率情况（分季度）

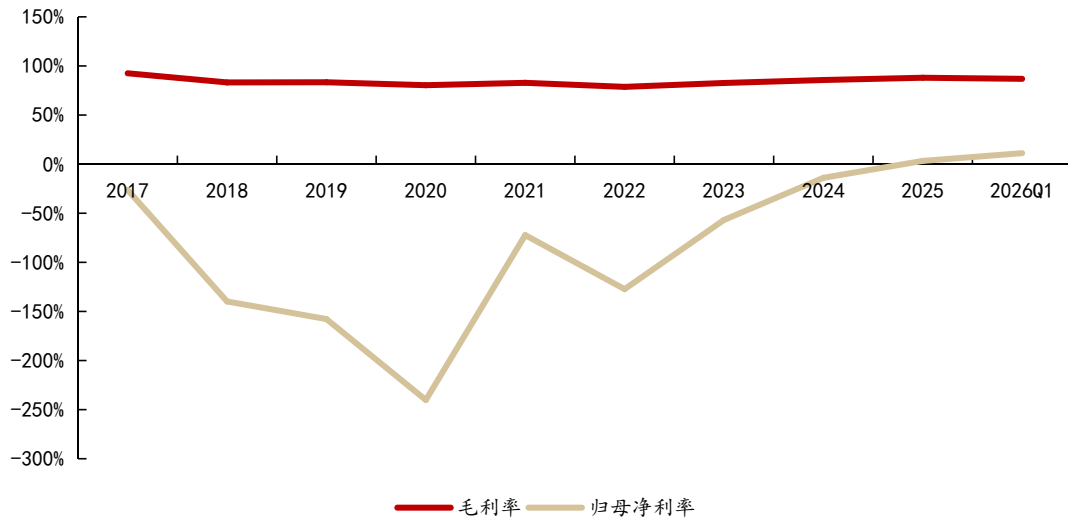


资料来源：Wind，华源证券研究所。注：百济神州A股尚未披露26Q1财报。

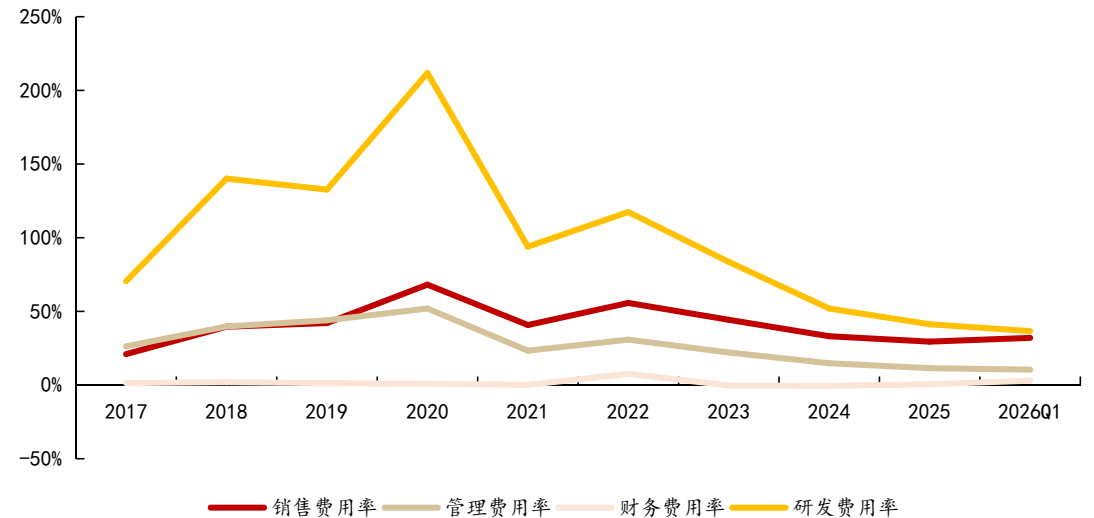
## ■ 创新药：2025年收入高速增长，毛利率显著提升。

- **盈利能力方面**，随着价格体系维护较好、成本控制效率提升、自建工厂生产逐渐成熟，叠加海外收入占比提升，近年毛利率不断提高。毛利率从2020年的80.40%提升至2025年的87.99%。
- **费用率方面**，头部创新企业的核心品种收入加速增长，同时费用相对平缓增长，因此费用率逐渐下降，其中研发费用率从2020年的211.79%降至2025年的41.26%，销售费用率从2020年的68.16%降至2025年的29.47%。

图：2017-2026Q1创新药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1创新药公司费用率情况



## ■ 创新药：2025年收入高速增长，得益于核心品种放量+BD确认。

- 我们认为，目前绝大多数创新药企已走过研发周期，核心品种正处在高速放量阶段，叠加强监管环境下，真正具备临床价值的产品有望快速放量，并且有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2024、2025、2026Q1创新药公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	股票名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
688488.SH	艾迪药业	1.6%	72.1%	-10.0%	-85.6%	86.2%	-51.2%
688759.SH	必贝特-U	0.0%	0.0%	0.0%	67.6%	-175.0%	-45.5%
688235.SH	百济神州-U	56.2%	40.5%	31.0%	25.9%	129.3%	-
688180.SH	君实生物-U	29.7%	28.2%	45.1%	43.9%	31.7%	91.2%
688331.SH	荣昌生物	58.5%	89.4%	24.8%	2.8%	148.3%	229.1%
688336.SH	三生国健	17.7%	251.8%	38.6%	139.2%	311.5%	73.0%
688443.SH	智翔金泰-U	2384.1%	666.7%	233.6%	0.5%	32.8%	-23.8%
688578.SH	艾力斯	76.3%	45.8%	44.2%	122.0%	53.1%	54.9%
688506.SH	百利天恒-U	936.3%	-56.7%	40.3%	575.0%	-128.4%	-45.7%
300558.SZ	贝达药业	17.7%	24.8%	13.3%	15.7%	-24.2%	135.7%
688192.SH	迪哲医药-U	294.2%	122.6%	58.2%	23.6%	9.7%	50.4%
688302.SH	海创药业-U	0.0%	5480.1%	0.0%	32.2%	31.2%	6.9%
688062.SH	迈威生物-U	56.3%	231.6%	184.9%	0.9%	7.1%	17.1%
688373.SH	盟科药业-U	43.5%	8.8%	26.6%	-4.7%	45.2%	65.2%
688428.SH	诺诚健华-U	36.7%	135.3%	38.7%	30.2%	245.8%	488.9%
688221.SH	前沿生物-U	13.3%	-4.7%	948.9%	38.8%	-33.1%	615.4%
688197.SH	首药控股-U	-24.6%	119.9%	1300.0%	-14.2%	39.2%	70.3%
688176.SH	亚虹医药-U	1365.6%	37.5%	16.3%	4.1%	-8.4%	-34.6%
688382.SH	益方生物-U	-9.0%	-77.9%	419.5%	15.4%	-31.9%	22.8%
688266.SH	泽璟制药-U	37.9%	52.1%	440.1%	50.5%	-18.2%	2338.4%

# 主要内容

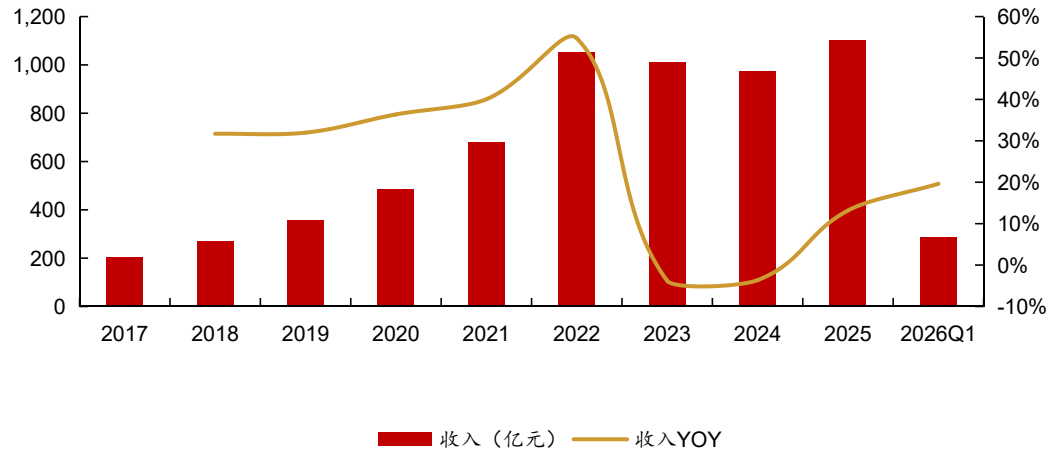
---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

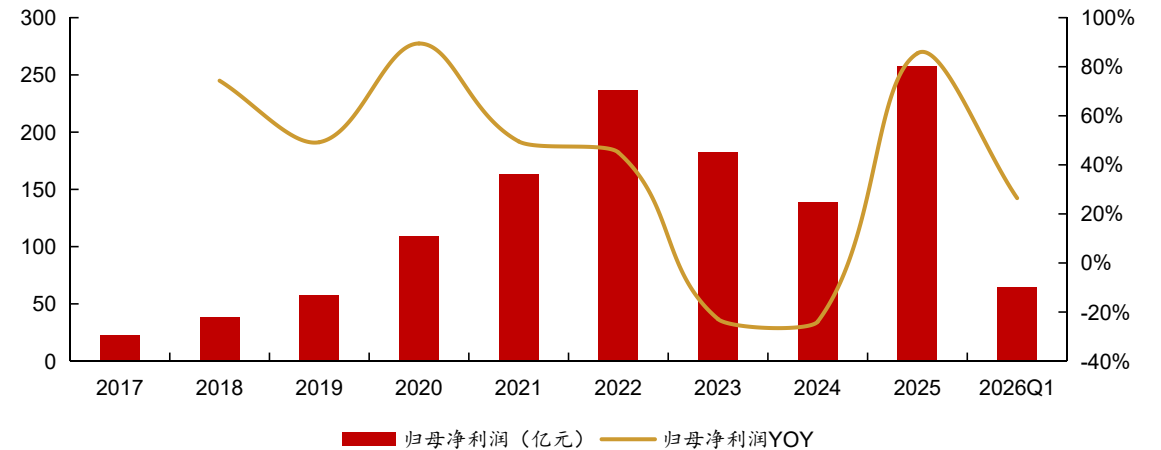
## ■ CXO&科研服务产业链：外向型CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

- 2025年CXO&科研服务产业链共实现营收1104.7亿元，同比+13.2%；共实现归母净利润257.0亿元，同比+85.5%。其中，CXO实现营收978.0亿元，同比+13.0%；实现归母净利润245.9亿元，同比+87.7%。科研服务产业链实现营收126.7亿元，同比+14.8%；实现归母净利润11.1亿元，同比+46.2%。
- 2026Q1CXO&科研服务产业链共实现营收288.9亿元，同比+19.6%；实现归母净利润64.4亿元，同比+26.4%。其中，CXO板块26Q1收入254.9亿元，同比+18.8%，归母净利润60.0亿元,同比+22.5%；科研上游板块26Q1收入34.0亿元，同比+25.9%，归母净利润4.4亿元，同比+125.1%。

图：2017-2026Q1 CXO&科研产业链公司收入及增速情况



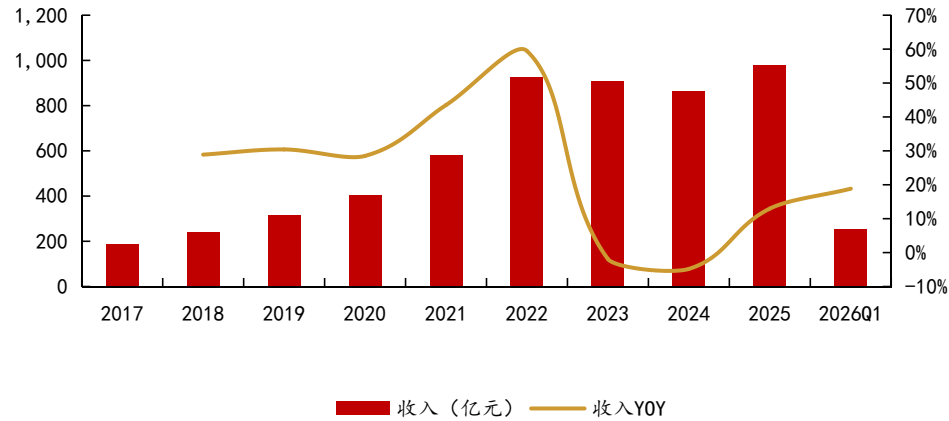
图：2017-2026Q1 CXO&科研产业链公司归母净利润及增速情况



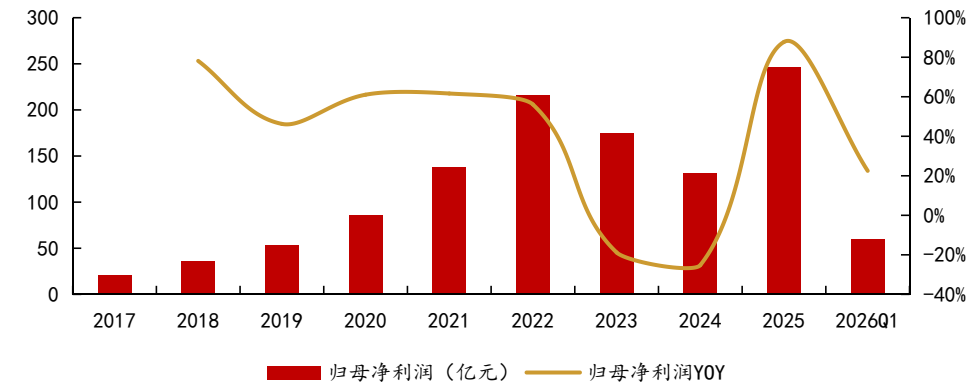
资料来源：wind，华源证券研究所

## ■ CXO&科研服务产业链：外向型CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

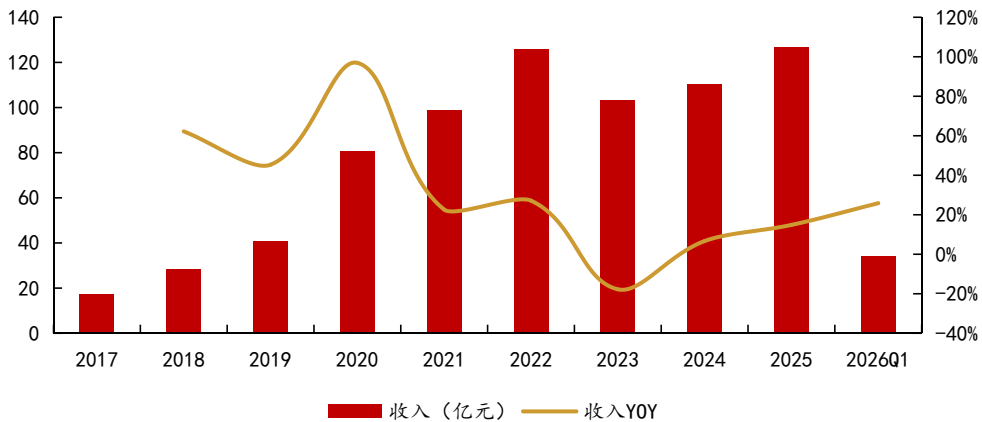
图：2017-2026Q1 CXO公司收入及增速情况



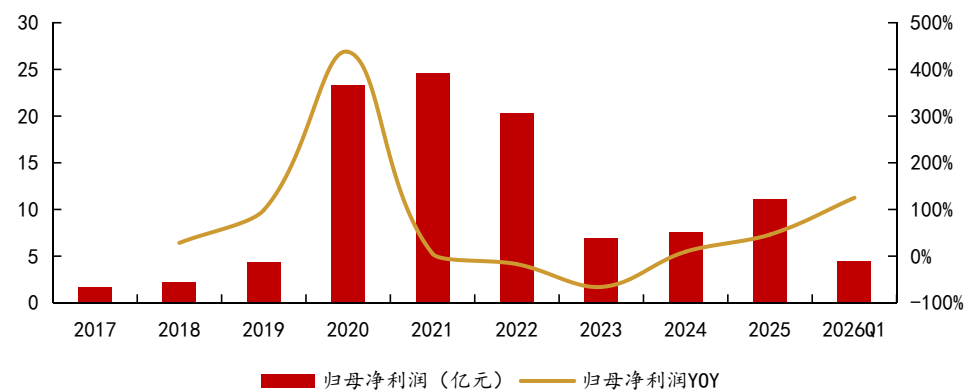
图：2017-2026Q1 CXO公司归母净利润及增速情况



图：2017-2026Q1 科研上游服务产业链公司收入及增速情况

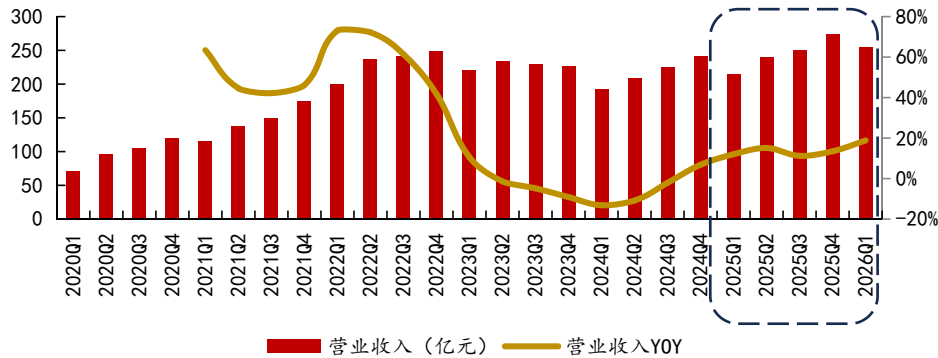


图：2017-2026Q1 科研上游服务产业链公司归母净利润及增速情况

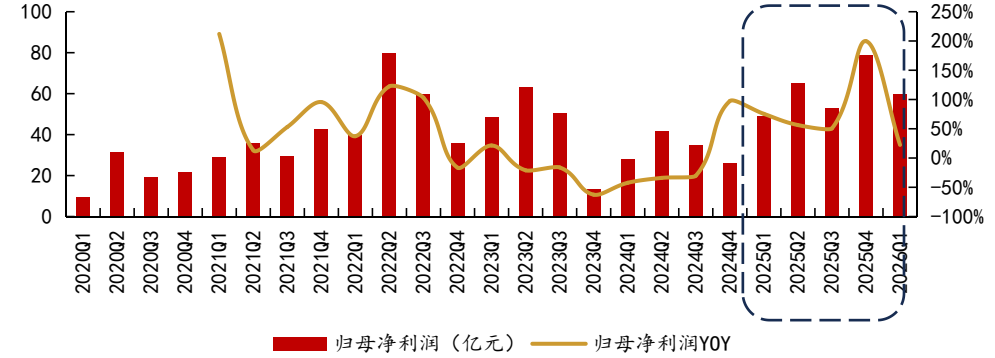


## ■ CXO&科研服务产业链：龙头CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

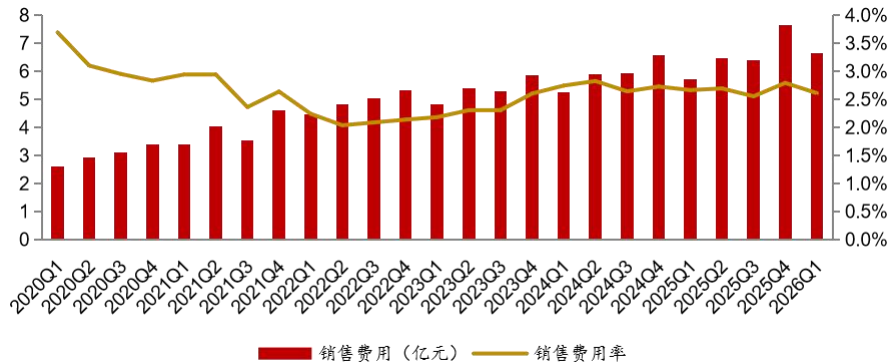
图：2020Q1-2026Q1CXO公司收入及增速情况（分季度）



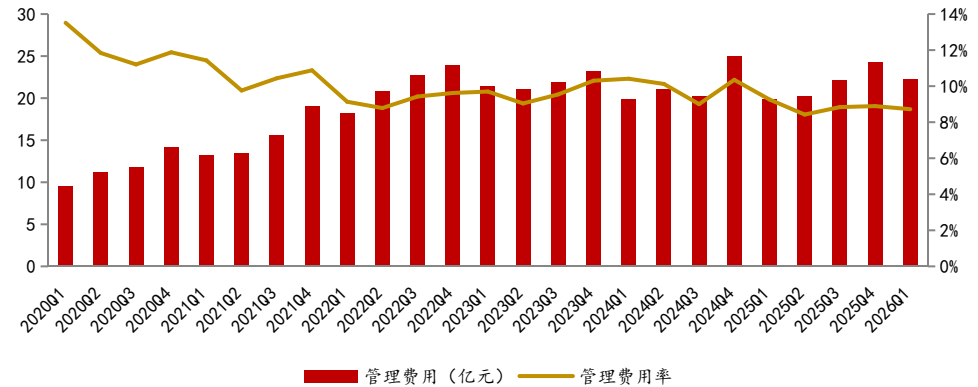
图：2020Q1-2026Q1CXO公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1CXO公司销售费用率情况（分季度）

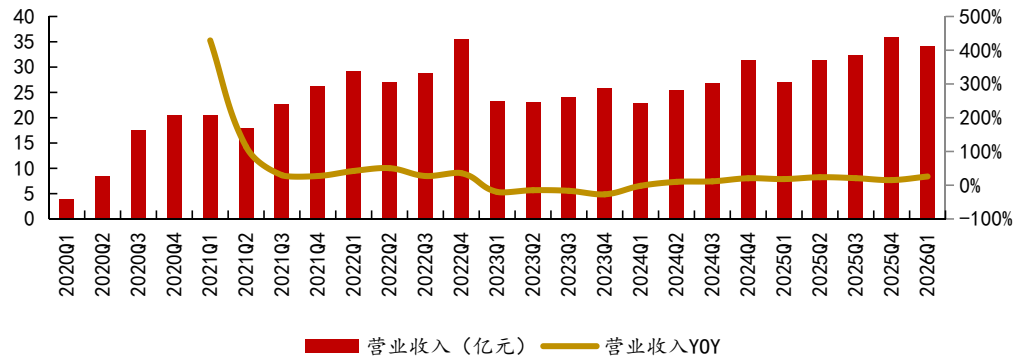


图：2020Q1-2026Q1CXO公司管理费用率情况（分季度）

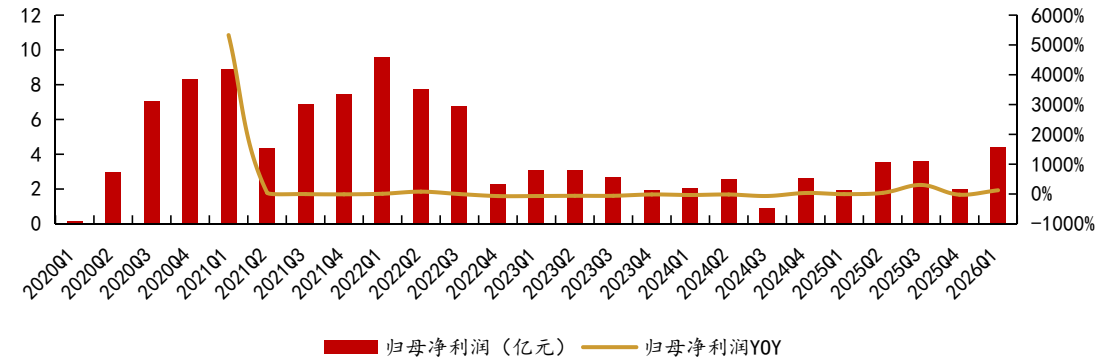


## ■ CXO&科研服务产业链：龙头CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

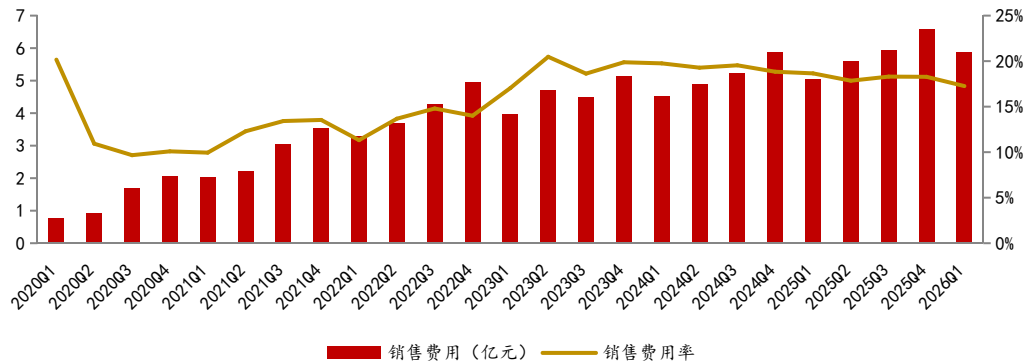
图：2020Q1-2026Q1科研上游服务公司收入及增速情况（分季度）



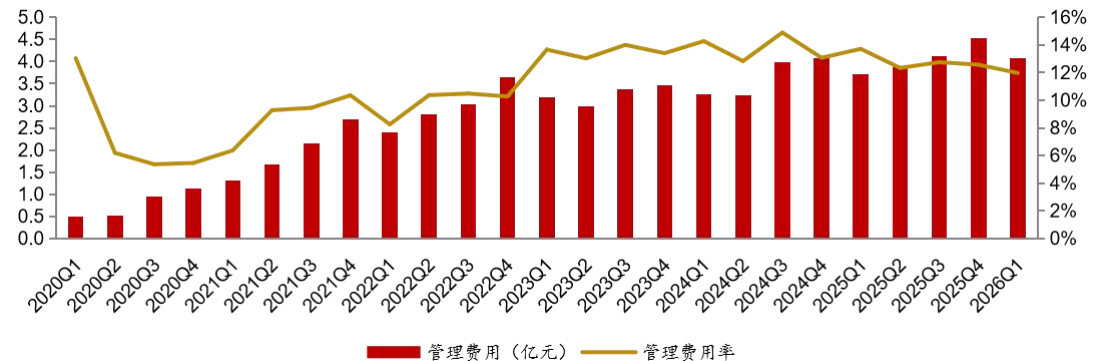
图：2020Q1-2026Q1科研上游服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1科研上游服务公司销售费用率情况（分季度）



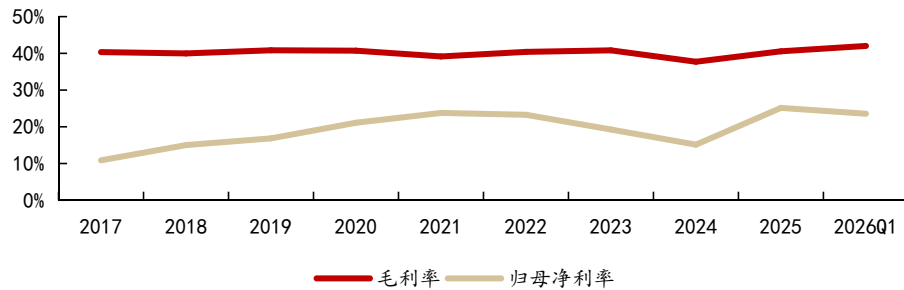
图：2020Q1-2026Q1科研上游服务公司管理费用率情况（分季度）



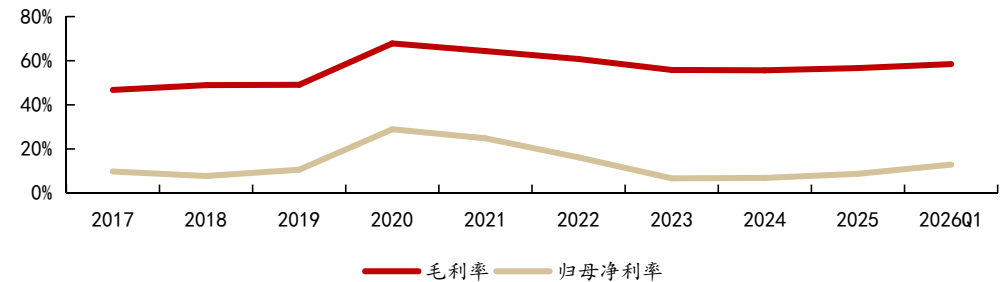
## ■ CXO&科研服务产业链：龙头CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

- **盈利能力方面**，2026Q1 CXO整体毛利率为42.02%，同比+4.01pct；归母净利率为23.55%，同比+0.71pct。科研服务整体毛利率为58.48%，同比+2.82pct；归母净利率为12.92%，同比+5.69pct。
- **费用率方面**：1) CXO公司：2026Q1销售费用率为2.61%，同比-0.05pct；管理费用率为8.72%，同比-0.54pct；研发费用率为4.02%，同比-0.65pct；2) 科研上游公司：2026Q1销售费用率为17.26%，同比-1.39pct；管理费用率为11.97%，同比-1.75pct；研发费用率为13.91%，同比-2.38pct。

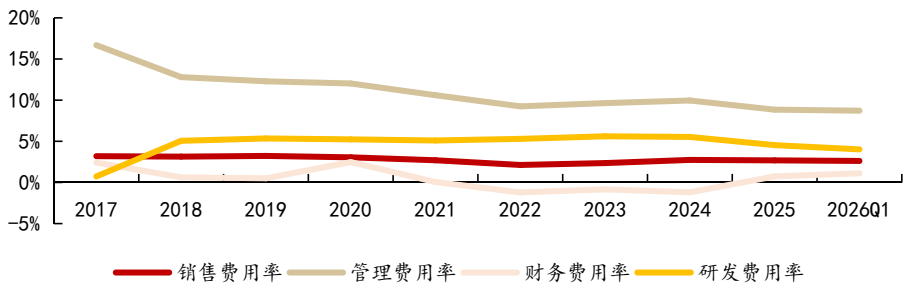
图：2017-2026Q1 CXO公司毛利率和归母净利率



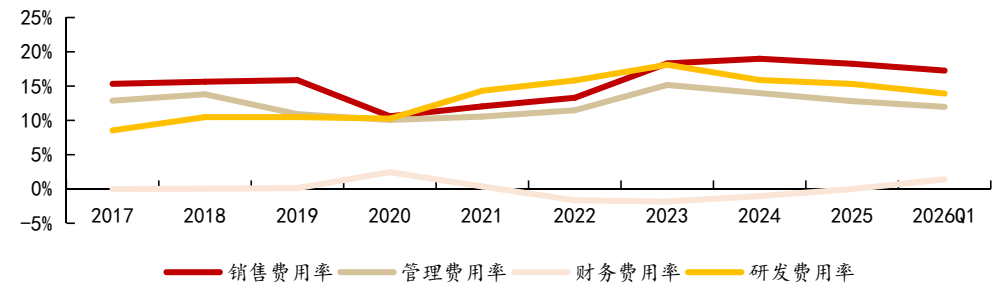
图：2017-2026Q1 科研上游服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1 CXO公司费用率情况



图：2017-2026Q1 科研上游服务公司费用率情况



## ■ CXO&科研服务产业链：外向型CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏

- 供需错配现状持续改善，CXO板块业绩持续修复。从结构上看，CRO业绩持续环比修复，CDMO业绩表现持续亮眼，同时，科研上游在持续复苏。
- 我们认为，CXO和科研上游服务行业经历几年的低迷后，目前行业供给侧扩张速度明显放缓、需求端在海外订单带动下有望持续回暖，供需关系改善景气度有望持续修复，结构上，1) 龙头综合实力突出、韧性较强持续复苏，海外市场恢复较快，收入结构海外占比高的公司或将业绩表现更为亮眼，建议关注凯莱英、药明康德；2) 随降息周期开始，研发需求亦或将持续增加，建议关注服务全球新药研发的临床前CRO板块，尤其关注安评业务需求提高带来的板块机会。

### 图：CXO公司收入增速及利润同比增速

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
301201.SZ	诚达药业	-19.6%	22.0%	68.1%	-130.9%	57.6%	600.1%
300404.SZ	博济医药	33.5%	17.1%	58.5%	18.2%	6.0%	322.0%
688222.SH	成都先导	15.0%	23.1%	50.4%	26.1%	113.2%	46.7%
688202.SH	美迪西	-24.0%	12.1%	36.5%	-896.2%	49.3%	207.3%
603259.SH	药明康德	-2.7%	15.8%	28.8%	-1.6%	102.6%	26.7%
301333.SZ	诺思格	3.1%	14.4%	26.2%	-13.7%	-2.4%	-12.5%
301096.SZ	百诚医药	-21.2%	-15.5%	24.6%	-119.4%	-71.4%	148.9%
688131.SH	皓元医药	20.8%	26.7%	20.2%	58.2%	19.0%	8.7%
002821.SZ	凯莱英	-25.8%	14.9%	16.9%	-58.2%	19.3%	-6.8%
300759.SZ	康龙化成	6.4%	14.8%	15.5%	12.0%	-7.2%	9.7%
300347.SZ	泰格医药	-10.6%	3.5%	15.2%	-80.0%	119.2%	-70.4%
300725.SZ	药石科技	-2.1%	16.9%	11.7%	11.2%	-16.3%	36.6%
300363.SZ	博腾股份	-17.9%	13.5%	10.6%	-207.8%	133.5%	750.4%
603127.SH	昭衍新药	-15.1%	-17.9%	10.0%	-81.3%	302.1%	479.7%
301257.SZ	普蕊斯	5.7%	4.8%	10.0%	-21.0%	3.0%	61.8%
300149.SZ	睿智医药	-14.8%	17.0%	2.1%	75.3%	105.9%	-373.4%
301230.SZ	泓博医药	11.2%	26.4%	1.7%	-54.6%	100.8%	98.6%

### 图：科研上游服务公司收入增速及利润同比增速

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
688293.SH	奥浦迈	22.3%	19.4%	117.7%	-61.0%	98.1%	167.4%
688796.SH	百奥赛图	36.8%	40.6%	73.7%	108.8%	416.4%	885.4%
688426.SH	康为世纪	-26.5%	53.7%	37.2%	-86.2%	31.7%	32.5%
688690.SH	纳微科技	33.3%	18.2%	34.0%	20.8%	64.2%	133.2%
301393.SZ	昊帆生物	16.2%	33.3%	27.2%	35.4%	-14.5%	-3.9%
301080.SZ	百普赛斯	18.6%	29.9%	26.3%	-19.4%	33.7%	14.0%
688046.SH	药康生物	10.4%	15.5%	21.8%	-30.9%	29.9%	57.1%
301166.SZ	优宁维	-8.8%	-3.0%	19.8%	-74.8%	-326.1%	-36.8%
301047.SZ	义翘神州	-5.1%	14.0%	18.1%	-53.1%	21.2%	42.0%
688356.SH	键凯科技	-22.3%	40.1%	14.5%	-74.2%	106.8%	88.7%
688265.SH	南模生物	4.0%	10.4%	13.0%	131.6%	384.0%	170.7%
688105.SH	诺唯赞	7.1%	0.0%	12.5%	74.5%	8.2%	118.9%
688137.SH	近岸蛋白	-16.7%	14.8%	11.4%	-523.7%	-42.9%	10.2%
688315.SH	诺禾致源	5.5%	4.7%	10.8%	10.5%	-15.2%	-13.1%
688073.SH	毕得医药	0.9%	20.1%	9.1%	7.2%	29.2%	52.6%

# 主要内容

---

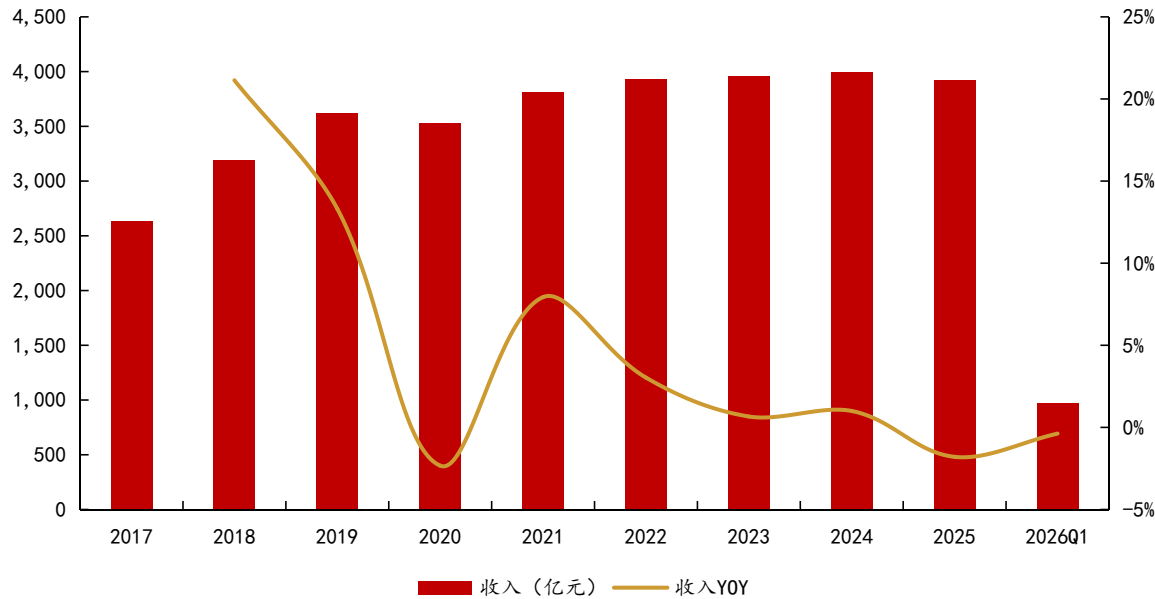
1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示



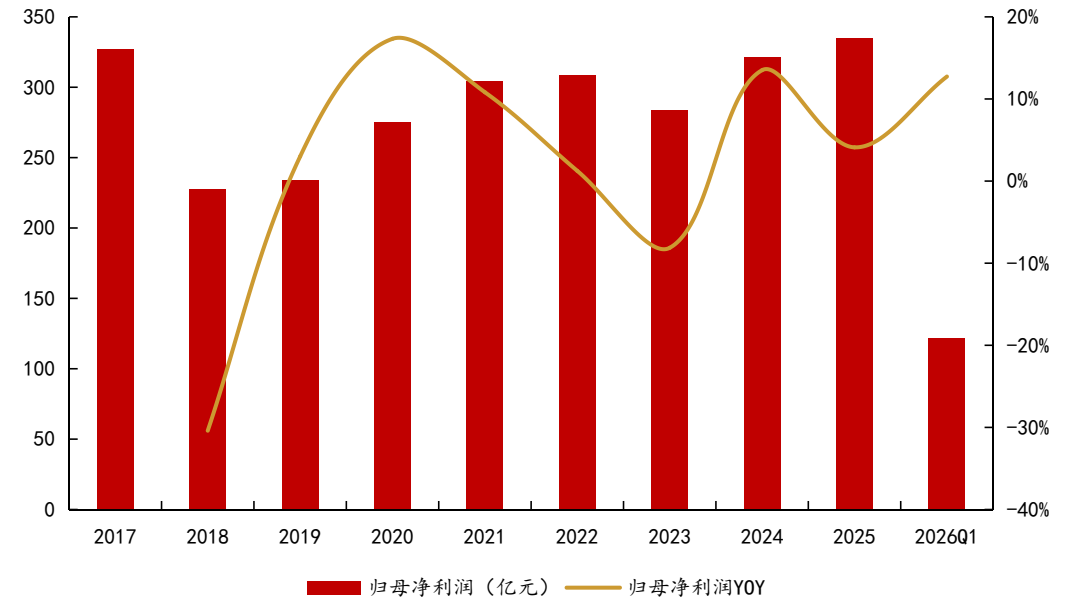
## ■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量。

- 2025年化药公司共实现营收3923.60亿元，同比下降1.79%；共实现归母净利润335.00亿元，同比增长4.11%。其中，恒瑞医药对整体业绩贡献较大。
- 2026年一季度公司共实现营收976.04亿元，同比下降0.38%；共实现归母净利润122.02亿元，同比增长12.73%。

图：2017-2026Q1化药公司收入及增速情况

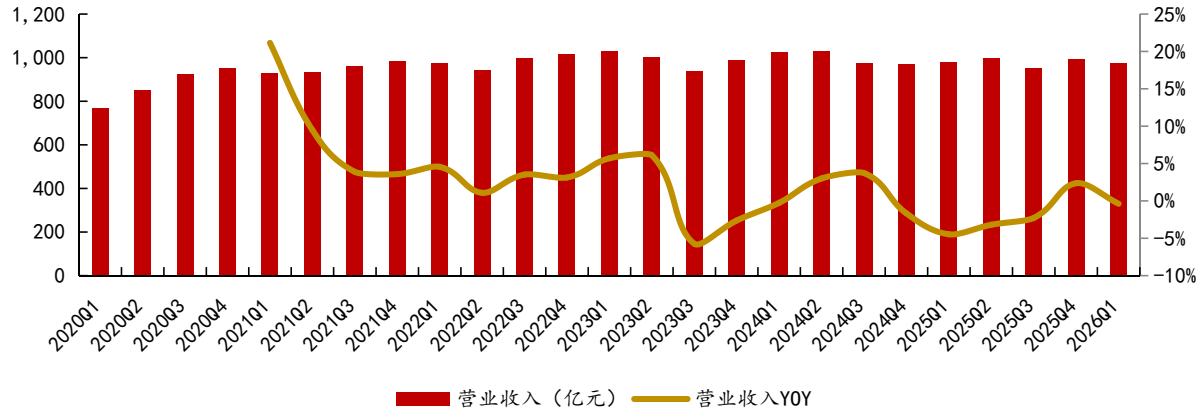


图：2017-2026Q1化药公司归母净利润及增速情况

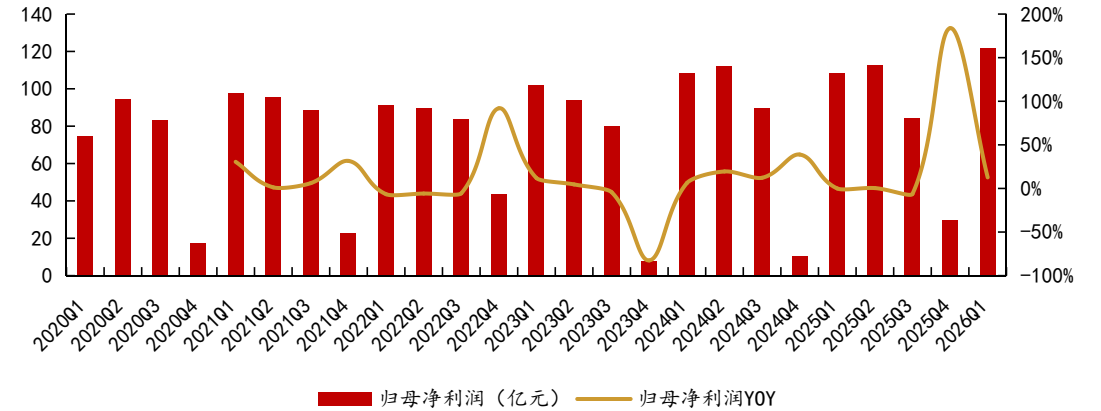


■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响。

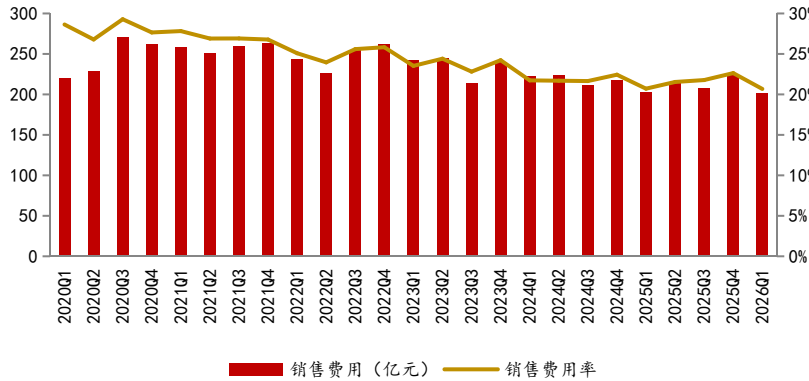
图：2020Q1-2026Q1化药公司收入及增速情况（分季度）



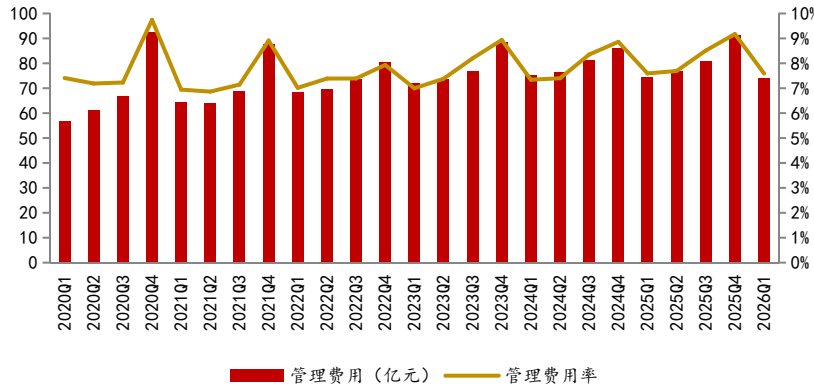
图：2020Q1-2026Q1化药公司归母净利润及增速情况（分季度）



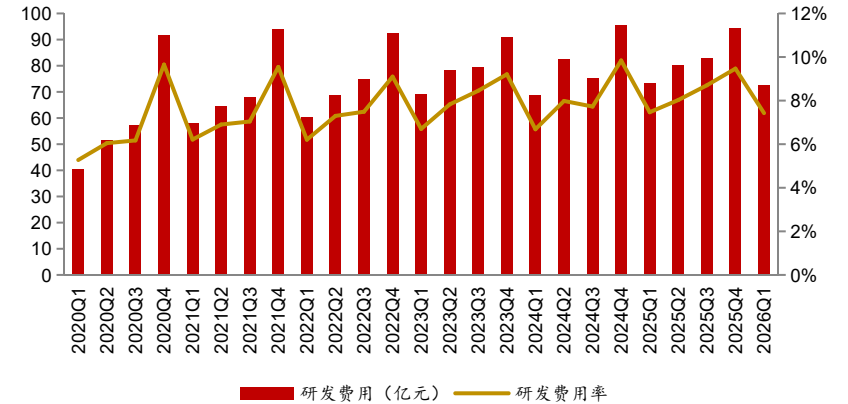
图：2020Q1-2026Q1化药公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1化药公司管理费用及费用率情况（分季度）



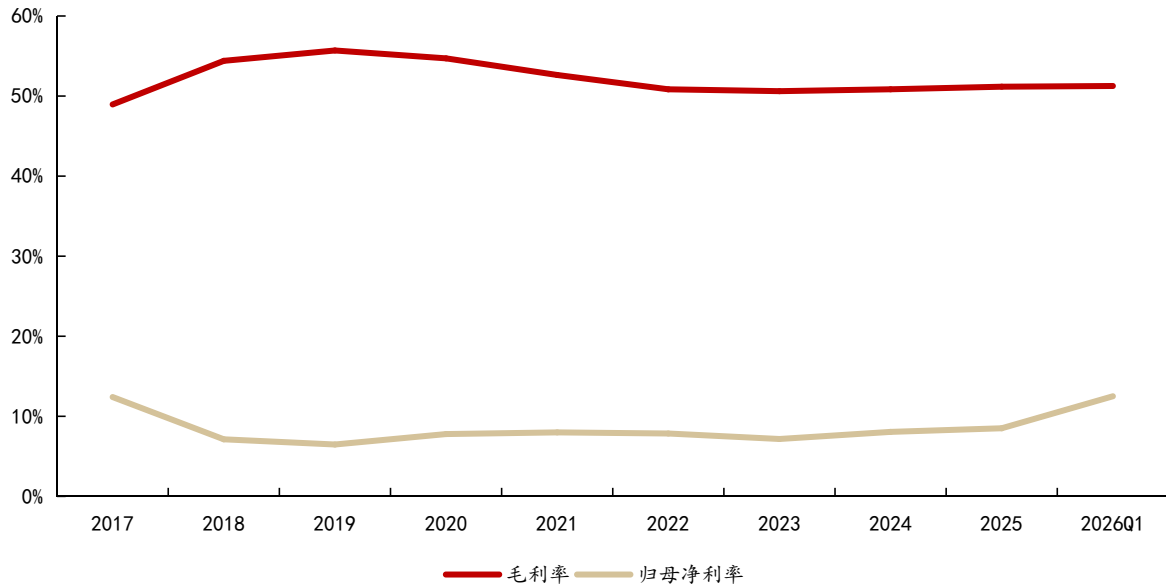
图：2020Q1-2026Q1化药公司研发费用及费用率情况（分季度）



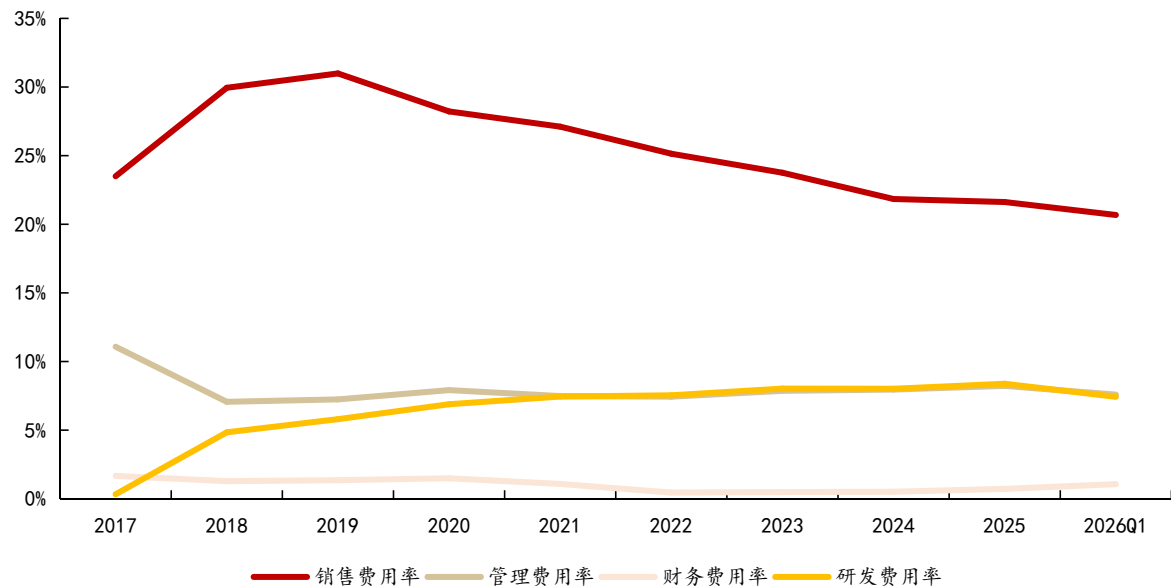
## ■ 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 盈利能力方面，2025年整体毛利率为50.95%，较2024年同期50.85%基本持平；归母净利率为8.54%，较2024年同期提升0.49pct。
- 费用率方面，受药品集采、医疗改革、支持创新等政策影响，化药板块销售费用率持续下降，2025年销售费用率为21.66%，较2024年同期减少0.18pct；管理费用率为8.24%，较2024年同期提升0.28pct。研发支出方面，近几年行业研发费用率趋于平缓，2025年研发费用率为8.42%，较2024年同期提升0.40pct。

图：2017-2026Q1化药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1化药公司费用率情况



## 化药：板块内部分化显著，传统仿转创提供向上增量，整体行业仍受集采影响

- 从细分领域看，仿转创逻辑的创新药企表现较好，恒瑞医药创新转型显著，得益于首付款确认，2025年归母净利润同比增长21.7%。
- 我们认为，化药板块内部分化显著，在集采影响、医药销售合规监管趋严的大环境下，化药板块或进一步加速分化，真正具备临床价值的优质性价比产品有望在合规的销售模式下胜出，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

表：2024、2025、2026Q1化药公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	股票名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
600276.SH	恒瑞医药	22.6%	13.0%	13.0%	47.3%	21.7%	21.8%
000963.SZ	华东医药	3.2%	4.1%	4.2%	23.7%	-2.8%	9.6%
600196.SH	复星医药	-0.8%	1.4%	6.9%	16.1%	21.7%	13.9%
002653.SZ	海思科	10.9%	17.9%	75.3%	34.0%	-34.4%	1089.8%
002422.SZ	科伦药业	1.7%	-15.1%	-3.0%	19.5%	-42.0%	-22.3%
002294.SZ	信立泰	19.2%	8.5%	15.6%	3.7%	8.3%	12.5%
300255.SZ	常山药业	-26.9%	-15.1%	-1.0%	79.9%	-43.5%	55.2%
002773.SZ	康弘药业	12.5%	3.0%	-12.7%	14.0%	-2.4%	-23.1%
600521.SH	华海药业	14.9%	-10.1%	-1.4%	34.7%	-76.2%	35.9%
000513.SZ	丽珠集团	-5.0%	1.8%	-9.7%	5.5%	-1.8%	-9.4%
600079.SH	人福医药	3.7%	-5.8%	-0.6%	-37.7%	39.5%	8.9%
300723.SZ	一品红	-42.1%	-35.7%	2.3%	-392.5%	37.5%	950.3%
300204.SZ	舒泰神	-10.8%	-32.2%	-25.8%	63.7%	46.3%	-261.1%
002262.SZ	恩华药业	13.0%	3.7%	6.6%	10.3%	-7.5%	5.6%
300199.SZ	翰宇药业	36.8%	63.7%	-3.5%	66.2%	121.1%	82.9%
000766.SZ	通化金马	-10.2%	-11.5%	0.3%	28.5%	-39.2%	-21.2%
600380.SH	健康元	-6.2%	-2.6%	-9.0%	-3.9%	-3.7%	-4.8%
002755.SZ	奥赛康	23.2%	0.1%	-5.3%	207.9%	47.6%	54.3%
300436.SZ	广生堂	4.4%	-5.7%	0.9%	55.2%	-39.4%	9.0%

# 主要内容

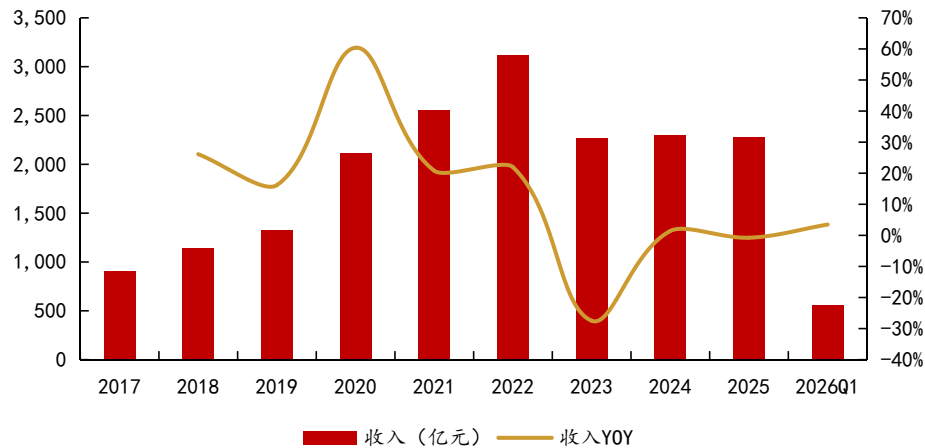
---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

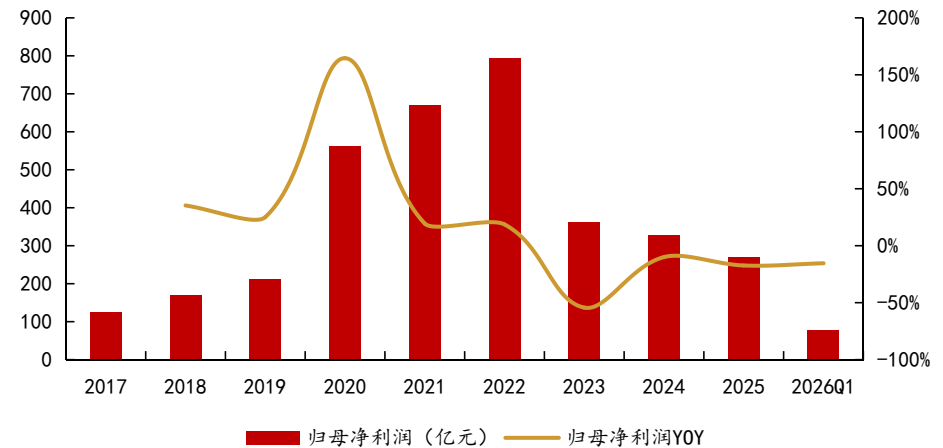
## ■ 医疗器械：业绩表观压力逐步减小，新技术催化带动板块热度提升

- 2025年医疗器械公司共实现营收2278.5亿元，同比下滑0.8%，2025年共实现归母净利润270.3亿元，同比下滑17.36%，收入端设备、耗材类公司回暖明显，诊断赛道相对承压，利润端细分板块均呈现同比下滑态势。
- 26Q1实现收入558.0亿元，同比增长3.5%，归母净利润为76.9亿元，同比下滑15.4%，医疗器械赛道整体收入同比转正，设备、耗材表观同比增速较2025年进一步提速，利润端同比下滑。
- 我们认为：医疗器械表观收入企稳，业绩端压力逐步减小，随着政策面干扰、库存影响有序出清，业绩大幅震荡可能性变小。脑机接口、手术机器人、基因测序等前沿技术的迭代，26年或将在收入端进一步兑现，业内公司跨界布局，有望带动板块热度提升，吸引增量资金。

图：2017-2026Q1医疗器械公司收入及增速情况

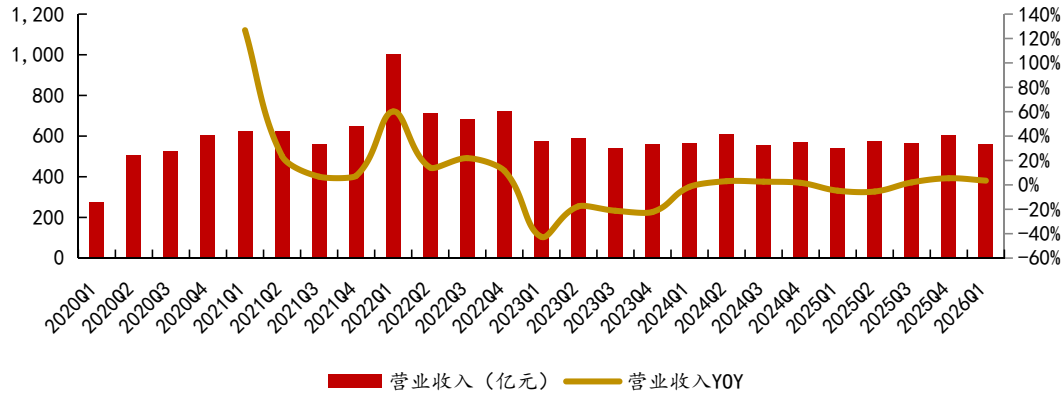


图：2017-2026Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况

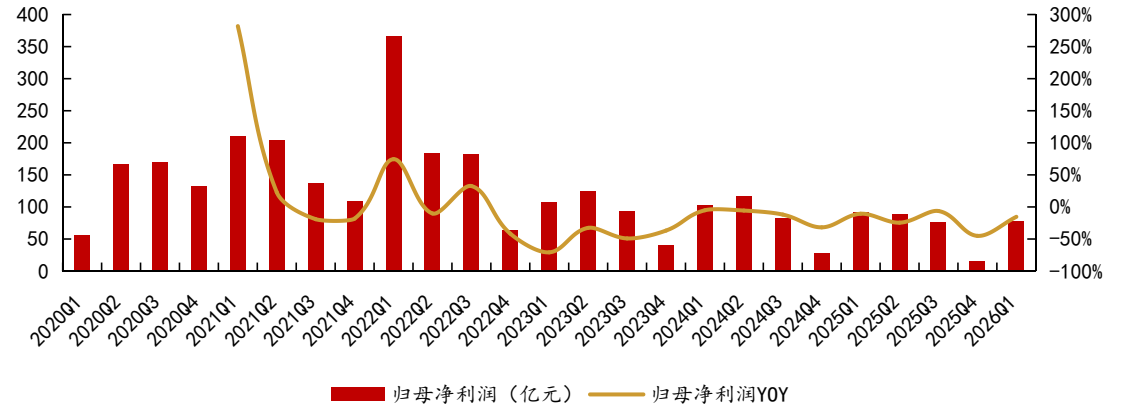


## ■ 医疗器械：业绩表现压力逐步减小，新技术催化带动板块热度提升

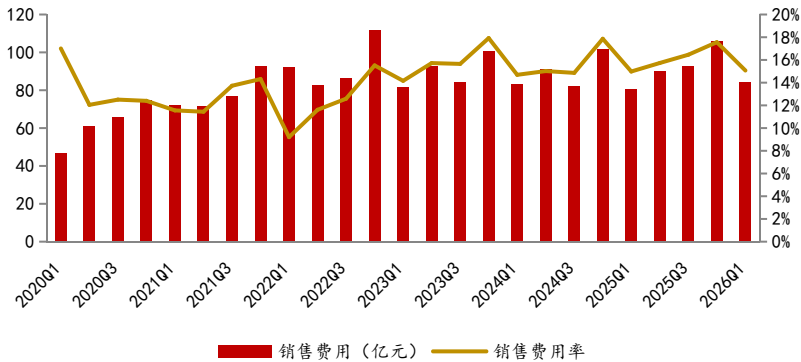
图：2020Q1-2026Q1医疗器械公司收入及增速情况（分季度）



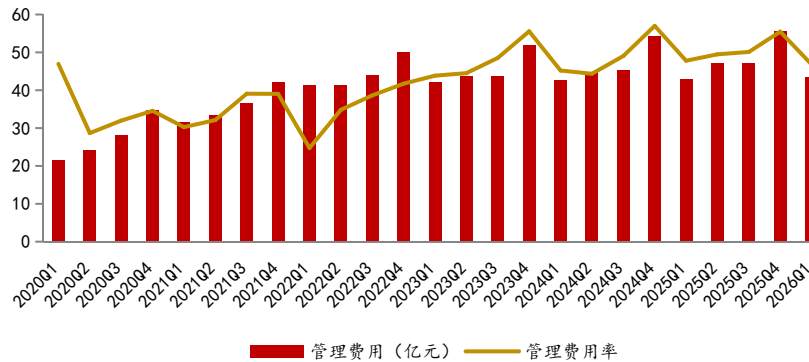
图：2020Q1-2026Q1医疗器械公司归母净利润及增速情况（分季度）



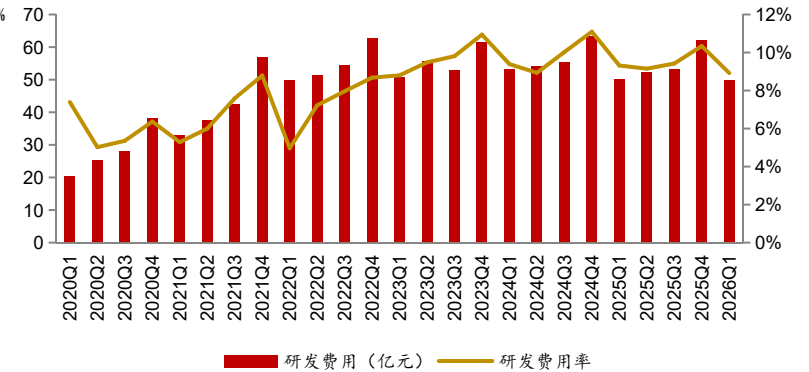
图：2020Q1-2026Q1医疗器械公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医疗器械公司管理费用及费用率情况（分季度）



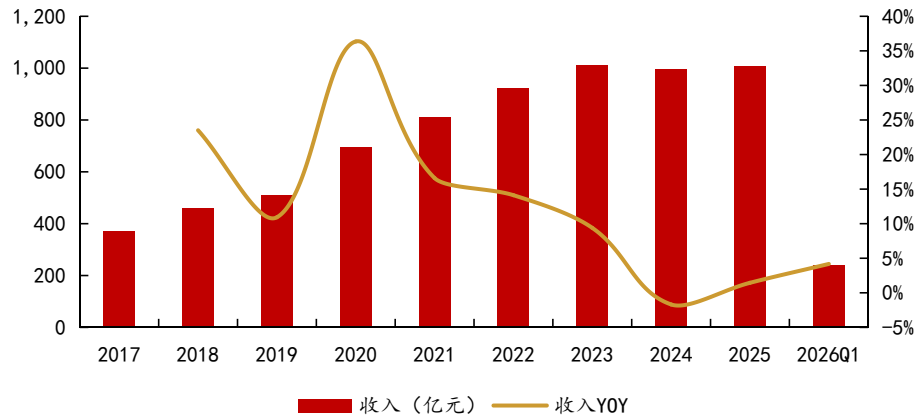
图：2020Q1-2026Q1医疗器械公司研发费用及费用率情况（分季度）



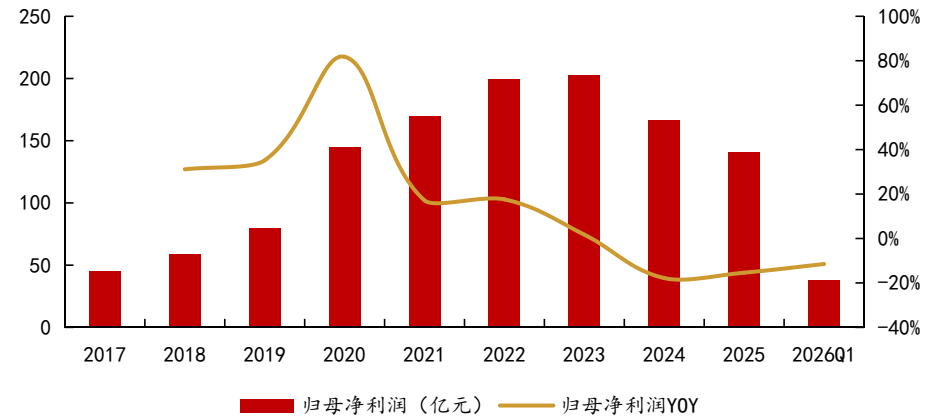
## ■ 医疗设备：收入拐点信号显现，静待利润回暖

- 2025年医疗设备公司共实现营收1008.9亿元，同比增长1.4%，2025年共实现归母净利润140.9亿元，同比下滑15.4%，收入端同比增长转正，其中大型医学影像、手术机器人、内窥镜、血液透析设备等细分品种表现较好，但因渠道库存、国内集采扩面等因素影响，利润端仍然承压。
- 单季度看，26Q1实现收入240.5亿元，同比增长4.2%，归母净利润为38.1亿元，同比下滑11.5%，收入端持续回暖，拐点信号初现，利润端仍然承压。

图：2017-2026Q1医疗设备公司收入及增速情况



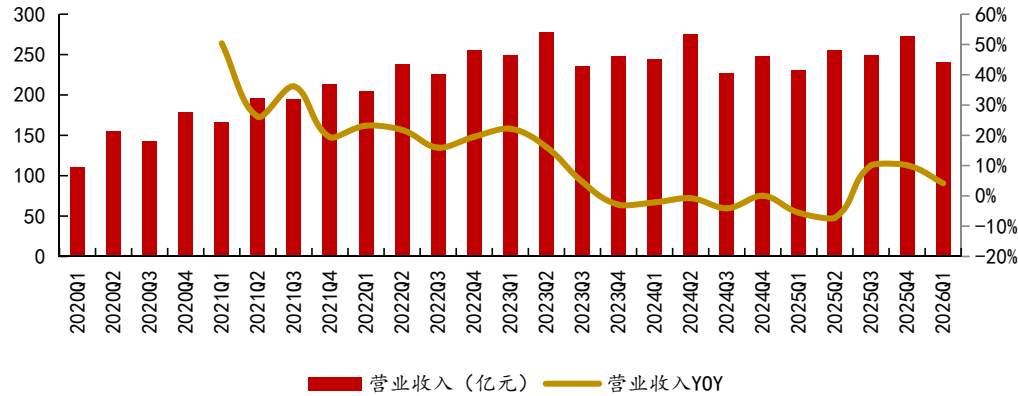
图：2017-2026Q1医疗设备公司归母净利润及增速情况



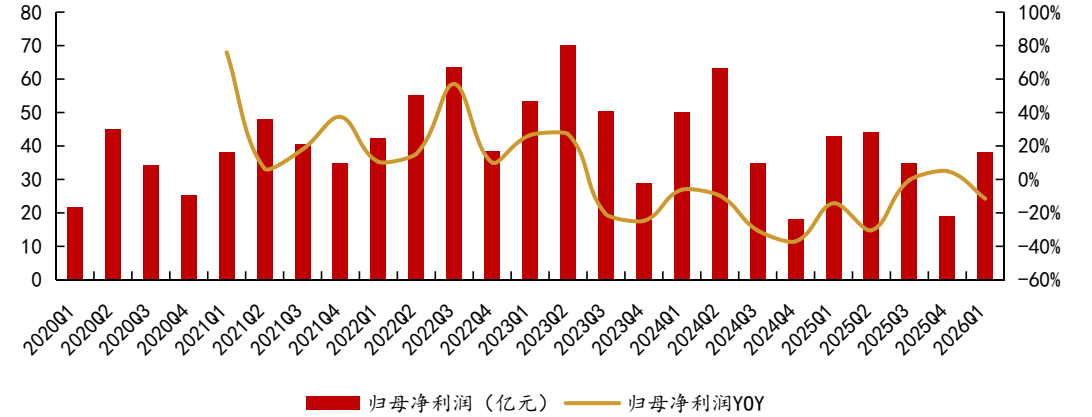
资料来源：Wind，华源证券研究所

## ■ 医疗设备：收入拐点信号显现，静待利润回暖

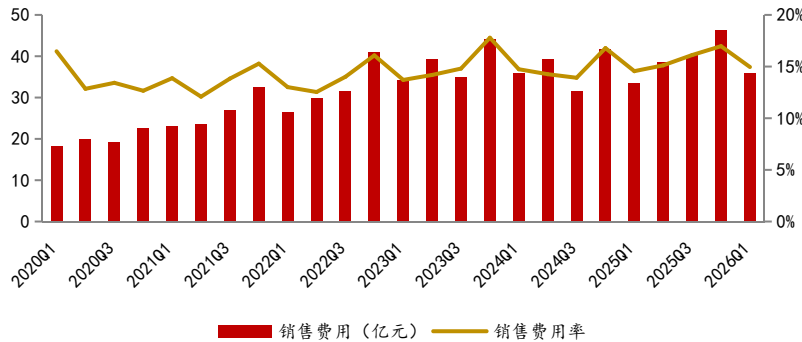
图：2020Q1-2026Q1医疗设备公司收入及增速情况（分季度）



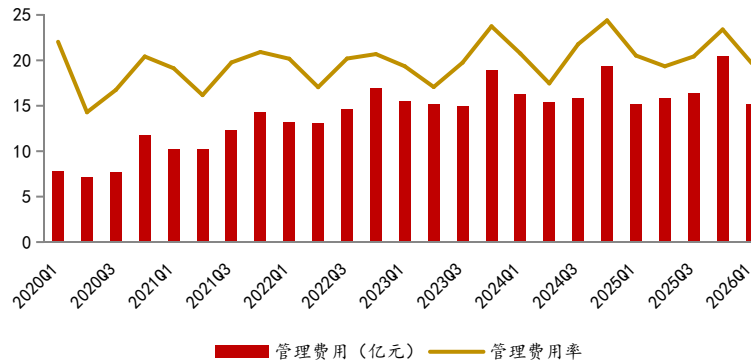
图：2020Q1-2026Q1医疗设备公司归母净利润及增速情况（分季度）



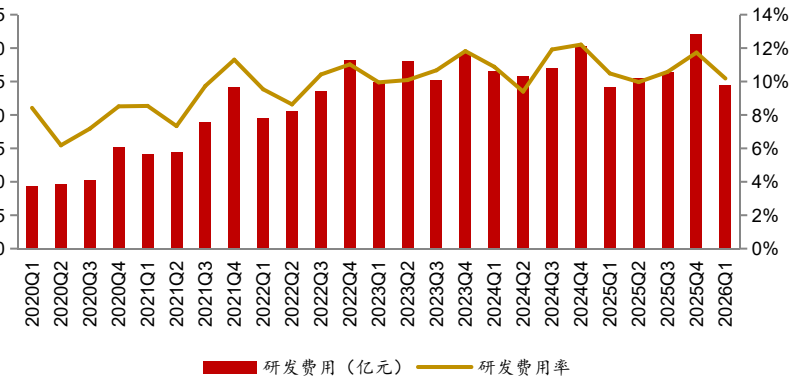
图：2020Q1-2026Q1医疗设备公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医疗设备公司管理费用及费用率情况（分季度）



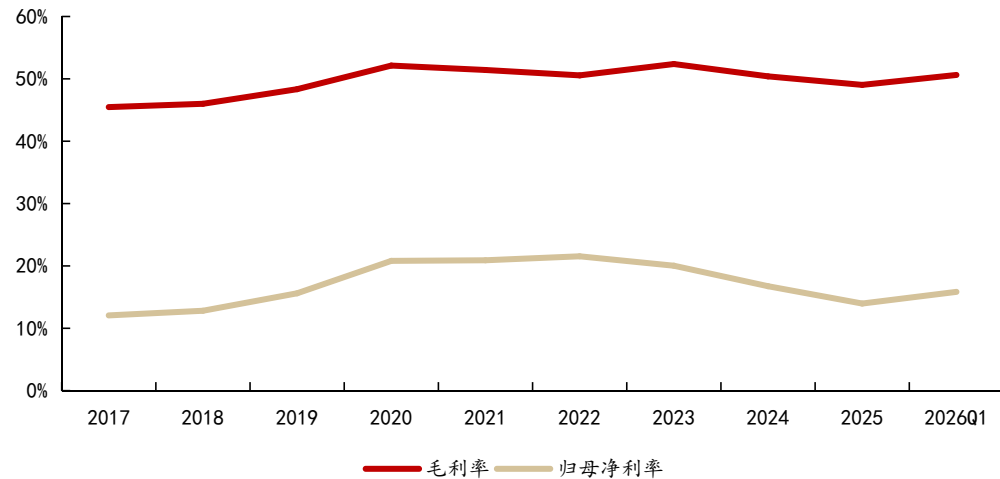
图：2020Q1-2026Q1医疗设备公司研发费用及费用率情况（分季度）



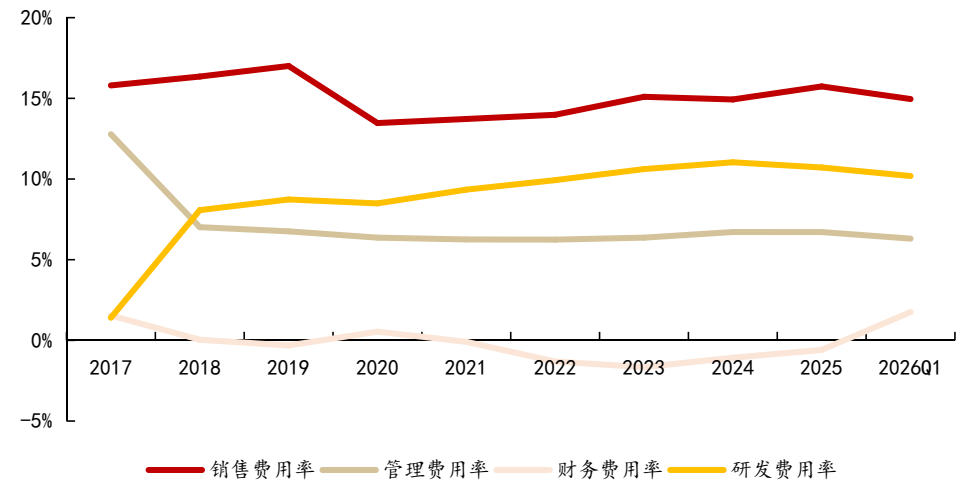
## ■ 医疗设备：收入拐点信号显现，静待利润回暖

- **盈利能力方面**，2025年整体毛利率为49.0%，较2024年下降1.4pct，国内设备招采活动仍受区域集采影响，占比较大的中低端产品价格有所承压，毛利率较24年进一步下滑；26Q1整体毛利率为50.6%，较2025Q1及2025全年有所回暖。2025年归母净利率为14.0%，较2024年下滑2.8pct，2026Q1为15.8%，较2025Q1下滑2.8pct。
- **费用率方面**，2025年医疗设备期间费用率为32.6%，同比提升1.0pct，2026Q1期间费用率为33.2%，较2025Q1提升3.0pct，其中销售费用率、财务费用率，分别上升0.4pct、3.1pct。

图：2017-2026Q1医疗设备公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1医疗设备公司费用率情况



## ■ 医疗设备：收入拐点信号显现，静待利润回暖

- 从个股来看，联影医疗、海泰新光、山外山等公司，25年及26年一季度，收入、利润均增长较好，大型影像、血液透析在医疗设备更新、基层设备采购中受益较为明显；26Q1,美好医疗、海泰新光等出口链标的，经营回暖，大客户导向型业务受外部政策变动影响相对可控；华大智造为代表的基因测序产业链，26Q1呈现明显拐点信号。
- 我们认为，部分院内招采或于26H1在厂家营收端逐步兑现，重点关注国内渠道库存较轻，海外布局完善，具备第二增长曲线公司，积极关注脑机接口、手术机器人、基因测序等前沿科技落地，相关个股年内机会。

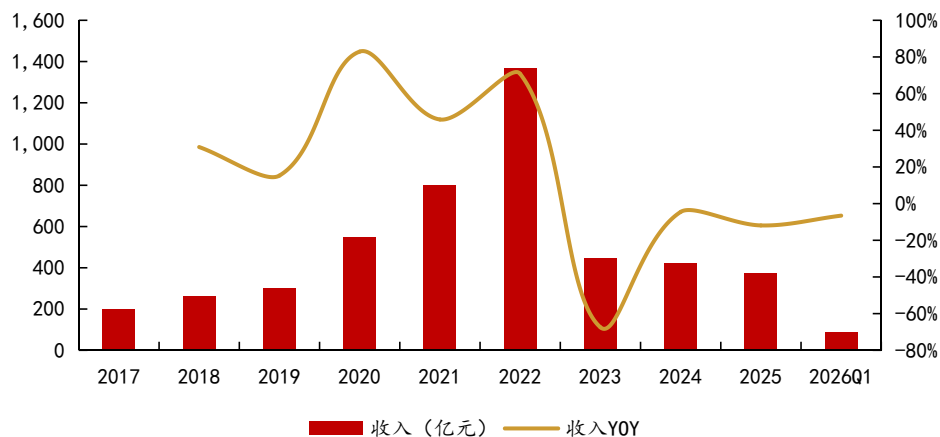
表：2024、2025、2026Q1医疗设备公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
688271.SH	联影医疗	-9.7%	34.0%	17.3%	-36.1%	48.1%	7.8%
300760.SZ	迈瑞医疗	5.1%	-9.4%	1.4%	0.7%	-30.3%	-11.4%
688114.SH	华大智造	3.5%	-7.7%	24.8%	1.1%	63.0%	37.9%
300633.SZ	开立医疗	-5.0%	14.7%	11.8%	-68.7%	38.5%	-243.8%
688273.SH	麦澜德	24.6%	1.7%	-16.1%	13.1%	1.0%	-42.5%
301363.SZ	美好医疗	19.2%	2.0%	36.3%	16.1%	-22.2%	9.3%
688410.SH	山外山	-17.8%	42.2%	21.3%	-63.6%	105.8%	47.2%
688277.SH	天智航-U	-14.9%	55.9%	-10.0%	22.5%	-50.9%	-251.8%
002223.SZ	鱼跃医疗	-5.1%	5.1%	-2.7%	-24.6%	-17.9%	-31.4%
688212.SH	澳华内镜	10.5%	3.2%	11.1%	-63.7%	-45.5%	15.1%
688677.SH	海泰新光	-5.9%	36.1%	18.8%	-7.1%	26.2%	1.1%

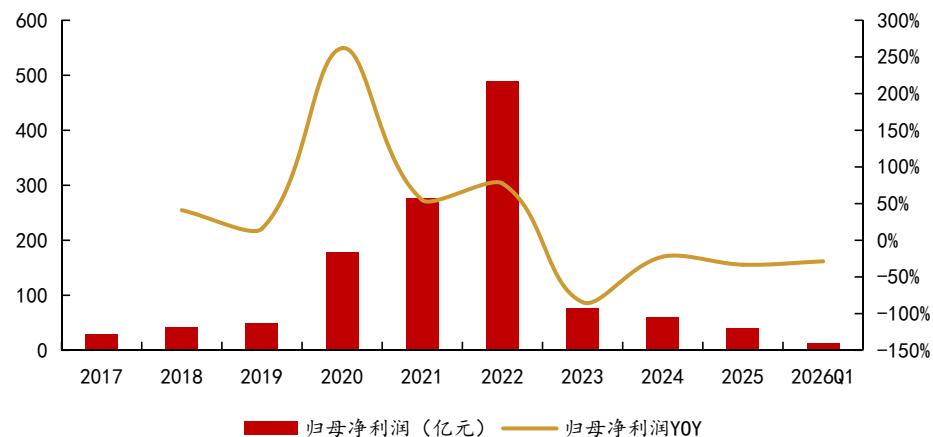
## ■ 体外诊断：收入、利润持续承压，26年量价有望企稳

- 2025年体外诊断公司共实现营收373.8亿元，同比下滑11.9%，2025年共实现归母净利润39.6亿元，同比下滑33.3%，继2023年以来，体外诊断先后经历防疫产品基数、免疫&生化联盟集采、DRGs拆分套餐、诊断试剂增值税调整等影响，表观收入、利润已经连续三年下滑。
- 单季度看，26Q1实现收入88.1亿元，同比下滑6.6%，归母净利润为12.2亿元，同比下滑28.7%，诊断服务价格调整后，短期表观业绩或仍将承压，而中长期政策端影响逐步出清，行业有望恢复常态发展。

图：2017-2026Q1体外诊断公司收入及增速情况



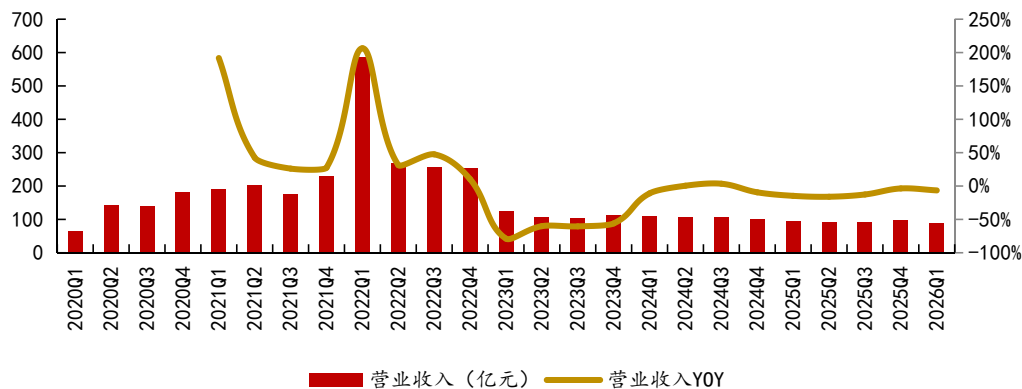
图：2017-2026Q1体外诊断公司归母净利润及增速情况



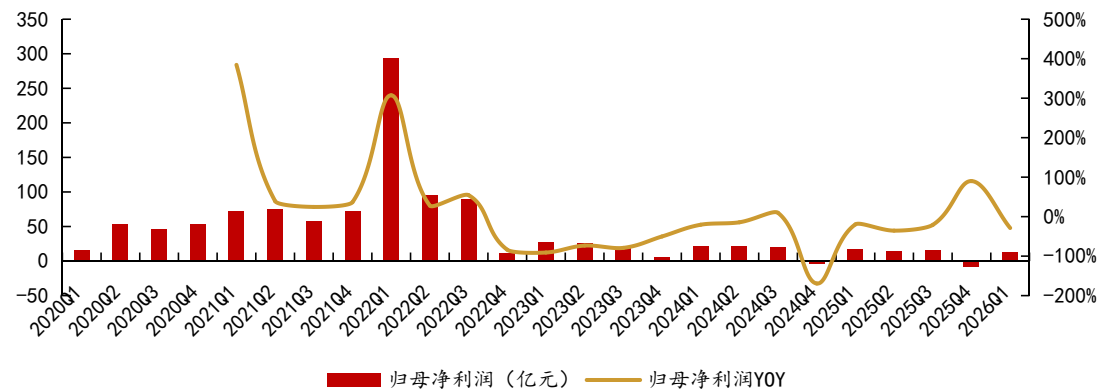
资料来源：Wind，华源证券研究所

## ■ 体外诊断：收入、利润持续承压，26年量价有望企稳

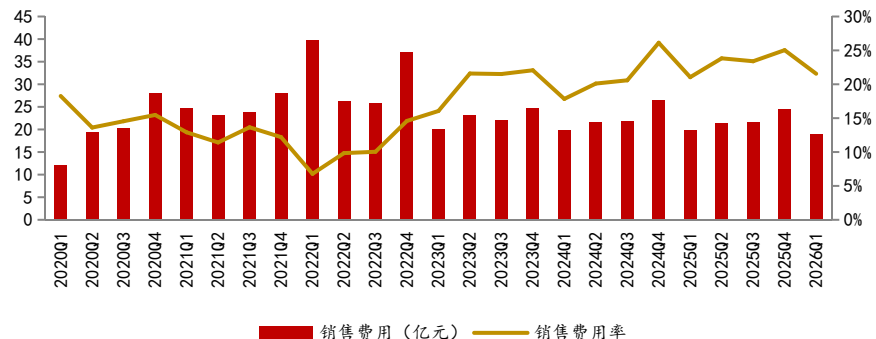
图：2020Q1-2026Q1体外诊断公司收入及增速情况（分季度）



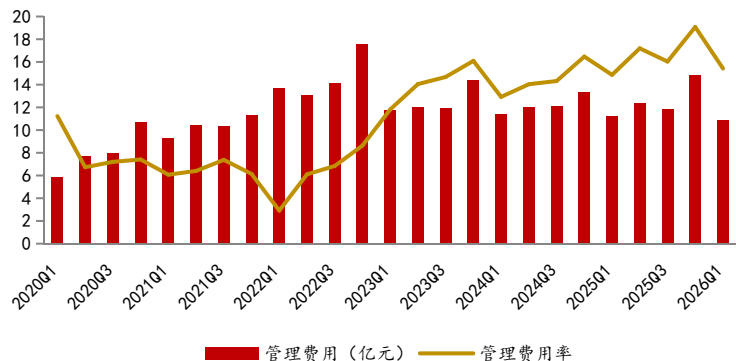
图：2020Q1-2026Q1体外诊断公司归母净利润及增速情况（分季度）



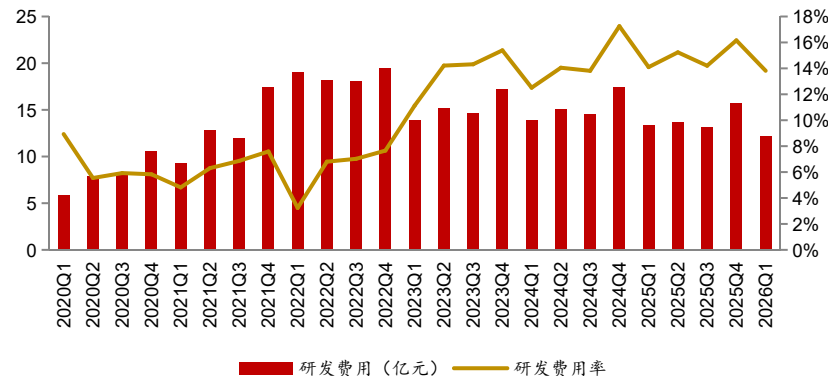
图：2020Q1-2026Q1体外诊断公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1体外诊断公司管理费用及费用率情况（分季度）



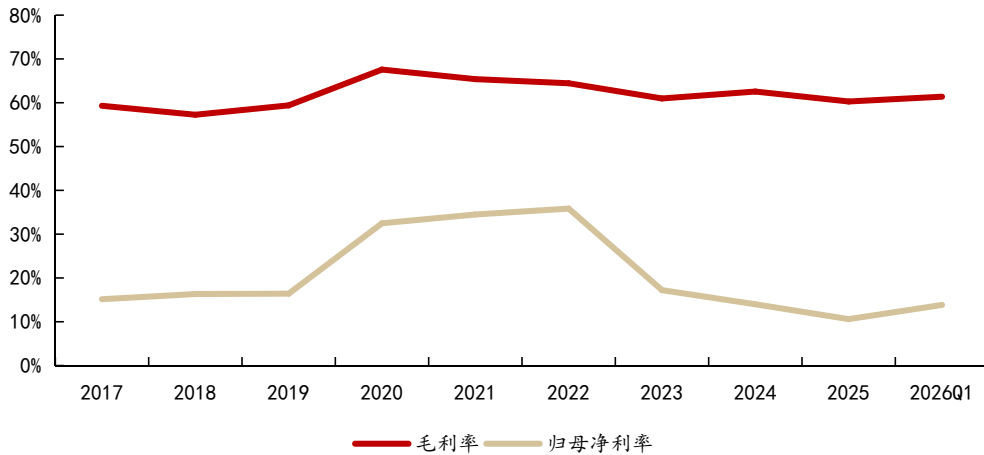
图：2020Q1-2026Q1体外诊断公司研发费用及费用率情况（分季度）



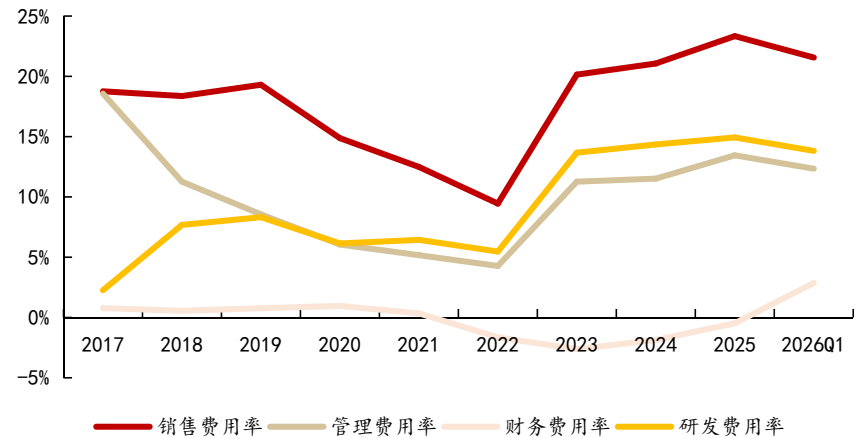
■ 体外诊断：收入、利润持续承压，26年量价有望企稳

- 盈利能力方面，2025年整体毛利率为60.3%，较2024年下降2.3pct，主要原因包括集采降价、诊断试剂增值税增加等，26Q1毛利率为61.4%，较25年同期及全年，毛利率基本企稳。2025年归母净利率为10.6%，较2024年下滑3.4pct，诊断行业毛利率下滑，收入端承压及政策冲击，使得相关公司需要投入更多费用支持，进行市场拓展，期间费用率整体为51.2%，较2024年提升6.2pct。26Q1归母净利率提升至13.8%，较25Q1仍然下降4.3pct。
- 费用率方面，2025年、2026Q1期间费用率分别为51.2%(yoy+6.2pct)、50.6%(yoy+5.1pct)，收入下滑背景下，IVD公司仍积极拓展新品，夯实集采后行业内竞争力，销售费率、管理费率、财务费率同比均有所提升。

图：2017-2026Q1体外诊断公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1体外诊断公司费用率情况



## ■ 体外诊断：收入、利润持续承压，26年量价有望企稳

- 从个股来看，2025年，化学发光、分子、病理、POCT等细分赛道公司，收入及利润均承压明显，2026年一季度，病理等政策受益细分品种，出海占比较高公司，收入端有所回暖，利润端受基数及非经营因素影响，表观波动较大。
- 我们认为，经过三年调整，集采、DRGs等政策对体外诊断板块影响或已逐步出清，板块具备底部向上潜力，重点关注诊断服务价格调整政策落地节奏和影响幅度，建议关注国内外存量装机较多，具备试剂增长弹性公司，以及细分、政策免疫赛道个股。

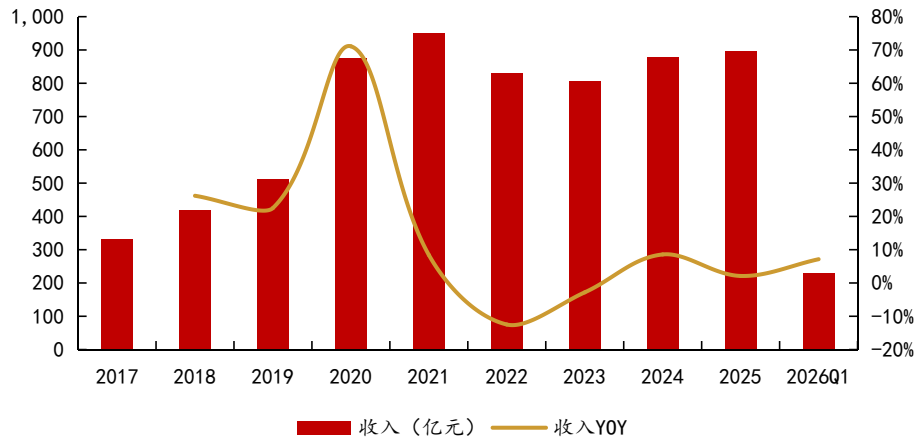
表：2024、2025、2026Q1体外诊断公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
300832.SZ	新产业	15.4%	0.9%	0.3%	10.6%	-11.4%	1.0%
603658.SH	安图生物	0.6%	-5.5%	-0.4%	-1.9%	-10.6%	-12.4%
688289.SH	圣湘生物	44.8%	12.6%	-8.0%	-24.2%	-27.8%	-45.8%
002432.SZ	九安医疗	-19.8%	-47.3%	-40.5%	33.3%	35.8%	10.2%
688253.SH	英诺特	30.0%	-32.1%	-47.4%	41.9%	-41.5%	-57.4%
688393.SH	安必平	-5.3%	-26.8%	9.7%	-46.8%	-320.9%	83.4%
688389.SH	普门科技	0.2%	-9.6%	20.9%	5.1%	-46.7%	-39.5%
300685.SZ	艾德生物	6.3%	8.0%	-4.3%	-2.5%	41.7%	-5.9%

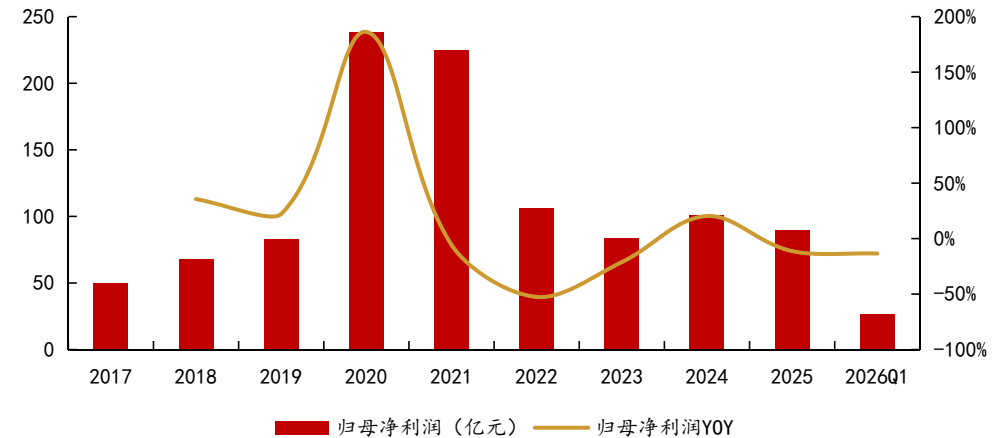
## ■ 医疗耗材：原材料涨价驱动低耗向上，创新器械助推高值耗材

- 2025年医疗耗材公司共实现营收895.9亿元，同比增长2.1%，2025年共实现归母净利润89.7亿元，同比下降11.3%，随着集采逐步出清，部分品种续标价格相对友好，高值耗材价格压力减轻，头部公司通过品牌力、竞争力赢得更多耗材量，利润释放较收入更为明显；低值耗材25年整体营收有所波动，26年一季度收入端率先兑现，有望在全年实现收入、利润共振向上。
- 单季度看，26Q1实现收入229.3亿元，同比增长7.1%，归母净利润为26.6亿元，同比下滑13.5%，单季度表观增长较2025年有所提升，或与春节前后耗材渠道库存变动，上游原材料涨价传导等因素有关。

图：2017-2026Q1医疗耗材公司收入及增速情况



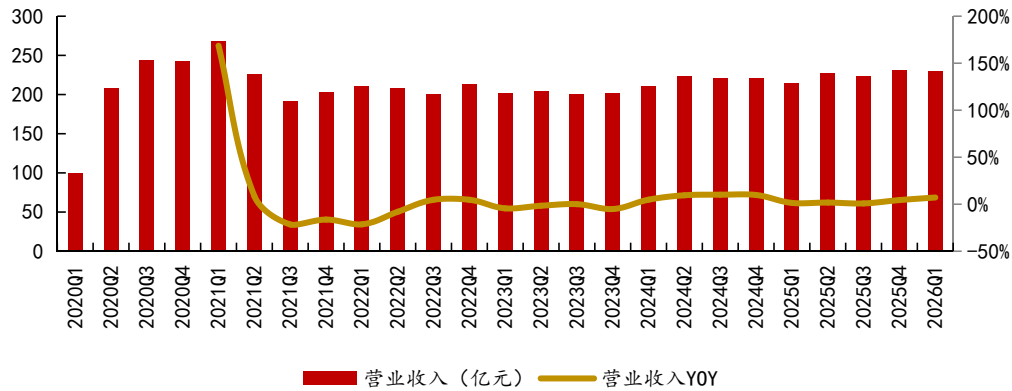
图：2017-2026Q1医疗耗材公司归母净利润及增速情况



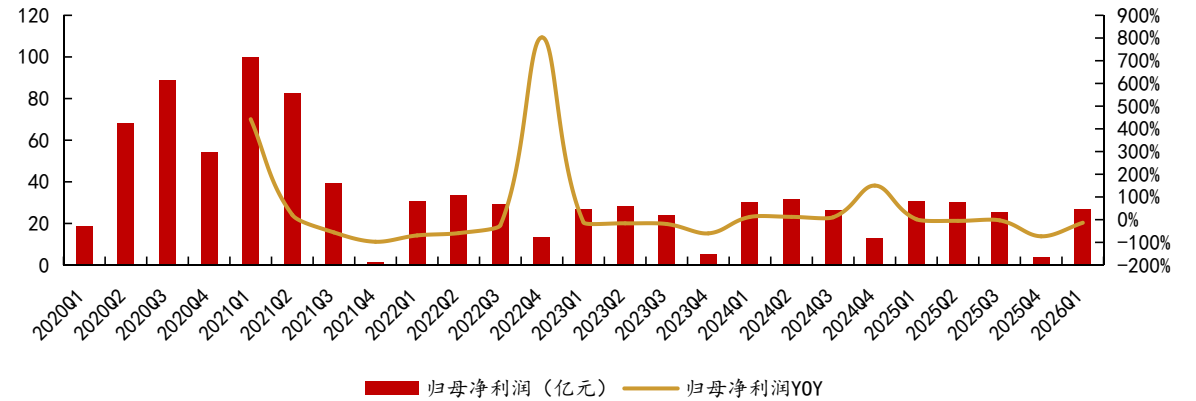
资料来源：Wind，华源证券研究所

## ■ 医疗耗材：原材料涨价驱动低耗向上，创新器械助推高值耗材

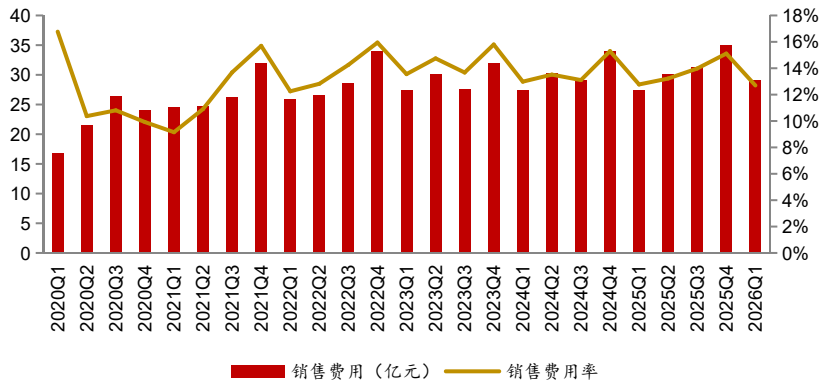
图：2020Q1-2026Q1医疗耗材公司收入及增速情况（分季度）



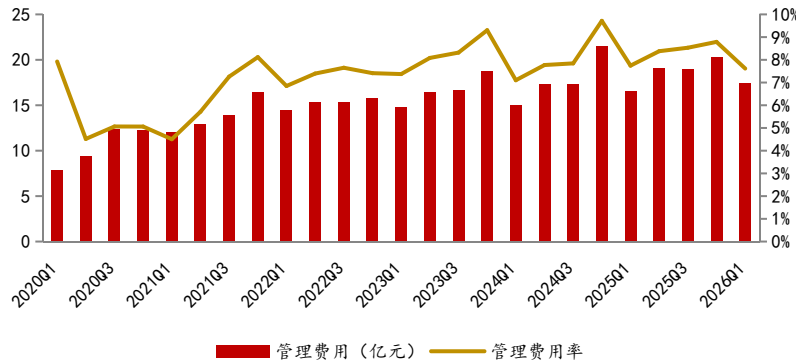
图：2020Q1-2026Q1医疗耗材公司归母净利润及增速情况（分季度）



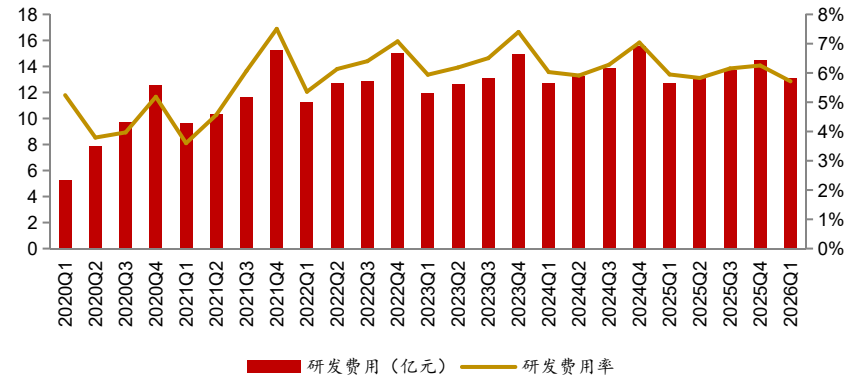
图：2020Q1-2026Q1医疗耗材公司销售费用及费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医疗耗材公司管理费用及费用率情况（分季度）



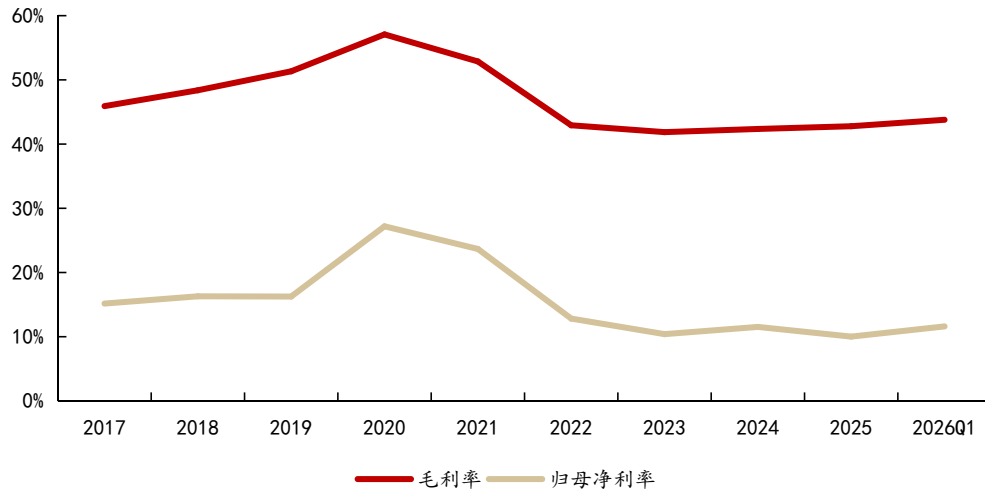
图：2020Q1-2026Q1医疗耗材公司研发费用及费用率情况（分季度）



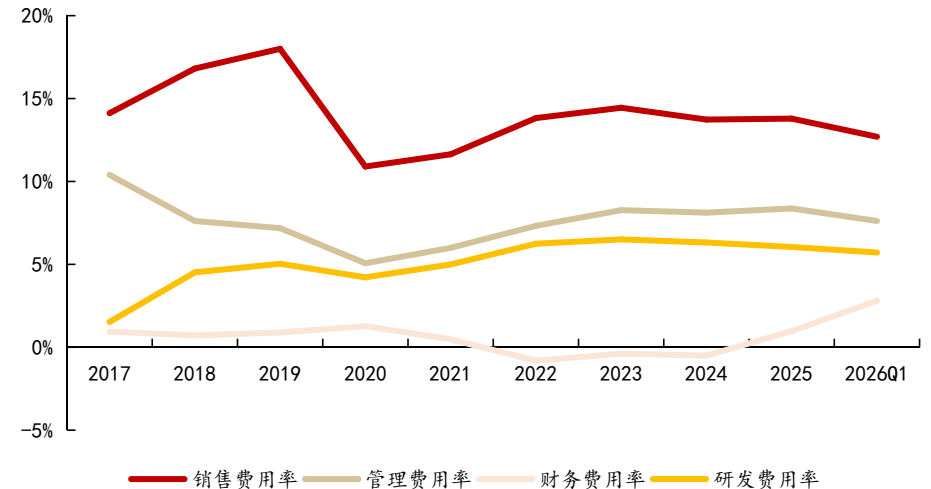
## ■ 医疗耗材：原材料涨价驱动低耗向上，创新器械助推高值耗材

- **盈利能力方面**，2025年医疗耗材整体毛利率为42.8%，同比提升0.4pct，26Q1毛利率为43.8%，同比提升1.4pct，集采对高值耗材的冲击边际减小，部分品种续标价格友好，低值耗材受海外地缘冲突影响，原材料涨价传导至下游。
- **费用率方面**，2025年医疗耗材期间费用率为29.2%，较2024年提升1.5pct，26Q1期间费用率为28.8%，同比提升2.3pct，2025-2026Q1，耗材行业主要费用变化集中在财务费用，2025、2026Q1分别为0.97%(yoy+1.5pct)、2.80%(yoy+2.8pct)。

图：2017-2026Q1医疗耗材公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1医疗耗材公司费用率情况



## ■ 医疗耗材：原材料涨价驱动低耗向上，创新器械助推高值耗材

- 从个股来看，2025、2026Q1高值耗材中、电生理、骨科、神经介入、瓣膜等集采出清板块，随着手术量有序增长，头部公司表现较好，包括大博医疗、惠泰医疗、赛诺医疗、佰仁医疗等；受上游原材料提价，手套为代表的低值耗材，26年一季度收入增长有所提速，随着涨价进一步传导至下游，全年维度利润有望快速增长。
- 我们认为，低值耗材关注具备涨价逻辑，原材料、产能储备较为充分的个股；高值耗材关注技术差异化，具有创新器械布局的公司，如电生理赛道的PFA、骨科赛道的骨科机器人等，能够在集采后周期走出差异化竞争优势个股。

表：2024、2025、2026Q1医疗耗材公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
300003.SZ	乐普医疗	-23.5%	6.2%	-3.7%	-80.4%	289.6%	-34.8%
688029.SH	南微医学	14.3%	15.5%	22.1%	13.9%	3.1%	-9.0%
688108.SH	赛诺医疗	33.6%	14.5%	38.6%	103.8%	3057.1%	723.8%
300453.SZ	三鑫医疗	15.4%	9.3%	13.4%	10.1%	16.5%	27.2%
688085.SH	三友医疗	-1.5%	19.7%	6.1%	-88.0%	450.2%	-45.0%
688351.SH	微电生理-U	25.5%	12.4%	21.0%	815.4%	-1.9%	62.8%
300298.SZ	三诺生物	9.5%	4.9%	19.0%	14.7%	-71.6%	35.5%
688050.SH	爱博医疗	48.2%	5.2%	11.5%	27.8%	-31.0%	-3.5%
688198.SH	佰仁医疗	35.4%	23.6%	43.4%	27.0%	32.3%	27.3%
688617.SH	惠泰医疗	25.2%	25.1%	24.8%	26.1%	21.9%	25.3%
688236.SH	春立医疗	-33.3%	29.8%	-5.6%	-55.0%	118.1%	6.3%
002901.SZ	大博医疗	39.3%	21.8%	16.6%	505.2%	68.1%	42.2%
002950.SZ	奥美医疗	20.7%	10.4%	18.1%	233.9%	-32.5%	26.0%
301087.SZ	可孚医疗	4.5%	13.6%	37.2%	22.6%	19.2%	17.1%
300677.SZ	英科医疗	37.6%	4.2%	15.8%	282.6%	-31.0%	-97.2%

# 主要内容

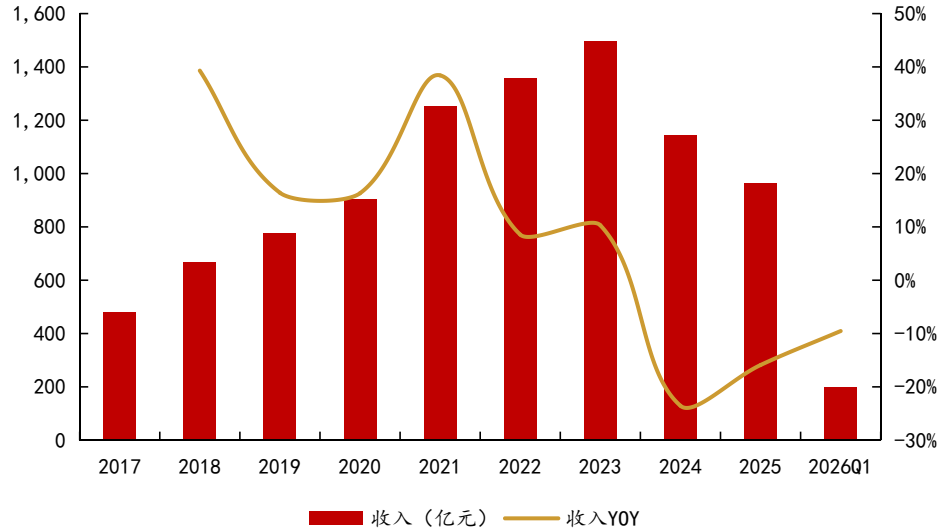
---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

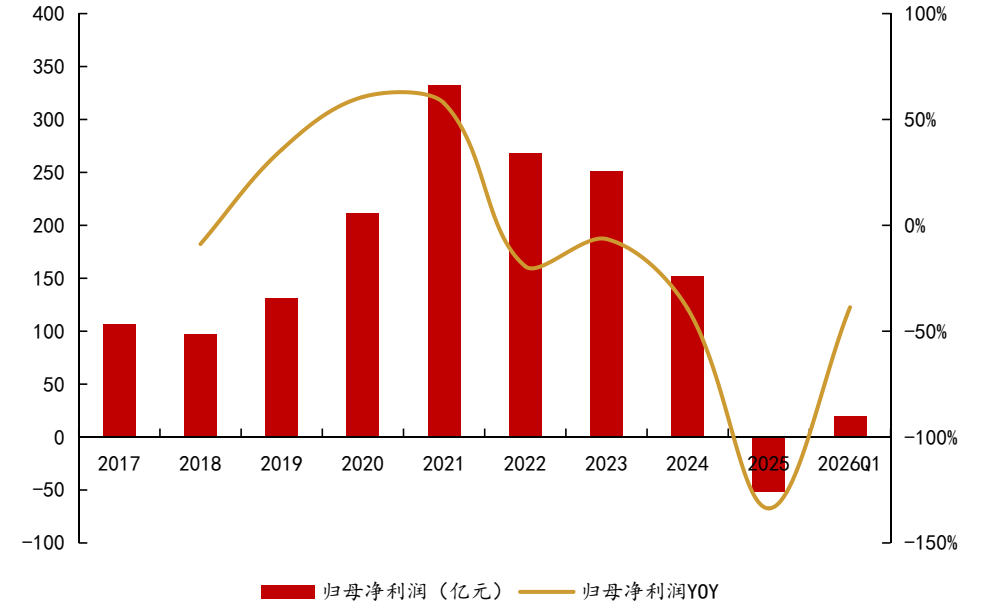
■ **生物制品：生物制品或已经见底，中长期持续看好**

- 39家生物制品公司2025年共实现营收962.91亿元，同比下滑15.9%；共实现归母净利润-51.19亿元。
- 2026Q1共实现营收199.12亿元，同比下滑9.53%；共实现归母净利润19.88亿元，同比下滑38.71%。

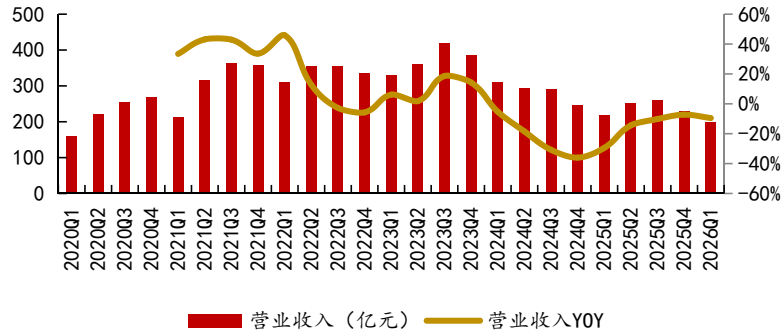
图：2017-2026Q1生物制品公司收入及增速情况



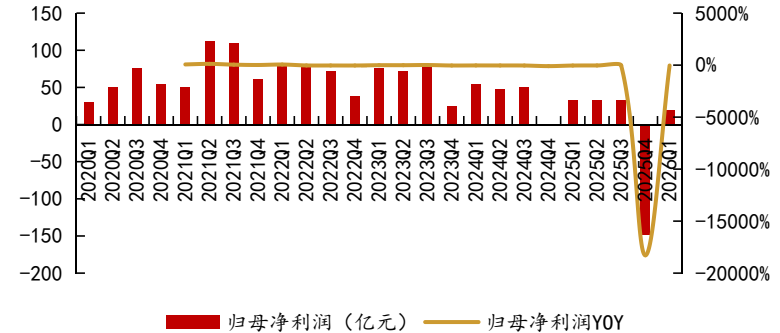
图：2017-2026Q1生物制品公司归母净利润及增速情况



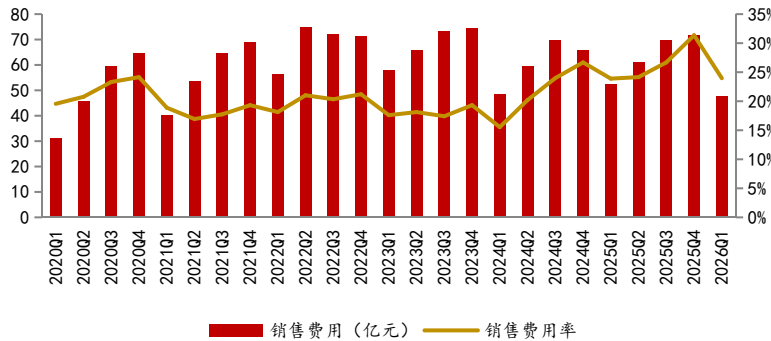
图：2020Q1-2026Q1生物制品公司收入及同比增速情况（分季度）



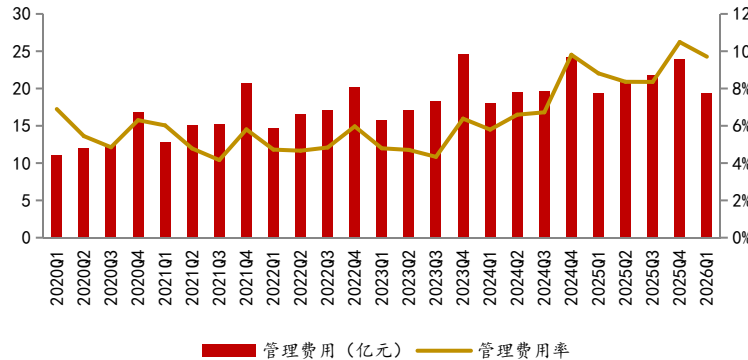
图：2020Q1-2026Q1生物制品公司归母净利润及同比增速情况（分季度）



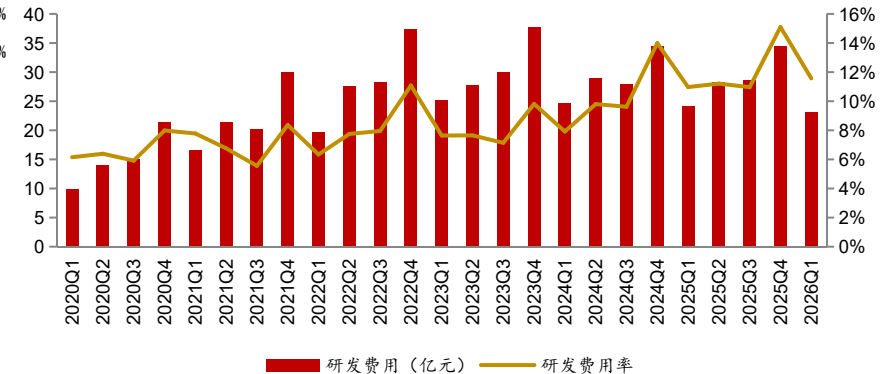
图：2020Q1-2026Q1生物制品公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1生物制品公司管理费用率情况（分季度）



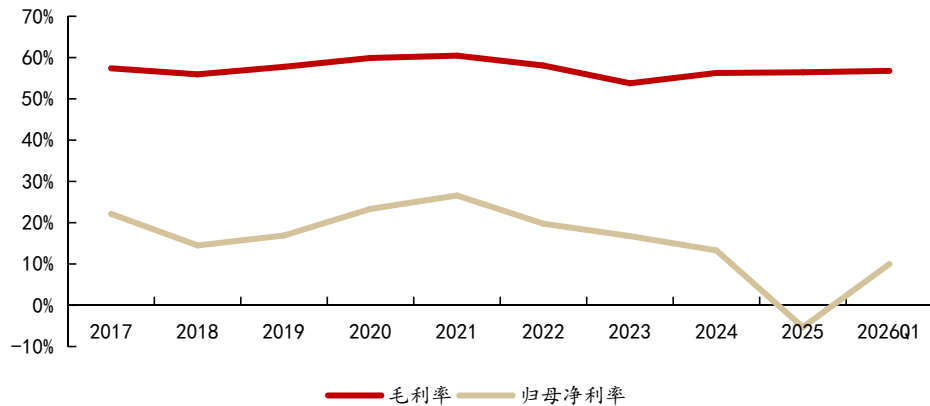
图：2020Q1-2026Q1生物制品公司研发费用率情况（分季度）



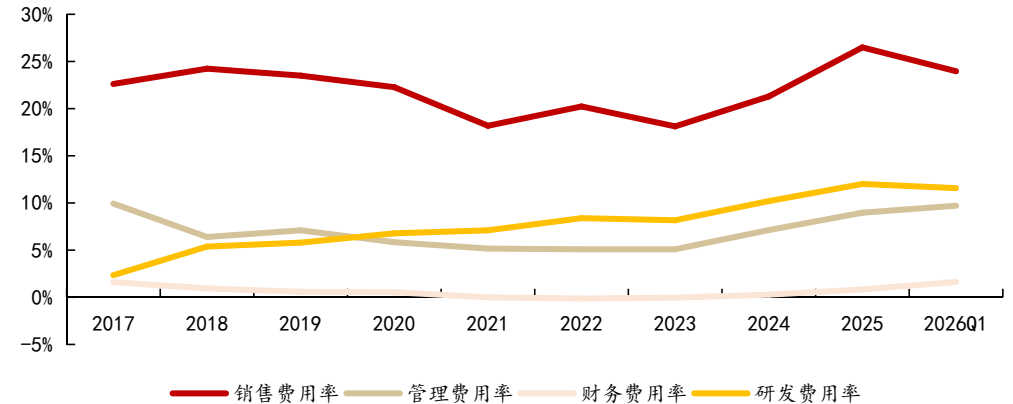
## ■ 生物制品：销售费用率有所增长，毛利率上行

- 盈利能力方面，2025年整体毛利率为56.43%，较2024年增加0.16pct。2026Q1毛利率为56.78%，较同期有所下滑。
- 费用率方面，2025年销售费用率为26.49%，较2024年同期增长5.2pct；管理费用率为8.97%，较2024年同期增长1.84%；研发费用率为12.01%，较2024年同期增长1.82pct。

图：2017-2026Q1生物制品公司毛利率及归母净利率情况



图：2017-2026Q1生物制品公司费用率情况



## ■ 生物制品：销售、研发费用率有所增长。

➤ 整体来看行业表现较为稳定，分赛道看：1) 疫苗：受宏观环境影响，板块短期利润承压，后续看新产品放量，建议关注智飞生物（带状疱疹+RSV）、万泰生物（9价HPV）、百克生物（带状疱疹）、欧林生物（金葡菌疫苗）、康泰生物（三代狂犬+出海）、康华生物（三代狂犬+创新疫苗出海）、华兰疫苗+金迪克（流感疫苗）、康希诺（mRNA技术+创新疫苗出海）等。2) 生物制品：2025年行业景气承压，但行业整合加速，集中度持续提升。

表：2024、2025、2026Q1生物制品公司收入和归母净利润同比增速情况

代码	股票名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
603392.SH	万泰生物	-59.3%	-19.0%	30.6%	-91.5%	-474.9%	18.6%
002252.SZ	上海莱士	2.7%	-10.1%	-24.7%	23.3%	-28.1%	-44.2%
300122.SZ	智飞生物	-50.8%	-65.6%	-8.6%	-75.3%	-846.4%	-18.8%
603087.SH	甘李药业	16.8%	33.1%	-10.8%	80.7%	86.1%	-38.3%
000661.SZ	长春高新	-7.6%	-10.3%	-13.7%	-43.0%	-94.0%	-41.7%
600161.SH	天坛生物	16.4%	2.3%	-13.4%	39.6%	-29.6%	-48.4%
002007.SZ	华兰生物	-18.0%	4.9%	-12.2%	-26.6%	-13.6%	-26.4%
688278.SH	特宝生物	34.1%	31.2%	18.5%	49.0%	24.6%	-9.7%
300142.SZ	沃森生物	-31.4%	-14.3%	-4.0%	-66.1%	25.0%	4082.4%
000534.SZ	万泽股份	9.9%	19.6%	7.4%	9.2%	2.2%	6.6%
688765.SH	禾元生物-U	3.9%	89.8%	132.4%	19.0%	-3.7%	25.2%
688520.SH	神州细胞-U	33.1%	-37.9%	-37.8%	128.3%	-604.6%	-375.5%
600739.SH	辽宁成大	4.5%	-8.1%	-19.1%	-10.1%	251.5%	58.6%
600867.SH	通化东宝	-34.7%	46.7%	14.8%	-103.7%	3005.6%	16.2%
300601.SZ	康泰生物	-23.7%	0.8%	-2.2%	-76.6%	-65.1%	48.6%
300009.SZ	安科生物	-11.5%	4.4%	-13.8%	-16.6%	4.0%	-19.8%
300357.SZ	我武生物	9.1%	14.8%	10.7%	2.5%	19.9%	60.4%
600211.SH	西藏药业	-10.5%	6.2%	1.6%	31.3%	-10.8%	10.9%
688319.SH	欧林生物	18.7%	19.6%	80.4%	18.2%	7.2%	484.4%
301207.SZ	华兰疫苗	-53.2%	6.6%	10.3%	-76.1%	-11.0%	14.0%

代码	股票名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
000403.SZ	派林生物	14.0%	-0.8%	-8.5%	21.8%	-43.7%	-74.2%
688185.SH	康希诺	137.0%	26.2%	38.7%	74.4%	107.4%	-250.1%
688739.SH	成大生物	-4.2%	-17.1%	-23.7%	-26.4%	-61.6%	-102.6%
300294.SZ	博雅生物	-34.6%	18.7%	-40.1%	67.2%	-71.6%	-78.3%
688177.SH	百奥泰	5.4%	25.8%	21.8%	-29.3%	35.0%	-62.7%
688276.SH	百克生物	-32.6%	-50.8%	-9.2%	-53.7%	-213.1%	-426.4%
300841.SZ	康华生物	-9.2%	-18.6%	25.0%	-21.7%	-44.8%	32.1%
002038.SZ	双鹭药业	-35.1%	-5.6%	-19.0%	-117.8%	-368.8%	-287.3%
002880.SZ	卫光生物	14.8%	5.3%	-1.4%	15.9%	-2.8%	-29.2%
603590.SH	康辰药业	-10.3%	10.9%	1.4%	-71.9%	293.1%	6.1%
300485.SZ	赛升药业	-12.6%	-2.8%	-2.3%	-166.9%	121.2%	-88.3%
688136.SH	科兴制药	11.7%	9.0%	-20.7%	116.5%	394.2%	-170.1%
300683.SZ	海特生物	7.8%	-16.6%	1.5%	42.6%	-233.5%	-65.4%
002581.SZ	未名医药	-16.1%	-23.7%	24.1%	58.7%	15.3%	-47.2%
688163.SH	赛伦生物	2.5%	0.7%	5.7%	14.2%	16.9%	-84.9%
688687.SH	凯因科技	-12.9%	7.4%	-10.7%	22.2%	-78.5%	-76.1%
300239.SZ	东宝生物	-9.2%	-15.8%	1.3%	-28.3%	-36.8%	3.4%
000518.SZ	四环生物	-13.6%	69.2%	85.1%	-46.1%	66.3%	28.9%
688670.SH	金迪克	-40.0%	39.7%	-74.1%	-31.7%	-90.7%	-27.3%

# 主要内容

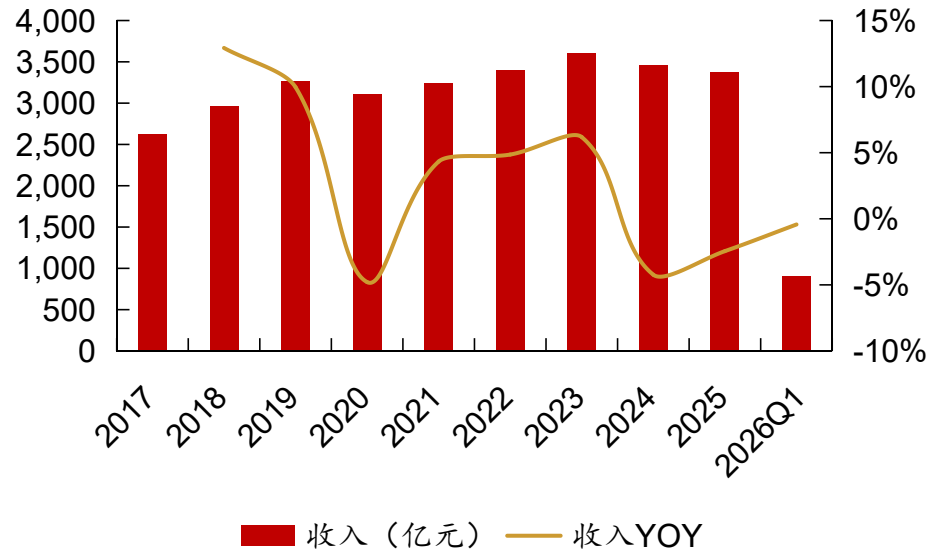
---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

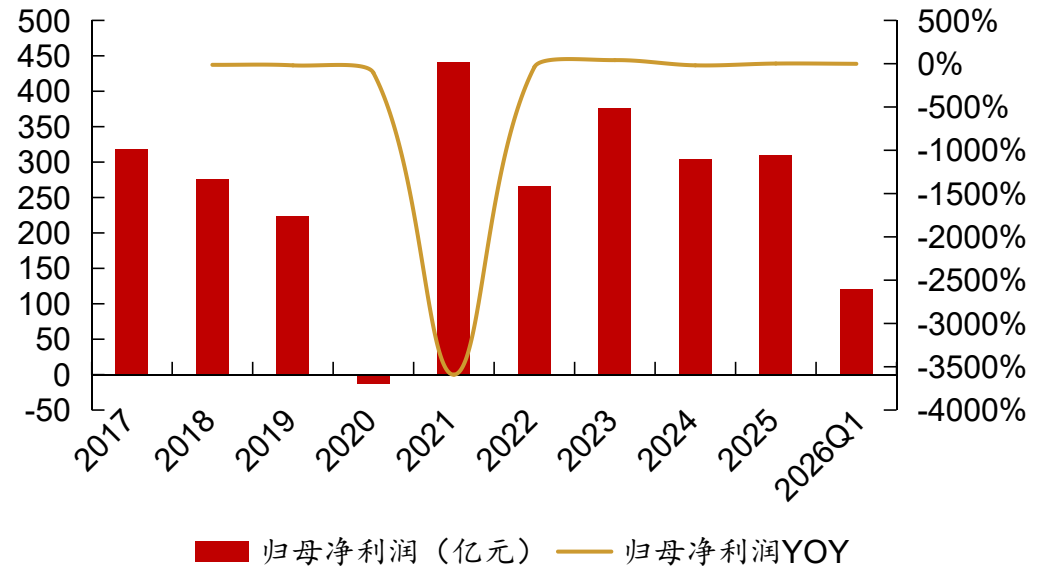
■ **中药：2025年盈利同比增速转正、2026Q1环比高增，板块筑底回暖**

- 63家中药公司2025年实现营收3369.3亿元，同比下降2.45%；归母净利润309.6亿元，同比增长1.73%。板块整体营收微降，利润端同比增速已转正回暖，主要系高基数效应逐步消化、渠道去库存进入尾声，同时中药材价格下行对冲了部分终端消费需求偏弱带来的营收压力。
- 分季度看，2026Q1营收905.0亿元，同比下降0.4%，环比增长9.17%；归母净利润121.1亿元，同比下降1.45%，环比增长1191%，一季度同比仍略有承压，但环比改善显著，随基数逐步回归常态、成本端红利持续释放，单季度经营压力已边际缓和。展望后续，2026年行业线下消费场景修复、渠道库存持续优化、中药材价格维持低位运行，中药板块业绩修复拐点有望逐步兑现。

图：2017-2026Q1 中药公司收入及增速情况



图：2017-2026Q1 中药公司归母净利润及增速情况

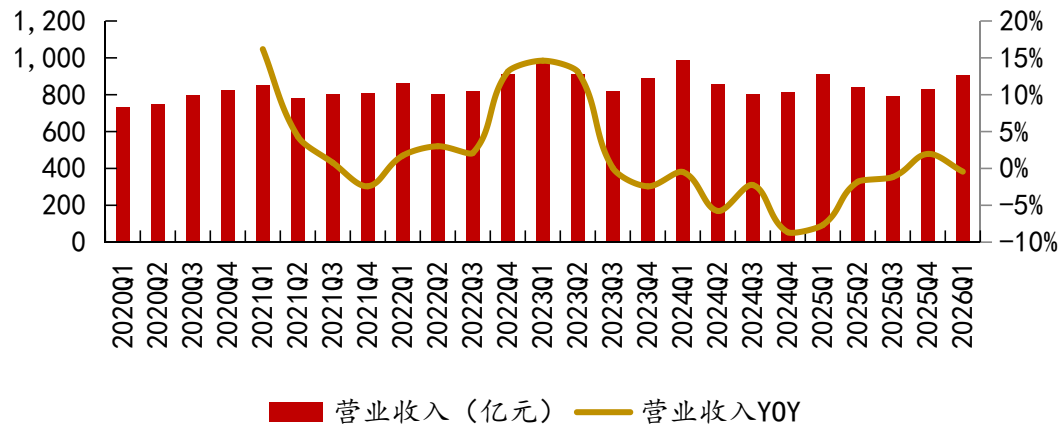


资料来源：Wind，华源证券研究所

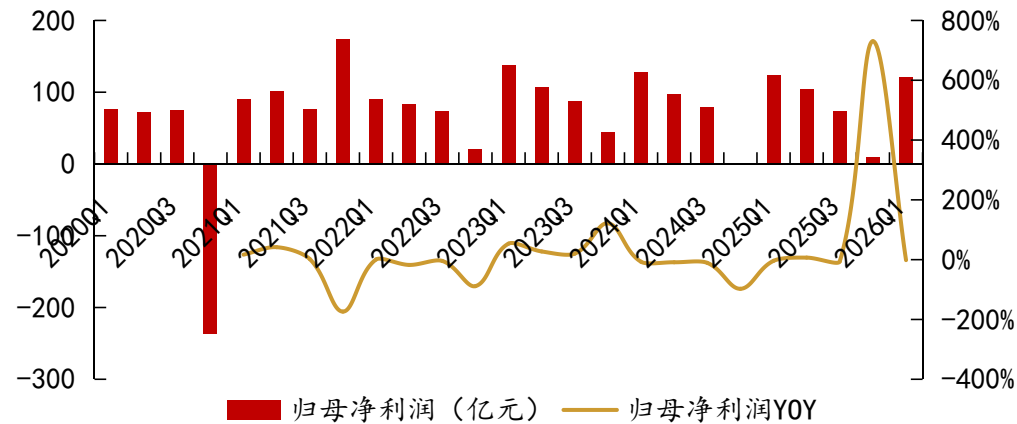


■ 中药：2026Q1营收同比微降、利润环比高增，拐点信号显现。

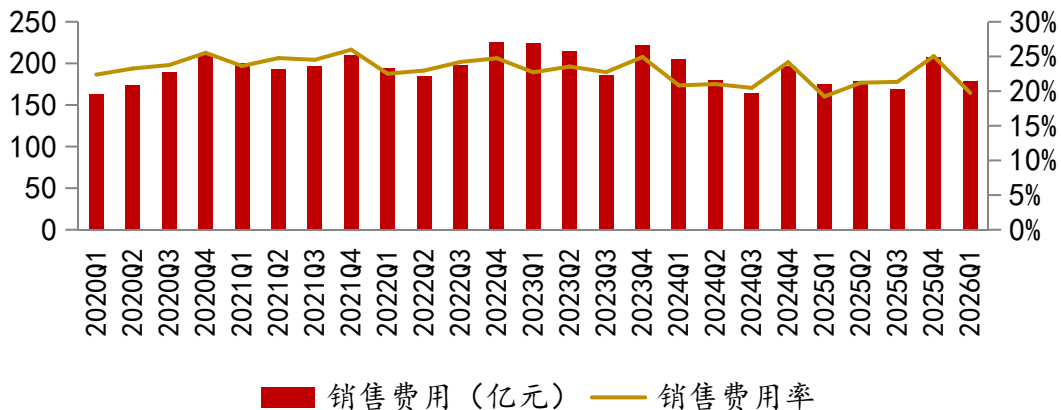
图：2020Q1-2026Q1中药公司收入及增速情况（分季度）



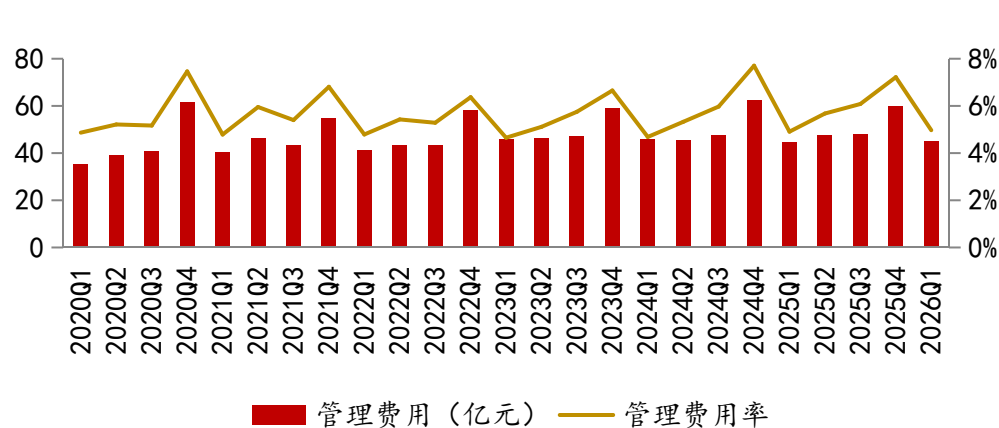
图：2020Q1-2026Q1中药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1中药公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1中药公司管理费用率情况（分季度）

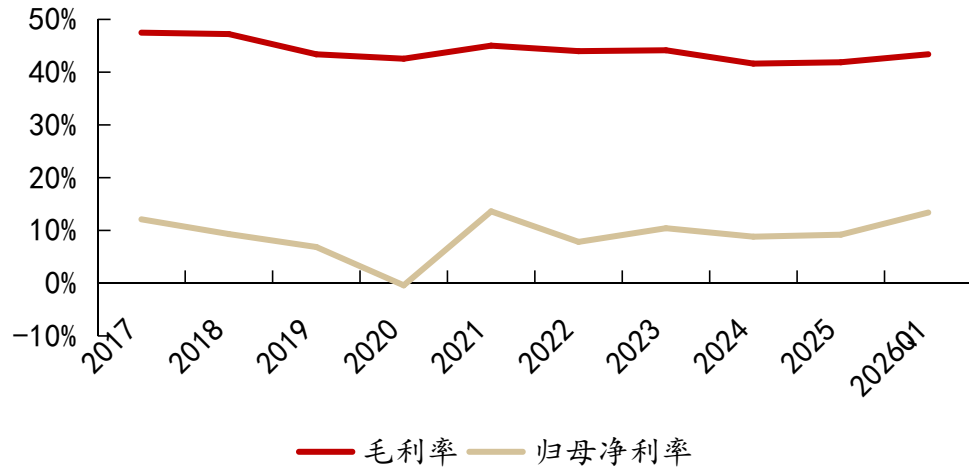




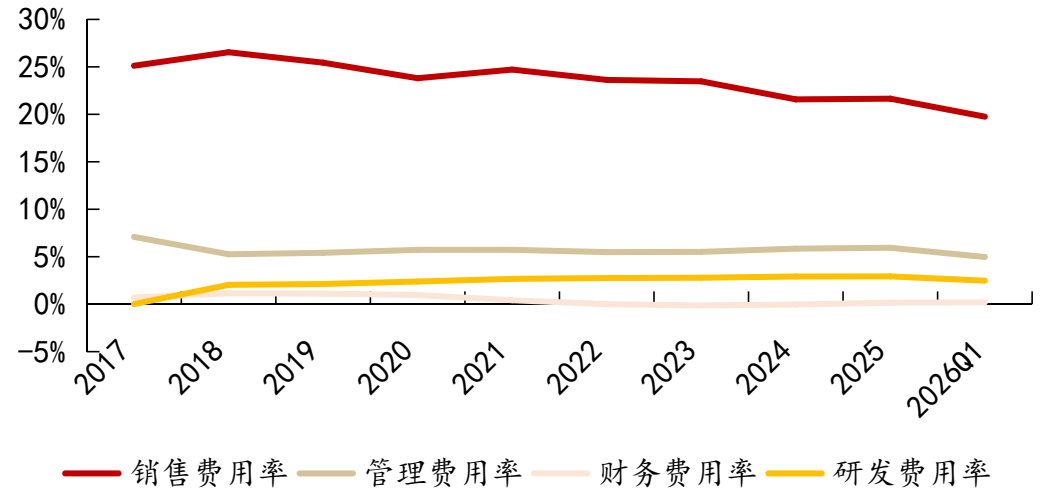
## ■ 中药：2025-26Q1毛利率企稳回升，费用管控持续优化，盈利质量边际改善

- **盈利能力方面：**2025年整体毛利率为41.87%，同比小幅抬升，主要得益于中药材价格回落对冲了部分集采降价的影响，盈利端压力得到缓解。归母净利率为9.19%，同比提升0.38pct。2026Q1整体毛利率为43.39%，同比提升0.88pct，成本端改善红利持续释放；归母净利率为13.39%，同比下降0.14pct，整体盈利质量保持稳定。
- **费用率方面：**2025年期间费用率为30.68%，同比提升0.38pct；其中：销售费用率21.65%，同比+0.08pct；管理费用率5.94%，同比+0.09pct；财务费用率0.17%，同比+0.20pct；研发费用率2.93%，同比+0.01pct。2026Q1期间费用率为27.39%，同比+0.96pct；其中：销售费用率19.75%，同比+0.53pct；管理费用率4.97%，同比+0.06pct；财务费用率0.19%，同比+0.11pct；研发费用率2.47%，同比+0.26pct。

图：2017-2026Q1中药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1中药公司费用率情况





## ■ 中药：板块基本面改善趋势明确，拐点可期

- 2025年中药板块整体业绩结构性分化显著，消费类品牌OTC中，云南白药、华润三九、羚锐制药、马应龙、东阿阿胶等品牌龙头凭借大单品矩阵与渠道优势实现稳健增长；片仔癀、同仁堂等名贵中药OTC公司受需求疲软影响，业绩持续承压；院内处方药中，以岭药业、天士力、方盛制药等公司利润端表现亮眼。
- 2026年板块投资主线：1) 品牌OTC企业：业绩稳健增长能力与品牌壁垒较强，同时高分红属性突出，建议关注马应龙、东阿阿胶、云南白药、华润三九、羚锐制药等公司；2) 院内市场：聚焦具备中药创新药放量潜力、同时有望受益于基药目录调整的企业，建议关注天士力、以岭药业、健民集团、方盛制药等。

表：2024、2025、2026Q1中药公司收入和利润同比增速情况

代码	股票名称	收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
000423.SZ	东阿阿胶	25.6%	8.8%	5.5%	35.3%	11.7%	7.1%
600535.SH	天士力	-2.0%	-3.1%	5.3%	-10.8%	15.6%	17.8%
000999.SZ	华润三九	11.63%	14.43%	18.62%	18.05%	1.58%	-15.29%
002317.SZ	众生药业	-5.48%	2.24%	-1.58%	-213.63%	192.18%	20.83%
600993.SH	马应龙	18.85%	3.72%	4.46%	19.14%	10.11%	4.43%
600285.SH	羚锐制药	5.72%	10.07%	10.32%	27.19%	5.11%	13.61%
600976.SH	健民集团	-16.81%	-3.85%	-2.13%	-30.55%	-0.65%	-20.37%
603998.SH	方盛制药	9.15%	-1.75%	10.69%	36.61%	20.05%	0.15%
000538.SZ	云南白药	2.36%	2.88%	7.02%	16.02%	8.51%	5.31%
600436.SH	片仔癀	7.25%	-16.56%	-12.74%	6.42%	-27.49%	-25.64%
600085.SH	同仁堂	4.12%	-7.21%	-11.59%	-8.54%	-22.07%	-19.07%
002603.SZ	以岭药业	-36.88%	20.24%	3.46%	-153.57%	277.56%	25.43%
600566.SH	济川药业	-16.96%	-22.43%	-20.84%	-10.32%	-29.77%	-9.13%
600750.SH	华润江中	-2.59%	-4.87%	-12.49%	9.67%	15.03%	1.10%
300181.SZ	佐力药业	32.71%	17.96%	8.90%	32.60%	24.45%	10.18%
600129.SH	太极集团	-20.72%	-15.23%	-10.59%	-96.76%	352.38%	-11.97%
000989.SZ	九芝堂	-19.91%	-5.99%	20.80%	-27.31%	2.96%	41.53%
600422.SH	昆药集团	-0.34%	-21.74%	-48.01%	19.86%	-46.00%	-256.70%

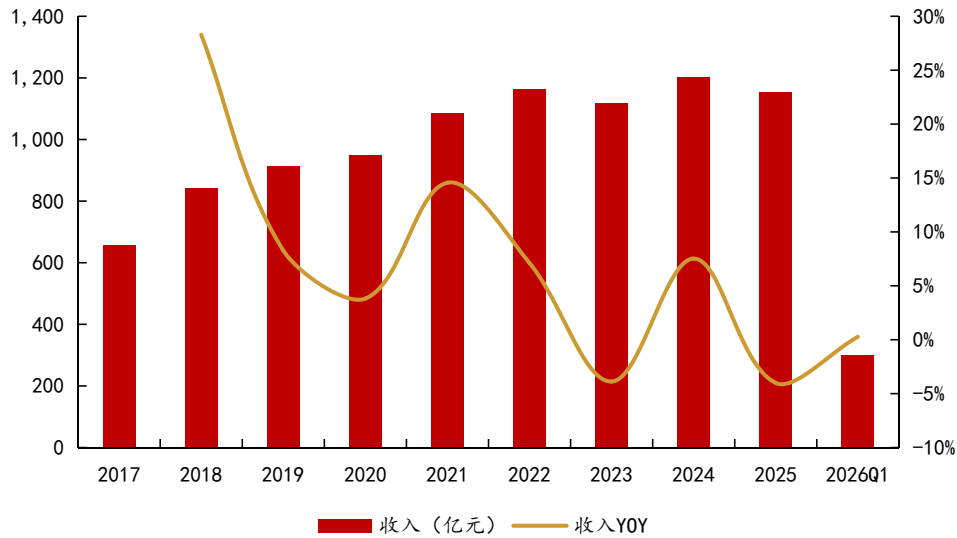
# 主要内容

---

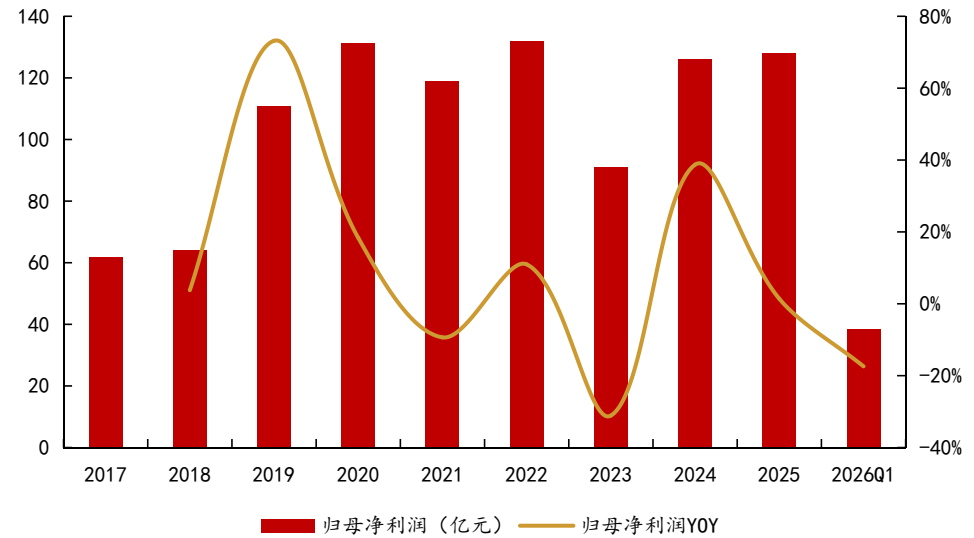
1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

- 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡。
- 2025年实现营收1154.7亿元，同比-4.0%；实现归母净利润127.9亿元，同比+1.4%。
- 2026Q1实现营收301.0亿元，同比+0.3%，实现归母净利润38.5亿元，同比-17.4%。

图：2017-2026Q1原料药公司收入及增速情况



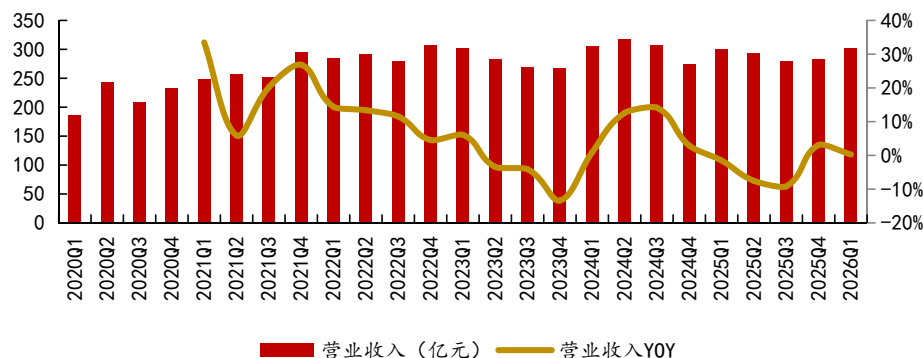
图：2017-2025Q1原料药公司归母净利润及增速情况



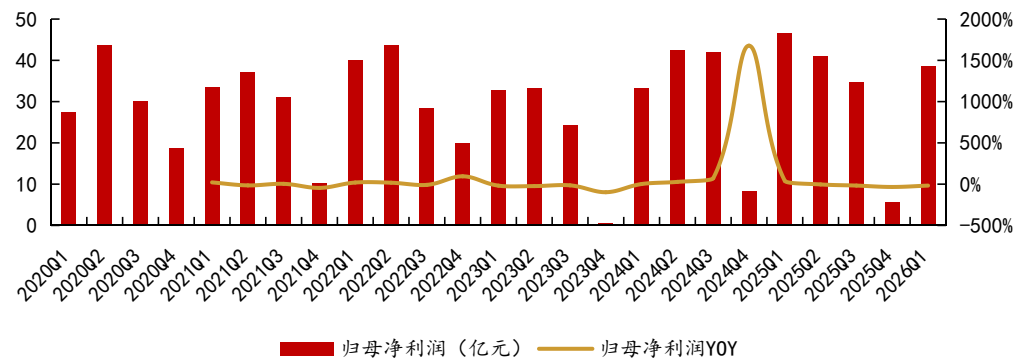
资料来源：wind，华源证券研究所

- 原料药：收入同环比略有提升，行业仍在磨底过程
- 单季度看，2026Q1实现营收301.0亿元，同比+0.27%；实现归母净利润38.5亿元，同比-17.40%。

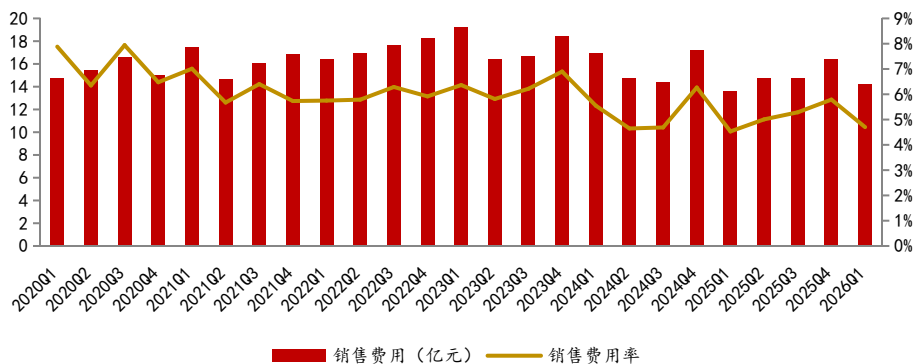
图：2020Q1-2026Q1原料药公司收入及增速情况（分季度）



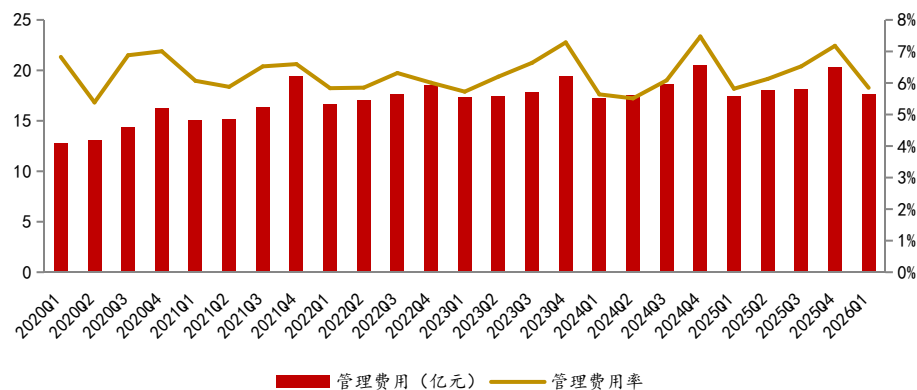
图：2020Q1-2026Q1原料药公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1原料药公司销售费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1原料药公司管理费用率情况（分季度）

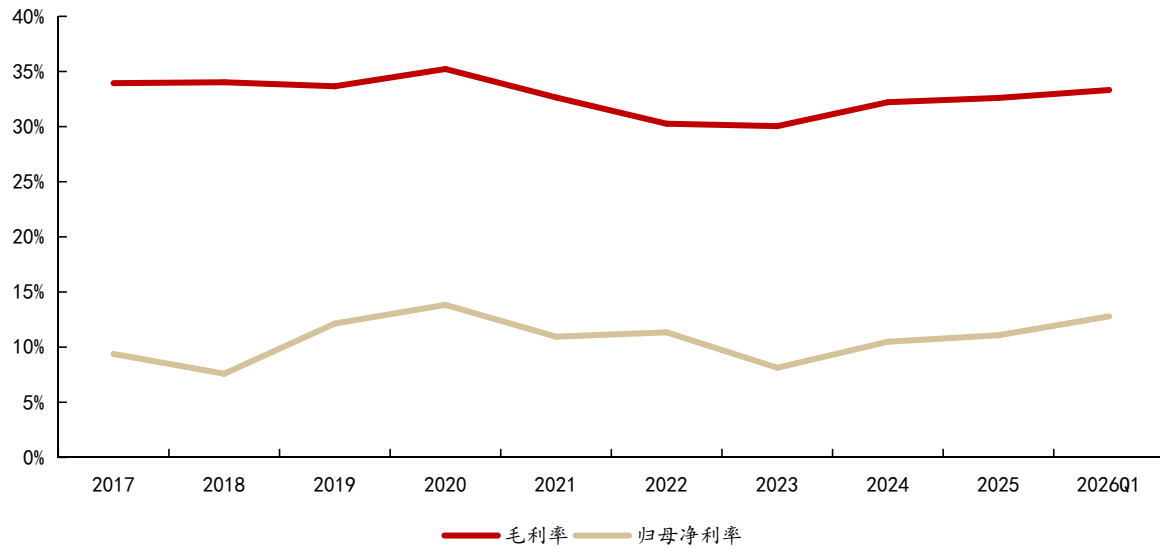


资料来源：wind, 华源证券研究所

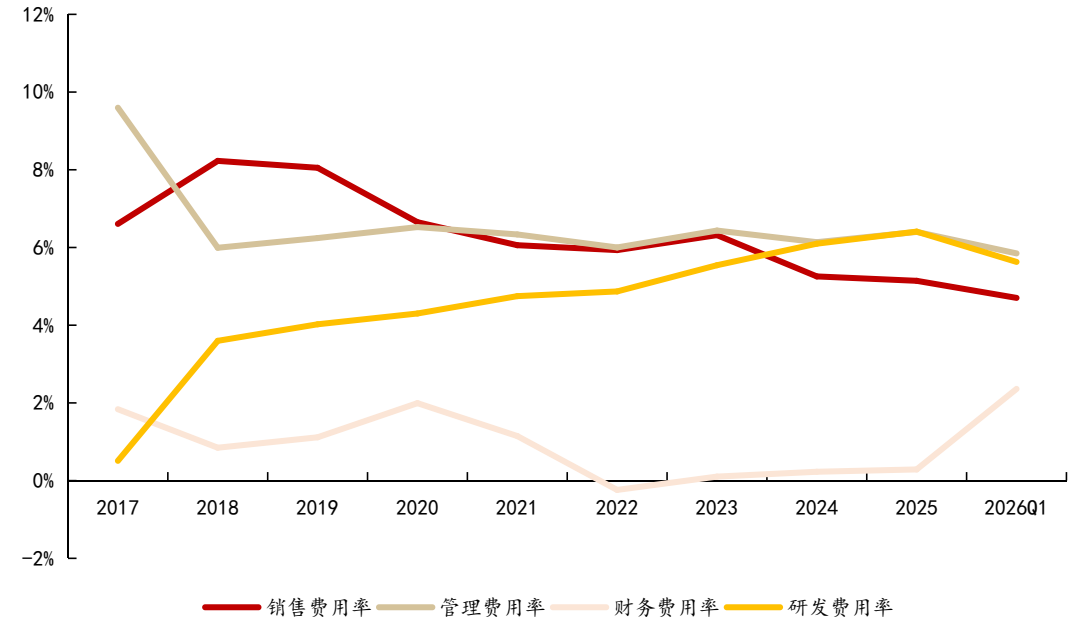


- **原料药：精益化管理、持续技改毛利率稳健，降本增效控制费用**
- **盈利能力方面：**2025年整体毛利率为32.60%，同比+0.39pct；归母净利润率为11.08%，同比+0.59pct。2026Q1整体毛利率为33.32%，同比+0.26pct；归母净利润率为12.79%，同比-2.74pct。
- **费用率方面：**2025年销售费用率为5.14%，同比-0.11pct；管理费用率为6.40%，同比+0.26pct；研发费用率为6.41%，同比+0.31pct。2026Q1销售费用率为4.70%，同比+0.17pct；管理费用率为5.85%，同比+0.03pct；研发费用率为5.63%，同比-0.33pct。

图：2017-2026Q1原料药公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1原料药公司费用率情况





## 原料药：行业大部分个股业绩承压

- 行业大部分个股业绩承压，部分个股表现较好，1) 拓展新业务板块，如富祥药业、宏源药业；2) 拓展新品类第二增长曲线成功搭建的公司，如美诺华（益生菌）、天宇股份（非沙坦原料药+制剂）；3) 拓展创新药业务，如新诺威、博瑞医药。
- 建议持续跟踪各品种的供需变化带来的投资机会、搭建第二增长曲线的个股机会，以及深耕细分高景气赛道的特色标的，如奥锐特、诺泰生物、天宇股份。

代码	公司名称	收入同比增速			归母净利润同比增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
301246.SZ	宏源药业	-13.8%	9.5%	62.3%	-41.0%	131.3%	1524.4%
300497.SZ	富祥药业	-26.8%	0.6%	53.1%	-35.5%	79.8%	2633.4%
300765.SZ	新诺威	-22.0%	8.9%	40.8%	-87.6%	-548.8%	-248.9%
688166.SH	博瑞医药	8.7%	-4.6%	30.5%	-6.6%	-71.2%	-28.3%
603538.SH	美诺华	12.9%	9.5%	22.1%	476.6%	53.0%	46.8%
002001.SZ	新和成	43.0%	3.0%	15.7%	117.0%	15.3%	-2.8%
300702.SZ	天宇股份	4.1%	16.4%	6.9%	104.4%	149.8%	-51.0%
605507.SH	国邦医药	10.1%	2.0%	5.6%	27.6%	5.0%	-25.3%
603520.SH	司太立	7.0%	4.1%	3.7%	-211.0%	120.8%	46.1%
603229.SH	奥翔药业	-2.6%	-0.3%	0.7%	-18.6%	-36.9%	-18.9%
002099.SZ	海翔药业	-10.7%	-4.0%	0.0%	21.4%	72.4%	186.5%
000756.SZ	新华制药	4.5%	3.4%	-0.3%	-5.3%	-38.3%	-25.2%
688076.SH	诺泰生物	57.2%	19.6%	-2.2%	148.2%	-17.8%	-15.2%
600216.SH	浙江医药	20.3%	-5.3%	-2.9%	170.1%	-24.7%	-29.8%
605116.SH	奥锐特	16.9%	15.0%	-3.2%	22.6%	26.6%	-46.5%
002399.SZ	海普瑞	-3.0%	3.8%	-4.5%	182.6%	-46.0%	19.8%
002332.SZ	仙琚制药	-3.0%	-6.0%	-8.9%	-29.5%	13.2%	-34.8%
000739.SZ	普洛药业	4.8%	-18.6%	-10.4%	-2.3%	-13.6%	0.2%
300401.SZ	花园生物	13.6%	-0.5%	-15.2%	60.8%	-1.4%	-47.9%
301301.SZ	川宁生物	19.4%	-19.8%	-15.6%	48.9%	-45.1%	-61.6%
600488.SH	津药药业	-15.0%	-9.6%	-22.6%	14.0%	-47.1%	-76.1%
300267.SZ	尔康制药	-36.1%	2.3%	-30.0%	-91.2%	-1.7%	-53.4%
002102.SZ	冠福股份	6.2%	-29.1%	-34.4%	-352.6%	141.4%	-89.4%

# 主要内容

---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

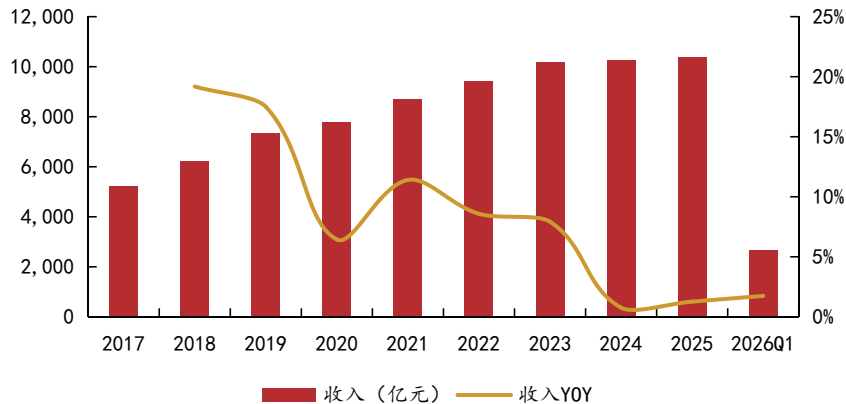


## ■ 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

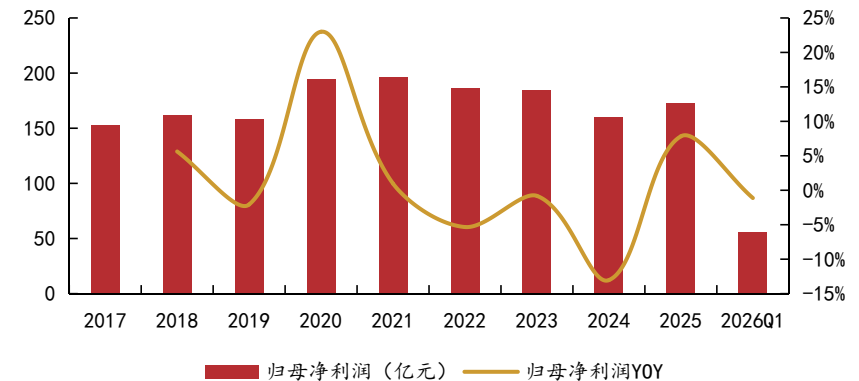
■ 2025年医药商业公司共实现营收10383亿元，同比+1.3%；共实现归母净利润173亿元，同比增长7.8%。其中，线下药店实现收入1183.7亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润40.7亿元，同比增长22.7%。医药流通实现营收9199.3亿元，同比+1.2%；实现归母净利润132.3亿元，同比增长3.9%。

■ 单季度看，25Q4医药商业公司共实现营收2606.3亿元，同比增长3.5%；共实现归母净利润11.5亿元，同比增长86.2%。其中，25Q4线下药店实现营收325.2亿元（同比+4.9%），实现归母净利润5.5亿元（同比+564.7%）；25Q4医药流通实现营收2281.1亿元（同比+3.3%），实现归母净利润6.0亿元（同比+12.2%）。26Q1医药商业公司共实现营收2657.2亿元，同比增长1.7%；共实现归母净利润55.6亿元，同比下滑1.1%。其中，26Q1线下药店实现营收295.7亿元（同比-0.1%），实现归母净利润16亿元（同比+10.7%）；26Q1医药流通实现营收2361.5亿元（同比+2.0%），实现归母净利润39.6亿元（同比-5.2%）。收入继续保持稳定增长态势，药店盈利能力持续恢复。

图：2017-2026Q1医药商业公司收入及增速情况

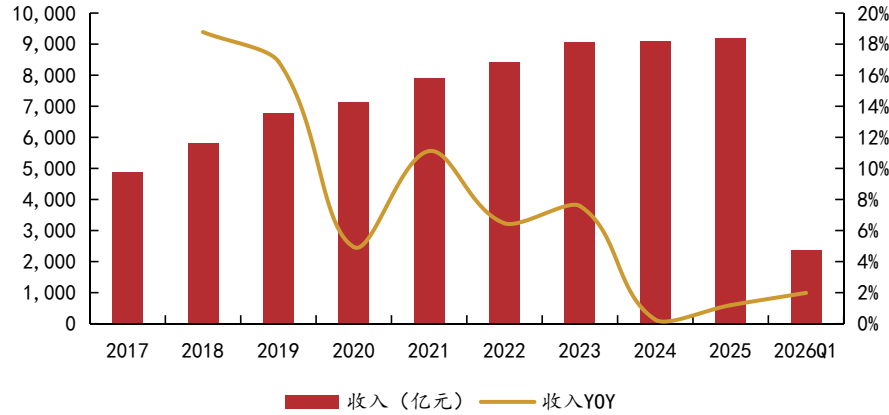


图：2017-2026Q1医药商业公司归母净利润及增速情况

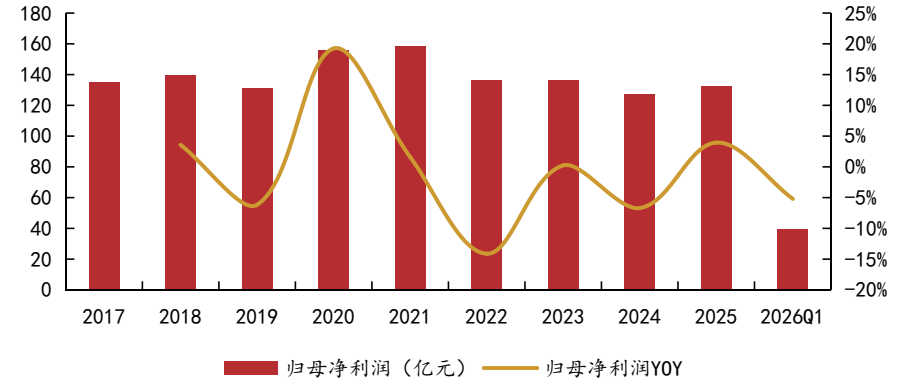


■ 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

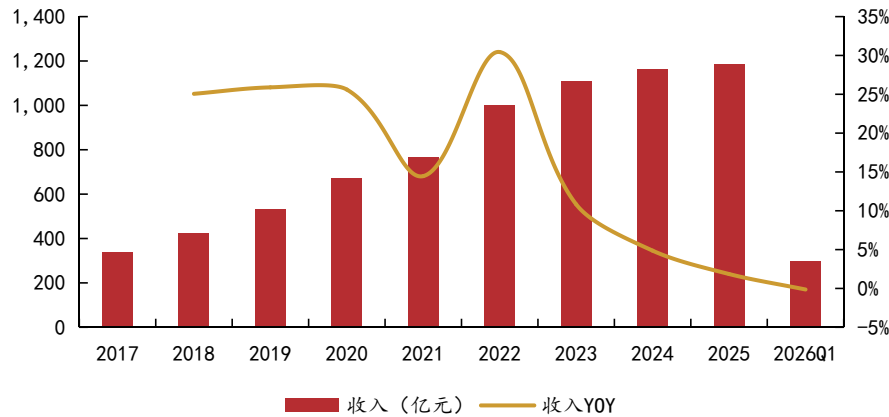
图：2017-2026Q1医药流通公司收入及增速情况



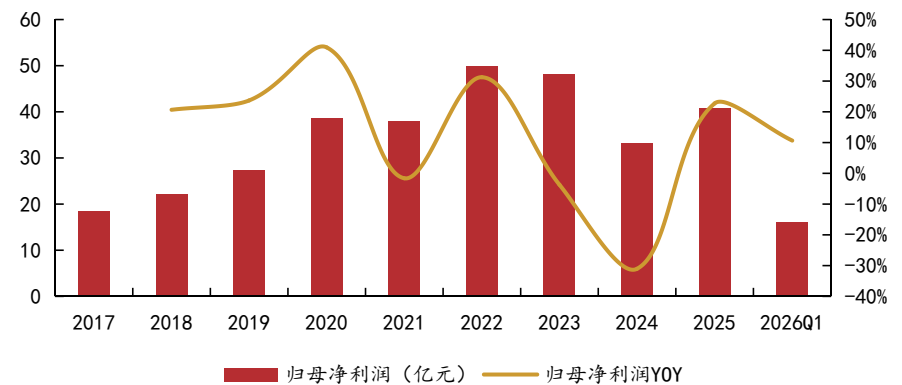
图：2017-2026Q1医药流通公司归母净利润及增速情况



图：2017-2026Q1线下药店公司收入及增速情况



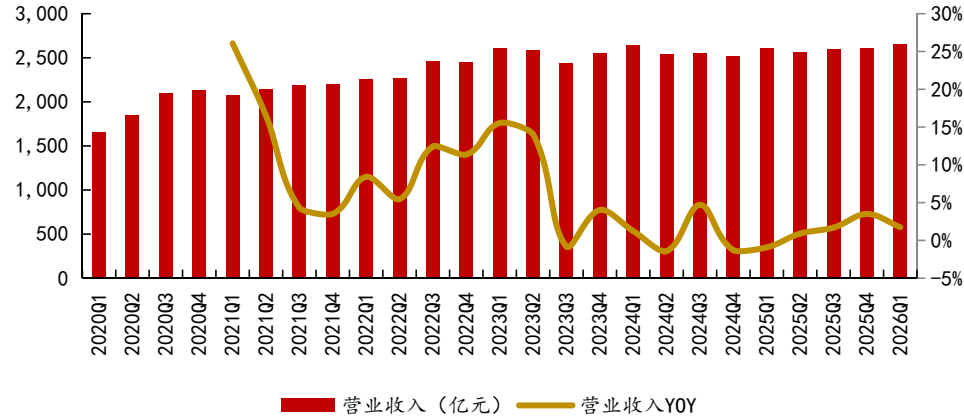
图：2017-2026Q1线下药店公司归母净利润及增速情况



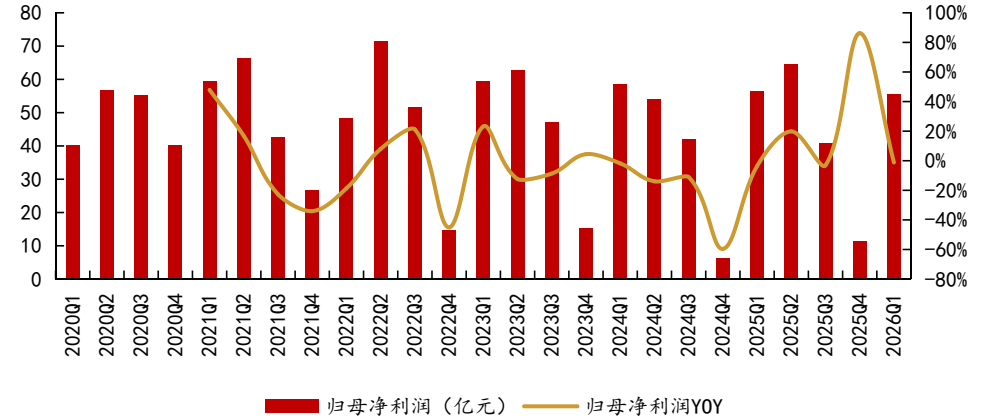


## 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

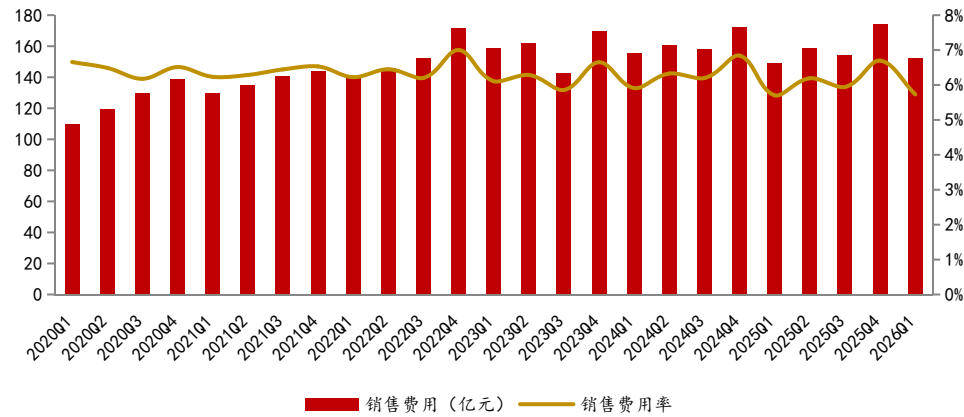
图：2020Q1-2026Q1医药商业公司收入及增速情况（分季度）



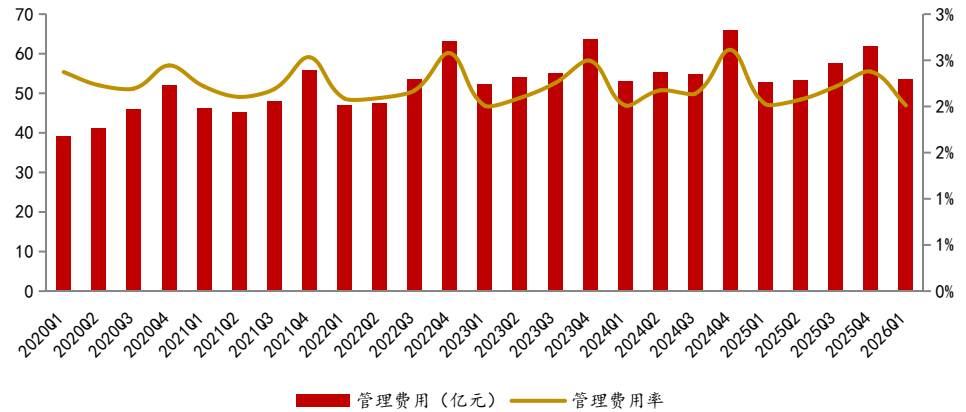
图：2020Q1-2026Q1医药商业公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医药商业公司销售费用情况（分季度）



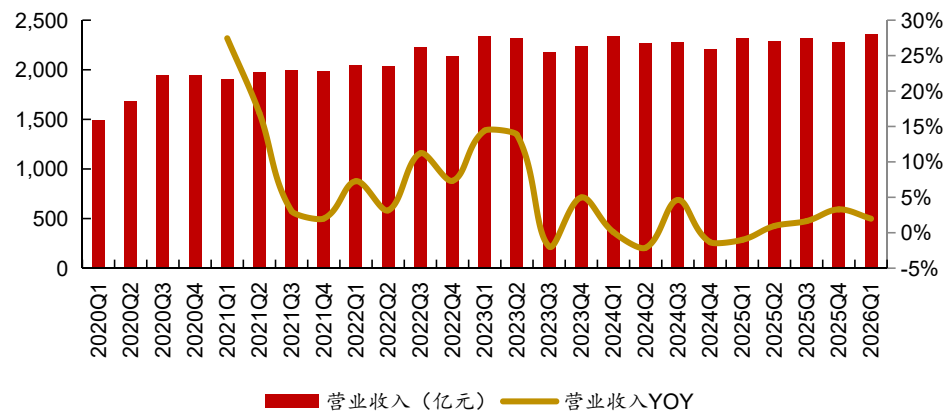
图：2020Q1-2026Q1医药商业公司管理费用情况（分季度）



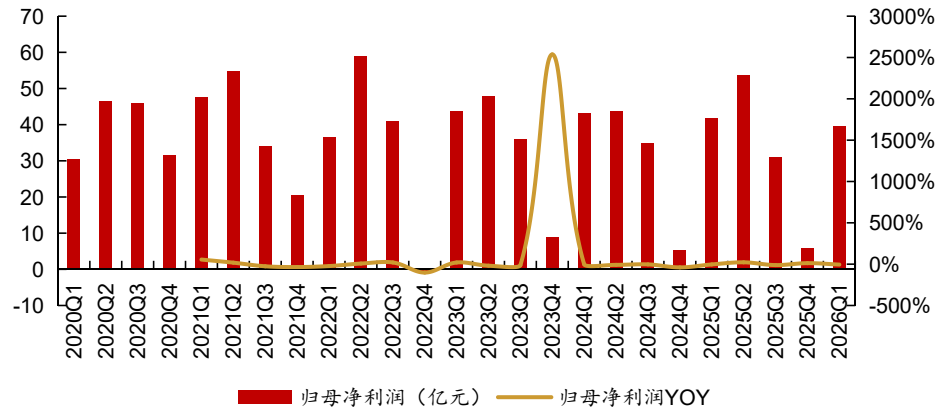
资料来源：Wind，华源证券研究

■ 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

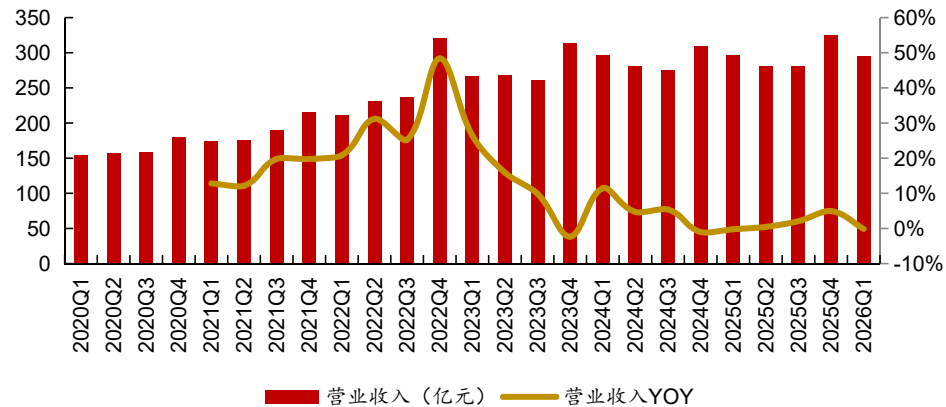
图：2020Q1-2026Q1医药流通公司收入及增速情况（分季度）



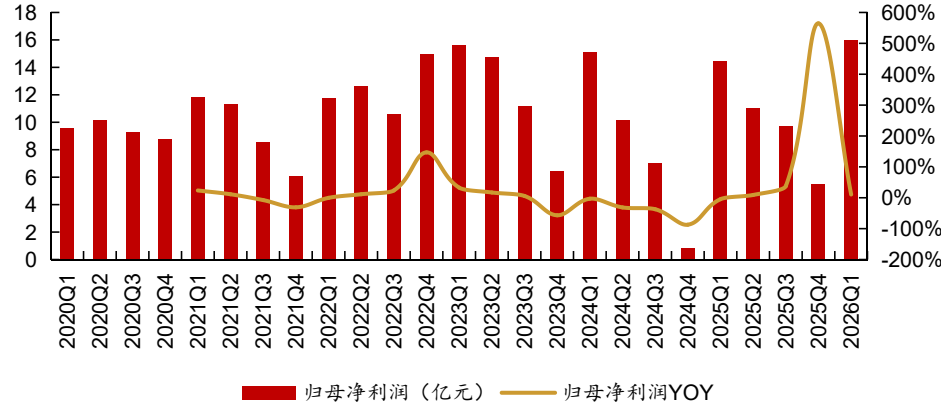
图：2020Q1-2026Q1医药流通公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1线下药店公司收入及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1线下药店公司归母净利润及增速情况（分季度）

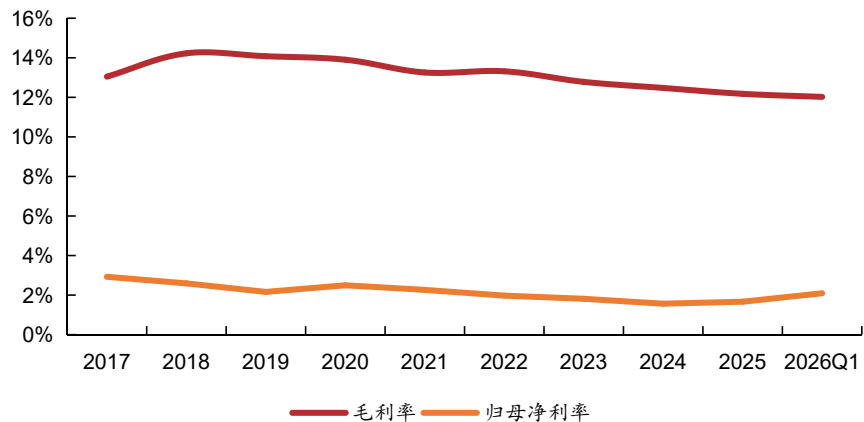




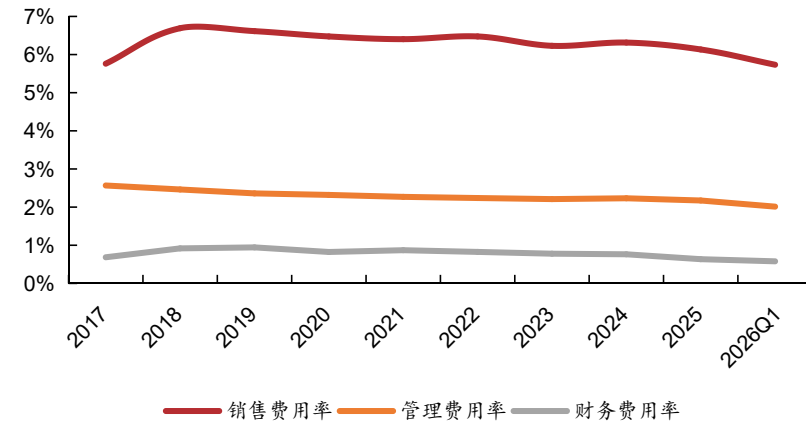
## 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

- 盈利能力方面**，2025年医药商业整体毛利率为12.2%，较2024年减少0.3pct，归母净利率为1.7%，较2024年同期增加0.1pct；2025Q4整体毛利率为12.7%，较2024Q4增加0.2pct，归母净利率为0.4%，较2024Q4增加0.2pct。其中药店25Q4毛利率33.1%，同比增长0.3pct；医药流通25Q4毛利率为9.8%，同比增长0.1pct。2026Q1整体毛利率为12%，较2025Q1增长0.1pct，归母净利率为2.1%，较2025Q1减少0.1pct。其中药店26Q1毛利率34.6%，同比增长0.4pct；医药流通26Q1毛利率为9.2%，同比增长0.1pct。
- 费用率方面**，2025年医药商业销售费用率为6.1%、管理费用率为2.2%、财务费用率为0.6%，较2024年同期分别下降0.2pct、0.1pct、0.1pct；2025Q4销售费用率为6.7%、管理费用率为2.4%、财务费用率为0.6%，较2024年同期-0.1pct、-0.2pct、-0.1pct。其中25Q4药店销售/管理/财务费用率分别为22%/4.7%/0.6%，同比-2.3pct/-0.2pct/-0.2pct，医药流通销售/管理/财务费用率分别为4.5%/2.0%/0.6%，同比+0.1pct、-0.3pct、-0.1pct。2026Q1医药商业销售费用率为5.7%、管理费用率为2.0%、财务费用率为0.6%，较2024年同期持平、持平、-0.1pct。其中26Q1药店销售/管理/财务费用率分别为22.2%/4.0%/0.6%，同比-0.3pct/+0.2pct/-0.1pct，医药流通销售/管理/财务费用率分别为3.7%/1.8%/0.6%，同比+0.1pct、持平、-0.1pct。

图：2017-2026Q1医药商业公司毛利率和归母净利率



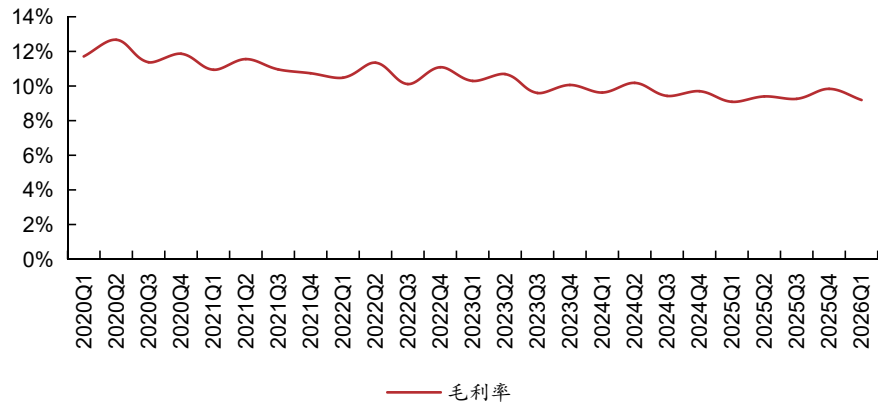
图：2017-2026Q1医药商业公司费用率情况



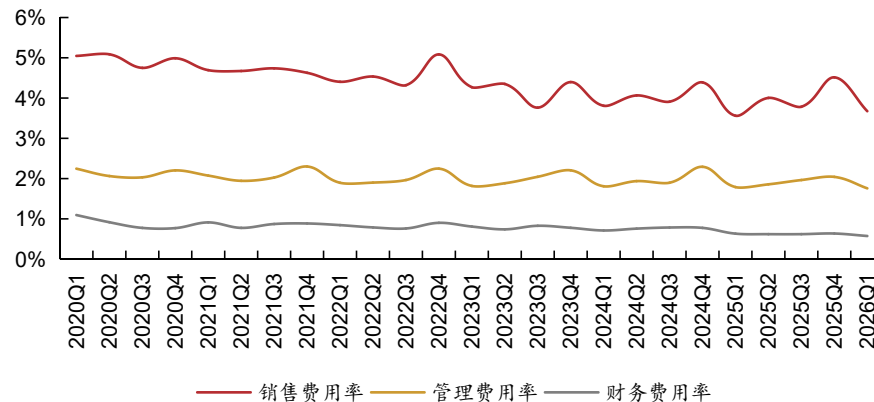


## ■ 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

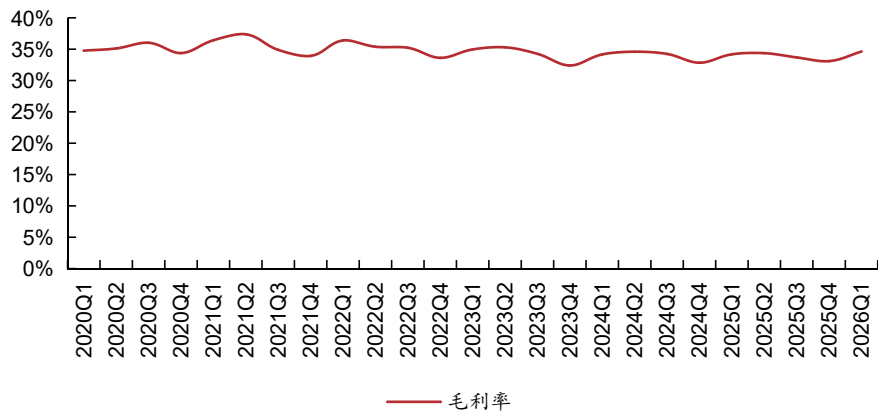
图：2020Q1-2026Q1医药流通公司毛利率情况（分季度）



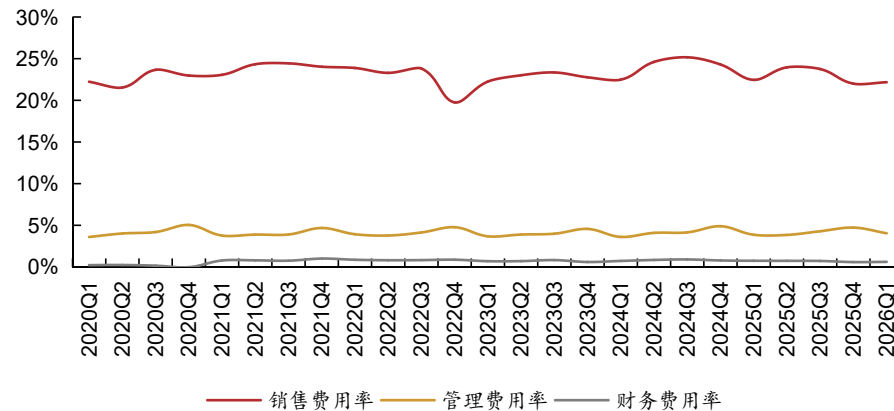
图：2020Q1-2026Q1医药流通公司费用率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1线下药店公司毛利率情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1线下药店公司费用率情况（分季度）





## ■ 医药商业：2025年药店利润同比增速保持增长

- 收入端，药店及流通增速稳健；利润端，随着降本增效等举措的积极推进，药店盈利能力持续改善，增速快于收入增速，流通仍有减值压力。
- 我们认为，目前受到宏观经济、行业政策变化等因素影响，医药商业企业业绩短期存在一定压力。但从长期来看，在集采常规化的后时代，医药流通整体有望保持稳健增长，其中头部企业有望通过收并购、布局创新业务等方式进一步提升市场份额及业绩增速，建议关注国内龙头国药系及地方龙头。药店方面，目前利润正在持续改善，估值处于历史低位，长期来看门诊统筹政策的持续推进、行业集中度提升仍然是大趋势，龙头连锁仍有较大成长空间。

表：2024-2026Q1医药商业公司收入和归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
603233.SH	大参林	8.0%	3.8%	0.2%	-21.6%	35.0%	11.1%
600833.SH	第一医药	5.3%	11.2%	-3.9%	82.7%	-64.6%	390.9%
301408.SZ	华人健康	19.3%	21.1%	12.2%	20.1%	39.0%	29.6%
605266.SH	健之佳	2.2%	-3.9%	-8.9%	-69.1%	15.6%	7.2%
603883.SH	老百姓	-0.4%	-0.5%	0.8%	-44.1%	-26.4%	5.3%
301017.SZ	漱玉平民	4.1%	7.9%	9.4%	-241.9%	-160.5%	-59.6%
002727.SZ	一心堂	3.6%	-3.7%	-7.0%	-79.2%	130.8%	9.8%
603939.SH	益丰药房	6.5%	1.5%	1.3%	8.3%	9.8%	11.1%
600511.SH	国药股份	1.8%	3.7%	6.6%	-6.8%	-0.2%	3.3%
000028.SZ	国药一致	-1.5%	-1.3%	-2.6%	-59.8%	76.8%	-12.4%
600998.SH	九州通	1.1%	6.3%	6.6%	15.3%	-10.1%	-24.4%
603368.SH	柳药集团	1.8%	-1.2%	1.1%	0.6%	-17.0%	-19.0%
601607.SH	上海医药	5.7%	3.0%	6.4%	20.8%	25.7%	6.4%
000950.SZ	重药控股	0.6%	2.3%	-0.9%	-56.8%	36.7%	36.3%

# 主要内容

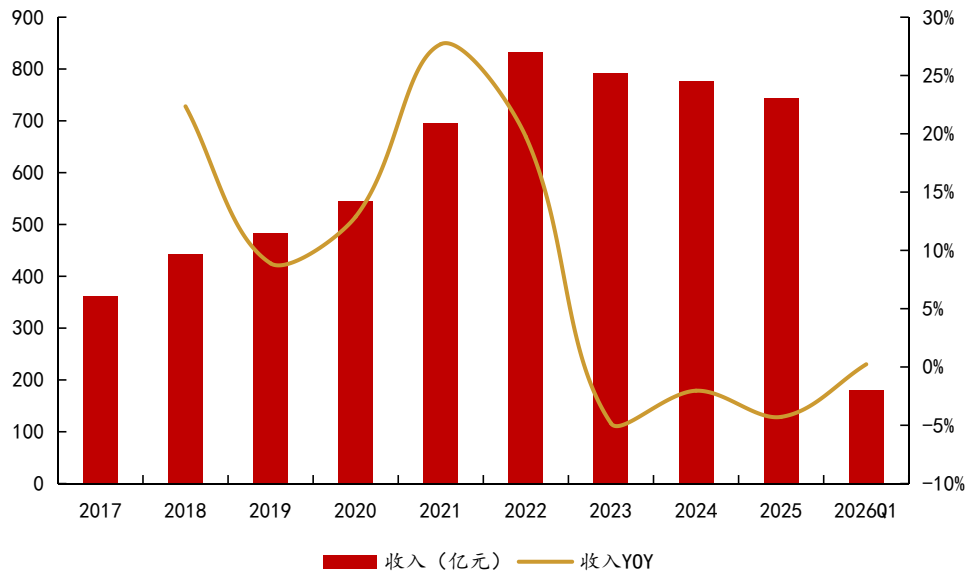
---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示

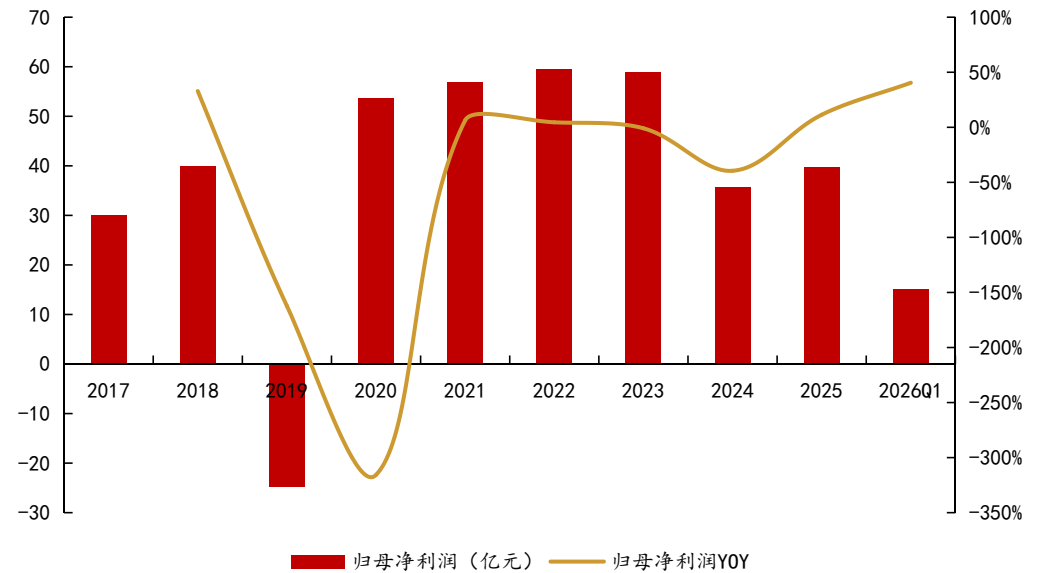
■ 医疗服务：2025年收入承压，2026Q1边际改善，行业需求逐步回暖

- 医疗服务整体：16家医疗服务公司2025年全年实现营收743.4亿元，同比下滑4.3%；实现归母净利润39.7亿元，同比增长11.37%，全年业绩呈现筑底企稳态势。
- 2026年板块边际改善信号明确：2026Q1实现营收180.2亿元，同比增速由负转正；归母净利润15.1亿元，同比大幅增长40.46%，行业景气度呈现企稳回暖的趋势。

图：2017-2026Q1医疗服务公司收入及增速情况

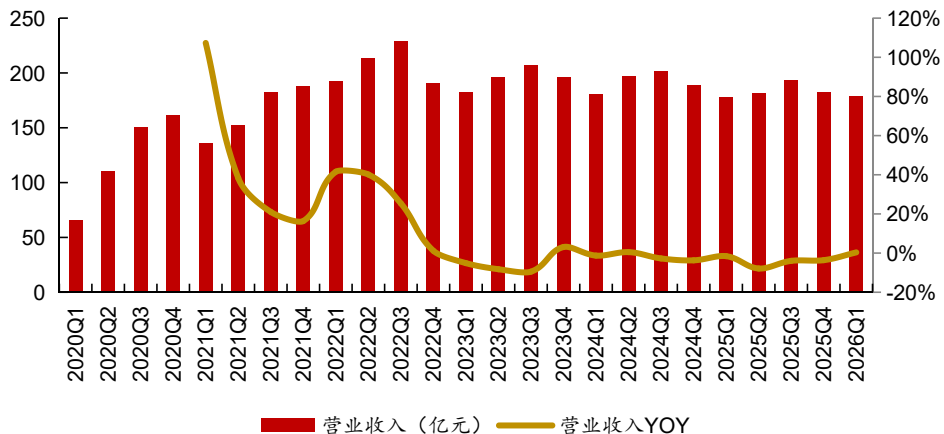


图：2017-2026Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况

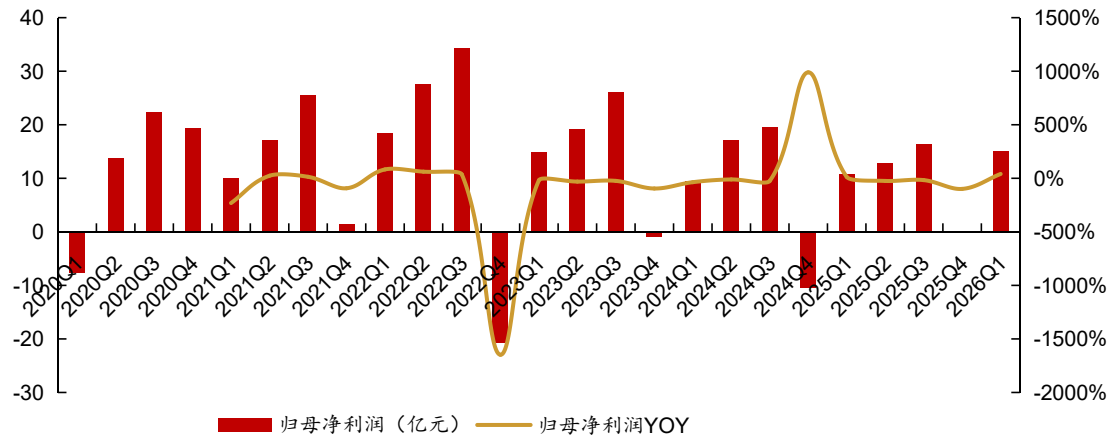


## ■ 医疗服务：2025年收入承压，2026Q1边际改善，行业需求逐步回暖

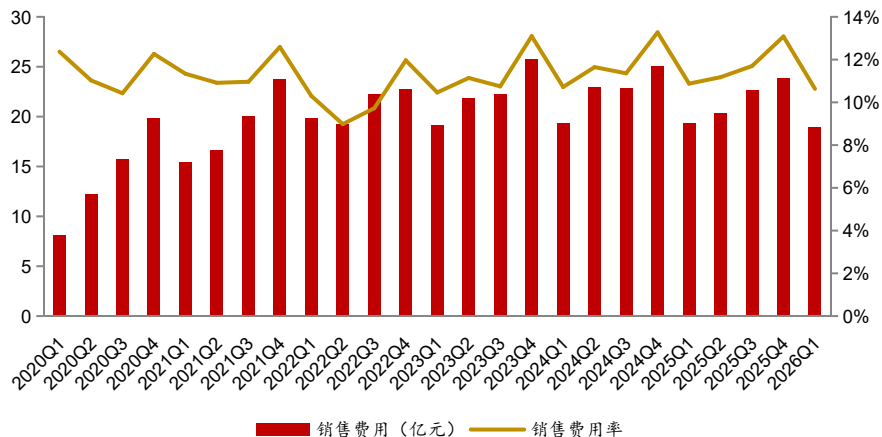
图：2020Q1-2026Q1医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



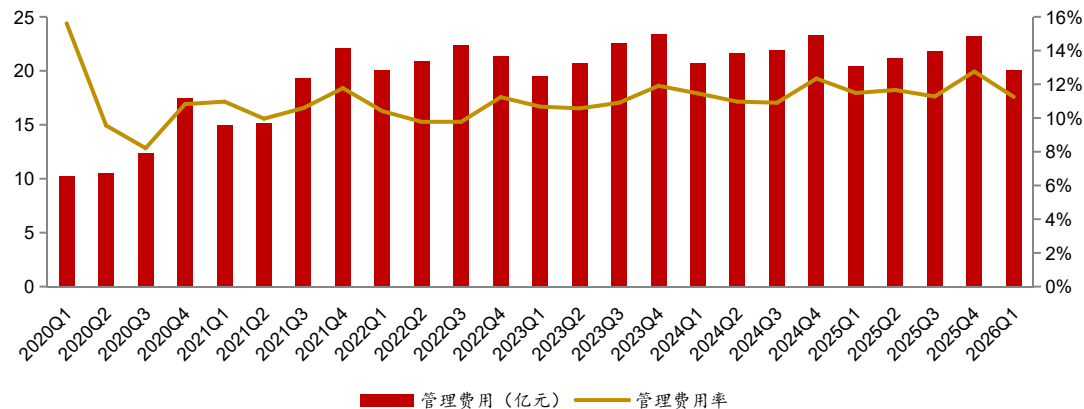
图：2020Q1-2026Q1医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1医疗服务公司销售费用情况（分季度）



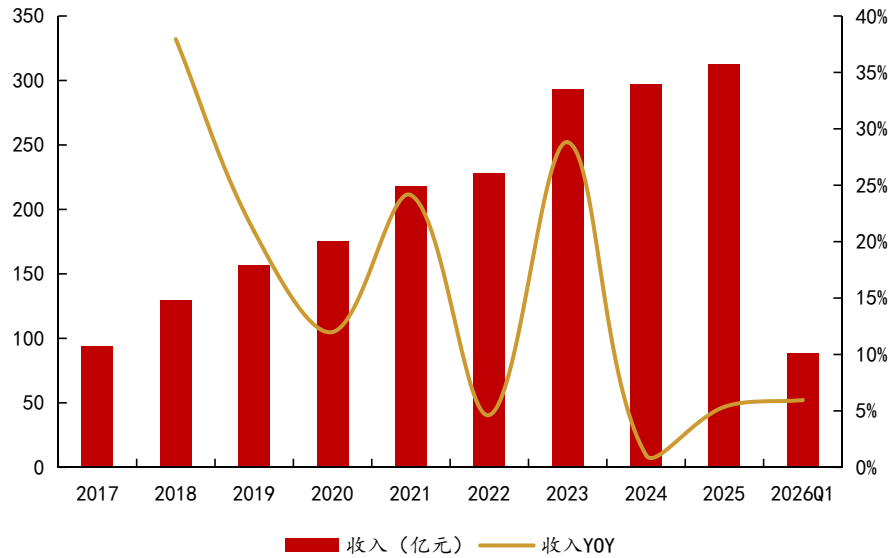
图：2020Q1-2026Q1医疗服务公司管理费用情况（分季度）



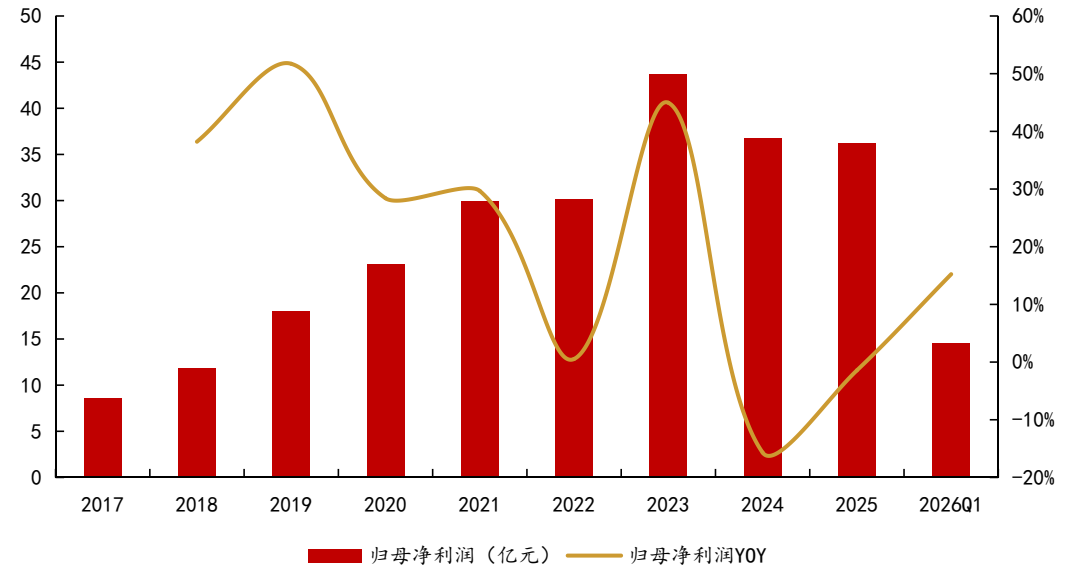
■ 医疗服务（眼科）：2025年收入稳健增长，2026Q1加速回暖，龙头优势持续强化

- 眼科：5家眼科公司2025年全年实现营收312.7亿元，同比增长5.4%；实现归母净利润36.3亿元，同比下滑1.44%，全年收入端保持稳健增长，利润端短期承压。
- 2026年板块出现明确的加速修复信号：2026Q1实现营收88.6亿元，同比增长6.0%；归母净利润14.5亿元，同比增长15.23%，收入、利润增速均明显超越行业，龙头公司马太效应凸显，行业集中度持续提升。

图：2017-2026Q1眼科医疗服务公司收入及增速情况

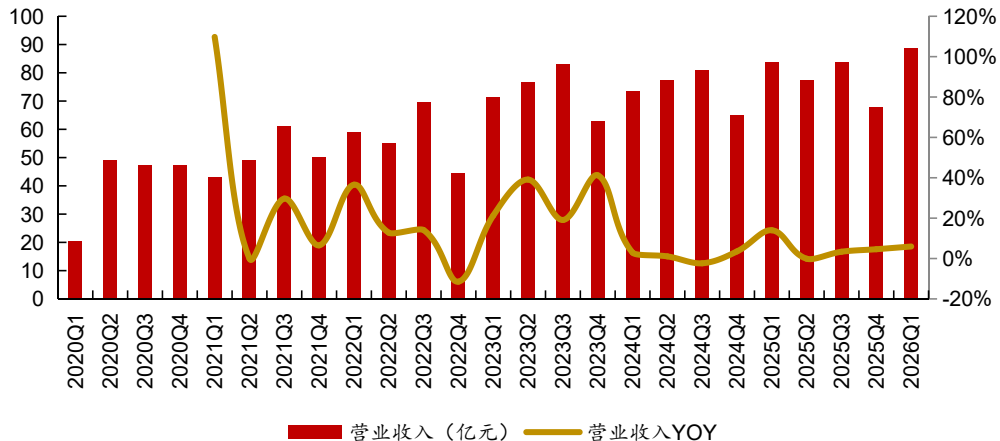


图：2017-2026Q1眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况

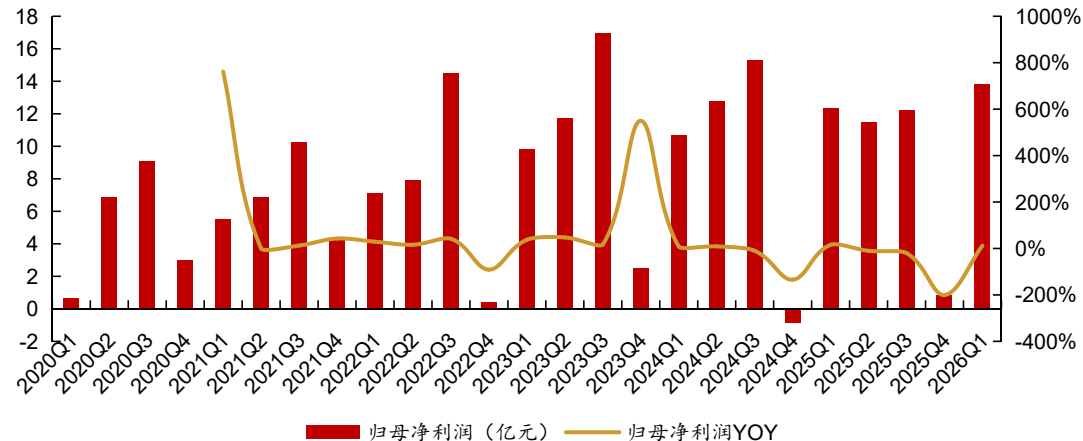


## ■ 医疗服务（眼科）：2025年收入稳健增长，2026Q1加速回暖，龙头优势持续强化

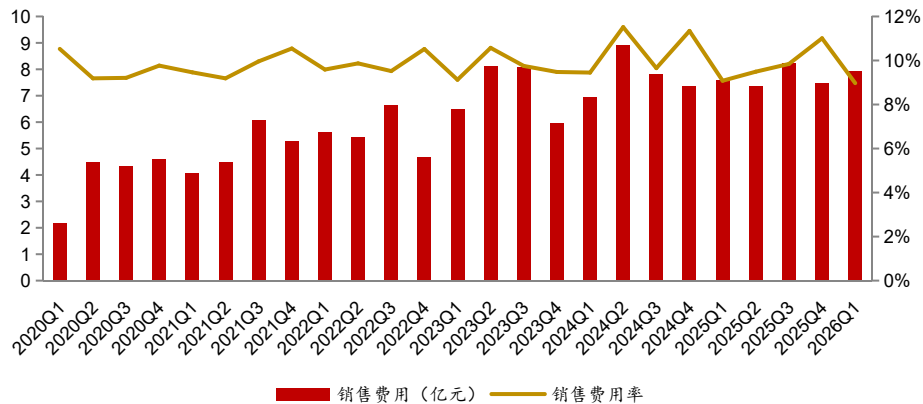
图：2020Q1-2026Q1眼科医疗服务公司收入及增速情况（分季度）



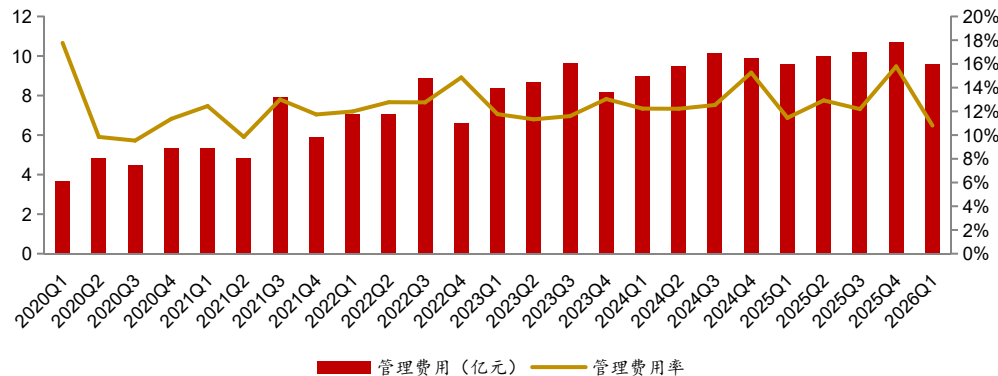
图：2020Q1-2026Q1眼科医疗服务公司归母净利润及增速情况（分季度）



图：2020Q1-2026Q1眼科医疗服务公司销售费用情况（分季度）



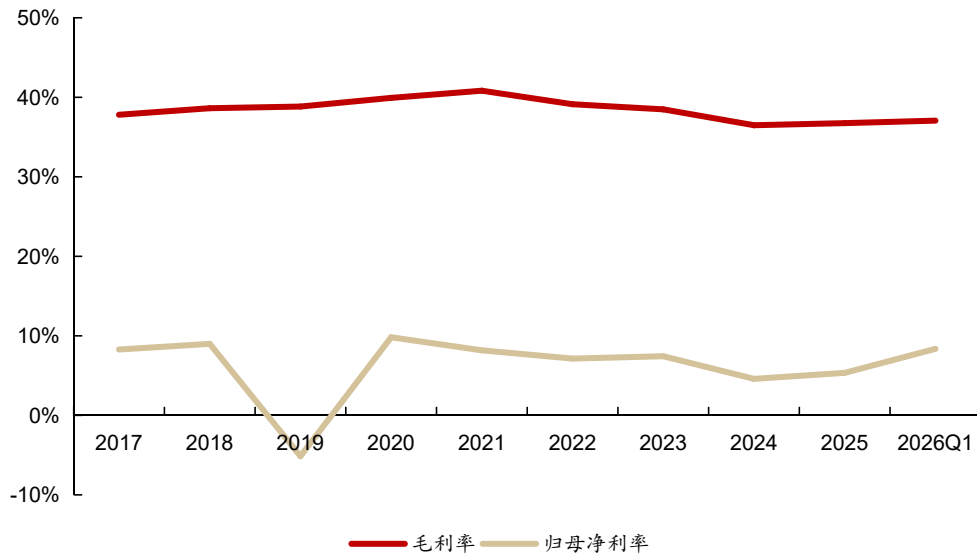
图：2020Q1-2026Q1眼科医疗服务公司管理费用情况（分季度）



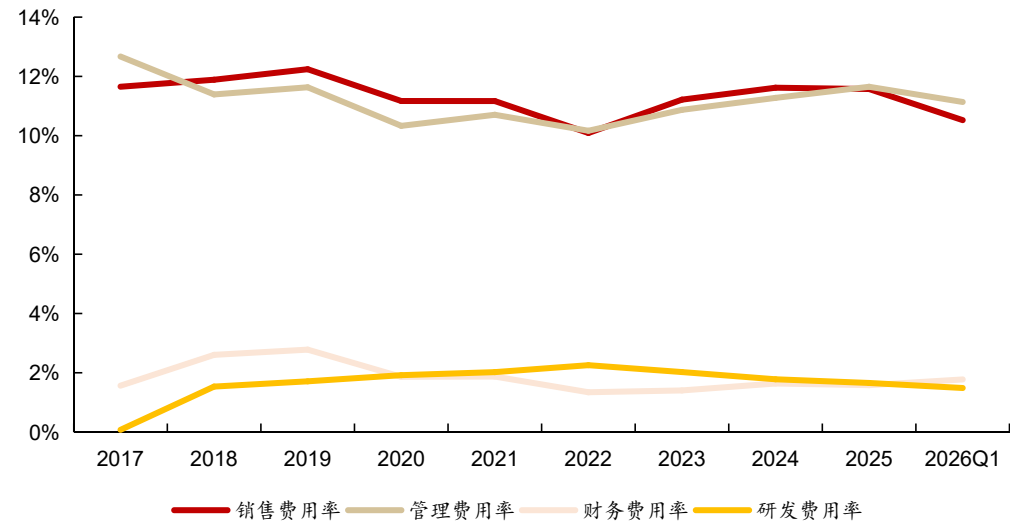
■ 医疗服务：2025年业绩筑底，2026Q1边际改善，行业需求企稳回暖

- 整体盈利能力方面：2025年整体毛利率为36.75%，归母净利率为5.34%；2026Q1毛利率回升至37.07%，同比提升1.60pct，归母净利率提升至8.37%，同比提升2.40pct，盈利水平较去年同期显著改善。
- 整体费用率方面：2026Q1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.52%、11.14%、1.77%，同比分别下降0.23pct、下降0.22pct、提升0.17pct，期间费用率同比下降0.41pct，成本管控成效逐步显现。

图：2017-2026Q1医疗服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1医疗服务公司费用率情况

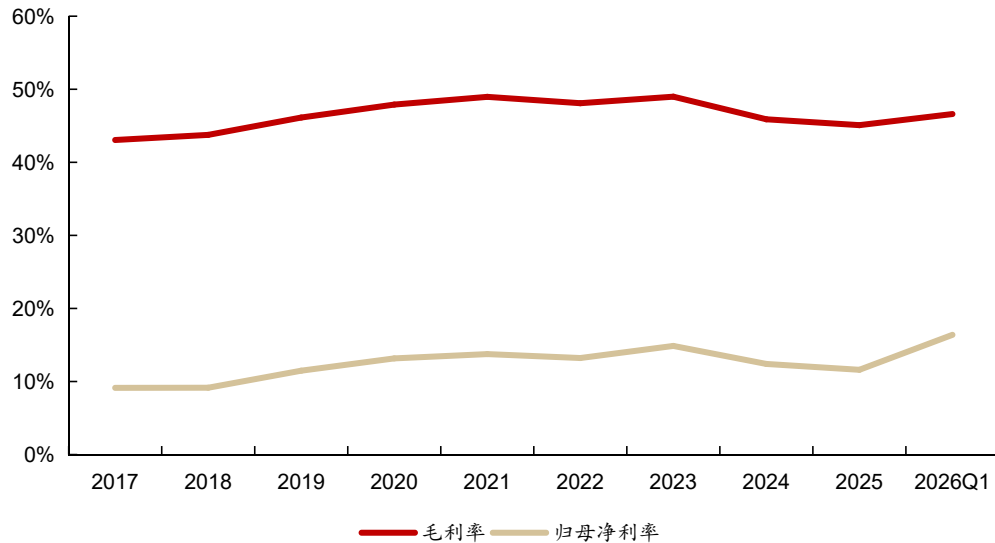




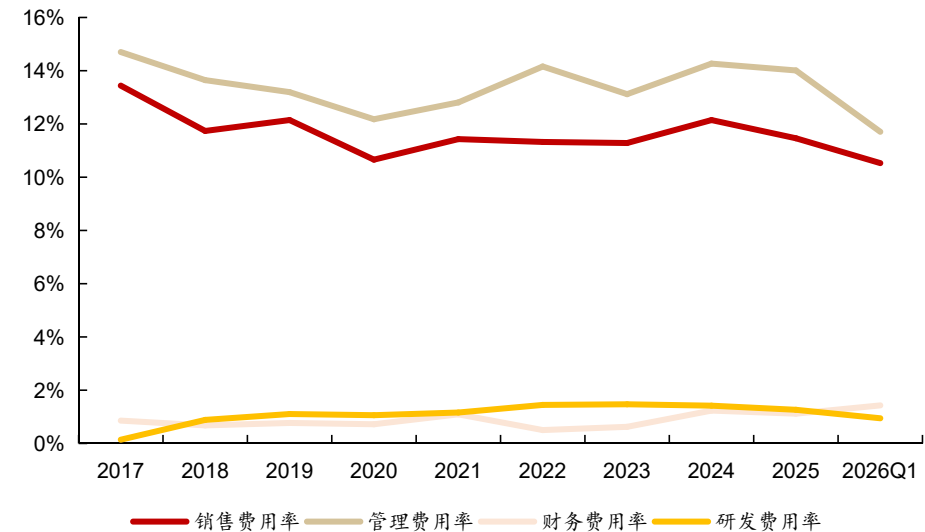
## ■ 医疗服务（眼科）：2025年业绩稳健增长，2026Q1加速回暖，龙头优势持续强化

- 眼科公司盈利能力方面，2025年整体毛利率为45.09%，归母净利率为11.60%；2026Q1毛利率回升至46.61%，同比提升0.17pct，归母净利率提升至16.39%，同比提升1.32pct，盈利水平较去年同期显著修复。
- 眼科公司费用率方面，2026Q1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.53%、11.71%、1.43%，同比分别变化-0.02pct、-0.85pct、+0.44pct，期间费用率整体呈优化趋势，成本管控成效逐步显现。

图：2017-2026Q1眼科医疗服务公司毛利率和归母净利率



图：2017-2026Q1眼科医疗服务公司费用率情况





# 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖

## ■ 医疗服务：2025年业绩筑底，2026Q1边际改善，行业需求企稳回暖

- 受制于需求疲软，2025年医疗服务板块整体业绩呈现筑底企稳态势，收入端增速整体承压，细分赛道分化明显：眼科龙头企业如爱尔眼科、普瑞眼科实现稳健增长，收入增速分别达6.5%、4.4%；三博脑科、盈康生命等专科医院受益于需求复苏，收入增速分别达20.7%、20.9%。利润端方面，板块内公司盈利表现分化，部分企业受成本端影响利润短期承压，而金域医学、迪安诊断等企业实现利润大幅修复。
- 2026Q1行业边际改善信号明确：板块整体收入增速企稳回升，龙头企业表现亮眼，爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科收入增速分别达6.1%、10.5%、5.2%，利润端增速显著修复，同比分别增长12.5%、159.0%、14.7%。我们认为，医疗服务长期刚性需求支撑行业稳定复苏，叠加低渗透率与高市场天花板，建议关注需求有望逐步回暖的眼科赛道，如爱尔眼科、普瑞眼科、华夏眼科。

表：2024、2025、2026Q1医疗服务公司收入和归母净利润同比增速情况

		收入增速			归母净利润增速		
		2024	2025	2026Q1	2024	2025	2026Q1
300015.SZ	爱尔眼科	3.0%	6.5%	6.1%	5.9%	-8.9%	12.5%
002044.SZ	美年健康	-1.8%	-3.2%	-9.7%	-44.2%	1.1%	7.4%
600763.SH	通策医疗	1.0%	1.4%	1.4%	0.2%	0.2%	1.7%
301267.SZ	华夏眼科	0.3%	2.8%	5.2%	-35.6%	2.8%	14.7%
603882.SH	金域医学	-15.8%	-16.1%	-7.9%	-159.3%	54.6%	254.0%
000516.SZ	国际医学	4.3%	-15.4%	-2.8%	31.0%	-23.2%	54.5%
300244.SZ	迪安诊断	-9.0%	-17.2%	-5.0%	-216.2%	112.3%	406.5%
301293.SZ	三博脑科	8.8%	20.7%	13.1%	34.2%	-19.8%	-60.8%
002219.SZ	新里程	-2.9%	-19.6%	-9.6%	324.8%	-73.0%	-20.2%
300143.SZ	盈康生命	6.0%	20.9%	21.4%	14.9%	-40.6%	-14.1%
301239.SZ	普瑞眼科	-1.5%	4.4%	10.5%	-138.0%	40.2%	159.0%
002173.SZ	创新医疗	1.3%	-4.3%	-13.8%	-174.0%	62.9%	-80.4%
301060.SZ	兰卫医学	4.1%	-16.9%	-18.2%	22.7%	71.9%	556.8%
301103.SZ	何氏眼科	-7.6%	-0.3%	4.7%	-143.1%	199.8%	0.5%
002622.SZ	皓宸医疗	13.9%	-18.4%	-5.7%	60.1%	-216.8%	31.7%
002524.SZ	光正眼科	-16.9%	-0.9%	-10.1%	-1987.1%	88.8%	-768.5%

# 主要内容

---

1. 医药行业：行业持续分化，创新药+CXO表现较好，原料药底部震荡
2. 创新药：商业化新周期，创新品种快速放量，盈利信号积极
3. CXO&科研服务产业链：CDMO业绩向好，早研板块复苏强劲
4. 化药：化药板块内部分化显著，仿转创业绩呈向上趋势
5. 医疗器械：26Q1收入端呈回暖趋势，利润端仍有压力
6. 生物制品：生物制品持续探底，疫苗压力显著
7. 中药：2025全年盈利同比增速转正，板块筑底回暖
8. 原料药：竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡
9. 医药商业：收入相对稳健，药店盈利能力持续恢复
10. 医疗服务：业绩边际改善明显，行业需求逐步回暖
11. 风险提示



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

## 风险提示

- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES